

2025 年 04 月 27 日

下半年暇步士成人装并表，期待童装主业改善

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：	24.89/16.75
目标价格：		总市值(亿)	21.95
最新收盘价：	20.32	自由流通市值(亿)	7.82
		自由流通股数(百万)	38.50

事件概述

2024 年公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流分别为 10.99/1.71/1.30/1.35 亿元，同比增长-4.57%/-4.84%/4.91%/-16.64%，低于股权激励行权条件。24 年是公司暇步士成人装并购元年，成人装和授权费并表都有正向贡献，但主业童装收入利润下降。归母净利下降但扣非归母净利提升主要由于 24 年非经常性损益下降 26.5%至 0.41 亿元，非经主要为政府补助（24/23 年分别为 0.33/0.47 亿元）、金融资产公允价值变动（24/23 年分别为 0.23/0.35 亿元）；经营性现金流低于归母净利主要由于存货增加、应收项目增加。2024Q4 公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 4.12/0.67/0.62 亿元，同比增长-5.2%/28.0%/23.5%，利润高于收入增速主要由于管理费用下降（1180 万元）、资产价值损失冲回（下降 1220 万元）。

24 年每 10 股拟派发现金红利 7.2 元，以资本公积金向全体股东每 10 股转增 2 股。分红率 45.3%、和上年持平，股息率为 3.54%。

2025Q1 公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 2.95/0.45/0.38 亿元，同比增长 2.7%/-16.1%/-15.4%。2025Q1 收入增长主要由于暇步士成人装的并表效应（24 年下半年并表），但归母净利下降主要由于销售费用提升 1600 万元、公允价值变动下降 280 万元。

分析判断：

主业童装收入下滑主要由于电商控折扣，授权费大幅增长至 3200 万元。（1）童装收入 9.57 亿元，下滑 16.87%。（2）分渠道来看，24 年线下直营/加盟/线上/其他业务收入（授权费）分别为 2.82/1.59/6.26/0.32 亿元、同比增长 14.11%/15.63%/-18.26%/2738.7%，拆分上下半年来看，上半年线下直营/加盟/线上收入分别为 1.31/0.54/2.80 亿元，同比增长 0.1%/8.6%/-18.4%，下半年线下直营/加盟/线上收入分别为 1.51/1.05/3.46 亿元，同比提升 30.0%/19.6%/-18.2%。24 年直营/加盟店数分别为 176/377 家，净开 11/3 家，同比增加 6.7%/0.8%，24 上半年直营/加盟净开 18/20 家，下半年直营/加盟净开-7/-17 家。推算直营店效/加盟单店出货（160/42 万元）同比增长 7%/15%，单店面积为 85.9/69.1 m²，同比增长 37.5%/21.8%，直营平效/加盟平效为 1.9/0.6 万元/m²，同比下降 22%/6%。24 年经营 12 个月以上的直营店铺平均营业收入为 139.4 万元，同比增长 4.9%。公司新开直营门店 78 家，其中：水孩儿 4 家、暇步士 66 家、哈吉斯 6 家、Bebelux2 家，平均面积 114 平方米。线上渠道，平台一/二/三/四收入分别为 2.42/1.73/1.43/0.47 亿元，同比下降 25.3%/16.3%/9.4%/12.4%，占比分别为 40%/28.6%/23.6%/7.8%，退货率分别为 53.87%/37.46%/38.67%/21.76%。（3）倒算公司童装主业扣非利润为 0.79 亿元，同比下降 32%。（4）分地区来看，不包括电商收入及其他收入，24 年东北/华北/华东/西北/西南/中南地区收入分别为 0.23/2.18/1.23/0.22/0.25/0.30 亿元，同比增长 4.3%/7.8%/13.0%/7.2%/81.9%/77.6%，西南、中南地区销售收入涨幅最大。

暇步士成人装下半年并表，贡献收入/利润/净利率 1.1 亿元/0.19 亿元/13.6%；授权费收入大幅增长至 3200 万元，自身品牌使用费下降 55%（减少 770 万元）至 642 万元。公司男女装收入为 1.11 亿元。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）/暇步士北京/江苏嘉帆分别实现收入 1.03/4.58/3.55/0.9/0.5 亿元，同比下降 49%/14%/34%/-/-，净利润-0.002/0.15/0.9/0.06/0.13 亿元、同比增长-104%/143%/-55%/-/-，净利率为-0.17%/3.25%/25.4%/6.6%/25.2%、同比提升-2.3/2.1/-11.8/-/-PCT。

控折扣下毛利率提升但净利率持平，主要由于销售费用率提升、其他收益+投资收益占比下降。（1）24 年公司毛利率为 62.0%、同比提升 2.2PCT：1）24 年童装/成人装毛利率分别为 60.73%/80.47%，同比提升 0.71PCT/-；2）24 年线上/直营/加盟的毛利率分别为 63.77%/65.64%/53.76%、同比提升 2.53/5.65/0.53PCT，直营毛利率提升主要由于收购成人装。24 年净利率为 15.6%、同比持平。从费用率看，24 年销售/管理/财务费用率分别为 35.1%/8.1%/-0.5%、同比增加 1.3/-0.4/-0.2PCT，销售费用提升主要由于公司店铺费用、折旧摊销、装修维修费提升。其他收益占比下降 1.1PCT，主要由于公司获企业扶持基金下降；投资净收益占比下降 0.4PCT；公允价值变动净收益占比下降 0.5PCT；减值计提占比增加 0.3PCT；营业外支出增加 0.5PCT；所得税占比下降 0.4PCT。（2）25Q1 毛利率/净利率分别为 64.1%/15.1%，同比提升 1.5/-3.4PCT，毛利率提升但净利率下降主要由于销售费用率提升、公允价值变动收益占比下降。25Q1 销售/管理/财务费用率为 37.6%/7.4%/-0.6%、同比增加 4.7/0.2/-0.1PCT；税金及附加占比提升 0.2PCT，其他收益+投资收益占比提升 0.1PCT；公允价值变动净收益占比下降 1.0PCT；减值计提占比增加 0.2PCT；所得税占比下降 1.2PCT。

并购成人装导致存货增加。24 年末存货为 5.11 亿元，同比提升 20%，存货周转天数为 403 天、同比增加 67 天。应收账款 0.55 亿元，同比增长 43.7%，应收周转天数为 15 天、同比增加 4 天；应付账款 2.10 亿元，同比提升 39.5%，应付周转天数为 144 天、同比增加 12 天。25Q1 存货周转天数为 441 天，同比增加 103 天，应收账款周转天数为 15 天，同比增加 5 天。

投资建议

我们分析，（1）成人装是未来最大空间所在，24 年受新老货品调整、货品入库节奏等有一定影响，25 年有望实现加速开店；（2）主业童装定位中高端，在消费低迷背景下有一定压力，线上打折促销也对公司控折扣的策略有一定影响；但线下开店、扩面积带来店效提升仍有空间；前瞻来看，公司公告 25 年春夏订货会金额为 1.94 亿元，同比增长 7.45%。（3）暇步士授权费有望持续贡献增量。下调盈利预测，下调 25-26 年收入预测 13.86/15.35 亿元至 12.82/13.80 亿元，新增 27 年收入预测 15.04 亿元；下调 25-26 年归母净利 2.25/2.51 亿元至 2.07/2.29 亿元，新增 27 年归母净利预测 2.56 亿元；对应下调 25-26 年 EPS 2.09/2.33 元至 1.92/2.12 元，新增 27 年 EPS 预测 2.37 元，2025 年 4 月 25 日收盘价 20.32 元对应 25/26/27 年 PE 为 11/10/9 倍，维持“买入”评级。

风险提示

开店进度低于预期风险、系统性风险、存货跌价风险、电商退货率上升风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万 元）	1,152	1,099	1,282	1,380	1,504
YoY (%)	0.8%	-4.6%	16.7%	7.6%	9.0%
归母净利润（百万 元）	180	171	207	229	256
YoY (%)	8.5%	-4.8%	21.0%	10.6%	11.9%
毛利率 (%)	59.8%	62.0%	62.3%	62.8%	63.3%
每股收益（元）	1.67	1.59	1.92	2.12	2.37
ROE	9.0%	8.2%	9.0%	9.1%	9.2%
市盈率	12.17	12.78	10.59	9.57	8.56

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：

分析师：李佳妮

邮箱：lijn@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524120003

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,099	1,282	1,380	1,504	净利润	171	207	224	249
YoY (%)	4.6%	16.7%	7.6%	9.0%	折旧和摊销	53	-24	-27	12
营业成本	418	484	513	552	营运资金变动	-108	313	-263	244
营业税金及附加	8	8	9	9	经营活动现金流	135	496	-72	498
销售费用	386	435	483	525	资本开支	-28	-3	-4	-4
管理费用	89	103	113	123	投资	525	-30	-33	-36
财务费用	-6	-10	-23	-24	投资活动现金流	520	-38	-36	-39
研发费用	0	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-29	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
投资收益	8	0	7	8	筹资活动现金流	-100	0	0	0
营业利润	229	276	305	341	现金净流量	555	458	-108	458
营业外收支	-1	0	0	0	主要财务指标				
利润总额	227	276	305	341	成长能力 (%)				
所得税	56	69	76	85	营业收入增长率	-4.6%	16.7%	7.6%	9.0%
净利润	171	207	229	256	净利润增长率	-4.8%	21.0%	8.3%	11.0%
归属于母公司净利润	171	207	229	256	盈利能力 (%)				
YoY (%)	-4.8%	21.0%	10.6%	11.9%	毛利率	62.0%	62.3%	62.8%	63.3%
每股收益	1.59	1.92	2.12	2.37	净利润率	15.6%	16.2%	16.3%	16.6%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	6.6%	7.3%	7.3%	7.4%
货币资金	648	1,106	997	1,456	净资产收益率 ROE	8.2%	9.0%	8.9%	9.0%
预付款项	17	15	15	17	偿债能力 (%)				
存货	511	247	495	309	流动比率	4.28	4.43	4.62	4.80
其他流动资产	780	798	874	896	速动比率	2.74	3.50	3.24	3.84
流动资产合计	1,957	2,165	2,382	2,677	现金比率	1.42	2.26	1.93	2.61
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	19.4%	18.9%	18.3%	17.9%
固定资产	96	90	85	79	经营效率 (%)				
无形资产	395	404	413	423	总资产周转率	0.43	0.47	0.47	0.46
非流动资产合计	643	674	708	704	每股指标 (元)				
资产合计	2,600	2,839	3,090	3,381	每股收益	1.59	1.92	2.08	2.31
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	19.39	21.31	23.39	25.69
应付账款及票据	358	381	404	440	每股经营现金流	1.25	4.60	-0.67	4.61
其他流动负债	99	108	112	117	每股股利	0.72	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	457	489	516	557	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	12.78	10.59	9.78	8.81
其他长期负债	49	49	49	49	PB	1.05	0.95	0.87	0.79
非流动负债合计	49	49	49	49					
负债合计	506	538	564	606					
股本	108	108	108	108					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	2,094	2,301	2,526	2,775					
负债和股东权益合计	2,600	2,839	3,090	3,381					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

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。