睿智投資

招銀国际 CMB INTERNATIONAL
招商银行全资附属机构 A Wholly Owned Subsidiary Of China Merchants Bank

公司研究

中國利郎 (1234 HK)

男裝行業回暖，產品和款式的升級

❖ **中國利郎是中國大陸領先的男裝品牌企業。**利郎是中國大陸最大的男裝品牌企業，目前在全國擁有約 2,400 家門店，主要分銷“LILANZ”品牌。 16 財年銷售約爲 24.11 億元人民幣。

❖ **我們認為相信行業已經回暖，利郎業績即將在 17 財年上半年築底，而下半年將會回升，受益於低基數，和免於一次性的損失，如 1）"LILANZ"在 16 財年下半年下調了平均售價，以及 2）在 16 財年因爲終止品牌“L2”而產生的應收帳款撥備和庫存回購。**領先品牌的銷售增長正在回升。 九牧王（601566 CH）16 財年上半年/下半年/17 財年第一季的銷售增長爲 1.2%/ 10.1%/ 13.9%，而七匹狼（002029 CH）亦為-4.0%/ 4.4%/ 13.5%，反映男裝行業正在溫和復蘇，我們認為原因是，經濟增長改善，消費者信心上升，和行業整合。對於利郎來說，16 財年下半年下滑的原因是較爲一次性，如 1）下調"LILANZ"的平均銷售價格（批發和零售價格），以及 2）在 16 財年因爲終止品牌“L2”而產生的 7 千萬人民幣應收帳款撥備和 2 千 2 百萬人民幣的庫存回購。

❖ **我們預期 18 年的春夏季訂貨會銷售增長會維持快速。**我們預期 18 年的春夏季訂貨會銷售增長會保持前季度的高增長，而同店銷售增長在 17 和 18 財年保持中單位數的增長，主要是由於利郎產品價格下調，性價比提升，而帶動的銷量增長，利郎產品現在的銷售價格較同行有 20%的折讓（約 300 元人民幣對比同行的 350 到 400 元人民幣）。

❖ **持續改善：1）設計，2）面料和材料，3）產品組合，4）渠道組合，是贏得市場份額的關鍵。**利郎在過去幾年中推出了許多改革，如：設計：1）自 14 財年以來雇用了頂級品牌的設計師，現在的設計總監是來自 Giorgio Armani。產品：2）面料不斷改進，原創設計產品從 14 財年的 50%躍升至 16 財年的 65%（長遠目標定爲 70%），而采用集團原創面料的產品則由 14 財年的 20%提升至 16 財年的 30% （長遠目標設定在 50%），有效提高成本效益和產品競爭力，3）增加新品類/產品綫，如 14 財年的皮鞋，16 財年的男裝內衣，休閑男裝亦已在 16 年下半年試業，約 40/100 家門店將在 17 和 18 財年開業。（品牌價格更為大眾化，和主要在一線城市分銷，針對客戶較為年輕，會和利郎的客戶群有所不同，所以暫時已經開業的門店對原有利郎品牌店的負面影響不大）。渠道：4）從百貨公司轉向購物中心，利郎的百貨公司的佔比已從 2011 財年的 29%（891 店）降至 16 年僅 15%（371 店），現在已經有超過 100 家門店在商場，根據我們的研究，已進駐了不少的萬達商場，而同店銷售增長在同一城市的表現差異可能高達 20%，說明商場競爭優勢明顯。公司計劃在 17 和 18 財年爲“LILANZ”開設 80-100 家門店。

❖ **吸引的市盈率和股息率，加上公司前景不俗，機會難得。**公司的市盈率吸引，只有 10 倍的 17 財年市盈率，而 H 股和 A 股行業平均水平爲 12 倍和 24 倍，8%的股息率亦大大減少股價下行空間。值得一提的是，歷史數據來說，訂貨會的銷售增長與公司的股價表現是為正相關，所以我們認爲這是一個有效的催化劑。

財務資料

（截至 12 月 31 日）	FY14A	FY15A	FY16A
營業額（百萬人民幣）	2,433	2,689	2,411
淨利潤（百萬人民幣）	555	625	540
每股收益（人民幣）	0.461	0.518	0.447
每股收益變動（%）	7.4	12.4	(13.7)
市盈率(x)	8.5	9.2	10.0
市帳率（x）	1.7	2.0	1.8
股息率（%）	7.7	8.3	8.1
權益收益率（%）	21.3	22.3	18.2
財務杠杆（x）	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際研究

未評級

當前股價 HK$5.20

胡永匡
電話：(852) 3761 8776
郵件：walterwoo@cmbi.com.hk

中國服裝行業

市值(百萬港元)	6,286
3 月平均流通量（百萬港元）	5.67
52 周內股價高/低（港元）	5.80/4.24
總股本（百萬）	1,208.9

資料來源：彭博

股東結構

王氏家族	60.92%
Value Partners	5.99%
自由流通	30.09%

資料來源：HKEx

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	0.4%	-3.4%
3-月	6.1%	-3.2%
6-月	10.4%	-4.4%

資料來源：彭博

股價表現

資料來源：彭博

審計師：畢馬威

公司網站：www.lilanz.com

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點幷無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）幷沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）幷沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入 ：股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有 ：股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出 ：股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級 ：招銀國際幷未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址：香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話：(852) 3900 0888 傳真：(852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)爲招銀國際金融有限公司之全資附屬公司（招銀國際金融有限公司爲招商銀行之全資附屬公司）

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，幷可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，幷鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅爲本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作爲或被視爲證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料采取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認爲可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能采取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸幷不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅爲本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對于接收此份報告的英國投資者
本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2) (a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對于接收此份報告的美國投資者
本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的 “主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行爲即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。