

## 品牌、连锁化，加速成长的月子服务龙头

### 投资评级：增持（首次）

报告日期：2021-08-06

收盘价(元)	1.42
近12个月最高/最低(元)	1.47/0.42
总股本(百万股)	4285.01
流通股本(百万股)	4285.01
流通股比例(%)	100%
总市值(亿元)	60.85
流通市值(亿元)	60.85

### 公司价格与恒生指数走势比较



### 分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

电话：18502142884

邮箱：wangying@hazq.com

### 相关报告

### 主要观点：

#### ● 月子中心第一股。

爱帝宫 2007 年成立于深圳，原名“同佳健康”，现已基本剥离“同佳健康”原有业务专注于中高端月子中心服务。截至 2021 年 6 月末，公司在深圳、北京、成都布局 6 家月子中心，现有月子房 505 间，其中深圳月子房占比最高，达到 75%，公司在国内月子中心市场份额占比位列第一。公司将以轻资产模式为主持续扩张，进一步推进月子中心全国布局。

#### ● 高成长、低渗透率黄金赛道。

国内月子中心目前仍处于初期阶段，行业增速高，市场竞争格局较为分散，渗透率低。2018 年，我国月子中心数量 4050 家，渗透率仅为 4%，行业 CR5 占比仅 11.3%，其中，爱帝宫位列第一，占比 4.3%，魏阁、宝生分列第二、第三位，占比分别为 3.8%、1.6%。三孩政策落地有望带来新生儿红利，随着消费水平提升和消费观念的转变，我国月子市场规模将持续增大。我国月子中心起源于上世纪 90 年代初台湾地区，目前中国台湾月子服务业渗透率已达到 60%，对标习惯相似的中国台湾成熟市场，大陆有望延续中国台湾发展路径，潜在千亿市场规模可期。

#### ● 品牌、规模、专业、连锁化、轻资产，外延扩张，强者恒强。

公司深耕月子服务赛道 14 余年，拥有 9 大科学系统照顾体系，1300 余项标准专业操作要点，护理团队皆有受过严格训练的护士担任，在行业里长期积累了良好的品牌口碑。同时，公司通过明星效应，注重新媒体营销，加速扩大品牌影响力。单店模型优异，盈利复制能力强。现金回收周期约 6 个月，新开店约一年能实现盈利，净利润率达 20%。现与连锁物业合作，启用超轻资产模式，少于 2 个月即可开业。标准化、超轻资产模式，叠加外延并购与双品牌模式，为公司快速打开成长空间。

#### ● 投资建议

**首次覆盖，“买入”评级。**优秀的月子中心是品牌、规模、组织运营与盈利能力兼具的稳态复杂系统。爱帝宫拥有较强的组织运营能力，包括人才激励与单店模型的打造，能提供医疗级专业标准全方位服务，同时，具备较强的规模化扩张能力，资金实力充裕且模型能够快速复制展店。叠加资本与人力的投入，爱帝宫在品牌塑造、连锁扩张与组织运营上皆具有极强的竞争力。2021-2023 年公司实现主营业务收入 12.47、17.91、22.38 亿港元，同比增长 107.4%、43.6%、25.0%，对应归母净利润 1.35、2.02、2.90 亿港元，同比分别增长-135.5%、48.9%、43.9%，对应 EPS0.03、0.05、0.07 港元。我们给予公司 2022 年 27 倍 PE，目标价格 1.35 港元，给予“买入（首次）”评级。

#### ● 风险提示

开店数不及预期；新生儿出生率下降；安全事故风险；疫情反复风险；行业竞争加剧风险。

● 重要财务指标

单位:百万港元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	601	1247	1791	2238
收入同比 (%)	-1.5%	107.4%	43.6%	25.0%
归属母公司净利润	-381	135	202	290
净利润同比 (%)	-3493.7%	-135.5%	48.9%	43.9%
毛利率 (%)	40.9%	42.8%	43.8%	43.2%
ROE (%)	-49.3%	14.9%	18.2%	20.7%
每股收益 (港元)	-0.10	0.03	0.05	0.07
P/E	-4.92	40.48	27.20	18.90
P/B	1.89	4.84	4.10	3.36
EV/EBITDA	11.66	11.80	7.85	6.20

资料来源: wind, 华安证券研究所

# 正文目录

<b>1 加速成长的月子服务龙头</b> .....	<b>6</b>
1.1 深耕月子服务赛道 14 载，股权结构趋于稳定 .....	6
1.2 专注月子服务，轻资产加速扩张 .....	7
1.3 营收持续增长，盈利能力领跑同类 .....	9
<b>2 高成长、低渗透率黄金赛道</b> .....	<b>10</b>
2.1 千亿规模，低频高消、低渗透 .....	10
2.2 消费升级驱动月子服务行业高速扩容 .....	13
2.3 三孩政策，利好月子服务行业 .....	15
2.4 行业分散、盈利壁垒高、口碑品牌依赖度高 .....	17
<b>3 品牌、运营、连锁化优异的月子中心龙头</b> .....	<b>22</b>
3.1 品牌塑造：深耕赛道十余载，月子服务市占率第一 .....	22
3.2 连锁扩张：标准化业态复制势能强 .....	24
3.3 未来趋势：轻资产、双品牌打开成长空间 .....	26
<b>4 盈利预测、估值及投资评级</b> .....	<b>29</b>
4.1 盈利预测 .....	29
4.2 投资建议 .....	29
<b>风险提示：</b> .....	<b>30</b>

## 图表目录

图表 1 公司发展历程 .....	6
图表 3 公司股权结构图 .....	7
图表 4 爱帝宫先后 3 次剥离核心业务 .....	8
图表 5 公司 5 大月子业务服务内容及 6 家月子中心门店展示 .....	8
图表 6 健康产业罗浮山养生住宅项目 .....	9
图表 7 2016-2020 年公司营业收入及增速, 百万港元 .....	9
图表 8 2016-2020 年公司毛利及毛利率 .....	9
图表 9 2014-2020 年各业务营业收入, 百万港元 .....	10
图表 10 2016-2020 年月子房数量, 间 .....	10
图表 11 国内月子中心一般服务流程 .....	10
图表 12 产妇选择月子中心的主要理由 .....	10
图表 13 月子中心发展历程 .....	11
图表 14 2022 年中国月子中心市场规模渗透率预测 .....	11
图表 15 2016-2025 年中高端型规模及占比 .....	12
图表 16 2019 年四大城市月子中心平均价格, 万元 .....	12
图表 17 2019 年消费者认为各因素在月子期的重要程度 .....	12
图表 18 2019 年月子中心服务的渗透率 .....	12
图表 19 2011-2019 年台湾省月子中心渗透率 .....	13
图表 20 我国消费者对月子所需花费可接受价格分布 .....	13
图表 21 月子中心市场空间测算 .....	13
图表 22 月子中心提供的服务 .....	14
图表 23 月子中心的比较优势凸显 .....	14
图表 24 消费升级下当代女性对月子中心接纳度更高 .....	14
图表 25 中美日三国居民最终消费在 GDP 中的占比 .....	15
图表 26 各城市人均可支配收入, 元, % .....	15
图表 27 中国大陆月子中心平均价格, 元 .....	15
图表 28 四大城市人均可支配收入, 元 .....	15
图表 29 新生儿人口数量及出生率, 万人, % .....	16
图表 30 国家生育政策开放进程 .....	16
图表 31 多孩人口占比变化 .....	17
图表 32 多孩生育率伴随生育政策开放出现上升 .....	17

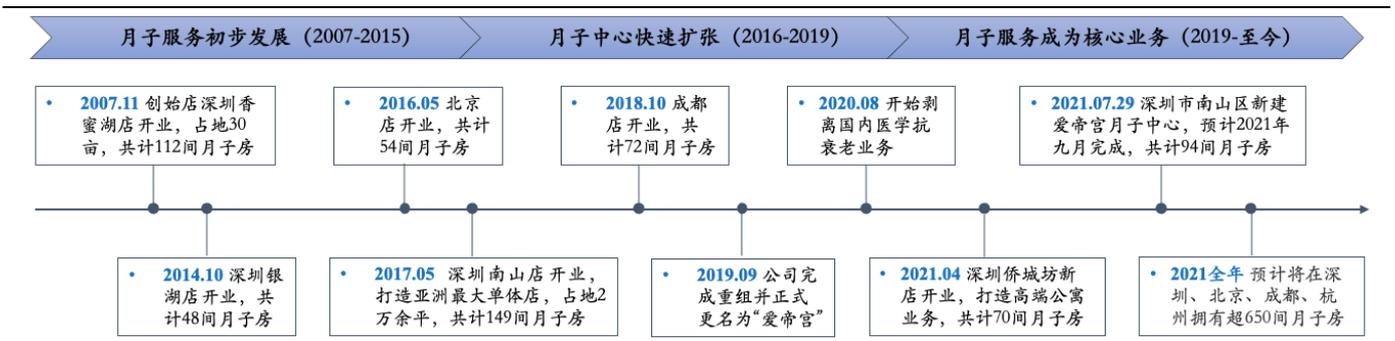
图表 33 2018 年中国月子中心市场份额占比 .....	17
图表 34 2018 年月子中心 CR5 营业收入, 百万元 .....	17
图表 35 不同月子中心品牌门店概况 .....	17
图表 36 不同月子套餐服务 .....	18
图表 37 月子中心主要模式优劣对比 .....	18
图表 38 专业消费医疗体系对比 .....	19
图表 39 龙头月子中心服务内容差异不大 .....	19
图表 40 内地与台湾月子中心区别 .....	20
图表 41 中国月子中心营销推广模式 .....	20
图表 42 中国月子中心服务分类 .....	21
图表 43 月子中心成本构成 .....	21
图表 44 中国月子中心服务分类 .....	21
图表 45 行业龙头经营正向反馈 .....	21
图表 46 现代科学坐月子与传统方法对比 .....	21
图表 47 爱帝宫六大分院 .....	22
图表 48 头部月子中心大众点评分布情况 .....	22
图表 49 2018 年中国月子中心市场份额占比 .....	23
图表 50 2018 年月子中心 CR5 营业收入, 百万元 .....	23
图表 51 爱帝宫南山旗舰店套餐报价 (26 天) .....	23
图表 52 多位一线明星入驻爱帝宫 .....	24
图表 53 同行月子中心社群营销情况 .....	24
图表 54 各品牌不同分店人均消费 .....	24
图表 55 2018 年中国月子中心市场份额占比 .....	25
图表 56 爱帝宫稳态单店模型 .....	25
图表 57 爱帝宫九大服务体系 .....	25
图表 58 爱帝宫 9 大体系支撑与完善的护士培训体系 .....	26
图表 59 爱帝宫原有扩张模式与超轻资产扩张模式对比 .....	26
图表 60 月子中心行业扩张模式 .....	27
图表 61 爱帝宫 5 年规划城市门店扩张路径 .....	28
图表 62 爱帝宫双品牌模式 .....	28
图表 63 公司收入成本预测表 .....	29
图表 64 上市餐饮相关企业估值对照表 .....	30

# 1 加速成长的月子服务龙头

## 1.1 深耕月子服务赛道 14 载，股权结构趋于稳定

爱帝宫深耕月子服务赛道 14 年，行业龙头公司。“爱帝宫”原名“同住健康”，同住健康过去主要从事天然健康食品、医学抗衰老及养生基地、医疗健康产业投资管理和投融资业务，爱帝宫现有业务包括月子服务和健康业务。公司于 2007 年 11 月开设首家月子中心深圳香蜜湖店，2014 年 10 月深圳银湖店开业。同住健康于 2015 年 8 月收购爱帝宫母婴健康集团 6.43% 股权，又于 2019 年 9 月并购 88.52% 股权并更名为“爱帝宫”。公司现已成功转型为月子中心服务提供商，国内市场份额占比位列第一，为月子中心第一股。

图表 1 公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，华安证券研究所

**股权激励管理层，股权结构较为稳定。**为充分调动管理层及职员积极性，2020 年 10 月，公司与朱昱霏女士订立股份奖励协议，根据是否满足设定条件来决定是否向朱昱霏女士发行不超过 2 亿股的股权奖励。此外，公司于 2021 年 6 月 30 日向以朱昱霏女士为代表的高级职员发行约 2.64 亿股，约占已发行股份的 6.57%，朱昱霏女士所持股份进一步上升。截至目前，公司最大股东及执行董事张伟权先生持有公司 23.14% 股份，三泰富环球增长独立投资组合基金持有公司 9.91% 股权，公司主席兼 CEO 朱昱霏女士持有 10.48% 的股份，其他股东占比 56.47%。

张伟权先生拥有丰富的管理医院及健康中心的经验和资源，目前主要负责公司原有业务；朱昱霏女士在母婴护理行业积累多年，现负责公司月子中心业务。公司管理层分工明确、运营专业，充分的股权激励和稳定的股权结构利于公司长远发展。

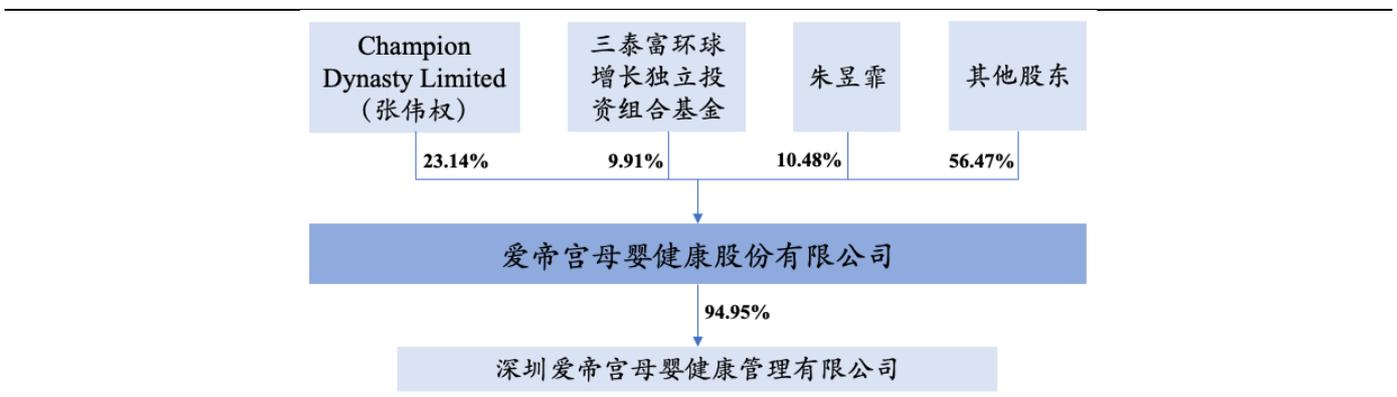
图表 2 公司管理层介绍

姓名	年龄	职务	经历
朱昱霏女士	58	执行董事，董事会联席主席及行政总裁	爱帝宫创始人。曾任北京大学深圳医院产科护士长，是国内首批开展月子中心服务的创业家，现任为深圳市第六届政协委员及深圳市母婴服务业协会会长
张伟权先生	47	执行董事，附属公司董事	具有近 20 年的医疗健康行业运营经验及丰富的行业资源，曾成功创办多家医院及健康管理中心等，曾任绿科科技国际有限公司执行董事
林江先生	56	执行董事	持有中山大学经济学学士及硕士学位、暨南大学经济学博士学位及完成中南财经政法大学应用经济学博士后研究工作。于经济金融领域累积超过 20 年经验，曾在招商局担任金融事业部副总经理。现任中山大学岭南学院经济学教授及博士生导师

			师、广东省财政学会副会长、广州市财政专家咨询委员会委员等
李润平先生	39	执行董事	南开大学国际商学院会计学学士及行政管理硕士。在金融行业积累逾 10 年经验，于多间公司担任高级管理层职位及负责行业研究、投资及有关并购之事宜
黄建民先生	69	非执行董事	于 1985 年取得暨南大学企业管理文凭，在品牌推广及公共关系管理方面拥有丰富经验，曾担任鳄鱼恤有限公司中国分部副总经理，其后在迪生附属公司香港西武集团负责门店扩张、管理协调、市场推广、企业关系及业务发展事宜，后来担任香港投资集团首席营运总监、太阳新天地购物中心总经理
杨智博先生	35	非执行董事	于 2008 年获得西安交通大学商管理学士学位，2013 年取得安徽大学金融学硕士学位，先后在多家公司担任高级管理层职位，负责企业审计、风险管理及投资管理，拥有逾 5 年相关经验

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 3 公司股权结构图



资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 1.2 专注月子服务，轻资产加速扩张

**剥离非核心业务，专注做好月子服务。**爱帝宫集团主要从事月子服务及健康产业，月子服务主要包括产后护理服务，健康产业主要包括医学抗衰老以及健康产业投资。2020 年，公司逐步退出国内医学抗衰老业务，通过其全资子公司广州同佳医疗完成其对广州瑞昂门诊部、惠州同佳医疗科技、深圳同佳门诊部以及广州同佳细胞科技全部权益的出售，聚焦核心业务发展。此外，公司于 2021 年 6 月出售其持有的金泰创投（医疗抗衰老业务）、珍益集团（海马养殖）、广东绿科（生物制药）和广东丰源（生物制药）的全部股份，进一步剥离非核心业务。经过多次剥离，公司健康产业只剩下少部分生物制药业务和罗浮山房地产业务，业务进一步精简，月子服务成为核心。这一系列举措也将减少非核心业务可能带来的不利影响、改善集团现金流和财务状况，为股东创造更大价值。

图表 4 爱帝宫先后 3 次剥离核心业务

公司名称	公告日期	出售所得收益	作价
广州瑞昂综合门诊部有限公司	2020.08.05	人民币 736.6 万元	--
惠州市同佳医疗科技有限公司			
深圳同佳门诊部			
广州同佳细胞科技有限公司			
金泰创投有限公司	2021.06.10	港币 950 万元	港币 7000 万元
深圳市万骐海洋生物科技有限公司		港币 390 万元	港币 2500 万元
广东科绿生物医药科技有限公司	2021.06.18	人民币 730 万元	人民币 6200 万元
广东丰源华科生物科技有限公司			

资料来源：公司年报，华安证券研究所

**月子服务定位高端，月子中心加速扩张。**爱帝宫致力于打造月子服务高端品牌，由专家团队提供多对一的专业照护，月子服务包括五大业务：母婴基础照护、产后康复、瑜伽塑形、乳房管理和宝宝摄影。根据护理类型、房型、月子餐和其他增值服务的不同，月子套餐主要分为 7 种，报价分别为 6.88 万、7.88 万、10.88 万、14.88 万、16.88 万、23.88 万和 36.88 万，定位中高端市场。截至 2021 年 6 月末，公司拥有月子房 505 间，月子中心 6 家，分别为深圳香蜜湖店、深圳银湖店、深圳南山母婴城店，北京顺义店、成都店和深圳侨城坊店，前五家月子中心均采用独栋式物业模式，而深圳侨城坊店和目前在建的深圳南山月子中心则采用公寓式物业模式，这一超轻资产模式将助力月子中心快速扩张。

图表 5 公司 5 大月子业务服务内容及 6 家月子中心门店展示



资料来源：公司年报，华安证券研究所

**兼顾健康产业，为月子服务提供资金支持。**公司健康产业主要包括医学抗衰老和健康产业投资。公司现存生命抗衰老及养生基地业务主要为罗浮山养生住宅项目，该项目已取得 70 年使用年限的住宅土地约 123 亩，主要出售养生别墅及养生洋房，别墅售价人民币 2 万元-2.5 万元/平方米，洋房售价人民币 1.3 万元-1.5 万元/平方米。此外，集团现有产业投资业务主要包括腾龙医疗集团（门诊及养老院）和丰硕生物医药科技集团。近两年，公司逐步削减健康产业业务，将更多资金用于支持月子服务。

图表 6 健康产业罗浮山养生住宅项目



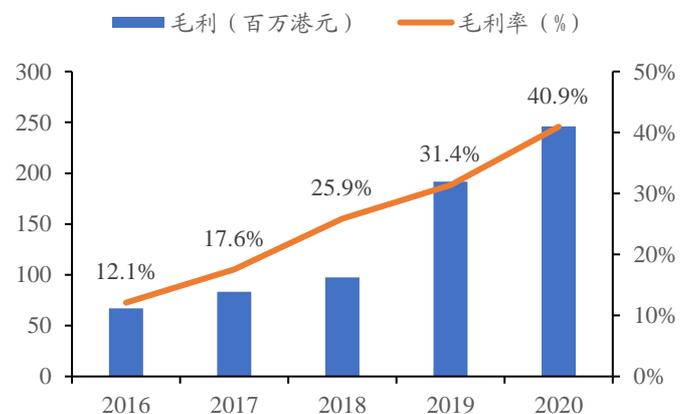
资料来源：公司年报，华安证券研究所

### 1.3 月子服务成公司增长引擎

重组并购带来营收增长，毛利、毛利率齐升。公司收购爱帝宫之前，其营业收入在 2016 年至 2018 年间呈下降趋势，从 5.55 亿港元下降至 3.77 亿港元。2019 年重组并购完成后，营业收入回升，从 2018 年 3.77 亿港元增长 63% 至 2019 年 6.15 亿港元，2020 年受疫情影响，营收水平基本保持不变。公司毛利和毛利率逐年提升，2016-2020 年，毛利从 0.67 亿港元上升至 2.46 亿港元，年复合增长率高达 38.4%，毛利率从 12.1% 攀升至 40.9%，毛利提升主要是高利润月子服务占比增加所致。

图表 7 2016-2020 年公司营业收入及增速，百万港元

图表 8 2016-2020 年公司毛利及毛利率

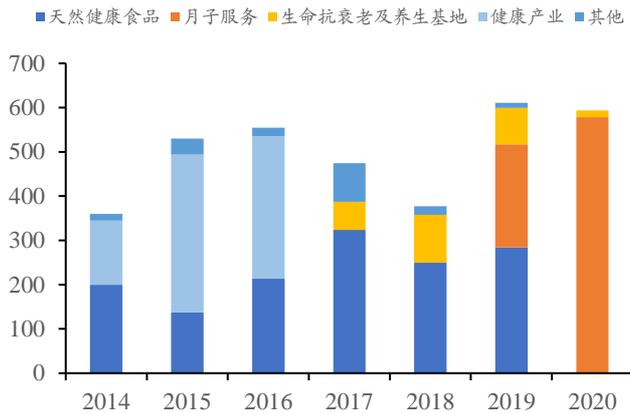


资料来源：Wind，华安证券研究所

资料来源：Wind，华安证券研究所

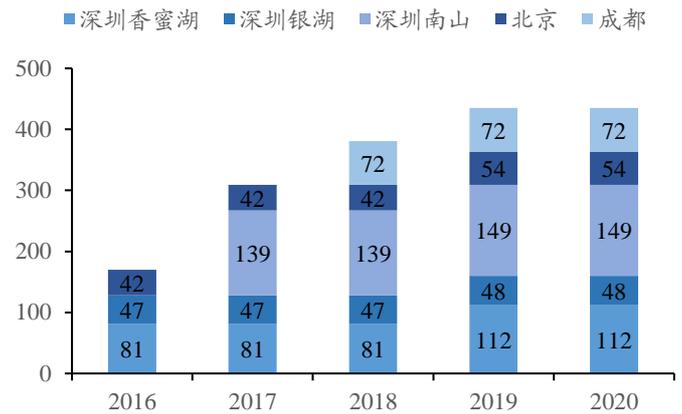
伴随月子房数量不断上升，月子服务成为公司营收增长引擎。2014-2020 年，集团业务不断调整，健康产业和天然健康食品业务先后退出，生命抗衰老及养生基地份额逐步减少，月子服务营收占比大幅上升，已成为当前集团收入增长的主力引擎。与此同时，月子服务营收的快速增长离不开月子房数量的持续增加，公司月子房数量从 2016 年 170 间增长至 2020 年 435 间。截至 2021 年 6 月末，公司月子房数量为达 505 间，其中深圳月子房占比最高，达到 75%。预计公司将持续推进月子中心全国布局。

图表 9 2014-2020 年各业务营业收入, 百万港元



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 10 2016-2020 年公司月子房数量, 间



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

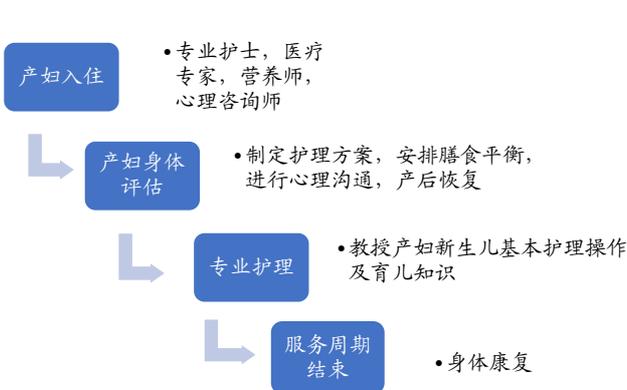
## 2 高成长、低渗透率黄金赛道

### 2.1 千亿规模, 低频高消、低渗透

产后科学护理意识提升, 行业前景广阔。“坐月子”作为中国传统生育习俗, 所指时间是在胎儿、胎盘娩出后, 产妇机体和生殖器官所需的复原阶段, 医学上将这段时间称为产褥期, 产褥期时长一般为 6-8 周, 产妇在此期间需要根据个人不同身体状况来进行适当疗养。相比于传统的在家坐月子, 月子中心可以为新生妈妈提供专业全面的产后护理, 不仅能加快妈妈的产后恢复效率, 也能给宝宝带来更专业的照护。随着消费水平的快速升级和新生儿父母健康意识的日渐提升, 一站式全方位产后母婴康复服务机构越来越受新一代新生儿父母欢迎。

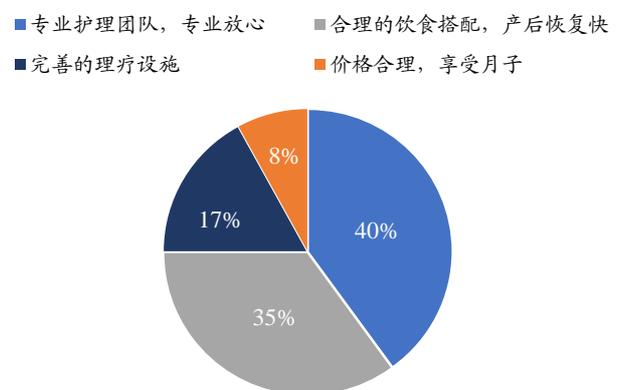
1999 年以来, 我国月子中心行业历经了萌芽期、探索期和发展期三个阶段, 发展至今, 月子中心形成了直营与加盟两种模式, 部分连锁品牌已经成形, 行业规模正处于快速扩张阶段。

图表 11 国内月子中心一般服务流程



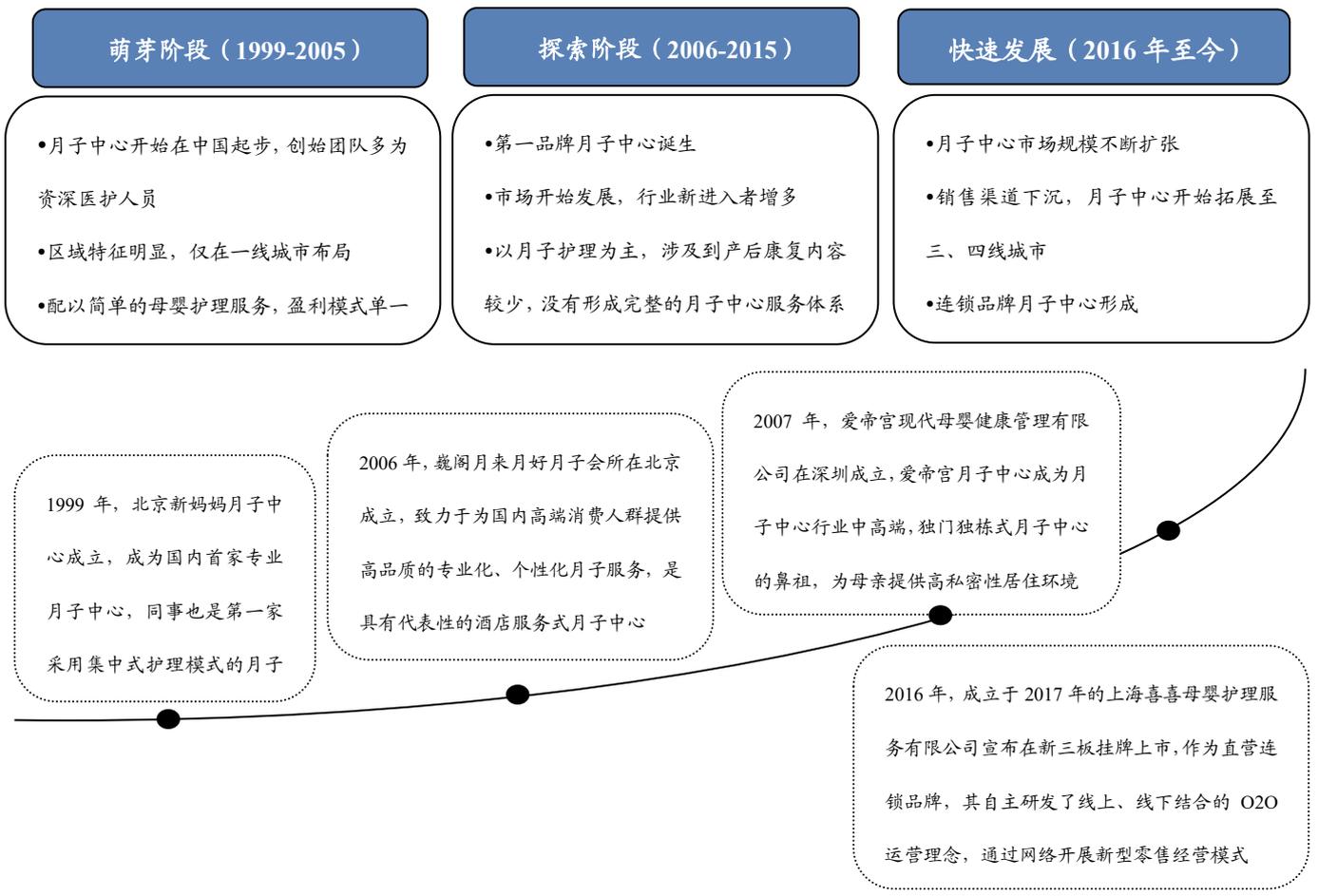
资料来源: 艾媒咨询, 华安证券研究所

图表 12 产妇选择月子中心的主要理由



资料来源: 前瞻产业研究院, 华安证券研究所

图表 13 月子中心发展历程



资料来源: 弗若斯特沙利文, 华安证券研究所

**高线城市分布为主, 主流市场定位中高端。**月子中心的密集度与地区经济水平、人均购买力和市场接受度高度相关。月子中心服务具有高客单价属性, 目前其市场主要集中在一二线城市和部分经济发达城市, 但分布数量较少的地区并不意味着没有市场需求。近几年随着三四线城市购买力的提升以及月子连锁企业的异地扩张, 渠道分布有向三四线城市下沉的趋势, 行业未来下沉空间极大。据前瞻产业研究院发布的《2018-2023 年中国月子中心行业市场需求与投资规划分析报告》显示, 预计 2022 年一线城市渗透率最高可达 20%, 二三线城市渗透率分别为 10%、3%。

图表 14 2022 年中国月子中心市场规模渗透率预测

城市类别	城市	婴儿出生数 (万)	渗透率 (%)	人均消费 (万元)	市场潜力 (亿元)
一线城市	北京	30.1	18	7	37.9
	上海	28.4	20	7	39.8
	广州	25.2	18	7	31.8
	深圳	21.2	18	7	26.7
二线城市 (32 个)	天津、重庆、杭州、南京等	330	10	4.5	148.5

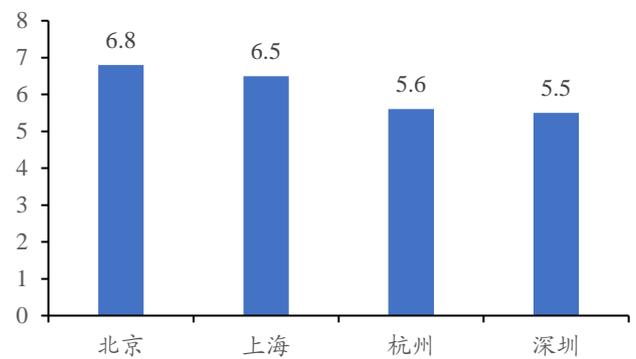
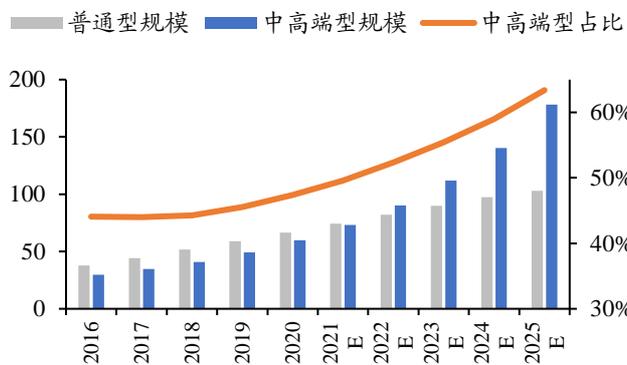
其他经济较发达城市 (14 个)	绍兴、嘉兴、扬州、东莞等	105	8	4.5	37.8
其他三线城市 (100 个)	株洲、连云港、汕头等	510	3	2	30.6

资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

**客单价高、消费频次低，中高端月子中心趋势向好。**2019 年，北京、上海、杭州、深圳月子中心平均价格分别为 6.8 万元、6.5 万元、5.6 万元、5.5 万元。人均可支配收入的增长带动了高收入群体增长，可以较好地支撑起行业增长。上述四座城市城镇居民人均可支配收入均可满足月子中心高昂的客单价，其中北京在 2019 年人均可支配收入达到了 8 万元。从细分领域来看，在消费升级背景下，月子中心行业将向高端市场持续分化，中高端型月子中心未来趋势向好。弗若斯特沙利文统计数据显示，中高端型月子中心 2016 年占比总规模的 44.1%，市场规模为 29.8 亿元，预计到 2025 年中高端占比为 63.4%，市场规模可达 178.2 亿元。

图表 15 2016-2025 年中高端型规模及占比

图表 16 2019 年四大城市月子中心平均价格，万元



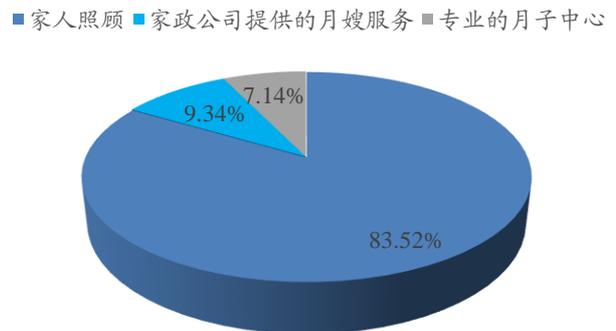
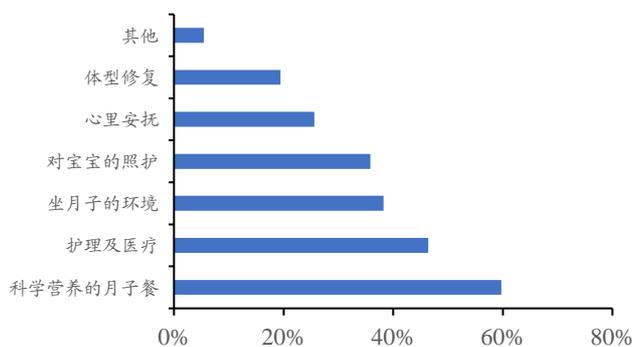
资料来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所

资料来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所

**行业渗透率低，潜在成长空间广阔，千亿市场方兴未艾。**中国台湾省月子中心发展程度与大陆相比较为成熟，据中国台湾卫生福利部数据显示，产后护理机构入驻人数连年增长，截止 2019 年已超过 11 万人次入住，参照同年新生儿数量来看，台湾月子中心渗透率为 62.46%，而 2018 年中国大陆月子中心渗透率仅为 4%，未来潜在市场空间巨大。未来 10 年内，中国一线城市月子中心的渗透率预期能达到 30% 以上，对比当前 5% 至 8%，预期增长 275%-500%。在新生儿人口红利、消费水平提升、消费观念转变、产业政策出台等多重因素的推动下，月子市场总体规模将持续增大。假设月子服务行业渗透率达到中国台湾 60% 的渗透率水平，潜在市场千亿规模可期。

图表 17 2019 年消费者认为各因素在月子期的重要程度

图表 18 2019 年月子中心服务的渗透率



资料来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所

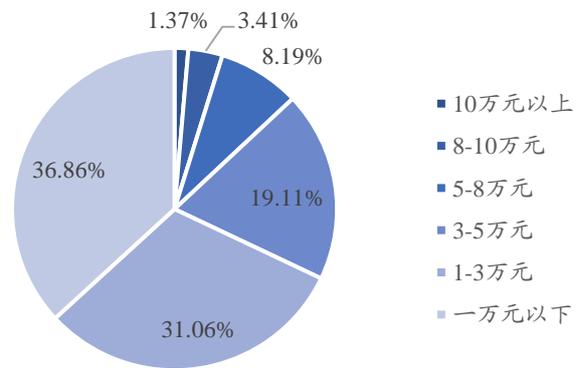
资料来源：艾媒咨询，华安证券研究所

图表 19 2011-2019 年台湾省月子中心渗透率



资料来源：中国台湾卫生福利部，华安证券研究所

图表 20 我国消费者对月子所需花费可接受价格分布



资料来源：艾媒咨询，华安证券研究所

图表 21 月子中心市场空间测算

科目	情形 1	情形 2	情形 3
出生人口 (万)	1200	1200	1200
机构坐月子比例	6%	30%	60%
机构坐月子人数 (万)	72	360	720
花费价格			
20000-30000	40%	30%	30%
30000-50000	30%	20%	20%
50000-80000	20%	30%	30%
80000-100000	7%	17%	17%
100000-300000	3%	3%	3%
加权价格	47300	47300	47300
行业规模 (亿元)	340.56	1702.80	3405.60

资料来源：艾媒咨询，华安证券研究所

## 2.2 消费升级驱动月子服务行业高速扩容

消费升级加速消费观念的转变。目前我国母婴以 80 后和 90 后这类受教育程度较高，生活节奏快，经济条件较好的群体为主。伴随着人均可支配收入和消费水平的提高，对健康问题的重视程度也不断增加。他们更愿意为省心，高品质的服务支付溢价。月子中心的“一条龙”母婴服务不仅从产后护理、营养餐、美容保健等方面满足母亲的消费需求，还承担了月子期间照顾婴儿的繁琐工作，例如婴儿的专业护理，生长检测，婴儿早教等，成为年轻妈妈的第一选择。

图表 22 月子中心提供的服务



资料来源：艾媒咨询，华安证券研究所

图表 23 月子中心的比较优势凸显

项目	月嫂	月子中心
服务项目	生活护理	彻底的身体检查、塑形美体、婴儿早期智力开发和健康教育
专业度	月嫂提供服务	由医生、护士或护士助理提供
性价比	1 万以上	2-40 万不等

资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

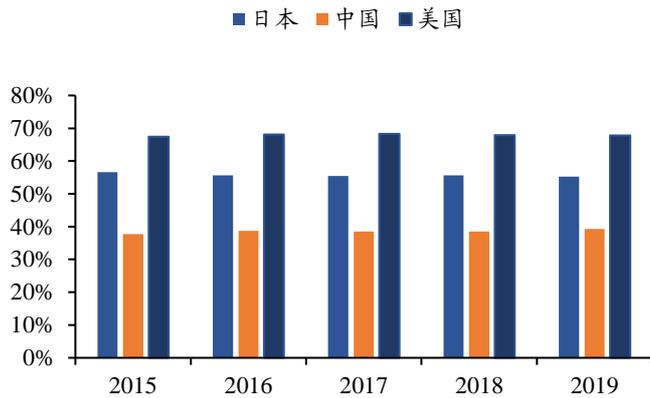
图表 24 消费升级下当代女性对月子中心接纳度更高



资料来源：艾媒咨询，华安证券研究所

**消费水平提升助力月子服务需求。**截至 2020 年，我国人均 GDP 达到了 7.2 万元，并且居民的人均消费水平也随之提高，但是与美国、日本等发达国家的消费水平相比仍然存在差距。2019 年，我国人均消费占 GDP 比重为 39.25%，美国和日本达到了 67.86%和 55.24%，对标美日，我国居民的消费水平存在广阔的增长空间。我国人均可支配收入也在持续攀升，截至 2020 年，全国城镇人均可支配收入达到了 3.22 万元，同比增长 4.7%。中高收入群体增加，为行业增长提供有力支撑。据瑞士信贷报告，在 2011 年到 2021 年期间，中国大陆个人净资产超过一百万美元的居民人数由 101 万人提升 528 万人，年均增速约 17.9%。

图表 25 中美日三国居民最终消费在 GDP 中的占比



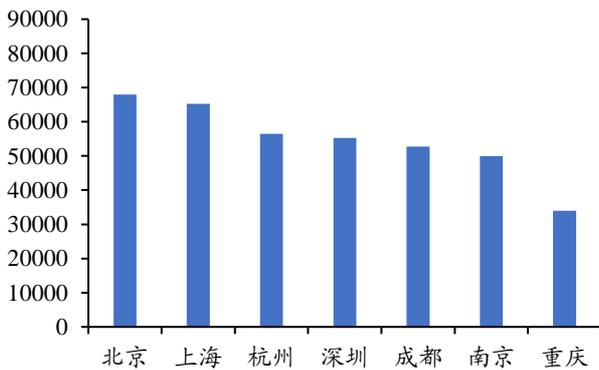
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 26 各城市人均可支配收入, 元, %



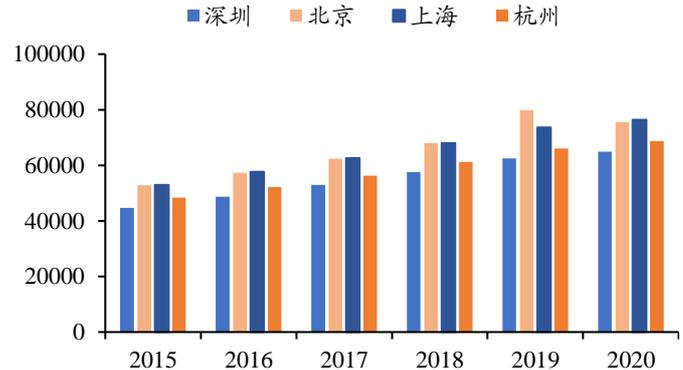
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 27 中国大陆月子中心平均价格, 元



资料来源: 产业信息网, 华安证券研究所

图表 28 四大城市人均可支配收入, 元

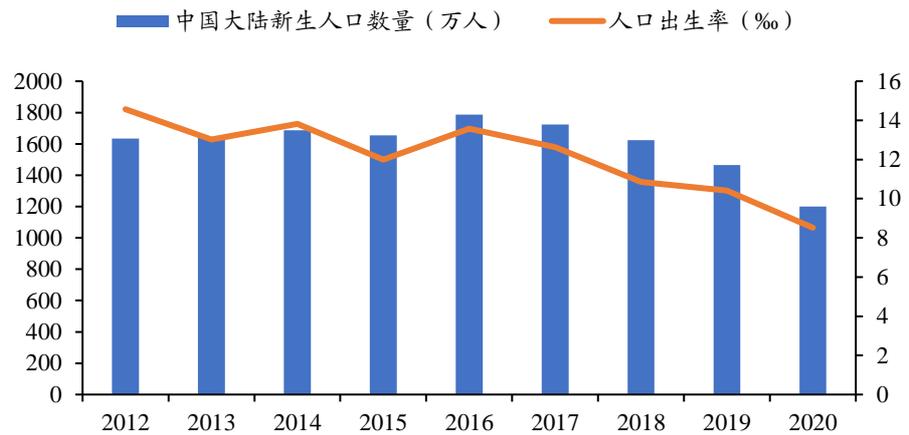


资料来源: Wind, 华安证券研究所

### 2.3 三孩政策, 利好月子服务行业

**生育率持续走低, 人口问题日益严峻。**根据国家统计局数据, 近年来中国大陆出生人口在经历 2016 年的短暂上升后有所回落, 生育率持续走低。特别是第七次人口普查数据显示我国新生儿出生率已降至 8.52%, 同时我国总和生育率 (国家或地区的妇女在育龄期间, 每个妇女平均的生育子女数) 降至 1.3, 远低于生育更替水平。尽管人口基数庞大, 新生儿仍维持在 1200 万人/年左右, 但长期来看我国的人口情况显示了社会老龄化的加剧以及日益严峻的人口出生率问题。

图表 29 新生儿人口数量及出生率，万人，%



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

**国家生育政策不断放开，相关行业有望受益。**面对日益严峻的人口问题，政府对未来人口生育率提出展望，坚决搬走影响生育率的三座大山，教育、医疗和消费。政府颁布了一系列生育、教育、医疗等方面的政策以促进生育率提高，特别是政府从 2011 年开始持续开放生育政策。2015 年全面“二孩”政策颁布后，新生儿人口和生育率都有短期上升。虽然后期政策效果有所回落，但仍可看出政府改善人口问题的决心和效果。

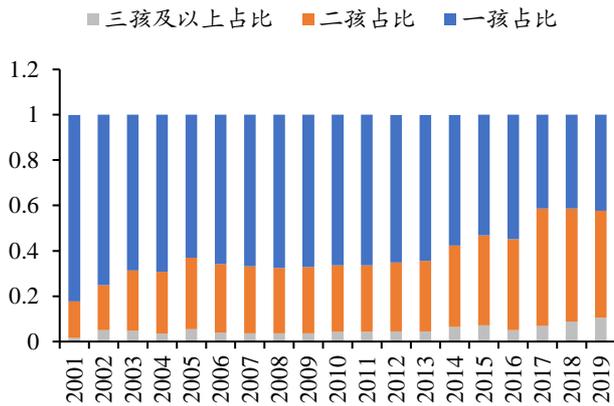
图表 30 国家生育政策开放进程



资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

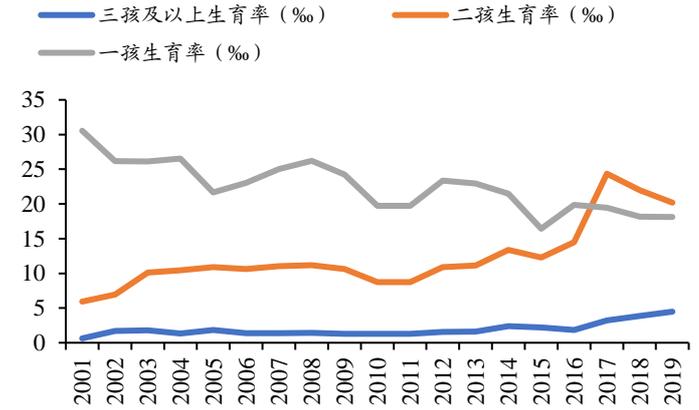
**全面“三孩”政策颁布，月子中心行业符合政策方向。**2021 年 5 月中共中央政治局会议审议的《关于优化生育政策促进人口长期均衡发展的决定》提出了全面开放“三孩”政策。随着生育政策的不断开放，我国多孩新生儿在总新生人口的占比不断提高。“三孩”政策的提出有利于进一步提高多孩新生儿数量，增加我国新生儿人口。“三孩”政策虽然对人口总量影响有限，但贴合了部分有生育意愿并且有抚养“三孩”能力的家庭的需求。这些家庭往往条件较好并且有新生儿产业相关消费的意愿，符合月子中心行业的客户定位，月子中心行业有望受到政策积极影响。月子中心行业作为优生优育服务行业与国家政策方向和未来的消费趋势相符合，爱帝宫作为较早进入行业的先行者有较强的发展潜力。

图表 31 多孩人口占比变化



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 32 多孩生育率伴随生育政策开放出现上升

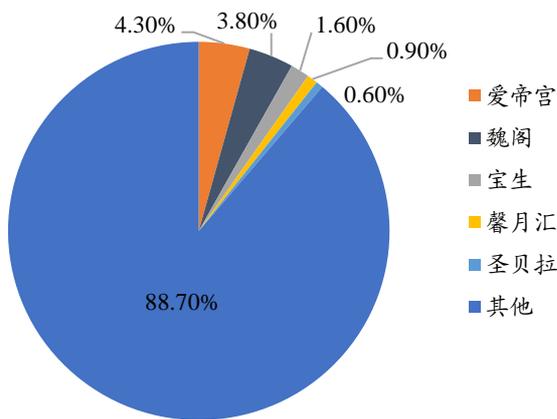


资料来源: Wind, 华安证券研究所

## 2.4 行业分散、盈利壁垒高、口碑品牌依赖度高

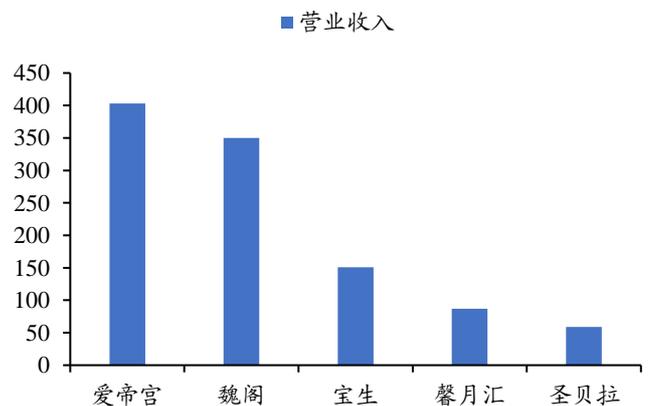
行业集中度有待提升, 连锁化成未来趋势。国内月子中心目前仍处于初期阶段, 行业增速高、集中度低, 有区域龙头, 但全国性连锁稀缺。国内月子中心数量呈快速增长态势, 据艾媒数据显示, 2018 年我国月子中心数量为 4050 家, 较 2013 年的 550 家上升 636%, 2013-2018 年 CAGR 达到 149%; 预计 2023 年我国月子中心数量 6300 家, 较 2018 年上升 55.6%, 2018-2023 年 CAGR 可达 9.2%。据弗若斯特沙利文数据显示, 国内月子中心行业 CR5 占比仅 11.3%, 爱帝宫排名第一, 占比 4.3%, 魏阁、宝生分别以 3.8%、1.6% 位列第二、三名。由此看出我国月子中心行业市场竞争格局高度分散, 龙头企业市占率低, 未来月子中心连锁化提升空间大。

图表 33 2018 年中国月子中心市场份额占比



资料来源: 弗若斯特沙利文, 华安证券研究所

图表 34 2018 年月子中心 CR5 营业收入, 百万元



资料来源: 前瞻产业研究院, 华安证券研究所

图表 35 不同月子中心品牌门店概况

月子中心品牌	门店城市布局	商业模式	主营区域重点门店		
			单店平均房间数 (间)	人均消费 (万元)	价格区间 (万元)

爱帝宫	深圳、北京、成都	直营	84	9.19	6.38-36.88
馨月汇	上海、北京、深圳	直营+加盟	36	10.04	8.28-26.8
喜之家	苏州、杭州、南京、扬州	加盟	14	5.86	3.38-10.8
优艾贝	上海	直营 (仅 1 家)	75	7.74	5.98-15
巍阁	北京、上海、深圳、沈阳、长沙、太原、苏州、郑州、武汉、济南、上饶、佛山、东莞、中山、烟台、广州、十堰、宜昌、南宁、武汉、湛江、厦门、南京、无锡、阜阳、永康、长葛、昆山	加盟	19	19.67	15.98-82.07
宝生	深圳	直营	62	5.90	4.69-9.99
禧月荟	深圳、北京、成都	直营	35	6.15	5.38-12.98

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 36 不同月子套餐服务

品牌	套餐项目								价格 (元)	套餐 天数
	房型	医院护理	气血调理	乳房护理	月子餐	新生儿护理	游泳抚触	早早教育		
爱帝宫	单间	上门通乳	13 次	按需提供	量身定制	24h 随传随到	13 次	7 次	63800	26
禧月荟	单间	无	20 次	按需提供	量身定制	24h 托管	每天洗澡抚触	3 次	69800	26
宝生	单间	无	12 次	6 次	量身定制	24h 1v1	10 次	按需提供	69888	26
馨月汇	套房	无	16 次	按需提供	量身定制	24h 1v1	每天洗澡抚触	按需提供	82800	26
巍阁	单间	医院陪产	按需提供	按需提供	量身定制	24h 2v1	按需提供	按需提供	159800	28

资料来源：各公司官网，华安证券研究所

目前月子中心主要有三种业态模式，分别为独栋别墅式月子中心、医院附属月子中心、酒店公寓式月子中心。三种类型优势各有不同，独栋别墅式环境舒适，服务高端，更偏向中高端消费群体；医院附属型最大优势在于就医需求响应快；公寓、酒店型月子中心资产较轻，投资回收周期快。

图表 37 月子中心主要模式优劣对比

模式	特点	优势	劣势	商业模式
公寓/ 酒店	公寓改租 /租用酒店	轻资产模式，设备齐全，投资回收期更可控	租金成本难控制，酒店人员混杂	加盟
独栋 别墅	租用整栋别墅	私密环境，独立管理，定位超高端容易形成品牌效应，由于整租时间长对租金议价能力强	前期投入大，成本回收期长，经营利润率取决于商业模式的创新	直营

医院 附属	附属医院, 选 址在门诊附近	产妇生产完直接转病房, 医院环境 清静, 有突发情况容易处理	投资风险高, 成本回收周期长; 病 菌易交叉感染, 产后修复品类缺乏	直营
----------	-------------------	-----------------------------------	---------------------------------------	----

资料来源: 弗若斯特沙利文, 华安证券研究所

**供给端: 行业标准未成体系, 服务质量参差不齐。**中国大陆月子中心行业处于产业结构待升级阶段, 业内缺乏监管, 加之月子中心运营需要医护专业背景支持, 因此多数商家**服务及管理无序、专业化低**。经营壁垒高, 市场格局分散的行业特征导致公司服务质量参差不齐。**服务无序化后果为服务内容同质化**。近几年大陆月子中心进入发展快车道, 进入行业低门槛导致市场竞争激烈。公司经常使用价格战、赠送项目等方法获得客户。但赠送项目与销售内容雷同, 如月子餐、产后美容、婴儿游泳课等, 导致了市场上月子中心同质化严重、利润率下降, 也间接增加了运营成本。

图表 38 专业消费医疗体系对比

	口腔	眼科	体检	月子中心
行业规模 2019	923 亿	1037 亿	1484 亿	158.6 亿
行业整体增速	-15%	15%-20%	-15%	17%
标签公司	通策医疗	爱尔眼科	美年健康	爱帝宫
进入门槛	门槛较低	门槛较高: 资金+医生	门槛中等: 资金设备	门槛偏低
人才依赖	对医生技术水平依赖高	青白眼对医生要求较高, 屈光视光对医生依赖较低	对 B 超医生依赖较高, 其 他一般	对护理人员依赖较高
可复制性	区域属性明显、标准化、 可复制性有一定难度	标准化、可复制性强, 规 模优势明显	标准化、可复制性强, 有一定规模化优势	
民营市场份额	39.9%	18.6%	20.3%	
标签公司份额	2.3%	11%	5.3%	4.3%
2020 年收入	20.88	119.12	85.27	5.18
2020ROE	24.4%	21.5%	7.2%	-40.65%

资料来源: 弗若斯特沙利文, 华安证券研究所

图表 39 龙头月子中心服务内容差异不大

龙头月子中心 (按市场规模排序)	主要服务
爱帝宫	产后修复、产后塑形、月子营养餐、韩式通乳、妈妈课堂
巍格	产后护理、月子餐、宝宝护理、专家课堂
宝生	产后修复、产后塑形、月子餐、宝宝护理、宝宝智力启蒙
馨月汇	待产服务、产后修复、产后塑形、月子餐
圣贝拉	月子餐、产后护理、宝宝护理

资料来源: 艾媒咨询, 公司官网, 华安证券研究所

**对标成熟市场，标准化成未来趋势。**中国月子中心起源于上世纪 90 年代初台湾地区，对标习惯相似的台湾成熟市场，大陆行业预计将延续中国台湾发展路径，通过制订行业标准，规范供给端运营来增加进入门槛，提升行业集中度，加速规模化扩张。以爱帝宫为首的一批行业龙头正不断建立各种行业标准，促进行业良性发展并激发用户需求。台湾月子中心是具备医疗资质的产后护理机构，预计拥有医院或政府背书将成为未来月子中心标配。

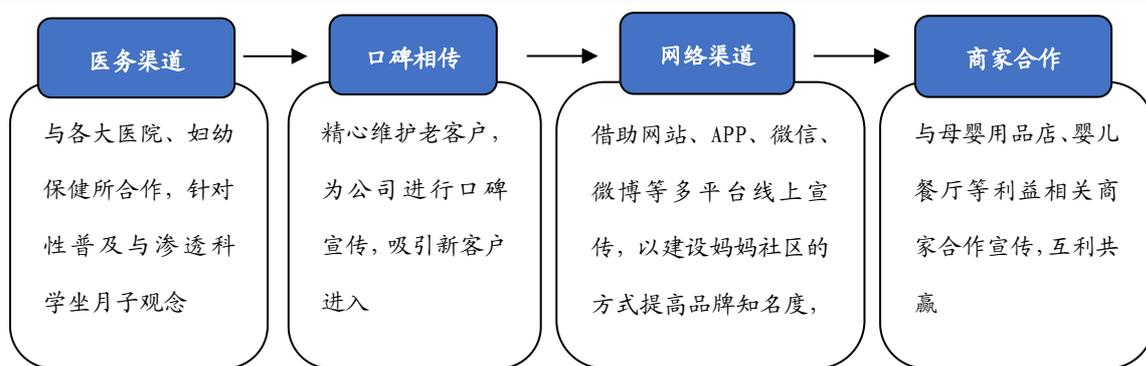
图表 40 内地与台湾月子中心区别

	内地	台湾
所属行业	一般服务业	医疗行业，具备医疗资格
行业监管	无明确监管主体和待业准入制度	由卫生部和各县市卫生局管辖，具备完善的管理机制
专业性	从业人员素质层次不齐，许多从业人员不具备卫生护理和相关的职业资格证书	具备在职护士，巡诊医生，合格婴儿室及一套医院专用的母婴评估系统

资料来源：前瞻产业研究院,华安证券研究所

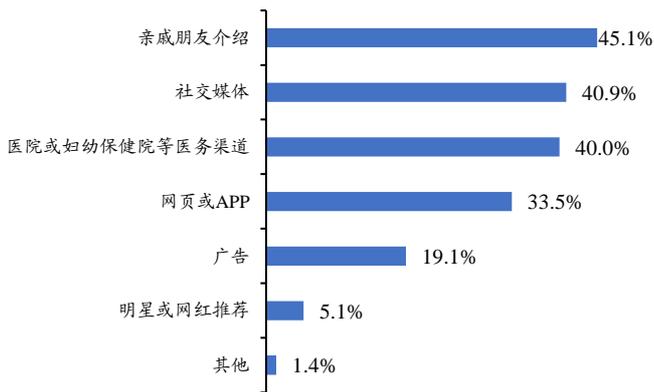
**需求端：1.获客成本高。**月子中心普遍获客来源通过熟客介绍、定期举办免费参观培训活动、医院渠道、商家合作、新媒体营销等方式，需要给医院和销售人员高昂佣金返点，同时消费客户为中高端收入群体，营销活动精准覆盖率偏低，导致获客成本不断增高。高达几万甚至几十万的客单价以及月子中心超低频消费导致客户决策成本极高，下单时客户会格外谨慎选择，隐形导致了高昂的获客成本，行业一般获客成本占业务总收入比重的 10%-20%。

图表 41 中国月子中心营销推广模式



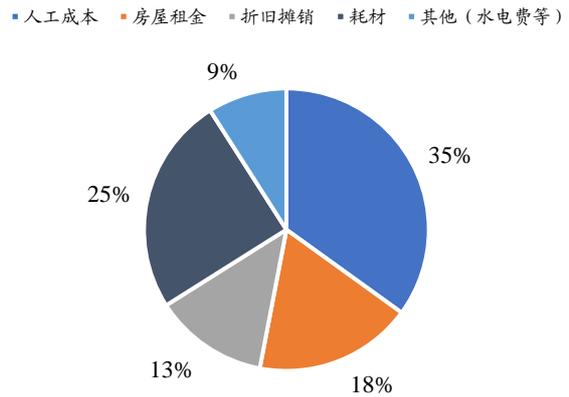
资料来源：艾媒咨询，华安证券研究所

图表 42 中国月子中心服务分类



资料来源：艾媒咨询，公司官网，华安证券研究所整理

图表 43 月子中心成本构成

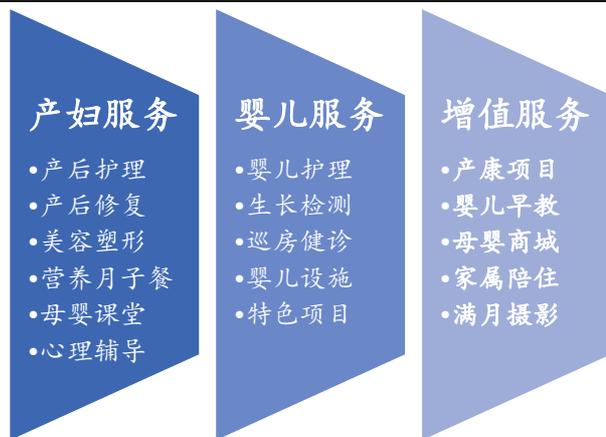


资料来源：艾媒咨询，公司官网，华安证券研究所整理

**2.客诉率高。**中国大陆本土月子中心处于发展初期，相当一部分客户对于坐月子的认知源自经验主义以及传统偏方，存在众多认知缺陷。此外，月子中心接单与正式开始服务相差 4-5 个月的空白期。空白期中，大部分客户忽略了对产后知识、产后服务的正确认知补充，带着挑剔的眼光审视月子中心，多重因素导致客诉率居高不下。

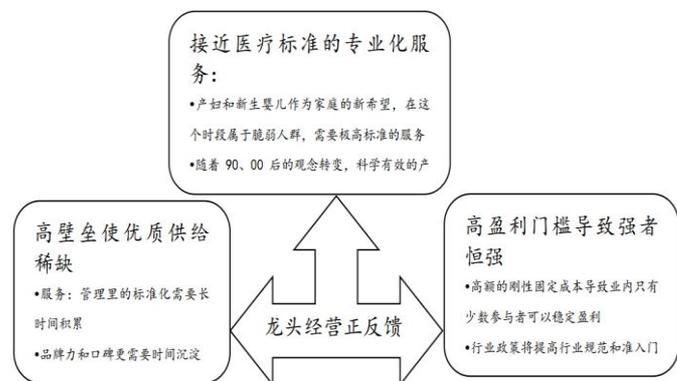
**3.产后增值服务渗透率低。**月子套餐附送赠品与产后增值服务重合率高，客户会默认增值服务与原有赠品价值无异，导致客户享受完月子期内免费赠品服务后，不会继续进行产后增值服务的消费。

图表 44 中国月子中心服务分类



资料来源：艾媒咨询，公司官网，华安证券研究所整理

图表 45 行业龙头经营正向反馈



资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

**品牌运营壁垒高，口碑成顾客重点参考因素。**宝妈对于坐月子的正确认知，科学坐月子理念的提升，品牌力和专业性，良好的口碑成良性获客的有力因素。我们认为精细化人员和物资管理，具备服务意识，稳定的获客能力，专业医疗资质的背书将成为月子中心建立深厚的品牌壁垒，在市场中提高盈利能力、加速连锁化扩张的关键要素。

图表 46 现代科学坐月子与传统方法对比

	月子餐	产后护理	产后修复	婴儿护理	婴儿喂养	婴儿早教	居住环境	家庭关系
现代	依照现代营养学理念量身定制科	科学权威母婴健康指导，根据产妇具体	有针对性地进行产后盆底肌肉功能恢	医生专家指导科	坚持母婴喂	新生儿早早	享受专业月子机构提供	全家一同学
				学补钙补铁，解	养，营养到	教，进行听		习专业育婴

科学	学专业的月子营 养餐和系统饮食	情况, 适当运动、洗浴、沐浴阳光	复、阴道紧缩、乳房形状保护、淡化妊娠纹、产褥期保健操产后修复	决黄疸问题。安全游泳, 每日给予爱抚触摸, 舒畅新生儿神经元	位, 按时进食, 打好新生儿的成长基础	力、感知等训练启迪智慧	舒适设施, 还可与其他产妇互相交流, 远离抑郁和压力	知识, 达成共识, 营造和谐幸福家庭
	以填鸭式猛吃猛补为主, 普遍没有营养意识或营养条件	规矩禁忌多: 卧床、怕风、怕光、忌生冷等; 不讲现代医院专业护理, 还可能落下“月子病”	除了食疗和少量运动, 产后康复的知识基本空白	缺乏科学系统的新生儿护理知识	只知道喂饱新生儿, 不讲营养成分, 进食无规律	普遍缺乏早教意识	家庭环境较熟悉舒适, 但人文沟通交流空间受限, 易多思忧郁	未形成坐月子的共识, 造成家庭矛盾及不和谐

资料来源: 艾媒咨询, 华安证券研究所整理

### 3 品牌、运营、连锁化优异的月子中心龙头

好的月子中心是品牌、规模、组织运营与盈利能力兼具的稳态复杂系统。月子中心业务低频高消, 赢家通吃, 需要积累品牌与口碑, 来自宝妈的信任与传播。公司拥有较强的组织运营能力, 包括人才激励与单店模型的打造, 能提供医疗级专业标准全方位服务, 同时, 具备较强的规模化扩张能力, 资金实力充裕且模型能够快速复制展店。叠加资本与人力的高投入、高产出, 公司在品牌塑造、连锁扩张与组织运营上皆具有极强的竞争力。

#### 3.1 品牌塑造: 深耕赛道十余载, 月子服务市占率第一

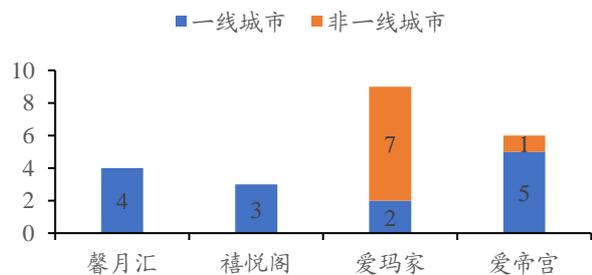
具有先发品牌优势, 专业化、口碑信赖度高。公司目前在深圳、北京、成都分别拥有 4 家、1 家、1 家门店, 505 间月子房, 深圳 379 间、北京 54 间、成都 72 间。公司全国市占率行业第一, 达 4.3%, 深圳市占率达 31%。公司自 2007 年成立以来, 所有门店均属于直营门店, 品牌管控能力强, 确保了扩张情况下依然能维持稳定且高水准的服务。消费者口碑指数领跑同类, 根据 NPS 口碑指数调查, 公司在服务态度、服务能力、课程专业度、后期服务、前期咨询等多个领域的客户推率排名行业第一。

图表 47 爱帝宫六大分院



资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

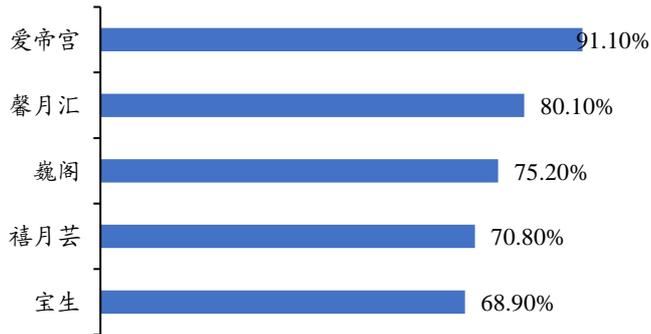
图表 48 头部月子中心大众点评分布情况



资料来源: 大众点评, 华安证券研究所

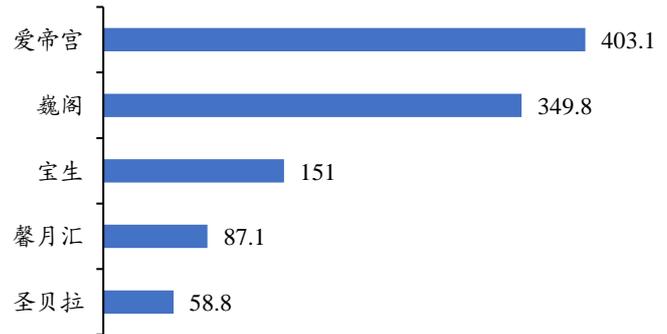
**中高端差异定位，满足不同消费人群一站式全方位服务需求。**根据房型、服务与天数不同，爱帝宫共拥有 9 大不同类型套餐项目，客单价区间在 6-40 万之间，覆盖范围广，满足不同消费层次客户需求，增强客户体验感，拓展不同消费客群，提升品牌知名度。公司护理人员与产妇配备比例高达 2.3:1，以现代科学的方法全方位照顾产妇，多样选择的套餐服务使得爱帝宫入住率优于同业。根据弗若斯特沙利文数据，2018 年爱帝宫在深圳的入住率达 91.1%，排名同类第一。2016 年爱帝宫进入拥有强势竞争品牌的北京，通过口碑积累，超越巍阁、馨月汇等同业，以 84.7% 的入住率在 2018 年排名第一。

图表 49 2018 年中国月子中心市场份额占比



资料来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所

图表 50 2018 年月子中心 CR5 营业收入，百万元



资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

图表 51 爱帝宫南山旗舰店套餐报价 (26 天)

套餐	价格 (元)	房型
康复套餐 B	68800	一房一厅
康复套餐 A	78800	一房一厅
专业套餐	108800	一房一厅
高级套餐	148800	两房一厅
特级套餐	168800	两房一厅+空中花园
尊享套餐	238800	三房带宝宝独立护士站
顶级套餐	368800	三房带宝宝独立护士站+空中花园

资料来源：公司官网，华安证券研究所

**明星入驻加速口碑传播，新媒体运营深化品牌形象。**公司良好的口碑形象吸引将近 20 余位明星入驻，包括明星黄磊夫妇、孙红雷夫妇、奥运冠军杨威夫妇等，侧面印证公司高标准服务水平的同时，也加快了口碑传播速度，提升了公司在中高端消费人群中的形象与信赖程度。同时，公司注重新媒体社交平台的运营，在微信公众号及热门母婴平台等开设账号，进行科学育儿知识普及，强化品牌形象。公司抖音平台粉丝数超 70 万人次，高于同行巍阁、馨月汇等。

图表 52 多位一线明星入驻爱帝宫



资料来源：公司官网，公司公告，华安证券研究所

图表 53 同行月子中心社群营销情况

品牌名称	抖音，小红书粉丝情况
爱帝宫	抖音 67 万粉丝，小红书上海、深圳、北京地区企业号累计 13.4 万粉丝
爱玛家	抖音 3.3 万粉丝，小红书北京、合肥、芜湖和濮阳累计 2944 粉丝
馨月汇	抖音 7362 粉丝，小红书北京地区企业号共 122 粉丝
贝瑞佳	抖音杭州贝瑞佳累计 15 万粉丝，小红书累计约 4769 粉丝
禧悦阁	抖音 230 粉丝，官方企业号 13.8 万

资料来源：抖音，小红书，华安证券研究所

### 3.2 连锁扩张：标准化业态复制势能强

单店模型优异，盈利复制能力强。2020 年，公司单房平均盈利 24.9 万港元。预付费订单模式为公司提供充沛现金流，提前 3-6 个月预定支付 30% 订金，入住当天付清全款。2021 年深圳侨城新店开业 3 个月，入住率达 50%-60%。爱帝宫不断打磨培训体系，现金回收周期约 6 个月，新开店约一年能实现盈利，净利润率达 20%。

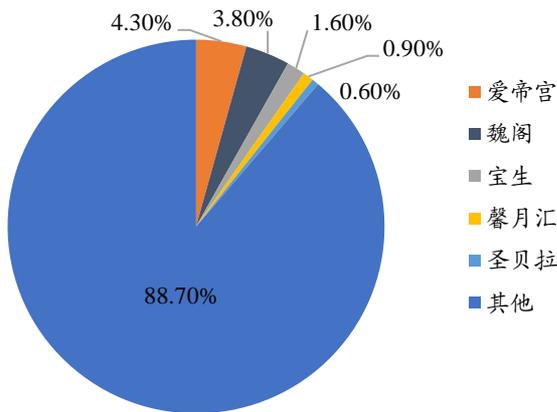
图表 54 各品牌不同分店人均消费

品牌	城市	店面	人均消费	品牌	城市	店面	人均消费
爱帝宫	深圳	香蜜湖店	81851	宝生	深圳	深圳壹号月子中心	105247
		银湖店	93051			宝生月子中心沙河田园店	61705
		南山母婴城店	106695			宝生月子中心海上田园店	34637
	北京	北京店	115411	馨月汇	上海	馨月汇月子会所浦东店	97537
	成都	成都店	67452			馨月汇月子会所静安店	119471
巍阁	北京	巍阁国贸店	195767		北京	馨月汇月子会所朝阳店	12337

	上海	巍阁月子会所	264107	圣贝拉	上海	圣贝拉母婴护理中心南京西路	204570
	深圳	深圳公司总部	186089		上海	圣贝拉母婴护理中心外滩店	284083
	苏州	苏州巍阁	110129		北京	圣贝拉母婴护理中心王井府店	213432
	南京	巍阁卓美亚店	132169		北京	圣贝拉母婴护理中心朝外大街	202970
	杭州	杭州城东店	119489		杭州	圣贝拉母婴护理中心柏悦酒店	214109

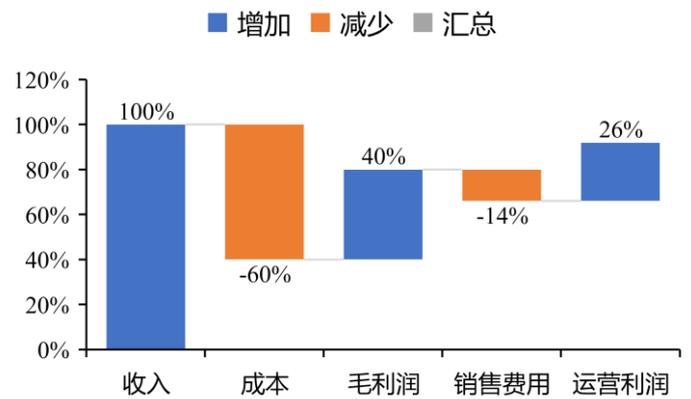
资料来源：大众点评，华安证券研究所

图表 55 2018 年中国月子中心市场份额占比



资料来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所

图表 56 爱帝宫稳态单店模型



资料来源：公司官网，公司公告，华安证券研究所

**高标准运营体系，打造核心竞争力。**创始人根据 20 多年产科护士长的经验建立 9 大科学度、专业度行业最高的照护体系，1300 多项母婴健康操作照护要点，涉及培训、质量管理体系、信息化管理体系、营销体系、实现标准化，涵盖母婴护理、母婴营养、乳房管理、产后修复等 6 大专家团队组合，保证客户可以获得高品质科学化服务，标准化运营体系成为开店根基。经过 14 年口碑品牌积淀，爱帝宫在校企合作方面有背书，人才储备上有优势。完善的培训体系，相较于传统水平参差的月嫂服务，经受过专业完善培训体系的护士型月子服务，确保月子中心服务质量稳定。标准化连锁化管理优势，所有岗位均有标准作业指导手册。公司还有专门的检查标准手册、质量检测体系，检查人员会每天巡回监督工作流程，强化风险控制能力；公司信息化系统已经升级到 3.0 版本，未来在信息化管理方面还会更加精准简便。

图表 57 爱帝宫九大服务体系

九大服务体系	内容
母婴营养	三阶段定制月子餐，美味营养又均衡
产后康复	6 大专业指导，妈妈产后全面康复
新生儿护理	10 重安全护理，宝宝安全又健康
美丽塑形	五位一体产后修复，快速安全重塑身形
中医保健	4 大疗养体系，全方位调理母婴体质
早早教开发	科学早早教 多维度启迪宝宝智慧

高端管家	贵族式的贴身管家服务，热情贴心
母婴防御	六重防御体系，构建母婴安全屏障
无缝安保	全天候无缝安保，享受安全私密的月子

资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 58 爱帝宫 9 大体系支撑与完善的护士培训体系



资料来源：公司官网，华安证券研究所

### 3.3 未来趋势：轻资产、双品牌打开成长空间

启用超轻资产模式，加速展店节奏。月子中心进入门槛较低，但运营壁垒较高，具备高额刚性固定成本属性，少数参与者能够实现长期盈利。长期经营优异的月子中心强者恒强，具有先发优势与品牌优势。公司已有店面为自主装修物业，虽然是轻资产模式，通过长期租赁获得物业，但开店前期资本开支投入约有 4000-5000 万，现金投入比重较高。

公司与连锁物业品牌合作，加快开店速度。2021 年 4 月份公司首次全新采用超轻资产模式在深圳南山区开设侨城轻奢院，为代装修物业模式，使用公寓型物业，无需公司投入装修，同规模店面情况下资本开支减少 70%。除此之外，该模式能使开院期大幅缩短，可供选择的对口公寓相比独栋别墅存量更大，公司对物业的议价能力更强。前期寻找独栋别墅自主装修开业周期约为 6 个月，现在少于 2 个月即可开业，大大降低投资成本、管理难度与建设投入周期，加速公司展店节奏。

图表 59 爱帝宫原有扩张模式与超轻资产扩张模式对比

	旧有模式	超轻资产模式
选址	独栋别墅	中高端公寓
选址特点	环境要求高，营业面积大	存量较大，入住快
物业模式	需装修	自带装修

投资回收期	18-24 个月	少于 12 个月
成本 (80 间房为例)	4000-5000 万	1200 万

资料来源：公司公告，华安证券研究所

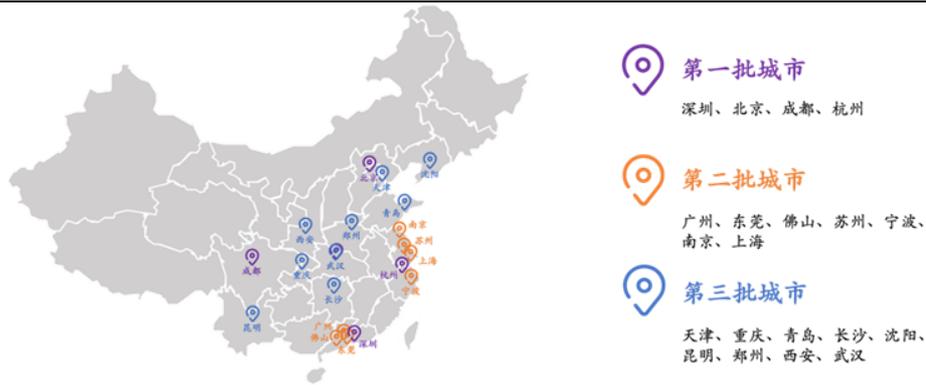
**图表 60 月子中心行业扩张模式**

以 80 间房为例	新模式 (物业自带装修)		旧模式 (物业需公司装修)
是否带装修	是	是	否
物业类型	五星级公寓型酒店	独栋物业, 商业体, 公寓	独栋物业, 商业体
合作方	酒店式公寓运营方	地产商/物业持有人	地产商/物业持有人
物业获取方式	长期租赁	长期租赁	长期租赁
可选物业数量	最多, 全国约 2 万	适中	较少
新开店速度	快	快	相对慢
开业筹建期	<2 个月	<1 个月	>6 个月
投资额	约 1500 万人民币	约 1500 万人民币	约 4500 万人民币
投资回收期	约 12 个月	约 12 个月	约 18-24 个月
同城客单价	最高	高	高
功能配套	齐全	齐全	齐全
增值服务实现型	功能房	功能房或功能区	功能区
住宿体验	轻奢时尚	轻奢时尚/温馨如家	温馨如家

资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

**组织管理效率高超，合理规划入驻不同等级城市。**公司深耕月子服务赛道长达 14 余年，已经具备品牌、标准化经营、人才培养、储备、激励机制等 5 大复制开店的基础要素。运营管理经验丰富，且与高校合作人才输入稳定，采取“师徒制”较大缩短人才培养时间，具有快速展店的前期基础实力。目标 2021 年保证开设 3 家店，争取开设 4 家门店。根据城市等级，进行层次梯队化入驻：第一批深圳、北京、成都、杭州；第二批广东、东莞、佛山等；第三批天津、重庆等。进入新的区域新开门店运营成熟后，根据实际情况决定未来扩张计划，降低盲目扩张风险。同时，基于当地物价与消费水平，结合自身运营成本，不同城市收费略有不同，但利润率大体一致。市场需求、人员匹配等要素决定公司展店具体速度，由于商务谈判、装修等方面具备一定不确定性，公司未来五年规划整体自建门店房间年均复合增长率达 50%，在深圳之外的城市实现目标城市 20% 的市占率，未来预期每年房间数的增速至少在 35% 以上，做到 3500 个房间规模。

图表 61 爱帝宫 5 年规划城市门店扩张路径



资料来源：公司公告，华安证券研究所

**外延并购、双品牌战略开启又一增长曲线，养生住宅项目销售提供展店现金流。**

公司不排斥比较好的并购机会，对于外延并购主要目的是为了进入看好的市场，寻求长期合作伙伴或在看好市场没有合适物业情况下采取并购。依托于自身强大完善的标准化运营管理体系，为新并购品牌赋能，未来并购增长成功率较高。爱帝宫在未来战略中计划充分变现客流，规划母婴店等服务业态实现业务延伸。公司计划打造爱帝 mini、爱帝 U 品、爱帝 AI 等多种形式业态，扩张非入住式社区化产后康复门店。另外，养生住宅业务在持续进行销售中，为公司展店提供新的现金流。公司拥有罗浮山养生住宅项目 51% 股权，康养项目位于 5A 级景区，目标客群为广深当地高端人群，销售价格预计 2-2.5 万人民币/平方米，洋房预计 1.3-1.5 万元/平方米，销售总额预期约 20 亿。

图表 62 爱帝宫双品牌模式

业务名称	内容
爱帝 mini	以“爱帝宫”品牌为依托，以月子服务客群为基础，以十余年积累的产后康复技术为支撑，拓展非入住式社区化产后康复门店“爱帝 mini”，实现全国覆盖
爱帝 U 品	以月子服务客群为基础，以十余年积累的母婴健康管理技术为支撑，引选打造母婴健康系列产品“爱帝 U 品”，开展线上线下销售，实现全国覆盖
爱帝 AI	以十余年积累的母婴健康大数据为指导，开发母婴健康管理人工智能系统“爱帝 AI”，为孕产妇及婴童提供线上健康照护服务，实现全国覆盖

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 4 盈利预测、估值及投资评级

### 4.1 盈利预测

爱帝宫作为国内月子中心第一股，已经基本剥离同住健康原有业务，聚焦月子中心服务。受益于三孩政策红利、行业渗透率与集中度双提升。同时，爱帝宫自身拥有品牌先发优势、注重营销宣传、标准化组织运营管理优异，超轻资产扩张模式下，公司市占率与份额有望双升，业绩将保持稳步增长，公司收入假设如下：

我们假设：

1、月子服务中心业务：公司主要核心业务，受益行业扩容、消费升级与三孩政策利好，依托品牌口碑先发优势、标准化运营管理，加之公司超轻资产扩张模式，预计 2021-2023 年月子中心收入为 7.41、10.86、14.34 亿港元，同比增速分别为 28.1%、46.5%、32.0%；

2、生命抗衰老及养生基地业务：现存罗浮山养生基地项目约 3 年内将销售完毕，预计总销售额将达 20 亿港元，预计 2021-2023 年罗浮山养生基地销售分别新增收入 5、7、8 亿港元；

3、其他业务：基本退出，全力聚焦月子中心服务。

图表 63 公司收入成本预测表

细分餐厅	项目	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
月子服务	营业收入 (百万港元)		233	578	741	1086	1434
	yoy			148.4%	28.1%	46.5%	32.0%
生命抗衰老及养生基地	营业收入 (百万港元)	108	82	15	500	700	800
	yoy	70.0%	-23.8%	-81.6%	3187.5%	40.0%	14.3%
天然健康食品	营业收入 (百万港元)	250	284	0	0	0	0
	yoy	-23%	14%	-100%			
医疗及健康产业投资管理	营业收入 (百万港元)	7	4	0	0	0	0
	yoy	-89%	-46%	-100%			
财务及投资	营业收入 (百万港元)	12	7	0	0	0	0
	yoy	-49%	-41%	-100%			
其他	营业收入 (百万港元)			8	6	5	4
	yoy				-21.1%	-16.7%	-20.0%

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

### 4.2 投资建议

对比同类月子服务中心，我们认为好的月子中心是品牌、规模、组织运营与盈利能力兼具的稳态复杂系统。爱帝宫拥有较强的组织运营能力，包括人才激励与单店模型的打造，能提供医疗级专业标准全方位服务，同时，具备较强的规模化扩张能力，资金实力充裕且模型能够快速复制展店。叠加资本与人力的投入、高产出，爱帝宫在品牌塑造、连锁扩张与组织运营上皆具有极强的竞争力。

我们预计 2021-2023 年公司实现主营业务收入 12.47、17.91、22.38 亿港元，同比增长 107.4%、43.6%、25.0%，对应归母净利润 1.35、2.02、2.90 亿港元，同比分别增长-135.5%、48.9%、43.9%，对应 EPS0.03、0.05、0.07 港元。我们给予公司 2022 年 27 倍 PE，目标价格 1.35 港元，给予“买入（首次）”评级。

**图表 64 上市餐饮相关企业估值对照表**

公司	总市值(亿元)	流通市值(亿元)	市盈率 PE			2020 年净资产收益率 (%)	2019 年净资产收益率 (%)
			TTM	21E	22E		
爱帝宫	61	61	-16	47.81	28.69	-49.35	1.02
均值	910	820	136.15	107.73	78.83	8.95	12.94
爱尔眼科	3033	2501	142.47	128.91	98.06	20.96	22.45
通策医疗	1043	1043	154.39	141.39	106.09	25.03	29.87
美年健康	290	284	39.86	34.66	26.25	7.25	-12.48
锦欣生殖	359	359	120.10	82.01	58.19	3.40	6.89
时代天使	673	673	376.05	211.62	155.67	37.71	29.68

资料来源: Wind, 华安证券研究所

## 风险提示:

开店数不及预期; 新生儿出生率下降; 安全事故风险; 疫情反复风险; 行业竞争加剧风险。

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	971	1641	2278	2951	<b>营业收入</b>	615	1247	1791	2238
现金	82	613	986	1316	营业成本	355	713	1006	1271
应收账款	384	803	1208	1551	管理费用	82	77	88	100
金融资产及短期投	84	84	84	84	销售费用	89	123	152	181
存货	422	143	0	0	财务费用	60	38	27	19
其他流动资产	0	0	0	0	<b>营业利润</b>	89	333	544	686
<b>非流动资产</b>	1898	1745	1605	1478	<b>利润总额</b>	-364	154	227	326
长期投资	20	20	20	20	所得税	19	15	23	33
固定资产	168	147	128	112	<b>净利润</b>	-383	139	204	293
无形资产	1589	1456	1335	1224	少数股东损益	-1	3	2	3
其他非流动资产	121	121	121	121	<b>归属母公司净利润</b>	-381	135	202	290
<b>资产总计</b>	2869	3386	3883	4429	EBITDA	229	487	684	813
<b>流动负债</b>	637	1016	1308	1561	EPS (元)	-0.10	0.03	0.05	0.07
短期借款	126	126	126	126					
应付账款	12	23	32	41					
其他流动负债	500	867	1150	1394					
<b>非流动负债</b>	1238	1238	1238	1238					
长期借款	748	748	748	748					
其他非流动负债	490	490	490	490					
<b>负债合计</b>	1875	2253	2546	2799					
少数股东权益	221	225	227	230					
股本	38	38	38	38					
留存收益和资本公	734	870	1072	1362					
归属母公司股东权	773	908	1110	1400					
<b>负债和股东权益</b>	2869	3386	3883	4429					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	
<b>经营活动现金流</b>	-32	712	705	711	<b>成长能力</b>				
净利润	-381	135	202	290	营业收入	0.0%	102.8%	43.6%	25.0%
折旧摊销	140	153	140	127	营业利润	28.8%	275.0%	63.3%	25.9%
少数股东权益	-1	3	2	3	归属于母公司净利	-3494%	-135.5%	48.9%	43.9%
营运资金变动及其	211	420	361	291	<b>获利能力</b>				
<b>投资活动现金流</b>	-44	-141	-291	-341	毛利率 (%)	40.9%	42.8%	43.8%	43.2%
资本支出	-12	0	0	0	净利率 (%)	-62.2%	11.1%	11.4%	13.1%
投资	127	0	0	0	ROE (%)	-49.3%	14.9%	18.2%	20.7%
其他投资现金流	-159	-141	-291	-341	ROIC (%)	5.0%	15.0%	22.2%	24.6%
<b>筹资活动现金流</b>	74	-40	-40	-40	<b>偿债能力</b>				
借款增加	270	0	0	0	资产负债率 (%)	65.4%	66.5%	65.6%	63.2%
已付股利	-3	-40	-40	-40	净负债比率 (%)	79.7%	23.0%	-8.4%	-27.2%
其他筹资现金流	-194	0	0	0	流动比率	1.52	1.62	1.74	1.89
<b>现金净增加额</b>	1	531	374	330	速动比率	0.86	1.48	1.74	1.89
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.21	0.37	0.46	0.51
					应收账款周转率	58.43	15.72	13.43	13.66
					应付账款周转率	30.66	31.00	31.00	31.00
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	-0.10	0.03	0.05	0.07
					每股经营现金	-0.01	0.17	0.16	0.17
					每股净资产	0.23	0.26	0.31	0.38
					<b>估值比率</b>				
					P/E	-4.92	40.48	27.20	18.90
					P/B	1.89	4.84	4.10	3.36
					EV/EBITDA	11.66	11.80	7.85	6.20

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 分析师简介

**分析师:** 王莺, 华安证券农业首席分析师, 2012 年水晶球卖方分析师第五名, 农林牧渔行业 2019 年金牛奖最佳行业分析团队奖。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 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; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。