



都市麗人(2298 HK)

對18財年的門店擴張充滿信心

❖ 業績符合預期，17財年下半年銷售增長大幅回升。都市麗人17財年淨利潤按年增長31.0%至3.17億元人民幣，高於我們預期的0.9%，但低於市場4.2%，而銷售則按年增長0.7%至4.51億元人民幣，符合預期。儘管業績符合預期，但毛利率確實是低於我們預計的0.7個百分點，僅為43.2%，主要原因是受到1)清倉庫存，2)包裝和其他原材料成本攀升的拖累。不過，多虧了好於預期的運營成本控制，特別是在租金和員工成本方面，淨利潤率仍然可提高2.6個百分點至7.0%，好於我們預期的6.9%。儘管部分門店開張延遲，17財年下半年的批發增長率亦可回升至5.7%，而上半年為同比下降13.6%。下半年電子商務銷售增長率加速至106.2%，相比上半年為44.5%。胸罩和內褲銷售增長迅速，下半年為23.1%和17.9%的同比增長。

❖ 18財年前景樂觀，同店銷售，電商業務，門店擴張，保暖衣需求，以及毛利率都會不俗。各種指標均指向強勁的18財年：1)年初至今(18年1月至3月)同店銷售增長為中單位數，處於管理層低到中單位數目標的高端，我們認為在年內可能是越來越好的，受惠于“合夥人制度”和“阿米巴營運模式”最近在17財年年底和18財年1季度的推出(兩者都為員工提供了出色的利潤激勵措施，以提高銷售和節省成本)，2)電商銷售保持快速增長，管理期望有中高兩位數的增長(17財年/16財年按年增長73%/79%)，受惠於推廣至更多的平台和加強與京東合作，還有更高的平均售價以及更好的產品結構都可進一步改善毛利率，3)門店快速擴張，在18財年約800家的淨開店(遠超過我們之前預測的500家)，按年增長11%，自有/分銷商/共同擁有的門店約為100/500/200(商場店將從17財年的70家增加到300家左右，而其淨利潤率會比集團平均略高)，4)保暖衣的需求有所改善，18財年1至2月與17財年相比出現顯著增長，需求強勁導致庫存偏低和零售折扣減少，5)毛利率壓力可有所緩解，主要是由於管理層預計原材料成本只會輕微增加，並且會有更多及更好的管道清理老舊的庫存(可開始在電商售賣，和有更多海外和Outlet門店將於18財年開業)。因此，我們上調18財年/19財年預測銷售2.7%/2.2%，削減毛利率1.1個百分點/1.3個百分點，但預測淨利潤側增加4.9%/2.3%，並引入20財年的預測。

❖ 維持買入評級，目標價上調至4.71港元。我們維持買入評級，並將目標價提高至4.71港元，隱含了15.5%的上漲空間，是基於20倍18財年預測市盈率(之前是17倍)和0.78倍PEG，目前公司估值為17倍18財年預測市盈率。我們給予的目標價相對歷史平均價格16倍而言，有輕微溢價，因為：1)業務有較大概率有機會回暖；2)零售管理的升級，以及3)新產品和品牌建設的成功(2017年時裝秀的珠寶由周大福免費贊助，並得到騰訊和愛奇藝的全力支持，共錄得過千萬的觀看)。

財務資料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額(百萬人民幣)	4,512	4,542	5,088	5,585	6,150
淨利潤(百萬人民幣)	242	317	425	509	630
每股收益(人民幣)	0.127	0.148	0.198	0.237	0.294
每股收益變動(%)	(55.2)	16.4	34.0	19.7	23.9
市盈率(x)	28.0	23.2	17.3	14.5	11.7
市帳率(x)	2.5	2.2	2.0	1.7	1.5
股息率(%)	1.6	1.7	2.3	2.8	3.4
權益收益率(%)	9.0	9.4	11.2	11.9	12.8
財務杠杆(x)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際研究預測

買入(維持)

目標價	HK\$4.71
(前目標價)	HK\$3.82
潛在升幅	+15.5%
當前股價	HK\$4.08

胡永匡

電話：(852) 3761 8776

郵件：walterwoo@cmbi.com.hk

中國內衣行業

市值(百萬港元)	8,758
3月平均流通量(百萬港元)	8.41
52周內股價高/低(港元)	4.56/2.2
總股本(百萬)	2,146.5

資料來源：彭博

股東結構

鄭耀南等創始人	55.53%
復星國際	11.18%
Prime Capital Management	9.06%
Capital Today (China)	6.20%
自由流通	18.03%

資料來源：HKEx

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	21.1%	20.3%
3-月	48.4%	41.2%
6-月	38.8%	25.6%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：普華永道

公司網站：www.cosmo-lady.com.hk

❖ 投資未來，獲得設計、行銷和銷售“Kappa”品牌產品的授權，和開始策劃深化供應鏈管理的改革。都市麗人宣佈與中國動向（3818 HK）組成 75%/ 25% 的合資公司，註冊資本為 2000 萬人民幣，獲得設計、行銷、生產和銷售“Kappa”品牌產品 5 年的授權，如雙方同意，可再續約 3 年。我們相信通過“Kappa”品牌，都市麗人可以更好地拓展男士內衣和女士運動產品的市場。此外，公司亦再次與 Rowland Berger 合作，對整個供應鏈管理進行高科技改革，提出解決方案。總的來說，公司在 17 財年在管道和零售管理方面做出了相當的努力，而產品和品牌則會是 18 財年的重點。

圖 1：同業估值表 - H 股，A 股，國際內衣和服裝

		Price	Mkt cap	Year	PER (x)				EPS Growth(%)			PBR (x)				ROE (%)	3yrs PEG(x)	Yield (%)	YTD performance (%)
Company	Ticker	HK\$	HK\$ mn	End	FY0	FY1	FY2	5yrs avg.	FY1	FY2	FY3	FY0	FY1	FY2	5yrs avg.	FY0	FY1	FY1	
<u>H-shares Underwear, Apparel</u>																			
Cosmo Lady China Holdings Co	2298 HK	4.08	8,758	31/12/2017	23.2	17.3	14.5	n/a	34.0	19.7	23.9	2.2	1.9	1.7	n/a	10.5	0.7	2.2	44.2
Embry Holdings Ltd	1388 HK	2.67	1,128	31/12/2017	2.3	n/a	n/a	9.1	0.0	0.0	0.0	0.5	n/a	n/a	0.9	24.2	n/a	n/a	12.2
Giordano International Ltd	709 HK	4.60	7,224	31/12/2017	14.4	12.8	11.9	14.2	13.2	7.5	7.2	2.5	2.6	2.6	2.4	17.5	1.4	7.9	10.6
I.T Ltd	999 HK	3.74	4,472	28/2/2017	13.4	10.2	8.8	10.6	40.4	16.2	20.3	1.5	1.4	1.2	1.1	11.3	0.4	4.5	12.3
China Lilang Ltd	1234 HK	9.12	10,916	31/12/2017	14.5	12.4	10.9	9.1	25.9	13.4	20.0	2.8	2.6	2.4	1.8	19.9	0.6	5.8	44.5
Giordano International Ltd	709 HK	4.60	7,224	31/12/2017	14.4	12.8	11.9	14.2	13.2	7.5	7.2	2.5	2.6	2.6	2.4	17.5	1.4	7.9	10.6
Jnby Design Ltd	3306 HK	16.10	8,352	30/6/2017	18.3	15.4	12.7	n/a	29.4	21.3	23.1	5.4	4.6	4.1	n/a	42.9	0.6	4.1	69.5
Koradior Holdings Ltd	3709 HK	8.72	4,241	31/12/2016	15.8	n/a	n/a	n/a	0.0	0.0	0.0	3.4	n/a	n/a	n/a	23.5	n/a	n/a	3.0
Top Form International Ltd.	333 HK	1.56	335	30/6/2017	14.3	n/a	n/a	n/a	0.0	0.0	0.0	0.6	n/a	n/a	0.7	4.3	n/a	n/a	1.3
Best Pacific International H	2111 HK	4.06	4,209	31/12/2017	13.8	10.6	8.5	n/a	30.1	25.3	20.6	1.8	1.6	1.4	n/a	14.5	0.4	2.6	(15.8)
Regina Miracle International	2199 HK	6.95	8,509	31/3/2017	50.1	27.6	15.2	n/a	215.0	81.0	35.5	3.2	3.0	2.6	n/a	6.5	0.3	1.1	(9.7)
Shenzhen International Group	2313 HK	80.25	120,634	31/12/2016	27.7	25.9	21.5	17.1	25.6	20.7	18.4	5.0	4.8	4.3	3.2	20.9	1.2	2.1	7.9
Average					18.5	16.1	12.9	12.4	35.6	17.7	14.7	2.6	2.8	2.6	1.8	17.8	0.8	4.3	15.9
Median					14.5	12.8	11.9	12.4	25.7	14.8	19.2	2.5	2.6	2.6	1.8	17.5	0.6	4.1	10.6
<u>A-shares Underwear and Apparel</u>																			
Shenzhen Huijie Group Co L-A	002763 CH	12.62	6,076	31/12/2016	19.7	19.4	15.7	n/a	38.2	23.9	16.7	2.8	2.6	2.2	n/a	14.8	0.7	3.2	(7.8)
Shanghai Yimin Commerce-A	600824 CH	4.66	6,083	31/12/2016	31.4	n/a	n/a	36.5	0.0	0.0	0.0	2.3	n/a	n/a	3.4	7.6	n/a	n/a	(3.5)
Shenzhen Ellassay Fashion -A	603808 CH	20.38	8,513	31/12/2016	23.0	23.4	18.1	n/a	46.5	29.1	22.0	3.5	3.4	2.9	n/a	17.3	0.7	1.2	(11.4)
Lancy Co Ltd-A	002612 CH	12.59	6,236	31/12/2016	27.4	24.7	20.0	66.7	31.9	23.4	11.2	2.0	1.9	1.8	3.3	7.4	1.1	0.8	12.4
Heilan Home Co Ltd -A	600398 CH	11.68	64,985	31/12/2016	16.4	15.8	14.3	16.5	12.2	10.6	11.5	5.1	2.7	2.4	4.3	32.7	1.4	6.0	20.4
Anzheng Fashion Group Co L-A	603839 CH	22.49	8,051	31/12/2016	20.4	23.2	17.9	n/a	(6.4)	29.3	29.5	3.7	2.5	2.5	n/a	19.5	1.4	2.1	(8.2)
Guangdong Bobaolon Co Ltd-A	002776 CH	19.10	5,688	31/12/2016	31.9	28.9	22.7	n/a	26.8	27.2	23.8	2.1	n/a	n/a	n/a	9.0	1.1	n/a	(1.2)
Average					24.3	22.6	18.1	39.9	21.3	20.5	16.4	3.1	2.6	2.4	3.6	15.5	1.1	2.7	0.1
Median					23.0	23.3	18.0	36.5	26.8	23.9	16.7	2.8	2.6	2.4	3.4	14.8	1.1	2.1	(3.5)
<u>International Underwear and Apparel</u>																			
Wacoal Holdings Corp	3591 JP	3145.00	16,793	31/3/2017	20.8	20.5	20.2	17.6	(13.1)	1.9	(1.9)	0.9	0.9	0.9	0.8	4.4	(4.5)	1.7	(11.7)
Fast Retailing Co Ltd	9983 JP	42320.0	334,345	31/8/2017	33.7	31.1	27.8	45.0	22.2	11.8	11.1	5.4	5.1	4.5	5.7	16.9	2.1	0.9	(5.8)
L Brands Inc	LB US	38.36	84,976	3/2/2018	11.9	12.1	11.3	19.0	(6.9)	7.0	5.9	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	6.7	6.4	(36.3)
Hanesbrands Inc	HBI US	18.59	52,574	30/12/2017	9.6	10.6	9.7	15.4	939.8	9.4	6.0	9.8	7.6	6.1	8.1	6.5	0.1	3.2	(11.1)
Nike Inc -Cl B	NKE US	64.42	822,529	31/5/2017	28.1	28.1	24.0	24.7	(9.5)	17.1	15.9	8.9	9.3	9.0	6.5	32.1	4.0	1.2	3.0
Lululemon Athletica Inc	LULU US	81.10	86,166	29/1/2017	36.7	32.1	26.8	32.0	15.5	19.8	12.4	7.7	6.9	5.6	8.2	20.9	2.0	0.0	3.2
Pvh Corp	PVH US	141.45	85,399	29/1/2017	19.9	18.1	15.8	15.2	15.6	14.7	14.0	2.1	2.1	1.9	2.0	10.6	1.2	0.1	3.1
Marks & Spencer Group Plc	MKS LN	265.30	47,702	1/4/2017	23.3	9.5	9.7	n/a	321.7	(2.0)	1.8	1.5	1.4	1.3	n/a	6.1	0.2	7.0	(15.7)
Average					23.0	20.3	18.2	24.1	###	10.0	8.1	5.2	4.8	4.2	5.2	13.9	1.5	2.6	(8.9)
Median					22.1	19.3	18.0	19.0	15.6	10.6	8.6	5.4	5.1	4.5	6.1	10.6	1.6	1.5	(8.4)

來源：公司及招銀國際研究預測

利潤表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	4,512.4	4,542.5	5,087.6	5,585.2	6,150.3
銷售給加盟商	2,520.2	2,433.5	2,640.3	2,785.5	2,952.7
零售銷售	1,679.5	1,566.0	1,660.0	1,776.2	1,918.3
電子商務銷售	312.6	543.0	787.3	1,023.5	1,279.4
銷售成本	(2,510.3)	(2,578.0)	(2,847.8)	(3,080.5)	(3,337.4)
毛利	2,002.0	1,964.5	2,239.8	2,504.7	2,812.9
其他收入	50.8	54.4	55.2	65.1	71.7
銷售費用	(1,434.8)	(1,337.9)	(1,466.8)	(1,629.4)	(1,777.7)
一般及行政費用	(312.6)	(261.5)	(267.2)	(271.6)	(278.8)
其他收益	-	-	-	-	-
息稅前收益	305.4	419.6	561.0	668.8	828.1
淨融資成本	18.3	7.2	5.2	9.2	12.2
聯營公司	-	(1.5)	-	-	-
特殊收入	-	-	-	-	-
稅前利潤	323.7	425.3	566.2	678.0	840.3
所得稅	(81.8)	(108.3)	(141.6)	(169.5)	(210.1)
非控制股東權益	-	-	-	-	-
淨利潤	242.0	317.0	424.7	508.5	630.2

來源：公司及招銀國際研究預測

資產負債表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流動資產	760.1	807.1	871.8	937.5	1,004.7
物業、廠房及設備	545.6	565.0	627.9	690.4	752.9
無形資產和商譽	39.4	45.4	48.7	53.3	59.0
土地使用權	89.4	87.3	85.7	84.5	83.5
投資型房地產	-	-	-	-	-
聯營公司的權益	2.0	22.4	22.4	22.4	22.4
合營公司的權益	-	-	-	-	-
其他金融資產	25.8	8.6	8.6	8.6	8.6
遞延稅項資產	39.2	55.2	55.2	55.2	55.2
其他	18.6	23.1	23.1	23.1	23.1
流動資產	3,019.3	3,729.4	4,280.1	4,836.8	5,536.6
其他金融資產	503.2	539.6	738.2	911.2	1,126.6
存貨	1,150.7	1,112.0	858.2	844.0	914.4
貿易及其他應收賬款	565.9	672.5	739.1	799.8	868.7
受限制銀行結餘	-	-	-	-	-
現金及現金等價物	799.5	1,405.3	1,944.5	2,281.9	2,626.9
流動負債	884.0	952.3	1,142.9	1,256.9	1,393.6
銀行借款	-	-	-	-	-
預收款項	-	-	-	-	-
貿易及其他應付賬款	554.3	583.6	644.7	697.3	755.5
即期稅項	24.1	48.6	141.6	169.5	210.1
其他	305.6	320.0	356.7	390.1	428.1
非流動負債	201.6	228.1	228.1	228.1	228.1
帶息借款	200.0	211.3	211.3	211.3	211.3
離職後福利及其他長期福利	-	-	-	-	-
遞延稅項	1.6	1.4	1.4	1.4	1.4
撥備	-	-	-	-	-
其他	-	15.4	15.4	15.4	15.4
資產淨額	2,693.8	3,356.1	3,780.8	4,289.3	4,919.5
非控股權益	-	-	-	-	-
權益股東應占總權益	2,693.8	3,356.1	3,780.8	4,289.3	4,919.5

來源：公司及招銀國際研究預測

現金流量表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息稅前收益	305.4	419.6	561.0	668.8	828.1
折舊和攤銷	88.2	88.1	101.4	118.7	138.0
營運資金變動	(324.7)	(27.2)	284.9	39.7	(43.2)
稅務開支	(129.9)	(99.9)	(141.6)	(169.5)	(210.1)
其他	54.0	(33.8)	30.0	30.0	30.0
經營活動所得現金淨額	(6.9)	346.8	835.7	687.7	742.8
購置固定資產	(162.4)	(98.4)	(152.6)	(167.6)	(184.5)
聯營公司	-	-	-	-	-
其他	11.9	7.9	(16.8)	(12.9)	(9.8)
投資活動所得現金淨額	(150.5)	(90.5)	(169.5)	(180.4)	(194.3)
股份發行	-	528.5	-	-	-
淨銀行借貸	200.0	23.1	-	-	-
股息	(177.4)	(163.5)	(127.1)	(169.9)	(203.4)
其他	(19.3)	(16.2)	-	-	-
融資活動所得現金淨額	3.3	371.8	(127.1)	(169.9)	(203.4)
現金增加淨額	(154.1)	628.1	539.2	337.4	345.0
年初現金及現金等價物	950.6	799.5	1,405.3	1,944.5	2,281.9
匯兌	3.0	(22.4)	-	-	-
年末現金及現金等價物	799.5	1,405.3	1,944.5	2,281.9	2,626.9

來源：公司及招銀國際研究預測

主要比率

年結：12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
銷售組合 (%)					
銷售給加盟商	55.9	53.6	51.9	49.9	48.0
零售銷售	37.2	34.5	32.6	31.8	31.2
電子商務銷售	6.9	12.0	15.5	18.3	20.8
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	44.4	43.2	44.0	44.8	45.7
息稅前利潤率	6.8	9.2	11.0	12.0	13.5
稅前利潤率	7.2	9.4	11.1	12.1	13.7
淨利潤率	5.4	7.0	8.3	9.1	10.2
有效稅率	25.3	25.5	25.0	25.0	25.0
增長 (%)					
收入	(8.9)	0.7	12.0	9.8	10.1
毛利	(5.3)	(1.9)	14.0	11.8	12.3
息稅前利潤	(55.7)	37.4	33.7	19.2	23.8
淨利潤率	(55.2)	31.0	34.0	19.7	23.9
資產負債比率					
流動比率 (x)	3.4	3.9	3.7	3.8	4.0
平均應收賬款周轉天數	36.5	44.5	44.5	44.5	44.5
平均應付賬款周轉天數	80.6	82.6	82.6	82.6	82.6
平均存貨周轉天數	167.3	157.4	110.0	100.0	100.0
淨負債 / 總權益比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率 (%)					
資本回報率	9.0	9.4	11.2	11.9	12.8
資產回報率	6.4	7.0	8.2	8.8	9.6
每股數據					
每股盈利(人民幣)	0.127	0.148	0.198	0.237	0.294
每股股息(人民幣)	0.055	0.059	0.079	0.095	0.117
每股賬面值(人民幣)	1.413	1.564	1.761	1.998	2.292

來源：公司及招銀國際研究預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表于本報告的觀點準確地反映有關于他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	：股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	：股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	：股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	：招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址：香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

電話：(852) 3900 0888

傳真：(852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司（“招銀證券”）為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司（招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司）

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2) (a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。