

投资评级：推荐（首次）
报告日期：2019年12月12日
市场数据

目前股价	41.61
总市值（亿元）	42.80
流通市值（亿元）	23.15
总股本（万股）	10,206
流通股本（万股）	5,520
12个月最高/最低	51.12/32.65

分析师

分析师：黄淑妍 S1070514080003

☎ 021-31829709

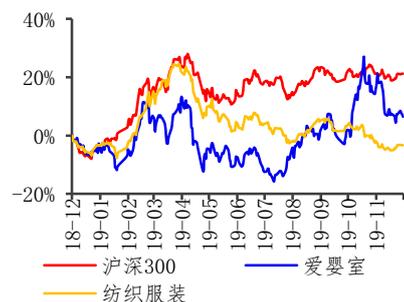
✉ huangsy@cgws.com

联系人（研究助理）：张家璇

S1070118090001

☎ 021-31829782

✉ zhangjiaxuan@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

优质母婴零售龙头，展店提速空间广阔

——爱婴室（603214）公司深度报告

盈利预测

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1808	2135	2542	3065	3717
(+/-%)	14.1%	18.1%	19.0%	20.6%	21.3%
净利润	94	120	154	196	248
(+/-%)	26.5%	28.2%	28.4%	27.3%	26.3%
摊薄 EPS	0.92	1.18	1.51	1.92	2.43
PE	45	35	28	22	17

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- 国内母婴零售龙头之一，营收业绩加速成长，经营质量较优：**公司是华东起家的母婴零售龙头，主要为孕前至6岁的婴幼儿家庭提供优质母婴用品及相关服务。上市后公司营收、业绩整体呈加速成长趋势，2019年前三季度营收/归母净利润增速分别为14.52%/32.95%。四季度为开店旺季，预计可带动收入增速进一步提升。相较于可比企业，公司净利率相对较高、偿债能力较强、且存货周转较为稳定，整体经营质量较优。
- 万亿婴童赛道，供需两侧共促持续发展：（1）需求端：**孕婴童市场整体增速较快，根据罗兰贝格预测2015-2020年规模增长CAGR约为15%，母婴快消品增速亦高于快消品整体增速。虽然未来行业需求面临出生率下滑的挑战，但预计出生率降幅或不会极端，行业在消费升级和产品细分化等因素催化下，总量有望持续增长。**（2）供给端：**分为母婴产品和母婴服务，产品方面奶粉、纸尿裤等渗透率较高的品类趋于功效细分、人群细分和场景拓展，渗透率较低的营养品、孕产妇彩妆、喂哺电器等品类增速更快；服务方面处于发展初期，长期有望受益于渗透率与集中度齐升。
- 精炼内功、格局优化，母婴连锁渠道正逢春天：**孕婴童行业未来向产品服务全覆盖、以及线上线下全渠道方向发展。在此背景下，母婴连锁的渠道力突出，包括帮助品牌供应商推新品及拓新客、经营内容同时覆盖产品和服务、以及引领全渠道转型。从母婴连锁格局看，呈现区域割据，集中度提升空间大，未来精细化、全渠道运营的直营连锁模式有望加速成长，获取更多的市场份额。
- 逆人口及经济周期成长案例——西松屋：**西松屋是日本最大母婴用品连锁店，在经济增长趋缓和出生率低迷的背景下，其营收规模持续扩大，连续20多年保持正增长，尤其在高速扩张的1996-2007年，营收及净利润的增速CAGR均超过20%。究其原因，最主要是上市后集中、快速的拓店利于其在各区域实现寡头化地位。另外，对采购、物流、运营全流程的统筹管理有利于削减运营成本，对店铺的标准化、信息化管理保障可复制性。
- “加速拓店+全渠道发展+稳定同店”，拉动收入规模较快增长：**公司在线

下通过加速展店拉动收入增长，包括继续深耕华东大本营，以及向重庆、深圳跨区域扩张，其领先的盈利水平、完善的人才培养体系、以及标准化的店铺管理增强店铺可复制性；在线上依托爱婴室 APP 及微信小程序进行电商销售，满足消费者全渠道消费场景的需求。公司同店增长较为稳定，主要系追求坪效较高的中等单店模型、优先布局购物中心、以及加强会员管理及升级。

- **“供应链直采+自有品牌建设”，提升盈利能力：**公司采用以统采为主、与区域自采相结合的采购方式，并自建高水平物流中心，以降低整体采购成本和保障配送的及时性。其中，直采比例 2017 年已超 60%，覆盖大部分奶粉品牌及部分其他品类品牌。另外，公司还发展自有品牌以增厚盈利空间，截至 2019Q3，自有品牌销售占比已提升至 9.7%。
- **投资建议：**公司是我国优质的母婴零售龙头，受益于母婴行业较快的发展、以及母婴连锁渠道集中化的格局，上市以来加速展店以及优化供应链及品类结构，有望在未来实现营收及业绩的持续高增。预测公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.51、1.92、2.43 元，对应 PE 分别为 28X、22X、17X，首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**展店不及预期风险、线上电商竞争加剧风险、租金上涨过快风险、新生儿人口下滑较多风险、自有品牌拓展不及预期风险。

目录

1. 华东母婴龙头，深耕数载砥砺前行.....	6
1.1 母婴零售为本，多渠道打造一体化服务.....	6
1.2 股权结构稳定，股权激励绑定核心人才.....	7
1.3 营收业绩加速增长，盈利水平较优.....	8
2. 万亿婴童赛道，供需两侧共促持续发展.....	9
2.1 需求端：市场规模较快增长，长期增量空间巨大.....	9
2.2 供给端：产品集中度差异大，服务发展初期渗透率低.....	14
3. 精炼内功、格局优化，母婴连锁渠道正逢春天.....	17
3.1 全覆盖：产品及服务缺一不可，追求更高渠道价值.....	17
3.2 全渠道：线上、线下联动，提供更完善消费体验.....	18
3.3 区域割据，资本助力母婴店集中度提升.....	19
4. 探究西松屋成功之道：母婴龙头是怎样炼成的？.....	20
4.1 日本最大母婴用品连锁店，逆人口及经济周期，营收实现较快增长.....	20
4.2 提供高性价比、覆盖年龄更广的产品，客户群体广阔.....	21
4.3 终端门店数量稳步增长，驱动销售规模增加.....	21
4.4 统筹采购、物流、运营全流程，大力削减销售成本.....	23
5. 爱婴室：领先的母婴零售龙头.....	25
5.1 线下门店加速扩张，跨区域布局空间广阔.....	25
5.2 重点发展中型店铺，追求最优坪效水平.....	28
5.3 购物中心化&会员建设并进，拉动同店增长.....	31
5.4 开拓线上平台，打造全渠道销售闭环.....	31
5.5 加强供应链直采&自有品牌建设，提升盈利能力.....	32
6. 盈利预测与估值水平.....	33
6.1 盈利预测.....	33
6.2 估值比较.....	34
6.3 投资建议.....	35
7. 风险提示.....	36
8. 附：盈利预测表.....	37

图表目录

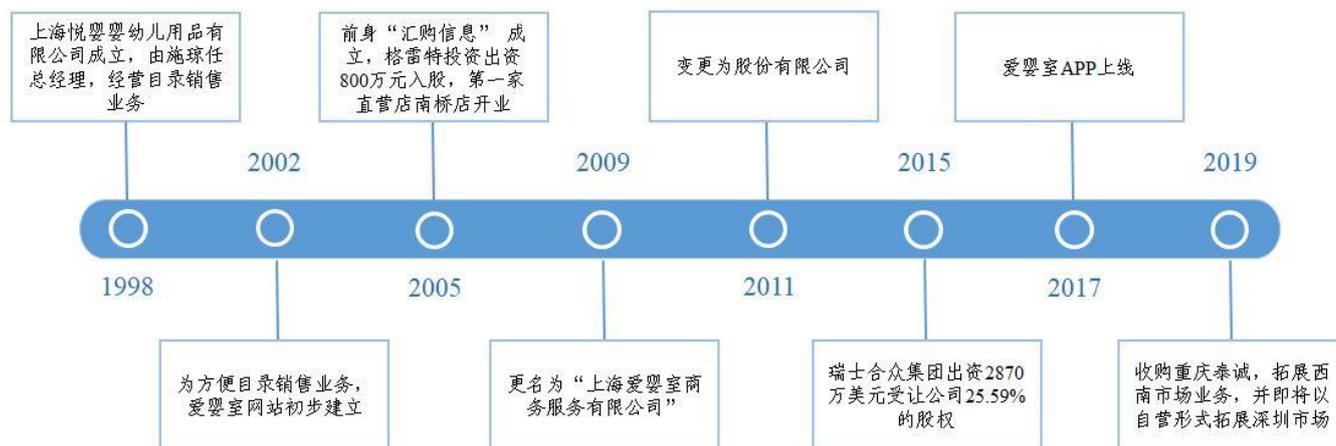
图 1: 爱婴室历史沿革.....	6
图 2: 2019 年前三季度公司分品类收入拆分.....	6
图 3: 2019 年前三季度公司分业态收入拆分.....	6
图 4: 2019 年前三季度公司分地区收入拆分.....	7
图 5: 2019 年前三季度增加店铺数量近一半来自并购重庆泰诚.....	7
图 6: 爱婴室股权结构.....	7
图 7: 公司 2015 年以来营收增速呈提升趋势.....	8
图 8: 公司净利润增速整体较快.....	8
图 9: 可比公司毛利率比较.....	9
图 10: 可比公司净利率比较.....	9
图 11: 可比公司资产负债率比较.....	9
图 12: 公司存货增长较为稳定.....	9
图 13: 我国母婴童市场中婴儿产品及服务占比较大.....	10
图 14: 母婴快消品增速较快消品整体增速更快.....	10
图 15: 母婴细分行业预计均维持较快增速.....	11
图 16: 2017 年以来出生率减缓.....	11
图 17: 百度指数“备孕”关键词年龄分布.....	12
图 18: 相较于 1990 年, 我国初婚、初育年龄均有所上升, 且发达地区初育年龄更晚.....	12
图 19: 2000 年后出生人口中二孩占比呈提升趋势.....	13
图 20: 新中国成立以来我国出生人口高峰呈现持续时间更长、间隔时间更长的趋势.....	13
图 21: 中国 2017 年人口年龄结构与日本 2000 年较为相似.....	14
图 22: 2007 年以来日本婴童产品仍保持较快增长.....	14
图 23: 母婴标品普遍集中度较高.....	15
图 24: 2018 年线上增速最快的母婴品类 TOP10.....	15
图 25: 母婴产品发展四大驱动力.....	15
图 26: 近年来早教行业投融资金额持续攀升.....	16
图 27: 传统线下渠道持续向母婴专卖店集中.....	17
图 28: 母婴专卖店渠道渗透率最高且仍在提升.....	17
图 29: 当前母婴专卖店经营内容.....	17
图 30: 未来母婴专卖店规划方向.....	17
图 31: 我国母婴行业渠道发展历程.....	18
图 32: 母婴行业产业链.....	19
图 33: 全国主要母婴连锁企业分布.....	20
图 34: 西松屋主营婴幼儿用品、童装、婴儿孕妇装等产品.....	20
图 35: 1995 年以来日本 GDP 增速较慢、出生率持续走低.....	20
图 36: 1996-2007 财年西松屋营收增速 CAGR 为 21.1%.....	21
图 37: 1996-2007 财年西松屋净利润增速 CAGR 为 24.4%.....	21
图 38: 1998-2007 年西松屋高速增长阶段收入模型.....	22
图 39: 1999-2011 财年西松屋店铺数量增速 CAGR 约为 18%.....	22
图 40: 西松屋在经济实力较强的关东、近畿、中部地区店铺数量最多.....	22
图 41: 2000-2011 财年西松屋新增店铺主要位于关东、中部、近畿、九州地区.....	22
图 42: 2013 年以来西松屋 300 坪以上大店占比不断提升.....	23

图 43:	西松屋在开放式购物中心内的门店	23
图 44:	西松屋采购成本率呈下降趋势	23
图 45:	西松屋实施全球化采购	23
图 46:	西松屋品牌童装市占率不断提升	24
图 47:	西松屋自有商品数量得到不断扩充	24
图 48:	西松屋商品配送由外部委托及网络销售配送中心共同完成	24
图 49:	西松屋各门店统一配备的挂钩式陈列设施	25
图 50:	西松屋的“多店店长制度”降低管理成本	25
图 51:	近年来临时员工与正式员工的比例攀升至 6 左右	25
图 52:	2013-2019Q3 年各地区收入均实现较快增长	26
图 53:	2019Q3 非上海地区收入占比接近 50%	26
图 54:	2013-2019Q3 年各地区店铺数量均持续增长	26
图 55:	2013-2019Q3 年除重庆外各地区净增店铺数量均在 25 家以上	26
图 56:	公司门店门头形象	27
图 57:	公司门店内部陈列	27
图 58:	爱婴室与腾讯战略合作签约仪式	28
图 59:	爱婴室与腾讯“智慧零售”过程分解	28
图 60:	公司坪效分布模型	28
图 61:	600 m ² 可比店铺净利率敏感性分析	29
图 62:	公司目前平均单店营业面积在 600 m ² 左右	30
图 63:	门店的幼儿游乐设施	30
图 64:	公司 2010 年以来开业的门店 500 m ² 以上占比相对较高（仅考虑现有门店）	30
图 65:	2012 年以来每年开业店铺的平均面积大多在 500-700 m ² 之间（仅考虑现有门店）	30
图 66:	公司购物中心门店	31
图 67:	爱婴室 MAX 会员卡	31
图 68:	2016 年以来电商收入维持高增	32
图 69:	2016 年以来电商毛利率和收入占比均稳步提升	32
图 70:	公司统一采购比例在 80%以上	33
图 71:	公司直接采购比例连年提升	33
图 72:	公司主要自有品牌及授权代理品牌	33
图 73:	公司自有品牌产品销售占比持续提升	33
图 74:	1997-2006 年西松屋股价逆势增长 700%	34
图 75:	1997-2006 年西松屋总市值增长超 14 倍	35
表 1:	激励对象获授限制性股票分配情况	8
表 2:	产后护理、早教等领域法律法规逐步完善	16
表 3:	相较于其他日本母婴店，西松屋性价比更高、覆盖客群更广	21
表 4:	600 m ² 可比店铺盈利水平假设条件	29
表 5:	公司物流配送中心及仓库	32
表 6:	爱婴室盈利预测	34
表 7:	爱婴室和西松屋估值比较	35

1. 华东母婴龙头，深耕数载砥砺前行

公司是提供一站式母婴用品采购及孕婴童服务的母婴零售商。公司成立于2005年，致力于为孕前至6岁的婴幼儿家庭提供优质母婴用品及相关服务。十余年来，公司由最初的目录销售模式转向线下销售模式，近年来又逐步形成线上线下相融合的商业模式。截至2019Q3，公司已在华东、华南、西南地区开店260余家，成为我国代表性的区域连锁龙头。公司于2018年3月在上交所上市，成为A股“母婴零售第一股”。

图1: 爱婴室历史沿革



资料来源：公司招股说明书，长城证券研究所

1.1 母婴零售为本，多渠道打造一体化服务

商品品类齐全，门店销售、电子商务等销售方式相结合。公司销售全品类的中高端母婴产品，包括乳制品、婴幼儿辅食和营养品、纸尿裤、玩具、洗护用品等，其中奶粉和用品销售占比最大，2019年前三季度两品类占比超70%，均为消费频次高、周转快的品类。分业态看，主要包括门店销售、电子商务、批发、婴儿抚触、以及其他业务（其他业务主要包括商品促销活动管理服务、品牌推广展示服务等商业服务）。其中，门店销售、婴儿抚触及其他业务三项业务与直营门店的销售与服务直接相关，2019年前三季度占比约为95%；电子商务业务2016年以来高速增长；批发业务收入存在一定偶发性。

图2: 2019年前三季度公司分品类收入拆分

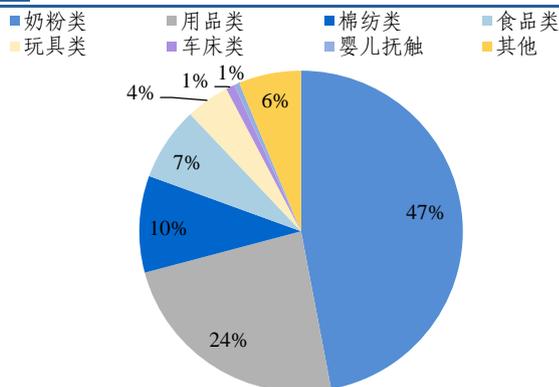
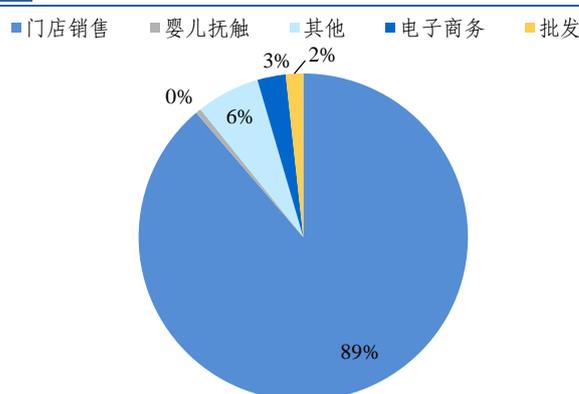


图3: 2019年前三季度公司分业态收入拆分

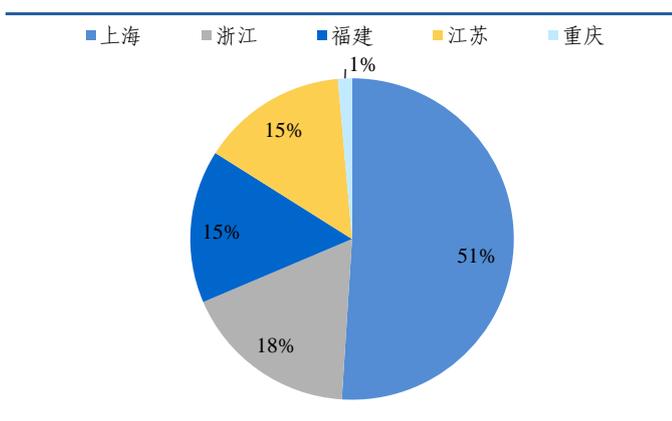


资料来源：公司公告，长城证券研究所

资料来源：公司公告，长城证券研究所

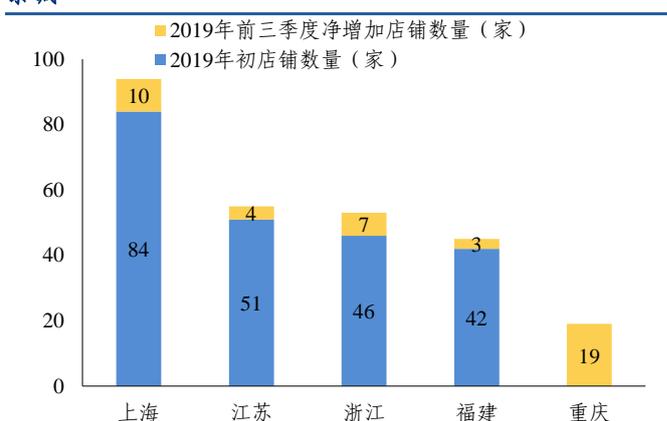
浙江、江苏收入增速最快，今年以来跨区域扩张重庆、深圳。2013-2018 年公司增速最快的地区是浙江和江苏，收入增速 CAGR 分别为 35.1%/34.4%，两地合计收入占比由 2013 年的 13.6% 增长至 2018 年的 28.4%。2019 年以来，公司先后向重庆、深圳地区跨区域扩张，先是于 2019Q2 起正式并表重庆泰诚，截至 2019Q3 重庆泰诚店铺数量达到 19 家，预计 2019 年四季度还将在深圳开设华南第一家门店。总体来看，未来公司门店数量呈现加速扩张趋势，收入规模有望在更多区域实现快速增长。

图 4：2019 年前三季度公司分地区收入拆分



资料来源：公司公告，长城证券研究所

图 5：2019 年前三季度增加店铺数量近一半来自并购重庆泰诚

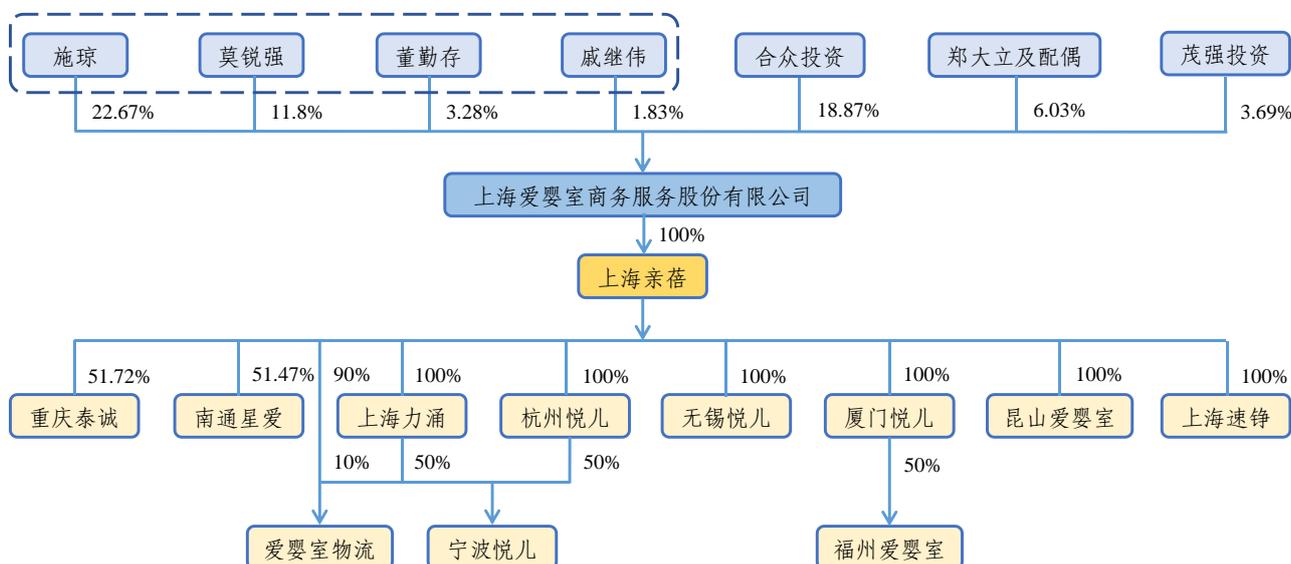


资料来源：公司公告，长城证券研究所

1.2 股权结构稳定，股权激励绑定核心人才

实控人为联合创始人，股权结构稳定。公司实控人为施琼、莫锐强、戚继伟和董勤存，均为公司创始成员，并于 2011 年 10 月 27 日签署《一致行动人协议》，成为公司的共同实际控制人，截至 2019Q3 四人合计持股比例为 39.58%，上市以来股权结构一致较为稳定。

图 6：爱婴室股权结构



资料来源：公司公告，长城证券研究所

高层从业经验丰富，利于公司稳健发展。公司董事长施琼具有母婴行业多年创业经验，其余高管也都有十年以上的零售企业从业经验，同时公司管理团队合作多年，具有一定默契，能够确保公司朝正确的方向稳步前进。

发展早期引入员工持股，上市后建立股权激励机制，绑定核心人才。公司一直十分重视员工激励，早在 2009 年便引入员工持股平台，持股人除了公司高管，还包括店长、采购人员和技术人员等。2019 年 2 月公司公告推出限制性股权激励计划，拟授予限制性股票 212 万股，占公告时总股本的 2.12%，拟授予对象主要为高层管理人员、中层管理人员以及技术骨干，有利于绑定核心骨干的利益。本次激励计划的考核目标为，以 2018 年净利润为基数，2019-2021 年净利润增长率分别不低于 20%/44%/70%，三年净利润增速 CAGR 约为 20%。目前公司预计加速拓店，随着新店的逐步开拓以及次新店的逐步成熟，有望超出股权激励的业绩增长目标。

表 1: 激励对象获授限制性股票分配情况

姓名	职位	获授的限制性股票数量（万股）	占本激励计划标的股票总额的比例	占本计划公告日总股本比例
高岷	副总裁、董秘	34	16.04%	0.34%
王云	副总裁	32	15.09%	0.32%
中层管理人员及技术骨干等 53 人		106	50.00%	1.06%
预留		40	18.87%	0.40%
合计	55 人	212	100.00%	2.12%

资料来源：公司公告，长城证券研究所

1.3 营收业绩加速增长，盈利水平较优

受益于拓店及店效提升，营收、业绩均加速增长。2015 年以来，公司保持较快的营收及净利润增长，2015-2018 年营收及净利润增速 CAGR 分别为 15.43%/25.99%，且增速总体呈提升趋势；2019 年前三季度营收及净利润增速分别为 14.52%/32.95%。营收增速保持较快，主要系门店销售增长较快拉动，尤其是拓店拉动较多，2015-2017 年单店店效增加亦对收入增长有所贡献。业绩增长快于收入增长，主要系毛利率稳步提升、以及费用管控较好。2019 年以来公司拓店提速，尤其是四季度为开店旺季，预计将带动收入增速进一步提升。

图 7: 公司 2015 年以来营收增速呈提升趋势

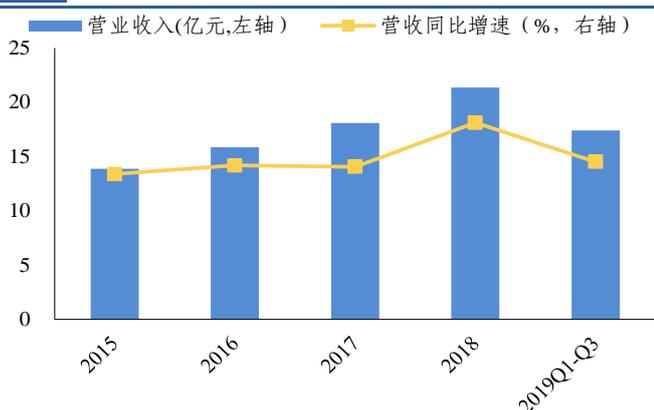
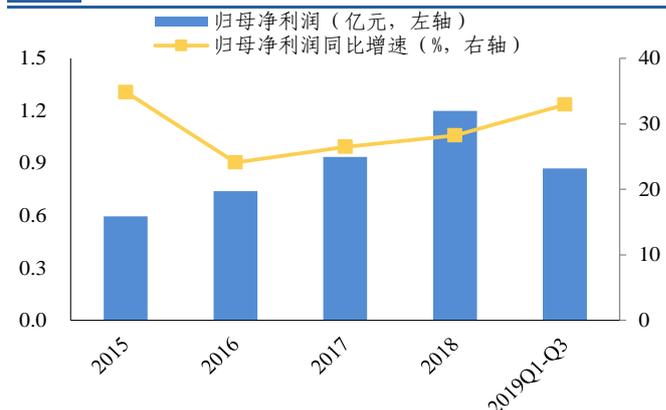


图 8: 公司净利润增速整体较快

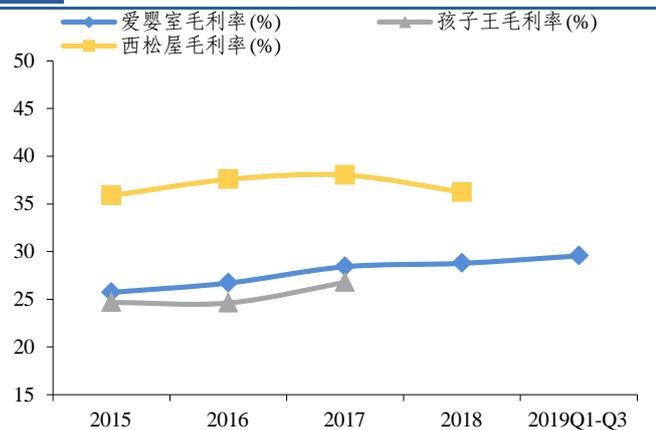


资料来源：公司公告，长城证券研究所

资料来源：公司公告，长城证券研究所

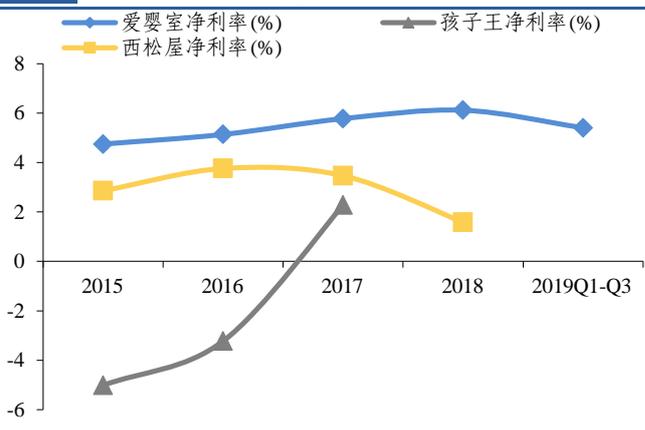
毛利率稳步提升，净利率水平领先。公司毛利率稳步提升，2019 年前三季度公司毛利率为 29.55%，较去年同期提升 2.23pct，在可比公司中仅次于高毛利的棉纺品占比较高的西松屋。公司净利率水平领先于可比公司，2019 年前三季度净利率为 5.41%，较去年同期提升 0.71pct。

图 9：可比公司毛利率比较



资料来源：公司公告，长城证券研究所

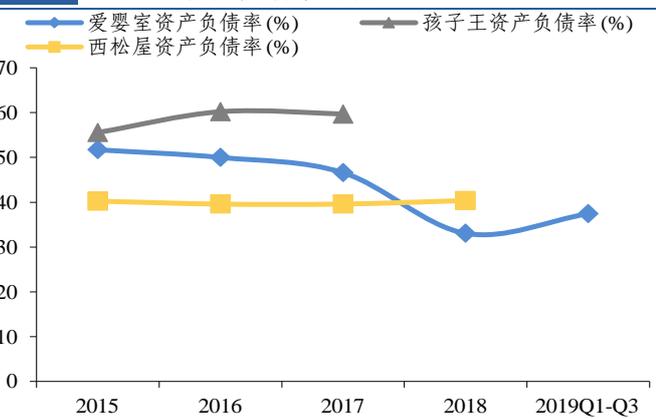
图 10：可比公司净利率比较



资料来源：公司公告，长城证券研究所

偿债能力较强，存货增长较为稳定。截至 2019Q3，公司资产负债率为 37.43%，在可比公司中处于较低水平，显示公司偿债能力较强；公司存货增长情况总体较为稳定，2019Q3 存货同增 10.48%，慢于收入增速。

图 11：可比公司资产负债率比较



资料来源：公司公告，长城证券研究所

图 12：公司存货增长较为稳定



资料来源：公司公告，长城证券研究所

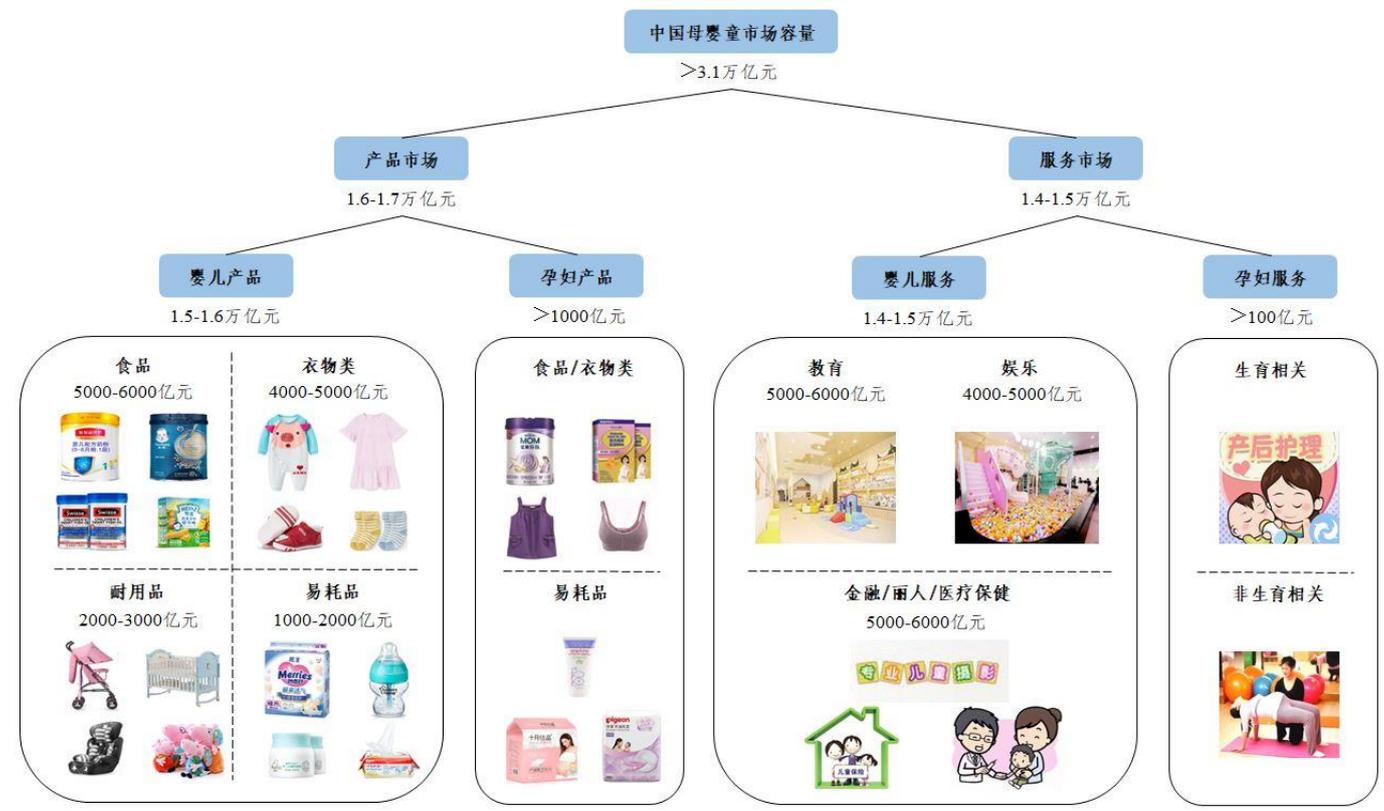
2. 万亿婴童赛道，供需两侧共促持续发展

2.1 需求端：市场规模较快增长，长期增量空间巨大

预计 2019 年孕婴童市场总规模达三万亿，其中产品市场中食品及服饰占比大，服务市场中教育占比大。孕婴童市场是指面向孕产妇及婴童（-1-14 岁）的全部产品及服务市场。根据罗兰贝格的统计，2015 年我国孕婴童市场规模为 1.81 万亿元。且根据其预测，2015-2020 年规模增长 CAGR 约为 15%，则预计 2019 年孕婴童市场规模将超过 3.1 万亿

元。其中，母婴产品市场规模预计约为 1.6-1.7 万亿元，占比较大的为食品和服饰类（合计占比 60%左右）；母婴服务市场规模预计约为 1.4-1.5 万亿元，占比较大的为教育类（占比 30%-40%）。

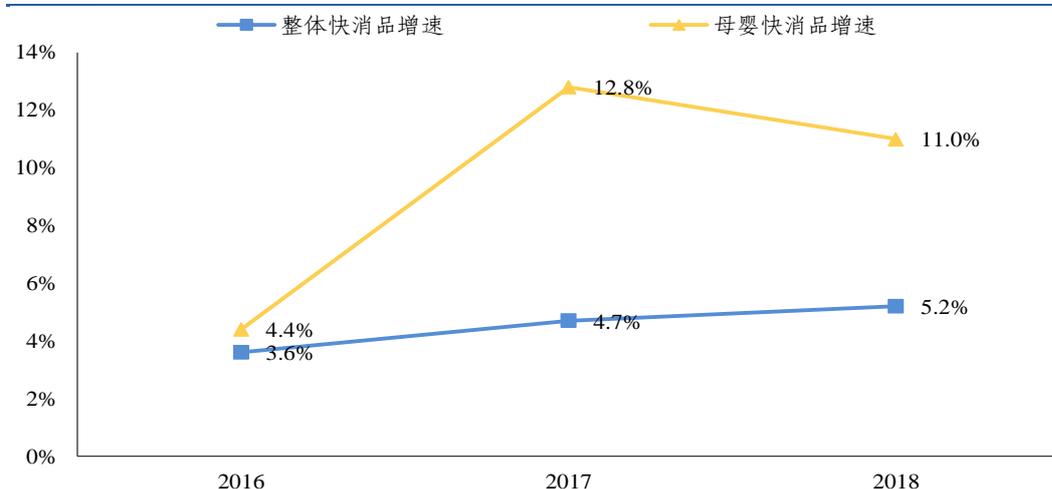
图 13: 我国母婴童市场中婴儿产品及服务占比较大



资料来源: 罗兰贝格, 长城证券研究所

母婴细分行业增速均较快。根据罗兰贝格预测，2015-2020 年婴童产品、婴童服务、孕妇相关产品及服务均将维持较快增速，增速 CAGR 分别为 12%/17%/21%。其中，婴童产品增速较 2010-2015 年略有放慢，孕妇相关产品及服务增速则有所加快。另外，凯度消费者指数显示，2016 年以来母婴快消品增速均高于快消品整体增速，且 2017、2018 年增速均在 10% 以上。

图 14: 母婴快消品增速较快消品整体增速更快



资料来源：凯度消费者指数，长城证券研究所

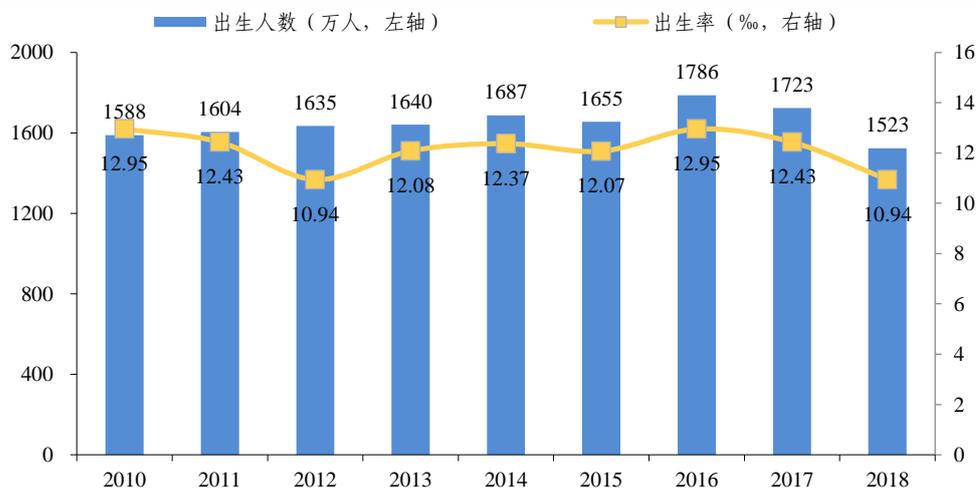
图 15: 母婴细分行业预计均维持较快增速



资料来源：罗兰贝格，长城证券研究所

挑战：出生率连续两年下滑，滞缓行业增速。受住房及生活压力较大、结婚率下降等因素影响，2017、2018 年出生率连续两年下降，出生人数也由 2016 年的 1786 万人下降至 2018 年的 1523 万人。出生率的下滑意味着母婴童行业的人口红利或逐步消退，对行业增速有一定滞缓作用。但同时由于我国母婴产品及服务行业均发展不够成熟，未来通过消费升级、渗透率提升，行业仍有望维持较快增速。

图 16: 2017 年以来出生率减缓



资料来源：国家统计局，长城证券研究所

机遇：出生率降幅或不会极端，“升级+细分”驱动总量持续增长。

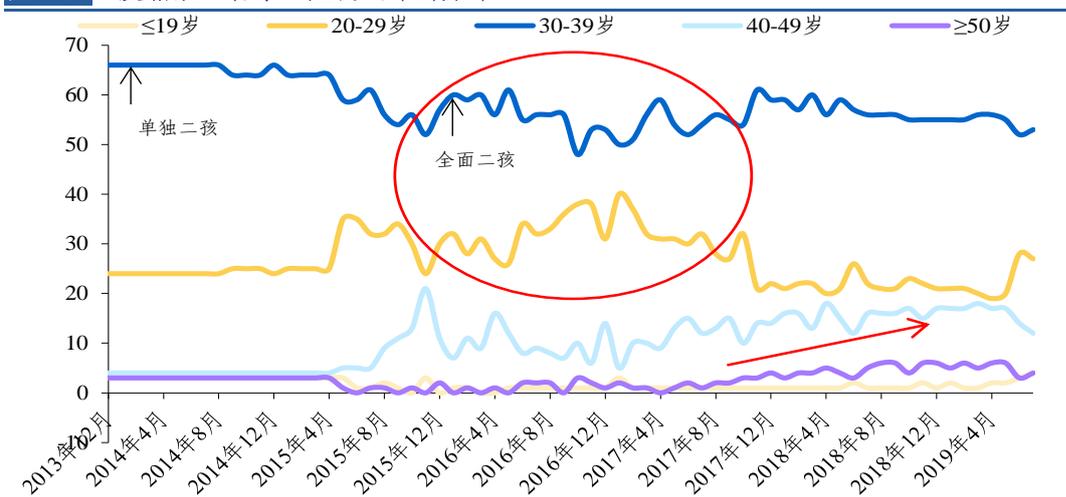
- 纵观我国，低线城市短期二胎需求集中释放，拉升 2016、2017 年出生人口数量，预计未来在低线城市持续性二胎需求、以及高线城市延迟性需求刺激下，出生率降幅或不会极端。
- ✓ 受益于低线城市为主的累积二胎需求爆发，全面二胎政策实施前两年出生人口数量处于相对高位。2016、2017 年我国出生人数总体有所回升，接近 21 世纪初水

平。为了探究影响这两年出生人口增量的具体结构因素，我们对 2013 年以来“备孕”关键词的百度指数年龄分布进行了分析。

从城市分布上看，低线城市贡献提升。我们发现，“备孕”关键词搜索占比最高的年龄层一直是“30-39 岁”，但是在 2016-2017 年“30-39 岁”占比有所下降（大于 60%→55%），同期“20-29 岁”占比有所上升（26%→31%）。同时发现，初婚年龄较低的群体在高线城市占比预计小于低线。根据上海妇联的调查，2015 年上海女性平均初育年龄已达到 29 岁，远超由国家统计局统计的 2017 年我国平均初婚及初育年龄（分别为 25.7 岁和 26.8 岁）。综合百度指数的年龄层占比交叉式变化趋势，以及初育年龄的城市结构，我们推测 2016-2017 年“备孕”搜索年龄分布的变化，一定程度上可反映低线城市出生人口贡献提升。

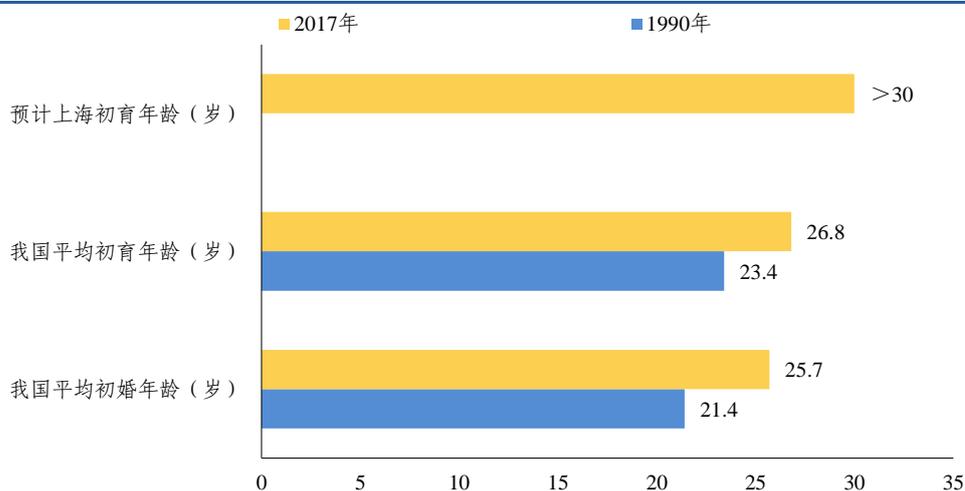
从孕育顺序上看，二胎贡献较大。国家统计局做的抽样调查显示，2013 年底“单独二孩”放开后，二胎占比持续提升。尤其是，2016 年“全面二孩”政策实施以来，二胎占比持续较高，2017 年二胎占比已超越一胎。因此推测，2016、2017 年出生人口增加中二胎贡献较大，尤其是政策刺激下的短期累积二胎需求。

图 17: 百度指数“备孕”关键词年龄分布



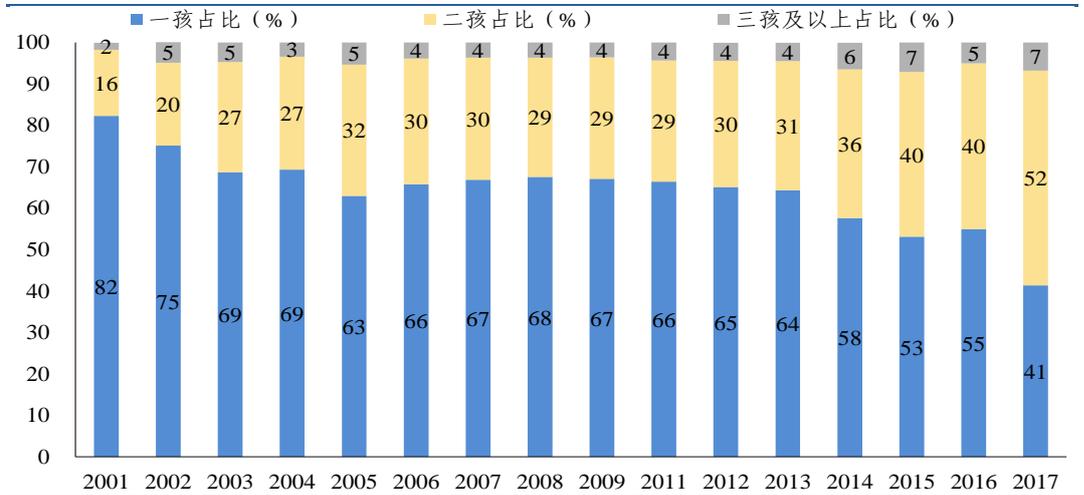
资料来源：百度指数，长城证券研究所

图 18: 相较于 1990 年，我国初婚、初育年龄均有所上升，且发达地区初育年龄更晚



资料来源：国家统计局，上海妇联，长城证券研究所

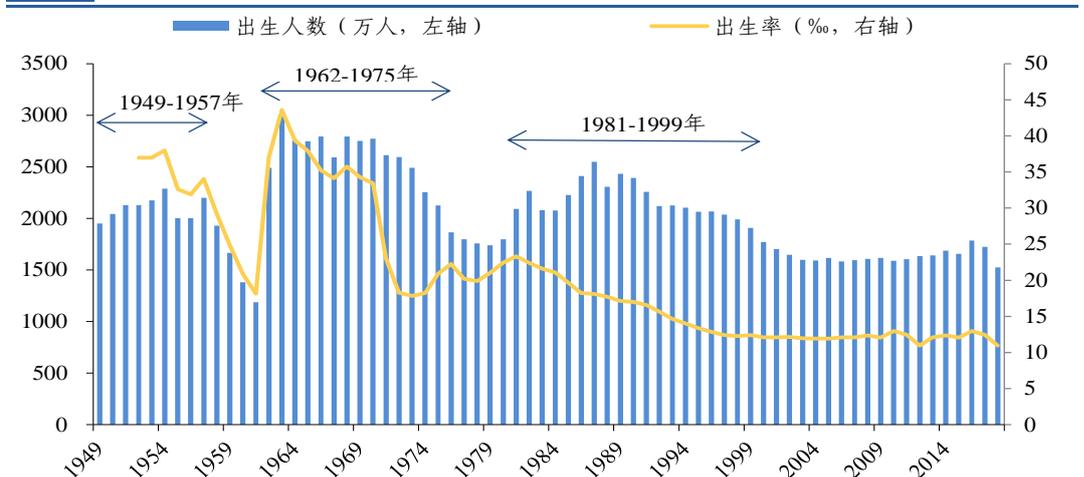
图 19：2000 年后出生人口中二孩占比呈提升趋势



资料来源：国家统计局，长城证券研究所（注：一孩、二孩、三孩及以上比例均为抽样比例）

- ✓ **2018 年出生人口下滑预计受短期累计需求提前消耗影响，未来在低线城市持续性二胎需求及高线城市延迟性一胎需求刺激下，出生率降幅或不会极端。** 由于 2018 年我国出生人口为 1523 万人，较 2017 年下降 200 万左右，降幅较之前有所扩大，预计与 2016、2017 年政策刺激下短期需求提前消耗有关。我们预计未来出生率或仍有下降，但降幅可能不会极端，**主要系有以下支撑**：一是由于住房抚养压力相对较小且一胎年龄相对更低，**低线城市为主的持续性的二胎需求预计可维持**；二是**高线城市为主的延迟性一胎需求或可持续显现**。通过梳理新中国成立以来我国出生人口高峰可发现，每次高峰持续的时间越来越长，间隔时间也越来越长。由于每一波人口高峰由前一波产生，且第三波高峰始于 20 世纪 80 年代初，以我国目前平均初育年龄 27 岁估计，第四次出生高峰或已于 2008 年左右开始出现，持续时间或可持续 20 年以上（长于第三次高峰），即第三次人口高峰带来的周期性高峰至少还可持续十年时间。综合两方面因素，预计未来出现出生率降幅可能不会极端。

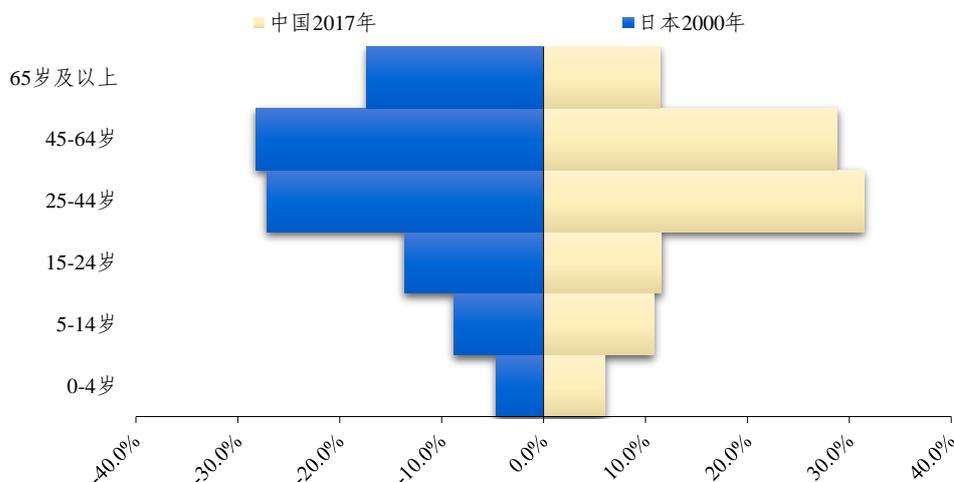
图 20：新中国成立以来我国出生人口高峰呈现持续时间更长、间隔时间更长的趋势



资料来源：国家统计局，长城证券研究所

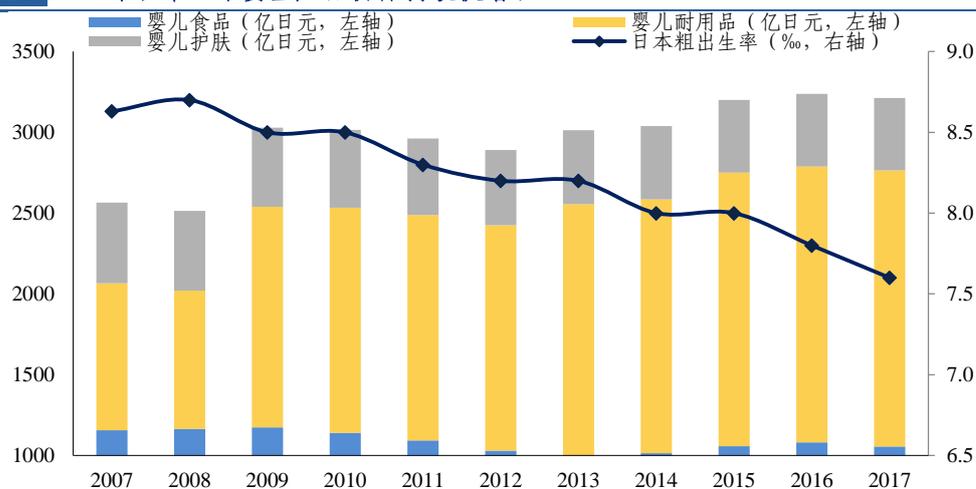
■ **参考日本，未来通过消费升级和渠道开拓，行业有望在一定程度上抵抗人口周期，维持较快增长。**我国 2017 年人口年龄结构图与日本 2000 年高度相似，可通过观察日本 2000 年后行业规模，对未来我国母婴行业发展趋势进行预测。我们发现，2000 年日本出生率已下滑多年，且之后也持续下滑，但是由于“少子化”背景下用于单一婴童消费水平有所提升、以及网上购物的逐步普及，行业整体仍保持增长态势。即使在 2007-2017 年，婴儿食品、婴儿护肤、婴儿耐用品三者之和仍保持一定增长。参考日本母婴行业情况，尽管我国当前人口红利也在逐步消失，但是由于行业具有一定抗周期属性，且出生率好于 2000 年的日本，整体规模仍有望保持较快增长。

图 21：中国 2017 年人口年龄结构与日本 2000 年较为相似



资料来源：国家统计局，日本统计局，长城证券研究所（注：我国人口年龄结构比例为抽样比例）

图 22：2007 年以来日本婴童产品仍保持较快增长

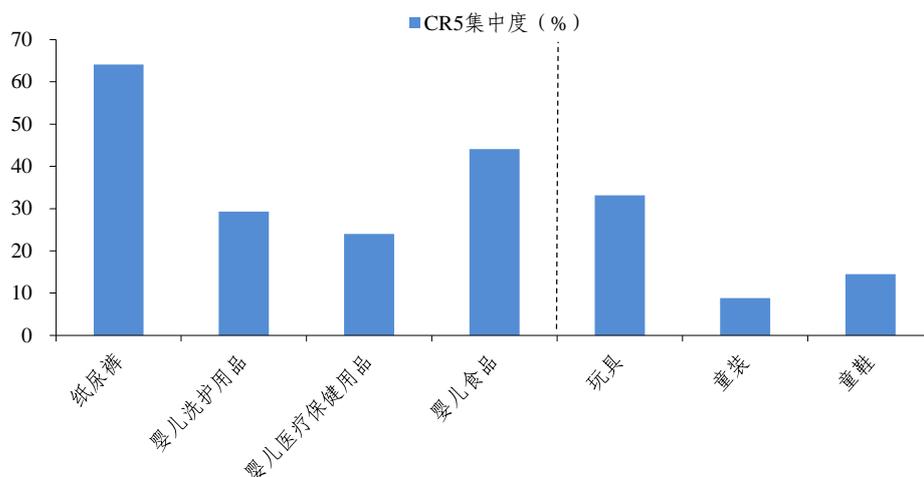


资料来源：Euromonitor，日本玩具协会，长城证券研究所

2.2 供给端：产品集中度差异大，服务发展初期渗透率低

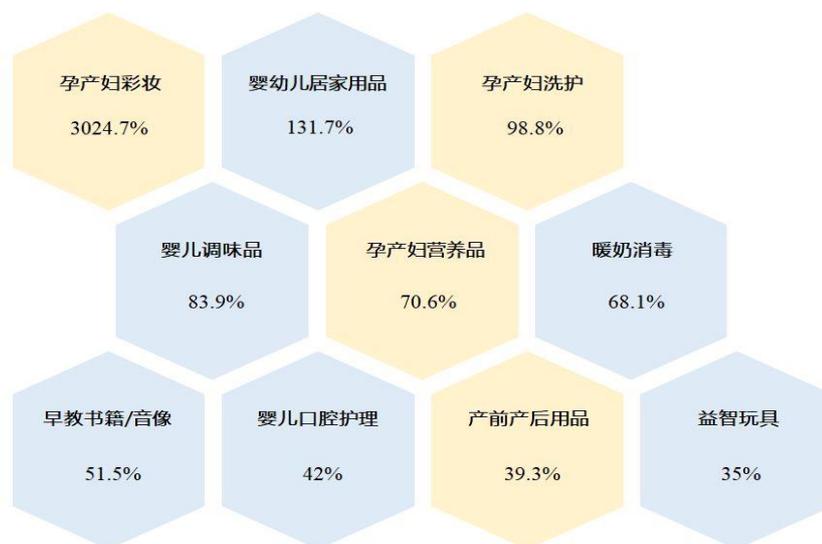
母婴产品：标品集中度整体较高，非标品集中度提升空间大，未来发展趋势为功效细分、人群细分、场景拓展和细分品类渗透率提升。易观统计数据 displays，纸尿裤、婴儿食品、婴儿洗护用品等标品产品集中度普遍较高，主要系可通过规模销售快速降低成本并拓展市场；而童装、童鞋、玩具等非标品类整体集中度较低，仍有打造领导品牌的机会。未来母婴产品领域存在几大发展趋势：一方面，渗透率相对较高的奶粉、纸尿裤等品类，存在功效细分、人群细分和场景拓展的趋势，例如惠氏、雀巢等国内外奶粉品牌推出天然有机奶粉，以及帮宝适、大王等纸尿裤品牌推出进口有机纸尿裤、日夜用纸尿裤等品类；另一方面，渗透率相对较低的营养品、孕产妇彩妆、喂哺电器等品类，整体增速领先，未来机会主要来自于渗透率提升。

图 23: 母婴标品普遍集中度较高



资料来源：易观，长城证券研究所

图 24: 2018 年线上增速最快的母婴品类 TOP10



资料来源：母婴研究院，长城证券研究所

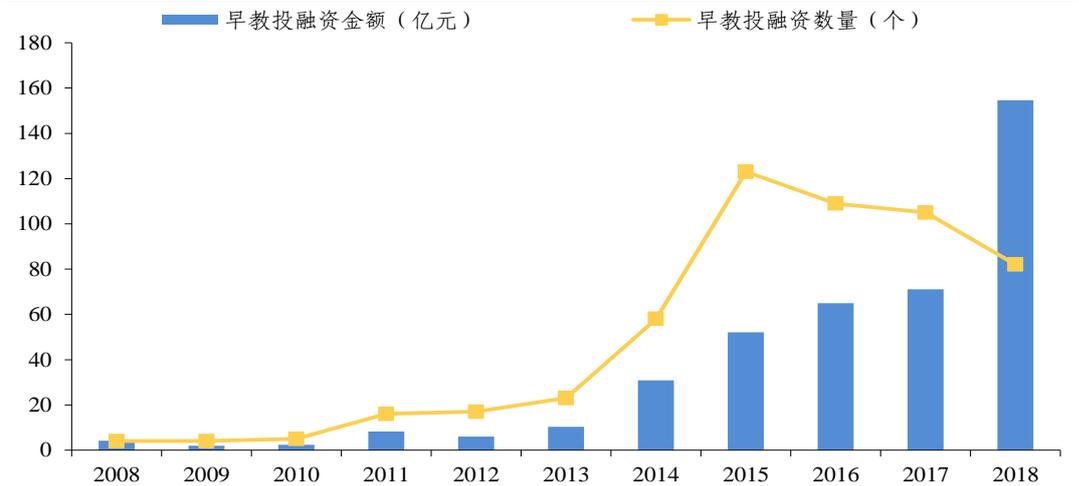
图 25: 母婴产品发展四大驱动力



资料来源：长城证券研究所整理

母婴服务：处于初创期，随着资本加持叠加政策完善，长期有望受益于渗透率与集中度齐升。我国母婴服务行业涵盖产后护理、早幼教、童乐园、母婴金融等领域，总体仍处于初创期，长期以来存在规范化程度较低、高度分散化的特点，各领域均未出现具有全国影响力的龙头企业。但是，受益于行业投融资活动日益频繁、以及行业政策逐步完善，近年来例如早教、产后护理等细分领域逐步迎来发展机会。投融资方面，早幼教已成为继母婴电商、母婴渠道以后受到资本市场青睐的新领域，2014年以来投融资数量及金额均显著提升。产业政策方面，《母婴保健服务技术规范》国家标准起草组已于2018年4月成立，标准正式出台后有望促进产后护理领域规范性增强；上海等地相继出台多项早教相关地方性规定。

图 26：近年来早教行业投融资金额持续攀升



资料来源：IT 桔子，前瞻产业研究院，长城证券研究所

表 2：产后护理、早教等领域法律法规逐步完善

细分行业	发生时间	具体事件
产后护理	1995年6月	《中华人民共和国母婴保健法》施行
	2017年9月	《母婴保健服务场所通用要求》正式实施，迈出了母婴服务规范化的第一步

	2018年4月	《母婴保健服务技术规范》国家标准起草组成立
早教	2006年4月	《上海市民办早期教养服务机构管理规定》颁布
	2018年4-7月	《关于促进和加强本市3岁以下幼儿托育服务工作的指导意见》、《上海市3岁以下幼儿托育机构管理暂行办法》和《上海市3岁以下幼儿托育机构设置标准（试行）》等地区规范性文件相继出台
	2018年8月	《中华人民共和国民办教育促进法实施条例（修订草案）（征求意见稿）》公布，正式落地后或有利于早教机构工商登记与审批

资料来源：长城证券研究所整理

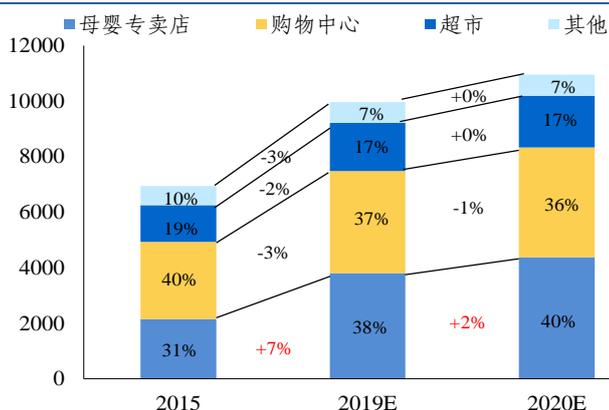
3. 精炼内功、格局优化，母婴连锁渠道正逢春天

3.1 全覆盖：产品及服务缺一不可，追求更高渠道价值

母婴专卖店为线下第一大渠道，经营内容由产品向服务延伸。根据罗兰贝格和尼尔森的统计数据，母婴专卖店渠道为母婴童行业线下第一大渠道，线下占比最大、渗透率最高，且占比和渗透率仍在不断提升。从经营内容上看，产品向服务延伸的趋势较为明显，根据CBME发布的《2019年中国孕婴童产业调查报告》，超过60%的母婴专卖店兼营产品和服务，且有超过40%的母婴专卖店希望在未来继续增加服务项目。常见的母婴专卖店服务项目包括宝宝水育、游乐设施、产后护理和育婴咨询等。

大型母婴连锁店在开拓新客、推广新品方面优势明显，与品牌方合作密切。在产品供应极为丰富、新品层出不穷的背景下，各母婴品牌商均不遗余力地进行新客开拓及新品推广，相较于沟通不便的线上渠道、以及品类受限的商超、百货渠道，满足一站式购物需求、配备专业导购或育婴师的母婴连锁渠道成为品牌商的第一选择，例如奶粉、纸尿裤等品牌商往往会选择大型母婴连锁企业进行新品发售，并联合进行展台布置及宣传。

图 27：传统线下渠道持续向母婴专卖店集中



资料来源：罗兰贝格，长城证券研究所

图 28：母婴专卖店渠道渗透率最高且仍在提升

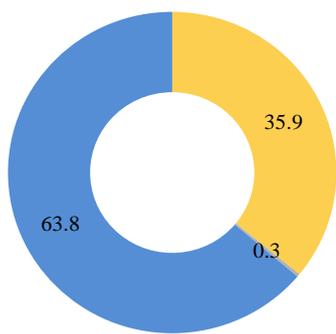


资料来源：尼尔森，长城证券研究所

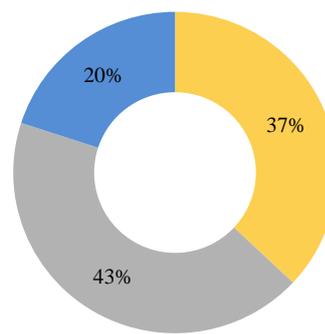
图 29：当前母婴专卖店经营内容

图 30：未来母婴专卖店规划方向

■只销售产品 (%) ■只做服务项目 (%) ■产品+服务项目 (%) ■增加产品项目 (%) ■增加服务项目 (%) ■保持现有比例 (%)



资料来源: 2019 年中国孕婴童产业调查报告, 长城证券研究所



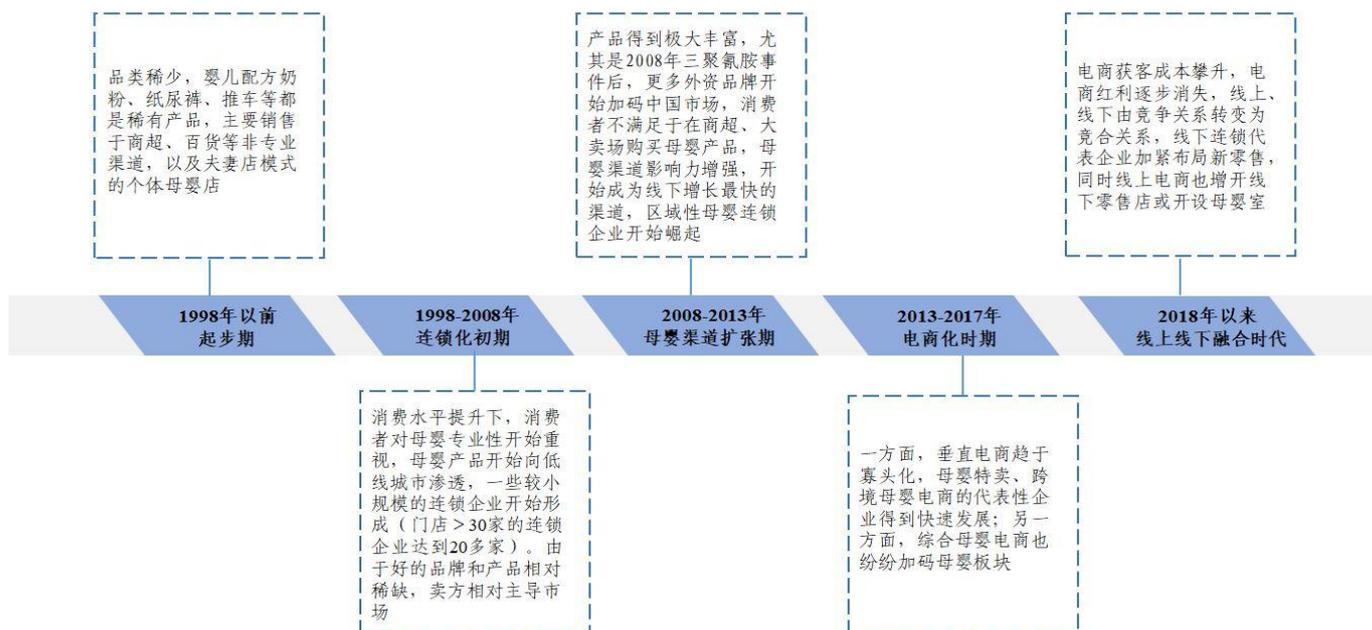
资料来源: 2019 年中国孕婴童产业调查报告, 长城证券研究所

3.2 全渠道: 线上、线下联动, 提供更完善消费体验

母婴产业链涵盖母婴产品、母婴服务、母婴渠道、消费者、以及营销媒介等环节。具体来看, 母婴产品主要由品牌商直接或借由经销商向各渠道供货, 间接销售至消费者; 母婴服务直接面向细分服务市场的消费者; 母婴渠道分为纯线上渠道、纯线下渠道以及全渠道; 营销媒介包含垂直社区、综合社区、视频平台、孕婴工具等, 依托自身平台流量为渠道及服务项目引流。

母婴全渠道是必然趋势, 母婴连锁渠道率先转型。纵观我国母婴行业发展历程, 经历了母婴店渠道扩张、电商化发展, 目前已逐步过渡到线上、线下融合发展时期。根据凯度消费者指数和 CBNDATA 统计, 2015-2017 年同时在线上、线下购买母婴快消品的消费者占比由 59% 提升至 68%。从全渠道布局看, 母婴连锁渠道走在前列。孩子王、乐友孕婴童、爱婴室等渠道商通过线下门店、APP 或公众号平台等方式实现全渠道运营, 并逐步打通线上、线下的会员系统、库存系统, 以更精准的客户画像刻画、更便利的购物体验更好地实现客户的留存。

图 31: 我国母婴行业渠道发展历程



资料来源：母婴行业观察，长城证券研究所

图 32：母婴行业产业链



资料来源：长城证券研究所整理

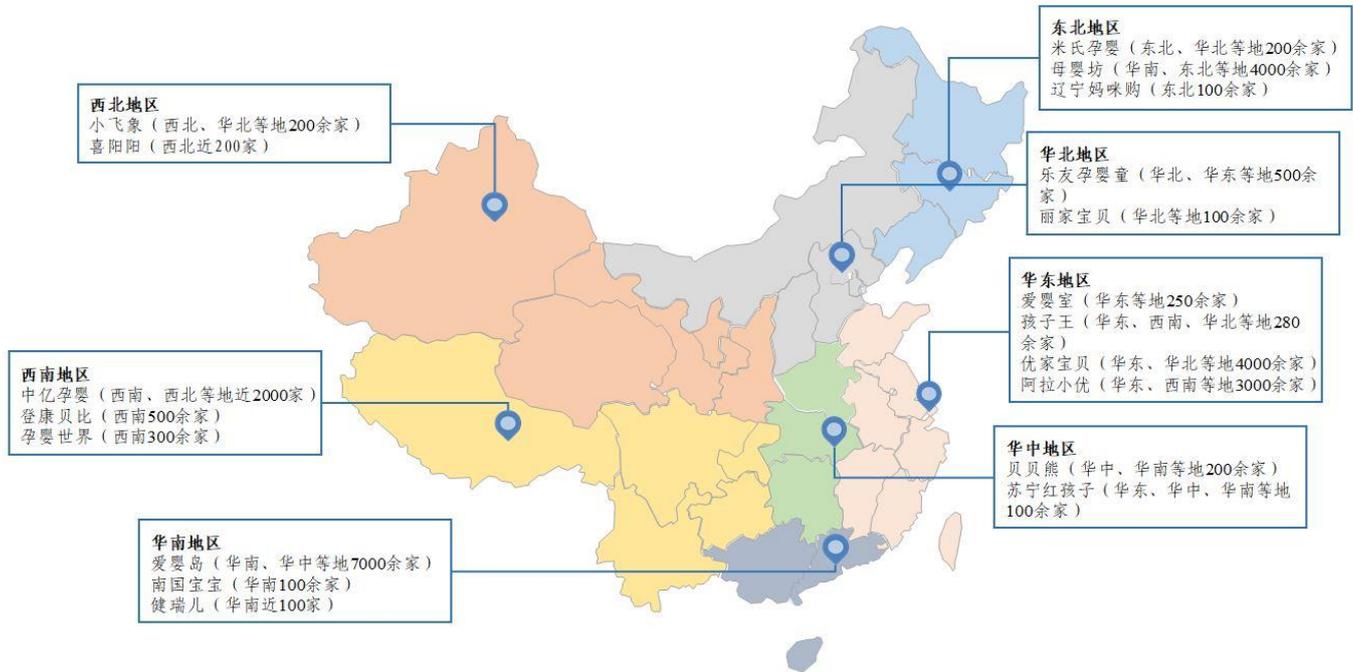
3.3 区域割据，资本助力母婴店集中度提升

母婴连锁企业呈现区域割据，集中度提升空间大。我国母婴专卖店渠道仍处于成长期，尚未出现全国性的龙头企业，仅形成一些区域性母婴连锁企业。例如，孩子王主要位于华东、西南、华北等地，乐友孕婴童、丽家宝贝的核心区域为华北地区，爱婴室的腹地于华东地区。从收入规模上看，孩子王 2017 年营收已接近 60 亿元，爱婴室、苏宁红孩子 2018 年营收也均超过 20 亿元。根据罗兰贝格预测，2019 年线下全渠道规模预计为 10000 亿元左右，母婴专卖店渠道线下占比约为 38%，则母婴专卖店渠道市场规模预计约为 3800 亿元。由此可推测，渠道规模最大的孩子王市占率不到 2%，渠道 CR5 集中度预计不到 5%，母婴专卖店渠道集中度提升空间很大。未来母婴专卖店集中度提升主要依赖于连锁化的提升、以及模式更为先进的连锁龙头对普通连锁企业的替代。

连锁企业中，以往粗犷运营的加盟连锁数量占优，未来精细化、全渠道运营的直营连锁为主模式获资本青睐，有望加速成长。我们对全国主要母婴连锁企业进行整理，发现门店数量在 1000 家以上的多为加盟为主的企业，普遍存在运营规范性较差、品类结构不完善、会员管理缺失等问题，客户粘性较弱。而以直营连锁模式为主的企业，如孩子王、爱婴室、乐友孕婴童，可满足消费者一站式、专业化的购物需求，且在服务方式、会员

管理、全渠道发展等方面具有领先优势，受到资本市场青睐，近年来开店速度明显加快，未来有望占有更高的市场份额。

图 33: 全国主要母婴连锁企业分布



资料来源: 各公司官网, 长城证券研究所整理

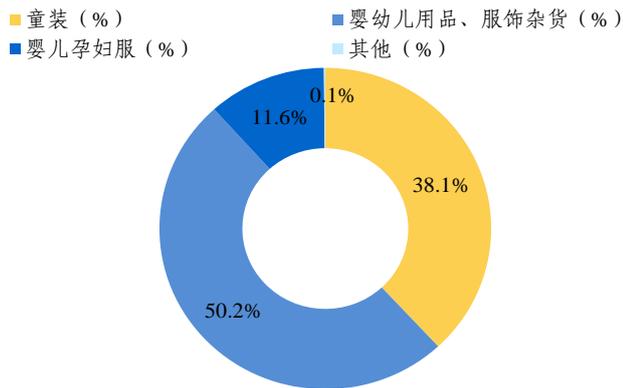
4. 探究西松屋成功之道: 母婴龙头是怎样炼成的?

4.1 日本最大母婴用品连锁店, 逆人口及经济周期, 营收实现较快增长

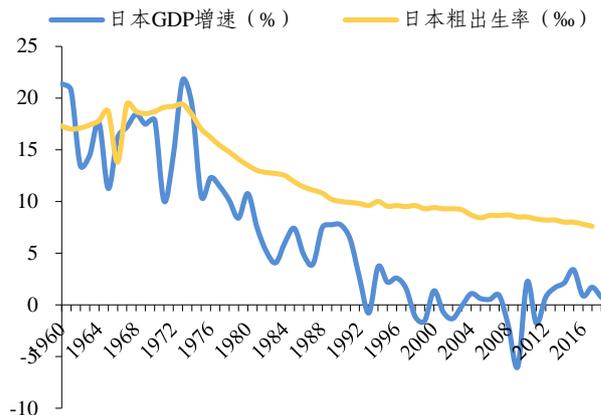
西松屋是日本最大母婴用品连锁店, 在经济增长趋缓和出生率低迷的背景下, 营收规模持续扩大。西松屋于 1956 年成立于近畿兵库县, 是日本规模最大的母婴用品连锁店, 主要销售童装、婴幼儿用品&服饰杂货、婴儿孕妇服装等产品。西松屋于 1996 年起开始全国化扩张, 在 GDP 增速趋缓以及出生率持续低迷的背景下, 其营收规模连续 20 多年保持正增长, 尤其在高速扩张的 1996-2007 年, 营收及净利润的增速 CAGR 均超过 20%。

图 34: 西松屋主营婴幼儿用品、童装、婴儿孕妇装等产品

图 35: 1995 年以来日本 GDP 增速较慢、出生率持续走低

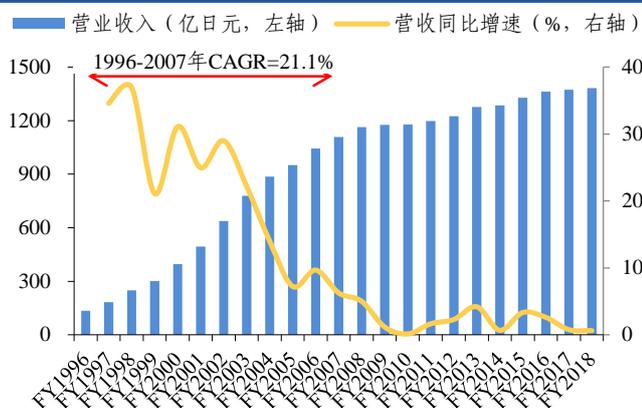


资料来源：西松屋公司公告，长城证券研究所



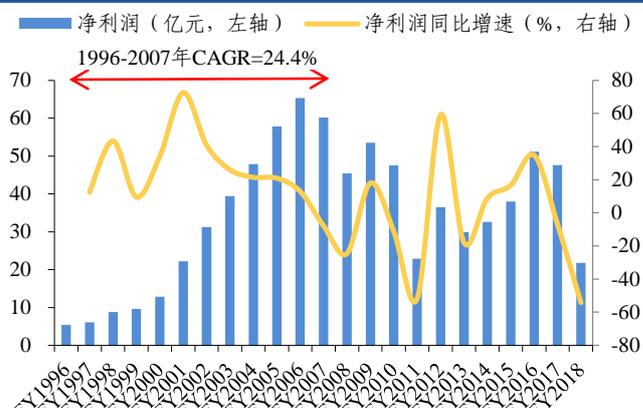
资料来源：日本内阁府，世界银行，长城证券研究所

图 36: 1996-2007 财年西松屋营收增速 CAGR 为 21.1%



资料来源：西松屋公司公告，长城证券研究所

图 37: 1996-2007 财年西松屋净利润增速 CAGR 为 24.4%



资料来源：西松屋公司公告，长城证券研究所

4.2 提供高性价比、覆盖年龄更广的产品，客户群体广阔

顺应消费及人口结构趋势，提供质优价廉、覆盖年龄层较广的产品。20 世纪 90 年代日本泡沫经济破灭后，日本经济持续不景气，直接影响居民消费意愿。在严峻的消费环境下，公司提供的产品多为价位偏低但品质较好的产品，受到日本国民的欢迎。另外，由于日本国内生育率持续低迷，西松屋从 2007 年左右开始推广 130cm 以上规格的服饰，最大可满足小学高年级学生的需求，通过拓宽其客户群体，减弱生育率低迷对其收入增长的影响。

表 3: 相较于其他日本母婴店，西松屋性价比更高、覆盖客群更广

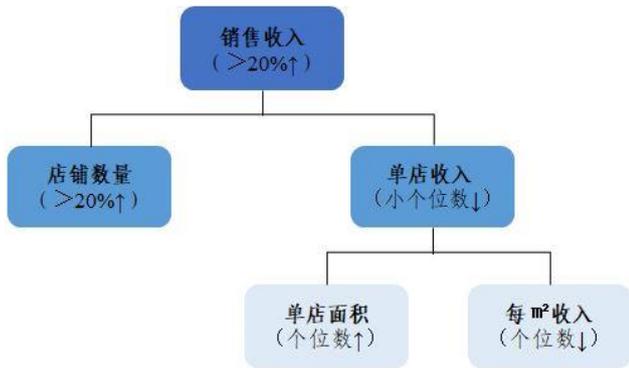
	价位	品质	覆盖客户群体
西松屋	偏低	较好	孕妇，-1~12 岁儿童
阿卡酱	中等	较好	孕妇，-1~6 岁儿童
其他母婴店	不等	不等	孕妇，-1~6 岁儿童

资料来源：西松屋官网，阿卡酱官网，长城证券研究所

4.3 终端门店数量稳步增长，驱动销售规模增加

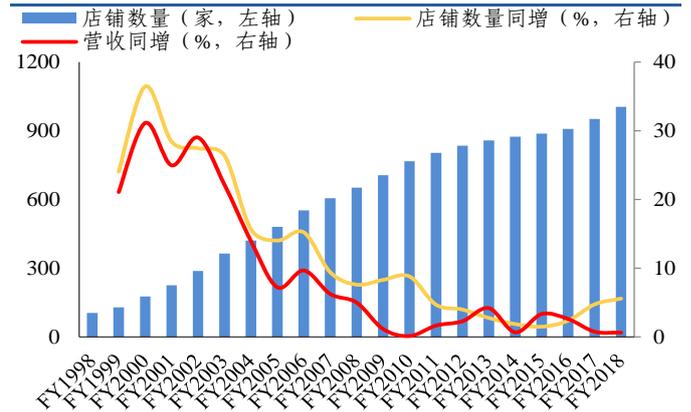
收入增长主要由店铺扩张拉动，通过集中开店实现区域寡头化地位。1999年在东京证券交易所上市后，西松屋店铺扩张加速，1998-2007年高速成长期店铺数量增长 CAGR 在 20% 以上，是收入规模增长的主要驱动力。从扩张思路看，除了进一步巩固在近畿地区的优势，着重开拓经济实力相对较强的关东、中部和九州地区。根据我们统计，在开店较快的 2000-2011 年，西松屋在近畿、关东、中部和九州地区净开店数量占总体净开店数量的占比在 75% 左右，通过集中开店以实现在以上区域的寡头化。

图 38: 1998-2007 年西松屋高速增长阶段收入模型



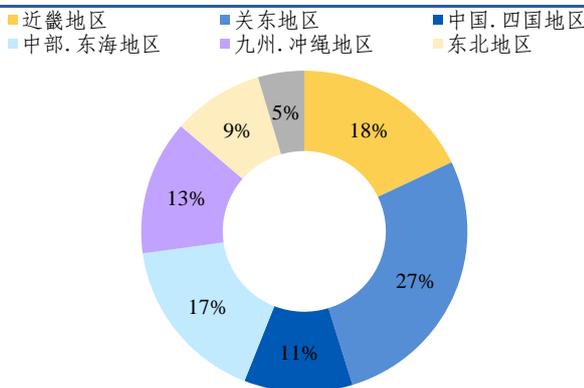
资料来源: 西松屋公司公告, 长城证券研究所

图 39: 1999-2011 财年西松屋店铺数量增速 CAGR 约为 18%



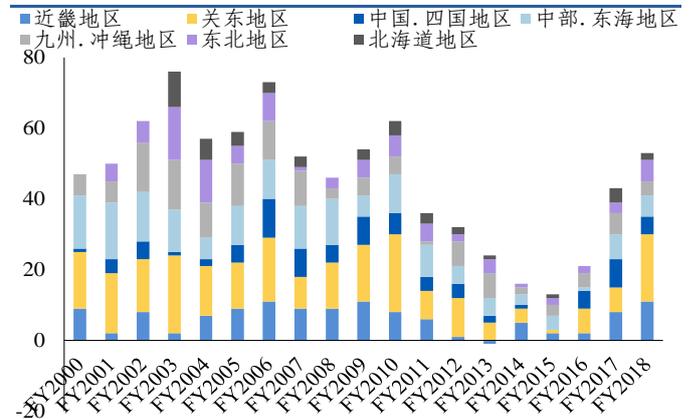
资料来源: 西松屋公司公告, 长城证券研究所

图 40: 西松屋在经济实力较强的关东、近畿、中部地区店铺数量最多



资料来源: 西松屋公司公告, 长城证券研究所

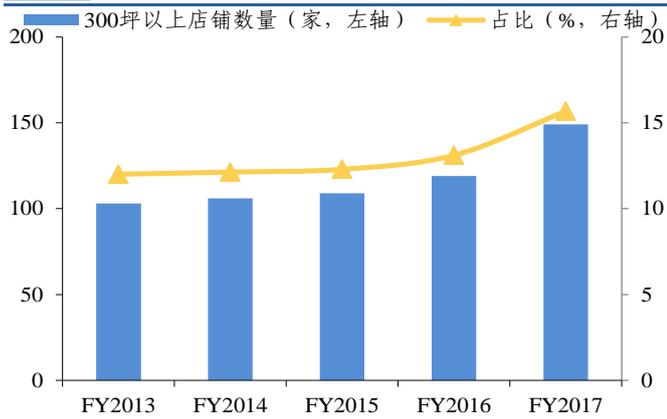
图 41: 2000-2011 财年西松屋新增店铺主要位于关东、中部、近畿、九州地区



资料来源: 西松屋公司公告, 长城证券研究所

实施店铺面积扩大化策略及新的店铺位置策略，以更优店铺模型提振销售。在快速开店的同时，西松屋也开始探索更为优化的店铺模型。一方面，为提供更为丰富的产品 SKU 以及更好的服务体验，西松屋从 2008 年起开始实施店铺面积扩大化策略，将标准店铺面积由 200 坪逐步向 250 坪、300 坪过渡。2013 年到 2017 年 300 坪以上店铺占比由 12% 提升至 15.7%。另一方面，为了适应新的购物方式，从 2015 年起改变门店位置策略，由主要在居民区附近或交通枢纽开街边店，转为主要在拥有大型停车位的独立购物点、或开放型购物中心开店。由此，既可避免市区内客流量密集的区域，又可保证门店便利性，新开门店均位于居民区或工作地点 30 分钟以内。更优的门店模型顺应了新的消费趋势和消费习惯，有利于提升西松屋单店销售。

图 42: 2013 年以来西松屋 300 坪以上大店占比不断提升



资料来源: 西松屋公司公告, 长城证券研究所

图 43: 西松屋在开放式购物中心内的门店



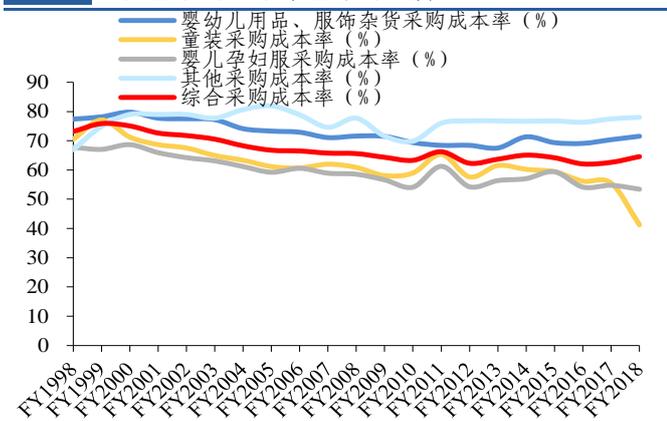
资料来源: 西松屋公司公告, 长城证券研究所

注重商品快反及销售渠道拓宽, 进一步打开增长空间。除了加快开店以及优化店内模型, 近年来西松屋还通过加强商品快反、拓宽销售渠道的方式提升销售额。西松屋从 2006 年起加强对销售爆品的短期追加, 并减少品类重复爆品数量, 从而实现爆品销量的最大化。除此之外, 还积极拓宽电商和海外销售渠道。**(1) 电商:**以 2016 年和 2018 年在关东地区和近畿地区开设的“网络销售专业配送中心”为基础, 着力扩大在电商网站上开设的旗舰店的销售额, 并计划建立自营网站。**(2) 海外:**2018 年的战略目标包括通过合作伙伴在亚洲地区的零售店或电商网站进行销售, 例如已在天猫开设西松屋旗舰店。

4.4 统筹采购、物流、运营全流程, 大力削减销售成本

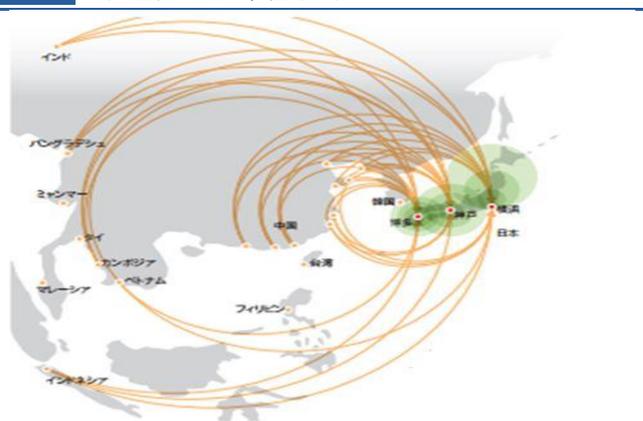
加强全球化采购&自有产品开发, 降低采购成本。西松屋力图为顾客提供低价高质的产品, 为此在保证商品品质的同时, 将采购范围扩大至中国、孟加拉国、柬埔寨等地, 通过全球化的规模化采购降低采购成本。另外, 为了抵消价格竞争的影响, 西松屋积极开发毛利率更高的自有产品, 并专门聘用 80 余名具有大型制造企业背景的技术人员保证产品的功能性及安全性。2012 财年-2016 财年, 西松屋自有产品销售占比提升至 7.3%。其中, 西松屋品牌童装在日本市占率稳居第一, 且份额不断扩大, 根据 Euromonitor 统计, 2018 年西松屋品牌童装市占率约为 8%。随着全球化规模采购及自有产品开发的不断推进, 近年来西松屋综合采购成本呈下降趋势, 2018 年采购成本较 1998 年下降 8.5pct。

图 44: 西松屋采购成本率呈下降趋势



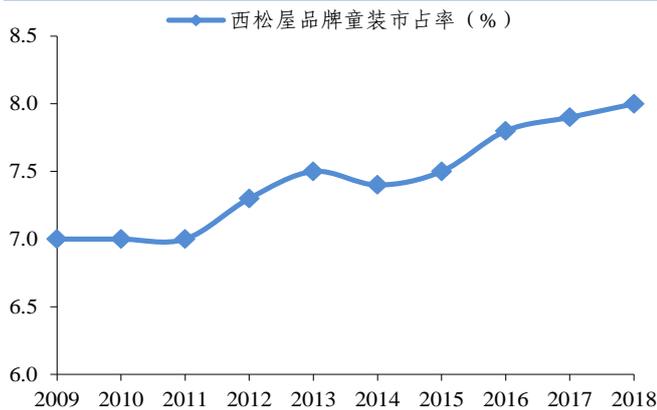
资料来源: 西松屋公司公告, 长城证券研究所

图 45: 西松屋实施全球化采购



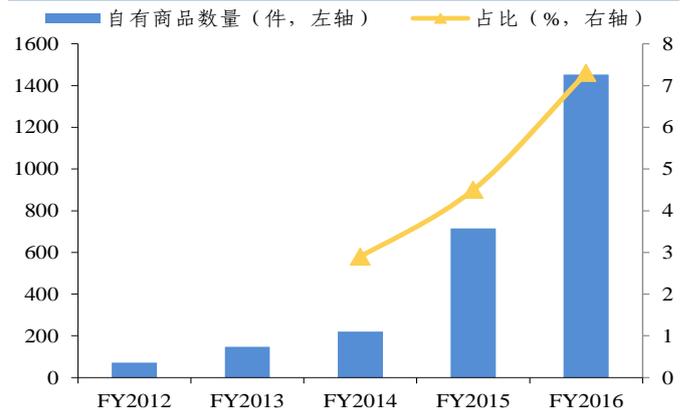
资料来源: 西松屋公司公告, 长城证券研究所

图 46: 西松屋品牌童装市占率不断提升



资料来源: Euromonitor, 长城证券研究所

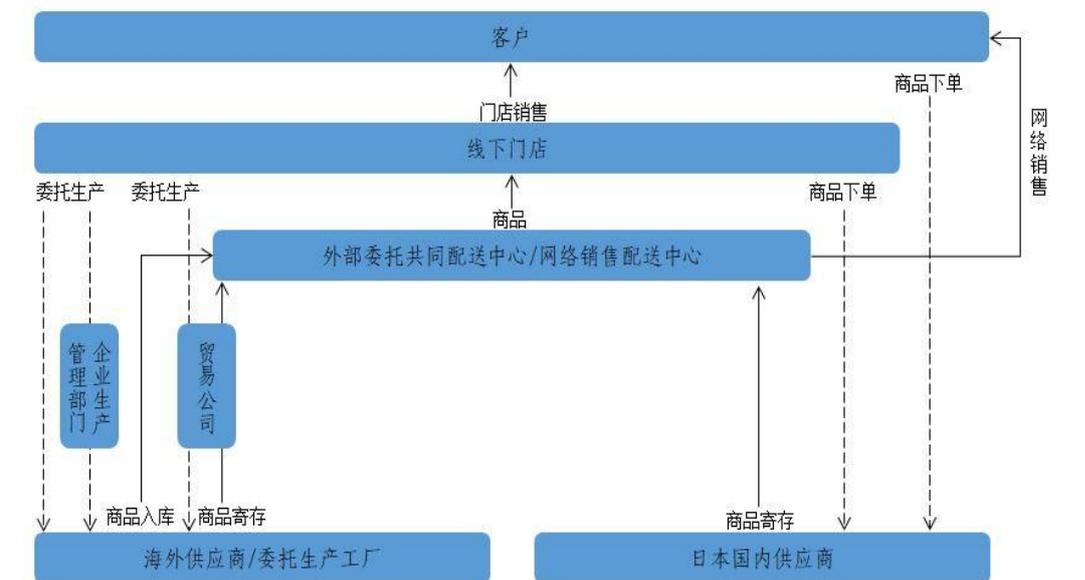
图 47: 西松屋自有商品数量得到不断扩充



资料来源: 西松屋公司公告, 长城证券研究所

物流配送“外部委托+自建网络”相结合，兼顾运输成本及效率。在对线下门店的物流保障上，1991年西松屋在兵库县设立“商品管理中心”，但是由于外包物流发展较快且成本较低，后逐步将物流配送业务外包，并从2002年起实现完全外包。而为配合网络销售的快速响应及发货，西松屋分别于2016年及2018年自建“网络销售配送中心”。“外部委托”与“自建网络”相结合，既降低其整体运输成本，又配合网络销售的快速发展，较好地兼顾运输成本及效率。

图 48: 西松屋商品配送由外部委托及网络销售配送中心共同完成



资料来源: 西松屋公司公告, 长城证券研究所

店铺运营标准化、信息化，保障快速扩张且减少管理成本。店铺运营管理的标准化及信息化是西松屋店铺数量快速扩张的原因之一，同时也有利于管理成本的管控。

■ **标准化：包括店长管理标准化、员工管理标准化及产品陈列标准化。**

- ✓ **店长管理标准化：**推进“多店店长制度”，使一名店长同时管理距离较近的多家店铺，以单位地区销售额为考核目标，从而降低店长培训及管理成本，加速开店效率。

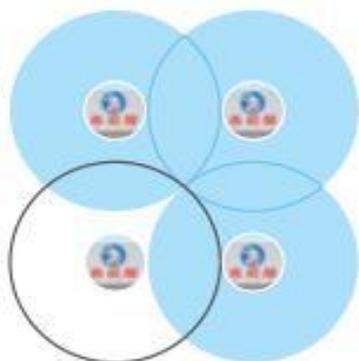
- ✓ **员工管理标准化:** 由总部根据单一员工基本作业量,集中推算各店员工需求人数,进而为各店配备最合适的人力资源。同时,加大临时员工比例以减少员工薪酬支出,近年来临时员工数量约为正式员工的 6 倍。
- ✓ **产品陈列标准化:** 西松屋各门店大多采用挂钩式陈列,可减少叠放工作量及提升客户满意度。另外,将需要耗费心思的产品搭配、挂钩悬挂等步骤在总部集中作业,从而更彻底地提升店铺内的作业效率。
- **信息化: 推进店铺作业 IT 化。** 西松屋近年来一直推进店铺 IT 化程度,包括实现作业平板终端的无纸化、导入自动找零机等。

图 49: 西松屋各门店统一配备的挂钩式陈列设施



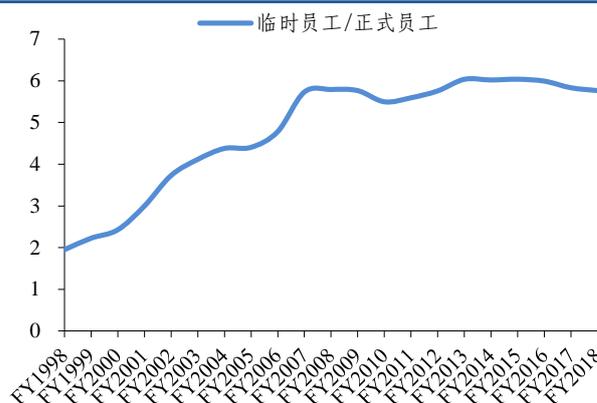
资料来源: 西松屋公司公告, 长城证券研究所

图 50: 西松屋的“多店店长制度”降低管理成本



资料来源: 西松屋公司公告, 长城证券研究所

图 51: 近年来临时员工与正式员工的比例攀升至 6 左右



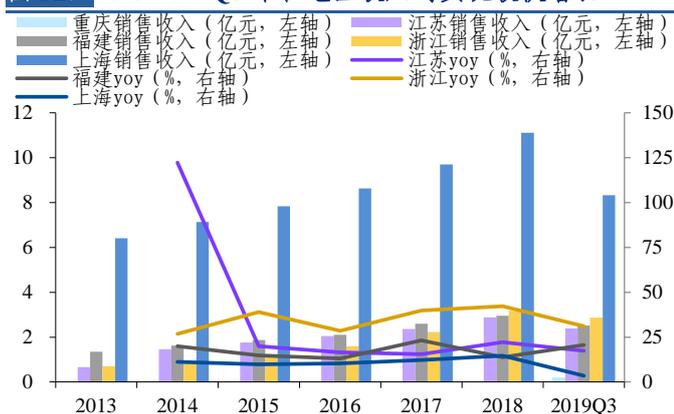
资料来源: 西松屋公司公告, 长城证券研究所

5. 爱婴室: 领先的母婴零售龙头

5.1 线下门店加速扩张, 跨区域布局空间广阔

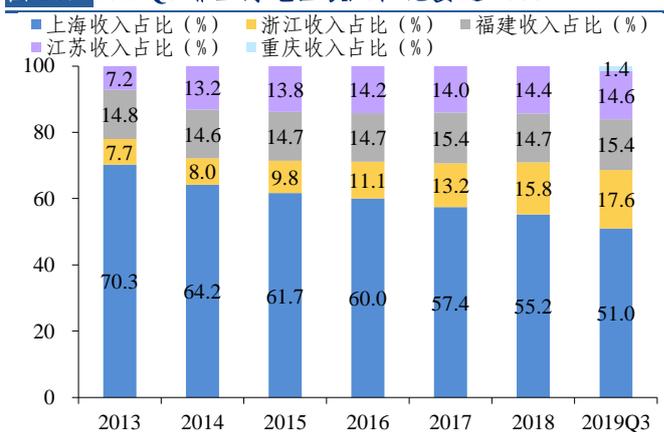
围绕上海大本营, 长期深耕华东地区, 形成区域性寡头优势。与西松屋相似, 爱婴室也是先在大本营建立稳固优势, 之后再持续开拓邻近区域, 从而形成整个区域的寡头性优势。公司从 2005 年开始在大本营上海开设门店, 之后逐步以自建或收购方式向江苏、福建、浙江等邻近发达地区辐射(福建及南通部分门店通过收购方式), 目前已成为华东地区最具影响力的母婴零售企业。2013-2019Q3 期间, 公司在上海、江苏、福建、浙江地区净增店铺数量均在 25 家以上, 且整体来看上海以外地区拓店速度更快。截至 2019Q3, 上海以外地区店铺数量占比约为 65%, 收入占比约为 49%。目前上海地区仍保持店铺数量第一, 截至 2019Q3 店铺数量达到 94 家, 若按照商圈数量及间距估计, 仍有较大拓展空间。

图 52: 2013-2019Q3 年各地区收入均实现较快增长



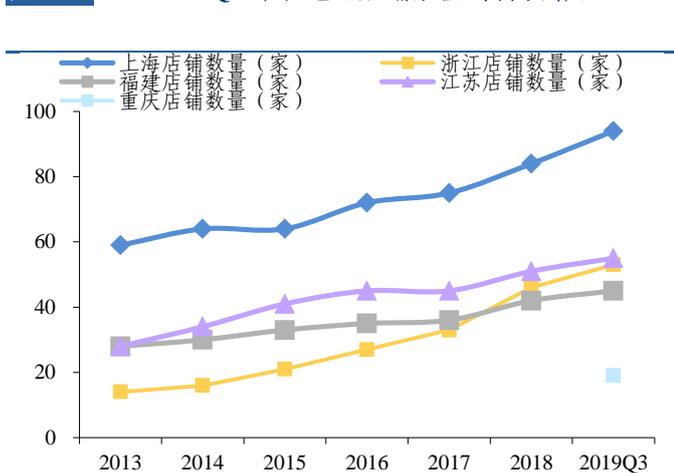
资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 53: 2019Q3 非上海地区收入占比接近 50%



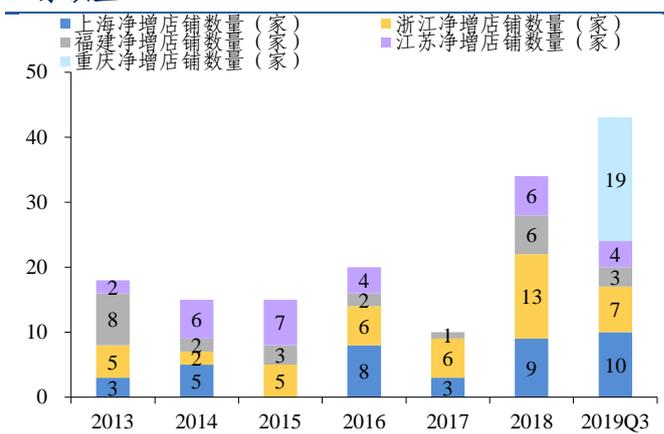
资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 54: 2013-2019Q3 年各地区店铺数量均持续增长



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 55: 2013-2019Q3 年除重庆外各地区净增店铺数量均在 25 家以上



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

上市后, 公司凭借华东地区的丰富经验, 以并购或自营方式开启跨区域扩张。公司首先将跨区域的发展重心放在重庆及深圳地区。

- **收购重庆泰诚, 进军西南地区。**2018年11月, 公司与重庆泰诚实业有限公司以及重庆婴友商贸有限公司签订《投资框架协议》, 并于2019年二季度起正式并表。重庆泰诚是重庆婴友商贸有限公司的全资子公司, 在重庆涪陵区拥有20余家母婴用品门店, 公司通过购买股权及注资方式持有其51.72%的股权。预计2019年公司将对重庆门店开展标准化管理改造、店内改造、以及商品调整等, 在未来调整充分后有望以此为据点辐射西南市场。
- **抢滩发达地区深圳, 开拓潜力增长点。**公司预计2019年四季度将在深圳首先开设1家自营门店, 并在明年继续加密。深圳是我国母婴消费潜力较大的城市。一方面, 消费群体年轻且消费能力居前, 乐于为高品质母婴产品买单; 另一方面, 本地购物中心、商圈密集, 供应较为充足。但是, 鉴于租赁成本较高、以及毗邻香港造成部分消费外流, 本地尚未出现管理能力优秀的直营母婴连锁商。我们认为, 此番爱婴室开拓深圳市场存在较大的发展机会。

- ✓ 一是公司盈利能力领先，有望在一定程度上克服高租金的制约。公司长期历练于租金、人力成本偏高的华东地区（据万得统计，上海今年以来商铺日平均租金为 8.58 元/平方米，高于深圳的 8.16 元/平方米），仍能保持行业领先的盈利水平，反映公司供应链、运营模式较优，因此较高的租赁成本或对公司不造成太大的制约。
 - ✓ 二是深圳部分消费外流源于本土优质直营母婴连锁真空，若填补空缺有望加大本地消费比例。我们认为，母婴产品消费频次高，在一定消费半径内若有品质、体验、便利性兼顾的母婴连锁门店，或可吸引更多消费者在本地消费。以往深圳本地的爱婴岛虽门店广布，但多为加盟的街边店、且面积较小（多为 100-200 平方米），无法满足年轻消费者的需求，若公司未来持续加密深圳区域门店，有望不断优化单店模型的同时，促使本地消费比例加大。
 - ✓ 三是深圳消费能力与华东地区类似，可快速复制门店模型，并在形成规模优势后削减成本。根据国家统计局数据，2018 年上海和深圳的人均 GDP 分别为 13.5 万元/人和 19.0 万元/人，均即将达到或已超过初等发达国家水平，为我国经济较为富裕地区，消费者对高端母婴产品普遍具有较高认知度，且追求优越的消费体验和标准化管理。因此，在向深圳跨区域扩张的过程中，公司可节省消费者教育的时间，直接复制单店模型。虽然前期开店成本预计较高，但随着店铺的逐步加密，或可逐步建立独立仓库或物流基地，运营成本有望逐步降低。
- 跨区域扩张的前提是完善的人才培养体系、以及标准化、信息化的店铺管理。
- ✓ 稳定的门店管理结构，保证人才储备。为了更好地培养和储备后备人才，公司无论门店大小，均坚持“1 店长+2 店助+N 店员”的人员配置。公司要求每一名店助在完成协助店长开展工作的同时，定期参加店长培训班、以及参加育婴师等资格考试，逐步使其中一部分人具备店长的工作能力。因此，在新开门店时公司可大大减少人才培养的时间，可直接调用老店店长或者将能力出众的店助直接升任店长。以目前的开店速度看，公司在中长期人才储备无虞。
 - ✓ 合作国际视觉公司，打造标准化门店形象、陈列及服务。2019 年公司与国际视觉公司合作，通过门店改造赋予门店更高颜值、更科学的陈列、以及更智能的服务。以爱婴室龙之梦店为例，店铺门头显著且富有创意，店内商品的陈列主要分为沐浴护肤、哺育用品、床品寝具、服饰配件、奶粉辅食、益智玩具及纸尿裤等，各区域按颜色标识、货架规划整洁，趣味图标吊顶与地面相呼应，提升店内舒适性以及消费者体验。

图 56: 公司门店门头形象



图 57: 公司门店内部陈列



资料来源：草根调研，长城证券研究所

资料来源：草根调研，长城证券研究所

- ✓ **与腾讯、海鼎合作系统升级，共建“智慧零售”。**2019年3月18日，公司与腾讯签署《战略合作框架协议》，双方将以共同发展“智慧零售”为愿景，在营造数字化营销、数字化运营等领域开展深入合作，希望结合其小程序、朋友圈、腾讯云、微信支付等程序和功能，更精准地获取目标客户，实现O2O获客能力的提升。例如，今年7月份公司曾联合惠氏将新品在腾讯平台上进行推广，具体为公司提供会员的样本、标签，腾讯在后台筛选符合要求的群体投放，最终实现向爱婴室店内引流的目标。

与腾讯全面数字化合作的开展，离不开前台以及中后台整体的运营、信息化升级。公司已在腾讯建议下，委托海鼎对采购、物流、营运、财务、会员和电商等方面进行全面的信息化升级，目前一期项目已于2019年7月1日完成，包含将海鼎的ERP、POS、SOMS、营销中台等产品与爱婴室现有OA、WMS、SAP、自有商城进行对接。未来二、三期合作计划也会持续进行，以期对各项目板块进行不断优化。

图 58: 爱婴室与腾讯战略合作签约仪式



资料来源：中婴网，长城证券研究所

图 59: 爱婴室与腾讯“智慧零售”过程分解

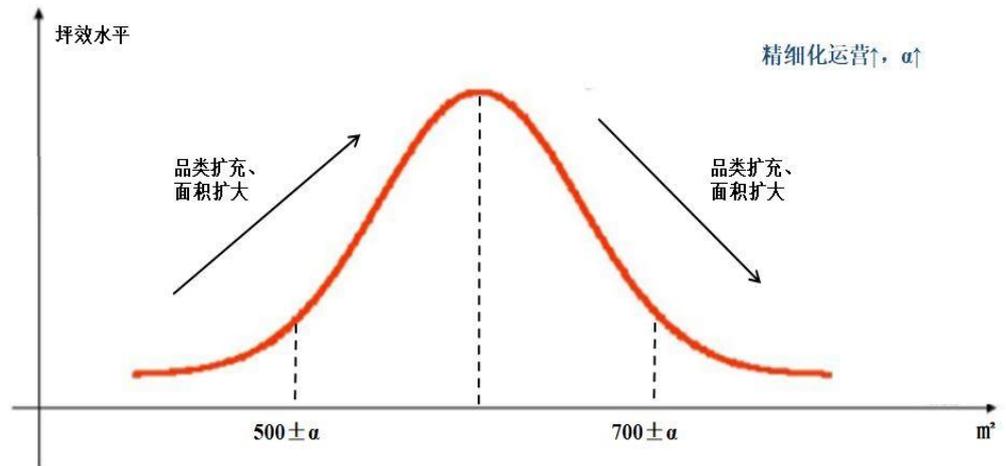


资料来源：中婴网，长城证券研究所

5.2 重点发展中型店铺，追求最优坪效水平

公司当前最优单店面积范围预计为 500-700 m²，最优单店净利率范围预计为 5%-9%。公司擅长的单店模型是以商品销售为主、提供服务为辅。我们认为，对任何以销售商品为主的母婴零售企业，在运营能力短期较为稳定的前提下，均存在一个临界点，若面积小于此临界点，则随着品类扩充、面积扩大，单位店效也相应提升；若面积大于此临界点，则随着品类扩充、面积扩大，单位店效反而会下降。我们观察发现，面积在 500-700 m²左右的店铺坪效水平相对较高，则预计公司当前最优单店面积预计在 500-700 m²的范围，并根据区域、位置有所不同。我们对平均值 600 m²左右店铺的商品成本、租金、薪酬、折旧以及所得税费进行假设，得出目前公司最优单店模型下净利率预计在 5%-9%之间，平均净利率预计大于 7%。

图 60: 公司坪效分布模型



资料来源：草根调研，长城证券研究所

表 4: 600 m²可比店铺盈利水平假设条件

项目	估计值	依据
年销售额 (万元/年)	1100-1300	根据 600*2018 年每平方米可比店年销售额加上分摊至单店的其他业务收入估计
商品成本占比 (%)	71	根据 2018 年毛利率, 假设为 71%
毛利润 (万元/年)	348	计算得出
房租 (万元/年)	120-140	根据 2018 年可比店每平方米合同面积年租金、及上海百姓网转租信息综合估计
店长薪酬 (元/月) (注: 1 个)	8500	根据 BOSS 直聘、看准网、约才网等网站招聘信息估计
店助薪酬 (元/月) (注: 2 个)	6500	根据 BOSS 直聘、看准网、约才网等网站招聘信息估计
店员薪酬 (元/月) (注: 假设 10 个)	5000	根据 BOSS 直聘、看准网、约才网等网站招聘信息估计单个店员薪酬, 草根调研显示 500-600 m² 的店铺所需店员数量在 10 人左右
货柜、设备折旧 (万元/年)	15	根据 2018 年年报折旧摊销数额估计
所得税税率 (%)	25	根据公司所得税税率估计
净利润 (万元/年)	88	计算得出
净利率 (%)	7.33%	计算得出

资料来源：公司公告，上海百姓网，BOSS 直聘，看准网，约才网，草根调研，长城证券研究所

图 61: 600 m²可比店铺净利率敏感性分析

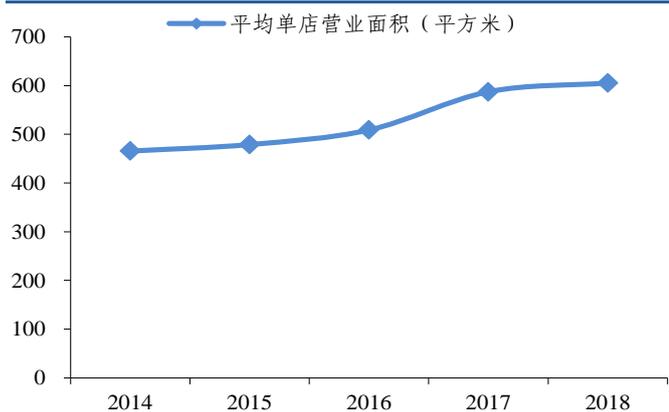
		年销售额 (万元/年)				
		1100	1150	1200	1250	1300
租金 (万元/年)	120	6.7%	7.4%	8.0%	8.5%	9.0%
	125	6.4%	7.0%	7.6%	8.2%	8.7%
	130	6.0%	6.7%	7.3%	7.9%	8.4%
	135	5.7%	6.4%	7.0%	7.6%	8.1%
	140	5.3%	6.0%	6.7%	7.3%	7.9%

资料来源：长城证券研究所测算

2010 年以来重点发展优势的中型店铺，逐步淘汰或调整面积偏小店。公司在店铺模型的确立上也经历了较长的时间，2005-2006 年刚探索线下门店时，店铺面积普遍较小。2007-2008 年，由于目录销售瓶颈渐显，母婴零售显现出旺盛的生命力，公司较为大胆地在上海大面积开设多家 1000 m² 以上的大店，但由于当时成本控制、店铺管理水平较为有限，2008-2009 年公司一度亏损。2010 年以来，在完成一系列关店及管理调整后，公司明确了中型店铺为主的拓店计划。根据我们对现有店铺的统计，2012 年以来几乎每一年开业店铺的平均面积均在 500-700 m²，500 m² 以上的店铺占比总体呈上升趋势。截至 2018 年底，公司平均店铺营业面积已达到 605.3 m²。对面积过小、盈利能力较弱的一些店铺，公司逐步采取淘汰或位置调整的措施。

针对面积较大店铺，提供特色母婴服务项目。尽管公司较为青睐中型店铺，但是出于核心区位的考虑，有时也会考虑开设较大面积的店铺。为最大化提升单店收入水平，公司在此类店铺补充可延长逛店时间、增强逛店频次的婴儿抚触、婴儿游乐等配套服务设施，并利用店内空间定期举办亲子活动、竞赛或讲座。除此之外，还与区域内的儿童摄影、儿童早教、孕妈护理等母婴服务项目合作，为客户提供更多增值体验。

图 62：公司目前平均单店营业面积在 600 m² 左右



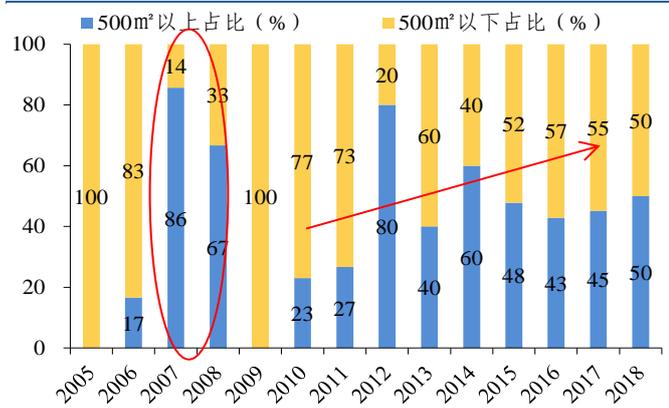
资料来源：公司公告，长城证券研究所

图 63：门店的幼儿游乐设施



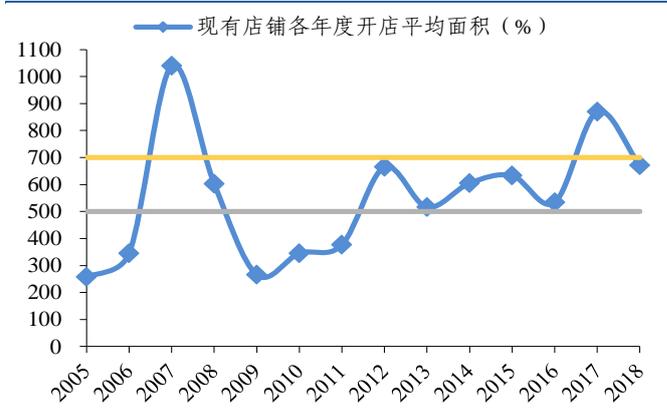
资料来源：公司官网，长城证券研究所

图 64：公司 2010 年以来开业的门店 500 m² 以上占比相对较高（仅考虑现有门店）



资料来源：公司公告，长城证券研究所

图 65：2012 年以来每年开业店铺的平均面积大多在 500-700 m² 之间（仅考虑现有门店）



资料来源：公司公告，长城证券研究所

5.3 购物中心化&会员建设并进，拉动同店增长

优先布局客流上升的购物中心门店，利于拉动同店增长以及改善毛利水平。公司近年来在战略上积极布局购物中心门店，尤其是 2016 年以来预计 80% 以上新开门店位于购物中心（由已有门店估计），目前 70% 的门店开于大型购物中心，我们认为或出于以下考虑：

（1）购物中心购物、餐饮、娱乐一体化，是人流上升最快的线下业态。根据《中童观察》在 2018 年对公司采访，其购物中心门店孵化时间相对较短、且相较沿街店的同比增速更快；（2）购物中心业态近年来数量快速增加。根据赢商大数据统计，截至 2019H1 全国已开购物中心数量为 3933 家，约为 2013 年底的三倍多。由于单个购物中心一般仅引入 1-2 个母婴零售门店，因此公司跟进布局区位较好的购物中心具有一定战略意义；（3）购物中心门店毛利较高的棉品、用品、玩具占比相对较高，因此盈利水平相对更优。

实施会员制管理，推进 MAX 会员升级。公司通过实施会员制度为顾客提供积分优惠及增值服务。为增强客户粘性，截至 2018 年底会员人数为 325 万人，活跃会员实现的销售占比约为 86%。另外，为增强客户粘性，公司从 2019 年 7 月起开始实施年费制的 MAX 会员制度（年费 199 元/年），开通 MAX 会员将获得无门槛券、超级会员价、购物返券、生日礼物等多项福利。截至 2019Q3 的统计显示，MAX 会员平均消费约为普通会员的 2.5 倍，复购率为 80% 左右（高于普通会员的 60%）。在出生率相对承压的背景下，预计 MAX 会员制度的推进将有利于提升消费客单价，进而带动单店销售额的提升。在消费群体年龄方面，MAX 会员触达更多消费频次最高的 1 岁以内婴幼儿，1 岁以内会员占比约为 43%（高于普通会员的 25%）。

图 66: 公司购物中心门店



资料来源：搜狐网，长城证券研究所

图 67: 爱婴室 MAX 会员卡



资料来源：公司官网，长城证券研究所

5.4 开拓线上平台，打造全渠道销售闭环

依托爱婴室 APP，打造全渠道购物场景。公司主要依托爱婴室 APP、结合微信小程序实现线上销售，主要具有以下目标及作用：第一，通过电商满足顾客在全渠道场景的消费需求，例如满足部分顾客在线上购买纸尿裤的习惯；第二，以更多场景的销售和曝光刺激客户的购买欲望，例如刺激顾客在线上、线下购买婴儿服饰的消费；第三，丰富可提供的 SKU，例如对于一些大件的车床类产品，在线下可提供的 SKU 有限且占地面积较大，若放到线上销售则可提供更为丰富的 SKU。

2019 年前三季度电商同增 78.1%，APP 推广较为顺利。2016 年以来，公司电商收入持续高增，2019 年前三季度实现营收 4851.4 万（+78.1%），收入占比提升至 3%。由于电商棉

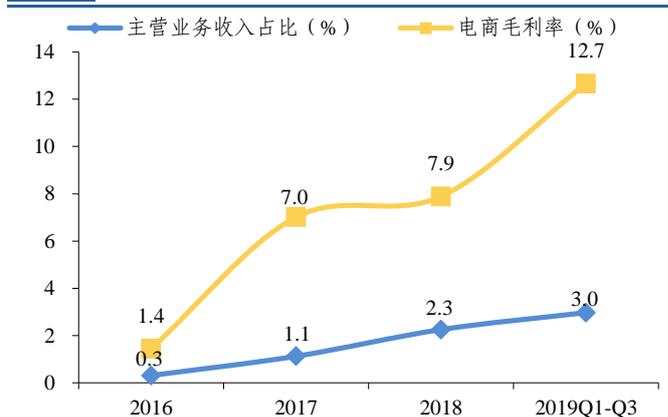
纺类占比的提升、MAX 卡业务增长的推动,2019 年前三季度电商毛利率提升至 12.7%(同增+3.2pct),未来电商在棉纺类还有较大拓展空间,预计毛利率仍有望上行。今年以来,公司将加快电商发展作为重要战略之一,以绩效奖励激励全公司员工推广 APP,并即将与其它母婴类 APP 合作推广。2019 年前三季度 APP 推广较为顺利,总下载量为 102.6 万次(+53.1%)、APP 访问量为 122.9 万次(+61.6%)、交易订单量为 14.8 万次(+61.6%),APP 交易客户数、月活人数、新增用户数同比也均增加 50% 以上。

图 68: 2016 年以来电商收入维持高增



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 69: 2016 年以来电商毛利率和收入占比均稳步提升



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

5.5 加强供应链直采&自有品牌建设, 提升盈利能力

自建高水平物流中心, 保障跨区域供应需求。对于爱婴室这样的母婴零售连锁企业来说, 由于店铺数量较多且分布较广, 为保障供应的及时性以及提升仓储效率, 建设区域性物流中心变得十分必要。公司于 2016 年 1 月启用嘉善物流配送中心一期, 是国内行业内首家自建仓储物流中心的母婴连锁企业。物流中心依据高水平建设, 配置立体库自动化密集存储系统、输送线、高速分拣机、托盘提升机等先进物流设备, 并采用 WMS 物流系统进行管理, 确保经营成本的优势。鉴于近年来业务发展较快、仓储空间较为饱和, 公司于 2019 年 9 月启动嘉善物流中心二期扩建项目, 扩建项目面积与一期相似, 总投资 1.06 亿元, 预计将于 2021 年 4 月投入运营。二期扩建项目将极大提升公司的发货能力, 预计建设完成后嘉善物流基地的出货能力相比一期项目提升 4.6 倍, 可支持年发货额 76 亿元, 且首批投入可满足电商年出库额 3 亿元。

表 5: 公司物流配送中心及仓库

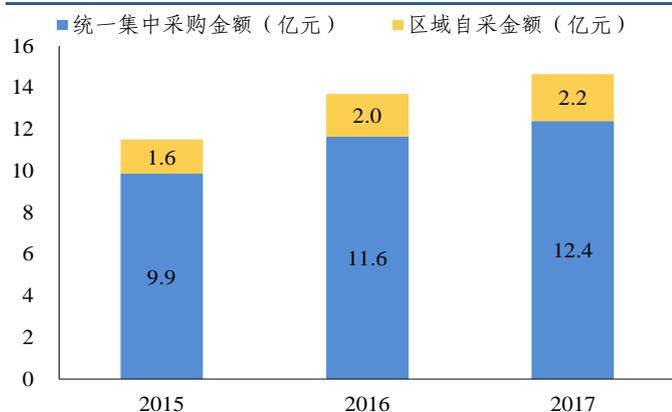
项目	建筑面积 (平方米)	配送区域
嘉善物流配送中心一期	33840.3	上海、浙江、江苏、福建、电商
嘉善物流配送中心二期 (在建)	31161	
福州仓库	3993	福州市所属门店
南通仓库	2500	南通市所属门店

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

统采与区域采购相结合, 直采比例较高, 控制采购成本。公司的采购方式为统一集中采购为主、并与区域自采相结合, 2015-2017 年统采比例均在 80% 以上。在统采模式下, 公司主要通过子公司爱婴室物流向供应商集中采购, 再统一配送至各门店, 有利于降低整体采购成本、保障配送的及时性、以及控制区域内配送成本。在统采的商品之中, 又有大部分采用向品牌方直采的方式, 2017 年直采占统采比例约为 70% (占总体采购比例约

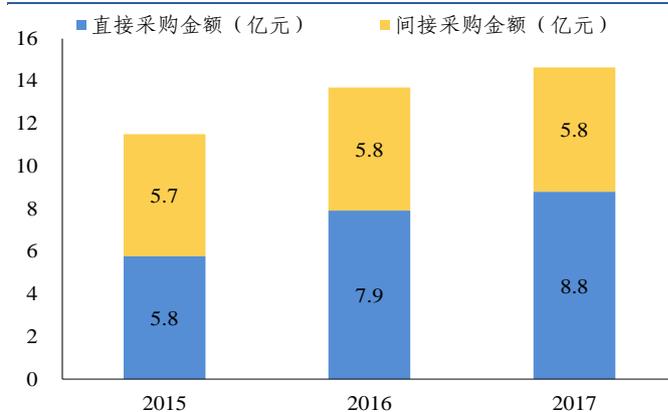
为 60%)，主要为大部分的奶粉品牌及部分其他品类品牌，可避免层层加价，保证更大的利润空间，体现了公司较强的综合竞争实力以及议价能力。

图 70: 公司统一采购比例在 80% 以上



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 71: 公司直接采购比例连年提升



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

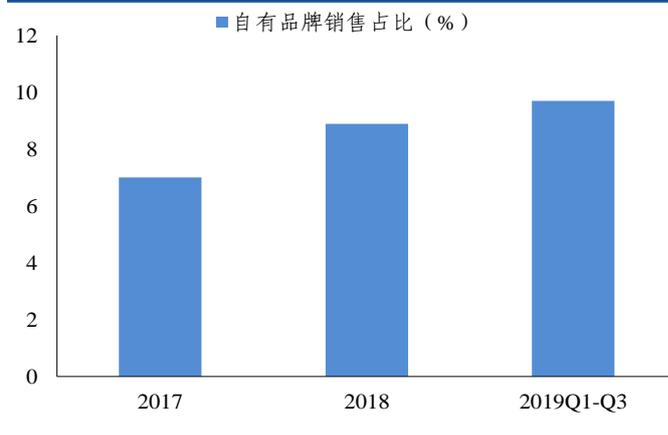
自有产品增厚利润空间，加码上游供应链资源。与西松屋类似，公司也通过发展自有产品提升盈利水平，共拥有十余项自有品牌及授权品牌，主要集中在棉纺类和用品类，覆盖服装、纸制品、纸尿裤、床品、洗护等多个领域。2019 年前三季度，公司自有产品实现销售收入 1.69 亿元，自有品牌产品销售占比提升至 9.7%。除此之外，公司还通过布局上游供应链，以在长期挖掘在更多品类上发展自有品牌的潜力。例如，2018 年 9 月公司以自有资金 2000 万元认购富诺健康定向发行的股票 76.37 万股，认购后占发行后总股本的 4.56%。富诺健康主要从事膳食营养补充剂和保健营养品的研发、生产、销售、服务，旗下拥有母婴营养品品牌惠优喜。

图 72: 公司主要自有品牌及授权代理品牌



资料来源: 爱婴室 APP, 长城证券研究所

图 73: 公司自有品牌产品销售占比持续提升



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

6. 盈利预测与估值水平

6.1 盈利预测

盈利预测重要假设:

- **收入结构假设：**公司上市后展店提速、次新店不断成熟、且仍维持着行业领先的店效水平和稳定的同店增长，共同带动未来几年公司收入规模持续快速增长。
- **毛利率假设：**高毛利产品占比提升、自有品牌不断发展、以及规模效应带来的与品牌合作中的成本效应，将共同促使毛利率继续提升。
- **费用率假设：**由于快速展店带来租金、薪酬、装修等费用增加，且店铺需要一定成熟期，因此费用率整体预计有所提升。

表 6: 爱婴室盈利预测

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（万元）	158,496.3	180,784.9	213,540.4	254,161.7	306,453.9	371,679.6
主营业务收入（万元）	143,900.0	168,977.0	201,421.0	240,224.4	290,286.6	352,763.9
其他业务收入（万元）	14,596.3	11,807.9	12,119.4	13,937.3	16,167.3	18,915.7
营业成本（万元）	116,176.8	129,425.7	152,103.9	176,993.6	212,281.9	256,229.1
主营业务成本（万元）	115,291.6	128,557.2	151,301.7	176,018.0	211,150.2	254,905.0
其他业务成本（万元）	885.2	868.5	802.3	975.6	1,131.7	1,324.1
毛利（万元）	42,319.5	51,359.3	61,436.5	77,168.1	94,172.0	115,450.5
主营业务毛利（万元）	28,608.4	40,419.8	50,119.3	64,206.4	79,136.4	97,858.9
其他业务毛利（万元）	13,711.1	10,939.4	11,317.1	12,961.7	15,035.6	17,591.6
毛利率（%）	26.7	28.4	28.8	30.4	30.7	31.1
主营业务毛利率（%）	19.9	23.9	24.9	26.7	27.3	27.7
其他业务毛利率（%）	93.9	92.6	93.4	93.0	93.0	93.0
营收增速（%）	14.2	14.1	18.1	19.0	20.6	21.3
主营业务营收增速（%）	13.3	17.4	19.2	19.3	20.8	21.5
其他业务营收增速（%）	23.2	-19.1	2.6	15.0	16.0	17.0

资料来源: Wind, 长城证券研究所预测

6.2 估值比较

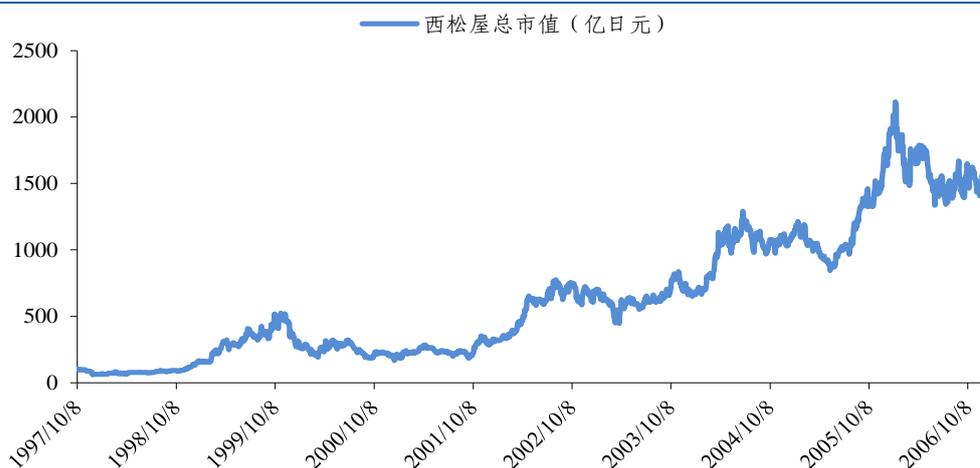
公司在估值上可参考日本母婴连锁龙头西松屋，两者不仅在店铺模型及发展策略上相似，且均发展于后人口红利时期。我们发现，母婴零售龙头通过建立自身的核心竞争优势，可获得更大的市场份额，实现逆人口及经济周期的收入增长，进而带动股价及市值的逆势上涨。尽管日本在 1997-2006 年经济增长趋缓、出生率较为低迷，但是西松屋却通过加速拓店和精细化运营呈现亮眼表现，营收增速 CAGR 在 20% 左右，净利润增速 CAGR 在 30% 左右。在此期间，相较于日经 225 指数的持续震荡，西松屋股价实现逆势上涨，股价增长 7 倍，总市值增长 14 倍左右。与西松屋类似，公司在上市后也通过内延外展不断巩固自身优势，且开店质量较高，预测 2018-2021 年营收增速 CAGR 在 20% 左右，净利润增速 CAGR 有望超过 25%，若延续此发展趋势，公司在市值上还有较大的弹性空间。我们预计公司 2019 年对应市盈率仅 28X 左右，作为 A 股稀缺的母婴零售龙头，公司具有一定配置价值。

图 74: 1997-2006 年西松屋股价逆势增长 700%



资料来源: Bloomberg, 长城证券研究所

图 75: 1997-2006 年西松屋总市值增长超 14 倍



资料来源: Bloomberg, 长城证券研究所

表 7: 爱婴室和西松屋估值比较

证券代码	证券简称	最新股价 (元/股)	总市值 (亿元)	2018 年营 收(亿元)	预测 2018-2021 年 营收增速 CAGR (%)	EPS			PE		
						2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
603214.SH	爱婴室	41.61	42.47	21.35	20.29	1.18	1.51	1.92	35	28	22
7545.T	西松屋	1,010.00	702.85	1381.67	2.05	34.19	44.99	50.22	30	23	20

资料来源: Wind, Bloomberg, 长城证券研究所 (西松屋的盈利预测为 Bloomberg 一致预期, 西松屋单位为日元)

6.3 投资建议

公司是我国优质的母婴零售龙头, 受益于母婴行业较快的发展、以及母婴连锁渠道集中化的格局, 上市以来加速展店以及优化供应链及品类结构, 有望在未来实现营收及业绩的持续高增。预测公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.51、1.92、2.43 元, 对应 PE 分别为 28X、22X、17X, 首次覆盖给予“推荐”评级。

7. 风险提示

展店不及预期风险、线上电商竞争加剧风险、租金上涨过快风险、新生儿人口下滑较多风险、自有品牌拓展不及预期风险。

8. 附：盈利预测表

利润表 (百万)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	主要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1808	2135	2542	3065	3717	成长性					
营业成本	1294	1521	1770	2123	2562	营业收入增长	14.1%	18.1%	19.0%	20.6%	21.3%
销售费用	307	389	483	582	706	营业成本增长	11.4%	17.5%	16.4%	19.9%	20.7%
管理费用	63	63	77	93	112	营业利润增长	38.2%	21.9%	27.5%	26.8%	26.0%
财务费用	6	4	-4	-7	-10	利润总额增长	29.9%	21.8%	28.2%	27.3%	26.3%
投资净收益	2	15	12	15	17	净利润增长	26.5%	28.2%	28.4%	27.3%	26.3%
营业利润	141	172	219	278	350	盈利能力					
营业外收支	-2	-2	-2	-1	0	毛利率	28.4%	28.8%	30.4%	30.7%	31.1%
利润总额	139	170	217	277	350	销售净利率	5.8%	6.1%	6.6%	6.9%	7.2%
所得税	35	39	50	64	81	ROE	25.4%	14.1%	15.7%	17.1%	18.1%
少数股东损益	11	11	13	17	21	ROIC	27.2%	12.7%	14.6%	16.1%	17.3%
净利润	94	120	154	196	248	营运效率					
资产负债表						销售费用/营业收入	17.0%	18.2%	19.0%	19.0%	19.0%
					(百万)	管理费用/营业收入	3.5%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
流动资产	613	1184	1381	1636	1941	财务费用/营业收入	0.3%	0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.3%
货币资金	116	599	698	822	966	投资收益/营业利润	1.6%	8.9%	5.5%	5.4%	4.9%
应收账款	9	15	14	21	21	所得税/利润总额	24.9%	22.9%	23.1%	23.1%	23.1%
应收票据	0	0	0	0	0	应收账款周转率	189.99	179.08	179.00	179.00	179.00
存货	369	462	519	651	760	存货周转率	3.62	3.66	3.61	3.63	3.63
非流动资产	157	204	170	179	188	流动资产周转率	3.21	2.38	1.98	2.03	2.08
固定资产	71	71	71	73	77	总资产周转率	2.53	1.98	1.73	1.82	1.88
资产总计	770	1388	1551	1816	2128	偿债能力					
流动负债	359	459	489	569	644	资产负债率	46.6%	33.0%	31.5%	31.3%	30.2%
短期借款	0	50	50	50	50	流动比率	1.71	2.58	2.83	2.88	3.02
应付款项	227	265	307	379	449	速动比率	0.68	1.57	1.76	1.73	1.83
非流动负债	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
长期借款	0	0	0	0	0	EPS	0.92	1.18	1.51	1.92	2.43
负债合计	359	459	489	569	644	每股净资产	3.66	8.68	9.85	11.50	13.62
股东权益	411	929	1062	1247	1485	每股经营现金流	1.05	1.06	1.19	1.54	1.76
股本	75	100	102	102	102	每股经营现金/EPS	1.15	0.90	0.79	0.80	0.72
留存收益	270	370	507	682	903	估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	37	44	57	73	94	PE	45.38	35.39	27.56	21.65	17.13
负债和权益总计	770	1388	1551	1816	2128	PEG	1.52	1.38	1.02	0.81	0.63
现金流量表					(百万)	PB	11.36	4.80	4.22	3.62	3.05
经营活动现金流	108	104	122	158	179	EV/EBITDA	24.85	19.84	15.76	12.85	9.81
其中营运资本减少	-28	-39	-67	-52	-86	EV/SALES	2.31	1.75	1.44	1.16	0.92
投资活动现金流	-31	-51	7	-12	-15	EV/IC	11.14	4.00	3.46	2.90	2.38
其中资本支出	34	46	-13	4	5	ROIC/WACC	3.48	1.62	1.87	2.05	2.20
融资活动现金流	-35	429	-30	-22	-21	REP	3.20	2.46	1.86	1.41	1.08
净现金总变化	42	482	99	123	144						

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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、意见及推测只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投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>