

2024年08月30日

**买入（维持）**

报告原因：业绩点评

## 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	2024/08/30
收盘价	17.89
总股本(万股)	10,800
流通A股/B股(万股)	3,850/0
资产负债率(%)	14.12%
市净率(倍)	0.95
净资产收益率(加权)	4.52
12个月内最高/最低价	29.45/15.88



## 相关研究

1、《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》2024.04.24

2、《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》2023.12.08

# 嘉曼服饰（301276）：暇步士成人装或将在下半年贡献明显增量

——公司简评报告

## 投资要点

- **事件：**公司发布2024年半年度报告，实现营收/归母净利润4.80/0.92亿元（同比-8.30%/-4.11%，下同），其中2024Q2实现营收/归母净利润1.93/0.39亿元（-16.13%/+22.97%）。
- **挺价维护品牌，电商承压。**基于公司从今年5月份起逐步收回暇步士成人装自主经营，成人装对上半年营收贡献有限。2024H1线上/直营/加盟实现营收2.80/1.31/0.54亿元，同比-18.35%/+0.09%/+8.57%，毛利率65.52%/63.29%/54.92%，同比+3.12/+2.23/+0.49pct。童装有所承压，线上销售下降拖累整体营收表现，其中平台一（预计为唯品会）交易额同比-21%，主因公司维护品牌资产，控制旗下品牌的销售折扣力度，较少参与平台端促销活动，导致销售受损而盈利增强，下半年将灵活控制折扣力度平衡增长和利润。直营门店净增18家至183家，包括水孩儿4家、暇步士57家、Bebelux2家，加盟门店净增20家至394家，预计新增门店数以收回的暇步士成人装门店为主。2024年6月30日开业12个月以上的直营门店平均营业收入与同期相比+9.66%，预计原童装业务门店优化、店效提升。
- **盈利增强，控费良好。**2024H1/2024Q2毛利率62.68%/62.77%（+1.37/+1.60pct），2024H1销售/管理/财务费率为33.89%/9.06%/-0.53%（+0.22/+1.42/-0.21pct），Q2单季销售/管理/财务费率为35.40%/11.86%/-0.62%（-0.13/+3.07/-0.33pct），2024H1/2024Q1归母净利润率19.23%/20.34%（+0.84/+6.47pct）。公司控费良好，商场及平台佣金（-14.03%）、宣传推广费（-11.65%）有不同程度减少。2024Q2归母净利润率提升较大主因其他收益中的政府补助3048万元（+44%）。2024H1公司存货4.05亿元（+2.69%），以1年以内存货为主，存货周转天数416天（+42天），存货周转减弱主因收储和备货暇步士成人装。
- **暇步士成人装或将在下半年贡献明显增量。**公司于2023年9月以4.28亿元收购暇步士大中华区品牌IP，今年以来陆续推进暇步士成人装自主经营，至6月底基本实现暇步士成人装并表，门店数约为100+家。为匹配成人装业务线，公司招募新团队约50人，由董事长刘激主导，以老带新的方式快速开展业务，目前秋冬款上市，有望下半年放量。针对暇步士非自营品类，公司还以授权费的形式产生其他业务收入0.15亿元，以4%的授权费测算，非自营品类全年营收约为7.5亿元，有望为公司贡献0.30亿元其他业务收入。此外，收购品牌产生1024万元半年度摊销费用。
- **投资建议：**公司品牌资产优越，收购暇步士大中华区品牌IP后，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。考虑到后续消费仍有可能承压、暇步士成人装拓店存不确定性，我们调整2024-2026年归母净利润为2.41/3.05/3.57亿元（原预测值为2.39/3.40/3.76亿元），同比增速为33.84%/26.64%/16.97%，对应P/E为8.0/6.3/5.4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；线上获客成本高企的风险；授权品牌续约的风险等。

## 盈利预测与估值简表

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	1,151.76	1,622.47	2,120.61	2,415.16
增长率 (%)	0.76%	40.87%	30.70%	13.89%
归母净利润 (百万元)	179.92	240.80	304.96	356.72
增长率 (%)	8.55%	33.84%	26.64%	16.97%
EPS (元/股)	1.67	2.23	2.82	3.30
市盈率 (P/E)	10.71	8.02	6.34	5.42
市净率 (P/B)	0.96	0.89	0.78	0.68

资料来源：携宁，东海证券研究所（截至 2024 年 8 月 30 日收盘）

## 附录：三大报表预测值

利润表					资产负债表				
单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,152	1,622	2,121	2,415	货币资金	83	-4	14	133
%同比增速	1%	41%	31%	14%	交易性金融资产	1,061	1,279	1,597	1,917
营业成本	463	671	842	947	应收账款及应收票据	38	52	67	75
毛利	688	952	1,279	1,468	存货	424	610	742	815
%营业收入	60%	59%	60%	61%	预付账款	6	9	11	12
税金及附加	8	10	14	16	其他流动资产	46	192	204	215
%营业收入	1%	1%	1%	1%	流动资产合计	1,659	2,137	2,635	3,167
销售费用	389	555	780	892	长期股权投资	0	0	0	0
%营业收入	34%	34%	37%	37%	投资性房地产	0	0	0	0
管理费用	98	118	147	168	固定资产合计	101	137	128	119
%营业收入	8%	7%	7%	7%	无形资产	416	395	375	355
研发费用	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
%营业收入	0%	0%	0%	0%	递延所得税资产	67	59	59	59
财务费用	-4	-4	-4	-4	其他非流动资产	239	107	104	98
%营业收入	0%	0%	0%	0%	<b>资产总计</b>	<b>2,481</b>	<b>2,836</b>	<b>3,301</b>	<b>3,798</b>
资产减值损失	-29	-25	-29	-27	短期借款	0	0	0	0
信用减值损失	-1	-1	-1	-2	应付票据及应付账款	345	524	658	740
其他收益	47	49	64	72	预收账款	0	0	0	0
投资收益	13	16	21	24	应付职工薪酬	17	23	29	33
净敞口套期收益	0	0	0	0	应交税费	25	45	58	66
公允价值变动收益	22	18	18	20	其他流动负债	47	54	61	108
资产处置收益	0	0	0	0	流动负债合计	433	646	806	947
<b>营业利润</b>	<b>251</b>	<b>329</b>	<b>414</b>	<b>485</b>	长期借款	0	0	0	0
%营业收入	22%	20%	20%	20%	应付债券	0	0	0	0
营业外收支	-7	-4	-2	-3	递延所得税负债	7	8	8	8
<b>利润总额</b>	<b>243</b>	<b>325</b>	<b>412</b>	<b>482</b>	其他非流动负债	32	22	22	22
%营业收入	21%	20%	19%	20%	<b>负债合计</b>	<b>472</b>	<b>676</b>	<b>836</b>	<b>976</b>
所得税费用	63	85	107	125	归属于母公司的所有者权益	2,009	2,160	2,465	2,822
净利润	180	241	305	357	少数股东权益	0	0	0	0
%营业收入	16%	15%	14%	15%	<b>股东权益</b>	<b>2,009</b>	<b>2,160</b>	<b>2,465</b>	<b>2,822</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>180</b>	<b>241</b>	<b>305</b>	<b>357</b>	<b>负债及股东权益</b>	<b>2,481</b>	<b>2,836</b>	<b>3,301</b>	<b>3,798</b>
%同比增速	9%	34%	27%	17%	<b>现金流量表</b>				
少数股东损益	0	0	0	0	单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS (元/股)	1.67	2.23	2.82	3.30	经营活动现金流净额	162	257	308	410
<b>基本指标</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	投资	333	-200	-300	-300
EPS	1.67	2.23	2.82	3.30	资本性支出	-468	-57	-11	-14
BVPS	18.60	20.00	22.82	26.13	其他	40	13	21	24
PE	10.71	8.02	6.34	5.42	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-94</b>	<b>-244</b>	<b>-290</b>	<b>-290</b>
PEG	1.25	0.24	0.24	0.32	债权融资	0	-6	0	0
PB	0.96	0.89	0.78	0.68	股权融资	0	3	0	0
EV/EBITDA	7.75	5.40	4.29	3.46	支付股利及利息	-39	-82	0	0
ROE	9%	11%	12%	13%	其他	-19	-5	0	0
ROIC	8%	11%	12%	12%	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-58</b>	<b>-90</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
					<b>现金净流量</b>	<b>9</b>	<b>-78</b>	<b>18</b>	<b>120</b>

资料来源：携宁，东海证券研究所（截至2024年8月30日收盘）

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指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上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 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  
 电话：（8621）20333619  
 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  
 电话：（8610）59707105  
 传真：（8610）59707100  
 邮编：100089