

I.T (999 HK)

香港业务即将好转

- ❖ 18 财年业绩符合预期，毛利率虽然高于预期，但被较高的税率抵销。I.T 18 财年(截至 18 年 2 月)的销售和净利润分别上升 4.8% 和 37.1%，与市场预测一致。盈利的驱动因素主要是毛利率改善(上升约 1.9 个百分点至 63.5%，远高于市场预期的 62.1%)，原因是 1) 由于存货水平健康而导致的折扣或促销有所减少，以及 2) 主要采购用的货币(人民币走强)有所升值，令采购成本下降，但部分被高于预期的税率，为 40.2% (市场估计为 37.9%) 所抵销掉。
- ❖ 港澳市场在 18 财年第 4 季有强劲反弹，并持续到 18 年的 3 至 5 月，很可能在 19 财年引发经营杠杆。香港和澳门的销售在 18 财年虽然下降 4.9% (主要是关闭门店，因为同店销售仅下降 0.9%)，但我们注意到 18 财年第 4 季的同店销售增长(招银国际估计为高单位数)有显著改善，对比 18 财年前 9 个月为下跌 3.9%。息税前利润率也从 17 财年的 -3.4% 收窄至 18 财年的 -1.2%。我们认为管理层对 18 年 3 至 5 月销售增长的趋势感到正面，与香港官方零售服装销售趋势一致，使得我们对行业前景更乐观。我们预计在 19 财年经营杠杆将明显改善，同店销售增长率也会改善至低单位数水平，关闭的门店相当有限以及息税前利润率有大幅转正的情况。
- ❖ 中国市场将在 19 财年继续保持高速增长，但息税前利润率的增长可能会受到在线渠道的大量投资拖累。18 财年中国销售增长 8.8% (主要是销售面积增长)，同店销售从 17 财年的 7.1% 放缓至仅为 0.2%。我们认为 18 财年息税前利润率下降 1.0 个百分点至 8.5% 的原因是市场营销费用上涨以及电商平台投资增加。我们预计在 19 财年毛利率将有温和增长，用意是减少折扣或促销有所去提升公司品牌价值，但由于 I.T 在线上渠道的开发费用很大，所以息税前利润率只会保持稳定。电商销售额仅占 18 财年总销售的 7-8%，从 17 财年的 3-4% 大幅增加，但我们认为仍然有很大的增长空间，因为与同业的约 10 至 20% 的销售占比相比，还有有很大的距离。我们相信 I.T 新推出的自有电商平台“ITESHOP”能做好的机会偏高，因为它可以为客户(拥有或授权的品牌超过 300 个)提供更多元化的选择，因为它的业务上具有一半经销商的性质。
- ❖ 日本和美国(主要是 A Bathing APE 及其子品牌)的强劲增长在 19 财年应该可以维持，受惠于美国新店开张。受惠于品牌“A Bathing APE”，“AAPE”和“BAPE”的惊人增长以及旗舰店的开张(例如洛杉矶的“AAPE”于 17 年 9 月开业，“BAPE”亦于 18 年 2 月开业，而巴黎的“BAPE”亦在 17 年 12 月开业了)，促使在日本地区的销售增长了 27.7%。我们相信海外地区在 19 财年以保持 20% 以上的快速增长，这要归功于这些新的但规模较大的商店的增加(这两家在洛杉矶的商铺面积分别为 2,300 和 2,500 平方呎，日本的门店平均为 2,100 平方呎)，而且新店成功将是对于打开开拓巨大潜力的美国市场至关重要。此外，“BAPE”将在 18 年 5 月为 25 周年纪念推出一款名为“BAPE XXV”的新特别版产品系列。
- ❖ 公司目前的估值非常具有吸引力，尤其是行业正在被重估之制。公司目前的估值为 11 倍 19 财年的预测市盈率和 4% 的股息率，与利郎(1234 HK)的 15 倍和 JNBY(3306 HK)的 19 倍预测市盈率相比，具有显著的折让。我们认为公司今年有更多的上涨空间，因为它年初至今的回报率只有 45%，是低于利郎的 75% 和 JNBY 的 104% 的。

财务资料

(截至 3 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17A
营业额(百万港元)	7,541	8,001	8,383
净利润(百万港元)	209	314	431
每股收益(港元)	0.1669	0.2540	0.3494
每股收益变动(%)	(33.0)	52.2	37.6
市盈率(x)	28.9	19.0	13.8
市帐率(x)	2.0	1.9	1.9
股息率(%)	3.2	3.8	2.2
权益收益率(%)	7.3	10.6	11.3
财务杠杆(x)	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际研究

未评级

当前股价 HK\$4.82

胡永匡

电话：(852) 3761 8776

邮件：walterwoo@cmbi.com.hk

中国服装业

市值(百万港元)	5,764
3 月平均流通量(百万港元)	3.63
52 周内股价高/低(港元)	5.00/3.06
总股本(百万)	1,195.8

资料来源：彭博

股东结构

沈嘉伟家族	58.42%
杨振勋	5.37%
NT Asset	5.09%
自由流通	31.12%

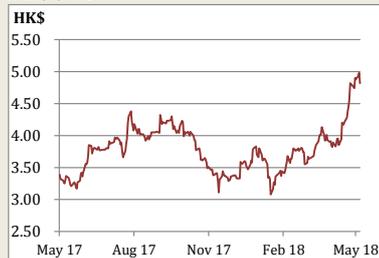
资料来源：HKEx

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	28.0%	27.2%
3-月	41.1%	42.7%
6-月	43.9%	40.1%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：普华永道

公司网站：www.ithk.com

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。