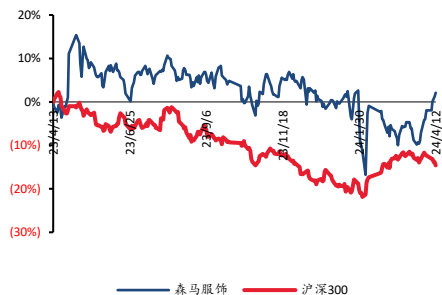


23 年年报点评：盈利&营运能力提升，期待 24 年恢复规模增长

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通股(亿股) 26.94/26.94
总市值/流通(亿元) 161.38/161.38
12 个月内最高/最低价 (元) 7.02/4.8

相关研究报告

证券分析师：郭彬

E-MAIL: guobin@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190519090001

研究助理：龚书慧

E-MAIL: gongsh@tpyzq.com

一般证券业务登记编号: S1190122070007

事件：近期公司发布 2023 年年报。2023 年收入 136.6 亿元/同比+2.5%，归母净利润 11.2 亿元/同比+76.1%；单 Q4 收入 47.6 亿元/同比+8.5%，归母净利润 2.9 亿元/同比-20.8%。23 年公司分红比例为 72%，每股派息 0.3 元，对应股息率为 5.2%。

童装业务稳步增长突显经营韧性，线下渠道恢复增长态势。1) **分品牌**：23 年休闲服饰/童装收入分别同比-2.6%/+4.9%至 41.7/93.7 亿元，占比分别为 31%/69%，休闲服饰/童装的门店数量分别净减少 48/155 家，童装关店较多主因马卡乐品牌经营策略向线上转移。童装业务整体保持稳步增长态势。2) **分渠道**：线上/直营/加盟/联营收入分别同比-3.5%/+19.2%/+9.7%/-51.9%至 62.3/13.7/57.8/1.6 亿元，占比分别为 46%/10%/43%/1%；3) **线下门店数量**：23 年底共有 7937 家门店，其中直营/加盟/加盟分别为 681/7164/92 家，较 22 年底净变动-42/-172/+11 家，23 年公司线下门店处于调整阶段，整体净关店，看好公司渠道调整后 24 年门店净开恢复规模增长。

折扣改善带动毛利率提升，费用管控良好，营运能力提升。1) **毛利率**：23 年毛利率同比+2.7pct 至 44%，**分渠道**，线上/直营/加盟/联营毛利率分别为 43%/67.6%/39.2%/62.5%，分别同比+4.2/+2.5/+1.9/-5.8pct；**分品牌**，休闲服饰/童装毛利率分别为 38%/46.8%，分别同比-2.0/+4.9pct。毛利率明显提升主因新品售罄提升、折扣改善和高毛利的直营占比增加。2) **费用端**：23 年控费效果明显，销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.4/+0.2/-0.2/-0.8pct 至 24.1%/4.6%/2.1%/-1.2%。3) **存货**：存货周转天数同比-25.8 天至 155 天，存货净额同比-28.6%至 27.5 亿元，商品运营效率提升，期待 24 年轻装上阵。4) **现金流**：2023 年经营活动现金流净额为 19.41 亿元，同比增加 65.1%，现金流恢复健康。

盈利预测与投资建议：公司积极推进全域新零售，伴随渠道调整和经营质量优化，看好公司 24 年恢复规模性增长，海外布局助力公司中长期的持续发展。我们预计公司 2024/25/26 年归母净利润分别为 12.7/14.9/17.5 亿元，当前股价对应的 PE 分别为 13/11/9 倍，给予“买入”评级。

风险提示：消费复苏不及预期，渠道拓展不及预期，库存风险，行业竞争加剧等

■ 盈利预测和财务指标

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	13,661	15,222	16,621	18,038
营业收入增长率(%)	2.5%	11.4%	9.2%	8.5%
归母净利(百万元)	1122	1272	1489	1747
净利润增长率(%)	76.1%	13.5%	17.0%	17.3%
摊薄每股收益(元)	0.42	0.47	0.55	0.65
市盈率(PE)	14.3	12.7	10.8	9.2

资料来源: Wind, 太平洋证券, 注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。