

利豐(494 HK)

“速度，創新與數字化”是正確的出路

- ❖ **世界上最大的成衣，雜貨消費品供應鏈管理商。**利豐(494 HK)是世界上最大的供應鏈管理商，擁有 8,000 多家客戶，和超過 15,000 家採購工廠的供應網絡，主要專注於成衣，時尚配飾，家具，美容，護膚產品，玩具和體育用品等等。在 16 財年，銷售到美國/歐洲/亞洲/世界其他地區的比例分別為 64%/ 18%/ 12%/ 6%。
- ❖ **業績於 17 財年上半年見底回升。**新的 3 年業務發展計劃，在 17 財年上半年有良好的開端，因為銷售（不包括出售亞洲消費品和醫療保健品分銷業務的收入），從 16 財年的下降 8.3%改善至 17 財年上半年的只下降 2.1%，而同期核心營業利潤亦從下滑 17.7%改善至 11.9%的增長，原因是 1) 美國市場的銷售漸趨穩定（從 16 財年的下滑 7.9%改善至只下降 3.7%），2) 歐洲強勁增長（該區域服務業務增長達 39.2%），3) 物流業務快速擴張，其中核心營業利潤增長了 33.3%，遠遠快於 16 財年的 15.5%增長，4) 由於業務板塊重組後 KPI 和激勵措施的改進令生產效率提高，所以勞動力成本大幅下降了 9.7%，最後 5) 與去年相比，上半年應收賬款撥備較去年亦有相當減少。
- ❖ **核心主題“速度，創新與數字化”是保持競爭力的正途。**自 17 年 3 月起，公司引入了新的供應鏈解決方案的增值服務，和數碼化的商業模式（如數碼樣板和虛擬試身，動態成本測算等）為不少客戶取得了顯著的正面成效，如：1) 訂單周期從 40 週縮短至 13 週，2) 由於對終端零售市場的反應更快，銷售額也提高了 25%，3) 折扣率也比平常少 30%。另一方面，供應商也會受益匪淺，原因是 1) 製造樣品成本顯著降低，因為對實際樣品的需求會大大減少，2) 節省了相當數量樣板的空運費。利豐的許多員工現在正在受培訓去掌握這項技術，相信會成為一股雄厚的力量，以鞏固與當前合作夥伴的業務關係，並在未來贏得更多市場份額。
- ❖ **我們對 17 財年下半年展望相對正面。**我們對 17 財年下半年的前景是相對積極的，因為 1) 利豐物流的總裁，在過去幾年曾經成功簽約了大量優秀的新客戶，將被提升去領導新成立的全球業務發展團隊，2) 物流增長會達到雙位數，因為預期匯率壓力會減少，利豐剛剛進入印度市場，和星加坡在 16 年啟用的配送中心正在快速成長，3) 沃爾瑪等零售商等美國客戶的銷售額亦有所改善（雖然相對緩慢），4) 潛在的成衣原材料價格的上漲和通縮壓力緩解。
- ❖ **目前估值相當合理，我們對集團的 3 年目標保持謹慎。**我們預計 17 財年的銷售將下滑，毛利率保持穩定，但運營成本會有單位數的下降，因此淨利潤增長可達 5%左右。利豐現價為 16.5 倍的 17 財年市盈率，估值合理，但因為其股息率達到 7%令股價會有支持。我們對集團的 3 年目標保持謹慎態度，等待未來銷售增長回升的跡象。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16A
營業額 (百萬美元)	19,288	18,831	16,761
淨利潤 (百萬美元)	568	449	258
每股收益 (港元)	0.410	0.391	0.207
每股收益變動 (%)	(39.1)	(4.6)	(47.0)
市盈率(x)	14.5	13.5	16.5
市帳率(x)	3.0	2.3	1.6
股息率 (%)	6.5	6.5	7.6
權益收益率 (%)	11.5	16.5	9.2
財務杠杆(x)	28.8	36.8	8.5

資料來源：公司及招銀國際研究

未評級

當前股價 HK\$3.60

胡永匡

電話：(852) 3761 8776

郵件：walterwoo@cmbi.com.hk

中國紡織行業

市值(百萬港元)	30,494
3 月平均流通量 (百萬港元)	93.39
52 周內股價高/低 (港元)	4.1/2.75
總股本 (百萬)	8,415.4

資料來源：彭博

股東結構

馮氏家族	27.73%
首域投資	7.74%
Silchester International	4.97%
自由流通	59.56%

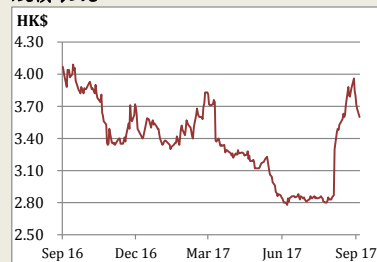
資料來源：HKEX

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	9.1%	10.5%
3-月	29.5%	21.7%
6-月	-3.2%	-14.9%

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.lifung.com

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 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）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。而過去表現亦不代表未來的表現，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，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 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。