

都市丽人(2298 HK)

拐点出现，下半年有望恢复快速增长

- ❖ 17 财年上半年利润符合预期，以及行业和公司增速的拐点出现。17 财上半年利润下降了 16.7%，与我们预期的低双位数下滑相若。我们认为公司的最差时期已经过去，因为实际上利润环比，较 16 财年下半年有 132% 的上升，其中净利润率亦正常化到 7.0%（而 16 财年上半年为 7.9%，15 财年为 10.9%）。安莉芳（1388 HK）和汇洁股份（002763 CH）也提到了 17 财年上半年的销售额增长有明显改善。
- ❖ 电子商务是主力增长点，销售额增长在下半年有望加速。17 财年上半年电子商务销售增长不仅从去年下半年缓慢的 12.5% 加速到 44.5%，在毛利率的水平也大幅提升至 50% 左右（16 财年上半年为 40% 左右），其经营利润率相信也有攀升。我们相信，由于 1）去年的低基数和 2）季节性因素，下半年有更多节日，如双 11，国庆和圣诞节，下半年的增长可以进一步提速。正如之前我的首发报告所述，我们发现的都市丽人品牌定位，价格在 50 到 150 元之间，是非常适合电子商务渠道的，因为主要的在线消费者（占总数的 45%），都是对于价格低于 100 元的商品最感兴趣。该部门现在贡献了 17 年上半年的总销售额的 11%，我们预计到 17 财年和 18 财年年底将达到 12%/ 15%，而公司的 5 年目标为 25%。
- ❖ 2016 年业绩下滑的其他渠道下半年的销售增长回升亦将有助于弥补公司因为清理库存而令毛利率下降的压力。事实上，我们认为，清理库存的动作将使 17 财年下半年的毛利率下降至约 42.6%（与上年同期相比为 45.1%），但销售增长加快，预计下半年的销售额增长 15.7%，加上经营成本的进一步压缩将有助于缓解大部分毛利率下降的压力，因此下半年的净利润率预计为 6.3%（17 财年上半年为 7.0%）。我们对下半年的销售恢复快速增长充满信心，因为 1）管理层亦预期下半年零售终端的门店增长会低至中等单位数（上半年仅为 1.5%），2）陆续推出新的创新产品（例如软线胸罩，透气杯洞察等），这些都是在今年 4 月份举办的订货会期间，很多分销商都有积极和正面的反馈意见的产品，3）拓展更多销售的渠道，在 3-4 线城市开设 50 家 outlet 门店，通过区域性的经销商在其他海外市场，如印度尼西亚出售产品，以及 4）翻新更多的门店，约 400 家门店会在下半年进行整改（第五代门店翻新后，店效有约双位数的提升），另外下半年亦会开计 250 家大规模的直营店。
- ❖ 维持买入，目标价调整到 3.78 港元。我们维持买入评级，但将目标价下调至 3.78 港元，隐含 17 倍的 18 财年市盈率（之前为 22 倍的 17 财年市盈率），意味着有约 27% 的上升空间。我们认为库存问题只是暂时的（旧货仅占库存总量的 35%，相信不久就会清除），但产品升级（更创新，更好的研发和对消费者时尚的反应更快），商店组合（更好的客户体验和新的门店装潢），更好的供货商链管理（去年下半年开始投资于其 6 家主要制造商，以保证未来能有好的定价和产品）将产生长期利益。总而言之，我们将 17 财年预测净利润减少 8%，但将 18 和 19 财年的预测上调 1%/ 7%，并预期 17 财年至 19 财年期间 8% 的销售额和 29.5% 的净利润年复合增长率。

❖ 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	4,741	5,231	5,746
净利润 (百万欧元)	540	242	311	426	525
每股收益 (欧元)	0.283	0.113	0.145	0.199	0.245
每股收益变动 (%)	14.9	(61.2)	14.2	36.9	23.3
市盈率(x)	19.2	21.1	18.3	13.4	10.8
市帐率(x)	3.9	1.9	1.6	1.5	1.3
股息率 (%)	1.7	1.9	2.5	3.4	4.1
权益收益率 (%)	20.5	9.0	10.1	11.6	12.7
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\$3.78
(前目标价)	HK\$3.90
潜在升幅	+27.3%
当前股价	HK\$2.97

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)	6,375
3 月平均流通量 (百万港元)	8.08
52 周内股价高/低 (港元)	3.63/2.08
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	54.85%
复星国际	11.18%
Prime Capital Management	8.58%
Capital Today (China)	6.20%
自由流通	19.19%

资料来源：HKEx

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	2.1%	0.4%
3-月	-7.2%	-13.2%
6-月	28.6%	14.3%

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	4,741.5	5,230.7	5,746.2
销售给加盟商	3,155.9	2,520.2	2,457.2	2,555.5	2,696.1
零售销售	1,623.0	1,679.5	1,721.5	1,859.2	1,989.4
电子商务销售	174.6	312.6	562.7	816.0	1,060.8
销售成本	(2,838.6)	(2,510.3)	(2,671.1)	(2,883.5)	(3,104.7)
毛利	2,114.8	2,002.0	2,070.4	2,347.2	2,641.5
销售费用	(1,306.8)	(1,434.8)	(1,414.5)	(1,531.2)	(1,696.8)
一般及行政费用	(197.5)	(312.6)	(305.3)	(318.6)	(324.9)
其他收益	-	-	-	-	-
息税前收益	688.8	305.4	411.1	558.4	686.8
净融资成本	21.8	18.3	3.5	8.7	12.2
联营公司	-	-	-	-	-
特殊收入	-	-	-	-	-
税前利润	710.6	323.7	414.6	567.1	699.0
所得税	(170.6)	(81.8)	(103.8)	(142.1)	(175.1)
非控制股东权益	-	-	-	-	-
净利润	540.0	242.0	310.9	425.0	523.8

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	813.6	878.4	944.4
物业、厂房及设备	449.0	545.6	607.7	670.3	732.6
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	3,874.3	4,352.4	4,921.0
其他金融资产	438.3	503.2	520.1	655.7	828.3
存货	800.4	1,150.7	987.9	869.0	850.6
贸易及其他应收账款	527.1	565.9	582.3	630.6	681.4
受限制银行结余	-	-	-	-	-
现金及现金等价物	950.6	799.5	1,784.1	2,197.1	2,560.7
流动负债	842.1	884.0	1,046.9	1,167.8	1,287.3
银行借款	-	-	-	-	-
预收款项	-	-	-	-	-
贸易及其他应付账款	495.4	554.3	622.0	671.5	723.0
即期税项	63.2	24.1	103.8	142.1	175.1
其他	283.6	305.6	321.1	354.3	389.2
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	3,439.4	3,861.4	4,376.5
非控股权益	-	-	-	-	-
权益股东应占总权益	2,638.9	2,693.8	3,439.4	3,861.4	4,376.5

来源: 公司及招银国际研究部

現金流量表

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	411.1	558.4	686.8
折旧和摊销	70.4	88.2	90.6	106.6	124.4
营运资金变动	(216.8)	(324.7)	229.6	153.3	54.0
税务开支	(165.7)	(129.9)	(103.8)	(142.1)	(175.1)
其他	26.1	54.0	30.0	30.0	30.0
经营活动所得现金净额	402.7	(6.9)	657.6	706.2	720.0
购置固定资产	(192.9)	(162.4)	(142.2)	(156.9)	(172.4)
联营公司	-	-	-	-	-
其他	(36.4)	11.9	(1.5)	3.7	7.2
投资活动所得现金净额	(229.3)	(150.5)	(143.7)	(153.2)	(165.2)
股份发行	-	-	599.0	-	-
净银行借贷	-	200.0	-	-	-
股息	(151.2)	(177.4)	(104.9)	(139.9)	(191.3)
其他	-	(19.3)	(23.5)	-	-
融资活动所得现金净额	(151.2)	3.3	470.7	(139.9)	(191.3)
现金增加净额	22.2	(154.1)	984.5	413.1	363.6
年初现金及现金等价物	921.3	950.6	799.5	1,784.1	2,197.1
汇兑	7.1	3.0	-	-	-
年末现金及现金等价物	950.6	799.5	1,784.1	2,197.1	2,560.7

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	51.8	48.9	46.9
零售销售	32.8	37.2	36.3	35.5	34.6
电子商务销售	3.5	6.9	11.9	15.6	18.5
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	43.7	44.9	46.0
息税前利润率	13.9	6.8	8.7	10.7	12.0
税前利润率	14.3	7.2	8.7	10.8	12.2
净利润率	10.9	5.4	6.6	8.1	9.1
有效税率	24.0	25.3	25.0	25.1	25.1

增长 (%)

收入	23.6	(8.9)	5.1	10.3	9.9
毛利	34.9	(5.3)	3.4	13.4	12.5
息税前利润	19.8	(55.7)	34.6	35.8	23.0
净利润率	27.0	(55.2)	28.5	36.7	23.2

资产负债比率

流动比率 (x)	3.2	3.4	3.7	3.7	3.8
平均应收账款周转天数	38.1	36.5	36.0	36.0	36.0
平均应付帐款周转天数	63.7	80.6	85.0	85.0	85.0
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	9.0	11.0	12.0
资产回报率	15.5	6.4	6.6	8.1	8.9

每股数据

每股盈利(人民币)	0.283	0.127	0.145	0.198	0.244
每股股息(人民币)	0.093	0.055	0.065	0.089	0.110
每股账面值(人民币)	1.384	1.413	1.603	1.801	2.045

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。