

爱婴室 (603214.SH)

口碑、产品组合、效率优势突出，迎扩张整合机遇，业绩增速或触底向好

国内母婴行业 3 万亿规模，商品服务各半，用户生命周期较短，商品及渠道端利润分配因功能及议价权而异。我国母婴行业已达 3 万亿规模，商品、服务市场各半，主要聚焦 0-14 岁婴童及对应家庭，用户生命周期较短，且不同区域、同一区域不同收入水平用户需求差别较大，本质属小众市场。从产业链角度：1) 上游商品端，据罗兰贝格，食品/服装/易耗品/耐用品分别约占 39%/34%/12%/15%，其中标品市场已相对成熟、渗透率高、集中度高，其余品类渗透率仍有提升空间、行业格局相对分散；2) 中游渠道，拿货不具备排他性，且伴随消费者需求变化及品牌端拓展渠道需求，当前终端渠道模式及数额逐年增多，至 2018 年底连锁/电商/KA 渗透率分别为 44%/23%/31%；3) 下游消费者，在生命周期不同阶段对商品及服务需求及购买频次存在差异，且由于行业供需关系及格局变化影响，商品品质要求普遍提升。在此基础上，商品及渠道端互为补充，利润分配因功能及议价权而异：1) 整体而言，标品核心单品品牌认知度高、购买频次高、花销大，上游议价权较高，如中国飞鹤品牌商/经销商/终端渠道毛利率分别为 70%/12-17%/25-27%；而童装上游品牌商及终端毛利率均约 40-50%；2) 同时，即使是大牌品牌商，若其单品 SKU 需要渠道助力推广，往往也愿意让利渠道，如以爱婴室为例，同样是奶粉品类，不同 SKU 毛利率差别较大。

当前行业增长驱动因素向人均母婴支出转移，预计增速稳健，上游标品品类升级替换将成主要驱动力，下游电商入局，具备口碑、产品组合、效率优势的终端母婴连锁将迎扩张整合机遇。国内新生儿出生率整体增速中枢已降至 10% 左右，若以 0-3 岁婴儿人数增速计算（对应行业最活跃消费人群），自 2018 年已呈负增长态势，而高频标品（奶粉、纸尿裤）渗透率已达 85% 以上，揭示行业增长关键驱动力自消费人数向人均母婴支出转移：据 Mob Data 及中国产业信息网，国内母婴行业市场规模增速约 16%，其中约 13% 为人均母婴支出增加贡献，3% 为母婴消费人数增加贡献，前者为人均收入提升（CAGR 约 9%）及 80-90 后父母育儿观念提升的双重结果（年轻家庭母婴消费比重自 15.9% 提至近 20%）。1) 一方面，上游标品品类进入存量市场时代，销量及提价对规模推动有限，于品牌商而言，品类高端化、新品更新及品牌替换将成主要驱动力，且需终端渠道持续助力获客（当前线下获客投资回报率可能明显低于线上）；2) 另一方面，下游电商入局，对渠道效率提出新要求，KA 渠道因加价冗余、选品受限、且获客能力边际下滑，近年渗透率不断下降。在此背景下，具备口碑、产品组合、效率优势的终端母婴连锁一则用户信任度较高、可助力品牌商产品推广，二则可动态调整产品组合提升周转、控制费用、最大化盈利，将迎扩张整合机遇：据尼尔森数据，我国母婴连锁渠道终端渗透率逐年提升，目前总计 12 万家，其中拥有门店数 10 家以下零售企业门店数占比高达 70%，存在大量扩张整合空间。

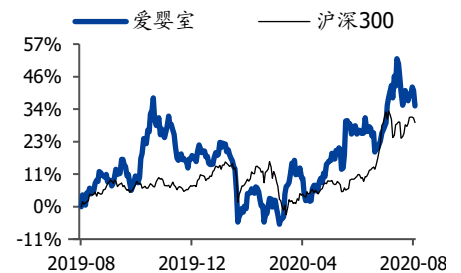
公司：口碑、选品、效率突出，立足华东稳步扩张，大有可为。适者生存，公司立足华东稳步扩张，其业态构成、历史积淀及优势积累为后续版图开拓提供基础：1) 上海为绝对优势区域。截止 2019 年底共拥有上海门店 106 家、单年营收 11.70 亿元，据官网数据估算市占率可达 15-20%；其已有规模、口碑及协作管理经验为上游让利奠定了条件（直供比例高达 60-70%，于奶粉品类亦具备优势，并可获得较高返点、将部分获客成本及营销费用转嫁上游），且在电商入局前提下，可通过产品组合动态调整持续获得较高毛利率（2019 年奶粉/用品毛利率分别为 23.7%/26.6%，且逐年提升，孩子王同期奶粉/纸尿裤/洗护用品毛利率为 20.6%/19.6%/22.5%，存在波动），

买入（首次）

股票信息

行业	专业零售
前次评级	
最新收盘价	34.30
总市值(百万元)	4,900.87
总股本(百万股)	142.88
其中自由流通股(%)	54.39
30 日日均成交量(百万股)	2.03

股价走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

研究助理 杜玥莹

邮箱：duyueying@gszq.com



同时不断优化供应链并提升效率(2015-2019年上海地区毛利率从19.8%升至26.0%，坪效由1.95万平方米/年升至2.08万平方米/年)，获客、盈利能力领先竞争对手；2) 江苏、浙江、福建加密空间仍大，落子深圳重点发展，并以收购进入重庆。以同上海区域方式估算，江苏、浙江、福建虽不乏龙头企业，但连锁总量众多，仍存大量整合替代机会(当前市占率仅约低个位数)；其中深圳地区由于行业历史因素专业母婴连锁较少、当前发展条件转好、但地区租金较高(约为公司平均租金3-4倍)，在行业净利率约5%、租金费用率约7%前提下，公司原有优势有助于抢先开拓市场。公司立足华东稳步扩张，大有可为。

历史同店相对稳健，毛利率趋势向上，周转仍有提升空间；疫情影响后，当前销售逐渐回暖，预计展店逐步恢复、同店有望恢复正增长。1) 公司疫情前同店相对稳健：2018/2019年同店分别为5.2%/2.7%，领先同行；2) 盈利能力表现不俗：2015-2019年毛利率自25.7%提升至31.2%，主要系产品组合动态调整、规模效应至上游议价权提升、自有品牌比例增加影响，且单年提升因素权重不尽相同，再次印证其产品组合灵活调配能力。3) 加码线上打造会员经济，获客运营费用可控，周转仍有提升空间：截止2019年底公司累计会员385万人，当年活跃会员销售占比87.48%，其中一年内有消费线上会员占比约6.22%，2020Q1受疫情影响线上占比高达5.5%，且不断推进线上线下渠道融合、增强客户粘性；供应链方面，公司于2019年9月启动物流中心二期项目建设，并意图以高规格配套建设打造多区域高效供应链体系，当前存货周转率约3.28次/年，低于孩子王同期存货周转率7.07次/年，仍有提升空间。4) 疫情影响后，当前销售逐渐回暖，预计展店有望逐步恢复、同店恢复正增长。疫情影响线下客流(客单价几乎持平)，当前销售逐渐回暖，在新生儿获客仍主要依赖线下及公司原有优势下，预计展店有望逐步恢复，估算未来同店有望恢复正增长。

投资建议：公司为口碑、产品组合调整能力、效率优势突出的母婴连锁龙头。当前国内行业增长驱动因素向人均母婴支出转移，于上游标品品牌商而言，品类高端化、新品更新及品牌替换将成主要驱动力，且需终端渠道持续助力获客；公司一则具备口碑优势，用户信任度较高、可助力品牌商产品推广，二则在电商入局前提下，可动态调整产品组合提升周转、控制费用、最大化盈利，为终端优势渠道，适者生存，将迎扩张整合机遇。当前已进入6省，上海市占率高达15-20%，其余区域市占率较低，且不乏边际改善，版图扩张大有可为；疫情影响后，当前销售逐渐回暖，预计展店逐步恢复、同店有望恢复正增长。预计2020-2021年EPS为1.14、1.38元/股，当前股价对应PE分别为30/25倍，6个月目标价41.5元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：1) 疫情严重影响消费致使展店长期不及预期；2) 上海地区同店长期大幅下滑；3) 供应链优化不及预期；4) 行业竞争严重加剧。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,135	2,460	2,529	2,780	3,083
增长率 yoy (%)	18.1	15.2	2.8	9.9	10.9
归母净利润(百万元)	120	154	162	197	237
增长率 yoy (%)	28.2	28.5	5.3	21.3	20.1
EPS 最新摊薄(元/股)	0.84	1.08	1.14	1.38	1.66
净资产收益率(%)	14.1	15.8	14.9	15.7	16.3
P/E(倍)	40.8	31.8	30.2	24.9	20.7
P/B(倍)	5.5	4.8	4.4	3.8	3.3

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1184	1383	1438	1774	1897
现金	599	655	818	952	1165
应收票据及应收账款	15	19	16	23	20
其他应收款	3	9	4	10	5
预付账款	54	56	57	68	71
存货	462	568	468	646	561
其他流动资产	51	76	76	76	76
非流动资产	204	273	242	240	237
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	71	82	78	79	80
无形资产	18	23	23	22	21
其他非流动资产	115	167	141	139	137
资产总计	1388	1655	1680	2013	2135
流动负债	459	577	475	629	538
短期借款	50	60	60	60	60
应付票据及应付账款	265	313	268	357	320
其他流动负债	144	204	147	213	158
非流动负债	0	1	0	0	0
长期借款	0	0	-2	-2	-2
其他非流动负债	0	1	1	1	1
负债合计	459	579	475	629	538
少数股东权益	44	63	80	100	123
股本	100	102	143	143	143
资本公积	416	464	423	423	423
留存收益	370	488	632	795	985
归属母公司股东权益	885	1014	1125	1284	1474
负债和股东权益	1388	1655	1680	2013	2135

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	104	129	201	159	242
净利润	131	170	179	217	260
折旧摊销	35	42	41	20	22
财务费用	4	-8	-18	-23	-28
投资损失	-15	-8	-7	-8	-10
营运资金变动	-40	-86	6	-48	-2
其他经营现金流	-10	20	0	0	0
投资活动现金流	-51	-78	-4	-10	-10
资本支出	46	78	-31	-2	-2
长期投资	-20	0	0	0	0
其他投资现金流	-25	0	-35	-12	-13
筹资活动现金流	429	5	-34	-15	-19
短期借款	50	10	0	0	0
长期借款	0	0	-2	0	0
普通股增加	25	2	41	0	0
资本公积增加	387	48	-41	0	0
其他筹资现金流	-33	-56	-33	-15	-19
现金净增加额	482	56	163	134	213

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2135	2460	2529	2780	3083
营业成本	1521	1692	1701	1828	1982
营业税金及附加	10	8	9	10	11
营业费用	389	488	503	556	632
管理费用	63	87	104	129	152
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	4	-8	-18	-23	-28
资产减值损失	1	-5	0	0	0
其他收益	10	33	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	15	8	7	8	10
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	172	228	236	288	344
营业外收入	0	1	2	1	1
营业外支出	2	3	2	2	2
利润总额	170	227	236	287	343
所得税	39	57	57	70	83
净利润	131	170	179	217	260
少数股东损益	11	16	17	20	23
归属母公司净利润	120	154	162	197	237
EBITDA	189	253	259	284	337
EPS (元)	0.84	1.08	1.14	1.38	1.66

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	18.1	15.2	2.8	9.9	10.9
营业利润(%)	21.9	33.0	3.4	22.0	19.4
归属于母公司净利润(%)	28.2	28.5	5.3	21.3	20.1
获利能力					
毛利率(%)	28.8	31.2	32.7	34.2	35.7
净利率(%)	5.6	6.3	6.4	7.1	7.7
ROE(%)	14.1	15.8	14.9	15.7	16.3
ROIC(%)	12.7	14.7	13.9	14.9	15.6
偿债能力					
资产负债率(%)	33.0	35.0	28.3	31.3	25.2
净负债比率(%)	-59.1	-55.2	-63.0	-64.6	-69.3
流动比率	2.6	2.4	3.0	2.8	3.5
速动比率	1.3	1.2	1.8	1.6	2.2
营运能力					
总资产周转率	2.0	1.6	1.5	1.5	1.5
应收账款周转率	179.1	145.0	145.0	145.0	145.0
应付账款周转率	6.2	5.9	5.9	5.9	5.9
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.84	1.08	1.14	1.38	1.66
每股经营现金流(最新摊薄)	0.73	0.90	1.41	1.11	1.70
每股净资产(最新摊薄)	6.20	7.09	7.87	8.99	10.31
估值比率					
P/E	40.8	31.8	30.2	24.9	20.7
P/B	5.5	4.8	4.4	3.8	3.3
EV/EBITDA	23.2	17.3	16.3	14.4	11.6

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

1. 爱婴室：立足华东、稳步扩张的母婴渠道龙头.....	6
2. 国内母婴行业3万亿规模，预计增速稳健，于具备口碑、产品组合、效率优势的终端连锁龙头而言，将迎扩张整合机遇.....	8
2.1. 国内母婴行业3万亿规模，用户生命周期较短，本质属小众市场.....	8
2.2. 商品及渠道端互为补充，产业链利润分配因功能及议价权而异.....	9
2.3. 行业增长关键驱动力向人均母婴支出转移，预计增速稳健，于上游标品而言，品类升级替换将成主要驱动力.....	13
2.4. 具备口碑、产品组合、效率优势的终端连锁将迎扩张整合机遇.....	14
3. 公司：版图扩张同店稳健，毛利率趋势向上，周转仍有提升空间.....	16
3.1. 精耕华东巩固市占率，选品、效率突出，形成区域优势.....	16
3.2. 布局福建、重庆，落子深圳，因地制宜稳步扩张，大有可为.....	18
3.3. 历史同店相对稳健，优化产品组合，毛利率趋势向上.....	20
3.4. 加码线上打造会员经济，获客运营费用可控，周转仍有提升空间.....	21
4. 疫情影响短期，当前销售逐渐回暖，展店有望逐步恢复，同店有望恢复正增长.....	23
5. 盈利预测及估值.....	23
6. 投资建议.....	25
7. 风险提示.....	26

图表目录

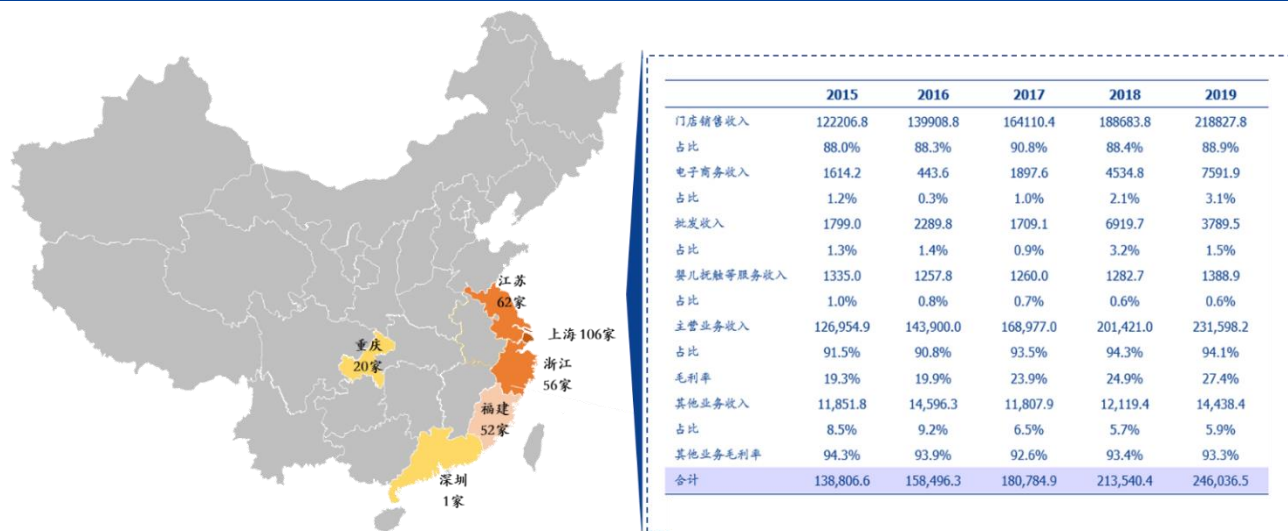
图表 1: 爱婴室——立足华东、稳步扩张的母婴渠道龙头.....	6
图表 2: 募集资金4.12亿元，用于母婴产品营销网络建设、母婴服务生态系统平台建设及补充营运资金.....	6
图表 3: 上市后展店提速，收入、利润稳健增长.....	7
图表 4: 毛利率持续优化，受扩张及股权激励影响，费用率略有提升.....	7
图表 5: 创始团队控股，施琼、莫锐强、董勤存、戚继伟为一致行动人兼共同实际控制人.....	7
图表 6: 国内母婴行业万亿级市场，发展大致可分为三个阶段.....	8
图表 7: 商品、服务规模各半，以用户性质可划分为孕妇消费及婴童消费（一线城市孕妇消费达43.70%，四线城市则约占19.70%）.....	9
图表 8: 用户生命周期较短，于不同阶段对商品、服务需求及购买频次存在差异，本质属小众市场.....	9
图表 9: 母婴行业产业链可分为上游商品端、中游服务商及周转渠道、下游消费者三部分.....	10
图表 10: 上游商品端：分品类各占一席，标品品类集中度更高.....	10
图表 11: 服务商渗透率、集中度尚低，低收入人群单年累计母婴消费总额及服务型消费比重都明显偏低.....	11
图表 12: 母婴消费需求虽有所聚焦（如在标品品类上，知名品牌认知度很高），但亦有所区分.....	11
图表 13: 母婴消费品质重视度极强，价格敏感性相对低，消费口碑相传.....	12
图表 14: 奶粉、辅食、纸尿裤等标品品类正是0-3岁婴儿购买频次最多、花销最大品类.....	12
图表 15: 商品及渠道端互为补充，产业链利润分配因功能及议价权而异.....	13
图表 16: 新生儿出生率下降，人均母婴支出将成行业增长关键驱动力.....	13
图表 17: 从品牌端来看，销量、消费升级及新品为主要推动力.....	14
图表 18: 分城市家庭婴幼儿平均消费差距较大，揭示行业仍存成长空间.....	14
图表 19: 快速发展过后，电商入局，终端母婴连锁渠道渗透率持续提升，商超百货渗透率下降，产业链上下游的利益匹配是主要原因.....	15
图表 20: 国内母婴渠道达12万家.....	15
图表 21: 当前行业格局仍高度分散.....	15

图表 22: 于具备口碑、产品组合、效率优势的终端连锁龙头而言, 将迎扩张整合机遇.....	16
图表 23: 以西松屋为例, 采取区域密集型展店策略, 为营造区域口碑提升坪效、降低配送成本、发挥采购优势、及后续发展自有品牌奠定基础(截止到 2020 年 2 月份, 共有 1006 家门店, 门店分布较为集中).....	16
图表 24: 精耕华东, 公司于上海规模优势额外突出.....	17
图表 25: 标品品类内部不同 SKU 毛利率差别较大.....	17
图表 26: 公司凭借规模优势、产品组合及供应链精耕, 可获更高毛利.....	17
图表 27: 以上海为例, 公司凭借产品组合能力、供应链管理能力及运营效率, 逐渐迭代, 凸显规模优势(上海地区).....	18
图表 28: 公司在进入新区时通常会考虑几点因素.....	19
图表 29: 公司上海市占率较高, 布局浙江、江苏、福建、重庆, 落子深圳, 因地制宜稳步扩张, 大有可为.....	19
图表 30: 从六地行业格局来看, 整合扩张大有可为.....	20
图表 31: 同店相对稳健, 上海等区域加密后灵活调整为主要跟踪点.....	20
图表 32: 毛利率持续上升, 且仍存空间, 标品上升最快.....	21
图表 33: 自有品牌占比持续提升.....	21
图表 34: 公司线上业务规模及占比不断提升.....	22
图表 35: 加强会员运营, 增强客户粘性.....	22
图表 36: 母婴行业的渠道融合.....	22
图表 37: 公司周转仍有提升空间.....	23
图表 38: 盈利预测表.....	24
图表 39: 行业估值表.....	25

1. 爱婴室：立足华东、稳步扩张的母婴渠道龙头

爱婴室：立足华东、稳步扩张的母婴渠道龙头。公司前身为上海汇购信息技术有限公司，创始人施琼，2005年于上海成立，为立足华东、稳步向外扩张的母婴渠道龙头：据公司公告，截止2019年底，公司已进入上海、福建、江苏、浙江、重庆、深圳共计六省，门店总数297家，经营面积总计17.37万平方米。公司以会员营销为核心，以直营门店（平均单店面积约600平方米）、APP为主要营销渠道，结合微商城小程序、门店到家小程序、微信公众号等电商流量入口平台，形成了全渠道融合的商业经营模式，主要对应0-6岁婴幼儿家庭提供商品销售及相关服务，以2019年营收结构来看，据公司公告，公司：1）实现商品销售及服务收入21.88亿元，占比94.1%，其中门店销售业务、电子商务业务、批发业务、婴儿抚触业务收入分别占比88.9%、3.1%、1.5%、0.6%，合计毛利率约27.4%；2）实现其他业务收入1.44亿元，占比5.9%，主要包括促销活动管理费收入、品牌推广展示收入及其他，毛利率约93.3%，毛利额占比约17.5%。

图表1：爱婴室——立足华东、稳步扩张的母婴渠道龙头



资料来源：公司公告，国盛证券研究所，注：表中收入单位为万元

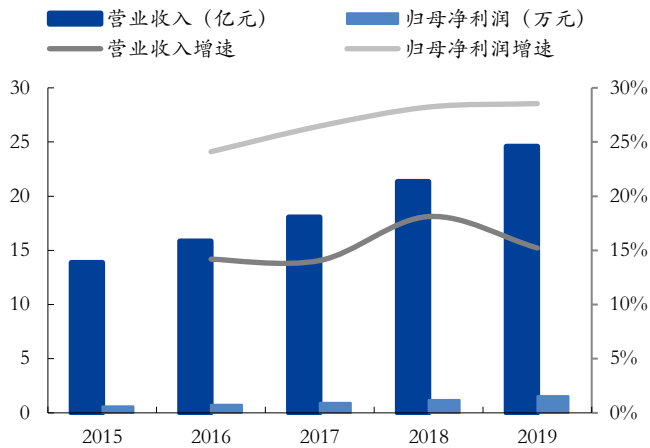
上市后展店提速，收入、利润稳健增长。2018年3月公司于上交所上市，募集资金4.12亿元，分别用于母婴产品营销网络建设、母婴服务生态系统平台建设及补充营运资金。上市后，公司展店明显提速，叠加同店稳健，收入稳健增长，据公司公告，2017-2019年，公司收入年复合增长率约16.7%；随规模扩大后对上游议价权提升、商品结构调整、自有品牌比例增加，毛利率自28.4%提升至31.2%，持续优化；因门店扩张及股权激励费用摊销影响，费用率略有提升，2017-2019年归母净利润年复合增长率约28.4%。

图表2：募集资金4.12亿元，用于母婴产品营销网络建设、母婴服务生态系统平台建设及补充营运资金

	投资总额（万元）	拟使用募集资金（万元）	建设期（年）
母婴产品营销网络建设	23,682.80	23,682.80	3
母婴服务生态系统平台建设	5,489.11	5,489.11	2
补充与主营业务相关的营运资金	12,000.00	11,980.27	-
合计	41,171.91	41,152.18	-

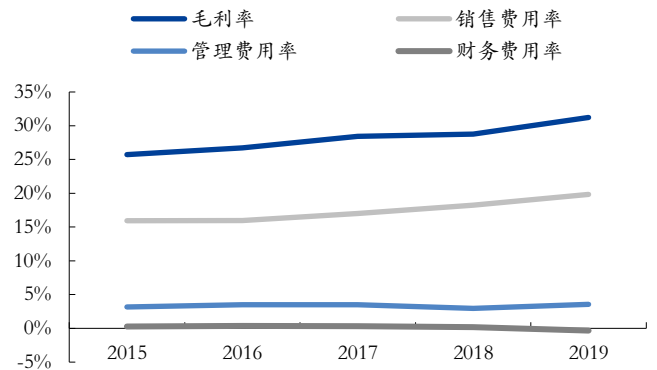
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 3: 上市后展店提速, 收入、利润稳健增长



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

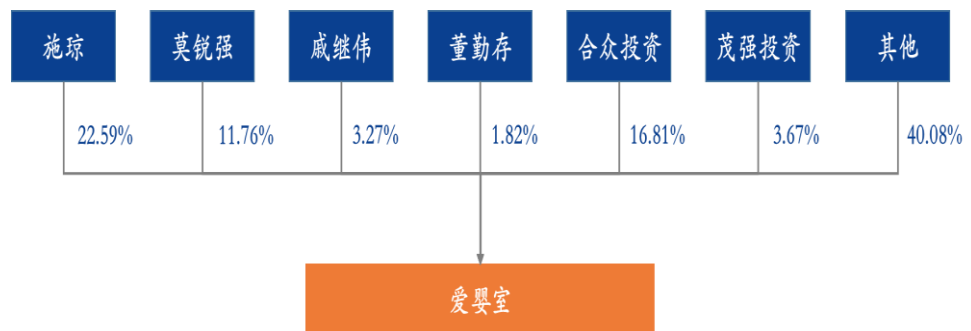
图表 4: 毛利率持续优化, 受扩张及股权激励影响, 费用率略有提升



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

创始团队控股, 推出股权激励计划绑定核心管理人员。公司由创始人团队控股, 其中董事长施琼、副总兼董事莫锐强、战投总监董勤存、副总兼董事戚继伟为公司主要股东, 四人持股比例分别为 22.59%、11.76%、3.27%、1.82%, 合计持股比例 39.44%, 并于 2011 年 10 月共同签署一致行动人协议, 为公司共同实际控制人及一致行动人。2019 年, 公司实施限制性股票激励计划, 合计授予股份 205.9 万股, 覆盖高中层管理人员、技术骨干、城市业务经理及优秀店长等共 129 人, 2019-2021 三个解除限售期条件分别为以 2018 年为基数, 2019-2021 年净利润增长率不低于 20%、44%、70%, 解除限售比例分别为 20%、40%、40%, 且于 2019 年解除限售条件达成。公司推出股权激励计划, 有利于绑定核心员工利益, 提升业绩质量。

图表 5: 创始团队控股, 施琼、莫锐强、董勤存、戚继伟为一致行动人兼共同实际控制人



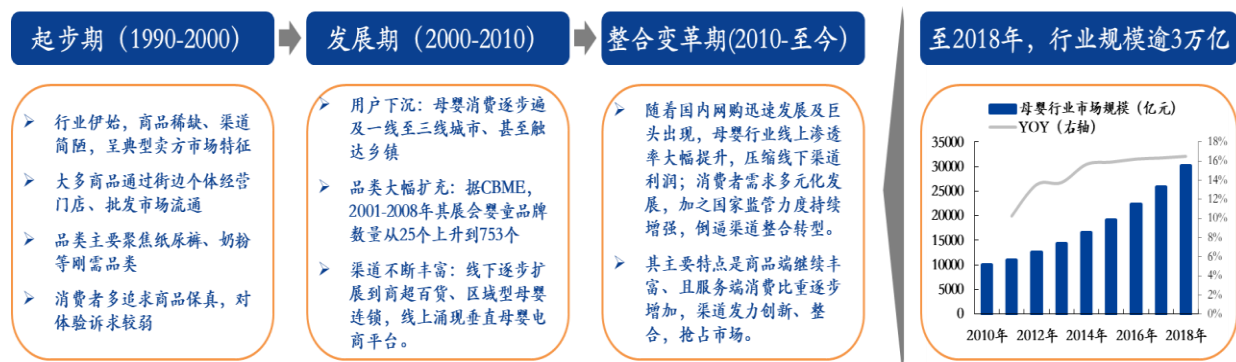
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2. 国内母婴行业 3 万亿规模，预计增速稳健，于具备口碑、产品组合、效率优势的终端连锁龙头而言，将迎扩张整合机遇

2.1. 国内母婴行业 3 万亿规模，用户生命周期较短，本质属小众市场

国内母婴行业万亿级市场，其发展大致可分为三个阶段。我国母婴行业起步于 20 世纪 90 年代，其发展大体经历三个阶段：1) 起步期（1990-2000 年）。随国内经济发展，母婴用品需求萌生，行业伊始，但商品稀缺、渠道简陋，呈典型卖方市场特征，大多商品通过街边个体经营门店、批发市场流通，品类主要聚焦纸尿裤、奶粉等刚需品类，消费者多追求商品保真，对体验诉求较弱。2) 发展期（2000-2010 年）。随母婴商品及母婴经济概念普及，需求端再迎催化；加之卖方市场催化下，行业利润可观，供给端诸多玩家入局，行业迅速发展。其主要特点是用户下沉（母婴消费逐步遍及一线至三线城市、甚至触达乡镇）、品类大幅扩充（据 CBME，2001-2008 年其展会婴童品牌数量从 25 个上升到 753 个）、渠道不断丰富（线下逐步扩展到商超百货、区域型母婴连锁，线上涌现垂直母婴电商平台）；在这个阶段中，2008 年三聚氰胺奶粉事件对终端渠道分布造成一定影响，后面我们会再度分析。3) 整合变革期（2010 年-至今）。随着国内网购迅速发展及巨头出现，母婴行业线上渗透率大幅提升，压缩线下渠道利润；消费者需求多元化发展，加之国家监管力度持续增强，倒逼渠道整合转型。其主要特点是商品端继续丰富、且服务端消费比重逐步增加，渠道发力创新、整合，抢占市场。据罗兰贝格数据，截至 2018 年，国内母婴行业市场已超过 3 万亿。

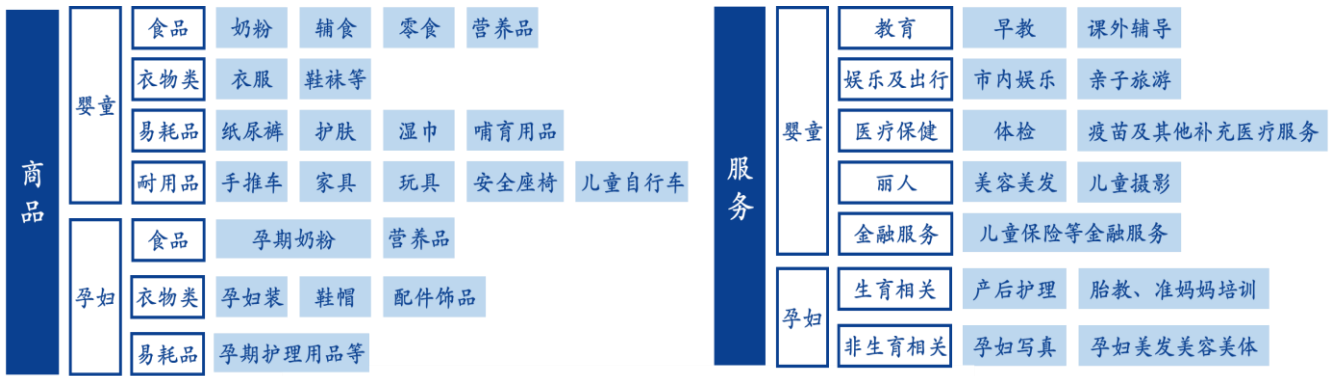
图表 6: 国内母婴行业万亿级市场，发展大致可分为三个阶段



资料来源: Mob Data, 公司公告, 国盛证券研究所

商品、服务规模各半，用户生命周期较短，本质属小众市场。以消费性质划分，母婴市场可分为商品、服务市场两类，其中：1) 商品市场主要包括食品、用品、服装、孕产妇用品、玩具等品类消费；2) 服务市场则包含与婴儿相关的教育、医疗、娱乐等服务消费。据前瞻产业研究院及罗兰贝格数据，至 2018 年，国内 3 万亿母婴市场中，商品、服务市场约各占一半。以用户性质划分，可分为孕妇消费及婴童消费两类，据比达咨询，一线城市孕妇消费达 43.70%，四线城市则约占 19.70%。整体而言，母婴市场用户（0-14 岁婴童及对应家庭）生命周期较短，用户在消费生命周期不同阶段，对商品及服务的需求及购买频次存在多元化差异：据艾瑞咨询，一个婴童家庭消费于婴儿产前主要聚焦孕产品或服务消费，随婴童出生逐步向婴童产品及服务消费转移，并在婴童 3 岁过后，婴童服务消费比重进一步增加，同时婴童产品消费品类从奶粉、纸尿裤、辅食等高频刚需品类逐步向零食及服饰、图书、车床寝具等低频品类转移。虽然母婴行业市场规模高达万亿，但由于其用户生命周期短、高频品类消费粘性强，在每年约 1% 左右出生率下，本质仍为小众市场。

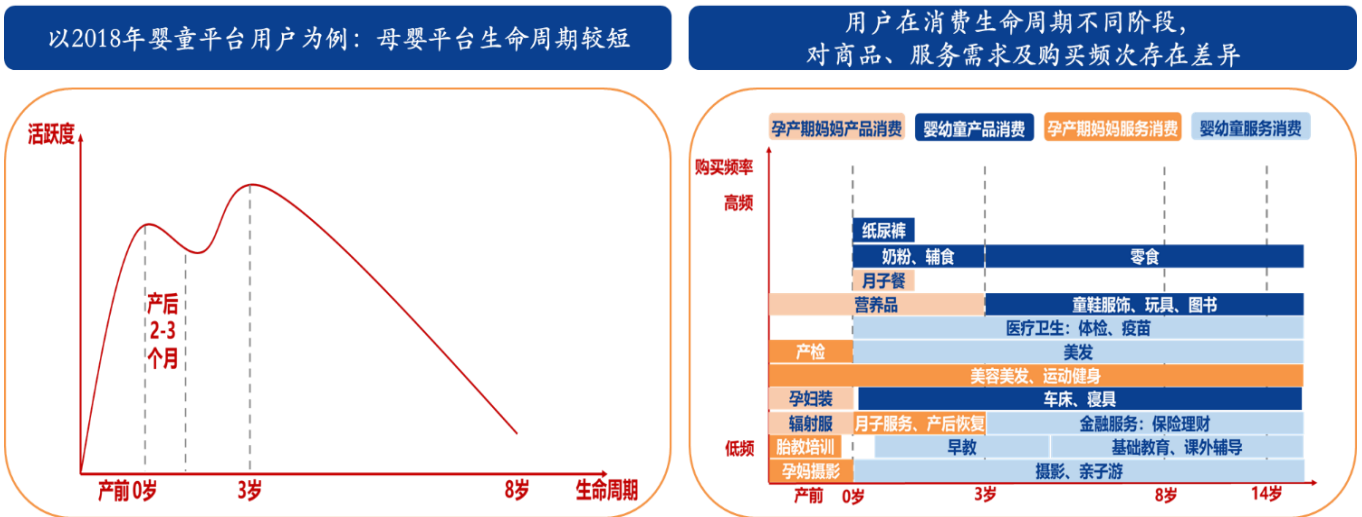
图表7: 商品、服务规模各半, 以用户性质可划分为孕妇消费及婴童消费(一线城市孕妇消费达43.70%, 四线城市则约占19.70%)



商品、服务消费规模各半

资料来源: 前瞻产业研究院, 比达咨询, 公司公告, 国盛证券研究所

图表8: 用户生命周期较短, 于不同阶段对商品、服务需求及购买频次存在差异, 本质属小众市场

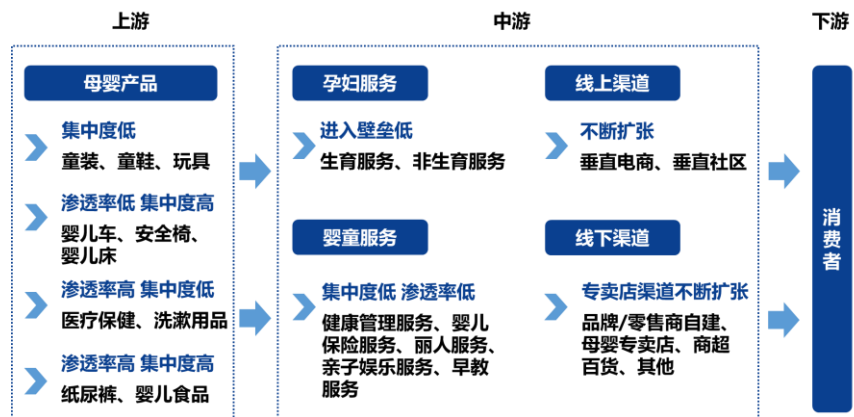


资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

2.2. 商品及渠道端互为补充, 产业链利润分配因功能及议价权而异

从产业链角度, 母婴行业产业链自上而下可分为三个部分: 1) 上游商品端, 即对应母婴商品消费的品牌供应商; 2) 中游服务商及周转渠道, 即对应母婴服务消费的服务商以及商品消费的经销商及终端渠道; 3) 下游消费者, 即商品及服务的付费者。商品及渠道端互为补充, 其产业链利润分配因功能及议价权而异。

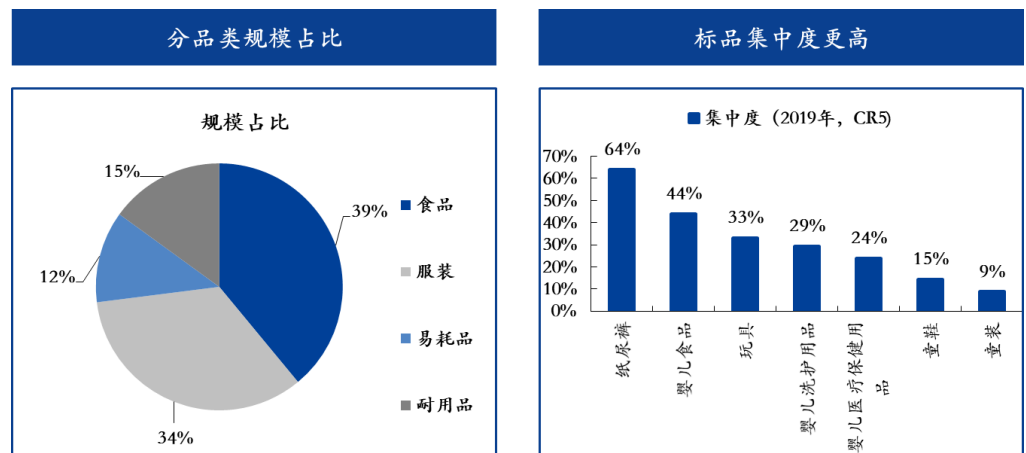
图表 9: 母婴行业产业链可分为上游商品端、中游服务商及周转渠道、下游消费者三部分



资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

上游商品端: 分品类各占一席, 标品品类市场相对成熟, 渗透率高、集中度高。根据罗兰贝格对 1500 名母婴消费者调研统计, 在国内母婴商品消费市场中, 食品、服装、易耗品、耐用品的营收规模占比约 39%、34%、12%、15%。对每一类别品类继续细分, 从上游商品端行业格局来看, 据易观数据, 2019 年婴儿纸尿裤、食品、玩具、洗护用品、医疗保健用品、童鞋、童装 CR5 占比分别为 64%、44%、33%、29%、24%、15%、9%, 标品品类市场相对成熟, 渗透率高、集中度高。

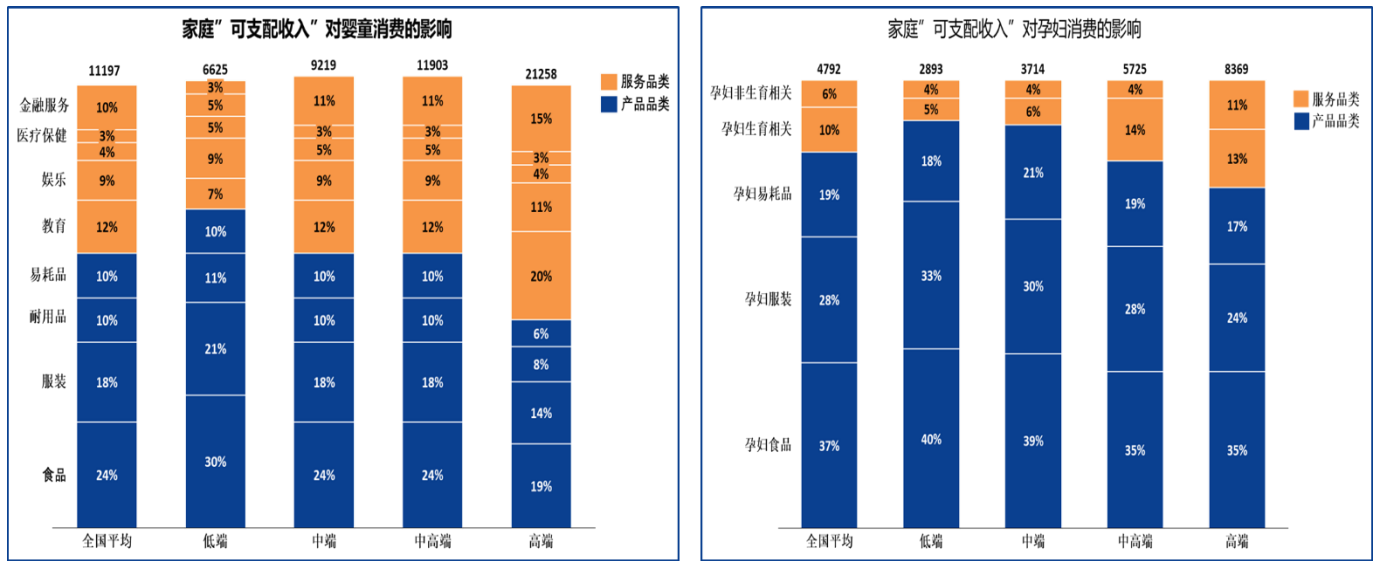
图表 10: 上游商品端: 分品类各占一席, 标品品类集中度更高



资料来源: 罗兰贝格, 易观数据, 国盛证券研究所

中游服务商及周转渠道: 服务商渗透率、集中度尚低, 周转渠道品控端不具备排他性。与商品端不同, 国内母婴服务市场虽占据整体规模一半, 但仍处于低渗透率阶段, 且由于行业进入壁垒较低, 集中度尚且不足: 据罗兰贝格, 我们以收入减去税收及生活中固定支出对应该城市生活水平作比照, 将人口收入水平划分为低端、中端、中高端、高端四类 (如一线城市、二线城市、三四线城市分别将上述余额低于 7000、5000、4000 元者定义为低端收入人群), 低收入人群单年累计母婴消费总额及服务型消费比重都明显偏低。从周转渠道来看, 中游渠道拿货能力往往不具备排他性, 且伴随消费者需求变化及品牌端拓展渠道需求, 终端渠道数额逐年增多: 以中国飞鹤为例, 2017-2019 年, 其经销商数量分别为 1332、1328 和 1800 名, 覆盖终端销售点数分别为 67000、90000 和 109000。

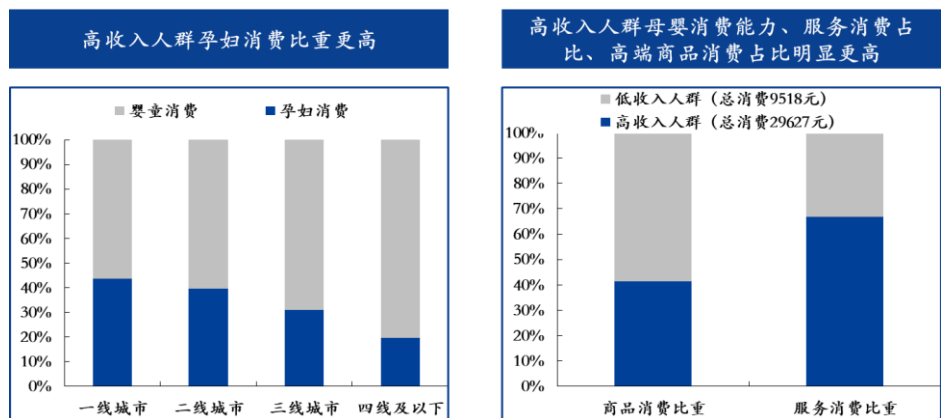
图表 11: 服务商渗透率、集中度尚低, 低收入人群单年累计母婴消费总额及服务型消费比重都明显偏低



资料来源: 罗兰贝格, 国盛证券研究所, 注: 图中“可支配收入”指收入减去税收及日常生活固定支出(包含房租、贷款、保费等非消费类支出), 一线城市: 低端收入<6999元/月, 中端收入7000-14999元/月, 中高端收入15000-30000元/月, 高端>30000元/月; 二线城市: 低端收入<4999元/月, 中端收入5000-11999元/月, 中高端收入12000-20000元/月, 高端收入>20000元/月; 三四线城市: 低端收入<3999元/月, 中端收入4000-7999元/月, 中高端收入8000-15000元/月, 高端收入>15000元/月

下游消费者: 需求有所区分, 整体对品质要求提升, 消费口碑相传。如前所述, 母婴消费需求虽有所聚焦(如在标品品类上, 知名品牌认知度很高), 但亦有所区分: 1) 国内母婴消费者分区域需求差别仍大, 如: 一线城市孕妇消费达 43.70%, 四线城市则仅占 19.70%; 2) 同一城市, 不同收入人群需求亦有差别, 如高收入人群消费时, 母婴消费能力、服务消费占比、高端商品消费占比明显更高。但整体来看, 在行业从卖方市场向买方市场逐步过渡后, 消费者对母婴产品品质要求普遍提升: 据中国产业信息网, 婴童消费用户将产品品质列为消费决策最重要影响因素, 且重要性要明显高于一般消费, 相反选择产品时对价格重视程度有所减弱。在此基础上, 行业消费口碑相传特征明显: 据比达咨询及罗兰贝格, 包含 APP、交流社群、线上线下社交活动、经验传授等在内的传播成为母婴用户获取相关信息的重要途径; 从达成交易角度来讲, 熟人推荐转化率最高, 约 56% 的用户承认, 熟人介绍为其过往母婴购买决策的重要影响因素。

图表 12: 母婴消费需求虽有所聚焦(如在标品品类上, 知名品牌认知度很高), 但亦有所区分



资料来源: 比达咨询, 国盛证券研究所, 注: 图中高收入、低收入人群定义同图表 11

图表 13: 母婴消费品质重视度极强, 价格敏感性相对低, 消费口碑相传



资料来源: 中国产业信息网, 比达咨询, 国盛证券研究所

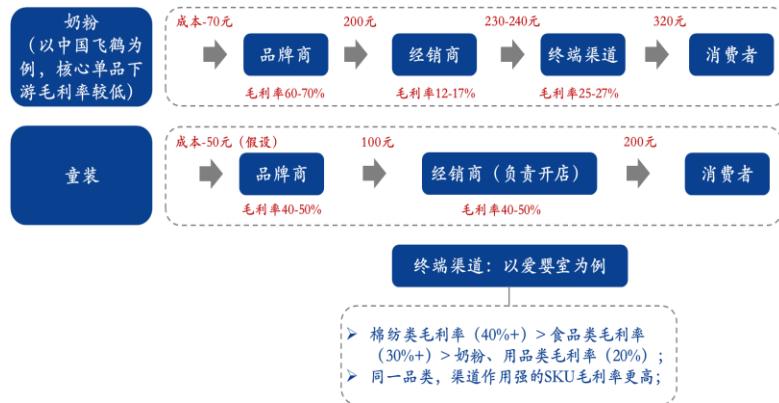
商品及渠道端互为补充, 产业链利润分配因功能及议价权而异。在这样的终端消费者需求特征下, 商品及渠道端互为补充: 1) 一方面, 对于商品端而言, 用户生命周期较短、本质属小众市场的行业特点决定其获客成本天然高企, 需要渠道端助力推广、并建立信任关系; 2) 另一方面, 渠道端往往综合选品, 其本身口碑形成及效率优化亦需商品端支撑, 据 CBME 数据, 包含奶粉、辅食、纸尿裤在内的标品品类正是 0-3 岁婴儿购买频次最多、花销最大的品类, 品牌端的支持有助于渠道端完成引流、促成周转、提升效率。分品类而言, 产业链利润分配因渠道功能及议价权而异: 具备品牌力的商品上游利润较厚、渠道利润较薄, 反之相反, 如: 1) 据公司公告, 中国飞鹤毛利率近 70%, 经销商毛利率约 12-17%, 终端经销商毛利率约 25-27%, 且品牌力越强的奶粉终端毛利率越低, 渠道作用较强的品类终端毛利率则相对较高。2) 童装角度, 上游品牌商毛利率约 40-50%, 终端毛利率约 40-50%。3) 从终端来看, 以爱婴室为例, 终端渠道销售标品毛利率相对较低, 服装、玩具等毛利率较高。

图表 14: 奶粉、辅食、纸尿裤等标品品类正是 0-3 岁婴儿购买频次最多、花销最大品类

	不同时期宝宝家庭的购物频率排序					不同时期宝宝家庭购物花费金额排序			
	0-6 个月	7-12 个月	1-2 岁	2-3 岁		0-6 个月	7-12 个月	1-2 岁	2-3 岁
婴儿奶粉	2	3	1	1	婴儿奶粉	1	1	1	1
辅食、营养品	3	2	3	4	辅食、营养品	3	3	3	4
纸尿裤	1	1	2	3	纸尿裤	2	2	2	3
哺育用品	6	7	7	7	哺育用品	6	5	6	9
洗护用品	4	5	6	5	洗护用品	13	9	8	6
婴童服装/童鞋	5	4	4	2	婴童服装/童鞋	4	4	4	2
成人营养品	10	11	11	9	成人营养品	5	6	7	8
玩具	7	6	5	6	玩具	6	7	9	5
推车/汽座/家具	9	9	8	11	推车/汽座/家具	9	11	11	10
早幼教	11	10	9	8	早幼教	12	8	5	7
月子会所	13	12	12	13	月子会所	9	12	12	13
宝宝游泳和 SPA	8	8	10	10	宝宝游泳和 SPA	9	10	10	11
产后修复/生活体验类	12	13	13	12	产后修复/生活体验类	6	13	13	12

资料来源: 比达咨询, 国盛证券研究所

图表 15: 商品及渠道端互为补充, 产业链利润分配因功能及议价权而异



资料来源: 公司公告, 公司调研, 国盛证券研究所

2.3. 行业增长关键驱动力向人均母婴支出转移, 预计增速稳健, 于上游标品而言, 品类升级替换将成主要驱动力

新生儿出生率下降, 行业增长关键驱动力向人均母婴支出转移。继 20 世纪 90 年代第三次婴儿潮过后, 国内新生儿出生率整体呈下降趋势, 虽 2016 年全面二胎政策实行后有所提升, 但阶段性而言, 其增速中枢已降至 10% 左右; 若以 0-3 岁婴幼儿人数增速计算 (对应母婴行业最活跃消费人群), 自 2018 年起已呈负增长态势; 而婴童奶粉、纸尿裤市场高速增长过后, 近年渗透率已达 85% 以上, 揭示绝大多数新生儿家庭已为母婴消费渗透人群。在此背景下, 行业增长关键驱动力自婴童消费人数向人均母婴支出转移: 据国家统计局、Mob Data、中国产业信息网及公司公告估算, 国内母婴行业市场规模增速约 16%, 其中约 13% 为人均母婴支出增加贡献, 3% 为母婴消费人数增加贡献。而人均母婴支出增加是人均收入提升及 80-90 后父母育儿观念提升的双重结果: 国内居民可支配收入近年复合增速约 9%, 而年轻家庭母婴消费占家庭消费比重自 15.9% 提至近 20%。

图表 16: 新生儿出生率下降, 人均母婴支出将成行业增长关键驱动力

	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
母婴行业市场规模 (亿元)	10040	11070	12570	14300	16540	19170	22280	25920	30200	
YOY (右轴)		10.3%	13.6%	13.8%	15.7%	15.9%	16.2%	16.3%	16.5%	
新生儿出生人数 (万人)	1588	1604	1635	1640	1687	1655	1786	1723	1523	1465
出生率	11.9‰	11.9‰	12.1‰	12.1‰	12.4‰	12.1‰	13.0‰	12.4‰	10.9‰	10.5‰
0-3 岁婴童人数增速				1.1%	1.7%	0.4%	2.9%	0.7%	-2.6%	-6.4%
母婴消费人群渗透率	2018 年国内婴儿纸尿裤、奶粉渗透率已达 85% 以上									
城镇家庭婴幼儿平均消费额 (元/年)	6198	7481	8702	9664	10883	12308				
增速	14.1%	20.7%	16.3%	11.1%	12.6%	13.1%				
居民人均可支配收入 (元/年)				18311	20167	21966	23821	25974	28228	30733
增速					10.1%	8.9%	8.4%	9.0%	8.7%	8.9%
国内年轻家庭母婴消费占家庭消费比例				15.9%	16.0%	16.3%	17.3%	18.2%	18.9%	19.6%
									(预测)	(预测)

资料来源: 国家统计局, Mob Data, 中国产业信息网, 公司公告, 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

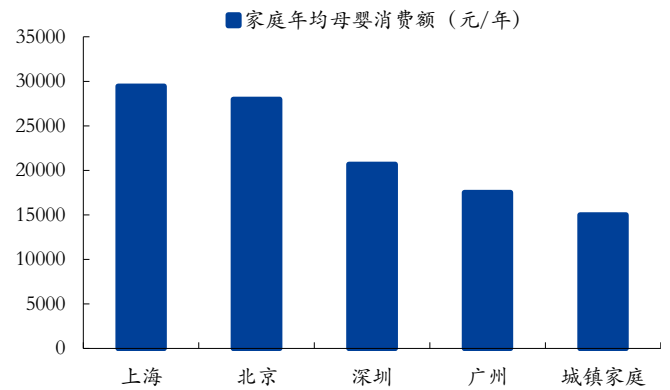
品牌端销量、消费升级及新品为主要推动力，预计行业增速稳健。从品牌端来看：1)于奶粉、纸尿裤、食品等高渗透率、高集中度品类而言，销量及单价均对行业销售额起到负面作用，消费升级带来的品类高端化趋势及新品推出成为行业增长最主要动力；2)于奶瓶、吸奶器等渗透率及集中度均有提升空间的品类而言，销量增长及消费升级驱动均较为明显。据前瞻产业研究院，目前国内城镇家庭婴幼儿平均消费额为 15000 元/年，且不同区域差距较大（上海、北京、深圳、广州年均消费约 2.9 万元、2.8 万元、2.1 万元、1.7 万元），预计行业仍存较大成长空间，且在上述动因分析基础上，逐年来看仍将稳健增长（不考虑 2020 年疫情影响的一次性冲击因素）。

图表 17: 从品牌端来看，销量、消费升级及新品为主要推动力

图表 18: 分城市家庭婴幼儿平均消费差距较大，揭示行业仍存成长空间



资料来源：尼尔森，国盛证券研究所

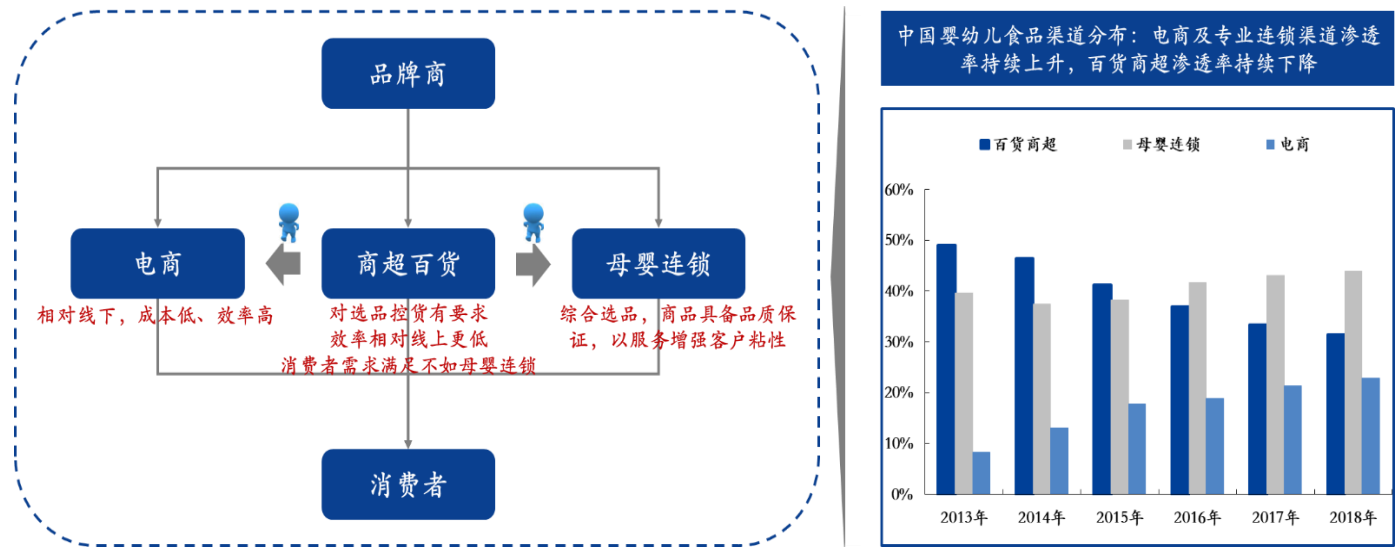


资料来源：前瞻产业研究院，国盛证券研究所

2.4. 具备口碑、产品组合、效率优势的终端连锁将迎扩张整合机遇

快速发展过后，电商入局，终端母婴连锁渠道渗透率继续提升，商超百货渗透率下降，流量、效率及产业链上下游利益匹配是主要原因。如前所述，国内母婴行业的发展史同时也是终端渠道的变革史：行业发展之初，终端渠道专业化不足，后随需求升级逐步向商超百货、母婴连锁门店、电商扩充；并以 2008 年为界，在三聚氰胺事件发生后，由于高线城市需要渠道信任背书、且国产奶粉转向开拓低线市场，终端连锁渠道得到极速发展。2010 年起，电商入局，自此以后，终端母婴连锁及电商份额提升、商超百货渠道下降成为常态：一方面，电商由于成本低、效率高，对线下部分低效渠道造成替代，商超百货渠道由于其盈利模式及库存管控限制选品、且效率低下，首当其冲；但另一方面，由于品牌商在用户生命周期较短前提下，需要连锁渠道持续助力获客，因而具有市场拓展需求的品牌商会通过控价、返点、提供高毛利品等方式维护线下优势渠道利益（这对于行业低个位数增长、品类升级替换成为主要驱动力的标品品牌商将尤其明显），终端专业母婴连锁由于品类相对较全（通过综合选品降低对单品毛利率要求）、商品品质有保证、提供导购等专业服务更好地适应消费者需求变化、且连锁运营效率更高，渗透率继续增长。据尼尔森，国内婴幼儿食品（以奶粉为主）在连锁/电商渠道销量占比逐年增加，在 KA 渠道销量占比逐年减少，至 2018 年底，百货商超/连锁/电商终端渗透率分别为 31%/44%/23%。

图表 19: 快速发展过后, 电商入局, 终端母婴连锁渠道渗透率持续提升, 商超百货渗透率下降, 产业链上下游的利益匹配是主要原因

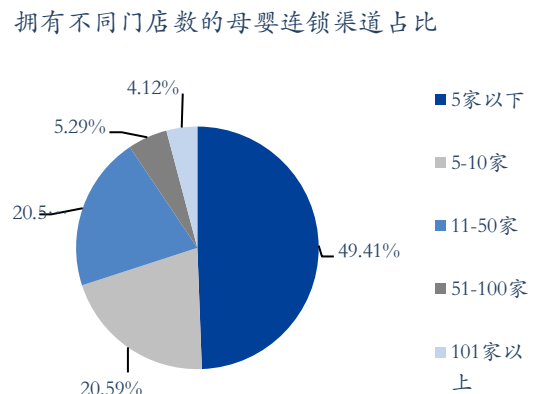
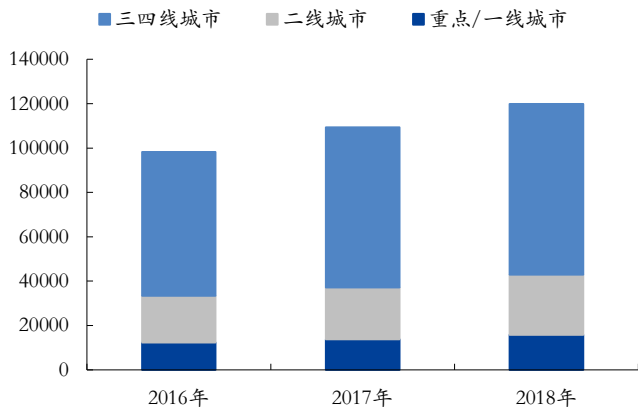


资料来源: 尼尔森, 国盛证券研究所

国内母婴渠道集中度尚低, 于具备口碑、产品组合、效率优势的终端连锁龙头而言, 将迎扩张整合机遇。母婴专业连锁的发展并没有同时带来成熟的格局: 据尼尔森数据, 截止 2018 年底, 全国母婴连锁渠道高达 12 万家, 但据 CBME 在 2019 年对全国母婴企业抽样调研统计, 拥有门店数在 5 家以下的母婴零售企业占比达到 49.41%, 门店数为 5-10 家/11-50 家的占比达到 20.59%/20.59%, 门店数为 51-100 家的占比为 5.29%, 门店数超 100 家的占比仅为 4.12%, 仍呈高度分散格局状态; 相比之下, 日本母婴连锁渠道龙头西松屋、阿卡酱的市占率均已达 5% 以上。在行业消费者注重商品品质、专业连锁龙头渠道转化率及粘性均相对较高、电商入局对效率提出新要求、但上游品牌商为持续获客仍需借力线下的前提下, 具备口碑、产品组合、效率优势的终端连锁龙头将迎扩张整合机遇: 通过优质商品服务赢得口碑, 以品类组合平衡周转盈利、以效率优势抵御电商分流, 并以现金流留存展店、借助下游需求掌握能力增强上游议价权, 造血迭代, 成就规模、盈利能力双双增长。

图表 20: 国内母婴渠道达 12 万家

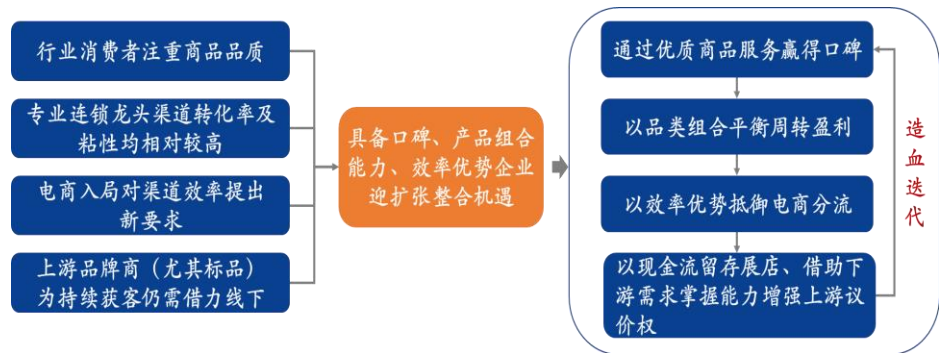
图表 21: 当前行业格局仍高度分散



资料来源: 尼尔森, 国盛证券研究所, 注: 单位为渠道个数 (个)

资料来源: CBME, 国盛证券研究所

图表 22: 于具备口碑、产品组合、效率优势的终端连锁龙头而言, 将迎扩张整合机遇



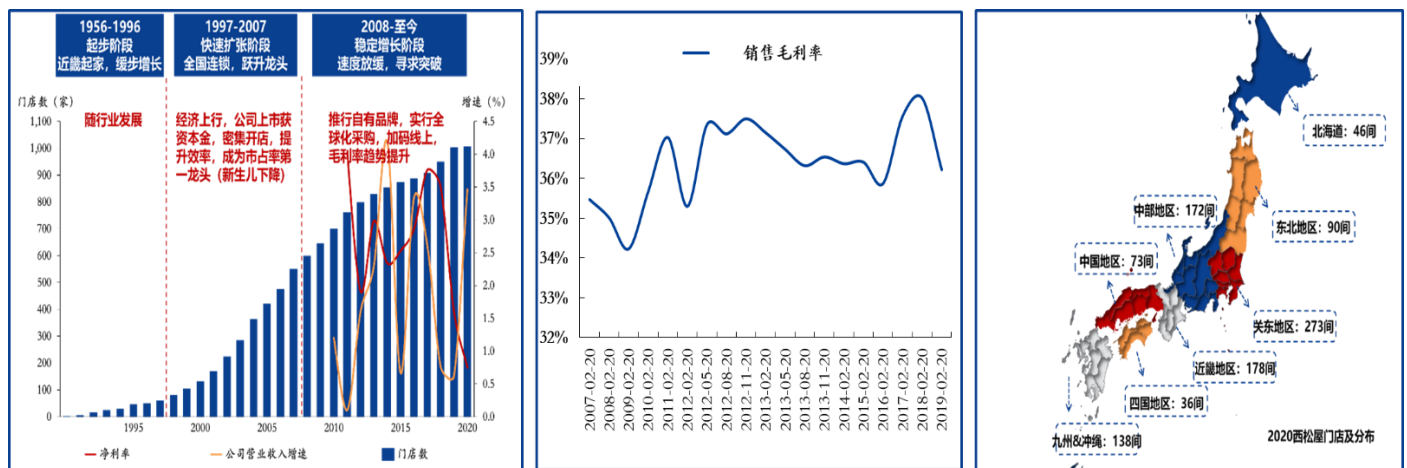
资料来源: 国盛证券研究所

3. 公司: 版图扩张同店稳健, 毛利率趋势向上, 周转仍有提升空间

3.1. 精耕华东巩固市占率, 选品、效率突出, 形成区域优势

从国外来看, 两种母婴门店运营模式各有千秋, 但适度加密都有助于提升效率。从日本来看, 龙头西松屋和阿卡佳的成长对应着两种业态运营方式: 西松屋代表小店平价运营模式, 店均面积 300-350 平方米, 主打性价比, 选址多设于街边交通便利之处; 阿卡佳则坚持大店运营, 店均面积月 2000 平方米, 品类定位相对中高端, 布局多位于大中型卖场内。无论是哪种业态, 其规模效应的实现及盈利能力的提升都有赖于区域加密: 据公司公告, 西松屋在加速扩张期即选用优势区域加密策略, 于近畿、关东、中部迅速扩张, 其规模基础为营造区域口碑提升坪效、降低配送成本、发挥采购优势、及后续发展自有品牌奠定基础; 阿卡佳虽然门店较大, 展店数目相对较慢, 但同样在扩张期采取密集集展店策略, 占领市场。

图表 23: 以西松屋为例, 采取区域密集型展店策略, 为营造区域口碑提升坪效、降低配送成本、发挥采购优势、及后续发展自有品牌奠定基础 (截止到 2020 年 2 月份, 共有 1006 家门店, 门店分布较为集中)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司：精耕华东，产品组合、供应链管理、运营效率突出，形成区域优势。与国外类似，国内母婴连锁渠道存在两种业态的典型代表龙头：爱婴室及孩子王。从业态角度而言，二者分别与西松屋及阿卡佳对标，但从选址及定位来看：爱婴室于 shopping mall 展店的策略下，其聚焦中高端客群，其年龄群体目前聚焦 0-6 岁婴儿，与西松屋有所不同；而孩子王聚焦 0-14 岁、服务占比较高、大店业态特点下，下沉策略更为明确。就公司而言，华东地区是其立足大本营，其中上海区域发展最为成熟，我们以上海为例看公司运营模式：

1) 从规模角度，据公司公告，截止 2019 年底，公司于上海共有门店 106 家，实现营收 11.70 亿元；以浦东地区及嘉定区为例，据公司公告及官网数据，行业母婴店面数（包含街边店及商场店）分别为 188/84 个，以人数倒算估计上海母婴连锁门店数共计约 932 家，其中除爱婴室外，龙头孩子王/爱婴岛/红孩子/丽婴房/乐友门店约 13 家/1 家/3 家/23 家/37 家。精耕华东，公司于上海规模优势额外突出。

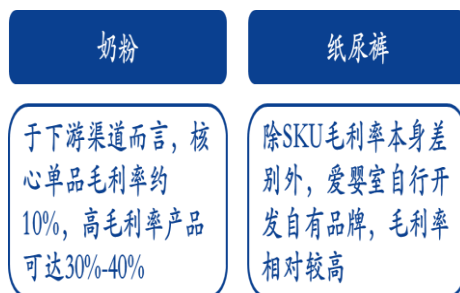
图表 24：精耕华东，公司于上海规模优势额外突出

门店总数	分品牌	门店数	分地区	门店数	人口(万人)
932	爱婴室	78	浦东新区	188	550.1
	乐友	37	嘉定区	84	158.89
	孩子王	13	上海市		2428.14
	丽婴房	23	上海市预估门店数	932	
	红孩子	3			
	母婴坊	3			
	爱婴岛	1			

资料来源：公司公告，草根调研，国盛证券研究所

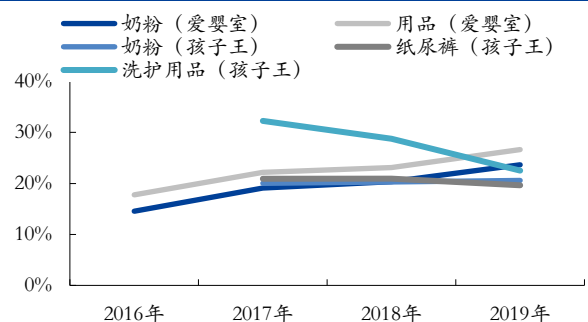
2) 较大的规模及协作管理经验为上游让利奠定了条件，据公司调研，公司直供比例高达 60-70% 以上，特别是在奶粉等品类，为国内少数可以做到直供的母婴连锁渠道，加之产品组合能力，公司标品毛利率显著高于其他渠道，据公司公告，以奶粉及纸尿裤为例，2019 年公司奶粉/用品毛利率分别为 23.66%/26.64%，且逐年提升，对比之下，孩子王同期奶粉/纸尿裤/洗护用品毛利率分别为 20.59%/19.64%/ 22.52%，存在波动，其中与公司产品组合及自有品牌能力均有所关联，而自有品牌的发展同样以规模作为根基。而对于母婴专业连锁而言，所谓“产品组合”，往往是一个动态过程：一般来说，当一家公司借助门店推动高毛利率销量增长，达到一定程度时会引起品类竞争环境变化，于是该品类毛利率下降，成为低毛利率产品，渠道开始推行新品提升盈利能力，周而复始。如前所述，较好的产品组合能力既是当前背景下母婴终端连锁发展的强竞争力，亦与规模及经验息息相关。

图表 25：标品品类内部不同 SKU 毛利率差别较大



资料来源：公司公告，草根调研，国盛证券研究所

图表 26：公司凭借规模优势、产品组合及供应链精耕，可获更高毛利



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

3) 供应链不断进化并提升运营效率。在公司进入一个区域时, 开店之前首先会解决供应链问题, 并且随着门店规模的提升不断优化物流仓储配送系统, 降低仓储配送费用; 而高达 85% 的直供采购模式也有利于在后续跨区域扩张后进一步压缩上游采购成本; 同时, 门店端的运营高效也有助于提升坪效人效、降低员工费用率及租金费用率。以上海为例, 凭借产品组合能力、供应链管理能力及运营效率, 规模扩大逐渐迭代、凸显规模优势: 据公司公告, 2015-2019 年, 公司上海地区毛利率从 19.82% 升至 25.97%, 坪效由 1.95 万平方米/年升至 2.08 万平方米/年 (2015-2018 年均在提升, 2019 年受自身分流影响坪效有所下降)。据公司公告及草根调研, 就上海而言, 公司坪效约为孩子王两倍。

图表 27: 以上海为例, 公司凭借产品组合能力、供应链管理能力及运营效率, 逐渐迭代, 凸显规模优势 (上海地区)

	2015	2016	2017	2018	2019
收入 (万元)	78,324	86,371	97,005	111,184	116,994
YoY		10.27%	12.31%	14.62%	5.23%
毛利率 (%)	19.82%	22.21%	23.60%	23.89%	25.97%
门店数 (个)	64	72	75	84	106
门店面积 (平方米)	40,135	43,632	43,210	46,900	56,200
店均收入 (万元/年)	1,223.81	1,199.59	1,293.40	1,323.62	1,103.72
YoY		-1.98%	7.82%	2.34%	-16.61%
单店面积 (平方米)	627	606	576	558	530
坪效 (万元/年/平方米)	1.95	1.98	2.24	2.37	2.08
YoY		1.44%	13.41%	5.60%	-12.19%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.2. 布局福建、重庆, 落子深圳, 因地制宜稳步扩张, 大有可为

公司在进入新区时通常会考虑几点因素: 1) 出生率及出生人口。目前公司已进入上海、江苏、浙江、重庆、福建、深圳, 出生率都相对较高 (约双位数以上), 其中: 重庆出生率较高、出生人口体量也较大; 上海等地区虽然出生率相对较低, 但体量较大, 也为开店好选择; 2) 选址可能及竞争格局。由于公司选址以 shopping mall 为主, 主要选择经济发展相对较好的地区, 需要评估当地购物中心布局是否能够提供充分选址可能以及竞争格局情况。3) 消费需求及习惯。母婴门店在消费需求适应及标准化之间需要找到平衡点, 完全的千店千面比较困难, 但公司在进入一个城市时, 会利用品牌方合作及渠道口碑、根据经济发展及消费者需求选品 (其中统采比例约 85%), 这也是公司暂时没有将北方城市作为发展重点的原因 (产品结构区别很大)。在这一点上, 公司的业态适应能力、过往的供应链基础及经验、上游的良好协作关系都是很好的扩张积淀。

图表 28: 公司在进入新区时通常会考虑几点因素

出生率及出生人口	选址可能及竞争格局	消费需求及习惯
<p>目前公司已进入上海、江苏、浙江、重庆、福建、深圳，出生率都相对较高（约双位数以上）：</p> <ul style="list-style-type: none"> 重庆出生率较高、出生人口体量也较大； 上海等地区虽然出生率相对较低，但体量较大，也为开店好选择； 	<ul style="list-style-type: none"> 由于公司选址将以shopping mall为主，主要选择经济发展相对较好的地区，需要评估当地购物中心布局是否能提供充分选址可能。 同时，竞争格局也是考虑因素，未必无竞争对手才是最好的：有时候没竞争对手的地方是最好选择，有时候有竞争对手、同台竞技凸显优势也是好的，这又是一个很动态的过程。 	<p>母婴门店在消费需求适应及标准化之间需要找到平衡点，完全的千店千面比较困难，但公司在进入一个城市时，会利用品牌方合作及渠道口碑、根据经济发展及消费者需求选品（其中统采比例约85%），这也是公司暂时没有将北方城市作为发展重点的原因（产品结构区别很大）。在这一点上，公司的业态适应能力、过往的供应链基础及经验、上游的良好协作关系都是很好的扩张积淀。</p>

资料来源：公司公告，公司调研，国盛证券研究所

布局福建、重庆，落子深圳，因地制宜稳步扩张，大有可为。除华东地区以外，公司相继进入福建、重庆（2019年收购重庆泰诚18家门店）、并于2019年底落子深圳；接下来，深圳将成为展店重点之一，预计2020年30家展店计划中，占据4-5家，上海地区仍稳步展店但比例适度下移，浙江、江苏、福建围绕现有继续加密，重庆争取打开市场。我们以以上六个地区2014-2019年国家统计局公布的新生儿数量做统计，给予年均消费及母婴连锁渠道占比假设，预估公司目前于上海连锁渠道市占率（包含街边店）约15-20%，福建、浙江、江苏、重庆、深圳五个地区的市占率则均较低。从当前分区域竞争格局来衡量未来拓展空间：1）以同上海区域的方式做区域母婴连锁预估，五个区域虽然当地有龙头企业，但从母婴连锁总量来看，仍存在大量整合替代机会；2）其中深圳由于历史原因母婴店较少，当前商品市场管控的加强有利于母婴店发展，但当地的租金平摊需要高坪效支持：以调研数据估算，深圳门店租金约为公司平均租金的3-4倍，在行业净利率约5%、租金费用率约7%的前提下，公司的原有优势支撑下的高坪效有利于开拓市场；3）其余区域因地制宜稳步扩张，从市占率及行业格局角度而言，同样大有可为。

图表 29: 公司上海市占率较高，布局浙江、江苏、福建、重庆，落子深圳，因地制宜稳步扩张，大有可为

	上海	福建	浙江	江苏	重庆	深圳
2014 年新生儿数量 (万人)	20.3	51.9	57.8	75.1	39.7	6.0
2015 新生儿数量 (万人)	18.2	53.1	58.1	72.1	37.3	6.8
2016 新生儿数量 (万人)	21.8	55.9	62.4	78.0	38.1	7.2
2017 新生儿数量 (万人)	19.6	58.4	67.0	77.8	41.1	8.7
2018 新生儿数量 (万人)	17.5	52.0	62.8	74.9	35.9	11.7
2019 新生儿数量 (万人)	17.0	51.0	60.9	73.5	32.6	10.6
0-6 岁总人数(万人)	114.2	322.4	369.0	451.5	224.8	50.8
年均消费 (元)	20,000.0	20,000.0	20,000.0	20,000.0	20,000.0	20,000.0
总消费 (亿元)	168.3	483.8	559.7	677.7	334.4	81.8
母婴连锁渠道占比	40%	40%	40%	40%	40%	40%
0-6 岁母婴连锁渠道规模 (亿元/年)	67.31	193.51	223.89	271.09	133.76	32.71
公司 2019 年营收 (亿元)	11.70	3.53	4.10	3.46	0.37	0.00
市占率	17.4%	1.8%	1.8%	1.3%	0.3%	0.0%

资料来源：公司公告，国家统计局，国盛证券研究所。注：图中年均消费、母婴连锁渠道占比均按一致估算，会使得发达城市市占率结果偏小，不影响结论

图表 30: 从六地行业格局来看, 整合扩张大有可为

上海地区门店数		江苏地区门店数		浙江地区门店数		福建地区门店数		深圳地区门店数		重庆地区门店数	
总数 (估计)	932	总数 (估计)	2670	总数 (估计)	2870	总数 (估计)	7247	总数 (估计)	1535	总数 (估计)	6923
爱婴室	106	爱婴岛	67	爱婴岛	119	爱婴岛	52	全棉时代	19	母婴坊	90
乐友	37	孩子王	82	爱婴室	56	爱婴室	52	丽婴房	16	丽婴房	21
丽婴房	23	爱婴室	62	乐友	43	丽婴房	22	母婴坊	8	孩子王	23
孩子王	12	贝贝熊	55	丽婴房	37	孩子王	8	贝贝熊	2	爱婴室	20
红孩子	3	红孩子	47	孩子王	25	母婴坊	9	爱婴室	1	红孩子	4
母婴坊	3	丽婴房	31	红孩子	7	红孩子	6	乐友	0	乐友	2
爱婴岛	1	乐友	9	贝贝熊	3	丽家宝贝	5	红孩子	0	贝贝熊	1
丽家宝贝	0	丽家宝贝	1	丽家宝贝	1	贝贝熊	2				
						乐友	0				

资料来源: 公司公告, 草根调研, 国盛证券研究所, 注: 总数涉及估计, 不影响结论, 图中爱婴室、孩子王门店参考最新年度公告

3.3. 历史同店相对稳健, 优化产品组合, 毛利率趋势向上

历史同店相对稳健, 上海等区域加密后灵活调整为主要跟踪点。自 2018 年以来, 公司同店整体相对稳健, 2018 及 2019 年全年同店分别为 5.20%、2.74%, 领先同行。但逐季来看, 由于 2019 年下半年上海地区展店较快, 门店间或遇到分流影响; 加之上海地区于行业公司市占率较高、于公司内部收入占比较高, 出生率下降前提下公司作为龙头需致力持续获客, 且用户消费习惯变化下 (并不是单纯的线下向线上转移) 客流有所影响, 影响整体同店。据公司公告及公司调研, 2019 年逐季来看, 伴随展店、三四季度客流受到影响比较严重, 且上海地区相对影响较大; 相反, 在双十一促销活动中, 公司反倒获得较好同店增速。对于公司而言, 同店的保证是获得利润、进行下一步展店的前提; 在现有布局下, 公司获得新客能力较强, 但老客粘性相对较弱, 故而公司亦采取一些积极变化 (后续会进一步说明); 除此之外, 上海等区域加密后的灵活调整也是维持同店稳健的主要跟踪点。

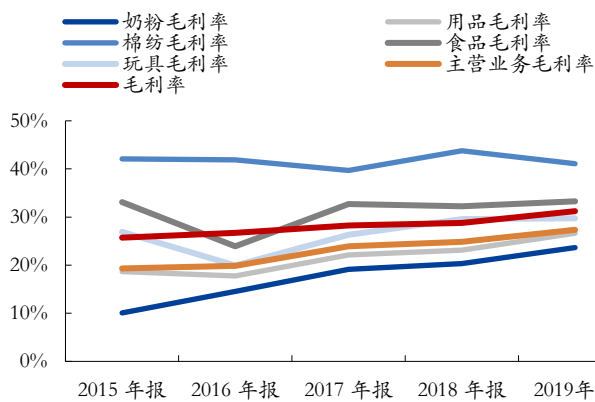
图表 31: 同店相对稳健, 上海等区域加密后灵活调整为主要跟踪点

	2018 年	2019Q1	2019H1	2019Q1-Q3	2019 年	2020Q1
同店	5.20%	4.80%	5.20%	4.50%	2.74%	-18%
单季度同店		4.80%	5.60%	3.10%	-2.5% (11 月单月同店较高)	-18%
客流增速	2.60%		约 1%	持平		3 月恢复到疫情前 60%, 4 月 70%
客单增速	2.60%		4-5%			
上海展店数	13 家	1 家	8 家	19 家	32 家	1 家
上海关店数	4 家	2 家	5 家	9 家	10 家	4 家
全国展店数	45 家	6 家	18 家	39 家	73 家 (不含收购)	6 家
全国关店数	11 家	5 家	8 家	14 家	17 家	6 家

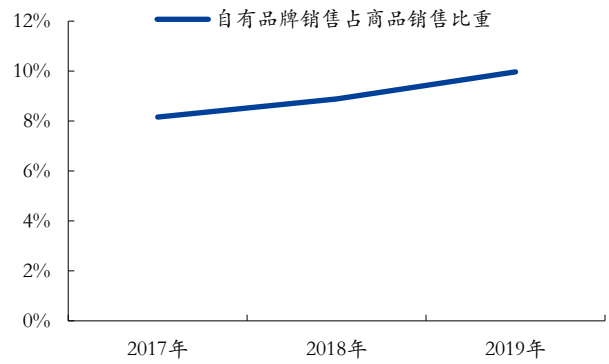
资料来源: 公司公告, 公司调研, 国盛证券研究所

优化产品组合，发展自有品牌，叠加议价权提升，毛利率趋势向上且仍有提升空间。公司近年毛利率持续上升，主要原因有三：1) 规模效应导致上游议价权提升。随规模逐步扩大，公司上游议价权逐步提升，而 85%左右的统采结构和 60%以上的直采体系保证了其议价优势发挥到最大；2) 品类调整。在标品品类成本下降之后，运用产品组合能力提升毛利率（既包括品类之间调整，也包括品类内部 SKU 调整），其中奶粉、用品等标品毛利率提升最快，即为印证；3) 推行自有品牌。公司在规模基础上，推进自有品牌建设，至 2019 年底自有品牌比重 9.97%，其中大部分以棉纺品用品，同时也存在用品等其他品类，通过自有品牌缩减渠道，助力毛利率提升。据公司公告，2015-2019 年公司毛利率自 25.72%提升至 31.23%，主营毛利率自 19.32%提升至 27.35%。同时，以上几点都在继续推进，据 Bloomberg，日本母婴龙头西松屋毛利率约 35%（自有品牌占比与爱婴室区别不大），待市场拓展、门店加密、供应链不断优化，公司毛利率仍有提升空间。

图表 32: 毛利率持续上升，且仍存空间，标品上升最快



图表 33: 自有品牌占比持续提升



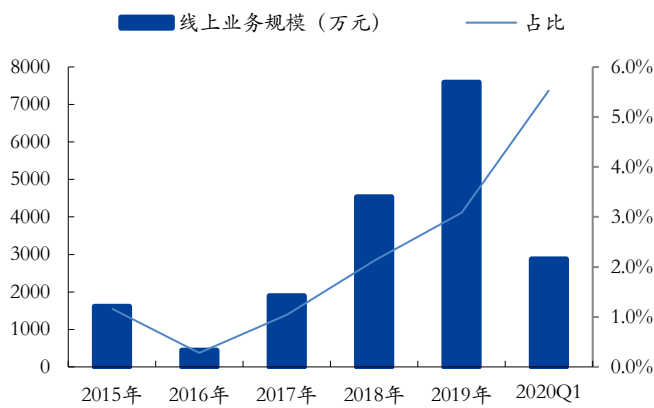
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所, 注西松屋毛利率约 35%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.4. 加码线上打造会员经济，获客运营费用可控，周转仍有提升空间

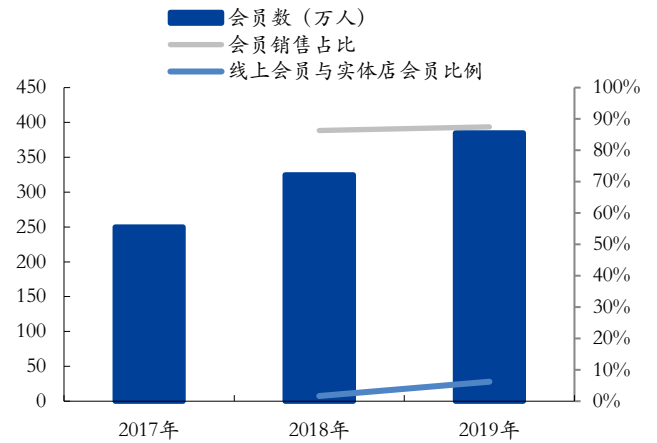
加码线上打造会员经济，获客运营费用可控。如上所述，像所有快消品一样，我们认同母婴行业产品（特别是标品）本身的线上化趋势；但由于行业用户生命周期较短，本身属小众市场，品牌商出于获客目的需要线下渠道持续引流，需要让利渠道；在电商倒逼下，线下具备口碑优势、能在标品利润压缩下以产品组合能力增强盈利、效率突出的终端母婴连锁具备优势。但同时，对于存量市场而言，若终端母婴连锁单纯采取线下模式，可能导致投资回报率边际递减；而与超市等渠道不同，在商品品质、质量保证、服务属性加强的需求催生下，母婴终端渠道本身具备差异化能力，如何在获客后增强客户运营成为关键。公司自成立即上线运营“爱婴室”B2C 电子商务平台，并培育相关 IT 技术、运作体系、互联网专业人才，同时以会员制、渠道融合、品类拓展等方式不断加强客户粘性，据公司公告：1) 从用户转化率来看，当前公司用户转化率 8.7%，高于其余线上平台；2) 至 2019 年底，公司线上收入 7591.94 万元，占比 3.1%，2020Q1 受疫情影响，线上收入占比达 5.5%，且 IT 系统二期建设将推进全渠道营销；3) 会员角度，公司不断增强会员运营，截止 2019 年底公司累计会员 385 万人，当年活跃会员销售占比 87.48%。其中一年内有消费线上会员与实体店会员比约 6.22:100，其中 2020Q1 权益会员来店频率及客单价均约为普通会员 2 倍。从获客成本角度，公司目前约 50% 用户来自口碑相传，剩余来自上游品牌商引流、商场引流、推广，与上游品牌商协作获客可使总体获客成本降低，并可把大部分成本转嫁上游。

图表 34: 公司线上业务规模及占比不断提升



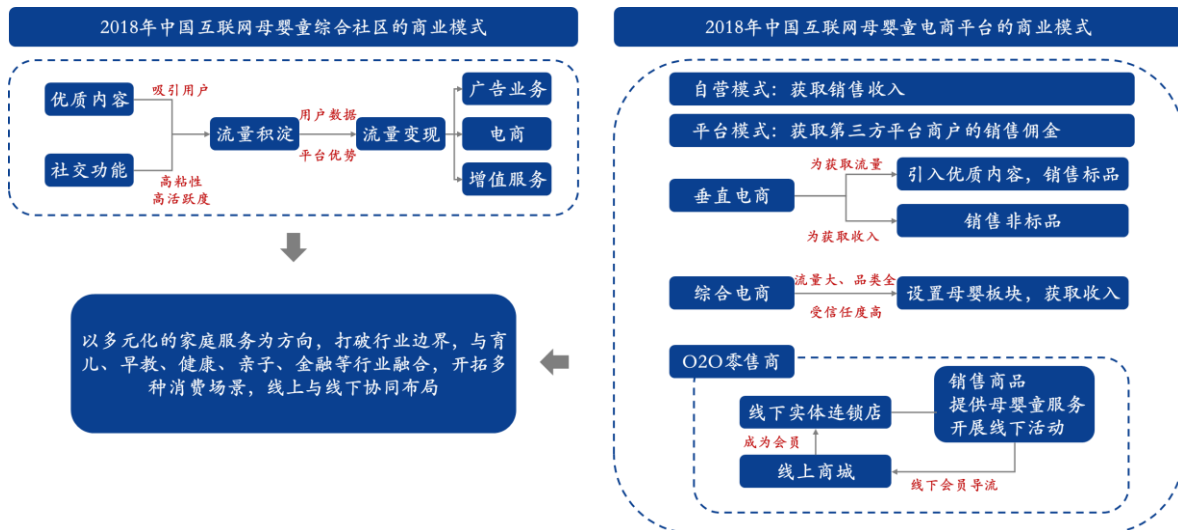
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 35: 加强会员运营, 增强客户粘性



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 36: 母婴行业的渠道融合



资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

周转仍有提升空间。从供应链角度, 公司存货周转仍存提升空间, 据公司公告: 2019年公司存货周转率约 3.28 次/年, 低于孩子王同期存货周转率 7.07 次/年; 分品类而言, 公司于棉纺、用品类落后较多, 为存货周转率较低主要原因, 奶粉类也存在提升空间(由于 2018 年起公司不公布存货构成, 我们拿 2017 年数据做比对, 可能存在误差)。孩子王之所以存货周转率较高, 与其用户一站式购买习惯、存货管理及大数据系统支持有关; 公司于 2019 年 9 月启动物流中心二期项目建设, 意图以高规格配套建设打造高效供应链体系, 覆盖华东, 确保公司经营成本优势及营运高效, 为异地门店扩张奠定基础。

图表 37: 公司周转仍有提升空间

孩子王存货周转率				爱婴室存货周转率			
项目	2017年	2018年	2019年	项目	2015年度	2016年度	2017年度
奶粉		8.80	7.07	奶粉类	5.22	5.18	5.59
纸尿裤		9.14	8.70	棉纺类	1.29	1.13	1.20
玩具		2.95	3.31	用品类	4.05	4.56	4.53
内衣家纺		2.24	2.29	玩具类	2.00	1.71	1.62
洗护用品		5.61	7.69	食品类	4.47	4.46	4.52
外服童鞋		1.60	1.73	车床类	2.74	2.30	2.21
营养保健		3.65	3.66	总存货周转率	3.67	3.54	3.62
车床椅		4.64	6.76				
零食辅食		25.65	28.67				
文教智能		0.04	0.05				
总存货周转率	5.63	6.61	6.48				

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4. 疫情影响短期, 当前销售逐渐回暖, 展店有望逐步恢复, 同店有望恢复正增长

疫情影响短期, 当前销售逐渐回暖, 展店有望逐步恢复。受疫情影响, 公司线下门店 1 月底关店数约 30%, 2 月门店关闭数较多、关店最多时接近 60%, 3 月疫情逐步得到控制以来, 线下门店基本恢复营业, 在此基础上, 由于消费者口碑认可及囤货需求, 2020Q1 营收端下滑并不明显。进入 2020Q2 以来, 营收端逐步回暖, 至 6 月底老店客流恢复 9 成, 由于公司选址多位于 Shopping mall, 其客流恢复与百货购物中心相关。随销售端逐渐回暖, 未来展店有望逐步恢复, 同时以新生儿及老客维护估算, 估算未来同店有望恢复正增长。

5. 盈利预测及估值

营业收入预测。1) 展店数预测。预计公司 2020-2021 年展店数分别为 30 家、45 家。2) 同店预测。参考当前恢复情况, 由用户更新及转化估计同店。3) 次新店及新店店面贡献。假设新店爬坡一年约可达到成熟门店收入 60-70%, 受疫情影响, 爬坡期有所加长。4) 关店数预测。假设平均每年关店 15 家。

毛利率及费用率预测。1) 毛利率。假设单年增长 1.5pct; 2) 人工费用率。假设单位门店用工人数在原有基础上稳中有降, 人均工资年复合增速约 10%。3) 租金费用率。给予全口径租金持平假设, 假设店均面积基本稳定, 由展店计算总面积, 由此得出租金费用率。4) 股权激励费用, 根据公告计算。5) 其他费用率。给予基本持平假设。

由此估计, 公司 2020/2021/2022 年营收同比增速分别为 2.8%/9.9%/10.9%, 归母净利润增速分别为 5.3%/21.3%/20.1%。

图表 38: 盈利预测表

	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
营收端						
新开门店(个)	33	45	73	30	50	70
关店(个)	23	11	17	15	15	15
净增门店数(个)	10	34	56	15	35	55
并购门店(个)			18			
至年底门店数(个)	189	223	297	312	347	402
展店比例(%)	18.4%	23.8%	32.7%	10.1%	16.0%	20.2%
同店(%)	7.0%	5.2%	2.7%	-6.5%	7.0%	4.0%
关店比例(%)	12.8%	5.8%	7.6%	5.1%	4.8%	4.3%
总面积(平方米)	110,984	135,000	174,700	185,643	208,283	243,210
新展店面积(平方米)	28,070	30,341	44,469	18,000	30,000	42,000
展店单店面积(平方米)	851	674	609	600	600	600
新展店面积占上期比重(%)	30.8%	27.3%	32.9%	10.3%	16.2%	20.2%
新展店面积占当期比重(%)	25.3%	22.5%	25.5%	9.7%	14.4%	17.3%
关店总面积(平方米)	9,430	6,027	7,711	7,057	7,360	7,073
关店单店面积(平方米)	410	548	454	470	491	472
关店面积占上期比例(%)	10.4%	5.4%	5.7%	4.0%	4.0%	3.4%
营收增长(%)	14.8%	17.4%	15.2%	2.8%	9.9%	10.9%
营业收入(万元)	180,785	213,540	246,037	252,876	277,988	308,334
毛利率						
毛利率(%)	28.2%	28.8%	31.2%	32.7%	34.2%	35.7%
费用端						
房屋租赁费(万元)	11,480	14,637	18,238	19,650	22,807	26,631
费率(%)	6.3%	6.9%	7.4%	7.8%	8.2%	8.6%
总面积(平方米)	110,984	135,000	174,700	185,643	208,283	243,210
单店面积(平方米)	587	605	588	595	600	605
单位面积租金(元/平方米/天)	2.8	3.0	2.9	2.9	3.0	3.0
员工费用(万元)	15,521	19,195	23,674	26,163	29,966	34,991
费率(%)	8.6%	9.0%	9.6%	10.3%	10.8%	11.3%
员工人数(人)	2,449	2,519	3,106	3,301	3,437	3,648
人效(万元/人/年)	73.8	84.8	79.2	76.6	80.9	84.5
员工密度(人/千平方米)	22.1	18.7	17.8	17.78	16.50	15.00
平均单人工资(万元/人/年)	6.3	7.6	7.6	7.9	8.7	9.6
折旧与摊销费用(万元)	3,134	3,277	4,074	3,793	4,170	4,625
费率	1.7%	1.5%	1.7%	1.5%	1.5%	1.5%
办公费(万元)	735	780	1,302	1,264	1,390	1,542
费率	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
股权激励费用(万元)			998	1,291	665	165
费率			0.4%	0.5%	0.2%	0.1%
运输费(万元)	708	807	999	1,012	1,112	1,233

费率	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
差旅费(万元)	1,860	2,662	2,831	2,529	2,780	3,083
费率	1.0%	1.2%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%
水电煤(万元)	983	1,069	1,241	1,264	1,390	1,542
费率	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
其他(万元)	2,629	2,797	4,191	3,793	4,170	4,625
费率	1.5%	1.3%	1.7%	1.5%	1.5%	1.5%
总销售及管理费用率	20.5%	21.2%	23.4%	24.0%	24.6%	25.4%
财务费用率	0.3%	0.2%	-0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
利润端						
归母净利润(万元)	9,358	11,999	15,425	16,241	19,704	23,671
增速		28.2%	28.5%	5.3%	21.3%	20.1%
EPS(元/股)	0.65	0.84	1.08	1.14	1.38	1.66

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

6. 投资建议

公司为口碑、产品组合调整能力、效率优势突出的母婴连锁龙头。当前国内行业增长驱动因素向人均母婴支出转移, 于上游标品品牌商而言, 品类高端化、新品更新及品牌替换将成主要驱动力, 且需终端渠道持续助力获客; 公司一则具备口碑优势, 用户信任度较高、可助力品牌商产品推广, 二则可动态调整产品组合提升周转、控制费用、最大化盈利, 将迎扩张整合机遇。当前已进入 6 省, 上海市占率高达 15-20%, 其余区域市占率较低, 且不乏边际改善, 版图扩张大有可为; 疫情影响后, 当前销售逐渐回暖, 预计展店逐步恢复、同店恢复正增长。预计 2020-2021 年 EPS 为 1.14、1.38 元/股, 当前股价对应 PE 分别为 30/25 倍, 由于公司后续增长中枢维持 15% 左右, 参考同行对应 2021 年业绩给予 30 倍 PE, 6 个月目标价 41.5 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表 39: 行业估值表

代码	证券简称	收盘价	每股收益(元/股)			PE		
			2019	2020E	2021E	TTM	2020E	2021E
603708.SH	家家悦	43.21	0.75	0.91	1.04	53	48	42
002697.SZ	红旗连锁	10.1	0.38	0.46	0.53	26	22	19
601116.SH	中国飞鹤	14.18	0.48	0.58	0.74	31	24	19
000759.SZ	澳优奶粉	11.55	0.55	0.76	0.98	19	15	12
603214.SH	爱婴室	34.30	1.08	1.14	1.38	34	30	25

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 注: 表中中国飞鹤、澳优奶粉为市场一致预期

7. 风险提示

- 1) 疫情严重影响消费致使展店长期不及预期。疫情影响下，百货及购物中心客流受到影响，公司展店主要在 **Shopping mall**，客流随之影响，同时亦会影响新店爬坡，致使放慢展店。如果疫情长期严重影响消费行业，将对公司展店、同店假设产生一定影响。
- 2) 上海地区同店长期大幅下滑。由于商圈更新，公司需要持续优化展店，由于上海地区市占率较高，可能存在分流影响，加之电商入局，若上海地区同店长期大幅下滑，在已有模型中会影响部分假设。
- 3) 供应链优化不及预期。公司毛利率提升与产品结构调整、上游议价、自有品牌比重增加均有关，若供应链周转优化不及预期，可能存在不利影响。
- 4) 行业竞争严重加剧。当前公司相对其他企业具备优势，若行业竞争严重加剧，可能产生影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com