

孩子王 (301078): 全渠道融合+重度会员+数字化加码, 构建坚实壁垒

2022年2月22日

推荐/首次

孩子王

公司报告

创新发展十余年, 成为母婴专业零售龙头。公司主业约九成成为中高端母婴童商品销售, 此外还提供母婴服务、供应商服务等增值服务, 增值服务类业务毛利率较高且营收占比呈逐年小幅提升。2017年扭亏为盈后持续盈利, 经营能力显著增强。公司通过“科技力量+人性化服务”, 快速发展为母婴零售行业的颠覆者和标杆企业。

生育率下降对母婴消费影响有限, 行业仍存在较大结构性机会。我国出生率走低, 人口红利逐渐消退, 但母婴消费市场增长动力仍存, 2014年-2019年CAGR达13.36%, 预计2020年达到3.25万亿元。居民可支配收入的提高带来购买力的增强, 叠加母婴消费理念的转变, 消费升级成为拉动母婴消费需求的重要驱动因素。同时, 低线城市母婴消费市场更具增长潜力, 但母婴零售连锁化率很低, 下沉市场具有很大拓展空间。此外, 通过复盘日本西松屋的逆势发展, 我们认为生育率的走低并不必然导致公司衰败, 相反具有较好经营能力的公司会获得逆势增长, 甚至在行业洗牌中获得更高市场份额。

全渠道融合+重度会员模式+数字化加码构建坚实壁垒, 支撑公司长期发展。
全渠道: 持续搭建全渠道销售网络并推进渠道融合, 提供良好购物体验。线上销售占比由2018年的10.7%上升至2020年的30.8%; 线下首创大店模式, 采用“商品+服务+社交”的运营模式, 形成独特竞争优势, 截至20年末共布局了434家门店, 未来仍保持高速开店步伐。**会员:** 公司打造“单客经济”模型, 采用重度会员模式增强客户黏性。截至20年末会员人数超过4200万人, 会员消费占比98%以上。但与同业相比公司的会员客单价值较低, 仍有很大的挖掘空间。**数字化:** 公司构建了数字化平台系统, 为客户、员工和管理等多方面赋能, 极大提高客户服务能力、管理能力和运营效率。较高的研发投入和较强的研发团队提供技术支持, 未来将持续赋能业务发展。

投资建议: 我们预计公司2021-2023年净利润分别为2.04、3.5和5.86亿元, 对应EPS分别为0.21、0.36和0.6元。当前股价对应PE值分别为107、62和37倍, 看好公司凭借在渠道、会员体系构建和数字化建设方面的优势, 抓住行业结构性机会, 实现稳健增长, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

风险提示: 疫情反复影响、开店速度不及预期、出生率持续大幅走低。

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,449.62	8,355.44	9,143.02	10,827.74	12,631.74
增长率(%)	23.56%	1.37%	9.43%	18.43%	16.66%
归母净利润(百万元)	377.41	391.02	203.61	349.92	586.07
增长率(%)	36.76%	3.61%	-47.93%	71.86%	67.49%
净资产收益率(%)	22.21%	18.71%	9.14%	14.28%	20.67%
每股收益(元)	0.39	0.40	0.21	0.36	0.60
PE	57.56	55.56	106.70	62.09	37.07
PB	12.79	10.39	9.75	8.87	7.66

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

公司简介:

孩子王立足于为准妈妈及0-14岁儿童提供衣、食、住、行、玩、教、学等购物及成长服务的综合解决方案, 是一家数据驱动的、创新型母婴童全渠道服务商, 是中国母婴童商品零售与增值服务的领导品牌。

资料来源: 公司公告、WIND

未来3-6个月重大事项提示:

2022-04-14 473.9万首发股解禁

2022-04-28 2021年年报披露

交易数据

52周股价区间(元)	23.3-15.39
总市值(亿元)	240.88
流通市值(亿元)	16.41
总股本/流通A股(万股)	108,800/108,800
流通B股/H股(万股)	-/-
52周日均换手率	25.05

52周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

分析师: 王紫

010-66554104

wangzi@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480520050002

研究助理: 魏宇萌

010-66555446

weiyu@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480120070031

研究助理: 刘雪晴

010-66554026

liuxq@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480120080007

目 录

1. 聚焦母婴零售赛道，成长为行业龙头	4
1.1 聚焦母婴赛道的专业零售商	4
1.2 营收稳定增长，盈利能力较强的增值服务占比提升	5
2. 挖掘生育率下行背景下的结构性产业机会	7
2.1 人口红利近尾声，关注行业结构性机会	7
2.1.1 消费升级的拉动作用更为显著	8
2.1.2 下沉市场的结构性机会	9
2.2 通过日本西松屋看行业以及公司发展	10
3. 全渠道融合+重度会员模式+数字化加码，打造坚实壁垒	13
3.1 全渠道融合打法应对渠道变革挑战	13
3.2 首创大店模式，运营效率尚有提升空间	15
3.3 重度会员模式，增强客户黏性	17
3.4 科技赋能推动母婴零售数字化转型	20
4. 盈利预测与风险提示	21
4.1 盈利预测与投资建议	21
4.2 风险提示	22

插图目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司股权结构图（截至 2021 年 10 月）	5
图 3：公司营收及增速	6
图 4：公司归母净利润及增速	6
图 5：公司主营业务收入构成	6
图 6：公司母婴商品 2020 年销售收入构成	6
图 7：公司业务毛利率	7
图 8：公司各业务毛利贡献	7
图 9：我国出生人口和生育率呈现走低态势	7
图 10：我国母婴市场规模及增速	8
图 11：我国居民可支配收入	9
图 12：十四五规划中与消费相关的大政方针	9
图 13：各线城市人口占总人口比重	9
图 14：各线城市母婴消费产品消费占比	9
图 15：2021 年下沉市场母婴人群奶粉信息获取途径	10
图 16：2020 年 3-6 线城市母婴门店连锁程度	10
图 17：日本出生率持续走低	11
图 18：日本 GDP 变化	11
图 19：西松屋为日本最大母婴零售商	11

图 20: 西松屋主营业务收入及增速	12
图 21: 西松屋净利润及增速	12
图 22: 西松屋保持快速开店势头	12
图 23: 西松屋毛利率变化	12
图 24: 公司已搭建较完善的线上渠道	14
图 25: 公司各渠道销售占比情况	14
图 26: 公司线上销售收入占比提升	14
图 27: 各渠道母婴产品消费金额分配	15
图 28: 母婴产品常用购买渠道	15
图 29: 公司推进线上线下全渠道融合	15
图 30: 孩子王大店模式提供一站式购物体验	16
图 31: 公司保持较高的展店速度	17
图 32: 公司线下门店全国布局	17
图 33: 孩子王和爱婴室门店坪效对比	17
图 34: 孩子王门店经营时间和店均收入	17
图 35: 公司会员人数及消费会员人数	18
图 36: 公司会员订单金额及占比	18
图 37: 公司黑金会员人数和销售收入	19
图 38: 公司消费会员单客价值	19
图 39: 公司数字化系统	20
图 40: 公司数字化系统流程图	20
图 41: 公司数字化供应链系统	21
图 42: 公司存货周转率走低	21
图 43: 公司研发费用及研发费用率	21

表格目录

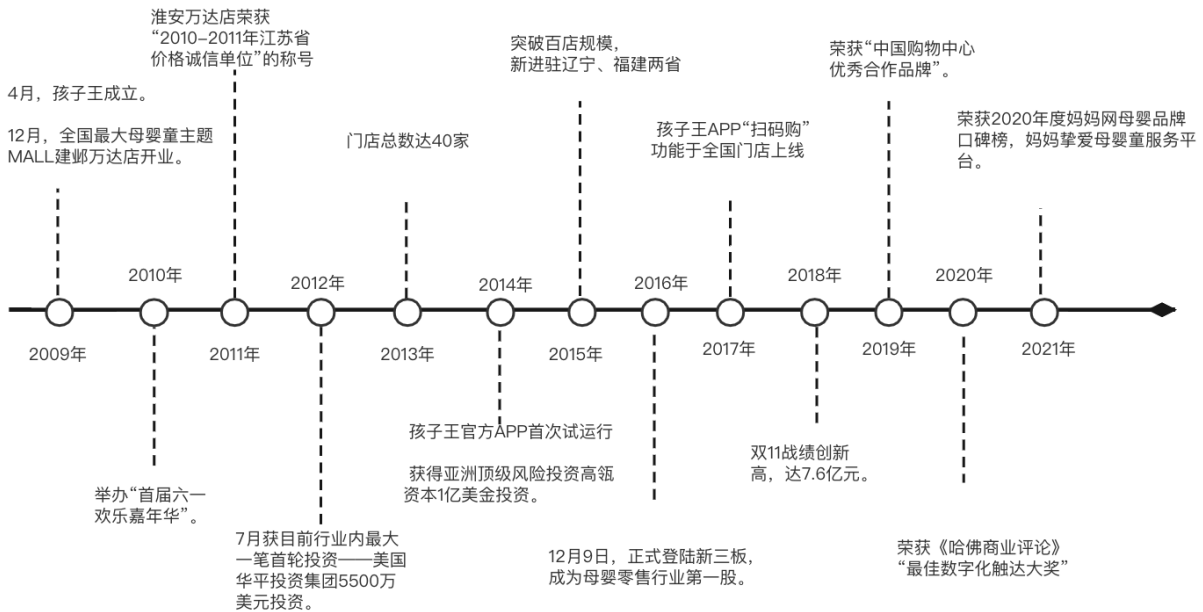
表 1: 公司核心高管履历	5
表 2: 公司收入来源种类	6
表 3: 孩子王与同业竞争者对比	13
表 4: 孩子王门店情况与同业对比	16
表 5: 公司会员管理体系	18
表 6: 孩子王和爱婴室会员体系对比	19

1. 聚焦母婴零售赛道，成长为行业龙头

1.1 聚焦母婴赛道的专业零售商

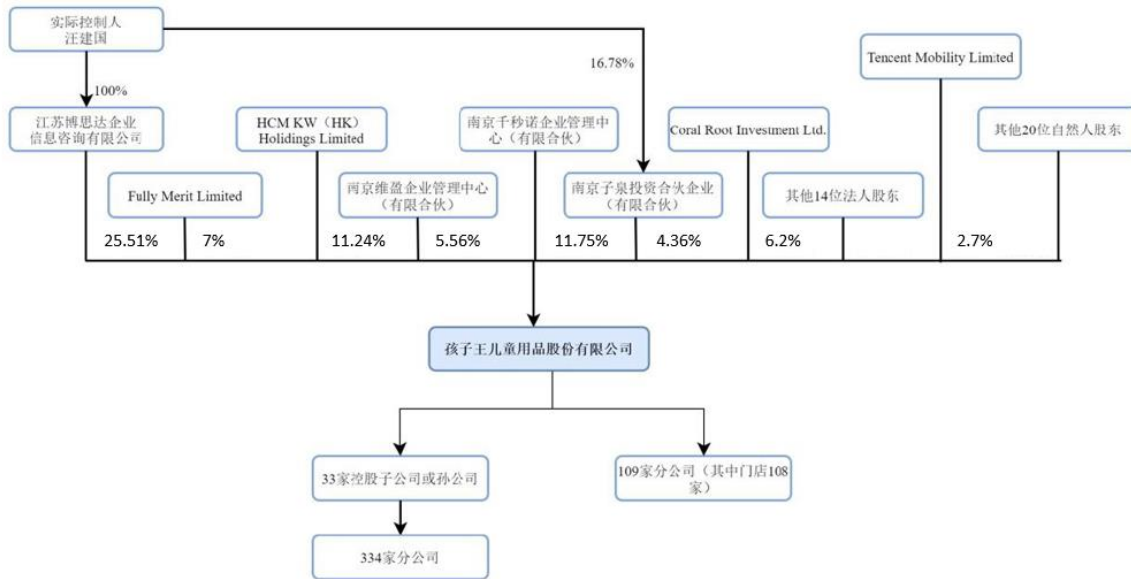
创新发展十余年，逐步成为母婴零售龙头。孩子王创立于2009年，主要从事中高端品牌母婴童商品销售，为准妈妈以及0-14岁婴童提供一站式购物及全方位成长服务，致力于母婴生态体系的打造。公司通过线上渠道和线下门店销售食品、衣物品、易耗品、耐用品等多种品类，SKU逾万种满足了母婴家庭不同阶段的多元化需求。2009年公司开设首家全国最大母婴童主题店，经营面积达8000平方米。2015年孩子王突破百店规模并推进全渠道布局，截至2020年末公司已在全国20个省（市）、131个城市拥有434家大型实体门店。公司创新性的采用“商品+服务+社交”的大店运营模式，通过“科技力量+人性化服务”，深度挖掘客户需求建立高粘度客户基础，快速发展为母婴零售行业的颠覆者和标杆企业。

图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

公司股权集中，核心高管资历深厚。董事长汪建国为公司实际控制人，通过全资持有江苏博思达以及南京千秒诺、南京子泉合计间接持有公司46.25%的股份。江苏博思达、南京千秒诺、南京子泉分别持有公司28.35%、13.05%和4.84%的股份，三者共同签署了《一致行动协议》，成为一致行动人。汪建国先后担任了江苏五星电器有限公司董事长以及美国百思买集团亚太区副总裁，目前兼任多家公司的董事长，具有丰富的连锁零售企业管理经验。董事徐卫红、沈辉、吴涛均为五星电器原核心高管人物，与汪建国一同创立孩子王，自公司成立起一直担任公司重要职务。公司核心管理层均拥有丰富的管理经验，为公司对的持续发展提供正确的方向指引和管理支持。

图2: 公司股权结构图 (截至 2021 年 10 月)


资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

表1: 公司核心高管履历

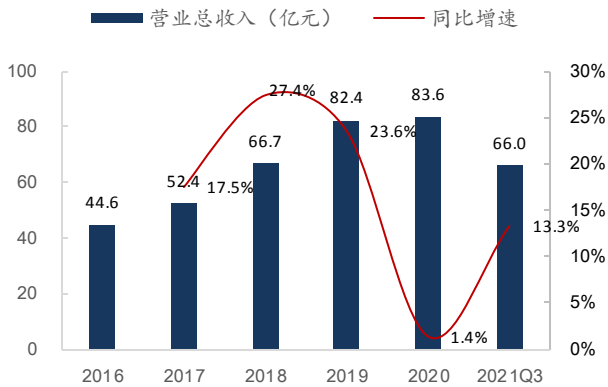
姓名	职务	履历
汪建国	董事长	1998年至2009年任江苏五星电器有限公司董事长兼总裁; 2006年至2009年任美国百思买集团亚太区副总裁; 2009年至今任五星控股集团有限公司董事长; 2012年6月创立公司, 现任公司董事长, 江苏博思达执行董事。
徐卫红	董事、总经理	2009年至2012年任江苏孩子王实业有限公司董事及总经理; 2012年6月参与创立公司, 现任公司董事及总经理。
沈晖	董事、副总经理、财务总监	2009年至2012年历任江苏孩子王实业有限公司副总经理、董事; 2012年6月参与创立公司, 现任公司董事、副总经理及财务总监。
吴涛	董事、副总经理	2009年至2012年任江苏孩子王实业有限公司董事、副总经理; 2012年6月参与创立公司, 现任公司董事及副总经理。
何辉	董事、副总经理、技术总监	2015年8月进入本公司工作, 现任公司董事及副总经理、技术总监。

资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

1.2 营收稳定增长, 盈利能力较强的增值服务占比提升

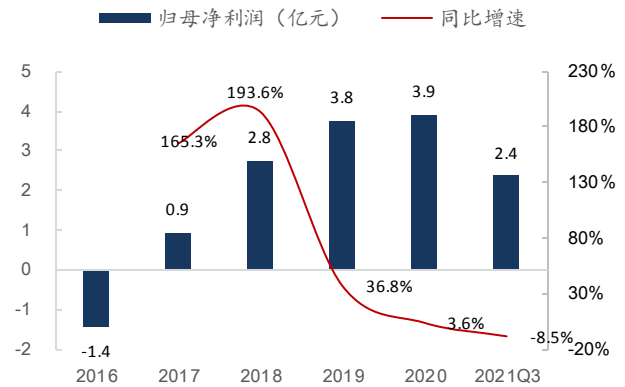
营收稳定增长, 利润扭亏为盈, 盈利能力显著增强。公司2016-2019年营业收入复合增速达22.76%, 维持平稳增长。2020年实现营收83.55亿元, 同比增长1.37%, 虽然受新冠疫情影响, 线下渠道受阻, 整体增速放缓, 但得益于公司全渠道布局, 线上业务保障了公司整体营收的增长态势。受益于成熟门店比例提升, 单店运营模型更为成熟, 叠加数字化工具的应用助力管理效率提升, 公司自2017年实现扭亏为盈, 2020年实现归母净利润3.9亿元, 盈利能力持续改善。2021年因执行新租赁准则, 物业房租减免取消, 以及受新增门店较多且尚在培育期的影响, 净利润较同期有所下降。但预计未来随着疫情影响的逐步减小, 以及成熟门店占比的进一步提高, 公司盈利水平有望持续恢复。

图3: 公司营收及增速



资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

图4: 公司归母净利润及增速



资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

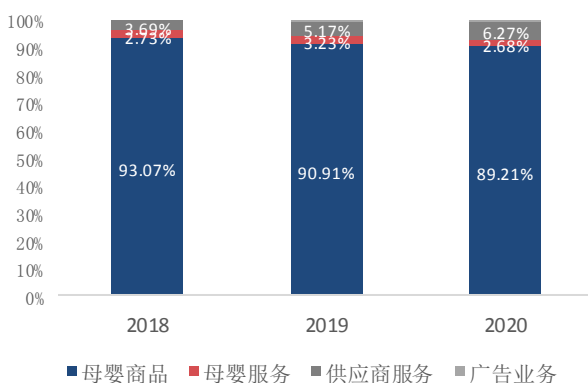
母婴商品销售占总收入约九成, 服务类收入占比逐年提升。公司主营业务收入按业务类型可划分为母婴商品销售收入、母婴服务收入、供应商服务收入、广告收入和平台服务收入。母婴商品销售主要通过赚取差价或供应商分成来获得收益, 近年来占主营业务收入的比重在 90%左右, 为公司的主要收入来源。奶粉为母婴销售最核心的品类, 2020 年其收入占比母婴商品销售收入的 57.87%, 其次是纸尿裤、洗护用品、零食辅食和玩具。近年来, 包括母婴服务、供应商服务、广告服务和平台服务在内的服务类收入占比上升, 对营收的贡献持续增强。

表2: 公司收入来源种类

收入来源	服务种类	盈利模式
母婴商品销售	销售奶粉、纸尿裤、洗护用品、零食辅食等	赚取差价或供应商分成
母婴服务	儿童游乐服务、亲子互动活动、黑金会员服务、育儿服务	收取入场费、会员费、服务费
供应商服务	会员开发、互动活动冠名、推广宣传、数字化服务	向供应商收取费用
广告	线上广告服务、线下广告服务	向企业客户收取费用
平台服务	线上平台服务	向商家收取费用

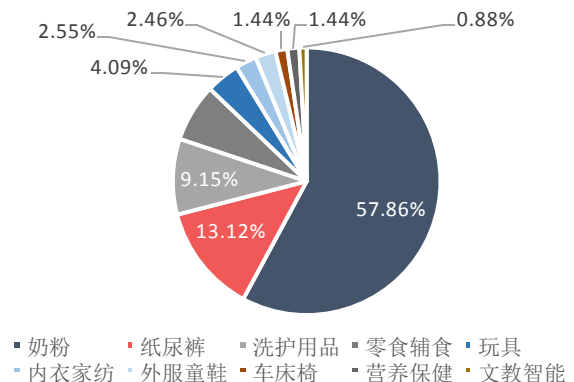
资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

图5: 公司主营业务收入构成



资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

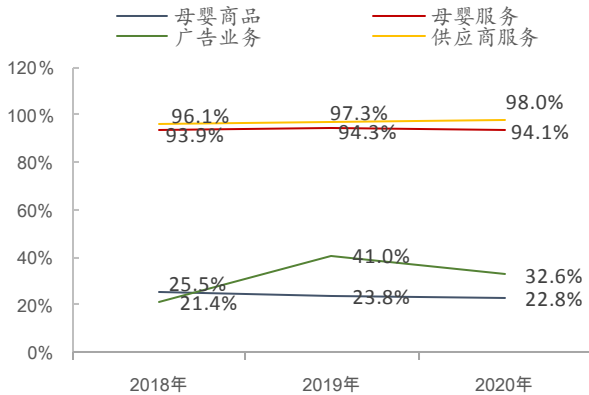
图6: 公司母婴商品 2020 年销售收入构成



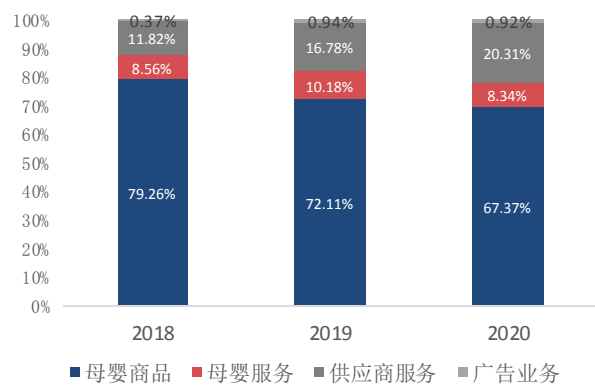
资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

增值服务盈利能力强, 对毛利贡献较高。服务类业务营收占比较低, 但由于业务毛利率高, 因此对毛利的贡献

献高于其收入占比。2020年母婴商品销售、母婴服务、供应商服务、广告和平台服务的毛利贡献分别为67.4%、8.3%、20.3%、0.9%和3.1%。近年来公司毛利率呈现小幅提升态势,从17年的30.06%提升至2021年Q3的31.36%。母婴商品毛利率整体较为平稳;母婴服务和供应商服务业务毛利率较高,且随着公司品牌知名度的提高,毛利率也呈现小幅走高态势,在营收占比提高的背景下,拉升了综合毛利率水平。

图7: 公司业务毛利率


资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

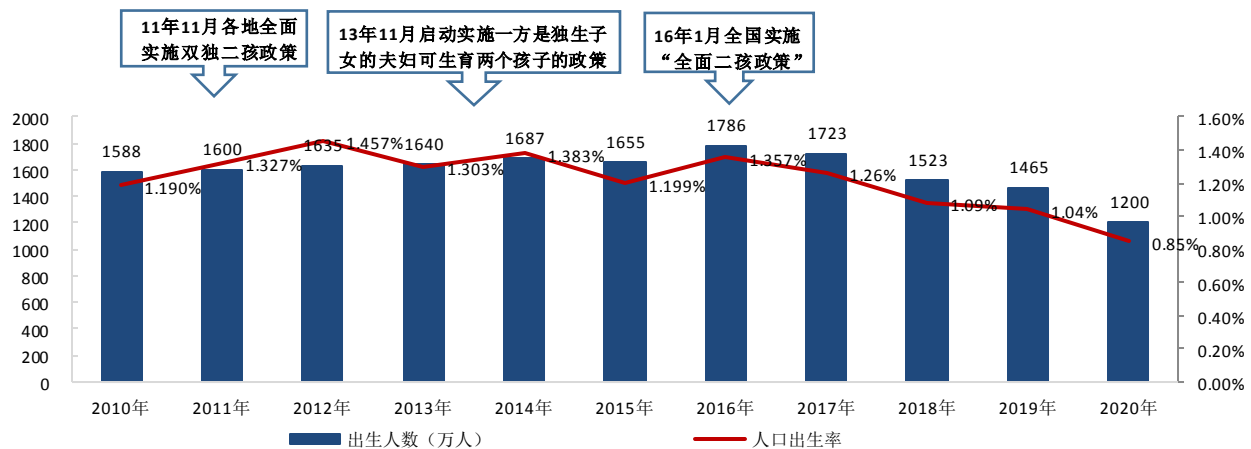
图8: 公司各业务毛利贡献


资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

2. 挖掘生育率下行背景下的结构性产业机会

2.1 人口红利近尾声, 关注行业结构性机会

我国人口红利逐渐消失, 政策刺激的影响有限。母婴商品的主要消费群体是0-14岁的婴童和孕妇, 因此母婴零售行业的发展与婴幼儿人口数量有一定相关性。2014年之前我国新生人口数量呈现逐年上升态势, 但近年来受生育理念变化和生育压力增加等因素的影响新生人口数量全面下滑, 出生率从2012年的14.57%持续走低到2020年的8.52%, 人口红利逐渐消退。针对此现象国家出台了相关政策进行宏观调控, 2013年11月提出了“启动实施一方是独生子女的夫妇可生育两个孩子的政策”, 2016年1月1日正式实施全面二孩政策。政策出台后, 当年或次年的新生人口数有了较大幅度的增加, 一定程度上减缓了出生率的下行, 但并未完全扭转下行趋势。整体来看, 鼓励生育政策会带来一定的刺激作用但影响持续时间较短。

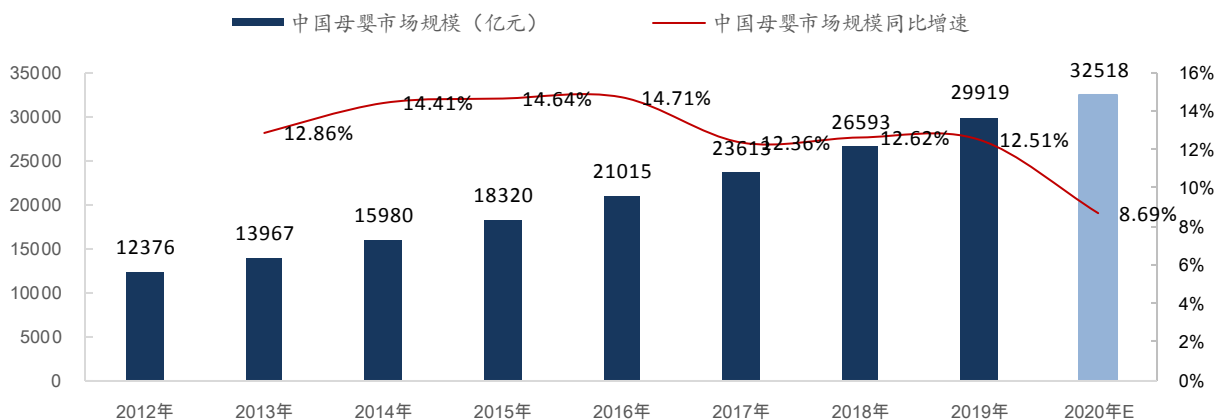
图9: 我国出生人口和生育率呈现走低态势


资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

生育率下行或为长期趋势，但整体可控。我们认为，受制于生育成本的增加、年轻人生活压力的加大、受教育程度的提高和生育理念的转变等因素的影响，生育率走低态势短期内较难扭转，保持低位震荡或为长期趋势。但同时考虑到我国人口基数较大，且国家陆续出台相关政策鼓励生育，我国的出生率和出生人数的下降整体可控。2021年5月31日三胎政策正式落地，或带动一波新生人口数量的增加；除开放二胎和三胎政策之外，还在控制房价、给予租赁和购房优惠、完善生育保障等方面发力，目前已有超过10个省份出台了延长产假、增加育儿假、配偶护理假等相关条例，多地延长了生育津贴发放时间等。**我们认为，未来配套政策将会陆续推出，将在一定程度上维稳生育率水平，提振相关消费需求。**

艾瑞咨询数据显示，近年来我国母婴消费市场规模持续走高，2019年达到2.99万亿元，2014年-2019年复合增速达到13.36%，预计2020年将同比增长8.69%达到3.25万亿元。在近年来人口出生率持续走低的情况下，母婴消费市场仍保持两位数高增（除去2020年疫情影响），反映了驱动母婴消费市场增长的核心因素已经不再是人口的绝对增长。因此我们认为，在人口红利接近尾声的当下，母婴市场用户基数趋于稳定，应当重点聚焦用户渗透率和人均消费的提升空间，关注消费升级与下沉市场的结构性机会。

图10：我国母婴市场规模及增速



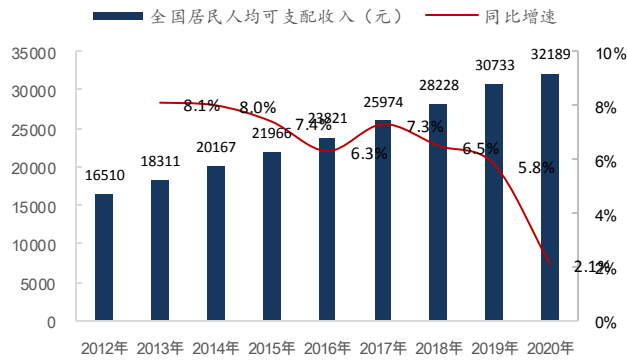
资料来源：艾瑞咨询，东兴证券研究所

2.1.1 消费升级的拉动作用更为显著

在人口红利消退的大背景下，消费升级成为拉动母婴消费需求的重要驱动因素。我们认为，消费升级背后的驱动因素主要是购买力的增强和消费理念的转变。

居民可支配收入的提高带来购买力的增强，为消费升级提供基础支撑。近年来我国居民可支配收入持续提高，国家统计局数据显示，我国居民可支配收入从2015年的2.2万元增长到了2020年的3.2万元，复合增速约为7.94%。展望未来，《国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》中提出必须建立扩大内需的有效制度指导方针，到2035年我国将基本实现社会主义现代化，人均国内生产总值达到中等发达国家水平，中等收入群体显著扩大。“共同富裕”推升中等收入群体比重，有望提高居民消费能力，为消费升级提供长期支撑。

图11: 我国居民可支配收入



资料来源: 国家统计局, 东兴证券研究所

图12: 十四五规划中与消费相关的大政方针

涉及领域	相关内容节选
消费	【指导方针】必须建立扩大内需的有效制度, 加快培育完整内需体系, 加强需求侧管理。
	【主要目标】展望2035年, 我国将基本实现社会主义现代化。人均国内生产总值达到中等发达国家水平, 中等收入群体显著扩大, 基本公共服务实现均等化, 城乡区域发展差距和居民生活水平差距显著缩小。
	【促进服务业繁荣发展】聚焦产业转型升级和居民消费升级需要, 扩大服务业有效供给, 提高服务效率和服务品质, 构建优质高效、结构优化、竞争力强的服务产业新体系。
	适应个性化、差异化、品质化消费需求, 推动生产模式和产业组织方式创新, 持续扩大优质消费品、中高端产品供给和教育、医疗、养老等服务供给, 提升产品和服务质量和客户满意度, 推动供需协调匹配。
	发展服务消费, 放宽服务消费领域市场准入, 推动教育培训、医疗健康、养老托育、文旅体育等消费提质扩容, 加快线上线下融合发展。
	采取增加居民收入与减负并举等措施, 不断扩大中等收入群体, 持续释放消费潜力。
	推动购物消费、居家生活、旅游休闲、交通出行等各类场景数字化, 打造智慧共享、和睦共治的新型数字生活。

资料来源: 新华社, 东兴证券研究所

母婴消费群体和育儿理念的转变带来母婴消费理念的变化, 助力消费升级的最终实现。艾瑞咨询统计数据显, 截至 2019 年末我国母婴家庭规模达到 2.78 亿, 其中 90 后已成为母婴产品的消费主力, 占比约为 56%, 且拥有更高的受教育程度, 本科及以上学历占比高达 66%。随着主力消费群体受教育程度的提高和生活方式的变化, 其育儿理念和消费理念也与传统母婴消费者有较大不同, 艾瑞咨询调查数据显示, 90 后人群母婴产品消费均值达 3512 元/月, 远高于 80 后的 3382 元/月, 90 后年轻父母在育儿投入上有更高的消费意愿和消费能力, 同时更加讲究科学育儿, 追求精细化喂养。

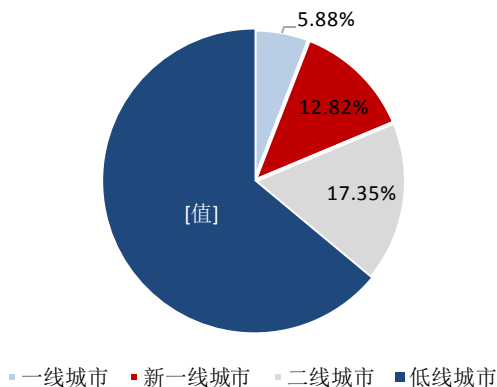
2.1.2 下沉市场的结构性机会

低线城市母婴消费市场更具增长潜力。第七次全国人口普查数据显示, 中国一线和二线城市人口总数约为 5 亿人, 占比 2020 年末总人口的 36.1%, 虽然存在一定程度的低线城市人口外流问题, 但低线城市人群仍为消费市场主体, 占比高达 63.95%。艾瑞咨询数据显示, 低线城市小镇青年的数量约为 2.27 亿人, 为一、二线城市青年的三倍以上。与此同时, 低线城市的房价相对较低, 生活压力相对较小, 生活节奏较慢, 年轻夫妇具有更强的生育意愿。庞大的青年人口基数叠加相对更强的生育意愿, 决定了低线城市相对于一二线城市拥有更大的母婴消费基础。

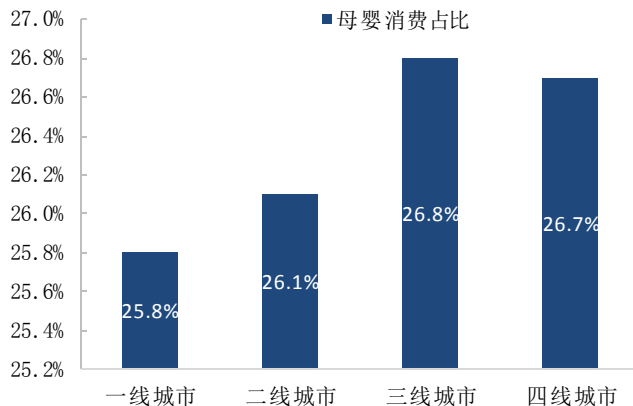
低线城市的消费升级趋势明显, 为母婴消费市场的增长提供基础。近年来, 三四线城市家庭整体收入水平显著提高, 艾瑞咨询数据显示, 目前三四线城市母婴消费人群中, 已经有超过 4 成的消费者具有相对较高的家庭收入水平和母婴消费能力。低线城市家长在育儿方面的投入的时间精力和产品消费均高于一二线城市。艾瑞咨询调查数据显示, 三、四线城市母婴产品消费的占比分别为 26.8%、26.7%, 均高于一、二线城市的 25.8%、26.1%, 低线城市母婴消费群体虽然总体收入较一二线城市有差距, 但同样追求品质消费, 愿意在育儿中投入更多的时间和金钱。

图13: 各线城市人口占总人口比重

图14: 各线城市母婴消费产品消费占比



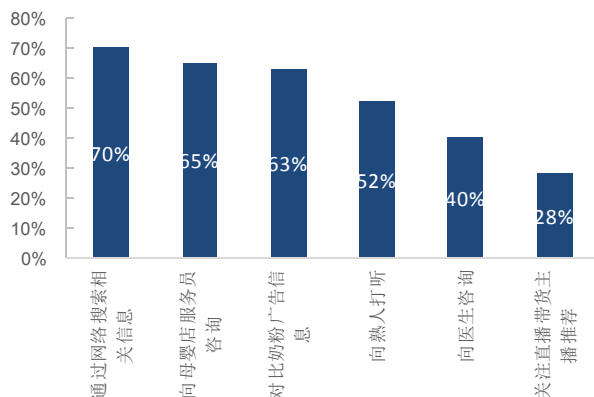
资料来源：第七次全国人口普查，东兴证券研究所



资料来源：艾瑞咨询，东兴证券研究所

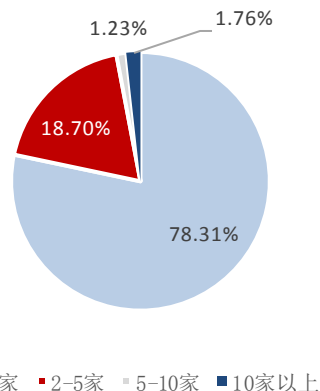
下沉市场对专业母婴店存在较大的需求，但市场仍以单体母婴店为主，专业连锁母婴领域尚存在较大的空白。艾瑞咨询调查结果显示，2021年下沉市场母婴消费人群获取奶粉信息的主要渠道中，向母婴店服务员咨询排名第二，占比达到65%，反映了下沉市场存在着对母婴店提供的专业咨询服务存在着较大需求。但目前我国下沉市场的母婴店数量虽然较多，但多以单店经营为主，缺少专业连锁母婴机构。艾瑞咨询统计数据显示，2020年3-6线母婴门店中单店占比高达78.31%，连锁门店数超过10家的仅为1.76%，连锁化率极低。单店经营某种程度上能够更适应当地的风土人情和生活习惯，但专业化程度较低，若连锁母婴店能够在提供专业化服务的同时做到因地制宜，则会有较大的拓店空间。

图15：2021年下沉市场母婴人群奶粉信息获取途径



资料来源：艾瑞咨询，东兴证券研究所

图16：2020年3-6线城市母婴门店连锁程度



资料来源：艾瑞咨询，东兴证券研究所

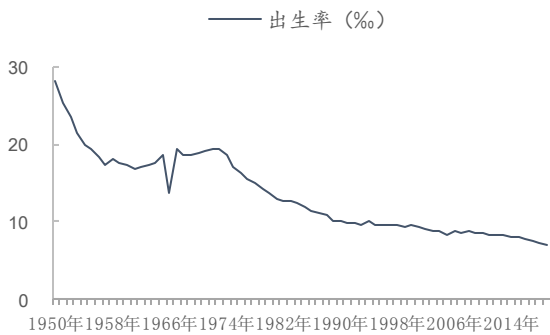
2.2 通过日本西松屋看行业以及公司发展

复盘日本战后经济发展阶段和生育率变化。

- **经济恢复期（1945-1955年）**，战争重创日本经济的背景下，日本政府提出“增加生产平息通胀，稳定国民生活”政策，日本进入十年恢复调整期，并于1953年达到了接近战前的水平。此阶段出生率从高位快速下行，但绝对值仍较高。
- **高速增长期（1955-1973年）**，此阶段日本经济高速增长，18年间GDP增加了12.5倍，人均国民收入增长超10倍。出生率保持在相对高位震荡，并于1971-1973年迎来二战后的第二个“婴儿潮”。

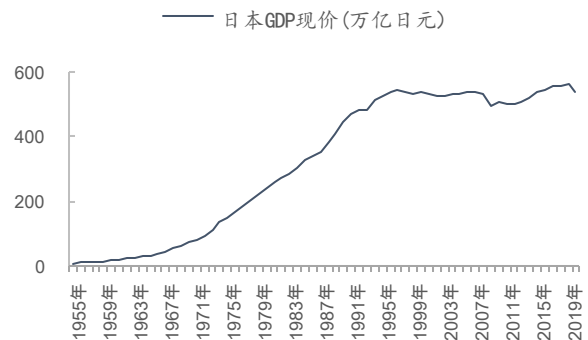
- **中速增长期 (1974-1991 年)**, 受两次石油危机的打击, 日本经济进入中速增长期, GDP 增速放缓。与此同时, 人口出生率开启了一路走低的态势, 从 73 年的 19.4‰ 一路下滑到 91 年的 9.9‰, 日本社会开始进入少子化阶段。
- **经济危机后走出困境 (1992 年-至今)**, 1992 年日本经济泡沫破裂, 出现经济危机, GDP 增速大幅放缓甚至在部分年份出现负增长, 近年来逐步复苏。在此背景下, 生育率持续走低, 2019 年出生率仅为 7‰, 老龄化和少子化问题愈发严重。

图17: 日本出生率持续走低



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图18: 日本 GDP 变化



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

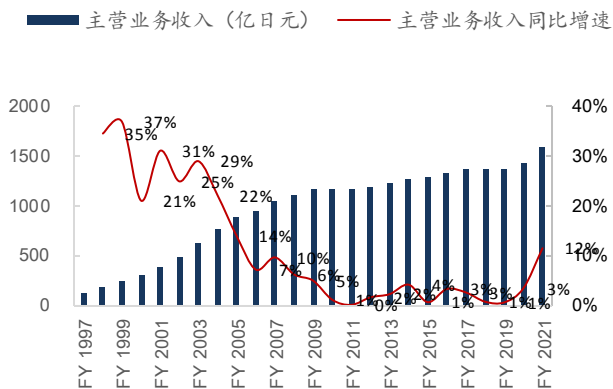
西松屋逆势扩张已发展成为日本最大的母婴零售企业。西松屋 (NISHIMATSUYA) 成立于 1956 年, 是提供包括童装、婴幼儿食品、婴幼儿生活用品等产品的连锁零售商。公司从近畿地区起家, 1993 年业务拓展至中国地区, 1997 年业务拓展至四国地区和关东地区, 并于 1999 年完成上市。自西松屋成立起, 日本生育率就呈现整体走低态势, 尤其是 1974 年以后生育率显著下降, 但生育率的下行并未带来西松屋的衰落, 公司反而经历了较长时间的逆势增长。1997 年-2007 年西松屋营业收入 CAGR 达到 22.68%, 净利润的 CAGR 更是高达 28.23%。2006 年公司超越阿卡佳成为日本最大的母婴零售专卖店, 目前在日本的市占率约为 8%。

图19: 西松屋为日本最大母婴零售商



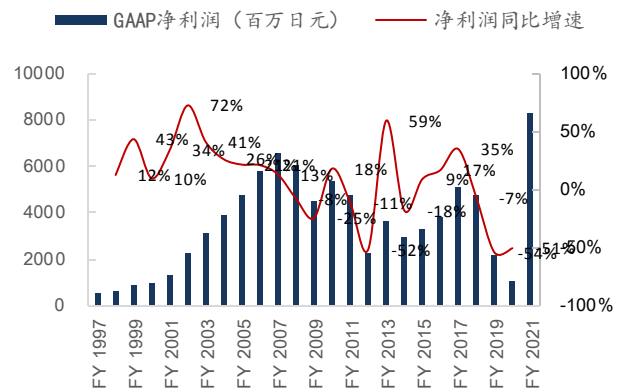
资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

图20: 西松屋主营业务收入及增速



资料来源: Bloomberg, 东兴证券研究所

图21: 西松屋净利润及增速

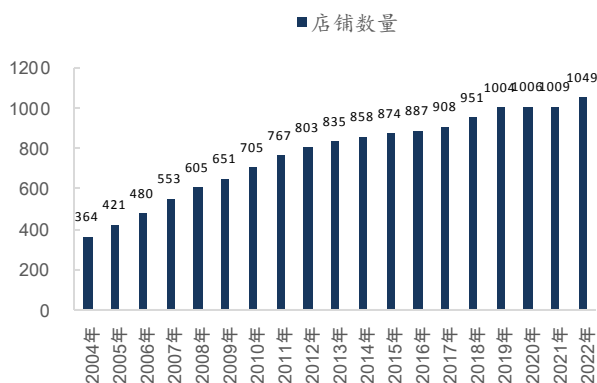


资料来源: Bloomberg, 东兴证券研究所

生育率的下行并不必然会带来母婴连锁店的衰败, 公司的经营能力愈发重要。复盘西松屋在整体生育率下行的背景下实现逆势增长的原因, 我们认为主要有以下几点: (1) 公司以中低价位产品为主, 适应了 70 年代后日本经济增速放缓和 90 年代后经济下行的大环境, 满足了消费者对于高性价比的追求; (2) 强势开店, 扩大市占率, 门店数量从 1997 年底的 60 家增加到 2007 年的 605 家。(3) 调整产品结构来抵御生育率下行。公司营收结构中新生儿相关的收入占比下降, 且引进超过 130cm 衣长的服装, 扩大客群范围, 延伸用户生命周期; 培育自有品牌, 提高毛利率。(4) 精简成本, 提高运营效率。实行超级店长制, 即一个店长负责多家店铺, 一定程度上解决了高速开店管理人员短缺的问题; 招纳了大量兼职员工, 降低经营成本。

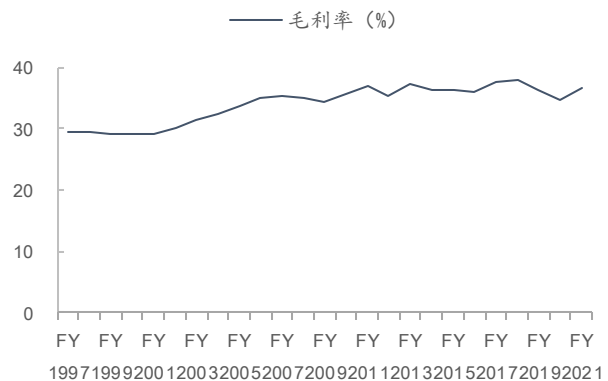
因此我们认为, 整体的生育率下行并不必然会带来母婴零售商的衰败, 相反具有较强运营能力并能适应经济社会形式快速调整的公司会获得逆势增长, 甚至能在行业洗牌中获得更高市场份额。与此同时, 人口红利消退, 行业增速放缓, 一定程度上会带来行业分化, 即部分经营不善的企业被市场淘汰, 部分能够不断适应市场变化从而获得竞争优势的企业得以存活并因此获得更高市场份额, 市场呈现集中度提升的趋势。

图22: 西松屋保持快速开店势头



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

图23: 西松屋毛利率变化



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

相较于生育率的变化, 整体经济形势的变动对企业经营的影响更为明显。进入 21 世纪 10 年代, 西松屋的营收和利润增速均有所放缓, 部分年份出现负增长。考虑到此阶段日本生育率的下降速度趋缓, 基本稳定在 7%-10% 的水平, 已经长期处于老龄少子化社会阶段, 因此我们认为, 生育率的下行并不构成公司业绩增速放缓

的核心原因。而在此阶段, 日本经历了 2008 年金融危机、2011 东京大地震和福岛核电站泄露、2016 年福岛地震等重大事件, GDP 增速大幅放缓甚至在部分年份出现负增长, 严重影响了公司的正常经营和消费者消费需求的释放。

总结: 对标日本西松屋, 整体来看, 生育率的下降或带来母婴行业整体增速的放缓, 但并不意味着行业中的公司均无法获得发展, 相反具有较好经营能力的公司会获得逆势增长, 甚至会在行业洗牌中获得更高市场份额, 实现弯道超车。相比之下, 国家整体经济增速的放缓和经济形势的重大变动则对公司的经营起着决定性影响。结合中日两国生育率和老龄化率的程度来看, 我国社会目前处于日本 90 年代初的水平, 生育率下行空间已不大, 且有望通过各种政策加持得到缓解和控制。与此同时, 我国经济增速虽有放缓, 但仍保持平稳高质量发展, 消费升级趋势仍在, 将为母婴消费增长提供源动力。

3. 全渠道融合+重度会员模式+数字化加码, 打造坚实壁垒

3.1 全渠道融合打法应对渠道变革挑战

搭建全渠道销售网络, 线上线下渠道平分秋色。目前孩子王的销售渠道可划分为直营门店线下销售、扫码购销售和电商平台销售三大类, 其中扫码购业务于 2017 年推出, 整合了小程序、微信支付和扫一扫等功能, 同时涵盖了 O2O 模式的“店外扫码购”业务。2020 年线下销售占比为 40.85%, 扫码购渠道占比为 52.48%, 其中 O2O 模式占比 24.12%, 电商平台销售占比 6.67%。

表3: 孩子王与同业竞争者对比

渠道划分	渠道模式	2020 年销售占比
线下销售	公司在全国开设直营门店向顾客销售商品	40.85%
扫码购	顾客可在店内通过扫描商品条形码直接下单自助结账, 再由客户自提或门店直接配送到家	52.48%
其中: O2O	“店外扫码购”, 消费者在孩子王 APP、小程序中选定门店或通过到店外扫描商品条形码购买商品, 并由就近门店直接配送到家	24.12%
电商平台	消费者通过移动端 APP、微信公众号、小程序、微商城以及第三方平台如天猫商城在线下单, 再由公司进行配送	6.67%

资料来源: 公司招股说明书、东兴证券研究所

积极搭建线上渠道面对渠道变革挑战。面对近年来零售渠道的线上化转型, 孩子王已搭建较为完善的线上销售体系。目前公司主要通过移动端购物平台(孩子王 APP)、微信平台(孩子王公众号、小程序、微商城)、PC 端购物平台(孩子王网上商城)等网络平台开展线上业务, 同时公司还通过第三方电商平台“天猫商城”、“京东”、“拼多多”开设“孩子王官方旗舰店”。2019 年公司的孩子王 APP 在 Trustdata 母婴电商类 APP 的排名第一。公司通过多线布局, 形成了线上渠道全面覆盖的运营网络。

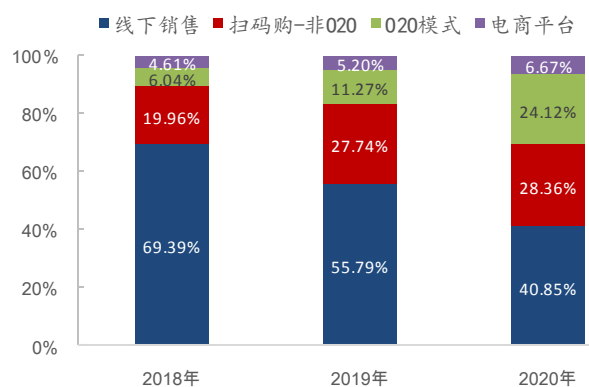
图24: 公司已搭建较完善的线上渠道



资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

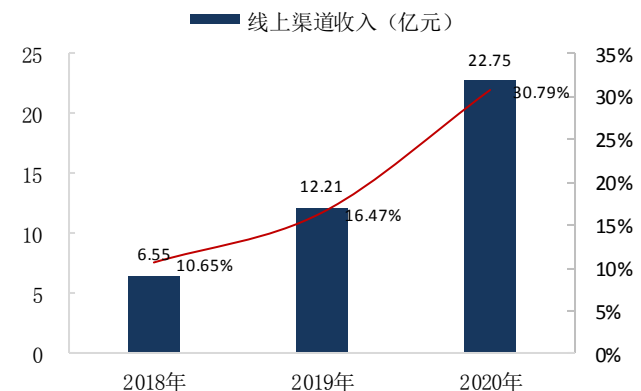
线上渠道贡献持续提升。随着互联网消费模式的快速革新, 公司线上渠道销售占比逐年提升。扫码购和电商平台渠道的销售占比从 2018 年的 30.6% 提升至 2020 年的 59.2%。按照公司将电商平台与线上下单门店发货的 O2O 订单统一界定为线上订单的口径来计算, 线上订单收入占比由 2018 年的 10.65% 上升至 2020 年的 30.79%。公司通过线上渠道打造全新的品牌运营体系, 通过平台互动与消费者建立有效连接, 拉近与消费者的距离, 增强客户黏性和消费便捷性。

图25: 公司各渠道销售占比情况



资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

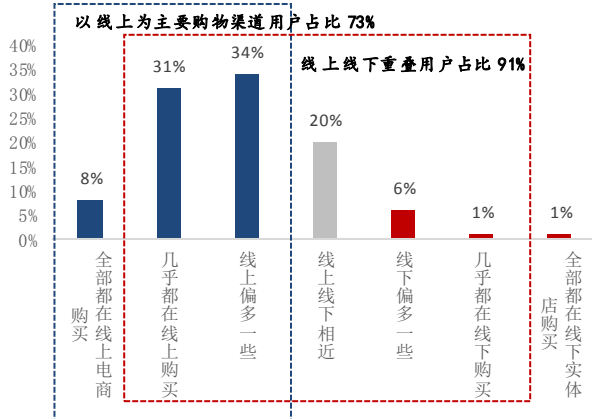
图26: 公司线上销售收入占比提升



资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

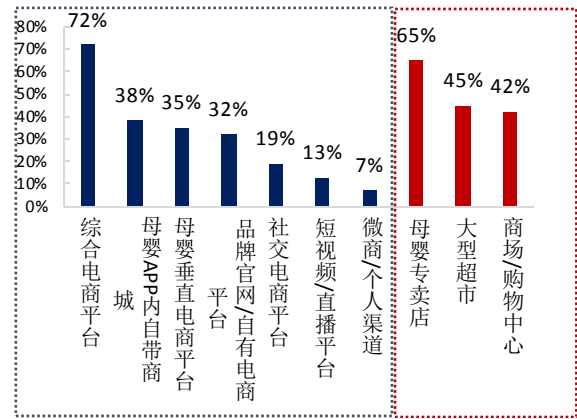
推进线上线下全渠道融合是母婴消费的必然趋势。艾瑞咨询调研数据显示, 几乎所有消费者均有在线上购买母婴产品的经历, 其中有 73% 的消费者以线上平台为主要消费渠道, 但同时线上线下重叠的用户占比高达 91%, 线下渠道仍具有一定消费需求, 且线上线下全渠道融合或为更有效的销售模式。线上渠道中, 综合电商平台、母婴 APP 内自带商城和母婴垂直电商平台分别位列前三名, 母婴专卖店在线下渠道中占比最高, 达到 65%。因此, 推进线上线下全渠道融合或为母婴零售的必然趋势, 具备全渠道运营能力的零售商更具竞争优势。

图27: 各渠道母婴产品消费金额分配



资料来源: 艾瑞咨询, 东兴证券研究所

图28: 母婴产品常用购买渠道



资料来源: 艾瑞咨询, 东兴证券研究所

公司积极推进线上线下全渠道融合, 建立了“无界+精准+数字化+服务化”的运营模式。公司已完成线上线下融合的数字化搭建, 消费者可通过线上平台、APP、微信小程序, 或线下触屏终端、“扫码购”自助下单、“店配速达”等多种渠道获得更加流畅、便捷的消费体验。公司可通过全渠道营销网络建立品牌和用户互相感知和交互的多个触点, 及时准确地满足消费者全方面的消费需求。通过线上线下一体化构建为消费者提供全渠道全方位服务, 提升消费者购物体验, 为公司收入的稳步增长奠定了基础。

图29: 公司推进线上线下全渠道融合



资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

3.2 首创大店模式, 运营效率尚有提升空间

首创大店模式, 打造“一站式”购物体验, 并采用“商品+服务+社交”的运营模式, 形成独特竞争优势。孩子王在全国首创大店模式, 平均单店面积约 2500 平方米, 最大单店面积超过 7000 平方米, 且均采用直营模式, 而同业参与者均以 1000 m²以下的中小店为主, 且多以加盟形式为主。公司单店面积较大, 商品种类丰

富, 涵盖了婴幼儿的衣、食、住、行, 为消费者提供了“一站式”的良好购物体验。同时, 在提供母婴产品服务的基础上, 还提供儿童游乐场及母婴配套服务, 增加了玩、学、交流互动等体验场景, 形成了“商品+服务+社交”的创新性运营模式, 在行业内形成了较为独特的竞争优势。

表4: 孩子王门店情况与同业对比

公司	门店数量	门店面积	区域布局
孩子王	全国 434 家直营门店	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 290 家直营门店	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+加盟门店	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	9000 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

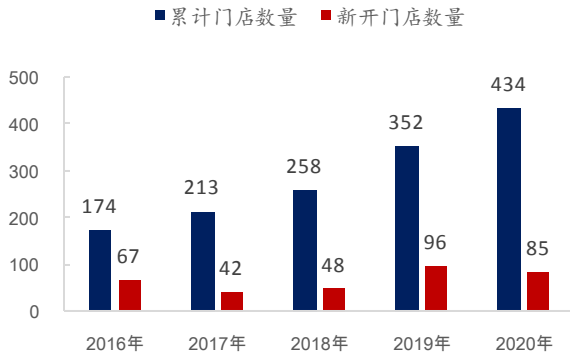
资料来源: 公司招股说明书、东兴证券研究所

图30: 孩子王大店模式提供一站式购物体验



资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

公司长期深耕大店直营模式, 并基本形成覆盖全国的销售网络。公司的店铺主要集中在大型综合购物中心内, 长期深耕大店模式进行全国范围的拓展。截至 2020 年末, 公司在全国 20 个省(市)、131 个城市拥有 434 家大型数字化实体门店, 相较 2019 年的 352 家增幅达到 23.3%, 疫情下展店步伐仍未受阻。2018 年-2020 年, 公司实体门店净增加数量分别为 45 家、94 家和 82 家, 保持较高的展店势头。公司目前仍以华东区域为核心经营区域, 2020 年营收占比超过 50%, 在东北、西北、华北和华南等区域布局尚较少, 未来仍有较大拓展空间。公司计划未来 3 年在江苏、安徽、四川、广东、重庆等 22 个省市新建 300 家门店, 从而进一步完善零售终端网络布局。

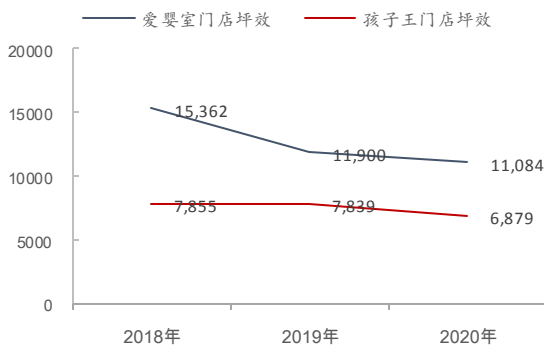
图31: 公司保持较高的展店速度


资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

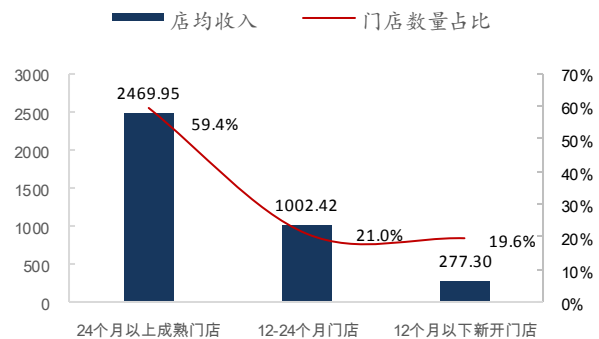
图32: 公司线下门店全国布局


资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

较快的展店速度和较大的门店面积短期或影响经营效率, 长期有望持续改善。较大的门店面积能够提供更为丰富的产品和更好的购物体验, 但同时也会影响坪效表现。对比爱婴室和孩子王的坪效数据来看, 2020年孩子王和爱婴室的坪效分别为 6879 元和 11084 元, 孩子王的坪效相对较低。与此同时, 公司近年来展店速度较快, 新开门店需要 12-18 个月的培育期, 单店收入和坪效均相对较低, 叠加疫情作用, 短期影响整体经营效率的提升。但长期来看, 随着新开门店逐渐成熟, 店均收入和坪效均会有显著提高, 将拉升销售收入和业绩表现, 长期看有较大提升空间。

图33: 孩子王和爱婴室门店坪效对比


资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

图34: 孩子王门店经营时间和店均收入


资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

3.3 重度会员模式, 增强客户黏性

通过打造“单客经济”模型, 搭建完善的会员管理体系, 增强客户黏性。公司自成立以来, 始终坚持以会员关系为核心资产, 以经营顾客关系为理念, 深度挖掘客户需求, 打造了从“互动产生情感—情感产生黏性—黏性带来高产值会员—高产值会员口碑影响潜在消费会员”的整套“单客经济”模型, 并在全业务体系推广。通过多年深入研究会员关系管理, 公司建立了包括“会员获取”、“会员互动”、“会员分类”、“会员增值”和“会员评估”在内的一整套闭环会员管理体系, 并与领先的大数据技术和门店场景化优势相结合, 形成了完善的以情感为纽带的会员制模式。该模式有利于吸引并留存流量, 增强客户粘度, 提升会员客单价值。

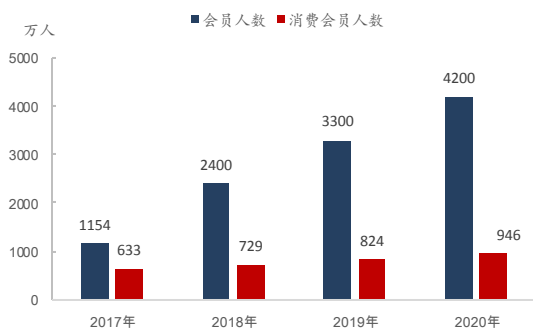
表5: 公司会员管理体系

模式	主要内容
会员获取	通过深入门店周边 3-5 公里社区、公园、医院等进行会员互动及拓展; 通过提供礼包、专属育儿顾问等增值服务打造会员的差异化认知; 通过从门店到城市的开拓策略, 联合周边异业商户共同合作开发会员; 与供应商联合举办“妈妈班”等互动活动获取新用户等。
会员互动	公司围绕 1~6 岁亲子家庭的成长互动需求, 结合会员的年龄阶段设计开发了数十个互动产品, 打造了一个涵盖孕期教育、科学育儿、趣味游戏、亲子互动、健康比赛等多种类别的会员互动体系。
会员分类	公司于 2017 年 9 月上线了全新会员成长体系, 统一线上和线下会员, 并对会员进行分类分级管理。公司从消费、互动和服务三个维度进行会员成长值的构建, 将会员分类为 L0-L8 九个等级, 日常运营中通过不同的成长值增长路径, 提升高等级会员占比, 加强会员产值。
会员增值	公司于 2018 年 5 月正式推出 (2017 年试行) 付费产品—黑金 PLUS 会员, 围绕孕妇与婴幼儿两大目标用户以及差异化需求, 推出了孕享卡 (399 元/年) 和成长卡 (199 元/年) 两类。通过将会员与品牌商深度绑定, 全面渗透用户日常生活场景, 为会员提供从商品到服务的一站式育儿成长解决方案。
会员评估	公司基于大数据挖掘与分析, 建立了会员全生命周期下的数字化运营体系。对于新会员而言, 在用户注册转化为新会员后, 公司通过对新会员转化时间与转化人群的同步监测, 寻求触发效率最高的利益点与形式, 实现精准触达。对于老会员而言, 公司依托大数据的深度剖析, 围绕会员营销、会员服务、会员关怀三大场景建立了数据预警、偏好行为分析等模型, 提高会员复购率。

资料来源: 公司招股说明书、东兴证券研究所

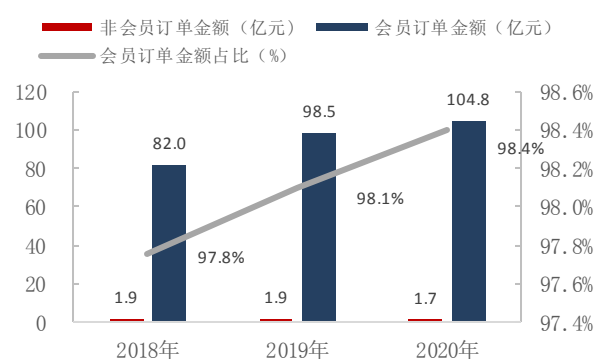
高度依赖会员模式, 会员消费占比 98% 以上。截至 2020 年末, 公司会员人数超过 4200 万人, 较 2017 年增长超过 2.6 倍, 其中 2020 年消费会员人数超过 945 万人。随着消费水平的不断提高, 以及公司创新性采用“重度会员模式”深耕单客经济, 会员消费成为公司营收的最核心贡献, 2018 年-2020 年公司会员订单金额分别为 81.98 亿/98.48/104.81 亿元, 占全年销售额的比重分别为 97.8%/98.1%/98.4%。

图35: 公司会员人数及消费会员人数



资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

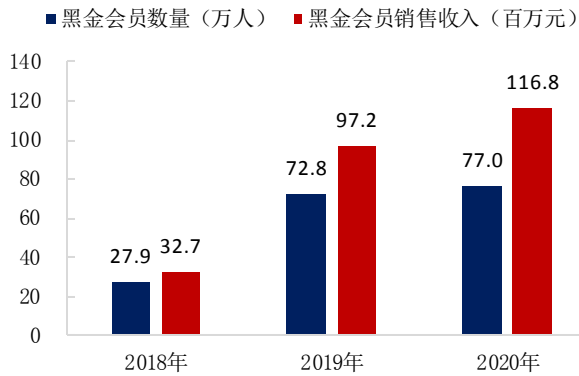
图36: 公司会员订单金额及占比



资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

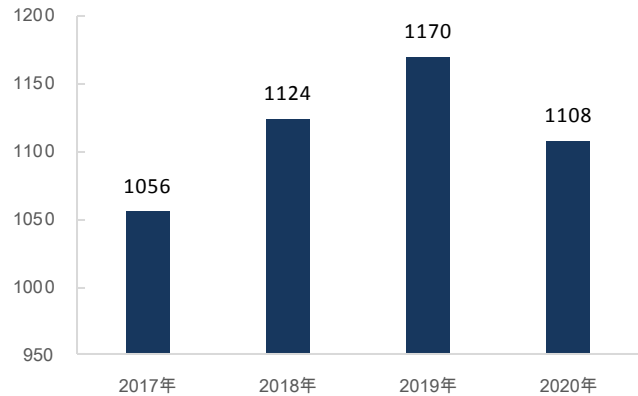
黑金会员精细化运营, 充分挖掘会员价值。为进一步提高单客产值, 公司对会员进行了更加精细化的运营。公司 2018 年 5 月推出付费黑金 PLUS 会员, 分别针对孕妇和婴幼儿两大目标用户推出了孕享卡 (399 元/年) 和成长卡 (199 元/年), 有效期均为 1 年, 到期后自动作废。消费者在预付会员卡款项后可享受会员卡内相关服务, 其中包含于特定时期获取特定礼物, 消费折扣及其他增值服务。截至 2020 年末公司累计黑金会员规模超过 70 万人, 会员数量和销售收入逐年增加, 2018 年-2020 年黑金会员单个会员平均收入分别为 117.36 元/133.53 元/151.71 元, 2020 年付费会员单客年产值为普通会员的 10 倍。

图37: 公司黑金会员人数和销售收入



资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

图38: 公司消费会员单客价值



资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

公司会员数量较多, 但客单价值仍有较大提升空间。通过对比孩子王和爱婴室的会员体系和情况来看, 两者均高度依赖会员销售, 会员销售占比均超过 95%。孩子王的总会员数量和消费会员数量均远高于爱婴室, 但孩子王的客单价值仅为爱婴室的一半。随着人口红利的逐渐退却和互联网技术的快速革新, 获客成本持续上升, 拥有更多会员基础并能持续挖掘单客价值的公司则会更具市场竞争力。近年来, 孩子王的会员客单价持续走高, 从 2017 年的 1056 元提升至 2019 年的 1170 元, 2020 年受疫情影响有小幅下降。预计随着疫情恢复, 公司持续减持以会员服务为核心, 进一步构建以服务化、数字化、生态化为基础的“会员经济”, 客单价值仍有很大提升空间。

表6: 孩子王和爱婴室会员体系对比

	孩子王	爱婴室
会员体系	普通会员 黑金 plus 会员 成长卡 (199 元/年) 孕享卡 (399 元/年)	普通会员 MAX 会员 (39 元/年) MAX+会员 (99 元/年) 品牌联名会员: MAX 爱他美 (129 元/年)、 MAX 惠氏 (178 元/年)
积分制度	普通会员积分用于兑换权益时, 100 积分对应人民币 1 元。新会员获赠的 500 积分有效期为 1 个月; 消费产生的积分有效期为 1 年, 按月度滚动清零	5000 积分兑换 25 元无门槛优惠券, 10000 积分兑换 50 元无门槛优惠券, 以此类推, 积分有效期为 1 年
会员数量	4200+万人	438.2 万人
消费会员	1000 万	100 万
会员销售占比	98.40%	95.27%
单客价值	1108 元	2256 元
付费会员价值	黑金 PLUS 会员数已超过 70 万人, 单客年产值达到普通会员的 10 倍左右	付费会员消费占总会员消费的 37%, 付费会员人均贡献是普通会员的 4.43 倍、订单均价是普通会员的 1.47 倍、消费次数是普通会员的 3 倍

资料来源: 公司招股说明书, 公司财报, 东兴证券研究所

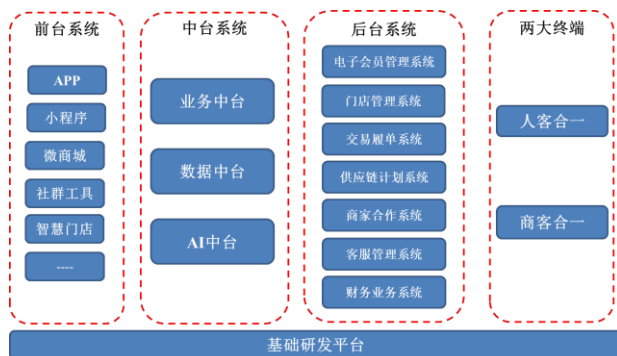
3.4 科技赋能推动母婴零售数字化转型

构建数字化平台系统，为公司业务发展和高效管理赋能。公司沿着“信息化——在线化——智能化”的发展路径，始终坚持运用大数据技术构建零售服务业务，初步搭建了支持全渠道业务高速有效运转的数字化系统，包括五大前台系统，三大中台系统，七大后台系统以及面向员工的人客合一终端和面向商家的商客合一终端，约有 7000 多个子系统模块，数字化生产工具超 1300 个，实现了“用户、员工、商品、服务、管理”等生产要素的数字化在线，以及线上线下全渠道一体化数字化工具全覆盖。截至 2020 年末，公司已完成线下 434 家大型实体门店的全面数字化升级，真正实现了消费者精准洞察和运营效率的提升。

“数字化”为客户、员工和管理等多方面赋能，极大提高客户服务能力和管理能力。

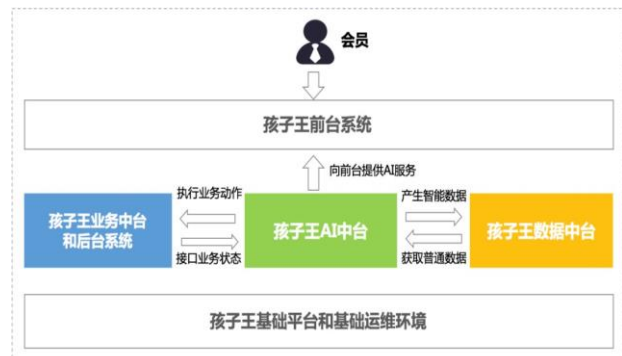
- 在用户数字化方面，公司搭建了 APP、小程序、云 POS 等用户前端系统，实现了从线下数字化门店到手机 APP、微信小程序等全渠道互通，使得客户可以在任何时间、地点、场景下都能享受到优质服务。同时公司在服务过程中完成了用户数据的采集，目前公司已建立了超 400 个基础用户标签和超 1000 个智能模型，基于采集到的用户基本属性、浏览、交易、社交、互动活动等数据和建立起的用户标签系统为用户画像，形成“千人千面”的服务方式，最终完成精准营销，赋能公司业务发展。数字化营销加持下，公司销售费用率从 2017 年的 22.59% 下降至 2020 年的 19.36%。
- 在员工数字化方面，公司开发了育儿顾问客户管理工具“人客合一”、“云客合一”、“阿基米德”店总经营管理工具等，赋能基层员工进行高效而精准的客户服务和管理工作。
- 在管理数字化方面，公司搭建了以业务和数据双中台系统为主，以 AI 中台为辅的技术架构，提升了整体业务运转效率。

图39：公司数字化系统



资料来源：公司招股书，东兴证券研究所

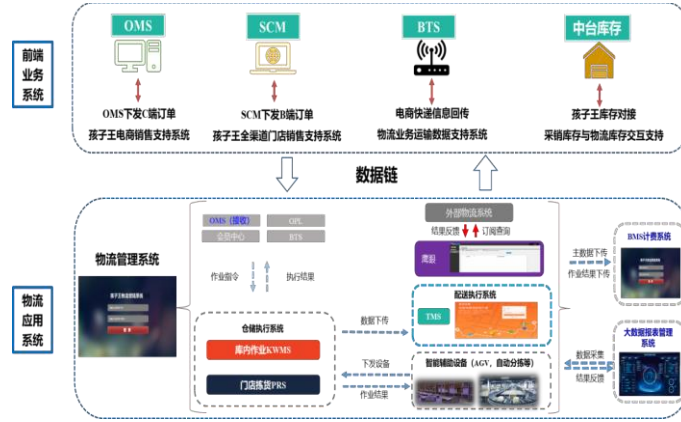
图40：公司数字化系统流程图



资料来源：公司招股书，东兴证券研究所

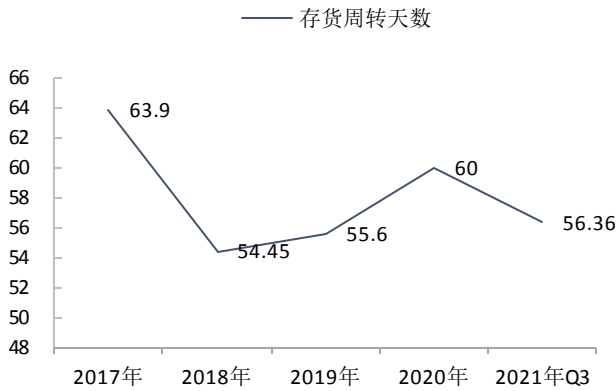
科技赋能业务，提升运营效率。公司开发的自动补货系统可根据各 SKU 的库存情况、在途订单情况、历史销售数据以及配送方式等因素构建数字化补货模型，自动生成补货建议，最终形成采购订单或配送订单。大促时期，公司供应链部门将统一调整自动补货参数进行提前备货。数字化的自动补货系统提供了稳健可靠、精准高效的库存管理，能够有效避免出现门店、仓库库存不足或分配不均衡的情况，提高整体采购效率和仓储管理效率。公司的存货周转天数整体呈现走低态势，从 2017 年的 63.9 天降至 2021 年 Q3 的 56 天，运营效率显著提升。

图41: 公司数字化供应链系统



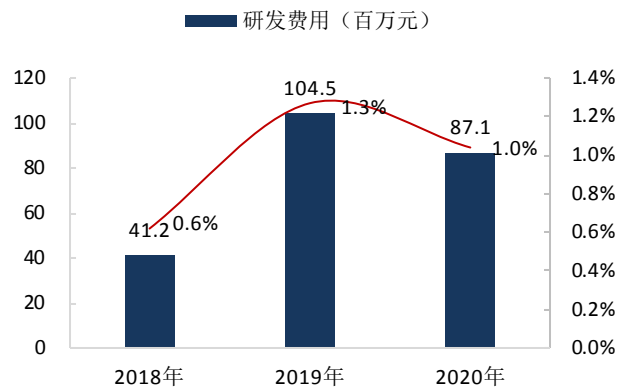
资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

图42: 公司存货周转率走低



资料来源: 公司招股书, 东兴证券研究所

图43: 公司研发费用及研发费用率



资料来源: 公司招股书, 东兴证券研究所

较高的研发投入和较强的研发团队提供技术支持, 未来将持续赋能业务发展。公司自成立以来一直高度重视自主研发能力, 研发投入较高, 2020 年研发费用率达 1.04%, 高于行业可比上市公司平均水平。公司还具有体系完善、职能明确且专业能力强的数字化研发和 IT 技术团队。截至 2020 年末, 公司专职 IT 技术研发人员数量为 380 人, 占公司期末全部人数的 2.86%, 涵盖中后台研发、平台运维、前端产品研发等多个方面。与此同时, 公司募集资金中的 2 亿元将应用于数字化平台建设项目。较强的研发团队和充足的研发投入将共同助力公司数字化建设, 未来将持续赋能业务发展。

4. 盈利预测与风险提示

4.1 盈利预测与投资建议

通过复盘日本西松屋的发展历程, 我们认为, 生育率的下降并不必然会带来行业内公司的衰败, 相反具有较强经营能力的公司会获得逆势增长, 甚至会在行业洗牌中获得更高市场份额。近年来, 我国出生率持续走低, 人口红利接近尾声, 在人口红利消退的大背景下, 消费升级成为拉动母婴消费需求的重要驱动因素, 同时行业还存在着下沉市场的结构性机会。行业增速放缓对行业参与者的运营能力和快速应变能力提出了更高的要

求, 公司全渠道融合+重度会员模式+数字化加码构建坚实壁垒, 支撑公司长期发展。

生育率走低, 行业竞争加剧的背景下, 获客难度和成本也会有所提升。公司打造了“单客经济”模型, 搭建完善的会员管理体系, 为营收的稳定增长提供保障。公司近年来逐步完善线上渠道布局, 线上渠道收入占比持续增加。线下首创大店模式, 提供一站式购物体验, 提供儿童游乐场及母婴配套服务, 形成独特竞争优势。公司建立了“无界+精准+数字化+服务化”的运营模式, 积极推进全渠道融合, 优化购物体验。与此同时, 公司构建数字化平台系统, 为业务发展和高效管理赋能, 提升了客户服务能力、管理能力和运营效率。

展望未来:

(1) 公司计划未来 3 年在江苏、安徽、四川、广东、重庆等 22 个省市新建 300 家门店, 从而进一步完善零售终端网络布局, 有望进一步拉动销售增长;

(2) 公司近年来展店速度较快, 运营时间少于 18 个月的非成熟门店占比仍较高, 单店模型仍有望进一步优化。未来随着成熟门店的增多和占比提高, 盈利能力有望进一步改善, 且公司大店模式坪效未来有进一步提升空间;

(3) 庞大的会员基础为公司未来营收稳定增长提供基础, 且公司的单会员价值未来仍有很大挖掘空间;

(4) 数字化建设持续推进, 较高的研发投入和较强的研发团队提供技术支持, 未来将持续赋能业务发展。

看好公司凭借在渠道、会员体系构建和数字化建设方面的优势, 抓住行业结构性机会, 实现业绩稳健增长。预计公司 2021-2023 年净利润分别为 2.04、3.5 和 5.86 亿元, 对应 EPS 分别为 0.21、0.36 和 0.6 元。当前股价对应 PE 值分别为 107、62 和 37 倍, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

4.2 风险提示

疫情反复影响。公司线下渠道收入占比较高, 若疫情持续反复, 将影响线下渠道销售。

展店速度不及预期。公司计划未来 3 年在江苏、安徽、四川、广东、重庆等 22 个省市新建 300 家门店, 若公司实际展店速度不及预期, 将会影响销售收入增长的整体预期。

出生率持续大幅走低。近年来我国出生率持续走低, 相关政策陆续出台, 但并未从根本上扭转下降趋势。若生育率持续大幅走低, 将影响母婴零售市场的消费需求, 从而影响公司的业绩增长。

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产合计	3450	4132	4560	5184	6086	营业收入	8243	8355	9143	10828	12632
货币资金	1283	2031	2223	2697	3323	营业成本	5742	5805	6400	7525	8779
应收账款	46	61	59	74	84	营业税金及附加	19	23	26	30	35
其他应收款	0	0	0	0	0	营业费用	1623	1618	2011	2328	2526
预付款项	65	51	51	42	37	管理费用	359	386	457	520	568
存货	994	941	1073	1241	1460	财务费用	3	49	-3	-9	-15
其他流动资产	102	80	15	-221	-422	研发费用	104	87	91	101	111
非流动资产合计	893	891	749	596	465	资产减值损失	0.82	-6.63	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0.47	13.58	7.03	10.30	8.66
固定资产	467	450	360	270	180	投资净收益	49.65	52.64	51.15	51.89	51.52
无形资产	109	104	101	98	95	加: 其他收益	28.76	39.22	33.99	36.60	35.30
其他非流动资产	3	1	0	0	0	营业利润	471	481	250	430	721
资产总计	4343	5023	5310	5780	6551	营业外收入	7.09	4.27	4.27	4.27	4.27
流动负债合计	2401	2688	2844	3093	3479	营业外支出	2.85	3.66	3.66	3.66	3.66
短期借款	77	88	29	0	0	利润总额	476	481	251	431	721
应付账款	1226	1081	1262	1433	1701	所得税	98	90	47	81	135
预收款项	177	1	1	1	1	净利润	377	391	204	350	586
一年内到期的非流动负债	7	8	8	8	8	少数股东损益	0	0	0	0	0
非流动负债合计	242	245	230	230	230	归属母公司净利润	377	391	204	350	586
长期借款	218	216	216	216	216	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	2644	2932	3075	3323	3709	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	23.56%	1.37%	9.43%	18.43%	16.66%
实收资本(或股本)	979	979	979	979	979	营业利润增长	80.08%	1.98%	-47.99%	72.03%	67.58%
资本公积	545	545	545	545	545	归属于母公司净利润增长	36.76%	3.61%	-47.93%	71.86%	67.49%
未分配利润	155	546	679	896	1270	获利能力					
归属母公司股东权益合计	1699	2090	2229	2451	2836	毛利率(%)	30.34%	30.53%	30.00%	30.50%	30.50%
负债和所有者权益	4343	5023	5303	5773	6545	净利率(%)	4.58%	4.68%	2.23%	3.23%	4.64%
现金流量表						单位: 百万元					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	总资产净利润(%)	8.69%	7.78%	3.83%	6.05%	8.95%
经营活动现金流	886	868	471	784	1018	ROE(%)	22.21%	18.71%	9.14%	14.28%	20.67%
净利润	377	391	204	350	586	偿债能力					
折旧摊销	185.24	197.18	89.94	89.94	89.94	资产负债率(%)	61%	58%	58%	58%	57%
财务费用	3	49	-3	-9	-15	流动比率	1.44	1.54	1.60	1.68	1.75
应收账款减少	0	0	2	-15	-10	速动比率	1.02	1.19	1.23	1.28	1.33
预收账款增加	0	0	0	0	0	营运能力					
投资活动现金流	-580	-197	-158	-162	-206	总资产周转率	2.14	1.78	1.77	1.96	2.05
公允价值变动收益	0	14	7	10	9	应收账款周转率	210	156	153	163	160
长期投资减少	0	0	4	0	0	应付账款周转率	7.49	7.24	7.80	8.04	8.06
投资收益	50	53	51	52	52	每股指标(元)					
筹资活动现金流	131	-18	-122	-148	-186	每股收益(最新摊薄)	0.39	0.40	0.21	0.36	0.60
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净现金流(最新摊薄)	0.44	0.67	0.20	0.48	0.64
长期借款增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	1.74	2.13	2.28	2.50	2.90
普通股增加	0	0	0	0	0	估值比率					
资本公积增加	2	0	0	0	0	P/E	57.56	55.56	106.70	62.09	37.07
现金净增加额	436	653	191	475	625	P/B	12.79	10.39	9.75	8.87	7.66
						EV/EBITDA	31.45	27.53	58.04	37.43	23.32

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

分析师简介

王紫

对外经济贸易大学管理学学士, 法国诺欧高等商学院管理学硕士。2018年5月加入东兴证券研究所, 一年港股消费及策略研究经验, 目前全面负责商贸零售与社会服务行业研究。2020年度 Wind 金牌分析师“餐饮旅游行业第三名”、《财经》研究今榜“最佳选股分析师”, 2021年度 Wind 金牌分析师“餐饮旅游行业第二名”。

研究助理简介

魏宇萌

中国人民大学经济学学士, 金融硕士。2020年7月加入东兴证券研究所, 商贸零售与社会服务行业研究助理, 主要负责化妆品、免税、电商、传统零售、珠宝等研究方向。

刘雪晴

中央财经大学经济学硕士。2020年8月加入东兴证券研究所, 商贸零售与社会服务行业研究助理, 主要负责旅游酒店、餐饮、教育人服、本地生活、医美等研究方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能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。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 010-66554008

传真: 021-25102881

传真: 0755-23824526