

纺织服饰

2023年02月19日

嘉曼服饰 (301276)

——发布股权激励计划，中高端童装扬帆启航，维持买入

报告原因：有信息公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2023年02月17日

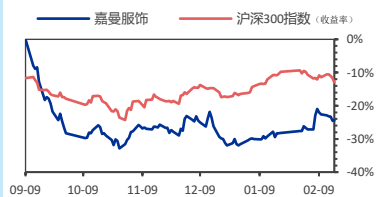
收盘价(元)	25.71
一年内最高/最低(元)	38/22.66
市净率	1.5
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	658
上证指数/深证成指	3224.02/11715.77

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2022年09月30日

每股净资产(元)	16.68
资产负债率%	21.50
总股本/流通A股(百万)	108/26
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《嘉曼服饰(301276)报告：中高端童装新星，金字塔品牌矩阵驱动接棒式增长》
2023/02/06

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com

研究支持

李璇 A0230122060008
lixuan@swsresearch.com

联系人

李璇
(8621)23297818x
lixuan@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

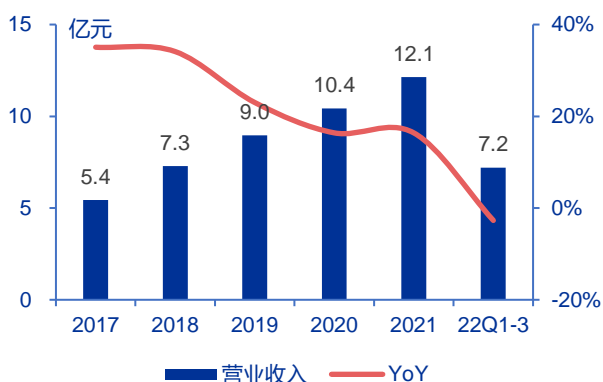
投资要点：

- **上市后首份股权激励计划出炉，深度绑定核心高管和骨干。**公司公告2023年限制性股票激励计划(草案)，拟向公司(含全资子公司，下同)董事、高级管理人员及核心骨干员工授予限制性股票118万股，约占激励计划草案公告时总股本的1.09%。其中，首次授予101万股，占总股本的0.94%，占激励计划的85.59%，拟首次授予的激励对象覆盖董事、高级管理人员及核心骨干员工共计41人，包括公司实际控制人刘激和马丽娟；剩余预留17万股，占总股本的0.16%。此次激励计划的考核期为2023-2025年，限制性股票(含预留部分)的授予价格为13.06元/股。
- **考核目标增长稳健，彰显公司中长期成长信心。**根据公告，第一个归属期的考核目标值为2023-2024年两年净利润累计不低于3.8亿元，触发值为两年净利润累计不低于3.6亿元。第二个归属期考核目标值为2023-2025年三年净利润累计不低于6.1亿元，触发值为三年净利润累计不低于5.9亿元。
- **近期多地生育政策持续加码，童装板块有望获得催化。**22Q4以来，多地出台鼓励生育的相关政策，例如，深圳市卫生健康委公开征求《深圳市育儿补贴管理办法》意见，初步拟定生育一孩/二孩/三孩分别发放一次性补贴0.3/0.5/1万元，三年累计发放0.75/1.1/1.9万元。长沙市住建局、市卫健委、市公安局联合制定《依法生育两个及以上子女的本地户籍家庭购买商品住宅实施细则》规定长沙依法生育二孩及以上本地户籍家庭增加1套购房指标。多地生育政策出台，切实减轻育儿负担，有望激发生育意愿，对童装板块形成催化。
- **线下客流快速恢复，门店有望重启增长，电商渠道持续强化多平台运营。**1月以来全国各城市陆续感染达峰，线下客流恢复明显，叠加春节前期新衣采购需求集中释放，线下销售情况快速好转，预计1月电商渠道销售同比持平，线下渠道实现双位数增长，尤其哈吉斯和暇步士品牌表现更佳。电商为当前公司发展的核心渠道，目前仍以天猫和唯品会为主要平台，但抖音等新兴渠道发展势头强劲，预计2022年抖音渠道占电商收入比例将提升至双位数(2021年为9%)，有望持续贡献电商渠道的增长，此外，随线下终端消费回暖，公司将加快推进线下门店的拓展及品牌宣传，线下门店有望重启净开店。
- **嘉曼服饰是国内中高端品牌童装新星，业绩成长性高，构建金字塔品牌矩阵形成强互补，电商占比行业领先，维持“买入”评级。**国内童装行业成长性比肩运动，公司作为国内少数中高端童装品牌集团，构建了布局中端、中高端和高端的金字塔型品牌矩阵，接棒推动业绩增长，旗下哈吉斯和暇步士品牌成长潜力大，渠道布局前瞻，把握了电商渠道成长红利。维持原盈利预测，预计22-24年实现归母净利润1.3/2.0/2.6亿元，同比下滑34.9%/增长61.4%/增长26.4%，对应PE为22/14/11倍，22-24年归母净利润CAGR达43%，对应23年PEG仅为0.3倍，成长性高，参考可比公司平均PE，给予公司23年19倍PE估值，目标市值40亿元，较当前市值上涨空间达43%，维持“买入”评级。
- **风险提示：**出生率持续下滑；行业竞争加剧；线上流量红利衰退；品牌授权模式风险。

财务数据及盈利预测

	2021	22Q1-Q3	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1,214	720	1,170	1,323	1,595
同比增长率(%)	16.4	-2.7	-3.6	13.0	20.6
归母净利润(百万元)	195	104	127	204	259
同比增长率(%)	63.8	-8.1	-34.9	61.4	26.4
每股收益(元/股)	2.40	0.96	1.17	1.89	2.39
毛利率(%)	59.2	60.0	59.5	60.1	60.8
ROE(%)	26.6	5.8	8.8	13.0	15.1
市盈率					

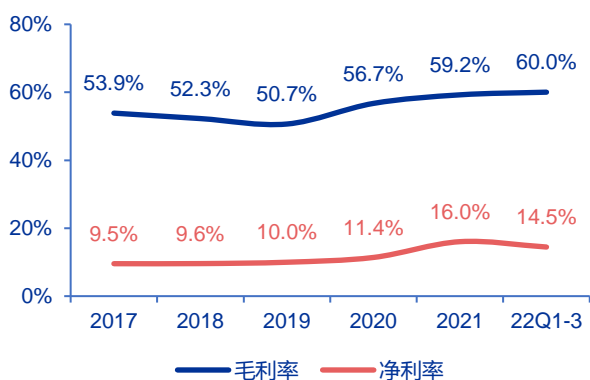
注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

图 1: 22Q1-3 营收同比下滑 2.7%


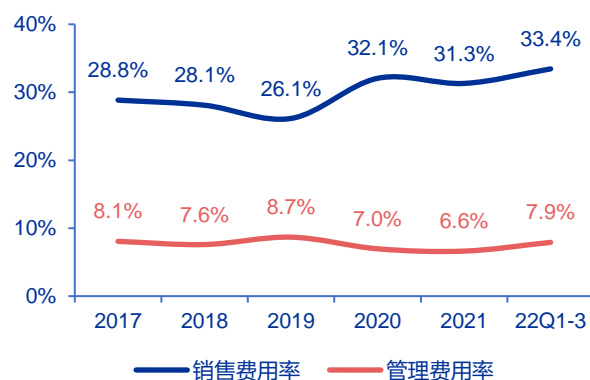
资料来源：公司招股书，公司公告，申万宏源研究

图 2: 22Q1-3 归母净利润同比下滑 8.1%


资料来源：公司招股书，公司公告，申万宏源研究

图 3: 22Q1-3 毛利率/净利率为 60.0%/14.5%


资料来源：公司招股书，公司公告，申万宏源研究

图 4: 22Q1-3 销售费用率/管理费用率 33.4%/7.9%


资料来源：公司招股书，公司公告，申万宏源研究；注：管理费用率含研发支出

表 1: 嘉曼服饰 2023 年股权激励计划考核目标

归属期	目标值	触发值
第一个归属期	2023-2024 年两年净利润累计≥3.8 亿元	2023-2024 年两年净利润累计≥3.6 亿元
第二个归属期	2023-2025 年三年净利润累计≥6.1 亿元	2023-2025 年三年净利润累计≥5.9 亿元

资料来源：公司公告，申万宏源研究

财务摘要

百万元, 百万股	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,043	1,214	1,170	1,323	1,595
其中: 营业收入	1,043	1,214	1,170	1,323	1,595
减: 营业成本	452	495	474	528	625
减: 税金及附加	6	9	9	10	12
主营业务利润	586	710	687	785	958
减: 销售费用	335	380	392	439	518
减: 管理费用	73	80	92	98	115
减: 财务费用	-2	-1	-5	-7	-6
经营性利润	181	251	208	255	331
加: 信用减值损失 (损失以“-”填列)	-4	1	-2	0	0
加: 资产减值损失 (损失以“-”填列)	-34	-20	-57	-1	-5
加: 投资收益及其他	16	24	18	18	17
营业利润	159	255	167	271	343
加: 营业外净收入	-1	3	0	0	0
利润总额	158	258	167	271	343
减: 所得税	40	63	41	67	85
净利润	119	195	127	204	259
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	119	195	127	204	259
全面摊薄总股本	81	81	108	108	108
每股收益 (元)	1.47	2.40	1.17	1.89	2.39

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swwhysc.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swwhysc.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swwhysc.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swwhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。