

中国利郎 (1234 HK)

1-2 月终端零售需求仍然强劲

- ❖ **18 财年净利润符合预期。**中国利郎 18 财年净利润同比增长 23%，符合彭博的一致预测和较我们的高出 2%。销售增速是过去七年中最快的，同比增长 30%。分开不同季节的订货会来说，春夏/秋/冬季增长分别为 21%/31%/33%。此外，上衣/配饰/鞋类的增长也十分强劲，增长分别为 23.5%/90%/140%。毛利率下降 0.5 个百分点至 41%，因为利润率较低的较商务“Less is More”的销售贡献增多（约占 18 财年销售的 5-10%），但对运营支出的严格控制，尤其是在员工成本上节省了 0.4 个百分点（占 18 财年销售的 6.1%），导致经营利润率上升 0.4 个百分点至 27.8%。但由于公司一个在西藏的子公司的税率上升（从 9% 上升至 15%），18 财年净利润同比仅增长 23%。
- ❖ **对于库存天数的增加不应该太担心。**平均库存天数在 18 财年上升了 19 天至 98 天，但大部分的原因是由于轻商务“Less is More”运营模式的变化，从批发转成代销。而真正跟一部分轻商务“Less is More”的门店开业延迟和重启电商业务延迟而带来的多余库存，只是占总库存很小的一部分（2-3 千万人民币元，总库存为 6.76 亿元人民币），我们认为负面影响有限。我们预计其中的 50% 受影响的库存将在一年内进行折扣清理。
- ❖ **我们预计 19 财年的销售可稳定增长 20%，因为其中很大一部分已经锁定了。**由于：1) 19 年的秋季订货会需求仍然强劲，增长 21%，而上季度 19 年春夏季的增长为 23%，2) 售罄率十分良好，1 季度和 2 季度为 80% 以上，3 季度为 79%，4 季度为 76%，3) 另外在 19 财年会再净增加 200 家门店（同比增长约 8%），其中超过一半将会是轻商务“Less is More”。
- ❖ **终端零售增长仍然表现出强劲的需求增长。**19 年 1-2 月的同店增长均为高单位数，与 18 年 4 季度相比增长没有进一步放缓。我们认为管理层对于 19 财年的高单位数的同店增长目标是合理的，受惠于以下因素的支持：1) 增加更加多面积更大的门店（轻商务“Less is More”的大小一般为 180 平方米，比 LILANZ 大 120 平方米为大），2) 进一步渗透到购物中心，购物中心店的增长普遍是优于其他管道的，3) 充足的产品品类扩展空间，鞋类和裤子仍处于发展的早期阶段，可以渗透更多的门店。
- ❖ **电子商务可能会出现爆发性增长，但需要较长时间才会有显著的贡献。**公司于 18 年 4 季度重启了其电商业务，成立了一个新部门，并授予五家经销商在线商店经营权。由于中国利郎对电商经销商的销售为批发模式，因此该业务的初始亏损应该相对较少。在 18 财年，电商的销售约为 5 千万元人民币，公司预期在 19 财年可以实现 100% 的增长。我们认为，它需要三年，到 21 财年才能成为一个比较显著的增长动力。
- ❖ **维持买入并上调目标价至 11.89 港元（上涨空间为 29%）。**我们将 19-20 财年的净利润预测上调 5.5%-8.6%，考虑到：1) 更强劲的订货会销售增长，2) 较预期高的毛利率和 3) 更多的员工成本杠杆。维持买入，新目标价为 11.89 港元，基于 14.0 倍 19 财年预测市盈率（受惠于 19 财年稳健的销售增长，从之前的 12 倍调高了）。现价估值为 11 倍 19 财年的预测市盈率。考虑到未来 3 年净利润年均复合增长率为 16.8%，其 0.64 倍的 PEG 仍然是十分吸引。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业额 (百万人民币)	2,441	3,168	3,791	4,397	5,057
净利润 (百万人民币)	611	751	896	1,034	1,198
每股收益 (人民币)	0.507	0.627	0.747	0.861	0.996
每股收益变动 (%)	13.6	23.7	19.1	15.1	15.7
市盈率 (x)	15.1	12.9	10.8	9.4	8.1
市帐率 (x)	2.9	2.9	2.6	2.4	2.2
股息率 (%)	4.8	5.9	6.5	7.4	8.6
权益收益率 (%)	19.4	22.1	24.2	25.4	26.7
财务杠杆 (x)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际研究

买入（维持）

目标价	HK\$11.89
(前目标价)	HK\$9.66
潜在升幅	+29.2%
当前股价	HK\$9.20

胡永匡

电话：(852) 3761 8776

邮件：walterwoo@cmbi.com.hk

中国服装行业

市值(百万港元)	11,017
3 月平均流通量(百万港元)	10.56
52 周内股价高/低(港元)	12.98/6.35
总股本(百万)	1,197.5

资料来源：彭博

股东结构

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

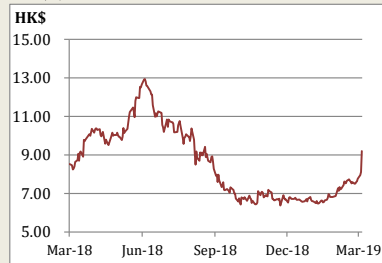
资料来源：HKEx

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	26.5%	23.6%
3-月	35.7%	24.9%
6-月	21.1%	10.7%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：毕马威

公司网站：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
現金及現金等價物	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
折旧和摊销	24	49	80	125	173
营运资金变动	(17)	(307)	241	(90)	(97)
税务开支	(191)	(156)	(238)	(275)	(319)
其他	2	(22)	74	84	90
经营活动所得现金净额	486	446	1,217	1,069	1,275
购置固定资产	(222)	(188)	(227)	(264)	(303)
联营公司	-	-	-	-	-
其他	930	257	-	-	-
投资活动所得现金净额	708	68	(227)	(264)	(303)
股份发行	-	3	-	-	-
净银行借贷	(494)	-	-	-	-
股息	(420)	(495)	(593)	(669)	(773)
其他	(66)	(6)	-	-	-
融资活动所得现金净额	(980)	(497)	(593)	(669)	(773)
现金增加净额	214	17	396	136	198
年初现金及现金等价物	1,614	1,823	1,843	2,239	2,375
汇兑	(4)	3	-	-	-
年末现金及现金等价物	1,823	1,843	2,239	2,375	2,573

资料来源：公司及招银国际研究预测

主要比率

年結：12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合 (%)					
利郎	98.9	100.0	100.0	100.0	100.0
L2	1.1	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
总额	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
息税前利润率	27.4	27.8	28.0	27.9	28.2
税前利润率	29.6	29.8	29.9	29.8	30.0
净利润率	25.0	23.7	23.6	23.5	23.7
调整后净利润率	-	-	-	-	-
有效税率	15.3	20.5	21.0	21.0	21.0
增长 (%)					
收入	1.2	29.8	19.7	16.0	15.0
毛利	1.8	28.0	19.2	15.5	14.5
息税前利润	0.8	31.8	20.2	15.5	16.5
净利润率	13.2	22.9	19.3	15.4	15.9
资产负债比率					
流动比率 (x)	4.9	3.5	3.3	3.2	3.1
平均应收账款周转天数	105.9	109.8	105.0	105.0	105.0
平均应付账款周转天数	136.8	159.6	159.6	159.6	159.6
平均存货周转天数	82.7	132.0	75.0	75.0	75.0
净负债 / 总权益比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)					
资本回报率	19.4	22.1	24.2	25.4	26.7
资产回报率	16.1	17.0	18.4	19.1	20.0
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.507	0.627	0.747	0.861	1.132
每股股息(人民币)	0.371	0.474	0.523	0.602	0.792
每股账面值(人民币)	3.132	3.226	3.506	3.844	4.237

资料来源：公司及招银国际研究预测

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，请与我们联络。

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。