

爱婴室 (603214)

2019年11月21日

母婴连锁零售龙头，内练经营提效，外展门店宏图

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

黄泽鹏 (分析师)

huangzepeng@kysec.cn

证书编号: S0790519110001

任浪 (分析师)

renlang@kysec.cn

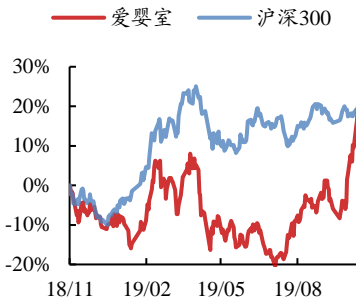
证书编号: S0790519100001

孙金钜 (分析师)

sunjinju@kysec.cn

证书编号: S0790519110002

股价走势图



资料来源: 贝格数据

相关研究报告

● 母婴零售龙头崛起，首次覆盖给予“买入”评级

爱婴室是华东母婴零售龙头，上市以来收入业绩持续增长。我们认为，母婴行业生态变化、上下游需求更新将催生中游渠道变革，爱婴室的线下母婴连锁店模式凭借对上下游两端的独特渠道价值构筑核心竞争力。未来，公司加速开店进行渠道整合扩张，并在供应链和品类结构方面持续优化，有望持续高成长。我们预计公司 2019-2021 年归母净利润为 1.53/1.96/2.49 亿元，对应 EPS 为 1.50/1.92/2.44 元，当前股价对应 PE 为 29/23/18 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 母婴连锁渠道：“专业+品质+体验”满足消费者需求，帮助品牌商拉新

消费升级已取代人口红利成为母婴行业发展驱动力，在行业变迁背景下，上下游需求更新推动渠道变革，母婴连锁模式崛起。一方面，对下游消费者而言，母婴店提供基于品牌渠道双重背书的精选优质产品、一站式购物和门店交流服务，能有效满足新生代母婴消费者在知识、品质安全和购物体验方面的新需求；另一方面，对上游品牌商而言，存量市场激烈竞争下新客开发重要性空前提升，而母婴店作为存在高信任度交流互动的线下空间，在拉新、推新方面渠道价值得天独厚，由此也将获得更多的品牌资源支持和议价空间。因此，尽管电商等冲击仍将长期存在，但母婴店凭借自身渠道价值，构筑了母婴消费领域的特殊竞争壁垒。

● 深耕线下零售的母婴消费专家，内外兼修加速成长

公司深耕母婴零售领域近 20 年，在专业选品、价格和服务方面已树立品牌口碑：行业洞察和专业买手保障产品品质，品牌商资源支持+直采模式构筑价格优势，门店暖心服务增强消费者粘性。上市以来，公司一方面内练经营提效，通过供应链和商品结构优化（自有品牌发展），毛利率持续提升至 29.6%；另一方面也外展门店宏图，提速开店（2019 年全年预计新增门店超过 70 家，未来三年计划新开店 300 家），并拓展西南、华南新市场，全国性布局跃然纸上。在巩固线下门店优势基础上，发力线上全渠道营销、探索早教等服务领域打造母婴消费生态圈，也都将推动公司核心竞争力提升和经营业绩的持续高增长。

● 风险提示：新开门店经营不及预期、线上电商等渠道竞争风险。

财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,808	2,135	2,517	3,000	3,598
增长率(%)	14.1	18.1	17.9	19.2	20.0
净利润(百万元)	94	120	153	196	249
增长率(%)	26.5	28.2	27.3	28.2	27.1
毛利率(%)	28.4	28.8	30.6	30.9	31.0
净利率(%)	5.2	5.6	6.1	6.5	6.9
ROE(%)	25.4	14.1	15.6	16.9	18.0
EPS(摊薄/元)	0.92	1.18	1.50	1.92	2.44
P/E(倍)	47.4	37.0	29.1	22.7	17.9
P/B(倍)	11.9	5.0	4.4	3.8	3.2

目 录

1、 华东母婴连锁零售商，上市以来稳健增长.....	4
1.1、 华东地区母婴专业连锁龙头.....	4
1.2、 收入业绩持续增长，盈利能力稳定提升.....	5
2、 母婴行业：消费升级优质赛道，头部母婴连锁崛起正当时.....	6
2.1、 母婴消费万亿市场，渠道业态百花齐放.....	6
2.2、 行业趋势：消费升级驱动行业变迁，新生代母婴人群需求多样.....	7
2.3、 渠道趋势：母婴连锁崛起，“专业+品质+体验”竞争力凸显.....	9
3、 爱婴室：母婴消费专家深耕线下零售，内外兼修加速成长.....	12
3.1、 母婴消费专家：买手制专业选品、门店暖心交流服务.....	12
3.2、 修炼内功：门店经营效率稳步提升.....	13
3.3、 外展拳脚：加速扩张并购，推进全国性布局.....	14
3.4、 全渠道营销大势所趋，探索会员制与母婴生态圈建设.....	15
4、 盈利预测和估值.....	17
4.1、 关键假设.....	17
4.2、 盈利预测与估值.....	17
5、 风险提示.....	17
附：财务预测摘要.....	18

图表目录

图 1： 爱婴室在购物中心中开设线下直营门店.....	4
图 2： 依托爱婴室 APP 等线上平台推进全渠道营销.....	4
图 3： 门店销售占比高，电商业务增速快（19Q3）.....	5
图 4： 奶粉+用品类收入占比超过七成（19Q3）.....	5
图 5： 公司营收连续 5 年实现稳健增长.....	5
图 6： 2015-2018 年公司业绩复合增速达到 26%.....	5
图 7： 公司毛利率、净利率稳健提升.....	6
图 8： 公司三费整体稳定，销售费用略有提升.....	6
图 9： “产品+服务”构成母婴消费万亿市场，产业链上下游多元业态百花齐放.....	7
图 10： 消费升级驱动母婴行业保持快速增长.....	8
图 11： 高端、超高端奶粉增速更快、份额提升.....	8
图 12： 90/95 后父母成为母婴消费主力军.....	8
图 13： 母婴消费“重质轻价”特征明显.....	8
图 14： 母婴连锁店品类齐全、能实现一站式购物.....	9
图 15： 月子中心等母婴服务业态需求提升.....	9
图 16： 母婴连锁店分区明确，功能齐全.....	10
图 17： 母婴连锁品牌区域性发展.....	10
图 18： 产品质量有保障是母婴渠道重要优势.....	10
图 19： 母婴产品线上线下渠道价格已逐步拉平.....	10
图 20： 母婴连锁店是品牌商新品宣传的最好渠道.....	11
图 21： 上游品牌商最希望加强母婴店渠道的拓展投入.....	11
图 22： 母婴连锁行业市场规模保持较快增长.....	12
图 23： 母婴店和电商渠道共同替代传统商超卖场份额.....	12

图 24: 公司与多家上游品牌商建立深度合作, 保证选品质量	13
图 25: 爱婴室积极引入部分高毛利品类商品	13
图 26: 爱婴室直采比例逐年提升	13
图 27: 爱婴室开发多个自有品牌, 如多优等	14
图 28: 近 3 年公司主要品类毛利率呈上升趋势	14
图 29: 爱婴室 2019 年门店扩张布局规划 (截止 19Q3)	15
图 30: 2018 年以来公司开店显著提速	15
图 31: 公司积极拓展 APP 等线上平台营销服务	15
图 32: 公司电商业务收入实现翻倍式快速增长	15
图 33: 2019 年公司推出全新 MAX 会员卡	16
图 34: MAX 会员相较普通会员更为优质	16
图 35: 公司母婴门店内提供小型游乐场所	17
图 36: 母婴消费市场跨界发展方向丰富多样	17

1、华东母婴连锁零售商，上市以来稳健增长

1.1、华东地区母婴专业连锁龙头

爱婴室（603214.SH）是华东地区母婴专业连锁零售龙头。公司2005年8月成立于上海，通过近300家直营母婴门店和电子商务等渠道，为孕前至6岁婴幼儿家庭提供中高端优质母婴商品和专业服务。其中，线下渠道方面截止2019年前三季度公司已开设直营门店266家，主要集中在江浙沪闽等华东地区及重庆；选址以购物中心类门店为主，辅以少量重要区域的街边门店。线上渠道方面，公司通过爱婴室APP、网上商城等为消费者提供产品和服务。公司主营产品涵盖了婴幼儿乳制品、纸制品、喂哺用品、玩具、洗护用品、棉纺品、车床等多个品类，SKU逾万种；超过200家国内外知名品牌与公司建立深度合作，包括惠氏、雅培、A2、嘉宝、大王、贝亲、英氏和乐高等。目前，爱婴室母婴连锁店在华东区域已经建立起品牌认可度、渠道影响力、规模效应和精细化经营等诸多优势。

图1：爱婴室在购物中心中开设线下直营门店



资料来源：公司官网、开源证券研究所

图2：依托爱婴室APP等线上平台推进全渠道营销



资料来源：爱婴室APP、开源证券研究所

门店销售为核心，电商业务快速发展；核心品类奶粉占据营收半壁江山。从公司营业收入的渠道分布来看，截止2019年前三季度，公司全部17.02亿营收中，门店销售贡献达到15.45亿元，占比91%；电商业务实现营收0.49亿元，尽管占比只有3%，但增速较快接近80%，公司全渠道营销战略初见成效；此外，其他业务收入（最主要为供应商相关服务收入）为1.09亿元，同比也增长了27%。分产品来看，核心品类奶粉具备高单价、高周转率特点，在公司整体营收中占比达到47.0%，占据半壁江山；第二大品类为用品类（含纸尿裤、洗护产品等），占比为23.8%，奶粉用品两大品类占比超过七成；此外，棉纺类、食品类、玩具类依次占据9.7%、7.4%、4.4%；除商品销售外，还有6.8%为服务等其他业务收入。

图3: 门店销售占比高, 电商业务增速快 (19Q3)

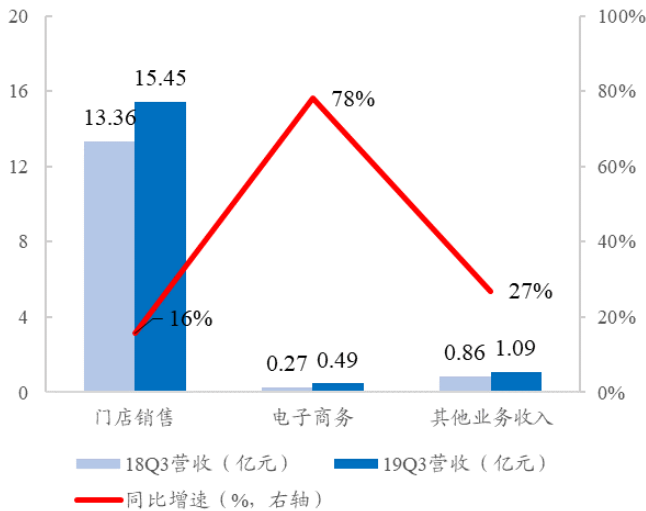
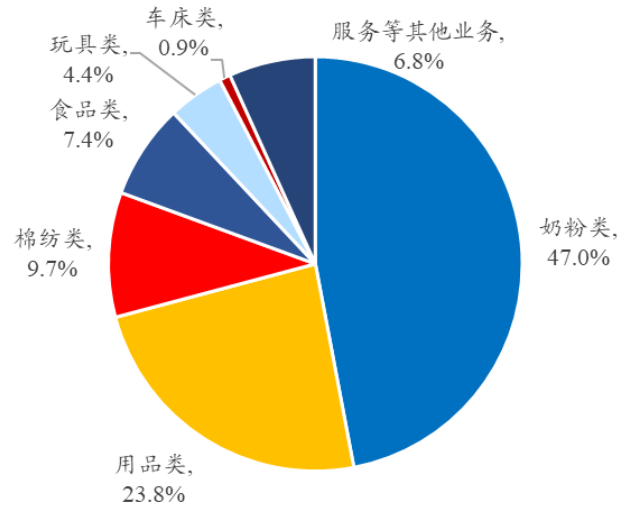


图4: 奶粉+用品类收入占比超过七成 (19Q3)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

1.2、收入业绩持续增长, 盈利能力稳定提升

上市以来, 公司聚焦主业, 收入业绩持续高增长, 盈利能力稳定提升。上市以来, 公司通过门店战略扩张、品类优化经营提效, 叠加知名度提升和品牌影响力增强, 实现了业绩稳定增长, 近3年营收/净利润复合增速分别达到15.4/26.3%。2019年前三季度, 公司实现营业收入17.41亿元, 同比增长15%; 实现归母净利润0.87亿元, 同比增长33%, 延续高速增长势头。盈利能力方面, 受益于规模效应、渠道议价权提升和商品结构优化, 公司毛利率连续多年实现稳定提升, 2018年达到28.8%, 2019Q3进一步提升至29.6%, 高于同业竞争对手和相似业态; 此外, 公司经营效率优秀、费用控制相对稳健, 尽管销售费用率受到近2年提速开店影响有小幅上升, 但在毛利率明显提升的拉动下, 公司净利率同样连续多年实现稳定增长, 2018年已达到6.1%。

图5: 公司营收连续5年实现稳健增长

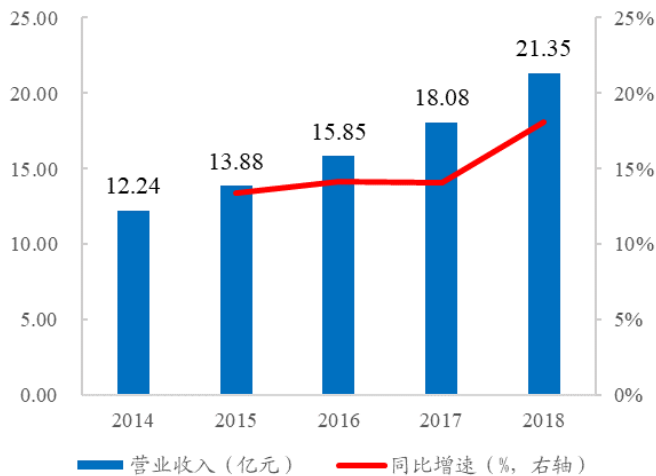
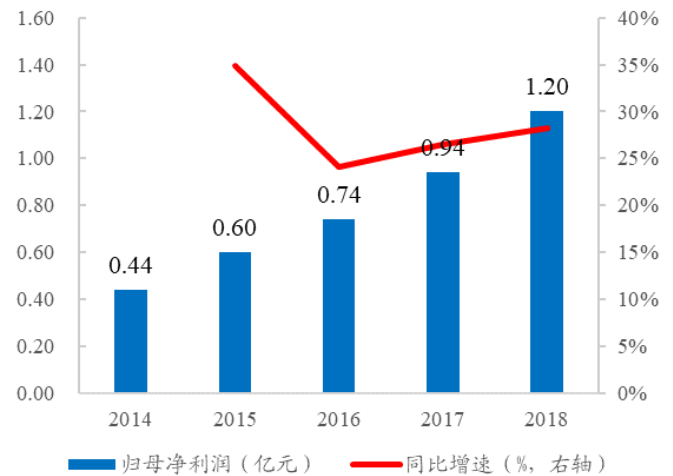


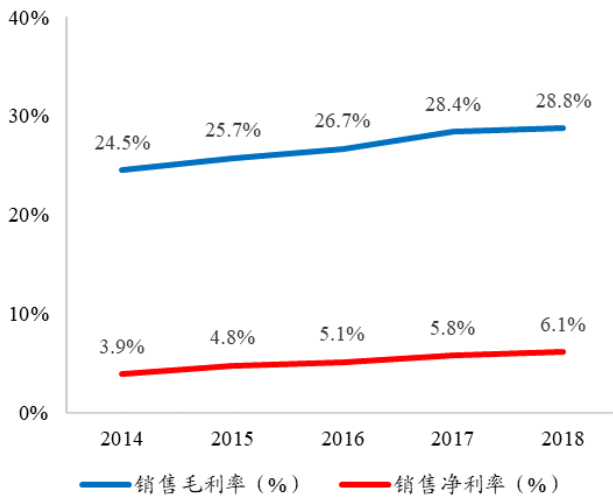
图6: 2015-2018年公司业绩复合增速达到26%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

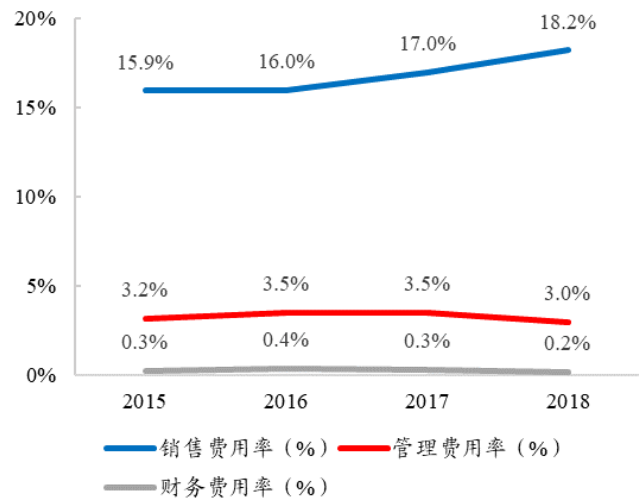
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图7：公司毛利率、净利率稳健提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图8：公司三费整体稳定，销售费用略有提升



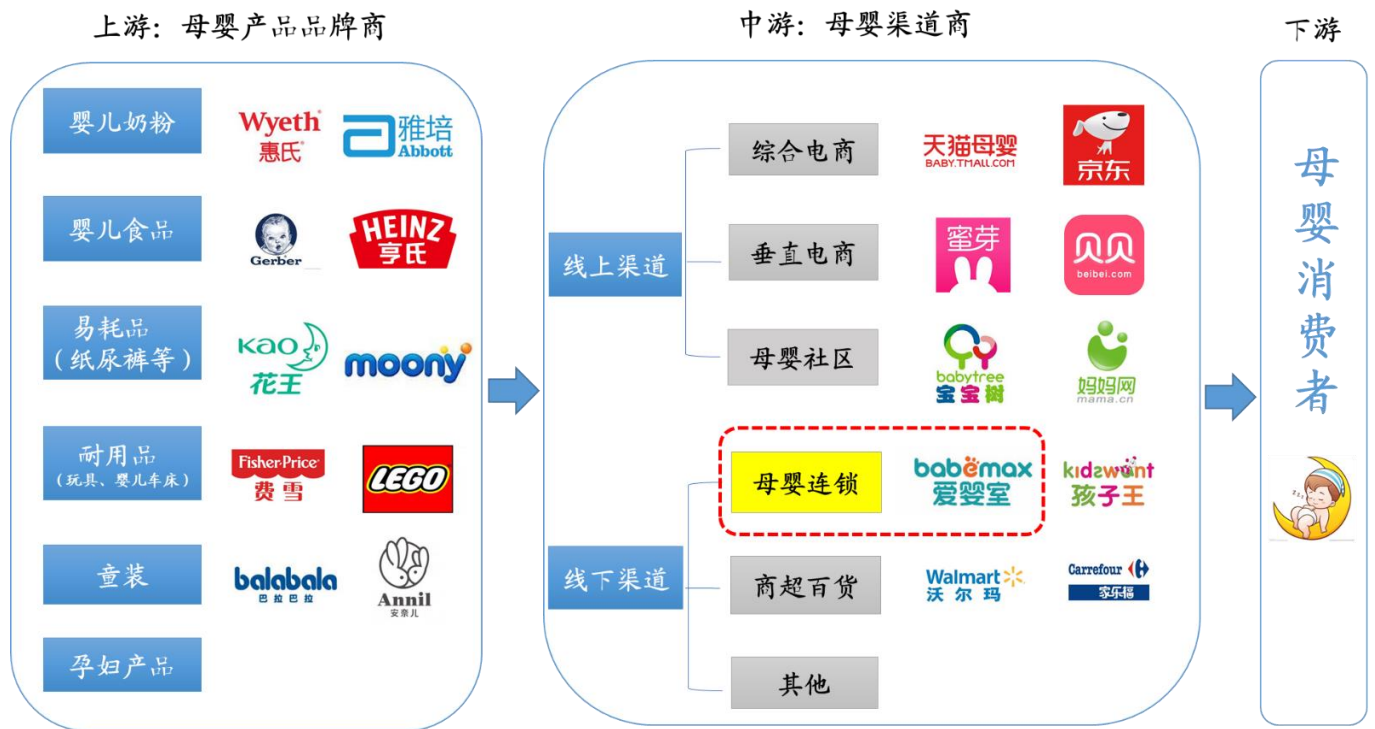
数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、母婴行业：消费升级优质赛道，头部母婴连锁崛起正当时

2.1、母婴消费万亿市场，渠道业态百花齐放

“产品+服务”构筑母婴行业三万亿大市场，中游渠道业态百花齐放。根据罗兰贝格咨询研究分类，母婴行业整体可分为“产品+服务”两大板块，其中产品包括婴儿食品（核心品类奶粉）、易耗品（纸尿裤等）、耐用品（玩具、婴儿车床）、童装和孕妇产品等几大类；服务则涵盖婴幼儿教育、娱乐、医疗保健等多个方面。消费升级驱动母婴行业蓬勃发展，2019年整体市场规模已超过3万亿元，复合增速超过15%。从母婴行业产业链来看，上游为母婴产品品牌商，下游为母婴消费者，中游则是线上线下各类母婴渠道。其中，线上方面综合电商仍为主导，垂直电商和母婴社区等新业态发展很快；线下方面，母婴连锁店、传统商超卖场、百货和非连锁小母婴店也各具特色。近年来，线上电商和线下专业母婴连锁店发展迅速，正在逐步蚕食传统商超渠道市场份额，成为母婴消费的主要渠道。

图9: “产品+服务”构成母婴消费万亿市场, 产业链上下游多元业态百花齐放



资料来源: 罗兰贝格、各公司官网、开源证券研究所

2.2、行业趋势: 消费升级驱动行业变迁, 新生代母婴人群需求多样

新生儿出生人口下降背景下, 消费升级取代人口红利成为母婴行业发展主要驱动力。根据凯度咨询调研数据, 2019年上半年, 可比口径下中国母婴快消品市场同比增速达到14.2%, 高于快消品市场整体增速(+5.4%)。其中, 母婴产品价格提升(贡献+10.3%, 2017年为+2.2%)是最主要增长贡献因子, 而人口因子(城镇宝宝数量)贡献已下降至+3.3%。可以看到, 国内新生儿人口下降影响已经显现, 未来消费升级将取代人口红利成为行业增长主要驱动力。对母婴行业而言, 消费升级体现在内容专业化、需求个性化、用户社群化、消费场景化, 母婴消费者正越来越愿意购买更有品牌、更高端(同时也更贵)的产品, 也越来越多的接受母婴服务。

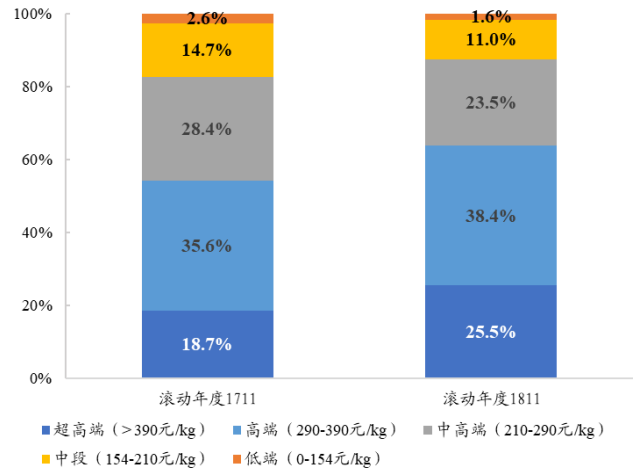
消费升级驱动下, 母婴产品高端化、品牌化趋势明显。受到我国“421”漏斗式家庭结构趋势和育儿观念改变影响, 母婴消费受重视程度逐年提升, 高端、进口、品牌产品越来越受欢迎。以最核心品类奶粉为例, 根据尼尔森2018年底市场调研数据: (1) 高端/超高端奶粉增速为27%/60%, 显著高于中低端品类, 二者合计占比也从54%提升至64%; (2) 进口品牌奶粉仍然占据接近60%的线下渠道份额, 同比增速达到17%; (3) 头部奶粉品牌集中度逐年提升, CR5超过42%。此外, 随着消费者需求精细化, 涌现出更多针对细分目标人群的专业产品。例如大王设计的游泳专用纸尿裤, 用特殊材质和贴合形状设计, 能够有效防止幼童突然排便带来的泄露和尴尬, 更好地满足了消费者的细分需求。

图10: 消费升级驱动母婴行业保持快速增长



数据来源: 凯度咨询、开源证券研究所

图11: 高端、超高端奶粉增速更快、份额提升



数据来源: 尼尔森、开源证券研究所

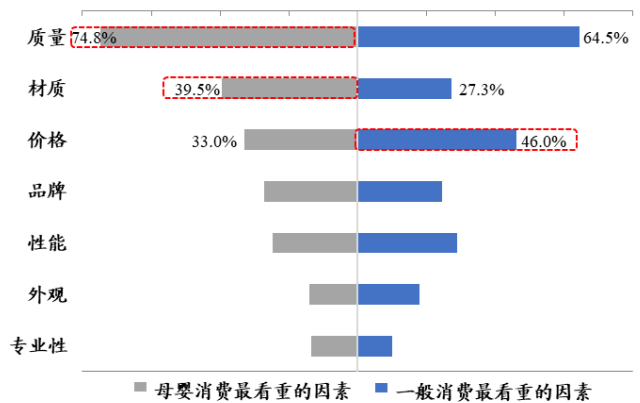
消费人群方面，新生代母婴消费者的突出特征在于对知识、品质、体验和服务提出更高的要求。在消费人群方面，未来母婴市场最具潜力三类人群为低线城市、90/95后父母和二胎家庭，特别是随着8300万90后女性陆续进入适孕年龄，新生代已成为母婴消费主力军。从人群画像来看，新生代母婴消费者呈现出四大特征：1) 对专业知识需求强烈、注重科学育儿，也乐于分享、种草，各类母婴论坛社区应运而生；2) “重质轻价”，对产品品质非常关注，而对价格敏感度偏低；3) 更加注重购物体验，倾向于选择货品齐全、提供一站式消费的渠道；4) 对服务需求提升，涉及教育、亲子娱乐、医疗保健等多个方面，商圈内的亲子业态、月子中心等服务类场所遍地开花，由此带来母婴服务市场快速扩容，增长潜力巨大。

图12: 90/95后父母成为母婴消费主力军



资料来源: 凯度咨询、开源证券研究所

图13: 母婴消费“重质轻价”特征明显



数据来源: 艾瑞咨询、开源证券研究所

图14: 母婴连锁店品类齐全、能实现一站式购物


资料来源: 爱婴室门店、开源证券研究所

图15: 月子中心等母婴服务业态需求提升

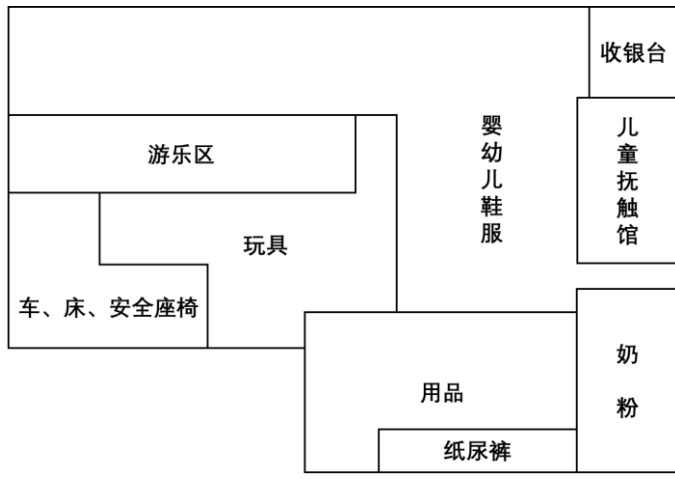

资料来源: 金月汇月子会所、开源证券研究所

2.3、渠道趋势: 母婴连锁崛起, “专业+品质+体验” 竞争力凸显

母婴连锁店产品丰富、分区明确, 依托购物中心下沉获得快速发展。行业发展早期, 线下母婴消费主要通过小而散的个体夫妻店和非专营母婴的综合商超卖场渠道, 但近几年来, 随着母婴消费者对产品品质安全、购物体验和服务的需求提升, 专业化的母婴连锁店渠道逐渐崛起, 也涌现了诸如孩子王、爱婴室这样的优秀公司。早期母婴连锁店以贴近社区的中小型街边店模式为主, 门店面积从 100-300 平不等, 但近年来, 越来越多的母婴连锁门店开始调整迁移至购物中心 (Shopping Mall) 内。相较街边店而言, 商场门店规模较大、业态功能也更为丰富完善, 一方面产品 SKU 更加丰富且门店内分区明确, 婴儿食品 (奶粉) 区、用品区、棉纺区、玩具区等一应俱全; 另一方面, 除产品销售外, 大型门店内往往也会配置儿童游乐场、婴儿按摩抚触馆等功能区, 由持证上岗的育婴师提供服务, 保障消费体验。而对购物中心而言, 本身亲子类业态 (产品零售、服务等) 作为家庭刚需, 存在消费频次高、参与度强等特点, 也是购物中心最佳的流量入口, 因此也愿意在物业租金等方面给予母婴连锁更多的优惠。因此, 伴随着购物中心的下沉扩张 (根据罗兰贝格预测, 2020 年我国四级购物中心数量总计将超过 6000 个), 母婴连锁店随之快速发展, 进入了更多的新城市、新市场。

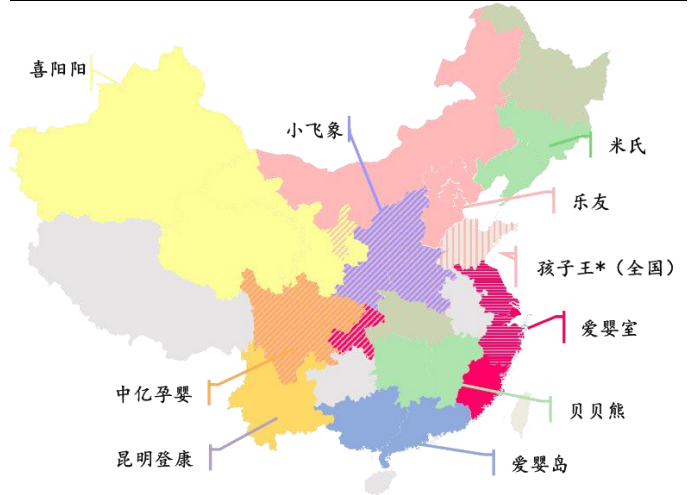
区域性强、集中度低是母婴连锁行业重要特征, 但头部公司已逐步加速扩张布局。由于不同地区消费者在产品偏好、消费水平上存在差异, 同时母婴店跨区域运作在供应链管理、人力资源等方面也存在挑战, 条件未成熟时盲目异地扩张, 就容易“水土不服”, 因此在行业发展早期, 各主要母婴连锁品牌均聚焦于已有优势区域发展, 形成了区域性强、集中度低的行业格局。除资本市场知名度较高的孩子王 (全国二三线城市广泛布局)、爱婴室 (以上海为核心, 辐射华东)、乐友 (以北京为核心, 辐射华北)、爱婴岛 (华东、华南) 外, 米氏、小飞象、喜阳阳、中亿孕婴、贝贝熊等也均在各自区域内发展得有声有色。但近年来, 孩子王、爱婴室等头部公司受益资本加持并逐步建立了品牌和规模优势, 在人员储备等条件成熟后开始加速对外整合并购扩张, 行业格局也在悄然改变。

图16: 母婴连锁店分区明确, 功能齐全



资料来源: 公司门店草根调研、开源证券研究所

图17: 母婴连锁品牌区域性发展

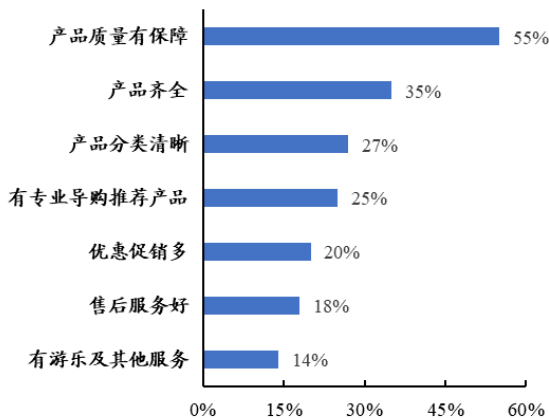


资料来源: 各公司官网、开源证券研究所

母婴连锁店对下游消费者的渠道价值体现在专业性、品质安全和购物体验等方面:

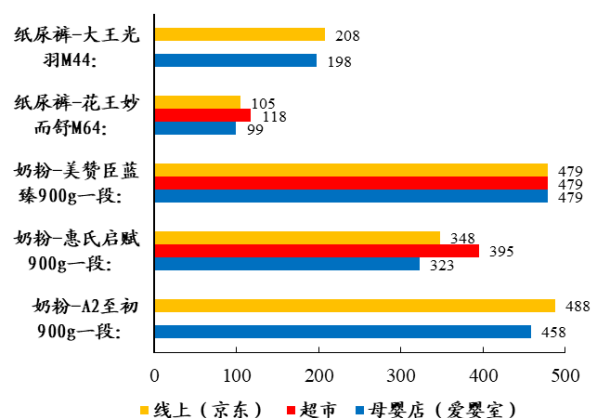
(1) 专业性优势突出, 线下交流及时暖心。建立在深度母婴市场消费者洞察基础上的专业选品能力, 是专业母婴店相对于其他渠道的重要优势。同时, 新生妈妈本身育儿知识相对缺乏, 也需要来自专业渠道的建议和帮助。母婴店导购通过跟新生妈妈的接触交流, 传授母婴知识、经验技巧, 帮助解决育儿疑难问题, 更具时效性和人情味。相较而言, 电商渠道虽然也有客服配备, 但线上文字交流在即时性、专业性方面效果较门店实地交流仍要大打折扣。(2) 品牌和渠道的双重背书, 保障消费者对产品品质安全的信任需求, 价格上也具备竞争力。母婴消费的一大特征在于对产品质量的重视程度高, 而对价格敏感度较低, 而品质安全性一直是线下实体店相较于线上渠道的明显优势, 很多电商商品难以溯源, 在消费者心中的信任度天然受限。2018年CBME的消费者调查统计显示: 55%的消费者偏好母婴渠道缘于其产品质量有保障, 这里的保障来源于品牌和渠道两端的双重背书: 一方面, 大型母婴连锁店在选品时本身会选择优质供应商; 另一方面, 母婴连锁品牌本身就是所售商品的品质背书, 广泛的知名度意味着极高的信誉违约成本。因此, 在线上渠道价格逐步拉平的背景下(根据2019年7月在京东、爱婴室门店、超市等多渠道草根调研数据), 信任度将成为母婴渠道重要竞争优势。

图18: 产品质量有保障是母婴渠道重要优势



数据来源: CBME、开源证券研究所

图19: 母婴产品线上线下渠道价格已逐步拉平



数据来源: 爱婴室门店、京东草根调研、开源证券研究所

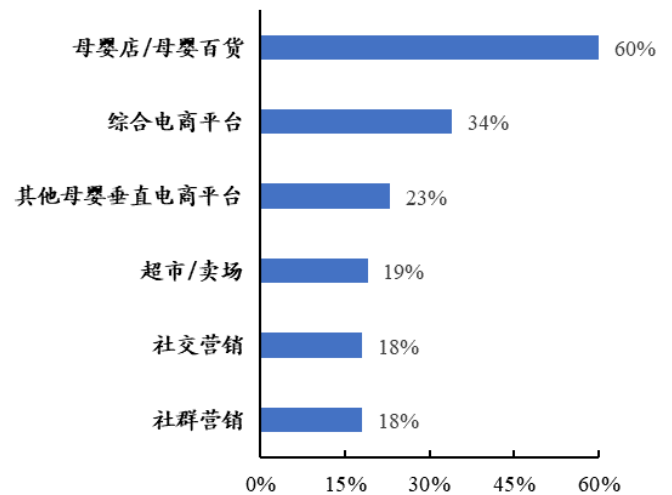
母婴连锁店对上游品牌商的渠道价值体现在得天独厚的拉新、推新能力，这一点在未来存量竞争环境下重要性将更加突出。首先，母婴连锁店是连接品牌和消费者的纽带，作为线下实体门店，提供了一个沟通交流的暖心空间。由于母婴产品（特别是奶粉等婴幼儿食品）存在信息不对称且试错成本较高，因此年轻妈妈在初次购物选择，很大程度上会受到母婴店内产品展示、店员答疑推荐的影响。因此，对品牌商而言，母婴连锁店就成为了最理想的品牌宣传和新品发售渠道（与此对应，线上电商渠道只能承担成熟产品的销售功能）。其次，随着行业环境变化，存量竞争时代下竞争更加激烈，新客开发重要性提升，也将驱动品牌商加强对母婴渠道投入。母婴消费的一大特征在于用户生命周期短，因此开拓新客和新品迭代是母婴品牌商核心要务，而母婴店渠道在拉新方面的特殊渠道价值，在存量竞争时代将越来越得到重视。根据 CBME 2019 年对母婴品牌商的调研数据，横向对比来看，母婴店是品牌商未来最希望重点拓展的渠道（得票率 60%）；纵向来看，82% 的品牌商未来希望加强对母婴渠道投入。上游品牌商的重视程度提升也意味着更多的补贴政策支持和资源倾斜，母婴渠道由此有望实现更强的渠道议价权和更高的毛利率。

图20: 母婴连锁店是品牌商新品宣传的最好渠道



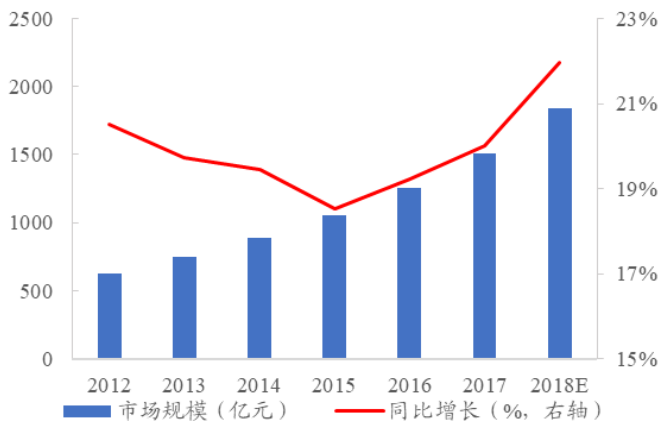
资料来源: 爱婴室门店草根调研、开源证券研究所

图21: 上游品牌商最希望加强母婴店渠道的拓展投入

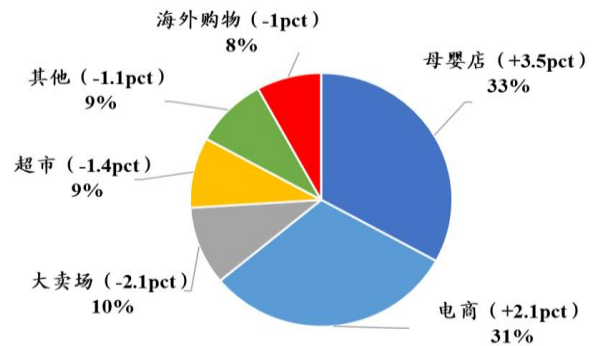


数据来源: CBME、开源证券研究所

外部竞争方面，电商冲击分流长期存在，母婴店凭借自身特殊渠道价值分庭抗礼。从渠道特点来看，线上电商客观上存在节约时间、下单灵活和可送货上门等优点，因此在部分行业对传统线下渠道带来较大冲击，但母婴消费行业，由于其特殊性情况有所不同。母婴连锁店依托自身对下游消费者提供的专业交流、优质产品和良好体验服务，凭借作为线下实体空间对上游品牌商在开拓新客、推广新品方面的特殊价值，共同构筑了自身的渠道竞争力和护城河。根据凯度咨询调研数据，2019 年全国母婴快消品渠道中，第一大渠道母婴店占比 33%，较去年增加了 3.5pct，其次为电商渠道，占比 31% 同比增加 2.1pct；而大卖场、超市、海外购物、其他渠道占比为 10%、9%、9% 和 8%，同比均有不同程度下降。根据中商产业研究院数据，2018 年国内母婴连锁市场规模接近 2000 亿元，渠道增速接近 20%，高于母婴行业整体增速。因此从长期趋势来看，母婴店和电商分庭抗礼，共同替代的是传统商超卖场的市场份额。

图22: 母婴连锁行业市场规模保持较快增长


数据来源: 中商产业研究院、开源证券研究所

图23: 母婴店和电商渠道共同替代传统商超卖场份额


数据来源: 凯度咨询、开源证券研究所

3、爱婴室：母婴消费专家深耕线下零售，内外兼修加速成长

3.1、母婴消费专家：买手制专业选品、门店暖心交流服务

深耕母婴零售领域近 20 年，专业买手保障产品品质，长尾商品满足细分需求。相比一般产品消费而言，母婴消费特征是“重质轻价”，母婴消费者愿意为优质、安全的产品支付溢价。而建立在深度母婴市场消费者洞察基础上的专业选品能力，也是专业母婴店相对于其他渠道的重要优势。公司通过“买手制”进行品类管理，同时通过与客户的线下交流、线上收集评论、定期做消费者调研反馈，能够及时全面了解客户需求，选出最合适的产品。供应商方面，长期以来公司与 A2、爱他美、惠氏、雅培、雀巢、美赞臣、宝洁、嘉宝等知名品牌建立深度合作，保障了产品品质。此外，母婴消费的一大特点是细分需求众多，除主流高频消耗品外，还存在着大量个性化的细分长尾需求。公司为这些长尾商品保留一席之地，并能根据消费者的具体需求做针对性推荐。通过将产品和服务做到极致的差异化和精准化，实现了对受众人群的全方位覆盖和需求满足。

线下门店提供专业暖心的交流服务，提升客户粘性。根据凯度调查数据，新生妈妈育儿知识相对缺乏，因此对专业渠道有一定依赖性，她们在对婴幼儿食品（如奶粉等）的第一次购买时通常都会通过母婴店。公司线下业务主要通过直营门店展开，专业的母婴店导购可以直接跟新生妈妈接触交流，传授母婴知识、经验技巧，帮助解决育儿疑难问题，无形中拉近了彼此距离，提高了消费者对公司的良好感与信赖度，从而增强了客户粘性。

图24: 公司与多家上游品牌商建立深度合作, 保证选品质量



资料来源: 公司官网、开源证券研究所

3.2、修炼内功: 门店经营效率稳步提升

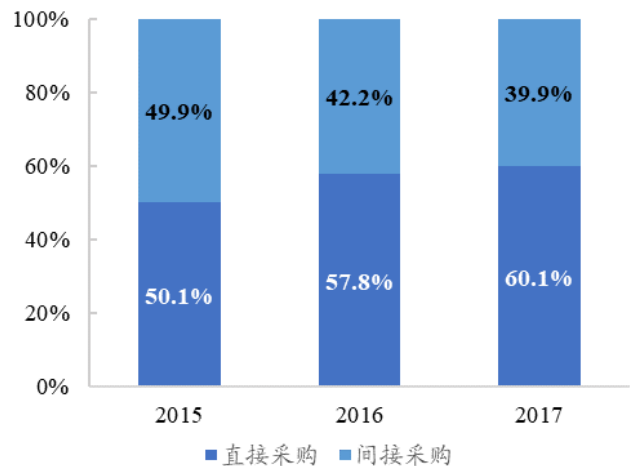
修炼内功: 品类结构优化、直采比例上升, 公司门店经营效率不断提高。一方面, 公司通过积极引进高端产品、提高部分高毛利品类销售占比(如羊奶粉佳贝艾特等, 草根调研数据显示今年销售增长迅速, 且给到门店的毛利条件较好), 不断优化产品结构、提升毛利。另一方面, 公司不断开发直供品牌合作商, 直采(与地采相对, 指公司直接向生产厂商采购, 而非通过代理商)比例逐年提高, 从2015年的50%上升至2017年的60%左右。丰富的上游品牌商资源为公司提供了种类多样的优质产品, 2018年公司引进新品品牌近100个, 新品SKU入库数超过30000个。受益于产品结构优化和直采比例的提升, 公司销售毛利率也获得持续增长, 至2019年前三季度已达到29.6%。

图25: 爱婴室积极引入部分高毛利品类商品



资料来源: 公司门店草根调研、开源证券研究所

图26: 爱婴室直采比例逐年提升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

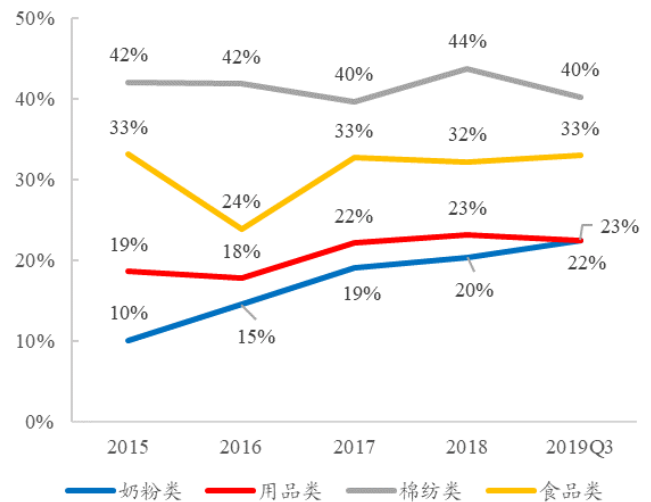
重点发展自有品牌，提升毛利率锦上添花。参考海外零售行业经验，发展自有品牌是零售渠道提升自身盈利能力的有效途径。因此，公司除销售行业知名品牌外，也持续进行自主品牌的研发培育工作，主要集中在婴幼儿服装、湿巾、洗护液、纸尿裤等领域，先后开发了 Dyoo、Keanbie、Hibe 等代表性品牌。2019 年上半年，公司自有品牌商品销售收入为 1.09 亿元，占总销售收入 9.82%，同比增长达到 36.33%；部分类目下公司自有品牌销售额已能够排进全品类前三。未来公司目标是进一步提升自有品牌销售占比至 15% 左右。由于自有品牌商品的毛利率一般比同品类非自有品牌商品高出 10-20 个百分点左右，因此公司发展自有品牌，不但能提升整体毛利率增厚收益，还有助于打造差异化品牌，为将来门店加盟模式的探索创造条件。

图27: 爱婴室开发多个自有品牌，如多优等



资料来源：公司官网、开源证券研究所

图28: 近3年公司主要品类毛利率呈上升趋势



数据来源：公司公告、开源证券研究所

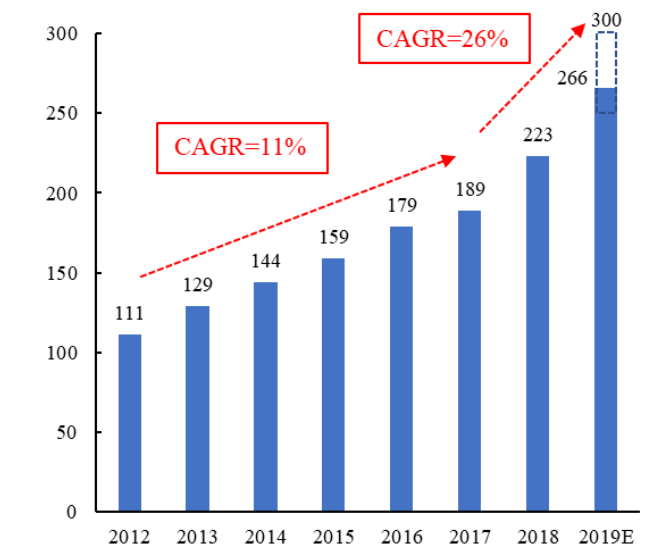
3.3、外展拳脚：加速扩张并购，推进全国性布局

龙头公司规模效应和经营效率优势放大，向外整合扩张条件逐步成熟。行业发展早期，由于母婴店跨区域运作在供应链管理、人力资源等方面存在挑战，条件未成熟时盲目异地扩张容易“水土不服”，因此各主要母婴连锁品牌均聚焦于已有优势区域发展。但近年来，部分头部公司受益于品牌优势、资本加持和规模效应逐渐体现，经过几年的耕耘发展，已逐步完成了供应链、管理经验和人才储备的积累，已逐步具备了对外扩张和行业并购整合的条件。未来随着品牌效应和规模优势影响力越来越显著，渠道集中度加速提升有望成为母婴零售行业格局新的主旋律。

外展门店宏图：“自建+并购”加速线下渠道整合扩张，推进全国性布局。线下门店加速整合扩张是公司上市以来的重要发展战略。一方面，随着资金和人员储备条件成熟，公司上市后开始加速展店：2018 年实现开店 45 家、门店净增长 34 家；2019 年前三季度新开门店 39 家（其中上海 19 家，浙江 9 家，江苏 6 家，福建 2 家）、四季度还有已签约待开业门店 33 家，预计全年有望实现 70 家左右的门店净增长（含并购）；同时计划未来三年每年新开 80/100/120 家门店，渠道扩张明显提速，优势区域的门店加密有望进一步巩固公司的品牌和规模优势。另一方面，公司也积极通过并购等形式实现同业整合和异地扩张：2019 年二季度完成重庆泰诚（在重庆拥有 20 余家母婴连锁门店）股权并购，拓展快速增长的西南市场；四季度也计划在深圳市开出公司华南地区第一家门店。公司围绕几大核心城市群进行战略布局，除华东外也在西南、华南等新市场开疆扩土，全国性布局跃然纸上。

图29: 爱婴室 2019 年门店扩张布局规划 (截止 19Q3)

图30: 2018 年以来公司开店显著提速



数据来源: 公司公告、开源证券研究所预测

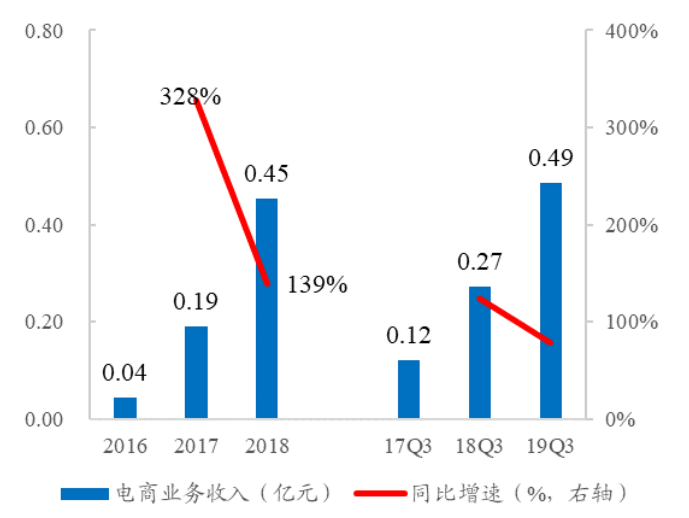
数据来源: 公司公告、开源证券研究所预测

3.4、全渠道营销大势所趋，探索会员制与母婴生态圈建设

线上线下全渠道营销大势所趋，联手腾讯探索智慧零售。公司认为，未来母婴消费渠道将更趋多元化，单一线上或线下销售均无法满足消费者需求，因此线上线下协同发展是行业大势所趋。2019年3月，公司与腾讯签订了《战略合作框架协议》，围绕“智慧零售”的共同愿景开展合作。公司依托腾讯广告、小程序、微信支付等平台，引导线上流量，打通营销链路；以腾讯云为技术支持，沉淀公司用户数据资产，实现客户精准定位分析，提高运营效率。同时，结合公司自有的APP、公众号等线上平台，对线下经营进行补充，实现全渠道营销协同发展。2019年前三季度，公司APP下载量达到100万，同比增长53%，访问量同比增长62%，订单量同比增长61%，交易客户数同比增长51%。营收方面，2019年前三季度公司电商业务收入为0.49亿元，同比增速达到78%。

图31: 公司积极拓展 APP 等线上平台营销服务

图32: 公司电商业务收入实现翻倍式快速增长



资料来源: 爱婴室 APP、爱婴室公众号、开源证券研究所

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

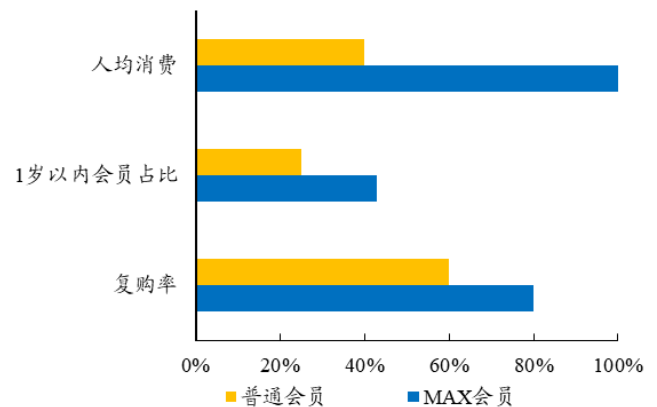
推出 MAX 会员卡进行会员模式新探索，增强客户粘性。母婴消费一大特征是用群体年龄受限（一般为 0-6 岁，最主要在 0-3 岁），用户生命周期较短且容易流失，因此如何增强用户粘性、提高复购率就成为了母婴零售渠道的核心关注点。参照海外部分零售连锁店的发展经验，构建优质的会员模式对用户粘性和复购率提升大有裨益。2019 年 7 月，公司也推出了全新的 MAX 会员卡（年费 199 元/年，会分次返还共计 200 元优惠券，同时有专属会员特价商品、高额消费积分和满额返券等福利），推出后用户反馈良好，销售情况超过公司预期。从 MAX 会员卡推出后的实际消费数据来看，MAX 会员明显更为优质，主要体现在：MAX 会员人均消费是普通用户的 2.5 倍；会员复购率达到 80%（对应普通会员是 60%）；1 岁以内会员占比 43%（普通会员对应占比仅有 25%）。

图33： 2019 年公司推出全新 MAX 会员卡



资料来源：公司官网、开源证券研究所

图34： MAX 会员相较普通会员更为优质

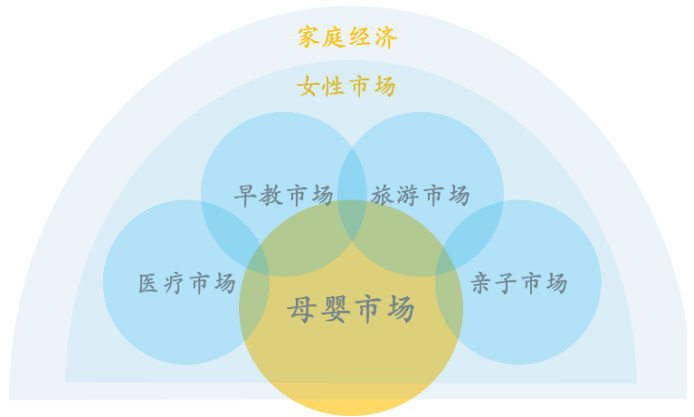


数据来源：公司公告、开源证券研究所

基于线下消费场景，母婴门店内外服务升级，深度挖掘用户全生命周期价值。母婴连锁门店作为消费者主要消费场景，与顾客的大量交互是线下渠道最独特优势，因此除产品销售外，公司母婴门店也拓展了各类服务项目，包括室内游乐园、婴童抚触和游泳馆等，也有和品牌商合作的婴儿爬爬赛、游泳比赛等亲子类活动。对公司而言，适度拓展门店服务不但能带来新的盈利点，也能够吸引更多顾客、延长顾客店内停留时间、带动产品销售。而在门店之外，也可以考虑围绕用户需求进行跨界拓展，包括母婴医疗护理（月子中心）、早教（托班、艺术培训）、旅游和亲子等多种形式。因此，对头部母婴连锁企业而言，未来在巩固线下门店零售优势基础上，在母婴服务领域跨界合作或并购整合，发挥自身海量高忠诚度用户资源优势，完善业务布局打造母婴消费生态圈，前景也令人期待。

图35: 公司母婴门店内提供小型游乐场所


资料来源: 公司门店草根调研、开源证券研究所

图36: 母婴消费市场跨界发展方向丰富多样


资料来源: 易观、开源证券研究所

4、盈利预测和估值

4.1、关键假设

- (1) 公司线下门店扩张顺利; 老店经营稳定, 新开门店在培育期后逐步释放业绩;
- (2) 经营效率持续优化: 整体毛利率保持稳中略有提升, 2019-2021 年毛利率分别为 30.6%、30.9%、31.0%; 销售费用率受开店提速影响, 假定略有提升;
- (3) 不考虑未确定的潜在行业并购和生育政策调整影响。

4.2、盈利预测与估值

我们认为, 母婴行业生态变化、上下游需求更新将催生中游渠道变革, 爱婴室线下母婴连锁店模式凭借对上下游两端的独特渠道价值构筑核心竞争力。未来, 公司加速开店进行渠道整合扩张, 并在供应链和品类结构方面持续优化, 有望持续高成长。我们预计公司 2019-2021 年归母净利润为 1.53/1.96/2.49 亿元, 对应 EPS 为 1.50/1.92/2.44 元, 当前股价对应 PE 为 29/23/18 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

5、风险提示

- 新生儿人口下降风险;
- 公司新开门店经营不及预期;
- 线上电商等渠道竞争风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万)						利润表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	613	1184	1379	1632	1951	营业收入	1808	2135	2517	3000	3598
现金	116	599	705	830	1005	营业成本	1294	1521	1748	2073	2482
应收账款	9	15	13	20	19	营业税金及附加	7	10	10	12	14
其他应收款	8	3	10	6	14	营业费用	307	389	491	573	677
预付账款	83	54	107	85	146	管理费用	63	63	76	90	101
存货	369	462	493	640	717	财务费用	6	4	0	0	0
其他流动资产	27	51	51	51	51	资产减值损失	1	1	0	0	0
非流动资产	157	204	192	198	206	其他收益	9	10	15	16	16
长期投资	0	0	0	0	0	投资净收益	2	15	12	14	16
固定资产	71	71	76	86	97	营业利润	141	172	220	281	356
无形资产	20	18	15	12	8	营业外收入	1	0	0	0	0
其他非流动资产	66	115	101	100	100	营业外支出	2	2	3	3	3
资产总计	770	1388	1571	1831	2157	利润总额	139	170	217	279	354
流动负债	359	459	510	577	660	所得税	35	39	52	67	85
短期借款	0	50	50	50	50	净利润	105	131	165	212	269
应付账款	227	265	300	370	432	少数股东损益	11	11	13	16	20
其他流动负债	132	144	160	157	177	归属母公司净利润	94	120	153	196	249
非流动负债	0	0	0	0	0	EBITDA	168	189	232	277	350
长期借款	0	0	0	0	0	EPS(元)	0.92	1.18	1.50	1.92	2.44
其他非流动负债	0	0	0	0	0						
负债合计	359	459	510	577	660	主要财务比率					
少数股东权益	37	44	56	72	93	成长能力					
股本	75	100	102	102	102	营业收入(%)	14.1	18.1	17.9	19.2	20.0
资本公积	29	416	416	416	416	营业利润(%)	38.2	21.9	27.8	28.0	26.8
留存收益	270	370	506	684	899	归属于母公司净利润(%)	26.5	28.2	27.3	28.2	27.1
归属母公司股东权益	374	885	1004	1181	1404	获利能力					
负债和股东权益	770	1388	1571	1831	2157	毛利率(%)	28.4	28.8	30.6	30.9	31.0
						净利率(%)	5.2	5.6	6.1	6.5	6.9
现金流量表(百万)						ROE(%)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	108	104	147	155	212	ROIC(%)	39.6	38.8	48.0	53.2	60.0
净利润	105	131	165	212	269	偿债能力					
折旧摊销	32	35	31	18	20	资产负债率(%)	46.6	33.0	32.5	31.5	30.6
财务费用	6	4	0	0	0	净负债比率(%)	-28.3	-59.1	-61.8	-62.3	-63.9
投资损失	-2	-15	-12	-14	-16	流动比率	1.7	2.6	2.7	2.8	3.0
营运资金变动	-23	-40	-37	-61	-61	速动比率	0.4	1.3	1.4	1.5	1.6
其他经营现金流	-9	-10	0	0	0	营运能力					
投资活动现金流	-31	-51	-8	-10	-11	总资产周转率	2.5	2.0	1.7	1.8	1.8
资本支出	34	46	-12	6	7	应收账款周转率	190.0	179.1	184.5	181.8	183.2
长期投资	0	-20	0	0	0	应付账款周转率	5.9	6.2	6.2	6.2	6.2
其他投资现金流	2	-25	-19	-4	-4	每股指标(元)					
筹资活动现金流	-35	429	-34	-19	-26	每股收益(最新摊薄)	0.92	1.18	1.50	1.92	2.44
短期借款	0	50	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	1.06	1.06	1.44	1.51	2.08
长期借款	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.66	8.68	9.82	11.55	13.74
普通股增加	0	25	2	0	0	估值比率					
资本公积增加	0	387	0	0	0	P/E	47.7	37.0	29.1	22.7	17.9
其他筹资现金流	-35	-33	-36	-19	-26	P/B	11.9	5.0	4.4	3.8	3.2
现金净增加额	42	482	106	125	175	EV/EBITDA	26.0	20.8	16.6	13.5	10.2

分析师承诺

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

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上;
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%;
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在 -5% ~ +5%之间波动;
	减持 (underperform)	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现;
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平;
	看淡 (underperform)	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板技术基准为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，由陕西开源证券经纪有限责任公司变更延续的专业证券公司，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835