

2298.HK 都市丽人

未评级

竞争加剧及费用支出增加，净利下滑 35%

2016年8月15日

市场数据

报告日期	2016.8.15
收盘价(港元)	3.44
总股本(百万股)	1,906
总市值(百万港元)	6,558
净资产(百万元)	2,630
总资产(百万元)	3,483
每股净资产(元)	1.38

数据来源: Wind

主要财务指标

会计年度	2012A	2013A	2014A	2015A
营业收入(百万元)	2,258	2,916	4,008	4,953
同比增长(%)	35.1%	29.2%	37.4%	23.6%
净利润(百万元)	193	276	425	540
同比增长(%)	14.3%	42.9%	54.3%	27.0%
毛利率(%)	27.3%	36.7%	39.1%	42.7%
净利润率(%)	8.5%	9.4%	10.6%	10.9%
净资产收益率(%)	31.8%	40.1%	19.0%	20.5%
每股收益(元)	-	-	0.24	0.28

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

相关报告

都市丽人(2298.HK)-2015年业绩点评-20160329

海外消费研究

高级分析师: 王佳卉
wangjiahui@xyzq.com.cn
SFC: BAD529
SAC: S0190516030002

投资要点

- **1H16 收入同比微增 0.2%，电商渠道增长较快:** 公司上半年实现收入 22.11 亿元，微增 0.2%。其中零售收入同比增长 11%，加盟商收入同比下降 14%。而电商收入同比增长 280%，贡献公司总收入 7.5%，较去年同期和下半年分别提升了 5.5ppts/2.8ppts。从行业上看，贴身内衣行业市场竞争加剧及渠道库存增加，主要受到微商快速发展影响。根据公司市场调研，当前中国贴身衣物市场中微商销售额已经占约 10% 的市场份额，而微商分层分销模式也形成了渠道库存积压。微商针对大众需求的定位，直接给公司自身及供应商的销售带来负面影响。公司为了应对激烈的竞争，关闭了低效率的店铺进行渠道优化，同时推迟开设新店计划。上半年公司净减少 238 家，当前总门店数量为 8,371 家。
- **毛利率提升，但高费用率下整体盈利性下滑:** 上半年公司毛利润率同比提升 3ppts，主要是都市丽人系列品牌的加盟及零售渠道毛利率提升。但销售费用和行政费用分别同比增长了 23.7% 和 71%，销售行政费用占收入比重同比提升了 8.7ppts。上半年公司持续优化欧迪芬等高端品牌，但在高投入下高端品牌上半年录得亏损。上半年公司经营租赁租金上升，同时赞助多档娱乐节目，也增加了销售费用。另外东莞物流中心的建成集总部的扩张带来了运营费用、折旧费用及行政费用的增加。由此，公司上半年净利润同比下降 35.5% 至 1.74 亿元，净利润率同比下降 4.3ppts。
- **我们的观点:** 公司上半年收入端受到行业竞争加剧影响未能按计划扩张，但高费用投入持续，形成公司整体盈利下滑。我们判断公司短期业绩或仍将受行业较强竞争的负面影响，新门店扩张仍有压力，同时租金、人力成本及折旧压缩空间有限。Wind 市场一致预期 2016 公司全年收入、净利润分别同比上升 12.4% 和 5.7%。当前公司股价对应 2016/17 年 P/E 为 10 倍/8.7 倍，建议投资者审慎关注。
- **风险提示:** 恶劣的市场竞争；新品市场推广不达预期；门店扩张不达预期

报告正文

1H16 收入同比微增 0.2%，电商渠道增长较快

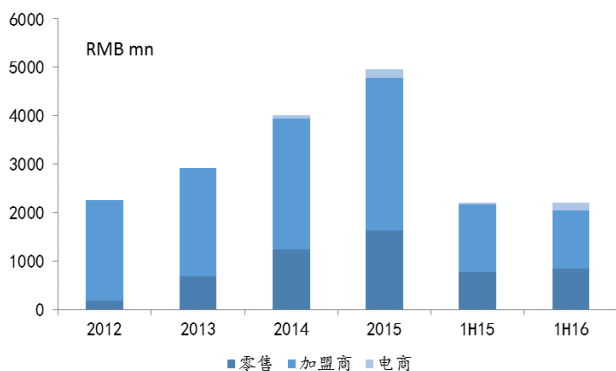
公司上半年实现收入 22.11 亿元，微增 0.2%。其中零售收入同比增长 11%，加盟商收入同比下降 14%，而电商收入同比增长 280%，贡献公司总收入 7.5%，较去年同期和下半年分别提升了 5.5ppts/2.8ppts。仅有保暖衣收入受益于一季度较冷的天气影响同比增长 28%，内衣、内裤及睡衣家居均同比微降。从行业上看，贴身内衣行业市场竞争加剧及渠道库存增加，主要受到微商快速发展。根据公司市场调研，当前中国贴身衣物市场中微商销售额已经占约 10% 的市场份额，而微商分层分销模式也形成了渠道库存积压。微商针对大众需求的定位，直接给公司自身及供应商带来负面影响。公司自身为了应对激烈的竞争，关闭了低效率的店铺进行渠道优化，同时推迟开设新店计划。上半年公司净减少 323 家加盟店和 85 家自营店，当前总门店数量为 8,371 家。

图 1、公司财务摘要

RMB mn	1H14	2H14	1H15	2H15	1H16	1H16 YoY
收入	1,736	2,272	2,207	2,746	2,211	0.2%
毛利润	697	871	987	1,128	1,054	6.8%
毛利率	40.10%	38.34%	44.70%	41.08%	47.66%	上升 2.9 个百分点
销售费用	382	508	578	729	715	23.7%
占收入比重	22.03%	22.35%	26.18%	26.54%	32.32%	上升 6.1 个百分点
行政费用	88	98	83	115	141	71.1%
占收入比重	5.05%	4.32%	3.74%	4.18%	6.39%	上升 2.6 个百分点
归属母公司净利润	192	233	270	270	174	-35.5%
净利润率	11.06%	10.26%	12.23%	9.83%	7.87%	下降 4.3 个百分点

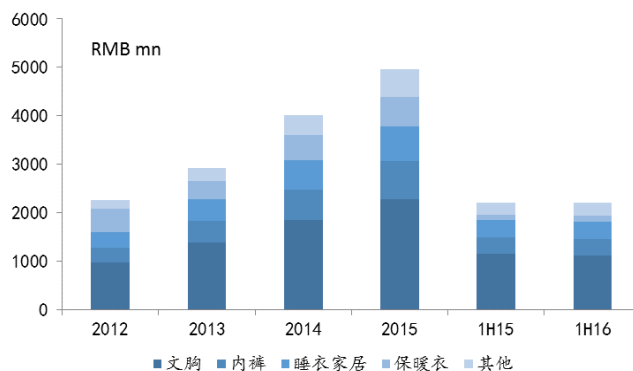
数据来源：公司资料，兴业证券研究所

图 2、上半年零售及电商业务发展迅速



数据来源：公司资料，兴业证券研究所

图 3、上半年保暖衣实现快速增长



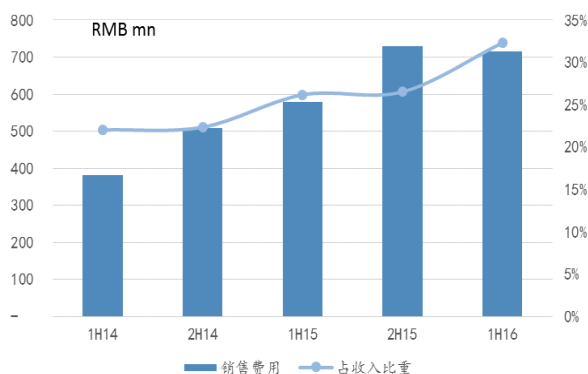
数据来源：公司资料，兴业证券研究所

毛利率提升，但费用率提升形成整体盈利性下滑：

上半年毛利润率同比提升 3ppts,主要是都市丽人系列品牌的加盟及零售渠道毛利率提升。但销售费用和行政费用分别同比增长了 23.7%和 71%，销售行政费用占收入比重同比提升了 8.7ppts。上半年公司持续优化欧迪芬等高端品牌，但在高投入下高端品牌上半年录得亏损。

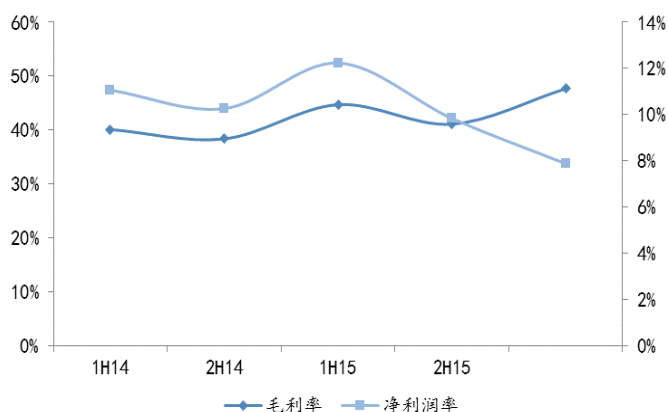
上半年公司零售店的经营租赁租金同比增长了 45.3%。同时上半年公司赞助多档娱乐节目，销售及推广费用同比去年提升了 49.7%。另外东莞物流中心的建成集总部的扩张带来了运营费用、折旧费用及行政费用的增加，上半年期间折旧及摊销同比去年增长了 45.9%。由此，公司上半年净利润同比下降 35.5%至 1.74 亿元，净利润率同比下降 4.3ppts。

图 4、销售费用占收入比重提升



数据来源:公司资料,兴业证券研究所

图 5、毛利润率提升，净利润率回落

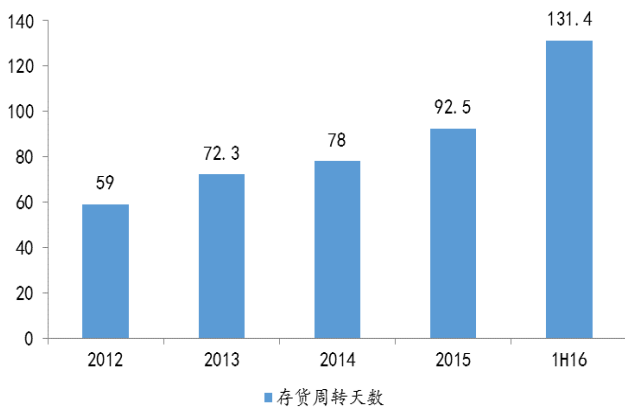


数据来源:公司资料,兴业证券研究所

存货周转天数大幅提升

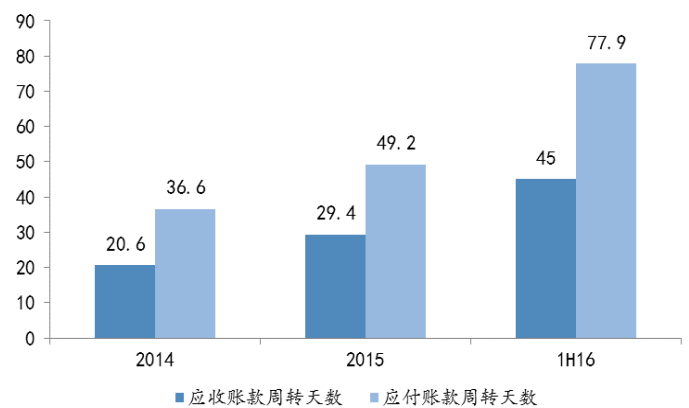
公司 2016 年上半年的存货周转天数达到从 2015 年底的 92.5 天再次提升至 131.4 天，主要是公司采取多品牌策略及公司销售情况低于预期导致存货增加。上半年公司存货结余从 2015 年的 8 亿元增加到 8.89 亿元。公司应收账款周转天数较 2015 年底的 29.4 天提升至 45 天，主要是对加盟商的信用销售上升。应付账款周转天数则受到对供应商议价能力的提升影响，从 2015 年的 49.2 天提升至 77.9 天。

图 6、存货周转天数上升



数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

图 7、应收款周转天数上升



数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

我们的观点:

我们判断公司短期业绩仍将受行业较强竞争的负面影响, 激烈竞争下公司门店扩张仍有压力, 同时租金、人力成本及折旧下行空间有限。Wind 市场一致预期 2016 公司全年收入、净利润分别同比上升 12.4% 和 5.7%。当前公司股价对应 2016/17 年 P/E 为 10 倍/8.7 倍, 建议投资者审慎关注。

风险提示:

恶劣的市场竞争; 新品市场推广不达预期; 门店扩张不达预期

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyayi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					

香港及海外市场					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。