

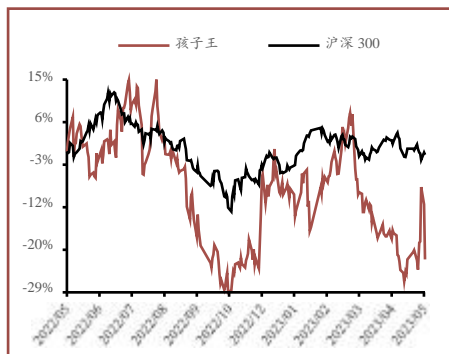
单客经济标杆，平台业务拓宽成长空间

证券研究报告

投资评级:增持(维持)
核心观点

基本数据	2023-05-16
收盘价(元)	10.90
流通股本(亿股)	6.23
每股净资产(元)	2.69
总股本(亿股)	11.12

最近 12 月市场表现



分析师 于健

 SAC 证书编号: S0160522060001
 yujian@ctsec.com

分析师 李跃博

 SAC 证书编号: S0160521120003
 liyb@ctsec.com

相关报告

1. 《22 年盈利短期承压，23 全年业绩修复可期》 2023-04-28

母婴行业仍有结构性机会。 1) 三孩配套政策相继出炉有望减缓出生率下滑趋势; 2) 低线城市仍有空间, 低线城市生育意愿高于一线城市且消费升级明显; 3) 消费升级取代人口红利成为行业增长主要驱动力, 16-22 年母婴市场规模 CAGR 为 10.16%, 而人口出生率从 13.57‰ 下降到 6.77‰, 在消费升级驱动下, 25 年行业规模有望达 4.68 万亿元; 4) 行业供给侧出清明显, 疫情期间母婴店从 25 万家下降至 20 万家左右, 垂类电商逐步退出市场, 给龙头整合行业、提升市占率带来机遇。

开创单客经济模式，全渠道+数字化+育儿顾问构筑护城河。 1) 公司前瞻性开创单客经济模式, 截至 22 年 12 月末, 累计会员人数超 6,000 万人, 会员贡献母婴商品销售收入 96% 以上, 黑金会员超 95 万人, 客单是普通会员的 13 倍左右; 2) 深耕大店模式, 通过“商品+服务+社交”满足消费者一站式需求, 单店面积 2,500 平以上, 在行业内独树一帜, 同时公司打造全渠道营销网络, 全场景触达消费者; 3) 高研发投入搭建数字化系统, 精准洞察用户需求, 提升商品周转效率; 4) 近 6000 名育儿顾问担任营养师、母婴护理师等角色, 与顾客建立起良好的信任关系和情感基础, 形成“互动产生情感—情感产生黏性—黏性带来高产值会员—高产值会员口碑影响潜在消费会员”的单客经济模型。

巩固渠道+用户服务端核心优势，市占率有望进一步提升。 渠道端: 供给侧出清给公司渠道扩张、整合行业带来空间。公司未来 3 年拟新增 169 家门店, 进驻华北、华南等地空白市场, 完善线下零售终端的网络布局; 同时公司未来或有望完成区域整合实现全国性布局。服务端: 一方面, 公司依靠数字化系统及仓储物流体系优势, 把握即时零售发展机遇, 目前已经在近 200 个城市实现了 5 公里 2 小时达, 用户服务进一步优化; 另一方面, 公司近期基于开源模型, 结合公司在母婴垂直领域的知识库自主训练 KidsGPT, 预计主要应用在社群场景, 解答用户孕产、育儿方面的问题, 育儿顾问则有更多精力聚焦在到家服务以及用户交互功能上, 有望进一步提升用户体验, 增强用户粘性。

发力本地生活平台，拓宽进一步成长的空间。 公司发力母婴本地生活平台, 挖掘同城异业盟军, 共建“资源银行”, 实现相互引流赋能, 目前已覆盖产后护理、月嫂、亲子摄影、亲子游乐、早教启蒙等多项业务, 延长用户生命周期的同时有望打开利润增量空间。

投资建议: 孩子王为母婴零售龙头企业, 以“经营客户关系”为旨的单客经济模式领先行业。在核心优势继续巩固、业务边界逐步拓宽之下, 公司基于会员制的服务变现有望超预期。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 3.0/4.4/5.3 亿元, 对应 PE46.4/31.9/26.4X, 给予“增持”评级。

⚠ **风险提示：**人口出生率下降超预期；经济增速不及预期；门店扩张及培育效果不及预期。

盈利预测：

[Table_FinchinaSimple]	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9049	8520	10257	11788	13364
收入增长率(%)	8.30	-5.84	20.39	14.92	13.37
归母净利润(百万元)	202	122	300	435	527
净利润增长率(%)	-48.44	-39.44	145.54	45.22	21.10
EPS(元/股)	0.20	0.11	0.27	0.39	0.47
PE	82.25	115.42	46.36	31.93	26.36
ROE(%)	7.08	4.12	9.19	11.78	12.48
PB	6.35	4.86	4.26	3.76	3.29

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

内容目录

1	孩子王：母婴零售行业龙头.....	6
1.1	公司概况：深耕行业十余年，首创“商品+服务+社交”大店模式.....	6
1.2	股权结构：股权集中，管理团队经验丰富.....	6
1.3	财务状况：收入规模稳步扩张，疫情下盈利能力暂时承压.....	7
2	行业：消费升级驱动行业扩容，龙头市占率有望提升.....	9
2.1	母婴行业万亿级市场，消费升级取代人口红利成为发展主要驱动力.....	9
2.2	竞争格局分散，供给侧出清下龙头市占率有望提升.....	12
3	核心优势：全场景触达+数字化赋能，成就单客经济引领者.....	14
3.1	首创“商品+服务+社交”运营模式，深挖会员价值.....	15
3.2	打造全渠道营销网络，全场景触达消费者.....	17
3.3	数字化投入+仓储体系建设奠定发展基石.....	19
4	未来看点：巩固核心优势，本地生活业务打开增长空间.....	21
4.1	供给侧出清下市占率有望提升，对标优势市场坪效仍有提高空间.....	21
4.2	发力本地生活服务，打造母婴生态圈.....	22
4.3	自有品牌发力，带动利润提升.....	23
4.4	把握即时零售发展机遇.....	24
4.5	研发 KidsGPT，提升用户体验.....	24
5	投资建议.....	25
6	风险提示.....	26

图表目录

图 1. 公司发展历程.....	6
图 2. 公司股权结构.....	6
图 3. 公司营收及增速（亿元）.....	8
图 4. 分业务营收（亿元）.....	8
图 5. 2017-2022 公司综合毛利率及分业务毛利率.....	8
图 6. 公司期间费用率.....	9
图 7. 公司归母净利润及增速（亿元）.....	9
图 8. 母婴行业市场规模（万亿元）.....	9

图 9. 我国出生人口数（万人）及出生率（%）	9
图 10. 90 后成为母婴人群主力军，21 年占比 60.6%	11
图 11. 21 年母婴人群学历分布	11
图 12. 20 年不同代际人群母婴消费占家庭收入比重	11
图 13. 21 年母婴消费相对于上一年的变化	11
图 14. 一二线及下沉市场出生人口占比	12
图 15. 不同级别城市各价位段奶粉销售额增速	12
图 16. 母婴消费线上线下占比	12
图 17. 母婴行业渠道细分	12
图 18. 母婴电商融资数量（笔）	13
图 19. 蜜芽停牌公告	13
图 20. 全国样本门店年均营业额分布（万元）	13
图 21. 全国样本门店年均营业面积分布	13
图 22. 全国样本门店月均单店销售额（万元）	14
图 23. 全国样本门店毛利率	14
图 24. 公司商业模式	15
图 25. “商品+服务+社交”运营模式	15
图 26. 公司会员人数（万人）	17
图 27. 公司黑金会员人数（万人）	17
图 28. 公司渠道模式	18
图 29. 公司线下门店数量（个）	18
图 30. 22 年线下各区域销售占比	18
图 31. 22 年各大区门店数量（个）	18
图 32. 线上销售收入（亿元）及占比	18
图 33. 公司研发费用（亿元）及费用率	19
图 34. 公司数字化系统	19
图 35. 公司仓储体系	20
图 36. 爱婴室与孩子王存货周转天数对比	21
图 37. 公司门店坪效（元/平方米）	22
图 38. 公司门店店效（万元）	22
图 39. 孩子王 APP 本地生活板块	23
图 40. 本地生活业务有望延长用户生命周期	23
图 41. 公司自有品牌旗舰店	24

表 1. 公司核心成员简介.....	7
表 2. 2022 年限制性股票激励第一类限制性股票实施方案.....	7
表 3. 地方性三胎配套政策.....	10
表 4. 21 年各地区出生率 (%)	11
表 5. 主要母婴连锁店情况.....	14
表 6. 会员闭环管理体系.....	16
表 7. 黑金卡会员权益.....	17
表 8. 公司平台服务收费标准.....	22
表 9. 公司收入预测 (百万元)	25
表 10. 可比公司估值表.....	26

1 孩子王：母婴零售行业龙头

1.1 公司概况：深耕行业十余年，首创“商品+服务+社交”大店模式

孩子王是一家以数字化为基石、经营顾客关系为宗旨的母婴商品及服务的提供商。公司于 2009 年成立，创新性采用“商品+服务+社交”的大店模式，开店集中在大型购物中心内，为消费者提供丰富的商品品类、儿童游乐场所以及配套母婴服务，立足于为准妈妈及 0-14 岁婴童提供一站式购物及全方位成长服务，通过“数字化+人性化服务”，深度挖掘客户需求，通过大量场景互动，建立高粘度客户基础，开创了以会员关系为核心资产的单客经营模式。经过十余年沉淀，已发展成为中国母婴行业的领导品牌。

图 1.公司发展历程



数据来源：公司官网，公司公告，财通证券研究所

1.2 股权结构：股权集中，管理团队经验丰富

创始人及一致行动人持股 40.71%。创始人汪建国为公司实际控制人，通过其全资持有的江苏博思达及其一致行动人南京千妙诺、南京子泉直接和间接持有公司 40.71% 的股权。其余持股方多为明星战略投资股东，高瓴资本通过 HCM 持有孩子王 10.67% 的股份，为最大的机构投资者；华平投资通过 Coral Root 持有公司 6.06% 的股份；腾讯持有公司 1.66% 的股份。

图 2.公司股权结构



数据来源：公司公告，财通证券研究所（数据截止 22 年底）

创始人创业经验丰富，核心成员资历深厚。创始人兼董事长汪建国曾一手创立江苏五星电器，五星电器被百思买收购后，汪建国又成功创立了孩子王、汇通达、好享家等企业，其中汇通达已在港交所上市。创始人具有深厚的管理经验及零售行业资源，其他管理成员均在各自领域深耕多年，运营经验丰富。

表 1. 公司核心成员简介

姓名	职务	简介
汪建国	董事长、创始人	曾任江苏五星电器董事长兼总裁、美国百思买集团亚太区副总裁，现任五星控股集团董事长
徐卫红	董事、总经理	曾任五星电器市场总监、总裁助理
沈晖	董事、副总经理及财务总监	曾任五星电器青岛分公司财务总监助理
吴涛	董事、副总经理	曾任力联集团总裁办公室主任、五星电器总裁办公室副主任
何辉	董事、副总经理及技术总监	曾任上海盛大网络总监、上海智奥一号店研发总监、董事，易迅京东上海研究院负责人
曹伟	董事	曾任波士顿咨询咨询顾问、美国华平投资集团执行董事、高瓴雅礼（北京）投资咨询董事、总经理及合伙人

数据来源：公司招股书，财通证券研究所

实施股权激励，调动员工积极性。为绑定员工利益，激发组织活力，公司于 2022 年 10 月通过了股权激励计划，授予第一类限制性股票 2404.45 万股，占公告时股本总额的 2.21%，每股价格 5.42 元，激励对象为财务总监蔡博、董秘侍光磊及 372 位骨干人员。本次股权激励考核目标为以 22 年为基数，23-25 年净利润增速分别不低于 50%/80%/120%。

表 2. 2022 年限制性股票激励第一类限制性股票实施方案

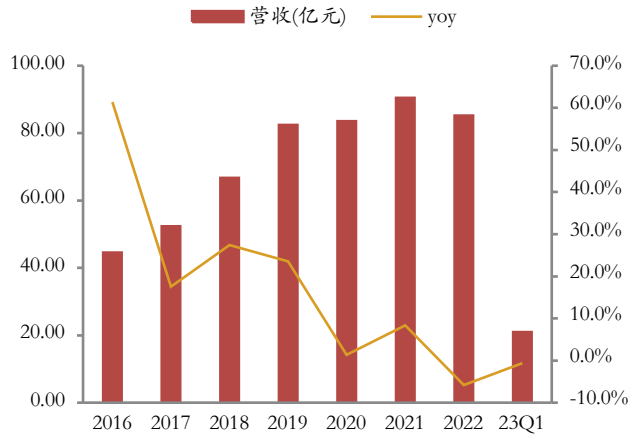
授予日期	2022 年 11 月 16 日		
授予数量	第一类限制性股票授予数量 2,404.45 万股，约占本激励计划公告时股本总额的 2.21%		
授予对象	蔡博：公司董事，副总经理，财务总监，占总股本 0.05% 侍光磊：副总经理，董事会秘书，占总股本 0.05% 核心骨干：372 人，占总股本 2.12%		
授予价格	5.42 元/股		
解除限售安排	解除限售安排	业绩考核目标	解除限售比例
	第一个解除限售期	以 2022 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 50%；	40%
	第二个解除限售期	以 2022 年净利润为基数，2024 年净利润增长率不低于 80%；	30%
	第三个解除限售期	以 2022 年净利润为基数，2025 年净利润增长率不低于 120%。	30%

数据来源：公司公告，财通证券研究所

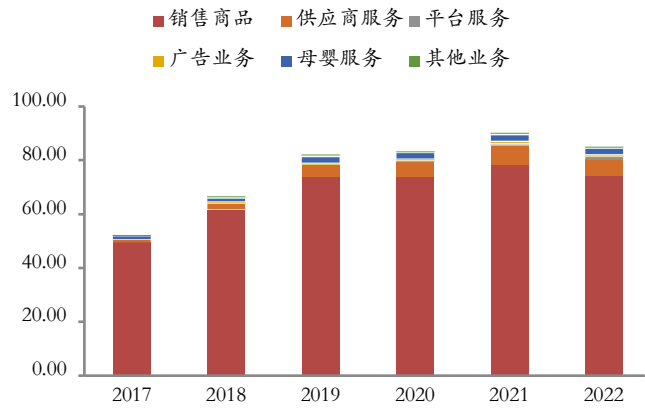
1.3 财务状况：收入规模稳步扩张，疫情下盈利能力暂时承压

商品销售是营收主要来源，供应商服务占比逐步提升。17-22 年公司营收从 52.35 亿元增长至 85.20 亿元，CAGR 达 10.2%，23 年 Q1 营收同比下滑 0.62% 至 20.96 亿元。分业务来看，商品销售是营收的主要来源，占营收比重从 17 年的 94.6% 下

降到 22 年的 87.0%；母婴服务占比从 2.4% 提升至 3.0%；供应商服务占比从 2.0% 提升至 7.1%；为进一步打造母婴产业生态体系，20 年公司开拓平台服务业务，22 年收入占比为 1.3%。

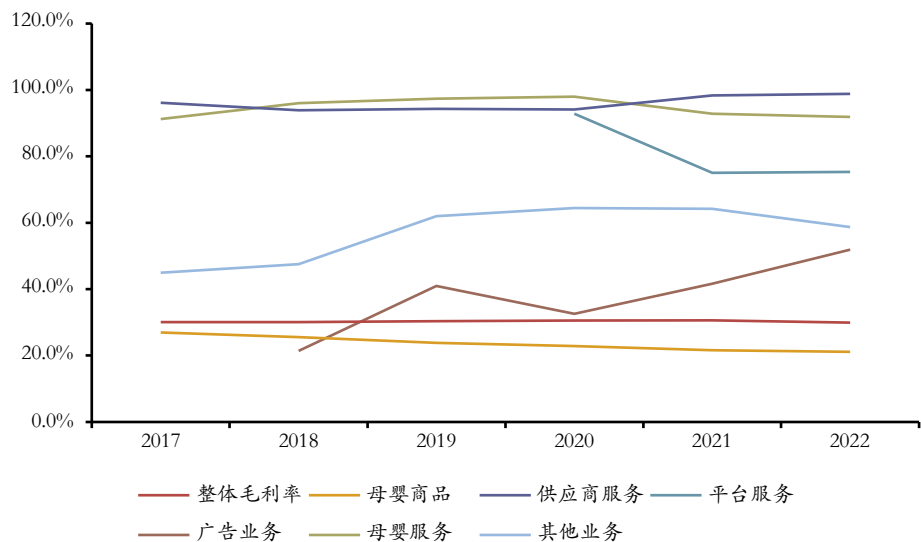
图 3. 公司营收及增速 (亿元)


数据来源：Wind，财通证券研究所

图 4. 分业务营收 (亿元)


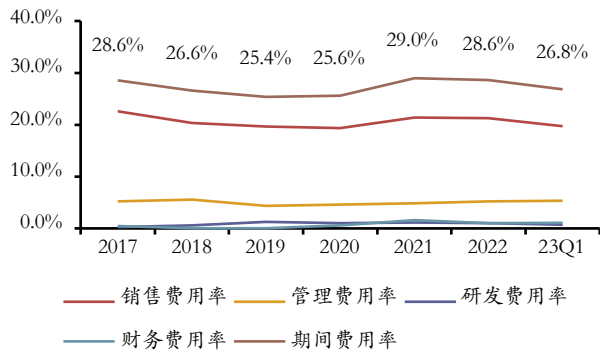
数据来源：Wind，财通证券研究所

毛利率稳定，门店培育期叠加疫情影响短期拖累业绩表现。2017-2022 公司毛利率稳定保持在 30% 左右，供应商服务及母婴服务毛利率高达 90%+，服务类业务占比提升有望带动综合毛利率上行。近几年公司期间费用率下行，但公司渠道为购物中心直营大店，疫情以来受到到店客流下滑影响，叠加新开店爬坡期各项运营成本增加导致盈利能力有所下滑。

图 5. 2017-2022 公司综合毛利率及分业务毛利率


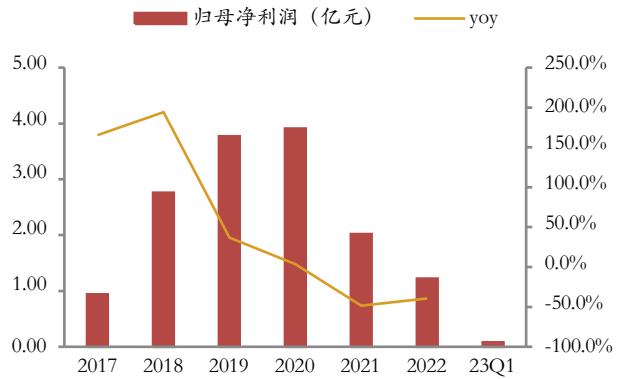
数据来源：Wind，财通证券研究所

图 6.公司期间费用率



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图 7.公司归母净利润及增速 (亿元)



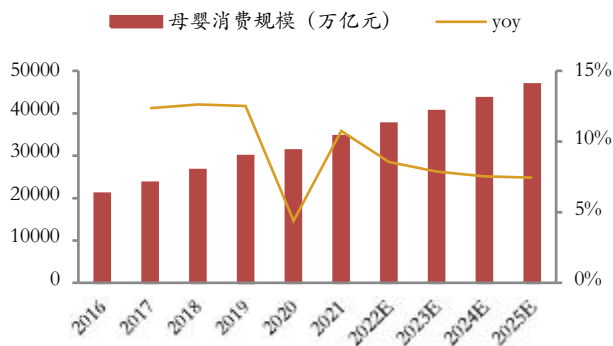
数据来源: Wind, 财通证券研究所 (图中未显示 23Q1 同比, 系 22Q1 归母净利润为-0.32 亿元)

2 行业：消费升级驱动行业扩容，龙头市占率有望提升

2.1 母婴行业万亿级市场，消费升级取代人口红利成为发展主要驱动力

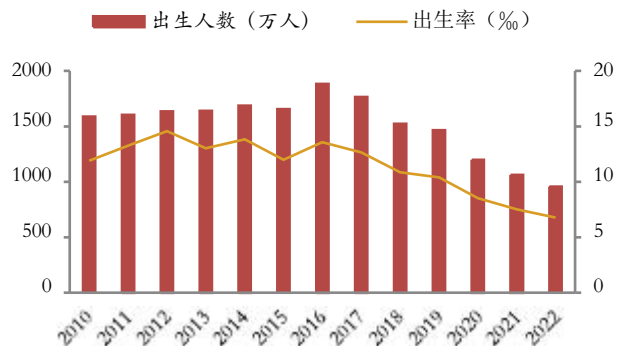
母婴市场规模稳步增长，预计 2025 年将达 4.68 万亿元。根据艾瑞咨询，16-21 年我国母婴行业规模从 2.10 万亿元上升到 3.46 万亿元，CAGR 为 9.3%，预计 2025 年将达 4.68 万亿元。按消费性质划分，根据罗兰贝格，母婴市场中母婴商品及服务占比各半。

图 8.母婴行业市场规模 (万亿元)



数据来源: 艾瑞咨询, 财通证券研究所

图 9.我国出生人口数 (万人) 及出生率 (%)



数据来源: Wind, 财通证券研究所

人口红利逐步减退，出生率持续走低。2010 年至 2014 年，我国新生儿人口数量持续上升，2016 年，在“全面二孩”政策促进下当年人口出生率达到 13.57%，出生人数达到 1,883 万人，为近 10 年峰值。近年来受育龄妇女人数持续减少、生育观念转变以及育儿成本提高等多方面的影响，出生人口和出生率持续下滑，2022 年我国人口出生率 6.77%，较 2021 年下降 0.75pct，出生人口 956 万，较 2021 年减少 106 万。

三孩配套支持政策陆续出台下出生率下滑趋势有望得到缓解。21 年《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》发布，做出实施三孩政策的重大决定，此后各地区配套措施相继出炉，从就业环境、经济补助、住房、生育假、个税减免等多方面配合三孩政策，降低生育成本，为生育三孩创造友好环境，出生率下滑趋势有望减缓。

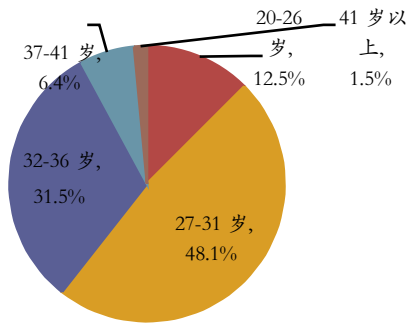
表 3.地方性三胎配套政策

领域	地区	内容
住房	杭州市	符合条件的三孩家庭，在本市限购范围内限购的住房套数增加 1 套；在报名参加新建商品住房公开摇号销售时，参照“无房家庭”优先摇号。
	长春市	对生育、抚养二孩、三孩的公积金缴存职工家庭，首次申请公积金贷款“二孩家庭”贷款额度可在单笔贷款最高额度基础上提高 10 万元；“三孩家庭”贷款额度可在单笔贷款最高额度基础上提高 20 万元。
医疗保险	济南市	居民医保参保人员住院分娩医疗费医保实行定额支付，标准为 3000 元。职工生育保险参保人员住院分娩医疗费医保政策范围内报销比例为 100%。
	常州市	参保人员在二级及以下医疗机构住院分娩期间发生的医疗费用，符合生育保险规定的，由生育保险基金全额支付。
育儿假	天津市	符合法律、法规规定生育子女的夫妻，女方在享受国家规定的生育假（产假）的基础上增加生育假（产假）六十日，男方享受十五日的陪产假；符合法律、法规规定生育子女的夫妻，在子女三周岁以下期间，用人单位每年给予夫妻双方各十日的育儿假；
	上海市	生育假由三十天延长到六十天；符合法律法规规定生育的夫妻，在其子女年满三周岁之前，双方每年可以享受育儿假各五天。育儿假期间的工资，按照本人正常出勤应得的工资发给。
	北京市	除享受国家规定的产假外，享受生育奖励假 30 天，其配偶享受陪产假 15 天。女职工经所在机关、企业事业单位、社会团体和其他组织同意，可以再增加假期一至三个月。
养育补贴	深圳市	生育第三个子女的，三年累计拟发放补贴 19000 元。
	攀枝花市	对按政策生育二孩、三孩的攀枝花户籍家庭，每月每孩发放 500 元育儿补贴金，直至孩子 3 岁。

数据来源：央广网，澎湃新闻，天津市人民政府，上海市卫健委，财通证券研究所

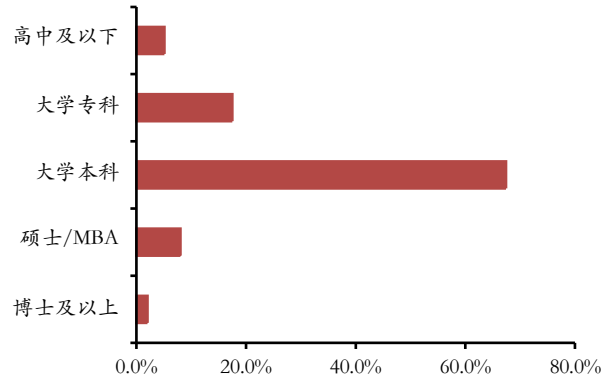
消费升级成为母婴行业增长的主要驱动力。近年来我国家庭结构的变化以及新生代家长群体的更迭使得我国传统育儿观念发生了重大变化。一方面，我国现代家庭已形成“4 个老人+2 个父母+1 个小孩”的“漏斗式”结构，家庭规模较以往缩小，再加上家庭整体消费能力的提升，每户家庭愿意将更多的收入投入到婴幼儿上。另一方面，90 后成为主流的母婴消费者，良好的受教育水平以及较宽的信息获取渠道使得新生代家长群体 1) 更注重母婴商品的质量和消费体验；2) 注重科学育儿，对育儿指导、教育服务的需求持续上升。根据尼尔森数据，20 年母婴家庭月均在母婴方面的花销约为 5200 元，占家庭月收入比例近三成，根据艾瑞咨询数据，21 年 56.7%的消费者在母婴方面的消费额有所增长，在母婴消费升级驱动下，单个家庭母婴消费金额有望进一步提升。

图 10.90 后成为母婴人群主力军，21 年占比 60.6%



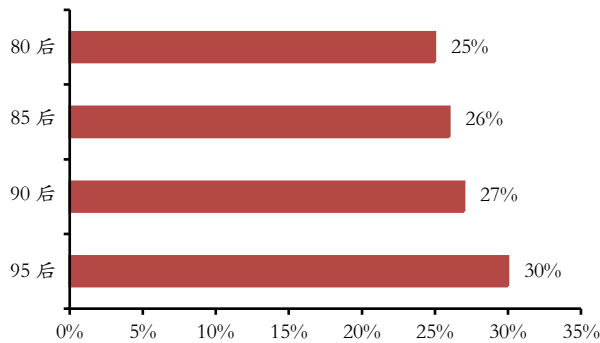
数据来源：艾瑞咨询，财通证券研究所

图 11.21 年母婴人群学历分布



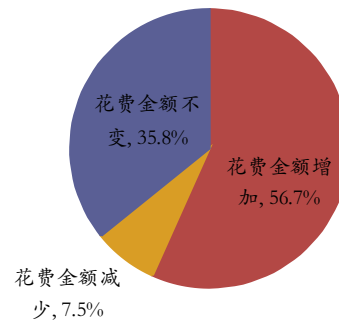
数据来源：艾瑞咨询，财通证券研究所

图 12.20 年不同代际人群母婴消费占家庭收入比重



数据来源：艾瑞咨询，财通证券研究所

图 13.21 年母婴消费相对于上一年的变化



数据来源：艾瑞咨询，财通证券研究所

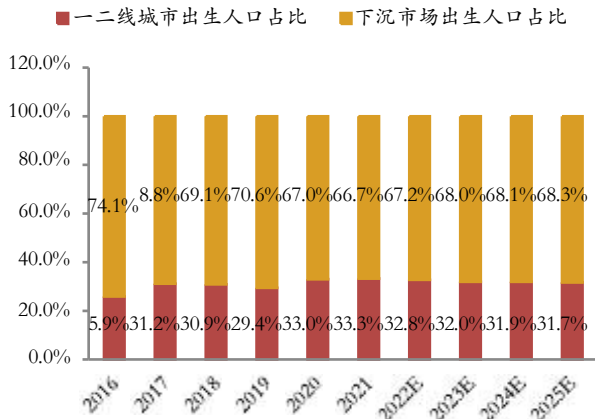
下沉市场生育意愿强于一二线城市且消费升级趋势明显，带来结构性机会。21 年下沉市场出生人口占比 66.7%，宁夏、贵州、青海地区出生率超过 10%，远超全国平均水平，由于育儿成本较低，低线城市居民生育意愿或强于一二线城市。同时近年来低线城市消费升级明显，根据尼尔森数据，2021 年 6 月至 2022 年 6 月期间，高端及超高端奶粉在低线城市母婴店销售额涨幅喜人。

表 4.21 年各地区出生率（‰）

地区	出生率	地区	出生率
全国	7.52	江西	8.34
北京	6.35	宁夏	11.62
天津	5.3	青海	11.22
上海	4.67	甘肃	9.68
重庆	6.49	陕西	7.89
四川	6.85	贵州	12.17
江苏	5.65	云南	9.35
浙江	6.9	海南	9.74

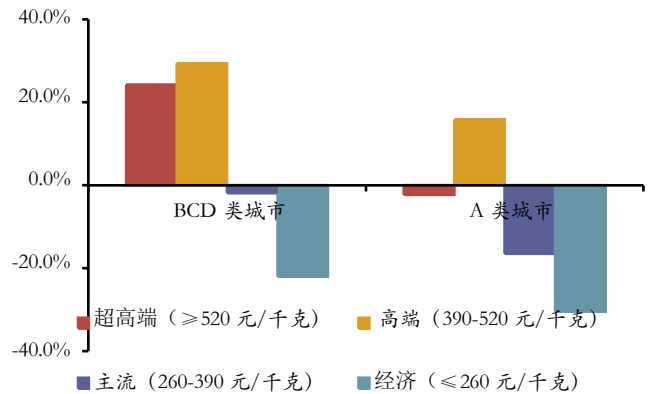
数据来源：央广网，财通证券研究所

图 14.一二线及下沉市场出生人口占比



数据来源：艾瑞咨询，财通证券研究所

图 15.不同级别城市各价位段奶粉销售额增速

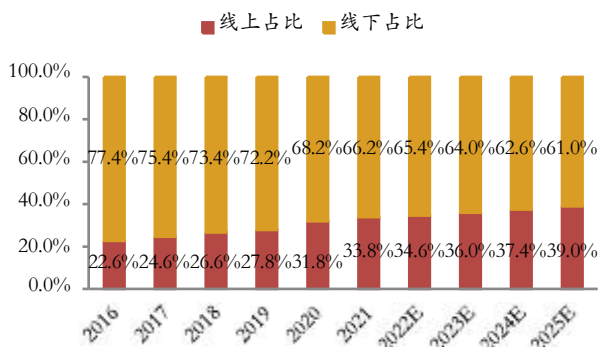


数据来源：尼尔森，财通证券研究所

2.2 竞争格局分散，供给侧出清下龙头市占率有望提升

行业参与者众多，线下依然为主要渠道。母婴零售行业进入门槛较低，行业内线上线下参与者众多。根据艾瑞咨询，2021年母婴线下消费占比达66.2%，母婴连锁、商超是主要销售渠道。随着消费者消费习惯的改变、加之受疫情影响，母婴人群逐步向线上转移，据艾瑞咨询，预计到2025年中国母婴线上消费规模占比将达到39.0%。但母婴行业本身存在一定特殊性，低价并不是消费者最大的诉求，电商的价格优势作用有所弱化，而线下商品具有品牌和渠道的双重背书、可以直接体验，有着线上不可替代的优势。同时在线下渠道中，母婴连锁门店可以一站式购物、可以提供专业育儿咨询以及其他母婴服务，是传统商超卖场难以实现的，因此未来发展潜力更大。

图 16.母婴消费线上线下占比



数据来源：艾瑞咨询，财通证券研究所

图 17.母婴行业渠道细分



数据来源：艾瑞咨询，财通证券研究所

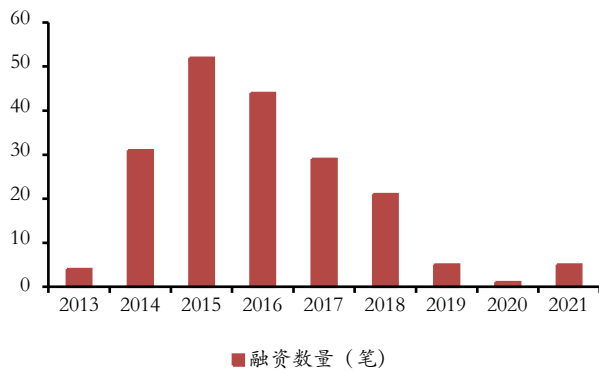
线上：垂类电商造血能力不足，资本退潮后逐步退出市场。2010-2015年是母婴电商的井喷时期，亚马逊、京东、淘宝、当当、苏宁先后上线了母婴频道，红孩子、蜜芽、宝宝树、贝贝网等接连受到资本垂青。而近年来垂类电商集体遇冷，逐步退出市场，主要是因为：

1) 新生代父母崇尚科学养娃，习惯聚集在以经验分享为主的母婴内容平台上获取相关信息，催生了一批像宝宝树、辣妈帮这样的社区内容电商，后来抖音、快手、小红书等新媒体平台崛起，直播带货、短视频推广等方式对垂类电商造成冲击；

2) 垂类电商的模式主要是在资本加持下通过爆品策略（主要是奶粉、纸尿裤等核心品类）引流，再借助运营手段带来转化，但在母婴商品品类中，除奶粉、纸尿裤，其他品类的复购率较低，难以形成用户留存，平台自我造血能力不足；

3) 母婴电商用户群体较小且生命周期短，需要持续投入广告吸引新用户，在流量成本高企的背景下，对外部融资的依赖度较高。

图 18.母婴电商融资数量（笔）



数据来源：网经社，财通证券研究所

图 19.蜜芽停服公告



数据来源：中国新闻周刊，财通证券研究所

线下：小规模零售商众多，疫情以来供给侧有所出清。线下市场相对分散，除少数龙头企业外，主要为中小型连锁店和个体店。根据母婴大数据研究院针对 6500 家门店做的抽样调查统计，69.1%的门店为年营业额 200 万元以下的中小型母婴店，86.8%的门店营业面积在 300 平以下，22 年前三季度，门店的月均销售额为 15.9 万元 (-6.3%)，毛利率为 23.2% (-1.4pct)。由于中小零售商抗风险能力较弱，疫情以来供给侧有所出清。疫情前全国或有将近 25 万家母婴店，目前剩余 20 万家左右。

图 20.全国样本门店年均营业额分布（万元）

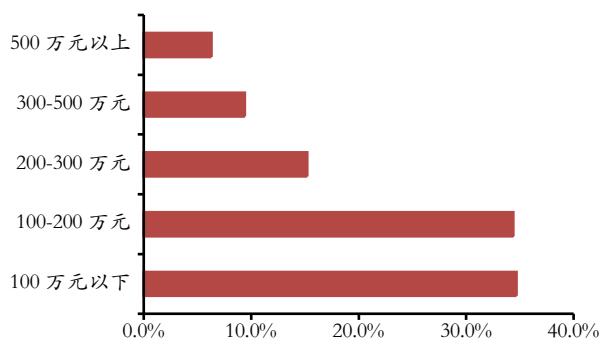
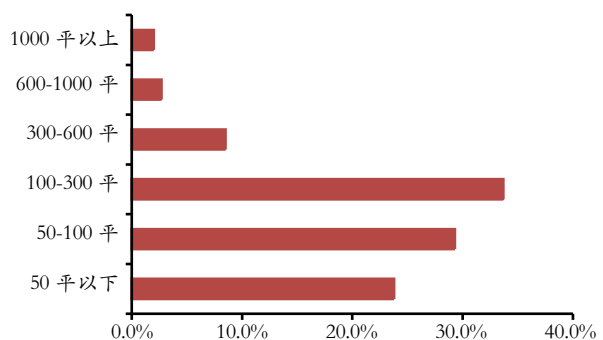
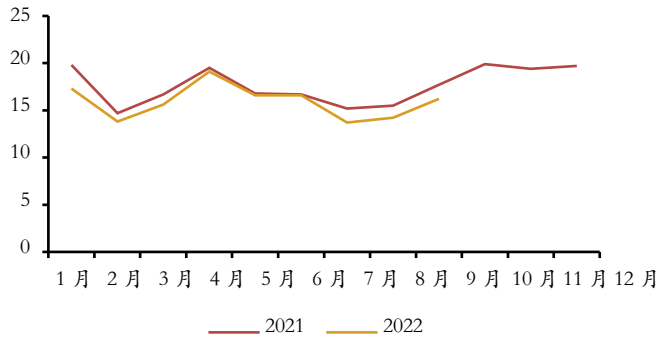
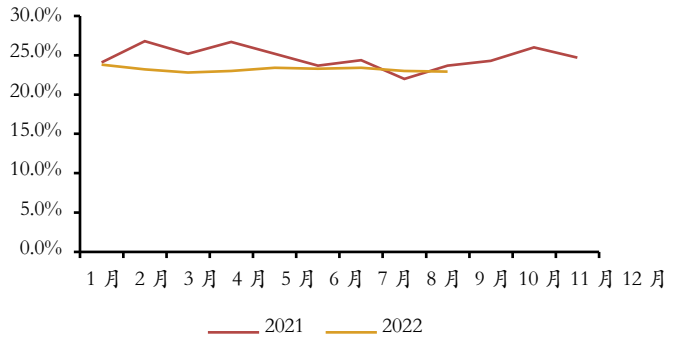


图 21.全国样本门店年均营业面积分布



数据来源：母婴大数据研究院，财通证券研究所

数据来源：母婴大数据研究院，财通证券研究所

图 22.全国样本门店月均单店销售额（万元）

图 23.全国样本门店毛利率


数据来源：母婴大数据研究院，财通证券研究所

数据来源：母婴大数据研究院，财通证券研究所

区域龙头逐步走向全国扩张，孩子王大店模式独树一帜。目前主要的母婴连锁品牌有孩子王、爱婴室、乐友、爱婴岛、丽家宝贝等。其中孩子王、爱婴室盈利能力较强，实力雄厚，主要通过直营模式扩店；乐友、爱婴岛通过开单店面积较小的加盟店实现快速扩张；丽家宝贝目前门店主要集中在京津冀地区。从经营模式上看，孩子王以纯直营模式扩张，对产品和服务的管控力更强，单店面积远超其他品牌，除提供丰富的商品品类外，还提供儿童游乐场及配套母婴服务，可同时满足消费者购物、服务、社交等多重需求。

表 5.主要母婴连锁店情况

公司	成立时间	门店数量	门店面积	区域布局
孩子王	2009	直营 508 家	平均 2500 平，最大超过 7000 平	总部位于南京，覆盖江苏、安徽、四川、湖南、浙江、山东等全国 20 个省（市）
爱婴室	2005	直营 471 家	平均 500 平左右	总部位于上海，上海 89 家/浙江 62 家/江苏 101 家/福建 49 家/重庆 15 家/广东 5 家/湖北 66 家/湖南 65 家/江西 5 家/四川 15 家
乐友	1999	直营+加盟 600+	200-600 平	总部位于北京，覆盖华北、华东、华中、西北、西南等地 150 多个城市
爱婴岛	1998	直营+加盟		总部位于珠海，覆盖华南、华中、华东、西北、西南 157 个城市
丽家宝贝	2003	直营+加盟 76	50-300 平	总部位于北京，北京 63 家/天津 3 家/武汉 1 家/成都 5 家/河

数据来源：各公司官网，孩子王招股书，财通证券研究所（孩子王、爱婴室门店数为截止 22 年底数据，其他品牌为其官网最新数据）

3 核心优势:全场景触达+数字化赋能，成就单客经济引领者

近年来我国母婴消费总量的增长主要来自于消费价值的提高，单客价值成为主要驱动力。10-16 年我国新生儿数量还在上升阶段，但公司自 09 年创立初期即确

立了以“经营顾客关系”为宗旨的新型商业模式，领先行业趋势。公司立足于为准妈妈及 0-14 岁婴童提供一站式购物及全方位成长服务，通过“数字化+育儿顾问”，深度挖掘客户需求，结合全场景的触达，建立高粘度客户基础，开创了以会员关系为核心资产的单客经营模式。

图 24.公司商业模式



数据来源：公司招股书，财通证券研究所

3.1 首创“商品+服务+社交”运营模式，深挖会员价值

采用“商品+服务+社交”模式，满足消费者全方位需求。母婴商品销售业务占公司营收比重 87.0%，是公司的基石业务。母婴商品主要包括零食（奶粉、零食辅食、营养保健）、衣物品（内衣家纺、外服童鞋）、易耗品（纸尿裤、洗护用品）、耐用品（玩具、文教智能、车床椅）等多类产品。公司在提供母婴商品的基础上，以情感为纽带，以线下活动为社交载体，创新性采用“商品+服务+社交”的客户运营模式，通过满足消费者购物、服务、社交多重需求增加客户粘性。

图 25. “商品+服务+社交”运营模式



数据来源：公司招股书，公司公告，财通证券研究所

打造会员闭环管理体系，会员人数持续上升。自成立以来，公司就以“经营顾客关系”为理念，通过多年深入研究会员关系管理，公司建立了对会员的一套完善的闭环管理体系，包括会员获取、会员互动、会员分类、会员增值和会员评估五个方面。经过多年的积累，公司会员人数持续上升，截至2022年12月末，公司会员人数超6000万人，会员贡献收入占公司全部母婴商品销售收入的96%以上。

表 6. 会员闭环管理体系

环节	方式
会员获取	1) 深入门店周边 3-5 公里社区、公园、医院等进行会员互动及拓展； 2) 通过提供礼包、专属育儿顾问等增值服务打造会员的差异化认知； 3) 通过从门店到城市的开拓策略，联合周边异业商户共同合作开发会员； 4) 与供应商联合举办“妈妈班”等互动活动获取新用户； 5) 加强会员的全渠道认知，线上线下相互引流； 6) 与地方卫健委、妇幼保健院合作，通过提供科学内容普及、新手父母训练营等形式获客。
会员互动	围绕 1~6 岁亲子家庭的成长互动需求，结合会员的年龄阶段设计开发了数十个互动产品，打造了一个涵盖孕期教育、科学育儿、趣味游戏、亲子互动、健康比赛等多种类别的会员互动体系。
会员分类	公司从消费、互动和服务三个维度进行会员成长值的构建，将会员分类为 L0~L8 九个等级，日常运营中通过不同的成长值增长路径，提升高等级会员占比，加强会员产值。
会员增值	公司于 2018 年 5 月正式推出付费产品—黑金 PLUS 会员，围绕用户差异化需求，推出了成长卡（199 元/年）和新享卡（99 元/年）两类付费会员。
会员评估	对于新会员而言，在用户注册转化为新会员后，公司通过对新会员转化时间与转化人群的同步监测，寻求触发效率最高的利益点与形式，实现精准触达。对于老会员而言，公司依托大数据的深度剖析，围绕会员营销、会员服务、会员关怀三大场景建立了数据预警、偏好行为分析等模型，提高会员复购率。

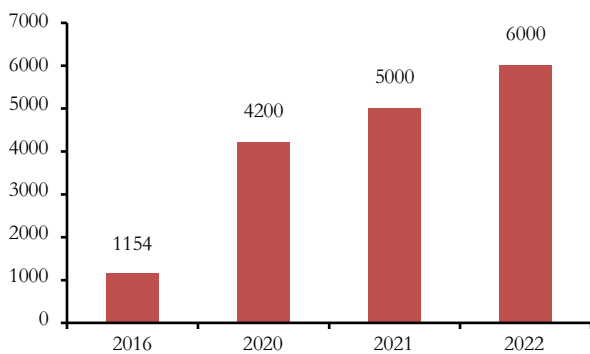
数据来源：公司招股书，财通证券研究所

绑定高价值黑金会员，进一步提升客单值。2018 年公司推出付费会员模式，目前有成长卡（199 元/年）、轻享卡（99 元/年）两种会员卡，包含返现、满减、会员价等多种会员权益，进一步绑定高价值用户。2022 年，公司黑金付费会员同比提升 25%，黑金单客产值为普通会员的 13 倍。

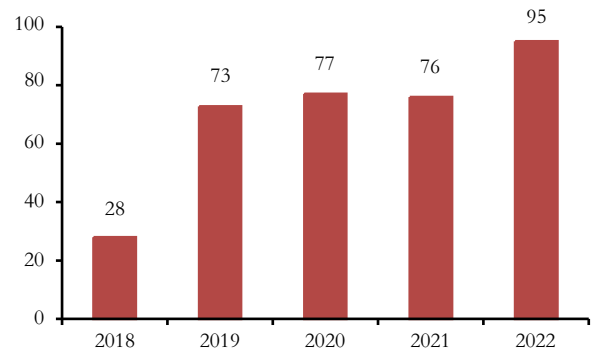
表 7.黑金卡会员权益

会员卡	年费	会员权益
成长卡	199/年	开卡礼：50 元全场券/100 元组合套券 生日礼：50 元直营商品满减券 童趣礼：3 次童乐园免费体验/12 次成长试验站队长卡/3 张 20 元互动券/2 张 38 元到店理发券 返现礼：购买自营实物商品享受全年 2% 返现、每周三 5% 返现，后续购物可直抵，全年返现上限 1000 元。 尊享礼：品类/品牌每月专项券、商品黑金专享价 育儿礼：365 天专业育儿顾问服务 专属礼：黑金专属客服 属地化权益：由第三方平台/商户为孩子王黑金 plus 会员提供的服务/商品
轻享卡	99/年	无开卡礼、生日礼、童趣礼，其他权益同成长卡

数据来源：孩子王 APP，财通证券研究所

图 26.公司会员人数（万人）


数据来源：公司公告，公司招股书，财通证券研究所

图 27.公司黑金会员人数（万人）


数据来源：公司公告，公司招股书，财通证券研究所

育儿顾问在“重度会员模式下的单客经济”中扮演了举足轻重的作用。公司拥有近 6000 名持有国家育婴员职业资格的育儿顾问，育儿顾问拥有营养师、母婴护理师、儿童成长培训师等多重角色，可以为顾客提供孕婴童商品推荐、孕期咨询、新生儿产后护理、育儿经验专业指导、催乳、小儿推拿等一站式育儿服务。以育儿顾问为纽带，公司与顾客建立起良好的信任关系和情感基础，形成“互动产生情感—情感产生黏性—黏性带来高产值会员—高产值会员口碑影响潜在消费会员”的整套“单客经济”模型。

3.2 打造全渠道营销网络，全场景触达消费者

消费者的消费需求逐渐呈现出碎片化、社交化和即时化特点，为此，公司通过构建门店终端、APP、微信公众号、小程序、微商城等打造全渠道营销网络，继续

推进门店到家业务模式，建立了和用户交互的多个触点。实现了线上线下业务的全面发展。公司销售渠道可分为线下直营门店、电商平台和扫码购三大类：

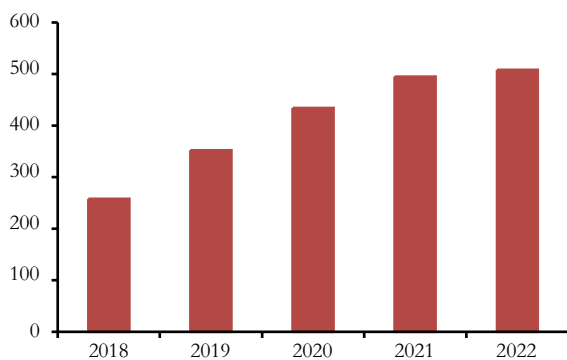
图 28.公司渠道模式



数据来源：公司招股书，财通证券研究所

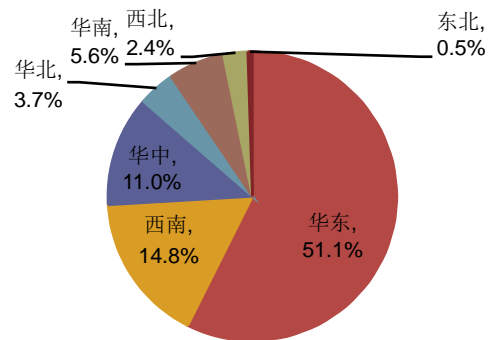
线下直营门店：公司深耕“大店模式”，门店大多集中在大型综合购物中心内，平均单店积约 2,500 平米，最大单店面积超过 7,000 平米。19-21 年公司门店数量每年净增 94/82/61 家，扩张速度较快。2022 年门店净增 13 家至 508 家，主要系疫情影响门店培育期，开店速度暂时放慢。分地区来看，公司门店主要集中在华东、西南、华中区域，其他区域仍有较大开店空间。

图 29.公司线下门店数量（个）



数据来源：公司公告，公司招股书，财通证券研究所

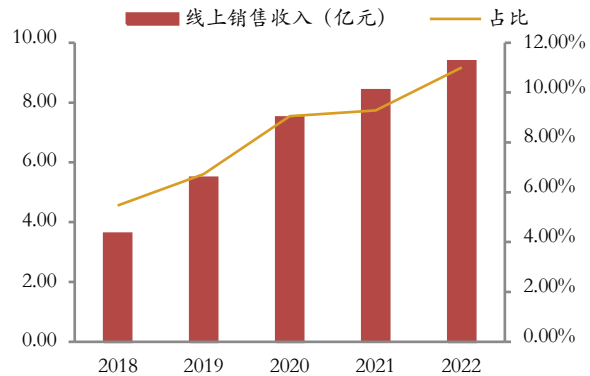
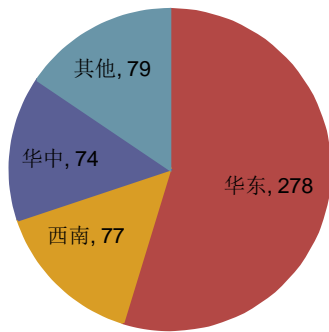
图 30.22 年线下各区域销售占比



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 31.22 年各大区门店数量（个）

图 32.线上销售收入（亿元）及占比



数据来源：公司公告，财通证券研究所

数据来源：公司公告，公司招股书，财通证券研究所

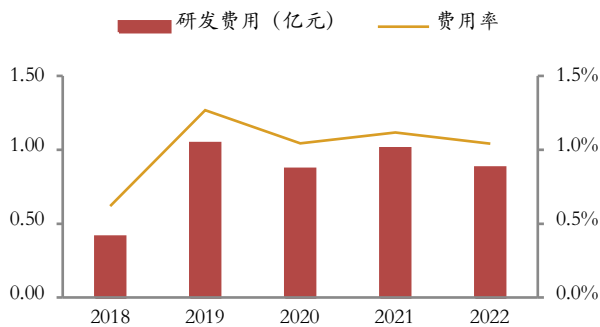
线上平台：公司主要通过孩子王 APP、微信平台（孩子王公众号、小程序、微商城）、第三方电商平台（天猫、京东、拼多多、小红书、抖音、美团等）进行销售，开设孩子王官方旗舰店实现销售。公司 18-22 年线上平台收入 CAGR 为 26.9%，22 年占营收比重为 11.01%。截至 2022 年 12 月末，孩子王 APP 已拥有超过 4,700 万名用户，小程序用户超 4,700 万，企微私域服务用户超 1,000 万。

扫码购：公司于 2017 年推出扫码购业务，当顾客在门店购物时，使用孩子王 APP 或小程序扫描商品条形码，就可实时查看商品信息及以往消费者评价等，成功下单后即可自助结账，减少了等待时间，还可选择“配送到家”服务。后续公司又推出了“店外扫码购”业务，消费者在孩子王 APP 选定门店后订购商品或在店外可直接扫描商品条形码下单，并由就近门店直接配送到家，实现了线上线下的全面打通。

3.3 数字化投入+仓储体系建设奠定发展基石

公司高度重视自主研发能力的建设。2018-2022 公司研发投入较高，研发费用占同期营业收入的 0.6%、1.3%、1.0%、1.1%、1.0%，截至 2022 年末，公司研发人员数量为 255 人，占公司期末全部人数的 2.49%。

图 33.公司研发费用（亿元）及费用率



数据来源：Wind，财通证券研究所

图 34.公司数字化系统



数据来源：公司招股书，财通证券研究所

数字化系统搭建完成，支撑全渠道业务高效运转。目前公司实现了“用户、员工、商品、服务、管理”等全生产要素数字化，并能够随着业务发展的需求迅速迭代，成为公司核心壁垒之一。凭借数字化系统，公司能够实现消费者需求的精准洞察和运营效率的提升，为公司业务发展和高效管理赋能。

- **用户数字化：**公司建立了 400+个基础用户标签和 1,000+个智能模型，基于采集到的用户基本属性、浏览、交易、社交、互动活动等数据和建立起的用户标签系统为用户画像，形成“千人千面”的服务方式，最终实现精准营销；
- **员工数字化：**公司自主开发了管理工具“人客合一”，公司的育儿顾问可基于前端用户的身份信息、行为信息、交易信息的采集和分析，充分了解到用户的行为特征与购物服务需求，进行个性化服务及营销；
- **管理数字化：**业务中台设置了包括会员、商品、团购、统一支付、库存、交易、预售、售后、促销、OMS、扫码购在内的 11 个模块，高效支撑起日常运营；数据中台则基于数据资产，结合机器学习等智能算法，为业务中台输出智能营销、销量预测和智能补配货等应用。

中央仓-区域仓-城市中心仓三级仓储体系提高配送效率。为保障对全国范围内产品配送的快速响应能力和服务水平，提升发货、配送时效，加强消费者购物体验，公司建立了与门店布局和线上销售相匹配的中央仓-区域仓-城市中心仓三级仓储体系。截至 2022 年末，公司已在南京自建了 1 个全自动化中央仓；在武汉、成都、天津、佛山等地设有 4 个核心区域仓，主要覆盖华中、华北、华南和西南区域；在盐城、苏州、郑州等地设有 10 个城市中心仓。

图 35.公司仓储体系

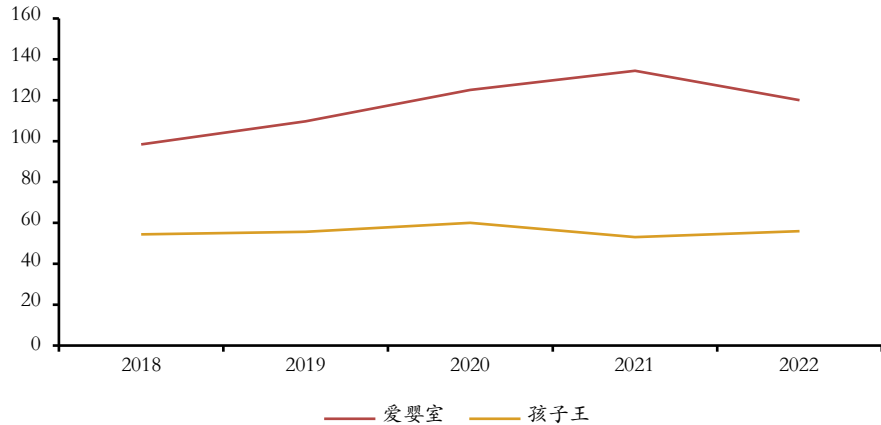


数据来源：公司招股书，财通证券研究所

总结而言，公司依靠数字化系统实现对消费者的精准营销，凭借强大的数据中台实现销量预测、自动补货，建立三级仓储体系提升配送时效，反映到报表端是较

高的存货周转效率。2018-2022 年孩子王的存货周转天数为 54/56/60/53/56 天，存货周转效率远高于爱婴室，且在疫情影响下，周转效率也未有大幅下降。

图 36.爱婴室与孩子王存货周转天数对比



数据来源：Wind，财通证券研究所

4 未来看点：巩固核心优势，本地生活业务打开增长空间

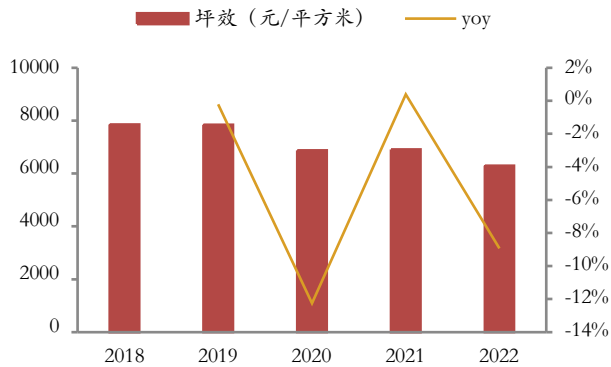
4.1 供给侧出清下市占率有望提升，对标优势市场坪效仍有提高空间

公司门店仍有扩张空间，空白市场有待补齐。公司门店多开立于万达广场、万象城等大型购物中心内，截止 2022 年 12 月，公司门店数量为 508 家，根据赢商网数据，2022 年全国新开业购物中心 352 个，截至 2022 年底，全国 3 万 m² 及以上购物中心数量为 5685 个，公司开店仍有较大空间。公司目前门店主要位于华东（278 家）、西南（77 家）、华中（74 家）区域，根据公司可转债说明书，公司未来 3 年拟在江苏、安徽、浙江、四川、湖南、山东等全国 22 个省（市）新增 169 家线下门店，在华东、西南等区域继续加密的同时，进驻华北、华南等地空白市场，完善线下零售终端的网络布局。

中小企业出清或为公司整合行业带来机遇。近年来线下中小零售商倒闭以及线上垂直电商退出市场，行业供给端出清，竞争格局优化，龙头企业市占率有望提升。我国规模较大的母婴连锁品牌正在逐步从总部向外辐射，但考虑到跨区经营下物流成本高、管理难度大、品牌影响力具有地域局限性等因素，我国的母婴连锁企业仍然呈现出区域分布的特征，如丽家宝贝主要分布在华北、爱婴岛主要分布在华南华中等地。孩子王具备 1) 直营大店经营中积累的较强的终端运营能力；2) 十余年深耕单客经济积累的会员获取及维护能力；3) 近 6000 名育儿顾问作为维系与客户情感关系的纽带；4) 完善的数据中后台及仓储体系，因此异地扩张能力较强，未来或有望完成区域整合实现全国性布局。

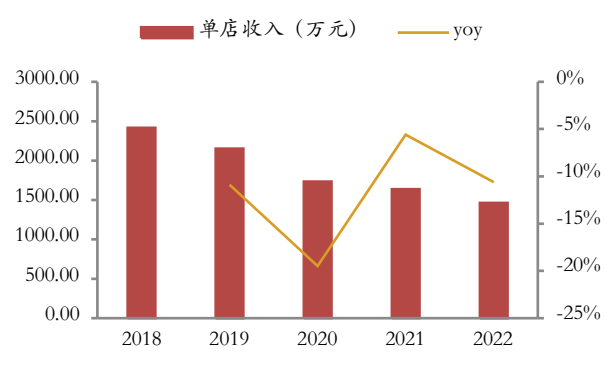
客流逐步回归，坪效有望提升。2020年以来公司门店坪效有所下滑，一方面是疫情影响进店客流；另一方面19-21年新增门店数量较多，新店仍处于培育期当中，对整体坪效有所摊薄。母婴产品有着重体验的特性，随着疫情影响减退，客流将回归线下门店，带来坪效的修复。

图 37.公司门店坪效（元/平方米）



数据来源：公司招股书，公司公告，财通证券研究所

图 38.公司门店店效（万元）



数据来源：公司招股书，公司公告，财通证券研究所

4.2 发力本地生活服务，打造母婴生态圈

在 C 端绑定大量会员形成规模效应后，公司利用自身品牌影响力和会员资源，为 B 端供应商、经销商及其他服务机构提供增值服务，打造母婴生态系统。2020 年，公司为了进一步打造母婴生态，自主运营各类线上平台，为入驻平台的母婴品牌商，经销商，或者提供摄影、产康服务的异业机构提供平台服务业务，以此收取服务费用。目前平台已布局月嫂、产后护理、亲子摄影、亲子游乐、早教启蒙等多项业务。

表 8.公司平台服务收费标准

服务项目	具体内容	收费标准
平台维护	商家使用孩子王平台服务以开设、经营网店及或展示商品，由孩子王提供相关的系统维护和支持服务	按照协议约定固定数额进行收费，一般 500 元/月
技术服务	商家使用孩子王的线上平台与买家达成交易	根据商品类型或服务类型按照成交金额的一定比例收取，商品类交易一般 9%-12%，服务类交易一般为 10%-30%
数字化工具服务	商家在申请入驻孩子王平台及经营过程中，使用第三方数字化证书及/或线下物理印章以及相关校验服务	按照协议约定的固定数额进行收费，一般为 400 元/年

数据来源：公司招股书，财通证券研究所

- 对于服务商而言，孩子王平台的母婴用户流量较美团本地生活等平台更为精准，公司庞大的会员群体以及精准的用户画像可以有效为商户赋能，带来更多增量；

- 对于公司而言，一方面，母婴用户消费生命周期较短，婴幼儿 0-3 岁阶段对奶粉、纸尿裤等刚需品需求量大，消费频次高，3 岁过后消费频次及客单价会逐步降低。通过布局母婴本地生活平台，公司能够将服务领域延伸至儿童教育、亲子游乐等多个方面，可以有效延长用户生命周期，增强用户粘性；另一方面，平台业务毛利较高（22 年毛利率为 75.3%，远高于母婴商品 21.1% 的毛利率），平台业务的发力有望为公司带来利润增量。

图 39.孩子王 APP 本地生活板块



数据来源：孩子王 APP，财通证券研究所

图 40.本地生活业务有望延长用户生命周期



数据来源：财通证券研究所

4.3 自有品牌发力，带动利润提升

提升自有品牌销售占比，推动利润提升。孩子王已经构建了包括初衣萌、植物王国、可蒂家、UMU 柚咪柚、贝特倍护、慧殿堂、梦游兔子在内的 7 大自有品牌，内容涵盖亲子家庭摄影、潮流饰品、婴幼儿用品、服装配饰、益智玩具，家居纺织等多方面。2022 年公司自有品牌交易额同比增长 33%。目前植物王国、慧殿堂、贝特倍护、初衣萌已开设独立的天猫旗舰店，后续销售占比有望进一步提升。

图 41.公司自有品牌旗舰店



数据来源：天猫，财通证券研究所

4.4 把握即时零售发展机遇

公司在全国 200 个城市布局了超 500 家大型数字化直营门店，市场网格化程度较高，同时拥有包括中央仓、区域仓和城市中心仓在内的三级仓储体系以及近 200 个城市前置仓。另外公司多年来持续加码数字化投入，对母婴商品的采购、仓储、物流、配送等环节已进行全流程管控和数字化管理。在同城即时零售快速发展的大背景下，公司的隐形资产有望得到充分发挥，有望助力公司在同城即时零售获取发展先机。目前公司已经在近 200 个城市实现了 5 公里 2 小时达，订单及时履约率达 99%。2022 年，公司在线订单占比超 50%。

4.5 研发 KidsGPT，提升用户体验

一方面，公司多年来注重数字化的投入，技术积淀深厚，目前已经实现用户数字化、员工数字化、管理数字化。用户数字化方面，公司已经建立了 400+ 个基础用户标签和 1,000+ 个智能模型；员工数字化方面，公司开发的管理系统可基于前端用户的身份信息、行为信息、交易信息的采集和分析，帮助育儿顾问充分了解到用户的行为特征与购物服务需求，并将人工点对点的服务需求自动推送到每一个对应员工的 APP 上进行精准的、个性化的服务和营销；管理数字化方面，公司搭建了以业务和数据双中台系统为主，以 AI 中台为辅的技术架构，结合机器学习等智能算法和业务模型，为业务中台输出智能营销、销量预测和智能补配货等应用。

另一方面，公司从 09 年成立至今通过近 6000 名育儿顾问与消费者的实时互动积累了大量的数据信息。凭借技术+数据的积淀，公司近期基于开源模型，结合公司在母婴垂直领域的知识库，自主训练 KidsGPT，目前正在内测阶段。KidsGPT 预计主要应用在社群场景，如在微信群中解答用户孕产、育儿方面的问题，育儿

顾问则有更多精力聚焦到“到家”的服务以及用户交互功能上，有望进一步提升用户体验，增强用户粘性。

5 投资建议

核心假设：

- **母婴商品**：展店计划顺利推进，门店店效逐步修复，我们预计 2023-2025 年公司母婴商品收入为 89.09/101.64/114.42 亿元，同比增长 20.13%/14.09%/12.58%。母婴商品销售中占比较大的奶粉品类毛利率有所下行，影响母婴销售板块整体毛利率，公司通过加大自有品牌销售拉动毛利提升，预计 2023-2025 年毛利率维持在 21.4%。
- **母婴服务**：疫情影响逐步消退，黑金会员规模持续扩大，我们预计 2023-2025 年公司母婴服务收入为 2.83/3.51/4.05 亿元，同比增长 13.01%/23.86%/15.34%。预计 2023-2025 年毛利率维持在 92.00%。
- **供应商服务**：随着公司品牌影响力的提升，我们预计 2023-2025 年公司供应商服务收入为 7.56/9.08/10.89 亿元，同比增长 25.00%/20.00%/20.00%。预计 2023-2025 年毛利率维持在 98.50%。
- **广告业务**：我们预计 2023-2025 年公司广告业务收入为 0.93/1.14/1.37 亿元，同比增长 25.00%/23.00%/20.00%。预计 2023-2025 年毛利率维持在 52.00%。
- **平台业务**：公司发力母婴本地生活业务，拓宽服务边界，我们预计 2023-2025 年公司平台业务收入为 1.38/1.73/2.16 亿元，同比增长 30.00%/25.00%/25.00%。预计 2023-2025 年毛利率为 76.00%/77.00%/77.00%

表 9.公司收入预测（百万元）

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总收入	8242.50	8355.44	9048.88	8520.16	10257.40	11788.00	13363.95
yoy	23.56%	1.37%	8.30%	-5.84%	20.39%	14.92%	13.37%
毛利率	30.34%	30.53%	30.60%	29.91%	30.34%	30.81%	31.25%
母婴商品							
收入	7,410.80	7,386.42	7835.11	7416.27	8908.93	10163.89	11442.48
yoy	20.46%	-0.33%	6.07%	-5.35%	20.13%	14.09%	12.58%
毛利率	23.78%	22.82%	21.60%	21.06%	21.40%	21.40%	21.40%
母婴服务							
收入	263.68	221.88	258.22	250.75	283.37	350.98	404.83
yoy	46.10%	-15.85%	16.38%	-2.89%	13.01%	23.86%	15.34%
毛利率	94.32%	94.06%	92.82%	91.93%	92.00%	92.00%	92.00%
供应商服务							
收入	421.22	518.79	676.86	605.05	756.32	907.58	1089.10

yoy	72.85%	23.16%	30.47%	-10.61%	25.00%	20.00%	20.00%
毛利率	97.33%	97.97%	98.34%	98.80%	98.50%	98.50%	98.50%
广告业务							
收入	55.90	70.78	85.66	74.05	92.56	113.85	136.62
yoy	65.38%	26.62%	21.02%	-13.56%	25.00%	23.00%	20.00%
毛利率	40.98%	32.62%	41.67%	51.91%	52.00%	52.00%	52.00%
平台服务							
收入		82.39	102.22	106.43	138.36	172.95	216.18
yoy			24.07%	4.11%	30.00%	25.00%	25.00%
毛利率			75.01%	75.28%	76.00%	77.00%	77.00%

数据来源: Wind, 财通证券研究所

表 10. 可比公司估值表

(百万元)	代码	公司	市值 (亿元)			净利润			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
603214.SH	爱婴室	26	100	117	133	25.9	22.2	19.6			
603708.SH	家家悦	87	323	378	419	27.0	23.1	20.8			
002419.SZ	天虹股份	75	285	341	375	26.2	21.9	19.9			
301078.SZ	孩子王	139	300	435	527	46.4	31.9	26.4			

数据来源: Wind, 财通证券研究所 (爱婴室盈利预测来自 Wind 一致预期, 数据截止日期为 2023.5.15)

孩子王为母婴零售龙头企业, 以“经营客户关系”为旨的单客经济模式领先行业。在核心优势继续巩固、业务边界逐步拓宽之下, 公司基于会员制的服务变现有望超预期。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 3.0/4.4/5.3 亿元, 对应 PE46.4/31.9/26.4X, 给予“增持”评级。

6 风险提示

- 1) 人口出生率下降超预期的风险: 近年来受育龄妇女人数持续减少、生育观念转变以及育儿成本提高等多方面的影响, 出生人口和出生率持续下滑, 如我国人口出生率仍维持下滑趋势, 将对母婴零售行业产生一定的影响。
- 2) 经济增速不及预期的风险: 在人口红利逐步减退的大背景下, 消费升级成为拉动母婴商品市场需求的重要驱动因素, 若未来经济增速趋缓, 居民人均可支配收入增幅持续下降, 将直接影响到消费者的消费能力及水平, 从而对公司业务的发展和经营业绩产生不利影响。
- 3) 门店扩张及培育效果不及预期的风险: 我国各地区经济发展程度、消费者的消费能力和消费习惯、当地母婴行业区域竞争情况和仓储物流等配套设施的健全程度等存在一定的差异, 公司的跨区域发展对经营管理的要求较高。如果公司门店扩张或新店培育情况不及预期, 将对公司的经营带来不利影响。

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)						财务指标					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	9048.88	8520.16	10257.40	11788.00	13363.95	成长性					
减:营业成本	6280.34	5972.03	7145.21	8156.44	9187.70	营业收入增长率	8.3%	-5.8%	20.4%	14.9%	13.4%
营业税费	20.57	26.22	29.75	34.19	38.76	营业利润增长率	-49.9%	-33.6%	129.1%	43.8%	20.2%
销售费用	1938.25	1814.89	2164.31	2487.27	2819.79	净利润增长率	-48.4%	-39.4%	145.5%	45.2%	21.1%
管理费用	437.42	447.07	533.38	612.98	694.93	EBITDA 增长率	56.7%	-13.5%	-50.9%	22.3%	21.6%
研发费用	100.95	88.31	107.70	129.67	147.00	EBIT 增长率	-30.7%	-35.4%	54.5%	30.2%	27.5%
财务费用	144.75	87.81	-7.77	-65.73	-51.59	NOPLAT 增长率	-25.0%	-37.2%	54.5%	30.2%	27.5%
资产减值损失	0.77	-2.81	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	147.8%	-3.4%	4.4%	6.5%	7.8%
加:公允价值变动收益	7.40	6.95	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	36.3%	4.0%	10.1%	13.3%	14.3%
投资和汇兑收益	55.79	31.33	37.95	43.62	49.45	利润率					
营业利润	241.01	160.11	366.87	527.50	634.27	毛利率	30.6%	29.9%	30.3%	30.8%	31.3%
加:营业外净收支	-12.01	-19.06	-15.53	-17.30	-16.41	营业利润率	2.7%	1.9%	3.6%	4.5%	4.7%
利润总额	228.99	141.05	351.33	510.21	617.85	净利率	2.2%	1.4%	2.9%	3.7%	3.9%
减:所得税	27.77	20.68	51.51	74.80	90.58	EBITDA/营业收入	11.3%	10.4%	4.2%	4.5%	4.8%
净利润	201.62	122.11	299.83	435.41	527.27	EBIT/营业收入	3.6%	2.4%	3.1%	3.5%	4.0%
资产负债表(百万元)						运营效率					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E						
货币资金	1644.72	1858.98	3274.93	2893.70	4763.78	固定资产周转天数	18	30	21	15	10
交易性金融资产	1277.75	969.33	969.33	969.33	969.33	流动营业资本周转天数	-8	-15	-50	-16	-48
应收账款	75.79	78.03	79.00	111.37	109.19	流动资产周转天数	168	177	204	173	207
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收帐款周转天数	3	3	3	3	3
预付帐款	90.90	93.84	93.01	117.46	132.09	存货周转天数	53	56	53	53	52
存货	910.12	957.32	1146.55	1255.07	1399.16	总资产周转天数	262	338	302	281	269
其他流动资产	77.15	96.27	96.27	96.27	96.27	投资资本周转天数	240	246	214	198	188
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	7.1%	4.1%	9.2%	11.8%	12.5%
长期股权投资	0.00	15.00	15.00	15.00	15.00	ROA	2.5%	1.6%	3.2%	4.8%	4.8%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	4.7%	3.1%	4.6%	5.6%	6.6%
固定资产	447.15	711.07	597.45	483.82	370.20	费用率					
在建工程	186.49	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用率	21.4%	21.3%	21.1%	21.1%	21.1%
无形资产	180.23	174.11	174.11	174.11	174.11	管理费用率	4.8%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%
其他非流动资产	238.10	412.03	412.03	412.03	412.03	财务费用率	1.6%	1.0%	-0.1%	-0.6%	-0.4%
资产总额	8126.26	7856.96	9331.62	9067.30	10937.80	三费/营业收入	27.9%	27.6%	26.2%	25.7%	25.9%
短期债务	1.00	0.00	-44.14	-88.28	-118.04	偿债能力					
应付帐款	877.42	729.54	1600.89	865.33	1883.63	资产负债率	65.0%	62.3%	65.0%	59.2%	61.4%
应付票据	453.61	436.51	635.69	609.99	773.76	负债权益比	185.3%	165.2%	186.0%	145.2%	158.9%
其他流动负债	24.40	25.78	25.78	25.78	25.78	流动比率	1.54	1.57	1.50	1.79	1.70
长期借款	305.95	395.64	395.64	395.64	395.64	速动比率	1.14	1.13	1.15	1.32	1.33
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	2.73	1.99	4.82	6.41	8.31
负债总额	5278.02	4894.31	6069.14	5369.41	6712.64	分红指标					
少数股东权益	0.20	0.74	0.74	0.74	0.74	DPS(元)	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	1088.00	1112.04	1112.04	1112.04	1112.04	分红比率					
留存收益	767.43	867.78	1167.60	1603.01	2130.29	股息收益率	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	2848.23	2962.65	3262.48	3697.89	4225.16	业绩和估值指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金流量表(百万元)						EPS(元)	0.20	0.11	0.27	0.39	0.47
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	BVPS(元)	2.62	2.66	2.93	3.32	3.80
净利润	201.62	122.11	299.83	435.41	527.27	PE(X)	82.2	115.4	46.4	31.9	26.4
加:折旧和摊销	702.74	677.65	113.62	113.62	113.62	PB(X)	6.4	4.9	4.3	3.8	3.3
资产减值准备	1.18	2.87	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
公允价值变动损失	-7.40	-6.95	0.00	0.00	0.00	P/S	2.0	1.7	1.4	1.2	1.0
财务费用	110.39	87.42	66.59	65.27	64.16	EV/EBITDA	19.1	17.3	30.7	25.8	18.3
投资收益	-55.79	-31.33	-37.95	-43.62	-49.45	CAGR(%)					
少数股东损益	-0.40	-1.73	0.00	0.00	0.00	PEG	—	—	0.3	0.7	1.2
营运资金的变动	-332.12	-218.07	1046.64	-886.13	1258.94	ROIC/WACC					
经营活动产生现金流量	598.60	618.99	1504.27	-298.14	1930.97	REP					
投资活动产生现金流量	-1207.50	130.57	22.42	26.32	33.03						
融资活动产生现金流量	41.45	-331.93	-110.73	-109.41	-93.92						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

★ 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

★ 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

★ 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%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%；

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。

★ 行业评级

看好：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；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

★ 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。