

都市丽人(2298 HK)

对18财年的门店扩张充满信心

- ❖ **业绩符合预期，17财年下半年销售增长大幅回升。**都市丽人17财年净利润按年增长31.0%至3.17亿元人民币，高于我们预期的0.9%，但低于市场4.2%，而销售则按年增长0.7%至4.51亿元人民币，符合预期。尽管业绩符合预期，但毛利率确实是低于我们预计的0.7个百分点，仅为43.2%，主要原因是受到1)清仓库存，2)包装和其他原材料成本攀升的拖累。不过，多亏了好于预期的运营成本控制，特别是在租金和员工成本方面，净利润率仍然可提高2.6个百分点至7.0%，好于我们预期的6.9%。尽管部分门店开张延迟，17财年下半年的批发增长率亦可回升至5.7%，而上半年为同比下降13.6%。下半年电子商务销售增长率加速至106.2%，相比上半年为44.5%。胸罩和内裤销售增长迅速，下半年为23.1%和17.9%的同比增长。
- ❖ **18财年前景乐观，同店销售，电商业务，门店扩展，保暖衣需求，以及毛利率都会不俗。**各种指标均指向强劲的18财年：1)年初至今(18年1月至3月)同店销售增长为中单位数，处于管理层低到中单位数目标高端，我们认为可能是越来越好的，受惠于“合伙人制度”和“阿米巴营运模式”最近在17财年年底和18财年1季度的推出(两者都为员工提供了出色的利润激励措施，以提高销售和节省成本)，2)电商销售保持快速增长，管理期望有中高两位数的增长(17财年/16财年按年增长73%/79%)，受惠于推广至更多的平台和加强与京东合作，还有更高的平均售价以及更好的产品结构都可进一步改善毛利率，3)门店快速扩张，在18财年约800家的净开店(远超过我们之前预测的500家)，按年增长11%，自有/分销商/共同拥有的门店约为100/500/200(商场店将从17财年的70家增加到300家左右，而其净利润率会比集团平均略高)，4)保暖衣的需求有所改善，18财年1至2月与17财年相比出现显著增长，需求强劲导致库存偏低和零售折扣减少，5)毛利率压力可有所缓解，主要是由于管理层预计原材料成本只会轻微增加，并且会有更多及更好的渠道清理老旧的库存(可开始在电商售卖，和有更多海外和Outlet门店将于18财年开业)。因此，我们上调18财年/19财年预测销售2.7%/2.2%，削减毛利率1.1个百分点/1.3个百分点，但预测净利润增加4.9%/2.3%，并引入20财年的预测。
- ❖ **维持买入评级，目标价上调至4.71港元。**我们维持买入评级，并将目标价提高至4.71港元，隐含了15.5%的上涨空间，是基于20倍18财年预测市盈率(之前是17倍)和0.78倍PEG，目前公司估值为17倍18财年预测市盈率。我们给予的目标价相对历史平均价格16倍而言，有轻微溢价，因为：1)业务有较大概率的机会回暖；2)零售管理的升级，以及3)新产品和品牌建设成功(2017年时装秀的珠宝由周大福免费赞助，并得到腾讯和爱奇艺的全力支持，共录得过千万的观看)。

❖ 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	5,088	5,585	6,150
净利润(百万欧元)	242	317	425	509	630
每股收益(欧元)	0.127	0.148	0.198	0.237	0.294
每股收益变动(%)	(55.2)	16.4	34.0	19.7	23.9
市盈率(x)	28.0	23.2	17.3	14.5	11.7
市帐率(x)	2.5	2.2	2.0	1.7	1.5
股息率(%)	1.6	1.7	2.3	2.8	3.4
权益收益率(%)	9.0	9.4	11.2	11.9	12.8
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\$4.71
(前目标价)	HK\$3.82)
潜在升幅	+15.5%
当前股价	HK\$4.08

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)	8,758
3月平均流通量(百万港元)	8.41
52周内股价高/低(港元)	4.56/2.2
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	21.1%	20.3%
3-月	48.4%	41.2%
6-月	38.8%	25.6%

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

❖ 投资未来，获得设计、营销和销售“Kappa”品牌产品的授权，和开始策划深化供应链管理的改革。都市丽人宣布与中国动向（3818 HK）组成75%/25%的合资公司，注册资本为2000万人民币，获得设计、营销、生产和销售“Kappa”品牌产品5年的授权，如双方同意，可再续约3年。我们相信通过“Kappa”品牌，都市丽人可以更好地拓展男士内衣和女士运动产品的市场。此外，公司亦再次与Rowland Berger合作，对整个供应链管理进行高科技改革，提出解决方案。总的来说，公司在17财年在渠道和零售管理方面做出了相当的努力，而产品和品牌则会成为18财年的重点。

图1：同业估值表 - H股，A股，国际内衣和服装

Company	Ticker	Price	Mkt cap	Year	PER (x)				EPS Growth(%)			PBR (x)				ROE (%)	3yrs PEG(x)	Yield (%)	YTD performance (%)	
					FY0	FY1	FY2	5yrs avg.	FY1	FY2	FY3	FY0	FY1	FY2	5yrs avg.					FY0
H-shares Underwear, Apparel																				
Cosmo Lady China Holdings Co	2298 HK	4.08	8,758	31/12/2017	23.2	17.3	14.5	n/a	34.0	19.7	23.9	2.2	1.9	1.7	n/a	10.5	0.7	2.2	44.2	
Embry Holdings Ltd	1388 HK	2.67	1,128	31/12/2017	2.3	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	12.2	
Giordano International Ltd	709 HK	4.60	7,224	31/12/2017	14.4	12.8	11.9	14.2	13.2	7.5	7.2	2.5	2.6	2.6	2.4	17.5	1.4	7.9	10.6	
I.T Ltd	999 HK	3.74	4,472	28/2/2017	13.4	10.2	8.8	10.6	40.4	16.2	20.3	1.5	1.4	1.2	1.1	11.3	0.4	4.5	12.3	
China Lilang Ltd	1234 HK	9.12	10,916	31/12/2017	14.5	12.4	10.9	9.1	25.9	13.4	20.0	2.8	2.6	2.4	1.8	19.9	0.6	5.8	44.5	
Giordano International Ltd	709 HK	4.60	7,224	31/12/2017	14.4	12.8	11.9	14.2	13.2	7.5	7.2	2.5	2.6	2.6	2.4	17.5	1.4	7.9	10.6	
Jnby Design Ltd	3306 HK	16.10	8,352	30/6/2017	18.3	15.4	12.7	n/a	29.4	21.3	23.1	5.4	4.6	4.1	n/a	42.9	0.6	4.1	69.5	
Koradior Holdings Ltd	3709 HK	8.72	4,241	31/12/2016	15.8	n/a	n/a	n/a	0.0	0.0	0.0	3.4	n/a	n/a	n/a	23.5	n/a	n/a	3.0	
Top Form International Ltd.	333 HK	1.56	335	30/6/2017	14.3	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	1.3	
Best Pacific International H	2111 HK	4.06	4,209	31/12/2017	13.8	10.6	8.5	n/a	30.1	25.3	20.6	1.8	1.6	1.4	n/a	14.5	0.4	2.6	(15.8)	
Regina Miracle International	2199 HK	6.95	8,509	31/3/2017	50.1	27.6	15.2	n/a	215.0	81.0	35.5	3.2	3.0	2.6	n/a	6.5	0.3	1.1	(9.7)	
Shenzhou International Group	2313 HK	80.25	120,634	31/12/2016	27.7	25.9	21.5	17.1	25.6	20.7	18.4	5.0	4.8	4.3	3.2	20.9	1.2	2.1	7.9	
Average					18.5	16.1	12.9	12.4	35.6	17.7	14.7	2.6	2.8	2.6	1.8	17.8	0.8	4.3	15.9	
Median					14.5	12.8	11.9	12.4	25.7	14.8	19.2	2.5	2.6	2.6	1.8	17.5	0.6	4.1	10.6	
A-shares Underwear and Apparel																				
Shenzhen Huijie Group Co L-A	002763 CH	12.62	6,076	31/12/2016	19.7	19.4	15.7	n/a	38.2	23.9	16.7	2.8	2.6	2.2	n/a	14.8	0.7	3.2	(7.8)	
Shanghai Yimin Commerce-A	600824 CH	4.66	6,083	31/12/2016	31.4	n/a	n/a	36.5	0.0	0.0	0.0	2.3	n/a	n/a	3.4	7.6	n/a	n/a	(3.5)	
Shenzhen Ellassay Fashion -A	603808 CH	20.38	8,513	31/12/2016	23.0	23.4	18.1	n/a	46.5	29.1	22.0	3.5	3.4	2.9	n/a	17.3	0.7	1.2	(11.4)	
Lancy Co Ltd-A	002612 CH	12.59	6,236	31/12/2016	27.4	24.7	20.0	66.7	31.9	23.4	11.2	2.0	1.9	1.8	3.3	7.4	1.1	0.8	12.4	
Heilan Home Co Ltd -A	600398 CH	11.68	64,985	31/12/2016	16.4	15.8	14.3	16.5	12.2	10.6	11.5	5.1	2.7	2.4	4.3	32.7	1.4	6.0	20.4	
Anzheng Fashion Group Co L-A	603839 CH	22.49	8,051	31/12/2016	20.4	23.2	17.9	n/a	(6.4)	29.3	29.5	3.7	2.5	2.5	n/a	19.5	1.4	2.1	(8.2)	
Guangdong Bobaolon Co Ltd-A	002776 CH	19.10	5,688	31/12/2016	31.9	28.9	22.7	n/a	26.8	27.2	23.8	2.1	n/a	n/a	n/a	9.0	1.1	n/a	(1.2)	
Average					24.3	22.6	18.1	39.9	21.3	20.5	16.4	3.1	2.6	2.4	3.6	15.5	1.1	2.7	0.1	
Median					23.0	23.3	18.0	36.5	26.8	23.9	16.7	2.8	2.6	2.4	3.4	14.8	1.1	2.1	(3.5)	
International Underwear and Apparel																				
Wacoal Holdings Corp	3591 JP	3145.00	16,793	31/3/2017	20.8	20.5	20.2	17.6	(13.1)	1.9	(1.9)	0.9	0.9	0.9	0.8	4.4	(4.5)	1.7	(11.7)	
Fast Retailing Co Ltd	9983 JP	42320.0	334,345	31/8/2017	33.7	31.1	27.8	45.0	22.2	11.8	11.1	5.4	5.1	4.5	5.7	16.9	2.1	0.9	(5.8)	
L Brands Inc	LB US	38.36	84,976	3/2/2018	11.9	12.1	11.3	19.0	(6.9)	7.0	5.9	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	6.7	6.4	(36.3)
Hanesbrands Inc	HBI US	18.59	52,574	30/12/2017	9.6	10.6	9.7	15.4	939.8	9.4	6.0	9.8	7.6	6.1	8.1	6.5	0.1	3.2	(11.1)	
Nike Inc -Cl B	NKE US	64.42	822,529	31/5/2017	28.1	28.1	24.0	24.7	(9.5)	17.1	15.9	8.9	9.3	9.0	6.5	32.1	4.0	1.2	3.0	
Lululemon Athletica Inc	LULU US	81.10	86,166	29/1/2017	36.7	32.1	26.8	32.0	15.5	19.8	12.4	7.7	6.9	5.6	8.2	20.9	2.0	0.0	3.2	
Pvh Corp	PVH US	141.45	85,399	29/1/2017	19.9	18.1	15.8	15.2	15.6	14.7	14.0	2.1	2.1	1.9	2.0	10.6	1.2	0.1	3.1	
Marks & Spencer Group Plc	MKSLN	265.30	47,702	1/4/2017	23.3	9.5	9.7	n/a	321.7	(2.0)	1.8	1.5	1.4	1.3	n/a	6.1	0.2	7.0	(15.7)	
Average					23.0	20.3	18.2	24.1	###	10.0	8.1	5.2	4.8	4.2	5.2	13.9	1.5	2.6	(8.9)	
Median					22.1	19.3	18.0	19.0	15.6	10.6	8.6	5.4	5.1	4.5	6.1	10.6	1.6	1.5	(8.4)	

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	5,087.6	5,585.2	6,150.3
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	1,660.0	1,776.2	1,918.3
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)	(2,847.8)	(3,080.5)	(3,337.4)
毛利	2,002.0	1,964.5	2,239.8	2,504.7	2,812.9
其他收入	50.8	54.4	55.2	65.1	71.7
銷售費用	(1,434.8)	(1,337.9)	(1,466.8)	(1,629.4)	(1,777.7)
一般及行政費用	(312.6)	(261.5)	(267.2)	(271.6)	(278.8)
其他收益	-	-	-	-	-
息稅前收益	305.4	419.6	561.0	668.8	828.1
淨融資成本	18.3	7.2	5.2	9.2	12.2
聯營公司	-	(1.5)	-	-	-
特殊收入	-	-	-	-	-
稅前利潤	323.7	425.3	566.2	678.0	840.3
所得稅	(81.8)	(108.3)	(141.6)	(169.5)	(210.1)
非控制股東權益	-	-	-	-	-
淨利潤	242.0	317.0	424.7	508.5	630.2

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	871.8	937.5	1,004.7
物業、厂房及設備	545.6	565.0	627.9	690.4	752.9
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	4,280.1	4,836.8	5,536.6
其他金融資產	503.2	539.6	738.2	911.2	1,126.6
存貨	1,150.7	1,112.0	858.2	844.0	914.4
貿易及其他應收賬款	565.9	672.5	739.1	799.8	868.7
受限制銀行結餘	-	-	-	-	-
現金及現金等价物	799.5	1,405.3	1,944.5	2,281.9	2,626.9
流動負債	884.0	952.3	1,142.9	1,256.9	1,393.6
銀行借款	-	-	-	-	-
預收款項	-	-	-	-	-
貿易及其他應付賬款	554.3	583.6	644.7	697.3	755.5
即期稅項	24.1	48.6	141.6	169.5	210.1
其他	305.6	320.0	356.7	390.1	428.1
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	3,780.8	4,289.3	4,919.5
非控股權益	-	-	-	-	-
權益股東應占總權益	2,693.8	3,356.1	3,780.8	4,289.3	4,919.5

資料來源：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	561.0	668.8	828.1
折舊和攤銷	88.2	88.1	101.4	118.7	138.0
營運資金變動	(324.7)	(27.2)	284.9	39.7	(43.2)
稅務開支	(129.9)	(99.9)	(141.6)	(169.5)	(210.1)
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	835.7	687.7	742.8
購置固定資產	(162.4)	(98.4)	(152.6)	(167.6)	(184.5)
聯營公司	-	-	-	-	-
其他	11.9	7.9	(16.8)	(12.9)	(9.8)
投資活動所得現金淨額	(150.5)	(90.5)	(169.5)	(180.4)	(194.3)
股份發行	-	528.5	-	-	-
淨銀行借貸	200.0	23.1	-	-	-
股息	(177.4)	(163.5)	(127.1)	(169.9)	(203.4)
其他	(19.3)	(16.2)	-	-	-
融資活動所得現金淨額	3.3	371.8	(127.1)	(169.9)	(203.4)
現金增加淨額	(154.1)	628.1	539.2	337.4	345.0
年初現金及現金等价物	950.6	799.5	1,405.3	1,944.5	2,281.9
匯兌	3.0	(22.4)	-	-	-
年末現金及現金等价物	799.5	1,405.3	1,944.5	2,281.9	2,626.9

資料來源：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	51.9	49.9	48.0
零售銷售	37.2	34.5	32.6	31.8	31.2
電子商務銷售	6.9	12.0	15.5	18.3	20.8
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	44.0	44.8	45.7
息稅前利潤率	6.8	9.2	11.0	12.0	13.5
稅前利潤率	7.2	9.4	11.1	12.1	13.7
淨利潤率	5.4	7.0	8.3	9.1	10.2
有效稅率	25.3	25.5	25.0	25.0	25.0
增長 (%)					
收入	(8.9)	0.7	12.0	9.8	10.1
毛利	(5.3)	(1.9)	14.0	11.8	12.3
息稅前利潤	(55.7)	37.4	33.7	19.2	23.8
淨利潤率	(55.2)	31.0	34.0	19.7	23.9
資產負債比率					
流動比率 (x)	3.4	3.9	3.7	3.8	4.0
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	110.0	100.0	100.0
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	11.2	11.9	12.8
資產回報率	6.4	7.0	8.2	8.8	9.6
每股數據					
每股盈利(人民幣)	0.127	0.148	0.198	0.237	0.294
每股股息(人民幣)	0.055	0.059	0.079	0.095	0.117
每股賬面值(人民幣)	1.413	1.564	1.761	1.998	2.292

資料來源：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，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。