

## 都市麗人(2298 HK)

### 中國領先的內衣品牌：物超所值的典範

- ❖ 中國內衣行業在 17 年 1 季度有復蘇跡象，受惠於微商帶來的拖累逐漸減少，有望可在下半年恢復增長。主要品牌在 2016 年受到打擊，像都市麗人和安莉芳的銷售額都分別下降了 8.9% 和 12.6%，而滙潔的增長率亦放緩至 8.5%，但隨著互聯網廣告法出台，微商在 2016 年下半年逐漸被騰訊取締，加上微商的經營模式持續性較低，我們預計行業在 2017 年將重新復甦。
- ❖ 長線增長格局依然完整，中國市場與海外市場和其他消費品相比還是高度分散，領先品牌將會受益於行業整合。內衣消費占總服裝的百分比仍然較低，中國僅為 2.6%，而美國則為 5.4%，居民生活水準持續上升，年輕一代對時尚和外表更加重視，內衣需求應該會慢慢趕上。中國十大品牌一共僅占總銷售額的 12%，而這數字在美國和日本則超過 70%，而且也遠低於中國的運動服裝和女鞋行業。
- ❖ 對 2016 年業績下滑的挫折，都市麗人已經學到了教訓，並做出了反應。對於此前過度的門店擴張，2016 年的超預算和對消費者喜好的錯誤判斷，都市麗人有了全面的反思，並 1) 起用了新的管理人員，2) 關閉了低效能的門店，3) 加強成本控制和預算管理，4) 更加註重門店生產力，5) 繼續產品投入，引進更加舒適和創新的產品（研發費用會進一步提高，在 17 年秋冬季已經推出了更多功能性的新產品）和 6) 加強品牌建設，第三屆年度時裝秀相當成功，有超過一百萬的點播率。在 2017 年，清理庫存的壓力很可能會抵消掉管道組合改善所帶來的毛利率改善，但我們相信公司已經有一個完善思考和安排，包括利用折扣店和出口到東南亞市場來清理存貨。
- ❖ 都市麗人仍然擁有一線品牌裡性價比最高的產品。我們相信都市麗人會繼續用其非常有競爭力/物有所值的產品，在大眾市場的價格範圍（例如 50-150 元）來搶佔市場份額，他們是 10 大 Tmall 品牌中唯一在這個價位的品牌。
- ❖ 其他增長點分別是：1) 店鋪數量增長，2) 電商快速增長，3) 更好的管道組合，4) Ordifen 損失較減少。公司重組結束後，公司將在下半年恢復開店，並主要為自有門店，更且有不少分銷商在參加完第三屆時裝秀之後都表示有興趣開設更多門店。17 財年電子商務的銷售額可能會增長約 60%，而自有店鋪的利潤率都是更高。Ordifen 的利潤率將在上海工廠關閉後得到改善，加上今年更保守的預算，有望將其 2016 年的 4 千萬元虧損減少到 2017 年的約 1 千萬元以下。
- ❖ 首次覆蓋給於買入評級，目標價為 3.9 港元。我們給予都市麗人買入的評級，目標價為 3.9 港元，基於 DCF 模型和 22 倍的 17 財年市盈率，相對目前的價格有約 18% 的上漲空間。我們相信行業將回到更健康的增長，而都市麗人將有能力獲得更多的市場份額，受惠於其 1) 物超所值的產品，2) 強大的品牌效應，3) 不斷的產品升級，因此我們預測 17E-19E 期間，銷售額和淨利潤的年複合增長率為 8% 和 26.5%。

#### 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	4,759	5,201	5,687
淨利潤 (百萬人民幣)	540	242	340	422	490
每股收益 (人民幣)	0.283	0.113	0.158	0.197	0.228
每股收益變動 (%)	14.9	(61.2)	36.7	24.4	16.1
市盈率(x)	19.2	21.1	18.7	15.0	12.9
市帳率(x)	3.9	1.9	1.8	1.6	1.4
股息率 (%)	1.7	1.9	2.4	3.1	3.6
權益收益率 (%)	20.5	9.0	9.8	10.9	11.2
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 (首次覆蓋)

目標價	HK\$3.90
潛在升幅	+17.8%
當前股價	HK\$3.31

#### 胡永匡

電話：(852) 3761 8776

郵件：[walterwoo@cmbi.com.hk](mailto:walterwoo@cmbi.com.hk)

#### 中國內衣行業

市值(百萬港元)	7,105
3月平均流通量(百萬港元)	17.58
52周內股價高/低(港元)	4.42/2.08
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	55.29%
復星國際	11.18%
Prime Capital Management	8.58%
Capital Today (China)	6.20%
自由流通	18.75%

資料來源：HKEx

#### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	15.3%	11.4%
3-月	50.2%	37.5%
6-月	2.3%	-10.6%

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](http://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
<b>收入</b>	<b>4,953.4</b>	<b>4,512.4</b>	<b>4,758.7</b>	<b>5,200.7</b>	<b>5,687.3</b>
銷售給加盟商	3,155.9	2,520.2	2,469.8	2,568.6	2,709.9
零售銷售	1,623.0	1,679.5	1,788.7	1,931.8	2,067.0
電子商務銷售	174.6	312.6	500.2	700.3	910.4
銷售成本	(2,838.6)	(2,510.3)	(2,650.8)	(2,837.8)	(3,065.7)
<b>毛利</b>	<b>2,114.8</b>	<b>2,002.0</b>	<b>2,107.9</b>	<b>2,362.9</b>	<b>2,621.5</b>
其他收入	78.3	50.8	53.5	58.5	64.0
銷售費用	(1,306.8)	(1,434.8)	(1,425.1)	(1,577.7)	(1,754.2)
一般及行政費用	(197.5)	(312.6)	(305.6)	(316.0)	(320.8)
其他收益	-	-	-	-	-
<b>息稅前收益</b>	<b>688.8</b>	<b>305.4</b>	<b>430.8</b>	<b>527.7</b>	<b>610.5</b>
淨融資成本	21.8	18.3	22.1	35.6	43.2
聯營公司	-	-	-	-	-
特殊收入	-	-	-	-	-
<b>稅前利潤</b>	<b>710.6</b>	<b>323.7</b>	<b>452.9</b>	<b>563.2</b>	<b>653.7</b>
所得稅	(170.6)	(81.8)	(113.2)	(140.8)	(163.4)
非控制股東權益	-	-	-	-	-
<b>淨利潤</b>	<b>540.0</b>	<b>242.0</b>	<b>339.7</b>	<b>422.4</b>	<b>490.3</b>

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
<b>非流動資產</b>	<b>766.3</b>	<b>760.1</b>	<b>814.1</b>	<b>878.0</b>	<b>942.3</b>
物業、廠房及設備	449.0	545.6	608.2	669.9	730.6
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
<b>流動資產</b>	<b>2,716.5</b>	<b>3,019.3</b>	<b>3,824.0</b>	<b>4,278.4</b>	<b>4,806.7</b>
其他金融資產	438.3	503.2	547.5	718.5	918.2
存貨	800.4	1,150.7	980.4	855.2	839.9
貿易及其他應收賬款	527.1	565.9	584.0	627.6	675.6
受限制銀行結餘	-	-	-	-	-
現金及現金等價物	950.6	799.5	1,712.0	2,077.1	2,373.0
<b>流動負債</b>	<b>842.1</b>	<b>884.0</b>	<b>980.2</b>	<b>1,076.2</b>	<b>1,178.6</b>
銀行借款	-	-	-	-	-
預收款項	-	-	-	-	-
貿易及其他應付賬款	495.4	554.3	544.7	583.1	629.9
即期稅項	63.2	24.1	113.2	140.8	163.4
其他	283.6	305.6	322.3	352.2	385.2
<b>非流動負債</b>	<b>1.8</b>	<b>201.6</b>	<b>201.6</b>	<b>201.6</b>	<b>201.6</b>
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	-	-	-	-	-
<b>資產淨額</b>	<b>2,638.9</b>	<b>2,693.8</b>	<b>3,456.2</b>	<b>3,878.6</b>	<b>4,368.9</b>
<b>非控股權益</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>權益股東應占總權益</b>	<b>2,638.9</b>	<b>2,693.8</b>	<b>3,456.2</b>	<b>3,878.6</b>	<b>4,368.9</b>

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
<b>息稅前收益</b>	<b>688.8</b>	<b>305.4</b>	<b>430.8</b>	<b>527.7</b>	<b>610.5</b>
折舊和攤銷	70.4	88.2	90.6	106.6	124.3
營運資金變動	(216.8)	(324.7)	159.2	150.0	47.1
稅務開支	(165.7)	(129.9)	(113.2)	(140.8)	(163.4)
其他	26.1	54.0	-	-	-
<b>經營活動所得現金淨額</b>	<b>402.7</b>	<b>(6.9)</b>	<b>567.4</b>	<b>643.4</b>	<b>618.5</b>
購置固定資產	(192.9)	(162.4)	(142.8)	(156.0)	(170.6)
聯營公司	-	-	-	-	-
其他	(36.4)	11.9	17.1	30.6	38.2
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(229.3)</b>	<b>(150.5)</b>	<b>(125.6)</b>	<b>(125.4)</b>	<b>(132.4)</b>
股份發行	-	-	599.0	-	-
淨銀行借貸	-	200.0	-	-	-
股息	(151.2)	(177.4)	(104.9)	(152.9)	(190.1)
其他	-	(19.3)	(23.5)	-	-
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>(151.2)</b>	<b>3.3</b>	<b>470.7</b>	<b>(152.9)</b>	<b>(190.1)</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>22.2</b>	<b>(154.1)</b>	<b>912.5</b>	<b>365.1</b>	<b>295.9</b>
年初現金及現金等價物	921.3	950.6	799.5	1,712.0	2,077.1
匯兌	7.1	3.0	-	-	-
<b>年末現金及現金等價物</b>	<b>950.6</b>	<b>799.5</b>	<b>1,712.0</b>	<b>2,077.1</b>	<b>2,373.0</b>

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
<b>銷售組合 (%)</b>					
銷售給加盟商	63.7	55.9	51.9	49.4	47.6
零售銷售	32.8	37.2	37.6	37.1	36.3
電子商務銷售	3.5	6.9	10.5	13.5	16.0
<b>總額</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>101.0</b>
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	42.7	44.4	44.3	45.4	46.1
息稅前利潤率	13.9	6.8	9.1	10.1	10.7
稅前利潤率	14.3	7.2	9.5	10.8	11.5
淨利潤率	10.9	5.4	7.1	8.1	8.6
有效稅率	24.0	25.3	25.0	25.0	25.0
<b>增長 (%)</b>					
收入	23.6	(8.9)	5.5	9.3	9.4
毛利	34.9	(5.3)	5.3	12.1	10.9
息稅前利潤	19.8	(55.7)	41.0	22.5	15.7
淨利潤率	27.0	(55.2)	40.4	24.4	16.1
<b>資產負債比率</b>					
流動比率 (x)	3.2	3.4	3.9	4.0	4.1
平均應收賬款周轉天數	38.1	36.5	36.0	36.0	36.0
平均應付賬款周轉天數	63.7	80.6	75.0	75.0	75.0
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
<b>回報率 (%)</b>					
資本回報率	20.5	9.0	9.8	10.9	11.2
資產回報率	15.5	6.4	7.3	8.2	8.5
<b>每股數據</b>					
每股盈利(人民幣)	0.283	0.113	0.158	0.197	0.228
每股股息(人民幣)	0.093	0.049	0.071	0.089	0.103
每股賬面值(人民幣)	1.384	1.255	1.610	1.807	2.035

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：香港中環夏愨道12號美國銀行中心18樓1803-04室 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。