

中國利郎 (1234 HK)

1-2 月終端零售需求仍然強勁

- ❖ **18 財年淨利潤符合預期。**中國利郎 18 財年淨利潤同比增長 23%，符合彭博的一致預測和較我們的高出 2%。銷售增速是過去七年中最快的，同比增長 30%。分開不同季節的訂貨會來說，春夏/秋/冬季增長分別為 21%/31%/33%。此外，上衣/配飾/鞋類的增長也十分強勁，增長分別為 23.5%/90%/140%。毛利率下降 0.5 個百分點至 41%，因為利潤率較低的較商務“Less is More”的銷售貢獻增多（約占 18 財年銷售的 5-10%），但對運營支出的嚴格控制，尤其是在員工成本上節省了 0.4 個百分點（占 18 財年銷售的 6.1%），導致經營利潤率上升 0.4 個百分點至 27.8%。但由於公司一個在西藏的子公司的稅率上升（從 9% 上升至 15%），18 財年淨利潤同比僅增長 23%。
- ❖ **對於庫存天數的增加不應該太擔心。**平均庫存天數在 18 財年上升了 19 天至 98 天，但大部分的原因是由於輕商務“Less is More”運營模式的變化，從批發轉成代銷。而真正跟一部分輕商務“Less is More”的門店開業延遲和重啓電商業務延遲而帶來的多餘庫存，只是占總庫存很小的一部分（2-3 千萬人民幣元，總庫存為 6.76 億元人民幣），我們認為負面影響有限。我們預計其中的 50% 受影響的庫存將在一年內進行折扣清理。
- ❖ **我們預計 19 財年的銷售可穩定增長 20%，因為其中很大一部分已經鎖定了。**由於：1) 19 年的秋季訂貨會需求仍然強勁，增長 21%，而上季度 19 年春夏季的增長為 23%，2) 售罄率十分良好，1 季度和 2 季度為 80% 以上，3 季度為 79%，4 季度為 76%，3) 另外在 19 財年會再淨增加 200 家門店（同比增長約 8%），其中超過一半將會是輕商務“Less is More”。
- ❖ **終端零售增長仍然表現出強勁的需求增長。**19 年 1-2 月的同店增長均為高單位數，與 18 年 4 季度相比增長沒有進一步放緩。我們認為管理層對於 19 財年的高單位數的同店增長目標是合理的，受惠於以下因素的支持：1) 增加更加多面積更大的門店（輕商務“Less is More”的大小一般為 180 平方米，比 LILANZ 大 120 平方米為大），2) 進一步滲透到購物中心，購物中心店的增長普遍是優於其他管道的，3) 充足的產品品類擴展空間，鞋類和褲子仍處於發展的早期階段，可以滲透更多的門店。
- ❖ **電子商務可能會出現爆發性增長，但需要較長時間才會有顯著的貢獻。**公司於 18 年 4 季度重啓了其電商業務，成立了一個新部門，并授予五家經銷商在綫商店經營權。由於中國利郎對電商經銷商的銷售為批發模式，因此該業務的初始虧損應該相對較少。在 18 財年，電商的銷售約為 5 千萬元人民幣，公司預期在 19 財年可以實現 100% 的增長。我們認為，它需要三年，到 21 財年才能成為一個比較顯著的增長動力。
- ❖ **維持買入并上調目標價至 11.89 港元（上漲空間為 29%）。**我們將 19-20 財年的淨利潤預測上調 5.5%-8.6%，考慮到：1) 更強勁的訂貨會銷售增長，2) 較預期高的毛利率和 3) 更多的員工成本杠杆。維持買入，新目標價為 11.89 港元，基於 14.0 倍 19 財年預測市盈率（受惠於 19 財年穩健的銷售增長，從之前的 12 倍調高了）。現價的估值為 11 倍 19 財年的預測市盈率。考慮到未來 3 年淨利潤年均複合增長率為 16.8%，其 0.64 倍的 PEG 仍然是十分吸引。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業額 (百萬人民幣)	2,441	3,168	3,791	4,397	5,057
淨利潤 (百萬人民幣)	611	751	896	1,034	1,198
每股收益 (人民幣)	0.507	0.627	0.747	0.861	0.996
每股收益變動 (%)	13.6	23.7	19.1	15.1	15.7
市盈率 (x)	15.1	12.9	10.8	9.4	8.1
市帳率 (x)	2.9	2.9	2.6	2.4	2.2
股息率 (%)	4.8	5.9	6.5	7.4	8.6
權益收益率 (%)	19.4	22.1	24.2	25.4	26.7
財務杠杆 (x)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際研究

買入（維持）

目標價	HK\$11.89
(前目標價)	HK\$9.66
潛在升幅	+29.2%
當前股價	HK\$9.20

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)	11,017
3 月平均流通量 (百萬港元)	10.56
52 周內股價高/低 (港元)	12.98/6.35
總股本 (百萬)	1,197.5

資料來源：彭博

股東結構

王氏家族	68.63%
Value Partners	6.05%
自由流通	23.32%

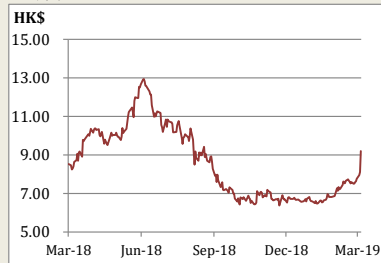
資料來源：HKEx

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	26.5%	23.6%
3-月	35.7%	24.9%
6-月	21.1%	10.7%

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

利潤表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	2,441	3,168	3,791	4,397	5,057
利得	2,414	3,168	3,791	4,397	5,057
L2	27	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
銷售成本	(1,427)	(1,870)	(2,244)	(2,611)	(3,012)
毛利	1,014	1,298	1,547	1,787	2,045
其他收入	64	87	83	97	111
銷售費用	(311)	(396)	(455)	(532)	(595)
一般及行政費用	(90)	(92)	(100)	(109)	(113)
其他收益	(8)	(15)	(15)	(18)	(20)
息稅前收益	669	882	1,060	1,225	1,427
淨融資成本	53	63	74	84	90
聯營公司	-	-	-	-	-
特殊收入	-	-	-	-	-
稅前利潤	721	945	1,134	1,308	1,517
所得稅	(110)	(194)	(238)	(275)	(319)
非控制股東權益	-	-	-	-	-
淨利潤	611	751	896	1,034	1,198

資料來源：公司及招銀國際研究預測

資產負債表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流動資產	746	925	1,073	1,212	1,342
物業、厂房及設備	430	699	848	988	1,119
無形資產和商譽	6	7	6	5	3
土地使用權	-	-	-	-	-
投資型房地產	102	99	99	99	99
聯營公司的權益	-	-	-	-	-
合營公司的權益	-	-	-	-	-
其他金融資產	203	115	115	115	115
遞延稅項資產	6	6	6	6	6
其他	-	-	-	-	-
流動資產	3,050	3,487	3,806	4,192	4,662
其他金融資產	-	-	-	-	-
存貨	323	676	461	536	619
貿易及其他應收賬款	708	953	1,091	1,265	1,455
受限制銀行結餘	195	15	15	15	15
現金及現金等价物	1,823	1,843	2,239	2,375	2,573
流動負債	619	993	1,156	1,317	1,492
銀行借款	-	-	-	-	-
預收款項	-	-	-	-	-
貿易及其他應付賬款	535	817	981	1,141	1,317
即期稅項	84	134	134	134	134
其他	-	41	41	41	41
非流動負債	35	20	20	20	20
帶息借款	-	-	-	-	-
離職後福利及其他長期福利	-	-	-	-	-
遞延稅項	33	20	20	20	20
撥備	-	-	-	-	-
其他	2	-	-	-	-
資產淨額	3,142	3,400	3,702	4,067	4,492
非控股權益	-	-	-	-	-
權益股東應占總權益	3,142	3,400	3,702	4,067	4,492

資料來源：公司及招銀國際研究預測

現金流量表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息稅前收益	669	882	1,060	1,225	1,427
折舊和攤銷	24	49	80	125	173
營運資金變動	(17)	(307)	241	(90)	(97)
稅務開支	(191)	(156)	(238)	(275)	(319)
其他	2	(22)	74	84	90
經營活動所得現金淨額	486	446	1,217	1,069	1,275
購置固定資產	(222)	(188)	(227)	(264)	(303)
聯營公司	-	-	-	-	-
其他	930	257	-	-	-
投資活動所得現金淨額	708	68	(227)	(264)	(303)
股份發行	-	3	-	-	-
淨銀行借貸	(494)	-	-	-	-
股息	(420)	(495)	(593)	(669)	(773)
其他	(66)	(6)	-	-	-
融資活動所得現金淨額	(980)	(497)	(593)	(669)	(773)
現金增加淨額	214	17	396	136	198
年初現金及現金等價物	1,614	1,823	1,843	2,239	2,375
匯兌	(4)	3	-	-	-
年末現金及現金等價物	1,823	1,843	2,239	2,375	2,573

資料來源：公司及招銀國際研究預測

主要比率

年結：12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售組合（%）					
利郎	98.9	100.0	100.0	100.0	100.0
L2	1.1	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率（%）					
毛利率	41.5	41.0	40.8	40.6	40.4
息稅前利潤率	27.4	27.8	28.0	27.9	28.2
稅前利潤率	29.6	29.8	29.9	29.8	30.0
淨利潤率	25.0	23.7	23.6	23.5	23.7
調整後淨利潤率	-	-	-	-	-
有效稅率	15.3	20.5	21.0	21.0	21.0
增長（%）					
收入	1.2	29.8	19.7	16.0	15.0
毛利	1.8	28.0	19.2	15.5	14.5
息稅前利潤	0.8	31.8	20.2	15.5	16.5
淨利潤率	13.2	22.9	19.3	15.4	15.9
資產負債比率					
流動比率（x）	4.9	3.5	3.3	3.2	3.1
平均應收款周轉天數	105.9	109.8	105.0	105.0	105.0
平均應付帳款周轉天數	136.8	159.6	159.6	159.6	159.6
平均存貨周轉天數	82.7	132.0	75.0	75.0	75.0
淨負債 / 總權益比率（%）	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率（%）					
資本回報率	19.4	22.1	24.2	25.4	26.7
資產回報率	16.1	17.0	18.4	19.1	20.0
每股數據					
每股盈利（人民幣）	0.507	0.627	0.747	0.861	1.132
每股股息（人民幣）	0.371	0.474	0.523	0.602	0.792
每股賬面值（人民幣）	3.132	3.226	3.506	3.844	4.237

資料來源：公司及招銀國際研究預測

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並無直接或間接關係。

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）並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）並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	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為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為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。報告所載數據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，並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，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為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數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為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，本公司及其僱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採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。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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。招銀證券可能採取與報告中建議及/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並不時自行及/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。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於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信息，請與我們聯絡。

對於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。

對於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士。