



母婴 2018 财报点评：马太效应显著，关注头部企业

确定性增长机会

2019.05.09

相关报告

电话：	020-88832319	史玲林（研究助理）
邮箱：	huangguan@gzgzhs.com.cn	shi.linglin@gzgzhs.com.cn
执业编号：	A1310517050001	A1310118080004

- 1、母婴 2018 投融资专题：爱婴室、宝宝树相继上市，母婴渠道马太效应初显—20190201
- 2、“极致化”垂直服务发力，释放母婴渠道消费红利—20180318

投资摘要：

2018 年是母婴渠道资产证券化元年，爱婴室与宝宝树分别于年内在 A 股、港股上市。2018-2019 年初合计 7 家企业登陆公开市场，其中 A 股 1 家、港股 2 家、新三板 4 家，主要分布在母婴产品与母婴渠道领域。其中渠道领域的爱婴室与宝宝树备受瞩目。爱婴室作为首家母婴专卖店企业登陆国内 A 股，宝宝树则以国内最大的母婴垂直社区在港股上市。母婴渠道领域长期是母婴领域一级市场的投融资的聚集地，2018 年母婴渠道领域录得投资案例共 24 起，募资约 23.26 亿元，占行业总投融资额的 56%。其中中后期轮次占比首次超过 50%，我们认为随着优质资产逐步成熟，将陆续选择合适的资本市场以进一步发展。

整体来看，2018 年母婴行业发展良好，公开市场企业实现总归母净利润 45.68 亿元，同比增长 44.47%。我们整理公开市场母婴企业合计 121 家，其中已披露报告的 98 家。2018 年母婴行业实现总营业收入 747.96 亿元，同比增长 19.60%；总归母净利润 45.68 亿元，同比增长 44.47%；平均营业收入 7.33 亿元，平均归母净利润 4661.04 万元。2018 年归母净利润大于 1 亿的企业有 10 家，相比去年新增 1 家，占行业比 10.20%。

建议关注优质母婴产品与渠道企业，2018 年公开市场母婴产品企业贡献了母婴行业 88.43% 的归母净利润；此外，随着爱婴室与宝宝树的上市，预期优质母婴渠道资产将陆续登陆资本市场。母婴产品企业贡献了母婴行业 88.43% 的归母净利润，一方面是母婴产品企业数量最多，行业占比超 50%。另一方面是母婴产品企业平均业绩较好，2018 年母婴产品领域平均归母净利润 7621.24 万元，分别是母婴渠道与母婴服务的 2 倍、44 倍。此外，2018 年归母净利润大于 1 亿的企业 70% 属于母婴产品领域。而母婴渠道领域公开市场企业较少，随着头部企业爱婴室与宝宝树的崭露头角，开启了细分领域新的资产证券化阶段。

关注头部企业确定性增长机会，2018 年归母净利润 TOP10 的企业合计贡献 44 亿元，同比增长 21.28%，行业占比约 96%。其中森马服饰与澳优在自身业务发展的同时，兼收并购进一步扩大业务版图，2018 年归母净利润分别实现 48.83%、106.11% 的增长。宝宝树集团、爱婴室、亿童文教则主要依靠自身发展，2018 年归母净利润分别实现 29.73%、28.23%、5.19% 的增长。

综合相关母婴企业的年报业绩表现以及广证恒生对母婴行业的长期跟踪，本期我们一共筛选出 5 家细分领域头部企业，建议关注森马服饰（002563.SZ）、爱婴室（603214.SH）、澳优（1717.HK）、宝宝树集团（1761.HK）、亿童文教（430223.OC）。

风险提示：政策变动风险、行业竞争加剧风险、母婴行业增长趋缓、母婴服务难以标准化

广证恒生

做中国新三板研究极客





目录

1、母婴行业公开市场 2018 年财报情况概览.....	4
1.1 整体情况：2018 年实现总归母净利润 45.68 亿元，同比增长 44.47%	4
1.2 母婴产品：头部企业增长显著，总归母净利润 40.39 亿元，同比增长 53.93%.....	5
1.3 母婴服务：企业体量较小，仅 39%的企业实现正利润	6
1.4 母婴渠道：新增 2 家头部企业，总归母净利润 4.72 亿元、同比增长近 90%.....	7
2、细分指标 TOP10.....	8
2.1 营业收入 TOP10.....	8
2.2 营业收入增长 TOP10.....	9
2.3 归母净利润 TOP10.....	9
2.4 归母净利润增长 TOP10.....	10
2.5 毛利率 TOP10.....	10
2.6 净利率 TOP10.....	11
3、明星企业 TOP5.....	12
3.1 森马服饰 (002563.SZ)：国内童装龙头.....	12
3.2 爱婴室 (603214.SH)：华东母婴零售巨头	13
3.3 澳优 (1717.HK)：国内领先的婴幼儿奶粉企业.....	14
3.4 宝宝树集团 (1761.HK)：母婴垂直社区龙头.....	14
3.5 亿童文教 (430223.OC)：国内领军的幼教整体方案提供商	15
4、风险提示.....	16



图表目录

图表 1 母婴行业归母净利润分布（个）	4
图表 2 母婴行业归母净利润分布变化（%）	4
图表 3 母婴企业细分领域分布	5
图表 4 母婴企业平均营收与归母净利润	5
图表 5 母婴产品企业归母净利润分布（个）	5
图表 6 母婴产品归母净利润分布变化（%）	5
图表 7 母婴产品企业细分领域分布	6
图表 8 母婴产品企业平均营收与归母净利润	6
图表 9 母婴服务企业归母净利润分布（个）	6
图表 10 母婴服务企业归母净利润分布变化（%）	6
图表 11 母婴服务企业细分领域分布	7
图表 12 母婴服务企业平均营收与归母净利润.....	7
图表 13 母婴行业归母净利润分布（个）	7
图表 14 母婴行业归母净利润分布变化（%）	7
图表 15 母婴渠道企业细分领域分布	8
图表 16 母婴渠道企业平均营收与归母净利润.....	8
图表 17 2018 年营收规模 TOP10.....	8
图表 18 2018 年营收增速 TOP10（剔除 2017 年同期营业收入小于 1 亿的企业）	9
图表 19 2018 年归母净利润规模 TOP10.....	9
图表 20 2018 年归母净利润增速 TOP10（剔除 2017 年同期归母净利润小于 1000 的企业）	10
图表 21 2018 年毛利率 TOP10（剔除 2018 年营业收入低于 1 亿的企业）	10
图表 22 2018 年净利率 TOP10（剔除 2018 年归母净利润低于 1000 万的企业）	11
图表 23 森马服饰 2018 年营收 157.19 亿元，同比增长 30.71%	12
图表 24 森马服饰 2018 年归母净利润 16.94 亿元，同比增长 48.83%	12
图表 25 爱婴室 2018 年营收 21.35 亿元，同比增长 18.12%	13
图表 26 爱婴室 2018 年归母净利润 4892.65 万元，同比增长 46.04%	13
图表 27 澳优 2018 财年营收 53.90 亿元，同比增长 37.26%	14
图表 28 澳优财年 2018 归母净利润 6.35 亿元，同比增长 106.11%	14
图表 29 宝宝树 2018 财年营业收入 7.6 亿，同比增长 4.18%	15
图表 30 宝宝树 2018 财年经调整后的归母净利润 2.01 亿，同比增长 29.73%。	15
图表 31 亿童文教 2018 年营业收入 6.40 亿，同比增长 5.77%	16
图表 32 亿童文教 2018 年归母净利润 1.33 亿，同比增长 5.19%。	16

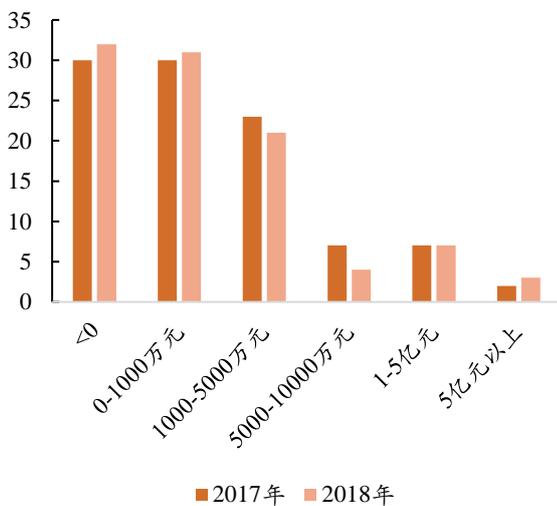
1、母婴行业公开市场 2018 年财报情况概览

截至 2019 年 5 月 5 日，A 股、港股、中概股、新三板等公开市场各公司 2018 年报已基本披露完毕。根据广证恒生母婴行业的分类标准，为大家筛选出母婴行业公开市场企业总计 121 家，其中 98 家母婴企业已披露 2018 年报（剔除了大额资产减值的奥飞娱乐）。我们通过多角度对比分析以探究 2018 年母婴板块概况及最新变化。同时按照营收规模及同比增长率、归母净利润及同比增长率等指标排名选出 10 强明星企业，并综合根据相关母婴企业的年报业绩表现以及广证恒生对母婴行业的长期跟踪，筛选出 5 家细分领域头部母婴企业，对其核心竞争力进行剖析，一探这些明星母婴企业的风采。

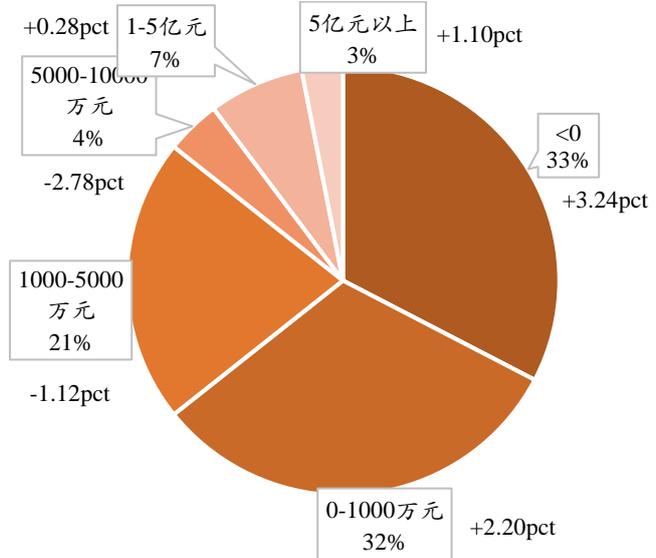
1.1 整体情况：2018 年实现总归母净利润 45.68 亿元，同比增长 44.47%

2018 年母婴行业实现总归母净利润 45.68 亿元，同比增长 44.47%。已披露报告的 98 家母婴企业 2018 年实现总营业收入 747.96 亿元，同比增长 19.60%；总归母净利润 45.68 亿元，同比增长 44.47%；平均营业收入 7.33 亿元，平均归母净利润 4661.04 万元。2018 年归母净利润大于 1 亿的企业有 10 家，相比去年新增 1 家，占行业比 10.20%。（由于奥飞娱乐 2018 年提取 14.95 亿的大额资产减值，为了保持行业数据的可参考价值，因此暂时剔除奥飞娱乐）。

图表 1 母婴行业归母净利润分布（个）



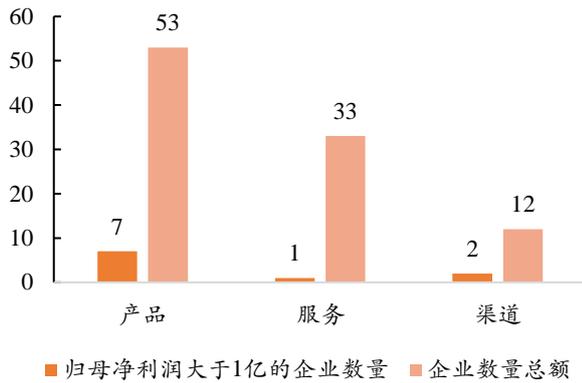
图表 2 母婴行业归母净利润分布变化（%）



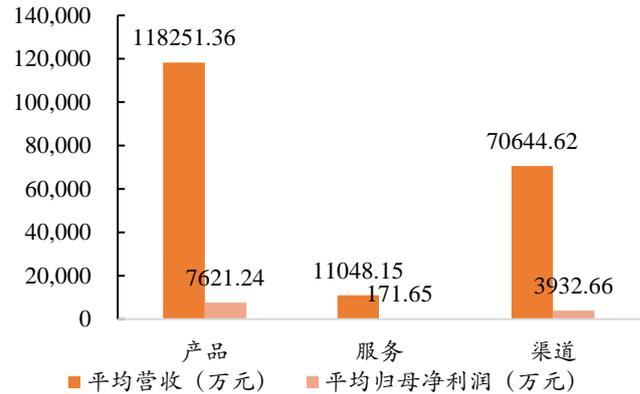
资料来源：Wind、广证恒生

资料来源：Wind、广证恒生

母婴产品企业贡献了母婴行业 88.43% 的归母净利润。从企业数量来看，母婴产品企业数量最多，其次是母婴服务与母婴渠道，分别为 53、33、12 家。从平均水平来看，2018 年母婴产品领域平均营收 11.83 亿元，平均归母净利润 7621.24 万元；母婴渠道领域平均营收 7.06 亿元，平均归母净利润 3932.66 万元；母婴服务领域平均营收 1.10 亿元，平均归母净利润 171.65 万元。从头部企业来看，2018 年归母净利润大于 1 亿的企业 70% 属于母婴产品领域。

图表 3 母婴企业细分领域分布


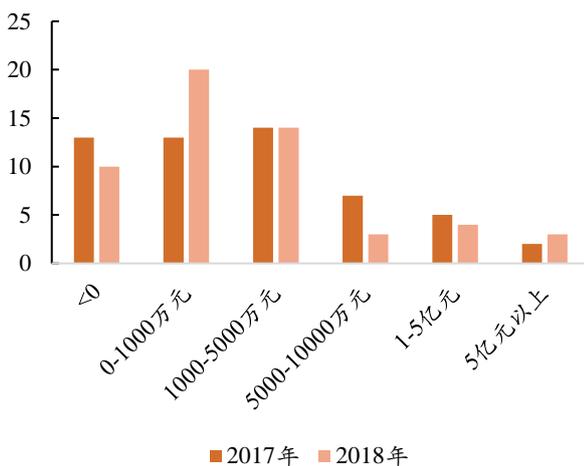
资料来源：公司公告、广证恒生

图表 4 母婴企业平均营收与归母净利润


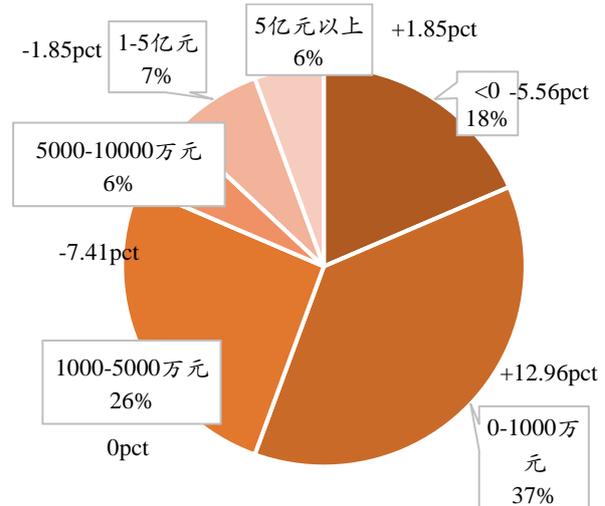
资料来源：公司公告、广证恒生

1.2 母婴产品：头部企业增长显著，总归母净利润 40.39 亿元，同比增长 53.93%

母婴产品企业发展稳健，实现总营业收入 626.73 亿元，同比增长 19.52%；总归母净利润 40.39 亿元，同比增长 53.93%。已披露报告的母婴产品企业合计 53 家，占母婴行业 54.08%。2018 年母婴产品企业实现总营业收入 626.73 亿元、同比增长 19.52%；总归母净利润 40.39 亿元，同比增长 53.93%；其中 2018 年归母净利润大于 1 亿的企业有 7 家，与去年持平，占比母婴产品企业的 13.21%。其中，澳优完成了 4 个并购项目，归母净利润同比增长 106.11%至 6.35 亿元。森马童装业务超预期发展，归母净利润增长 48.83%至 16.94 亿元。

图表 5 母婴产品企业归母净利润分布 (个)


资料来源：Wind、广证恒生

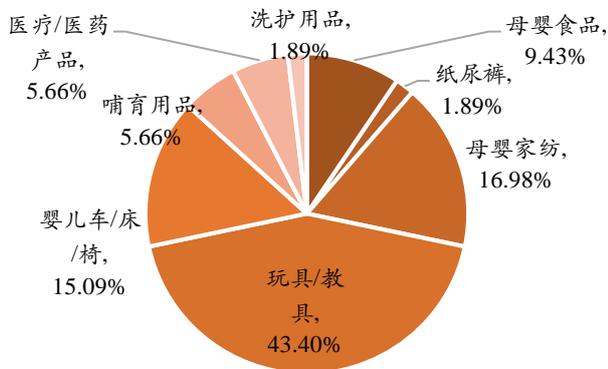
图表 6 母婴产品归母净利润分布变化 (%)


资料来源：Wind、广证恒生

母婴产品企业中，主要有玩具/教具、母婴家纺、婴儿车床椅、母婴食品四个分类，其中母婴家纺与母婴食品整体利润情况较好。母婴产品企业合计 53 家，其中玩具/教具最多、占比 43.44%，其次是母婴

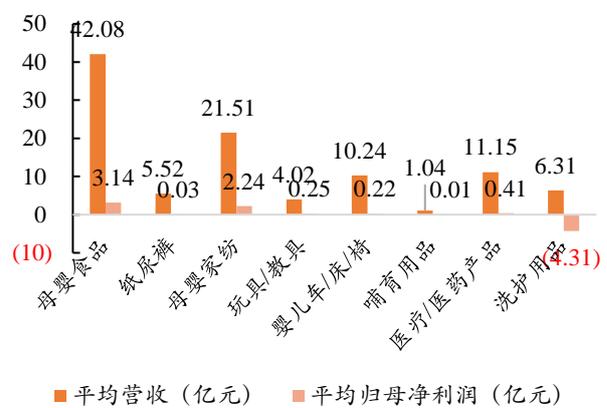
家纺、婴儿车床椅、母婴食品，分别占比 16.98%、15.09%、9.43%。2018 年平均归母净利润最高的细分领域为母婴食品与母婴家纺，归母净利润分别达到 3.14 亿元、2.24 亿元。

图表 7 母婴产品企业细分领域分布



资料来源：公司公告、广证恒生

图表 8 母婴产品企业平均营收与归母净利润

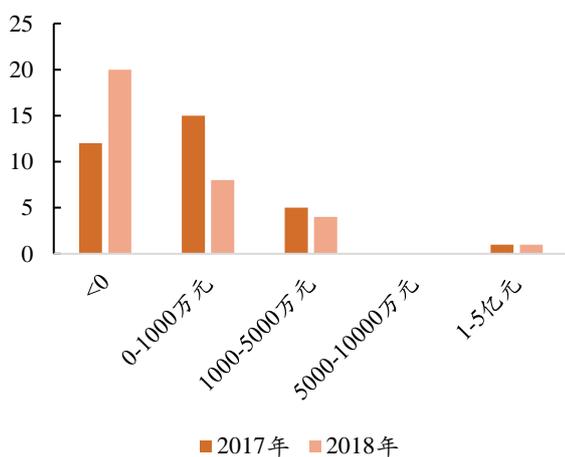


资料来源：公司公告、广证恒生

1.3 母婴服务：企业体量较小，仅 39% 的企业实现正利润

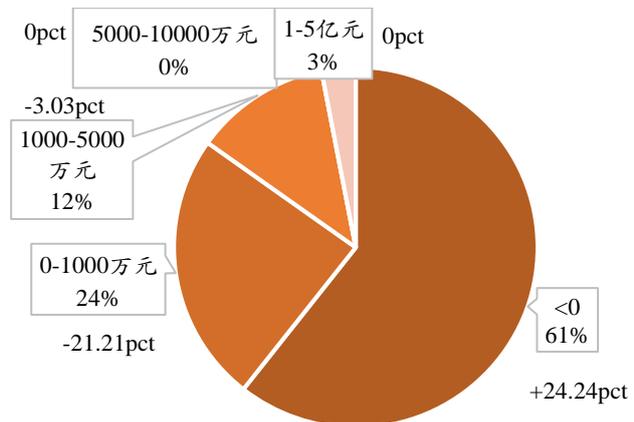
母婴服务企业体量较小，仅 39% 的企业实现正利润。已披露报告的母婴服务企业合计 33 家，占母婴行业 33.67%。2018 年母婴服务企业实现总营业收入 36.46 亿元，同比增长 7.17%；总归母净利润 0.57 亿元，同比减少 -78.94%；其中 2018 年归母净利润大于 1 亿的企业仅 1 家，与去年持平，占比母婴服务企业的 3.03%。母婴服务领域中有 61% 的企业利润为负，相比去年增加 24.24pct 的企业。

图表 9 母婴服务企业归母净利润分布 (个)



资料来源：Wind、广证恒生

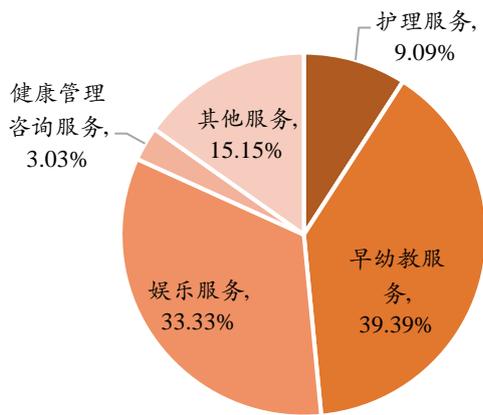
图表 10 母婴服务企业归母净利润分布变化 (%)



资料来源：Wind、广证恒生

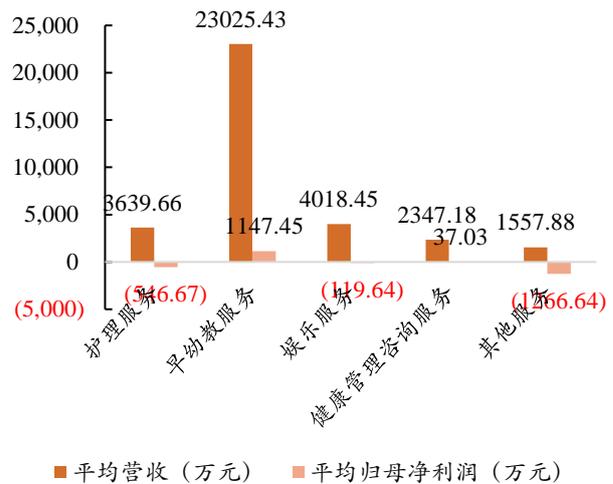
母婴服务主要有早教服务、娱乐服务、护理服务三类，企业整体体量较小，其中早教服务 2018 年利润表现相对较好。母婴服务企业合计 33 家，其中早教服务企业最多、占比 39.39%；其次是娱乐服务与护理服务，分别占比 33.33%、9.09%。2018 财年，早教服务平均营收 2.30 亿元、平均净利润 1147.45 万元。

图表 11 母婴服务企业细分领域分布



资料来源：公司公告、广证恒生

图表 12 母婴服务企业平均营收与归母净利润

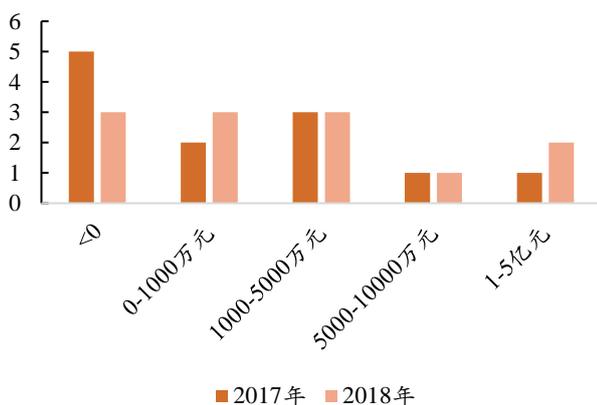


资料来源：公司公告、广证恒生

1.4 母婴渠道：新增 2 家头部企业，总归母净利润 4.72 亿元、同比增长近 90%

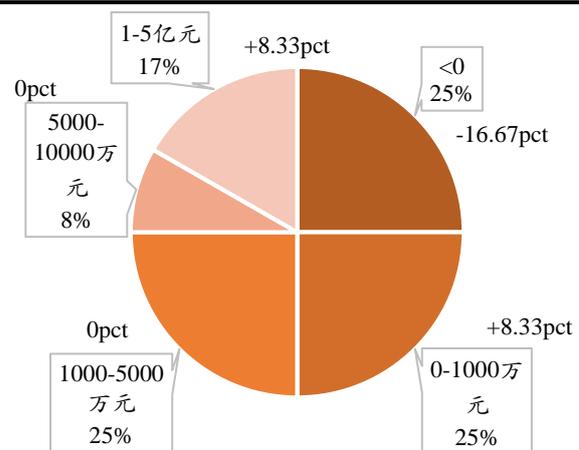
母婴渠道头部企业拉动细分迅速增长，2018 实现总营业收入 84.77 亿元，同比增长 26.85%；总归母净利润 4.72 亿元，同比增长近 90%。已披露报告的母婴渠道企业合计 12 家，占母婴行业 12.24%。2018 年母婴产品企业实现总营业收入 84.77 亿元，同比增长 26.85%；总归母净利润 4.72 亿元，同比增长 89.84%；其中 2018 年归母净利润大于 1 亿的企业有 2 家，相比去年增加 1 家，占比母婴渠道企业的 16.67%。其中，爱婴室归母净利润跨越亿元规模，同比增长 28.23%至 1.20 亿元。宝宝树调整后归母净利润同比增长 29.73%至 2.01 亿元。

图表 13 母婴行业归母净利润分布 (个)



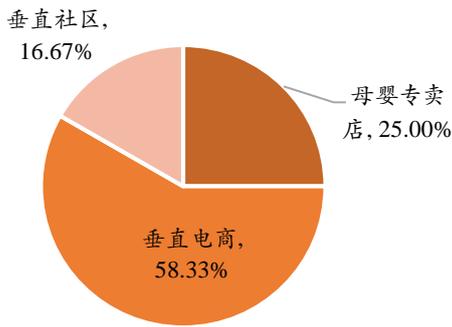
资料来源：Wind、广证恒生

图表 14 母婴行业归母净利润分布变化 (%)

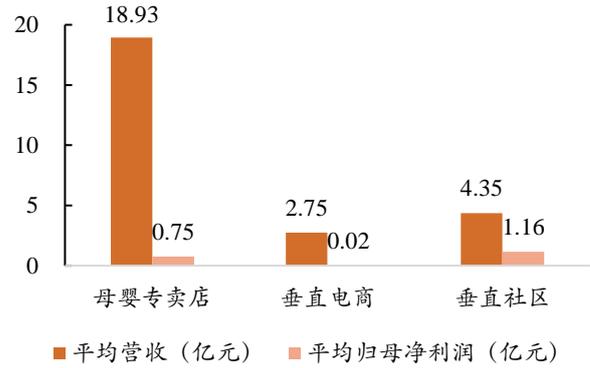


资料来源：Wind、广证恒生

母婴渠道领域企业仅 12 家。受益于新增的头部企业爱婴室与宝宝树，细分领域平均业绩表现较好。2018 财年母婴专卖店与垂直社区分别实现平均营收 18.93 亿元、4.35 亿元，实现平均净利润 0.75 亿元、1.16 亿元。

图表 15 母婴渠道企业细分领域分布


资料来源: Wind、广证恒生

图表 16 母婴渠道企业平均营收与归母净利润


资料来源: Wind、广证恒生

2、细分指标 TOP10

根据已经披露 2018 年财报的 98 家 A 股、港股、中概股、新三板等公开市场母婴企业数据, 我们按照营收规模、营收同比增长率、归母净利润、归母净利润同比增长率、毛利率、净利率指标进行排名, 选出各个指标的 TOP10 明星企业。

2.1 营业收入 TOP10

98 家母婴企业总营收 776.36 亿元, 平均营业收入 7.61 亿元。其中营收规模超 1 亿元的有 49 家企业。营收规模 TOP10 的榜单包括森马服饰、H&H 国际控股、好孩子国际、澳优、茂宸集团、德林国际、雅士利国际、贝因美、健民集团、爱婴室。其中, 森马服饰以 157.19 亿元问鼎营收规模榜首, H&H 国际控股以 101.32 亿元紧随其后。

图表 17 2018 年营收规模 TOP10

排名	公司代码	公司简称	营业收入 (亿元)	营收同比%	所属板块
1	002563.SZ	森马服饰	157.19	30.71%	A 股
2	1112.HK	H&H 国际控股	101.32	25.16%	港股
3	1086.HK	好孩子国际	75.61	20.81%	港股
4	1717.HK	澳优	53.90	37.26%	港股
5	0273.HK	茂宸集团	31.34	21.32%	港股
6	1126.HK	德林国际	30.99	22.11%	港股
7	1230.HK	雅士利国际	30.11	33.55%	港股
8	002570.SZ	贝因美	24.91	-6.38%	A 股
9	600976.SH	健民集团	21.61	-20.28%	A 股
10	603214.SH	爱婴室	21.35	18.12%	A 股

资料来源: wind、广证恒生

2.2 营业收入增长 TOP10

58 家企业营收同比正增长，其中 17 家增速超过 30%。为了保持榜单的合理性及排除极端值的影响，我们剔除 2017 年营业收入小于 1 亿元的企业。营收同比增长率 TOP10 榜单包括宝贝格子、渝欧股份、美吉姆、澳优、雅士利国际、康芝药业、森马服饰、博阅科技、高乐股份、H&H 国际控股。

图表 182018 年营收增速 TOP10 (剔除 2017 年同期营业收入小于 1 亿的企业)

排名	公司代码	公司简称	营收同比%	营业收入 (亿元)	所属板块
1	834802.OC	宝贝格子	94.99%	4.10	新三板
2	873017.OC	渝欧股份	53.11%	15.49	新三板
3	002621.SZ	美吉姆	49.78%	2.65	A 股
4	1717.HK	澳优	37.26%	53.90	港股
5	1230.HK	雅士利国际	33.55%	30.11	港股
6	300086.SZ	康芝药业	32.12%	8.83	A 股
7	002563.SZ	森马服饰	30.71%	157.19	A 股
8	833004.OC	博阅科技	28.90%	1.87	新三板
9	002348.SZ	高乐股份	25.58%	8.30	A 股
10	1112.HK	H&H 国际控股	25.16%	101.32	港股

资料来源: wind、广证恒生

2.3 归母净利润 TOP10

98 家企业总归母净利润 29.38 亿元，平均归母净利润 2967.31 万元。其中盈利企业 66 家，占 67%，相比去年同期减少 3 家。35 家企业归母净利润超过了 1000 万元，其中森马服饰以 16.94 亿元的归母净利润勇夺第一，成为母婴行业最赚钱的公司。归母净利润 TOP10 榜单包括森马服饰、H&H 国际控股、澳优、德林国际、起步股份、威创股份、宝宝树集团、好孩子国际、亿童文教、爱婴室。

图表 192018 年归母净利润规模 TOP10

排名	公司代码	公司简称	归母净利润 (亿元)	归母净利润同比%	所属板块
1	002563.SZ	森马服饰	16.94	48.83%	A 股
2	1112.HK	H&H 国际控股	8.43	-9.62%	港股
3	1717.HK	澳优	6.35	106.11%	港股
4	1126.HK	德林国际	2.91	-18.17%	港股
5	603557.SH	起步股份	2.01	-7.05%	A 股
6	002308.SZ	威创股份	1.81	-16.57%	A 股
7	1761.HK	宝宝树集团	1.58	157.76%	港股
8	1086.HK	好孩子国际	1.43	-8.69%	港股
9	430223.OC	亿童文教	1.33	5.19%	新三板
10	603214.SH	爱婴室	1.20	28.23%	A 股

资料来源: wind、广证恒生

2.4 归母净利润增长 TOP10

52 家企业同比下降，相对去年增加 10 家。为了保持榜单的合理性及排除极端值的影响，我们剔除 2017 年归母净利润小于 1000 万元的企业。归母净利润同比增长率 TOP10 榜单包括澳优、美吉姆、爱立方、欢乐动漫、森马服饰、宝宝树集团、爱婴室、博阅科技、荣信教育、渝欧股份。较高净利增速主要原因：(1) 主营业务高速增长带动利润大增；(2) 规模效应导致净利增速快于营收增速；(3) 前值基数较低。

图表 202018 年归母净利润增速 TOP10 (剔除 2017 年同期归母净利润小于 1000 的企业)

排名	公司代码	公司简称	归母净利润同比%	归母净利润 (万元)	所属板块
1	1717.HK	澳优	106.11%	63510.00	港股
2	002621.SZ	美吉姆	71.90%	3155.15	A 股
3	836859.OC	爱立方	68.16%	2053.03	新三板
4	835622.OC	欢乐动漫	63.10%	2516.81	新三板
5	002563.SZ	森马服饰	48.83%	169362.85	A 股
6	1761.HK	宝宝树集团	29.73%	20123.20	港股
7	603214.SH	爱婴室	28.23%	11999.31	A 股
8	833004.OC	博阅科技	23.65%	1691.38	新三板
9	833632.OC	荣信教育	22.89%	4084.30	新三板
10	873017.OC	渝欧股份	21.55%	1441.90	新三板

资料来源：wind、广证恒生

2.5 毛利率 TOP10

2018 年上半年 36 家企业毛利率提升，占比 36.36%。不同母婴细分领域的毛利率有一定的差距，这里暂不展开讨论。毛利率 TOP10 榜单一共包括朗朗教育、宝宝树集团、中国育儿网络、H&H 国际控股、亿童文教、安奈儿、威创股份、金易科技、美吉姆、贝因美。

图表 212018 年毛利率 TOP10 (剔除 2018 年营业收入低于 1 亿的企业)

排名	公司代码	公司简称	毛利率%	净利率%	所属板块
1	834729.OC	朗朗教育	79.31%	13.03%	新三板
2	1761.HK	宝宝树集团	78.86%	69.23%	港股
3	1736.HK	中国育儿网络	71.13%	28.85%	港股
4	1112.HK	H&H 国际控股	66.52%	8.31%	港股
5	430223.OC	亿童文教	65.61%	20.94%	新三板
6	002875.SZ	安奈儿	55.25%	6.88%	A 股
7	002308.SZ	威创股份	54.15%	14.52%	A 股
8	838050.OC	金易科技	52.82%	11.03%	新三板
9	002621.SZ	美吉姆	52.58%	14.71%	A 股
10	002570.SZ	贝因美	52.51%	2.03%	A 股

资料来源：wind、广证恒生

2.6 净利率 TOP10

2018 年上半年 42 家企业净利率提升、占比 42.42%，近半数企业在 2018 年实现了费用优化。净利率 TOP10 榜单一共包括宝宝树集团、中国育儿网络、欢乐动漫、亿童文教、光华教育、爱立方、美吉姆、威创股份、朗朗教育、起步股份。

图表 222018 年净利率 TOP10 (剔除 2018 年归母净利润低于 1000 万的企业)

排名	公司代码	公司简称	毛利率%	净利率%	所属板块
1	1761.HK	宝宝树集团	78.86%	69.23%	港股
2	1736.HK	中国育儿网络	71.13%	28.85%	港股
3	835622.OC	欢乐动漫	45.01%	27.28%	新三板
4	430223.OC	亿童文教	65.61%	20.94%	新三板
5	838468.OC	光华教育	57.67%	17.79%	新三板
6	836859.OC	爱立方	48.84%	17.05%	新三板
7	002621.SZ	美吉姆	52.58%	14.71%	A 股
8	002308.SZ	威创股份	54.15%	14.52%	A 股
9	834729.OC	朗朗教育	79.31%	13.03%	新三板
10	603557.SH	起步股份	35.60%	12.90%	A 股

资料来源：wind、广证恒生

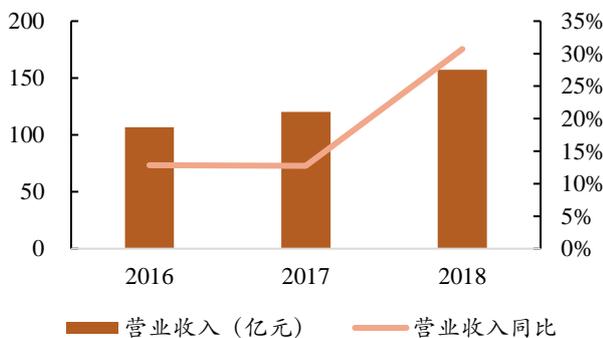
3、明星企业 TOP5

综合根据相关母婴企业的年报业绩表现以及广证恒生对母婴行业的长期跟踪，筛选出 5 家细分领域头部母婴企业，对其核心竞争力进行剖析，一探这些明星母婴企业的风采。

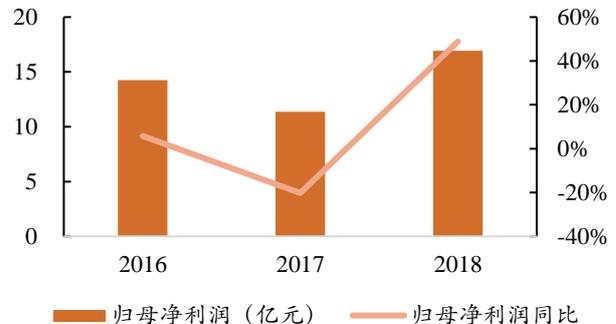
3.1 森马服饰 (002563.SZ)：国内童装龙头

森马服饰是国内休闲服饰、儿童服饰的龙头企业。目前形成了以森马品牌为代表的成人休闲服饰和以巴拉巴拉为代表的儿童服饰两大品牌集群。森马市占率位列休闲装第五，巴拉巴拉市占率位居童装第一。公司共有门店 8864 家，深入全国一二三四线城市。2018 年实现营收 157.19 亿元、同比增长 30.71%，归母净利润 16.94 亿元、同比增长 48.83%。

图表 23 森马服饰 2018 年营收 157.19 亿元，同比增长 30.71%



图表 24 森马服饰 2018 年归母净利润 16.94 亿元，同比增长 48.83%



资料来源：wind、广证恒生

数据来源：wind、广证恒生

我们认为公司的主要亮点在于：

(1) 多品牌战略分散业务风险，注重研发与供应链、加速产品迭代。公司以休闲装和童装为支点，已实现了高中低端全层次、0-17 岁全年龄段覆盖的多品牌矩阵。公司重视研发，并新建快反柔性供应链，通过期货+现货模式提升供应链效率，休闲装从 4 批次订货提升至 4+4 批次，童装从 4 批次提升至 6 批次。

(2) 专卖店网络构建多层次渠道体系，进军海外拓宽主业天花板。一方面，公司深入三四线城市，打通了包括专卖店、百货、购物中心等渠道，截至 2018 年 H1，共有 8,864 家线下门店，并结合电商打造产品、内容、品牌高度融合的 O2O 新零售生态；另一方面，布局海外寻求业绩突破口。以跨境电商与海外实体门店为途径打入中东及香港市场。截至 2018 年底，公司共有海外门店 16 家，2018Q4 收购的 Kidiliz 集团在全球拥有 829 家门店。

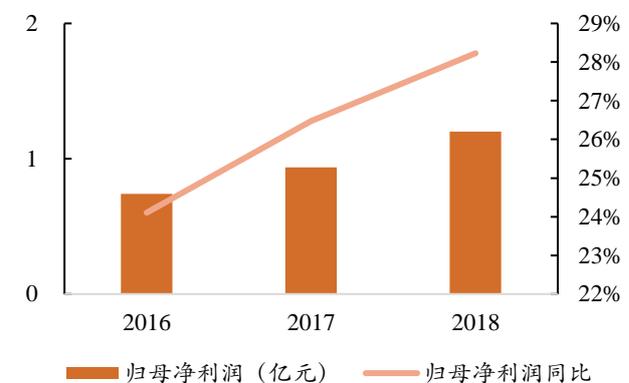
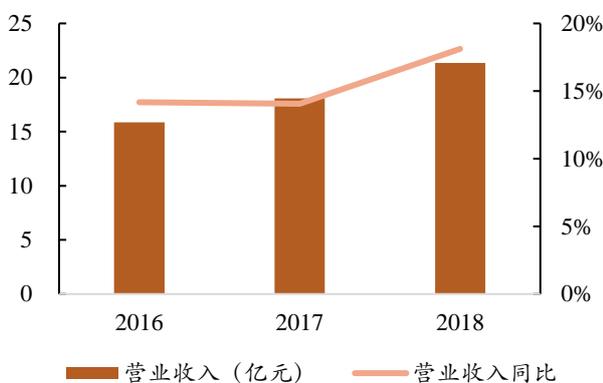
(3) 加码儿童市场延伸业态高度，“产品+服务”强化品牌影响力。森马集团计划利用童装领域的渠道、客户、资本等优势切入母婴童服务，公司旗下拥有天才宝贝、小小地球两个早教品牌及儿童综合体梦多多小镇。未来，公司将继续加码儿童产业，以“产品+服务”形成高黏性用户群体。

3.2 爱婴室 (603214.SH): 华东母婴零售巨头

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,辐射江沪浙闽等地区,截至2018年12月,公司拥有直营门店223家。在面向中高端客户消费者,在提供奶粉类、用品类、棉纺类等母婴零售产品的基础上,发展线上电商业务、商品批发业务和附加值的服务作为辅助。包括为个人消费者提供的婴儿抚触、孕期培训服务等和为供应商客户提供的促销管理、推广展示等营销服务。**2018公司实现营收21.35亿元、同比增长18.12%,归母净利润4892.65万元、同比增长46.04%。**

图表 25 爱婴室 2018 年营收 21.35 亿元, 同比增长 18.12%

图表 26 爱婴室 2018 年归母净利润 4892.65 万元, 同比增长 46.04%



资料来源: 招股说明书、广证恒生

数据来源: 招股说明书、广证恒生

我们认为公司的主要亮点在于:

(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年公司新开门店45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。

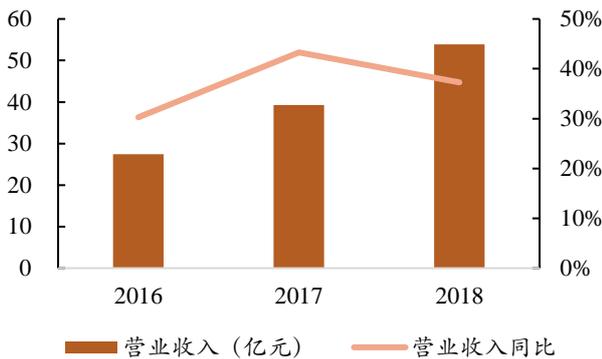
(2) **品类管理驱动毛利率边际改善。**一方面, 由于自主产品毛利率比采购品牌高10%左右。公司加大自有品牌的开发, 目前拥有超过16个自有品牌, 占总品牌比7%, 预计未来三年, 公司自有品牌的占比将扩大到20%。2018年公司自有品牌商品销售1.78亿元, 占商品销售的比重达8.89%, 同比增长28.99%。另一方面, 由于以直采为主的采购渠道能降低加价率, 公司逐步加大对生产商的直采比例。2018年与荷兰皇家菲仕兰公司达成直供确认协议, 2019年正式启动。

(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。截止2018年底, 公司累计会员325万人, 全年活跃会员实现销售占公司总销售86.32%。其中线上会员与实体店会员比约1.66:100。

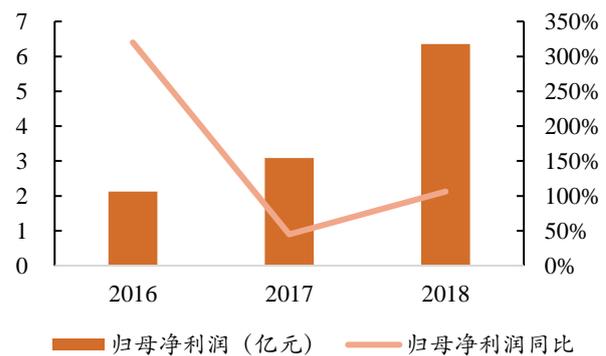
3.3 澳优 (1717.HK): 国内领先的婴幼儿奶粉企业

澳优是中国市场领先的婴幼儿奶粉公司，主要针对高端市场。旗下“能力多”系列为原装进口奶粉品牌，在中国超高端市场处于领导地位；“A 选”与“优系列”为进口分装婴幼儿奶粉，也是中国高端市场的领先者。2018 年实现营业收入 53.90 亿元、同比增长 37.26%，实现归母净利润 6.35 亿元、同比增长 106.11%。

图表 27 澳优 2018 财年营收 53.90 亿元，同比增长 37.26%



图表 28 澳优财年 2018 归母净利润 6.35 亿元，同比增长 106.11%



资料来源: wind、广证恒生

数据来源: wind、广证恒生

我们认为公司的主要亮点在于:

(1) **全球化销售网络的布局。**澳优通过海普诺凯子公司在全球各地进行产品行销，目前产品销售遍及 66 个国家和地区，主要有欧盟、中东、美国、澳洲、新西兰等地区。2018 年，公司收购荷兰 AJM50% 股权、澳洲 Ozfarm50% 股权用于进一步开拓全球市场。

(2) **奶源管控能力强化，自有产品发展高速增长。**澳优奶源供应源包括荷兰、新西兰、澳洲及法国，2018 年公司收购羊奶供应商荷兰 HGM44% 的股权，巩固其羊奶粉龙头地位。得益于良好的奶源管控，在 2018 年中国开始实施婴幼儿配方奶粉注册制后，截至 2018 财年，澳优已拿到 15 个系列 45 个婴幼儿奶粉配方注册。2018 年自有牛奶粉产品营业收入 23.68 亿元、同比增长 49.68%，自有羊奶粉产品营业收入 20.33 亿元、同比增长 58.88%。

(3) **多品牌战略布局全消费层次，内生外延加速扩张。**截至 2018 财年，澳优拥有 9 大品牌矩阵，包括主打超高端市场的佳贝艾特、海普凯诺；主打中高端的能力多；主打中低端的美纳多。此外，公司还通过并购的方式，实现品牌矩阵的多样化，2016-2018 年公司还陆续收购了澳大利亚第一大孕妇奶粉品牌 OZ-FARM、澳洲知名营养品品牌 Nutrition Care、新西兰第二大乳品西部乳业等。

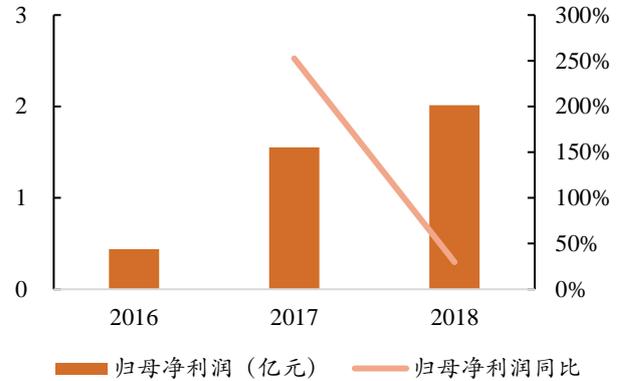
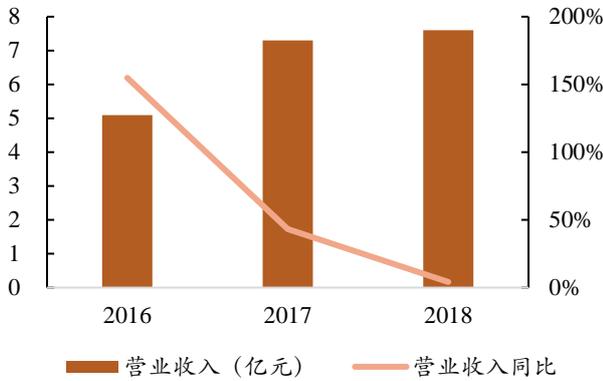
3.4 宝宝树集团 (1761.HK): 母婴垂直社区龙头

宝宝树为当前以 MUA 记，中国规模最大，最活跃的垂直母婴平台。公司拥有网页版、移动端社区宝宝树孕育 APP、记录工具小时光及电商平台美国妈妈。宝宝树围绕社区，搭建购物生态、内容生态与服务生态，提供多样化服务。目前平台注册用户 1500 万，覆盖 8 成孕期——2 到 6 岁的中国互联网妈妈。

公司已初步建立起“广告+电商+知识付费”的盈利模式。2018 公司实现营业收入 7.6 亿、同比增长 4.18%，经调整后的归母净利润 2.01 亿、同比增长 29.73%。

图表 29 宝宝树 2018 财年营业收入 7.6 亿，同比增长 4.18%

图表 30 宝宝树 2018 财年终调整后的归母净利润 2.01 亿，同比增长 29.73%。



资料来源：公司公告、广证恒生

资料来源：公司公告、广证恒生

我们认为公司的主要亮点在于：

(1) **母婴垂直社区龙头，用户活跃度高、粘性强，MAU 高达 1.44 亿、30 日留存率 60%**。无论在母婴类网站热度排名或 IOS 榜排名宝宝树均名列前茅，截至 2018 年 12 月，宝宝树拥有 1.44 亿月活用户，33 万个圈子、8400 万个帖子、12 亿条评论；同时拥有 1 万篇免费文章、400 首儿歌、1500 名平台 PUGC、542 名平台专家等海量内容以及庞大的社区，丰富的内容信息得以提升用户的粘性，宝宝树 30 日用户留存率为 60%。

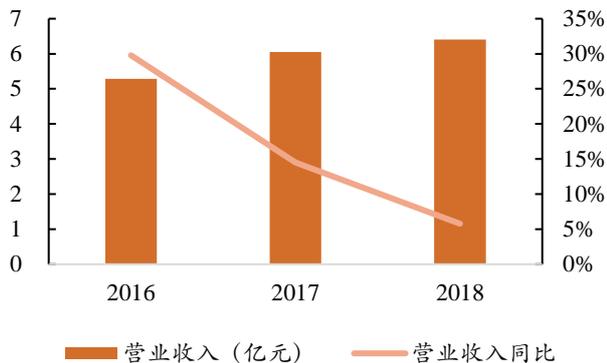
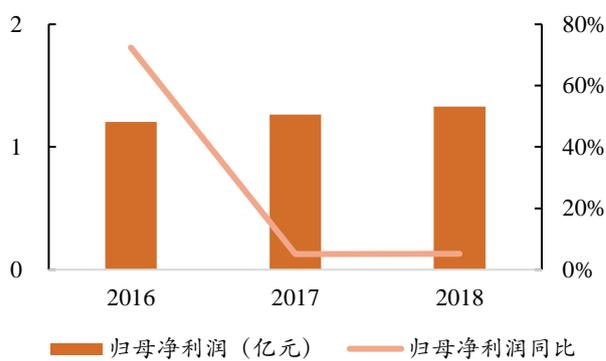
(2) **公司拥有 1.29 亿条母婴用户数据信息，有望通过大数据分析加码 C2M 业务**。除开展传统电商业务外，公司还通过自主研发的数据分析系统挖掘用户洞察，按照母婴行业消费者的特殊产品需求生产定制商品，如洗护用品、纸品等。相比于标准化产品，“宝宝树专定”产品更切合母婴人群需求，且拥有更高的利润率。公司 C2M 模式生产的氨基酸洗发水、孕妇漱口水等产品销量均遥遥领先一线孕妇婴童品牌。

(3) **公司背靠复星与阿里巴巴，可延伸用户周期实现更多维度的流量变现**。宝宝树作为母婴群体线上流量入口，其计划与复星合作建成一个综合家庭健康管理体系，以母婴为入口，接触如教育、服饰、金融等年轻家庭消费，延长用户生命周期。目前，复星已经与宝宝树正式发布母婴医疗服务品牌“小星医生”与金融科技服务公司“小家金服”。2019 年 1 月 17 日宝宝树宣布成立“宝宝树母婴联盟”，当日便与复星收购的“小小运动馆”签约授牌。此外，宝宝树还与阿里巴巴合作电商事业。由阿里巴巴负责电商经营、宝宝树提供用户运营。双方合作进行算法与大数据分析的升级，1.0 版本已于 2018 年双十一期间推出，预计将于 2019Q2 推出宝宝树&天猫电商 2.0 正式版。

3.5 亿童文教 (430223.OC)：国内领军的幼教整体方案提供商

亿童文教成立于 2008 年，是我国第一家幼儿教育文化创意类国家级示范基地，专注于学前教育装备行业。公司产品以经销为主，建立了覆盖全国、深入区县的渠道网络，并在全国设有 26 个培训中心，通过“线上+线下”多层次培训体系，为全国幼儿园提供“一站式”整体解决方案。2018 年实现营业收入 6.40 亿元，同比增长 5.77%；归母净利润 1.33 亿元，同比增长 5.19%。

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告

图表 31 亿童文教 2018 年营业收入 6.40 亿，同比增长 5.77%

图表 32 亿童文教 2018 年归母净利润 1.33 亿，同比增长 5.19%


资料来源：公司公告、广证恒生

资料来源：公司公告、广证恒生

我们认为公司的主要亮点在于：

(1) **推出线上培训软件亿童幼师网校 App，突破线下培训时间、空间限制。**报告期内，公司推出亿童幼师网校 App，通过亿童幼师网校 App 构建线上+线下多层次培训服务体系，为园长、教师提供精细化的培训服务。2018 年公司实施线下培训 60170 场，累计培训园长、教师、家长 163.79 万人次。亿童幼师网校实施线上直播课程 1318 场，累计培训园长、教师 29.88 万人次。

(2) **深度布局幼儿园市场，渠道优势显著。**公司产品以经销为主，建立了覆盖全国、深入区县的渠道网络，并在全国设有 26 个培训中心，为幼儿园提供一站式整体解决方案。目前覆盖幼儿园近 5 万家，幼儿园覆盖率超 20%，市场占有率排名第一。同时，公司也通过收购核心经销商提高对渠道的把控能力。

(3) **积极响应政府“去小学化”政策，深耕研发对科学保教装备产品进行全面升级。**报告期内，公司推出全新的亿童主题学习包，通过每月主题活动，为幼儿园提供更全面的课程方案及图书材料；并推出面向 3-6 岁幼儿及父母的家园共育课程。2018 年公司研发费率 5.95%，相比去年同期增长 1.55pct。

4、风险提示

(1) **政策变动风险：**母婴行业细分领域众多。2017 年以来，行业内整体政策趋严且多变，无法形成明确的、稳定的预期。政策调整中也难以保持投资策略的连贯性。整体来看，在教育、进出口贸易、食品安全领域可能存在一定隐患。

(2) **行业竞争加剧风险：**当前母婴行业当前仍处于成长期，行业内竞争较激烈。中小企业层出不穷，行业缺乏标准化指导。且在服务领域中，消费者整体消费习惯仍需要培养。母婴企业会选择在获得一定的品牌知名度及客群基础后，横向切入相关细分赛道。各大品牌纷纷入局下，行业竞争存在加剧风险。此外，线上流量逐渐见顶。前期蓬勃发展的母婴垂直电商、垂直社区将会迎来新一轮的洗牌。

(3) **母婴行业增长趋缓：**全面放开的生育政策对人口增长的支撑作用并不及预期。据国家统计局公布，2018 年出生人口 1523 万人，较 2017 年减少了 200 万人，人口出生率为 10.94%。在经济下行压力下，虽然人均可支配收入在上升，但母婴行业消费仍存在一定不确定性。



(4) **母婴服务难以标准化**：母婴服务业面向孕产妇及新生儿提供各类服务，其消费效果受消费者体验感影响较大。服务标准化的核心在于人才标准及经营标准。就人才标准而言，当前母婴服务从业人员多非专业人员，缺乏专业知识积累；就经营标准而言，服务产品无法储存，品质受时间、地点、人物等多方面影响。2018年爆发的红黄蓝虐童事件，就是由于行业从业人员素质不一所引起的。



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、副首席分析师）：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（新三板副团队长）：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（新三板副团队长）：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@gzgzhs.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。