

# 孩子王 (301078.SZ)

## 深耕单客经济，全渠道为矛，志在平台型母婴龙头

以日本为例：日本存在西松屋阿卡佳两大龙头，西松屋于出生率下降背景下逆势翻盘。日本母婴市场出现西松屋、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。其中西松屋在出生率及居民消费能力双双下降时期（1997-2007 年）逆势突围，通过：①区域密集开店策略抢占消费者心智；②优化单店模型，通过拓展用户年龄及商品 SKU 对冲出生率下降带来影响；③高性价比的定位及便民的选址等多种措施应对日本消费水平及出生率下滑危机，展现出龙头品牌强大的顺应环境灵活应变能力，实现营业收入及净利润的高速增长。

**国内母婴现状：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，流量获取、客户运营及效率优势为核心竞争力。**国内母婴行业 4 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，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；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。

**公司：全国连锁龙头，双渠道运营，会员制及数字化能力突出，逆势展店、同店优于同行，规模、盈利能力均存空间。孩子王作为母婴连锁龙头，流量获取能力领先、深耕单客经济，具备效率优势。**①客户获取能力突出：孩子王拥有广泛的线下布局，持续触达消费者（2021 年线下门店数量达到 495 家）；会员制拉新模式突出。多举措助力获客。②深耕单客经济，挖掘消费潜力：公司以大店模式为依托，门店同时提供“产品+服务”；并通过育儿顾问立足于“人”的服务，与消费者建立情感联结；过程中借助数字化工具，精准对接消费需求并通过线上线下双渠道触达消费者，充分挖掘消费者消费潜力，深耕单客经济。③存货周转及资产周转效率及上下游占款能力均领先行业，电商入局背景下优势凸显。

**逆势展店，定位平台型企业规模盈利能力均存在提升空间。**公司立足江苏，优势华东区域 2021 年贡献营收 52.9%。估算公司在华东市占率达到 3.2%，地位逐步稳固同时对标爱婴室上海市占率（近 20%）提升空间广阔。华东之外，孩子王在华中地区、西南地区的市占率分别为 0.6%、2.3%，随公司持续展店，市占率提升可期。从盈利能力来看，2014-2021 年，孩子王毛利率由 25.0% 提升至 30.6%，未来定位平台型企业下毛利率较高的服务收入占比有望进一步提升拉动综合毛利率上行。费用管控能力逐步增强：2018/2019/2020 年，孩子王销售及管理费用率分别为 20.4%/19.7%/19.4%、6.2%/5.6%/5.7%，逐步优化且仍有提升空间。

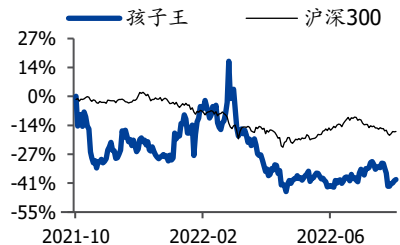
**投资建议：**公司为深耕单客经济，志在平台型企业的母婴连锁龙头。在行业消费者注重商品品质、专业连锁龙头渠道转化率及粘性均相对较高、电商入局对效率提出新要求、但上游品牌商为持续获客仍需借力线下的前提下，具备流量获取、客户运营及效率优势的终端连锁龙头将迎扩张整合机

### 增持（首次）

#### 股票信息

行业	专业连锁
8月9日收盘价(元)	14.09
总市值(百万元)	15,329.92
总股本(百万股)	1,088.00
其中自由流通股(%)	7.25
30日日均成交量(百万股)	10.97

#### 股价走势



#### 作者

分析师 杜玥莹

执业证书编号：S0680520080008

邮箱：duyueying@gszq.com

研究助理 毕筱璟

执业证书编号：S0680121030013

邮箱：bixiaojing@gszq.com

#### 相关研究

遇；公司客户获取能力突出，深耕单客经济、会员运营能力远优于同行，效率及上下游占款能力均领先行业。目前公司优势华东区域市占率仅为3.2%，地位初步确立，其余区域市占率较低，版图扩张大有可为；毛利率提升及费用率优化均有空间，盈利能力有望持续提升。疫情影响后，预计稳步展店、同店店效有望恢复正增长。预计公司 2022-2024 年 EPS 为 0.27、0.37、0.47 元/股，当前股价对应 PE 分别为 53/38/30 倍，首次覆盖给予“增持”评级，目标价 16.3 元（对应 2024 年 35x PE）。

**风险提示：**1) 疫情严重影响消费致使展店长期不及预期。2) 同店恢复不及预期。3) 数字化及仓储物流建设不及预期。4) 行业竞争严重加剧。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	8,355	9,049	10,143	11,311	12,490
增长率 yoy (%)	1.4	8.3	12.1	11.5	10.4
归母净利润（百万元）	391	202	290	403	507
增长率 yoy (%)	3.6	-48.4	43.9	38.9	25.8
EPS 最新摊薄（元/股）	0.36	0.19	0.27	0.37	0.47
净资产收益率 (%)	18.7	7.1	9.3	11.5	12.6
P/E (倍)	39.5	76.5	53.2	38.3	30.4
P/B (倍)	7.4	5.4	5.0	4.4	3.8

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2022 年 8 月 9 日收盘价

**财务报表和主要财务比率**

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	4132	4155	4845	4804	6187	<b>营业收入</b>	8355	9049	10143	11311	12490
现金	2031	1645	2077	2025	3141	营业成本	5805	6280	7018	7739	8492
应收票据及应收账款	61	76	77	93	95	营业税金及附加	23	21	0	0	0
其他应收款	83	72	102	92	122	营业费用	1618	1938	2029	2206	2411
预付账款	51	91	69	109	87	管理费用	386	437	575	686	759
存货	941	910	1159	1123	1380	研发费用	87	101	113	126	139
其他流动资产	964	1362	1362	1362	1362	财务费用	49	145	162	181	200
<b>非流动资产</b>	891	3971	3876	3766	3728	资产减值损失	-7	1	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	39	48	54	60.54	67
固定资产	450	447	447	432	401	公允价值变动收益	14	7	0	0	0
无形资产	104	180	186	192	200	投资净收益	53	56	63	70	77
其他非流动资产	337	3344	3243	3142	3127	资产处置收益	0	4	0	0	0
<b>资产总计</b>	5023	8126	8721	8570	9915	<b>营业利润</b>	481	241	363	504	634
<b>流动负债</b>	2688	2704	3110	2644	3558	营业外收入	4	5	0	0	0
短期借款	88	1	1	1	1	营业外支出	4	17	0	0	0
应付票据及应付账款	1627	1331	1974	1670	2328	<b>利润总额</b>	481	229	363	504	634
其他流动负债	973	1372	1135	973	1229	所得税	90	28	73	101	127
<b>非流动负债</b>	245	2574	2495	2411	2342	<b>净利润</b>	391	201	290	403	507
长期借款	216	306	227	143	74	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他非流动负债	29	2268	2268	2268	2268	<b>归属母公司净利润</b>	391	202	290	403	507
<b>负债合计</b>	2932	5278	5604	5055	5900	EBITDA	630	405	509	664	711
少数股东权益	0	0	0	0	0	EPS (元/股)	0.36	0.19	0.27	0.37	0.47
股本	979	1088	1088	1088	1088						
资本公积	545	993	993	993	993						
留存收益	566	767	1050	1439	1925						
归属母公司股东权益	2090	2848	3116	3514	4014						
<b>负债和股东权益</b>	5023	8126	8721	8570	9915						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	868	599	1220	254	1427
净利润	391	201	290	403	507
折旧摊销	190	205	193	216	151
财务费用	49	145	162	181	200
投资损失	-53	-56	-63	-70	-77
营运资金变动	326	-323	637	-475	646
其他经营现金流	-35	427	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-197	-1207	-35	-36	-36
资本支出	211	519	-95	-110	-38
长期投资	-50	-765	0	0	0
其他投资现金流	-37	-1453	-131	-146	-74
<b>筹资活动现金流</b>	-18	41	-753	-270	-275
短期借款	12	-87	0	0	0
长期借款	-3	90	-79	-84	-69
普通股增加	0	109	0	0	0
资本公积增加	0	447	0	0	0
其他筹资现金流	-27	-518	-674	-186	-207
<b>现金净增加额</b>	650	-568	432	-52	1116

主要财务比率					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	1.4	8.3	12.1	11.5	10.4
营业利润 (%)	2.0	-49.9	50.5	38.9	25.8
归属母公司净利润 (%)	3.6	-48.4	43.9	38.9	25.8
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	30.5	30.6	30.8	31.6	32.0
净利率 (%)	4.7	2.2	2.9	3.6	4.1
ROE (%)	18.7	7.1	9.3	11.5	12.6
ROIC (%)	14.7	2.9	4.5	6.0	7.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	58.4	65.0	64.3	59.0	59.5
净负债比率 (%)	-81.2	51.8	15.2	12.6	-18.5
流动比率	1.5	1.5	1.6	1.8	1.7
速动比率	1.1	1.1	1.1	1.3	1.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.8	1.4	1.2	1.3	1.4
应收账款周转率	156.4	132.6	132.6	132.6	132.6
应付账款周转率	3.7	4.2	4.2	4.2	4.2
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.36	0.19	0.27	0.37	0.47
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.80	0.55	1.12	0.23	1.31
每股净资产 (最新摊薄)	1.92	2.62	2.86	3.23	3.69
<b>估值比率</b>					
P/E	39.5	76.5	53.2	38.3	30.4
P/B	7.4	5.4	5.0	4.4	3.8
EV/EBITDA	20.4	38.6	28.7	22.0	18.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 8 月 9 日收盘价

## 内容目录

1.孩子王：全国展店、全渠道运营的母婴行业龙头.....	6
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.....	8
2.1. 国内母婴行业近4万亿规模，用户生命周期较短，本质属小众市场.....	8
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.....	9
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.....	13
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.....	14
3.公司：深耕单客经济，获客及客户运营能力远优于同行，规模、盈利能力均存空间.....	21
3.1. 客户获取能力远好于同行.....	21
3.2. 深耕单客经济，育儿顾问建立情感联结，具备极强客户运营能力.....	22
3.3. 周转效率较高，奠定领先优势.....	25
3.4. 布局总部江苏与二三线城市，发展空间广阔.....	26
3.5. 定位平台型企业，盈利模式有望改善.....	27
3.6. 复盘海外，新生儿人数持续下降，优质龙头仍可以实现突围，持续盈利.....	29
4. 盈利预测.....	30
5. 投资建议.....	32
6. 风险提示.....	32

## 图表目录

图表 1: 孩子王门店全国化布局初具雏形.....	6
图表 2: 逆势展店，收入、利润稳健增长.....	7
图表 3: 毛利率持续优化，2021 年销售及财务费用率有所上行.....	7
图表 4: 创始人控股，一致行动人协议绑定创始团队.....	7
图表 5: 国内母婴行业万亿级市场，发展大致可分为三个阶段.....	8
图表 6: 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%）.....	9
图表 7: 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.....	9
图表 8: 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.....	10
图表 9: 上游商品端：分品类各占一席，标品品类集中度更高.....	10
图表 10: 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.....	11
图表 11: 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.....	11
图表 12: 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.....	12
图表 13: 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.....	12
图表 14: 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.....	13
图表 15: 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.....	13
图表 16: 从品牌端来看，销量、消费升级及新品为主要推动力.....	14
图表 17: 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.....	14
图表 18: 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.....	15
图表 19: 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%）.....	15
图表 20: 2013-2016 年母婴用品电商规模快速增长，后增速回落.....	16
图表 21: 2013-2016 年母婴品类线上渗透率迅速提升.....	16
图表 22: 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.....	17
图表 23: 母婴电商领域融资在 2015 年资本风口后锐减.....	17

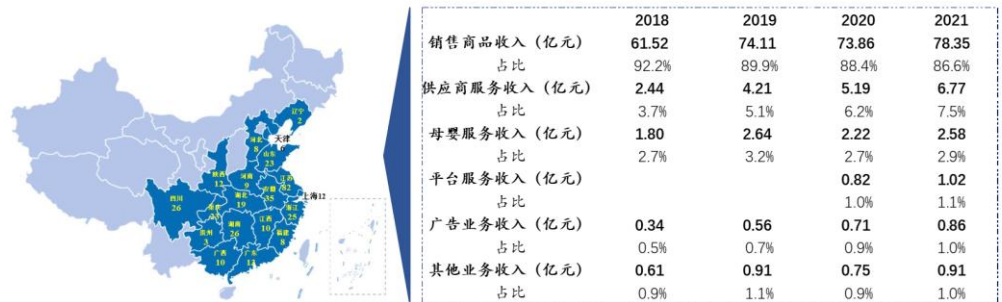
图表 24: 行业进入新一轮洗牌期, 综合电商及线下 O2O 占比提升 .....	17
图表 25: 以蜜芽为例, 母婴垂直电商借助跨境直采/平台直销/品牌特卖/全渠道推广等多重手段构筑商业闭环 .....	18
图表 26: 宝宝树作为母婴社区电商龙头相关电商业务体量在 2017 年后迅速减少, 2018 年与阿里合作后电商业务基本停止运作 .....	18
图表 27: 孩子王 APP 月活用户数在母婴 APP 类居于领先 .....	18
图表 28: 母婴分品类线上渗透率及 2020 年 5 月同 2019 年同期比较 .....	19
图表 29: 线下渠道于上游品牌商具备获客及引流作用, 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 .....	19
图表 30: 国内母婴渠道达 12 万家 .....	20
图表 31: 当前行业格局仍高度分散 .....	20
图表 32: 母婴连锁区域特征明显 .....	20
图表 33: 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 .....	21
图表 34: 对比母婴龙头爱婴室, 孩子王门店全国化布局, 触达全国范围消费者 .....	21
图表 35: 两类付费会员卡的类型及权益 .....	22
图表 36: 孩子王提供"产品+服务"通过全渠道触达, 育儿顾问及数字化化工具助力会员运营, 挖掘消费潜力 .....	22
图表 37: 对比母婴龙头爱婴室, 孩子王营收结构更加多元, 商品、服务双管齐下 .....	23
图表 38: 孩子王 APP 本地生活频道作为流量入口接入其他平台 .....	23
图表 39: 孩子王数字化系统搭建 .....	24
图表 40: 孩子王通过小程序、扫码购、APP、第三方平台等方式全渠道运营 .....	25
图表 41: 孩子王存货周转天数显著低于爱婴室 .....	25
图表 42: 孩子王资产周转率逐年提高并超过爱婴室 .....	25
图表 43: 孩子王应收账款周转天数更低 .....	26
图表 44: 孩子王应付账款周转天数整体高于爱婴室 .....	26
图表 45: 全国各地地区门店数量及营收占比 .....	26
图表 46: 对标日本龙头, 孩子王毛利率存在上行空间 .....	28
图表 47: 孩子王服务类(高毛利)业务占比逐步提升, 拉动毛利率上行 .....	28
图表 48: 孩子王总体销售费用率及管理费用率呈现明显的下降趋势 .....	28
图表 49: 爱婴室相对于孩子王人效较高 .....	29
图表 50: 爱婴室租金及人均工资均高于孩子王 .....	29
图表 51: 爱婴室坪效高于孩子王, 孩子王坪效相对于爱婴室逐步提升 .....	29
图表 52: 日本总生育率持续走低 .....	30
图表 53: 日本母婴龙头西松屋营业收入快速增长长期对应出生率下降时期 .....	30
图表 54: 盈利预测 .....	30
图表 55: 行业估值表 .....	32

## 1. 孩子王：全国展店、全渠道运营的母婴行业龙头

**孩子王：全国布局、全渠道运营的母婴行业龙头。**孩子王由联合创始人兼董事长汪建国，联合创始人兼 CEO 徐伟宏创立于 2009 年。公司总部位于江苏南京，2009 年第一家门店在南京开业，2010 年走出江苏，后相继开始全国布局，2016 年门店已布局全国一半省份。截至 2021 年末，公司在全国 20 个省（市）、142 个城市拥有 495 家大型数字化实体门店（平均单店面积约 2500 平米，最大超过 7000 平方米）。2015 年在互联网+背景下，公司正式对外推出线上线下全渠道战略布局，上线第一版官方 APP 商城，并不断拓展线上模式，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 90.5 亿元，已成长为全国母婴行业龙头。

以 2021 年营收结构来看。1) 按商品服务性质分，母婴商品业务、母婴服务业务、供应商服务业务、广告业务、平台服务收入占比分别为 86.59%/2.85%/7.48%/0.95%/1.13%。实现其他业务收入占比 1.00%，主要包括招商收入、软件收入及其他收入。2) 按区域分，华东地区是公司的优势区域，华东、西南、华中、华北、华南、西北、东北的主营业务收入占比分别为 52.90%/14.85%/11.17%/3.79%/5.31%/2.28%/0.41%。

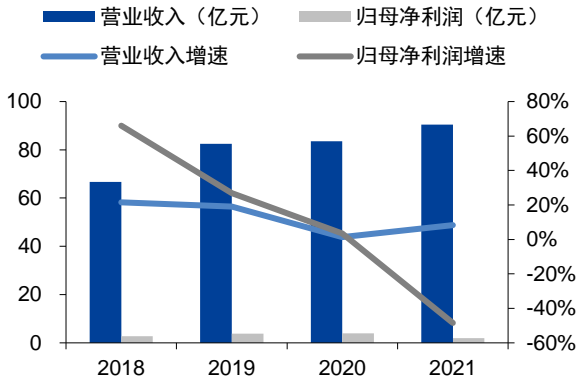
图表 1：孩子王门店全国化布局初具雏形



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

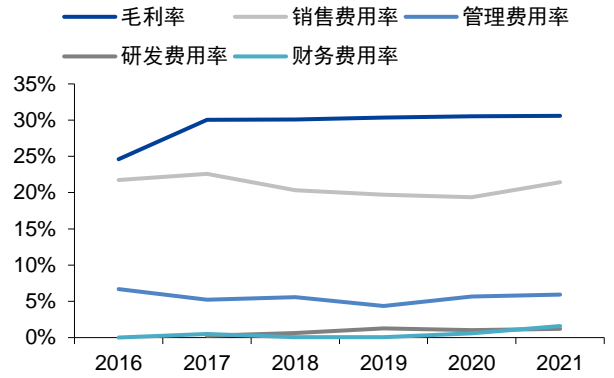
**逆势展店，收入、利润稳健增长。**在线下门店布局方面，公司抢抓母婴市场发展机遇，加快门店开立速度，扩大市场覆盖，截至 2021 年末，公司在全国 20 个省（市）、142 个城市拥有 495 家大型数字化实体门店，收入、利润稳健增长。据公司公告，2017-2019 年，公司收入年复合增长率 25.5%；随规模扩大后对上游议价权提升、商品结构调整、自有品牌比例增加，综合毛利率自 30.1% 提升至 30.3%，整体较为稳定；因公司规模扩大、线下门店数量逐年增加，费用率基本不变，2017-2019 年归母净利润年复合增长率约 100.6%。疫情期间公司高速展店，但疫情期间对于线下购物中心客流扰动、收入及利润表现略有承压，2020/2021 年收入分别同比+1.4%/+8.3%；归母净利润分别同比+3.5%/-48.4%。

图表 2: 逆势展店, 收入、利润稳健增长



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

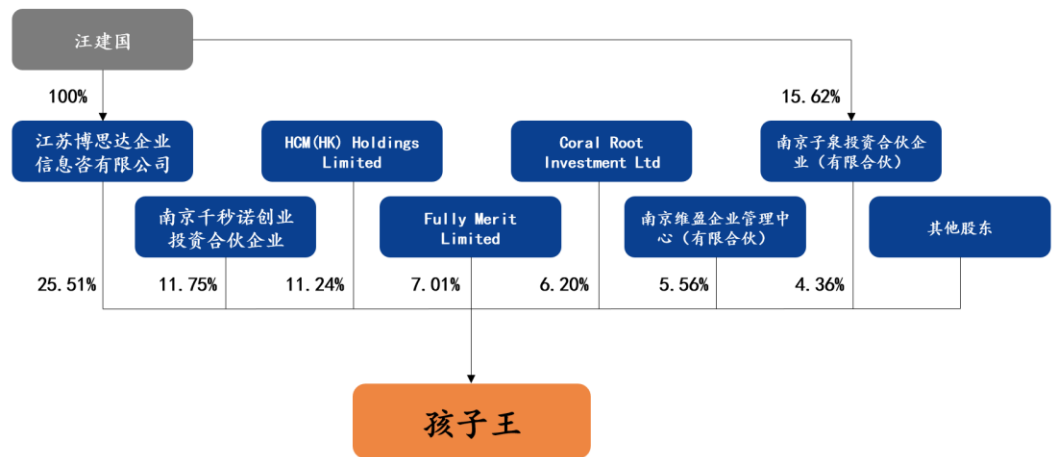
图表 3: 毛利率持续优化, 2021 年销售及财务费用率有所上行



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**创始人控股, 一致行动人协议绑定创始团队。**公司由创始人汪建国先生通过其全资持有的江苏博思达以及其一致行动人南京千秒诺、南京子泉间控制公司 37.94%的股份, 为公司的实际控制人。汪建国先生、江苏博思达、南京千秒诺以及作为南京千秒诺的全体合伙人、孩子王有限的董事徐卫红、沈晖、何辉及吴涛共同签署了《一致行动协议》, 防止因股权分散影响孩子王有限控制权的稳定性, 巩固汪建国以及江苏博思达对孩子王有限的控制。经 2019 年年度股东大会审议通过, 公司拟公开发行新股 10890.67 万股, 拟按照轻重缓急投资“全渠道零售终端建设项目”、“全渠道数字化平台建设项目”、“全渠道物流中心建设项目”、“补充流动资金”, 这将有效提升公司的全渠道获客能力和数字化运营能力, 充分发挥公司在品牌、渠道、会员管理、供应链管理等多方面优势, 增强公司整体竞争力。

图表 4: 创始人控股, 一致行动人协议绑定创始团队



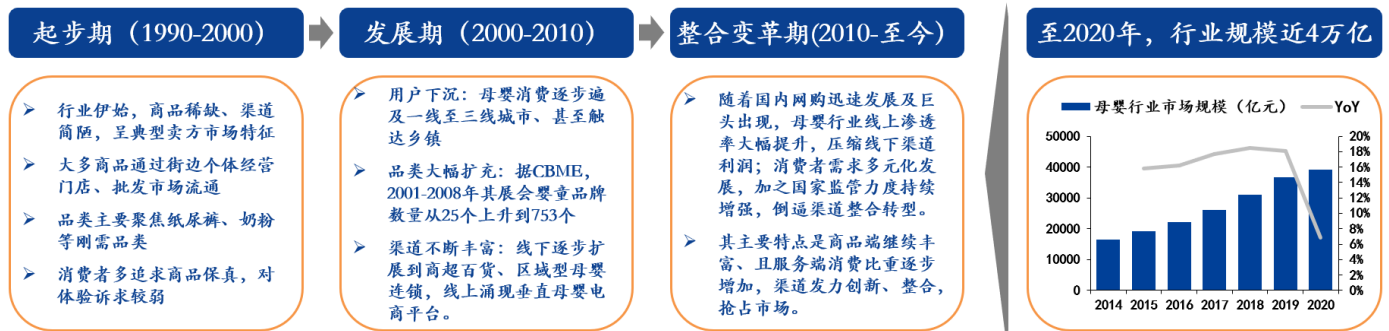
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 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. 国内母婴行业近4万亿规模，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。据尼尔森，截至2020年，国内母婴行业市场已达到近4万亿元。

图表5：国内母婴行业万亿级市场，发展大致可分为三个阶段

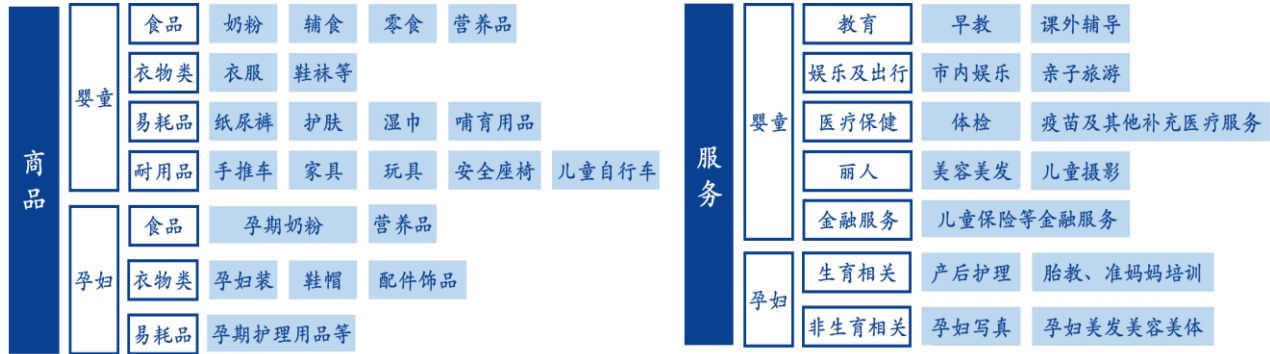


资料来源：Mob Data，公司公告，尼尔森，国盛证券研究所

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，母婴市场中，商品、服务市场约各占一半（2019年至今数据披露较少、不影响结论）。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。母婴行业致胜的关键在于用户获取、运营能力以及运营效率。虽然母婴行业市场规模高达万亿，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。

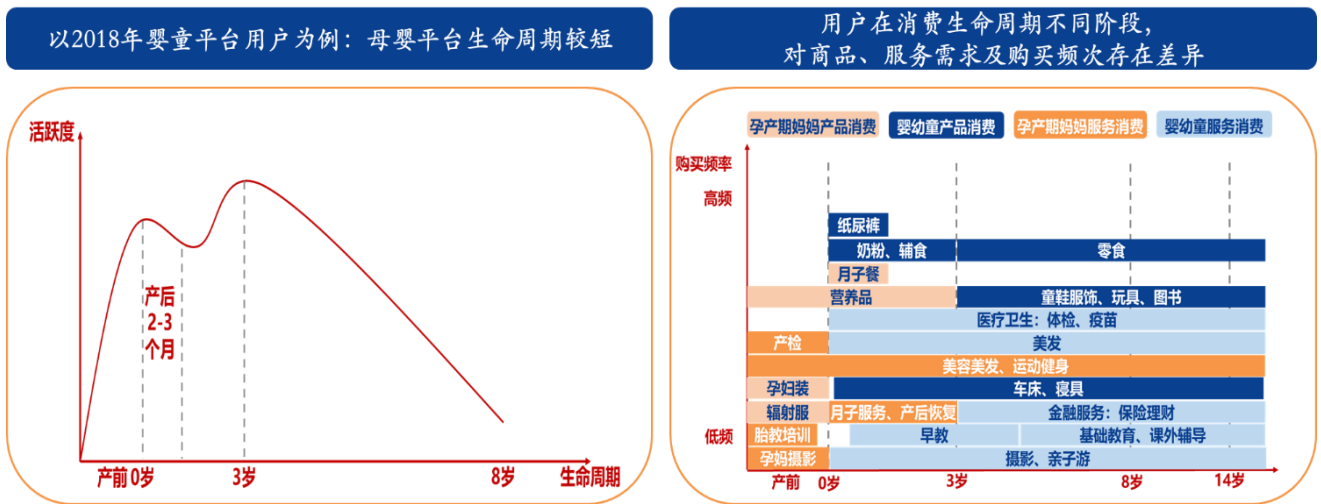
图表6：商品、服务规模各半，以用户性质可划分为孕妇消费及婴童消费（一线城市孕妇消费达43.70%，四线城市则约占19.70%）



商品、服务消费规模各半

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7：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

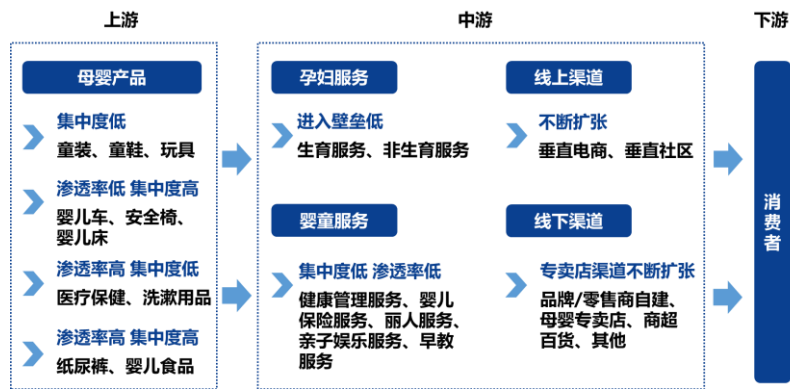


资料来源：艾瑞咨询，国盛证券研究所

## 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。

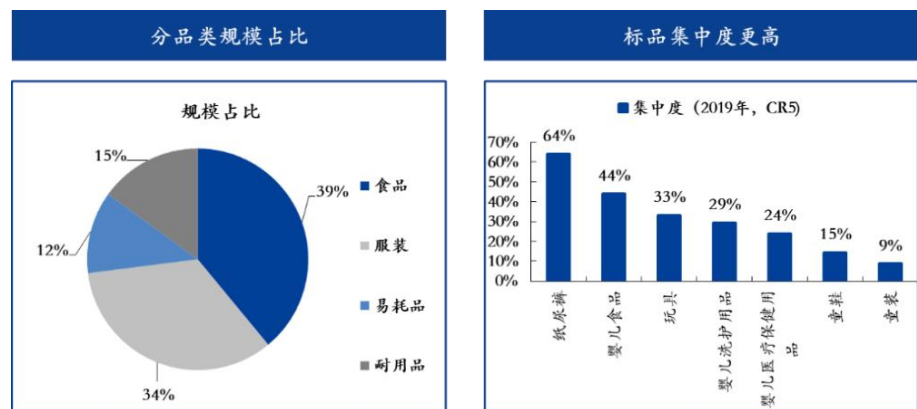
图表8：母婴行业产业链可分为上游商品端、中游服务商及周转渠道、下游消费者三部分



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。

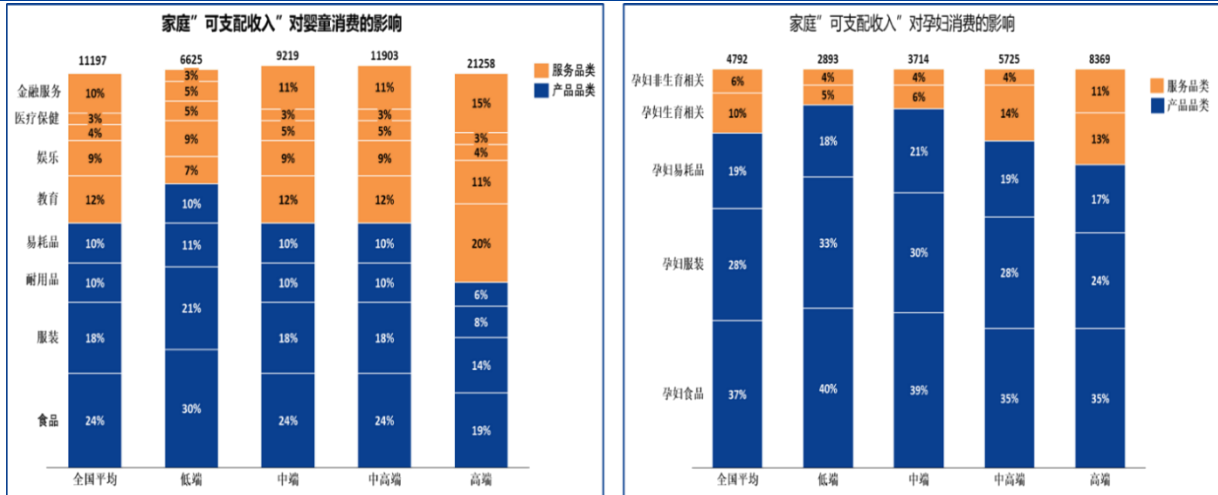
图表9：上游商品端：分品类各占一席，标品品类集中度更高



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。

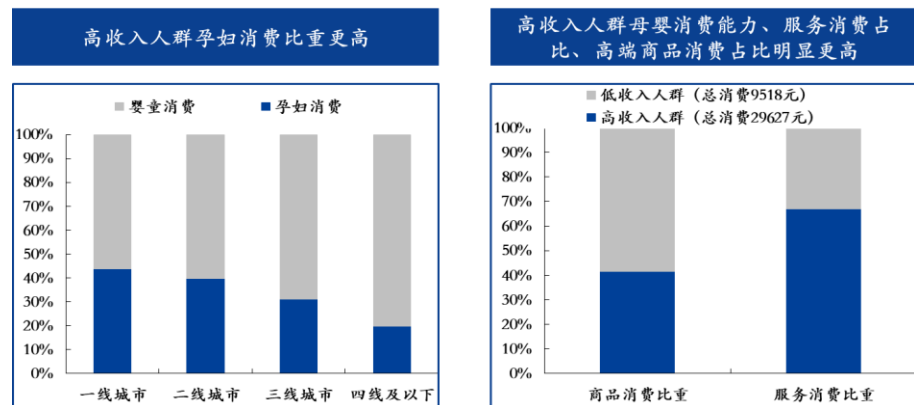
图表 10: 服务商渗透率, 集中度尚低, 低收入人群单年累计母婴消费总额及服务型消费比重都明显偏低



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), 单位为元/月; 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 11: 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 10

图表 12: 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

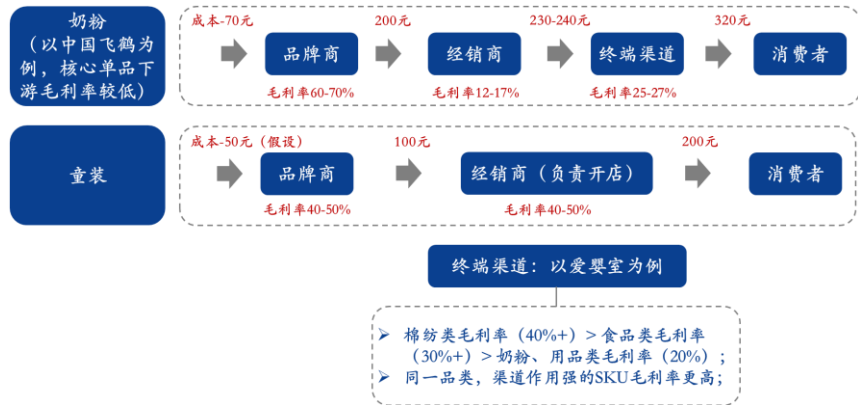
**商品及渠道端互为补充, 产业链利润分配因功能及议价权而异。**在这样的终端消费者需求特征下, 商品及渠道端互为补充: 1) 一方面, 对于商品端而言, 用户生命周期较短、本质属小众市场的行业特点决定其获客成本天然高企, 需要渠道端助力推广、并建立信任关系; 2) 另一方面, 渠道端往往综合选品, 其本身口碑形成及效率优化亦需商品端支撑, 据 CBME 数据, 包含奶粉、辅食、纸尿裤在内的标品品类正是 0-3 岁婴儿购买频次最多、花销最大的品类, 品牌端的支持有助于渠道端完成引流、促成周转、提升效率。分品类而言, 产业链利润分配因渠道功能及议价权而异: 具备品牌力的商品上游利润较厚、渠道利润较薄, 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 13: 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 14: 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; 2021 年预计趋势相似)。

图表 15: 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

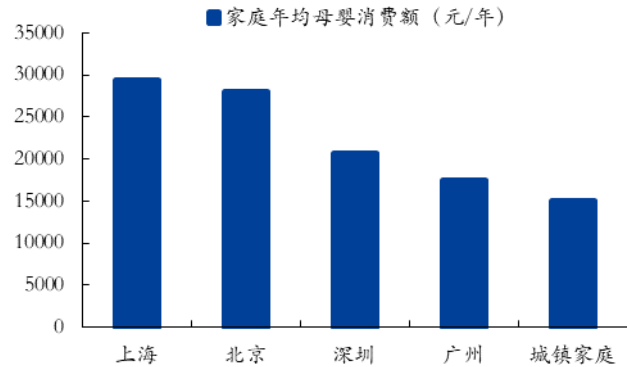
	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
母婴行业市场规模 (亿元)	10040	11070	12570	14300	16540	19170	22280	25920	30200	
YOY (右轴)		10.3%	13.6%	13.8%	15.7%	15.9%	16.2%	16.3%	16.5%	
新生儿出生人数 (万人)	1588	1604	1635	1640	1687	1655	1786	1723	1523	1465
出生率	11.9‰	11.9‰	12.1‰	12.1‰	12.4‰	12.1‰	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 16: 从品牌端来看，销量、消费升级及新品为主要推动力

图表 17: 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 18: 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

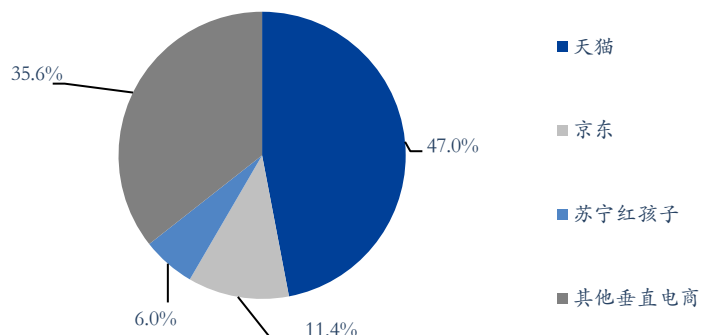


资料来源: 红孩子目录刊, 红孩子官网, 国盛证券研究所

**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 19: 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

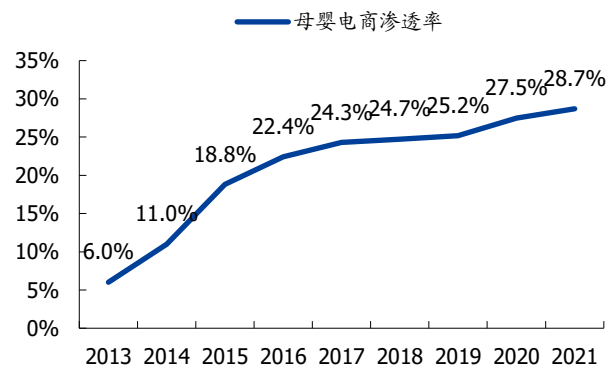
速发展，线上母婴垂直电商平台及传统线下母婴零售品牌纷纷切入母婴 O2O 领域，利用双渠道引流及线下实体带来的信任背书，带动线上渗透率快速提升：据各公司官网，乐友孕婴童等线下连锁母婴用品店在这一时期开始重新转向线上，将线下实体店作为维护客群，增强服务体验核心竞争力；线上垂直电商平台以红孩子为例，在接入苏宁易购等资源后，于 2013 年开设第一家线下门店，开始线下扩张，蜜芽则在 2016 年在美中宜和医院进驻实体店...同时，母婴社区平台、跨境平台、垂直电商平台相继发展：2012 年，辣妈帮，宝宝树等头部母婴社区平台逐步建立移动端 APP，2014 年辣妈帮上线辣妈商城，2015 年宝宝树上线电商平台“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 20: 2013-2016 年母婴用品电商规模 (亿元) 高增, 后增速回落



资料来源: 网经社, 国盛证券研究所

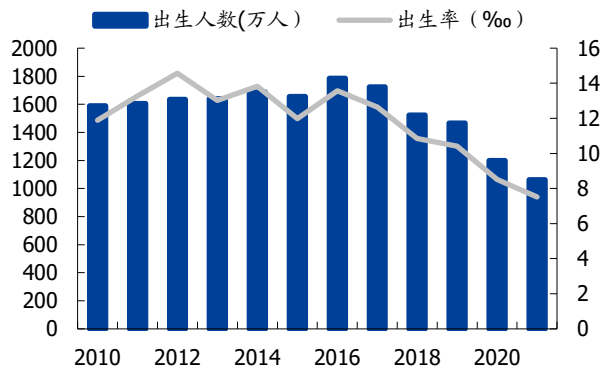
图表 21: 2013-2016 年母婴品类线上渗透率迅速提升



资料来源: 网经社, 国盛证券研究所

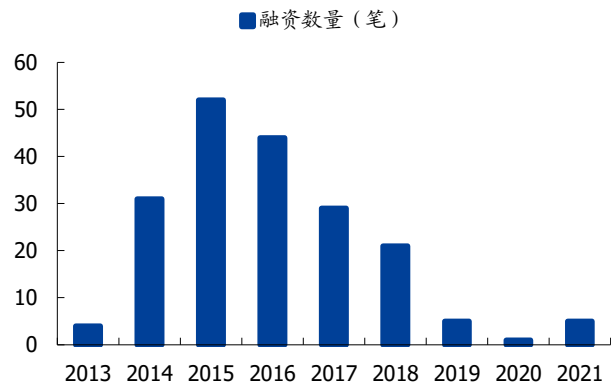
**4) 成熟期: (2017-至今): 二胎政策红利消退、融资市场寒冬, 行业进入新一轮洗牌期, 综合电商及线下 O2O 占比提升。**一方面, 据国家统计局数据, 我国出生率在全面二孩政策正式实行后的 2016 年有短暂上升, 但之后趋降; 另一方面, 母婴电商在资本市场大举进入的 2015 年后迎来寒冬, 据网经社数据, 其后三年融资行为和融资金额不断下降 (2018 年去除宝宝树上市实际融资金额约为 16 亿元), 行业进入新一轮洗牌期。大批垂直母婴电商走向衰落 (荷花亲子关闭、蜜淘突然消失, 母婴之家跑路), 缺乏线下支持的母婴电商由于缺乏消费群体信任, 难以为继; 社区类转型电商逐步回归主业, 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, 2017-2021 年国内母婴线上渗透率保持 25-30%, 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 22: 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



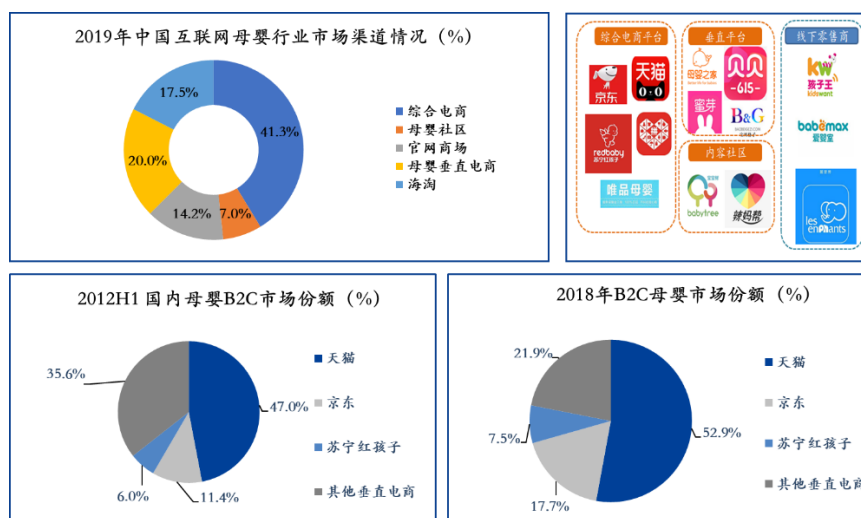
资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 23: 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 24: 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 (艾瑞咨询及比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:**

**1) 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。

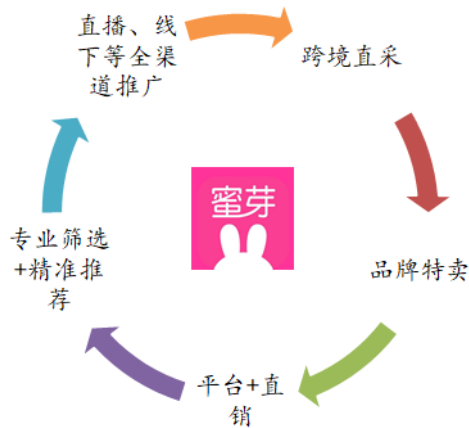
**2) 垂直电商** (如亲亲宝贝、蜜芽宝贝、贝贝网等, 目前多定位于品牌特卖), 其优势主要为专业筛选及精准推荐, 但在流量运营上相对综合电商存在弱势, 会通过社交、直播、扩充品类等方式增强流量获取能力, 但随着上游品类逐步透明化, 渠道议价权在减弱。

**3) 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。

**4) 海淘。** 商品保真、价格优惠、供应链稳定是关键。

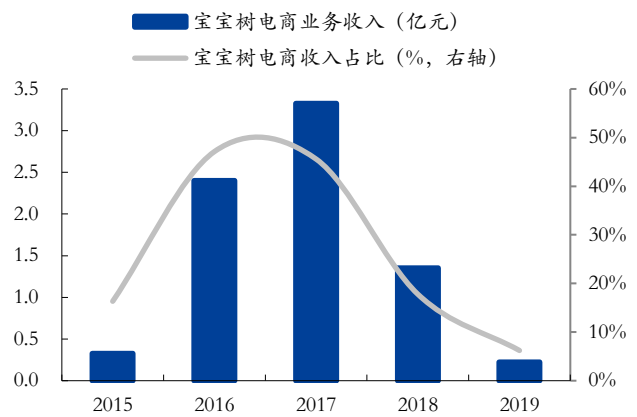
**5) 线下企业 O2O 模式** (主要指线下零售商自建网站、APP 或上线电商平台旗舰店)。其优势是以线下实体店为核心, 体验感受较好、信任感较强、且可以实现 O2O 相互引流并利于稳定客群维护; 但线下运营模式的库存、租金、人员刚性费用是面对的问题。

图表 25: 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



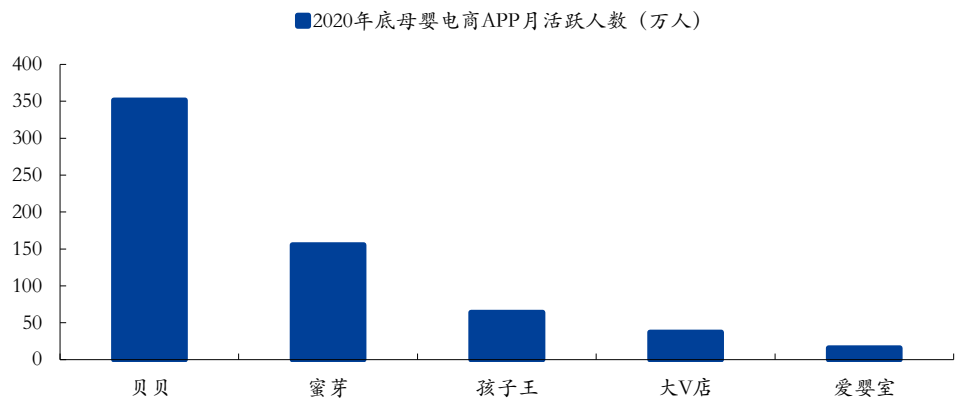
资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 26: 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

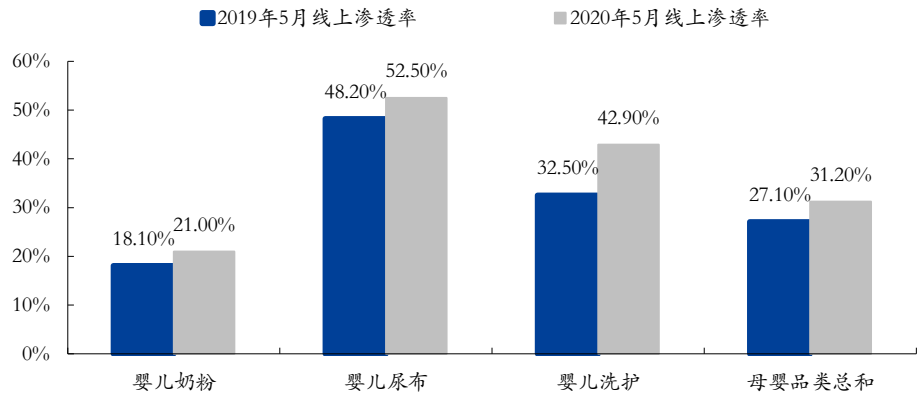
图表 27: 孩子王 APP 月活跃用户数在母婴 APP 类居于领先



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%。

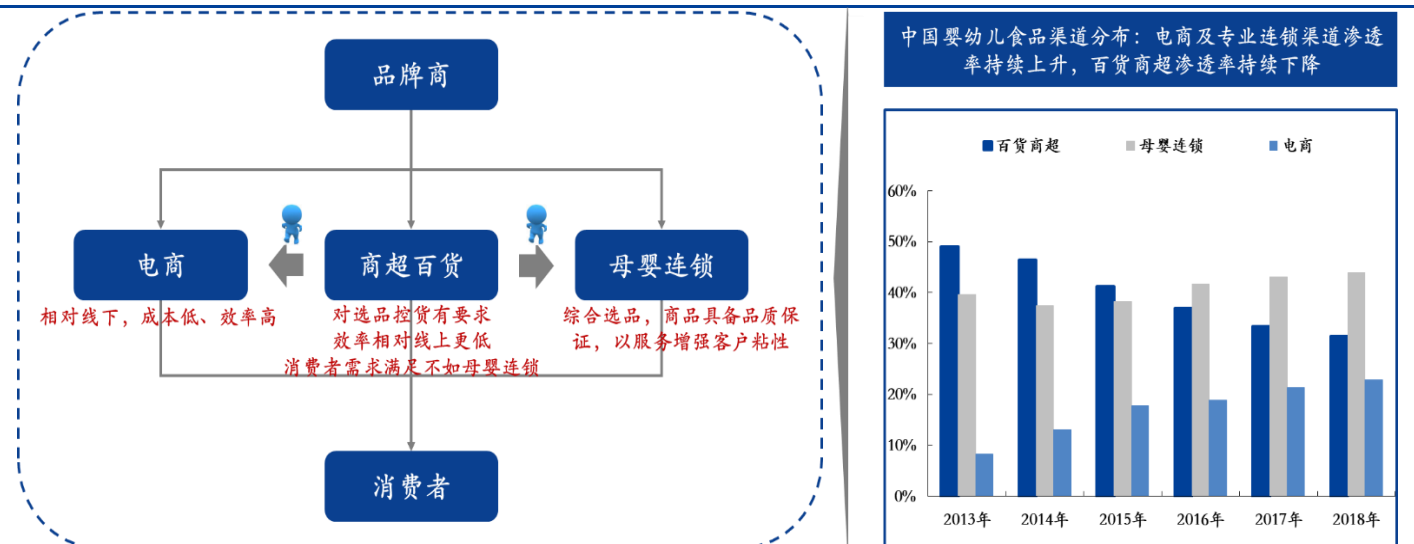
图表 28: 母婴分品类线上渗透率及 2020 年 5 月同 2019 年同期比较



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将尤其明显), 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 29: 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

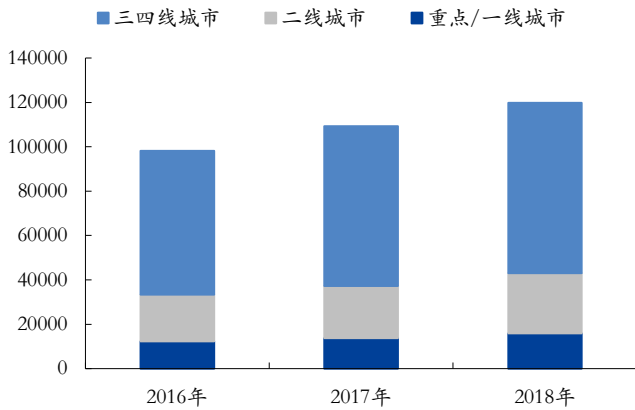


资料来源: 尼尔森, 国盛证券研究所

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

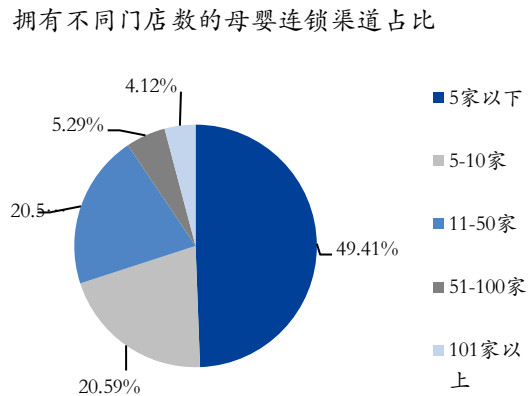
下的母婴零售企业占比达到 49.41%，门店数为 5-10 家/11-50 家的占比达到 20.59%/20.59%，门店数为 51-100 家的占比为 5.29%，门店数超 100 家的占比仅为 4.12%，仍呈高度分散格局状态，且区域特征明显。一方面，在行业消费者注重商品品质、专业连锁龙头渠道转化率及粘性均相对较高、电商入局对效率提出新要求、但上游品牌商为持续获客仍需借力线下的前提下，具备流量获取、客户运营及效率优势的终端连锁龙头将迎扩张整合机遇，对标日本西松屋、阿卡佳当前市占率，大有可为；另一方面，独特的电商发展环境及出生率下滑的人口结构背景下，如何保证渠道端的盈利及现金流造血能力，完成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 30: 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 31: 当前行业格局仍高度分散



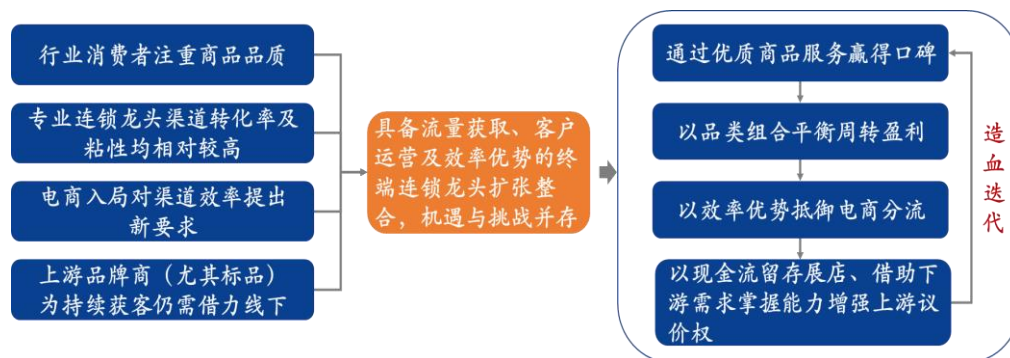
资料来源: CBME, 国盛证券研究所

图表 32: 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495家直营门店 (截至 2021 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、142个城市开设直营数字化门店
爱婴室	全国508家直营门店 (截至2022年3月末)	平均约为 600 平米	总部位于上海, 已在上海、江苏、浙江、福建等地区开设直营门店, 收购贝贝熊整合行业
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, 爱婴室公司公告, 国盛证券研究所

图表 33: 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



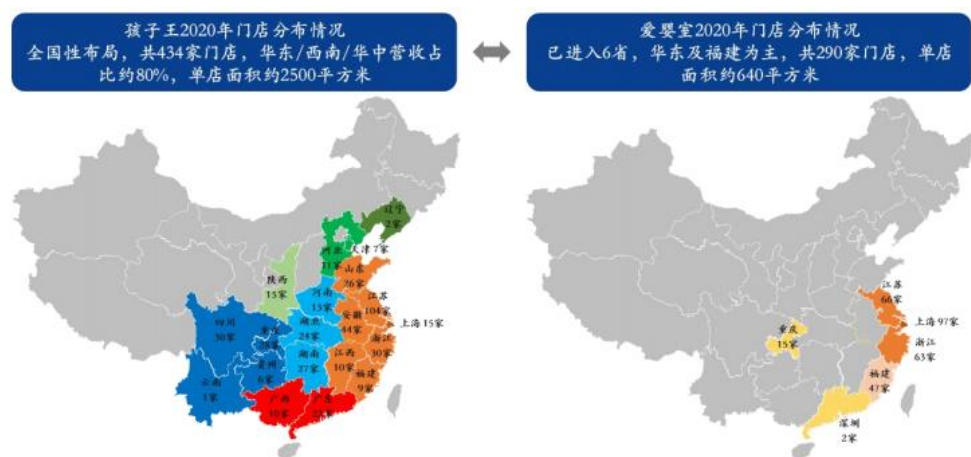
资料来源: 国盛证券研究所

### 3.公司: 深耕单客经济, 获客及客户运营能力远优于同行, 规模、盈利能力均存空间

#### 3.1. 客户获取能力远好于同行

全国展店触达消费者、会员制拉新模式突出, 多举措助力获客。1) 孩子王为广泛布局的母婴连锁龙头, 截止 2021 年底, 公司已在全国 20 个省(市)、142 个城市开设了 495 家直营数字化门店, 规模及门店覆盖范围领先同行(据 CBME, 2019 年我国母婴连锁中, 49.41%的企业门店数不超过 5 家), 密集的展店、已有的用户基础下所形成的口碑和品牌效应是公司不断获客的前提条件; 2) 会员制拉新模式优势突出。据草根调研, 公司在开店前期推出 185 元扫码注册礼包, 通过地推、与幼儿机构合作吸引消费者加入会员体系, 孩子王会员包括普通会员、付费会员-黑金 PLUS 会员 2 种会员体系, 普通会员可以在消费、签到时获取积分兑换优惠券及门店礼物, 付费会员-黑金 PLUS 会员有 2 类会员卡: 孕享卡(399 元/年)和成长卡(199 元/年), 可以获得更多消费返现以及新增权益, 截止 2021 年末, 孩子王会员数量已超 5000 万人。

图表 34: 对比母婴龙头爱婴室, 孩子王门店全国化布局, 触达全国范围消费者



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 35: 两类付费会员卡的类型及权益

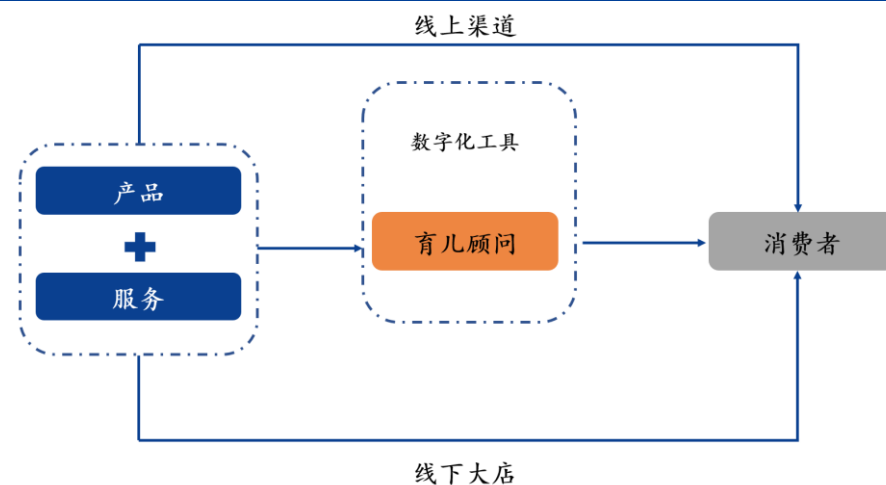
付费会员卡类型	会员卡权益
成长卡 (199 元/年)	1、开卡礼: 购买黑金会员, 获得 50 元现金券 (有效期 365 天) 或 100 元品 牌套券 (有效期 180 天); 2、童趣礼: 购买黑金会员, 获得 3 次童乐园体检或成长试 验站队长卡 (均为 365 天有效); 3、返现礼: 黑金 PLUS 会员专属返利, 返现范围为孩子王 全渠道自营商品 (以实际参与返现的商品为准), 购物立 享 2%返现, 返现金额=返现比例*实付金额, 1 年有效期 内最高获得 1,000 元返现; 4、生日礼: 购物满 200 元- 50 元使用, 有效期 30 天; 5、育儿礼: 获得 3 项贴心育儿服务, 包括: 专业育儿顾 问、在线客服、专属 本地生活。
孕享卡 (399 元/年)	1、幸孕礼: 获得 300 元幸孕礼盒 1 份; 2、开卡礼: 获得 100 元现金券, 有效期 1 年, 购物满 100.1 元使用; 3、服务礼: 66 元到店理胎发抵用券 1 张+到店礼包 1 份; 38 元婴幼儿到店理 发抵用券 1 张; 4、返现礼: 同成长卡; 5、新生礼: 66 元直营门店现金券, 购物满 66.1 元使用, 90 天有效; 6、育儿礼: 同成长卡。

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 3.2. 深耕单客经济，育儿顾问建立情感联结，具备极强客户运营能力

公司以大店模式为依托，门店同时提供“产品+服务”；并通过育儿顾问立足于为“人”的服务，与消费者建立情感联结；过程中借助数字化工具，精准对接消费需求并通过线上线下双渠道触达消费者，充分挖掘消费者消费潜力，深耕单客经济，与客户保持长期互动关系促进其持续复购。

图表 36: 孩子王提供“产品+服务”通过全渠道触达，育儿顾问及数字化工具助力会员运营，挖掘消费潜力



资料来源: 国盛证券研究所

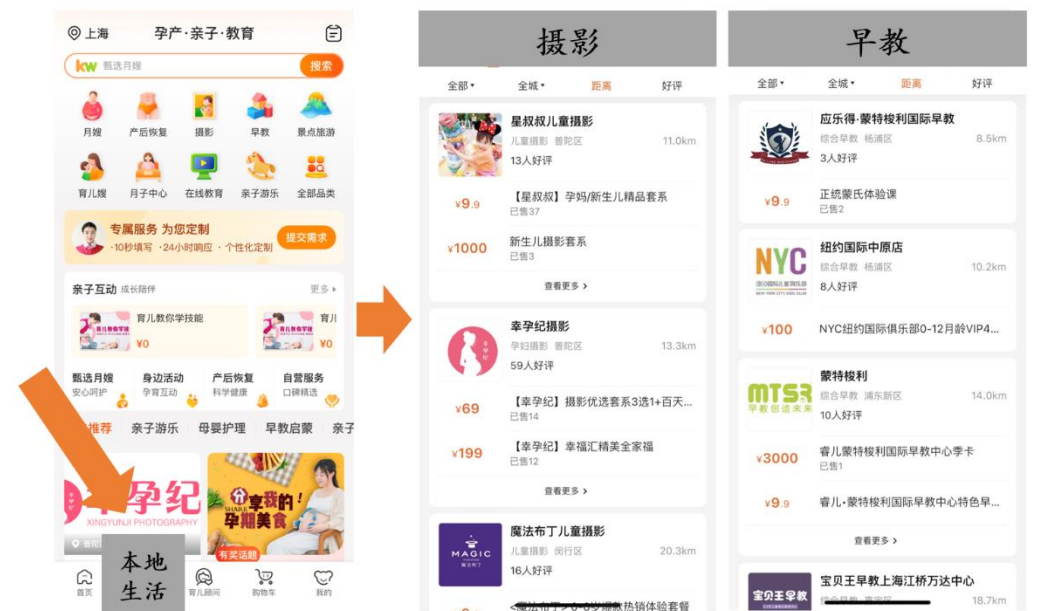
大店模式下“产品+服务”双管齐下，产品引流、服务增客户粘性，长期看有望发挥平台价值。与其他母婴连锁类似，公司提供包括奶粉、纸尿裤、玩具、服饰等在内的商品，满足。同时公司依托线下大店模式，店内一半面积用来提供包含童乐园、亲子互动活动、育儿在内的服务，据公司公告，截止2021年，公司商品/服务营收占比86.59%/2.85%，毛利占比61.14%/8.66%。双管齐下的设置既帮助公司增加引流模式，也帮助公司拓展了营收范围。同时公司积极发展本地生活业务，接入周边摄影、早教等本地生活服务，于B端供应商来说公司具备获客能力和目标客户，于消费者公司平台提供具备性价比的周边摄影、早教等服务入口，长期看有望发挥平台价值。

图表 37: 对比母婴龙头爱婴室，孩子王营收结构更加多元，商品、服务双管齐下

爱婴室					孩子王				
主要营收来源为商品销售，同时也为用户提供服务					营收结构更加多元化，服务类占比更高				
	营业收入 (亿元)	营业收入占比	毛利率	毛利占比		营业收入 (亿元)	营业收入占比	毛利率	毛利占比
门店销售	20.79	78.4%	27%	70.6%	母婴商品	78.35	86.6%	21.6%	61.1%
电子商务	3.38	12.7%	14%	5.9%	母婴服务	2.58	2.9%	92.8%	8.7%
批发	0.20	0.8%	15%	0.4%	供应商服务	6.77	7.5%	98.3%	24.0%
婴儿抚触等服务	0.17	0.7%	11%	0.2%	广告业务	0.86	0.9%	41.7%	1.3%
早教及相关服务	0.01	0.0%	100%	0.1%	平台服务	1.02	1.1%	75.0%	2.8%
其他业务	1.97	7.4%	93%	22.8%	其他	0.91	1.0%	64.2%	2.1%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 38: 孩子王 APP 本地生活频道作为流量入口接入其他平台



资料来源：孩子王 APP，国盛证券研究所

立足“人”的服务，育儿顾问通过情感联结消费者，较强激励和完善培养机制下调动积极性。母婴渠道解决上游获客、下游教育消费者，公司通过育儿顾问强化渠道作用。公司改变传统门店一线员工理货员的定位，对公司一线员工进行了从理货到理人的重新定义，创新性采用“育儿顾问”模式作为公司与顾客之间的纽带，通过育儿顾问维系客户关系、

提供专业知识咨询、催乳等专业服务，可同时承担营养师、母婴护理师、儿童成长培训师等多重角色，使育儿顾问真正立足消费者服务，建立情感联结。截止 2021 年末，公司拥有近 4700 名持有国家育婴员职业资格的育儿顾问，。同时公司店员亦实行“谁推荐谁有提成”的模式，“3k-4k 基础工资+商品提成+服务提成+互动提成+金融服务等”的薪资结构，形成了全店员营销的模式，激发店员持续维护用户的积极性，在会员生命周期内持续促成会员的购买行为。

**全流程数字化覆盖，人客合一助力客户运营。**公司充分运用数字化技术，在服务过程中完成了用户数据的采集，形成了“千人千面”的服务方式。同时，公司开发了 1300 多个数字化工具，实现了全运营流程的数字化覆盖，如店长可通过数字化系统以多个维度实时监控店铺表现，从而对门店表现的针对性优化。其中公司自主开发了管理工具“人客合一”APP，公司的育儿顾问可基于前端用户的身份信息、行为信息、交易信息的采集和分析，通过客户标签、购买行为分析等充分了解用户的行为特征与购物服务需求，叠加育儿顾问与消费者建立的情感联结，能够有效维护会员关系的同时提高会员复购率。

图表 39: 孩子王数字化系统搭建



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

**全渠道运营促成消费者便利完成购买行为。**公司具有母婴行业广泛的线下门店布局，门店数量达到 495 家，同时公司以线下门店为基础，积极布局线上。目前已经形成包括移动端 APP、微信公众号、小程序、微商城、第三方电商平台在内的完善线上布局。截至 2021 年底，孩子王 APP 已拥有超过 4100 万用户；在第三方电商平台端，孩子王最早在天猫上设立旗舰店，并于 2020 年下半年完成于京东和拼多多旗舰店开设。公司通过全渠道布局全方位触达消费者，促进消费者完成购买行为，疫情期间完善的线上布局助力公司抵御综合电商平台分流，全渠道优势凸显。

图表 40: 孩子王通过小程序、扫码购、APP、第三方平台等方式全渠道运营

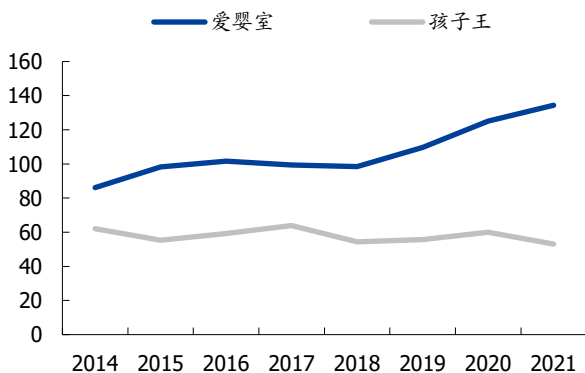


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 3.3. 周转效率较高, 奠定领先优势

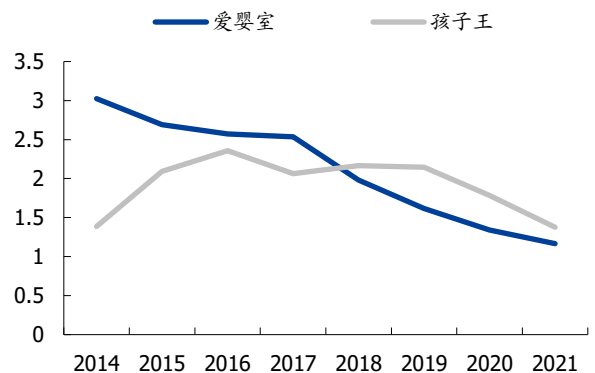
孩子王周转效率更快, 上下游占款能力较强。由于更快的动销及效率更高的多级仓储体系, 孩子王存货周转效率远高于同行爱婴室。2019/2020/2021年, 孩子王存货周转天数分别为 56/60/53 天, 同期爱婴室存货周转天数分别为 110/125/134 天。整体来看, 孩子王资产周转率逐年提升并逐步优于爱婴室(孩子王资产周转率约 2-2.5 次/年, 爱婴室约 1.5-2 次/年, 疫情期间有所下滑但趋势不变)。同时, 孩子王对上下游议价能力较强。上游来看, 2019/2020/2021 年孩子王应付账款周转天数分别为 69/72/56 天, 体现孩子王较强对上游货款占用的能力。下游来看, 由于母婴连锁下游为 C 端消费者, 因此公司应收账款周转效率较高, 2018/2019/2020 年, 孩子王应收账款周转天数分别为 1.7/2.3/2.7 天, 同时, 公司在下游 B 端业务(供应商服务)占比高于爱婴室前提下, 公司下游占款能力优于爱婴室(应收账款周转天数为 2.5/2.8/5.6 天)。

图表 41: 孩子王存货周转天数显著低于爱婴室



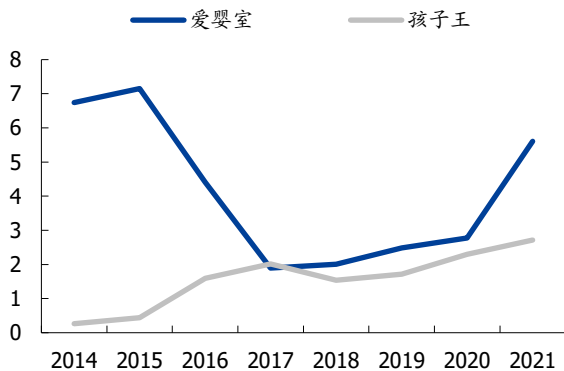
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 42: 孩子王资产周转率逐年提高并超过爱婴室



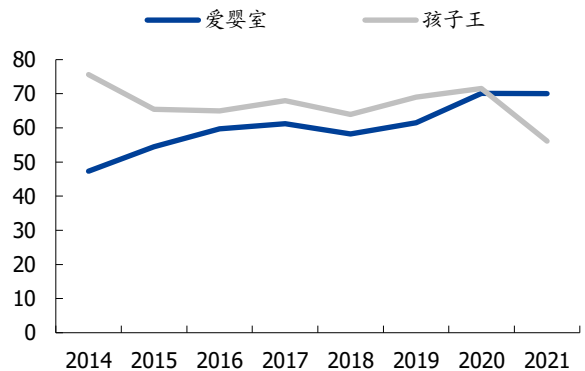
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 43: 孩子王应收账款周转天数更低



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 44: 孩子王应付账款周转天数整体高于爱婴室

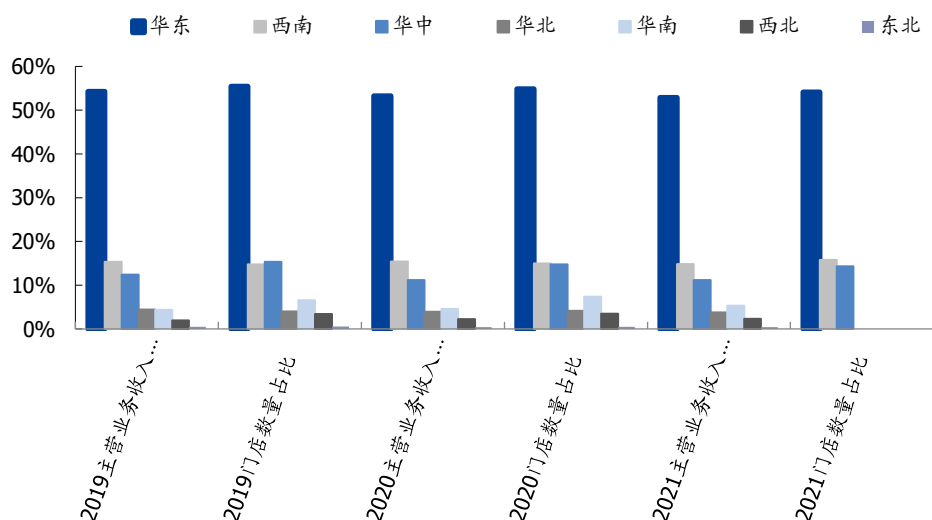


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 3.4. 布局总部江苏与二三线城市, 发展空间广阔

全国布局, 深耕江苏省, 重点布局二三线城市, 因地制宜稳步扩张。孩子王以江苏南京为总部开设直营门店, 并逐步向外辐射, 江苏地区门店开设时间早、销售规模大, 对公司业绩贡献较高, 华东地区 2021 年收入占比为 52.90%; 公司也将重点布局二、三线城市, 截止 2021 年末, 公司已在 20 个省(市)、142 个城市开设了线下实体门店, 实现了多区域覆盖, 重点的西南、华中地区的 2021 年主营业务收入占比分别为 14.85%、11.17%。

图表 45: 全国各地地区门店数量及营收占比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

线下连锁龙头, 重点地区市占率仍将稳定上升。据估算, 孩子王在华东地区、华中地区、西南地区等重点区域的市占率分别达到 3.2%、0.6%、2.3%, 市场地位趋于稳固。分地区看: 1) 华东地区: 华东地区拥有众多母婴消费人群, 截止 2021 年末, 0-6 岁总人数约为 1800 万人, 母婴消费潜力巨大, 行业增长动能明显。以爱婴室为代表的母婴商品连

锁零售企业崭露头角，其中，爱婴室在上海（爱婴室的总部位于上海）的市占率近20%。基于现有的市占率及增长潜力，华东地区作为孩子王的总部所在，孩子王在华东地区的市占率有望继续提升。2）华中地区。以湖北为例，根据中童观察，截止2019年末，湖北的母婴门店数量在5000多家左右，街边店、社区店、医院店、商超店、进口店或精品店等门店类型多样，单体店及小店数量众多，大连锁占少数；孩子王重点布局华中地区例如湖北，将重新整合华中地区的母婴门店，养成线上消费习惯，有望于华中继续提升市占率。3）西南地区：川渝地区作为西南经济发展核心区域，拥有众多母婴消费人群，产业发展潜力巨大，行业增长动能明显。但同时，西南地区的母婴门店以中小单体店为主，连锁化程度低，孩子王正在重点布局四川、成都等城市。

图表 46: 公司在华东、华中、西南地区市占率较高，起源于江苏南京，重点布局二、三线城市，因地制宜稳步扩张

	华东	华中	西南	华北	华南	东北
2016 新生儿数量 (万人)	422	367.5	124.2	263.7	262.4	45.8
2017 新生儿数量 (万人)	430.9	368.6	134.1	265.6	292	55.4
2018 新生儿数量 (万人)	368.4	341.4	127.9	234.8	267	54
2019 新生儿数量 (万人)	238.5	303.7	122	224.8	260.4	49
2020 新生儿数量 (万人)	165.7	235.8	89.5	214.4	249.5	44.1
2021 新生儿数量 (万人)	144.46	204.7	77.94	201.9	212.378	42.52
0-6 岁总人数 (万人)	1769.96	1821.7	675.64	1405.2	1543.678	290.82
年均消费 (元)	17,841.3	17,841.3	17,841.3	17,841.3	17,841.3	17,841.3
总消费 (亿元)	3158	3250	1205	2507	2754	519
母婴连锁渠道占比	48%	48%	48%	48%	48%	48%
0-6 岁母婴连锁渠道规模 (亿元/年)	1516	1560	579	1203	1322	249
公司 2021 年营收 (亿元)	47.9	10.1	13.4	3.4	4.8	0.4
市占率	3.2%	0.6%	2.3%	0.3%	0.4%	0.2%

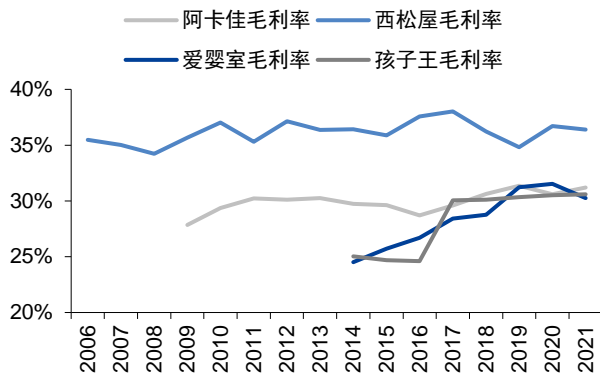
资料来源：公司公告，国家统计局，比达咨询，尼尔森，国盛证券研究所，注：图中年均消费、母婴连锁渠道占比均按一致估算，可能会使得发达地区市占率结果偏小，不影响整体结论

### 3.5. 定位平台型企业，盈利模式有望改善

孩子王毛利率趋势向上，定位平台型企业服务占比提升有望拉动毛利率进一步上行。趋势上看，孩子王毛利率呈现出明显的上升趋势，2014-2021年，孩子王毛利率由25.0%

提升至30.6%，毛利率趋势向上。主要系：①规模优势下对上游议价能力持续提升：其中销售商品毛利率由2014年21.0%提升至2020年21.6%；②毛利率更高的服务类产品占比提升，拉动毛利率上行：销售商品收入占比由2014年93.6%下降至2021年86.6%。未来来看，公司作为具备流量获取、客户运营及效率优势的终端连锁龙头市占率预计将持续提升，对于上游议价能力有望增强；同时公司定位平台型企业，服务类收入占比有望进一步提升，综合来看公司毛利率仍有提升空间。

图表 46: 对标日本龙头，孩子王毛利率存在上行空间



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 47: 孩子王服务类(高毛利)业务占比逐步提升, 拉动毛利率上行

	2018年	2019年	2020年	2021年
综合毛利率(%)	30.11	30.34	30.52	30.60
销售商品毛利率(%)	25.50	23.78	22.82	21.60
销售商品收入比例(%)	92.23	89.91	88.40	86.59
供应商服务毛利率(%)	96.05	97.33	97.97	98.34
供应商服务收入比例(%)	3.65	5.11	6.21	7.48
母婴服务毛利率(%)	93.85	94.32	94.06	92.82
母婴服务收入比例(%)	2.71	3.20	2.66	2.85
平台服务毛利率(%)	-	-	92.82	75.01
平台服务收入比例(%)	-	-	0.99	1.13
广告业务毛利率(%)	21.40	41.00	32.62	41.67
广告业务收入比例(%)	0.51	0.68	0.85	0.95
其他业务毛利率(%)	47.49	62.01	64.43	64.19
其他业务业务收入比例(%)	0.91	1.10	0.90	1.00

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

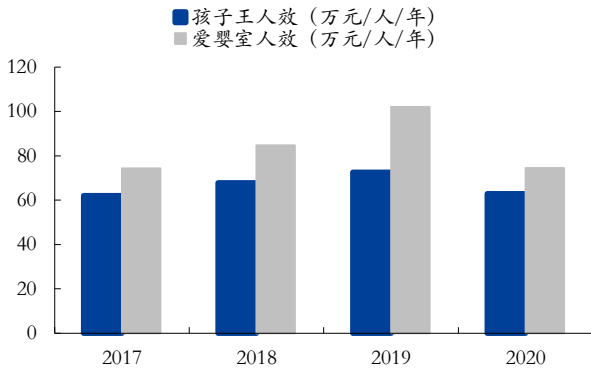
费用率趋势向下逐步改善。趋势上看，孩子王总体销售费用率及管理费用率呈现明显的下降趋势，2018/2019/2020年，孩子王销售及管理费用率分别为20.4%/19.7%/19.4%、6.2%/5.6%/5.7%，费用管控能力逐步增强，主要系：①销售人员效率有所提升，工资性支出占比下降；②公司新开门店向核心城市周边及低线城市渗透带来商场租金费用节省。横向对比爱婴室看，费用率端，孩子王与爱婴室差距主要在员工及租金，拆解来看，孩子王单位租金及员工成本低于爱婴室，但效率较爱婴室相比仍有较大提升空间：孩子王坪效相对爱婴室百分位由47.4%上升至61%，费用率有望持续优化。

图表 48: 孩子王总体销售费用率及管理费用率呈现明显的下降趋势

	孩子王 2018年	爱婴室 2018年	孩子王 2019年	爱婴室 2019年	孩子王 2020年	爱婴室 2020年
工资性支出	11.9%	9.0%	10.8%	9.6%	10.6%	10.2%
商场租赁费	7.2%	6.9%	6.6%	7.4%	7.1%	8.4%
其他销售及管理费用率	6.4%	5.3%	6.6%	6.4%	6.3%	6.6%
合计	25.5%	21.2%	24.0%	23.4%	24.0%	25.3%

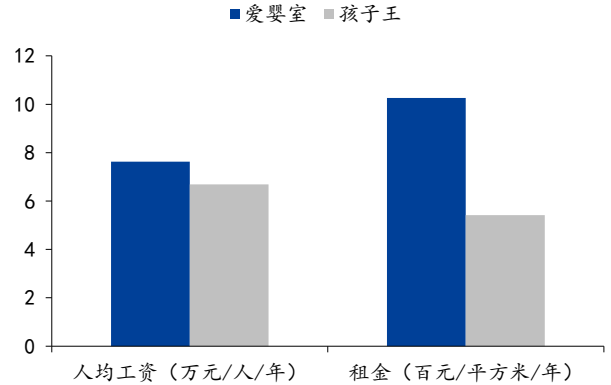
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 49: 爱婴室相对于孩子王人效较高



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 50: 爱婴室 2020 年来看租金及人均工资均高于孩子王



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 51: 爱婴室坪效高于孩子王, 孩子王坪效相对于爱婴室逐步提升

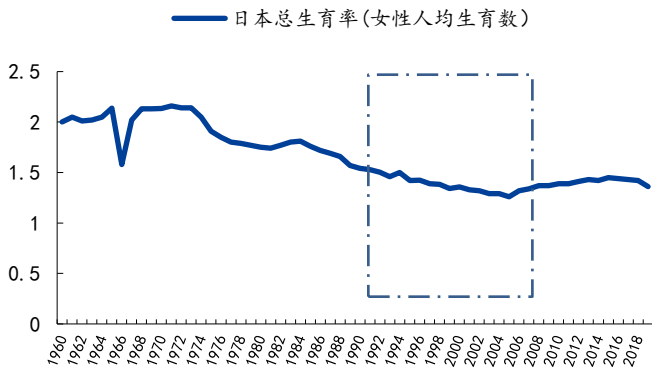
	孩子王		爱婴室		孩子王相对于爱婴室百分位	
	坪效 (元/平方米/年)	成熟门店坪效 (元/平方米/年)	坪效 (元/平方米/年)	成熟门店坪效 (元/平方米/年)	坪效 (元/平方米/年)	成熟门店坪效 (元/平方米/年)
2017	7127.5	9494.8	15071.3		47.3%	
2018	7855.1	9443.8	14407.5	19013.5	54.5%	49.7%
2019	7838.8	9779.4	13040.0	17169.5	60.1%	57.0%
2020	6878.7	8180.4	11272.8	12971.3	61.0%	63.1%
2021	6905.8		10347.3	11033.1	66.7%	

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 3.6. 复盘海外, 新生儿人数持续下降, 优质龙头仍可以实现突围, 持续盈利

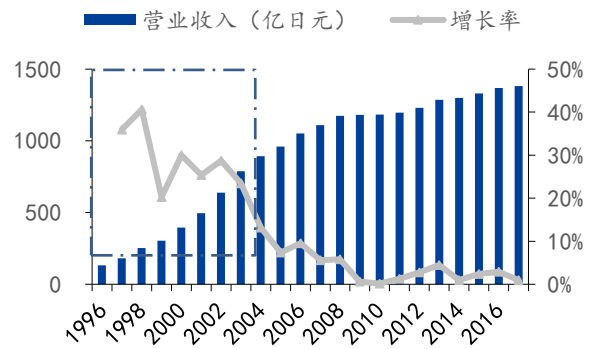
复盘海外, 龙头高速增长时期日本新生儿人数持续下降。复盘日本, 日本自 20 世纪 70 年代起生育率持续走低。但复盘西松屋成长历程, 其快速发展阶段为 1997 年至 2007 年左右, 该阶段公司营业收入、净利润 CAGR 分别达到 20%、30%。总结其成功因素, 我们发现, 西松屋通过: ①区域密集开店策略抢占消费者心智; ②优化单店模型, 通过拓展用户年龄及商品 SKU 对冲出生率下降带来影响; ③高性价比的定位及便民的选址等多种措施应对日本消费水平及出生率下滑危机, 展现出龙头品牌强大的顺应环境灵活应变能力, 实现营业收入及净利润的高速增长。

图表 52: 日本总生育率持续走低



资料来源: 世界银行, 国盛证券研究所

图表 53: 日本母婴龙头西松屋营业收入快速增长期对应出生率下降时期



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

对标我国, 龙头积极求变、顺应趋势, 突破可期。与日本相似, 国内近年来生育率呈现下降势头且面临电商入局挑战。孩子王作为国内母婴龙头, 通过密集展店触达消费者、内部极为重视会员拉新并通过商品+服务的双管齐下助力获客, 应对出生率下滑, 不断扩大用户基础; 建立全渠道运营体系应对电商冲击, 全店员营销以及数字化管理, 扩大用户生命周期, 提升单用户留存、复购。同时具备极高的效率。结合日本龙头西松屋发展路径及孩子王展现能力, 我们认为出生率下滑不是母婴连锁龙头发展的决定性因素, 行业承压时, 若龙头能够积极求变、顺应趋势, 行业同样具备较大的整合红利, 国内母婴龙头孩子王未来发展突破可期。

## 4. 盈利预测

### 营业收入预测:

- 1) 展店数预测: 预计 2022-2024 年, 公司每年新开门店数量分别为 50/50/50 家。
- 2) 单店预测: 预计 2022、2023 年坪效同比有所恢复, 分别同比+3.0%、+3.0%。
- 3) 关店数预测。预计 2022-2024 年公司每年关闭门店 3 家。

### 毛利率及费用率预测:

- 1) 毛利率。随着公司高毛利服务占比增加及对于上游议价权增强, 预计未来三年公司毛利率稳健提升。
- 2) 人工费用率。假设员工人效有所提升, 单位面积用工人数在原有基础上稳中有降, 人均工资年复合增速 3-5%。
- 3) 租金费用率。2022-2024 年给予全口径租金持平假设, 按照公司披露开店总店铺面积计算, 得出租金费用率。
- 4) 财务费用率。因执行新租赁准则, 公司新增确认使用权资产和租赁负债, 预计公司整体财务费用率上行。
- 5) 其他费用率。给予基本持平假设。

由此估计, 公司 2022/2023/2024 年分别实现收入 101.4/113.1/124.9 亿元, 分别同比增长 12.1%/11.5%/10.4%, 归母净利润(已考虑租赁准则调整)分别为 2.9/4.0/5.1 亿元, 分别同比+44.2%/+38.9%/+25.8%。

图表 54: 盈利预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (亿元)	82.4	83.6	90.5	101.4	113.1	124.9
YoY	23.6%	1.4%	8.3%	12.1%	11.5%	10.4%
营收端						
期初门店数量 (个)	258	352	434	495	542	589
新开门店 (个)	96	85	71	50	50	50
关闭门店 (个)	2	3	10	3	3	3
期末门店数量 (个)	352	434	495	542	589	636
单店表现						
平均面积 (m <sup>2</sup> )	2,745	2,519	2,369	2,366	2,363	2,372
坪效 (万元/m <sup>2</sup> )	0.78	0.69	0.69	0.71	0.73	0.75
YoY		3.6%	-16.4%	-8.0%	3.0%	3.0%
线上平台收入 (亿元)	5.5	7.5	8.41	9.2	10.2	11.2
YoY	51.7%	36.8%	12.1%	10.0%	10.0%	10.0%
主营业务收入合计 (亿元)	81.5	82.8	90.7	100.8	112.5	124.3
YoY	23.3%	1.6%	9.5%	11.2%	11.6%	10.5%
毛利端						
毛利率	30.3%	30.5%	30.6%	30.8%	31.6%	32.0%
费用端						
房屋租赁费 (亿元)	5.5	5.92	5.6	6.0	6.5	7.0
费率	6.6%	7.1%	6.2%	5.9%	5.7%	5.6%
总面积 (m <sup>2</sup> )	1002100	1118500	1172715	1282205	1391761	1508629
单店面积 (m <sup>2</sup> )	2847	2577	2369	2366	2363	2372
单位面积租金(元/m <sup>2</sup> /天)	1.5	1.5	1.3	1.3	1.3	1.3
YOY	-6.8%	-2.8%	-10.3%	0.0%	0.0%	0.0%
员工费用 (万元)	8.9	8.9	11.1	12.1	13.4	14.8
费率	10.8%	10.6%	12.2%	11.9%	11.9%	11.9%
员工人数 (个)	11357	13272	13996	15150	16280	17470
人效 (万元/人/年)	73	63	65	67	69	71
员工密度 (人/千平方米)	11.3	11.9	11.9	11.8	11.7	11.6
平均单人工资 (万元/人/年)	7.9	6.7	7.9	8.1	8.4	8.6
其他销售费用 (亿元)	4.1	3.7	5.504	6.0	6.8	7.4
费率	4.9%	4.4%	6.1%	5.9%	6.0%	5.9%
其他管理费用 (亿元)	1.3	1.5	1.626	2.0	2.2	2.4
费率	1.6%	1.8%	1.8%	2.0%	2.0%	1.96%
销售及管理费用率合计	24.0%	24.0%	26.3%	25.7%	25.6%	25.4%
研发费用 (亿元)	1.0	0.9	1.0	1.1	1.3	1.4
占比	1.3%	0.6%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
财务费用 (收益) (亿元)	0.0	0.5	1.45	1.62	1.81	2.00
占比	0.0%	0.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
利润总额 (亿元)	4.8	4.8	2.3	3.6	5.0	6.3
减: 所得税费用 (亿元)	1.0	0.9	0.3	0.7	1.0	1.3
税率	20.6%	18.8%	12.1%	20.0%	20.0%	20.0%

净利润 (亿元)	3.8	3.9	2.0	2.9	4.0	5.1
归母净利润 (亿元)	3.8	3.9	2.0	2.9	4.0	5.1
YoY	36.8%	3.6%	-48.5%	44.2%	38.9%	25.8%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 5. 投资建议

公司为深耕单客经济, 志在平台型企业的母婴连锁龙头。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; 公司客户获取能力突出, 深耕单客经济、会员运营能力远优于同行, 效率及上下游占款能力均领先行业。目前公司优势华东区域市占率仍低, 地位初步确立, 其余区域市占率较低, 版图扩张大有可为; 毛利率提升及费用率优化均有空间, 盈利能力有望持续提升。疫情影响后, 预计稳步展店、同店店效有望恢复正增长。预计公司 2022-2024 年 EPS 为 0.27、0.37、0.47 元/股, 当前股价对应 PE 分别为 53/38/30 倍, 首次覆盖给予“增持”评级, 考虑未来公司三年利润复合增速及公司行业龙头地位, 给予公司目标价 16.3 元 (对应 2024 年 35x PE, PEG 1-1.2 倍)。

图表 55: 行业估值表

代码	证券简称	每股收益 (元/股)				CAGR	PE		
		2022	2023E	2024E	2022E		2023E	2024E	
603214.SH	爱婴室	0.55	0.65	0.93	30.0%	32.3	27.1	19.0	
002697.SZ	红旗连锁	18.2	16.9	17.7	-1.4%	18.2	16.9	17.7	
6168.HK	中国飞鹤	0.81	0.96	1.06	14.4%	7.5	6.4	5.7	
301078.SZ	孩子王	0.27	0.37	0.47	31.9%	53.2	38.3	30.4	

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 对应 2022 年 8 月 8 日收盘价, 未覆盖标的采用 wind 一致预期

## 6. 风险提示

- 1) 疫情严重影响消费致使展店长期不及预期。疫情影响下, 百货及购物中心客流受到影响, 公司展店主要在 Shopping mall, 客流随之影响, 同时亦会影响新店爬坡, 致使放慢展店。如果疫情长期严重影响消费行业, 将对公司展店、同店假设产生一定影响。
- 2) 同店恢复不及预期。在疫情对消费水平有所抑制的背景下, 加之电商入局对线下连锁龙头效率提出更高挑战。若居民消费水平恢复较慢, 将对公司同店产生一定影响。
- 3) 数字化及仓储物流建设不及预期。目前公司在数字化及仓仓储物流体系建设布局上存在优势。未来, 随着公司业务规模的进一步扩大, 如公司不能持续提高数字化能力及物流运营效率, 将在一定程度上影响消费者体验。
- 4) 行业竞争严重加剧。当前公司相对其他企业具备优势, 若行业竞争严重加剧, 可能产生影响。

### 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中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：021-38124100

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