

中国利郎 (01234.HK)

上半年收入增长 7%，经营稳健高分红

买入

核心观点

上半年收入增长 7%，毛利率改善明显，派息率高。利郎是国内中高档商务休闲男装品牌。2023 上半年公司收入增长 7%至 14.9 亿元，归母净利润增长 5%至 2.7 亿元。收入与流水增长接近，其中主系列小幅增长，轻商务系列增长 20%以上，销售的增长来源于客流回暖、售罄率的提升和去年下半年开始产品提价。毛利率同比提升 3.1 个百分点至 51.8%，毛利率表现好于预期，主要由于轻商务占比提升、销售价格提升以及库存拨备回拨近 6000 万元。费用率总体有一定程度提升，主要由于原定于 2022 上半年广告和装修计划推迟到 2022 下半年和 2023 上半年。上半年净利率微幅下降至 18.1%（剔除其他收入的净利率小幅增加）。从营运指标看，存货和应收周转天数分别为 211 天和 51 天，同比均小幅减少，存货金额小幅下降，反映库存清理成效较好。上半年派息率 73%，延续高分红政策。

渠道转型成效良好，产品竞争力提升。1) 2021 年主系列 40%门店转为代销、轻商务转为自营以来，有效实现店铺库存互联互通和随时调配，提升店效和售罄率。2) 电商积极开发电商专供款，弱化清理库存职能，上半年在线上大盘增长承压的背景下，公司线上收入增长 24%，同时起到为品牌引流和形象宣传的重要作用。3) 产品竞争力提升，原创比例 75%（去年同期为 70%），其中应用独有面料开发的产品比例约 50%。原创产品和设计创新能力提升，叠加库存新品占比增加，上半年代销和自营渠道均有一定幅度加价。

维持全年零售增长 10%的目标，2024 春夏订货会恢复正常增长势头。6 月开始销售有一定压力，公司适当加深零售折扣，7 月主系列同比下降，轻商务双位数增长。管理层维持 2023 全年零售增长目标 10%目标，下半年计划净开 100 家门店。同时随着渠道库存回到较健康水平、售罄率良好，2024 年春夏订货会已恢复到正常的增长势头。

风险提示：疫情多轮反复；品牌形象受损；渠道改革不及预期；系统性风险。

投资建议：经营稳健，股息率高，看好下半年盈利修复弹性。上半年在行业弱复苏背景下，公司实现稳健增长的经营业绩，同时实现渠道库存改善、售罄率提升和产品提价。上半年盈利能力回升，下半年低基数上将有较大的业绩增长弹性。维持盈利预测，预计 2023~2025 年净利润分别为 5.1/5.8/6.6 亿元，同比增长 13%/14%/14%。维持目标价 4.8-5.0 港元，对应 2023 年 10-10.5x PE，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3379	3086	3401	3779	4174
(+/-%)	26.1%	-8.7%	10.2%	11.1%	10.5%
净利润(百万元)	468	448	509	580	659
(+/-%)	-16.0%	-4.3%	13.5%	13.9%	13.7%
每股收益(元)	0.39	0.37	0.42	0.48	0.55
经营利润率	15.1%	15.0%	17.2%	17.7%	18.3%
净资产收益率 (ROE)	12.7%	11.8%	12.9%	14.1%	15.4%
市盈率 (PE)	9.1	9.5	8.4	7.3	6.5
EV/EBITDA	12.5	13.2	8.9	8.0	7.2
市净率 (PB)	1.16	1.13	1.08	1.04	0.99

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 海外公司财报点评

纺织服饰 · 服装家纺

证券分析师：丁诗洁

联系人：关竣尹

0755-81981391

0755-81982834

dingshijie@guosen.com.cn ganguanjunyin@guosen.com.cn
S0980520040004

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	4.80 - 5.00 港元
收盘价	4.05 港元
总市值/流通市值	4850/4850 百万港元
52 周最高价/最低价	4.28/3.08 港元
近 3 个月日均成交额	1.35 百万港元

市场走势

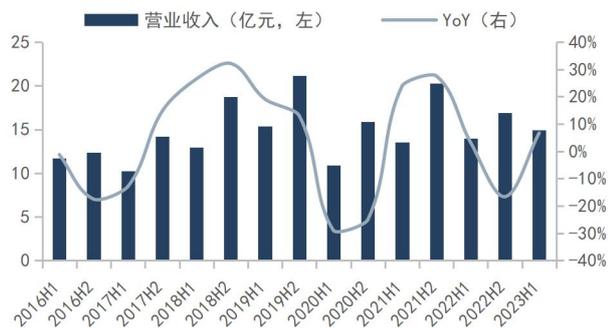


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

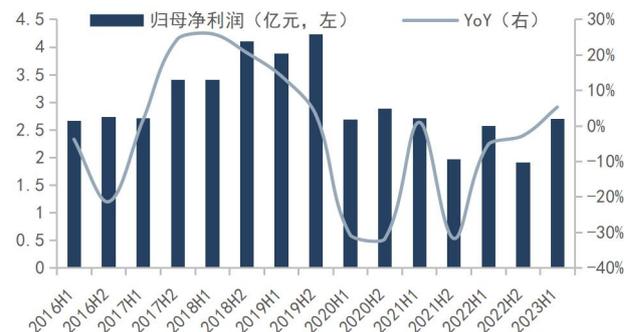
- 《中国利郎 (01234.HK) -2022 年净利润下滑 4%，经营稳健高分红》——2023-03-19
- 《中国利郎 (01234.HK) -上半年收入增长 3%，经营稳健高分红》——2022-08-23
- 《中国利郎 (01234.HK) -渠道转型顺利，2021 年收入增长 26%》——2022-03-24
- 《中国利郎-01234.HK-渠道转型，指引上调》——2021-09-03

图1：公司营业收入及增速



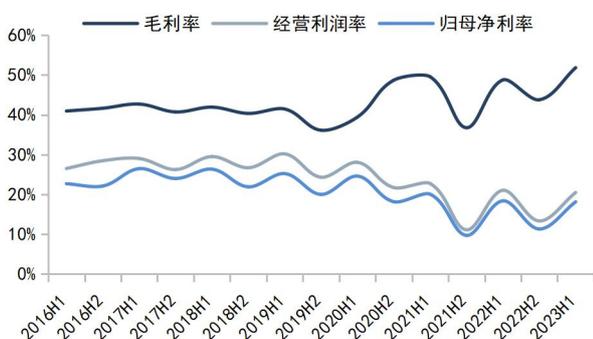
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司利润率水平



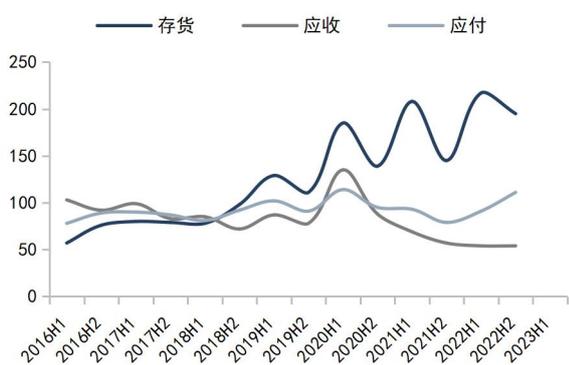
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司费用率水平



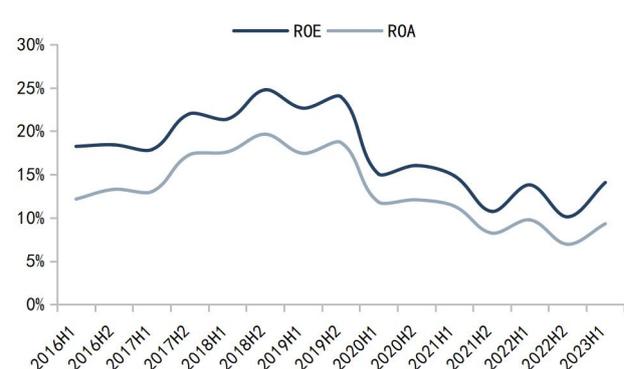
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司营运资金周转天数

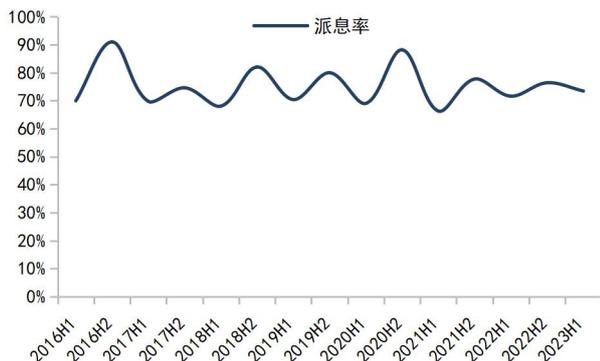


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司盈利能力



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司派息率


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司门店数量


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：经营稳健，股息率高，看好下半年盈利修复弹性

上半年在行业弱复苏背景下，公司实现稳健增长的经营业绩，同时实现渠道库存改善、售罄率提升和产品提价。上半年盈利能力回升，下半年低基数上将有较大的业绩增长弹性。维持盈利预测，预计2023~2025年净利润分别为5.1/5.8/6.6亿元，同比增长13%/14%/14%。维持目标价4.8-5.0港元，对应2023年10-10.5x PE，维持“买入”评级。

表1：盈利预测与市场重要数据

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3379	3086	3401	3779	4174
(+/-%)	26.1%	-8.7%	10.2%	11.1%	10.5%
净利润(百万元)	468	448	509	580	659
(+/-%)	-16.0%	-4.3%	13.5%	13.9%	13.7%
每股收益(元)	0.39	0.37	0.42	0.48	0.55
经营利润率	15.1%	15.0%	17.2%	17.7%	18.3%
净资产收益率(ROE)	12.7%	11.8%	12.9%	14.1%	15.4%
市盈率(PE)	9.1	9.5	8.4	7.3	6.5
EV/EBITDA	12.5	13.2	8.9	8.0	7.2
市净率(PB)	1.16	1.13	1.08	1.04	0.99

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

表2: 可比公司估值表

公司 名称	投资 评级	收盘价 人民币	EPS				PE				g	PEG
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E		
中国利郎	买入	3.8	0.37	0.42	0.48	0.55	10.2	9.0	7.8	6.8	13.9%	0.64
可比公司:												
比音勒芬	买入	34.3	1.27	1.66	2.03	2.45	27.0	20.7	16.9	14.0	26.4%	0.78
报喜鸟	买入	6.1	0.31	0.45	0.54	0.63	19.8	13.6	11.4	9.7	32.0%	0.43
九牧王	增持	10.5	-0.16	0.51	0.67	0.80	-67.6	20.7	15.7	13.2	25.2%	0.82
海澜之家	增持	7.2	0.50	0.63	0.70	0.78	14.4	11.4	10.3	9.2	18.3%	0.62
平均值								16.6	13.6	11.5		0.66

资料来源: wind, 彭博, 国信证券经济研究所

附表：财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1572	960	702	709	752	营业收入	3379	3086	3401	3779	4174
应收款项	795	845	904	1004	1109	营业成本	(1964)	(1666)	(1796)	(1975)	(2157)
存货净额	894	885	867	952	1038	销售费用	(795)	(792)	(901)	(1005)	(1110)
其他流动资产	12	81	90	99	110	管理费用	(171)	(179)	(180)	(200)	(221)
流动资产合计	3273	2772	2562	2765	3010	EBITDA	448	450	657	748	852
固定资产	1245	1370	1631	1736	1825	折旧摊销	0	0	(134)	(150)	(167)
无形资产及其他	173	135	129	124	119	EBIT	448	450	523	598	685
其他长期资产	318	1201	1201	1201	1201	其他净收入	64	14	63	70	77
非流动资产合计	1735	2706	2962	3061	3145	经营利润	512	464	586	668	762
资产总计	5008	5478	5524	5826	6154	财务费用	28	28	35	38	40
短期借款及交易性金融负债	73	249	0	0	0	营业外净收支	1	2	0	1	2
应付款项	610	777	694	762	831	税前利润	561	547	621	707	804
其他流动负债	579	413	644	711	780	所得税费用	(93)	(99)	(112)	(128)	(145)
流动负债合计	1261	1439	1338	1473	1611	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	187	187	187	187	归属于母公司净利润	468	448	509	580	659
其他长期负债	73	69	69	69	69						
长期负债合计	73	256	256	256	256	现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	1334	1695	1595	1730	1867	净利润	468	448	509	580	659
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	3673	3782	3929	4097	4287	折旧摊销	0	0	134	150	167
负债和股东权益总计	5008	5478	5524	5826	6154	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(28)	(28)	(35)	(38)	(40)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	79	(110)	100	(60)	(64)
每股收益	0.39	0.37	0.42	0.48	0.55	其它	0	0	0	0	0
每股红利	0.31	0.26	0.30	0.34	0.39	经营活动现金流	547	338	743	670	761
每股净资产	3.07	3.16	3.28	3.42	3.58	资本开支	0	(125)	(390)	(250)	(250)
ROIC	10%	9%	10%	12%	14%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	13%	12%	13%	14%	15%	投资活动现金流	0	(125)	(390)	(250)	(250)
毛利率	42%	46%	47%	48%	48%	权益性融资	0	0	0	0	0
净利率	13.9%	14.5%	15.0%	15.3%	15.8%	负债净变化	0	187	0	0	0
EBIT Margin	13%	15%	15%	16%	16%	支付股利、利息	(375)	(314)	(362)	(412)	(469)
收入增长	26%	-9%	10%	11%	10%	其它融资现金流	35	(571)	(249)	0	0
净利润增长率	-16%	-4%	14%	14%	14%	融资活动现金流	(714)	(824)	(611)	(412)	(469)
资产负债率	27%	31%	29%	30%	30%	现金净变动	(167)	(612)	(258)	8	43
息率	8.8%	7.4%	8.5%	9.7%	11.0%	货币资金的期初余额	1739	1572	960	702	709
P/E	9.1	9.5	8.4	7.3	6.5	货币资金的期末余额	1572	960	702	709	752
P/B	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0	企业自由现金流	0	133	273	330	414
EV/EBITDA	12.5	13.2	8.9	8.0	7.2	权益自由现金流	0	(251)	52	362	446

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032