

都市麗人(2298 HK)

下半年拐點出現，儘管新開店有所延遲

- ❖ 盈利預喜，淨利潤增長略高於市場預期，但由於新店開張延遲而令銷售略低預期。都市麗人發出盈利預喜，預計 17 財年淨利潤增長 28-35%，略高於我們 (+28.7%) 和市場 (+30%) 的預期，主要由於公司年內實行了不少嚴控成本的措施。下半年收入預料增長 5-9%，輕微低於我們預期 (+15.7%)，主要原因是部份門店開店時間有所推遲。
- ❖ 我們預計 17/18 財年門店數目擴張約為 300 個淨關店/500 個淨開店，相當於門店總數的-4.2%/+7.2%。造成 17 財年新店開張延遲有兩個原因：1) 策略上希望開設更多大型店鋪（從過去約 30-40 平方米增大為 50-70 平方米），經銷商開店所花費的時間有所延長，是由於資金需比較高，而令談判過程會較長；2) 策略上積極拓展購物商場管道（以享受人流上的優勢），由於與典型的街邊門店相比，商場店的裝修、定位、甚至是配套的 SKU 都有所不同，所以過程上需要更長的時間才能開店。根據羅蘭·伯格 (Rowland Berger) 提供建議，面積略大的商店可以提供更好的購物體驗和更優惠的租賃銷售比率。我們將 2017/18 年度的開店數目預測從-90/+300 修正至-320/+530，相當於門店總數的-4.2%/+7.2%，我們認為原本要在 17 財年下半年開店的推遲可能導致 18 財年銷售給經銷商業務增長明顯加快。
- ❖ 下半年拐點出現，線下的銷售的溫和改善和電商業務猛烈增長。預計下半年銷售額增長 5-9%，較 17 財年上半年/16 財年從-6%/-8.9%回升，我們預計 18 財年將出現較快增長，原因是 1) 門店數目增長加速，2) 電商銷售滲透率繼續提高和 3) 更樂觀的消費者情緒。我們預計 17 財年下半年同店銷售增長（包括經銷商和直接零售店）在下半年僅為偏低的單位數（主要是隨著更多消費者升級到更高價位的功能性產品而平均銷售價格上漲，但人流相對繼續疲弱）。我們認為，電商銷售額增長可能會在 17 財年回升至 80-90%，儘管與過去的以天貓/淘寶為主導相比，現在更多的努力和銷售都投入在了京東/唯品會。最新的林志玲 X 都市麗人的 cross over 系列“Lady Goddess”系列搭配了最新的科技和功能（更好的支持和舒適性），首先於 17 年 9 月首次在京東推出，最近在 18 年 1 月也會在唯品會上出售，並將會在 18 年推廣至更多的線下門店。
- ❖ 維持買入評級，目標價 3.82 港元。我們維持買入評級，基於 17 倍 18 年市盈率，目標價由 3.78 港元調整至 3.82 港元，主要是人民幣匯率的假設變動，新目標價代表上漲空間為 20%。我們調整了 17/18/19 財年每股盈利+0.9%/-5.0%/-5.4%，調整的假設包括：1) 延遲開店（17 至 19 財年銷售額下調 5%），2) 成本控制更加嚴謹（17 財年經營利潤率上調 0.4 個百分點）。此外，17 年 12 月大股東多次回購股份（約 254 萬股，總價值 715 萬港元，約佔總股本 0.12%，價格約 2.77-2.90 港元），應可視為股東對公司的信心。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額 (百萬人民幣)	4,953	4,512	4,546	4,955	5,464
淨利潤 (百萬人民幣)	540	242	314	405	497
每股收益 (人民幣)	0.283	0.113	0.146	0.189	0.232
每股收益變動 (%)	14.9	(61.2)	15.4	28.8	22.8
市盈率(x)	9.5	21.8	18.2	14.2	11.5
市帳率(x)	2.0	2.0	1.7	1.5	1.3
股息率 (%)	3.5	2.0	2.5	3.2	3.9
權益收益率 (%)	22.1	9.1	10.2	11.1	12.2
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\$3.82
(前目標價)	HK\$3.78)
潛在升幅	+20.1%
當前股價	HK\$3.18

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)	6,826
3月平均流通量(百萬港元)	4.51
52周內股價高/低(港元)	3.63/2.08
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	8.58%
Capital Today (China)	6.20%
自由流通	18.51%

資料來源：HKEx

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	8.8%	-1.0%
3-月	1.0%	-12.4%
6-月	3.7%	-12.9%

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

利潤表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	4,953.4	4,512.4	4,546.0	4,955.1	5,463.7
銷售給加盟商	3,155.9	2,520.2	2,331.2	2,424.5	2,557.8
零售銷售	1,623.0	1,679.5	1,620.7	1,669.4	1,786.2
電子商務銷售	174.6	312.6	594.0	861.3	1,119.7
銷售成本	(2,838.6)	(2,510.3)	(2,549.4)	(2,721.2)	(2,940.2)
毛利	2,114.8	2,002.0	1,996.5	2,233.9	2,523.5
其他收入	78.3	50.8	58.0	57.7	63.7
銷售費用	(1,306.8)	(1,434.8)	(1,369.3)	(1,473.8)	(1,644.6)
一般及行政費用	(197.5)	(312.6)	(269.8)	(287.0)	(292.0)
其他收益	-	-	-	-	-
息稅前收益	688.8	305.4	415.4	530.9	650.5
淨融資成本	21.8	18.3	3.7	8.9	12.3
聯營公司	-	-	-	-	-
特殊收入	-	-	-	-	-
稅前利潤	710.6	323.7	419.0	539.8	662.8
所得稅	(170.6)	(81.8)	(104.8)	(134.9)	(165.7)
非控制股東權益	-	-	-	-	-
淨利潤	540.0	242.0	314.3	404.8	497.1

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）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流動資產	766.3	760.1	808.0	865.6	924.9
物業、廠房及設備	449.0	545.6	602.1	657.5	713.1
無形資產和商譽	40.1	39.4	41.7	45.4	50.3
土地使用權	91.5	89.4	87.4	85.9	84.7
投資型房地產	-	-	-	-	-
聯營公司的權益	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
合營公司的權益	-	-	-	-	-
其他金融資產	32.8	25.8	25.8	25.8	25.8
遞延稅項資產	30.3	39.2	39.0	39.0	39.0
其他	120.6	18.6	10.0	10.0	10.0
流動資產	2,716.5	3,019.3	3,841.9	4,284.9	4,834.3
其他金融資產	438.3	503.2	520.2	650.3	816.0
存貨	800.4	1,150.7	942.9	820.1	805.5
貿易及其他應收賬款	527.1	565.9	563.0	603.4	653.5
受限制銀行結餘	-	-	-	-	-
現金及現金等價物	950.6	799.5	1,815.7	2,211.1	2,559.3
流動負債	842.1	884.0	1,006.4	1,104.2	1,220.5
銀行借款	-	-	-	-	-
預收款項	-	-	-	-	-
貿易及其他應付賬款	495.4	554.3	593.7	633.7	684.7
即期稅項	63.2	24.1	104.8	134.9	165.7
其他	283.6	305.6	307.9	335.6	370.0
非流動負債	1.8	201.6	201.6	201.6	201.6
帶息借款	-	200.0	200.0	200.0	200.0
離職後福利及其他長期福利	-	-	-	-	-
遞延稅項	1.8	1.6	1.6	1.6	1.6
撥備	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
資產淨額	2,638.9	2,693.8	3,441.9	3,844.6	4,337.2
非控股權益	-	-	-	-	-
權益股東應占總權益	2,638.9	2,693.8	3,441.9	3,844.6	4,337.2

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)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息稅前收益	688.8	305.4	415.4	530.9	650.5
折舊和攤銷	70.4	88.2	90.3	105.4	122.3
營運資金變動	(216.8)	(324.7)	252.3	150.2	49.8
稅務開支	(165.7)	(129.9)	(104.8)	(134.9)	(165.7)
其他	26.1	54.0	30.0	30.0	30.0
經營活動所得現金淨額	402.7	(6.9)	683.2	681.6	687.0
購買固定資產	(192.9)	(162.4)	(136.4)	(148.7)	(163.9)
聯營公司	-	-	-	-	-
其他	(36.4)	11.9	(1.3)	3.9	7.3
投資活動所得現金淨額	(229.3)	(150.5)	(137.7)	(144.7)	(156.6)
股份發行	-	-	599.0	-	-
淨銀行借貸	-	200.0	-	-	-
股息	(151.2)	(177.4)	(104.9)	(141.4)	(182.2)
其他	-	(19.3)	(23.5)	-	-
融資活動所得現金淨額	(151.2)	3.3	470.7	(141.4)	(182.2)
現金增加淨額	22.2	(154.1)	1,016.2	395.4	348.2
年初現金及現金等價物	921.3	950.6	799.5	1,815.7	2,211.1
匯兌	7.1	3.0	-	-	-
年末現金及現金等價物	950.6	799.5	1,815.7	2,211.1	2,559.3

來源：公司及招銀國際研究預測

主要比率

年結：12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售組合 (%)					
銷售給加盟商	63.7	55.9	51.3	48.9	46.8
零售銷售	32.8	37.2	35.7	33.7	32.7
電子商務銷售	3.5	6.9	13.1	17.4	20.5
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	101.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	42.7	44.4	43.9	45.1	46.2
息稅前利潤率	13.9	6.8	9.1	10.7	11.9
稅前利潤率	14.3	7.2	9.2	10.9	12.1
淨利潤率	10.9	5.4	6.9	8.2	9.1
有效稅率	24.0	25.3	25.0	25.0	25.0
增長 (%)					
收入	23.6	(8.9)	0.7	9.0	10.3
毛利	34.9	(5.3)	(0.3)	11.9	13.0
息稅前利潤	19.8	(55.7)	36.0	27.8	22.5
淨利潤率	27.0	(55.2)	29.9	28.8	22.8
資產負債比率					
流動比率 (x)	3.2	3.4	3.8	3.9	4.0
平均應收賬款周轉天數	38.1	36.5	36.0	36.0	36.0
平均應付帳款周轉天數	63.7	80.6	85.0	85.0	85.0
平均存貨周轉天數	102.9	167.3	135.0	110.0	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	20.5	9.0	9.1	10.5	11.5
資產回報率	15.5	6.4	6.8	7.9	8.6
每股數據					
每股盈利(人民幣)	0.283	0.127	0.146	0.189	0.232
每股股息(人民幣)	0.093	0.055	0.066	0.085	0.104
每股賬面值(人民幣)	1.384	1.413	1.604	1.792	2.024

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於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并無直接或間接關係。

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)并没有在發表研究報告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)并没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，并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，并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并不時自行及/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年證券交易法規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行爲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。