2018 年 7 月 18 日

爱婴室（603214.SH）

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

拥抱母婴消费新经济，成就母婴零售第一股

——爱婴室（603214.SH）跟踪报告之一

公司动态

◆定位国内中高端母婴市场，全品类、多渠道布局的母婴零售龙头企业。公司具有优质丰富的产品矩阵，涵盖奶粉类、食品类、棉纺类、用品类、玩具类和车床类等六大品类。渠道上以直营门店为主，以电子商务为辅，形成了立足上海，辐射华东华南地区的区域性营销网络。截至 2018 年 3 月 20 日，公司拥有 190 家直营门店。2017 年公司主营业务收入为 16.90 亿元（YoY+17.43%），收入占比 93.47%（+2.68pcts）。

◆万亿市场，零售零散，渠道为王。（1）母婴市场规模从 2010 年的 10043 亿元增长至 2016 年的 22276 亿元，年均复合增长率为 12.05%，我们预计在 2018 年母婴行业规模将超过 3 万亿。（2）母婴零售行业目前市场格局较为分散，尚未出现全国性的连锁龙头企业；（3）母婴连锁店渠道优势明显，有望逐步侵蚀超市和百货的线下市场份额。母婴连锁店市场规模从 2010 年的 439.8 亿元预计增长至 2018 年的 1843 亿元，复合增长率达 19.61%；根据艾瑞咨询预测，到 2018 年母婴连锁专卖店份额占线下渠道的比例将达 51%，超过其他所有线下渠道总和。

◆品牌优势构筑竞争护城河。（1）公司 2005 年开始涉足母婴零售行业，深耕母婴产业十余载，成就华东第一母婴零售品牌；（2）“好地方买好产品，好产品好地方卖”。国内外知名母婴品牌厂商入场，强强联合进一步提升公司渠道品牌力。（3）集中布局与多渠道协同，进一步强化品牌联动效应。**线下门店优势强化区域布局。**公司在华东地区具有明显的渠道优势。2015-2017 年，公司在上海的门店数量分别为 64、72、75 家，占公司门店总数的 40.25%、40.22%、39.68%，上海门店 2017 年平均收入已突破 1300 万元，显著高于其他地区，渠道优势明显。**运营效率优势提升营运能力。**成熟的信息管理系统与适配的内部运营模式保障公司从采购、运输、仓储到销售等环节的顺畅与高效；同时多年的选址经验与完备的选址体系保障公司扩张布局顺利落地，实现整体坪效达到 1.5 万元/平米。

◆盈利与估值分析。我们上调 2018-2020 年归母净利润为 1.14/1.43/1.81 亿元，对应 2018-2020 年的 EPS 为 1.14/1.43/1.81 元。考虑到爱婴室作为母婴零售的龙头企业，具备较高的收入增速和净利润增速，公司有望于 2019-2020 年延续业绩的快速增长。维持“增持”评级。

◆风险因素。市场竞争加剧、零售模式经营、渠道拓展等风险

业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	1,584.96	1,807.85	2,131.13	2,580.56	3,163.78
营业收入增长率	14.18%	14.06%	17.88%	21.09%	22.60%
净利润（百万元）	73.99	93.58	113.52	142.94	181.13
净利润增长率	24.10%	26.47%	21.32%	25.91%	26.72%
EPS（元）	0.74	0.94	1.14	1.43	1.81
ROE（归属母公司）（摊薄）	24.55%	25.02%	12.84%	13.92%	14.99%
P/E	76	60	50	39	31

增持（维持）

当前价：56.35 元

分析师

叶倩瑜 (执业证书编号：S0930517100003)
22169120
yeqianyu@ebscn.com

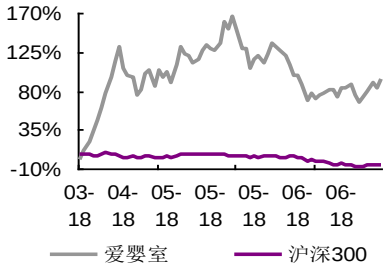
刘凯(执业证书编号：S0930517100002
021-22169042
kailiu@ebscn.com

唐佳睿(执业证书编号：S0930516050001)
021- 22169161
tangjiarui@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)： 1.00
总市值(亿元)：56.35
一年最低/最高(元)：23.94/81.99
近 3 月换手率：447.87%

股价表现



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-4.19	21.06	0.00
绝对	-12.10	9.45	0.00

资料来源：Wind

相关研报

二胎潮动，红利汇涌——母婴行业跨市场深度报告……2018-04-08

投资要件

关键假设

（1）由于公司战略中心仍在上海、南通、福州等华东地区，相对集中的营销网络有助于公司持续加强成本控制，精细化管理成效进一步显现，我们预计公司 2018-2020 年管理费用率和销售费用率将维持稳定。（2）2018 年，公司募集资金 2.37 亿元用于“母婴产品营销网络建设”，进一步提高营销网络覆盖率和直营门店布局，考虑到扩张节奏有序进行，我们预计公司 2018-2020 年的营业收入将保持稳定增长。

我们区别于市场的观点

传统观点认为由于受到线上电商的冲击，线下零售连锁店的发展将会受到比较大的发展限制，以线下连锁店为主要商业模式的零售类公司未来发展有限。我们认为母婴商品的线下连锁店（1）有助于在新零售背景下全面提升消费者消费体验：线下连锁门店能够为消费者提供一站式、专业化服务，母婴产品基于其本身适用人群的特殊性，一站式、专业化服务能够帮助消费者更好的进行消费决策，提升消费体验；（2）有助于增强消费者安全感并建立品牌、提升客户黏性：消费者对于母婴商品的安全性方面要求很高，母婴商品质量是消费者进行母婴商品购买决策的核心因素之一，连锁实体门店可以提升消费者安全感，逐步建立起强有力的品牌并形成较高的客户黏性。

股价上涨的催化因素

（1）母婴产业的成熟进程催化产业内企业的快速发展：随着母婴消费的进一步兴起，包括母婴品牌、母婴零售等产业内公司都将分享行业发展带来的市场红利，提升公司业绩；（2）公司门店的持续布局扩大公司盈利规模：公司已经形成一套从采购、仓储、运输、库存管理、销售到新店选址等一系列完善的内部运营体系，能够实现公司门店拓展的快速复制进一步覆盖更大的市场范围。

估值和目标价格

母婴消费行业增长超过预期，我们上调 2018-2020 年归母净利润为 1.14/1.39/1.72 亿元，对应 2018-2020 年的 EPS 为 1.14/1.39/1.72 元。考虑到爱婴室作为母婴零售的龙头企业，具备较高的收入增速和净利润增速，随着公司加速外拓步伐和规模效益的显现，公司有望于 2018-2020 年延续业绩的快速增长。维持“增持”评级。

投资风险

（1）市场竞争加剧风险。公司面临着目标市场被抢先布局以及原有市场份额被争夺，从而影响市场占有率和盈利能力的风险。（2）零售模式经营风险。公司经营采用的连锁零售模式存在着门店租金上涨、管理成本较高、信息传播和管理效率较低等自有风险；（3）渠道拓展风险。渠道快速拓展加大公司经营难度的风险。

目 录

1、 公司概述——全品类、多渠道定位国内中高端母婴市场 6
1.1、 公司概况：母婴零售的龙头企业 6
1.2、 商业模式介绍：直营为主，电商为辅发力母婴市场 7
1.3、 主营业务分析：主营业务突出，收入占比 93.47% 8
1.4、 股权结构：施琼、莫锐强、董勤存、戚继伟为实际控制人，合计持股 40.25% 9
1.5、 财务分析：量价齐升，门店扩张驱动业绩快速增长 10
2、 行业分析——母婴行业蓬勃发展，连锁渠道有望爆发红利 12
2.1、 母婴行业万亿市场，连锁店有望爆发红利 12
2.2、 母婴零售行业市场格局分散 16
2.3、 母婴零售线上线下融合，全渠道布局谋发展 17
3、 公司分析：母婴零售巨头，割据线下格局 19
3.1、 母婴产业老兵，成就品牌护城河 19
3.2、 线下门店优势不断强化 22
3.3、 内部高效运营效率是公司未来扩张的有力保障 24
3.4、 二十年团队经验打造最强母婴零售队伍 27
4、 盈利预测和投资评级 28
4.1、 爱婴室 2018-2020 年利润表分拆 28
4.2、 投资建议 30
5、 风险分析 31

图表目录

图 1：公司营业收入构成及变化 8
图 2：主营业务收入构成及变化（按产品类型分拆） 9
图 3：主营业务收入构成及变化（按业务模式分拆） 9
图 4：股权结构 10
图 5：营业收入和净利润变化情况 11
图 6：盈利能力变化趋势 11
图 7：直营门店不断扩张 11
图 8：平均单店收入持续增长 11
图 9：2017 年新老门店毛利率水平对比 11
图 10：三费费用率变化趋势 11
图 11：2018 年中国母婴行业市场规模将超 3 万亿 12
图 12：婴童市场规模占比较大 12
图 13：婴童产品中婴童服装和婴童食品为核心市场 12
图 14：婴童教育和娱乐休闲占婴童服务市场比例较大 12
图 15：线上交易活跃，但渗透率不高 13
图 16：母婴专卖连锁市场规模增速较快 13
图 17：预计 2018 年母婴专卖店占线下渠道比例最高 13
图 18：爱婴室成为华东地区的领头羊 16
图 19：西松屋在日本连锁店分布图 17
图 20：日本最大零售商西松屋门店数量 17
图 21：阿卡酱门店多开在大型商场 17
图 22：西松屋门店多开设于路边 17
图 23：2016 年母婴商品选择渠道调查结果 18
图 24：2016 年线下渠道商拓展线上渠道占比 18
图 25：2017 年选择线下原因调查结果 18
图 26：2017 年不选择线下消费原因调查结果 18
图 27：南通印象城店（面积最大门店，3888.44m2） 19
图 28：上海徐家汇路日月光店（380.13 m2） 19
图 29：公司主要销售乳制品品牌 20
图 30：公司主要销售纸制品、洗护品牌 20
图 31：公司主要销售棉纺类品牌 20
图 32：公司主要销售食品类品牌 20
图 33：公司主要销售玩具类品牌 20
图 34：公司主要销售车床类品牌 20
图 35：百度地图“爱婴室”布局（未剔除部分地区同名个体商铺） 21

图 36：爱婴室商城官网 22
图 37：爱婴室 APP 22
图 38：2012-2017 年公司全国门店总数及其增长率 23
图 39：2015-2017 年公司门店平均收入 23
图 40：公司上海、南通、福州门店数量（家） 23
图 41：公司上海、南通、福州门店平均销售收入（万元） 23
图 42：2017 年公司按商品及服务类别分各项主营业务收入（万元） 24
图 43：公司向直营门店进行商品配送的具体流程 25

表 1：参股控股子公司 6
表 2：2017 年公司前 5 大销售客户 6
表 3：2017 年公司前 5 大供应商 7
表 4：公司商业模式 8
表 5：母婴行业不同渠道对比：母婴专业连锁店种类多、专业型强 14
表 6：主要竞争对手概况 15
表 7：母婴连锁企业线上线下拓展销售平台 18
表 8：公司统一集中采购情况 24
表 9：公司配送中心 25
表 10：公司门店商品库存盘点管理模式 25
表 11：公司门店坪效与销售额 26
表 12：公司核心管理人员基本背景 27
表 13：爱婴室 2016-2020 年上海地区收入预测 29
表 14：爱婴室 2016-2020 年南通地区收入预测 29
表 15：爱婴室 2016-2020 年福州地区收入预测 29
表 16：爱婴室 2016-2020 年宁波地区收入预测 29
表 17：爱婴室 2016-2020 年其他地区收入预测 30
表 18：爱婴室 2016-2020 年销售收入预测 30
表 19：爱婴室 2016-2020 年销售费用率和管理费用率预测 30
表 20：爱婴室 2016-2020 年盈利预测 30

1、公司概述——全品类、多渠道定位国内中高端母婴市场

1.1、公司概况：母婴零售的龙头企业

爱婴室成立于 2005 年 8 月 22 日，通过深耕母婴行业 13 年，公司实力不断增强，于 2018 年 3 月 30 日在上交所上市。公司全品类、多渠道定位国内中高端母婴市场，为孕前至 6 岁婴幼儿的家庭提供一站式母婴用品采购及孕婴童健康服务，产品上涵盖奶粉类、食品类、棉纺类、用品类、玩具类和车床类等六大类，覆盖母婴家庭各阶段消费需求，形成优质丰富的产品矩阵；渠道上以直营门店为主，以电子商务为辅，采用多种渠道建设立足上海，辐射华东华南地区的区域性营销网络，广泛的线下渠道布局驱动公司未来快速发展。强大的渠道力及产品力助力公司成为华东地区的母婴零售龙头企业。

表 1：参股控股子公司

序号	参控公司	参控关系	直接持股比例（%）	注册地	注册资本(万元)	主营业务	2017 年总资产(万元)	2017 年净利润(万元)
1	上海亲蓓母婴用品有限公司	全资子公司	100	上海	5000	电子商务（不得从事金融业务），设计、制作、利用自有媒体发布广告，会务服务，展览展示服务等	19405.36	291.89

资料来源：爱婴室 2018 年《招股说明书》，光大证券研究所

2017 年，公司前五大客户分别为惠氏中国、菲仕兰食品贸易（上海）有限公司、 广州市合生元生物制品有限公司、 雅培贸易（上海）有限公司 、上海麦田天然食品销售有限公司。公司通过直营门店和电子商务等多渠道提供母婴商品和相关服务，终端客户群体主要为广大个人消费者，此外还与部分优质母婴品牌商建立长期稳定的合作关系，进一步扩大销售规模。线上线下相结合的销售策略较好地迎合了消费者品质专业、便捷舒适的购物需求，从而助力公司立足于渠道为王、决胜终端的母婴市场。

表 2：2017 年公司前 5 大销售客户

序号	客户名称	2017 年销售收入（万元）	YoY（%）	营收占比（%）	销售内容
1	惠氏中国	1475.69	-3.42	0.82	促销活动管理、推广展示、商品批发等
2	菲仕兰食品贸易（上海）有限公司	1398.78	-7.26	0.77	
3	广州市合生元生物制品有限公司	1066.89	——	0.59	
4	雅培贸易（上海）有限公司	1001.04	-29.98	0.55	
5	上海麦田天然食品销售有限公司	538.23	-62.87	0.30	
合计		5480.63	——	3.03	——

资料来源：爱婴室 2018 年《招股说明书》，光大证券研究所

2017 年，公司前五大供应商分别为惠氏中国、雅培贸易（上海）有限公司、纽迪希亚生命早期营养品管理（上海）有限公司、上海麦田天然食品销售有限公司、广州市合生元生物制品有限公司。经过多年发展，公司与国际、国内知名婴幼儿产品品牌商建立了长期良好的合作关系，主要供应商结构稳定。采购方式上以直接采购为主，间接采购为辅，有助于公司节省采购成本，获取更大的盈利空间。

表 3：2017 年公司前 5 大供应商

序号	供应商名称	2017 年采购支出（万元）	YoY（%）	采购支出占比（%）	采购内容	采购方式
1	惠氏中国	20330.75	5.74	13.88	配方奶粉	生产商直接采购
2	雅培贸易（上海）有限公司	14108.68	-10.05	9.63	配方奶粉、营养辅食	生产商直接采购
3	纽迪希亚生命早期营养品管理（上海）有限公司	9781.25	28.93	6.68	配方奶粉	生产商直接采购
4	上海麦田天然食品销售有限公司	8074.31	——	5.51	纸尿裤、湿巾	代理商间接采购
5	广州市合生元生物制品有限公司	7339.41	——	5.01	配方奶粉	生产商直接采购
合计		59634.40	——	40.71	——	——

资料来源：爱婴室 2018 年《招股说明书》，光大证券研究所

1.2、商业模式介绍：直营为主，电商为辅发力母婴市场

公司的商业模式以直营门店销售为主，以电子商务销售为辅，线上线下相结合全面渗透母婴市场。目前，国内母婴商品市场主要采用四种零售业态，包括商场/百货、超市/大卖场、实体专营店、互联网线上销售等，而公司主要采用直营门店和电子商务两大销售模式。其中，直营门店和电子商务的销售收入总体呈现 9:1 的格局，公司重点布局直营门店具备安全性高、体验性好的购物触点，支撑公司整体业绩稳健增长，同时通过电子商务渠道引流，充分发挥线上线下的协同效应，进一步推升直营门店和公司整体的经营业绩。

直营门店销售是指通过连锁门店直接销售，进而获取收入的销售模式。公司开设的门店均以直营方式组织销售，没有采用加盟店的业务模式，通过直接购销方式获取差价实现盈利，驱动公司业绩快速增长。受益于一站式购物、专业化服务、品牌信任度高等渠道优势，公司未来将继续以直营门店为主要销售模式，对各区域市场进行有效渗透。

电子商务平台销售是指客户通过浏览网站展示的商品下单订购，由公司负责配送进而实现收入的销售模式。公司电商销售模式主要分为自有电商平台销售和借助第三方电商平台销售，产品全部采用买断方式，进而赚取差价实现盈利。电子商务平台主要起到吸引客户到店消费，为直营门店引流、提升线下直营门店销售水平的作用，是支持门店销售的重要辅助手段。

表 4：公司商业模式

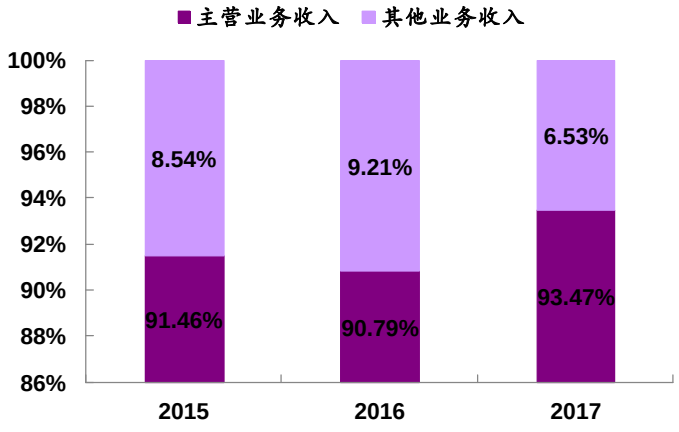
零售业态	实体/专营店	互联网线上销售
商业模式	直营门店销售	电子商务平台销售
主要产品	奶粉类、用品类、棉纺类、食品类、玩具类、车床类为主的一站式母婴商品	婴儿配方奶粉、纸尿裤等快消产品，以及婴儿玩具、车床、餐椅等大件物品
目标客户	中高端消费群体	大众消费群体
采购方式	直接买断	直接买断
销售方式	直接销售	自有电商平台销售；借助第三方电商平台销售
盈利方式	购销差价	购销差价
渠道优势	品类丰富、品牌众多，选择范围广；有专业的导购，满足消费者对一站式购物及专业性服务的需求；连锁经营有益于控制营运成本，并迅速建立起品牌效应，实现规模化成长。	快捷方便、节约时间成本，商家运营成本低。
渠道劣势	需要较大的营业面积，在大城市的经营成本较高；选址不慎将影响到客流量进而影响业绩；通常采取“大城市内多开店，小城市开大店”的策略。	缺乏实体店的购物体验，大多消费者倾向于选择公司官网及天猫、京东商城等第三方平台以确保品质。

资料来源：爱婴室 2018 年《招股说明书》，光大证券研究所

1.3、主营业务分析：主营业务突出，收入占比 93.47%

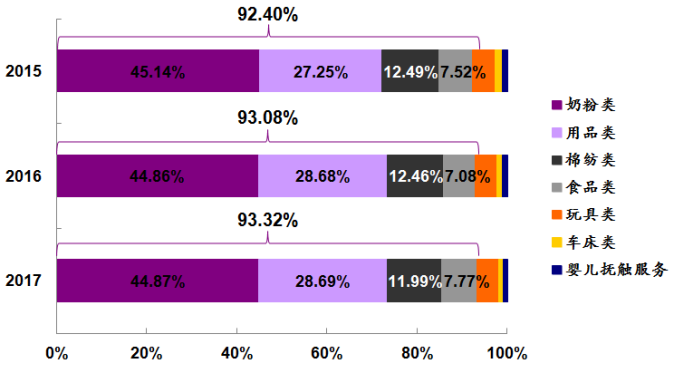
2017 年，公司主营业务收入为 16.90 亿元（YoY+ 17.43%），收入占比 93.47%（+2.68pcts），主营业务十分突出。按产品类别分拆，公司主营业务收入主要来自奶粉类、用品类、棉纺类、食品类等四大商品的销售，2015-2017 年，上述四类商品销售收入合计分别为 11.73/13.39/15.77 亿元，销售收入占比分别为 92.40%/93.08%/93.32%；按业务模式分拆，公司主营业务收入主要来自门店销售，2015-2017 年，公司门店销售收入分别为 12.22/13.99/16.41 亿元，销售收入占比分别为 96.26%/97.23%/97.12%。

图 1：公司营业收入构成及变化



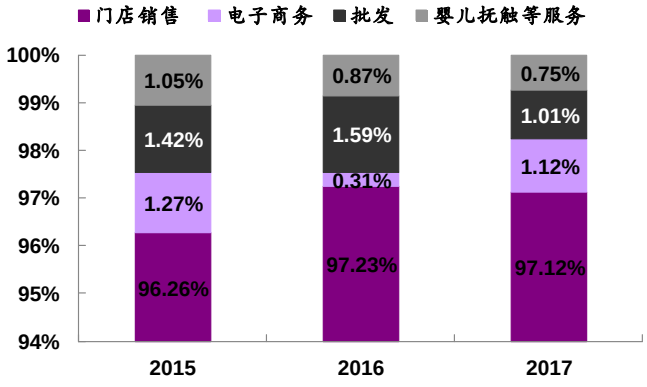
资料来源：爱婴室 2018 年《招股说明书》，光大证券研究所

图 2：主营业务收入构成及变化（按产品类型分析）



资料来源：爱婴室 2018 年《招股说明书》，光大证券研究所

图 3：主营业务收入构成及变化（按业务模式分析）



资料来源：爱婴室 2018 年《招股说明书》，光大证券研究所

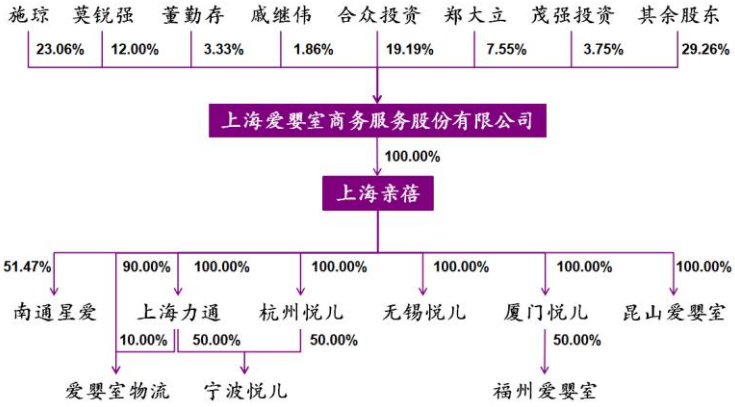
1.4、股权结构：施琼、莫锐强、董勤存、戚继伟为实际控制人，合计持股 40.25%

公司由自然人股东施琼、莫锐强、董勤存、戚继伟共同控制，2018Q1 合计直接持有公司 40.25%的股权。上述四人分别直接持有公司 23.06%、12.00%、3.33%、1.86%的股权，其中施琼担任公司董事长和总裁，莫锐强和戚继伟担任副总裁，董勤存担任战略投资总监。2011 年 10 月 27 日，四人签订《一致行动人协议》成为公司的共同实际控制人。

施琼先生，1970 年 7 月 26 日出生于上海，中国国籍，无境外永久居留权，1992 年毕业于上海水产大学食品工程专业。1992 年加入中国旺旺控股有限公司，从事旺旺食品在上海地区的销售工作；1996 年离开旺旺公司，自行创业；1998 年建立上海悦婴婴幼儿用品有限公司，开始了婴幼儿产品销售事业，同时开创了国内母婴产品目录订购行业的先例；2002 年公司逐步发展壮大，在杭州、宁波、苏州、南京等地建立分公司，同样采用目录订购形式，同年创建了公司官方订购网站；2005 年在预见到目录订购形式终将没落的形势下转变公司战略，开始开设门店，逐步将母婴一站式购物门店拓展到全国 7 个城市，拥有超过 130 个网点；至 2014 年爱婴室成为中国华东地区最具影响力的母婴连锁机构。

莫锐强先生，1968 年 10 月 31 日出生，中国国籍，无境外永久居留权。2000 年 1 月至 2005 年 7 月担任上海悦婴采购总监；2005 年 8 月起先后担任汇购信息、爱婴室副总裁；2011 年 10 月至今担任上海爱婴室商务服务股份有限公司董事、副总裁；现任上海爱婴室商务服务股份有限公司董事、副总裁、茂强投资执行事务合伙人。

图 4：股权结构



资料来源：爱婴室 2018 年《招股说明书》爱婴室 2018 年一季报，光大证券研究所

1.5、财务分析：量价齐升，门店扩张驱动业绩快速增长

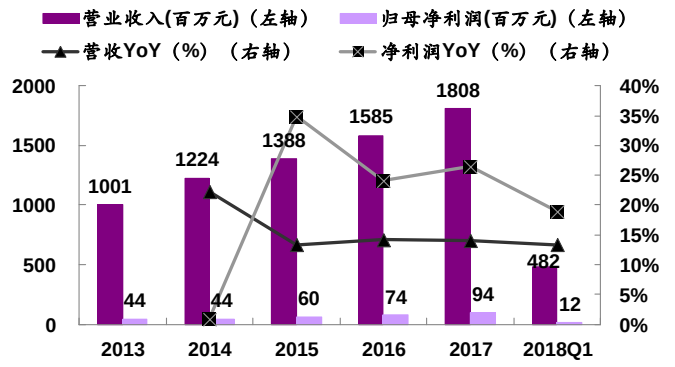
根据公司 2018 年第一季度报告，2018 年 Q1 实现营业收入 4.82 亿元（YoY+13.39%）；营业利润 1958.91 万元（YoY+25.89%）；归母净利润 1213.03 万元（YoY+18.92%）。报告期内，公司经营业绩延续增长态势，营收规模持续增长，盈利能力逐渐增强。

门店数量持续扩张叠加单店平均收入增长，驱动公司整体经营业绩不断提升。2015-2017 年公司营业收入的 CAGR 为 30.24%，归母净利润的 CAGR 为 56.96%，公司业绩实现快速增长，这主要由于两个方面的原因：（1）2015-2017 年公司积极布局直营门店使得销售网络快速拓展，2015-2017 年公司的直营门店数量分别为 159/179/189 家，同比增长 10.42%/12.58%/5.59%，门店营业面积分别为 7.61/9.11/11.10 万平方米，同比增长 13.59%/19.61%/21.86%，公司经营网络覆盖率持续攀升直接带动营收规模快速增长；（2）伴随公司门店运营逐步成熟，以及品牌推广成效初显，单店平均收入逐渐增长，2016-2017 年公司平均单店收入分别为 870.18/937.45 万元，同比增长 2.19%/7.73%，单店平均收入水平稳步提高助力公司经营业绩不断提升。

盈利能力持续提升，经营质量优质。2017 年公司毛利率净利率双升趋势延续，收入结构持续优化以及采购成本稳步下降，带动盈利能力再创新高，公司综合毛利率达 28.41%（+1.71pcts），净利率达 5.78%（+0.64pcts）。直营门店是公司毛利率最高的业务模式，2015-2017 年，公司直营门店的主营业务毛利率分别为 19.70%/20.31%/24.35%呈上升趋势，这主要是因为公司积极开设高毛利的商场店，同时减少低毛利的沿街店，优化了门店收入结构以及提高了门店盈利水平，2015-2017 年公司新开门店的综合毛利率水平分别为 28.57%/29.31%/29.75%，高于当年已开门店的综合毛利率 26.11%/26.93%/28.74%；2015-2017 年，公司直营门店的销售收入占比分别为 96.26%/97.23%/97.12%，直营门店盈利水平逐年提升加上收入占比高位运行，直接带动公司综合盈利能力逐渐增强。此外，较高的市场地位及规模优势使得公司议价能力逐年增强，采购成本持续下降，进一步提升了公司的盈利能力。

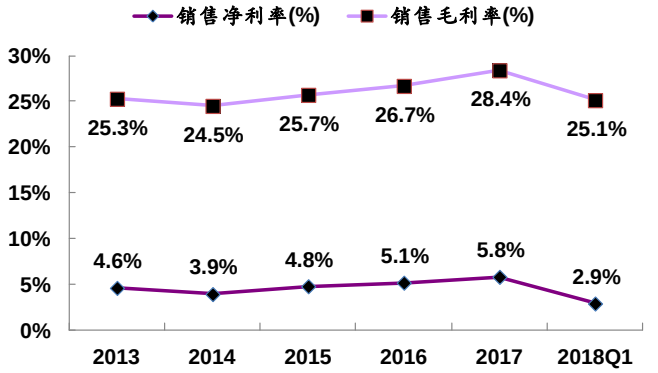
期间费用率维持稳定，规模效益凸显。2017 年公司的销售费用率为 16.99%（YoY+1.01pcts），管理费用率为 3.51%（+0.02pcts），财务费用率为 0.31%（YoY-0.05 pcts），整体费用率基本维持稳定。销售费用率和管理费用率有所提升主要是由于公司积极拓展直营门店，提高营销网络覆盖率。截至 2017 年末，公司已有直营门店 189 家，其中，上海、南通、福州分别有 75/43/28 家，三座城市门店数量合计占比达 77.25%，相对集中的营销网络有助于公司持续加强成本控制力度，规模效益逐渐显现，进而提高公司的核心竞争力。

图 5：营业收入和净利润变化情况



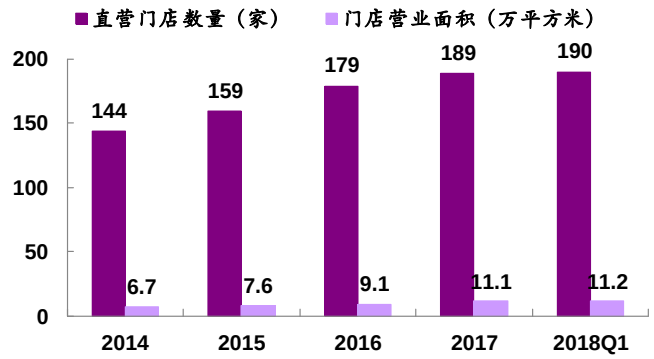
资料来源：爱婴室 2018 年《招股说明书》，爱婴室 2018 年一季报 ，光大证券研究所

图 6：盈利能力变化趋势



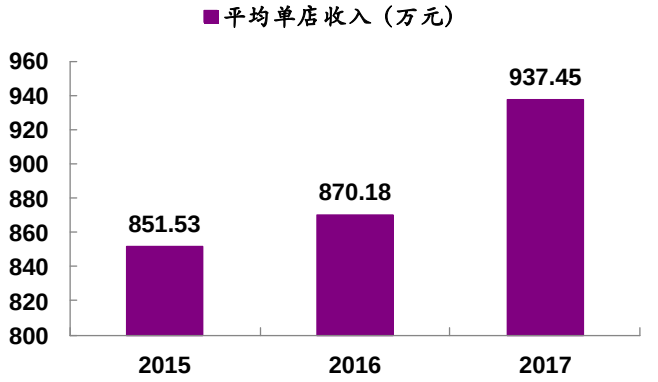
资料来源：爱婴室 2018 年《招股说明书》，爱婴室 2018 年一季报 ，光大证券研究所

图 7：直营门店不断扩张



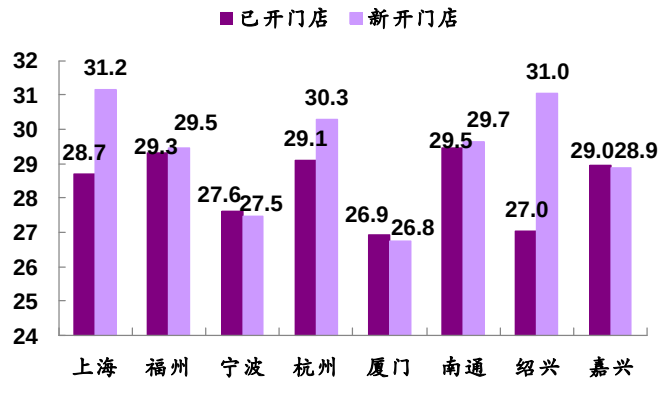
资料来源：爱婴室 2018 年《招股说明书》，光大证券研究所

图 8：平均单店收入持续增长



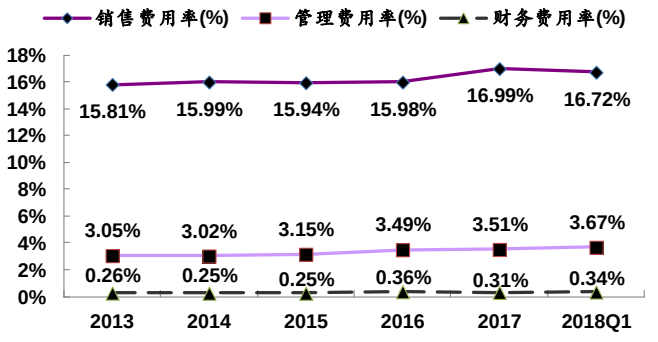
资料来源：爱婴室 2018 年《招股说明书》，光大证券研究所

图 9：2017 年新老门店毛利率水平对比



资料来源：爱婴室 2018 年《招股说明书》，光大证券研究所

图 10：三费费用率变化趋势



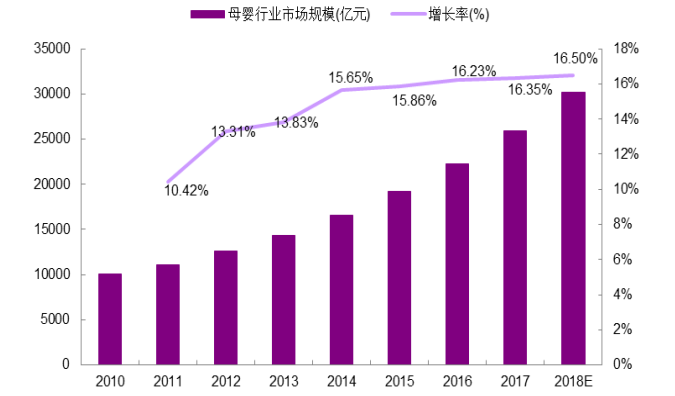
资料来源：爱婴室 2018 年《招股说明书》，光大证券研究所

2、行业分析——母婴行业蓬勃发展，连锁渠道有望爆发红利

2.1、母婴行业万亿市场，连锁店有望爆发红利

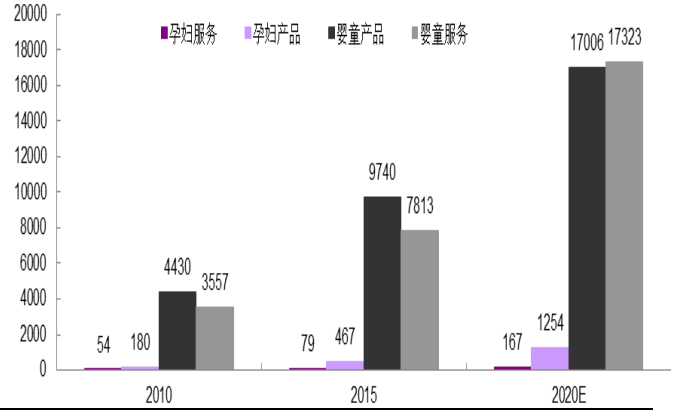
母婴行业继续扩容，婴童市场规模占比较大。(1)人口继续放量和人均消费的提升都将带给母婴行业整体巨大的扩容空间。母婴市场规模从 2010 年的 10043 亿元增长至 2016 年的 22276 亿元，年均复合增长率为 12.05%，我们预计在 2018 年母婴行业规模将超过 3 万亿，年复合增长率维持在 12%以上。(2)从母婴行业细分结构来看，婴童市场规模相较于母亲市场具有更大的消费空间。2015 年婴童产品和婴童服务市场分别达到 9740 亿元和 7813 亿元，占比 54%和 43%。其中，在婴童产品方面，婴童服装和婴童食品占婴童产品市场的比例分别为 34%和 38%；在婴童服务方面，婴童教育、婴童娱乐休闲占婴童服务市场的比例分别为 34%和 23%。

图 11：2018 年中国母婴行业市场规模将超 3 万亿



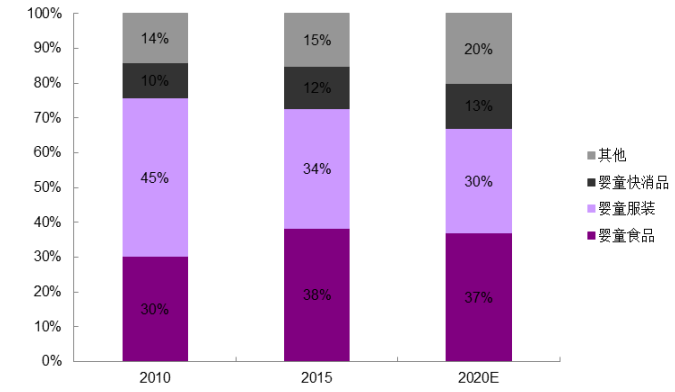
资料来源：儿童产业研究中心，光大证券研究所

图 12：婴童市场规模占比较大



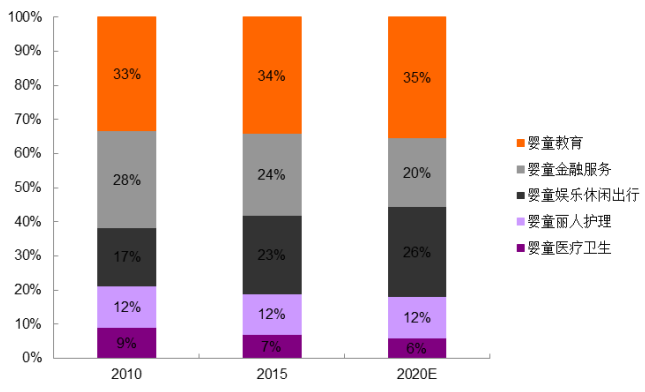
资料来源：中国婴童网，光大证券研究所

图 13：婴童产品中婴童服装和婴童食品为核心市场



资料来源：中国婴童网，光大证券研究所

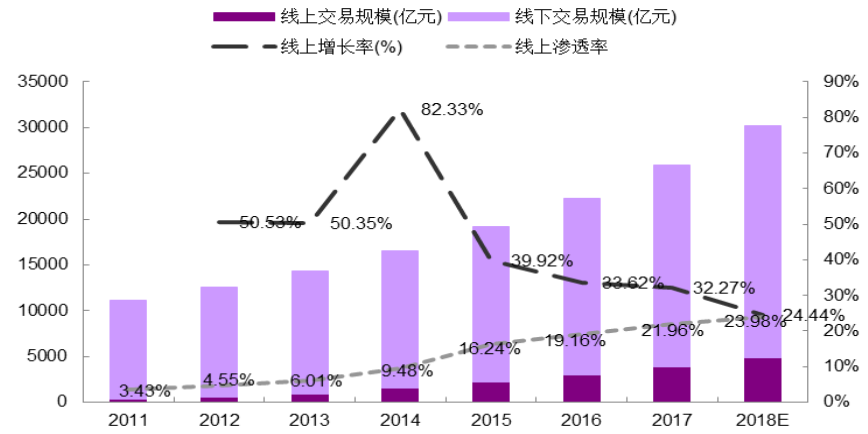
图 14：婴童教育和娱乐休闲占婴童服务市场比例较大



资料来源：中国婴童网，光大证券研究所

线上交易活跃，但渗透率不高。过去 5 年母婴网购市场的交易规模一直在增长，且增长率高于线下母婴渠道的增长率；然而母婴线上渗透率虽然在不断提高，却仍然低于化妆品、3C 等其他产品。我国 2017 年底线上渠道交易规模为 3920 亿元，同比增长率为 32.27%，渗透率为 21.96%。预计未来线上交易规模将继续维持逐年增长，但增速放缓。因此虽然我国母婴线上渠道的发展程度还有进一步拓展的空间，但是未来一段时间内仍以线下渠道为主。

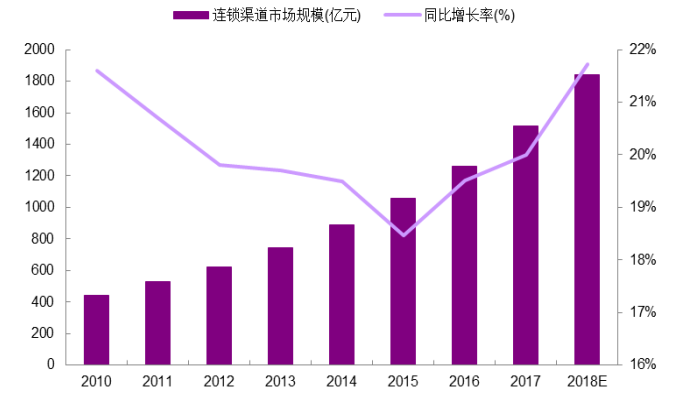
图 15：线上交易活跃，但渗透率不高



资料来源：Analysys，光大证券研究所

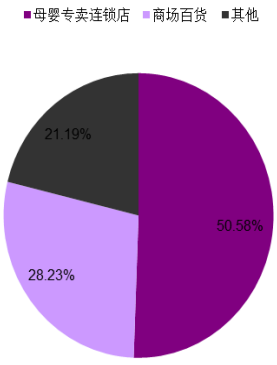
母婴连锁店渠道优势明显，有望逐步侵蚀超市和百货的线下市场份额。母婴行业中，消费者重视服务质量和专业化指导，母婴连锁店渠道提供一站式、专业综合的零售服务，具备品类齐全、品牌信任度高、专业服务能力强等优点已经逐步替代传统的商超渠道。母婴连锁店市场规模从 2010 年的 439.8 亿元预计增长至 2018 年的 1843 亿元，复合增长率达 19.61%，且同比增长率均维持在 20%左右，未来有望进一步侵蚀传统商超百货市场份额。根据艾瑞咨询预测，到 2018 年母婴连锁专卖店份额占线下渠道的比例将达 51%，超过其他所有线下渠道总和。

图 16：母婴专卖连锁市场规模增速较快



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

图 17：预计 2018 年母婴专卖店占线下渠道比例最高



资料来源：艾瑞咨询预测，光大证券研究所

表 5：母婴行业不同渠道对比：母婴专业连锁店种类多、专业型强

线下渠道	经营产品	销售方式	渠道优势	渠道劣势	产品定位
超市	经营婴幼儿奶粉、辅食、纸尿片、洗护用品等快消品，少量喂哺用具及婴幼儿服装等。	主要以货架陈列和端架陈列为主，产品根据分类不同陈列不同位置，陈列面积较小，品牌优势不凸显。	依托卖场及超市的较大的客流量，适合大众中低端产品的销售	需进场费用，经营成本较高，适宜单品销量大的商品，不适于品类繁多，单体销售量不突出的用具类产品；品类有限，用具类规格也较少。	中低端，缺乏个性化产品
百货	经营毛利率较高的婴幼儿棉纺产品、玩具、车床等耐用消费品及孕妇功能性服装等，产品种类较少。	主要以专营柜或代销的形式为主	购物环境较好，通常品牌知名度较高，具有广告效应，依托商场较高的客流量确保销售业绩	经营费用较高，通常商场有扣点，仅适宜于销售毛利率较高的商品	中高端
专业连锁店	主要有两种，一是一站式母婴商品集成店，经营包括奶粉类、食品类、棉纺品到用品类的全线母婴商品，有些兼提供婴幼儿游泳、抚触等服务；二是单一经营奶粉类、食品类、服饰类、用具类等某一类母婴商品或兼营其中某两类。	自有渠道，根据品类，以合柜和专柜的形式销售，各类产品的品牌和品种都较多。	需要较大的营业面积，在大城市的经营成本较高，选址不慎将影响到客流量进而影响业绩；通常采取“大城市内多开店，小城市开大店”的策略。	产品品类丰富、品牌多，选择范围广，有专业的导购，满足消费者对一站式购物及专业性服务的需求；连锁经营有益于控制营运成本，并迅速建立起品牌效应，实现规模化成长。	灵活，部分定位于中低端，部分定位于中高端。

资料来源：爱婴室首次公开发行股票招股说明书，光大证券研究所

连锁母婴市场区域性的竞争较强。母婴专卖连锁店大致可分为三种类型：（1）单店超过 5,000 平米，除了提供母婴产品外，还提供游乐场、儿童游泳等母婴服务；（2）连锁门店 100 家以上、全国知名的母婴连锁店，如爱婴室、乐友中国、爱婴岛等；（3）门店在 7-100 家，在局部区域有影响力的母婴连锁店。以孩子王为代表的第一类母婴连锁店，对运营模式进行了创新和拓展，提供产品和多样化母婴教育娱乐服务等一站式经营模式；以爱婴室、乐友、爱婴岛和贝贝熊等为第二类代表，在不同的区域领域中深耕细作。除此之外，爱婴岛、乐友等企业创立了自主品牌。

表 6：主要竞争对手概况

公司名称	品牌特征	门店数量	覆盖区域	门店面积	销售方式
孩子王	孩子王以妈妈们的需求为导向，主要提供准妈妈及 0-14 岁孩子的玩具、食品、用品、服装以及婴儿游泳、儿童游乐、早教、摄影、才艺培训、产后恢复等提供一站式服务	全国 214 家直营门店	主要扩展区域遍布江苏、上海、安徽、浙江、重庆、四川、湖北、山东等全国 16 个省，78 个城市，主要覆盖二、三线城市。	单店面积平均 3500 平米	线上+线下：连锁门店、直购手册及电子商务
爱婴室	爱婴室为 0-6 岁婴幼儿家庭提供优质的母婴产品和服务的专业公司，经营产品涵盖了婴幼儿奶制品、纸尿裤、喂哺用品、玩具、婴童服饰等几十大类，销售产品数量逾万种	全国 202 家直营门店（截至 2018 年第二季度）	总部设在上海，并在无锡、南通、宁波、杭州、厦门、福州、嘉兴、绍兴和舟山开设了近 180 家直营门店，主要辐射江浙沪及福建等华东地区。	单店面积 400-2000 不等	电子商务+门店销售
乐友中国	乐友孕婴童销售的商品包括童装、孕装、玩具、车床椅、奶粉、食品、喂养用品、洗护用品、纸尿裤等共 16 大类，3 万余种单品。与之合作的供应商超过 530 多家，遍布全球 21 个国家。	全国 500 多家直直营和加盟门店	总部位于北京，拓展城市天津、沈阳、西安、咸阳、青岛、潍坊、成都、绵阳、石家庄、济南、武汉等 30 个城市，主要覆盖华北地区。	单店面积 60 平米以上	直营/加盟+电子商务+直购手册
丽家宝贝	丽家宝贝主营奶粉、辅食、保健品、纸尿裤、车、床、椅、宝宝日常用品、宝宝服饰、寝具、玩具、居家用品、图书音像纪念品和妈妈日常用品共 14 大类。	全国 101 家直营门店	总部位于北京，拓展城市天津、河北、湖北等地，主要覆盖京津冀三省。	单店面积不少于 1000 平方米	直营/加盟（直营为主）+电子商务+直购手册
优家宝贝	优家宝贝主要销售孕妇、0-16 岁宝宝的产品和服务，产品囊括了国内外母婴产品品牌，近万款单品，提供“哺乳调乳系列”、“日常用品系列”、“棉织用品系列”、“婴童服装系列”、“婴童内衣系列”、“寝具睡袋系列”、“精致礼盒系列”、“婴童车床系列”等十六大类产品。	全国 2600 余家门店，大多为加盟形式	总部位于上海，主要覆盖三、四线城市。	单店面积不少于 1000 平方米	直营/加盟+电子商务
爱婴岛	爱婴岛儿童百货连锁机构主营孕婴、儿童用品零售业务，为妈妈和宝宝提供各种优质的食品、生活用品、玩具和服装等。是一家拥有数百个知名品牌和数万种单品、购物环境优异的一站式购物商场。	全国 1200 余家直营和加盟门店，大多为加盟店形式（截至 2017 年 12 月 31 日）	总部位于珠海，主要拓展城市为广州、苏州、无锡、南京等 30 余个城市。主要覆盖华南、华中地区。	单店面积 80-300 平米	直营/加盟+电子商务
贝贝熊	贝贝熊专注 0-3 岁儿童并且为 0-6 岁儿童提供中高端产品和专业服务。主营童装、童鞋、孕装、床品、奶粉、营辅、尿裤、洗护、玩具、车床椅、家居用品、婴儿用品、孕妇用品等十余个大类，数百个品牌，上万种商品，并拥有众多国际、国内著名婴童用品的销售权。	全国 230 多家直营门店	总部设在长沙，扩展城市：湖南、湖北、江苏、江西、四川、山东、广东、上海、重庆等 20 多个城市。主要覆盖中部地区。	单店面积小于 1000 平方米	直营门店+电子商务

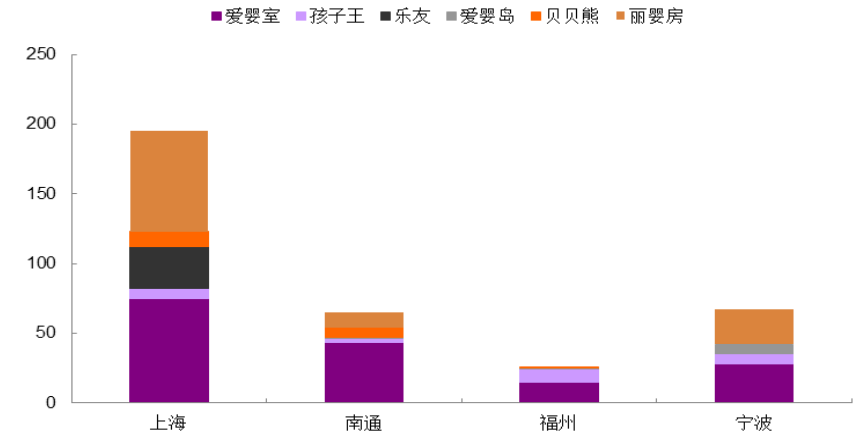
资料来源：孩子王、爱婴室、乐友中国、爱婴岛等公司公告、招股说明书，光大证券研究所

2.2、母婴零售行业市场格局分散

母婴零售行业目前市场格局较为分散，尚未出现全国性的连锁龙头企业。据不完全统计初具规模的连锁母婴零售企业已有 87 家，排名前 5 的连锁品牌直营和加盟店共有 2300 余家，其中包括孩子王、爱婴室、爱婴岛、乐友和贝贝熊，这些企业年营业额都在十亿规模以上，但与母婴连锁市场容量相比，整体营收占比仅仅为 6.39%。而目前已有区域龙头崛起，如爱婴室、乐友中国、爱婴岛和贝贝熊分别占据我国华东、华北、华南和华中地区的母婴市场；孩子王则主要覆盖全国二、三线城市母婴市场。以爱婴室为例，其经营半径主要为江浙沪和福建，其中上海、南通、宁波、福州门店的数量分别为 75、43、15 和 28，四座城市门店数占公司整体比为 85%。

人才专业性、扩张成本高和区域供应链的排他性成为母婴市场尚未出现全国性扩张品牌的三大主要原因。1）母婴产品销售的区域分割制度和人才瓶颈使得跨区域连锁经营存在一定难度；2）暂且先不论最终是否盈利或盈利水平高低，投入连锁店所需资金可多可少，只需覆盖门店租赁及装修、专业的员工等方面即可成立母婴连锁店。对于现有市场参与者来说，业务扩张需要耗费较多人力、物力及财力，新开门店则需要较长时间的培育期。3）母婴行业依赖当地供应链渠道，零售终端需要与上游的区域经销商或代理商进行合作，具有地区排他性。

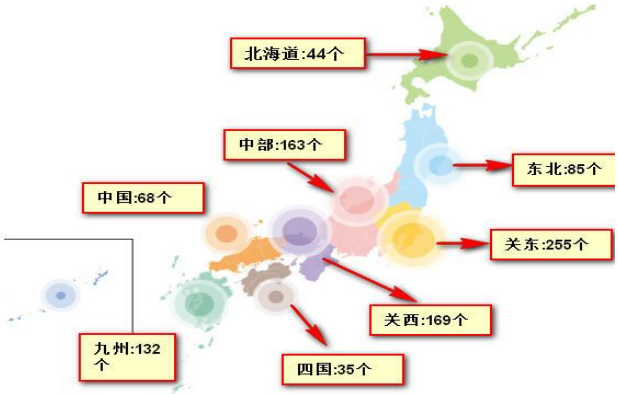
图 18：各品牌门店数量分布：爱婴室成为华东地区的领头羊



资料来源：公司官网，光大证券研究所

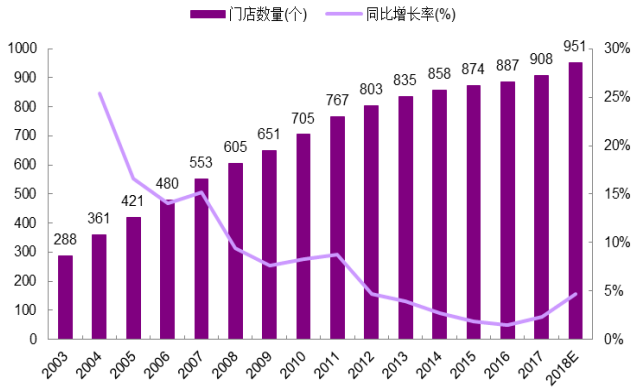
海外市场零售格局仍较分散。以日本市场为例，西松屋(NISHIMATSUYA)和阿卡酱（Akachan Honpo）为日本前两大母婴连锁零售商。西松屋定位于中低端客户群，门店以经济发达区域为经营辐射中心，选址多为交通干线、社区 30 分钟通勤圈以内；阿卡酱定位于中高端客户，门店选址多开设于市中心的商场内，单店面积多在 2000 平米左右，面积相对西松屋较大。2018 财年西松屋和阿卡酱的营收分别达到 1373 亿和 1046 亿日元，分别拥有 951 家门店和 112 家门店，营收在日本超过 2 万亿母婴用品市场中份额分别占 6%和 5%。

图 19：西松屋在日本连锁店分布图



资料来源：公司官网 ，光大证券研究所

图 20：日本最大零售商西松屋门店数量



资料来源：公司官网 ，光大证券研究所

图 21：阿卡酱门店多开在大型商场

资料来源：公司官网 ，光大证券研究所

图 22：西松屋门店多开设于路边

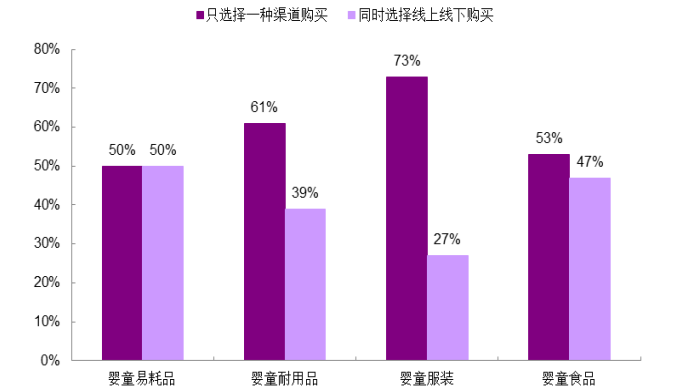
资料来源：海淘族官网 ，光大证券研究所

2.3、母婴零售线上线下融合，全渠道布局谋发展

母婴用户群体主要为“80”、“90”后，传统线下渠道以及纯粹的电商都难以满足消费者的需求，线上线下零售以及内容平台相结合成为母婴市场发展的新方向。对消费者而言，罗兰贝格调查显示有 50%以上消费者会选择线上线下结合的购买方式。在消费行为中，选择线下渠道因素中“专业导购”从 2016 年的排名第 6 上升至 2017 年的第 3 名；商品种类单一及国际品牌少等线下渠道不利因素对消费者影响也较 2016 年均有不同程度的减少；除此之外，母婴行业中消费者“重质轻价”的行为，使得母婴商品的销售及相关服务的提供依赖于线下实体门店的经营载体。线上的价格优势和实体店的布局不合理吸引消费者线上消费。

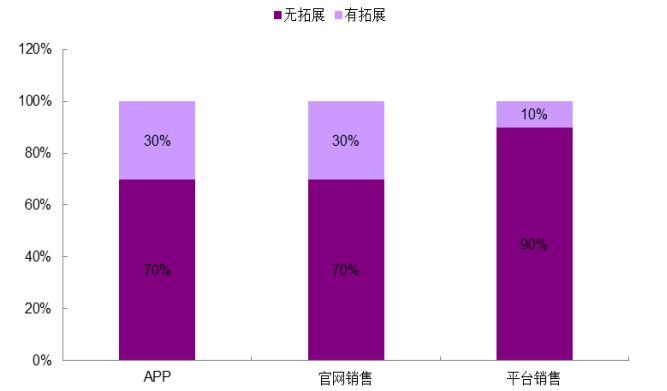
对企业而言，大多数的线下渠道商开始布局线上，实现全渠道发展。罗兰贝格调查显示，70%以上的线下渠道商已经开始通过不同方式拓展线上渠道。比如线下企业孩子王已建立了移动端 APP、微信商城、PC 端官方商城等线上渠道，实现了会员管理、存货控制、物流配送及运营一体化的全渠道运营。企业可以通过建立门店树立品牌形象、提供优质服务、提升消费者的感知价值，从而吸引新消费者；利用线下形成起来的品牌形象带动线上渠道，从而巩固老客户的粘度。未来母婴产品的生产、销售、物流、支付等各个环节有望深度重构，形成以大数据为核心、线上线下深度融合的母婴“新零售”业态。

图 23：2016 年母婴商品选择渠道调查结果



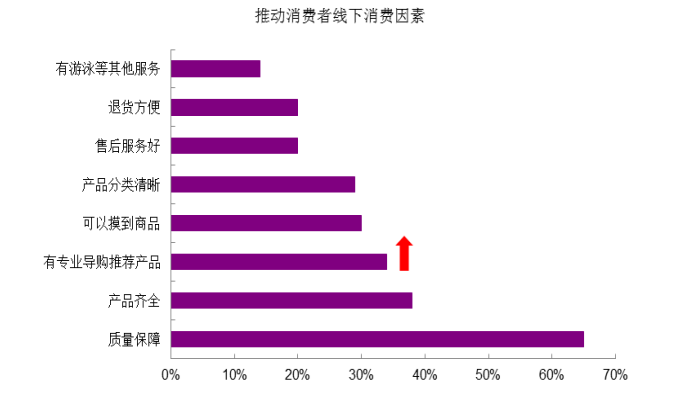
资料来源：罗兰贝格，光大证券研究所

图 24：2016 年线下渠道商拓展线上渠道占比



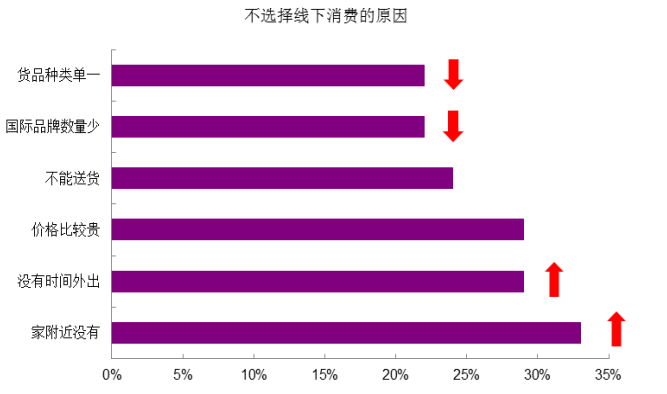
资料来源：罗兰贝格，光大证券研究所

图 25：2017 年选择线下原因调查结果



资料来源：CBME：2017 中国孕婴童消费市场调查报告，光大证券研究所

图 26：2017 年不选择线下消费原因调查结果



资料来源：CBME：2017 中国孕婴童消费市场调查报告，光大证券研究所

表 7：母婴连锁企业线上线下拓展销售平台

名称	成立时间	内容
爱婴室	2005 年	公司除了在各地的直营门店销售商品，还拥有公司自有电商，包括 PC 端购物平台（爱婴室网上商城）、移动端购物平台（爱婴室 APP）以及微信平台（爱婴室公众号）等网络平台，除此之外通过在第三方电商平台“天猫商城”开设“爱婴室母婴旗舰店”实现销售。形成线下为主，线上为辅的销售模式。
孩子王	2009 年	孩子王已建立了移动端 APP、微信商城、PC 端官方商城等线上渠道，实现了会员管理、存货控制、物流配送及运营一体化的全渠道运营。
乐友	1999 年	乐友为第一个做母婴垂直电商的企业，2014 年正式开展加盟业务拓展线下婴童版图，选择扩张门店，开放严谨加盟，与大型地方龙头商超、百货业态、大健康业态等合作伙伴进行合作，丰富全渠道的入口，现已在全国拥有 500 多家门店，实行“四位一体”的销售模式：“APP+网上商城+电商平台+连锁店”。
萌娃宝贝	2009 年	萌娃宝贝在 2015 年成功开通线上服务，成为年访问量达 8000 万的母婴电商品牌。2018 年初，萌娃宝贝全面升级线下店铺，全方位开展新零售的探索，萌娃宝贝 app，萌娃云平台，萌娃宝贝官网等线上渠道可以为门店锁定精准用户群，通过大数据以及消费者标签，针对潜在消费者进行精准推送和开发，同时在线下门店通过扫描二维码等方式随时下单随时提货，形成了线上线下的真正融合。

资料来源：公司官网整理，光大证券研究所

3、公司分析：母婴零售巨头，割据线下格局

3.1、母婴产业老兵，成就品牌护城河

由于消费者对母婴产品更高的安全性要求及品质性需求，母婴市场消费人群对品牌的认可度通常高于其他日常消费品。一方面，良好的品牌是产品质量与服务质量的保证；另一方面，品牌一旦树立也会使得消费者的消费选择更加忠诚，对他人的品牌传播意愿也进一步提升。相比于其他“网红类”品牌、“快消类”爆款，母婴品牌的铸造更需要时间的沉淀、产品的检验、渠道的拓展、口碑的积累，一旦品牌形成，将会成为竞争壁垒。

深耕母婴产业十余载，成就华东第一母婴零售品牌。公司 2005 年开始涉足母婴零售行业，通过线下门店快速扩张，已经成为一家全面覆盖母婴产品与服务的综合零售商。截至 2018Q2，公司已经在上海、南通、福州、厦门、杭州、宁波、绍兴、无锡、嘉兴和舟山等城市共开设了 202 家门店，销售产品为涵盖婴幼儿乳制品、纸尿裤、喂哺用品、棉纺品、玩具、婴儿服饰、洗护用品、车床用品等几大类，商品数量超过上万种。公司通过门店的快速拓展、产品的全面覆盖、经验的时间沉淀，逐渐成为家喻户晓的华东母婴零售第一品牌。

图 27：南通印象城店（面积最大门店，3888.44m2）

资料来源：公司官网，光大证券研究所

图 28：上海徐家汇路日月光店（380.13 m2）

资料来源：公司官网，光大证券研究所

“好地方买好产品，好产品好地方卖”。国内外知名母婴品牌厂商入场，强强联合进一步提升公司渠道品牌力。公司在经营上的中高端定位，店内绝大多数商品均为知名品牌产品，这在一定程度上使消费者对公司门店产生了良好的视觉感受和品牌印象。公司在乳制品、母婴用品、棉纺类产品、母婴食品、玩具、车床等多个品类分别进驻众多知名母婴品牌商。（1）乳制品：惠氏、美赞臣、合生元、贝因美、雀巢等知名乳制品品牌；（2）母婴用品（纸制品、洗护）：花王、妈咪宝贝、贝亲、康贝等知名母婴用品品牌；（3）棉纺类：迪士尼、家好月圆、基诺浦等知名棉纺类品牌；（4）母婴食品：益力健、喜宝、嘉宝等知名母婴食品品牌；（5）玩具：皇室、乐高、THOMAS&FRIENDS 等知名儿童玩具品牌；（6）车床：康贝、酷豆丁、威凯等知名儿童车、儿童床品牌等。

图 29：公司主要销售乳制品品牌

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

图 30：公司主要销售纸制品、洗护品牌

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

图 31：公司主要销售棉纺类品牌

资料来源：公司招股说明书 ，光大证券研究所

图 32：公司主要销售食品类品牌

资料来源：公司招股说明书 ，光大证券研究所

图 33：公司主要销售玩具类品牌

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

图 34：公司主要销售车床类品牌

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

集中布局与多渠道协同，强化品牌联动效应。国内较多的母婴线下零售商采用广泛布局，多点开花的扩张策略，先拓宽布局再深入埋点，如孩子王近两百家直营门店分布于全国近百座城市。该类策略的优势在于可以实现快速布局，覆盖的市场半径更大，劣势在于门店密度较低，品牌联动效应削弱。与之不同的是，爱婴室采用先做深再做宽的扩张策略，集中攻破华东市场的上海、江苏、浙江、福建四地市场，其中 2017 年末上海、南通、福州、宁波等城市直营门店分别达到 75、43、28、15 家。一方面，江浙沪地区为母婴消费的重磅地带，高密度的门店布局可以进一步锁定江浙沪母婴市场更多的消费机会，另一方面高密度的门店分布本身具备自传播的品牌属性，提升对单一消费者的品牌曝光频率，强化品牌记忆从而提升消费者对爱婴室品牌的信任度与接受度。而除了门店布局以外，公司在爱婴室网上商城、爱婴室 APP、爱婴室微信公众号、天猫第三方平台等线上渠道的多渠道打通也进一步实现线上线下的渠道联动，全方位锁定消费者对爱婴室品牌的消费认可。

图 35：百度地图“爱婴室”布局（未剔除部分地区同名个体商铺）

资料来源：百度地图，光大证券研究所

图 36：爱婴室商城官网

资料来源：爱婴室官网，光大证券研究所

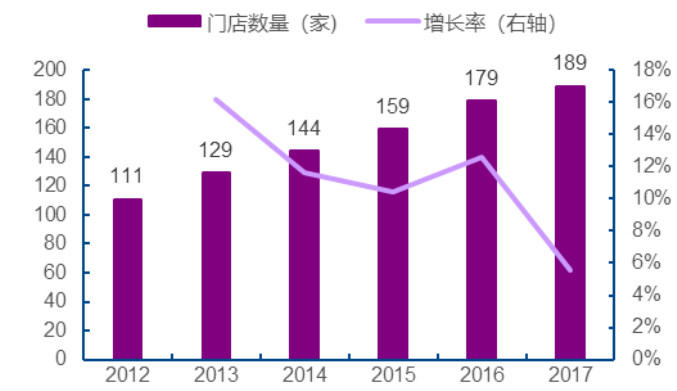
图 37：爱婴室 APP

资料来源：爱婴室 APP ，光大证券研究所

3.2、线下门店优势不断强化

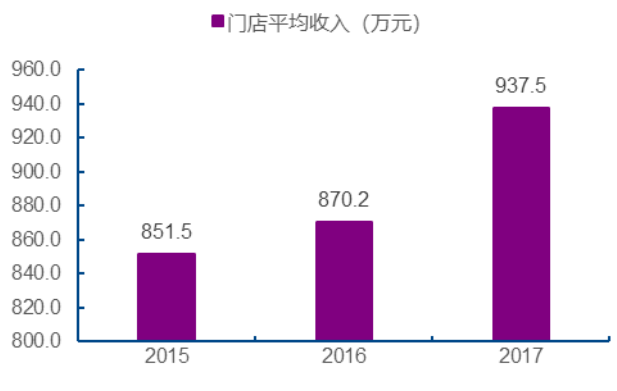
公司连锁门店数量与门店平均收入均持续增长，区域优势明显。门店作为母婴产品销售的主要渠道，亦是公司主营收入的主要来源，公司不断强化其在线下门店方面的优势。具体表现在：**（1）公司连锁门店数量不断上升并积极合理化门店布局。**公司 2015/2016/2017 年新增门店 27 家、37 家、33 家，关闭门店 12、17、23 家，公司绝大多数门店关闭原因是公司进行战略调整，将门店转移至消费者更加集中的一体化商场或广场，总体上，公司门店数量持续增长。**（2）公司平均门店收入亦呈现出快速增长趋势。**在公司门店快速增长的 同时，公司门店平均收入亦从 2015 年的 851.5 万元上升至 2017 年的 937.5 万元，年均复合增长率 4.9%。**（3）公司在华东地区具有明显的渠道优势。**2015-2017 年，公司在上海的门店数量分别为 64、72、75 家，占公司门店总数的 40.25%、40.22%、39.68%，上海门店 2017 年平均收入已突破 1300 万元，显著高于其他地区，渠道优势明显。**（4）公司计划在重点城市增加直营门店 130 家，门店资源优势将不断加强。**根据公司招股说明书的披露，公开发行募集资金将投入于 130 家门店建设，进一步提高公司在核心区域的市场占有率，促进销售收入和净利润的增长。**同时，公司在新建门店时运用大数据提高门店绩效。**公司与腾讯合作研究智慧零售，通过对大数据的运用，决定新建门店的位置及门店所提供产品的结构。

图 38：2012-2017 年公司全国门店总数及其增长率



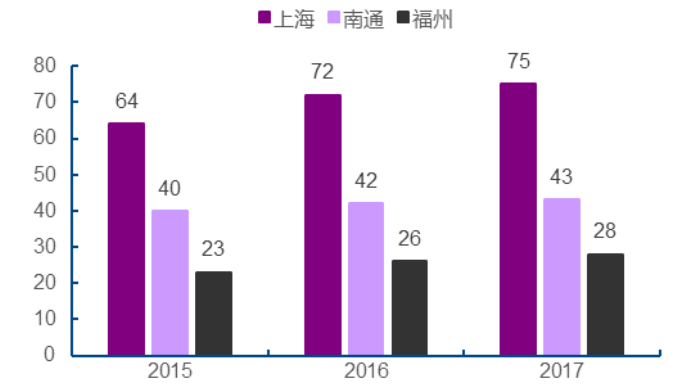
资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

图 39：2015-2017 年公司门店平均收入



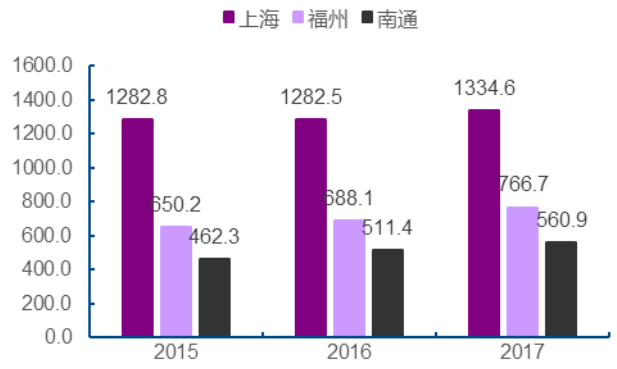
资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

图 40：公司上海、南通、福州门店数量（家）



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

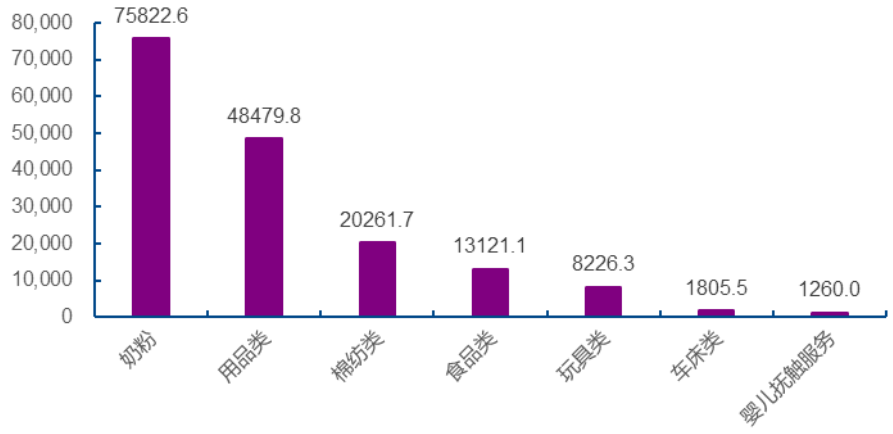
图 41：公司上海、南通、福州门店平均销售收入（万元）



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

消费结构转型在望，公司门店资源想象力丰富。（1）婴儿娱教用品占比的上升将使门店重要性凸显。随着育儿知识的不断普及，未来新生儿家长群体的消费观念或将发生改变，母婴商品消费结构或将发生改变，婴儿娱教用品占比或将上升。目前，公司业务收入主要来源为日常用品与食品，根据公司 2017 年年报，公司目前业务收入结构中，奶粉、用品、棉纺、食品、玩具占主营业务收入的比分别为 44.87%、28.69%、11.99%、7.77%和 4.87%。婴儿娱教用品不同于吃、穿、用等满足基本需求的商品，消费者对于消费体验将更加注重，线下实体门店将有助于进一步提升消费者体验。**(2)线下门店为公司在未来形成母婴生态圈提供可能性。**随着母婴商品的竞争不断加剧，公司或可基于线下门店形成母婴产品生态圈，进一步维持公司竞争力，包括通过并购或者合作，通过线下实体店为消费者提供月嫂、月子餐和早教服务等。

图 42：2017 年公司按商品及服务类别分各项主营业务收入（万元）



资料来源：公司年报，光大证券研究所

3.3、内部高效运营效率是公司未来扩张的有力保障

成熟的中台信息管理系统与适配的内部运营模式保障公司从采购、运输、仓储到销售等环节的顺畅与高效。（1）凭借公司多年累积的经验及资源，公司建成庞大的管理信息系统，能够对母婴商品零售市场现有及潜在的消费者及其消费行为进行分析及预测，并以此为依据制定公司的发展计划及营销策略。（2）同时公司采用专业的中台信息管理系统对采购、销售、物流及财务进行统一数据化管理与联动，保证了供应链及后台管理的效率，也有效控制了运营成本。

供应高效：总部集中采购为主，区域采购补充，保证采购环节及时高效。公司对商品的采购实行总部统一集中采购和区域采购相结合的方式，并以总部统一集中采购为主。2017 年公司 85%左右的销售商品通过子公司上海亲蓓向供应商统一集中采购，然后统一配送给各地子公司管理的直营门店实现终端销售。公司目前销售的大部分商品均采用统一集中采购及配送，仅福州、南通地区少量商品由福州爱婴室和南通星爱根据区域销售情况及需求进行采购。公司将爱婴室物流作为统一采购平台负责门店商品统采，当前上海亲蓓仅负责向合作厂商采购自有品牌的 OEM 商品并销售给爱婴室物流，再由爱婴室物流统一销售、配送给各地子公司管理的直营门店。

表 8：公司统一集中采购情况

项目	2017 年度	2016 年度	2015 年度
统一集中采购商品金额（万元）	124,035.28	116,499.28	98,740.58
统采占当期商品采购总额的比例（%）	84.68	85.06	85.80

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

物流高效：业内第一家自建物流基地的零售商，配送和直送模式保障货物到门店的运输速度更快成本更低。2016 年公司物流仓储中心建成运营，成为行业内第一个自建物流基地的零售公司；公司销售的商品主要采用配送和直送两种方式送达门店。其中配送模式中供应商将商品送到公司自有的配送中心，再由配送中心采用自有和第三方物流结合方式，统一配送到门店，是公司向门店发货的主要方式。公司配送模式一方面能够保障送货及时性，

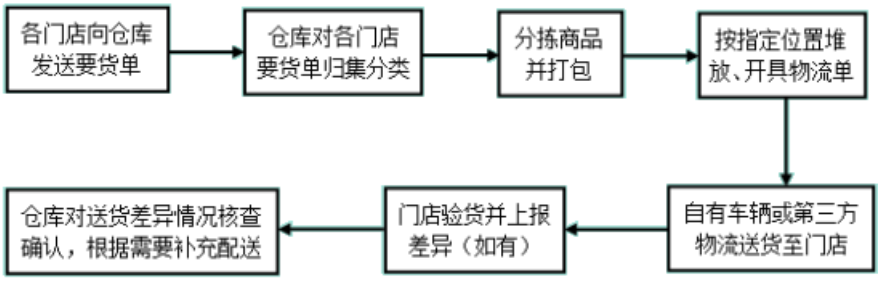
另一方面当门店距离供应商较远，供应商无法送货时配送可有效发挥作用，最后一方面借助公司门店区域集中特征，批量配送时有利于降低配送成本，提升物流效率。**直送模式中供应商按公司物流中心指令将商品直接送达具体门店。**由于销售渠道的区域限制，某些商品只能通过当地供应商进货，这些供应商一般有自己的车辆为当地的客户送货；供应商送货至公司当地的门店较通过配送中心送货更为便利，成本更低。

表 9：公司配送中心

项目	建筑面积	配送区域
嘉善物流配送中心	33,840.30m2	上海、浙江、江苏、福建
福州仓库	3,993m2	福州市所属门店
南通仓库	2,500m2	南通市所属门店

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

图 43：公司向直营门店进行商品配送的具体流程



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

库存管理高效：订货管理与门店库存管理的有序运作保障终端货物的及时供应，同时降低库存管理成本。（1）订货管理方面，公司建立了自动补货系统，对纳入自动补货系统管理的供应商，当商品库存量低于（商品安全库存量+日均出库量*供应商供货周期）时，系统将自动提示进行补货。同时，公司设有专门的补货员对近期销售量较大的商品进行特别跟踪，保证为销售提供及时、充足的库存.（2）门店库存管理方面，公司通过货架商品库存及时补充、货架商品质量保证、商品的有序排放、商品库存盘点管理等多重手段提升门店商品库存效率。

表 10：公司门店商品库存盘点管理模式

盘点形式	盘点时间	盘点商品
日盘	每天一次（上午完成）	按照公司规定单品盘点（重要商品）
周盘	每周一次（周二到周四任意一天）	纸尿裤和大件商品
月盘	每月一次	按照公司规定盘点品类
全盘	每 2 个月一次	全品项

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

新增门店选址高效：多年的选址经验与完备的选址体系保障公司扩张布局顺利落地。公司选择新店地址主要考量以下几点内容：（1）公司门店需开设于城市中高档社区购物中心或综合购物中心内；（2）选择优质商业地产开发商及经营团队；（3）将商铺设置在儿童区域，可以使未来各商铺之间得到互动增长；（4）公司在选择新店地址时也会考虑该门店的预计收入

水平是否可以与租金水平相平衡，将售租比率控制在合理范围内。**公司在一个商圈通常只开设一家门店，以防范新设门店与现有门店之间的竞争冲突，优质区域可考虑开设超过一家门店，并在门店风格实际上选取不同主题，以形成互补、互助的营销优势。**

销售高效：更大的坪效与更高的单店销售额。公司 2017 年整体平均坪效约为 1.5 万元/平米，其中上海、福州、宁波杭州坪效均超过平均坪效，分别为 2.19/1.94/1.68/1.67 万元/平米；单门店日均销售额方面，超过 2 万元的城市集中在上海、宁波、嘉兴、杭州、厦门，分别为 3.46/2.48/2.43/2.27/2.10 万元。从竞争对手孩子王最新的公开数据来看，孩子王 2016 年末门店数量达到 174 家，单店面积平均为 3500 平方米，平均坪效为 7315 元/平米。爱婴室对门店核心商圈的有效选址以及对门店面积的中型控制使得门店保持着更优的盈利效率，单店盈利的目标达成成为未来快速模式复制的有力根基。

表 11：公司门店坪效与销售额

	年坪效（万元/平米）			单门店日均销售额（万元）		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
上海	2.11	2.36	2.19	3.63	3.92	3.46
南通	1.60	1.44	0.91	1.53	1.5	1.45
厦门	1.46	1.48	0.78	1.65	1.85	2.1
嘉兴	1.28	0.60	0.77	1.63	2.35	2.43
宁波	1.68	1.66	1.68	2.29	2.37	2.48
无锡	1.44	0.76	0.76	2.23	1.35	1.22
杭州	1.49	1.70	1.67	1.99	2.21	2.27
福州	2.44	2.32	1.94	2.08	2.14	1.97
绍兴	2.27	0.72	0.64	2.33	1.97	1.41
舟山		1.01	0.52		1.81	1.67

资料来源：招股说明书，光大证券研究所

3.4、二十年团队经验打造最强母婴零售队伍

扎根母婴零售二十年，打造最具经验的母婴零售团队。由于母婴商品连锁零售市场有着特定的消费群体，其消费方式及行为特征都区别于一般零售业，因此经营母婴商品零售企业需要具备一定的专业性及行业经验。公司主要管理团队多年来在母婴商品零售市场开展业务的从业经历、对市场及消费者的认知和了解程度以及经营经验心得，为公司的稳健发展奠定了良好的基础。

完善的人才培养及业务管理体系进一步强化公司团队优势。(1)在营销团队方面，公司的营销团队具有来自品牌商、媒体、网上社区及其他专业机构的各类人员，既有丰富的母婴行业相关经验，又具备品牌推广、营销创新及电子商务营运的能力， 能够实现公司的精确营销，确保公司业务的不断增长。**(2)在线下拓展团队方面，**公司在进行区域性门店扩张过程中，充分考虑了区域市场及消费者的特点，在执行公司统一的门店管理模式下，吸纳了当地的行业人才进行区域性门店的管理。连锁经营门店的“标准化”+“本土化”，支撑公司短时期内能够培训形成当地的门店管理团队，大幅降低了人员成本使公司能够跨区域稳健扩张，既提升消费者的消费体验，又提升公司的品牌影响力。

表 12：公司核心管理人员基本背景

姓名	职位	工作背景
施琼	董事长	1998 年 7 月至 2005 年 7 月担任上海悦婴总裁；2005 年 8 月起历任汇购信息、爱婴室有限董事长、总裁；2011 年 10 月至今担任爱婴室董事长、总裁。现任爱婴室董事长、总裁、敏信投资执行事务合伙人。
莫锐强	董事	2000 年 1 月至 2005 年 7 月担任上海悦婴采购总监；2005 年 8 月起先后担任汇购信息、爱婴室有限副总裁；2011 年 10 月至今爱婴室董事、副总裁。现任爱婴室董事、副总裁、茂强投资执行事务合伙人。
戚继伟	董事	1988 年 9 月至 1996 年 3 月担任上海通用药业有限公司会计；1996 年 4 月起先后担任英特儿营养乳品有限公司上海地区大客户主管、大客户经理及全国大客户经理；2004 年 10 月至 2005 年 10 月担任上海悦婴业务总监；2005 年 11 月起先后担任汇购信息、爱婴室有限副总裁；2011 年 10 月至今爱婴室董事、副总裁。现任爱婴室董事、副总裁、宝劲投资执行事务合伙人。
刘盛	董事	2004 年 8 月至 2006 年 8 月担任毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计员；2007 年 1 月至 2013 年 3 月担任 CathayCapitalPrivateEquity 投资总监；2013 年 5 月至今担任上海合众道远股权投资管理有限公司高级副总裁。2016 年 9 月起担任爱婴室董事。
高岷	董事会秘书，副总裁	2002 年 5 月至 2005 年 7 月担任上海悦婴直销业务经理；2005 年 8 月起先后担任汇购信息、爱婴室有限人事部经理、市场部经理、资财部总监、副总裁。2011 年 10 月至今担任爱婴室副总裁、董事会秘书。
王云	副总裁	1996 年 7 月至 2003 年 8 月担任上海市曲阳医院临床医师；2003 年 9 月至 2006 年 7 月先后担任上海悦婴、汇购信息采购部经理；2006 年 8 月至 2012 年 3 月先后担任汇购信息、爱婴室有限及爱婴室商品部总监；2012 年 3 月至今担任爱婴室副总裁。
陈颖	副总裁	2002 年 9 月至 2004 年 1 月担任上海悦婴文案；2004 年 2 月至 2006 年 9 月先后担任上海悦婴、汇购信息市场部经理；2006 年 10 月至 2011 年 10 月先后担任汇购信息、爱婴室有限营运部经理、营运部副总监；2011 年 10 月至今担任爱婴室副总裁。
乐人军	财务总监	1988 年 7 月至 2002 年 3 月担任新路达华联吉买盛财务部部长；2002 年 3 月至 2003 年 1 月担任上海顶顶鲜超市有限公司营运部总监助理；2003 年 1 月至 2004 年 2 月担任上海均瑶集团航空货运公司财务经理；2004 年 3 月起先后担任上海悦婴、汇购信息、爱婴室有限财务经理、财务总监；2011 年 10 月起担任爱婴室财务总监。

资料来源：招股说明书整理 ，光大证券研究所

4、盈利预测和投资评级

4.1、爱婴室 2018-2020 年利润表分析

爱婴室 2016-2020 年业务收入分析。我们预计 2018-2020 年，爱婴室的销售收入分别为 21.31/25.81/31.64 亿元。同时，由于公司战略中心仍在上海、南通、福州等华东地区，相对集中的营销网络有助于公司持续加强成本控制，我们预计公司 2018-2020 年管理费用率和销售费用率将维持稳定。

1、上海地区：（1）上海是公司的总部和战略布局中心，公司深耕母婴行业 13 年，已在上海占据较大的市场份额和享有较高的品牌知名度，直营门店覆盖率高且运营成熟，区域性优势显现支撑公司盈利稳定增长；（2）2018 年，公司募集资金 2.37 亿元用于“母婴产品营销网络建设”，进一步提高营销网络覆盖率和直营门店布局，公司计划三年内在上海地区新建 40 家直营门店，考虑到扩张节奏有序进行，我们预计公司 2018-2020 年上海地区的门店数量分别为 87/100/115 家；（3）经营规模持续扩大叠加渠道结构持续优化，有助于单店平均收入稳步提升，我们预计公司 2018-2020 年上海地区的单店日均销售额分别为 3.50/3.60/3.70 万元。我们预计爱婴室 2018-2020 年上海地区年收入分别为 11.15/13.09/15.53 亿元。

2、江苏地区：（1）江苏省位于长三角经济带，毗邻上海，进军江苏有助于巩固公司在华东区域母婴市场的领导地位，通过优化江苏省的直营渠道布局能够为公司市场竞争力的增强提供保障；（2）南通和无锡是公司在江苏省的重要战略据点，根据公司业务发展计划和募资使用规划，未来三年公司将在无锡新增 13 家直营门店，同时维持南通地区的直营门店数量不变，我们预计公司 2018-2020 年无锡地区的门店数量分别为 6/10/15 家，而南通地区门店数量维持不变均为 43 家；（3）区域性经济优势逐渐显现驱动单店平均收入稳步提升，我们预计公司 2018-2020 年无锡地区的单店日均销售额分别为 1.40/1.50/1.60 万元，而南通地区单店日均销售额维持不变均为 1.50 万元。我们预计爱婴室 2018-2020 年无锡地区年收入分别为 0.31/0.55/0.88 亿元，而南通地区年收入维持不变均为 2.35 亿元。

3、福建地区：（1）福建属于东南沿海经济发达区，通过加码福建省的布局力度有助于公司充分享受沿海经济快速发展的红利，同时福建省业务的毛利率较高，通过加大福建省收入占比有助于提升公司整体盈利能力；（2）公司在福建省的发展计划是立足福州，进军厦门，进而扩大福建省市占率，2018 年公司募集资金用于“母婴产品营销网络建设”，计划三年内在厦门新建 15 家直营门店，考虑到拓展计划稳步推进，我们预计公司 2018-2020 年厦门地区的门店数量分别为 13/17/23 家，而福州地区门店数量维持不变均为 28 家；（3）市场规模持续扩大叠加品牌效应逐渐凸显，使得单店平均收入稳步提升，我们预计公司 2018-2020 年厦门地区的单店日均销售额分别为 2.20/2.30/2.40 万元，而福州地区单店日均销售额维持不变均为 2.06 万元。我们预计爱婴室 2018-2020 年厦门地区年收入分别为 1.01/1.45/2.01 亿元，而福州地区年收入维持不变均为 2.11 亿元。

4、浙江地区：（1）浙江省位于中国东南沿海长三角南翼，东临东海，南接福建，北与上海、江苏接壤，通过提高浙江省营销网络覆盖率有助于公司提

高在华东区域母婴市场的知名度和影响力；（2）2018 年，公司募集资金 2.37 亿元用于“母婴产品营销网络建设”，积极拓展浙江省直营渠道建设，公司计划三年内在宁波、杭州、嘉兴分别新建 24/16/12 家直营门店，同时维持绍兴和舟山的布局力度不变；（3）考虑到宁波、杭州、嘉兴作为公司未来战略布局重点，通过加大投入和建设力度，公司在这些地区的市场规模和品牌效应将逐渐提高，进而带动单店平均收入逐步增加。我们预计爱婴室 2018-2020 年宁波地区年收入分别为 2.03/2.72/3.63 亿元，杭州地区年收入分别为 0.83/1.35/1.99 亿元，嘉兴地区年收入分别为 0.87/1.22/1.68 亿元。

表 13：爱婴室 2016-2020 年上海地区收入预测

地区 1:上海	2016	2017	2018E	2019E	2020E
上海地区门店数量（家）	72	75	87	100	115
增长率	12.50%	4.17%	16.41%	14.10%	15.44%
上海单店日均收入（万元）	3.92	3.46	3.5	3.6	3.7
增长率	7.99%	-11.73%	1.16%	2.86%	2.78%
上海地区销售收入（百万元）	923.50	1000.95	1115.36	1308.95	1553.08
增长率	12.49%	8.39%	11.43%	17.36%	18.65%

资料来源：公司公告、光大证券研究所预测

表 14：爱婴室 2016-2020 年南通地区收入预测

地区 2:南通	2016	2017	2018E	2019E	2020E
南通地区门店数量（家）	42	43	43	43	43
增长率	5.00%	2.38%	0.00%	0.00%	0.00%
南通单店日均收入（万元）	1.5	1.45	1.5	1.5	1.5
增长率	-1.96%	-3.33%	3.45%	0.00%	0.00%
南通地区销售收入（百万元）	214.80	241.19	235.43	235.43	235.43
增长率	16.16%	12.28%	-2.39%	0.00%	0.00%

资料来源：公司公告、光大证券研究所预测

表 15：爱婴室 2016-2020 年福州地区收入预测

地区 3:福州	2016	2017	2018E	2019E	2020E
福州地区门店数量（家）	26	28	28	28	28
增长率	13.04%	7.69%	0.00%	0.00%	0.00%
福州单店日均收入（万元）	2.14	1.97	2.06	2.06	2.06
增长率	2.88%	-7.94%	4.57%	0.00%	0.00%
福州地区销售收入（百万元）	178.91	214.67	210.53	210.53	210.53
增长率	19.63%	19.99%	-1.93%	0.00%	0.00%

资料来源：公司公告、光大证券研究所预测

表 16：爱婴室 2016-2020 年宁波地区收入预测

地区 4:宁波	2016	2017	2018E	2019E	2020E
宁波地区门店数量（家）	16	15	22	30	39
增长率	23.08%	-6.25%	49.23%	32.99%	31.01%
宁波单店日均收入（万元）	2.37	2.48	2.49	2.5	2.55
增长率	3.49%	4.64%	0.40%	0.40%	2.00%
宁波地区销售收入（百万元）	114.23	135.10	203.44	271.64	362.99
增长率	36.86%	18.27%	50.59%	33.52%	33.63%

资料来源：公司公告、光大证券研究所预测

表 17：爱婴室 2016-2020 年其他地区收入预测

地区 5:其他	2016	2017	2018E	2019E	2020E
其他地区销售收入（百万元）	153.52	215.95	366.37	554.01	801.76
增长率	2.92%	40.66%	69.66%	51.22%	44.72%

资料来源：公司公告、光大证券研究所预测

表 18：爱婴室 2016-2020 年销售收入预测

销售收入合计（百万元）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
上海地区	923.50	1000.95	1115.36	1308.95	1553.08
南通地区	214.80	241.19	235.43	235.43	235.43
福州地区	178.91	214.67	210.53	210.53	210.53
宁波地区	114.23	135.10	203.44	271.64	362.99
其他地区	153.52	215.95	366.37	554.01	801.76
合计	1584.96	1807.85	2131.13	2580.56	3163.78
增长率	14.18%	14.06%	17.88%	21.09%	22.60%

资料来源：公司公告、 光大证券研究所预测

表 19：爱婴室 2016-2020 年销售费用率和管理费用率预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售费用率	15.98%	16.99%	16.85%	16.85%	16.85%
管理费用率	3.49%	3.51%	3.50%	3.50%	3.50%

资料来源：公司公告、光大证券研究所预测

爱婴室盈利预测。充分考虑爱婴室各地区发展趋势，我们经财务模型测算得出爱婴室 2018-2020 年销售收入为 21.31/25.81/31.64 亿元，2018-2020 年归母净利润为 1.14/1.43/1.81 亿元。按目前 1.00 亿股本计算的 2018-2020 年的 EPS 为 1.14/1.43/1.81 元。

表 20：爱婴室 2016-2020 年盈利预测

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	1,584.96	1,807.85	2,131.13	2,580.56	3,163.78
营业收入增长率	14.18%	14.06%	17.88%	21.09%	22.60%
净利润（百万元）	73.99	93.58	113.52	142.94	181.13
净利润增长率	24.10%	26.47%	21.32%	25.91%	26.72%
EPS（元）	0.74	0.94	1.14	1.43	1.81
ROE（归属母公司)（摊薄）	24.55%	25.02%	12.84%	13.92%	14.99%

资料来源：公司公告、光大证券研究所预测

4.2、投资建议

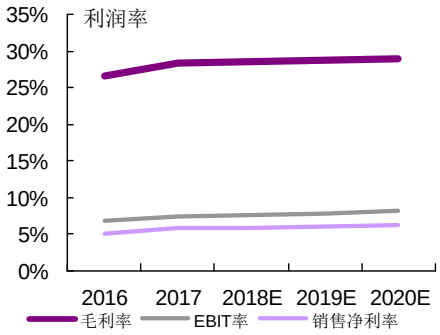
投资建议。母婴行业增长超预期，我们上调爱婴室 2018-2020 年归母净利润为 1.14/1.43/1.81 亿元，对应 2018-2020 年的 EPS 为 1.14/1.43/1.81 元。考虑到爱婴室作为母婴零售的龙头企业，具备较高的收入增速和净利润增速，随着公司加速外拓步伐和规模效益的显现，公司有望于 2018-2020 年延续业绩的快速增长。维持“增持”评级。

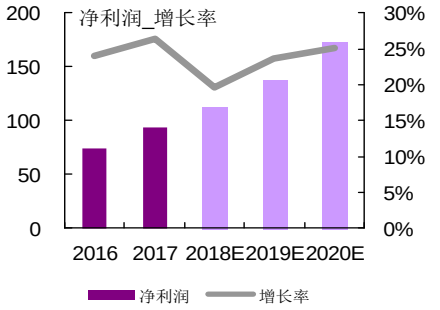
5、风险分析

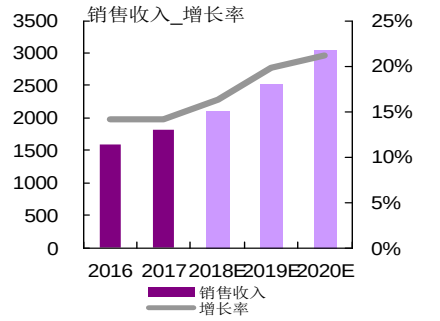
市场竞争加剧风险。目前国内母婴行业竞争比较激烈，多种业态并行发展，加上外资零售企业入局加速市场竞争强度，公司面临着目标市场被抢先布局以及原有市场份额被争夺，从而影响市场占有率和盈利能力的风险。

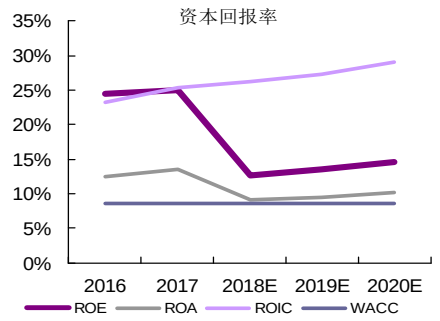
零售模式经营风险。公司经营采用的连锁零售模式存在着门店租金上涨、管理成本较高、信息传播和管理效率较低等自有风险，同时电子商务网络销售快速发展对其造成较大的冲击，进而加大连锁零售模式的经营风险。

渠道拓展风险。公司加速销售渠道外拓布局，跨区域运作存在较大的经营风险，加上随着公司市场规模的扩大，管理难度也将相应地大幅增加，后续存在渠道快速拓展加大公司经营难度的风险。









利润表（百万元）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	**1,585**	**1,808**	**2,131**	**2,581**	**3,164**
营业成本	1,162	1,294	1,524	1,839	2,246
折旧和摊销	24	32	14	21	29
营业税费	8	7	11	13	16
销售费用	253	307	359	435	533
管理费用	55	63	75	90	111
财务费用	6	6	-1	-2	-3
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	1	2	1	1	1
营业利润	**102**	**141**	**165**	**207**	**262**
利润总额	**107**	**139**	**165**	**207**	**262**
少数股东损益	8	11	10	12	15
归属母公司净利润	**74**	**94**	**114**	**143**	**181**

资产负债表（百万元）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
总资产	**657**	**770**	**1,353**	**1,594**	**1,900**
流动资产	513	613	1,170	1,378	1,655
货币资金	75	116	596	691	820
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	10	9	10	12	15
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	6	8	6	8	9
存货	346	369	454	549	671
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	74	71	89	109	124
无形资产	21	20	21	23	24
总负债	**328**	**359**	**422**	**507**	**618**
无息负债	328	359	422	507	618
有息负债	0	0	0	0	0
股东权益	**328**	**411**	**931**	**1,086**	**1,282**
股本	75	75	100	100	100
公积金	38	44	442	457	466
未分配利润	189	255	342	470	642
少数股东权益	27	37	47	59	74

现金流量表（百万元）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	**121**	**108**	**123**	**139**	**177**
净利润	74	94	114	143	181
折旧摊销	24	32	14	21	29
净营运资金增加	-43	41	33	55	72
其他	66	-59	-38	-80	-105
投资活动产生现金流	**-7**	**-31**	**-41**	**-46**	**-51**
净资本支出	-38	-34	-42	-47	-52
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	31	2	1	1	1
融资活动现金流	**-46**	**-35**	**397**	**2**	**3**
股本变化	0	0	25	0	0
债务净变化	-30	0	0	0	0
无息负债变化	60	30	64	85	110
净现金流	**67**	**42**	**479**	**95**	**129**

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

关键指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力（%YoY）					
收入增长率	14.18%	14.06%	17.88%	21.09%	22.60%
净利润增长率	24.10%	26.47%	21.32%	25.05%	26.75%
EBITDA 增长率	25.91%	28.46%	5.41%	26.28%	27.57%
EBIT 增长率	26.04%	27.21%	19.99%	24.32%	26.50%
估值指标					
PE	76	60	50	39	31
PB	19	15	6	5	5
EV/EBITDA	33	26	30	23	18
EV/EBIT	40	32	32	26	20
EV/NOPLAT	53	42	43	34	27
EV/Sales	3	2	2	2	2
EV/IC	12	11	11	9	8
盈利能力（%）					
毛利率	26.70%	28.41%	28.50%	28.75%	29.00%
EBITDA 率	8.24%	9.28%	8.30%	8.70%	9.06%
EBIT 率	6.73%	7.51%	7.64%	7.89%	8.14%
税前净利润率	6.76%	7.70%	7.73%	8.01%	8.27%
税后净利润率（归属母公司）	4.67%	5.18%	5.33%	5.54%	5.73%
ROA	12.41%	13.59%	9.13%	9.72%	10.32%
ROE（归属母公司）（摊薄）	24.55%	25.02%	12.84%	13.92%	14.99%
经营性 ROIC	23.28%	25.29%	26.36%	27.77%	29.63%
偿债能力					
流动比率	1.56	1.71	2.77	2.72	2.68
速动比率	0.51	0.68	1.69	1.63	1.59
归属母公司权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.74	0.94	1.14	1.43	1.81
每股红利	0.00	0.15	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	1.21	1.08	1.23	1.39	1.77
每股自由现金流(FCFF)	1.11	0.59	0.61	0.71	0.98
每股净资产	3.01	3.74	8.84	10.27	12.08
每股销售收入	15.85	18.08	21.31	25.81	31.64

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明： A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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，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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闸路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	李晓琳		13918461216	lixiaolin@ebscn.com
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com
	郎珈艺		18801762801	dingdian@ebscn.com
北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com
	庞舒然	010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com
	高菲	010-58452023	18611138411	gaofei@ebscn.com
深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixy1@ebscn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com
	陈婕	0755-25310400	13823320604	szchenjie@ebscn.com
国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
	梁超		15158266108	liangc@ebscn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com
	郑锐	021-22169080	18616663030	zhrui@ebscn.com
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com
金融同业与战略客户	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
	丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com
	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com
私募业务部	谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebscn.com
	曲奇瑶	021-22167073	18516529958	quqy@ebscn.com
	王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com
	安羚娴	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com
	吕程	021-22169482	18616981623	lvch@ebscn.com
	李经夏	021-22167371	15221010698	lijxia@ebscn.com
	高霆	021-22169148	15821648575	gaoting@ebscn.com
	左贺元	021-22169345	18616732618	zuohy@ebscn.com
	任真	021-22167470	15955114285	renzhen@ebscn.com
	俞灵杰	021-22169373	18717705991	yulingjie@ebscn.com