

都市丽人(2298 HK)

加快投资以促进未来增长

❖ **18 财年上半年净利润略低预期。**18 财年上半年净利润同比增长 20.9%，略低预期，因为它仅贡献了市场预计的 18 财年净利润的 44%（历史范围是从 45% 到 50%）。我们认为原因包括：1）18 年 6 月电商销售增长弱于预期，618 节的促销期从过去的几天延长至 3 周左右，导致接近一整月的毛利率都偏低，2）不利的管道结构，毛利率较低的批发业务销售增长不俗（同比增长 21.6%），但毛利率较高的零售业务销售却意外下降（同比下降 3.6%），3）高于预期的管理费用，因为公司雇用了更多的高级管理人员。

❖ **我们预计 18 财年下半年的销售增长将会加速。**我们对 18 财年下半年销售增长加速感到乐观，原因是：1）**零售销售恢复增长**（同比增长 10%），原因是销售面积同比增长至少 10%（18 财年上半年平均门店数量其实有所下降），同店销售增长达到低至中单位数（18 财年上半年只为低单位数）以及进一步扩张商场，18 财年年底可达到 290 家店（18 财年上半年为 175 家店）；2）**批发业务增长保持快速增长**（同比增长约 15%）（2017 年下半年寒冷冬季后管道库存较低）；3）**电子商务销售增速回升**（同比增长约 40%），因为我们预计公司会在 18 财年 2 季度令人失望的成绩之后进行战略调整，以及 Kappa 产品（男士内衣）将于 18 财年 7 月开始销售。

❖ **加强品牌和产品升级的投资长远来说是正面的，但在短期内亦会推高开支。**公司最近任命了 Sharen Turney 女士（前 Victoria Secret 首席执行官兼总裁）担任首席战略官和 Yuasa Masaru 先生（华歌尔研发部门负责人）担任首席技术官，以及与腾讯签定 5 年合作伙伴关系和合作开展新的智慧零售业务等，我们相信对公司来说是一个长期利好因素，但短期内也会推高开支和投资。同时，其他的计划和策略也可能会拉高 18 财年下半年的整体经营费用水平，例如 1）都市丽人门店的更新改造（升级为金标形象店），2）开发新品牌“O+”（源自于欧迪芬的品牌，专注于年轻女士），3）开设新式“GIPO”生活馆店（面积较大，约 300 平方米的多品类产品店）。

❖ **维持买入评级，但考虑到短期内更高的费用和投资，我们调低了目标价。**我们对公司的基本面对有信心，并相信新聘请的人才以及加上科技巨头在业务上的支持可以证明高市盈率的合理性。然而，由于成本将会大幅增加，我们将 18 财年/19 财年/20 财年每股盈利预测下调 9.7%/ 8.3%/ 7.9%。我们的新目标价为 5.06 港元，基于 20 倍 19 财年预测市盈率（之前为 22 倍财年预测市盈率），现价仅为 18 倍 18 财年或 15 倍 19 财年的预测市盈率，估值吸引，维持买入。

财务资料

（截至 12 月 31 日）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额（百万欧元）	4,512	4,542	5,218	5,757	6,336
净利润（百万欧元）	242	317	389	472	583
每股收益（欧元）	0.127	0.146	0.179	0.218	0.269
每股收益变动（%）	(56.3)	19.2	19.8	21.3	23.6
市盈率(x)	26.2	22.0	18.4	15.1	12.3
市帐率(x)	2.4	2.1	1.7	1.5	1.4
股息率(%)	1.7	1.8	2.2	2.6	3.3
权益收益率(%)	9.0	9.4	9.3	10.2	11.2
财务杠杆(x)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招銀国际研究预测

买入（维持）

目标价	HK\$5.06
（前目标价）	HK\$5.39
潜在升幅	+32.1%
当前股价	HK\$3.83

胡永匡

电话：(852) 3761 8776

邮件：walterwoo@cmbi.com.hk

中国内衣行业

市值(百万港元)	8,665
3 月平均流通量(百万港元)	3.72
52 周内股价高/低(港元)	5.25/2.51
总股本(百万)	2,146.5

资料来源：彭博

股东结构

郑耀南等创始人	55.53%
复星国际	11.18%
Prime Capital Management	9.06%
Capital Today (China)	6.20%
自由流通	18.03%

资料来源：HKEx

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	0.0%	2.3%
3-月	-15.8%	-4.7%
6-月	12.3%	26.6%

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.cosmo-lady.com.hk

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	5,217.5	5,756.7	6,336.4
銷售給加盟商	2,520.2	2,433.5	2,871.5	3,029.4	3,211.2
零售銷售	1,679.5	1,566.0	1,613.0	1,774.3	1,934.0
電子商務銷售	312.6	543.0	733.0	952.9	1,191.2
銷售成本	(2,510.3)	(2,578.0)	(2,977.4)	(3,228.8)	(3,519.0)
毛利	2,002.0	1,964.5	2,240.1	2,527.9	2,817.4
其他收入	50.8	54.4	74.1	67.1	73.8
銷售費用	(1,434.8)	(1,337.9)	(1,537.7)	(1,699.7)	(1,843.3)
一般及行政費用	(312.6)	(261.5)	(272.0)	(289.0)	(297.5)
其他收益	-	-	-	-	-
息稅前收益	305.4	419.6	504.6	606.1	750.4
淨融資成本	18.3	7.2	17.4	25.8	30.4
聯營公司	-	(1.5)	(2.8)	(3.0)	(3.3)
特殊收入	-	-	-	-	-
稅前利潤	323.7	425.3	519.2	628.9	777.4
所得稅	(81.8)	(108.3)	(129.8)	(157.2)	(194.3)
非控制股東權益	-	-	(0.5)	-	-
淨利潤	242.0	317.0	388.9	471.7	583.0

資料來源：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	872.7	939.9	1,008.1
物業、厂房及設備	545.6	565.0	631.6	698.6	765.5
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	19.6	16.6	13.3
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	4,685.2	5,210.3	5,866.9
其他金融資產	503.2	539.6	726.5	884.5	1,081.6
存貨	1,150.7	1,112.0	978.9	973.1	1,060.5
貿易及其他應收賬款	565.9	672.5	754.9	820.7	891.4
受限制銀行結余	-	-	-	-	-
現金及現金等價物	799.5	1,405.3	2,225.0	2,532.0	2,833.4
流動負債	884.0	952.3	1,169.2	1,289.8	1,431.5
銀行借款	-	-	-	-	-
預收款項	-	-	-	-	-
貿易及其他應付賬款	554.3	583.6	674.0	730.9	796.6
即期稅項	24.1	48.6	129.8	157.2	194.3
其他	305.6	320.0	365.4	401.6	440.6
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	4,160.6	4,632.3	5,215.4
非控股權益	-	-	0.5	0.5	0.5
權益股東應占總權益	2,693.8	3,356.1	4,160.1	4,631.8	5,214.9

資料來源：公司及招銀國際研究預測

现金流量表

年结：12月31日（百万元人民币）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	305.4	419.6	504.6	606.1	750.4
折旧和摊销	88.2	88.1	101.6	119.4	139.3
营运资金变动	(324.7)	(27.2)	186.5	33.2	(53.5)
税务开支	(129.9)	(99.9)	(129.8)	(157.2)	(194.3)
其他	54.0	(33.8)	30.0	30.0	30.0
经营活动所得现金净额	(6.9)	346.8	692.9	631.5	671.8
购置固定资产	(162.4)	(98.4)	(156.5)	(172.7)	(190.1)
联营公司	-	-	-	-	-
其他	11.9	7.9	(4.7)	3.8	8.3
投资活动所得现金净额	(150.5)	(90.5)	(161.2)	(168.9)	(181.8)
股份发行	-	528.5	415.1	-	-
净银行借贷	200.0	23.1	-	-	-
股息	(177.4)	(163.5)	(127.1)	(155.6)	(188.7)
其他	(19.3)	(16.2)	-	-	-
融资活动所得现金净额	3.3	371.8	288.0	(155.6)	(188.7)
现金增加净额	(154.1)	628.1	819.7	307.0	301.3
年初现金及现金等价物	950.6	799.5	1,405.3	2,225.0	2,532.0
汇兑	3.0	(22.4)	-	-	-
年末现金及现金等价物	799.5	1,405.3	2,225.0	2,532.0	2,833.4

资料来源：公司及招银国际研究预测

主要比率

年结：12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合 (%)					
销售给加盟商	55.9	53.6	55.0	52.6	50.7
零售销售	37.2	34.5	30.9	30.8	30.5
电子商务销售	6.9	12.0	14.0	16.6	18.8
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	44.4	43.2	42.9	43.9	44.5
息税前利润率	6.8	9.2	9.7	10.5	11.8
税前利润率	7.2	9.4	10.0	10.9	12.3
净利润率	5.4	7.0	7.5	8.2	9.2
有效税率	25.3	25.5	25.0	25.0	25.0
增长 (%)					
收入	(8.9)	0.7	14.9	10.3	10.1
毛利	(5.3)	(1.9)	14.0	12.8	11.5
息税前利润	(55.7)	37.4	20.3	20.1	23.8
净利润率	(55.2)	31.0	22.7	21.3	23.6
资产负债比率					
流动比率 (x)	3.4	3.9	4.0	4.0	4.1
平均应收账款周转天数	36.5	44.5	44.5	44.5	44.5
平均应付账款周转天数	80.6	82.6	82.6	82.6	82.6
平均存货周转天数	167.3	157.4	120.0	110.0	110.0
净负债 / 总权益比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)					
资本回报率	9.0	9.4	9.3	10.2	11.2
资产回报率	6.4	7.0	7.0	7.7	8.5
每股数据					
每股盈利 (人民币)	0.127	0.146	0.179	0.218	0.269
每股股息 (人民币)	0.055	0.059	0.072	0.087	0.108
每股账面值 (人民币)	1.413	1.548	1.918	2.136	2.405

资料来源：公司及招银国际研究预测

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之分析员，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

本报告期内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载资料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。

本报告包含的任何资讯由招银证券编写，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资料。报告中的资讯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。任何使用本报告资讯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资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、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资讯，请与我们联络。

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 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。