

2025年08月29日

投入增加、授权费减少影响利润，期待成人装新品表现

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: | 26.75/16.75 |
| 目标价格: | | 总市值(亿) | 29.25 |
| 最新收盘价: | 22.57 | 自由流通市值(亿) | 10.40 |
| | | 自由流通股数(百万) | 46.06 |

事件概述

2025H1 公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流分别为 4.97/0.64/0.44/-0.22 亿元，同比增长 3.51%/-30.65%/-27.81%/-193.82%。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电商投入及运营暇步士男女装的店铺装修等费用提升导致的销售费用提升 4600 万元、其他收益下降 1150 万元及授权费下降 61%。非经主要为政府补助（25H1/24H1 年分别为 0.19/0.3 亿元）、金融资产公允价值变动（25H1/24H1 年分别为 0.10/0.13 亿元）；经营性现金流为负主要由于应收项目减少

2025Q2 公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 2.02/0.19/0.06 亿元，同比增长 4.69%/-50.39%/-63.71%。

公司公告终止电商运营中心建设募投项目。

6 月 17 日公司公告，深圳市架桥富凯股权投资企业及其一致行动人减持计划完成，合计减持公司股份 334.56 万股，减持比例为 3%，减持价格为 21.21 及 18.57 元/股。

分析判断：

主业童装收入下滑主要由于电商控折扣，授权费下降。（1）童装收入 3.77 亿元，同比下降 13.83%。

（2）分渠道来看，25H1 线下直营/加盟/线上/其他业务收入（授权费）分别为 1.75/0.50/2.66/0.06 亿元、同比增长 33.20%/-6.49%/-5.04%/-61.0%。25H1 直营/加盟店数分别为 155/356 家，净开-21/-21 家，同比减少 15.3%/9.6%，推算直营店效/加盟单店出货（113/14 万元）同比增长 57.3%/3.5%，单店面积为 89.3/71.6 m²，同比增长 7.6%/7.2%，直营平效/加盟平效为 1.3/0.2 万元/m²，同比增长 46.2%/-3.4%。25H1 经营 12 个月以上的直营店铺平均营业收入为 101.0 万元/半年，同比增长 42.19%。公司新开直营门店 9 家，其中：水孩儿 3 家、暇步士童装 3 家、哈吉斯 1 家，暇步士男女装 2 家，平均面积 96 平方米。线上渠道，平台一/二/三/四收入分别为 0.91/0.80/0.66/0.16 亿元，同比增长-26.1%/13.1%/10.1%/-1.3%，占比分别为 36%/32%/26%/6%，退货率分别为 58.32%/43.82%/39.05%/32.32%。（3）倒算公司童装主业扣非利润为 0.24 亿元，同比下降 46%，扣非净利率为 6.4%，下降 3.3PCT。（4）分地区来看，不包括电商收入及其他收入，25H1 东北/华北/华东/西北/西南/中南地区收入分别为 0.10/1.14/0.59/0.13/0.15/0.12 亿元，同比增长 1.6%/21.3%/11.0%/26.8%/155.9%/21.1%，西南地区销售收入涨幅最大。

暇步士成人装贡献收入/利润/净利率 1.14 亿元/0.13 亿元/11.8%；授权费收入减少至 589 万元，自身品牌使用费增加 13%（增加 51 万元）至 430 万元。公司男女装收入为 1.14 亿元，同比提升 752.45%。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 0.43/1.75/1.32/1.04/0.41 亿元，同比增长 85.9%/-18.9%/-12.3%/1323.9%/-，净利润 0.02/0.06/0.34/0.06/0.09 亿元、同比增长 -140.6%/-29.5%/-41.7%/497.7%/-，净利率为 4.52%/3.68%/25.73%/5.46%/22.40%、同比提升 25.2/-0.6/-13/-7.5/-PCT。

毛利率提升但净利率下降主要由于销售费用率提升、其他收益下降、公允价值变动收益下降、资产减值计提、营业外支出提升、所得税占比提升。(1) 25H1 公司毛利率为 65.3%、同比提升 2.7PCT: 1) 25H1 童装/成人装毛利率分别为 62.07%/78.43%, 同比下降 1.15/0.42PCT; 2) 25H1 线上/直营/加盟的毛利率分别为 65.92%/69.80%/51.74%、同比提升 0.4/6.51/-3.18PCT, 直营毛利率提升主要由于收购成人装。25H1 净利率为 12.9%、同比下降 6.3PCT。毛利率提升但净利率下降主要由于销售费用率提升 8.1PCT、其他收益下降 2.5PCT、公允价值变动收益下降 1.1PCT、资产减值计提 0.3PCT、营业外支出提升 0.2PCT、所得税占比提升 2.0PCT, 销售费用提升主要由于运营暇步士男女装的电商投入及店铺装修等费用提升、其他收益下降主要由于企业扶持基金收益下降。(2) 25Q2 毛利率/净利率分别为 67.2%/9.6%, 同比提升 4.4/-10.7PCT, 毛利率提升但净利率下降主要由于销售费用率提升 13.0PCT、其他收益占比下降 6.1PCT、公允价值变动收益占比下降 1.2PCT、所得税占比提升 3.3PCT。

并购成人装导致存货增加。25H1 存货为 5.79 亿元, 同比提升 42.98%, 存货周转天数为 569 天、同比增加 153 天。应收账款 0.35 亿元, 同比增长 69.5%, 应收周转天数为 16 天、同比增加 5 天; 应付账款 1.71 亿元, 同比提升 41.3%, 应付周转天数为 199 天、同比增加 63 天。

投资建议

我们分析, (1) 成人装是未来最大空间所在, 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。(3) 暇步士授权费有望持续贡献增量。下调盈利预测, 下调 25-27 年收入预测 12.82/13.80/15.04 亿元至 10.84/11.28/11.92 亿元; 下调 25-27 年归母净利 2.07/2.29/2.56 亿元至 1.50/1.67/1.88 亿元; 对应下调 25-27 年 EPS1.92/2.12/2.37 元至 1.39/1.55/1.74 元, 2025 年 8 月 28 日收盘价 22.57 元对应 25/26/27 年 PE 为 16/15/13 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 | 1,084 | 1,128 | 1,192 |
| YoY (%) | 0.8% | -4.6% | -1.4% | 4.1% | 5.7% |
| 归母净利润 (百万元) | 180 | 171 | 150 | 167 | 188 |
| YoY (%) | 8.5% | -4.8% | -12.2% | 11.5% | 12.0% |
| 毛利率 (%) | 59.8% | 62.0% | 62.1% | 62.2% | 62.3% |
| 每股收益 (元) | 1.67 | 1.59 | 1.39 | 1.55 | 1.74 |
| ROE | 9.0% | 8.2% | 6.7% | 6.9% | 7.2% |
| 市盈率 | 12.17 | 12.78 | 16.22 | 14.55 | 13.00 |

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) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 营业总收入 | 1,099 | 1,084 | 1,128 | 1,192 | 净利润 | 171 | 150 | 167 | 188 |
| YoY (%) | 4.6% | -1.4% | 4.1% | 5.7% | 折旧和摊销 | 53 | -24 | -27 | 12 |
| 营业成本 | 418 | 411 | 427 | 450 | 营运资金变动 | -108 | 322 | -290 | 271 |
| 营业税金及附加 | 8 | 7 | 7 | 7 | 经营活动现金流 | 135 | 448 | -155 | 465 |
| 销售费用 | 386 | 398 | 412 | 419 | 资本开支 | -28 | -3 | -4 | -4 |
| 管理费用 | 89 | 89 | 93 | 98 | 投资 | 525 | -30 | -33 | -36 |
| 财务费用 | -6 | -10 | -16 | -13 | 投资活动现金流 | 520 | -38 | -37 | -41 |
| 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 | 6 | 6 | 筹资活动现金流 | -100 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 229 | 200 | 223 | 250 | 现金净流量 | 555 | 409 | -193 | 424 |
| 营业外收支 | -1 | 0 | 0 | 0 | 主要财务指标 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 利润总额 | 227 | 200 | 223 | 250 | 成长能力 (%) | | | | |
| 所得税 | 56 | 50 | 55 | 62 | 营业收入增长率 | -4.6% | -1.4% | 4.1% | 5.7% |
| 净利润 | 171 | 150 | 167 | 188 | 净利润增长率 | -4.8% | -12.2% | 11.5% | 12.0% |
| 归属于母公司净利润 | 171 | 150 | 167 | 188 | 盈利能力 (%) | | | | |
| YoY (%) | -4.8% | -12.2% | 11.5% | 12.0% | 毛利率 | 62.0% | 62.1% | 62.2% | 62.3% |
| 每股收益 | 1.59 | 1.39 | 1.55 | 1.74 | 净利润率 | 15.6% | 13.9% | 14.8% | 15.7% |
| 资产负债表 (百万元) | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 总资产收益率 ROA | 6.6% | 5.7% | 5.7% | 6.1% |
| 货币资金 | 648 | 1,057 | 865 | 1,288 | 净资产收益率 ROE | 8.2% | 6.7% | 6.9% | 7.2% |
| 预付款项 | 17 | 12 | 13 | 13 | 偿债能力 (%) | | | | |
| 存货 | 511 | 133 | 483 | 171 | 流动比率 | 4.28 | 5.43 | 4.66 | 5.82 |
| 其他流动资产 | 780 | 782 | 870 | 875 | 速动比率 | 2.74 | 4.51 | 3.21 | 4.84 |
| 流动资产合计 | 1,957 | 1,985 | 2,230 | 2,348 | 现金比率 | 1.42 | 2.89 | 1.81 | 3.19 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产负债率 | 19.4% | 15.6% | 17.9% | 14.8% |
| 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 | 0.41 | 0.40 | 0.40 |
| 非流动资产合计 | 643 | 674 | 708 | 704 | 每股指标 (元) | | | | |
| 资产合计 | 2,600 | 2,659 | 2,939 | 3,052 | 每股收益 | 1.59 | 1.39 | 1.55 | 1.74 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产 | 19.39 | 20.78 | 22.33 | 24.07 |
| 应付账款及票据 | 358 | 270 | 382 | 305 | 每股经营现金流 | 1.25 | 4.15 | -1.44 | 4.30 |
| 其他流动负债 | 99 | 95 | 96 | 98 | 每股股利 | 0.72 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 流动负债合计 | 457 | 365 | 478 | 403 | 估值分析 | | | | |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | PE | 14.19 | 16.22 | 14.55 | 13.00 |
| 其他长期负债 | 49 | 49 | 49 | 49 | PB | 1.05 | 0.98 | 0.91 | 0.84 |
| 非流动负债合计 | 49 | 49 | 49 | 49 | | | | | |
| 负债合计 | 506 | 414 | 527 | 452 | | | | | |
| 股本 | 108 | 108 | 108 | 108 | | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 股东权益合计 | 2,094 | 2,244 | 2,412 | 2,599 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 2,600 | 2,659 | 2,939 | 3,052 | | | | | |

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 | 10% 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 | 间 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 | 10% 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跨部门、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。