



标配

证券分析师

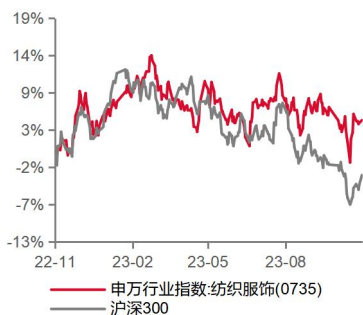
谢建斌 S0630522020001

xjb@longone.com.cn

联系人

龚理

gongli@longone.com.cn



相关研究

1. 三季报男装领跑，天气转冷羽绒服销量或渐起——纺织服装行业周报（20231030-20231105）

2. 运动服饰流水稳健，关注双十一——纺织服装行业周报（20231023-20231029）

微雨洗山月，结构提质竞争优化

——童装行业深度报告

投资要点：

- **童装属性：**童装需要具备较高的舒适性、安全性和时尚性；品类、购买频次呈纺锤形；相同价格基础上，童装利润率低于成衣；产业链上游格局优化，中游集中度分散，下游线上化率较高。
- **市场规模：**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，是服装里高成长性细分赛道。对比服装细分赛道在疫情前后的表现，童装的稳健抗跌性和弹性修复性仅次于运动服饰。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%。
- **竞争格局：**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%。**结构升级确定性高，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。
- **核心标的：**
 - （1）**森马服饰：**卡位大众休闲，童装领导品牌。森马和巴拉巴拉分别成为休闲服和童装的头部品牌，公司门店数稳坐第一，门店下沉以及出海带来渠道新增量。同时作为休闲童装领导品牌，向前延伸至小童装、向上延伸至高端，打开业务边界空间。
 - （2）**嘉曼服饰：**专注中高端童装，品牌资产优越凸显。公司内部品牌矩阵丰满，风格鲜明、价格带参差，收购暇步士后品类延伸至成衣、市场扩大至港澳，暇步士有望被打造成大品牌增厚业绩。
 - （3）**安奈儿：**科技超舒为内核，持续研发功能面料。公司重视科技创新，打造极致安全性，将功能面料作为高端化突围的差异化抓手，功能面料的应用场景拓宽将成为重要突破口。
- **制胜点：**嘉曼服饰立足品牌，安奈儿发力产品，森马服饰抢跑渠道
 - （1）**品牌力筑基底。**嘉曼服饰旗下拥有自设品牌、代理品牌、授权品牌、收购品牌，品牌类型多元、风格鲜明、价格参差，形成优质的品牌基础，同时注重重宣投入打造品牌影响力，2022年广告宣传费率为5.89%，高于森马服饰和安奈儿。
 - （2）**产品力葆活力。**森马服饰淘宝官方旗舰店提供10000+SKU，产品丰富性高于嘉曼服饰和安奈儿。安奈儿上新频次高且重视功能面料突破，研发费率逐年攀升。
 - （3）**渠道力定规模。**森马服饰线上线下均衡发展，依托加盟店规模领先。嘉曼服饰线上占比约7成，线下店以直营店为主，疫情期间展现强韧性。
 - （4）**库存力显效率。**得益于柔性快反供应能力、高占比的加盟渠道结构以及低退货比例，森马服饰的周转效率最高。嘉曼服饰的库龄结构中2年以上占比相对较高，2022年存货转回或转销情况良好，减值风险无虞。
- **投资建议：**童装是服装板块里比肩运动服饰的兼具成长性和韧性的细分赛道，价驱为主+格局优化的背景下，结构化升级具备充分驱动力。品牌服饰最受益，预计中高端市场占比提升，同时带动市场趋于集中。品牌力、产品力、渠道力、库存力成为竞争制胜点。建议

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

关注休闲童装领导地位的森马服饰、中高端品牌资产优越的嘉曼服饰和功能面料突围的安奈儿。

- 风险提示：人口出生率持续或大幅下滑；需求不及预期；品牌建设风险；门店铺设不及计划及管理幅度加剧。

正文目录

1. 童装属性：舒适性、安全性和时尚性导向突出	6
2. 市场规模：价驱为主，兼具成长性和韧性	8
3. 竞争格局：结构升级，品牌服饰最为受益	13
4. 核心标的	16
4.1. 森马服饰：卡位大众休闲，童装领导品牌	16
4.2. 嘉曼服饰：专注中高端童装，品牌资产优越	19
4.3. 安奈儿：科技超舒为内核，持续研发功能面料	21
5. 制胜点	22
5.1. 制胜点 1：品牌力筑基底	23
5.2. 制胜点 2：产品力葆活力	24
5.3. 制胜点 3：渠道力定规模	25
5.4. 制胜点 4：库存力显效率	27
6. 投资建议	28
7. 风险提示	28

图表目录

图 1 童装产业链	7
图 2 轻资产经营模式	8
图 3 童装市场规模及增速	9
图 4 中国童装市场规模增速领先全球	9
图 5 我国童装市场规模增速仅次于运动服饰	9
图 6 中国服装疫情期间增长情况	9
图 7 中国服装 2022 年对 2019 年恢复程度	9
图 8 童装市场规模增长驱动力	10
图 9 中国出生人口及各国出生率水平 (‰)	11
图 10 生育及配套性支持政策	11
图 11 中国童装消费支出较低 (元, 2021 年)	12
图 12 代理人模式	12
图 13 童装消费支出与人均可支配收入高度正相关	12
图 14 中国、美国、日本童装市场规模增长驱动力	13
图 15 中国童装集中度低 (%)	14
图 16 2022 年中国童装 CR5 为 12.1%	15
图 17 存量博弈+格局优化的背景下, 结构化升级具备充分驱动力	15
图 18 童装抽查不合格率提高	16
图 19 品牌服饰 2022 年童装收入占比	16
图 20 三大公司营业收入 (亿元, 2022 年)	16
图 21 森马服饰发展历程	17
图 22 森马服饰营收、归母净利润及增长情况	17
图 23 森马服饰分业务收入构成	17
图 24 服装设计师数量 (位)	18
图 25 研发费用及费率	18
图 26 森马服饰分渠道收入构成	19
图 27 森马服饰门店数 (家)	19
图 28 嘉曼服饰发展历程	19
图 29 嘉曼服饰营收及增长情况	20
图 30 嘉曼服饰归母净利润及增长情况	20
图 31 嘉曼服饰品牌金字塔	20
图 32 安奈儿发展历程	21
图 33 安奈儿营收及增长情况	21
图 34 安奈儿归母净利润及增长情况	21
图 35 安奈儿各渠道营收占比	22
图 36 安奈儿购物中心店直营占比	22
图 37 三大公司竞争制胜点	23
图 38 三大公司品牌实现路径	24
图 39 三大公司毛利率 (%)	24
图 40 三大公司广告宣传费率	24
图 41 三大公司产品丰富性比较	25
图 42 三大公司研发人员数量及研发费率	25
图 43 三大公司 2022 年渠道收入结构	26
图 44 三大公司线上线下增速	26
图 45 三大公司门店数 (家)	26
图 46 三大公司净开店情况 (家)	26



图 47 三大公司直营店店效（万元/家）	27
图 48 三大公司粉丝数（万人）	27
图 49 三大公司退货率	27
图 50 三大公司渠道利润率	27
图 51 三大公司存货周转天数	28
图 52 三大公司 2022 年库龄结构及减值情况	28
表 1 童装按年龄区分	6
表 2 婴幼儿服装需符合 A 类国标	7
表 3 中国三大童装产业集群	8
表 4 我国童装市场规模测算（亿元）	13
表 5 经典童装品牌概览	13
表 6 森马服饰品牌矩阵表	17
表 7 品牌类型比较表	24
表 8 不同渠道比较	26
表 9 童装估值比较表	28

1. 童装属性：舒适性、安全性和时尚性导向突出

童装需要具备较高的舒适性、安全性和时尚性。童装作为服装行业的细分子行业，涵盖了 0-14 岁年龄段人群的着装。按年龄可以分成 0-1 岁“婴儿装”和 2-5 岁“幼儿装”（合称“婴幼儿装”），6-11 岁“儿童装”和 12-14 岁“少年装”（合称“大龄童装”）。儿童生长发育快，需要服装具有较高的舒适度。婴幼儿由于皮肤细嫩、抵抗力弱，服装的安全性尤为重要，面料以吸水性强、透气性好的天然纤维为宜。伴随儿童成长，面料逐步过渡到纺织品和化纤。同时，随着生理特征显现和自我意识觉醒，儿童会参与影响父母购买童装的决策，更注重服装的风格时尚度。

表 1 童装按年龄区分

	婴幼儿装		大龄童装	
	婴儿装	幼儿装	儿童装	少年装
年龄	0-1 岁	2-5 岁	6-11 岁	12-14 岁
身体特征	皮肤细嫩、头大体圆	活泼好动	生长迅速、手脚增长、调皮好动	生长迅速，发育变化很大，性别特征明显
面料	吸水性强、透气性好的天然纤维为宜，例如棉布或毛线	耐磨耐穿、易于洗涤的全棉质的纺织品，外套可以用柔软易洗的化纤面料	面料范围增大，天然和化纤的均可	化纤材料为主
款式	简洁宽松，易脱易穿	款式宽松活泼，局部有图案，色彩鲜艳	风格变化多	服饰搭配具有风格
决策者	父母决策	父母决策	儿童参与决策	儿童参与决策
舒适性		★★★		★★★
安全性		★★★		★★
时尚性		★		★★★

资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

品类、购买频次呈纺锤形。童装的购买频次相对较高，一是儿童的生长发育快，购买的刚需属性强，二是儿童天性活泼好动，使得服装易磨损。婴幼儿时期，童装以棉质连体衣为主，品类相对有限。2-7 岁期间，儿童每年约长高 6cm，童装的更新换代速度较快。8 岁入学后，儿童有近一半的时间穿着校服，购买频次下降，品类以上装内衣为主，裤子、外套为辅。

相同价格基础上，童装利润率低于成衣。童装用料仅为成衣的 1/3，但是隐性成本较高。

①**安全性：**在《国家纺织产品基本安全技术规范》中，婴幼儿服装必须符合 A 类国标，在甲醛含量、PH 值、染色牢度、异味等方面具有最高的品质标准。②**设计：**童装版型和成衣不同，专业制版师需要基于儿童特殊的生理特性设计专门的样本。设计版型较难得到专利保护，抄袭之风盛行，导致设计成本不经济。③**生产工艺：**为提升童装的美观时尚度，童装常采用绣花、贴花、印花、嵌线、镶拼等工艺，导致生产过程更加耗时耗工。④**检验：**童装生产完成后，检测机构会对童装进行耐唾液度、甲醛、重金属等 3-4 道指标检测，比成衣更严格。⑤**销售：**因儿童年龄跨度大、尺码多、款式多，若销路难以打开则会造库存高企。在单价相等的基础上，毛利率高低排序通常为女装>男装>童装。

表 2 婴幼儿服装需符合 A 类国标

等级	A 类	B 类	C 类
甲醛	≤20mg/kg	≤75mg/kg	300mg/kg
适用品	婴幼儿用品	直接接触皮肤的产品	非直接接触皮肤的产品
适用品举例	尿布、尿裤、内衣、围嘴、睡衣、手套、袜子、帽子、床上用品等	背心、短裤、棉毛衣裤、衬衣、裤子、腹带、床单等	毛衣、外衣、裙子、窗帘、床罩、墙布、填充物、衬布等

资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

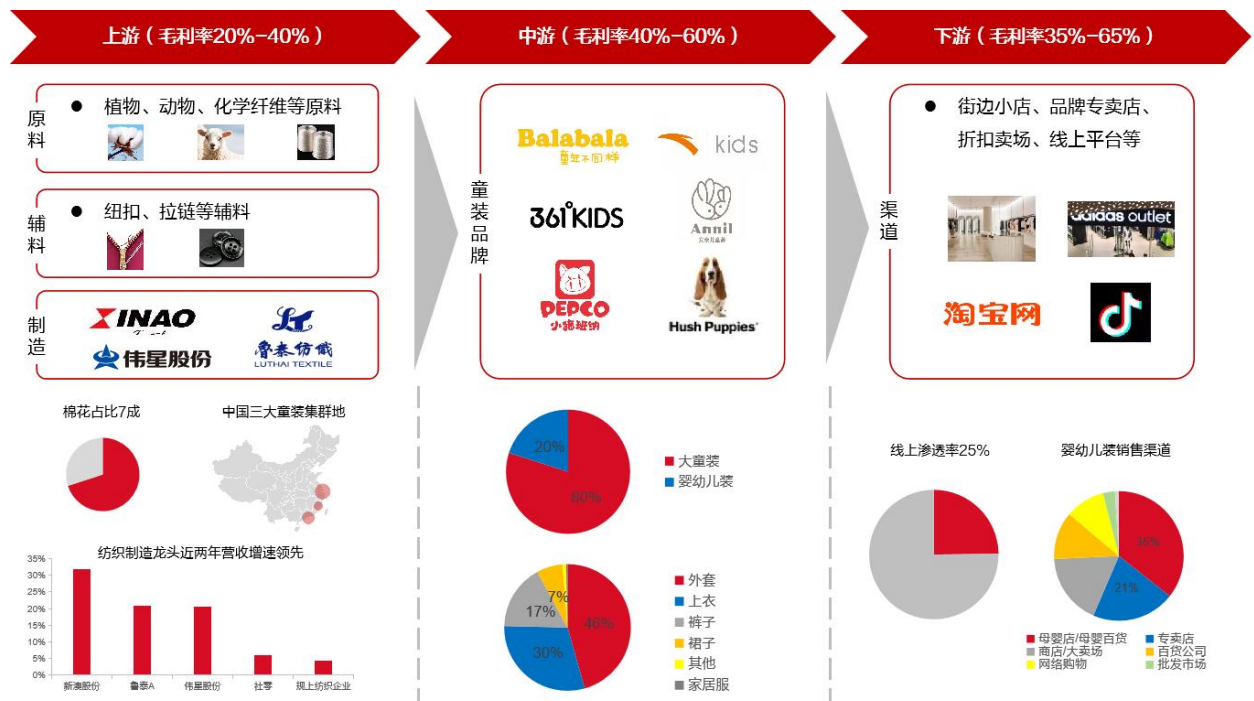
产业链：上游格局优化，中游集中度分散，下游线上化率较高。

①**上游：**包括原料（植物、动物、化学纤维等）、辅料（纽扣、拉链等）和加工制造。1>**原料端：**棉花占比约 7 成，棉花价格主要受到棉花产量、国内外消费需求、国家收储轮储政策、化纤替代品价格等多因素交叉影响，目前棉花价格位于历史相对高位，年初以来已上涨近 20%，近期小幅回落。2>**制造端：**我国形成了浙江织里、广东环市和福建凤里等三大童装产业集群。制造企业小而多，集中度低、话语权弱。近年来，头部制造企业依托资金壁垒、供应链实力、规模优势、服务保障等全方面竞争力逐步提升市场份额，行业格局进一步优化。

②**中游：**品牌商往往采用轻资产运营模式，把握产品设计和品牌建设的核心环节，将附加值较低的生产过程外包给代工厂，将重资产的渠道布局环节交由加盟商负责。此外，整体集中度分散，目前大众品牌仍为主流，高端市场往往由外资品牌占领，中高端占比 2 成左右。婴幼儿服装占比童装约 2 成，童装品类以外套和上衣为主，合计占比近 8 成。

③**下游：**渠道趋向多元化，从街边小店延展出品牌专卖店、折扣卖场、线上平台等，其中线上渗透率约 25%，成为重要销售渠道。婴幼儿装因功能性导向突出、母婴用品连带购买等主要在母婴专卖店销售。

图 1 童装产业链



资料来源：wind，CBME，华经产业研究院，嘉曼服饰 2022 年年报，安奈儿 2022 年年报，公开资料整理，东海证券研究所

表 3 中国三大童装产业集群

	浙江织里	广东环市	福建凤里
企业数量	1.4 万家	1.4 万家	750 家
从业人员	30 万人	20 万人	4 万人
产量	15 亿件	4 亿多件	5000 万件
产值	700 亿元	300 亿元	10 亿元
品牌	琦瑞德泽、木朵爸爸、男生女生、青蛙王子、卡尔菲特、婴姿坊、孩优美等		
		哥比兔等	依佳依、巧俏屋、鑫鑫宝贝等

资料来源：织里城事公众号，羊城晚报，公开资料整理，东海证券研究所

图 2 轻资产经营模式



资料来源：森马服饰招股书，东海证券研究所

2. 市场规模：价驱为主，兼具成长性和韧性

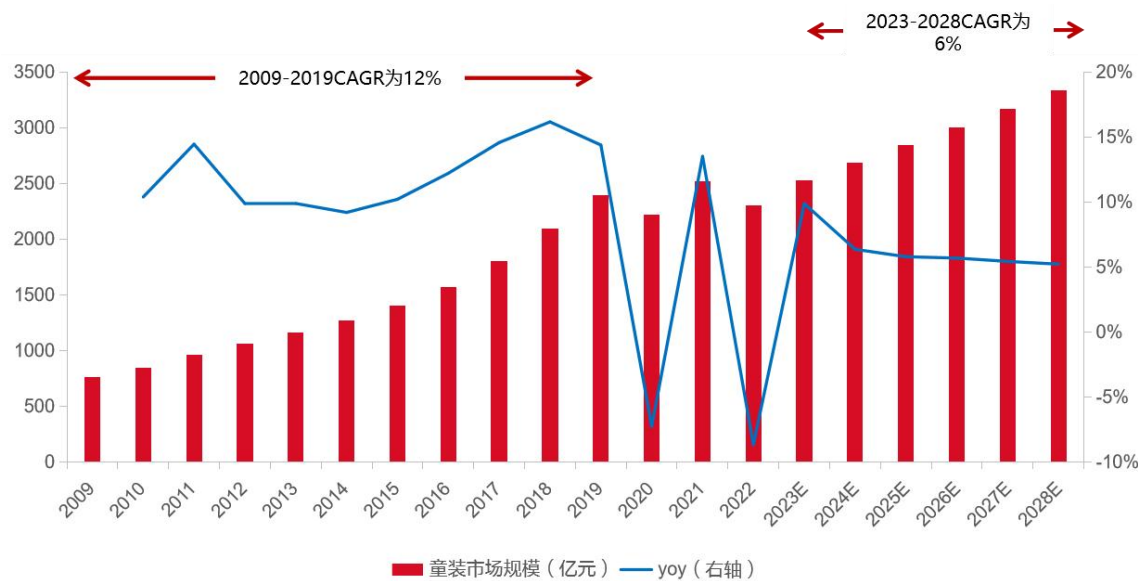
童装是服装里成长性细分赛道，具备较强韧性。

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。

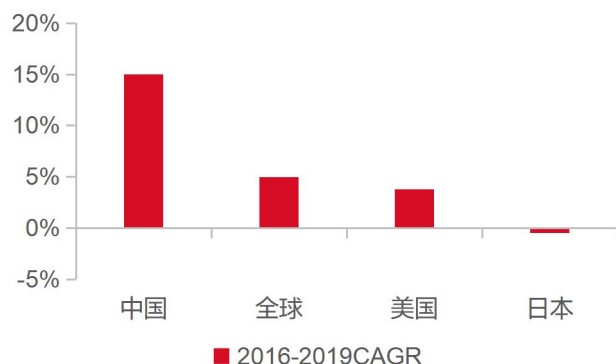
③**具备较强的韧性**。童装因刚性属性表现出更强的韧性，在需求疲软时更抗跌，在需求回补时恢复程度更高。对比服装细分赛道在疫情前后的表现，童装的稳健抗跌性和弹性修复性仅次于运动服饰。

图3 童装市场规模及增速



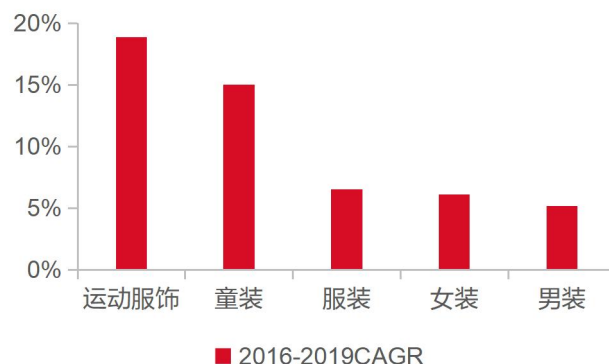
资料来源：欧睿，东海证券研究所

图4 中国童装市场规模增速领先全球



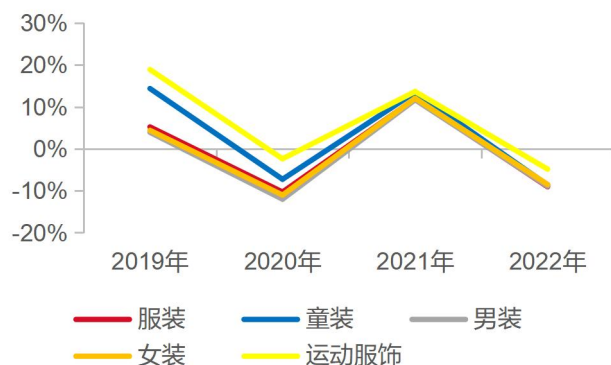
资料来源：欧睿，东海证券研究所

图5 我国童装市场规模增速仅次于运动服饰



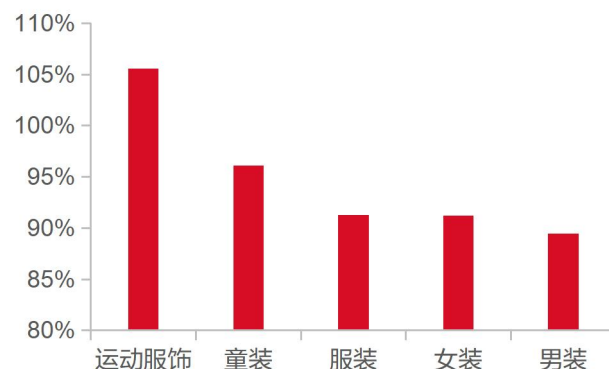
资料来源：欧睿，东海证券研究所

图6 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7 中国服装2022年对2019年恢复程度

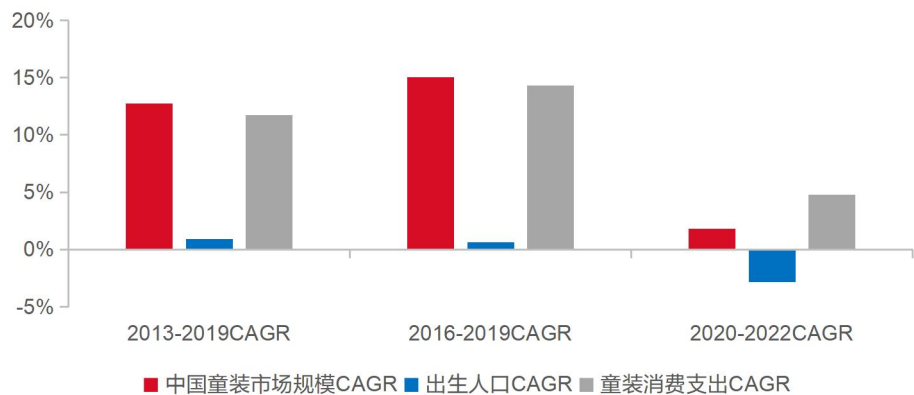


资料来源：欧睿，东海证券研究所

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 8 童装市场规模增长驱动力



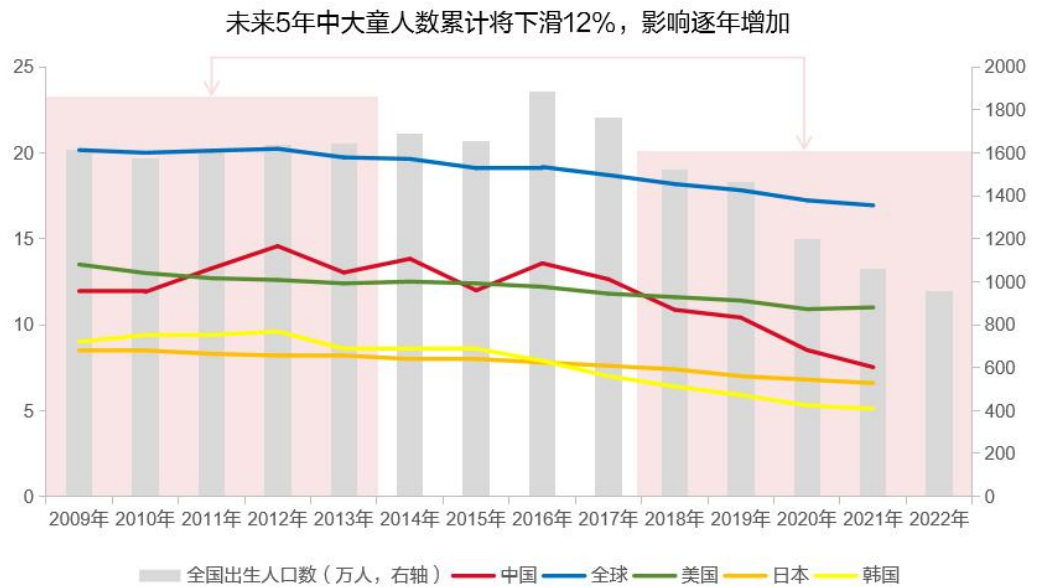
资料来源：wind，欧睿，东海证券研究所

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。

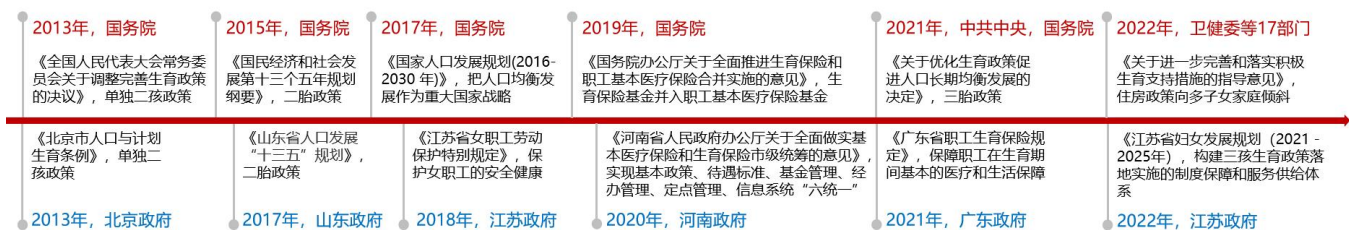
预计未来五年内整体锐减的概率较低。根据现有出生人口水平，2009-2013 年出生人口数合计为 8068 万人，2018-2022 年出生人口数合计为 6206 万人，预测未来 5 年婴幼儿迈入中大童行列，中大童人口数累计将下滑 12%，且情况逐年加剧。中大童人口数承压，婴幼儿受益生育政策托底或将回升，整体锐减的概率较低。

图9 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10 生育及配套性支持政策



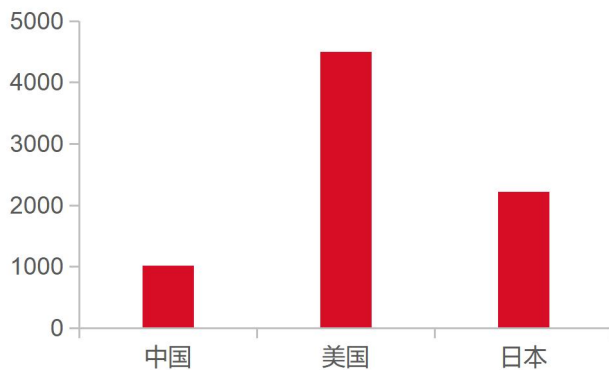
资料来源：国务院，卫健委，公开资料整理，东海证券研究所

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

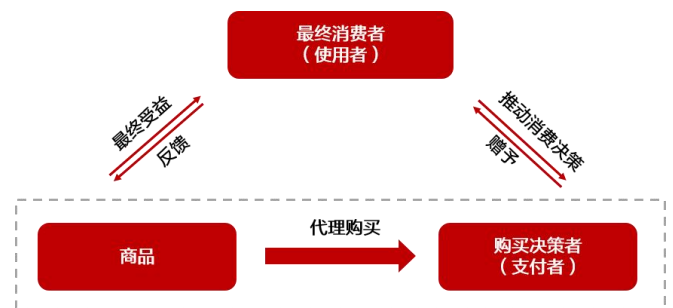
女提供更优良的物质基础。④消费理念升级。更多 90 后和 00 后步入家庭生活，作为在丰富物质环境中成长起来的一辈，他们的消费更注重品质品牌，因此在儿童消费支出上会侧重于产品的质量和品牌背书。

图 11 中国童装消费支出较低（元，2021 年）



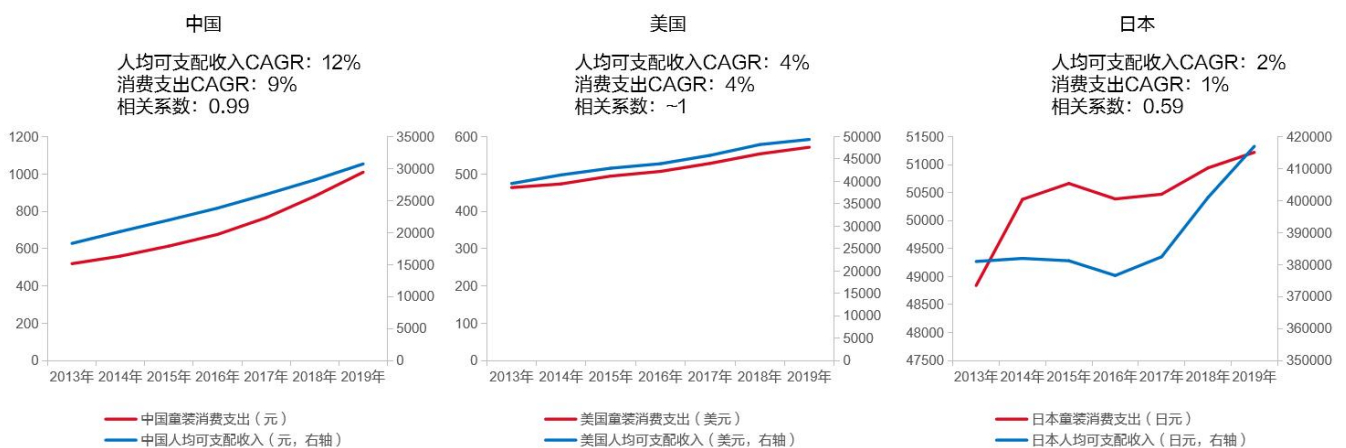
资料来源：wind，欧睿，东海证券研究所

图 12 代理人模式



资料来源：东海证券研究所

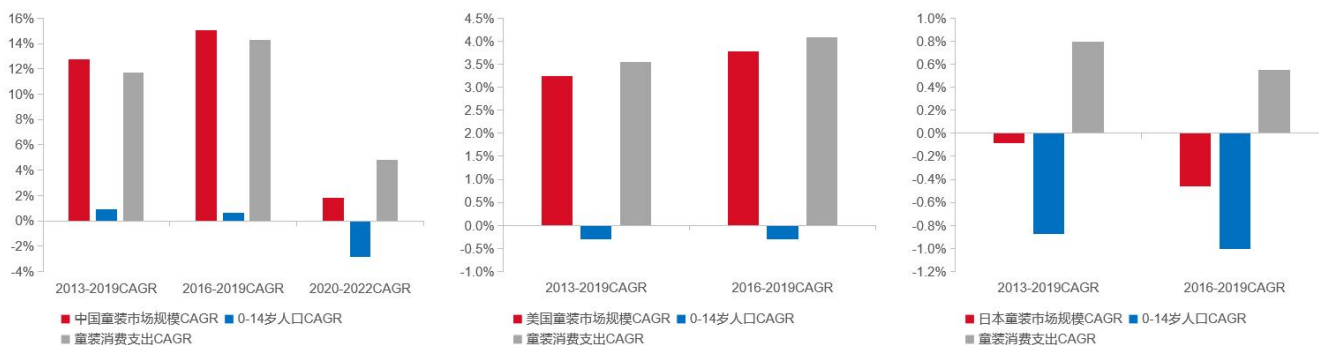
图 13 童装消费支出与人均可支配收入高度正相关



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 14 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 4 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

3. 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。

表 5 经典童装品牌概览

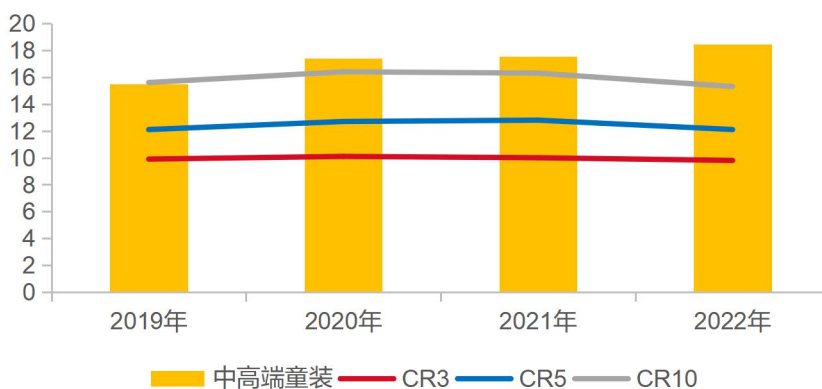
公司	品牌	品牌类型	品牌价位	品牌定位
森马服饰	Balabala	成衣延伸	大众	时尚、全品类、高品质
	Balabala premium	成衣延伸	中高端	精致时尚
	Mini Bala	成衣延伸	大众	艺术感、高品质、多样化、安全舒适
	马卡乐	成衣延伸	中高端	安全、舒适、新精致
	ASICS KIDS	代理	中高端	专业科技
嘉曼服饰	Juicy Couture	代理	中高端	华丽，甜美性感的风格色彩
	水孩儿	自设	中高端	以简约时尚为特色，休闲、运动风格

饰	菲丝路汀	自设	中高端	主打“法式优雅”
	暇步士	收购	中高端	以休闲概念为主题
	哈吉斯	代理	中高端	英伦风情
安奈儿	Annil 安奈儿	自设	中高端	精致与实用兼具、舒适与安全并重
安踏	安踏儿童	成衣延伸	中高端	以运动、生活二大风格为主，主打健康舒适
	斐乐儿童	成衣延伸	中高端	儿童时尚运动
太平鸟	Mini Peace	成衣延伸	中高端	个性率真和有态度作为品牌精神，赋予孩子优雅与时尚
朗姿股份	阿卡邦	成衣延伸	中高端	较高性价比
	Dearbaby	成衣延伸	中高端	强调色彩及设计
	爱多娃	成衣延伸	中高端	精致、高品质
Gucci	Gucci Kids	成衣延伸	高奢	高贵、精致

资料来源：公司年报，公开资料整理，东海证券研究所

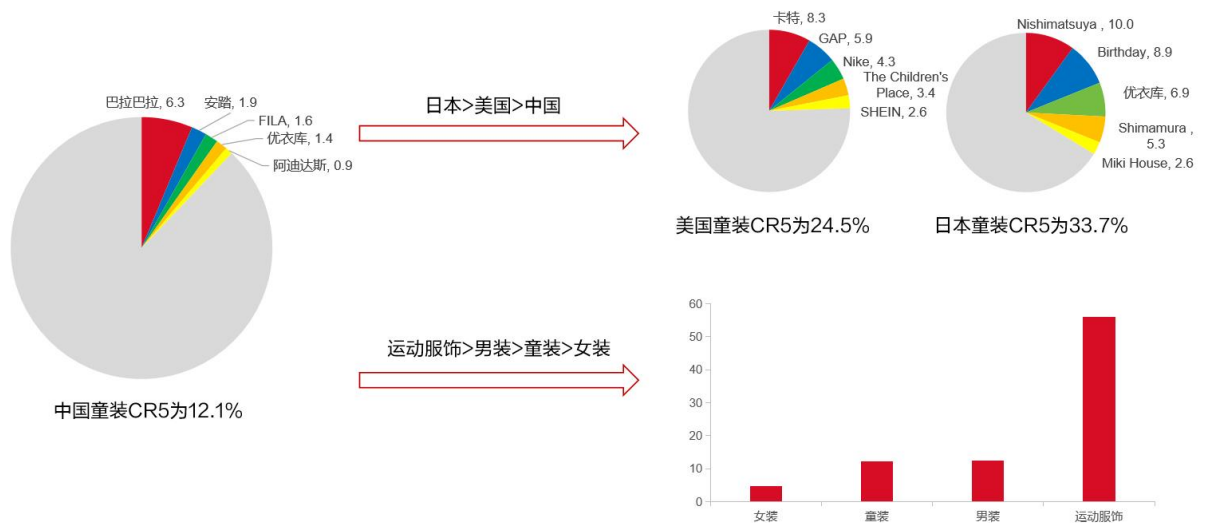
壁垒低造就分散格局，海外品牌背书提升集中度。服装生产壁垒不高且我国服装生产要素充沛，相关产业链发达，目前市场参与者以大众价位带+白牌的个体工商户为主，占据 55% 左右的市场份额，中高端市场占比约 18%，市场集中度相对较低。2022 年 CR5 仅为 12.1%，巴拉巴拉因品牌影响力大、卡位主流价格带、门店密集市占率居首达 6.3%，安踏旗下的 Anta Kids 和 FILA 紧随其后。**纵向来看**，相对于女装，男装品类有限且品牌忠诚度高，因而市占率高于女装。童装因安全性和功能性导向，因而市占率略低于男装。**横向来看**，美日的童装市场集中度均较高，主要得益于品牌知识产权普及，以及消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 15 中国童装集中度低（%）



资料来源：欧睿，东海证券研究所

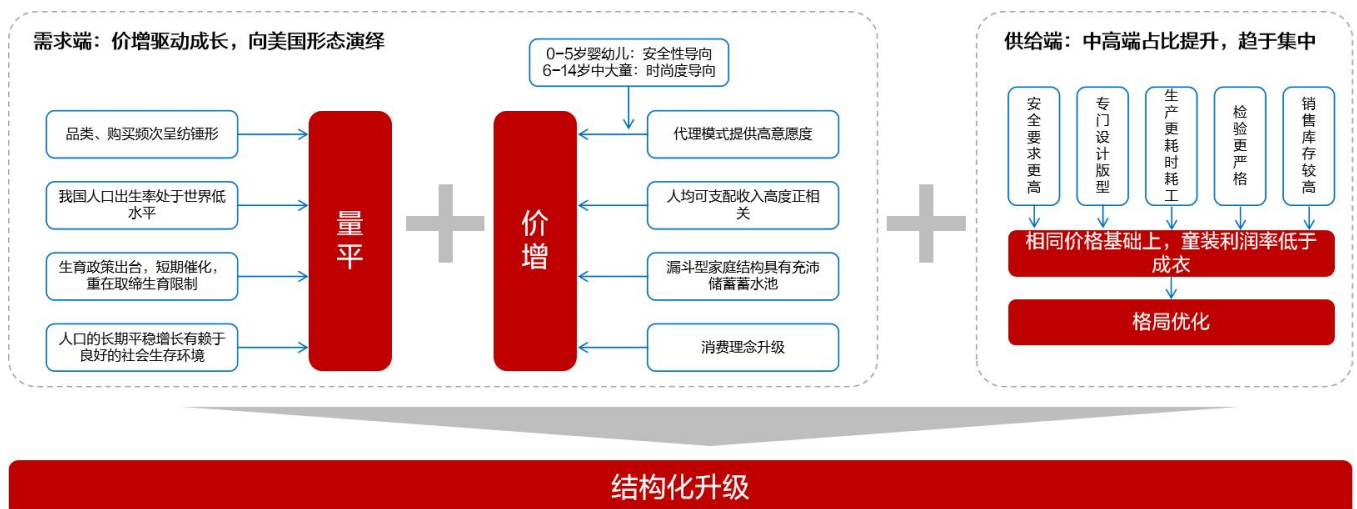
图 16 2022 年中国童装 CR5 为 12.1%



资料来源：欧睿，东海证券研究所

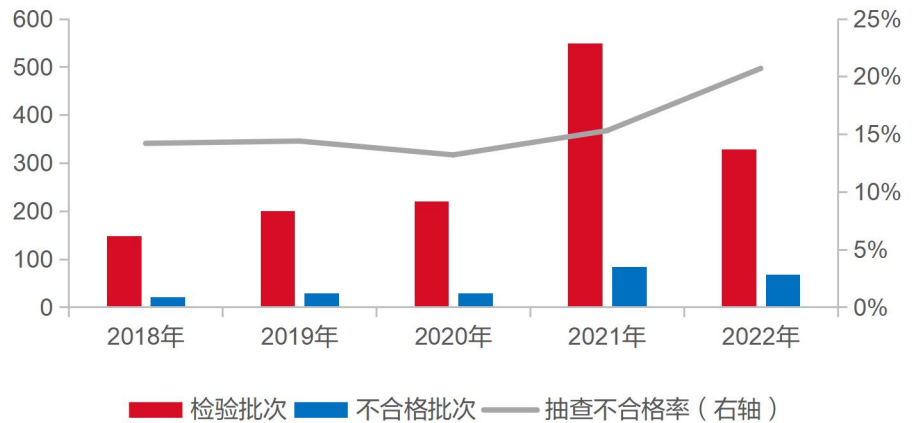
结构升级确定性强，品牌服饰最为受益。①需求端，价增驱动成长性。1>销量方面，童装购买频次呈纺锤形，综合购买频次相较成衣尤其是女装并无明显优势，同时出生人口目前处于低水平，近期虽有中央和地方生育政策出台催化，但长期有赖于社会生存环境改善，短期仍有明显增长瓶颈。2>价格方面，0-5岁婴幼儿服装以安全性为导向，6-14岁中大童以时尚度为导向，代理模式下购买者具有高购买意愿度。同时，人均可支配收入、漏斗型家庭结构提供硬性支撑，年轻家长消费理念升级提供软性支撑。②供给端，格局优化，集中度提升。童装在设计、生产、检验、销售等诸多环节均较成衣更特殊，从而导致相同价格基础上，童装的利润率低于成衣，中小企业获利差加大经营难度。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 17 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 18 童装抽查不合格率提高

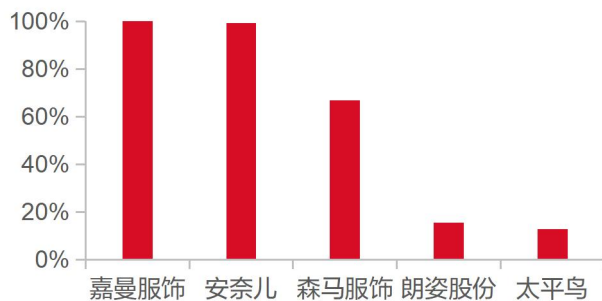


资料来源：国家市场监督管理总局，东海证券研究所

4. 核心标的

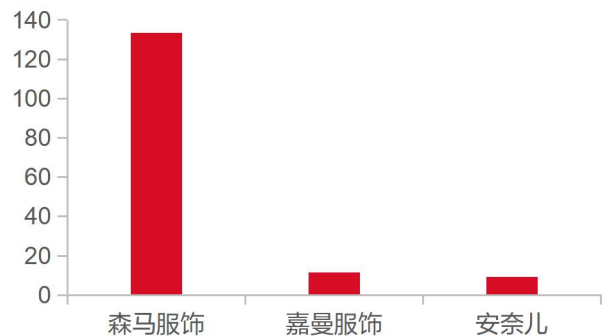
上市企业中，嘉曼服饰、安奈儿和森马服饰为核心童装标的。嘉曼服饰最早于 1995 年从事童装业务，通过自设、代理、授权、收购等多种方式专注中高端市场。安奈儿童装发轫于 1996 年，自设品牌“安奈儿”，主打功能面料。森马服饰起家于成人休闲装，于 2002 年切入童装领域，设立 Balabala 品牌，后又延伸出婴幼儿童装品牌 Mini Bala 和中高端童装品牌 Balabala premium，2022 年营收占比 67%，超越成人休闲服饰业务成为营收增长的核心引擎。朗姿股份和太平鸟的童装业务均贡献 10% 以上。

图 19 品牌服饰 2022 年童装收入占比



资料来源：wind，东海证券研究所

图 20 三大公司营业收入（亿元，2022 年）



资料来源：东海证券研究所

注：三大公司指森马服饰、嘉曼服饰和安奈儿，下同

4.1. 森马服饰：卡位大众休闲，童装领导品牌

森马是休闲服和童装方向的领军企业。公司成立于 1996 年，同年设立森马品牌，2002 年设立巴拉巴拉品牌切入童装领域。在“小河有水大河满”的共赢经营理念下，通过明星代言人+广告投放，品牌影响力逐步拉升，森马和巴拉巴拉分别成为休闲服和童装的头部品牌，双轮驱动业绩快速增长。2011 年公司上市，随后遭遇 ZARA、H&M 等外资品牌进入竞争加剧和电商崛起带来的渠道变革。通过关闭低效门店+促销打折+线上甩卖等方式，森马率先渡过行业库存危机，头部地位进一步巩固，同时电商、童装加速成长，童装超越休闲服成为业绩增长的重要引擎。2016 年以来，一方面，公司通过调整定位+打造心智产品+IP 联名+门店升级等使品牌打破“低龄学生化”的传统印象；另一方面，公司通过收购、合伙人计划等

拓宽品牌边界，例如 2018 年与北美最大全年龄段专业童装品牌 The Children's Place 达成长期战略合作，收购童装品牌 COCOTREE、Kidiliz 等。公司营收从 2014 年的 81.47 亿元提升至 2019 年 193.37 亿元，年化增长 18.87%，2020-2022 年受疫情影响呈现震荡。截至 2023H1，公司拥有门店数 8136 家，童装门店占比 66%，收入占比 69%。

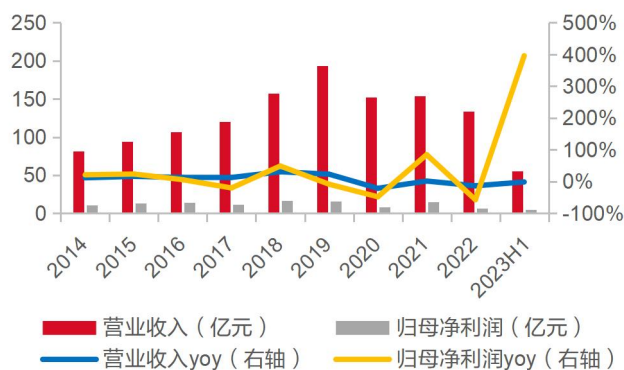
图 21 森马服饰发展历程



资料来源：公司年报，公开信息整理，东海证券研究所

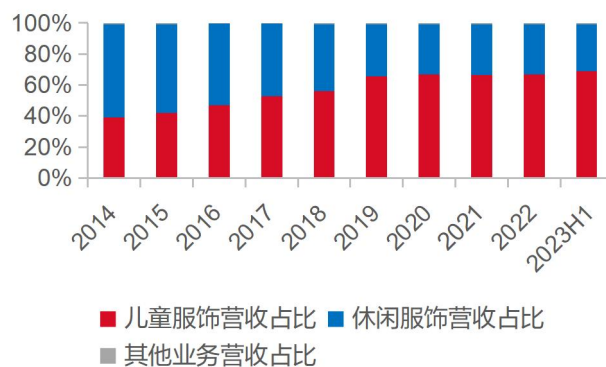
注：2018 年公司收购法国儿童品牌 Kidiliz，收购公司因疫情冲击业绩不佳以及法国黄马甲罢工事件，于 2020 年被剥离

图 22 森马服饰营收、归母净利润及增长情况



资料来源：ifind，东海证券研究所

图 23 森马服饰分业务收入构成



资料来源：ifind，东海证券研究所

卡位大众休闲，品牌并蒂生花。公司形成了森马+巴拉巴拉两大主品牌，以及马卡乐、Hey junior、Jason Wu、Juicy Couture、MarcO' Polo、Asics Kids 等多元化、多层次品牌矩阵。森马品牌面向 18-35 岁消费者，倡导高性价比、亲和力，巴拉巴拉面向 0-14 岁儿童消费群体，倡导专业、时尚和活力，同样定位大众休闲品牌。休闲装市场消费场景广阔，童装细分市场高潜力，经过多年品牌运营，森马位居本土休闲装品牌龙头地位，巴拉巴拉占据童装市场绝对优势，连续多年国内市场份额第一。同时，公司推出高端子品牌 Balabala premium 和 Mini Bala，进行产品价位拉升和向前延伸至婴幼儿装。

表 6 森马服饰品牌矩阵表

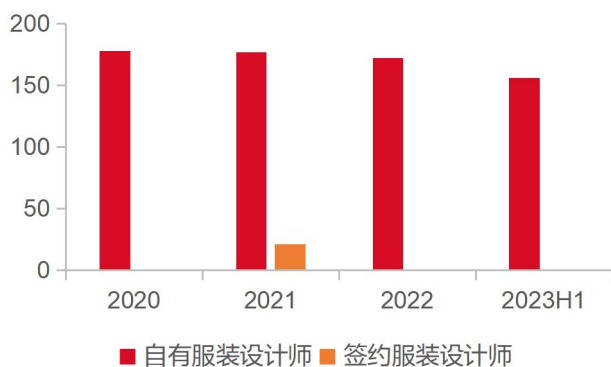
品牌类型	品牌名称	主要产品类型	特点	目标客户群	主要产品价格带
自有品牌	森马 Semir	服饰	大众休闲	中国大众家庭	100-800 元
	巴拉巴拉 Balabala	童装、童鞋、儿童配件、家居、用品	时尚、全品类、高品质	0-14 岁儿童	100-500 元
	马卡乐 MarColor	0-7 岁婴幼儿童服装品牌	缤纷、现代、有趣	95 后中产家庭，以及 85 后 2 胎家庭	99-599 元

	迷你巴拉 Mini Bala	婴幼儿服饰及鞋内配， 亲子服饰及鞋内配	以充满童真的艺术风格表 达家庭亲子陪伴的概念	新生代家庭、新锐 白领精致妈妈	100-700 元
	Hey junior	校服	安全、健康、舒适	幼小初高	100-600 元
合资品牌	杰森吴 Jason Wu	女性服饰	美国设计师品牌	中高端精英女性	1,000-20,000 元
	Juicy Couture	女性服饰	美国时尚休闲品牌	时尚、自信的精致 女性	980-3,880 元
	MarcO' Polo	男性、女性服饰，鞋品， 配饰	源于北欧的精品休闲品牌	中高端新锐白领	490-5,290 元
被授权品 牌	Asics Kids	儿童鞋服	源于日本的全球知名运动 品牌，专注于学步成长与 运动保护的儿童鞋服产品 研发	精致妈妈、新锐白 领、资深白领	290-2,100 元
	PUMA KIDS	童装、童鞋、儿童配件	运动时尚	3-14 岁儿童潮流 辣妈、城市生活家	149-2,299 元

资料来源：公司 2023 年半年报，东海证券研究所

强化产品打造，迭代心智产品。公司分品牌、产品组建设研发团队，持续投入研发，围绕材料创新、功能设计、使用场景等维度驱动创新产品开发，焕新产品风格，同时以长周期商品开发和快反商品模式相结合，满足消费者快速变化的消费需求。公司服装设计师 150+ 人，研发费率常年在 2%。近期，公司推出“舒服裤”、“轻松羽绒”、“冰激凌牛仔”、“吐司牛仔”等创新型心智产品，其中“安睡天使”婴儿连体衣、DRY-X 吸湿速干抗菌儿童睡衣、宝宝可穿戴牛仔裤、莱赛尔吐司牛仔外套等产品荣获“2022 年度十大类纺织创新产品”称号。

图 24 服装设计师数量（位）



资料来源：ifind，东海证券研究所

图 25 研发费用及费率

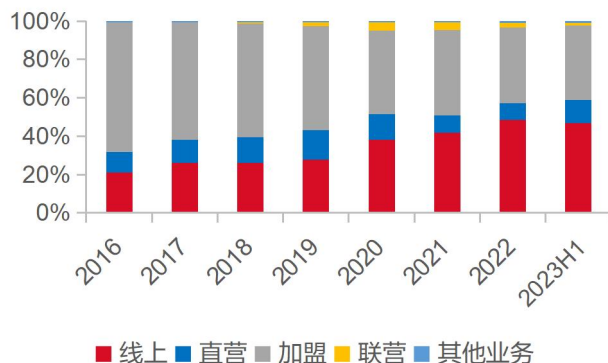


资料来源：ifind，东海证券研究所

门店 O2O 加速融合，出海征程扬帆。公司建立了包括专卖店、商超百货、购物中心、奥特莱斯、电商、小程序等在内的线上线下全渠道零售体系。①**电商：**从 2012 年上线后，从清理库存渠道使命转型为核心销售渠道，覆盖天猫、淘宝、唯品会、京东等主要平台，2023H1 占比 46.89%（较 2016 年提升 26.01pct），巴拉巴拉位列头部电商平台童装排行第一。②**门店：**公司持续推进门店提质扩张，一方面，通过调整店铺 logo+精细化专区排列优化购物体验；另一方面，加速童装门店向二三四线城市下沉铺设，门店数从 2016 年的 4578 家增加 864 家至 2023H1 的 5442 家，之后将重点推进高端店、核心店以及奥莱渠道的建设。在“全域数字化零售门店”的新概念指引下，线上线下加速融合。③**海外：**巴拉巴拉首家海

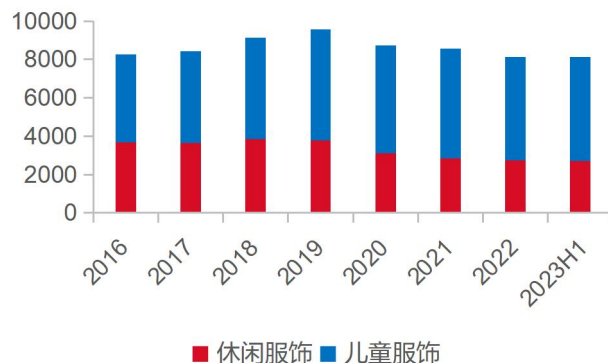
外店铺于 2017 年落地沙特首都利雅得，截至 2022 年底，公司开拓 61 家海外店铺，其中 25 家森马门店，36 家巴拉巴拉门店，取得 0.37 亿元境外收入（同比+1.64%），出海扩张或将成为增长新突破口。

图 26 森马服饰分渠道收入构成



资料来源：ifind，东海证券研究所

图 27 森马服饰门店数（家）

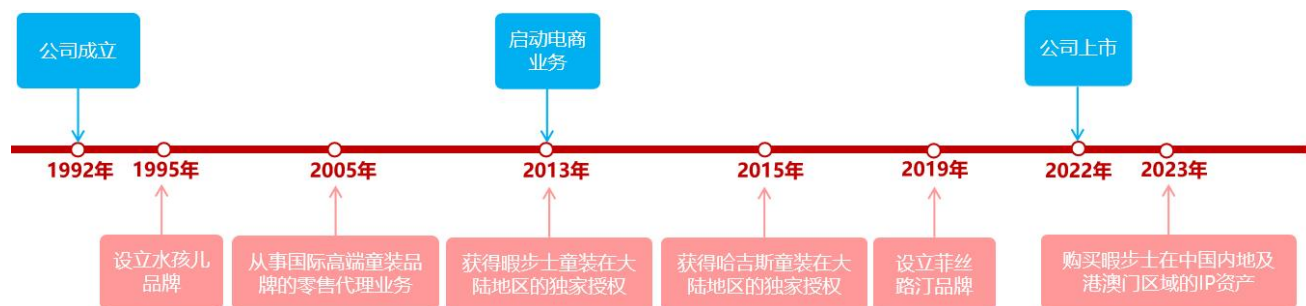


资料来源：ifind，东海证券研究所

4.2. 嘉曼服饰：专注中高端童装，品牌资产优越

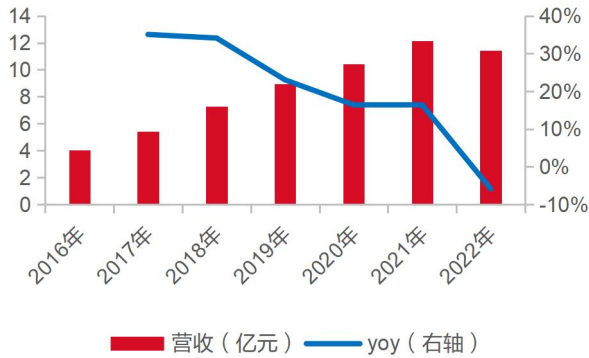
专注中高端童装，具备多品牌运作的成熟经验。公司成立于 1992 年，1995 年创立自有品牌“水孩儿”，是国内较早从事专业化童装品牌运营的企业。2005 年，公司从事国际高端童装品牌的零售代理业务（EMPORIO ARMANI、KENZO KIDS 等），开启多品牌运作道路，并分别于 2013 年、2015 年获得暇步士童装和哈吉斯童装在中国大陆地区（不包括港澳台）的独家授权。经过全方位的设计、生产、运营推广和销售后，授权品牌快速成长，成为营收增长的重要贡献者。公司于 2019 年创立自有品牌“菲丝路汀”，定位中高端女童礼服裙，进一步丰富品牌风格。2013 年电商业务启动，2022 年上市募集 5.21 亿元，60% 资金将用于电商运营中心建设项目，电商成为重点发力渠道。2023 年 9 月，公司拟以 5880 万美元购买暇步士在中国内地及港澳地区区域的 IP 资产，届时暇步士成为自有品牌资产。公司营收从 2014 年的 3.23 亿元提升至 2021 年 12.14 亿元，年化增长 20.83%，2022 年受疫情影响线下和电商业务均受损。截至 2023H1，公司拥有门店数 539 家，电商收入占比 70%。

图 28 嘉曼服饰发展历程



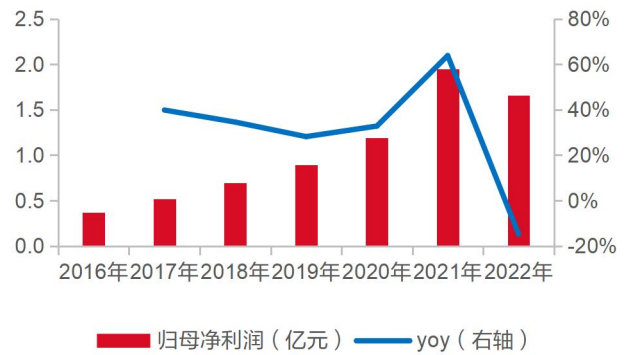
资料来源：公司年报，公开信息整理，东海证券研究所

图 29 嘉曼服饰营收及增长情况



资料来源：ifind，东海证券研究所

图 30 嘉曼服饰归母净利润及增长情况



资料来源：ifind，东海证券研究所

品牌资产优越，自有品牌再添大将。公司采取多品牌运营策略，包括自有品牌水孩儿、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，形成了差异性十足的品牌金字塔。①**水孩儿**，创立于 1995 年，定位于中端大众休闲风格，品牌成熟、营收稳健。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。②**菲丝路汀**，创立于 2019 年，切入女童礼服裙细分市场，定位于中高端法式优雅风格，目前品牌尚处于培育期。③**暇步士**，创立于 1958 年，定位于中高端美式休闲风格。公司于 2013 年首次获得品牌授权，受益于优秀的品牌形象基底、积极的品牌运营和电商布局，暇步士成为成长性最高、盈利性最强的品牌，是营收在 2017-2021 年间连续保持 15%+增速的核心因素。授权经营 10 年后，公司于 2023 年 9 月拟以 5880 万美元购买暇步士在中国内地及港澳门区域的 IP 资产。届时暇步士成为自有品牌，同时品类延伸至成衣、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，暇步士有望进一步培育壮大增厚公司业绩。④**哈吉斯**，创立于 2000 年，是韩国 LG 集团的分拆独立品牌，定位于中高端英伦校园风格，公司于 2015 年首次获得品牌授权。同暇步士，哈吉斯品牌质地优越，成长性高、盈利性强，是营收的有力贡献者。⑤**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，公司与其保持长期稳定的合作关系。因受众有限、体量小，公司精简合作品牌数量，营收略有下滑。

图 31 嘉曼服饰品牌金字塔



注：暇步士于2023年9月已由授权品牌转为自有品牌，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

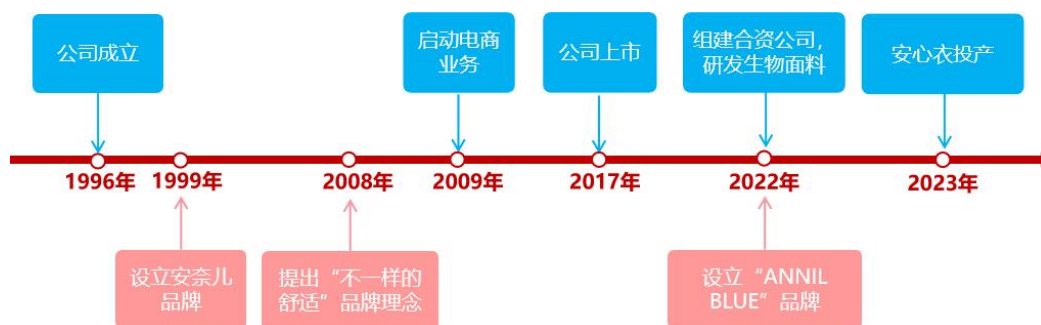
发力电商，蓄势线上。公司构建了线上与线下、直营与加盟的多元化全渠道销售模式。

①**电商**，公司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。公司将电商作为核心渠道，占比达到 70.25%。②**门店**，截至 2022 年底，公司拥有门店数 555 家，门店分布以华北和华东为主，其中直营 169 家，加盟 386 家，直营店大多开在一二线城市知名商场，以品牌曝光和宣传为主，加盟店为重要拓张方式。同时，公司创立“bebelux”作为国际代理品牌的销售集合店。

4.3. 安奈儿：科技超舒为内核，持续研发功能面料

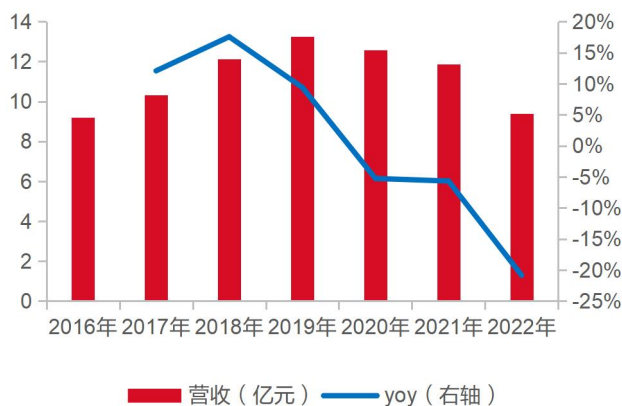
中国童装第一股，专注功能面料研发。公司成立于 1996 年，发轫于曹璋、王建青夫妇在深圳市华强北女人世界百货商场创立的“安尼儿童装店”，并于 1999 年注册“Annil”商标，开启自主品牌道路，之后以连锁方式快速扩张，至 2016 年共建立 1458 家门店。门店早期以直营为主，开设在一二线城市的购物中心。2007 年公司上市，成为中国童装第一股，2008 年提出“不一样的舒适”的品牌理念，重视面料及产品品质，并于 2009 年开启电商业务。公司于 2017 年上市，被誉为“中国童装第一股”。2022 年，公司创立“ANNIL BLUE”，打造高端品牌线，并于同年 8 月组建合资公司，研发电子束接枝抗病毒抗菌面料，“ANTECH 安心衣”于 2023 年 4 月投产。公司营收从 2014 年的 7.93 亿元提升至 2020 年 13.27 亿元，年化增长 10.86%，2021-2022 年受疫情影响线下业务承压。截至 2023H1，公司拥有门店数 539 家，直营门店数占比 31%，电商收入占比 65%。

图 32 安奈儿发展历程



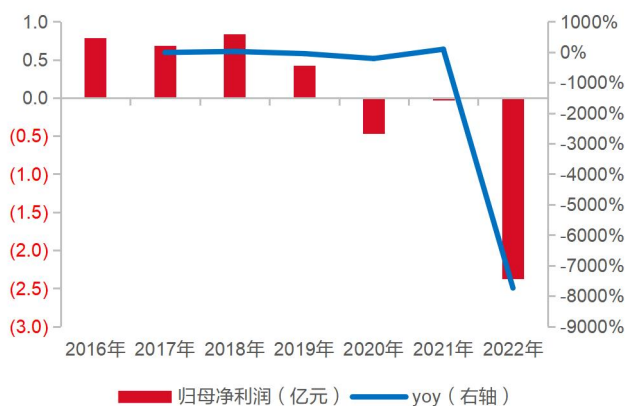
资料来源：公司年报，公开信息整理，东海证券研究所

图 33 安奈儿营收及增长情况



资料来源：ifind，东海证券研究所

图 34 安奈儿归母净利润及增长情况



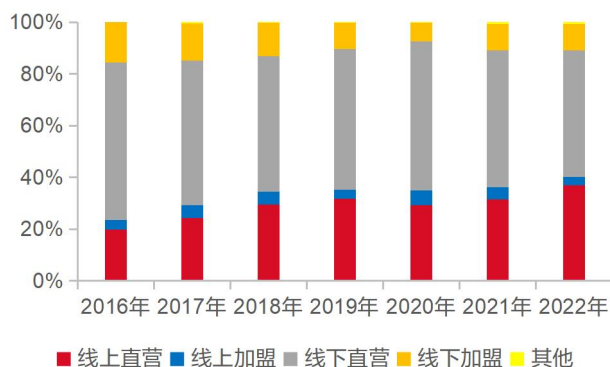
资料来源：ifind，东海证券研究所

人文理念引领，品牌再升级。①**品牌理念**，公司于 2008 年提出“不一样的舒适”品牌理念，始终坚持安全、舒适，后期增加了“陪伴”的品牌核心情感价值，形成了以人文价值为引领、以雅酷活力的设计风格为呈现、以创新超舒科技为内核的品牌核心。②**品牌升级**，在“ANNIL”的基础上，公司于 2022 年推出“ANNIL BLUE”，以安奈儿蓝为品牌色，强调“TO BE A CHILD 天真自在做孩子”的价值主张。③**品牌宣传**，公司通过举办亲子活动，制作《安安讲故事》、《和 100 个家庭聊孩子》等，以人文内容为载体，传递品牌理念，扩大品牌影响力。

以创新科技超舒为内核，面料实现突破。①**科技属性**，公司向研发设计公司增资 9500 万元至 1 亿元，并以研发设计子公司主体和水木聚力接枝新技术（深圳）有限责任公司成立合资公司进行电子束接枝技术开发抗病毒抗菌功能纺织品在儿童服饰领域的研发应用。2023 年 4 月“ANTECH 安心衣”上市，对有包膜的病毒、细菌、部分真菌抑制率超过 99%。此外，公司还与各大高校、研究机构合作开展科研项目，持续研发科技面料。②**超舒属性**，**1>面料**，公司注重全棉面料的运用，采用纱线较细的高支高密面料，同时选用环保染料与安全助剂，确保面料的轻、柔、弹，以及面料的安全性。**2>工艺**，公司沉淀了中国儿童的体型数据库，为版型设计提供数据支持，并形成了众多针对性、创新性的工艺改进。例如公司对袖口、领口内里拼接部位，采用了精细的包边工艺，以此增强穿着的平滑舒适；选用较细的 7 号及 9 号进口圆头针，以此防止尖头针划伤纤维组织，或者粗头针在面料上留下针孔；在产品上增加液氨后整理工艺，加固衣服拼接处的色牢度等。

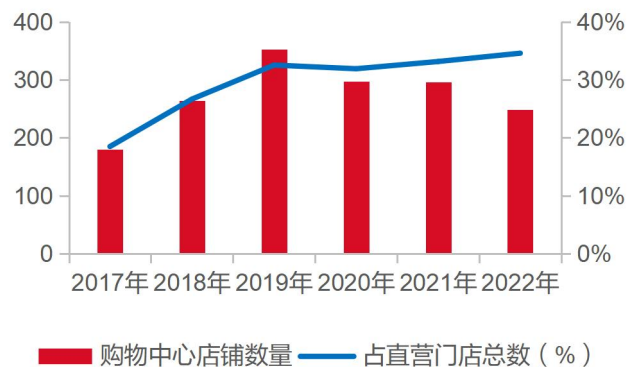
门店优化提升，电商快速放量。公司建立了以线上线下互补、直营与加盟销售相结合的终端零售网络。①**门店**，门店数量在 2019 年达到峰值 1505 家，疫情承压后门店收缩，目前 1012 家。适配于中高端定位，公司门店以直营为主，开设在一二线城市的购物中心，2022 年购物中心店在直营店数量中占比为 34.58%。同时公司将管理半径过长、盈利能力较弱的直营地区转为和当地优势较为明显的联营商合作，店效进一步优化提升。此外，新一代店铺内部空间以柔和的弧线形态呈现，立面及天花造型结合“安奈儿蓝”，营造了一种“蓝天白云原野”的自然纯真人文气质。店铺内 ANY 老师会带领孩子们进行娱教活动，用户的店铺体验明显提升。②**电商**，公司同时发力天猫、唯品会、微信商城、微信小程序等传统电商，以及抖音、微博、小红书等社交平台，2022 年电商营收占比 40%。

图 35 安奈儿各渠道营收占比



资料来源：ifind，东海证券研究所

图 36 安奈儿购物中心店直营占比



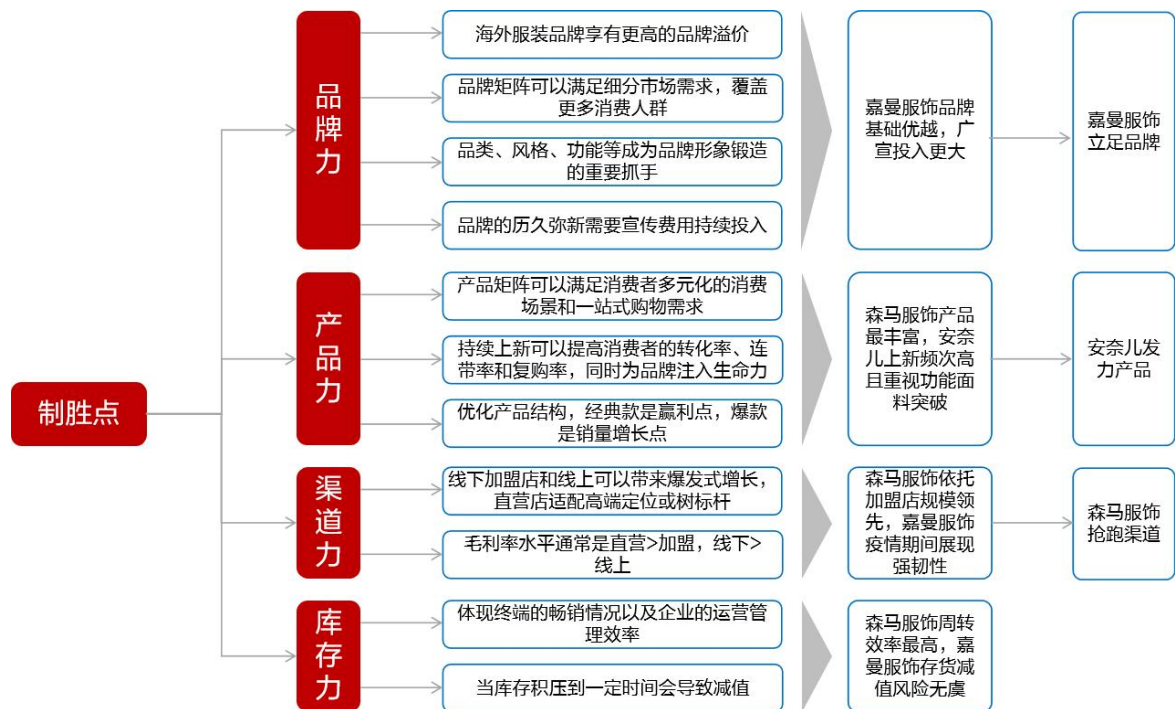
资料来源：ifind，东海证券研究所

5. 制胜点

在童装企业的决胜中，品牌力、产品力、渠道力和库存力是核心竞争因素。品牌力提供肥沃的发展土壤，品牌溢价能力是其衡量关键指标。产品力取决于 SKU 丰富性、上新速度、经典款沉淀，能促进消费者的转化率、连带率和复购率。渠道力表现为产品的分布，往往线下加盟店和线上可以带来爆发式增长，而直营的盈利强于加盟。库存力体现终端的畅销情况

以及企业的运营管理效率，能有效降低存货减值风险。核心标的中，嘉曼服饰立足品牌，安奈儿发力产品，森马服饰抢跑渠道。

图 37 三大公司竞争制胜点



资料来源：东海证券研究所

5.1. 制胜点 1：品牌力筑基底

品牌类型上，服装品类由于外显+社会属性可以依附较高的品牌价值，品牌力的铸就融合文化、时间、品控、宣传等多重因素，非一日之寒。相对于国产服装品牌，海外服装品牌由于历史文化沉淀、风格鲜明、卡位精准等往往享有更高的品牌溢价，因此通过代理/授权/收购国外品牌可以获得更高的胜率。成衣延伸童装系列借助原有品牌和渠道优势可快速起势放量。**品牌矩阵上**，价格段、风格等多维组合可以满足细分市场的需求，覆盖更多消费人群。**品牌路径上**，安全性保障是各大童装品牌的基础线，在此基础上，品类、风格、功能等成为品牌形象锻造的重要抓手。**品牌宣传上**，品牌的历久弥新需要宣传费用的持续投入传递出品牌内涵，形成曝光-触达-转化的良性循环。

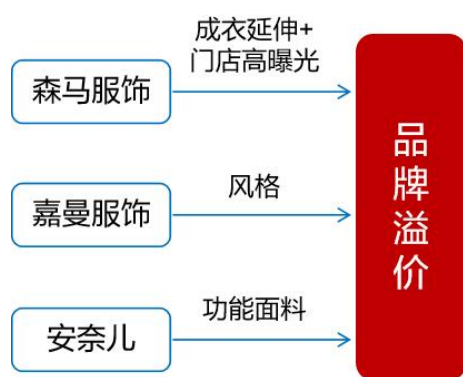
嘉曼服饰品牌基础优越，广宣投入更大。森马服饰：依托森马主品牌延伸出 Balabala，延续休闲风格，定位大众主流价格带，后价格带拔高延伸出 Balabala premium 以及向前延伸出 mini Bala 至婴幼儿装。承接原品牌天然流量+高密度门店助力放大品牌影响力。森马服饰在高基数水平上持续提升广宣支出，2022 年广告宣传投入 6.66 亿元，对应费率 4.99%。**嘉曼服饰**：旗下拥有自设品牌（水孩儿、菲丝路汀）、代理品牌（EMPORIO ARMANI、HUGO BOSS、KENZO KIDS 等）、授权品牌（哈吉斯）、收购品牌（暇步士），品牌类型多元、风格鲜明、价格参差，形成优质的品牌基础，毛利率水平领先且攀升势能强劲。嘉曼服饰一贯注重广宣投入打造品牌影响力，2022 年广告宣传费率为 5.89%，高于森马服饰和安奈儿。**安奈儿**：拥有自设品牌 Annil，后又推出更高端的 ANNIL BLUE，强调面料的科技超舒，毛利率处于较高水平，2022 年因加大促销力度清理库存，致使毛利率下滑。

表 7 品牌类型比较表

品牌类型	自设	成衣延伸	代理品牌	授权品牌	收购品牌
品牌溢价	低	较高	较高	较高	较高
胜率	低	较高	较高	较高	较高
成本费用	广告宣传	广告宣传	广告宣传	广告宣传	收购溢价、广告宣传
森马服饰		Balabala、Balabala premium、mini Bala			
嘉曼服饰	水孩儿、菲丝路汀		EMPORIO ARMANI、HUGO BOSS、KENZO KIDS 等	哈吉斯	暇步士
安奈儿	Annil、ANNIL BLUE				

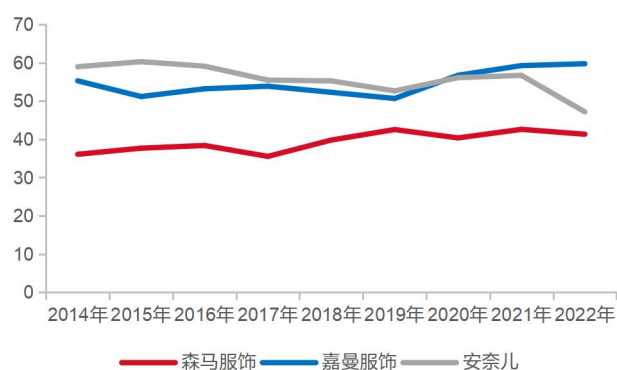
资料来源：公司年报，东海证券研究所

图 38 三大公司品牌实现路径



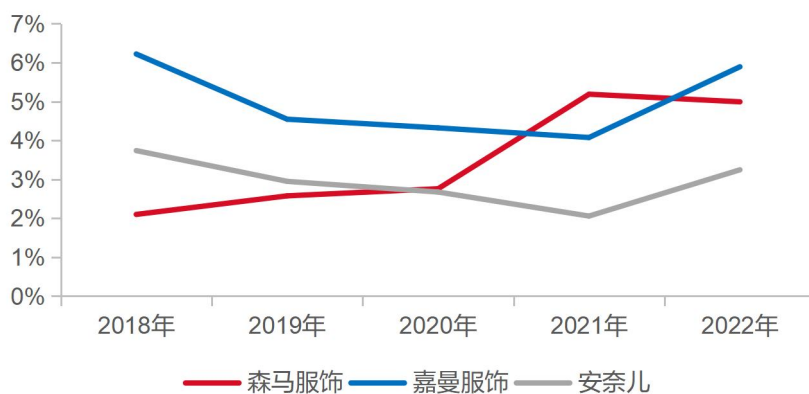
资料来源：东海证券研究所

图 39 三大公司毛利率（%）



资料来源：ifind，东海证券研究所

图 40 三大公司广告宣传费率



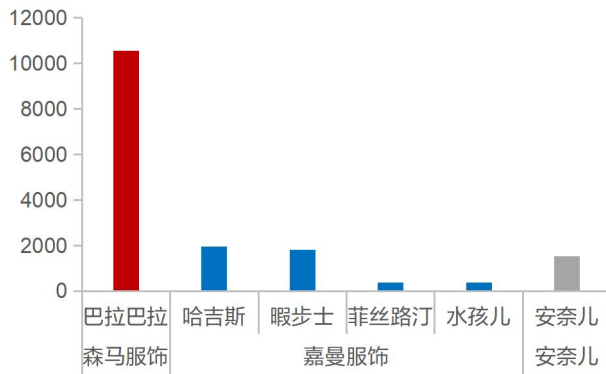
资料来源：ifind，东海证券研究所

5.2.制胜点 2：产品力葆活力

丰富的产品矩阵可以满足消费者多元化的消费场景和一站式购物需求；持续上新可以提高消费者的转化率、连带率和复购率，同时为品牌注入生命力。产品中经典款是赢利点，爆款是销量增长点，企业不断创新产品，打造爆款产品，可以优化产品结构。

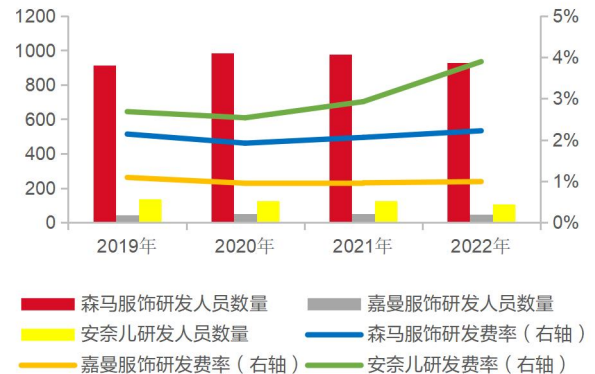
森马服饰产品最丰富，安奈儿上新频次高且重视功能面料突破。巴拉巴拉淘宝官方旗舰店提供 10000+SKU，产品丰富性高于嘉曼服饰和安奈儿。嘉曼服饰分为“春夏”及“秋冬”两季，以半年为开发周期进行产品的设计。森马服饰四季下单，安奈儿由两季订货调整为四季订货，上新频次较高。2022 年，森马服饰拥有 172 名设计师和 928 名研发人员，研发费用投入 2.95 亿元，绝对体量领先。安奈儿重视功能面料突破，研发费率逐年攀升，2022 年公司拥有 57 名设计师和 107 名研发人员，研发费率 3.90%，高于森马服饰 1.68pct，高于嘉曼服饰 2.91pct。

图 41 三大公司产品丰富性比较



资料来源：淘宝（2023 年 11 月 7 日），东海证券研究所

图 42 三大公司研发人员数量及研发费率



资料来源：ifind，东海证券研究所

5.3.制胜点 3：渠道力定规模

渠道力表现为产品的分布情况，往往线下加盟店和线上可以带来爆发式增长，直营店适配高端定位或以树标杆为主要目的。不同渠道的结算方式有明显差异，线下联营模式下商场扣除销售分成及其他费用后向公司支付货款，加盟模式下通常采用预收货款方式，线上联营模式下电商平台扣除销售分成后向公司支付货款，毛利率水平通常是直营>加盟，线下>线上。

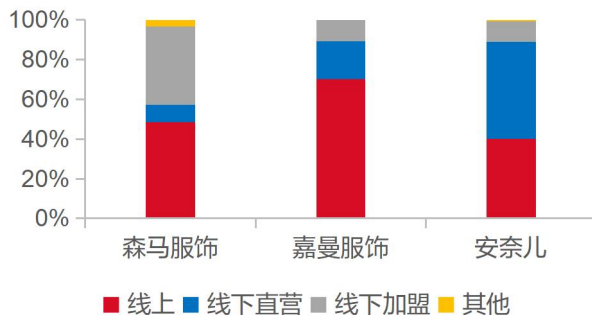
森马服饰依托加盟店规模领先，嘉曼服饰疫情期间展现强韧性。①**森马服饰线上线下均衡发展。**线下以加盟店为主，2018、2019 年分别新增加盟店 616、289 家，带动门店数快速扩容至近万家，线下营收保持 30%左右的年增速。2020 年疫情以来，主因加盟店大量关闭和店效大幅下滑，门店端受损严重。巴拉巴拉线上投放平台为淘天，拥有粉丝 1500 万+，流量基础明显领先，线上收入稳健增长，即使在疫情期间也维持正增长。但因线上代销数量众多，退货率居首，2022 年为 42.41%。直营的毛利率远高于线上和加盟，预计与线上为库存处理渠道以及线下让利加盟推动扩张有关。②**嘉曼服饰主攻线上。**线上占比约 7 成，线下店以直营店为主。线上主要在唯品会销售，其次为淘天，唯品会上的退货率高于 20%，在 2022 年增加明显。整体看，线上收入增长较快，在疫情期间增速虽放缓但韧性较强。线下店在 2019 年分别开设直营店 252 家、加盟店 568 家，使得门店规模超 800 家。疫情期间伴随部分关店，但由于店效逆势增长，2021 年门店收入出现同比+22%的反弹。全渠道毛利率相差不大，均保持在较高水平，预计产品长青、折扣率较低。③**安奈儿高端定位适配直营。**线上和门店占比约为 6:4。门店以直营为主，2022 年直营门店数为 720 家，接近森马直营店。近年来门店数净减少，叠加店效在疫情期间下滑，线下业务表现出下行趋势。线上主平台为淘天，单一品牌粉丝数超过嘉曼服饰且退货率保持在较低水平。直营毛利率>线上>加盟，渠道利润丰厚。

表 8 不同渠道比较

销售模式	销售方式	举例	运作与结算模式	店铺日常管理
线下直营	联营	商场	通过商场专柜以零售方式销售产品,按照每月与商场对账核对一致的结算清单与商场进行结算,商场扣除销售分成及其他费用后向公司支付货款。	店铺由公司运营管理
	自营	自营门店	采取租赁店铺的方式。直接向消费者收取货款,并进行自收银结算。	店铺由公司运营管理
加盟	加盟	加盟店	通常采用预收货款方式向加盟商进行销售并授予加盟商在一定时间及范围内销售公司产品的权利。	店铺由加盟商运营管理
线上直营	服务平台	天猫、抖音、	公司在电商平台上开设店铺,通过店铺直接面向消费者进行商品销售,销售完成后,货款自动转入公司在电商平台开设的自主可控的账户。	店铺由公司运营管理
	模式	京东等		
	联营模式	唯品会	公司向电商平台提供货物并辅助店铺运营由电商平台面向消费者组织商品的零售,销售完成后,由电商平台扣除销售分成后向公司支付货款。	店铺由电商平台主导运营管理,公司提供支持

资料来源: 嘉曼服饰 2022 年年报, 东海证券研究所

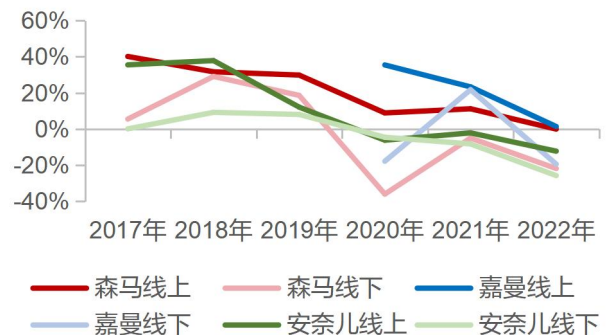
图 43 三大公司 2022 年渠道收入结构



资料来源: ifind, 东海证券研究所

注: 森马的其他收入包括线下联营收入, 安奈儿的线上收入包括线上直营和线上加盟

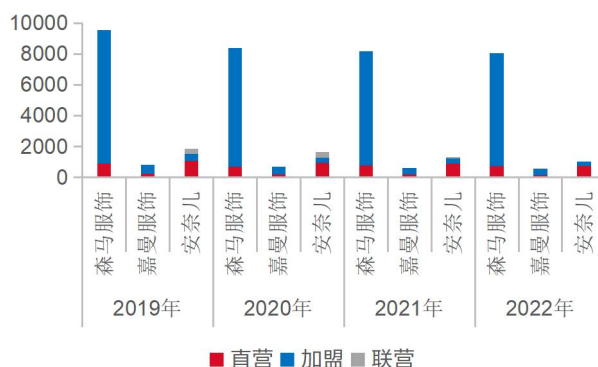
图 44 三大公司线上线下增速



资料来源: ifind, 东海证券研究所

注: 森马服饰为全口径, 包括休闲成衣

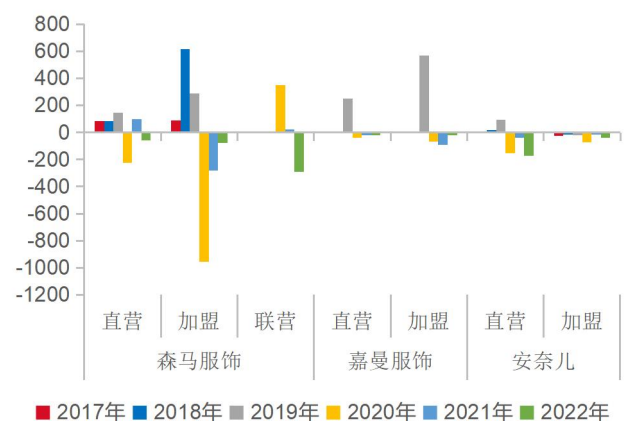
图 45 三大公司门店数 (家)



资料来源: ifind, 东海证券研究所

注: 森马服饰为全口径, 包括休闲成衣

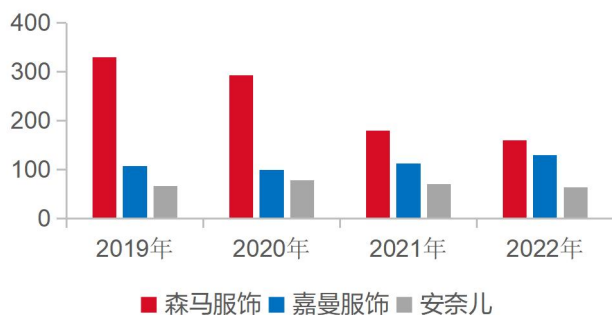
图 46 三大公司净开店情况 (家)



资料来源: ifind, 东海证券研究所

注: 森马服饰为全口径, 包括休闲成衣

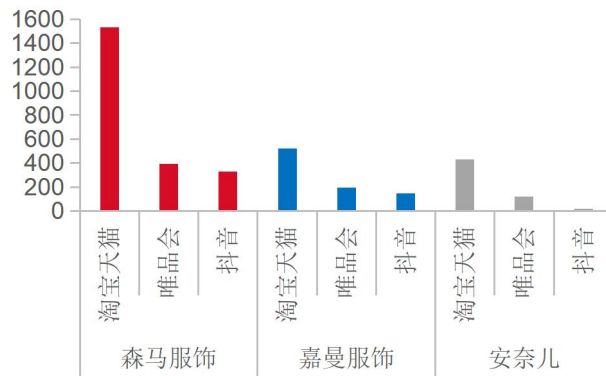
图 47 三大公司直营店店效（万元/家）



资料来源：ifind，东海证券研究所

注：森马服饰的直营店效为全口径，包括休闲成衣

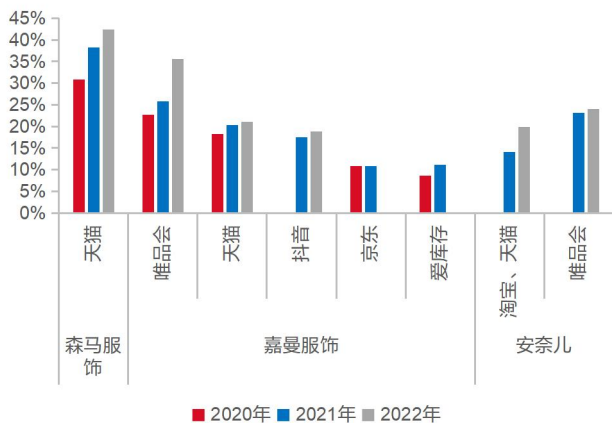
图 48 三大公司粉丝数（万人）



资料来源：淘宝天猫抖音旗舰店（2023 年 11 月 7 日），东海证券研究所

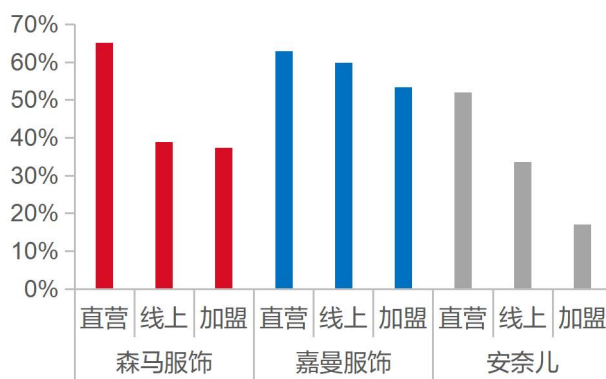
注：森马服饰为巴拉巴拉旗舰店，嘉曼服饰为水孩儿、菲丝路汀、暇步士、哈吉斯旗舰店

图 49 三大公司退货率



资料来源：ifind，东海证券研究所

图 50 三大公司渠道利润率



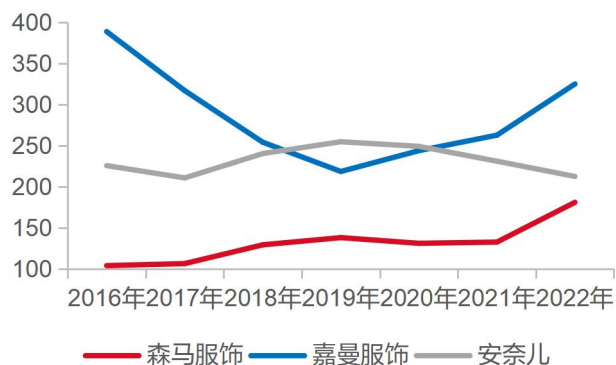
资料来源：ifind，东海证券研究所

5.4.制胜点 4：库存力显效率

库存管理是服装企业的生命线，体现终端的畅销情况以及企业的运营管理效率，当库存积压到一定时间会导致减值。因儿童年龄跨度大、尺码多、款式多，童装库存管理的难度较大。

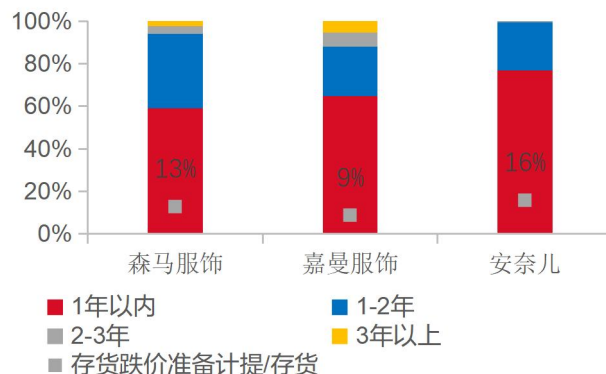
森马服饰周转效率最高，**嘉曼服饰**存货减值风险无虞。**森马服饰**：得益于柔性快反供应能力、高占比的加盟渠道结构以及低退货比例，森马服饰的周转效率最高，2020 年仅为 131 天，2021 年以来受终端消费疲软影响，周转天数开始抬升至 2022 年的 181 天。**嘉曼服饰**：库龄结构中 2 年以上占比达 11.97%，相对较高，两季订货叠加高退货比例政策，从而影响存货周转天数。2022 年存货转回或转销情况良好，减值风险无虞。**安奈儿**：直营门店占比高，存货周转天数相对较高，2020-2022 年因直营门店净关店以及两季订货改为四季订货，存货周转天数加快，同时也造成存货减值加剧。整体看，库龄以 2 年以下为主，库存结构健康。

图 51 三大公司存货周转天数



资料来源：ifind，东海证券研究所

图 52 三大公司 2022 年库龄结构及减值情况



资料来源：ifind，东海证券研究所

注：存货采用的是年初值

6. 投资建议

童装是服装板块里比肩运动服饰的兼具成长性和韧性的细分赛道，价驱为主+格局优化的背景下，结构化升级具备充分驱动力。品牌服饰最受益，预计中高端市场占比提升，同时带动市场趋于集中。品牌力、产品力、渠道力、库存力成为竞争制胜点。建议关注休闲童装领导地位的森马服饰、中高端品牌资产优越的嘉曼服饰和功能面料突围的安奈儿。

表 9 童装估值比较表

证券简称	总市值 (亿元)	营收增速			净利润增速			PE		
		2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
森马服饰	161	-14%	7%	11%	-57%	77%	22%	25	11	9
嘉曼服饰	28	-6%	6%	18%	-15%	21%	29%	17	11	8
安奈儿	25	-21%	/	/	-7736%	/	/	-11	/	/
平均值								21	11	9

资料来源：ifind 一致预期，东海证券研究所，2023 年 11 月 10 日

注：PE 平均值仅包括森马服饰和嘉曼服饰

7. 风险提示

(1) 人口出生率持续或大幅下滑：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) 需求不及预期：疫后经济放缓、消费信心不足，影响消费支出水平，童装结构化升级进程受阻碍。

(3) 品牌建设风险：品牌是服装企业的形象背书，企业可能存在投入巨额宣传推广费而效果不佳的问题或者品牌形象因产品问题受损，进而对业绩产生影响。

(4) 门店铺设不及计划及管理幅度加剧：线下店仍为童装品牌企业扩张的重要渠道，因宏观经济、内部效率等问题可能导致门店铺设不及计划，门店数量激增、分布广，无疑会加剧总部管理的难度，从而导致渠道扩张受影响、管理效率低下。

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所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。

“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
 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
 座机：（8610）59707105
 手机：18221959689
 传真：（8610）59707100
 邮编：100089