

2024年04月24日

买入（维持）

报告原因：业绩点评

嘉曼服饰（301276）：整合成人装，深挖暇步士品牌成长潜力

——公司简评报告

证券分析师

谢建斌 S0630522020001

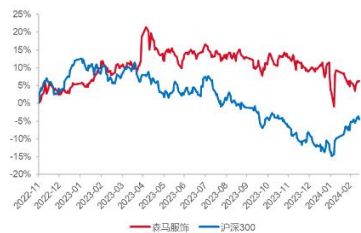
xjb@longone.com.cn

联系人

龚理

gongli@longone.com.cn

数据日期	2024/04/23
收盘价	20.16
总股本(万股)	10,800
流通A股/B股(万股)	3,874/0
资产负债率(%)	16.24%
市净率(倍)	1.06
净资产收益率(加权)	2.61
12个月内最高/最低价	32.18/15.88



相关研究

1、嘉曼服饰(301276)：公司深度报告：收购暇步中国IP，品牌资本化、全品类蓄力成长——20231208

投资要点

- 事件：**4月22日，公司发布2023年年报和2024年一季报，2023年实现营收11.52亿元（同比+0.76%，下同），归母净利润1.80亿元（+8.55%），扣非归母净利润1.24亿元（-9.46%）；2023Q4实现营收4.35亿元（+2.81%），归母净利润0.53亿元（-15.10%），扣非归母净利润0.51亿元（-6.32%）；2024Q1实现营收2.88亿元（-2.18%），归母净利润0.53亿元（-17.51%），扣非归母净利润0.45亿元（+0.82%）。2023年业绩低于预期主因Q4电商增长下滑、门店去库影响毛利率；2023年获得政府补助4676.04万元（+184.64%）使得非经常性损益明显增加；2024Q1因夏装较去年同期延后业绩承压。
- 线下经营提质，线上承压。**1) 线下，2023年直营/加盟店分别实现营收2.47/1.37亿元（+13.24%/+12.67%），门店保持健康增长，其中直营/加盟门店数分别为165/374家（较2023年初-4/-12家），门店集中分布在华北/华东，分别为255/156家（较2022年+7/-10家），门店净关主要在于门店优化、经营提质，2023年经营满1年的直营门店店效为132.90万元/家/年（+12.86%）。2) 线上，电商实现营收7.66亿元（-4.58%，营收占比66.52%），唯品会/天猫/抖音/京东分别实现营收3.25/2.07/1.58/0.54亿元（-9.54%/-4.88%/+0.62%/-23.50%），综合电商增长下滑明显、抖音降速，线上整体承压。公司已在抖音、京东、天猫、唯品会等平台开通直播账号，累计开展直播活动数百场次，并与李佳琦、蜜蜂惊喜社、东方甄选-美丽生活、交个朋友等知名主播展开合作，在社交电商上仍有较大增长潜力，2024Q1录得高单增长。
- 毛利率Q1修复，库存结构改善向好。**1) 毛利率，2023年毛利率为59.76%（+0.02pct），直营/加盟/电商毛利率分别-2.96/-0.19/+1.41pct至59.99%/53.23%/61.24%，2023Q4线下加大去库力度导致毛利率下行，2024Q1毛利率已修复至62.61%（+1.20%）。2) 费率，2023年期间费率为41.91%（+1.66pct），其中销售费用为3.89亿元，对应销售费率为33.77%（+1.02pct），商场及平台佣金因门店净关和综合电商销售承压而下降4.83%。3) 库存，2023年存货周转天数为339天（同比+14天），主要系收入放缓，实际上存货同比下降5.56%至4.24亿元，一年期库龄存货同比减少12.90%，库存结构改善向好。
- 推进成人装自主经营，深挖暇步士成长潜力。**公司于2023年9月以4.28亿元收购暇步士，在此之前，公司经营暇步士童装品类已经十年，在品牌调性、生产研发、终端销售方面均积累了丰富的品牌运作经验。收购完成后，经营品类有望延伸至鞋类、男士服装、女士服装、箱包、皮具等，人群破圈至成人，市场扩大至港澳，成长潜力巨大。当前公司正和原有成人装被授权商交接业务，线上电商平台陆续变更经营主体、逐步接手经营直营店铺、与加盟商洽谈、处理原有被授权商存货，预计今年下半年暇步士成人装品类全部收归自营。
- 投资建议：**公司品牌资产优越，收购后暇步士，品牌支出由过去的“费用化”转为“资本化”、多品类协同，当前成衣自主经营有序推进，暇步士有望被培育成超级品牌。2024和2025年受外延贡献有望释放较大业绩弹性，2026年回归至内生增长。因经营品类变化，我们调整2024/2025/2026年归母净利润分别为2.39/3.40/3.76亿元（2024-2025年原预测值为2.36/2.73亿元），同比增速为33.08%/41.87%/10.56%，对应EPS为2.22/3.15/3.48元/股，对应P/E为9/6/6倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**人口出生率下滑的风险；收购整合的风险；授权品牌续约的风险；线上获客成本高企的风险等。

盈利预测与估值简表

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	1,151.76	1,468.14	2,037.94	2,235.55
增长率 (%)	0.76%	27.47%	38.81%	9.70%
归母净利润 (百万元)	179.92	239.43	339.69	375.55
增长率 (%)	8.55%	33.08%	41.87%	10.56%
EPS (元/股)	1.67	2.22	3.15	3.48
市盈率 (P/E)	14.60	9.09	6.41	5.80
市净率 (P/B)	1.31	0.97	0.84	0.74

资料来源：携宁，东海证券研究所（截至 2024 年 4 月 23 日收盘）

附录：三大报表预测值

利润表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,152	1,468	2,038	2,236
%同比增速	1%	27%	39%	10%
营业成本	463	586	788	855
毛利	688	883	1,250	1,381
%营业收入	60%	60%	61%	62%
税金及附加	8	9	13	14
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	389	485	683	756
%营业收入	34%	33%	34%	34%
管理费用	98	116	166	185
%营业收入	8%	8%	8%	8%
研发费用	0	0	0	0
%营业收入	0%	0%	0%	0%
财务费用	-4	-4	-4	-4
%营业收入	0%	0%	0%	0%
资产减值损失	-29	-25	-29	-27
信用减值损失	-1	-1	-1	-2
其他收益	47	44	61	67
投资收益	13	15	20	22
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	22	18	18	20
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	251	327	461	510
%营业收入	22%	22%	23%	23%
营业外收支	-7	-4	-2	-3
利润总额	243	324	459	508
%营业收入	21%	22%	23%	23%
所得税费用	63	84	119	132
净利润	180	239	340	376
%营业收入	16%	16%	17%	17%
归属于母公司的净利润	180	239	340	376
%同比增速	9%	33%	42%	11%
少数股东损益	0	0	0	0
EPS (元/股)	1.67	2.22	3.15	3.48

基本指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS	1.67	2.22	3.15	3.48
BVPS	18.60	20.74	23.88	27.36
PE	14.60	9.09	6.41	5.80
PEG	1.71	0.27	0.15	0.55
PB	1.31	0.97	0.84	0.74
EV/EBITDA	10.66	5.85	4.12	3.59
ROE	9%	11%	13%	13%
ROIC	8%	10%	13%	13%

资产负债表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	83	91	140	221
交易性金融资产	1,061	1,279	1,597	1,917
应收账款及应收票据	38	47	64	69
存货	424	529	691	728
预付账款	6	8	10	11
其他流动资产	46	57	70	80
流动资产合计	1,659	2,011	2,573	3,026
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	101	137	128	119
无形资产	416	395	375	355
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	67	58	58	58
其他非流动资产	239	239	235	230
资产总计	2,481	2,840	3,369	3,787
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	345	457	615	668
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	17	20	27	30
应交税费	25	40	56	61
其他流动负债	47	52	60	43
流动负债合计	433	570	759	802
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	7	7	7	7
其他非流动负债	32	24	24	24
负债合计	472	600	790	833
归属于母公司的所有者权益	2,009	2,240	2,579	2,955
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	2,009	2,240	2,579	2,955
负债及股东权益	2,481	2,840	3,369	3,787

现金流量表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	162	268	340	373
投资	333	-200	-300	-300
资本性支出	-468	-57	-11	-14
其他	40	12	20	22
投资活动现金流净额	-94	-244	-291	-292
债权融资	0	-4	0	0
股权融资	0	1	0	0
支付股利及利息	-39	0	0	0
其他	-19	-3	0	0
筹资活动现金流净额	-58	-6	0	0
现金净流量	9	18	49	81

资料来源：携宁，东海证券研究所（截至 2024 年 4 月 23 日收盘）

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

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，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089