

纺织服饰

2026年05月15日

嘉曼服饰 (301276)

——成人装进入放量期，期待成人鞋进一步贡献增量

报告原因：有业绩公布需要点评
买入 (维持)
投资要点：

市场数据： 2026年05月15日	
收盘价(元)	26.57
一年内最高/最低(元)	30.98/17.46
市净率	1.6
股息率(分红/股价)	2.71
流通A股市值(百万元)	1,920
上证指数/深证成指	4,135.39/15,561.37
注：“股息率”以最近一年已公布分红计算	

基础数据： 2026年03月31日	
每股净资产(元)	16.76
资产负债率%	17.04
总股本/流通A股(百万)	130/72
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：

相关研究
证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com
求佳峰 A0230523060001
qiujf@swsresearch.com

研究支持

朱本伦 A0230125090001
zhubl@swsresearch.com

联系人

朱本伦 A0230125090001
zhubl@swsresearch.com



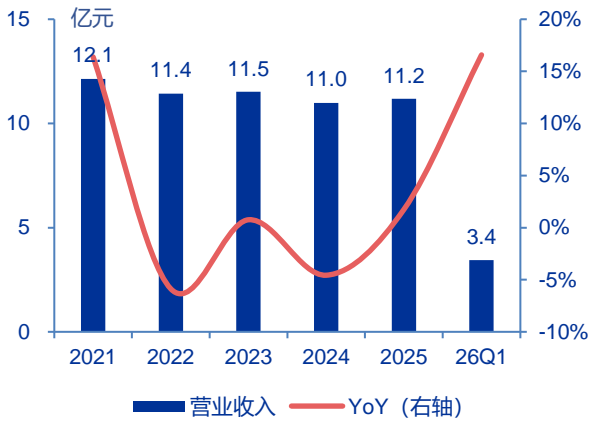
申万宏源研究微信服务号

- **公司发布 25 年报及 26 年一季报，业绩符合预期。** 1) 25 年营收 11.2 亿元(同比+1.7%)，归母净利润 1.1 亿元(同比-38.4%)，扣非归母净利润 0.8 亿元(同比-42.1%)。26Q1 营收 3.4 亿元(同比+16.6%)，归母净利润 0.5 亿元(同比+12.7%)，扣非归母净利润 0.4 亿元(同比+18.3%)。2) 25 年拟现金分红 0.5 元/股，分红总额 0.65 亿元，现金分红比例达 61.4%。
- **毛利率稳步提升，库存结构年轻。** 1) **毛利率稳步上行。** 25 年毛利率/归母净利率 63.2%/9.4%(同比+1.2/-6.1pct)，期间费用率 48.4%(同比+5.7pct)，其中销售费用率提升至 40.3%(同比+5.2pct)，主要受新开店铺数量增加及办公场所装修改造影响。26Q1 毛利率/归母净利率 65.3%/14.6%(同比+1.2/-0.5pct)，期间费用率 45.0%(同比+0.6pct)。2) **库存结构合理。** 25 年末库存 5.3 亿元，同比+3.2%，其中 1 年以内/1-2 年/2-3 年/3 年以上库存商品 2.9/1.9/0.6/0.3 亿元，成人装、成人鞋处于产品扩充期，SKU 增长、研发力度加强，新品入库占比扩大，带动库龄结构偏年轻化。
- **分产品：童装基本盘稳健，成人装品类扩张成效显著，营收大幅增长。** 1) **童装：** 25 年营收 8.6 亿元(同比-9.9%)，占比 77%，毛利率 60.0%(同比-0.8pct)，主要受人员分流、电商定价策略影响。2) **成人装：** 25 年营收 2.5 亿元(同比+121.6%)，占比 22%，毛利率 76.1%(同比-4.4pct)，成人装自 24 年下半年开始布局，25 年已开启放量，随产品扩充，营收及利润增长空间广阔。此外，公司自 25 年下半年开始自主经营暇步士品牌成人鞋业务，期待成人鞋业务进一步贡献业绩增量。
- **分渠道：成人装自营驱动直营毛利率及店效上行，线上及加盟渠道有所承压。** 25 年直营/加盟/线上营收分别为 3.4/1.5/6.2 亿元(同比+19.1%/-6.2%/-0.6%)，毛利率 68.4%/52.5%/63.5%(同比+2.8/-1.3/-0.3pct)。直营毛利率大幅提升主要系公司自营暇步士成人装业务，成人装毛利率显著高于童装，带动直营渠道盈利能力上行。25 年末总门店 517 家(新开 88 家，关闭 124 家，净减少 36 家)，其中直营 166 家(新开 39 家，关闭 49 家，净减少 10 家)，加盟 351 家(新开 49 家，关闭 75 家，净减少 26 家)，25 年开业 12 个月以上直营门店平均营收同比提升 42.7%，主要系渠道优化以及成人装店效较高。
- **公司深耕国内中高端童装行业，构建金字塔品牌矩阵形成强互补，旗下哈吉斯和暇步士品牌正处于高速成长期，暇步士成人装和成人鞋业务有望打开成长空间，维持买入评级。** 考虑暇步士成人装老旧库存清理或导致利润率有所下降，我们下调 26 年、新增 27-28 年盈利预测，预计 26-28 年归母净利润为 1.7/2.0/2.2 亿元(26 年原为 2.5 亿元)，对应 PE 为 20/18/16 倍，参照服装行业可比公司平均 PE 估值，给予 26 年 PE 为 24 倍，目标市值 42 亿元，较 2026/5/15 市值有 21% 上涨空间，维持买入评级。
- **风险提示：** 消费市场疲软；行业竞争加剧；新业务拓展不及预期；品牌授权模式风险。

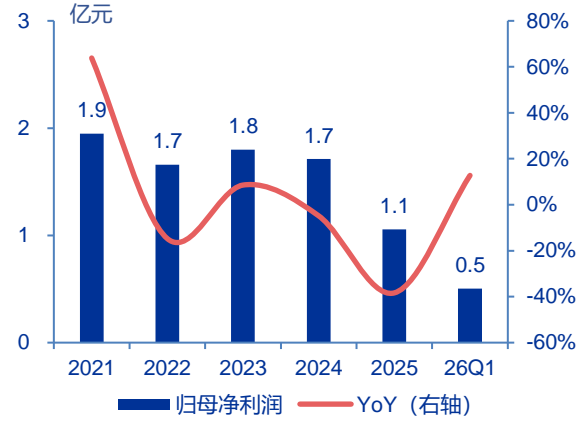
财务数据及盈利预测

	2025	2026Q1	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	1,118	344	1,323	1,527	1,734
同比增长率(%)	1.7	16.6	18.3	15.4	13.5
归母净利润(百万元)	106	50	172	197	220
同比增长率(%)	-38.4	12.7	63.0	14.4	11.7
每股收益(元/股)	0.81	0.39	1.33	1.52	1.70
毛利率(%)	63.2	65.3	59.5	60.7	61.0
ROE(%)	5.0	2.3	7.7	8.4	8.9
市盈率	33	20	20	18	16

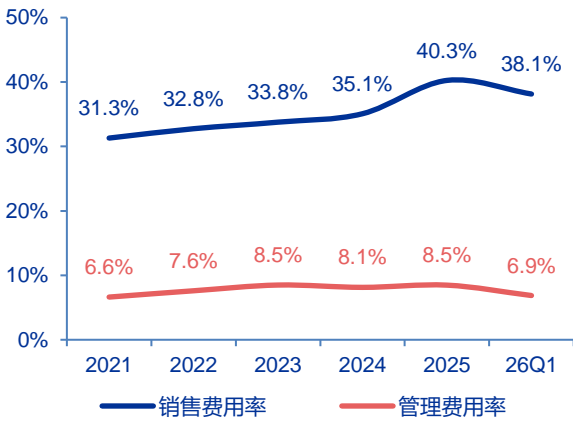
注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

图 1: 26Q1 营收同比增长 16.6%


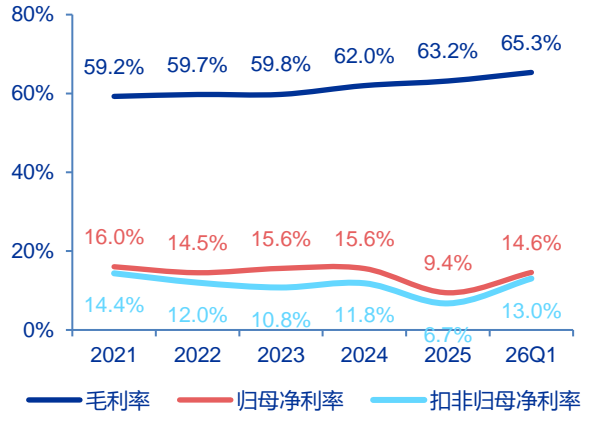
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 2: 26Q1 归母净利润同比增长 12.7%


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 3: 26Q1 销售费用率 38.1%, 管理费用率 6.9%


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 4: 26Q1 毛利率 65.3%, 归母净利率 14.6%, 扣非归母净利率 13.0%


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

表 1: 可比公司估值表

证券代码	证券简称	2026/05/15		归母净利润 (亿元)				PE			
		股价 (元)	总市值 (亿元)	25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E
603587.SH	地素时尚	13.13	62	2.6	2.9	3.3	3.6	24	21	19	17
601566.SH	九牧王	11.40	66	2.9	2.4	2.7	2.3	22	27	25	28
平均值								23	24	22	23
301276.SZ	嘉曼服饰	26.57	34	1.1	1.7	2.0	2.2	33	20	18	16

注: Wind, 申万宏源研究; 注: 地素时尚盈利预测为申万宏源预测, 九牧王盈利预测为 Wind 一致预期

财务摘要

百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	1,099	1,118	1,323	1,527	1,734
其中：营业收入	1,099	1,118	1,323	1,527	1,734
减：营业成本	418	412	536	600	676
减：税金及附加	8	8	9	11	12
主营业务利润	673	698	778	916	1,046
减：销售费用	386	450	463	534	607
减：管理费用	89	95	110	127	144
减：研发费用	0	0	0	0	0
减：财务费用	-6	-4	1	4	7
经营性利润	204	157	204	251	288
加：信用减值损失(损失以“-”填列)	-3	3	-4	-1	-1
加：资产减值损失(损失以“-”填列)	-29	-58	-8	-25	-30
加：投资收益及其他	56	43	42	42	42
营业利润	229	145	234	268	300
加：营业外净收入	-1	-3	0	0	0
利润总额	227	142	234	268	300
减：所得税	56	36	62	72	81
净利润	171	106	172	197	220
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	171	106	172	197	220

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhy.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司 (隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”) 在中华人民共和国境内 (香港、澳门、台湾除外) 发布，仅供本公司的客户 (包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户) 使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及 (若有必要) 咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。