

中国利郎 (01234. HK)

DTC 转型拖累业绩，新零售渠道表现亮眼

优于大市

核心观点

2024 年收入增长 3%，净利率承压，高分红策略延续。公司主营商务男装品牌销售，2024 年收入同比增长 3.0%至 36.5 亿元，净利润同比下滑 13.1%至 4.6 亿元。毛利率同比下降 0.5 个百分点至 47.7%，主要因收回分销权向分销商支付一次性补偿金及存货拨备回拨减少。销售及管理费用率增加 2.3 个百分点；净利率下降 2.4 个百分点至 12.6%。存货周转天数受直营占比提升及暖冬影响增至 183 天，应收账款周转天数优化至 36 天。高分红策略延续，全年派息比率达 73.1%，上市累计派息达 73 亿港元。

2024 年下半年公司收入 20.5 亿元，同比基本持平；毛利率同比提升 0.3 个百分点至 45.8%，归母净利润同比下降 30.4%至 1.81 亿元。

DTC 转型短期压制业绩，新零售表现亮眼。1) 分品牌看，主系列收入下降 3.0%，主要因收回东北和江苏地区分销权并转为 DTC 模式，影响分销收入，同时向分销商支付一次性补偿金冲减收入；轻商务系列延续高增长态势，收入同比增长 27.2%，主要得益于奥莱渠道扩张及抖音直播带货成效显著；2) 分渠道看，线上新零售（包含传统货架电商、直播带货、微商城）获得 24%的快速增长，体现公司加强在抖音及其他电商平台发展力度，新增包括拼多多、得物等新平台布局；线下方面公司积极推动 DTC 转型，截至 2024 年底共有 2773 家零售门店，其中直营店/代销店/分销店分别同比+85/+58/-65 至 382/994/1397 家；主系列和轻商务分别同比+58/20 家至 2451/322 家。

2025 年经营目标：总销售增长不少于 10%。管理层在公开电话会议中表示，2025 年目标总销售增长不少于 10%，新零售业务实现 15%以上的增长，新货品销售占电商销售总金额的比重提高至 80%；线下计划净增加 100 家门店，并拓展东南亚市场，预计上半年在马来西亚开设首家门店。万星威预期今年上半年启动线上销售，下半年开设首家实体门店。

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，渠道改革效益有望逐步显现。基于 2024 年受 DTC 转型影响盈利情况不及预期以及未来盈利水平预计持续受渠道改革影响，下调 2025-2026 年盈利预测，预计 2025~2027 年净利润分别为 5.0/5.4/5.7 亿元(前值为 6.5/7.3 亿元)，同比增长 9.0%/7.4%/6.5%。基于盈利预测下调，小幅下调目标价至 4.1-4.5 港元（前值为 4.6-5.2 港元），对应 2025 年 9-10xPE，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3544	3650	4020	4334	4615
(+/-%)	14.8%	3.0%	10.1%	7.8%	6.5%
净利润(百万元)	530	461	502	540	575
(+/-%)	18.4%	-13.1%	9.0%	7.4%	6.5%
每股收益(元)	0.44	0.39	0.42	0.45	0.48
净利率	15.0%	12.6%	12.5%	12.5%	12.4%
净资产收益率(ROE)	13.4%	11.5%	12.1%	12.5%	12.9%
市盈率(PE)	7.9	9.1	8.4	7.8	7.3
EV/EBITDA	11.8	14.2	9.9	9.4	8.9
市净率(PB)	1.06	1.04	1.01	0.97	0.94

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：刘佳琪

010-88005446

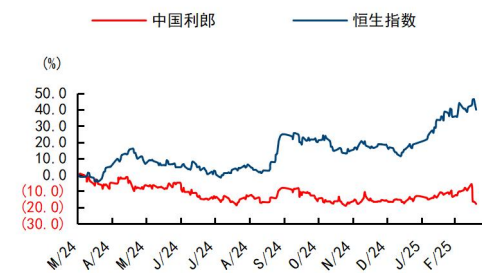
liujiaqi@guosen.com.cn

S0980523070003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	4.10 - 4.50 港元
收盘价	3.76 港元
总市值/流通市值	4503/4503 百万港元
52 周最高价/最低价	4.81/3.71 港元
近 3 个月日均成交额	2.61 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

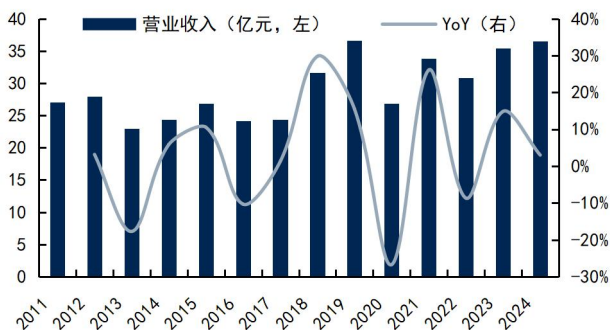
相关研究报告

《中国利郎 (01234. HK) - 上半年收入增长 7%，收购万星威布局运动赛道》——2024-08-15

《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

图1: 公司营业收入及增速



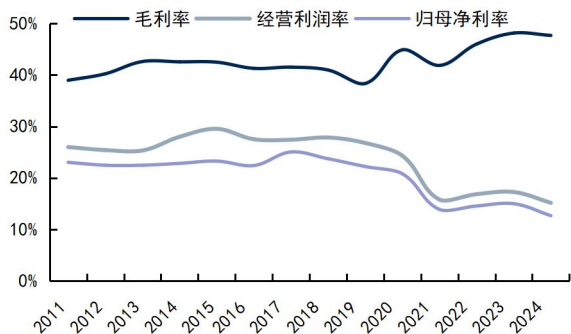
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司净利润及增速



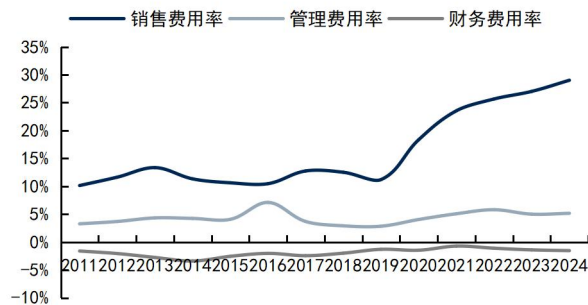
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司利润率水平



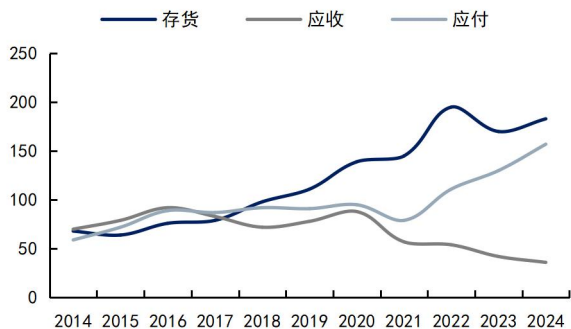
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司费用率水平



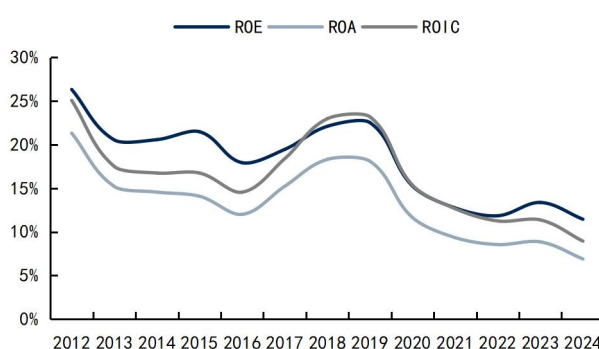
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司营运资金周转天数



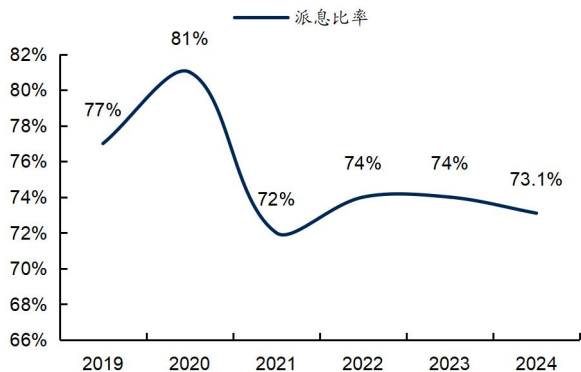
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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



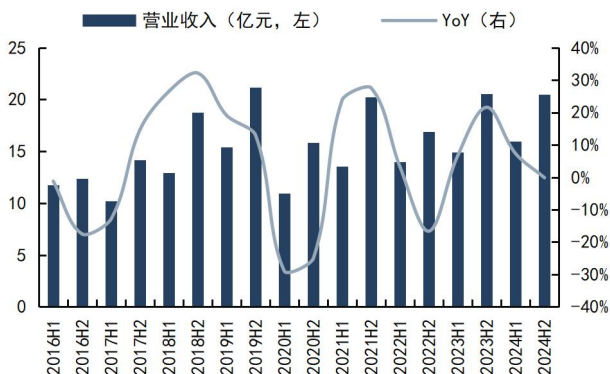
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：公司经营活动现金流净额及净现比



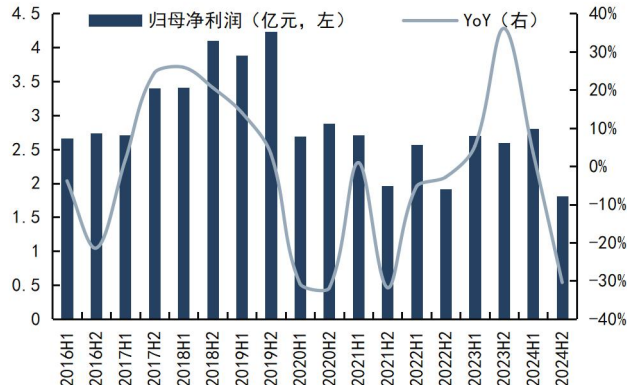
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司半年度营业收入及增速



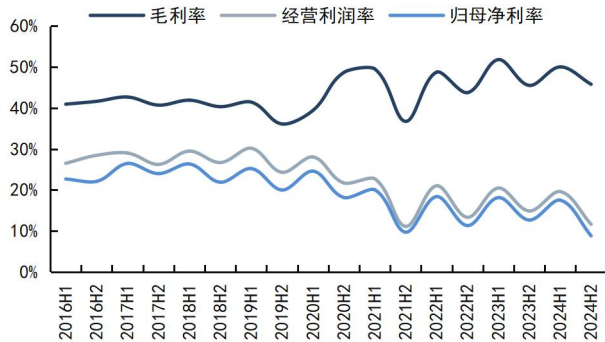
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11：公司半年度净利润及增速



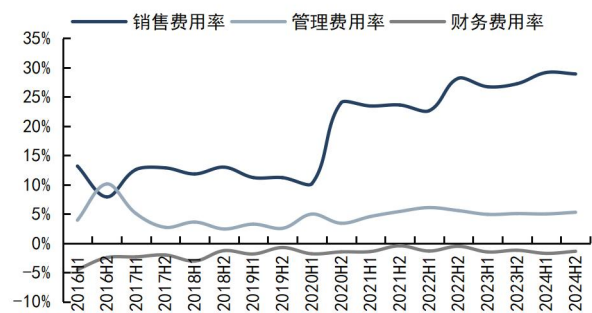
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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，渠道改革效益有望逐步显现

2024 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影响下滑；渠道转型持续推进，高分红政策延续。2025 年管理层给出总销售不少于 10% 的增长目标，在当前消费环境下是较为领先的增速。展望中长期，公司渠道转型自营和代销的成效将逐步显现，新零售仍有较大成长空间，同时公司长期保持稳健较高的分红水平。

基于 2024 年受 DTC 转型影响盈利情况不及预期以及未来盈利水平预计持续受渠道改革影响，我们下调 2025-2026 年盈利预测，预计 2025~2027 年净利润分别为 5.0/5.4/5.7 亿元（前值为 6.5/7.3 亿元），同比增长 9.0%/7.4%/6.5%。基于盈利预测下调，小幅下调目标价至 4.1-4.5 港元（前值为 4.6-5.2 港元），对应 2025 年 9-10xPE，维持“优于大市”评级。

表1: 盈利预测与市场重要数据

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3544	3650	4020	4334	4615
(+/-%)	14.8%	3.0%	10.1%	7.8%	6.5%
净利润(百万元)	530	461	502	540	575
(+/-%)	18.4%	-13.1%	9.0%	7.4%	6.5%
每股收益(元)	0.44	0.39	0.42	0.45	0.48
净利率	15.0%	12.6%	12.5%	12.5%	12.4%
净资产收益率(ROE)	13.4%	11.5%	12.1%	12.5%	12.9%
市盈率(PE)	7.9	9.1	8.4	7.8	7.3
EV/EBITDA	11.8	14.2	9.9	9.4	8.9
市净率(PB)	1.06	1.04	1.01	0.97	0.94

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	公司	投资	收盘价	EPS				PE			CAGR	PEG	总市值
代码	名称	评级	人民币	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2024-2025	2024-2025	2025	(人民币 亿元)
1234. HK	中国利郎	优于大市	3.5	0.44	0.39	0.42	7.9	9.1	8.4	9.0%		0.93	41.6
可比公司													
002832. SZ	比音勒芬	优于大市	18.7	1.60	1.62	1.80	11.7	11.5	10.4	11.1%		0.93	106.6
002154. SZ	报喜鸟	优于大市	4.3	0.48	0.39	0.43	8.9	11.0	10.0	10.3%		0.97	62.5
600398. SH	海澜之家	优于大市	8.1	0.67	0.49	0.55	12.0	16.4	14.7	12.2%		1.20	387.1
平均值							10.9	13.0	11.7			1.0	

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

注: 2024 年中国利郎为实际值, 其他均为预测值

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)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1077	827	800	840	882	营业收入	3544	3650	4020	4334	4615
应收款项	735	833	863	931	991	营业成本	(1837)	(1911)	(2085)	(2233)	(2372)
存货净额	826	1087	956	1023	1086	销售费用	(957)	(1059)	(1166)	(1274)	(1357)
其他流动资产	40	1091	1202	1296	1380	管理费用	(177)	(188)	(207)	(223)	(238)
流动资产合计	2678	3838	3821	4089	4339	EBITDA	572	492	690	741	797
固定资产	1238	1320	1349	1367	1375	折旧摊销	(3)	0	(127)	(138)	(148)
无形资产及其他	136	149	143	137	131	EBIT	569	492	562	603	648
其他长期资产	2451	1546	1546	1546	1546	其他净收入	51	70	66	71	76
非流动资产合计	3825	3016	3038	3050	3052	经营利润	623	562	629	675	724
资产总计	6503	6854	6859	7140	7391	财务费用	47	56	32	34	29
短期借款及交易性金融负债	290	514	381	403	396	营业外净收支	0	0	0	1	2
应付款项	954	1181	1097	1174	1246	税前利润	658	609	661	709	755
其他流动负债	379	356	441	476	506	所得税费用	(127)	(148)	(159)	(170)	(181)
流动负债合计	1623	2051	1919	2053	2147	少数股东损益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
长期借款及应付债券	853	671	671	671	671	归属于母公司净利润	530	461	502	540	575
其他长期负债	59	76	76	76	76						
长期负债合计	913	748	748	748	748	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	2535	2798	2667	2801	2895	净利润	530	461	502	540	575
少数股东权益	0	29	29	29	29	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	3967	4026	4163	4310	4466	折旧摊销	3	0	127	138	148
负债和股东权益总计	6503	6854	6859	7140	7391	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(47)	(56)	(32)	(34)	(29)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	355	(1207)	(9)	(117)	(105)
每股收益	0.44	0.39	0.42	0.45	0.48	其它	0	(0)	(0)	(0)	(0)
每股红利	0.35	0.27	0.31	0.33	0.35	经营活动现金流	888	(746)	621	561	617
每股净资产	3.31	3.36	3.48	3.60	3.73	资本开支	0	(82)	(150)	(150)	(150)
ROIC	10%	7%	8%	9%	9%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	13%	11%	12%	13%	13%	投资活动现金流	0	(82)	(150)	(150)	(150)
毛利率	48%	48%	48%	48%	49%	权益性融资	0	0	0	0	0
净利率	15.0%	12.6%	12.5%	12.5%	12.4%	负债净变化	666	(182)	0	0	0
EBIT Margin	16%	13%	14%	14%	14%	支付股利、利息	(424)	(323)	(365)	(393)	(418)
收入增长	15%	3%	10%	8%	6%	其它融资现金流	(1255)	1587	(132)	22	(7)
净利润增长率	18%	-13%	9%	7%	6%	融资活动现金流	(771)	578	(498)	(371)	(425)
资产负债率	39%	41%	39%	40%	40%	现金净变动	117	(250)	(27)	40	42
息率	10.1%	7.7%	8.7%	9.4%	10.0%	货币资金的期初余额	960	1077	827	800	840
P/E	7.9	9.1	8.4	7.8	7.3	货币资金的期末余额	1077	827	800	840	882
P/B	1.1	1.0	1.0	1.0	0.9	企业自由现金流	0	(916)	396	330	386
EV/EBITDA	11.8	14.2	9.9	9.4	8.9	权益自由现金流	0	489	288	377	401

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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