

证券研究报告—动态报告/公司快评
新三板
孩子王 (839843)
买入

重大事件快评

(维持评级)

2017 年 11 月 29 日

新零售背景下关于孩子王估值的再思考

证券分析师: 王念春

0755-82130407

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

0755-81981873

liuxinz@guosen.com.cn

评论:

■ 孩子王估值再思考: 绝对估值与相对估值

我们分别采用绝对估值法和相对估值法,对孩子王的估值进行详细探讨。

通过 FCFF 绝对估值法模型:合理股价应在 14.69-22.04 元之间;通过相对估值法,我们认为公司股价区间应在 22.07-31.65 元。

根据我们预测,2017-2019 年公司净利润将分别达到 1.17 亿、2.95 亿、6.44 亿,逐步消化目前估值,P/E (19E)将下降至 20x 左右,给予“买入”评级。

■ 大店模式+重度服务模式打造新零售典范:

投资亮点 1: **重新定义零售,重度服务模式,高 ARPU 值:**育儿顾问是联系孩子王与消费者最重要纽带;供应商服务:大数据反哺上游供应商;服务业务毛利率极高,服务占比提高成为盈利能力提升主要驱动力之一。

投资亮点 2: **加速拓张,抢占稀缺商业综合体,市场天花板远未达到:**加速开店,抢占稀缺优质购物中心资源;畅享二三线城市消费升级蓝海;线下渠道仍将是母婴童产品市场的主要销售渠道;引流聚客作用强大,对商业广场议价能力极强;

投资亮点 3: 效率提升,科技赋能,自建仓储;

投资亮点 4: 高端化、全年龄段探索加速,构筑母婴生态圈;

投资亮点 5: 持续看好母婴行业,好赛道,高增速,龙头大有可为。

■ 公司基本情况介绍: 大店模式+重度服务模式打造新零售典范

作为母婴童零售行业的龙头,公司目前全国已经拥有门店近 200 家,成为首家实现全国性连锁经营的母婴零售商。公司以大店模式为主,平均单店面积超过 3500 平米,主要分布在城市核心商圈。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。我们看好母婴细分市场赛道,年复合增速高达 15%;我们看好公司作为细分行业龙头的优势,有望凭借强大的异地扩张能力,领跑母婴市场;此外,公司大店模式与重度服务模式的差异化发展策略,完全跳出传统线下零售套利盈利(即差价盈利)的模式,成为新零售时代的典范。

■ 估值体系的建立:

我们通过调研数据与假设数据,构建标准单店模型(收入端、费用端),时间轴精确到月度进行开店数据推移,并与实际财务数据通过调整参数进行调整,构建出实际财务模型。我们通过 FCFF 绝对估值法和相对估值法,建立公司估值体系。

标准单店模型的构建-收入端

基础数据调研:

单店营业收入:对于 3500 平方米的标准门店,成熟期的营业额大约为 300 万元/月;非成熟门店的首年营业额约为 2000

万左右。

单店收入增速：门店平均首年增速超过 50%，次年 30%，第三年增速 20%。公司 11 级门店至今增速仍有 10%+。

会员数量：截止 17H1，公司会员总数为 1379 万，消费会员达到 861 万。

育儿顾问与会员分配：据调研，育儿顾问人均对应 300+个活跃会员，1000+总会员（含不活跃会员）。根据测算，每个标准门店辐射 5 万的会员。

单店模型核心数据假设：

单店消费会员数：母婴童主要目标市场为拥有-1~3 岁年龄段婴童的家庭，我们保守假设公司会员寿命周期为 4 年（事实上，随着产品线延展、教育机构入驻，公司实际会员寿命周期远超过 4 年）。我们将会员分成 Y1、Y2、Y3、Y4 四档，分别代表所处寿命周期。

假设在单一门店成立首年平均会员数为 2.4 万人，次年新增会员 10800 人，标准门店 Y1-Y5 消费会员增速依次为 30%/25%/21%/14%

公司消费会员数持续增加的动力主要来源于：1）基础驱动：每年新增人口数的自然增长；2）渗透率提升：门店对周边生活区的渗透率持续提升

截止 FY16，公司会员总数为 1107 万，消费会员数为 695 万。17H1，会员数为 1379 万，消费会员数为 861 万。

会员消费频次：据调研，一年期门店平均消费频次为 4.20，假设未来将保持 2%-0%的低速增长。

单次消费金额：据调研，一年期门店平均单次消费金额为 185 元，增速将从 5%逐步下降至 3%。会员平均消费金额增速低于 GDP 增速，主要因随着门店加速拓张以及渗透率提升，会员普及度将从高 ARPU 值会员扩散至更多低 ARPU 值会员，在某些阶段，平均 ARPU 值甚至可能出现负增长，但是高速增长的消费会员数足以弥补这一影响。

商品销售收入：（单店消费会员数*会员消费频次*会员单次消费金额）/（1-非会员销售收入占比）

服务业务：公司服务业务分为供应商服务和顾客服务两大板块，2016 年，两项业务收入分别为 1.2 亿元/8887.5 万元，同比增速分别为 33.77%、560%，二者在营收占比分别为 2.7%、2%。未来，供应商服务所占比重将越来越大，而顾客服务受限于育婴顾问数量，增速将不及供应商服务（公司也在探索第三方育婴顾问模式）。2015 年，公司供应商服务和顾客服务的毛利率分别为 78.66%、94.2%。我们假设随着门店的经营时间延长，服务收入占比将逐步从 5%提升至 15%。

- **供应商服务：**以门店各类型活动（新妈妈学院、童乐会等）赞助冠名等模式，向供应商收取服务费，成本仅为宣发材料，故而毛利率极高。
- **顾客服务：**育婴顾问提供门店服务（如婴儿游泳、游乐场等）以及上门服务（催乳、抚触等），育婴顾问单次服务会有单独提成，然而这部分体现在门店员工薪资里（即销售费用），并为体现在毛利率上面。据调研，如果将顾客服务的员工提成计入成本项，实际毛利率约为 60%左右。

租金收入：假设在标准 3500 平门店线下，公司约有 15%的面积租赁给第三方。2015 年，公司租赁业务毛利率为 64.7%，在收入中占比为 1.24%；17 年上半年，租赁收入占比为 1.26%。

表 1: 公司标准单店模型核心假设及预测数据: 收入端 (万元、人)

	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5	Y6	Y7	Y8	Y9	Y10
新增消费会员数	9000	10800	12528	14282	15996	17595	18827	19957	20954	21374
yoy		20%	16%	14%	12%	10%	7%	6%	5%	2%
消费会员数	24000	32800	40328	46610	53606	60401	66700	72375	77333	81112
yoy		36.67%	22.95%	15.58%	15.01%	12.68%	10.43%	8.51%	6.85%	4.89%
消费频次	4.20	4.28	4.37	4.46	4.50	4.55	4.59	4.64	4.68	4.73
yoy		2%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
单次消费金额	185.00	194.25	203.96	214.16	224.87	236.11	247.92	257.83	268.15	278.87
yoy		5%	5%	5%	5%	5%	5%	4%	4%	4%
会员销售收入(万元)	1,864.80	2,729.51	3,594.24	4,449.06	5,426.39	6,484.18	7,593.59	8,654.92	9,714.00	10,702.09
非会员消费占比 (%)	5%	5%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
商品销售收入 (万元)	1,962.95	2,858.12	3,744.00	4,610.42	5,594.21	6,684.72	7,828.45	8,922.59	10,014.43	11,033.08
租赁收入										
单店面积	3500	3500	3500	3500	3500	3500	3500	3500	3500	3500
租赁占比 (%)	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
租赁面积	525	525	525	525	525	525	525	525	525	525
租金(每月每平方米, 元)	110	121.00	130.68	141.13	151.01	161.58	171.28	181.56	192.45	204.00
yoy		10%	8%	8%	7%	7%	6%	6%	6%	6%
租金收入(万元)	69.30	76.23	82.33	88.91	95.14	101.80	107.91	114.38	121.24	128.52
服务收入(万元)	78.52	171.49	262.08	368.83	559.42	802.17	1,017.70	1,249.16	1,502.16	1,654.96
租金占商品销售收入百分比 (%)	4%	6%	7%	8%	10%	12%	13%	14%	15%	15%
总收入 (万元)	2,110.77	3,105.84	4,088.40	5,068.17	6,248.77	7,588.68	8,954.05	10,286.14	11,637.84	12,816.56
yoy		47%	32%	24%	23%	21%	18%	15%	13%	10%

资料来源:公司调研、国信证券经济研究所整理及预测

费用假设:

销售费用: 主要包括门店的日常费用、租金等以及分公司的员工薪酬。员工薪酬方面,公司育儿顾问分为初级中级高级,基本工资年限和级别,其中优秀的育儿顾问月薪(基础+提成)高达 2-3 万元。销售费用与单店模型密切相关,我们重点研究销售费用的变化。

管理费用: 主要包括总部支出,即总部员工支出、研发支出、总部各项费用等。

基础数据调研:

单店人员结构: 在 3500 平标准店面背景下,单店平均员工约为 40 人,其中育婴顾问为 20 人+。

单店开店成本: 铺货 300 万、费用 150 万(开店筹划期员工费用)、装修 150 万;租金以联营扣点或租赁模式缴纳,新开单店一次性占用现金 800-1000 万元。

单店运营费用: 租金每月 20-30 万、人工 15-30 万、总体费用率从 25%逐步优化至 15%。

单店模型核心数据假设:

保守估计,公司平均初始装修费用为 200 万元,分 5 年摊销;第六年店面在装修费用 100 万元,分 5 年摊销。

员工数量: 由于公司内部效率持续提升,17H1 员工总数相对于 FY16 有明显优化,预计未来员工总数将维持平稳,随着门店运营年限增加,辐射会员数量持续增长,公司员工总数保持缓慢增长。

表 2: 公司标准单店模型核心假设及预测数据: 费用端 (万元、人)

费用端	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5	Y6	Y7	Y8	Y9	Y10
固定资产投资与装修/再装修	200					100				
租金每月每平	50	51.50	53.05	54.64	56.28	57.96	59.70	61.49	63.34	65.24
yoy	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
总面积	3500	3500	3500	3500	3500	3500	3500	3500	3500	3500
租金费用	210.00	216.30	222.79	229.47	236.36	243.45	250.75	258.27	266.02	274.00
折旧费用	40	40	40	40	40	20	20	20	20	20
新店开办费用	15									
员工总数	40	40	40	40	41	41	41	42	42	42
员工平均月薪	0.6	0.63	0.66	0.69	0.73	0.77	0.80	0.84	0.89	0.93
yoy		5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
员工薪酬	288	302	318	333	359	377	396	426	447	469
宣传+办公/月	6	6.12	6.24	6.37	6.49	6.62	6.76	6.89	7.03	7.17
yoy		2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
宣传+办公费用	72.00	73.44	74.91	76.41	77.94	79.49	81.08	82.71	84.36	86.05
其他费用 yoy		2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
其他费用	30.00	30.60	31.21	31.84	32.47	33.12	33.78	34.46	35.15	35.85
销售费用合计	661.00	668.86	692.67	717.48	752.08	759.45	787.97	827.84	859.34	892.19

资料来源: 公司调研、国信证券经济研究所整理及预测

新增门店假设:

假设公司未来新增门店均为 3500 平标准门店, 公司计划拟在 2023 年全国开设 500 家门店 (16 年 174 家, 17H185 家, 17 全年预计超过 215 家), 公司 2014/2015/2016 年分别开设门店 24 家、47 家、67 家, 我们预计 2017-2023 年开设门店家数分别为 54 家、52 家、50 家、50 家、50 家、50 家、16 家, 至 2023 年门店总数将达到 496 家。

我们通过月度推移函数建立每家门店数据, 并进行年度汇总。

盈利周期: 根据公司 16 年内部测算, 单店平均 18 个月成为成熟门店, 即可以稳定盈利、并覆盖掉期初成本以及总部摊销费用。须知公司总部每年研发费用超过 5000 万, 在不考虑摊销总部费用情况下, 公司单一门店平均 1 年即可实现正收益; 此外, 随着门店基数逐步增加, 公司单一门店摊销费用逐步降低, 盈利周期持续缩短, 预计 17 年新店平均成熟周期可缩短至 15-16 个月。

新增门店: 保守假设未来新增门店都是 3500 平标准门店 (实际公司开店存在越开越大的趋势, 且 3500 平以下小型面积不考虑选址)。

我们根据调研数据, 创建了标准单店模型, 并通过公司开店状况进行推倒 (开店时间精确到月)。然而, 标准单店模型推倒数值与实际财务数据出现了一定的差异, 为此, 我们对主要报表条目给予相关乘数进行调整, 建立起实际模型, 对 2017 年后续数据进行预测。

标准模型和实际模型的主要差异体现在:

- 1) 租金业务占比: 实际模型的租金收入低于标准模型, 主要因部分早期门店实际租赁面积并为达到 15%, 未来随着新开门店越来越大, 租赁占比将恢复至标准值
- 2) 服务收入占比: 15-16 年服务收入占比低于标准模型, 然而 17H1 开始超过标准模型。主要原因如下: 公司的品牌优势日益增强, 供应商服务增速非常快; 而顾客服务业务需要再当地有了一定口碑, 以及客户粘性增强, 更易于开展, 因此高速拓展期 15-16 年间会相对较低; 最后, 公司对更多元化的服务探索是持续的, 不断满足用户的多种需求。
- 3) 销售费用: 我们发现, 标准模型下公司销售费用比实际数据偏低, 可能是各分部管理员工增加所致, 对此趋于稳健的角度, 我们给予公司销售费用一个大于 1 的乘数。

毛利率：17年上半年，公司整体毛利率为 26.79%，同比小幅上升 2.64 个百分点。主要受益于公司减少通用券使用以及服务业务占比提升。

商品销售：受益于 SKU 精选及门店成熟，毛利率将持续提升。

服务业务：预计未来平均毛利率会小幅下降：1) 供应商服务占比提升；2) 员工服务相对应薪酬将计入成本端调整；

租赁业务：维持稳健。

表 3：公司标准单店模型及业绩预测（万元、人）

收入端	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
线下商品销售收入（万元）	406,572	635,534	922,694	1,255,105	1,639,098	2,078,767	2,573,306	3,104,717
租金收入（万元）	10,376	15,006	20,229	25,420	30,813	36,536	42,585	48,452
服务收入（万元）	27,085	46,660	74,349	111,315	159,847	220,806	292,699	375,844
线下收入（商品+服务+租赁）	444,033	697,200	1,017,271	1,391,840	1,829,757	2,336,109	2,908,590	3,529,014
线下会员数(万人)	448	682	962	1265	1596	1955	2339	2726
纯线上收入占比（%）	2.50%	2.60%	3.00%	3.30%	3.50%	3.70%	3.90%	4.00%
线上销售收入	11,101	18,127	30,518	45,931	64,041	86,436	113,435	141,161
总商品销售收入	417,673	653,661	953,212	1,301,036	1,703,139	2,165,203	2,686,741	3,245,878
总收入	455,134	715,327	1,047,790	1,437,770	1,893,799	2,422,545	3,022,025	3,670,174
yoy	82.25%	57.17%	46.48%	37.22%	31.72%	27.92%	24.75%	21.45%
纯线上会员 ARPU	70	75	100	130	160	200	250	350
纯线上会员数（万人）	159	242	305	353	400	432	454	403
会员总数（万人）	607	924	1267	1618	1996	2387	2793	3129
门店总数（个）	174	228	280	330	380	430	480	496
费用端								
销售费用（万元）	92,687	131,674	174,577	215,249	256,083	298,069	341,824	382,472
-门店租金费用(万元)	29,302	41,539	54,895	67,426	79,949	92,848	106,133	118,242
-门店员工薪酬（万元）	41,239	59,017	78,780	97,994	117,943	138,926	161,168	182,548
销售费用率(%)	20.36%	18.41%	16.66%	14.97%	13.52%	12.30%	11.31%	10.42%

资料来源：公司调研、国信证券经济研究所整理及预测

表 4: 公司实际单店模型及业绩预测 (万元, 人)

实际模型:	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
线下商品销售收入-理想 (万元)	406572	635534	922694	1255105	1639098	2078767	2573306	3104717
线下商品销售收入乘数	1	1	1	1	1	1	1	1
线下商品销售收入 (万元)	406572	629179	913467	1242554	1622707	2057979	2547573	3073670
租金收入-理想 (万元)	10376	15006	20229	25420	30813	36536	42585	48452
租金收入乘数	0.45	0.55	0.65	0.75	0.80	0.80	0.80	0.80
租金收入 (万元)	4668.99	8253.47	13148.58	19064.86	24650.35	29228.72	34067.84	38761.77
服务收入-理想 (万元)	27085	46660	74349	111315	159847	220806	292699	375844
服务收入乘数	0.78	1.07	1.07	1.10	1.15	1.20	1.20	1.20
服务收入 (万元)	21126.16	49925.84	79553.23	122446.16	183823.57	264966.79	351238.46	451013.02
线下收入 (商品+服务+租赁)	432367	687358	1006169	1384065	1831181	2352175	2932879	3563445
线下会员数(万人)	448	682	962	1265	1596	1955	2339	2726
纯线上收入占比 (%)	2.5%	2.6%	3.0%	3.3%	3.5%	3.7%	3.9%	4.0%
线上销售收入	11101	18127	30518	45931	64041	86436	113435	141161
总商品销售收入	417673	647306	943985	1288485	1686748	2144415	2661008	3214831
总收入	443468	705485	1036687	1429996	1895222	2438611	3046314	3704606
yoy	82.11%	59.08%	46.95%	37.94%	32.53%	28.67%	24.92%	21.61%
纯线上会员 ARPU	70	75	100	130	160	200	250	350
纯线上会员数 (万人)	159	242	305	353	400	432	454	403
会员总数 (万人)	607	924	1267	1618	1996	2387	2793	3129
各项收入占比								
商品销售收入占比 (%)	94.18%	91.75%	91.06%	90.10%	89.00%	87.94%	87.35%	86.78%
服务收入占比 (%)	4.76%	7.08%	7.67%	8.56%	9.70%	10.87%	11.53%	12.17%
租金收入占比 (%)	1.05%	1.17%	1.27%	1.33%	1.30%	1.20%	1.12%	1.05%
成本端								
商品销售毛利率	21.30%	21.80%	21.85%	21.85%	21.85%	21.85%	21.85%	21.85%
商品销售毛利润 (万元)	88964	141113	206261	281534	368554	468555	581430	702441
租赁毛利率	61%	62%	63%	63%	63%	63%	63%	63%
租赁毛利润 (万元)	2848	5117	8284	12011	15530	18414	21332	24573
服务毛利率	82%	82%	79%	76%	74%	72%	72%	72%
服务收入毛利润 (万元)	17323	40939	62847	93059	136029	190776	252892	324729
毛利润	109136	187169	277391	386604	520114	677745	855654	1051743
综合毛利率	24.61%	26.53%	26.76%	27.04%	27.44%	27.79%	28.09%	28.39%
费用端								
销售费用-理想	92687	131674	174577	215249	256083	298069	341824	382472
销售费用乘数	1.04	1.04	1.05	1.06	1.15	1.2	1.23	1.26
销售费用 (万元)	96394	136941	183306	228164	294496	357683	420443	481915
销售费用率	21.74%	19.41%	17.68%	15.96%	15.54%	14.67%	13.80%	13.01%
管理费用	29793	37366	50798	69355	90971	115834	143177	174116
管理费用率	6.72%	5.30%	4.90%	4.85%	4.80%	4.75%	4.70%	4.70%

资料来源: 国信证券经济研究所整理及预测

表 5: 公司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	7,087	10,414	14,365	19,038	24,497	30,602	37,214	42,797
(+/-%)	61.4%	59.1%	46.9%	37.9%	32.5%	28.7%	24.9%	21.6%	15.0%
净利润(百万元)	-144	116.71	295.05	644.36	991	1518	2123	2835	3226
(+/-%)	3.8%	-181.2%	152.8%	118.4%	53.8%	53.1%	39.9%	33.5%	13.8%
每股收益 (元)	-0.15	0.12	0.30	0.66	0.92	1.41	1.97	2.63	3.00
EBIT Margin	-4.1%	1.5%	2.9%	5.1%	6.0%	7.3%	8.5%	9.7%	9.7%
净资产收益率 (ROE)	-15.9%	11.5%	22.5%	21.2%	27.3%	34.6%	40.5%	46.5%	47.9%
市盈率 (PE)	-95.3	117.4	46.5	27.0%	15.2	9.9	7.1	5.3	4.7
EV/EBITDA	-104.4	120.9	48.3	22.8	17.0	11.8	8.7	6.8	6.3
市净率 (PB)	15.19	13.45	10.43	4.51	4.15	3.43	2.88	2.48	2.24

资料来源: 国信证券经济研究所整理及预测

■ 绝对估值法: 合理股价应在 14.69-22.04 元之间

我们采用 FCFF 估值法对公司进行估值, 合理股价应在 14.69-22.04 元之间。

表 6: 资本成本假定

	合理值	参考值
无杠杆 Beta	0.93	
无风险利率	4.50%	
股票风险溢价	8.00%	
公司股价	14	
发行在外股数	979	
股票市值(E)	13706	13706
债务总额(D)	6	6
Kd	6.00%	6.00%
T	6.00%	6.00%
Ka	11.94%	
有杠杆 Beta	0.93	0.93
Ke	13.00%	
E/(D+E)	99.96%	99.96%
D/(D+E)	0.04%	0.04%
WACC	13.00%	

资料来源: 国信证券经济研究所整理及预测

表 7: FCFF 估值方法

	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	TV
EBIT	103.4	304.6	726.9	1,134.6	1,781.2	2,608.0	3,591.7	4,139.0	4,553.3	4,872.3	
所得税税率	6.00%	10.0%	15.00%	17.00%	19.00%	22.00%	24.00%	25.00%	25.00%	25.00%	
EBIT*(1-所得税税率)	97.2	274.2	617.8	941.7	1,442.8	2,034.2	2,729.7	3,104.3	3,415.0	3,654.2	
折旧与摊销	26.9	40.9	55.4	71.2	87.5	104.0	116.6	123.8	128.7	133.0	
营运资金的净变动	87.3	136.1	142.9	171.1	180.3	188.5	183.5	182.3	138.2	104.5	
资本性投资	(245.0)	(241.0)	(243.0)	(242.0)	(246.0)	(243.0)	(81.0)	(60.0)	(60.0)	(60.0)	
FCFF	(33.5)	210.2	573.1	942.0	1,464.6	2,083.7	2,948.9	3,350.4	3,621.9	3,831.7	32,258.7
PV(FCFF)	(29.7)	164.6	397.2	577.8	795.0	1,001.0	1,253.7	1,260.6	1,206.0	1,129.1	9,505.7
核心企业价值	17,261.0										
减: 净债务	5.8										
股票价值	17,255.2										
每股价值	17.63										

资料来源: 国信证券经济研究所整理及预测

表 8: FCFF 模型针对公司折现率和永续增长率进行敏感性分析 (元)

17.63	12.0%	12.5%	13.00%	13.5%	14.0%
2.5%	22.04	20.53	19.18	17.96	16.85
2.0%	21.29	19.88	18.61	17.46	16.42
1.5%	20.62	19.30	18.10	17.01	16.02
1.0%	20.01	18.76	17.63	16.59	15.65
0.5%	19.45	18.27	17.19	16.21	15.30
0.0%	18.94	17.82	16.79	15.85	14.98
-0.5%	18.47	17.40	16.42	15.52	14.69
17.63	12.0%	12.5%	13.00%	13.5%	14.0%

资料来源: 国信证券经济研究所整理及预测

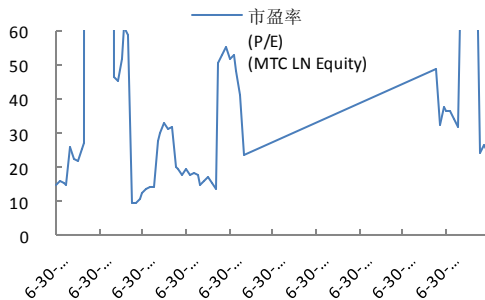
注: 横轴为折现率, 纵轴为永续增长率

■ 相对估值法: 股价区间在 22.07-31.65 元

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。

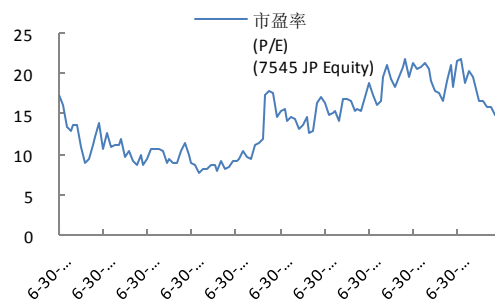
Mothercare 和西松屋都是成熟市场成立几十年的老牌母婴零售商, 年均增速较低, 盈利能力稳定。观察过去 10 年的 PE 走势, mothercare 的 P/E 估值中枢在 20-30x 之间, 而西松屋估值则在 20 倍左右。我们认为, 公司业务进入成熟期后, 合理估值应在 20 倍左右。

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 9: 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

我们预测, 2023 年公司进入成熟期, 净利润为 32.26 亿元, 以平均 20x 估值, 对应为 645.2 亿元。以 15% 为中性折现率, 对应公司当前股价为 28.49 元, 股价区间为 22.07-31.65 元。

表 10：公司股价敏感性分析（乐观 WAAC=13%）（亿元、元）

	折现率	总市值（FY17，亿元）	股价（元）	总市值（FY23，亿元）	总股本（亿股）
乐观	13%	309.90	31.65	645.2	9.79
中性	15%	278.94	28.49		
悲观	20%	216.08	22.07		

资料来源：国信证券经济研究所整理及预测

核心假设的主要挑战：

- 1) 公司开店进度不及预期：公司在母婴领域全渠道最明确优势在于，异地复制且能实现盈利的能力。我国零售格局分散，跨省扩张难度极大，在诸多业态中，除了海外超市、便利店巨头沃尔玛、家乐福、7-11 等，国产企业仅有永辉超市实现绝大部分意义的全国化。目前，公司是母婴领域唯一实现真正意义的全国化经营，如果经营状况正常，全国 500 家门店是大概率事件。
- 2) 融资状况不及预期：若公司未能按计划实现 IPO 募资，资金问题有可能成为高速扩张的制约。
- 3) 电商冲击持续加剧：电商渠道在母婴领域日益重要，公司也开发了孩子王 APP 以及多渠道口径，电商渠道凭借价格优势吸引大部分消费者。然而我们认为，3.1) 线上流量红利逐步见顶，未来线上下费用将趋同，单一电商渠道的冲击将愈来愈小，全渠道战略的公司将更加具备优势。3.2) 此外，各大电商平台以及公司，都会针对不同的产品、不同的品类采取差异化的价格战略。3.3) 最后，公司的规模效应以及大量高黏性会员，使得对供应商议价能力持续增强，拿货成本优于同行。

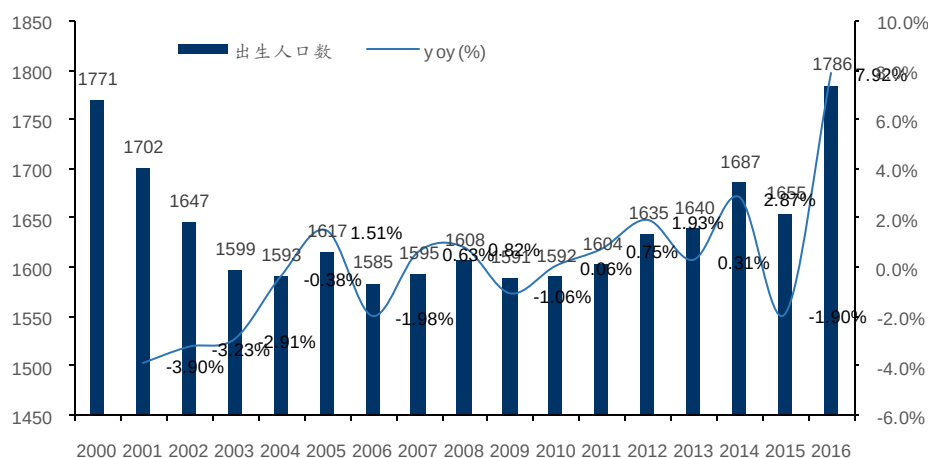
市场的天花板在哪里？

我们拟从以下几个维度探索全国连锁型全渠道母婴童渠道商的天花板：1) 年新增人口数；2) 实际城市数量与开店数

1) 2016 年我国新增人口为 1846 万，同比增长 7.92%。比二胎政策全面推行前均值增长了 150 万左右。其中二孩及以上占比超过 45%，与 2015 年持平。我们保守假设未来 10 年年均新增人口数为 1850 万人，母婴童市场以拥有 -1~3 岁婴童的家庭为目标人群，每年母婴童市场目标人群为 $1850 \times 4 = 7400$ 万人。暂不考虑纯线上消费会员，我们假设孩子王在 2023 年门店总数达到 500 家，单店辐射消费会员数为 6~7 万人，合计 3000 万-3500 万人，市场渗透率约为 40%，假设合理。

2) 从开店城市来看，我国目前一线、新一线、二线、三线、四线、无线城市数量分别为 4、15、30、70、90 和 129。假设未来二线城市平均门店数为 4，三线城市平均门店数为 3，四线城市平均门店数为 2，一线/新一线城市平均门店数为 5，则门店总数约为 $5 \times 19 + 4 \times 30 + 3 \times 70 + 2 \times 90 = 615$ 家，假设合理。

图 3：2000-2016 年我国新增人口数及同比增速（个，%）



资料来源：统计局、国信证券经济研究所整理

■ 投资亮点 1: 重新定义零售, 重度服务模式, 高 ARPU 值

重度服务模式成为公司区别于行业其他竞争对手的最主要特征。母婴零售行业具备几个显著特点: 1) 消费者以女性为主, 情感倾诉欲望较强烈, 供应商有可能和消费者建立强烈的感情纽带; 2) 消费者价格弹性极低, 在“4+2+1/2”家庭逐步成为主流以及人口结构哑铃状, 母婴消费人群对品质的诉求持续提升。

育儿顾问是联系孩子王与消费者最重要纽带: 截止 17H1, 公司共有员工数量 8142 人, 其中育儿顾问数量超过 5000 人。公司育儿顾问都是获得劳动部颁发的育婴证, 通过线下门店、线上孩子王 APP、微信群等方式为会员提供随时随地服务。育儿顾问同时具备相当于营养师、母婴护理师、儿童成长培训师三重角色, 除了基础的答疑咨询、营养搭配等服务, 还为会员提供上门产后催乳、婴儿抚触、婴儿剪发等服务, 逐步延伸至生日会布置等业务。公司还推出育儿专家业务, 聘请三甲及以上儿科、妇产科专业作为公司专业医学顾问, 提供专业咨询。在门店, 通过游乐场所建设 (如婴儿游泳、沙池)、第三方教育机构引入、以及每年年均 700 场的门店活动, 包括“新妈妈学院”、“童乐会”、“儿童文化艺术节”等活动提高会员粘性。

公司南京建邺门店基本成为现象级门店,

供应商服务: 大数据反哺上游供应商: 公司对上游供应商议价能力极强, 凭借庞大会员数量与规模性优势, 对供应商拥有较强议价能力, 并推出自由品牌与专项系列产品。此外, 凭借公司的用户大数据资产, 公司向上游供应商推出引流服务, 结合大数据分析将会员开放给供应商, 并向供应商收取引流费用。

服务业务毛利率极高, 服务占比提高成为盈利能力提升主要驱动力之一: 公司服务业务分为顾客服务和供应商服务两大类, FY16, 公司商品销售收入 41.98 亿元, 毛利率为 21.3%, 公司顾客服务收入为 1.20 亿元, 占比为 2.71%, 顾客服务毛利率高达 94.40%; 供应商服务收入为 8888 万元, 收入占比为 2%, 毛利率高达 80%。随着服务业务占比持续提升, 撬动公司整体毛利率提升。

会员数量持续增长, ARPU 值较高: 截止 2016 年, 公司会员数为 1107 万, 消费会员数为 695 万。16 年全年, 公司实现收入 44.55 亿元, 消费会员 ARPU 值为 641 元。截止 17H1, 公司会员总数为 1379 万, 消费会员达到 861 万, 相较 16 年末分别增长了 24.57% 和 23.88%。

■ 投资亮点 2: 加速拓张, 抢占稀缺商业综合体, 市场天花板远未达到

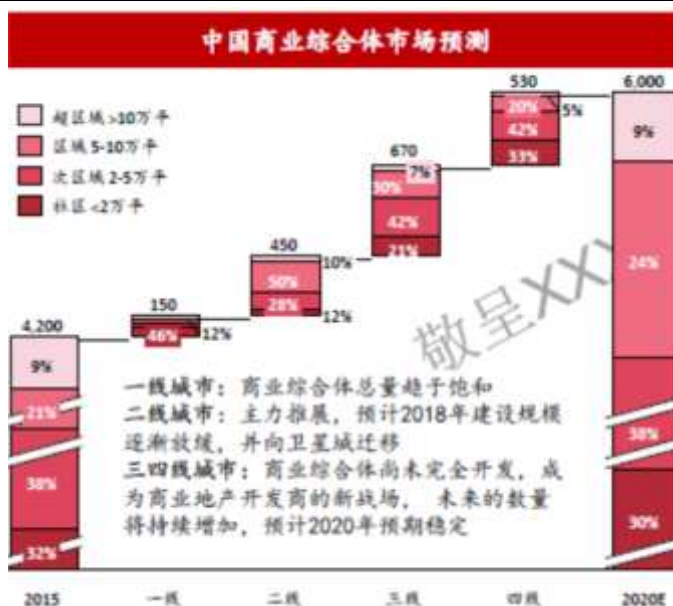
公司自 2014 年以来加快线下门店布局, 2014-2016 年分别开设 24 家/47 家/67 家门店, 预计 2017-2020 年仍将保持年均 50 家新店的开店速度。公司门店布局加速主要是基于:

加速开店, 抢占稀缺优质购物中心资源: 购物中心已成为中国新家庭主流社交活动场所, 大型购物中心满足顾客购物、服务、社交等多重需求。截至 2015 年末, 我国购物中心总数为 4200 家, 超过 10 万平方米的购物中心仅为 380 家左右。罗兰贝格预计, 大型商业综合体高速增长的窗口期正式在最近几年, 其中一线城市区域饱和, 二线城市是主力增长区, 预计 18 年增速放缓; 而三四线城市将成为新战场, 预计 2020 年趋于稳定。

目前, 我国二线、三线、四线城市数量分别为

畅享二三线城市消费升级蓝海: 一方面, 二三四线城市人口生育率远高于一线城市; 另一方面, 二三线城市消费升级潜力不容小觑。在消费品领域, 一线城市普遍呈现竞争激烈、成本较高等压力, 整体盈利能力甚至不及二三线城市; 此外, 消费者对母婴中高端消费品已经充分适应, “4+2+1/2”的家庭结构下, 消费者价格敏感度极低。

图 4：我国商业综合体市场规模预测



资料来源：罗兰贝格、国信证券经济研究所整理

线下渠道仍将是母婴童产品市场的主要销售渠道：罗兰贝格研究显示，消费者购买母婴童产品时，对于渠道可信度的要求较高，同时更加关注产品质量，使得线上难以取代线下成为主流渠道；另一方面，线下专业母婴零售渠道，如母婴专卖店，凭借其在产品及服务专业化等方面的优势，占比持续提升。

引流聚客作用强大，对商业广场议价能力极强：公司绝大部分门店设立在 10 万平方米以上的大型购物中心内。据万达统计，公司凭借 1/35 的门店面积，吸引客流量达到 14%，成熟门店单月平均客流量达 10 万人次。凭借强大聚客能力，公司享受租金、装修优惠，所有门店租期均在 10 年以上，且与商业广场签订同行业排他性合作条款，构建商业壁垒。

■ 投资亮点 3：效率提升，科技赋能，自建仓储

公司采取多种渠道，持续提升效率，优化成本。

- 扫码全景购：直接扫码获得产品信息并一键购买。
- 自建仓储：目前华东地区可以实现次日达，全国其他地区基本实现 2-3 日达。
- 在线购：通过孩子王 APP 门店下单，可实现同城在线购，5km 内同城配送。

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进行深度挖掘和分析，预测会员需求，进行各种大数据商品和服务的精准推送，从而有针对性地促进会员消费，提升单客价值。

■ 投资亮点 4：高端化、全年龄段探索加速，构筑母婴生态圈

高端化探索：

- 黑卡会员：公司对会员推出黑金卡增值收费服务，年费为 399 元，提供专享商品、多倍积分、免费送货、一对一育儿顾问等增值业务。黑卡会员推出以来受到普遍欢迎。
- 孩子王升级版：针对消费水平较高的一线城市，公司也在探索高端化的孩子王升级版。

全年龄段探索：通过教育、服务等领域，持续全年龄段、全生命周期的服务探索。

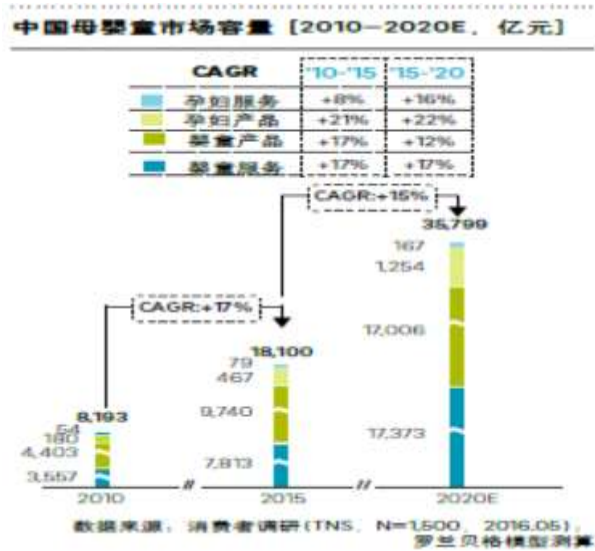
■ 投资亮点 5：持续看好母婴行业，好赛道，高增速，龙头大有可为

好赛道，高增速：罗兰贝格研究称，2015 年我国母婴童市场规模达到 1.8 万亿元，2010-2015 年复合增速为 17%。预计 2020 年，行业整体规模达到 3.6 万亿元，其中线上商品销售规模将达 7296 亿元，占比达到 40%。

集中度低，龙头大有可为：公司作为行业领先者，2015 年销售收入为 30 亿元，在我国母婴童商品市场占比仅为 0.5%。

发力服务，抢占潜力巨大母婴服务市场：罗兰贝格研究预测，2015-2020 年，婴童服务的复合增速将达到 17%，超过 增速 12%。公司通过服务端发力，有望抢占潜力巨大的婴童服务市场。

图 5：中国母婴童市场容量测算



资料来源：罗兰贝格

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	618	600	825	1232
应收款项	157	233	342	472
存货净额	669	1027	1503	2066
其他流动资产	304	496	729	1006
流动资产合计	1748	2356	3400	4776
固定资产	159	365	556	733
无形资产及其他	92	88	84	81
投资性房地产	268	268	268	268
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	2267	3077	4308	5857
短期借款及交易性金融负债	10	6	0	0
应付款项	951	1426	2088	2869
其他流动负债	404	626	898	1212
流动负债合计	1365	2058	2995	4092
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0
长期负债合计	0	0	0	0
负债合计	1365	2058	2995	4092
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	902	1019	1314	3038
负债和股东权益总计	2267	3077	4308	7130

关键财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益	-0.15	0.12	0.30	0.66
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.20
每股净资产	0.92	1.04	1.34	3.10
ROIC	-23%	10%	26%	56%
ROE	-16%	11%	22%	21%
毛利率	25%	27%	27%	27%
EBIT Margin	-4%	1%	4%	6%
EBITDA Margin	-3%	2%	4%	6%
收入增长	61%	59%	47%	38%
净利润增长率	4%	-181%	153%	118%
资产负债率	60%	67%	70%	57%
息率	0.0%	0.0%	0.0%	1.4%
P/E	-95.3	117.4	46.5	21.3
P/B	15.2	13.5	10.4	4.5
EV/EBITDA	-104.4	120.9	48.3	22.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4455	7087	10414	14365
营业成本	3359	5207	7627	10481
营业税金及附加	13	21	31	43
销售费用	968	1376	1841	2292
管理费用	298	379	514	700
财务费用	0	(15)	(18)	(26)
投资收益	48	1	1	1
资产减值及公允价值变动	(13)	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	(148)	119	323	753
营业外净收支	11	5	5	5
利润总额	(137)	124	328	758
所得税费用	7	7	33	114
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	(144)	117	295	644

现金流量表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	(144)	117	295	644
资产减值准备	9	16	13	14
折旧摊销	39	27	41	55
公允价值变动损失	13	0	0	0
财务费用	0	(15)	(18)	(26)
营运资本变动	420	87	128	141
其它	(9)	(16)	(13)	(14)
经营活动现金流	328	231	472	843
资本开支	(88)	(245)	(241)	(243)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(79)	(245)	(241)	(243)
权益性融资	541	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(3)	0	0	(193)
其它融资现金流	(304)	(4)	(6)	0
融资活动现金流	231	(4)	(6)	(193)
现金净变动	480	(18)	225	406
货币资金的期初余额	138	618	600	825
货币资金的期末余额	618	600	825	1232
企业自由现金流	178	(33)	287	674
权益自由现金流	(125)	(23)	220	595

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 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 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