

港股系列研究之中国利郎：整合完成后率先复苏，结合公司质地、当前估值水平明显偏低

中国利郎 (1234.HK)

核心观点：

- **14年业绩现拐点，收入质量提升、营业利润接近2011年高点。**14年公司在关闭397家至3079家情况下(大规模关闭低效不盈利渠道在2014年已经结束、为期三年多的店铺整改计划将在2015年上半年结束)，收入同比增5.8%(24.3亿人民币)，利郎主品牌单店店效两位数增长，收入质量大幅提升。公司毛利率(42.6%)与上年持平，**营业利润同比增17%达6.8亿，规模接近2011年高点(6.94亿)；净利润规模5.55亿、同比增7.5%；经营性现金流净额5.68亿，与净利润规模相当。**至2014年末，公司账上富裕资金结余(剔除各项负债)19.36亿。
- **公司经营风格稳健，在行业内率先调整，在洞悉到品牌长期发展需要优良的产品支撑带动下、持续采取“体制不提价”策略。**不同于其他福建男装在2011年前的急速扩张，利郎在2006年完成跑马圈地后(2002家门店)，门店保持稳定增长，2014年对效率不佳的渠道进行关闭。2011年之前的业绩驱动更多的依赖于单店店效的不断提升，2006-2011年的5年间，收入复合增速高达45.3%，渠道数量的复合增速约10.3%，单店收入复合增速31.6%。**从2012年起，在环境不佳的背景下，利郎率先主动进行调整，除及时调整加盟商库存至合理水平外，公司致力于门店装修整改、供应链的整合(采取提质不提价策略，时尚度、产品性价比得到明显提升)、调整订货会政策、提升补单速度、加强订货的指导等，经过这一系列的调整，利郎的售罄率有了明显提升，高达80%左右，而竞品公司一般只有50-60%。**
- **预计2015年业绩弹性较大。**从15年春夏订货会数据看，主品牌“LANZ”的订货金额高单位数增长，副品牌“L2”的订货金额低双位数增长，考虑到正在召开的秋季订货会的反响较好(年报中披露不低于高单位数增长)，结合终端积极性、我们预计15年收入有望达到低两位数增长。考虑到规模效应存在(2014年收入增5.8%、毛利率未提升情况下，营业利润增17%)，结合订货会数据，估计2015年净利润至少20%以上的增长，约6.66亿。
- **不到10倍估值、14年近70%净利润用于分红。**当前公司总市值84.88亿港元(约66亿人民币)，当前股价对应14年、15年业绩估值仅11倍、9.9倍。从历史上看，近几年公司分红率在70%左右，假定2015年6.66亿净利润，70%的分红率，总分红额4.66亿，对应当前66亿市值回报率7%。

分析师

马莉

☎：(8610) 6656 8489

✉：mali_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511020012

杨岚：(8610) 8357 4539

(yanglan@chinastock.com.cn)

执业证书编号：S0130514050004

相对指数表现图



资料来源：WIND 中国银河证券研究部

主要逻辑：

1、14 年业绩现拐点，收入质量提升、营业利润接近 2011 年高点。14 年公司在关闭 397 家至 3079 家情况下（大规模关闭低效不盈利渠道在 2014 年已经结束、为期三年多的店铺整改计划将在 2015 年上半年结束），收入同比增 5.8%（24.3 亿人民币），利郎主品牌单店店效两位数增长，收入质量大幅提升。公司毛利率（42.6%）与上年持平，**营业利润同比增 17%达 6.8 亿，规模接近 2011 年高点（6.94 亿）；净利润规模 5.55 亿、同比增 7.5%；经营性现金流净额 5.68 亿，与净利润规模相当。**至 2014 年末，公司账上富裕资金结余（剔除各项负债）19.36 亿。

2、公司经营风格稳健，在行业内率先调整，在洞悉到品牌长期发展需要优良的产品支撑带动下、持续采取“体制不提价”策略。不同于其他福建男装在 2011 年前的急速扩张，利郎在 2006 年完成跑马圈地后（2002 家门店），门店保持稳定增长，2014 年对效率不佳的渠道进行关闭。2011 年之前的业绩驱动更多的依赖于单店店效的不断提升，2006-2011 年的 5 年间，收入复合增速高达 45.3%，渠道数量的复合增速约 10.3%，单店收入复合增速 31.6%。**从 2012 年起，在环境不佳的背景下，利郎率先主动进行调整，除及时调整加盟商库存至合理水平外，公司致力于门店装修整改、供应链的整合（采取提质不提价策略，时尚度、产品性价比得到明显提升）、调整订货会政策、提升补单速度、加强订货的指导等，经过这一系列的调整，利郎的售罄率有了明显提升，高达 80%左右，而竞品公司一般只有 50-60%。**

3、预计 2015 年业绩弹性较大。从 15 年春夏订货会数据看，主品牌“LANZ”的订货金额高单位数增长，副品牌“L2”的订货金额低双位数增长，考虑到正在召开的秋季订货会的反响较好（年报中披露不低于高单位数增长），结合终端积极性、我们预计 15 年收入有望达到低两位数增长。考虑到规模效应存在（2014 年收入增 5.8%、毛利率未提升情况下，

营业利润增 17%)，结合订货会数据，估计 2015 年净利润至少 20% 以上的增长，约 6.66 亿

4、不到 10 倍估值、14 年近 70% 净利润用于分红。当前公司总市值 84.88 亿港元 (约 66 亿人民币)，当前股价对应 14 年、15 年业绩估值仅 11 倍、9.9 倍。从历史上看，近几年公司分红率在 70% 左右，假定 2015 年 6.66 亿净利润，70% 的分红率，总分红额 4.66 亿，对应当前 66 亿的市值回报率 7%。

表 1：中国利郎历年分红情况 (单位：百万元)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
现金分红(含税)	132.00	206.71	399.09	428.44	358.88	379.56
归属母公司的净利润	302.99	418.73	623.14	626.80	516.09	554.91
分红/净利润	44%	49%	64%	68%	70%	68%

资料来源：WIND 中国银河证券研究部整理

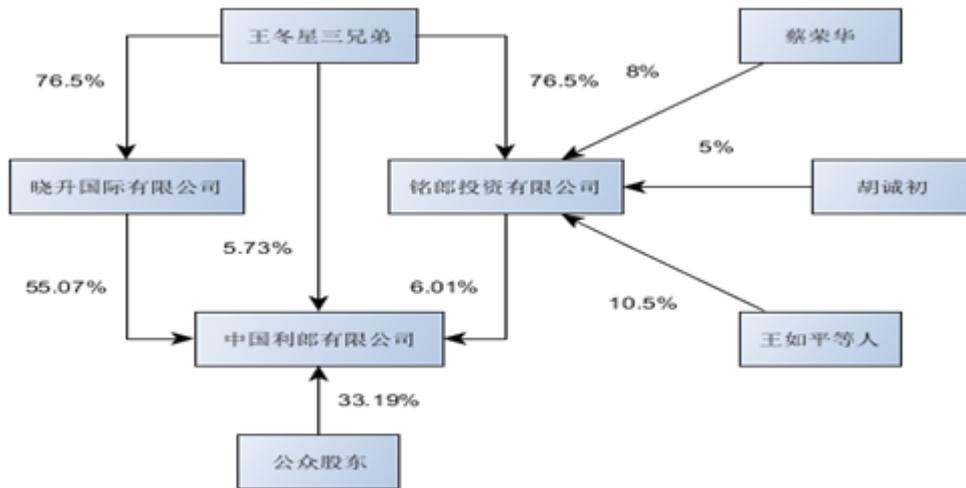
(一) 公司基本情况

中国利郎于 2009 年 9 月在港交所上市，目前总股本 12.04 亿股，总市值 84.9 亿港元 (4 月 9 日价格)，2014 年总收入 24.3 亿，净利润 5.55 亿。基于良好的经营性现金流 (2014 年 5.68 亿)，2014 年每股派息 0.40 港币。

利郎由王氏三兄弟始创于 1987 年，于国内首倡“商务休闲”男装概念，经过 20 多年探索，已发展成为集设计、产品开发、生产、营销于一体的中国商务男装领军品牌，现公司旗下拥有品牌是利郎 LILANZ、子品牌 L2，销售网络遍布中国 31 个省、自治区和直辖市，目前公司渠道共计 3455 家。公司从 2000 年开始打造品牌形象，2002 年聘请陈道明为代言人，在 2006 年结束跑马圈地式的扩张，全国当时已经有 2000 多家店，目前也只有 3000 多家，后 6 年的战略更注重提升质量。比如改 LOGO，转型时尚，推出 L2 新品牌等。总体看，**和其他福建男装相比，中国利郎的产品设计更鲜明，时尚度更强。**产品定价与劲霸相仿，低于七匹狼和九牧王。

王冬星家族为公司实际控制人。王冬星、王良星、王聪星分别直接持有公司 1.91% 的股权，并分别持有晓升国际有限公司、铭郎投资有限公司 25.50% 的股权。其中晓升国际持有利郎 55.07% 的股份，铭郎投资有限公司持有利郎 6.01% 的股份。王冬星三兄弟总计持有公司股份 52.46%。王冬星先生为公司主席兼执行董事，且为公司创办人之一，在中国男装行业有超过 20 年的生产管理经验。

图 1: 利郎股权结构



资料来源：WIND 中国银河证券研究部整理

(二) 模式特点：产品设计特色鲜明、下游采取纯批发模式

公司的生产主要采用期货模式，交货周期 3-6 个月，一年开三次订货会，分别为每年的 3 月、5 月、8 月，历史上订货会的订单占销售收入的 90%左右，近两年公司加强供应链的整合，加快补单速度，订货会占比有所减少（2013 年占比降至 80%）。公司 50%的产品自主设计和企划，自主生产的主要是夹克外套，还有部分西服和裤子，其他的品类如鞋子、皮衣等均为外包的形式，从今年起，自主开发的占比逐渐提升（公司自己设计找加工厂加工）。

利郎的产品定位于高端商务休闲，致力于成为中国的阿玛尼，产品设计特色鲜明，与其他竞品相比有一定的差异性，主要源于公司对于研发设计重视程度相对较高，对设计团队的激励机制较强（大的设计师会有股权，考核没有跟销售挂钩），目前设计团队 130 人左右（其中利郎 100 人，L2 是 30 人），并引入了国际化的团队，主设计师是原阿玛尼的团队成员，另外还有 4 个日本设计师，这样的配置可以更好的融合国内外的设计资源，提升产品的设计感。产品的款式中，40%是长青款，每年略有改动，60%是创新产品，所以

从消费者的角度看，利郎的时尚度明显高于其他福建男装品牌。

从下游情况看，公司采取的是**纯批发的多层级代理模式**（只有 3 家直营店，用于展示形象），公司一直以来和经销商的合作良好，和一级代理商的合作有 10 年以上，一级代理相当于公司在当地的延伸，相当于直营化，具备市场开拓、服务、财务支持以及监管功能，和二级代理商的合作也超过 2、3 年。目前利郎的一级代理商 78 个（4 折提货），二级经销商有 1189 个（49 折提货），覆盖 1500 个城市。从地域分布看，公司省会城市、地级市的渠道只占 40%，**主要渠道分布在三、四线城市**（占 60%），以街店为主，以三四线城市为主要渠道定位由于租金较低，同店零售高于同行基础上可以保证加盟商较高的盈利能力。从客户结构看，**消费者以中小企业者为主**（占 50%+），还有些白领（一二线占 20%），公务员（一二线很少，三四线占 20%）。公司非常重视 VIP 的管理，目前占比 30% 以上，VIP 的联带销售率较高，可以有效的提升单店店效。

（三）驱动因素：渠道扩张谨慎、单店店效增长迅猛

公司的总体经营风格比较稳健，不同于其他福建男装在 2011 年前的急速扩张，利郎在 2006 年完成跑马圈地后（2002 家门店），门店保持稳定增长，7 年的时间渠道才增加到 3455 家。2011 年之前的业绩驱动更多的依赖于单店店效的不断提升，2006-2011 年的 5 年间，收入复合增速高达 45.3%，渠道数量的复合增速约 10.3%，单店收入复合增速 31.6%。我们认为利郎的店效持续增长（2011 年九牧王单店收入 72 万，七匹狼单店 64 万、利郎 83 万）跟公司的产品设计感领军行业以及注重零售管理有关系。利郎的产品设计鲜明，时尚度明显高于竞品，具有忠诚的 VIP 消费群体。另外，公司的渠道虽是多层级的批发模式，但非常注重终端零售管理，从 08 年开始公司就借鉴了体育的经验，成

立了专门的部门负责零售管理，针对不同的店铺，如大店、街边店、商场店等均有不同的管理模板。

从 2012 年起，在环境不佳的背景下，利郎率先主动进行调整，公司致力于：1、**门店装修整改**，总部统一设计店面等。2、**供应链的整合**，砍掉不合理的供应商以提高产品的性价比。3、**不向经销商压货**，部分订单取消发货，调整订货会政策，使得订货占比下降至 80%，提升补单速度。4、**加强订货的指导**。公司除了产品开发、组合外，还针对不同区域组合优势货品，订货前和订货中引导不同区域、不同面积的店铺定优势货品，这样的指导可以使得 30%-40%的 SKU 销售占比能达到 60-70%。经过一系列的调整，**利郎的售罄率有了明显提升，高达 80%左右**，而竞品公司一般只有 50-60%，另外公司去库存先于同业也是售罄率提升的一个主要原因，库存形成了良性循环。从数据上看，虽然 2013 年公司的收入、单店、渠道数量都是下滑的，但**可比同店店效是正增长的，产品的正价率也同比有所提升**，业绩恢复领先于同业。

2014 年，公司主营收入 24.33 亿元人民币，同比增 5.8%，LILANZ 和 L2 的销售分别占比 90.4%及 9.2%；净利润 5.55 亿，同比增 7.5%；公司毛利率 42.6%，同比保持稳定。渠道方面，2014 年集团继续 LILANZ 店铺的整改计划，以提升和巩固品牌形象。2014 年 LILANZ 零售店数目净减少 397 家，L2 零售店数目净增加 21 家，集团店铺数量共 3079 家。

表 2: 利郎业绩驱动因素分析 (单位: 百万元人民币)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
总收入	418.2	885.9	1137.6	1560	2053.7	2708.4	2793.5	2298.7	2433.0
Yoy		111.8%	28.4%	37.1%	31.6%	31.9%	3.1%	-17.7%	5.8%
总渠道数量	2002	2186	2492	2561	2885	3268	3479	3455	3079
Yoy		9.2%	14.0%	2.8%	12.7%	13.3%	6.5%	-0.7%	-10.9%
单店店效	0.21	0.41	0.46	0.61	0.71	0.83	0.80	0.67	0.79

Yoy		94.0%	12.6%	33.4%	16.9%	16.4%	-3.1%	-17.1%	17.9%
毛利率	22.8%	26.4%	30.3%	35.3%	37.9%	39.0%	40.2%	42.6%	42.6%
LILANZ 收入	418.2	885.9	1135.7	1559.9	2011.6	2578.0	2586.7	2091.2	2199.7
LILANZ 渠道数量	2002	2186	2492	2561	2805	3032	3227	3180	2783
LILANZ 单店店效	0.21	0.41	0.46	0.61	0.72	0.85	0.80	0.66	0.79
L2 收入					41.4	130.0	192.7	190.6	223.6
L2 渠道数量					80	236	252	275	296
L2 单店店效					0.52	0.55	0.76	0.69	0.78
营业利润	48	104.5	165.2	333.1	469.9	692.5	694.2	582.0	680.8
Yoy		117.7%	58.1%	101.6%	41.1%	47.4%	0.2%	-16.2%	7.30%
净利润	32.6	96.5	154.1	303	418.7	623.1	626.8	516.1	554.9
Yoy		196.0%	59.7%	96.6%	38.2%	48.8%	0.6%	-17.7%	7.5%

资料来源：WIND 中国银河证券研究部整理

(四) 财务分析：利润率优于同行、存货压力低于同行源于终端盈利较强

从盈利能力看，因为利郎是纯批发的模式、且公司一再强调性价比提升，所以毛利率明显低于竞品，但营业利润率和净利润率明显优于同行。我们认为主要源于产品的售罄率较高、终端盈利较强、加盟下给予经销商扶持自然相对偏少，利郎和其经销商（78 家一级经销商，1189 家二级经销商）能够达成共识，一级代理商相当于公司在当地的延伸，与公司融为一体。

表 3: 各公司盈利能力对比

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
七匹狼							
毛利率	33.95%	38.35%	41.60%	41.19%	45.48%	47.01%	44.74%
营业利润率	12.46%	12.99%	15.80%	16.59%	21.70%	16.72%	11.86%
净利润率	9.26%	10.26%	12.88%	14.12%	16.14%	13.67%	12.07%
中国利郎							
毛利率	30.30%	35.33%	37.90%	38.98%	40.24%	42.63%	42.57%
营业利润率	14.55%	21.35%	22.89%	25.57%	24.85%	24.61%	27.98%
净利润率	13.57%	19.42%	20.39%	23.01%	22.44%	22.45%	22.81%
九牧王							
毛利率	47.34%	47.90%	55.56%	55.65%	57.79%	56.81%	
营业利润率	16.58%	18.16%	25.06%	26.50%	29.21%	26.62%	
净利润率	15.71%	18.36%	21.51%	22.94%	25.70%	21.48%	

资料来源：WIND 中国银河证券研究部整理

从运营效率看，利郎的存货周转率优于七匹狼，这是由渠道结构和终端售罄率决定的，应收账款的周转率水平也高于同是代理批发模式的七匹狼基本表明利郎终端的售罄率高于同行，而存货压力是低于同行的。

表 4: 各公司运营能力对比

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
七匹狼									
存货	156.4	303.6	403.8	301.7	395.3	642.5	565.6	657.6	742.68
存货周转率	3.0	2.5	3.1	3.5	3.7	3.3	3.1	2.4	1.9
应收账款	30.5	44.8	128.7	302.2	467.7	488.1	977.0	720.2	460.2
应收账款周转率	17.6	23.3	19.1	9.2	5.7	6.1	4.8	3.3	4.1
中国利郎									
存货	40.0	96.0	171.0	146.0	182.0	225.0	280.0	271.0	249
存货周转率		9.6	5.9	6.4	7.8	8.1	6.6	4.8	5.4
应收账款	257.0	307.0	384.0	459.0	501.0	715.0	738.0	592.5	669.5
应收账款周转率		5.4	5.4	4.7	4.8	5.0	4.2	3.5	4.4
九牧王									
存货			369.7	334.5	448.6	722.2	649.9	625.0	
存货周转率			3.5	2.1	1.9	1.7	1.6	1.7	
应收账款			61.0	98.4	154.5	287.7	473.0	428.6	
应收账款周转率			40.4	17.6	13.3	10.2	6.8	5.6	

资料来源: WIND 中国银河证券研究部整理

利郎的 ROE 水平在 2006 年-2010 年间逐年下降, 主要源于公司的资产负债率的大幅下降 (2009 年上市融资), ROE 水平在 2011 年大幅增长至 30.9% 得益于净利润率的提升 (同比提升 3 个点) 和总资产周转率的加快。从 2012 年开始 ROE 水平有所回落, 主要跟资产周转率下滑有关 (应收账款、存货从 2011 年起大幅增加), 另外净利润率的下滑也拖累 ROE 水平。2014 年 ROE 增加 0.2 个百分点, 主要得益于资产负债率的提升。

表 5: 利郎杜邦分析

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ROE (%)	66.9	99.3	52.7	29.1	23.9	30.9	27.5	21.1	21.3
ROS (%)	7.8	10.9	13.6	19.4	20.4	23.0	22.4	22.5	22.8
总资产周转率		1.7	1.5	1.1	0.9	1.1	1.0	0.7	0.6
总资产规模	407	658	862	2014	2408	2595	3289	3501	4124
货币资金	27	59	54	844	847	1241	1243	1426	1845
应收账款	257	307	384	459	501	715	738	593	670
存货	40	96	171	146	182	225	280	271	249
净资产规模	49	146	439	1642	1860	2177	2382	2514	2698
净资产周转率		9.1	3.9	1.5	1.2	1.3	1.2	0.9	0.9
资产负债率 (%)	88.0	77.9	49.0	18.5	22.8	16.1	27.6	28.2	49.0

资料来源: WIND 中国银河证券研究部整理

评级标准

银河证券行业评级体系：**推荐、谨慎推荐、中性、回避**

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市

场中主要的指数)平均回报。该评级由分析师给出。

中性:行业指数(或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数)与交易所指数(或市场中主要的指数)平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避:行业指数(或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数)低于交易所指数(或市场中主要的指数)平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系:推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐:是指未来6-12个月,公司股价超越分析师(或分析师团队)所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐:是指未来6-12个月,公司股价超越分析师(或分析师团队)所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性:是指未来6-12个月,公司股价与分析师(或分析师团队)所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避:是指未来6-12个月,公司股价低于分析师(或分析师团队)所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

马莉、杨岚, 纺织服装行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,本人承诺,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围:

雅戈尔(600177.sh)、美邦服饰(002269.sz)、鲁泰A(000726.sz)、七匹狼(002029.sz)、伟星股份(002003.sz)、报喜鸟(002154.sz)、罗莱家纺(002293.sz)、富安娜(002327.sz)、潮宏基(002345.sz)、探路者(300005.sz)、星期六(002291.sz)、梦洁家纺(002397.sz)、森马服饰(002563.sz)、搜于特(002503.sz)、华斯股份(002494.sz)、希努尔(002485.sz)

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

机构请致电：

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼 上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层 深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn