

投资评级：增持

证券分析师

石林

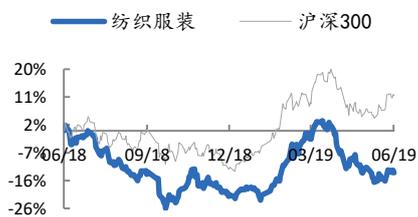
资格编号：S0120518030001

电话：021-68761616-8747

邮箱：shilin@tebon.com.cn

联系人

市场表现



资料来源：德邦研究

相关研究

消费升级驱动童装蓝海

童装行业深度报告

投资要点：

- **我国童装市场增速高、成长快。**2018年我国童装市场规模达到1941亿元，过去五年复合增速11.17%，处于高速成长期。将我国童装市场细分为小童装（0-3岁）和大童装（4-14岁）发现，小童装市场由于基数低、品质化升级更为明显，比大童装市场更具增长潜力。
- **儿童人均童装支出的增加是推动童装市场增长的主因。**童装市场规模主要由以下两个因素决定：0-14岁人口数量和儿童人均童装支出；2011-2018年童装市场规模增长的主要驱动力来自于儿童人均童装支出的增加。其中，2016-2018年的小童装的儿童人均童装支出的增速逐年跑赢大童装，显示了更明显的消费升级趋势。
- **未来十年市场容量可达5700亿元以上。**经测算，2019-2028年的新出生人口数呈缓慢下行，0-14岁人口数量总体持平，中国童装市场规模未来增长依然由儿童人均童装支出的增长推动。预计我国童装市场规模从2019年的2434亿元增长至2028年的5761亿元，未来十年年均复合增速为10.69%。
- **童装集中度提升显著，龙头马太效应加剧。**我国童装市场可分为专业童装品牌和成人装延伸品牌，长期来看两者各具优势，仍将保持共存的局面。2017年我国童装品牌CR5、CR10分别为8.5%、14.9%，较2012年分别提升2.1pct、3.5pct，集中度稳步提升。2013-2018年巴拉巴拉连续保持市占率第一，份额从2013年的3.2%提升至2018年的5.6%，显示出较强的马太效应。
- **我国童装品牌基本采用了全渠道的布局，经营模式为直营和加盟结合、线上和线下相结合。**童装线上渠道占29%；品牌的电商占比低于行业平均，有追赶空间。线下渠道仍以百货商场和购物中心为主，合计占线下的65%。我们判断未来综合性商场由于品类齐全、一站式购物的优势，仍是线下扩张的重点发展方向，尤其是购物中心具有更快的增长潜力。
- **童装未来发展趋势在于品类延伸和渠道下沉。**童装品牌未来可通过通过风格定位的细分对标不同的消费群体需求，丰富消费场景，多品类延伸以童鞋、配饰和儿童家纺为主，预计运动户外类场景的童装份额将增长更快。相对于一二线童装品牌的竞争已趋于饱和，三四线的品牌渗透率仍有一定的提升空间，因此渠道下沉将成为下一个发展阶段的重要战略。购物中心下沉的趋势也对童装品牌下沉构成助力。
- **未来五年童装行业保持高景气度，建议关注童装上市相关公司。**我们认为童装行业处于快速成长期，而其消费属性导致消费者更注重品牌和品质，有利于集中度提升，建议关注童装上市相关公司，如森马服饰、安奈儿、金发拉比、起步股份等。
- **风险提示。**市场竞争加剧的风险。生育率下降的风险。

行业相关股票

股票代码	股票名称	EPS (元)			P/E			投资评级	
		2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	上期	本期
002563.SZ	森马服饰	0.63	0.71	0.83	18.1	16.0	13.7	--	未评级
002875.SZ	安奈儿	0.63	0.76	0.93	31.4	26.1	21.3	--	未评级
002762.SZ	金发拉比	0.11	0.19	0.22	52.7	30.5	26.4	--	未评级
603557.SH	起步股份	0.38	0.44	0.50	23.3	20.2	17.7	--	未评级

资料来源：Wind，德邦研究

目 录

1. 我国童装市场增速高，成长快.....	5
1.1 我国童装市场规模广，景气度高.....	5
1.2 小童装市场比大童装更具增长潜力.....	6
2. 未来十年市场容量可达 5700 亿以上.....	8
2.1 童装市场增长主要来自消费升级的驱动.....	8
2.2 新出生人口数量未来缓慢下行.....	9
2.3 预测 2019-2028 年童装复合增速 10.69%.....	11
3. 童装竞争加剧，集中度提升显著.....	13
3.1 我国童装市场处于成长期.....	13
3.2 长期上专业童装和成人装延伸品牌仍将共存.....	14
3.3 童装集中度稳步提升，龙头体现马太效应.....	15
3.4 线下购物中心增长较快，线上持续提升渗透率.....	16
4. 童装未来发展趋势在于品类延伸和渠道下沉.....	18
4.1 多品类多场景延伸.....	18
4.2 渠道向低线城市下沉.....	18
5. 国内外童装龙头对比.....	19
5.1 森马服饰：持续领跑的国内童装龙头.....	19
5.2 Carter's：多品牌全渠道的北美童装龙头.....	20
6. 风险提示.....	22

图表目录

图 1 我国母婴行业市场规模（百亿元）	5
图 2 2015 年我国母婴市场细分领域占比	5
图 3 2011-2018 年中国童装市场规模（亿元）	5
图 4 中国服装市场细分领域规模及增速（亿元）	5
图 5 1981-2018 年新出生人口统计（人）	6
图 6 2000-2018 年我国 0-14 岁人口数量及占比	6
图 7 我国童装市场处于成长期	6
图 8 2017 年中外童装人均消费支出（美元）	6
图 9 消费者选购童装看重的因素	6
图 10 2015 年童装细分市场占比	7
图 11 儿童人均童装支出及增速（元）	7
图 12 大童装和小童装的人均支出及增速（元）	7
图 13 2011-2018 年我国童装市场规模（亿元）	8
图 14 2011-2018 年儿童人均童装支出及增速（元）	8
图 15 2011-2018 年 0-14 岁人口数量、增速及占总体比例	8
图 16 1981-2018 年新出生人口数量	8
图 17 中国童装市场新旧消费观对比	9
图 18 2013-2018 年人均 GDP 与居民可支配收入及增速	9
图 19 不同年龄段消费者的人均育儿支出（元）	9
图 20 2004-2018 年年末总人口（万人）	10
图 21 2004-2018 年人口出生率（%）	10
图 22 2004-2018 年育龄妇女占女性人口比例	10
图 23 2004-2018 年育龄妇女总体生育率	10
图 24 2019-2028 年中国童装市场规模、童装人均支出及增速的预测	12
图 25 我国服装各品类的产业生命周期	13
图 26 全国重点零售企业销售额增速情况	13
图 27 2015 年至今童装销售月度数据	13
图 28 我国童装企业发展方向	14
图 29 巴拉巴拉产品	15
图 30 jnbybyJNBY 产品	15
图 31 我国童装市场 CR5 和 CR10 变化	15

图 32 2017 年中外童装市场 CR5 对比.....	15
图 33 童装品牌线上和线下渠道分类	16
图 34 2017 年中国童装线下细分渠道份额	17
图 35 2017 年中国童装市场线上细分渠道份额	17
图 36 主要童装品牌渠道数量对比	17
图 37 主要童装品牌渠道自营和加盟占比	17
图 38 主要童装品牌电商占比	18
图 39 2018 天猫双十一母婴品牌成交额前十名	18
图 40 中国童装市场按风格份额	18
图 41 中国童装市场分层级市场份额	19
图 42 森马过去五年收入及增速（亿元）	19
图 43 森马过去五年归母净利润及增速（亿元）	19
图 44 巴拉巴拉过去五年收入及增速（亿元）	20
图 45 巴拉巴拉过去五年门店数量	20
图 46 Carter's 过去五年收入及增速（亿美元）	20
图 47 Carter's 过去五年净利润及增速（亿美元）	20
图 48 公司零售和批发渠道占比	21
图 49 公司未来零售渠道开店规划	21
图 50 Carter's 门店展示图	21
图 51 Carter's 产品展示图	21
表 1 育龄妇女总体生育率和第一孩次生育率对比	10
表 2 2019-2028 年新出生人口数和 0-14 岁人口数量预测	11
表 3 2019-2028 年大童装和小童装人均支出预测	11
表 4 2019-2028 年 0-14 岁，4-14 岁，0-3 岁人口数量预测	12
表 6 童装品牌具体分类	14
表 7 我国童装市场品牌份额排名（%）	16
表 8 森马旗下童装品牌列表	20
表 9 Carter's 旗下品牌列表	21

1. 我国童装市场增速高，成长快

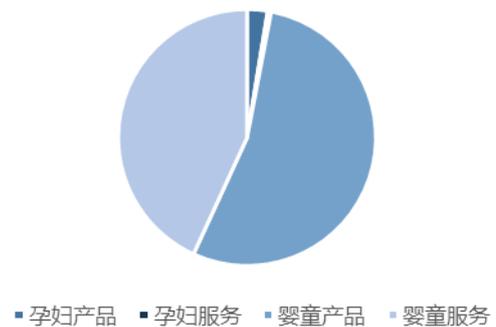
母婴市场是指面向孕产妇及婴童群体，满足其衣食住行用玩教等全方位需求，涉及商品制造、零售、生活服务、教育、娱乐、医疗卫生等多个行业的综合性消费产业体系。据儿童产业研究中心估计，2018年中国母婴行业市场规模将达到3万亿元，未来十年将保持20-30%的高增长率。

母婴市场又可细分为婴童产品、婴童服务、孕妇产品和孕妇服务四大类，其中婴童产品及服务占据了绝对大多数份额。本文中我们将具体讨论婴童产品中发展历史较长、集中度仍偏低的童装行业，它既具有服饰市场的基本消费品的特性，也由于锚定婴童这一细分群体，呈现出一些全新的特征。

图1 我国母婴行业市场规模（百亿元）



图2 2015年我国母婴市场细分领域占比



资料来源：儿童产业研究中心，德邦研究

资料来源：中国婴童网，德邦研究

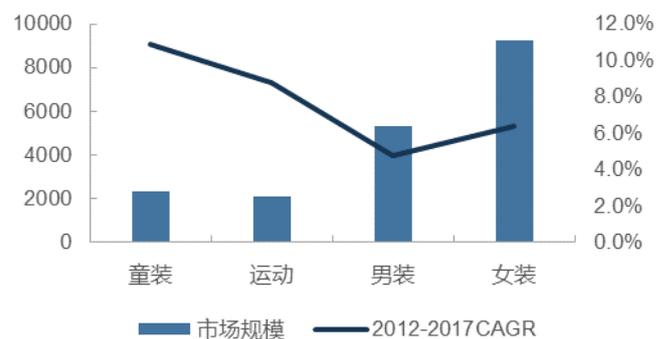
1.1 我国童装市场规模广，景气度高

根据Euromonitor统计，2018年我国童装市场规模达到1941亿元，过去五年复合增速11.17%，呈现出较高的景气度。根据罗兰贝格分析，2012-2017年，服装市场中几大细分市场增速各不相同，其中童装年复合增速达到10.9%，运动服饰年复合增速为8.8%，而男装年复合增速为4.8%，女装年复合增速为6.4%；童装行业呈现出较强的成长趋势，处于成长期。

图3 2011-2018年中国童装市场规模（亿元）



图4 中国服装市场细分领域规模及增速（亿元）



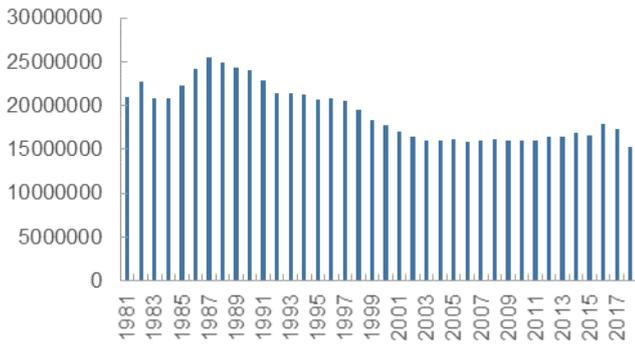
资料来源：Euromonitor，德邦研究

资料来源：罗兰贝格，德邦研究

我国童装行业处于成长期的驱动因素来自于多个方面：首先，随着8090后进入婚育高峰期，2012年以来中国迎来第四次婴儿潮，2018年0-14岁人口占比为17.55%；其次，2015年“全面二胎”政策正式出台，2016和2017年的生育率有所回升，虽2018年生育率回落，从长期政策来看，二胎政策对人口生育率仍有提振作用；再次，新崛起的8090后家长具有更新的消费观念，对于产品提出了品牌化、个性化的消费需求，为童装市场提供了消费升级的空间；最后，独生子女婚后形成的“4+2+1”的漏斗形家庭

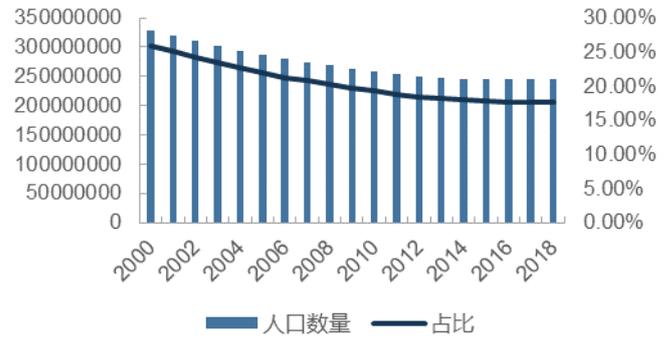
结构在社会中占据较大比例，此类家庭更具有为儿童各方面产品买单的消费意愿和充足的经济能力。

图 5 1981-2018 年新出生人口统计 (人)



资料来源：国家统计局，德邦研究

图 6 2000-2018 年我国 0-14 岁人口数量及占比



资料来源：国家统计局，德邦研究

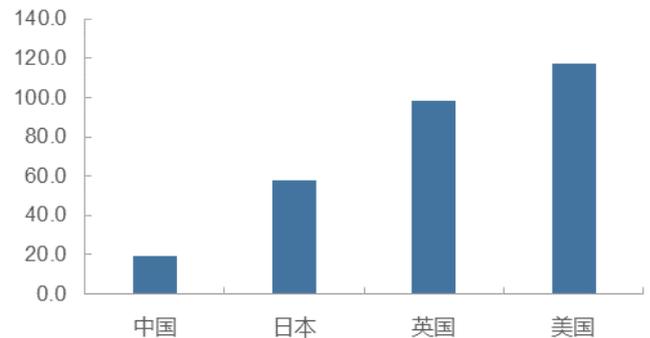
我国童装市场处于成长期，人均童装消费支出和海外差距较大。从发展阶段来看，我国童装行业具有增速较快、竞争加剧、细分需求开始出现、消费者开始受品牌及品质等多种因素驱动等特点，仍处于成长期。对比人均童装消费支出可见，2017 年我国人均童装消费为 19.2 美元，日本、英国、美国人均消费支出为 57.8 美元、98.2 美元、117.4 美元，可见我国童装人均消费支出有较大的提升空间。我国与海外人均支出差距较大的原因有，人均收入水平存在一定的差距，海外童装具有更细分化、专业化的需求，带动产品单价和消费频次的进一步提升。

图 7 我国童装市场处于成长期



资料来源：Euromonitor，德邦研究

图 8 2017 年中外童装人均消费支出 (美元)

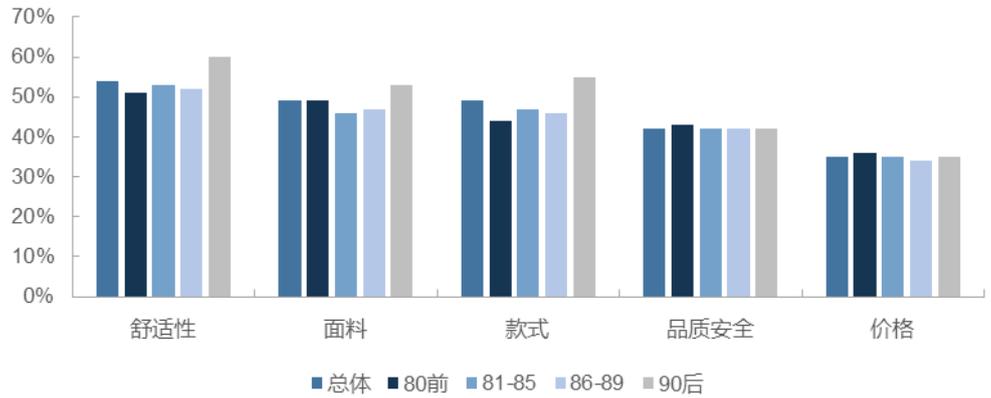


资料来源：Euromonitor，德邦研究

1.2 小童装市场比大童装更具增长潜力

童装的消费具有三个特点：一、童装对时尚性的要求较低，对功能性、舒适性、安全性的要求较高，因此产品生产趋于标准化，有利于厂家扩大规模优势，提升集中度；二、儿童在快速生长阶段，鞋服的更换频次更高，每年更新约为 15-20 件，而成人约为 10 件；三、我国素有重视下一代的观念，对儿童的日常开支表现为价格敏感度低、追求品质化等特点，因此童装相对于成人装，家长更乐于消费、并愿意为品牌买单。

图 9 消费者选购童装看重的因素

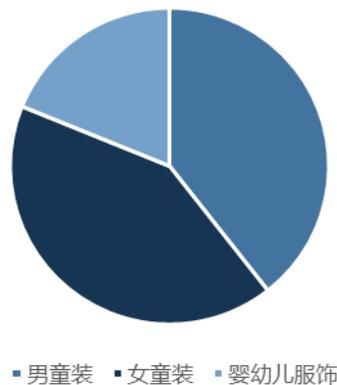


资料来源: CBME, 德邦研究

我国童装市场又可进一步细分为小童装 (0-3 岁) 和大童装 (0-14 岁)。由于 0-14 岁儿童处于生长发育阶段, 不同年龄段体貌特点和对服装的消费需求不一, 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 岁的大龄儿童装则称为“大童装”。

大童装由于高景气度、便于延伸吸引了更多的成人服装品牌企业参与, 而小童装由于专业度更高、行业壁垒更高, 以儿童专业品牌为主。由于体貌特点的原因, 大童装单价更高, 占比约为 80%, 小童装占比约为 20%。根据 Euromonitor 报告, 2015 年中国童装市场规模为 1450 亿元, 其中男童装规模 571 亿元, 占总体的 39.4%, 女童装规模为 605 亿元, 占总体的 41.8%, 婴幼儿服饰规模 273 亿元, 占 18.8%。

图 10 2015 年童装细分市场占比



资料来源: Euromonitor, 德邦研究

我们按每年新出生人口推算得到 0-14 岁人口数量, 以此基数来计算儿童人均童装支出发现, 儿童童装人均支出增速在逐年提升; 这说明了我国童装消费出现了一定的消费升级趋势。对比 2015-2018 年大童装和小童装的儿童人均童装支出, 我们发现小童装的儿童人均童装支出增速逐渐提升, 2018 年高于大童装接近 5 个百分点。这说明了小童装具备更明显的消费升级趋势, 这与小童装本身基数低、大众对其品牌化、品质化的要求得到更鲜明的反映有关。

图 11 儿童人均童装支出及增速 (元)

图 12 大童装和小童装的人均支出及增速 (元)



资料来源: Euromonitor, 德邦研究



资料来源: Euromonitor, 德邦研究

2. 未来十年市场容量可达 5700 亿以上

2.1 童装市场增长主要来自消费升级的驱动

我们认为童装市场规模主要由以下两个因素决定: 0-14 岁人口数量和儿童人均童装开支。

2011-2018 年我国童装市场规模由 964 亿元增加到 2087 亿元, 过去八年的年复合增速为 10.14%, 尤其 2015-2018 年增速迈入加快的拐点。根据国家统计局, 2011-2018 年 0-14 岁人口数量从 2540 万人增加到 2450 万人, 年复合增速为-0.45%, 占总人口比重由 2011 年的 18.85%下降至 2018 年的 17.55%。儿童人均童装支出由 2011 年的 380 元增加到 2018 年的 852 元, 年复合增速为 10.64%。由此我们发现, 童装市场规模增加的主要驱动来自于儿童人均童装支出的增加。

图 13 2011-2018 年我国童装市场规模 (亿元)



资料来源: Euromonitor, 德邦研究

图 14 2011-2018 年儿童人均童装支出及增速 (元)



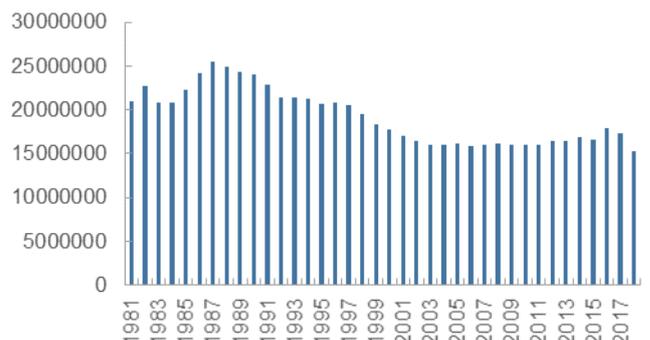
资料来源: 国家统计局, 德邦研究

图 15 2011-2018 年 0-14 岁人口数量、增速及占总体比例



资料来源: 国家统计局, 德邦研究

图 16 1981-2018 年年出生人口数量



资料来源: 国家统计局, 德邦研究

0-14 岁人口数量增速基本持平，占总人口比例小幅下滑，主要是由于每年新出生人口数量的波动。2004-2010 年每年新出生人口均低于 1600 万人，远低于第三次婴儿潮（1986-1990 年）的每年新出生 2400 万人的水平；整体来看，2000 年以后，新出生人口进入增长停滞期，2014 年“单独二胎”政策、2016 年“全面二胎”政策的实施对生育率有一定推动作用，新出生人口有所回升。

儿童人均童装支出的增长较为显著，是由于消费需求的更新带来的消费升级趋势。随着居民可支配收入的提升，消费能力增强，消费者更趋向于为品质更优的产品买单，对童装的安全性和舒适性的偏好超过了对价格的敏感度，因此会选购质量更好的童装服饰，童装的消费出现了较为明显的升级趋势。其次，童装购买的决策主体发生变化，8090 年轻一代的父母具备更强的消费意愿，同时也具有更强的品牌意识，因此有足够的消费能力去选择价格更高的品牌童装。最后，根据罗兰贝格预测，中国儿童鞋服人均年消费支出由 2017 年的 969.2 元增长到 1704.3 元，年复合增速为 12.0%，其中购买单价大幅提升，年均复合增速为 10.7%，购买数量驱动增长的影响较小，年均复合增速为 1.2%，由此可见购买单价的提升是推动童装市场增长的重要因素之一。

图 17 中国童装市场新旧消费观对比



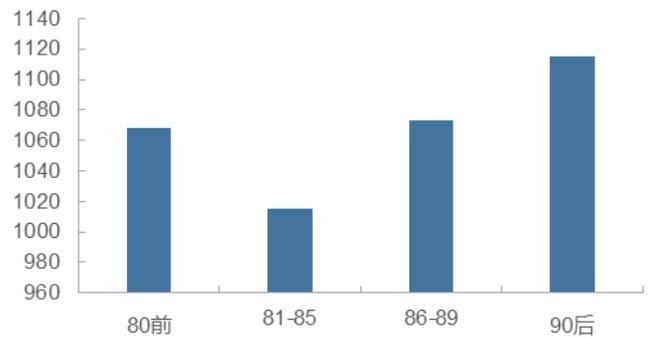
资料来源：中国母婴市场演进白皮书，德邦研究

图 18 2013-2018 年人均 GDP 与居民可支配收入及增速



资料来源：国家统计局，德邦研究

图 19 不同年龄段消费者的人均育儿支出（元）



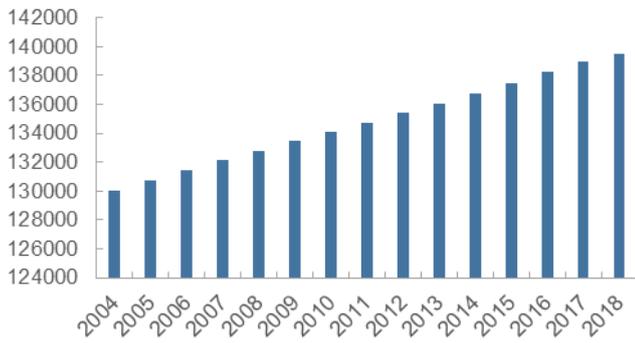
资料来源：CBME，德邦研究

2.2 新出生人口数量未来缓慢下行

0-14 岁人口数量是由历年新出生人口数加总而得。2019-2028 年每年的新出生人口数主要由以下几个因素决定：人口总数和出生率，出生率又是由育龄妇女数量和生育率决定。

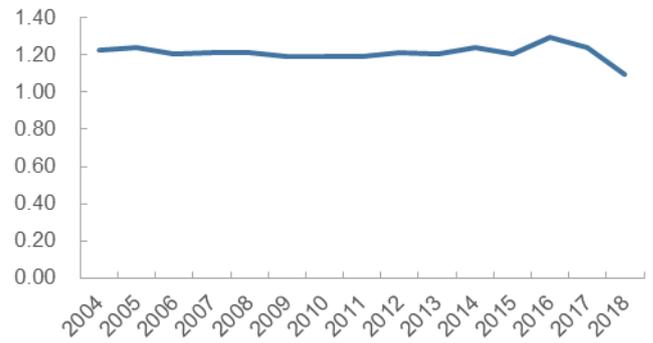
2004-2018 年人口总数增长基本较为平滑，人口出生率近几年波动稍为明显，2016 和 2017 年出生率有明显的回升，主要是由于全面二胎政策的推动。2018 年出生率 1.094%，较 2017 年 1.243% 有较明显的下滑，由于单年出现波动，缺乏后续趋势指示，无法厘清具体原因，因此本文不作详细展开。

图 20 2004-2018 年年末总人口 (万人)



资料来源: 国家统计局, 德邦研究

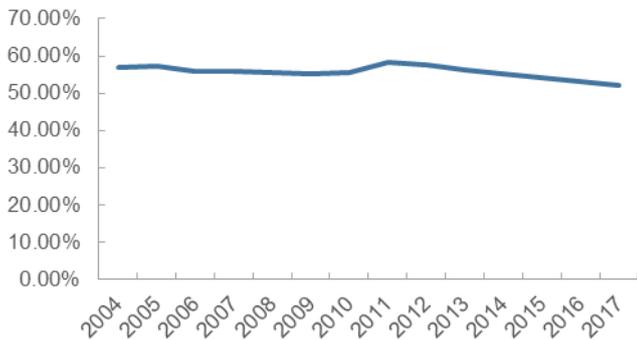
图 21 2004-2018 年人口出生率 (%)



资料来源: 国家统计局, 德邦研究

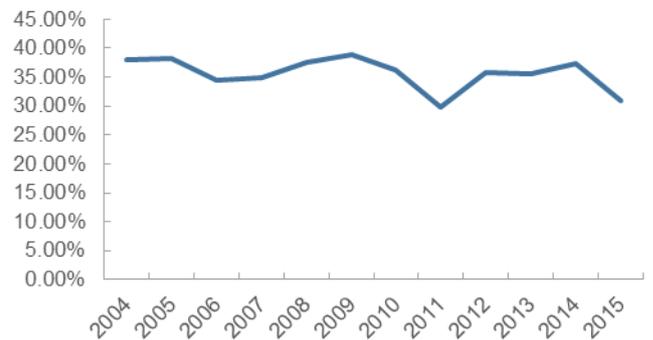
育龄妇女占女性人口的比例逐年下滑, 全面二胎政策或对生育率有提振。我们定义 15-49 岁为育龄妇女, 占女性人口比例从 2004 年的 57.01% 下滑至 2017 年 52.01%。育龄妇女的总体生育率也从 2004 年的 38.01% 下滑至 2015 年的 30.93%, 2016 年及以后的数据未统计。然而, 对比育龄妇女总体生育率和第一孩次生育率的数据, 我们发现, 2014 和 2015 年的总体生育率与第一孩次生育率的比值出现了上移。这说明 2014 和 2015 年二孩和二孩以上的生育率提升了, 或与 2013 年 12 月发布的单独二胎政策有关, 因此, 我们推测 2016 年发布的全面二胎政策将对生育率有进一步提振作用。

图 22 2004-2018 年育龄妇女占女性人口比例



资料来源: 国家统计局, 德邦研究

图 23 2004-2018 年育龄妇女总体生育率



资料来源: 国家统计局, 德邦研究

表 1 育龄妇女总体生育率和第一孩次生育率对比

	总体生育率	第一孩次生育率	比值
2004	38.01%	26.53%	1.43
2005	38.29%	21.68%	1.77
2006	34.44%	23.02%	1.50
2007	34.99%	25.04%	1.40
2008	37.46%	26.22%	1.43
2009	38.83%	24.24%	1.60
2010	36.14%	--	--
2011	29.75%	19.75%	1.51
2012	35.89%	23.38%	1.54
2013	35.68%	22.96%	1.55
2014	37.33%	21.50%	1.74
2015	30.93%	16.43%	1.88

资料来源: 国家统计局, 德邦研究

新出生人口的绝对量是支撑童装市场规模的基础。我国建国以后第三次婴儿潮出现在 1986-1990 年，按预期这一批人口将在 2010 年后推动产生第四次婴儿潮，但由于生育年龄推迟、人口结构变化等多重因素的影响，近几年我国新出生人口数量未能出现预期的生育高峰。我们认为，每年新出生人口的绝对量仍是对童装市场规模的有力支撑；从数据上，育龄妇女绝对数量和生育率呈现缓慢下行的趋势，但是全面二胎政策通过增加第二孩次（及以上）的生育比例，对生育率的提升有一定影响，对未来 5-10 年的新出生人口具有一定的提振作用。

我们根据《1990 年以来中国人口出生水平变动及预测》（王亚楠，钟甫宁，2017.1），《生育政策调整研究中存在的问题和反思》（王广州，2012.2）对新出生人口的预测，调整得到 2019-2028 年的新出生人口数及 0-14 岁人口数量，预计 2019 年新出生人口数为 1749 万人，0-14 岁人口数量为 2465 万人。

表 2 2019-2028 年新出生人口数和 0-14 岁人口数量预测

	新出生人口数	0-14 岁人口数量
2019	17494639	246471432
2020	16166749	246424437
2021	15494742	246027116
2022	14091177	244130684
2023	14533828	242542349
2024	13856610	240451684
2025	14066580	238561435
2026	13452247	235939797
2027	13804902	233360815
2028	13910318	230833635

资料来源：经作者测算，《1990 年以来中国人口出生水平变动及预测》（王亚楠，钟甫宁，2017.1），《生育政策调整研究中存在的问题和反思》（王广州，2012.2），国家统计局，德邦研究

2.3 预测 2019-2028 年童装复合增速 10.69%

我们估算 2019-2028 年童装市场规模的基本框架为，将童装市场规模拆分为大童装和小童装，大童装/小童装市场规模分别为人均支出和人口数量的乘积。

2018 年大童装人均支出为 943 元（按大童装市场规模/大童装 4-14 岁消费人口数量得出，小童装类似），小童装人均支出为 610 元，2016-2018 年人均支出增速在提升，从趋势来看我们认为和人均 GDP 增速存在一致性的联系，因此对大童装和小童装未来十年人均支出的增长采取了和预测人均 GDP 增速的近似变化趋势。从表 3 可见，大童装人均支出从 2019 年的 1085 元增长至 2028 年的 2575 元，增长了 137%，小童装人均支出从 2019 年的 731 元增长至 2028 年的 2243 元，增长了 207%。从上文中外童装人均支出可知，当前中国的人均童装支出（这里采用的是童装市场规模/总人口）大约为日本的三分之一，英国的四分之一，美国的六分之一，因此我们估算 2028 年儿童人均童装支出达到目前的 2-3 倍的水平具有一定合理性。

表 3 2019-2028 年大童装和小童装人均支出预测

	大童装人均	YOY	小童装人均	YOY	人均 GDP- YOY
2016	720	12.36%	436	9.70%	7.30%
2017	819	13.70%	505	15.80%	10.29%
2018	943	15.25%	610	20.67%	9.19%
2019E	1085	15.00%	731	20.00%	6.30%
2020E	1248	15.00%	878	20.00%	6.30%
2021E	1397	12.00%	1053	20.00%	6.00%
2022E	1565	12.00%	1211	15.00%	5.80%

2023E	1753	12.00%	1393	15.00%	5.20%
2024E	1893	8.00%	1532	10.00%	5.20%
2025E	2044	8.00%	1685	10.00%	5.20%
2026E	2208	8.00%	1854	10.00%	5.20%
2027E	2385	8.00%	2039	10.00%	5.20%
2028E	2575	8.00%	2243	10.00%	--

资料来源: Euromonitor, WIND, 德邦研究

我们将历年的 0-14 岁人口数量拆分为 4-14 岁和 0-3 岁两部分, 由此发现, 大童 (4-14 岁) 人口数量在未来十年基本保持平稳, 小童 (0-3 岁) 人口数量在未来十年呈现缓慢下滑趋势, 这与新出生人口数量缓慢下行的趋势直接相关。

表 4 2019-2028 年 0-14 岁, 4-14 岁, 0-3 岁人口数量预测

	0-14 岁人口数量	4-14 岁人口数量	0-3 岁人口数量
2016	244964293	177109104	67855189
2017	245723932	177027546	68696386
2018	244952318	177910409	67041910
2019E	246471432	178526547	67944885
2020E	246424437	180218897	66205540
2021E	246027116	181605529	64421587
2022E	244130684	180883377	63247307
2023E	242542349	182255853	60286496
2024E	240451684	182475327	57976357
2025E	238561435	182013240	56548195
2026E	235939797	180030532	55909265
2027E	233360815	178180476	55180339
2028E	230833635	175599588	55234047

资料来源: 经作者测算, 《1990 年以来中国人口出生水平变动及预测》(王亚楠, 钟甫宁, 2017.1), 《生育政策调整研究中存在的问题和反思》(王广州, 2012.2), 国家统计局, 德邦研究

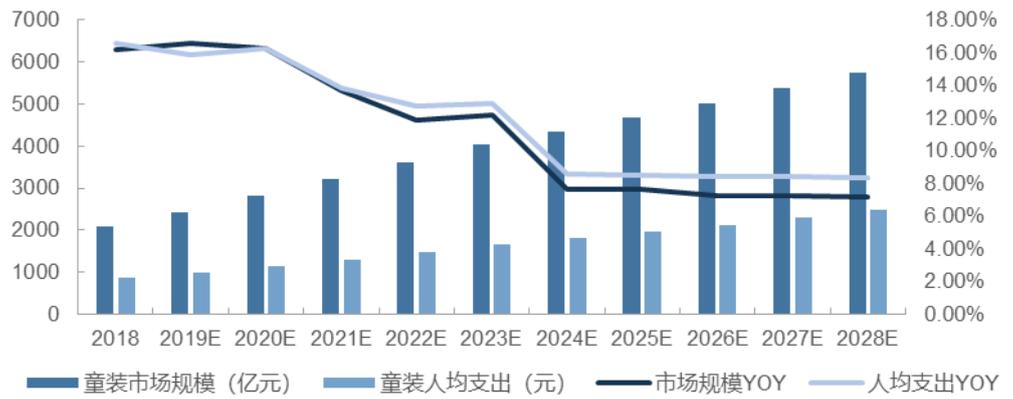
我们估算中国童装市场规模从 2019 年的 2434 亿元增长至 2028 年的 5761 亿元, 未来十年年均复合增速为 10.69%, 主要驱动童装市场规模增长的因素为人均支出的提升。预计到 2024 年中国童装市场规模增长将迈入拐点, 由快速增长长期转为中速成长期; 儿童童装人均支出未来十年增长趋势总体和童装市场规模保持一致, 显示该市场的增长主要由价格驱动, 而非数量的增长。

表 5 2019-2028 年中国童装市场规模预测 (亿元)

	童装市场规模	YOY	大童装市场规模	小童装市场规模
2018	2087	16.20%	1678	409
2019E	2434	16.62%	1937	497
2020E	2829	16.26%	2248	581
2021E	3216	13.66%	2538	679
2022E	3597	11.84%	2831	766
2023E	4034	12.16%	3195	840
2024E	4343	7.64%	3454	888
2025E	4674	7.64%	3721	953
2026E	5012	7.22%	3975	1037
2027E	5374	7.24%	4249	1125
2028E	5761	7.20%	4522	1239

资料来源: 经作者测算, Euromonitor, WIND, 德邦研究

图 24 2019-2028 年中国童装市场规模、童装人均支出及增速的预测



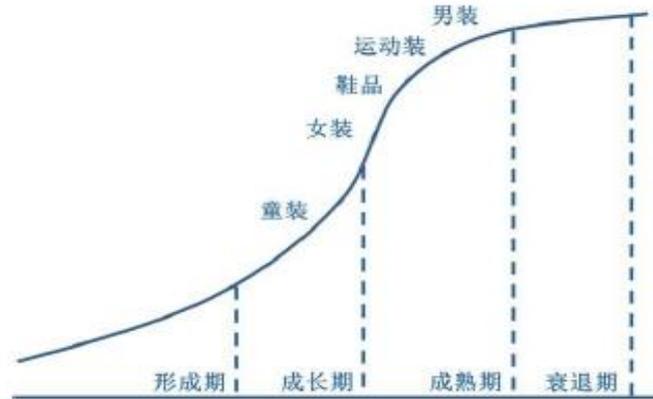
资料来源：经作者测算，Euromonitor，WIND，德邦研究

3. 童装竞争加剧，集中度提升显著

3.1 我国童装市场处于成长期

我国童装市场发展于 90 年代初期，相对于整个国际童装市场起步较晚。随着人民生活水平的提升，大众对童装的需求开始呈现多元化的趋势，国内的童装品牌逐渐崛起，海外的童装品牌也纷纷进入市场，但我国童装市场整体的发展与男女装相比，还处于一个较低的水平。

图 25 我国服装各品类的产业生命周期



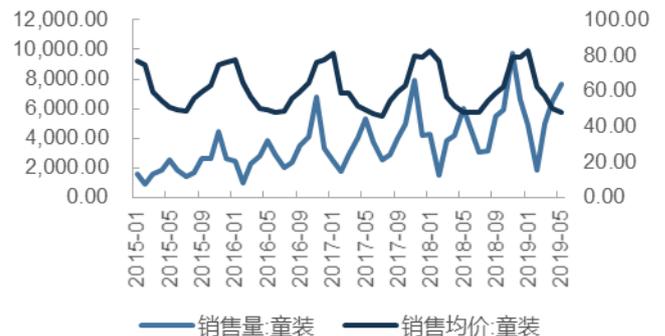
资料来源：安奈儿招股书，德邦研究

童装市场增速较快，2015 年至今购买数量和购买单价均实现上涨。根据中华商业信息中心，2018 年全国重点大型零售企业服装零售额增长 0.9%，其中男装增长 0.4%，女装增长 0.9%，童装增长 6.7%，童装相对增速较快。

图 26 全国重点零售企业销售额增速情况



图 27 2015 年至今童装销售月度数据



资料来源：中华商业信息中心，德邦研究

资料来源：WIND，德邦研究

中国童装市场的产品结构不均衡。我国童装品牌的产品多集中在中大童（4-12岁）和婴幼儿童（0-3岁），青少年装（12-16岁）涉及不多，这两年企业越来越重视向婴幼儿童和青少年装的延伸。此外，童装和成人装相比存在着品种少、款式单一的现象。低档童装市场基本上由国有企业和一部分乡镇企业的产品占据，市场供应过剩，以批发零售为主；高档市场基本被国外品牌、合资企业占据，消费水平较高，大多需求集中在一线城市；与国内消费水平相当的中档童装市场空间很大，覆盖消费群体很广，成长性较强。

中国童装市场的竞争存在城市分层。一线城市是品牌童装最大的消费市场，竞争激烈；二三线城市则是本土知名品牌和区域代表品牌占据了主要地位；批发市场中，经过激烈竞争生存下来的品牌也在逐步加强品牌和品质的提升。

图 28 我国童装企业发展方向



资料来源：前瞻研究，德邦研究

3.2 长期上专业童装和成人装延伸品牌仍将共存

根据童装品牌的定位不同，可分为高端、中端、低端三类，主要呈现出金字塔的格局。中高端市场竞争激烈，低端市场品牌冗杂。高端品牌主要指的是奢侈品牌的童装线，此类品牌具有国际化的设计和运营优势，品牌溢价也较高。中高端品牌主要包括专业童装品牌，如 Pawinpaw, Kingkow 等一些专业高端童装品牌，巴拉巴拉、安奈儿等国内知名度较高、在中档市场拥有巨大消费群体的国产品牌，AdidasKids, jnbybyJNBY 等成人装延伸的童装线还有一些区域性童装品牌，区域市场占有率较高，但缺乏足够的品牌力和渠道力走向全国。低端市场占据了大量的无品牌、弱品牌或区域小品牌，主要以批发为主，占据了当前童装市场约 40% 的份额，是我国童装销售的基石，主要面向城乡和农村市场。

表 6 童装品牌具体分类

	类别	代表品牌	单件上衣价格
奢侈品品牌	奢侈品品牌童装线	YoungVersace, ArmaniJuniors	1000 元以上
中高端品牌	专业高端童装品牌	Pawinpaw, Kingkow	300 元以上
	一般品牌童装线	AdidasKids, jnbybyJNBY	300 元以上
	专业童装品牌	巴拉巴拉, 安奈儿	100 元以上
低端品牌	快时尚童装线	GapKids, ZaraKids	100 元以上
	小品牌或无品牌		100 元以下

资料来源：WIND，德邦研究

根据进入路径的不同，童装品牌又可分为专业童装品牌和成人装延伸品牌。专业童装品牌是指独立的童装品牌，如巴拉巴拉，成人装延伸品牌是指在原来成人装基础上，延伸发展出针对婴童的服饰品牌。当前专业童装品牌和成人装延伸品牌各具优

势，长期来看两者仍将继续共存于市场。

专业童装品牌的优势在于专业定位儿童，厂家长期浸润行业，生产经验丰富，在产品版型、面料等设计上等贴近儿童的需求，并对安全性、舒适度建立了高标准。零售终端通常集中于商场或商圈特定区域。

成人装延伸品牌的优势在于，成人装品牌衍生出的童装，具有与主品牌设计风格、品牌调性相似的基因，家长更容易将自己的消费倾向延续到孩子的消费选择上；此外，这类成衣品牌往往有成熟的品牌资源和拓展渠道，童装线依附而生，能得到较好的发展助力。零售终端既有单独开设的门店，也有在成人装现有的零售终端增加童装区域形成集合店的模式。

图 29 巴拉巴拉产品



资料来源：公司官网，德邦研究

图 30 jnbybyJNBY 产品



资料来源：公司官网，德邦研究

3.3 童装集中度稳步提升，龙头体现马太效应

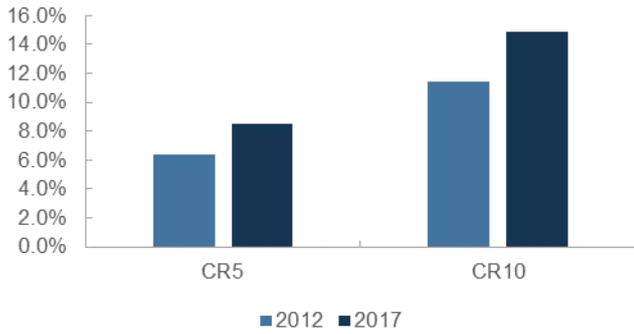
童装行业相较成人装，更易实现集中度提升。从需求端来看，父母作为童装选购的决策主体，对舒适性和安全性高于时尚性，因此有利于产品趋近于标准化发展，生产企业更易实现规模效应，行业集中度因而实现提升。年轻一代的消费者具有新的消费观，对品牌化、品质化的产品有更强的消费意愿，同时居民可支配收入水平的提升有利于消费升级，因此品牌童装将更能攫取市场份额，扩大集中度。

从供给端看，渠道稀缺和行业规范导致中小品牌竞争力减弱。线上和线下的流量越来越向品牌集中，母婴消费作为注重实体体验的一类消费，线下渠道对品牌的优胜劣汰越发激烈。2016年6月1日起首部专门针对婴幼儿及儿童纺织产品的强制性国家标准《婴幼儿及儿童纺织产品安全技术规范》正式实施，行业安全技术门槛提高，中小型童装企业逐渐被市场淘汰。

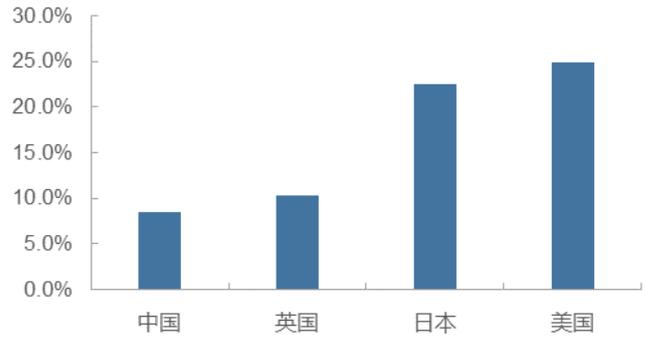
我国童装市场集中度较为分散。2017年我国童装品牌CR5、CR10分别为8.5%、14.9%，较2012年分别提升2.1pct、3.5pct，集中度稳步提升；其中巴拉巴拉稳居第一，2017年市占率达到5.0%。我国童装集中度对标海外仍有较大的提升空间。前五大市场份额之和2017年为8.5%，对比日本、美国、英国前五名市场份额分别为23.5%、27.1%、18.8%，说明我国童装市场的发展还处于成长阶段，未来集中度将继续提升。

图 31 我国童装市场 CR5 和 CR10 变化

图 32 2017 年中外童装市场 CR5 对比



资料来源: Euromonitor, 德邦研究



资料来源: Euromonitor, 德邦研究

前十大童装品牌集中度持续提升。2013-2017年森马旗下的巴拉巴拉品牌连续保持童装市场市占率第一的地位，份额从2013年的3.2%提升至2017年的5.0%，份额提升幅度远高于第二名，显示出较强的龙头优势。其他品牌市占率约1%、甚至不足1%，表现出较高的分散度。2018年巴拉巴拉市占率提升至5.6%，马太效应不断扩大，对标美国童装品牌Carter's市占率第一为10.3%，日本童装品牌Shima mura市占率第一为7.8%，巴拉巴拉当前的市场份额仍具有较大的成长空间。

表7 我国童装市场品牌份额排名 (%)

排名	品牌名称	2013	2014	2015	2016	2017
1	巴拉巴拉	3.2	3.6	4.2	5.0	5.0
2	Adidas Kids	0.7	0.7	0.8	1.0	1.1
3	安奈儿	0.9	0.9	0.9	1	0.8
4	小猪班纳	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8
5	嗒嘀嗒	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8
6~10 合计		2.7	3.1	3.1	3.4	2.8
其余		90.7	89.9	89.2	87.8	88.7

资料来源: Euromonitor, 德邦研究

3.4 线下购物中心增长较快，线上持续提升渗透率

我国童装品牌基本采用了全渠道的布局，经营模式为直营和加盟结合、线上和线下相结合的方式，不同的品牌在具体的渠道结构上有所不同。线下渠道以百货、购物中心、街边店、奥特莱斯等，其中，街边店数量不断萎缩，百货由于业态传统缺乏吸引力而逐渐下滑，购物中心则由于业态多元、购物环境升级而快速增长，未来将成为品牌童装渠道的主要拓展类型。

图33 童装品牌线上和线下渠道分类



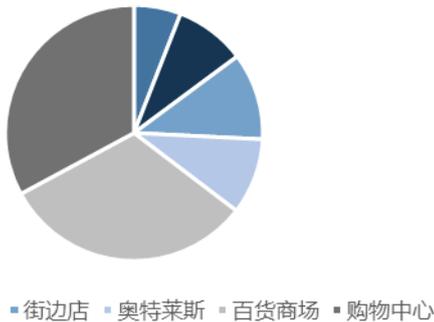
资料来源: 德邦研究

线上渠道增速较快，主要得益于电商渗透率的提升。根据罗兰贝格，2017年我国童装市场线上渠道占比29.1%，线下占比70.9%。2015年我国线上母婴消费额达3606亿元，童装占比最大，童装占到了母婴网购交易额的25.4%。

童装在线上渠道的快速发展有多重原因。一是受益于电商渗透率的提升，越来越多的消费者乐意去使用线上平台作为交易渠道，二是电商打破地域和时间的限制，产品更为齐全的同时还具有价格优势，三是童装相较于男女装对实地试穿的要求要降低，即更偏于标准化，为电商的选购提供便利。电商的成熟发展也使得更多的品牌童装参与，为产品的品质提供保障。

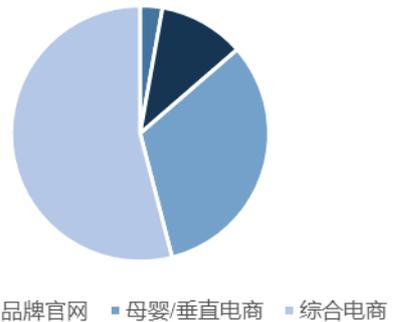
从线上和线下细分渠道的占比发现，品类齐全的综合商场/电商更具有优势。线下细分渠道中占比最高的前两项为百货（31.7%）和购物中心（32.9%），线上细分渠道中占比最高的前两项为母婴电商（32.4%）和综合电商（54.0%）。由此可见，消费者在选购童装时，偏好终端能提供品类齐全、一站式选购的购物服务，因此，综合性平台仍是未来的发展方向，母婴店/百货由于对接母婴消费的全包式服务，我们认为是另一个重要的发展方向。

图 34 2017 年中国童装线下细分渠道份额



资料来源：罗兰贝格，德邦研究

图 35 2017 年中国童装市场线上细分渠道份额

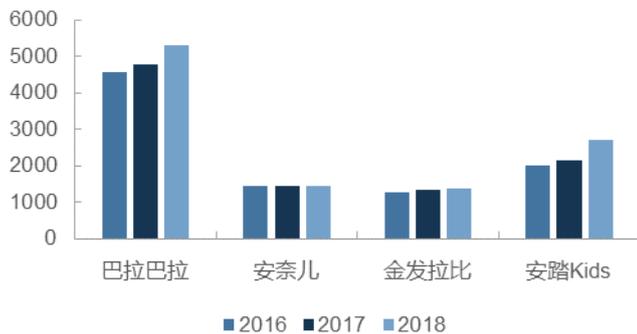


资料来源：罗兰贝格，德邦研究

主要童装品牌线下渠道以加盟居多。品牌童装多采取直营和加盟相结合的模式，安奈儿定位中高端，直营占比远高于其他几家。巴拉巴拉、金发拉比和安踏 Kids 可以看出加盟占据主导，童装品牌为提升品牌影响力和收入规模，加盟更有利于加快扩张步伐，通过门店体验加深消费者对品牌和产品的认知。

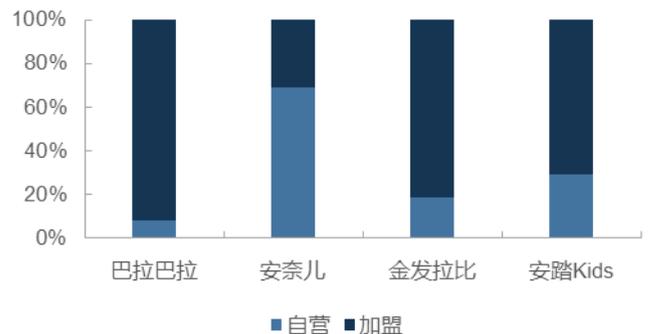
龙头品牌在渠道扩张上更具优势。对比门店数量发现，巴拉巴拉和安踏 Kids 过去三年保持稳步扩张的趋势，安奈儿和金发拉比的门店数则增加幅度较小，行业龙头仍持续发挥马太效应，渠道扩张加速，在低线城市扩大优势。

图 36 主要童装品牌渠道数量对比



资料来源：公司公告，德邦研究

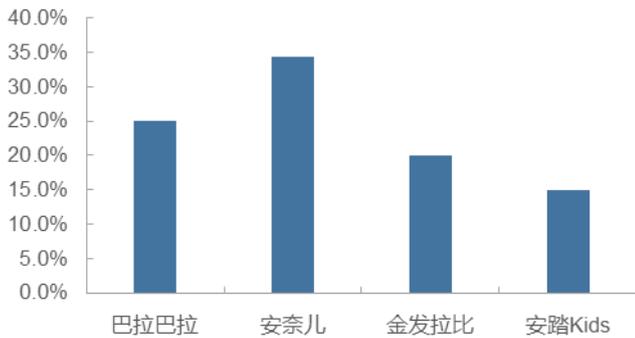
图 37 主要童装品牌渠道自营和加盟占比



资料来源：公司公告，德邦研究

童装品牌电商渗透率有所提升。对比行业总体线上占比 30% 来看，主要童装品牌的电商占比近年来逐渐提升，但和行业平均仍有所差距。安奈儿的线上占比为 34%，属于品牌童装中占比较高，主要是由于发力较早，多平台精细运营。其他几大童装品牌的电商占比仍有较大的提升空间。2018 年巴拉巴拉成为天猫双十一母婴品类成交额第一名，这说明了巴拉巴拉在电商上依然具有全国性的知名度，验证了其在我国童装品牌的领先地位。

图 38 主要童装品牌电商占比



资料来源：公司公告，德邦研究

图 39 2018 天猫双十一母婴品牌成交额前十名

1	巴拉巴拉
2	全棉时代
3	帮宝适
4	爱他美
5	耐克
6	戴维贝拉
7	好孩子
8	可优比
9	Moony
10	贝因美

资料来源：阿里巴巴，德邦研究

4. 童装未来发展趋势在于品类延伸和渠道下沉

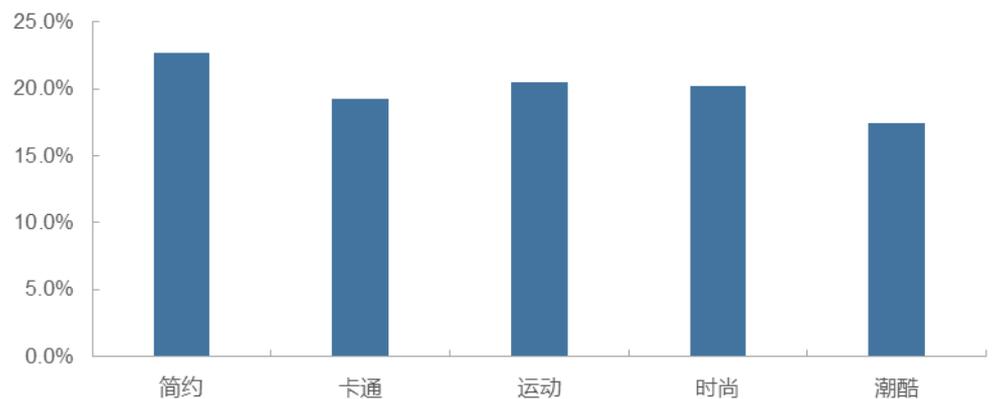
我国童装市场进入快速发展期，越来越多的童装品牌将会涌入市场。成熟的童装品牌在市场竞争的环境下进一步保有甚至获取更多的市场份额，就需要从品牌力和渠道力两方面着力。

4.1 多品类多场景延伸

童装未来的消费主体年轻化，势必会对产品的时尚度和个性化提出更高的要求。国内中高端品牌童装将旗下产品细分为不同的系列，通过不同的风格定位来对标不同的消费群体需求。儿童不存在过强的审美表达，而父母却有确实的需求，个性化的风格可以帮助品牌和消费者间建立更好的联系。随着家庭消费结构的丰富化，旅游、运动相关消费逐渐兴起，运动户外类场景的童装份额将持续增长。

对标海外龙头，童装品牌多品类延伸以童鞋、配饰和儿童家纺为主。这类消费属性相近，消费者对品牌产生忠诚度后会将消费习惯迁移到相近品类上，为童装品牌的品类扩张提供机会。

图 40 中国童装市场按风格份额



资料来源：罗兰贝格，德邦研究

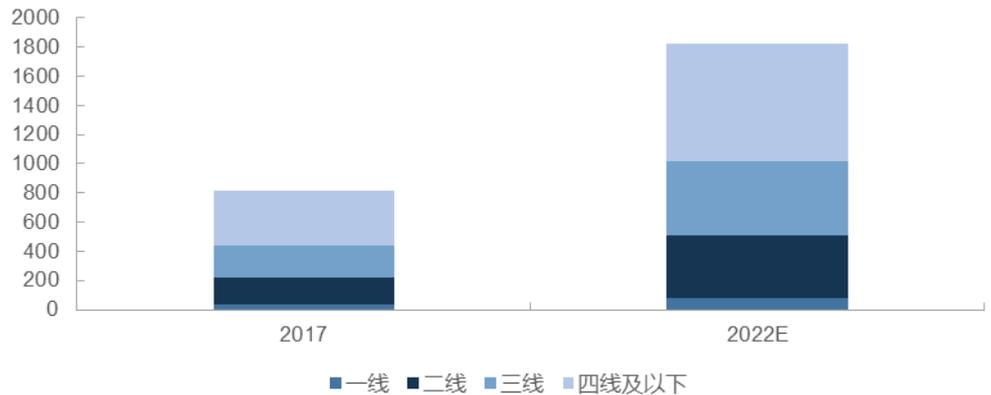
4.2 渠道向低线城市下沉

近几年来，一二线市场受到生活成本、房贷压力等多方面因素影响下消费增长偏弱，三四线城市则体现出更高的消费意愿和增长潜力。众多消费品牌，包括童装，将渠道下沉至三四线作为下一个发展阶段的重要战略，挖掘三四线的购买力成为童装下一站的争夺重心。相对于一二线童装品牌的竞争已趋于饱和，三四线的品牌渗透率仍有一定的提升空间；尤其是全国性品牌下沉至三四线，与区域品牌、小品

牌直接竞争，在产品和渠道上都具有优势。根据罗兰贝格预测，2017-2022年我国二线和三线城市童装市场年均复合增速分别保持18.5%、18.6%，比一线和四线及以下更高，将成为未来的竞争重点。

渠道下沉至三四线另一个优势在于顺应了购物中心下沉的趋势。各地区域中心城市商业业态当前正在加快升级，我国购物中心的数量在快速增加，较大部分的增量来自三四线城市的新建。购物中心的下沉需要大量品牌入驻，而母婴类作为引流能力较强的品类更易被购物中心引入，因此童装品牌的渠道下沉和购物中心正是强强结合。

图 41 中国童装市场分层级市场份额



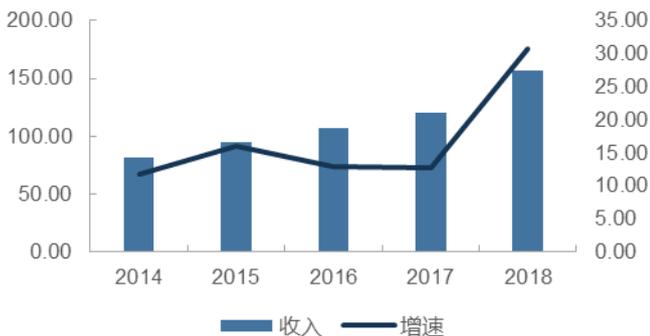
资料来源：罗兰贝格，德邦研究

5. 国内外童装龙头对比

5.1 森马服饰：持续领跑的国内童装龙头

森马服饰创建于2002年，旗下拥有以森马品牌为代表的成人休闲服饰和以巴拉巴拉品牌为代表的儿童服饰两大品牌集群。巴拉巴拉成立于2002年，目前已全面覆盖0-14岁儿童的服装、童鞋、配饰品类，是一个定位为一站式全品类全年龄段的专业、时尚童装品牌。巴拉巴拉近年来市场份额牢牢占据第一的地位，从2012年的3.0%增长到2018年的5.6%。

图 42 森马过去五年收入及增速 (亿元)



资料来源：WIND，德邦研究

图 43 森马过去五年归母净利润及增速 (亿元)



资料来源：WIND，德邦研究

龙头效应显著，收入高速增长。森马童装业务占比由2011年的26%提升至2017年53%，已成为公司业绩的主要驱动力。2012年童装业务受到消费环境疲弱的影响增速放缓至3.0%，公司随后积极调整品牌定位，提出“极致单品”策略，并持续优化产品和渠道，增速重回增长轨道，2013-2017年童装部门复合增速为25.7%，龙头地位稳固。

渠道端加速扩张，实现规模优势。巴拉巴拉早期借力加盟商实现快速扩张，

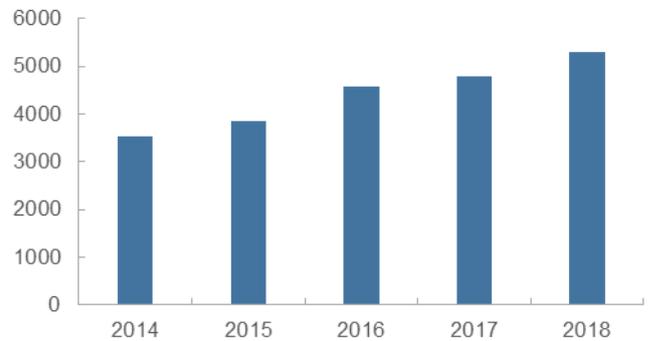
未来发展侧重购物中心店。公司自 2014 年开始积极布局以购物中心为代表的新兴渠道布局，2017 年巴拉巴拉 4795 家门店中购物中心店有 1000 余家，占比超过 20%。未来巴拉巴拉将持续受益于购物中心的渠道下沉和低线城市的消费升级的趋势，继续扩大渠道优势。

图 44 巴拉巴拉过去五年收入及增速（亿元）



资料来源：WIND，德邦研究

图 45 巴拉巴拉过去五年门店数量



资料来源：WIND，德邦研究

公司同时积极扩展童装品牌布局。森马主要通过内部孵化和合作收购的两种方式补全产品线短板。内部孵化上，2013 年公司内部培育子品牌梦多多，定位于 2-14 岁的儿童，2015 年通过合伙人制度创立马卡乐品牌，定位 0-7 岁婴幼儿童。外部合作/收购上，2013 年公司代理了意大利轻奢童装品牌 Sarabanda，涉及中高端童装领域，2018 年取得 The Children's Place 的大中华区经营权，同年以 1.1 亿欧元收购法国中高端童装品牌 Kidiliz，进一步推进公司的全球化的布局。

表 8 森马旗下童装品牌列表

品牌	LOGO	定位
巴拉巴拉		0-14 岁儿童，大众性价比，主张“童年不一样”的专业时尚路线。
梦多多		3-12 岁儿童，品牌理念“安全、舒适、时尚”，专注儿童健康成长内衣，轻外出服以及家居生活产品
马卡乐		0-7 岁儿童，提供一站式穿搭解决方案，品牌 DNA 是安全，舒适，新精致。
SARABANDA		中高端精致儿童全品类服饰
THE CHILDREN'S PLACE		北美最大童装品牌，具有公认的时尚、配搭和高性价比，覆盖 0-14 岁儿童。
KIDILIZ		欧洲中高端童装龙头，拥有 10 个自有品牌及 5 个授权品牌，提供从中端到高端、多年龄段的产品。

资料来源：公司公告，德邦研究

5.2 Carter's：多品牌全渠道的北美童装龙头

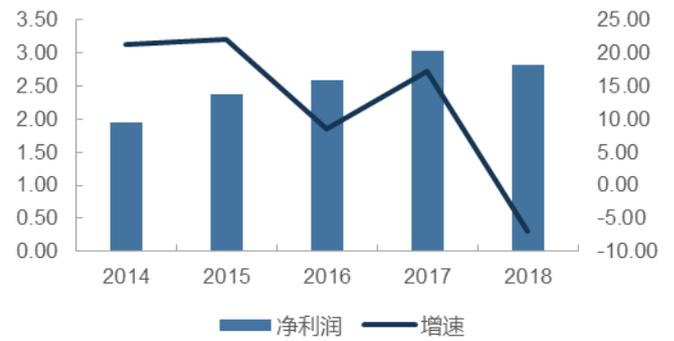
Carter's 创立于 1865 年，总部位于美国乔治亚州亚特兰大，全球员工 20900 人，产品主要在美国、加拿大和墨西哥的 1000 多家门店销售。2005 年 Carter's 收购了成立于 1895 年的 OshKosh B'gosh，此后收购多个童装品牌，成为是北美最大的儿童服饰和儿童用品专营公司。

图 46 Carter's 过去五年收入及增速（亿美元）

图 47 Carter's 过去五年净利润及增速（亿美元）



资料来源: WIND, 德邦研究



资料来源: WIND, 德邦研究

Carter's 运用多品牌布局拓展市场份额。公司旗下共有 8 个品牌, 全面覆盖了各个年龄层儿童的市场, 不同品牌在风格、定价等方面有所区分。公司的核心品牌为 Carter's 和 OshKosh B'gosh, 此外还包括了 Target 专供品牌 Just One You, Genuine Kids 和 Precious Firsts, 沃尔玛专供品牌 Child of Mine, 亚马逊专供品牌 Simple Joy, 公司还拥有为儿童和家庭打造的全球生活方式品牌 Skip Hop。2018 年 Carter's 市占率为 14%, 排名北美第一, 其中 0-2 岁童装占比 24%, OshKosh B'gosh 市占率 2%。

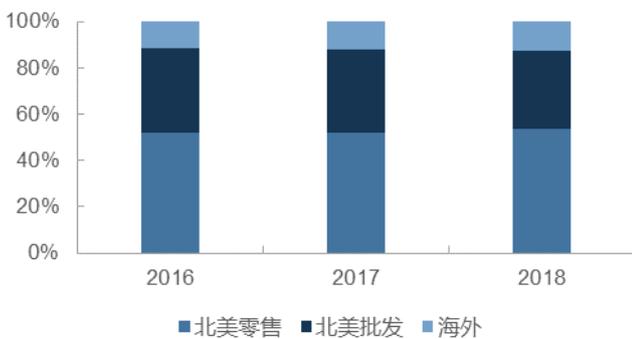
表 9 Carter's 旗下品牌列表

品牌	定位	面向年龄层	销售渠道
Carter's	中高端	0-14	全渠道
OshKosh B'gosh	中端	0-14	全渠道
Just One You	平价	0-8	Target
Child of Mine	平价	0-3	Target
Genuine Kids	平价	0-14	Target
Precious Firsts	平价	0-2	Walmart
Simple Joy	平价	0-14	Amazon
Skip Hop	中高端	有儿童的家庭	全渠道

资料来源: 公司年报, 德邦研究

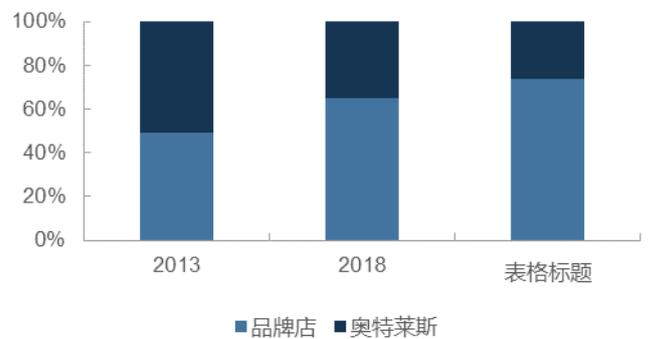
公司全渠道模式涵盖了批发、直营店及电商三类。截至 2018 年, 公司拥有北美的 844 家门店, 加拿大的 188 家门店, 以及墨西哥的 42 家门店, 同时公司还有超过 17000 家批发点在美国(包括百货公司、全国连锁商店、专卖店和折扣店)。电商渠道在美国、加拿大和中国均有开设销售。

图 48 公司零售和批发渠道占比



资料来源: 公司年报, 德邦研究

图 49 公司未来零售渠道开店规划



资料来源: 公司年报, 德邦研究

图 50 Carter's 门店展示图

图 51 Carter's 产品展示图



资料来源：公司年报，德邦研究



资料来源：公司年报，德邦研究

6. 风险提示

- 一、市场竞争加剧的风险。众多国内外新兴童装品牌进入市场，加剧行业竞争，瓜分市场份额。
- 二、生育率下降的风险。人口生育率继续下行，导致每年新出生人口远低于预期，对童装市场的购买量无法构成有力支撑。

信息披露

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以德邦综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。