



增持（首次）

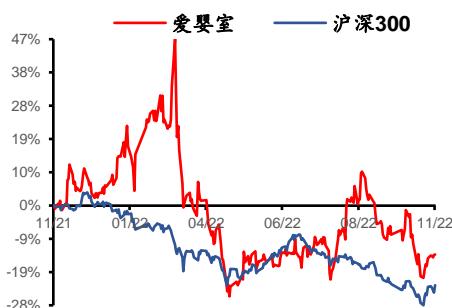
行业：商贸零售
日期：2022年11月20日

分析师：彭毅
Tel: 021-53686136
E-mail: pengyi@shzq.com
SAC 编号: S0870521100001
联系人：张洪乐
Tel: 021-53686159
E-mail: zhanghongle@shzq.com
SAC 编号: S0870121040018

基本数据

最新收盘价（元）	17.15
12mth A 股价格区间（元）	14.95-29.72
总股本（百万股）	140.52
无限售 A 股/总股本	100.00%
流通市值（亿元）	24.10

最近一年股票与沪深 300 比较



内生外购扩渠道，精细经营提坪效

——爱婴室首次覆盖

■ 主要观点

公司受益于三胎政策的推行，社会对生育的重视长期或利于行业上行。人口红利逐渐减弱，利好生育政策落地或将减缓生育率下降趋势，中国母婴市场增长韧性犹存。2021 年国内母婴消费市场规模达 3.46 万亿元，同比增长 10.8%，艾瑞咨询预测 2025 年我国母婴市场规模将达到 4.68 万亿元。

母婴行业已进入成熟蜕变期，从关注消费人数增长升级为追求单客经济，结构性变化或为行业新增长点。据艾瑞咨询，中国母婴市场从 20 世纪 90 年代的需求简单、商品稀缺、渠道单一逐步发展升级为需求多元化与精细化、商品品类丰富、线上线下全渠道经营。居民可支配收入的提高带来消费能力的提升，母婴家庭科学、精细化育儿理念的升级，叠加购买渠道多元化及便利化，共同驱动人均母婴支出的提升，推动母婴市场长远发展。

公司是国内中高端母婴连锁龙头，长期聚焦“双品牌融合+全渠道渗透+精细化经营，广度覆盖，深度优化”。双品牌融合：公司 2021 年 10 月收购母婴品牌贝贝熊，打入华中市场，提高区域覆盖面，触达更多消费者。未来通过在系统、供应链、品类、人员等方面深度整合，双品牌协同共进齐成长。全渠道渗透：线上线下全渠道运营。线下价值重塑，精细化经营门店，通过高筑供应链壁垒、优化品类结构、丰富自有产品矩阵、缩减店铺面积等优化单店模型，坪效优于行业；电商公域私域双轨双驱齐布局，横向拓宽营销渠道，纵向延伸品牌价值，抢占消费者心智。此外公司新布局代运营业务，与众多知名母婴品牌商深化合作、深度绑定。

公司产品向服务延伸，深度挖掘会员价值，深耕单客经济。母婴产品销售为业绩基本盘，母婴服务或为品牌未来新的增长点，2022H1 产品销售占比约 94%。公司通过扩展品类、延伸服务，延长用户生命周期，丰富用户体验度，满足消费者多样化需求。此外，公司深度挖掘消费者诉求，增加消费者权益，深度绑定会员，提高母婴消费者粘性和忠诚度，深耕单客经济，提升人均消费收入进而提高公司店效。

■ 投资建议

公司是国内中高端母婴连锁龙头，未来成长点为双品牌融合加速渗透市场、电商渠道发力提高品牌知名度、自有品牌建设提高整体毛利率水平。我们看好公司未来发展，预计 2022~2024 年公司营收分别约为 35.54、40.80 和 45.19 亿元，同比分别+34.0%、+14.8% 和+10.7%；归母净利润分别约为 0.87、1.06 和 1.27 亿元，同比+18.3%、+21.7% 和+19.8%。当前股价对应的 PE 分别为 28、23、19 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

■ 风险提示

宏观经济不景气、国内疫情反复、生育率持续下降、行业竞争加剧、开店速度不达预期、整合贝贝熊成效不及预期

■ 数据预测与估值

单位: 百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2652	3554	4080	4519
年增长率	17.5%	34.0%	14.8%	10.7%
归母净利润	73	87	106	127
年增长率	-37.0%	18.3%	21.7%	19.8%
每股收益(元)	0.52	0.62	0.75	0.90
市盈率(X)	32.80	27.71	22.78	19.02
市净率(X)	2.36	2.26	2.06	1.86

资料来源: Wind, 上海证券研究所 (2022 年 11 月 11 日收盘价)

目 录

1 中高端母婴连锁龙头，全品类全渠道布局.....	5
1.1 内生外购拓展渠道，双品牌协同加速渗透市场	5
1.2 股权结构集中，高管深耕母婴行业多年	6
1.3 公司营收规模扩大，盈利同比改善	7
2 行业：生育率下行，结构性变化或为行业新增长点	9
2.1 利好生育政策落地或减缓生育率下降趋势	9
2.2 母婴行业进入成熟蜕变期，结构性变化驱动发展	11
3 公司：协同整合新品牌，精细化门店经营，探索开拓新业务...13	13
3.1 双品牌融合广度覆盖，精细化经营深度优化	13
3.2 全渠道渗透，电商不断发力增加消费者触达	15
3.3 供应链壁垒深，丰富自有产品矩阵，优化产品结构	16
3.4 产品向服务延伸，深化会员体系，深耕单客经济	19
4 盈利预测	21
5 风险提示	22

图

图 1 公司发展历程.....	5
图 2 2018-2021 年公司期末门店数量及增速.....	6
图 3 2018-2022H1 公司主营业务收入占比	6
图 4 公司销售产品品牌丰富	6
图 5 公司股权结构（截至 2022Q3）.....	7
图 6 公司近年营业总收入及增速.....	8
图 7 公司近年归母净利润及增速	8
图 8 公司近年毛利率、净利率及 ROE 情况	8
图 9 公司近年三大费用率情况	8
图 10 爱婴室与孩子王应付账款周转率对比	9
图 11 爱婴室与孩子王总资产周转率对比	9
图 12 2010-2021 年中国出生率及对应相关生育政策.....	10
图 13 2017-2025 年我国母婴市场规模及增速	11
图 14 2021 年我国母婴行业服饰和奶粉占比较大	11
图 15 2016-2021 年中国居民人均消费支出及增长率.....	12
图 16 2017-2023E 中国母婴家庭人均 ARPU 及增长率	12
图 17 2021 年中国母婴群体购买商品时看重的因素	12
图 18 2021 年中国母婴群体消费观念排名	12
图 19 2016-2025 年我国母婴市场线上占比逐年增加.....	13
图 20 2017-2021 年母婴电商平台用户规模及渗透率	13
图 21 2022H1 公司覆盖区域门店数量占比	14
图 22 2018-2021 年公司线下营业收入及增速	14
图 23 爱婴室与孩子王门店数量对比	14
图 24 爱婴室与孩子王门店坪效对比	14
图 25 爱婴室与孩子王销售费用率对比	15
图 26 爱婴室与孩子王管理费用率对比	15

图 27 湖南湖北江西出生率均高于江浙沪	15
图 28 各城市人均可支配收入不断增长（单位：元）	15
图 29 2018-2021 年公司线上销售收入及增速	16
图 30 2018-2022H1 年公司主营品类收入占比	18
图 31 2018-2022H1 公司主营品类毛利率情况	18
图 32 公司自有品牌产品销售收入及占比	18
图 33 公司会员数量增长较快	20
图 34 公司会员权益具有差异化	20

表

表 1 公司核心高管履历	7
表 2 国家颁布的三胎相关配套政策（部分）	10
表 3 公司渠道运营模式（截至 2022Q3）	16
表 4 公司自有品牌代表	18
表 5 公司现有物流及配送中心	19
表 6 公司分业务增速与毛利预测（单位：百万元人民币）	21

1 中高端母婴连锁龙头，全品类全渠道布局

1.1 内生外购拓展渠道，双品牌协同加速渗透市场

公司是国内领先的母婴专业连锁零售商，基于“会员+商品+渠道+服务”的商业模式，为孕前至 6 岁婴幼儿家庭提供优质的全品类母婴用品和相关服务。从品类看，公司与多家国内外知名企建立了紧密的战略合作关系，经营产品涵盖了婴幼儿乳制品、纸制品、喂哺用品、洗护用品、棉纺品、玩具、车床等品类，产品品种逾万种。此外，公司加强自有品牌运营，提高毛利率水平，扩大品牌影响力。从渠道看，公司线上线下全渠道运营，门店主要聚焦华东、华中市场，并通过内生外购扎实推进西南、华南等地区；2021 年 10 月收购华中地区母婴龙头贝贝熊，双品牌协同发展加速渗透市场，截至 2022 年三季度末，公司直营门店总数为 477 家。公司不断发展电商业务，私域公域齐发力，优化自营 APP 和微信小程序，在天猫、京东、拼多多等第三方主流平台均设有官方旗舰店，积极探索抖音、小红书等各类新兴渠道开展营销宣传，此外公司依托线下门店广覆盖的资源优势，与美团、饿了么、京东到家等线上平台开展 O2O 模式，为消费者提供多种一站式购物体验。从产业布局来看，公司依托旗下高端早教品牌，在部分门店开设了早教及托育中心，从产品不断延伸至服务端，进一步深化会员体系。

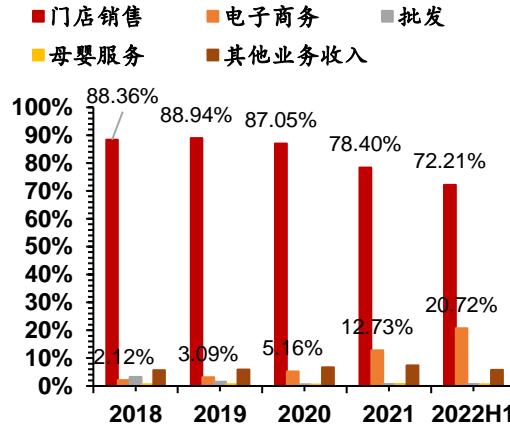
图 1 公司发展历程



资料来源：公司官网，上海证券研究所

图 2 2018-2021 年公司期末门店数量及增速


资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 3 2018-2022H1 公司主营业务收入占比


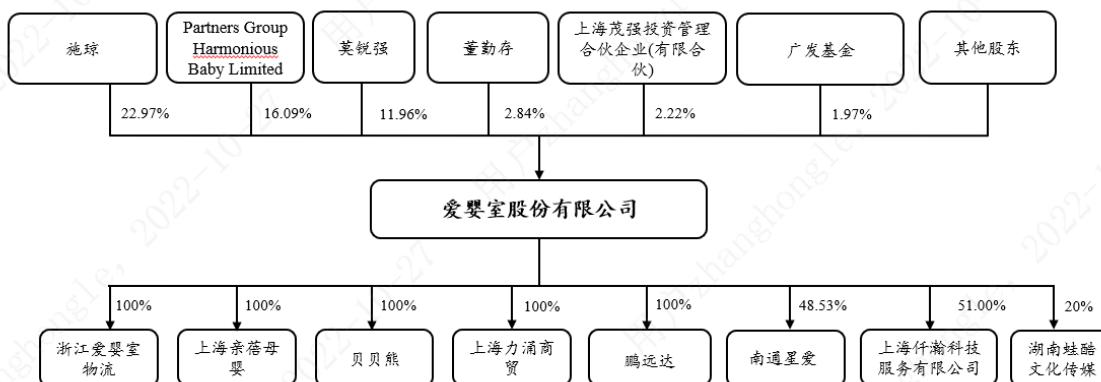
资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 4 公司销售产品品牌丰富


资料来源：公司官网，上海证券研究所

1.2 股权结构集中，高管深耕母婴行业多年

公司股权集中且股权结构较为稳定，管理层经验较为丰富。截至 2022 年三季度末，股东施琼、Partners Group Harmonious Baby Limited 与莫锐强共持有公司 51.02% 的股权，且近年内持股比例仅有小幅变动。公司核心高管施琼、莫锐强、王云、高岷、蔡红刚均为母婴背景出身，已在行业内深耕 20 年左右，其中施琼、莫锐强、高岷在上海悦婴负责核心业务数年后加入爱婴室担任核心成员，蔡红刚与王云则先后加入爱婴室担任管理层成员。公司高管积累较为丰富的母婴行业生产、运营、管理经验，便于合理专业高效地带领团队，利于公司在行业内的长期稳定发展。

图 5 公司股权结构 (截至 2022Q3)


资料来源：公司公告，上海证券研究所

表 1 公司核心高管履历

姓名	职务	履历
施琼	董事长, 总裁	1998 年 7 月至 2005 年 7 月担任上海悦婴幼儿用品有限公司总经理；2005 年 8 月起历任上海汇购信息技术有限公司，上海爱婴室商务服务有限公司董事长、总经理；现任上海爱婴室商务服务股份有限公司董事长兼总裁。
莫锐强	董事长, 副总裁	2000 年 1 月至 2005 年 7 月担任上海悦采购总监；2005 年 8 月起先后担任汇购信息，爱婴室有限副总经理；2011 年 10 月至今发行人董事，副总经理；现任发行人董事，副总经理，茂强投资执行事务合伙人。
王云	董事, 副总裁	1996 年 7 月至 2003 年 8 月担任上海市曲阳医院临床医师；2003 年 9 月至 2006 年 7 月先后担任上海悦婴，汇购信息采购部经理；2006 年 8 月至 2012 年 3 月先后担任汇购信息，爱婴室有限及发行人商品部总监；2012 年 3 月起担任发行人副总经理。
高岷	董事会秘书, 副总裁	2002 年 5 月至 2005 年 7 月担任上海悦婴幼儿用品有限公司直销业务经理；2005 年 8 月起先后担任上海汇购信息技术有限公司，上海爱婴室商务服务有限公司人事部经理，市场部经理，资财部总监，副总经理，现任公司副总裁、董事会秘书。
蔡红刚	副总裁	2004 年 11 月起加入爱婴室，任职配送部主任经理；2008 年 11 月起，任物流中心经理，总监；2013 年 12 月起担任公司监事，2013 年-2016 年负责公司嘉善物流中心建设项目；2019 年 8 月因工作安排辞去公司监事一职；现任公司副总裁。

资料来源：公司官网，上海证券研究所

1.3 公司营收规模扩大，盈利同比改善

公司 22 年前三季度营收及业绩均逆势上涨，主要系收购贝贝熊业务规模扩张、电商渠道高增长以及上半年上海疫情保供等原因。22 年第二季度作为首批上海市生活物资保障供应企业，在零售企业面临无法开店经营困境之时，公司充分利用全渠道网络、自建仓储物流优势，开展社区团购、跑腿等业务，为上海母婴家庭提供保质保量、价格平稳的商品，及时满足其刚需。2022 年前三季度公司实现营收 26.22 亿元，同比增长 58.52%；归母净利润

0.45亿元，同比增长33.51%；扣非归母净利润0.22亿元，同比增长411%。近十年来公司规模和业绩一直保持两位数的稳定增长，20年受疫情影响出现不同程度下滑，21年起逐步恢复正常运营，叠加并购贝贝熊扩大业务规模以及线上业务不断发力，21年全年营收实现17.55%增长。

盈利能力来看，公司近年毛利率水平维持在30%左右，2021年起略有下降主要因为毛利率较低的奶粉品类以及电商渠道营收占比提升所致。费用端控制良好，组织管理能力较强，22年前三季度期间费用率为26%，同比减少3.79pct，未来随着公司整合贝贝熊完毕，净利率有望维稳。

营运能力来看，公司处于行业领先地位，对于上下游的议价能力较强。应付账款周转率2021年为5.1次，优于孩子王6.4次。公司总资产周转率与孩子王接近，2021年为1.17次，孩子王为1.38次，公司仍有提升空间。

图6 公司近年营业总收入及增速



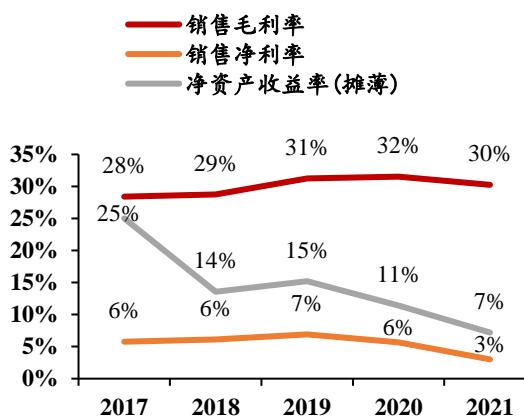
资料来源：公司公告，上海证券研究所

图7 公司近年归母净利润及增速



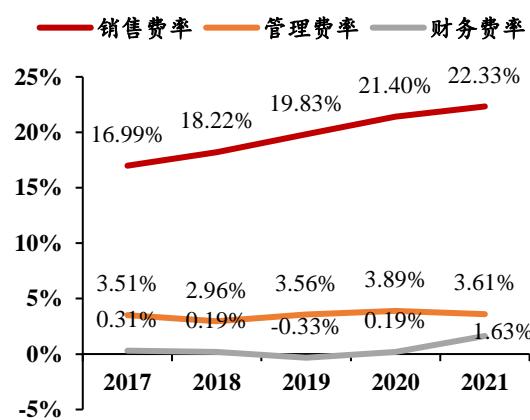
资料来源：公司公告，上海证券研究所

图8 公司近年毛利率、净利率及ROE情况



资料来源：公司公告，上海证券研究所

图9 公司近年三大费率情况



资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 10 爱婴室与孩子王应付账款周转率对比



资料来源：各公司公告，上海证券研究所

图 11 爱婴室与孩子王总资产周转率对比



资料来源：各公司公告，上海证券研究所

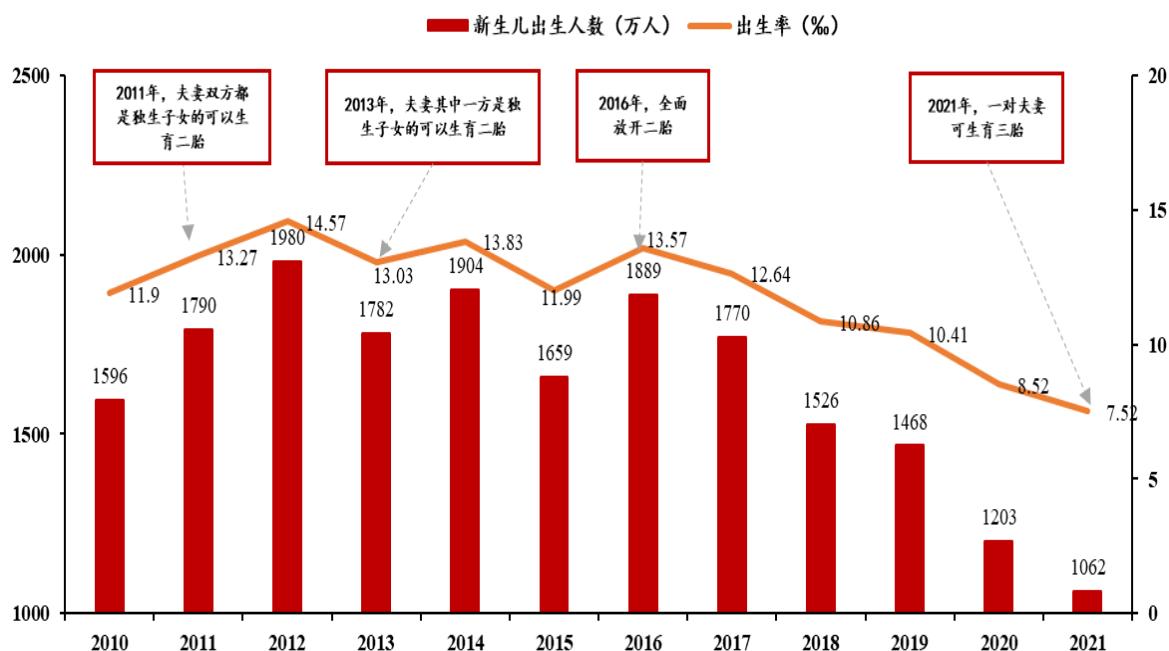
2 行业：生育率下行，结构性变化或为行业新增长点

2.1 利好生育政策落地或减缓生育率下降趋势

生育政策落地或将减缓生育率下降速度，助推母婴行业发展。2016 年起我国全面实施“二胎政策”，据国家统计局数据，出生率回升至 13.57‰，后持续下行，2021 年出生率仅为 7.52‰。2021 年 7 月，国家全面放开三胎政策，各地也陆续出台相关配套福利政策，如生育补贴、个税减免、延长产假及育儿假、提供托育服务等。政策东风吹向母婴行业，预计鼓励生育政策将陆续出台，社会对生育的重视或将减缓生育率下降速度，提振母婴行业相关的消费需求，助推行业发展。

尽管近年出生率持续走低，但随着母婴童家庭消费能力的提升和育儿理念的升级，中国母婴市场规模呈现稳步增长态势。据艾瑞咨询数据，2021 年国内母婴消费市场规模达 3.46 万亿元，同比增长 10.8%，2025 年我国母婴市场规模将达到 4.68 万亿元，总体保持稳定增长趋势。细分赛道来看，2021 年服装鞋帽和奶粉销售规模占比居前，分别为 26% 和 22.7%，其次为纸尿裤，占比 12%。

图 12 2010-2021 年中国出生率及对应相关生育政策



资料来源：国家统计局，中央人民政府，上海证券研究所

表 2 国家颁布的三胎相关配套政策（部分）

发布时间	文件名称	政策概要
2021 年 7 月	《关于优化生育政策促进人口长期均衡发展的决定》	依法实施三孩生育政策。修改《中华人民共和国人口与计划生育法》，提倡适龄婚育、优生优育，实施三孩生育政策。
2021 年 11 月	《北京市人口与计划生育条例》	女方除国家规定的产假外，享受延长生育假由 30 天增加至 60 天。
2021 年 11 月	《上海市人民代表大会常务委员会关于修改〈上海市人口与计划生育条例〉的决定》	女方除享受国家规定的产假外，还可再享受的生育假，从原本三十天，增加到六十天。夫妻双方育儿假期间工资正常支付。
2021 年 11 月	《浙江省人口与计划生育条例》	女方在享受国家规定产假的基础上，生育一孩延长产假 60 天，总计 158 天；生育二孩、三孩延长产假 90 天，总计 188 天，男方可以休 15 天护理假。
2021 年 12 月	《广东省人民代表大会常务委员会关于修改〈广东省人口与计划生育条例〉的决定》	符合法律、法规规定生育子女的，在子女三周岁以内，父母每年各享受十日的育儿假。
2022 年 2 月	《北京市医疗保障局、北京市卫生健康委员会北京市人力资源和社会保障局关于规范调整部分医疗服务价格项目的通知》	北京对宫腔内人工授精术、胚胎移植术、精子优选处理等 16 项辅助生殖技术项目纳入医保甲类报销范围。
2022 年 2 月	《吉林省人口与计划生育条例》	达到法定婚龄决定不再结婚并无子女的妇女，可以采取合法的医学辅助生育技术手段生育一个子女。
2022 年 7 月	《关于进一步完善和落实积极生育支持措施的指导意见》	提高优生优育服务水平，发展普惠托育服务体系，完善生育休假和待遇保障机制，

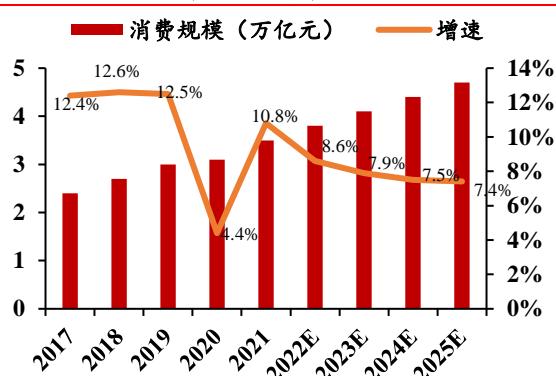
2022年9月 《关于优化生育政策促进人口长期均衡发展的实施方案》

强化住房、税收等支持措施，加强优质教育资源供给，构建生育友好的就业环境。

2023年1月1日至2025年12月31日，云南省对新出生并户口登记在云南的二孩、三孩分别发放2000元、5000元的一次性生育补贴，并按年度发放800元育儿补助。

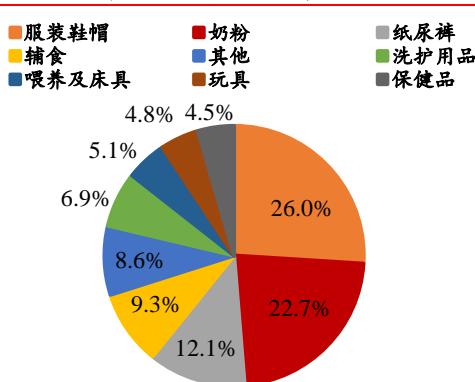
资料来源：中央人民政府，中国计划生育协会，上海市卫健委，浙江省人民政府，广东省人民政府，北京本地宝，吉林省卫生健康委员会，云南省人民政府，上海证券研究所

图 13 2017-2025 年我国母婴市场规模及增速



资料来源：艾瑞咨询，上海证券研究所

图 14 2021 年我国母婴行业服饰和奶粉占比较大



资料来源：艾瑞咨询，上海证券研究所

2.2 母婴行业进入成熟蜕变期，结构性变化驱动发展

母婴行业已进入成熟蜕变期，从关注消费人数增长升级为追求单客经济。据艾瑞咨询，中国母婴市场从 20 世纪 90 年代的需求简单、商品稀缺、渠道单一逐步发展升级为需求多元化与精细化、商品品类丰富、线上线下全渠道经营。我们认为，政策（利好生育政策）、经济（居民消费能力提升）、社会（育儿理念升级）以及技术（互联网电商发展）共同驱动母婴市场长远发展。

1) 母婴家庭育儿人均 ARPU 平稳增长，消费持续升级

据国家统计局数据，2021 年中国居民人均可支配收入增长率为 8.1%，人均消费支出增速达 12.6%，居民收入的稳定增长和对生活质量的追求是促进其消费支出的核心内因，预计未来居民的消费能力及消费水平稳健上行，消费持续升级。

随着“90 后”成为母婴市场的消费主力，母婴消费市场迎来新趋势，90 后对于育儿有新观念、新需求及新方式，科学、精细化育儿理念盛行。除满足刚需外，母婴用户需求更加多元化，消费者也更关注商品的质量和安全，购买中高端价格的母婴产品意愿更强烈，也愿意为高颜值商品付费。因此，高端化、品质化、个性

化、精细化（功效细分化、应用场景多元化）将成为母婴市场未来发展趋势。

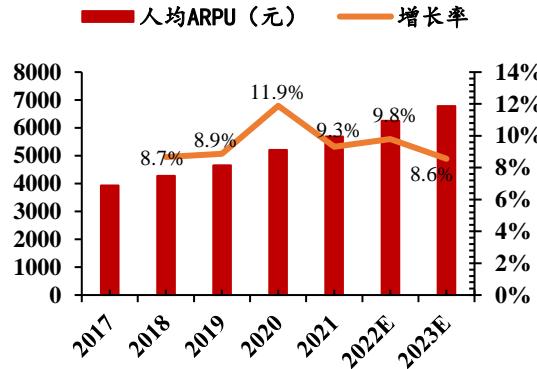
基于母婴消费者的新购物理念，母婴行业未来的潜力增长点将逐渐向单客收入提升转移。据比达咨询数据，2021年我国母婴家庭育儿人均ARPU增长率达9.3%，为5692元，相关数据预测2023年人均ARPU达到6785元，母婴用户的客单价逐年提升。

图 15 2016-2021 年中国居民人均消费支出及增长率



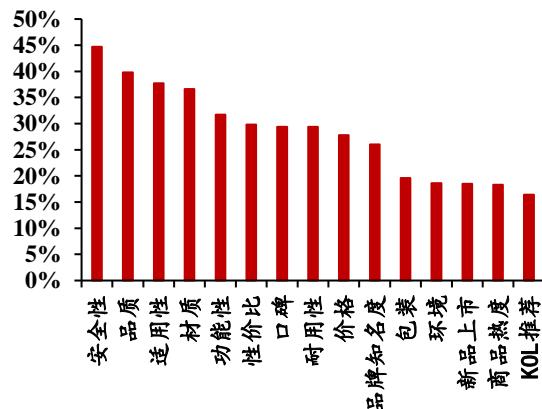
资料来源：国家统计局，上海证券研究所

图 16 2017-2023E 中国母婴家庭人均 ARPU 及增长率



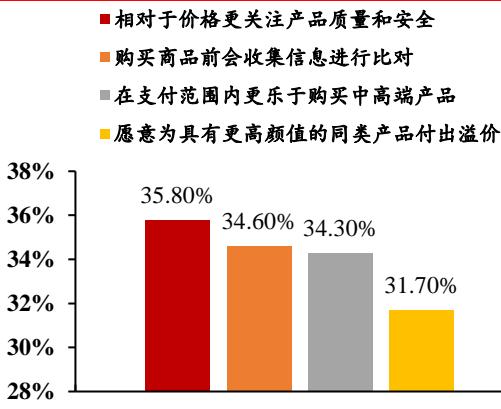
资料来源：比达咨询，上海证券研究所

图 17 2021 年中国母婴群体购买商品时看重的因素



资料来源：艾瑞咨询，上海证券研究所

图 18 2021 年中国母婴群体消费观念排名



资料来源：艾瑞咨询，上海证券研究所

2) 企业线上线下一体化布局，母婴消费者购买渠道多元化

线下母婴店、商超等是母婴产品销售的主要渠道，线上占比逐年增加。据艾瑞咨询数据，2021年母婴线下消费占比为66.2%，随着消费习惯线上化转变以及社交媒体的快速发展，线上化趋势愈发明显。2021年母婴电商规模达1.17万亿，线上占比为34%，艾瑞咨询预测2025年母婴消费线上渗透率达到39%。2021年母婴电商平台用户规模达2.5亿人，渗透率为29%，未来线上渠道或将成为企业竞争的新发力点。

全渠道多样化布局触达更多消费者。随着育儿专业化以及行业的社交属性，新一代父母更加青睐于线上获取母婴产品信息，通过社交媒体和短视频搜集有效信息，并在私域渠道进行观念传播。据浙江省电子商务促进会发布的《中国母婴用品电商行业报告》，2021年抖音电商母婴直播场次同比增长45.5%，快手母婴直播场次同比增长31%，母婴行业GMV同比增长100%+，品牌自播GMV增长1000%+。

图 19 2016-2025 年我国母婴市场线上占比逐年增加



资料来源：艾瑞咨询，上海证券研究所

图 20 2017-2021 年母婴电商平台用户规模及渗透率



资料来源：网经社，上海证券研究所

3 公司：协同整合新品牌，精细化门店经营，探索开拓新业务

3.1 双品牌融合广度覆盖，精细化经营深度优化

公司实现跨区域性并购，广度覆盖。爱婴室门店主要集中在以上海为主的华东区域，2021年10月收购华中区域第一母婴连锁品牌贝贝熊切入华中市场，贝贝熊全国门店有200多家，主要分布于湖南、湖北及江苏区域。截至2022三季度末，公司共有门店477家，2022前三季度门店销售总收入为19亿元，同比大幅增长38.5%，收购后公司规模扩大。公司通过内生外购进行渠道扩张，未来将扎实推进西南、华南等地区的直营门店拓展，提高区域覆盖面，触达更多消费者。

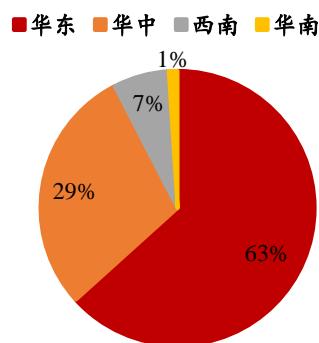
公司精细化门店经营，深度优化。公司聚焦于优化单店模型，合理控制分布密度，关闭低效门店，提高坪效。2022年前三季度，公司新增线下门店14家，关闭63家。公司精细化经营致力于提高经营效率，坪效优于同行，2021年门店坪效为10347元，销售增长率持平，孩子王坪效仅为6906元，平均销售增长率-5.6%。公司组织管理能力较强，费用管控亦优于同行，2022前三季度公司

销售费用率/管理费用率分别为 21.2%/3.4%，孩子王分别为 21%/5.9%。公司不断挖掘门店经营效率，我们认为未来随着线下客流量逐渐恢复、公司品类结构不断优化、门店面积进行精简等，坪效有望实现正增长，线下门店收入实现稳步提升。

双品牌一体化融合，协同共进齐成长。未来公司将以“爱婴室”“贝贝熊”双品牌运作模式，结合各自优势，在品牌强势区域继续拓展，实现原有华东、华南地区业务与华中区域业务在商品采购、营运管理、供应链体系、技术支撑、人员管理、全渠道整合等方面的优化协同。2022 年上半年，公司已完成“系统”的全面统一，加快贝贝熊的运营优化，未来将逐步推进在市场、技术、供应链等方面实现进一步融合，实现一体化运营，协同开拓公司成长新空间。

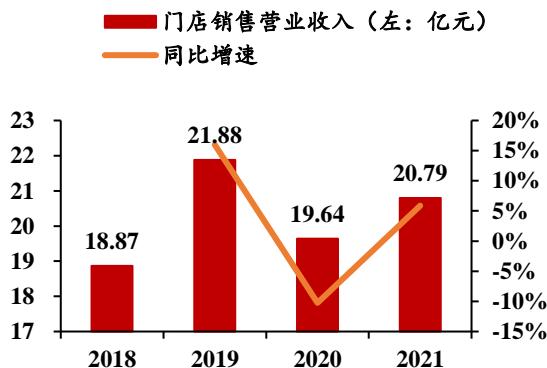
贝贝熊覆盖区域出生率水平相对较高，有利于释放需求潜力。公司聚焦于上海、江苏、浙江等华东区域，华东地区母婴消费潜力大，消费水平高，具备增长动能，但出生率水平较低，主场上海出生率仅为 4.67‰。贝贝熊覆盖区域出生率水平相对较高，如主场湖北出生率 6.98‰，湖南出生率 7.13‰，江西出生率 8.34‰，与全国平均出生率水平（7.52‰）相近，出生人口数量多有利于释放新的增长潜力。

图 21 2022H1 公司覆盖区域门店数量占比



资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 22 2018-2021 年公司线下营业收入及增速

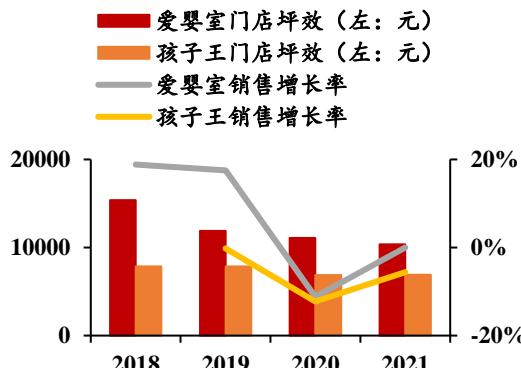


资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 23 爱婴室与孩子王门店数量对比



图 24 爱婴室与孩子王门店坪效对比



资料来源：各公司公告，上海证券研究所

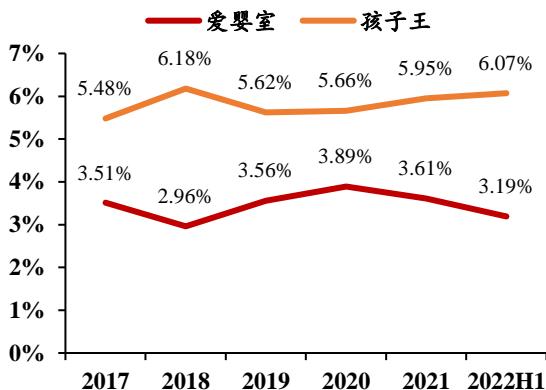
图 25 爱婴室与孩子王销售费用率对比



资料来源：各公司公告，上海证券研究所

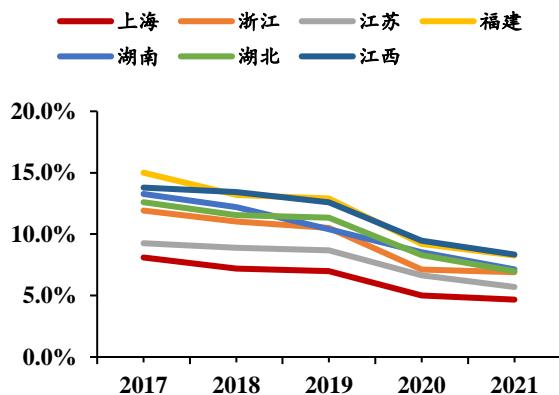
资料来源：各公司公告，上海证券研究所
 (坪效指每平方米合同面积的年销售额)

图 26 爱婴室与孩子王管理费用率对比



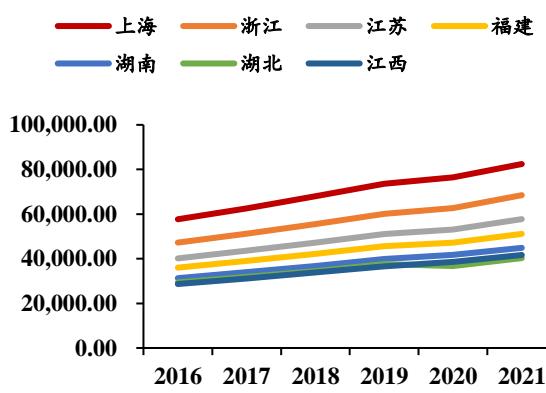
资料来源：各公司公告，上海证券研究所

图 27 湖南湖北江西出生率均高于江浙沪



资料来源：国家统计局，上海证券研究所

图 28 各城市人均可支配收入不断增长（单位：元）



资料来源：国家统计局，上海证券研究所

3.2 全渠道渗透，电商不断发力增加消费者触达

公司线上线下全渠道运营，不断提高品牌影响力，触达更多消费者。电商业务已初具规模，在公域及私域进行双轨双驱并向销售，在公域方面，持续加大推广力度，不断探索新玩法，提升天猫、京东、拼多多等官方旗舰店的引流获客能力，私域以自营APP为主，结合小程序、O2O等平台，拓展更多品类，提供更多样的服务，实现用户持续留存与复购。2021年电商业务实现营收3.38亿元，同比大幅增长190%，2022年前三季度实现营收5亿元，同比高速增长322%。公司21年3月上线O2O业务，与线下门店形成互哺，一方面依托线下门店广覆盖的资源优势，与美团、饿了么、京东到家进行合作，上线以来该业务月复合增长率超400%，实现流量与销量双增；另一方面，为线下门店店效创造新的增长点，同时为消费者提供即时、便利的购物体验。

横向拓宽营销渠道，纵向延伸品牌价值。公司主动适应营销新环境，多维度多渠道提升品牌认知度。公司不仅在传统电商渠道天猫、京东、拼多多等官方旗舰店进行引流获客，还积极探索抖音、小红书等新兴渠道开展营销宣传，通过丰富有趣的内容以及优惠促销活动吸引消费者，促进公域流量向私域转化，并使用企业微信开展社群运营，持续输出高品质内容与营销信息，提高品牌知名度和影响力，精准实现拉新和复购。

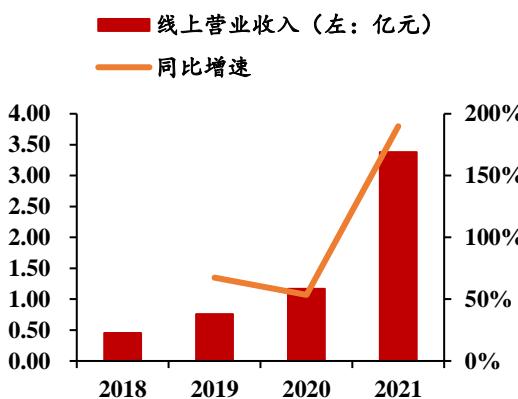
公司线上除扩充渠道外，新布局代运营业务，与众多母婴品牌深化合作，帮助其代运营旗舰店。基于多年运营母婴产品的专业经验和丰富资源，公司与惠氏、雅培、美赞臣、Swisse 等知名母婴品牌深化合作，帮助品牌方在天猫、拼多多等主流电商平台建立了完善的营销与物流体系，并陆续拓展了唯品会、考拉等线上新渠道。同时公司持续加强爱婴室及自有品牌在天猫、京东、拼多多等官方旗舰店的销售与推广，结合抖音、微信公众号、企微社群、小红书等方式全域分发优质营销内容，触达不同消费群体。

表 3 公司渠道运营模式（截至 2022Q3）

运营模式	平台名称
线下	477 家直营门店
自有电商平台	爱婴室 APP
	爱婴室微商城
	微信群
线上	天猫爱婴室母婴旗舰店
第三方电商平台	京东爱婴室旗舰店
	拼多多爱婴室旗舰店
	抖音、小红书

资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 29 2018-2021 年公司线上销售收入及增速



资料来源：公司公告，上海证券研究所

3.3 供应链壁垒深，丰富自有产品矩阵，优化产品结构

公司在母婴行业深耕多年，兼具较强选品能力和商品组合能力。公司采购团队根据消费者洞察面向全球选品，为育前至 6 岁婴幼儿家庭提供一站式母婴用品采购，目前已获得大量的国际一线直供合作，不断拓展商品品类，涉足于奶粉类、用品类、棉纺类、食品类、玩具类、车床类等。公司深耕奶粉品类，其营收占比最大且占比逐年增加，2022 年前三季度实现营收 15.58 亿元，同比增长 90%，营收占比为 59%，其次为用品及棉纺，2022 年前三季度收入占比分别为 17%、6.6%。奶粉主要以知名进口品牌为主，

如荷兰皇家美素佳儿、德国爱他美、澳洲 a2 等，因食品安全等问题，客户粘性较强。奶粉毛利率相对偏低，2022 前三季度仅为 18%，但奶粉因其刚需属性消费频次高，周转率高，进而为公司带来稳定现金流；同时公司奶粉品类粘性强，可起到引流作用，进而带动其他高毛利率品类的销售，优化产品结构。

加强自有品牌运营，提高毛利率水平，扩大品牌影响力。公司深挖母婴产品需求，不断研发创新自有品牌，延长客户生命周期，进一步渗透至母婴家庭生活的各个场景。自有品类主要聚焦纸品、棉纺、营养食品等品类，代表品牌有 Dyoo 多优、Kenbie 亲蓓、Hibe 怡比、Cucutas、合兰仕等，2022H1 纸尿裤品类销售额同比增长 4%，营养辅食类销售额同比增长 545%。公司持续优化商品结构，促进毛利率提升。棉纺、食品、用品类的毛利率水平相对较高，且逐年增加，2022 年前三季度分别为 44%、33%、30%，公司整体毛利率为 28%，自有品牌销售占比的不断提升，或将提高公司整体毛利率水平。公司将持续加强自有品牌的运营，加快推进自有品牌在新拓展的华中区域的市场渗透，并借助线上全渠道营销，扩大自有品牌的辐射度及影响力。

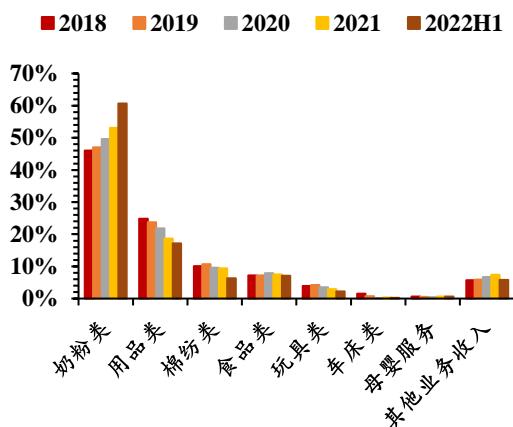
公司供应链高筑壁垒，自建物流体系高效链接人货场，提高运营效率，及时响应客户需求。公司是国内行业首家自建仓储物流中心的母婴连锁企业，自建大型物流仓储中心位于浙江嘉善，总建筑面积超 6 万平米，集装卸、包装、保管、运输于一体，兼备现代化且高规格的配套设备，有效降低物流成本，提升了库存管理水平和营运效率。嘉善仓储物流中心二期项目已于 2021 年 6 月正式投入运营，采用了更智能的仓储物流管理系统，可满足仓库每日 4.5 万箱的出货，每年 76 亿元的发货额，年处理订单数达 80 万单以上，首批投入可满足电商平台年出库额 3 亿元。21 年全部业务出货包裹数 317 万个，同比上升 14%，电商出货包裹数 85 万个，同比增加 81%，发货准确率达 99.9% 以上，有效支撑公司跨区域门店拓展及电商高速发展。**强大成熟的仓储物流，保障了采购体系的稳定与配送模式的及时**，具体来看：

- 自有品牌公司以 OEM 生产模式为主，与上游优质厂商积极开展合作，借助公司 SRM 供应商管理系统对生产厂商采取智能化全方位管理，覆盖准入、建立、发展、淘汰全生命周期，公司通过优化供应链，降低自有品牌的成本，通过严格的质量管控，确保自有品牌保持性价比与竞争力。
- 采购端公司实行统一集中采购为主的模式利于形成规模效应，增加对供应商的议价权；公司采取买断及预付账款的模式进行采购，承担库存风险，绑定大牌供应商，采购体系稳定；

品牌直供避免中间环节加价，有效控制成本且有利于双方深入的合作，共同运营品牌客户，获得更多的资源支持。

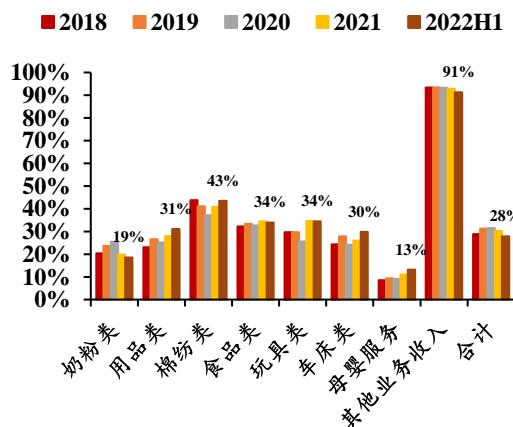
➤ 配送端公司以自建物流仓储中心配送（即总仓配送）为主和福建区域、重庆区域配送（即分仓配送）为辅的方式实现商品的灵活输送与调配。2021年总仓发货配送量和分仓发货配送量占比分别为90.41%、9.59%。成熟的仓储物流配送体系高效链接入货场，及时响应客户需求。物流仓储方面，二期项目加载了更智能的数字化仓储物流管理系统WMS、TMS及AMS，并首次采用设备如滑块分拣机、螺旋提升机、RFID标签等，进一步提高了发货效率，降低了人力消耗。

图 30 2018-2022H1 年公司主营品类收入占比



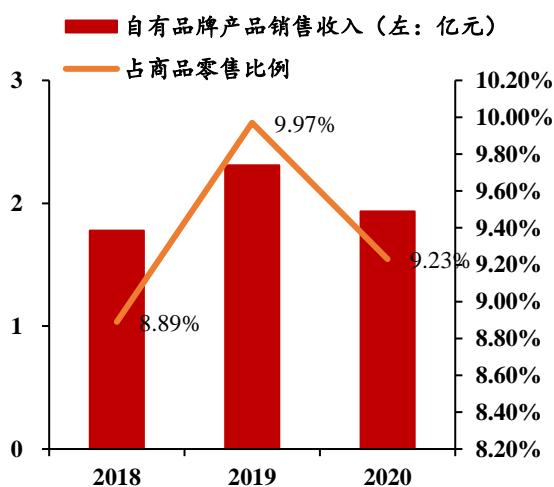
资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 31 2018-2022H1 公司主营品类毛利率情况



资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 32 公司自有品牌产品销售收入及占比



资料来源：公司公告，上海证券研究所

表 4 公司自有品牌代表

品牌名称	品牌形象	涵盖品类
Dyoo 多优		纸尿裤、纸品
Kenbie 亲蓓		纸制品、洗涤护理、用品类
Hibe 怡比		婴幼儿内衣等棉品
Cucutas		婴幼儿外出服等棉品
合兰仕		保健食品

资料来源：公司公告，上海证券研究所

表 5 公司现有物流及配送中心

自建仓储物流中心	技术特点	投入使用时间
物流中心一期	具有立体库自动化密集存储系统（无人作业）、输送线、高速分拣机、托盘提升机等，整个库内作业和流程采用 WMS 物流系统管理	2016 年
物流中心二期	采用更智能的仓储物流管理系统 WMS、TMS 及 AMS，并配套首次采用设备如滑块分拣机、螺旋提升机、RFID 标签等	2021 年 6 月

资料来源：公司招股说明书，公司官网，上海证券研究所

3.4 产品向服务延伸，深化会员体系，深耕单客经济

从产品向服务延伸，公司深度剖析用户画像，拓宽消费者需求。母婴行业具有用户迭代速度快、消费生命周期短、决策路径长等痛点，因此我们认为会员客单价及复购率是母婴企业追求的增长目标。据 2021 年年报披露，公司积极试点早教和托育业务，为消费者提供一站式购物体验。对于早教，公司目前采取的是“店中店”的模式，店内提供婴幼儿游泳、亲子游乐场以及早教业态；对于托育，公司在上海浦东陆家嘴商业园区内开设了首家托育中心，切实缓解了园区及周边家庭的育儿压力，未来将稳步推进早教及托育业务进展，满足消费者多元化需求。

公司深化会员体系，增强消费者粘性，提高会员人均消费及复购率。公司会员消费占比高，截至 2021 年底，公司累计会员 585.11 万人，同比增长 34%，全年会员贡献销售占全年总销售的 90%。其中付费会员消费能力强，月均消费是普通会员的约 6 倍。公司推行差异化的会员权益，付费会员分 MAX 和 MAX+，可享受多倍积分及商品专属特价；此外进一步拓展付费权益，联合多家知名品牌推出品牌专属联名卡，提供专属权益，有效提升品牌忠诚度及会员复购率，进而提高会员客单价。

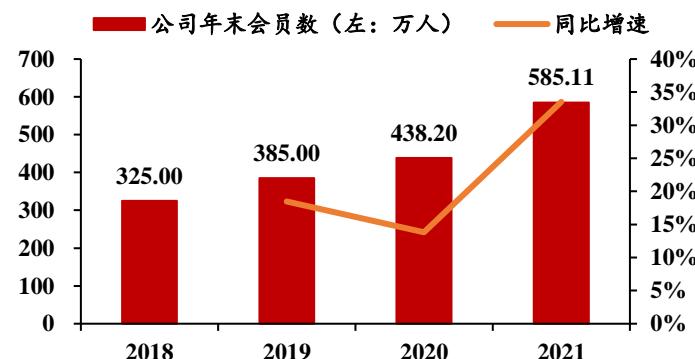
专业化私域会员经营提升裂变效果及客户留存度。公司建设全域消费者运营体系，线上公司通过私域微信群构建社群营销新模式，导购专项服务增强与客户交互，建立心理认同和情感连接，提升裂变效果及顾客留存。公司已累计搭建了 1000 多个 50 人以上的企微社群，拥有 120 万+的社群粉丝。线下公司门店内定期举办各类亲子活动、母婴讲座、公益活动等，将品牌推广与会员体验相融合，提升品牌知名度。

数字化赋能增强客户体验感。公司重视数字技术的变革，前端不断完善 CRM 全域会员营销系统，全面洞察婴幼儿成长、消

费者行为的生命周期以及产品的生命周期，深入挖掘会员的消费潜力，实现精细化运营。中台支撑线上线下一体化运营，完成数据采集、挖掘、分析与应用，沉淀全渠道会员数据资产，进行会员全生命周期数字化闭环管理。数字化赋能增强客户体验感，满足会员的差异化需求，实现真正的全域化服务。

公司兼顾广度和深度，全方位运营。通过扩展品类、延伸服务，延长用户生命周期，丰富用户体验度，满足消费者多样化需求；通过深度挖掘消费者诉求，增加消费者权益，深化会员体系，深度绑定会员，提高母婴消费者粘性和忠诚度。广度+深度齐发力，深耕单客经济，提升人均消费进而提高公司店效。

图 33 公司会员数量增长较快



资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 34 公司会员权益具有差异化

新会员权益

注册专享
可获得新会员好礼

孕妈礼包
详情可询问店员参看店内海报或索取传单

专属服务
企业微信一对一服务专享
优质会员服务

MAX会员权益

MAX·	¥49/年
MAX+	¥129/年

有效期: 365天

送500元
开卡获价值500元品牌券

有效期: 365天

送1000元
开卡获价值1000元品牌券

<p>2倍积分 消费1元积2分</p>	<p>4倍积分 消费1元积4分</p>
<p>200-30元 <small>宝宝生日当月获得立减30元券 (限棉品类)</small></p>	<p>200-30元 <small>宝宝生日当月获得立减30元券 (限棉品类)</small></p>

资料来源：公司官网，上海证券研究所

4 盈利预测

假设 1：门店数量

2021 年 10 月公司收购贝贝熊，2021 年总门店数量达到 526 家。2022 年因疫情等外部因素影响，开店暂缓，前三季度新开 14 家，预计全年新开 27 家；因仍处于整合贝贝熊进程中，预计全年关闭优化门店数量为 88 家，全年总门店数量减少至 465 家。2023 起预计恢复新开门店数量，每年稳定新增 30 家，随着贝贝熊门店整合完成，每年优化关闭门店数量稳定在 20 家。

假设 2：门店店效

根据历史数据，假设门店平均面积为 500 平米。可比门店预计 2022 年仍处于优化阶段，店效略有增长，未来随着线下客流逐渐恢复、门店品类不断扩展、公司接入 O2O 增加销量等，预计 2023 年起销售增长率逐渐企稳为 3%，2024 年为 5%。新店随着公司不断优化选址、缩减店铺面积、优化品类结构来提高坪效，预计 2022 年店效持平，2023-24 年稳定增长为 3%、5%。

假设 3：电商业务收入

公司大力发展电商业务，2021 年增速为 190%，随着线上渠道私域公域齐发力，预计未来仍维持较高增速。22-24 年增速分别为 129%/50%/20%，线上销售占比分别为 22%/28%/31%。

假设 4：其他业务收入

因早教与托育等母婴服务等仍处于探索期，预计 22-24 年收入以 3%/5%/5% 增速稳定爬坡。

假设 5：毛利率水平

线下门店贝贝熊毛利率较低，拉低整体水平，随着疫情影响减弱，预计 22 年全年门店毛利率水平略高于前三季度；23-24 年随着门店整合优化及自有品牌占比的提升，毛利率水平企稳回升。
线上毛利率水平保持稳定增长。其他业务毛利率水平假设不变。

预计 22-24 年公司整体毛利率水平为 28.53%/28.56%/29.13%。

表 6 公司分业务增速与毛利预测（单位：百万元人民币）

分业务收入测算	2021A	2022E	2023E	2024E
线下直营门店	2079	2537	2664	2858
线上电商平台	338	774	1161	1393
其他业务（含母婴服务等）	236	243	255	268
合计	2652	3554	4080	4519
分业务增速	2021A	2022E	2023E	2024E
线下直营门店	6%	22%	5%	7%
线上电商平台	190%	129%	50%	20%

其他业务（含母婴服务等）	34%	3%	5%	5%
合计	18%	34%	15%	11%
分业务成本测算	2021A	2022E	2023E	2024E
线下直营门店	1512	1852	1918	2029
线上电商平台	287	635	940	1115
其他业务（含母婴服务等）	50	53	56	59
合计	1850	2540	2915	3202
分业务毛利率	2021A	2022E	2023E	2024E
线下直营门店	27.24%	27.00%	28.00%	29.00%
线上电商平台	14.94%	18.00%	19.00%	20.00%
其他业务（含母婴服务等）	78.81%	78.00%	78.00%	78.00%
合计	30.26%	28.53%	28.56%	29.13%

基于以上假设，我们预计 2022~2024 年公司营收分别约为 35.54、40.80 和 45.19 亿元，同比分别 +34.0%、+14.8% 和 +10.7%；归母净利润分别约为 0.87、1.06 和 1.27 亿元，同比分别 +18.3%、+21.7% 和 +19.8%。

5 风险提示

- 1) 宏观经济不景气：宏观经济影响国内居民消费，若经济增速放缓，国内消费不景气，公司业绩增长承压。
- 2) 国内疫情反复：近期疫情反弹，若疫情防控效果不达预期，可能在一定程度上抑制居民的消费需求。公司线下销售收入占比较高，疫情持续反复将影响公司的线下渠道销售。
- 3) 生育率持续下降：近年来我国出生率持续走低，若下降趋势依旧，将影响我国母婴零售市场的需求。
- 4) 行业竞争加剧：若行业竞争加剧，尤其是母婴电商竞争进一步加剧，可能会使公司市场份额受到冲击。
- 5) 开店速度不达预期：公司依托门店扩张带动营收增长，若开店速度不达预期，可能会影响销售收入增长的整体预期。
- 6) 整合贝贝熊成效不及预期：公司不断推进双品牌在商品采购、营运管理、供应链体系、技术支撑、人员管理、全渠道整合等方面的优化协同，若整合不及预期，可能影响品牌协同效应。

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	145	314	318	464
应收票据及应收账款	67	51	62	64
存货	876	959	1146	1166
其他流动资产	553	772	820	852
流动资产合计	1642	2096	2346	2546
长期股权投资	22	22	22	22
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	153	133	112	92
在建工程	0	0	0	0
无形资产	157	157	157	157
其他非流动资产	863	848	828	808
非流动资产合计	1196	1160	1120	1079
资产总计	2837	3256	3466	3626
短期借款	389	589	589	589
应付票据及应付账款	432	556	626	620
合同负债	64	51	58	64
其他流动负债	475	532	552	577
流动负债合计	1359	1728	1825	1850
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	419	419	419	419
非流动负债合计	419	419	419	419
负债合计	1778	2147	2244	2269
股本	142	141	141	141
资本公积	330	317	317	317
留存收益	561	620	726	853
归属母公司股东权益	1021	1065	1171	1298
少数股东权益	39	44	51	59
股东权益合计	1059	1110	1222	1357
负债和股东权益合计	2837	3256	3466	3626

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流量	-174	232	20	161
净利润	80	93	113	135
折旧摊销	199	20	20	20
营运资金变动	-472	83	-150	-29
其他	18	36	37	34
投资活动现金流量	-408	-184	24	27
资本支出	-85	4	4	5
投资变动	-350	-200	0	0
其他	27	13	20	23
筹资活动现金流量	89	120	-41	-41
债权融资	299	200	0	0
股权融资	0	-14	0	0
其他	-210	-66	-41	-41
现金净流量	-494	169	3	147

资料来源: Wind, 上海证券研究所

利润表 (单位: 百万元)

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2652	3554	4080	4519
营业成本	1850	2540	2915	3202
营业税金及附加	10	14	16	18
销售费用	592	729	816	926
管理费用	96	142	184	199
研发费用	0	0	0	0
财务费用	43	35	37	37
资产减值损失	-10	-20	-20	-20
投资收益	28	18	20	23
公允价值变动损益	5	0	0	0
营业利润	111	123	150	180
营业外收支净额	1	0	0	0
利润总额	111	123	150	180
所得税	31	31	38	45
净利润	80	93	113	135
少数股东损益	6	6	7	8
归属母公司股东净利润	73	87	106	127
主要指标				
指标	2021A	2022E	2023E	2024E
盈利能力指标				
毛利率	30.3%	28.5%	28.6%	29.1%
净利率	2.8%	2.4%	2.6%	2.8%
净资产收益率	7.2%	8.2%	9.0%	9.8%
资产回报率	2.6%	2.7%	3.1%	3.5%
投资回报率	4.3%	5.1%	5.6%	6.1%
成长能力指标				
营业收入增长率	17.5%	34.0%	14.8%	10.7%
EBIT增长率	-17.8%	25.7%	15.8%	14.8%
归母净利润增长率	-37.0%	18.3%	21.7%	19.8%
每股指标 (元)				
每股收益	0.52	0.62	0.75	0.90
每股净资产	7.26	7.58	8.34	9.24
每股经营现金流	-1.24	1.65	0.14	1.14
每股股利	0	0	0	0
营运能力指标				
总资产周转率	0.93	1.09	1.18	1.25
应收账款周转率	39.55	69.15	65.86	71.08
存货周转率	2.11	2.65	2.54	2.75
偿债能力指标				
资产负债率	62.7%	65.9%	64.7%	62.6%
流动比率	1.21	1.21	1.29	1.38
速动比率	0.35	0.48	0.47	0.54
估值指标				
P/E	32.80	27.71	22.78	19.02
P/B	2.36	2.26	2.06	1.86
EV/EBITDA	11.99	18.68	16.37	13.81

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。