



## 都市丽人 (2298 HK); 未评级

市值	US\$1,283 百万元
6 个月平均日成交量	US\$2.3 百万元
股价 (2015/03/09)	HK\$5.22 元
净负债权益比 (2014)	净现金

## 报告分析师:

朱家杰 CFA

+852 3969 9521

peter.kk.chu@yuanta.com

## 中国消费产业

## 都市丽人 (2298 HK; 未评级) – 2014 年业绩符合预期

3月9日中国领先的内衣品牌拥有者都市丽人公布2014年财务业绩。

2014年强劲的财务业绩归功于销售额增加以及利润率提高。2014年都市丽人净利润同比增长54.3%至人民币4.25亿元，但每股收益增速降至35.3%，主要因6月IPO带来稀释效应。公司净利润基本符合市场预期的人民币4.30亿元。公司总销售额同比增长37%，主要由核心文胸品牌/内裤需求同比增长34/42%所推动。2014年公司营业利润率同比增长1.5个百分点，系因1)成本控制增强；及2)直接销售占比提高（2014年为31%，高于2013年的23.2%）。直接销售的毛利率比销售给加盟商高出20-30个百分点。

## 3月9日分析师会议重点摘要

- ▶ 2014年都市丽人门店净增加1,236家，其中80%的新增门店为加盟店。公司计划2015年新增约1,200家门店，其中80%为加盟店。总门店数将同比增长17%，低于2014年的21%。
- ▶ 3月1日都市丽人宣布收购欧迪芬品牌，该品牌将自2015年2季度并入公司的财务报表。截至2014年12月欧迪芬门店数为614家，今年约新增300家欧迪芬门店。加上批发渠道重组，都市丽人希望目前该亏损的业务能在2015年扭亏。
- ▶ 2015年毛利率增幅可能不及2014年。2014年公司毛利率同比提高2.4个百分点。鉴于2015年各销售渠道的营收占比与2014年相似，今年整体毛利率同比增幅可能在1个百分点左右。

过去6个月都市丽人股价累计上涨18.6%，市场预期2015年公司净利润将同比增长33%。目前该股股价对应2015/16年预期市盈率14.3倍/11.3倍，低于亚洲上市同业的估值，例如Wacoal Holdings (3591 JP; 未评级) 市盈率为19.6倍。由于公司定位中国中低端内衣市场，其将继续受益于中国居民收入水平提高，且不会受到反腐败行动的影响。

## 分析师声明及重要披露事项请参见附录A。

元大与其研究报告所载之公司行号可能于目前或未来有业务往来，投资人应了解本公司可能因此有利益冲突而影响本报告之客观性。投资人于做出投资决策时，应仅将本报告视为其中一项考虑因素。本报告原系以英文做成，并翻译为中文。若投资人对于中文译文之内容正确性有任何疑问，请参考原始英文版。

图 1：都市丽人 2014 年业绩分析

6 个月 (人民币百万)	2014		同比变动		分析
	I	II	I	II	
营收					
文胸	883	971	22%	47%	
内裤	288	334	52%	35%	
睡衣及家居服	304	303	24%	52%	
保暖服	71	446	188%	25%	
其他	190	218	66%	41%	
总计	1,736	2,272	34%	40%	主要因文胸销售额呈“高于平均水平”的增幅
毛利润	697	871	48%	45%	得益于成本控制增强以及直销收入占比提高
销售营销费用	-382	-508	50%	52%	
一般及管理费用	-88	-98	68%	3%	2014 年下半年管理费用增速放缓，系因不再认列上市费用
其他收益	33	46	39%	206%	2014 年下半年其他收益增长由政府补贴所推动
经营活动利润	260	310	40%	67%	
税前利润	264	323	42%	72%	
所得税	-72	-90	45%	81%	
归属股东净利润	192	233	40%	68%	2014 年下半年净利润同比增速提高主要因营收增长以及利润率扩张
利润率分析					
毛利率	40.1%	38.3%	4.0%	1.3%	2014 年下半年毛利率下滑的原因是低毛利的保暖服销售额占比提高
息税前利润率	15.0%	13.6%	0.7%	2.2%	
税前利润率	15.2%	14.2%	0.8%	2.6%	
净利率	11.1%	10.3%	0.5%	1.7%	2014 年下半年净利率大幅提高归功于成本控制到位

资料来源：公司资料，元大

## 附录 A：重要披露事项

### 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全文或部分内容的分析师，兹针对本报告所载证券或证券发行机构，于此声明：(1) 文中所述观点皆准确反映其个人对各证券或证券发行机构之看法；(2) 研究部分分析师于本研究报告中所提出之特定投资建议或观点，与其过去、现在、未来薪酬的任何部份皆无直接或间接关联。

### 目前元大研究分析个股评级分布

评级	追踪个股数	%
买入	195	48%
持有-超越同业	105	26%
持有-落后同业	42	10%
卖出	9	2%
评估中	47	12%
限制评级	7	2%
总计：	405	100%

资料来源：元大

### 投资评级说明

**买入：**根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持正面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中增持该股。

**持有-超越同业：**本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力高于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

**持有-落后同业：**本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力低于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

**卖出：**根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持负面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中减持该股。

**评估中：**本中心之预估、评级、目标价尚在评估中，但仍积极追踪该个股。

**限制评级：**为遵循相关法令规章及/或元大之政策，暂不给予评级及目标价。

注：元大给予个股之目标价系依 12 个月投资期间计算。大中华探索系列报告并无正式之 12 个月目标价，其投资建议乃根据分析师报告中之指定期间分析而得。

### 总声明

© 2015 元大版权所有。本报告之内容取材自本公司认可之资料来源，但并不保证其完整性或正确性。报告内容并非任何证券之销售要约或邀约。报告中所有的意见及预估，皆基于本公司于特定日期所做之判断，如有变更恕不另行通知。

本报告仅提供一般信息，文中所载信息或任何意见，并不构成任何买卖证券或其他投资目标之要约或要约之引诱。报告数据之刊发仅供客户一般传阅用途，并非意欲提供专属之投资建议，亦无考虑任何可能收取本报告之人士的个别财务状况与目标。对于投资本报告所讨论或建议之任何证券、投资目标，或文中所讨论或建议之投资策略，投资人应就其是否适合本身而咨询财务顾问的意见。本报告之内容取材自据信为可靠之资料来源，但概不以明示或默示的方式，对数据之准确性、完整性或正确性作出任何陈述或保证。本报告并非（且不应解释为）在任何司法管辖区内，任何非依法从事证券经纪或交易之人士或公司，为于该管辖区内从事证券经纪或交易之游说。

元大研究报告于美国仅发送给美国主要投资法人（依据 1934 年《证券交易法》15a-6 号规则及其修正条文与美国证券交易委员会诠释定义）。美国投资人若欲进行与本报告所载证券相关之交易，皆必须透过依照 1934 年《证券交易法》第 15 条及其修正条文登记注册之券商为之。元大研究报告在台湾由元大证券投资顾问股份有限公司发布，在香港则由元大宝来证券(香港)有限公司发布。元大宝来证券(香港)系获香港证券及期货事务监察委员会核准注册之券商，并获许从事受规管活动，包括第 4 类规管活动（就证券提供意见）。非经元大宝来证券(香港)有限公司书面明示同意，本研究报告全文或部份，不得以任何形式或方式转载、转寄或披露。

欲取得任何本报告所载证券详细数据之台湾人士，应透过下列方式联络元大证券投资顾问股份有限公司：

致：联络人姓名  
元大证券投资顾问股份有限公司  
台湾台北市 104 南京东路三段  
225 号 4 楼

欲取得任何本报告所载证券详细数据之香港人士，应透过下列方式联络元大宝来证券(香港)有限公司：

致：研究部  
元大宝来证券(香港)有限公司  
香港夏慤道 18 号  
海富中心 1 座 23 楼