

爱婴室：国内领先的母婴专业连锁零售商。公司成立于2005年，前身为上海汇购信息技术有限公司，2009年更名为上海爱婴室商务服务有限公司，成立以来致力于为0-6岁婴幼儿家庭提供优质的母婴产品和服务，产品涵盖婴幼儿乳制品、纸制品、喂哺用品、玩具等品类，为中国母婴零售连锁标杆企业。公司实控人为董事长施琼，具备20余年母婴零售行业经验，持有23.30%公司股权，另外三位联合创始人亦持有公司股份，公司股权结构较稳定。

以华东为核心积极向外扩张门店网络，供应链丰富且优质。1) **渠道端：华东起家并核心积极向外扩张，布局线上和O2O实现全渠道覆盖。**公司为华东起家的母婴零售龙头，2005年于上海成立首家直营店，随后向江苏、福建、浙江等发达地区扩张，2021年收购“华中母婴连锁龙头”贝贝熊，实现华东、华南、西南、华中区域全覆盖。公司全面加速线下渠道拓展，积极向一二三线城市的新兴商圈渗透，24H1新店数量同比+138%；深度布局线上和O2O渠道，截至23年末公司O2O业务已覆盖38个经济发达城市，23H2业务同比+22%。2) **供应链：产品供应链丰富且优质，物流体系智能高效。**公司获得包括惠氏、爱他美在内的多个知名品牌直供合作，同时创新推出合兰仕、多优、亲蓓等自有品牌，以满足泛母婴家庭多元需求。此外，公司构建多节点分布式仓储物流网络，自建总仓建筑面积超6万平米，达15000个存储位，集装卸、包装、保管、运输为一体，高自动化物流设备输送能力可达6000箱/小时，发货满足率与准确率近100%，全面提升供应链效率。

联手万代南梦宫，“谷子经济”浪潮下未来成长空间较大。艾媒咨询预计2029年中国泛二次元及周边市场规模将突破8000亿元，成为全球泛二次元成长最快的市场，2024-2029年中国谷子经济市场规模CAGR或达12.8%，发展空间较大。万代为日本第一大、全球第二大玩具公司，业绩稳步增长，FY25H1营收/归母净利润分别同比+21.8%/+54.7%，其中玩具业务已跃升为万代第一大业务，数量超380个的IP矩阵助力万代商业价值增长。近年来，为实现海外收入占比50%的远期目标，万代积极扩张海外市场，尤其是中国市场；目前中国大陆共有7家高达基地，其中苏州高达基地为爱婴室和万代合作的首家实体店。爱婴室具备在核心商圈运营200-400㎡门店的经验和能力，有望赋能万代快速打开中国市场，长期空间可期。

投资建议：公司为华东起家的区域型龙头母婴连锁企业，在人口出生率降幅收窄、国家一系列刺激生育政策持续出台的背景下，有望通过持续扩张的门店网络、高效的供应链体系，实现主业的稳健增长；同时合作万代挖掘“谷子经济”，贡献业绩增量，长期空间较大，我们预计2024-2026年公司归母净利润分别为1.07/1.26/1.56亿元，同比分别+2.2%/+17.6%/+24.0%，3月7日收盘价对应PE为27/23/18X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：行业竞争加剧；生育率超预期下滑；与万代的合作进展不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,332	3,436	3,787	4,180
增长率(%)	-8.0	3.1	10.2	10.4
归属母公司股东净利润(百万元)	105	107	126	156
增长率(%)	21.8	2.2	17.6	24.0
每股收益(元)	0.76	0.77	0.91	1.13
PE	27	27	23	18
PB	2.5	2.4	2.3	2.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为2025年3月7日收盘价)

推荐

首次评级

当前价格：
20.71元
分析师 解慧新

执业证书：S0100522100001

邮箱：xiehuixin@mszq.com

目录

1 爱婴室：国内领先的母婴专业连锁商	3
1.1 公司概况：国内领先的母婴专业连锁零售商，提供全品类母婴商品和服务	3
1.2 股权结构：创始团队控股，股权结构较为稳定	4
1.3 管理团队：核心管理层深耕母婴行业多年，行业经验丰富.....	4
2 华东起家的母婴零售龙头，联手万代挖掘 IP 经济，成长空间可期	6
2.1 渠道：以华东为核心积极向外扩张，布局线上和 O2O 实现全渠道覆盖.....	6
2.2 供应链：产品供应链丰富且优质，物流体系智能高效.....	9
2.3 联手万代南梦宫，“谷子经济”浪潮下未来成长空间较大.....	11
3 财务分析	17
4 盈利预测与投资建议	20
4.1 盈利预测假设与业务拆分	20
4.2 估值分析	22
4.3 投资建议	23
5 风险提示	24
插图目录	26
表格目录	26

1 爱婴室：国内领先的母婴专业连锁商

1.1 公司概况：国内领先的母婴专业连锁零售商，提供全品类母婴商品和服务

国内领先的母婴专业连锁零售商，致力于为孕前至 6 岁婴幼儿家庭提供优质的全品类母婴用品和相关服务。公司前上海汇购信息技术有限公司成立于 2005 年 8 月，2009 年 3 月更名为上海爱婴室商务服务有限公司。自成立以来，公司致力于为 0-6 岁婴幼儿家庭提供优质的母婴产品和服务，经营产品涵盖婴幼儿乳制品、纸制品、喂哺用品、玩具、洗护用品、棉纺品、车床等品类。截至目前，公司已在母婴零售领域建立起较高的品牌认可度和专业经营优势，服务上千万的母婴家庭，成为中国母婴零售连锁标杆企业，品牌知名度高、渠道影响力强。

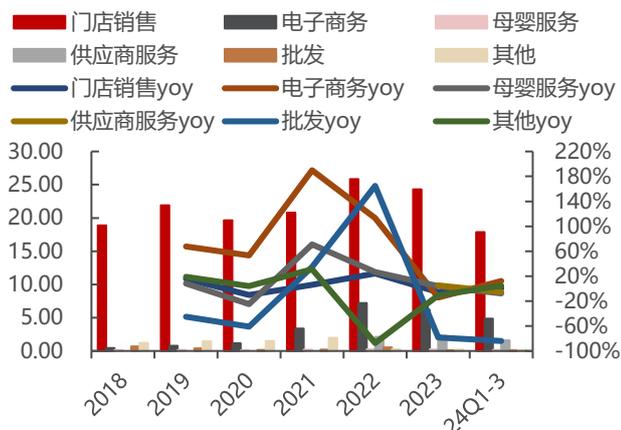
图1：爱婴室发展历程



资料来源：爱婴室招股说明书，公司公告，公司官网，ifind，民生证券研究院

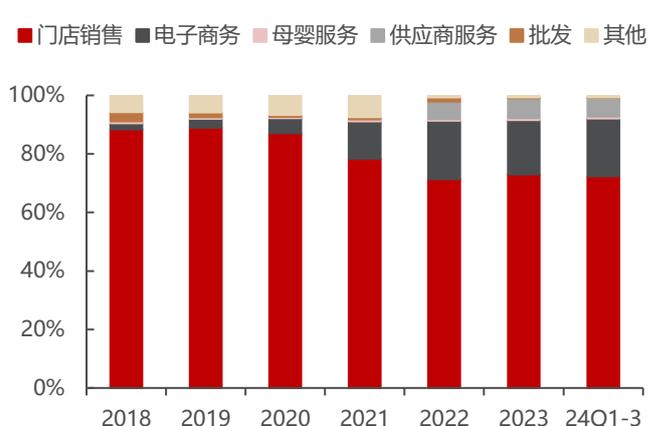
门店产品销售为主要销售业态，电子商务业务稳步拓展。1) 门店销售：指公司通过开设的实体直营门店向客户直接销售商品；2018-2023 年，门店销售营收从 18.87 亿元增至 24.32 亿元，对应 CAGR 为 5.21%；收入占比从 88.36% 下降至 73.01%，但仍维持在 70% 以上，为公司产品主要销售业态；2) 电子商务：指消费者通过公司 B2C 官方网站、微信公众号、APP 移动终端和天猫旗舰店，在线向公司下达订单订购相关商品，再由公司进行配送实现商品销售。2018-2023 年，电子商务营收稳步增长，从 0.45 亿元增至 6.17 亿元，对应 CAGR 为 68.56%；营收占比从 2.12% 增至 18.52%，收入占比随天猫、京东、唯品会、微信小程序以及抖音、快手等线上渠道的开拓稳步提升；3) 母婴服务：2018-2023 年，母婴服务同样稳步增长，从 0.13 亿元增至 0.23 亿元，对应 CAGR 为 12.81%；4) 供应商服务：2022/2023 年供应商服务营收分别为 2.14/2.25 亿元；5) 批发：指公司向大宗客户批量销售商品，实现商品销售收入；2018-2023 年，批发营收从 0.69 亿元降至 0.11 亿元，对应 CAGR 为 -30.16%。

图2：2018年-24Q1-3公司分业务营收(亿元)及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图3：2018年-24Q1-3公司分业务营收占比

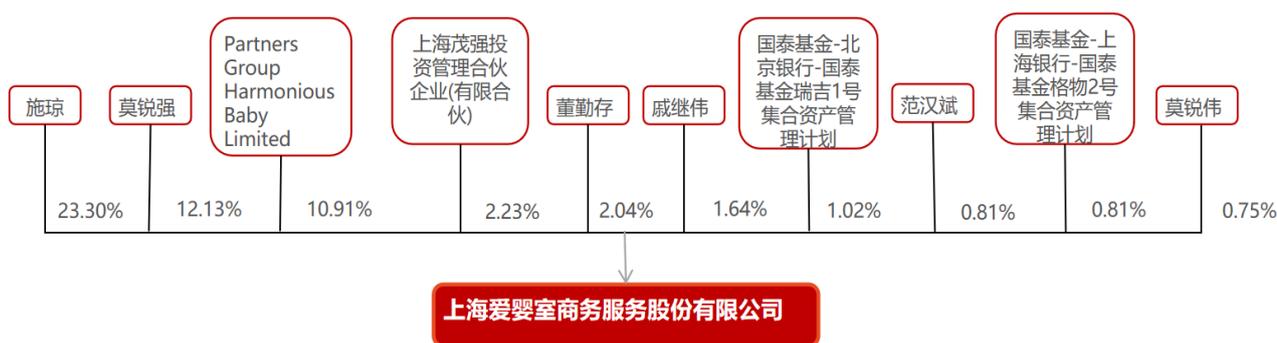


资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.2 股权结构：创始团队控股，股权结构较为稳定

创始团队控股，股权结构较为稳定。截至2024年9月30日，公司第一大股东为董事长施琼，为公司实控人，直接持有公司23.30%的股份；公司第三大股东为Partners Group Harmonious Baby Limited，直接持有公司10.91%的股份，其实控人为瑞士的Partners Group Holding AG，主营业务为投资管理；此外，莫锐强、董勤存、戚继伟三位联合创始人均持有公司股份，持股比例分别为12.13%、2.04%、1.64%，股权结构较为集中稳定。

图4：公司股权结构（截至2024年9月30日）



资料来源：公司公告，ifind，民生证券研究院

1.3 管理团队：核心管理层深耕母婴行业多年，行业经验丰富

核心管理层深耕母婴行业多年，行业经验丰富。公司创始人施琼先生为母婴行业的资深专家，深耕母婴零售市场26年，凭借其精耕细作和高瞻远瞩的战略眼光，

带领爱婴室成为母婴零售的领军企业。此外，公司的其他高管也具有丰富的母婴行业从业经验，如董秘高岷 2002 年后先后任职上海悦婴直销业务经理、爱婴室市场部经理、爱婴室副总经理等职位；副总裁莫锐强、副总裁王云均 2011 年左右加入爱婴室并任职至今。整体看公司核心高管具备较为丰富的母婴行业运营管理经验，有利于公司在母婴行业内的长期稳定发展。

表1：公司管理层履历一览

姓名	职务	履历
施琼	董事长兼总裁	1998 年 7 月至 2005 年 7 月担任上海悦婴总经理；2005 年 8 月起历任汇购信息、爱婴室有限董事长、总经理；2011 年 10 月至今担任爱婴室董事长、总裁。现任爱婴室董事长、总裁、敏信投资执行事务合伙人。
高岷	董事会秘书, 副总裁	2002 年 5 月至 2005 年 7 月担任上海悦婴婴幼儿用品有限公司直销业务经理；2005 年 8 月起先后担任上海汇购信息技术有限公司、上海爱婴室商务服务有限公司人事部经理、市场部经理、资财部总监、副总经理；2011 年 10 月至 2022 年 1 月任上海爱婴室商务服务股份有限公司副总裁、董事会秘书；2022 年 1 月至今任上海爱婴室商务服务股份有限公司高级副总裁、董事会秘书。
莫锐强	副总裁	2000 年 1 月至 2005 年 7 月担任上海悦婴采购总监；2005 年 8 月起先后担任汇购信息、爱婴室有限副总经理；2011 年 10 月至今担任爱婴室董事、副总裁。现任爱婴室董事、副总裁、茂强投资执行事务合伙人。
王云	副总裁	1996 年 7 月至 2003 年 8 月担任上海市曲阳医院临床医师；2003 年 9 月至 2006 年 7 月先后担任上海悦婴、汇购信息采购部经理；2006 年 8 月至 2012 年 3 月先后担任汇购信息、爱婴室有限及爱婴室商品部总监；2012 年 3 月起担任上海爱婴室商务服务股份有限公司副总裁。2022 年 1 月至今担任爱婴室董事兼高级副总裁。
王晓思	副总裁	2013 年 12 月起加入爱婴室集团，先后担任区域营运总监、华东大区总经理，自 2024 年 4 月起担任爱婴室集团全国营运总经理。
龚叶婷	财务副总裁	2004 年 7 月至 2006 年 12 月任职于普华永道中天会计师事务所高级审计员；2007 年 1 月至 2007 年 12 月任职于安永华明会计师事务所高级审计员；2008 年 1 月至 2011 年 12 月任职于李宁体育用品有限公司财务报告经理；2012 年 1 月至 2020 年 4 月任职于永嘉集团控股有限公司中国大陆地区财务总监；2020 年 4 月起任上海爱婴室商务服务股份有限公司财务副总裁。

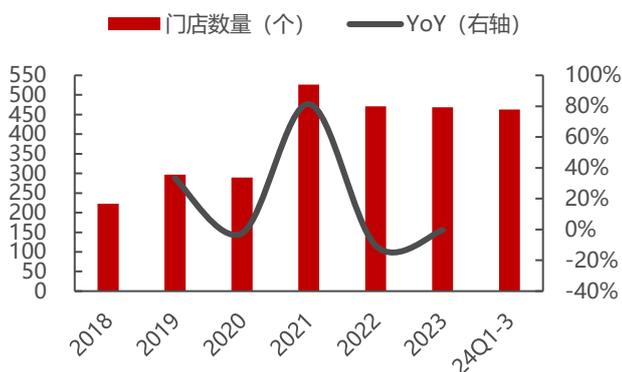
资料来源：公司公告，ifind，民生证券研究院

2 华东起家的母婴零售龙头, 联手万代挖掘 IP 经济, 成长空间可期

2.1 渠道: 以华东为核心积极向外扩张, 布局线上和 O2O 实现全渠道覆盖

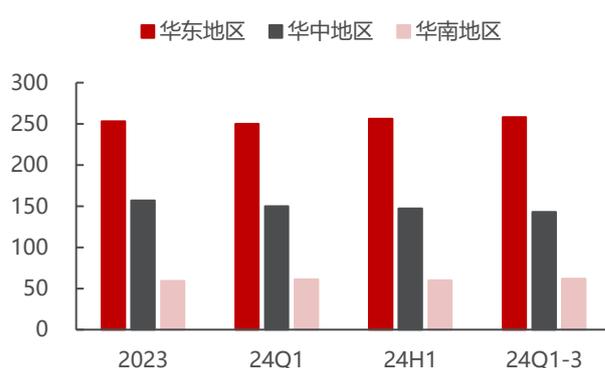
华东起家的母婴零售龙头, 并购华中母婴连锁品牌“贝贝熊”, 实现更广度的区域覆盖。爱婴室在上海起家, 2005 年上海首家直营店成立; 2005-2010 年间逐步以自建或收购方式向江苏、福建、浙江等邻近发达地区辐射 (福建及南通部分门店通过收购方式), 逐步成为华东地区最具影响力的母婴零售企业; 2021 年, 公司收购华中母婴连锁龙头贝贝熊, 快速切入湖南、湖北等华中区域, 实现华东、华南、西南、华中区域的营销网络覆盖; 截至 2024Q3, 爱婴室共开设 463 家线下门店, 其中华东地区/华中地区/华南地区门店数量分别为 258/143/62 家。

图5: 2018 年-2024Q1-3 爱婴室线下门店数量及增速



资料来源: 爱婴室公司公告, ifind, 民生证券研究院

图6: 2023 年-2024Q1-3 爱婴室分地区门店数量 (个)



资料来源: 爱婴室公司公告, ifind, 民生证券研究院

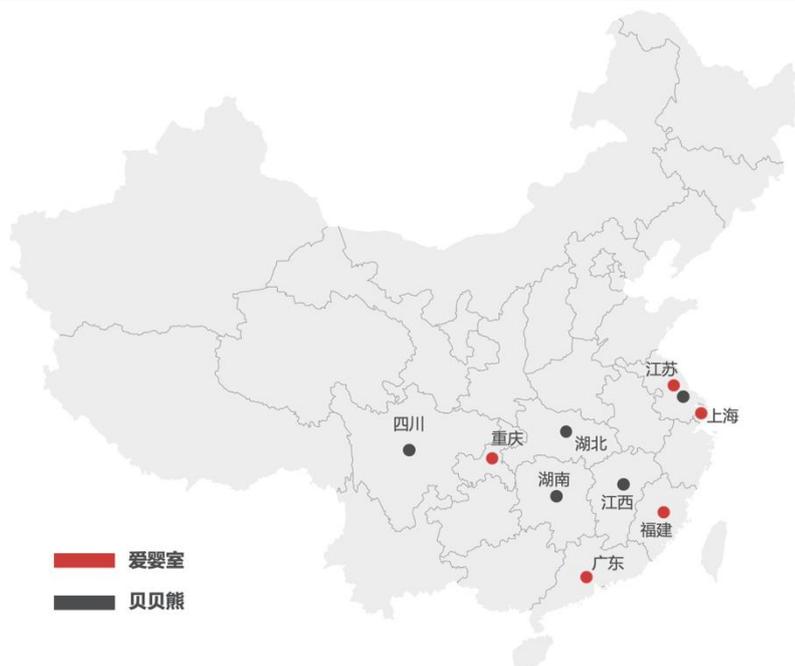
表2: 2018-2022 年爱婴室各地区门店数量 (个)

省份/直辖市	收购前			收购后	
	2018	2019	2020	2021	2022
上海	84	106	97	92	89
福建	42	52	47	48	49
江苏	51	62	66	113	101
浙江	46	56	63	67	62
重庆	-	20	15	19	15
广东	-	1	2	5	5
湖北	-	-	-	77	66
湖南	-	-	-	83	65
江西	-	-	-	9	4
四川	-	-	-	13	15
合计	223	297	290	526	471

资料来源: 爱婴室公司公告, 民生证券研究院

双品牌协同发展，提升公司市场竞争力。自 2021 年收购贝贝熊品牌后，公司开启爱婴室+贝贝熊双品牌运作模式，结合各品牌的特点与优势，在品牌强势区域持续拓展，实现原有华东、华南地区业务与华中区域业务在商品采购、营运管理、供应链体系、技术支撑、人员管理、全渠道整合等方面的优化协同，进一步提高公司竞争力，进而提升公司市占率。

图7：爱婴室和贝贝熊门店主要分布区域图



资料来源：爱婴室公司公告，民生证券研究院

爱婴室平均单店面积集中于 200-400 m²，具备运营万代高达基地此类面积门店的能力。根据公司公告，爱婴室在国内的平均单店面积集中于 200-600 m²，其中重庆、广东等地的平均单店面积集中在 200-400 m²；国内高达基地的直营门店面积范围约 100-300 m²，居于爱婴室擅长的运营面积范围，前景可期。

表3：2018-2022 年爱婴室分地区平均单店面积 (m²)

省份/直辖市	2018	2019	2020	2021	2022
上海	558.33	530.19	534.02	510.87	505.62
福建	592.86	548.08	576.60	547.92	534.69
江苏	594.12	717.74	798.48	660.18	671.29
浙江	715.22	751.79	792.06	726.87	691.94
重庆	-	155.00	220.00	394.74	373.33
广东	-	300.00	350.00	360.00	360.00
湖北	-	-	-	370.13	387.69
湖南	-	-	-	377.11	372.31
江西	-	-	-	400.00	325.00
四川	-	-	-	261.54	273.33

资料来源：爱婴室公司公告，民生证券研究院

全面加速线下渠道拓展，积极向一二三线城市中的新兴商圈进行深度渗透。

2024 年，公司充分考虑市场趋势、消费者行为变化、区域经济状况以及竞争对手的分布情况，全面加速拓展线下渠道，积极向一二三线城市中的新兴商圈进行深度渗透，24H1 公司在前景良好的商场中新开 19 家门店，新店数量同比+138%。

表4：2018-2023 年公司各地区新增和关闭门店数量（个）

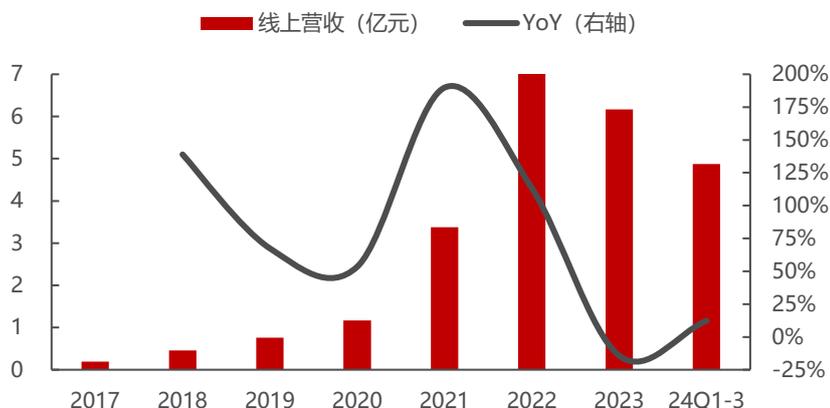
新增	2018	2019	2020	2021	2022	2023
上海	13	32	5	9	4	1
福建	10	10	3	5	6	6
江苏	9	14	9	12	3	9
浙江	13	13	15	11	3	6
重庆	-	3	-	4	1	1
广东	-	1	1	3	-	1
湖北	-	-	-	3	5	5
湖南	-	-	-	1	5	9
江西	-	-	-	-	-	2
四川	-	-	-	2	3	1
合计	45	73	33	50	30	41
关闭	2018	2019	2020	2021	2022	2023
上海	4	10	14	14	7	8
福建	4	-	8	4	5	2
江苏	3	3	5	10	15	6
浙江	-	3	8	7	8	1
重庆	-	1	5	-	5	-
广东	-	-	-	-	-	-
湖北	-	-	-	6	16	11
湖南	-	-	-	4	23	14
江西	-	-	-	-	5	1
四川	-	-	-	3	1	-
合计	11	17	40	48	85	43

资料来源：爱婴室公司公告，民生证券研究院；注：2021 年及之后关闭店铺数据包括爱婴室和贝贝熊两部分。

布局线上货架电商、社交电商及即时零售平台，实现营销渠道全覆盖。

爱婴室积极拓展线上渠道的广度与深度，形成以自有平台和第三方平台为主的电商销售渠道，其中，自有平台包括自营 APP、微信小程序，第三方平台主要是天猫、京东、拼多多、考拉、唯品会等主流电商平台；2023 年，公司自营第三方平台业务同比增长 77%，抖音平台成长迅速，同比增长 290%。此外，依托线下近 500 家门店的规模优势，公司与美团、饿了么、京东到家等平台合作，布局 O2O 即时零售业务，截至 2023 年末公司 O2O 业务已覆盖 38 个经济发达城市，23H2 业务同比增长 22%。

图8：2017年至2024Q1-3 爱婴室线上营收（亿元）及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.2 供应链：产品供应链丰富且优质，物流体系智能高效

知名品牌直供合作，保障货源稳定、货品优质。截至 24H1 末，爱婴室已获得惠氏、爱他美、诺优能、美素佳儿、好奇、尤妮佳等知名品牌的直供合作，直供合作有助于确保公司提供高质量、原产地可追溯的商品，同时也为消费者提供效期新鲜、优质稳定的货品保障。此外，品牌直供模式也有利于双方深入的结合，在商品销售的基础上，双方共同运营品牌客户，通过更多的资源和合理的分配，产生 1+1>2 的收益。

图9：与爱婴室直供合作的代表品牌



资料来源：公司公告，各品牌官网，民生证券研究院

创新自有品牌产品，满足更多泛母婴家庭消费需求。公司基于客户消费习惯、产品定位以及母婴消费市场的变化趋势，推出自有品牌矩阵，如合兰仕、多优、亲蓓、怡比、Cucutas 等，覆盖保健食品、纸尿裤、纸制品、婴幼儿棉纺品等多个品类，满足不同母婴需求以及泛母婴家庭的消费场景。

表5：爱婴室代表性自有品牌矩阵

品牌名称	品牌产品示例	涵盖品类
多优 (Dyoo)		纸尿裤、纸品
亲蓓 (Kenbie)		纸制品、洗涤护理、用品
怡比 (Hibe)		婴幼儿内衣等棉品
Cucutas		婴幼儿外出服等棉品
合兰仕 (Herlanze)		保健食品

资料来源：爱婴室公司公告，民生证券研究院

构建多节点分布式仓储物流网络，提升供应链效率。爱婴室是国内行业首家自建仓储物流中心的母婴连锁企业，截至 24H1 末已构建了覆盖华东、华中、华南、西南区域的多节点分布式仓储物流网络；其中，自建总仓位于华东区域的地理中心浙江嘉善，为公司规模最大的物流战略枢纽，承担江浙沪闽区域及集团整体电商的仓储物流功能，总建筑面积超 6 万平米，15000 个存储位，集装卸、包装、保管、运输于一体，库内具有现代化且高规格的配套设备以及智能化的仓储物流管理系统，可实现全流程自动化作业，以及异地门店、线上各平台的快速响应，高自动化的物流设备大幅度提高配送中心的吞吐能力和作业正确率，输送能力可达 6000 箱/小时，发货满足率与准确率接近 100%；区域分仓分别位于湖北武汉、湖南长沙、四川成都等 7 个交通发达城市，总计面积近 2 万平，有效补充总仓未覆盖区域，充分满足全国市场端到端供应链的服务需求。

2.3 联手万代南梦宫，“谷子经济”浪潮下未来成长空间较大

中国泛二次元市场正值快速成长时期。根据艾媒咨询数据，2024年中国泛二次元用户规模达 5.03 亿人，同比+2.7%，预计 2029 年将达 5.70 亿人。2017-2024 年，中国泛二次元及周边市场规模由 2212 亿元迅速扩张至 5977 亿元，期间 CAGR 为 15.3%，预计 2024-2029 年市场规模将以 6.9% 的复合增速稳步增长至 8344 亿元，成为全球泛二次元成长最快的市场。

图10：2017A-2029E 中国泛二次元用户规模（亿人）及增速



资料来源：艾媒咨询，民生证券研究院

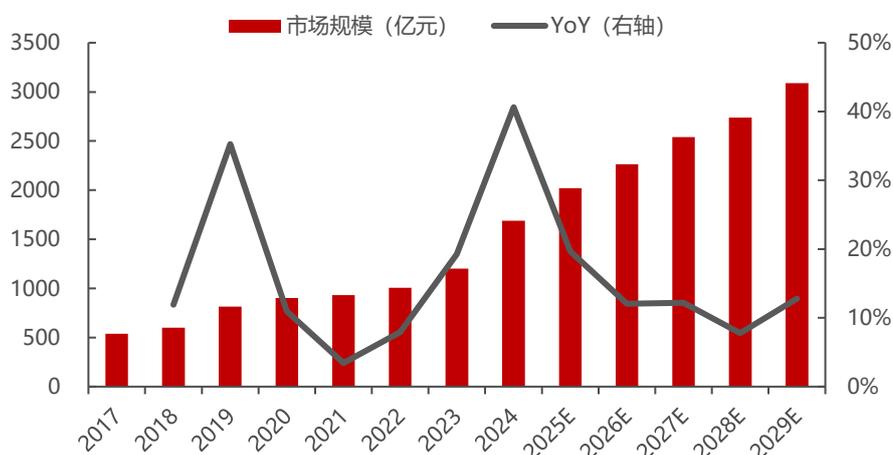
图11：2017A-2029E 中国泛二次元及周边市场规模（亿元）及增速



资料来源：艾媒咨询，民生证券研究院

24-29 年中国谷子经济市场规模 CAGR 为 12.8%。根据艾媒咨询数据，中国谷子经济市场规模由 2017 年的 537 亿元增长至 2024 年的 1689 亿元，对应 CAGR 达 17.8%；伴随着二次元用户规模扩大和市场规模扩容，谷子经济在中国市场表现出较大的发展潜力，预计到 2029 年中国谷子经济市场规模有望突破 3000 亿元，2024-2029 年 CAGR 或达 12.8%。

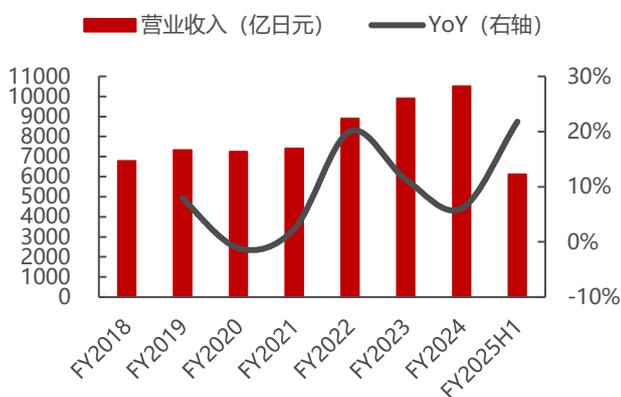
图12：2017-2029E 中国谷子经济市场规模（亿元）及增速



资料来源：艾媒咨询，民生证券研究院

万代为日本 IP 龙头公司，FY25H1 业绩维持增长趋势。万代 (BANDAI) 于 1950 年成立于日本，是日本第一大、全球第二大玩具公司 (仅次于乐高)，主要经营销售拼装模型、成品手办、玩具、扭蛋、卡牌等潮玩，致力于推广“欢乐时光”的丰富多彩的商品与服务，向消费者传递“梦想、娱乐、感动”。FY2018-FY2024，万代营收整体呈现稳健上升趋势，CAGR 达 7.6%；归母净利润经历短期下滑后恢复增长，CAGR 达 11.1%。FY2025H1 (2024 年 4 月 1 日-2024 年 9 月 30 日)，万代实现营收 6113.91 亿日元，同比+21.8%；归母净利润 807.27 亿日元，同比+54.7%，主要系玩具、游戏行业热度提升带动产品销售业绩增长。

图13: FY2018-FY2025H1 万代营业收入 (亿日元) 及增速



资料来源: 万代公司公告, 民生证券研究院
注: 财年周期为前一自然年 4 月 1 日-当年 3 月 31 日

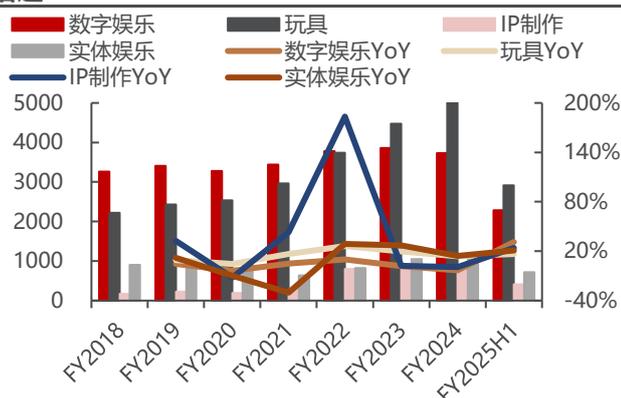
图14: FY2018-FY2025H1 万代归母净利润 (亿日元) 及增速



资料来源: 万代公司公告, 民生证券研究院
注: 财年周期为前一自然年 4 月 1 日-当年 3 月 31 日

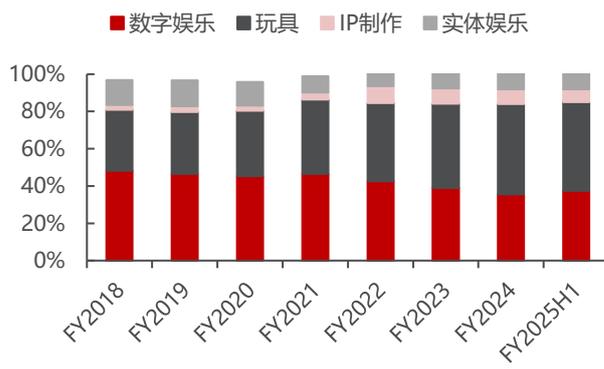
玩具营收占比逐年提高，已跃升为万代第一大业务。凭借丰富的玩具品类以及长寿热门 IP 的加持，万代玩具深受市场消费者的青睐，业务营收稳健增长，于 FY2023 首次超越数字娱乐业务，成为营收的最主要来源。FY2025H1，万代数字娱乐/玩具/IP 制作/实体娱乐的营收分别为 2285.50 亿日元/2916.33 亿日元/412.89 亿日元/716.40 亿日元，同比分别+31.1%/+16.7%/+23.9%/+20.9%，收入占比分别为 37.4%/47.7%/6.8%/11.7%。

图15: FY2018-FY2025H1 主要业务营收 (亿日元) 及增速



资料来源: 万代公司公告, 民生证券研究院

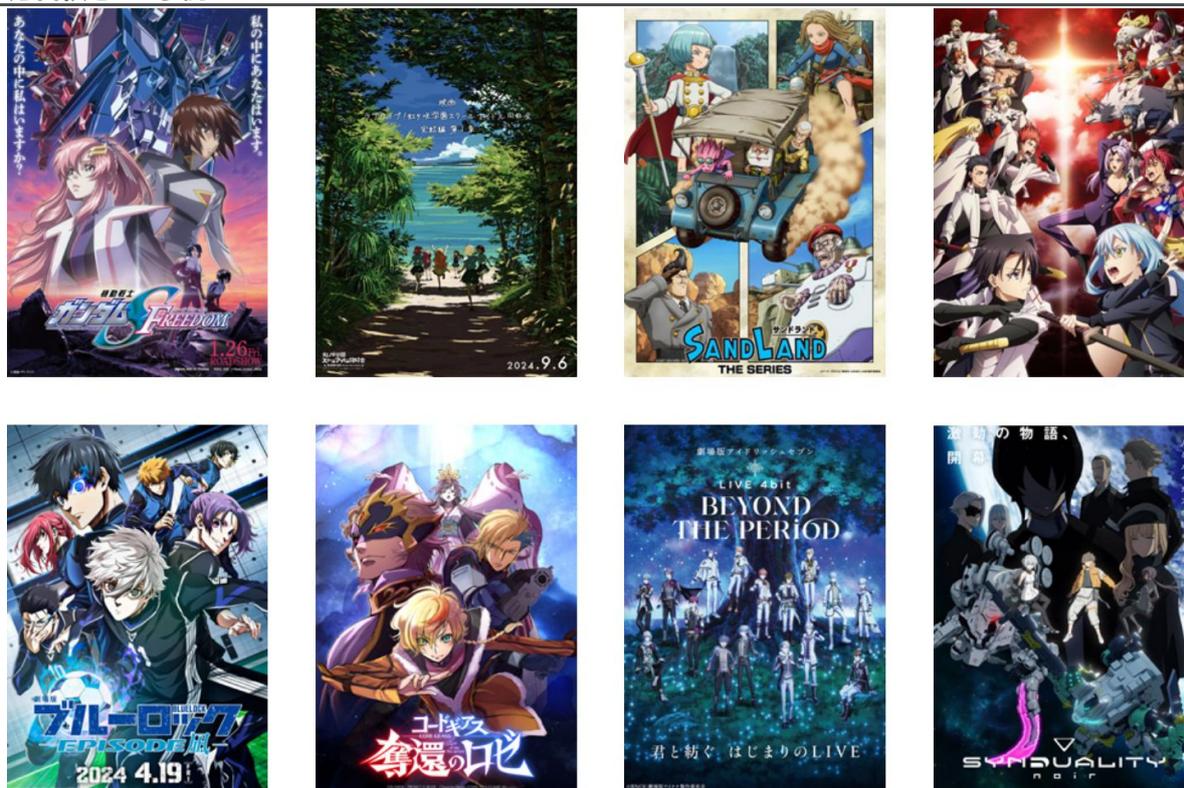
图16: FY2018-FY2025H1 主要业务营业收入占比



资料来源: 万代公司公告, 民生证券研究院

丰富 IP 矩阵助力万代商业价值增长。2022 年 4 月,万代发布 3 年中期计划,提出以“IP 轴战略”为核心目标,开发多元产品与服务,目前万代每年运营的 IP 数量多达 380+ 个。FY2025H1, 机动战士高达、龙珠以及航海王为万代销售额前三的 IP, 销售规模远领先于其他 IP, 销售额分别为 765 亿日元/757 亿日元/732 亿日元, 同比增速分别为+5.4%/+10.7%/+28.2%; 火影忍者为 FY2025H1 前九大 IP 中销售额增长最快的 IP, 销售额为 150 亿日元/yoy+36.4%; 奥特曼和超级战队 IP 的 FY2025H1 销售额同比均有所下滑。

图17: 万代核心 IP 示例



资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

表6: 截至 FY25H1, 万代旗下 IP 销售额 Top9 排行榜

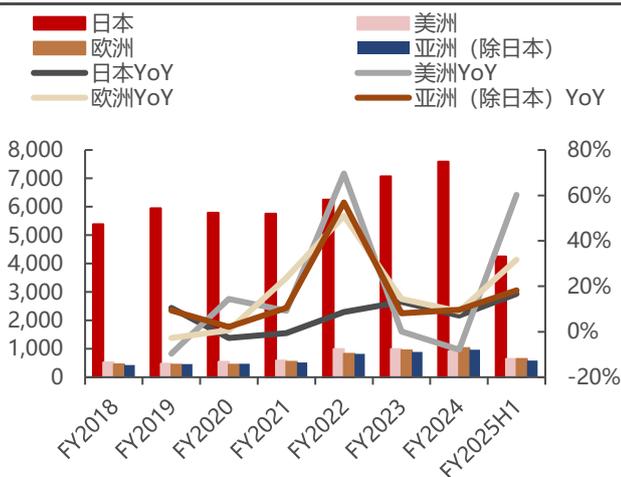
排名	IP	IP 来源	FY25H1 销售额 (亿日元)	FY24H1 销售额 (亿日元)	YoY
1	机动战士高达	原创	765	726	5.4%
2	龙珠	授权合作	757	684	10.7%
3	航海王	授权合作	732	571	28.2%
4	火影忍者	授权合作	150	110	36.4%
5	假面骑士	授权合作	146	129	13.2%
6	奥特曼	授权合作	81	95	-14.7%
7	面包超人	授权合作	53	47	12.8%
8	光之美少女	授权合作	33	28	17.9%
9	超级战队	授权合作	29	33	-12.1%

资料来源: 万代公司公告, 民生证券研究院

日本仍为万代最大销售市场, FY2025H1 营收占比为 69.5%。FY2020 以前, 万代在日本地区的营收占比基本维持在 80%左右, 近年来随着公司在海外扩张进程加快, 日本地区营收占比逐渐下降; FY2025H1, 日本/美洲/欧洲/亚洲(除日本)的营收分别为 4246.89 亿日元/646.73 亿日元/636.64 亿日元/583.66 亿日元, 营收占比分别为 69.5%/10.6%/10.4%/9.5%, 日本仍为万代最大销售市场。

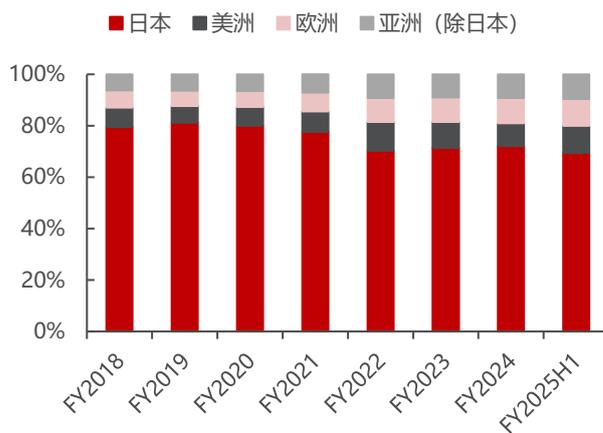
积极布局海外市场, 致力于实现海外市场收入占比 50%的远期目标。 FY2025H1, 万代海外地区营收合计占比约 30%, 与 50%的目标仍存在一定距离; 海外市场, 万代将北美和中国作为重点发展市场, 积极调整组织架构, 整合海外子公司业务, 并结合各地区特点, 融合海外 IP 和日本 IP, 打造独具特色的产品, 此外, 公司将头部 IP 《机动战士高达 SEED FREEDOM》授权海外 82 个国家和地区, 不断拓展粉丝群体, 带动高达模型海外销售额大幅增长; 未来万代计划通过持续推广热销高达模型、发布视觉作品、加快拓店节奏、利用社媒开展促销活动等方式进一步推进海外业务。

图18: FY2018-FY2025H1 分地区营收(亿日元)及增速



资料来源: 万代公司公告, 民生证券研究院

图19: FY2018-FY2025H1 分地区营业收入占比



资料来源: 万代公司公告, 民生证券研究院

重视中国市场, 不断完善中国区域销售渠道。 万代最早于 2015 年开始中国区域商业版图的拓建, 同年 1 月万代南梦宫(上海) 正式登陆中国; 2017 年 10 月, 中国市场获万代南梦宫集团旗下高达等一系列经典 IP 的授权, 随后万代便先后布局京东、淘宝、抖音渠道店铺, 先从线上渠道开始产品销售高达、奥特曼等 IP 玩具产品; 2018 年 8 月, 万代拓展线下, 内地首家高达基地于上海开业, 完成线上线下全渠道布局。

表7: 万代布局中国历程

时间	布局事件
2015 年 1 月	万代南梦宫(上海) 登陆中国, 主营游戏业务
2017 年 10 月	万代南梦宫集团旗下部分经典 IP 授权中国市场
2017 年 12 月	万代南梦宫(中国) 于上海成立, 预计布局玩具、游戏、影像、娱乐设施等泛娱乐领域
2018 年 4 月	万代南梦宫(中国) 首次与上海浦江知识产权国际论坛合作, 分享引进 IP、IP 产业链相关经验 提出中期计划, 将中国作为重点发展战略强化区域

2018年8月	万代南梦宫中国内地首家高达基地登陆上海 携手中国本土原创 IP《暗界神使》亮相 ChinaJoy, 宣布 IP 动画化及游戏化
2018年11月	天猫旗舰店、微信店开张, 主要销售 IP 授权衍生品
2019年1月	万代南梦宫(上海)玩具有限公司成立, 主营玩具类业务
2019年5月	万代南梦宫(上海)游乐有限公司成立, 主营娱乐设施相关业务
2019-2020年	推出中国市场限定“十二生肖高达·亥猪”、“十二生肖高达·子鼠”产品
2021年4月	高达基地大陆第二店于上海开业, 中国首座 1:1 高达立像揭幕
2022年10月	中国大陆第三家、华南首家高达基地旗舰店于深圳正式开业
2023年5月	高达基地 SATELLITE 天津店开业
2024年5月	中国大陆第四家高达基地旗舰店于北京开业
2024年12月	授权爱婴室, THE GUNDAM BASE SATELLITE 苏州店开业
2025年1月	高达基地 SATELLITE 重庆店开业

资料来源: 万代南梦宫中国公众号, GameLook 公众号, 东西文娱公众号, 游戏时光 VGtime 公众号, THEGUNDAMBASE 公众号, 爱企查, 民生证券研究院

表8: 万代线上渠道布局

线上平台	成立时间	销售产品
官方线上商城-PREMIUM BANDAI	2009年	以模型、饰物、动漫周边为主, 涵盖高达、鬼灭之刃、数码暴龙、龙珠、光之美少女、超级战队等热门 IP, 大部分商品限时限量发售, 只接受网上订购, 一般不设于零售店贩卖
京东-万代官方旗舰店	2017年	以拼装模型、手办为主, 涵盖高达、奥特曼、假面骑士、航海王、龙珠、迪士尼等 IP
天猫-万代官方旗舰店	2018年	以手办、模型等为主, 涵盖机动战士高达、奥特曼、假面骑士、航海王、龙珠、火影忍者、宝可梦等热门 IP, 大多产品为现货
微信小程序-万代南梦宫官方微信商城	2018年	拼装模型、手办、玩具、卡片等, 涵盖机动战士高达、奥特曼、假面骑士、航海王、龙珠、鬼灭之刃等 IP, 部分产品以定金预售方式销售
抖音-万代南梦宫娱乐旗舰店	2022年	以模型为主, 涵盖机动战士高达、奥特曼、航海王、数码宝贝、鬼灭之刃、宝可梦等 IP, 官方账号以发布视频作品的形式宣传产品

资料来源: 天猫, 京东, 抖音, PREMIUM BANDAI 公众号, 万代南梦宫线上官方公众号, 民生证券研究院

万代此前主要以经销商代理方式布局中国市场。讯合行、瑞华行以及灵动创新为万代旗下核心的一级经销商, 负责不同 IP 的产品代理, 这些经销商凭借其丰富的代理经验, 与线下连锁零售店等渠道建立深度的合作关系, 进一步扩大万代在中国市场的影响范围。

表9: 万代于中国市场合作的核心经销商

经销商	成立时间	简介
瑞华行	1994年	万代一级经销商, 拥有 30 年销售经验, 主要代理万代、多美、MOOSE、MGA、银辉等知名国际玩具品牌。线下布局以连锁零售店为主(包括 Toys R Us、山姆会员店、COSTCO, 名创优品, 大潮玩、KKV、三福等), 线上覆盖天猫、京东、拼多多、抖音等平台。
灵动创新	2009年	万代一级经销商, 旗下拥有魔幻陀螺、列车超人、灵动宝石等原创 IP, 并与奥特曼、名侦探柯南、漫威、斗罗大陆等知名 IP 建立深度合作关系, 目前在国内 40 多个大中城市建立了 30000+ 销售网点。
讯合行	2016年	万代一级经销商, 团队成立之初便与万代建立深度合作关系, 2013 年登上日本知名玩具杂志(中国唯一一家), 2018 年获万代授予卓越业务发展奖并于国内开设连锁门店, 目前旗下门店共 14 家, 积累批发客户 500+。

资料来源: 各公司官网, 民生证券研究院

合作万代，携手打造苏州首家高达基地线下体验店。高达基地为日本万代南梦宫旗下的高达拼装模型官方旗舰店，提供以高达为主题的多种体验，消费者可在门店内购买常规款高达拼装模型、周边，以及仅在高达基地线下门店销售的限定款商品；此外，高达基地还陈列出较多精美的高达拼装完成品，供消费者参观。截至2024年12月31日，中国大陆地区共有6家高达基地（常驻、非快闪），分别位于北京（1家）、上海（2家）、深圳（1家）、天津（1家）、苏州（1家），其中上海、北京、深圳高达基地为万代直营，天津 SATELLITE 店为凯知乐集团运营的授权店，苏州为爱婴室旗下的上海麦趣乐商业有限公司运营的授权店。

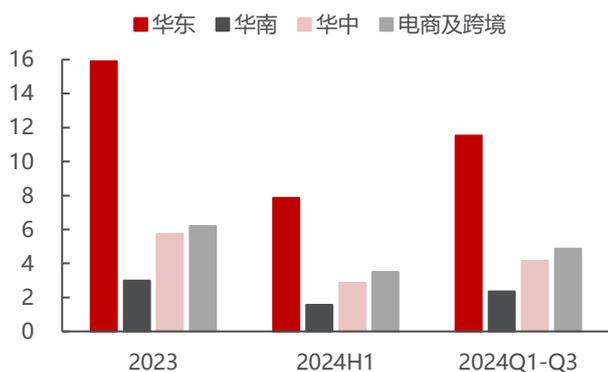
图20：万代于中国内地线下开设的店铺（截至2024年12月31日）



资料来源：万代公司官网，民生证券研究院

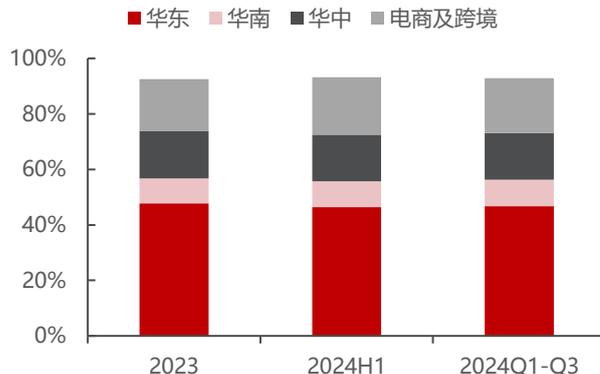
爱婴室具备较强的门店运营能力，有望赋能万代打开中国市场，长期空间可期。对于万代而言，选择当地龙头零售商能够帮助其快速打开市场，而爱婴室为中国母婴零售龙头，截至24H1末已在上海、宁波、厦门、无锡、武汉等地区的商场内开设近500家直营门店，单店合同面积在300-600平区间，具备在核心商圈运营200-400平门店的经验能力。苏州高达基地为爱婴室和万代合作的首家实体店，若爱婴室能较好复用门店运营经验，使得苏州高达基地门店取得较优秀的经营业绩，双方未来合作有望进一步深化，空间可期。

图21：2023年至24Q1-3 爱婴室分地区营收（亿元）



资料来源：ifind，民生证券研究院

图22：2023年至24Q1-3 爱婴室分地区营收占比

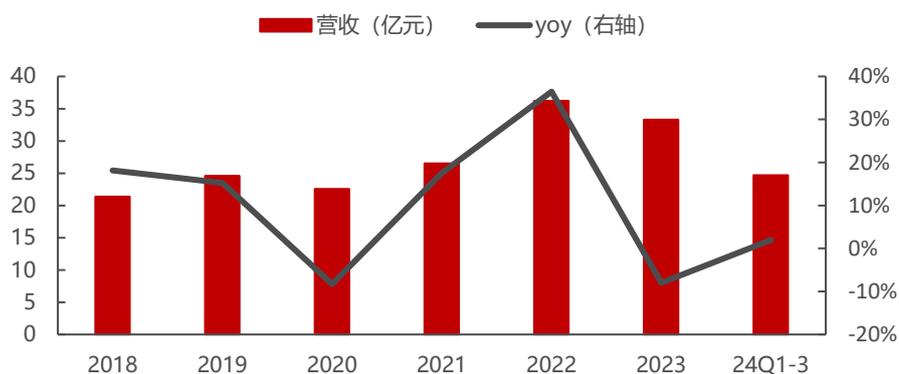


资料来源：ifind，民生证券研究院

3 财务分析

23 年公司主动优化渠道，24Q1-3 营收恢复增长。2018-2022 年，公司营业收入从 21.35 亿元增至 36.19 亿元，对应 CAGR 为 14.10%；2023 年，因公司主动优化精简低效门店，以及电子商务部分渠道平台销售下降，导致销售收入下降，实现营收 33.32 亿元，同比-7.95%；24Q1-3，公司营收为 24.68 亿元，同比+1.95%，收入恢复增长。

图23：2018 年至 24Q1-3 公司营收（亿元）及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

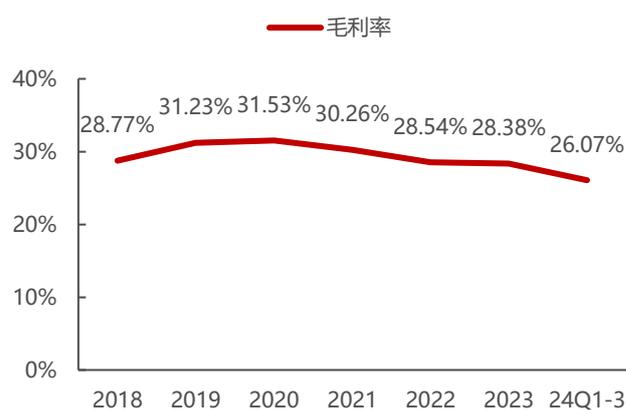
毛利率增长承压，24Q1-3 毛利率为 26.07%。2019 年来公司毛利率呈下滑趋势，2019-2023 年毛利率分别为 31.23%/31.53%/30.26%/28.54%/28.38%。

图24：2018 年至 24Q1-3 公司毛利（亿元）及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

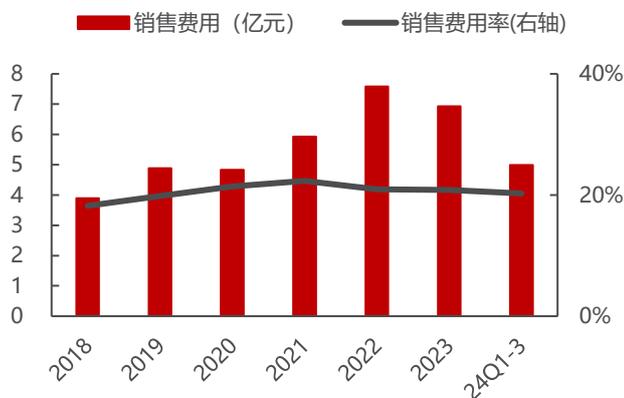
图25：2018 年至 24Q1-3 公司毛利率



资料来源：公司公告，民生证券研究院

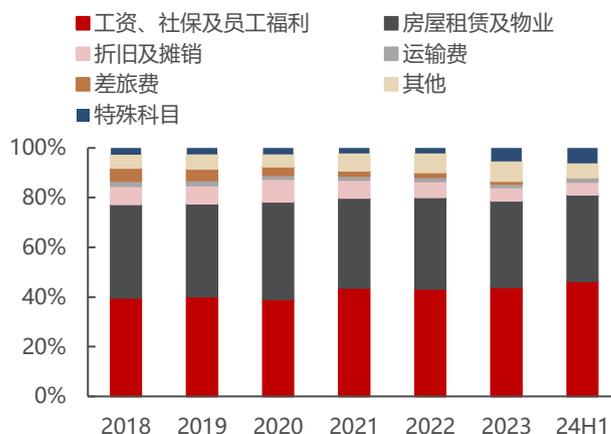
销售费用持续增加，销售费用率较为稳定。公司销售费用主要包含职工薪酬、差旅费、租赁及物管费（含使用权资产折旧）、运输费等。2018-2022 年，公司销售费用投入持续增加，从 3.89 亿元增至 7.58 亿元，对应 CAGR 为 18.15%；销售费用率从 18.22%增至 20.95%。2023 年，公司通过主动调整门店布局，优化单店面积配置，并致力于提升员工效能，构建更加高效的运营模式，销售费用同比-8.55%至 6.93 亿元，对应销售费用率同比-0.14pct 至 20.81%。

图26: 2018年至24Q1-3公司销售费用(亿元)及销售费用率



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

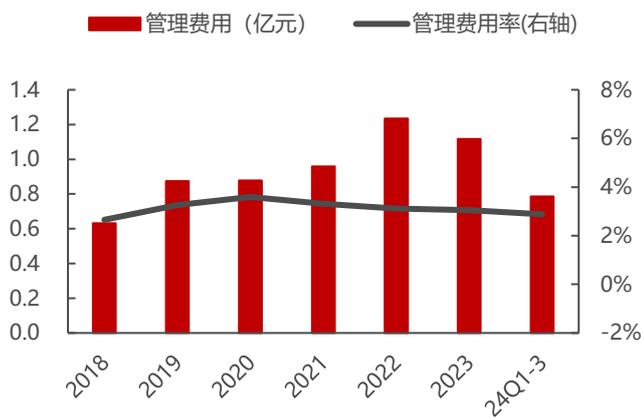
图27: 2018年至24H1公司销售费用拆分



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

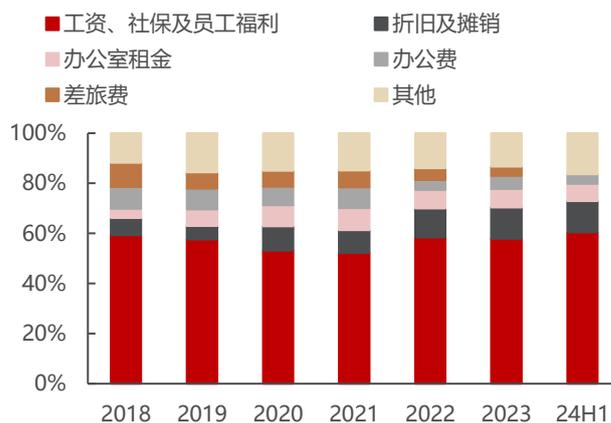
管理费用总体呈上升趋势, 管理费用率保持稳定。公司管理费用主要包含职工薪酬、折旧及摊销、办公室租金、差旅费、办公费等。2018-2022年, 公司管理费用逐年增加, 从0.63亿元增至1.23亿元, 对应CAGR为18.26%; 管理费用率较为稳定, 从2.96%增至3.41%, 主要系营收增长与管理费用增长趋于同步; 2023年公司通过运用人工智能等信息化技术, 提高日常管理工作自动化水平, 实现人员团队结构优化, 有效控制人力成本费用, 节约管理费用开支, 管理费用同比-9.51%降至1.12亿元, 对应管理费用率同比-0.06pct至3.35%。

图28: 2018年至24Q1-3公司管理费用(亿元)及管理费用率



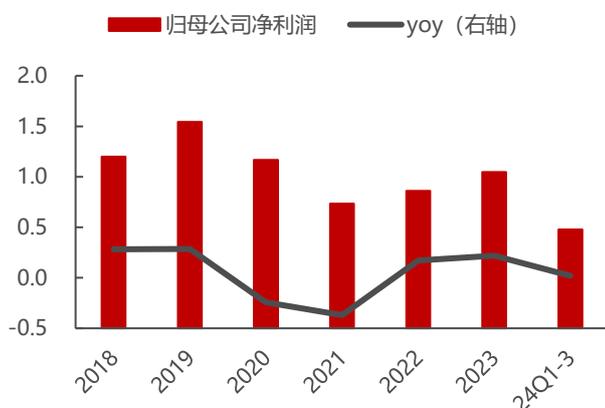
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图29: 2018年至24H1公司管理费用拆分

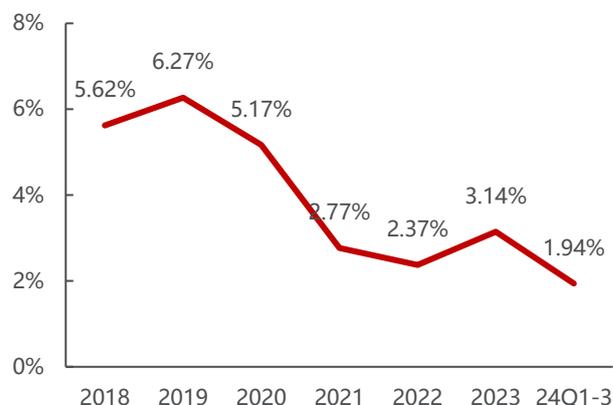


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

2023年归母净利率同比+0.77pct至3.14%。2019-2021年, 公司归母净利润持续下滑, 从1.54亿元降至0.73亿元, 主要系公共卫生事件反复影响; 2021-2023年, 稳增长政策的持续发力, 国内经济呈回暖态势, 同时公司通过外延式并购、降本增效等举措, 归母净利润恢复增长, 从0.73亿元提升至1.05亿元, 对应归母净利率从2.77%恢复至3.14%。

图30: 2018年至24Q1-3公司归母净利(亿元)及增速


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图31: 2018年至24Q1-3公司归母净利率


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

2023年/24Q1-3公司ROE分别为9.46%/4.28%。2018-2021年, 公司ROE从19.06%降至7.20%, 主要系资产周转率、销售净利率出现较大波动, 其中资产周转率从2018年的1.98降至2021年的1.17, 销售净利率从2018年的6.12%降至2021年的3.01%。2021-2023年, 公司ROE回升, 从7.20%上升至9.46%, 主要系公司通过强化精细化运营、降本增效等举措, 销售净利率和资产周转率回升。

表10: 公司ROE拆解

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	24Q1-3
权益乘数	1.71	1.6	1.66	2.23	2.66	2.39	2.29
资产周转率(次)	1.98	1.62	1.34	1.17	1.3	1.26	0.96
销售净利率(%)	6.12%	6.91%	5.67%	3.01%	2.71%	3.48%	2.13%
ROE(%)	19.06%	16.24%	11.47%	7.20%	8.20%	9.46%	4.28%

资料来源: ifind, 民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

对于爱婴室主业，我们将按照业务进行拆分，做出如下假设：

1) 门店销售业务：24Q1-3 门店销售业务收入 17.86 亿元，同比+0.65%。考虑到公司加速拓展线下优质门店，24H1 新店数量相较于去年同期增长 138%，门店总数近 500 家，同时新增 SPA 服务馆和体验式门店，我们预计公司门店销售收入将延续平稳增长的态势，预计 2024-2026 年门店销售业务分别实现营收 24.81/26.30/28.40 亿元，同比+2.0%/+6.0%/+8.0%；毛利率方面，考虑公司持续优化产品结构，积极布局高毛利的自有品牌产品，我们预计 2024-2026 年门店销售业务毛利率稳步提升，分别为 26.5%/26.7%/26.8%。

2) 电子商务业务：24Q1-3 电子商务业务收入 4.88 亿元，同比+12.32%。考虑到公司通过自营 APP、微信小程序、天猫、京东、拼多多等平台全面布局线上电商渠道，并与小红书、微博等平台合作推进品牌宣传与营销，预计 2024-2026 年电子商务业务营收分别为 6.73/7.30/7.88 亿元，同比+9.0%/+8.5%/+8.0%；毛利率方面，随着线上布局加码以及跨境电商业务推进，预计 2024-2026 年电子商务业务毛利率分别为 12.0%/12.2%/12.5%。

3) 母婴服务业务：24Q1-3 母婴服务业务营业收入为 0.16 亿元，同比-7.80%。考虑近年来我国母婴行业面临人口出生率下降的挑战，新生儿数量减少使得母婴服务需求下降，我们预计 2024 年公司母婴服务业务收入将同比下滑 5%至 0.22 亿元；考虑 2024 年受近几年生育意愿累积、各地生育支持政策逐渐落实以及龙年生肖偏好等因素影响，全国出生人口自 2017 年以来首次回升，生育环境略有改善，我们预计 2025-2026 年公司母婴服务业务有望逐步回暖，分别实现营收 0.23/0.24 亿元，同比+3.0%/+5.0%；毛利率方面，预计 2024-2026 年母婴服务业务毛利率分别为 23.0%/25.0%/27.0%。

4) 供应商服务业务：24Q1-3 供应商服务业务营业收入为 1.59 亿元，同比-5.38%。考虑爱婴室门店以商场直营店为主，2024 年线下商场客流承压，线下门店供应商品品牌活动等或将减少，我们预计 2024 年公司供应商服务业务营收或将同比下滑 3%至 2.18 亿元，2025-2026 年业务规模有望随线下门店客流恢复而实现增长，收入分别为 2.23/2.29 亿元，同比+2.0%/+3.0%；毛利率方面，受线上渠道快速发展影响，线下渠道竞争优势减弱，我们预计 2024-2026 年公司供应商服务业务毛利率或将延续小幅下滑态势，分别为 87.0%/86.5%/86.0%。

5) 批发业务：24Q1-3 批发业务营业收入为 0.02 亿元，同比-84.01%。考虑公司未来将重点发力自有商品，批发业务规模或将继续收缩，我们预计 2024-2026 年批发业务营收分别为 0.03/0.02/0.02 亿元，同比-70.0%/-40.0%/-20.0%；毛利率方面，预计 2024-2026 年批发业务毛利率均维持在 17.0%。

6) 其他业务: 24Q1-3 其他业务营业收入为 0.17 亿元, 同比+4.73%; 预计 2024-2026 年其他业务收入增速和毛利率保持稳定, 营收分别为 0.23/0.25/0.26 亿元, 同比+5.0%/+5.0%/+5.0%, 毛利率分别为 99.0%/99.0%/99.0%。

对于爱婴室与万代合作的业务, 目前万代高达基地已基本完成一线城市门店布局, 在北京、上海、深圳均开有门店; 对于新一线城市, 万代高达基地已进入天津、苏州、重庆, 还有成都、杭州、武汉、西安、南京、长沙、郑州、东莞、无锡、宁波、青岛和合肥 12 个城市尚未布局。考虑万代高达基地的开店策略为一城一店, 我们认为短期看万代高达基地在国内的开店空间为 19 家 (已开设的 4 家一线城市门店+3 家新一线城市, 以及尚未布局的 12 个新一线城市)。基于此, 我们认为, 若苏州高达基地合作顺利, 爱婴室有望与万代达成更深层次的合作, 未来 2-3 年合作逐步完成新一线城市门店的布局, 预计 2024-2026 年合作开设的高达基地门店数分别达 1/9/14 家; 单店收入方面, 国内头部 IP 类产品连锁品牌有泡泡玛特和 TOP TOY, 24H1 泡泡玛特/TOP TOY 线下门店平均单店营收约 393/220 万元, 考虑①高达产品单价多为泡泡玛特/TOP TOY 的 3-4 倍, 少数限量款的产品单价更高, ②高达模型为拼装类玩具, 完整拼装模型需要一定时间, 消费者购买高达模型的频次或低于泡泡玛特盲盒类产品, 我们预计高达基地 2024 年单店收入约 1500 万元, 2025-2026 年单店收入稳步增长, 分别为 1725/1932 万元; 以门店数*单店收入计算得, 预计 2024-2026 年万代高达基地将分别贡献公司收入 0.15/1.55/2.70 亿元。

表11: 爱婴室分业务收入预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	3,619.46	3,331.54	3,435.87	3,786.97	4,179.61
yoy	36.46%	-7.95%	3.13%	10.22%	10.37%
毛利率	28.54%	28.38%	28.29%	30.88%	32.53%
1) 门店销售业务					
营业收入 (百万元)	2584.69	2432.24	2480.88	2629.73	2840.11
yoy	24.30%	-5.90%	2.0%	6.0%	8.0%
毛利率	26.33%	26.44%	26.50%	26.70%	26.80%
2) 电子商务业务					
营业收入 (百万元)	720.31	617.11	672.64	729.82	788.20
yoy	113.27%	-14.33%	9.0%	8.5%	8.0%
毛利率	17.55%	11.82%	12.00%	12.20%	12.50%
3) 母婴服务业务					
营业收入 (百万元)	22.57	23.44	22.26	22.93	24.08
yoy	26.58%	3.85%	-5.0%	3.0%	5.0%
毛利率	14.22%	20.57%	23.00%	25.00%	27.00%
4) 供应商服务业务					
营业收入 (百万元)	213.91	224.93	218.18	222.54	229.22
yoy	-	5.15%	-3.0%	2.0%	3.0%
毛利率	91.21%	89.19%	87.00%	86.50%	86.00%
5) 批发业务					

营业收入 (百万元)	52.98	11.50	3.45	2.07	1.66
yoy	164.82%	-78.30%	-70.0%	-40.0%	-20.0%
毛利率	5.31%	16.04%	17.00%	17.00%	17.00%
6) 其他业务					
营业收入 (百万元)	25.00	22.34	23.45	24.62	25.86
yoy	-87.33%	-10.65%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	98.96%	99.06%	99.00%	99.00%	99.00%
7) 万代高达基地					
营业收入 (百万元)	-	-	15.00	155.25	270.48
yoy	-	-	-	15.0%	12.0%
毛利率	-	-	30.0%	32.0%	35.0%

资料来源: wind, 公司公告, 民生证券研究院预测

销售费用率方面, 考虑公司近年来致力于优化门店结构, 提高坪效和人效, 通过提升运营效率从而降低销售费用率, 我们预计 2024-2026 年公司销售费用率将呈下降趋势, 分别为 20.7%/20.60%/20.50%; 管理费用率方面, 考虑公司利用人工智能等信息化技术, 运用数字化平台提高日常管理自动化水平, 有效控制人工管理费用, 进而降低管理费用率水平, 我们预计 2024-2026 年公司管理费用率分别为 3.30%/3.23%/3.15%; 财务费用率方面, 我们预计 2024-2026 年公司财务费用率分别为 0.75%/0.67%/0.59%。

表12: 爱婴室费用率预测

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
销售费用率	22.33%	20.95%	20.81%	20.70%	20.60%	20.50%
管理费用率	3.61%	3.41%	3.35%	3.30%	3.23%	3.15%
财务费用率	1.63%	1.29%	1.01%	0.75%	0.67%	0.59%

资料来源: wind, 公司公告, 民生证券研究院预测

4.2 估值分析

可比公司方面, 1) 选取与爱婴室类似的以母婴商品销售和服务为主营业务的母婴连锁孩子王; 2) 由于商超百货与母婴连锁的经营模式类似, 门店多开设在购物中心, 以会员规模增长、单客价值提升为运营目标, 选取超市连锁红旗连锁; 3) 选择以综合百货、连锁超市、专业连锁等三大业态为核心业务, 2023 年来开设百联 ZX 造趣场挖掘 IP 经济的百联股份, 计算得可比公司 2024-2026 年 PE 均值分别为 42X/35X/28X; 我们预计爱婴室 2024-2026 年 PE 均值分别为 27X/23X/18X, 低于可比公司均值, 具备估值优势。

表13: 可比公司 PE 估值对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
301078.SZ	孩子王	15.96	0.09	0.16	0.27	0.37	87	100	59	43
002697.SZ	红旗连锁	5.86	0.41	0.41	0.44	0.47	12	14	13	12
600827.SH	百联股份	9.39	0.22	0.89	0.29	0.33	42	11	32	28
平均值							47	42	35	28
603214.SH	爱婴室	20.71	0.76	0.77	0.91	1.13	27	27	23	18

资料来源: ifind, wind, 民生证券研究院预测; 注: 股价时间为 2025 年 3 月 7 日, 可比公司数据为 ifind 一致预期

4.3 投资建议

公司为华东起家的区域型龙头母婴连锁企业, 在人口出生率降幅收窄、国家一系列刺激生育政策持续出台的背景下, 有望通过持续扩张的门店网络、高效的供应链体系, 实现主业的稳健增长; 同时合作万代挖掘“谷子经济”, 贡献业绩增量, 长期空间较大, 我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 1.07/1.26/1.56 亿元, 同比分别+2.2%/+17.6%/+24.0%, 3 月 7 日收盘价对应 PE 为 27/23/18X, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

5 风险提示

1) 行业竞争加剧风险。母婴行业门槛较低，竞争环境激烈，近年来随着中小门店出清，市场格局略有改善，但随着经济环境好转，依然会继续涌入较多中小品牌门店，公司若未能及时建立起自身产品和品牌优势，或面临产品溢价权降低和市场份额萎缩的风险。

2) 生育率超预期下滑风险。公司商品和服务的主要客群是 0-6 岁的婴童和孕妇，因此公司业绩与我国婴幼儿数量密切相关。近年来，国家先后出台多项鼓励生育支持政策以提高生育率；若未来出生率超预期下滑，母婴市场消费需求将进一步减少，进而影响公司业务规模。

3) 与万代的合作进展不及预期。公司与万代南梦宫合作开设高达基地门店，积极拓展业务增厚公司业绩，若公司后续与万代的合作进展不及预期，公司业绩增长或将受到影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	3,332	3,436	3,787	4,180
营业成本	2,386	2,474	2,723	2,996
营业税金及附加	14	13	14	16
销售费用	693	711	780	857
管理费用	112	113	122	132
研发费用	0	0	0	0
EBIT	140	141	166	200
财务费用	34	26	25	25
资产减值损失	-3	-4	-4	-5
投资收益	27	28	28	33
营业利润	138	144	169	209
营业外收支	6	1	1	3
利润总额	143	145	171	212
所得税	27	28	32	40
净利润	116	118	138	172
归属于母公司净利润	105	107	126	156
EBITDA	364	377	399	436

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	479	303	358	448
应收账款及票据	87	94	104	115
预付款项	157	156	163	174
存货	803	821	888	952
其他流动资产	138	628	630	632
流动资产合计	1,664	2,003	2,143	2,321
长期股权投资	21	21	21	21
固定资产	126	111	108	106
无形资产	140	134	134	134
非流动资产合计	887	803	804	800
资产合计	2,551	2,806	2,948	3,122
短期借款	295	495	495	495
应付账款及票据	446	495	537	583
其他流动负债	393	376	386	401
流动负债合计	1,134	1,366	1,419	1,479
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	235	191	191	191
非流动负债合计	235	191	191	191
负债合计	1,369	1,557	1,609	1,670
股本	141	139	139	139
少数股东权益	44	54	67	82
股东权益合计	1,182	1,249	1,338	1,452
负债和股东权益合计	2,551	2,806	2,948	3,122

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-7.95	3.13	10.22	10.37
EBIT 增长率	-7.76	0.54	17.84	20.28
净利润增长率	21.84	2.23	17.59	23.98
盈利能力 (%)				
毛利率	28.38	27.98	28.09	28.32
净利润率	3.14	3.12	3.32	3.73
总资产收益率 ROA	4.10	3.82	4.27	5.00
净资产收益率 ROE	9.20	8.96	9.90	11.40
偿债能力				
流动比率	1.47	1.47	1.51	1.57
速动比率	0.52	0.66	0.68	0.72
现金比率	0.42	0.22	0.25	0.30
资产负债率 (%)	53.67	55.49	54.60	53.50
经营效率				
应收账款周转天数	13.05	9.52	9.44	9.43
存货周转天数	124.37	118.08	112.95	110.58
总资产周转率	1.26	1.28	1.32	1.38
每股指标 (元)				
每股收益	0.76	0.77	0.91	1.13
每股净资产	8.22	8.62	9.18	9.89
每股经营现金流	2.87	2.59	2.40	2.66
每股股利	0.35	0.36	0.42	0.52
估值分析				
PE	27	27	23	18
PB	2.5	2.4	2.3	2.1
EV/EBITDA	9.53	9.20	8.68	7.95
股息收益率 (%)	1.69	1.72	2.02	2.50

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	116	118	138	172
折旧和摊销	224	236	233	236
营运资金变动	64	3	-40	-33
经营活动现金流	398	359	332	368
资本开支	-27	-26	-56	-53
投资	-22	-478	0	0
投资活动现金流	-22	-484	-29	-20
股权募资	2	0	0	0
债务募资	-12	198	0	0
筹资活动现金流	-280	-50	-249	-258
现金净流量	96	-175	54	91

插图目录

图 1: 爱婴室发展历程.....	3
图 2: 2018 年-24Q1-3 公司分业务营收 (亿元) 及增速.....	4
图 3: 2018 年-24Q1-3 公司分业务营收占比.....	4
图 4: 公司股权结构 (截至 2024 年 9 月 30 日)	4
图 5: 2018 年-2024Q1-3 爱婴室线下门店数量及增速.....	6
图 6: 2023 年-2024Q1-3 爱婴室分地区门店数量 (个)	6
图 7: 爱婴室和贝贝熊门店主要分布区域图.....	7
图 8: 2017 年至 2024Q1-3 爱婴室线上营收 (亿元) 及增速.....	9
图 9: 与爱婴室直供合作的代表品牌.....	9
图 10: 2017A-2029E 中国泛二次元用户规模 (亿人) 及增速.....	11
图 11: 2017A-2029E 中国泛二次元及周边市场规模 (亿元) 及增速.....	11
图 12: 2017-2029E 中国谷子经济市场规模 (亿元) 及增速.....	11
图 13: FY2018-FY2025H1 万代营业收入 (亿日元) 及增速.....	12
图 14: FY2018-FY2025H1 万代归母净利润 (亿日元) 及增速.....	12
图 15: FY2018-FY2025H1 主要业务营收 (亿日元) 及增速.....	12
图 16: FY2018-FY2025H1 主要业务营业收入占比.....	12
图 17: 万代核心 IP 示例.....	13
图 18: FY2018-FY2025H1 分地区营收 (亿日元) 及增速.....	14
图 19: FY2018-FY2025H1 分地区营业收入占比.....	14
图 20: 万代于中国内地线下开设的店铺 (截至 2024 年 12 月 31 日)	16
图 21: 2023 年至 24Q1-3 爱婴室分地区营收 (亿元)	16
图 22: 2023 年至 24Q1-3 爱婴室分地区营收占比.....	16
图 23: 2018 年至 24Q1-3 公司营收 (亿元) 及增速.....	17
图 24: 2018 年至 24Q1-3 公司毛利 (亿元) 及增速.....	17
图 25: 2018 年至 24Q1-3 公司毛利率.....	17
图 26: 2018 年至 24Q1-3 公司销售费用 (亿元) 及销售费用率.....	18
图 27: 2018 年至 24H1 公司销售费用拆分.....	18
图 28: 2018 年至 24Q1-3 公司管理费用 (亿元) 及销售费用率.....	18
图 29: 2018 年至 24H1 公司管理费用拆分.....	18
图 30: 2018 年至 24Q1-3 公司归母净利 (亿元) 及增速.....	19
图 31: 2018 年至 24Q1-3 公司归母净利率.....	19

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1: 公司管理层履历一览.....	5
表 2: 2018-2022 年爱婴室各地区门店数量 (个)	6
表 3: 2018-2022 年爱婴室分地区平均单店面积 (m ²)	7
表 4: 2018-2023 年公司各地区新增和关闭门店数量 (个)	8
表 5: 爱婴室代表性自有品牌矩阵.....	10
表 6: 截至 FY25H1, 万代旗下 IP 销售额 Top9 排行榜.....	13
表 7: 万代布局中国历程.....	14
表 8: 万代线上渠道布局.....	15
表 9: 万代于中国市场合作的核心经销商.....	15
表 10: 公司 ROE 拆解.....	19
表 11: 爱婴室分业务收入预测.....	21
表 12: 爱婴室费用率预测.....	22
表 13: 可比公司 PE 估值对比.....	23
公司财务报表数据预测汇总.....	25

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048