

# 商业贸易

## 复盘海外，结合国内特殊背景，探母婴连锁龙头发展之路

从日本说起：**复盘国外母婴行业龙头发展之路**。日本母婴市场已出现西松屋、阿卡佳两大母婴龙头（市占率分别为8%、5%），二者门店定位、覆盖客户群体、店铺模式不尽相同，既经历经济、人口、消费能力带来行业变化，也凭自身能力引领行业格局变迁，其中：1) 阿卡佳为大店楷模，曾有经营动荡，但不断积极调整、已恢复稳健增长；2) 西松屋则凭借更适合经济背景的定位、更加标准化并易于复制的单体店模型、更高的经营效率后来居上，成行业市占率第一。特别的，若回顾二者发展历史，有几点启示：1) 与所有线下渠道类似，母婴渠道成长本质仍然是流量及效率的生意，如何对应客户需求提供其满意的商品及服务是获得流量及流量粘性的前提，而效率的提升有利于利润留存、继续扩张、巩固领先优势；2) 对于企业而言，不一定是经济繁荣、新生儿人数向上时才有机会，行业承压时，企业若能突围，整合红利同样很大；3) 市场是多样性的，并不是某一种门店模型可以一以贯之，但同时门店的标准化复制也同样重要，各个企业如何依托已有优势、应对环境变化灵活调整也是关键能力。

**国内母婴行业现状：规模大、增长关键驱动力向“价增”转移，下游电商入局，优质连锁龙头机遇及挑战并存**。国内母婴行业3万亿市场，商品、服务市场各半；随着国内新生儿出生率整体增速中枢降至1%左右，行业增长关键驱动力自消费人数向人均母婴支出转移：据Mob Data及中国产业信息网，国内母婴行业市场规模增速约16%，其中约13%为人均母婴支出增加贡献，3%为母婴消费人数增加贡献。1) 一方面，上游标品品类进入存量市场时代，销量及提价对规模推动有限，于品牌商而言，品类高端化、新品更新及品牌替换将成主要驱动力，且需终端渠道持续助力获客，线下优质母婴连锁于上游品牌商具备获客及引流作用，于消费者具备教育功能及信任背书，渗透率持续提升；2) 另一方面，下游电商入局，对渠道效率提出新要求，且疫情影响消费习惯变革，线下企业如何维持客户运营及盈利能力，同样关键。高分散度格局下，优质连锁龙头整合扩张，机遇与挑战并存。

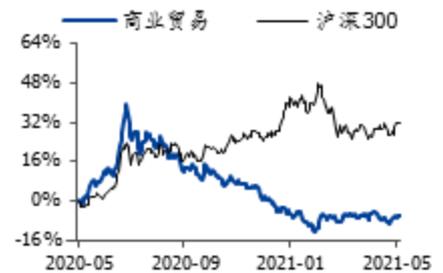
**母婴连锁龙头对比：孩子王及爱婴室定位模式区分、财务对比及当前调整布局**。国内母婴龙头以孩子王及爱婴室为代表：1) 孩子王用户年龄覆盖较宽、商品服务范围更广、地理布局范围更大，且线上占比明显更高、数字化能力更强、会员制推行更广，客户运营能力更强，最终体现为展店更快、关店相对较少，营收增速较高，疫情期间增速相对平稳；2) 爱婴室小店经营模式下，凭借区域高市占率及极强的产品组合能力和效率优势，人效、坪效更高，且受益于议价权增强+产品结构改善+自有品牌占比提升，据公司公告，毛利率于2019年超过孩子王，并在疫情之前费用率一直维持在相对较低水平；3) ROE分拆项看，爱婴室盈利能力更强，但孩子王周转更快、加之杠杆影响，ROE相对较高。二者发展历史来看，同样均经历持续调整，以更好顺应消费者需求。

**投资建议：**国内母婴市场3万亿规模，线下母婴专业连锁于上游品牌商具备获客及引流作用，于消费者具备教育功能及信任背书，“价增”市场、高分散度行业格局叠加电商入局背景下，优质龙头整合扩张值得期待。据此推荐：1) 孩子王：规模领先，线上化、数据化、会员营销走在行业前列；2) 爱婴室：华东市占率领先，产品组合、效率优势突出，积极拓展变革，有望实现区域复制。

**风险提示：**行业竞争加剧；出生率严重下滑影响单体店模型；租金及人力成本大幅上升。

增持（维持）

### 行业走势



### 作者

分析师 杜玥莹

执业证书编号：S0680520080008

邮箱：duyueying@gszq.com

### 相关研究

1、《商业贸易：爱婴室：口碑、产品组合、效率优势突出，迎扩张整合机遇，业绩增速或触底向好》2020-08-10

## 内容目录

1. 从日本说起：复盘国外母婴行业龙头发展之路.....	5
1.1. 西松屋：后来居上，定位小店及性价比的高市占率日本母婴龙头.....	5
1.2. 阿卡佳：大店楷模，积极调整扭亏为盈，恢复稳健增长.....	10
1.3. 二者财务对比及成功启示.....	12
2. 国内母婴行业现状：规模大、增长关键驱动力向“价增”转移，下游电商入局，优质连锁龙头机遇及挑战并存.....	14
2.1. 国内母婴行业3万亿规模，用户生命周期较短，本质属小众市场.....	14
2.2. 商品及渠道端互为补充，产业链利润分配因功能及议价权而异.....	16
2.3. 行业增长关键驱动力向人均母婴支出转移，预计增速稳健，于上游标品而言，品类升级替换将成主要驱动力.....	19
2.4. 渠道端来看，电商入局是独特背景，优质连锁龙头扩张整合，机遇及挑战并存.....	20
3. 母婴连锁龙头比对：孩子王及爱婴室定位模式区分、财务对比及当前调整布局.....	27
3.1. 孩子王及爱婴室对比：定位及模式有所区分，影响财务数据.....	27
3.2. 顺应消费者需求，龙头积极调整.....	34
4. 投资建议.....	36
5. 风险提示.....	36

## 图表目录

图表 1: 西松屋：始于近畿地区，不断调整后来居上，定位小店及性价比的高市占率日本母婴龙头.....	5
图表 2: 回顾其成长历史，大概可分为三个阶段.....	6
图表 3: 经济发展、城市圈形成、婴儿潮的出现为日本母婴行业发展奠定条件，行业随之蓬勃发展.....	6
图表 4: 西松屋于 1956 年在近畿创立，70 年代开始门店拓展和布局，依托近畿稳固已有市场同时，不断向外拓展业务范围，同时试水不同业态、加强采购、物流及信息系统管理，至 1997 年底，公司已拥有门店数 60 家，成为初具规模的日本母婴企业.....	7
图表 5: 快速扩张阶段（1997-2007）：逆风而上，跃升全国连锁龙头.....	8
图表 6: 同期，行业龙头阿卡佳受经济环境及出生率影响较大（2006 年营收体量被西松屋超越）.....	8
图表 7: 公司展店放缓、关店增多，营收增速中枢降至 5% 以内，净利润率有所下滑、甚至利润多次出现下降现象.....	9
图表 8: 积极调整，寻求突破.....	9
图表 9: 阿卡佳历史发展沿革.....	10
图表 10: 阿卡佳和西松屋门店分布对比（图中为 2020 年数据，单位：个）.....	10
图表 11: 2004 年-2013 年，阿卡佳持续亏损，但保持展店；2013 年至今，多重调整下，公司扭亏为盈，并寻求新突破.....	11
图表 12: 2003 年以来，公司雇佣大量兼职员工、降低劳动力成本，且减小店铺面积.....	11
图表 13: 西松屋部分服饰规格.....	12
图表 14: 阿卡佳部分服饰规格.....	12
图表 15: 西松屋、阿卡佳平均店铺面积对比（图中为平均单店面积，单位：平方米）.....	12
图表 16: 西松屋门店标准化、易复制，展店多、关店少，成功率高，营收增速快.....	13
图表 17: 西松屋毛利率更高且逆势提升；阿卡佳毛利率相对较低，且在同期处于下降趋势.....	13
图表 18: 二者人效相差不大，但西松屋兼职员工：正式员工比例较高.....	13
图表 19: 西松屋费用率较高.....	13
图表 20: 但是综合来看，西松屋盈利能力仍然更强.....	13
图表 21: 国内母婴行业万亿级市场，发展大致可分为三个阶段.....	14
图表 22: 商品、服务规模各半，以用户性质可划分为孕妇消费及婴童消费（一线城市孕妇消费达 43.70%，四线城市则约占 19.70%）.....	15
图表 23: 用户生命周期较短，于不同阶段对商品、服务需求及购买频次存在差异，本质属小众市场.....	15

图表 24: 母婴行业产业链可分为上游商品端、中游服务商及周转渠道、下游消费者三部分	16
图表 25: 上游商品端: 分品类各占一席, 标品品类集中度更高	16
图表 26: 服务商渗透率、集中度尚低, 低收入人群单年累计母婴消费总额及服务型消费比重都明显偏低	17
图表 27: 母婴消费需求虽有所聚焦(如在标品品类上, 知名品牌认知度很高), 但亦有所区分	17
图表 28: 母婴消费品质重视度极强, 价格敏感性相对低, 消费口碑相传	18
图表 29: 奶粉、辅食、纸尿裤等标品品类正是 0-3 岁婴儿购买频次最多、花销最大品类	18
图表 30: 商品及渠道端互为补充, 产业链利润分配因功能及议价权而异	19
图表 31: 新生儿出生率下降, 人均母婴支出将成行业增长关键驱动力	19
图表 32: 从品牌端来看, 销量、消费升级及新品为主要推动力	20
图表 33: 分城市家庭婴幼儿平均消费差距较大, 揭示行业仍存成长空间	20
图表 34: 乐友及红孩子采用邮购目录+网上商城模式, 成为当时母婴线上运营的雏形	21
图表 35: 截止 2012H1, 天猫/京东/红孩子(含电话渠道销售部分)/其他垂直电商在线上的市占率分别为 47.0%/11.4%/6.0%/35.6%(当期母婴线上渗透率约 5%)	21
图表 36: 2013-2016 年母婴用品电商规模快速增长, 后增速回落	22
图表 37: 2013-2016 年母婴品类线上渗透率迅速提升	22
图表 38: 全面二孩实行后, 国内单年出生人口/出生率短暂上升后下降	23
图表 39: 母婴电商领域融资在 2015 年资本风口后锐减	23
图表 40: 行业进入新一轮洗牌期, 综合电商及线下 O2O 占比提升	23
图表 41: 以蜜芽为例, 母婴垂直电商借助跨境直采/平台直销/品牌特卖/全渠道推广等多重手段构筑商业闭环	24
图表 42: 宝宝树作为母婴社区电商龙头相关电商业务体量在 2017 年后迅速减少, 2018 年与阿里合作后电商业务基本停止运作	24
图表 43: 孩子王 APP 月活用户数在母婴 APP 类居于领先	24
图表 44: 母婴分品类线上渗透率及 2020 年 5 月同 2019 年同期比较	25
图表 45: 线下渠道于上游品牌商具备获客及引流作用, 于消费者具备教育功能及信任背书, 母婴连锁渗透率持续提升	25
图表 46: 国内母婴渠道达 12 万家	26
图表 47: 当前行业格局仍高度分散	26
图表 48: 于具备流量获取、客户运营及效率优势的终端连锁龙头而言, 扩张整合, 机遇与挑战并存	26
图表 49: 母婴连锁区域特征明显	27
图表 50: 孩子王用户年龄覆盖较宽, 单店面积更大, 全国性布局, 地理范围更大	28
图表 51: 孩子王营收结构更加多元化, 线上占比也较高	28
图表 52: 孩子王线上化明显更强, 通过小程序、扫码购、APP、第三方平台(既包括京东天猫等第三方平台、也包括美团饿了么京东到家等配送类相关平台)等方式全渠道经营	29
图表 53: 孩子王线上订单销售占比逐年增加, 至 2020 年达到 31%(包含 O2O 扫码购及电商平台收入)	29
图表 54: 爱婴室线上占比也在增加, 但相比孩子王仍有差距	29
图表 55: 孩子王数字化能力更强、会员制推行更广	30
图表 56: 扩张能力及营收增速: 孩子王展店更快、关店相对较少, 营收增速较高, 疫情期间增速相对平稳	30
图表 57: 爱婴室受益于议价权增强+产品结构改善+自有品牌占比提升, 商品毛利率呈上升趋势	31
图表 58: 爱婴室综合毛利率也于 2019 年超过孩子王	31
图表 59: 爱婴室坪效比孩子王高	31
图表 60: 爱婴室人效更高	32
图表 61: 爱婴室租金、人均工资更高	32
图表 62: 由于效率更高, 虽然小店运营选品难度更大(员工密度及租金都较高), 爱婴室费用率整体仍然低于孩子王, 但 2020 年二者费用率几乎相同	32
图表 63: 孩子王及爱婴室 2019/2020 年人员及租金相关财务指标比较	33
图表 64: 孩子王净利率低于爱婴室约 1.5pct	33
图表 65: 孩子王下游占款能力优于爱婴室	33

图表 66: 孩子王周转更快.....	34
图表 67: 孩子王资产周转率快于爱婴室, 杠杆更高, ROE 高于爱婴室.....	34
图表 68: 孩子王线上布局历程.....	35
图表 69: 孩子王/爱婴室单店面积变化.....	35
图表 70: 行业估值表.....	36

## 1. 从日本说起：复盘国外母婴行业龙头发展之路

### 1.1. 西松屋：后来居上，定位小店及性价比的高市占率日本母婴龙头

**西松屋：后来居上，定位小店及性价比的高市占率日本母婴龙头。**西松屋(NISHIMATSUYA)于1956年由创始人茂里佳弘和母亲茂里满在近畿地区创立，定位为注重性价比及便利性的母婴店品牌，据公司公告，截止2020年2月，婴幼儿用品/服装产品/孕妇用品及新生儿服装营收占比分别为51.8%/37.1%/11.1%。其起初店面以小面积、多设置在街边交通便利之处(如车站、地铁线、公路旁)为主，后有侧重调整，开始扩大面积、向大型购物中心转移，至2020年其店面平均面积为600平方米左右。自创立以来，公司不断扩张，相继进入日本各区，且后来拓展海外及线上渠道；据公司公告，截止FY2020财年，公司共有1006家门店，其中关东/近畿/中部/九州/东北/北海道/四国/中国地区门店各273家/178家/172家/138家/90家/46家/36家/73家，拥有4689名员工(696名正式员工)，总营收规模约1429.54亿日元(约合90亿人民币)，日本本土市占率约8%。同时，公司借力渠道发展Smart Angel(主营湿巾、玩具、桌子等)、ELIFINDOLL(纤维制品为主，包括棉服、雨伞、鞋靴等)等自有品牌品牌，占比逐年提升(据公司公告，2019年2月达到7.3%)。

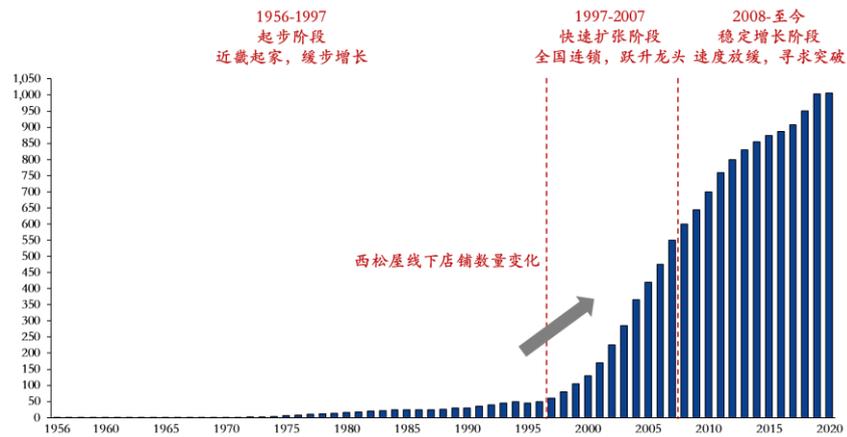
图表 1: 西松屋：始于近畿地区，不断调整后后来居上，定位小店及性价比的高市占率日本母婴龙头



资料来源：公司公告，西松屋官网，国盛证券研究所，注：图中为FY2020财年数据

回顾其成长历史，大概可分为三个阶段。复盘西松屋的成长之路，从公司的营收规模和线下门店拓展速度来看，公司的增长可以分为三个阶段：1) 起步阶段(1956-1996)。在建立后在一定时间发展的基础上，开始围绕近畿向外扩张；2) 快速扩张阶段(1997-2007)。十年间，公司门店数量从50多家迅速增长到553家。3) 稳定增长阶段(2008年至今)。2008年金融危机后门店数量每年的增长率不超过10%。

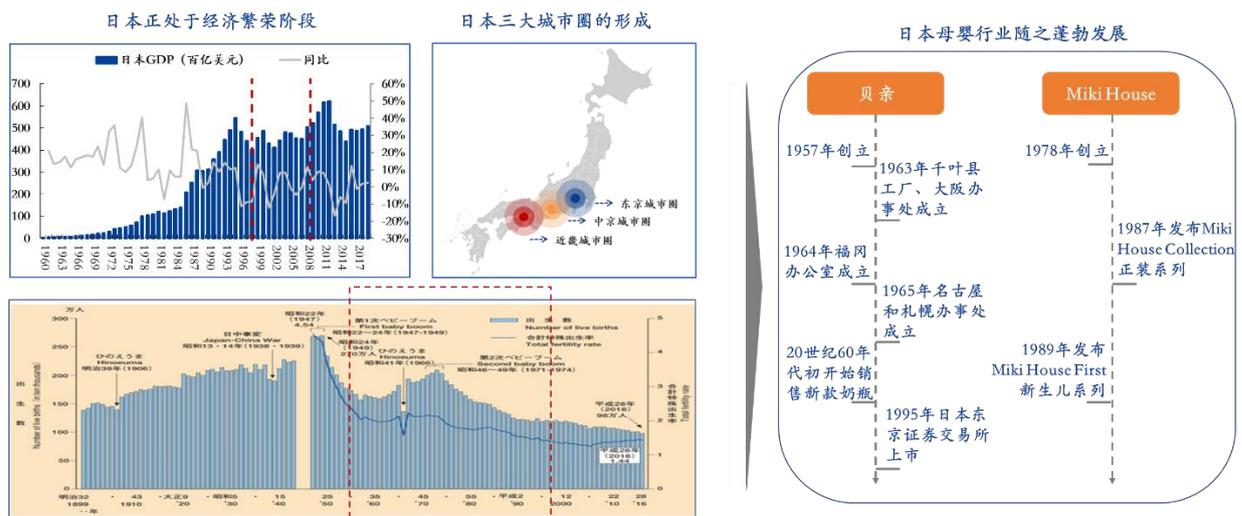
图表 2: 回顾其成长历史, 大概可分为三个阶段



资料来源: 公司公告, 公司官网, 国盛证券研究所

**起步阶段 (1956-1997): 近畿起家, 缓步增长。**1956-1997 年间, 日本经济的发展、城市圈的逐渐形成、婴儿潮的出现为日本母婴行业发展奠定条件: 彼时, 日本政局已经稳定下来, 自民党长期执政, 政府不断充实产业资本、整顿和完善产业基础, 实行“国民收入倍增计划”, 开始了几十年的长期繁荣阶段, 产业结构中第三产业突飞猛进, 城镇化率在 1970 年时已经达到 72%, 并形成东京圈、近畿圈、中京圈三大城市圈, 社会收入差距不断缩小 (到 70 年代初, 70% 以上的日本国民认为自己属于“中间阶层”); 同时, 据厚生劳动省, 1971-1973 年日本迎来了二战后以来的第二个“婴儿潮”, 每年约 210 万新生儿出生, 这为母婴店的发展创造了大量的市场需求, 日本母婴行业随之蓬勃发展, 诸如贝亲、Miki House 等知名日本母婴品牌都是从这个时候开始创立发展。西松屋于 1956 年在近畿创立, 70 年代开始门店拓展和布局, 依托近畿稳固已有市场同时、不断向外拓展业务范围, 分别于 1971 年/1993 年/1997 年进入大阪地区/中国地区/关东及四国地区, 同时试水不同业态、加强采购、物流及信息系统管理, 至 1997 年底, 公司已拥有门店数 60 家, 成为初具规模的日本母婴企业。

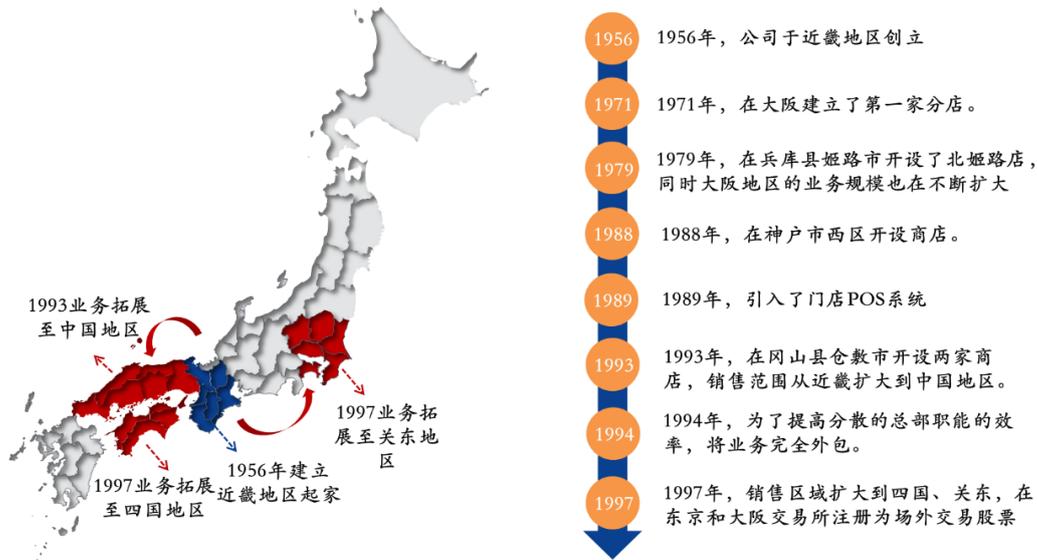
图表 3: 经济发展、城市圈形成、婴儿潮的出现为日本母婴行业发展奠定条件, 行业随之蓬勃发展



同时, 1971-1973年日本迎来第二个“婴儿潮”, 每年约210万新生儿出生, 这给母婴行业带来大量需求

资料来源: Databank, 日本统计局, 厚生劳动省, 公司官网, 国盛证券研究所

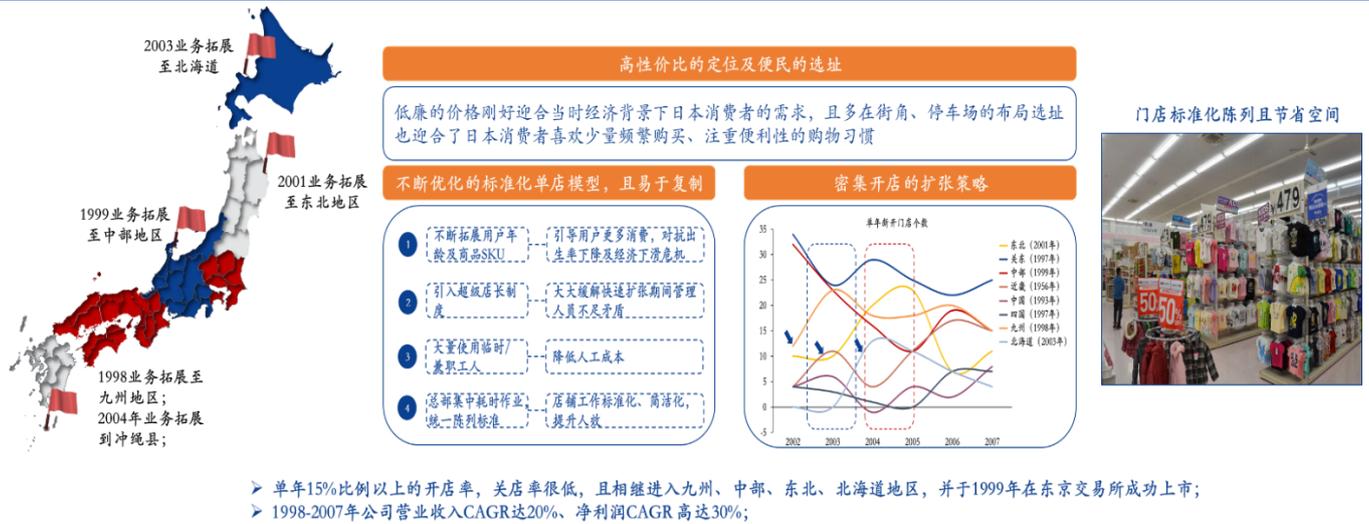
图表 4: 西松屋于 1956 年在近畿创立, 70 年代开始门店拓展和布局, 依托近畿稳固已有市场同时, 不断向外拓展业务范围, 同时试水不同业态, 加强采购、物流及信息系统管理, 至 1997 年底, 公司已拥有门店数 60 家, 成为初具规模的日本母婴企业



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

**快速扩张阶段 (1997-2007): 逆风而上, 跃升全国连锁龙头。** 20 世纪 90 年代末期后, 泡沫经济的破灭使日本经济进入低迷和波动时期, 老龄化、少子化社会问题日益严重 (如图 3), 母婴行业龙头开始纷纷陷入经营困难、甚至开始寻求海外扩张 (后文介绍的阿卡佳便是其一); 但西松屋在这一时期逆势扩张, 据公司公告, 西松屋在这一时期始终维持单年 15% 比例以上的开店率, 且相继进入九州、中部、东北、北海道地区, 并于 1999 年在东京交易所成功上市, 1998-2007 年公司营业收入 CAGR 达 20%、净利润 CAGR 高达 30%。我们认为其在这一时期的势如破竹, 与以下几点因素密不可分: 1) 高性价比的定位及便民的选址, 适合当时的经济背景和消费环境。 低廉的价格刚好迎合当时经济背景下日本消费者的需求, 且多在街角、停车场的布局选址也迎合了日本消费者喜欢少量频繁购买、注重便利性的购物习惯; 2) 不断优化的标准化单店模型, 且易于复制。 具体措施包括: 不断拓展用户年龄及商品 SKU, 引导用户更多消费, 对冲出生率下降及经济下滑危机; 引入超级店长制度 (一位店长可同时管理运营多家门店, 考核标准也以区域门店总业绩为准), 激发门店管理人员工作热情、同时大大缓解快速扩张期间管理人员不足矛盾; 同时, 大量使用临时工人、兼职员工降低成本; 采用总部集中进行耗时作业, 按类别装备、配送, 采用统一商品陈列方式, 产品进入商店后可快速进入陈列状态 (且几乎不使用人形衣架陈列), 使得店铺工作标准化、简洁化, 大大提高普通员工效率。3) 密集开店的扩张策略。 既在关东、中部、近畿等核心区域常年开设大量新增门店, 且在争夺新进入地区的市场时同样迅速加密, 如: 在 1998 年进军九州地区时, 连续 7 年大量开设新店; 2001 年进军东北地区与 2003 年布局北海道市场时, 也采取了同样开店策略。此外, 2000 年左右, 日本国内发达的外包物流中心开始崛起, 零售的基础设施更加完善, 降低了商品的配送负担和成本, 对全国店铺数量的增加有很大帮助。相反, 原来的日本母婴行业龙头阿卡佳则陷入负利率泥沼, 开店困难且成功率低, 最终于 2006 年将行业第一宝座交由西松屋 (后文会详细分析)。

图表 5: 快速扩张阶段 (1997-2007): 逆风而上, 跃升全国连锁龙头



图表 6: 同期, 行业龙头阿卡佳受经济环境及出生率影响较大 (2006年营收体量被西松屋超越)



**稳定增长阶段 (2008-至今): 速度放缓, 寻求突破。**2008 年, 全球陷入金融危机, 日本经济低迷, 加之 2011 年 3 月东京 9.0 级大地震及福岛核泄漏、日本部分地区物流停滞、多人受灾 (其中不乏西松屋店员); 2014 年日本消费税从 5% 涨到 8%, 2016 年又发生福岛大地震、2019 年部分品类消费税进一步上调至 10%, 进一步影响了个人消费。在这一时期, 公司进入展店及营收低速增长长期, 开店减慢、关店增多, 营收增速中枢降至 5% 以内, 净利率率有所下滑、甚至利润多次出现下降现象。为此, 公司: **1) 改变门店选址策略、增加大店比例。**自 2012 年起, 新增 1000 平方米以上大店, 来适应更高消费年龄段的品类扩张, 且主要开设在大型独立购物点和综合型购物商场中, 形成居民区、交通枢纽、独立购物点、商城 mall 四种类型单店, 通过更为多元化的门店类型, 助力客单价提升; **2) 大力推进供应链建设、发展自有品牌。**大力推行全球规模化采购, 降低采购品牌成本; 并于 2013 年开始建设自有品牌 Smart Angel 和 ELFINDOLL, 据公司公告, 至 2019 年 2 月占比已达 7.3%, 且预计未来占比将达 30% 以上; **3) 开展线上。**已在官网开通了线上购买渠道、APP, 并可以在乐天购买旗下商品, 目前线上收入占比比较低, 但计划在 2023 年达到线上 120 亿日元的销售目标, 收入占比达到 6.67%。**4) 发展海外。**如已在中国京东开设海外旗舰店, 并借助日本乐天登陆网易考拉。

图表 7: 公司展店放缓、关店增多, 营收增速中枢降至 5%以内, 净利率有所下滑, 甚至利润多次出现下降现象

	营业收入 (亿日元)	营收增速 (%)	门店数 (个)	开店 (个)	闭店 (个)	毛利率 (%)	营业费用率 (%)	净利润 (亿日元)	净利润增速 (%)	净利率 (%)
2006	1043.3		553			35.5%	24.7%	65.3		6.3%
2007	1108.5	6%	605			35.0%	25.7%	60.2	-7.9%	5.4%
2008	1163.8	5%	651			34.2%	26.4%	45.4	-24.6%	3.9%
2009	1177.2	1%	705			35.7%	27.9%	53.5	18.0%	4.5%
2010	1178.7	0%	767			37.0%	30.1%	47.6	-11.2%	4.0%
2011	1198.1	2%	803			35.3%	31.3%	22.9	-51.8%	1.9%
2012	1225.5	2%	835	35	3	37.1%	32.0%	36.5	59.2%	3.0%
2013	1276.8	4%	858	34	11	36.4%	32.2%	29.9	-18.0%	2.3%
2014	1285.3	1%	874	30	14	36.4%	32.3%	32.6	8.8%	2.5%
2015	1328.1	3%	887	26	13	35.9%	31.4%	38.0	16.7%	2.9%
2016	1362.7	3%	908	30	9	37.6%	31.8%	51.2	34.8%	3.8%
2017	1373.1	1%	951	49	6	38.0%	33.0%	47.6	-7.0%	3.5%
2018	1381.7	1%	1004	58	5	36.2%	33.6%	21.8	-54.2%	1.6%
2019	1429.5	3%	1006	41	39	34.8%	33.5%	10.8	-50.6%	0.8%
2020	1594.2	12%	1009	36	33	36.7%	29.1%	82.8	668.4%	5.2%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 8: 积极调整, 寻求突破

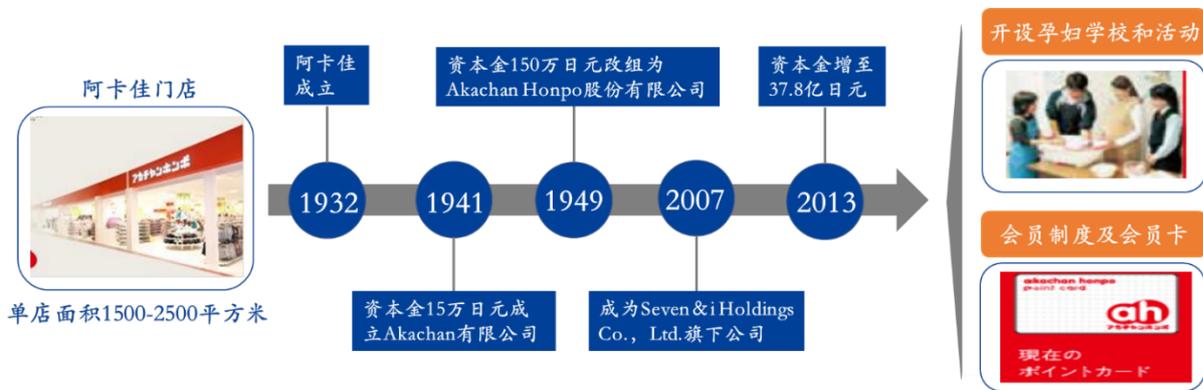


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 1.2. 阿卡佳：大店楷模，积极调整扭亏为盈，恢复稳健增长

**阿卡佳：崛起于西松屋之前，日本母婴大店楷模。** 阿卡佳（Akachan）创立于1932年，又名婴儿本铺，是西松屋之前、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；据公司公告，截止2020年阿卡佳在日本母婴用品市场市占率约5%，其门店分布在日本各地，截至2020年11月，拥有119家门店。其中日本的关东地区最多（47家）、近畿地区次之（22家）、中部地区第三（21家）、九州&冲绳地区门店数量第四（11家），由于定位中高端，经济发达地区门店布局相对较多；此外，阿卡佳在中国台湾也有一家分店。其销售的母婴用品范围同样包括婴幼儿用品/服装产品/孕如用品及新生儿服装三类；此外，截止目前，阿卡佳拥13000多个自主开发商品，但仅专注于商品销售，不涉及增值服务及虚拟化商品。

图表 9: 阿卡佳历史发展沿革



资料来源：公司官网，公司公告，国盛证券研究所

图表 10: 阿卡佳和西松屋门店分布对比（图中为2020年数据，单位：个）

	阿卡佳	西松屋
关东地区	47	273
近畿地区	22	178
中部地区	21	172
九州地区	10	126
东北地区	5	90
中国地区	8	73
北海道地区	3	46
四国地区	2	36
冲绳地区	1	12
总计	119	1006

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

对照西松屋复盘时间线，我们将阿卡佳发展历史同样大致分为三个阶段。分别为：1) 行业龙头阶段（1932-2004），同样于近畿地区起家的阿卡佳，截止至2004年公司仍为行业龙头（后于2006年被西松屋超越），在这一阶段，公司不断扩充资本金外延拓张，并拓展母婴服务项目（1985年开展孕妇学校、启蒙爸爸育儿体验活动等），2001年开始引入会员卡、发展会员制度；2) 扩张亏损阶段（2004-2013），持续亏损，保持展店。这个阶段，经济环境及出生率影响，原有店面坪效、人效、毛利率有所下滑，加之公司坚持展店但新店培育变慢，费用率有所提升，净利率持续为负，并于2007年被Seven&i收购。3) 稳定增长阶段（2013-至今），扭亏为盈，寻求突破。在2004年后的阶段，公司主要做了两方面调整，一则精简员工人数、雇佣大量兼职员工、降低劳动力成本（2005年1月，阿卡佳员工总人数为3151人，其中全职员工1162人，兼职员工1989人；2020年1月，公司员工总人数为2827人，其中全职员工919人，兼职员工1908人）；二则开店放缓，且减小店铺面积（2005年平均单店面积为2461平方米，2019年为1484平方米）；加之原有开店开始步入正轨，公司逐步实现扭亏为盈。同时，与西松屋类似，公司开始布局线上和海外市场：2017年投资开设台湾分公司、后入驻我国网易考拉海购，并开通日本线上销售渠道。

图表 11: 2004年-2013年，阿卡佳持续亏损，但保持展店；2013年至今，多重调整下，公司扭亏为盈，并寻求新突破

	营业收入 (亿日元)	营收增速 (%)	门店数 (个)	开店 (个)	闭店 (个)	毛利率 (%)	营业费用率 (%)	净利润 (亿日元)	净利润增速	净利率 (%)
2003	1031.6		52	4	2			1.8		0.2%
2004	964.4	-7%	61	5	1			-15.9	-1010%	-1.7%
2005	899.1	-7%	61	3	3			-7.2	-55%	-0.8%
2006	845.4	-6%	67	10	4			-32.1	344%	-3.8%
2007	850.6	1%	67	9	9			-29.5	-8%	-3.5%
2008	838.2	-1%	72	11	6			-53.5	81%	-6.4%
2009	791.1	-6%	78	10	4	27.8%	28.5%	-8.5	-84%	-1.1%
2010	783.5	-1%	85	13	6	29.4%	28.7%	-1.5	-83%	-0.2%
2011	787.4	1%	87	11	9	30.2%	28.4%	-2.0	38%	-0.3%
2012	829.1	5%	92	9	4	30.1%	27.8%	-13.9	597%	-1.7%
2013	851.4	3%	93	8	7	30.3%	27.5%	17.6	-226%	2.1%
2014	929.0	9%	99	7	1	29.7%	26.6%	21.8	24%	2.3%
2015	1027.2	11%	103	8	4	29.6%	26.4%	33.4	53%	3.2%
2016	1027.7	0%	106	8	5	28.7%	25.9%	16.2	-51%	1.6%
2017	1047.7	2%	110	8	4	29.6%	26.4%	25.4	57%	2.4%
2018	1026.4	-2%	110	6	6	30.6%	27.2%	21.0	-17%	2.0%
2019	967.4	-6%	117	10	3	31.4%	28.4%	18.7	-11%	1.9%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 12: 2003年以来，公司雇佣大量兼职员工、降低劳动力成本，且减小店铺面积

	2003	2010	2019
总人数 (人)	2910	2695	2827
全职员工比例	38.0%	33.7%	32.5%
单店面积 (平方米)	2538.1	1764.7	1483.5

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

### 1.3. 二者财务对比及成功启示

我们再回过头来，对比下阿卡佳及西松屋的模式及财务数据。

1) 二者初始定位不同。西松屋定位于中低端客户群，追求商品的高性价比。20世纪90年代日本泡沫经济破灭后，经济持续不景气，直接影响居民消费意愿。在严峻的消费环境下，公司提供的产品多为价位偏低但品质较好的产品，受到日本国民的欢迎，其门店也多位于街边交通便利之处，如停车场、地铁线、公路旁边。西松屋店面小而多，这节省了经营成本，且提高了顾客购物的便利程度；阿卡佳则定位于中高端客户群，商品价格更贵，门店多开设于商场内，面积较大，退税方便。

2) 覆盖客户群体不同。西松屋目前覆盖的客户群体是孕妇和0-12岁儿童。由于日本国内生育率持续低迷，西松屋从2007年左右开始推广130cm以上规格的服饰，2020年自有品牌更是推出了160cm规格的服饰。阿卡佳目前覆盖的客户群体则以孕妇和0-6岁婴幼儿为主，最大规格的服饰是120cm。

图表 13: 西松屋部分服饰规格



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

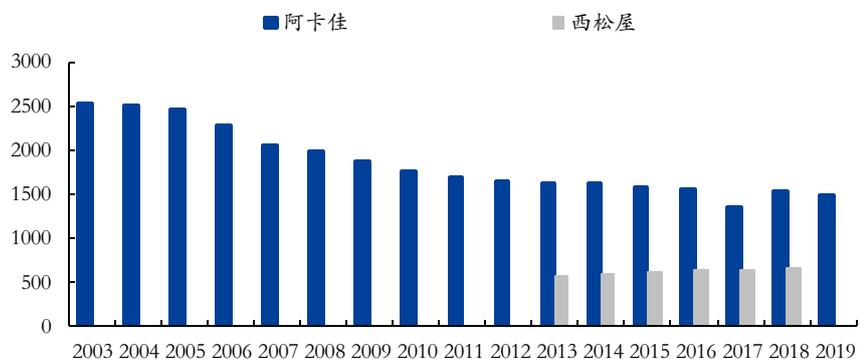
图表 14: 阿卡佳部分服饰规格

ベビー・キッズウェア
新生児・乳児 (50~80cm)
ベビー (70~95cm)
キッズ (100~120cm)
フォーマルウェア
水着
インナー・パジャマ
新生児・乳児 (50~80cm)
ベビー (70~95cm)
キッズ (100~120cm)

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

3) 店铺模式不同。如前所述，阿卡佳最初门店面积以2500平方米以上大店为主，西松屋则多经营600平方米以下小店。但二者店铺模式今年均有改变。比如2012年开始，西松屋选址向商场转换、门店面积调大，且形成四种类型单店；阿卡佳则从21世纪初即开始逐年缩小门店面积。

图表 15: 西松屋、阿卡佳平均店铺面积对比 (图中为平均单店面积, 单位: 平方米)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**4) 西松屋门店标准化、易复制，展店多、关店少，成功率高，营收增速快。**由于西松屋定位更适合当时经济环境，加之标准化、易复制，其又采取了密集展店的策略，因而成功率高，最后体现为营收增速明显更快。据公司公告，2003年，西松屋门店364家，阿卡佳门店52家；截止2020年初，西松屋门店数为1006家，阿卡佳门店数为117家。2011-2019年阿卡佳平均关店比例为5.52%，远高于西松屋的1.36%；2019年，西松屋平均单店面积667平方米（2020年数据未完全披露，使用2019年数据，后同），阿卡佳平均单店面积1484平方米；西松屋坪效为20.6万日元/平方米/年（数据缺失，2019年初数据），阿卡佳坪效为55.7万日元/平方米/年；2019年，西松屋全年营业收入约1429.5亿日元，阿卡佳全年营业收入约967.44亿日元。

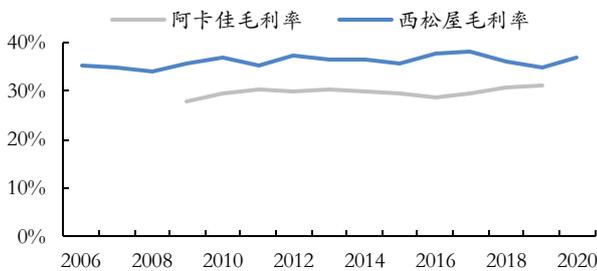
图表 16: 西松屋门店标准化、易复制，展店多、关店少，成功率高，营收增速快

	门店数 (2003年)	门店数 (2019年)	2011-2019平 均年关店比例	平均单店面积 (2019年, 平方米)	坪效 (万日元/平方米/年)	营收 (亿日元)
西松屋	364个	1006个	1.36%	667	20.6	1429.5
阿卡佳	52个	117个	5.52%	1484	55.7	967.4

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**5) 西松屋毛利率更高且逆势提升，盈利能力更强。**一方面，西松屋可以相比阿卡佳保持较高毛利率，且在2008年以后仍然维持毛利率逆势上升；相反孩子王毛利率相对较低，且在同期处于下降趋势。另一方面，西松屋用较高的兼职人工：正式员工比例（据公司公告，约6:1，阿卡佳约2:1）节约人工成本、人效二者相对一致，虽然西松屋坪效相对较低，但是仍然最终可以获得较高的盈利能力（净利率中枢大概高2-3%），净利润增速更快。

图表 17: 西松屋毛利率更高且逆势提升；阿卡佳毛利率相对较低，且在同期处于下降趋势



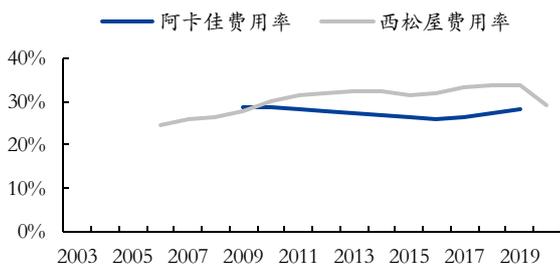
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 18: 二者人效相差不大，但西松屋兼职员工：正式员工比例较高



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所, 注: 单位为万日元/人/年

图表 19: 西松屋费用率较高



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 20: 但是综合来看，西松屋盈利能力仍然更强



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

特别的，若回顾西松屋和阿卡佳的发展历史，有几点启示：1) 与所有线下渠道类似，母婴渠道成长本质仍然是流量及效率的生意，如何对应客户需求提供其满意的商品及服务是获得流量及流量粘性的前提，而效率的提升有利于利润留存、继续扩张、巩固领先优势，这是西松屋高性价比定位及加密模式最后超越阿卡佳中高端定位龙头地位的原因，从这一个角度而言，阿卡佳会员制度推出对于用户粘性的加强也值得借鉴；2) 对于企业而言，不一定是经济繁荣、新生儿人数向上时才有机会，行业承压时，企业若能突围，整合红利同样很大；3) 市场是多样性的，并不是某一种门店模型可以一以贯之，但同时门店的标准化复制也同样重要，各个企业如何依托已有优势、应对环境变化灵活调整是关键能力。据此，我们再回过头来分析国内母婴行业现状，参考日本复盘及国内情况特殊性，分析其未来发展趋势。

## 2. 国内母婴行业现状：规模大、增长关键驱动力向“价增”转移，下游电商入局，优质连锁龙头机遇及挑战并存

### 2.1. 国内母婴行业3万亿规模，用户生命周期较短，本质属小众市场

国内母婴行业万亿级市场，其发展大致可分为三个阶段。我国母婴行业起步于20世纪90年代，其发展大体经历三个阶段：1) 起步期（1990-2000年）。随国内经济发展，母婴用品需求萌生，行业伊始，但商品稀缺、渠道简陋，呈典型卖方市场特征，大多商品通过街边个体经营门店、批发市场流通，品类主要聚焦纸尿裤、奶粉等刚需品类，消费者多追求商品保真，对体验诉求较弱。2) 发展期（2000-2010年）。随母婴商品及母婴经济概念普及，需求端再迎催化；加之卖方市场催化下，行业利润可观，供给端诸多玩家入局，行业迅速发展。其主要特点是用户下沉（母婴消费逐步遍及一线至三线城市、甚至触达乡镇）、品类大幅扩充（据CBME，2001-2008年其展会婴童品牌数量从25个上升到753个）、渠道不断丰富（线下逐步扩展到商超百货、区域型母婴连锁，线上涌现垂直母婴电商平台）；在这个阶段中，2008年三聚氰胺奶粉事件对终端渠道分布造成一定影响，后面我们会再度分析。3) 整合变革期（2010年-至今）。随着国内网购迅速发展及巨头出现，母婴行业线上渗透率大幅提升，压缩线下渠道利润；消费者需求多元化发展，加之国家监管力度持续增强，倒逼渠道整合转型。其主要特点是商品端继续丰富、且服务端消费比重逐步增加，渠道发力创新、整合，抢占市场。据罗兰贝格数据，截至2018年，国内母婴行业市场已超过3万亿。

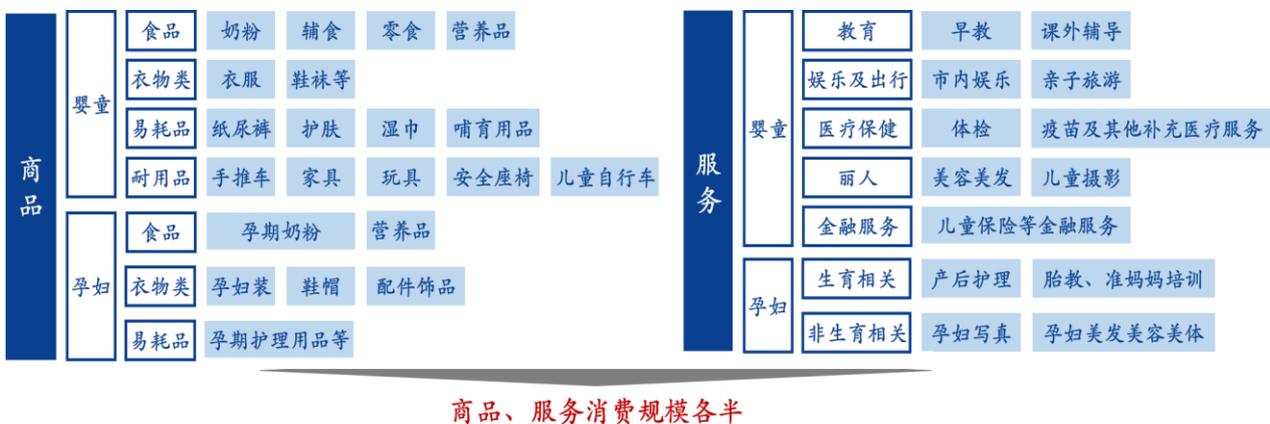
图表 21: 国内母婴行业万亿级市场，发展大致可分为三个阶段



资料来源：Mob Data，公司公告，国盛证券研究所

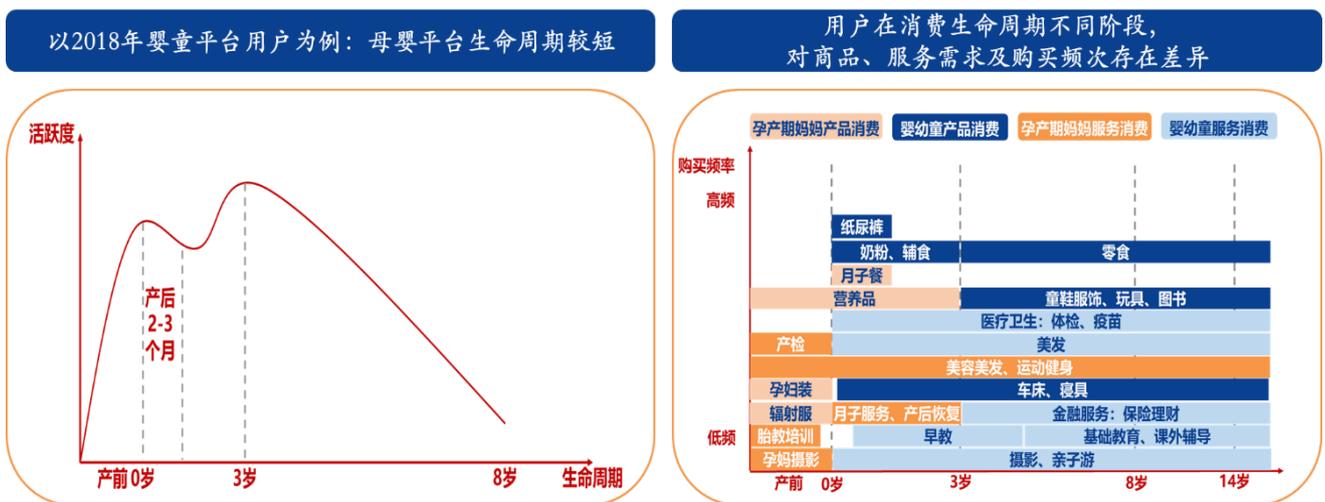
商品、服务规模各半，用户生命周期较短，本质属小众市场。以消费性质划分，母婴市场可分为商品、服务市场两类，其中：1)商品市场主要包括食品、用品、服装、孕产妇用品、玩具等品类消费；2)服务市场则包含与婴儿相关的教育、医疗、娱乐等服务消费。据前瞻产业研究院及罗兰贝格数据，至2018年，国内3万亿母婴市场中，商品、服务市场约各占一半。以用户性质划分，可分为孕妇消费及婴童消费两类，据比达咨询，一线城市孕妇消费达43.70%，四线城市则约占19.70%。整体而言，母婴市场用户(0-14岁婴童及对应家庭)生命周期较短，用户在消费生命周期不同阶段，对商品及服务的需求及购买频次存在多元化差异：据艾瑞咨询，一个婴童家庭消费于婴儿产前主要聚焦孕产妇产品及服务消费，随婴童出生逐步向婴童产品及服务消费转移，并在婴童3岁过后，婴童服务消费比重进一步增加，同时婴童产品消费品类从奶粉、纸尿裤、辅食等高频刚需品类逐步向零食及服饰、图书、车床寝具等低频品类转移。虽然母婴行业市场规规模高达万亿，但由于其用户生命周期短、高频品类消费粘性强，在每年约1%左右出生率下，本质仍为小众市场。

图表 22: 商品、服务规模各半，以用户性质可划分为孕妇消费及婴童消费(一线城市孕妇消费达43.70%，四线城市则约占19.70%)



资料来源: 前瞻产业研究院, 比达咨询, 公司公告, 国盛证券研究所

图表 23: 用户生命周期较短, 于不同阶段对商品、服务需求及购买频次存在差异, 本质属小众市场

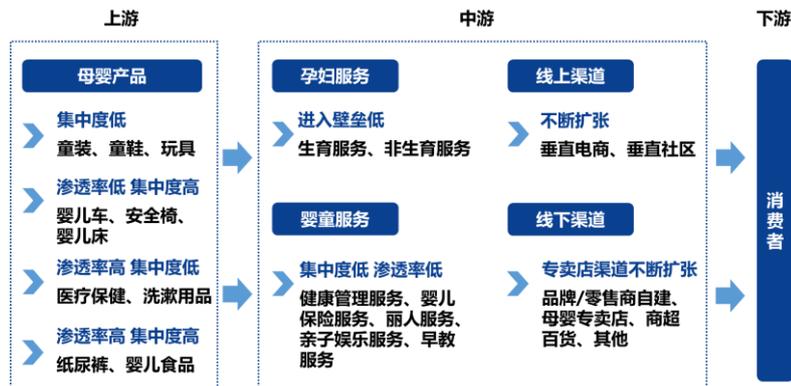


资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

## 2.2. 商品及渠道端互为补充，产业链利润分配因功能及议价权而异

从产业链角度，国内母婴行业产业链自上而下可分为三个部分：1) 上游商品端，即对应母婴商品消费的品牌供应商；2) 中游服务商及周转渠道，即对应母婴服务消费的服务商以及商品消费的经销商及终端渠道；3) 下游消费者，即商品及服务的付费者。商品及渠道端互为补充，其产业链利润分配因功能及议价权而异。

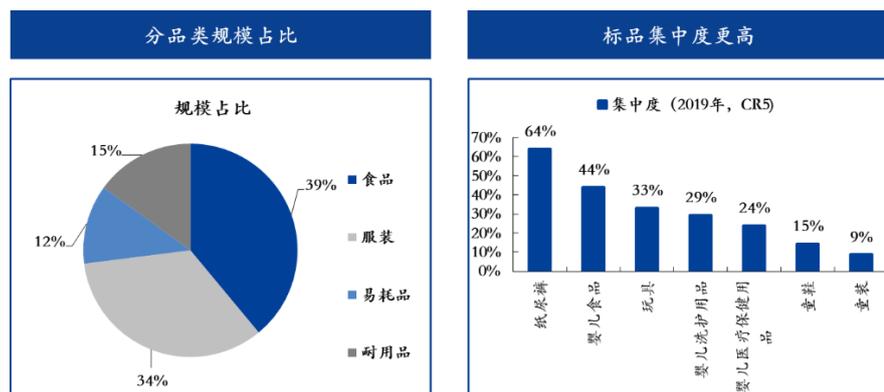
图表 24: 母婴行业产业链可分为上游商品端、中游服务商及周转渠道、下游消费者三部分



资料来源：艾瑞咨询，国盛证券研究所

**上游商品端：分品类各占一席，标品品类市场相对成熟，渗透率高、集中度高。**根据罗兰贝格对 1500 名母婴消费者调研统计，在国内母婴商品消费市场中，食品、服装、易耗品、耐用品的营收规模占比约 39%、34%、12%、15%。对每一类别品类继续细分，从上游商品端行业格局来看，据易观数据，2019 年婴儿纸尿裤、食品、玩具、洗护用品、医疗保健用品、童鞋、童装 CR5 占比分别为 64%、44%、33%、29%、24%、15%、9%，标品品类市场相对成熟，渗透率高、集中度高。

图表 25: 上游商品端：分品类各占一席，标品品类集中度更高

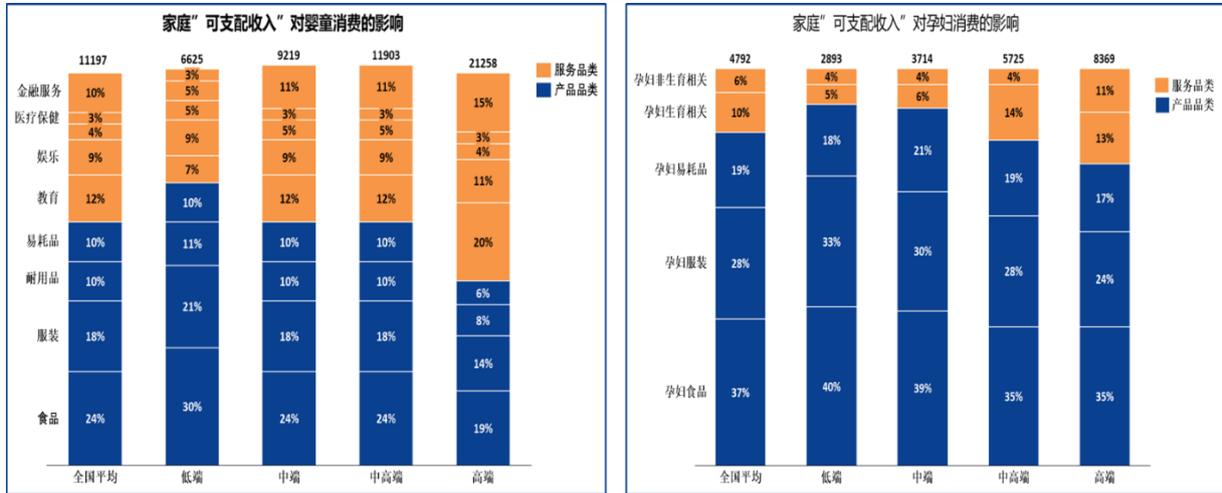


资料来源：罗兰贝格，易观数据，国盛证券研究所

**中游服务商及周转渠道：服务商渗透率、集中度尚低，周转渠道品控端不具备排他性。**与商品端不同，国内母婴服务市场虽占据整体规模一半，但仍处于低渗透率阶段，且由于行业进入壁垒较低，集中度尚且不足：据罗兰贝格，我们以收入减去税收及生活中固定支出对应该城市生活水平作比照，将人口收入水平划分为低端、中端、中高端、高端四类（如一线城市、二线城市、三四线城市分别将上述余额低于 7000、5000、4000 元

者定义为低端收入人群), 低收入人群单年累计母婴消费总额及服务型消费比重都明显偏低。从周转渠道来看, 中游渠道拿货能力往往不具备排他性, 且伴随消费者需求变化及品牌端拓展渠道需求, 终端渠道数额逐年增多: 以中国飞鹤为例, 据公司公告, 2017-2020年, 其经销商数量分别为1332、1328、1800和2000名, 覆盖终端销售点数分别为67000、90000、109000和11万以上。

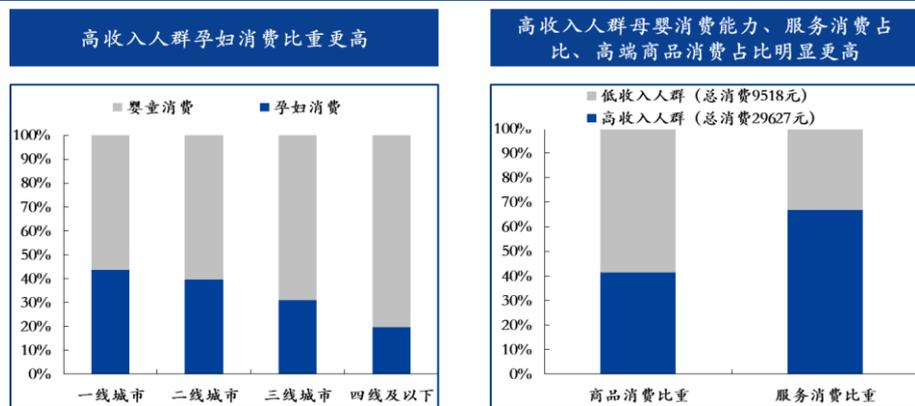
图表 26: 服务商渗透率, 集中度尚低, 低收入人群单年累计母婴消费总额及服务型消费比重都明显偏低



资料来源: 罗兰贝格, 国盛证券研究所。注: 图中“可支配收入”指收入减去税收及日常生活固定支出(包含房租、贷款、保费等非消费类支出), 一线城市: 低端收入<6999元/月, 中端收入7000-14999元/月, 中高端收入15000-30000元/月, 高端>30000元/月; 二线城市: 低端收入<4999元/月, 中端收入5000-11999元/月, 中高端收入12000-20000元/月, 高端收入>20000元/月; 三四线城市: 低端收入<3999元/月, 中端收入4000-7999元/月, 中高端收入8000-15000元/月, 高端收入>15000元/月

**下游消费者: 需求有所区分, 整体对品质要求提升, 消费口碑相传。**如前所述, 母婴消费需求虽有所聚焦(如在标品品类上, 知名品牌认知度很高), 但亦有所区分: 1) 国内母婴消费者分区域需求差别仍大, 如: 一线城市孕妇消费达43.70%, 四线城市则仅占19.70%; 2) 同一城市, 不同收入人群需求亦有差别, 如高收入人群消费时, 母婴消费能力、服务消费占比、高端商品消费占比明显更高。但整体来看, 在行业从卖方市场向买方市场逐步过渡后, 消费者对母婴产品品质要求普遍提升: 据中国产业信息网, 婴童消费用户将产品品质列为消费决策最重要影响因素, 且重要性要明显高于一般消费, 相反选择产品时对价格重视程度有所减弱。在此基础上, 行业消费口碑相传特征明显: 据比达咨询及罗兰贝格, 包含APP、交流社群、线上线下社交活动、经验传授等在内的传播成为母婴用户获取相关信息的重要途径; 从达成交易角度来讲, 熟人推荐转化率最高, 约56%的用户承认, 熟人介绍为其过往母婴购买决策的重要影响因素。

图表 27: 母婴消费需求虽有所聚焦(如在标品品类上, 知名品牌认知度很高), 但亦有所区分



资料来源: 比达咨询, 国盛证券研究所。注: 图中高收入、低收入人群定义同图表11

图表 28: 母婴消费品质重视度极强, 价格敏感性相对低, 消费口碑相传



资料来源: 中国产业信息网, 比达咨询, 国盛证券研究所

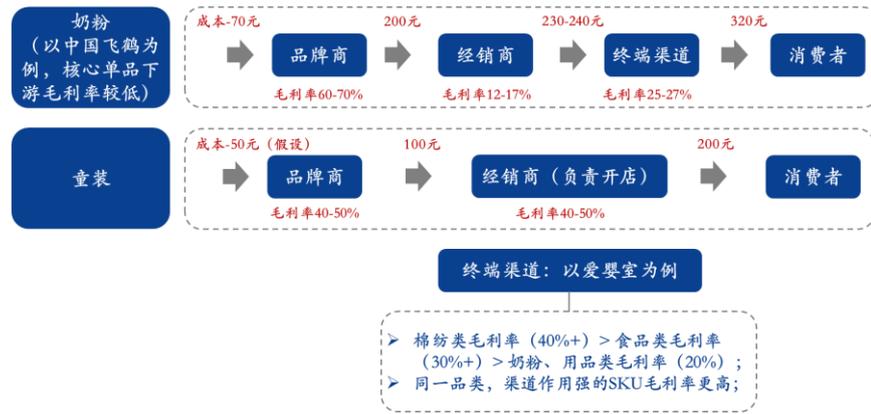
商品及渠道端互为补充, 产业链利润分配因功能及议价权而异。在这样的终端消费者需求特征下, 商品及渠道端互为补充: 1) 一方面, 对于商品端而言, 用户生命周期较短、本质属小众市场的行业特点决定其获客成本天然高企, 需要渠道端助力推广、并建立信任关系; 2) 另一方面, 渠道端往往综合选品, 其本身口碑形成及效率优化亦需商品端支撑, 据 CBME 数据, 包含奶粉、辅食、纸尿裤在内的标品品类正是 0-3 岁婴儿购买频次最多、花销最大的品类, 品牌端的支持有助于渠道端完成引流、促成周转、提升效率。分品类而言, 产业链利润分配因渠道功能及议价权而异: 具备品牌力的商品上游利润较厚、渠道利润较薄, 反之相反, 如: 1) 据公司公告, 近三年中国飞鹤毛利率近 70%, 据部分经销商草根调研, 经销商毛利率约 12-17%, 终端经销商毛利率约 25-27%, 且品牌力越强的奶粉终端毛利率越低, 渠道作用较强的品类终端毛利率则相对较高。2) 童装角度, 上游品牌商毛利率约 40-50%, 终端毛利率约 40-50%。3) 从终端来看, 以爱婴室为例, 终端渠道销售标品毛利率相对较低, 服装、玩具等毛利率较高。

图表 29: 奶粉、辅食、纸尿裤等标品品类正是 0-3 岁婴儿购买频次最多、花销最大品类

	不同时期宝宝家庭的购物频率排序					不同时期宝宝家庭购物花费金额排序			
	0-6 个月	7-12 个月	1-2 岁	2-3 岁		0-6 个月	7-12 个月	1-2 岁	2-3 岁
婴儿奶粉	2	3	1	1	婴儿奶粉	1	1	1	1
辅食、营养品	3	2	3	4	辅食、营养品	3	3	3	4
纸尿裤	1	1	2	3	纸尿裤	2	2	2	3
哺育用品	6	7	7	7	哺育用品	6	5	6	9
洗护用品	4	5	6	5	洗护用品	13	9	8	6
婴童服装/童鞋	5	4	4	2	婴童服装/童鞋	4	4	4	2
成人营养品	10	11	11	9	成人营养品	5	6	7	8
玩具	7	6	5	6	玩具	6	7	9	5
推车/汽座/家具	9	9	8	11	推车/汽座/家具	9	11	11	10
早幼教	11	10	9	8	早幼教	12	8	5	7
月子会所	13	12	12	13	月子会所	9	12	12	13
宝宝游泳和 SPA	8	8	10	10	宝宝游泳和 SPA	9	10	10	11
产后修复/生活体验类	12	13	13	12	产后修复/生活体验类	6	13	13	12

资料来源: 比达咨询, 国盛证券研究所

图表 30: 商品及渠道端互为补充, 产业链利润分配因功能及议价权而异



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 2.3. 行业增长关键驱动力向人均母婴支出转移, 预计增速稳健, 于上游标品而言, 品类升级替换将成主要驱动力

新生儿出生率下降, 行业增长关键驱动力向人均母婴支出转移。继 20 世纪 90 年代第三次婴儿潮过后, 国内新生儿出生率整体呈下降趋势, 虽 2016 年全面二胎政策实行后有所提升, 但阶段性而言, 其增速中枢已降至 1% 左右; 若以 0-3 岁婴幼儿人数增速计算 (对应母婴行业最活跃消费人群), 自 2018 年起已呈负增长态势; 而婴童奶粉、纸尿裤市场高速增长过后, 近年渗透率已达 85% 以上, 揭示绝大多数新生儿家庭已为母婴消费渗透人群。在此背景下, 行业增长关键驱动力自婴童消费人数向人均母婴支出转移: 据国家统计局、Mob Data、中国产业信息网及公司公告估算, 国内母婴行业市场规模增速约 16%, 其中约 13% 为人均母婴支出增加贡献, 3% 为母婴消费人数增加贡献。而人均母婴支出增加是人均收入提升及 80-90 后父母育儿观念提升的双重结果: 国内居民可支配收入近年复合增速约 9%, 而年轻家庭母婴消费占家庭消费比重自 15.9% 提至近 20% (注: 2020 年行业数据披露很少、且有疫情干扰, 这里不做特别分析)。

图表 31: 新生儿出生率下降, 人均母婴支出将成行业增长关键驱动力

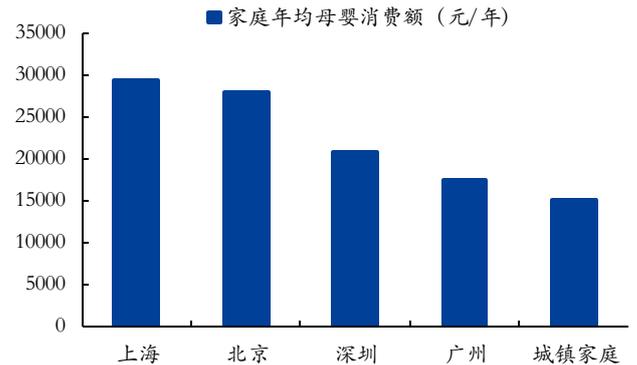
	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
母婴行业市场规模 (亿元)	10040	11070	12570	14300	16540	19170	22280	25920	30200	
YOY (右轴)		10.3%	13.6%	13.8%	15.7%	15.9%	16.2%	16.3%	16.5%	
新生儿出生人数 (万人)	1588	1604	1635	1640	1687	1655	1786	1723	1523	1465
出生率	11.9‰	11.9‰	12.1‰	12.1‰	12.4‰	12.1‰	13.0‰	12.4‰	10.9‰	10.5‰
0-3 岁婴童人数增速				1.1%	1.7%	0.4%	2.9%	0.7%	-2.6%	-6.4%
母婴消费人群渗透率	2018 年国内婴儿纸尿裤、奶粉渗透率已达 85% 以上									
城镇家庭婴幼儿平均消费额 (元/年)	6198	7481	8702	9664	10883	12308				
增速	14.1%	20.7%	16.3%	11.1%	12.6%	13.1%				
居民人均可支配收入 (元/年)				18311	20167	21966	23821	25974	28228	30733
增速					10.1%	8.9%	8.4%	9.0%	8.7%	8.9%
国内年轻家庭母婴消费占家庭消费比例				15.9%	16.0%	16.3%	17.3%	18.2%	18.9%	19.6%
									(预测)	(预测)

资料来源: 国家统计局, Mob Data, 中国产业信息网, 公司公告, 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所, 注: 2020 年行业数据披露很少、且有疫情干扰, 不做分析

**品牌端销量、消费升级及新品为主要推动力，预计行业增速稳健。**从品牌端来看：1)于奶粉、纸尿裤、食品等高渗透率、高集中度品类而言，销量及单价均对行业销售额起到负面作用，消费升级带来的品类高端化趋势及新品推出成为行业增长最主要动力;2)于奶瓶、吸奶器等渗透率及集中度均有提升空间的品类而言，销量增长及消费升级驱动均较为明显。据前瞻产业研究院，目前国内城镇家庭婴幼儿平均消费额为 15000 元/年，且不同区域差距较大（上海、北京、深圳、广州年均消费约 2.9 万元、2.8 万元、2.1 万元、1.7 万元），预计行业仍存较大成长空间，且在上述动因分析基础上，逐年来看仍将稳健增长（不考虑 2020 年疫情影响的一次性冲击因素）。

图表 32: 从品牌端来看，销量、消费升级及新品为主要推动力

图表 33: 分城市家庭婴幼儿平均消费差距较大，揭示行业仍存成长空间



资料来源: 尼尔森, 国盛证券研究所

资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

## 2.4. 渠道端来看，电商入局是独特背景，优质连锁龙头扩张整合，机遇及挑战并存

渠道端来看，像所有零售子行业一样，电商入局仍然是国内不同于国外发展的独特背景。与国内母婴行业发展历程对应，其线上化的过程大概经历了以下几个阶段：

1) 初创期 (2000-2009): 彷徨中逐步前行，目录邮购+网上商城确立早期 O2O 雏形。一方面，在供给端及需求端双重催化下，国内母婴行业进入了快速发展的阶段；另一方面，中国电商行业开始起步；双重催化下，国内母婴行业开始出现线上化的雏形，但基于母婴行业独特的信任化问题，线上化起步乏力，仍以目录派发为主：据公司官网，2000 年，乐友孕婴童网站上线，作为纯粹的 B2C 平台，由于母婴行业特有的质量与信任因素，乐友的线上业务并不成功，故而，2001 年 3 月，其开设第一家线下店，此后主要业务转向线下传统母婴零售。其后，以乐友、红孩子为代表的母婴零售商建立了邮购目录+网上商城的模式，广泛派发目录清单，建立线下门店与物流体系，并依托目录清单扩展客户群，实现了高速发展。这些尝试为后续的母婴 O2O 模式提供了雏形，但其营收主要以目录邮购或线下销售为主，总体并非完全的线上化运营，且更依赖于目录派发渠道营销。

图表 34: 乐友及红孩子采用邮购目录+网上商城模式, 成为当时母婴线上运营的雏形

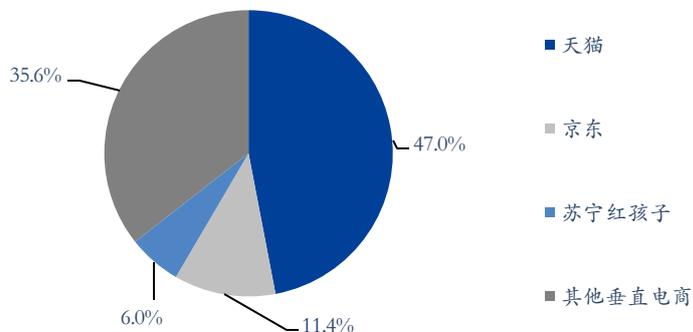


资料来源: 红孩子目录刊, 红孩子官网, 国盛证券研究所

**2) 洗牌期 (2010-2012): 巨头入局, 线上化发展提速。**2010年起, 国内电商行业进入飞速发展时期, 淘宝、京东等综合电商巨头陆续进入母婴市场, 并依托其庞大流量, 与传统母婴头部品牌合作: 以京东商城为例, 据公司官网披露, 2010年7月京东商城母婴频道上线, 至2012年3月单月销售额破亿, 已基本与传统母婴线上玩家红孩子线上销售额持平, 并于2012年陆续与妈咪宝贝、好奇、惠氏、多美滋等多家一线母婴品牌达成合作, 建立京东专卖旗舰店, 获得亨氏、强生、孩之宝等60多个母婴品牌的授权。同时, 这一时期也萌生了很多垂直型母婴企业(蜜芽前身“蜜芽宝贝”于2011年创立)。线上巨头的进入给线下母婴渠道及前期线上化的小规模试探者均带来了压力, 行业整体进入整合期: 据艾瑞咨询及尼尔森, 当期母婴线上渗透率约5%; 截止2012H1, 天猫/京东/红孩子(含电话渠道销售部分)/其他垂直电商在线上的市占率分别为47.0%/11.4%/6.0%/35.6%。大量线下渠道开始面临经营挑战, 很多中小型母婴电商平台因综合电商平台挤压, 大品牌经销权丧失、资金链不足, 被迫向全品类转型或倒闭; 曾经的龙头红孩子也由于希望转型百货型B2C平台, 核心母婴用户不断流失, 最终于2012年被苏宁易购收购。

图表 35: 截止 2012H1, 天猫/京东/红孩子(含电话渠道销售部分)/其他垂直电商在线上的市占率分别为 47.0%/11.4%/6.0%/35.6% (当期母婴线上渗透率约 5%)

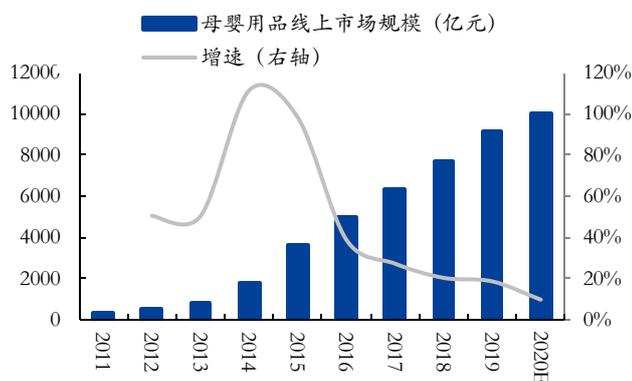
2012H1 国内母婴B2C市场份额 (%)



资料来源: 尼尔森, 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

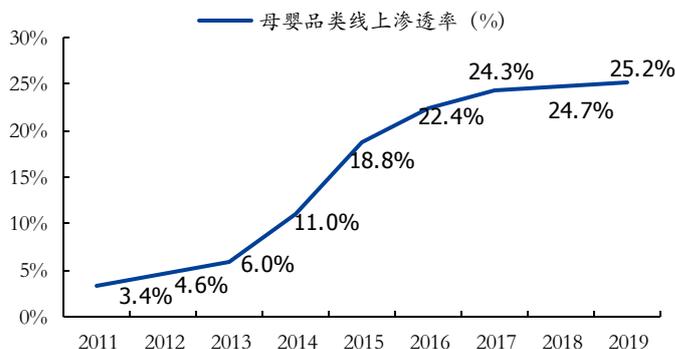
**3) 爆发期 (2013-2016): O2O 模式快速发展, 母婴社区平台、跨境平台、垂直电商平台如雨后春笋, 带动国内母婴行业线上渗透率快速增长。**在这一时期, 母婴 O2O 模式快速发展, 线上母婴垂直电商平台及传统线下母婴零售品牌纷纷切入母婴 O2O 领域, 利用双渠道引流及线下实体带来的信任背书, 带动线上渗透率快速提升: 据各公司官网, 乐友孕婴童等线下连锁母婴用品店在这一时期开始重新转向线上, 将线下实体店作为维护客群, 增强服务体验核心竞争力; 线上垂直电商平台以红孩子为例, 在接入苏宁易购等资源后, 于 2013 年开设第一家线下门店, 开始线下扩张, 蜜芽则在 2016 年在美中宜和医院进驻实体店...同时, 母婴社区平台、跨境平台、垂直电商平台相继发展: 2012 年, 辣妈帮, 宝宝树等头部母婴社区平台逐步建立移动端 APP, 2014 年辣妈帮上线辣妈商城, 2015 年宝宝树上线电商平台“美国妈妈”, 纷纷开启社区+电商模式; 洋码头、蜜淘等跨境 O2O 平台借力三聚氰胺事件发酵刺激的中产阶级母婴用品品质安全需求, 迅速发展; 在聚美优品、唯品会等品牌特卖模式的成功验证后, 母婴垂直电商平台“蜜芽宝贝”网站、贝贝网、唯一优品、辣妈商城正式成立, (尤其在童装等母婴子品类上) 有所作为。以上各类模式的涌现共通带动行业线上渗透率的提升: 据网经社数据, 2013-2016 年, 国内母婴线上市场规模均保持 40% 以上增长, 母婴品类线上渗透率迅速提升 (由 2013 年的 6% 增至 2016 年的 22.4%)。

图表 36: 2013-2016 年母婴用品电商规模快速增长, 后增速回落



资料来源: 网经社, 国盛证券研究所

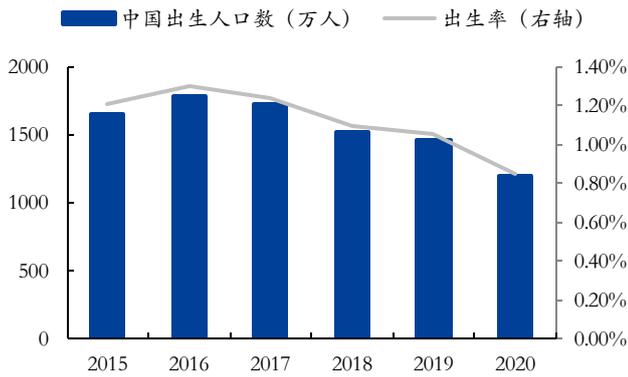
图表 37: 2013-2016 年母婴品类线上渗透率迅速提升



资料来源: 网经社, 国盛证券研究所

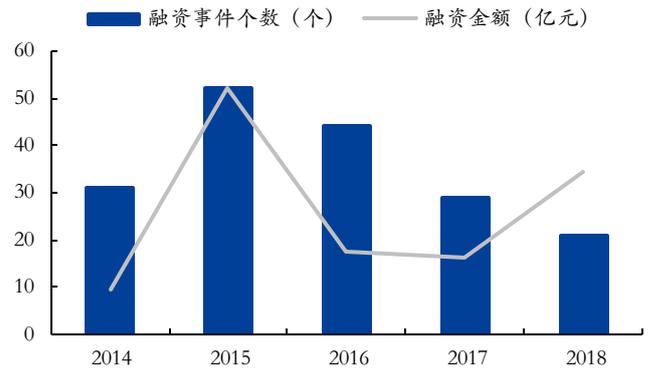
**4) 成熟期: (2017-至今): 二胎政策红利消退、融资市场寒冬, 行业进入新一轮洗牌期, 综合电商及线下 O2O 占比提升。**一方面, 据国家统计局数据, 我国出生率在全面二孩政策正式实行后的 2016 年有短暂上升, 但之后趋降; 另一方面, 母婴电商在资本市场大举进入的 2015 年后迎来寒冬, 据网经社数据, 其后三年融资行为和融资金额不断下降 (2018 年去除宝宝树上市实际融资金额约为 16 亿元), 行业进入新一轮洗牌期。大批垂直母婴电商走向衰落 (荷花亲子关闭、蜜淘突然消失, 母婴之家跑路), 缺乏线下支持的母婴电商由于缺乏消费群体信任, 难以为继; 社区类转型电商逐步回归主业, 以宝宝树为例, 2018 年获阿里巴巴投资后回归内容运营主业, 将电商后端运营交给阿里, 由阿里负责平台的货与场的构建; 综合电商及线上转型较为成功的线下实体在国内母婴线上市场市占率明显提升: 据比达咨询及网经社数据, 2017-2019 年国内母婴线上渗透率保持 20-25%, 市场份额上, 综合电商仍维持市场份额高位 (2019 年约 41.3%), 且内部更加集中, 海淘/线下 O2O 市占率上升较多 (2019 年分别为 17.5%/14.2%), 社区电商/垂直电商市占率分别为 7.0%/20.0%。而 2020 年新冠疫情后, 同其他子行业一样, 线上化率进一步提升, 但是结构上存在特殊背景, 暂不做考虑。

图表 38: 全面二孩实行后, 国内单年出生人口/出生率短暂上升后下降



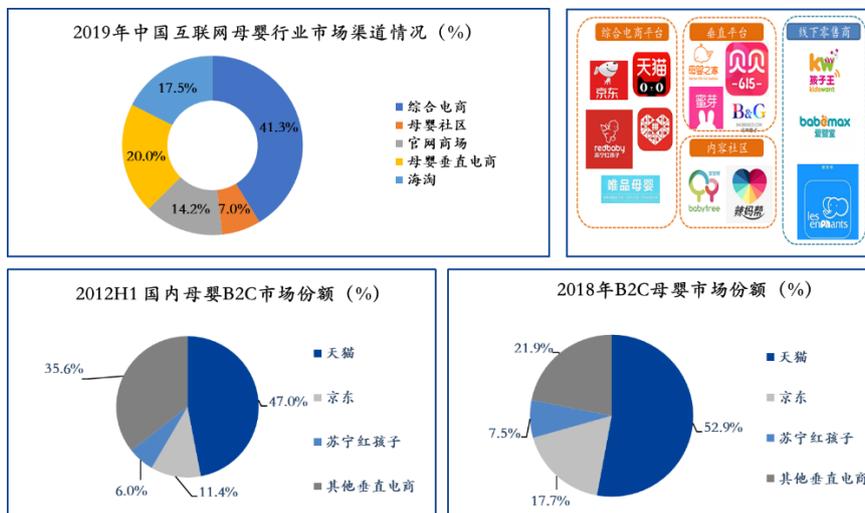
资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 39: 母婴电商领域融资在 2015 年资本风口后锐减



资料来源: 网经社, 国盛证券研究所

图表 40: 行业进入新一轮洗牌期, 综合电商及线下 O2O 占比提升

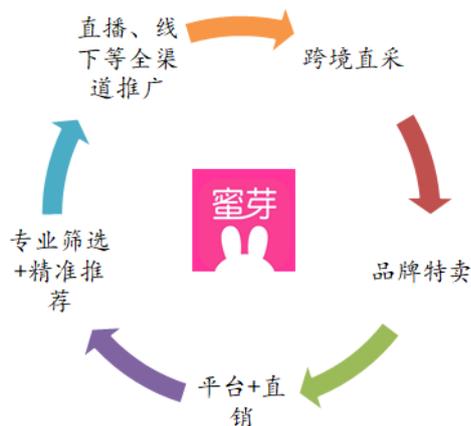


资料来源: 比达咨询, 艾瑞咨询, 国盛证券研究所 (艾瑞咨询及必达咨询类别统计口径有区分, 故而有偏差, 不影响结论)

**从线上当前格局看各玩家优劣势:**

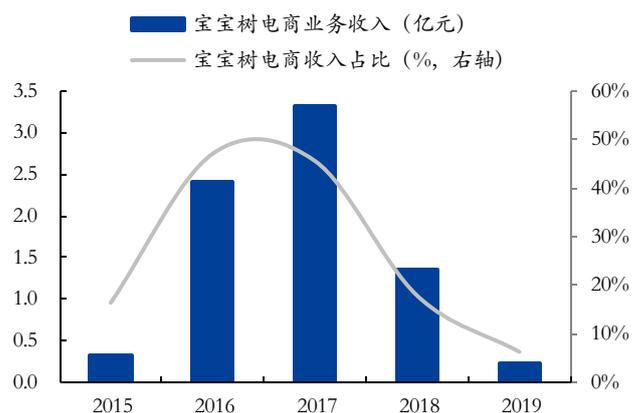
- 综合电商** (包括 C2C 平台如淘宝, 以及综合 B2C 如天猫、京东、当当、苏宁 (红孩子)、1 号店等开设的母婴频道), 流量优势领先显著、全品类覆盖, 依托其庞大用户群体和平台海量流量规模, 与大量头部品牌商合作, 占据母婴市场的主流, 正因如此综合电商内部也是集中度日益加强的趋势, 阿里京东遥遥领先, 拼多多后从童装品牌切入逐步覆盖纸尿裤、奶粉等品类, 增速较快; 但劣势是专业性相对不足, 部分平台可能展示性较低、甚至存在信任问题。
- 垂直电商** (如亲亲宝贝、蜜芽宝贝、贝贝网等, 目前多定位于品牌特卖), 其优势主要为专业筛选及精准推荐, 但在流量运营上相对综合电商存在弱势, 会通过社交、直播、扩充品类等方式增强流量获取能力, 但随着上游品类逐步透明化, 渠道议价权在减弱。
- 社区电商** (如宝宝树、摇篮网、麻麻帮等), 以 UGC 为特征, 具体形式包括垂直门户、论坛以及移动端 APP 等, 盈利模式以广告、活动/导购分成为主, 这类平台而言, 如何不断增强客户获取及运营能力、进行商业变现是关键。
- 海淘**。商品保真、价格优惠、供应链稳定是关键。
- 线下企业 O2O 模式** (主要指线下零售商自建网站、APP 或上线电商平台旗舰店)。其优势是以线下实体店为核心, 体验感受较好、信任感较强、且可以实现 O2O 相互引流并利于稳定客群维护; 但线下运营模式的库存、租金、人员刚性费用是面对的问题。

图表 41: 以蜜芽为例, 母婴垂直电商借助跨境直采/平台直销/品牌特卖/全渠道推广等多重手段构筑商业闭环



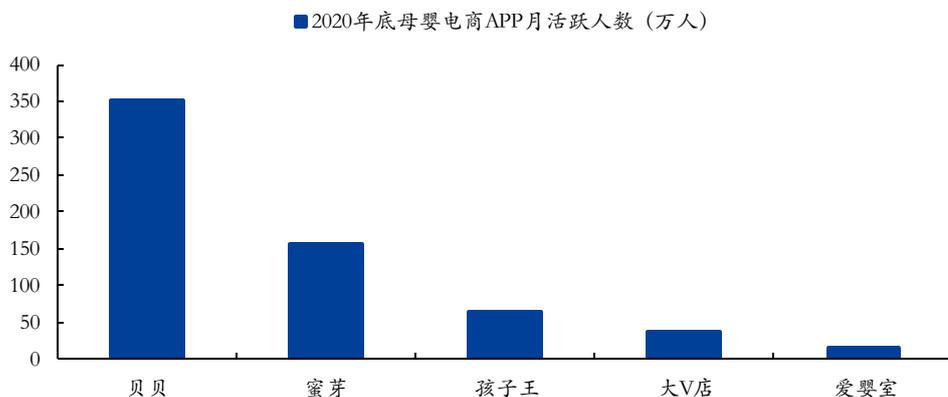
资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 42: 宝宝树作为母婴社区电商龙头相关电商业务体量在 2017 年后迅速减少, 2018 年与阿里合作后电商业务基本停止运作



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

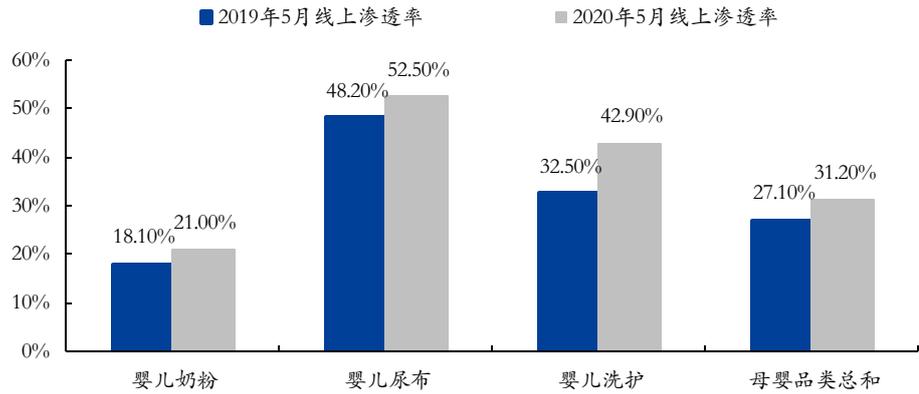
图表 43: 孩子王 APP 月活用户数在母婴 APP 类居于领先



资料来源: 网经社, 公司公告, 国盛证券研究所

**分品类线上渗透率:** 母婴子品类中, 奶粉线上渗透率相对较低, 纸尿裤/洗护则属于线上渗透率较高品类, 这也与前文分析对应; 据尼尔森国际统计, 2019年5月奶粉/纸尿裤/婴儿洗护用品/全品类的线上渗透率分别为 18.1%/48.2%/32.5%/27.1%。2020年疫情影响下, 母婴全品类线上渗透率进一步提升(先前几年线上渗透率提升并不快), 其中洗护用品渗透率提升最快; 据尼尔森国际同口径比较, 2020年5月, 奶粉/纸尿裤/婴儿洗护用品/全品类的线上渗透率分别为 21.0%/52.5%/42.9%/31.2%。

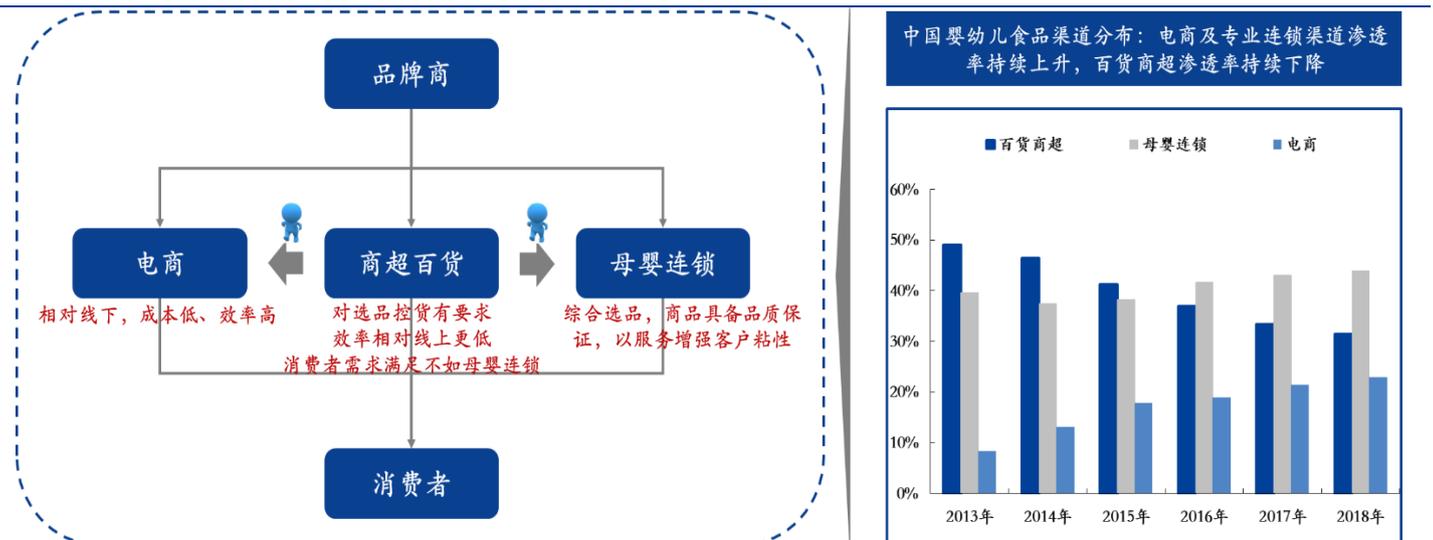
图表 44: 母婴分品类线上渗透率及 2020 年 5 月同 2019 年同期比较



资料来源: 尼尔森国际, 国盛证券研究所

线下渠道于上游品牌商具备获客及引流作用, 于消费者具备教育功能及信任背书, 母婴连锁渗透率持续提升。相对线上渠道而言, 母婴线下渠道对于上游品牌商及下游消费者具备不可替代的部分作用: 1) 对于下游消费者来说, 最重要的功能是教育及信任背书, 即消费者通过导购教育完成母婴产品选择, 并相信货源真实可靠(据部分门店草根调研, 50%以上的奶粉及纸尿裤用户在第一单形成购买后后续会重复购买同一款产品); 2) 对于上游品牌商而言, 由于用户生命周期较短、且行业口碑相传特质较强, 需要连锁渠道持续助力获客(产品端 ROE 高于渠道端), 因而具有市场拓展需求的品牌商会通过控价、返点、提供高毛利品等方式维护线下优势渠道利益(这对于行业低个位数增长、品类升级替换成为主要驱动力的标品品牌商尤其明显), 终端专业母婴连锁由于品类相对较全(通过综合选品降低对单品毛利率要求)、商品品质有保证、提供导购等专业服务更好地适应消费者需求变化、且连锁运营效率更高, 渗透率持续增长。据尼尔森, 国内婴幼儿食品(以奶粉为主)在连锁/电商渠道销量占比逐年增加, 在 KA 渠道销量占比逐年减少, 至 2018 年底, 百货商超/连锁/电商终端渗透率分别为 31%/44%/23%。

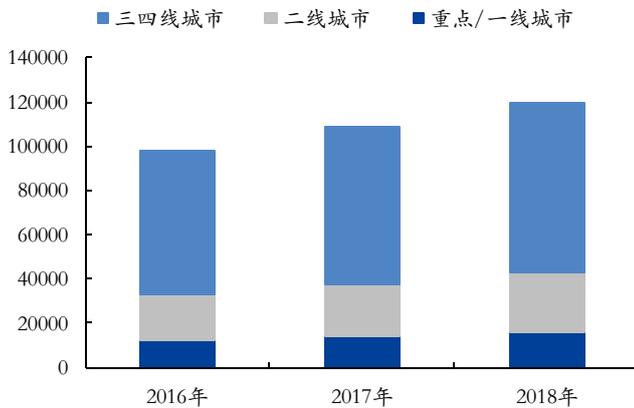
图表 45: 线下渠道于上游品牌商具备获客及引流作用, 于消费者具备教育功能及信任背书, 母婴连锁渗透率持续提升



资料来源: 尼尔森, 国盛证券研究所

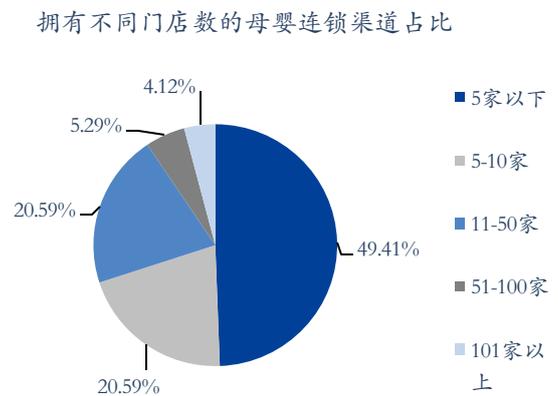
国内母婴渠道集中度尚低，优质连锁龙头扩张整合，机遇及挑战并存。母婴专业连锁的发展并没有同时带来成熟的格局：据尼尔森数据，截止 2018 年底，全国母婴连锁渠道高达 12 万家，但据 CBME 在 2019 年对全国母婴企业抽样调研统计，拥有门店数在 5 家以下的母婴零售企业占比达到 49.41%，门店数为 5-10 家/11-50 家的占比达到 20.59%/20.59%，门店数为 51-100 家的占比为 5.29%，门店数超 100 家的占比仅为 4.12%，仍呈高度分散格局状态，且区域特征明显。一方面，在行业消费者注重商品品质、专业连锁龙头渠道转化率及粘性均相对较高、电商入局对效率提出新要求、但上游品牌商为持续获客仍需借力线下的前提下，具备流量获取、客户运营及效率优势的终端连锁龙头将迎扩张整合机遇，对标日本西松屋、阿卡佳当前市占率，大有可为；另一方面，独特的电商发展环境及出生率下滑的人口结构背景下，如何保证渠道端的盈利及现金流造血能力，完成规模迭代及盈利留存，也是线下连锁渠道必须面对的问题。

图表 46: 国内母婴渠道达 12 万家



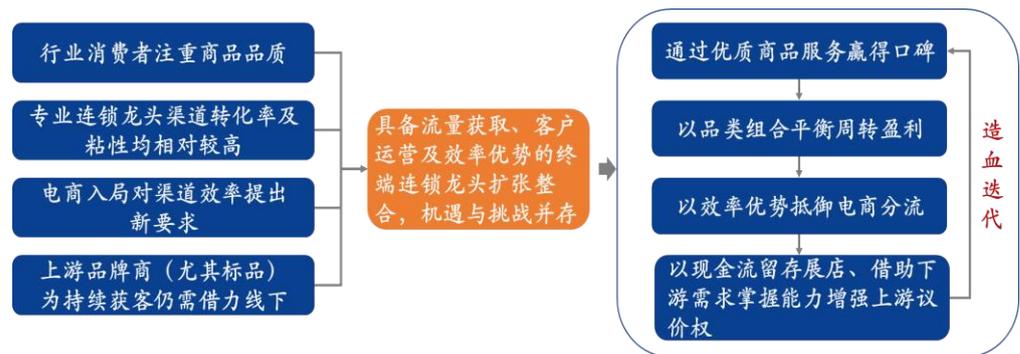
资料来源: 尼尔森, 国盛证券研究所, 注: 单位为渠道个数(个)

图表 47: 当前行业格局仍高度分散



资料来源: CBME, 国盛证券研究所

图表 48: 于具备流量获取、客户运营及效率优势的终端连锁龙头而言，扩张整合，机遇与挑战并存



资料来源: 国盛证券研究所

图表 49: 母婴连锁区域特征明显

	门店数量	门店面积	区域布局
孩子王	全国434家直营门店 (截至2020年末)	平均约2,500平米 (最大超过7,000平米)	总部位于南京, 已在江苏、安徽、四川、湖南、浙江、山东等全国20个省市、131个城市开设直营数字化门店
爱婴室	全国287家直营门店 (截至2020年6月末)	平均约为600平米	总部位于上海, 已在上海、江苏、浙江、福建、重庆、深圳等地区开设直营门店
乐友	全国700余家直营+加盟店	200至600平米	总部位于北京, 已在北京、上海、湖北、辽宁、河南等全国25个省市自治区开设直营和加盟店
爱婴岛	9,000余家 直营+加盟店+伙伴店	60至300平米	总部位于珠海, 已在华南、华中、华东、西北、西南等17个省市、230余个城市开设直营、加盟和伙伴店
丽家宝贝	全国108家直营+加盟店		总部位于北京, 已在北京、天津、武汉、成都等地区开设直营和加盟店

资料来源: 孩子王招股说明书, 国盛证券研究所

### 3. 母婴连锁龙头比对: 孩子王及爱婴室定位模式区分、财务对比及当前调整布局

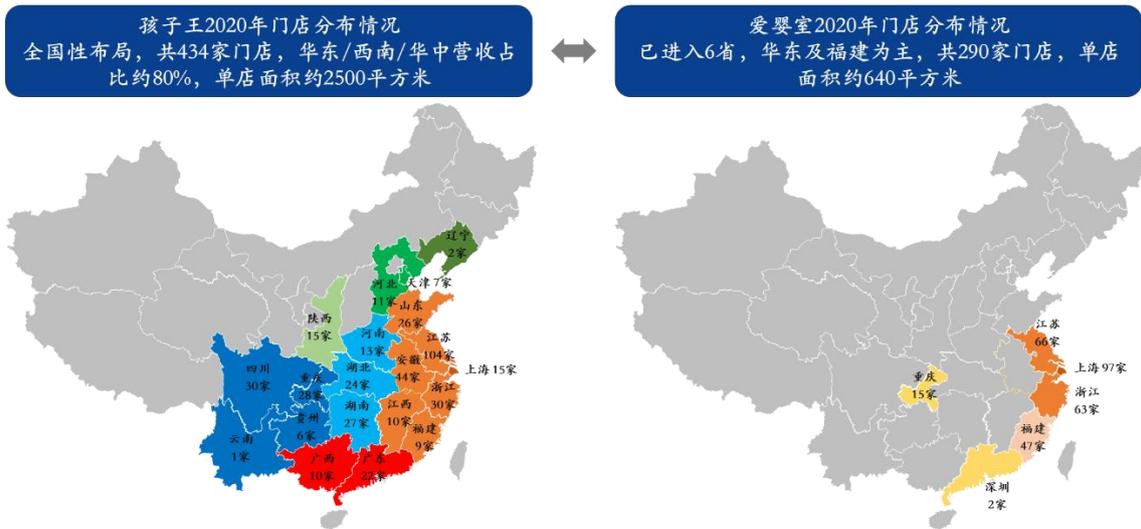
#### 3.1. 孩子王及爱婴室对比: 定位及模式有所区分, 影响财务数据

**定位、模式及布局: 孩子王用户年龄覆盖较宽、商品服务范围更广、地理布局范围更大。**

1) **爱婴室**前身为上海汇购信息技术有限公司, 创始人施琼, 2005年于上海成立, 为立足华东、稳步向外扩张的母婴渠道龙头: 据公司公告, 截止2020年, 公司已进入上海、福建、江苏、浙江、重庆、深圳共计六省, 门店总数290家(华东及福建门店较多), 经营面积总计18.55万平方米(对应单店面积约640平方米), 先前主要聚焦0-6岁婴儿商品运营, 目前单年营收体量约22.6亿元, 商品销售收入也占据营收、毛利获取大部分;

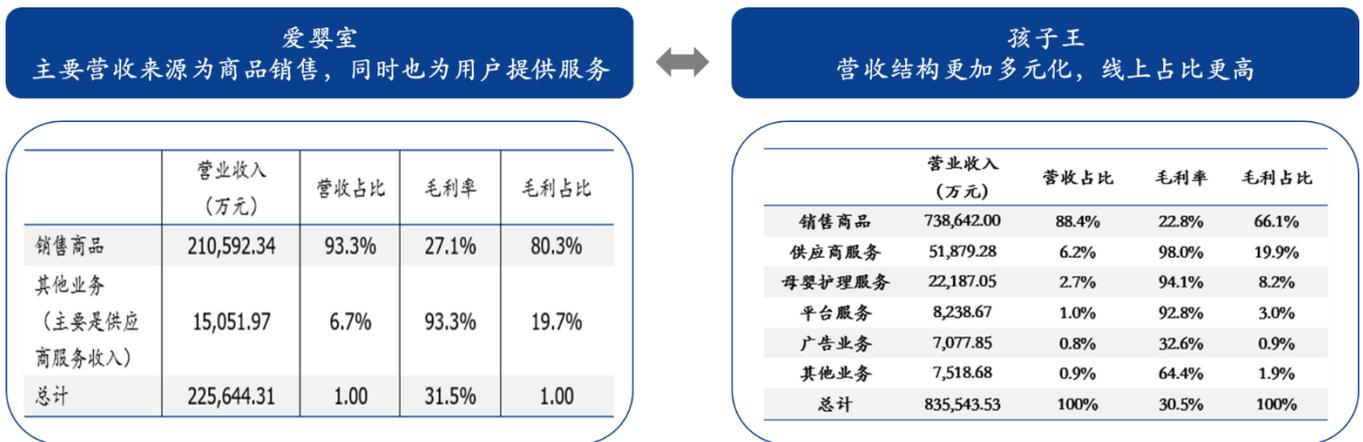
2) **孩子王**2009年创立于南京, 后相继开始全国布局, 2015年布局全渠道, 上线第一版官方APP商城, 并不断拓展线上模式, 据公司公告, 目前已在全国20个省(市)、131个城市开设了434家直营数字化门店(平均单店面积约2500平米, 最大超过7000平方米), 并构建了包括移动端APP、微信公众号、小程序、微商城等在内的线上平台, 覆盖年龄段较宽(0-14岁), 除新生儿商品销售外不断拓展服务业务, 且营收来源更加多元化, 单年营收体量约83.6亿元。

图表 50: 孩子王用户年龄覆盖较宽, 单店面积更大, 全国性布局, 地理范围更大



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 51: 孩子王营收结构更加多元化, 线上占比也较高



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**线上占比及客户运营能力: 孩子王线上占比明显更高、数字化能力更强、会员制推行更广, 客户运营能力更强。** 1)孩子王线上比例更高。通过小程序、扫码购、APP、微商城、公众号、第三方平台(既包括京东天猫等第三方平台、也包括美团饿了么京东到家等配送类相关平台)等方式全渠道经营, 据公司公告, 截止 2020 年, 公司线上订单销售占商品销售比重达到 31%(包含 O2O 扫码购及电商平台收入, 2018 年同期占比为 11%), 爱婴室同期线上销售占营业收入比重 5.2%; 2) 孩子王数字化能力更强、会员制推行更广。孩子王自成立以来, 就以经营顾客关系为理念, 依托领先大数据技术和门店场景化优势, 着力构建了基于情感为纽带的会员制企业, 基于大数据挖掘分析建立会员全生命周期下的数字化运营体系: 据公司公告, 截止 2020 年, 孩子王会员数量超过 4200 万, 较 2017 年初的 1154 万人增长了超过 2.6 倍, 其中最近一年的活跃用户超过 1000 万人, 会员贡献商品销售收入比重达 98% 以上, 且于 2018 年推出黑金会员(目前已超 70 万人, 年产值为普通会员 6 倍以上); 爱婴室同样推行会员制, 但会员数、会员数增速相对较低, 不过会员复购率、会员粘性同样在逐步增强。

图表 52: 孩子王线上化明显更强, 通过小程序、扫码购、APP、第三方平台 (既包括京东天猫等第三方平台, 也包括美团饿了么京东到家等配送类相关平台) 等方式全渠道经营



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 53: 孩子王线上订单销售占比逐年增加, 至 2020 年达到 31% (包含 O2O 扫码购及电商平台收入)

	2018 年		2019 年		2020 年	
	商品销售收入 (万元)	占比	商品销售收入 (万元)	占比	商品销售收入 (万元)	占比
线下销售	426,870.9	69%	413,462.6	56%	301,737.3	41%
扫码购	159,967.3	26%	289,072.5	39%	387,625.7	52%
其中: O2O 模式	37,144.9	6%	83,513.3	11%	178,180.1	24%
电商平台	28,364.3	5%	38,544.8	5%	49,279.0	7%
总营收	615,202.5	100%	741,079.9	100%	738,642.0	100%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 54: 爱婴室线上占比也在增加, 但相比孩子王仍有差距

	2018 年		2019 年		2020 年	
	营业收入 (万元)	占比	营业收入 (万元)	占比	营业收入 (万元)	占比
门店销售	188,683.8	88.4%	218,827.8	88.9%	196,415.3	87.0%
电子商务	4,534.8	2.1%	7,591.9	3.1%	11,651.5	5.2%
批发	6,919.7	3.2%	3,789.5	1.5%	1,482.4	0.7%
婴儿抚触等服务	1,282.7	0.6%	1,388.9	0.6%	1,043.2	0.5%
其他业务收入	12,119.4	5.7%	14,438.4	5.9%	15,052.0	6.7%
合计	213,540.4	100.0%	246,036.5	100.0%	225,644.3	100.0%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 55: 孩子王数字化能力更强、会员制推行更广

	会员制	2017年会 员数	2020年 会员数	2020年活 跃会员数	会员销售占比	单个活跃会员 年收入贡献	会员制
孩子王	孕享卡(399元/张)、成长卡(199元/张)及普通会员	1154万	4200万	约1000万人	98%	739元	黑金会员目前已超70万人,年产值为普通会员6倍以上
爱婴室	max会员及普通会员	325万(2018年)	438.2万	约80万人	95.27%(付费会员销售占总会员消费37%,一年内有线上消费会员10.46%)	2632元	付费会员人均贡献是普通会员的4.43倍、订单均价/次数是普通会员的1.47倍/3倍。

资料来源:公司公告,国盛证券研究所

**扩张能力及营收增速: 孩子王展店更快、关店相对较少, 营收增速较高, 疫情期间增速相对平稳。** 1) 孩子王展店明显更快、历年关店相对更少。2017-2020年, 孩子王单年展店比例约20%, 每年仅个位数关店, 且预计上市募集资金3年展店300家; 爱婴室展店速度略低于慢于孩子王(单年展店比例10-20%), 但2019年曾经展店加速, 不过同时面临关店调整; 2) 营收增速高于爱婴室, 且疫情期间增速相对平稳。2017-2020年, 孩子王营业收入年复合增速约16.9%, 快于爱婴室同期7.7%的营业收入年复合增速; 且疫情期间, 由于会员经营及高线上占比, 营收增速相对稳定。

图表 56: 扩张能力及营收增速: 孩子王展店更快, 关店相对较少, 营收增速较高, 疫情期间增速相对平稳

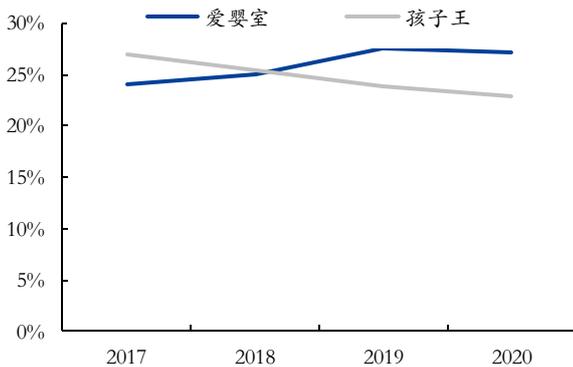
孩子王									
	门店数 (个)	开店 (个)	闭店 (个)	经营面积 (平方米)	门店收入 (万元)	坪效 (元/平米/年)	营业收入 (万元)	营收 增速	2017- 2020 营收 CAGR
2017	213	42	3	692965.0	493909.1	7127.5	523510.2		16.9%
2018	258	48	3	793184.1	623050.1	7855.1	667065.2	27.4%	
2019	352	96	2	966361.4	757513.0	7838.8	824250.9	23.6%	
2020	434	85	3	1093281.7	752039.0	6878.7	835544.2	1.4%	
爱婴室									
	门店数 (个)	开店 (个)	闭店 (个)	门店面积 (平方米)	门店收入 (万元)	坪效 (元/平米/年)	营业收入 (万元)	营收 增速	2017- 2020 营收 CAGR
2017	189	33	23	110984.4	167267.9	15071	180,784.9		7.7%
2018	223	45	11	135000.0	194501.3	14408	213,540.4	17.3%	
2019	297	73	17	174700.0	227808.7	13040	246,036.5	15.2%	
2020	290	33	40	185500.0	209109.9	11273	225,644.3	-8.3%	

资料来源:公司公告,国盛证券研究所

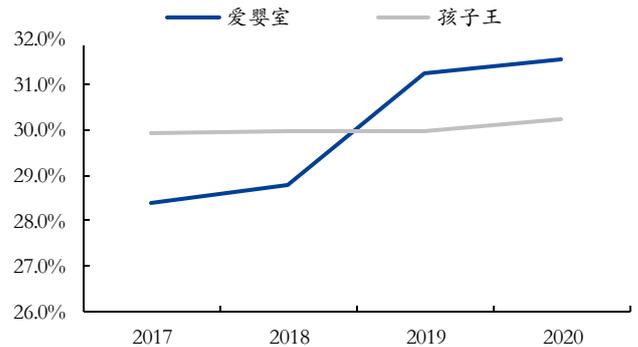
**毛利率: 爱婴室受益于议价权增强+产品结构改善+自有品牌占比提升, 毛利率呈上升**

趋势，于 2019 年商品毛利率、综合毛利率均超过孩子王。1) 近年来，由于议价权增强+产品结构改善及自有品牌占比提升，爱婴室商品毛利率大体呈上升趋势；孩子王由于高毛利率商品（外服童鞋、内衣家纺）占比及品类毛利率下降，商品毛利率呈下降趋势；2019 年，爱婴室商品销售毛利率超过孩子王；2) 虽然孩子王由于非商品销售业务营收占比提升，综合毛利率基本维持平稳；但爱婴室随着商品毛利率的提升，综合毛利率也于 2019 年超过孩子王。

图表 57: 爱婴室受益于议价权增强+产品结构改善+自有品牌占比提升，商品毛利率呈上升趋势



图表 58: 爱婴室综合毛利率也于 2019 年超过孩子王



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

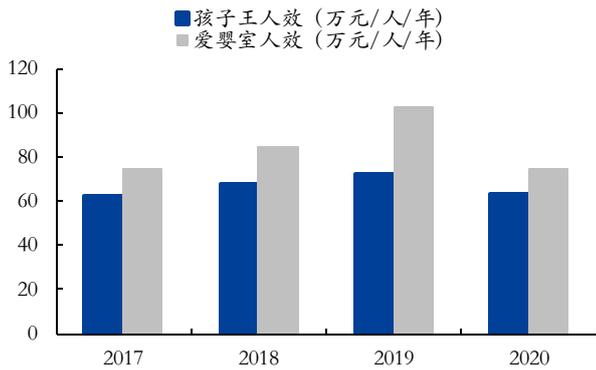
效率及费用率: 爱婴室人效、坪效明显更高, 费用率低于孩子王, 2020 年疫情影响下费用率基本持平。1) 爱婴室人效和坪效更高。这可能与两方面因素有关: 一方面, 重点位于华东的密集布局, 相对孩子王全国铺设的门店分布, 更容易在地区内形成品牌效应、享受消费者高客单价; 另一方面, 孩子王的持续展店也使得其整体坪效低于成熟门店坪效, 但从整体坪效及成熟门店坪效对比来看, 其爬坡成功率或许更高。2) 爱婴室费用率低于孩子王, 但 2020 年疫情影响下几乎持平。由于效率更高, 虽然小店运营选品难度更大(员工密度及租金都较高), 爱婴室费用率整体仍然低于孩子王: 以 2019 年为例(当年爱婴室大幅展店, 比例与孩子王相当), 其管理及销售费用率合计 23.4%(孩子王同期销售及管理费用率为 24.0%, 且研发费用率 1.3%; 爱婴室当期财务费用率约 -0.3%, 孩子王当期财务费用率约 0.0%)。但是 2020 年, 疫情影响及前期展店、关店影响下, 爱婴室费用率大幅增加: 据公司公告, 爱婴室管理及销售费用率合计比孩子王高 1.3pct(主要差在租金费用率, 爱婴室租金较高是主要原因); 财务费用率比孩子王低 0.4pct; 整体期间费用率几乎持平。

图表 59: 爱婴室坪效比孩子王高

	孩子王		爱婴室		孩子王相对爱婴室百分位	
	坪效 (元/平方米/年)	成熟门店坪效 (元/平方米/年)	坪效 (元/平方米/年)	成熟门店坪效 (元/平方米/年)	坪效 (元/平方米/年)	成熟门店坪效 (元/平方米/年)
2017	7127.5	9494.8	15071.3		47.3%	
2018	7855.1	9443.8	14407.5	19013.5	54.5%	49.7%
2019	7838.8	9779.4	13040.0	17169.5	60.1%	57.0%
2020	6878.7	8180.4	11272.8	12971.3	61.0%	63.1%

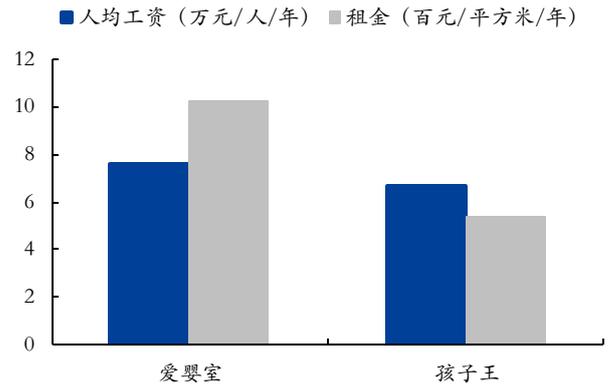
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 60: 爱婴室人效更高



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 (注: 图中为 2020 年数据)

图表 61: 爱婴室租金, 人均工资更高



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 (注: 图中为 2020 年数据)

图表 62: 由于效率更高, 虽然小店运营选品难度更大 (员工密度及租金都较高), 爱婴室费用率整体仍然低于孩子王, 但 2020 年二者费用率几乎相同

孩子王 2019 年各项费用率		爱婴室 2019 年各项费用率		孩子王 2020 年各项费用率		爱婴室 2020 年各项费用率	
工资性支出	10.8%	工资、社保及员工福利	9.6%	工资性支出	10.6%	工资、社保及员工福利	10.2%
商场租赁费	6.6%	房屋租赁费	7.4%	商场租赁费	7.1%	房屋租赁费	8.4%
折旧及装修摊销	1.5%	折旧与摊销	1.7%	折旧及装修摊销	1.8%	折旧与摊销	2.3%
办公费	1.3%	差旅费	1.2%	办公费	1.2%	差旅费	1.0%
宣传费	1.3%	水电煤	0.5%	宣传费	1.2%	水电煤	0.6%
水电费	0.5%	运输费	0.4%	水电费	0.4%	运输费	0.3%
运输费	0.4%	股权激励费用	0.4%	安保卫生费	0.2%	股权激励费用	0.2%
安保卫生费	0.2%	办公费	0.3%	服务费	0.3%	办公费	0.3%
服务费	0.4%	办公室租金	0.2%	物流仓储费	0.3%	办公室租金	0.3%
物流仓储费	0.3%	其他费用	1.7%	租赁费	0.3%	其他销售及管理费用	1.6%
租赁费	0.2%	财务费用	-0.3%	其他销售及管理费用	0.5%	财务费用	0.2%
其他销售及管理费用	0.5%			财务费用	0.6%		
财务费用	0.0%			研发费用	1.0%		
研发费用	1.3%						
合计	25.3%	合计	23.1%	合计	25.6%	合计	25.5%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

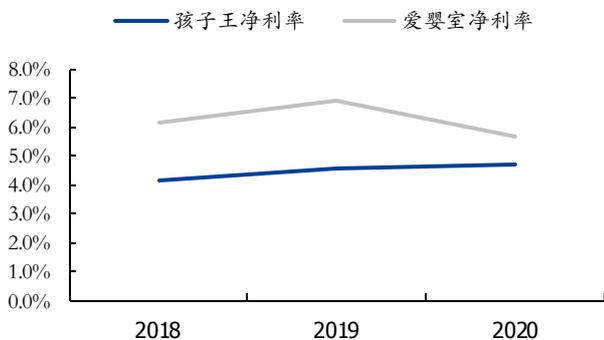
图表 63: 孩子王及爱婴室 2019/2020 年人员及租金相关财务指标比较

	2019 年			2020 年			
	爱婴室	孩子王	爱婴室相对孩子王比例	爱婴室	孩子王	爱婴室相对孩子王比例	爱婴室相对孩子王比例
人均工资 (万元/人/年)	9.8	7.9	124.7%	7.6	6.7	114.0%	114.0%
人效 (万元/人/年)	102.0	72.6	140.5%	74.5	72.6	102.7%	102.7%
员工密度 (人/千平方米)	13.0	11.8	110.6%	16.3	12.1	134.5%	134.5%
租金 (百元/平方米/年)	9.8	5.6	174.1%	10.3	5.4	189.4%	189.4%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

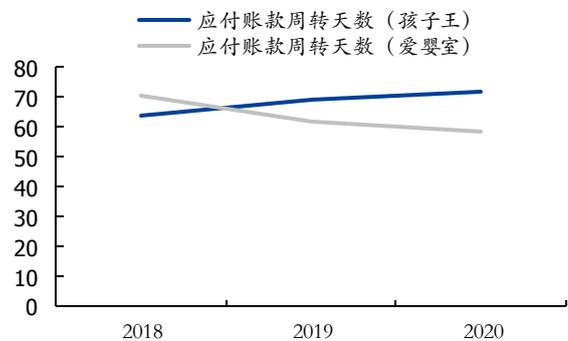
**ROE: 孩子王净利率略低于爱婴室, 但周转更快、杠杆更高, ROE 高于爱婴室。** 1) 净利率。从历史来看, 由于更高的毛利率, 不考虑疫情影响, 爱婴室净利率约 6%, 比孩子王大概高 1.5pct; 2) 资产周转率。由于更快的动销和存货周转, 孩子王存货周转率快于爱婴室; 加之下游占款能力优于爱婴室, 资产周转率也优于爱婴室 (孩子王资产周转率约 2-2.5 次/年, 爱婴室约 1.5-2 次/年); 3) 加之杠杆影响, 孩子王 ROE 相对较高 (约 20-25%, 爱婴室约 15-20%)。

图表 64: 孩子王净利率低于爱婴室约 1.5pct



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 65: 孩子王下游占款能力优于爱婴室



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 66: 孩子王周转更快

孩子王存货周转率			爱婴室存货周转率				
项目	2017年	2018年	2019年	项目	2015年度	2016年度	2017年度
奶粉		8.80	7.07	奶粉类	5.22	5.18	5.59
纸尿裤		9.14	8.70	棉纺类	1.29	1.13	1.20
玩具		2.95	3.31	用品类	4.05	4.56	4.53
内衣家纺		2.24	2.29	玩具类	2.00	1.71	1.62
洗护用品		5.61	7.69	食品类	4.47	4.46	4.52
外服童鞋		1.60	1.73	车床类	2.74	2.30	2.21
营养保健		3.65	3.66	总存货周转率	3.67	3.54	3.62
车床椅		4.64	6.76				
零食辅食		25.65	28.67				
文教智能		0.04	0.05				
总存货周转率	5.63	6.61	6.48				

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 67: 孩子王资产周转率快于爱婴室, 杠杆更高, ROE 高于爱婴室

	净利率	资产周转率	权益乘数	ROE
爱婴室	约 6%	1.5-2 次/年	约 1.5-1.6 倍	20-25%
孩子王	约 4.5%	2-2.5 次/年	约 2.5 倍	15-20%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 3.2. 顺应消费者需求, 龙头积极调整

与国外龙头类似, 国内母婴连锁龙头的战略也并非一成不变, 仍以龙头孩子王和爱婴室为例:

**孩子王线上化、数据化的卓越成就并非一蹴而就:** 1) 网上商城, 是线上销售渠道的初始模式, 目前定位为 APP 补充渠道, 以商品展示为主。2) APP 端, 孩子王 APP 于 2015 年 4 月上线, 是公司主要的移动端购物渠道, 并能够提供线上育儿顾问服务, 截至 2020 年已拥有超过 3300 万用户 (2019 年为 1700 万), 月活跃用户数超 190 万人 (2019 年为 150 万)。2019 年孩子王 APP 在 Trustdata 母婴电商类 APP 排名位居第一, 成为具有多项功能的一站式服务 APP。3) 微信端, 孩子王微信公众号于 2014 年 5 月上线, 小程序于 2018 年 4 月推出, 自上线来保持每月 2-3 个版本的高速迭代速度, 并于 2020 年获得阿拉丁第四节小程序“神灯奖”年度最佳品牌企业小程序, 截至 2020 年末小程序累计用户 2800 万户 (2019 年末为 1700 万户), 年净增用户 1100 万户, 单日最高使用人数达 60 万人 (2019 年为 40 万)。4) 第三方电商平台端, 孩子王最早在天猫上设立旗舰店, 销售各类自营商品, 并在 2020 年下半年在京东和拼多多上增加了旗舰店的开设。根据招股说明书披露, 其融资金额将有 62.6% 用于进行数字化零售终端建设, 包括数字化门店建设及 C 端数字化平台升级改造, 进一步加码线上建设。此外, 从门店面积及业务范围来看, 也经历了调整: 据公司公告, 2017-2020 年, 平均单店面积逐年下降, 且增加服务业务范围拓展用户年限, 至 2020 年底已拥有专业育儿顾问 4700 多名 (2019 年为超过 5000 名)。

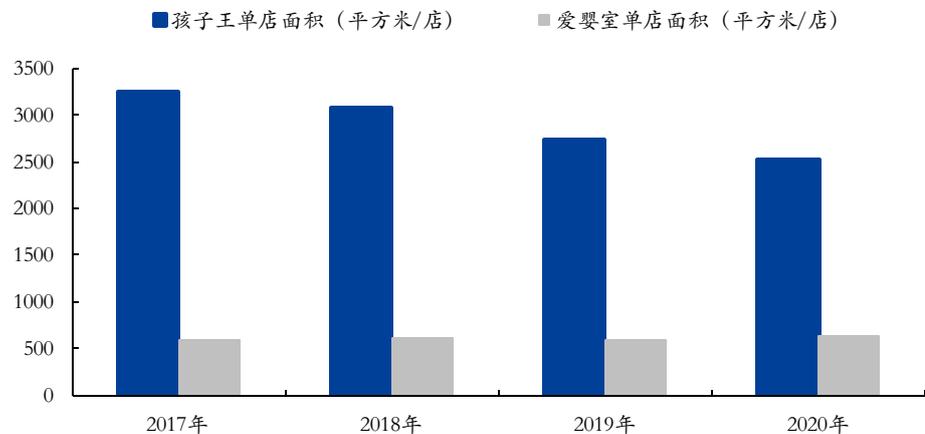
图表 68: 孩子王线上布局历程

时间	渠道变化
2015年前	设立网上商城, 并进驻天猫设立孩子王旗舰店
2014.5	孩子王微信公众号上线
2015.4	孩子王 APP 上线
2016.9	APP 累计注册用户数达 299 万名, 月活 121.57 万人, 拥有近 3000 名专业育儿顾问
2017.4	APP 扫码购功能上线, 可实现店内扫码配送到家+店外扫码店配速达
2018.4	孩子王微信小程序上线
2019 末	孩子王 APP 用户数超 1700 万, 月活超 150 万人, 在线专业育儿顾问超过 5000 名, 在 Trustdata 母婴电商类 APP 排名第一; 孩子王微信小程序累计用户 1700 万户, 单日最高使用人数 40 万人;
2020 年下半年	在京东、拼多多上开设孩子王旗舰店
2020 年末	孩子王 APP 用户数超 3300 万, 月活超 190 万, 在线专业育儿顾问超过 4700 名; 孩子王微信小程序累计用户 2800 万户, 单日最高使用人数 60 万人

资料来源: 公司公告, 公司官网, 国盛证券研究所

**爱婴室: 积极拓展线上业务、业态位置布局灵活应变、拓展用户年龄段。** 1) 从线上业务来看, 公司通过丰富自有电商平台、入驻第三方电商平台、实行新媒体营销等多种方式, 不断丰富到家业务; 2) 门店布局及面积灵活应变, 不断拓展用户年龄周期、适应消费者需求, 如先前随着消费升级变化降低街边店比例、提升商场店比例; 后疫情后顺应消费者喜爱送货上门的消费习惯变化发展社区店, 并尝试拓展用户年龄周期、提供服务业务, 适应消费者多层次需求。此外, 以上海地区为例, 在先前迅速展店后, 在行业出生率下降的经营应对之下, 开始调整门店布局等等; 3) 不断发展会员经济。爱婴室同样追求会员建设, 先前多次调整会员制度, 为了更好地增加客户粘性; 并通过社群营销等方式, 线上线下互相引流, 应对消费者需求变化。整体而言, 在国内母婴行业巨大市场及独特的发展背景下, 龙头不断调整变革, 应对消费者需求变化, 值得期待。

图表 69: 孩子王/爱婴室单店面积变化



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 4. 投资建议

国内行业增长驱动因素向人均母婴支出转移，于上游标品品牌商而言，品类高端化、新品更新及品牌替换将成主要驱动力，且需终端渠道持续助力获客；母婴专业连锁于上游品牌商具备获客及引流作用，于消费者具备教育功能及信任背书，于终端渠道渗透率不断提升。一方面，万亿规模空间及高分散度行业格局背景下，具备用户获取、运营及效率的专业连锁渠道大有可为(日本已有龙头可以参照)；另一方面，中国独特电商背景下，龙头扩张整合，同样面临挑战。据此推荐：1) 孩子王：规模领先，线上化、数据化、会员营销走在行业前列的全国母婴龙头；2) 爱婴室：口碑、产品组合、效率优势突出，华东市占率较高，积极拓展变革，有望实现区域复制。

图表 70: 行业估值表

代码	证券简称	收盘价	每股收益 (元/股)			PE		
			2020	2021E	2022E	TTM	2021E	2022E
603708.SH	家家悦	17.93	0.70	0.75	0.88	29	24	20
002697.SZ	红旗连锁	5.95	0.37	0.37	0.41	17	16	15
603214.SH	爱婴室	24.46	0.82	1.01	1.21	29	24	20
A20374.SZ	孩子王	-	0.40	-	-	-	-	-

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 注: 表中未覆盖标的为市场一致预期, 为 2021 年 5 月 20 日数据

## 5. 风险提示

- 1) 行业竞争加剧。国内母婴行业市场大、且下游分散，渠道端存在较大整合机会，但电商背景下，若线下企业利润留存受到影响，可能面临经营压力。
- 2) 出生率严重下滑影响单店模型。一般而言，线下实体店在选址时可能考虑附近居住人口及新生儿数目，若出生率下滑严重，可能影响后期单店模型，导致盈利困难。
- 3) 租金及人力成本大幅上升。同其他线下连锁一样，租金费用及人力费用是行业的费用大头，若其门店效率提升不能快于租金及人力成本上涨，可能面临费用率持续提升风险。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com