

都市麗人(2298 HK)

加快投資以促進未來增長

- ❖ **18財年上半年淨利潤略低預期。**18財年上半年淨利潤同比增長20.9%，略低預期，因為它僅貢獻了市場預計的18財年淨利潤的44%（歷史範圍是從45%到50%）。我們認為原因包括：1）18年6月電商銷售增長弱於預期，618節的促銷期從過去的幾天延長至3周左右，導致接近一整月的毛利率都偏低，2）不利的管道結構，毛利率較低的批發業務銷售增長不俗（同比增長21.6%），但毛利率較高的零售業務銷售卻意外下降（同比下降3.6%），3）高於預期的管理費用，因為公司雇用了更多的高級管理人員。
- ❖ **我們預計18財年下半年的銷售增長將會加速。**我們對18財年下半年銷售增長加速感到樂觀，原因是：1）**零售銷售恢復增長**（同比增長10%），原因是銷售面積同比增長至少10%（18財年上半年平均門店數量其實有所下降），同店銷售增長達到低至中單位數（18財年上半年只為低單位數）以及進一步擴張商場，18財年年底可達到290家店（18財年上半年為175家店）；2）**批發業務增長保持快速增長**（同比增長約15%）（2017年下半年寒冷冬季後管道庫存較低）；3）**電子商務銷售增速回升**（同比增長約40%），因為我們預計公司會在18財年2季度令人失望的成績之後進行戰略調整，以及Kappa產品（男士內衣）將於18財年7月開始銷售。
- ❖ **加強品牌和產品升級的投資長遠來說是正面的，但在短期內亦會推高開支。**公司最近任命了Sharen Turney女士（前Victoria Secret首席執行官兼總裁）擔任首席戰略官和Yuasa Masaru先生（華歌爾研發部門負責人）擔任首席技術官，以及與騰訊簽定5年合作夥伴關係和合作開展新的智慧零售業務等，我們相信對公司來說是一個長期利好因素，但短期內也會推高開支和投資。同時，其他的計畫和策略也可能會拉高18財年下半年的整體經營費用水準，例如1）都市麗人門店的更新改造（升級為金標形象店），2）開發新品牌“O+”（源自於歐迪芬的品牌，專注於年輕女士），3）開設新式“GIPO”生活館店（面積較大，約300平方米的多品類產品店）。
- ❖ **維持買入評級，但考慮到短期內更高的費用和投資，我們調低了目標價。**我們對公司的基本面抱有信心，並相信新聘請的人才以及加上科技巨頭在業務上的支持可以證明高市盈率的合理性。然而，由於成本將會大幅增加，我們將18財年/19財年/20財年每股盈利預測下調9.7%/8.3%/7.9%。我們的新目標價為5.06港元，基於20倍19財年預測市盈率（之前為22倍財年預測市盈率），現價只為18倍18財年或15倍19財年的預測市盈率，估值吸引，維持買入。

財務資料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額(百萬人民幣)	4,512	4,542	5,218	5,757	6,336
淨利潤(百萬人民幣)	242	317	389	472	583
每股收益(人民幣)	0.127	0.146	0.179	0.218	0.269
每股收益變動(%)	(56.3)	19.2	19.8	21.3	23.6
市盈率(x)	26.2	22.0	18.4	15.1	12.3
市帳率(x)	2.4	2.1	1.7	1.5	1.4
股息率(%)	1.7	1.8	2.2	2.6	3.3
權益收益率(%)	9.0	9.4	9.3	10.2	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(維持)

目標價	HK\$5.06
(前目標價)	HK\$5.39
潛在升幅	+32.1%
當前股價	HK\$3.83

胡永匡

電話：(852) 3761 8776

郵件：walterwoo@cmbi.com.hk

中國內衣行業

市值(百萬港元)	8,665
3月平均流通量(百萬港元)	3.72
52周內股價高/低(港元)	5.25/2.51
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	55.53%
復星國際	11.18%
Prime Capital Management	9.06%
Capital Today (China)	6.20%
自由流通	18.03%

資料來源：HKEx

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	0.0%	2.3%
3-月	-15.8%	-4.7%
6-月	12.3%	26.6%

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

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

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、廠房及設備	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
受限制銀行結餘	-	-	-	-	-
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

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)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息稅前收益	305.4	419.6	504.6	606.1	750.4
折舊和攤銷	88.2	88.1	101.6	119.4	139.3
營運資金變動	(324.7)	(27.2)	186.5	33.2	(53.5)
稅務開支	(129.9)	(99.9)	(129.8)	(157.2)	(194.3)
其他	54.0	(33.8)	30.0	30.0	30.0
經營活動所得現金淨額	(6.9)	346.8	692.9	631.5	671.8
購買固定資產	(162.4)	(98.4)	(156.5)	(172.7)	(190.1)
聯營公司	-	-	-	-	-
其他	11.9	7.9	(4.7)	3.8	8.3
投資活動所得現金淨額	(150.5)	(90.5)	(161.2)	(168.9)	(181.8)
股份發行	-	528.5	415.1	-	-
淨銀行借貸	200.0	23.1	-	-	-
股息	(177.4)	(163.5)	(127.1)	(155.6)	(188.7)
其他	(19.3)	(16.2)	-	-	-
融資活動所得現金淨額	3.3	371.8	288.0	(155.6)	(188.7)
現金增加淨額	(154.1)	628.1	819.7	307.0	301.3
年初現金及現金等價物	950.6	799.5	1,405.3	2,225.0	2,532.0
匯兌	3.0	(22.4)	-	-	-
年末現金及現金等價物	799.5	1,405.3	2,225.0	2,532.0	2,833.4

來源：公司及招銀國際研究預測

主要比率

年結：12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
銷售組合 (%)					
銷售給加盟商	55.9	53.6	55.0	52.6	50.7
零售銷售	37.2	34.5	30.9	30.8	30.5
電子商務銷售	6.9	12.0	14.0	16.6	18.8
總額	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
息稅前利潤率	6.8	9.2	9.7	10.5	11.8
稅前利潤率	7.2	9.4	10.0	10.9	12.3
淨利潤率	5.4	7.0	7.5	8.2	9.2
有效稅率	25.3	25.5	25.0	25.0	25.0
增長 (%)					
收入	(8.9)	0.7	14.9	10.3	10.1
毛利	(5.3)	(1.9)	14.0	12.8	11.5
息稅前利潤	(55.7)	37.4	20.3	20.1	23.8
淨利潤率	(55.2)	31.0	22.7	21.3	23.6
資產負債比率					
流動比率 (x)	3.4	3.9	4.0	4.0	4.1
平均應收賬款周轉天數	36.5	44.5	44.5	44.5	44.5
平均應付帳款周轉天數	80.6	82.6	82.6	82.6	82.6
平均存貨周轉天數	167.3	157.4	120.0	110.0	110.0
淨負債/總權益比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率 (%)					
資本回報率	9.0	9.4	9.3	10.2	11.2
資產回報率	6.4	7.0	7.0	7.7	8.5
每股數據					
每股盈利(人民幣)	0.127	0.146	0.179	0.218	0.269
每股股息(人民幣)	0.055	0.059	0.072	0.087	0.108
每股賬面值(人民幣)	1.413	1.548	1.918	2.136	2.405

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。而過去的表现亦不代表未來的表现，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。