

纺织服饰

2023年02月06日

嘉曼服饰 (301276)

——中高端童装新星，金字塔品牌矩阵驱动接棒式增长

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

投资要点:

- 公司是国内中高端童装服饰品牌运营商，金字塔型品牌矩阵接棒发力。1) 深耕童装行业三十载，品牌矩阵日臻壮大。成立早期创立本土童装品牌水孩儿，2005年拓展国际奢侈品牌童装零售代理业务，陆续经营 Kenzo、Armani、Boss 等品牌，2013/2015 年授权经营暇步士/哈吉斯童装，现已形成自有品牌、授权品牌和国际零售代理品牌为架构的品牌体系，分别定位中端、中高端和高端童装市场，构成金字塔型品牌矩阵。2) 卡位中高端，兼具成长性与盈利性。公司旗下各品牌接续发力，2014-2019 年营收/归母净利润 CAGR 达 23%/14%，适用新会计准则后，2021 年/22Q1-3 营收同比增长 16%/下滑 2.7%，归母净利润同比增长 64%/下滑 8.1%。中高端定位决定了公司毛利率处于行业内较高水平，2021 年/22Q1-3 综合毛利率为 59%/60%，强劲的品牌势能有望推动毛利率进一步提升。
- 国内童装行业成长性比肩运动服饰，中高端占比逐年提升，鼓励生育政策有望催化需求。中国童装行业起步晚，仍处于发展期，据欧睿测算，预计未来 5 年行业规模 CAGR 达 8%，仅次于国内运动服饰。随着中国居民可支配收入提升，人均童装支出增长，中高端童装行业规模增长更快，占比逐年提升。2021 年中国儿童总人口达 2.5 亿人，2017 年以来国内出生率逐步降低，2022 年降至 6.8%，但人口均衡发展为国家重要发展战略，自 2015 年起鼓励生育政策便陆续出台，先后放开二孩、三孩政策，近期多城市率先发布了鼓励、支持生育的征求意见，预计未来相关政策持续落地有望催化童装需求的中长期增长。
- 金字塔型品牌矩阵多极发力，电商渠道优势突出，加持核心竞争力。公司旗下品牌定位与风格差异化鲜明，全面覆盖中高端童装需求，自有品牌水孩儿基本盘稳固，两大授权品牌成长性高，国际代理品牌精准卡位高端市场。在品牌矩阵中，暇步士和哈吉斯引入最晚，但自身品牌力强，伴随电商渠道发力，2019-2021 年合计营收增速高达 35%/22%/25%，合计营收占比高达 56.5%/59%/64%。公司重视电商渠道发展，2019-2021 年电商营收占比高达 53%/62%/65%，远高于行业内可比公司，充分享受了电商渠道的流量红利。
- 嘉曼服饰是国内中高端品牌童装新星，构建金字塔品牌矩阵形成强互补，暇步士和哈吉斯童装高成长，电商占比行业领先，首次覆盖，给予“买入”评级。国内童装行业成长性比肩运动，中高端童装更优，公司作为国内少数中高端童装品牌集团，构建了布局中端、中高端和高端的金字塔型品牌矩阵，接棒推动业绩增长，渠道布局前瞻，把握了电商渠道成长红利。预计 22-24 年实现归母净利润 1.3/2.0/2.6 亿元，同比下滑 34.9%/增长 61.4%/增长 26.4%，对应 PE 为 21/13/10 倍。参考可比公司平均 PE，给予公司 23 年 20 倍 PE 估值，目标市值 41 亿元，较当前市值有 53% 的上涨空间，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：出生率持续下滑；行业竞争加剧；线上流量红利衰退；品牌授权模式风险。

财务数据及盈利预测

	2021	22Q1-Q3	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	1,214	720	1,170	1,323	1,595
同比增长率 (%)	16.4	-2.7	-3.6	13.0	20.6
归母净利润 (百万元)	195	104	127	204	259
同比增长率 (%)	63.8	-8.1	-34.9	61.4	26.4
每股收益 (元/股)	2.40	0.96	1.17	1.89	2.39
毛利率 (%)	59.3	60.0	59.5	60.1	60.8
ROE (%)	26.6	5.8	8.8	13.0	15.1
市盈率					

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

市场数据: 2023年02月03日

收盘价 (元)	24.79
一年内最高/最低 (元)	38/22.66
市净率	1.5
息率 (分红/股价)	-
流通 A 股市值 (百万元)	635
上证指数/深证成指	3263.41/12054.30

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据: 2022年09月30日

每股净资产 (元)	16.68
资产负债率%	21.50
总股本/流通 A 股(百万)	108/26
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com

研究支持

李璇 A0230122060008
lixuan@swsresearch.com

联系人

李璇
(8621)23297818x
lixuan@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

嘉曼服饰是国内中高端品牌童装新星，构建金字塔品牌矩阵形成强互补，暇步士和哈吉斯童装高成长，电商占比行业领先，首次覆盖，给予“买入”评级。国内童装行业成长性比肩运动，中高端童装更优，公司作为国内少数中高端童装品牌集团，构建了布局中端、中高端和高端的金字塔型品牌矩阵，接棒推动业绩增长，渠道布局前瞻，把握了电商渠道成长红利。预计 22-24 年实现归母净利润 1.3/2.0/2.6 亿元，同比下滑 34.9%/增长 61.4%/增长 26.4%，对应 PE 为 21/13/10 倍。参考可比公司平均 PE，给予公司 23 年 20 倍 PE 估值，目标市值 41 亿元，较当前市值有 53% 的上涨空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设点

旗下各类品牌引入时期和风格定位差异化突出，所处成长阶段各异，终端消费复苏有望加速推动整体业绩增长。1) 授权经营品牌：暇步士和哈吉斯品牌势能强劲，均处于成长期。预计 22-24 年授权经营品牌营收分别增长 0%/15%/25%至 7.7/8.9/11.1 亿元，毛利率为 63.0%/63.5%/64.0%。2) 自有品牌：仍然以水孩儿为主，进入成熟发展阶段。预计 22-24 年营收分别下滑 10%/增长 8%/增长 12%至 2.9/3.1/3.5 亿元，毛利率为 49.0%/49.2%/50.0%。3) 国际零售代理品牌：定位高端，产品适用场景的社交属性强，随线下社交场景恢复，营收逐步恢复正常，预计 22-24 年营收分别下滑 10%/增长 12%/增长 10%至 1.1/1.2/1.3 亿元。毛利率为 62.4%/62.5%/62.5%。

有别于大众的认识

1) 市场看到 2022 年国内人口出现负增长，判断当前出生率持续走低，看空童装行业的成长动力。我们认为，2022 年出生率下滑至 6.8%，创新低，但从政策面看，自 2015 年起持续发力，先后放开二孩、三孩生育政策，近期多城市率先发布了鼓励生育的征求意见，若后续持续加强鼓励生育政策，并针对市场关注的高生育成本问题提供配套性的解决方案，将有助于缓解出生率下降。

2) 市场认为中高端童装市场规模小，公司成长空间有限。童装行业未来 5 年规模 CAGR 达 8%，中高端市场成长性更高，近年来占比提升。从竞争格局看，国内中高端品牌相对少，且运动类品牌较多，休闲类竞品少，公司旗下品牌势能强劲，优势突出。

股价表现的催化剂

鼓励并支持生育的政策出台；终端零售改善超预期；市占率提升超预期。

核心假设风险

出生率持续下滑；行业竞争加剧；线上流量红利衰退；品牌授权模式风险。

目录

1. 嘉曼服饰：深耕中高端童装市场，盈利能力优异	7
1.1 专业运营中高端童装三十载，品牌矩阵、渠道逐步完善	7
1.2 业绩表现稳步增长，盈利能力表现突出.....	8
1.3 股权结构集中，员工持股绑定优秀管理团队	10
2. 童装行业成长性高，消费升级驱动行业结构升级	12
2.1 中国童装行业规模增速高于全球，景气度比肩运动服饰	12
2.2 中高端童装差异化显著，线上渠道正成为重要趋势.....	16
3. 构建金字塔型品牌矩阵，具备多极增长动能	18
3.1 授权品牌：销售表现亮眼，为核心增长动力	19
3.2 自主品牌：市占率位居行业前列，进入发展稳定期.....	20
3.3 国际零售代理品牌：定位高端，拓展国际化视野.....	22
4. 多元化全渠道运营，线上渠道优势突出.....	23
4.1 大力发展线上渠道，线上销售占比行业领先	24
4.2 线下门店布局优化调整，直营提效明显.....	26
4.3 品牌推广线上线下相结合，电商推广力度大	27
5. 财务分析：业绩增速领跑，盈利优势显著	28
5.1 业绩增速长期领跑同行，增长潜力大.....	28
5.2 盈利水平行业领先，费用管控能力强.....	29
5.3 资产周转率逐步提升，营运能力增强.....	31
6. 盈利预测与估值.....	31
6.1 盈利预测.....	31
6.2 估值分析.....	34
7. 风险提示	34

图表目录

图 1: 嘉曼服饰发展历程.....	7
图 2: 嘉曼服饰业务分拆.....	7
图 3: 22Q1-3 营收同比下滑 2.7%.....	8
图 4: 22Q1-3 归母净利润同比下滑 8.1%	8
图 5: 22Q1-3 毛利率/净利率为 60.0%/14.5%	8
图 6: 22Q1-3 销售费用率/管理费用率 33.4%/7.9%.....	8
图 7: 2021 年授权品牌营收同比增长 25.8%	9
图 8: 2021 年授权品牌营收贡献占比为 65%	9
图 9: 授权品牌毛利率最高	9
图 10: 2021 年授权品牌毛利贡献占比 71%	9
图 11: 2021 年电商营收同比增长 23.8%	10
图 12: 2021 年电商营收贡献占比为 65%.....	10
图 13: 线下直营渠道毛利率最高	10
图 14: 2021 年电商毛利贡献占比为 65%.....	10
图 15: 控股股东合计持股 62%，享有绝对控制权（截至 2022 年末）	10
图 16: 2022 年中国童装终端市场规模达 2374 亿元	12
图 17: 中国童装市场规模增速比肩运动服饰	12
图 18: 2021 年中国儿童人口占比达 17.5%.....	13
图 19: 2022 年中国出生率降至 6.8%.....	13
图 20: 中国粗出生率仍处于中等水平（受限制的出生率）	13
图 21: 2022 年我国童装人均开支 168 元	15
图 22: 中国童装人均开支远低于其他国家（2021 年）	15
图 23: 2021 年中国高净值人群预计达 296 万人.....	15
图 24: 我国消费者的奢侈品消费规模快速爆发	15
图 25: 国内中高端童装市场逐步扩容	15
图 26: 国内中高端童装占比逐步提升	15
图 27: 预计 22 年国内中高端童装销售量约 1 亿件	16
图 28: 国内中高端童装均价逐年提升	16
图：中国童装市场 CR 高于全球.....	

图 30: 国内童装行业市场结构 (2022 年)	16
图 31: 中国童装行业竞争格局.....	17
图 32: 90 后有孩人群占比增加	18
图 33: 有孩人群月均线上消费变化.....	18
图 34: 嘉曼服饰的金字塔型品牌矩阵	18
图 35: 授权品牌运营涉及的环节完整	19
图 36: 2018-2021 年, 授权品牌营收 CAGR 22.6%.....	20
图 37: 2021 年授权品牌营收占比达 64.7%.....	20
图 38: 2018-2021 年授权品牌量价齐升.....	20
图 39: 授权品牌毛利率高于主营业务整体水平	20
图 40: 2018-2021 年, 自有品牌营收 CAGR 10.2%.....	21
图 41: 自有品牌营收占比逐步降低.....	21
图 42: 2021 年自有品牌销售均价提升.....	21
图 43: 自有品牌毛利率低于主营业务整体水平	21
图 44: 2021 年水孩儿单品牌销售收入超 3 亿元	22
图 45: 2021 年水孩儿品牌销售收入占比 25.6%.....	22
图 46: 2018-2021 年, 代理品牌收入持续下滑	23
图 47: 代理品牌收入占比逐步降低.....	23
图 48: 2021 年代理品牌销售均价提升.....	23
图 49: 代理品牌毛利率持续提升	23
图 50: 公司渠道发展历程.....	23
图 51: 公司线下门店提供高品质体验式消费.....	24
图 52: 公司入驻多个头部电商平台.....	24
图 53: 线上渠道增长势头强劲.....	25
图 54: 2021 年线上渠道占比提升至 65.3%.....	25
图 55: 公司线上渠道营收占比行业领先.....	25
图 56: 线上渠道毛利率持续提升	25
图 57: 唯品会和京东平台收入增速相对高	25
图 58: 唯品会和淘系为公司主要线上销售平台	25
图 59: 线下渠道优化调整, 门店数量呈下降趋势	26
图 60: 2021 年公司线下门店数量低于可比公司.....	26

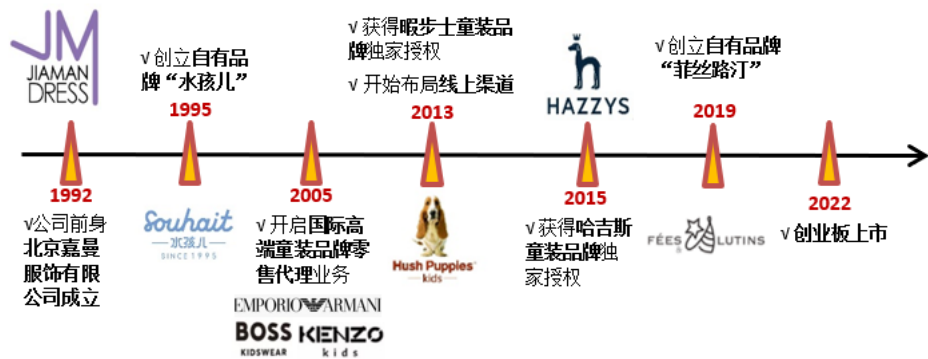
图 61: 公司线下门店分布 (截至 2021 年底)	26
图 62: 2021 年直营店效提升.....	27
图 63: 2021 年公司直营店效高于童装行业可比公司	27
图 64: 推广费中电商平台推广费占比超 90%	28
图 65: 2021 年线上平台推广费占收入比下降	28
图 66: 2020 年以来营收增速远超可比公司	29
图 67: 归母净利润增速长期领跑行业	29
图 68: 2021 年以来毛利率优势明显	29
图 69: 期间费用率处于行业中等水平	29
图 70: 销售费用率处于行业中等水平	30
图 71: 管理费用率 (含研发) 改善强于同行	30
图 72: ROE 水平居行业前列	30
图 73: 净利率稳中有升	30
图 74: 总资产周转率领先同行业	30
图 75: 权益乘数处于行业内较高水平	30
图 76: 存货周转率逐步提升至行业前列	31
图 77: 应收账款周转率逐步提升至行业前列	31
表 1: 核心团队专业背景强, 行业及管理经验丰富.....	11
表 2: 员工持股平台力元正通出资结构	11
表 3: 鼓励生育相关政策梳理	13
表 4: 中国中端及以上童装品牌对比	17
表 5: 授权经营品牌概况	19
表 6: 自有品牌概况	21
表 7: 主要国际零售代理品牌概况	22
表 8: 各类品牌销售渠道分拆	24
表 9: “bebelux” 精品集合店为国际零售代理品牌的主要渠道形式	27
表 10: 公司采取线下、线上相结合的品牌推广模式	27
表 11: 嘉曼服饰盈利预测	32
表 12: 可比公司估值表	34

1. 嘉曼服饰：深耕中高端童装市场，盈利能力优异

1.1 专业运营中高端童装三十载，品牌矩阵、渠道逐步完善

专注于中高端童装运营，品牌矩阵覆盖全面。嘉曼服饰成立于1992年，定位中高端童装运营，旗下拥有丰富的品牌矩阵，产品覆盖0-16岁（主要为2-14岁）的儿童服饰。历经三十载风雨，公司已打造以自有品牌、授权品牌和国际零售代理品牌为架构的品牌体系，各类品牌在风格与定位上相互补充，分别覆盖中端、中高端、高端童装市场。公司于1995年创立自有品牌“水孩儿”，进入国内专业化童装市场，2005年起代理国际高端童装品牌在国内的零售业务，由单品牌转向多品牌经营。2013、2015年分别获得暇步士、哈吉斯童装在中国大陆的独家经营授权，并开始布局线上渠道。2015年至今，公司不断深化多层次、多品牌运营策略，推动直营与加盟、线上与线下同步发展。

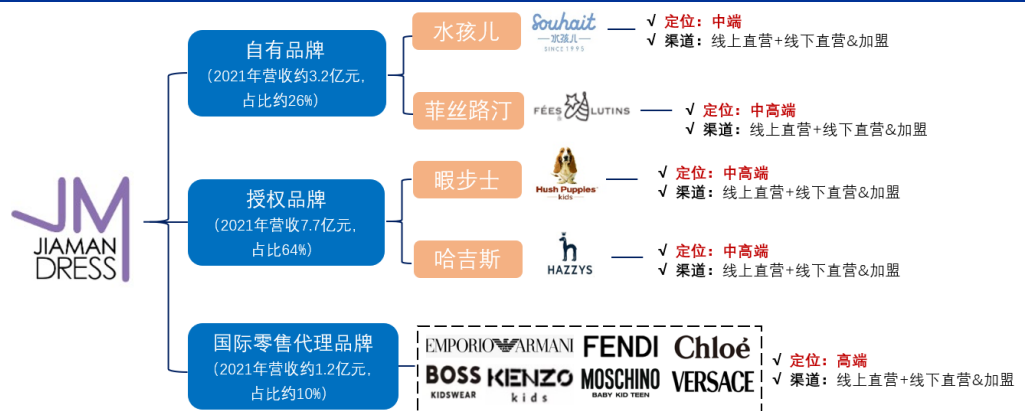
图 1：嘉曼服饰发展历程



资料来源：公司招股书，公司公告，申万宏源研究

授权品牌营收占比超 60%，渠道布局全面。2021 年授权品牌营收占比 64%，预计暇步士占其中的 2/3、哈吉斯占 1/3，预计自有品牌营收占比超 20%，以水孩儿为主，国际零售代理品牌占比约 10%。各类品牌均布局了线上直营、线下直营及加盟全渠道。

图 2：嘉曼服饰业务分拆



资料来源：公司招股书，公司公告，申万宏源研究；注：自有和代理品牌营收占比为总额法口径下测算得到

1.2 业绩表现稳步增长，盈利能力表现突出

业绩持续增长，短期暂受疫情扰动。得益于公司品牌矩阵扩张和电商业务的快速拓展，2014-2019年，公司营收由3.2亿元增至9.0亿元，期间CAGR达22.7%，归母净利润由0.5亿元增至0.9亿元，期间CAGR为14.3%。2020年由于适用新会计准则，公司收入确认方式由净额法转为总额法（联营商场/电商平台销售分成/佣金计入营业收入，并调增销售费用）使得表观收入大幅提升，但即便剔除准则影响仍同比提升约2%，经营韧性强。2021年营收/归母净利润同比增长16.4%/63.8%，2022年疫情在高线城市多点散发，阻碍中高端品牌线下销售，22Q2华东疫情导致物流受阻，电商运营亦受到影响，导致22Q1-3营收/归母净利润同比下滑2.7%/8.1%至7.2亿元/1.0亿元。

图 3: 22Q1-3 营收同比下滑 2.7%



资料来源：公司招股书，公司公告，申万宏源研究

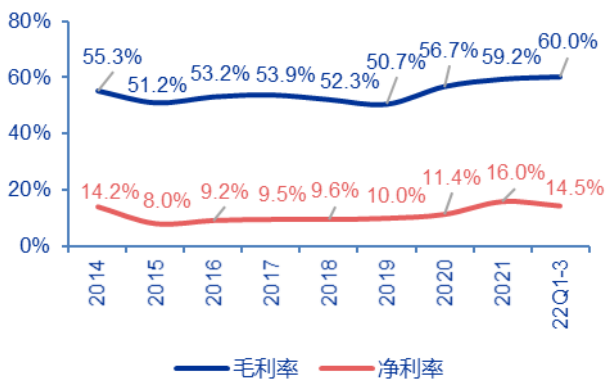
图 4: 22Q1-3 归母净利润同比下滑 8.1%



资料来源：公司招股书，公司公告，申万宏源研究

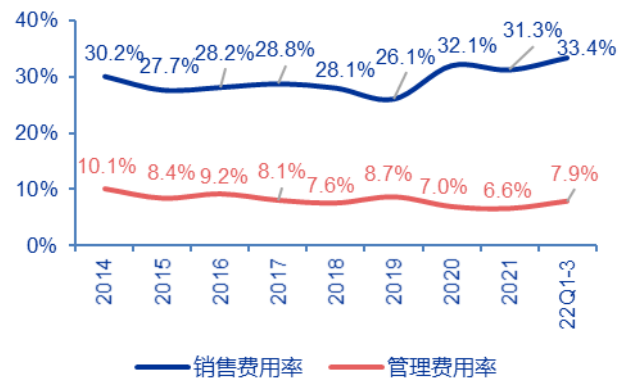
品牌提价能力强，利润率水平高位稳步提升。公司旗下品牌定位中高端，品牌溢价能力强，2014-2021年毛利率维持在50%至60%高位。2019年为毛利率低点50.7%，主要系2017年开始下调水孩儿品牌定位，同时授权品牌电商促销增加。2020年适用新收入准则导致表观毛利率大幅提升6.1pct。产品全面提价下，2021年/22Q1-3毛利率进一步提升至59.2%/60.0%。期间费用方面，销售费用率与管理费用率整体平稳，2020年执行新收入准则导致销售费用率大幅提升至32.1%，管理费用率在规模效应下逐步降低，2021年降至6.6%。2014-2021年净利率由14.2%逐步提升至16.0%。

图 5: 22Q1-3 毛利率/净利率为 60.0%/14.5%



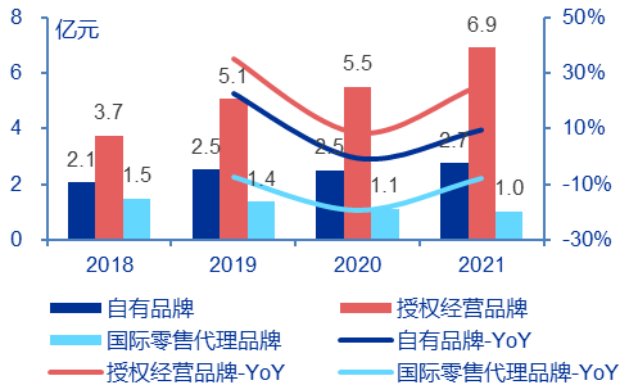
资料来源：公司招股书，公司公告，申万宏源研究

图 6: 22Q1-3 销售费用率/管理费用率 33.4%/7.9%

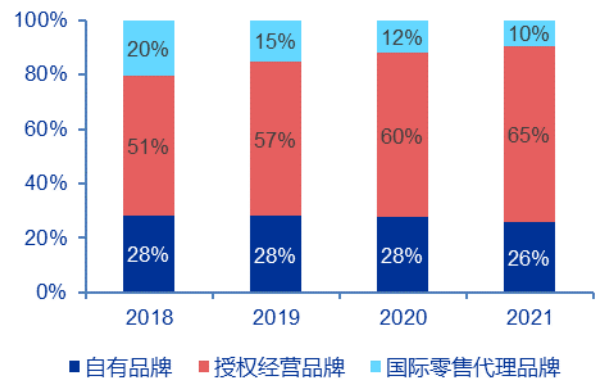


资料来源：公司招股书，公司公告，申万宏源研究；注：管理费用率含研发支出

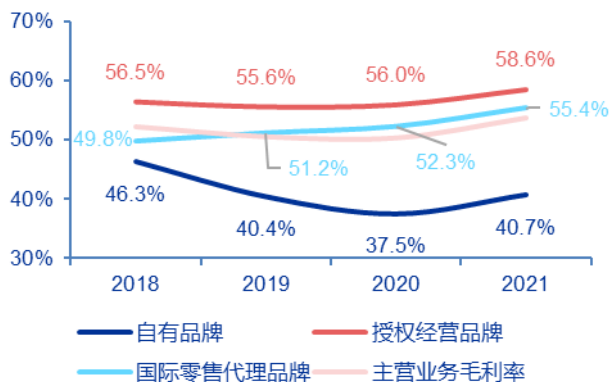
授权品牌优势突出，系主要增长引擎。2018-2021年，授权品牌营收由3.7亿元增至6.9亿元，期间CAGR为22.6%，同期自有品牌/代理品牌营收CAGR分别为10.2%/-11.7%。自2018年起，两大授权品牌暇步士与哈吉斯销量与售价均呈稳定上升趋势，规模逐步扩张，2021年授权品牌合计营收占比超60%，带动整体营收增长。此外，暇步士与哈吉斯品牌认可度高、中高端定位成功，授权品牌2018-2021年毛利率水平平均超55%，近两年产品提价持续提升毛利率。

图 7：2021 年授权品牌营收同比增长 25.8%


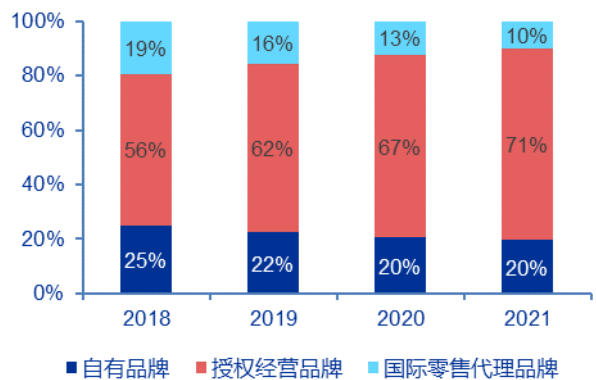
资料来源：公司招股书，申万宏源研究；注：20-21年分品牌数据为净额法调整后可比口径，下同

图 8：2021 年授权品牌营收贡献占比为 65%


资料来源：公司招股书，申万宏源研究

图 9：授权品牌毛利率最高


资料来源：公司招股书，申万宏源研究

图 10：2021 年授权品牌毛利贡献占比 71%


资料来源：公司招股书，申万宏源研究

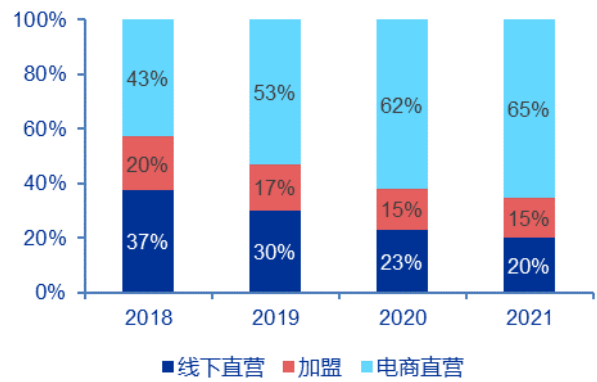
电商营收占比超 60%，为近年规模扩张的核心渠道。公司销售渠道分为电商、线下直营及加盟三种，自有品牌与授权品牌线上、线下相结合，代理品牌以线下直营为主。电商为核心渠道，2018-2021年，电商营收CAGR达30.8%，营收占比由42.7%逐年提升至65.3%，在天猫、唯品会、京东等多个电商平台开设品牌旗舰店、专卖店等。疫情影响线下消费，2020年线下直营/加盟渠道营收下滑，2021年加盟渠道已恢复至疫情前水平。从盈利角度看，各渠道毛利率差异逐步缩小，直营渠道毛利率最高。

图 11: 2021 年电商营收同比增长 23.8%



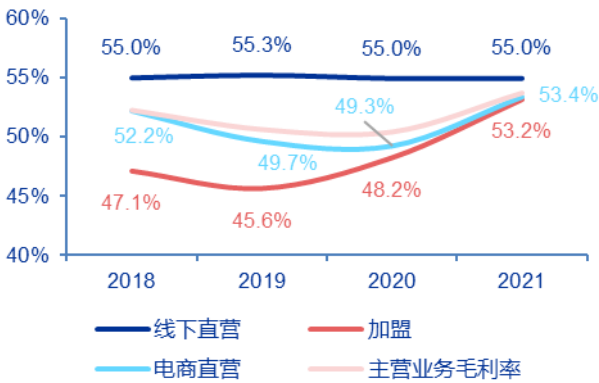
资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究; 注: 20-21 年分渠道数据为净额法调整后可比口径, 下同

图 12: 2021 年电商营收贡献占比为 65%



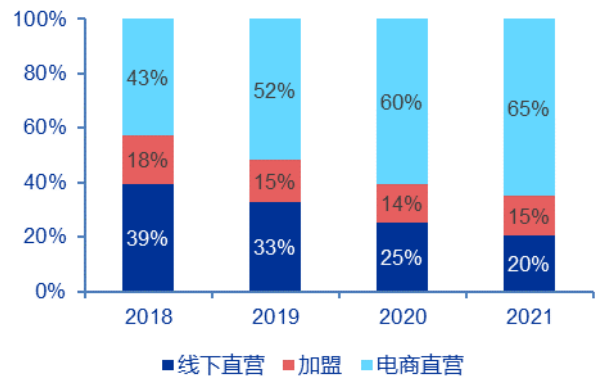
资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究

图 13: 线下直营渠道毛利率最高



资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究

图 14: 2021 年电商毛利贡献占比为 65%

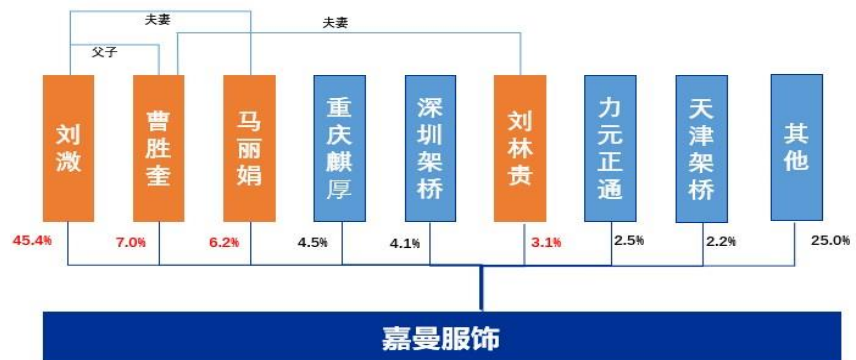


资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究

1.3 股权结构集中, 员工持股绑定优秀管理团队

股权相对集中, 控股股东合计持股超 60%。公司为家族企业, 股权结构清晰, 截至 2022 年末, 控股股东、实际控制人为刘激、曹胜奎、马丽娟、刘林贵, 合计直接持股 62%, 对公司享有绝对控制权, 剩余股权则较为分散。

图 15: 控股股东合计持股 62%, 享有绝对控制权 (截至 2022 年末)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

核心管理团队深耕服装行业，股权激励计划强化团队稳定性。以董事长为首的核心管理层均具备多年服装产业经历，副董事长刘激曾就职于法国服装品牌 Armor-Lux，设计团队核心成员马丽娟、马志荣、王春燕等在公司工作十年以上，具有丰富的设计研发经验。公司管理层与团队具备深厚的行业背景，为公司研发设计、运营、销售奠定优质基础。立足长远发展，公司于 2014 年建立力元正通员工持股平台，向中高层管理人员及骨干员工实施股权激励计划，并于 2020 年 5 月通过转让合伙份额向员工实施了第二次股权激励。

表 1：核心团队专业背景强，行业及管理经验丰富

姓名	职务	出生年份	学历	介绍
曹胜奎	董事长	1949	本科	曾就职于五机部 394 厂、北京进出口商品检验局、北京进出口商品检验局、北京针棉织品进出口公司，曾担任中宣针织联营有限公司总经理助理、副总经理、总经理
刘激	副董事长、总经理	1977	研究生	曾就职于法国 Armor-Lux 品牌公司
石雷	董事、副总经理	1979	本科	曾任嘉曼有限进口部经理、商务总监、副总经理
程琳娜	董事会秘书、副总经理	1983	本科	曾任北京白领时装设计师、嘉曼有限市场部经理、董事长助理
马丽娟	副总经理	1974	研究生	曾就职于中国国际企业合作公司、法国电力公司
宁俊	独立董事	1959	本科	北京服装学院首都服饰文化与服装产业北京市社科研究基地主任、首席专家
李军荣	财务总监	1975	本科	曾任中国电子工程设计院财务资产部高级财务经理、华油能源集团有限公司财务部副经理
王磊	电商事业部总监	1981	本科	曾任嘉曼有限设计师，2009 年 8 月至今历任公司市场部经理、市场部总监、电商事业部总监职务

资料来源：公司公告，公司招股书，申万宏源研究

表 2：员工持股平台力元正通出资结构

合伙人	职位	出资额 (万元)	出资比例
刘激	副董事长、总经理	130	7.7%
程琳娜	副总经理、董事会秘书	233	13.9%
石雷	董事、副总经理	180	10.7%
韩雪松	监事、信息部总监	90	5.4%
王君华	存货管理部总监	80	4.8%
陈秀军	外阜区域管理部经理	80	4.8%
王月新	BEBELUX 事业部总监	80	4.8%
王存樑	物流中心总监	68	4.0%
王磊	电商事业部总监	62	3.7%
马志龙	外阜区域管理部总监	50	3.0%
李婷婷	BEBELUX 事业部经理	50	3.0%
石震	设计中心设计经理	50	3.0%
马志荣	商品企划中心总监	45	2.7%
李军容	财务总监	45	2.7%
代瑞芳	暇步士加盟事业部总监	30	1.8%
艾君	电商事业部运营经理	22	1.3%
王秀霞	水孩儿自营事业部总监	20	1.2%
陈志君	水孩儿加盟事业部商品经理		.%
李立芳	水孩儿加盟事业部总监	20	1.2%

李彩	上海区域主管	16	1.0%
蔡建娇	暇步士自营事业部总监	15	0.9%
曹胜奎	董事长	10	0.6%
王春燕	设计中心总监	10	0.6%
其他		274	16.3%
合计		1680	100%

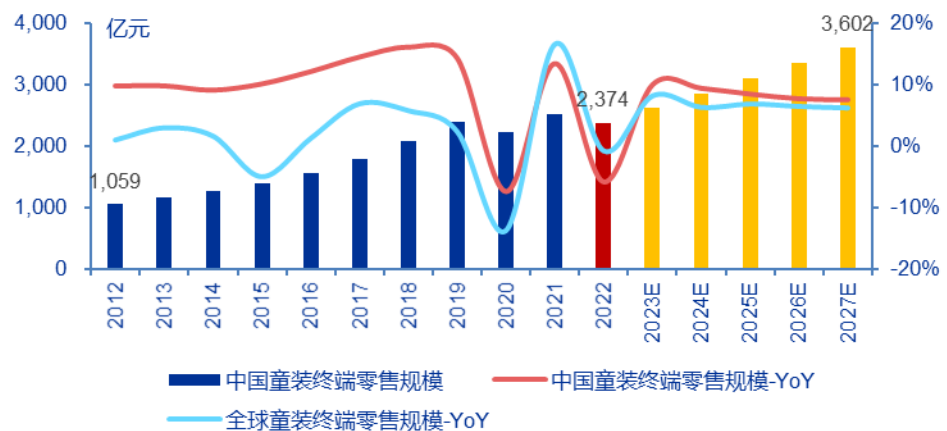
资料来源：公司招股书，申万宏源研究

2. 童装行业成长性高，消费升级驱动行业结构升级

2.1 中国童装行业规模增速高于全球，景气度比肩运动服饰

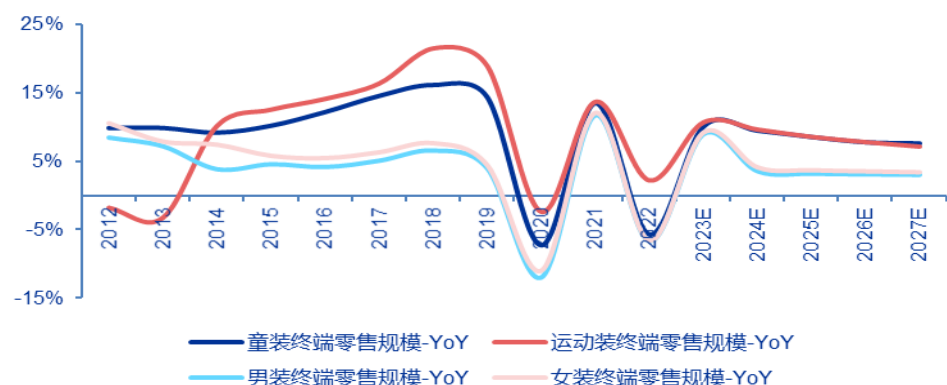
中国童装市场起步较晚，行业规模增速高于全球、比肩运动服饰。我国童装市场起步于 90 年代初期，仍处于高速发展阶段，据 Euromonitor 数据，2012-2022 年，中国童装终端零售规模由 1059 亿元增至 2374 亿元，期间 CAGR 达 8.4%，同期全球童装终端零售规模 CAGR 仅为 1.5%，Euromonitor 预计 2023-2027 年中国童装行业规模增速维持 8.4%，全球则为 6.4%。横向对比中国服装细分板块，童装规模增速比肩运动服饰，景气度高。

图 16：2022 年中国童装终端市场规模达 2374 亿元



资料来源：Euromonitor，申万宏源研究

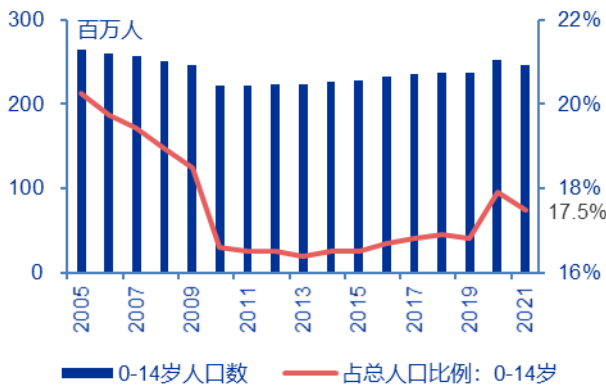
图 17：中国童装市场规模增速比肩运动服饰



资料来源：Euromonitor，申万宏源研究

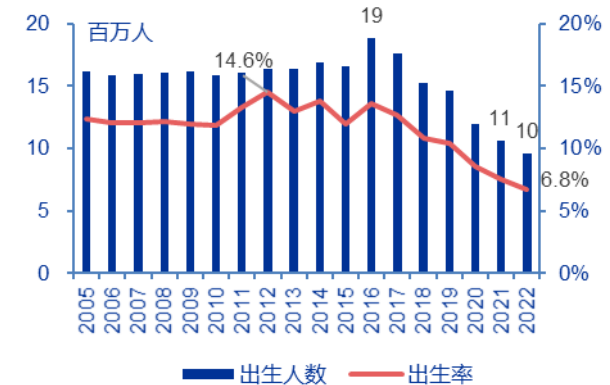
分拆行业增长动力看，儿童人口数稳定、出生率下滑引发鼓励生育政策出台，人均童装开支提升空间大。1) 鼓励并支持生育政策频发，催化童装需求增长。近年来我国儿童人口数量稳定在 2.5 亿左右，2021 年儿童人口占比 17.5%。2016、2017 年在全面二孩政策出台后新生儿人口有的较大增长，二孩生育需求释放，但 2016 年之后出生率持续下滑，2022 年降至 6.8%。随着 2021 年三孩生育政策放开，以及近期各地持续减轻家庭生育、养育、教育负担的政策陆续出台，有望对出生率形成更强的催化。对比全球看，虽然中国在 2016 年之前存在独生子女生育政策，出生率仍高于日本、韩国、新加坡等亚洲国家。

图 18: 2021 年中国儿童人口占比达 17.5%



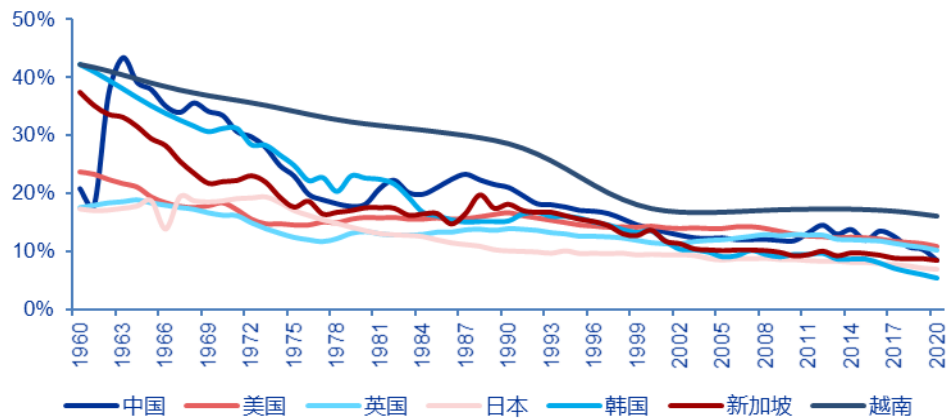
资料来源: Wind, 国家统计局, 申万宏源研究

图 19: 2022 年中国出生率降至 6.8%



资料来源: Wind, 国家统计局, 申万宏源研究

图 20: 中国粗出生率仍处于中等水平 (受限制的出生率)



资料来源: Wind, 世界银行, 申万宏源研究; 注: 粗出生率为估计的年内平均每千人中婴儿数

人口均衡发展为重要国家战略，鼓励生育政策陆续重磅出台。近年来，中央出台多条政策鼓励生育，2015 年国务院出台《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》，全面实施二孩政策。2021 年，中共中央及国务院出台《关于优化生育政策促进人口长期均衡发展的决定》中提及实施“三胎”政策。后续相关政策大力推动生育政策与经济社会发展政策配套衔接，减轻家庭生育、养育、教育负担，降低生育成本，激发生育意愿。

表 3: 鼓励生育相关政策梳理

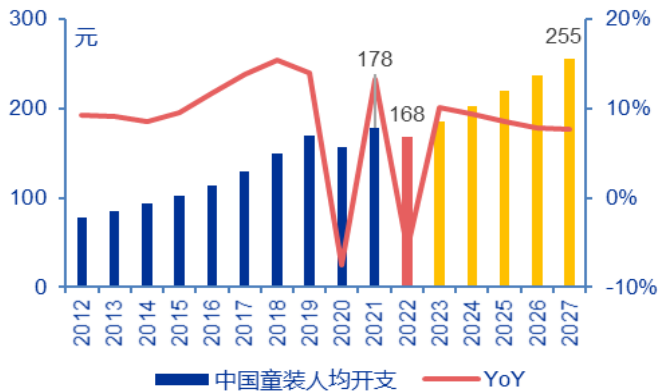
时间	文件	发文机关	相关内容
2022.12	《扩大内需战略规划纲要(- 年)》	中共中央、国务院	养老育幼服务: 推动生育政策与经济社会政策配套衔接, 减轻家庭生育、养育、教育负担; 教育: 推动义务教育优质均衡发展和城乡一体化

2022.8	《关于进一步完善和落实积极生育支持措施的指导意见》	国家卫生健康委等17部门	改善优生优育服务，推进妇幼保健机构能力建设，各省、市、县级均应设置1所政府举办、标准化的妇幼保健机构。中央投资开展约10个儿科类项目。住房政策向多子女家庭倾斜，在缴存城市无自有住房且租赁住房的多子女家庭，可按照实际房租支出提取住房公积金；对购买首套自住住房的多子女家庭，有条件的城市可给予适当提高住房公积金贷款额度等相关支持政策；降低学生就学成本，严格管理校外培训收费
2022.6	《“十四五”国民健康规划》	国家发改委	为拟生育家庭提供科学备孕指导、孕前优生健康检查和增补叶酸指导服务，加强产前筛查和产前诊断
2021.7	《关于做好支持三孩政策生育保险工作的通知》	国家医保局	要求各地将参保女职工生育三孩的费用纳入生育保险待遇支付范围，按规定及时、足额给付生育医疗费用和生育津贴待遇
2021.6	《关于优化生育政策促进人口长期均衡发展的决定》	中共中央、国务院	实施一对夫妻可以生育三个子女政策及配套支持措施，取消社会抚养费等制约措施，清理和废止相关处罚规定，将入户、入学、入职等与个人生育情况全面脱钩；增加婴幼儿托位数，支持150个城市新增示范性普惠托位50万个以上
2019.4	《国务院办公厅关于促进3岁以下婴幼儿照护服务发展的指导意见》	国务院	加强家庭的照顾，落实产假，支持脱产的父母重返岗位，提供早期发育指导；加大社区的照顾，配备符合规范标准的措施，推动老旧小区改造，衔接社区照护服务；规范照护机构，非营利性机构需要登记注册，地方政府建立机构
2019.3	《国务院办公厅关于全面推进生育保险和职工基本医疗保险合并实施的意见》	国务院	生育保险基金并入职工基本医疗保险基金，统一征缴，统筹层次一致，个人不缴纳生育保险费
2017.1	《国家人口发展规划(2016-2030年)》	国务院	把人口均衡发展作为重大国家战略，充分发挥全面两孩政策效应，提供优质的孕前健康检查、住院分娩、母婴保健、避孕节育、儿童预防接种，配置儿童照料、教育、社会保障，在公共场所设置母婴室或婴儿护理台。完善计划生育奖励假制度和配偶陪产假制度；鼓励雇主为孕期和哺乳期妇女提供灵活的工作时间安排及必要的便利条件
2015.11	《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》	国务院	全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策。改革完善服务管理、制度。提高生殖健康、妇幼保健、托幼等公共服务水平，加大妇幼疾病防治力度，加强出生缺陷防治，建立出生缺陷防治免费服务制度，向孕产妇免费提供基本生育医疗服务

资料来源：国务院、卫健委、发改委、医保局等部门官网，申万宏源研究

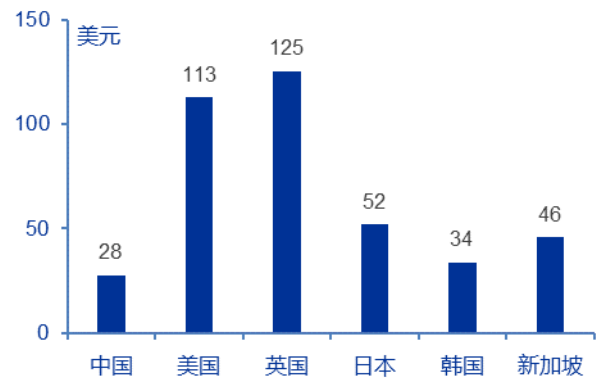
2) 居民可支配收入的提升，童装消费升级带动中高端童装持续扩容。85后、90后、95后父母逐步成为童装主要购买群体，他们往往更注重“优生优育”的育儿理念，对童装的安全性和舒适性的偏好超过价格，且更趋向于购买品质更优的品牌产品。童装的消费出现了较为明显的升级趋势，人均童装支出的增长较为显著，2012-2022年中国童装人均开支由79元上升至168元。对比其他国家来看，中国童装人均开支仍处于较低水平，2021年人均开支仅为美国/英国/日本/韩国/新加坡的25%/22%/53%/82%/60%。

图 21: 2022 年我国童装人均开支 168 元



资料来源: Euromonitor, 申万宏源研究

图 22: 中国童装人均开支远低于其他国家 (2021 年)



资料来源: Euromonitor, Wind, 申万宏源研究

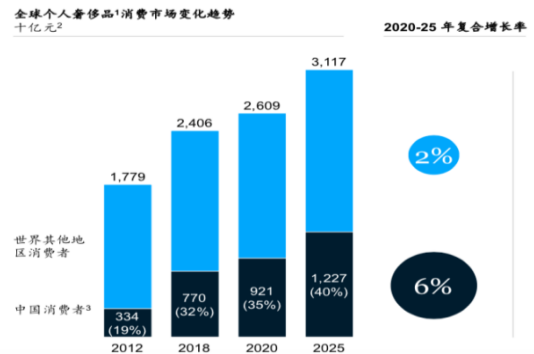
中国中高端消费基础优, 打开中高端服饰增长空间。 随中国经济发展, 居民消费能力提升明显, 据《2021 中国私人财富报告》, 2020 年中国拥有 1000 万元可投资资产以上的高净值人群已达 262 万人, 年均复合增长率由 2016-2018 年的 12% 升至 2018-2020 年的 15%, 预计至 2021 年底接近 300 万人。在此背景下, 中国消费者在全球市场购买奢侈品的规模高速增长, 预计至 2025 年突破 1.2 万亿元人民币。

图 23: 2021 年中国高净值人群预计达 296 万人



资料来源: 招商银行&贝恩公司《2021 中国私人财富报告》, 申万宏源研究; 注: 2021 年为预计值

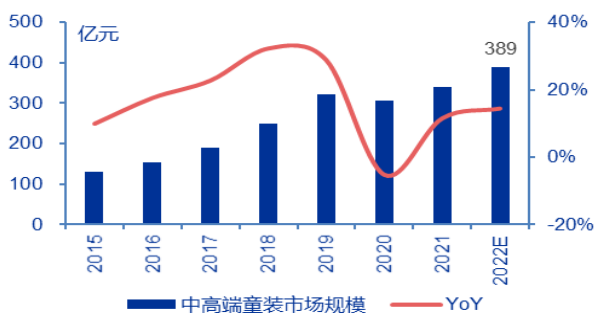
图 24: 我国消费者的奢侈品消费规模快速爆发



资料来源: 《麦肯锡中国奢侈品报告 2019》, 申万宏源研究; 注: 奢侈品口径含成衣、配饰、腕表珠宝、美妆, 中国消费者对对应规模含国内及海外消费

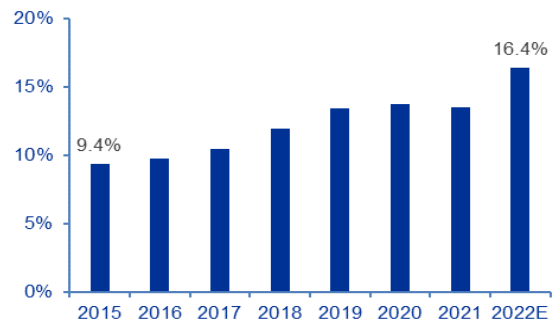
中高端童装市场逐步扩容、占比提升。 据共研网数据, 2015-2022 年, 我国中高端童装市场规模 CAGR 为 16.8%, 高于童装行业整体增速, 据测算, 中高端占比由约 9.4% 逐步增至约 16.4%, 增长韧性更强。其中, 销量为主要增长驱动力, 均价增速在 2% 左右。

图 25: 国内中高端童装市场逐步扩容



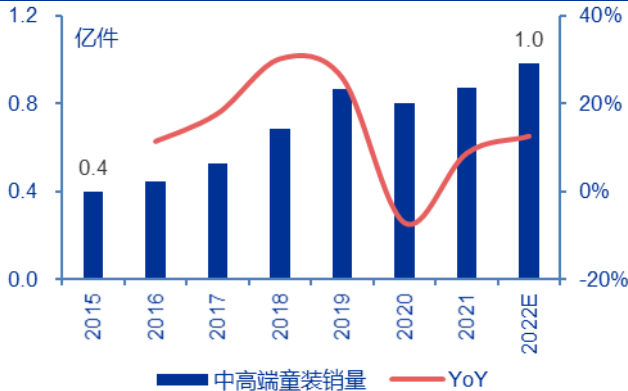
资料来源: 共研网, 申万宏源研究

图 26: 国内中高端童装占比逐步提升



资料来源: 共研网, Euromonitor, 申万宏源研究

图 27: 预计 22 年国内中高端童装销售量约 1 亿件



资料来源: 共研网, 申万宏源研究

图 28: 国内中高端童装均价逐年提升

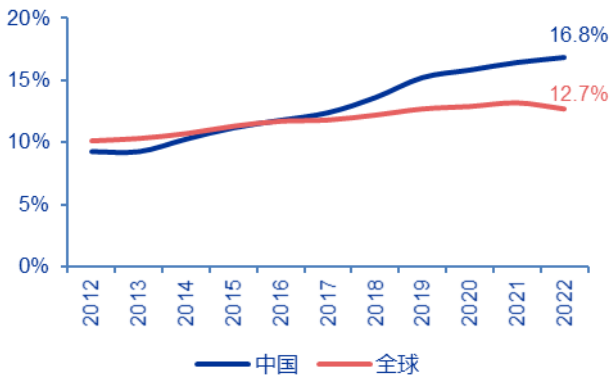


资料来源: 共研网, 申万宏源研究

2.2 中高端童装差异化显著, 线上渠道正成为重要趋势

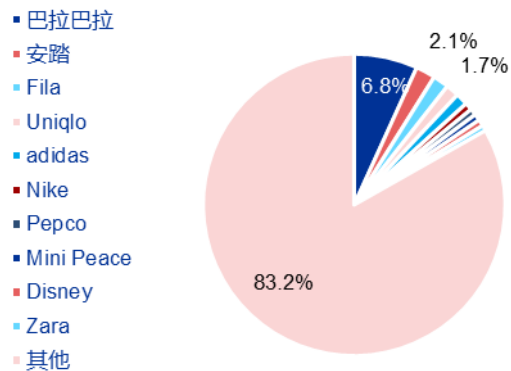
中国童装行业集中度逐年提升, 金字塔结构化特征显著。从竞争格局看, 童装行业整体分散, 小品牌众多, 从 2022 年行业市占率分布来看, 前十大品牌合计市占率 (CR10) 为 16.8%, 其他品牌合计占比高达 83.2%。但近十年来, 随着中国童装行业发展, 品牌消费认知度增强, 头部品牌的市占率提升, CR10 由 2012 年的 9.3% 提升至 2022 年的 16.8%。从竞争层次看, 童装行业根据不同消费需求形成金字塔结构, 高端以海外奢侈品牌为主, 中高端也多为海外品牌, 中端以全球运动和国内头部品牌为主, 大众品牌数量最多。

图 29: 中国童装市场 CR10 高于全球



资料来源: Euromonitor, 申万宏源研究

图 30: 国内童装行业市场结构 (2022 年)



资料来源: Euromonitor, 申万宏源研究

图 31: 中国童装行业竞争格局



资料来源: 各公司官网, 申万宏源研究

童装风格细化, 中高端品牌差异化竞争。全球运动品牌的儿童系列仍然以运动风格为主, 其他时尚品牌风格鲜明, 涵盖了大众休闲、田园、美式休闲、英式校园等风格, 满足不断进阶的市场需求, 奢侈品品牌因品牌知名度、顶尖的设计和面料等优势具备独特市场。

表 4: 中国中端及以上童装品牌对比

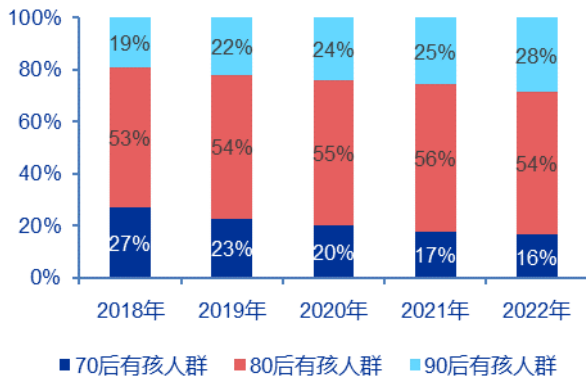
定位	品牌	logo	创立/引入中国年份	国家	风格	价格带
中端品牌	水孩儿		1995	中国	大众休闲风	150-1300 元
	安奈儿		1999	中国	田园风	110-920 元
	PUMA		1948	德国	运动休闲风	99-1200 元
	SKECHERS		1992	美国	运动休闲风	300-1700
	ADIDAS KIDS		1949	德国	个性潮流风	90-1500 元
	太平鸟童装		2010	中国	优雅时尚风	239-1900 元
	DISNEY BABY		2008	美国	童趣可爱风	200-1300 元
	LI-NING KIDS		2014	中国	休闲运动风	60-1600 元
	NIKE KIDS		1972	美国	运动休闲风	130-1200
中高端品牌	暇步士		1958/2013	美国	美式休闲风	119-1500 元
	哈吉斯		2000/2015	韩国	英伦校园风	235-3000 元
	菲丝路汀		2019	中国	法式优雅风	200-2700 元
	UNDER ARMOUR KIDS		1996	美国	专业运动风	220-1600 元
	FILA KIDS		2015	中国	运动时尚风	240-3100 元
	E-LAND KIDS		1999/2003	韩国	美式经典休闲风	120-1100 元
	Little MO&CO		2016	中国	男女孩风	500-1400 元
TEENIE WEENIE		1997	中国	复古学院风	337-3000 元	
高端品牌	ANTA KIDS		2008	中国	专业运动风	90-3000 元
	KENZO KIDS		1995	法国	宽松自由风	9000-5700 元
	HUGO BOSS		1923	德国	清新休闲风	500-3800 元
	EMPORIO ARMANI		1975	意大利	中性风	2000-50000 元
	VERSACE			意大利	意式浪漫风	- 元

BABY DIOR	DIOR	1976	法国	法式高贵风	1900-13000 元
英氏	VECHOO	1995	中国	清雅童趣风	355-4700 元
BONPOINT	Bonpoint	1975/2006	法国	浪漫优雅风	800-13000 元
GUCCI	GUCCI	1921	意大利	奢华高端风	1550-14100 元
BALENCIAGA	BALENCIAGA	1917	法国	简洁风	1700-4500 元

资料来源：各品牌官网，各品牌天猫官方旗舰店，申万宏源研究

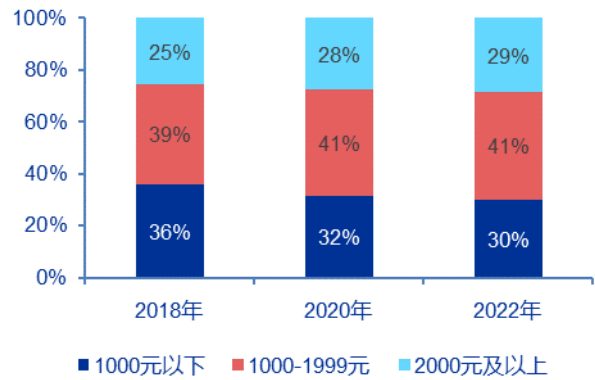
童装产品适合于电商销售，90 后进入育龄加速童装线上化进程。童装产品的特点在于购买者与使用者分离，标准化程度相对高，时尚属性偏弱，较适合于线上销售。随着 90 后人群逐步进入生育年龄，当前的童装消费习惯也加速向线上转移。

图 32：90 后有孩人群占比增加



资料来源：Quest Mobile，申万宏源研究

图 33：有孩人群月均线上消费变化

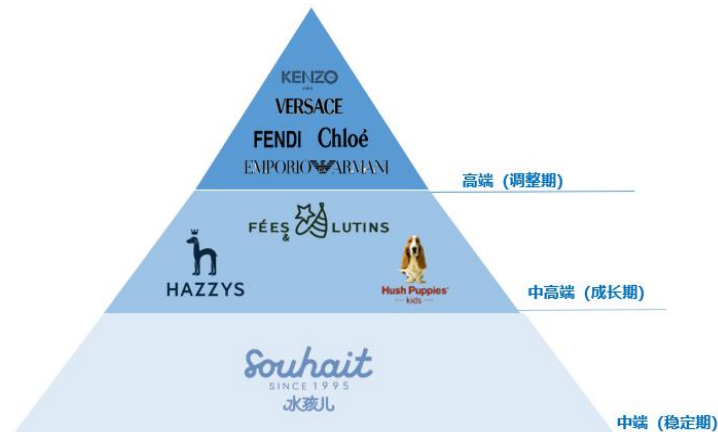


资料来源：Quest Mobile，申万宏源研究

3. 构建金字塔型品牌矩阵，具备多极增长动能

旗下运营品牌定位差异化分层，风格差异鲜明，多角度覆盖消费者需求。公司具备多品牌运营优势，旗下品牌全面覆盖中端、中高端、高端童装市场，1) 中端品牌有自有品牌水孩儿；2) 中高端品牌包括两大授权品牌哈吉斯童装、暇步士童装及自有品牌菲丝路汀；3) 高端品牌为代理的奢侈品牌。三类品牌定位清晰，形成有利互补，且风格差异化程度高，满足不同细分市场消费者需求，实现对中高端童装市场的深层次、多角度覆盖。

图 34：嘉曼服饰的金字塔型品牌矩阵



资料来源：公司公告，公司招股书，申万宏源研究

3.1 授权品牌：销售表现亮眼，为核心增长动力

公司运营的两大授权品牌市场认可度高，业绩增长强劲。授权经营品牌定位均为中高端，目标消费群体为一、二线及地级市以上城市的中高收入家庭。1) 暇步士童装创立于1958年，定位中高端美式休闲风，公司于2013年首次获得暇步士童装在中国大陆地区的独家授权，并在授权期限内两次续签，目前授权期截至2027年12月31日。2) 哈吉斯童装创立于2000年，定位中高端英伦校园风，公司于2015年首次获得哈吉斯童装在中国大陆地区的独家授权，当前授权期截至2025年12月31日。

表 5：授权经营品牌概况

品牌名称	品牌 logo	风格定位	产品示意图	价格带	渠道模式	授权方式	授权开始年份	当前授权期
暇步士		中高端美式休闲		100~1000元	线上：直营 线下：直营+加盟	品牌所有权人为汪尔弗林户外用品有限公司，授权给北京天达华业，后者转授权给嘉曼服饰全资子公司	2013	2013/8/1~2027/12/31
哈吉斯		中高端英伦校园风		90~1800元		品牌所有权人 LF Corp.及其子公司 Pastel World Corp.授权给嘉曼服饰	2015	2015/6/1~2025/12/31

资料来源：公司招股书，各品牌天猫官方旗舰店，申万宏源研究

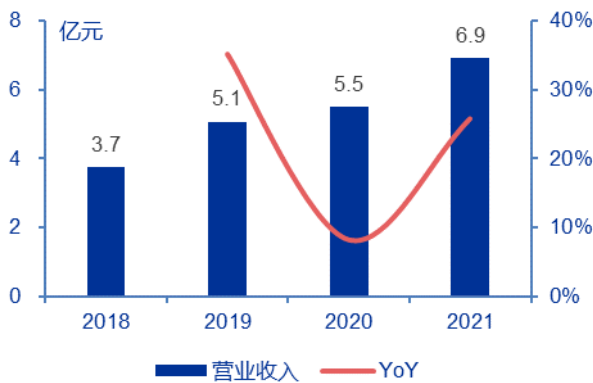
授权品牌合作模式：公司获授权后独立进行品牌童装的设计、生产、运营推广和销售，自主性高。在品牌自身风格范围内，公司自主设计产品并报授权方批准后可推向市场，2019-2021年公司向两大授权品牌合计提交了4019、5253、4928款设计方案，通过率均为100%，授权模式对公司赋予极大的创意表达和运营自主权。授权品牌生产主要采取代工厂包工包料或发行人提供主要原材料委托加工两种模式，另外按照授权协议公司需要每年向哈吉斯品牌方直接进口少量产品。

图 35：授权品牌运营涉及的环节完整

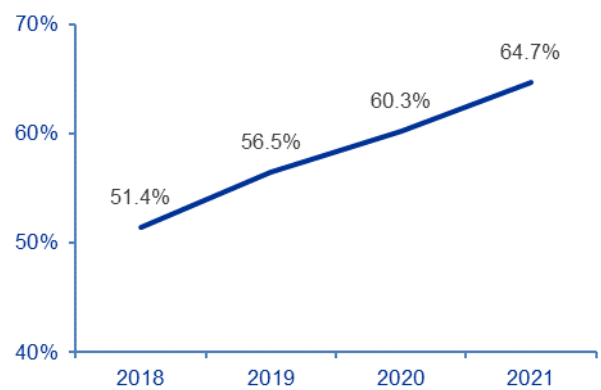


资料来源：公司招股书，申万宏源研究

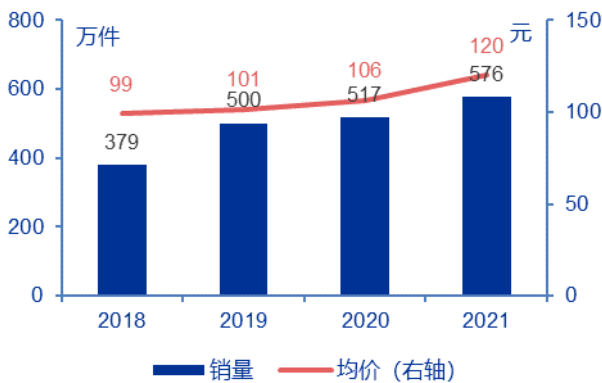
授权经营品牌正处于高速成长期，品牌转化下毛利率高于整体。得益于暇步士和哈吉斯品牌知名度与电商渠道的发展，2018-2021年，两大授权品牌合计营收由3.7亿元增长至6.9亿元，期间CAGR高达22.6%，营收占比由51.4%提升至64.7%，成为公司当前营收增长的核心驱动力。分拆量价来看，2018-2021年，授权品牌销量/均价CAGR为15.0%/6.6%，实现量价齐升，销售量增加主要为电商渠道放量，销售价提升系持续提高吊牌价。从盈利角度看，授权品牌毛利率高于整体，年因电商推广活动增多折扣有所增加，毛利率略有下降，2020年以来产品价格持续提升，推动毛利率提升。

图 36: 2018-2021 年, 授权品牌营收 CAGR 22.6%


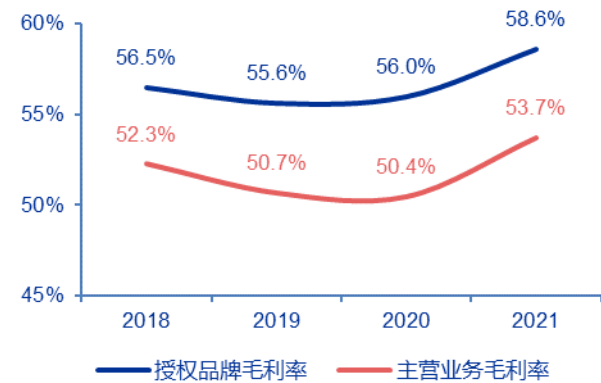
资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究; 注: 20-21 年授权品牌数据口径为净额法下可比口径, 下同

图 37: 2021 年授权品牌营收占比达 64.7%


资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究

图 38: 2018-2021 年授权品牌量价齐升


资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究

图 39: 授权品牌毛利率高于主营业务整体水平


资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究

授权品牌势能强劲, 预计仍是公司发展的核心引擎。暇步士与哈吉斯童装品牌认知度高, 引入国内仅十年左右, 正处于高速发展阶段, 不论从营收增速还是盈利能力的角度看, 授权品牌均为公司品牌矩阵中表现最佳的, 我们认为, 授权经营品牌未来发展具有可持续性, 当前仍处于放量阶段, 仍是驱动公司增长的重要动力。

3.2 自主品牌: 市占率位居行业前列, 进入发展稳定期

自有品牌水孩儿历史悠久, 市场口碑良好。公司首个自有品牌“水孩儿”创立于 1995 年, 主要定位大童童装市场, 创立伊始定位中高端, 为了进一步促进销售、突出品牌差异化, 2017 年调整为中端大众休闲, 主力客群对应一、二线城市的中等收入家庭以及经济较为发达的县、地级市的富裕家庭。根据中国服装协会评选结果, “水孩儿”品牌自 2010 年起连续三届位列“中国十大童装品牌”, 根据中国商业联合会与中华全国商业信息中心出具的《全国大型零售企业暨消费品市场 2021 年度监测报告》, 在中国大童童装市场子类别中 (国内品牌且不含运动童装品牌), “水孩儿”市场综合占有率排名前五。此外, 自有初创品牌菲丝路汀定位于中高端, 于 2020 年 9 月开设直营店铺并投入运营, 未来进一步发力女童中高端礼服裙, 补充公司品牌矩阵。

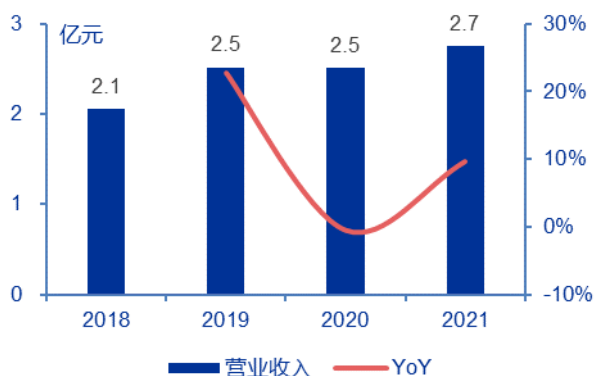
表 6: 自有品牌概况

品牌名称	品牌 logo	创立年份	风格定位	产品示意图	价格带	生产采购模式	渠道模式
水孩儿		1995	中端大众 休闲		50~700 元	代工厂包工包料/公司提供主要原材料委托加工	线上: 直营 线下: 直营+加盟
菲丝路汀		2019	中高端女 童礼服裙		70~2500 元		

资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究

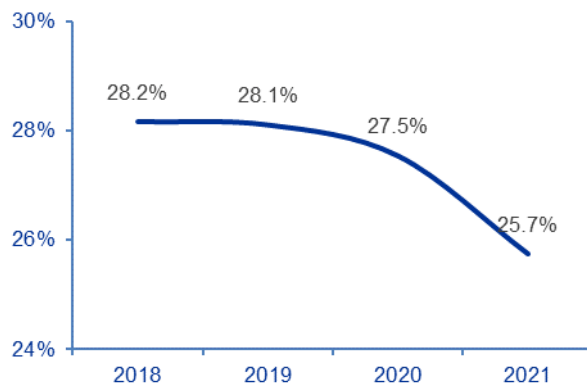
自有品牌进入稳定发展期。2018-2021 年, 自有品牌营收 CAGR 为 10.2%, 营收占比从 28.2% 降至 25.7%, 2019 年营收大幅增长主要系电商渠道放量。水孩儿品牌进入发展稳定期, 2021 年总额法口径下单品牌收入超 3 亿元。从毛利率角度看, 自有品牌毛利率低于整体水平, 由于 2017 年水孩儿品牌定位下调, 之后自有品牌毛利率大幅下滑, 2021 年销售价格提高, 毛利率有所回升。

图 40: 2018-2021 年, 自有品牌营收 CAGR 10.2%



资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究; 注: 20-21 年自有品牌数据口径为净额法下可比口径, 下同

图 41: 自有品牌营收占比逐步降低



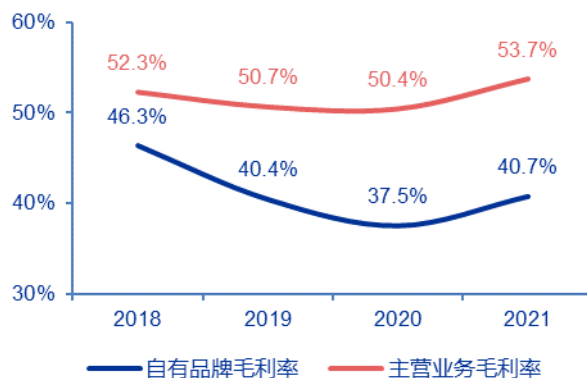
资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究

图 42: 2021 年自有品牌销售均价提升

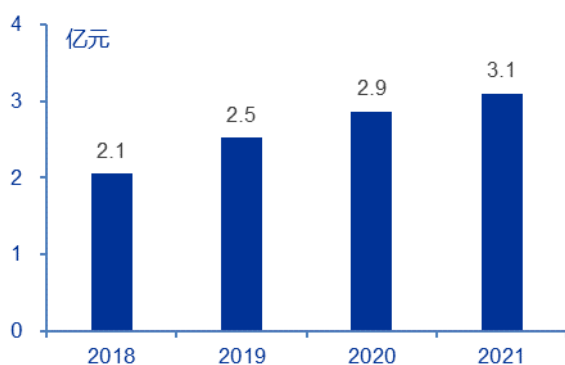


资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究

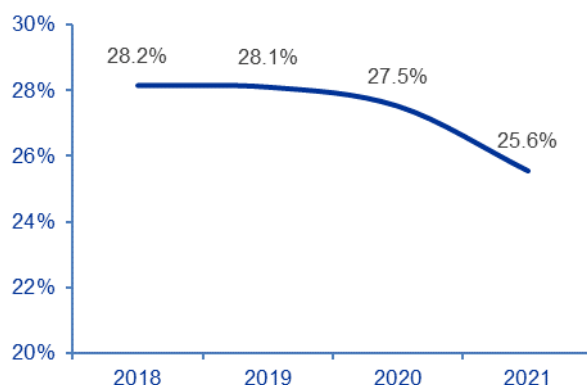
图 43: 自有品牌毛利率低于主营业务整体水平



资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究

图 44: 2021 年水孩儿单品牌销售收入超 3 亿元


资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究; 注: 20-21 年水孩儿数据为总额法口径, 下同

图 45: 2021 年水孩儿品牌销售收入占比 25.6%


资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究

3.3 国际零售代理品牌: 定位高端, 拓展国际化视野

国际零售代理品牌锚定高端消费人群。考虑到单一品牌经营风险, 公司决定由经营单一品牌转向多品牌运营, 而当时市场上开始出现对进口童装品牌的需求, 公司从 2005 年开始经营国际高端童装品牌零售业务, 截至 2021 年底已代理超过 10 个国际奢侈品品牌童装, 经过多年的合作, 公司已成为国际品牌在国内重要的零售商与代理商。国际奢侈品品牌童装售价高昂, 主力市场在一二线城市, 目标客群为高收入人群, 代理品牌风格多样, 实现了品牌间的互补。

表 7: 主要国际零售代理品牌概况

品牌名称	品牌 logo	定位	风格	产品示意图	生产采购模式	渠道模式	店铺形式
EMPORIO ARMANI			时尚 奢华				专卖店、 bebelux
FENDI		高端	兼具 个性 与俏 皮感		直接向品牌方 采购成品	线下直营 为主	bebelux
KENZO KIDS			潮流 童趣				专卖店、 bebelux

资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究

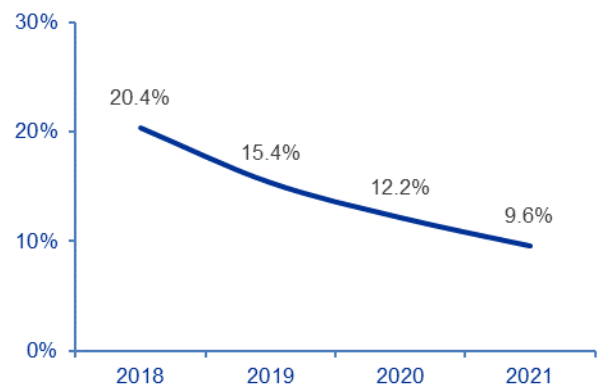
代理品牌对应的高端市场规模相对小, 业务精简下收入规模有所收缩。 高端奢侈品受众相对窄, 主要在高线城市, 代理品牌营收体量较小, 此外公司调整并缩减国际零售代理品牌数量及店铺数量, 2018-2021 年, 国际零售代理品牌营收逐年下滑, 主要系销量下滑, 产品均价则保持提升趋势, 提价也带动毛利率逐年提升, 2021 年毛利率达到 55.4%。

图 46: 2018-2021 年, 代理品牌收入持续下滑



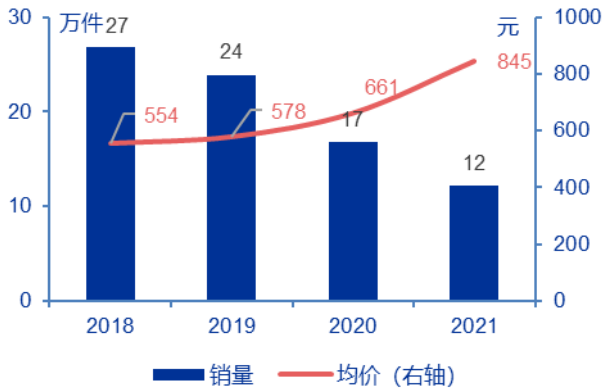
资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究; 注: 20-21 年代理品牌数据口径为净额法下可比口径, 下同

图 47: 代理品牌收入占比逐步降低



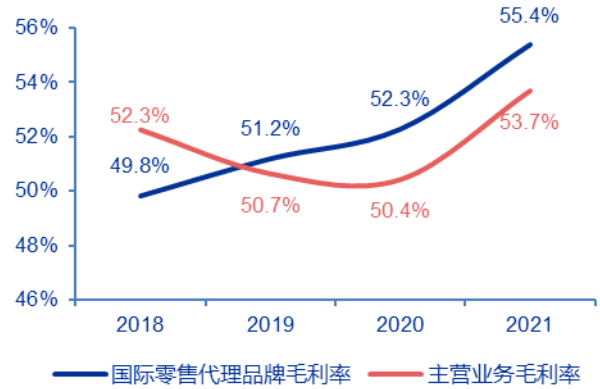
资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究

图 48: 2021 年代理品牌销售均价提升



资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究

图 49: 代理品牌毛利率持续提升

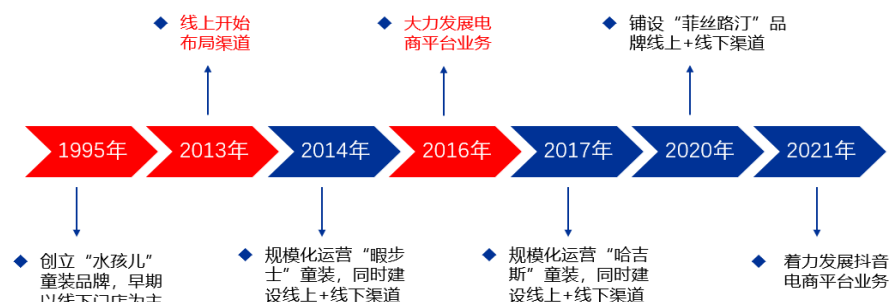


资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究

4. 多元化全渠道运营, 线上渠道优势突出

重视优质渠道布局, 构建线上与线下、直营与加盟的多元化的全渠道销售模式。创立早期以线下商场门店为主, 2013 年顺应消费趋势开始布局线上, 2016 年大力发展线上渠道。从各类品牌渠道结构看, 授权品牌和自有品牌以线上为主, 在净额法可比口径下, 2021 年授权/自有品牌电商渠道占比为 76%/62%, 代理品牌则有 97% 的收入来自于线下直营。

图 50: 公司渠道发展历程



资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究

图 51：公司线下门店提供高品质体验式消费


资料来源：公司招股书，申万宏源研究

图 52：公司入驻多个头部电商平台


资料来源：公司官网，申万宏源研究

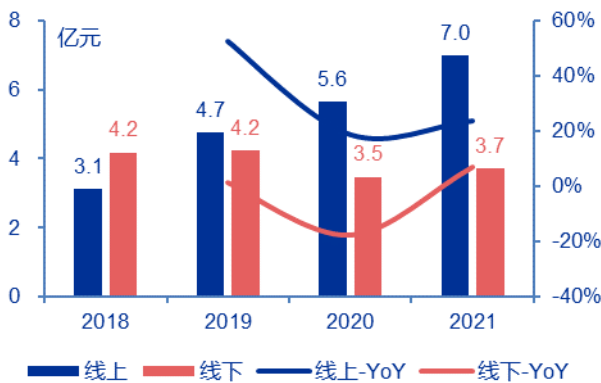
表 8：各类品牌销售渠道分拆

品牌类型	销售模式	2018		2019		2020		2021	
		收入 (万元)	占比	收入 (万元)	占比	收入 (万元)	占比	收入 (万元)	占比
自有品牌	线下直营	6282	30.6%	5770	22.9%	4189	16.7%	4182	15.2%
	加盟	9163	44.7%	8040	31.9%	5776	23.0%	6264	22.8%
	电商直营	5075	24.7%	11378	45.2%	15104	60.3%	17046	62.0%
	小计	20520		25187		25068		27492	
授权经营品牌	线下直营	6775	18.1%	8062	15.9%	6540	11.9%	7129	10.3%
	加盟	5236	14.0%	7230	14.3%	7821	14.2%	9420	13.6%
	电商直营	25482	68.0%	35382	69.8%	40537	73.8%	52534	76.0%
	小计	37492		50674		54897		69083	
国际零售代理品牌	线下直营	14236	95.7%	13075	94.8%	10303	92.9%	9972	97.4%
	加盟	36.5	0.2%	39	0.3%	54	0.5%	61	0.6%
	电商直营	597	4.0%	673	4.9%	733	6.6%	200	2.0%
	小计	14870		13787		11090		10233	

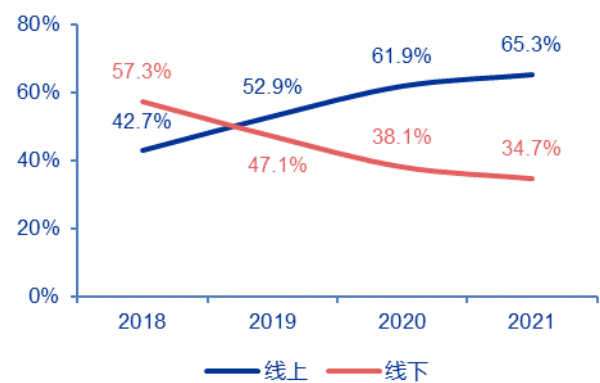
资料来源：公司招股书，申万宏源研究；注：表中收入为净额法下可比口径

4.1 大力发展线上渠道，线上销售占比行业领先

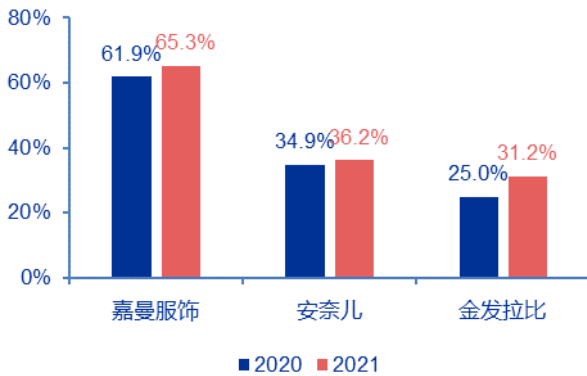
线上渠道发展卓有成效，线上收入占比领跑行业。2018-2021 年，线上/线下渠道营收 CAGR 为增长 30.8%/下滑 3.9%，公司电商渠道发展势头强劲，近年来持续高增长，2021 年线上营收占比超 65%，远高于行业内可比公司。截至 2021 年底，公司已在唯品会、天猫、京东、抖音等电商平台开设了 37 家线上店铺，实现童装销售与电子商务的深度融合。

图 53: 线上渠道增长势头强劲


资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究; 注: 20-21 年分渠道数据为净额法下可比口径, 下同

图 54: 2021 年线上渠道占比提升至 65.3%


资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究

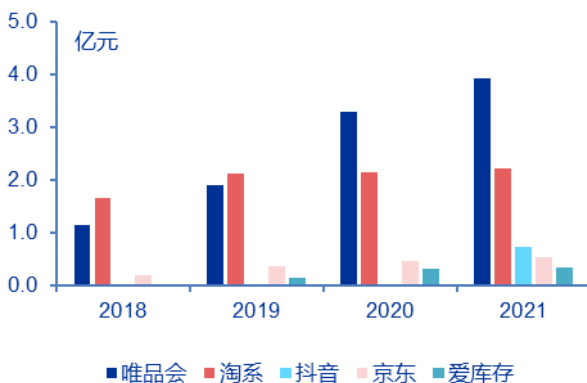
图 55: 公司线上渠道营收占比行业领先


资料来源: 各公司公告, 申万宏源研究

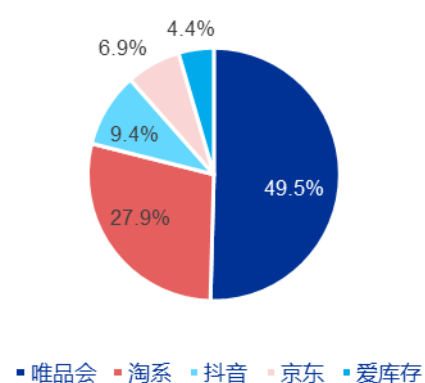
图 56: 线上渠道毛利率持续提升


资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究

唯品会与淘系为主要电商平台。2021 年, 公司前三大电商平台唯品会/淘系/抖音营收占比为 49.5%/27.9%/9.4% (总额法下), 唯品会和京东增速相对高, 淘系增速较弱。线上各平台运营模式存在差异, 唯品会属于电商联营平台, 合作模式为代销, 销售形式主要为品牌专场特卖, 天猫/淘宝、京东为电商服务平台, 公司开设自营店铺, 借助平台销售。

图 57: 唯品会和京东平台收入增速相对高


资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究; 注: 20-21 年线上各平台收入为总额法口径, 下同

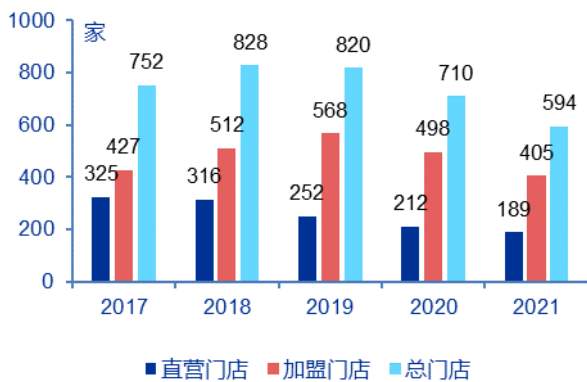
图 58: 唯品会和淘系为公司主要线上销售平台


资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究

4.2 线下门店布局优化调整，直营提效明显

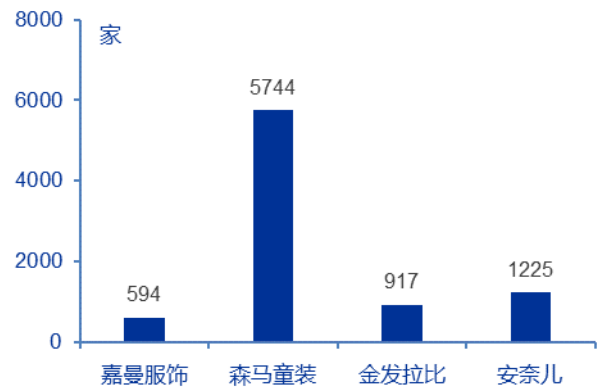
公司线下渠道包括直营和加盟门店，直营按合作模式可分为直营联营、直营自营。截至 2021 年底，公司线下门店数量为 594 家（直营 189 家、加盟 405 家），高线城市较密集的华北和华东地区分布最多，华北/华东/西北/东北/中南/西南占比分别为 43%/29%/10%/6%/6%/5%。近几年疫情对线下渠道冲击较大，公司主要对已有门店进行优化调整，主动关闭业绩增长不达预期的门店，虽然整体门店数量有所减少，但直营门店店效提升至 100 万元/年以上。

图 59：线下渠道优化调整，门店数量呈下降趋势



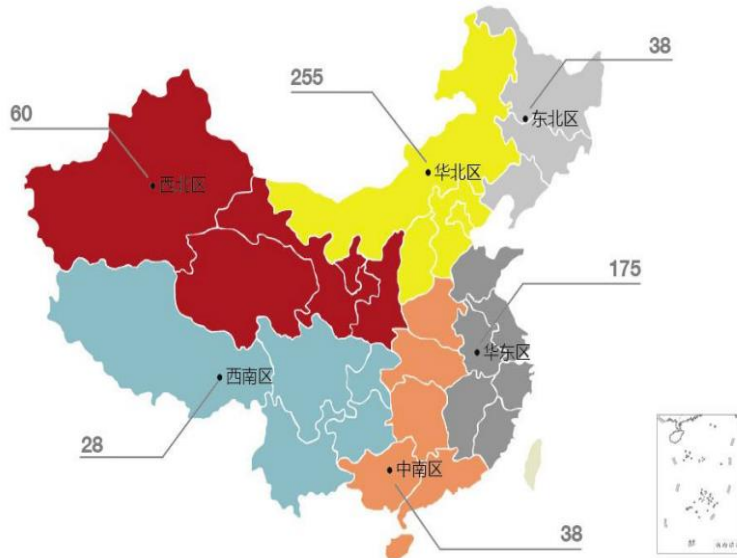
资料来源：公司招股书，申万宏源研究

图 60：2021 年公司线下门店数量低于可比公司



资料来源：各公司公告，申万宏源研究

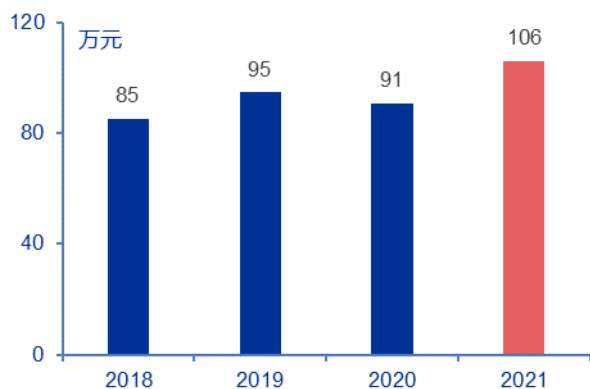
图 61：公司线下门店分布（截至 2021 年底）



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

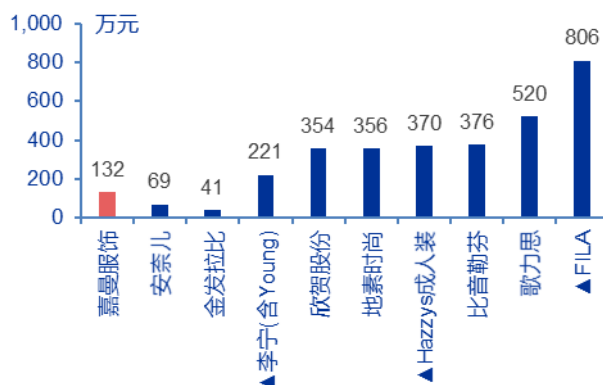
公司旗下品牌定位中高端，店效高于童装行业可比公司。2021 年，嘉曼服饰/安奈儿/金发拉比直营店效分别为 132/69/41 万元/年，店效行业内领先。对比各服装细分赛道的中高端公司及品牌看，公司店效水平较低，主要由于童装店铺面积较小，公司整体平均单店面积约 50 平，大多数门店在 30-80 平，100 平以上店铺较少，测算坪效约 2.6 万元/年。

图 62: 2021 年直营店效提升



资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究; 注: 直营店效用直营渠道营收 (净额法) / 年均直营门店数计算得到

图 63: 2021 年公司直营店效高于童装行业可比公司



资料来源: 各公司公告, 申万宏源研究; 注: 为实现横向可比, 嘉曼线下直营收入使用总额法口径, 店效更高, FILA 平均店效测算涉及线上销售占比假设, 因此结果与实际情况可能存在差异

创立“bebelux”国际高端童装精品集合店, 高效运营国际代理品牌。针对国际零售代理品牌, 除专卖店外, 公司还创立“bebelux”高端童装集合店品牌, 集中呈现风格不同的品牌, “bebelux”以买手为主导, 根据不同区域的消费者偏好差异, 每季从众多的国际品牌中选取适合的品类和优势的产品, 组成有针对性的商品组合。“bebelux”作为多品牌管理体系的重要载体, 实现了高效率、低成本、全覆盖。

表 9: “bebelux”精品集合店为国际零售代理品牌的主要渠道形式

品牌名称	主要销售商场	店铺形式
EMPORIO ARMANI	沈阳万象城、北京燕莎友谊等	专卖店、bebelux
HUGO BOSS	北京翠微百货、北京 SKP 等	专卖店、bebelux
Chloé	北京 SKP、北京燕莎友谊等	bebelux
FENDI	北京 SKP、杭州大厦等	bebelux
KENZO KIDS	北京 SKP、成都王府井百货等	专卖店、bebelux
VERSACE	北京 SKP、北京燕莎友谊等	专卖店、bebelux
Salvatore Ferragamo	北京 SKP、沈阳万象城等	bebelux
Stella McCartney	北京 SKP、天津海信等	专卖店、bebelux
ILGUFO	北京 SKP、天津海信等	bebelux
Moschino	北京 SKP、深圳万象城等	bebelux

资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究

4.3 品牌推广线下线上相结合, 电商推广力度大

公司采取线下、线上相结合的方式品牌推广。线下主要以店铺形象、广告牌、宣传用品等方式进行, 以提高产品知名度和品牌影响力; 并在电商平台通过直通车等促进客户进行关键词搜索或者实现首页展示, 以增加曝光度。

表 10: 公司采取线下、线上相结合的品牌推广模式

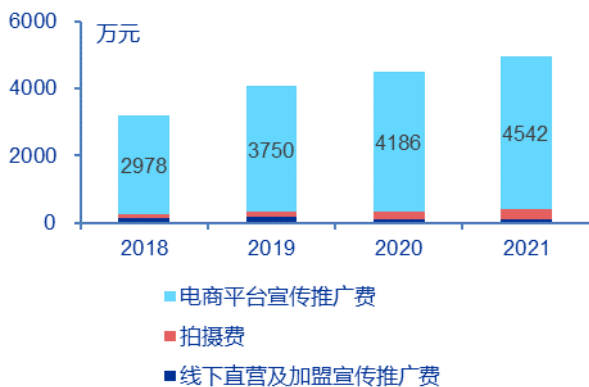
销售渠道	推广方式	内容	收费标准
线下	店铺形象展示	以商场店铺形象展示向消费者宣传推广公司产品及品牌形象	公司根据店铺面积进行投入

	广告牌、宣传册、宣传礼品等	以商场广告牌、宣传册以及宣传礼品等进行产品及品牌形象宣传	公司根据实际投入采购相应产品或服务
电商直营	直通车 (天猫)	淘宝网和天猫的卖家用于实现产品精准推广、按点击付费的效果营销工具, 其推广原理是根据产品设置的关键词进行排名展示, 按点击进行扣费	
	钻石展位 (天猫)	淘宝网和天猫的图片类广告位竞价投放平台, 是为卖家提供的一种营销工具, 钻石展位依靠图片创意吸引买家点击而获取流量, 按展示量进行收费	商家通过竞价投标获得相应展位, 按照展现次数或点击量收费
	品销宝 (天猫)	商家向天猫网提供可用的关键词并出价, 当用户在淘宝网宝贝搜索框中输入特定关键词时, 推广信息将在搜索结果页的最上方位置展现	按展现次数或点击量收费
	超级推荐 (天猫)	在手机淘宝猜你喜欢等推荐场景中将产品展现给消费者。分为商品推广、图文推广、直播推广、活动推广	按展现次数或点击量收费
	京准通 (京东)	京准通平台包含京选展位、京东快车、京东直投、京挑客四大类广告产品	按点击量或成交量收费

资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究

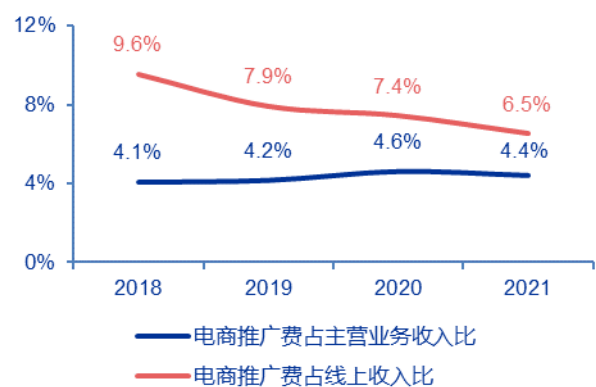
推广投入以电商平台为主, 线上宣传推广力度高于可比公司。2018-2021年, 公司电商宣传推广费不断增加, 占推广费用的90%以上, 推动了电商渠道规模扩张, 随规模扩张, 推广费率呈降低趋势, 2021年电商推广费占主营业务收入/线上营收的4.4%/6.5%。

图 64: 推广费中电商平台推广费占比超 90%



资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究

图 65: 2021 年线上平台推广费占收入比下降



资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究; 注: 收入为净额法下可比口径

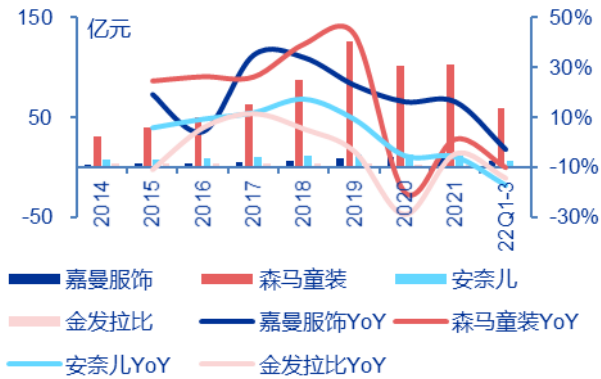
5. 财务分析: 业绩增速领跑, 盈利优势显著

5.1 业绩增速长期领跑同行, 增长潜力大

公司营收与归母净利润增速长期居于行业前列。受益于多品牌和电商渠道优势, 可满足多层次消费需求, 抗风险能力强, 公司近年营收增长势头强于同行业可比公司, 2020年

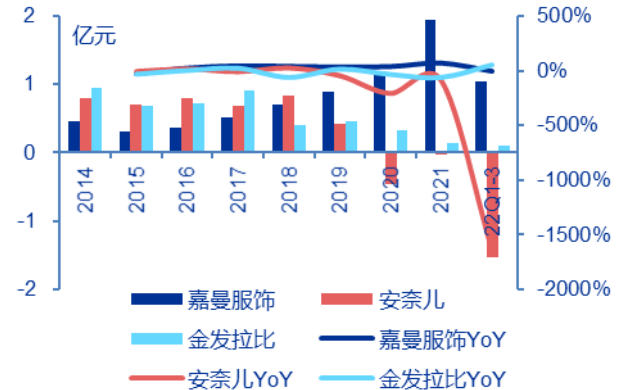
在疫情冲击之下仍然维持增长，而可比公司普遍下滑，22Q1-3 为近 8 年以来首度下滑，系 2022 年疫情对高线城市冲击更大且物流受阻影响电商运转，但下滑幅度明显低于同行。利润端表现优于营收端，2016-2021 年公司利润增速远高于同行，22Q1-3 仅下滑 8%。

图 66: 2020 年以来营收增速远超可比公司



资料来源: 各公司公告, 申万宏源研究

图 67: 归母净利润增速长期领跑行业

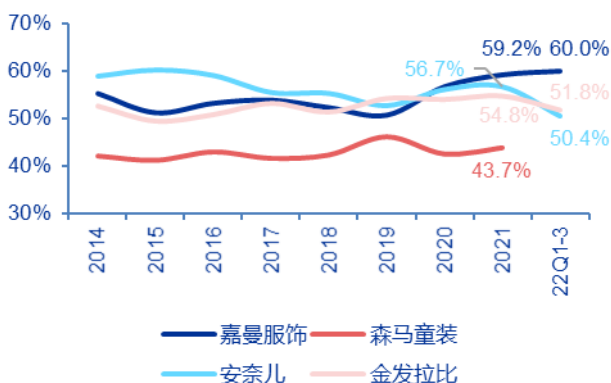


资料来源: 各公司公告, 申万宏源研究

5.2 盈利水平行业领先, 费用管控能力强

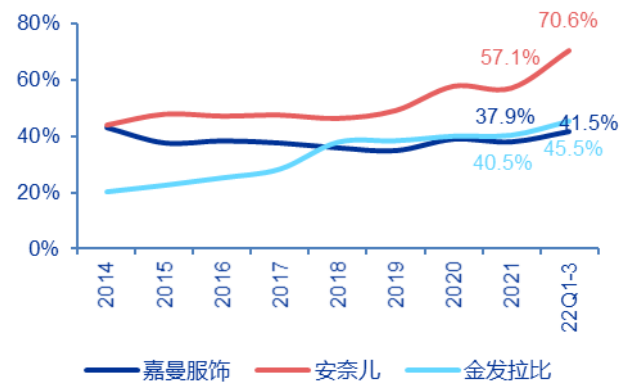
毛利率水平行业领先。2020 年之前, 公司毛利率处于行业内中上水平, 长期处于 50% 以上高位, 变动趋势与可比公司基本一致。2020 年行业采纳新收入准则, 净额法转总额法以及运费转入营业成本导致行业毛利率波动, 采用联营合作模式较多的嘉曼服饰和安奈儿毛利率提升明显, 此外, 公司 2020 年以来全线产品持续提价, 叠加对供应链的控制能力强, 毛利率逐年提升, 22Q1-3 毛利率已攀升至 60%, 领先于同行业可比公司。

图 68: 2021 年以来毛利率优势明显



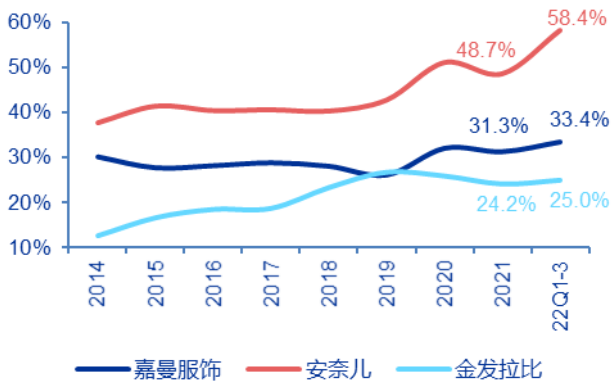
资料来源: 各公司公告, 申万宏源研究

图 69: 期间费用率处于行业中等水平

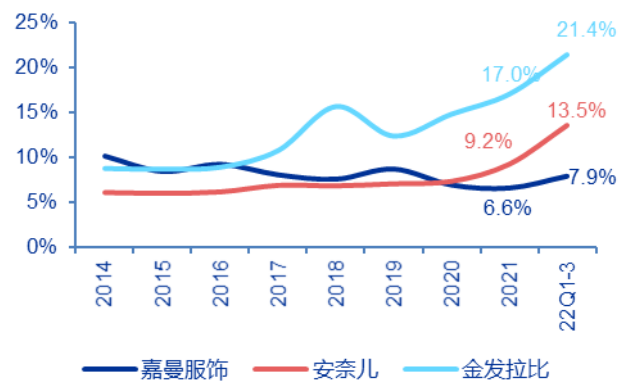


资料来源: 各公司公告, 申万宏源研究

期间费用率平稳, 处于行业中等水平。2014-2021 年, 嘉曼服饰期间费用率约 34%-43%, 整体较为平稳, 2018 年后明显优于可比公司。2020 年在新收入准则的影响下, 收入确认由净额法改为总额法, 商场扣点及平台佣金改计入销售费用, 同时运费由销售费用改计入营业成本, 行业销售费用率发生系统性变化, 嘉曼服饰销售费用率始终处于行业内的中等水平。嘉曼服饰管理费用率管控较好, 从 2014 年的 10.1% 降至 2021 年的 6.6%, 已远低于可比公司。

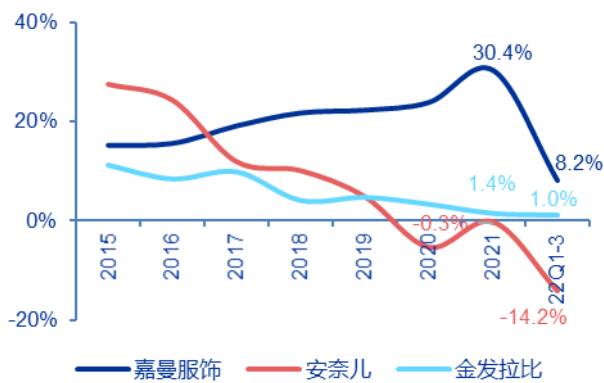
图 70: 销售费用率处于行业中等水平


资料来源: 各公司公告, 申万宏源研究

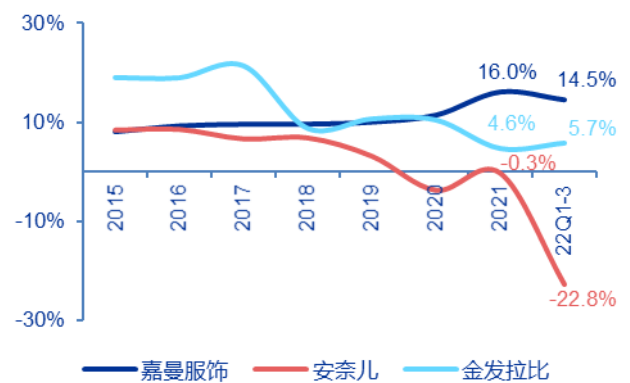
图 71: 管理费用率 (含研发) 改善强于同行


资料来源: 各公司公告, 申万宏源研究

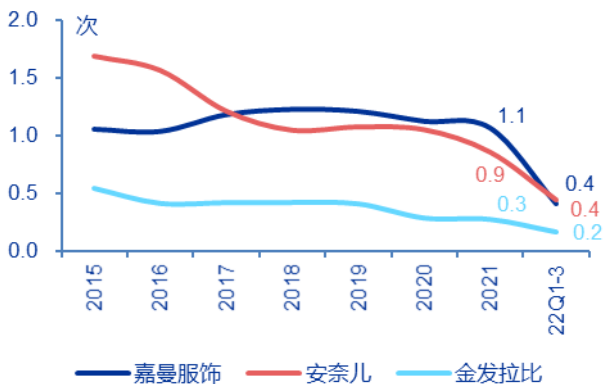
ROE 水平居于行业领先水平。2015-2021 年, 公司 ROE 由 15.3% 提升至 30.4%, 2017 年开始明显好于可比公司。分拆影响因子来看, 总资产周转率、权益乘数明显高于同行业, 净利率在 2021 年以来也较可比公司更稳定。

图 72: ROE 水平居行业前列


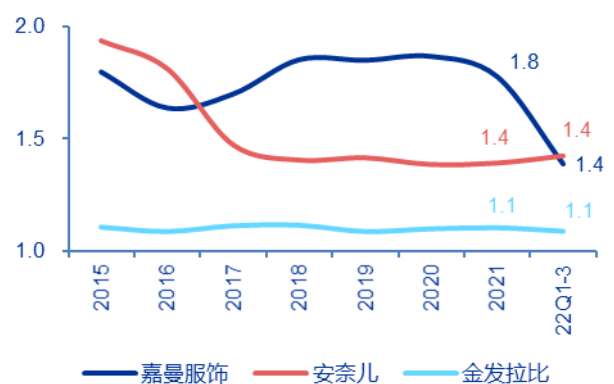
资料来源: 各公司公告, 申万宏源研究

图 73: 净利率稳中有升


资料来源: 各公司公告, 申万宏源研究

图 74: 总资产周转率领先同行业


资料来源: 各公司公告, 申万宏源研究

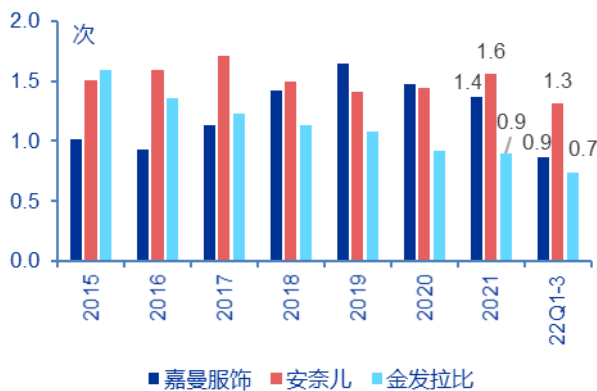
图 75: 权益乘数处于行业内较高水平


资料来源: 各公司公告, 申万宏源研究

5.3 资产周转率逐步提升，营运能力增强

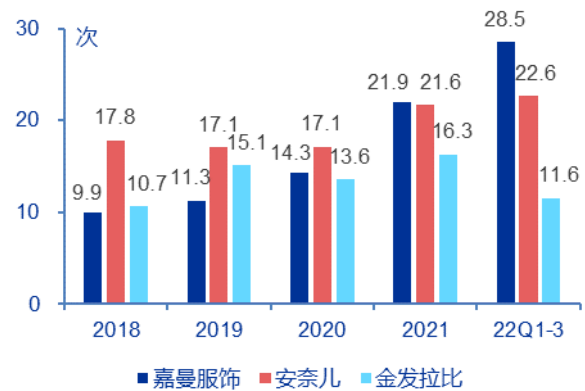
存货与应收账款率逐步提升，领先优势强化。2015-2021年，公司年存货周转率由1次提升至1.4次，逐步赶超可比公司，22Q1-3由于疫情对高线城市冲击较大，存货较年初增长了33%，存货周转率有所下滑，仍然处于行业中等水平。2018-2021年，年应收账款周转率由9.9次提升至21.9次，领先同行，公司于2021年8月起调整唯品会结算方式，电商渠道应收账款期末余额下降较为明显，带动22Q1-3应收账款周转率进一步提升。公司应收账款账龄主要在一年以内，应收账款的流动性高，客户主要为大中型商场、头部电商平台和合作稳定的加盟商，信用情况及回款情况较好。

图 76：存货周转率逐步提升至行业前列



资料来源：各公司公告，申万宏源研究；注：22Q1-3周转率进行了年化处理

图 77：应收账款周转率逐步提升至行业前列



资料来源：各公司公告，申万宏源研究；注：22Q1-3周转率进行了年化处理

6. 盈利预测与估值

6.1 盈利预测

盈利预测：

预计公司 2022-2024 年营业收入同比下滑 3.6%/增长 13.0%/增长 20.6%至 11.7/13.2/15.9 亿元，归母净利润同比下滑 34.9%/增长 61.4%/增长 26.4%至 1.3/2.0/2.6 亿元。

费用预测：

公司主要费用为销售费用和管理费用，由于旗下授权品牌处于增长期，预计销售费用率仍处于较高水平，随着终端销售改善预计逐年小幅下降，2022 年上市年份管理费用率较高，预计后续管理费用率下降。预计 2022-2024 年销售费用率为 33.5%/33.2%/32.5%，管理费用率（含研发）为 7.9%/7.4%/7.2%。

具体逻辑如下：

公司主营业务可以按品牌类型和渠道分拆，故按品牌类型和渠道分别预测营业收入和毛利率。) **营业收入：**按品牌类型分拆下，各类品牌增长阶段较为清晰，分别预计各类品

牌收入增速。按渠道分拆下，根据跟踪的电商渠道终端零售增速预测该渠道的营收增速，线下根据直营、加盟渠道的扩张及提效规划预测营业收入。**2) 毛利率：**通过分析产品结构、价格带趋势变化等因素分别预计各类品牌/渠道的毛利率。公司其他业务占比较低（低于0.1%），故直接预测收入变化趋势和毛利率水平。主营业务和其他业务合并得到营业总收入和综合毛利率。

1、主营业务按品牌类型预测：

1) 授权经营品牌：暇步士和哈吉斯品牌势能强劲，均处于成长期，预计授权品牌营收增速及毛利率最高。2022 年受疫情反复影响增速偏低，预计 2023-2024 年随着终端零售复苏，逐步恢复到常态化增长状态，吊牌价提升有望提升毛利率水平，预计 2022-2024 年授权经营品牌营收分别增长 0%/15%/25% 至 7.7/8.9/11.1 亿元，毛利率为 63.0%/63.5%/64.0%。

2) 自有品牌：仍然以水孩儿为主，进入成熟发展阶段，增速低于授权品牌，预计 2022-2024 年营收分别下滑 10%/增长 8%/增长 12% 至 2.9/3.1/3.5 亿元。水孩儿定位中端，毛利率相对偏低，但近几年终端吊牌价亦保持持续提升趋势，预计 2022-2024 年毛利率为 49.0%/49.2%/50.0%。

3) 国际零售代理品牌：定位高端，产品适用场景的社交属性强，近几年规模略有收缩。随终端消费回暖，线下社交场景恢复，营收逐步恢复正常，预计 2022-2024 年营收分别下滑 10%/增长 12%/增长 10% 至 1.1/1.2/1.3 亿元。预计毛利率相对稳定，2022-2024 年分别为 62.4%/62.5%/62.5%。

2、主营业务按渠道预测：

1) 电商：为主要扩张渠道，受疫情影响小于线下，授权品牌电商销售表现优异也带动毛利率提升，预计 2022-2024 年营收增长 3.0%/15.0%/24.0% 至 8.2/9.4/11.6 亿元，毛利率为 59.4%/60.0%/60.6%。

2) 线下：由于旗下品牌定位中高端，线下选址多以商场和商业中心为主，扩张较为谨慎，2020-2022 年主要进行门店结构优化、提高店效，预计 2023 年逐步重启开店。**①直营：**预计 2022-2024 年直营门店净关店 17 家/净开店 20 家/净开店 10 家，平均店效达到 126/134/137 万元/年，营收分别下滑 14.1%/增长 6.8%/增长 10.7% 至 2.3/2.4/2.7 亿元，毛利率为 63.5%/64.2%/65.3%。**②加盟：**预计 2022-2024 年加盟门店净关店 14 家/净开店 20 家/净开店 30 家，营收分别下滑 19.6%/增长 11.2%/15.0% 至 1.3/1.4/1.6 亿元，毛利率为 53.1%/53.5%/55.0%。

3、其他业务：营收占比低，预计 2022-2024 年营收维持 16 万元，毛利率维持 20%。

表 11：嘉曼服饰盈利预测

单位：百万元	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	729	897	1,043	1,214	1,170	1,323	1,595
YoY	34.1%	23.0%	16.4%	16.4%	-3.6%	13.0%	20.6%
综合毛利率	52.3%	50.7%	56.7%	59.2%	59.5%	60.1%	60.8%

一、主营业务分拆 (品牌童装运营)							
主营业务收入	729	896	1,043	1,214	1,170	1,322	1,594
YoY		23.0%	16.3%	16.4%	-3.6%	13.0%	20.6%
主营业务毛利率	52.3%	50.7%	56.7%	59.3%	59.5%	60.1%	60.8%
★主营业务按品牌类型分拆 (招股书 20-21 年自有品牌及代理品牌收入仅披露净额法调整后, 故进行测算, 供参考)							
①授权经营品牌-营收	375	507	620	774	774	890	1113
YoY		35.2%	22.3%	24.9%	0.0%	15.0%	25.0%
占主营业务收入比	51.4%	56.5%	59.4%	63.7%	66.1%	67.3%	69.8%
毛利率	56.5%	55.6%	61.0%	63.0%	63.0%	63.5%	64.0%
②自有品牌-营收	205	252	288	319	287	310	347
YoY		22.7%	14.2%	10.8%	-10.0%	8.0%	12.0%
占主营业务收入比	28.2%	28.1%	27.6%	26.3%	24.5%	23.4%	21.8%
毛利率	46.3%	40.4%	45.6%	48.9%	49.0%	49.2%	50.0%
③国际零售代理品牌-营收	149	138	136	121	109	122	135
YoY		-7.3%	-1.7%	-10.4%	-10.0%	12.0%	10.0%
占主营业务收入比	20.4%	15.4%	13.0%	10.0%	9.3%	9.3%	8.4%
毛利率	49.8%	51.2%	61.0%	62.4%	62.4%	62.5%	62.5%
★主营业务收入按渠道分拆							
①电商-营收	312	474	642	792	816	938	1163
YoY		52.3%	35.4%	23.3%	3.0%	15.0%	24.0%
占主营业务收入比	42.7%	52.9%	61.6%	65.2%	69.7%	71.0%	73.0%
毛利率	52.2%	49.7%	55.5%	58.9%	59.4%	60.0%	60.6%
②线下-营收	417	422	401	422	354	384	431
YoY		1.2%	-5.1%	5.4%	-16.1%	8.4%	12.3%
占主营业务收入比	57.3%	47.1%	38.4%	34.8%	30.2%	29.0%	27.0%
毛利率	52.3%	51.8%	58.7%	59.9%	59.8%	60.3%	61.4%
期末线下门店总数					563	603	643
其中: 1、线下直营-营收	273	269	264	265	227	243	269
YoY		-1.4%	-1.8%	0.2%	-14.1%	6.8%	10.7%
毛利率	55.0%	55.3%	64.2%	63.8%	63.5%	64.2%	65.3%
期末直营门店数	316	252	212	189	172	192	202
直营门店平均店效	0.85	0.95	1.14	1.32	1.26	1.34	1.37
YoY		11.3%	20.2%	16.0%	-4.6%	6.0%	2.2%
2、加盟-营收	144	153	137	157	127	141	162
YoY		6.0%	-10.8%	15.3%	-19.6%	11.2%	15.0%
毛利率	47.1%	45.6%	48.2%	53.2%	53.1%	53.5%	55.0%
期末加盟门店数	512	568	498	405	391	411	441
二、其他业务							
营业收入	0	0.04	0.47	0.16	0.16	0.16	0.16
YoY			1047%	-66%	0.0%	0.0%	0.0%
营业成本	0	0.03	0.27	0.22	0.13	0.13	0.13
毛利率		28.3%	41.8%	-38.4%	20.0%	20.0%	20.0%

资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究; 注: 黄色单元格为预测值, 20-21 年数据为总额法口径

6.2 估值分析

公司主营中高端品牌童装运营，选取国货运动龙头、森马服饰、比音勒芬和报喜鸟为可比公司。中高端童装成长性比肩运动，且公司利润率水平同运动龙头具有可比性，故选取运动品牌龙头为估值上限参考；森马服饰旗下巴拉巴拉品牌为国内童装行业龙头，经营层面可比性高；比音勒芬和报喜鸟为国内中高端服饰品牌龙头，消费人群、财务特征等维度具有可比性，尤其报喜鸟代理了哈吉斯成人装业务，品牌势能上亦具备可比性（考虑到安奈儿和金发拉比 PE 水平异常，故未纳入可比公司估值表）。预计嘉曼服饰 22-24 年归母净利润为 1.3/2.0/2.6 亿元，对应 PE 为 21/13/10 倍。采用可比公司 PE 估值法，可比公司 23 年 PE 均值为 20 倍，给予公司 23 年 20 倍 PE 估值，目标市值 41 亿元，较当前市值有 53% 的上涨空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 12：可比公司估值表

证券代码	证券简称	股价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
				2023/2/3	22E	23E	24E	22E	23E
2020.HK	安踏体育	116.80	3,170	72.4	91.7	108.8	38	30	25
2331.HK	李宁	76.75	2,023	46.7	58.8	71.8	37	30	24
1368.HK	特步国际	10.56	278	9.1	11.8	14.9	26	20	16
002563.SZ	森马服饰	5.45	147	7.2	10.3	14.1	20	14	10
002832.SZ	比音勒芬	27.61	158	8.0	10.0	12.6	20	16	13
002154.SZ	报喜鸟	4.72	69	5.4	6.5	7.8	13	11	9
平均值							26	20	16
301276.SZ	嘉曼服饰	24.79	27	1.3	2.0	2.6	21	13	10

资料来源：Wind，申万宏源研究；注：所列港股的股价、市值单位为港币，归母净利润单位为人民币，计算 PE 时按港元兑人民币的即期汇率 (0.9) 换算，报喜鸟盈利预测为 Wind 一致预测，其余为申万宏源预测

7. 风险提示

人口增长速度放缓，需求不及预期影响业绩增长。22 年国内人口负增长，出生率降至 7% 以下，若人口增速放缓，童装需求增长不及预期，可能导致公司业绩增速不及预期。

童装行业竞争加剧，市占率提升不及预期。童装行业品牌化、规模化趋势增强，众多运动品牌和休闲类成人装品牌拓展至童装领域，快速抢占了市场份额，加剧了童装行业竞争。若公司无法持续保持品牌力、产品力提升，可能面临市场份额提升不及预期的风险。

电商渠道占比高且较集中，传统电商流量红利衰退可能影响业绩增长。公司以电商渠道为主，目前主要依靠传统电商，近年来，传统电商逐步受到新兴渠道的挑战，流量红利面临下滑风险，但公司近两年积极开拓新渠道，抖音增速高，多渠道运营可部分抵御风险。

品牌授权模式依赖合作续签，可能影响业绩稳定性。公司目前授权品牌增速最高，暇步士和哈吉斯当前获授权的时间分别截止至 2027 和 2025 年，公司定期与品牌相关方洽谈授权合作，若后续续签存在不确定性可能对业绩稳定性产生负面影响。

财务摘要

合并损益表

百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,043	1,214	1,170	1,323	1,595
营业收入	1,043	1,214	1,170	1,323	1,595
营业总成本	862	964	962	1,069	1,264
营业成本	452	495	474	528	625
税金及附加	6	9	9	10	12
销售费用	335	380	392	439	518
管理费用	73	80	92	98	115
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	-2	-1	-5	-7	-6
其他收益	9	12	12	12	12
投资收益	6	6	6	6	6
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	2	6	0	0	0
信用减值损失	-4	1	-2	0	0
资产减值损失	-34	-20	-57	-1	-5
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	159	255	167	271	343
营业外收支	-1	3	0	0	0
利润总额	158	258	167	271	343
所得税	40	63	41	67	85
净利润	119	195	127	204	259
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	119	195	127	204	259

资料来源: wind, 申万宏源研究

合并现金流量表

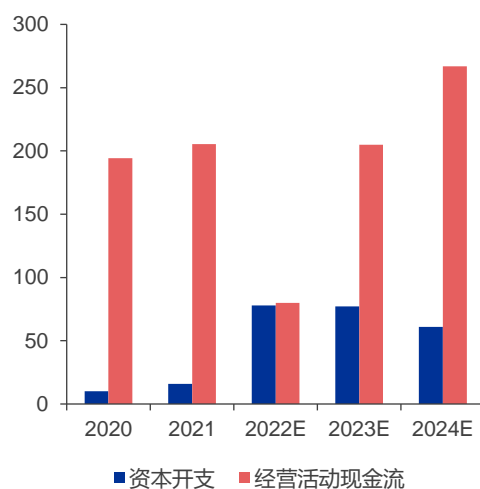
百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	119	195	127	204	259
加: 折旧摊销减值	50	34	66	8	30
财务费用	0	2	-5	-7	-6
非经营损失	-8	-12	-6	-6	-6
营运资本变动	30	-23	-101	5	-10
其它	4	10	0	0	0
经营活动现金流	194	205	80	205	267
资本开支	10	16	78	77	61
其它投资现金流	-186	-161	-144	-144	-144
投资活动现金流	-196	-177	-222	-221	-205
吸收投资	0	0	585	0	0
负债净变化	0	0	-10	0	0
支付股利、利息	15	10	-5	70	117
其它融资现金流	0	-9	0	0	0
融资活动现金流	-15	-19	581	-70	-117
净现金流	-17	9	439	-85	-55

资料来源: wind, 申万宏源研究

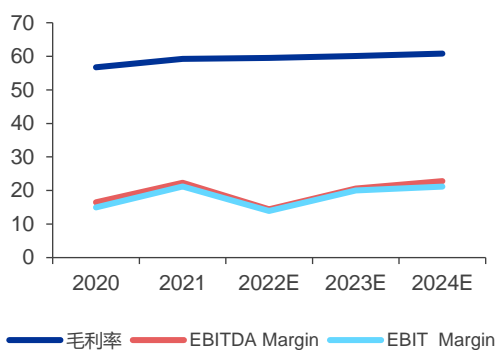
合并资产负债表

百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	938	1,078	1,712	1,782	1,922
现金及等价物	483	614	1,203	1,268	1,363
应收款项	93	62	71	72	81
存货净额	341	382	417	423	458
合同资产					
其他流动资产					
长期投资	0	0	0	0	0

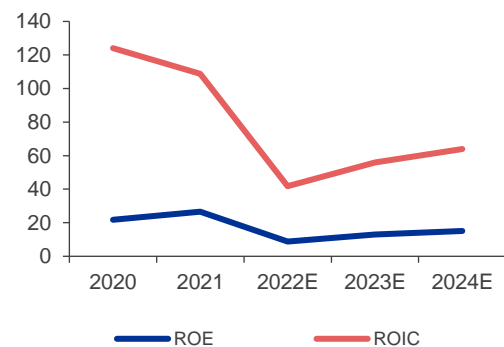
资本开支与经营活动现金流



经营利润率(%)



投资回报率趋势(%)



固定资产	48	46	118	187	221
无形资产及其他资产	65	98	98	98	100
资产总计	1,051	1,222	1,927	2,067	2,243
流动负债	474	441	434	445	485
短期借款	0	10	0	0	0
应付款项	435	393	395	406	446
其它流动负债	39	39	39	39	39
非流动负债	29	49	49	49	49
负债合计	503	490	483	494	534
股本	81	81	108	108	108
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	30	30	589	589	589
其他综合收益	0	0	0	0	0
盈余公积	3	8	11	16	22
未分配利润	433	613	737	860	990
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	548	732	1,444	1,573	1,708
负债和股东权益合计	1,051	1,222	1,927	2,067	2,243

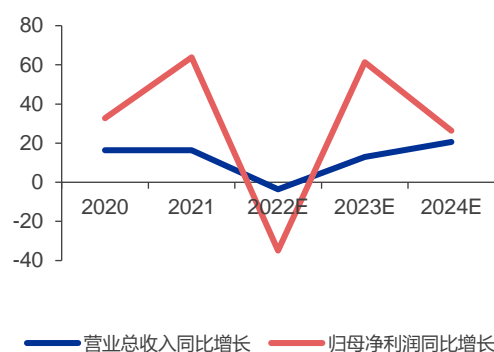
资料来源: wind, 申万宏源研究

重要财务指标

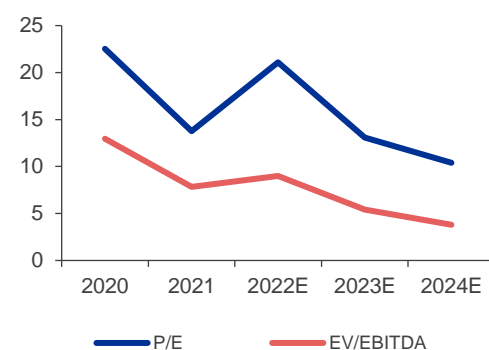
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)	-	-	-	-	-
每股收益	1.10	1.80	1.17	1.89	2.39
每股经营现金流	1.80	1.90	0.74	1.90	2.47
每股红利	-	-	-	0.70	1.14
每股净资产	5.07	6.78	13.37	14.56	15.82
关键运营指标(%)	-	-	-	-	-
ROIC	124.1	108.9	41.8	55.9	64.0
ROE	21.7	26.6	8.8	13.0	15.1
毛利率	56.7	59.3	59.5	60.1	60.8
EBITDA Margin	16.4	22.3	14.4	20.6	22.8
EBIT Margin	15.0	21.2	13.9	20.0	21.2
营业总收入同比增长	16.4	16.4	-3.6	13.0	20.6
归母净利润同比增长	32.8	63.8	-34.9	61.4	26.4
资产负债率	47.9	40.1	25.1	23.9	23.8
净资产周转率	1.91	1.66	0.81	0.84	0.93
总资产周转率	0.99	0.99	0.61	0.64	0.71
有效税率	25.9	25.2	25.2	25.2	25.2
估值指标(倍)	-	-	-	-	-
P/E	22.5	13.8	21.1	13.1	10.4
P/B	4.9	3.7	1.9	1.7	1.6
EV/Sale	2.1	1.8	1.3	1.1	0.9
EV/EBITDA	13.0	7.8	9.0	5.4	3.8
股本	81	81	108	108	108

资料来源: wind, 申万宏源研究

收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swyhsc.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swyhsc.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swyhsc.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。