

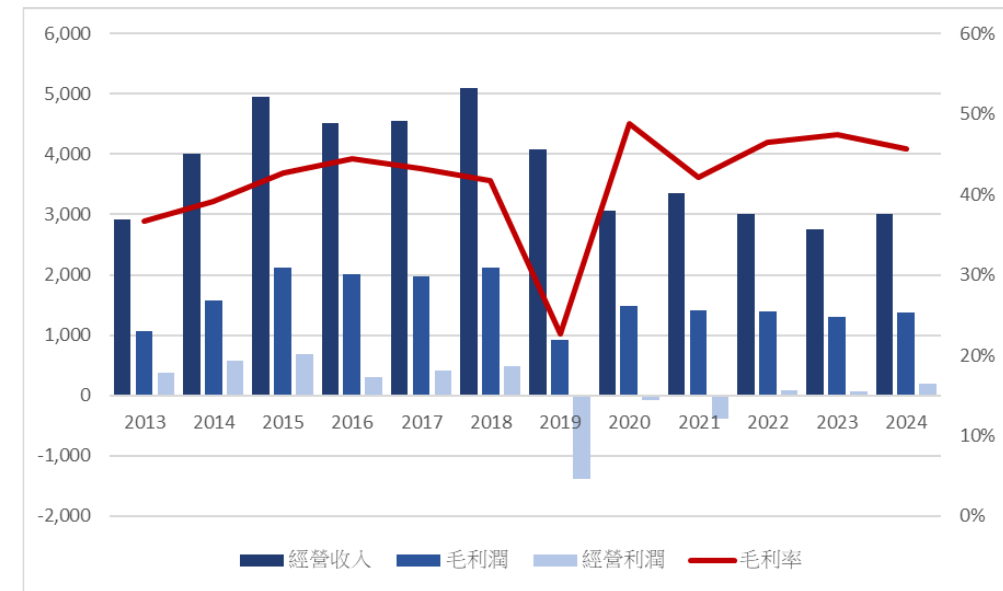
今日焦點:

► 都市麗人 (2298.HK, HK\$0.33, HK\$740mn) – 新策略促盈利

都市麗人是中國知名的女士內衣品牌，目前正處於轉型階段，前景明確但仍面臨重大挑戰。公司過往的困境主要源於品牌老化及銷售渠道失衡。繼2019年進行重大資產減值後，業務再受疫情嚴重影響，其門店數量亦從高峰期的8,058間減半，至2025年6月底僅約4,500間。

在近期的分析師電話會議中，管理層透露，專注於成本控制及渠道轉型的新策略已取得初步成效。在線上業務方面，公司自2024年起轉向聯營模式，與超過30家營運商合作，於天貓、抖音直播及即時零售等平台擴張業務。該模式推動2025年上半年商品交易總額（GMV）按年飆升240%至人民幣15.2億元。此變動亦帶來了新的收入結構。由於公司現時僅確認服務費收入，導致在GMV急增的同時，電子商務收入反而下跌，並造成2025年上半年總收入按年微跌5.2%。此乃一項戰略性取捨，以犧牲收入增長換取更佳的庫存風險管理及現金流。至於實體渠道，公司目前正優化現有門店網絡，並聚焦於低線城市，已於2024年宣布計劃新開1,100間門店。

圖 1：總經營收入及利潤



數據來源：公司資料、新華滙富研究

財務數據顯示，成本控制措施已見成效。自2019年起，銷售及行政費用已連續五年下降，2024年的營運成本較2019年低26%。然而，這尚不足以實現盈利能力的根本性好轉。主要制約在於收入基礎收縮，限制了整體利潤潛力，以及毛利率（GPM）改善遇到瓶頸。2020年至2024年間，毛利率一直維持在43%-46%的窄幅區間（2024年為45.7%）。都市麗人當前面臨的挑戰，在於缺乏定價能力及品牌溢價以爭取更高的毛利率。

香港及中國市場指數	收市	每日升跌	今年累升
恒生指數	27,387	-2.1%	6.9%
中資企業指數	9,317	-2.5%	4.5%
紅籌指數	4,368	-2.3%	8.8%
滬深300指數	4,706	-1.0%	1.7%
上海A股	4,318	-1.0%	4.2%
上海B股	264	-0.6%	4.2%
深圳A股	2,808	-0.3%	6.0%
深圳B股	1,245	-1.6%	-1.5%

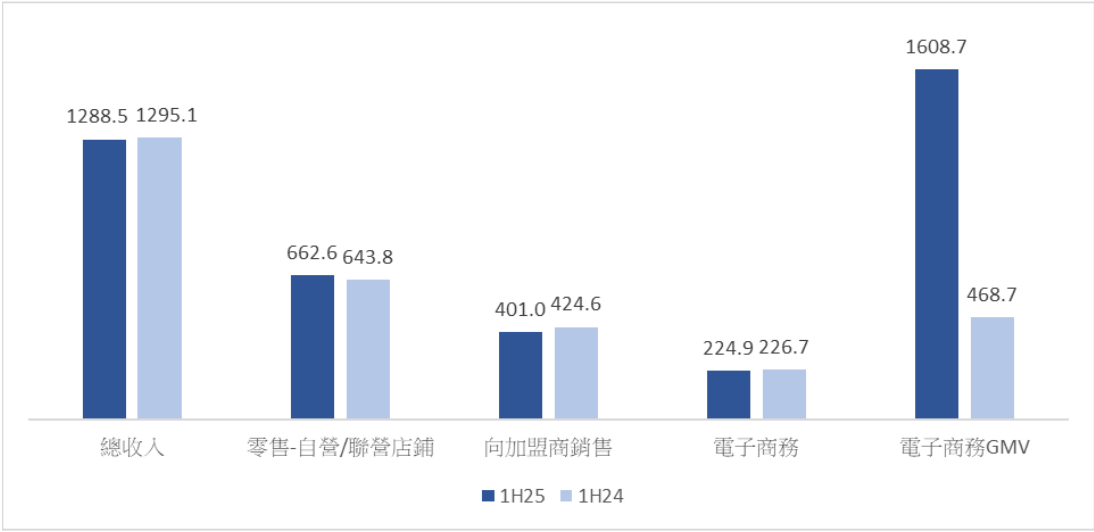
主要市場指數	收市	每日升跌	今年累升
美國道指	48,892	-0.4%	1.7%
標普500	6,939	-0.4%	1.4%
美國納斯達克指數	23,461	-0.9%	0.9%
日經平均指數	53,882	1.0%	7.0%
英國富時指數	10,223	0.5%	2.9%
法國證券公會指數	8,126	0.7%	-0.3%
德國法蘭克福指數	24,538	0.9%	0.2%

商品價格	收市	每日升跌	今年累升
金價 (美元/盎司)	4,894	-8.9%	11.5%
銅價 (美元/盎司)	2,851	-2.1%	12.1%
銀價 (美元/盎司)	85	-26.4%	20.7%
原油 (美元/桶)	65	-0.3%	10.8%
銅價 (美元/盎司)	13,157	0.5%	5.9%
鋁價 (美元/盎司)	3,144	-3.5%	5.0%
鉛價 (美元/盎司)	2,195	-16.9%	4.8%
錫價 (美元/盎司)	3,402	1.1%	9.1%
小麥 (美分/蒲式耳)	538	0.4%	6.1%
玉米 (美分/蒲式耳)	428	-0.4%	-2.7%
糖 (美分/磅)	78	8.2%	
黃豆 (美分/蒲式耳)	1,064	-1.0%	1.6%
PVC (美元/噸)	4,999	2.1%	2.5%
CRB 指數	320	0.4%	3.0%
BDI			14.4%

匯率	美元	港元	歐羅	日元	瑞郎	人民幣
美元		7.8	0.8	154.8	0.8	7.0
港元	0.1		0.1	19.8	9.9	0.9
歐羅	1.2	9.3		183.4	1.1	8.2
日元	0.0	5.0	0.5		0.5	0.0
瑞郎	1.3	10.1	1.1	200.2		9.0
人民幣	0.1	1.1	0.1	22.2	0.1	

市場情緒	目前	5日升跌
信貸違約掉期 - 美元五年期		
希臘	NA	NA
愛爾蘭	83	-2.4%
義大利	139	-0.6%
葡萄牙	207	-0.0%
西班牙	108	0.3%
波動率指數	17	8.4%

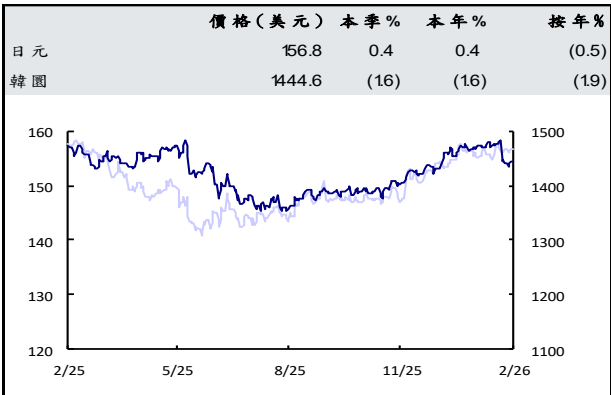
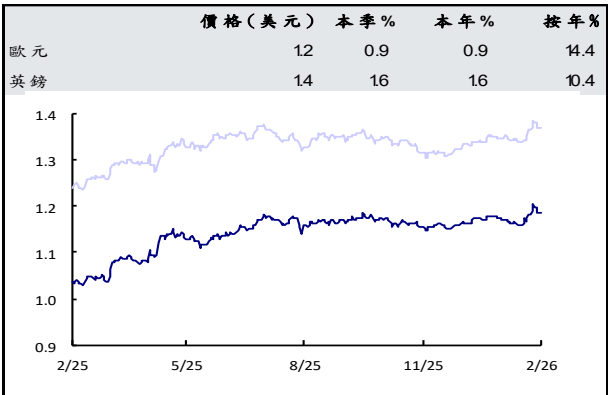
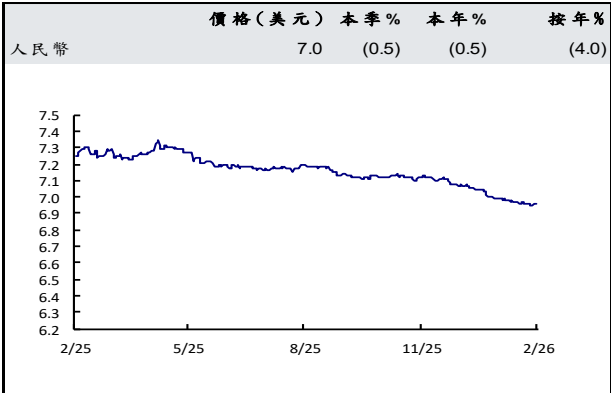
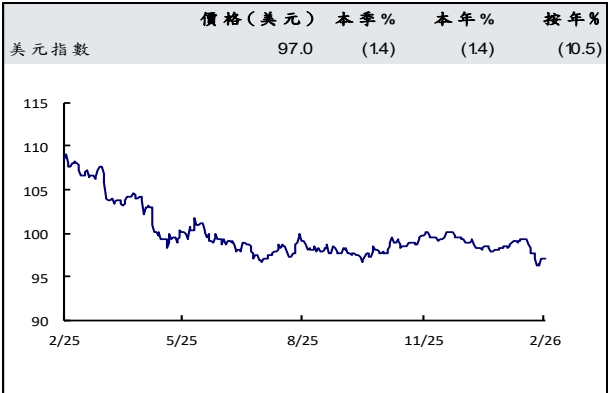
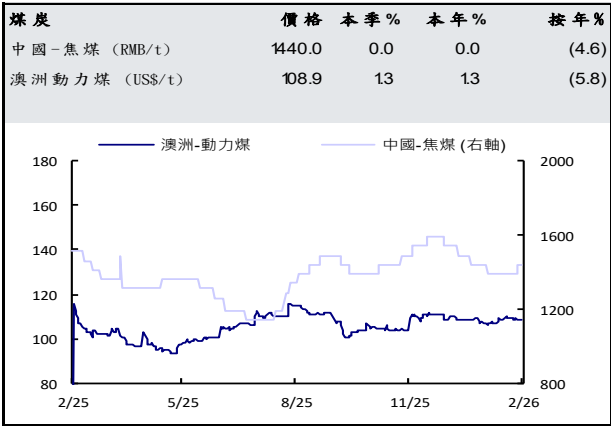
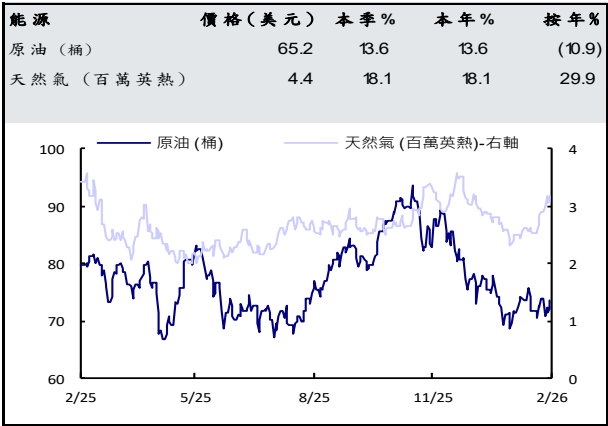
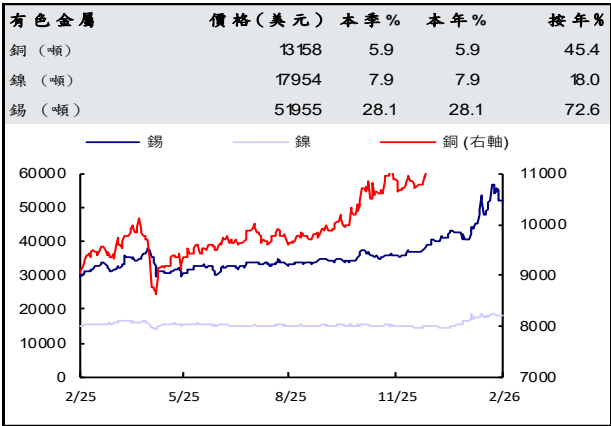
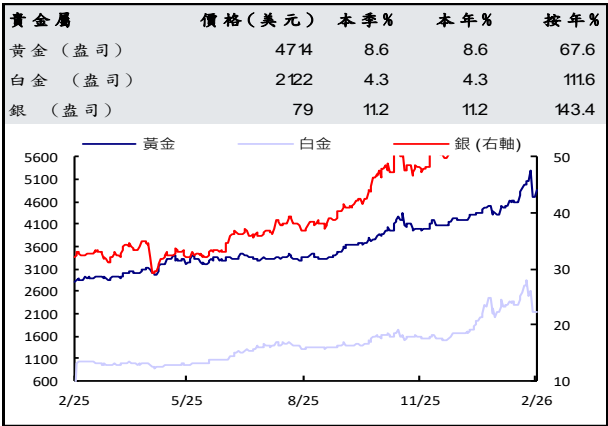
圖 2：按渠道劃分之收入構成（人民幣/百萬元）



數據來源：公司資料、新華匯富研究

我們的觀點：總結而言，都市麗人當前的轉型舉措，特別是電商聯營模式，能有效控制庫存風險及於低線城市獲取市場份額。然而，此模式亦帶來新挑戰，限制了收入增長及利潤率。近期的催化劑在於公司能否利用此模式帶來的改善現金流及市場佔有率，實現可持續的盈利增長。基於2025年上半年的強勁表現，預計2025年下半年將進一步錄得按季改善。該股份現時交易於6倍2026財年預測市盈率。

市場洞察-主要大宗商品和貨幣



資料來源：彭博

美國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
採購經理人指數	月		26年2月2日
首次申請失業保險金人數	週		26年2月5日
就業報告	月		26年2月6日
零售業銷售額	月		26年2月10日
商業庫存	月		26年2月10日
成屋銷售量	月		26年2月12日
耐久財訂單	月		26年2月18日
新屋開工與營建許可	月		26年2月18日
工業生產指數	月		26年2月18日
貿易收支	月		26年2月19日
批發庫存	月		26年2月19日
個人收入與支出	月		26年2月20日
新屋銷售	月		26年2月20日
工廠訂單	月		26年2月23日
生產者物價指數	月		26年2月27日
消費者物價指數	月		26年2月11日
國內生產毛額	季		26年2月20日
消費者信心指數	月		26年2月24日
汽車銷售	月		

中國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
外匯儲備	季		26年2月7日
M2貨幣供應量	月		26年2月9日
生產者物價指數	月		26年2月11日
消費者物價指數	月		26年2月11日
採購經理人指數	月		26年3月4日
貿易收支	月		26年4月14日
零售業銷售額	月		26年4月16日
工業生產報告	月		26年4月16日
國內生產毛額	年		26年4月16日

香港經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
零售業銷售額	月		26年2月3日
採購經理人指數	月		26年2月4日
外匯儲備	月		26年2月6日
失業率報告	月		26年2月20日
消費者物價指數	月		26年2月25日
貿易收支	月		26年2月27日
M2貨幣供應量	月		26年2月27日
國內生產毛額	季		26年2月28日
生產價格	季		26年3月13日
工業生產報告	季		26年3月13日
綜合利率	月		

滙富研究部		
分析員 王學宏 (Howard Wong) 李旭佳 (Alan Li)	電郵 howard.wong@sunwahkingsway.com alan.li@sunwahkingsway.com	電話 (852)22837307 (852)22837306

於前兩個交易日大股東所提交的披權益露通知

[illegible]

資料來源：香港交易所

免責聲明

本報告並非要約或招攬購買及認購任何證券。本報告中所提及的證券，在某些司法管制的區域下，並不適合作買賣。本報告或其任何部份均不得直接或間接分發或傳送予該等司法管制區域或當地居民，違者將構成觸犯有關法律及條例的罪行。本報告之擁有人應瞭解並遵守相關之限制。本報告只供私下傳閱之用，在未經滙富金融服務有限公司(“滙富金融服務”)及其聯屬公司(統稱“滙富集團”)書面同意之前，不得抄襲、影印、複製或再分發。

本報告由滙富金融服務在中華人民共和國香港特別行政區(“香港”)分發，滙富金融服務為根據香港法例第571章證券及期貨條例在香港證券及期貨事務監察委員會(“證監會”)註冊為持牌法團，中央編號為ADF346。

本報告所載資料摘錄自相信屬可靠之來源，惟滙富金融服務概不就其真確性或準確性作出任何明示或暗示之陳述或保證。印製本報告旨在協助收取本報告之人士，惟彼等作出判斷時不應依賴此作為一項具權威性之報告或以此為依據。本報告不得詮釋要約、邀請及招攬購買或出售於本報告所述公司之任何證券。本報告所載之建議，並無考慮任何特定收件人之特定投資目標、財務狀況及特別需要。所有意見及估算反映我們在本報告日之判斷，故可隨時更改，無須另行通知。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)可出任本報告所述任何發行商之證券發售之牽頭或副經辦人，可不時為任何發行商提供金融服務或其他顧問服務或從任何發行商招攬金融服務或其他業務。

在過往一年，滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)可能擔任本報告所述任何發行商之金融工具之市場莊家或以委託人形式進行買賣，並可能作為該發行商之包銷商、配售代理、顧問或放款人。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司、聯屬公司、股東、高級職員、董事及任僱員)可就任何發行商之證券、商品或衍生工具(包括期權)或其中之任何其他金融工具設立好倉或淡倉及進行買賣。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)之僱員可出任任何該等機構或發行商之董事或作為該等機構或發行商之董事會代表。

2026 滙富集團。版權所有，不得翻印。

總辦事處聯屬公司及海外辦事處

香港
滙富金融服務有限公司
香港金鐘道89號
力寶中心1座7樓
電話：852-2283-7000
傳真：852-2877-2665

廣州
廣東新華滙富商業保理有限公司
廣州越秀區先烈中路69號
東山廣場2701室
郵編510095

越南
新華滙富越南服務有限公司代表處
Sunwah Tower, Mezzanine Floor
115 Nguyen Hue
District 1
Ho Chi Minh City
Vietnam