

爱婴室 (603214)

证券研究报告

2025年01月08日

母婴店型优化，万代合作纵深化打开第二增长极

“渠道+品牌+多产业”战略驱动，与万代IP合作有望释放新动能。

爱婴室自1997年创立后，秉持“渠道+品牌+多产业”战略不断发展。上市后与腾讯展开智慧零售合作；通过收购拓展业务版图，包括获得皇室玩具代理权，积累国际合作经验为与万代合作奠基。2024Q1-3实现营收24.7亿元，同比提升2%。毛利率有所承压，费用率稳定在20%左右。分渠道来看，2023年自营第三方平台业务同比增速77%，其中抖音渠道营收同比增速达290%。

积极推进母婴店型优化调整，生育政策转变有望释放市场需求。

收购贝贝熊后推进母婴店型优化调整，精简门店运营面积，2023年坪效回升至10168元/平米/年。门店数量虽有波动但质量效益提升，2023年店效517万元/年，经营效率提高且成本有效降低。同时人均可支配收入提高驱动居民消费升级，以及提振人口增速出台的三孩政策，为母婴消费市场注入新动力，公司有望凭借此迎来主业向上拐点，后续线下门店扩张亦值得期待，整体发展态势积极向好。

通过稀缺的高达优质IP资源进军IP零售领域，培育第二增长极。

公司同高达版权方万代合作开设中国高达基地，12月20日公司首家高达基地在苏州开业，标志着进军IP零售市场。高达IP在IP市场中热度高，已有40余年历史且经久不衰，在日本依然对万代重要且持续带来增长。中国是万代模型最重要的海外市场，万代于2020年推出“高达中国计划”，加速进军中国市场，目前国内高达基地共有6家，未来开店空间可期。当下国内IP经济崛起，发展潜力大，公司有望凭借优质IP资源打造IP零售新增长极。

投资建议：公司在双品牌融合和精细化运营上取得了阶段性成果，伴随门店数量和品类结构的持续优化，公司有望逐步进入提质增效阶段，暂不纳入新业务假设，预计2024-2026年归母净利润分别为1.21亿元/1.39亿元/1.50亿元，1月8日收盘价对应PE为25/21/20倍。当下零售行情下，传统主业对比同业的估值相对可比公司处于较低水平，预计25年传统门店优化效果有望显现，且与万代南梦宫合作的经销模式高达基地门店12月20日落地，紧抓IP消费需求高涨新趋势，有望贡献后续增量空间，给予2025年35倍PE，对应目标价35.15元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：IP合作进展不及预期、宏观需求不及预期、出生率不及预期、开店进程不及预期，近期股价波动较大。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,619.46	3,331.54	3,550.29	3,806.16	4,032.67
增长率(%)	36.46	(7.95)	6.57	7.21	5.95
EBITDA(百万元)	198.54	186.47	222.79	249.46	262.05
归属母公司净利润(百万元)	85.95	104.72	120.77	139.13	149.92
增长率(%)	16.97	21.84	15.33	15.21	7.76
EPS(元/股)	0.62	0.76	0.87	1.00	1.08
市盈率(P/E)	34.72	28.50	24.71	21.45	19.90
市净率(P/B)	2.77	2.62	2.48	2.34	2.20
市销率(P/S)	0.82	0.90	0.84	0.78	0.74
EV/EBITDA	10.66	9.70	11.32	9.70	9.43

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	商贸零售/专业连锁 II
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	21.54元
目标价格	35.15元

基本数据

A股总股本(百万股)	138.54
流通A股股本(百万股)	138.54
A股总市值(百万元)	2,984.15
流通A股市值(百万元)	2,984.15
每股净资产(元)	7.92
资产负债率(%)	55.55
一年内最高/最低(元)	25.65/9.41

作者

何富丽 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521120003
hefuli@tfzq.com

来舒楠 分析师
SAC 执业证书编号：S1110524070009
laishunan@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《爱婴室-年报点评报告:双品牌势能持续释放，线上业务高速扩张，线下门店持续推进优化调整》2023-04-11
- 《爱婴室-季报点评:22Q1-3归母净利润yoy+33.5%，关注线上业务增长&门店调优效益》2022-10-27
- 《爱婴室-半年报点评:门店加速优化，双品牌+线上代运营多维度持续发力》2022-08-22

内容目录

1. 爱婴室：近二十年母婴征途，与万代 IP 合作开启第二增长极	4
1.1. 多战略并举，母婴零售龙头的扩张之路	4
1.2. 阶段性业绩改善，费用控制得当	5
2. 母婴店型优化调整，主业有望迎来向上拐点	7
2.1. 母婴门店精耕细作，发展势能逐步积蓄	7
2.2. 生育政策积极转变，为母婴消费市场注入发展新动力	8
3. 合作万代南梦宫，高达基地启动，IP 零售运营空间大	9
3.1. 高达 IP 诞生已有 40 余年历史，全球知名度高，具有稀缺性	9
3.2. 万代发布高达中国计划，加速中国市场拓展	13
3.3. 万代以授权+自营模式在中国拓展业务	15
3.4. 国内 IP 经济空间大，万代合作有望形成公司第二增长曲线	18
4. 投资建议	20
5. 风险提示	21

图表目录

图 1：爱婴室历史沿革	4
图 2：爱婴室股权结构（截止 2024 年 12 月 29 日）	4
图 3：24Q1-3 营收同比+2%	5
图 4：24Q1-3 扣非归母净利同比+10%	5
图 5：毛利率承压	6
图 6：费用率稳定	6
图 7：分品类营收（亿元）	6
图 8：分品类营收占比	6
图 9：分渠道营收（亿元）	6
图 10：分渠道营收占比	6
图 11：24Q3 末门店数量 463 家	7
图 12：2023 年店效 517 万元/年	7
图 13：门店面积收缩	7
图 14：2022 年起坪效回升	7
图 15：平均单店面积下降	8
图 16：分季度开店关店节奏（家）	8
图 17：我国人口出生率及居民可支配收入	8
图 18：母婴市场规模	8
图 19：万代南梦宫旗下代表性 IP 形象	9
图 20：高达 IP 在日本认知率达 78%（2024）	10
图 21：高达 IP 在日本好感率达 10%（2024）	10
图 22：高达 IP 在日本 20 到 50 岁+年龄段和男性中认知率更高	11

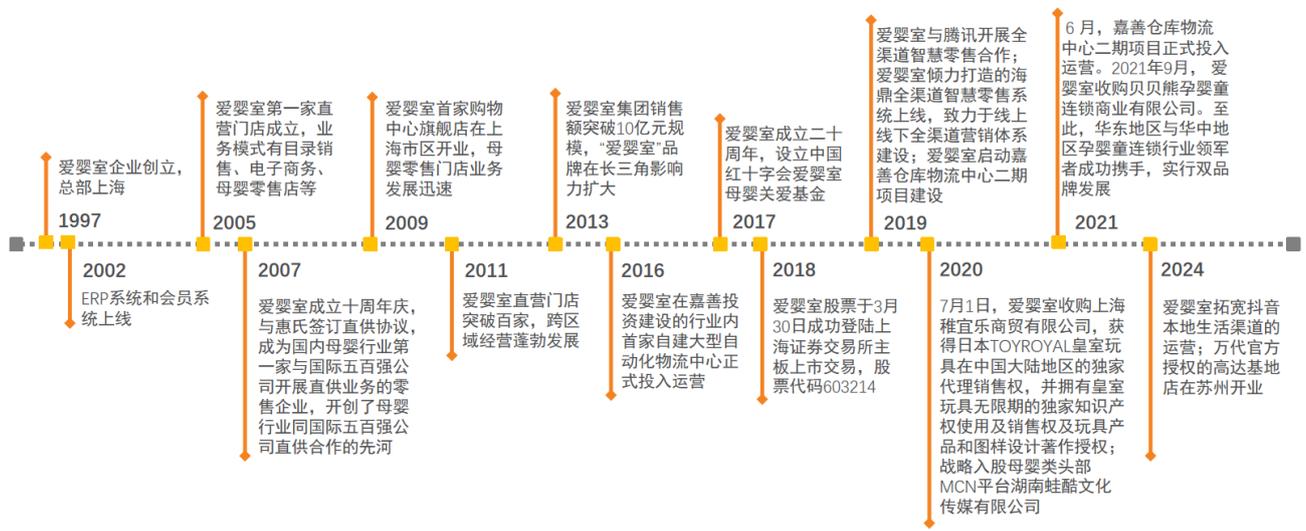
图 23: 高达 IP 在日本 40 到 50 岁+年龄段和男性中好感率更高	11
图 24: 实物大自由高达立像	13
图 25: 上海高达基地金桥啦啦宝都店形象	14
图 26: 北京高达基地王府井银泰 in88 店形象	14
图 27: 万代传统的综合性玩具店形象	16
图 28: 万代已布局线上渠道	16
图 29: 万代在 TOP TOY 门店的独家销售、首发销售产品	17
图 30: 万代×TOP TOY 高达模型教室	17
图 31: TOP TOY GMV (百万元, 已还原为自然年)	17
图 32: TOP TOY 期末门店数 (家, 已还原为自然年)	17
图 33: TOP TOY 单店年均 GMV (万元/年/家, 已还原为自然年, 24H1 取年化)	17
图 34: 中国泛二次元用户规模及增长率	18
图 35: 中国泛二次元周边市场规模和预测	18
表 1: 爱婴室管理层	5
表 2: 生育政策梳理	8
表 3: 万代南梦宫旗下全球 IP 收入分拆 (单位: 十亿日元)	9
表 4: 万代南梦宫旗下 IP 玩具和娱乐业务日本收入 (单位: 十亿日元)	11
表 5: 高达模型主要产品线	12
表 6: 万代高达系列产品发货量梳理 (单位: 百万件)	12
表 7: 中国大陆高达基地梳理	14
表 8: 境外高达基地梳理 (截止 2024 年末)	15
表 9: 万代在国内的部分授权合作商	15
表 10: 新业务空间测算	19
表 11: 关键假设	20
表 12: 可比公司	21

1. 爱婴室：近二十年母婴征途，与万代 IP 合作开启第二增长极

1.1. 多战略并举，母婴零售龙头的扩张之路

公司坚持“渠道+品牌+多产业”三大发展战略，着力于建成全国领先、国际先进的母婴品牌。1997年创立后，爱婴室逐步成长，2002年ERP系统和会员系统上线，启动数字化管理。2007年与惠氏签订直供协议，成为国内母婴行业率先与国际五百强公司开展直供业务的零售企业。2016年，爱婴室嘉善仓库物流中心投入运营，在行业内形成供应链先发优势。2018年，爱婴室成功上市上交所，迈入资本市场。2019年与腾讯开展全渠道智慧零售合作，打通线上、线下营销链路，推动升级全渠道营销能力。2020年收购上海稚宜乐商贸有限公司，获得TOYROYAL皇室玩具在中国大陆地区的独家代理权，体现其在母婴零售市场战略扩张和品牌多元化，同时积累了丰富的与国际品牌合作经验，尤其在品牌运营、产品推广和渠道对接方面，为其2024年与头部IP万代的合作对接运营奠定了坚实基础。2024年万代官方授权的高达基地店在苏州开业，预计将为爱婴室带来新的收入来源，并且可能成为公司与万代旗下其他IP合作的起点。

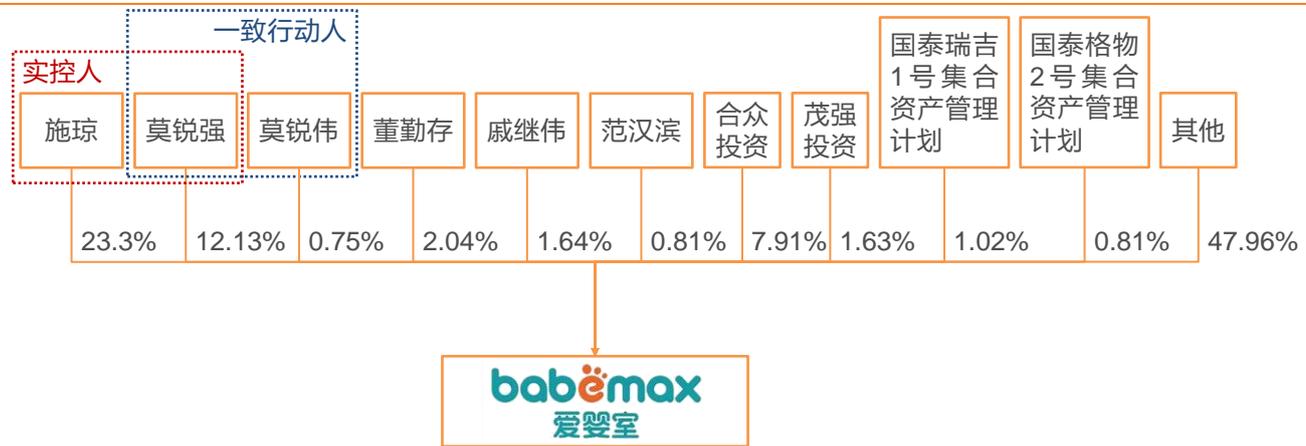
图 1：爱婴室历史沿革



资料来源：公司官网，公司公告，公司公众号，天风证券研究所

股权结构稳定。自上市以来公司股权结构较稳定，截止2024年12月29日董事长兼总裁施琼持股23.3%，董事兼副总裁莫锐强持股12.13%。

图 2：爱婴室股权结构（截止2024年12月29日）



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司管理层长期扎根母婴市场，深谙行业发展脉络。其中，董事长兼总裁施琼，曾担任上

海悦婴幼儿用品有限公司总经理以及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历任董事长、总经理等重要领导职务，深耕母婴行业多年。董事兼副总裁莫锐强担任过上海悦婴幼儿用品有限公司采购总监，在采购与运营管理方面经验丰富。董事兼高级副总裁王云，早期有临床医师工作经验。高岷自 2011 年起担任公司副总裁、董秘，现任高级副总裁兼董事会秘书。财务副总裁龚叶婷硕士学历，其在财务审计领域经验丰富，曾在多家公司担任高级审计员和财务总监等职务。

表 1：爱婴室管理层

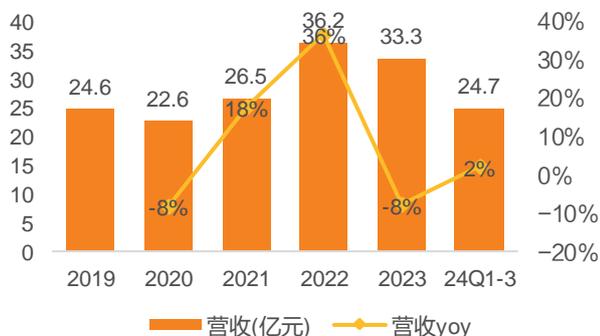
姓名	职位	学历	年龄	个人履历
施琼	董事长兼总裁	本科	54	1998 年 7 月至 2005 年 7 月担任上海悦婴总经理;2005 年 8 月起历任汇购信息，爱婴室有限董事长，总经理;2011 年 10 月至今担任爱婴室董事长，总裁。现任爱婴室董事长，总裁，敏信投资执行事务合伙人。
莫锐强	董事兼副总裁	-	56	2000 年 1 月至 2005 年 7 月担任上海悦婴采购总监;2005 年 8 月起先后担任汇购信息，爱婴室有限副总经理;2011 年 10 月至今担任爱婴室董事，副总裁。现任爱婴室董事，副总裁，茂强投资执行事务合伙人。
王云	董事兼副总裁	硕士	49	1996 年 7 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，爱婴室有限及爱婴室商品部总监;2012 年 3 月起担任公司副总裁。2022 年 1 月至今担任爱婴室董事兼高级副总裁。
高岷	副总裁，董事会秘书	本科	45	2002 年 5 月至 2005 年 7 月担任上海悦婴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;2011 年 10 月至 2022 年 1 月任公司副总裁，董事会秘书;2022 年 1 月至今任公司高级副总裁，董事会秘书。
王晓思	副总裁	本科	39	2013 年 12 月起加入爱婴室集团，先后担任区域营运总监、华东大区总经理，自 2024 年 4 月起担任爱婴室集团全国营运总经理。
龚叶婷	财务副总裁	硕士	42	2004 年 7 月至 2006 年 12 月任职于普华永道中天会计师事务所高级审计员;2007 年 1 月至 2007 年 12 月任职于安永华明会计师事务所高级审计员;2008 年 1 月至 2011 年 12 月任职于李宁体育用品有限公司财务报告经理;2012 年 1 月至 2020 年 4 月任职于永嘉集团控股有限公司中国大陆地区财务总监;2020 年 4 月起任公司财务副总裁。

资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2. 阶段性业绩改善，费用控制得当

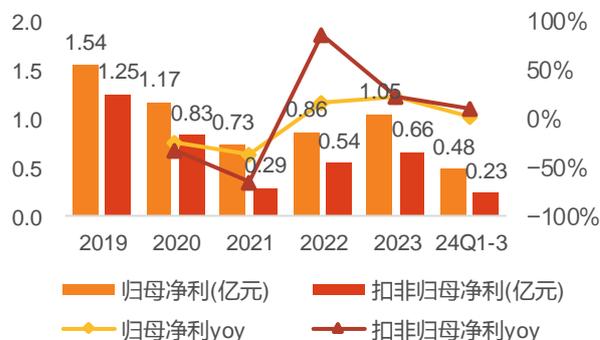
营收端回暖，扣非归母净利润持续增长。公司 2021 年 4 季度收购贝贝熊增厚业绩，2021/2022 年实现营收 26.5/36.2 亿元，同比+18%/+36%，2022 年扣非归母净利润同比提高 86%。23 年营收同比下降 8%，主要系公司主动优化精简低效门店，以及电商渠道销售同比有所下降所致。2024Q1-3 实现营收 24.7 亿元，同比提升 2%，扣非归母净利润 0.23 亿元，同比增加 10%。

图 3：24Q1-3 营收同比+2%



资料来源：Wind，天风证券研究所

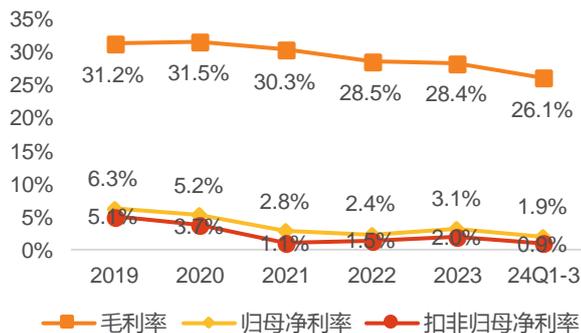
图 4：24Q1-3 扣非归母净利润同比+10%



资料来源：Wind，天风证券研究所

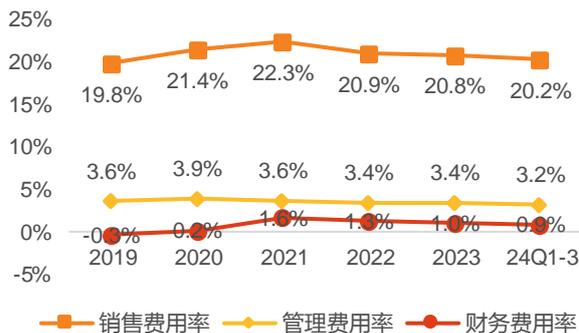
毛利率承压，费用率保持平稳。2020 年以来毛利率有所下降，从 2019 年的 31.2%降至 24Q1-3 的 26.1%。近 5 年销售费用率基本维持在 20%左右，2024Q1-3 销售/管理/财务费用率分别为 20.2%/3.2%/0.9%。

图 5：毛利率承压



资料来源：Wind，天风证券研究所

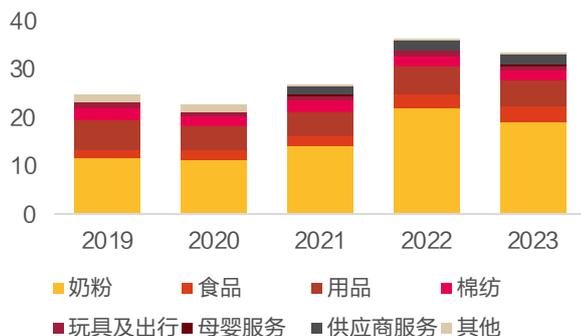
图 6：费用率稳定



资料来源：Wind，天风证券研究所

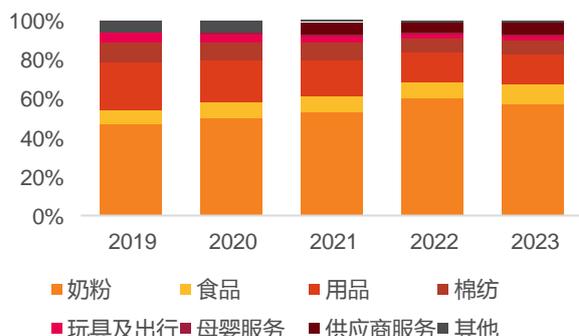
奶粉仍为营收主要来源。2023 年分品类营收来看，奶粉/食品/用品/棉纺/玩具及出行收入分别为 19.14/3.11/5.18/2.39/0.79 亿元，同比-12.23%/+13.67%/-10.51%/-0.8%/-5.95%。其中，2023 年奶粉营收占比（57%）虽然有所收缩，但仍为主要营收来源；2023 年用品占比（16%）有所提升。

图 7：分品类营收（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

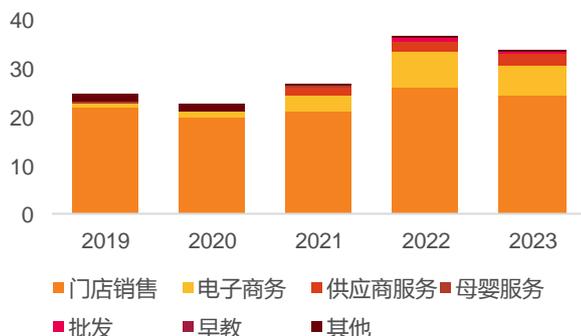
图 8：分品类营收占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

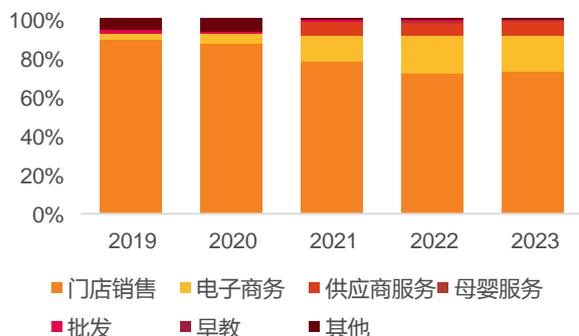
电商渠道中自营第三方平台营收实现逆势增长。2023 年公司门店销售实现营收 24.32 亿元，同比-5.90%。电商业务实现营收 6.17 亿元，同比-14.33%，但自营第三方平台业务同比增速 77%，其中抖音平台成长迅速，同比增长达 290%，积极推进线上多元渠道拓展。

图 9：分渠道营收（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：分渠道营收占比



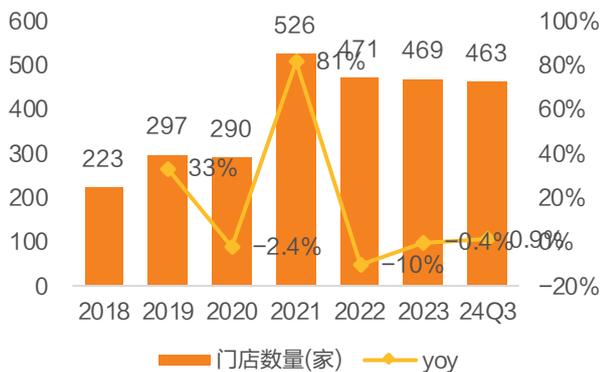
资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 母婴店型优化调整，主业有望迎来向上拐点

2.1. 母婴门店精耕细作，发展势能逐步积蓄

门店数大幅优化，调整已见成效。2021年收购贝贝熊后门店数量由2020年的290家增长至526家，第二年开启收缩门店数量，加快贝贝熊门店优化，推进双方优势资源整合，充分发挥协同效应，2022年门店数量回落至471家。由于单店面积减少，2021年后店效随之调整至约500万元/年。

图 11：24Q3 末门店数量 463 家



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 12：2023 年店效 517 万元/年



资料来源：公司公告，天风证券研究所

门店面积持续收缩，2022年起坪效开始回升。2022年公司对现有门店加速优化调整，以单店质量为核心，全面评估已有店铺，门店面积减少至24.41万平，同比下降10%，2024Q3门店面积减少到22.77万平。通过优化门店经营面积和门店陈列布局，单店坪效提升显著，2022年坪效涨至10003元/平米/年，同增10%，2023年微涨至10168元/平米/年。

图 13：门店面积收缩



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 14：2022 年起坪效回升



资料来源：公司公告，天风证券研究所

母婴店平均门店面积下降，2023 全年平均单店面积 500 平米/家，同比-3.6%，24Q3 平均单店面积 492 平米/家，同比-3%，我们认为主要系公司转向小店模式，加强开发规划和谈判，房租同比减少，以及优化人员绩效与考核政策，门店运营成本有效降低。

收购贝贝熊后开启门店调整期，2022年公司新增线下门店30家，关闭85家。23年Q4在调整期内首次重回门店净增长，24年Q3新开和关闭店数持平，我们认为后续线下门店有望重回扩张。

图 15：平均单店面积下降



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 16：分季度开店关店节奏（家）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 生育政策积极转变，为母婴消费市场注入发展新动力

人口红利趋缓，消费升级支撑母婴需求增长。17年起我国人口增速放缓，2023年新生儿人口902万人，出生率6.39‰。居民人均可支配收入持续攀升，2023年增长到39218元。母婴市场在万亿的体量上稳健增长，23年同增8%，预计2024年将达到5.5万亿元。随着消费升级、精细育儿观念的增强，母婴市场仍具增长潜力。

图 17：我国人口出生率及居民可支配收入



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 18：母婴市场规模



资料来源：母婴行业观察《2024 母婴行业观察年中报告(数据实操版)》(徐丽婷)，天风证券研究所

近年来，我国生育政策呈现出一系列积极的变化，如2021年7月发布的《中共中央国务院关于优化生育政策促进人口长期均衡发展的决定》，提倡适龄婚育、优生优育，实施三孩生育政策。次年7月，《中共中央国务院关于优化生育政策促进人口长期均衡发展的决定》出台，要求深入实施一对夫妻可以生育三个子女政策及配套支持措施，为推动实现适度生育水平、促进人口长期均衡发展提供有力支撑。以及后续各地出台的一系列生育补贴政策，增加了家庭母婴消费预算，完善生育休假和增加普惠托育服务供给等举措也刺激了母婴相关需求。

表 2：生育政策梳理

发布时间	发布单位	政策名称	相关内容
2024年10月	国务院	《关于加快完善生育支持政策体系推动建设生育友好型社会的若干措施》	通过完善生育休假制度、完善生育休假制度等措施强化生育服务，通过增加普惠托育服务供给、增加普惠托育服务供给等措施加强育幼服务体系建设，营造全社会尊重生育、支持生育的良好氛围。
2022年12月	济南市委、市政府	《济南市优化生育政策促进人口长期均衡发展实施方案》	本市户籍按照生育政策于2023年1月1日以后出生的二孩、三孩家庭，每名每月发放600元育儿补贴，对其中的最低生活保障、特困供养人员及领取失业保险金期间的生育妇女每月加发200元育儿生活补贴，直至孩子3周岁。
2022年11月	云南省卫健委、公	《云南省生育支持项目实施方案》	对符合政策条件的家庭发放一次性生育补贴(二孩补贴2000元、三孩补贴5000元)，育儿补助(二孩、三孩0—3岁期间每人每年补助800元)，对婴幼儿

	安厅等		儿意外伤害险参保给予补贴(婴幼儿 0—3 岁期间每人每年补助 50 元)。
2022 年 7 月	卫健委、发改委等在内的 17 个部门	《中共中央 国务院关于优化生育政策促进人口长期均衡发展的决定》	要求深入实施一对夫妻可以生育三个子女政策及配套支持措施，将婚嫁、生育、养育、教育一体考虑，完善和落实财政、税收、教育、住房等积极生育支持措施，持续优化服务供给，不断提升服务水平，积极营造婚育友好社会氛围，为推动实现适度生育水平、促进人口长期均衡发展提供有力支撑。
2022 年 5 月	国务院	《“十四五”国民健康规划》	继续做好生育保险对参保女职工生育医疗费用、生育津贴待遇等的保障，支持“互联网+托育服务”发展。
2021 年 7 月	国务院	《中共中央 国务院关于优化生育政策促进人口长期均衡发展的决定》	提倡适龄婚育、优生优育，实施三孩生育政策，研究推动将 3 岁以下婴幼儿照护费用纳入个人所得税专项附加扣除。

资料来源：国务院、卫健委、济南市委、云南省卫健委等、天风证券研究所

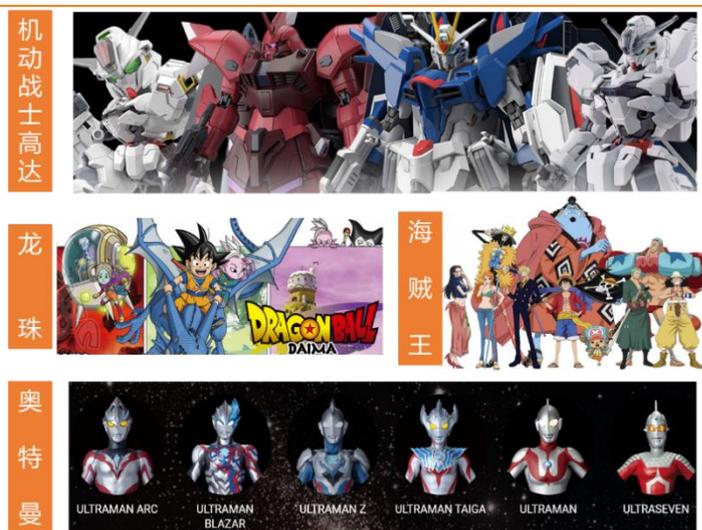
3. 合作万代南梦宫，高达基地启动，IP 零售运营空间大

爱婴室与万代携手打造苏州高达基地，于 2024 年 12 月 20 日开业，标志着爱婴室凭借“高达 IP”进入 IP 零售市场，有望开启第二增长曲线。

3.1. 高达 IP 诞生已有 40 余年历史，全球知名度高，具有稀缺性

高达 IP 的版权方为万代南梦宫，旗下优质 IP 资源丰富，24 财年高达收入体量最大。万代南梦宫（以下简称为万代）是日本的一家综合性娱乐公司，由万代和南梦宫在 2005 年合并而成。业务主要涉及娱乐、网络、动漫产品及其周边等。万代旗下著名 IP 包括机动战士高达（即“高达”）、龙珠、海贼王、假面骑士、火影忍者、奥特曼等。根据万代财报，FY2024 收入规模前三的 IP 为高达、龙珠和海贼王，FY2019-FY2024 收入复合增速前三的 IP 为海贼王、奥特曼、高达。

图 19：万代南梦宫旗下代表性 IP 形象



资料来源：各 IP 官网，天风证券研究所

表 3：万代南梦宫旗下全球 IP 收入分拆（单位：十亿日元）

IP	FY2019.3	FY2020.3	FY2021.3	FY2022.3	FY2023.3	FY2024.3	FY19-FY24 CAGR
奥特曼系列	6.9	7.8	8.6	16.8	19.5	19.1	
YoY		13.0%	10.3%	95.3%	16.1%	-2.1%	22.6%
假面骑士系列	29.3	31.2	28.9	29.5	32.1	31.5	
YoY		6.5%	-7.4%	2.1%	8.8%	-1.9%	1.5%
机动战士高达	78.1	78.1	95	101.7	131.3	145.7	
YoY		0%	21.6%	7.1%	29.1%	11.0%	13.3%

超级战队	10.2	6.8	5.2	5.0	6.5	6.5	
YoY		-33.3%	-23.5%	-3.8%	30.0%	0.0%	-8.6%
面包超人	12.0	9.9	8.7	9.3	9.9	10.1	
YoY		-17.5%	-12.1%	6.9%	6.5%	2.0%	-3.4%
龙珠系列	129	134.9	127.4	127.6	144.5	140.6	
YoY		4.6%	-5.6%	0.2%	13.2%	-2.7%	1.7%
火影忍者	15.8	13.0	21.4	23.0	18.7	25.3	
YoY		-17.7%	64.6%	7.5%	-18.7%	35.3%	9.9%
光之美少女	10.3	8.4	6.6	5.8	5.6	6.4	
YoY		-18.4%	-21.4%	-12.1%	-3.4%	14.3%	-9.1%
海贼王	30.4	34.9	38.0	44.1	86.3	112.1	
YoY		14.8%	8.9%	16.1%	95.7%	29.9%	29.8%

资料来源：万代财报，天风证券研究所；注：万代南梦宫财年截至日为3月31日

高达 IP 已有 40 余年历史，生命周期长。机动战士高达动画自 1979 年在日本播出，高达系列作品 40 年来在电视系列、剧场版、OVA 等多方面发展并不断推出续作，是日本动画作品中最著名、最经久不衰的经典系列之一。根据日本 NRC 调查报告的统计数据，2014-2024 年高达 IP 认知率提升 4pct 至 78%，好感率维持 10%左右；2024 年统计数据 displays，高达 IP 核心受众为中年男性，20 到 50 岁+年龄段认知度高、40 到 50 岁+年龄段好感率高，男性群体中认知度和好感度均高于女性。

图 20：高达 IP 在日本认知率达 78% (2024)



资料来源：日本 NRC 民意调查，天风证券研究所

图 21：高达 IP 在日本好感率达 10% (2024)



资料来源：日本 NRC 民意调查，天风证券研究所

图 22：高达 IP 在日本 20 到 50 岁+年龄段和男性中认知率更高



资料来源：日本 NRC 民意调查，天风证券研究所；注：图中为 2024 年数据

图 23：高达 IP 在日本 40 到 50 岁+年龄段和男性中好感率更高



资料来源：日本 NRC 民意调查，天风证券研究所；注：图中为 2024 年数据

高达在日本依然是对万代重要且持续带来增长的核心 IP。根据万代财报，其在本国本土的玩具和兴趣业务中，高达 IP 贡献的收入规模最大，且 FY2019-FY2024 年收入复合增速达到 16%、排名靠前。

表 4：万代南梦宫旗下 IP 玩具和娱乐业务日本收入（单位：十亿日元）

IP	FY2019.3	FY2020.3	FY2021.3	FY2022.3	FY2023.3	FY2024.3	FY19-FY24 CAGR
奥特曼系列	-	-	-	8.0	9.2	8.3	
YoY					15.0%	-9.8%	1.9%
假面骑士系列	27.3	28.5	24.3	22.8	23.0	23.4	
YoY		4.4%	-14.7%	-6.2%	0.9%	1.7%	-3.0%
机动战士高达	32.5	35.7	41.0	44.2	60.5	68.7	
YoY		10%	14.8%	7.8%	36.9%	13.6%	16.1%
超级战队	-	-	-	4.4	5.6	5.4	
YoY					27.3%	-3.6%	10.8%
面包超人	11.5	9.4	8.3	8.7	9.3	9.4	
YoY		-18.3%	-11.7%	4.8%	6.9%	1.1%	-4.0%
龙珠系列	20.4	20.7	15.4	19.7	22.5	23.0	
YoY		1.5%	-25.6%	27.9%	14.2%	2.2%	2.4%
光之美少女	10.1	8.3	6.6	5.7	5.6	6.4	
YoY		-17.8%	-20.5%	-13.6%	-1.8%	14.3%	-8.7%
宝可梦	-	-	-	5.9	8.8	11.9	
YoY					49.2%	35.2%	42.0%
海贼王	5.6	7.9	7.1	10.0	31.9	60.3	
YoY		41.1%	-10.1%	40.8%	219.0%	89.0%	60.9%

资料来源：万代财报，天风证券研究所；注：万代南梦宫财年截至日为 3 月 31 日，奥特曼系列、超级战队、宝可梦 IP 的 CAGR 为 FY22-FY24

高达 IP 来源于动画形象，是有内容的 IP，衍生品持续推新。围绕着高达 IP 形象，构建了拼装模型、手办、影视作品、商品周边、餐饮类联名、游戏等多种 IP 衍生品形态，其中核心品类为模型（Gunpla），根据万代财报，截至 2024 年 3 月，高达系列模型套件累计发货量达 7.9 亿件。高达拼装模型包括 HG、RG、MG、EG 等经典产品线，入门级的 EG 系列价格大约 1000 日元左右，其他系列价格大多在 3000 日元及以上（不含 SDCS 系列）。

表 5：高达模型主要产品线

产品线		特点	价格
HG (High Grade)		比例 1/144，高度约 13cm。拼装流程简单，省略了内部的机械结构，注重表现拼装完成后的外形	普通机体一般约 3000 日元
RG (Real Grade)		比例 1/144，高度约 13 cm。设计上更侧重于还原机体在现实环境中的细节表现	4000 日元左右及以上
MG (Master Grade)		比例 1/100，高度约 18 cm。部分零件也比 RG、HG 更大，适合不擅长精细操作的玩家。设有内部骨架，部分 MG 产品支持安装 LED 实现眼部发光、或在屈肘、屈膝时拥有外甲联动机制	4000 日元以上
PG (Perfect Grade)		运用先进科技，无论是内部结构还是外观造型都精益求精	20000 日元及以上
EG (Entry Grade)		比例 1/144，高度约 13 cm。面向所有人的入门级产品，体验上最适合新手	1000 日元上下
FULL MECHANICS		兼备了高密度机械追求及易拼装	4000-7000 日元
SDCS (SD Gundam Cross Silhouette)		比例三头身，高度约 9 cm。无需任何工具即可完成拼装，SD 系列独特的三头身比例和大眼贴纸更是让高达拥有了一种萌感，SDCS 还拥有更换骨架的玩法，替换过后可以增加模型高度并增加膝盖处的可动关节	1000-3000 日元

资料来源：高达官网，少数派微信公众号，万代拼装模型官网，天风证券研究所

表 6：万代高达系列产品发货量梳理（单位：百万件）

分类	口径	FY2020.3	FY2021.3	FY2022.3	FY2023.3	FY2024.3	FY2020-FY2024 累计发货量 YoY
模型套件	①高达系列模型套件财年内发货量		18.11	20.86	25.41	26.34	
	①高达系列模型套件累计发货量	696.73	714.84	735.7	761.11	787.45	3.1%
	②高达（Real）系列模型套件财年内发货量		15.55	17.02	21.79	23.36	
	②高达（Real）系列模型套件累计发货量（自 1980.7 开始）	522.69	538.24	555.26	577.05	600.41	3.5%
	③高达（SD）系列模型套件财年内发货量		2.56	3.84	3.62	2.98	
	③高达（SD）系列模型套件累计发货量（自 1987.7 开始）	174.04	176.6	180.44	184.06	187.04	1.8%

海外	①高达可动人偶 (action figures) 财年内发货量		0.43	0.55	0.87	0.62	
	①高达可动人偶 (action figures) 累计发货量 (自 2000.1 开始)	15.32	15.75	16.3	17.17	17.79	3.8%
	②高达系列模型套件财年内发货量		8.47	11.17	12.5	12.61	
	②高达系列模型套件累计发货量 (自 2000.1 开始)	76.38	84.85	96.02	108.52	121.13	12.2%
可视化包装产品 (影视类)	高达系列财年内发货量		0.08	0.24	0.15	0.15	
	高达系列累计发货量 (自 1987.12 开始)	20.84	20.92	21.16	21.31	21.46	0.7%

资料来源：万代财报，天风证券研究所；注：万代南梦宫财年截至日为 3 月 31 日

3.2. 万代发布高达中国计划，加速中国市场拓展

2015 年，万代南梦宫（上海）商贸有限公司成立，经过两年的发展，万代南梦宫（中国）投资有限公司于 2017 年 12 月成立，负责万代南梦宫集团在中国事业的整体统筹和集团品牌经营。

2020 年高达模型 40 周年之际万代发布“高达中国计划 (GCP)”，中国市场再提速。据万代中国官网，万代于 2020 年 7 月 11 日发布高达中国计划，2021 年会在上海建立一座高 18.03 米的实物大自由高达立像（自由高达是在《机动战士高达 SEED》中登场的机甲，在中国的高达迷中享有很高的人气），是首个日本以外的实物大高达立像项目，配合高达“啦啦宝都上海金桥店”的开业（上海第二家高达基地）。此外，2020 年高达模型诞生 40 周年，也计划推出 40 周年专属商品以及中国地区限定款商品。

万代加强对中国市场的投入。根据游戏陀螺（公众号）在 2020 年 8 月对万代南梦宫（上海）的采访，万代南梦宫不断加重面向中国市场的投入力度，达成了在中国市场销售高增长，从 IP 角度观察，奥特曼和高达是在中国成长非常迅速的 IP。

图 24：实物大自由高达立像



资料来源：高达基地官网，天风证券研究所

中国大陆高达基地正加速拓店。2018 年至今，中国大陆高达基地门店（长期）开设共 6 家，分布在上海（2 家）、北京（1 家）、深圳（1 家）、天津（1 家）、苏州（1 家）。2020 年至今开设 10 家高达快闪店，营业周期大约 2-3 个月，苏州、深圳在试水过快闪店后已开设长期高达基地门店，重庆高达基地也即将开业。

表 7：中国大陆高达基地梳理

门店性质	城市	门店	地址	开业时间
长期店	上海	上海高达基地正大广场店	上海市浦东新区正大广场 5 楼	2018 年 8 月 25 日
		上海高达基地金桥啦啦宝都店	上海市浦东新区金桥路 738 号 4 楼	2021 年 4 月 28 日
	深圳	深圳益田假日广场店	深圳市南山区深南大道 9028 号益田假日广场 B1	2022 年 10 月 29 日
	天津	天津高达基地 SATELLITE 南开大悦城店	天津市南开区南门外大街 6 号大悦城南区 1F	2023 年 5 月 19 日
	北京	北京高达基地王府井银泰 in88 店	北京市东城区王府井大街 88 号 1 幢一层	2024 年 5 月 17 日
	苏州	苏州高达基地 SATELLITE 苏州店	苏州市苏州中心星悦汇 1 层	2024 年 12 月 20 日
	重庆	重庆高达基地 SATELLITE 重庆店	重庆市来福士购物中心 L1	2025 年 1 月 10 日
快闪店	苏州	【已开长期店、换位置】 高达基地·苏州快闪店	苏州市姑苏区新华书店观前街店 5 楼	2020 年 10 月 1 日 -2020 年 12 月 31 日
	深圳	【已开长期店】 高达基地·深圳快闪店	深圳市南山区益田假日广场 B2	2020 年 11 月 19 日 -2020 年 12 月 27 日
	杭州	高达基地·杭州快闪店	杭州市滨江宝龙城 1 层	2022 年 12 月 2 日 -2023 年 1 月 2 日
	重庆	【已经计划开长期店】 高达基地·重庆快闪店	重庆市重庆来福士购物中心 L1	2023 年 4 月 28 日 -2023 年 6 月 1 日
	青岛	高达基地·青岛快闪店	青岛市青岛万象城 L1	2023 年 7 月 21 日 -2023 年 8 月 20 日
	武汉	高达基地·武汉快闪店	武汉市江岸区武汉天地壹方南馆 L2	2023 年 9 月 28 日 -2023 年 11 月 05 日
	长沙	高达基地·长沙快闪店	长沙市芙蓉区长沙 IFS L3	2024 年 4 月 30 日 -2024 年 6 月 2 日
	宁波	高达基地·宁波快闪店	宁波市江北区宁波万象城 L1	2024 年 6 月 28 日 -2024 年 8 月 18 日
	合肥	高达基地·合肥快闪店	合肥市蜀山区之心城购物中心中庭	2024 年 7 月 20 日 -2024 年 8 月 23 日
	成都	高达基地·成都快闪店	成都市武侯区成都大悦城 L1	2024 年 9 月 27 日 -2024 年 11 月 3 日

资料来源：高达官方微信公众号，万代拼装模型官网，万代南梦宫中国官网，新民网，澎湃新闻，天风证券研究所

图 25：上海高达基地金桥啦啦宝都店形象



资料来源：高达基地官网，天风证券研究所

图 26：北京高达基地王府井银泰 in88 店形象



资料来源：高达基地官网，天风证券研究所

什么是高达基地？ 高达基地（The GUNDAM BASE）是万代南梦宫旗下的高达拼装模型官方旗舰店，每家线下店铺都拥有自己独特的风格，可在店内购买拥有特别涂装版本，且只能在高达基地线下店铺才能购买到“高达基地·限定款”商品。高达基地内还提供了专门的模型教室活动，可以体验制作高达拼装模型。

高达基地先于日本在境外开设，2003 年和 2005 年分别在韩国和中国台湾开业。2017 年 8 月在东京开设了日本首家店铺，2018 年在上海开设中国首家店铺，至 2024 年末在全球范

国内共运营 18 家高达基地（不包括卫星店），其中中国大陆 5 家旗舰店+2 家卫星店、中国台湾 1 家、日本 3 家旗舰店+4 家卫星店、韩国 8 家、泰国 1 家。

表 8：境外高达基地梳理（截止 2024 年末）

地区	门店
中国台湾	THE GUNDAMBASE TAIWAN
日本 (7 家)	THE GUNDAM BASE TOKYO (东京·台场)
	THE GUNDAM BASE TOKYO ANNEX (东京·台场)
	THE GUNDAM BASE FUKUOKA (福冈·博多)
	THE GUNDAM BASE SATELLITE NAGOYA (名古屋)
	THE GUNDAM BASE SATELLITE KYOTO (京都)
	THE GUNDAM BASE SATELLITE SENDAI (仙台)
	THE GUNDAM BASE SATELLITE HIROSHIMA (广岛)
韩国 (8 家)	THE GUNDAMBASE アイパークモール店
	THE GUNDAMBASE COEX 店
	THE GUNDAMBASE 大田(테جون)店
	THE GUNDAMBASE 大邱(그)店
	THE GUNDAMBASE 釜山西面(프산소미온)店
	THE GUNDAMBASE 水原(스우온)店
	THE GUNDAMBASE 센텀店
	THE GUNDAMBASE 高陽(코얀)店
泰国	THE GUNDAM BASE THAILAND

资料来源：高达基地日本官网，高达官网，天风证券研究所

3.3. 万代以授权+自营模式在中国拓展业务

除了开设高达基地店，万代还通过在中国开放授权、开设电商旗舰店等方式销售高达及其他 IP 周边商品。万代于 2017 年 11 月宣布放开中国地区 IP 授权、深耕泛娱乐市场，自 2018 年左右开始国内授权业务，最开始以服装类授权为主，现已覆盖到潮玩、快消、汽车、饰品、电子、数字、空间等各品类，提供多种与 IP 互动的场景。

万代在国内拥有多个授权合作商，分别授权不同的 IP，高达基地的合作目前为爱婴童（开设苏州高达基地 SATELLITE）和 Kindsland（开设天津高达基地 SATELLITE）。

表 9：万代在国内的部分授权合作商

公司名	代理的 万代旗下 IP	合作的 IP 公司	公司介绍
瑞华行	 高达（模型）、奥特曼、假面骑士	万代、多美、MOOSE、MGA 及银辉、三丽鸥等	成立于 1994 年，是拥有 30 年销售经验的玩具代理公司。集团总公司香港瑞华行是中国香港地区最大的玩具代理商之一。已在国内建立了完善的零售及批发网络，线下以连锁零售店为主，包括玩具反斗城(Toys R Us)、山姆会员店(Sam's Club)、开市客(COSTCO)，名创优品(MINSOU)，大潮玩(TOP TOYS)、X11、KKV、杂木社、凯蓝，三福等，亦保留传统批发渠道的网络；电商渠道除瑞华行天猫旗舰店外，网上拥有非常多的经销商及零售商，加上京东、拼多多及抖音多个不同的平台，全面覆盖电商市场
迅合行	 假面骑士、奥特曼、超级战队、宝可梦	万代、BANPRESTO、McFARLANE TOYS、奥飞娱乐、AULDEY、创新点等	成立于 2016 年，专注于收藏玩具等领域的批发、销售、活动等。已于国内多地设立直营品牌 TOYS STAR 门店。公司团队成立之初便成为日本万代(BANDAI)的深度合作伙伴，2013 年登上日本知名玩具杂志，是唯一一家中国代表，2016 年正式成立贸易公司，2018 年获得万代授予卓越业务发展奖并开始于国内开设连锁式门店。目前累积批发客户 500+，销售渠道囊括永旺、百货、新零售渠道店等亦有超过 50+

塑唐		高达（模型）、圣衣神话	万代、多美等	塑唐玩具 2006 年 10 月在北京成立，致力于收藏玩具文化在国内的传播与推广。通过直营模式入驻天猫、淘宝等多家电商平台，同时拥有多家直营实体店；并与日本株式会社 SOOTANG HOBBY 联动，努力打造国内收藏玩具最高标准的购物服务体系
凯知乐		奥特曼、高达（基地）	乐高、万代、LOL surprise、Spin Master、银辉、多美等	2001 年成立，是中国领先的玩具品牌运营商，致力于发展玩具文化产业，严选全球优质玩具。2012 年与万代开始合作。构筑了直营和分销、线上和线下，综合发展的多元化全渠道销售体系，已在全国拥有近 3000 个渠道终端，几乎覆盖了全国一二线城市的核心商圈，电商平台十几家旗舰店，是高品质玩具生活的代名词
爱婴室		高达（基地）	万代	创立于 1997 年，经营母婴商品与母婴服务的专业连锁，聚焦母婴市场以提供高品质、高性价比的商品及服务。在全国开设近 500 家门店，拥有品牌自营 APP 和微信小程序，并在天猫、京东、拼多多等主流电商平台设有官方旗舰店

资料来源：各公司官网，爱婴室微信公众号，凯知乐官方微博，天风证券研究所

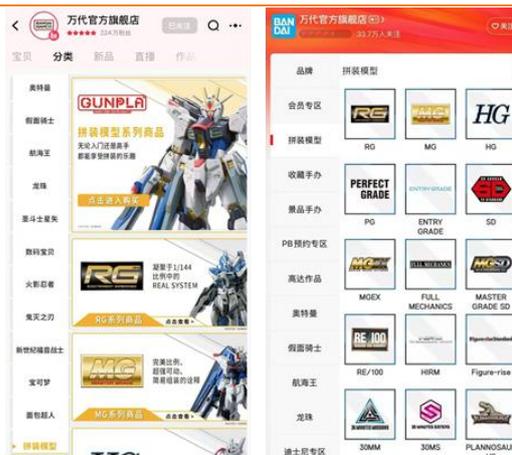
万代通过开设天猫和京东旗舰店布局电商渠道。万代线上销售的 IP 丰富，以天猫旗舰店为例，包括高达、奥特曼、假面骑士、航海王、龙珠火影忍者、宝可梦等，品类包括拼装模型、手办、潮玩、卡牌等。

图 27：万代传统的综合性玩具店形象



资料来源：MegaHouse 微信公众号，天风证券研究所

图 28：万代已布局线上渠道



资料来源：万代天猫及京东官方旗舰店，天风证券研究所

以 TOP TOY 为例，万代旗下 IP 潮玩热度高、合作频繁。TOP TOY 成立于 2020 年，是以盲盒、积木、手办为特色的潮玩集合品牌。TOP TOY 开业初期，万代就与其合作，TOP TOY 门店中汇聚了万代拼装模型等全球知名 IP 潮玩类产品。目前万代旗下产品依然常有在 TOP TOY 门店独家销售或者先行发售，万代还会在 TOP TOY 门店开展模型课程教学。TOP TOY 创始人也以万代为学习对象，目标实现 IP 产业链一体化。

图 29：万代在 TOP TOY 门店的独家销售、首发销售产品



资料来源：万代南梦宫潮玩微信公众号，天风证券研究所

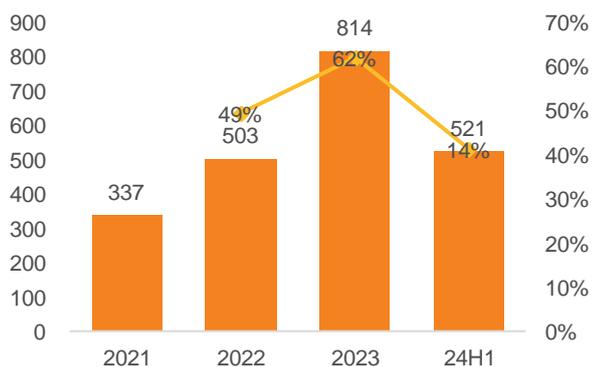
图 30：万代× TOP TOY 高达模型教室



资料来源：万代南梦宫线上官方微信公众号，天风证券研究所

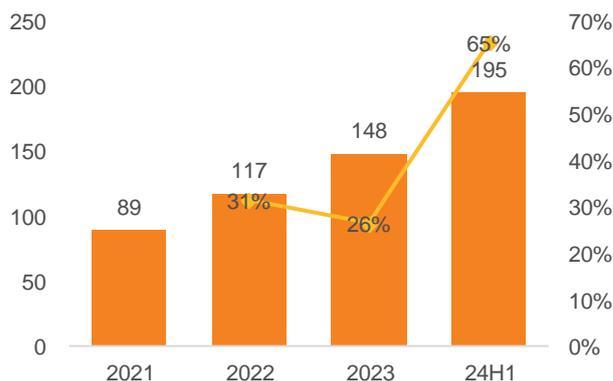
TOP TOY 收入、门店快速增长，店效在 600 万元/年水平。2024Q1-3，TOP TOY 营收同比增长 42.5%至 7.0 亿元；24Q3 末门店数达到 234 家、年内净增加 86 家、开店提速。还原为自然年后，2023 年 TOP TOY 总 GMV 为 8.14 亿元，同比增长 62%；单店平均 GMV 为 614 万元/年/家，同比增长 26%。

图 31：TOP TOY GMV（百万元，已还原为自然年）



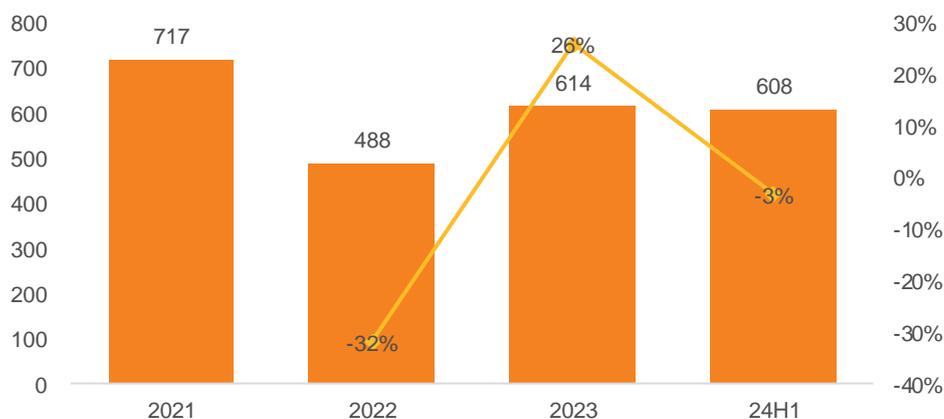
资料来源：名创优品公告，天风证券研究所

图 32：TOP TOY 期末门店数（家，已还原为自然年）



资料来源：名创优品公告，天风证券研究所

图 33：TOP TOY 单店年均 GMV（万元/年/家，已还原为自然年，24H1 取年化）



资料来源：名创优品公告，天风证券研究所

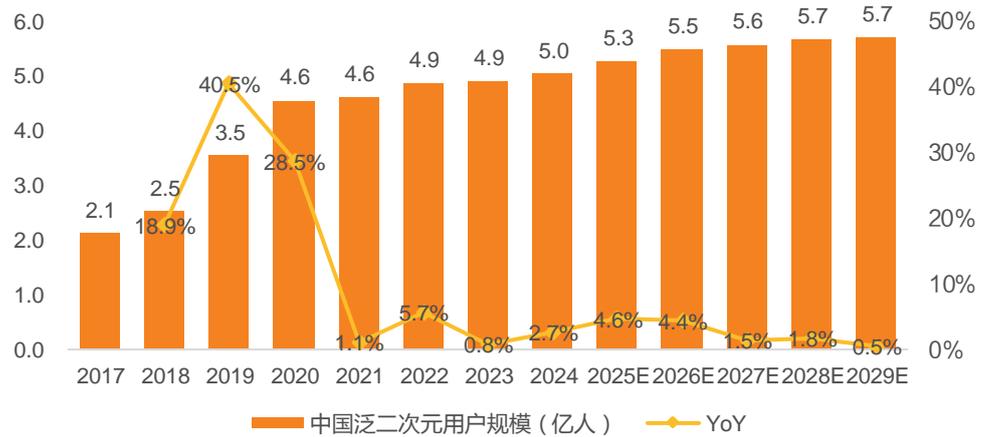
3.4. 国内 IP 经济空间大，万代合作有望形成公司第二增长曲线

随着当代年轻消费者对精神价值需求的提升，泛二次元产业将成为年轻人的消费新趋势，“谷子”成为社会热点，IP 经济具备发展潜力。

中国人口基数为 IP 经济提供广阔空间，Z 世代消费潜力释放，推动泛二次元用户规模增长。根据艾媒咨询数据，2024 年中国泛二次元用户规模逐达 5.0 亿人，同比增长 2.65%，预计至 2029 年有望达到 5.7 亿人。

2024 年 12 月中央经济工作会议定调，2025 年大力提振消费、提高投资效益全方位扩大国内需求，特别提及积极发展“首发经济”，IP 经济具有模式内容创新、时尚、新潮的特点，有望获得进一步催化。

图 34：中国泛二次元用户规模及增长率



资料来源：艾媒咨询，天风证券研究所

中国泛二次元及周边市场规模呈逐年上升趋势，具备增长潜力。根据艾媒咨询数据，2019 年中国泛二次元及周边市场规模为 2983 亿元，2024 年提升至 5977 亿元，至 2029 年有望达到 8344 亿元，2024-2029E 预计规模复合增速达 7%。

IP 衍生品的变现能力强，在国内 IP 经济发展的背景之下，看好爱婴室凭借稀缺的高达 IP 进入蓝海市场培育新增长极。

图 35：中国泛二次元周边市场规模和预测



资料来源：艾媒咨询，天风证券研究所

我们参考直营高达基地、TOP TOY 经营情况，以爱婴室开店假设进行新业务空间测算：

1. **母婴主业拐点向上**、25 年主业业绩预期 1.4 亿。经历门店向小店转型优化、提升自有品牌占比、探索多元线上渠道、贝贝熊组织优化等策略调整，公司主业 24 年已恢复净开店、25 年预计门店净增 20-25 家。中长期伴随优化调整及持续开店，母婴主业有继续改善空间。
2. 高达只是起点想象空间不止于高达，**与万代深度绑定有望打开第二增长极**。
- 2.1. **高达基地**：一城一店模式，预计后续 3 年共开店十家左右。我们假设单店年销售额 2000 万元、净利率 20%。27 年贡献 2.2 亿增量收入、4400w 增量利润。我们预估，中长期门店数预期几十家。
- 2.2. **万代通販**：单个城市可加密，暂按后续 3 年开 60 家左右预估。目前市面上无完全可比门店、但 TOP TOY 早期靠万代旗下产品引流明显，参考 TOP TOY 门店表现，假设单店年销售额 600 万元、净利率 15%。27 年贡献 3.6 亿增量收入、5400w 增量利润。我们预估，中长期门店数预期数百家。
- 2.3. 不排除其他合作形式，目前暂不纳入假设。

盈利预测与投资建议：母婴主业改善叠加新业务明显空间，我们预计 25-27 年利润 1.6 亿/2.1 亿/2.7 亿，CAGR30%。25 年按老业务 20X、新业务 35XPE，对应目标市值 36 亿，考虑到新业务爬坡向上，展望 26 年合理贡献时刻可以上看 50 亿+市值。

表 10：新业务空间测算

		2024E	2025E	2026E	2027E	24-27CAGR	中长期情景 1	中长期情景 2	中长期情景 3
总营收	亿元	35.50	39.86	44.13	52.18				
	yoy	%	12%	11%	18%	14%			
总利润	亿元	1.21	1.63	2.14	2.70				
	yoy	%	35%	31%	26%	31%			
合计目标市值	亿元		36	52	69		176	217	255
1.母婴店			2025E	2026E	2027E		中长期情景 1	中长期情景 2	中长期情景 3
营收	亿元	35.50	38.06	40.33	46.38		53.25	63.91	71.01
归母净利润	亿元	1.21	1.39	1.50	1.72		1.81	2.17	2.42
目标 PE	倍		20	20	20		20	20	20
母婴目标市值	亿元		28	30	34		36	43	48
2.1 高达基地店-商品授权，主要卖高达限定款			2025E	2026E	2027E		中长期情景 1	中长期情景 2	中长期情景 3
单店年销售额	亿元		0.20	0.20	0.20		0.20	0.20	0.20
净利率	%		20%	20%	20%		20%	20%	20%
门店数	家	0	3	7	11		40	48	56
总营收	亿元	0	0.60	1.40	2.20		8.00	9.60	11.20
净利润	亿元	0	0.12	0.28	0.44		1.60	1.92	2.24
目标 PE	倍		35	35	35		20	20	20
高达基地目标市值	亿元		4.2	10	15		32	38	45
2.2 万代通販店-商品授权，卖万代旗下 IP 的通販品			2025E	2026E	2027E		中长期情景 1	中长期情景 2	中长期情景 3
单店年销售额	亿元		0.06	0.06	0.06		0.18	0.18	0.18
净利率	%		10%	15%	15%		15%	15%	15%
门店数	家	0	20	40	60		200	250	300
总营收	亿元	0	1.20	2.40	3.60		36.00	45.00	54.00
净利润	亿元	0	0.12	0.36	0.54		5.40	6.75	8.10
目标 PE	倍		35	35	35		20	20	20
万代通販目标市值	亿元		4.2	13	19		108	135	162

资料来源：公司公告，天风证券研究所测算（注：均为假设，以官方披露为准；风险提示：开店不及预期，消费需求不及预期）

4. 投资建议

暂不列入 IP 零售预测,我们预计公司母婴主业 2024-2026 年分别实现营收 34.83/36.43/38.05 亿元,归母净利润分别为 1.21/1.39/1.50 亿元。

分渠道来看:

门店销售:自 2021 年收购贝贝熊后,店型调整优化,我们预计 2025 年公司门店数量有望重启扩张,叠加租金降低以及人效提升等运营端调整措施,预计 2024-2026 年该渠道收入增速分别为 5%/6%/5%,毛利率稳中有升分别为 26.9%/27.5%/27.8%。

电子商务:持续加码线上拓展多元渠道,积极布局电商平台。包括天猫、京东等主流平台的投入以及抖音等新兴电商的拓展,预计 2024-2026 年电子商务收入增速分别为 14%/13%/10%,毛利率分别为 14%/15%/16%。

供应商服务:与优质供应商深度合作,共同研发新产品、优化产品供应流程,预计 2024-2026 年该部分收入分别为 2.34/2.43/2.53 亿元,毛利率稳定在 89%的较高水平。

母婴服务:深耕多年母婴市场,我们预计 2024-2026 年该渠道收入增速分别为 3%/4%/5%,毛利率保持在 21%。

批发:我们预计 2024-2026 年该部分收入增速分别为 5%/5%/5%,毛利率维持在 16%。

其他:我们预计 2024-2026 年该部分收入稳定在 0.22 亿元,毛利率保持在 99%的水平。

表 11: 关键假设

	单位	2023	2024E	2025E	2026E	
营收	百万元	3,332	3,550	3,806	4,033	
	Yoy	%	-8.0%	6.6%	7.2%	6.0%
	毛利率	%	28%	29%	29%	29%
归母净利润	百万元	105	121	139	150	
	Yoy	%	22%	15%	15%	8%
	归母净利率	%	3.1%	3.4%	3.7%	3.7%
营收拆分-按渠道						
1.门店销售	百万元	2,432	2,554	2,707	2,842	
	Yoy	%	-5.9%	5.0%	6.0%	5.0%
	毛利率	%	26.4%	26.9%	27.5%	27.8%
2.电子商务	百万元	617	703	795	874	
	Yoy	%	-14%	14%	13%	10%
	毛利率	%	12%	14%	15%	16%
3.供应商服务	百万元	225	234	243	253	
	Yoy	%	5%	4%	4%	4%
	毛利率	%	89%	89%	89%	89%
4.母婴服务	百万元	23	24	25	26	
	Yoy	%	4%	3%	4%	5%
	毛利率	%	21%	21%	21%	21%
5.批发	百万元	11	12	13	13	
	Yoy	%	-78%	5%	5%	5%
	毛利率	%	16%	16%	16%	16%
7.其他	百万元	22	22	22	22	
	Yoy	%	-11%	0%	0%	0%
	毛利率	%	99%	99%	99%	99%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

公司在双品牌融合和精细化运营上取得了阶段性成果,伴随门店数量和品类结构的持续优化,公司有望逐步进入提质增效阶段,预计 2024-2026 年归母净利润分别为 1.21 亿元/1.39 亿元/1.50 亿元,1 月 8 日收盘价对应 PE 为 25/21/20 倍。选取另一母婴连锁品牌孩子王,以及同为线下连锁零售业态的家家悦、红旗连锁作为可比公司。当下零售行情下,传统主业对比同业的估值相对可比公司处于较低水平,预计 25 年传统门店优化效果有望显现,

且与万代南梦宫合作的经销模式高达基地门店 12.20 落地，紧抓 IP 消费需求高涨新趋势，有望贡献后续增量空间，给予 2025 年 35 倍 PE，对应目标价 35.15 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 12：可比公司

代码	公司	总市值 (亿元)	归母净利润(亿元)				PE			
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
301078.SZ	孩子王	140	1.05	2.02	2.96	3.91	133	69	47	36
603708.SH	家家悦	67	1.36	2.09	2.36	2.89	49	32	29	23
002697.SZ	红旗连锁	75	5.61	5.78	6.10	6.45	13	13	12	12
行业平均							65	38	29	24
603214.SH	爱婴室	30	1.05	1.21	1.39	1.50	28	25	21	20

资料来源：Wind，天风证券研究所（注：收盘价截止 2025 年 1 月 8 日）

5. 风险提示

IP 合作进展不及预期：公司与万代南梦宫合作的高达基地已落地，后续有望打开新的合作空间，若合作进展缓慢则影响新增长极的业绩贡献。

宏观需求不及预期：若整体经济不及预期，则直接影响消费大需求。

出生率不及预期：公司主业处母婴赛道，出生率直接影响细分行业的消费需求。

开店进程不及预期：公司业务线下贡献占比较高，若开店节奏不及预期则对业绩影响较大。

近期股价波动较大。近期存在股价异动，注意投资风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	382.32	478.63	532.54	570.92	604.90	营业收入	3,619.46	3,331.54	3,550.29	3,806.16	4,032.67
应收票据及应收账款	154.26	87.18	107.84	131.39	124.36	营业成本	2,586.59	2,386.10	2,526.04	2,694.95	2,845.94
预付账款	194.54	157.05	215.18	182.90	236.80	营业税金及附加	11.39	13.50	14.39	15.42	16.34
存货	846.02	802.62	968.38	880.12	1,091.12	销售费用	758.27	693.41	729.58	780.26	824.68
其他	140.07	138.12	108.10	100.82	121.64	管理费用	123.46	111.72	119.05	127.63	135.23
流动资产合计	1,717.21	1,663.61	1,932.03	1,866.15	2,178.81	研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	21.13	20.53	20.53	20.53	20.53	财务费用	46.80	33.73	28.46	28.36	27.37
固定资产	137.73	126.30	112.34	98.38	84.41	资产/信用减值损失	(6.72)	(3.41)	(3.41)	(3.41)	(3.41)
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	149.50	139.79	125.00	110.20	95.41	投资净收益	21.08	26.95	30.00	30.00	20.00
其他	710.14	600.82	690.66	645.45	635.54	其他	(52.42)	(68.36)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	1,018.50	887.44	948.52	874.55	835.89	营业利润	131.01	137.89	159.35	186.13	199.70
资产总计	2,735.71	2,551.05	2,880.56	2,740.71	3,014.70	营业外收入	3.96	7.70	7.70	7.70	7.70
短期借款	308.04	295.45	377.02	294.55	368.88	营业外支出	6.56	2.18	1.00	1.00	1.00
应付票据及应付账款	483.68	445.50	508.17	498.64	583.33	利润总额	128.41	143.41	166.05	192.83	206.41
其他	433.65	324.20	533.94	456.37	521.77	所得税	30.16	27.49	31.84	36.97	39.57
流动负债合计	1,225.37	1,065.16	1,419.13	1,249.57	1,473.98	净利润	98.25	115.91	134.21	155.86	166.83
长期借款	0.00	0.00	13.98	0.00	0.00	少数股东损益	12.30	11.19	13.44	16.72	16.91
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	85.95	104.72	120.77	139.13	149.92
其他	303.35	235.46	195.46	155.46	115.46	每股收益(元)	0.62	0.76	0.87	1.00	1.08
非流动负债合计	303.35	235.46	209.44	155.46	115.46						
负债合计	1,619.06	1,369.16	1,628.57	1,405.03	1,589.44	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	39.73	43.70	50.92	59.90	68.98	成长能力					
股本	140.52	140.52	138.54	138.54	138.54	营业收入	36.46%	-7.95%	6.57%	7.21%	5.95%
资本公积	314.29	314.29	314.29	314.29	314.29	营业利润	18.43%	5.25%	15.56%	16.80%	7.30%
留存收益	619.28	681.85	746.70	821.41	901.91	归属于母公司净利润	16.97%	21.84%	15.33%	15.21%	7.76%
其他	2.83	1.54	1.54	1.54	1.54	获利能力					
股东权益合计	1,116.65	1,181.90	1,251.99	1,335.68	1,425.26	毛利率	28.54%	28.38%	28.85%	29.20%	29.43%
负债和股东权益总计	2,735.71	2,551.05	2,880.56	2,740.71	3,014.70	净利率	2.37%	3.14%	3.40%	3.66%	3.72%
						ROE	7.98%	9.20%	10.06%	10.91%	11.05%
						ROIC	22.56%	21.22%	23.43%	23.46%	25.82%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债率	59.18%	53.67%	56.54%	51.27%	52.72%
净利润	98.25	115.91	120.77	139.13	149.92	净负债率	11.23%	-4.40%	4.52%	-7.49%	-4.74%
折旧摊销	68.41	52.58	28.76	28.76	28.76	流动比率	1.31	1.47	1.36	1.49	1.48
财务费用	38.72	25.65	28.46	28.36	27.37	速动比率	0.66	0.76	0.68	0.79	0.74
投资损失	(21.08)	(26.95)	(30.00)	(30.00)	(20.00)	营运能力					
营运资金变动	131.23	52.90	(209.68)	44.74	(150.53)	应收账款周转率	32.71	27.60	36.41	31.82	31.54
其它	113.54	178.20	13.44	16.72	16.91	存货周转率	4.20	4.04	4.01	4.12	4.09
经营活动现金流	429.07	398.30	(48.24)	227.71	52.43	总资产周转率	1.30	1.26	1.31	1.35	1.40
资本支出	119.34	76.05	40.00	40.00	40.00	每股指标(元)					
长期投资	(1.06)	(0.61)	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.62	0.76	0.87	1.00	1.08
其他	33.03	(97.27)	(7.74)	(10.56)	(20.38)	每股经营现金流	3.10	2.87	-0.35	1.64	0.38
投资活动现金流	151.32	(21.83)	32.26	29.44	19.62	每股净资产	7.77	8.22	8.67	9.21	9.79
债权融资	(191.70)	(114.80)	134.02	(146.60)	39.18	估值比率					
股权融资	(43.73)	(49.78)	(64.12)	(72.17)	(77.25)	市盈率	34.72	28.50	24.71	21.45	19.90
其他	(108.71)	(115.76)	0.00	0.00	0.00	市净率	2.77	2.62	2.48	2.34	2.20
筹资活动现金流	(344.13)	(280.34)	69.90	(218.77)	(38.07)	EV/EBITDA	10.66	9.70	11.32	9.70	9.43
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	12.96	11.55	13.00	10.96	10.59
现金净增加额	236.25	96.13	53.91	38.38	33.98						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com