

中国利郎 (01234.HK)

2023年净利润增长18%，经营稳健高分红

买入

核心观点

2023年收入增长15%，净利率小幅提升，经营稳健高分红。公司主营商务男装品牌销售，2023年公司收入增长14.8%至35.4亿元，净利润增长18.4%至5.3亿元。其中主系列/轻商务收入分别增长11%/35%。毛利率同比提升2.2个百分点至48.2%，由于库存拨备回拨2666万元以及未提供分销商返利。由于直营为主的轻商务占比提升及营销投入增加，销售及管理费用率增加0.6个百分点，另外，其他收入减少0.9个百分点。因此净利率提升0.5个百分点至15.0%。存货/应收周转天数减少25/12天至170/42天，经营质量较高。2023年公司经营现金流净额11.0亿元，同比增长68%，净现比2.1。派息率高达74%，过去5年均均在70%以上。

下半年低基数上增长提速。2023年下半年公司收入增长21.6%至20.5亿元，毛利率同比提升1.8个百分点至45.5%，归母净利润增长36.1%至2.6亿元，净利率提升1.3个百分点至12.7%。

渠道转型成效逐步显现，产品竞争力较强。1) 渠道改革：疫情期间轻商务转型自营、主系列转型代销，有效实现库存互联互通和运营效率提升。2023年主系列约40%的代销门店贡献了约60%以上的收入；轻商务收入同比增长35%，已实现盈利，其中轻商务全年净开门店17%，店效快速提升。2) 产品竞争力良好：产品原创比例75%，年内推出新升级的拒水羽绒服2.0，带动公司羽绒服销售增长30%。

2024年经营目标：总零售金额增长15%。公司发布2024年经营目标，计划全年总零售金额增长15%，其中线下净开店100-200家，新零售业务实现20%增长。

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：公司经营稳健，高分红，未来新零售和轻商务仍有较大成长潜力。2023年消费弱复苏，公司仍实现双位数增长及利润率提升，同时库存健康度提升。展望中长期，公司渠道转型自营和代销的成效逐步显现，新零售和轻商务仍有较大成长空间，未来有望保持稳健增长。由于2023年净利润略好于预期，小幅上调盈利预测，预计2024~2026年净利润分别为5.9/6.8/7.5亿元（原2024-2025年为5.8/6.6亿元），同比增长9.6%/13.7%/11.6%，估值切换后上调目标价至5.2-5.5港元（原为4.8-5.0港元），对应2024年9.5-10x PE，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3086	3544	4035	4542	5002
(+/-%)	-8.7%	14.8%	13.9%	12.6%	10.1%
净利润(百万元)	448	530	594	676	754
(+/-%)	-4.3%	18.4%	12.0%	13.7%	11.6%
每股收益(元)	0.37	0.44	0.50	0.56	0.63
净利率	14.5%	15.0%	14.7%	14.9%	15.1%
净资产收益率(ROE)	11.8%	13.4%	14.4%	15.6%	16.6%
市盈率(PE)	10.2	8.6	7.7	6.8	6.1
EV/EBITDA	9.3	8.9	9.2	8.3	7.7
市净率(PB)	1.21	1.15	1.11	1.06	1.01

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

0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn

S0980520040004

证券分析师：关竣尹

0755-81982834

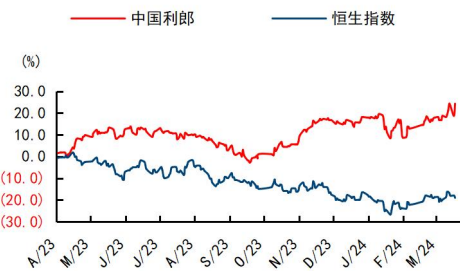
cnguanjunyin@guosen.com.cn

S0980523110002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	5.20 - 5.50 港元
收盘价	4.45 港元
总市值/流通市值	5329/5329 百万港元
52周最高价/最低价	4.53/3.47 港元
近3个月日均成交额	3.66 百万港元

市场走势

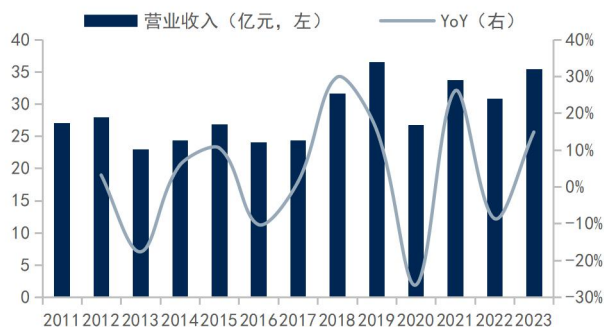


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《中国利郎 (01234.HK) - 上半年收入增长7%，经营稳健高分红》——2023-08-18
- 《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

图1: 公司营业收入及增速



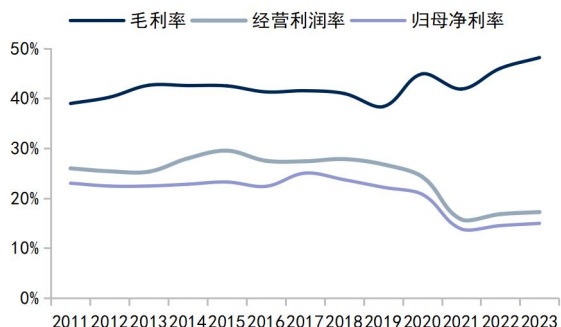
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司净利润及增速



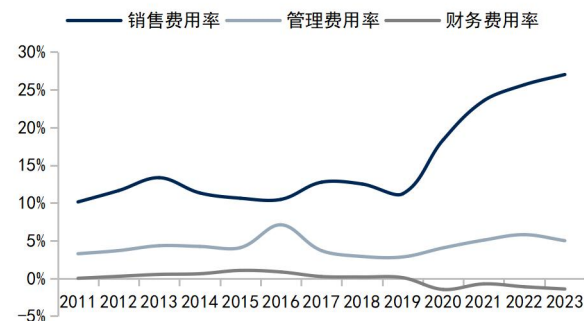
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司利润率水平



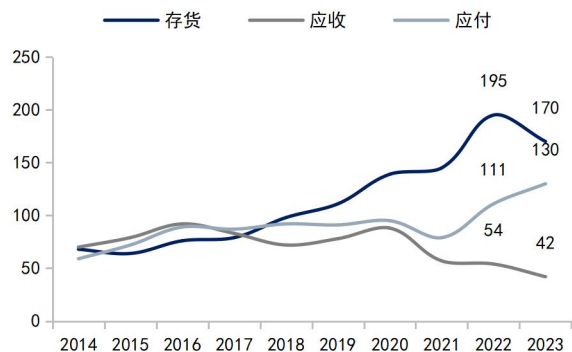
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司费用率水平



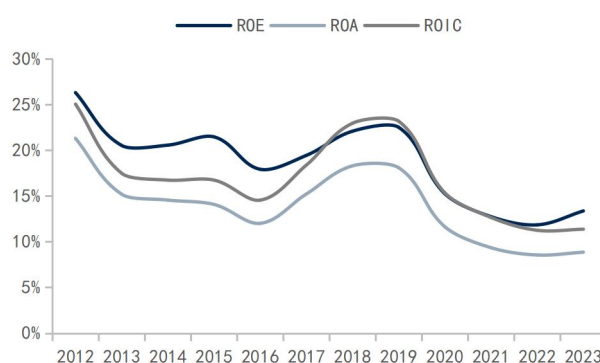
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司营运资金周转天数



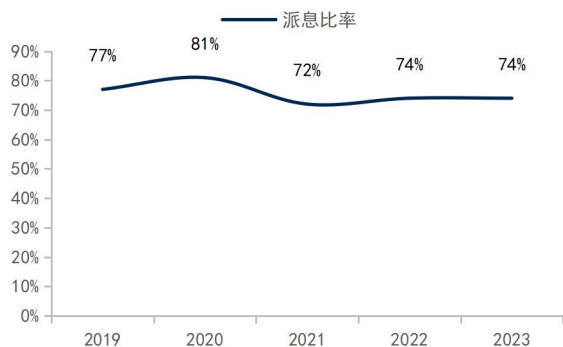
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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



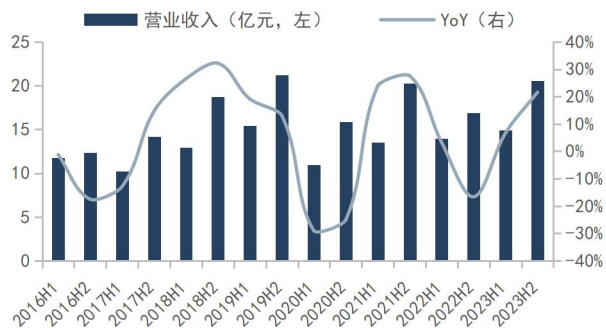
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：公司经营活动现金流净额及净现比



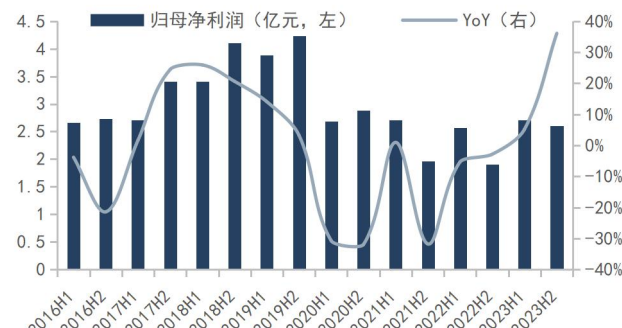
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司半年度营业收入及增速

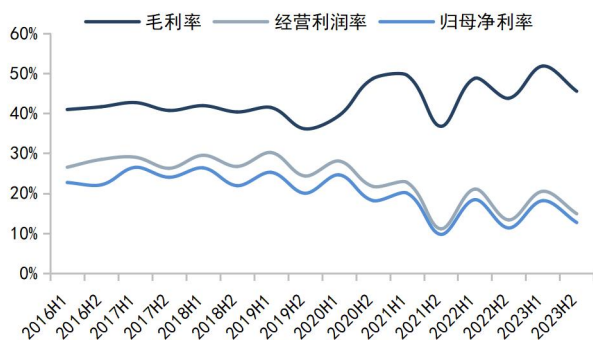


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

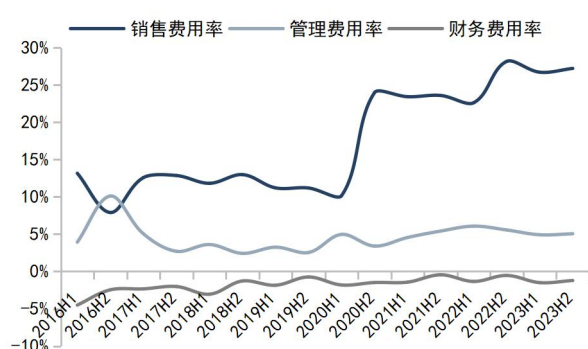
图11：公司半年度净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12：公司半年度利润率水平


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图13：公司半年度费用率水平


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：公司经营稳健，高分红，未来新零售和轻商务仍有较大成长潜力

2023 年消费弱复苏，公司仍实现双位数增长及利润率提升，同时库存健康度提升。展望中长期，公司渠道转型自营和代销的成效逐步显现，新零售和轻商务仍有较大成长空间，未来有望保持稳健增长。由于 2023 年净利润略好于预期，小幅上调盈利预测，预计 2024~2026 年净利润分别为 5.9/6.8/7.5 亿元（原 2024-2025 年为 5.8/6.6 亿元），同比增长 9.6%/13.7%/11.6%，估值切换后上调目标价至 5.2-5.5 港元（原为 4.8-5.0 港元），对应 2024 年 9.5-10x PE，维持“买入”评级。

表1：盈利预测与市场重要数据

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3086	3544	4035	4542	5002
(+/-%)	-8.7%	14.8%	13.9%	12.6%	10.1%
净利润(百万元)	448	530	594	676	754
(+/-%)	-4.3%	18.4%	12.0%	13.7%	11.6%
每股收益(元)	0.37	0.44	0.50	0.56	0.63
净利率	14.5%	15.0%	14.7%	14.9%	15.1%
净资产收益率 (ROE)	11.8%	13.4%	14.4%	15.6%	16.6%
市盈率 (PE)	10.2	8.6	7.7	6.8	6.1
EV/EBITDA	9.3	8.9	9.2	8.3	7.7
市净率 (PB)	1.21	1.15	1.11	1.06	1.01

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

表2: 可比公司估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 人民币	EPS				PE			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
1234. HK	中国利郎	买入	3.9	0.37	0.44	0.50	0.56	10.6	8.9	7.8	7.0
可比公司:											
002832. SZ	比音勒芬	买入	31.3	1.27	1.67	2.05	2.46	24.7	18.8	15.3	12.7
002154. SZ	报喜鸟	买入	6.2	0.31	0.49	0.57	0.66	20.1	12.7	10.9	9.5
600398. SH	海澜之家	买入	8.7	0.50	0.66	0.74	0.83	17.4	13.2	11.7	10.5
平均值								20.7	14.9	12.7	10.9

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

附表：财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	960	1077	874	1023	1211	营业收入	3086	3544	4035	4542	5002
应收款项	845	735	900	1013	1115	营业成本	(1666)	(1837)	(2102)	(2353)	(2581)
存货净额	885	826	1020	1142	1254	销售费用	(792)	(957)	(1094)	(1231)	(1356)
其他流动资产	81	40	45	51	56	管理费用	(179)	(177)	(198)	(223)	(245)
流动资产合计	2772	2678	2838	3229	3637	EBITDA	674	797	776	884	980
固定资产	1257	1351	1372	1378	1374	折旧摊销	(229)	(225)	(134)	(149)	(160)
无形资产及其他	135	136	130	125	119	EBIT	446	572	642	735	820
其他长期资产	1314	2339	2339	2339	2339	其他净收入	64	14	52	58	64
非流动资产合计	2706	3825	3841	3842	3832	经营利润	513	586	693	793	884
资产总计	5478	6503	6679	7071	7469	财务费用	28	47	43	44	49
短期借款及交易性金融负债	249	290	0	0	0	营业外净收支	0	0	0	1	2
应付款项	777	954	1059	1186	1302	税前利润	547	658	737	838	935
其他流动负债	413	379	569	638	702	所得税费用	(99)	(127)	(143)	(162)	(181)
流动负债合计	1439	1623	1628	1824	2004	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	187	853	853	853	853	归属于母公司净利润	448	530	594	676	754
其他长期负债	69	59	59	59	59						
长期负债合计	256	913	913	913	913	913	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	1695	2535	2540	2737	2917	净利润	448	530	594	676	754
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	3782	3967	4139	4334	4552	折旧摊销	229	225	134	149	160
负债和股东权益总计	5478	6503	6679	7071	7469	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(28)	(47)	(43)	(44)	(49)
						营运资本变动	(110)	355	(69)	(45)	(40)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	其它	0	0	0	0	0
每股收益	0.37	0.44	0.50	0.56	0.63	经营活动现金流	567	1110	659	780	874
每股红利	0.30	0.31	0.35	0.40	0.45	资本开支	0	(318)	(150)	(150)	(150)
每股净资产	3.16	3.31	3.46	3.62	3.80	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROIC	9%	10%	10%	12%	13%	投资活动现金流	0	(318)	(150)	(150)	(150)
ROE	12%	13%	14%	16%	17%	权益性融资	0	0	0	0	0
毛利率	46%	48%	48%	48%	48%	负债净变化	187	666	0	0	0
净利率	14.5%	15.0%	14.7%	14.9%	15.1%	支付股利、利息	(358)	(371)	(422)	(480)	(536)
EBIT Margin	14%	16%	16%	16%	16%	其它融资现金流	(835)	(1265)	(290)	0	0
收入增长	-9%	15%	14%	13%	10%	融资活动现金流	(1178)	(675)	(712)	(480)	(536)
净利润增长率	-4%	18%	12%	14%	12%	现金净变动	(612)	117	(204)	150	188
资产负债率	31%	39%	38%	39%	39%	货币资金的期初余额	1572	960	1077	874	1023
息率	7.8%	8.1%	9.2%	10.5%	11.7%	货币资金的期末余额	960	1077	874	1023	1211
P/E	10.2	8.6	7.7	6.8	6.1	企业自由现金流	0	723	432	547	631
P/B	1.2	1.2	1.1	1.1	1.0	权益自由现金流	0	125	177	582	671
EV/EBITDA	9.3	8.9	9.2	8.3	7.7						

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