

公司报告

都市丽人 (2298 HK)

巩固国内内衣市场的领先地位

- 鉴于2015年秋冬新品发布会展出吸引的设计、宣布多项新的战略合作和强劲的品牌知名度，我们预期都市丽人的市场份额将持续领先
- 营运状况良好，2015年第一季度同店销售增长强劲，管理层仍有信心新收购的欧迪芬将在2015年下半年度转亏为盈

2015年秋冬新品发布会令人鼓舞

我们在2015年4月17日出席了都市丽人2015年秋冬系列发布会。我们对都市丽人在会上展出的最新贴身衣物产品印象深刻，集团并在会上宣布了最新的合作联盟，包括继续与Hello Kitty合作，以及与迪士尼、日本三菱丽阳和莱卡（全球知名纤维和服装品牌）合作等。

持继业务维持强势

公司2015年第一季度的同店销售增长强劲，我们预期可达至双位数字增长。虽然如此，现在只是一年之初，我们对公司2015年同店销售增长的预测维持3%的保守假设。同时，由于集团扩展到其他城市的住宅区、行人街道、超市、商场和地下行人道商店，因此我们预期集团2015年的销售点净增长将超过1,000个。都市丽人亦将透过品牌组合扩充，即都市锋尚（男装）、Freeday（自在时光 - 韩式女装）和欧迪芬。Freeday和都市锋尚销售点的扩充现时主要集中在华南。管理层有信心新收购的欧迪芬将在2015年下半年度转亏为盈。2014年，都市丽人有约10个都市锋尚销售点和23个Freeday销售点。我们预测公司2015-17年的每股盈利比市场所预期的相差-2%/-4%/-6%。

2015年预测目标市盈率上升，提高目标价

由于市场的风险胃纳上升，而我们的估值方法维持不变（香港上市的服装零售股平均市盈率11倍、必需消费品股平均市盈率25倍），因此估值存在提升空间，根据新的2015年预测目标市盈率18倍（之前为16倍），维持买入评级，目标价为6.97港元（之前为6.22港元）。我们的目标市盈率相当于美国上市同业的2015年预测市盈率20至24倍的下限。基于都市丽人的竞争优势和强势的增长展望，我们认为公司相对服装板块存在溢价亦属合理。

盈利预测及估值

人民币百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业额	2,916	4,008	5,067	6,272	7,493
同比增长(%)	29.2	37.4	26.4	23.8	19.5
经常性净利润	292	448	577	699	856
同比增长(%)	51.5	53.4	28.7	21.3	22.4
经常性EPS (人民币)	0.15	0.23	0.30	0.37	0.45
每股股利 (人民币)	NA	0.08	0.09	0.11	0.13
市盈率 (x) - 经常性	33.0	21.5	16.7	13.8	11.3
市净率 (x)	14.0	4.3	3.5	2.9	2.3
ROAE (%)	45.1	30.6	23.2	22.9	22.8

资料来源：公司资料、招商证券(香港)预测

麦耀铨 (852) 3189 6343 eugenemak@cmschina.com.hk
黄家豪 (852) 3189 6160 lewiswong@cmschina.com.hk

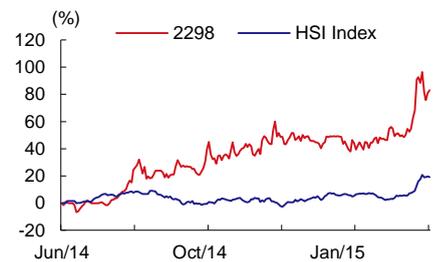
最新变动

目标价上调

买入

前次评级	买入
股价	HK\$6.30
12个月目标价 (上涨空间)	HK\$6.97 (+11%)
前次目标价	HK\$6.22

股价表现



资料来源：贝格数据

%	1m	6m	12m
2298 HK	17.3	46.7	80.5
HSI	15.7	20.1	21.5

行业：零售

恒生指数	27095
国企指数	14537

重要数据

52周股价区间 (港元)	3.17-7.98
港股市值 (百万港元)	12011
日均成交量 (百万股)	4.77
每股净资产 (港元)	1.17

主要股东

ZHENG Yaonan and management	61.65%
Capital Today Investment XVIII Limited	9.98%
Morgan Stanley	5.00%

总股数 (百万股)	1906
自由流通量	26.39%

相关报告

1. 都市丽人 (2298 HK) 零售商中脱颖而出，维持买入，2015年3月12日
2. 都市丽人 (2298 HK) 实地调研摘要 - 前景向好，维持买入，2015年1月16日
3. 都市丽人 (2298 HK) 趁着中国内衣革命的潮流，首次覆盖，给予买入评级，2014年12月8日

图1：与Hello Kitty强强联盟



资料来源：公司资料、招商证券(香港)

图2：与迪士尼合作



资料来源：公司资料、招商证券(香港)

图3：与三菱丽阳在保暖内衣领域展开合作



资料来源：公司资料、招商证券(香港)

图4：与莱卡合作



资料来源：公司资料、招商证券(香港)

图5：品牌代言人林志玲



资料来源：公司资料、招商证券(香港)

图6：品牌代言人黄晓明



资料来源：公司资料、招商证券(香港)

图7: 都市丽人2015秋冬季时装秀



资料来源: 公司资料、招商证券(香港)

图8: 都市丽人2015秋冬季时装秀



资料来源: 公司资料、招商证券(香港)

图9: 估计比较

公司	代码	股价(当地货币)	3个月平均成交额		年结	历史市盈率	FY1 市盈率	FY2 市盈率	3年EPS	市盈率增长率	历史股息率	FY1 股息率	历史市净率	FY1 市净率		
			市值(百万美元)	(百万美元)											(x)	(x)
都市丽人	2298 HK	6.30	1,550	4.2	12月	21.5	16.7	13.7	28.5	21.5	24.1	0.9	1.6	1.8	4.3	3.5
香港恒生指数		27,085				11.4	13.0	11.7	(12.4)	10.6	1.8	7.2	3.3	3.1	1.5	1.4
恒生中国企业指数		14,111				10.0	9.8	8.9	2.1	10.7	6.9	1.4	3.1	3.1	1.4	1.3
沪深300指数		4,522				19.5	16.5	14.4	18.1	14.9	15.3	1.1	1.3	1.6	2.8	2.4
香港上市的内衣公司																
调整后行业平均*						15.4	16.7	13.7	28.5	21.5	24.1	0.9	2.5	1.8	2.6	3.5
都市丽人	2298 HK	6.30	1,550	4.2	12月	21.5	14.0	11.5	28.5	21.5	24.1	0.7	1.9	2.2	3.6	2.9
安莉芳	1388 HK	4.20	226	0.1	12月	9.3	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	3.3	N/A	1.0	N/A
美国上市的内衣公司																
调整后行业平均*						30.1	21.9	19.1	52.4	14.9	24.4	1.5	2.2	2.2	487.8	55.5
奇可思女装店公司	CHSUS	16.98	2,618	37.2	1月	40.8	21.4	17.9	89.3	19.5	35.2	1.2	1.8	1.9	2.8	2.8
汉佰有限公司	HBUS	33.58	13,459	125.9	12月	23.8	20.5	18.1	63.4	12.9	27.8	0.9	1.0	1.2	9.7	8.4
L Brands股份有限公司	LBUS	89.44	26,155	136.1	1月	25.6	23.9	21.3	4.6	12.4	10.0	2.6	3.9	3.5	1,450.9	155.3
香港上市的服装公司																
调整后行业平均*						12.0	10.7	10.1	18.0	12.3	8.2	7.8	7.9	5.3	1.6	1.5
波司登	3998 HK	1.06	1,085	2.5	3月	10.9	10.6	9.6	(8.4)	10.0	0.3	40.7	3.0	4.7	0.9	N/A
利邦	891 HK	1.66	374	0.8	12月	17.8	15.7	13.0	14.0	20.8	15.7	1.1	6.6	5.0	0.9	0.8
佐丹奴国际	709 HK	3.77	764	1.7	12月	14.5	13.3	12.2	8.8	9.2	10.2	1.4	9.2	6.8	2.0	2.0
中国服饰	1146 HK	0.89	396	0.0	12月	12.0	6.5	N/A	86.1	N/A	N/A	N/A	27.0	N/A	1.5	N/A
中国利邦	1234 HK	7.60	1,181	1.3	12月	13.2	11.9	10.8	10.9	10.0	8.6	1.5	5.0	5.8	2.7	2.6
I.T集团	999 HK	3.01	476	0.3	2月	13.1	12.0	9.8	8.7	22.4	20.3	0.6	3.7	3.5	1.4	1.3
YGM 贸易	375 HK	11.32	242	0.1	3月	8.6	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	8.0	N/A	1.3	N/A
长兴国际	238 HK	1.17	143	0.5	12月	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	(5.9)	N/A	1.0	0.0	0.6	0.7
卡宾	2030 HK	3.77	346	0.5	12月	9.1	8.4	7.4	8.7	13.9	N/A	N/A	4.8	5.0	3.0	N/A
堡狮龙国际	592 HK	0.68	143	0.2	6月	8.7	7.6	7.6	14.9	0.0	8.5	1.0	10.9	11.8	1.4	N/A
香港上市的必需消费品公司																
调整后行业平均*						33.5	24.9	21.7	30.8	14.4	19.4	1.9	1.6	1.7	4.3	3.8
恒安国际	1044 HK	96.40	15,230	27.1	12月	30.2	25.6	22.3	17.9	15.2	16.3	1.9	1.9	2.4	6.7	6.0
中国旺旺	151 HK	8.32	14,127	28.4	12月	22.8	19.5	18.2	17.0	7.3	10.8	2.1	3.2	3.0	6.9	5.7
康师傅控股	322 HK	16.54	11,960	18.3	12月	29.8	24.0	20.9	24.5	14.6	17.2	1.7	1.7	2.0	3.9	3.5
蒙牛乳业	2319 HK	41.40	10,473	29.2	12月	27.4	23.7	20.3	15.3	16.9	18.6	1.5	0.6	1.0	3.0	2.8
统一企业中国	220 HK	5.67	3,160	5.6	12月	63.2	31.5	25.9	100.6	21.5	44.4	1.4	1.1	0.7	1.8	1.7
青岛啤酒	168 HK	50.65	9,497	13.0	12月	27.5	25.1	22.7	9.6	10.8	9.4	2.9	1.1	1.2	3.6	3.2

*均值计算中不包含标注“N/A”的公司
资料来源: 招商证券(香港)、彭博
基于2015年4月20日收盘价

图10: 都市丽人收入预测

12月年结(百万人民币)	FY12	FY13	FY14	FY15E	FY16E	FY17E
总收入	2,258	2,916	4,008	5,067	6,272	7,493
同比增长%	36.3%	29.2%	37.4%	26.4%	23.8%	19.5%
按销售渠道划分的收入:						
自营店零售收入	188	676	1,244	1,731	2,295	2,880
同比增长%	196.5%	259.6%	84.1%	39.2%	32.5%	25.5%
占总收入%	8.3%	23.2%	31.0%	34.2%	36.6%	38.4%
- 自营销售点收入	187	333	536	1,002	1,551	2,121
同比增长%	194.9%	78.0%	60.9%	87.0%	54.8%	36.8%
占总收入%	8.3%	11.4%	13.4%	19.8%	24.7%	28.3%
销售点数量	151	202	458	708	958	1208
同比增长%	84.1%	33.8%	126.7%	54.6%	35.3%	26.1%
每销售点收入(百万人民币)	1.884	2.033	2.014	2.074	2.116	2.158
同店销售增长	7.3%	4.9%	3.0%	3.0%	2.0%	2.0%
- 自营销售点收入 (合作安排店铺)	1	343	708	730	744	759
同比增长%	N/A	34200.0%	106.5%	3.0%	2.0%	2.0%
占总收入%	0.0%	11.8%	17.7%	14.4%	11.9%	10.1%
销售点数量	58	519	519	519	519	519
同比增长%	N/A	794.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每销售点收入(百万人民币)	0.000	1.189	1.365	1.406	1.434	1.463
同店销售增长	0.0%	4.9%	3.0%	3.0%	2.0%	2.0%
向加盟商销售	2,070	2,240	2,690	3,186	3,752	4,331
同比增长%	30.0%	8.2%	20.1%	18.4%	17.8%	15.4%
占总收入%	91.7%	76.8%	67.1%	62.9%	59.8%	57.8%
销售点数量	4,429	5,069	6,049	6,999	7,949	8,749
同比增长%	29.8%	14.5%	19.3%	15.7%	13.6%	10.1%
每销售点收入(百万人民币)	0.471	0.508	0.503	0.519	0.529	0.539
同比增长%	7.3%	7.9%	-0.9%	3.0%	2.0%	2.0%
电子商务销售收入	0	0	74	150	225	281
同比增长%	0.0%	0.0%	0.0%	103.3%	50.0%	25.0%
占总收入%	0.0%	0.0%	1.8%	3.0%	3.6%	3.8%

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)

图11: 都市丽人历史利润表及预测

12月年结(百万人民币)	FY12	FY13	FY14	FY15E	FY16E	FY17E
总收入	2,258	2,916	4,008	5,067	6,272	7,493
同比增长%	36.3%	29.2%	37.4%	26.4%	23.8%	19.5%
毛利	617	1,069	1,568	2,083	2,589	3,111
同比增长%	54.1%	73.3%	46.7%	32.9%	24.3%	20.2%
毛利率	27.3%	36.7%	39.1%	41.1%	41.3%	41.5%
其他收入和支出	25	39	84	14	14	14
销售及行政开支	(386)	(720)	(1,053)	(1,318)	(1,657)	(1,967)
同比增长%	100.5%	86.7%	46.3%	25.1%	25.7%	18.7%
占总收入%	17.1%	24.7%	26.3%	26.0%	26.4%	26.2%
- 租赁/代销费用	(65)	(255)	(530)	(612)	(726)	(797)
同比增长%	129.0%	293.2%	107.6%	15.5%	18.5%	9.8%
占总收入%	2.9%	8.8%	13.2%	12.1%	11.6%	10.6%
- 员工支出	(129)	(215)	(245)	(357)	(494)	(642)
同比增长%	66.8%	66.4%	14.0%	46.0%	38.2%	30.0%
占总收入%	5.7%	7.4%	6.1%	7.1%	7.9%	8.6%
- 营销及推广费用	(59)	(61)	(63)	(79)	(99)	(123)
同比增长%	490.9%	4.5%	3.0%	25.0%	25.0%	25.0%
占总收入%	2.6%	2.1%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
- 其他	(133)	(188)	(215)	(269)	(338)	(404)
同比增长%	73.2%	41.7%	14.3%	25.1%	25.6%	19.4%
占总收入%	5.9%	6.5%	5.4%	5.3%	5.4%	5.4%
营业利润	256	388	598	779	946	1,158
同比增长%	14.9%	51.6%	54.1%	30.3%	21.5%	22.4%
营业利润率	11.3%	13.3%	14.9%	15.4%	15.1%	15.5%
财务成本净额	7	3	12	22	25	31
首次公开发售上市费用	0	(16)	(23)	0	0	0
税前利润	263	375	587	801	971	1,189
所得税	(70)	(99)	(162)	(224)	(272)	(333)
实际税率	26.8%	26.5%	27.6%	28.0%	28.0%	28.0%
经常性净利润	193	292	448	577	699	856
同比增长%	14.3%	51.5%	53.4%	28.7%	21.3%	22.4%
经常性净利率	8.5%	10.0%	11.2%	11.4%	11.2%	11.4%
经常性每股盈利(人民币)	0.10	0.15	0.23	0.30	0.37	0.45
同比增长%	14.3%	51.5%	53.4%	28.7%	21.3%	22.4%
每股股息(人民币)	0.08	0.10	0.08	0.09	0.11	0.13
同比增长%	N/A	33.3%	-24.4%	14.4%	21.3%	22.4%
股息支付率	77.8%	72.6%	35.6%	30.0%	30.0%	30.0%

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)

财务预测表

资产负债表

人民币百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	972	2,325	2,940	3,534	4,375
现金及现金等价物	290	921	1,325	1,492	2,046
交易性投资	0	0	0	0	0
短期银行存款	16	159	159	159	159
应收账款	171	281	355	439	525
其他应收款	91	325	355	376	375
存货	404	639	746	1,068	1,271
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	335	444	553	657	744
土地使用权	72	94	120	141	167
房产、厂房及设备	199	271	354	425	477
无形资产	28	25	23	21	19
其他非流动资产	36	54	57	70	80
总资产	1,307	2,769	3,493	4,191	5,119
流动负债	620	531	754	818	976
银行贷款	0	0	0	0	0
应付账款	219	270	448	479	526
其他流动负债	400	261	306	339	450
长期负债	0	0	0	0	0
贷款	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
总负债	620	531	754	818	976
股本	0	117	117	117	117
储备	688	2,120	2,622	3,256	4,025
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债及权益合计	1,307	2,769	3,493	4,191	5,119

现金流量表

人民币百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
经营性现金流	218	(54)	711	498	912
税前利润	375	587	801	971	1189
折旧摊销	30	38	72	93	103
财务费用	1	0	0	0	0
财务收入	(5)	(12)	(22)	(25)	(31)
营运资金变动	(109)	(580)	(5)	(378)	(147)
其他	(75)	(88)	(135)	(163)	(202)
投资活动现金流	(61)	(279)	(156)	(159)	(148)
资本支出	(76)	(142)	(178)	(184)	(179)
其他投资	15	(138)	22	25	31
筹资活动现金流	(47)	965	(151)	(173)	(210)
借款净额	(27)	0	0	0	0
股利	(48)	(164)	(151)	(173)	(210)
其他	29	1128	0	0	0
净现金流量	110	631	404	167	554
汇兑差额	0	0	0	0	0
期末现金额	290	921	1,325	1,492	2,046

资料来源: 公司报表、招商证券(香港)预测

利润表

人民币百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	2,916	4,008	5,067	6,272	7,493
销售成本	(1,847)	(2,440)	(2,984)	(3,683)	(4,382)
毛利	1,069	1,568	2,083	2,589	3,111
销售费用	(589)	(890)	(1,111)	(1,394)	(1,640)
行政开支	(131)	(163)	(207)	(263)	(327)
其他运营开支	39	84	14	14	14
营业利润	388	598	779	946	1,158
净财务成本	3	12	22	25	31
公允价值变动	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
非经常性开支	(16)	(23)	0	0	0
税前利润	375	587	801	971	1,189
所得税	(99)	(162)	(224)	(272)	(333)
税后利润	276	425	577	699	856
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	276	425	577	699	856
净利润(经常性)	292	448	577	699	856
EPS (HKD) - 经常性	0.15	0.23	0.30	0.37	0.45

主要财务比率

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
年成长率					
营业收入	29.2%	37.4%	26.4%	23.8%	19.5%
营业利润	51.6%	54.1%	30.3%	21.5%	22.4%
经常性净利润	51.5%	53.4%	28.7%	21.3%	22.4%
盈利能力					
毛利率	36.7%	39.1%	41.1%	41.3%	41.5%
净利率(经常性)	10.0%	11.2%	11.4%	11.2%	11.4%
ROAE	45.1%	30.6%	23.2%	22.9%	22.8%

流动性

资产负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
负债与股东权益比率	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率(x)	1.6	4.4	3.9	4.3	4.5
速动比率(x)	0.9	3.2	2.9	3.0	3.2

营运效率

资产周转率(x)	2.2	1.4	1.5	1.5	1.5
存货周转天数	72	78	85	90	97
应收账款周转天数	22	21	23	23	23
应付账款周转天数	103	81	71	71	67

每股数据 (RMB)

EPS(经常性)	0.15	0.23	0.30	0.37	0.45
每股现金流	0.11	(0.03)	0.37	0.26	0.48
每股净资产	0.36	1.17	1.44	1.77	2.17
每股股利	NA	0.08	0.09	0.11	0.13

估值比率

市盈率 - 经常性	33.0	21.5	16.7	13.8	11.3
市净率	14.0	4.3	3.5	2.9	2.3
EV/EBITDA	23.0	13.8	10.1	8.1	6.1

投资评级定义

投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月较市场指数上升 10% 以上
中性	预期股价在未来 12 个月较市场指数上升或下跌 10% 或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月较市场指数下跌 10% 以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页<http://www.newone.com.hk/cms/hk/gb/disclosure.html>。

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券(香港)并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外,招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

香港

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期48楼
电话: +852 3189 6888
传真: +852 3101 0828