

嘉曼服饰 (301276)

证券研究报告

2024年05月31日

回收暇步士成人装业务，聚焦品牌力提升

公司发布 2023 年年报及 24 年一季报

24Q1 收入 2.88 亿同减 2.2%；归母 0.53 亿元同减 17.5%；扣非 0.45 亿同增 0.8%；24Q1 利润同比减少，扣非归母同比稳中有增系政府补助差额较大。

23Q4 收入 4.35 亿同增 2.8%；归母 0.53 亿同减 14.7%。23A 收入 11.5 亿同增 0.8%；归母 1.8 亿同增 8.6%；扣非 1.24 亿同减 9.5%。

23 年公司盈利能力相较 22 年提高系消费品市场需求趋于稳定。但受外部环境及宏观经济形势的影响，消费者的消费意愿回升速度较慢，同时 2023 年度线上平台销售增长速度趋较以前年度有所放缓。

2023 年公司合计拟派发现金分红 8208 万元（含税），分红率 45.6%。

分渠道，23 年线下直营收入 2.47 亿元，同增 13.2%，占比 21.5%；加盟收入 1.37 亿元，同增 12.7%，占比 11.9%；电商直营收入 7.66 亿元，同减 4.6%，占比 66.5%。

2023 年，公司直营店共计 165 家，店铺总面积 1.03 万平米，合计贡献营收 2.47 亿元，店铺年平均效 2.4 万元/平米/年。

电商渠道目前收入占比超过 60%，由于 24 年与 23 年春节销售旺季分别为 1 月与 2 月，因此从数据上看 24 年 1 月份上浮明显，2 月份有所减少；总体来看，电商渠道 24Q1 同比增长高单位数。

23 年毛利率 59.8%，同增 0.02pct；净利率 15.6%，同增 1.1pct

23 年总费率 41.9%，同增 1.7pct。其中，销售费率 33.8%，同增 1pct；管理费率 8.5%，同增 0.9pct，主要系 23 年公司购买无形资产聘请相关咨询机构使得咨询费大幅提升所致；财务费率-0.36%，同减 0.3ct，主要系 23 年公司进行现金管理的规模增加使得的利息收入相较 22 年大幅提高所致。

重新梳理暇步士成人装产品线并加大营销推广

公司在收购暇步士 (Hush Puppies) 大中华区全品类 IP 资产后，成立了暇步士品牌市场部，负责从品牌整体层面对暇步士进行品牌的宣传推广工作。

从短期看，公司会进行产品升级、开展品牌形象焕新、进行品类整合；从中长期来看，公司未来可能会考虑联合各品类组织主题活动，开设全品类家庭旗舰店，参与重大活动赞助，参加有影响力的时装周，针对目标人群进行更精准的广宣投入，聘请符合品牌风格的代言人等。从品牌整体层面出发多维度触达目标消费人群。

暇步士 (Hush Puppies) 是一个在国内市场已经存在了有将近三十年历史的品牌，消费者对暇步士 (Hush Puppies) 具有一定的品牌认知，一直以来暇步士也是定位于中高端市场，是有一定的群众基础的。

成人装是暇步士很重要的品类，自营后公司将对该品类进行进一步提升和打造。公司现阶段首先要对成人装整个产品线进行更新，在设计上进一步聚焦经典休闲风格，结合当下年轻人时尚休闲、运动休闲的生活方式，使产品的呈现更加年轻化、时尚化。

在面料上会运用更符合日常穿着的舒适的天然面料以及符合户外场景的功能型面料，在版型上会在现有基础上进行优化，以提高产品整体的品质感。其次，在成人装产品线全面升级后，公司将加大对品牌整体层面的宣传推广，以进一步塑造在消费者心目中的品牌价值。

公司会注重品类均衡发展，男装女装都健康发展。暇步士是家庭化品牌，未来会在线下流量大、位置佳的商圈考虑开设形象店铺，也会适时推出家庭生活方式门店，该集合店将男女装、童装、玩偶甚至鞋类、箱包及待开

投资评级

行业	纺织服饰/服装家纺
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	22.93 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	108.00
流通 A 股股本(百万股)	38.74
A 股总市值(百万元)	2,476.44
流通 A 股市值(百万元)	888.35
每股净资产(元)	19.11
资产负债率(%)	16.24
一年内最高/最低(元)	32.18/15.88

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

1 《嘉曼服饰-首次覆盖报告:定位中高端童装，全渠道多品牌布局》
2023-11-12

发的周边等全品类商品集于一体，给予消费者一站式的购物体验。

调整盈利预测，维持“买入”评级

公司在 2023 年 9 月以自有资金收购暇步士品牌在中国内地与香港、澳门特别行政区的全品类 IP 资产。暇步士品牌在大中华区主要经营品类包括成人服饰、成人鞋、童鞋、童装、箱包皮具等。大陆地区成人鞋、童鞋、箱包皮具品类目前以授权模式运营，公司每年向被授权方收取品牌使用费；童装品类自营；成人服饰品类公司于今年收回自营，目前仍处在和原有被授权商的业务交接中。

考虑到消费者消费意愿回升较慢，同时公司线上平台销售增长速度放缓，我们调整盈利预测，预计公司 24-26 年归母净利分别为 2.3/3.0/3.6 亿元（24-25 年前值分别为 3.01/3.66 亿元），EPS 分别为 2.13/2.81/3.33 元/股，对应 PE 分别为 11/8/7X。

风险提示：国内宏观经济增速放缓风险；童装行业竞争日益加剧风险；存货比重加大及其跌价风险；品牌授权风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,143.09	1,151.76	1,487.03	1,919.01	2,207.25
增长率(%)	(5.87)	0.76	29.11	29.05	15.02
EBITDA(百万元)	273.16	266.10	361.51	519.46	626.23
归属母公司净利润(百万元)	165.97	179.92	229.95	303.01	360.16
增长率(%)	(14.75)	8.41	27.81	31.77	18.86
EPS(元/股)	1.54	1.67	2.13	2.81	3.33
市盈率(P/E)	14.92	13.76	10.77	8.17	6.88
市净率(P/B)	1.33	1.23	1.13	1.02	0.92
市销率(P/S)	2.17	2.15	1.67	1.29	1.12
EV/EBITDA	2.76	4.49	3.30	2.97	2.63

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	79.54	83.36	118.96	153.52	176.58
应收票据及应收账款	36.58	38.49	69.81	70.87	81.10
预付账款	6.40	5.64	14.60	14.22	17.11
存货	449.44	424.44	435.40	777.43	655.28
其他	1,492.03	1,106.68	1,101.24	1,105.93	1,109.29
流动资产合计	2,063.99	1,658.63	1,740.02	2,121.97	2,039.37
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	43.72	100.65	94.04	87.42	80.81
在建工程	19.83	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	13.35	415.67	844.46	1,288.24	1,735.53
其他	233.08	306.44	198.23	237.26	242.56
非流动资产合计	309.97	822.76	1,136.73	1,612.93	2,058.90
资产总计	2,373.96	2,481.38	2,876.74	3,734.90	4,098.27
短期借款	0.00	0.00	73.79	425.42	552.19
应付票据及应付账款	376.65	344.73	448.25	637.94	610.57
其他	86.02	78.92	102.95	113.00	108.73
流动负债合计	462.67	423.65	624.99	1,176.36	1,271.50
长期借款	0.00	0.00	9.60	80.95	85.96
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	40.04	38.98	42.79	40.60	40.79
非流动负债合计	40.04	38.98	52.39	121.55	126.75
负债合计	510.48	472.27	677.38	1,297.90	1,398.25
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	108.00	108.00	108.00	108.00	108.00
资本公积	997.73	1,001.79	1,001.79	1,001.79	1,001.79
留存收益	757.75	899.32	1,089.57	1,327.20	1,590.22
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	1,863.48	2,009.11	2,199.37	2,437.00	2,700.02
负债和股东权益总计	2,373.96	2,481.38	2,876.74	3,734.90	4,098.27

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	165.97	179.92	229.95	303.01	360.16
折旧摊销	13.05	16.75	37.83	62.83	89.33
财务费用	(1.11)	(3.94)	(6.23)	1.16	10.01
投资损失	(4.83)	(13.06)	4.00	(4.63)	(4.56)
营运资金变动	(229.43)	(133.55)	186.05	(189.16)	68.47
其它	182.80	115.92	0.00	0.00	(0.00)
经营活动现金流	126.45	162.04	451.60	173.20	523.41
资本支出	30.47	447.97	456.19	502.18	529.81
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1,096.25)	(542.11)	(920.19)	(997.56)	(1,055.25)
投资活动现金流	(1,065.79)	(94.14)	(464.00)	(495.37)	(525.44)
债权融资	1.03	7.08	87.69	422.11	122.23
股权融资	955.71	(78.02)	(39.69)	(65.38)	(97.14)
其他	4.14	13.00	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	960.87	(57.94)	48.00	356.72	25.09
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	21.54	9.96	35.60	34.56	23.06

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,143.09	1,151.76	1,487.03	1,919.01	2,207.25
营业成本	460.22	463.45	582.32	731.91	839.64
营业税金及附加	7.05	7.69	10.06	12.54	14.70
销售费用	374.41	388.98	468.41	606.41	686.45
管理费用	86.92	97.83	108.55	140.09	154.95
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	(1.18)	(4.12)	(6.23)	1.16	10.01
资产/信用减值损失	(32.76)	(29.36)	(9.73)	(23.95)	(21.01)
公允价值变动收益	15.75	21.71	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4.83	13.06	(4.00)	4.63	4.56
其他	7.68	(58.03)	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	220.18	250.53	310.19	407.58	485.05
营业外收入	0.39	0.50	1.41	0.77	0.89
营业外支出	0.18	7.83	5.00	4.34	5.72
利润总额	220.40	243.20	306.60	404.01	480.22
所得税	54.43	63.28	76.65	101.00	120.05
净利润	165.97	179.92	229.95	303.01	360.16
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	165.97	179.92	229.95	303.01	360.16
每股收益(元)	1.54	1.67	2.13	2.81	3.33

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-5.87%	0.76%	29.11%	29.05%	15.02%
营业利润	-13.67%	13.78%	23.81%	31.40%	19.01%
归属于母公司净利润	-14.75%	8.41%	27.81%	31.77%	18.86%
获利能力					
毛利率	59.74%	59.76%	60.84%	61.86%	61.96%
净利率	14.52%	15.62%	15.46%	15.79%	16.32%
ROE	8.91%	8.96%	10.46%	12.43%	13.34%
ROIC	362.49%	180.88%	39.92%	33.49%	24.71%
偿债能力					
资产负债率	21.50%	19.03%	23.55%	34.75%	34.12%
净负债率	-3.75%	-3.52%	-1.13%	14.93%	17.52%
流动比率	4.39	3.83	2.78	1.80	1.60
速动比率	3.43	2.85	2.09	1.14	1.09
营运能力					
应收账款周转率	31.21	30.68	27.46	27.28	29.05
存货周转率	2.75	2.64	3.46	3.16	3.08
总资产周转率	0.64	0.47	0.56	0.58	0.56
每股指标(元)					
每股收益	1.54	1.67	2.13	2.81	3.33
每股经营现金流	1.17	1.50	4.18	1.60	4.85
每股净资产	17.25	18.60	20.36	22.56	25.00
估值比率					
市盈率	14.92	13.76	10.77	8.17	6.88
市净率	1.33	1.23	1.13	1.02	0.92
EV/EBITDA	2.76	4.49	3.30	2.97	2.63
EV/EBIT	2.80	4.65	3.68	3.38	3.07

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com