

2019年01月23日

证券研究报告·公司研究报告

安奈儿(002875) 纺织服装

增持(首次)

当前价: 14.92元

目标价: 16.50元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

本土中高端童装品牌，长期发展前景良好

投资要点

- **本土纯正“童装第一股”，净利润恢复性增长。**公司是A股唯一一家纯正童装标的，旗下品牌 Annil，定位 0-14 岁中高端童装市场。2012-2017 年，公司营业收入持续上升，但受到行业库存危机的影响，净利润波动较大。在经历了一系列改革后，2018 年前三季度，公司营收和净利润恢复增长。2018 年前三季度，公司实现营业收入 7.95 亿元，同比增长 18.9%；实现净利润 0.57 亿元，同比增加 25.6%。
- **受益于消费升级，婴童产业发展空间大。注重品质，婴童人均消费支出增速远高于居民人均消费支出。**总体而言，相较于其他年龄段，90 后消费者对孕婴童产品可接受的价格范围都高于其它年龄段消费者。随着越来越多的 90 后成为父母，对高品质和优质品牌的追求度将不断提升。从购物频率上来看，2 岁后童装成为除奶粉外婴童(0-3 岁)家庭购物频率最高的品类。根据前瞻产业研究院预测的数据，未来几年我国童装行业将保持 4.5% 复合增速增长。目前，我国童装行业集中度很低，截至到 2016 年底 CR5 仅有 8.8%，伴随着居民对于品质要求的不断提升，具备品牌沉淀和渠道资源积累的童装品牌有望实现更多发展。
- **产品、渠道、运营全升级，服饰主业稳健增长。**持续研发投入确保产品高品质，未来公司将注重产品结构调整(加强 0-3 岁小童类产品的发展)和产品生命周期更精细化管理(加强对短期售罄率的考核，提升销售折扣)，从货品端更精准把握消费者需求。线上线下渠道并重，线下渠道以直营为主，经销业务逐步复苏，线上发展加速。通过提升 ERP 系统的覆盖率，加强对经销商精细化管理，利用利益共享和帮助开店的模式促进加盟业务模式的扩大。我们预计 2019 年整体线下业务有望呈现直营门店 50-80 家的净增长，预计公司 5 年后线下门店有望达到 2000 家。线下活动和多媒体渠道并进，树立品牌强调亲子陪伴的形象，同时公司还积极推进会员系统建设，利用独特的会员活动，强化会员粘性。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.63、0.75 和 0.89 元，对应 PE 分别为 24、20 和 17 倍。考虑到公司 19 年净利润增速为 18.9%，公司所处的婴童行业具有较强的抗经济下行能力，而婴童零售行业龙头标的爱婴室 19 年相较行业平均溢价 82%，我们认为公司作为本土高品质童装第一股，给予公司一定的龙头溢价，给予 19 年 22 倍估值，对应目标价 16.5 元，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**门店开设进度不及预期的风险；整体零售环境低迷风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1031.4	1225.8	1500.6	1796.2
增长率	12.07%	18.85%	22.41%	19.70%
归属母公司净利润(百万元)	68.87	83.39	99.18	117.06
增长率	-12.95%	21.08%	18.94%	18.03%
每股收益 EPS(元)	0.52	0.63	0.75	0.89
净资产收益率 ROE	8.68%	9.66%	10.49%	11.23%
PE	29	24	20	17
PB	2.48	2.28	2.08	1.89

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

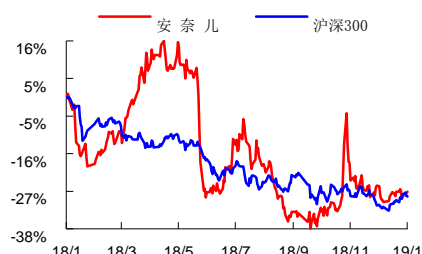
分析师: 沈雯琪

执业证号: S1250518010002

电话: 021-58351995

邮箱: swq@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.32
流通 A 股(亿股)	0.39
52 周内股价区间(元)	12.75-31.08
总市值(亿元)	19.70
总资产(亿元)	11.57
每股净资产(元)	6.33

相关研究

目 录

1 本土纯正“童装第一股”，定位中高端市场	1
1.1 经营调整效果显现，业绩表现良好	1
1.2 营收结构：以童装为主，深耕华南地区	2
1.3 股权结构较为集中	3
2 受益消费升级，婴童产业发展空间大	5
2.1 注重品质，婴童人均消费支出增速远高于居民人均消费支出	6
2.2 细分领域分析：童装集中度有望提升	8
3 产品、渠道、运营全升级，服饰主业稳健增长	11
3.1 创新产品设计提升产品品质，未来注重产品生命周期精细化	11
3.2 传统渠道变革，加快线上渠道发展	13
3.3 利用网络营销扩大品牌知名度，强化会员管理	16
4 盈利预测与估值	18
5 风险提示	19

图 目 录

图 1: 安奈儿公司发展历程图	1
图 2: 18Q3 公司营业收入 795 百万元, 同比增长 18.9%	2
图 3: 公司近 4 年来净利润增长不明显	2
图 4: 净利率上下波动, 2015 年以来公司毛利率下滑明显	2
图 5: 2012 年以来公司销售、管理、财务费用率及净利率	2
图 6: 2018H1 公司主营业务收入占比 (分产品)	3
图 7: 2018H1 公司主营业务收入及同比增速 (分产品)	3
图 8: 2018H1 公司主营业务收入占比 (分地区)	3
图 9: 2018H1 公司主营业务收入及同比增速 (分地区)	3
图 10: 安奈儿公司股权结构	4
图 11: 2011-2018 年中国母婴行业市场规模	5
图 12: 近 10 年我国人口出生率波动上升	5
图 13: 近 10 年我国人均 GDP 不断攀升	6
图 14: 近 10 年我国居民消费水平不断提高	6
图 15: 消费者对于食品和用品的品牌重视度较高	6
图 16: 品质和安全是消费者选择用品时首要考虑因素	6
图 17: 不同时期宝宝家庭的购物频率, 食品购物频率最高	7
图 18: 不同时期宝宝家庭购物花费最多的品类	7
图 19: 90 后对奶粉价格的敏感度最低	7
图 20: 90 后对衣服的价格敏感度最低	7
图 21: 婴幼儿人均消费支出增速远高于居民人均消费支出	8
图 22: 不同城市家庭月均育儿支出	8
图 23: 7-12 个月和 1-2 岁婴幼儿的家庭月均育儿支出最大	8
图 24: 85 和 90 后年龄段消费者消费力较强	8
图 25: 中国童装市场规模	9
图 26: 中国人均童装消费远低于发达国家	9
图 27: 目前中国市场主要童装品牌	9
图 28: 2016 年占有率前 10 的童装品牌具体情况	9
图 29: 中国童装市场集中度逐年提升	10
图 30: 中国童装市场集中度远低于发达国家	10
图 31: 2016 年童装品牌中国市场占有率	10
图 32: 2017 年部分童装品牌门店数量 (单位: 家)	10
图 33: 2016 年以来公司研发费用、研发费用率 (单位: 百万元)	12
图 34: 近两年公司研发人员情况	12
图 35: 2017 年研发费用同行业分析 (单位: 百万元)	12
图 36: 2017 年研发费用率同行业分析	12
图 37: 2018 年, 公司婴童细分产品的收入占比情况	13
图 38: 安奈儿门店	13
图 39: 安奈儿门店商品陈列	13

图 40: 2018 上半年公司共开设门店 1387 家	14
图 41: 近两年线下渠道销售情况 (单位: 百万元)	14
图 42: 部分童装品牌 2018 年坪效 (万/年)、店效 (万/月)	15
图 43: 部分童装品牌 2018 年平均营业面积 (单位: 平方米)	15
图 44: 近两年线上渠道销售情况 (单位: 百万元)	15
图 45: 2014-2018H1 线上、线下渠道营收占比	15
图 46: 2018 年安奈儿“一起长大”艺术展	16
图 47: 安奈儿童装设计学院“兔娃娃新衣设计大赛”活动	16
图 48: 安奈儿通过微博呼吁全民“益”起关爱嫣然唇腭裂天使	16
图 49: 安奈儿与“星球大战”、“冰雪奇缘”联名款发布会	16
图 50: 安奈儿会员夏令营活动	17
图 51: 安奈儿微信会员中心	17

表 目 录

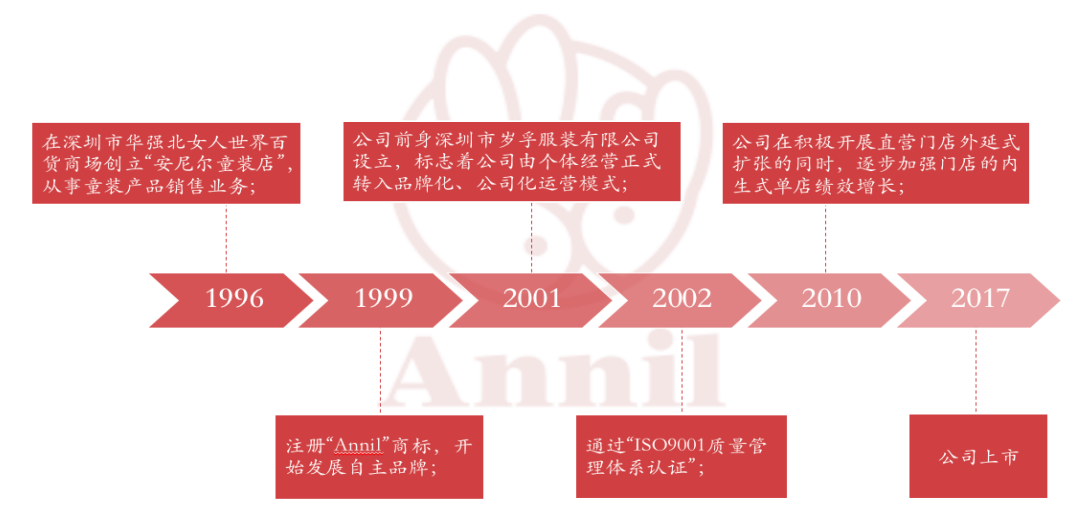
表 1: 2017 年安奈儿主要控股、参股公司	4
表 2: 截止 2018 年上半年, 安奈儿参与的行业标准制定	11
表 3: 多媒介下的品牌推广情况	17
表 4: 分业务收入及毛利率	18
表 5: 可比公司估值	18
附表: 财务预测与估值	20

1 本土纯正“童装第一股”，定位中高端市场

1.1 经营调整效果显现，业绩表现良好

安奈儿股份有限公司是一家自主研发设计，主营中高端童装业务的自有品牌服装企业，旗下拥有“Annil 安奈儿”童装品牌。公司以“不一样的舒适”为产品主题，追求优质的面料与舒适的体验，为婴童消费者提供舒适、简约、时尚的童装产品。

图 1：安奈儿公司发展历程图



数据来源：公司财报，西南证券整理

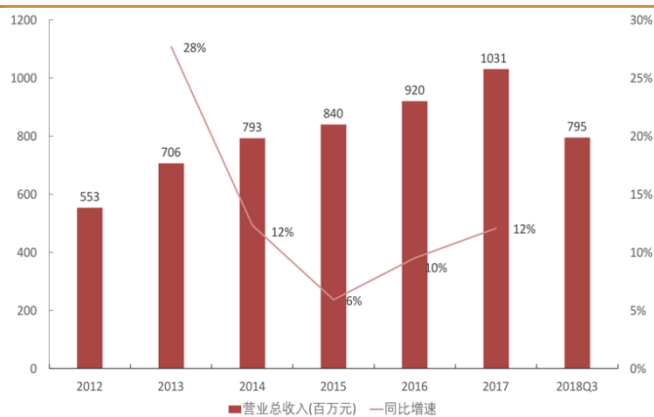
面对服装行业整体下行的不利情况，公司从 2015 年开始对渠道进行结构调整，通过提高直营店占比，拓展购物中心店，关闭盈利能力低下的店铺等措施，提升坪效和店效水平。同时，公司加大对过季产品的清货力度，包括 1) 线上促销：通过唯品会、天猫等电子商务平台进行折扣销售；2) 专卖促销：利用专卖店运营自主性强、场地空间大等优势，在公司直营专卖店进行折扣销售；3) 商场特卖：在商场专柜或商场特卖区进行折扣销售；4) 加盟促销：加盟商以较低折扣向公司采购过季产品，在其加盟终端进行折扣销售。公司也在增加对爆款产品的研究，通过爆款的打造来提升存货周转。此外，公司邀请罗兰贝格携手完成商品管理体系变更项目，旨在通过优化商品管理模式、流程以及组织架构和 KPI，来改善公司面临的商企效率问题、商品运营管理问题和库存等问题。截止到 2017 年，公司 1 年以上的库存商品同比下降 18%，占比下降近 5%，公司的库龄结构有一定的改善。

2012-2017 年公司营业收入持续上升，但增速波动幅度较大，受服装行业整体库存危机影响，公司收入增速于 14 年开始放缓，2015 年创新低后又呈现上升趋势。净利润于近年来呈现较大波动，过往 4 年几乎未有明显增长，主要是受到销售费用率上升的影响。2015 年公司净利润较 2014 年减少，主要系在当年营业收入增长放缓的情况下，销售费用较营业收入增长较快所致。而公司人工费用是销售费用的主要组成部分，2015 年公司大幅拓展直营零售网络，销售员工数量大增，导致该年度销售费用率大幅增加，影响净利率、毛利率的上升。

2018 年前三季度营收和净利润恢复增长。2018 年前三季度，公司实现营业收入 8 亿元，同比增长 18.9%；实现净利润 0.57 亿元，同比增加 25.6%。

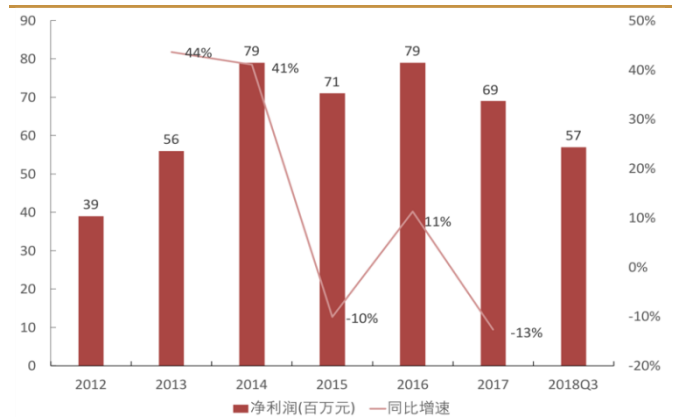
2018Q3 毛利率、期间费用率同比下降。公司前三季度毛利率为 57%，同比下降 1.93 个百分点，主要是由于下半年电商销售旺，终端折扣力度加大；且受 2017 秋冬款原材料价格上涨影响延续。公司前三季度期间费用率为 46%，同比下降 1.41 个百分点。其中，财务费用率同比下降主要是公司取得利息收入增加所致；管理费用率与去年同期相比没有变化，仍稳定在 5% 的水平；销售费用同比下降 0.94 个百分点；可以看出，公司对费用的控制加强。

图 2：18Q3 公司营业收入 795 百万元，同比增长 18.9%



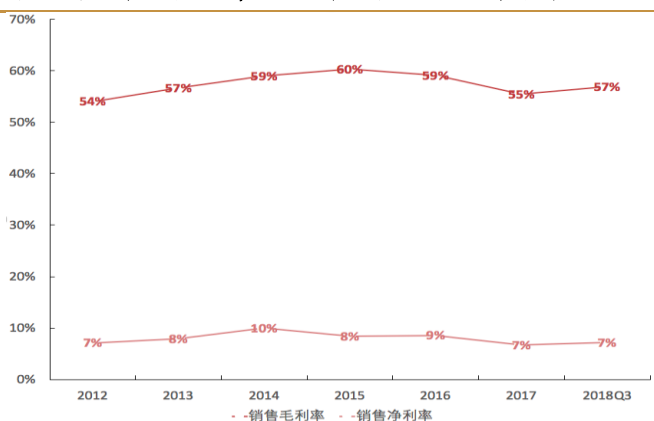
数据来源：公司财报，西南证券整理

图 3：公司近 4 年来净利润增长不明显



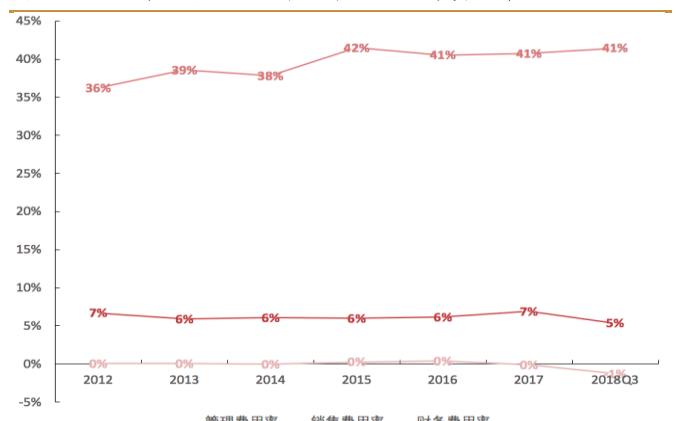
数据来源：公司财报，西南证券整理

图 4：净利率上下波动，2015 年以来公司毛利率下滑明显



数据来源：公司财报，西南证券整理

图 5：2012 年以来公司销售、管理、财务费用率



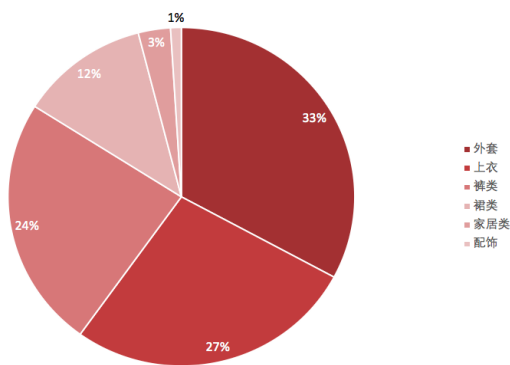
数据来源：公司财报，西南证券整理

1.2 营收结构：以童装为主，深耕华南地区

分产品：从产品结构看，总体结构比例基本稳定，变动不大。公司产品品类丰富，可充分、有效地覆盖童装消费者的各类着装需求，满足童装产品一站式购物的消费习惯。公司主营业务收入以外套、上衣、裤类、裙类产品为主，未发生重大变化；家居服、配饰产品有效补充了公司产品线。2018 年上半年，外套品类占总营收的比例最大(33%)，同比增长 31.8%，主要系公司羽绒服销售增长迅速影响所致；其次为上衣(27%)和裤类(24%)，以上三类产品总占比为 84%，其他品类占比较小(16%)。2018 年上半年，配饰产品同比增长了 64.7%，主要系公司饰品类的书包、头饰、袜类销售增长影响所致。

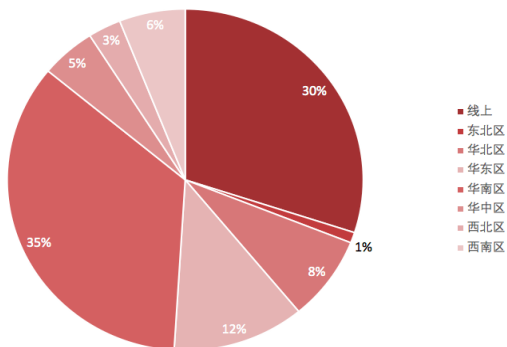
分地区：深耕华南地区，开拓线上渠道。由于公司在华南区域内发家且深耕市场，华南地区营收近年来一直保持增长态势。公司近三年主营业务收入的地域分布格局未发生大的变化。截止到 2018 年上半年，主营业务线下收入主要源于华南区（35%）和华东区（12%），占比约 47%，其他地区线下销售比重（23%）较小。公司于 2009 年开始发展电商业务，在淘宝网、天猫网、唯品会等国内主流电商平台开设网上品牌旗舰店，及时地把握了我国电商业务的发展趋势，并凭借在品牌管理与运营能力等方面的优势与持续投入，电商业务在近年来实现了较快增长，2018 年上半年线上收入达到 1.7 亿元，占总销售额的 30%，同比增速 40%。

图 6：2018H1 公司主营业务收入占比（分产品）



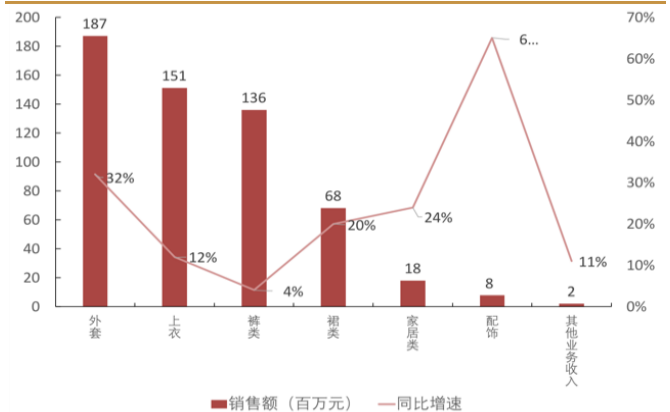
数据来源：公司财报，西南证券整理

图 8：2018H1 公司主营业务收入占比（分地区）



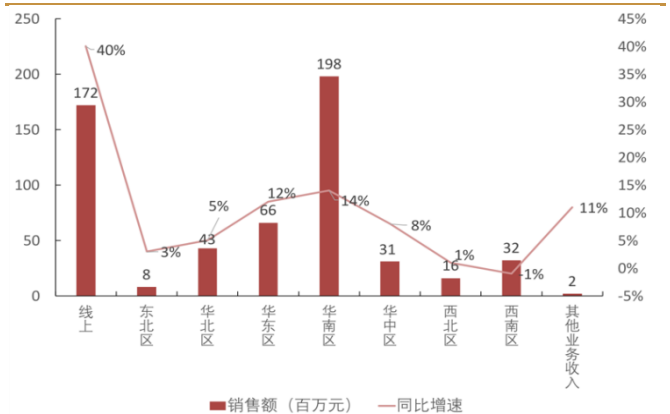
数据来源：公司财报，西南证券整理

图 7：2018H1 公司主营业务收入及同比增速（分产品）



数据来源：公司财报，西南证券整理

图 9：2018H1 公司主营业务收入及同比增速（分地区）

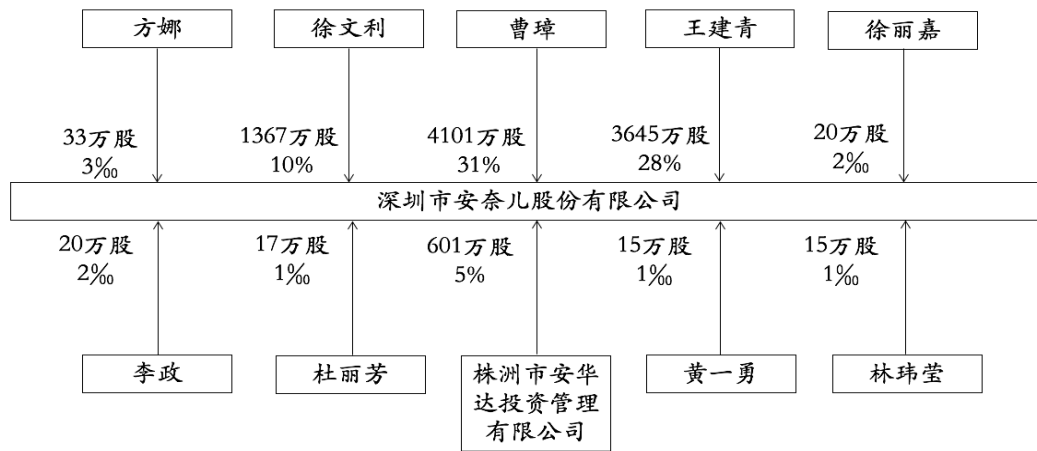


数据来源：公司财报，西南证券整理

1.3 股权结构较为集中

公司股权结构相对集中。公司董事长、总经理曹璋为实际控制人、最终受益人，持有公司总股本 31% 的股份，公司副董事长、副总经理王建青为最终受益人，持有公司 28% 的股份。且曹璋与王建青为夫妻关系，二人合计持有公司股份 7746 万股，合计占公司总股本的比例为 59%。

图 10: 安奈儿公司股权结构



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

表 1: 2017 年安奈儿主要控股、参股公司

控股/参股比例	公司类型	公司名称
100%	子公司	上海岁孚服装有限公司
100%	子公司	广州市岁孚服装有限公司
100%	子公司	长沙市岁孚服装贸易有限公司
100%	子公司	厦门市岁孚服装有限公司
100%	子公司	成都市岁孚服装有限公司
100%	子公司	杭州岁孚服装有限公司
100%	子公司	东莞市岁孚服装有限公司
100%	子公司	中山市岁孚服装有限公司
100%	子公司	大连市岁孚服装有限公司
100%	子公司	合肥市岁孚服装有限公司
100%	子公司	无锡市岁孚服装有限公司
100%	子公司	南京岁孚服装有限公司
100%	子公司	佛山市岁孚服装有限公司
100%	子公司	郑州市岁孚服装有限公司
100%	子公司	天津市岁孚服装销售有限公司
100%	子公司	深圳市安奈儿服装研发设计有限公司

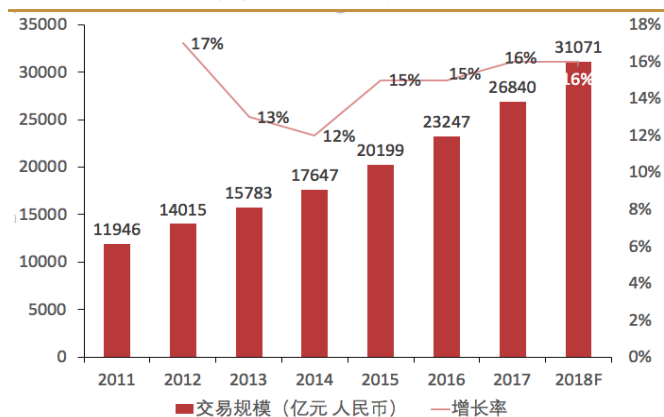
数据来源: 公司财报, 西南证券整理

2 受益消费升级，婴童产业发展空间大

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%。我国婴童产业的繁荣发展主要受消费群体持续扩大与消费升级所影响。根据国家统计局数据，2017 年末我国 0-14 岁的人口约 2.3 亿。随着居民生活水平的提高，育儿成本逐年上升，中国母婴产业也保持高速增长态势，预计 2018 年中国母婴行业市场规模将近 3.1 万亿元。

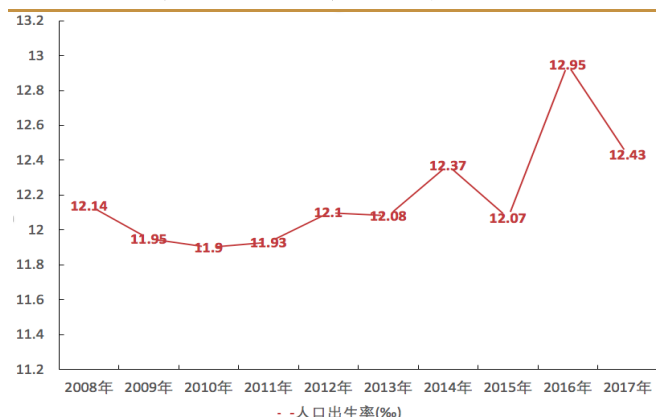
婴童产业的消费群体持续扩大。随着 80 后和 90 后进入婚育高峰期，2012 年开始我国迎来了第四次婴儿潮。国家统计局数据显示，2012-2017 年我国人口出生率均值为 12.3%，呈现波动上升趋势；2017 年我国人口出生率达 12.4%，出生人口达 1727.9 万人。2013 年 11 月我国启动“单独二胎”政策，2015 年 12 月十二届全国人大常委会第十八次会议审议通过了《人口与计划生育法修正案(草案)》，“全面二孩”政策于 2016 年 1 月 1 日起正式实施。从政策放开到首轮二胎婴儿出生需要几年的时间，由此预计新增人口产生的市场需求将在 2016 年至 2020 年逐步显现，婴童产业的市场规模将进一步扩容。

图 11：2011-2018 年中国母婴行业市场规模



数据来源：易观智库，西南证券整理

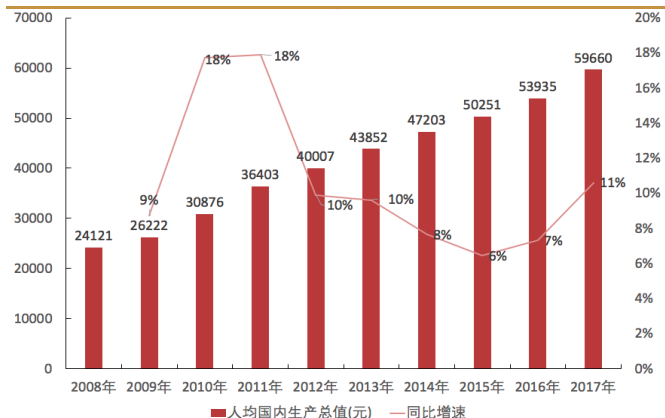
图 12：近 10 年我国人口出生率波动上升



数据来源：国家统计局，西南证券整理

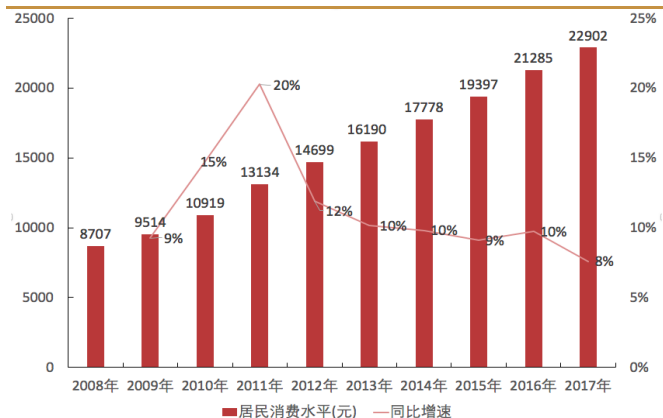
婴童产业成消费升级的集中体现。随着我国经济平稳增长、城乡居民整体收入水平不断提高，增强的消费能力为婴童产业的繁荣提供了保障。我国人均 GDP 从 2008 年的 24121 元增长至 2017 年的 59700 元，年均复合增长 9.5%。与此同时，我国居民消费水平从 2008 年的 8707 元增长至 2017 年的 22902 元，年均复合增长 10.2%。城乡居民收入和消费水平的快速提升有效促进了婴童产业规模的增长。

图 13: 近 10 年我国人均 GDP 不断攀升



数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

图 14: 近 10 年我国居民消费水平不断提高



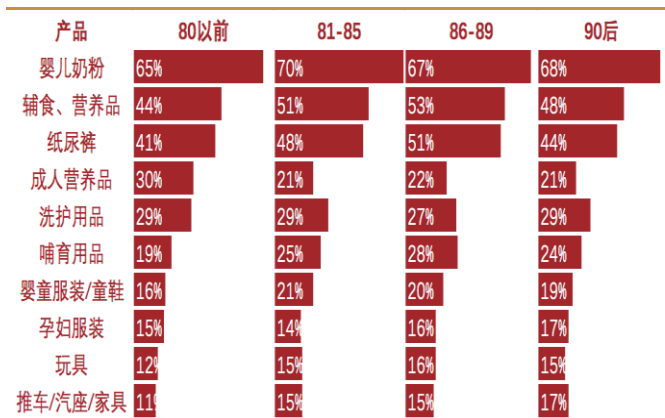
数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

2.1 注重品质, 婴童人均消费支出增速远高于居民人均消费支出

和以前散养孩子的传统方式相比, 随着人均 GDP、人均收入的不断提升以及父母受教育程度的提高, 新一代父母更愿意花费较多的金额来购买婴童用品, 婴童的开销已经成为一个家庭的主要开销。此外, 随着生活质量的提升, 消费者对于选购用品的品质安全越来越重视, 尤其是婴童用品; 品质和安全是消费者选择婴幼儿用品的首要考虑因素。

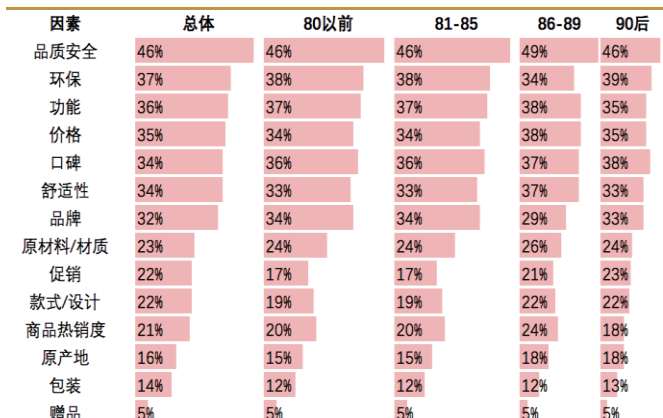
不同年龄段消费者可接受不同品类孕婴童产品的价格敏感度存在差异。总体而言, 相较于其他年龄段, 90 后消费者对奶粉、纸尿裤、推车、童装等孕婴童产品可接受的价格范围都高于其它年龄段消费者。从购物频率上来看, 食品是购物频率最高的品类, 2 岁后童装成为首要需求。

图 15: 消费者对于食品和用品的品牌重视度较高



数据来源: CBME, 西南证券整理

图 16: 品质和安全是消费者选择用品时首要考虑因素



数据来源: CBME, 西南证券整理

图 17: 不同时期宝宝家庭的购物频率, 食品购物频率最高

宝宝年龄段	0-6个月	7-12个月 (含)	1-2岁 (含)	2-3岁
婴儿奶粉	2	3	1	1
辅食、营养品	3	2	3	4
纸尿裤	1	1	2	3
哺育用品	6	7	7	7
洗护用品	4	5	6	5
婴童服装/童鞋	5	4	4	2
成人营养品	10	11	11	9
玩具	7	6	5	6
推车/汽座/家具	9	9	8	11
早幼教	11	10	9	8
月子会所	13	12	12	13
宝宝游泳和SPA	8	8	10	10
产后修复/生活体验类	12	13	13	12

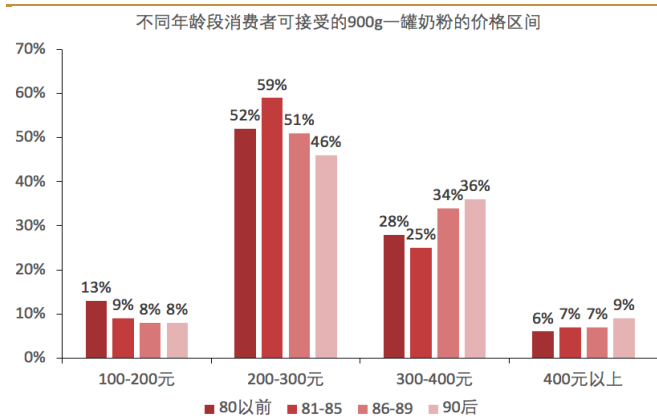
数据来源: CBME, 西南证券整理

图 18: 不同时期宝宝家庭购物花费最多的品类

宝宝年龄段	0-6个月	7-12个月 (含)	1-2岁 (含)	2-3岁
婴儿奶粉	1	1	1	1
辅食、营养品	3	3	3	4
纸尿裤	2	2	2	3
哺育用品	6	5	6	9
洗护用品	13	9	8	6
婴童服装/童鞋	4	4	4	2
成人营养品	5	6	7	8
玩具	6	7	9	5
推车/汽座/家具	9	11	11	10
早幼教	12	8	5	7
月子会所	9	12	12	13
宝宝游泳和SPA	9	10	10	11
产后修复/生活体验类	6	13	13	12

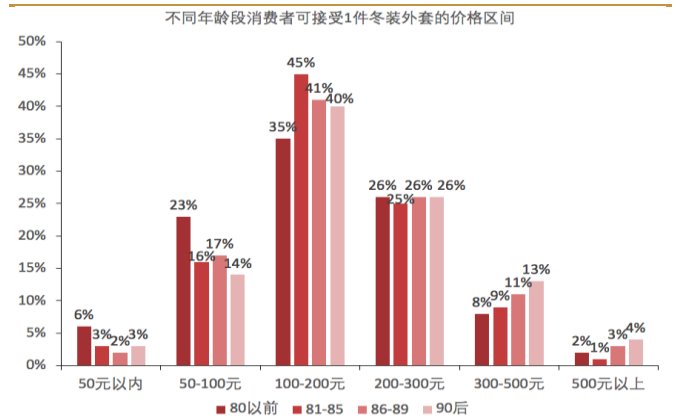
数据来源: CBME, 西南证券整理

图 19: 90 后对奶粉价格的敏感度最低



数据来源: CBME, 西南证券整理

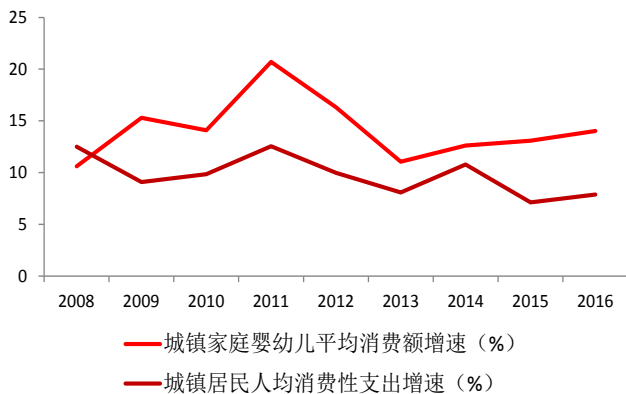
图 20: 90 后对衣服的价格敏感度最低



数据来源: CBME, 西南证券整理

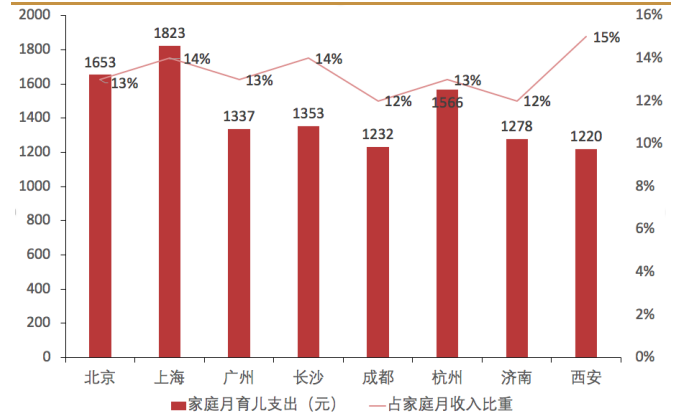
婴幼儿人均消费支出上升显著。根据 Frost & Sullivan 报告, 中国城镇家庭的婴幼儿年平均消费金额从 2007 年的 4260 元增长至 2012 年的 8702 元, 年均复合增长率为 15.4%, 2016 年预计达到 14034 元, 占到城镇家庭消费支出的 20%, 占城镇家庭可支配收入的 13% (按每个家庭 3 人口测算), 而 2016 年中国城镇家庭的婴幼儿年平均消费达 14034 元, 同比增长了 4%, 当前近 14% 的婴幼儿人均消费支出增速远远高于城镇 7.9% 的人均消费增速。同时, 《2018 CBME 中国孕婴童消费市场调查报告》抽样调查中被访城市各家庭的月均育儿支出是 1467 元, 相较 2017 年提升 44%, 占家庭月均收入的 13% (较 17 年提升了 3 个点), 其中 85 后妈妈消费能力凸显, 其育儿支出为 1500 元, 超过其他年龄段妈妈。此外, 2016 年蚂蚁金服发布的儿童网络消费账单显示, 当前父母为了孩子剁起手来毫不手软, 在网络的人均单笔消费超过 80 元, 其中上海父母为孩子购物的人均单笔网购消费为 136 元。在“吃、穿、用、玩”的几大类儿童消费中, 爸妈们在网上为孩子买得最多的是衣服, 占比 41%, 其次是玩具, 占比 23%, 排名第三的是“纸尿裤、手推车等儿童用品, 占比 22%,” “奶粉, 辅食, 营养品”的吃喝类则占比 14%。可见当前家庭花在孩子身上的费用越来越高, 人均收入的上升、叠加消费理念的升级将引爆婴幼儿市场需求。

图 21：婴幼儿人均消费支出增速远高于居民人均消费支出



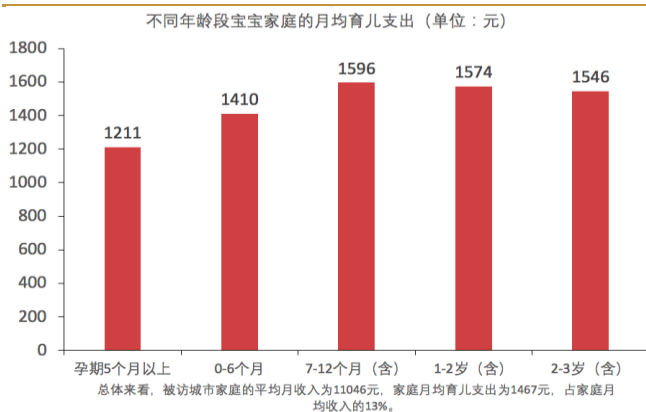
数据来源：Frost & Sullivan，国家统计局，西南证券整理

图 22：不同城市家庭月均育儿支出



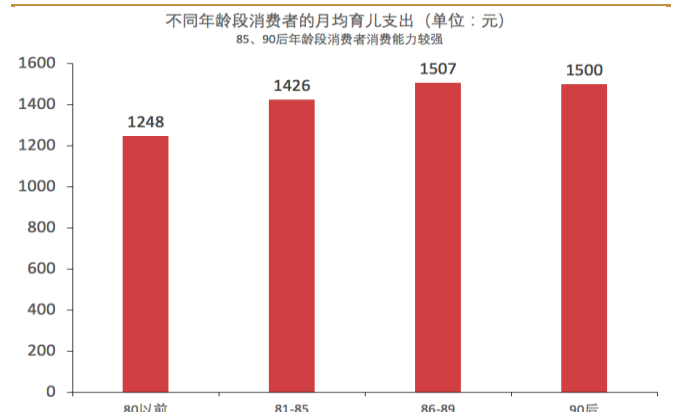
数据来源：CBME 中国，西南证券整理

图 23：7-12 个月和 1-2 岁婴幼儿的家庭月均育儿支出最大



数据来源：CBME 中国，西南证券整理

图 24：85 和 90 后年龄段消费者消费力较强

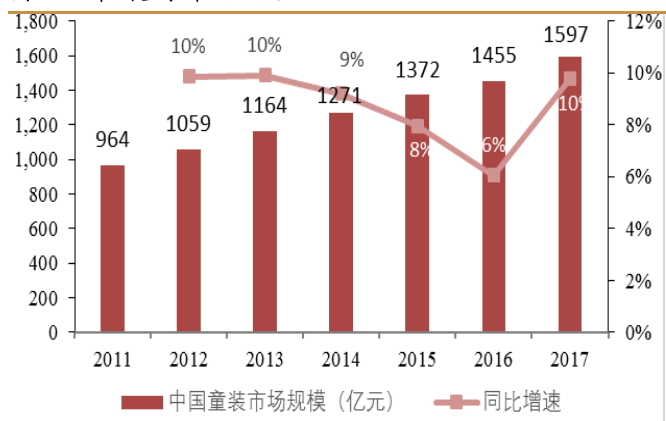


数据来源：CBME 中国，西南证券整理

2.2 细分领域分析：童装集中度有望提升

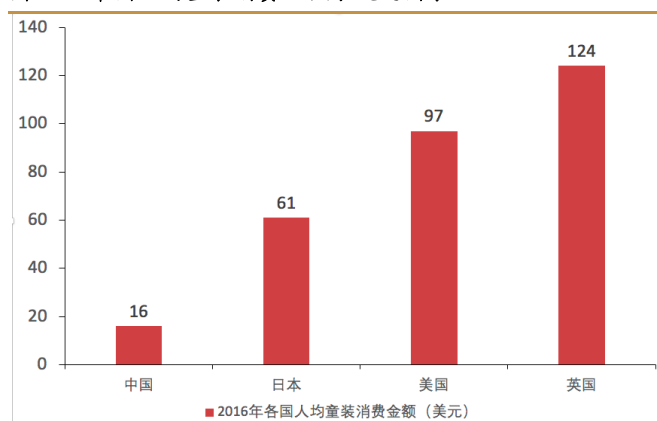
婴童服饰集中度低，童装市场规模增长迅速。从产业生命周期角度，我国童装行业尚处于成长期阶段，具有市场需求增长迅速、成长空间加大、市场集中低的特点。过往 7 年，我国的童装市场规模已经由 2011 年的 964 亿上升到 2017 年的 1597 亿元，年均复合增速达到了 9%，而 2021 年市场规模将达到 1968 亿元，18-21 年的复合增速有望达 4%。虽然增速较快，但到 2016 年，我国人均童装消费只有 16 美元，远不及美、日、英等发达国家。

图 25：中国童装市场规模



数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

图 26：中国人均童装消费远低于发达国家



数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

不同于追求多元化、个性化的各类其他成人服饰，童装产品更加注重安全性与舒适性，因而在产品品质与设计研发方面存在进入壁垒。第一，儿童服饰产品的购买者和使用者分离，购买者比使用者更关心质量问题；第二，由于儿童还处于生长发育阶段，对儿童服饰产品的设计与材质研发要求较高。而童装的生产更注重面料，因而童装产品间的差异主要体现在供应商管理上的差别。此外，童装行业还存在品牌壁垒，人们更倾向于选择具有高知名度的，信服力的品牌产品。童装企业为了树立良好的企业形象，特别在产品质量管理上需要有一定的建树。因而，一旦有知名童装企业建立起良好的品牌形象，就能够获得较为稳固的消费市场。

相比于国外童装行业的发展，我国童装行业仍有较大提升空间

随着成人服装市场趋于成熟，以及童装市场相对快速的增长，众多国内外成人服装品牌企业纷纷进入我国童装市场，行业竞争愈加激烈。根据进入路径的不同，童装品牌可分为专业童装品牌和成人装延伸品牌。专业童装品牌进入童装市场较早，对行业具有深厚的认识与资源积累，其零售终端通常集中于商场或商圈特定区域；而成人装延伸的童装品牌通常与其成人服装保持相近的设计风格，利用原有品牌优势和渠道资源推广童装产品，如在现有的零售终端渠道中增加童装区域或货架，形成综合店模式。目前，我国童装市场品牌众多，市场的竞争主体通过差异化竞争确定品牌的市场定位。

图 27：目前中国市场主要童装品牌

类型	品牌来源	代表品牌	特点
专业童装品牌	国内	巴拉巴拉	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。零售终端通常集中在商场或商圈特定区域。
		安奈儿	
		小猪班纳	
		水孩儿	
	国外	Paw in Paw	
成人装延伸品牌	国内	太平鸟	通常与其成人装保持相近风格，利用原有品牌优势和渠道资源推广童装，例如在现有的零售终端渠道中增加童装区域或货架，形成综合店模式。
		江南布衣	
		安踏	
		特步	
		361度	
		李宁	
	国外	Nike	
		Adidas	
		ZARA	
		H&M	
		GAP	
		E-LAND	

数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

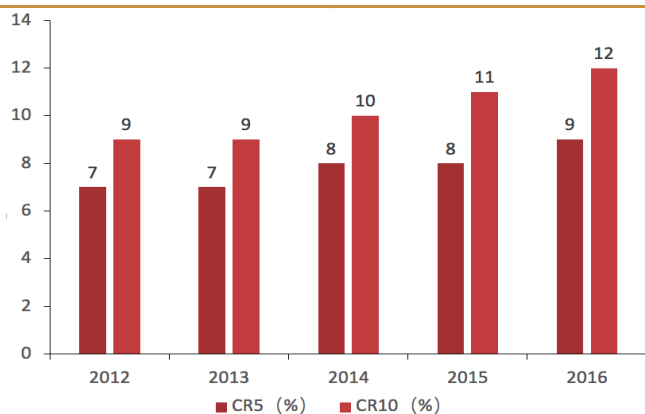
图 28：2016 年占有率前 10 的童装品牌具体情况

童装品牌	价位段 (元)	年龄定位段
巴拉巴拉	29-398	0-16
Adidas Kids	79-1399	0-14
安奈儿	10-1699	0-12
小猪班纳	39-399	0-15
嘀嗒嘀	15-329	0-15
红孩儿	29-129	3-16
ABCKIDS	35-239	0-14
安踏儿童	65-349	0-14
Disney	28-1998	0-14
Nike Kids	49-1099	0-14

数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

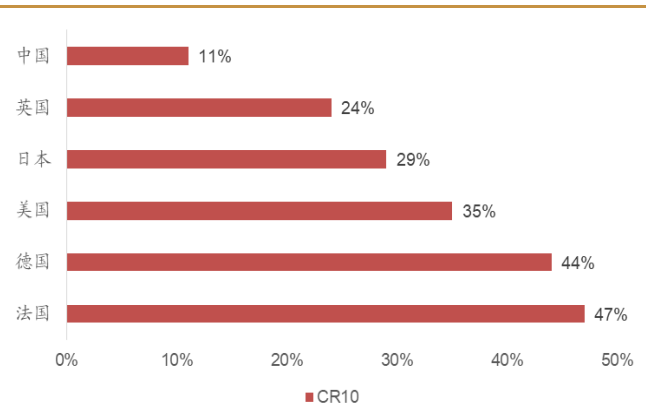
从市场集中度上来看,我国童装行业前四位企业的占有率之和(CR4)2016年为7.90%,同期前十位企业的占有率之和(CR10)为12.50%,低于欧美及日本;具体来看,除了排名第一的巴拉巴拉市占率达到5%,其他前十品牌的市占率都不超过1%。对比国外成熟市场的发展趋势,童装消费通常会呈现较为集中的市场结构,因此我国童装行业优秀企业所面临的发展机遇,不仅在于市场整体规模的持续扩大,更在于市场占有率的提升潜力。渠道方面,巴拉巴拉走加盟店扩张的路线,门店数量最多,截止2017年底共有4795家;安踏儿童、ABCKIDS等品牌门店数则在2000家以上;安奈儿侧重于中高端市场,以直营为主,同年度门店数共1435家。从品牌定位情况看,Adidas、Nike等运动品牌主要以运动功能童装为主,定价较高,均有千元产品;Gucci、Dior等时尚大牌注重高端时尚童装的开发;安奈儿主打中高端市场,也推出了千元产品;其他国内品牌如巴拉巴拉等则以中端、低端童装市场为主。在婴童产业的服装产品领域中,根据年龄与身高的不同,童装产品可进一步分为0至1岁的婴儿装、1至3岁的幼儿装及4至14岁的大龄儿童装;其中,婴儿装与幼儿装又常被合称为“小童装”,4至14岁的大龄儿童装则习称为“大童装”。目前,我国市场上的品牌,均有面向各个年龄段的童装产品,因为小童装监管严格,技术要求高,进入门槛更高,因此各品牌又多以大童装为主。

图 29: 中国童装市场集中度逐年提升



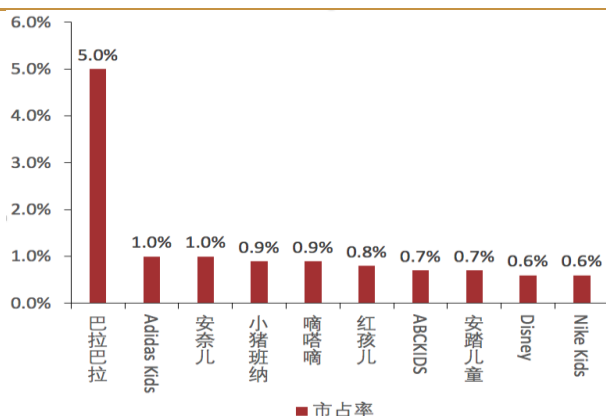
数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

图 30: 中国童装市场集中度远低于发达国家



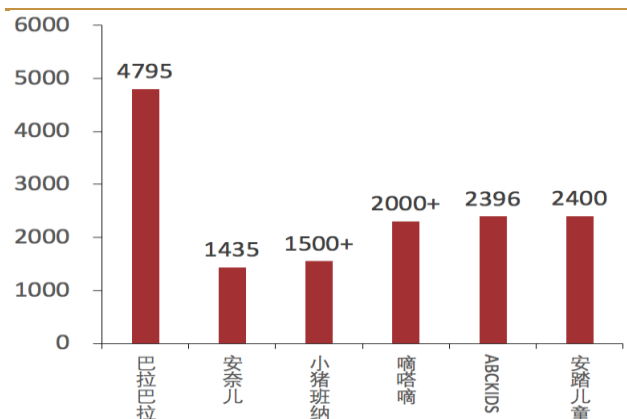
数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

图 31: 2016 年童装品牌中国市场占有率



数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

图 32: 2017 年部分童装品牌门店数量 (单位: 家)



数据来源: 公司财报, 中国产业信息网, 西南证券整理

3 产品、渠道、运营全升级，服饰主业稳健增长

3.1 创新产品设计提升产品品质，未来注重产品生命周期精细化

深厚的行业沉淀，持续研发投入确保品质

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二十余年，带领公司设计研发团队经过持续、长期的探索，积累了丰富的行业经验。同时，公司积极参与到全国纺织品标准化技术委员会针织品分会的标准研讨、起草、修制定工作。

表 2：截止 2018 年上半年，安奈儿参与的行业标准制定

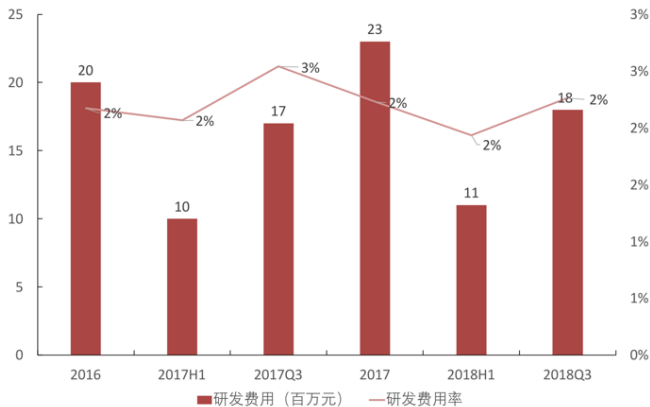
时间	项目
2012 年	公司作为主要起草单位参与了《针织儿童服装》行业标准的制定工作；
2013 年	公司作为主要起草单位参与《针织 T 恤衫》国家标准和《针织裙套》行业标准的制定工作；
2014 年	公司作为主要起草单位参与《户外运动服装冲锋衣》国家标准和《针织羽绒服装》、《水洗整理针织服装》行业标准的制定工作；
2015 年	公司作为主要起草单位参与了《针织工艺衫》行业标准的制定工作；
2017 年	公司参加国家标准《针织运动服》和行业标准《户外防晒皮肤衣》的制定工作，并被评为 2017 年度标准化工作先进单位。

数据来源：公司 2018 年中报，西南证券整理

创新的产品设计。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。例如，在产品安全方面，公司规避了具有潜在安全隐患配件的使用，在保证安全舒适的同时，体现了精致、舒适、时尚的设计风格；在功能设计方面，公司注重面料的舒适性、耐磨性和透气性，以适应儿童活泼好动的特性。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”。

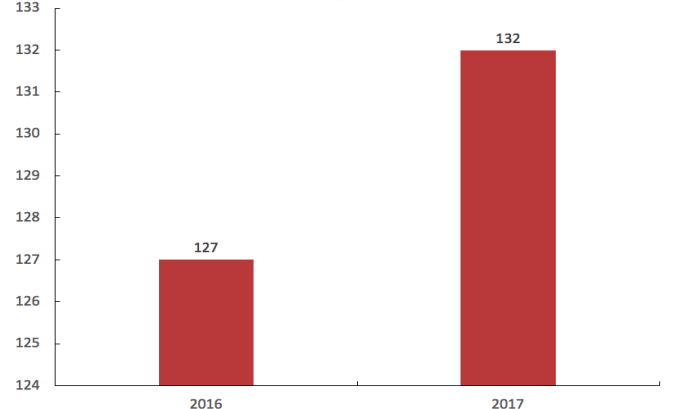
公司围绕主营业务，增强研发能力，通过设计研发创新提升公司核心竞争力。截至 2018 年 6 月 30 日，公司拥有注册商标 419 项，包括 390 项国内注册商标和 29 项境外注册商标；取得专利证书的专利共 4 项，6 项美术著作权。近年来，公司研发费用逐年增长，2014-2017 年年复合增长率为 8%。2018 年前三季度公司研发费用投入 1787 万元，同比增长 5.9%。据 2017 年年报显示，研发人员同比增长 3.9%到 132 人，研发费用同比增长 15%至 2334 万元。但对比同行业情况，公司的研发投入还处于行业较低水平。金发拉比 2017 年研发费用 1413 万元，研发人员 125 人；起步股份 2017 年研发人员共 190 人，全年研发费用 3434 万元；森马服饰同年研发费用 3.5 亿元，研发人员 753 人；按童装业务占营收比例为 47.7%的情况估算，森马在旗下品牌“巴拉巴拉”童装方面投入的研发费用约为 1.7 亿元，且森马持续推进“巴拉巴拉”品牌研发、生产和供应链管理的改造和升级，以年龄段为切入点进行多品类发展，增加了鞋产品的研发投入，提升专业度；尤其是加大电子商务产品的研发投入、人力配置、对大型线上节日活动进行专项产品企划。因此，安奈儿可借鉴同行经营，针对细分年龄段进行产品研发，同时加强在线上产品的投入，借助电商平台的高流量和快速传播力度，丰富产品品类，进一步提升公司核心竞争力。

图 33：2016 年以来公司研发费用、研发费用率（单位：百万元）



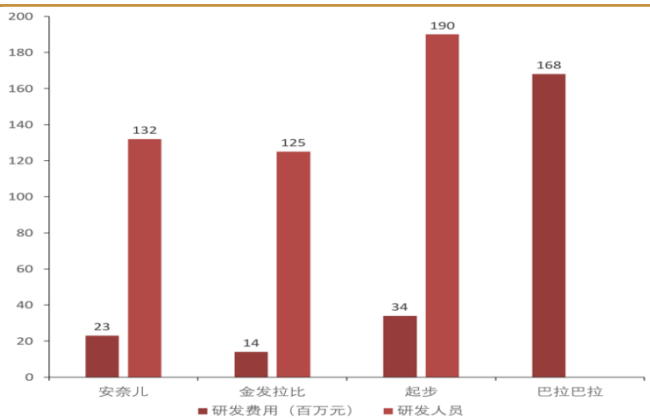
数据来源：公司财报，西南证券整理

图 34：近两年公司研发人员情况



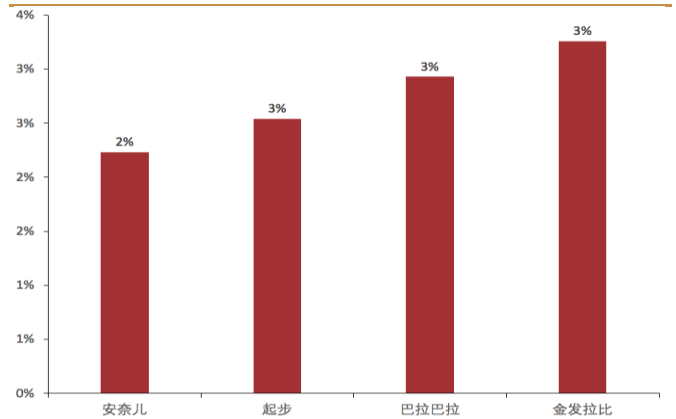
数据来源：公司财报，西南证券整理

图 35：2017 年研发费用同行业分析（单位：百万元）



数据来源：公司财报，西南证券整理

图 36：2017 年研发费用率同行业分析



数据来源：公司财报，西南证券整理

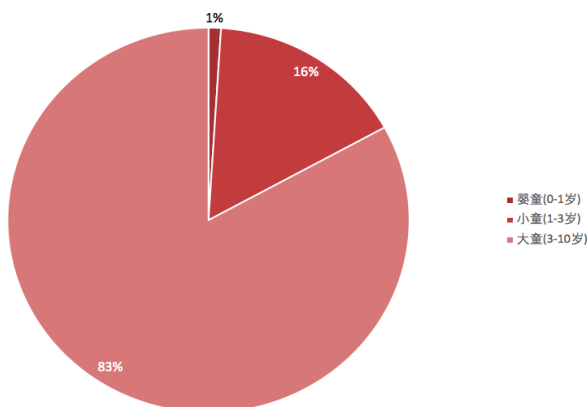
进一步推动产品生命周期精细化，加快小童品类发展

公司实行自主研发设计，建立了以“纵向一体化、横向专业化”为特征的设计研发体系，技术领域涵盖从商品企划、设计企划、面料开发，到款式设计、版型研发，再到工艺技术与品质控制等完整的童装产品研发价值链。公司产品设计研发分为“春夏”、“秋冬”两季，以半年为开发周期进行产品设计和推广。为了进一步提升产品生命周期的准确性，公司会于 19 年尝试做按四季去设计产品，但实际订货依旧为 2 季。此外，公司以往对于终端售罄率的考核仅限于 9 个月售罄率，但目前对终端售罄率的考核做了精细化处理，不仅仅会考核最终渠道的消化库存能力（以 9 个月售罄率去反映），也会考核更短期的售罄率数据（比如 2 个月、3 个月或 6 个月），从而做到更好地明确产品的生命周期。

正如此前我们分析的，在孩子进入 2 岁后，童装成为家庭在婴童部分的主要开支。而公司此前的产品年龄定位绝大部分在 3 岁以上，针对 0-3 岁婴童装的产品 sku 很少。未来公司将强化在 0-3 岁婴童装领域的产品布局，不仅仅通过 3 岁以上产品 sku 的延伸实现，也会自主设计和开发一些新产品。此外，公司将配合柔性供应链的建设，打造明星单品，提高经典单款的销售规模，注重以产品结构的优化推动门店绩效的提升。

未来，公司将持续致力于创造更加舒适的童装产品，并通过不断优化产品结构，提高产品附加值。同时，公司将进一步做强做大童装产品，加强小童装产品及其他儿童服饰用品的开发，推出家居服和饰品，以丰富的产品线满足客户多样化需求。2018 年上半年，公司婴童小童主营业务收入同比增长超过 40%，大童主营业务收入同比增长 15%，婴童小童毛利率更高，产品精致，面料舒适，品质良好，预计婴童小童产品会保持较高速增长。渠道方面，未来婴童产品会以线上渠道为主，小童产品则以综合店为主，同时公司也会努力增强小童顾客的粘性，使其成长为大童顾客。

图 37：2018 年，公司婴童细分产品的收入占比情况



数据来源：西南证券整理

3.2 传统渠道变革，加快线上渠道发展

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，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，通过在一二线城市的知名商场、购物中心设立直营门店的方式带动销售渠道的经营扩张，从而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。此外，公司也在升级终端门店形象，营造童趣、舒适的购物环境，提升公司品牌形象。

图 38：安奈儿门店



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 39：安奈儿门店商品陈列



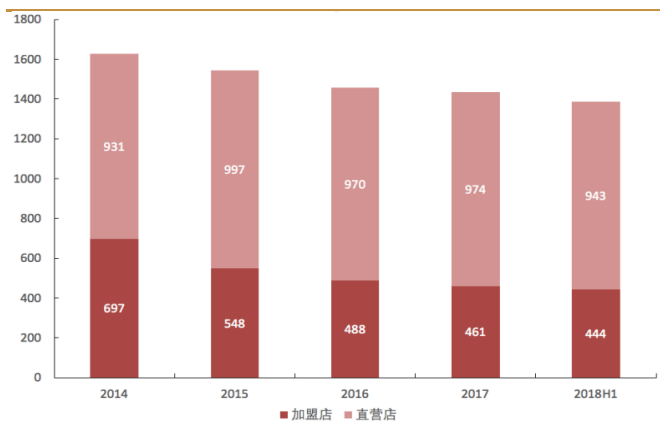
数据来源：百度图片，西南证券整理

线下渠道以直营为主，辅助经销业务逐步复苏

2018 年上半年，公司实现线下销售收入 4 亿元，同比增长 9.7%，其中线下直营销售收入 3.4 亿元，同比增长 11.5%，经销渠道 5582 万元，同比增长 0.26 个百分点。批发业务由于公司渠道直营化调整的影响，上半年增速较慢。

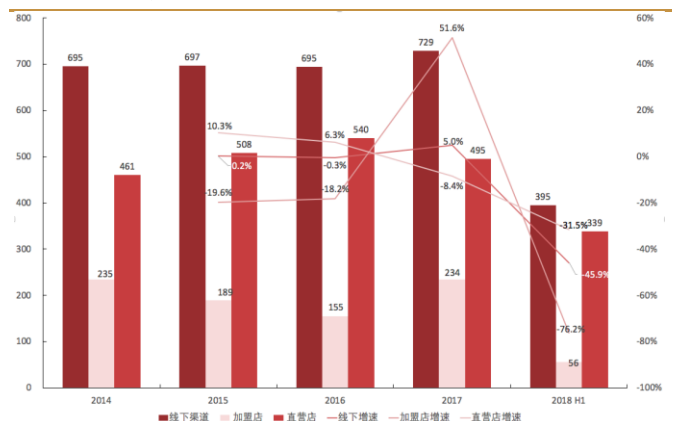
近年来，伴随服装行业整体迈入调整期，关店潮不减，公司门店数量也呈逐步下降趋势，从 2014 年的 1628 家减少至 2018 年上半年的 1387 家。具体来看，公司加盟店数量直线下滑，从 2014 年 697 家减少至 2018 年上半年 444 家，2014-2017 年 4 年年复合增速为 -10%。而直营店情况恰恰相反，近年来波动上升，从 2014 年 931 家增加至 2018 年上半年的 943 家，占总门店 68% 的比例。较高的直营渠道占比强化了公司对销售渠道的自主控制力，在获取销售环节更多利润空间的同时，使公司可以更加迅速地对市场需求作出响应，促进了公司与消费者之间的交流互动。在商场合作方面，公司与天虹商场、华润万家、茂业百货等众多知名商业集团建立了广泛的合作，入驻了旗下众多中高端百货商场。在购物中心渠道方面，随着购物中心新兴商业业态的发展，公司已于 2014 年开始布局购物中心，截至 2018 年 6 月末，公司购物中心直营店铺数量达到 211 家，占比达 22.4%。积极入驻中高端百货商场、拓展购物中心渠道，符合公司中高端品牌定位，亦有助于提升品牌专卖店形象，提升客户的购物体验，为公司销售收入的持续、稳定增长奠定了重要的基础。目前，公司 70% 的门店在一二线城市，30% 的门店位于三四线城市，未来公司会继续在省会城市或区域中心城市等经济发达地区拓展购物中心店铺。从公司加盟商的数量和店铺情况上看，公司现有 400 多家加盟店，加盟商数量达 200 多个，说明公司的加盟商基本以中小加盟商为主，未来，公司将加强加盟业务的发展，鼓励加盟商做大做强，通过给予更多费用支持鼓励加盟商增开门店；并对大型加盟商采用利益共享的模式，加大返利力度；尝试新的加盟合作模式，货品算公司，经销商负责开店和运营，公司按比例获取收益，对小型加盟商采用开店帮助的模式，强化加盟业务发展。我们预计 2019 年整体线下业务有望呈现门店每年 50-80 家的净增长，预计公司 5 年后线下门店有望达到 2000 家。

图 40：2018 上半年公司共开设门店 1387 家



数据来源：公司财报，西南证券整理

图 41：近两年线下渠道销售情况（单位：百万元）

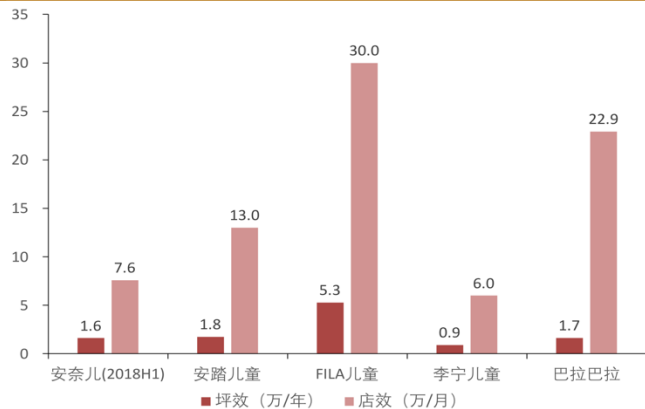


数据来源：公司财报，西南证券整理

加强渠道精细化管理，店效水平有待提升。2018 年上半年，公司店效约 7.6 万/月，坪效约 1.6 万/年，店铺平均面积约为 65 平方米。对比同行业情况，公司坪效、店效高于李宁儿童品牌，但低于其他市占率较高的品牌，处于行业较低水平，存在很大的提升空间。我们认为，公司可以通过加强渠道精细化管理提升店效，如公司为加盟商安装公司内部系统，实

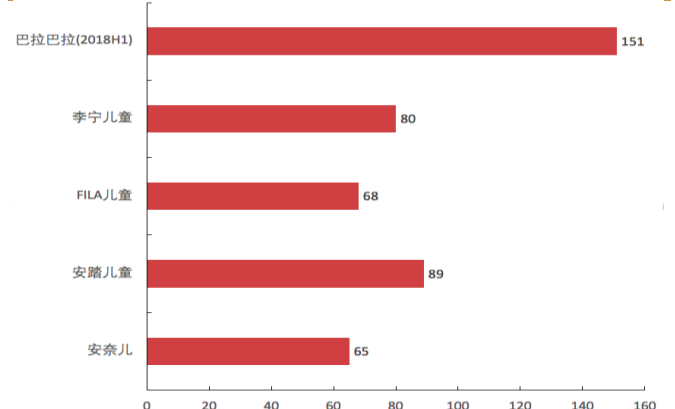
时监测经销商的动销数据并制定相应的销售策略；直营店则从源头严格管理，要求存货和实物的一致性，保证账目的录入准确。

图 42：部分童装品牌 2018 年坪效（万/年）、店效（万/月）



数据来源：公司财报，西南证券整理

图 43：部分童装品牌 2018 年平均营业面积（单位：平方米）

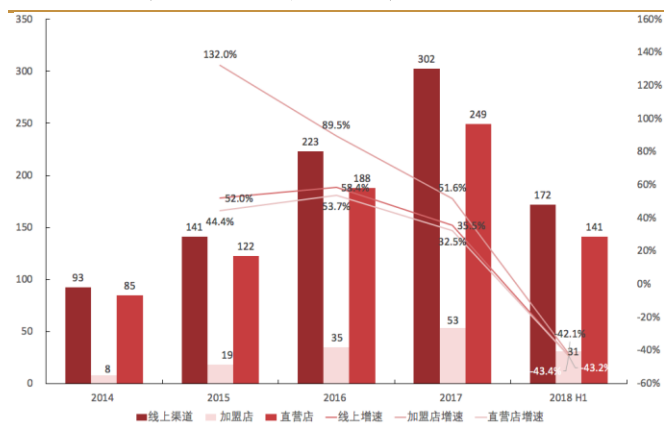


数据来源：公司财报，西南证券整理

线上渠道是公司收入的主要增长点

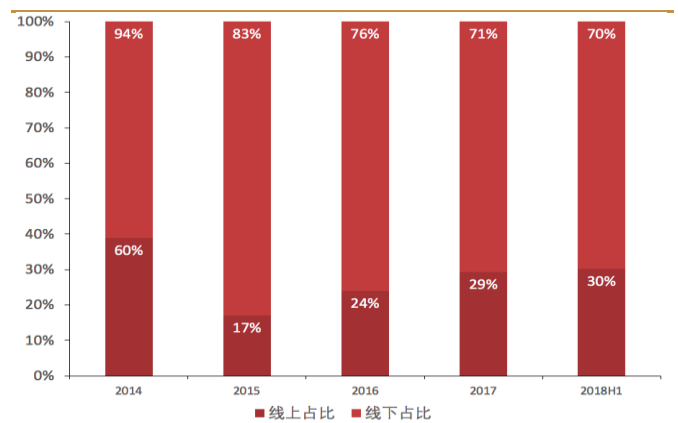
公司顺应消费者网络购物及电子商务的发展趋势，建立专业的电子商务中心和线上客服团队，大力发展移动电商业务。过往 5 年，公司电商收入规模快速增长，线上渠道的营业收入占总收入比例逐步增加，从 2014 年的 6% 大幅增加至 2018 年上半年的 30.2%。2018 年上半年，公司线上销售收入 1.7 亿元，同比增长 40.4%。目前，公司线上渠道主要是天猫和唯品会，唯品会收入占比约 45%，天猫收入占比约 55%；线上渠道的销售产品主要包括电商专供款、库存旧货以及部分线下新品。此外，公司积极发展线上加盟业务，增强线上渠道的覆盖面；在线上加盟模式下，公司将产品销售给电商加盟商后，由后者通过其在天猫商城或淘宝网开设的加盟网店进行线上销售。线上加盟业务实现销售收入占比逐年提升，已成为公司线上渠道重要增长点。

图 44：近两年线上渠道销售情况（单位：百万元）



数据来源：公司财报，西南证券整理

图 45：2014-2018H1 线上、线下渠道营收占比



数据来源：公司财报，西南证券整理

3.3 利用网络营销扩大品牌知名度，强化会员管理

线下活动和多媒体渠道并进，树立品牌强调亲子陪伴的形象

公司的消费群体是 14 岁以下儿童，对产品形象的活泼亲密感，色彩的明亮柔和有特别的偏好。因此，公司在“不一样的舒适”品牌理念的基础上，增加了“陪伴”的品牌核心情感价值，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”品牌的知名度与影响力。例如，公司携手关山月美术馆举行“一起长大”艺术展，举办全国亲子创意大赛。2018 年 3 月 28 日“一起长大”安奈儿第八届全国亲子创意大赛温情开启，得到了广大家长和小朋友的支持，共有超过 12 万小朋友参赛，全国范围内征集到近 4 万幅参赛作品。儿童节期间举办的“LOOK：安奈儿一起长大艺术展”，作为少数在国家级展馆举办的儿童艺术展，增强了安奈儿的品牌影响力。

图 46：2018 年安奈儿“一起长大”艺术展



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 47：安奈儿童装设计学院“兔娃娃新衣设计大赛”活动



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 48：安奈儿通过微博呼吁全民“益”起关爱嫣然唇腭裂天使



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 49：安奈儿与“星球大战”、“冰雪奇缘”联名款发布会



数据来源：公司官网，西南证券整理

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，重视各类新兴媒体以及热门 IP 在品牌营销方面的运用，形成了以聚焦垂直母婴社区，强化移动终端互动，携手知名媒体的推广策略。

表 3：多媒体下的品牌推广情况

推广平台	具体内容
以母婴网站为代表的垂直平台	公司已与国内辣妈帮、妈妈帮、育儿网等多家国内知名母婴网站建立了长期合作，利用该等平台精准定位孕期与年轻妈妈的垂直优势，进行品牌推广、用户互动及产品试用。同时，公司将结合广告移动化的传播趋势，加强与移动端母婴 APP 的合作，以扩大公司的潜在消费客群。
以微信应用为代表的移动终端	公司在通过图文推送、游戏互动等方式传播知识、吸引关注的同时，开始尝试进行线上线下整合，利用微信 H5 互动游戏、促销、线上发券、试衣体验等形式向线下门店引流。线上平台与线下渠道的互动连通，有效地促进了公司品牌优势的推广、消费客群的扩大以及客户粘性的增强。
以知名杂志为代表的平面媒体	公司与多家国内知名母婴与时尚杂志开展合作，通过图片展示、软文宣传、封面宝宝服装及明星亲子广告等推广形式，宣传与巩固公司品牌的中高端定位。
IP 合作	2016 年 10 月，公司与迪士尼签署许可协议，授权公司使用迪士尼旗下《星球大战》与《冰雪奇缘》经典 IP 形象，2017 年 8 月举办了以“公主心，勇士梦”为主题新品发布会，用时尚装扮激发孩子们的童趣和想象力，以正能量引导孩子成为真正的小公主或小勇士，用爱与勇气陪伴孩子们成长。

数据来源：公司财报，西南证券整理

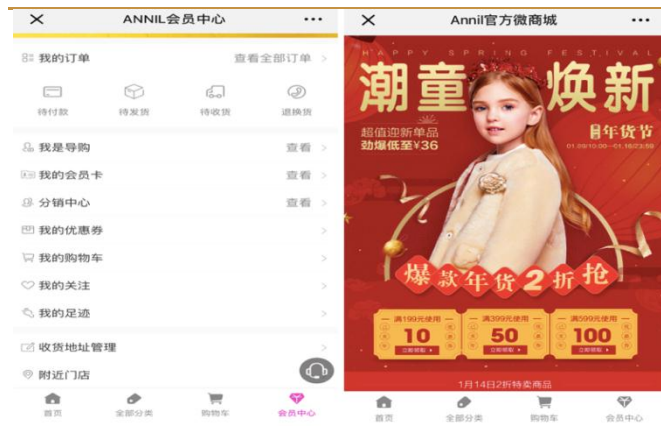
定期举办会员活动，增强客户粘性。公司定期举办各类会员活动，例如：邀请会员家庭报名参加“春秋潮拍”、“小童运动会”、夏季“兔令营”亲子游、秋季“月饼 DIY”、冬季“圣诞老人送礼到家”等多种形式的亲子活动。公司通过这些会员亲子活动，回馈会员支持、体现亲情关爱，同时强化安奈儿品牌的“陪伴”文化，增强客户粘性。此外，公司正在建设并完善会员管理系统，包含会员分析、营销活动管理、会员权益及客户服务集成 4 个模块，满足客户需求的商品和服务体验，挖掘客户生命周期价值，并在此过程中渗透和打造品牌。

图 50：安奈儿会员夏令营活动



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 51：安奈儿微信会员中心



数据来源：公司微信会员中心，西南证券整理

4 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：假设公司 2018-2020 三年间，每年净开店铺为 35、70、70 家；

假设 2：假设公司 2019、2020 年平均店效提升 8%和 7%。

表 4：分业务收入及毛利率

单位：百万元人民币		2017A	2018E	2019E	2020E
线下渠道	收入	725.5	814.0	941.6	1037.2
	增速	4.5%	12.2%	15.7%	10.1%
	成本	297.1	334.5	384.2	420.1
	毛利率	59.0%	58.9%	59.2%	59.5%
电商	收入	302.4	408.3	555.2	755.1
	增速	35.5%	35.0%	36.0%	36.0%
	成本	149.7	191.9	261.0	354.9
	毛利率	50.5%	53.0%	53.0%	53.0%
其他业务	收入	3.5	3.6	3.7	3.9
	增速	33.2%	3.0%	3.0%	3.0%
	成本	12.6	10.9	11.2	11.6
	毛利率	-258.1%	-200.0%	-200.0%	-200.0%
合计	收入	1031.5	1225.9	1500.6	1796.2
	增速	12.1%	18.8%	22.4%	19.7%
	成本	450.3	530.1	648.9	778.8
	毛利率	56.3%	56.8%	56.8%	56.6%

数据来源：Wind、公司招股说明书，西南证券。注：其他业务收入主要为向加盟商销售货柜的收入。

预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.63、0.75 和 0.89 元，对应 PE 分别为 24、20 和 17 倍。考虑到公司 19 年净利润增速为 18.9%，公司所处的婴童行业具有较强的抗经济下行能力，而婴童零售行业龙头标的爱婴室 19 年相较行业平均溢价 82%，我们认为公司作为本土高品质童装第一股，给予公司一定的龙头溢价，给予 19 年 22 倍估值，对应目标价 16.5 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 5：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E
002563.SZ	森马服饰	8.60	0.42	0.58	0.70	0.83	18.61	14.91	12.34	10.40
603557.SH	起步股份	7.41	0.41	0.46	0.53	0.59	38.63	15.96	14.05	12.64
002762.SZ	金发拉比	5.39	0.45	0.28	0.32	0.37	36.39	19.40	16.64	14.57
603214.SH	爱婴室	37.33	1.25	1.17	1.47	1.84	--	31.92	25.32	20.34
纺织服装行业平均值							--	20.55	17.09	14.49
零售行业平均值							--	15.28	13.67	--

数据来源：Wind，西南证券整理

5 风险提示

门店开设进度不及预期的风险；整体零售环境低迷风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1031.44	1225.84	1500.59	1796.15	净利润	68.87	83.39	99.18	117.06
营业成本	459.44	530.05	648.88	778.82	折旧与摊销	23.10	22.20	22.20	22.20
营业税金及附加	9.15	11.78	14.26	16.94	财务费用	-1.46	0.00	0.00	0.00
销售费用	420.07	498.48	610.52	730.64	资产减值损失	2.38	4.09	6.78	7.44
管理费用	70.96	79.57	98.51	118.41	经营营运资本变动	-16.56	-36.21	-42.41	-49.67
财务费用	-1.46	0.00	0.00	0.00	其他	-23.81	-7.16	-9.54	-11.52
资产减值损失	2.38	4.09	6.78	7.44	经营活动现金流净额	52.53	66.30	76.20	85.51
投资收益	2.36	2.36	3.00	4.00	资本支出	-1.90	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-22.08	3.95	3.13	4.30
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-23.97	3.95	3.13	4.30
营业利润	90.32	104.23	124.65	147.90	短期借款	-50.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.24	2.67	2.50	2.18	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	90.56	106.91	127.15	150.08	股权融资	406.59	0.00	0.00	0.00
所得税	21.69	23.52	27.97	33.02	支付股利	-20.00	-13.77	-16.68	-19.84
净利润	68.87	83.39	99.18	117.06	其他	4.37	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	340.96	-13.77	-16.68	-19.84
归属母公司股东净利润	68.87	83.39	99.18	117.06	现金流量净额	369.52	56.48	62.65	69.97
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	471.96	528.44	591.09	661.06	成长能力				
应收和预付款项	86.30	101.25	124.44	148.77	销售收入增长率	12.07%	18.85%	22.41%	19.70%
存货	296.88	348.06	432.78	525.74	营业利润增长率	-8.88%	15.41%	19.59%	18.65%
其他流动资产	44.24	52.57	64.36	77.03	净利润增长率	-12.95%	21.08%	18.94%	18.03%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-5.00%	12.92%	16.15%	15.83%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	158.22	140.04	121.87	103.70	毛利率	55.46%	56.76%	56.76%	56.64%
无形资产和开发支出	6.40	4.92	3.44	1.96	三费率	47.47%	47.16%	47.25%	47.27%
其他非流动资产	22.42	18.30	15.62	12.79	净利率	6.68%	6.80%	6.61%	6.52%
资产总计	1086.41	1193.58	1353.60	1531.04	ROE	8.68%	9.66%	10.49%	11.23%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.34%	6.99%	7.33%	7.65%
应付和预收款项	234.17	262.69	325.00	388.58	ROIC	16.67%	18.78%	20.41%	21.72%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	10.86%	10.31%	9.79%	9.47%
其他负债	59.07	68.11	83.32	99.96	营运能力				
负债合计	293.25	330.80	408.32	488.54	总资产周转率	1.21	1.08	1.18	1.25
股本	101.63	132.12	132.12	132.12	固定资产周转率	6.40	8.31	11.60	16.15
资本公积	446.63	416.14	416.14	416.14	应收账款周转率	17.39	17.18	17.62	17.37
留存收益	271.73	341.34	423.84	521.06	存货周转率	1.53	1.50	1.54	1.53
归属母公司股东权益	793.17	862.78	945.28	1042.50	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	115.31%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	793.17	862.78	945.28	1042.50	资产负债率	26.99%	27.72%	30.17%	31.91%
负债和股东权益合计	1086.41	1193.58	1353.60	1531.04	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.07	3.12	2.97	2.89
					速动比率	2.06	2.06	1.91	1.82
					股利支付率	29.04%	16.52%	16.82%	16.94%
					每股指标				
					每股收益	0.52	0.63	0.75	0.89
					每股净资产	6.01	6.53	7.16	7.90
					每股经营现金	0.40	0.50	0.58	0.65
					每股股利	0.15	0.10	0.13	0.15
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	111.97	126.43	146.85	170.09					
PE	28.60	23.62	19.86	16.83					
PB	2.48	2.28	2.08	1.89					
PS	1.91	1.61	1.31	1.10					
EV/EBITDA	9.24	11.35	9.34	7.66					
股息率	1.02%	0.70%	0.85%	1.01%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	15558686883	15558686883	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn