

都市丽人(2298 HK)

中国领先的内衣品牌：物超所值的典范

- ❖ 中国内衣行业在 17 年 1 季度有复苏迹象，受惠于微商带来的拖累逐渐减少，有望可在下半年恢复增长。主要品牌在 2016 年受到打击，像都市丽人和安莉芳的销售额都分别下降了 8.9% 和 12.6%，而汇洁的增长率亦放缓至 8.5%，但随着互联网广告法出台，微商在 2016 下半年逐渐被腾讯取缔，加上微商的经营模式持续性较低，我们预计行业在 2017 年将重新复苏。
- ❖ 长线增长格局依然完整，中国市场与海外市场和其他消费品相比还是高度分散，领先品牌将会受益于行业整合。内衣消费占总服装的百分比仍然较低，中国仅为 2.6%，而美国则为 5.4%，居民生活水平持续上升，年轻一代对时尚和外表更加重视，内衣需求应该会慢慢赶上。中国十大品牌一共仅占总销售额的 12%，而这数字在美国和日本则超过 70%，而且也远低于中国的运动服装和女鞋行业。
- ❖ 对 2016 年业绩下滑的挫折，都市丽人已经学到了教训，并做出了反应。对于此前过度的门店扩张，2016 年的超预算和对消费者喜好的错误判断，都市丽人有了全面的反思，并 1) 起用了新的管理人员，2) 关闭了低效能的门店，3) 加强成本控制和预算管理，4) 更加注重门店生产力，5) 继续产品投入，引进更加舒适和创新的产品（研发费用会进一步提高，在 17 年秋冬季已经推出了更多功能性的新产品）和 6) 加强品牌建设，第三届年度时装秀相当成功，有超过一百万的点播率。在 2017 年，清理库存的压力很可能会抵消掉管道组合改善所带来的毛利率改善，但我们相信公司已经有一个完善思考和安排，包括利用折扣店和出口到东南亚市场来清理存货。
- ❖ 都市丽人仍然拥有一线品牌里性价比最高的产品。我们相信都市丽人会继续用其非常有竞争力/物有所值的产品，在大众市场的价格范围（例如 50-150 元）来抢占市场份额，他们是 10 大 Tmall 品牌中唯一在这个价位的品牌。
- ❖ 其他增长点分别是：1) 店铺数量增长，2) 电商快速增长，3) 更好的管道组合，4) Ordifen 损失较减少。公司重组结束后，公司将在下半年恢复开店，并主要为自有门店，更且有不少分销商在参加完第三届时尚秀之后都表示有兴趣开设更多门店。17 财年电子商务的销售额可能会增长约 60%，而自有店铺的利润率都是更高。Ordifen 的利润率将在上海工厂关闭后得到改善，加上今年更保守的预算，有望将其 2016 年的 4 千万元亏损减少到 2017 年的约 1 千万元以下。
- ❖ 首次覆盖给予买入评级，目标价为 3.9 港元。我们给予都市丽人买入的评级，目标价为 3.9 港元，基于 DCF 模型和 22 倍的 17 财年市盈率，相对目前的价格有约 18% 的上涨空间。我们相信行业将回到更健康的增长，而都市丽人将有能力获得更多的市场份额，受惠于其 1) 物超所值的产品，2) 强大的品牌效应，3) 不断的产品升级，因此我们预测 17E-19E 期间，销售额和净利润的复合增长率为 8% 和 26.5%。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额 (百万欧元)	4,953	4,512	4,759	5,201	5,687
净利润 (百万欧元)	540	242	340	422	490
每股收益 (欧元)	0.283	0.113	0.158	0.197	0.228
每股收益变动 (%)	14.9	(61.2)	36.7	24.4	16.1
市盈率(x)	19.2	21.1	18.7	15.0	12.9
市帐率(x)	3.9	1.9	1.8	1.6	1.4
股息率 (%)	1.7	1.9	2.4	3.1	3.6
权益收益率 (%)	20.5	9.0	9.8	10.9	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：公司及招银国际研究预测

买入 (首次覆盖)

目标价	HK\$3.90
潜在升幅	+17.8%
当前股价	HK\$3.31

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)	7,105
3月平均流通量(百万港元)	17.58
52周内股价高/低(港元)	4.42/2.08
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	55.29%
复星国际	11.18%
Prime Capital Management	8.58%
Capital Today (China)	6.20%
自由流通	18.75%

资料来源：HKEx

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	15.3%	11.4%
3-月	50.2%	37.5%
6-月	2.3%	-10.6%

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

年结: 12月31日 (百万元人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	4,953.4	4,512.4	4,758.7	5,200.7	5,687.3
销售给加盟商	3,155.9	2,520.2	2,469.8	2,568.6	2,709.9
零售销售	1,623.0	1,679.5	1,788.7	1,931.8	2,067.0
电子商务销售	174.6	312.6	500.2	700.3	910.4
销售成本	(2,838.6)	(2,510.3)	(2,650.8)	(2,837.8)	(3,065.7)
毛利	2,114.8	2,002.0	2,107.9	2,362.9	2,621.5
销售费用	(1,306.8)	(1,434.8)	(1,425.1)	(1,577.7)	(1,754.2)
一般及行政费用	(197.5)	(312.6)	(305.6)	(316.0)	(320.8)
其他收益	-	-	-	-	-
息税前收益	688.8	305.4	430.8	527.7	610.5
净融资成本	21.8	18.3	22.1	35.6	43.2
联营公司	-	-	-	-	-
特殊收入	-	-	-	-	-
税前利润	710.6	323.7	452.9	563.2	653.7
所得税	(170.6)	(81.8)	(113.2)	(140.8)	(163.4)
非控制股东权益	-	-	-	-	-
净利润	540.0	242.0	339.7	422.4	490.3

来源: 公司及招银国际研究部

资产负债表

年结: 12月31日 (百万元人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	766.3	760.1	814.1	878.0	942.3
物业、厂房及设备	449.0	545.6	608.2	669.9	730.6
无形资产和商誉	40.1	39.4	41.7	45.4	50.3
土地使用权	91.5	89.4	87.4	85.9	84.7
投资型房地产	-	-	-	-	-
联营公司的权益	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
合营公司的权益	-	-	-	-	-
其他金融资产	32.8	25.8	25.8	25.8	25.8
递延税项资产	30.3	39.2	39.0	39.0	39.0
其他	120.6	18.6	10.0	10.0	10.0
流动资产	2,716.5	3,019.3	3,824.0	4,278.4	4,806.7
其他金融资产	438.3	503.2	547.5	718.5	918.2
存货	800.4	1,150.7	980.4	855.2	839.9
贸易及其他应收账款	527.1	565.9	584.0	627.6	675.6
受限制银行结余	-	-	-	-	-
现金及现金等价物	950.6	799.5	1,712.0	2,077.1	2,373.0
流动负债	842.1	884.0	980.2	1,076.2	1,178.6
银行借款	-	-	-	-	-
预收款项	-	-	-	-	-
贸易及其他应付账款	495.4	554.3	544.7	583.1	629.9
即期税项	63.2	24.1	113.2	140.8	163.4
其他	283.6	305.6	322.3	352.2	385.2
非流动负债	1.8	201.6	201.6	201.6	201.6
带息借款	-	200.0	200.0	200.0	200.0
离职后福利及其他长期福利	-	-	-	-	-
递延税项	1.8	1.6	1.6	1.6	1.6
拨备	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
资产净额	2,638.9	2,693.8	3,456.2	3,878.6	4,368.9
非控股权益	-	-	-	-	-
权益股东应占总权益	2,638.9	2,693.8	3,456.2	3,878.6	4,368.9

来源: 公司及招银国际研究部

现金流量表

年结: 12月31日 (百万元人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息税前收益	688.8	305.4	430.8	527.7	610.5
折旧和摊销	70.4	88.2	90.6	106.6	124.3
营运资金变动	(216.8)	(324.7)	159.2	150.0	47.1
税务开支	(165.7)	(129.9)	(113.2)	(140.8)	(163.4)
其他	26.1	54.0	-	-	-
经营活动所得现金净额	402.7	(6.9)	567.4	643.4	618.5
购置固定资产	(192.9)	(162.4)	(142.8)	(156.0)	(170.6)
联营公司	-	-	-	-	-
其他	(36.4)	11.9	17.1	30.6	38.2
投资活动所得现金净额	(229.3)	(150.5)	(125.6)	(125.4)	(132.4)
股份发行	-	-	599.0	-	-
净银行借贷	-	200.0	-	-	-
股息	(151.2)	(177.4)	(104.9)	(152.9)	(190.1)
其他	-	(19.3)	(23.5)	-	-
融资活动所得现金净额	(151.2)	3.3	470.7	(152.9)	(190.1)
现金增加净额	22.2	(154.1)	912.5	365.1	295.9
年初现金及现金等价物	921.3	950.6	799.5	1,712.0	2,077.1
汇兑	7.1	3.0	-	-	-
年末现金及现金等价物	950.6	799.5	1,712.0	2,077.1	2,373.0

来源: 公司及招银国际研究部

主要比率

年结: 12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
销售组合 (%)					
销售给加盟商	63.7	55.9	51.9	49.4	47.6
零售销售	32.8	37.2	37.6	37.1	36.3
电子商务销售	3.5	6.9	10.5	13.5	16.0
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	101.0

盈利能力比率 (%)

毛利率	42.7	44.4	44.3	45.4	46.1
息税前利润率	13.9	6.8	9.1	10.1	10.7
税前利润率	14.3	7.2	9.5	10.8	11.5
净利润率	10.9	5.4	7.1	8.1	8.6
有效税率	24.0	25.3	25.0	25.0	25.0

增长 (%)

收入	23.6	(8.9)	5.5	9.3	9.4
毛利	34.9	(5.3)	5.3	12.1	10.9
息税前利润	19.8	(55.7)	41.0	22.5	15.7
净利润率	27.0	(55.2)	40.4	24.4	16.1

资产负债比率

流动比率 (x)	3.2	3.4	3.9	4.0	4.1
平均应收账款周转天数	38.1	36.5	36.0	36.0	36.0
平均应付账款周转天数	63.7	80.6	75.0	75.0	75.0
平均存货周转天数	102.9	167.3	135.0	110.0	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	20.5	9.0	9.8	10.9	11.2
资产回报率	15.5	6.4	7.3	8.2	8.5

每股数据

每股盈利(人民币)	0.283	0.113	0.158	0.197	0.228
每股股息(人民币)	0.093	0.049	0.071	0.089	0.103
每股账面值(人民币)	1.384	1.255	1.610	1.807	2.035

来源: 公司及招银国际研究部

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並無直接或間接關係。

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个工作日内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	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址：香港中環夏慤道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。而過去的表现亦不代表未來的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。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，並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，並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，本公司及其僱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开发布時的判斷，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並不時自行及/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。接收本報告之行為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。