

2023年04月24日

# Q1 净利表现好于收入，关注去库存进展

## 嘉曼服饰(301276)

评级:	买入	股票代码:	301276
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	38.00/22.66
目标价格:		总市值(亿)	25.84
最新收盘价:	23.93	自由流通市值(亿)	25.84
		自由流通股数(百万)	108

### 事件概述

2022年公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流分别为11.43/1.66/1.37/1.26亿元，同比下降5.87%/14.75%/21.35%/38.46%，扣非净利低于净利主要由于政府补助(0.16亿元)；加回资产减值损失后净利/扣非净利为1.99/1.70亿元，同比下降7%/13%；经营性现金流低于归母净利主要由于公允价值变动收益增长以及存货增长。22年每10股派发现金红利3.6元，股息率为1.5%。

2023Q1公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为2.94/0.64/0.45亿元，同比增长0%/24%/-3%，收入增长情况好于23春夏订货会情况(订货金额1.55亿元、下降27.62%)；净利增长好于收入主要由于公司收到上市补贴及企业扶持资金增加(其他收益0.19亿元，同比增长375%)。

### 分析判断:

线下受到疫情影响，线上维持稳定增长。(1)分渠道来看，22年线下直营/加盟/线上直营分别为2.18/1.22/8.03亿元、同比下降17.50%/22.69%/-1.37%，线上收入占比达70%。22年直营/加盟店数分别为169/386家，同比净闭21/28家，同比减少6%/7%，推算直营店效/加盟单店出货(129/32万元)同比下降12%/17%，单店面积为58.5/53.5m<sup>2</sup>，直营平效/加盟平效为2.2/0.6万元/m<sup>2</sup>。公司新开直营11家中包括暇步士3家、Bebelux3家、哈吉斯5家，平均面积69m<sup>2</sup>。公司线上销售中，电商联营平台/电商服务平台收入占比45.9%/54.1%，同比下降39.4/-25.0PCT。(2)分地区来看，不包括电商收入，22年东北/华北/华东/西北/西南/中南地区收入分别为0.20/1.64/1.07/0.18/0.13/0.19亿元，同比下降17%/19%/15%/24%/31%/33%，西南、中南地区销售收入跌幅最大但占比较低，公司主要销售地区的华北、华东地区相对降幅不大。(3)22年销量/单价分别同比下降10.5%/-5%。

毛利率基本持平，净利率下滑主要由于费用率上升及资产减值损失占比增加。(1)22年公司毛利率为59.74%、同比增长0.48PCT，主要由于占比较大的线上业务销售毛利率小幅上升：22年线上/直营/加盟的毛利率分别为59.83%/62.95%/53.42%、同比提高0.88/-0.87/0.22PCT。23Q1公司毛利率为61.56%、同比下降0.47PCT。(2)22年净利率为14.52%、同比下降1.54PCT；23Q1净利率为21.77%、同比增加4.14PCT。从费用率看，22年销售/管理/财务费用率分别为32.7%/7.6%/-0.1%、同比提高1.4/1/0PCT，销售费用主要由于线上宣传推广费增加，管理费用主要由于中介费增加。23Q1销售/管理/财务费用率为32.3%/6.8%/-0.3%、同比下降0.9/-0.7/0.3PCT。22年政府补助为0.16亿元，同比增加41%。22年资产减值损失/收入为2.91%，同比增长1.23PCT，其他收益/收入同比增加0.5PCT。23Q1其他收益/收入同比增加5.11PCT，投资收益/收入同比增加0.34PCT。(3)子公司天津嘉曼(水孩儿)/天津嘉士(暇步士)/宁波嘉迅(采购公司)分别实现收入2.85/5.62/5.25亿元，净利润0.25/-0.17/1.91亿元、同比增长2%/-158%/64%，净利率为8.7%/-3.0%/36.3%。

存货高企。22年末存货为4.49亿元，同比增长17.7%，存货/收入为39.3%，存货跌价准备/存货为12.5%；存货周转天数为325天、同比增加62天。应收账款应收账款0.37亿元，同比减少0.22%，应收周转天数为11.5天、同比减少4.9天。23Q1存货周转天数为339天，环比增加14天，应收账款周转天数为9.3天，环比减少2.2天。

## 投资建议

我们分析，（1）公司线下开店仍有空间，仅以 2 个授权品牌来看，中高端品牌单品牌开店空间在 500-600 家，未来公司开店仍有翻倍空间；（2）目前公司店效在 110 万元/年左右，未来随着单店面积扩大、连带率和复购率提升，仍有提升空间；（3）随着高毛利的授权品牌增速更高、占比进一步提升，公司毛利率和净利率仍有提升空间。维持此前盈利预测，23/24 年收入预测 13.53/15.71 亿元，新增 25 年收入为 18.04 亿元，23/24 年归母净利润预测为 1.9/2.3 亿元，新增 25 年归母净利润预测为 2.8 亿元，对应 23/24 年 EPS 1.80/2.17 元，新增 25 年 EPS 2.55 元，2023 年 4 月 21 日收盘价 23.93 元对应 23/24/25 年 PE 为 13/11/9 倍，维持“买入”评级。

## 风险提示

疫情发展的不确定性、开店进度低于预期风险、系统性风险。

## 盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,214	1,143	1,353	1,571	1,804
YoY (%)	16.4%	-5.9%	18.4%	16.1%	14.9%
归母净利润(百万元)	195	166	194	234	275
YoY (%)	63.8%	-14.8%	16.9%	20.6%	17.6%
毛利率 (%)	59.2%	59.7%	60.0%	58.9%	58.9%
每股收益 (元)	2.40	1.89	1.80	2.17	2.55
ROE	26.6%	8.9%	9.4%	10.2%	10.7%
市盈率	9.97	12.66	13.32	11.04	9.39

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,143	1,353	1,571	1,804	净利润	166	194	234	275
YoY(%)	-5.9%	18.4%	16.1%	14.9%	折旧和摊销	24	14	15	21
营业成本	460	542	646	742	营运资金变动	-56	96	-42	29
营业税金及附加	7	8	10	11	经营活动现金流	126	305	200	317
销售费用	374	451	511	581	资本开支	-32	-3	-3	-4
管理费用	87	108	122	140	投资	-1,048	-30	-33	-36
财务费用	-1	0	-4	-7	投资活动现金流	-1,066	-32	-27	-30
研发费用	0	0	0	0	股权募资	1,018	0	0	0
资产减值损失	-33	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
投资收益	5	0	8	9	筹资活动现金流	961	-1	-1	-1
营业利润	220	257	310	365	现金净流量	21	272	172	286
营业外收支	0	0	0	0					
利润总额	220	257	310	365	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
所得税	54	63	76	89	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	166	194	234	275	营业收入增长率	-5.9%	18.4%	16.1%	14.9%
归属于母公司净利润	166	194	234	275	净利润增长率	-14.8%	16.9%	20.6%	17.6%
YoY(%)	-14.8%	16.9%	20.6%	17.6%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	1.89	1.80	2.17	2.55	毛利率	59.7%	60.0%	58.9%	58.9%
					净利率	14.5%	14.3%	14.9%	15.3%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	总资产收益率 ROA	7.0%	7.3%	7.9%	8.3%
货币资金	80	352	523	809	净资产收益率 ROE	8.9%	9.4%	10.2%	10.7%
预付款项	6	16	19	22	<b>偿债能力 (%)</b>	<b>4.39</b>	<b>4.30</b>	<b>4.23</b>	<b>4.36</b>
存货	449	399	534	546	流动比率	3.37	3.50	3.33	3.52
其他流动资产	1,529	1,580	1,609	1,668	速动比率	0.17	0.64	0.82	1.16
流动资产合计	2,064	2,347	2,686	3,045	现金比率	21.5%	22.1%	22.7%	22.3%
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率				
固定资产	44	41	39	36	<b>经营效率 (%)</b>	<b>0.64</b>	<b>0.54</b>	<b>0.56</b>	<b>0.58</b>
无形资产	13	13	12	11	总资产周转率				
非流动资产合计	310	296	280	260	<b>每股指标 (元)</b>	<b>1.89</b>	<b>1.80</b>	<b>2.17</b>	<b>2.55</b>
资产合计	2,374	2,643	2,966	3,305	每股收益	17.25	19.05	21.22	23.77
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	1.17	2.82	1.85	2.94
应付账款及票据	377	451	536	597	每股经营现金流	0.36	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	94	94	98	101	每股股利				
流动负债合计	470	545	634	698	<b>估值分析</b>	<b>12.66</b>	<b>13.32</b>	<b>11.04</b>	<b>9.39</b>
长期借款	0	0	0	0	PE	1.35	1.26	1.13	1.01
其他长期负债	40	40	40	40	PB	-5.9%	18.4%	16.1%	14.9%
非流动负债合计	40	40	40	40					
负债合计	510	585	674	738					
股本	108	108	108	108					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	1,863	2,057	2,291	2,567					
负债和股东权益合计	2,374	2,643	2,966	3,305					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，13年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得 2011-2015 年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第 4/5/3/1/1 名、2012-2015 年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队 5/4/4/4 名，2013-2014 年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第 5/5 名，2013 年 Wind 金牌分析师第 4 名，2014 年第一财经最佳分析师第 4 名，2015 年华尔街见闻金牌分析师第 1 名，2020 年 Wind “金牌分析师” 纺织服装研究领域第 2 名，2020 年 21 世纪金牌分析师评选之消费深度报告第 3 名。

### 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。