

# 中国利郎 (1234 HK)

## 男装行业回暖，产品和款式的升级

- ❖ 中国利郎是中国大陆领先的男装品牌企业。利郎是中国大陆最大的男装品牌企业，目前在全国拥有约2,400家门店，主要分销“LILANZ”品牌。16财年销售约为24.11亿元人民币。
- ❖ 我们认为相信行业已经回暖，利郎业绩即将在17财年上半年筑底，而下半年将会回升，受益于低基数，和免于一次性的损失，如1)“LILANZ”在16财年下半年下调了平均售价，以及2)在16财年因为终止品牌“L2”而产生的应收帐款拨备和库存回购。领先品牌的销售增长正在回升。九牧王(601566 CH) 16财年上半年/下半年/17财年第一季的销售增长为1.2%/10.1%/13.9%，而七匹狼(002029 CH)亦为-4.0%/4.4%/13.5%，反映男装行业正在温和复苏，我们认为原因是，经济增长改善，消费者信心上升，和行业整合。对于利郎来说，16财年下半年下滑的原因是较为一次性，如1)下调“LILANZ”的平均销售价格(批发和零售价格)，以及2)在16财年因为终止品牌“L2”而产生的7千万人民币应收帐款拨备和2千2百万人民币的库存回购。
- ❖ 我们预期18年的春夏季订货会销售增长会维持快速。我们预期18年的春夏季订货会销售增长会保持前季度的高增长，而同店销售增长在17和18财年保持中单位数的增长，主要是由于利郎产品价格下调，性价比提升，而带动的销量增长，利郎产品现在的销售价格较同行有20%的折让(约300元人民币对比同行的350到400元人民币)。
- ❖ 持续改善：1)设计，2)面料和材料，3)产品组合，4)渠道组合，是赢得市场份额的关键。利郎在过去几年中推出了许多改革，如：设计：1)自14财年以来雇用了顶级品牌的设计师，现在的设计总监是来自Giorgio Armani。产品：2)面料不断改进，原创设计产品从14财年的50%跃升至16财年的65%(长远目标定为70%)，而采用集团原创面料的产品则由14财年的20%提升至16财年的30%(长远目标设定在50%)，有效提高成本效益和产品竞争力，3)增加新品类/产品线，如14财年的皮鞋，16财年的男装内衣，休闲男装亦已在16年下半年试业，约40/100家门店将在17和18财年开业。(品牌价格更为大众化，和主要在一线城市分销，针对客户较为年轻，会和利郎的客户群有所不同，所以暂时已经开业的门店对原有利郎品牌店的负面影响不大)。渠道：4)从百货公司转向购物中心，利郎的百货公司的占比已从2011财年的29%(891店)降至16年仅15%(371店)，现在已经有超过100家门店在商场，根据我们的研究，已进驻了不少的万达广场，而同店销售增长在同一城市的表现差异可能高达20%，说明商场竞争优势明显。公司计划在17和18财年为“LILANZ”开设80-100家门店。
- ❖ 吸引的市盈率和股息率，加上公司前景不俗，机会难得。公司的市盈率吸引，只有10倍的17财年市盈率，而H股和A股行业平均水平为12倍和24倍，8%的股息率亦大大减少股价下行空间。值得一提的是，历史数据来说，订货会的销售增长与公司的股价表现是正相关，所以我们认为这是一个有效的催化剂。

### 财务资料

(截至12月31日)	FY14A	FY15A	FY16A
营业额(百万人民币)	2,433	2,689	2,411
净利润(百万人民币)	555	625	540
每股收益(人民币)	0.461	0.518	0.447
每股收益变动(%)	7.4	12.4	(13.7)
市盈率(x)	8.5	9.2	10.0
市帐率(x)	1.7	2.0	1.8
股息率(%)	7.7	8.3	8.1
权益收益率(%)	21.3	22.3	18.2
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\$5.20

#### 胡永匡

电话：(852) 3761 8776

邮件：[walterwoo@cmbi.com.hk](mailto:walterwoo@cmbi.com.hk)

#### 中国服装业

市值(百万港元)	6,286
3月平均流通量(百万港元)	5.67
52周内股价高/低(港元)	5.80/4.24
总股本(百万)	1,208.9

数据源：彭博

#### 股东结构

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

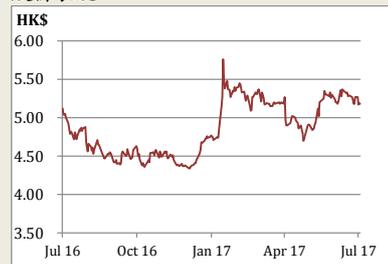
数据源：HKEx

#### 股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	0.4%	-3.4%
3-月	6.1%	-3.2%
6-月	10.4%	-4.4%

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](http://www.lilanz.com)

## 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于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: 香港中环夏慤道12号美国银行中心18楼1803-04室 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国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规则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士。