



爱婴室 (603214.SH): 华东母婴零售巨头, “自建+并购”

加速全国布局

2018.12.29

黄莞 (分析师)

史玲林 (研究助理)

电话:

020-88832319

020-88832286

邮箱:

huangguan@gzgzs.com.cn

shi.linglin@gzgzs.com.cn

执业编号:

A1310517050001

A1310118080004

谨慎推荐

(首次覆盖)

现价:

37.00

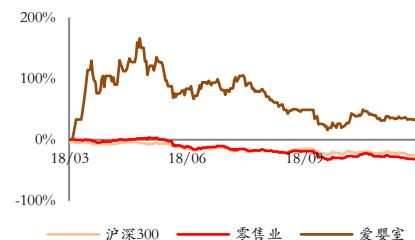
目标价:

42.00

股价空间:

13.51%

行业指数走势



股价表现

涨跌 (%)	1M	3M	6M
爱婴室	-5.0	-10.1	-24.9
零售业	-6.8	-16.6	-24.2
沪深 300	-4.0	-11.7	-15.3

基本资料

总市值 (亿元)	37.00
总股本 (亿股)	1.00
流通股比例	25%
资产负债率	36.31
大股东	施琼
大股东持股比例	23.06%

相关报告

1、【母婴系列专题】极致化垂直服务发力, 释放母婴渠道消费红利-20180318

投资摘要:

爱婴室是为孕前至 6 岁婴幼儿家庭提供一站式母婴用品采购及孕婴童健康服务的零售服务商。公司扎根上海, 辐射江沪浙闽等地区, 截至 2018 年 9 月, 公司拥有直营门店 212 家。

● 市场概况: 2018 年中国母婴专卖店市场规模 1843 亿元, 区域竞争格局显著

消费升级驱动万亿级母婴市场发展。在母婴渠道中, 母婴专卖店凭借其专业化、安全性、体验感等独特优势在电商的侵蚀下逆势扩张, 2018 年中国母婴专卖店市场规模 1843 亿元, 增长率 20%。预计 2020 年, 母婴专卖店将跃升为线下第一渠道, 占据线下 40%的渠道份额。目前, 受限于区域性消费需求差异及供应链建设等因素, 竞争格局呈区域性, 爱婴室是华东地区母婴零售巨头之一。

● 核心竞争力: “自建+并购” 扩展渠道版图, 品类管理驱动毛利率边际改善

1、**自建渠道深化华东区域布局, 并购扩张加速全国布局。**母婴专卖店区域性竞争格局显著, 公司通过“异地并购+大本营直营”策略加速全国布局。一方面, 深化华东区域布局, 以上海为中心向外围扩展。2018 年前三季度公司新开门店 32 家。另一方面, 通过并购加速全国布局。2018 年 12 月, 公司宣布拟收购重庆泰诚 51.72% 股权, 进军西南区域。未来三年, 公司将在上海、江苏、浙江、福建、广东等 5 个省市新设 130 家直营店。

2、**品类管理驱动毛利率边际改善。**一方面, 由于自主品牌毛利率比采购品牌高 10% 左右。公司加大自有品牌的开发, 目前拥有超过 16 个自有品牌, 占总品牌比 7%, 预计未来三年, 公司自有品牌的占比将扩大到 20%。另一方面, 由于以直采为主的采购渠道能降低加价率, 公司逐步加大对生产商的直采比例, 2015-2017 年公司直采比例上升了 10%。随着自主品牌开发和直采比例的上升, 公司主营业务毛利率从 2015 年的 19.32% 上升至 2017 年的 23.92%。

3、**标准化连锁直营构建品牌壁垒, 深耕用户粘性拓宽护城河。**母婴行业是极其重品牌和口碑的领域, 56% 的母婴消费者会根据他人推荐进行消费决策。公司的连锁直营模式能最大化的保证服务质量。此外, 公司还打通线上线下构建 O2O 闭环, 深化“服务+会员+娱乐”多渠道引流模式, 紧抓客户粘性, 延伸用户生命周期, 提高单店盈利能力。截至 2018Q3, 公司已有 40% 的门店提供母婴服务。2015-2017 年, 公司成熟门店的单店毛利润从 235 万元上升至 272 万元。

● **盈利预测:** 并购对 2018 年业绩暂无影响, 不考虑非经常性损益等情况, 预计公司 2018-2020 年营收 21.44/25.25/30.00 亿元, 归母净利润 1.12/1.40/1.77 亿元。对应 EPS (摊薄) 1.12/1.40/1.77, 对应当前股价的 PE 为 33.03、26.44、20.91。

财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (亿元)	18.08	21.44	25.25	30.00
同比(%)	14.06%	18.57%	17.80%	18.80%
归母净利润 (亿元)	9.36	1.12	1.40	1.77
同比(%)	26.47%	19.69%	24.95%	26.45%

风险提示: 母婴行业发展不达预期、市场竞争激烈、线下扩张不及预期

目录

1、公司概况：华东区域母婴零售巨头.....	4
1.1 主营业务：母婴零售为本，依托门店开展高附加值业务.....	4
1.2 商业模式：连锁直营模式，标准化异地扩张.....	5
1.3 财务分析：门店持续扩张并逐渐成熟驱动营收、净利润稳步增长.....	7
2、行业观点：消费升级是行业核心驱动力，线下竞争格局呈显著区域性.....	8
2.1 消费升级驱动万亿母婴市场，母婴专卖店渠道快速扩张.....	8
2.2 区域性竞争格局显著，爱婴室是华东母婴零售龙头.....	10
3、核心竞争力：“自建+并购”扩展渠道版图，品类管理驱动毛利率边际改善.....	12
3.1 自建渠道深化华东区域布局，并购扩张加速全国布局.....	12
3.2 优化品类管理，驱动毛利率边际改善.....	14
3.3 标准化连锁直营构建品牌壁垒，深耕用户粘性拓宽护城河.....	16
4、盈利预测.....	18
5、风险提示.....	21



图表目录

图表 1 公司前十大股东.....	4
图表 2 爱婴室收入以产品销售为主，辅以婴儿抚触等服务收入.....	5
图表 3 爱婴室门店内部分出售商品品牌.....	5
图表 4 爱婴室在江沪浙门店数量.....	6
图表 5 爱婴室的标准化扩张模式.....	6
图表 6 爱婴室营收规模稳定增长.....	7
图表 7 爱婴室归母净利润快速增长.....	7
图表 8 销售费用为公司费用最大组成部分，2017 年销售费率达 16.99%.....	7
图表 9 房屋租赁费用及销售人员的费用是公司主要费用支出.....	7
图表 10 公司营业毛利润构成情况.....	8
图表 11 公司盈利能力逐步得到释放.....	8
图表 12 母婴类消费占家庭消费的比重不断提升.....	9
图表 13 预计到 2020 年母婴专卖店渠道交易额将整体线下市场的 40%左右.....	9
图表 14 婴儿食品渠道分布中专卖店占比从 2003 年的 10.7%上升至 2017 年的 43.8%.....	9
图表 15 各类渠道优劣势对比情况.....	10
图表 16 不同层级城市对母婴产品与服务市场结构差异，一线城市重服务、二三线城市重产品.....	10
图表 17 母婴群体区域性布局差异较大，华东地区占比最大为 30.7%.....	10
图表 18 区域内母婴专卖店供应链情况.....	11
图表 19 部分同行业竞争公司基本情况.....	11
图表 20 2012-2018 年爱婴室各区域门店布局变化情况.....	12
图表 21 整体门店扩张速度呈放缓趋势，浙江依旧保持较高速度在扩张.....	12
图表 22 2015 年，公司三个仓储物流投入使用.....	13
图表 23 爱婴室存货周转率与周转天数相对稳定.....	13
图表 24 公司坪效 1.6 元 /m ² 高于可比公司孩子王.....	13
图表 25 公司品类配置齐全，专业化程度高.....	14
图表 26 爱婴室自有品牌数量.....	15
图表 27 公司各产品毛利率不断提升.....	15
图表 28 公司向生产商直接采购比重从 2015 年的 50.10%增长至 2017 年的 60.11%.....	16
图表 29 公司主营业务毛利率从 2015 年的 19.32%上升至 2017 年的 23.92%.....	16
图表 30 爱婴室采用统一的连锁门店装潢.....	16
图表 31 母婴消费者受品牌口碑影响较大.....	16
图表 32 爱婴室的部分特色 O2O 全渠道战略创新.....	17
图表 33 公司成熟门店的单店营收能力从 2015 年的 873 万元上升至 2017 年的 956 万元.....	18
图表 34 公司成熟门店的单店毛利润从 2015 年的 235 万元上升至 2017 年的 271 万元.....	18
图表 35 预计 2018-2020 年各地区存续店铺情况.....	18
图表 36 预计 2018-2020 年各地区单店营收 (万元)	19
图表 37 预计 2018-2020 年各地区营收 (万元)	19
图表 38 预计公司 2018-2020 年归母净利润 (万元)	20
图表 39 可比公司财务与估值	20
图表 40 可比公司财务与估值	20

1、公司概况：华东区域母婴零售巨头

爱婴室是为孕前至6岁婴幼儿家庭提供一站式母婴用品采购及孕婴童健康服务的零售服务商。公司扎根上海，辐射江沪浙闽等华东地区，专注中高端母婴市场，为A股母婴零售第一股。截至2018年9月，爱婴室在全国共拥有212家门店。



公司实际控制人为施琼，持股23.06%。公司四位联合创始人施琼、莫锐强、戚继伟、董勤存为一致行动人，合计持股40.25%。莫锐强系茂强投资的执行事务合伙人，莫锐伟与莫锐强为兄弟关系。

图表1 公司前十大股东

	股东名称	持股比例	说明
1	施琼	23.06%	创始人兼董事长,总经理
2	PartnersGroupHarmoniousBabyLimited	19.19%	合众投资,为前期境外投资者
3	莫锐强	12.00%	创始人兼副总经理
4	杨清芬	3.90%	郑大立妻子
5	上海茂强投资管理合伙企业(有限合伙)	3.75%	公司员工持股平台
6	郑大立	3.65%	
7	董勤存	3.33%	创始人兼投资总监
8	戚继伟	1.86%	创始人兼副总经理
9	李北锋	1.40%	
10	莫锐伟	0.80%	实控人莫锐强兄弟
合计	前10位投资者	72.94%	

资料来源：wind，广证恒生

1.1 主营业务：母婴零售为本，依托门店开展高附加值业务

爱婴室以母婴产品销售为主要收入来源，提供奶粉、用品、棉纺、食品、玩具、车床等母婴产品，截至2018年Q3，公司已与全球200多家知名品牌商及经销商建立了长期合作关系，母婴产品销售收入占总营收92.74%。此外，公司还为个人消费者提供的婴儿抚触、孕期培训等服务以提高用户粘性、延伸用户生命周期。



图表2 爱婴室收入以产品销售为主，辅以婴儿抚触等服务收入

	2015	2016	2017
主营业务收入	91.46%	90.79%	93.47%
奶粉类	41.28%	40.72%	41.94%
用品类	24.92%	26.04%	26.82%
棉纺类	11.43%	11.31%	11.21%
食品类	6.88%	6.43%	7.26%
玩具类	4.62%	4.33%	4.55%
车床类	1.37%	1.16%	1.00%
婴儿抚触服务	0.96%	0.79%	0.70%
其他业务收入	8.54%	9.21%	6.53%

资料来源：wind，广证恒生

图表3 爱婴室门店内部分出售商品品牌

乳制品类	用品类 (纸品、洗护)	棉纺类	食品类 (辅食、营养品)	玩具类	车床类
Wyeth 惠氏 illuma Abbott Nutrition 贝因美 BEINMATE 雀巢 Nestle Binstime 合生元	Huggies Pampers 花王 妈咪宝贝 NUK	Ginoble Hübsche jhc 金号 巴布豆 BOBDOG YEEHOO	貝因美 Binstime 合生元 Gerber. 嘉宝 Babynest bbo	Fisher-Price LEGO Disney MEGA BLOKS little tikes 小泰克	Combi RECARO baby First! Belopo COOL BABY Joie

资料来源：wind，广证恒生

1.2 商业模式：连锁直营模式，标准化异地扩张

公司商业模式为连锁直营模式，是华东地区母婴零售巨头。公司立足华东地区，以直营连锁的模式，在上海、浙江、江苏等华东地带建立了173家门店，门店面积合计超10万m²，是华东区域母婴零售巨头。

公司已建立标准化扩张体系，异地扩张模式成熟可复制。公司在从人员任命到培训上岗，从开业策划到店铺陈列，从市场调研到客户服务等店铺管理的各个方面，已经建立了一套较为成熟的全方位、标准化的连锁销售管理体系，一方面统一门店设置与业务模式，实现产品的标准化；另一方面统一培训员工，实现服务的标准化。截至2018年9月，爱婴室已在上海、福建、江苏、浙江等地开设了212家门店，上市之



前每年均保持 10-20 家的门店净增加量，异地扩张模式成熟可复制。

图表 4 爱婴室在江沪浙闽门店数量

区域	分类	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018Q3
上海	期末数量	56	59	64	64	72	75	82
	开店数量			5	9	13	10	10
	关店数量			0	9	5	7	3
	净增加量		3	5	0	8	3	7
江苏	期末数量	26	28	34	41	45	45	48
	开店数量			5	8	5	6	6
	关店数量			0	1	2	6	3
	净增加量		2	6	7	4	0	3
浙江	期末数量	9	14	16	21	27	33	43
	开店数量			3	5	8	12	10
	关店数量			0	1	2	7	0
	净增加量		5	2	5	6	6	10
福建	期末数量	20	28	30	33	35	36	39
	开店数量			0	1	8	3	6
	关店数量			2	4	9	4	3
	净增加量		8	2	3	2	1	3
合计	期末数量	111	129	144	159	179	189	212
	开店数量			13	26	35	32	32
	关店数量				11	15	22	9
	净增加量		18	15	15	20	10	23

资料来源：wind，广证恒生

图表 5 爱婴室的标准化扩张模式

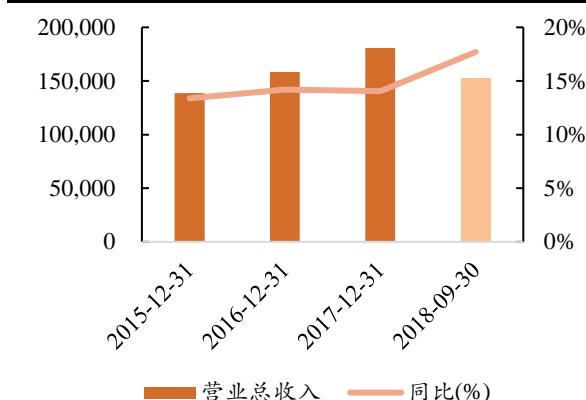


资料来源：wind，广证恒生

1.3 财务分析：门店持续扩张并逐渐成熟驱动营收、净利润稳步增长

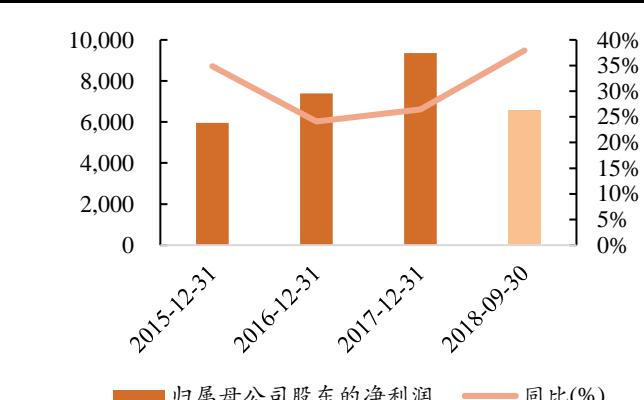
新门店扩张与前期门店的持续成熟，公司营收与净利润均稳步增长。2015-2017 年公司分别实现营业收入 13.88 亿元、15.85 亿元、18.08 亿元，同比增长 13.38%、14.19%、14.06%；实现归母净利润 5961.87 万元、7398.96 万元、9357.79 万元，同比增长 34.86%、24.10%、26.47%。2018Q3 公司实现营业收入 15.21 亿元，同比增长 17.70%，主要系新门店扩张与旧门店不断成熟所致，前三季度累计开店 32 家，净开店 23 家。2018Q3 公司实现归母净利润 6563.94 万元，同比增长 37.94%，则主要受益于前期门店逐步成熟以及当期理财产品的投资收益。

图表 6 爱婴室营收规模稳定增长



资料来源：wind、广证恒生

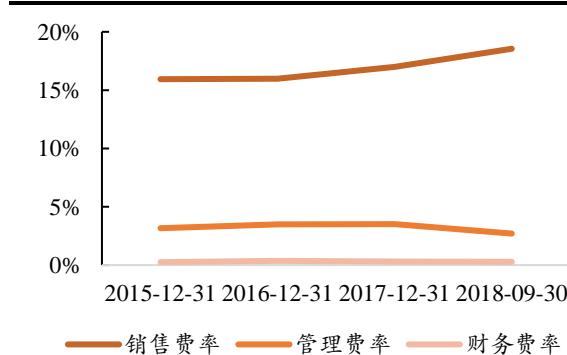
图表 7 爱婴室归母净利润快速增长



数据来源：wind、广证恒生

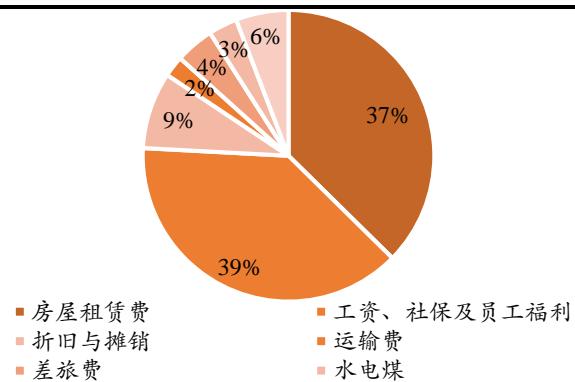
公司处于扩张期，销售费率持续增加。2015-2017 年公司期间费率分别为 19.34%、19.83%、20.81%，相对比较稳定；其中，销售费率最高，2015-2017 年分别为 15.94%、15.98%、16.99%，主要原因系公司经营规模扩大，导致房屋租赁费用、职工薪酬、运输费用等相应增加。此外，2015-2017 年公司的管理费率分别为 3.15%、3.49%、3.51%；财务费率分别为 0.25%、0.36%、0.31%。2018Q3 公司期间费率 21.53% (+1.13pct)，其中销售费率 18.55% (+1.67pct)、管理费率 2.70% (-0.5pct)、财务费率 0.28% (-0.04pct)，其中销售费率的增长主要源于公司正处于快速扩张期。

图表 8 销售费用为公司费用最大组成部分，2017 年销售费率达 16.99%



资料来源：wind、广证恒生

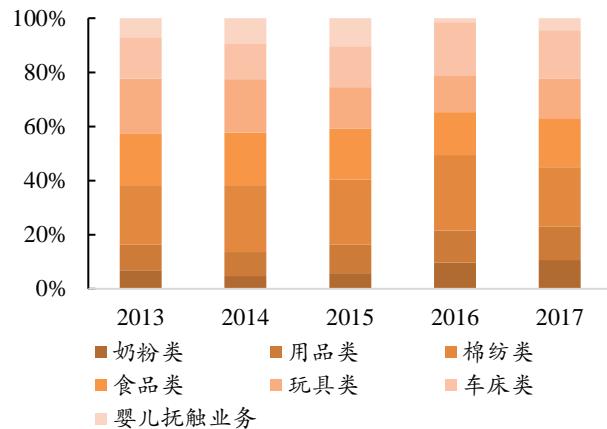
图表 9 房屋租赁费用及销售人员的费用是公司主要费用支出



数据来源：wind、广证恒生

公司毛利率呈稳步上升态势，棉纺类与食品类贡献了超 70%的毛利润。2015-2017 年公司毛利率呈现稳定增长的趋势，分别为 25.72%、26.70%、28.41%。2018Q3 公司毛利率为 27.32%，同比提升 0.80pct，主要受益于产品结构改善，高端化产品以及自主品牌产品提升。各类产品中，棉纺类与食品类是公司毛利润的主要贡献来源，2017 年分别贡献了公司 39.69%、32.7%的毛利润。

图表 10 公司营业毛利润构成情况



图表 11 公司盈利能力逐步得到释放



资料来源：wind，广证恒生

数据来源：wind、广证恒生

2、行业观点：消费升级是行业核心驱动力，线下竞争格局呈显著区域性

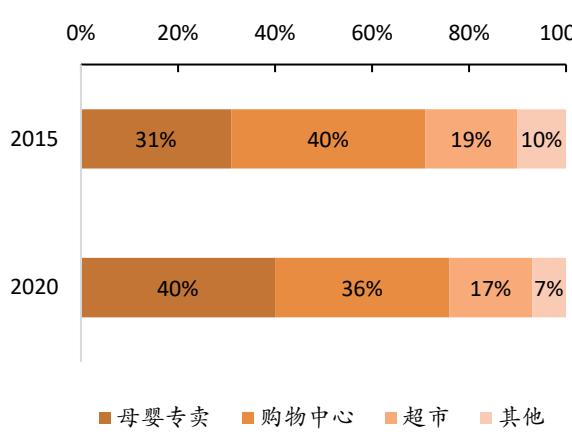
2.1 消费升级驱动万亿母婴市场，母婴专卖店渠道快速扩张

消费升级推动万亿级母婴市场发展。受生育政策的影响，我国家庭结构已形成“4-2-1”的漏斗形。每户儿童人数从 2002 年的 1 个下降到 2017 年的 0.6 个。与此同时，国民人均收入水平保持稳定增长，2013 年至 2017 年，中国居民人均年度可支配收入由人民币 18311 元增至人民币 25974 元，年复合增长率为 9.1%。家庭规模缩小伴随着家庭收入的增加，使得可能有更多的收入投入到每个新生儿上。根据弗若斯特沙利文调查，母婴类产品与服务消费占家庭消费的比重从 2013 年的 15.87% 上升至 2017 年的 18.18%，预计 2020 年将进一步提升至 19.9%。

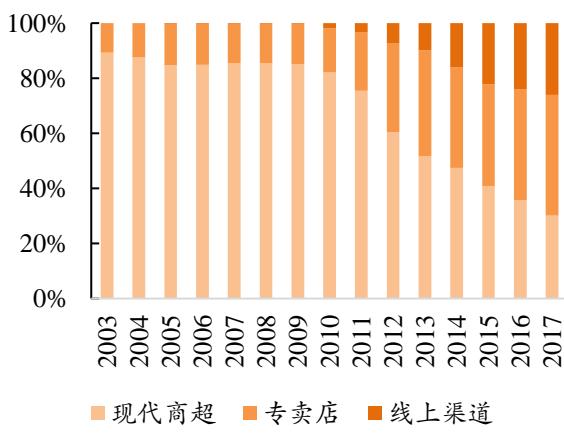
图表 12 母婴类消费占家庭消费的比重不断提升


资料来源：弗若斯特沙利文，广证恒生

2018 年中国连锁母婴商品市场规模 1843 亿元，增长率 20%。国内母婴用品零售市场的竞争较大。在电商的快速发展下，母婴线下零售在一定程度上收到了冲击。但在母婴渠道中，线下渠道依旧保持着 76% 的高渗透率，预计未来一段时期内线下渠道仍将是母婴商品的主流销售途径。此外，线下渠道中虽然整体占比不断被线上侵蚀，但母婴专卖店是线下唯一逆势增长的渠道领域，根据 Euromonitor 统计，2018 年中国连锁母婴商品市场规模已达 1843 亿元，增长率约 20%，预计 2020 年可占线下渠道 40% 的市场份额。在诸如婴儿食品（奶粉、辅食）的主流母婴产品领域，母婴专卖店渠道市占率在 2017 年已达 43.8%。

图表 13 预计到 2020 年母婴专卖店渠道交易额将整体线下市场的 40% 左右


资料来源：招股书，广证恒生

图表 14 婴儿食品渠道分布中专卖店占比从 2003 年的 10.7% 上升至 2017 年的 43.8%


数据来源：Euromonitor、广证恒生

对线下体验感的追求是支撑母婴专卖店的在线下渠道突围而出的核心驱动力。当前母婴主流线下渠道主要包括：(1) 百货商超 (2) 连锁型母婴专卖 (3) 零售商自建渠道 (4) 个体经营店铺。与其他行业不同，母婴消费者在购物时更注重消费品的安全性、品质和渠道的可靠性，对价格敏感度较低。消费者购买母婴

商品及相关服务在一定程度上需要专业人员的当面指导、婴幼儿的亲身试换及父母切身感受，因此相比于其他渠道，母婴专卖产品种类较齐全、来源可靠，且能够基于产品提供专业化、标准化的相关服务，是线上渠道难以完全替代的。爱婴室产品来源于国内外200多家知名品牌，如惠氏、好奇、帮宝适、费雪、乐高等。除售卖产品外，爱婴室还提供了婴儿抚触、孕期培训等服务，能够给予消费者较强的线下体验感。

图表 15 各类渠道优劣势对比情况

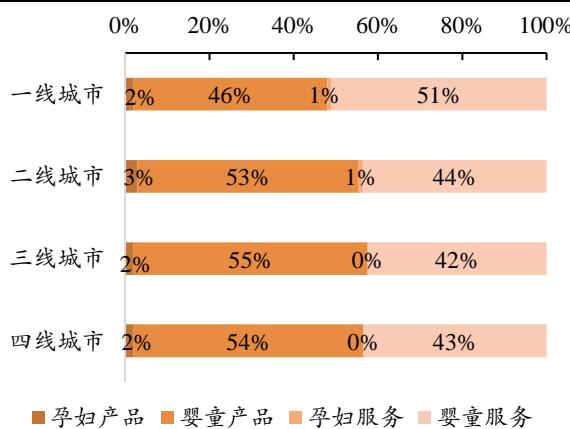
	百货商超	母婴专卖店	零售商自建渠道	个体经营店铺	线上渠道
品牌知名度	较高	较高	根据自有品牌情况	低	较高
标准化程度	高	高	高	低	高
SKU 丰富度	较高	高	低	较低	高
专业化水平	较低	高	较高	较低	较高
消费者体验感	较低	较高	较高	高	低

资料来源：公开资料，广证恒生

2.2 区域性竞争格局显著，爱婴室是华东母婴零售龙头

受限于区域性消费需求差异以及供应链建设等因素，母婴行业竞争格局具有明显的区域性。一方面，由于各地区消费习惯以及经济水平的差异，各地消费者对母婴产品及服务需求各不相同，一线城市重服务、二三线城市重产品；另一方面，母婴线下连锁需要强有力的供应链支持，包括采购、仓储、物流、配送等各个环节，尤其是采购环节会受产品商的区域代理商配额约束。因此母婴专卖店竞争格局呈现显著的区域性。

图表 16 不同层级城市对母婴产品与服务市场结构
差异，一线城市重服务、二三线城市重产品



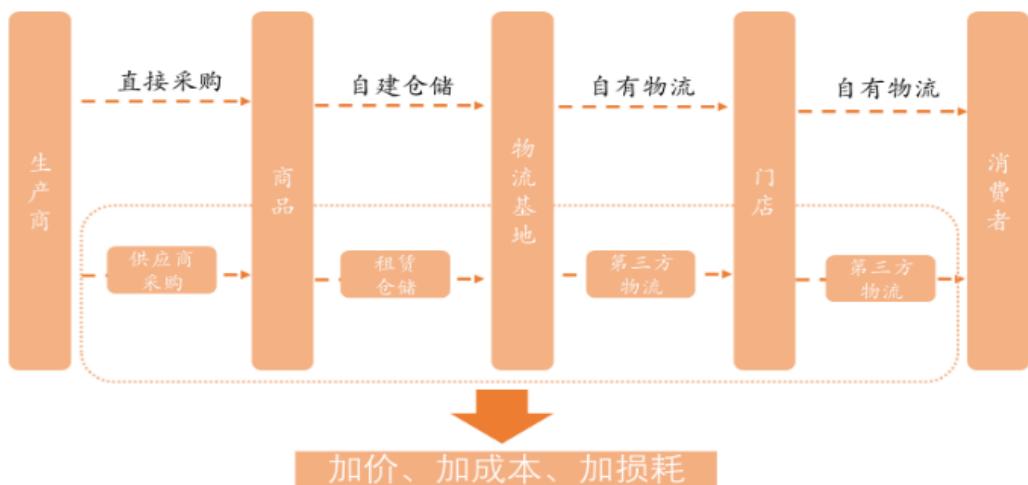
资料来源：罗兰贝格，广证恒生

图表 17 母婴群体区域性布局差异较大，华东地区

占比最大为 30.7%



资料来源：公开资料，广证恒生

图表 18 区域内母婴专卖店供应链情况


资料来源：弗若斯特沙利文，广证恒生

虽然全国母婴零售性龙头尚未形成，但区域性强势企业已显现，爱婴室是华东地区头部企业之一。其余领跑企业还有华东区域的孩子王、优家宝贝等，华北区域的乐友、爱琴母婴、丽家宝贝等，华南的爱婴岛、可爱可亲等、华中的贝贝熊等。

图表 19 部分同行业竞争公司基本情况

	爱婴室	孩子王	乐友中国	爱婴岛	贝贝熊
公司区域	由上海辐射华东地区	覆盖区域较广，主要为二、三线城市	由北京覆盖华北地区	由珠海覆盖华南、华东和华中地区的 12 个省（自治区）80 余个城市	由长沙覆盖中部地区
连锁模式	直营	直营	直营+加盟	加盟	直营
业务特点	为母婴消费者提供奶粉类、用品类等母婴零售产品外，通过母婴服务和线上渠道打造全方位母婴生活服务平台。	公司店铺平均面积均 5000m ² 左右，店内出售商品、各类服务及活动。	由海外电商转向线下零售，与之合作的供应商超过 530 多家，遍布全球 21 个国家。	面向孕产妇及婴童的一站式百货连锁购物中心	专注 0-3 岁，满足 0-6 岁提供中高端产品和服务的专业孕婴童连锁零售企业
门店数量	全国 212 家直营门店（截至 2018 年 9 月）	全国 110 个城市中开设 229 家直营门店（截至 2018 年 9 月）	全国 580 余家直营和加盟店（截至 2018 年 12 月）	全国加盟、联盟店将超 1600 家。	全国 240 多家直营门店（截至 2018 年 12 月）

资料来源：wind，公开资料，广证恒生

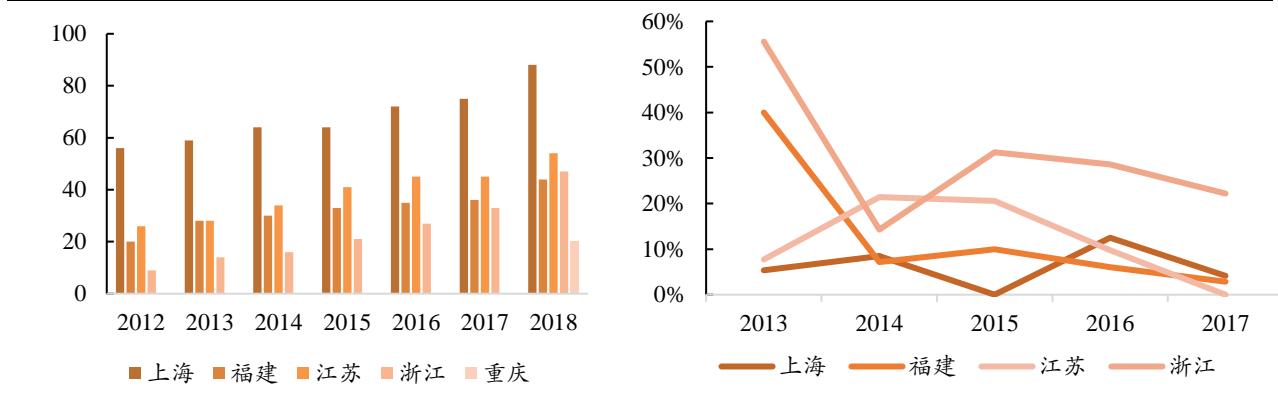
3、核心竞争力：“自建+并购”扩展渠道版图，品类管理驱动毛利率边际改善

3.1 自建渠道深化华东区域布局，并购扩张加速全国布局

母婴专卖店区域化特征明显，爱婴室通过“异地并购+大本营直营”策略加速全国布局。目前我国母婴专卖店整体集中度低，但区域巨头已初步形成，通过纯直营新设店模式进入异地市场需要面临当地头部企业的激烈竞争，且需要承担较大的新设店亏损风险。因此爱婴室深耕华东区域的同时，通过并购当地头部企业进入异地市场，既能加速布局全国渠道，又避免了较高的竞争成本。

深化华东区域渠道布局，以上海为中心逐步向外围扩展。公司立足于上海，2012-2013年50%左右的门店均布局在上海区域，随着公司营销网络、供应链、单店盈利模型的成熟与发展，公司在深化上海区域布局的同时，逐步向上海区域的外围区域江苏、浙江等地扩张，2018年前三季度公司新开门店32家，上海、浙江、江苏、福建分别为10、10、6、4家。根据公司披露，四季度15家已签约待开业的门店，上海、浙江、江苏、福建分别有3、4、3、2家。

图表 202012-2018 年爱婴室各区域门店布局变化 图表 21 整体门店扩张速度呈放缓趋势，浙江依旧
情况 保持较高速度在扩张



资料来源：wind，广证恒生

数据来源：wind、广证恒生

华东区域外，公司通过并购策略加速布局。2018年12月3日，公司与重庆泰诚，共同签署了《投资框架协议》，将持有重庆泰诚公司51.72%的股权。重庆泰诚（婴友）为重庆地区知名母婴连锁品牌，目前在重庆涪陵区拥有20余家门店。旗下“全家福圣婴”母婴生活馆，通过线下门店为母婴用户提供包括母婴产品零售、婴幼儿抚触等服务，在本地拥有较高的市场份额和品牌知名度、认可度。本次投资并购是公司加速全国布局的战略开端。

预计未来三年，公司将在上海、江苏、浙江、福建、广东等5个省市的7个城市新设130家直营店。公司未来的业务扩张策略主要为深耕已入驻的区域（预计三年内新开120家门店），以及开拓广州市场（预计三年内新开10家门店）。同时，通过并购、收购的模式，面向消费者提供更多元化的母婴服务，延伸产



产业链并进行产业升级，初步打造具有一定规模和市场影响力的综合型母婴产业服务平台。

图表 22 爱婴室 2018-2020 年拓店计划

所在省市	门店数量 (家)	合计面积 (M2)	含抚触服务的门店数量
上海	40	29,100	17
宁波	24	16,300	6
杭州	16	9,400	4
嘉兴	12	6,000	-
厦门	15	10,200	5
无锡	13	8,600	2
广州	10	7,000	2
合计	130	86,600	36

资料来源：wind，广证恒生

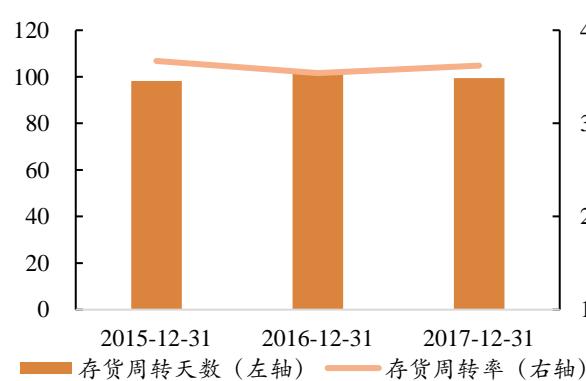
为了更好的适应公司线下渠道的快速扩张，保持高效的运营效率，爱婴室自建仓储物流体系。2015 年，公司于浙江省嘉善县投资 2 亿元，建立的集采购中心、物流仓储基地等为一体占地 60 亩的仓储物流中心正式投入使用。同时在嘉兴、杭州、绍兴、舟山地区以分公司形式设立并管理当地 17 家直营门店，另外在福州和南通设有两个物流配送仓库，通过自营的仓储物流建设，爱婴室运营效率一直保持相对稳定的水平。存货周转天数一直保持在 100 天左右，周转率在 3.5-3.7 之间。且公司 2017 年坪效为 1.6 元/m²，高于同行孩子王 0.75 元/m² 的水平

图表 23 2015 年，公司三个仓储物流投入使用

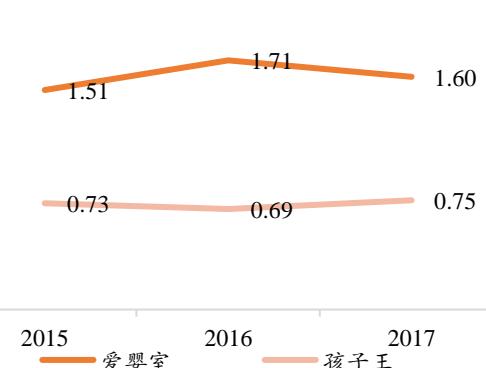
项目	建筑面积	覆盖区域
嘉善物流配送中心	33,840.30m ²	上海、浙江、江苏、福建
福州仓库	3,993m ²	福州市所属门店
南通仓库	2,500m ²	南通市所属门店

资料来源：wind，广证恒生

图表 24 爱婴室存货周转率与周转天数相对稳定



图表 25 公司坪效 1.6 元/m² 高于可比公司孩子王



资料来源：wind、广证恒生

数据来源：wind、广证恒生

3.2 优化品类管理，驱动毛利率边际改善

公司产品品类齐全，与全球 200 多家知名品牌达成长期合作。目前公司核心收入来源为奶粉及用品类产品。2018 年前三季度收入中，奶粉类占比最高为 46.60%，同比增长 30.42%；用品类占比 25.03%，同比增长 8.34%。

图表 26 公司品类配置齐全，专业化程度高

一级分类	二级分类	三级分类	在售数量
纸尿裤	拉拉裤、游泳裤、优选品牌、腰贴型尿裤	拉拉裤、游泳裤、大王、帮宝适等	144 个
玩具	变形玩具、学习益智类、角色扮演、车类、毛绒玩具、戏水玩具、积木、安抚玩具、电子遥控、乐器、球、发条、地垫、口腔护理、大型玩具、木制玩具	变形机器人、恐龙、画板、过家家、轨道车等	1609 个
配方奶粉	牛奶粉、特殊医学用途、优选品牌	1 段奶粉、2 段奶粉、孕奶粉、合生元、惠氏等	177 个
营养辅食	优选品牌、饼干、米粉/面条/粥、泥类、休闲食品、饮料、肉菜、营养品、烹饪、DHA、鱼肉肠	伊威、方广、嘉宝、果仙多维 V 等	839 个
喂养用品	奶瓶/奶嘴、餐具、口腔护理、水杯/水壶、外出用品、母乳喂养、日常护理、喂养清洁、孕产期护理、防蚊驱蚊、浴盆/浴桶/沐浴、等 19 类	奶瓶、奶嘴、安抚奶嘴、奶瓶配件等	1547 个
洗涤护理	润肤、孕产妇洗护、口腔护理、洗发沐浴、衣服洗涤柔顺、清洁剂、特殊护理、祛痱防蚊、祛痱粉/爽身粉、防晒、洗护礼盒	润肤露/霜、按摩/润肤油、润唇膏等	588 个
服饰寝具	配件、婴幼儿内衣、婴幼儿外服、婴幼儿鞋、寝具、袜子、毛巾/浴巾、围兜/反穿衣	袜子、浴巾、围兜&反穿衣、毛巾、帽/围巾/手套等	2018 个
湿巾/纸品	湿巾、卫生巾、化妆棉、生活用纸	普通湿巾、口手湿巾、屁屁湿巾、消毒卫生湿巾、全棉湿巾、特柔湿巾等	54 个
童车童床	婴儿推车、床、安全座椅、餐椅	三/四轮推车、伞柄车、推车配件、四轮推车	145 个

资料来源：公司官网，广证恒生

公司通过自有产品的布局加强品类管理，在高毛利品类上加强自有品牌的建设，推动毛利率提升的同时强化产品的差异化竞争。公司加大自有品牌和独家代理品牌的开发，通过取得国际知名卡通形象授权、



基于市场调研分析消费者偏好、确定符合市场需求趋势的待开发商品，遴选合适的生产厂商进行共同设计、开发并以 OEM 方式生产后，以自有品牌对外销售，实现产品的品牌化、品质化与差异化竞争，并且自有产品的毛利率将比采购品牌高 10%左右。目前公司拥有超过 16 个自有品牌和 4 个授权代理品牌，各品类的毛利率均有不同程度的上升。预计未来三年内，公司自有品牌的占比将扩大到 20%。

图表 27 爱婴室自有品牌数量

产品类目	自主品牌	授权代理品牌
喂养用品	8 个	-
纸品湿巾	5 个	-
棉纺产品	7 个	1
玩具	2 个	1
抚养用具	6 个	2
家居用品	4 个	-
母婴服务	2 个	-

资料来源：wind，广证恒生

图表 28 奶粉、用品、食品、玩具、车床等产品毛利率不断提升

	2013	2014	2015	2016	2017
主营业务毛利率	18.68%	17.37%	19.32%	19.88%	23.92%
奶粉类	11.62%	7.95%	10.07%	14.55%	19.12%
用品类	15.82%	15.01%	18.64%	17.76%	22.15%
棉纺类	37.23%	41.56%	42.08%	41.87%	39.69%
食品类	31.79%	32.68%	33.13%	23.92%	32.70%
玩具类	34.53%	33.25%	26.90%	19.93%	26.32%
车床类	25.79%	22.40%	26.44%	29.86%	32.31%
婴儿抚触服务	11.87%	15.63%	18.22%	2.26%	8.02%
其他业务毛利	93.84%	95.01%	94.30%	93.94%	92.64%

资料来源：wind，广证恒生

除了自建品牌外，公司还采用“总部集采+区域分采”的方式进一步优化经营成本。公司定位中高端，实行总部集采+区域分采结合方式引入各类国际知名品牌，以直采为主的采购渠道能够进一步优化经营成本，降低加价率。公司向生产商直接采购比重从 2015 年的 50.10%增长至 2017 年的 60.11%，主营业务毛利率从 2015 年的 19.32%上升至 2017 年的 23.92%。

图表 29 公司向生产商直接采购比重 2015-2017 年增长 10pct

采购渠道	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)
向生产厂商直接采购	57,655.87	50.10	79,190.57	57.82	88,051.01	60.11
向代理商间接采购	57,432.79	49.90	57,765.73	42.18	58,423.25	39.89
合计	115,088.66	100.00	136,956.30	100.00	146,474.26	100.00

资料来源：wind，广证恒生

图表 30 公司主营业务毛利率 2015-2017 年增长 4pct

毛利率	2015 年	2016 年	2017 年
主营业务毛利率	19.32%	19.88%	23.92%
门店销售	19.70%	20.31%	24.35%
电子商务	3.74%	1.44%	7.01%
批发	8.09%	6.98%	13.21%
婴儿抚触等服务	18.22%	2.26%	8.02%

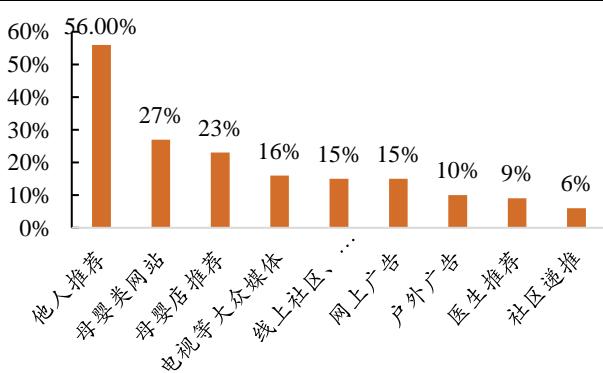
资料来源：wind，广证恒生

3.3 标准化连锁直营构建品牌壁垒，深耕用户粘性拓宽护城河

标准化连锁直营管理体系，构建企业品牌壁垒。母婴行业是极其重品牌和口碑的领域，56%的母婴消费者会根据他人推荐进行消费决策。公司门店全部由公司及子公司直接经营，相比于加盟模式，直营店面有着相对统一的形象设计与装修，各类商品的陈列都根据消费者购物习惯进行布局，和相对固定的导购人数，能最大化的保证服务质量，带来良好的消费者体验。进而构建企业的品牌壁垒。此外，爱婴室在过往的扩张中，积累了丰富的直营店建设管理经验，已经形成一套较为成熟的全方位、标准化、可拓展的连锁直营管理体系。

图表 31 爱婴室采用统一的连锁门店装潢


资料来源：wind，广证恒生

图表 32 母婴消费者受品牌口碑影响较大


资料来源：wind，广证恒生



公司打通线上线下构建 O2O 闭环，深化“服务+会员+娱乐”多渠道引流模式，紧抓客户粘性，延伸用户生命周期。除了线下专卖店外，公司还拥有爱婴室 APP、爱婴室微信公众号、线上购物商城、天猫等第三方销售渠道在内的线上销售渠道。2018 年前三季度，公司门店销售/批发/电商分别实现营业收入 13.36 亿元、0.62 亿元、0.27 亿元，同比增长 14.25%、322.34%、123.66%。公司以线下门店为基础，打通流量、会员及商品销售，开发集购物、服务、社交及内容于一体的母婴服务生态系统平台。截至 2018 年 9 月，公司已有 40% 左右的门店从事专业的母婴服务。

图表 33 爱婴室的部分特色 O2O 全渠道战略创新

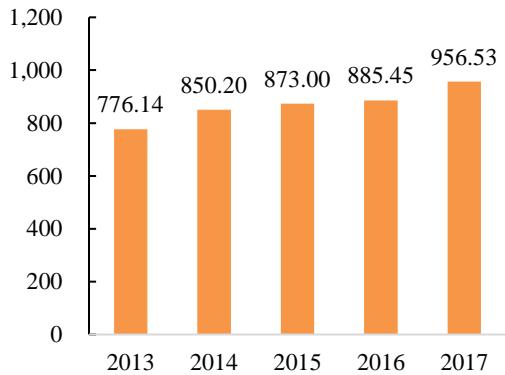
平台	实现功能	简介
APP	线上购买，线上支付，线下取货	实现线上线下数据对接，线上（下）下单，线下（上）服务，线上（下）结算。
	母婴社区	提供育儿常见问题讨论，包括二手交易板块、过敏专区、红屁股专区等。
	智能设备物联网	对接智能宝宝体温计，智能奶瓶，智能婴儿床等智能感知设备记录并分析数据，实现精准营销
微信/APP	育儿知识及教育	可定期推送专业的育儿知识。
微信	全品类购物	按照商品种类、功能、宝宝年龄等精细划分，实现线上搜索，浏览，订购爱婴室线上线下所有产品。
第三方商城	综合平台购物	入驻天猫，京东等主流第三方电商平台，开设爱婴室自有产品的旗舰店
互动营销系统	AR 商品展示	通过 3D 全息扫描、建立商品 3D 模型库；360 度全方位动态化展示玩具、推车等商品。

资料来源：wind，广证恒生

精细化运营，提高销售效率与单店盈利能力。由于母婴零售业的高度市场化，经营效果很大程度上取决于公司与同业差异化的精准营销。公司的精准营销主要基于消费者数据分析营销、会员核心营销和创新营销团队这三个方面。公司成立伊始就致力于通过对历史客户的消费记录和消费行为的分析来制定营销方案。通过对消费数据的分析，公司能动态地了解到消费者偏好、行为方式、购物关联性，从而能够更好地进行门店布局，并以此为依据制定公司的发展计划及营销策略，实现精准营销。此外，公司还抓住母婴零售消费市场口碑营销的特征，通过会员制及增值服务增强了消费者对爱婴室品牌的黏性，并产生辐射效应，从而发展了越来越多的会员，截至 2018 年，公司会员已超 250 万。基于精准营销的优势，公司盈利能力逐年提升。公司成熟门店的单店营收能力从 2015 年的 873 万元上升至 2017 年的 956 万元。成熟门店的单店毛利润从 2015 年的 235 万元上升至 2017 年的 272 万元。未来公司将进一步完善管理信息系统，一方面实现公司物流、资金流、信息流的同步，提高上下游业务的协同能力与运营效率；另一方面，可以为公司营销网络的拓展和升级提供信息化软硬件管理支持。

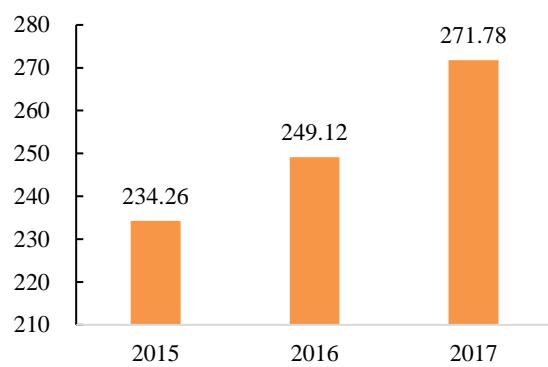


图表34 公司成熟门店 2017 年单店营收 956 万元



资料来源：wind，广证恒生

图表35 公司成熟门店 2017 年单店毛利润 272 万元



资料来源：wind，广证恒生

4、盈利预测

基于爱婴室 2015 至 2017 年各地区新开、开闭的门店数量我们拆解了爱婴室单店营收能力以及年末存续的店数，并据此对未来三年营收进行预测。预计公司 2018-2020 年期间实现营业收入分别为 21.44 亿元、25.25 亿元和 30.00 亿元，同比增长 18.57%、17.80%、18.80%；归母净利润分别为 1.12 亿元、1.40 亿元、1.77 亿元，同比增长 19.69%、24.95%、26.45%。

假设条件：

(1) 根据公司披露的发展规划以及过往开关店规律，假设当年关店数量为上一年开店数量的 20%，并据此估算 2019-2020 年各地区年末存续店数，预计 2018-2020 年全国年末存续店数分别为 224 家、258 家、294 家。由于 2018 年前三季度数据已披露，第四季度新开门店预计不会在 2018 年内关闭，因此假设 2018 年存续店数为前三季度存续店数与第四季度新开店数之和。2019-2020 年则假设各地区关店数量为上一年的新开店数量的 20%左右，依次测算并加总。

图表36 预计 2018-2020 年各地区存续店铺情况

		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
新开门店	上海	9	13	10	13	13	14
	福建	4	9	4	8	4	3
	江苏	8	5	6	9	2	2
	浙江	5	8	12	14	18	20
	广东	—	—	—	—	5	5
	合计	26	35	32	44	42	44
年末门店	上海	64	72	75	85	95	107
	福建	33	35	36	41	43	46
	江苏	41	45	45	51	52	54
	浙江	21	27	33	47	62	79



	广东					5	9
	合计	159	179	189	224	258	294

资料来源：广证恒生

(2) 爱婴室在上市后加速其扩张进程，由于单店需要0.5-3年的培育时间，具体盈利情况与回收周期和当地的消费能力以及竞争程度有关。因此预测公司平均单店收入2018-2019年会低于早期。预测2018-2019年整体单店收入分别为906万元、926万元。具体来看，上海地区是公司大本营，其次是江苏、福建，三地近年来处于相对稳步的扩张状态，因此单店收入变化不大。浙江地区目前正处于快速扩张状态，2018-2020年合计将开设52家门店，相对于2017年的33家门店的存续状态，新增门店较多，且原有积累不足上海地区，根据公司2018Q3季度推算，2018年预计单店营收下降到570万元，未来基于门店的不断成熟，单店营收有望回升，预计2019-2020年单店应收分别为600万元、630万元

图表37 预计2018-2020年各地区单店营收(万元)

		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
单店营收	上海	960	1283	1335	1307	1350	1400
	福建	619	664	773	815	900	920
	江苏	470	501	563	621	650	680
	浙江	647	652	725	570	600	630
	广东	-	-	-	-	246	646
	平均	722	870	937	906.	926	967

资料来源：广证恒生

(3) 基于年末门店与单店营收的复合我们得到爱婴室各地区收入，并根据主营业务与其他业务收入占比得到总营业收入，预计2018-2020年营业收入分别为21.44亿元、25.25亿元和30.00亿元，同比增长18.57%、17.80%、18.80%。具体来看，根据爱婴室2018Q3季度其他收入的同比下降趋势，我们预计2018年全年爱婴室其他业务收入约114万元，此外根据2018年其他收入与主营收入的比重，预计2019-2020年其他收入的规模，分别为135.42万元、160.87万元。

图表38 预计2018-2020年各地区营收(万元)

		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
地区营收	上海	61,430	92,350	100,095	111,105	128,790	149,520
	福建	20,433	23,247	27,840	33,408	39,060	41,952
	江苏	19,269	22,567	25,327	31,659	33,800	36,448
	浙江	13,595	17,599	23,916	26,786	37,320	49,518
	广东	-	-	-	-	1,230	6,459
	平均	114,727	155,763	177,178	202,958	238,970	283,897
其他收入		118.51	145.96	118.07	114.00	135.42	160.87
总营业收入		138806.60	158496.32	180784.93	214358.41	252511.63	299984.44

资料来源：广证恒生



(4) 由于公司品牌知名度不断加强,且产品结构优化以及精准营销等措施的作用,预计公司 2018-2020 年毛利率稳步上升,预计 2018-2020 年分别上升 1.6pct、1pct、1pct,即 2018-2020 年假设公司毛利率分别为 30.00%、31.00%、32.00%。

(5) 由于公司 2018-2020 年属于快速扩张的阶段,假设公司销售费率与管理费率随着公司扩张增加,预计 2018-2020 年期间费用率为 21.92%、22.41%、22.86%。对应归母净利润 1.12 亿元、1.40 亿元、1.77 亿元,同比增长 19.69%、25.95%、26.54%。具体来看,考虑公司 2018 年为快速扩张的第一年,Q3 季度的销售费率已达到 18.55%,且季度内变化不明显,预计公司 2018 年销售费率 18.55%,2019-2020 年保持 2018 年的扩张速度,则分别增加 0.45pct-0.5pct 至 19.00%、19.50%。2018-2020 年管理费率则预计分别为 3.50%、3.60%、3.60%。

图表 39 预计公司 2018-2020 年归母净利润 (万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
毛利率	25.72%	26.70%	28.41%	30.0%	31.0%	32.0%
销售费率	15.94%	15.98%	16.99%	18.55%	19.00%	19.50%
管理费率	3.15%	3.49%	3.51%	3.50%	3.60%	3.60%
期间费用率	19.34%	19.83%	20.81%	21.92%	22.41%	22.86%
归母净利润 (万元)	5961.87	7398.96	9357.79	11200.36	13995.28	17697.35

资料来源: 广证恒生

公司 2018-2020 年归母净利润分别为 1.12 亿元、1.40 亿元、1.77 亿元,对应 EPS(摊薄)1.12/1.40/1.77,对应当 2018 年 12 月 28 日收盘价的 PE 为 33.03、26.44、20.91。考虑母婴行业的处于持续成长期,以及爱婴室为 A 股唯一的母婴专卖店企业,享受一定的估值溢价,因此给予爱婴室 2019 年 30XPE,对应每股股票目标价格 42 元,2018 年 12 月 28 日爱婴室收盘价 37 元,对应股票上涨空间 13.51%。

图表 40 可比公司财务与估值

公司	营业收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)			2017 总市值 (亿元)	PE (2017)
	2015	2016	2017	2015	2016	2017		
孩子王	27.60	44.55	-	-1.38)	-1.44)	1.36	140.21	-
凯知乐国际	15.84	16.56	18.83	1.07	0.89	0.59	8.64	9.69
好孩子国际	69.58	62.42	71.49	1.97	2.07	1.79	71.42	34.44
博士眼镜	3.76	4.16	4.71	0.35	0.38	0.52	22.46	59.45

资料来源: 广证恒生

5、风险提示

(1) 母婴行业发展不达预期的风险

母婴行业当前仍处于成长期，同业竞争下多进行价格战抢占市场；未来，随着母婴行业增长逐渐趋于理性，必将出现行业内部的洗牌。并且随着新生儿增速逐渐放缓，若未来母婴市场扩张速度及渗透率不及预期，可能导致现实经营与公司战略相背离。在一定程度上会导致业绩不及预期，或导致大量费用挤压利润空间。

(2) 市场竞争激烈带来的风险

公司主要竞争对手包括其他母婴用品专业连锁店、大中型超市、百货商场、电子商务平台等涉及母婴用品的零售企业。近年来，母婴用品零售业发展迅速，网络销售、专业连锁、大中型超市、百货商场等各种业态并存，市场竞争日趋激烈；同时，自2004年12月11日起我国已经逐步取消对外资投资国内零售企业在地域及持股比例等方面的限制，外资零售企业开始加速进入我国母婴用品零售市场，加剧了国内母婴用品零售市场的竞争格局。

(3) 线下扩张不及预期的风险

公司预计新店第一年收入达到老店的80%，第二年完全成熟。随着公司成熟店业务结构不断调整，单店收入增长、新店成熟速度将逐渐放缓，相应地开关店速度可能降低。短期来看，公司快速扩张会带来费用率的降低和规模效应下收入的快速增长，但是长期来看线下店铺快速扩张存在渠道的边际效应，导致扩张成本的增加；此外在区域市场占有率逐渐增大后继续增加投入可能导致成本增加，及收入增加不及预期。受快速扩张带来的人才储备、管理有效性、供应链管理、物流等问题，存在增速降低的风险。



附录：财务报表预测

资产负债表				利润表				现金流量表						
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	613	818	1050	1323	营业收入	1808	2144	2525	3000	经营活动现金流量	108	136	171	194
现金	116	245	389	554	营业成本	1294	1501	1742	2040	经营性现金流净额	108	136	171	194
应收账款	9	12	14	16	营业税金及附加	7	8	10	11	投资活动现金流量	-35	-20	-21	-22
其它应收款	8	10	12	14	营业费用	307	398	480	585	筹资活动现金流量	35	0	0	0
预付账款	83	96	111	130	管理费用	63	75	91	108	汇率变动对现金及现金等价物的影响	0	0	0	0
存货	369	428	497	582	财务费用	6	-3	-5	-7	现金及现金等价物净增加额	42	128	144	165
其他	27	27	27	27	资产减值损失	1	0	0	0	期末现金及现金等价物余额	113	140	156	173
非流动资产	157	144	134	126	公允价值变动收益	0	0	0	0					
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	2	0	0	0					
固定资产	71	62	53	44	营业利润	141	165	207	262					
无形资产	20	20	21	23	营业外收入	1	3	3	3					
其他	66	62	60	59	营业外支出	2	1	2	2					
资产总计	770	962	1184	1450	利润总额	139	167	208	263					
流动负债	359	416	491	574	所得税	35	41	52	66					
短期借款	0	0	0	0	净利润	105	125	156	198					
应付账款	227	263	310	360	少数股东损益	11	13	16	21					
其他	132	153	181	215	归属母公司净利润	94	112	140	177					
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	170	193	232	285					
长期借款	0	0	0	0	EPS (摊薄)	0.94	1.12	1.40	1.77					
其他	0	0	0	0										
负债合计	359	416	491	574	主要财务比率									
少数股东权益	37	50	67	87	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E					
股本	75	100	100	100	成长能力									
资本公积	29	29	29	29	营业收入增长率	14.1%	18.6%	17.8%	18.8%					
留存收益	270	367	497	659	营业利润增长率	38.2%	16.9%	25.6%	26.7%					
归属母公司股东权益	374	496	626	788	归属于母公司净利润增长率	26.5%	19.7%	25.0%	26.5%					
负债和股东权益	770	962	1184	1450	盈利能力									
					毛利率	28.4%	30.0%	31.0%	32.0%					
					净利率	5.8%	5.8%	6.2%	6.6%					
现金流量表														
					ROE	25.3%	23.4%	22.6%	22.6%					
					ROIC	27.6%	24.8%	24.4%	24.4%					
经营活动现金流	108	136	171	194	偿债能力									
净利润	105	112	140	177	资产负债率	46.6%	43.2%	41.5%	39.6%					
折旧摊销	32	29	29	29	净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					
财务费用	6	-3	-5	-7	流动比率	1.71	1.97	2.14	2.30					
投资损失	-2	0	0	0	速动比率	0.68	0.94	1.13	1.29					
营运资金变动	-23	-13	-7	-22	营运能力									
其它	-9	11	14	17	总资产周转率	2.53	2.48	2.35	2.28					
投资活动现金流	-31	-20	-21	-22	应收账款周转率	189.99	201.83	197.14	199.94					
资本支出	-34	0	0	0	应付账款周转率	5.88	6.13	6.08	6.09					
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)									
其他	2	-20	-21	-22	每股收益(最新摊薄)	0.94	1.12	1.40	1.77					
筹资活动现金流	-35	13	-5	-8	每股经营现金流(最新摊薄)	1.44	1.36	1.71	1.94					
短期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	4.99	4.96	6.26	7.88					
长期借款	0	0	0	0	估值比率									
普通股本增加	0	25	0	0	P/E	29.65	33.03	26.44	20.91					
资本公积金增加	0	0	0	0	P/B	7.42	7.46	5.91	4.70					
其他	-35	-12	-5	-8	EV/EBITDA	-0.47	18.19	14.54	11.35					
现金净增加额	42	128	144	165										



新三板团队介绍：

在财富管理和创新创业的两大时代背景下，广证恒生新三板构建“研究极客+BANKER”双重属性的投研团队，以研究力为基础，为企业量身打造资本运营计划，对接资本市场，提供跨行业、跨地域、上下游延伸等一系列的金融全产业链研究服务，发挥桥梁和杠杆作用，为中小微、成长企业及金融机构提供闭环式持续金融服务。

团队成员：

袁季（广证恒生总经理兼首席研究官）：长期从事证券研究，曾获“世界金融实验室年度大奖—最具声望的100位证券分析师”称号、2015及2016年度广州市高层次金融人才、中国证券业协会课题研究奖项一等奖和广州市金融业重要研究成果奖，携研究团队获得2013年中国证券报“金牛分析师”六项大奖。2014年组建业内首个新三板研究团队，创建知名研究品牌“新三板研究极客”。

赵巧敏（新三板研究总监、首席分析师）：英国南安普顿大学国际金融市场硕士，8年证券研究经验。具有跨行业及海外研究复合背景，曾获08及09年证券业协会课题二等奖。具有多年A股及新三板研究经验，熟悉一二级资本市场运作，专注机器人、无人机等领域研究，担任广州市开发区服务机器人政策咨询顾问。

温朝会（新三板副团长）：南京大学硕士，理工科和经管类复合专业背景，七年运营商工作经验，四年市场分析经验，擅长通信、互联网、信息化等相关方面研究。

黄莞（新三板副团长）：英国杜伦大学金融硕士，具有跨行业及海外研究复合背景，负责教育领域研究，擅长数据挖掘和案例分析。

司伟（新三板高端装备行业负责人）：中国人民大学管理学硕士，理工与经管复合专业背景，多年公募基金从业经验，在新三板和A股制造业研究上有丰富积累，对企业经营管理有深刻理解。

魏也娜（新三板TMT行业高级研究员）：金融硕士，中山大学遥感与地理信息系统学士，3年软件行业从业经验，擅长云计算、信息安全等领域的研究。

刘锐（新三板医药行业高级研究员）：中国科学技术大学有机化学硕士，具有丰富的国内医疗器械龙头企业产品开发与管理经验，对医疗器械行业的现状与发展方向有深刻的认识，重点关注新三板医疗器械、医药的流通及服务行业。

胡家嘉（新三板医药行业研究员）：香港中文大学生物医学工程硕士，华中科技大学生物信息技术学士，拥有海外知名实业工作经历，对产业发展有独到理解。重点研究中药、生物药、化药等细分领域。

田鹏（新三板教育行业研究员）：新加坡国立大学应用经济学硕士，曾于国家级重点经济期刊发表多篇论文，具备海外投资机构及国内券商新财富团队丰富研究经历，目前重点关注教育领域。

于栋（新三板高端装备行业高级研究员）：华南理工大学物理学硕士，厦门大学材料学学士，具有丰富的一二级研究经验，重点关注电力设备及新能源、新材料方向。

史玲林（新三板大消费&教育行业研究员）：暨南大学资产评估硕士、经济学学士，重点关注素质教育、早幼教、母婴、玩具等消费领域。

李嘉文（新三板主题策略研究员）：暨南大学金融学硕士，具有金融学与软件工程复合背景，目前重点关注新三板投资策略，企业资本规划两大方向。

联系我们：

邮箱：huangguan@gzgzs.com.cn

电话：020-88832319



广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼
电话：020-88836132, 020-88836133
邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；
谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；
中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；
回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。