

2020 年 03 月 19 日

2019 下半年受暖冬影响放缓，高分红持续

中国利郎(1234. HK)

评级:	买入	股票代码:	1234. HK
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价 (港元):	4. 29/9. 17
目标价格 (港元):	6. 3	总市值(亿港元)	55. 32
最新收盘价 (港元):	4. 62	自由流通市值(亿港元)	18. 02
		自由流通股数(百万)	390

事件概述

2019 财年，公司实现收入 36.58 亿元，同比增长 15.49%；归母净利润 8.12 亿元，同比增长 8.12%。2019 年，公司合计派息 57 港仙/股，分红率为 75.28%，股息率为 12%。

分析判断：

收入分拆：1、分渠道来看，(1) 线下外延扩张：截至 2019 年底，主系列 LILANZ 在全国共有 2,815 家零售店，净增 145 家、同比增速为 5.4%、低于此前净增 200 家的预期，主要由于公司在选址上更为谨慎，更倾向于优质商圈的优质位置；其中，2019H2 净增 62 家，较 H1 略有放缓（2019H1 净增 82 家）。A. 购物中心数量占比提升至 28%、面积占比提升至 31%，购物商场店达到 780 家。B. 开店主要来自一级分销商：一级分销商增加 1 个至 78 个、一级分销商的门店增加 193 家至 1663 家，二级分销商减少 40 个至 768 个、店铺减少 48 家至 1151 家。(2) 线下内生增长：全年实现中单位数增长、2019H2 由高单位数降至低单位数，主要受暖冬影响。(3) 电商销售：同比增长翻倍以上。2、分品类来看，配饰占比进一步提升：鞋类同比增长 60%，占比提升 3PCT 至 10%。3、分地区来看，华东增速最高、达到 22%，主要由轻商务带动，西北/华北/中南地区（含轻商务）同比增长 21.6%/19.5%/17.6%，东北下降 7.1%。

毛利率为 38.4%，同比下降 2.6PCT，主要由于：1) 轻商务系列以低毛利率消化 2018 年库存；2) 补贴分销商秋冬季库存的回扣；扣除回扣补贴，主系列 LILANZ 毛利率与往年持平。净利率为 22.2%，同比下降 1.5PCT。

费用率下降 1.4PCT，其中广告及推广开支费用率同比下降 1.1PCT，主要由于新增店铺减少、装修补贴减少，但广告及推广活动增加、尤其是线上渠道；行政开支费用率同比下降 0.1PCT，费用增加主要由于上海的轻商务营运中心于 2018Q4 开始营运。此外，其他收入净额同比增长 39%，主要由于应付供应商货款调整增长。

公司存货为 6.89 亿元，存货/收入为 19%，存货周转天数为 111 天、同比增加 13 天，轻商务系列已于 2019 年秋季订货会降低订货比例，并计划在 2020 年秋季订货会进一步减低订货比例。疫情背景下，估计目前公司存货超过 10 亿，其中 2019 年以前/2019 年的库存分别为 1.5 亿/9 亿元。公司应收账款为 9.57 亿元，同比增长 16.4%，应收账款/收入为 26%，平均应收账款周转天数为 78 天，同比增加 6 天，主要由于暖冬影响部分分销商 Q4 的还款能力。

► 投资建议：高股息、估值处于底部

展望未来：(1) 疫情背景下，2020Q1 预计同比下降 40%，全年预计公司开店持平、下半年增长不低于中单位数；(2) 轻商务系列方面，公司计划在 2020 年秋季以直营模式取代目前的代销模式；(3) 2020 年公司将新开奥特莱斯店；(4) 第 7 代装修将推广至 100-200 家店。

考虑疫情影响，将公司 20/21 年 EPS 从 0.8/0.88HKD 分别下调 29%/32%，预计 21/22 年有望逐步复苏、且轻商务转为直营有望增厚利润贡献，预计 20/21/22 年 EPS 为 0.57/0.6/0.66 元，当前股价对应 20/21/22 年 PE 为 7/6.9/6.4 倍，尽管目前公司受疫情影响、上半年难言乐观，但当前估值基本处于历史底部区间、股息率达 12%，疫情结束后有望迎来估值修复，维持“买入”评级，目标价由 8.8HKD 下调至 6.3HKD(对应 20 年 10 倍 PE)。

风险提示

疫情影响的不确定性；品牌老化被时尚休闲分流；加盟商盈利下降导致关店；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3180.51	3672.39	3117.13	3261.45	3552.70
YoY (%)	29.81	15.53	-15.12	4.63	8.93
归母净利润(百万元)	751.19	812.18	681.52	722.15	791.57
YoY (%)	22.94	8.12	-16.09	5.96	9.61
毛利率 (%)	40.98	38.35	36.32	38.46	38.66
每股收益 (元)	0.63	0.68	0.57	0.60	0.66
市盈率	6.69	6.19	7.37	6.96	6.35

资料来源：公司公告，华西证券研究所。注：1 元人民币=0.91 港元

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：010-59775330

分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，9年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券等，曾获得2014-2015年纺织服装行业新财富第1名团队。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。