

## 证券研究报告—深度报告

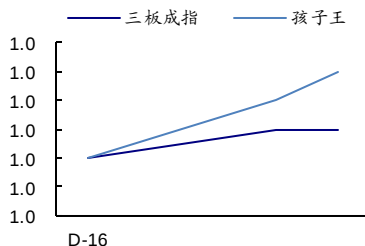
新三板

**孩子王(839843)**
**买入**

(首次评级)

2017年06月13日

## 一年该股与三板成指走势比较



## 股票数据

|              |              |
|--------------|--------------|
| 总股本/流通(百万股)  | 979/51       |
| 总市值/流通(百万元)  | 14,882/782   |
| 上证综指/深圳成指    | 3,158/10,177 |
| 12个月最高/最低(元) | 15.20/14.70  |

**证券分析师：王念春**

电话：0755-82130407

E-MAIL: wangnc@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120027

**联系人：刘馨竹**

E-MAIL: liuxinz@guosen.com.cn

**独立性声明：**

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

## 首次覆盖

# 全国领先的一站式母婴童全渠道服务商

## ● 国内最大的一站式母婴童全渠道服务商

公司首创以会员为核心资产的“商品+服务+社交”多元商业模式，打造一站式母婴童购物平台与增值服务提供商。公司坚持“大店模式”，线下所有门店均设立在10万平方以上的大型购物中心内，同时承载消费者购物、服务、社交等多重需求。公司还借助移动端APP、商城以及第三方电商，加快线上渠道建设，开展多元化虚拟商品与服务，如文化旅游、教育培训、健康保险、才艺发展、家庭帮手等。

## ● 全方位打造会员生态系统，构建内生强联系

公司目前共拥有1200万注册会员，近700万消费会员。公司通过对会员大数据的深度挖掘，以定制化的顾问式全场景服务与内容，建立了高粘性的会员关系，实现了商品销售、会员收费、增值服务、虚拟产品等多点盈利。

## ● 母婴零售模式探讨：大店+服务模式更具优势

全球母婴零售主要包括大店模式、小店模式。大店模式以阿卡佳为代表，对应中高端消费，兼具娱乐、餐饮等多种功能；小店模式以西松屋为典范，主打性价比，为消费者创造便捷、平价的消费渠道。公司线下渠道布局深耕大店模式，并开创“产品+服务”并行的战略，一方面增强用户粘性，另一方面利于收入多元化于综合盈利能力提升，比传统的大店零售模式更具有优势。

## ● 风险提示

第一，公司新开门店平均盈利时间慢于预期；

第二，费用率优化不及预期。

## ● 我国领先的一站式母婴童全渠道服务商，给予“买入”评级

我们看好公司以会员为核心资产的“商品+服务+社交”多元商业模式，与大型商业综合体合作的大店模式，随着多数门店进入成熟期、线上平台规模扩大、以及费用率的优化，公司17年有望实现扭亏为盈。预计17/18/19年EPS分别为0.10/0.32/0.67元，给予“买入”评级，建议积极关注。

## 盈利预测和财务指标

|             | 2015     | 2016   | 2017E   | 2018E  | 2019E  |
|-------------|----------|--------|---------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)   | 2760     | 4,455  | 6,792   | 10,051 | 13,700 |
| (+/-%)      | 76.7%    | 61.4%  | 52.5%   | 48.0%  | 36.3%  |
| 净利润(百万元)    | (138)    | -144   | 98.32   | 308.94 | 653.75 |
| (+/-%)      | -5.0%    | 3.8%   | -168.4% | 214.2% | 111.6% |
| 摊薄每股收益(元)   | (0.15)   | -0.15  | 0.10    | 0.32   | 0.67   |
| EBIT Margin | (6.1%)   | -4.1%  | 0.9%    | 2.9%   | 5.0%   |
| 净资产收益率(ROE) | (10.42%) | -15.9% | 5.5%    | 10.6%  | 16.1%  |
| 市盈率(PE)     | -        | -      | 150.1   | 47.8   | 22.6   |
| EV/EBITDA   | -        | -      | 191.6   | 53.0   | 25.6   |
| 市净率(PB)     | -        | -      | 8.20    | 5.07   | 3.63   |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 投资摘要

### 估值与投资建议

我们看好公司以会员为核心资产的“商品+服务+社交”多元商业模式，与大型商业综合体合作的大店模式，随着多数门店进入成熟期、线上平台规模扩大、以及费用率的优化，公司17年有望实现扭亏为盈。预计17/18/19年EPS分别为0.10/0.32/0.67元，给予“买入”评级，建议积极关注。

### 核心假设与盈利预测

**行业性增长：**在二胎政策和消费升级的背景下，母婴童市场将成为最具潜力的市场，罗兰贝格预测，2015-2020年母婴童市场整体CAGR将达到15%；

**竞争格局集中：**当前我国母婴童市场非常分散，小型街边店仍占主导。随着中产阶级崛起，品质的、专业的婴童产品需求迅速提升，品牌母婴零售商将普遍获益。

**商品销售：**公司商品零售高速增长将主要受益于：

- 1、新开门店数量维持高增长；
- 2、越来越多门店进入成熟阶段，会员基数增加，单店销售收入与盈利能力提升；
- 3、消费升级以及商品的结构化调整，带动收入稳步增长与毛利率提升；
- 4、此外，随着公司终端销售持续增长，对上游供应商的议价能力持续提升，将有力带动毛利率提升；
- 5、预计17-19年复合增速将超过40%。

**顾客服务：**罗兰贝格预测，母婴童市场的服务型消费将展现更好的成长性，2015-20 CAGR或将超过17%。

我们认为，公司是市场上众多母婴连锁渠道供应商中，“服务”要素最重的企业。公司“商品+服务”的定位，一方面加强会员粘性，另一方面，“情感增值服务”也将在收入占比中逐步扩大。通过4000多名育儿顾问，每年单店超过1000场的线下活动，创建了顾客与平台的内生强联系，也通过专业咨询、母婴护理等服务实现实际收入。

**供应商服务：**公司为供应商提供开发新客、组织会员活动等增值服务，同时向供应商收取引流费。

**租赁收入：**公司向异业商户提供店面租赁，通过在门店内引入早教、婴幼儿游泳、儿童摄影等异业机构，为会员提供多元化增值服务。预计未来随着会员基数的稳定增长，预计租赁收入将稳步增长。

**期间费用：**费用方面，随着公司扩张的规模效应逐渐显露，单位管理成本将逐渐下降，管理费用也将随之下降；同时随着线上零售及服务平台的逐步建成，销售费用和线上平台研发费用率也将逐渐下降。

### 投资建议

我们看好公司以会员为核心资产的“商品+服务+社交”多元商业模式和与大型商业综合体合作的大店模式，随着公司已开业门店逐渐进入成熟期并贡献可观利润、线上平台建设完善后收入规模上升、费用率下降，公司有望逐步实现盈利。同时，母婴童产业竞争格局非常分散，公司现有规模和布局走在行业前端，有望成为未来儿童产业的龙头企业，给予“买入”评级，建议积极关注。

### 核心假设或逻辑的主要风险

- 
- 第一， 公司新开门店平均盈利时间慢于预期；  
第二， 费用率优化不及预期。

## 内容目录

|                                    |           |
|------------------------------------|-----------|
| <b>估值与投资建议</b> .....               | <b>8</b>  |
| 相对估值法 .....                        | 8         |
| 投资建议 .....                         | 10        |
| <b>国内最大的一站式母婴童全渠道服务商</b> .....     | <b>11</b> |
| 我国母婴零售行业领导品牌 .....                 | 11        |
| 一站式母婴童购物平台与增值服务提供商 .....           | 13        |
| 线下深耕大店模式，抢占稀缺商业综合体优质客流 .....       | 15        |
| 线上渠道建设加快，多元化虚拟商品建设加速 .....         | 16        |
| 新开门店提速，推动收入持续高增长 .....             | 17        |
| 团队建设：多年线下零售经验+互联网团队 .....          | 18        |
| <b>全方位打造会员生态系统，构建内生强联系</b> .....   | <b>18</b> |
| 线上线下渠道互为补充，移动业务高速发展 .....          | 18        |
| 加强情感增值服务，构建会员与平台内生强关系 .....        | 20        |
| 深耕会员经济，精准营销增强用户粘性 .....            | 21        |
| 扎根客户，以大数据为驱动，打造终极产业数字化平台 .....     | 22        |
| <b>母婴零售模式探讨：大店+服务模式更具优势</b> .....  | <b>22</b> |
| 海外母婴童市场：行业发展成熟 .....               | 22        |
| 阿卡佳模式：坚持大店模式的母婴用品渠道商 .....         | 23        |
| 西松屋模式：连锁小店模式，主打性价比 .....           | 24        |
| 爱婴室：即将登陆 A 股的区域性母婴零售商 .....        | 25        |
| 母婴零售模式探讨：大店+服务模式更具优势 .....         | 26        |
| <b>二胎政策+消费升级带动母婴童市场爆发性增长</b> ..... | <b>27</b> |
| 母婴童市场定义及分类 .....                   | 27        |
| 母婴童产品零售业态产业分析 .....                | 27        |
| 国内母婴童市场：产品与服务相结合，线上渠道成新趋势 .....    | 28        |
| 我国母婴市场竞争格局：中小零售商众多，行业整合显雏形 .....   | 30        |
| 四大因素组成驱动力，母婴童市场将呈现高速增长 .....       | 32        |
| 风险提示 .....                         | 34        |
| <b>附表：财务预测与估值</b> .....            | <b>35</b> |
| <b>国信证券投资评级</b> .....              | <b>36</b> |
| <b>分析师承诺</b> .....                 | <b>36</b> |
| <b>风险提示</b> .....                  | <b>36</b> |
| <b>证券投资咨询业务的说明</b> .....           | <b>36</b> |

## 图表目录

|                                           |    |
|-------------------------------------------|----|
| 图 1: mothercare 历史估值 P/E 中枢在 20-30x 之间    | 10 |
| 图 2: 西松屋历史估值 P/E 中枢在 20x 左右               | 10 |
| 图 3: 公司主要产品和服务                            | 11 |
| 图 4: 公司实现母婴童全场景全周期无缝衔接                    | 11 |
| 图 5: 公司开店版图示意图                            | 12 |
| 图 6: 公司会员模式                               | 12 |
| 图 7: 公司利用大数据分析深入挖掘客户价值                    | 12 |
| 图 8: 公司股权结构示意图                            | 13 |
| 图 9: 公司实际控制人情况                            | 13 |
| 图 10: 公司是国内最大的一站式母婴童购物平台与增值服务提供商          | 14 |
| 图 11: 公司原创内容与互动示意图                        | 14 |
| 图 12: 公司专业育儿顾问团队示意图                       | 14 |
| 图 13: 孩子王门店儿童游乐设施示意图                      | 15 |
| 图 14: 公司线下门店邀请知名、权威孕产育儿专家开展讲座             | 15 |
| 图 15: 中国商业综合体市场预测 (家)                     | 15 |
| 图 16: 2015-2020 年中国购物中心市场预测 (家)           | 15 |
| 图 17: 48 家合作商业地产商                         | 15 |
| 图 18: 大店模式演变: 承载服务、商品、社交三重驱动              | 15 |
| 图 19: 公司 2009-2016 新开门店数 (家)              | 16 |
| 图 20: 公司 2009-2016 门店盈利情况 (个)             | 16 |
| 图 21: 家庭帮手频道                              | 17 |
| 图 22: 健康保险频道                              | 17 |
| 图 23: 公司历年营业收入及同比增速 (亿元、%)                | 17 |
| 图 24: 公司历年净利润及同比增速 (亿元、%)                 | 17 |
| 图 25: 公司营业收入分产品构成 (%)                     | 18 |
| 图 26: 公司历年销售费用及同比增速 (万元、%)                | 18 |
| 图 27: 公司历年毛利率、净利率和总费用率变化 (%)              | 18 |
| 图 28: 公司历年三项费用率变化 (%)                     | 18 |
| 图 29: 公司实体门店展示图                           | 19 |
| 图 30: 孩子王 APP 发展历程示意图                     | 19 |
| 图 31: 孩子王 APP 在 APP Store 排名情况            | 19 |
| 图 32: 2016 年 1-10 月母婴电商 APP 活跃用户 Top5 (万) | 19 |
| 图 33: 公司消费会员人均订单金额 (元/人)                  | 20 |
| 图 34: 2016 年 1-5 月孩子王 APP 交易概括 (万元、万单)    | 20 |
| 图 35: 公司创新建立育儿顾问模式                        | 20 |
| 图 36: 会员 APRU 值发展趋势 (元/年每会员)              | 20 |
| 图 37: 公司大型互助活动童乐会                         | 21 |
| 图 38: 公司大型互助活动新妈妈学院                       | 21 |
| 图 39: 大数据精准服务模式图                          | 22 |
| 图 40: 新增注册会员转化率及当年消费用户数 (%)、(万)           | 22 |
| 图 41: 战略规划三圈三层三要素                         | 22 |

|                                                         |    |
|---------------------------------------------------------|----|
| 图 42: 服务数字化平台主要内容.....                                  | 22 |
| 图 43: Mothercare 全球经营销售分布图 .....                        | 23 |
| 图 44: 世界第一母婴用品服饰品牌 Mothercare .....                     | 23 |
| 图 45: 阿卡佳坚持大店模式.....                                    | 24 |
| 图 46: 西松屋历年营业收入和增长率（以每年 2 月 20 日为财务年度结束，单位：亿日元，%） ..... | 24 |
| 图 47: 西松屋历年净利润和增长率（以每年 2 月 20 日为财务年度结束，单位：亿日元，%） .....  | 24 |
| 图 48: 公司历年营业收入及增速（亿元、%） .....                           | 25 |
| 图 49: 公司历年净利润及增速（亿元、%） .....                            | 25 |
| 图 50: 公司 2015 年主营业务收入类别构成情况（%） .....                    | 25 |
| 图 51: 公司历年主营业务收入按地区分类构成（%） .....                        | 25 |
| 图 52: 公司历年销售费用及增长率（亿元、%） .....                          | 26 |
| 图 53: 公司历年的销售、管理、财务费用率（%） .....                         | 26 |
| 图 54: 母婴童市场主要品类.....                                    | 27 |
| 图 55: 母婴童产品零售业产业链.....                                  | 27 |
| 图 56: 日本母婴用品第一渠道品牌及产品品牌阿卡佳.....                         | 28 |
| 图 57: 全球最大玩具零售商玩具反斗城.....                               | 28 |
| 图 58: 2011-2018 中国母婴童市场规模及增速（亿元、%） .....                | 29 |
| 图 59: 2010-2020 中国母婴童市场分品类增长率（%） .....                  | 29 |
| 图 60: 目前母婴童零售渠道布局模式.....                                | 29 |
| 图 61: 产品与服务连带销售情况（N = 1126，中高收入 N = 501） .....          | 29 |
| 图 62: 线下渠道商拓展线上渠道占比（%） .....                            | 30 |
| 图 63: 母婴童产品市场渠道份额（%） .....                              | 30 |
| 图 64: 国内大型母婴童集合零售商收入水平、同店增速概况.....                      | 31 |
| 图 65: 国内大型母婴童集合零售商店均面积、覆盖省份个数对比.....                    | 31 |
| 图 66: 爱婴岛直营店全国分布图 .....                                 | 32 |
| 图 67: 爱婴室直营店全国分布图 .....                                 | 32 |
| 图 68: 孩子王成熟门店分布图 .....                                  | 32 |
| 图 69: 2009-2016 孩子王新增门店城市分布（个） .....                    | 32 |
| 图 70: 近十年中国新生儿数量及人口出生率（万、%） .....                       | 33 |
| 图 71: 2010 年以来全国 0-14 岁人口数量（万） .....                    | 33 |
| 图 72: 2013-2016 年我国城乡居民人均可支配收入（元） .....                 | 33 |
| 图 73: 2010 年以来中国国内生产总值（亿元） .....                        | 33 |
| 图 74: 2010 年以来中国常住人口城镇化率（%） .....                       | 33 |
| 图 75: 花王高端纸尿裤市场占有率（%） .....                             | 33 |
| 图 76: 0-14 岁婴童消费特征.....                                 | 34 |
| 图 77: 消费者购买因素调查（N = 1500） .....                         | 34 |
| 表 1: 公司单店模型假设以及商品销售收入预测.....                            | 8  |
| 表 2: 公司各项业务分拆及收入预测（百万元，%） .....                         | 9  |
| 表 3: 国内外母婴零售企业盈利能力对比（%） .....                           | 9  |
| 表 4: 母婴行业海外可比公司主要财务数据列表（百万元，%） .....                    | 10 |
| 表 5: 公司 2017-2024 年盈利预测及市场重要数据 .....                    | 10 |

|                                           |    |
|-------------------------------------------|----|
| 表 6: 公司股价敏感性分析 (中性 WAAC=15%) (亿元、元) ..... | 10 |
| 表 7: 2016 年公司普通股前十名股东情况 (万股, %) .....     | 13 |
| 表 8: 孩子王在一站式购物与全渠道融合趋势下取得先机.....          | 21 |
| 表 9: 母婴童市场各品牌对比 .....                     | 26 |
| 表 10: 母婴童产品零售业态线上渠道.....                  | 28 |
| 表 11: 国内知名母婴童连锁零售商分布情况及经营模式 .....         | 31 |

## 估值与投资建议

公司是我国领先的一站式母婴童类商品购物平台与全方位服务提供商，截止 16 年，公司全国共开设 174 家门店，覆盖全国 16 省 87 市。公司凭借以会员资产为核心的“商品+服务+社交”的多元商业模式，创建顾客与平台的内生强联系。二孩政策的全面开放带来行业新重大利好，在消费升级、消费观念转变的多重背景下，母婴童市场将进入爆发性增长时期，公司凭借强势品牌与高端定位，有望获得远超行业的成长机会。

### 相对估值法

我们假设 2017-2022 年间，每年新增门店数量达到 50 家以上；新开门店成熟周期保持在 1.5 年；成熟门店/非成熟门店单店年均收入增速分别为 8%/5%；线上收入占比逐步提升。

表 1: 公司单店模型假设以及商品销售收入预测 (个, 百万元)

| 门店数量              | 2014 | 2015  | 2016  | 2017E    | 2018E    | 2019E    | 2020E    | 2021E    | 2022E    | 2023E    | 2024E  |
|-------------------|------|-------|-------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|--------|
| 总计                | 60   | 107   | 174   | 228      | 280      | 330      | 380      | 430      | 480      | 496      | 504    |
| 新增门店 (个)          | 24   | 47    | 67    | 54       | 52       | 50       | 50       | 50       | 50       | 16       | 8      |
| 成熟门店 (个)          |      | 43    | 77    | 117      | 174      | 228      | 280      | 330      | 380      | 430      | 480    |
| 非成熟门店             |      | 65    | 97    | 111      | 106      | 102      | 100      | 100      | 100      | 66       | 24     |
| 成熟门店占比 (%)        |      | 40.2% | 44.3% | 51.3%    | 62.1%    | 69.1%    | 73.7%    | 76.7%    | 79.2%    | 86.7%    | 95.2%  |
| 门店成熟周期 (年)        | 1.5  |       |       |          |          |          |          |          |          |          |        |
| <b>单店收入 (百万元)</b> |      |       |       |          |          |          |          |          |          |          |        |
| 成熟门店              |      |       | 36.36 | 39.09    | 42.02    | 45.17    | 48.56    | 52.20    | 56.12    | 60.33    | 64.85  |
| Yoy               |      |       | 8%    | 8%       | 8%       | 8%       | 8%       | 8%       | 8%       | 8%       | 8%     |
| 成熟门店收入            |      |       | 2800  | 4,573    | 7,311    | 10,299   | 13,597   | 17,227   | 21,325   | 25,941   | 31,129 |
| 非成熟门店             |      |       | 12.34 | 12.83    | 13.47    | 14.15    | 14.85    | 15.60    | 16.38    | 17.19    | 18.05  |
| Yoy               |      |       | 4%    | 5%       | 5%       | 5%       | 5%       | 5%       | 5%       | 5%       | 5%     |
| 非成熟门店收入           |      |       | 950   | 1,424.26 | 1,428.11 | 1,442.93 | 1,485.37 | 1,559.64 | 1,637.62 | 1,134.87 | 433.31 |
| 线下收入总计            |      | 2366  | 3997  | 5998     | 8740     | 11743    | 15083    | 18787    | 22963    | 27076    | 31563  |
| 线上收入              |      |       | 193   | 383      | 658      | 1021     | 1492     | 2087     | 2838     | 3692     | 4716   |
| 线上收入占比 (%)        |      |       | 5%    | 6%       | 7%       | 8%       | 9%       | 10%      | 11%      | 12%      | 13%    |
| 商品销售总收入           |      | 2366  | 4189  | 6381     | 9398     | 12764    | 16575    | 20875    | 25801    | 30769    | 36279  |

资料来源:国信证券经济研究所整理及预测

**表 2: 公司各项业务分拆及收入预测 (百万元, %)**

|            | 2014        | 2015        | 2016        | 2017E       | 2018E        | 2019E        | 2020E        | 2021E        | 2022E        | 2023E        | 2024E        |
|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 商品销售       | 1462.34     | 2611.44     | 4198.32     | 6381        | 9398         | 12764        | 16575        | 20875        | 25801        | 30769        | 36279        |
| 毛利率        | 21.03%      | 21.15%      | 21.30%      | 21.40%      | 21.50%       | 21.55%       | 21.60%       | 21.65%       | 21.70%       | 21.80%       | 21.80%       |
| yoy        |             | 78.58%      | 60.77%      | 51.98%      | 47.29%       | 35.82%       | 29.86%       | 25.94%       | 23.60%       | 19.25%       | 17.91%       |
| 毛利         | 307.53      | 552.32      | 894.24      | 1365.48     | 2020.55      | 2750.60      | 3580.11      | 4519.36      | 5598.90      | 6707.55      | 7908.92      |
| 顾客服务       | 60.6        | 89.7        | 120.73      | 204.2       | 338.3        | 510.6        | 629.8        | 855.9        | 1161.1       | 1476.9       | 1814.0       |
| 毛利率        | 92.80%      | 94.20%      | 94.40%      | 94.50%      | 94.60%       | 94.70%       | 94.80%       | 94.90%       | 95.00%       | 95.00%       | 95.00%       |
| yoy        |             | 48.02%      | 34.59%      | 69.12%      | 65.70%       | 50.91%       | 23.36%       | 35.89%       | 35.66%       | 27.20%       | 22.82%       |
| 服务/商品      | 4.14%       | 3.43%       | 2.88%       | 3%          | 3.60%        | 4.00%        | 3.80%        | 4.10%        | 4.50%        | 4.80%        | 5%           |
| 毛利         | 56.24       | 84.50       | 113.97      | 192.95      | 320.06       | 483.49       | 597.08       | 812.21       | 1103.01      | 1403.05      | 1723.27      |
| 供应商服务      | 9.59        | 13.36       | 88.88       | 142.2       | 227.5        | 318.5        | 446.0        | 602.1        | 782.7        | 1017.5       | 1322.7       |
| 毛利率        | 80.59%      | 78.66%      | 80%         | 90%         | 80%          | 80%          | 80%          | 80%          | 80%          | 80%          | 80%          |
| yoy        |             | 39.31%      | 565.27%     | 60%         | 60%          | 40%          | 40%          | 35%          | 30%          | 30%          | 30%          |
| 毛利率        | 7.73        | 10.51       | 71.10       | 127.99      | 182.03       | 254.84       | 356.77       | 481.64       | 626.13       | 813.97       | 1058.17      |
| 租赁         | 25.42       | 34.25       | 44.25       | 61.07       | 81.83        | 102.28       | 117.63       | 135.27       | 155.56       | 171.12       | 188.23       |
| 毛利率        | 61.32%      | 64.70%      | 65%         | 65%         | 65%          | 65%          | 65%          | 65%          | 65%          | 65%          | 65%          |
| yoy        |             | 34.74%      | 29.20%      | 38%         | 34%          | 25%          | 15%          | 15%          | 15%          | 10%          | 10%          |
| 毛利率        | 16          | 22          | 29          | 40          | 53           | 66           | 76           | 88           | 101          | 111          | 122          |
| 其他         | 3.9         | 11.54       | 2.66        | 4           | 5            | 5            | 5            | 6            | 6            | 6            | 6            |
| 毛利率        | 100%        | 100%        | 100%        | 100%        | 100%         | 100%         | 100%         | 100%         | 100%         | 100%         | 100%         |
| 毛利         | 3.9         | 11.54       | 2.66        | 4           | 5            | 5            | 5            | 6            | 6            | 6            | 6            |
| <b>总收入</b> | <b>1562</b> | <b>2760</b> | <b>4455</b> | <b>6792</b> | <b>10051</b> | <b>13700</b> | <b>17773</b> | <b>22474</b> | <b>27907</b> | <b>33440</b> | <b>39610</b> |
| yoy        |             | 76.73%      | 61.39%      | 52.47%      | 47.97%       | 36.31%       | 29.73%       | 26.45%       | 24.17%       | 19.83%       | 18.45%       |
| 毛利         | 390.98      | 681.03      | 1110.74     | 1730.11     | 2580.82      | 3560.41      | 4615.42      | 5907.14      | 7435.16      | 9041.80      | 10818.70     |
| 毛利率        | 25.03%      | 24.67%      | 24.93%      | 25.47%      | 25.68%       | 25.99%       | 25.97%       | 26.28%       | 26.64%       | 27.04%       | 27.31%       |

资料来源: 国信证券经济研究所整理及预测

盈利能力方面, 由于公司客户服务、供应商服务等业务占比逐渐提升, 将有效拉动公司整体盈利能力提升。基于规模效应, 三项费用率将会取得较大幅度的优化。

**表 3: 国内外母婴零售企业盈利能力对比 (%)**

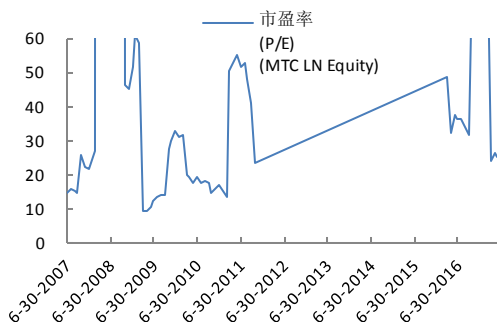
|            | 毛利率    |        |        | 营业利润率 |       |       | 净利率    |       |       |
|------------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|
|            | FY14   | FY15   | FY16   | FY14  | FY15  | FY16  | FY14   | FY15  | FY16  |
| 西松屋        | 36.41% | 35.87% | 37.57% | 4.86% | 5.13% | 6.41% | 2.53%  | 2.86% | 3.76% |
| mothercare | 8.07%  | 8.82%  | 8.81%  | 4.13% | 4.45% | 5.78% | -2.16% | 0.94% | 1.23% |
| 爱婴室        | 24.51% | 25.72% |        | 4.61% | 5.93% |       | 3.89%  | 4.75% |       |

资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

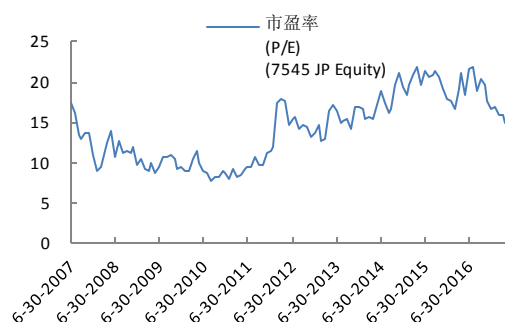
注: 西松屋、mothercare 分别以次年 2 月 20 日、3 月 31 日作为财年截止

国内母婴行业主要企业包括爱婴岛、爱婴室、乐友等企业, 爱婴室即将登陆 A 股, 其他公司都属于非上市公司, 暂缺可比标的。参考海外知名母婴零售企业, 日本的母婴双龙头之一阿卡佳于 2007 年被 Seven&I 集团收购, 西松屋仍然在日本独立上市。英国的知名母婴用品企业 mothercare 也作为可比标的。

Mothercare 和西松屋都是成熟市场成立几十年的老牌母婴零售商, 年均增速较低, 盈利能力稳定。观察过去 10 年的 PE 走势, mothercare 的 P/E 估值中枢在 20-30x 之间, 而西松屋估值则在 20 倍左右。我们认为, 公司业务进入成熟期后, 合理估值应在 20 倍左右。

**图 1: mothercare 历史估值 P/E 中枢在 20-30x 之间**


资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

**图 2: 西松屋历史估值 P/E 中枢在 20x 左右**


资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

**表 4: 母婴行业海外可比公司主要财务数据列表 (百万元, %)**

| 代码      | 名称         | FY16     |        |      | FY15     |        |      | PE (TTM) | PE(17E) |
|---------|------------|----------|--------|------|----------|--------|------|----------|---------|
|         |            | 收入       | 净利润    | EPS  | 收入       | 净利润    | EPS  |          |         |
| MTC.LN  | Mothercare | 5,850.43 | 144.46 | 0.79 | 5,981.04 | 167.46 | 0.79 | 25.4     | 12.03   |
| 7545.JP | 西松屋连锁      | 8,458.91 | 317.69 | 3.62 | 8,243.95 | 235.69 | 4.91 | 14.8     | N/A     |
| 平均      |            |          |        |      |          |        |      | 20.1     |         |

资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

注: 人民币/日元与英镑/人民币汇率分别采用 8.766、16.11

**表 5: 公司 2017-2024 年盈利预测及市场重要数据**

| 盈利预测及市场重要数据 | 2016  | 2017E   | 2018E  | 2019E  | 2020E  | 2021E  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|-------------|-------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)   | 4,455 | 6,792   | 10,051 | 13,700 | 17,773 | 22,474 | 27,907 | 33,440 | 39,610 |
| (+/-%)      | 61.4% | 52.5%   | 48.0%  | 36.3%  | 29.7%  | 26.4%  | 24.2%  | 19.8%  | 18.5%  |
| 净利润(百万元)    | -144  | 98.32   | 308.94 | 653.75 | 1044   | 1576   | 2292   | 2885   | 3542   |
| (+/-%)      | 3.8%  | -168.4% | 214.2% | 111.6% | 59.7%  | 50.9%  | 45.5%  | 25.9%  | 22.8%  |
| 每股收益 (元)    | -0.15 | 0.10    | 0.32   | 0.67   | 1.07   | 1.61   | 2.34   | 2.95   | 3.62   |

资料来源: 国信证券经济研究所整理及预测

我们认为,公司在 2022 年将逐步进入稳定期,我们预测,2022 年公司净利润将达到 22.92 亿元,以母婴零售行业平均 PE 20x 进行计算,则总市值为 458.4 亿元。以 15%为折现率,公司 17 年的合理市值应为 227.91 亿元,对应股价为 23.28 元,当前股价相对低估,给予“买入”评级。

**表 6: 公司股价敏感性分析 (中性 WAAC=15%) (亿元、元)**

|    | 折现率 | 总市值 (FY17, 亿元) | 股价 (元) | 总市值 (FY22, 亿元) | 总股本(亿股) |
|----|-----|----------------|--------|----------------|---------|
| 乐观 | 12% | 260.11         | 26.57  | 458.4          | 9.79    |
| 中性 | 15% | 227.91         | 23.28  |                |         |
| 悲观 | 20% | 184.22         | 18.82  |                |         |

资料来源: 国信证券经济研究所整理及预测

## 投资建议

我们看好公司以会员为核心资产的“商品 + 服务 + 社交”多元商业模式,与大型商业综合体合作的大店模式,随着多数门店进入成熟期、线上平台规模扩大、以及费用率的优化,公司 17 年有望实现扭亏为盈。预计 17/18/19 年 EPS 分别为 0.10/0.32/0.67 元,给予“买入”评级,建议积极关注。

## 国内最大的一站式母婴童全渠道服务商

### 我国母婴零售行业领导品牌

孩子王儿童用品股份有限公司是我国母婴零售行业的领导品牌。成立于 2009 年，公司自设立以来致力成为中国母婴童行业全渠道领导者，新家庭的首选服务商。通过线下实体门店、线上 PC 端商城、移动端 APP 与微信商城等全渠道，为准妈妈及 0-14 岁儿童提供母婴童商品零售和服务、儿童游乐、金融产品、原创内容及互动活动五大类产品和服务。

图 3: 公司主要产品和服务



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4: 公司实现母婴童全场景全周期无缝衔接



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2016 年，公司总门店数量达到 174 家，覆盖 16 个省、87 个城市，最大店面面积近 1 万平米，以 4.5% 的市场份额在覆盖区域占据市场份额第一。在已入驻省市中，孩子王品牌到达率在无提示情况下高达近 80%。

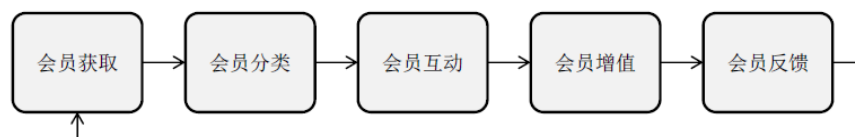
公司拥有庞大稳定的核心会员基础。截至 2016 年年底，会员数量达 1,107 万，其中，消费会员数量达 695 万。另外，公司通过为客户和供应商提供更多增值服务来深入挖掘产业链的价值，包括为黑金卡会员增加专享商品、多倍积分、免费送货、一对一育儿顾问等，大大增加了收费会员的粘性，会员复购率高达 60%，在母婴品牌中粘性排名第一。

图 5: 公司开店版图示意图



资料来源：公司调研、国信证券经济研究所整理

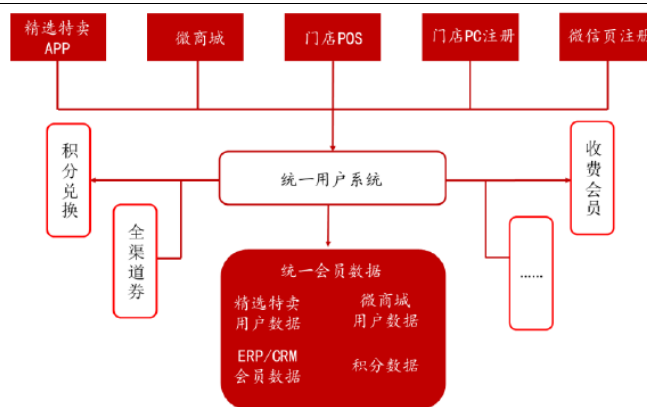
图 6: 公司会员模式示意图



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

另外，公司已经整合门店、微商城、APP 等不同渠道搜集到的会员信息，使得孩子王可更加高效便捷的对会员数据进行管理。通过大数据分析，公司得以精准有效地向会员推送满足其所处阶段需求的、包含类别及数量等内容的产品信息和适合的互动活动，以更好地满足顾客个性化的需求，公司开创了以会员为核心资产的“商品+服务+社交”多元商业模式。

图 7: 公司利用大数据分析深入挖掘客户价值



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司于 2010 年 1 月完成 A 轮融资，融资金额为数千万人民币，投资方为景林投资；2012 年 8 月完成 B 轮融资，融资金额为 5500 万美元，投资方为华平投资和 Warburg Pincus；2016 年公司完成 C 轮融资，引入祺驰投资、Starr HK、天津万达、华泰投资、南京道丰等投资者，融资金额达到 5.41 亿人民币。

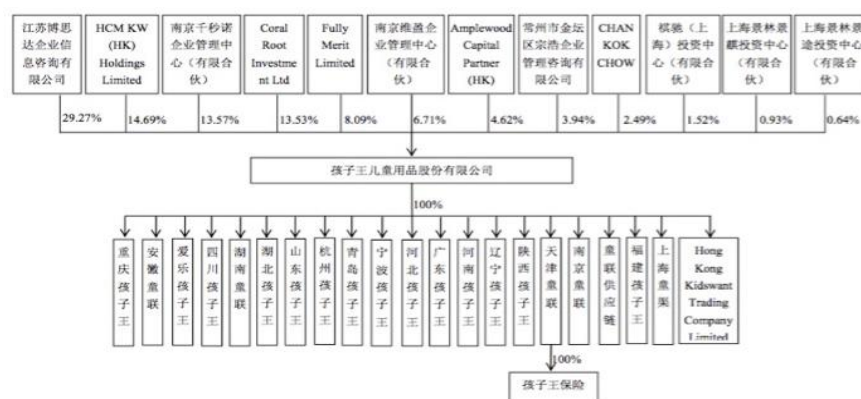
表 7：2016 年公司普通股前十名股东情况（万股，%）

| 股东名称                                         | 期末持股数<br>(万股) | 期末持股比例 |
|----------------------------------------------|---------------|--------|
| 江苏博思达企业信息咨询有限公司                              | 27,570.25     | 28.16% |
| HCMKW (HK) Holdings Limited                  | 13,835.65     | 14.13% |
| 南京千秒诺企业管理中心（有限合伙）                            | 12,781.95     | 13.05% |
| Coral Root Investment Ltd                    | 12,743.88     | 13.02% |
| Fully Merit Limited                          | 7,623.23      | 7.79%  |
| 南京维盈企业管理中心（有限合伙）                             | 6,319.14      | 6.45%  |
| AMPLEWOOD CAPITAL PARTNERS (HK) LIMITED      | 4,356.13      | 4.45%  |
| 常州市金坛区宗浩企业管理咨询有限公司                           | 3,710.48      | 3.79%  |
| CHAN KOK CHOW                                | 2,349.30      | 2.40%  |
| Starr International Investments HKV, Limited | 1,591.41      | 1.63%  |
| 合计                                           | 92,881.43     | 94.87% |

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

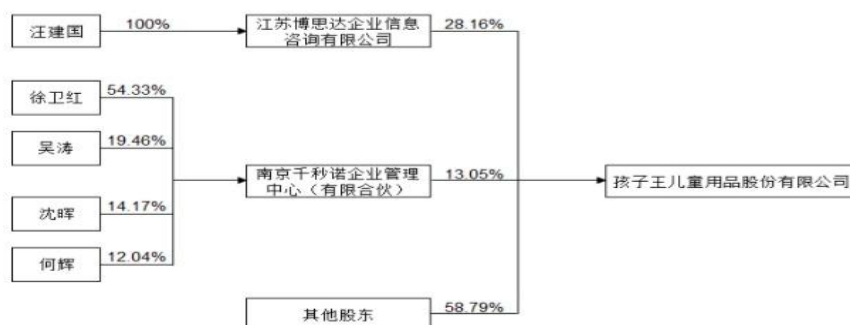
另外，公司的管理团队大多持股，公司前十名股东中，博思达企业信息咨询有限公司为公司董事长汪建国先生 100%持有，南京千秒诺企业管理中心为公司总经理徐伟宏先生、首席财务官沈晖先生等管理层人员合伙认缴出资。

图 8：公司股权结构示意图



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 9：公司实际控制人情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

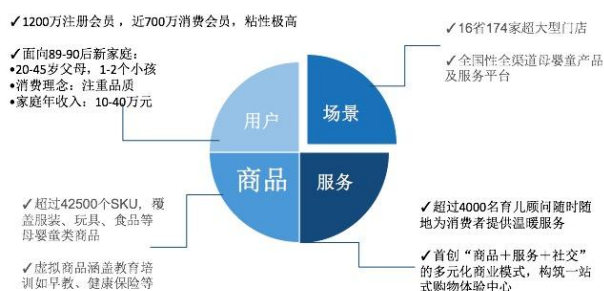
## 一站式母婴童购物平台与增值服务提供商

公司创新实践了行业领先的“商品 + 服务 + 社交”模式，在销售母婴童商品的同时，以育儿顾问为纽带建立与会员的强关系，以儿童游乐、原创内容及互助活动来

增强顾客粘性、建立商品与服务于社交齐头并进的独特模式。公司主要五大类产品及服务包括：

- **母婴童商品零售：**公司向消费者提供食品、纸品、鞋服、玩具、内衣家纺、车床椅、文教智能等 9 大品类零售服务。截止 16 年一季度，公司与超过 1300 家厂家合作、SKU 超过 42500 个；
- **儿童游乐：**公司在线下门店面向 0-8 岁宝宝提供专属设计“童乐园”儿童游乐服务，并针对不同年龄段的宝宝开设不同趣味活动分班，16 年 5 月底全国已有超过 5000 个班级；
- **母婴童服务：**超过 4000 名持证育婴师组成的专业育儿顾问团队，提供包括传播育儿知识、月子餐搭配、营养指导等服务。公司还在门店引入优质异业服务商，提供婴儿游泳、早教、英语培训、产后恢复、宝宝理发等服务；
- **金融产品：**与中国平安、安联保险等第三方机构合作，通过线上平台向消费者提供保险等金融产品，主要包括针对少儿、女性及家庭的意外险、医疗险、重疾险等险种；
- **原创内容与互动：**公司以线下大店及线上平台为社交载体、育儿顾问为纽带，向顾客提供多元化的原创内容及互动活动，平均每个线下门店每年举办超 1000 场互助活动。

图 10：公司是国内最大的一站式母婴童购物平台与增值服务提供商



资料来源：公司调研、国信证券经济研究所整理

图 11：公司原创内容与互动示意图



资料来源：公司股转书、国信证券经济研究所整理

图 12：公司专业育儿顾问团队示意图



资料来源：公司股转书、国信证券经济研究所整理

图 13: 孩子王门店儿童游乐设施示意图



资料来源: 公司股转书、国信证券经济研究所整理

图 14: 公司线下门店邀请知名、权威孕产育儿专家开展讲座

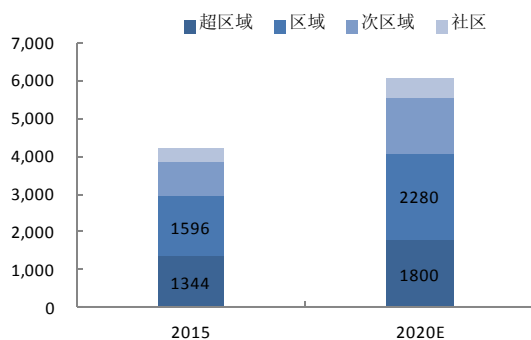


资料来源: 公司股转书、国信证券经济研究所整理

### 线下深耕大店模式, 抢占稀缺商业综合体优质客流

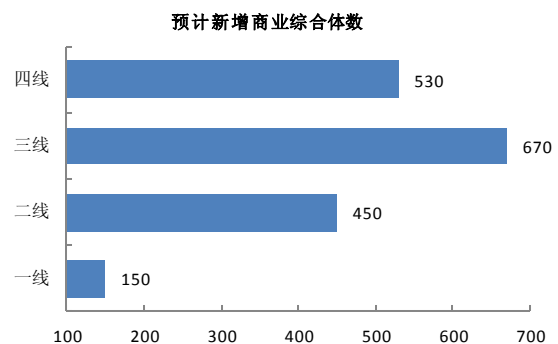
根据罗兰贝格发布的《中国母婴童市场研究报告》, 大型购物中心已成为中国新家庭主流社交活动场所及消费场所; 只有大店模式才能更好地承载商品与服务的双重驱动。公司拓展线下门店的进程有效地把握了这一市场先机, 快速布局以抢占大型综合体拓展的黄金窗口期, 门店数量和质量均大幅快速提升。

图 15: 中国商业综合体市场预测 (家)



资料来源: 罗兰贝格、国信证券经济研究所整理

图 16: 2015-2020 年中国购物中心市场预测 (家)



资料来源: 罗兰贝格、国信证券经济研究所整理

公司秉承“开大店”和“只在大型商业综合体里开店”两大宗旨, 线下所有门店均设立在 10 万平方以上的大型购物中心内, 单店平均面积约 3500 平方米, 最大门店面积近 1 万平方米, 能同时满足消费者购物、服务、社交等多重需求, 已成为中国新家庭社交汇聚场所与品质生活场景的重要组成部分。

图 17: 48 家合作商业地产商



资料来源: 公司调研、国信证券经济研究所整理

图 18: 大店模式演变: 承载服务、商品、社交三重驱动



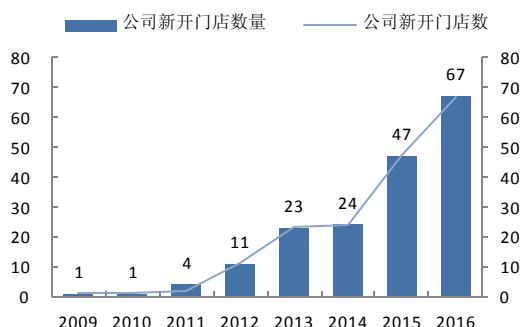
资料来源: 公司调研、国信证券经济研究所整理

近年来, 公司新开门店速度加快, 14、15、16 年新开门店分别达到 24 家、4 家、67 家门店, 最近三年新开门店数量合计占公司所有门店的 79%。目前, 公

司门店平均开设 11 月可达到盈亏平衡点, 18 个月可成为持续盈利的成熟门店, 09-11 级门店店均销售额过亿元。

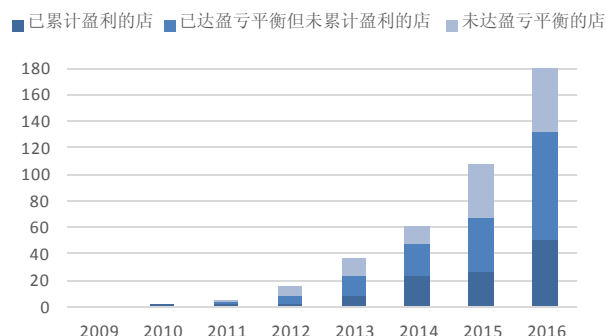
公司还持续推进门店的升级迭代, 目前已迭代到五代店。未来公司门店将进一步突出场景互动体验功能, 为顾客提供更好的产品和服务体验。以万达广场为例, 根据万达 2015 年 12 月公布的经营数据, 万达广场平均面积约为 15 万平方米, 孩子王门店面积约占商场的 1/35 - 1/40, 单月客流量可达 10 万次, 达到总门店的 14%。

图 19: 公司 2009-2016 新开门店数 (家)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 20: 公司 2009-2016 门店盈利情况 (个)



资料来源: 公司调研、国信证券经济研究所整理

随着规划用地的限制和城市化的进一步发展, 建设商业综合体的门槛逐渐提高, 大中型城市的商业综合体总量也逐渐趋于饱和, 优质的商业综合体逐渐成为稀缺资源。且公司与商业广场均签订同行业排他性合作条款并且所有门店租期均在 10 年以上, 业务发展稳定高效, 因此构建了坚固的商业壁垒。

### 线上渠道建设加快, 多元化虚拟商品建设加速

除线下实体店商品外, 公司还通过移动端 APP、移动端微商城、PC 端官方商城以及天猫、京东官方旗舰店销售产品和服务。公司移动端 APP 于 2015 年 12 月第一次上线, 短时间内用户数迅速跻身行业前三。当前 APP 用户 400 万左右, 去年通过 APP 消费的用户数量高达 260 万, 目前公司线上线下会员积分通用。公司线上渠道推出“贝贝姐姐讲故事”系列节目, 由公司员工朗读一些具有教育启发意义的故事并在线播出, 截至目前已累计播放超过 2000 期。

另外, 不同于线下渠道, 公司在线上渠道布局提供多元化虚拟商品与服务。当前孩子王 APP 已开通以下功能:

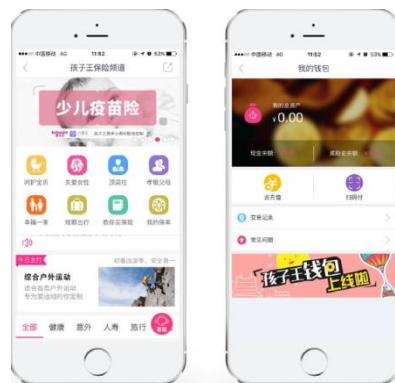
- 文化旅游频道: 与相关旅行社合作, 为会员用户提供亲子游、暑期游等增值服务;
- 教育培训频道: 线下活动线上报名, 向会员提供宝宝初级潜能开发等早教服务以及儿童夏令营等活动;
- 家庭帮手频道: 为会员提供亲子摄影等家庭娱乐服务;
- 健康保险频道: 与第三方机构合作, 打造针对儿童、女性、家庭等健康险、意外险、人寿险服务;
- 才艺发展频道: 联合第三方异业商户, 向会员用户提供儿童舞台剧、儿童游泳等服务。

图 21: 家庭帮手频道



资料来源: 公司 APP、国信证券经济研究所整理

图 22: 健康保险频道

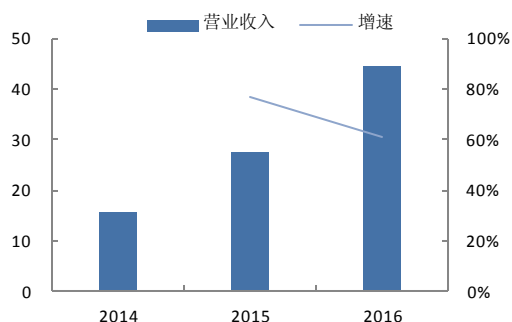


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

### 新开门店提速, 推动收入持续高增长

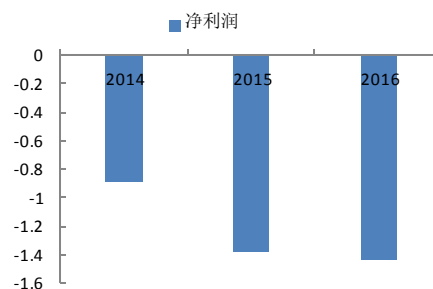
公司主营业务收入来源于直接销售商品、顾客服务、供应商服务、租赁及其他服务五个部分。2016 年公司实现营业收入 44.55 亿元, 同比增长 61.39%。2016 年净利润为负, 主要因公司近年来一直保持较快扩张速度, 14/15/16 年新开门店分别为 24、47、67 家, 新店尚未进入成熟期。

图 23: 公司历年营业收入及同比增速 (亿元、%)



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 24: 公司历年净利润及同比增速 (亿元、%)

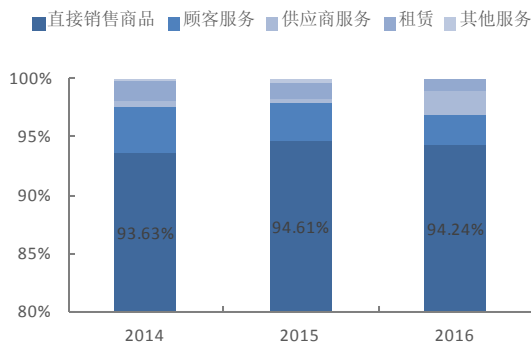


资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

2016 年公司销售费用为 9.68 亿元, 同比上升 58.61%, 主要因新开设 67 家门店, 且新开门店尚未达到成熟门店的盈利水平。但同时公司采用更为严格的费用控制机制, 16 年销售费用率为 21.73%, 同比下降 1.72%。

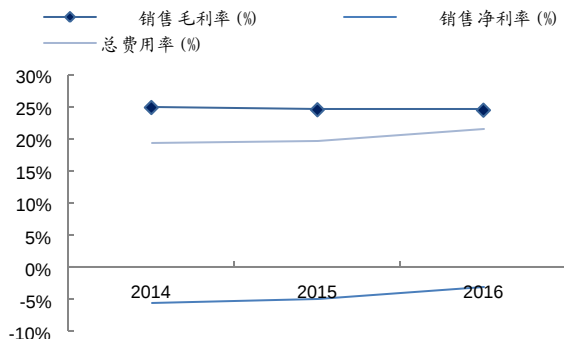
2016 年公司管理费用为 2.98 亿元, 同比上升 36.56%, 主要因扩张带来管理费用激增, 以及线上平台研发费用增加。但公司管理费用率为 6.69%, 同比下降 15.23%, 主要因公司扩张的规模效应初显, 单位管理成本下降。

图 25: 公司营业收入分产品构成 (%)



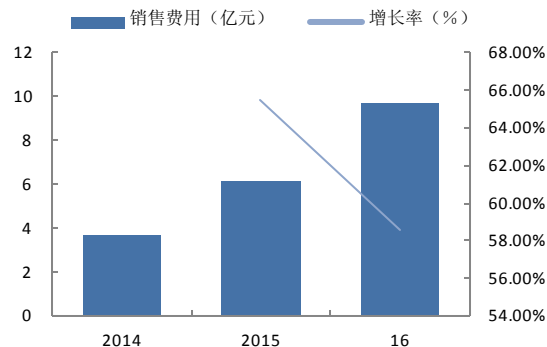
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 27: 公司历年毛利率、净利率和总费用率变化 (%)



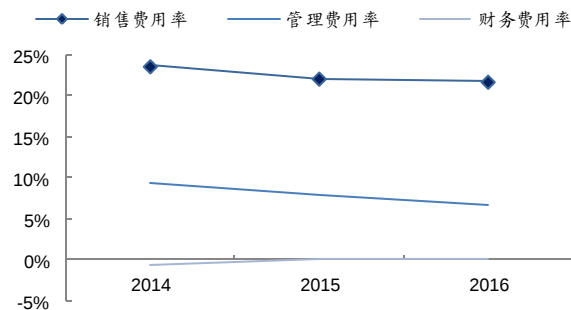
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 26: 公司历年销售费用及同比增速 (万元、%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 28: 公司历年三项费用率变化 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

尽管公司各项费用由于业务扩张不断增加，但公司成熟门店收入及其他业务均保持稳定增长，因此营收增幅大于费用增幅，公司净利润亏损幅度大幅收窄。随着公司新开门店进入成熟期、线上平台建设完善后收入规模也将上升、费用率将下降，公司有望逐步实现盈利。

### 团队建设: 多年线下零售经验+互联网团队

公司创始人汪建国先生拥有 30 年创业经验，先后缔造“中国家电连锁前三强—五星电器”、“中国领先的农村 O2O 店商品台—汇通达”等服务业创新模式。总经理徐伟宏先生是公司的创始合伙人，自 2009 年起便立足于为准妈妈及 0-14 岁儿童提供一站式成长服务，带领公司团队深度挖掘会员关系，开创以经营顾客关系为核心的运营方式。

公司管理团队其余成员也都拥有 10 年以上的零售管理经验，曾成功运营五星电器，具有丰富的零售行业运营管理经验。五星电器曾与苏宁、国美并列国内家电卖场前三强。

公司的核心技术团队人员 30% 以上都是来自于腾讯、京东等一线互联网公司的技术骨干，拥有多年互联网研发经验，具有先进的互联网思想与技术，为公司的技术平台开发提供巨大的支持动力。

## 全方位打造会员生态系统，构建内生强联系

### 线上线下渠道互为补充，移动业务高速发展

公司自 2015 年底开始为消费者提供线上及线下全渠道销售平台，满足消费者随时随地购物的需求，通过大数据与供应链管理技术的有效支撑，公司完成了对线上线下全渠道的统一控制。

线下门店均坐落在大型购物中心，采取“大店”模式，能同时满足消费者购物、服务、社交等多重需求。公司自成立以来，门店发展十分迅速，截止 2016 年底，共计 174 家门店覆盖全国 16 省 87 市，每年同店销售增速均在 30%以上。

图 29: 公司实体门店展示图



资料来源：公司股转书、国信证券经济研究所整理

图 30: 孩子王 APP 发展历程示意图



资料来源：易观千帆、国信证券经济研究所整理

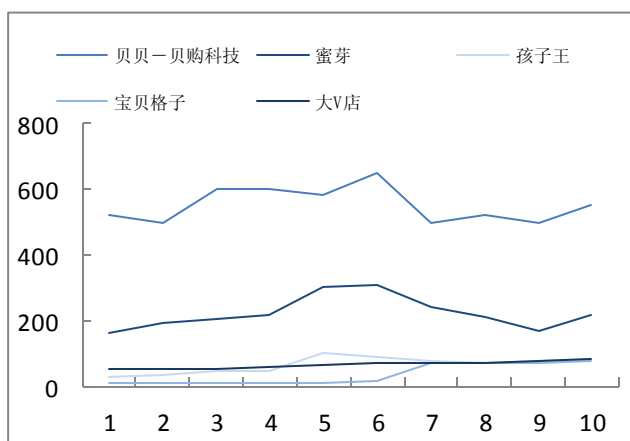
公司线上渠道包括移动端 APP、移动端微商城、PC 端官方商城以及天猫、京东官方旗舰店等。孩子王 APP 自 2015 年 11 月正式上线以来，截止 2016 年底累计注册用户数达 388 万，活跃用户规模增长显著，多次跻身易观千帆发布的母婴电商类 APP 月活跃用户人数排行榜前三名，在 App Store 购物类排名中也位居前列。公司官方微信号粉丝数也达 173 万，每天阅读量 10 万以上。

图 31: 孩子王 APP 在 APP Store 排名情况



资料来源：公司调研、国信证券经济研究所整理

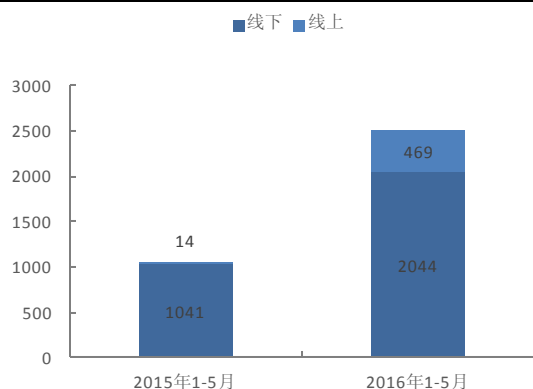
图 32: 2016 年 1-10 月母婴电商 APP 活跃用户 Top5 (万)



资料来源：易观千帆、国信证券经济研究所整理

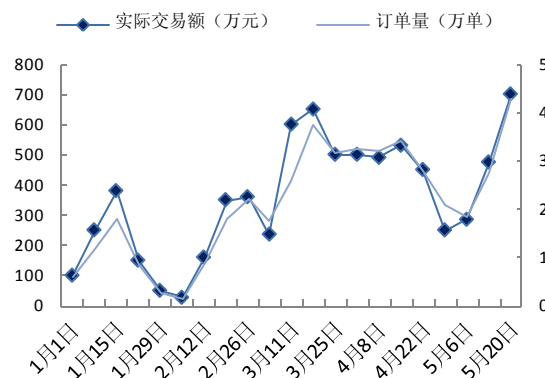
公司线上业务自 APP 上线以来取得爆发式增长，2016 年 1-5 月线上消费会员人均订单金额达 469 元/人，2015 年同期仅为 14 元/人，增幅达 3350%。公司 2016 年第一季度的线上销售 72% 来自于移动端 APP，12% 来自于移动端微商城，其他则来自天猫、京东官方旗舰店等。2016 年 1-5 月，公司消费会员人均线上订单量为 2.83 次/人，同比增长 3943%，线下订单量为 7.63 次/人，同比增长 114.33%。同期，会员线上/线下消费金额分别为 469 和 2044 元。

图 33: 公司消费会员人均订单金额 (元/人)



资料来源: 公司调研、国信证券经济研究所整理

图 34: 2016 年 1-5 月孩子王 APP 交易概括 (万元、万单)



资料来源: 易观千帆、国信证券经济研究所整理

公司通过线上线下渠道融合贯通客户需求, 线下客户可通过扫描二维码参与线上店铺活动, 线上客户可通过线上团购在就近线下门店体验产品、服务以及提货, 真正实现了线上与线下相互融合, 提高了客户的满意度与回购率。

### 加强情感增值服务, 构建会员与平台内生强关系

为更有效地服务于会员、建立与会员之间的强关系, 公司在销售母婴童商品和向消费者提供母婴童增值服务的同时, 还通过创新建立育儿顾问模式, 以及推出育儿专家服务、多种会员活动, 增强社交属性, 构建会员与平台的内生强关系。

育儿顾问用专业知识服务客户, 为会员提供私人订制的育儿服务, 如催乳、月子餐搭配、营养指导、宝宝理发等。因此育儿顾问增强了收费会员的粘性, 提高了公司的盈利能力。

公司的育儿顾问拥有社会保障部颁发的国家注册育婴师证书, 掌握专业的育儿指导技能, 不仅仅提供售卖商品服务, 更多地提供“情感增值服务”。

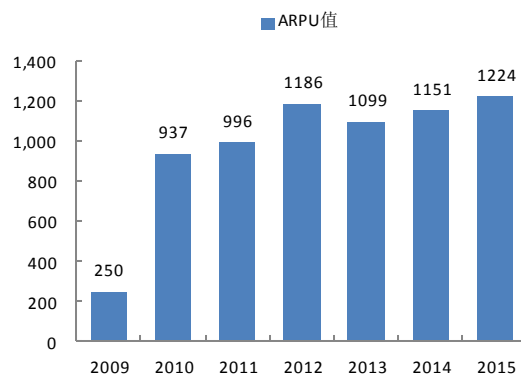
目前公司拥有超过 4000 名育儿顾问, 保证用户能得到 24 小时专业顾问服务, 维护了公司和客户之间健康稳定的用户关系。公司总销售收入中, 来自会员的收入占比高达 96%, 公司会员 APRU 值也一直平稳增长。

图 35: 公司创新建立育儿顾问模式



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

图 36: 会员 APRU 值发展趋势 (元/年每会员)



资料来源: 公司股转书、国信证券经济研究所整理

同时, 公司还创新推出育儿专家服务, 专业聘请各地区三甲及以上医院儿科、妇产科等退休的知名专家, 作为育儿服务的专业医学顾问, 为会员就专业孕产

及育儿问题提供专业咨询以及对孩子王育儿顾问提供育儿专业培训。截止 2016 年末,公司育儿专家已经达到 106 名。

公司在提供商品和服务的同时,还通过开展各种会员活动,增强门店的社交属性,打造母婴人群的超级社区。借助线下大店及线上平台,公司以育儿顾问为纽带向顾客提供包括“新妈妈学院”、“孕博会”等孕妈妈系列及“儿童文化艺术节”、“童乐会”、“冬(夏)令营”等大型线下互动活动,公司每家门店每年平均举行超 700 场线下活动。

图 37: 公司大型互助活动童乐会



资料来源:公司调研、国信证券经济研究所整理

图 38: 公司大型互助活动新妈妈学院



资料来源:公司调研、国信证券经济研究所整理

表 8: 孩子王在一站式购物与全渠道融合趋势下取得先机

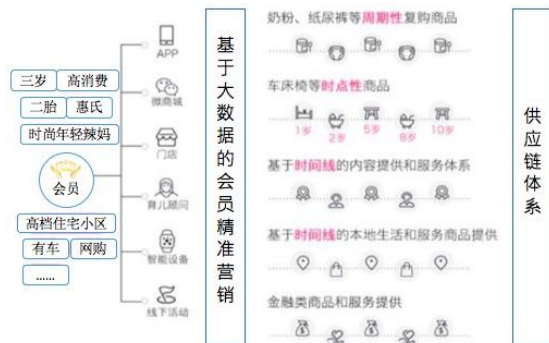
|        |      | 孩子王       | 第 2 名品牌  | 第 3 名品牌  | 第 4 名品牌  | 第 5 名品牌  |
|--------|------|-----------|----------|----------|----------|----------|
| 覆盖人群   |      | -1 ~ 14 岁 | -1 ~ 6 岁 | -1 ~ 6 岁 | -1 ~ 6 岁 | -1 ~ 6 岁 |
| SKU 数  | 大店平均 | ~ 45000   | ~ 8000   | ~ 10000  | ~ 10000  | ~ 10000  |
|        | 小店平均 | N.A.      | ~ 2000   | ~ 500    | ~ 1000   | ~ 1000   |
| 主要服务门类 | 早教   | ✓         | ✓        | ×        | ✓        | ×        |
|        | 儿童摄影 | ✓         | ✓        | ×        | ✓        | ×        |
|        | 产后护理 | ✓         | ✓        | ×        | ✓        | ×        |
|        | 儿童游泳 | ✓         | ✓        | ✓        | ✓        | ✓        |
|        | 儿童乐园 | ✓         | ×        | ✓        | ✓        | ✓        |
|        | 儿童美发 | ✓         | ×        | ✓        | ×        | ×        |
| 线上     | PC 端 | ✓         | ✓        | ×        | ✓        | ✓        |
|        | 移动端  | ✓         | ✓        | ✓        | ✓        | ✓        |
|        | 微社区  | ✓         | ✓        | ✓        | ✓        | ×        |

资料来源:公司调研、国信证券经济研究所整理

### 深耕会员经济,精准营销增强用户粘性

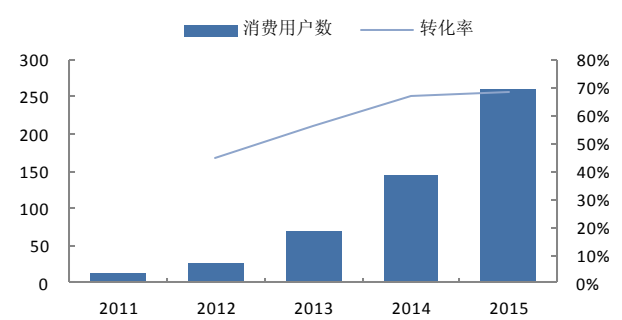
作为一家零售和互联网相结合的公司,公司利用大数据技术,结合公司业务特点和会员特征,建立了精准营销模型,通过对会员资料、消费历史行为记录等数据的收集与深度挖掘,预测会员需求,进行相关商品和服务的精准推送,以更好地满足不同会员的多样化与个性化需求,从而增强会员体验、增加用户粘性,并有针对性地促进会员消费,提升单客价值。

图 39: 大数据精准服务模式图



资料来源：公司股转书、国信证券经济研究所整理

图 40: 新增注册会员转化率及当年消费用户数（%、万）



资料来源：公司调研、国信证券经济研究所整理

另一方面,公司通过对会员消费行为等大数据的收集与分析,向供应商反馈消费者消费行为偏好与趋势,从而实现上游供应链的反向定制,最终向会员提供精准营销与整体解决方案。公司在一站式购物体验与全渠道融合的大趋势下已取得先机,品类服务全面铺开,线上线下齐头并进。

### 扎根客户,以大数据为驱动,打造终极产业数字化平台

公司致力于打造中国最大的全渠道母婴童生活方式平台,扎根客户、以大数据为驱动,打造重机的产业数字化平台。公司的战略规划主要分成三层:

- **用户数字化(百亿级):** 公司初步将从顾客数据和需求出发,以育儿顾问及线下门店为纽带,进一步提升零售业务规模及效率并构筑品牌强关系,打造中国最大的全渠道母婴童零售平台。
- **服务数字化(千亿级):** 该层为公司主要发展目标,以提升会员体验为核心,借助线上新渠道提供多元化虚拟商品和相关服务,如文化旅游、健康保险、才艺发展等,从虚拟的、高频高价的成长服务中挖掘更大的价值。
- **产业数字化(万亿级):** 该层为公司作为中国母婴童全渠道型服务商领先品牌的终极目标,即打造 B2B2C 产业数字化平台,构建 B2B2C 架构。公司将基于大数据技术构建一个整合多方品牌商、供应商资源的产业互联网平台,并整合目前超过 10 万家小型母婴童零售店,最终推动整个产业的升级。

图 41: 战略规划三圈三层三要素



资料来源：公司调研、国信证券经济研究所整理

图 42: 服务数字化平台主要内容



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

## 母婴零售模式探讨：大店+服务模式更具优势

### 海外母婴童市场：成熟行业，优势品牌全球化布局

国际市场上大多发达国家的孕婴童相关知识的认知起步较早，对婴幼儿产品的服务的研发兴起于上世纪六十年代，母婴行业也已经比较成熟，行业整合度较高。

目前，国际市场上有不少悠久历史的老牌企业，拥有强大的渠道优势和高忠诚度的客户群，并且具有较高的知名度；一些企业在其国内市场站稳脚跟后，选择进行全球化的战略布局。欧美代表企业主要有玩具反斗城和 Mothercare。

**玩具反斗城：**成立于 1948 年二战后婴儿潮时期，总部在美国新泽西。经过六十余年的发展，玩具反斗城现已成为全球最大的玩具及婴幼儿专业零售商，旗下拥有 Toysrus、Kidsrus、Babiesrus、Imaginarium 四个连锁店品牌。截至 2017 年 2 月 28 日，玩具反斗城在全球范围内共有 1948 家商店，其中，位于美国国内的分店有 879 家，位于中国的分店超过 130 家。2016 年，玩具反斗城实现营业收入约 115 亿美元。

**Mothercare：**英国最大的母婴专卖店，主营业务为向 8 岁以下婴幼儿及准母亲提供鞋服、家居及旅游用品等产品以及儿童玩具等产品。Mothercare 成立于 1961 年，并于 1984 年开始进军全球市场；截止 2016 年 3 月 26 日，公司在英国本土拥有 170 家分店，在欧洲、亚洲、中东和拉丁美洲拥有 1310 家分店。2016 年，Mothercare 实现营业收入 6.823 亿英镑，净利润 640 万英镑。

Mothercare 主要采取大店模式，英国境内最大的 Mothercare 店铺位于伦敦北部 Edmonton 地区，店铺面积为 30,000 平方英尺（约 2800 平方米）。店内包括了“妈妈空间”区域作为亲子活动场所，还配备英国最大的“童车公园”，4D 超声波扫描室、Costa 咖啡店。

此外，日本代表企业主要有阿卡佳（Akachan）和西松屋（Nishimatsuya），这两个品牌几乎垄断日本的母婴童市场。但是，不同于一些欧美国家较为积极的全球化战略，阿卡佳和西松屋仍主要定位于本土市场。

图 43: Mothercare 全球经营销售分布图



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图 44: 世界第一母婴用品服饰品牌 Mothercare



资料来源：百度图片、国信证券经济研究所整理

### 阿卡佳模式：坚持大店模式的母婴用品渠道商

阿卡佳成立于 1932 年 4 月，至今已有超过 80 年的历史，是日本最大的婴童零售商，同时也是日本母婴用品第一产品品牌、日本母婴用品第一渠道品牌。2007 年 7 月，阿卡佳被 Seven&i 控股股份有限公司的旗下子公司伊藤洋华堂收购，成为其全资子公司。目前，阿卡佳拥有 13000 多个自主开发商品，涵盖服装、家具、食品、玩具等，但仅专注于商品销售，不涉及增值服务及虚拟化商品。

阿卡佳坚持大店模式，其标准营业面积为 1980 平方米，全部门店均布局在大中型卖场内。截止到 2017 年 3 月，阿卡佳在日本共拥有 107 家门店。阿卡佳

一直坚持大店模式，标准营业面积为 1980 平方米，全部门店均布局在大中型卖场内。除线下店面外，阿卡佳也已开通日本线上销售渠道；此外，阿卡佳还积极寻求发展海外业务的机会：2017 年 5 月，阿卡佳宣布和京东展开合作，其官方旗舰店正式进驻京东全球购平台。

图 45：阿卡佳坚持大店模式



资料来源：公司调研、国信证券经济研究所整理

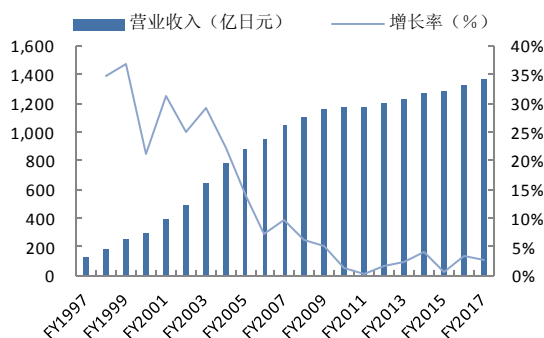
### 西松屋模式：连锁小店模式，主打性价比

西松屋成立于 1956 年，是经营儿童服装及其他儿童用品的日本品牌商。1999 年 11 月，西松屋在东京证券交易所上市。

西松屋的店均经营面积在 300 至 350 平方米左右，不及阿卡佳的五分之一；但是，截至 2017 年 2 月，西松屋在日本拥有 908 间店面，数量是阿卡佳的 8 倍以上。西松屋店面小而多特点，与它的经营重点是相契合的：西松屋致力于为客户提供高性价比的商品，并注重购物的便利程度；而较小的店面有效节省了成本，高密度的店铺分布则可以让客户在有购物需求时更易找到距离较近的店面。

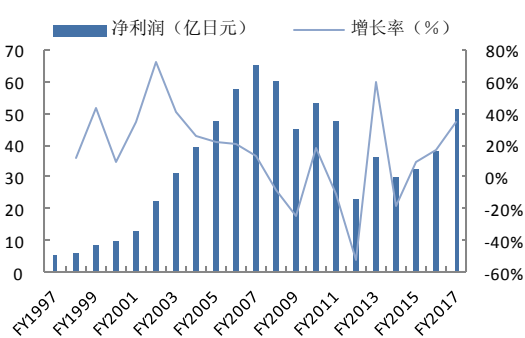
1997 年至 2004 年，西松屋的营业收入经历了爆发式增长，每年的增长率均在 20% 以上，其中 1999 年增长率甚至高达 36%；之后，随着日本市场的逐渐饱和，以及行业发展趋于成熟，增速相对放缓。2017 财年，西松屋实现营业收入 1362.73 亿日元，同比增长了 2.6%，实现净利润 51.18 亿日元。

图 46：西松屋历年营业收入和增长率（以每年 2 月 20 日为财务年度结束，单位：亿日元，%）



资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 47：西松屋历年净利润和增长率（以每年 2 月 20 日为财务年度结束，单位：亿日元，%）

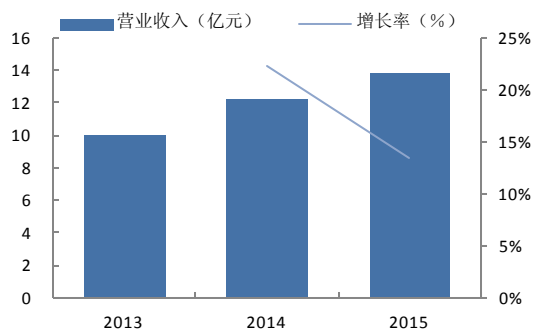


资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

### 爱婴室：即将登陆 A 股的区域性母婴零售商

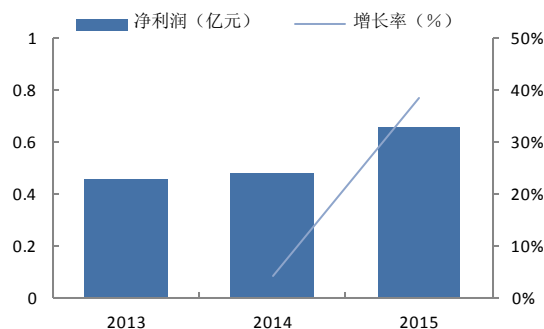
上海爱婴室商务服务股份有限公司成立于 2005 年，总部位于上海，主要从事母婴商品的销售及相关服务业务。公司主营业务包括门店商品购销业务、电子商务销售业务、商品批发业务和婴儿抚触服务。门店销售在主营业务收入中占比超 90%。目前，公司共有直营门店 160 余家，均分布在华东地区。

图 48：爱婴室历年营业收入及增速（亿元、%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

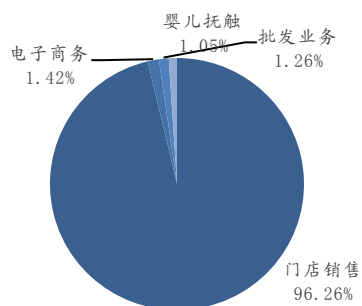
图 49：爱婴室历年净利润及增速（亿元、%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

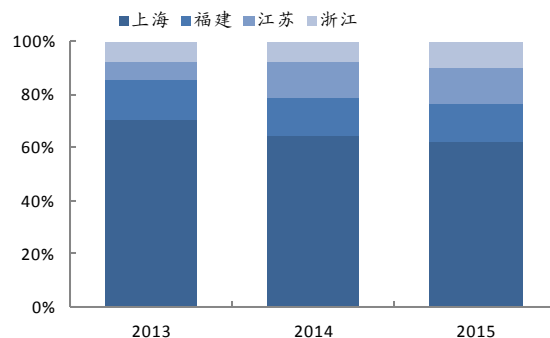
公司 2015 年营业总收入为 13.88 亿元，较上年增长 1.64 亿元，同比增长 13.38%，主要因公司保持较快扩张速度、新增直营门店 15 家，且原有门店逐渐运营成熟。

图 50：爱婴室 2015 年主营业务收入类别构成情况（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

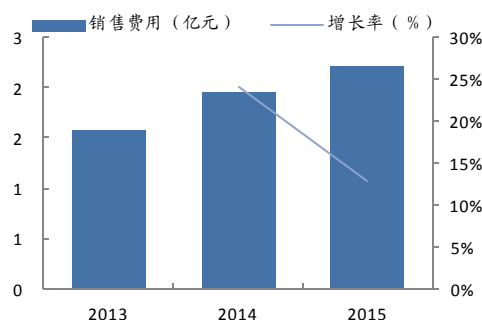
图 51：爱婴室历年主营业务收入按地区分类构成（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

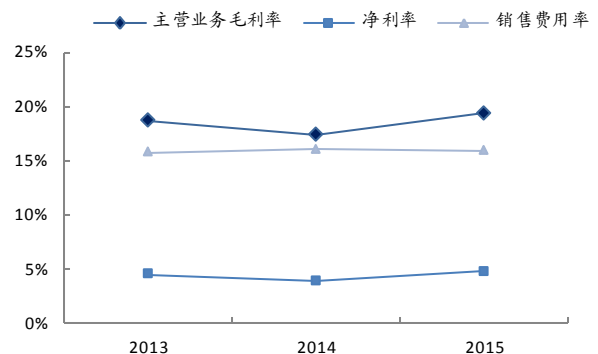
爱婴室 2015 年销售费用为 2.21 亿元，较上年度增长 0.254 亿元，同比增长 12.98%，主要因公司经营规模扩大，导致房屋租赁费用、职工薪酬、运输费用等相应增加。15 年销售费用率为 15.94%，与上年 15.99% 相比，基本持平。

图 52: 爱婴室历年销售费用及增长率 (亿元、%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 53: 爱婴室历年的销售、管理、财务费用率 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

### 母婴零售模式探讨: 大店+服务模式更具优势

目前, 全球母婴零售主要包括大店模式、小店模式和混合模式。大店模式以阿卡佳为代表, 对应中高端消费, 兼具娱乐、餐饮等多种功能; 小店模式以西松屋为典范, 主打性价比, 为消费者创造便捷、平价的消费渠道。我们观察到, 在日本, 西松屋店铺的平均面积不及阿卡佳的 1/5, 然而门店数量达到阿卡佳的 8 倍, 两种模式相得益彰。

公司线下渠道布局深耕大店模式, 阿卡佳多年来取得的成功树立了大店模式的典范。然而, 我们认为在大店模式的基础上, 开创“产品+服务”并行建设的战略, 比传统的大店零售模式更具有优势。

- ✓ **用户粘性增强:** 公司主打“会员经济”, 育儿顾问与顾客建立的情感联系, 逐步形成平台与会员的内生强联系, 使得用户粘性增强, 强化品牌优势;
- ✓ **收入多元化:** 纯商品销售的天花板较明显, 公司通过大店模式, 打造“服务+社交”的消费情景, 打破传统母婴零售的天花板;
- ✓ **综合盈利能力提升:** 我们观察到, 纯商品销售的母婴零售商净利率普遍在 5% 以下, 然而公司服务收入毛利率高达 94.4%, 随着服务收入占比提升, 公司综合盈利能力将明显超越同行。

表 9: 母婴童市场各品牌对比

| 品牌                                                                                         | 主营业务                                                                                                                            | 商业模式                                                                                                   | 店铺数量                                                                                                | 店面营业面积                                                                   |
|--------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------|
| <br>阿卡佳 | 产品销售: 婴童服装、奶粉、尿不湿等;<br>服务: 无。                                                                                                   | 大店模式, 同时进行线上、线下销售                                                                                      | 107 间(截至 2017 年 3 月)                                                                                | 2000 平方米左右                                                               |
| <br>西松屋 | 产品销售: 婴儿服装、儿童服装以及孕妇服装;<br>服务: 无。                                                                                                | 主打性价比的小店模式, 同时进行线上、线下销售                                                                                | 908 间(截至 2017 年 2 月)                                                                                | 300 至 350 平方米                                                            |
| <br>爱婴室 | 产品销售: 奶粉、食品、玩具、车床、棉纺类、用品类;<br>服务: 婴儿抚触服务。<br>母婴产品: 奶粉、食品、纸尿裤、童装童鞋、孕产用品、喂养用品、洗护用品、清洁消毒、文体玩具、出行装备等、金融产品等;<br>服务: 产后恢复、儿童早教、儿童摄影等。 | 直营门店为主, 门店面积从 400 - 2000 平米不等; 电子商务为辅, 定位中高端产品<br><br>大店模式, 推行会员制, 商品与服务并重, 通过线上与线下相结合, 打造“商品+服务+社交”模式 | 截至 2016 年 6 月共有 160 余家门店, 分布在上海、江苏、浙江和福建四省<br><br>截至 2016 年 12 月 31 日共有 174 间, 覆盖江苏、安徽、浙江 16 个省和直辖市 | 店均 482 平方米, 位于不同规模的购物广场、购物中心或为街边独立店铺<br><br>店均 3500 平方米, 均位于万达、万象等大型购物中心 |

资料来源: 公司公告、公司调研、国信证券经济研究所整理

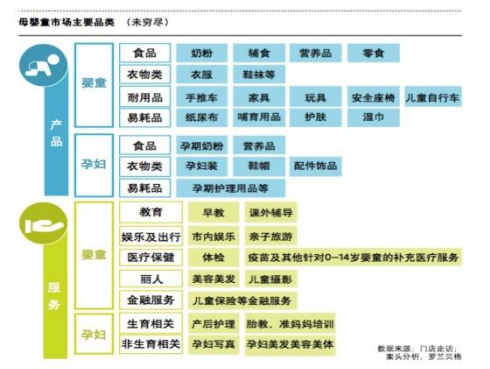
## 二胎政策+消费升级带动母婴童市场爆发性增长

### 母婴童市场定义及分类

按照罗兰贝格的定义，母婴童市场主要分为产品及服务两大类，每大类又可以划分为婴童和孕妇两大板块。其中，

- 婴童类产品主要包括食品（如奶粉）、衣物、耐用品（如玩具）及易耗品（如纸尿裤）；
- 孕妇类产品则主要包括食品（如孕期奶粉及营养品）、衣物及易耗品（如孕期护理用品等）；
- 婴童服务包括婴童教育、婴童娱乐及出行、婴童医疗保健、婴童丽人（如儿童摄影）和婴童金融服务（如儿童保险等）；
- 孕妇服务则包括生育相关服务（如产后护理）及非生育相关服务（如孕妇写真等）。

图 54：母婴童市场主要品类



资料来源：罗兰贝格、国信证券经济研究所整理

图 55：母婴童产品零售业产业链



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

### 母婴童产品零售业态产业分析

母婴童产品的零售业态有着丰富多元化的趋势，现阶段主要分为线上及线下两个部分，其中线下渠道主要包括四种：

- 母婴专卖店（包括购物中心及百货卖场的母婴店），如孩子王、乐友、爱婴岛、贝贝熊、丽婴房等；
- 购物中心、百货等卖场的非母婴渠道；
- 超市的母婴专柜；
- 个体经营门店等其他线下零售实体。

表 10: 母婴童产品零售业态线上渠道

| 业态             | 品牌           | Logo                                                                               |
|----------------|--------------|------------------------------------------------------------------------------------|
| 综合电商平台         | 天猫、京东、唯品会等   |  |
| 垂直孕婴童电商        | 蜜芽、母婴之家、贝贝网等 |  |
| 母婴社区和媒体平台中电商板块 | 妈妈网、宝宝树等     |  |
| 品牌商或零售商自建渠道    | 孩子王官方自营网上商城等 |  |

资料来源:公司公告、百度图片、国信证券经济研究所整理

相较于线下渠道,线上渠道发展时间较短但增长迅速,目前已涌现出多种业态:

- 综合电商平台如天猫、京东、唯品会等电商的母婴频道;
- 垂直孕婴童电商如蜜芽、母婴之家、贝贝网等;
- 母婴社区和媒体平台中的电商板块如妈妈网、宝宝树、育儿网、辣妈帮等;
- 品牌商或零售商自建线上渠道如官方自营网上商城等。

上游主要是一些品牌商和制造商,如食品端的婴幼儿乳品企业、儿童服饰制造商等、易耗品及耐用品供应商等。因为母婴童商品零售行业市场竞争较为充分,制造供应商仍然拥有话语权,零售渠道的议价能力并不高。但是拥有广泛的销售渠道与大额订货需求的零售商,如孩子王,在供应商处拥有相对较强的议价能力。

下游客户群则主要是准妈妈和 0-14 岁儿童以及他们所处家庭。因为消费结构升级、消费观念转变等原因,下游客户对高质量产品的需求持续增加,对价格并不敏感。

图 56: 日本母婴用品第一渠道品牌及产品品牌阿卡佳



资料来源:百度图片、国信证券经济研究所整理

图 57: 全球最大玩具零售商玩具反斗城



资料来源:百度图片、国信证券经济研究所整理

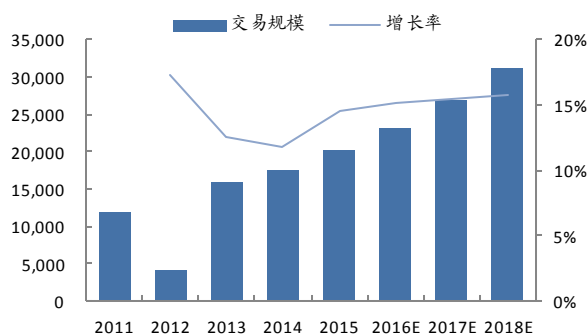
### 国内母婴童市场: 产品与服务相结合, 线上渠道成新趋势

我国母婴童市场于 2009 年初发展起步,虽起步较晚,但自 2010 年以来一直呈爆发式增长态势,根据 2016 年 12 月易观智库和孩子王联合发布的《中国母婴

行业白皮书 2016》,以孕产妇及 0-14 岁阶段婴童用户的产品和服务需求为口径,2015 年我国母婴童整体市场规模突破 2 万亿元,到 2018 年预计市场规模将超 3 万亿元。

在二胎政策全面开放、人均可支配收入增长、消费升级等多重利好下,罗兰贝格同样预计未来中国母婴童市场需求将继续保持上升态势,年复合增速保持 15%。其中,婴童产品类增速因为已经经历了 2012-2014 年的井喷期将逐步放缓,而婴童服务、孕妇产品及服务三大类的增速都将有所提高。

图 58: 2011-2018 中国母婴童市场规模及增速 (亿元、%)



资料来源: 易观智库、国信证券经济研究所整理

图 59: 2010-2020 中国母婴童市场分品类增长率 (%)

| CAGR |  | '10-'15 | '15-'20 |
|------|--|---------|---------|
| 孕妇服务 |  | +8%     | +16%    |
| 孕妇产品 |  | +21%    | +22%    |
| 婴童产品 |  | +17%    | +12%    |
| 婴童服务 |  | +17%    | +17%    |

资料来源: 罗兰贝格、国信证券经济研究所整理

按照渠道提供品类的不同,母婴童零售领域可划分为有限产品类、全产品品类、全产品+服务类;而按照终端渠道类型的不同又可划分为品牌店、集合零售商、垂直电商和平台电商四大类。基于以上两个维度,目前国内主流母婴童零售商可以分成有限品类品牌店、全品类品牌店、全品类+服务品牌店、全品类集合零售等九类布局模式。

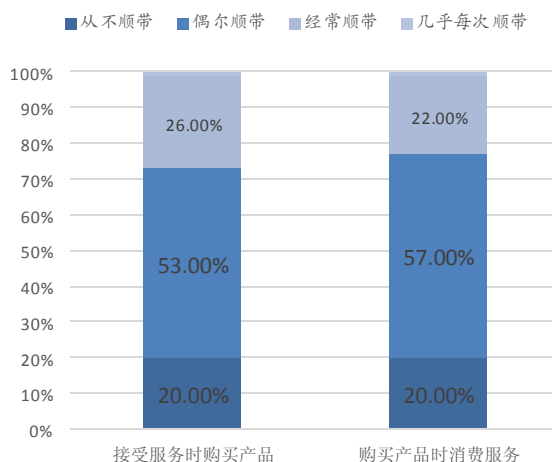
随着消费习惯的变化,消费者开始更加注重消费体验并越来越多地习惯于网络消费,导致原有的渠道模式难以满足消费者的需求。因此,母婴童市场未来将逐渐模糊布局边界,形成产品与服务融合、线上与线下融合的大趋势:

图 60: 目前母婴童零售渠道布局模式

|          |       | 母婴专营             |                                              |                   |                      |
|----------|-------|------------------|----------------------------------------------|-------------------|----------------------|
| 多/全品类+服务 | 多/全品类 | 金宝贝              | 孩子王                                          | 妈妈网<br>辣妈帮<br>宝宝树 |                      |
|          |       | 好孩子<br>英氏<br>丽婴房 | 贝贝熊 爱婴室<br>乐友 爱婴岛 Mothercare<br>丽家宝贝 ToysRus | 蜜芽<br>麦乐购<br>贝贝   | 京东 天猫<br>红孩子<br>苏宁易购 |
| 有限品类     |       | NA               | NA                                           |                   |                      |
|          |       | 品牌店              | 集合零售                                         | 垂直电商              | 平台电商                 |

资料来源: 罗兰贝格、国信证券经济研究所整理

图 61: 产品与服务连带销售情况 (N=1126, 中高收入 N=501)



资料来源: 罗兰贝格、国信证券经济研究所整理

### (1) 产品与服务融合

母婴童消费者越来越注重时间成本的控制,倾向于一次性购买多种产品和服务,

因此一站式购物越来越受到消费者特别是上班族年轻父母的青睐。根据罗兰贝格消费者调研，仅 20% 的受访者表示从无顺带购买行为，大部分消费者都会在接受服务的同时顺带购买产品、购买产品时顺带消费服务。

因此，渠道商正在不断向提供全品类产品及服务的方向迈进。未来，母婴童零售业将进一步向着一站式购买、体验式消费、服务与产品融合的方向发展。

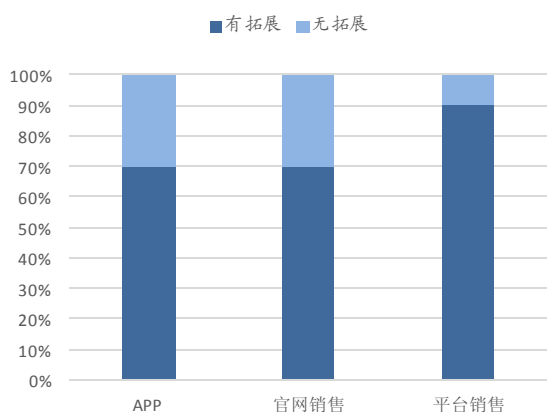
## （2）线上线下：线上渠道占比继续升高，线下渠道仍为主导

伴随互联网的普及、渠道扁平化与服务专业化的趋势，母婴童零售业态从传统的购物中心、百货商场、超市等向母婴童品牌专卖店、专业店、垂直电商等新兴渠道分流，消费者的选择越来越多样化，比如门店试用、网络比价、线上下单线下送货到家等。

京东、天猫、当当等综合电商平台纷纷开通母婴频道；蜜芽、麦乐购等一批垂直电商先后崛起；孩子王等传统线下零售商也开始涉足线上 PC 端及 APP 端服务，因此未来，婴童市场将加速竞合，线上线下齐头并进，品牌商零售商都将向全渠道方向拓展。

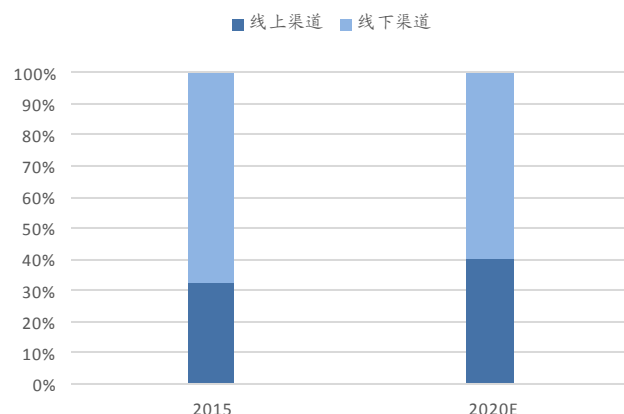
大量线下渠道商积极开拓线上渠道。根据罗兰贝格消费者调研，线下渠道商超过 70% 都有拓展线上渠道，形式分别为 APP、官网销售和平台销售。预计到 2020 年，母婴童产品市场线下销售渠道仍将占比 60%，线上销售渠道占比预计将由 2015 年的 32% 增至 40%。

图 62：线下渠道商拓展线上渠道占比（%）



资料来源：罗兰贝格、国信证券经济研究所整理

图 63：母婴童产品市场渠道份额（%）



资料来源：罗兰贝格、国信证券经济研究所整理

## 我国母婴市场竞争格局：中小零售商众多，行业整合显雏形

根据罗兰贝格报告，2015 年母婴童市场整体规模达 1.8 万亿，其中母婴童产品市场容量约为 1.0 万亿，大型母婴童集合零售商占整体市场的比重仍较低，收入水平最高的孩子王也仅以 30 亿的销售额占据母婴童产品市场的 0.3%，但相对于其他品牌而言已逐渐脱颖而出。

我国人口众多、母婴童行业市场空间较大，但线下母婴童市场集合零售商数量亦十分庞大，市场竞争格局极其分散。近年来，部分连锁型品牌母婴渠道商逐步崛起，中小型企业愈发难以在母婴童市场立足，市场格局呈现一定程度的集中。目前国内知名母婴连锁零售商有乐友、爱婴岛、孩子王、孕婴童等。

**乐友（中国）超市连锁有限公司：**主要集中于华北地区的十几个城市，门店 400 余家。采用“连锁+网上商城+APP”线上线下全渠道的经营模式，为消费者提供一站式专业服务及便捷舒适的购物体验；

广东爱婴岛儿童百货股份有限公司：主要集中在华南、华中地区的 30 余个城市，直营连锁店 250 余家。致力于专门为妈妈和宝宝提供各种优质的食品、生活用品、玩具和服装等商品；

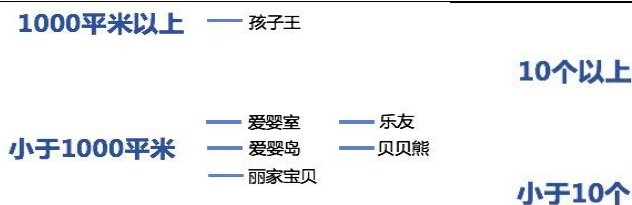
金奇孕婴童生活科技股份有限公司：主要分布于广东地区以及国际市场。以 OEM 模式为主，结合 ODM 模式，为知名品牌商如迪士尼提供研发和生产一体化服务。

图 64：国内大型母婴童集合零售商收入水平、同店增速概况



资料来源：罗兰贝格、国信证券经济研究所整理

图 65：国内大型母婴童集合零售商店均面积、覆盖省份个数对比



资料来源：罗兰贝格、国信证券经济研究所整理

现今，国内一、二线城市零售市场渐趋饱和，而三、四线城市消费水平的日渐提升，零售市场需求缺口开始显现；此外，相较于一、二线城市父母较大的生活和工作压力，三、四线城市的父母未来或将成为二孩生育主力军，因此对于母婴童市场来说，三、四线城市将更具潜力。

表 11：国内知名母婴童连锁零售商分布情况及经营模式

| 零售品牌 | 分布地区                  | 主营产品及经营模式                                                           |
|------|-----------------------|---------------------------------------------------------------------|
| 爱婴室  | 华东地区，总部上海，160 余家直营店   | 0-6 岁母婴商品及服务；直营门店为主，互联网电子商务为辅                                       |
| 孕婴童  | 广东地区，海外出口             | 主要以生产研发为主：以 ODM 模式为主，OEM 为辅，向 OBM 发展。新开展“婴童护理+IP”业务，寻求独立创新设计 IP 化产品 |
| 乐友   | 华北地区，400 余家门店         | 全渠道母婴童产品及服务，“连锁+网上商城+APP”                                           |
| 爱婴岛  | 华南、华中地区，250 余家门店      | 母婴童食品、生活用品、玩具及服装等商品，线下零售为主                                          |
| 孩子王  | 全国 16 个省 87 市，174 家门店 | 一站式中高端孕婴童产品及服务，大店模式，“实体店+网上商城+APP”                                  |

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司在坚守一、二线城市战地的同时，将线下渠道持续下沉，积极拓展布局三、四线城市。2016 年，公司新增四线及以下城市门店数量占比达 16.7%。

图 66: 爱婴岛直营店全国分布图



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

图 67: 爱婴室直营店全国分布图



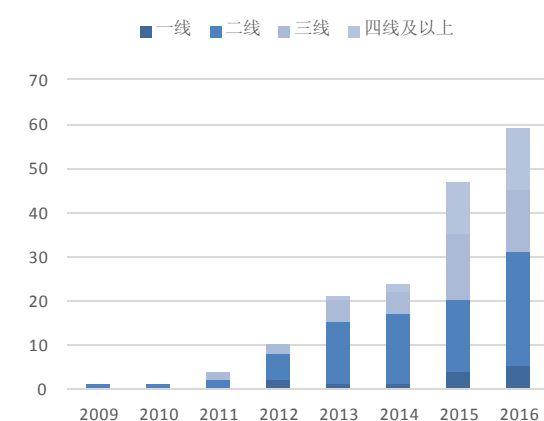
资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

图 68: 孩子王成熟门店分布图



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 69: 2009-2016 孩子王新增门店城市分布 (个)



资料来源: 罗兰贝格、国信证券经济研究所整理

#### 四大因素组成驱动力，母婴童市场将呈现高速增长

受益于二胎政策利好、消费升级以及消费观念、家庭结构的变化，母婴童产品和服务的需求将不断扩大，母婴童行业将迎来黄金时期。消费者愿意为高质量、高安全性和高附加值的母婴童产品支付更高溢价。

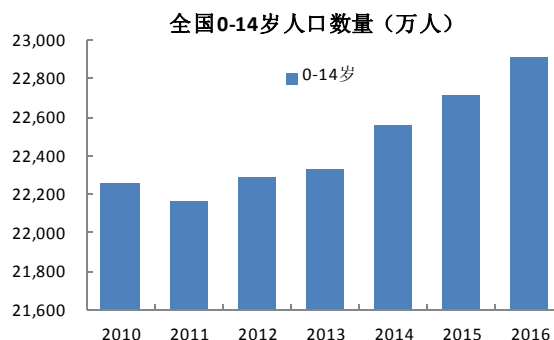
二胎政策利好，第四次“婴儿潮”即将来临：随着 2016 年 1 月 1 日二孩政策的全面开放，预计未来 5-10 年，每年新出生人口将保持在较高水平，到 2020 年十三五规划末期 0-14 岁人口数将达到 2.5 亿。国家统计局数据显示，自 2011 年来，我国新生儿数量几乎逐年递增，2015 年全年新生儿数量达 1655 万。建国以来我国一共经历了三次“婴儿潮”，其中最近一次婴儿潮（1985-1997 年）出生的人群正逐步步入生育期，第四次婴儿潮即将来临。

图 70: 近十年中国新生儿数量及人口出生率 (万, %)



资料来源: 国家统计局、国信证券经济研究所整理

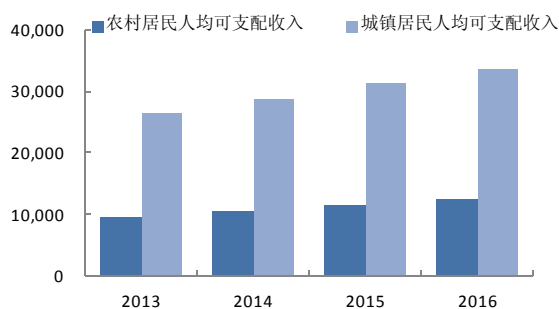
图 71: 2010 年以来全国 0-14 岁人口数量 (万)



资料来源: 国家统计局、国信证券经济研究所整理

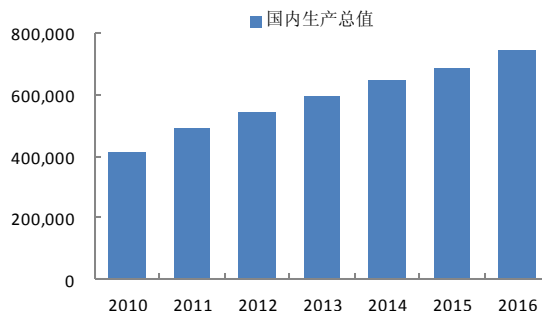
**消费升级成为中高端母婴消费的经济基础:** 2013-16 年, 我国城镇居民人均可支配收入从 2.65 万元增长至 3.36 万元, 年复合增长率达 8.30%, 我国城镇化进程也不断加快。常住人口城镇化率已由 2010 年的 50% 提高到 2016 年的 57.35%, 城镇居民是恰是中高端母婴童消费的主体。居民购买力的提高为母婴童产业的发展提供了坚实的经济基础, 以纸尿裤为例, 近年来高端品牌花王的市占率大幅提升, 是一个典型示例。

图 72: 2013-2016 年我国城乡居民人均可支配收入 (元)



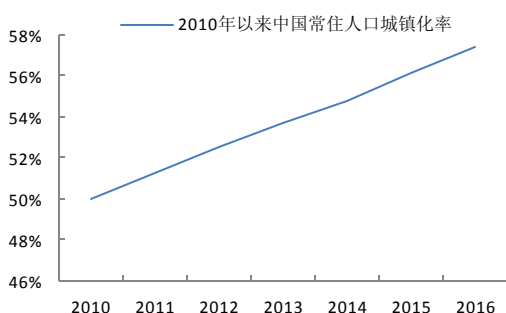
资料来源: 国家统计局、国信证券经济研究所整理

图 73: 2010 年以来中国国内生产总值 (亿元)



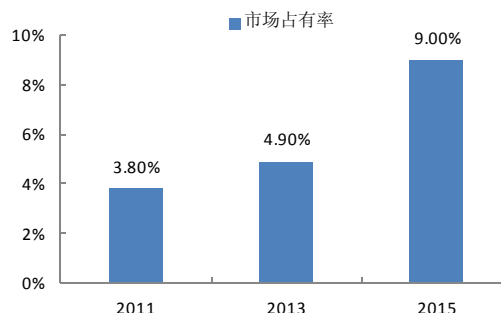
资料来源: 国家统计局、国信证券经济研究所整理

图 74: 2010 年以来中国常住人口城镇化率 (%)



资料来源: 国家统计局、国信证券经济研究所整理

图 75: 花王高端纸尿裤市场占有率 (%)



资料来源: 罗兰贝格、国信证券经济研究所整理

**“4+2+1”家庭结构下消费理念转变:** 近年来, 母婴童消费的主流人群逐渐向 80、90 后转移, 更加注重品质消费 “4+2+1” 的家庭结构逐渐成为主流, 对母婴童市场高端消费付费意愿与能力都明显提升。罗兰贝格调研显示, 母婴童产品消费者所关注的最主要因素是产品品质, 其次是服务 (包括售前售中及售后服务等), 对价格的敏感性较低。由此可见, 中国消费者愿意为高质量、高安全性和高附加值的母婴童产品支付更高溢价。

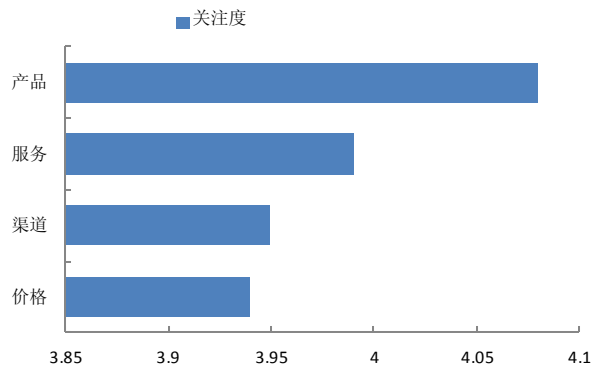
**婴童消费产品呈现快消品式特征：**婴童产品更新换代快于成人消费品，婴童消费的空间和增长速度远超成人消费。特别是 0-3 岁婴幼儿，这一年龄段消费频次最多的是奶粉和辅食等食品以及纸尿裤、洗护用品等易耗品。

图 76: 0-14 岁婴童消费特征



资料来源：中国产业信息网、国信证券经济研究所整理

图 77: 消费者购买因素调查 (N = 1500)



资料来源：罗兰贝格、国信证券经济研究所整理

## 风险提示

- 第一，公司新开门店平均盈利时间慢于预期；
- 第二，费用率优化不达预期。

## 附表：财务预测与估值

| 资产负债表（百万元）       | 2016        | 2017E       | 2018E       | 2019E       | 利润表（百万元）          | 2016         | 2017E        | 2018E        | 2019E        |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 现金及现金等价物         | 618         | 1456        | 2666        | 3895        | 营业收入              | 4455         | 6792         | 10051        | 13700        |
| 应收款项             | 157         | 186         | 275         | 375         | 营业成本              | 3359         | 5062         | 7470         | 10140        |
| 存货净额             | 669         | 1115        | 1542        | 2093        | 营业税金及附加           | 13           | 49           | 71           | 96           |
| 其他流动资产           | 304         | 340         | 503         | 685         | 销售费用              | 968          | 1189         | 1658         | 2055         |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>1748</b> | <b>3097</b> | <b>4987</b> | <b>7049</b> | 管理费用              | 298          | 432          | 556          | 730          |
| 固定资产             | 159         | 353         | 517         | 645         | 财务费用              | 0            | (26)         | (49)         | (78)         |
| 无形资产及其他          | 92          | 88          | 84          | 81          | 投资收益              | 48           | 0            | 0            | 0            |
| 投资性房地产           | 268         | 268         | 268         | 268         | 资产减值及公允价值变动       | (13)         | 0            | 0            | 0            |
| 长期股权投资           | 0           | 0           | 0           | 0           | 其他收入              | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>资产总计</b>      | <b>2267</b> | <b>3805</b> | <b>5855</b> | <b>8042</b> | 营业利润              | (148)        | 87           | 344          | 758          |
| 短期借款及交易性金融负债     | 10          | 50          | 92          | 137         | 营业外净收支            | 11           | 11           | 11           | 11           |
| 应付款项             | 951         | 1255        | 1851        | 2512        | <b>利润总额</b>       | <b>(137)</b> | <b>98</b>    | <b>355</b>   | <b>769</b>   |
| 其他流动负债           | 404         | 670         | 972         | 1297        | 所得税费用             | 7            | 0            | 46           | 115          |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>1365</b> | <b>1975</b> | <b>2914</b> | <b>3946</b> | 少数股东损益            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 长期借款及应付债券        | 0           | 0           | 0           | 0           | <b>归属于母公司净利润</b>  | <b>(144)</b> | <b>98</b>    | <b>309</b>   | <b>654</b>   |
| 其他长期负债           | 0           | 30          | 31          | 33          |                   |              |              |              |              |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>0</b>    | <b>30</b>   | <b>31</b>   | <b>33</b>   |                   |              |              |              |              |
| <b>负债合计</b>      | <b>1365</b> | <b>2005</b> | <b>2946</b> | <b>3979</b> |                   |              |              |              |              |
| 少数股东权益           | 0           | 0           | 0           | 0           | <b>现金流量表（百万元）</b> | <b>2016</b>  | <b>2017E</b> | <b>2018E</b> | <b>2019E</b> |
| 股东权益             | 902         | 1800        | 2909        | 4063        | <b>净利润</b>        | <b>(144)</b> | <b>98</b>    | <b>309</b>   | <b>654</b>   |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>2267</b> | <b>3805</b> | <b>5855</b> | <b>8042</b> | 资产减值准备            | 9            | 15           | 11           | 11           |
|                  |             |             |             |             | 折旧摊销              | 39           | 27           | 39           | 52           |
|                  |             |             |             |             | 公允价值变动损失          | 13           | 0            | 0            | 0            |
|                  |             |             |             |             | 财务费用              | 0            | (26)         | (49)         | (78)         |
|                  |             |             |             |             | 营运资本变动            | 420          | 104          | 231          | 165          |
|                  |             |             |             |             | 其它                | (9)          | (15)         | (11)         | (11)         |
|                  |             |             |             |             | <b>经营活动现金流</b>    | <b>328</b>   | <b>229</b>   | <b>579</b>   | <b>871</b>   |
|                  |             |             |             |             | 资本开支              | (88)         | (231)        | (211)        | (187)        |
|                  |             |             |             |             | 其它投资现金流           | 0            | 0            | 0            | 0            |
|                  |             |             |             |             | <b>投资活动现金流</b>    | <b>(79)</b>  | <b>(231)</b> | <b>(211)</b> | <b>(187)</b> |
|                  |             |             |             |             | 权益性融资             | 541          | 800          | 800          | 500          |
|                  |             |             |             |             | 负债净变化             | 0            | 0            | 0            | 0            |
|                  |             |             |             |             | 支付股利、利息           | (3)          | 0            | 0            | 0            |
|                  |             |             |             |             | 其它融资现金流           | (304)        | 40           | 42           | 45           |
|                  |             |             |             |             | <b>融资活动现金流</b>    | <b>231</b>   | <b>840</b>   | <b>842</b>   | <b>545</b>   |
|                  |             |             |             |             | <b>现金净变动</b>      | <b>480</b>   | <b>838</b>   | <b>1210</b>  | <b>1229</b>  |
|                  |             |             |             |             | 货币资金的期初余额         | 138          | 618          | 1456         | 2666         |
|                  |             |             |             |             | 货币资金的期末余额         | 618          | 1456         | 2666         | 3895         |
|                  |             |             |             |             | 企业自由现金流           | 178          | (39)         | 316          | 608          |
|                  |             |             |             |             | 权益自由现金流           | (125)        | 27           | 400          | 719          |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

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

## 分析师承诺

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

## 风险提示

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

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

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

**国信证券机构销售团队**

| 华北区（机构销售一部）                                 | 华东区（机构销售二部）                                     | 华南区（机构销售三部）                                 | 海外销售交易部                                            |
|---------------------------------------------|-------------------------------------------------|---------------------------------------------|----------------------------------------------------|
| 李文英<br>13910793700<br>liwying@guosen.com.cn | 汤静文<br>13636399097<br>tangjingwen@guosen.com.cn | 邵燕芳<br>13480668226<br>shaoyf@guosen.com.cn  | 赵冰童<br>13693633573<br>zhaobt@guosen.com.cn         |
| 王 玮<br>13726685252                          | 吴 国<br>15800476582                              | 赵晓曦<br>15999667170<br>zhaoxxi@guosen.com.cn | 梁 佳<br>13602596740<br>liangjia@guosen.com.cn       |
| 许 婧<br>18600319171                          | 梁轶聪<br>18601679992<br>liangyc@guosen.com.cn     | 颜小燕<br>13590436977<br>yanxy@guosen.com.cn   | 程可欣<br>886-0975503529(台湾)<br>chengkx@guosen.com.cn |
| 边祎维<br>13726685252                          | 倪 婧<br>18616741177                              | 刘紫微<br>13828854899                          | 夏 雪<br>18682071096                                 |
| 王艺汀<br>13726685252                          | 林 若<br>13726685252                              | 简 洁<br>13726685252                          | 吴翰文<br>13726685252                                 |
| 詹 云<br>13901062999                          | 张南威<br>13726685252                              | 欧子炜<br>18150530525                          |                                                    |
| 陈雪庆<br>18150530525                          | 周 鑫<br>13726685252                              |                                             |                                                    |
| 杨云崧<br>18150530525                          | 张欣慰<br>13726685252                              |                                             |                                                    |
| 赵海英<br>13810917275<br>zhaohy@guosen.com.cn  |                                                 |                                             |                                                    |