

2022年08月19日

业绩韧性好于同行

中国利郎(1234.HK)

评级:	买入	股票代码:	1234
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	5.05/3.58
目标价格:		总市值(亿)	46.10
最新收盘价:	3.85	自由流通市值(亿)	46.10
		自由流通股数(百万)	1,197.48

事件概述

2022H 公司收入/归母净利分别为 13.98/2.57 亿元、同比增长 3.2%/-5.3%，在疫情背景下公司收入实现增长主要由于 40%店铺转为代销、部分收入延迟至今年确认，剔除这部分影响后估计收入个位数下降，仍好于同业。公司派发中期股息每股 13 港仙及特别中期股息每股 5 港仙，股息率 10%。

分析判断:

上半年净关店，流水低单位数增长。(1) 分季度看，22Q1 零售额同比增长 2%-5%，22Q2 同比下降 2%-5%。(2) 分品牌看，主品牌增长(40%店铺转代销后销售确认延迟)、轻商务系列下滑(华东地区占比过半、受疫情影响较大)。(3) 分渠道看，线下/线上增长 0.8%/8%、线上占比 16%。22H 公司共 2627 家店(主品牌/轻商务系列分别为 2361/266 家，一级经销/二级经销/自营店分别为 1256/1114/257 家)、同比下降 3%(同比减少 81 家、上半年减少 106 家，其中主品牌/轻商务分别净减 73/33 家，一级经销/二级经销/自营店分别减少 47/26/33 家)，从而我们推出店效增长 2%；总店铺面积约为 39.36 万平方米、同比增长 2.6%，从而我们推出平效下降 3%。目前主系列转为代销模式的共 920 家店，占比 39%。(4) 分品类看，上衣/裤类/配件收入增长 10.2%/0.8%/-6.6%，占比 59%/24%/17%。(5) 分地区看，西北地区增长最高：东北/华北/华东/中南/西南/西北地区收入分别增长-8.6%/-11.6%/8.5%/5.6%/-10.1%/16.4%，华东/中南/西北地区增长主要由于代销比例高、收入延迟确认，且电商收入计入华东。

毛利率微降受产品结构影响，管理费用率增加、政府补助减少导致净利率降幅更高。22H 毛利率为 48.7%、同比下降 0.8PCT，主要由于毛利率较低的主品牌占比提升。净利率为 18.4%、同比下降 1.6PCT，主要由于管理费用增长与政府补助减少。销售/管理/其他经营开支费用率为 22.6%/6.1%/0.0043%，同比增长-0.8%/1.5%/-95% (其他经营开支减少由于去年同期存在捐款)，管理费用增长主要由于公司总部全面启用后折旧及装修装潢费用增加。22H1 政府补助为 340 万元、同比下降 67%，主要由于公司一家主要运营子公司没有获得政府补助。

去库存进行时。2022H 末公司存货为 8.26 亿元、同比下降 8.3%，主要由于轻商务制成品及原材料减少、存货周转天数为 217 天、同比增加 9 天，主要由于春夏季产品售罄率下降 10PCT。公司应收账款为 7.59 亿元、同比增长 3.6%，应收账款周转天数为 54 天、同比减少 15 天。

投资建议

短期来看，下半年消费复苏预期偏弱，预计全年开店持平、流水个位数增长；中长期来看，公司轻商务系列、电商渠道仍具成长性，且主品牌原创系列占比仍在提升、贡献较高的利润率。

考虑上半年受疫情影响、下半年复苏偏弱，下调 22/23/24 年收入为 37.7/41.5/45.3 亿元至 36.3/40.2/44.1 亿元，将 22/23/24 年归母净利从 5.9/6.7/7.4 亿元下调至 5.7/6.5/7.2 亿元，对应 22/23/24 年 EPS 从 0.5/0.56/0.62 元下调至 0.48/0.54/0.6 元，2022 年 8 月 19 日收盘价 3.85 港元对应 22/23/24 年 PE 为 8/7.1/6.4 倍 (1 港元=0.81 元人民币)，维持“买入”评级。

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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2689.73	3390.44	3625.52	4024.33	4406.64
YoY (%)	-26.76%	26.05%	6.93%	11.00%	9.50%
归母净利润(百万元)	557.24	468.13	571.46	648.21	722.30
YoY (%)	-31.39%	-15.99%	22.07%	13.43%	11.43%
毛利率 (%)	44.90%	41.87%	46.46%	46.54%	46.71%
每股收益 (元)	0.47	0.39	0.48	0.54	0.60
ROE	15.25%	12.74%	13.56%	13.41%	13.08%
市盈率	11.37	11.15	8.07	7.11	6.38

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3390.44	3625.52	4024.33	4406.64	净利润	468.13	571.46	648.21	722.30
YoY (%)	26.05%	6.93%	11.00%	9.50%	折旧和摊销	224.31	230.69	226.70	224.03
营业成本	1964.48	1941.10	2151.41	2348.30	营运资金变动	-69.22	-860.16	-150.20	-142.89
营业税金及附加					经营活动现金流	598.55	-56.56	724.71	803.44
销售费用	795.31	844.75	925.60	1013.53	资本开支	-316.08	-203.40	-206.73	-210.40
管理费用	171.34	181.28	201.22	220.33	投资	0.00	140.54	1.71	1.71
财务费用	-24.67	-26.71	-31.00	-41.45	投资活动现金流	-280.05	-62.86	-205.02	-208.69
资产减值损失					股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	债务募资	72.62	-72.62	0.00	0.00
营业利润	454.51	658.39	746.11	824.48	筹资活动现金流	-482.92	-103.62	-30.60	-31.66
营业外收支	82.04	0.00	0.00	0.00	现金净流量	-167.32	-223.04	489.09	563.10
利润总额	561.22	685.10	777.11	865.93	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
所得税	93.09	113.64	128.90	143.63	成长能力 (%)				
净利润	468.13	571.46	648.21	722.30	营业收入增长率	26.05%	6.93%	11.00%	9.50%
归属于母公司净利润	468.13	571.46	648.21	722.30	净利润增长率	-15.99%	22.07%	13.43%	11.43%
YoY (%)	-15.99%	22.07%	13.43%	11.43%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.39	0.48	0.54	0.60	毛利率	41.87%	46.46%	46.54%	46.71%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	净利率率	13.81%	15.76%	16.11%	16.39%
货币资金	1571.62	1348.58	1837.68	2400.78	总资产收益率 ROA	9.35%	10.34%	10.32%	10.17%
预付款项					净资产收益率 ROE	12.74%	13.56%	13.41%	13.08%
存货	893.74	882.32	977.91	1067.41	偿债能力 (%)				
其他流动资产	12.10	12.99	14.41	15.78	流动比率	2.59	3.20	3.45	3.71
流动资产合计	3272.54	3959.33	4734.14	5569.01	速动比率	1.88	2.47	2.72	2.98
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	现金比率	1.25	1.09	1.34	1.60
固定资产	1200.18	1177.49	1158.20	1141.80	资产负债率	26.65%	23.73%	23.04%	22.20%
无形资产	172.86	168.26	167.59	170.34	经营效率 (%)				
非流动资产合计	1735.22	1567.39	1545.72	1530.37	总资产周转率	0.68	0.66	0.64	0.62
资产合计	5007.75	5526.72	6279.86	7099.37	每股指标 (元)				
短期借款	72.62	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.39	0.48	0.54	0.60
应付账款及票据	435.42	430.24	476.86	520.50	每股净资产	3.07	3.52	4.04	4.61
其他流动负债	578.66	620.79	689.07	754.53	每股经营现金流	0.50	-0.05	0.61	0.67
流动负债合计	1261.47	1238.52	1374.04	1502.91	每股股利	0.00	0.28	0.29	0.30
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值分析				
其他长期负债	72.90	72.90	72.90	72.90	PE	11.15	8.07	7.11	6.38
非流动负债合计	72.90	72.90	72.90	72.90	PB	1.42	1.09	0.95	0.83
负债合计	1334.37	1311.42	1446.94	1575.81					
股本	105.52	105.52	105.52	105.52					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00					
股东权益合计	3673.39	4215.31	4832.92	5523.56					
负债和股东权益合计	5007.75	5526.72	6279.86	7099.37					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

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，11年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得2011-2015年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012-2015年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013-2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名，2013年Wind金牌分析师第4名，2014年第一财经最佳分析师第4名，2015年华尔街见闻金牌分析师第1名，2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

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。