

都市丽人(2298 HK)

与京东、腾讯、唯品会等联手合作

❖ 向京东、腾讯、唯品会和中瑞控股发行约 5.4% 的新股。都市丽人 (2298 HK) 于 2018 年 4 月 26 日公布，配售发行约 1.21 亿股新股 (占扩大后总股本的 5.37%)，配售价格为 4.2 港元 (较前收市价折让约 15.85%)，买家为京东 (2.48% 股权)，腾讯 (0.83%)，唯品会 (0.83%) 和中瑞控股 (1.23%)，一共筹集约 5.1 亿港元 (或 4.13 亿元人民币)。

❖ 招银国际观点：整体来说是正面的

1) 可加强与科技巨头的联盟，产生和享受协同效应。

对于腾讯来说，是可以将其“微信支付”或“小程序”扩展到超过 7000 家的都市丽人的实体店，而对都市丽人则可利用腾讯各种科技产品的支持，如云服务，数据分析和电子化营销等等。这是继上一次近期在 2018 年 2 月 7 日都市丽人和京东一起组建产业投资基金后与科技巨头的另一个深度合作。值得注意的是，自 2017 年以来，腾讯在零售领域的投资组合已包括家乐福，永辉超市，海澜之家和万达商业。

2) 更多现金用于并购。

包括刚刚募集的人民币 4.13 亿元人民币，都市丽人手头上的净现金超过人民币 16.1 亿元，同时，现在拥有了京东、腾讯和唯品会等等的股东，我们相信未来其并购活动的议价能力能有所提升。

3) 进一步推动线上销售。

我们对 18 财年公司线上销售的增长的预期相当保守，只为 45%，而 17 财年和 16 财年则分别为 73% 和 79%。在科技巨头的帮助下，我们可以期待来自京东和唯品会，甚至乎微信的移动用户流量转移，以推动其电商的销售增长。

其中一个主要的担忧是这个配股会否令公司和阿里巴巴的关系受到损害，导致天猫的销售会有所影响，我们认为都市丽人在实行配股前已经平衡了利害和有充足的准备。此外，根据我们的研究，公司 17 财年在天猫/淘宝管道占总线上销售额不足 50%，如果这个管道的销售增长有所放缓，其他管道，如京东和唯品会的增长应该是能够抵销的。

❖ 维持买入评级并上调目标价，现在是一个很好的买入时机。配股价 4.2 港元约为 16 倍 18 财年预计市盈率 (考虑到股权的摊薄)，与其 4 年平均价值差不多。我们认为目前的估值非常吸引，并将目标价上调至 5.39 港元，是基于 22 倍 18 财年预计市盈率 (此前为 20 倍)，主要由于 1) 加强了与科技巨头的联盟，2) 考虑到 17 财年下半年行业已经走出谷底并对 18 财年的前景乐观 (安莉芳 (1388 HK, 未评级) 公布的 18 年 1 季度销售增长也加快了，达到 15%，17 年下半年只为 11.1%，3) 同时也因为我们预计同店销售增长稍快，财务收入 (来自配售募集的现金) 较高，以及人民币汇率走强，我们将 18/ 19/ 20 财年的销售和每股盈利预测分别上调 1.5%/ 1.5%/ 1.5% 和 0.4%/ 0.1%/ -0.6%，意味着股价的上涨空间有 9.0%。

❖ 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	5,166	5,669	6,241
净利润 (百万欧元)	242	317	449	536	661
每股收益 (欧元)	0.127	0.148	0.199	0.237	0.292
每股收益变动 (%)	(55.2)	16.4	34.5	19.4	23.1
市盈率 (x)	32.2	26.7	19.2	16.1	13.0
市帐率 (x)	2.9	2.5	2.0	1.8	1.6
股息率 (%)	1.4	1.5	2.1	2.5	3.1
权益收益率 (%)	9.0	9.4	10.7	11.3	12.2
财务杠杆 (x)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际研究预测

买入 (维持)

目标价	HK\$5.39
(前目标价)	HK\$4.71)
潜在升幅	+9.0%
当前股价	HK\$4.95

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)	10,625
3月平均流通量(百万港元)	9.47
52周内股价高/低(港元)	5.25/2.23
总股本(百万)	2,262.4

资料来源：彭博

股东结构

郑耀南等创始人	52.22%
复星国际	10.61%
Prime Capital Management	8.60%
Capital Today (China)	5.87%
自由流通	22.48%

资料来源：HKEx

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	14.4%	17.4%
3-月	66.3%	83.8%
6-月	53.1%	43.9%

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

图 1：同业估值表 - H 股，A 股，国际内衣和服装

		Price	Mkt cap	Year	PER (x)				EPS Growth(%)			PBR (x)				ROE (%)	3yrs PEG(x)	Yield (%)	YTD performance (%)
Company	Ticker	HK\$	HK\$ mn	End	FY0	FY1	FY2	5yrs avg.	FY1	FY2	FY3	FY0	FY1	FY2	5yrs avg.	FY0	FY1	FY1	
H-shares Underwear Apparel																			
Cosmo Lady China Holdings Co	2298 HK	4.95	10,625	31/12/2017	28.2	20.2	16.9	n/a	39.5	19.4	23.1	2.7	2.2	1.9	n/a	10.5	0.7	1.6	74.9
Embry Holdings Ltd	1388 HK	2.82	1,191	31/12/2017	2.4	n/a	n/a	9.1	0.0	0.0	0.0	0.5	n/a	n/a	0.9	24.2	n/a	n/a	18.5
Giordano International Ltd	709 HK	4.85	7,621	31/12/2017	15.2	13.5	12.5	14.2	13.2	7.5	7.2	2.6	2.8	2.7	2.4	17.5	1.5	7.5	16.6
I.T Ltd	999 HK	3.89	4,652	28/2/2017	14.0	10.7	9.2	10.6	40.4	16.2	20.3	1.5	1.4	1.3	1.1	11.3	0.4	4.4	16.8
China Lilang Ltd	1234 HK	9.51	11,383	31/12/2017	15.1	11.8	10.3	9.1	38.4	14.7	8.7	2.9	2.7	2.5	1.8	19.9	0.6	5.7	52.0
Giordano International Ltd	709 HK	4.85	7,621	31/12/2017	15.2	13.5	12.5	14.2	13.2	7.5	7.2	2.6	2.8	2.7	2.4	17.5	1.5	7.5	16.6
Inby Design Ltd	3306 HK	15.22	7,895	30/6/2017	17.3	14.5	12.0	n/a	30.4	21.3	22.1	5.1	4.4	3.9	n/a	42.9	0.6	4.3	60.2
Koradior Holdings Ltd	3709 HK	9.08	4,416	31/12/2017	14.2	n/a	n/a	n/a	0.0	0.0	0.0	3.3	n/a	n/a	n/a	25.4	n/a	n/a	7.2
Top Form International Ltd.	333 HK	1.57	338	30/6/2017	14.4	n/a	n/a	n/a	0.0	0.0	0.0	0.6	n/a	n/a	0.7	4.3	n/a	n/a	1.9
Best Pacific International H	2111 HK	3.14	3,255	31/12/2017	10.7	8.3	6.7	n/a	28.7	23.0	23.6	1.4	1.2	1.1	n/a	14.5	0.3	3.3	(34.9)
Regina Miracle International	2199 HK	6.70	8,202	31/3/2017	48.3	30.5	16.0	n/a	175.0	90.9	48.6	3.1	2.9	2.6	n/a	6.5	0.3	1.1	(13.0)
Shenzhen International Group	2313 HK	85.65	128,751	31/12/2017	26.8	22.6	18.9	19.6	27.3	19.0	19.0	5.3	4.5	4.0	3.7	21.7	1.0	2.2	15.1
Average					18.5	16.2	12.8	12.8	33.8	18.3	15.0	2.6	2.8	2.5	1.9	18.0	0.8	4.2	19.3
Median					15.2	13.5	12.5	12.4	28.0	15.4	13.9	2.6	2.8	2.6	1.8	17.5	0.6	4.3	16.6
A-shares Underwear and Apparel																			
Shenzhen Huijie Group Co L-A	002763 CH	12.20	5,870	31/12/2017	20.6	15.2	13.0	n/a	43.6	16.7	0.0	2.5	2.2	1.9	n/a	12.7	n/a	3.3	(10.9)
Shanghai Yimin Commerce-A	600824 CH	4.12	5,374	31/12/2017	31.5	n/a	n/a	39.4	0.0	0.0	0.0	2.0	n/a	n/a	3.4	6.5	n/a	n/a	(14.7)
Shenzhen Ellassay Fashion -A	603808 CH	20.25	8,453	31/12/2017	20.7	18.1	14.9	n/a	32.0	21.2	24.3	3.2	2.8	2.4	n/a	16.3	0.7	1.4	(12.0)
Lancy Co Ltd-A	002612 CH	11.73	5,806	31/12/2017	25.0	17.7	15.8	66.8	52.6	12.3	19.7	1.8	1.6	1.5	3.1	7.3	0.7	1.3	4.7
Heilan Home Co Ltd -A	600398 CH	11.89	66,106	31/12/2017	16.2	14.5	13.1	14.4	19.3	10.8	9.1	4.8	2.3	2.0	4.8	31.4	1.1	6.8	22.6
Anzheng Fashion Group Co L-A	603839 CH	21.83	7,809	31/12/2017	21.8	17.5	13.5	n/a	35.0	29.6	20.2	2.4	2.2	2.0	n/a	14.2	0.6	2.8	(10.9)
Guangdong Bobaolon Co Ltd-A	002776 CH	18.38	5,469	31/12/2017	34.6	21.9	17.7	n/a	66.3	23.8	0.0	2.0	n/a	n/a	n/a	6.0	n/a	n/a	(4.9)
Average					24.4	17.5	14.7	40.2	35.5	16.4	10.5	2.7	2.2	2.0	3.8	13.5	0.8	3.1	(3.7)
Median					21.8	17.6	14.2	39.4	35.0	16.7	9.1	2.4	2.2	2.0	3.4	12.7	0.7	2.8	(10.9)
International Underwear and Apparel																			
Wacoal Holdings Corp	3591 JP	3320.00	17,083	31/3/2017	22.0	21.7	21.3	17.6	(13.1)	1.9	(1.9)	0.9	0.9	0.9	0.8	4.4	(4.7)	1.6	(6.7)
Fast Retailing Co Ltd	9983 JP	48210.0	367,035	31/8/2017	39.0	35.5	31.1	45.0	19.0	14.3	11.7	6.2	5.8	5.1	5.7	16.5	2.4	0.8	7.3
L Brands Inc	LB US	35.44	77,548	3/2/2018	11.0	11.3	10.7	19.2	(8.6)	5.0	7.5	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	10.8	7.0	(41.1)
Hanesbrands Inc	HBI US	18.27	51,671	30/12/2017	9.4	10.4	9.5	15.4	942.3	8.8	4.3	9.6	8.2	6.9	8.1	6.5	0.1	3.3	(12.6)
Nike Inc - Cl B	NKE US	68.05	860,814	31/5/2017	29.6	29.8	25.3	30.1	(9.8)	17.5	15.9	11.3	10.4	10.5	6.5	16.0	4.2	1.1	8.8
Lululemon Athletica Inc	LULU US	98.42	112,259	28/1/2018	38.8	31.8	27.8	30.8	63.9	14.2	3.8	8.3	6.6	5.4	7.3	17.5	1.3	0.0	25.2
Pvh Corp	PVH US	160.59	97,038	4/2/2018	20.8	17.6	15.5	15.5	32.5	13.8	8.8	2.2	2.1	1.9	1.9	10.4	1.0	0.1	17.0
Marks & Spencer Group Plc	MKS LN	287.40	50,648	1/4/2017	25.3	10.3	10.7	n/a	316.5	(3.5)	1.9	1.6	1.5	1.5	n/a	6.1	0.2	6.5	(8.7)
Average					24.5	21.0	19.0	24.8	###	9.0	6.5	5.7	5.1	4.6	5.0	11.1	1.9	2.6	(1.4)
Median					23.6	19.6	18.4	19.2	25.8	11.3	5.9	6.2	5.8	5.1	6.1	10.4	1.1	1.4	0.3

资料来源：公司及招银国际研究预测

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	5,165.9	5,669.0	6,240.8
銷售給加盟商	2,520.2	2,433.5	2,640.3	2,785.5	2,952.7
零售銷售	1,679.5	1,566.0	1,738.3	1,860.0	2,008.8
電子商務銷售	312.6	543.0	787.3	1,023.5	1,279.4
銷售成本	(2,510.3)	(2,578.0)	(2,880.9)	(3,115.7)	(3,375.0)
毛利	2,002.0	1,964.5	2,285.1	2,553.3	2,865.9
其他收入	50.8	54.4	56.0	66.0	72.7
銷售費用	(1,434.8)	(1,337.9)	(1,479.0)	(1,642.7)	(1,792.3)
一般及行政費用	(312.6)	(261.5)	(270.1)	(274.5)	(281.7)
其他收益	-	-	-	-	-
息稅前收益	305.4	419.6	592.0	702.2	864.5
淨融資成本	18.3	7.2	7.1	13.1	16.3
聯營公司	-	(1.5)	-	-	-
特殊收入	-	-	-	-	-
稅前利潤	323.7	425.3	599.2	715.3	880.8
所得稅	(81.8)	(108.3)	(149.8)	(178.8)	(220.2)
非控制股東權益	-	-	-	-	-
淨利潤	242.0	317.0	449.4	536.4	660.6

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	874.0	941.9	1,011.1
物業、厂房及設備	545.6	565.0	630.2	694.8	759.3
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	22.4	22.4	22.4
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	4,736.6	5,321.1	6,051.0
其他金融資產	503.2	539.6	746.5	930.3	1,157.7
存貨	1,150.7	1,112.0	868.2	853.6	924.6
貿易及其他應收賬款	565.9	672.5	748.6	810.0	879.8
受限制銀行結余	-	-	-	-	-
現金及現金等價物	799.5	1,405.3	2,373.4	2,727.2	3,088.9
流動負債	884.0	952.3	1,163.9	1,279.8	1,418.4
銀行借款	-	-	-	-	-
預收款項	-	-	-	-	-
貿易及其他應付賬款	554.3	583.6	652.1	705.3	764.0
即期稅項	24.1	48.6	149.8	178.8	220.2
其他	305.6	320.0	361.9	395.7	434.2
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	4,218.7	4,755.1	5,415.7
非控股權益	-	-	-	-	-
權益股東應占總權益	2,693.8	3,356.1	4,218.7	4,755.1	5,415.7

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	592.0	702.2	864.5
折旧和摊销	88.2	88.1	101.5	119.1	138.7
营运资金变动	(324.7)	(27.2)	278.1	40.2	(43.7)
税务开支	(129.9)	(99.9)	(149.8)	(178.8)	(220.2)
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	851.9	712.6	769.3
购置固定资产	(162.4)	(98.4)	(155.0)	(170.1)	(187.2)
联营公司	-	-	-	-	-
其他	11.9	7.9	(14.9)	(9.0)	(5.7)
投资活动所得现金净额	(150.5)	(90.5)	(169.9)	(179.0)	(193.0)
股份发行	-	528.5	413.1	-	-
净银行借贷	200.0	23.1	-	-	-
股息	(177.4)	(163.5)	(127.1)	(179.8)	(214.6)
其他	(19.3)	(16.2)	-	-	-
融资活动所得现金净额	3.3	371.8	286.1	(179.8)	(214.6)
现金增加净额	(154.1)	628.1	968.1	353.8	361.8
年初现金及现金等价物	950.6	799.5	1,405.3	2,373.4	2,727.2
汇兑	3.0	(22.4)	-	-	-
年末现金及现金等价物	799.5	1,405.3	2,373.4	2,727.2	3,088.9

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	51.1	49.1	47.3
零售销售	37.2	34.5	33.6	32.8	32.2
电子商务销售	6.9	12.0	15.2	18.1	20.5
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	44.2	45.0	45.9
息税前利润率	6.8	9.2	11.5	12.4	13.9
税前利润率	7.2	9.4	11.6	12.6	14.1
净利润率	5.4	7.0	8.7	9.5	10.6
有效税率	25.3	25.5	25.0	25.0	25.0
增长 (%)					
收入	(8.9)	0.7	13.7	9.7	10.1
毛利	(5.3)	(1.9)	16.3	11.7	12.2
息税前利润	(55.7)	37.4	41.1	18.6	23.1
净利润率	(55.2)	31.0	41.8	19.4	23.1
资产负债比率					
流动比率 (x)	3.4	3.9	4.1	4.2	4.3
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	110.0	100.0	100.0
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	10.7	11.3	12.2
资产回报率	6.4	7.0	8.0	8.6	9.4
每股数据					
每股盈利 (人民币)	0.127	0.148	0.199	0.237	0.292
每股股息 (人民币)	0.055	0.059	0.079	0.095	0.117
每股账面值 (人民币)	1.413	1.564	1.865	2.102	2.394

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上责任。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。