

证券研究报告—深度报告

商业贸易

零售

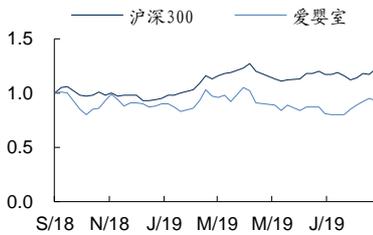
爱婴室(603214)

增持

合理估值: 44.7-47.7 元 昨收盘: 39.71 元 (维持评级)

2019年09月16日

一年该股与沪深300走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	102/55
总市值/流通(百万元)	4,039/2,192
上证综指/深圳成指	3,031/9,920
12个月最高/最低(元)	45.47/31.64

相关研究报告:

《爱婴室-603214-2019 年半年报点评: 业绩略超预期, 实现跨区拓展》——2019-08-13  
 《爱婴室-603214-2018 年年报点评: 业绩略超预期, 内生+外延扩展提速》——2019-04-10  
 《爱婴室-603214-2018 年三季报点评: 增长靓丽, 毛利率持续优化》——2018-10-30  
 《爱婴室-603214-2018 年中报点评: Q2 增长提速, 门店突破 200 家》——2018-09-04

证券分析师: 王念春

电话: 0755-82130407  
 E-MAIL: wangnc@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120027

证券分析师: 刘馨竹

电话:  
 E-MAIL: liuxinz@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519060002

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告

华东母婴零售龙头, 加速异地扩张

● 华东母婴零售龙头, 加速异地扩张

公司是我国母婴零售的区域性龙头, 主要通过直营门店和电商渠道销售母婴商品并提供婴童服务。受益于行业高增长与精益化运营, 公司同店增速超过 5%。截至 19H1, 公司共有直营门店 251 家; 预计 2019 年销售收入达到 26.3 亿, 市场份额仅为 0.1%, 成长空间较大。公司拟展店提速, 跨出华东, 进入华南、川渝等区域, 未来三年开店总数有望突破 300 家。

● 竞争优势: 品牌是核心, 模式持续创新, 规模效应加强

我们认为, 公司核心竞争力主要包括品牌优势以及规模优势, “买手制”下选品能力优秀, 自有品牌成长较快。全渠道商品+服务的体验形成与大多数对手较强的差异性, 此外, 公司管理团队具备较强执行力, 股权激励计划深度绑定。公司还牵手腾讯探索智慧零售, 积极寻求产业链并购机会, 加码母婴服务市场。

● 行业概况: 市场规模 2.7 万亿, 消费升级趋势明显

据易观, 2018 年中国母婴市场规模已达 2.77 万亿, 同比增速 9.50%, 2013-2018 CAGR5 = 11.9%。母婴消费具有刚需、价格敏感性弱的特点, 尽管新增人口数量下滑, 单价提升趋势可以明显弥补。从渠道的角度, 我们认为专业连锁与电商将会共存; 母婴连锁行业高度分散, 龙头加速展店, 存在集中度提升预期。

● 风险提示

- 1) 宏观经济增速放缓, 以及新增人口增速下滑, 对同店增速影响较大;
- 2) 加速展店进程中如若跨区域管理能力不佳, 有可能会对经营状况造成拖累;
- 3) 电商冲击仍然持续, 可能持续被分流;
- 4) 非控股股东减持对股价造成压制。

● 投资建议: 区域母婴龙头, 扩张提速, 维持“增持”评级

公司是 A 股唯一母婴连锁企业, 近年公司扩张提速, 未来三年有望开店达到 300 家。公司寻求产业链并购机会, 拟在母婴服务领域突破。由于公司展店提速, 我们上调盈利预测, 预计 2019-21 年净利润 1.51/1.94/2.51 亿元 (原值 1.47/1.89/2.40 亿元), 2019-2021 年收入/利润 CAGR 25.96%/27.95%。我们首次给予合理估值区间为 44.67-47.65 元 (对应 2020PE 23-25X), 距离当前股价还有 12.5-20% 估值区间, 维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,808	2,135	2,625	3,315	4,268
(+/-%)	14.1%	18.1%	22.9%	26.3%	28.8%
净利润(百万元)	94	120	151.46	193.75	251.38
(+/-%)	26.5%	28.2%	26.2%	27.9%	29.7%
摊薄每股收益(元)	1.25	1.18	1.49	1.91	2.47
EBIT Margin	5.7%	5.3%	7.6%	7.8%	7.9%
净资产收益率(ROE)	25.0%	13.6%	15.3%	17.2%	19.3%
市盈率(PE)	31.8	33.7	26.7	20.8	16.1
EV/EBITDA	24.7	30.3	19.5	15.1	12.0
市净率(PB)	7.96	4.56	4.07	3.58	3.10

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 投资摘要

### 估值与投资建议

公司是我国母婴连锁行业区域性龙头，也是 A 股唯一的母婴连锁企业。2019 年以来，公司扩张提速，重点突破华东、华南、川渝区域，2019-2021 年有望开店达到 300 家。公司还积极寻求产业链并购机会，拟在母婴服务领域有所突破，与原有的商品零售业态形成较好互补。公司多年深耕母婴零售，累积了较强品牌优势以及规模优势，全渠道商品+服务的体验形成与大多数对手较强的差异性，此外，经验丰富的管理团队具备较强执行力。精细化管理能力极强。

中国母婴市场度过 2008-2018 年的“黄金十年”，从量价齐升的增量经济逐步走入存量经济。2018 年新增人口下滑明显，然而行业消费升级趋势在价格端的提升足以弥补量的下降。此外，母婴零售行业非常分散，当前龙头积极拓展，展店提速，探索“商品+服务”的结合，集中度提升有望持续。

由于公司展店提速，我们上调盈利预测，预计公司 2019-21 年净利润 1.51/1.94/2.51 亿元（原值 1.47/1.89/2.40 亿元）。我们采用 1) FCFF 预测，合理估值区间为 44.32-48.26 元；2) 相对估值法：给予公司两年期合理估值 44.67-47.65 元。综上所述，我们首次给予合理估值区间为 44.67-47.65 元（对应 2020PE 23-25X），距离当前股价还有 12.5-20% 估值区间，维持“增持”评级。

### 与市场预期的差异之处

**第一，新增人口数下滑是隐忧，然而对母婴连锁成长的影响并不显著：**首先行业市场空间非常大，竞争格局极其分散，龙头份额极低，展店空间巨大；其次，消费升级趋势在母婴行业尤其明显，“4+2+1”的家庭结构下，父母为婴童消费的意义以及支付能力极强；最后，龙头母婴连锁对非连锁在门店运营、供应链能力、品类管理、门店服务层面拥有绝对的竞争优势，在行业增速放缓的时候，小规模经营者经营压力增加，反而利于龙头获得更多市场份额。

**第二，电商冲击无可避免，然而优秀专业龙头仍可通过服务和体验塑造竞争壁垒：**母婴专卖店的护城河：1) 信任度：奶粉、辅食类对于渠道可信度的要求较高；2) 体验：品类齐全、一站式服务的体验，家庭购买的乐趣；3) 专业与服务：专业导购服务，部分门店设有游乐、教育设施。爱婴室通过“买手制”优秀品类管理、专业导购+积极切入服务领域，打造差异化竞争。

### 股价变化的催化因素

新区域门店培育效果较好；

积极寻求母婴产业链并购机会，与原有业务形成较好协同。

### 核心假设或逻辑的主要风险

- 1) 宏观经济增速放缓，以及新增人口增速下滑，对同店增速影响较大；
- 2) 加速展店进程中如若跨区域管理能力不佳，有可能会对经营状况造成拖累；
- 3) 电商冲击仍然持续，如果未能在全渠道经营、服务和体验方面打造壁垒，可能持续被分流；
- 4) 非控股股东减持对股价造成压制。

## 内容目录

与市场预期的差异之处 .....	2
股价变化的催化因素 .....	2
核心假设或逻辑的主要风险 .....	2
<b>估值与投资建议 .....</b>	<b>6</b>
绝对估值: 44.32-48.26 元 .....	6
相对法估值: 两年期合理估值 40.46-46.24 元 .....	7
投资建议 .....	7
<b>华东母婴零售龙头, 加速异地扩张 .....</b>	<b>8</b>
中国母婴零售第一股 .....	8
股权结构: 创始人团队共同控制 .....	8
商业模式-线下: 商场店为主, 大小业态共同运营 .....	9
商业模式-线上: 线上作为补充, 打造母婴服务生态系统平台 .....	10
财务分析: 同店增长良好, 毛利率持续提升 .....	11
<b>竞争优势: 品牌是核心, 模式持续创新, 规模效应加强 .....</b>	<b>13</b>
竞争优势分析: 品牌是核心, 模式持续创新, 规模效应加强 .....	14
展店提速, 成长可期 .....	14
深耕会员经济, 推出 MAX 卡提升复购率 .....	15
优化供应链管理, 直采比例较高 .....	15
专业化管理团队, 激励机制充分 .....	17
持续加码自有品牌, 提升盈利水平 .....	17
牵手腾讯探索智慧零售, 积极寻求产业链并购机会 .....	17
<b>行业概况: 市场规模 2.7 万亿, 消费升级趋势明显 .....</b>	<b>18</b>
市场空间: 0-3 岁母婴市场空间超过万亿 .....	18
客单价格: 消费升级仍在持续 .....	19
人口增量: 新增人口数下滑是隐忧, .....	20
母婴市场消费特征 .....	21
专业店份额企稳达到 48%, 电商高增长持续 .....	22
电商冲击下, 母婴连锁店如何构筑竞争壁垒? .....	24
线下竞争格局: 高度分散, 集中度提升可期 .....	25
<b>盈利预测: 由于展店提速, 上调盈利预测 .....</b>	<b>27</b>
假设前提 .....	27
未来 3 年盈利预测 .....	28
盈利预测的敏感性分析 .....	28
<b>风险提示 .....</b>	<b>29</b>
<b>附表: 财务预测与估值 .....</b>	<b>30</b>
<b>国信证券投资评级 .....</b>	<b>31</b>
<b>分析师承诺 .....</b>	<b>31</b>
<b>风险提示 .....</b>	<b>31</b>
<b>证券投资咨询业务的说明 .....</b>	<b>31</b>

## 图表目录

图 1: 公司 logo 示意图 .....	8
图 2: 公司官网示意图 .....	8
图 3: 公司门店实景图 .....	10
图 4: 公司门店内部环境实景图 .....	10
图 5: 公司历年各地区门店数量及同比增速 (个, %) .....	10
图 6: 公司门店服务示意图 .....	10
图 7: 公司历年电商收入及毛利率 (万元, %) .....	11
图 8: 公司 APP、微信公众号示意图 .....	11
图 9: 母婴用户行为轨迹示意图 .....	11
图 10: 公司历年营业收入分业务构成 (万元) .....	12
图 11: 公司历年营业收入分产品构成 (万元) .....	12
图 12: 公司历年营业收入及同比增速 (亿元、%) .....	12
图 13: 公司历年归母净利润及同比增速 (亿元、%) .....	12
图 14: 公司历年分业务毛利率对比 (%) .....	13
图 15: 公司历年分产品毛利率对比 (%) .....	13
图 16: 公司历年三项费用率变化 (%) .....	13
图 17: 公司历年毛利率、净利率和总费用率变化 (%) .....	13
图 18: 公司与孩子王毛利率水平对比 (%) .....	13
图 19: 公司与孩子王总费用率水平对比 (%) .....	13
图 20: 公司 MAX 尊享会员示意图 .....	15
图 21: 公司 MAX 尊享会员示意图 .....	15
图 22: 公司主要商品品牌一览 .....	16
图 23: 公司统一集中采购金额及占比 (亿元、%) .....	16
图 24: 公司各采购渠道金额 (亿元) .....	16
图 25: 公司自有品牌示意图 .....	17
图 26: 公司自有品牌示意图 .....	17
图 27: 公司与腾讯合作实现营销方式升级 .....	18
图 28: 历年母婴市场整体规模 (亿元, %) .....	19
图 29: 2017~2018 年全国主要渠道整体快消品增速 (%) .....	19
图 30: 2015 年家庭可支配收入对婴童消费的影响 (元) .....	19
图 31: 2018 年母婴用品月平均支出 (元) .....	19
图 32: 母婴主要品类四大因素增长动力分析 .....	20
图 33: 奶粉高端和超高端占比持续提升 .....	20
图 34: 近年我国出生人数及生育率 (万人, %) .....	20
图 35: 历年总生育率及一孩、二孩生育率 (%) .....	20
图 36: 中国历年出生人口数量 (万人) .....	21
图 37: 历年全国 0-14 岁人口数量 (万人) .....	21
图 38: 不同年龄段母婴产品消费特征一览 .....	21
图 39: 中国母婴家庭人群购买母婴产品时关注要素分析 .....	22
图 40: 中国母婴家庭人群首次触达母婴 App 渠道分布 .....	22
图 41: “4+2+1”式倒三角家庭结构 .....	22

图 42: 母婴市场消费者购买因素调查 (N = 1500) .....	22
图 43: 中国母婴零售渠道发展历程 .....	23
图 44: 历年母婴用品线上下渠道占比 (%) .....	23
图 45: 2018 年全国母婴快消品渠道金额占比 (%) .....	23
图 46: 2018 年全国母婴快消品渠道金额占比 (%) .....	24
图 47: 历年母婴市场电商规模及同比增速 (亿元, %) .....	24
图 48: 2016 年母婴用品与其他快消品类网购渗透率与购买频次对比 (% , 次) .....	25
图 49: 2018 年母婴快消分品类电商渗透率状况 .....	25
图 50: 母婴零售渠道 2018 年收入比较 (亿元) .....	26
图 51: 分城市级别母婴专卖店数量及同比增速 (家、%) .....	26
图 52: 分区域母婴专卖店数量及同比增速 (家、%) .....	26
表 1: 资本成本假设 .....	6
表 2: FCFE 估值表 .....	6
表 3: FCFE 估值结果相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股) .....	6
表 4: 相对估值法结果 (元, x) .....	7
表 5: 募集资金的运用情况一览 .....	8
表 6: 1H19 公司普通股前十名股东情况 (股, %) .....	9
表 7: 公司已签约门店状况 .....	15
表 8: 公司物流配送中心和仓库情况概览 .....	16
表 9: 公司股权激励计划业绩考核目标 .....	17
表 10: 公司门店数量及预测 (个) .....	27
表 11: 公司门店商品销售收入预测 (百万元, %) .....	27
表 12: 分业务盈利预测 (百万元, %) .....	27
表 14: 未来 3 年盈利预测表 (百万元) .....	28
表 15: 情景分析 (乐观、中性、悲观) .....	28

## 估值与投资建议

我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

### 绝对估值：44.32-48.26 元

根据主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得到公司的合理价值区间为：44.32-48.26 元。

表 1：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.93	T	23.46%
无风险利率	2.50%	Ka	9.01%
股票风险溢价	8.00%	有杠杆 Beta	0.93
公司股价（元）	39.71	Ke	9.04%
发行在外股数（百万）	102	E/(D+E)	99.44%
股票市值(E, 百万元)	4039	D/(D+E)	0.56%
债务总额(D, 百万元)	17	WACC	9.94%
Kd	5.30%	永续增长率（10年后）	2.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

表 2：FCFF 估值表

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	TV
EBIT	198.9	258.3	338.4	406.2	471.3	527.9	570.2	598.8	622.8	641.5	
所得税税率	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%	
EBIT*(1-所得税率)	153.2	198.9	260.6	312.8	362.9	406.5	439.1	461.1	479.5	493.9	
折旧与摊销	36.2	53.9	72.0	72.9	66.6	60.5	56.9	50.5	45.5	42.2	
营运资金的净变动	1.3	(25.7)	(55.5)	(49.5)	(47.7)	(41.4)	(30.5)	(20.6)	(17.1)	(13.1)	
资本性投资	(74.1)	(103.3)	(121.4)	(76.2)	(49.1)	(40.1)	(40.1)	(10.0)	(10.0)	(10.0)	
FCFF	116.7	123.8	155.6	259.9	332.7	385.6	425.4	481.0	497.9	513.0	6,586.5
PV(FCFF)	106.1	102.4	117.1	177.9	207.1	218.3	219.1	225.3	212.1	198.8	2,552.2
核心企业价值	4,336.4										
减：净债务	(361.3)										
股票价值	4,697.7										
每股价值	46.19										

资料来源：国信证券经济研究所预测

### 绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析。

表 3：FCFE 估值结果相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元/股）

	WACC 变化	WACC 变化				
		9.5%	9.7%	9.94%	10.1%	10.3%
永续增长率变化	2.6%	51.44	49.88	48.40	47.00	45.68
	2.4%	50.55	49.05	47.63	46.28	45.01
	2.2%	49.70	48.26	46.89	45.59	44.36
	2.0%	48.90	47.51	46.19	44.94	43.75
	1.8%	48.14	46.80	45.53	44.32	43.17
	1.6%	47.42	46.12	44.89	43.72	42.61
	1.4%	46.73	45.48	44.29	43.16	42.08

资料来源：国信证券经济研究所分析

### 相对法估值：两年期合理估值 40.46-46.24 元

由于公司是 A 股母婴连锁唯一标的，缺乏参照系，我们主要选取 A 股零售行业龙头做比较，如下表所示，采用 PE 法估值。我们认为，基于母婴零售高成长、刚需消费的特性，应享有不低于必选属性的超市行业的估值；此外，公司更积极的扩张策略拥有更好的成长性。由于公司展店提速，我们上调盈利预测，预计公司 2019-21 年净利润 1.51/1.94/2.51 亿元（原值 1.47/1.89/2.40 亿元），目前 2019 年和 2020 年的动态估值分别为 26.7x 和 20.8x，低于永辉超市、家家悦等超市龙头平均估值。

考虑公司更有利的竞争优势以及更良好的成长性，给予公司两年期合理估值 44.67-47.65 元，对应 2019PE 为 30-32X，维持“增持”评级。

表 4：相对估值法结果（元，x）

代码	简称	股价 (19-00-12)	EPS (元)			PE			PEG -2020	总市值 (亿元)
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E		
603214.SH	爱婴室	39.71	1.18	1.49	1.91	33.66	26.66	20.84	0.95	40.39
<b>A 股零售龙头</b>										
601933.SH	永辉超市	9.19	0.15	0.25	0.32	61.27	37.24	28.55	1.22	879.53
603708.SH	家家悦	25.24	0.71	0.83	0.99	35.67	30.41	25.49	1.58	153.56
002697.SZ	红旗连锁	7.15	0.24	0.33	0.37	29.79	21.67	19.32	1.79	97.24
002419.SZ	天虹股份	12.13	0.75	0.83	1.02	16.09	14.61	11.89	0.64	145.60
600612.SH	老凤祥	51.42	2.30	2.66	2.94	22.33	19.33	17.49	1.84	268.99
002867.SZ	周大生	21.81	1.11	1.39	1.62	19.71	15.73	13.46	0.93	159.41
<b>均值</b>						<b>30.81</b>	<b>23.16</b>	<b>19.74</b>		

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测  
 注：港股公司单位均为港元）

### 投资建议

公司是 A 股唯一母婴连锁企业，近年公司扩张提速，未来三年有望开店达到 300 家。公司寻求产业链并购机会，拟在母婴服务领域突破。由于公司展店提速，我们上调盈利预测，预计公司 2019-21 年净利润 1.51/1.94/2.51 亿元（原值 1.47/1.89/2.40 亿元），2019-2021 年收入/利润 CAGR 25.96/27.95%。我们首次给予合理估值区间为 44.67-47.65 元（对应 2020PE 23-25X），距离当前股价还有 12.5-20% 估值区间，维持“增持”评级。

## 华东母婴零售龙头，加速异地扩张

### 中国母婴零售第一股

公司是我国母婴连锁行业区域性龙头，主要销售母婴商品并提供婴童服务为主营业务，主要销售渠道是直营门店、同时自有 APP、微信小程序作为补充，目标客群是-1~6 岁的母婴群体。截至 19H1，公司共有直营门店 251 家，营业面积 14.9 万平方；我们预计 2019 年销售收入达到 25.7 亿，市场份额仅为 0.1%，成长空间较大。

公司成立于 2005 年 8 月 22 日，于 2018 年 3 月 30 日成功上市，以直营门店为主、电子商务为辅，是为孕前至 6 岁婴幼儿家庭提供一站式母婴用品采购及孕婴童健康服务的专业连锁零售店。公司总部设立于上海，并在南通、无锡、杭州、嘉兴、宁波、绍兴、福州、厦门开设了分公司，并于 2H2018 进入重庆市场。销售的商品主要处于中\*\*高端母婴商品市场\*\*，涉及奶粉类、食品类、棉纺类、用品类、玩具类和车床类等六大类母婴商品。

**深耕母婴市场多年，19 年开店提速：**公司深耕母婴市场多年，盘踞于国内华东市场，积累了较好的供应商关系以及品牌美誉度，精细化管理能力出色，盈利能力极强。公司拟展店提速，跨出华东，实现华东、华南、川渝等经济较好的区域跨区经营，2019-2021 年开店总数有望突破 300 家。

图 1：公司 logo 示意图



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图 2：公司官网示意图



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

**募资 4.1 亿元，加快全渠道发展。**2018 年 3 月 30 日公司成功上市，据招股说明书，此次公开发行股票数量为 2,500 万股，每股发行价为 19.95 元，募集资金 4.12 亿元，主要用于线下母婴产品营销网络、线上母婴服务生态系统平台建设和补充主营业务相关的营运资金。

表 5：募集资金的运用情况一览

项目名称	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：公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

### 股权结构：创始人团队共同控制

公司由施琼、莫锐强、董勤存、戚继伟四人共同控制，分别直接持有公司 22.67%、11.80%、3.28%、1.83% 的股权，合计直接持有公司 39.58% 的股权，为公司的

共同实际控制人。四人均均为公司的创始成员及发起人股东。

**表 6: 1H19 公司普通股前十名股东情况 (股, %)**

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	施琼	23,057,754	22.67
2	Partners Group Harmonious Baby Limited	19,192,897	18.87
3	莫锐强	12,000,000	11.80
4	杨清芬	3,795,000	3.73
5	上海茂强投资管理合伙企业(有限合伙)	3,750,000	3.69
6	郑大立	3,482,600	3.42
7	董勤存	3,334,500	3.28
8	戚继伟	1,856,840	1.83
9	太平人寿保险有限公司	802,674	0.79
10	莫锐伟	798,067	0.78
	合计	72,070,332	70.86

资料来源:Wind\国信证券经济研究所整理

### 商业模式-线下: 商场店为主, 大小业态共同运营

**公司门店都是直营门店, 不开展加盟业务。**对于母婴店而言, 产品质量和门店体验是消费者的首要考虑因素, 而加盟门店管理难度非常大。线下门店通过精细化运营维系客户粘性, 同时通过产品结构持续优化, 发展自有品牌提升盈利能力。

**门店布局规划上, 一二线城市开小店, 低线城市开大店。**一二线城市租金高, 难以找到合适的大型商业体进行合作, 但核心商圈多, 适宜多开小型门店; 而在低线城市布局大型门店可覆盖较多的人群。

**逐步收缩社区店, 目前购物中心店占比在 70%以上。**公司 2005 年开办了第一家实体店—上海奉贤南桥店, 当时以街边店为主, 因为目标客群购物的目标性较强, 无需选址在高价的高流量地区。然而, 随着消费习惯的变化, 从 2014 年, 公司开始收缩竞争力较弱的外围的街边店, 连锁店逐渐从社区店向购物商场迁移。购物中心可以满足一站式消费, 可以在商场玩一整天, 特别是对有小孩的家庭来说, 更是如此。

**注重提供以客户体验为导向的服务。**公司董事长施琼认为, 对于母婴店, 最理想的店铺面积的大小是 600-800 平方米, 兼顾运营效率和购物体验。部分门店内设有婴儿抚触、幼儿游乐等配套服务设施为父母和婴童提供了一个休憩和玩乐的空间。公司在门店内会定期举办各种亲子活动及母婴讲座, 或与品牌商及其他母婴服务机构合作, 提供儿童摄影、儿童早教、产后瘦身等各种增值服务, 满足消费者多方位的需求, 增强消费者的黏性。

**以线下门店为主, 侧重以线下带动线上。**通过推出 MAX 会员卡, 深度运营核心会员。消费者购买母婴商品及相关服务需要专业人员的当面指导、婴幼儿的亲身试换及切身感受, 所以更依赖于实体门店的经营载体, 且消费者对产品的安全性要求高, 实体渠道的重要性不可或缺。因此, 公司在打通线上线下的同时, 仍以发展线下直营门店为主。

从供应商的角度, 母婴市场目标客群的用户生命周期短, 家庭婴童年龄达到 4 岁后会减少到店频率。品牌商, 尤其是奶粉品牌商需要通过线下门店进行新客开发, 而电商渠道多为老客复购, 因此品牌商对线下渠道的补贴力度会更大。

图 3: 公司门店实景图



资料来源: 百度图片、国信证券经济研究所整理

图 4: 公司门店内部环境实景图



资料来源: 百度图片、国信证券经济研究所整理

图 5: 公司历年各地区门店数量及同比增速 (个, %)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司门店服务示意图



资料来源: 百度图片、国信证券经济研究所整理

### 商业模式-线上: 线上作为补充, 打造母婴服务生态系统平台

2018 年, 公司电子商务平台销售额达到了 4534.79 万元, 同比增长 138.98%, 成为公司业绩新的亮点。2019 年, 公司目标电商平台实现收入 1 亿元。2019 年上半年公司电商业务销售收入为 0.32 亿元, 份额占比 2.68%, 收入同比增长 87.11%。

2017 年 4 月, 爱婴室 APP 上线, 当年电子商务实现了 1897.6 万元的收入。2018 年公司加大了对爱婴室 APP 的投入, 除了销售的商品, APP 还增加了“亲子活动”等服务客户的板块; 此外还借助微信公众号、小程序等创新营销方式

公司将 APP 定义为与客户之间沟通交流的工具, 不仅销售商品, 还提供一些客户的投诉、建议等服务内容。公司还将增添母婴知识类的分享板块, 希望 APP 从妈妈怀孕开始, 一直到小朋友四五岁这个年龄段, 帮助妈妈获取母婴知识、了解母婴产品, 伴随并记录小朋友的成长。

**2018 年募投项目中包括拟投入超 5,400 万元建设母婴服务生态系统平台。**公司目前已拥有 APP、微信公众号、B2C 官网、天猫旗舰店等线上销售渠道, 并建设基于互联网技术的集购物、服务、社交及在线教育于一体的母婴服务生态系统平台, 项目主要涉及母婴电子商城、母婴服务 (胎教、产后护理、育儿嫂、宝宝游泳中心、婴幼儿早教)、在线教育等领域。

图 7: 公司历年电商收入及毛利率 (万元, %)



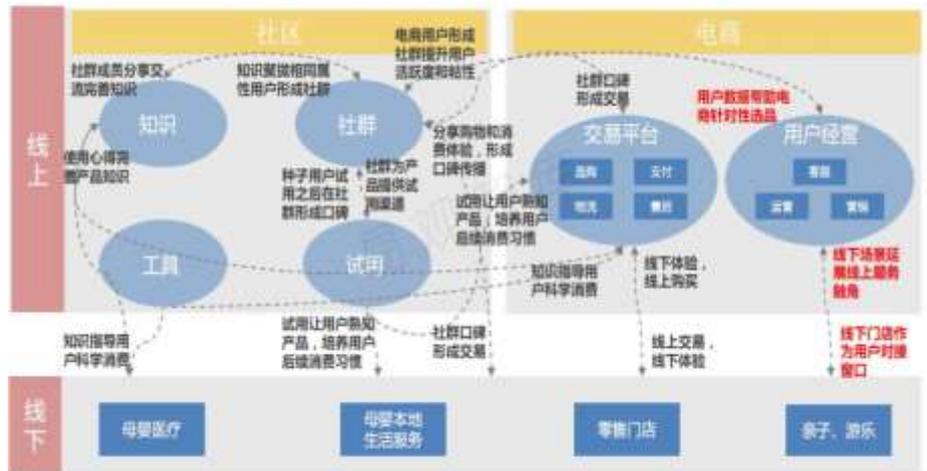
资料来源: 百度图片、国信证券经济研究所整理

图 8: 公司 APP、微信公众号示意图



资料来源: 爱婴室 APP、微信公众号、国信证券经济研究所整理

图 9: 母婴用户行为轨迹示意图



资料来源: 公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

### 财务分析: 同店增长良好, 毛利率持续提升

2018 年, 公司实现营业收入 21.35 亿元, 同比增长 18.12%; 归母净利润 1.20 亿元, 同比增长 28.23%; 扣非后归母净利润 1.03 亿元, 同比增长 19.03%

1H19 实现营业收入 11.79 亿元, 同比增长 15.92%; 归母净利润 0.62 亿元, 同比增长 27.31%, 扣非后归母净利润 0.51 亿元, 同比增长 25.68%。其中, 直营门店销售收入 10.47 亿元, 份额占比 88.82%, 收入同比增长 17.23%; 电商业务销售收入 0.32 亿元, 份额占比 2.68%, 收入同比增长 87.11%。19Q2 公司收入 6.34 亿元, 同比增长 18.36%, 归母净利润 0.45 亿元, 同比增长 21%。

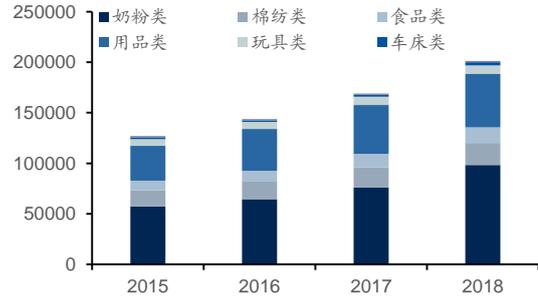
分产品来看, 奶粉是公司主营业务收入最主要构成, 历年来收入占比达到 45%, 用品和棉纺类次之, 占比分别为 28/10%。

图 10: 公司历年营业收入分业务构成 (万元)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 11: 公司历年营业收入分产品构成 (万元)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 12: 公司历年营业收入及同比增速 (亿元、%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 13: 公司历年归母净利润及同比增速 (亿元、%)



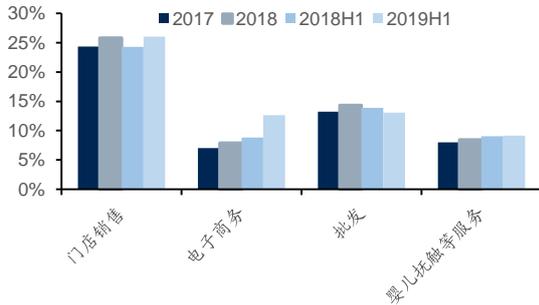
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

### 毛利率提升, 费用率稳定

2018 年, 得益于商品结构和供应链的优化, 18 年公司综合毛利率为 28.77%, 同比提升 0.37pct。近年来, 毛利率提升主要受单个产品毛利和产品结构的影响, 主要来源于: 1) 品类结构优化: 奶粉等产品超高端化趋势明显, 非标品牌类自有品牌占比提升; 其他业务收入 (即帮助供应商进行促销活动收取的服务费) 与销售挂钩, 提高了毛利率水平; 此外, 公司近年对直营门店布局进行了战略调整, 逐步关闭沿街店, 增设毛利率水平更高的集购物、饮食和娱乐一体化的商场店, 提振了毛利率水平。

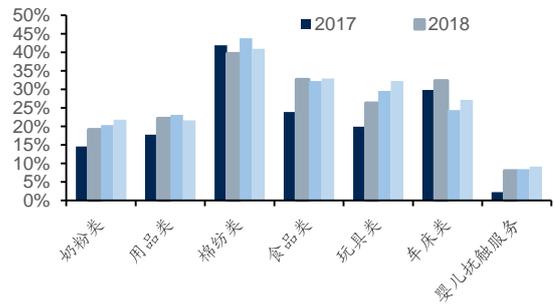
18 年公司总费用率为 21.37%, 同比上升 0.56pct。其中, 销售费用率 18.22%, 同比上升 1.23pct; 管理费用率 2.96%, 同比下降 0.55pct; 财务费用率为 0.19%, 同比下降 0.12pct。由于毛利率优化, 公司净利率得到提升, 2018 年公司净利率为 6.12%, 同比上升 0.34pct。

图 14: 公司历年分业务毛利率对比 (%)



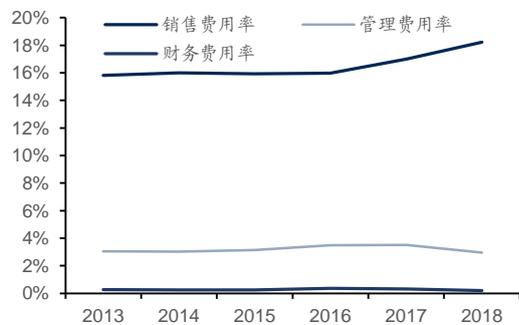
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 15: 公司历年分产品毛利率对比 (%)



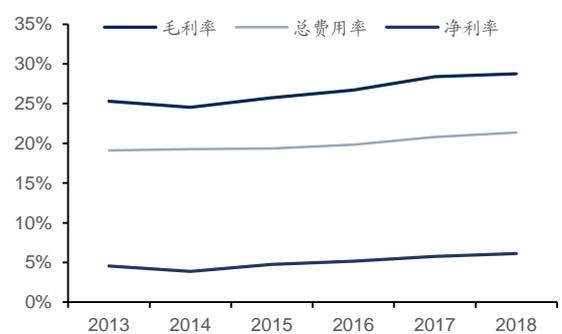
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 16: 公司历年三项费用率变化 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 17: 公司历年毛利率、净利率和总费用率变化 (%)

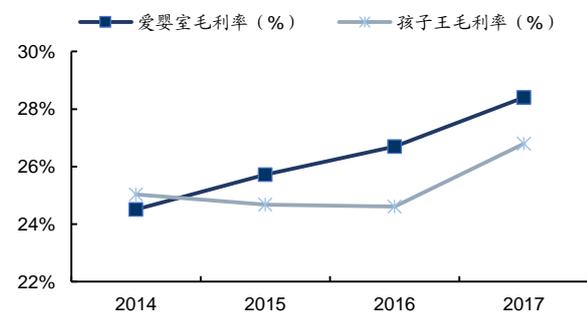


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

### 精细化管理能力出色，盈利能力领先

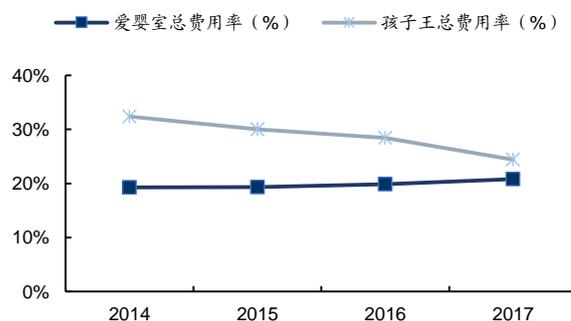
公司同店增速在众多零售公司中居前,2018 年达到 5.2%,2019 年提升至 5.3%,显示出较好的行业红利以及公司较强的经营水平。与同行业可比公司孩子王对比,公司盈利能力领先,费控成效显著。

图 18: 公司与孩子王毛利率水平对比 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理  
注: 孩子王 2017 年为中报数据

图 19: 公司与孩子王总费用率水平对比 (%)



资料来源: 公司招股说明书、国信证券经济研究所整理  
注: 孩子王 2017 年为中报数据

## 竞争优势: 品牌是核心, 模式持续创新, 规模效应加强

### 竞争优势分析：品牌是核心，模式持续创新，规模效应加强

我们认为，公司核心竞争力主要包括品牌优势以及规模优势，全渠道商品+服务的体验（门店的服务体验与线上 APP、线上渠道的补充）形成与大多数对手较强的差异性，此外，经验丰富的管理团队具备较强执行力。

#### 品牌优势：

公司定位于中高端母婴市场，多年来，以上海为中心，深耕华东地区形成了深厚的客户信赖关系，品牌认可度高、渠道影响力强。公司已经成为当地市场占有率排名第一的母婴连锁专卖渠道，“爱婴室”品牌在华东母婴市场已成为消费者认知品牌第一位。

#### 选品能力：

基于对客户消费习惯的认知以及消费数据的长年积累，形成全球选品能力。母婴市场供应商、品牌商众多，需要在品类繁多的母婴产品中选取合适的商品组合，并不断迭代商品组合，呈现给消费者。

与行业的竞争对手，公司的主要竞争差异体现在：

#### 较好的客户体验：

公司所有门店均为直营店，包括多场景的互动体验和增值服务。门店标准化程度高，每个经营区域都配有专业的导购及服务人员，部分门店设有婴儿抚触、幼儿游乐等配套服务设施，公司还与品牌商联合举办各类亲子类、趣味类活动，满足客户多样化的需求。

#### 全渠道相互补充

开发自有 APP 增强用户粘性：APP 不仅仅是购物平台，还是与客户之间沟通交流的工具，提供一些客户的投诉、建议等服务内容，未来还将增添更多母婴知识类的分享内容。微信小程序作为新流量入口：公司赋予小程序更多社交属性，开发多人拼团、分享砍价/有礼、秒杀等营销活动，帮助公司带来源源不断的新客源。

#### 专业经验与高效管理优势

公司的管理团队有着丰富的从业经验，精细化管理能力突出。公司的主要经营者均为食品或快消行业出身，并在较早的时候就进入了母婴商品零售行业从事经营。公司建立了较为完善的人才培养和业务管理体系。目前公司的营销团队来自行业品牌商、媒体、网上社区及其他专业机构，具备品牌推广、营销创新及互联网营运的能力。

#### 供应链与采购优势：

公司在浙江嘉善自建大型仓储物流中心，于 2016 年初正式投入使用，总建筑面积 3.3 万㎡，是国内行业内首家自建仓储物流中心的母婴连锁企业。高高效的供应链体系，确保了公司经营成本的优势和营-运的高效，为公司异地门店的快速拓展奠定坚实基础，构成了公司区别于同行的核心竞争力。

### 展店提速，成长可期

**加速拓展新店，未来三年有望开店 300 家。**截至 19H1，公司共有直营门店 251 家，营业面积 14.9 万平方米，经营区域包括上海、江苏、浙江、福建、重庆等地区。2015/16/17/18 年公司门店净增加 15/20/10/34 家，未来三年有望年均开店 100 家。

华东区域加密布局，实现新开门店 18 家，主动淘汰 8 家不符合发展要求或盈利能力不佳的门店，净增 10 家门店。

并购入局川渝，首次布局华南，积极拓展新市场。2018年12月进行重庆泰诚51.72%股权的并购，增加其所属门店18家，首次采用外延手段实现异地扩张，扩展西南市场；2019年底拟在华南开出首店。

表 7: 公司已签约门店状况

地区	现有门店数量(家)(1H19)	现有门店总面积(平米)	已签约店(家)
上海	87	45,063.76	23
浙江	49	36,605.02	8
江苏	55	35,232.92	4
福建	42	24,643.85	7
重庆	18	5,514.19	1
合计	251	147,059.74	43

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

### 深耕会员经济，推出 MAX 卡提升复购率

公司的精准营销主要基于消费者数据分析营销、会员核心营销和创新营销团队三个方面。2019年二季度，上线 MAX 会员卡，会员卡售价 199 元，分次累积回馈 200 元优惠券，以及积分系统以及会员特价产品，提升用户粘性。推出首月售出 30000+ 张。MAX 会员更加优质，1 岁以内的会员占比高达 43%，人均消费较普通会员高 2.5 倍。到店次数较普通会员高 1 次。

图 20: 公司 MAX 尊享会员示意图



资料来源:公司官网、国信证券经济研究所整理

图 21: 公司 MAX 尊享会员示意图



资料来源:公司官网、国信证券经济研究所整理

### 优化供应链管理，直采比例较高

公司同时与六大品类的 200 余家国际品牌直营合作，实现跨品类经营。包括惠氏、雅培、美赞臣、达能、雀巢、金佰利、宝洁、嘉宝等。由于公司良好的市场口碑，厂商会给予的新产品优先上市权或一定时间内的独家销售权，有利于帮助公司抢占市场先机，提高盈利水平。

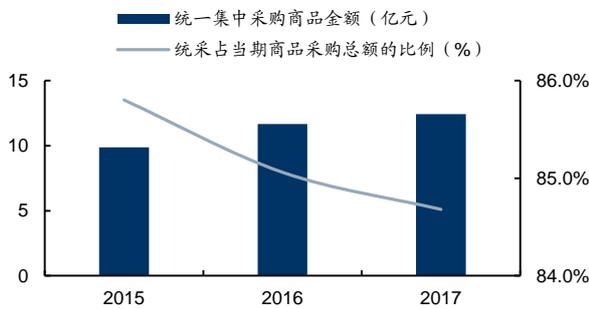
图 22: 公司主要商品品牌一览



资料来源: 公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

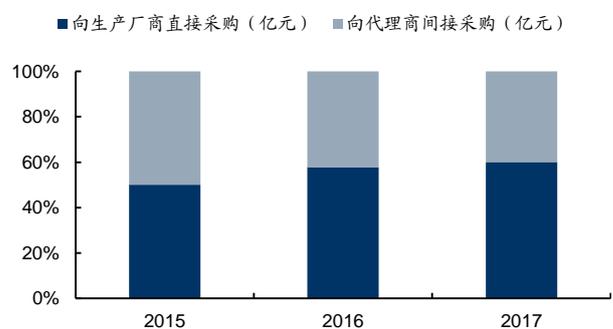
**集中采购+区域分采结合，直采比例逐年提高。**公司对商品的采购实行总部统一集中采购和区域采购相结合的方式，并以总部统一集中采购为主。公司配送实行以自建物流仓储中心配送为主和供应商直送相结合的方式，拥有较强经营成本优势和营运高效。公司在供应链管理上的优势，构成了公司在一站式母婴商品连锁零售市场的独特竞争力

图 23: 公司统一集中采购金额及占比 (亿元、%)



资料来源: 公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

图 24: 公司各采购渠道金额 (亿元)



资料来源: 公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

**自建物流中心，领先于同行业企业。**目前，公司在浙江嘉善、福州和南通设有三个物流配送中心和仓库。2016 年嘉善物流中心正式投入运营，总投资两亿元，占地 60 亩，集采购中心、物流仓储基地等为一体，目前物流基地一期已投入使用。“嘉善物流中心二期扩建项目”已于下半年正式投入建设，总投资超过 1 亿元，预计于 2021 年 4 月投入运营使用。二期项目建成后，与原有的仓储物流中心融为一体，可满足其每日 4.5 万箱的出货，每年 76 亿元的发货额首批投入可满足其电商平台年出库额 3 亿元。

表 8: 公司物流配送中心和仓库情况概览

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

资料来源: 公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

### 专业化管理团队，激励机制充分

公司主要高管团队从业 20 余年，专业能力较强，精细化管理能力较强。公司上市后推出股权激励计划，对核心员工深度绑定，激励充分。

2019 年 2 月 26 日公司公告拟推出限制性股票激励计划，激励对象总人数为 55 人，激励对象包括高级管理人员、高层管理人员、中层管理人员及其他员工，授予价格为 19.65 元，总计 212 万股，占公司股本总额 10,000 万股的 2.12%；首次授予 172 万股，预留 40 万股。激励的考核目标分别为以 2018 年为基数，2019/2020/2021 年净利润增速不低于 20%/40%/70%；解禁比例分别为 20%/40%/40%。

表 9：公司股权激励计划业绩考核目标

除限售期安排	业绩考核目标
第一个解除限售期	以 2018 年净利润为基数，2019 年净利润增长率不低于 20%
第二个解除限售期	以 2018 年净利润为基数，2020 年净利润增长率不低于 44%
第三个解除限售期	以 2018 年净利润为基数，2021 年净利润增长率不低于 70%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

### 持续加码自有品牌，提升盈利水平

公司自有品牌主要集中在纸制品和棉纺品，爱婴室开发的 Dyoo、Ayssimple、Hibe 等代表性品牌，产品质量可靠、性价比高，深得客户好评。上半年，爱婴室自有品牌商品销售 1.09 亿元，占商品销售的 9.82%，同比增长 36.33%，提升盈利水平。未来，公司还将加码自有产品的研发，“精耕”现有自有品牌，进一步提升自有产品销量占比。

图 25：公司自有品牌示意图



资料来源：爱婴室 APP、国信证券经济研究所整理

图 26：公司自有品牌示意图



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

### 牵手腾讯探索智慧零售，积极寻求产业链并购机会

今年 3 月，公司发布公告称，公司与深圳市腾讯计算机系统有限公司签订了《战略合作框架协议》，双方将建立长期战略合作伙伴关系，在营造数字化营销、数字化运营等领域开展深度合作。

合作内容包括：

1. 以腾讯广告和小程序为核心能力，打通线上、线下营销链路，推动爱婴室全渠道营销能力升级；以腾讯云为核心能力，持续沉淀爱婴室用户数据资产，构建自有的智能数据平台
2. 数据资产，探索线上线下全链路洞察分析，实现精准用户洞察，提升运营效率

以企业微信为核心能力，实现员工及导购全面数字化办公。

依托微信支付核心产品能力，围绕顾客引流到店、进店转化、离店触达三大环节构建立体化营销体系。同时通过落地扫码服务购、人脸支付等门店智能体验，承载与丰富店内服务场景。

图 27：公司与腾讯合作实现营销方式升级



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司还基于会员全方位需求的发展，积极寻找并购整合机会。公司计划在早教、月子中心、亲子娱乐、儿童摄影等母婴服务领域寻找合作机会，同时，还积极寻找供应链上游企业的合作机会，完善产业生态布局。

## 行业概况：市场规模 2.7 万亿，消费升级趋势明显

### 市场空间：0-3 岁母婴市场空间超过万亿

据易观，2018 年中国母婴市场规模已达 2.77 万亿，同比增速 9.50%，2013-2018 CAGR5 = 11.9%。易观预测，2020 年母婴市场规模将超 3 万亿。过去母婴市场高速增长主要受益于新出生人口数量维持较高水平，以及普遍性的消费升级。据尼尔森，2018 年母婴渠道快消品销售增长 14.5%，而商超渠道平均增速仅为 5.1%。然而，2018 年由于新增人口断崖式下滑，对后续行业增长形成压力。易观预测，2019 年母婴市场增速仅为 3.4%。

母婴市场的需求由消费群体和单客消费额决定，其中消费群体的增量来自每年新增人口，而消费者人均消费升级趋势仍保持较高水平。

我们拟测算 0~3 岁狭义母婴市场规模：母婴连锁市场规模仍在 7000 亿以上。  
 测算方法：仅考虑 0~3 岁婴童市场规模。

量：0~3 岁人口总数，其中 2015-2018 年内四年合计出生人口 6687 万人；

价：家庭每年为 0~3 岁婴幼儿消费的总额为 1.5 万元，其中产品 1.2 万元，服务 3000 元) (罗兰贝格，2015)。

**重新测算狭义母婴市场空间：则对应 1 万亿市场空间 (8000 亿商品市场，2000 亿服务市场)。**

**悲观假设：假设 2019 年及以后新出生人口数下滑至 1300 万人，则对应 7800 亿市场空间 (6240 亿产品市场，1560 亿服务市场)。**

图 28: 历年母婴市场整体规模 (亿元, %)



资料来源: 易观、国信证券经济研究所整理

图 29: 2017~2018 年全国主要渠道整体快消品增速 (%)



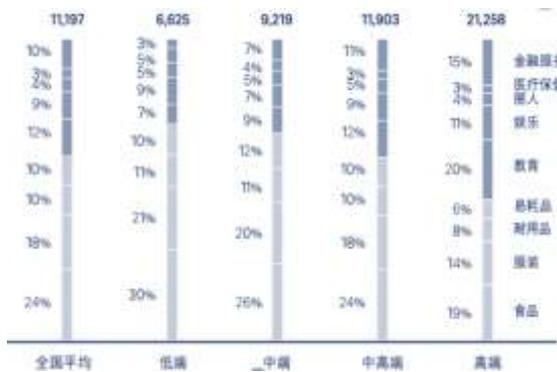
资料来源: 尼尔森、国信证券经济研究所整理

### 客单价格: 消费升级仍在持续

据罗兰贝格, 2015 年, 每个城镇婴童的消费达 11,197 元, 其中约 39% 为服务类消费。而高收入家庭的平均消费达 21,258 元 (上浮 90%), 其中服务类消费的比重高达 49%。据尼尔森: 2018 年, 育婴家庭平均母婴用品月支出为 1011 元, 年化支出为 12,132 元。分品类来看, 据罗兰贝格, 2015 年, 对于 0~3 岁的婴儿, 年均产品消费约为 9000 元, 服务消费约为 3000 元。

综上所述, 我们按照 0~3 岁的婴儿年均产品年支出为 12000 元, 服务支出为 3000 元作为测算。

图 30: 2015 年家庭可支配收入对婴童消费的影响 (元)



资料来源: 罗兰贝格、国信证券经济研究所整理

图 31: 2018 年母婴用品月平均支出 (元)



资料来源: 罗兰贝格、国信证券经济研究所整理

据尼尔森研究显示: 母婴品类的主要销售增长驱动力中, 销量与价格的贡献比例较小, 增长动因主要来源于消费升级和新品。消费者对品质化诉求强烈: 有机类的奶粉增速将近 50%, 为品类的增长做出了重要的贡献; 尿布类品牌前五位全部为外资品牌, 份额贡献率将近 40%; PPSU 材质与硅胶材质奶瓶的占比增速都超过了 30%, 推动奶瓶品类整体销量的增长。

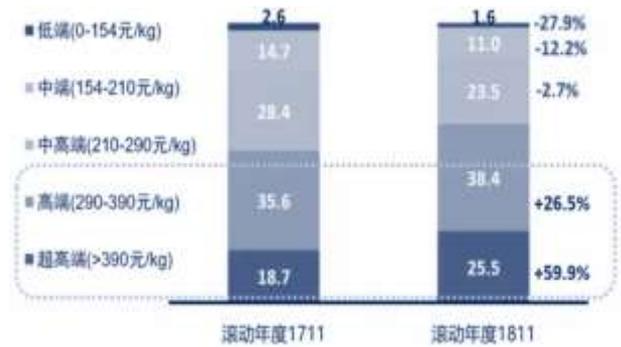
- 对于高渗透率的标品如奶粉、纸尿裤等: 传统产品的量、价对品类的增长起负面因素, 品类增长源于消费升级及新品推出;
- 对于渗透率较低的奶瓶、吸奶器等: 销量增长以及消费升级驱动明显, 显示出渗透率提升。

图 32: 母婴主要品类四大因素增长动力分析



资料来源: 尼尔森、国信证券经济研究所整理

图 33: 奶粉高端和超高端占比持续提升



资料来源: 尼尔森、国信证券经济研究所整理

人口增量: 新增人口数下滑是隐忧,

新生儿人口数下滑是长期隐忧, 然而育儿成本的逐年上升或将可弥补。新生儿人口数 2018 年 1523 万人, 同比减少 200 万人; 2015-2018 四年平均 1672 万人, 则对应 1.33 亿市场空间。悲观假设 2019 年及以后新生儿人口数下滑至 1300 万人, 则狭义母婴渠道客群下降至 5200 万人。

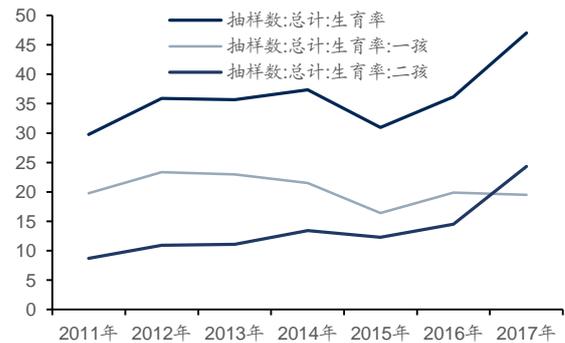
全面二孩政策推出后新增人口增量不及预期, 后续政策刺激或将持续推出。2016 年全面二孩政策推出, 社科院预测二孩政策后年(2018 年) 新生儿数量将突破 2000 万。然而政策红利在 2016/2017 年全面释放, 2018 年的新增人口出现断崖式下滑。然而, 据统计局, 建国以来我国一共经历了三次“婴儿潮”, 其中最近一次“婴儿潮”(1985-1997 年) 出生的人群仍处于 22-34 岁的生育高峰期。部分地区也出台了更加积极的生育政策, 例如延长产假时间、提高生育补助、支持公共哺乳室建设等, 进一步促进了二孩生育意愿的释放。

图 34: 近年我国出生人数及生育率 (万人, %)



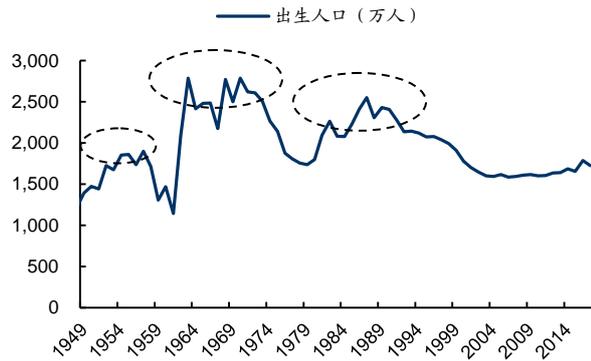
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 35: 历年总生育率及一孩、二孩生育率 (%)



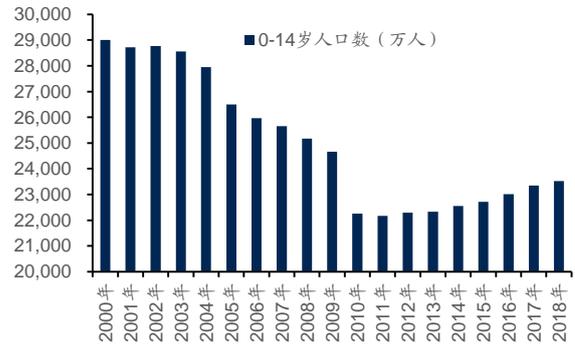
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 36: 中国历年出生人口数量 (万人)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 37: 历年全国 0-14 岁人口数量 (万人)

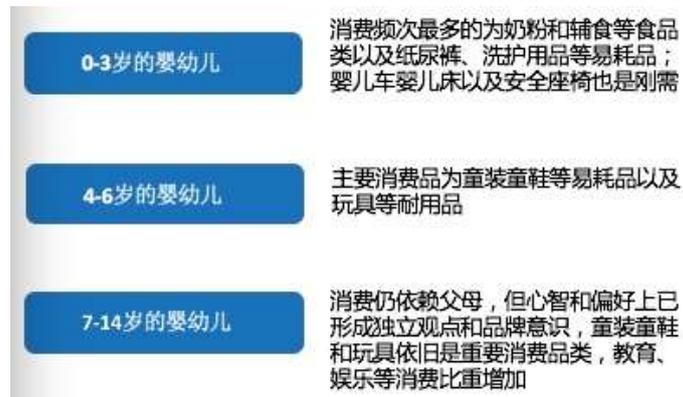


资料来源: 国家统计局、国信证券经济研究所整理

### 母婴市场消费特征

1) 母婴产品消费周期短, 呈现快消品式特征。婴童产品更新换代快于成人消费品, 消费空间和增长速度远超成人消费, 特别是 0-3 岁婴幼儿, 这一年龄段消费频次最多的是奶粉和辅食等食品以及纸尿裤、洗护用品等易耗品。因此母婴行业需要不断地获取新客户。

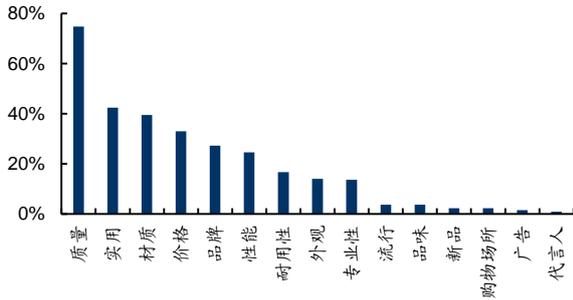
图 38: 不同年龄段母婴产品消费特征一览



资料来源: 中国产业信息网、国信证券经济研究所整理

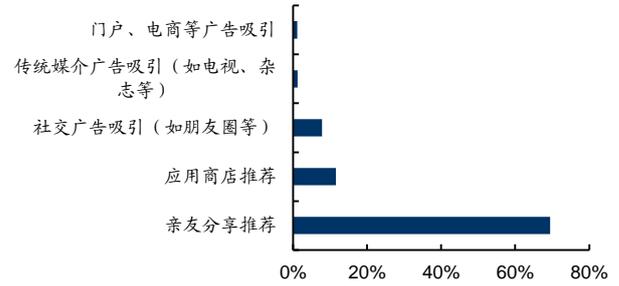
2) 质量与安全性是重要考量因素, 价格敏感度低。与其他消费不同, 母婴消费的消费者和购买者分离, 由购买者的偏好决策消费, 在消费属性的同时带有投资属性。时下的婴童父母人群主要为 80、90 年代人群, 一方面注重婴童用品的质量和安全性, 另一方面也更注重科学养育, 重视对早教和身心健康成长的投入。据艾瑞咨询, 母婴家庭人群在购买母婴产品时, 更关注产品的质量和材质, 重视度分别达到 74.8% 和 39.5%, 对价格的敏感性相对较低, 重视度仅为 33.0%。

图 39: 中国母婴家庭人群购买母婴产品时关注要素分析



资料来源: 艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

图 40: 中国母婴家庭人群首次触达母婴 App 渠道分布

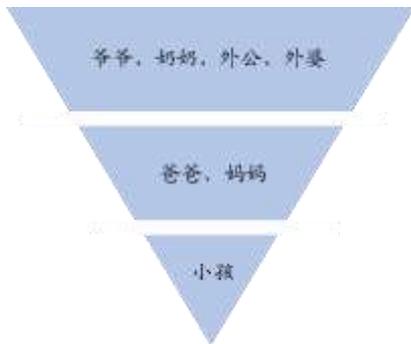


资料来源: 艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

**3) “4+2+1”式倒三角家庭结构下，支付能力增强。**近年来“4+2+1”的家庭结构逐渐成为主流，使得每个新生儿所可能获得的投入增加。此外，由于社会竞争的加剧，年轻父母注重智力消费，从而让孩子站上更好的人生起跑线。在扩大消费的同时，消费理念也随之发生变化。据罗兰贝格，母婴童产品消费者所关注的最主要因素是产品品质，其次是服务（包括售前售中及售后服务等）。由此可见，**消费者愿意为高质量、高安全性和高附加值的母婴童产品支付溢价。**

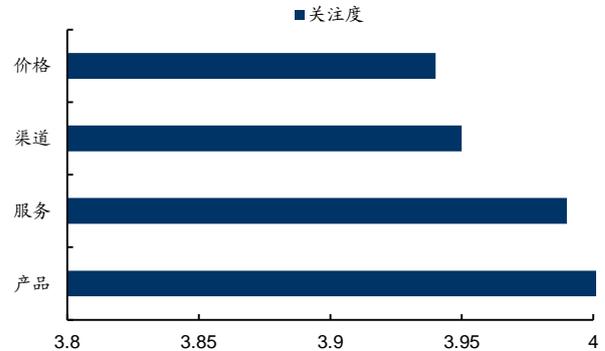
消费者画像：90 后逐步成为消费主力；女性主导消费决策；高学历叠加新育儿理念；热爱分享，社交属性强。

图 41: “4+2+1”式倒三角家庭结构



资料来源: 国信证券经济研究所整理

图 42: 母婴市场消费者购买因素调查 (N = 1500)



资料来源: 罗兰贝格、国信证券经济研究所整理

**专业店份额企稳达到 48%，电商高速增长持续**

我国的母婴商品零售行业分为线上线下两种渠道，主要存在三种零售业态，分别是传统商超渠道：包括商场/百货、大卖场/超市；实体专营店和互联网线上销售。电商渠道主要包括天猫、京东等综合性电商以及蜜芽、贝贝网等垂直电商。

图 43: 中国母婴零售渠道发展历程

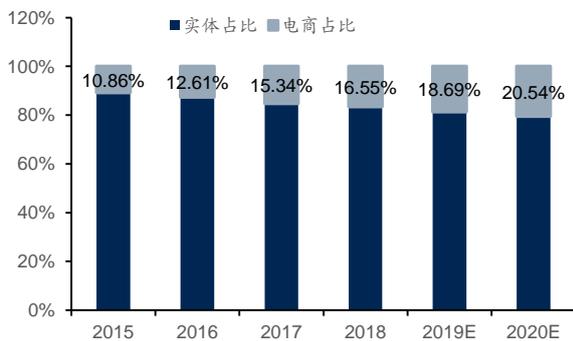


资料来源: 艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

实体渠道仍是主要选择, 专卖店较好成长, 商超持续分流。据易观, 2018年, 母婴实体渠道的零售规模约为2.3万亿, 网络零售规模约4582.6亿元。易观预期, 2020年, 预计电商/实体的市场规模分别2.4万亿/6193亿元。其中线上维持较高增速, 对实体渠道的分流仍将持续; 然而实体渠道内部分化也在加剧, 专业店渠道占比从2016年的46%提升至2018年的48%, 而传统商超则从23%萎缩至17%。

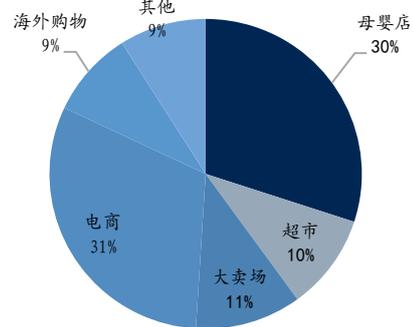
电商维持较高增速, 然而专业店被持续分流空间有限。电商渠道在节省时间、送货上门和价格的灵活性方面有着较大吸引力。然而, 消费者对母婴产品重质量的特性, 推高了电商的信任成本, 线上购买主要集中在对质量要求相对较低、折扣力度较大的商品上, 但这些品类提升空间有限。此外, 相对于线上购物的方便快捷, 母婴实体店的优势在于品类齐全, 货真价实以及有实物展示。除此之外, 尼尔森研究显示, 对于实体店, 消费者对一站式服务与体验性的诉求增长突出, 如是否设有宝宝玩耍的区域。

图 44: 历年母婴用品线上线下渠道占比 (%)



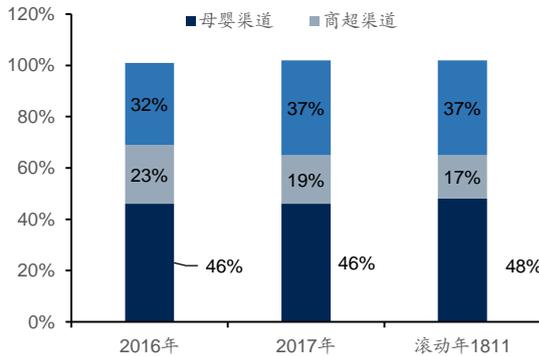
资料来源: 易观, 国信证券经济研究所整理

图 45: 2018年全国母婴快消品渠道金额占比 (%)



资料来源: 凯度咨询、国信证券经济研究所整理

图 46: 2018 年全国母婴快消品渠道金额占比 (%)



资料来源: 尼尔森, 国信证券经济研究所整理

图 47: 历年母婴市场电商规模及同比增速 (亿元, %)



资料来源: 罗兰贝格, 国信证券经济研究所整理

### 电商冲击下, 母婴连锁店如何构筑竞争壁垒?

**母婴专卖店的护城河:** 1) 信任度: 奶粉、辅食对于渠道可信度的要求较高; 2) 体验: 品类齐全、一站式服务的体验, 家庭购买的乐趣; 3) 专业与服务: 专业导购服务, 部分门店设有游乐、教育设施。

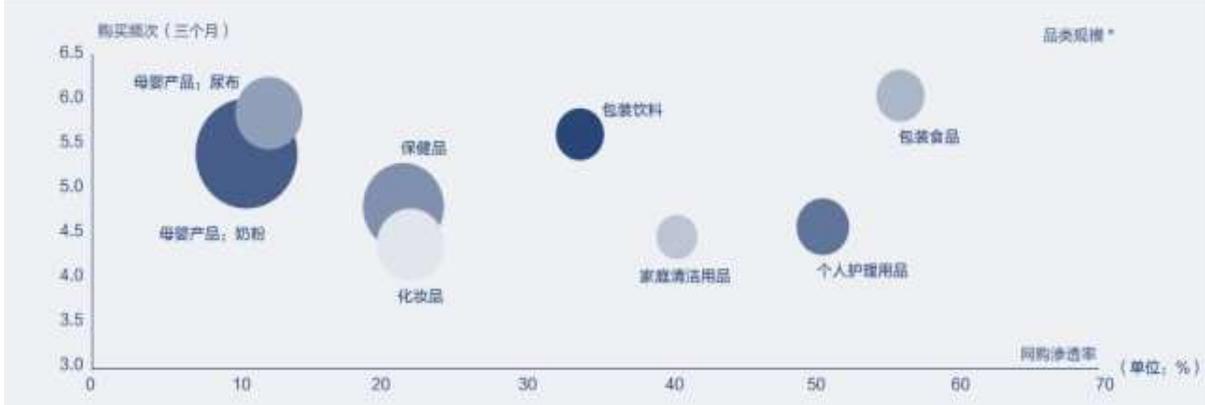
**电商对传统渠道的分流仍然持续。** 1) 便捷: 易耗品、服装及食品等产品品类的部分细分类别标品化程度较高, 且多为重复购买; 2) 价格: 电商享有一定价格优势。

**线上线下的价格差并不明显:** 1) 日常购买线上线下价格基本一致, 在大促中, 电商有价格优势; 2) 线上线下产品价格带有所区隔: 线上线下产品和价格带有所区隔, 品牌商倾向于后台补贴有开发新客功能的专卖店。

**我们认为, 中短期内, 母婴专业店被完全替代的可能性仍然较小。** 实体店带来的信任感和体验感在短期内难以取代, 如何提供更优质的服务与体验, 成为母婴连锁的关键。例如孩子王, 通过育儿顾问和用户形成强联系纽带, 门店设置儿童游乐、早教才艺等区域, 形成从商品到服务全方位覆盖, 并拉长会员生命周期, 向教育等服务领域延伸。而爱婴室部分门店提供婴儿抚触服务, 专业化导购为消费者提供更好的消费体验, 独特的买手制提供最优质的产品组合, 与纯平台型电商打造差异化竞争。

**母婴专业店深耕单客经济, 提升会员复购率:** 孩子王, 爱婴室等通过多种方式加强会员粘性, 深耕单客经济。如果按照一二线城市人均母婴商品类支出为 2 万元, 而孩子王、爱婴室的每个会员平均年消费额仅为 1000~2000 元, 会员的消费贡献仍有较大提升空间。两家公司纷纷推出高端会员卡, 如爱婴室的 MAX 卡和孩子的黑金卡, 提升会员的复购率。

图 48: 2016 年母婴用品与其他快消品类网购渗透率与购买频次对比 (% , 次)



资料来源: 艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

图 49: 2018 年母婴快消品类电商渗透率状况

	母婴用品店 (实体店)	大卖场/ 超市	综合网上 购物平台	海外 购入	垂直母婴 网购平台	海淘的使用 情况对品牌	母婴用品 网络商城	母婴社交 平台电商	百货 商店	厂家官 网订购	个人护理用 品店/药店	便利 店	药店
婴儿尿布	1709	1288	946	119	159	106	221	123	499	23	86	58	124
婴儿喂养用品	68	61	54	45	38	34	33	33	26	26	17	12	3
童装	64	43	37	23	33	22	24	19	22	13	10	7	
婴幼儿洗护用品	63	44	50	19	45	17	31	33	50	9	8	10	1
婴幼儿配方奶粉	57	46	28	26	31	11	14	16	20	22	20	10	
辅食	54	38	20	57	17	36	13	11	11	22	3	2	2
童鞋	39	32	13	20	12	18	8	9	12	13	8	7	
玩具	38	25	25	15	18	12	17	13	28	13	2		1
婴幼儿营养品	37	37	37	9	28	11	25	25	27	4	8	12	54
孕妇营养食品	31	14	8	24	13	10	5	6	9	9	7	3	38
童车	27	19	9	21	8	11	5	5	7	4	3	2	
童床	20	15	17	6	14	3	7	3	12	4	1		
童椅	10	7	10	3	11	7	4	2	12	9			
童鞋	9	6	10	3	10	7	2	1	10	4			

基数: 过去三个月去过该渠道购买母婴用品的受访者 数据来源: Q20a- 购买的品类

资料来源: 尼尔森、国信证券经济研究所整理

线下竞争格局: 高度分散, 集中度提升可期

线下渠道高度分散, 连锁渠道占比较低。线下实体零售商数量众多, 数量超过 10 万家, 专业线下母婴实体店多以区域性为主, 现有区域性实体向外地扩张有一定难度。线下母婴店大多数以 50-200 平为主, 2015 年销售额小于 5000 万的数量占比超过 90%; 尼尔森统计 2017 年母婴店数量达到 10.9 万家, 则对应单店销售收入约为 300 万元。

连锁份额较低, 渠道有走向集中度的需求和趋势: 传统连锁企业都以区域连锁为主, 近年来, 连锁龙头加速展店, 收入增速高于行业增速。实体连锁主要企业: 孩子王、爱婴室、乐友、丽家宝贝、爱婴岛、贝贝熊等。全国性龙头孩子王 2018 年销售收入 100 亿, 在母婴专卖店市场规模为 3%。仅随其后是乐友孕婴童, 2018 年销售收入近 30 亿; 第三名是 A 股上市公司爱婴室, 2018 年销售收入为 21 亿。

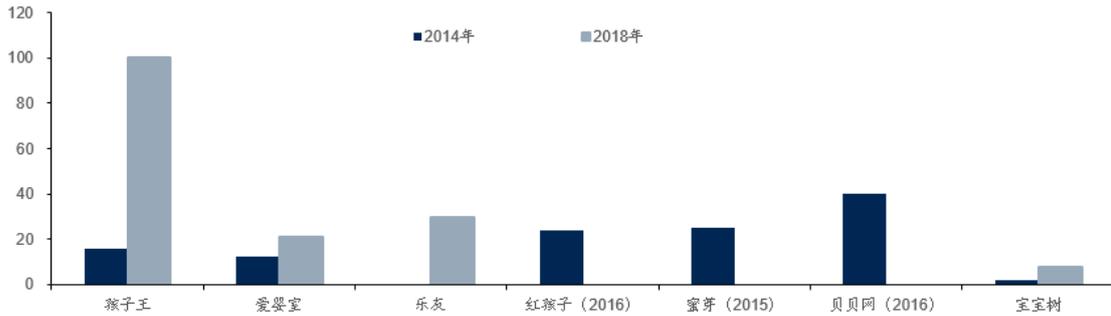
数据列式:

- 尼尔森数据显示, 2017 年, 全国母婴店数量达到 10.9 万家。我们分别对单店规模测算:
- 罗兰贝格: 2015 年, 母婴连专卖店销售规模约为 3164 亿元, 平均来看,

单店收入仅为 300 万元。

- Euromonitor: 2015, 年我国母婴店市场规模达到 1056 亿元, 则单店收入仅为 100 万元。
- 而爱婴室 2018 年可比店单店收入超过 1000 万元, 孩子王由于单店面积较大, 平均单店收入可达 3000~4000 万元, 显示出行业高度分散、众多中小经营者。

图 50: 母婴零售渠道 2018 年收入比较 (亿元)



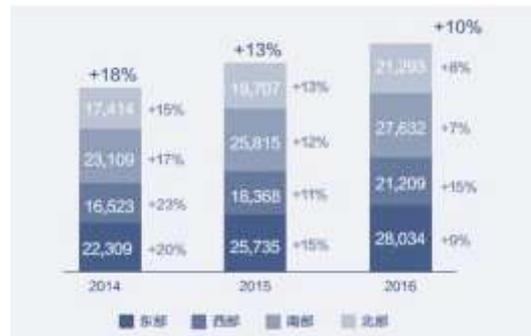
资料来源:产业调研、公司公告、国信证券经济研究所整理

图 51: 分城市级别母婴专卖店数量及同比增速 (家、%)



资料来源: 尼尔森、国信证券经济研究所整理

图 52: 分区域母婴专卖店数量及同比增速 (家、%)



资料来源: 尼尔森、国信证券经济研究所整理

## 盈利预测：由于展店提速，上调盈利预测

### 假设前提

我们分别对门店收入、电商收入、批发收入以及婴儿抚触服务进行预测。

开店速度：我们预测 2019/2020/2021 年新开门店数量分别为 80/100/120 家；

同店增速：预计 2019/2020/2021 年可比店同店增速分别为 5.0/4.0/3.0%，新店和次新店由于店龄结构有所波动；

毛利率：预计 2019/2020/2021 年门店销售毛利率分别为 26.9/27.4/27.8%。

资本开支：预计 2019/2020/2021 年资本开支分别为 0.74/1.03/1.21 亿元。

由于开店提速明显，公司门店销售收入增速将明显提升，此外电商平台的推广将带动电商收入提升。

表 10：公司门店数量及预测（个）

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019E	2020E	2021E
门店数量	159	179	189	223	290	376	481
新开	27	37	33	45	62	100	120
并表（重庆泰诚）					18	18	18
关闭	12	17	23	11	13	14	15
yoy		12.58%	5.59%	17.99%	21.97%	29.66%	27.93%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

表 11：公司门店商品销售收入预测（百万元，%）

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019E	2020E	2021E
商品销售收入	1222	1399	1641	1887	2319	2952	3851
YOY				14.97%	22.90%	27.32%	30.42%
可比店收入（百万元）				1463	1736	2133	2715
YOY				19.42%	18.66%	22.91%	27.30%
次新店收入（百万元）				188	269	337	554
yoy					43.18%	25.24%	64.52%
新店收入（百万元）				236	262	427	523
yoy					10.97%	62.90%	22.40%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

表 12：分业务盈利预测（百万元，%）

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019E	2020E	2021E
门店销售	1222	1399	1641	1887	2319	2952	3851
毛利	241	284	400	487	624	809	1070
毛利率	19.70%	20.31%	24.35%	25.79%	26.90%	27.40%	27.80%
电子商务	16	4	19	45	100	130	160
毛利	1	0	1	4	13	17	22
毛利率	3.74%	1.44%	7.01%	7.89%	12.63%	13.20%	14.00%
批发	18	23	17	69	60	70	80
毛利	1	2	2	10	9	10	11
毛利率	8.09%	6.98%	13.21%	14.34%	14.34%	14.34%	14.34%
婴儿抚触等服务	13	13	13	13	13	13	13
毛利	2	0	1	1	1	1	1
毛利率	18.22%	2.26%	8.02%	8.47%	8.47%	8.47%	8.47%
其他业务收入	119	146	118	121	133	149	164
YOY		23.16%	-19.11%	2.65%	10%	12%	10%
毛利			109	113	124	139	153
毛利率			92.64%	93.38%	93.38%	93.38%	93.38%
合计	1388	1585	1808	2135	2625	3315	4268

毛利	245	286	514	614	771	977	1259
毛利率	17.67%	18.05%	28.41%	28.77%	29.35%	29.47%	29.50%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理及预测

综合以上, 受益于开店提速, 我们预测 2019-2021 年公司实现收入 26.25/33.15/42.68 亿元 (原值 25.70/31.15/38.00 亿元), 对应同比增速分别为 22.9%/26.3%/28.8%。实现归母净利润 1.51/1.94/2.51 亿元 (原值 1.47/1.89/2.40 亿元), 对应同比增速分别为 26.2%/27.9%/29.7%。

### 未来 3 年盈利预测

未来 3 年盈利预测如下表所示:

**表 13: 未来 3 年盈利预测表 (百万元)**

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,135	2,625	3,315	4,268
营业成本	(1521)	(1855)	(2338)	(3009)
销售费用	389	486	610	781
管理费用	63	74	94	120
财务费用	4	(15)	(16)	(17)
营业利润	172	214	274	356
利润总额	170	214	274	356
归属于母公司净利润	120	151	194	251
EPS	1.18	1.49	1.91	2.47
ROE	13.6%	15.3%	17.2%	19.3%

资料来源:国信证券经济研究所整理及预测

### 盈利预测的敏感性分析

盈利预测的敏感性分析如下表所示:

**表 14: 情景分析 (乐观、中性、悲观)**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>乐观预测</b>					
营业收入(百万元)	1,808	2,135	2,635	3,341	4,321
(+/-%)	14.1%	18.1%	23.4%	26.8%	29.3%
净利润(百万元)	94	120	187.82	241.00	313.95
(+/-%)	26.5%	28.2%	56.5%	28.3%	30.3%
摊薄 EPS	1.25	1.18	1.85	2.37	3.09
<b>中性预测</b>					
营业收入(百万元)	1,808	2,135	2,625	3,315	4,268
(+/-%)	14.1%	18.1%	22.9%	26.3%	28.8%
净利润(百万元)	94	120	151.46	193.75	251.38
(+/-%)	26.5%	28.2%	26.2%	27.9%	29.7%
摊薄 EPS(元)	1.25	1.18	1.49	1.91	2.47
<b>悲观的预测</b>					
营业收入(百万元)	1,808	2,135	2,615	3,289	4,215
(+/-%)	14.1%	18.1%	22.5%	25.7%	28.2%
净利润(百万元)	94	120	115.80	147.79	190.99
(+/-%)	26.5%	28.2%	-3.5%	27.6%	29.2%
摊薄 EPS	1.25	1.18	1.14	1.45	1.88
总股本 (百万股)	75	102	102	102	102

资料来源:国信证券经济研究所预测

## 风险提示

### 估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 4.2%、风险溢价 7%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低，从而导致估值整体较为乐观的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1.5%，公司所处行业发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险。

### 盈利预测的风险

- 1、门店扩张进度不及预期；
- 2、由于宏观经济不振或竞争格局变化，可能导致同店销售低于预期。
- 3、公司毛利率水平可能低于预期。

### 连锁经营管理风险

若未来公司组织管理体系、渠道管理人员的培养和储备无法支撑公司营销渠道数量持续扩张，导致部分门店管理滞后，或出现经营风险。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	599	636	703	781	营业收入	2135	2625	3315	4268
应收款项	18	21	26	34	营业成本	1521	1855	2338	3009
存货净额	462	550	674	867	营业税金及附加	10	12	15	19
其他流动资产	102	126	159	205	销售费用	389	486	610	781
<b>流动资产合计</b>	<b>1184</b>	<b>1338</b>	<b>1570</b>	<b>1900</b>	管理费用	63	74	94	120
固定资产	71	88	108	128	财务费用	4	(15)	(16)	(17)
无形资产及其他	18	17	16	16	投资收益	15	0	0	0
投资性房地产	83	83	83	83	资产减值及公允价值变动	(1)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	10	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1388</b>	<b>1579</b>	<b>1861</b>	<b>2239</b>	营业利润	172	214	274	356
短期借款及交易性金融负债	50	17	22	30	营业外净收支	(2)	0	0	0
应付款项	265	331	417	537	<b>利润总额</b>	<b>170</b>	<b>214</b>	<b>274</b>	<b>356</b>
其他流动负债	144	193	244	313	所得税费用	39	49	63	82
<b>流动负债合计</b>	<b>459</b>	<b>541</b>	<b>683</b>	<b>879</b>	少数股东损益	11	14	17	23
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>120</b>	<b>151</b>	<b>194</b>	<b>251</b>
其他长期负债	0	0	0	1					
<b>长期负债合计</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>459</b>	<b>541</b>	<b>683</b>	<b>881</b>	净利润	120	151	194	251
少数股东权益	44	47	51	55	资产减值准备	1	0	0	0
股东权益	885	991	1127	1303	折旧摊销	35	36	54	72
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1388</b>	<b>1579</b>	<b>1861</b>	<b>2239</b>	公允价值变动损失	1	0	0	0
					财务费用	4	(15)	(16)	(17)
					营运资本变动	(83)	1	(26)	(56)
					其它	7	3	4	4
					<b>经营活动现金流</b>	<b>81</b>	<b>192</b>	<b>226</b>	<b>272</b>
					资本开支	(11)	(74)	(103)	(121)
					其它投资现金流	(0)	(2)	(3)	(5)
					<b>投资活动现金流</b>	<b>(12)</b>	<b>(76)</b>	<b>(106)</b>	<b>(126)</b>
					权益性融资	423	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(33)	(45)	(58)	(75)
					其它融资现金流	55	(33)	6	7
					<b>融资活动现金流</b>	<b>413</b>	<b>(79)</b>	<b>(53)</b>	<b>(68)</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>482</b>	<b>37</b>	<b>67</b>	<b>78</b>
					货币资金的期初余额	116	599	636	703
					货币资金的期末余额	599	636	703	781
					企业自由现金流	28	117	124	156
					权益自由现金流	84	95	142	176

关键财务与估值指标				
	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	1.18	1.49	1.91	2.47
每股红利	0.32	0.45	0.57	0.74
每股净资产	8.71	9.75	11.08	12.81
ROIC	18%	19%	29%	32%
ROE	14%	15%	17%	19%
毛利率	29%	29%	29%	29%
EBIT Margin	5%	8%	8%	8%
EBITDA Margin	7%	9%	9%	10%
收入增长	18%	23%	26%	29%
净利润增长率	28%	26%	28%	30%
资产负债率	36%	37%	39%	42%
息率	0.8%	1.1%	1.4%	1.9%
P/E	33.7	26.7	20.8	16.1
P/B	4.6	4.1	3.6	3.1
EV/EBITDA	30.3	19.5	15.1	12.0

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032