

瞄准“宝贝经济”，品牌童装发展正当时

——纺织服装行业深度报告

2019年01月31日

看好/首次

纺织服装 | 深度报告

投资摘要：

童装需求增长快，高景气有望延续

- ◆ 2017年我国童装行业总规模1796亿元，过去五年复合增速11.14%，是目前服装行业里最具成长性的子行业。消费人群方面，二胎政策带来的人口红利将传导至大童装行业。人均消费方面，我国童装人均消费金额明显低于发达国家水平，90后新生代人群逐渐成为生育主力背景下，新一轮童装消费升级展开，有望带动行业长期繁荣。
- ◆ 从细分品类看：大童装受到人口红利和消费升级双驱动；童鞋因其功能属性强，运动品牌更占优；婴童家纺，品质升级趋势明显；儿童出行，安全座椅、儿童推车渗透率低，潜力大。

童装有明显必需消费品属性，受经济波动影响小。儿童鞋服更换频次高，与成人服装相比更注重产品品质而对价格敏感性低的消费特点，使其在家庭消费中具有刚性需求特征。我们看好其在经济整体承压环境下的增长韧性。

行业格局进阶，龙头市占率提升空间大。童装产品重质量、安全和舒适性，天然有利于行业集中度做大。我国童装品牌化起步晚，目前市场集中度仍然较低。2017年美国童装CR5为35.5%，日本CR5为29.4%，而我国童装CR5只有11.3%，童装品牌龙头仍然有很大的发展空间。

童装品牌在产品、渠道、多品牌、供应链四维度打造核心竞争力。北美童装龙头Carter's，凭借产品质量、多品牌、全渠道突围成功。我国童装品牌在产品方面积累自己的研发实力，通过产品力打造品牌力；品牌方面，用单一品牌夯实公司基础，通过多品牌打开成长天花板；渠道方面，全渠道布局多面触及到消费者；供应链方面，精细化管理实现降本增效。

投资建议。我们推荐：以旗下的巴拉巴拉品牌较早布局童装，在产品、渠道和供应链管理方面建立了自己核心竞争力的**森马服饰**；定位中高端且渠道以直营为主的**安奈儿**；主力产品安全座椅等在我国具有爆发潜力的**好孩子国际**。并建议积极关注：以成人装为主但是积极布局童装行业的**太平鸟**、**海澜之家**。

风险提示：出生人口下滑超预期、公司产品质量问题。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)			PE			评级
	17A	18E	19E	17A	18E	19E	
森马服饰	0.42	0.58	0.69	18.61	15.85	13.43	强烈推荐
安奈儿	0.68	0.64	0.70	39.46	22.34	20.43	推荐
好孩子国际 (HKD)	0.15	0.24	0.28	39.82	10.12	8.68	推荐
太平鸟	0.95	1.16	1.35	28.58	13.89	11.98	推荐
海澜之家	0.74	0.77	0.83	13.09	11.50	10.65	推荐

杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

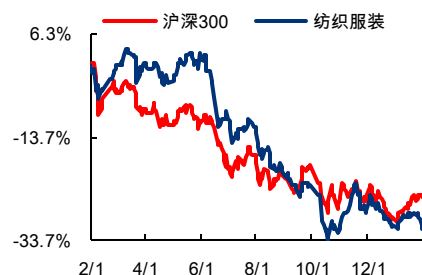
执业证书编号：

S1480510120014

细分行业	评级	动态
童装	看好	维持
童鞋	看好	维持
婴童家纺	看好	维持
儿童出行	看好	维持

行业基本资料		占比%
股票家数	84	2.35%
重点公司家数	-	-
行业市值	3931.01 亿元	0.78%
流通市值	2916.84 亿元	0.8%
行业平均市盈率	6.37	/
市场平均市盈率	13.54	/

行业指数走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

目 录

1. 童装需求增长快，高景气有望延续	5
1.1 童装发展历程：起步晚，成长快	5
1.2 人口政策、消费升级将持续影响童装行业	5
1.2.1 二胎政策传导至并将持续影响大童装	6
1.2.2 90后将成为母婴消费主力军，开启新一轮消费升级	7
1.3 细分品类多点开花	10
1.3.1 童装：大童消费升级在款式，小童消费升级在品质	10
1.3.2 童鞋：运动品牌影响力大，专业品牌仍需积累	12
1.3.3 婴童家纺：品质要求最高，高端品牌占优	13
1.3.4 儿童出行：渗透率低，有潜力进入爆发期	14
1.4 上市公司概览	14
2. 童装有明显必需品属性，受经济波动影响小	15
3. 行业格局进阶，国产品牌机会大	16
4. 海外龙头突围、国内品牌崛起，核心竞争力打造各显其道	17
4.1 Carter's：多品牌、全渠道的童装巨头	17
4.2 国内外龙头四维度打造核心竞争力	19
4.2.1 产品力造就品牌，助力公司长远发展	19
4.2.2 全渠道布局，多渠道创新营销	21
4.2.3 单品牌夯实基础，多品牌打开成长天花板	24
4.2.4 供应链精细化，提高企业盈利能力	25
5. 投资策略及重点公司	26
5.1 投资策略	26
5.2 森马服饰（002563.SZ）	27
5.3 安奈儿（002875.SZ）	27
5.4 好孩子国际（1086.HK）	28
5.5 太平鸟（603877.SH）	28
5.6 海澜之家（600398.SH）	29
6. 风险提示	29

表格目录

表 1：小童装和大童装消费特点	11
表 2：我国童鞋主要品牌概览	13
表 3：我国童鞋主要品牌概览	13
表 4：上市公司概览	15
表 5：我国童装主要模式	17
表 6：Carter's 品牌矩阵	18
表 7：童装上市公司研发支出及研发人员对比	19

表 8：童装上市公司品牌矩阵状况.....	24
表 9：森马服饰 2018 年以来在童装品牌扩张上动作频繁.....	25

插图目录

图 1：我国童装行业规模和增速.....	5
图 2：我国小童装和大童装增速.....	5
图 3：2000 年以来我国出生人口和出生率.....	6
图 4：2000 年以来我国 0-14 岁儿童人口数及增速.....	6
图 5：我国 0-3 岁、4-14 岁人口测算（单位：千万）.....	6
图 6：我国童装及男装、女装人均消费增速.....	7
图 7：中国与日本、美国童装人均消费额对比（美元/人/年）.....	7
图 8：我国现阶段生育女性主要年龄分布.....	8
图 9：我国生育女性受教育情况分布.....	8
图 10：我国 20-29 岁生育率下降，30-39 岁生育率上升（单位：%）.....	8
图 11：消费者选购童装最看重的因素.....	9
图 12：不同年龄段消费者接受 1 件童装冬装外套的价格区间.....	9
图 13：主要童装品牌 2018 年上半年增速.....	10
图 14：我国童装行业细分品类.....	10
图 15：我国童装零售额分年龄统计.....	10
图 16：童装不同年龄段产品展示.....	11
图 17：我国童鞋行业规模（量）.....	12
图 18：我国童鞋行业规模（额）.....	12
图 19：起步股份与 Nike 规模、盈利能力、研发实力对比.....	12
图 20：我国婴童家纺行业规模测算.....	13
图 21：2018 年 8 月淘宝各品牌儿童车市占率.....	14
图 22：购买婴童服装时各因素影响程度.....	15
图 23：我国育儿支出各项占比.....	15
图 24：2003 年以来童装与男装、女装增速比较.....	16
图 25：2008 年-2017 年年我国童装 CR10 有明显提升.....	17
图 26：我国与美国、日本童装 CR10 比较.....	17
图 27：Carter's 成长历史.....	18
图 28：Carer's 上市后股价表现.....	18
图 29：Carter's 收入及增速（亿美元）.....	18
图 30：Carter's 利润及增速（亿美元）.....	18
图 31：上市公司研发支出（百万元）.....	19
图 32：上市公司研发支出占比（%）.....	19
图 33：英氏店面设置，品牌集合模式.....	20
图 34：敦煌甘肃 YeeHoO 英氏有机棉花种植基地.....	20
图 35：我国童装销售各渠道占比.....	21

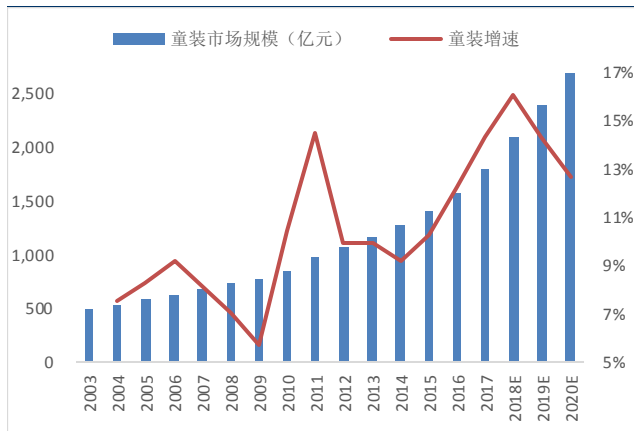
图 36：主要童装品牌渠道数量对比	22
图 37：主要童装品牌渠道自营/加盟占比	22
图 38：主要童装品牌店效对比（万元/年）	22
图 39：巴拉巴拉门店益智区和搭配区	24
图 40：巴拉巴拉与 Carter's 近年来毛利率都有上行	26
图 41：童装上市公司财务对比	27

1. 童装需求增长快，高景气有望延续

1.1 童装发展历程：起步晚，成长快

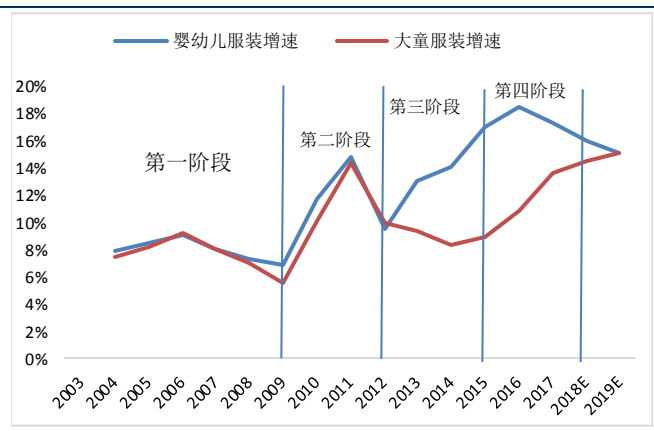
Euromonitor 数据显示，2017 年我国童装行业总规模 1796 亿元，过去五年复合增速 11.14%；增速超过男装行业 6.34pct，超过女装行业 4.74pct。该机构预测 2018 年至 2020 年童装行业复合增长率维持在 14% 左右，2020 年市场规模将达到 2679 亿元。我国童装行业品牌化起步晚，从产业生命周期看，行业仍处在成长期阶段，是目前服装行业最重要的增长力量。

图 1：我国童装行业规模和增速



资料来源：Euromonitor，东兴证券研究所

图 2：我国小童装和大童装增速



资料来源：Euromonitor，东兴证券研究所

回顾小童（0-3 岁）装和大童（4-14 岁）装的增速，我们总结出童装行业四个发展阶段，并对未来发展态势做出判断。

第一阶段（2000-2009 之前），行业起步期，品牌化刚开始，品牌童装依靠渠道扩张逐步获取市场份额。

第二阶段（2009-2012），行业提速期，80 后尤其是 85 后进入生育高峰，行业经历了快速的消费升级，童装行业从此进入快速发展期。

第三阶段（2013-2015），受 2013 年单独“二孩”政策影响，小童装进入一波快速发展期，大童装在此期间增速平淡。

第四阶段（2015-2018），“全面二胎”使小童装发展继续提速，政策效应开始传导到大童，大童装市场进入提速期。

2018 年及以后预测：1) 出生人数回落带动小童装增速回落，生育政策对大童装的影响持续进行，大童装将维持较高速增长。2) 90 后将逐步接替 80 后父母，成为育儿主力，带动行业新一轮消费升级。

1.2 人口政策、消费升级将持续影响童装行业

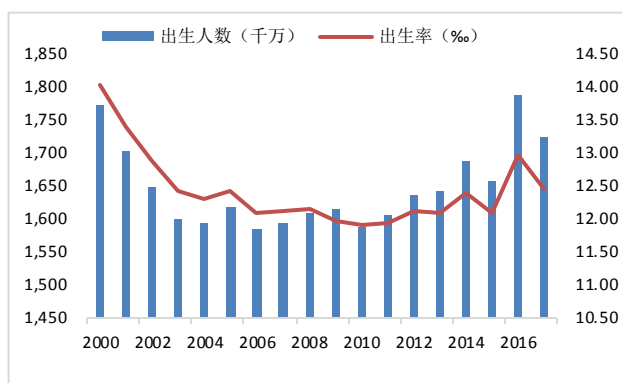
基于量价拆分，影响童装行业成长性的两个因素为消费人口和人均消费支出。其中，

消费人口又可分为 0-3 岁婴幼儿和 4-14 岁大童，出生率直接影响婴幼儿并延后影响大童；人均消费支出在童装行业一般体现为衣服均价的提升，频次提升不明显，“消费升级”主要体现在更优质和更高端的产品上。下面我们将从量和价两方面分别分析童装行业的未来发展。

1.2.1 二胎政策传导至并将持续影响大童装

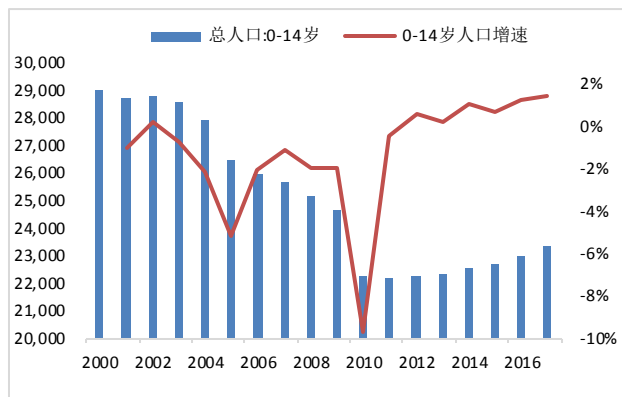
2011 年起，我国逐步放开二胎政策，出生人口有了明显增长，0-14 岁童装消费人群也在经历多年下滑后开始回升。新生儿数量的增加使得小童装和其他婴幼儿用品市场出现快速发展。根据国家统计局最新公布的 2018 年全国出生人口数为 1523 万，比 2017 年下滑 200 万，短期内可能会对小童装市场产生影响。

图 3：2000 年以来我国出生人口和出生率



资料来源：国家统计局、东兴证券研究所

图 4：2000 年以来我国 0-14 岁儿童人口数及增速

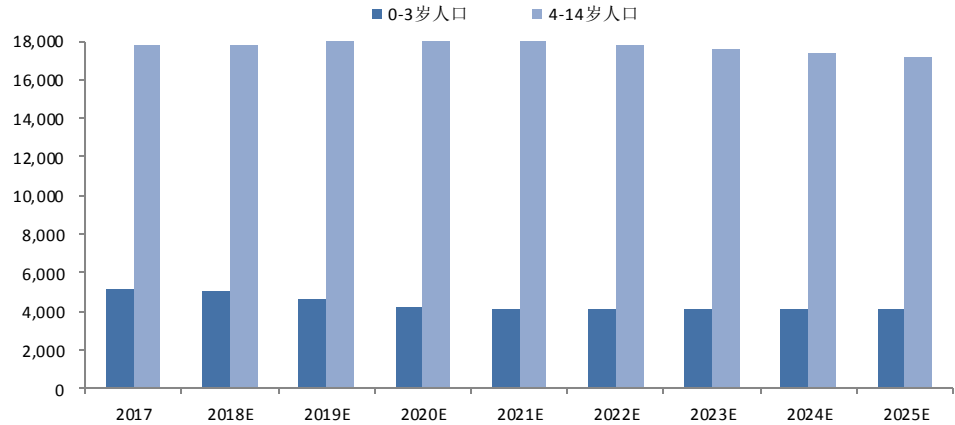


资料来源：国家统计局、东兴证券研究所

我们对此后的出生人口数及对童装市场的影响不悲观。1) 第四次婴儿潮是被拉长的过程。1985-1990 年是我国建国以后第三次婴儿潮，原推测第四轮婴儿潮在 2010 年后出现。实际上，由于生育年龄的推迟¹，第三次婴儿潮带来的人口效应出现平滑，我们认为平滑效果至少可以维持到 2021 年。2) 出生人口下滑对童装行业整体影响有限。在我国童装市场，4-14 岁大童装占主导地位，占行业总规模的 80%。4-14 岁大童数因为二胎效应的滞后传导在未来几年继续上行。而 0-3 岁婴幼儿服装市场，考虑到消费升级、以价补量，受到的影响也较为可控。

图 5：我国 0-3 岁、4-14 岁人口测算（单位：万）

¹ 优生优育的观念不断加强、生育成本不断提升的背景下，我国生育年龄不断推迟。2010 年全国第六次全国人口普查数据，我国妇女生育平均年龄为 29.13 岁，参考日本和台湾的人均生育年龄，我国目前的人均生育年龄推测已超过 30 岁。



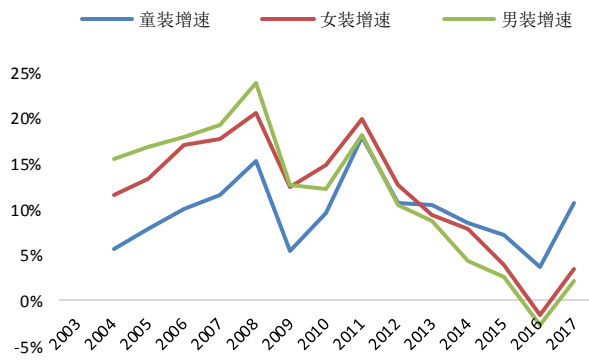
资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

此外，我们预期国家会出台更多鼓励生育的措施，届时童装行业也会有超预期的表现。2018年新一轮个税改革规定，纳税人的子女接受学前教育和学历教育的相关支出，按每个子女每年1.2万元标准定额扣除，部分起到降低国人抚养子女成本的作用。近年来关于人口危机的问题得到越来越多的讨论，除了继续放开生育，预测国家会继续出台配套措施，刺激适龄人口的生育积极性。

1.2.2 90后将成为母婴消费主力军，开启新一轮消费升级

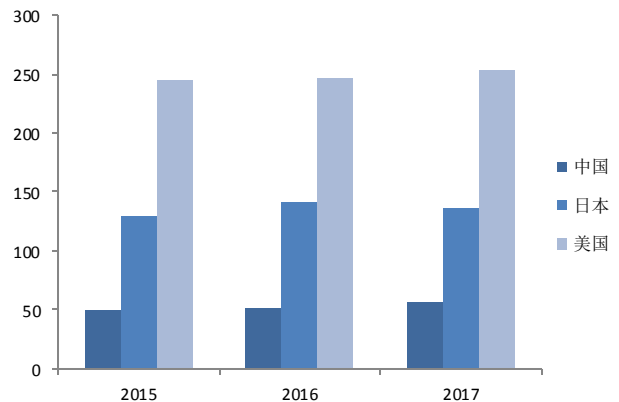
2017年童装人均消费支出增速为10.68%，远超成人服装人均消费增速，也高于我国人均可支配收入增速。横向对比我国和发达国家的童装消费水平，我国童装人均消费金额明显较低。2017年中国童装人均年消费额57美元/人，日本和美国分别为135.6美元/人和253.1美元/人，我国儿童服装的人均消费还有很大提升空间。

图6：我国童装及男装、女装人均消费额增速



资料来源：Euromonitor，东兴证券研究所

图7：中国与日本、美国童装人均消费额对比（美元/人/年）

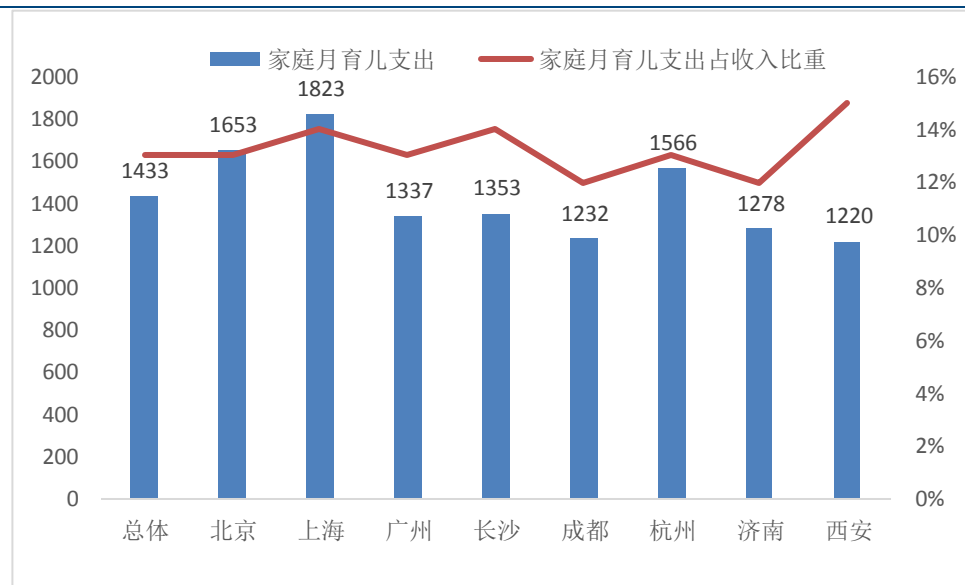


资料来源：Euromonitor，东兴证券研究所

根据《2018 CBME 中国孕婴童消费市场调查报告》(以下简称“CBME 报告”)，城市家庭的月均育儿支出是1467元，相较2017年提升14%，占家庭月收入13%，相较2017年提升了3PCT。驱动童装行业消费升级的主要原因有三方面：1) 90后父母普遍接受教育水平高，自身是在物质较为充裕的时代成长起来，比80、70后消费意愿更强、更注消费品质。2) 生育年龄的推迟，使得夫妻拥有更雄厚的育儿

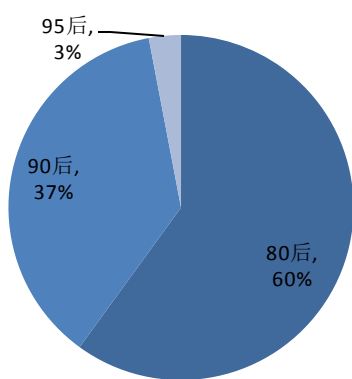
资金，对婴幼儿消费品将会有更多的支出。3) 4+2+1 漏斗形家庭为主的家庭结构，拉动婴童用品消费。

图 9：不同城市的月均育儿支出



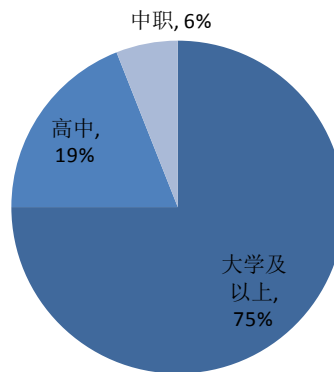
资料来源：CBME 报告，东兴证券研究所

图 8：我国现阶段生育女性主要年龄分布



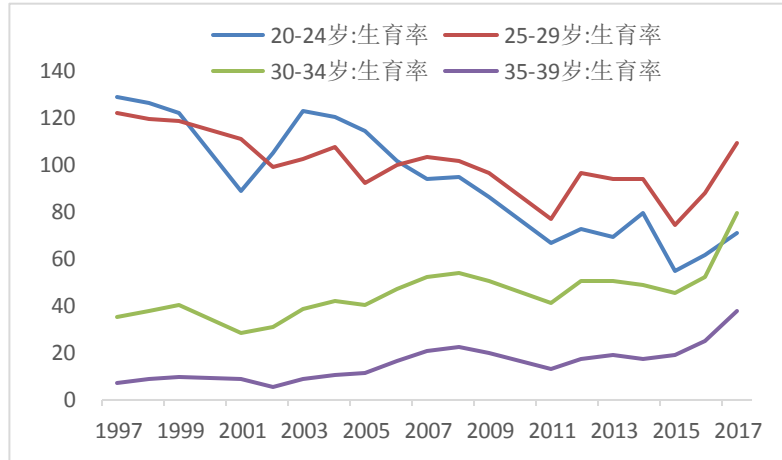
资料来源：新浪母婴，东兴证券研究所

图 9：我国生育女性受教育情况分布



资料来源：新浪母婴，东兴证券研究所

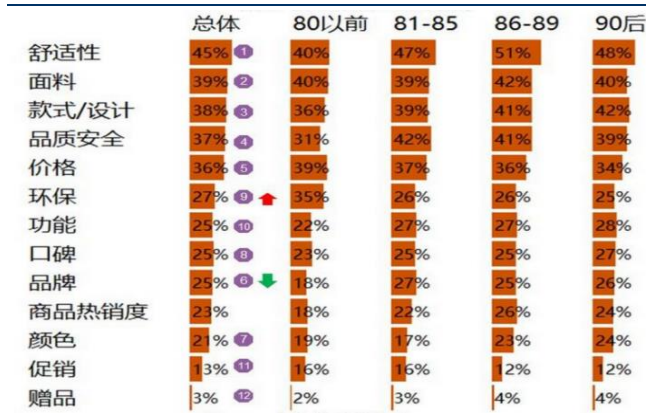
图 10：我国 20-29 岁生育率下降，30-39 岁生育率上升（单位：%）



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

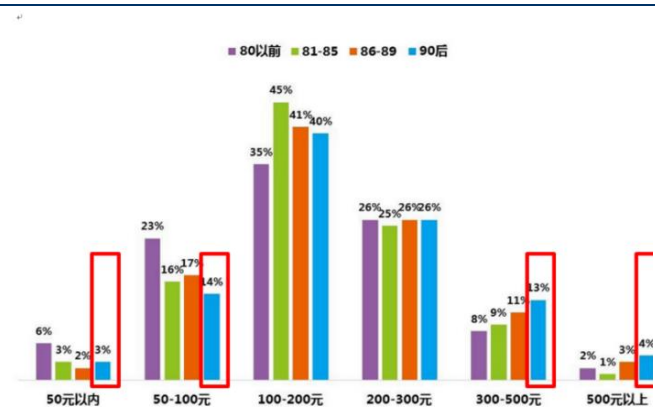
- ◆ 在一线城市，追求生活品质的人数在快速扩大。90 后为人父母者，在子女消费上对价格的看重性较 80 后父母有所下降，对童装舒适性、安全性、款式时尚型的看重有所上升。根据“CBME 报告”，在接受 1 件童装冬装外套价格在 300-500 元、大于 500 元的区间上，90 后父母的接受度要显著高于 80 后及 80 以前的父母。追求生活品质的父母增多，使得 jnby by JNBY、英氏等定位高端的童装和婴幼儿服装，在一线城市有了更广阔的市场。

图 11：消费者选购童装最看重的因素



资料来源：CBME 报告，东兴证券研究所

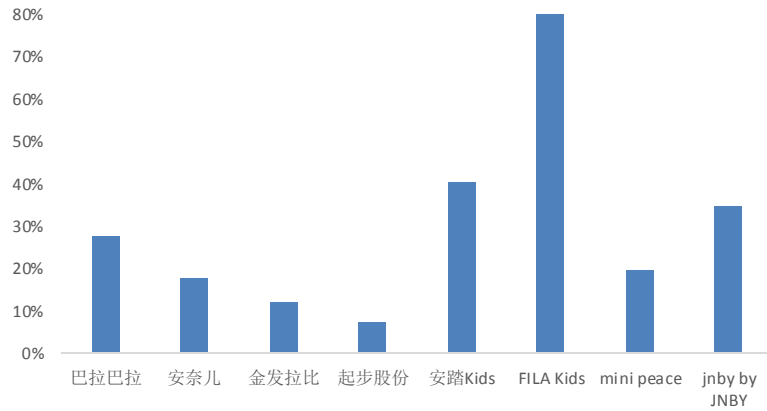
图 12：不同年龄段消费者接受 1 件童装冬装外套的价格区间



资料来源：CBME 报告，东兴证券研究所

- ◆ 三四线城市童装市场缺口大，品牌服饰下沉趋势明显。一方面，由于生活压力、教育成本低于一二线城市，三四线城市的生育意愿明显较高，是二胎增长的主要地区。央视市场研究报告显示，69%的二胎妈妈主要分布在三四线城市。另一方面，三四线和农村地区消费市场潜力大。在低线城市，虽然 90 后年轻父母对品牌的关注度在上升，但是其可选择性不多。有数据表明，低线城市仍有半数以上在购买本地生产的服装。定位中档的儿童服装，其价格的覆盖人群十分广泛，在低线城市将大有可为。总结 2018 年上半年各类型童装品牌的增速，我们可以看出，定位高档的品牌和渠道较为下沉的中档品牌增速明显好于其他。

图 13：主要童装品牌 2018 年上半年增速



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.3 细分品类多点开花

图 14：我国童装行业细分品类

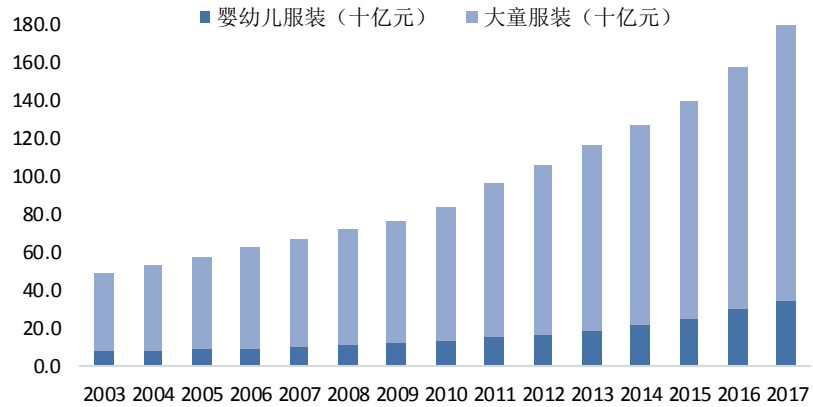


资料来源：上市公司网站，东兴证券研究所

1.3.1 童装：大童消费升级在款式，小童消费升级在品质

童装行业分结构看,4-14岁大童装消费占据主导地位。2017年大童服装消费额为1449亿元,占整个童装市场消费额的80.68%,过去三年复合增速为10.5%。婴幼儿服装的市场规模347亿元,过去三年的复合增速为17.52%。

图 15：我国童装零售额分年龄统计



资料来源：Euromonitor，东兴证券研究所

大童、小童产品消费特点不同。小童衣物更换速度快，更注重舒适安全性，高品质者胜出。4-14岁大童，童装的消费经由父母选购，变为父母与儿童共同选购；孩子形成了自己的审美观，开始注重衣服的款式时尚性和色彩搭配。大童装高端化多沿着款式设计进行升级。

表 1：小童装和大童装消费特点

年龄	成长阶段特点	服装消费特点	消费渠道
0-3岁	成长发育快，肤质娇嫩，居家较多	消费频次高；父母决定	注重购物便利性，综合类母婴店占比高
4-14岁	成长快，开始形成自己的性格特点，外出较多	消费频次较婴幼儿有所下降，较成人仍高；父母、儿童共同决定	专业童装店为主

资料来源：东兴证券研究所

童装企业靠多品牌进行全年龄段延伸。森马旗下的巴拉巴拉主要针对3岁以上儿童，2016年森马推出针对婴童的Mini Balabala和针对幼童的品牌马卡乐MarColor，婴幼儿童产品占比由不足1%提升到15%左右，打通了儿童服饰的全年龄段。江南布衣的jnby by JNBY品牌以小童为主，针对开始追求衣着的个性的青少年儿童，公司推出了青少年设计师品牌Pomme de terre（蓬马）。

图 16：童装不同年龄段产品展示

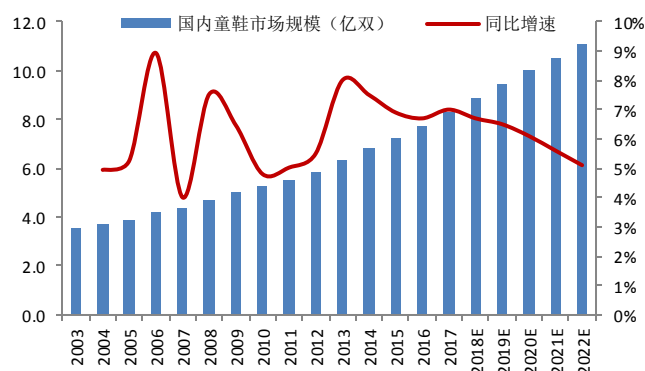


资料来源：上市公司网站，东兴证券研究所

1.3.2 童鞋：运动品牌影响力大，专业品牌仍需积累

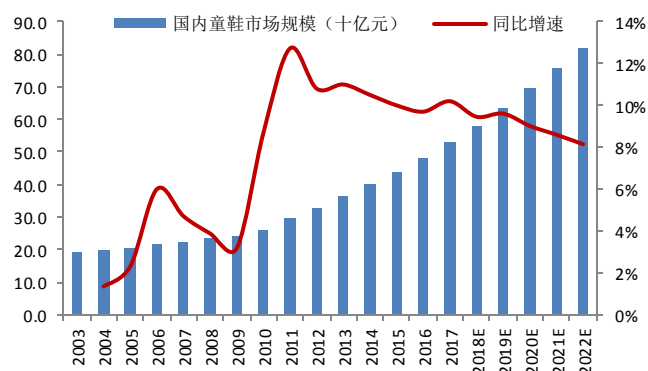
根据 Euromonitor，2017 年我国童鞋市场零售额达 532 亿元；2018 至 2020 年，预计我国童鞋市场零售额将保持接近 10% 的增速。近年来我国鞋类市场整体相对低迷，童鞋市场则还保持着较好的增速水平。例如，百丽国际控股虽然女鞋业务有严重萎缩，但公司旗下 Kids Eden 童鞋集合店仍然在上海、南京等城市的商场、购物中心内积极布局。

图 17：我国童鞋行业规模（量）



资料来源：Euromonitor，东兴证券研究所

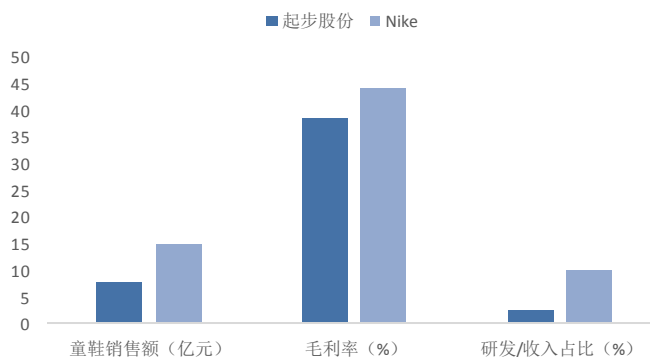
图 18：我国童鞋行业规模（额）



资料来源：Euromonitor，东兴证券研究所

童鞋产品功能性要求高于童装，研发能力突出的运动系品牌在童鞋行业中较为占优。童鞋的设计要符合人体工程学，鞋底是否柔软舒适、鞋子是否穿脱方便十分重要。从行业格局来看，本土专业童鞋龙头起步股份与国际品牌商 Nike、Adidas 竞争较为激烈，而运动品牌在竞争中凭借研发实力和较强的品牌力，略胜一筹。许多童装品牌也兼做童鞋，其产品主要针对追求购买方便的父母，但是他们专业生产童鞋的能力相对弱，不能满足对童鞋有品质追求的消费者。

图 19：起步股份与 Nike 规模、盈利能力、研发实力对比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 2：我国童鞋主要品牌概览

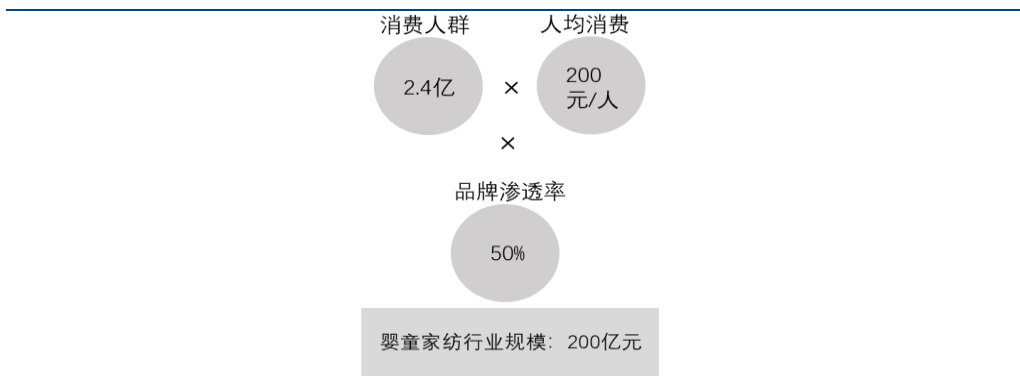
品牌	品牌定位	是否为专业童鞋品牌	运动/休闲
ABC Kids	3-13 岁儿童，中档	√	休闲
Nike	3-13 岁儿童，高档	×	运动
Adidas	4-12 岁儿童，高档	×	运动
七波辉	8-16 岁大童，中高档	√	休闲
巴布豆	1-18 岁少年儿童，中档	√	休闲
Anta Kids	1-14 岁，中高档	×	运动
361 Kids	3-12 岁，中低档	×	运动
巴拉巴拉	2-14 岁，中档	×	休闲
好孩子国际	0-12 岁，中档	×	休闲
红蜻蜓	3-12 岁，中档	×	休闲

数据来源：公司官方网站、东兴证券研究所

1.3.3 婴童家纺：品质要求最高，高端品牌占优

婴儿棉纺用品原多为长辈手工缝制，现在逐渐被品牌产品替代，但目前仍是婴童用品中品牌化程度最低的品类。据我们测算，婴童家纺的规模约在 200 亿元。

图 20：我国婴童家纺行业规模测算







资料来源：东兴证券研究所

从渠道格局看，0-3 岁的婴幼儿棉纺用品主要在综合类的母婴店销售；4 岁及以上的家纺产品多由专业家纺品牌覆盖。从品牌看，我国婴童棉纺用品，定位高端的英氏和全棉时代表现比较突出。我国婴童产品还处在消费者教育阶段，消费者多以品牌判断产品质量，拥有良好口碑的品牌往往能胜出。

表 3：我国童鞋主要品牌概览

定位	品牌	品牌 Logo
高端	英式	
	BubbaBlue	
	喜眠	

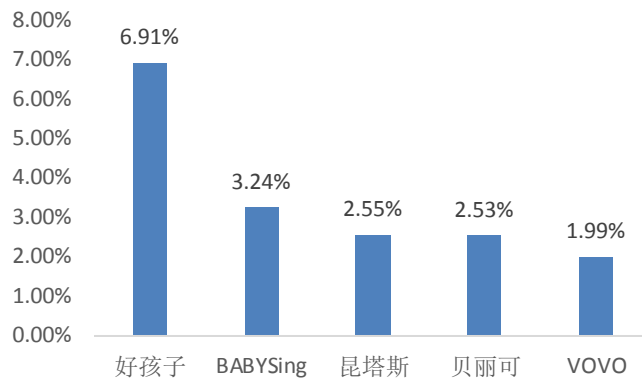
中低端	良良	
	拉比/下一代	
	家好月圆	
	怡比	
	金号	

数据来源：公司公告、东兴证券研究所

1.3.4 儿童出行：渗透率低，有潜力进入爆发期

儿童出行产品包括儿童推车、儿童安全座椅，以及纸尿裤、尿布等消耗品，我们看好耐用品里儿童汽车安全座椅和婴儿推车市场的机会。2017年儿童车的市场规模约100亿元，安全椅的市场规模约50亿元。儿童耐用品市场，北美和欧洲市场已经处于成熟阶段，渗透率较高，行业增速稳定在3%-5%之间；中国市场还处于成长的初期，19%的渗透率与发达国家90%的渗透率相差甚远。从行业看全球品牌格局比较集中，2017-2018年全球儿童汽车安全座椅CR3为41.7%，CR5为64.4%，行业竞争格局较集中。从产能分布上，我国拥有全球90%的儿童推车和安全座椅产能，这其中供国内销售的量不到20%，我国是全球重要生产国而非使用国。

图 21：2018年8月淘宝各品牌儿童车市占率



资料来源：搜狐，东兴证券研究所

在我国儿童推车和儿童安全座椅市场上，Stokke、Graco等国外品牌占有绝大部分的高端市场份额；好孩子国际、贝丽可等国产品牌原以ODM为主，近年纷纷转型国内自主品牌，占据了中档市场。性价比角度考虑，我国国产品牌在生产制造方面积累良好的技术和生产经验，产品性价比整体优于国外品牌，我们认为国产品牌在国内有很大成长空间。

1.4 上市公司概览

我们梳理了童装领域的上市公司，主要有三种类型：1) 专注童装或童鞋领域，将目标群做深做精，如森马旗下的巴拉巴拉，从婴儿、幼儿到大童服装全覆盖。2) 在一

个婴童用品品类上建立品牌影响力，逐步向其他品类拓展，主要为金发拉比、好孩子国际。3) 主业为成人服饰，将自己的品牌延伸至童装或通过收购涉足童装行业，如太平鸟和海澜之家。

表 4：上市公司概览

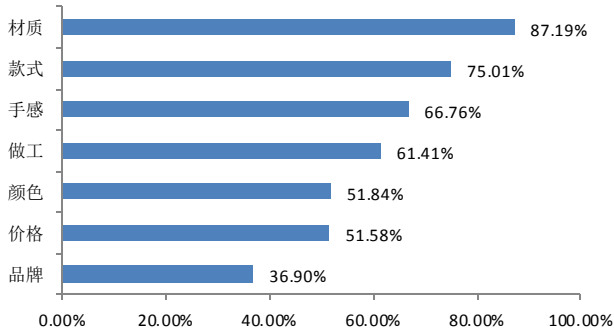
证券代码	上市公司	上市时间	童装品牌	儿童鞋服收入占总收入比重	童装品牌定位
002563.SZ	森马服饰	2002 年	巴拉巴拉	52%	0-14 岁，主力产品 3 岁以上大童装，定位中等收入家庭
002875.SZ	安奈儿	2017 年	Annil 安奈儿	100%	0-14 岁大小童装，主力产品 3 岁以上大童装，定位中高档
002762.SZ	金发拉比	2015 年	拉比、下一代及贝比拉比	服饰+棉品 80%	0-3 岁婴幼儿服饰棉品和日用品，定位中高端
603557.SH	起步股份	2017 年	ABCKIDS	自有品牌童装、童鞋：91%；OEM 鞋品：8%	3-13 岁儿童提供童鞋、童装，定位中档
603877.SH	太平鸟	2017 年	Mini Peace	15%	4-10 岁时尚都市儿童
600398.SH	海澜之家	2000 年	英氏	(海澜之家持有英氏 45.52% 股权，纳入合并报表范围)	0-6 岁婴幼儿服饰棉品，代理
1086.HK	好孩子国际	2010 年	Goodbaby、Cybex、Evenflo>	儿童安全椅：40%；儿童推车：31%；其他儿童耐用品：27%	出口导向，海外销售额占 76%
2020.HK	安踏体育	2007 年	AntaKids、FILA Kids、Kingkow	18%	1-12 岁，中档及高档儿童运动鞋服
1361.HK	361°	2009 年	361° 童装	14%	3-12 岁，中低档运动系鞋服
3306.HK	江南布衣	2016 年	jnby by JNBY/ Pomme de terre (蓬马)	15%	jnby by JNBY:3-10 岁儿童，蓬马：8-14 岁青少年，定位高档

资料来源：东兴证券研究所

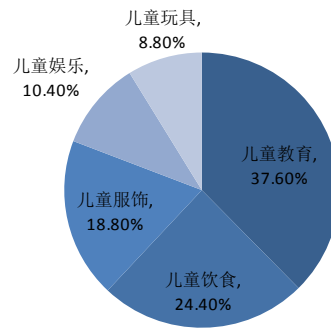
2. 童装有明显必需品属性，受经济波动影响小

儿童身高体重在快速生长阶段，鞋服的更换频次较高，儿童鞋服在家庭消费中具有刚性需求特征。1) 与成人装相比，儿童服装在购买频次明显高于成人装，儿童的购衣频次是件数约为每年 15-20 件，成人的购衣件数平均约为 10 件/年；在价格方面，童装的单价明显低于男装女装，且价格区间更窄，家长选择童装也更看重产品本身的品质，价格敏感性较低。2) 儿童支出占家庭总收入的 13%，从儿童支出内部结构看，教育占据儿童支出的最大比重，鞋服支出只占到儿童总支出的 18.8%，受家庭收入波动影响较小。

图 22：购买婴童服装时各因素影响程度
图 23：我国育儿支出各项占比



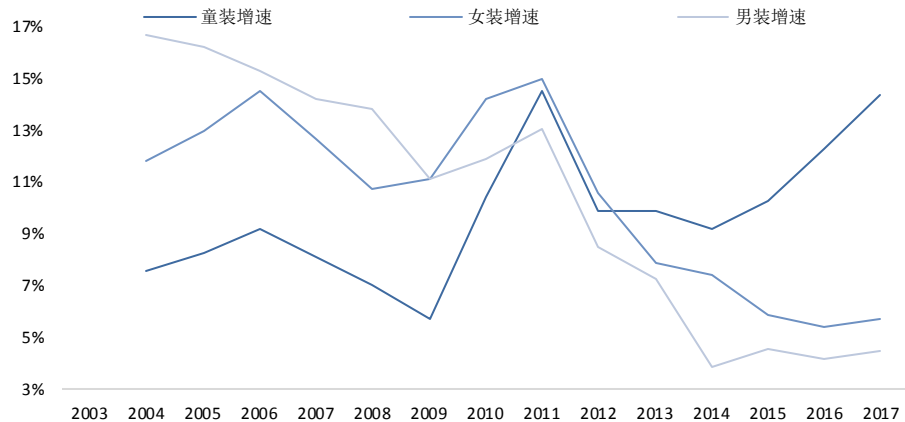
资料来源：沪港经济，东兴证券研究所



资料来源：沪港经济，东兴证券研究所

童装消费特点使其具备明显的必需品属性，整体上童装行业受经济波动影响较小，在经济下行的压力下表现出良好的韧性。观察 2003 年以来服装行业各品类的增速，童装增速较男装、女装波动性小，且处在上行的通道上。我们认为在目前宏观经济增长承压的大背景下，童装将成为整个服装行业逆势而上的主要力量。

图 24：2003 年以来童装与男装、女装增速比较



资料来源：Euromonitor，东兴证券研究所

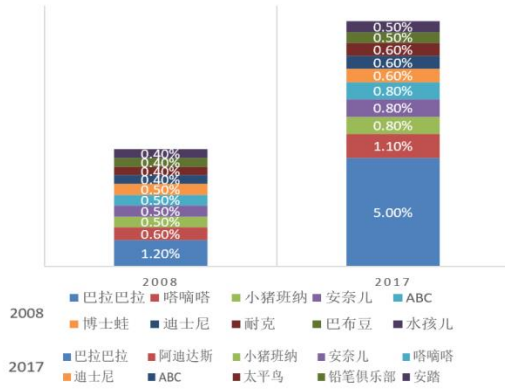
3. 行业格局进阶，国产品牌机会大

我们认为童装行业集中度提升的逻辑有三点：1) 童装产品的消费者更看重产品的质量、安全舒适性，这种产品特性天然有利于优秀企业做大做强。2) 线上线下渠道成本走高。线下方面，能带来最好客流的购物中心成本高企；线上方面，优质品牌往往会得到电商平台更多扶持，互惠互利。3) 2016 年 6 月 1 日起，我国首部专门针对儿童服装安全的强制性国家标准《婴幼儿及儿童纺织产品安全技术规范》正式实施，这无形中增加了婴童用品的生产成本与准入门槛。

我国童装集中度有所提升，但仍有很大空间。我国童装 CR10 在过去十年提升了 5.9 个百分点，与发达国家比仍有差距。2017 年美国童装 CR10 为 35.3%，日本 CR10 为 29.4%，而我国童装 CR10 只有 11.3%；美国童装龙头 Garter's 的市占率为 10.3%，

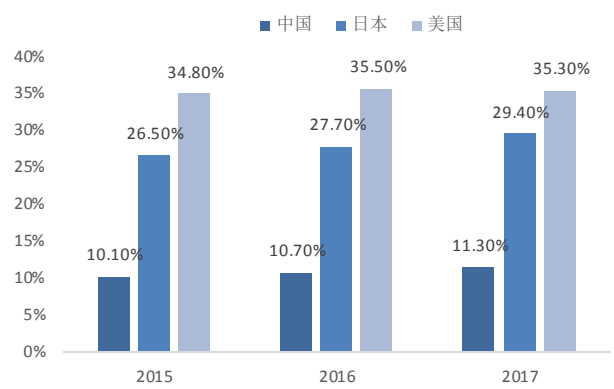
日本最大童品牌 Nishimatsuya 市占率 7.8%，我国最大童装品牌巴拉巴拉的市占率为 5%。我们认为，无论与国外比还是与服装其他品类比，我国的童装品牌化都开始较晚，随着消费者需求的进阶，品牌化和产品由低端向中高档升级，将推动童装行业格局进一步集中。

图 25：2008 年-2017 年年我国童装 CR10 有明显提升



资料来源：Euromonitor，东兴证券研究所

图 26：我国与美国、日本童装 CR10 比较



资料来源：Euromonitor，东兴证券研究所

国产品牌凭借“主场优势”更易胜出。我国童装品牌运营有三种模式：1) 国内专业童装品牌，典型的为森马旗下的巴拉巴拉品牌。2) 国产成人服装向童装延伸。例如 Anta 的 Anta Kids，太平鸟推出的童装品牌 Mini Peace。3) 国际品牌向童装延伸。例如 Gap、Zara、H&M、优衣库等快时尚品牌，Versace、Armani 等奢侈品牌在中国布局童装专卖店。我们认为，童装产品首先看重产品品质的特性，使得国产品牌更容易凭借渠道和营销方面的“主场优势”将企业做大做强。

表 5：我国童装主要模式

分类	典型代表
奢侈品品牌	Young Versace、Armani Juniors
高端品牌	专业童装品牌：Paw in Paw、迪士尼、安奈儿、英氏
	成人装的延伸品牌，如 Adidas Kids、FILA Kids、jnby by JNBY、mini peace
中档品牌	专业童装品牌，巴拉巴拉、小猪班纳、ABC、拉比、好孩子
	成人装的延伸品牌，如 Anta Kids、361 Kids

资料来源：东兴证券研究所

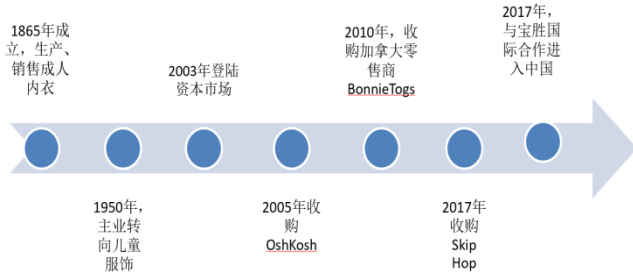
4. 海外龙头突围、国内品牌崛起，核心竞争力打造各显其道

4.1 Carter' s：多品牌、全渠道的童装巨头

Carter' s 公司创立于 1865 年，目前是北美最大的儿童服饰和儿童用品专营公司。公司成立之初，主要生产和销售成人内衣，1950 年起将业务重心转移到儿童服饰上。目前公司的主品牌 Carter' s 覆盖 0-8 岁儿童服饰。2005 年公司收购了另一著名童

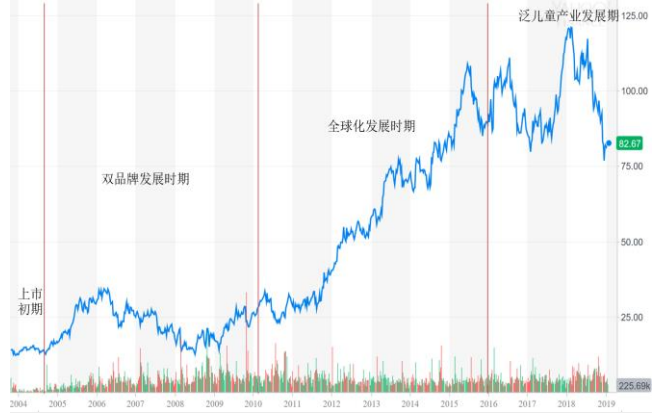
装品牌 OshKosh, 该品牌的产品定位年龄 0-14 岁的儿童。2017 年公司收购 Skip Hop, Skip Hop 是专注于儿童多生活场景用品的品牌。

图 27: Carter's 成长历史



资料来源: 东兴证券研究所

图 28: Carer's 上市后股价表现

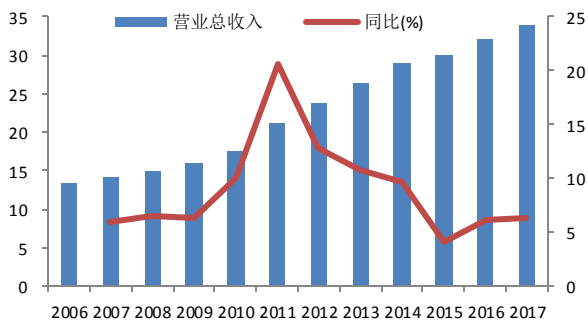


资料来源: Yahoo 财经, 东兴证券研究所

公司业绩多年稳定增长

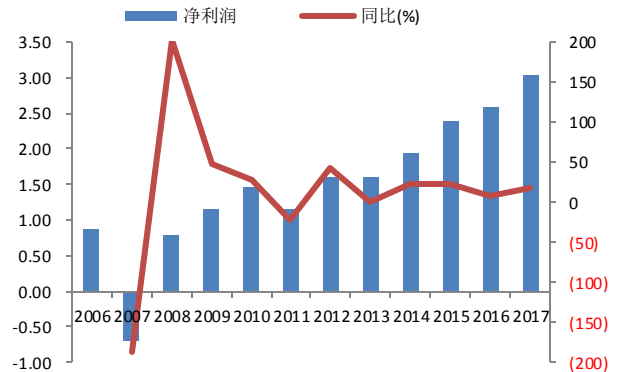
公司业绩近年来一直保持稳定增长。公司 2017 年营业收入 31.99 亿元, 同比增长 6%。2012-2017 年五年的复合增速为 5%, 已实现连续 29 年的正增长。2017 年公司实现净利润 3.03 亿元, 过去五年的复合增速为 13%。公司盈利能力一直较为稳定, 近十年毛利率中枢在 40%, 净利率中枢在 7%。

图 29: Carter's 收入及增速 (亿美元)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 30: Carter's 利润及增速 (亿美元)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

多品牌抢占市场份额

美国 0-7 岁的婴幼儿服装市场规模约 200 亿美元, Carter's 品牌占据绝对第一的位置, 约占市场份额的 15%, Oshkosh 品牌占有约 3% 的市场份额。美国 0-2 岁婴儿服装市场, Carter's 的份额为 27%, 是第二名的四倍, 领先优势明显。

表 6: Carter's 品牌矩阵

品牌	创立年份	定位
----	------	----

Carter' s	1865 年	主力产品为 0-2 岁婴幼儿服饰，性价比高，购买人群广泛
Oshkosh	1895 年	主力产品为 2-7 岁儿童服饰，品质高、耐用，价格比 carter' s 高
Skip Hop	2003 年	多生活场景婴幼儿用品

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

全渠道发展，目前拓展海外业务

Carter' s 的渠道有三种：零售业、批发渠道、国际销售，全渠道使其能够接触到世界各地消费者。2017 年三个渠道的销售额占比分别为 52.2%、35.6%和 12.2%。国际业务已经成为公司收入增长最快的渠道，未来占比会进一步提高。在中国，Carter' s 与宝胜国际达成批发合作关系，在中国重点城市开设 Carter' s 零售门店。

4.2 国内外龙头四维度打造核心竞争力

4.2.1 产品力造就品牌，助力公司长远发展

Carter' s 的主力产品为 0-3 岁婴幼儿服饰，公司在面料、颜色、剪裁与技术方面有深厚的积累，使得 Carter' s 的产品具有卓越的品质。设计上，Carter' s 系列产品的出发点在于帮助妈妈们解决问题，针对父母和孩子们真正的关注点而设计。Carter' s 正是因其产品的高质量、安全、舒适广为美国父母接受，在美国畅销多年。

我国童装品牌纷纷加大研发投入，在产品面料和款式设计上发力

对比几家童装上市公司的研发支出和研发人员，功能性较强的体育运动品牌和儿童耐用品品牌研发支出从绝对额和占收入比重上都比休闲服饰要高。同时，针对不同年龄、不同档位的企业的研发投入的重点也有所不同：1) 婴幼儿服装公司和婴幼儿用品公司，产品研发的重点在于材质的安全性、舒适性以及功能性。2) 定位中档的大童装公司，研发重点在于产品结构的多样性和产品的丰富性。3) 定位高档的大童装公司，研发重点在于款式的时尚性新颖性。

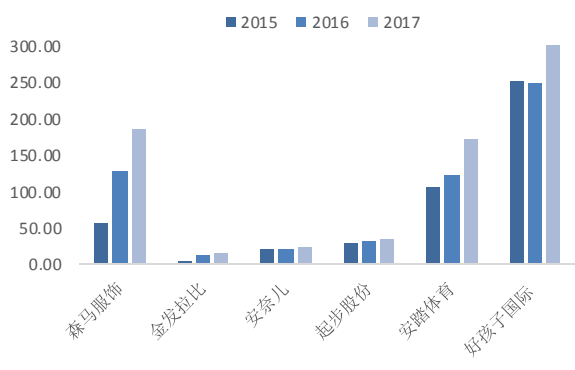
表 7：童装上市公司研发支出及研发人员对比

	研发支出（百万元）			研发支出占比%			研发人员数量			研发人员数量占比%		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
森马服饰	56.13	127.53	185.87	1.42	2.55	2.94	510	501	753	21.67	18.35	25.46
金发拉比	3.15	11.96	14.13	0.87	3.1	3.28	56	102	125	5.34	10.79	11.6
安奈儿	19.69	19.97	23.34	2.35	2.18	2.26	-	127	132	-	4.24	4.18
起步股份	29.6	30.66	34.34	2.63	2.48	2.56	-	-	190	-	-	8.02
安踏体育	104.15	122.53	171.26	5.2	5.1	5.7	-	-	-	-	-	-
好孩子国际	249.98	247.05	300.86	4.49	4.95	5.26	-	450	500	-	3.65	4.47

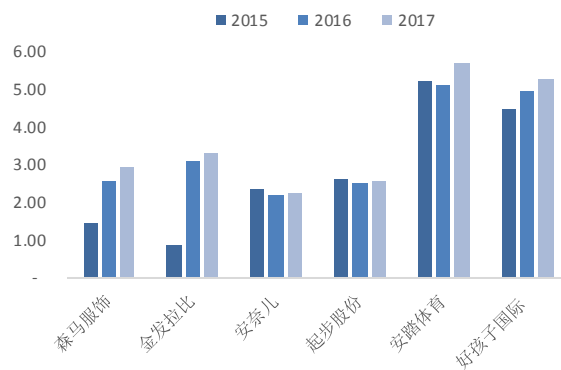
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 31：上市公司研发支出（百万元）

图 32：上市公司研发支出占比（%）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

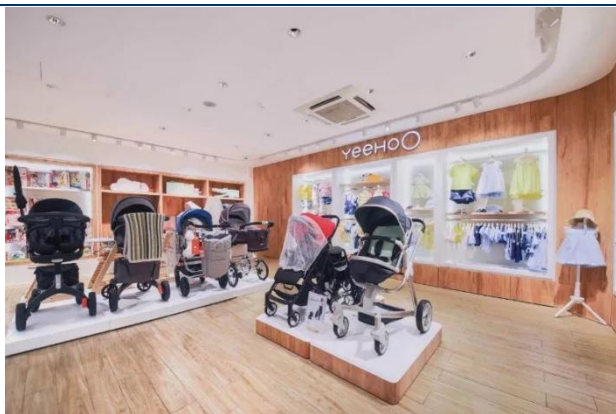


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

定位中档的大童装：巴拉巴拉产品结构、产品品类和款式多样性方面做的最为突出。巴拉巴拉每年在研发上的投入接近2亿，远超行业内其他童装公司。为满足消费差异化需求，巴拉巴拉通过研发在版型、品质和时尚度得到进一步提升，保证品质基础上公司的产品品类、款式多样性也得到提升。目前公司上新频率增加，每年SKU多达4000多个。2017公司还推出购物中心专供款，选一批新款式在购物中心试点，根据销量后续为其他渠道供货。“巴拉巴拉”品牌定位中档、受众群体大，如何满足多种需求是对公司最重要的考验。巴拉巴拉依靠研发、生产的改造升级，以年龄段为切入点进行多品类发展，丰富产品款式，在产品维度上打造了自己的核心竞争力。

婴幼儿服饰：英氏 YeeHoO 在提升产品舒适度、安全性和穿戴功能性上做得尤为突出。“新国标”规定，0-3岁婴幼儿服装，必须全部达到A类一等品才准许上市，英氏早在此标准执行之前就已经完全达到这一规范要求。YeeHoO 英氏有一支专业的面料研发队伍，并且与国内知名面料研发机构保持紧密合作。在生产方面，YeeHoO 英氏精选供应商，对裁剪制作全程监工。同时还联合专业第三方检测机构进行检验，对色牢度、耐唾液度、pH值、无甲醛等进行专项检测，以此保证婴幼儿服装的品质标准。高品质为英氏带来极强的用户粘性。据统计，线下线上会员复购率接近40%，高于行业平均水准。

图 33：英氏店面设置，品牌集合模式



资料来源：搜狐，东兴证券研究所

图 34：敦煌甘肃 YeeHoO 英氏有机棉花种植基地



资料来源：搜狐，东兴证券研究所

定位高档的大童装：安奈儿提升开发能力、拓展婴幼儿服装，产品优化可期。以往公司的产品设计研发分为“春夏”、“秋冬”两季，以半年为开发周期进行产品设计和推广，这样开发模式下产品款式较为单薄、时尚型也有欠缺。但是，公司于2019年尝试做按四季去设计产品，预期将会在产品时尚性和款式多样性方面更契合高端定位。同时，公司以往的产品主要定位3岁以上儿童，目前公司正在研发更多婴幼儿服装SKU，产品品类丰富将拉动公司的增长。

婴幼儿耐用品：好孩子国际，专注儿童耐用品，研发投入和技术积累丰厚。全球婴儿车和儿童安全座椅90%的产能在中国，好孩子的产能约占中国的20%，是中国最大的供应商之一。好孩子国际不仅产能最大，也是行业标准的引领者，2017年公司获批成立“ISO/PC 310 儿童乘用车标准委员会”联合秘书处，以建立婴儿推车的统一国际标准。儿童耐用品方面，家长更看重质量安全和卓越的性能，好孩子国际的研发投入远超比其他儿童用品公司，雄厚的研发实力是好孩子不断推新产品及销售增长的重要驱动力。

4.2.2 全渠道布局，多渠道创新营销

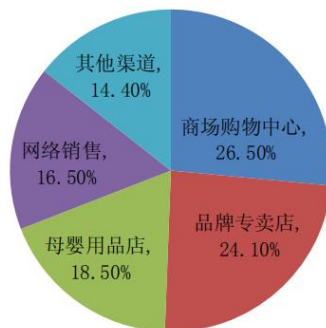
Carter's 通过全渠道布局，全面触及消费者。Carter's 的渠道分为三种，自营零售店、大型零售商组成的批发渠道、国际业务。同时 Carter's 为了避免批发商随意定价造成渠道竞争，对几个主要的零售商采取产品隔离。公司在 Carter's 品牌下设立不同系列：Child of Mine 为专供沃尔玛渠道的系列，Just One You 是系列专供 Target 公司，Simple Joys brand 专供亚马逊线上。品牌的专营化既避免了渠道之间的竞争，又丰富了品牌多样性。

我国服装的销售渠道具有多样性特点

我国的童装品牌在模式上多采用直营+加盟、线上和线下相结合的方式，公司定位和策略决定了渠道结构有所不同。目前童装行业渠道整体呈现的趋势是：业态上，向体验、社交、多元化的购物中心演变；区域上，品牌向三四线城市继续下沉渠道；同时追求便利的年轻一代往线上聚集。

我国服装行业在渠道上有明显的“马太效应”。在一线城市，购物中心作为优质客流集合地，具有选择品牌的主动权，他们往往倾向于店效较高的成熟品牌。在低线城市，不管是购物中心业态还是街边店业态，优质地段也往往被大品牌优先占据。在线上，电商平台为了获取更高的扣点收入，在促销政策上对头部品牌进行倾斜。

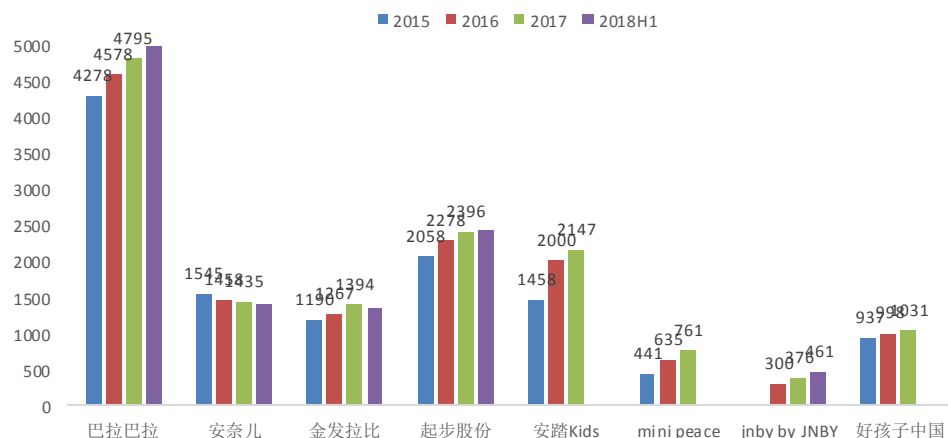
图 35：我国童装销售各渠道占比



资料来源：CBME 报告，东兴证券研究所

从主要上市公司渠道看：巴拉巴拉的渠道数最多且仍在扩张，渠道布局覆盖一二三四线城市和全国各区域；定位中高端的品牌，安奈儿的渠道数量有所下滑，而 Mini peace 和 jnby by JNBY 有所增长；体育运动品牌安踏渠道数也在增长。**从店效看（每店为上市公司贡献的营收额）：**定位高端且直营占比较高的品牌店效高。FILA Kids 的店效最高平均在 200 万元/年以上；安奈儿岁定位中高端，但店效有待提升。巴拉巴拉虽定位中端，店效也比较突出，我们认为巴拉巴拉优秀的店效与公司管理水平和开大店的策略有关。

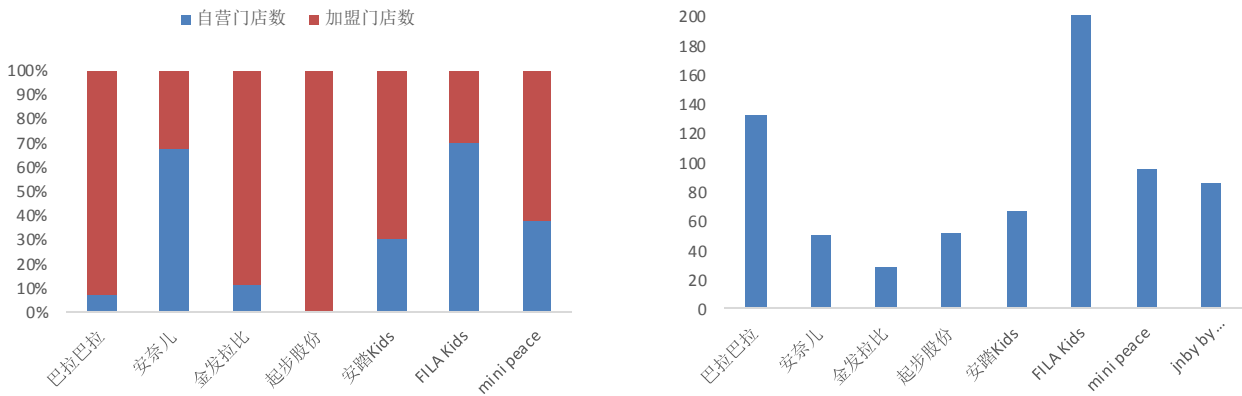
图 36：主要童装品牌渠道数量对比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 37：主要童装品牌渠道自营/加盟占比

图 38：主要童装品牌店效对比（万元/年）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

森马服饰：渠道先发优势明显，全线布局充分享受低线城市消费升级

2002 年年巴拉品牌成立后，借助森马品牌积累的资本优势和优质经销商资源，实现了渠道的快速扩张，2008-2017 年巴拉巴拉渠道数量复合增速 18.6%。2017 年底，巴拉巴拉在国内拥有 4795 家门店，广泛布局于全国一二三四线城市，市场辐射力强于竞争对手。在一二线城市，公司持续优化渠道结构，目前购物中心店 1000 家左右；在三四线城市和县乡，巴拉巴拉继续补充完善网点。公司也十分重视线上业务的发展，将线上从传统的“下水道”角色，变为给看重性价比的特定消费者服务的平台，目前品牌线上占比为 35%。巴拉巴拉作为目前渠道布局最为全面的童装品牌，可以充分享受到高低线城市消费升级的红利。

安奈儿：直营占比高契合高端定位，渠道调整改善可期

目前公司共有门店 1387 家，其中直营门店 943 家，加盟门店 461 家，直营门店占比为 68%，是童装公司里直营占比最高的企业。安奈儿通过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，维持产品价格秩序、维护品牌高端形象，同时也更方便与消费者进行交流互动，增强客户粘性。

但是公司的渠道结构有较大的问题：首先公司的直营门店以百货联营店为主，在目前人流向购物中心集中的趋势下，公司的门店位置丧失优势；其次，公司的门店以华南为主，尤其是公司所在地广东 2017 年门店数占了 22%，北京上海等地区门店数不足。公司近年来进行渠道调整，关闭经营不善的店面。调整之下渠道数量虽然有所下降，但是渠道结构有所改善：公司积极布局购物中心策略下，购物中心直营店铺数量达到 211 家，占比 22.4%。我们预期公司加盟商的数量还会有下降，但是公司直营店面数会有净增加，渠道结构改善下，公司仍能维持收入的稳定增长。

创新营销：体验式营销为亮点

童装的购买者和使用者分离，这使得童装公司在营销时既要考虑儿童的消费喜好，又要考虑父母的购买习惯。从产品属性上，儿童鞋服的选择也更重体验、重口碑。针对这些特点，我国童装品牌也通过一些创新营销方式来吸引消费者并在此过程中建立自己的品牌力。

巴拉巴拉通过打造集儿童游戏、益智等内涵为一体营销终端，定义了童装界的“新零售”概念。以往童装店停留在卖产品阶段，零售终端只是简单的产品整列，没有挖掘特定消费群的心理。巴拉巴拉通过扩充店面面积，在店面里设置游戏、益智区门店吸引儿童客流，并拉长了客户的停留时间，直接带动了店面营销额的上升。

图 39：巴拉巴拉门店益智区和搭配区



资料来源：东兴证券研究所

英氏传授育儿理念与营销产品两不误。为了精准触及中高端消费人群，YeeHo0 英氏在 2016 年内部推行导购考取国家认证育婴师资格证。在一年时间内，已有超过 600 名员工完成国家职业资格五级的资格认证，通过率为 100%，给到新生代父母更专业的指导。父母对专业育婴师的指导更为放心，因而增加了对品牌的好感度。

4.2.3 单品牌夯实基础，多品牌打开成长天花板

回顾美国最大的童装集团 Carter's 的发展历程，公司通过兼并收购形成多品牌矩阵，实现了公司的份额扩大。公司并购沿着三个方向：**拓展消费群体；拓展产品品类；拓展渠道**。参照国际龙头的成功经验，单一品牌具有成长的天花板，只有多品牌才能打开成长空间，使得公司做大做强。

表 8：童装上市公司品牌矩阵状况

公司	品牌	定位
森马服饰	巴拉巴拉	0-14 岁，主要为 3 岁以上服装
	卡马乐	0-7 岁婴幼儿童和小童服装
	mini Balabala	0-3 岁婴幼儿童服饰
	TCP	北美品牌，全年齡，中高端
	Kidiliz	欧洲品牌，全年齡，多品牌
	COCOTREE	7-14 岁，青少年服饰
安奈儿	Annil 安奈儿	0-12 岁，主要为 3 岁以上服饰
金发拉比	拉比	婴幼儿服饰棉品，中高档
	下一代	婴幼儿服饰棉品，中档
	贝比拉比	婴儿洗护用品
起步股份	ABC Kids	童鞋为主，童装为辅
安踏体育	Anta Kids	中档，运动系

	FILA Kids	高档，休闲潮系
江南布衣	Jnby by JNBY	3-10 岁小中童，时尚高档
	蓬马	8-14 岁大童，时尚潮流
好孩子国际	Goodbaby	中国市场品牌
	Evenflo	美国市场品牌
	Cybex	欧洲市场品牌

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

单品牌夯实基础

公司在发展初期，往往对单一品牌进行培养，品牌成熟亦代表了公司管理能力的成熟，此时公司可以通过自主培养和收购开始输出管理。品牌是否成熟不是单一的时间维度概念，而是产品、渠道、盈利能力等方面能力的综合体现。安奈儿虽然成立至今有二十多年时间，品牌历史长于巴拉巴拉等，但是公司的管理能力尚不成熟，目前公司在产品、渠道方面经历调整，品牌的成长仍需要时间，尚未到多品牌阶段。我国童装公司现阶段大多主要依靠单品牌创收，如起步股份旗下的“ABC Kids”、嘉曼服饰旗下的“水孩儿”，但从长远看，公司也必将走上多品牌之路。

多品牌提升空间

目前已开始多品牌布局的童装公司有，森马服饰、安踏体育、好孩子国际、江南布衣等。其中森马服饰走在最前列，不仅国内布局趋于完善，国际业务也已列入公司发展战略。伴随着巴拉巴拉的快速扩张，品牌在童装行业中的市占率从 2008 年的 1.2% 提升至 2017 年的 5%，约是第二名的 4.5 倍。单一品牌市占率取得绝对领先地位后，森马服饰开始拓展其他品牌，以寻找新的增长机会。童装方面公司推出针对婴幼儿 0-3 岁的电商品牌 Mini balabala，以及面向 0-7 岁婴幼儿的马卡乐品牌，通过并购 COCOTREE 拓展青少年市场。2018 年森马服饰加快了国际品牌和国际市场布局，公司代理美国 The Children's Place 品牌，并购法国 Kidiliz 童装品牌。至此公司覆盖全年龄段、各档位甚至不同国家的品牌矩阵已初步建立，我们认为公司在管理方面已发展较为成熟，多品牌整合效果可期。

表 9：森马服饰 2018 年以来在童装品牌扩张上动作频繁

时间	事件
2018 年 3 月	公司与北美童装巨头零售商 The Children's Place 达成战略合作，在大中华区代理其品牌运营。9 月在上海开具第一家 TCP 实体店。
2018 年 3 月	公司拟以 1.1 亿欧元收购欧洲童装龙头 Kidiliz 集团全部资产及债务，目的将 Kidiliz 品牌引入国内，一方面改善其已有业务经营状况，另一方面借助森马的渠道资源及童装管理团队挖掘中国市场空间。
2018 年 5 月	公司拟设立合资公司（注册资本 4500 万元，公司持股 51%），并以 1499.01 万元收购 COCOTREE 品牌商标权与部分设备，拓展少年装市场，丰富公司品牌矩阵，通过实施创业合伙人机制构建森马发展的大平台。

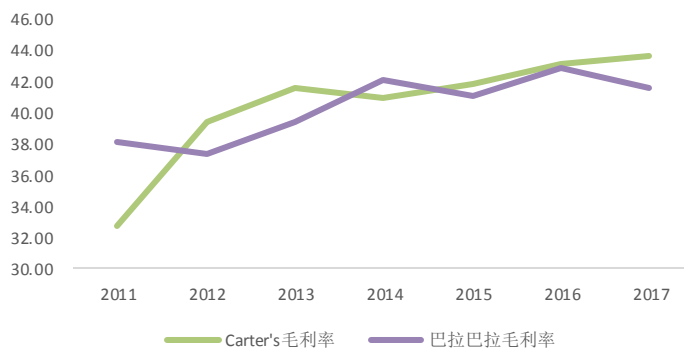
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4.2.4 供应链精细化，提高企业盈利能力

Carter's 公司从 2010 年前后开始对采购模式进行整改，逐步提高直接采购占比。2010 到 2017 年公司的直采比例由 10% 提升到 50%，同期公司的毛利率也得到稳步提升，从 2011 的 32.76% 提升到 2017 年的 43.62%。公司目标为截至 2021 年将间接采购比例降至 30%，预计公司的毛利率水平仍有提升空间。我们认为，公司随着整体实力不断增强，有足够能力对生产供应链进行优化，有利于加强对于货品的控制力，保障产品质量，且能够显著地整合订单，降低采购成本，对释放经营利润有积极意义。

随着快时尚品牌的畅销，我国服装行业的供应链也在进行着一场“速度之战”，各品牌商越来越注重与优质供应商加强合作，推行柔性供应链改革。森马服饰自 2014 年开始优化供应链管控体系并配合以订货模式调整，从前端入手控制采购成本、提高供应链反应效率。首先，公司自 2014 年开始削减供应商数量，将松散型供应链向集中型供应链发展。其次，在强化供应链质量的基础上，进一步开发新的供应链体系，通过快反模式提升时尚款反应速度。再次，为尽可能减少产品预测失准所潜在的产品滞销风险，公司在渠道扁平化调整的同时推进订货模式调整，分步实施高频分散化订配货机制。公司目前期货与快反商品占比已经达到 7:3，巴拉巴拉品牌的订货也会从原有的 1 年 4 季增加至 1 年 6 季，在销售周期较长的盛夏季和新年季会推出新品。柔性供应链的意义在于以消费者为中心，提高商品销售的数量与质量，从而提高公司整体盈利。从报表端可见，巴拉巴拉的毛利率近年来持续提升，除了产品的升级外，很大程度上归因于供应链的优化。

图 40：巴拉巴拉与 Carter's 近年来毛利率都有上行



资料来源：公司官方网站，东兴证券研究所

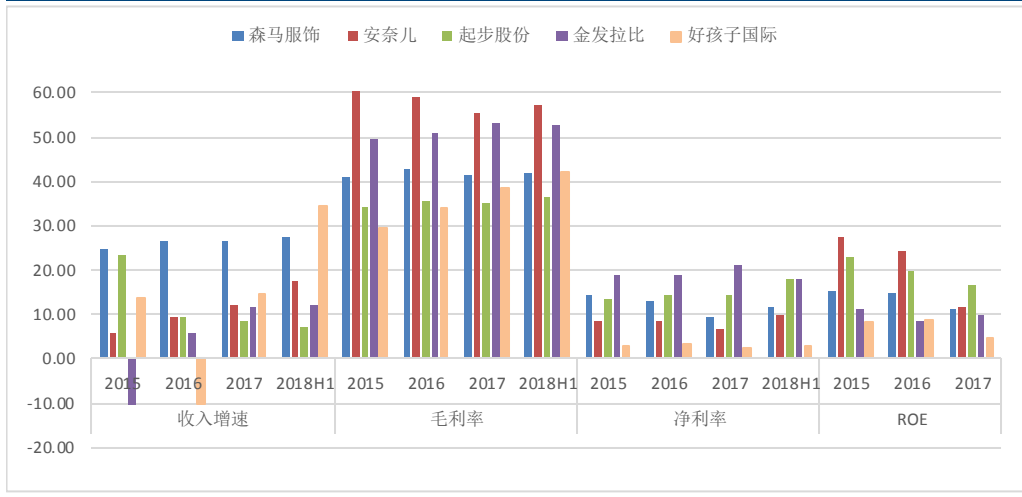
5. 投资策略及重点公司

5.1 投资策略

我们认为童装行业持续景气的态势确定，主要驱动力为 4-14 岁儿童数在未来几年仍能维持增长，叠加童装新一轮消费升级开启。行业格局上，市场集中度仍然有提升空间，国产品牌机会大。我们建议重点关注已经开始多品牌布局的童装龙头**森马服饰**；定位高端童装且直营占比最高的**安奈儿**；定位高潜力儿童出行用品、从外销转型内销的公司**好孩子国际**。并建议积极关注：以成人装为主但是积极布局童装行业的海澜之

家、太平鸟。

图 41：童装上市公司财务对比



资料来源：上市公司网站，东兴证券研究所

5.2 森马服饰 (002563.SZ)

截至 2017 年，森马的儿童服饰业务实现营业收入 63.22 亿元，2008-2017 年营收年复合增速为 31.22%，远快于同期公司成人休闲服饰 9% 的增速。基于先发优势，公司完成了早期童装品牌化的培育并成功打造了专业童装品牌的市场形象。

2018 年公司推出员工持股和限制性股票激励计划，彰显公司发展信心。1) 第一期员工持股计划参加对象包括 5 位高管以及 93 名中层管理人员和核心骨干。截至 2018 年 7 月 3 日，公第一期员工持股计划累计购入公司股票 8,321,710 股，占公司现有股本的 0.31%，成交均价约为 14.10 元/股。2) 第二期限制性股票激励计划涉及核心骨干 513 人，解锁目标为以 2017 年为基准 2018-2020 年扣非归母净利润增长率分别达 25%、44%、65%，营业收入增长率分别达 15%、32%、52%。

我们认为公司的核心竞争力在于产品不断优化升级的能力，优秀的渠道规划和营销能力，以及强有效的供应链管理能力和，在此基础上公司管理能力趋于成熟而演变为多品牌运营平台。Wind 数据显示，公司深股通持股数从 2018 年初的 0.19% 增加至 2018 年末的 1.74%，显示了外资对公司发展路径的认可。我们预计公司 2018-2020 年营业收入 144.25、167.33、194.11 亿元，归属于上市公司股东及利润 15.70、18.53、21.87 亿元，EPS 0.58、0.69、0.81 元，对应 PE 为 15.85、13.43、11.38 倍，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

公司风险提示：品牌整合不及预期，休闲装拖累公司整体增速。

5.3 安奈儿 (002875.SZ)

公司成立于 1996 年，是较早的一批自主研发设计和品牌运营推广的童装企业，也是 A 股唯一一家纯正童装标的。2012-2017 年，公司营业收入持续上升，但盈利波动较大。在经历了产品和渠道方面的持续调整后，前三季度业绩看调整初显成效。2018 年

前三季度，公司营收和净利润分别实现 18.9%和 25.6%的增长。

股权激励彰显公司成长信心。2017 年 9 月公司推出上市后首期股权激励计划，授予公司高管和骨干员工合计 119 人。解锁条件为 2018-2020 年净利润同比分别增长 15%、20%、20%，彰显了公司对未来提升市场份额、提高盈利能力的信心。

我们认为，公司直营占比为主的模式与其高端定位相契合，短期内公司的产品和渠道还在经历调整，但是公司深耕童装行业多年，底蕴颇深，后期增长提速和盈利改善的空间较大。我们预计公司 2018-2020 年营业收入 12.23、14.19、16.46 亿元，归属于上市公司股东及利润 0.85、1.00、1.18 亿元，EPS 0.64、0.7、0.90 元，对应 PE 为 22.34、20.43、16.56 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

公司风险提示：产品、渠道调整不及预期。

5.4 好孩子国际（1086.HK）

好孩子国际创立于 1989 年，目前是世界最大的儿童耐用品品牌经营者，于 2010 年在港股上市。公司上市后借助资本的力量，开启了由制造商到自主品牌、由单一品牌到多品牌矩阵的发展之路。在自有品牌 Goodboy 基础之上，2014 公司先后收购欧洲高端儿童汽车座品牌 Cybex、美国百年品牌 Evenflo。

从收入构成看，公司以耐用品为主，2017 年公司汽车安全座椅、手推车及配件、其他耐用品的占比分别为 40.28%、31.86%、27.86%。从收入地区分布看，2017 年公司的外销占比为 76%，内销为 24%。2017 年好孩子国际以 3.6 亿美元对价将好孩子中国的零售业务纳入上市公司，扩展了公司非耐用品版图。

我们认为，公司的主力产品安全座椅在我国是非常具有潜力的品类，而公司在研发设计和制造能力方面积累多年，实力出众。近两年公司调整业务结构，减少代工业务比重、注入零售业务，虽然短期内公司的收入和利润有波动，但长远看公司形成了全产业链布局，在业务整合完成后业绩释放空间大。我们预计公司 2018-2020 年营业收入 96.51、104.23、109.45 亿港元，归属于上市公司股东及利润 4、4.60、5.29 亿港元，EPS 0.24、0.28、0.32 港币，对应 PE 为 10.12、8.68、7.85 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

公司风险提示：出生人口下滑超预期，公司零售业务整合不及预期。

5.5 太平鸟（603877.SH）

公司创立于 1995 年，2017 年登录 A 股资本市场，目前旗下拥有 PEACEBIRD 女装、PEACEBIRD 男装、乐町 LED' IN 女装、MATERIAL GIRL 女装、Mini Peace 童装、PEACEBIRD LIVIN' 太平鸟巢六大品牌。2018 年，公司成立宁波贝甜时尚服饰有限公司，开展法式童装贝甜 PeTiT AvRiL 的培育，价格定位比 Mini Peace 略低。

其中 Mini Peace 童装创立于 2011 年，定位 4-14 岁时尚活泼的都市儿童。童装收入贡献从 2013 年的 0.65% 增加至 2017 年的 10.08%。公司的童装品牌补充了产品的年龄梯度，同时也是公司现在增速最快的业务。2018 年上半年，公司整体收入增速

12.41%，其中童装增速 19.52%。

我们认为太平鸟作为多品牌全品类时装公司，品牌矩阵完善并呈现滚动式发展，是服装公司里品牌年轻化较为成功的公司。公司在培养贝甜品牌童装后，童装的布局也较为完善。我们预计公司 2018-2020 年营业收入 80.85、92.98、106.92 亿元，归属于上市公司股东及利润 5.6、6.50、7.54 亿元，EPS 1.16、1.35、1.57，对应 PE 为 13.89、11.98、10.33 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

公司风险提示：出生人口下滑超预期，消费承压下服装品牌高端化受阻。

5.6 海澜之家 (600398.SH)

海澜之家是定位大众的国民男装品牌，2014 年上市以来逐步发展为国内男装大众第一品牌。其中海澜之家为公司主品牌，收入贡献在 80%以上。此外，公司培育和吸收了多个子品牌，包括：爱居兔、圣凯诺、AEX、OVV 等，2017 年 8 月投资本土快时尚品牌 UR (Urban Revivo) 10%股权。2017 年 10 月收购本土高端婴童品牌英氏 44%股权，后通过增资共计持有英氏 45.5173%股权。

收购英氏婴童前，海澜之家的业务主要在男女装，男装品牌营业收入占比达到 92%。在男装增速放缓的情况下，公司通过拓展其产品品类，保持自身的增长。英氏婴童主要定位 0-6 岁婴幼儿服饰，对海澜之家的品类形成了补充。

我们认为公司经高效的“平台型”经营模式将促进公司长期增长，其中女装和婴童装品牌仍处于成长期，将成为公司成长的重要力量。我们预计公司 2018-2020 年营业收入 187.64、201.71、216.64 亿元，归属于上市公司股东及利润 34.62、37.39、40.38 亿元，EPS 0.77、0.83、0.90 元，对应 PE 为 11.50、10.65、9.86 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

公司风险提示：新品牌培育周期过长。

6. 风险提示

1. 出生人口下滑超预期。我们考虑了未来两年出生人口继续下滑的情况，但在国民生育意愿较低的情况下，生育人口的下滑幅度和时间长度有可能会超过预期，行业的增速也会受到一定影响。
2. 公司产品风险。由于国家对儿童服饰的检验标准较为严格，如果上市公司产品在国家检测中发现有不合格现象，将影响上市公司品牌形象和经营活动。

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

单击此处输入文字。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。