

行业深度

纺织服装

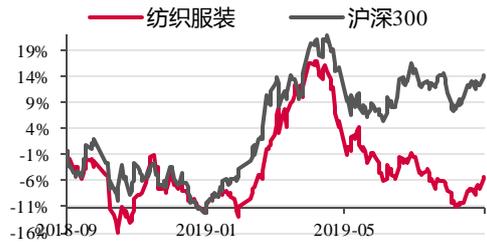
朝阳经济，关注鞋服及运营行业优质标的

2019年09月04日

评级 同步大市

评级变动： 维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
纺织服装	3.03	-0.78	-4.97
沪深300	2.83	7.09	14.56

刘丛丛

执业证书编号: S0530519060001
liucc@cfzq.com

刘蓆

liuyun2@cfzq.com

分析师

0731-89955776

研究助理

0731-84403397

相关报告

- 《纺织服装：纺织服装行业2019年7月月报：关注中报行情，建议关注左侧配置机会》 2019-08-05
- 《纺织服装行业流动性数据跟踪点评-成交量低点，建议关注左侧机会》 2019-07-31
- 《纺织服装：内部消费整体承压，出口结构变化持续-内外消费数据跟踪点评(二)》 2019-07-24

重点股票	2018A		2019E		2020E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
森马服饰	0.63	18.67	0.70	16.80	0.76	15.47	谨慎推荐
爱婴室	1.18	33.90	1.46	27.40	1.77	22.60	谨慎推荐
安奈儿	0.63	27.60	0.71	24.49	0.82	21.20	谨慎推荐

资料来源：财富证券

投资要点：

- “数量换空间”行业增长逻辑发生变化。对第四轮生育高峰的预期以及政策的实质性松绑，“数量换空间”的增长路径是近年来看多婴童行业的主流逻辑之一。2018年我国出生率10.94%，降至建国以来最低水平；二孩政策效应消退，难言第四轮生育高峰已经形成；生育、结婚意愿下降，未来主力育龄妇女人数预计会进一步降低。“数量换空间”增长逻辑已经发生变化。
- 婴童行业未来成长在于“消费升级+细分领域市场挖掘”。在生育率向下的通道中，婴童行业的消费增长“质”的权重更高，增长路径更依赖于消费升级和细分领域的精细化运营。通过中外对比以及代表行业的分析，婴童行业消费升级逻辑成立。文教、社交、护理等其他母婴行业需求增长迅速，已有多轮融资的相关创投项目，行业细分赛道处于不断分化壮大的阶段。
- 关注消费升级持续的婴童鞋服行业、蓝海空间广阔的母婴运营行业。目前婴童鞋服行业已呈现一定的马太效应，头部公司通过拓宽产品线、提升产品力、优化线下渠道、加码线上营销等方式不断提升综合实力，实现市占率的稳健提升，我们认为婴童鞋服仍处成长期，消费升级逻辑持续。母婴行业获客成本较高，细分赛道单打独斗性价比低，综合母婴运营商凭借其规模和口碑效应拥有天然的优势，并在整个行业规模扩大过程中承担了越来越重要的位置，我们认为母婴运营将受益于整个母婴行业的增长，有较大的蓝海空间。
- 给予行业“同步大市”评级。通过对婴童消费的消费客群、消费内容等进行分析，我们认为目前优质产品、内容、服务的需求旺盛，整个市场呈现出较明显长尾特征；行业细分赛道不断分化，线上线下加速融合，优质内容变现已呈现规模化态势。婴童消费朝阳经济特征明显，行业体量较大，细分行业多，大部分仍在萌芽、成长期，我们看好整个行业的中长期投资价值。给予行业“同步大市”评级，建议重点关注婴童鞋服和母婴运营细分行业的优质标的。重点标的：森马服饰、爱婴室、安奈儿。
- 风险提示：内外消费疲软；渠道优化拓展不及预期；原辅料价格剧烈波动；产品质量风险；生育率继续下行等。

内容目录

1 婴童消费内涵扩展，鞋服类市场相对成熟.....	4
2 “数量换空间”的行业增长逻辑发生变化.....	6
2.1 婴童行业原主流增长逻辑——数量换空间.....	6
2.2 2018 年出生率系建国以来最低水平.....	6
2.3 结婚生育意愿降低，未来主力育龄妇女人数预计下降.....	7
3 行业未来成长在于“消费升级+细分领域市场挖掘”.....	8
3.1 消费升级逻辑成立.....	8
3.2 鞋服之外的细分领域需求快速增长.....	9
4 婴童行业消费人群及特征分析.....	10
4.1 用户迭代速度快，价格敏感度低.....	10
4.2 产品+内容+服务，长尾效应逐渐显现.....	10
4.3 成熟赛道的品牌知名度高，线上线下融合更紧密.....	11
5 重点行业 1：消费升级持续的婴童鞋服行业.....	12
5.1 市场规模预计保持中高个位数复合增速.....	12
5.2 我国婴童鞋服仍在市场集中度提升阶段.....	13
5.3 主要婴童鞋服上市公司业绩表现.....	14
6 重点行业 2：蓝海空间广阔的母婴运营行业.....	15
6.1 母婴运营商主要的两种路径.....	15
6.2 线下渠道区域为王，服务商重视内容产出变现能力.....	16
7 投资观点.....	17
7.1 重点标的 1：森马服饰（002563.SZ）.....	18
7.2 重点标的 2：爱婴室（603214.SH）.....	19
7.3 重点标的 3：安奈儿（002875.SZ）.....	20
8 风险提示.....	21

图表目录

图 1：我国母婴市场消费规模情况.....	5
图 2：建国以来我国分年度出生率及出生人数.....	6
图 3：2011 年以来我国人口出生率和出生人数.....	7
图 4：2011 年以来我国新生儿二孩占比、性别比.....	7
图 5：主力育龄妇女数量及人口占比情况.....	7
图 6：我国结婚率和一孩生育率情况.....	7
图 7：日本出生率及童装消费占比情况.....	8
图 8：日本衣着类及童装消费支出情况.....	8
图 9：我国童装批发价变动情况.....	8
图 10：人均童装消费支出与人均消费支出比较情况.....	8
图 11：婴童细分行业生命周期图示.....	9
图 12：婴童消费与一般消费的考虑权重因素.....	10
图 13：森马童装年龄覆盖情况.....	11
图 14：宝宝树生态情况.....	11
图 15：“凯叔讲故事”IP 生态及变现情况.....	12
图 16：主要国家童装市场集中度情况.....	13

图 17: 童装鞋服企业收入复合增速情况.....	14
图 18: 童装鞋服企业毛利率情况.....	14
图 19: 安奈儿经典羽绒系列面料 (东丽超细纤轻量面料)	15
图 20: JNBY、jnby 风格一致的亲子服饰.....	15
图 21: 母婴消费产业链图示.....	15
图 22: 各区域线下母婴连锁专卖情况.....	16
图 23: 个人 IP 年糕妈妈/育学园/凯叔讲故事.....	16
图 24: 母婴运营上市企业营收及毛利率情况.....	17
图 25: 部分母婴运营创投企业近期营收表现.....	17
表 1: 婴童用品相关上市公司.....	4
表 2: 我国人口生育政策变革.....	6
表 3: 近年母婴行业创投情况 (2017-2019 年)	9
表 4: 知名婴童鞋服、奶粉、纸尿裤品牌.....	11
表 5: 我国童装鞋服 CR10 情况 (2018 天猫双 11)	13
表 6: 不同路径童装鞋服品牌现有特征.....	14
表 7: 婴童鞋服建议关注标的情况.....	14
表 8: 婴童鞋服建议关注标的情况.....	17
表 9: 森马服饰近期业绩.....	18
表 10: 爱婴室近期业绩.....	19
表 11: 安奈儿近期业绩.....	20

1 婴童消费内涵扩展，鞋服类市场相对成熟

婴童消费是主要满足婴幼儿、儿童（年龄段一般认为是 0-14 岁）衣食住行、教育文娱等多层次多方面需求的综合消费产业市场。近年来，婴童消费的消费链条向前延伸至孕产妇、备孕者等泛母婴人群，消费场景也趋于发散。

分大类来看，婴童用品可分为衣（鞋服）、食（奶粉辅食）、住（家纺）、行（推车箱包）；细分来看，又可分为奶粉、辅食、营养品、玩具、服饰寝具、童床童车、喂养用品、清洁洗涤用品、孕产用品等。目前，鞋服类上市公司数量占比较大，相关上市公司有：

表 1：婴童用品相关上市公司

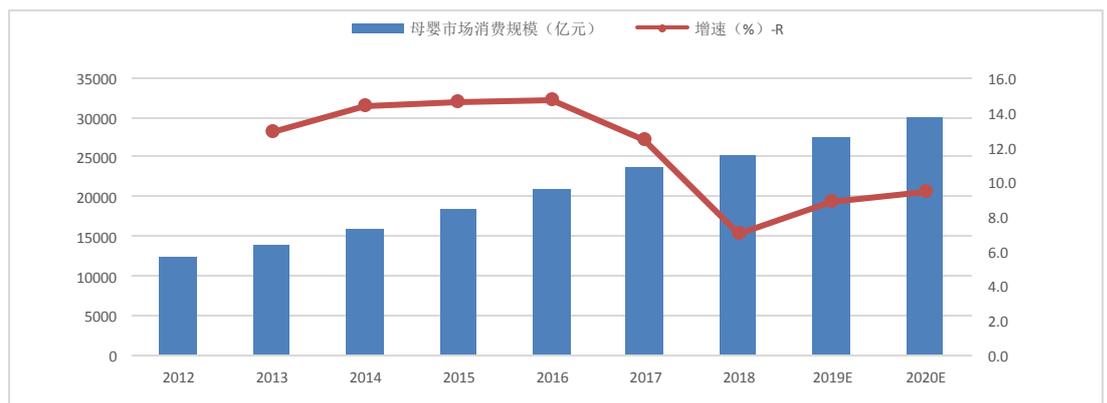
分类	代码	公司	主营业务	相关品牌
	002563.SZ	森马服饰	童装、休闲服装	    
	002875.SZ	安奈儿	童装	  
	002762.SZ	金发拉比	童装、婴幼儿日用品、 母婴用品	  
专业童装鞋服	603557.SH	起步股份	童鞋、童装	
	CRI	卡特	婴幼儿服饰	
	7545	Nishimatsuya Chain Co Ltd	童鞋、童装、母婴用品	
	1247.HK	米格国际控股	童装	
	600398.SH	海澜之家	男女休闲服饰、轻奢潮 服、童装、家居等	  
	603877.SH	太平鸟	男女休闲服饰、童装、 家居等	 
成人品牌延伸童 装鞋服	603157.SH	拉夏贝尔	女装、童装等	
	3306.HK	江南布衣	女装、男装、童装、家 居等	 
	002763.SZ	汇洁股份	内衣、家居服等	
	002612.SZ	朗姿股份	女装、医美、童装	
体育品牌童装鞋 服	2020.HK	安踏体育	运动鞋服、童装童鞋等	 
	2331.HK	李宁	运动鞋服、童装童鞋等	 

	1368.HK	特步国际	运动鞋服、童装童鞋等	
	1361.HK	361度	运动鞋服、童装童鞋等	
儿童家纺寝具	002397.SZ	梦洁股份	家纺寝具、家居服务等	
	002293.SZ	罗莱生活	家纺、家居、家具等	
	1086.HK	好孩子国际	推车、安全座椅等	
婴童用品、车床	300577.SZ	开润股份	儿童鞋服、箱包推车等	
	1259.HK	未来发展控股	婴童护理产品	
	1717.HK	澳优	婴幼儿奶粉、辅食	
母婴渠道运营	603214.SH	爱婴室	母婴专卖连锁	
	1761.HK	宝宝树集团	母婴社交电商平台	

资料来源: wind、各公司官网、财富证券

据咨询机构的相关数据,我国婴童消费市场规模增速较高,未来稳健复合增速有望保持(中性估计多为中高个位数);至2020年左右,我国婴童消费市场规模预计在3万亿以上,婴童鞋服市场规模预计将突破2600亿元。

图 1: 我国母婴市场消费规模情况



资料来源: 艾瑞咨询、财富证券

2 “数量换空间”的行业增长逻辑发生变化

2.1 婴童行业原主流增长逻辑——数量换空间

我国婴童行业原有也是主流的增长逻辑是数量换空间，上述逻辑基础源于“人口自然增长+生育政策放松”。

建国以来，我国一共出现了三轮生育高峰。第一轮是建国初至 50 年代中期，第二轮是 60 年代中期至 70 年代初，第三轮是 80 年代初至 90 年代初。按照人口代际的一般时间推算，第四轮生育高峰理论上应该出现在 2010 年前后。基于延缓老龄化、改善人口结构、延续人口红利等因素考虑，我国人口生育政策自 2010 年起有放松迹象，2013 年国家实行单独二孩政策，2016 年实行全面二孩政策。

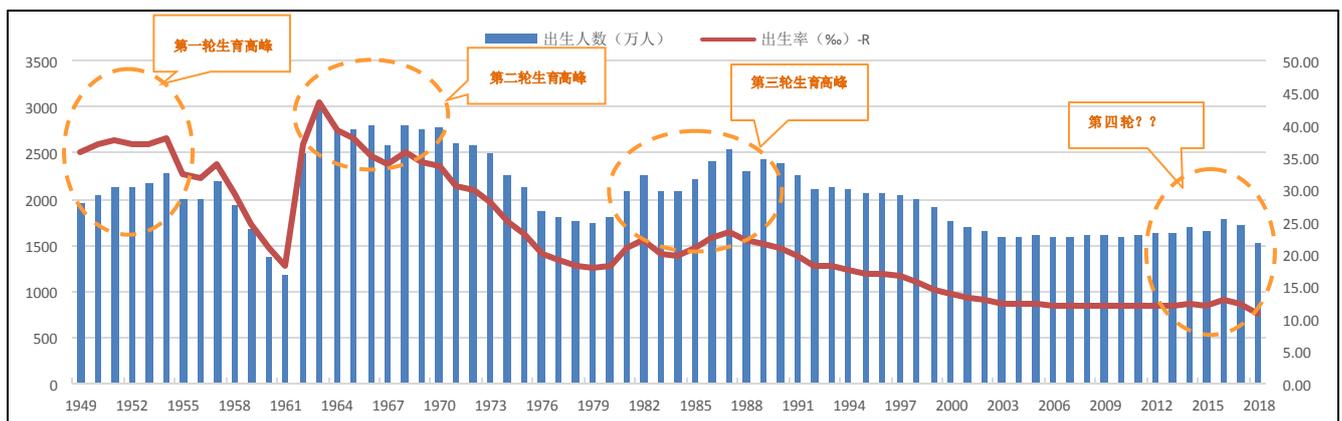
表 2：我国人口生育政策变革

时间	政策	对应阶段
1949-1953 年	鼓励生育：限制节育和人工流产	高生育率对抗高死亡率阶段
1954-1977 年	宽松计划生育：节制生育、“晚稀少”	死亡率下降阶段
1978-2013 年	严格计划生育：独生子女、“一孩半”、“双独二孩”	功利性生育意愿消退阶段
2014 年至今	放松计划生育：单独二孩、全面二孩	成本约束的低生育率阶段

资料来源：泽平宏观、财富证券

对第四轮生育高峰的预期以及政策的实质性松绑，以数量换空间的增长路径是近年来来看多婴童行业的主流逻辑之一。

图 2：建国以来我国分年度出生率及出生人数

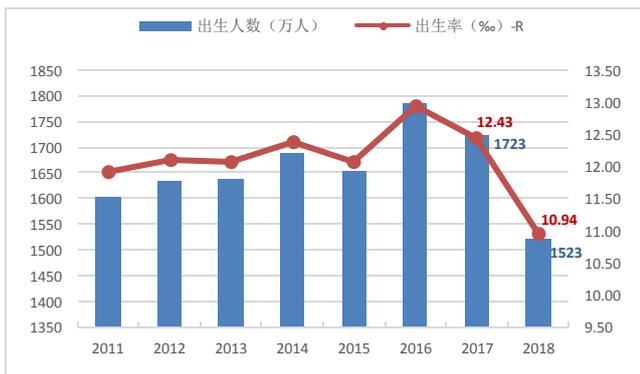


资料来源：wind、财富证券

2.2 2018 年出生率系建国以来最低水平

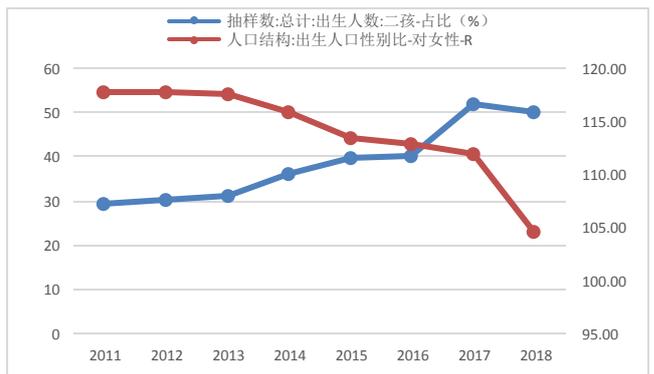
2018 年，我国新生儿人数 1523 万，同比减少 200 万，数量降幅达 11.6%；出生率为 10.94%，同比下降 1.5 个百分点，系建国以来最低水平。分结构来看，1) 二孩占比仍然高达五成，但绝对数量减少；2) 出生人口性别比改善，男性新生儿数量仍占优势。

图 3：2011 年以来我国人口出生率和出生人数



资料来源：wind、财富证券

图 4：2011 年以来我国新生儿二孩占比、性别比



资料来源：wind、财富证券

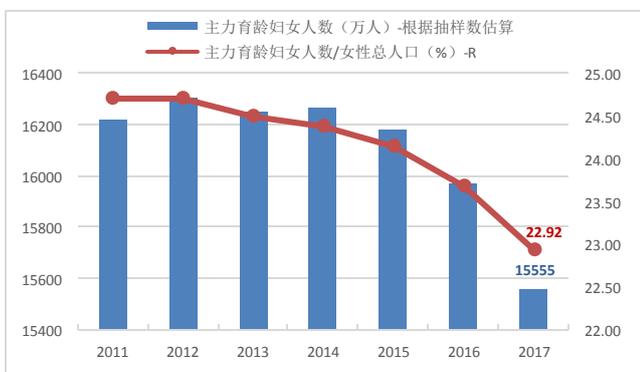
2.3 结婚生育意愿降低，未来主力育龄妇女人数预计下降

根据国家统计局分类，我国主力育龄妇女年龄区间为 20-34 岁。我们根据抽样数据测算，2017 年主力育龄妇女人数约 1.56 亿人，女性总人口占比 22.9%、总人口占比 11.2%。近年来主力育龄妇女人数峰值出现在 2012 年（1.63 亿人左右），历史推演该峰值正好对应了我国第三轮生育高峰。从近年的新生儿数量、性别比以及目前总人口的性别比等数据来看，难言第四轮生育高峰已经形成，结合人口代际等时间因素，未来育龄妇女尤其是主力育龄妇女人数预计会进一步降低。

2001 年以来，我国一孩生育率呈现波动下行态势；一、二孩生育率比较来看，二孩生育率对政策的敏感度和反应度更明显；目前二孩生育主力人群（约 1975-1985 年生人）体量有限、生育率大概率会冲高回落，而持续向下的一孩生育率也预示后续向下的二孩生孩子率。整体来看，生育意愿下降较为明显。

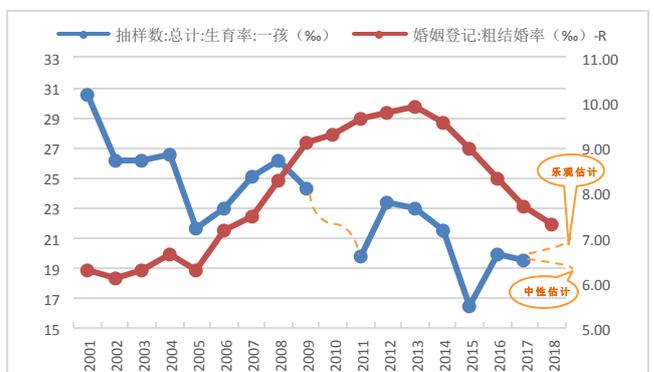
结婚登记人数和结婚率是生育情况的一个前瞻指标。2013 年是该指标的阶段性高点，之后结婚登记人数和结婚率下滑明显、且幅度较大。从绝对数值来看，结婚人数仍保持了 1000 万对/年以上的水平，但从趋势来看晚婚、不婚情况增加，结婚意愿也有所降低。

图 5：主力育龄妇女数量及人口占比情况



资料来源：wind、财富证券

图 6：我国结婚率和一孩生育率情况



资料来源：wind、财富证券

3 行业未来成长在于“消费升级+细分领域市场挖掘”

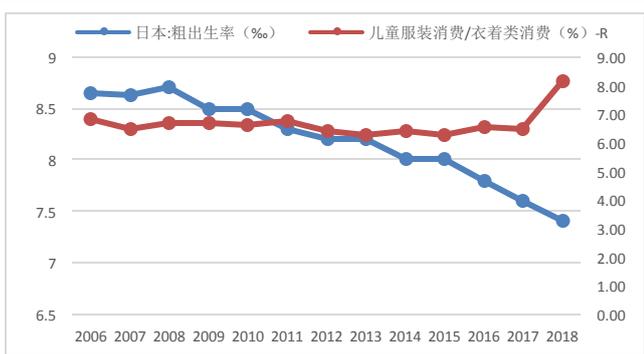
对婴童行业来说，新生儿数量增长是行业性红利。在生育率稳定向上的通道中，行业整体消费规模有确定性的增长，但增长路径更为粗放，业绩规模及增长与新生儿数量的相关性提升。而在生育率向下的通道中，婴童行业的消费增长，“质”的权重更高，增长路径更依赖于消费升级和精细化运营。

3.1 消费升级逻辑成立

近 5 年来，我国居民人均可支配收入及消费支出的复合增速分别为 7.0/6.5%，收入消费水平的提升是婴童行业消费升级的物质基础。目前母婴家庭、主力育龄妇女与 80 后、90 后的人群存在大比例重合，品牌意识觉醒伴随这个消费群体的成长，购买力更高。

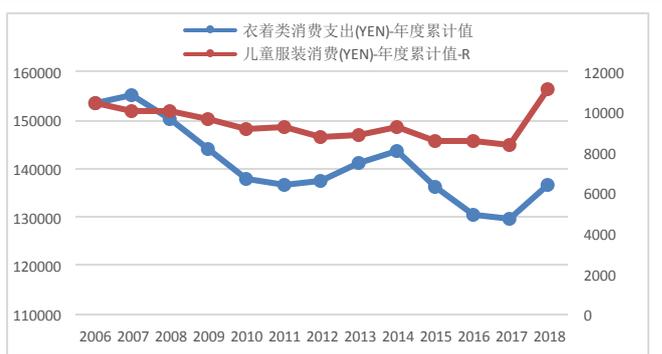
我们以婴童行业中相对成熟的童装为例，选取了同为亚洲国家、经历过生育率下行的发达国家日本作为参考。2006 年以来日本出生率持续下行，但童装消费情况好于整个衣着类消费，童装消费在总体消费中的占比稳定且有提升态势，消费升级趋势明显。

图 7：日本出生率及童装消费占比情况



资料来源：世界银行、日本统计局、财富证券

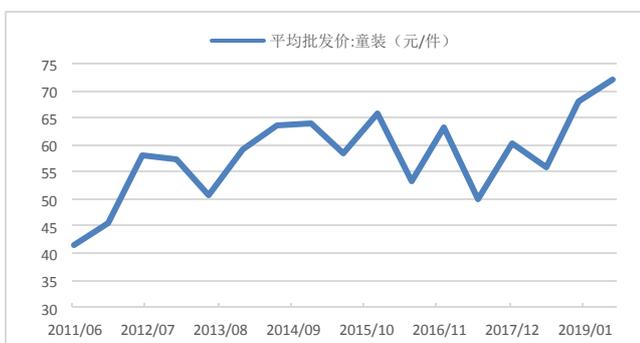
图 8：日本衣着类及童装消费支出情况



资料来源：日本统计局、财富证券

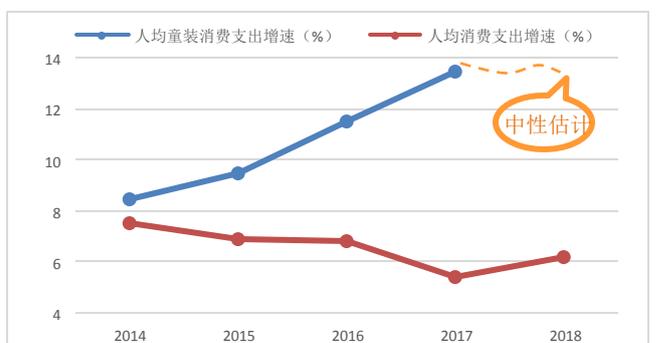
我国童装批发价、织里童装价格指数整体向上，人均童装消费支出的增速也是明显高于总体的人均消费支出增速，说明了我国婴童行业尤其是童装仍处于消费升级通道。

图 9：我国童装批发价变动情况



资料来源：wind、织里童装指数、财富证券

图 10：人均童装消费支出与人均消费支出比较情况



资料来源：中国产业信息网、国家统计局、财富证券

3.2 鞋服之外的细分领域需求快速增长

在本报告的第一部分，我们对母婴行业按需求作了细分，而鞋服属于母婴行业中发展相对成熟的细分赛道。目前，母婴护理、早教、食品、玩具等其他领域需求不断增长，母婴行业创投项目已逾 2000 个（IT 桔子统计数据）。我们对近 3 年行业内多轮融资的创投项目进行了统计，发现文娱教育、社交平台、母婴护理景气度较高。

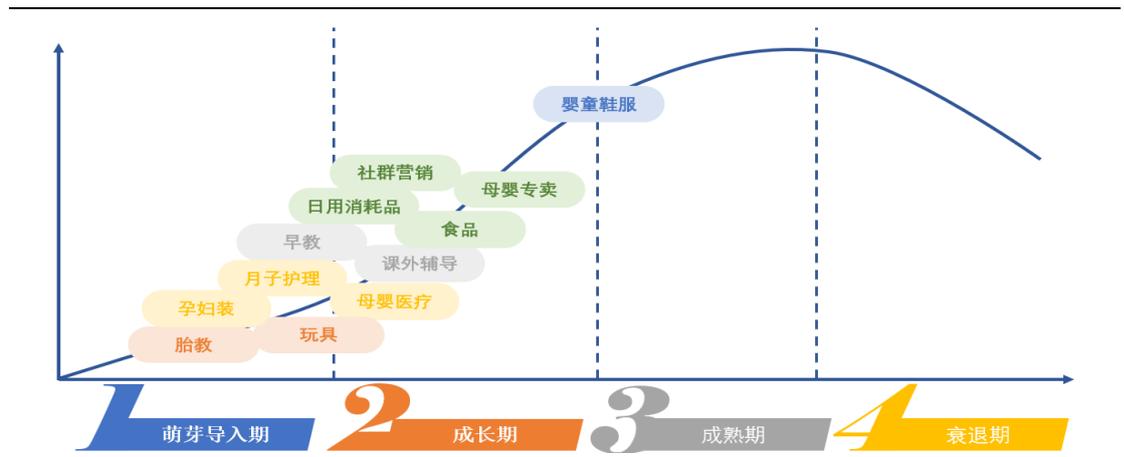
表 3：近年母婴行业创投情况（2017-2019 年）

序号	项目名称	定位	融资轮次（2017-2019）	融资金额
1	童之趣	文娱/婴童 AR 画本	种子轮、战略投资、天使轮	数千万人民币
2	凯叔讲故事	文娱/教育服务	B、B+、C 轮	2.2 亿美元
3	掌通家园	文娱/教育服务	C+、D 轮	1.5 亿美元
4	HnR 新升力	文娱/教育服务	种子轮、天使轮、Pre-A	数百万美元
5	纽诺育儿	文娱/婴童早教	Pre-A、A、B 轮	1 亿人民币
6	年糕妈妈	平台/母婴社交电商	B、B+ 轮	1.6 亿人民币
7	十六福	平台/母婴社交电商	B、C、D 轮	3.3 亿美元
8	好孕帮	平台/医疗助孕	B、C 轮	5000 万人民币
9	Babyscripts	平台/母婴健康护理	A、A+ 轮	1200 万美元
10	景栗	平台/母婴社群服务	A、B 轮	无数据
11	Mikibobo 隅田川	零售/进口母婴专卖连锁	A、A+ 轮	2000 万人民币
12	圣贝拉	母婴护理/月子会所	Pre-A、A 轮	6000 万人民币
13	米小芽	食品/婴童专用米	天使轮、Pre-A 轮	1300 万人民币

资料来源：IT 桔子、财富证券（仅统计 2017-2019 年间融资轮数高于一次的母婴产业/公司，已剔除成功上市的红黄蓝、宝宝树、孩子王、爱婴室等）

综合需求出现时间点、细分行业市场规模、竞争格局等因素，我们认为大部分的母婴细分行业仍然处于萌芽导入期和成长期，未来整个市场规模预计还有较大的上升空间。

图 11：婴童细分行业生命周期图示



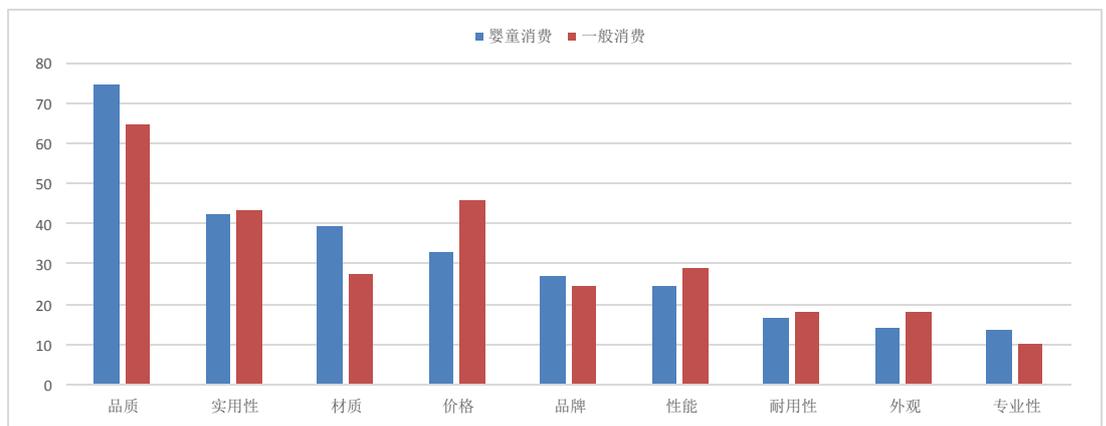
资料来源：财富证券

4 婴童行业消费人群及特征分析

4.1 用户迭代速度快，价格敏感度低

婴童消费中，购买者、使用者错位情况普遍。一般来说，消费场景中购买者即使用者；但婴童产品消费场景中，作出消费决策、实行购买行为的多为家长，购买者、使用者错位情况较为普遍。泛母婴人群增加，迭代速度快。以往婴童产品及服务的主要购买者是母亲，目前该人群已经扩展至父亲、家庭其他成员、备孕人群；就家庭而言，婴童消费的生命周期只有婴童年龄段对应的数年，因此消费人群的迭代速度较快。品质型消费为主，价格敏感度低。目前主要的泛母婴人群主要对应的是我国第三波生育高峰（上世纪 80/90 年代生人），这个群体的成长期与改革开放红利期、我国经济快速发展期重合，群体的消费品牌意识觉醒，更加看重母婴产品的品质、安全。

图 12：婴童消费与一般消费的考虑权重因素



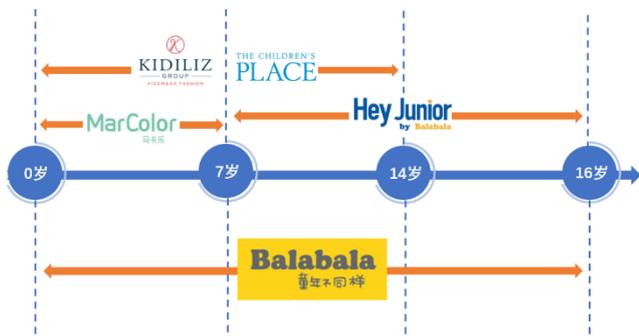
资料来源：艾瑞咨询、财富证券

4.2 产品+内容+服务，长尾效应逐渐显现

消费水平的提升和需求的细分化，婴童行业体量不断扩大、细分赛道不断增多，目前整个行业形成了“产品+内容+服务”的供给格局。产品方面，既有奶粉、纸尿裤等标品，也有鞋服、玩具、食品等非标品；内容方面，备孕、胎教早教、育儿等优质内容供应商不断涌现；服务方面，母婴护理、亲子摄影、医疗保健等服务需求不断增长。

婴童行业的消费者生命周期有限，获客成本相对较高，现有用户的留存及精细化运营至关重要。如鞋服公司通过多品牌运营，覆盖全年龄段，延长用户单品类消费周期；垂直、综合母婴平台，整合分享优质内容、接入商城链接、提供咨询等增值服务，挖掘用户多品类消费深度。

图 13：森马童装年龄覆盖情况



资料来源：森马官网、财富证券

图 14：宝宝树生态情况



资料来源：宝宝树官网、财富证券

4.3 成熟赛道的品牌知名度高，线上线下融合更紧密

纵观国内外，目前婴童行业的鞋服、奶粉、纸尿裤品牌知名度相对较高，国外奶粉、纸尿裤品牌在国内市场竞争地位突出，国内的鞋服行业品牌集中度正处不断提升阶段。

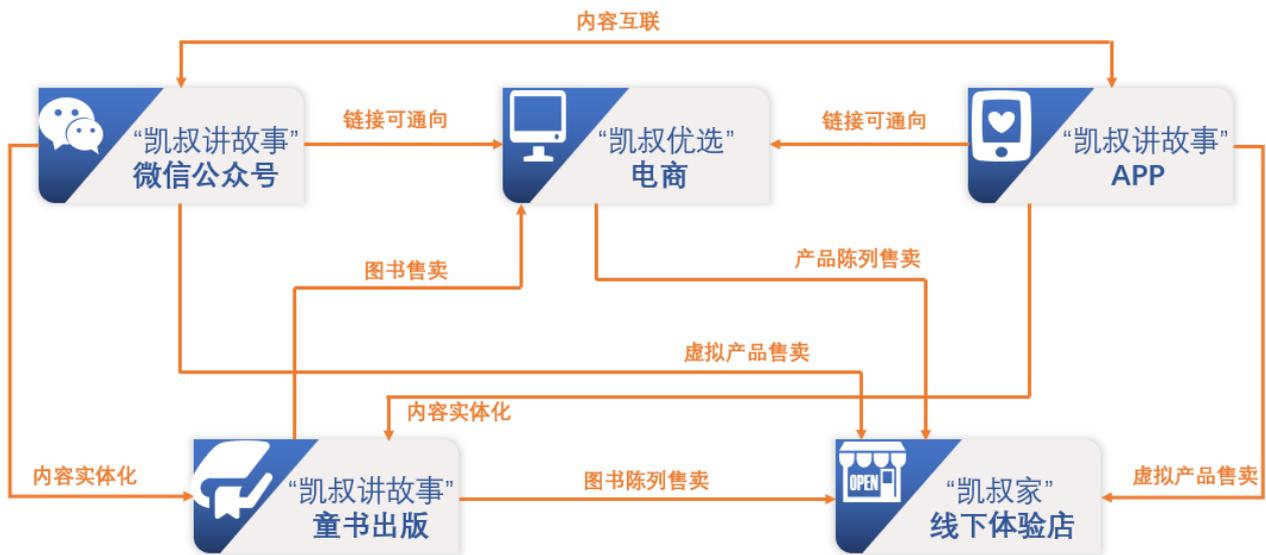
表 4：知名婴童鞋服、奶粉、纸尿裤品牌

分类	品牌
婴童鞋服	巴拉巴拉、CARTER'S、Mikihouse、耐克 kids、安踏 kids、安奈儿、小猪班纳、巴布豆、ABCkids 等
奶粉	牛栏牌、爱他美、美赞臣、惠氏、雅培、美素佳儿、飞鹤、伊利金领冠等
纸尿裤	帮宝适、大王、花王、雀氏等

资料来源：财富证券

对婴童用品安全、品质的高要求，促使消费者倾向于选择具有产品、品牌背书效应的线下连锁实体店进行体验式消费，线下渠道还承担了产品展示、育儿社交、抚触游乐等功能，市场需求的相对稳定支撑了线下渠道的存在和发展。线上方面，呈现出流量变现、规模提升、赋能线下的特点。婴童行业细分赛道较多，需求精准匹配、提升现有客户粘性是流量变现的基础；B端不断优化商业模式和产品信息结构，C端自媒体/KOL变现有较高的景气度。行业头部玩家探索线上线下联动模式，打破购物场景限制，龙头优势巩固。

图 15：“凯叔讲故事”IP 生态及变现情况



资料来源：财富证券

5 重点行业 1：消费升级持续的婴童鞋服行业

鞋服是婴童行业发展相对成熟的细分领域，鞋服公司发展路径较为清晰，可参考经验多。我们可从客单价和客单件两个方面来理解该细分行业的消费升级。客单价：可支配收入增加+产品材质升级+设计水平提升+功能多样化；客单件：多品牌多品类选择+连带消费、一站式消费+线上线下精准营销。目前行业已经呈现出一定的马太效应，头部公司通过拓宽产品线、提升产品力、优化线下渠道、加码线上营销等方式不断提升综合实力，实现市占率的稳健提升。我们认为婴童鞋服仍处成长期，消费升级逻辑持续，建议关注。

5.1 市场规模预计保持中高个位数复合增速

据推算，2018 年全球童装市场规模约 1.24 万亿人民币（BOF 按 3% 复合增速推算），中国的童装市场规模目前在 1800-2000 亿元区间，全球占比约在 16-18% 的水平。根据中华全国商业信息中心数据，我国童装零售额 2017/2018 年的累计增速分别为 7.8/6.7%，明显高于服装行业其他领域；童装领域中，小童/婴童（0-3 岁）的增速高于其他童装增速 7 个百分点左右。多家咨询机构基于中性估计，预计中国童装市场规模在未来 5 年仍将以中高个位数的复合增速增长，预计 2023 年左右市场规模有望达到 2600 亿左右的水平。我们认为中国童装市场规模未来的增长，有以下几个构成：1) 消费升级带来的客单价提升，需求细分带来的消费频次增加；2) 小童装（0-3 岁）以及青少年装（14-16 岁）市场的进一步挖掘；3) 低线城镇的消费红利挖掘；4) 品牌、供应链优势突出，辐射亚太地区。

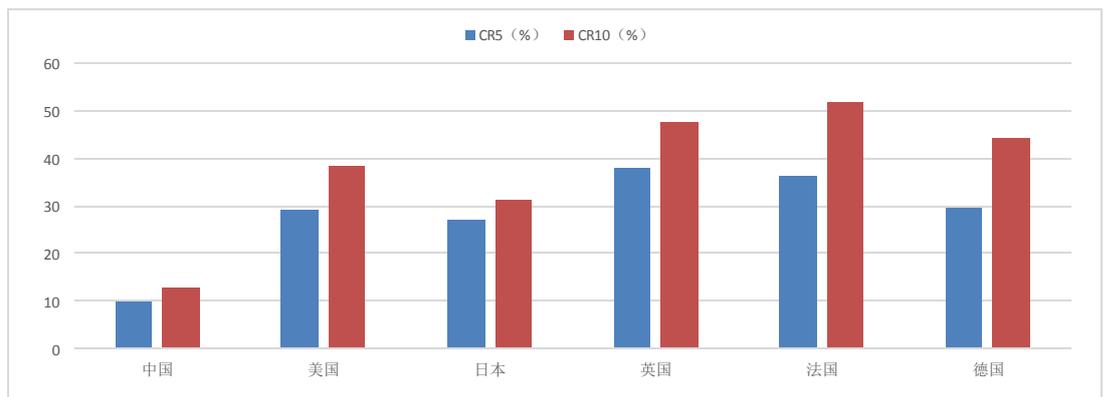
童鞋市场增长滞后于童装，目前其市场规模体量约是童装的 1/3，约在 500-600 亿元

的区间；多家咨询机构预测童鞋未来的复合增速将略高于童装。如果再考虑童鞋市场，婴童鞋服合计市场规模还有三成左右的增长空间。

5.2 我国婴童鞋服仍在市场集中度提升阶段

就竞争格局而言，发达国家行业集中度较高，我国婴童行业市场集中度还在提升阶段。目前我国童装 CR5 合计占比约 10%、市占率第 1 的巴拉巴拉占比约 6%，美国 CR5 合计占比约 30%、市占率第 1 的 Carter's 占比约 10%，日本 CR5 合计占比约 27%。

图 16：主要国家童装市场集中度情况



资料来源：欧睿、财富证券

从行业统计、天猫双 11 榜单等数据来看，目前我国童装 CR10 变动不大，国内品牌巴拉巴拉稳居市占率第 1 位置，其他品牌差异不大；行业集中度缓慢提升，CR5 合计占比从 2012 年左右的 6.5% 提升至 2018 年的 9.9% 左右。我国童鞋市场的市场集中度高于童装，CR10 合计占比在 15% 左右。童鞋排名由于口径不同各有差别，根据欧睿数据，国产品牌 ABC kids 市占率约 3.6%，位列第 1；国际运动巨头儿童线表现亦较为强势。

表 5：我国童装鞋服 CR10 情况（2018 天猫双 11）

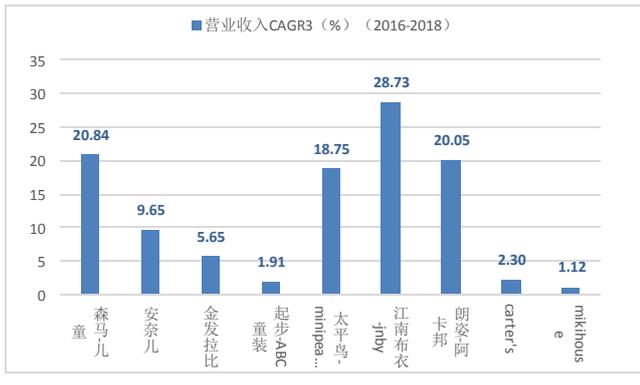
分类	童装	童鞋
1	Balabala (巴拉巴拉)	Nike kids
2	Davebella	Skechers kids
3	安奈儿	Nike
4	优衣库	Anta kids
5	GAP	New Balance kids
6	英氏	江博士
7	Mini Balabala	巴拉巴拉
8	Marcjanie	ABC kids
9	ZARA	大黄蜂
10	小猪班纳	Miki house

资料来源：中国婴童网、财富证券

5.3 主要婴童鞋服上市公司业绩表现

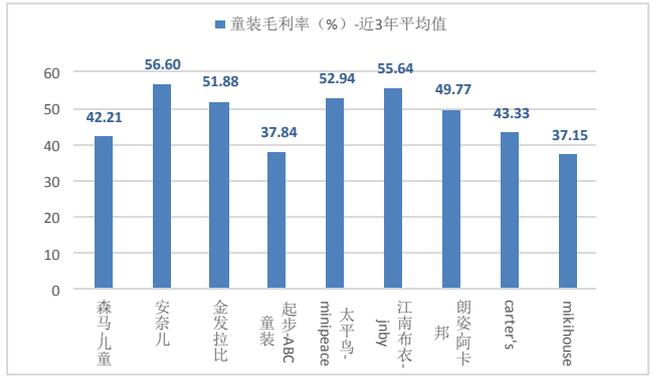
我们统计了近3年童装鞋服上市企业的业绩情况，发现：1) 业绩规模快速增长多见于两种情形，一是定位精准、前期品牌业绩基数较低的企业，如江南布衣、安奈儿等，二是依靠外延并购实现业绩的快速增长的企业，如森马、朗姿等。2) 市场中高端及大众品牌格局相对稳定，马太效应明显。

图 17：童装鞋服企业收入复合增速情况



资料来源：wind、英为财经、财富证券

图 18：童装鞋服企业毛利率情况



资料来源：wind、英为财经、财富证券

比较来看，专业童装鞋服品牌与成人品牌延伸的童装鞋服品牌在发展历程上存在差异。我们认为当前婴童鞋服市场重点考验企业的品牌运营及供应链能力。

表 6：不同路径童装鞋服品牌现有特征

分类	专业童装鞋服品牌	成人品牌延伸的童装鞋服品牌
起步时间	早	晚
供应链情况	供应链成熟，企业介入前端、改造引领供应链发展	新增或在现有供应链上改造
技术实力	突出	相对普通
品牌定位	独立定位	多品牌战略一环，定位通常与主品牌匹配
品类	童装鞋服品类齐全，有切入母婴市场的趋势	先童装再周边产品，童装为主
渠道	渠道布局早、有规模优势，目前渠道下沉趋势明显	童装鞋服渠道布局晚，拓展与主品牌有协同效应

资料来源：财富证券

婴童鞋服行业，建议关注：安奈儿、森马服饰、江南布衣、起步股份。

表 7：婴童鞋服建议关注标的情况

代码	公司	看点
002875.SZ	安奈儿	中高端童装龙头、企标高于国标+加码 0-3 岁小童装市场、延长产品年龄线
002563.SZ	森马服饰	全年龄段童装品牌矩阵已成+巴拉规模优势突出+马卡乐已切入母婴领域
3306.HK	江南布衣	童装设计属性一以贯之+品牌忠诚度及客户粘性高，连带消费较为明显
603557.SH	起步股份	童鞋国内市占率第 1，技术水平突出+目前已切入童装领域、扩充品类

资料来源：财富证券

图 19: 安奈儿经典羽绒系列面料(东丽超细纤轻量面料)



资料来源: 东丽中国、财富证券

图 20: JNBY、jnby 风格一致的亲子服饰



资料来源: jnbybyJNBY 微信公众号、财富证券

6 重点行业 2: 蓝海空间广阔的母婴运营行业

本报告图 11 对各婴童细分行业的生命周期作出了大概的位置判断, 大部分细分行业仍处萌芽和成长前期, 未来市场空间广阔。但母婴行业获客成本较高, 细分赛道单打独斗性价比低, 综合母婴运营商凭借其规模和口碑效应拥有天然的优势, 并在整个行业规模扩大过程中承担了越来越重要的位置。我们认为母婴运营将受益于整个母婴行业的增长, 有较大的蓝海空间, 建议关注。

6.1 母婴运营商主要的两种路径

相较于婴童鞋服而言, 母婴消费市场的消费生命周期较短, 但市场规模更大, 主要是由于: 1) 母婴细分赛道多, 需求不断演化, 细分领域产品、服务不断迭代、增加; 2) 奶粉需求大, 纸尿裤、湿/纸巾等日用消耗品用量大、使用频次高; 3) 母婴商品一站式购物较为主流, 客群连带消费相对较高, 社群营销、口碑营销特征明显, 消费者粘性较高。

我们认为母婴运营是一个相对广泛的概念, 目前国内的母婴运营商主要有两种发展路径: 一是线下起家后发展线上的综合渠道商; 二是具有内容、流量优势的线上平台融合线下的服务商。

图 21: 母婴消费产业链图示

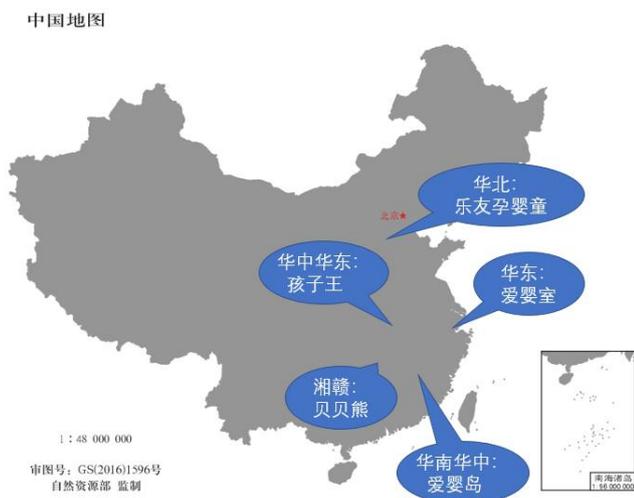


资料来源: 财富证券

6.2 线下渠道区域为王，服务商重视内容产出变现能力

就渠道商而言，比较明显的特征是线下渠道区域为王。我国线下母婴连锁专卖起步较晚，目前尚未出现有能力在各主要区域进行渠道管理、产品配送、市场反馈的大型企业；同时，消费者对母婴产品的安全、品质要求明显高于其他消费品，可实地体验的现场消费比例仍然较高；再者，社群、口碑传播地理半径有限。就服务商而言，比较明显的特征是内容产出变现能力较强。母婴消费对育儿、孕产等内容方面的需求旺盛，优质内容制造产出是用户活跃度及留存度提升的前提；在消费者渗透率提升后，围绕母婴消费布局电商、早教、咨询等领域，消费转化率提升，内容变现；在目前流量红利逐渐消退、母婴自媒体 IP 崛起的背景下，各细分行业头部企业竞争优势愈加突出。

图 22：各区域线下母婴连锁专卖情况



资料来源：自然资源部、财富证券

图 23：个人 IP 年糕妈妈/育学园/凯叔讲故事



资料来源：品牌官网、财富证券

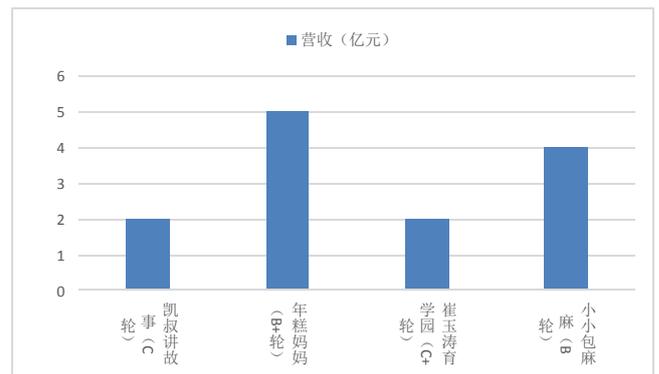
我们统计了目前母婴运营上市企业以及一些创投头部企业的经营数据，相比而言，线上运营平台服务商的增速更快。据统计，母婴线上市场规模近 5 年的复合增速达 35% 以上。新生态育儿人群三个核心资讯来源是医生/专家权威意见、亲友长辈熟人口碑以及社交圈层中母婴 KOL 推荐参考；信息需求趋于扁平化、碎片化，内容产出交付形式发生变革，互联网母婴服务平台 TGI（目标群体指数）不断提升。

图 24：母婴运营上市企业营收及毛利率情况



资料来源：wind、英为财经、财富证券

图 25：部分母婴运营创投企业近期营收表现



资料来源：IT 桔子、简书、财富证券

母婴运营行业，建议关注：爱婴室、宝宝树集团。

表 8：婴童鞋服建议关注标的情况

代码	公司	看点
603214.SH	爱婴室	华农母婴龙头、正跨区域布局+直营渠道为主+产品结构合理、直采比例提升
1761.HK	宝宝树集团	互联网母婴社交平台头部企业+广告、电商业务稳健，知识付费业务未来仍有空间

资料来源：财富证券

7 投资观点

目前我国婴童消费的消费链条已经开始从婴幼儿、儿童向前延伸至孕产妇、备孕者等泛母婴人群趋势，消费场景也趋于细分发散。预计我国婴童消费市场在未来几年有望突破 3 万亿，发展较为成熟的婴童鞋服行业规模预计将突破 2600 亿。2018 年我国生育率降至建国以来最低水平，生育意愿、结婚意愿持续降低，行业原主流的“数量换空间”的增长逻辑发生变化，目前逐渐被“消费升级+细分赛道需求外挖掘”取代。

综合市场规模、数据可跟踪等多方面考虑，我们重点观察分析了两个细分行业，消费升级持续的婴童鞋服行业以及蓝海空间广阔的母婴运营行业。目前婴童鞋服行业已呈现一定的马太效应，头部公司通过拓宽产品线、提升产品力、优化线下渠道、加码线上营销等方式不断提升综合实力，实现市占率的稳健提升，我们认为婴童鞋服仍处成长期，消费升级逻辑持续。母婴行业获客成本较高，细分赛道单打独斗性价比低，综合母婴运营商凭借其规模和口碑效应拥有天然的优势，并在整个行业规模扩大过程中承担了越来越重要的位置，我们认为母婴运营将受益于整个母婴行业的增长，有较大的蓝海空间。

通过对婴童消费的消费客群、消费内容等进行分析，我们认为目前优质产品、内容、服务的需求旺盛，整个市场呈现出较明显长尾特征；行业细分赛道不断分化，线上线下加速融合，优质内容变现已呈现规模化态势。婴童消费朝阳经济特征明显，行业体量较大，细分行业多，大部分仍在萌芽、成长期，我们看好整个行业的中长期投资价值。给予行业“同步大市”评级，建议重点关注婴童鞋服和母婴运营细分行业的优质标的。重点标的：森马服饰、爱婴室、安奈儿。

7.1 重点标的 1: 森马服饰 (002563.SZ)

近期业绩:

表 9: 森马服饰近期业绩

分类	营业收入 (亿元)	童装营收 (亿元)	归母净利润 (亿元)	毛利率 (%)	净利率 (%)	童装毛利率 (%)
2018	157.19 (yoy+30.71%)	88.25 (yoy+39.59%)	16.94 (yoy+48.83%)	39.78 (yoy+4.27pct.)	10.70 (yoy+1.30pct.)	42.23 (yoy+0.71pct.)
2019H1	82.19 (yoy+48.57%)	52.12 (yoy+81.67%)	7.22 (yoy+8.20%)	44.84 (yoy+6.49pct.)	8.67 (yoy-3.22pct.)	49.16 (yoy+7.14pct.)

资料来源: wind、财富证券

推荐理由:

1) 全年龄段童装品牌矩阵已成, 巴拉巴拉国内市占率第 1。森马旗下拥有巴拉巴拉、马卡乐、TCP 等国内外知名童装品牌, 有中高端、大众、校服等差异化定位, 覆盖 0-16 岁全年龄段; 巴拉巴拉国内童装市占率居首 (6%左右), 品牌知名度高。

2) 6000 余家童装线下渠道规模优势明显, 森马供应链纯熟市场反应快速。当前公司旗下童装门店超 6000 家, 优势区域在华东、华中、华北 (合计占比超 60%), 在渠道规模及渠道下沉方面优势明显, 近 3 年公司童装收入复合增速达 20.8%。公司的童装以及休闲装供应链形成了一定的协同效应, 供应链提质, 目前快反产品占比 15%左右未来仍有翻倍空间。

3) 童装为基点切入母婴市场, 未来业绩仍有空间。公司童装旗舰品牌巴拉巴拉从 2016 年起加码小童装, 向前延长品牌消费生命周期; 童装品牌马卡乐 2019 年上半年进行了细分赛道的调整, 切入母婴一站式消费领域, 未来童装的产品占比 7 成左右, 另 3 成为喂养用品、出行用品、玩具、日用消耗品等全新品类。

投资评级与盈利预测:

首次覆盖, 给予“谨慎推荐”评级。

预计公司 2019-2021 年营收收入分别为 192.84/222.87/246.11 亿元, 归母净利润分别为 18.80/20.49/22.13 亿元, EPS 为 0.70/0.76/0.82 元, 当前股价对应 PE 为 16.80/15.47/14.34 倍。目前行业中, 大众休闲服饰估值约 10-14 倍, 童装企业估值约 22-26 倍。结合公司的分业务占比、基本面、业绩以及未来发展空间, 给予公司 2019 年 16.5-18.5 倍 PE, 未来 6-12 个月股价合理区间预计为 11.6-13.0 元。

风险提示: 消费疲软; 渠道优化拓展不及预期; 母婴赛道切换不及预期; 多品牌管理运营风险; 存货减值风险等。

7.2 重点标的 2: 爱婴室 (603214.SH)

近期业绩:

表 10: 爱婴室近期业绩

分类	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	归母扣非净利润 (亿元)	毛利率 (%)	净利率 (%)
2018	21.35 (yoy+18.12%)	1.20 (yoy+28.23%)	1.03 (yoy+19.03%)	28.77 (yoy+0.36pct.)	6.12 (yoy+0.34pct.)
2019H1	11.79 (yoy+15.92%)	0.62 (yoy+27.31%)	0.51 (yoy+25.68%)	28.87 (yoy+1.46pct.)	5.71 (yoy+0.47pct.)

资料来源: wind、财富证券

推荐理由:

1) 深耕华东区域的母婴专卖连锁零售龙头。公司 230 余家的线下渠道规模在华东区域首屈一指, 目前保持净开店的拓展节奏, 加大优势区域的开店密度巩固龙头优势; 全直营模式保障品牌理念准确传达和销售策略的及时调整, 购物中心店占比 70%, 渠道优质。

2) 产品结构持续优化, 直采比例较高。公司高毛利的棉纺、食品、玩具业务增速亮眼, 改善毛利率。奶粉仍是营收占比最高 (45-48%) 的产品, 上市以来奶粉销售收入一直保持双位数增长, 毛利率稳步提升, 规模优势形成且加大直采比例降低成本; 目前保守估计公司产品直采 (向生产商采购) 比例在 60% 以上。

3) 跨区域性战略布局正在进行。公司 2018 年并购重庆泰城, 以重庆为中心开始拓展西南母婴专卖市场, 重庆以及西南代表城市成都的人均 GDP 排名及增速均较为亮眼。“消费市场空间大+区域性龙头尚未出现+战略布局”是此举的主要考量, 利于营风险的平滑和公司业绩的稳健增长。

投资评级与盈利预测:

维持“谨慎推荐”评级。

预计公司 2019-2021 年营收收入为 25.0/29.1/33.3 亿元, 归母净利润为 1.49/1.80/2.12 亿元, EPS 为 1.46/1.77/2.10 元, 当前股价对应 PE 为 27.40/22.60/19.05 倍。目前行业中, 奶粉公司估值较高 (31 倍左右), 运营平台类公司估值次之 (25-28 倍左右), 鞋服、耐用品公司估值相对较低 (14-20 倍), 结合公司的基本面、业绩以及未来发展空间, 我们认为公司应当享有一定的估值溢价, 给予公司 2019 年 25.0-29.0 倍 PE, 未来 6-12 个月股价合理区间预计为 36.5-42.3 元。

风险提示: 消费疲软; 渠道拓展不及预期; 产品质量风险等。

7.3 重点标的 3：安奈儿 (002875.SZ)

近期业绩：

表 11：安奈儿近期业绩

分类	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	归母扣非净利润 (亿元)	毛利率 (%)	净利率 (%)
2018	12.13 (yoy+17.56%)	0.83 (yoy+21.08%)	0.69 (yoy+27.87%)	55.25 (yoy-0.21pct.)	6.88 (yoy+0.20pct.)
2019H1	6.55 (yoy+15.22%)	0.56 (yoy+1.62%)	0.49 (yoy-2.16%)	54.70 (yoy-2.49pct.)	8.60 (yoy-1.15pct.)

资料来源：wind、财富证券

推荐理由：

1) 知名度较高的国内中高端童装品牌，业绩表现较为稳定。安奈儿定位中高端童装领域，在原辅用料选购、定染定织要求高，产品检验标准高于国标；童装品牌市占率居前 (0.8% 左右，位列前三)。近 3 年公司营收复合增速为 9.65%，毛利率维持在 55% 左右的水平。

2) 小童装持续加码，打开业绩增长空间。公司近年来不断加码小童装 (0-3 岁)，2018 年小童装增速 54%、2019 年上半年增速 45%，目前小童装占比已提升至 20% 左右，60% 以上的毛利率对公司整体盈利能力改善有较好的拉动作用。

3) 直营渠道占比 70% 以上，区域拓展和渠道下沉仍有较大空间。目前公司渠道规模 1450 余家、直营比例 72% 左右，直营门店中 mall 店占比提升至 30% 左右；在经历了几年的渠道调整和优化后，公司 2019 年以来进入净拓店节奏，上半年直营渠道净增 60 家、效能偏低的加盟门店闭店 34 家。未来，华南地区的门店加密以及其他区域的渠道拓展将为业绩带来持续的支撑。

投资评级及盈利预测：

首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

预计公司 2019-2021 年营收为 14.26/17.03/19.51 亿元，归母净利润为 0.93/1.08/1.24 亿元，EPS 分别为 0.71/0.82/0.94 元，当前股价对应 PE 分别为 24.49/21.20/18.50 倍。目前童装行业估值在 22-26 倍左右，结合公司的基本面、业绩以及未来发展空间，给予公司 2019 年 23.0-26.0 倍 PE，未来 6-12 个月股价合理区间预计为 16.3-18.5 元。

风险提示：消费疲软；门店调整优化不及预期；直营门店成本费用高企；存货减值风险等。

8 风险提示

内外消费疲软；渠道优化拓展不及预期；原辅料价格剧烈波动；产品质量风险；生育率继续下行等。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438