

## 中国利郎 (01234.HK)

上半年收入增长 7%，收购万星威布局运动赛道

优于大市

## 核心观点

上半年收入增长 7.3%，毛利率受渠道改革和产品组合影响小幅下降，维持高分红。公司是国内中高档商务休闲男装品牌。2024 上半年收入同比+7.3%至 16.0 亿元，归母净利润同比+3.6%至 2.8 亿元。其中主系列收入同比增长 4.5%至 12.1 亿元，轻商务系列受益于新零售以奥莱渠道带货的带动，同比增长 17.3%至 3.9 亿元；网店零售额同比+37.0%。毛利率同比下降 1.8 个百分点至 50.0%，主要受公司终止黑龙江分销商合作、转为 DTC 模式所支付的相关回购补偿，以及产品组合变化引起平均单价降低影响。拟派发中期股息每股 13 港仙及特别股息每股 5 港仙，派息率达 72%。

**渠道转型持续推进，库存优化效果显现。**1) 主系列引入直营模式，推进 DTC 直面消费者模式转型，今年上半年已率先在黑龙江地区推行。截至 2024 年 6 月，总门店数为 2709 家，同比新增 14 家，其中直营门店增加 10 家至 307 家，代销门店增加 23 家至 959 家，分销店减少 19 家至 1443 家。2) 库存优化成效显著，上半年库存周转天数 189 天，同比减少 22 天。DTC 转型过程中从黑龙江分销商回购的上半年库存已大部分售出，并通过奥特莱斯店、电商平台清库存，新物流园区的智能化系统迅速将库存产品推向市场，加快库存周转。3) 今年 8 月与迪桑特成立合资公司万星威中国，中国利郎出资 1.5 亿元人民币，持股 54%，万星威中国将在中国经营及从事 Munsingwear（万星威）品牌的产品的设计、销售及分销业务，预计将在 2025 年度正式推出产品。

**管理层下调全年零售增长目标至 10%，预期下半年表现优于上半年。**受整体服装零售环境影响，2024 年零售增长目标从 15%下调至 10%。预期下半年表现优于上半年，发挥秋冬季产品优势，并争取全年实现新零售业务增长 30%或以上。门店数量上，公司目标净开 50-100 家，并完成 400 家门店的第七代装修工程，提升品牌形象。

**风险提示：**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。

上半年消费环境疲软但公司仍实现收入正向增长，利润率主要受渠道改革和产品组合变化影响小幅下滑，同时公司长期保持稳健较高的分红水平。受今年消费力下滑影响，我们小幅下调盈利预测，预计 2024~2026 年净利润分别为 5.7/6.5/7.3 亿元（前值为 5.9/6.8/7.5 亿元）。基于盈利预测下调，小幅下调目标价至 4.6-5.2 港元（前值为 5.2-5.5 港元），对应 2024 年 9-10xPE，维持“优于大市”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	3897	4280	4678
(+/-%)	-8.7%	14.8%	10.0%	9.8%	9.3%
净利润(百万元)	448	530	567	651	734
(+/-%)	-4.3%	18.4%	7.0%	14.8%	12.6%
每股收益(元)	0.37	0.44	0.47	0.54	0.61
净利率	14.5%	15.0%	14.6%	15.2%	15.7%
净资产收益率 (ROE)	11.8%	13.4%	13.8%	15.2%	16.3%
市盈率 (PE)	9.9	8.4	7.8	6.8	6.0
EV/EBITDA	9.1	8.7	9.3	8.2	7.5
市净率 (PB)	1.17	1.12	1.08	1.03	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 证券分析师：刘佳琪  
0755-81981391 010-88005446  
dingshijie@guosen.com.cn liujiaqi@guosen.com.cn  
S0980520040004 S0980523070003

## 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	4.60 - 5.20 港元
收盘价	4.03 港元
总市值/流通市值	4826/4826 百万港元
52 周最高价/最低价	4.93/3.34 港元
近 3 个月日均成交额	4.01 百万港元

## 市场走势

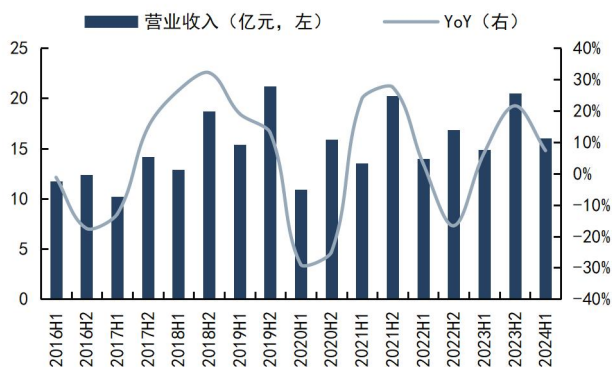


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## 相关研究报告

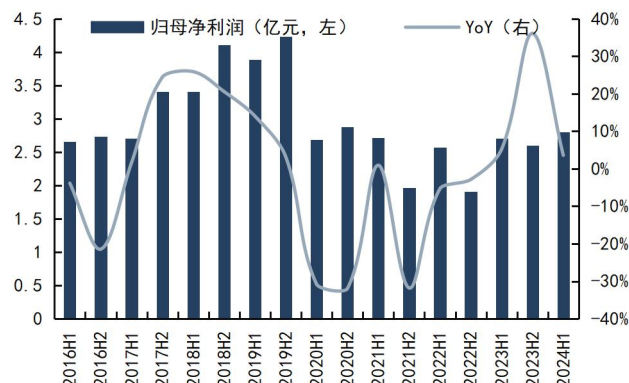
- 《中国利郎 (01234.HK) -2023 年净利润增长 18%，经营稳健高分红》——2024-03-20  
《中国利郎 (01234.HK) -上半年收入增长 7%，经营稳健高分红》——2023-08-18  
《中国利郎 (01234.HK) -2022 年净利润下滑 4%，经营稳健高分红》——2023-03-19  
《中国利郎 (01234.HK) -上半年收入增长 3%，经营稳健高分红》——2022-08-23

图1: 公司营业收入及增速



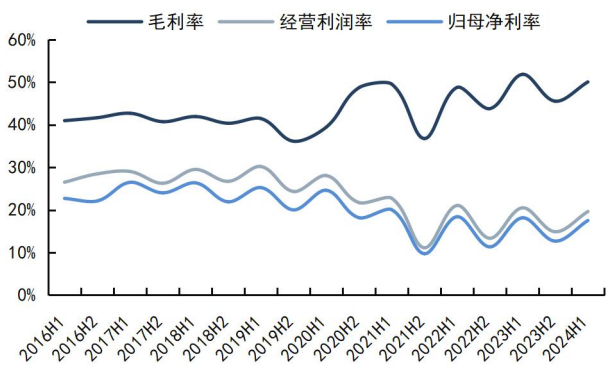
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司净利润及增速



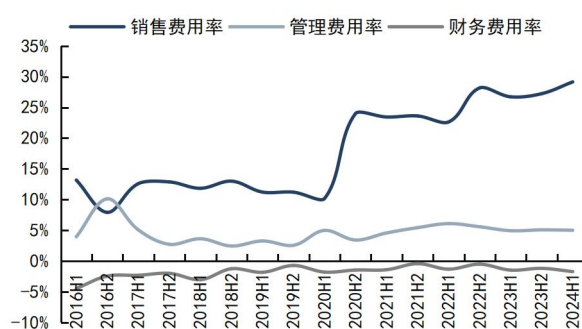
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司利润率水平



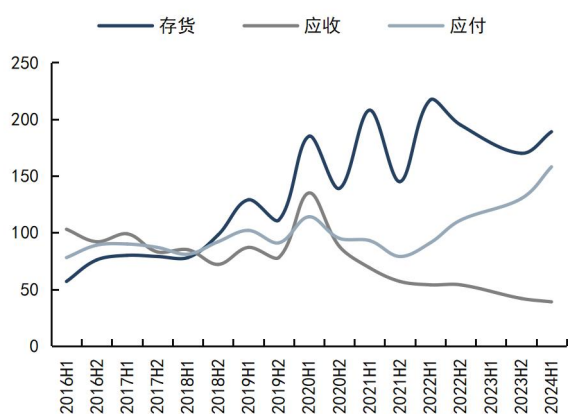
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司费用率水平



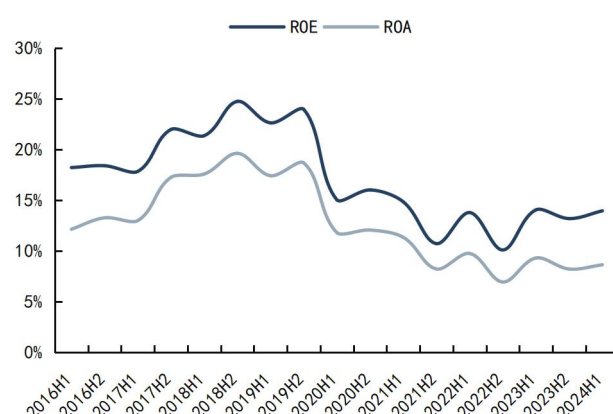
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司营运资金周转天数



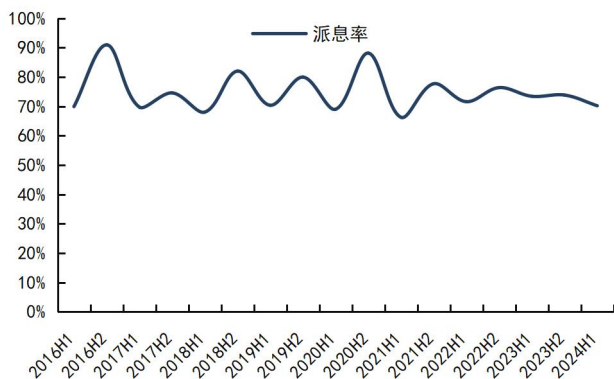
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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：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

2024 上半年消费环境疲软，尤其线下销售受客流下滑影响承压，公司仍实现收入正向增长，利润率主要受渠道改革和产品组合变化影响小幅下滑；渠道转型持续推进，同时库存周转效率提升。虽然管理层下调 2024 年零售目标指引，但预期下半年表现优于上半年。展望中长期，公司渠道转型自营和代销的成效逐步显现，新零售和轻商务业务仍有较大成长空间，未来有望保持稳健增长，同时公司长期保持稳健较高的分红水平。受今年消费力下滑影响，我们小幅下调盈利预测，预计 2024~2026 年净利润分别为 5.7/6.5/7.3 亿元（前值为 5.9/6.8/7.5 亿元），同比增长 7.0%/14.8%/12.6%。基于盈利预测下调，小幅下调目标价至 4.6-5.2 港元（前值为 5.2-5.5 港元），对应 2024 年 9-10xPE，维持“优于大市”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	3897	4280	4678
(+/-%)	-8.7%	14.8%	10.0%	9.8%	9.3%
净利润(百万元)	448	530	567	651	734
(+/-%)	-4.3%	18.4%	7.0%	14.8%	12.6%
每股收益(元)	0.37	0.44	0.47	0.54	0.61
净利率	14.5%	15.0%	14.6%	15.2%	15.7%
净资产收益率(ROE)	11.8%	13.4%	13.8%	15.2%	16.3%
市盈率(PE)	9.9	8.4	7.8	6.8	6.0
EV/EBITDA	9.1	8.7	9.3	8.2	7.5
市净率(PB)	1.17	1.12	1.08	1.03	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

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 人民币	EPS			PE			CAGR 2023-2025	PEG 2024	总市值 (人民币 亿元)	
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E				
1234. HK	中国利郎	优于大市	3.8	0.44	0.47	0.54	8.5	7.9	6.9	10.8%	0.733	45.1	
<b>可比公司</b>													
002832. SZ	比音勒芬	优于大市	20.4	1.60	1.97	2.35	12.8	10.4	8.7	21.2%	0.489	117.9	
002154. SZ	报喜鸟	优于大市	4.0	0.48	0.55	0.63	8.3	7.3	6.3	14.6%	0.499	58.2	
600398. SH	海澜之家	优于大市	6.4	0.67	0.69	0.77	9.5	9.2	8.3	7.2%	1.280	304.0	
<b>平均值</b>							10.2	8.9	7.8			0.8	

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

## 风险提示

品牌形象受损; 渠道改革不及预期; 系统性风险。

## 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	869	1005	1176	营业收入	<b>3086</b>	<b>3544</b>	<b>3897</b>	<b>4280</b>	<b>4678</b>
应收款项	845	735	869	954	1043	营业成本	(1666)	(1837)	(2027)	(2170)	(2328)
存货净额	885	826	981	1047	1123	销售费用	(792)	(957)	(1068)	(1190)	(1320)
其他流动资产	81	40	44	48	52	管理费用	(179)	(177)	(191)	(210)	(229)
<b>流动资产合计</b>	<b>2772</b>	<b>2678</b>	<b>2763</b>	<b>3055</b>	<b>3395</b>	EBITDA	674	800	745	859	961
固定资产	1257	1351	1372	1378	1374	折旧摊销	(229)	(228)	(134)	(149)	(160)
无形资产及其他	135	136	130	125	119	EBIT	446	572	611	710	801
其他长期资产	1314	2339	2339	2339	2339	其他净收入	64	14	50	55	60
非流动资产合计	2706	3825	3841	3842	3832	经营利润	513	586	660	764	861
<b>资产总计</b>	<b>5478</b>	<b>6503</b>	<b>6604</b>	<b>6897</b>	<b>7227</b>	财务费用	28	47	43	43	47
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	1019	1088	1167	税前利润	<b>547</b>	<b>658</b>	<b>704</b>	<b>808</b>	<b>910</b>
其他流动负债	413	379	550	597	648	所得税费用	(99)	(127)	(136)	(156)	(176)
<b>流动负债合计</b>	<b>1439</b>	<b>1623</b>	<b>1569</b>	<b>1685</b>	<b>1815</b>	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	<b>448</b>	<b>530</b>	<b>567</b>	<b>651</b>	<b>734</b>
其他长期负债	69	59	59	59	59						
<b>长期负债合计</b>	<b>256</b>	<b>913</b>	<b>913</b>	<b>913</b>	<b>913</b>	<b>913</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>1695</b>	<b>2535</b>	<b>2482</b>	<b>2597</b>	<b>2728</b>	净利润	<b>448</b>	<b>530</b>	<b>567</b>	<b>651</b>	<b>734</b>
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	4122	4300	4500	折旧摊销	229	228	134	149	160
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5478</b>	<b>6503</b>	<b>6604</b>	<b>6897</b>	<b>7227</b>	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(28)	(47)	(43)	(43)	(47)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营运资本变动	(110)	355	(57)	(40)	(39)
每股收益	0.37	0.44	0.47	0.54	0.61	其它	0	0	0	0	0
每股红利	0.30	0.31	0.34	0.40	0.45	经营活动现金流	<b>567</b>	<b>1113</b>	<b>644</b>	<b>760</b>	<b>855</b>
每股净资产	3.16	3.31	3.44	3.59	3.76	资本开支	0	(318)	(150)	(150)	(150)
ROIC	9%	10%	10%	12%	13%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	12%	13%	14%	15%	16%	投资活动现金流	<b>0</b>	<b>(318)</b>	<b>(150)</b>	<b>(150)</b>	<b>(150)</b>
毛利率	46%	48%	48%	49%	50%	权益性融资	0	0	0	0	0
净利率	14.5%	15.0%	14.6%	15.2%	15.7%	负债净变化	187	666	0	0	0
EBIT Margin	14%	16%	16%	17%	17%	支付股利、利息	(358)	(371)	(413)	(474)	(534)
收入增长	-9%	15%	10%	10%	9%	其它融资现金流	(835)	(1268)	(290)	0	0
净利润增长率	-4%	18%	7%	15%	13%	融资活动现金流	<b>(1178)</b>	<b>(678)</b>	<b>(703)</b>	<b>(474)</b>	<b>(534)</b>
资产负债率	31%	39%	38%	38%	38%	现金净变动	<b>(612)</b>	<b>117</b>	<b>(208)</b>	<b>136</b>	<b>171</b>
息率	8.1%	8.4%	9.3%	10.7%	12.0%	货币资金的期初余额	1572	960	1077	869	1005
P/E	9.9	8.4	7.8	6.8	6.0	货币资金的期末余额	960	1077	869	1005	1176
P/B	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0	企业自由现金流	0	726	419	531	617
EV/EBITDA	9.1	8.7	9.3	8.2	7.5	权益自由现金流	0	125	164	565	655

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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
		弱于大市	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