

I.T (999 HK)

香港業務即將好轉

- ❖ 18 財年業績符合預期，毛利率雖然高於預期，但被較高的稅率抵銷。I.T 18 財年(截至 18 年 2 月)的銷售和淨利潤分別上升 4.8% 和 37.1%，與市場預測一致。盈利的驅動因素主要是毛利率改善(上升約 1.9 個百分點至 63.5%，遠高於市場預期的 62.1%)，原因是 1) 由於存貨水準健康而導致的折扣或促銷有所減少，以及 2) 主要採購用的貨幣(人民幣走強)有所升值，令採購成本下降，但部分被高於預期的稅率，為 40.2% (市場估計為 37.9%) 所抵銷掉。
- ❖ 港澳市場在 18 財年第 4 季有強勁反彈，並持續到 18 年的 3 至 5 月，很可能在 19 財年引發經營杠杆。香港和澳門的銷售在 18 財年雖然下降 4.9% (主要是關閉門店，因為同店銷售僅下降 0.9%)，但我們注意到 18 財年第 4 季的同店銷售增長(招銀國際估計為高單位數)有顯著改善，對比 18 財年前 9 個月為下跌 3.9%。息稅前利潤率也從 17 財年的 -3.4% 收窄至 18 財年的 -1.2%。我們認為管理層對 18 年 3 至 5 月銷售增長的趨勢感到正面，與香港官方零售服裝銷售趨勢一致，使得我們對行業前景更樂觀。我們預計在 19 財年經營杠杆將明顯改善，同店銷售增長率也會改善至低單位數水準，關閉的門店相當有限以及息稅前利潤率有大幅轉正的情況。
- ❖ 中國市場將在 19 財年繼續保持高速增长，但息稅前利潤率的增長可能會受到線上管道的大量投資拖累。18 財年中國銷售增長 8.8% (主要是銷售面積增長)，同店銷售從 17 財年的 7.1% 放緩至僅為 0.2%。我們認為 18 財年息稅前利潤率下降 1.0 個百分點至 8.5% 的原因是市場行銷費用上漲以及電商平臺投資增加。我們預計在 19 財年毛利率將有溫和增長，用意是減少折扣或促銷有所去提升公司品牌價值，但由於 I.T 線上管道的開發費用很大，所以息稅前利潤率只會保持穩定。電商銷售額僅占 18 財年總銷售的 7-8%，從 17 財年的 3-4% 大幅增加，但我們認為仍然有很大的增長空間，因為與同業的約 10 至 20% 的銷售占比相比，還有有很大的距離。我們相信 I.T 新推出的自有電商平臺“ITESHOP”能做好的機會偏高，因為它可以為客戶(擁有或授權的品牌超過 300 個)提供更多元的選擇，因為它的業務上具有一半經銷商的性質。
- ❖ 日本和美國(主要是 A Bathing APE 及其子品牌)的強勁增長在 19 財年應該可以維持，受惠於美國新店開張。受惠於品牌“A Bathing APE”，“AAPE”和“BAPE”的驚人增長以及旗艦店的開張(例如洛杉磯的“AAPE”於 17 年 9 月開業，“BAPE”亦於 18 年 2 月開業，而巴黎的“BAPE”亦在 17 年 12 月開業了)，促使在日本地區的銷售增長了 27.7%。我們相信海外地區在 19 財年以保持 20% 以上的快速增長，這要歸功於這些新的但規模較大的商店的增加(這兩家在洛杉磯的商鋪面積分別為 2,300 和 2,500 平方呎，日本的門店平均為 2,100 平方呎)，而且新店成功將是對於打開開拓巨大潛力的美國市場至關重要。此外，“BAPE”將在 18 年 5 月為 25 周年紀念推出一款名為“BAPE XXV”的新特別版產品系列。
- ❖ 公司目前的估值非常具有吸引力，尤其是行業正在被重估之制。公司目前的估值為 11 倍 19 財年的預測市盈率 and 4% 的股息率，與利郎(1234 HK)的 15 倍和 JNBY(3306 HK)的 19 倍預測市盈率相比，具有顯著的折讓。我們認為公司今年有更多的上漲空間，因為它年初至今的回報率只有 45%，是低於利郎的 75% 和 JNBY 的 104% 的。

財務資料

| (截至 3 月 31 日) | FY15A | FY16A | FY17A |
|---------------|--------|--------|--------|
| 營業額(百萬港元) | 7,541 | 8,001 | 8,383 |
| 淨利潤(百萬港元) | 209 | 314 | 431 |
| 每股收益(港元) | 0.1669 | 0.2540 | 0.3494 |
| 每股收益變動(%) | (33.0) | 52.2 | 37.6 |
| 市盈率(x) | 28.9 | 19.0 | 13.8 |
| 市帳率(x) | 2.0 | 1.9 | 1.9 |
| 股息率(%) | 3.2 | 3.8 | 2.2 |
| 權益收益率(%) | 7.3 | 10.6 | 11.3 |
| 財務杠杆(x) | 淨現金 | 淨現金 | 淨現金 |

資料來源：公司及招銀國際研究

未評級

當前股價 HK\$4.82

胡永匡

電話：(852) 3761 8776

郵件：walterwoo@cmbi.com.hk

中國服裝業

| | |
|----------------|-----------|
| 市值(百萬港元) | 5,764 |
| 3 月平均流通量(百萬港元) | 3.63 |
| 52 周內股價高/低(港元) | 5.00/3.06 |
| 總股本(百萬) | 1,195.8 |

資料來源：彭博

股東結構

| | |
|----------|--------|
| 沈嘉偉家族 | 58.42% |
| 楊振勳 | 5.37% |
| NT Asset | 5.09% |
| 自由流通 | 31.12% |

資料來源：HKEx

股價表現

| | 絕對回報 | 相對回報 |
|-----|-------|-------|
| 1-月 | 28.0% | 27.2% |
| 3-月 | 41.1% | 42.7% |
| 6-月 | 43.9% | 40.1% |

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.ithk.com

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）發表於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）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 | : 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15% |
| 持有 | : 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間 |
| 賣出 | : 股價於未來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。

本報告基於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。