



公司评级 增持（首次）

报告日期 2025 年 03 月 19 日

基础数据

03 月 18 日收盘价（元）	22.79
总市值（亿元）	31.57
总股本（亿股）	1.39

来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

分析师：代凯燕

S0190519050001
daiky@xyzq.com.cn

分析师：金秋

S0190520080004
jinqiu@xyzq.com.cn

研究助理：彭心瑶

pengxinyao@xyzq.com.cn

爱婴室(603214.SH)

主业重扩张+潮玩拓空间，公司再启下一成长周期

投资要点：

- **爱婴室，母婴连锁龙头，携手万代南梦宫布局潮玩新赛道。**公司主要经营母婴商品与母婴服务，近年沉心打磨主业，加速推进并购整合，全域布局线上销售，积极打造自有品牌，推动运营效率提升，主业获稳健增长，ROE 呈不断改善。2024 年 12 月，万代南梦宫授权公司运营高达基地店，业务板块扩展至潮玩连锁新赛道。
- **主业：生育政策存空间，单店优化待势发。**1) 行业面临政策机遇：近年我国生育率持续下行，显著低于主要发达国家水平，人口陷入负增长困境。对此，国家积极出台生育激励政策，但对比发达国家更长的补贴时限、更广的补贴范围、GDP2%-3.4%的家庭福利开支水平及更低的养育成本，我国生育政策后续仍存较大加码空间。政府工作报告明确将制定促进生育政策，发放育儿补贴，对应政策力度有望逐步加大；2) 公司面临经营转折：公司门店整合已基本到位，店效逐步企稳，同时聚焦更小店型打造，新店效率明显提升，华南等地门店密度还有待提升，2025 年有望回到净开店区间。另电商渠道发展势头良好，提供主业动能补充；自有品牌占比持续提升，带动公司毛利结构改善。
- **新途：携手万代南梦宫切入潮玩新赛道，基地店+通贩店市场空间充足，助力再造一个主业。**公司获日本动漫 IP 巨头万代南梦宫授权，经营国内高达基地店及万代通贩店。头部 IP+独家限定+强运营能力，公司潮玩门店存在竞争优势，在万代海外市场扩张战略下预计加速渗透。中期看，公司高达基地店预计能达 10-15 家，单店店效 1500~3000 万元，对应营收规模可达 1.5~4.5 亿元，净利率预计在 15%~25%之间，对应净利润可达 0.23~1.1 亿元。万代通贩店有望达 80-100 家，店效规模有望在 400-600 万元，中长期收入潜在空间在 3.2-6 亿元，净利率 12%左右，对应净利贡献 0.38 亿元-0.72 亿元。苏州高达基地店已落地，经营情况较好，后续门店拓展下潮玩新途想象空间充足。
- **盈利预测及评级：**我们预计，公司母婴门店 24-26 年分别净新开门店 15/25/30 家；高达基地店，25-26 年分别新开门店 2/4 家；万代通贩店，25-26 年分别新开门店 15/20 家，其他业务相对稳健运营，对应 24-26 年实现归母净利润 1.09/1.26/1.58 亿元，EPS 为 0.79/0.91/1.14 元，3 月 18 日对应 PE 为 28.8/25.0/20.0，给予“增持”评级。
- **风险提示：**出生人口不及预期、潮玩业务推进不及预期、行业竞争加剧风险

主要财务指标

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	3332	3447	3710	4069
同比增长	-8.0%	3.5%	7.6%	9.7%
归母净利润（百万元）	105	109	126	158
同比增长	21.8%	4.5%	15.4%	25.0%
毛利率	28.4%	27.5%	27.8%	28.2%
ROE	9.2%	9.3%	10.2%	11.9%
每股收益（元）	0.76	0.79	0.91	1.14
市盈率	30.2	28.8	25.0	20.0

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

目录

1. 爱婴室：母婴龙头迈向潮玩新赛道	5
1.1. 扎根母婴，切入潮玩	5
1.2. 渠道、产品新动能凸显，竞争优势不断增强	7
1.3. 运管效率提升，ROE 获得改善	9
2. 生育政策存空间，单店优化待势发	12
2.1. 人口呈现负增长，我国生育困境凸显	12
2.2. 生育政策不断完善，后续仍存加码空间	14
2.3. 精细化经营门店，多措并举降本增效	20
3. 携手万代南梦宫，切入潮玩新赛道	24
3.1. 万代南梦宫，日本动漫 IP 巨头，海外市场加速布局	24
3.2. 强 IP+独家限定+精运营，构筑潮玩赛道竞争力	27
3.3. 基地店+通贩店市场空间充足，助力再造一个主业	34
4. 盈利预测	36
5. 风险提示	39

图目录

图 1、公司发展历程	5
图 2、公司股权及主要参控股结构	6
图 3、公司收入分渠道构成	7
图 4、公司毛利分渠道构成	7
图 5、门店销售毛利率	8
图 6、电子商务毛利率	8
图 7、公司收入分地区构成	8
图 8、公司毛利分地区构成	8
图 9、公司收入分产品构成	9
图 10、公司毛利分产品构成	9
图 11、公司分产品毛利率	9
图 12、公司 ROE/资产负债率/资产周转率	10
图 13、公司盈利水平	10
图 14、公司期间费用率（%）	10
图 15、公司资产及信用减值损失占营业收入比重	10
图 16、公司存货及应收帐款周转率（%）	11
图 17、预付账款周转率	11
图 18、公司现金流情况	11
图 19、全国总人口（亿人）	12
图 20、人口出生率（‰）、死亡率（‰）和自然增长率（‰）	12
图 21、我国结婚率（‰）	13
图 22、我国生育率走势（‰）	13
图 23、生育率国际对比（‰）	13
图 24、2023-2100 年中国总人口预测（万人）	14
图 25、家庭福利开支占 GDP 比重越高，生育率一般越高	19
图 26、公司期末门店数及同比	21
图 27、公司 2024 年 9 月末门店分布	21

图 28、	2023 年我国主要省市出生人口及同比	21
图 29、	公司布局主要省市门店密度（家/万出生人口-2023）	21
图 30、	公司单店面积及同比	22
图 31、	公司新开及关闭门店单店平均面积及同比	22
图 32、	单店收入及其 YOY	22
图 33、	可比店年坪效及其 YOY	22
图 34、	门店坪效及其 YOY	23
图 35、	爱婴室旗下自有品牌矩阵	23
图 36、	2018-2024Q3 爱婴室电商营收	24
图 37、	2018-2024Q3 爱婴室电商业态毛利率（%）	24
图 38、	公司旗下部分 IP	25
图 39、	万代南梦宫重点战略及 IP 轴展览展示例	26
图 40、	分区域销售收入占比	26
图 41、	日本和海外销售收入占比及未来目标	26
图 42、	苏州高达基地店	27
图 43、	中国谷子经济市场规模及预测	28
图 44、	部分二次元零售品牌门店数目（家）	28
图 45、	高达模型分渠道售卖产品存在差异	30
图 46、	高达模型产品矩阵丰富	31
图 47、	TOP TOY GMV 及店效情况	35
图 48、	TOP TOY 客单价及产品均价	35
图 49、	万代龙珠系列拼装模型价格在 100 元左右	35
图 50、	万代航海王系列拼装模型价格在 100 元左右	35
图 51、	高达基地店收入规模敏感性分析	36
图 52、	高达基地店净利润规模敏感性分析	36
图 53、	万代通贩店收入规模敏感性分析	36
图 54、	万代通贩店净利润规模敏感性分析	36

表目录

表 1、	公司近年收入及业绩情况	7
表 2、	中国逐步放开人口生育政策	14
表 3、	国内促进生育政策不断完善	15
表 4、	部分省市生育补贴政策	16
表 5、	国内外生育政策覆盖内容对比	18
表 6、	不同国家抚养一个孩子至 18 岁所花的成本相对于人均 GDP 的倍数	19
表 7、	天门市鼓励生育措施	20
表 8、	分地区开店情况	21
表 9、	万代南梦宫近年收入及业绩情况	25
表 10、	万代南梦宫（中国）子公司主营业务	27
表 11、	主要 IP 全球销售情况（十亿日元；近五年复合增速排序）	29
表 12、	主要 IP 全球除日本外销售情况（十亿日元；最新完整财年销售规模排序）	29
表 13、	万代在国内主要线下经营门店类型	29
表 14、	高达模型主要产品系列一览	31
表 15、	万代国内主要经销商	33

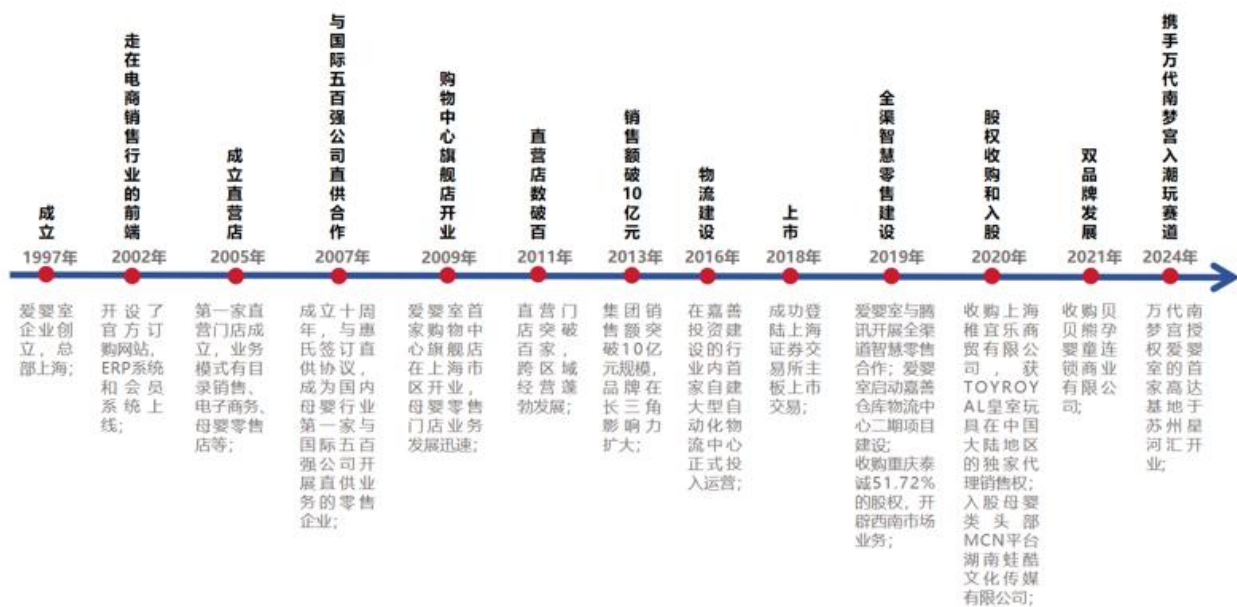
表 16、国内高达基地门店情况	33
表 17、公司门店销售业务收入利润预测	37
表 18、公司分业务收入利润预测（亿元）	38
表 19、公司潮玩业务可比公司估值情况	38

1. 爱婴室：母婴龙头迈向潮玩新赛道

1.1. 扎根母婴，切入潮玩

爱婴室，母婴连锁龙头，携手万代南梦宫布局潮玩新赛道。公司全称为上海爱婴室商务服务股份有限公司，创立于 1997 年，总部位于上海市，主要经营母婴商品与母婴服务，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。公司于 2018 年成功登陆上交所主板，并于 2020 年、2021 年分别收购上海稚宜乐商贸有限公司、贝贝熊孕婴童连锁商业有限公司以进一步开拓华东及华中市场。截至 2024 年 9 月末，公司门店数达 463 家。另凭借公司在供应链管理 & 连锁经营的丰厚经验及较好口碑，2024 年 12 月万代南梦宫授权爱婴室运营高达基地店，公司业务板块扩展至潮玩连锁新赛道。

图 1、公司发展历程



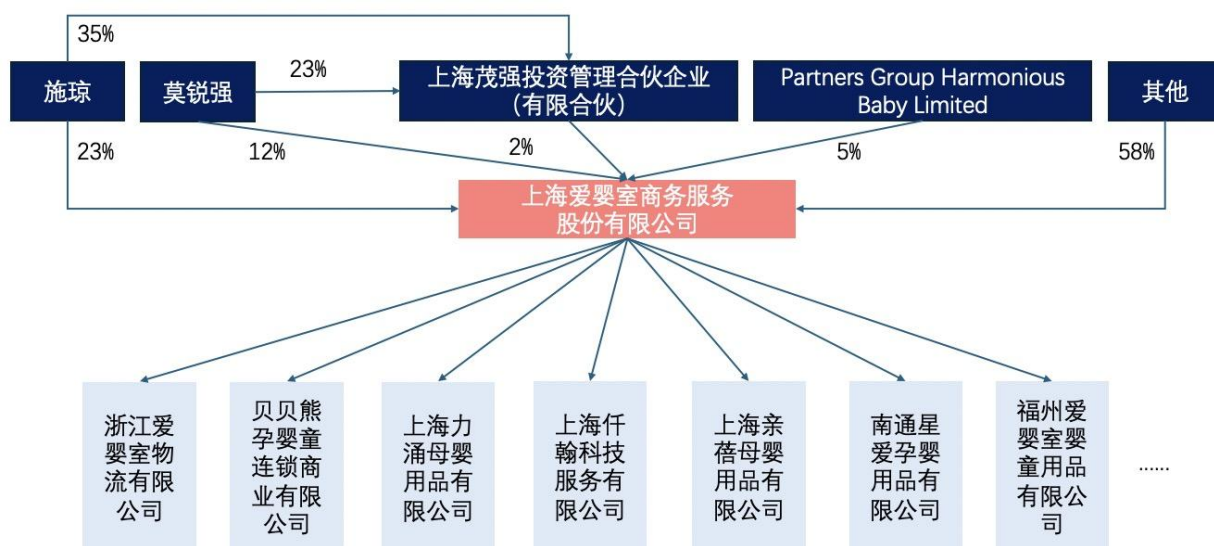
资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

公司控股股东为公司创始人、董事长施琼。至 2025 年 3 月 7 日，爱婴室第一大股东为施琼（董事长、总裁），持股比例达 23.30%，通过上海茂强投资管理合伙企业(有限合伙)间接持股 0.78%，合计持股 24.08%；第二大股东莫锐强（董事、副总裁）直接持股 12.13%，通过上海茂强投资管理合伙企业(有限合伙)间接持股

0.51%，合计持股 12.64%；施琼、莫锐强均为公司创始人，有着长达 26 年的母婴从业经验，上市以来持股比例相对稳定。公司外资股东 Partners Group Harmonious Baby Limited（“合众投资”）自 2020 年起逐步减持其在 IPO 前取得的股份，至 2025 年 3 月 7 日持股比例 5%。

公司旗下主要控/参股公司有：1）母婴用品批发零售：浙江爱婴室物流有限公司、贝贝熊孕婴童连锁商业有限公司、上海力涌母婴用品有限公司、上海亲蓓母婴用品有限公司、南通星爱孕婴童用品有限公司、福州爱婴室婴童用品有限公司；2）电子商务互联网销售：上海仟瀚科技服务有限公司。

图 2、公司股权及主要参控股结构



资料来源：Wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

股权结构数据更新至 2025 年 3 月 7 日，主要参控股结构数据更新至 2023 年末

门店结构持续优化，线上线下融合发展，支撑主业稳健运营。近十年来公司营收和业绩整体保持稳步增长态势，其中 2020 年、2021 年受疫情影响，业绩有所下滑。2022 年公司营收及业绩在收购贝贝熊、开展线上各类运营业务、推动自有品牌商品销售下实现提升，同时 2023 年通过主动优化精简低效门店，盈利水平进一步增强。2024Q1-Q3 公司分别实现营收/归母净利润 24.68/0.48 亿元，同比分别增长 1.95%/2.04%，其中电子商务渠道收入同比增长 12.32%，提供主要增长动能。公司一方面持续优化门店运营，确保线下业务的稳定增长，另一方面积极拓展公域流量渠道，全面覆盖主流第三方平台，推动线上业务的快速扩展和增长。

表 1、公司近年收入及业绩情况

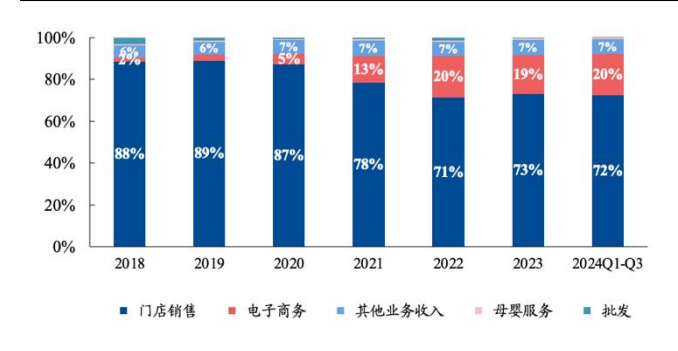
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1-Q3
营业总收入 (亿元)	12.24	13.88	15.85	18.08	21.35	24.60	22.56	26.52	36.19	33.32	24.68
同比增速 (%)	22.28	13.38	14.19	14.06	18.12	15.22	-8.29	17.55	36.46	-7.95	1.95
归母净利润 (亿元)	0.44	0.60	0.74	0.94	1.20	1.54	1.17	0.73	0.86	1.05	0.48
同比增速 (%)	0.85	34.86	24.10	26.47	28.23	28.55	-24.43	-36.97	16.98	21.84	2.04
毛利率(%)	24.51	25.72	26.70	28.41	28.77	31.23	31.53	30.26	28.54	28.38	26.07
净利率(%)	3.89	4.75	5.14	5.78	6.12	6.91	5.67	3.01	2.71	3.48	2.13
ROE (加 权; %)	21.88	25.44	25.78	27.29	16.42	16.33	11.12	7.12	11.86	14.88	4.26

资料来源：公司公告，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2. 渠道、产品新动能凸显，竞争优势不断增强

分渠道看，门店销售贡献主要营收，电子商务占比快速提升。2021 年以来公司门店销售收入占比在 70-80%，同时电商快速增长，成为营收增长新引擎。2024 年 Q1-Q3 门店销售/电子商务分别实现营收 17.86 亿元/4.88 亿元，同比增长 0.65%/12.32%，营收占比分别为 72%/20%，毛利占比分别为 67%/8%。同时伴随主流电商平台营销体系的完善及运营管理及资源的整合，公司电子商务板块运营效率得到提升，对应毛利率近年整体水平有所抬升。

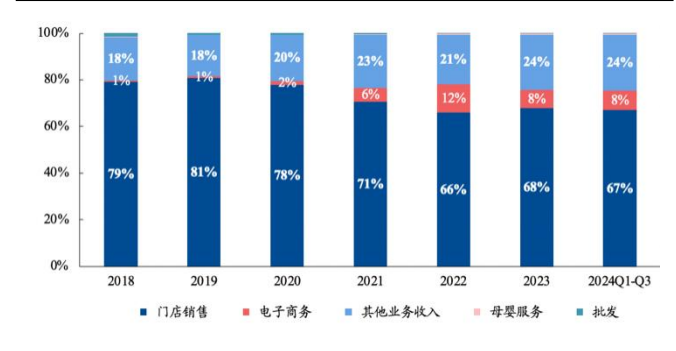
图 3、公司收入分渠道构成



资料来源：iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：其他业务收入包括供应商服务（含促销活动管理费收入、推广展示费收入）、其他收入

图 4、公司毛利分渠道构成



资料来源：iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、门店销售毛利率



资料来源：iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

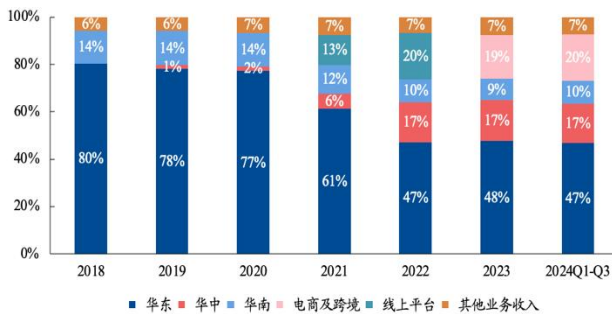
图 6、电子商务毛利率



资料来源：iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

分地区看，业务主要布局于华东区域、华中区域。2018-2019 年公司业务主要靶向于华东市场，营收贡献高达 80%。2021 年成功收购贝贝熊孕婴童连锁商业有限公司，实现对华中地区业务加速开拓。2023 年、2024 年 Q1-Q3 公司华东/华南/华中/电商跨境及线上平台营收占比分别为 48%/9%/17%/19%、47%/10%/17%/20%。

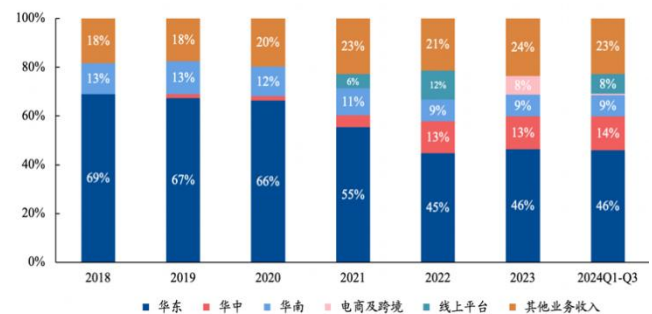
图 7、公司收入分地区构成



资料来源：iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：其他业务收入包括供应商服务（含促销活动管理费收入、推广展示费收入）、其他收入

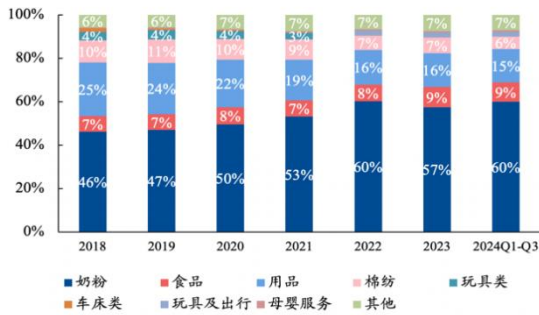
图 8、公司毛利分地区构成



资料来源：iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

分产品看，奶粉贡献过半数营收，后续高毛利产品占比有望提升。2023 年奶粉、食品、用品、棉纺营业收入占比、毛利占比分别为 57%/9%/16%/7%、36%/10%/17%/11%。奶粉贡献主要收入，食品、用品、棉纺增厚盈利。近年公司积极优化产品结构，旗下自有品牌持续开拓，2023 年自有渠道销售收入占销售收入的比列已提升至 13%。

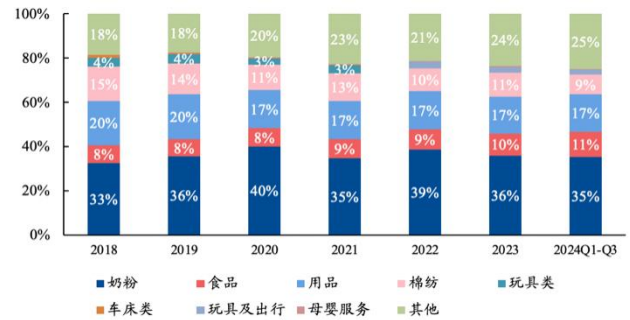
图 9、公司收入分产品构成



资料来源：iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

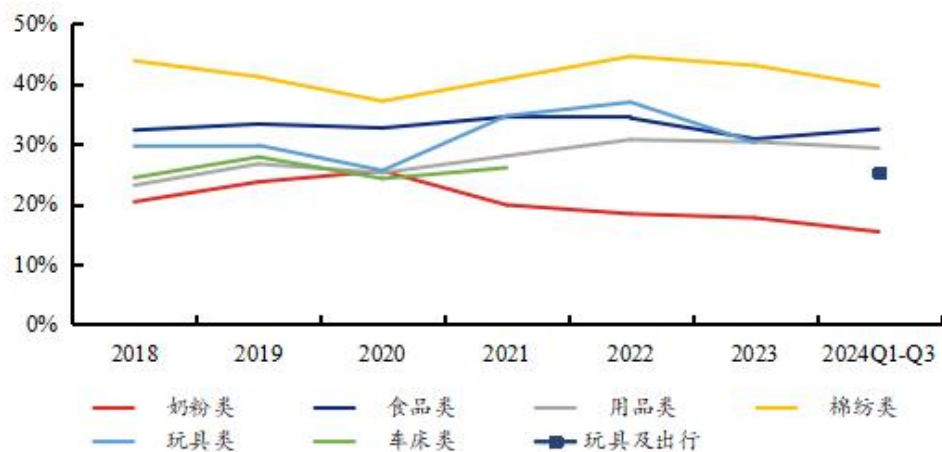
注：其他业务收入包括供应商服务（含促销活动管理费收入、推广展示费收入）、其他收入

图 10、公司毛利分产品构成



资料来源：iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、公司分产品毛利率



资料来源：iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

1.3. 运管效率提升，ROE 获得改善

2021 年后，净利率回升及周转速率的加快促使了公司 ROE 的逐步改善。

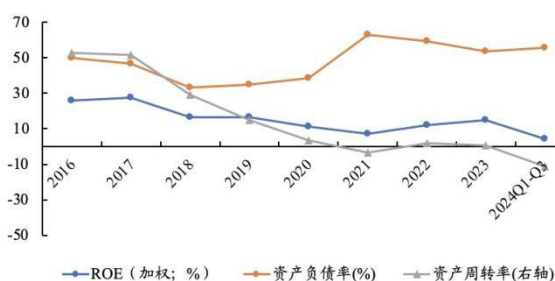
盈利水平方面

- 公司毛利率在 25%-30% 左右，近年电商营收占比提升致使盈利水平有所下滑。2021 年以来，公司毛利率水平略有下降，主要系毛利率较低的奶粉品类以及电商营收占比提升。
- 整合事宜顺利推进，运营效率持续提升，期间费用率 2021 年以来持续下降。2021 年公司期间费用率达到顶峰后实现逐步回落，这主要得益于贝贝熊整合事宜顺利推进，销售、管理费用率实现压降。其中销售费用减少主要系主动

优化调整门店单店面积，且建立更为高效的营运模式，提高人效及运营效率，实现了费用的节约；管理费用的减少主要系通过运用人工智能等信息化技术，提高日常管理工作自动化水平，实现人员团队结构优化，有效控制人力成本费用。

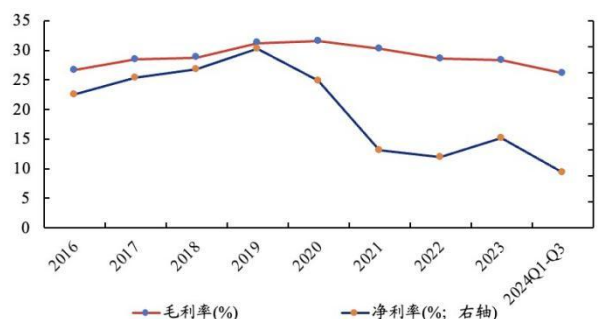
- **资产及信用减值损失 2023 年来有所收敛。**2021 年公司资产及信用减值损失分别因商誉减值损失和应收账款坏账损失计提较多，2022 年则主要系存货跌价损失及合同履约成本减值损失和应收账款坏账损失计提较多。2023 年以来，公司优化库存管理、同时推进应收账款账龄优化管理趋于平稳和常态化，对应资产及信用减值损失获得收敛。
- **净利率逐步筑底企稳。**2020 年以来，疫情扰动及收购整合致使公司费用及资产和信用减值损失增长，净利率对应快速下降。但近年伴随整合事宜顺利推进及运营管理效率提升，对应费用及损失得到压降及避免，公司 2023 年净利率已有所回升。
- **后续来看，**伴随门店持续调整、毛利率较高品类销售占比提升、数字化运营管理进一步升级，公司净利率有望逐步回升。

图 12、公司 ROE/资产负债率/资产周转率



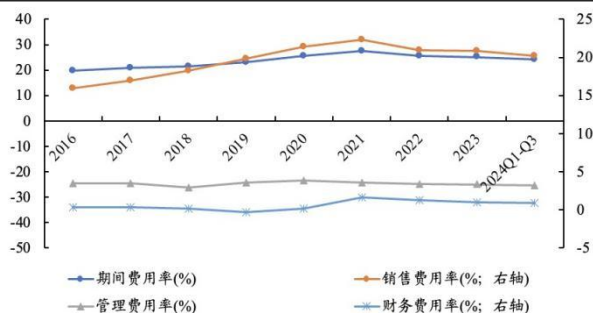
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、公司盈利水平



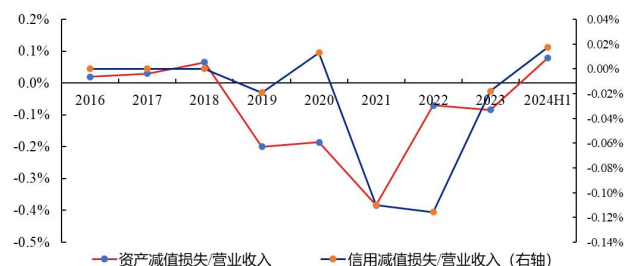
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、公司期间费用率 (%)



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、公司资产及信用减值损失占营业收入比重

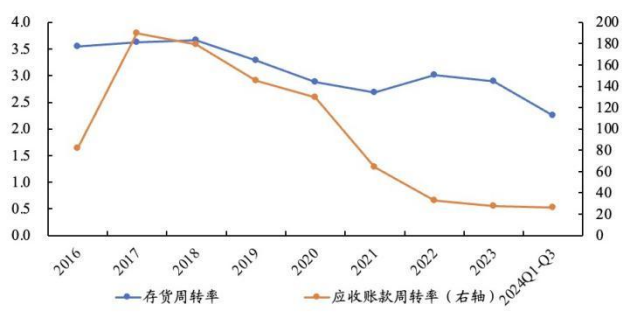


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

周转能力方面

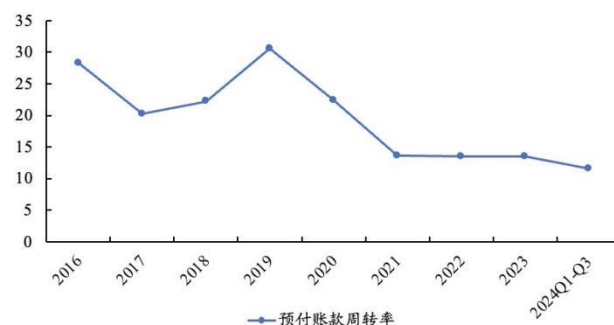
近年周转速率有所恢复。2022 年以来存货周转有所加快，应收账款周转率前期受线上业务规模扩大有所下行，目前降幅已逐步放缓；预付账款周转率近几年有所下降但已逐步趋于稳定。

图 16、公司存货及应收帐款周转率（%）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 17、预付账款周转率（%）

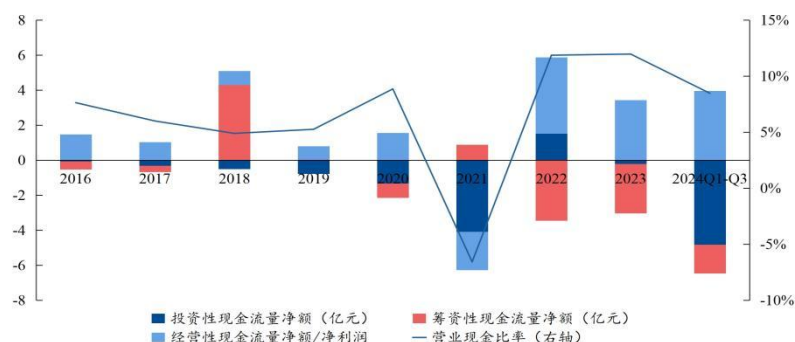


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

现金流方面：

经营性现金流回升明显，实业投资逐步收敛。2022 年以来，得益于营收的稳步增长及支出的有效控制，公司经营性现金流回升显著。同时实业投资相对收敛，其中 2024 前三季度流出较多，主要系由于购买短期理财的时间节奏有所变化。筹资性现金流相对稳定，主要体现为 2021 年新租赁准则实施后租赁负债的入表，其中 2022 年流出较多，主要系归还前期用于补充营运资金的短期借款。

图 18、公司现金流情况



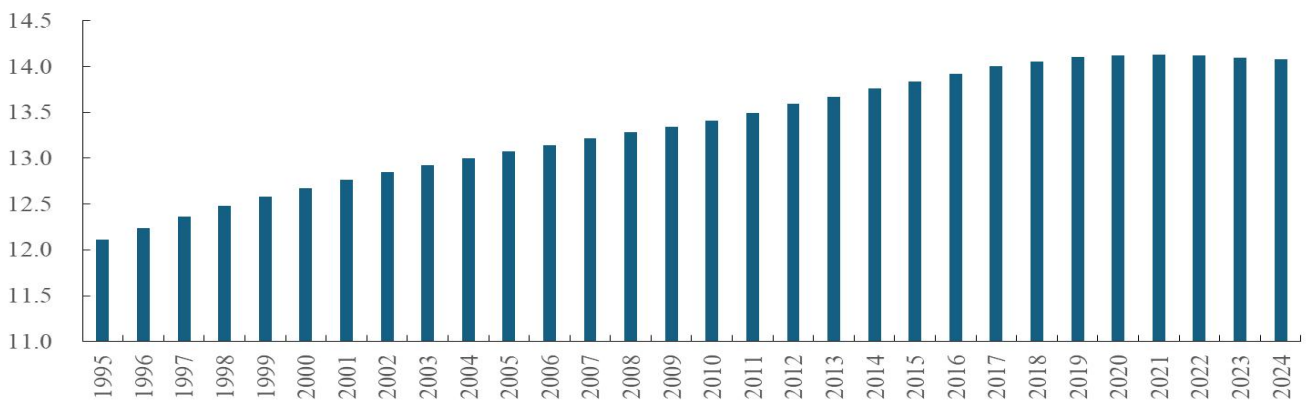
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2. 生育政策存空间，单店优化待势发

2.1. 人口呈现负增长，我国生育困境凸显

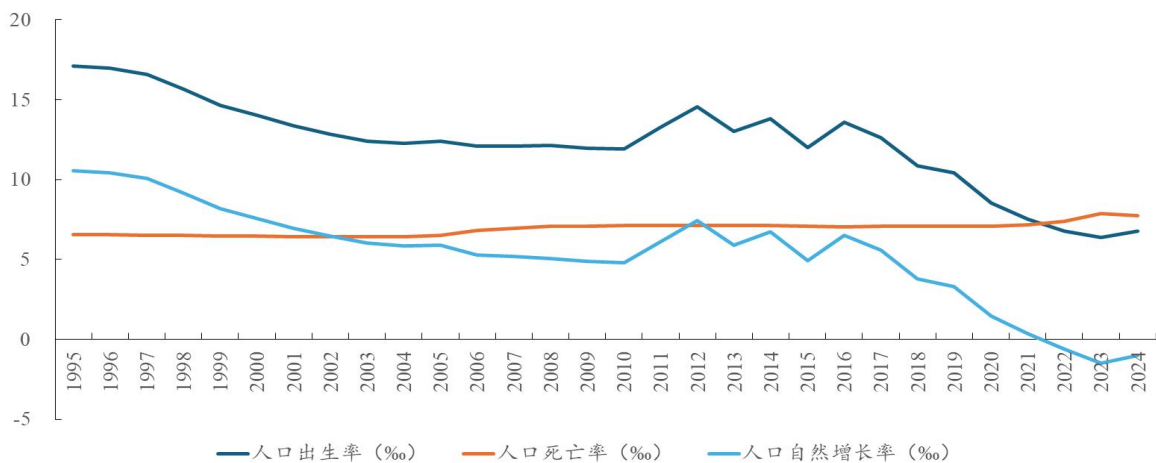
人口负增长，出生率持续走低。国家统计局数据显示，2022 年末全国人口为 14.12 亿，较上一年减少 85 万，标志着自 1961 年以来首次出现人口负增长现象；此后 2023、2024 年总人口保持下滑态势，分别减少 208 万人、139 万人，至 2024 年末全国人口为 14.08 亿人。总人口连续负增长主要系由于近年出生率有所下滑，2024 年已下滑至 6.77‰。

图 19、全国总人口（亿人）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

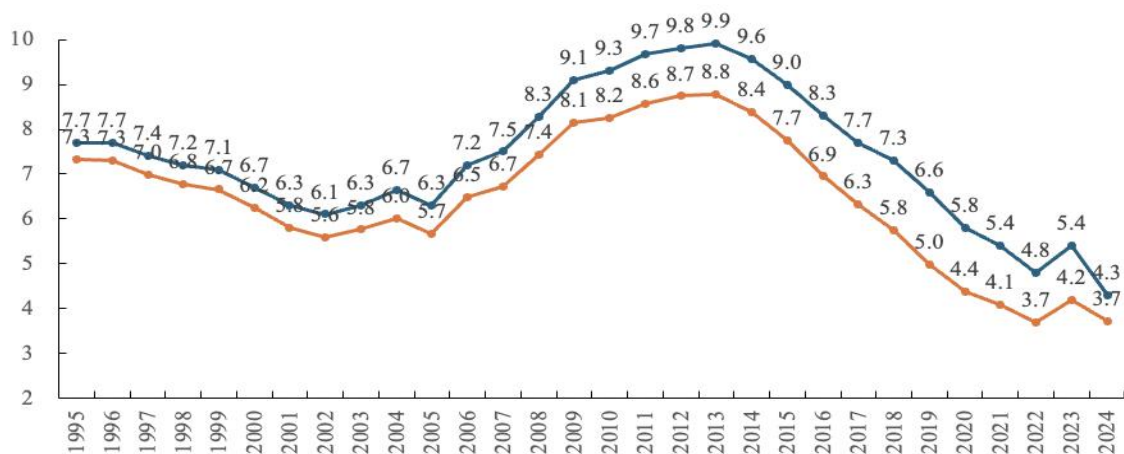
图 20、人口出生率（‰）、死亡率（‰）和自然增长率（‰）



资料来源：iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

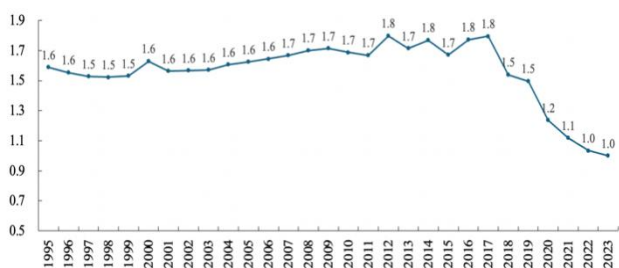
结婚率、生育率持续下滑。出生率的下滑主要源自结婚率和生育率的下降。民政部数据显示，自 2013 年以来结婚率持续下滑，至 2024 年为 4.3‰，其中初婚结婚率为 3.7‰，对应 2024 年全国结婚登记数、初婚结婚登记数分别为 610.6 万对、525.9 万对，同比分别下降 21%、12%。同时从 2017 年开始我国生育率持续下降，2023 年生育率仅为 1‰，远低于正常的“人口更替”水平要求的 2.1‰，相较于其他主要发达国家，如美国 1.62‰、德国 1.44‰、日本 1.21‰，我国生育率处较低水平，仅高于韩国 0.72‰，生育形势显示严峻。

图 21、我国结婚率（‰）



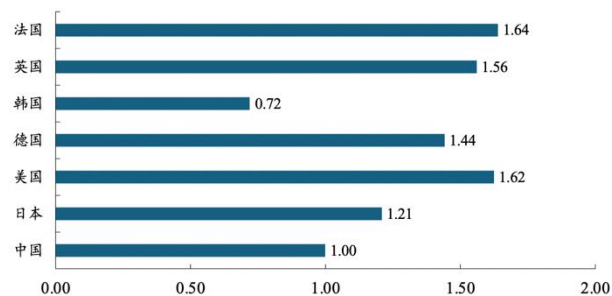
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 22、我国生育率走势（‰）



资料来源：联合国经济和社会事务部，兴业证券经济与金融研究院整理

图 23、生育率国际对比（‰）

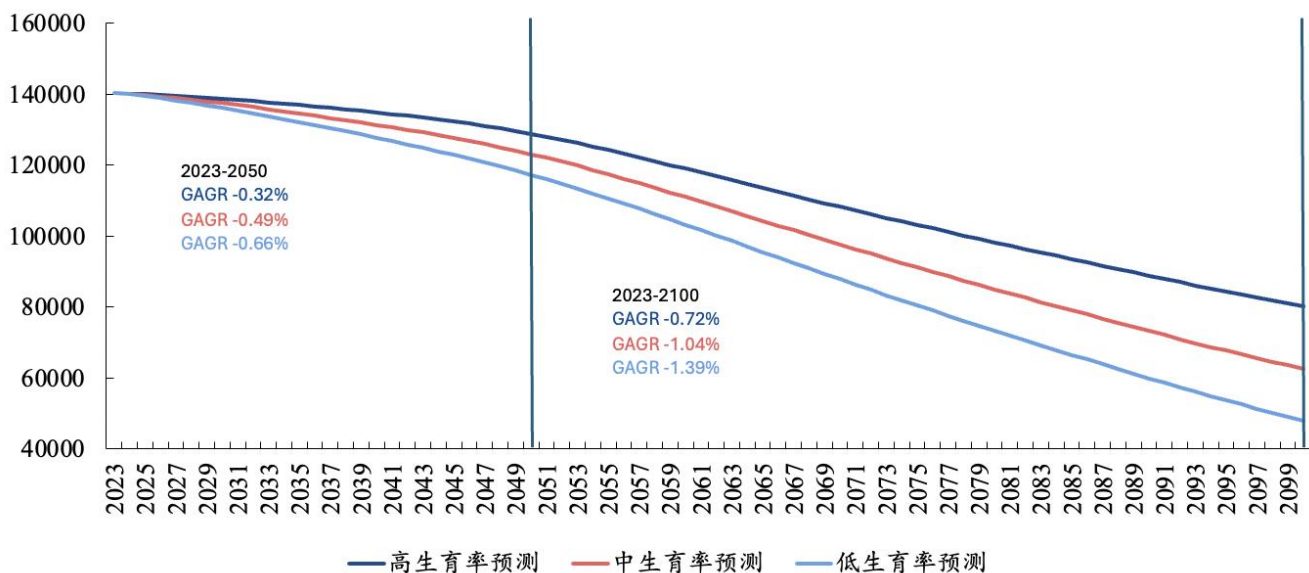


资料来源：联合国经济和社会事务部，兴业证券经济与金融研究院整理

高、中、低生育率下我国未来人口预测。根据育娲人口研究预测，在高（1.4‰）、中（1.1‰）、低（0.8‰）生育率下，我国 2030、2050、2100 总人口预测在分别在 13.87/12.88/8.03，13.74/12.30/6.25，13.61/11.72/4.79 亿人，其中至 2050 年，高（1.4‰）、中（1.1‰）、低（0.8‰）生育率下对应人口年复合增速分别

为-0.32/-0.49%/-0.66%。低生育率下，人口的持续下消除会对总量 GDP 带来削弱外，亦会减弱综合创新能力，致使人均 GDP 加速走低。

图 24、2023-2100 年中国总人口预测（万人）



资料来源：育娲人口研究、《中国人口预测报告 2023 版》，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2. 生育政策不断完善，后续仍存加码空间

人口结构面临严峻挑战下，政府积极出台生育激励政策，且近年力度及范围逐步加大。我国从 2011 年开始逐步实施双独二孩、单独二孩到全面二孩政策，并在 2021 年 5 月 31 日提出三孩政策。之后几年，国家相继出台各项鼓励生育新政，包括提高生育保险待遇，提供住房支持、教育医疗支持、税收优惠，发放生育补贴，保障女性就业权益等各种积极政策。

表 2、中国逐步放开人口生育政策

年份	政策
1978-2001	严格实施计划生育政策
2011	“双独二孩”政策，规定夫妇双方是独生子女的可以生二孩
2014	“单独二孩”政策，一方是独生子女的夫妇可生育二孩
2016	“全面二孩”政策，每对夫妇都可生育二孩
2021	“三孩政策”，实施一对夫妻可以生育三个子女政策及配套支持措施
2024	加强配套政策，包括教育医疗支持、住房支持、就业支持、生育补贴等

资料来源：中国政府网、中国法院网，兴业证券经济与金融研究院整理

国家层面相关配套支持政策逐步完善，支持生育友好型社会建设。2024 年 10 月 28 日，国务院办公厅印发《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》，涉及四大方面十三条举措：1) 强化生育服务支持：涵盖有关生育保险保障、生育休假制度、生育补贴、生殖健康服务四条举措；2) 加强育幼服务体系建设：包括提高儿童医疗水平、增强普惠托育服务供给、完善普惠托育支持政策、促进儿童发展和保护；3) 强化教育、住房、就业等支持措施：具体包含扩大优质教育资源供给、加强住房支持政策、强化职工权益保障；4) 营造生育友好社会氛围：涉及积极构建新型婚育文化和加强社会宣传倡导两条举措。

表 3、国内促进生育政策不断完善

时间	事项	相关配套支持政策
2020 年 5 月	整顿不良婚俗	对天价彩礼、铺张浪费、低俗婚闹、随礼攀比等不正之风进行整治。 确定了河北雄安新区、保定莲池区等地为首批婚俗改革试验区，并在下半年将河北邯郸市肥乡区、山西运城市盐湖区等 17 个单位确认为第二批全国婚俗改革实验区。
2021 年	违规培训	年初我国陆续出台了相关政策规范校外培训机构，包括不得对学前儿童违规培训，严肃整治不符合资质、管理混乱、借机敛财、虚假宣传、与学校勾连牟利等问题的机构等。 下半年“双减”政策的出台，将面向义务教育阶段的学科类培训机构统一登记为非营利性并明确学科类培训项目判定按学科管理。整治变相培训，查处以“家政服务”为名等违规开展培训的行为。教育部校外教育培训监管司的成立，不断明确收费的监管、教师的监管以及教材的监管。
2021 年 7 月	废止阻碍生育的相关处罚规定	《关于优化生育政策促进人口长期均衡发展的决定》宣布了取消征收社会抚养费、发展普惠托育服务体系、降低生育、养育、教育成本等措施。
2021 年下半年	育儿补贴	多地已经出台发放育儿补贴、给育儿假、给津贴、生三孩费用纳入医保等措施，支持和鼓励三孩生育。 根据四川省攀枝花市出台的《关于促进人力资源聚集的十六条政策措施》，对按政策生育第二个及以上孩子的攀枝花户籍家庭，在 2021 年 6 月 12 日及以后生育的孩子，3 年共能获得补贴 1.8 万元。
2021 年	房屋政策	地方政府可以研究制定根据养育未成年子女负担情况实施差异化租赁和购买房屋的优惠政策。 江苏省海安市相关政策显示，到 2022 年 2 月底，子女未满 18 周岁的二孩、三孩家庭，购房时凭户口本或出生证明，在市场价格基础上二孩家庭给予每平方米 200 元、三孩家庭给予每平方米 400 元的优惠。
2022 年	生殖健康	中国计划生育协会官网公布的《中国计划生育协会 2022 年工作要点》提到，2022 年，要实施生殖健康促进行动，重点解决青少年、育龄人群及其他特定人群生殖健康的突出问题，开展未婚人群人工流产干预专项行动，减少青少年意外怀孕和人工流产，提高群众生殖健康水平。
2023 年	育儿补贴	各地均出台育儿补贴政策。山东省济南市政策规定，2023 年 1 月 1 日以后出生的二孩、三孩家庭，每孩每月发放 600 元育儿补贴。江苏省政策规定，企业在女职工产假期间支付的社会保险费用，生育二孩的给予 50% 的补贴，生育三孩的给予 80% 的补贴。2023 年 8 月，国家将 3 岁以下婴幼儿照护个人所得税专项附加扣除标准从每个婴幼儿每月 1000 元提高

		到 2000 元。子女教育的扣除标准也从 1000 元/月提高到 2000 元/月,赡养老人标准从 2000 元/月提高到 3000 元/月。
2024 年	辅助生殖	2024 年山东、上海、浙江、江西等十余地出台政策,将辅助生殖技术纳入医保报销范围。 2024 年 10 月 9 日国家发展改革委、国家卫生健康委印发《关于进一步完善价格形成机制、支持普惠托育服务体系建设的通知》为国家层面第一个托育服务价格政策文件。该通知通过完善价格形成机制,推动扩大普惠托育服务供给,有效减轻人民群众托育整体负担,更好满足人民群众托育需求。通知明确了普惠托育服务机构的范围,包括公办托育服务机构、社会办普惠托育服务机构,以及公办幼儿园、普惠性民办幼儿园开设的托班等。
2024 年 10 月	体系化支持	国务院办公厅印发《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》,从强化生育服务支持,加强育幼服务体系建设,强化教育、住房、就业等支持措施,营造生育友好社会氛围等方面提出具体举措,营造全社会尊重生育、支持生育的良好氛围。
2025 年 3 月	学前教育	政府工作报告指出,逐步推行免费学前教育。

资料来源:中国政府网、澎湃新闻、教育部、新浪新闻、四川省人民政府、嘉兴市卫生健康委员会、央视网、江苏省人力资源和社会保障厅、国家医疗保障局,兴业证券经济与金融研究院整理

地方政府相继出台育儿补贴政策,主要覆盖二孩、三孩家庭,补贴总额在 2000-20000 元左右,较抚养成本而言仍显较少。2021 年 7 月,四川省攀枝花市宣布向生育家庭发放育儿补贴,自此多个省市相继出台育儿补贴政策以减轻家庭生育经济压力,提高生育率。从政策内容来看,出于财政情况考虑,多数补贴靶向二孩、三孩,同时补贴年龄范围在 0-3 岁,补贴总额多在 2000-20000 元左右,相比于把一个孩子抚养到刚年满 18 岁所耗费的养育成本(全国平均为 53.8 万元),我国目前生育补贴范围及力度仍显较小。2025 年 3 月,呼和浩特市发布育儿补贴政策,新生一孩/二孩/三孩家庭,对应可分别获 1 万元/5 万元/10 万元总额补贴,属全国范围中补贴金额较高的地区,同时配套义务教育阶段二孩入学“幼随长走”、“就近择优”,三孩及以上孩子入学可在全市自由选择等教育细则及产妇每日“一杯奶”补贴等措施,其他省市有望进一步跟进。

表 4、部分省市生育补贴政策

地区	补贴时限	每月(元)	每年(元)	一次性(元)	补贴总额(元)
攀枝花市	0-3 周岁	二孩 500			18000
		三孩 500			18000
石河子市	0-3 周岁	二孩 500			18000
		三孩 1000			36000
伊春市	0-3 周岁	二孩 500			18000
		三孩 1000			36000
荆门市	0-3 周岁	三孩 500			18000
大庆市	0-3 周岁	二孩 300			10800
		三孩 500			18000
济南市	0-3 周岁	二孩 600			21600

		三孩 600		21600
沈阳市	0-3 周岁	三孩 500		18000
哈尔滨市	0-3 周岁	二孩 500		18000
		三孩 1000		36000
丽水市	0-3 周岁	二孩 500		18000
		三孩 500		18000
大兴安岭	0-3 周岁	二孩 300		10800
		三孩 500	三孩 20000	18000
宜昌市	0-3 周岁	二孩 500	二孩 5000	23000
		三孩 500	三孩 5000	23000
宁夏回族自治区	0-3 周岁		二孩 2000	2000
		三孩 200	三孩 4000	11200
宁陕县	0-3 周岁		一孩 2000	2000
		二孩 600	二孩 3000	24600
		三孩 1200	三孩 5000	48200
临泽县	0-3 周岁		二孩 5000	15000
			三孩 10000	30000
黄冈市	0-3 周岁		二孩 500	1500
			三孩 1000	3000
武汉东湖高新区	0-6 周岁		三孩 10000	60000
常山县	0-3 周岁		二孩 5000	15000
			三孩 10000	30000
云南省	0-3 周岁		二孩 800	二孩 2000
			三孩 800	三孩 5000
深圳市	0-3 周岁		一孩 1500	一孩 3000
			二孩 2000	二孩 5000
			三孩 3000	三孩 10000
呼和浩特市	0-1 周岁		一孩 10000	10000
	0-5 周岁		二孩 10000	50000
	0-10 周岁		三孩 10000	100000
汉中市	0-3 周岁		二孩 2000	2000
			三孩 10000	10000
长沙市	0-3 周岁		三孩 10000	10000
衡水市	0-3 周岁		三孩 5000	5000
宁国市	0-3 周岁		二孩 10000	10000
			三孩 15000	15000
杭州市	0-3 周岁		二孩 7000	7000
			三孩 25000	25000
温州市	0-3 周岁		一孩 1000	1000
			二孩 2000	2000
			三孩 3000	3000

资料来源：托育研究员、中国育儿补贴报告 2023 版、人民日报，兴业证券经济与金融研究院整理

相较我国目前的生育政策，发达国家补贴范围更广、补贴力度更强（多在 GDP 的 2%-3.4%），我国后续仍存较大政策加码空间。

- 发达国家补贴时限、补贴范围等较我国更加广泛。发达国家补贴时限包含备孕期、怀孕期、分娩期、0-7 岁、0-18 岁等时间范围，同时补贴范围涵盖分娩、喂养、托育、教育、医疗、住房等多个领域，权利范围囊括女性就业、夫妻休假等内容，并采取现金补助、托育服务、税收抵免等多种形式给予补贴，与我国主要集中于 0-3 岁的现金补助及税收抵免相比，更加丰富及完善。

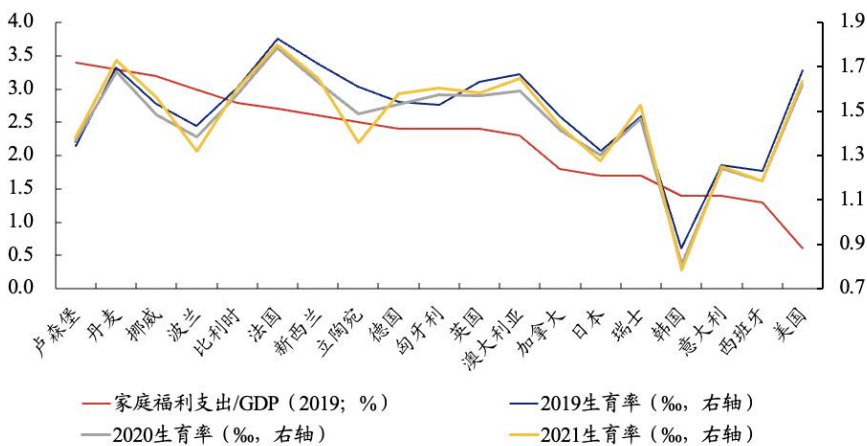
表 5、国内外生育政策覆盖内容对比

类目	细分	使用国家/地区
补贴时限	备孕期	以色列
	怀孕期	德国
	分娩期	欧洲/部分东亚地区
	0-3 岁	中国部分地区
	0-7 岁	韩国/中国台湾
	0-12 岁	新加坡
	0-18 岁	日本
	0-25 岁	德国/卢森堡
补贴范围	全面覆盖：分娩、喂养、托育、教育、医疗、住房、社会支持等	欧洲/以色列
	部分覆盖：分娩	东亚
	部分覆盖：喂养、托育	东亚
补贴人群	女性：母亲就业权	欧洲/以色列
	男性：父亲假	欧洲/日本
	夫妻：育儿假	欧洲
补贴形式	现金补助	中国、法国、德国、日本、韩国
	税收抵免	中国、法国、德国、日本、韩国、美国
	托育服务	法国、德国、日本、韩国、美国

资料来源：环形星球公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

- 发达国家家庭福利开支占 GDP 的比重多在 2%-3.4%，国际经验显示，每提高相当于 1%GDP 的支出用于家庭补贴，对应生育率有望提高大约 0.1%。主要样本国家的家庭福利开支占 GDP 的比重多在 2%-3.4%，其中卢森堡、挪威、丹麦等国家较高，能达 3%以上，而东亚的日本、韩国等国家较低，在 2%以下。同时整体来看，家庭福利开支占 GDP 较高的国家，对应生育率水平也较高，据文献统计，二者相关性表现为，每提高 1%GDP 支出用于家庭补贴，对应生育率有望提高大约 0.1%。

图 25、家庭福利开支占 GDP 比重越高，生育率一般越高



资料来源：联合国，OECD，兴业证券经济与金融研究院整理

➤ **中国养育成本显著高于主要发达国家，对应现金补助存在更大提升空间：**从养育成本来看，即把一个孩子抚养到刚年满 18 岁所花的成本相对于人均 GDP 的倍数，中国的抚养成本相当于人均 GDP 的 6.3 倍，显著高于主要发达国家，仅次于生育率全世界最低的韩国。对应中国生育补贴相关力度较其他发达国家平均水平而言存在更大的提升空间。

表 6、不同国家抚养一个孩子至 18 岁所花的成本相对于人均 GDP 的倍数

国家	养育成本/人均 GDP	数据年份
澳大利亚	2.08	2018
新加坡	2.10	2021
瑞典	2.91	2020
瑞士	3.51	2020
爱尔兰	3.57	2016
德国	3.64	2018
美国	4.11	2015
日本	4.26	2010
加拿大	4.34	2017
新西兰	4.55	2018
英国	5.25	2021
意大利	6.28	2021
中国	6.30	2022
韩国	7.79	2013

资料来源：育娲人口研究公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

高金额补贴显成效，天门市 2024 年出生人口增幅达 17%。2024 年，天门市政府把鼓励生育列为全市五项重点工作之一，市委书记、市人大常委会主任纪道清主

持召开全市鼓励生育工作会议，提出要形成“一把手亲自抓、分管领导具体抓”的工作格局。在对全市 16.5 万名已婚育龄妇女进行生育意愿调查的基础上，天门市将《关于鼓励生育的五条政策措施》进一步升级为《关于鼓励生育的七条意见》，进一步细化和加大了鼓励生育的政策支持力度。

天门市先后合计投入 3900 万元（占该市 2024 年 GDP0.05%）用于鼓励生育，具体来看，天门市生育二孩、三孩的家庭可分别享受 9.63 万元、16.51 万元补助，远高于目前其他地区 1 万-2 万的补贴力度。此外，行政机关、事业单位、国企女职员职称评聘、职级晋升、职员等级晋升符合条件的可优先晋升。在该丰厚的生育补贴激励下，全市 2024 年出生人口同比增长 17%，8 年来首次实现“由降转增”，亦为全国其他地区扭转人口下滑窘境提供了范本。

表 7、天门市鼓励生育措施

育儿数量	二孩	三孩	一胎双胞胎(1孩+2孩)	二胎双胞胎(2孩+3孩)	三胎双胞胎(3孩+3孩)
分娩补助（元）	300	300	300	300	300
一次性生育奖励（元）	2000	3000	2000	5000	6000
育儿补贴 （元，最高额）	28800	36000	28800	64800	72000
产假补助 （元，行政机关、事业单位、国有企业女职员除外）	4200	4800	4200	4800	4800
购房奖励（元）	60000	120000	60000	180000	240000
减免费用 （元，基因筛查）	1000	1000	1000	1000	1000
合计（元）	96300	165100	96300	255900	324100

资料来源：金融界、天门市《关于鼓励生育的七条意见》，兴业证券经济与金融研究院整理

2024 年政府工作报告明确将制定促进生育政策，发放育儿补贴，并实现逐步免费学前教育，对应政策力度有望逐步加大，带动出生人口降幅收敛。

2.3. 精细化经营门店，多措并举降本增效

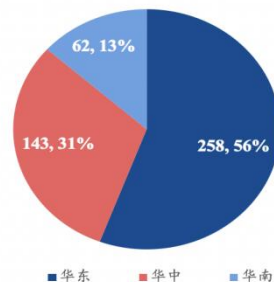
门店整合已基本到位，净开店有望回到正数区间。2021 年收购贝贝熊以来，公司积极推进整合，2022 至 2024Q1-Q3 相继关闭门店 85 家、43 家、45 家，其中 2022-2023 年分别关闭贝贝熊 57 家、31 家，同时新开门店 30 家、41 家、39 家，至 2024 年 9 月末，公司合计门店数 463 家，其中华东/华南/华中期末门店数分别为 258/62/143 家。后续来看，华东、华南区域净开店节奏预计持续恢复，同时华中经营不佳门店批量关闭已逐步接近尾声，公司线下门店数有望逐步回归稳中有升通道。

图 26、公司期末门店数及同比



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 27、公司 2024 年 9 月末门店分区域数目（家）及占比（%）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

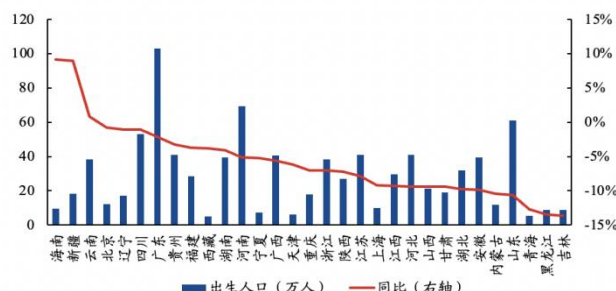
表 8、分地区开关店情况

区域	2019			2020			2021			2022			2023			2024Q1-Q3		
	新开	关闭	净开	新开	关闭	净开	新开	关闭	净开	新开	关闭	净开	新开	关闭	净开	新开	关闭	净开
华东	59	16	43	29	27	2	32	31	1	10	30	-20	16	15	1	21	16	5
华南	11	0	11	4	8	-4	8	4	4	6	5	1	7	2	5	6	3	3
华中	3	1	2	0	5	-5	10	13	-3	14	50	-36	18	26	-8	12	26	-14
合计	73	17	56	33	40	-7	50	48	2	30	85	-55	41	43	-2	39	45	-6

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

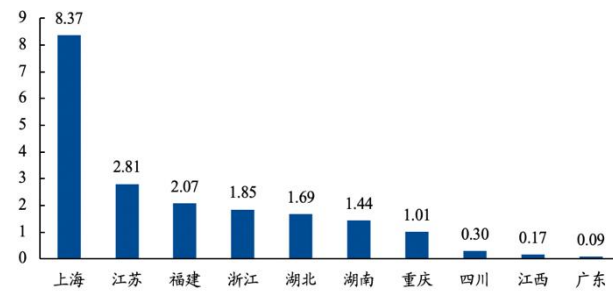
广东、四川等省市出口人数排名前列，门店尚存较大加密空间。2023 年广东、河南、山东、四川等省市出生人口位于前列，其中广东、四川出生人口同比降幅相对较小，呈低个位数，公司门店较多分布的湖北、上海、江西、江苏、浙江出生人口相对有所收敛。门店密度来看，上海门店密度最高，即 2023 年 1 万出生人口对应 8 家门店，其次为江苏、福建（2 家门店以上），而出生人口较多的四川、广东等 2023 年 1 万出生人口对应仅有不到 0.5 家门店布局，后续门店加密空间充足。

图 28、2023 年我国主要省市出生人口及同比



资料来源：中国统计年鉴，兴业证券经济与金融研究院整理

图 29、公司布局主要省市门店密度（家/万出生人口-2023）



资料来源：公司官网，中国统计年鉴，兴业证券经济与金融研究院整理

聚焦更小店型打造，提升单位经营效率。2022 年以来，公司新开门店面积有所减少，为 300-450 平左右，聚集小而美单店打造，推动单坪产出效率提升。至 2024 年 9 月末，公司单店面积均值为 492 平方米。

图 30、公司单店面积及同比



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

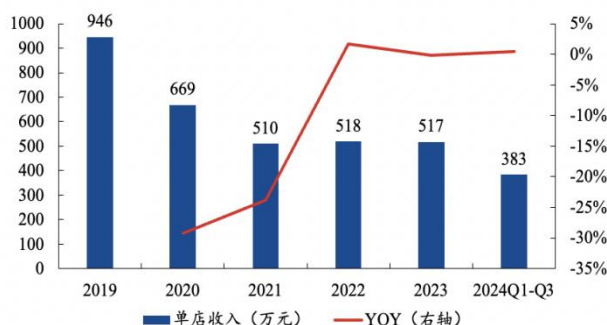
图 31、公司新开及关闭门店单店平均面积



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

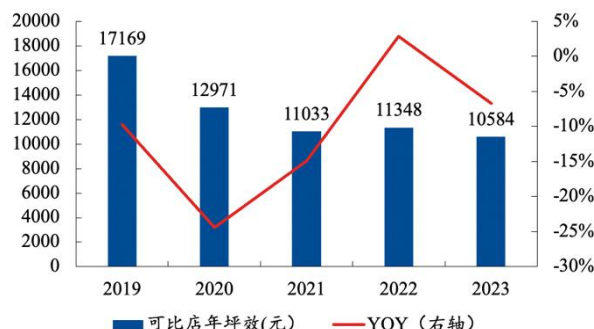
店效逐步企稳，新店效率提升。单店收入来看，2021 年收购贝贝熊后，公司整体店效有所下滑，后不断推进门店整合及优化工作，至 2023 年及 2024Q1-Q3，单店收入显示已逐步企稳回升。同时坪效来看，可比门店坪效仍处调整之中，而整体门店坪效实现逐步上行，对应新店效率有所提升，公司优化运作具备成效。

图 32、单店收入及其 YOY



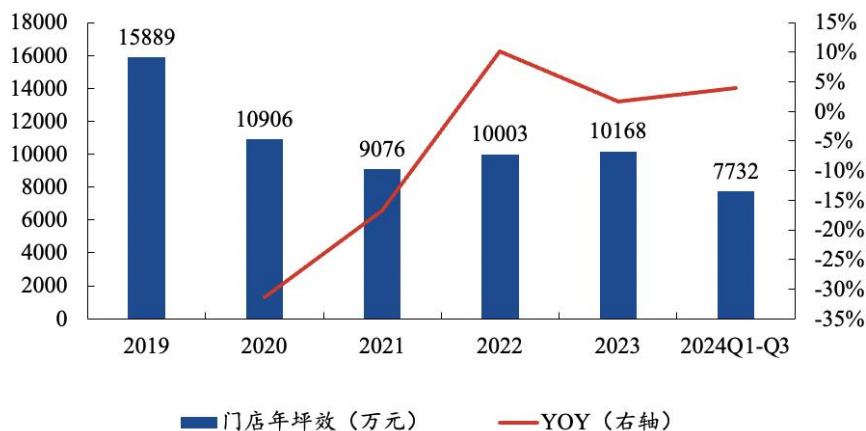
资料来源：Wind、公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 33、可比店年坪效及其 YOY



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 34、门店坪效及其 YOY



资料来源：Wind、公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

聚焦自有品牌打造，推动产品毛利改善。公司研发团队根据客户消费习惯、产品定位以及母婴消费市场的变化趋势，推出了一系列旗下独家产品，包括合兰仕营养食品及保健食品系列、多优纸尿裤及纸品系列、怡比及 Cucutas 的服装系列、亲蓓洗护用品及清洁用品系列等，覆盖不同母婴需求以及泛母婴家庭的消费场景，获得了市场的认可及消费者的广泛好评。同时营销方侧，公司结合各主要公域平台进行直播，利用抖音、小红书等社交媒体平台提升品牌声量，带动旗下品牌的全国性销售。2023 年，旗下品牌迈入全渠道多品牌的 3.0 新时代，销售收入占自有渠道销售收入的比例已提升至 13%。公司未来目标逐步提高自有品牌销售占比，对应门店产品及毛利结构有望得到改善。

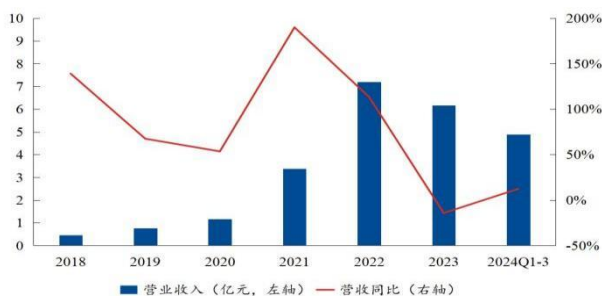
图 35、爱婴室旗下自有品牌矩阵

	关键营养，健康成长 保健食品、营养食品、儿童零辅食
	有多爱，有多优 纸尿裤及纸品
	初生，即美好 婴幼儿服装系列（内、外服）
	亲蓓呵护，全家守护 洗护用品及清洁用品
	科学育儿，适龄玩 婴幼儿成长益智类玩具

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

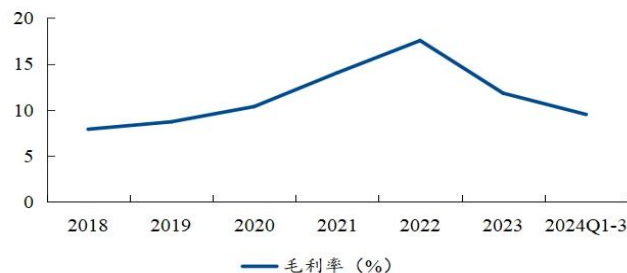
线上平台全域覆盖，新电商渠道发展势头良好。2024Q1-Q3 公司电子商务业态实现营业收入 4.88 亿元，同比增加 12.32%，为旗下增长最快业态之一。公司在公域及私域进行双轨双驱并向销售，一方面大力拓展公域平台，100%全覆盖天猫、京东、拼多多、考拉、唯品会等主流第三方货架电商平台，开展代运营业务；同时持续运营抖音、小红书等各类内容电商平台，通过直播、短视频、本地生活等形式推广优质内容和丰富活动吸引客户，抖音平台粉丝量累计已破 10 万；并入驻美团、饿了么、京东到家等 O2O 新零售平台，满足消费者日益增长的线上即时购物需求。另一方面，结合母婴行业的特性，通过自营 APP、微商城、微盟到家等平台为门店业务发展赋能，并利用企业微信开展社群运营挖掘私域流量，持续输出高品质内容与营销信息，精准实现拉新和复购。

图 36、2018-2024Q3 爱婴室电商营收



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 37、2018-2024Q3 爱婴室电商业态毛利率 (%)



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

3. 携手万代南梦宫，切入潮玩新赛道

3.1. 万代南梦宫，日本动漫 IP 巨头，海外市场加速布局

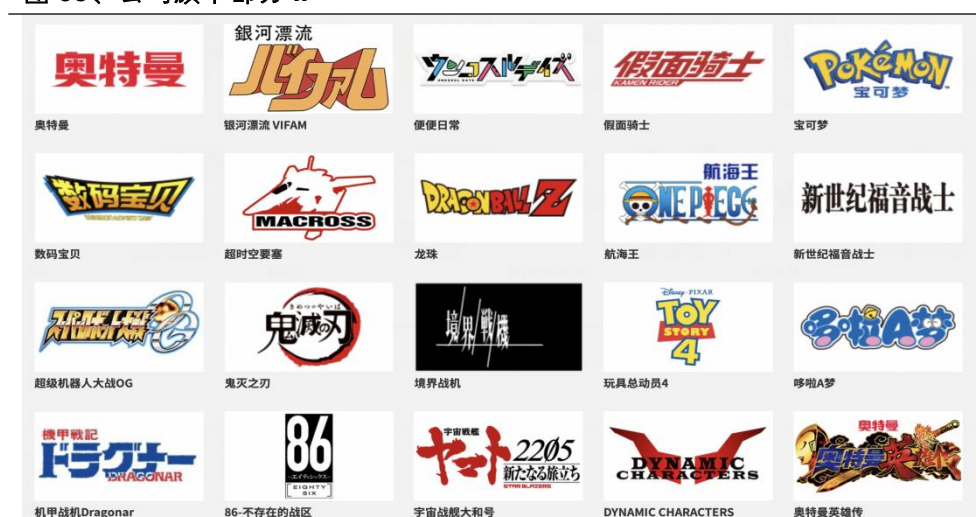
万代南梦宫，日本动漫 IP 巨头，业绩增长韧性十足。万代南梦宫控股公司是一家领先的综合性娱乐公司，成立于 2005 年 9 月 29 日，由日本玩具制造商万代（Bandai）和游戏开发商南梦宫（Namco）合并而成。旗下业务涵盖电子游戏、玩具、动画、主题公园等娱乐产品的开发、销售和运营，拥有高达、航海王、龙珠、火影忍者、奥特曼、假面骑士等 400 余个 IP。2018 年 4 月-2024 年 3 月，公司营业收入/归母净利润复合增速分别达 7%/10%。2024 年 3 月至 2024 年 12 月，公司营业收入/归母净利润增长 24%/113%，具备坚实的增长韧性。

表 9、万代南梦宫近年收入及业绩情况

	2018/04- 2019/03	2019/04- 2020/03	2020/04- 2021/03	2021/04- 2022/03	2022/04- 2023/03	2023/04- 2024/03	2024/03- 2024/12
营收 (十亿日元)	732	724	741	889	990	1050	956
YOY	8%	-1%	2%	20%	11%	6%	24%
归母净利润 (十亿日元)	63	58	49	93	90	101	129
YOY	17%	-9%	-15%	90%	-3%	12%	113%
毛利率	36%	36%	38%	40%	37%	35%	41%
净利率	9%	8%	7%	10%	9%	10%	13%
ROE 摊薄	15%	13%	10%	16%	14%	15%	16%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 38、公司旗下部分 IP



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

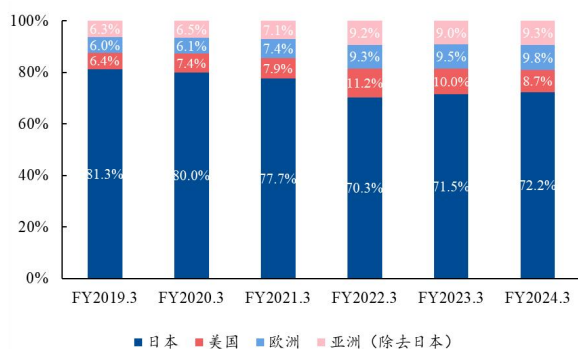
“IP 轴战略”推动海外市场布局持续扩张,万代目标 2025 年海外销售比例达 35%，远期达 50%。2018 年，万代提出“IP 轴战略”，主要包括 IP x Fan、IP x Value、IP x World 三大方向。该战略旨在充分发挥 IP 的世界观和特性，在最恰当的时机，将最恰当的商品、服务提供给最恰当的地域，实现 IP 的价值最大化。在此战略指引下，公司持续推动海外扩张。截至 2024 年 3 月，集团海外销售占比为 27.8%，2025 年目标提升至 35%，并尽快进一步增长至 50%。

图 39、万代南梦宫重点战略及 IP 轴展览示例



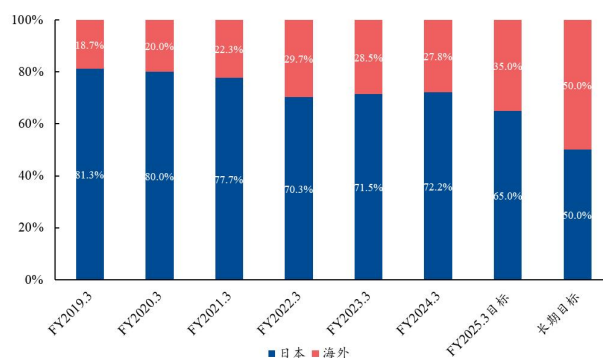
资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 40、分区域销售收入占比



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 41、日本和海外销售收入占比及未来目标



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

中国成为“IP 轴战略”战略重点布局区域。为强化“IP 轴战略”战略，日本万代南梦宫控股公司于 2017 年 12 月 13 日在上海成立独资区域性管理公司——万代南梦宫（中国）投资有限公司，用于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。万代南梦宫（中国）投资有限公司旗下有三家子公司：分别为负责移动游戏等互联网娱乐业务以及面向中国市场提供 IP 周边等玩具商品的万代南梦宫（上海）娱乐有限公司、负责游乐设施运营的万代南梦宫（上海）游乐有限公司、负责高达立像的建设和综合管理的日昇（上海）品牌管理有限公司。

表 10、万代南梦宫（中国）子公司主营业务

子公司	主营业务
万代南梦宫(上海)娱乐有限公司	1) 数字娱乐：挖掘中国国内有潜力的 IP 作品进行游戏化；研发优秀的原创游戏，并进行泛娱乐运作。 2) 玩具娱乐：玩具、手办、拼装模型、扭蛋、卡片、食玩、服饰、日用品等商品的企划、开发、制造和销售。 3) 经营战略：IP 授权、引进和制作业务。
万代南梦宫(上海)游乐有限公司	2019 年 5 月成立，致力于为消费者打造超乎想象的娱乐体验场所，融合网络与实体、虚拟与现实、创造无界限的游乐世界。具体包括：1) 游戏机器企划、生产、贩卖；2) “太鼓之达人”中国游戏游艺设备新版项目；3) 设施事业。
日昇(上海)品牌管理有限公司	2019 年 3 月 1 日成立，主要进行实物大自由高达立像的建设和综合管理。

资料来源：万代南梦宫（中国）官网，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2. 强 IP+独家限定+精运营，构筑潮玩赛道竞争力

公司获万代高达基地店经营授权，苏州店成功落地。12 月 20 日，经万代南梦宫（上海）娱乐有限公司授权，由爱婴室旗下上海麦趣乐商业有限公司运营的 THE GUNDAM BASE SATELLITE 苏州店，在苏州中心正式开业。万代主要负责产品供应，爱婴室自万代进货后，相对独立地负责门店运营、铺货等工作。

图 42、苏州高达基地店

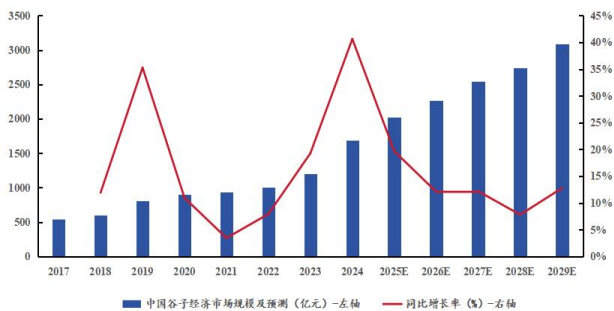


资料来源：全景网，兴业证券经济与金融研究院整理

谷子经济大热，二次元零售品牌加码线下布局。近年得益于相关优秀动漫、漫画、游戏等作品涌现及互联网兴趣社交平台助力，中国谷子经济持续保持高景气运行。2024 年中国谷子经济市场规模预计达 1689 亿元，较 2023 年增长 40.63%，预计

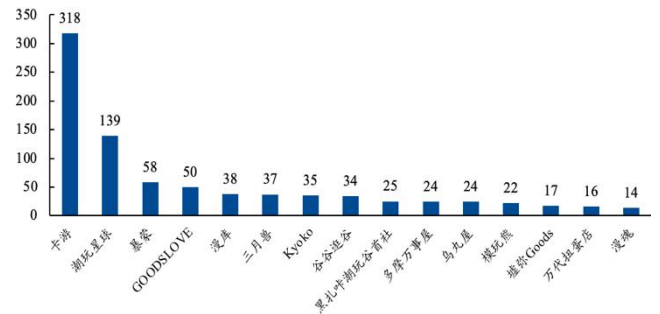
2029 年有望达到 3089 亿元，对应未来 5 年年均复合增长率达 13%。各二次元零售品牌亦加码布局，据雷报的不完全统计，国内布局多家线下门店且具有一定知名度的二次元零售品牌至少有 42 个，累计开出门店 1022 家，并延伸到二三线城市。同时未来 3-4 年，部分品牌仍准备进一步扩展，如三月兽目标自 37 家门店拓展至 150-200 家，对应行业竞争预计逐步加剧。

图 43、中国谷子经济市场规模及预测



资料来源：艾媒咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

图 44、部分二次元零售品牌门店数目（家）



资料来源：雷报，兴业证券经济与金融研究院整理

注：截至 2024 年 11 月 27 日，包含年内预计开业店铺数

我们认为，随着谷子经济步入红海市场，同质化谷子门店将面临较为严峻的竞争威胁，而拥有更强大 IP 或者独家 IP 授权的门店有望行稳致远，“得 IP 者得天下”属性将日渐明显，而这背后依赖于公司强大的供应链渠道和资金实力。

- 与其他谷子或潮玩门店相比，在万代的授权合作下，爱婴室潮玩门店在全球大热 IP 加持下，竞争优势明显。
- 与万代其他经销商相比，爱婴室具备 TOC 零售基因，拿店及运营能力突出，同时作为目前其中唯一一家 A 股主板上市企业，主业稳健，资金流相对充沛，且旗下不存在其他与万代构成直接竞争的自营或授权 IP，推进更深合作具备空间。

强 IP——高达属集团内部头部 IP，2023 财年海外销售规模达 37 亿元（2024/3/29 即期汇率折算），近五年复合增速达 11%。分 IP 销售情况来看，全球范围层面，高达、龙珠、航海王贡献了公司主要的销售体量，2023 财年均达 1000 亿日元以上，其中高达 IP 旗下产品位列全球销售榜首，同时持续保持较高速率渗透，2018 年以来复合增速达 13.28%。海外市场层面，高达属第二大 IP，2023 财年销售额达 37 亿元，近五年复合增速达 11.05%。

表 11、主要 IP 全球销售情况（十亿日元；近五年复合增速排序）

IP 系列	2018/04-2019/03	2019/04-2020/03	2020/04-2021/03	2021/04-2022/03	2022/04-2023/03	2023/04-2024/03	复合增速
航海王	30.4	34.9	38.0	44.1	86.3	112.1	29.82%
奥特曼	6.9	7.8	8.6	16.8	19.5	19.1	22.58%
高达	78.1	78.1	95.0	101.7	131.3	145.7	13.28%
火影忍者	15.8	13.0	214.0	23.0	18.7	25.3	9.87%
龙珠	129.0	134.9	127.4	127.6	144.5	140.6	1.74%
假面骑士	29.3	31.2	28.9	29.5	32.1	31.5	1.46%
面包超人	12.0	9.9	8.7	9.3	9.9	10.1	-3.39%
超级战队	10.2	6.8	5.2	5.0	6.5	6.5	-8.62%
光与美少女	10.3	8.4	6.6	5.8	5.6	6.4	-9.08%
偶活学园	3.0	3.2	20.0	1.9	-	-	-14.12%

资料来源：万代南梦宫财报，兴业证券经济与金融研究院整理

表 12、主要 IP 全球除日本外销售情况（十亿日元；最新完整财年销售规模排序）

IP 系列	2018/04-2019/03	2019/04-2020/03	2020/04-2021/03	2021/04-2022/03	2022/04-2023/03	2023/04-2024/03	复合增速
龙珠	108.6	114.2	112.0	107.9	122.0	117.6	1.61%
高达	45.6	42.4	54.0	57.5	70.8	77.0	11.05%
航海王	24.8	27.0	30.9	34.1	54.4	51.8	15.87%
奥特曼	-	-	-	8.8	10.3	10.8	10.78%
假面骑士	2.0	2.7	4.6	6.7	9.1	8.1	32.28%
面包超人	0.5	0.5	0.4	0.6	0.6	0.7	6.96%
光与美少女	0.2	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	-
超级战队	-	-	-	0.6	0.9	1.1	35.40%

资料来源：万代南梦宫财报，兴业证券经济与金融研究院整理

独家限定——高达基地店专注限定、独家的高达拼装模型销售，较其他渠道货品存在差异性。万代在国内经营门店形式包括有万代魂店、万代卡牌中心店、万代扭蛋店、高达基地店、高达快闪店，其中高达基地店属唯一一个专属运营某一 IP 销售限定款和独家商品，与其他渠道存在一定差异。

表 13、万代在国内主要线下经营门店类型

门店类型	经营内容	国内门店数	门店所处城市
万代魂店	主要系万代品牌产品集合店，展示+销售单价较贵、限量的珍藏版系列成品	1 家	上海
万代卡牌中心店	万代旗下数码宝贝、航海王等卡牌游戏及周边产品	1 家	上海
万代扭蛋店	万代旗下 IP 扭蛋专门店	16 家	上海、广州、北京等
高达基地店	高达拼装限定模型专卖店	5 家直营店+2 家授权店	上海、深圳、北京、重庆、天津、苏州
高达快闪店	高达拼装限定模型快闪店	12 场	苏州、西安、杭州、青岛、武汉、长沙、宁波、合肥、成都等

资料来源：万代南梦宫中国公众号、万代卡牌商品公众号、高达基地官网、高达基地公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

图 45、高达模型分渠道售卖产品存在差异

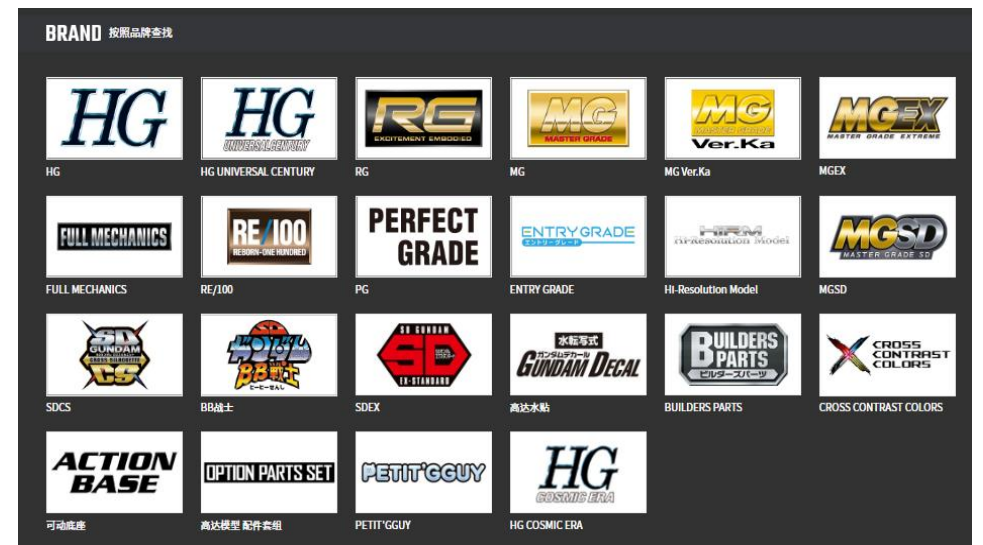


资料来源：bandaihobbysite，兴业证券经济与金融研究院整理

产品矩阵丰富、可玩性高——高达拼装模型源于日本动画，万代旗下拼装模型涉及 22 个品牌，充分满足不同层次玩家需求，件单价多在百元水平以上，复购率高。

- 高达通常是指“机动战士高达”，源于日本动画导演富野由悠季创作、SUNRISE 制作的科幻动画系列《机动战士高达》，其开创了“真实系”机器人动画篇章。自 1979 年首播以来，该系列已成为日本动画史上的经典，并衍生出众多作品，包括漫画、小说和模型等。
- 高达基地店主要销售产品依托于高达系列动画原型，并基于不同规格型号、拼装模式及难易程度延伸出 22 个品牌系列，包括入门+Q 版化的 SDEX、SDBB 战士、SDCS，入门徒手拼装的 EG，入门还原度较高且模型阵容最为丰富的 HG，内外细节较好的 RG、MG，及相对顶配的 PG，另有 FM、RE、HIRM 等更多特型及玩法的品牌，满足不同层次玩家需求。从商品件单价来看，高达基地店入门系列较受欢迎的 HG 价格在 129-329 元左右，进阶系列的 RG、MG 价格在 229-1279 元左右，件单价水平整体较高，同时多数模型拼装耗时在 10 个小时以内，对应复购率亦有望达到较高水平。

图 46、高达模型产品矩阵丰富



资料来源：bandaihobbysite，兴业证券经济与金融研究院整理

表 14、高达模型主要产品系列一览

系列	适合年龄	成品高度	基地店主要价格区间	简介
	15 岁以上	约 300mm	1529-2129 元	高达模型里价格最高、体积相对较大的一个系列，拥有最接近真实骨架的细节及优秀的外甲展开结构。
	15 岁以上	约 180mm	339-1279 元	外甲细节丰富、同时得益于比例的扩大，内部结构亦是做到极致。
  				适合 15 岁以上，约 180mm FM：注重机械感； RE：基本无内构； HIRM：直接提供成品骨架，只需覆盖外甲。
	15 岁以上	约 125mm	229-1019 元	万代重点产品。外甲细节丰富、同时具备完整骨架内构，可动性很强，性价比较高。



12 岁以上 约 125mm 129-329 元

新手入门较受欢迎系列。商品阵容数量最为丰富，该规格能够较为完整还原动画高达外型，而又省略了内部机械结构，属规格更高的入门系列。



12 岁以上 约 125mm 59、89、109 元

最适合新手的高达模型。所有零件都采用了按压式水口，可实现免工具徒手拼装。



适合 8 岁以上，约 80mm
59-259 元
适合新手和青少年入门，非正常比例，Q 版化设计，拼装简单。

资料来源：高达基地官网，少数派公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

高达基地店国内共有 3 家经销商，数量上已较为合理，“一城一店”模式下经销商间竞争压力实际亦较小。“IP 轴战略”指引下，万代开启国内授权业务，国内的经销商主要有瑞华行、迅合行、新创华、凯知乐、爱婴室等。其中高达 IP 方面，瑞华行拥有高达模型的授权，凯知乐、爱婴室及重庆门店经销商拥有高达基地店的授权。高达基地店近年加快布局国内市场，其中超一线城市以直营模式经营，一线及以下城市则予经销商经营。同时高达基地店各家经销商参考“一城一店”模式运营，就潜在城市布点而言，目前 3 家经销商体量已较为合理；同时布局城市在与万代协商确定后，各经销商不存在直接竞争关系。

与上述经销商相比，爱婴室具备以下优势：1）运营能力与 IP 零售经验：爱婴室线下布局渠道广泛，TOC 门店运管经验丰富，此前助力万代落成长沙、合肥核心购物中心快闪店，验证了其强大的线下门店及 IP 运作能力；2）经销商中唯一 A 股票主板上市公司，主业稳健，拓店现金流具备支撑；3）旗下不存在其他与万代构成直接竞争的自营或授权 IP，对于万代而言更能专注自身品牌的维护。

表 15、万代国内主要经销商

经销商	成立时间	代理品牌	销售渠道
瑞华行	1994 年	是一家拥有 30 年销售经验的玩具代理公司，主要代理一些著名的国际玩具品牌，包括万代（高达模型、宝可梦、龙珠、假面骑士、万代奥特曼等）、多美、MOOSE，MGA 及银辉等。集团总公司香港瑞华行是香港最大的玩具代理商之一，业务遍布中国大陆、港澳以及东南亚地区。	广东瑞华行在北上广深四个一线城市拥有自营专柜 70 多家。另外，广东瑞华行亦以地区代理形式透过 100 多个经销商把商品销售至不同城市及通路；同时也与一些大型连锁店合作，包括玩具反斗城(Toys R Us)、山姆会员店(Sam's Club)、泡泡玛特(POP MART)、大潮玩(TOP TOYS)、X11、KKV、杂木社、凯蓝等。
灵动创想	2009 年	专注于公司原创及国际顶级动漫 IP 的文化创意产品开发，代理有万代（假面骑士、宝可梦、面包超人等）、TAKARA TOMY、蜡笔小新、名侦探柯南、哪吒 2 等。	覆盖国内线上线下超 10 万家销售网点，合作伙伴包括三福、KKV、TOP TOYS、杂木社、The Green Paryt、山姆、孩子王、永辉超市、罗森等。
迅合行	2016 年	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 年开始于国内开设连锁式门店。代理品牌有万代（假面骑士、万代奥特曼、数码宝贝、鬼灭之刃等）、BANPRESTO、MegaHouse、孩之宝、多美等。	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+。
新创华	2002 年	公司目前代理万代（奥特曼、假面骑士、面包超人、超级战队）、机动奥特曼、名侦探柯南、初音未来、新世纪福音战士、犬夜叉、托列夫、打工熊、恐龙特急克塞号和中国原创 IP“上海女孩”等海内外多个著名动漫 IP。	线上及线下有部分布局，授权偏多。
凯知乐	2001 年	凯知乐是中国领先的玩具品牌运营商，合作了众多一线知名品牌，如乐高、万代（高达基地店）、LOL surprise、森贝儿、银辉、小泰克、多美等。	截至 2024 年 6 月 30 日，535 家自营零售点，其中自营零售店 145 家、390 个百货专柜。

资料来源：各公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

表 16、国内高达基地门店情况

形式	门店	开业时间
万代直营	上海高达基地正大广场店	2018 年 8 月 25 日
	上海高达基地金桥啦啦宝都店	2021 年 4 月 28 日
	深圳益田假日广场店	2022 年 10 月 29 日
	北京高达基地王府井银泰 in88 店	2024 年 5 月 17 日

授权凯知乐	天津高达基地 SATELLITE 南开大悦城店	2023 年 5 月 19 日
授权爱婴室	苏州高达基地 SATELLITE 苏州店	2024 年 12 月 20 日
授权店	重庆高达基地 SATELLITE 重庆店	2025 年 1 月 10 日
快闪店	苏州	2020 年 10 月 1 日-2020 年 12 月 31 日
	北京	2022 年 10 月 1 日-2022 年 10 月 31 日
	西安	2022 年 10 月 1 日-2022 年 10 月 31 日
	深圳	2020 年 11 月 19 日-2020 年 12 月 27 日
	杭州	2022 年 12 月 2 日-2023 年 1 月 2 日
	重庆	2023 年 4 月 28 日-2023 年 6 月 1 日
	青岛	2023 年 7 月 21 日-2023 年 8 月 20 日
	武汉	2023 年 9 月 28 日-2023 年 11 月 5 日
	长沙	2024 年 4 月 30 日-2024 年 6 月 2 日
	宁波	2024 年 6 月 28 日-2024 年 8 月 18 日
	合肥	2024 年 7 月 20 日-2024 年 8 月 23 日
	成都	2024 年 9 月 27 日-2024 年 11 月 3 日

资料来源：高达基地官网、高达基地公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

3.3. 基地店+通贩店市场空间充足，助力再造一个主业

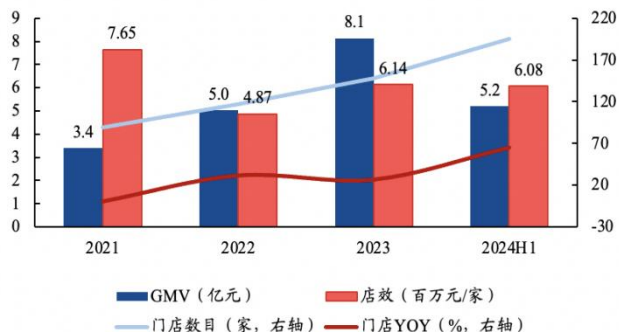
公司高达基地店市场空间测算：1）收入侧：考虑到高达基地店的主要受众及单店覆盖范围，后续零售授权商扩店省市预计主要聚焦新一线及前列的二线城市间，对应 20~30 家，其中爱婴室考虑到其在华东及华中区域深耕多年，且作为经销商中唯一 A 股主板上市公司，对应区域零售运营经验丰富、资金及投资意愿相对充足，中期基地店份额有望达 10~15 家；单店营收水平来看，参考对应客群次元文化更深的百联 ZX 2024 年单店店效水平 1049 万元，考虑到其中还存在客单价相对较低的餐饮、卡牌、徽章等业态及商品，而高达基地店商品单价多在 300 元及其以上，对应店效水平有望达到 1500~3000 万元；据此测算，中短期的高达基地店对应营收规模可达 1.5~4.5 亿元；**2）净利侧：**参考市场谷子店的盈利水平，预计高达基地店净利率在 15%~25% 之间，对应中期的高达基地店净利润可达 0.23~1.1 亿元，对比公司低个位数的净利水平，带来显著增厚的盈利水平。

更进一步，万代旗下还存在万代通贩店、其他 IP 授权等内容，伴随高达基地店的持续扩展及双方合作的进一步加深，公司在潮玩业务布局有望进一步扩张，同时兼备先发优势，想象空间充足。

万代通贩店可参考 TOP TOY 经营情况，TOP TOY 2024 年 6 月末门店数目达 195 家，门店面积 200 平+，2024H1 店效达 600 万元。TOP TOY 为名创优品旗下专注于潮流玩具的集合品牌，产品涵盖盲盒、积木、手办、拼装高达、娃娃模型、潮流玩具、合金车等八大核心品类。其与迪士尼、漫威、三丽鸥、高达等数百个国内外知名 IP 均有达成合作。在其成立之初，万代旗下部分拼装模型、高达系列等知名 IP 潮玩产品均有在店内销售，同时亦有在门店开展模型课程教学。截至 2024 年 6 月末，TOP TOY 旗下直营及合伙人店数目合计达 195 家，门店平均面积在 200 平以上，门店总 GMV 达 5.2 亿元，年化后店效 608 万元。

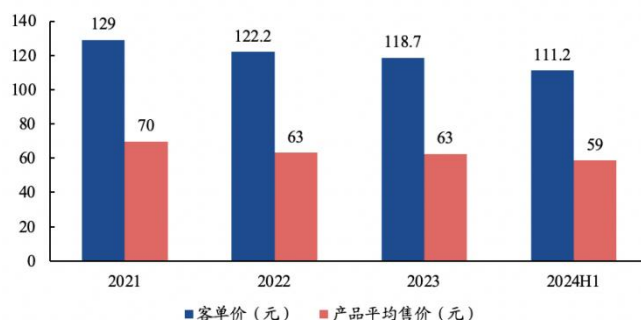
门店内销售产品均价在 60 元左右，客单价在 110-120 元左右，相比于万代旗下较为热门的龙珠系列、航海王系列产品件单价稍低一些。

图 47、TOP TOY GMV 及店效情况



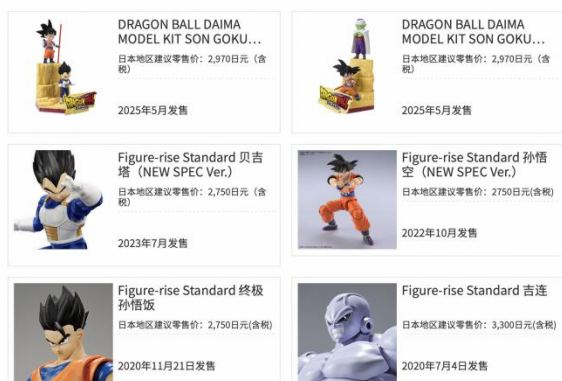
资料来源：名创优品公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：2024 年店效为年化值

图 48、TOP TOY 客单价及产品均价



资料来源：名创优品公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 49、万代龙珠系列拼装模型价格在 100 元左右



资料来源：bandaihobbysite，兴业证券经济与金融研究院整理

图 50、万代航海王系列拼装模型价格在 100 元左右



资料来源：bandaihobbysite，兴业证券经济与金融研究院整理

公司万代通贩店市场空间测算：1) 收入侧，参考 TOP TOY 店效水平，万代通贩店面预计在 50~100 平方米左右，较 TOP TOY 预计略小一些，但考虑到万代通贩件单价较高，同时作为万代授权拼装模型，旗下均为日本动漫热门 IP，外部竞争较小，客户粘性更强，对应店效规模有望在 400-600 万元。门店布局上，预计聚焦一、二线城市，对应 60 家左右。同时拉长周期看，通贩店所售商品 IP 丰富，具备更大规模玩家群体支持，后续有望实现一城多店，达到 80~100 家，分别对应收入潜在空间在 2.4~3.6 亿元、3.2~6 亿元；2) 净利侧：相对高达基地店，旗下商品 IP 及品类更为丰富，对应 SKU 变化更多，管理成本更高，假设净利率 12% 左右，对应净利潜在空间分别为 0.29~0.43 亿元、0.38 亿元~0.72 亿元。

图 51、高达基地店收入规模敏感性分析

销售额 (亿元)	店效水平 (万元/家)			
门店数目 (家)	1500	2000	2500	3000
8	1.2	1.6	2.0	2.4
10	1.5	2.0	2.5	3.0
15	2.3	3.0	3.8	4.5
20	3.0	4.0	5.0	6.0
22	3.3	4.4	5.5	6.6

资料来源：兴业证券经济与金融研究院测算

图 52、高达基地店净利润规模敏感性分析

净利润 (亿元)	净利率					
收入规模 (亿元)	13%	15%	20%	22%	25%	
1.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	
1.5	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	
2.3	0.3	0.3	0.5	0.5	0.6	
3.8	0.5	0.6	0.8	0.8	0.9	
4.5	0.6	0.7	0.9	1.0	1.1	
6.0	0.8	0.9	1.2	1.3	1.5	

资料来源：兴业证券经济与金融研究院测算

图 53、万代通贩店收入规模敏感性分析

销售额 (亿元)	店效水平 (万元/家)			
门店数目 (家)	400	500	600	700
20	0.8	1.0	1.2	1.4
40	1.6	2.0	2.4	2.8
60	2.4	3.0	3.6	4.2
80	3.2	4.0	4.8	5.6
100	4.0	5.0	6.0	7.0

资料来源：兴业证券经济与金融研究院测算

图 54、万代通贩店净利润规模敏感性分析

净利润 (亿元)	净利率					
收入规模 (亿元)	10%	12%	15%	18%	20%	
0.8	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	
2.0	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4	
3.0	0.3	0.4	0.5	0.5	0.6	
4.2	0.4	0.5	0.6	0.8	0.8	
4.0	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8	
5.0	0.5	0.6	0.8	0.9	1.0	
7.0	0.7	0.8	1.1	1.3	1.4	
8.0	0.8	1.0	1.2	1.4	1.6	

资料来源：兴业证券经济与金融研究院测算

4. 盈利预测

我们预计公司 24-26 年实现营收 34.5/37.1/40.7 亿元，同比分别增长 3.5%/7.6%/9.7%，实现归母净利润 1.09 /1.26/1.58 亿元，同比分别增长 4.5%/15.4%/25.0%。

其中，门店销售贡献公司主要营收及毛利，未来在母婴门店扩张+潮玩门店布局下预计逐步释放增长。

- **母婴门店**，前期调整已逐步到位，未来预计重回扩张阶段，假设 24-27 年公司分别净新开门店 15/25/30/30 家，对应净新开门店店效三年内逐步自 300 万提升至 500 万，同时同店保持 1.3% 年均增长，对应 24-27 年贡献收入 24.86/25.71/26.87/28.20 亿元，毛利率预计在自有产品占比提升下逐步增长，对应 24-27 年贡献毛利 6.49/6.73/7.07/7.47 亿元。
- **高达基地店**，2024 年 12 月 20 日苏州门店已然落地，目前经营情况较好，后续拓展加速有望，假设 25-27 年公司分别新开门店 2/4/3 家，自高线城市逐步扩展至相对低线城市，对应平均店效自 2500 万元平衡至 2000 万元，25-27 年贡献营收 0.48/1.05/1.70 亿元，毛利率 50% 下对应贡献毛利 0.24/0.53/0.85 亿元。考虑到相关总部销售管理成本随门店增长逐步摊薄，假设净利率在 20%-21%，25-27 年贡献净利 0.1/0.22/0.37 亿元。
- **万代通贩店**，相比高达基地店更丰富的 IP 系列，更广泛的受众群体，对应城市布局有望加宽加密，假设 25-27 年分别新开门店 15/20/25 家，店效 500 万元，对应贡献营收 0.40/1.25/2.38 亿元，毛利率 38% 下贡献毛利

0.15/0.48/0.90 亿元。假设净利率在 10%-12%，25-27 年贡献净利 0.04/0.14/0.27 亿元。

电子商务侧，各主流、新兴电商平台及私域渠道预计持续开拓，保持相对景气渗透。预计 24-26 年 6.9/7.7/8.6 亿元，毛利率在 AI 等技术加持及平台优化扶持店政策下逐步回升，对应 10.3%/10.8%/11%。

供应商服务、母婴服务、批发、其他业务在主业支撑下，相对保持平稳运行。

表 17、公司门店销售业务收入利润预测

项目	2024E	2025E	2026E	2027E
母婴门店				
同店（亿元）	24.64	25.19	26.04	27.22
净新开门店（家）	15	25	30	30
净新开门店首年店效（亿元/家）	0.03	0.03	0.03	0.03
净新开门店次年店效（亿元/家）	0.04	0.04	0.04	0.04
净新开门店稳态店效（亿元/家）	0.05	0.05	0.05	0.05
净新开增量营收（亿元）	0.23	0.52	0.83	0.98
合计营收（亿元）	24.86	25.71	26.87	28.20
毛利率	26.10%	26.20%	26.30%	26.50%
毛利（亿元）	6.49	6.73	7.07	7.47
高达基地店				
店数（家）	0.03	3.00	7.00	10.00
店效（亿元/家）	0.25	0.24	0.21	0.20
营收（亿元）	0.01	0.48	1.05	1.70
毛利率	50%	50%	50%	50%
毛利（亿元）	0.00	0.24	0.53	0.85
净利率	19%	20%	21%	22%
净利（亿元）	0.00	0.10	0.22	0.37
万代通贩店				
店数（家）		15	35	60
店效（亿元/家）		0.05	0.05	0.05
营收（亿元）		0.40	1.25	2.38
毛利率		38%	38%	38%
毛利（亿元）		0.15	0.48	0.90
净利率		10%	11%	12%
净利（亿元）		0.04	0.14	0.27
合计				
合计营收（亿元）	24.87	26.59	29.17	32.27
增长率%	2.13%	6.90%	9.73%	10.63%
毛利率	26.11%	26.81%	27.65%	28.58%
合计毛利润（亿元）	6.49	7.13	8.07	9.22

资料来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院整理

表 18、公司分业务收入利润预测（亿元）

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
门店销售					
收入	25.85	24.32	24.87	26.59	29.17
增长率%	24.30%	-5.90%	2.26%	6.90%	9.73%
毛利率	26.33%	26.44%	26.11%	26.81%	27.65%
电子商务					
收入	7.20	6.17	6.90	7.70	8.60
增长率%	113.27%	-14.33%	11.81%	11.59%	11.69%
毛利率	17.55%	11.82%	10.30%	10.80%	11.00%
供应商服务					
收入		2.25	2.20	2.30	2.40
增长率%		5.15%	-2.19%	4.55%	4.35%
毛利率		89.19%	90.00%	90.00%	90.00%
母婴服务					
收入	0.23	0.23	0.23	0.24	0.25
增长率%	26.58%	3.85%	-1.86%	4.35%	4.17%
毛利率	14.22%	20.57%	18.00%	19.00%	20.00%
批发					
收入	0.53	0.11	0.02	0.02	0.02
增长率%	164.82%	-78.30%	-82.60%	0.00%	0.00%
毛利率	5.31%	16.04%	23.00%	23.00%	23.00%
其他					
收入		0.22	0.25	0.25	0.25
增长率%		-10.65%	11.93%	0.00%	0.00%
毛利率		99.06%	99.00%	99.00%	99.00%
合计					
收入	36.19	33.32	34.47	37.10	40.69
增长率%	36.46%	-7.95%	3.47%	7.61%	9.70%
毛利率	28.54%	28.38%	27.49%	27.84%	28.20%

资料来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

除净利增厚外，参考其他潮玩可比公司 2025E 估值平均水平 41 倍，潮玩业务亦有望为公司带来显著估值提升。

表 19、公司潮玩业务可比公司估值情况

代码	证券简称	总市值(亿元)	市盈率 PE		
			TTM	2024E	2025E
9992.HK	泡泡玛特	1,442	93	54	39
0325.HK	布鲁可	218	-	5377	25
002292.SZ	奥飞娱乐	140	168	811	75
7832.T	万代南梦宫	1,597		45	26

均值	131	1572	41
----	-----	------	----

资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

注：为 2025/3/10 日收盘数据

5. 风险提示

- 1) **出生人口不及预期**，若对应生育政策提振不及预期，出生人口在结婚率走低、生育率下行形势中，或面临进一步下滑的风险，对应公司主业母婴业务存在整体需求走弱、门店拓展受限的可能。
- 2) **潮玩业务推进不及预期**，如高达基地店门店选址要求较高，可能存在暂时没有合适铺位而致使门店拓展延迟的风险；另万代通贩店，对应 IP、SKU 较为丰富，此前在国内未有先例，对应市场分析、门店打磨、选品运营等均需要深研，可能存在相关实践推进较慢、门店培育观察较长，致使拓展不及预期的风险。
- 3) **行业竞争加剧风险**，母婴行业集中度较低，潮玩行业近年头部玩家加速布局，后续对应业务版块存在竞争加剧的可能，致使店效、毛利率等指标走低，公司业绩受损。

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1664	1932	2219	2410
货币资金	479	340	856	1015
交易性金融资产	0	400	150	151
应收票据及应收账款	87	89	95	102
预付款项	157	157	167	181
存货	803	799	804	813
其他	138	146	147	149
非流动资产	887	700	567	592
长期股权投资	21	21	21	21
固定资产	126	118	113	111
在建工程	0	0	0	0
无形资产	140	126	112	98
商誉	136	136	136	136
其他	465	300	186	226
资产总计	2551	2632	2786	3002
流动负债	1134	1164	1208	1274
短期借款	295	300	298	301
应付票据及应付账款	446	465	498	544
其他	393	398	411	429
非流动负债	235	242	272	322
长期借款	0	0	0	0
其他	235	242	272	322
负债合计	1369	1406	1480	1596
股本	141	139	139	139
未分配利润	638	680	728	788
少数股东权益	44	55	68	85
股东权益合计	1182	1226	1306	1407
负债及权益合计	2551	2632	2786	3002

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
归母净利润	105	109	126	158
折旧和摊销	224	211	220	96
营运资金的变动	64	29	25	32
经营活动产生现金流量	398	355	377	295
资本支出	-27	-14	-49	-70
长期投资	-22	-395	253	0
投资活动产生现金流量	-22	-405	192	-91
债权融资	-12	8	28	53
股权融资	2	0	0	0
融资活动产生现金流量	-280	-89	-53	-45
现金净变动	96	-139	516	159

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	3332	3447	3710	4069
营业成本	2386	2499	2677	2922
税金及附加	14	14	15	16
销售费用	693	703	753	822
管理费用	112	109	115	122
研发费用	0	0	0	0
财务费用	34	16	18	15
投资收益	27	24	22	24
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-1	0	0	0
资产减值损失	-3	1	0	0
营业利润	138	154	178	224
营业外收支	6	0	0	0
利润总额	143	154	178	224
所得税	27	34	39	49
净利润	116	121	140	174
少数股东损益	11	11	13	17
归属母公司净利润	105	109	126	158
EPS(元)	0.76	0.79	0.91	1.14

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业总收入增长率	-8.0%	3.5%	7.6%	9.7%
营业利润增长率	5.3%	12.0%	15.5%	25.3%
归母净利润增长率	21.8%	4.5%	15.4%	25.0%
盈利能力				
毛利率	28.4%	27.5%	27.8%	28.2%
归母净利率	3.1%	3.2%	3.4%	3.9%
ROE	9.2%	9.3%	10.2%	11.9%
偿债能力				
资产负债率	53.7%	53.4%	53.1%	53.1%
流动比率	1.47	1.66	1.84	1.89
速动比率	0.52	0.73	0.93	1.02
营运能力				
资产周转率	126.0%	133.0%	136.9%	140.6%
每股资料(元)				
每股收益	0.76	0.79	0.91	1.14
每股经营现金	2.87	2.57	2.72	2.13
估值比率(倍)				
PE	30.2	28.8	25.0	20.0
PB	2.8	2.7	2.6	2.4

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
	行业评级	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
		推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可升可跌，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、意见及推测不一致的报告；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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn