

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财年上半年利润下降了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

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	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

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址：香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话：(852) 3900 0888 传真：(852) 3900 0800

招银国际证券有限公司（“招银证券”）为招银国际金融有限公司之全资附属公司（招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司）

重要披露

本报告期内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载资料可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何资讯由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考资料。报告中的资讯或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律法律责任。任何使用本报告资讯所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的资讯，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。