

商业贸易

拥抱新生代妈妈经济

证券研究报告

2019年02月12日

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《商业贸易-行业研究周报:【天风商社】2018社零前高后低企稳收关,2019积极布局消费板块“三重底”——总量零售社服教育化妆品黄金珠宝周观点》2019-01-30
- 2 《商业贸易-行业深度研究:东瀛问美:日本化妆品产业探究》2018-11-05
- 3 《商业贸易-行业点评:温州再发民促法地方细则,探索民办学校上市做大做强》2018-10-16

育儿观念完善,低维城市渗透推动行业发展

居民购买力持续提升,为母婴消费奠定物质基础。育儿愈发受到重视,家庭母婴支出不断提高;母婴产品消费注重质量,对价格敏感性较低。此外,目前国内母婴商品消费仍集中在经济水平较高的城市,随着中国消费者整体消费水平升级,城市间及城乡消费差距逐步缩小,中、高端母婴商品消费有望进一步拓展到更多市场。

母婴产业链升级,催化行业产品、渠道多样化

随着育儿知识的不断普及,孕妇以及新生儿家长群体消费观念也在逐步转变。未来母婴商品消费结构将发生变化,婴儿娱教用品占比上升,为行业带来新增长点。**商品:** 食品服装在整体婴童产品市场中占比较高,未来增速或有放缓;中国母婴用品市场增长迅速,2010年我国母婴商品市场交易规模约为1万亿,到2015年已经上升至2.3万亿元,2011年至2015年的年均复合增长率达到18%,发展迅猛。**服务:** 多样化需求逐步兴起,产业链因势利导逐步完善,据罗兰贝格测算,至2020年婴童服务市场增速将维持在17%左右。在服务的各项子品类中,由于国内消费者对于子女教育重视程度较高,教育长期以来占据婴童服务市场较大份额,且预计短期内仍将保持一定增长,到2020年约占服务市场份额35%。

渠道:线下零售占主导,线上快速增长垂直社区成主要流量来源

线下: 婴童业态受到购物中心青睐向三四线下沉,母婴专卖店市占率或提升。线下竞争格局较为分散,未来母婴专卖店市场占有率或有所增长。未来母婴专卖店市场占有率或有所增长,主要系母婴专卖店凭借专业化的产品和服务,以及体验式和社会化的消费场景,受到越来越多消费者喜爱;作为母婴专卖店的主要渠道选址之一,购物中心的快速发展也将推动母婴店积极扩张,尤其将推动大型母婴店不断向低层级城市市场下沉。**线上:** 垂直社区成流量主要来源,变现渠道多样。用户规模的高速增长,在给移动母婴厂商提供了巨大发展机会,拥有较为成熟的业务模式、运营经验、资源能力的厂商有望促进市场头部效应的形成。同时,社交互动与交易间的联系愈发紧密,相比其他线上平台的业务模式,母婴类线上社区能吸引来自年轻家庭的更活跃用户,获得更全面的用户数据,利益相关者能够在各个方面(即线上广告、母婴电商及母婴知识付费)需求满足年轻家庭需要的变现机会。

相关标的

宝宝树: 最大母婴线上社区,流量变现构建母婴生态闭环。用户规模、品牌信任度以及大数据组成三大核心资产和护城河,深度合作阿里,赋能多远变现模式(广告、电商、知识付费)。

爱婴室: 母婴零售线下龙头,连锁专营强势崛起。①线下直营店为主,电商渠道为辅。②引入第三方合作,向母婴行业全产业链展开延伸和整合。③总部集采+区域分采,协同配合补给门店。④强化互联网平台多渠道开发,形成完整的线上运作体系。

风险提示: 新生儿出生率低于预期,行业竞争激烈,用户流失风险,门店扩张不及预期等

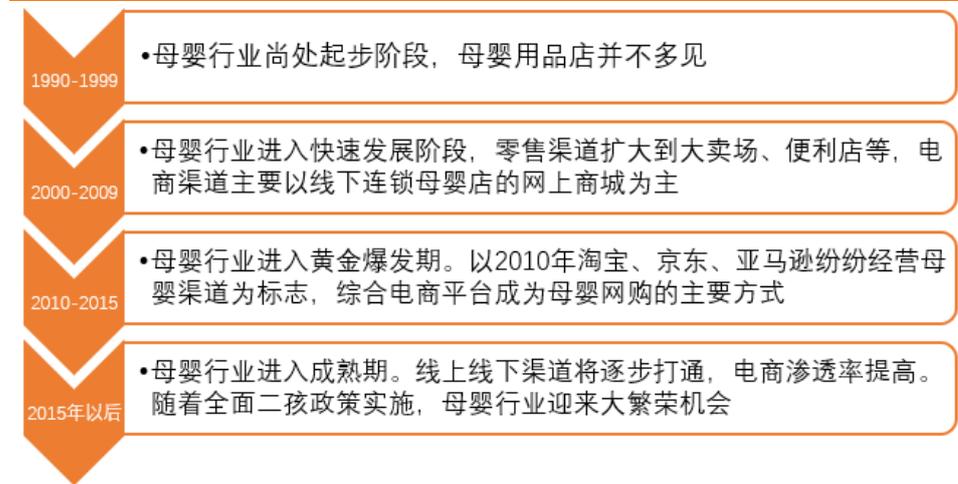
内容目录

1. 供需两端双升级，母婴行业进入快车道	3
1.1. 育儿观念完善，低维城市渗透推动行业发展	3
1.2. 产品：母婴产业链升级，催化产品多样性及服务消费崛起	5
1.2.1. 商品：食品服装在整体婴童产品市场中占比较高，未来增速或有放缓	5
1.2.1. 服务：多样化需求逐步兴起，产业链因势利导逐步完善	7
1.3. 渠道：线下零售占主导，线上快速增长垂直社区成主要流量来源	8
1.3.1. 线下：婴童业态受到购物中心青睐向三四线下沉，母婴专卖店市占率或提升	9
1.3.2. 线上：垂直社区成流量主要来源，变现渠道多样	12
1.3.2.1. 垂直社区变现之广告	13
1.3.2.2. 垂直社区变现之电商	14
1.3.2.3. 垂直社区变现之知识付费	15
2. 相关标的	15
2.1. 宝宝树：最大母婴线上社区，流量变现构建母婴生态闭环	15
2.2. 爱婴室：母婴零售线下龙头，连锁专营强势崛起	16

1. 供需两端双升级，母婴行业进入快车道

母婴行业一般为 0-6 岁婴童及产妇提供母婴服务，包括：提供商品、服务、教育课程、交流平台等，行业自二十世纪 90 年代起步，经历 4 个阶段。

图 1：行业自二十世纪 90 年代起步，经历 4 个阶段

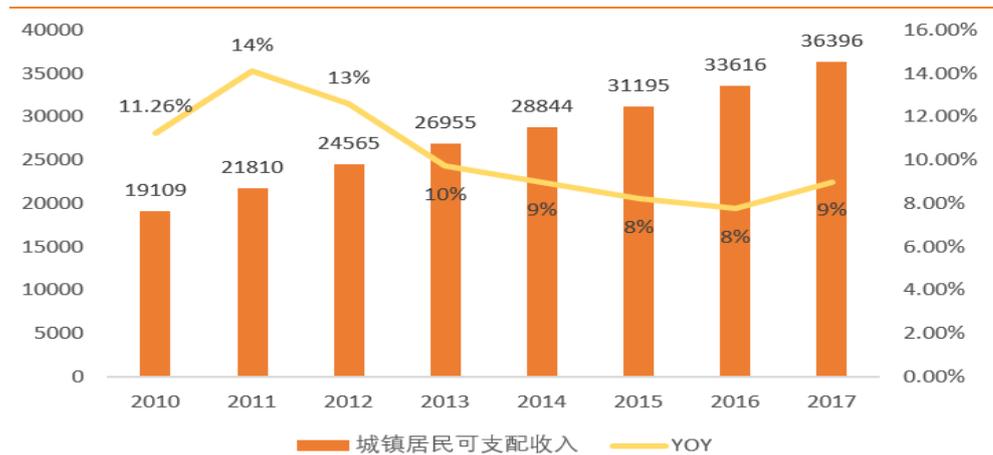


资料来源：天风证券研究所

1.1. 育儿观念完善，低维城市渗透推动行业发展

居民购买力持续提升，为母婴消费奠定物质基础。随着社会的稳步发展，国民收入持续攀升，国民消费能力持续增强，母婴商品消费市场有了长足发展，而国民消费理念的转变也进一步增加母婴商品消费刚性。根据国家统计局的相关数据显示，2010 年-2017 年中国居民家庭人均可支配收入持续增长，2017 年城镇居民人均可支配收入达到 36396 元，近 5 年复合增长率达 9.59%，财富积累效应推动居民消费结构升级，生活水平进一步改善。

图 2：2010-2017 年城镇居民人均可支配收入（元）及增速



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

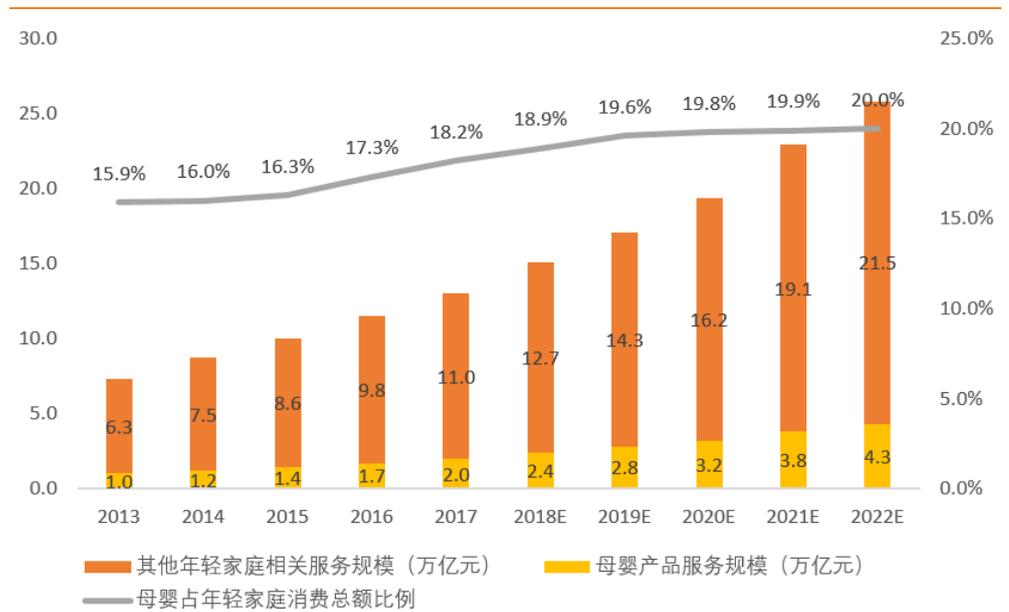
育儿愈发受到重视，家庭母婴支出不断提高。由于我国生育率增速放缓与独生子女政策的实施，导致目前我国大部分家庭呈“421”的漏斗式结构。我国居民消费水平持续上升，每个家庭对于儿童的人均支出不断提高。

母婴产品消费注重质量，对价格敏感性较低。根据艾瑞咨询 2017 年的统计，与其他类型的消费相比，母婴产品的质量好坏和材质情况直接关系到母婴健康和安全，因此消费者选购母婴产品最关注的三个要素是质量、实用和材质，其中对材质的把控远高于普通消费品类。

受教育程度提高带动年轻一代知识水平逐步提升，越来越多的年轻妈妈在育儿后仍然坚持全职工作，使得家庭的可支配收入进一步充裕，年轻父母对婴幼儿产品的支出能力不断增长。此外，由于社会竞争的加剧，年轻父母也愿意在母婴领域进行更多消费，从而可以让孩子站上更好的人生起跑线。在这样背景下，母婴商品的需求价格弹性相比其他商品较弱。母婴商品消费的相对刚性及产品价格的不断上涨，促使母婴零售市场蓬勃发展，市场规模不断增长。

中国的传统文化决定了婴幼儿在中国家庭中的特殊地位。中国实行多年的计划生育政策造就了当今中国“4 个老人+2 个父母+1 个小孩”的特殊家庭结构，在绝大多数家庭里，会呈现六个大人共同抚养一个小孩的现象；因此，消费者在母婴商品上的消费需求呈现一定程度的非理性特点，家庭对母婴商品的消费与家庭收入的关联度比起其它产品要弱；家长们对食品及其他婴幼儿用品在质量和安全性方面的关注度直接导致人均婴幼儿用品消费的持续上涨，因此，有利于国内母婴消费市场长期保持需求与价格刚性。

图 3：母婴消费占家庭消费的比例



资料来源：沙利文咨询，天风证券研究所

80/90 后们已经进入生育高峰期，受互联网教育影响，他们更偏向信任互联网上的专业科学育儿知识，80/90 后妈妈们成为移动母婴社交主要用户群体。母婴市场需围绕年轻女性用户，以社群思维为主导，建立与用户的信任感，运用大数据等前沿科技挖掘精准用户需求。

此外，目前国内母婴商品消费仍集中在经济水平较高的城市，随着中国消费者整体消费水平升级，城市间及城乡消费差距逐步缩小，中、高端母婴商品消费有望进一步拓展到更多市场。

目前，国内母婴商品的消费主体仍然集中在一二线城市；在三四线城市，母婴商品零售市场的成熟度较低，母婴商品流通渠道相对分散，并不能充分满足母婴商品流通过程中所强调的安全性、专业性等需求。消费观念转变和消费潜力的深入挖掘等层面的积极变化，将推动母婴消费方式的不断升级，从而成为母婴产业持续增长的长期基石。

随着城镇居民可支配收入的不断增长，将为未来的母婴商品零售市场提供庞大的潜在需求。罗兰贝格数据显示，高维市场中服务占比高于低维市场；同时由于人口政策对不同维度城市影响有所差异，且不同维度城市发展程度不同，预计低维市场增速将高于高维城市市场。

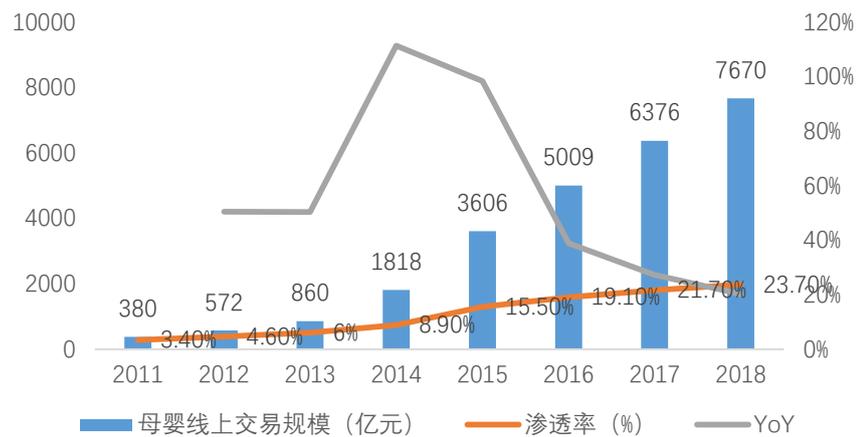
移动互联网发展给母婴零售，社区运营提供新机遇。伴随国内电子商务市场的快速发展，年轻父母对于基于 PC、手机等终端的新兴购物渠道的接触不断上升，这使他们在互

联网和移动购物的花费持续增长。艾瑞咨询数据显示，2015 年中国母婴用品线上渠道交易规模为 3606 亿元，预计 2018 年交易规模可达 7670 亿元。

专对于母婴连锁零售业内的优势企业，具有一定的资本实力，从而为其开辟线上销售渠道奠定了基础，有助于进一步扩大品牌影响力和建立新的客户群。特别是 80、90 后的年轻母亲，绝大部分为受过高等教育的独立女性，有成熟的网络信息获取能力，渴望获得孕养知识，并且具有网络购物的用户习惯和能力，使得母婴线上平台有了广泛的应用，同时，也有利于与现有线下消费群体的互动，提供更便捷的服务。

目前发展电子商务线上销售渠道的连锁母婴零售企业多集中于北京、上海和广州等一线城市大城市，相关企业更具备资源和资本优势，因此，在运营渠道拓展上处于业内领先水平。

图 4：艾瑞咨询数据显示，中国母婴用品线上渠道交易规模预计到 2018 年交易规模可达 7670 亿元



资料来源：艾瑞咨询，爱婴室招股书，天风证券研究所

1.2. 产品：母婴产业链升级，催化产品多样性及服务消费崛起

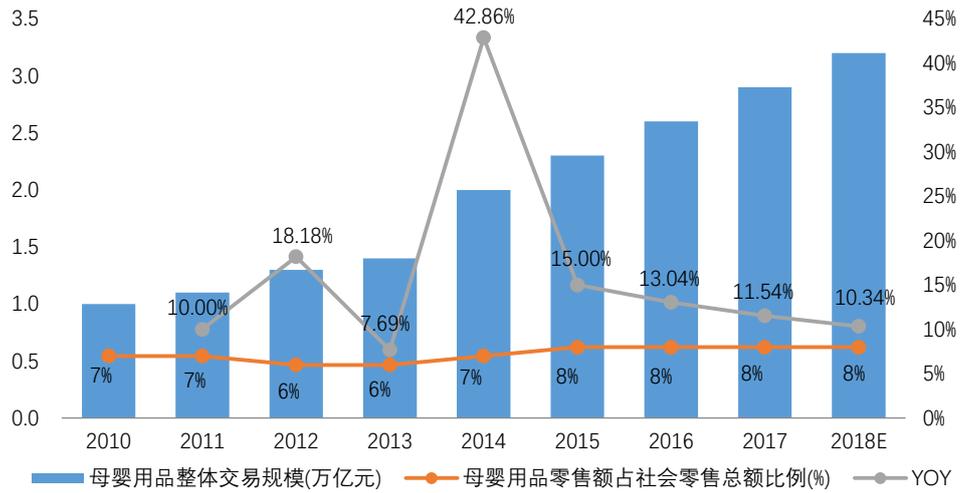
未来婴儿娱乐用品占比将上升，为行业带来新增长点。目前，我国除了人均母婴商品消费额与发达国家相比依然有较大差距外，产品消费结构也有较大的升级空间。中国母婴市场消费的主流商品为奶粉类、食品类、棉纺制品类、用品类四大类产品。

随着育儿知识的不断普及，孕妇以及新生儿家长群体消费观念也在逐步转变。新生儿家长越来越注重育儿相关消费的科学性、便利性和品质化，育儿模式更加精细化，消费者愿意更多的借助于成熟母婴商品辅助育儿，从而促使母婴商品的需求进一步释放。**未来母婴商品消费结构将发生变化，婴儿娱乐用品占比上升，为母婴行业带来新的增长点。**

1.2.1. 商品：食品服装在整体婴童产品市场中占比较高，未来增速或有放缓

中国母婴用品市场增长迅速，2010 年我国母婴商品市场交易规模约为 1 万亿，到 2015 年已经上升至 2.3 万亿元，2011 年至 2015 年的年均复合增长率达到 18%，发展迅猛。预计在国民消费水平提升以及 80/90 新生代妈妈母婴商品消费意愿加强的驱动下，我国母婴商品市场将继续保持稳健增长。预计 2018 年母婴商品市场交易规模将达到 3.2 万亿，2016 年至 2018 年复合年均增长率可达 12%。

图 5：中国母婴商品整体交易规模

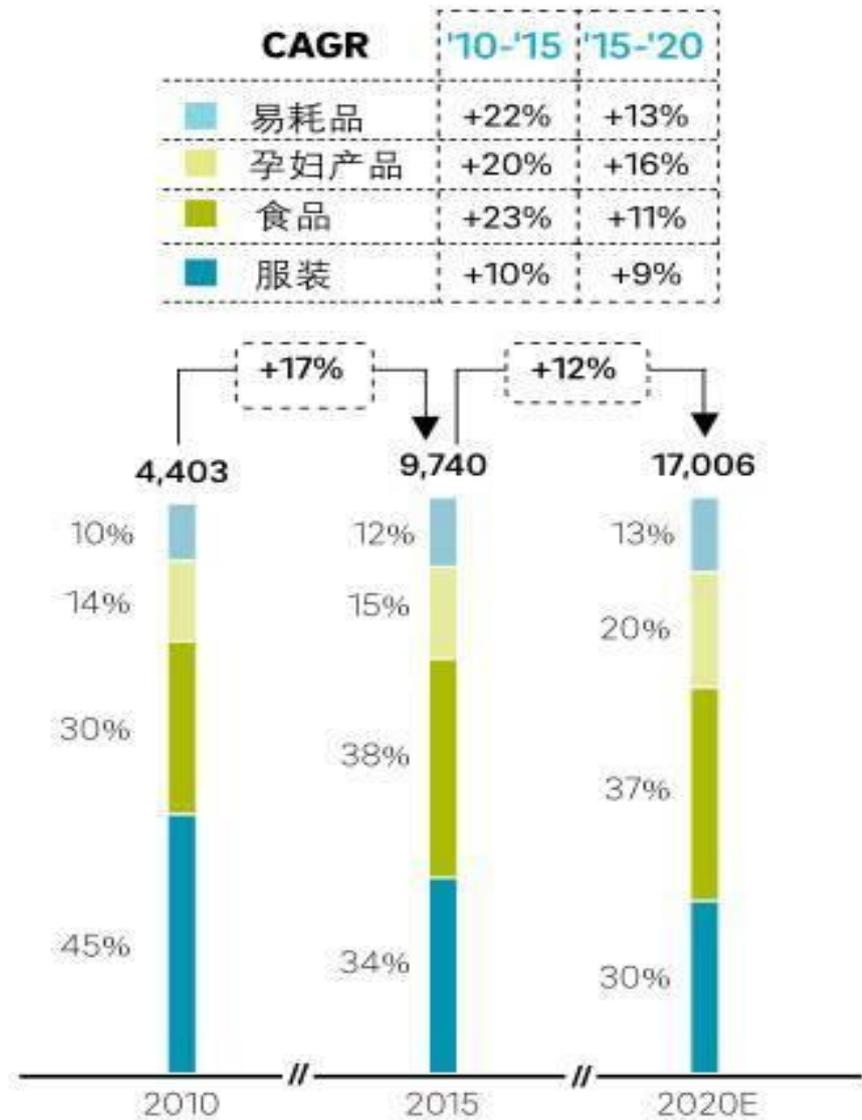


资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

食品和服装在整体婴童产品市场中占比较高，据罗兰贝格测算，市场增速将有所趋缓，由 17%下降至 12%左右。具体到各个产品品类，食品和服装将长期占据产品市场超过 70%的市场份额，但考虑到二者已进入相对成熟的发展阶段，增速将逐步降低，分别降至约 11% 和 9%，预计到 2020 年，二者将共占整体产品市场的 67%。

图 6：食品和服装在整体婴童产品市场中占比较高

婴童产品市场 [2010–2020E, 亿元]



数据来源：罗兰贝格模型测算；
消费者调研(TNS, N=1,500, 2016.05)

资料来源：罗兰贝格，天风证券研究所

1.2.1. 服务：多样化需求逐步兴起，产业链因势利导逐步完善

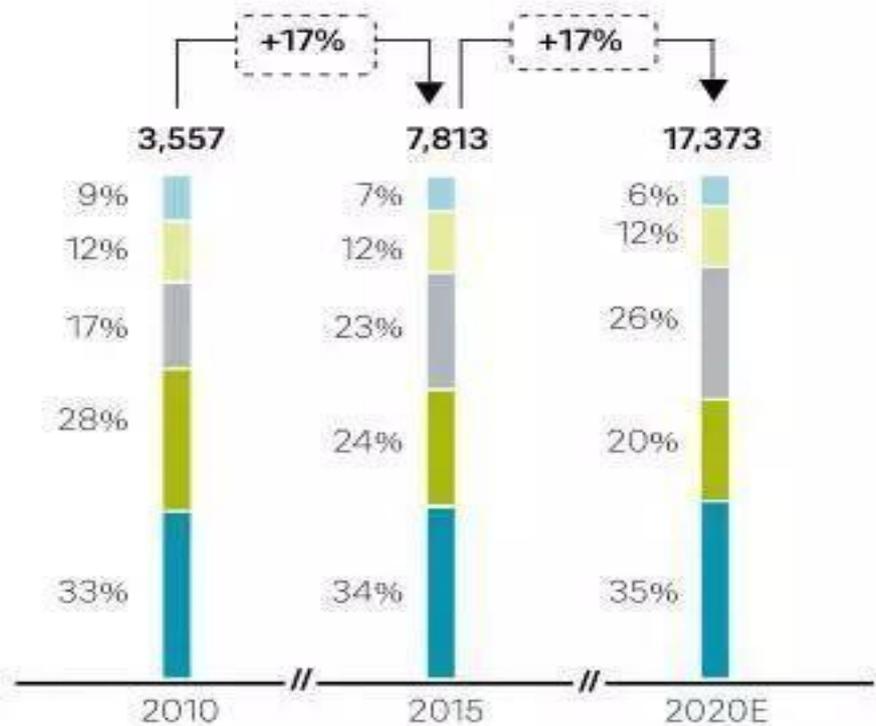
母婴服务领域大致分为健康管理服务、生育服务、早教服务、亲子娱乐服务、金融服务、丽人服务、医疗服务。互联网改变支付方式，加速了信息的传递效率，有效缩短了亲子服务的链条，提升了营运效率与便利性。

据罗兰贝格测算，至 2020 年婴童服务市场增速将维持在 17%左右。在服务的各项子品类中，由于国内消费者对于子女教育重视程度较高，教育长期以来占据婴童服务市场较大份额，且预计短期内仍将保持一定增长，到 2020 年约占服务市场份额的 35%。其他服务子品类方面，医疗保健、丽人服务目前普及程度较低，未来增长潜力同样较大。

图 7：婴童服务市场年复合增长率

婴童服务市场 [2010–2020E, 亿元]

	CAGR	
	10-'15	15-'20
医疗保健	+10%	+15%
丽人	+16%	+17%
娱乐及出行	+25%	+20%
金融服务	+13%	+14%
教育	+18%	+18%



数据来源：罗兰贝格模型测算；
消费者调研 (TNS, N=1,500, 2016.05)

资料来源：罗兰贝格，天风证券研究所

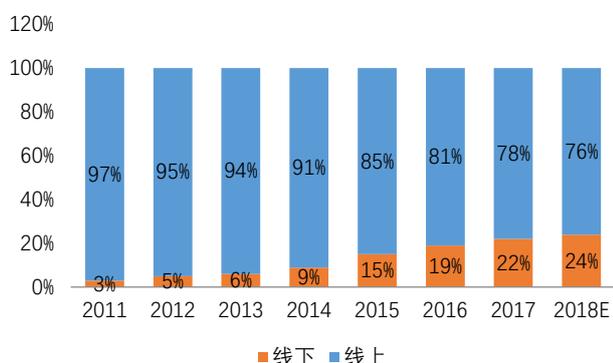
1.3. 渠道：线下零售占主导，线上快速增长垂直社区成主要流量来源

国内母婴商品销售渠道可分为线下和线上两大类。线下渠道主要包括母婴连锁店(如乐友、孩子王、爱婴室等)、商场/百货(如万达广场、大悦城等)、超市(如沃尔玛、家乐福、大润发等)三大类。线上渠道除了品牌商自主开发的网店和海淘之外，主要包括社区电商(如宝宝树、妈妈网、育儿网等)、综合电商(如天猫、京东等)和垂直电商(如蜜芽宝贝、麦乐购等)三大类。同时，随着产业的发展，线上和线下渠道也逐渐向彼此延伸，形成线上线下相融合的全渠道零售业态。

线上渠道占比继续升高，线下渠道仍为主导。罗兰贝格数据显示，从母婴童市场销售渠道来看，线下渠道仍将是母婴童产品市场的主要销售渠道：消费者购买母婴童产品时，对于渠道可信度的要求较高，同时更加关注产品质量，这使得线上难以在短期内取代线下成为主流渠道；另一方面，线下专业母婴零售渠道，如母婴专卖店，凭借在专业化的产品及服务等方面的优势，占比不断上升。

受易耗品、服装、食品等线上消费增加的驱动，未来整体线上渠道占比将有所提高：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，使得线上渠道在价格配送等方面的优势凸显。

图 8：中国母婴用品市场渠道结构



资料来源：宝宝树招股书，天风证券研究所

图 9：母婴用品线上市场交易规模及增速



资料来源：艾瑞咨询，爱婴室招股书，天风证券研究所

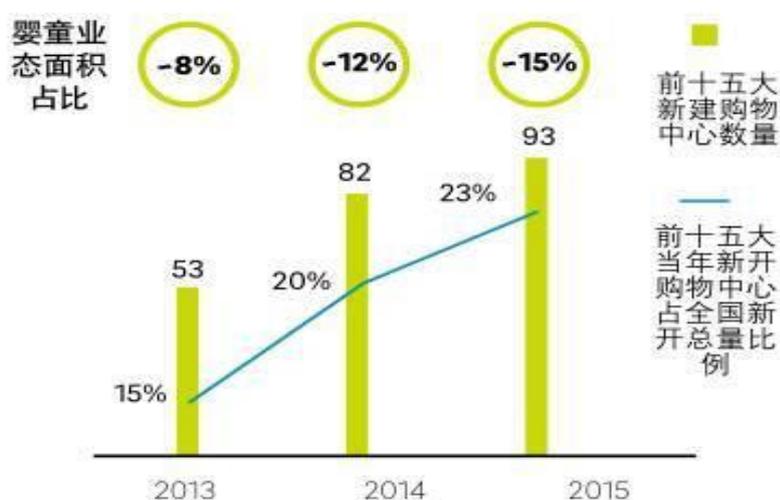
1.3.1. 线下：婴童业态受到购物中心青睐向三四线下沉，母婴专卖店市占率或提升

购物中心当前正在向业态多样化趋势发展，丰富的业态有利于实现快速旺场，引领并改变当地的消费观念和生活方式，同时能带来整体租金收益的稳定增长。婴童业态种类丰富，涵盖零售、教育和餐饮等大类，因此尤其受到购物中心的青睐。

其中一线城市：购物中心总量趋于饱和，未来会以社区型、主题式购物中心为发展主力；二线城市：仍有大量土地储备与大型项目规划，但饱和度已超过一线城市，预计未来建设规模逐渐放缓，并向卫星城迁移；三四线城市：购物中心尚未完全开发，成为商业地产开发商的新战场，未来购物中心数量将持续增加，区域和次区域型购物中心将逐渐成为新开店主力。

图 10：婴童业态种类丰富，涵盖零售、教育和餐饮等大类，因此尤其受到购物中心的青睐

前15大购物中心集团2013-2015新开购物中心 [家]



数据来源：搜铺；企业年报；万达、万象城访谈；罗兰贝格模型测算

资料来源：罗兰贝格，天风证券研究所

线下竞争格局较为分散，未来母婴专卖店市场占有率或有所增长。一直以来，国内线下母婴市场的集合零售商数量众多，市场竞争格局较为分散。过去几年，市场中逐渐涌现出如孩子王、乐友、爱婴岛、爱婴室、贝贝熊、丽家宝贝等具有一定影响力的集合零售商。由于定位、发展模式、资源掌控等方面的差异，这几家大型母婴集合零售商在收入规模、同店增速、省份覆盖以及店均面积方面的表现各有不同。

表 1：目前，中国母婴商品市场主要表现为四种零售业态，包括商场/百货、超市/大卖场、实体专营店、互联网线上销售等

	商场/百货	卖场超市	实体专营店	线上
经营产品	主要经营毛利率较高的婴幼儿棉纺产品、玩具、耐用消费品如车床以及少数孕妇功能性服装等，产品较为单一。	主要经营婴幼儿奶粉、辅食、纸尿裤、洗护用品等快消品，少量喂哺用具及婴幼儿装。	主要有两种，一种是一站式母婴商品集成店，经营包括食品类、棉纺制品到用具类的全线母婴商品，有些兼提供婴幼儿游泳、抚触等服务；另一种单一经营食品类、服饰类、用具类或兼营其中某两类。	通常包括全线商品，是实体店的有效补充。
销售方式	专营店或代销	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	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。	B2C、C2C
渠道优势	购物环境较好，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	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	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运营成本，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，运营成本低。
渠道劣势	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	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。	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。
目标客户	针对中高端消费群体	主要针对大众消费者，缺乏个性化产品	灵活，部分定位于大众消费群体，部分定位于中高端群体。	通常定位于大众消费群体。

资料来源：爱婴室招股书，天风证券研究所

表 2：线下母婴零售行业主要参与者对比

名称	爱婴室	乐友中国	爱婴岛
品牌特征及经营环境	爱婴室成立于 2005 年，是一家结合电子商务、门店销售，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、洗护用品、孕产妇用品、玩具、婴童服饰等几十大类，销售产品数	乐友孕婴童成立于 1999 年，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。	爱婴岛儿童百货连锁机构创立于 1998 年，主营孕婴、儿童用品零售业务，是全国知名的儿童百货连锁企业。爱婴岛儿童百货连锁机构一直致力于专门为妈妈和宝宝提供各种优质的食品、生活用品、玩具和服装等等。数百个知名品牌，数万种单品，舒适幽雅的购物环境让爱婴岛儿童百货真正成为孕产妇

	量逾万种。		及婴童的一站式购物商场。
门店数量	全国 179 家直营门店（截至 2016 年 12 月 31 日）	全国 400 余家直营和加盟门店（截至 2014 年 12 月 31 日）	全国直营和加盟门店超 960 家
覆盖区域	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，单店面积 400-2000 平方米不等，主要辐射江浙沪及福建等华东地区	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	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，但大多为加盟店形式。主要覆盖华南、华中地区
名称	孩子王	贝贝熊	
品牌特征及经营环境	孩子王于 2009 年成立以来，以妈妈们的需求为导向，顺应了连锁零售行业发展的潮流，拥有线上、线下两个服务平台，连锁门店、直购手册及电子商务三大渠道，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。	成立于 2003 年，是一家专注 0-3 岁，满足 0-6 岁提供中高端产品和服务的专业孕婴童连锁零售企业，目前主营童装、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，享有良好声誉。	
门店数量	全国 151 家直营门店（截至 2016 年 9 月 30 日）	全国 220 多家直营门店（截至 2016 年 6 月）	
覆盖区域	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。	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。	

资料来源：爱婴室招股书，天风证券研究所

未来母婴专卖店市场占有率或有所增长。母婴童市场线下渠道主要包括母婴专卖店的（包括购物中心/百货中心的母婴店）、购物中心/百货中心的非母婴渠道、超市及其他渠道。

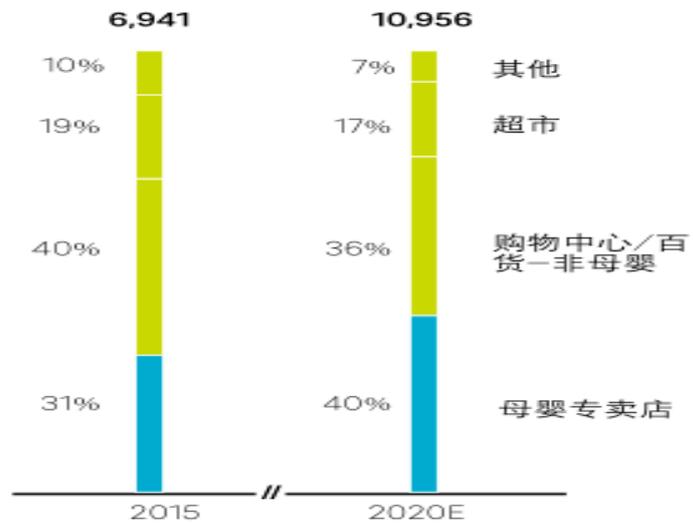
由于服装和大童（6 岁以上）产品主要在母婴专卖店渠道以外销售，罗兰贝格预计，2015 年各线下渠道中，购物中心/百货中心的非母婴渠道份额占比最高，约占整体市场 40%，母婴专卖店位居第二，约占 31%；到 2020 年母婴专卖店将跃升为第一渠道，占据 40% 市场份额，购物中心/百货中心-非母婴占比将下降至 36%。

母婴专卖店未来市场占有率提升主要系，母婴专卖店凭借专业化的产品和服务，以及体验式和社会化的消费场景，受到越来越多消费者喜爱；作为母婴专卖店的主要渠道选址之一，购物中心的快速发展也将推动母婴店积极扩张，尤其将推动大型母婴店不断向低层级城市市场下沉。

与商场百货、超市/大卖场等业态相比，母婴商品的专卖连锁渠道受益于一站式服务购物、专业化服务、品牌信任度高等渠道优势，在整体母婴零售行业中扮演着越来越重要的角色。连锁母婴零售渠道是连接母婴商品品牌商和消费者之间的纽带。消费者对母婴商品的安全性要求很高，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。由于产品易产生信任危机这一特性，连锁母婴零售店的多区域多门店的连锁运营模式，较容易取得消费者的品牌信任，由此成为需求拉动因素，并取得了快速发展。

图 11：线下渠道的各种业态中，母婴专卖店未来市场占有率或有所增长

线下各渠道市场份额 [亿元]



数据来源：罗兰贝格模型测算

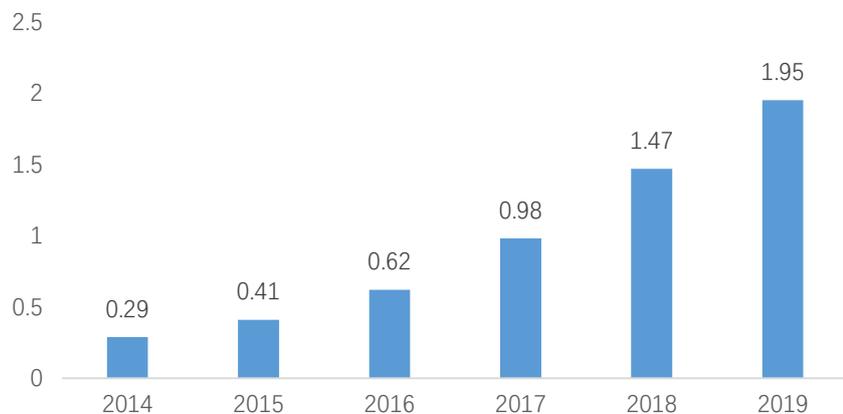
资料来源：罗兰贝格，天风证券研究所

1.3.2. 线上：垂直社区成流量主要来源，变现渠道多样

移动母婴用户规模高速增长，iiMedia Research(艾媒咨询)数据显示，2016 年移动母婴用户规模为 0.62 亿人，增长率为 51.2%。未来两年，移动母婴用户规模仍将保持较高速增长，2018 年市场整体用户规模预计将达到 1.47 亿。

用户规模的高速增长，在给移动母婴厂商提供了巨大的发展机会的同时也将带来挑战：拥有较为成熟的业务模式、运营经验、资源能力的厂商有望促进市场头部效应的形成，缺乏创新和能力的中小厂商压力将持续增加。

图 12：中国移动母婴用户规模（亿人）



资料来源：iiMedia Research(艾媒咨询)，天风证券研究所

图 13：母婴移动应用行业发展现状-产业分布



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

近两年来，母婴产品发展日益成熟、市场饱和度提升，新产品数量极大降低。以电商、社区等单一维度切入母婴市场的产品，逐步向“社区+内容+电商”的综合母婴产品方向发展。

社交互动与交易间的联系愈发紧密，随着消费者成熟度的提高，以及对母婴童产品/服务的品质 and 安全性等方面的重视，越来越多的消费者不再轻信包括电视、报纸、电台、户外以及网络新媒体等各种形式的广告 宣传，或者厂家、销售商的社区递推，他们转而通过专业媒体、网上评论等渠道获取海量信息，再经过互动体验，最终做出购买决策。这使得社交互动与交易之间的联系愈发紧密，这种现象在年轻及中高收入母亲群体中表现得尤为明显。

中国母婴类线上社区变现机会。相比其他线上平台的业务模式，母婴类线上社区能吸引来自年轻家庭的更活跃用户，获得更全面的用户数据，进而形成可行的变现渠道。社区类业务模式具有稳健的用户流量基础及富裕的用户行为及特 x 的数据库，使利益相关者能够在各个方面（即线上广告、母婴电商及母婴知识付费）寻求变现机会。

1.3.2.1. 垂直社区变现之广告

中国线上广告市场规模显著扩大，由 2013 年 1096 亿元增至 2017 年 2957 亿元，年复合增长率为 28.2%。在互联网用户人数日益增加及科技进步的推动下，预计 2017 年至 2022 年中国线上广告市场将以 21.5% 的年复合增长率进一步扩张。具体而言，母婴相关线上广告市场规模由 2013 年 160 亿元增至 2017 年 454 亿元，年复合增长率为 29.8%。根据沙利文报告，随着母婴品牌加大对品牌建立的投资及加强对线上营销的重视，预计 2017 年至 2022 年母婴分部的线上广告支出将以 22.1% 的年复合增长率增长，

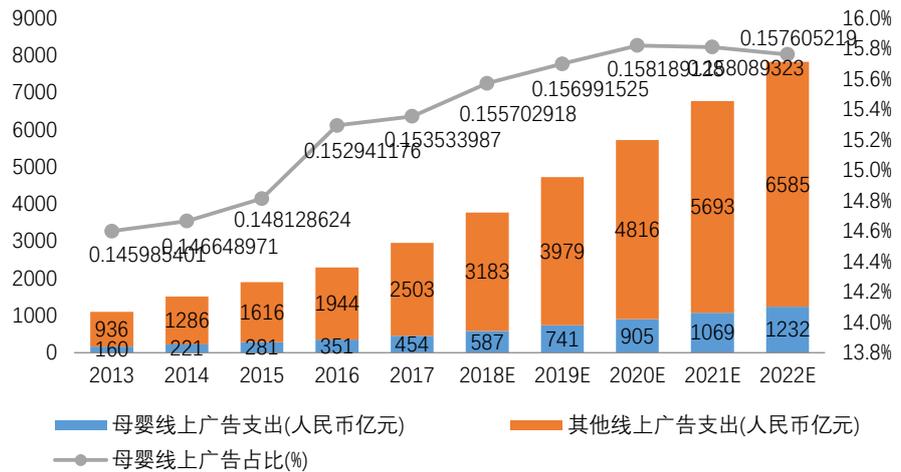
主要增长驱动因素：

线上社交网络行为增加。随着移动互联网的发展及社交工具的日益便利，人们更倾向于在社交媒体上分享即时生活事件和情感。用户流量已从线下空间推向线上空间。

线上广告市场受益于互联网及移动互联网用户人数增加。过去数年，中国互联网用户及移动互联网用户人数显著增加，分别接近总人口的一半，形成稳固的客户基础，为线上广告市场带来巨大潜力及发展机遇。

生活方式及消费习惯改变带动市场需求增加。当今，人们透过社交和娱乐媒体在互联网上花费更多时间。互联网已成为直接接触客户的最重要媒体渠道之一。线上广告能吸引受众的注意，将收集的数据流量转化为经济效益。

图 14: 母婴相关线上广告市场规模由 2013 年 160 亿元增至 2017 年 454 亿元, 年复合增长率为 29.8%)



资料来源：弗若斯特沙利文，天风证券研究所

1.3.2.2. 垂直社区变现之电商

由于互联网和移动互联网的市场的不断发展及中国居民人均可自由支配收入增加，中国电商市场取得快速发展。

具体而言，母婴电商市场规模(以交易总额计)由 2013 年 502 亿元增至 2017 年 3251 亿元，年复合增长率为 59.5%。母婴电商行业的其他主要参与者包括贝贝、蜜芽和宝贝格子。随着互联网渗透率深化及中国电商整体增长，预计 2017-22 年母婴电商市场规模将以复合增长率 29.6%继续增长。

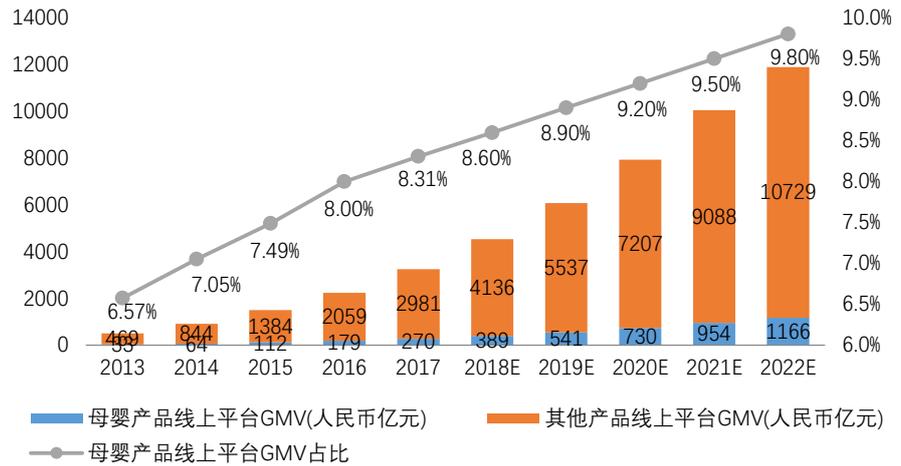
主要增长驱动因素

可自由支配收入上涨。可自由支配收入及消费力不断上涨，预计将推动消费者对母婴产品的需求实现可持续增长。

消费不断升级。消费者愈加关心产品安全和质量，因此乐意购买价格更高且被认为是较安全及较优质的优质商品。母婴品牌仍有足够空间提供消费者仍负担起的，同时能满足其新需求的优质产品。

互联网渗透率深化。中国的互联网设施及各种移动设备和应用程序日趋完善，因此互联网渗透率不断深化，消费者线上或透过手机应用程序购物的频率增高。作为有效的销售渠道，手机应用程序亦提供创新营销渠道。预计移动设备上的销售渠道将迅速发展。进而将推动线上销售的增长。

图 15: 母婴电商市场规模(以交易总额计)由 2013 年 502 亿元增至 2017 年 3251 亿元, 年复合增长率为 59.5%



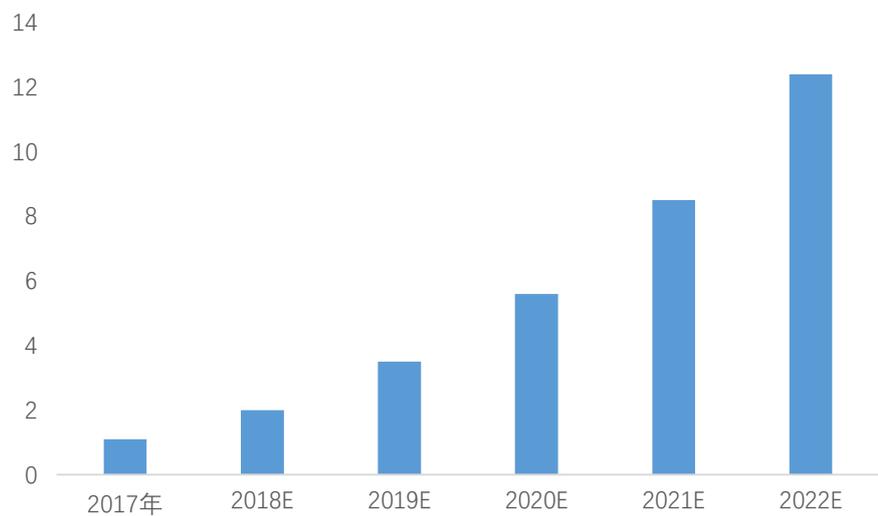
资料来源：弗若斯特沙利文，天风证券研究所

1.3.2.3. 垂直社区变现之知识付费

由于市场上咨询迅速流通及母婴产品充斥，近年来，不少关注产前护理的家庭获得更多选择。有见及此，多个知识付费平台推出母婴主题，使各家庭能作出更明智的决定。用户重视质量，因此更愿意付费购买符合其需求的内容，尤其是与健康相关的内容。2016年母婴知识付费市场应运而生，2017年拥有大量用户的垂直平台涌现。该前景广阔的市场亦吸引多家自媒体主动参与。中产阶级的崛起及消费升级为该平台带来了大量受众。该市场较为分散，目前处于发展起步阶段。

在多个有利因素的推动下，母婴知识付费市场的收入预计将由2017年11亿元增至2022年124亿元，年复合增长率为62.3%。

图 16：母婴知识付费市场（人民币十亿元）收入预计将由 2017 年 11 亿元增至 2022 年 124 亿元，年复合增长率为 62.3%。



资料来源：弗若斯特沙利文，天风证券研究所

2. 相关标的

2.1. 宝宝树：最大母婴线上社区，流量变现构建母婴生态闭环

2018年11月27日，宝宝树集团在香港联交所上市，发行价6.8港元，目前市值109

亿港元。宝宝树是中国最大的母婴社区，服务于-2岁（备孕）—6岁的母婴人群。

用户规模、品牌信任度以及大数据组成三大核心资产和护城河，赋能多元变现模式。宝宝树的商业模式建立在活跃的社区和优质的内容基础上。宝宝树通过良好的社区运营和互动体验，构筑起活跃的母婴社区；通过UGC、PUGC和PGC结合的方式，不断生产优质内容，提升社区价值和用户粘性。

2.2. 爱婴室：母婴零售线下龙头，连锁专营强势崛起

直营门店深耕华东，外延东南沿海，打造线上母婴生态服务平台协同发展；线下网络布局日益深化，线上平台运营愈发成熟。

- 线下直营店为主，电商渠道为辅

调整门店布局，逐步关闭毛利率较低的临街店，转向毛利率较高的商场店；巩固长三角市场领先地位并向华南及其他发达地区拓展，实现对东南沿海重点城市广泛覆盖。

- 引入第三方合作，向母婴行业全产业链展开延伸和整合

与乳制品、棉纺等六大类母婴用品中的惠氏、雅培、花王等知名品牌商合作，构建长期稳定的合作关系；依托稳定供应关系未来将致力于打造自有品牌，通过获取国际卡通形象授权和海外中高端中国境内独家代理权为产品赋予差异化竞争能力。

- 总部集采+区域分采，协同配合补给门店

避免流通环节加价，把控采购成本；部分差异化商品以及品牌商区域分割商品采取区域自采，灵活配置提升竞争能力。

- 强化互联网平台多渠道开发，形成完整的线上运作体系。

加快O2O母婴产品营销与服务体系建设，整合现有客户、渠道和技术资源，在传统购物平台基础上开发集购物、服务、社交和在线教育于一体的母婴服务生态系统平台。

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com