

2025 年 08 月 13 日

主品牌受到转 DTC 模式一次性补偿影响，高股息持续

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:	4.6/3.47
目标价格:		总市值(亿)	44.43
最新收盘价:	3.71	自由流通市值(亿)	44.43
		自由流通股数(百万)	1,197.48

事件概述

25H1 公司收入/净利润/经营性现金流净额分别为 17.3/2.4/1.18 亿元、同比增长 7.9%/-13.4%/-46.61%，经营性现金流下降主要由于存货增加、应收款项增加，净利润下降主要由于费用率提升及其他收入下降，即受 DTC 转型补偿费用影响。

公司派发中期股息每股 0.11 港元，特别中期股息每股 0.05 港元，全年股息率为 8.2%。

分析判断:

轻商务和线上新零售驱动收入增长。（1）分季度看，2025Q1 LILANZ 产品零售额同比高单位数增长，Q2 同比中单位数增长。（2）分品牌看，25H1 主品牌/轻商务系列收入分别为 11.9/5.37 亿元，同比增长-0.2%/31.8%，轻商务目前占比提升至 31%，主系列收入下降主要由于收回山东省和重庆市分销商的经营权，导致分销业务销售出现下降，此外，公司需向原分销商回购库存并支付补偿金，该费用直接从销售收入扣减。

（3）分渠道看，线上新零售增长 24.6%，线下近些年公司在进行代销转直营等一系列动作。2025H1 公司共 2774 家店，同比增加 2.4%（主品牌/轻商务系列分别为 2443/331 家、同比增加 1.3%/11.4%，直营店/代销店/分销店分别为 407/1102/1265 家，购物中心及奥特莱斯店/百货店中店/街边店为 1078/361/1335 家），同比净开 65 家，其中主品牌/轻商务同比净增 31/34 家；直营店/代销店/分销店分别增加 100/143/-178 家；购物中心及奥莱店净增 112 家、占比达到 38.87%；总店铺面积约为 46.87 万平方米、同比增长 5.93%。主品牌/轻商务店效分别为 48.74/162.11 万元，同比增长-1.5%/18.3%；总平效为 0.37 万元/平/年，同比下降 1.9%。（4）分地区看，东北地区增长最高：华北/东北/华东/中南/西南/西北地区收入分别增长 1.4%/361.3%/6.9%/6.6%/-11.4%/7.2%，东北地区因去年同期转换为 DCT 模式导致一次性收入扣减，基数较低，且上半年 DCT 模式效益显著。西南地区收入下降主要因公司终止与重庆分销商合作，产生一次性支出。（5）分品类看，上衣/裤类销售额同比增长 11.8%/6.9%，占比 61.7%/24.7%。

毛利率提升但净利率下降主要由于销售及行政费用率提升、其他收入下降。2025H1 毛利率为 50.2%、同比提升 0.2PCT，OPM 为 15.1%、同比下降 4.5PCT，归母净利润率为 14.0%，同比下降 3.5PCT。毛利率提升但 OPM 下降主要由于销售费用率提升 2.5PCT、其他收入占比下降 1.2PCT、行政费用率提升 1.5PCT，净利率降幅低于 OPM 主要由于所得税占比下降 0.8PCT。

库存周转天数增加。2025H1 公司存货为 10.84 亿元、同比提升 30.5%，存货周转天数为 231 天，同比增加 42 天，存货增加主要由于直营占比提升。应收账款为 8.22 亿元、同比提升 5.8%，应收账款周转天数为 37 天、同比减少 2 天。公司应付账款为 9.60 亿元、同比提升 8.6%，应付账款周转天数为 179 天、同比增加 17 天。

投资建议

我们分析，（1）短期来看，公司持续推进代转直营，且持续推进第七代装修工程，虽然上半年净开店仅一家，但我们分析下半年为公司开店旺季，全年有望新开 50-100 家门店。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，新零售业务今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，第一家海外店 5 月在马来西亚已开出。（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, 今年上半年已开始在线上销售。下调 25-26 年收入预测 40.98/46.03/51.64 亿元至 40.16/44.39/49.03 亿元, 下调 25-27 年归母净利 5.05/5.53/6.14 亿元至 4.78/5.21/5.69 亿元, 对应下调 25-27 年 EPS 0.42/0.46/0.51 元至 0.40/0.44/0.48 元, 2025 年 8 月 12 日收盘价 3.71 港元对应 25/26/27 年 PE 为 8.6/7.8/7.2X (1 港元=0.91 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	4016.34	4439.21	4902.54
YoY (%)	14.83%	3.00%	10.04%	10.53%	10.44%
归母净利润(百万元)	530.43	461.12	477.71	521.18	568.82
YoY (%)	18.38%	-13.07%	3.60%	9.10%	9.14%
毛利率 (%)	48.16%	47.65%	47.80%	47.85%	47.90%
每股收益 (元)	0.44	0.39	0.40	0.44	0.48
ROE	13.37%	11.29%	10.68%	10.50%	10.34%
市盈率	9.55	10.02	8.56	7.84	7.19

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所。注: 1 港元=0.91 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	4016.34	4439.21	4902.54	净利润	460.80	477.71	521.18	568.82
YoY (%)	2.81%	10.04%	10.53%	10.44%	折旧和摊销	254.03	220.44	218.22	217.02
营业成本	1910.69	2070.02	2315.05	2554.22	营运资金变动	-182.51	-892.35	-248.51	-273.00
营业税金及附加					经营活动现金流	527.31	-243.93	490.89	512.84
销售费用	1058.93	1180.80	1231.88	1378.10	资本开支	-123.46	-203.40	-206.73	-210.40
管理费用	188.20	200.82	221.96	245.13	投资	-207.20	140.54	1.71	1.71
财务费用	-52.86	-6.32	-18.11	-26.28	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	564.70	670.32	725.09	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	-800.38	255.27	272.50
利润总额	608.68	631.02	688.43	751.36	主要财务指标				
所得税	147.88	153.31	167.26	182.55	成长能力 (%)				
净利润	460.80	477.71	521.18	568.82	营业收入增长率	3.00%	10.04%	10.53%	10.44%
归属于母公司净利润	461.12	477.71	521.18	568.82	净利润增长率	-13.07%	3.60%	9.10%	9.14%
YoY (%)	-13.07%	3.60%	9.10%	9.14%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.39	0.40	0.44	0.48	毛利率	47.65%	47.80%	47.85%	47.90%
资产负债表 (百万元)					净利率	12.63%	11.89%	11.74%	11.60%
货币资金	826.98	26.60	281.87	554.36	总资产收益率 ROA	6.73%	6.90%	6.85%	6.82%
预付款项					净资产收益率 ROE	11.45%	10.68%	10.50%	10.34%
存货	1086.92	940.92	1052.29	1161.01	偿债能力 (%)				
其他流动资产	1091.40	1200.94	1327.39	1465.93	流动比率	1.87	2.43	2.55	2.67
流动资产合计	3838.12	4068.82	4761.99	5500.98	速动比率	0.81	1.15	1.28	1.40
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	现金比率	0.40	0.02	0.15	0.27
固定资产	1163.42	1146.24	1131.64	1119.23	资产负债率	40.83%	34.99%	34.35%	33.66%
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	0.58	0.58	0.59
资产合计	6853.62	6926.74	7606.71	8337.36	每股指标 (元)				
短期借款	513.78	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.39	0.40	0.44	0.48
应付账款及票据	914.90	991.19	1108.52	1223.04	每股净资产	3.39	3.76	4.17	4.62
其他流动负债	355.58	391.27	432.47	477.61	每股经营现金流	0.44	-0.20	0.41	0.43
流动负债合计	2050.71	1675.66	1865.05	2058.54	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	8.56	7.84	7.19
非流动负债合计	747.71	747.71	747.71	747.71	PB	1.14	0.91	0.82	0.74
负债合计	2798.42	2423.37	2612.76	2806.25					
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	4503.37	4993.95	5531.11					
负债和股东权益合计	6853.62	6926.74	7606.71	8337.36					

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跨部门、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。