

纺织服装

2017年06月01日

安奈儿 (002875)

——中国童装领先企业，婴童品牌健康茁壮成长

发行上市资料:

发行价格(元)	17.1
发行股数(万股)	2500
发行日期	2017-05-18
发行方式	网下询价,上网定价
主承销商	中信证券股份有限公司
上市日期	2017-06-01

*首日上市股数-万股

基础数据(发行前):2017年03月31日

每股净资产(元)	
总股本/流通A股(百万)	100/25
流通B股/H股(百万)	-/-

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com

研究支持

唐宋媛 A0230117010003
tangsy@swsresearch.com

联系人

陈泽人
(8621)23297818×转
chenzr@swsresearch.com

投资要点:

- **公司主营中高端童装业务，旗下“Annil 安奈儿”是我国婴童服装行业领先品牌。**1) 公司01年在深圳成立，主要从事自有品牌的研发设计、供应链管理、品牌运营推广及直营、加盟销售环节。轻资产模式，生产制造全部外包。产品分为大童服饰与小童服饰两大类，广泛覆盖0-14岁儿童的各式衣着需求。2) 公司近年来业绩稳健增长，2016年收入增长9.5%至9.2亿元，归母净利润增长11.6%至7911万元，毛利率59.1%，净利率8.6%。截至16年底，在全国共有1458家终端门店(其中直营970家，加盟488家)。3) 公司实际控制人为曹璋、王建青夫妇，持有发行后59.6%股份，家族成员与核心高管也持有股份。
- **中国童装行业市场规模增长稳健，行业集中度提高利好龙头企业发展。**1) 2010-2016年我国童装市场规模保持9.5%的年复合增速，是服装行业中增长最稳定的子行业。未来三年，伴随“二胎”政策放开，婴童消费群体的持续壮大可期；同时居民收入提升，消费升级推进，新生代父母支出意愿更强，预计童装行业还将持续扩容；2) 婴童具有身体成长快、健康要求高等特点，童装行业生产设计门槛较成人装更高，形成一定品牌壁垒，行业集中度提升是大趋势。我国童装前十位企业的市占率之和由2008年的5%提升到了2016年的12.5%，对比美国40.4%仍有望进一步深化。3) 参考海外标杆公司Carter's在美国童装市场发展情况，预计行业规模扩容与行业集中度提升将共同驱动龙头业绩增长。
- **公司实施多维度针对性营销，构建了多元化销售渠道，严格进行安全舒适把关。**1) 消费群体是14岁以下儿童，通过亲子活动、主题画展多方位推广品牌知名度，重视各类新兴媒体的运用，扩大品牌影响力与亲和力。2) 公司在二线城市树品牌，其他城市促增长，近三年老店平均收入保持5.8%的年复合增长。13-16年新开门店153家，购物中心品牌专卖店开店占比持续提升，15、16年新开门店平均销售额较以往新店增长明显。3) 公司全程跟踪监测生产加工过程，注重研发设计投入，追求舒适与安全并重，适应儿童活泼好动的特性。
- **公司拟发行不超过2500万股，预计募集资金净额为3.79亿元，主要用于营销中心建设项目(2.34亿元)、设计研发中心建设项目(0.85亿元)、信息化建设项目(0.3亿元)以及补充营运资金。**公司计划三年内在全国新建直营网点295个，包括83家品牌专卖店、212家商场联营店，获得优质商圈的渠道资源，进一步提升直营店占比，完善全国销售网络布局。
- **公司是国内童装市场第二股，童装行业发展趋势乐观，公司业绩稳健，未来空间大。**公司凭借优质的产品品质、深厚的设计沉淀、长期的自主品牌积累以及全面的销售渠道布局，业绩稳健增长可期。预计公司2017-2019年全面摊薄后EPS为0.91/1.03/1.23元，我们给予2017年合理估值30-35倍，对应公司EPS合理价格区间为27.3-31.9元。
- **风险提示:**行业竞争、宏观经济、单一品牌、存货比重较大及其跌价风险。
- **特别提示:**本报告所预测新股定价不是上市首日价格表现，而是现有市场环境基本保持不变情况下的合理价格区间。

盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	920	250	1,009	1,128	1,267
同比增长率(%)	9.53	-	9.63	11.79	12.32
净利润(百万元)	79	34	91	103	123
同比增长率(%)	11.58	-	15.02	13.19	19.42
每股收益(元/股)	1.05	-	0.91	1.03	1.23
毛利率(%)	59.1	100.0	59.2	59.0	59.5
ROE(%)	21.7	9.0	20.1	18.4	18.1
市盈率	16		19	17	14



申万宏源研究微信服务号

目录

1. 国内童装行业领导品牌，覆盖童装各类需求	5
1.1 中高端童装市场龙头品牌，业绩保持稳健增长.....	5
1.2 实际控制人为曹璋、王建青夫妇，股权集中员工激励充分.....	7
2. 童装市场容量持续扩大，龙头集中度提升可期	9
2.1 消费群体增长、消费习惯升级，童装市场持续扩容	9
2.2 行业高壁垒，促使龙头企业市场份额集中度上升	11
2.3 海外标杆借鉴：北美童装市场绝对龙头 Carter’ s 公司.....	13
3. 构建多元化营销网络，注重直营店提升店效	15
3.1 童装领域知名商标，积聚良好品牌影响力	15
3.2 建设直营与加盟结合，线上和线下互补的多元化销售渠道.....	16
3.3 产品品质、设计沉淀、自主品牌三轮驱动业绩增长	19
4. 募投项目分析	20
5. 风险分析	22
5.1 行业竞争风险.....	22
5.2 国内宏观经济增速放缓的风险.....	22
5.3 存货比重较大及其跌价的风险.....	22
5.4 依赖单一品牌品类的风险	22
5.5 募集资金运用不能取得预期收益的风险	22
6. 盈利预测	23

图表目录

图 1: 安奈儿大童服饰、小童服饰产品图.....	5
图 2: 公司营业收入情况.....	6
图 3: 公司归母净利润情况.....	6
图 4: 公司各产品销售占比.....	6
图 5: 公司各地区销售额占比.....	6
图 6: 公司毛利率净利率情况.....	7
图 7: 公司管理费用率与销售费用率情况.....	7
图 8: 发行后公司股权结构图.....	8
图 9: 公司员工年龄分布.....	8
图 10: 公司员工职能分布.....	8
图 11: 中国童装市场规模历史数据及预测 (亿元).....	9
图 12: 中国近五年人口出生率 (%).....	9
图 13: 我国童装及其他服饰的产业生命周期.....	10
图 14: 2016 年各国人均童装消费金额对比 (美元).....	10
图 15: 婴童产业细分情况.....	11
图 16: 2016 年中日英美童装市场市占率情况 (%).....	12
图 17: Carter' s 公司市场份额变化情况 (%).....	13
图 18: Carter' s 公司门店数 (家).....	13
图 19: Carters 公司收入及增速 (亿美元, %).....	14
图 20: Carters 公司净利润及增速 (亿美元, %).....	14
图 21: 公司旗下品牌一览.....	14
图 22: Annil 童装店.....	16
图 23: 公司线下直营渠道销售收入情况.....	17
图 24: 公司线下加盟渠道销售收入情况.....	17
图 25: 公司线上直营渠道销售收入情况.....	18
图 26: 公司线上加盟渠道销售收入情况.....	18
图 27: 公司童装设计.....	19

表 1: 公司产品品类.....	6
表 2: 发行前后股权结构明细.....	8
表 3: 2016 年中美童装行业市占率前十名公司情况.....	12
表 4: 公司近三年主要品牌推广活动.....	15
表 5: 公司终端零售门店数量 (家).....	16
表 6: 新老门店月均营业收入对比情况 (万元/月·店).....	17
表 7: 新老门店销售毛利率的对比情况.....	17
表 8: 线上直营与加盟模式的销售情况 (万元).....	18
表 9: 前五大线上客户销售情况 (万元).....	19
表 10: 募投项目概览.....	20
表 11: 店铺地域分布: 家.....	21
表 12: 行业内可比公司估值表.....	23
表 13: 公司营业收入拆分表.....	24
表 14: 盈利预测表单位: 百万元, 元.....	25

1. 国内童装行业领导品牌，覆盖童装各类需求

1.1 中高端童装市场龙头品牌，业绩保持稳健增长

公司是一家主营中高端童装业务的自有品牌服装企业，是我国婴童产业的龙头品牌。1) 旗下拥有“Annil 安奈儿”童装品牌，从事童装产品价值链中的自主研发设计、供应链管理、品牌运营推广及直营、加盟销售等核心业务环节。2) 产品涵盖大童装与小童装两大类，包括上衣、外套、裤、裙、羽绒服、家居服等多个品类，广泛覆盖从初生婴儿到大龄儿童的各式衣着需求。3) 渠道方面为直营与加盟模式。截至 16 年底，公司已在全国 31 个省、自治区及直辖市建立了 1,458 家门店，其中直营店 970 家，加盟店 488 家。

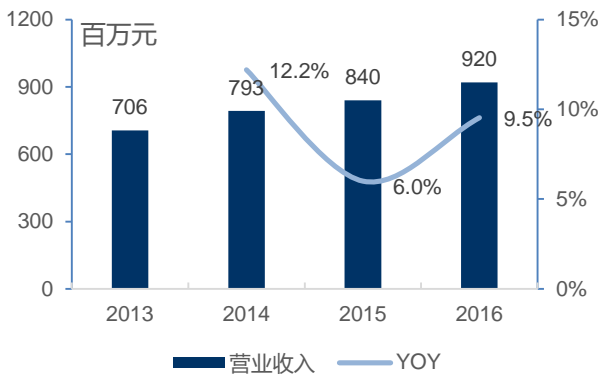
图 1：安奈儿大童服饰、小童服饰产品图



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

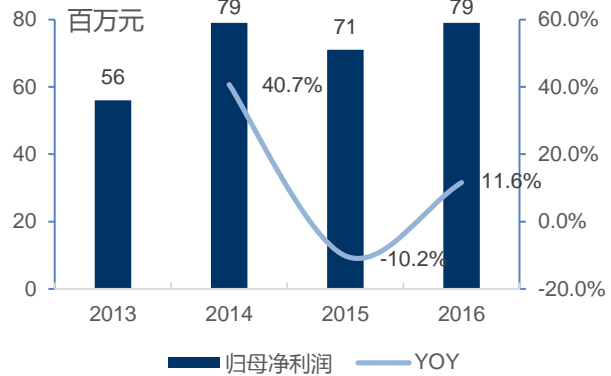
公司近年来营业收入保持稳健增长，净利润稳定。2014 年、2015 年和 2016 年，公司实现营收 7.9 亿元、8.4 亿元和 9.2 亿元，CAGR 为 7.8%；各期净利润依次为 7,897 万元、7,091 万元和 7,912 万元，CAGR 为 0.09%；扣非净利润依次为 7,814 万元、6,917 万元和 7,425 万元，CAGR 为 -2.52%。其中，2015 年净利润较 2014 年有所减少主要系在收入增长放缓情况下，公司导购人数增加，上调一线销售员工工资以及将武汉地区的加盟业务转为直营业务支付给原加盟商的转让费，使得销售费用增幅较大所致。

图 2：公司营业收入情况



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

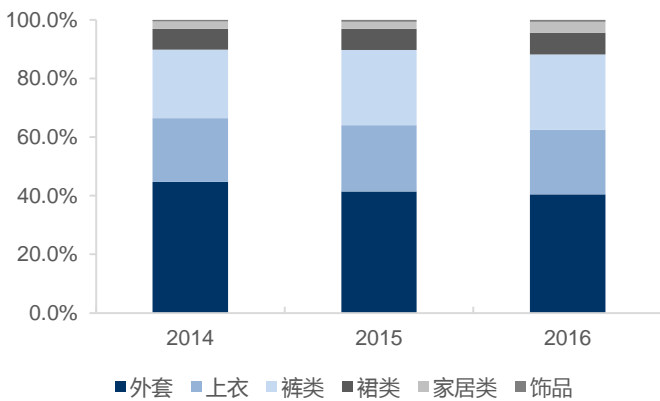
图 3：公司归母净利润情况



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

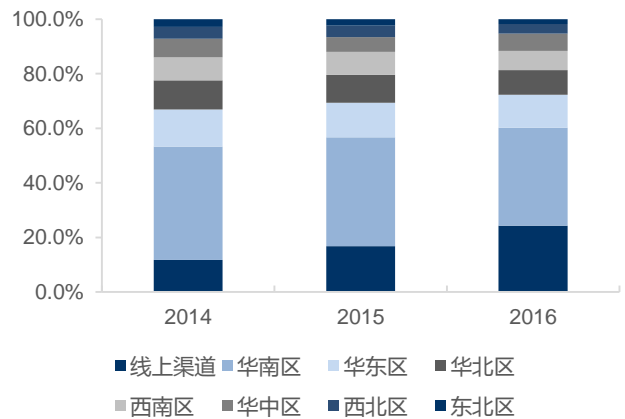
公司产品中，外套、上衣和裤类销售额占比较高，收入主要来源于华南、华东及线上渠道。1) 外套、上衣、裤类收入占比近三年均在 40%，20%，20%以上，2016 年分别为 40.5%，22.1%，25.7%。2) 区域结构来看，公司收入主要来源于华南、华东以及线上渠道，三个渠道近三年销售额占比均在 65%以上，2016 年为 72.3%。

图 4：公司各产品销售占比



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

图 5：公司各地区销售额占比



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

表 1：公司产品品类

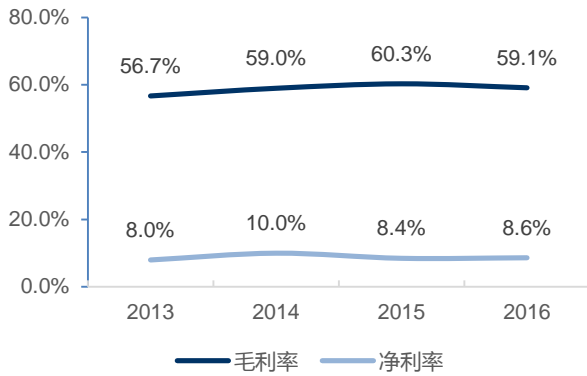
产品类别	产品明细
外套	外套、毛衣、毛背心、礼服、套装、羽绒服、羽绒马夹、棉衣、棉背心
上衣	T恤、衬衣、马夹、背心、长袖、短袖、秋衣、裙衣、连体衣、文化衫
裤类	短裤、中裤、长裤、裙裤、棉裤、毛裤、夹裤、靴裤、秋裤、羽绒裤等
裙类	连衣裙、短裙、礼裙

资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

公司毛利率、净利率稳中略升，费用率保持平稳。1) 销售毛利率从 13 年的 56.7% 提升至 16 年的 59.1%，净利率从 13 年的 8% 提升至 16 年的 8.6%。得益于公司在品牌影响力、产品创新方面的持续投入，公司近年来利润率保持稳定。2) 公司期间费用主要由销售

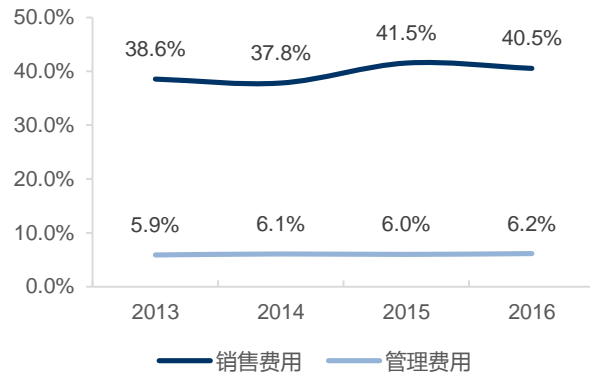
费用构成，与公司直营业务收入占比较高的经营特征相符。销售费用率从 13 年的 38.6% 小幅升至 16 年的 40.5%，管理费用率从 13 年的 5.9% 小幅升至 16 年的 6.2%，基本保持稳定。

图 6：公司毛利率净利率情况



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

图 7：公司管理费用率与销售费用率情况



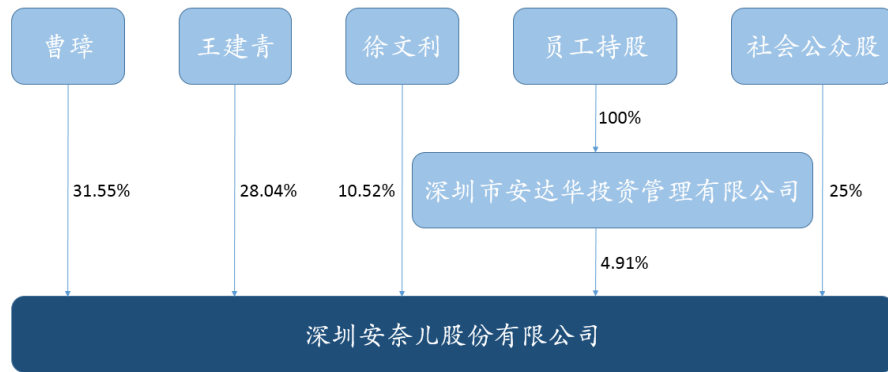
资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

公司资产质量整体稳健，现金流状况良好。1) 公司 16 年应收账款为 5180 万元，较上年增加 340 万元。存货为 2.4 亿元，较上年增加 1022 万元，近三年存货占流动资产比重维持在 52%至 60%之间，保持稳定。但与同业 32%左右的存货占比相比，相对较高。主要因为公司未引进外部投资者及上市融资，货币资金规模较小；另外公司直营渠道占比较高，直营门店的铺货提高了库存商品规模。2) 公司经营性活动现金流量情况良好。销售商品、提供劳务收到的现金与同期公司营业收入保持同趋势增长。16 年公司经营性现金流净额 6120 万元，较上年增加 410 万元。

1.2 实际控制人为曹璋、王建青夫妇，股权集中员工激励充分

公司大股东为创始人曹璋、王建青夫妇，目前合计持股 79.4%。1) (董事长、总经理) 曹璋直接持有公司 3155 万股股份，其妻王建青 (副董事长、副总经理) 持有 2804 万股。首次公开发行后，夫妇二人合计持股 59.6%，为实际控制人。2) 另一股东徐文利 (董事) 系王建青胞兄的配偶，目前持有 1052 万股股份，首次公开发行后直接持股 10.5%。3) 安华达系公司员工投资持股公司，目前由公司 30 名核心管理人员及骨干员工组成，股权激励充分。在员工持股中，持股最多的是公司副总经理龙燕，持有安华达 33.1% 的股份，间接持有公司 2.16% 的股份。

图 8：发行后公司股权结构图



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

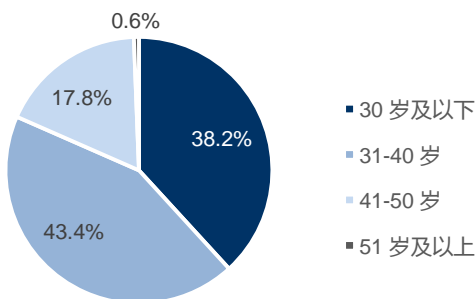
表 2：发行前后股权结构明细

股东名称	发行前		发行后	
	持股数 (万股)	股权比例	持股数 (万股)	股权比例
曹璋	3,154.50	42.06%	3,154.50	31.55%
王建青	2,803.50	37.38%	2,803.50	28.04%
徐文利	1,051.50	14.02%	1,051.50	10.52%
安华达	490.5	6.54%	490.5	4.91%
社会公众股	-	-	2,500.00	25.00%
合计	7,500.00	100.00%	10,000.00	100.00%

资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

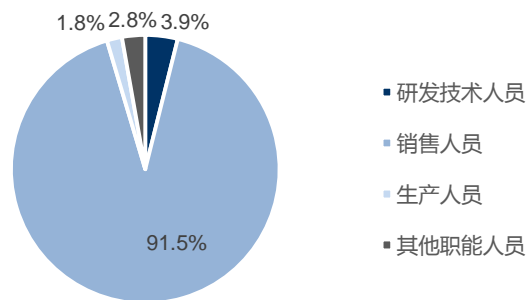
公司整体团队稳定，员工架构年轻，销售人员占比较高。近 3 年员工总数维持在 3000 人左右，40 岁及以下员工占比 80% 以上，人才阶梯合理，后备人才充足，有助于公司传承。公司业务以直营为主，生产以外协加工为主，销售人员占比较高。公司员工专业分布来看，销售人员占到所有员工的 91.5%。

图 9：公司员工年龄分布



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

图 10：公司员工职能分布



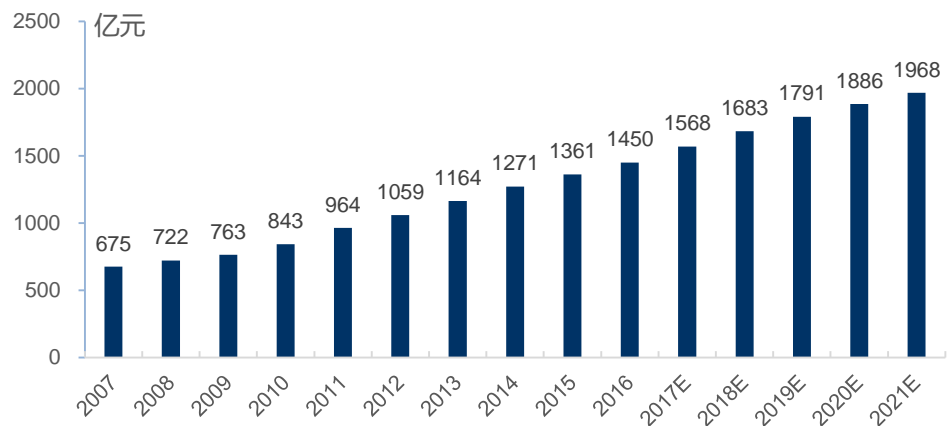
资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

2. 童装市场容量持续扩大，龙头集中度提升可期

2.1 消费群体增长、消费习惯升级，童装市场持续扩容

我国童装行业多年均呈现稳定增长趋势。根据 Euromonitor 数据，2016 年中国童装市场规模为 1,450 亿元，2010-2016 年复合增速为 9.5%。预计到 2019 年童装市场规模有望达到 1791 亿元，未来三年保持 7.3% 的年复合增速。

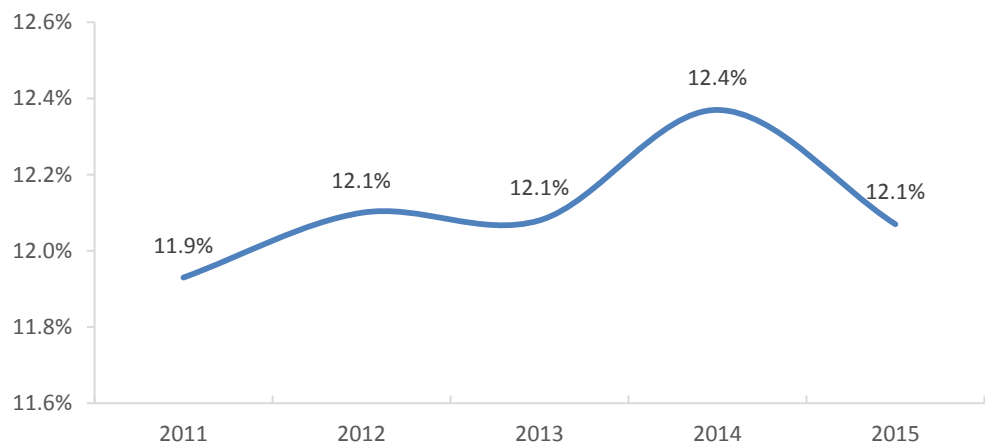
图 11：中国童装市场规模历史数据及预测（亿元）



资料来源：Euromonitor，申万宏源研究

伴随政策影响下婴童消费群体的持续壮大、宏观层面居民收入引起的消费习惯升级，以及产业层面消费水平仍处于新生成长期，我们认为我国童装市场规模还将持续增长：

图 12：中国近五年人口出生率（‰）



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

1) 受益“二孩”政策，我国婴童产业的消费群体有望持续扩大。随着 80 后和 90 后进入婚育高峰期，2012 年开始我国迎来了第四次婴儿潮。据国家统计局数据显示，2010-2015

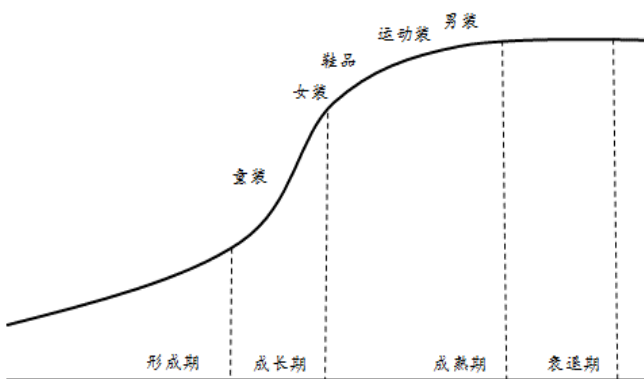
年我国人口出生率均值为 12.08%，呈现平缓上升趋势。2013 年 11 月我国启动“单独二胎”政策，2016 年 1 月 1 日开始正式实施“全面二胎”政策，二胎政策的放开将使婴童产业的市场规模进一步扩容。

2) 消费升级继续推进，婴童产业受益。我国城镇居民家庭人均可支配收入从 2000 年的 6,280 元增长至 2015 年的 31,195 元，年均复合增长 11.28%。城乡居民整体收入水平提高带动家庭消费水平的快速提升，城镇居民家庭人均消费性支出从 2000 年的 4,998 元增长至 2015 年的 21,392 元，年均复合增长 10.18%。城乡居民收入和消费水平的快速提升有效促进了婴童产业规模的增长。

“80 后”、“90 后”父母对生活品质要求提高，更加注重优生优育的育儿观念，已经成为现代城市家庭的消费决策主体。同时，经过长期的收入水平提升，现代家庭孩子的消费支出有两代人的财富积累作为基础，兄弟、姐妹间穿旧衣的消费习惯也逐渐减少，放大促进了婴童商品消费需求的实现。目前，几乎每个家庭都在不断增加婴童食品、教育、玩具、服装等方面的支出，婴童消费已成为家庭日常支出的重要组成。

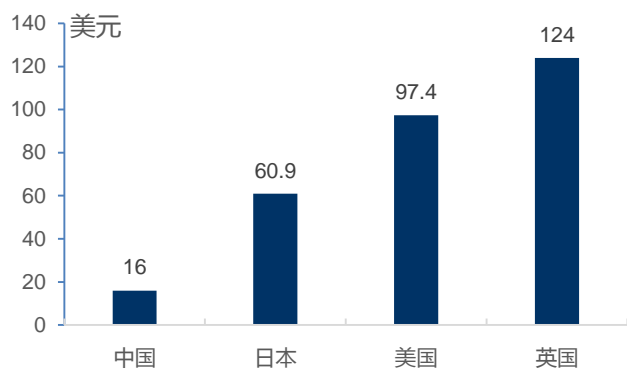
3) 我国童装行业尚处于成长期阶段，人均消费较发达国家有很大增长空间。从产业生命周期角度，我国童装市场的消费需求由过去满足基本生活的实用型消费，开启向追求健康、美观与时尚的升级型消费转型。具有市场需求增长迅速、成长空间加大、市场集中度低的特点。从人均消费的角度，2016 年我国人均童装消费金额仅为 16 美元，远远低于日本（60.9 美元）、美国（97.4 美元）与英国（124 美元）消费情况，对比发达国家情况，我国童装市场仍存在较大的成长空间。

图 13：我国童装及其他服饰的产业生命周期



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

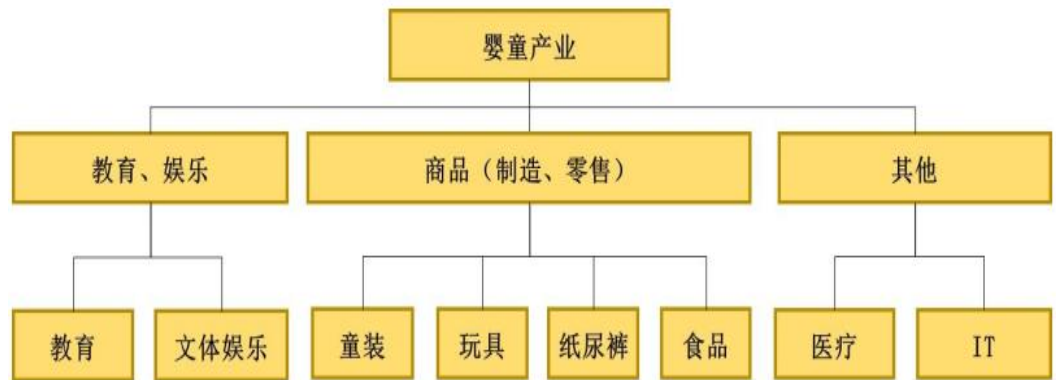
图 14：2016 年各国人均童装消费金额对比（美元）



资料来源：招股说明书，Euromonitor，申万宏源研究

童装行业是婴童产业的重要组成部分，我国婴童产业整体保持高增长态势。婴童产业由婴童消费相关商品与服务所构成，涉及婴童商品、休闲娱乐、教育培训、健康医疗等几方面。其中，童装、玩具、纸尿裤、食品等婴童商品是婴童产业的主要构成，约占产业总规模的 46%。另据中国儿童产业研究中心数据，2013 年我国婴童产业规模约为 14,305 亿元；在“二孩儿”政策全面放开、消费升级等因素影响下，2013 年至 2017 年的产业复合增长率将达到 15% 以上，至 2017 年婴童产业总规模将达到 25,803 亿元。

图 15：婴童产业细分情况



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

2.2 行业高壁垒，促使龙头企业市场份额集中度上升

童装行业区别与成人装，具备诸多壁垒。由于孩童身体成长快、健康要求高等先天特点，童装行业在生产、设计上的难点和障碍较成人装更为明显，形成了一定的进入门槛。

1) 品质要求壁垒。因其消费者体质的特殊性和敏感性，童装产品面辅料对品质具有特殊的要求，强调产品的安全性。在《国家纺织产品基本安全技术规范》中，婴幼儿纺织产品须符合的安全技术要求为 A 类，在甲醛含量、PH 值、染色牢度、异味等方面具有最高的品质标准，而成人服装中直接接触皮肤与非直接接触皮肤纺织产品的安全技术要求则分别为 B 类与 C 类。

2) 设计研发壁垒。版型方面，童装产品需要适应儿童身高增长快速、胖瘦分化明显的生长特征以及儿童活泼好动的活动特点。款式设计与色彩搭配方面，儿童服装需要在父母偏好与儿童喜好之间实现动态平衡。在儿童服装的选购初期，父母的选择偏好起主导作用；随着年龄的增长，部分大龄儿童逐步形成了较为自主或群体性的审美偏好。因此，能够兼顾父母与儿童偏好，并实现平衡调整，也成为了众多行业进入者的重要壁垒。

3) 品牌建设壁垒。童装客群为 14 岁以下儿童，其购买决策主要由父母做出，其对品牌童装的诉求已超越了知名度与时尚性。因此，对于中高端童装，品牌建设已从知名度、美誉度的提升，上升至差异化的品牌形象、文化内涵的塑造与认同。从普通品牌到知名品牌，再到具有特定形象风格、文化内涵的差异化品牌，是一个长期投入、漫长积累的过程，需要企业持续、大量的投入。

因此，虽然服装行业的进入门槛较低，但对于童装子行业，差异化、形象化的品牌建设已成为行业进入者的重要壁垒。**高壁垒下，童装行业集中度有望继续上升，成为推动龙头增长的又一动力。**

国内童装行业参与者数量众多，市场格局分散。国内童装龙头巴拉巴拉、安奈儿进入童装市场较早，对童装行业具有深厚的专业认识与积累，零售终端通常集中于商场或商圈

特定区域。国际品牌定位于高端童装市场，其中 AdidasKids、NikeKids 等品牌主要以运动功能童装为主；Gucci、Dior 等品牌注重高端时尚童装的开发。其他国内品牌以中端、低端童装市场为主，部分具有较强实力的品牌已逐渐定位中高端市场。

表 3: 2016 年中美童装行业市占率前十名公司情况

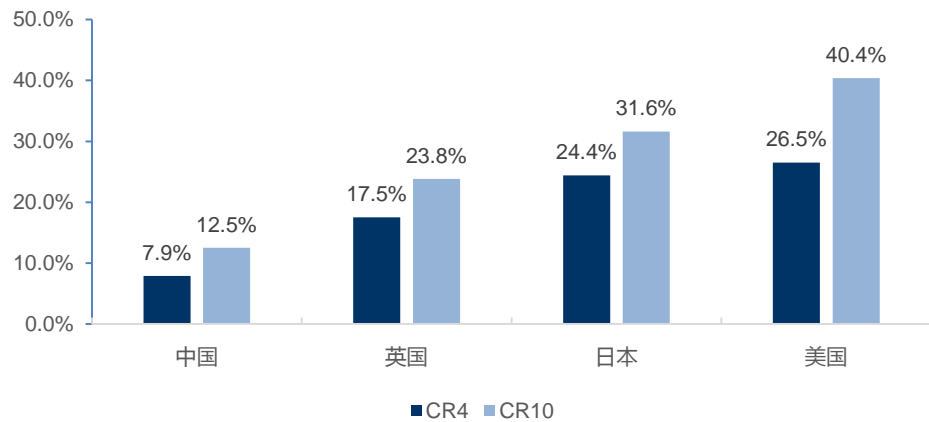
排名	国家	公司	市占率%	国家	公司	市占率%
1	中国	巴拉巴拉	5.0	美国	Carter's Inc	11.7
2		adidas	1.0		Gap Inc, The	6.5
3		安奈儿	1.0		Nike Inc	4.5
4		Pepkor	0.9		Children's Place Retail Stores Inc	3.8
5		衣恋	0.9		Gymboree Corp	3.5
6		福建格林	0.9		Target Corp	2.8
7		Miko	0.8		Garan Inc	2.3
8		安踏	0.7		Fruit of the Loom Inc	2.0
9		浙江起步	0.7		H&M Hennes & Mauritz AB	1.7
10		迪斯尼	0.6		Under Armour Inc	1.6

资料来源: Euromonitor, 申万宏源研究

行业集中度逐年提升，利好龙头公司增长。我国童装市场品牌集中度整体水平较低，但近年来市场集中度的提升已初步显现。根据 Euromonitor 调查显示，我国童装行业中市场占有率前四位企业的占有率之和（CR4）已由 2008 年的 2.9% 提升到了 2016 年的 7.9%，同期前十位企业的占有率之和（CR10）则由 5.0% 提升到了 12.5%。预计未来童装行业集中度进一步提升，龙头公司市场份额保持扩大。

我国童装行业市场较发达国家成熟市场的行业结构仍具有较大差距。例如，2016 年度美国童装市场的 CR4 与 CR10 分别为 26.5% 与 40.4%，日本童装市场的 CR4 与 CR 10 分别为 24.4% 与 31.6%，英国童装市场的 CR4 与 CR10 分别为 17.5% 与 23.8%。对比国外成熟市场的发展趋势，童装消费通常会呈现较为集中的市场结构，我国集中度还有较大提升空间。

图 16: 2016 年中日英美童装市场市占率情况 (%)

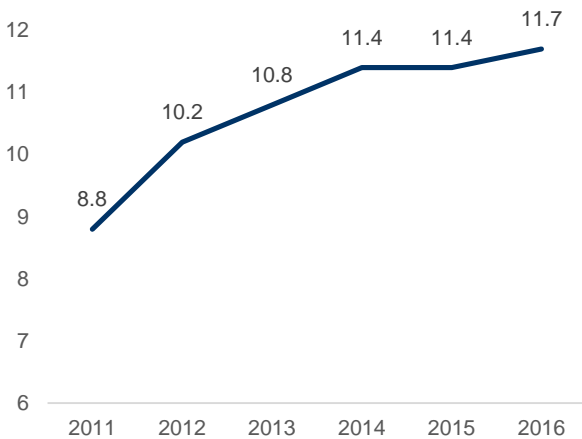


资料来源: 公司招股说明书, 申万宏源研究

2.3 海外标杆借鉴：北美童装市场绝对龙头 Carter' s 公司

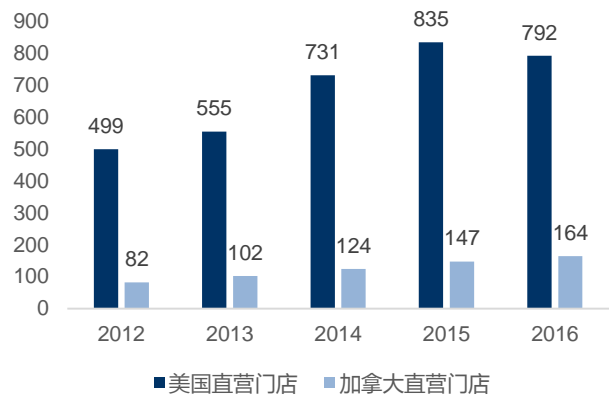
Carter' s 是美国和加拿大童装市场的巨头，市场份额高达 11.7%。旗下拥有两个童装品牌，Carter' s 品牌成立于 1865 年，提供新生儿到 8 岁儿童的服装及配饰。OshKosh 品牌成立于 1895 年，提供新生儿到 14 岁儿童的服装及配饰。根据 Euromonitor 数据，公司受益童装行业集中度提升的趋势影响，2011-2016 年市场份额逐步上升，2016 年公司在 0-14 岁童装市场的市占率达到 11.7%。其中，根据公司年报，在美国 0 岁到 7 岁的整体童装市场规模为 207 亿美金，Carter' s 品牌占据市场第一位，占据 14.9% 的市场份额，OshKosh 在 0 至 7 岁童装市场中也有着 2.9% 的市场份额。

图 17: Carter' s 公司市场份额变化情况 (%)



资料来源：公司年报，申万宏源研究

图 18: Carter' s 公司门店数 (家)

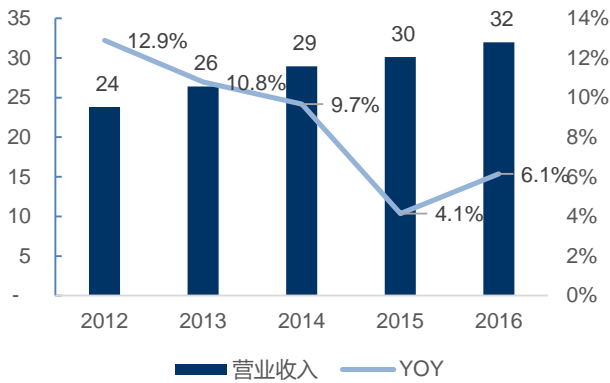


资料来源：公司年报，申万宏源研究

公司门店多渠道全面铺开，尽可能地扩大品牌的影响力和知名度。公司的经营渠道包括批发商渠道、直营门店以及网络销售。批发商渠道方面，公司是美国大型零售商的儿童服饰的最大供货商，批发商门店保持着 18000 家稳定的规模。直营门店方面，公司门店多设在交通发达的商业中心或靠近中心区的折扣店中心，2016 年公司在美国拥有 792 家直营门店，在加拿大拥有 164 家直营门店，持续为消费者提供便利，不断提升品牌的覆盖度和影响力。

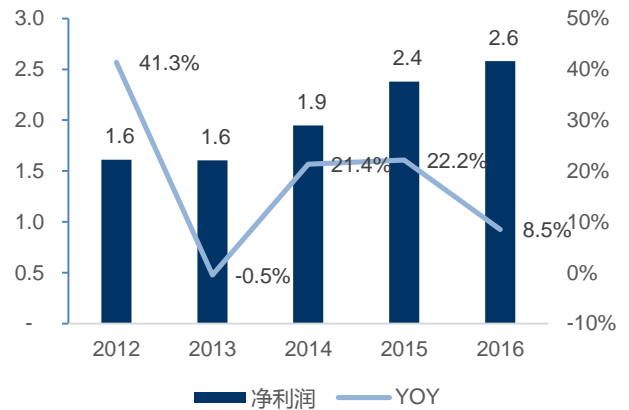
Carter' s 公司收入和利润保持中高速增长，毛利率和净利率保持稳步提升。2016 年收入 32 亿美元，同比上升 6.2%。2016 年实现净利润 2.6 亿美元，同比上升 8.5%。从毛利率和净利率的表现来看，2012 年至 2016 年间毛利率保持稳定小幅上升，从 39.4% 上升到 45.8%；净利率在 2013 到 2016 年间保持稳定小幅上升，从 6.1% 上升到 8.1%，提升显著。

图 19: Carters 公司收入及增速 (亿美元, %)



资料来源: 公司年报, 申万宏源研究

图 20: Carters 公司净利润及增速 (亿美元, %)



资料来源: 公司年报, 申万宏源研究

占据童装市场龙头, 全面拓宽婴童市场。 Carter's 和 OshKosh 品牌围绕婴童提供多样产品品类选择。婴童服装类产品包括轻便装、睡衣、婴儿爬服、内裤、裙装、毯子、婴儿全套服装、围兜、婴儿连体衣等。服装产品外, Carter's 通过扩品类、品牌不断扩张。公司围绕婴童产业拓展了包括床上用品、外套、游泳衣、鞋类、袜子、尿布、玩具、发饰等诸多新兴品类, 通过收购方式拥有超过六个子品牌, 对婴童市场进行了多方面渗透, 成功实现了对婴童装品牌龙头地位的高度利用。

图 21: 公司旗下品牌一览



资料来源: 公司年报, 申万宏源研究

3. 构建多元化营销网络，注重直营店提升店效

3.1 童装领域知名商标，积聚良好品牌影响力

公司是一家主营中高端童装业务的自有品牌服装企业，消费群体是14岁以下儿童，对产品形象的活泼亲密，色彩的明亮柔和有特别的偏好。因此，公司在“不一样的舒适”的品牌定位上，进一步推出“陪伴”的品牌主题，并通过品牌形象、店面设计、线上线下媒体宣传、会员活动等多方位推广品牌形象，提高“Annil 安奈儿”品牌的知名度。

表 4：公司近三年主要品牌推广活动

时间	主要推广活动
2014 年	“缤纷兔令营，我的暑期我做主”第九届全国暑期兔令营会员活动
	“我和兔兔有个约会”安奈儿第四届亲子创意绘画大赛
	“一起长大”亲子主题画展“童心无界舒适无限”主题路演“一起长大”亲子主题画展
	第三届“感恩兔报—Annil 中秋月饼 DIY”
2015 年	第三届“安奈儿圣诞老人送礼到家”
	“潮趣之旅萌宝街拍”春季潮拍活动
	第四届“感恩兔报—Annil 中秋月饼 DIY”
	第四届“安奈儿圣诞老人送礼到家”
2016 年	“这个冬天，兔令营伴你同行”第一届冬季兔令营会员活动“萌主驾到”首届小童主题活动
	第一届“一起长大·艺术在医院”北京嫣然医院亲子主题画展
	“乃爸来了”五一代言人签约首发仪式
	第五届“感恩兔报—Annil 中秋月饼 DIY”
	第五届“安奈儿圣诞老人送礼到家”
	第一届“8.8 乃爸节”
	“时尚家生活”明星奶爸&阿拉蕾直播活动
	“和亮亮一起”双十一狂欢晚会
	第二届“温度·艺术在医院”北京嫣然医院亲子主题画展

资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

公司在终端进行品牌推广的同时，重视各类新兴媒体的运用，形成了以聚焦垂直母婴社区、强化移动终端互动、携手知名平面媒体的推广策略。针对以母婴网站为代表的垂直平台，公司已与宝宝树、摇篮网、育儿网等多家国内知名母婴网站建立了长期合作；针对以微信应用为代表的移动终端，公司在通过图文推送、游戏互动等方式吸引关注的同时，尝试进行线上线下整合，利用微信促销、线上发券、试衣体验等形式向线下门店引流。针对以知名杂志为代表的平面媒体，公司与《母子健康》、《优家画报》、《OK! baby》等多家国内知名母婴与时尚杂志开展合作。

经过十余年的发展，“Annil 安奈儿”已经成为我国婴童产业中知名的童装品牌。根据 Euromonitor 统计数据，2016 年“Annil 安奈儿”品牌童装的综合市占率位于国内童装行业第一名。根据中国商业联合会的统计信息显示，在 2015 年度全国大型零售企业的童装产品销售排名中，“Annil 安奈儿”品牌童装的综合市场占有率位列行业第 4 名，并在国内品牌、非运动类品牌以及大童装子类别三个方面均位列行业第 2 名。2016 年 3 月，“安奈

儿”品牌获得中国服装协会评选的第四届“中国十大童装品牌”称号。公司在持续推进传统线下渠道建设的同时,大力发展线上网络销售业务,在2014-2016年天猫商城的“双11”活动中,公司“安奈儿旗舰店”在童装/亲子装类目店铺销售排名中分别位列第6名、第7名和第5名。

图 22: Annil 童装店



资料来源: 公司招股说明书, 申万宏源研究

3.2 建设直营与加盟结合, 线上和线下互补的多元化销售渠道

公司自成立以来采取直营与加盟相结合, 线上与线下互补的多元化营销网络发展模式。公司在营销网络扩张时, 充分发挥品牌辐射效应, 采取“国内一二线城市树品牌, 其他城市促增长”的发展策略, 实现营销网络的合理结构和有效链接, 并通过充分挖掘和利用加盟商的经营潜力, 以相对较低的投入快速拓展营销渠道覆盖面。

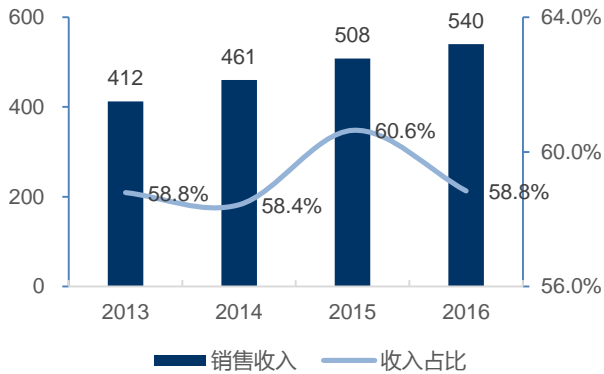
公司线下渠道覆盖广泛, 积极拓展直营零售网络。公司已建成覆盖国内 31 个省、自治区、直辖市, 以一二线城市为主、辐射周边城市的全国营销网络。截至 2016 年末, 公司线下渠道合计拥有 1,458 家门店, 其中直营店 970 家、加盟店 488 家。公司将直营模式作为发展重点, 有效控制零售网络终端, 实施统一的品牌经营策略。2013 到 2016 年, 公司直营门店新增店面 153 家, 2016 年直营门店收入占总体收入 58.8%, 占线下渠道收入 77.7%。

表 5: 公司终端零售门店数量 (家)

项目		2016.12.31	2015.12.31	2014.12.31	2013.12.31
直营门店	商场联营店	803	855	812	687
	品牌专卖店	167	142	119	130
	小计	970	997	931	817
加盟门店	商场联营店	289	334	414	408
	品牌专卖店	199	214	283	282
	小计	488	548	697	690
合计		1,458	1,545	1,628	1,507

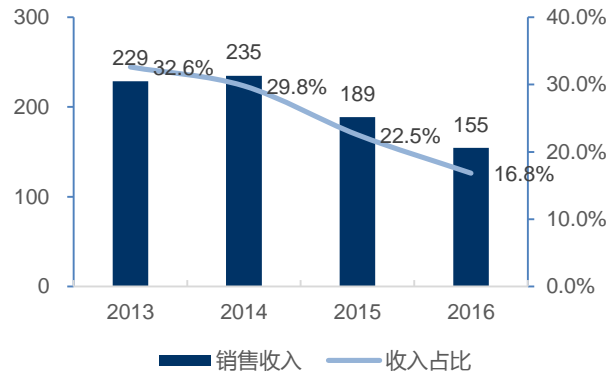
资料来源: 公司招股说明书, 申万宏源研究

图 23: 公司线下直营渠道销售收入情况



资料来源: 公司招股说明书, 申万宏源研究

图 24: 公司线下加盟渠道销售收入情况



资料来源: 公司招股说明书, 申万宏源研究

公司在积极开展直营门店外延式扩张的同时, 逐步加强门店的内生式单店绩效增长。公司老店营业收入均呈现逐年上升趋势, 2013 年以前开始的老店在 2014-2016 年平均销售额复合增长速度达到 5.8%, 2014 年门店三年平均销售额复合增速达 31.6%。15、16 年新开门店月均销售收入较 14 年前新开店面增加明显, 主要由于新开门店中, 购物中心型品牌专卖店开店数量和占比持续提升, 营业面积与商业环境通常好于其他新开门店。

表 6: 新老门店月均营业收入对比情况 (万元/月·店)

门店类型	2014 年度	2015 年度	2016 年度
2013 年以前开设的老店	4.85	5.22	5.43
2014 年新开门店	1.95	2.73	3.38
2015 年新开门店	-	2.34	3.78
2016 年新开门店	-	-	3.09

资料来源: 公司招股说明书, 申万宏源研究

新开门店毛利率水平较高, 老店毛利率基本保持稳定。公司 2013 年前门店毛利率维持在 62% 以上水平, 领先于公司整体毛利率。由于新开门店在当期主要销售当季产品, 折扣促销过季产品较少, 故使得各期新开门店的销售毛利率略高于以前年度门店在当期的销售毛利率。2016 年度, 公司为了提高产品的市场竞争力, 小幅下调当季产品定价, 导致 2016 年度线下门店销售毛利率略低于其它年度。

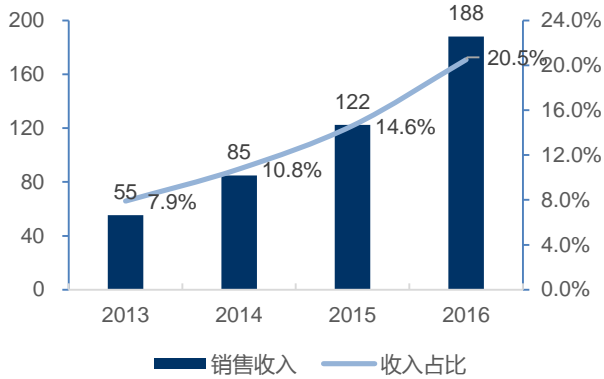
表 7: 新老门店销售毛利率的对比情况

门店类型	2014 年度	2015 年度	2016 年度
2013 年以前开设的老店	62.02%	62.34%	62.27%
2014 年新开门店	67.17%	65.62%	64.72%
2015 年新开门店	-	67.63%	64.98%
2016 年新开门店	-	-	65.22%

资料来源: 公司招股说明书, 申万宏源研究

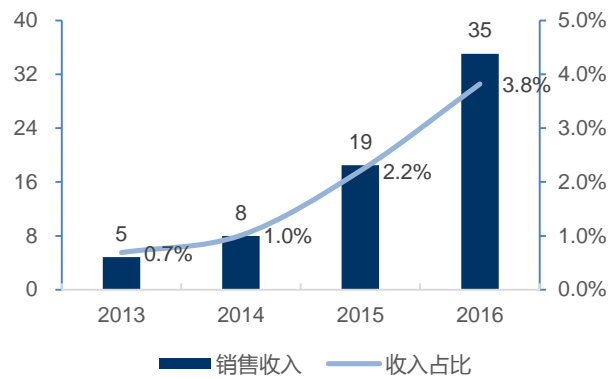
线上渠道积极拓展，多种模式共同发力。公司在淘宝、天猫、唯品会、京东等多个国内知名电子商务平台建立了线上销售渠道，2014-2016年，线上销售额年复合增长率高达34%，有力推动了公司整体业绩的增长。

图 25：公司线上直营渠道销售收入情况



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

图 26：公司线上加盟渠道销售收入情况



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

表 8：线上直营与加盟模式的销售情况（万元）

线上渠道	2016 年度		2015 年度		2014 年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
线上直营	18,815	84.3%	12,244	86.9%	8,477	91.4%
- 电商服务平台	12,074	54.1%	7,550	53.6%	5,451	58.8%
- 电商平台客户	6,740	30.2%	4,694	33.3%	3,026	32.6%
线上加盟	3,506	15.7%	1,850	13.1%	797	8.6%
合计	22,320	100%	14,094	100%	9,275	100%

资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

公司线上销售渠道包括直营与加盟两种体系，共三类模式：

1) 电商服务平台。在服务平台模式下，公司通过在天猫、淘宝和京东网建立“安奈儿”品牌线上官方旗舰店，零售客户在线下单后，公司通过第三方快递向客户直接配送商品；客户在线确认收货时，第三方支付平台将客户的货款自动转入公司账户。由此，公司发货并收到货款时确认收入。

2) 电商平台客户。公司与部分电商平台直接进行商品销售，由后者在电商平台（如唯品会网站）面向零售消费者组织商品销售、产品配送及零售结算。电商平台通过周转仓库隔离了公司与终端消费者的直接交易，并从中赚取约定分成。

3) 电商加盟商。指通过与公司签订电商加盟协议，采购产品，并在天猫商城或淘宝网开设运营加盟网店的线上渠道加盟商。为避免与线下加盟商形成过度竞争，加盟商须按照规定的零售价格区间进行销售。除以网店形式进行运营外，电商加盟商的合作模式和线下加盟商基本一致，在公司将商品的相关风险与报酬转移给加盟商后，确认销售收入。

表 9：前五大线上客户销售情况（万元）

期间	序号	线上客户/电商平台名称	销售金额	线上占比	销售模式
2016 年度	1	浙江天猫技术有限公司	11,456	51.3%	服务平台
	2	唯品会（中国）有限公司	6,737	30.2%	平台客户
	3	深圳市蒙恩服装有限公司	980	4.4%	电商加盟
	4	张晓东	746	3.3%	电商加盟
	5	北京京东世纪贸易有限公司	618	2.8%	服务平台
		合计	20,536	92.0%	-
2015 年度	1	浙江天猫技术有限公司	6,969	49.5%	服务平台
	2	唯品会（中国）有限公司	4,575	32.5%	平台客户
	3	深圳市蒙恩服装有限公司	584	4.1%	电商加盟
	4	北京京东世纪商贸有限公司	559	4.0%	服务平台
	5	深圳市心一轩服饰有限公司	526	3.7%	电商加盟
		合计	13,214	93.8%	-
2014 年度	1	浙江天猫技术有限公司	5,147	55.5%	服务平台
	2	唯品会（中国）有限公司	2,900	31.3%	平台客户
	3	深圳市心一轩服饰有限公司	410	4.4%	电商加盟
	4	深圳市蒙恩服装有限公司	355	3.8%	电商加盟
	5	北京京东世纪商贸有限公司	302	3.3%	服务平台
		合计	9,114	98.3%	-

资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

3.3 产品品质、设计沉淀、自主品牌三轮驱动业绩增长

公司以“不一样的舒适”为品牌理念，追求优质的面料与舒适的体验，致力于为广大婴童消费者提供舒适、安全、精致的童装产品，具备三大优势：

图 27：公司童装设计



资料来源：网页图片，申万宏源研究

1) **贯穿全程的品质优势。**公司全程参与、跟踪监测面料选纱、织布印染、后整处理、成衣加工等完整制造流程，把对舒适、安全的关注贯穿到每个环节。分别通过了“ISO9001质量管理体系认证”，“ISO14024 环境标志国际标准 I 型环境标志认证”和“ISO14025 环境标志国际标准 III 型环境标志认证”。全面且严格的检验检测贯穿于公司产品的全制造周期，确保面料及成衣满足国家、行业及公司的品质标准。

2) **深厚的设计沉淀。**公司控股股东及设计研发团队核心曹璋、王建青夫妇专注于童装行业近二十年，带领公司设计研发团队经过持续、长期的探索创新，积累了丰富且深厚的行业经验，对童装行业有着深入且独特的研究与理解。

公司以舒适、安全作为产品研发的核心要素，并从儿童健康成长、自由运动的衣着需求出发，不断研究与积累创新的面料运用、产品设计与工艺技术。依靠对优质面料、款型设计与技术工艺的持续追求，公司产品得到了市场与行业的广泛认可，在 2014 年中国服装协会主办的第十届“中国服装品牌年度大奖”评选中，荣获年度“创新大奖”。

3) **自主品牌深入消费群体。**公司自主品牌“Annil 安奈儿”的创立可追溯至创始人曹璋、王建青夫妇在 1996 年创办的“安尼尔童装店”。经过近二十年的创业创新，“Annil 安奈儿”品牌以面料优质环保、款式简洁新颖、穿着舒适大方的产品特征，赢得了广泛的市场认可，并已发展成为我国知名的童装品牌之一。

公司在注重通过门店装修、橱窗设计、商品陈列等终端形象进行品牌推广、形象展示的同时，重视各类新兴媒体在品牌营销方面的运用，扩大了安奈儿一直以来倡导的“亲子陪伴文化”80、90 后父母群体与儿童消费者中的影响力与亲和力。

4. 募投项目分析

公司拟向社会公开发行不超过 2500 万股人民币普通股，公开发行股数占发行后总股本的比例不低于 25%，主要用于营销中心建设项目、设计研发中心建设项目、信息化建设项目、补充其他与主营业务相关的营运资金。

表 10：募投项目概览

序号	项目名称	投资额 (万元)	拟投入募集资金 (万元)
1	营销中心建设项目	33,418	23,439
2	设计研发中心建设项目	8,473	8,473
3	信息化建设项目	3,841	3,000
4	补充其他与主营业务相关的营运资金	10,000	3,000
	合计	55,732	37,912

资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

1) **营销中心建设项目，总投资额为 3.34 亿元，拟投入募集资金 2.34 亿元。其中：建设投资 2.73 亿元，流动资金 6046 万元。**本项目由两部分内容构成：（1）未来三年内在全国部分城市采取联营、租赁、购置等方式新建 295 家直营店，其中以购置方式开设 33 家品

牌专卖店、以租赁方式开设 50 家品牌专卖店、以联营方式开设 212 家商场联营店；（2）在深圳市购置建设营销中心办公场所，建筑面积 2500 平方米，以有效改善公司总部营销中心的办公设施。

表 11：店铺地域分布：家

序号	省、直辖市	购置店数量	联营店数量	租赁店数量	序号	省、直辖市	购置店数量	联营店数量	租赁店数量
1	安徽	1	7	1	12	辽宁	1	5	1
2	北京	2	12	1	13	山东	2	13	2
3	福建	1	10	2	14	山西	1	4	2
4	甘肃	1	3	4	15	陕西	1	8	-
5	广东	9	60	11	16	上海	2	11	2
6	广西	1	5	2	17	四川	1	7	1
7	贵州	1	5	1	18	天津	1	7	4
8	河北	1	4	-	19	云南	1	3	1
9	河南	1	4	1	20	浙江	1	12	3
10	湖南	1	7	3					
11	江苏	3	25	8	合计		33	212	50

资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

2) 设计研发中心建设项目，总投资 8473 万元，其中工程费用 7994 万元，工程建设其他费用 75 万元，基本预备费 403 万元。本项目将建设集商品企划、面辅料开发、服装款式设计、版型设计、样衣制造、生产工艺、技术研发、产品和创意展示等多功能深度融合的综合型、现代化企业设计研发中心。通过该项目的实施，公司将进一步整合原有商品企划部、技术部、设计中心等部门，提升原来商品企划部的职能，增加面料开发和面料测试实验室，将形成完善的自主设计研发体系，打造国内一流的中高端童装研发设计中心和展示中心，强化公司“不一样的舒适”的产品主题。

3) 信息化建设项目，总投资 3841 万元，使用募集资金 3000 万元，全部为建设投资。该项目拟新升级公司资源管理系统（ERP）和零售终端管理系统（POS），拟新建设包括公司商业智能系统（BI）、产品生命周期管理（BPC）、人力资源管理系统（HCM）、商品管理系统，补充完善电子商务平台、会员管理系统、供应商管理系统等系统的建设，涵盖从业务前端商品企划、研发、设计、营销管理、物流仓储、生产管理、财务管理、数据分析等方面软件系统、相关硬件设备及配套工程，建设公司信息化平台。

除以上三个项目外，公司拟将募集资金中的 3000 万元用于补充与公司主营业务相关的营运资金。

5. 风险分析

5.1 行业竞争风险

公司所处的童装行业是一个竞争较为充分的服装细分行业，国内外品牌众多，市场集中度相对较低，各品牌之间竞争激烈。此外，诸多成人服装品牌也纷纷延伸到童装领域，进一步加剧了我国童装市场的竞争。若本公司未来不能进一步提升品牌影响力和竞争优势，市场竞争可能会降低本公司的盈利能力和持续增长。

5.2 国内宏观经济增速放缓的风险

与食品等其它日常消费品相比，服饰类商品易受宏观经济的波动影响。我国宏观经济在过去很长一段时期内均保持较快的增长速度，但是受国际市场经济发展以及我国现行改革效果的不确定影响，未来我国经济形势可能存在经济增长放缓、消费者消费预期下降等情况，进而可能降低对童装等服饰消费的频次、减少消费金额，抑制童装等服饰类产品的市场需求，影响公司财务状况和经营业绩。

5.3 存货比重较大及其跌价的风险

截至 2016 年 6 月 30 日，公司合并口径的存货账面价值为 22,452 万元，占资产总额的 37.5%，其中库存商品 13,398 万元，占存货账面价值的 59.7%。存货余额较大的主因是公司经营规模与直营渠道的持续扩大，带动了铺货商品等存货规模的增加。根据企业会计准则，公司截至 2016 年 6 月 30 日计提的存货跌价准备 3,045 万元，占存货余额的 11.9%。虽然公司一直加强研发、采购和外包生产的计划性，并采取以销定产、市场促销等措施，使得存货保持在合理水平，但若在以后的经营年度中，因市场环境发生变化或竞争加剧导致存货跌价增加或存货变现困难，将对公司的经营业绩造成不利影响。。

5.4 依赖单一品牌品类的风险

目前公司所有收入均来源于“Annil 安奈儿”品牌，且主要收入来自大童装产品，存在着过于依赖单一品牌与大童装产品的经营风险。如果公司单一品牌“Annil 安奈儿”出现严重影响品牌声誉的意外事件，或该品牌的市场竞争力大幅下降，都将直接地影响公司的经营业绩；如公司大童装市场拓展趋于饱和且推出的其他产品线尚未获得市场认可，则将影响公司未来的业绩增长。

5.5 募集资金运用不能取得预期收益的风险

本次募集资金将投资于营销中心建设项目、设计研发中心建设项目和信息化建设项目。其中，营销中心建设项目投资总额为 33,418 万元，占本次募集资金项目投资总额的 60%，拟新开设店铺 295 家。虽然该项目系本公司在充分考虑市场潜力、自身经营管理能力等因素

后确定的投资项目，但若市场环境发生重大变化，公司出现不能与百货商场签订条件合理的商业合同，不能找到适合开设专卖店的物业等不利情况，将影响公司新开门店的建设计划、单店销售业绩，对本公司经营业绩产生不利影响。同时，本次募集资金投资项目建成后，预计项目年均相关折旧摊销费用达 3,606 万元。如市场环境发生重大不利变化，募集资金投资项目的预期收益不能实现，则公司存在因折旧摊销费用增加而影响利润水平的风险。

6. 盈利预测

公司本次发行 2500 万股，募集资金净额为 3.79 亿元，发行费用合计 4763 万元，发行价为 17.07 元/股，对应发行市盈率为 21.61 倍。

盈利预测核心假设：

1) 直营门店：线下直营新增门店数由公司的项目规划给出，2017-2019 年商场联营店关闭门店数为 60/50/40 家，品牌专卖店关闭门店数为 10 家；2017-2019 年公司线下直营门店收入分别为 5.5/5.8/6.3 亿元，同比增速 2.3%/5.9%/7.9%。

2) 加盟门店：2017-2019 年门店数量每年减少 60 家，营业收入为 1.3/1.1/0.95 亿元。

3) 线上销售：线上销售收入增速强劲，假设线上直营 2017-2019 年业绩同比增速为 40%/30%/20%，线上加盟同比增速为 60%/50%/50%，线上可实现收入 3.2/4.3/5.4 亿元，同比增速达到 43.1%/33.5%/25.9%。

4) 其他业务收入占总收入比例保持在 0.3%。

5) 假设 2017-2019 年间公司的销售费用占收入比重为 42.0%/41.5%/40.5%。

我们预计公司 2017-2019 年实现收入分别为 10.1/11.3/12.7 亿元，分别增长 9.6%/11.9%/12.2%；归母净利润分别为 0.91/1.03/1.23 亿元，分别增长 15.6%/12.7%/19.7%。完全摊薄后 EPS 分别为 0.91/1.03 /1.23 元，发行价对应 2017-2019 年的 PE 分别为 18.7/16.6/13.8 倍。

公司是国内童装市场第二股，童装行业发展趋势乐观，公司业绩稳健，未来空间大。公司凭借优质的产品品质、深厚的设计沉淀、长期的自主品牌积累以及全面的销售渠道布局，业绩稳健增长可期。预计公司 2017-2019 年全面摊薄后 EPS 为 0.91/1.03/1.23 元，我们给予 2017 年合理估值 30-35 倍，对应公司 EPS 合理价格区间为 27.3-31.9 元。

表 12：行业内可比公司估值表

股票代码	股票简称	股价	EPS (元)			PE		
		2017.05.19	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
300005.SZ	金发拉比	12.17	0.39	0.47	0.62	30.98	25.98	19.65

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 13: 公司营业收入拆分表

		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
直营门店							
商场联营店	期初门店数量	687	812	855	803	811	833
	当期新增门店	183	138	76	68	72	72
	当期关闭门店	58	95	128	60	50	40
	期末门店数量	812	855	803	811	833	865
	期间平均门店数量	749	833	829	807	822	849
	平均单店营收 (百万元)	0.51	0.51	0.52	0.52	0.53	0.53
	单店营业收入 YOY		-0.66%	1.85%	1.00%	1.00%	1.00%
	营业收入 (百万元)	384	425	430	423	435	454
品牌专卖店							
	期初门店数量	130	119	142	167	176	198
	当期新增门店	14	33	48	19	32	32
	当期关闭门店	25	10	23	10	10	10
	期末门店数量	119	142	167	176	198	220
	期间平均门店数量	125	131	155	172	187	209
	平均单店营收 (百万元)	0.61	0.64	0.71	0.75	0.80	0.85
	单店营业收入 YOY		4.49%	11.25%	6.00%	6.00%	6.00%
	营业收入 (百万元)	76	83	110	129	149	177
	直营门店综合毛利率	62.16%	62.87%	62.80%	62.50%	62.50%	63.00%
加盟门店							
	门店数量	694	623	518	458	398	338
	平均单店营收 (百万元)	0.34	0.30	0.30	0.29	0.29	0.28
	单店营业收入 YOY		-10.45%	-1.57%	-2.00%	-2.00%	-2.00%
	营业收入 (百万元)	235	189	155	134	114	95
	综合毛利率	56.02%	59.19%	57.44%	57.00%	57.50%	58.00%
线上渠道							
线上直营	营业收入 (百万元)	85	122	188	263	342	411
	线上直营营业收入 YOY		44.44%	53.67%	40.00%	30.00%	20.00%
	营业收入占总收入比重	10.76%	14.62%	20.50%	26.12%	30.35%	32.44%
	综合毛利率	57.93%	57.00%	56.73%	57.00%	57.00%	58.00%
线上加盟	营业收入 (百万元)	7.97	18.5	35.06	56.096	84.144	126.216
	线上加盟营业收入 YOY		132.12%	89.51%	60.00%	50.00%	50.00%
	营业收入占总收入比重	1.01%	2.21%	3.82%	5.56%	7.46%	9.96%
	综合毛利率	51.63%	54.25%	51.63%	52.00%	52.00%	53.00%
其他业务收入							
	其他业务收入 (百万元)	4	2	3	3	3	4
	其他收入占比	0.56%	0.30%	0.29%	0.30%	0.30%	0.30%
	其他收入毛利 (百万元)	-3	-4	-9	-4	-4	-4
线下销售收入合计 (百万元)		695	697	695	686	698	726
电商销售收入合计 (百万元)		93	141	223	320	427	537
总营业收入合计 (百万元)		793	840	920	1009	1128	1267
综合毛利率		59.02%	60.28%	59.10%	59.17%	59.00%	59.50%

资料来源: 申万宏源研究

表 14：盈利预测表单位：百万元，元

利润表						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	793	840	920	1,009	1,128	1,267
二、营业总成本	688	748	821	894	998	1,110
其中：营业成本	325	334	376	412	463	513
营业税金及附加	8	9	10	11	12	13
销售费用	300	349	373	424	468	519
管理费用	48	50	57	61	68	76
财务费用	(0)	2	4	(12)	(12)	(12)
资产减值损失	7	4	2	(0)	0	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	1	1	1
三、营业利润	105	92	99	115	131	158
加：营业外收入	1	3	8	8	8	8
减：营业外支出	0	0	2	2	2	2
四、利润总额	106	95	106	122	137	164
减：所得税	27	24	26	30	34	41
五、净利润	79	71	79	91	103	123
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	35	54	79	71	79	91
六、基本每股收益	1.05	0.95	1.05	1.22	1.37	1.65
全面摊薄每股收益	0.79	0.71	0.79	0.91	1.03	1.23

资料来源：申万宏源研究

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，资格证书编号为：ZX0065。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

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.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

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）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，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

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或向人作出邀请。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唯一因素。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。