

中国利郎(01234)

报告日期: 2024 年 04 月 16 日

商务休闲男装领军品牌，低估值高分红成长值得期待

——中国利郎深度报告

投资要点

- 2023 年公司发布全新品牌定位“简约男装”，旗下主系列彰显简约男装品牌根基，轻商务系列快速增长助力品牌年轻化，2020 年以来主系列转代销+轻商务转自营渠道改革成效逐渐释放，成长性值得期待，近年来分红率稳定在 75%左右，是高分红低估值兼具成长性标的。
- 品牌：**主系列和轻商务差异化定位覆盖主流人群，品牌年轻化成效显著
品牌全面升级全新定位“简约男装”，主系列目标客群为三四线城市 25 至 45 岁的消费者，通过极致单品策略进一步构筑简约品牌消费认知基本盘。轻商务系列针对一、二线市场、年龄 20 至 30 岁的都市青年，通过携手知名 IP 打造联名产品+高流量代言人+安河桥走秀+赞助大学生艺术节学院奖推动品牌年轻化。2023 年主系列/轻商务分别实现收入 28.4/7.0 亿元，同比+10.7%/+35.2%，门店数量分别为 2393/302 家，轻商务收入高速增长彰显品牌年轻化成效。
- 渠道：**蛰伏期主系列经销转代销+轻商务&电商转直营，渠道改革逐渐跑通
21 年 40%主系列门店由经销转为代销，增强对终端零售把控力，23 年底 936 家代销门店，占主系列总门店数 39%。23H1 主系列完成 156 家第七代店铺的装修，24 年公司预计将继续完成 400 家，门店升级有望进一步提升单店模型。
20 年轻商务系列全面转自营，23 年底轻商务拥有 296 家自营店（同比+45 家）和 6 家分销店（同比-2 家），同时 23Q3 推出 LESS IS MORE 新一代旗舰店，23 年单店销售额、平均单价等均显著提升。
21 年网店转自营，积极发展微商城业务，自营网店及微商城线上下单线下提货模式优势明显，提升线上新品占比，23 年线上销售收入同比+17.6%。
渠道拓新助力品牌年轻化及库存管理，购物中心店和奥莱店占比逐年上升。23 年底公司购物中心及奥莱门店净增加 66 家达 956 家，占门店总数目 35.5%（同比+1.8pct）。23 年存货周转天数下降 24 天至 168 天，标志 2020 年以来“经销+代销+自营”渠道改革跑通。
- 产品：**极致大单品策略奏效，强大研发能力为产品背书
2022 年主系列开始打造利郎极致单品，持续加大对利郎原创极致单品“耐洗衬衫”、“耐洗 POLO 衫”、“拒水羽绒”等研发投入及市场推广，抢占消费者心智，耐洗衬衫与拒水羽绒获世界记录认证。23 年公司自主研发面料获得 19 项专利，23 年销售产品中原创比例约 75%，采用公司开发独家面料产品约 50%，强大研发能力为产品力保驾护航。
- 财务分析：**盈利能力稳中有升，库存周转显著改善
品牌升级叠加渠道改革助推收入复苏、利润率稳中有升，23 年公司实现营业收入 35.50 亿元（同比+14.6%），归母净利率 14.9%（同比+4pct）。运营端来看，“经销+代销+自营”渠道模式改革跑通，23 年库存周转天数/应收账款周转天数分别下降 24/12 天至 168/47 天，运营效率显著提升。
- 盈利预测与估值：**高分红低估值稳增长优质标的
公司作为商务休闲男装领军品牌，蛰伏期渠道改革逐渐跑通，品牌全新升级，轻商务系列助力年轻化卓有成效，预计公司 24-26 年实现营业收入 39.6/43.9/48.4 亿元，同比+12%/11%/10%，实现归母净利润 6.0/6.7/7.4 亿元，同比+14%/11%/10%，对应 PE 9X/8X/7X，上市以来分红率稳定在 75%左右，预计对应 24 年股息率 8.8%，高分红低估值兼具成长性标的，维持“买入”评级。
- 风险提示：**终端消费力下降；男装行业竞争加剧；门店拓展不及预期；

投资评级：买入(维持)

分析师：马莉
执业证书号：S1230520070002
mali@stocke.com.cn

分析师：詹陆雨
执业证书号：S1230520070005
zhanluyu@stocke.com.cn

分析师：李陈佳
执业证书号：S1230524010003
lichenjia@stocke.com.cn

研究助理：周敏
zhoumin@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$4.72
总市值(百万港元)	5,652.13
总股本(百万股)	1,197.48

股票走势图



相关报告

- 《Q4 流水恢复双位数增长，电商高增线下稳健》2021.01.07
- 《三季度终端零售强势回正，低估值高分红属性凸显》2020.10.13
- 《中国利郎：与经销商共克时艰，高分红继续保持》2020.08.19

财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,543.8	3,961.2	4,388.3	4,836.2
(+/-) (%)	14.83%	11.78%	10.78%	10.21%
归母净利润	530.4	604.0	670.9	740.6
(+/-) (%)	18.38%	13.88%	11.07%	10.39%
每股收益(元)	0.44	0.50	0.56	0.62
P/E	9.8	8.6	7.7	7.0

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 公司简介：商务休闲男装领军品牌，全新品牌定位改革进行时	5
1.1 37 年峥嵘岁月历经五大发展阶段	5
1.2 家族集中控股，股权结构集中	9
1.3 男装竞争格局优化趋势显著，头部休闲男装品牌市占率稳中有升	10
2 品牌全新升级“简约男装”，主系列极致大单品，轻商务品牌年轻化卓有成效	12
2.1 品牌全新定位简约男装，双品牌差异化渠道布局	12
2.1.1 主系列：原创极致单品占领消费者心智，经销转代销推动店效显著提升	12
2.1.2 轻商务系列：品牌年轻化卓有成效，发展空间可期	15
2.2 新零售：网店转自营+专供爆品频出推动线上高增	18
2.3 供应链：强大研发能力为产品力提供坚实保障	18
3 财务对比：收入稳健成长，经营质量显著提升	20
3.1 收入端：品牌升级+渠道改革推动收入增长	20
3.2 利润端：毛利率提升趋势明显，净利率稳定性高	21
3.3 运营端：存货周转显著快于同行	21
4 盈利预测及投资建议	22
4.1 盈利预测	22
4.2 估值及投资建议：低估值高分红兼具成长性	23
5 风险提示	24

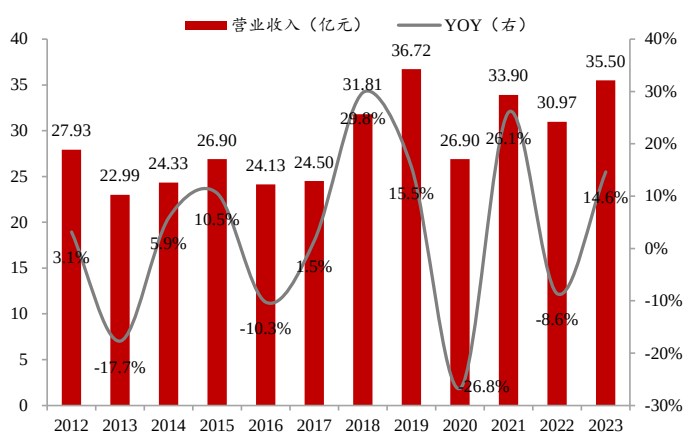
图表目录

图 3: 公司 2010-2016 年发展历程与大事记.....	6
图 4: 2012 年后多数男装品牌渠道数量均经历收缩阶段 (单位: 家)	7
图 5: 公司 2017-2019 年发展历程与大事记.....	7
图 6: 2018 年来公司轻商务门店数量显著增加 (单位: 家)	8
图 7: 公司 2020-2022 年发展历程与大事记.....	8
图 8: 公司 2023 年至今发展历程与大事记	9
图 9: 公司股权结构图 (截止 2023 年报)	9
图 10: 2023-2027E 中国休闲/商务旅游规模 CAGR 为 18%/25%.....	11
图 11: 中国中端男装品牌占比稳中有升	11
图 12: 品牌经历 3 次全面升级, 2023 年 LOGO 革新至第 8 代, 全新定位“简约男装”.....	12
图 13: 2023 年主品牌收入同比+11%.....	13
图 14: 2023 年底主系列 LILANZ 品牌门店数量达 2393 家	13
图 15: 2023 年 4 月利郎推出极致单品耐洗 POLO 衫, 与知名演员段奕宏、林峰、彭冠英、秦昊互动造势	13
图 16: 利郎极致单品拒水羽绒迭代 2.0, 获双项世界记录认证, 彰显极致单品研发实力	14
图 17: 利郎主系列渠道结构.....	14
图 18: LILANZ 第七代门店形象升级	14
图 19: 主系列单店拿货收入显著提升, 主系列渠道改革显成效	15
图 20: 2023 年轻商务品牌收入同比+35%	15
图 21: 2023 年底轻商务品牌门店数量达 302 家	15
图 22: 轻商务品牌渠道结构.....	16
图 23: 2023 年轻商务门店形象升级.....	16
图 24: 轻商务单店收入显著提升, 表明公司 DTC 运营能力有效增强	17
图 25: 安河桥系列由知名服装设计师周翔宇操刀	17
图 26: 轻商务系列品牌大使.....	17
图 27: 连续 5 年赞助中国大学生广告艺术节学院奖, 精准营销打入大学生年轻消费群体.....	18
图 28: 男装公司线上收入增速对比.....	18
图 29: 2022 年双十一推出电商率先推出拒水羽绒服	18
图 30: 2011-2023 年公司专利数量情况.....	19
图 31: 利郎专利证书.....	19
图 38: 2016-2023 年公司平均分红率达 75.5%	23
表 1: 利郎旗下主系列与轻商务差异化定位, 轻商务增长可期.....	5
表 2: 1987-2009 年中国利郎发展大事记.....	6
表 3: 所有权与经营权两权合一 (截止 2023 年报)	10
表 4: 中国男装市场 CR20 稳步提升, 竞争格局显著优化.....	11
表 5: 购物中心店和奥莱店占比逐年上升 (单位: 家)	12
表 6: 主系列 40% 门店转代销有助于增强公司对终端零售把控力	15
表 7: 轻商务系列频繁联名, 增强品牌于年轻消费群体中话题度	16
表 8: 中国利郎收入拆分预测.....	22
表 9: 中国利郎盈利预测.....	22
表 10: 可比公司估值 (市值及 PE 按照 4/16 收盘价计算)	23
表附录: 三大报表预测值.....	25

1 公司简介：商务休闲男装领军品牌，全新品牌定位改革进行时

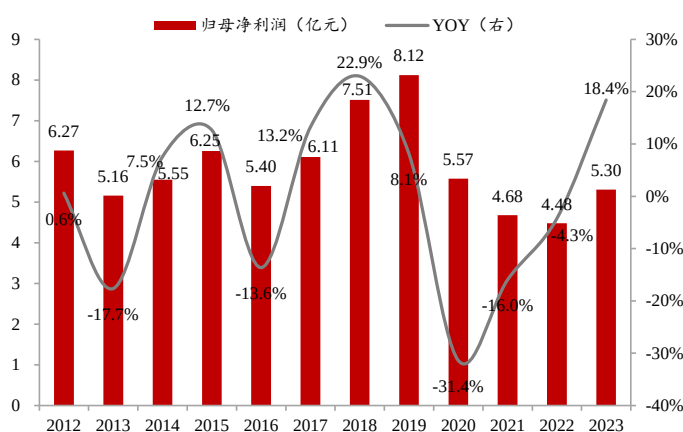
中端商务休闲男装领军品牌，主系列和轻商务差异化定位覆盖主流人群。公司创始于1987年，目前以简约品牌定位占领男性消费者心智，主系列和轻商务围绕商务休闲男装差异化覆盖不同年龄及城市的客群，通过直营、代销、经销、线上等全渠道销售，2023年底公司拥有2695家门店，2023年公司实现收入35.5亿元，同比增长14.6%，实现归母净利润5.3亿元，同比增长18.4%。

图1：公司营业收入及其同比增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图2：公司归母净利润及其同比增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

主系列彰显简约男装品牌根基，轻商务系列快速增长助力品牌年轻化。公司旗下目前有两个品牌系列：LILANZ 主系列和利郎 LESS IS MORE 青年商务系列，均定位中端商务休闲简约男装，价格带接近。主系列目标客群主要是25至45岁的消费者，在传统三、四线市场深受欢迎、品牌根基稳固，并逐步向一二线城市布局，2023年主系列实现收入28.41亿元（同比+10.7%），2023年底于全国拥有2393家门店；轻商务系列针对一、二线市场、年龄20至30岁的都市青年，是公司品牌年轻化的主引擎，2023年轻商务系列实现收入7.03亿元（同比+35.2%），2023年底于全国拥有302家门店。

表1：利郎旗下主系列与轻商务差异化定位，轻商务增长可期

品牌	系列	LOGO	目标客群	目标市场	价格带	2023年收入及YOY	2023年渠道数量及变动
利郎 LILANZ	主系列		25至45岁的消费者	三、四线市场	242-1799元	28.41亿元 (+10.7%)	2393家 (净开8)
利郎 LESS IS MORE	轻商务		20至30岁的都市青年	一、二线市场	228-1612元	7.03亿元 (+35.2%)	302家 (净开43)

资料来源：公司公告，天猫旗舰店，浙商证券研究所；注：价格带以天猫旗舰店夹克外套到手价格为参考

1.1 37年峥嵘岁月历经五大发展阶段

1、第一阶段：1987-2009年初创扩张期

较早发力男装业务，通过差异化产品定位和品牌推广打响知名度。公司成立于1987年，从事男装生产及批发业务，1990年注册“利郎”商标，并于2000年率先推出“商务休闲”新概念，2002年公司提出“简约而不简单”的品牌口号，并邀请陈道明先生出任品

牌代言人，此后多次通过广告宣传、赞助男模大赛、参加国际时装周等行为打响知名度，2009年公司在香港上市，成为内地首家在港上市的男装品牌。

表2: 1987-2009年中国利郎发展大事记

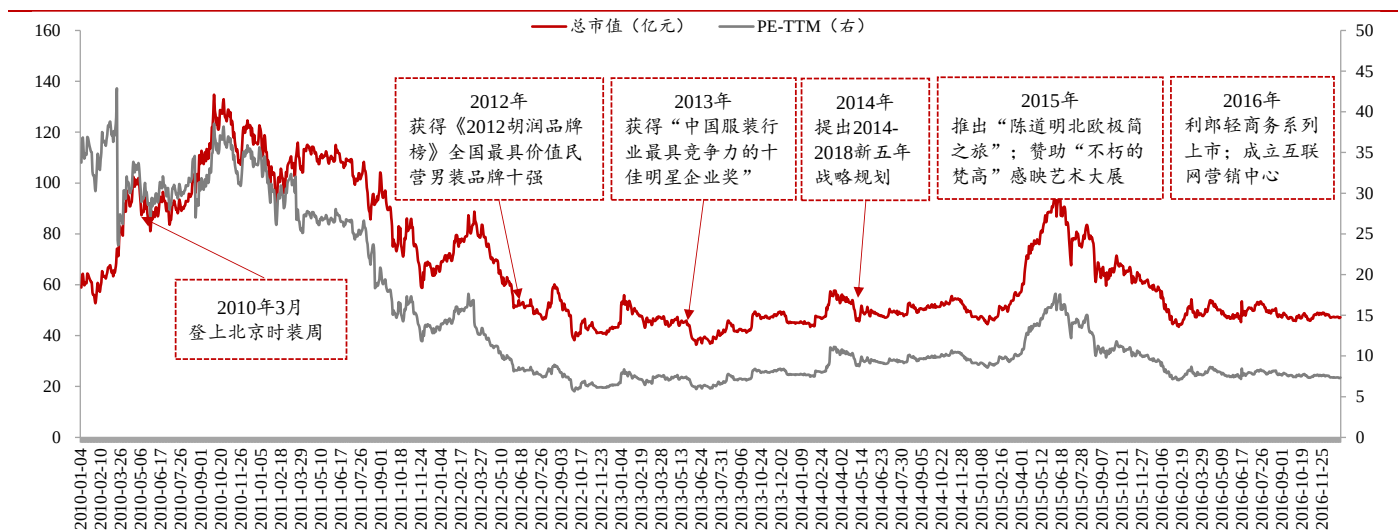
时间	事件
1987	开始男装生产及批发业务
1990	注册“利郎”商标；利郎服装获“农业部优质产品”称号
1992	“利郎西服”荣获福建省名牌产品称号
1995	利郎（福建）时装有限公司创立
1998	实施进军省外市场的战略，开始从批发到特许专卖事业的转型
1999	公司决定突破家族式企业模式，成立了股份合作制的“利郎休闲厂”
2000	率先推出“商务休闲”新概念
2001	计文波先生担任利郎公司设计顾问
2002	提出“简约而不简单”的品牌口号，并邀请陈道明先生出任品牌代言人
2004	在央视频道奥运会期间进行广告营销
2005	成立利郎中国
2006	成立利郎厦门；赞助最大型国际顶尖男模选拔赛事之 2006 Manhunt 世界男模大赛
2007	1月第一次代表中国男装参加米兰国际时装周；《福布斯》评为“中国最具潜力之中小企业”之一
2008	推行新标志“LILANZ”，奠基品牌国际化；5月成立利郎零售管理学院；9月登上东京时装周的舞台
2009	9月25香港上市成功，正式登陆国际资本市场

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

2、第二阶段：2010-2016年震荡调整期

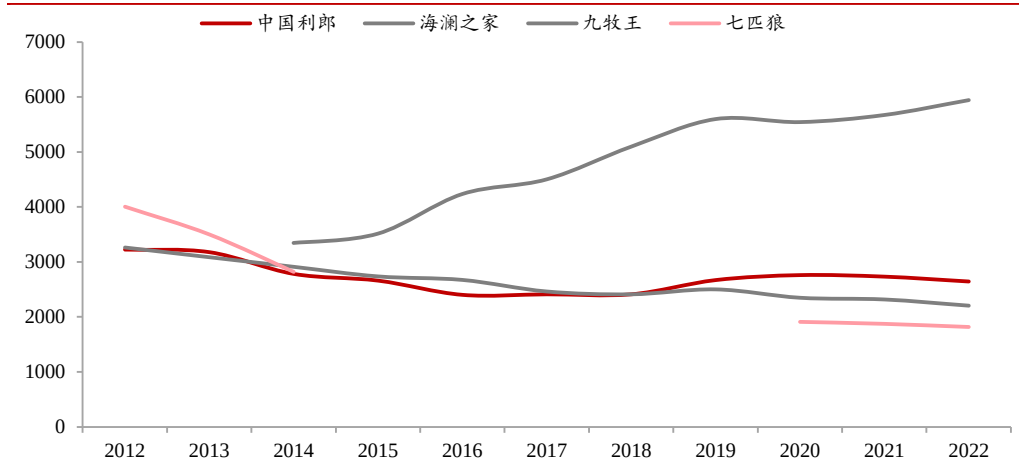
行业外部性原因冲击致使公司进入震荡调整期。2010年来行业整体遭遇困难，一方面，电商快速崛起对线下服装消费带来冲击，利郎以大众化线下店铺为主的销售渠道遭遇客流挤压；另一方面，国际品牌的加速进入对品牌相对老化、设计相对陈旧的国产品牌带来一定冲击，男装行业整体出现较为严重的库存危机。2013年利郎营收、归母净利润同比分别均下滑 17.7%，公司再次利刃向内，制定“提质不提价”的发展战略，产品端从款式、版型、颜色、面料等方面进行升级改造，渠道端通过大规模关闭低效店铺改善销售体系；2016年，利郎推出 LILANZ 轻时尚（LESS IS MORE）系列，迎合年轻群体消费需求。

图3：公司 2010-2016 年发展历程与大事记



资料来源：wind，公司官网，年报，浙商证券研究所

图4：2012年后多数男装品牌渠道数量均经历收缩阶段（单位：家）

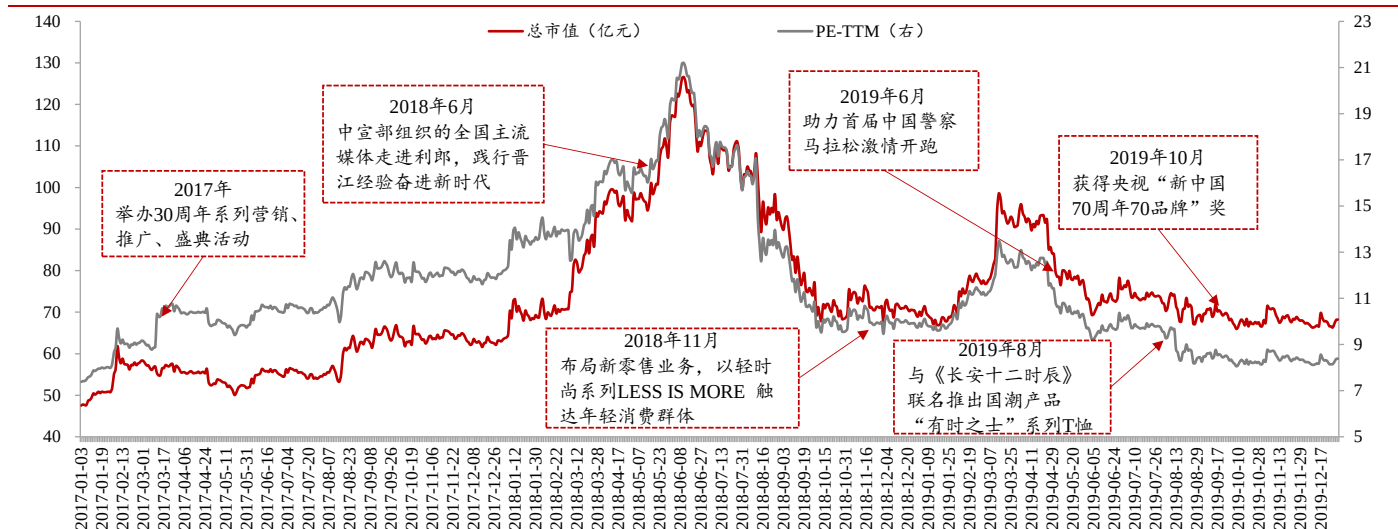


资料来源：各公司年报，浙商证券研究所；注：为剔除公司多品牌发展对男装品牌渠道收缩趋势的影响，图中为利郎品牌（不含L2）、海澜之家主品牌、九牧王主品牌与七匹狼主品牌线下渠道数量，其中七匹狼2015-2019年未披露门店数量

3、第三阶段：2017-2019年快速成长期

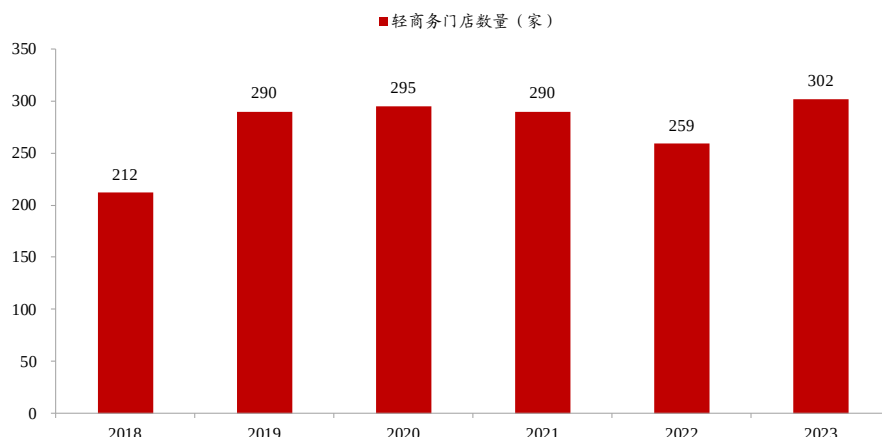
发力轻商务推动品牌年轻化，公司再度进入快速成长期。2016年中国服装行业完成去库存周期背景下，行业整体出现回暖，利郎2017年全面关闭经营不佳的副品牌L2，并适时推出轻商务系列（Less is more）推动品牌年轻化，并通过网上营销等方式拓展渠道，带动公司经营业绩显著复苏，2017-2019年公司营业收入同比分别+1.5%、+29.8%、+15.5%，归母净利润同比分别+13.2%、+22.9%、+8.1%，公司进入新一轮的快速成长周期。

图5：公司2017-2019年发展历程与大事记



资料来源：wind，公司官网及年报，浙商证券研究所

图6：2018年来公司轻商务门店数量显著增加（单位：家）

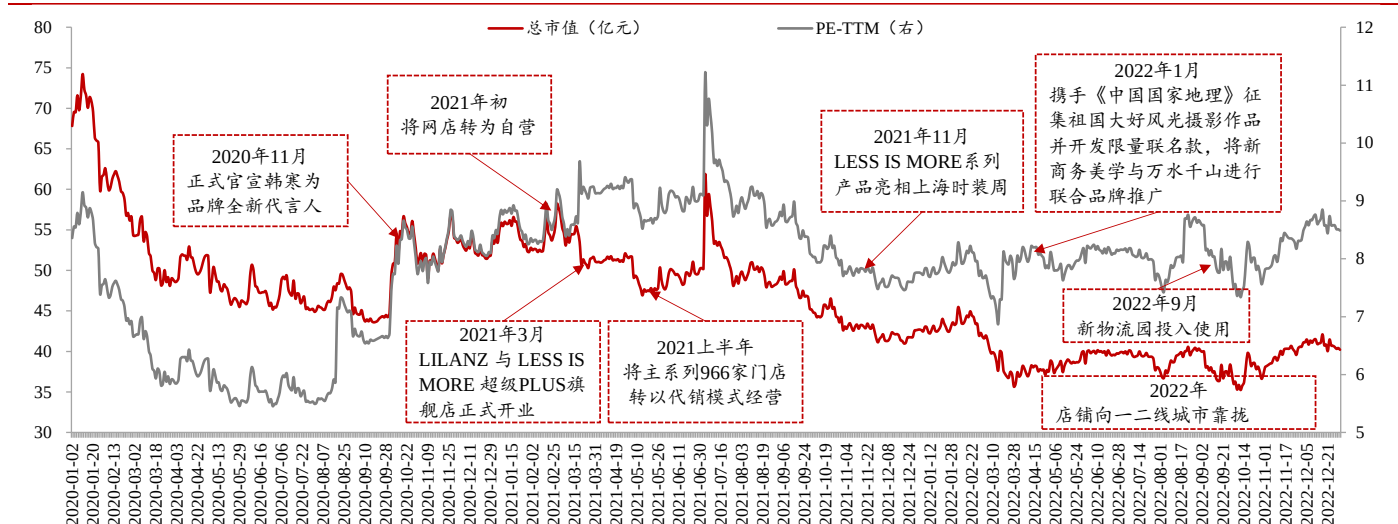


资料来源：公司年报，浙商证券研究所；注：2021年公司披露轻商务自营门店为290家，轻商务系列由2020年全面转直营后，仅有少数几家门店为经销店

4、第四阶段：2020-2022年改革蛰伏期

客流大幅度减少背景下，公司进行渠道改革进入短暂蛰伏期。2020年来受到客流量降低影响公司营收利润均有承压，2020-2022年公司归母净利润同比分别-31.4%、-16.0%、-4.3%。公司进行渠道改革，2020年起陆续将轻商务品牌由代销改为自营、网店由经销改自营、40%的主系列门店由经销改为代销，通过系列措施加速优化现有店铺网络，提升零售网络管理和增加店效，加强营销和库存管理；品牌方面，2020年底官宣韩寒成为品牌代言人，2021、2022年通过参加时装周、联名《中国国家地理》等方式加强品牌推广，提升品牌势能。渠道端和品牌端共同蓄力为2023年复苏奠定良好基础。

图7：公司2020-2022年发展历程与大事记



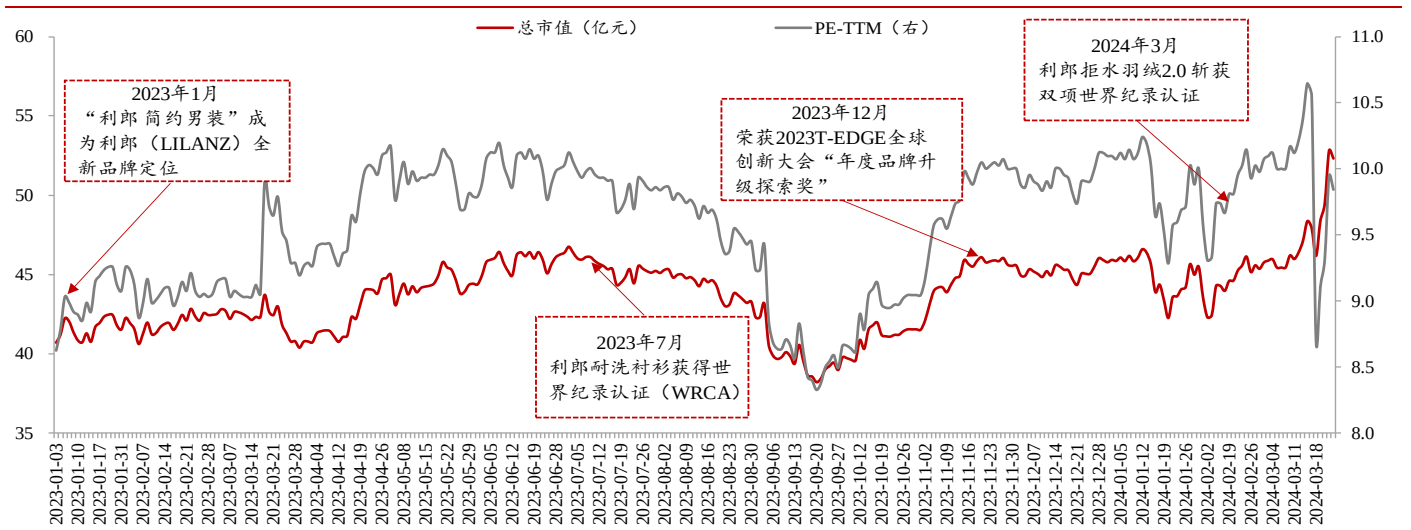
资料来源：wind，公司公告，公司官网，浙商证券研究所

5、第五阶段：2023年至今品牌定位升级期

品牌定位升级推动公司进入新发展阶段。2023年利郎进行品牌战略升级，“利郎 简约男装”成为公司全新品牌定位，进一步放大“简约男装”的品牌文化主张，将独立品类升级

为品牌定位，既能迎合新时代消费者追逐个性和品质的消费需求，亦与公司 36 年的发展过程一脉相承，展现出公司在简约男装差异化赛道的竞争决心。

图8：公司 2023 年至今发展历程与大事记

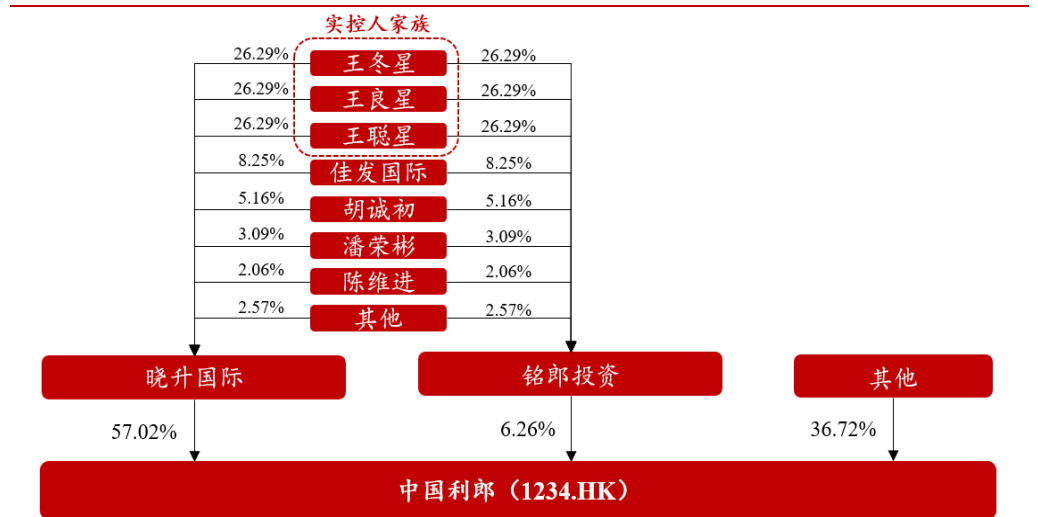


资料来源：wind，公司官网，公司公告，浙商证券研究所

1.2 家族集中控股，股权结构集中

公司由创始人王氏三兄弟实控，家族持股集中度高。截至 2023 年末，中国利郎两大主要股东为晓升国际和铭郎投资，持股比例分别为 57.02%和 6.26%。穿透来看，晓升国际和铭郎投资股东结构一致，均为创始人家族三兄弟及核心管理层，其中，创始人王冬星、王良星、王聪星各持有 26.29%股权，家族持股比例集中，对中国利郎具备绝对控制权。

图9：公司股权结构图（截止 2023 年报）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

实控人王氏三兄弟担任公司核心职位，职业经理人制度完善。王冬星先生担任公司主席兼非执行董事，负责集团的整体业务发展、策略企划及企业管理，并制订经营方向、订立年度计划及财政预算；王良星先生担任公司副主席、行政总裁兼执行董事，同时负责集团的整体业务发展、策略企划及企业管理、企业发展；王聪星先生担任公司副主席兼执行董事，负责管理集团的财务及信息科技事务、内部管理系统，以及监管集团的年度、季度

及每月财务计划的实施；除王氏三兄弟外，其他核心高管均具备多年行业经验，绝大多数在利郎具备多年任职经历。权力高度集中而又经验充足的管理团队为公司长期稳健发展奠定良好的治理基础。

表3: 所有权与经营权两权合一（截止 2023 年报）

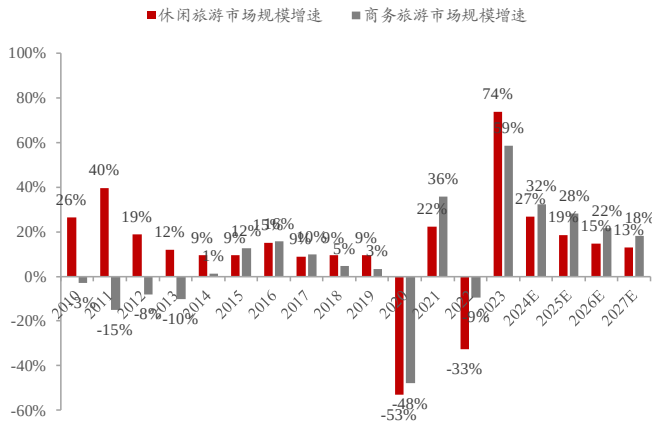
姓名	职位	年龄	履历
王冬星	主席兼非执行董事	63	集团创办人之一，自 1995 年集团成立起一直任职于集团，负责集团的整体业务发展、策略企划及企业管理，负责制订经营方向、订立年度计划及财政预算
王良星	副主席、行政总裁兼执行董事	61	集团创办人之一，自 1995 年集团成立起一直任职于集团，负责集团的整体业务发展、策略企划及企业管理、企业发展
王聪星	副主席兼执行董事	55	集团创办人之一，自 1995 年集团成立起一直任职于集团，负责管理集团的财务及信息科技事务、内部管理系统，以及监管集团的年度、季度及每月财务计划的实施
潘荣彬	执行董事	50	2003/2 加入集团，2008/6/13 获委任为执行董事。自 2011/3 月起担任集团「利郎 LILANZ」品牌总经理，之前负责「利郎 LILANZ」的营销及分销营运事务
王俊宏	执行董事	37	2024/2/5 获委任为执行董事。在时装及设计方面拥有超过 14 年经验。自二零一二年四月起于集团担任多个职务。目前负责品牌管理及开发产品工作，同时担任香港利郎国际有限公司设计部副总监。
王智勇	执行董事	38	2024/2/5 获委任为执行董事。在时装销售及营销方面拥有逾 14 年经验。自 2009/6 起于集团担任多个职务，于 2018/3-2019/11 期间，获晋升为利郎中国副总监，负责于福建管理新零售发展；于 2019/12 至 2022/2 期间，获晋升为利郎中国在线零售中心总经理，负责发展及管理集团轻商务系列「利郎 LESS IS MORE」的在线零售，目前于利郎中国的营销中心担任销售渠道总监。
陈宏胜	利郎中国执行总裁	49	2001 年加入集团，负责品牌管理、开发产品及代销业务
梁超	利郎中国副总裁	61	2004 加入集团，负责管理分销商
刘光亮	利郎中国副总裁	41	2005 年加入集团，负责营运「利郎 LESS IS MORE」业务
岑嗣宗	首席财务官兼公司秘书	49	2021/8 加入集团，于审计、财务管理、企业财务及合规方面拥有逾 20 年丰富经验，曾于一家国际性会计师事务所及其他于联交所主板上市公司任职
施美芽	生产管理中心总监	47	1998/8/1 加入集团，自 2008/11 起一直担任集团的生产管理中心总监
宋晨	战略与投资总监及集团总裁助理	30	曾任开元国创母基金分析师、君联资本管理有限公司投资经理
庄志函	财务总监	54	2008/9/1 加入集团，曾在夏新电子股份有限公司全面负责财务工作
陈维进	团体定制部总监	54	2004/3/1 加入集团并担任集团团体定制部经理，曾任晋江维信针织厂总经理、中国人寿保险有限公司晋江支公司销售部总经理
黄明海	「利郎 LILANZ」品牌财务总监	48	1995/4/24 加入集团

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.3 男装竞争格局优化趋势显著，头部休闲男装品牌市占率稳中有升

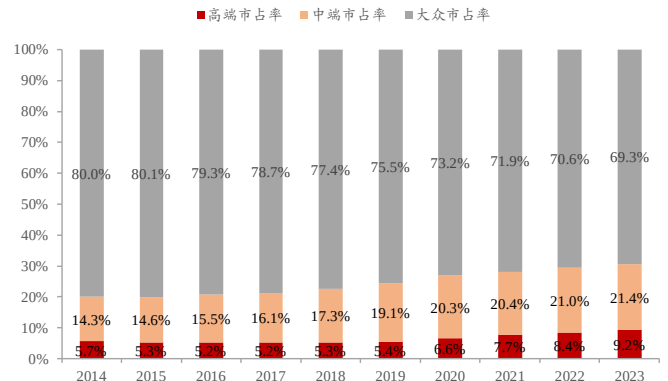
商务出行需求复苏，中端男装占比稳中有升。根据欧睿数据，2023-2027E 中国休闲/商务旅游规模 CAGR 为 18%/25%，商务出行需求复苏，有望催化商务休闲男装消费需求。中国中端男装品牌市占率稳步提升，我国男装市场高端/中端/大众市占率 2023 年分别相较于 2014 年+3.5pct/+7.1pct/-10.7pct 至 9.2%/21.4%/69.3%，中端男装市占率提升最为显著，利郎作为中端商务休闲男装领军品牌有望受益。

图10: 2023-2027E 中国休闲/商务旅游规模 CAGR 为 18%/25%



资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所

图11: 中国中端男装品牌占比稳中有升



资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所

男装竞争格局优化趋势显著，头部休闲男装品牌市占率稳中有升。根据欧睿数据，2014-2023 年中国男装品牌市占率 CR20 由 19.9%提升 9.1pct 到 29.0%，白牌出清趋势明显，利好头部品牌。国潮下国内头部品牌市占率提升显著高于国外品牌，男装市场前 20 大品牌中，2023 年国内品牌市占率/国外品牌市占率分别较 2014 年提升 6.5pct/2.6pct 至 19.9%/9.1%，其中国内休闲男装品牌占比提升 1.5pct 至 12.4%，头部休闲男装品牌市占率稳中有升。

表4: 中国男装市场 CR20 稳步提升，竞争格局显著优化

品牌名称	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
海澜之家	3.6	4.4	4.7	4.8	4.5	4.8	4.5	4.6	4.6	5.0
Uniqlo (Fast Retailing Co Ltd)	0.8	0.9	1.2	1.4	1.5	1.7	2.1	1.9	2.0	2.2
Nike (Nike Inc)	1.2	1.4	1.5	1.7	2.0	2.2	2.6	2.3	2.2	2.2
Jack & Jones (Bestseller A/S)	2.6	2.6	2.5	2.3	2.1	2.1	2.0	2.0	1.8	1.8
李宁	0.6	0.7	0.7	0.8	0.9	1.1	1.3	1.8	1.8	1.8
波司登	0.7	0.6	0.8	1.0	1.1	1.2	1.5	1.5	1.6	1.7
adidas (adidas Group)	1.3	1.4	1.5	1.9	2.2	2.4	2.4	2.1	1.5	1.5
安踏	0.6	0.7	0.8	0.9	1.2	1.4	1.3	1.5	1.6	1.5
斐乐	0.2	0.2	0.3	0.4	0.6	1.0	1.3	1.4	1.4	1.5
雅戈尔	1.3	1.2	1.1	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.2
马克华菲	0.8	0.8	0.8	0.8	1.0	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
罗蒙	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1	1.2	1.1	1.2	1.1
特步	0.4	0.5	0.4	0.4	0.5	0.7	0.7	0.7	0.9	1.0
七匹狼	0.7	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9	1.0	0.9	1.0	0.9
九牧王	0.9	0.9	0.8	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
利郎	0.8	0.8	0.7	0.7	0.8	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
太平鸟	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8	0.9	0.8	0.7
Ermenegildo Zegna	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7	0.6	0.7
GXG	1.0	0.9	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
Moncler	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5	0.7
国内品牌占比	13.4	14.3	14.8	15.5	16.2	17.8	18.4	19.1	19.5	19.9
国内休闲男装品牌占比	10.9	11.6	11.8	12.0	11.9	12.4	12.3	12.2	12.2	12.4
国外品牌占比	6.5	6.9	7.3	8.0	8.5	9.1	10.0	9.4	8.6	9.1
CR20	19.9	21.2	22.1	23.5	24.7	26.9	28.4	28.5	28.1	29.0

资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所

2 品牌全新升级“简约男装”，主系列极致大单品，轻商务品牌年轻化卓有成效

主系列极致大单品，轻商务品牌年轻化卓有成效。公司建立起以 LILANZ 主系列与 LESS IS MORE 轻商务系列为主，采用差异化门店布局分别覆盖核心调性与年轻消费群体，建立双面品牌形象。

2.1 品牌全新定位简约男装，双品牌差异化渠道布局

品牌全新定位简约男装，引领“简约、舒适、高品质”生活方式。2023 年品牌第三次升级定位“简约男装”，LOGO 经历 8 次迭代。从公司创立以来曾 8 次升级品牌 LOGO，彰显公司对利郎品牌顺应时代以及品牌年轻化的重视程度。2000 年以来品牌经历 3 次全面升级，2002 年开创性提出“商务休闲男装”细分品类，2008 年奥运年将品牌 LOGO 由 LILANG 升级为 LILANZ，开启国际化战略；2023 年利郎品牌由“商务休闲”升级为“简约男装”，定位策略从单纯描述品类优势，升级为从风格上诠释品牌的内涵，强化简约不简单生活方式品牌定位，推动利郎品牌个性化形象于年轻消费群体中建立起鲜明“简约”品牌认知，满足消费者对服装蕴含的圈层及价值观的情绪价值。

图12： 品牌经历 3 次全面升级，2023 年 LOGO 革新至第 8 代，全新定位“简约男装”



资料来源：公司官网，公开信息整理，浙商证券研究所

渠道拓新助力品牌年轻化，购物中心店和奥莱店占比逐年上升。2020 年购物中心渠道及奥莱店成为品牌优化改革的发力点之一，购物中心店的占比在逐渐增加，2023 年底公司购物中心及奥莱门店净增加 66 家达 956 家，占门店总数目 35.5%，同比+1.8pct。

表5： 购物中心店和奥莱店占比逐年上升（单位：家）

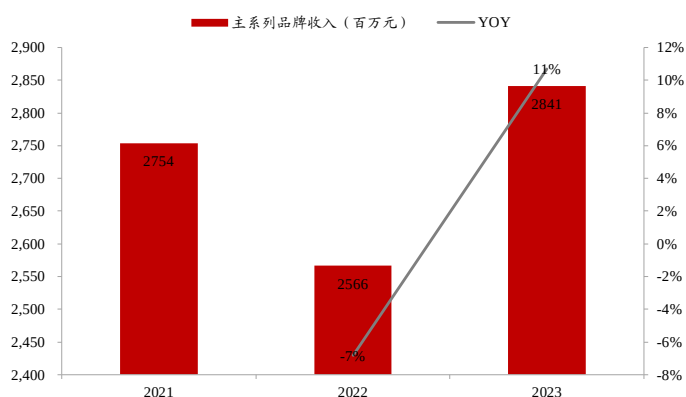
	2018	2019	2020	2021	2022	2023
独立店铺	2354	2509	2452	2429	2344	2400
街边店	2354	2509	1609	1528	1454	1444
购物商场店及奥特莱斯店			843	901	890	956
百货店中店	316	306	309	304	300	295

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2.1.1 主系列：原创极致单品占领消费者心智，经销转代销推动店效显著提升

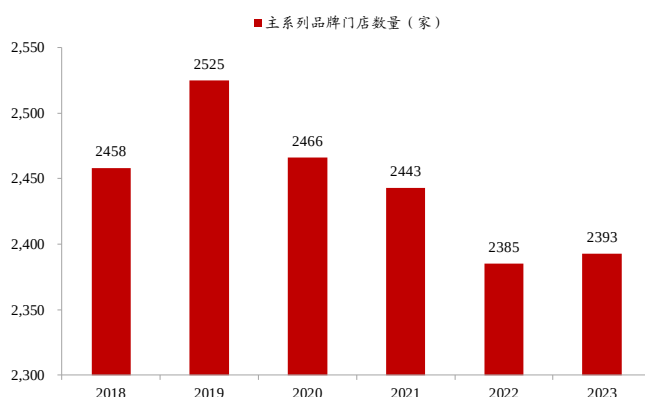
主系列覆盖核心客群，构筑简约品牌消费认知基本盘。主系列定位中端商务休闲简约男装，目标客群主要是 25 至 45 岁的消费者，在传统三、四线市场深受欢迎、品牌根基稳固，2023 年主系列实现收入 28.4 亿元，同比+10.7%，相较于 2021 年+3.2%，2023 年底门店数量净开 8 家至 2393 家，作为公司基本盘 2023 年主系列品牌收入占公司总收入 80%。

图13: 2023 年主品牌收入同比+11%



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所; 注: 21 年主系列品牌收入根据年报披露 22 年同比-6.8%计算而得

图14: 2023 年底主系列 LILANZ 品牌门店数量达 2393 家



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所; 注: 21 年公司主系列门店数量采用总店数-轻商务自营门店为 290 家 (轻商务系列由 20 年全面转直营后, 仅少数几家门店为经销店)

1、产品: “原创极致单品” 产品策略抢占消费者心智

“原创极致单品” 产品策略抢占消费者心智，耐洗衬衫与拒水羽绒获世界记录认证。

2022 年主系列开始打造利郎极致单品，持续加大对利郎原创极致单品“耐洗衬衫”、“耐洗 POLO 衫”、“拒水羽绒”等研发投入及市场推广，用性能极致的产品占领消费者心智。2023 年 2 月推出极致单品耐洗衬衫，获世界记录认证“洗涤 30 次色差值最小的衬衫”，瞄准男性消费群体着装需求痛点；2023 年 4 月延续耐洗衬衫推出耐洗 POLO 衫，与知名演员段奕宏、林峰、彭冠英、秦昊互动造势，用性能极致的产品占领消费者心智。2022 年推出拒水羽绒服 1.0，以“轻松水洗，快干蓬松”产品特性切入羽绒赛道，2023 年迭代升级利郎极致单品拒水羽绒迭代 2.0，获双项世界记录认证，彰显极致单品研发实力。

图15: 2023 年 4 月利郎推出极致单品耐洗 POLO 衫，与知名演员段奕宏、林峰、彭冠英、秦昊互动造势



资料来源: 公司官方微信公众号, 浙商证券研究所

图16: 利郎极致单品拒水羽绒迭代 2.0, 获双项世界记录认证, 彰显极致单品研发实力

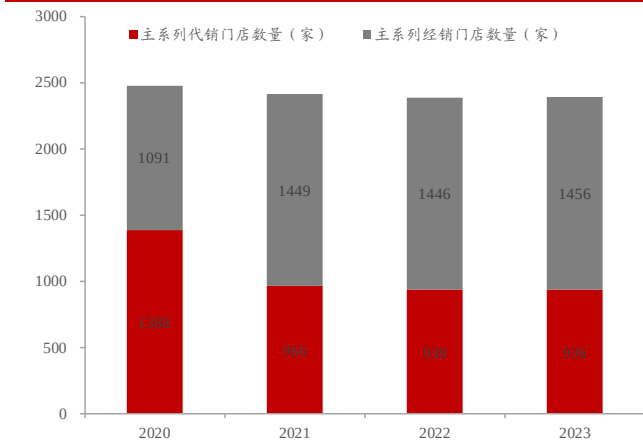


资料来源: 公司公告, 公司官方微信公众号, 浙商证券研究所

2、渠道: 2021 年主系列 40% 门店转代销, 增强商品把控力+改善经销商资金压力

40%主系列门店经销转代销, 第七代门店升级推进有望进一步提升单店模型。2020 年公司拨备 3.90 亿元用以回购经销商库存, 吹响主系列经销转代销战役的号角, 2021 年底共有 966 家门店转型为代销加盟店, 占主系列门店总数约 40%, 2023 年底主系列拥有 936 家为代销门店, 占主系列总门店数 39%。第七代门店升级推进有望进一步提升单店模型, 2023H1 主系列完成 156 家第七代店铺的装修, 2024 年公司预计将完成 400 家门店的第七代门店装修升级, 助力品牌形象提升。

图17: 利郎主系列渠道结构



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所; 注: 2020-2021 年主系列经销门店数量按年报披露代销门店数量占比测算

图18: LILANZ 第七代门店形象升级



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

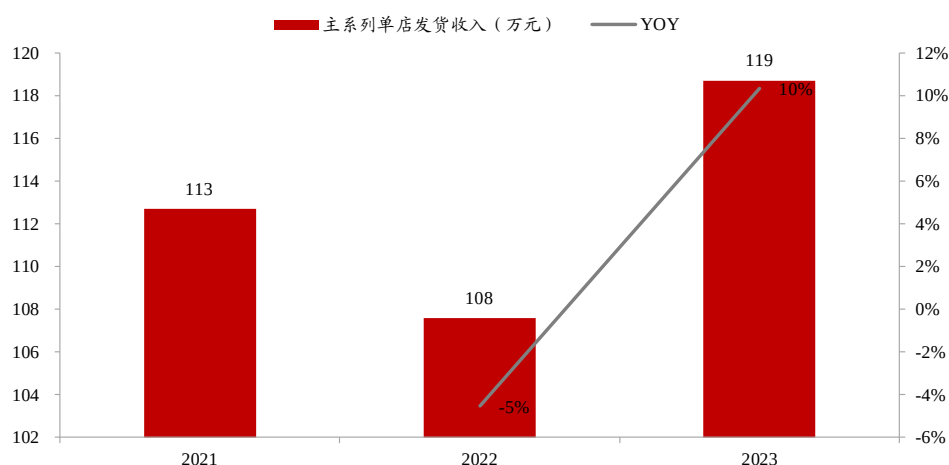
主系列 40% 门店转代销有助于增强公司对终端零售把控力。2020 年, 公司拨备 3.90 亿元用以回购库存, 系列渠道门店布局主要在三、四线城市, 若为直营模式下沉市场管理半径过广, 代销模式既可借力加盟商于当地商铺、人际关系资源, 发挥其市场扩展和门店运营的比较优势, 同时总部负责商品企划、库存和履约周转, 解放加盟商存货及资金压力。

表6: 主系列 40%门店转代销有助于增强公司对终端零售把控力

	分销模式	代销模式
简介	公司将产品销售给经销商, 由经销商进行销售	公司以供应商的名义进行销售, 无需承担产品所有权, 销售完成后才从供应商处支付商品成本
库存	经销商承担库存风险和资金压力	代销商不直接购买或拥有库存
优势	减少公司库存压力, 经销商销售产品动力更强	减少代销商备货与资金压力, 公司对终端零售货品具备更强的控制权, 货品调配更加灵活, 有利于库存长久健康

资料来源: 公开资料整理, 浙商证券研究所

图19: 主系列单店拿货收入显著提升, 主系列渠道改革显成效

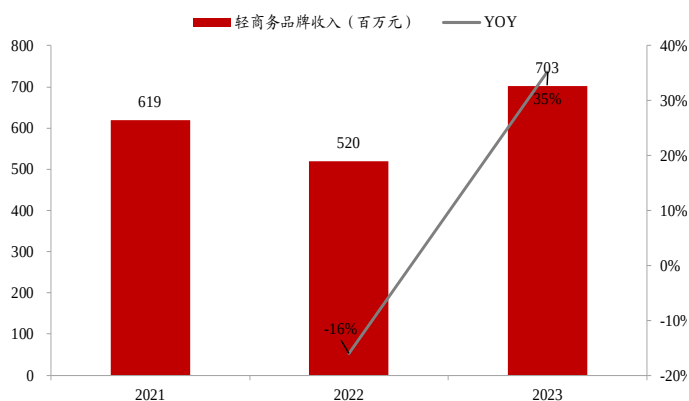


资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所; 注: 主系列单店发货收入采用线上线下收入/门店数量测算, 21年主系列品牌收入根据年报披露22年同比-6.8%计算而得, 21年公司主系列门店数量采用总店数-轻商务自营门店为290家(轻商务系列由20年全面转直营后, 仅少数几家门店为经销店)

2.1.2 轻商务系列: 品牌年轻化卓有成效, 发展空间可期

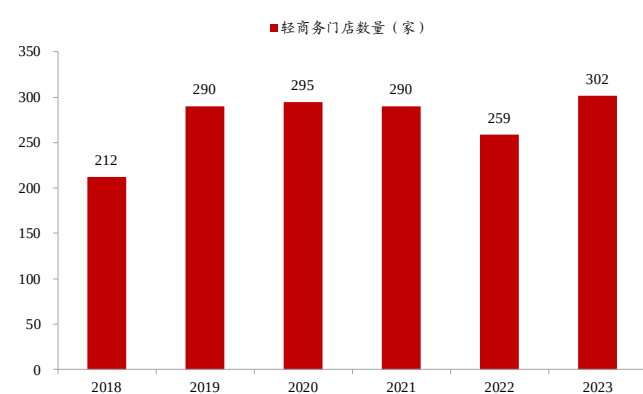
轻商务系列收入快速增长, 未来成长空间可期。公司瞄准年轻市场, 于2016年推出轻商务“利郎 LESS IS MORE”系列, 产品主打青年商务通勤风, 向年轻消费者传递“简约男装”品类的消费文化。2023年轻商务品牌收入同比+35%至7亿元, 年底门店数量达302家, 净开店43家, 收入快速增长彰显品牌年轻化卓有成效。

图20: 2023年轻商务品牌收入同比+35%



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所; 注: 21年轻商务品牌收入根据年报披露22年同比-16.0%计算而得

图21: 2023年底轻商务品牌门店数量达302家



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所; 注: 2021年公司披露轻商务自营门店为290家, 轻商务系列由2020年全面转直营后, 仅少数几家门店为经销店

1、携手知名 IP 打造联名产品，增强品牌于年轻消费群体中话题度

2019 年起公司轻商务系列频繁与热门主题联名，持续提升对年轻群体吸引力。公司先后联合热播大剧《长安十二时辰》、中国日报、三体等国内外热门主题，推出特色联名产品，增强轻商务系列在年轻消费者中的品牌吸引力。

表7：轻商务系列频繁联名，增强品牌于年轻消费群体中话题度

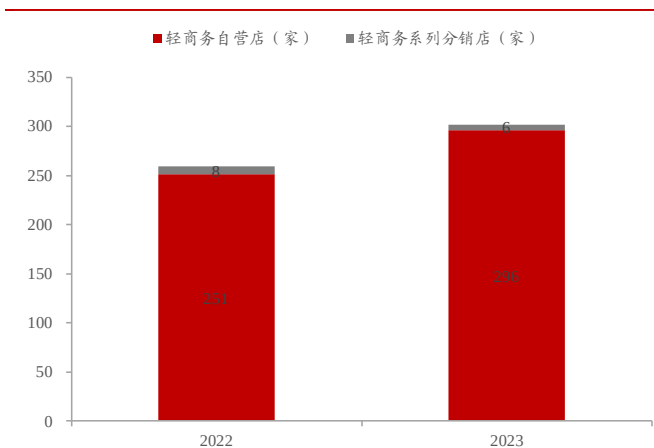
联名方	联名方介绍	产品名称
长安十二时辰	热播大剧	短袖 T 恤合作联名款有时之士
中国日报	国务院新闻办主管的报刊	利郎×中国日报联名款
Jean-Michel Basquiat	美国知名涂鸦艺术家	秋季涂鸦联名系列
生僻字	切入中国汉字文化，引领国潮	生僻字原创系列
一人之下	爆火国漫	《一人之下》国漫联名款
哆啦 A 梦	童年回忆，世界知名日本动画	哆啦 A 梦联名 T 恤
中国国家地理杂志	中国地理著名刊物，发行量居国内高端期刊榜首	利郎×中国国家地理联名款
艺术家曹羽 Leo	跨界插画师	曹羽联名系列
三体	中国著名科幻小说，有极其广泛的阅读群体	LESS IS MORE 三体降维打击系列

资料来源：公司官网微信公众号，公开信息整理，浙商证券研究所

2、渠道：2020 年线下经销全部转直营，店效显著提升

轻商务系列于 2020 年转自营后店效提升，23Q3 推出新一代旗舰店。2020 年，轻商务系列全面转向直营模式，加强库存管理、市场开拓、品牌营销、以及零售人才等方面的竞争力，截止 2023 年底，轻商务系列拥有 296 家自营店（同比+45 家）和 6 家分销店（同比-2 家），公司持续扩大轻商务店铺网络、优化店铺位置及改善店铺空间利用，2023 年 Q3 LESS IS MORE 新一代旗舰店形象正式呈现，以简约风、年轻感、未来感为主持续向年轻消费者输出，2023 年江苏、青岛和武汉的门市完成整改，单店销售额、平均单价等均显著提升，23 年轻商务单店店效同比+16%至 233 万元。

图22：轻商务品牌渠道结构



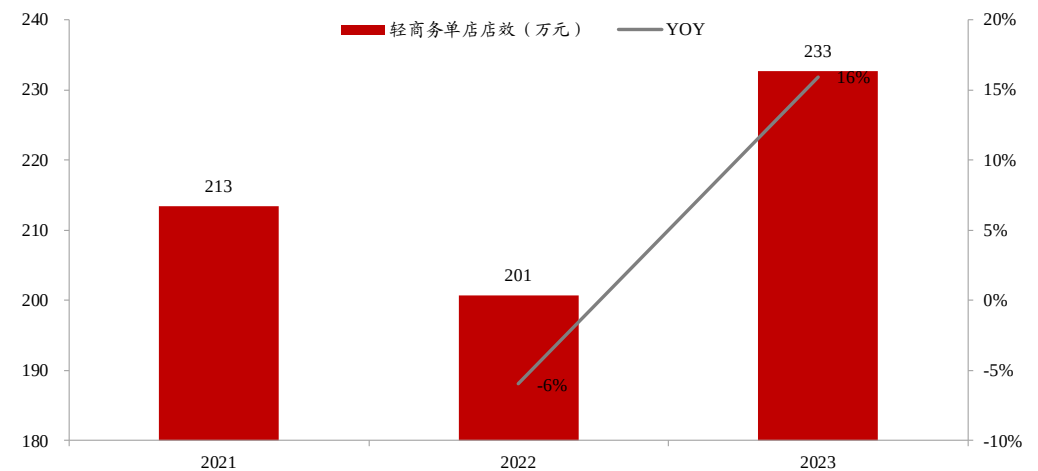
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图23：2023 年轻商务门店形象升级



资料来源：公司官方微信公众号，浙商证券研究所

图24：轻商务单店收入显著提升，表明公司 DTC 运营能力有效增强



资料来源：公司公告，浙商证券研究所；注：轻商务单店收入采用线上线下收入/门店数量测算，21年轻商务品牌收入根据年报披露22年同比-16.0%计算而得，21年公司披露轻商务自营门店为290家，轻商务系列由20年全面转直营后，仅少数几家门店为经销店

3、营销：安河桥走秀+流量明星代言人，助力品牌年轻化

营销新打法加速品牌年轻化转型，高流量代言人+安河桥走秀提升品牌势能。安河桥走秀系列由知名服装设计师周翔宇操刀（曾为戛纳国际电影节、威尼斯国际电影节、东京国际电影节、香港国际电影节、釜山国际电影节、印度国际电影节等艺人、导演定制红毯礼服），在垂直供应链的基础之上加强原创设计力量，构建竞争壁垒，实现可持续发展的关键要素。

图25：安河桥系列由知名服装设计师周翔宇操刀



资料来源：公司官方微信公众号，浙商证券研究所

图26：轻商务系列品牌大使



资料来源：公司官方微信公众号，浙商证券研究所

连续5年赞助中国大学生广告艺术节学院奖，增强于年轻消费群体品牌知名度。轻商务系列连续5年携手2023学院奖，围绕利郎 LESS IS MORE“青年商务”理念，从平面广告、短视频、广告文案、花型设计四个赛道+小红书人气奖和企业创意实效奖，精准营销打入大学生年轻消费群体。

图27：连续 5 年赞助中国大学生广告艺术节学院奖，精准营销打入大学生年轻消费群体

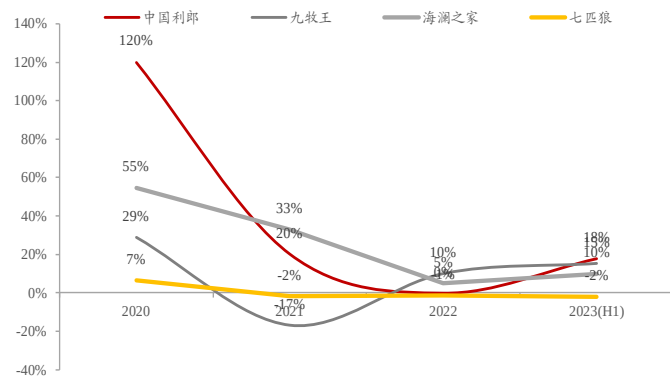


资料来源：公司官方微信公众号，浙商证券研究所

2.2 新零售：网店转自营+专供爆品频出推动线上高增

网点转自营提高货品把控，线上首发推爆品。2021 年公司将网店改为自营，取代过往由分销商经营的模式，2022 年公司积极发展微商城业务，利用社交平台互动特点，自营网店及微商城线上下单线下提货模式的结合，发挥互补优势，2022 年双十一前于电商率先推出拒水羽绒服，线上新品占比有所推动 22 年新零售业务盈利，2023 年新零售销售额同比+17.6%，高于七匹狼 23 年线上-2%，海澜之家/九牧王 23H1 线上分别+10%/15%。

图28：男装公司线上收入增速对比



资料来源：公司公告，浙商证券研究所；注：仅中国利郎与七匹狼披露 23 年报，海澜之家与九牧王采用 23H1 线上增速

图29：2022 年双十一推出电商率先推出拒水羽绒服

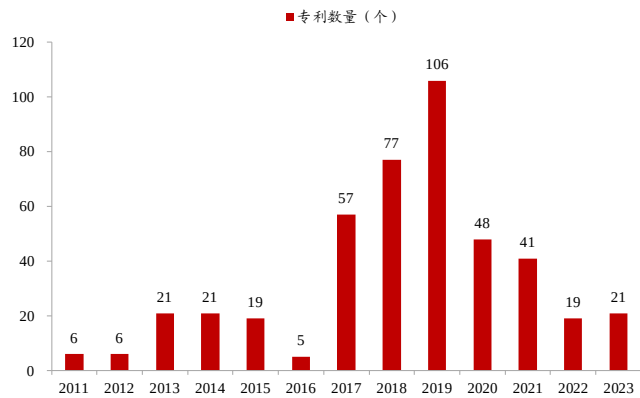


资料来源：公司官方微信公众号，浙商证券研究所

2.3 供应链：强大研发能力为产品力提供坚实保障

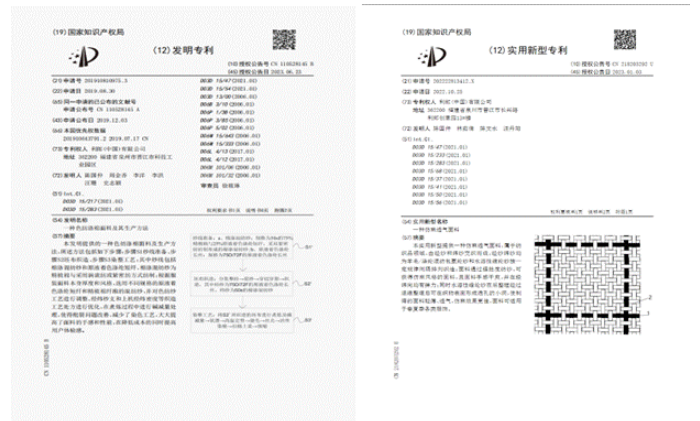
强大研发能力为产品迭代提供强劲后驱实力。2012 年公司成立国际研发团队，2015 年成立面料研发中心，与全国多所高校、多个领域的专家展开合作与研究，制定高于国家和欧盟标准的产品检验标准，2023 年公司自主研发面料获得 21 项专利，2023 年销售产品中，原创比例约 75%，其中应用由集团开发的独有面料的产品比例约 50%。

图30: 2011-2023 年公司专利数量情况



资料来源: 专利顾如, 浙商证券研究所

图31: 利郎专利证书



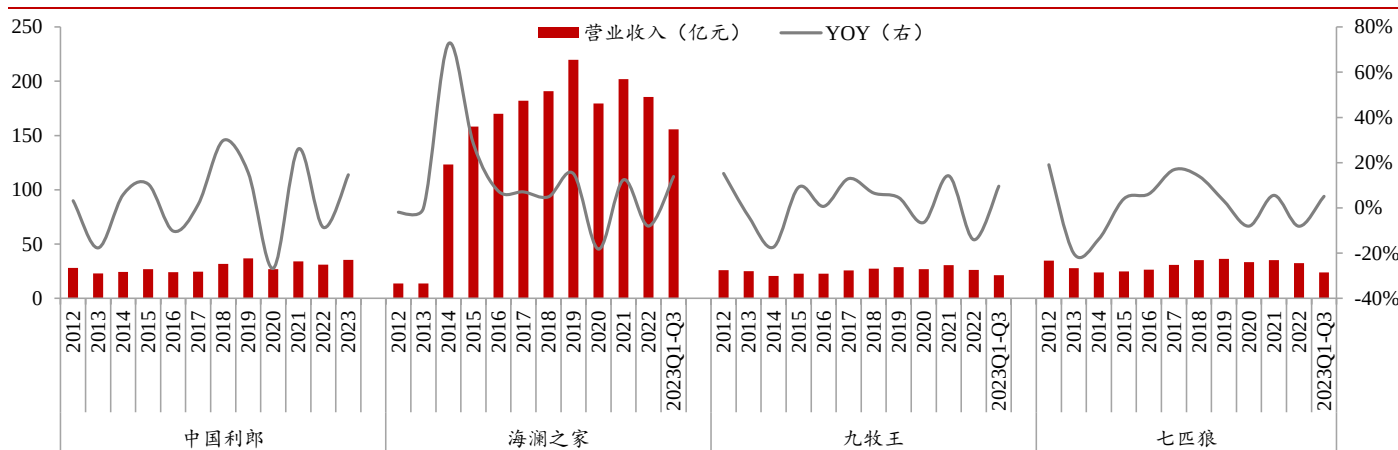
资料来源: 专利顾如, 浙商证券研究所

3 财务对比：收入稳健成长，经营质量显著提升

3.1 收入端：品牌升级+渠道改革推动收入增长

品牌升级叠加渠道改革助推收入复苏。2021 年来公司推动网店转自营、主系列门店转代销，自营、代销、分销三大渠道并行发展，2023 年中国利郎推动品牌战略升级，“利郎简约男装”成为公司全新品牌定位；品牌年轻化和渠道端改革共同推动公司收入实现复苏，2023 年公司实现营业收入 35.50 亿元，同比增长 14.6%，创下 2020 年以来最高增幅。

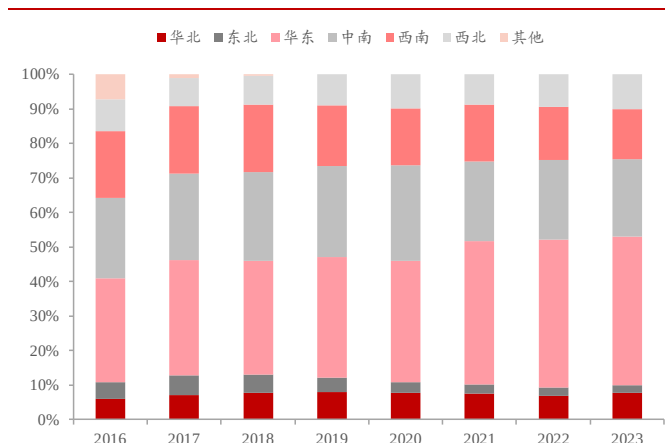
图32：本土男装龙头收入规模及增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

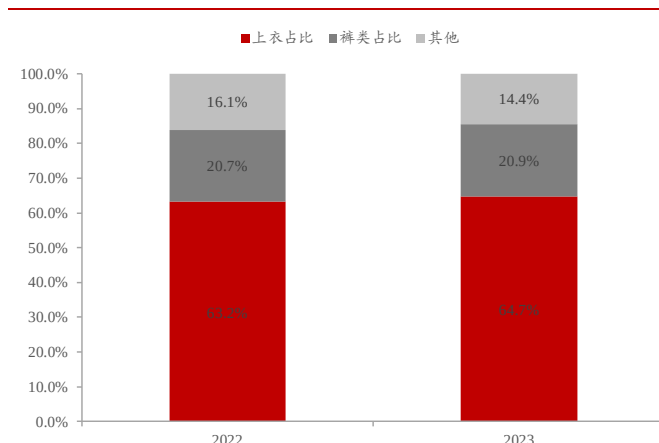
华东区域优势明显，收入占比逐年上升。分地区收入来看，2023 年华北、东北、华东、中南、西南、西北地区收入占比分别为 7.7%、2.3%、43.0%、22.5%、14.4%、10.1%，同比分别+0.9pct、-0.1pct、持平、-0.5pct、-0.9pct、+0.6pct，华东地区为第一大收入来源。分品类来看，公司聚焦服装领域，2023 年上衣和裤类收入占比同比+1.7pct 至 85.6%。

图33：2023 年华东地区收入占比达 43%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所；注：2016-2018 年为利郎品牌收入分地区占比，不包括 L2 品牌

图34：上衣及裤类收入占比呈现上升趋势

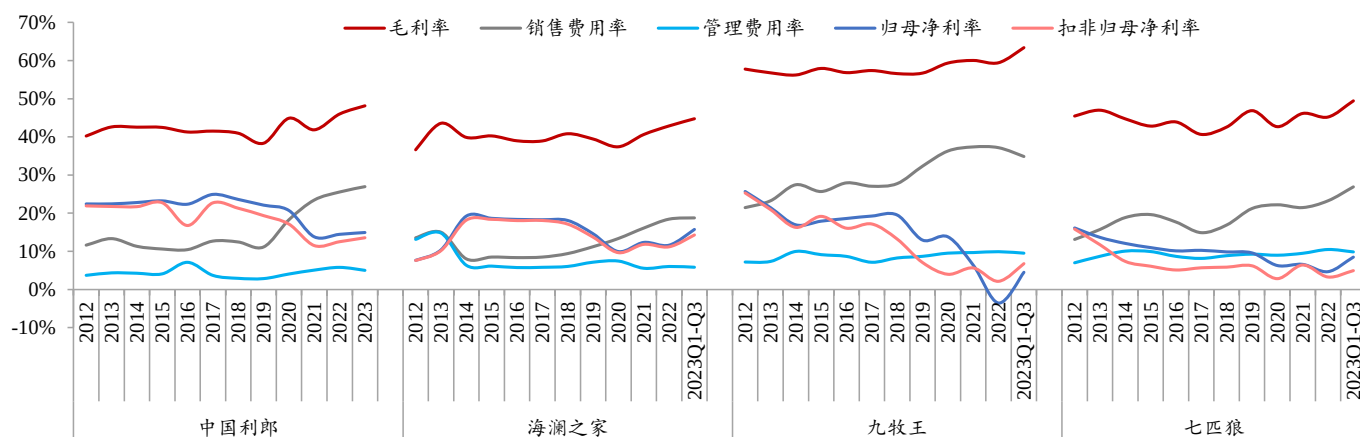


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3.2 利润端：毛利率提升趋势明显，净利率稳定性高

品牌势能提升带动毛利率提高，渠道改革跑通后净利率逐年提高并优于同业。近年来中国利郎品牌年轻化举措带动公司品牌势能提升，为毛利率提高奠定坚实基础；2012-2020年间中国利郎归母净利率维持在20%-25%区间，净利率优于海澜之家、九牧王、七匹狼等同业；2021年来转自营等渠道改革致使公司归母净利率有所下行，2021-2023年公司归母净利率分别为13.8%、14.5%、14.9%。

图35：本土男装龙头利润率及费用率

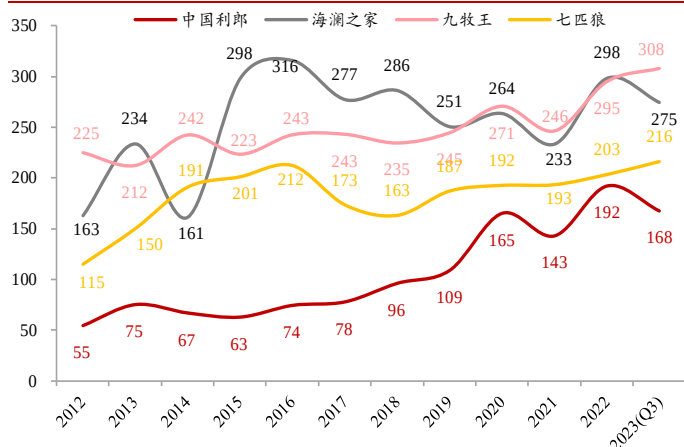


资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.3 运营端：存货周转显著快于同行

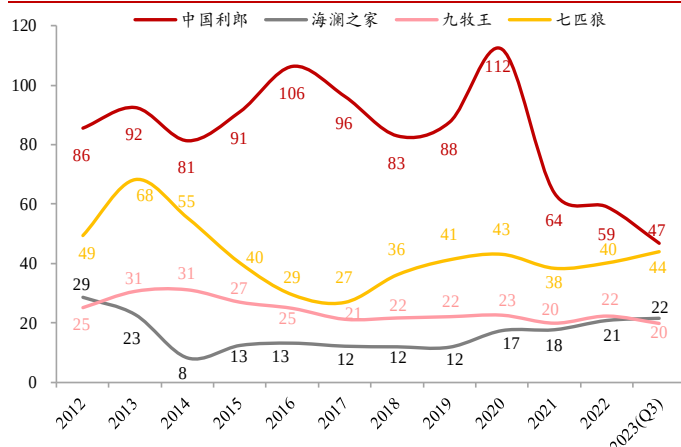
存货周转天数显著下降，标志2020年以来“经销+代销+自营”渠道模式改革跑通。横向对比来看，公司库存周转天数显著快于同行，2022年中国利郎、海澜之家、九牧王、七匹狼存货周转天数分别为192、298、295、203天；纵向对比来看，2020年公司库存周转天数波动上升，主要系渠道改革调整使得进部分门店库存转化为公司库存所致，2023年公司库存周转天数/应收账款周转天数分别下降24/12天至168/47天，在大部分轻商务店铺转自营、以及主系列约40%店铺转代销后，店铺库存调配更加灵活，库存周转显著好转，渠道管理能力逐年提升，经营质量改善明显。

图36：本土男装龙头存货周转天数



资料来源：Wind，浙商证券研究所；注：中国利郎数据截至2023年底，其他3家公司截至2023年三季报

图37：本土男装龙头应收账款周转天数



资料来源：Wind，浙商证券研究所；注：中国利郎数据截至2023年底，其他3家公司截至2023年三季报

4 盈利预测及投资建议

4.1 盈利预测

预计公司 24-26 年实现营业收入 39.6/43.9/48.4 亿元，同比+12%/11%/10%，其中：

1) 主系列：我们预计主系列 24-26 年净开 60/60/60 家门店，同比 +2.5%/+2.4%/+2.4%，23H1 主系列完成 156 家第七代店铺的装修，24 年公司预计将继续完成 400 家，门店升级叠加极致大单品策略成效显现有望进一步提升单店模型，主系列公司将继续发力抖音等新电商及微商城等私域电商，预计线上收入保持中双位数稳健增长。因此，预计主系列 24-26 年收入 30.4/32.2/34.1 亿元，同比增长 6.8%/6.2%/5.7%。

2) 轻商务系列：我们预计轻商务系列 24-26 年净开 60/60/60 家门店，同比 +19.9%/+16.6%/+14.2%，IP 联名+走秀+流量明星代言人提升品牌于年轻消费群体声量，叠加 23Q3 新一代旗舰店有望进一步推动单店销售额显著提升，预计轻商务系列 24-26 年收入 9.3/11.6/14.3 亿元，同比增长 31.9%/25.7%/22.8%。

表8：中国利郎收入拆分预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主系列收入	2566	2841	3035	3224	3407
YOY	-6.8%	10.7%	6.8%	6.2%	5.7%
渠道数量（家）	2366	2393	2453	2513	2573
轻商务系列收入	520	703	927	1164	1430
YOY	16.0%	35.2%	31.9%	25.7%	22.8%
渠道数量（家）	259	302	362	422	482

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

我们预计 24 年作为品牌全面升级第二年，公司将继续以较大力度宣传品牌形象以促进销售，新开轻商务直营店以进一步巩固消费者认知，因此 24 年销售费用率将波动向上，未来随着收入增长带来的经营杠杆，销售费用率将逐年下降。预计公司 24-26 年实现归母净利润 6.0/6.7/7.4 亿元，同比+14%/11%/10%，对应净利率 15.2%/15.3%/15.3%。

表9：中国利郎盈利预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	46.0%	48.2%	48.2%	48.3%	48.3%
销售费用率	25.7%	27.0%	27.6%	27.6%	27.5%
管理费用率	5.8%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
研发费用率	4.0%	3.2%	3.7%	3.7%	3.5%
归母净利润	448.1	530.4	604.0	670.9	740.6
YOY	-4.3%	18.4%	13.9%	11.1%	10.4%
归母净利率	14.5%	15.0%	15.2%	15.3%	15.3%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

4.2 估值及投资建议：低估值高分红兼具成长性

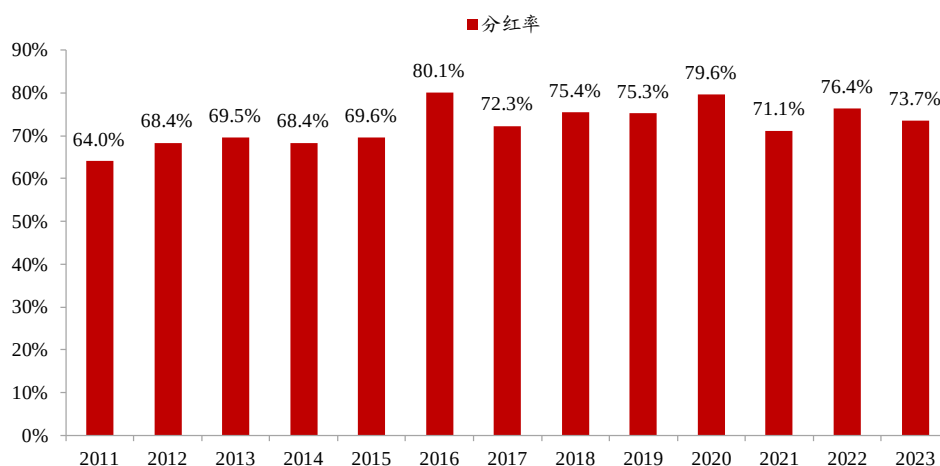
公司作为商务休闲男装领军品牌，蛰伏期渠道改革逐渐跑通，品牌全新升级，轻商务系列助力年轻化卓有成效，预计公司 24-26 年实现归母净利润 6.0/6.7/7.4 亿元，同比 +14%/11%/10%，对应 PE9X/8X/7X，显著低于可比公司，2016 年以来公司分红率稳定在 75%左右，预计对应 24 年股息率 8.8%，是高分红低估值兼具成长性标的，维持“买入”评级。

表10：可比公司估值（市值及 PE 按照 4/16 收盘价计算）

	市值 (亿元)	归母净利润			PE		
		2023A/E	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
海澜之家	446	29.5	33.3	37.6	15.1	13.4	11.8
比音勒芬	167	9.6	11.9	14.4	17.3	14.0	11.6
报喜鸟	83	6.3	8.2	9.5	13.2	10.2	8.8
九牧王	52	2.0	3.5	4.3	25.9	15.1	12.1
平均					17.9	13.2	11.1
中国利郎	52	4.6	6.0	6.7	9.8	8.6	7.7

资料来源：wind，浙商证券研究所，注：可比公司盈利预测为 wind 一致预期，除中国利郎、报喜鸟 23 年为实际值，其余可比公司均为预测值

图38：2016-2023 年公司平均分红率达 75.5%



资料来源：wind，浙商证券研究所

5 风险提示

- 1、终端消费力下降的风险：若消费者对服装类可选消费持有谨慎态度，可能影响线下门店客流及成交。
- 2、男装行业竞争加剧的风险：公司为商务休闲男装领军品牌，若男装行业竞争加剧，其他男装品牌可能会抢占利郎品牌市场份额。
- 3、门店拓展不及预期的风险：公司计划 24 年净开 100-200 家门店，若零售环境不理想，可能带来公司更审慎的拓店行动，从而导致门店拓展进度不及预期。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,678	2,927	3,127	3,469
现金	1,077	1,185	1,303	1,434
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	393	399	436	476
其他应收款	342	385	413	450
预付账款	0	0	0	0
存货	826	958	974	1,109
其他	40	0	0	0
非流动资产	3,825	3,957	4,073	4,209
金额资产类	0	0	0	0
权益法核算的投资	0	0	0	0
固定资产	1,194	1,207	1,215	1,220
商誉及有使用权资产	136	148	139	141
在建工程	0	0	0	0
其他	2,496	2,602	2,719	2,847
资产总计	6,503	6,885	7,200	7,678
流动负债	1,623	1,642	1,753	1,784
短期借款	290	204	247	225
应付款项	730	735	778	834
其他	603	703	728	724
非流动负债	913	958	1,006	1,056
长期借款	853	896	941	988
其他	59	62	65	69
负债合计	2,535	2,601	2,759	2,841
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	3,967	4,284	4,442	4,837
负债和股东权益	6,503	6,885	7,200	7,678

现金流量表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,101	851	1,064	1,018
净利润	530	604	671	741
折旧摊销	224	213	218	218
财务费用	(47)	(53)	(58)	(64)
投资损失	(2)	1	(0)	(0)
营运资金变动	348	(176)	(38)	(156)
其它	47	261	272	279
投资活动现金流	(1,212)	(551)	(263)	(224)
资本支出	(134)	(276)	(263)	(224)
长期投资	(1,099)	(275)	0	0
其他	21	0	0	0
筹资活动现金流	228	278	268	251
债务的增加	1,127	1,127	1,127	1,127
股息及利息支付	349	453	503	555
其他	(1,703)	(1,858)	(1,898)	(1,933)
现金净增加额	117	108	118	130

利润表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,544	3,961	4,388	4,836
营业成本	1,837	2,051	2,270	2,500
毛利润	1,707	1,910	2,118	2,336
销售费用	957	1,094	1,210	1,331
管理费用	177	198	219	242
其他收入及收益	51	64	68	73
营业利润	611	689	766	845
财务费用	(47)	(53)	(58)	(64)
以权益法核算的投资收	2	(1)	0	0
除税前溢利	658	742	824	910
所得税	127	138	153	169
净利润	530	604	671	741
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	530	604	671	741
EBITDA	796	831	907	982
EPS (最新摊薄)	0.44	0.50	0.56	0.62

主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	14.83%	11.78%	10.78%	10.21%
营业利润	17.23%	17.40%	17.45%	17.48%
归属母公司净利润	18.38%	13.88%	11.07%	10.39%
获利能力				
毛利率	48.16%	48.21%	48.26%	48.31%
净利率	14.97%	15.25%	15.29%	15.31%
ROE	13.69%	14.64%	15.38%	15.96%
ROIC	8.33%	8.56%	9.11%	9.40%
偿债能力				
资产负债率	38.99%	37.77%	38.32%	37.00%
净负债比率	1.66%	-1.98%	-2.60%	-4.56%
流动比率	1.65	1.78	1.78	1.94
速动比率	1.14	1.20	1.23	1.32
营运能力				
总资产周转率	0.59	0.59	0.62	0.65
应收账款周转率	7.69	10.00	10.50	10.60
应付账款周转率	2.81	2.80	3.00	3.10
每股指标(元)				
每股收益	0.44	0.50	0.56	0.62
每股经营现金	0.92	0.71	0.89	0.85
每股净资产	3.31	3.58	3.71	4.04
估值比率				
P/E	9.75	8.57	7.71	6.99
P/B	1.30	1.21	1.16	1.07
EV/EBITDA	2.35	2.21	2.17	2.08

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>