

2025 年 03 月 18 日

轻商务和电商驱动收入增长，下半年开店加速

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:	5.0/3.71
目标价格:		总市值(亿)	45.86
最新收盘价:	3.83	自由流通市值(亿)	45.86
		自由流通股数(百万)	1,197.48

事件概述

2024 年公司收入/净利润/经营性现金流净额分别为 36.5/4.61/5.27 亿元、同比增长 3.0%/-13.1%/-52.1%，净利下降主要由于毛利率下降及费用率提升。经营性现金流下降主要由于存货增加、应付贸易账款及其他应付款项增加。

公司派发末期股息每股 0.09 港元，特别末期股息每股 0.03 港元，叠加中期股息每股 0.18 港元，全年股息率为 6.96%。

分析判断:

轻商务和电商驱动收入增长，下半年加速开店，全年净开店 78 家。（1）分季度看，2024Q3 LILANZ 产品零售额同比高单位数下跌，Q4 同比中单位数增长。（2）分品牌看，主品牌/轻商务系列收入分别为 27.56/8.94 亿元，同比增长-3.0%/27.2%，轻商务目前占比提升至 24.5%，主系列收入下降主要由于年内收回东北三省和江苏省分销商的分销权，转以 DTC 模式经营，导致分销业务销售出现下降，此外，公司需向四省原分销商支付补偿金，并直接从销售收入扣减。（3）分渠道看，线上新零售增长 24%，线下近些年公司在进行代销转直营等一系列动作。2024 年公司共 2773 家店，同比增加 2.9%（主品牌/轻商务系列分别为 2451/322 家、同比增加 2.5%/6.6%，直营店/代销店/分销店分别为 382/994/1397 家，购物中心及奥特莱斯店/百货店中店/街边店为 1036/307/1430 家），全年净开 78 家，其中主品牌/轻商务全年净增 58/20 家，下半年净开 39/25 家；直营店/代销店/分销店分别增加 85/58/-65 家，下半年净开 75/35/-46；购物中心及奥莱店净增 80 家、占比达到 37%；总店铺面积约 46.02 万平方米、同比增长 7.1%。主品牌/轻商务店效分别为 112.46/277.52 万元，同比增长-5.3%/19.3%，我们分析主系列店效下降主要由于新开门店仍处于爬坡期；总平效为 0.79 万元/平/年，同比下降 3.9%。（4）分地区看，**华北、西南地区增长较高**：华北/东北/华东/中南/西南/西北地区收入分别增长 14.9%/-31.5%/2.7%/2.4%/-0.2%/9.0%，华北、西南地区因门店数量增加及奥特莱斯店销售较好带动业绩增速较高，华东地区因收回江苏分销商的分销权产生的一次性收入扣减影响增速，剔除该影响后华东地区销售仍保持理想增长，东北地区销售额下滑主要因为收回分销商分销权的一次性补偿金影响，西南地区销售额增速较低主要因为重庆地区更换分销商带来的短暂影响。（5）分品类看，上衣/裤类/配件销售额同比增长 7.4%/10.5%/-6.0%，占比 65.5%/21.8%/6.6%，其中上衣类同比增长主要受益于羽绒服品类销售增长。

终止与分销商合作导致毛利率下降，OPM 降幅高于毛利率主要由于费用率提升，净利率降幅高于 OPM 主要由于所得税占比提升。2024 年毛利率为 47.7%、同比降低 0.5PCT，OPM 为 15.1%、同比下降 2.1PCT，归母净利润率为 12.6%，同比下降 2.4PCT。OPM 降幅高于毛利率主要由于费用率提升，净利率降幅高于 OPM 主要由于所得税占比提升。2024 年其他收入/收入占比提升 0.5PCT，销售及分销费用率/行政费用率/其他经营费用率分别为 29.0%/5.2%/0.3%，同比提升 2.0/0.2/-0.1PCT，其中销售及分销费用提升主要由于广告推广费及直营店费用增加所致，其中广告开支及装修费用为 2.13 亿元，占总收入 13.3%，同比下降 0.3PCT，直营店费用为 1.58 亿元，占总收入 8.7%，同比提升 1PCT。其他经营开支提升主要由于慈善捐款增加。利息收入/汇兑亏损占比同比提升 0.2/0.2PCT，所得税/收入占比提升 0.5PCT。

库存周转天数减少，存货拨备 0.42 亿元。2024 全年公司存货为 10.86 亿元、同比提升 31.6%，存货周转天数为 183 天，同比增加 13 天，存货增加主要由于直营及代销占比提升。报告期内按公司存货拨备政策做出拨备 0.49 亿元，拨备金额同比下降 26.3%。应收账款为 8.28 亿元、同比提升 12.9%，应收账款周转天数为 36 天、同

比减少 6 天，主要由于年内销售额占零售额比重上升。公司应付账款为 11.47 亿元、同比提升 13.8%，应付账款周转天数为 157 天、同比增加 27 天，主要由于将于稍后阶段偿还的贸易票据用量增加及原材料采购量增加。

投资建议

我们分析，（1）短期来看，公司持续推进代销转直营，2024 所开新店以购物商场店及奥特莱斯店为主，此外公司持续推进第七代装修工程，持续新开门店；公司推行全新的新零售战略，将电商平台从库存清理渠道转型为助攻新品的零售渠道，加强各大电商平台布局，并全面升级零售管理系统，实现线上线下无缝对接，新零售业务 2025 年有望持续为公司贡献高速增长。（2）中期来看，公司轻商务系列、电商渠道、出海仍具成长性。公司筹划在马来西亚开第一家店。（3）长期来看，看好公司拟成立合资公司万星威（中国）进入高尔夫服饰赛道带来的第二增长曲线，高尔夫赛道虽目前容量尚小，但具备运动户外属性，有利于为公司吸引增量客群。下调 25-26 年收入预测 42.8/48.4 亿元至 40.98/46.03 亿元，新增 2027 年收入预测 51.64 亿元，下调 25-26 年归母净利 6.0/6.7 亿元至 5.05/5.53 亿元，新增 27 年归母净利预测 6.14 亿元，对应下调 25-26 年 EPS 0.50/0.56 元至 0.42/0.46 元，新增 2027 年 EPS 预测 0.51 元，2025 年 3 月 18 日收盘价 3.83 港元对应 25/26/27 年 PE 为 8.4/7.6/6.9X（1 港元=0.93 元人民币），维持“买入”评级。

风险提示

终端库存高企风险；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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3543.80	3649.98	4097.63	4602.82	5164.34
YoY (%)	14.83%	3.00%	12.26%	12.33%	12.20%
归母净利润(百万元)	530.43	461.12	504.98	553.32	613.89
YoY (%)	18.38%	-13.07%	9.51%	9.57%	10.95%
毛利率 (%)	48.16%	47.65%	47.80%	47.85%	47.90%
每股收益 (元)	0.44	0.39	0.42	0.46	0.51
ROE	13.37%	11.29%	11.22%	11.01%	10.95%
市盈率	9.55	10.02	8.36	7.63	6.87

资料来源：公司公告，华西证券研究所。注：1 港元=0.93 元人民币

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

分析师：李佳妮

邮箱：lijn@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524120003

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3649.98	4097.63	4602.82	5164.34	净利润	460.80	504.98	553.32	613.89
YoY (%)	2.81%	12.26%	12.33%	12.20%	折旧和摊销	254.03	220.44	218.22	217.02
营业成本	1910.69	2111.92	2400.37	2690.62	营运资金变动	-182.51	-940.25	-296.99	-330.85
营业税金及附加					经营活动现金流	527.31	-264.56	474.55	500.06
销售费用	1058.93	1180.12	1259.33	1430.52	资本开支	-123.46	-203.40	-206.73	-210.40
管理费用	188.20	204.88	230.14	258.22	投资	-207.20	140.54	1.71	1.71
财务费用	-52.86	-6.32	-17.91	-25.92	投资活动现金流	-306.29	-2.86	-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	42.05	-513.78	0.00	0.00
营业利润	482.47	600.71	712.98	784.98	筹资活动现金流	-471.60	-553.60	-30.60	-31.66
营业外收支	73.35	60.00	0.00	0.00	现金净流量	-250.25	-821.01	238.93	259.72
利润总额	608.68	667.03	730.89	810.90	主要财务指标				
所得税	147.88	162.06	177.57	197.01	成长能力 (%)				
净利润	460.80	504.98	553.32	613.89	营业收入增长率	3.00%	12.26%	12.33%	12.20%
归属于母公司净利润	461.12	504.98	553.32	613.89	净利润增长率	-13.07%	9.51%	9.57%	10.95%
YoY (%)	-13.07%	9.51%	9.57%	10.95%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.39	0.42	0.46	0.51	毛利率	47.65%	47.80%	47.85%	47.90%
资产负债表 (百万元)					净利率	12.63%	12.32%	12.02%	11.89%
货币资金	826.98	5.97	244.89	504.61	总资产收益率 ROA	6.73%	7.23%	7.15%	7.18%
预付款项					净资产收益率 ROE	11.45%	11.22%	11.01%	10.95%
存货	1086.92	959.96	1091.08	1223.01	偿债能力 (%)				
其他流动资产	1091.40	1225.25	1376.31	1544.21	流动比率	1.87	2.42	2.53	2.64
流动资产合计	3838.12	4130.00	4890.14	5715.38	速动比率	0.81	1.14	1.25	1.36
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	现金比率	0.40	0.00	0.13	0.23
固定资产	1163.42	1146.24	1131.64	1119.23	资产负债率	40.83%	35.16%	34.67%	34.10%
无形资产	149.20	149.34	152.45	158.23	经营效率 (%)				
非流动资产合计	3015.50	2857.92	2844.72	2836.38	总资产周转率	0.53	0.59	0.60	0.60
资产合计	6853.62	6987.92	7734.85	8551.76	每股指标 (元)				
短期借款	513.78	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.39	0.42	0.46	0.51
应付账款及票据	914.90	1011.25	1149.37	1288.35	每股净资产	3.39	3.78	4.22	4.71
其他流动负债	355.58	399.19	448.41	503.11	每股经营现金流	0.44	-0.22	0.40	0.42
流动负债合计	2050.71	1709.58	1933.79	2168.47	每股股利	0.00	0.28	0.29	0.30
长期借款	671.49	671.49	671.49	671.49	估值分析				
其他长期负债	76.22	76.22	76.22	76.22	PE	10.02	8.36	7.63	6.87
非流动负债合计	747.71	747.71	747.71	747.71	PB	1.14	0.93	0.83	0.75
负债合计	2798.42	2457.28	2681.50	2916.18					
股本	105.52	105.52	105.52	105.52					
少数股东权益	29.48	29.48	29.48	29.48					
股东权益合计	4055.21	4530.64	5053.35	5635.58					
负债和股东权益合计	6853.62	6987.92	7734.85	8551.76					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

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。