

中国利郎 (1234 HK)

复苏才刚刚开始

❖ 由于销售畅旺和优惠的税率，下半年公司出现了强劲的复苏，虽然利润率和费用看起来可能“不好”，但事实上，这并不值得担忧。利郎 17 财年的销售/净利润同比上升 1.2%/ 13.2%，比市场预期高出 3.1%/ 3.8%，原因是 1) 受寒冷冬和早冬的利好（羽绒服的库存基本上售清），销售增长加快，17 财年 4 季度同店销售增长达到约 10%，2) 新推出的 LILANZ 时尚休闲“轻商务”系列（2017 财年有 89 家门店，占总销售额的 5%）快速扩张，3) 更优惠的税率（两家子公司被认定为“高新科技”的企业）。另一方面，虽然税前利润可能看起来不那么强（按年下降 2.5%），但我们认为 1) 这都是偏向一次性的（如清理“L2”品牌的库存和毛利率略低“轻商务”系列销售快速增长，其实只看 LILANZ 品牌的毛利率，全年来说都是保持稳定），以及 2) 对未来的投资增加（例如门店整改的广告费用，去年将大约 400 家门店升级为最新的第 6 代，和“轻商务”系列初期的品牌建立成本等）。而受惠于新的税务优惠，令公司有更多本钱去投资和建立品牌，17 财年下半年净利润增长大幅加速至 24.0%（17 年上半年仅为 2.0%）。

❖ 18 财年的增长指引非常快速，但我们认为仍然过于保守，强劲势头更有望持续到 19 财年。对于订货会，销售增长应该可保持快速。管理层预计 2018 秋季的订货会会录得“不低于两位数”低增长，我们认为这是一个过于保守的目标，因为 1) 补充库存的需求巨大，17 财年 4 季度的售清率接近 100%，2) 配件和鞋类产品的需求继续增加（是为了给面积大的门店提供更广泛和全面的产品），3) 经销商更乐观的情绪（在 17 财年，同店销售增长和零售终端折扣率的改善都有令分销商的盈利能力增强）。同店销售增长正在加速。我们完全同意 18 财年管理层的指引：1) 同店销售增长率“不低于高单位数”（17 财年为中单位数），因为会有更多商店由更优质的一级分销商所管理的，2) 最少净增加 200 间门店，约 8% 的增长（远远快于 17 财年仅有的 10 家新开店或 0.4% 的增长），主要增加的都是“轻商务”系列，约增加 150 家（而 LILANZ 约为 50 家），当中约 70% 将会在商场开业。加上平均门店面积的中单位数增长（现在更偏向于开大面积的店铺），我们认为，2018 年整体零售终端增长可能非常强劲，并很可能传导到 2018 年冬季订货会以及 2019 年。对于 18 财年，我们认为毛利率有可能下降 0.5%（主要是被低毛利率的“轻商务”系列的扩张所稀释），然而，广告费用应该可以有所节省（支持分销商进入商场的补贴仍会存在，但商店整改的需求应会大幅减少），和劳动力成本也可以节省（虽然公司可能会雇用更多的电商人材，但新系列的团队建设已经在 17 财年完成），因此总体来说，我们预测经营利润率仍然可以上升 0.5%。

❖ 现价估值和股息率都很吸引，尤其是在行业复苏的时候。我们预测 18 财年的销售额增长为 16%，净利润增长为 19%，因此，公司目前现价只有 11 倍的 18 财年预测市盈率和 7% 的股息率，低于 H 股和 A 股的行业平均值 14 倍和 22 倍，尤其是公司的业绩才刚刚复苏，是毫无疑问的被深度低估。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17A
营业额(百万人民币)	2,689	2,412	2,441
净利润(百万人民币)	625	540	611
每股收益(人民币)	0.518	0.447	0.507
每股收益变动(%)	12.4	(13.8)	13.6
市盈率(x)	12.6	15.6	12.9
市帐率(x)	2.7	2.7	2.4
股息率(%)	10.7	6.3	5.7
权益收益率(%)	22.3	18.2	19.9
财务杠杆(x)	净现金	净现金	净现金

数据源：公司及招银国际研究

未评级

当前股价 HK\$7.76

胡永匡

电话：(852) 3761 8776

邮件：walterwoo@cmbi.com.hk

香港/中国服装行业

市值(百万港元)	9,217
3 月平均流通量(百万港元)	5.43
52 周内股价高/低(港元)	17.94/4.561
总股本(百万)	1,204.8

数据源：彭博

股东结构

王氏家族	61.52%
Value Partners	6.04%
自由流通	32.44%

数据源：HKEx

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	3.5%	10.6%
3-月	25.9%	16.5%
6-月	22.7%	11.6%

数据源：彭博

股价表现



数据源：彭博

审计师：毕马威

公司网站：www.lilanz.com

❖ 我们认为 LILANZ 的新时尚休闲"轻商务"系列的发展策略是有效的。公司起用了来自 Armani Exchange 的设计师，旨在为 20 至 30 岁的顾客提供整洁，简约，时尚的男装，并计划在 20 财年之前拥有 500 家门店。我们认为公司攻打在 1-2 城市和在线的发展策略是可以令人信服的，因为 1) 它是由那些素质更好的一级分销商所管理的，2) 与 L2 不同，它的市场定位更为大众化，平均售价较 LILANZ 低约 20%，3) 性价比非常高，其零售价格仅为出厂价的 3 倍，而 LILANZ 的产品是为 4 倍，4) 集中在 1-2 线城市的购物中心开设商店，6) 价格较为适合电商销售（将 18 财年于下半年开始）。

图 1: 订货会销售增长

Trade fair results	FY10	FY11	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18E
LILANZ									
Spring Summer		27.0%	28.5%	-9.0%	-ve LSD	+ve HSD	+ve LDD	-ve HSD	21.0%
Fall	25.0%	28.0%	16.0%	-26.0%	+ve MSD	+ve LDD	-ve HSD	+ve HSD	
Winter	33.0%	34.0%	11.5%	-16.0%	+ve HSD	15% - 17%	-ve 5% - 7%	+ve LDD	
Actual sales growth	0.0%	28.2%	0.3%	-19.2%	5.2%	11.4%	-8.7%	7.9%	

资料来源：公司及招银国际研究

图 2: 同业比较

Company	Ticker	Price	Mkt cap	Year	PER (x)				EPS Growth(%)		PBR (x)				ROE (%)	Yield (%)	YTD performance (%)
		HK\$	HK\$ mn	End	FY0	FY1	FY2	5yrs avg.	FY1	FY2	FY0	FY1	FY2	5yrs avg.	FY0	FY1	
H-shares Apparel																	
China Lilang Ltd	1234 HK	7.76	9,288	31/12/2017	12.3	11.2	10.0	9.1	18.0	12.9	2.4	2.1	2.0	1.8	19.9	6.3	23.0
Giordano International Ltd	709 HK	3.95	6,203	31/12/2016	13.1	12.5	11.4	14.4	14.4	9.5	2.2	2.3	2.2	2.7	16.9	8.0	(5.0)
I.T Ltd	999 HK	3.64	4,353	28/2/2017	13.1	10.0	8.6	10.6	40.4	16.2	1.4	1.3	1.2	1.1	11.3	4.7	9.3
Jnby Design Ltd	3306 HK	16.30	8,456	30/6/2017	18.5	15.5	12.7	n/a	30.0	21.7	5.4	4.7	4.1	n/a	42.9	4.0	71.6
Bosideng Intl Hldgs Ltd	3998 HK	0.68	7,264	31/3/2017	14.0	n/a	n/a	18.7	0.0	0.0	0.6	n/a	n/a	1.0	4.8	n/a	0.0
Koradior Holdings Ltd	3709 HK	8.20	3,988	31/12/2016	14.8	n/a	n/a	n/a	0.0	0.0	3.2	n/a	n/a	n/a	23.5	n/a	(3.2)
Cosmo Lady China Holdings Co	2298 HK	3.61	7,749	31/12/2016	26.6	19.0	16.0	n/a	28.0	18.9	1.9	1.9	1.8	n/a	7.2	2.0	27.6
Esprit Holdings Ltd	330 HK	3.07	5,794	30/6/2017	n/a	n/a	20.1	n/a	(443.3)	(248.5)	0.5	0.5	0.5	1.1	(8.6)	1.6	(26.6)
Shanghai La Chapelle Fashi-H	6116 HK	8.12	8,444	31/12/2016	6.1	n/a	n/a	n/a	0.0	0.0	0.9	n/a	n/a	n/a	15.8	n/a	(13.9)
Bauhaus Intl Holdings Ltd	483 HK	1.70	625	31/3/2017	8.1	n/a	n/a	7.7	0.0	0.0	0.8	n/a	n/a	1.0	10.8	n/a	1.8
Average					14.1	13.6	13.1	12.1	(31.2)	(16.9)	2.0	2.1	2.0	1.5	14.5	4.4	8.5
Median					13.1	12.5	12.1	10.6	7.2	4.7	1.7	2.0	1.9	1.1	13.6	4.3	0.9

					PER (x)				EPS Growth(%)		PBR (x)				ROE (%)	Yield (%)	YTD performance (%)
Company	Ticker	Rmb	HK\$ mn	Year	FY0	FY1	FY2	5yrs avg.	FY1	FY2	FY0	FY1	FY2	5yrs avg.	FY0	FY1	
A-shares Apparel																	
Ningbo Peacebird Fashion C-A	603877 CH	29.69	17,696	31/12/2016	29.1	30.7	21.9	n/a	0.1	40.0	6.2	4.4	3.8	n/a	22.6	0.8	9.5
Joeone Co Ltd -A	601566 CH	15.10	10,753	31/12/2016	19.0	17.9	15.5	21.1	20.2	15.5	2.0	1.9	1.8	2.2	10.6	4.2	6.3
Fujian Septwolves Industry-A	002029 CH	9.07	8,494	31/12/2016	23.4	21.3	18.1	24.3	28.6	17.3	1.3	1.3	1.2	1.7	5.6	0.2	9.8
Heilan Home Co Ltd -A	600398 CH	12.20	67,927	31/12/2016	17.2	16.4	14.7	16.5	12.6	11.3	5.3	2.6	2.4	4.3	32.7	4.2	25.8
Lancy Co Ltd-A	002612 CH	12.39	6,142	31/12/2016	27.0	24.3	19.7	66.7	31.2	23.5	1.9	1.9	1.7	3.3	7.4	0.8	10.6
Shenzhen Huijie Group Co L-A	002763 CH	12.69	6,114	31/12/2016	19.8	19.5	15.8	n/a	38.2	23.9	2.8	2.6	2.3	n/a	14.8	3.2	(7.3)
Shenzhen Ellassay Fashion -A	603808 CH	21.29	8,899	31/12/2016	24.0	24.4	18.9	n/a	45.9	29.1	3.7	3.5	3.1	n/a	17.3	1.2	(7.4)
Guangdong Bobaolon Co Ltd-A	002776 CH	15.96	4,756	31/12/2016	26.7	20.1	16.3	n/a	52.7	23.2	1.8	n/a	n/a	n/a	9.0	n/a	(17.4)
Average					23.3	21.8	17.6	32.2	28.7	23.0	3.1	2.6	2.3	2.8	15.0	2.1	3.7
Median					23.7	20.7	17.2	22.7	29.9	23.4	2.4	2.6	2.3	2.7	12.7	1.2	7.9

		Price	Mkt cap	Year	PER (x)				EPS Growth(%)		PBR (x)				ROE (%)	Yield (%)	YTD
Company	Ticker	Local	HK\$ mn	End	FY0	FY1	FY2	5yrs avg.	FY1	FY2	FY0	FY1	FY2	5yrs avg.	FY0	FY1	performance (%)
International Apparel																	
Hugo Boss Ag -Ord	BOSS GR	72.04	49,329	31/12/2016	20.0	20.4	19.2	19.6	41.5	6.4	5.8	5.3	4.9	7.5	29.7	3.8	1.6
Ted Baker Plc	TED LN	3040.0	14,699	28/1/2017	27.1	24.0	21.5	28.0	24.3	11.8	6.5	n/a	n/a	6.9	25.2	2.0	12.1
Next Plc	NXT LN	4799.00	74,859	28/1/2017	11.2	11.7	11.8	14.2	(3.4)	(0.8)	16.4	12.3	9.8	26.2	199.4	7.1	7.1
Hennes & Mauritz Ab-B Shs	HMB SS	135.76	214,066	30/11/2017	13.9	14.8	14.5	24.6	(1.5)	2.2	3.8	3.7	3.7	8.5	26.8	6.8	(19.8)
Industria De Diseno Textil	ITX SM	24.22	734,210	31/1/2017	22.9	22.4	20.8	30.3	20.7	7.8	6.0	5.4	5.0	7.7	27.0	3.0	(16.6)
Ovs Spa	OVS IM	5.36	11,823	31/1/2017	27.5	11.8	10.0	n/a	51.5	18.0	1.5	1.3	1.2	n/a	5.4	2.9	(3.6)
Pvh Corp	PVH US	143.00	86,187	29/1/2017	20.1	18.3	16.1	15.2	15.4	13.6	2.1	2.1	2.0	2.0	10.6	0.1	4.2
Vf Corp	VFC US	73.43	228,211	30/12/2017	23.3	21.5	19.8	20.9	122.9	8.3	7.8	7.9	7.9	5.5	14.2	2.6	(0.8)
Marks & Spencer Group Plc	MKS LN	286.60	50,625	1/4/2017	25.2	10.3	10.5	21.7	312.8	(2.1)	1.6	1.5	1.5	2.3	6.1	6.5	(9.0)
Average					21.2	17.2	16.0	21.8	64.9	7.2	5.7	5.0	4.5	8.3	38.3	3.9	(2.8)
Median					22.9	18.3	16.1	21.3	24.3	7.8	5.8	4.5	4.3	7.2	25.2	3.0	(0.8)

资料来源：彭博、公司及招银国际研究

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址：香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话：(852) 3900 0888

传真：(852) 3900 0800

招银国际证券有限公司（“招银证券”）为招银国际金融有限公司之全资附属公司（招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司）

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。