

2023年12月07日

## 买入（首次覆盖）

# 嘉曼服饰(301276):收购暇步士中国IP, 品牌资本化、全品类蓄力成长

——公司深度报告

## 证券分析师

谢建斌 S0630522020001

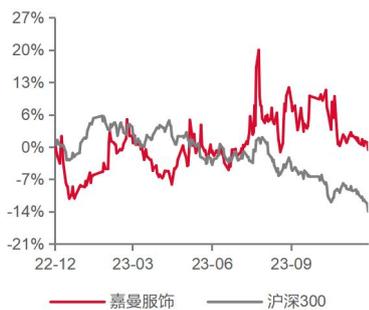
xjb@longone.com.cn

## 联系人

龚理

gongli@longone.com.cn

数据日期	2023/12/07
收盘价	25.53
总股本(万股)	10,800
流通A股/B股(万股)	3,874/0
资产负债率(%)	18.95%
市净率(倍)	1.41
净资产收益率(加权)	6.66
12个月内最高/最低价	32.18/22.99



## 相关研究

1、东海证券童装行业深度报告：微雨洗山月，结构提质竞争优化——20231113

## 投资要点:

- 公司立足中高端经典休闲风格的黄金赛道，受众普适、场景多元、风格可延展造就广阔市场，在设计相对标准化、广宣投入较低基础上，品牌溢价和忠诚度双高。品牌端构建自有+授权+代理金字塔，品牌资产优越。不同于同行将线上作为去库存渠道，公司注重线上经营，差异化布局唯品会、营收占比领跑同行、营业利润率相对较高。收购暇步士后，短期排除品牌续约风险，通过免除品牌使用费+额外收取品牌使用费+收购支出分20年摊销增厚业绩约7%；长期有望布局家庭店打造全品类蓝图，门店渗透加密、店效提升空间50%+、盈利强化。业绩弹性释放在于加强品牌整体层面宣传与价值打造，稳步推进多品类店扩张。
- 业绩：短期承压，品牌收购带来新动能。**2015年品牌矩阵初步构建完成，业绩驶入快车道，2015-2021年营收CAGR为18%，归母净利润CAGR为30%，因高毛利授权品牌占比提升，利润好于收入。后因疫情扰动、门店出清，2022年营收11.43亿元（同比-6%），归母净利润1.66亿元（-15%）。2023年前三季度受到宏观消费弱复苏、九九大促未达预期，以及收购支出、赞助费用、退换货和返利政策调整影响，营收7.17亿元（-0.45%），扣非归母净利润0.74亿元（-12%）。得益于政府补助、公允价值变动、投资收益等非经常性收益，归母净利润为1.27亿元（+22%）。预计在消费恢复性增长以及暇步士由授权转为自主品牌后带来的品类和市场新增长空间，业绩有望回升。
- 公司：（1）品牌：构筑品牌矩阵金字塔。水孩儿**，定位中端大众休闲风格，增长稳健，延伸轻户外引领品牌升级。**暇步士和哈吉斯**，分别定位中高端美式休闲和英伦校园风格，兼具成长和盈利，是业绩的重要驱动。**菲丝路汀**，加码儿童裙装，尚处培育期。**国际代理品牌**，面向高收入人群，bebelux作为销售集合店。（2）**渠道：构建线上与线下、直营与加盟的全渠道体系。门店**，暇步士童装开店空间可达500+，退换货政策优惠驱动加盟招商，渠道利润尚存调整空间。**电商**，营收占比领跑，价盘统一+店铺分层强化品牌打造，差异化布局唯品会，营业利润率较高。（3）**收购：暇步士能否被培育成超级品牌？**以下几点可为品牌壮大保驾护航，暇步士立足中高端休闲风格，品牌资产不断沉淀；基于10年合作，公司能够深刻把握品牌内涵；公司已形成贴合品牌风格的设计研发+品牌运作能力。
- 行业：（1）童装是服装里成长性细分赛道，具备较强韧性。**2022年我国童装市场规模达到2299亿元，2016-2019CAGR为15%，领先全球平均增速水平，仅次于运动服饰。对比服装细分赛道在疫情前后的表现，童装的稳健性和修复弹性仅次于运动服饰。（2）**人口出生率下滑会直接且较快影响至婴幼儿装进而传导至大龄童装，童装的市场规模将陷入增长乏力的困境？**历史上，儿童客群量增贡献有限，童装消费支出价增为核心驱动因素。从未来看，人口出生率已回落至世界低水平，叠加生育政策托底，五年内中大童人口数承压但整体规模继续锐减的概率较低，同时童装消费支出提升具有代理模式、人均可支配收入、家庭结构、消费理念升级等多方坚实支撑。预计我国的童装发展向美国形态演绎，2025年市场规模为2768亿元，对应CAGR为6.38%。（3）**市场中玩家以大众价位带+白牌的个体工商户居多，壁垒低造就分散格局。**2022年CR5仅为12.1%，巴拉巴拉因品牌影响力大、卡位主流价格带、门店密集市占率居首达6.3%。海外品牌背书推升集中度，美国和日本CR5分别为24.5%和33.7%。（4）**结构升级确定性强，品牌服饰最为受益。**价驱为主+格局优化的背景下，结构化升级具备充分驱动力。品牌服饰由于品牌溢价已受市场认可最有可能享受行业升级红利，中高端市场占比提升，同时带动市场趋于集中。
- 投资建议：**公司专注中高端童装，品牌资产优越，差异化布局唯品会线上领跑。暇步士收

购后，品牌支出由过去的“费用化”转为“资本化”、多品类协同，有望被培育成超级品牌。我们预计2023/2024年公司归母净利润分别为2.00/2.36亿元，同比增速为20.36%/18.21%，对应EPS为1.85/2.19元/股，对应P/E为14/12倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

- 风险提示：人口出生率下滑的风险；消费疲软的风险；授权品牌续约的风险；线上获客成本高企的风险；门店拓展不及预期的风险等。

#### 盈利预测与估值

单位：百万元	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,143.09	1,209.46	1,373.72	1,568.89
(+/-)(%)	-5.87%	5.81%	13.58%	14.21%
归母净利润	165.97	199.76	236.14	273.44
(+/-)(%)	-14.75%	20.36%	18.21%	15.79%
EPS(元)	1.89	1.85	2.19	2.53
P/E	12.32	13.80	11.68	10.08

资料来源：携宁，东海证券研究所，2023年12月7日收盘价

## 正文目录

<b>1. 简介：专注中高端童装，品牌收购带来新动能 .....</b>	<b>6</b>
1.1. 发展历程：专注中高端童装，品牌优势渐显 .....	6
1.2. 股权结构：核心团队稳定，再推股权激励 .....	7
1.3. 业绩拆分：短期承压，品牌收购带来新动能 .....	9
<b>2. 行业：价驱为主，结构升级 .....</b>	<b>15</b>
2.1. 市场规模：价驱为主，兼具成长性和韧性 .....	15
2.2. 竞争格局：结构升级，品牌服饰最为受益 .....	20
<b>3. 公司：构筑品牌金字塔，暇步士成长可期 .....</b>	<b>22</b>
3.1. 品牌：矩阵金字塔，构筑品牌护城河 .....	22
3.2. 渠道：开店空间广，电商业务领跑 .....	24
3.3. 收购：品牌资本化，暇步士成长可期 .....	28
<b>4. 盈利预测 .....</b>	<b>32</b>
<b>5. 投资建议 .....</b>	<b>33</b>
<b>6. 风险提示 .....</b>	<b>33</b>

## 图表目录

图 1 公司发展历程	6
图 2 公司股权结构图	7
图 3 公司营收及增速	9
图 4 公司归母净利润、扣非归母净利润及增速	9
图 5 公司非经常性损益（万元）	9
图 6 营收占比拆分	10
图 7 营收增速拆分	10
图 8 营收增速按产品拆分	11
图 9 门店数量（家）	11
图 10 门店数地区分布（家）	11
图 11 可比公司毛利率比较（%）	12
图 12 产品毛利率	12
图 13 渠道毛利率	12
图 14 地区毛利率	12
图 15 可比公司期间费率比较	13
图 16 期间费率变化	13
图 17 销售费用构成	13
图 18 管理费用构成	13
图 19 销售费用重点科目变化	13
图 20 可比公司 ROE 水平（%）	14
图 21 总资产结构	15
图 22 销售收现/营业收入和经营活动现金流净额/净利润	15
图 23 净营业周期（天）	15
图 24 可比公司存货周转天数比较（天）	15
图 25 童装市场规模及增速	16
图 26 中国童装市场规模增速领先全球	16
图 27 我国童装市场规模增速仅次于运动服饰	16
图 28 中国服装疫情期间增长情况	16
图 29 中国服装 2022 年对 2019 年恢复程度	16
图 30 童装市场规模增长驱动力	17
图 31 中国出生人口及各国出生率水平（‰）	18
图 32 生育及配套性支持政策	18
图 33 中国童装消费支出较低（元，2021 年）	19
图 34 代理人模式	19
图 35 童装消费支出与人均可支配收入高度正相关	19
图 36 中国、美国、日本童装市场规模增长驱动力	20
图 37 中国童装集中度低（%）	21
图 38 2022 年中国童装 CR5 为 12.1%	21
图 39 存量博弈+格局优化的背景下，结构化升级具备充分驱动力	22
图 40 童装抽查不合格率提高	22
图 41 品牌矩阵金字塔	23
图 42 各品牌营收占比	23
图 43 各品牌量价分析（2018-2021 年，万件，元/件）	23
图 44 各品牌量价分析（2018-2021 年）	24
图 45 各品牌毛利率	24
图 46 可比公司门店数（家）	25

图 47 可比公司 2022 年直营加盟毛利率	26
图 48 可比公司 2022 年直营店店效（万元）	26
图 49 公司店效具备较强韧性（万元）	26
图 50 不同品类 2020 年线上渗透率	27
图 51 可比公司 2022 年线上营收占比	27
图 52 可比公司粉丝数（万人）	27
图 53 可比公司 2022 年线上线下毛利率	27
图 54 电商平台销售情况	28
图 55 店铺费用和宣传推广费用（万元）	28
图 56 品牌使用费	29
图 57 中高端休闲风格的优越性	30
图 58 公司设计研发流程	31
图 59 可比公司研发人员	31
图 60 可比公司研发费用	31
图 61 各品牌 SKU 产出数（款）	31
图 62 线上 SKU（款）	31
盈利预测与估值	2
表 1 核心管理层团队	8
表 2 2023 年限制性股票激励授予名单	8
表 3 2023 年限制性股票激励业绩考核目标和要求	8
表 4 公司 ROE	14
表 5 我国童装市场规模测算（亿元）	20
表 6 开店空间测算	25
表 7 主要平台和店铺的功能定位	27
表 8 不同电商平台的结算方式	28
表 9 授权模式	28
表 10 暇步士各品类排名	29
表 11 主营业务营收分拆（万元）	32
附录：三大报表预测值	34

# 1.简介：专注中高端童装，品牌收购带来新动能

## 1.1.发展历程：专注中高端童装，品牌优势渐显

公司专注中高端童装领域，业务涵盖研发设计、品牌运营与推广、直营与加盟销售等核心业务环节，产品覆盖 0-16 岁的男儿童服装及内衣袜子等相关附属产品，目前构建了多品牌、全渠道的运作模式。从成立至今，公司大致经历了三个阶段：

**(1) 1992-2015 年，多品牌架构形成阶段。**①**主体搭建**，1992 年，周清辉家族以香港增旭的主体设立嘉曼有限，公司成立之初是外资独资。后因周清辉家族工作重心转向房地产，曹胜奎家族于 2006 年和 2008 年、2009 年分别以增资和受让的方式最终取得 100% 股份，并于 2015 年完成公司股份制改革。②**多品牌架构**，1995 年，自有品牌“水孩儿”创立，2005 年，公司开始从事国际高端童装品牌的零售代理业务，又分别于 2013 年、2015 年获得暇步士童装和哈吉斯童装在中国大陆地区（不包括港澳台）的独家授权，自此开启多品牌运作道路。

**(2) 2016-2022 年，品牌驱动、渠道放量阶段。**①**品牌驱动**，经过全方位的设计、生产、运营推广和销售，自有品牌筑底，授权品牌快速成长，成为营收增长的重要引擎，2021 年授权品牌营收占比达到 65%。公司于 2019 年创立自有品牌“菲丝路汀”，定位中高端女童礼服裙，进一步丰富品牌矩阵。②**渠道放量，1>线下**，因品牌定位于中高端市场，公司早期即进驻燕莎、百盛、翠微等高端商场，并以商场联营的方式展开合作，同时伴随品牌知名度提升，加盟快速铺开。2018 年直营和加盟店分别达到 316 和 512 家，营收占比分别为 37% 和 20%。**2>线上**，2013 年电商业务启动，唯品会、天猫和抖音增长强劲，2019 年营收占比过半。2022 年公司上市募集 10.98 亿元，60% 资金将用于电商运营中心建设项目，电商成为重点打造渠道。

**(3) 2022 年至今，品牌收购新阶段。**疫情期间，店效维持较强韧性，但加盟店出清、自营门店优化，整体业绩自 2022 年一季度起持续承压。2023 年 9 月，公司以 5880 万美元购买暇步士在中国内地及港澳区域的 IP 资产，暇步士成为自有品牌资产，品类延伸至鞋类、成人服饰、箱包皮具等，市场扩大至港澳。基于公司丰富的品牌运作经验以及对暇步士长期的合作历史，暇步士有望培育成超级品牌打开成长空间。

图 1 公司发展历程

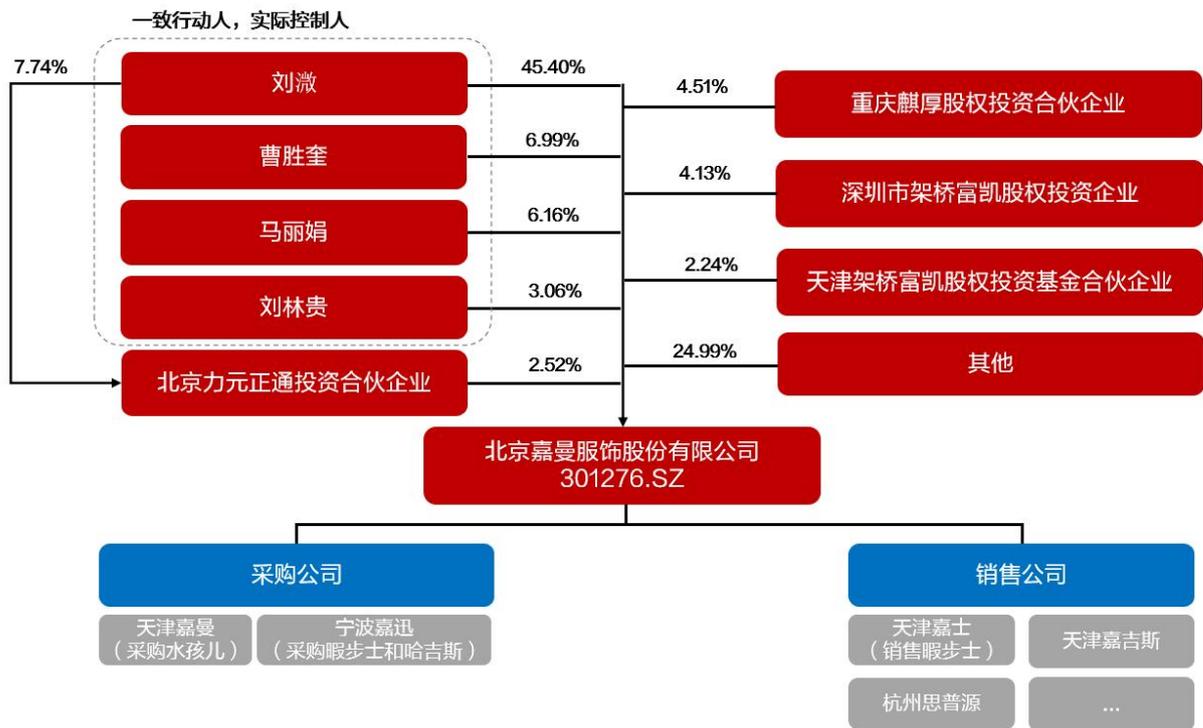


资料来源：招股书，公司年报，公司公告，东海证券研究所

## 1.2.股权结构：核心团队稳定，再推股权激励

**家族企业，享有绝对控制权。**公司控股股东、实际控制人为曹胜奎、刘激、刘林贵、马丽娟，其中曹胜奎与刘林贵系夫妻关系，刘激系曹胜奎与刘林贵之子，刘激与马丽娟系夫妻关系，四人为一致行动人，合计持有 61.61% 股份。刘激 2005 年以来进入公司，逐渐成为实际经营管理者，曹胜奎仍保留董事长职务。力元正通为员工持股平台，刘激系执行事务合伙人、普通合伙人，享有 7.74% 股份的表决权。重庆麒厚、深圳架桥和天津架桥为公司上市前早期投资机构，其中深圳架桥和天津架桥为同控，合计持有公司 6.37% 股份。公司不参与生产，天津嘉曼和宁波嘉迅为采购公司，其余为销售公司。

图 2 公司股权结构图



资料来源：ifind，东海证券研究所，截至三季报

**核心成员深耕产业，团队稳定性高。**董事长曹胜奎曾就职于北京进出口商品检验局、北京针棉织品进出口公司，较早从事服装贸易活动，副董事长刘激曾就职于法国 Armor-Lux 品牌公司，2005 年进入公司以来平稳接管，业绩起色明显。核心高管团队中石雷、程琳娜深耕童装产业，陪伴公司成长，拥有超过 15 年的童装运营和管理经验，能够准确把握童装消费需求以及童装行业的发展趋势。董事谢犁拥有丰富的资本运作经验，董事宁俊是服装领域专家，在战略方针方面发挥重要的专家智库作用。

**再推股权激励，激发员工干劲与活力。**2014 年，公司成立力元正通员工持股平台，向 37 名中高层管理人员及骨干员工实施第一次股权激励；2015 年，公司以合伙份额转让的方式实施第二次股权激励；2023 年，公司再推股权激励，向 5 名高管及 36 名核心骨干共授予 101 万股（占股本总额的 0.94%），授予价格为 13.06 元/股，授予日收盘价为 26.21 元/股，激励力度丰厚。限制性股票激励目标以 2023-2025 年为业绩考核期间，要求 2023-2024 年两年净利润累计不低于 38,000 万元，2023-2025 年三年净利润累计不低于 61,000 万元。此次股权激励，公司侧重考核利润，预计收入提速确定性高、叠加精益化费用管控，对应未来三年利润年增速不低于 10%，结合 2018-2021 年归母净利润 CAGR 为 41%，目标可达性较高，既有利于绑定核心团队，又激发员工干劲与活力。

表 1 核心管理层团队

姓名	职务	年龄	简历
曹胜奎	董事长、董事	74	曾任飞行学员，曾就职于北京进出口商品检验局、北京针棉织品进出口公司、中宣针织联营有限公司。1992年9月至2015年5月历任嘉曼有限董事、董事长；2015年5月至今任嘉曼服饰董事长。
刘激	副董事长、总经理	46	2002年9月至2003年7月就职于法国 Armor-Lux 品牌公司，2004年1月至2015年5月，历任嘉曼有限董事、总经理；2015年5月至今任嘉曼服饰副董事长、总经理，并担任北京嘉曼服饰股份有限公司子公司水孩儿服饰执行董事、经理职务以及子公司天津嘉曼、天津嘉士监事职务。
石雷	董事、副总经理	44	2008年2月至2015年5月，历任嘉曼有限进口部经理、商务总监、副总经理；2015年5月至今任嘉曼服饰董事、副总经理，并担任北京嘉曼服饰股份有限公司子公司大连嘉一、成都思普源执行董事、经理职务。
马丽娟	副总经理	49	1997年7月至2000年7月就职于中国国际企业合作公司，2001年9月至2002年7月就职于法国电力公司，2005年1月至2015年5月历任嘉曼有限进口部经理、副总经理，2015年5月至今任嘉曼服饰副总经理。
程琳娜	董事会秘书、副总经理	40	2006年1月至2006年7月任北京白领时装有限公司设计师，2006年7月至2015年5月历任嘉曼有限市场部经理、董事长助理，2015年5月至今任嘉曼服饰董事会秘书、副总经理。
李军荣	财务总监	48	2000年7月至2002年3月任保利（湖南）实业发展有限公司财务部会计，2002年4月至2011年5月任中国电子工程设计院财务资产部高级财务经理，2011年5月至2015年9月任华油能源集团有限公司财务部副经理，2015年11月至今任嘉曼服饰财务总监。
谢犁	董事	49	曾任蔚深证券有限责任公司财务分析师、康联马洪（中国）投资管理有限公司基金经理、雷曼兄弟亚洲投资公司副总裁、渣打亚洲投资有限公司董事、苏州天孚光通信股份有限公司董事、基蛋生物科技股份有限公司监事。2009年8月至今任重庆麒厚西海股权投资管理有限公司董事，同时担任北京花园清泉科技有限公司董事、北京长安创新投资管理有限公司经理、北京犁金谷投资管理有限责任公司执行董事、经理、新疆长安创新创业投资有限公司董事、经理以及北京新雅空气音乐工作室有限责任公司监事职务，2015年5月至今任嘉曼服饰董事。
宁俊	独立董事	64	1983年8月至1998年1月任北京服装学院教师；1998年1月至2001年7月任北京服装学院管理工程系副主任；2001年7月至2010年10月任北京服装学院商学院院长、教授；2010年11月至2013年7月任北京服装学院招生就业工作处负责人、教授；2004年11月至今任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；2021年5月至今任嘉曼服饰独立董事。

资料来源：公司年报，东海证券研究所

表 2 2023 年限制性股票激励授予名单

姓名	职务	获授的限制性股票数量(万股)	占授予限制性股票总量的比例	占激励计划(草案)公告日公司股本总额的比例
刘激	副董事长、总经理	10	8.47%	0.09%
石雷	董事、副总经理	10	8.47%	0.09%
程琳娜	董事会秘书、副总经理	6	5.08%	0.06%
马丽娟	副总经理	5	4.24%	0.05%
李军荣	财务总监	4	3.39%	0.04%
核心骨干员工（合计 36 人）		66	55.93%	0.61%
预留部分		17	14.41%	0.16%
合计		118	100.00%	1.09%

资料来源：公司公告，东海证券研究所

表 3 2023 年限制性股票激励业绩考核目标和要求

归属期	目标值 (Am)	触发值 (An)
第一个归属期	2023-2024 年两年净利润累计不低于 38,000 万元	2023-2024 年两年净利润累计不低于 36,000 万元
第二个归属期	2023-2025 年三年净利润累计不低于 61,000 万元	2023-2025 年三年净利润累计不低于 59,000 万元

**公司层面业绩考核要求**

考核结果(S)	A≥Am	An≤A<Am	A<An	
公司层面归属比例	X=100%	X=80%	X=0%	
<b>个人层面业绩考核要求</b>				
考核结果(S)	S≥90	90>S≥80	80>S≥70	S<70
考核等级	A (优秀)	B (良好)	C (合格)	D (不合格)
个人层面归属比例	100%	80%	60%	0%

资料来源：公司公告，东海证券研究所

注：净利润指剔除股份支付影响后的净利润

### 1.3.业绩拆分：短期承压，品牌收购带来新动能

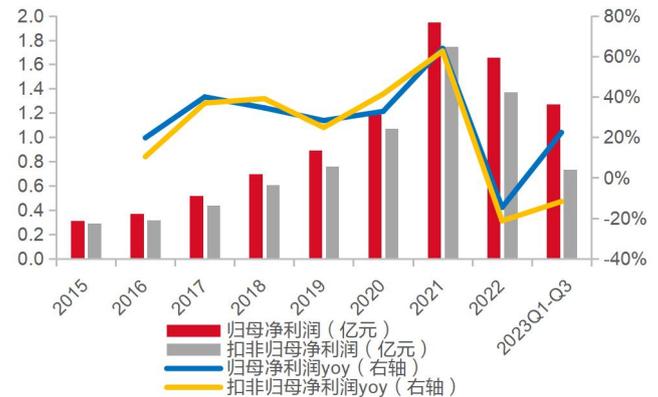
**营收及净利润：短期承压，品牌收购带来新动能。**2015年品牌矩阵初步构建完成，在品牌势能逐步释放、线上发力的驱动下，业绩驶入快车道，2015-2021年营收CAGR为21%，归母净利润CAGR为36%，因高毛利授权品牌占比提升，利润好于收入。后因疫情扰动、门店出清，业绩自2022Q1起受损严重，2022年营收11.43亿元（同比-6%），归母净利润1.66亿元（-15%）。2023年前三季度受到宏观消费弱复苏、九九大促未达预期，以及收购支出、赞助费用、退换货和返利政策调整影响，营收7.17亿元（-0.45%），扣非归母净利润0.74亿元（-12%）。得益于政府补助、公允价值变动、投资收益等非经常性收益，归母净利润为1.27亿元（+22%）。预计在消费恢复性增长以及暇步士由授权转为自主品牌后带来的品类和市场新增长空间，业绩有望回升。

图3 公司营收及增速



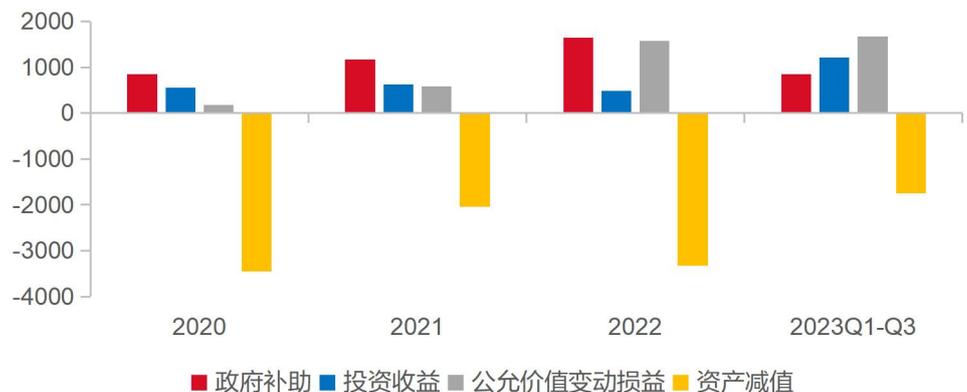
资料来源：ifind，东海证券研究所

图4 公司归母净利润、扣非归母净利润及增速



资料来源：ifind，东海证券研究所

图5 公司非经常性损益（万元）



资料来源：ifind，东海证券研究所

**营收拆分：线上快速放量，华北受门店出清下滑较大，外套为成长性最快的优势产品**

**按渠道**，线上快速放量，2018-2022 年营收 CAGR 为 27%，2019 年营收占比过半，2022 年超 7 成，成为业绩增长的重要引擎。线下展现疲态，直营和加盟 2018-2022 年营收 CAGR 分别为-5%和-4%。门店数持续优化，2021 年和 2022 年分别净减 110 和 116 家，其中加盟店减少数量高于直营店，直营店减少数量集中在商场联营店。

**按地区**，线下市场分布较广，其中华北和华东为最主要的销售市场，2022 年营收占比分别为 14%和 9%，其余地区营收占比不足 2%。华北市场受门店出清影响较大，2018-2022 年营收 CAGR 为-7%，营收占比自 2008 年以来锐减约 15%。华东市场较为稳健，2018-2022 年营收 CAGR 为 3%。

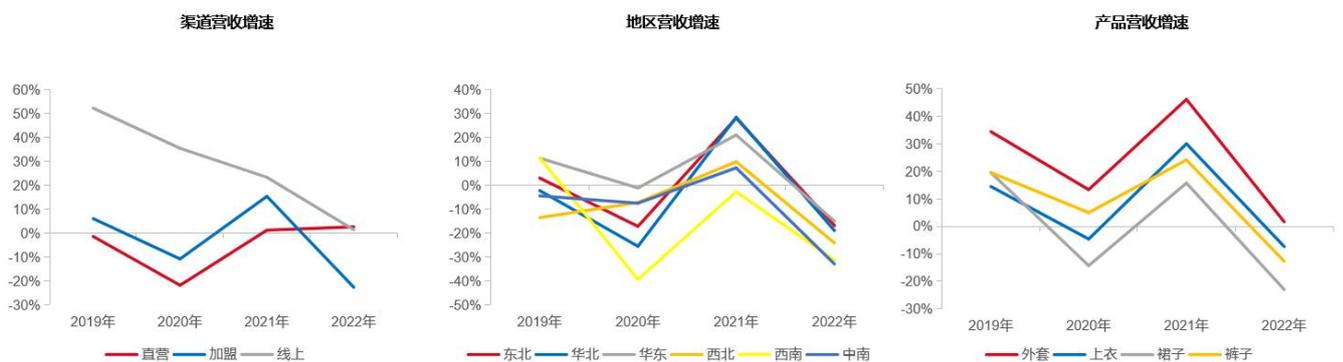
**按产品**，外套、上衣、裙子、裤子为主要产品，营收占比接近 4:3:2:1，其中外套为成长性最快的优势产品，2018-2022 年营收 CAGR 为 23%，营收占比从 2018 年的 32%提升 14pct 至 2022 年的 46%。上衣和裤子增长稳健，2018-2022 年 CAGR 分别为 7%、8%，裙子略有下滑。产品价格因水孩儿品牌定位调整、折扣力度波动表现为先降后升，目前回升至 2018 年水平，营收主要受销量驱动。

**图 6 营收占比拆分**



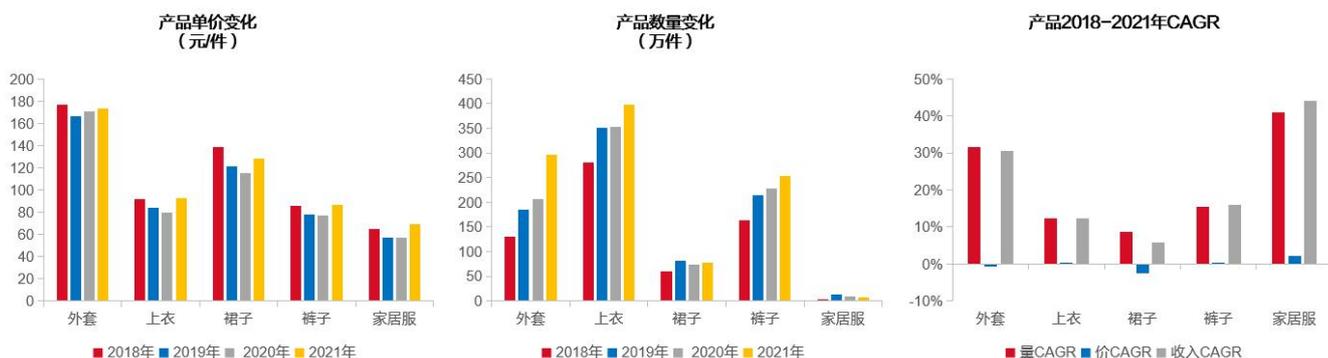
资料来源：ifind，东海证券研究所

**图 7 营收增速拆分**



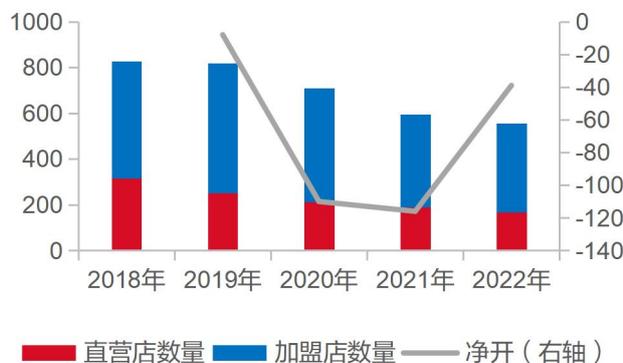
资料来源：ifind，东海证券研究所

图 8 营收增速按产品拆分



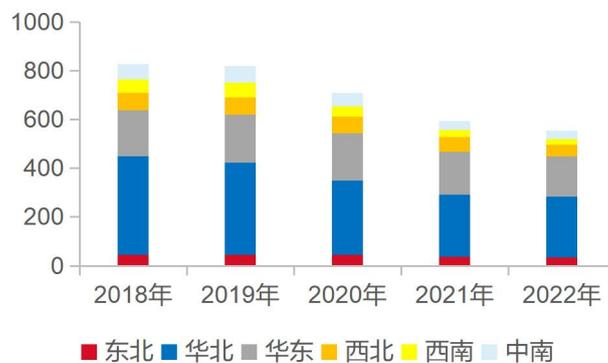
资料来源：招股书，东海证券研究所

图 9 门店数量 (家)



资料来源：ifind，东海证券研究所

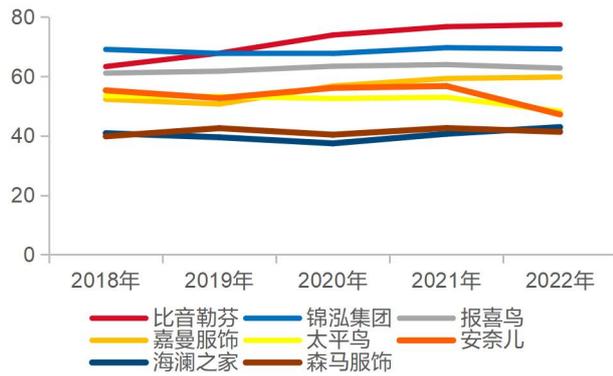
图 10 门店数地区分布 (家)



资料来源：ifind，东海证券研究所

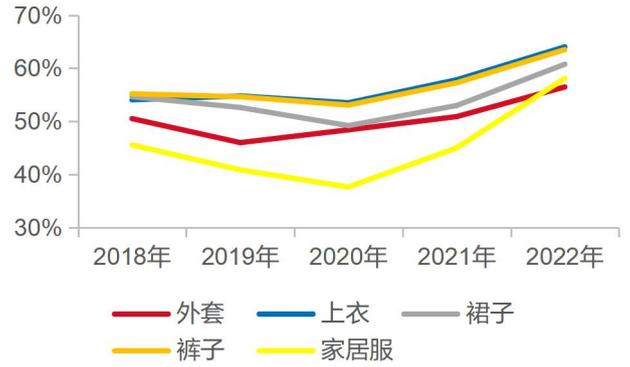
**毛利率：在行业中处于较高水平，仍有提升空间。**整体看，毛利率高于 50%，2022 年接近 60%，因中高端定位在行业中处于较高水平。2018-2019 年毛利率下降 1.61pct，主因水孩儿下调产品定位；2019-2022 年毛利率提升 9.09pct，得益于净额法调整为总额法、水孩儿定位提升，与运费会计调整、疫情折扣力度加大对冲。**拆分看**，上衣、裤子和裙子的毛利率略高于外套且提升速度更快，预计与外套作为主打单品、生产工艺更复杂有关；加盟毛利率低于直营和线上，且 2022 年加盟与直营的毛利率扩大，预计与疫情期间退换货和返利比例提升有关；华北地区因加盟占比高毛利率较低。**从未来看**，品牌动能充足支撑品牌溢价，产品面料+工艺+功能改造升级，暇步士全品类收购后若其他品类后续改为自营，高毛利品类有望扩大至鞋类、成人服饰、箱包皮具等，即使加盟占比提升或将削弱部分盈利，预计毛利率仍将继续提升。

图 11 可比公司毛利率比较 (%)



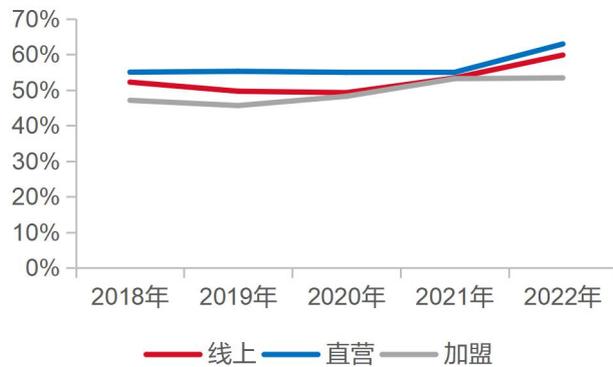
资料来源: ifind, 东海证券研究所

图 12 产品毛利率



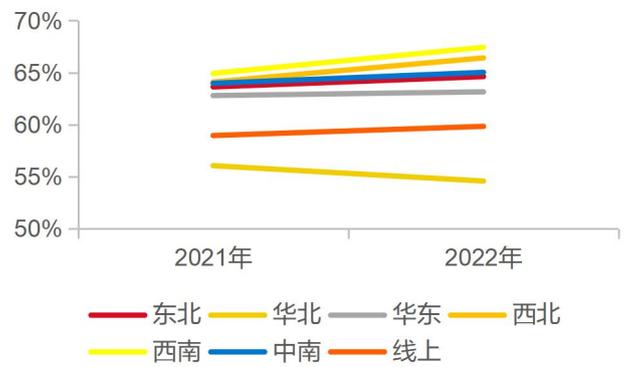
资料来源: ifind, 东海证券研究所

图 13 渠道毛利率



资料来源: ifind, 东海证券研究所

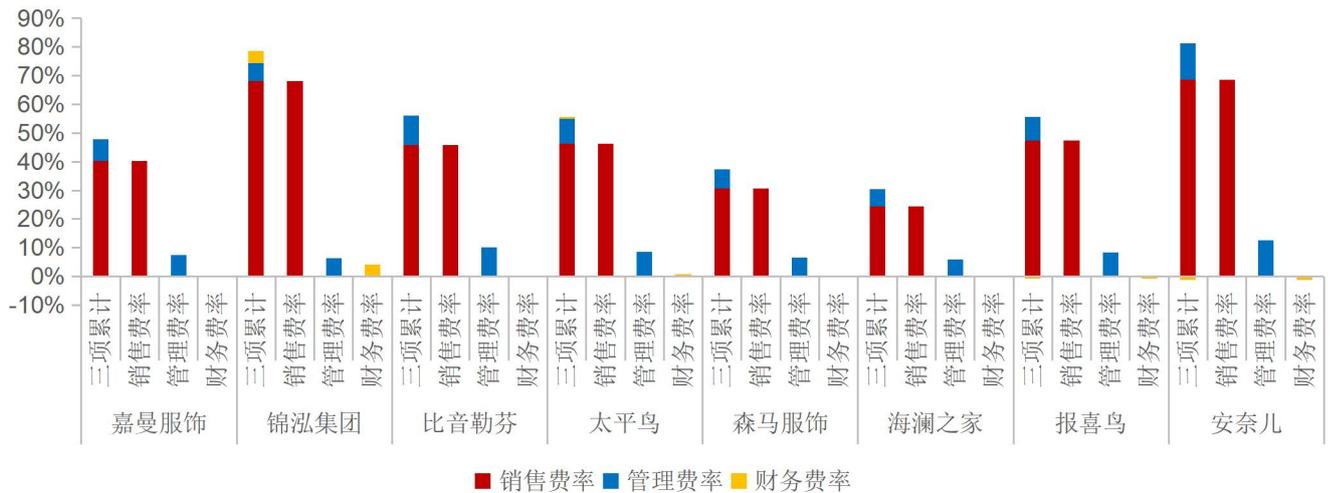
图 14 地区毛利率



资料来源: ifind, 东海证券研究所

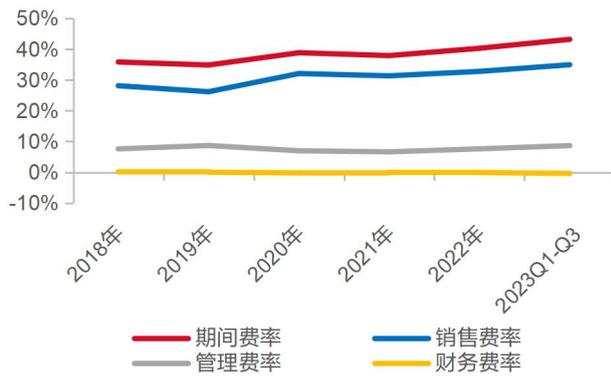
**费率: 处于行业中等水平, 销售费率实际改善。**2022 年, 公司期间费率为 47.76%, 处于行业中等水平, 销售费用占比约 8 成, 是 2020 年以来期间费率波动上升的主因。一方面, 运费入账由销售费用调整为营业成本、收入政策由净额法变更为总额法, 剔除该部分影响, 销售费率实际明显改善, 从 2018 年的 26% 下降为 2022 年的 19% (-7pct), 改善原因在于门店数量持续优化、销售人员减少。另一方面, 公司注重营销推广, 宣传推广费持续走高。2019 年管理费用同比+41%, 主因 IPO 机构服务费以及百世物流开始负责线上产品的仓配和物流服务, 管理费用整体相对稳健。

图 15 可比公司期间费率比较



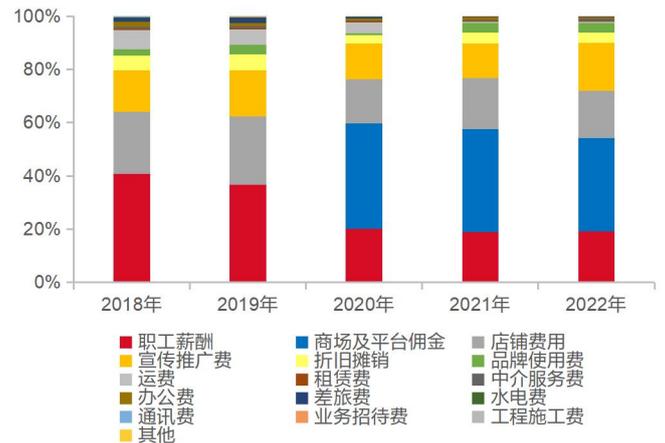
资料来源: ifind, 东海证券研究所

图 16 期间费率变化



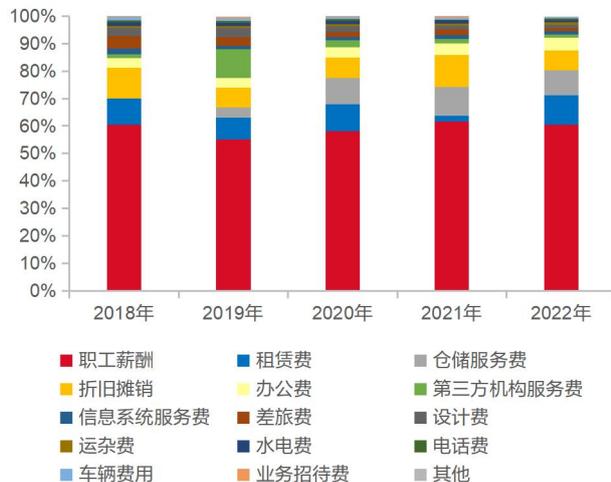
资料来源: ifind, 东海证券研究所

图 17 销售费用构成



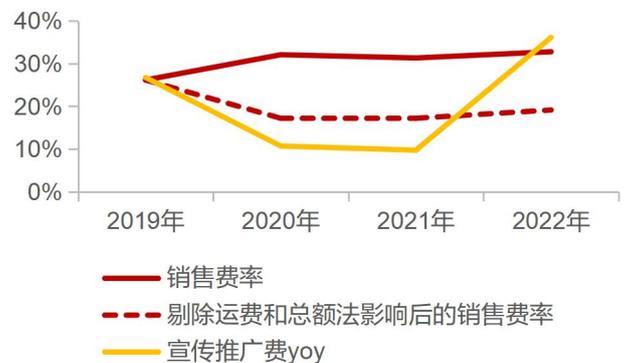
资料来源: ifind, 东海证券研究所

图 18 管理费用构成



资料来源: ifind, 东海证券研究所

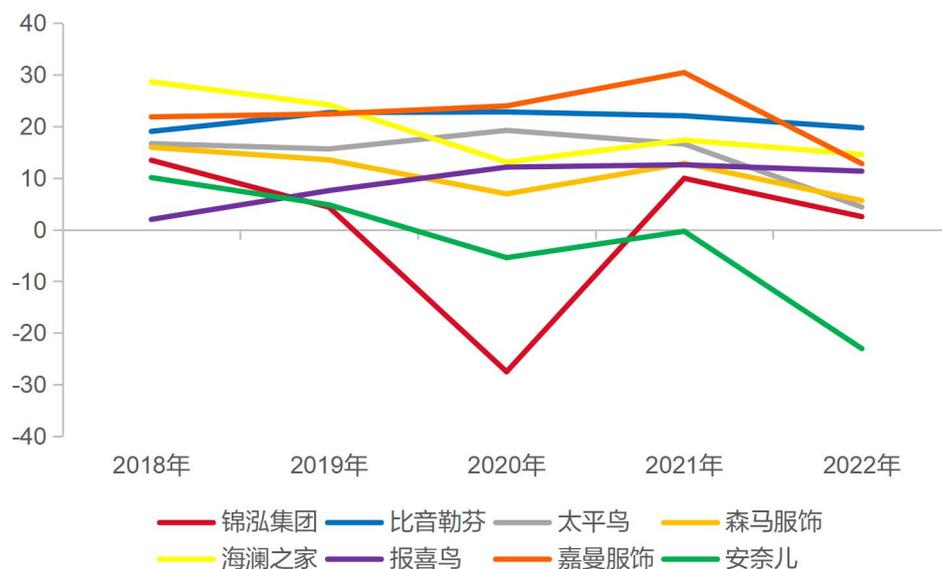
图 19 销售费用重点科目变化



资料来源: ifind, 东海证券研究所

**ROE：保持行业领先水平。**公司 ROE 处于行业领先地位，2018-2021 年在销售净利率的推动下持续上行，2021 年达到 30.43%，超越比音勒芬。2022 年受上市资金募集影响，权益乘数和总资产周转率下降带动 ROE 下滑。预计短期收购暇步士降低流动资产、加快总资产周转率，ROE 有望回升至上市前高位，长期品牌打造升级、品牌溢价释放、动销加快，ROE 仍有上行空间。

**图 20 可比公司 ROE 水平 (%)**



资料来源：ifind，东海证券研究所

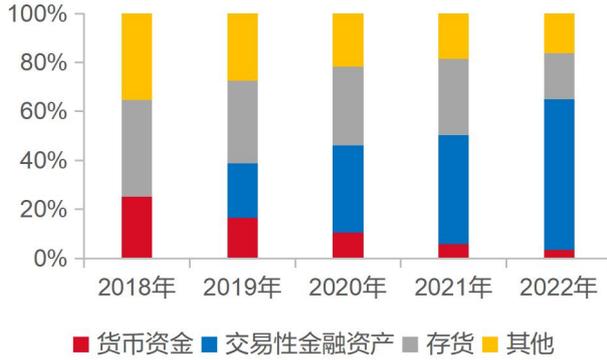
**表 4 公司 ROE**

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
ROE(%)	21.84	22.41	23.97	30.43	12.79
销售净利率(%)	9.58	9.98	11.39	16.03	14.52
权益乘数	1.85	1.85	1.87	1.78	1.39
总资产周转率(次)	1.23	1.21	1.13	1.07	0.64

资料来源：ifind，东海证券研究所

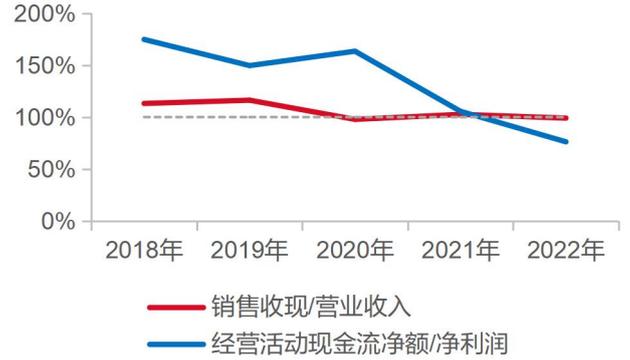
**现金流：现金质量健康，净营业周期收窄。**①**流动资产占比高。**2019 年起公司将部分货币资金用于交易性资产投资，带来的公允价值收益较为可观。2022 年上市募集 10.98 亿资金，交易性金融资产扩大至 14.61 亿元，占比总资产 62%。②**现金质量健康。**针对加盟商，公司采用先款后货，直营享有 30-90 天的账期，电商联营月结，因此销售收现/营业收入大多数大于 1。2021 年以前经营活动现金流净额/净利润明显大于 1，2021 年以来下降至 1 以下，原因在于门店数减少导致老店翻新、新店装修的长期待摊费用大幅降低。综合来看，应收应付剪刀差扩大、存货由于品牌中高端定位+疫情动销放缓上行，净营业周期由 2018 年的 211 天收窄至 172 天（-39 天）。

图 21 总资产结构



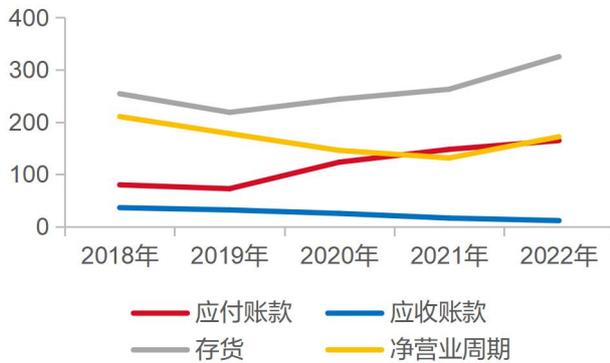
资料来源: ifind, 东海证券研究所

图 22 销售收现/营业收入和经营活动现金流净额/净利润



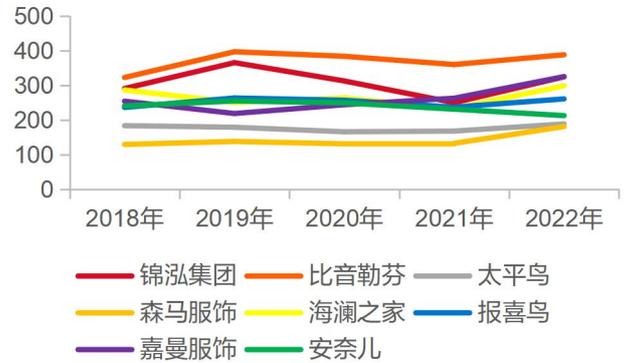
资料来源: ifind, 东海证券研究所

图 23 净营业周期 (天)



资料来源: ifind, 东海证券研究所

图 24 可比公司存货周转天数比较 (天)



资料来源: ifind, 东海证券研究所

## 2.行业：价驱为主，结构升级

### 2.1.市场规模：价驱为主，兼具成长性和韧性

童装是服装里成长性细分赛道，具备较强韧性。①市场规模：我国童装萌芽于 90 年代，较欧美国家起步晚。基于庞大的儿童群体基数，占比我国服装市场 12%，占据童装市场规模世界头部的地位。童装发展展现出较好的成长性，根据欧睿数据，2022 年我国童装市场规模达到 2299 亿元，其中 2009-2019 年 CAGR 为 12%，受益于早期较高的出生率和逐步提升的儿童消费支出，呈现高景气度，2020-2022 年疫情期间波动明显，2023-2028 年预测 CAGR 为 6%，仍将保持稳健增长。②成长性比肩运动服饰。剔除疫情影响，我国童装市场规模 2016-2019CAGR 为 15%，领先全球平均增速水平，同时仅次于运动服饰，是服装里高成长性细分赛道。③具备较强的韧性。童装因刚性属性表现出更强的韧性，在需求疲软时更抗跌，在需求回补时恢复程度更高。对比服装细分赛道在疫情前后的表现，童装的稳健性和修复弹性仅次于运动服饰。

图 25 童装市场规模及增速



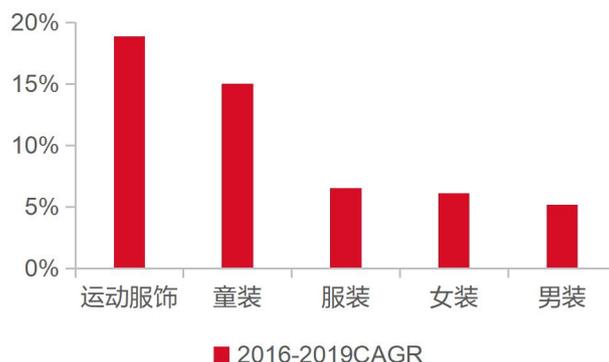
资料来源：欧睿，东海证券研究所

图 26 中国童装市场规模增速领先全球



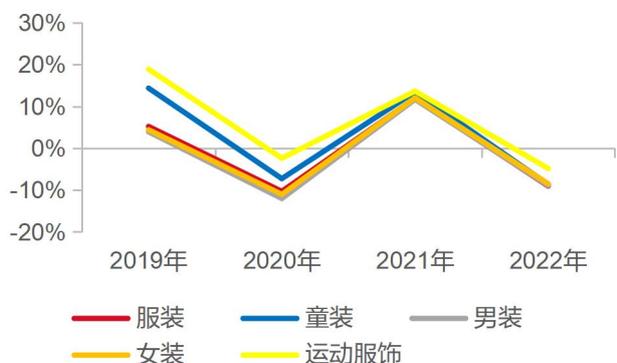
资料来源：欧睿，东海证券研究所

图 27 我国童装市场规模增速仅次于运动服饰



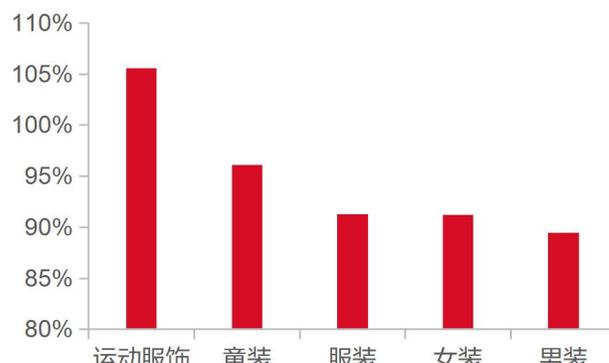
资料来源：欧睿，东海证券研究所

图 28 中国服装疫情期间增长情况



资料来源：欧睿，东海证券研究所

图 29 中国服装 2022 年对 2019 年恢复程度

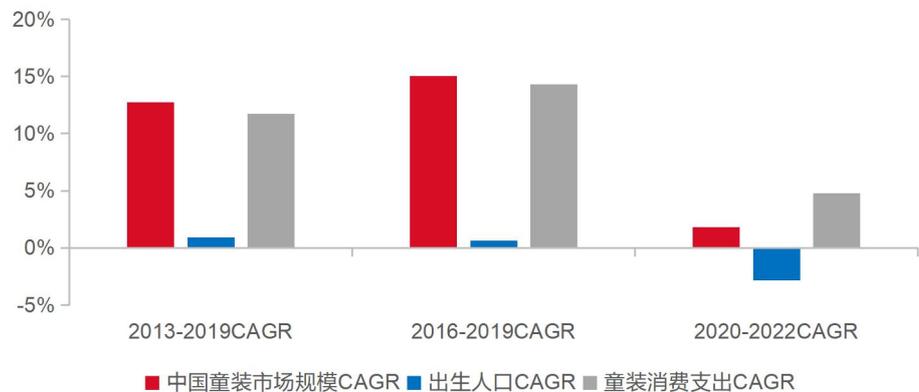


资料来源：欧睿，东海证券研究所

市场担忧，人口出生率下滑会直接且较快影响至婴幼儿装进而传导至大龄童装，童装的市场规模将陷入增长乏力的困境。我们认为，历史上，儿童客群量增贡献有限，童装消费支出价增为核心驱动因素。从未来看，人口出生率已回落至世界低水平，叠加生育政策托底，五年内中大童人口数承压但整体规模继续锐减的概率较低，同时童装消费支出提升具有代理模式、人均可支配收入、家庭结构、消费理念升级等多方坚实支撑。

**历史上，童装消费支出价增为核心驱动因素。**我国的人口出生率在 2009-2019 年均在 10% 以上，2017 年起连续六年下滑，2022 年仅为 6.77%。复盘童装市场规模，剔除疫情影响，2013-2019 年 0-14 岁儿童基数 CAGR 为 1%，童装消费支出 CAGR 为 12%，2016-2019 年 0-14 岁儿童基数 CAGR 为 1%，童装消费支出 CAGR 为 14%，在人口增长停滞的背景下，童装市场规模的驱动力为价增。疫情期间，2020-2022 年 0-14 岁儿童基数 CAGR 为 -3%，童装消费支出 CAGR 为 5%，价增仍为主要驱动力，贡献力度受疫情影响下降，量成为负贡献。

**图 30 童装市场规模增长驱动力**



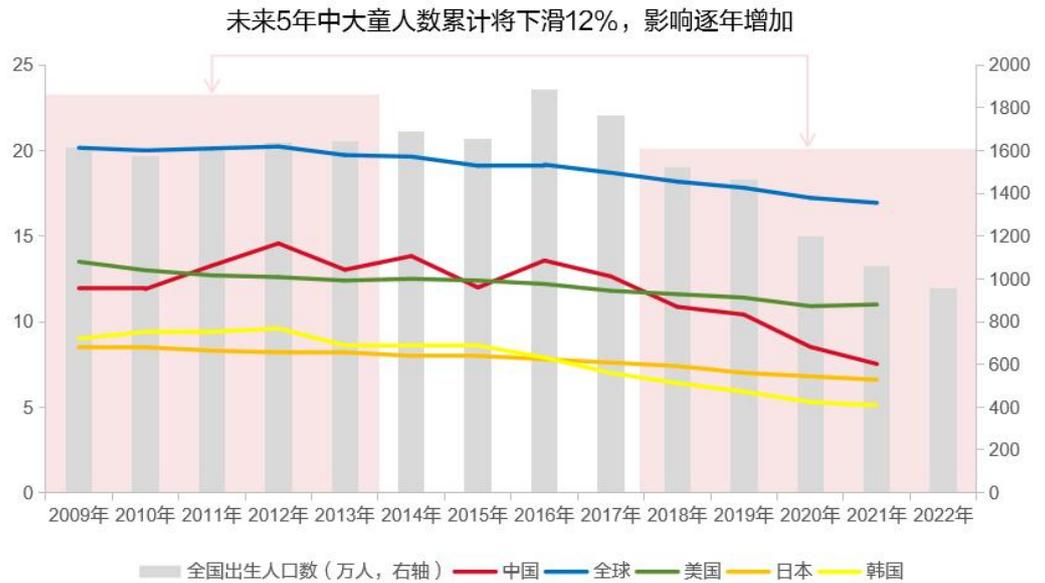
资料来源：wind，欧睿，东海证券研究所

**我国人口出生率处于世界低水平。**人口出生率受到国家政策、社会文化、经济发展水平、教育程度等多重因素影响，世界人口增速自 21 世纪以来明显放缓，美国、日本、韩国等诸多国家均面临人口增长乏力的困境，日本自 90 年代泡沫经济以来，高企的物价指数以及社会压力压制年轻人结婚生育需求。我国 60 年代末推行的人口生育计划导致 90 年代初出生人口快速下跌；之后伴随着经济发展，结婚成本走高、单身理念兴起，出生率持续走低；2002 年以来，出生率继续低迷，更多是生育意愿度降低。2021 年我国的人口出生率为 7.52%，已处于世界低水平，接近日本（6.60%）和韩国（5.10%）出生率。

**生育政策出台，短期催化。**针对低出生水平，国家把人口均衡发展作为重大国家战略，2013 年提出“单独二胎”政策，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》，全面实施二胎政策。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》，推行三胎政策。同时，国务院、地方政府出台系列文件在生育、教育、住房等社会保障方面给予配套性支持。政策催化下，2016 和 2017 年人口出生迎来小高峰，分别较 2015 年增长 14%、7%。2022 年出生人口跌破 1000 万人，生育政策的催化作用逐渐消退。

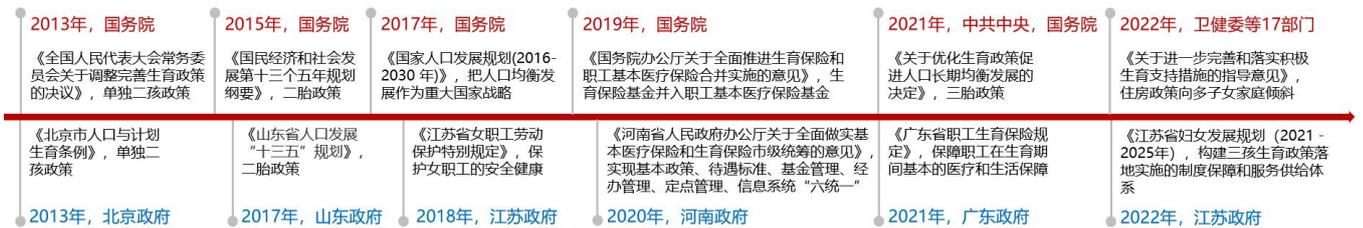
**预计未来五年内整体锐减的概率较低。**根据现有出生人口水平，2009-2013 年出生人口数合计为 8068 万人，2018-2022 年出生人口数合计为 6206 万人，预测未来 5 年婴幼儿迈入中大童行列，中大童人口数累计将下滑 12%，且情况逐年加剧。中大童人口数承压，婴幼儿受益生育政策托底或将回升，整体锐减的概率较低。

图 31 中国出生人口及各国出生率水平 (%)



资料来源: wind, 东海证券研究所

图 32 生育及配套性支持政策



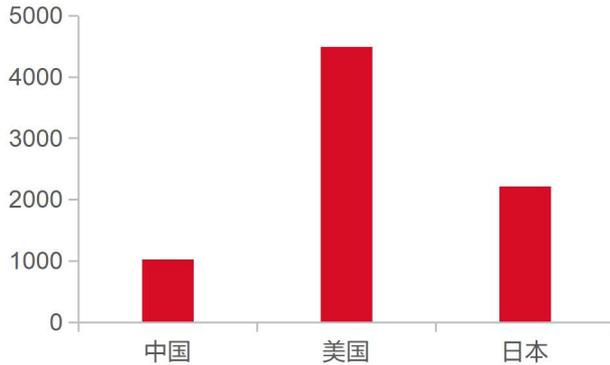
资料来源: 国务院, 卫健委, 公开资料整理, 东海证券研究所

人口的长期平稳增长有赖于良好的社会生存环境。近期出台的生育政策虽然破除了长久以来的计划生育政策, 但年轻人因来自就业、买房、医疗、生育等经济和社会压力不愿生、不敢生的意愿强烈。扭转年轻人的生育观念, 不仅仅是调整生育政策, 社会保障的系统治理才能扭转年轻人的生育观。

**童装消费支出仍存提升空间, 四因素助力结构化升级。**中国的童装消费支出为 1020 元, 仅为美国的 1/5 和日本的 1/2, 仍存提升空间。①**代理模式提供高意愿度。**代理模式指商品的最终消费者(使用者)和购买决策者相分离, 消费者不直接参与购买决策, 而商品由代理人(购买决策者)进行购买, 通过赠予等形式给予最终消费者。代理模式下儿童成为家庭的重心, 代理人在购买决策过程中对价格的敏感性降低, 更注重产品品质, 自愿支付更高的产品溢价, 因此儿童消费支出比重较大。②**人均可支配收入高度正相关。**2013-2019 年中国人均可支配收入 CAGR 为 9%, 与此同时童装消费支出 CAGR 为 12%, 两者相关系数为 0.99, 呈现高度正相关关系。美国同期的人均可支配收入和童装消费支出 CAGR 均为 4%, 两者相关系数接近 1, 也显现出类似的强联系。日本的人均可支配收入维持低增长, 童装消费支出较为平稳, 两者相关系数为 0.59。③**漏斗型家庭结构具有充沛储蓄蓄水池。**目前家庭结构以 4+2+1 或者 4+2+2 为主, 漏斗型家庭形态使得新家庭拥有更充足的经济能力, 为养育子女提供更优良的物质基础。④**消费理念升级。**更多 90 后和 00 后步入家庭生活, 作为在丰

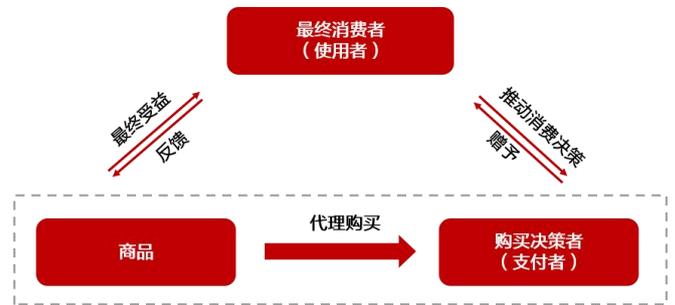
富物质环境中成长起来的一辈，他们的消费更注重品质品牌，因此在儿童消费支出上会侧重于产品的质量和品牌背书。

图 33 中国童装消费支出较低（元，2021 年）



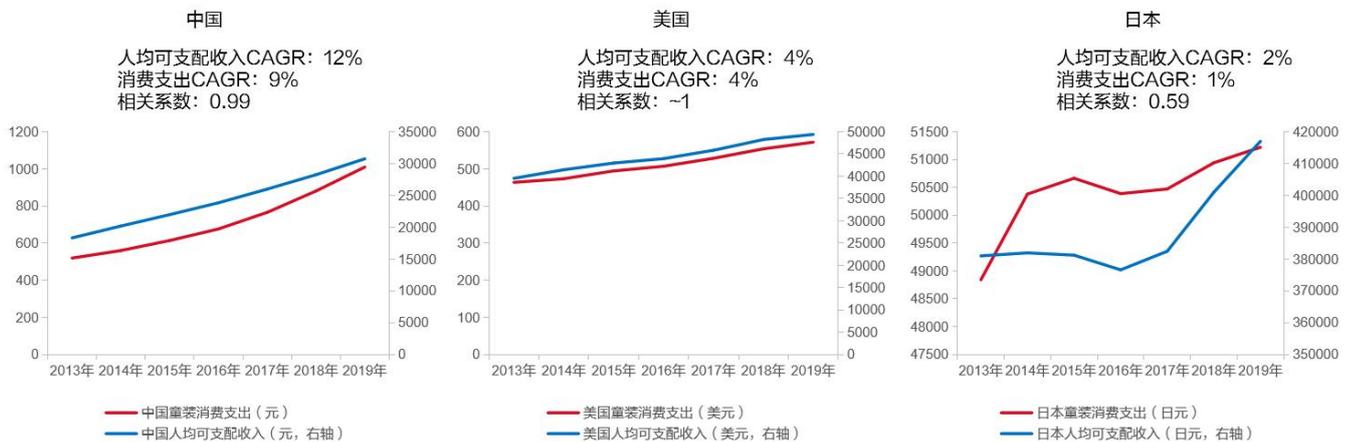
资料来源：wind，欧睿，东海证券研究所

图 34 代理人模式



资料来源：东海证券研究所

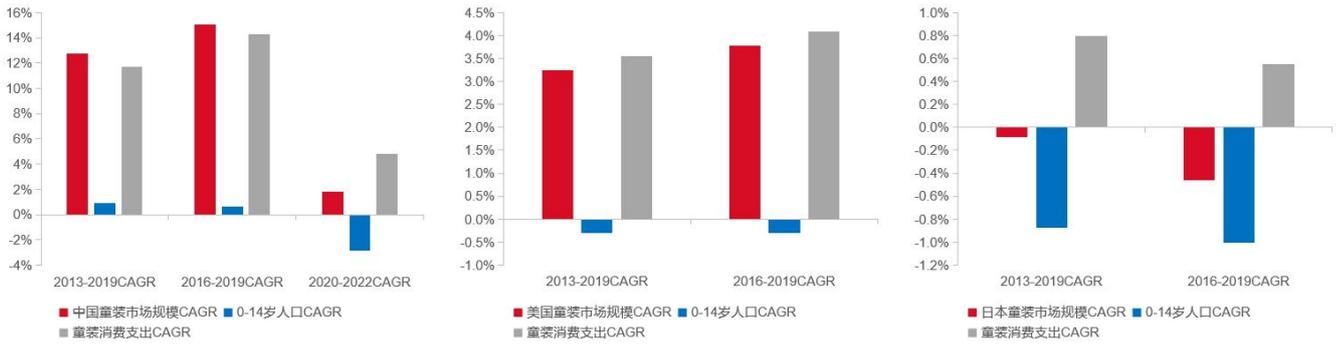
图 35 童装消费支出与人均可支配收入高度正相关



资料来源：wind，欧睿，东海证券研究所

预计我国的童装发展向美国形态演绎，2025 年市场规模为 2768 亿元。美国的童装增速维持在 3%左右，在人口增速小幅下降的情形下，消费支出成为助推力。日本的童装消费支出小幅增长，童装市场规模受人口负增拖累表现为负增长。从未来看，基于生育政策短期催化、经济和社会压力长期改善，以及经济面逐渐恢复，预计我国的童装发展向美国形态演绎，价增为核心驱动且力度减弱，量增影响有限。短期内受 2018-2022 年出生人口率下滑影响，中长期回升，假设 2022-2025 年 0-14 岁人口数 CAGR 维持-1.5%的负增，儿童消费支出保持 8%的增速，则 2025 年中国童装市场规模预计为 2768 亿元，对应 CAGR 为 6.38%，测算结果基本与欧睿（2841 亿元）一致。

图 36 中国、美国、日本童装市场规模增长驱动力



资料来源：wind，欧睿，东海证券研究所

表 5 我国童装市场规模测算 (亿元)

		2022-2025 儿童人口数 CAGR						
		-3.00%	-2.50%	-2.00%	-1.50%	-1.00%	-0.50%	0.00%
2022-2025 儿童消费支出 CAGR	2%	2227	2261	2296	2331	2367	2403	2440
	4%	2360	2397	2434	2471	2509	2547	2586
	6%	2499	2538	2577	2617	2657	2697	2738
	8%	2643	2684	2726	2768	2810	2853	2896
	10%	2793	2836	2880	2924	2969	3014	3060
	12%	2948	2993	3040	3087	3134	3182	3230
	14%	3108	3157	3206	3255	3305	3355	3406

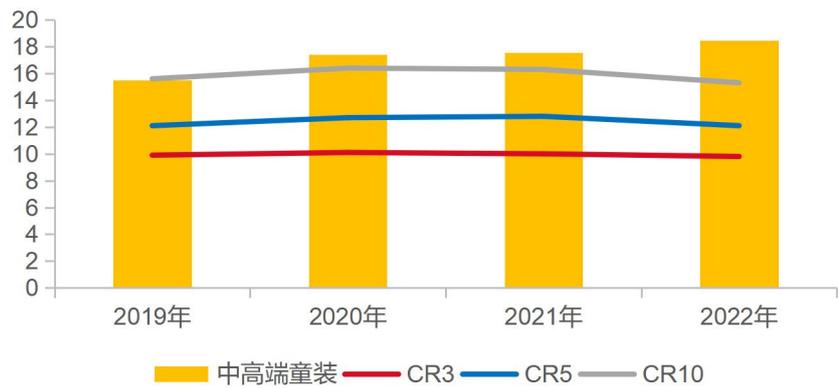
资料来源：wind，欧睿，东海证券研究所

## 2.2. 竞争格局：结构升级，品牌服饰最为受益

市场中玩家众多，以大众价位带+白牌的个体工商户居多。童装企业主要有四种类型：**第一**，小作坊小企业的白牌，产品质量难以保证，但胜在价格优势，面向大众市场，数量众多，导致市场整体分散；**第二**，内资自设品牌（安奈儿、水孩儿等），主打面料、风格等特色，定位中高端，例如安奈儿主打功能面料，水孩儿主打户外运动服；**第三**，成衣延伸出童装系列（Balabala、Anta kids 等），童装系列延续成衣价位段和风格，借助原有品牌和渠道优势可快速起势放量，运动品牌在童装市场的渗透率在 2022 年达到 8.0%；**第四**，代理/授权/收购国外知名品牌（暇步士、哈吉斯等），定位中高端，品牌已享有一定知名度，风格鲜明。

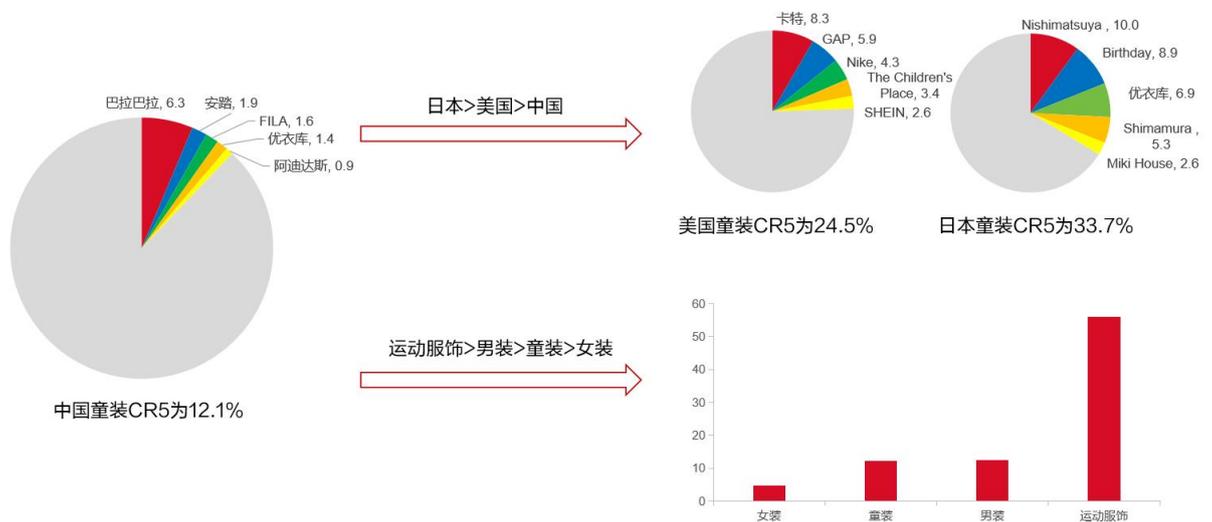
**壁垒低造就分散格局，海外品牌背书推升集中度。**服装生产壁垒不高且我国服装生产要素充沛，相关产业链发达，目前市场参与者以大众价位带+白牌的个体工商户为主，占据 55% 左右的市场份额，中高端市场占比约 18%，市场集中度相对较低。2022 年 CR5 仅为 12.1%，巴拉巴拉因品牌影响力大、卡位主流价格带、门店密集市占率居首达 6.3%，安踏旗下的 Anta Kids 和 FILA 紧随其后。**纵向来看**，相对于女装，男装品类有限且品牌忠诚度高，因而市占率高于女装。童装因安全性和功能性导向，因而市占率略低于男装。**横向来看**，美日的童装市场集中度均较高，主要得益于品牌知识产权普及，以及消费者对品牌背书带来的品质信任。美国最大的童装品牌市占率为 8.3%，CR5 达到 24.5%；日本最大的童装品牌的市占率为 10.0%，CR5 达到 33.7%。

图 37 中国童装集中度低 (%)



资料来源：欧睿，东海证券研究所

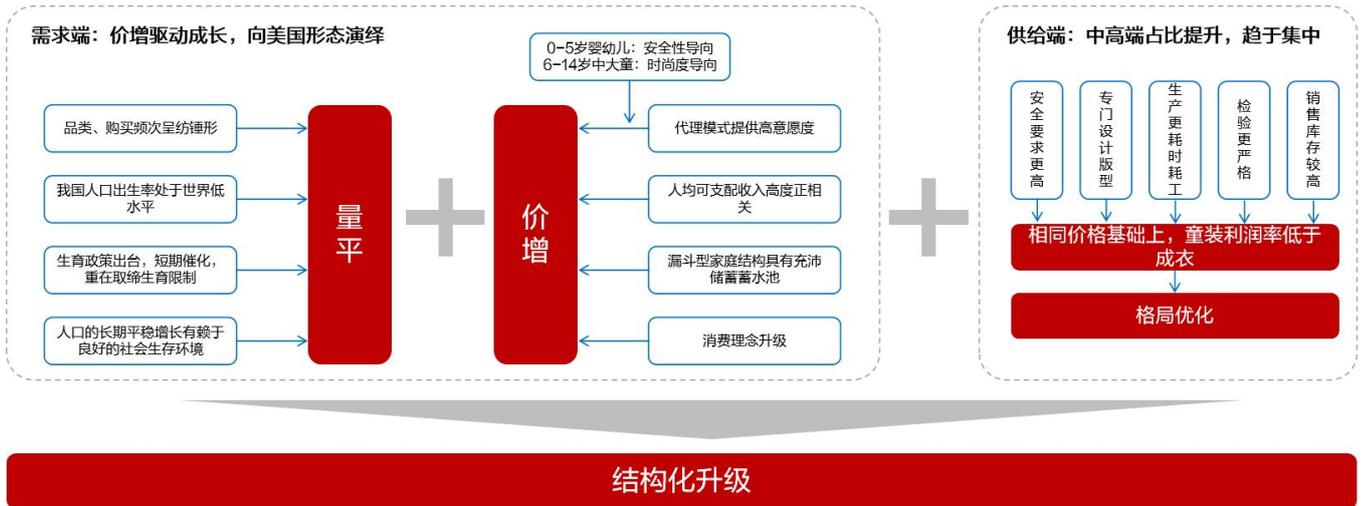
图 38 2022 年中国童装 CR5 为 12.1%



资料来源：欧睿，东海证券研究所

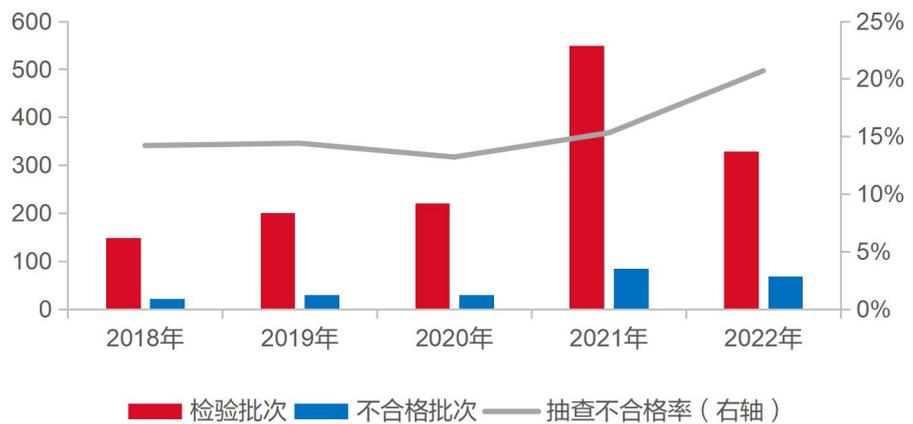
**结构升级确定性强，品牌服饰最为受益。**①需求端，价增驱动成长性。1>销量方面，童装购买频次呈纺锤形，综合购买频次相较成衣尤其是女装并无明显优势，同时出生人口目前处于低水平，近期虽有中央和地方生育政策出台催化，但长期有赖于社会生存环境改善，短期仍有明显增长瓶颈。2>价格方面，0-5岁婴幼儿服装以安全性为导向，6-14岁中大童以时尚度为导向，代理模式下购买者具有高购买意愿度。同时，人均可支配收入、漏斗型家庭结构提供硬性支撑，年轻家长消费理念升级提供软性支撑。②供给端，格局优化，集中度提升。童装在设计、生产、检验、销售等诸多环节均较成衣更特殊，从而导致相同价格基础上，童装的利润率低于成衣，中小企业获利差加大经营难度。为了压缩成本，不少企业采用不合格面料、不按规范生产检验，每年的童装抽查检测中不合格率近二成。价驱为主+格局优化的背景下，结构化升级具备充分驱动力。品牌服饰由于品牌溢价已受市场认可最有可能享受产业升级红利，中高端市场占比提升，同时带动市场趋于集中。

图 39 存量博弈+格局优化的背景下，结构化升级具备充分驱动力



资料来源：东海证券研究所

图 40 童装抽查不合格率提高



资料来源：国家市场监督管理总局，东海证券研究所

### 3.公司：构筑品牌金字塔，暇步士成长可期

#### 3.1.品牌：矩阵金字塔，构筑品牌护城河

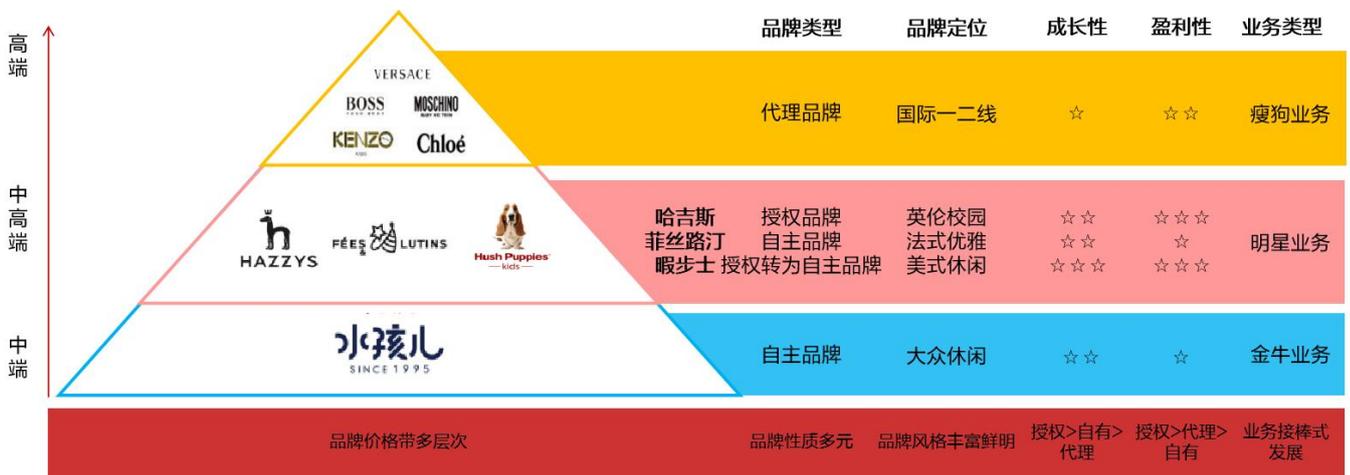
公司采取多品牌运营策略，包括自主品牌水孩儿、菲丝路汀和暇步士，授权经营品牌哈吉斯以及国际零售代理品牌 EMPORIO ARMANI、HUGO BOSS、KENZO KIDS 等，各品牌风格鲜明、价位参差、品牌发展阶段各异，构筑了品牌矩阵金字塔，多品牌的差异化发展和品牌间的多元互补满足了不同类型消费者的需求。

**构筑品牌矩阵金字塔，风格鲜明。**①**水孩儿**，创立于 1995 年，定位中端大众休闲风格，消费群体主要为医生、教师、事业单位工作人员等，客群收入稳定，以女性为主。②**菲丝路汀**，创立于 2019 年，切入女童礼服裙细分市场，定位中高端法式优雅风格。③**暇步士**，创立于 1958 年，定位中高端美式休闲风格；**哈吉斯**，创立于 2000 年，是韩国 LG 集团的分拆独立品牌，定位中高端英伦校园风格。暇步士与哈吉斯的消费群体主要为白领人士、金融从业者、中小企业主等，对品牌定位及风格有一定的需求及认知。哈吉斯的成衣品类由报喜

鸟经营，公司与品牌持有方的授权截止至 2025 年底，尚无授权中止的风险。④国际代理品牌，均为国际一二线高端品牌，面向高线城市高收入人群，包括明星、企业主、高级金领等追求高端生活品质、对价格相对不敏感人群。同时，公司创立“bebelux”作为销售集合店。

暇步士和哈吉斯兼具成长性和盈利性，是业绩的重要驱动力。①自主品牌，水孩儿 2017 年下调产品定位，2019 年进行品牌升级改造，导致 2018-2019 年价减量增，销量达到峰值，2019 年以来销量略降，价格驱动销售额提升，同时毛利率表现为先降后升。菲丝路汀品牌尚处于培育期，水孩儿品牌步入成熟期，增长稳健，构筑了业绩基本盘，2021 年营收占比达 26%。②暇步士和哈吉斯，受益于优秀的品牌形象基底、积极的品牌运营和电商布局量价齐升，2018-2021 年销量和均价 CAGR 分别为+15%和+7%，带动营收占比从 2018 年的 51%提升 14pct 至 2021 年的 65%。③国际代理品牌，因受众有限、体量小，公司精简合作品牌数量，营收明显下滑。2021 年疫情干扰出境受阻，催化境内高奢消费，公司代理品牌均价明显上涨但销量仍呈疲态，营收占比仅为 10%。自有品牌定位中端，毛利率相对较低。对于暇步士和哈吉斯，公司完全自主把控产品设计、生产、销售等环节，国际零售代理品牌虽然溢价高，但设计、加工均由品牌商完成，公司仅作为渠道销售商，因此暇步士和哈吉斯的毛利率高于国际代理品牌。

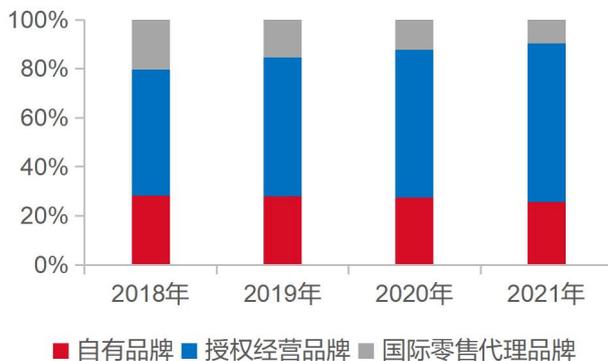
图 41 品牌矩阵金字塔



注：暇步士于2023年9月已由授权品牌转为自主品牌，评估成长性和盈利性时仍看作授权品牌

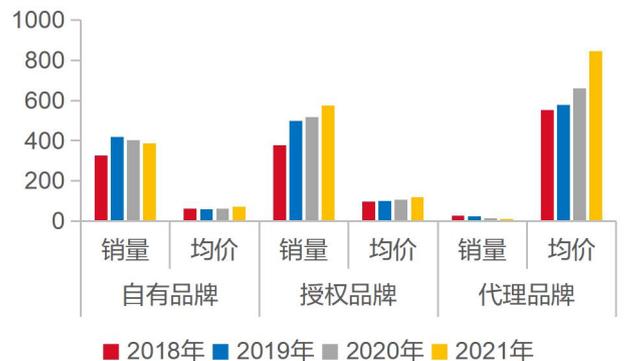
资料来源：公司年报，东海证券研究所

图 42 各品牌营收占比



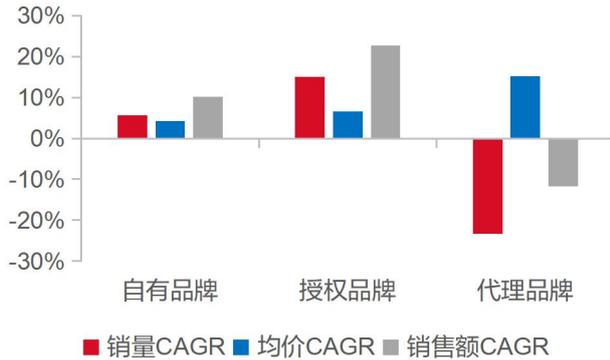
资料来源：招股书，东海证券研究所

图 43 各品牌量价分析（2018-2021 年，万件，元/件）



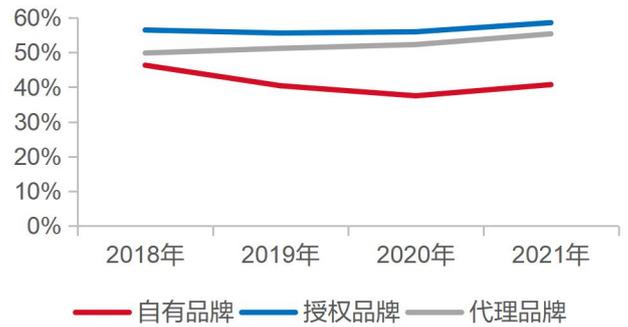
资料来源：招股书，东海证券研究所

图 44 各品牌量价分析 (2018-2021 年)



资料来源：招股书，东海证券研究所

图 45 各品牌毛利率



资料来源：招股书，东海证券研究所

**自主培育成区域名牌，延伸轻户外引领品牌升级。**水孩儿是公司首个自主创办的童装品牌，经过近 30 年的培育，已树立起一定的品牌知名度，在权威榜单和市场化榜单中晋升童装品牌前列，门店集中在华北市场。根据《全国大型零售企业暨消费品市场 2021 年度监测报告》，在 2021 年中国大童童装市场子类别中，“水孩儿”市占率排名前五；在京东女大童装的优评中位列第二名；在品牌榜 123 中位列第九名。近两年公司加强对水孩儿的品牌升级，突破增长瓶颈。一方面，把握户外运动的场景趋势，通过版型改版、提升面料（三防、速干等）、选择自然色系，以及采用新工艺延伸至轻户外休闲的产品风格。另一方面，更新了全新的 logo 及货柜形象，营造更简约有质感的品牌形象。

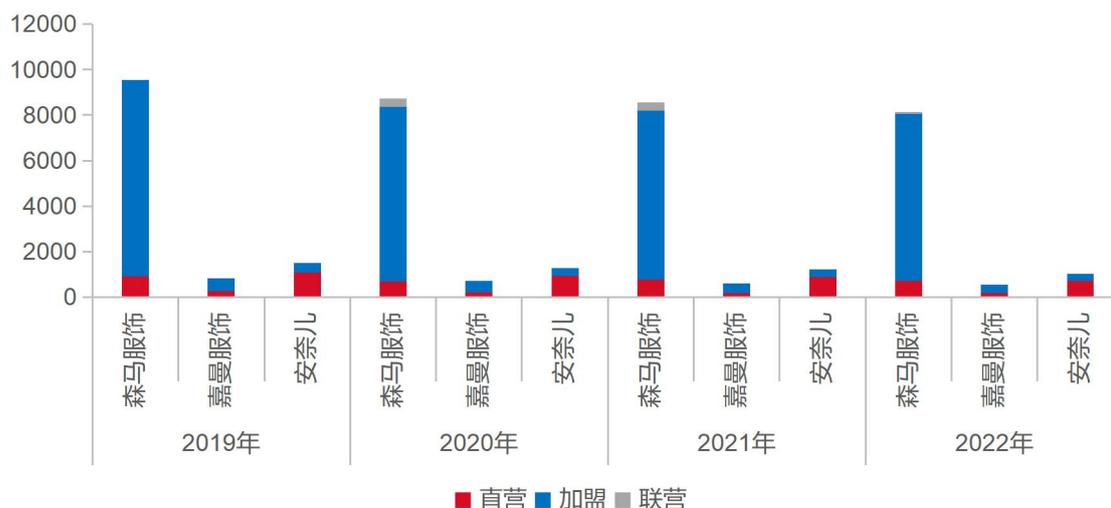
**加码儿童裙装，静待菲丝路汀绽放。**儿童素质教育背景下演出活动增多，女童裙装作为核心品类之一，各品牌纷纷布局。2018 年，安奈儿聘请战略管理咨询公司罗兰贝格进行企业战略梳理，为不断扩大对新生代母婴人群的吸引力，安奈儿匠心打造童装行业高颜值公主裙，并亮相天猫国际儿童时装周，传递“美生而无畏”的品牌理念。2022 年，森马服饰和新锐设计师 VeecoZhao（曾师从爱马仕艺术总监）合作，开发“时尚公主力”主题，从动物和植物两个方向切入，包含“蝴蝶小公主”和“田园下午茶”两个子系列。不同于安奈儿和森马服饰以系列主题的方式切入裙装，公司于 2019 年创立独立品牌菲丝路汀重点发力，并于 2020 年推出自营店，后经历疫情发展较为谨慎，目前仍处培育期。

### 3.2.渠道：开店空间广，电商业务领跑

公司构建了线上与线下、直营与加盟的多元化全渠道销售模式。自有及授权品牌均上线电商头部平台，包括唯品会、天猫、抖音、京东等。唯品会和淘天成为主要的电商平台，抖音新势力快速放量。2022 年，直营店、加盟店和线上的营收占比分别为 19%、11%和 70%，电商增长强劲，2018-2022 年销售 CAGR 为 27%，成为公司重点发力渠道和业绩增长的重要引擎。

**开店空间广阔，暇步士童装开店空间可达 500+家。**2022 年，线下门店数共有 555 家，门店分布以华北和华东为主，其中加盟 386 家，直营 169 家。直营自营店以树形象、造标杆为主要目的，大多开在一二线城市知名商场。前期以商场联营的方式展开合作，目前自营店数量稳定在 20 家左右。受疫情影响，商场联营店和加盟店在疫情期间的优化出清。公司现有门店数落后于童装领导品牌巴拉巴拉，也低于中高端定位的安奈儿。参考安奈儿童装的门店数，假设第一阶段先行渗透一线/新一线城市，童装店 5-20%渗透率，则菲丝路汀、水孩儿、哈吉斯在品牌用户基础逐渐积累的情况下，开店空间可达 125-250 家不等，暇步士开店空间达 500+家。

图 46 可比公司门店数（家）



资料来源：各公司年报，东海证券研究所

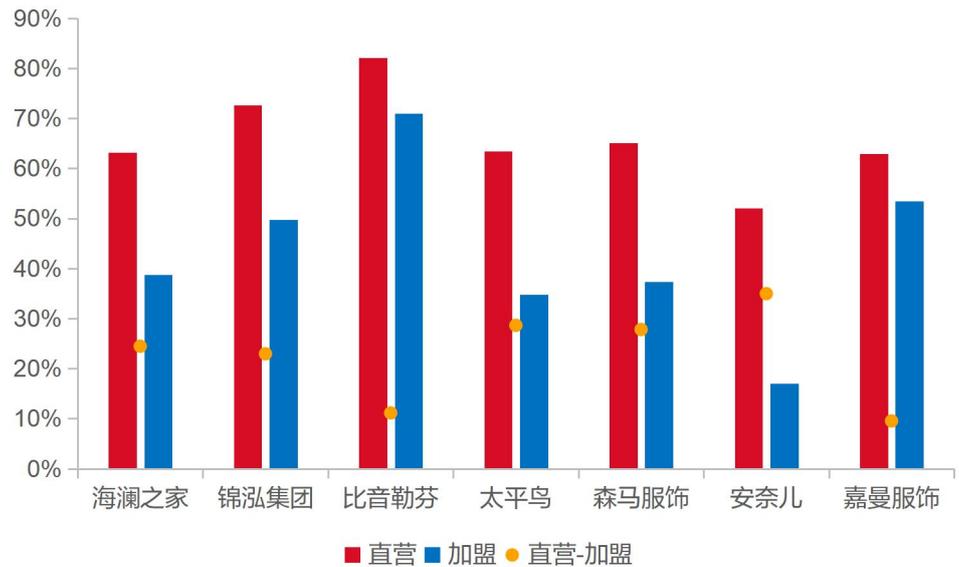
表 6 开店空间测算

品牌	门店类型	渗透率	2022 年门店数	一线/新一线购物中心
安奈儿	童装店	40%	1012	2500
品牌	门店类型	渗透率假设	开店空间	备注
水孩儿	童装店	10%	250	安奈儿以线下渠道为主，嘉曼开店顺序优先暇步士、哈
菲丝路汀	童装店	5%	125	吉斯、水孩儿和菲丝路汀，
哈吉斯	童装店	10%	250	水孩儿开店集中在华北，菲
暇步士	童装店	20%	500	丝路汀品牌尚处培育期。
<b>总计</b>		<b>45%</b>	<b>1125</b>	

资料来源：赢商网，公司年报，东海证券研究所

**退换货政策优惠驱动加盟招商，渠道利润存调整空间。**针对加盟商退换货，公司一般给予按照每季新款货品（不含补货）拿货总金额 15%-30%的换货率，对新签约首季拿货及部分重点扶持的加盟商给予 50%-100%的更高换货率。疫情期间，公司给予加盟商春季货品 100%退货政策使得 2020 年春夏款退换货比例较高。优惠的退换货政策将公司与加盟商利益统一起来，有利于加盟商轻装上阵和品牌的长足发展。公司直营和加盟的毛利率差不足 10%，相比同行渠道利润尚显不足。在发力暇步士、布局重点购物中心的背景下，公司对渠道利润有较大的可调整空间，驱动加盟放量。

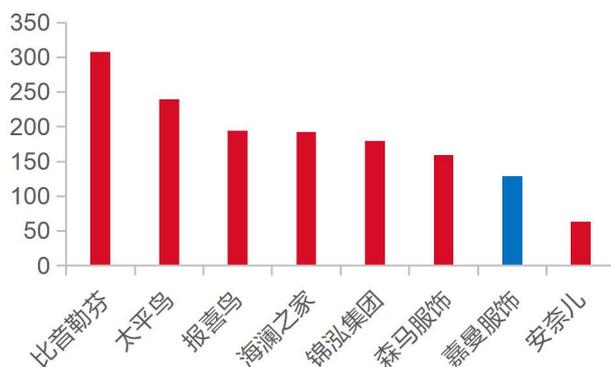
图 47 可比公司 2022 年直营加盟毛利率



资料来源：各公司年报，东海证券研究所

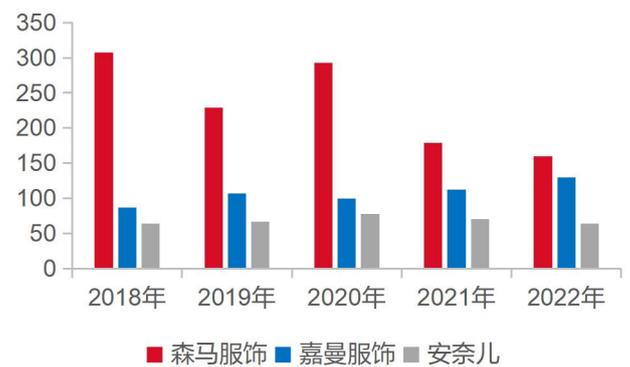
**店效更具韧性。**由于用户基数、购买频次、客单价等客观因素，童装店店效低于成衣店，公司店效处于童装店的平均水平，巴拉巴拉受益于高性价比、高周转，店效表现最强。疫情期间，公司店效保持在 110 万元左右，稳健性明显优于同行，原因主要在于，**第一**，门店结构得到优化，商场联营店和加盟店大量出清，存留下来的门店往往占据黄金地段、拥有稳定的用户基础；**第二**，公司主动帮助加盟商清理库存，换货率由 15%-30% 提升至 100%，助力加盟商减轻损失、轻装上阵；**第三**，立足儿童中高端休闲风格赛道，休闲风格的服装消费场景更加丰富，儿童服装消费由于生长发育和代理模式具备更强的刚性消费属性，面向的客群在经济下行周期仍能保持较强的消费购买力。

图 48 可比公司 2022 年直营店店效 (万元)



资料来源：各公司年报，东海证券研究所

图 49 公司店效具备较强韧性 (万元)

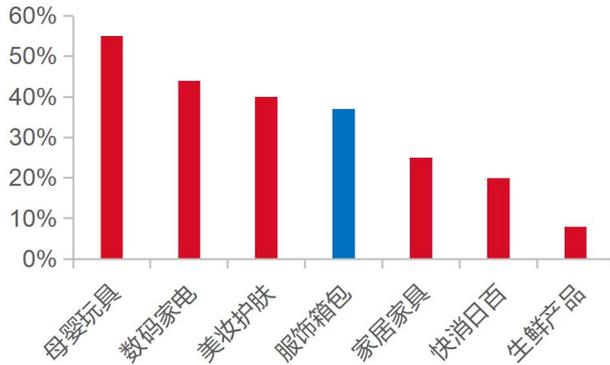


资料来源：各公司年报，东海证券研究所

**电商营收占比领跑同行，价盘统一+店铺分层强化品牌打造。**①**电商营收领跑同行。**中国的电商业务起步于 2000 年左右，后在双 11 和 618 造势、以及移动化浪潮下加速发展，服装因其标化属性线上渗透率高于大部分品类。公司较早发展电商，电商营收占比领跑同行，并在兴趣电商兴起之际，前瞻布局抖音平台，线上全域积累的粉丝数高达 864 万。②**价盘统一+店铺分层强化品牌打造。**相较于同行将线上作为去库存渠道，同款不同价问题频出，公司将线上作为与线下并行的重要流量入口，线上与线下毛利率差距并不显著。同时对于线上

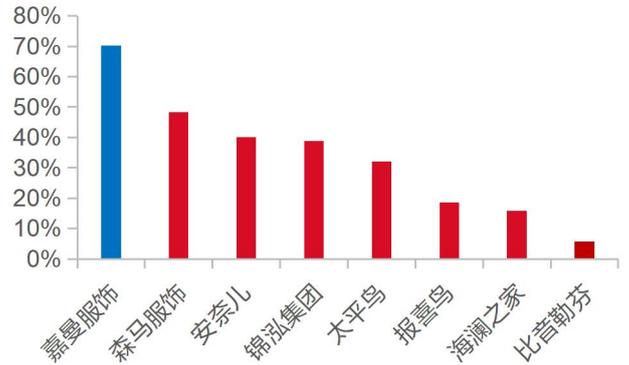
店铺，公司以旗舰店、专卖店、奥莱店区分，实行不同的折扣力度。线上线下相对统一的价格体系和分层设置店铺有利于保障用户消费权益，强化品牌的整体打造。

图 50 不同品类 2020 年线上渗透率



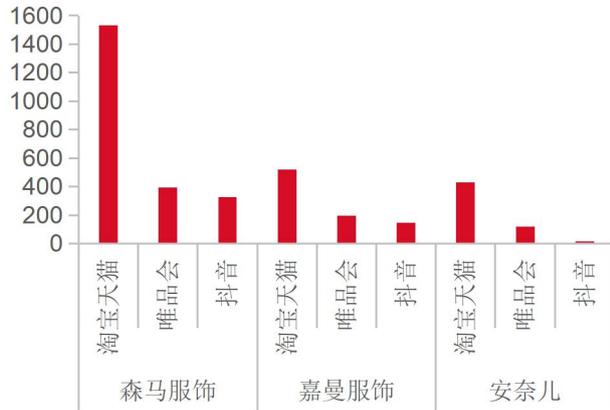
资料来源：sandalwood，东海证券研究所

图 51 可比公司 2022 年线上营收占比



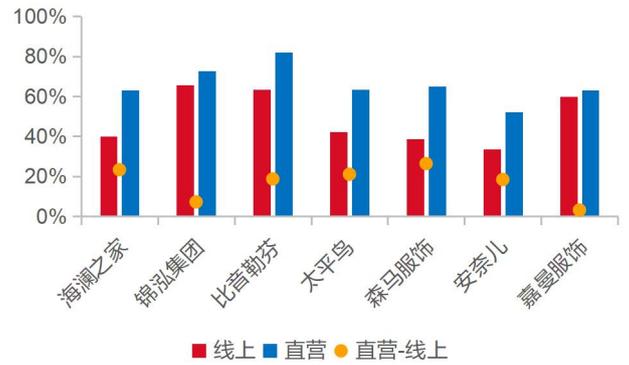
资料来源：各公司年报，东海证券研究所

图 52 可比公司粉丝数 (万人)



资料来源：各公司年报，东海证券研究所

图 53 可比公司 2022 年线上线上毛利率



资料来源：各公司年报，东海证券研究所

表 7 主要平台和店铺的功能定位

主要平台店铺	功能定位	
天猫	旗舰店	1、品牌宣传；2、平台官方活动与核心资源承接；3、新品首发、核心爆款运营；4、知名达人直播合作
	专卖店	1、更灵活差异化的营销活动；2、类目活动资源承接；3、非爆款商品运营
	奥特莱斯店/奥特莱斯旗舰店	1、以长库龄、深度折扣商品经营为主；2、承接天猫奥莱类目活动资源；3、断码清仓
京东	旗舰店	1、品牌宣传；2、平台官方活动承接、平台核心资源承接；3、新品首发、核心爆款运营
	专卖店	1、以长库龄、深度折扣商品经营为主；2、承接京东奥莱类目活动资源；3、断码清仓
唯品会	1、品牌宣传；2、平台官方活动承接、平台核心资源承接；3、新品首发、核心爆款运营；4、深度折扣商品经营	

资料来源：招股书，东海证券研究所

**差异化布局唯品会，营业利润率高。**唯品会、淘宝/天猫、抖音是公司最主要的电商销售平台，2022 年分别贡献 31%、19%和 14%。公司差异化重点布局唯品会，唯品会创办于 2008 年，在消费者品牌意识萌芽阶段，率先以品牌+折扣的概念吸引大批用户，并扶持壮大了一些品牌。综合各种交易费、推广费和物流费，唯品会的营业利润率高于其他电商平台。作为电商联营平台，唯品会销售扣点 20%-25%，与公司月结，其他费用较少。对于电商直营平台，公司则需支付平台服务费 5%（淘宝天猫）、8%（京东），同时基于各种流量工具

产生店铺费用和宣传推广费用，2022 年公司的店铺费用和宣传推广费用合计为 1.34 亿元，对应费率 36%，维持在较高水平。不同于电商服务平台公司需承担运费，唯品会采用 JITX 模式，公司直接通过唯品会指定物流商向客户发货，运费由唯品会承担。

图 54 电商平台销售情况

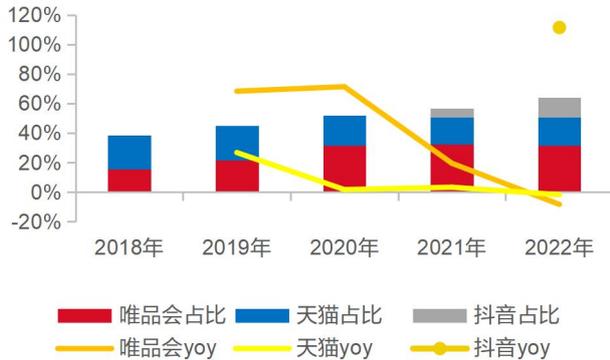
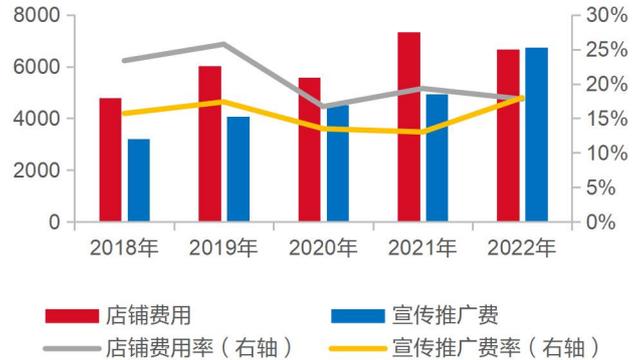


图 55 店铺费用和宣传推广费用 (万元)



资料来源：公司年报，东海证券研究所

资料来源：公司年报，东海证券研究所

表 8 不同电商平台的结算方式

销售渠道	客户	结算方式	物流方式
电商联营平台	唯品会	每月按上中下旬结算 3 次，按照销售额扣除平台分成后的金额 60% 与公司结算，剩余 40% 金额次月结算。各品牌按销售额的 20%-25% 扣点，平台按扣除分成扣点后的金额向公司付款。	JITX 模式下由公司直接通过唯品会指定物流商向客户发货，运费由唯品会承担
电商服务平台	淘宝/天猫/京东	公司在终端消费者确认收货或平台自动确认收货后与终端消费者结算，公司与消费者结算后，电商服务平台实时扣除平台服务费，淘宝/天猫基础平台服务费为全部销售额的 5%；京东基础平台服务费为全部销售额的 8%。	公司承担

资料来源：招股书，东海证券研究所

### 3.3.收购：品牌资本化，暇步士成长可期

**收购暇步士，品牌资本化打开成长空间。**2023 年 9 月，公司以 5880 万美元购买暇步士在中国内地及港澳区域的 IP 资产。收购完成后，暇步士成为自有品牌，同时品类延伸至成衣、箱包等，市场扩大至港澳，成长潜力巨大。**短期来看，一方面**，公司可规避品牌的续签风险，免除授权使用费，另外可额外收取其余被授权方的品牌使用费。**另一方面**，现有店铺品类有望扩充至成衣及其他品类，伴随门店面积扩充，连带率带动店效水平提升。参考公司历史上品牌使用费率以及经营风格接近的报喜鸟旗下哈吉斯成衣规模，假设品牌使用费率为 2%，暇步士其他品类收入为 10 亿元，收购支出按 20 年分摊，在静态测算下且不考虑税率，可增厚业绩约 7%，同时增强现金蓄水池。**长期来看**，品牌支出由过去的“费用化”转为“资本化”，利于形成对品牌整体层面的统一打造，打通各品类的销售通路。

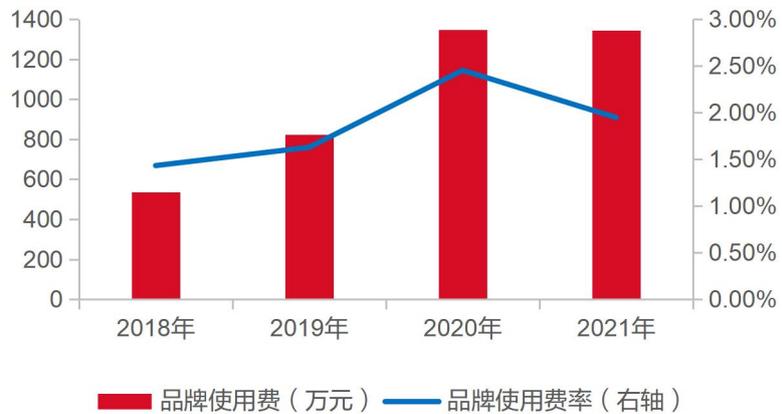
表 9 授权模式

品牌	授权方	授权期限	授权内容	授权费用
暇步士	汪尔弗林户外用品有限公司	2013 年 8 月 1 日-2018 年 12 月 31 日-2022 年 12 月 31 日-2027 年 12 月 31 日	取得暇步士童装产品在中国大陆地区进行设计、生产、推销、宣传和销售（包括零售及批发，不包括网上销售）的独家许可，并可以在天猫、京东、唯品会等平台开设店铺销售相关商品	每年支付品牌使用费，每年度的品牌使用费分四次支付
哈吉斯	LF CORP.	2015 年 6 月-2020 年 12 月	取得哈吉斯童装品牌在中国大陆地区的独家授权经	每年支付品牌使用费，按

31日-2025年12月31日 营权，同时，发行人每年需向许可方进口一定金额的 季度支付四次，支付货币  
哈吉斯童装产品。还取得了哈吉斯童装在天猫商城、 为美元  
京东商城、唯品会 3 个电商平台的独家销售授权

资料来源：招股书，公司年报，东海证券研究所

图 56 品牌使用费



资料来源：招股书，东海证券研究所

暇步士能否被培育成超级品牌？以下几点可为品牌的壮大保驾护航，第一，暇步士立足中高端休闲风格，品牌资产不断沉淀；第二，基于 10 年合作，公司能够深刻把握品牌内涵；第三，公司已形成贴合品牌风格的设计研发+品牌运作能力。

**立足中高端休闲风格，品牌沉淀构筑护城河。**中高端休闲服饰属于优质的服装风格赛道，一方面，受众、消费场景具备广谱性，风格具有向轻户外、轻商务的延展性，因此造就了广阔的市场规模；另一方面，经典设计元素跨越时间，对快反的诉求相对较低，在设计相对标准化、广宣投入较低的情况下，品牌沉淀形成了较强的品牌资产和护城河，品牌溢价和忠诚度双高。创始人吉姆-缪尔将品牌精神定义成“跨越性别和年龄，属于家族全体的休闲服饰商品”，品牌通过舒适为本的产品设计传递出休闲、松弛的都市文化。经过 60 多年的发展，暇步士成为远销全球的世界休闲品牌。休闲鞋、服装、手表及包类分别于 1998 年、2000 年、2002 年进入中国市场，形成了多元化品类的家族品牌，在优质合作方的经营下，部分品类跻身品牌前列。

表 10 暇步士各品类排名

排名	女童女装十大品牌排行榜	儿童男装十大品牌排行榜	男士轻奢品牌排行榜	商务休闲鞋十大品牌排行榜	真皮钱包十大品牌排行榜
1	斯凯奇/Skechers	特步儿童/Xtep Kids	古驰/Gucci	金利来/Goldlion	<b>暇步士/Hush Puppies</b>
2	<b>暇步士/Hush Puppies</b>	巴拉巴拉/Balabala	金利来/Goldlion	其乐/CLARKS	卡帝乐鳄鱼/CARTELO
3	英氏/Yeehoo	匡威/Converse	巴利/BALLY	爱步/ECCO	稻草人/MEXICAN
4	水孩儿	李宁儿童/YOUNG	万宝龙/Montblanc	奥康/AOKANG	美洲野牛
5	耐克/NIKE	嘟嘟家	范思哲/Versace	百丽/BELLE	圣大保罗/Polo
6	巴帝巴帝	安踏儿童	阿玛尼	健乐士/GEOX	coilenklaon
7	斐乐/FILA	<b>暇步士/Hush Puppies</b>	<b>暇步士/Hush Puppies</b>	<b>暇步士/Hush Puppies</b>	七匹狼/SEPTWOLVES
8	B.Duck	水孩儿	杰尼亚/Zegna	拔佳/BATA	妙迪/mood
9	安踏儿童	361 度童装	蔻驰/COACH	看步/Camper	班亚奴/banyanu

资料来源：排行榜 123（2023 年 12 月 1 日），东海证券研究所

图 57 中高端休闲风格的优越性



资料来源：东海证券研究所

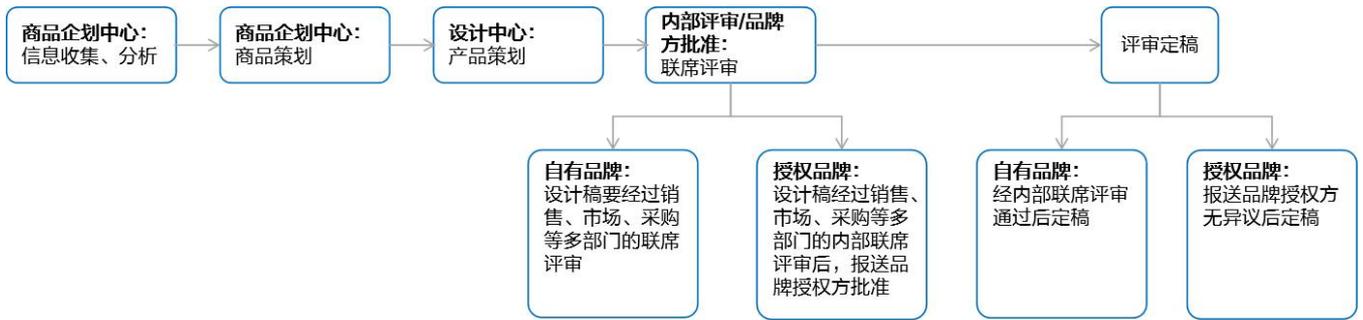
**稳定合作 10 年，深刻把握品牌内涵。**公司与暇步士的首次合作始于 2013 年，公司可自主设计、生产、推销、宣传和销售，并在天猫、京东、唯品会等平台开设店铺销售相关产品。首次授权止于 2018 年底，双方续签至 2027 年底。合作 10 年期间，双方建立了稳定良好的合作关系，公司对品牌风格、消费者偏好、品牌运营等积累了深厚的洞察力，设计 SKU 全部经品牌持有方通过。

**架构安排科学，设计研发标准化程度高。**

①**科学完善的设计体系。**公司设计中心由设计总监、首席设计、资深设计、设计师和设计助理组成，并形成老中青的人才梯队，团队核心成员在公司工作十年以上，具有丰富的设计研发经验，其他成员大部分毕业于专业的服装设计院校，年龄普遍较轻，熟悉新生代年轻父母的消费偏好，并且对潮流的敏感度较高。设计中心针对各品牌分别组建了不同的设计组，通过不断调研国内外市场，不断吸收最新流行元素，精准把握不同品牌的风格定位。对于授权品牌，设计中心完成的设计稿不仅要经过多部门的内部联席评审，还要报送品牌授权方批准。

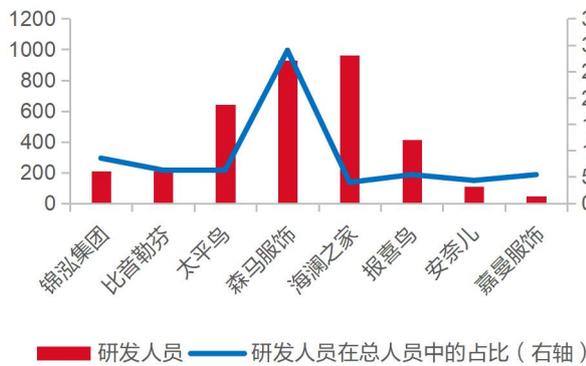
②**人效比和标准化程度较高。**2022 年拥有研发人员 48 名（在全部员工中占比 5.41%），2022 年投入研发费用 0.11 亿元，对应 0.99% 的研发费率。公司研发人员及研发费用均少于同行，不同于森马服饰定位中低端休闲服饰对快反的高诉求、安奈儿对功能面料的高投入突围，公司立足中高端休闲服饰，风格具有经典性和长期性。2021 年共设计完成 7507SKU，目前线上品类数量高达 4500+，产品丰富性高于安奈儿，人效比突出，彰显公司设计研发的标准化、成熟化程度较高。

图 58 公司设计研发流程



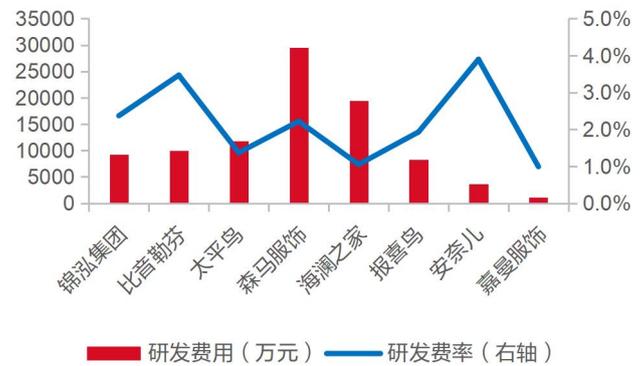
资料来源: 招股书, 东海证券研究所

图 59 可比公司研发人员



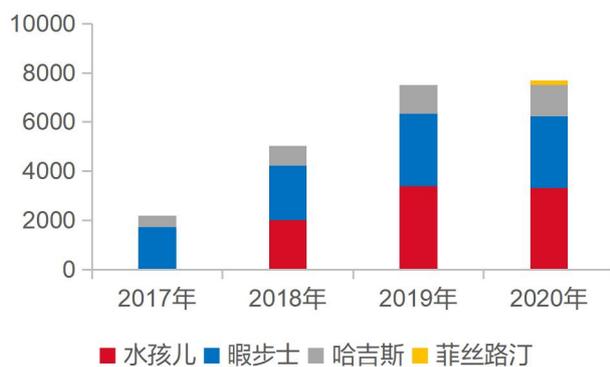
资料来源: 各公司年报, 东海证券研究所

图 60 可比公司研发费用



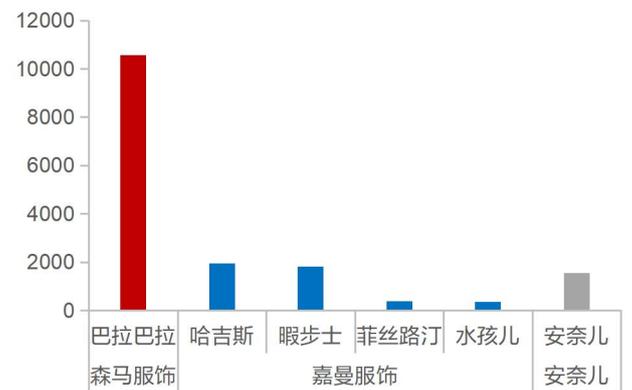
资料来源: 各公司年报, 东海证券研究所

图 61 各品牌 SKU 产出数 (款)



资料来源: 招股书, 东海证券研究所

图 62 线上 SKU (款)



资料来源: 淘宝 (2023 年 11 月 7 日), 东海证券研究所

**经典产品为基, 宣传推广为辅, 品牌运作稳中求进。**中高端休闲服饰具有穿越时间的经典性, 依托品牌内涵、风格调性、经典设计元素等不断沉淀品牌形象, 释放品牌魅力。不同于快时尚求新求快的高举高打, 以及地空广告、明星代言、跨界联名等大额广宣投入, 中高端休闲服饰以经典产品为基, 宣传推广为辅。凭借丰富的设计元素库, 公司可在较少设计人员的情况下快速产出, 并且产出 SKU 全部经过授权方通过, 真正做到又好又快, 同时把握潮流趋势, 改善版型、升级面料, 带动产品的创新迭代。宣传推广方面, 公司以线上流量工

具为主，抓住电商网购节，其他投入较为有限。水孩儿和暇步士 0-1 的成功打造路径充分证明公司的品牌运作能力。

**家庭店布局在即。**暇步士成为自主品牌、成长性和盈利性最优、品牌势能最大，公司将集中资源打造暇步士品牌。目前公司已成立市场部梳理对现有合作方，对经营状况比较好的品类合作方，公司将继续以现有模式共同经营，实现资源效率最大化；对于经营不达预期的品类合作方，公司可收回自营或继续寻找其他符合品牌管理要求的合作授权商。伴随线下渐进式复苏，公司也将选择高势能购物中心布局门店，联合其他品类打造家庭生活方式店，店面扩充，同时店效也有望伴随连带率、复购率呈现进一步的提升。

## 4.盈利预测

**收入端：**收购暇步士将体现在 10 月报表，预计公司之后将稳步推进家庭店、布局全品类，直营店作为标杆、加盟店重点发力，2 年内有望拓张 75 家。店效得益品类扩充、连带率、复购率提升向成衣店店效靠近，仍有 50% 左右的增长空间。线上受益抖音放量、全品类协同有望回升至常态增长区间。其他业务主要为收取的品牌使用费。

**费用端：**伴随高毛利成衣、箱包等占比提升，以及经营模式从二销到全品类经营能力养成，对冲加盟占比提升，盈利能力有望持续攀升。配合门店扩张、线上增长、品牌打造，销售费用投入加大，尤其是自有销售人员薪资、店铺费用和宣传推广费增多。

**预测：**预计 2023-2025 年线上增速为 2.00%、8.00%、10.00%，毛利率为 60.00%、60.50%、61.50%；直营增速为 13.91%、21.57%、21.22%，毛利率为 60.00%、60.50%、61.50%；加盟增速为 12.28%、20.84%、24.72%，毛利率为 54.00%、54.50%、55.50%；其他业务 2024-2025 年增速为 8.00%、8.00%，毛利率为 100.00%、100.00%。

表 11 主营业务营收分拆（万元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>线上</b>	<b>79,212</b>	<b>80,301</b>	<b>81,907</b>	<b>88,459</b>	<b>97,305</b>
yoy	23.31%	1.37%	2.00%	8.00%	10.00%
毛利率	53.40%	59.83%	60.00%	60.50%	61.50%
营收占比	65.23%	70.25%	67.72%	64.39%	62.02%
<b>直营</b>	<b>21,283</b>	<b>21,837</b>	<b>24,873</b>	<b>30,239</b>	<b>36,654</b>
yoy	1.20%	2.60%	13.91%	21.57%	21.22%
毛利率	54.99%	62.95%	60.00%	60.50%	61.50%
营收占比	17.52%	19.10%	20.57%	22.01%	23.36%
<b>加盟</b>	<b>15,745</b>	<b>12,172</b>	<b>13,667</b>	<b>16,514</b>	<b>20,597</b>
yoy	15.34%	-22.69%	12.28%	20.84%	24.72%
毛利率	53.19%	53.42%	54.00%	54.50%	55.50%
营收占比	12.96%	10.65%	11.30%	12.02%	13.13%
<b>其他</b>	<b>5,203</b>	<b>0</b>	<b>500</b>	<b>2,160</b>	<b>2,333</b>
yoy	-4.13%	-100.00%		8.00%	8.00%
毛利率	184%	-66292%	100.00%	100.00%	100.00%
营收占比	4.28%	0.00%	0.41%	1.57%	1.49%
<b>营业收入</b>	<b>121,443</b>	<b>114,309</b>	<b>120,946</b>	<b>137,372</b>	<b>156,889</b>
yoy	16.38%	-5.87%	5.81%	13.58%	14.21%
毛利率	59.25%	59.74%	59.49%	60.40%	61.28%

资料来源：东海证券研究所

## 5.投资建议

公司专注中高端童装，品牌资产优越，差异化布局唯品会线上领跑。暇步士收购后，品牌支出由过去的“费用化”转为“资本化”、多品类协同，有望被培育成超级品牌。我们预计 2023/2024 年公司归母净利润分别为 2.00/2.36 亿元，同比增速为 20.36%/18.21%，对应 EPS 为 1.85/2.19 元/股，对应 P/E 为 14/12 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

## 6.风险提示

**（1）人口出生率下滑的风险：**人口出生率下滑抵消客单价提升带来的正贡献，导致童装市场规模整体呈现萎缩。

**（2）消费疲软的风险：**疫后整体消费处于弱复苏，门店客流缓慢恢复、线上销售不及预期，叠加消费性价比趋势，可能对公司销量、客单造成不利影响。

**（3）授权品牌续约的风险：**如果哈吉斯品牌撤销对公司的授权，或者与公司在授权期限到期后不能够续签，都将对公司持续经营造成不利影响。

**（4）线上获客成本高企的风险：**线上销售增速放缓，流量红利消失，可能影响公司加重宣传推广费支出，从而导致盈利能力削弱。

**（5）门店拓展不及预期的风险：**线下消费处于弱复苏、招商吸引力有限、执行落地力度不足等都会造成门店开拓数量、进度落后于规划，从而影响业绩兑现。

## 附录：三大报表预测值

### 利润表（百万元）

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	<b>1,143</b>	<b>1,209</b>	<b>1,374</b>	<b>1,569</b>
%同比增速	-6%	6%	14%	14%
营业成本	460	490	544	607
毛利	683	719	830	961
%营业收入	60%	59%	60%	61%
税金及附加	7	8	9	11
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	374	392	455	540
%营业收入	33%	32%	33%	34%
管理费用	87	95	98	105
%营业收入	8%	8%	7%	7%
财务费用	-1	-3	-4	-4
%营业收入	0%	0%	0%	0%
资产减值损失	-33	-25	-29	-27
信用减值损失	1	1	1	1
其他收益	17	36	41	47
投资收益	5	12	14	16
公允价值变动收益	16	18	18	20
<b>营业利润</b>	<b>220</b>	<b>269</b>	<b>315</b>	<b>366</b>
%营业收入	19%	22%	23%	23%
营业外收支	0	-4	-2	-3
<b>利润总额</b>	<b>220</b>	<b>265</b>	<b>314</b>	<b>363</b>
%营业收入	19%	22%	23%	23%
所得税费用	54	66	77	90
<b>净利润</b>	<b>166</b>	<b>200</b>	<b>236</b>	<b>273</b>
%营业收入	15%	17%	17%	17%
归属于母公司的净利润	<b>166</b>	<b>200</b>	<b>236</b>	<b>273</b>
%同比增速	-15%	20%	18%	16%
少数股东损益	0	0	0	0
EPS（元/股）	1.89	1.85	2.19	2.53

### 基本指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	1.89	1.85	2.19	2.53
PE	12.32	13.80	11.68	10.08
PEG	—	0.68	0.64	0.64
PB	1.35	1.19	1.23	1.09
EV/EBITDA	11.08	7.40	6.84	5.67
ROE	9%	9%	11%	11%
ROIC	8%	8%	10%	11%

### 资产负债表（百万元）

	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	80	614	385	490
交易性金融资产	1,461	579	797	1,017
应收账款及应收票据	37	38	44	51
存货	449	403	421	450
预付账款	6	11	13	14
其他流动资产	31	32	33	35
流动资产合计	2,064	1,678	1,694	2,057
固定资产合计	44	102	95	88
无形资产	13	400	380	360
递延所得税资产	60	70	70	70
其他非流动资产	192	570	566	560
<b>资产总计</b>	<b>2,374</b>	<b>2,820</b>	<b>2,805</b>	<b>3,136</b>
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	377	366	407	454
应付职工薪酬	15	14	16	18
应交税费	38	43	48	55
其他流动负债	41	42	43	45
流动负债合计	470	465	514	572
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	3	7	7	7
其他非流动负债	37	36	36	36
<b>负债合计</b>	<b>510</b>	<b>508</b>	<b>557</b>	<b>615</b>
归属于母公司的所有者权益	1,863	2,312	2,248	2,522
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益</b>	<b>1,863</b>	<b>2,312</b>	<b>2,248</b>	<b>2,522</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>2,374</b>	<b>2,820</b>	<b>2,805</b>	<b>3,136</b>

### 现金流量表（百万元）

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>126</b>	<b>230</b>	<b>268</b>	<b>304</b>
资本性支出	-32	-457	-11	-14
其他	13	-388	14	16
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1,066</b>	<b>56</b>	<b>-198</b>	<b>-199</b>
债权融资	0	-4	0	0
股权融资	1,018	3	0	0
支付股利及利息	-29	-39	0	0
其他	-28	4	0	0
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>961</b>	<b>-36</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>现金净流量</b>	<b>21</b>	<b>250</b>	<b>71</b>	<b>105</b>

资料来源：携宁，东海证券研究所，2023年12月7日

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明:

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,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证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,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: (8621) 20333275  
 手机: 18221959689  
 传真: (8621) 50585608  
 邮编: 200215

### 北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: (8610) 59707105  
 手机: 18221959689  
 传真: (8610) 59707100  
 邮编: 100089