

借势政策东风，把握行业趋势

——母婴行业深度

行业评级：看好

2022年5月31日

分析师	马莉
邮箱	mali@stocke.com.cn
证书编号	S1230520070002

1、四大趋势，助力母婴消费市场量稳价增

- **量稳** — 各省市密集出台三孩政策配套措施，出生率下滑幅度有望收窄；
三孩政策及配套措施是两会热点问题，代表国家和居民的核心关注点。未来在密集出台的政策加持下，出生率加速下滑及人口负增长态势有望扭转。此外，相较于海外母婴福利政策，我国生育支持政策力度提升空间充分。
- **价增** — 消费升级驱动，母婴消费客单价提高；
城镇化进程加速，母婴消费主力客群理念升级，家庭平均育儿ARPU持续提升。
- **价增** — 用户生命周期延长，功能性+“低性价比”新产品需求提升；
随着母婴需求多样化发展，3-14岁中大童的商品和服务需求增多外延品类边界；
母婴消费主力90、95后妈妈注重产品成分、功能，带动价位较高的功能性品类需求。
- **价增** — 母婴服务项目市场前景广阔，或带动场景性产品消费。
高毛利、高客户粘性的母婴服务项目，是当前大部分母婴店重点布局来撬动新增长的抓手。
亲子游等服务项目，带动场景化母婴产品需求。

2、从纸尿裤国产品牌崛起展望母婴品牌迭代

消费者对国产品牌信任度、认同感提升，纸尿裤品类经历由“制造”向“品牌”的涅槃，母婴行业正处于打造自有品牌的风口。

3、行业评级与推荐标的：看好

行业集中度提升，强者恒强！

- **推荐标的：孩子王 关注标的：爱婴室**
- **风险提示：** 1、出生率加速下滑；2、消费复苏不及预期；3、同业竞争加剧。

目录

CONTENTS

01

母婴万亿市场量稳价增

- 政策端发力保生育
- 消费升级客单价提升
- 用户生命周期延长，新需求带来新增长
- “服务型”蓝海市场创造新增长极

02

拥抱全渠道

- 线下一竞争格局极度分散
- 线上一综合电商独占鳌头
- 全渠道加速

03

见微知著

- 中国“代工制造”转“品牌制造”
- 即时零售风口已致
- 中大童教玩蓝海赛道
- 孩子王 & 爱婴室

04

投资建议&催化剂&风险提示

05

附录

01

母婴万亿市场 的量稳价增

政策端发力保生育

消费升级客单价提升

用户生命周期延长，新需求带来新增长

“服务型”蓝海市场创造新增长极

图：母婴消费产品分类



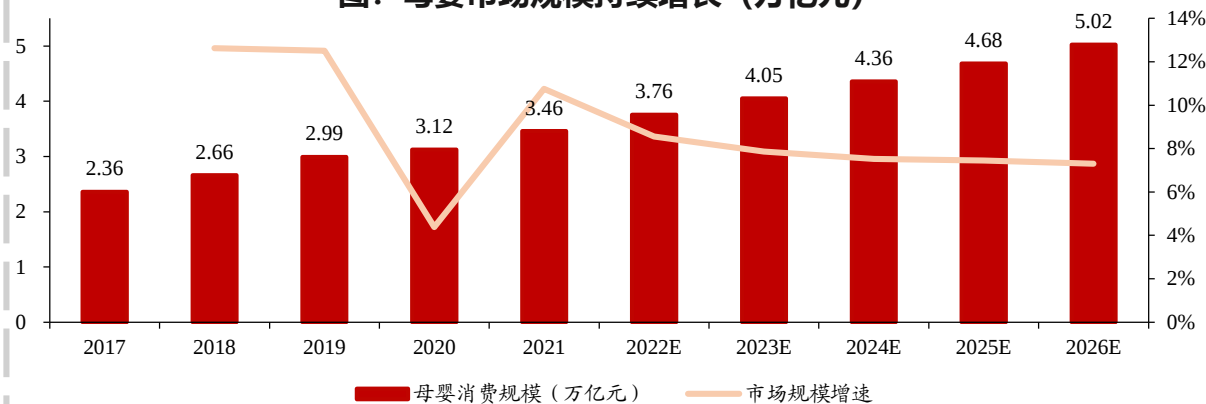
图：母婴细分需求

人群阶段	孕期	新生儿期	婴儿期	幼儿期
年龄段	备孕 孕早 孕中 孕晚	产褥期	0-3个月 4-6个月	7-12个月 1-2岁 2-3岁
吃	叶酸、维生素等	钙铁锌	营养保险辅食	零食辅食
穿	孕妇装、哺乳服等	婴幼儿服、睡袋、口水巾、婴儿枕等		儿童套装、休闲鞋、羽绒服等
用	孕肚枕、待产包等	满月摄影	安抚玩具等	婴童玩具、洗护用品、出行用品护
护	孕期护肤美妆等	月子中心	月嫂、产后修复、常见疾病等	口腔护理、保险、家庭常备药等
教	胎教、心理辅导等	黑白卡	早教启蒙	托班、性别教育等
培		视觉听觉训练	抬头、翻身、爬行等	扶站、学步、说话、如厕等

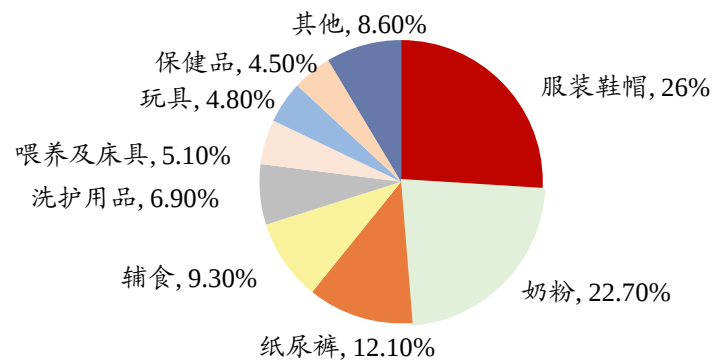
□ 万亿市场规模增速持续，奶粉、纸尿裤和服装鞋帽品类占据半壁江山。

- ✓ 根据艾瑞咨询数据，2021年母婴市场规模达3.46万亿元，同增10.76%，预计2026年市场规模将达5.02万亿元。
- ✓ 细分赛道来看，2021年奶粉、纸尿裤和服装鞋帽品类销售额分别占比22.7% / 12.1% / 26%，合计占比超50%。

图：母婴市场规模持续增长（万亿元）

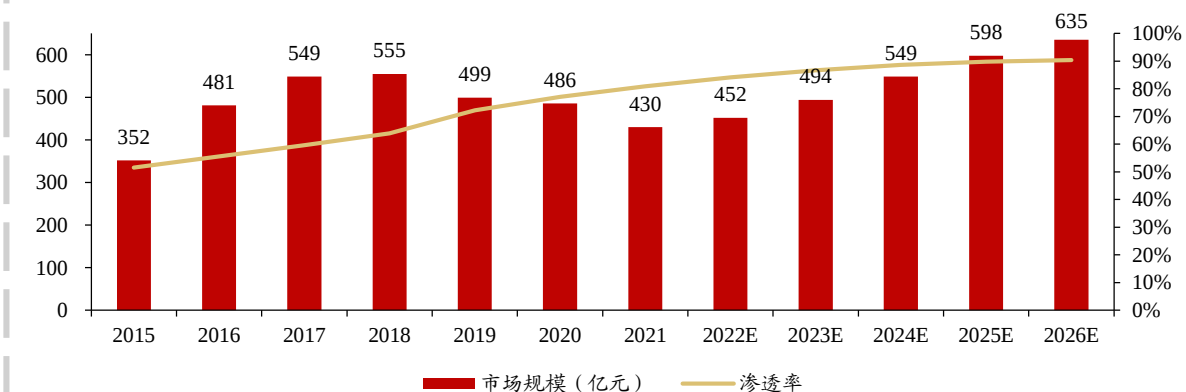


图：2021年母婴商品销售占比

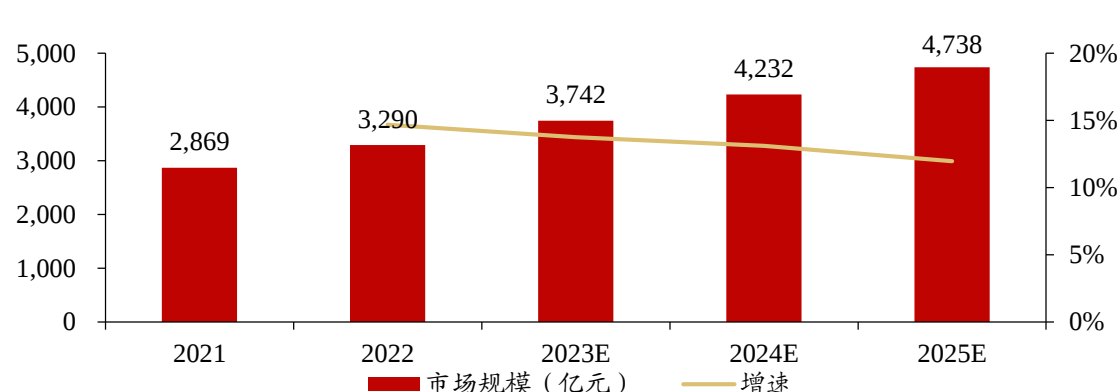


资料来源：艾瑞咨询，华经产业研究院，浙商证券研究所

图：2015-2026年中国婴儿纸尿裤市场规模与市场渗透率及预测（亿元）



图：2021-2025年中国童装市场规模及预测（亿元）



资料来源：艾瑞咨询，Euromonitor，CBME，浙商

□ 生育奖励政策将释放母婴市场潜能。

- ✓ 目前大部分省市已落地包括生育、养育补贴，延长产假、育儿假，住房、租房补贴，减免税费等针对二孩、三孩的优惠政策。
- ✓ 部分城市已将福利对象扩展到所有生育家庭。

□ 对标海外——鼓励生育政策力度仍有提升空间。

- ✓ 根据CBME资料显示，新西兰、爱尔兰、日本、瑞典等国部分生育福利政策如下：
 - 分娩、住院、住院伙食费用全免；
 - 所有产检免费，可免费选一对一助产师；
 - 生育三胎及以上可享受四年半产假；
 - 婴童疫苗、体检等费用国家报销；
 - 三岁前每周发放奶粉钱；
 - 婴童未满1.5周岁期间可以享受最低生活补贴额；
 - 婴童教育、医疗免费；
 - 每孩每月可领取牛奶金至18周岁；
 - 3-5岁幼儿施行幼儿园免费政策，公立小学和初中阶段学费免费；
 - 婴童至18周岁父母无需承担任何医疗费用

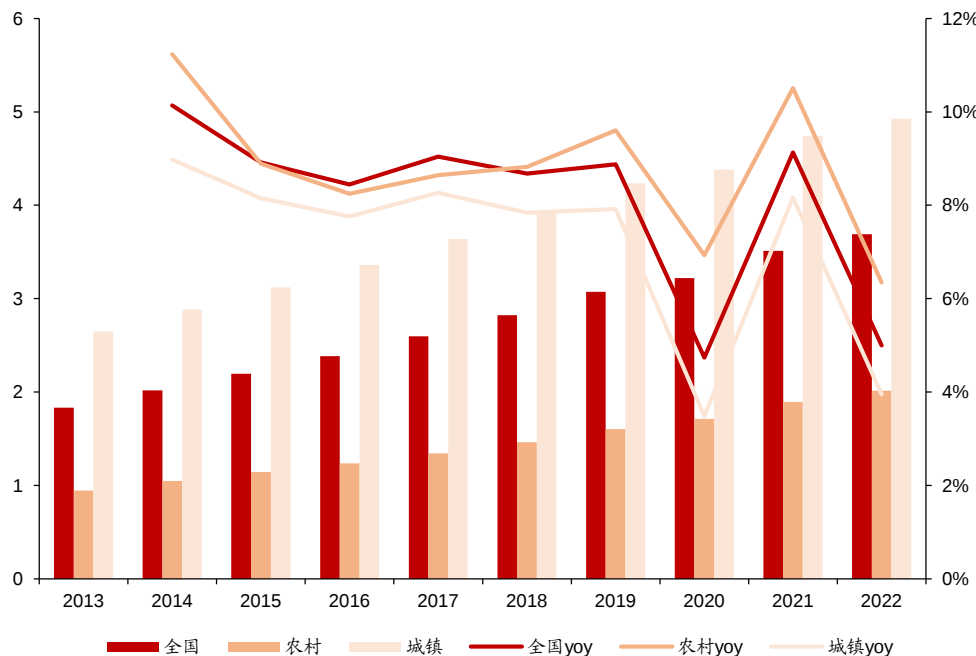
图：各省母婴支持政策



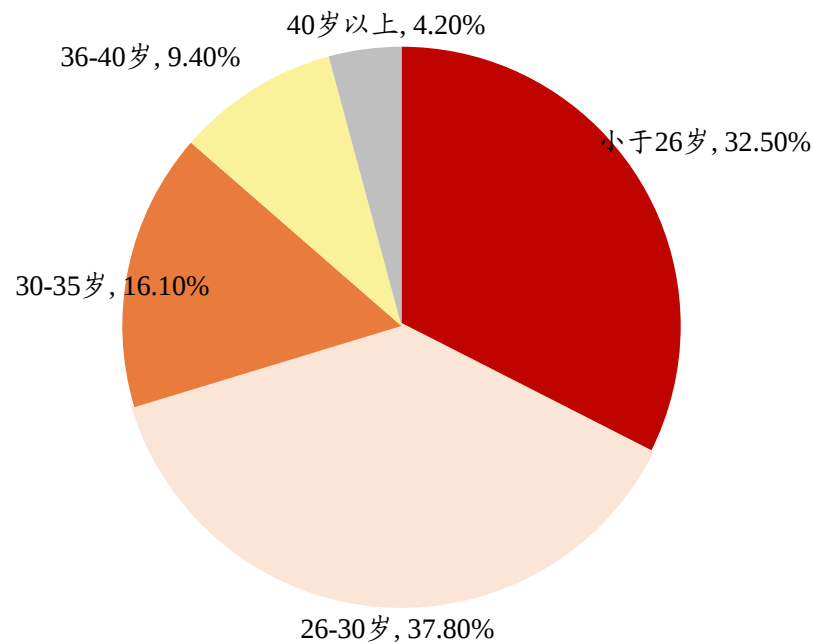
□ 人均收入水平提高 + 妈妈群体消费观念转变，双轮驱动母婴消费升级。

- ✓ 根据国家统计局数据，2022年我国人均可支配收入3.69万元，同增5%，2013-2022年CAGR 8.1%，实现跨越式发展。
- ✓ 智研咨询数据显示，2021年30岁以下的妈妈占妈妈群体的70.3%。悦己、精细养娃等观念成为年轻群体育儿主流，对待母婴用品重品质、敢花钱，带动母婴市场消费升级。

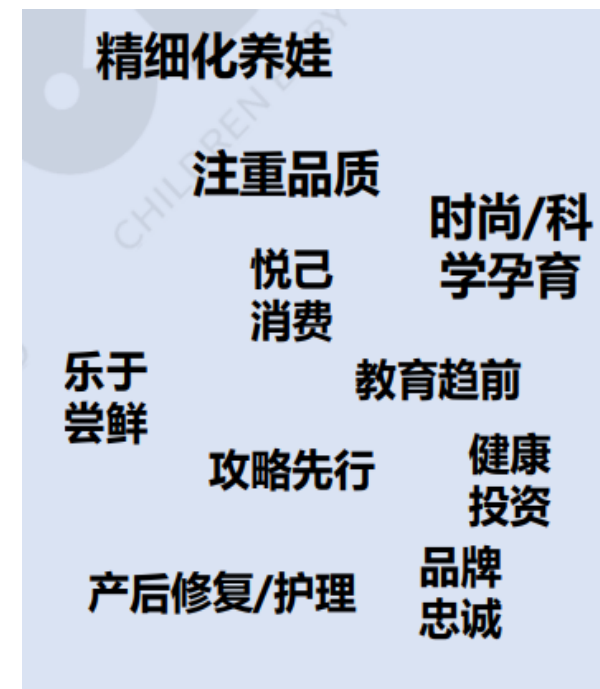
图：居民人均可支配收入持续提升（万元）



图：2021年30岁以下的妈妈占群体的70.3%



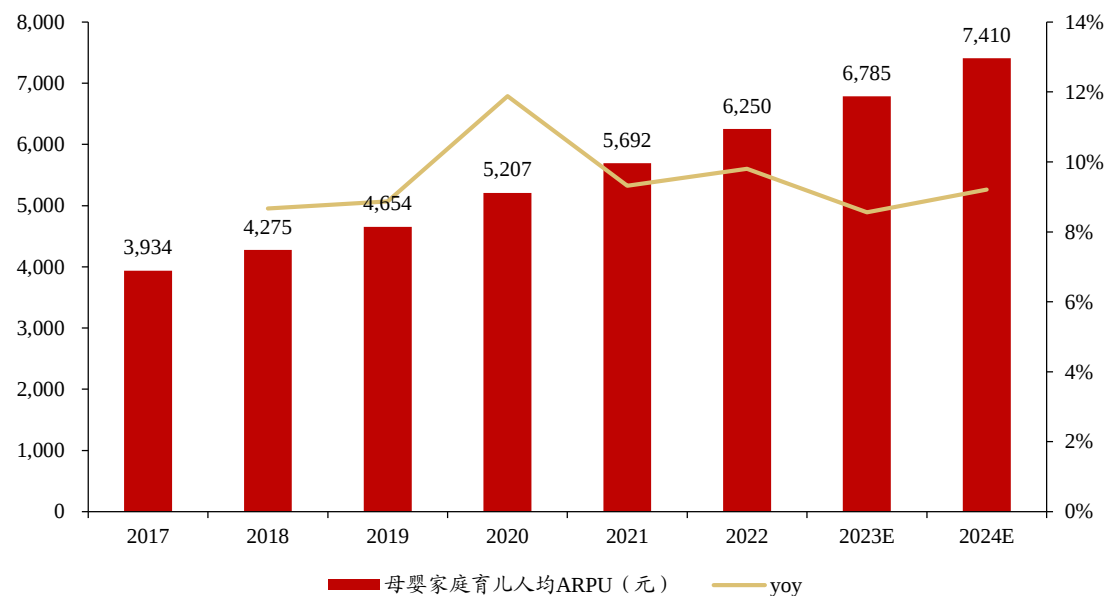
图：年轻一代育儿风格&消费观热词



□ 母婴家庭人均ARPU稳定快速增长，母婴消费占比提升。

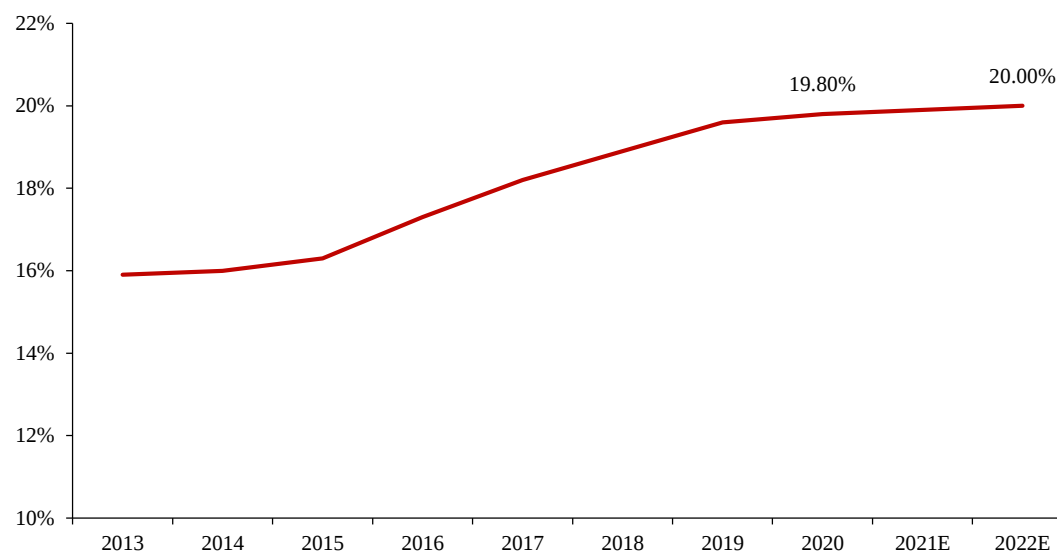
- ✓ 根据比达咨询数据，2022年我国母婴家庭育儿人均ARPU 6,250元，同比增长9.8%，预计2024年人均ARPU将达7,410元。
- ✓ 沙利文预计中国家庭母婴消费占家庭消费总额比重将由2020年的19.8%提升至2022年的20%。

图：母婴家庭育儿人均ARPU快速增长



资料来源：比达咨询，浙商证券研究所

图：中国年轻家庭中母婴消费占家庭消费总额比重提升

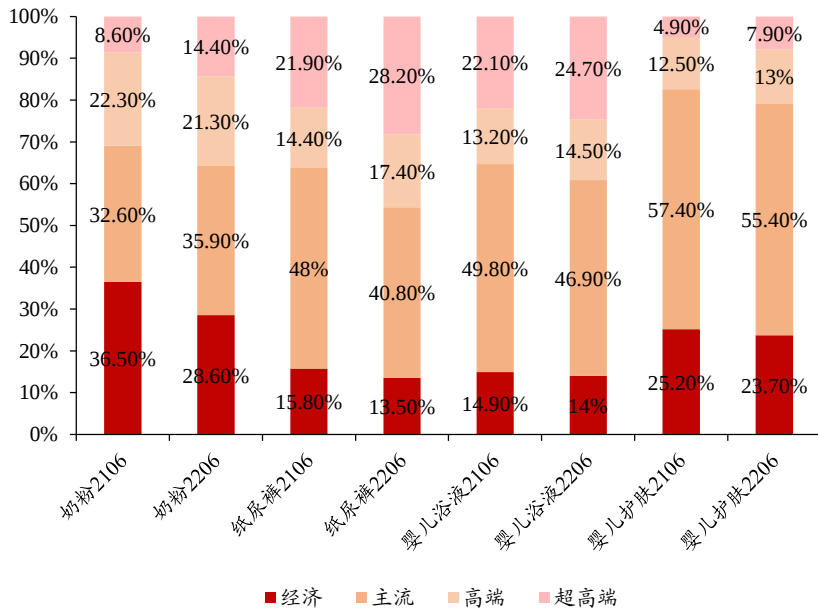


资料来源：沙利文，浙商证券研究所

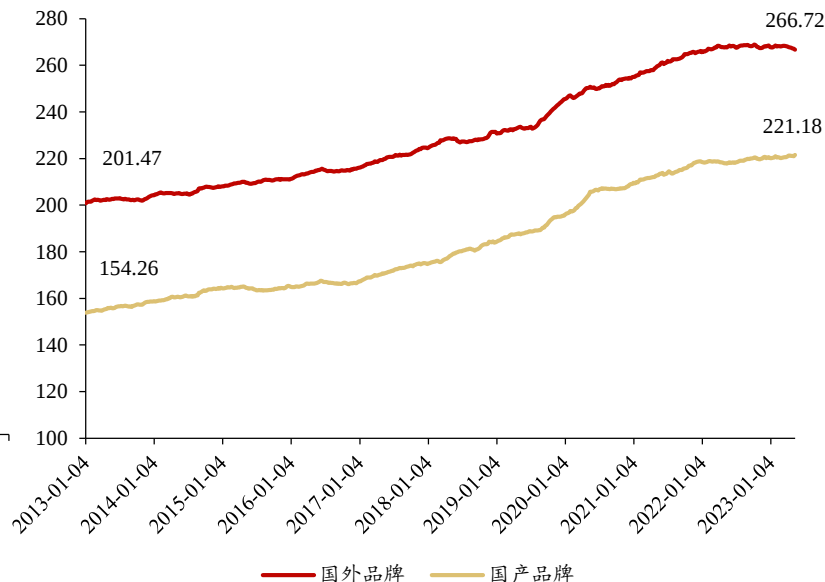
□ 产品高端化扩容，低线城市消费力拉升。

- ✓ **从产品层次看：**妈妈群体消费理念转为追求营养健康，以及对低价奶粉安全性的不信任，对婴幼儿奶粉的价格承受能力加强，奶粉零售价稳步提升。根据尼尔森数据，2022年6月（滚动一年）奶粉、纸尿裤、婴儿洗护用品等母婴品类的高端及以上产品占比较2021年6月（滚动一年）均大幅提升，超高端奶粉销量增速达73.5%，高端及以上婴儿护肤品牌增速达29.6%。
- ✓ **从城市线级看：**三、四线城市线下市场高端及以上奶粉销量增速最为明显，高端和超高端奶粉销量增幅分别为24.3% / 29.4%。
- **未来高端产品市占率有望持续提升，低线城市中、高端产品销量增速预计维持领先地位。**

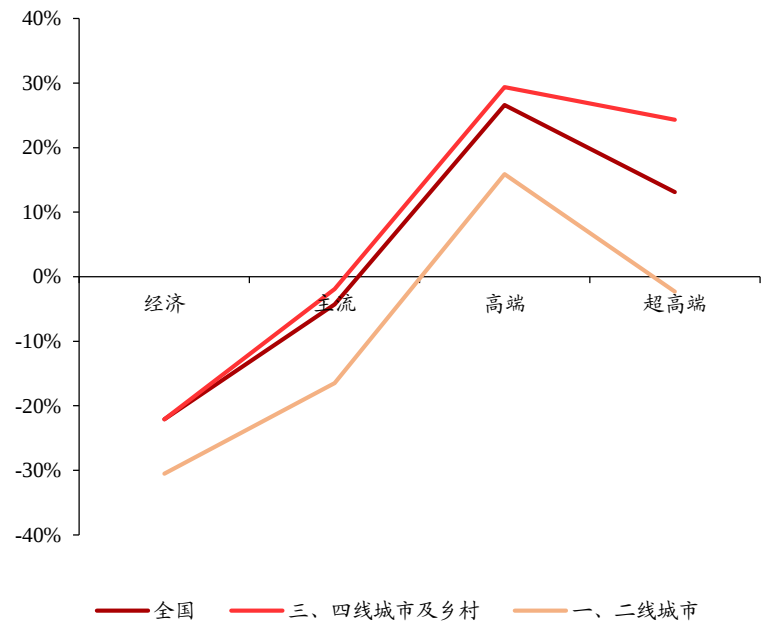
图：细分品类高端及超高端销售占比提升



图：奶粉均价增长（元/公斤）



图：2022年低线城市高端奶粉销售额增幅最大



- 消费周期延长，3-14岁幼童赛道增速可观。
- 年轻妈妈群体更注重产品成分、功能，溢价空间高的功能性品类份额提升。

图：当下母婴产品主流卖点

婴儿奶粉

益生菌 水解 高钙

DHA 乳铁蛋白

有机 OPO

防腹泻 小分子 港版

A2 蛋白

天然 叶黄素 锌 早产儿

成分上助力宝宝全方位发展，其中**易吸收、增强免疫力**的成分更受关注。**天然、优质乳源**也是重要关注点之一。

在细分赛道中，便携的**即食水奶**，适用于早产儿的奶粉，乳糖不耐受症，以及易过敏人群并且上升快速。

纸尿裤

防侧漏 闷热 医护级

亲肤 不红 柔护云柔

瞬吸 弱酸 学步

轻薄 柔软 国产薄款

蚕丝 吸水 裸感敏感

材料更注重亲肤**温和无刺激**，**轻薄吸水，透气**。

功效上**防侧漏，防红臀**更加被消费者关注。

国潮元素产品与国产品牌在纸尿裤领域尤为领先。

婴儿浴液

羊奶 橄榄油

花朵 保湿

弱酸性 草莓

温和 日本

牛奶 二合一 手工

成分更偏**温和型**，例如添加**牛奶、羊奶、弱酸性**等。部分添加植物精华的产品如**牛油果、水果**更受关注。

功能上，保湿、二合一、**除螨**是消费关注的重要功能。

此外，**日本进口或日本品牌**由于其优秀的质量与口碑颇受欢迎。

婴儿护肤

修护 秋冬 木瓜膏

保湿 银耳 有机 洋甘菊

蚊虫 舒缓

敏感 双黄干痒 牛油果

草本 牛奶

紫草 叮咬

功效上**以防蚊虫叮咬、抑菌止痒、秋冬护理**为主。

添加植物精华的产品例如**木瓜、芦荟、洋甘菊金盏花、牛油果、积雪草**等更受欢迎。

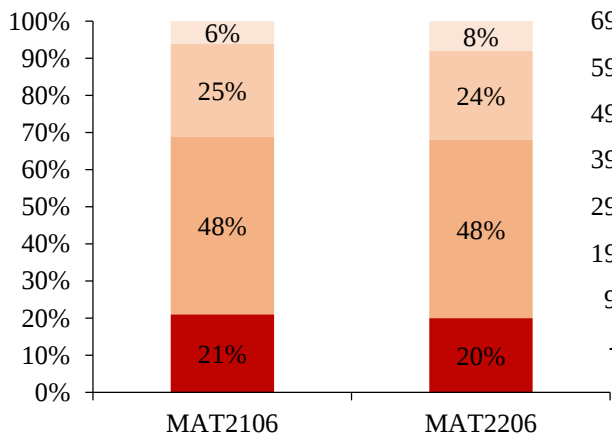
- ✓ **奶粉品类生命周期延长。**尼尔森数据显示，线下渠道中适合3-6岁幼童的四段奶粉销售占比由2021年6月（滚动一年）的 6% 提升至2022年6月（滚动一年）的 8%，且销售额增速达16.8%，1-3段奶粉销售额主要贡献为新品和消费升级。
- ✓ **功能性奶粉份额提升。**根据尼尔森数据，截至2022年6月，线下渠道中对原料及生产环境要求更高的有机奶粉份额较上年提高1%，销售额增速10.8%；A2奶粉份额较上年提高1.9%。
- ✓ **功能性奶粉单价高，溢价空间大。**尼尔森数据显示，2022年6月线上渠道中有机奶粉和抗过敏奶粉的平均单价与非有机奶粉平均单价的1.2倍 / 1.7倍。

表：四大主流功能性奶粉

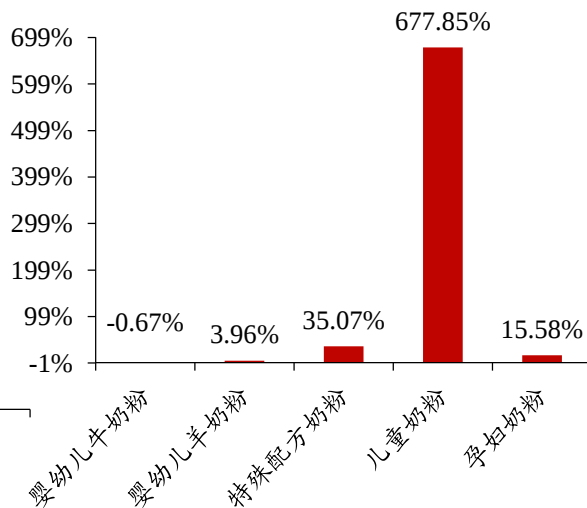
奶粉品类	功效
A2奶粉	A2型奶牛为奶源，只含A2-β酪蛋白 减轻 婴幼儿乳糖不耐受问题
有机奶粉	配方要求严格，更 天然、绿色、安全 。有机奶粉必须具备有机牧场、有机奶牛、有机加工、有机追溯、有机认证等一系列资质条件，并且奶粉中有机成分须≥95%。
羊奶粉	以 羊奶为主，好消化、易吸收和低致敏 。羊奶的蛋白质和脂肪球颗粒较小，更利于消化吸收；羊奶中的α-酪蛋白、β乳球蛋白含量较少，致敏性更低。
草饲奶粉	更丰富的维生素D、共轭亚油酸、亚麻酸等营养元素含量，促进婴幼儿对钙磷的吸收， 帮助调节免疫功能 。

资料来源：尼尔森，浙商证券研究所

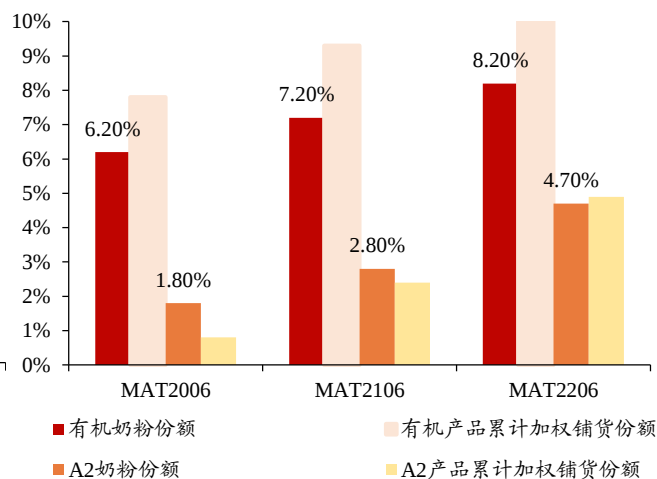
图：线下渠道四段奶粉销售额占比增加



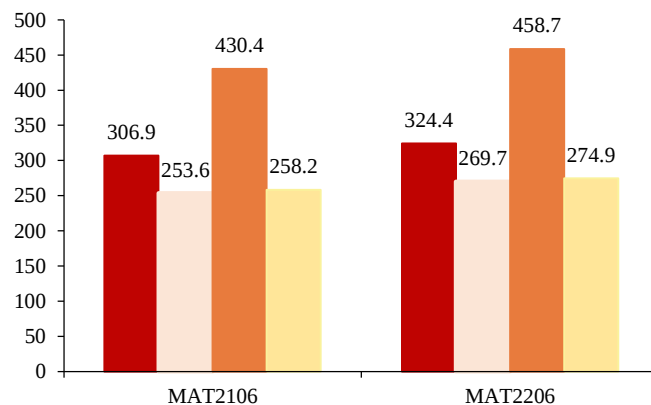
图：2021年奶粉各品类销售同增情况



图：A2奶粉、有机奶粉份额提升



图：各功能奶粉平均单价



■ 一段奶粉 ■ 二段奶粉 ■ 三段奶粉 ■ 四段奶粉

资料来源：尼尔森，魔镜情报，CBME，浙商证券研究所
注：数据口径为天猫+淘宝渠道；累计加权铺货：代表

- ✓ **纸尿裤使用周期延长，NB-XXXL尺码满足0-40个月婴童需求。**根据尼尔森数据截至2022年6月（滚动一年），线下渠道中XXXL码和XXL码尿裤销售份额增速分别为 90.5% / 15.6%，为市场增长的主要来源。
- ✓ **高单价拉拉裤份额提升。**根据尼尔森数据，平均单价约2.16元/片的拉拉裤份额占比由2021年的33.3% 提升至 2022年的 37.5%（传统纸尿裤平均单价1.62元 / 片）。

表：纸尿裤产品周期向幼童延伸

婴儿纸尿裤分类	分类	价格	设计	特点	不同尺码规格
	纸尿裤片	较低 舒比奇36.5/ 包 (M 56片)	无左右腰贴， 搭配固定带	方便更换，更换时无需脱裤子； 非包围设计更透气； 固定性相对较弱， 吸水性防渗漏功能低于纸尿裤和拉拉裤	平躺期 0-3个月 6Kg以下 NB-S
	纸尿裤 腰贴型 纸尿裤	中等 尤妮佳47/ 包 (S 24片)	魔术腰贴，裤体 底部设有立体防 漏边缘	有效防止侧漏，固定效果较好。 一般裤体边缘设有立体防漏边缘； 魔术贴魔术扣能反复粘贴，可根据婴幼儿腹围调整松紧度。	爬行期 4-6个月 6-11Kg M
	拉拉裤 (成长裤) 裤型 纸尿裤	较高 帮宝适129/ 包 (M 38片)	360度弹性腰围， 贴身舒适， 方便穿脱	固定效果好，更贴合婴幼儿体型，可调节幅度比纸尿裤小， 利于爬行及开始学步的婴幼儿活动； 方便穿脱，穿时向上提拉，脱时只需扯开两侧弹性腰围。	好动期 7-11个月 9-14Kg L
					学步期 12-23个月 12-18Kg XL- XXL
					活动期 24-40个月 15kg以上 XXL-XXXL



□ 服务项目渗透率低，蓝海市场亟待扩容。

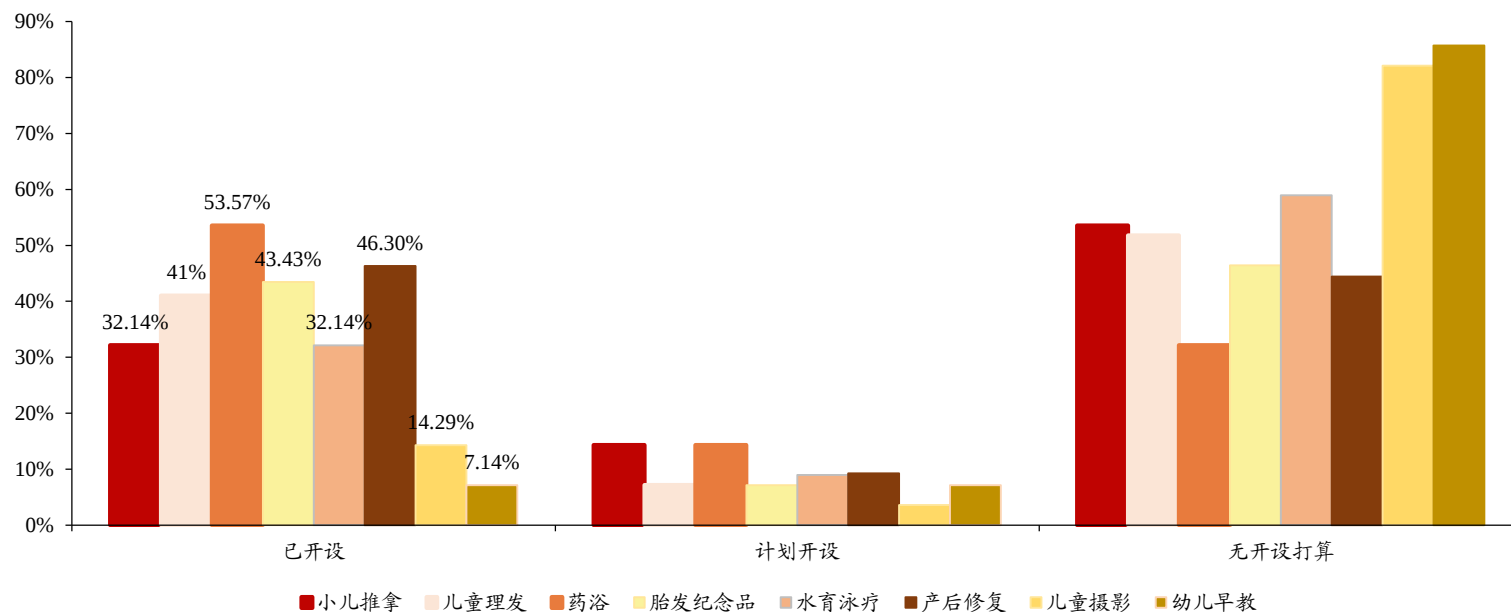
- ✓ 根据中婴商情调研数据，大部分母婴门店正在积极布局服务类项目，迎接“商品+服务”新趋势，其中对专业要求较低的药浴、产后修复、胎发纪念品和水育泳疗项目为铺设重点。
- ✓ 儿童早教、儿童乐园需求位于前列。

图：儿童母婴产品/服务需求增长（TOP8）



资料来源：CBME，浙商证券研究所

图：母婴门店服务类项目布局情况抽样统计

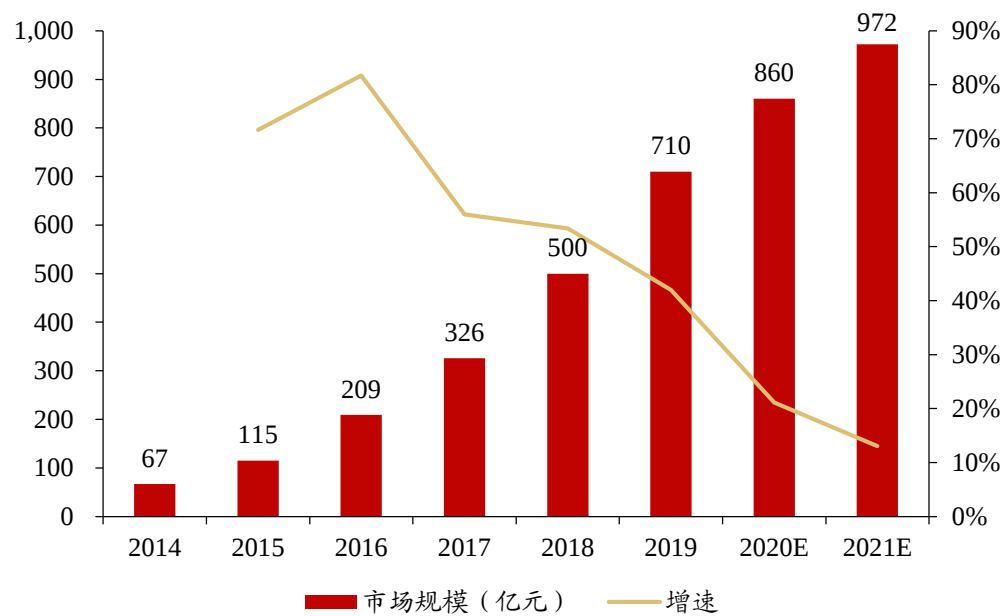


资料来源：中婴商情，浙商证券研究所

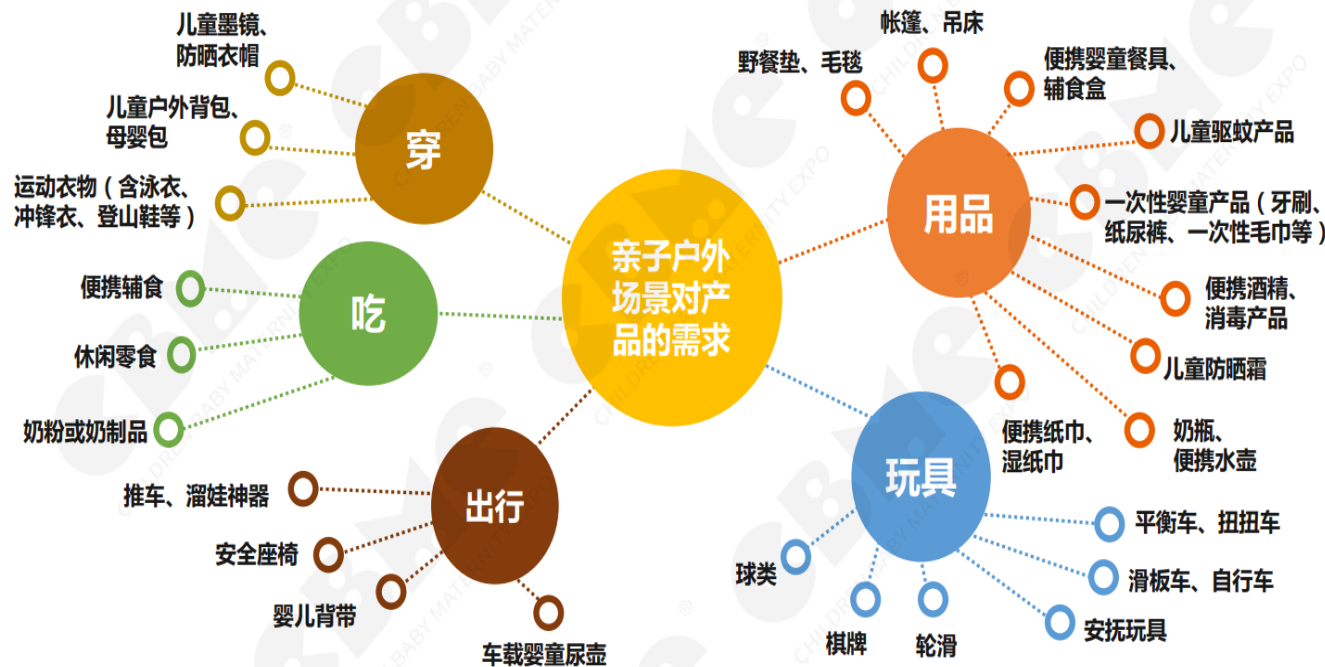
□ 亲子游市场规模扩大，场景性母婴商品需求提升。

- ✓ 亲子游市场规模持续扩大，艾媒咨询预计2021年市场规模为972亿元。
- ✓ 亲子“户外出游”涵盖小区公园、儿童游乐园、户外野营、农家乐、海边等多重场景，户外活动的场景化需求，将推动具有安全、便携、防蚊虫、解放双手等功效的母婴产品销量增长。

图：2014-2021年中国亲子游在线交易市场规模及增速



图：户外活动等服务拉动母婴商品消费



02

拥抱全渠道

线下 —— 竞争格局极度分散

线上 —— 综合电商独占鳌头

全渠道加速进行中

2.1 市场竞争格局：线上、线下占比趋于稳定

□ 线下、线上渠道各具优势。

- ✓ **线上平台**：购物便捷，可充分利用碎片化时间；品类多样，满足长尾市场个性化需求；产品介绍专业，评论区用户体验详细；退货便捷，条件宽松；明码标价。
- ✓ **线下渠道**：购物体验感强，非标小众产品机会更多；客户信任度高，服务类业务加持，强客户粘性；产品品类齐全，满足一站式购物需求。

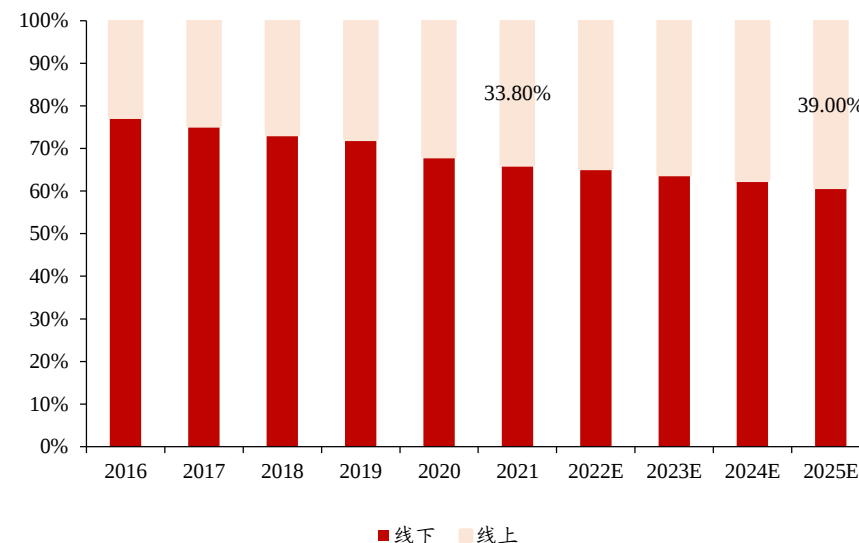
□ 互联网红利尾声期，渠道占比趋于稳定。

- ✓ 2010年 - 2020年在互联网蓬勃发展、社交短视频平台的兴起，线上渠道占比急速提升。
- ✓ 线下零售店依靠母婴产品天然依赖线下体验感的特性，通过塑造场景化消费、打造会员体系，巩固渠道地位。
- ✓ 随着渠道竞争白热化，线上、线下渠道占比将稳定约40% / 60%。

表：母婴零售渠道对比

	渠道	代表品牌	目标客户	渠道优势	渠道劣势
线下渠道	母婴集合店	孩子王/爱婴室	全人群	品类丰富，一站式购物，专业导购满足客户个性化需求；连锁经营有利于形成品牌和规模效应	对选址和经营面积要求高，经营成本较高
	商场/百货	万达/华润	中高端人群	购物环境好，商场引流能力强	经营费用高，商场扣点较多
	超市/便利店	全家/家乐福	大众消费者	卖场、超市客流量高，适合大众中低端产品销售	需进场费
线上渠道	综合电商	淘宝/抖音		品类全，天然流量优势	
	O2O 平台	孩子王/爱婴室	全人群	线下品牌背书，客户信任度高	缺乏购物体验，品质难把关
	垂直电商及社区	亲宝宝/宝宝树		专业性强，社交+商品属性	O2O平台和垂直电商、母婴社区用户结构单一，引流难度大

图：母婴线上线下载渠道占比

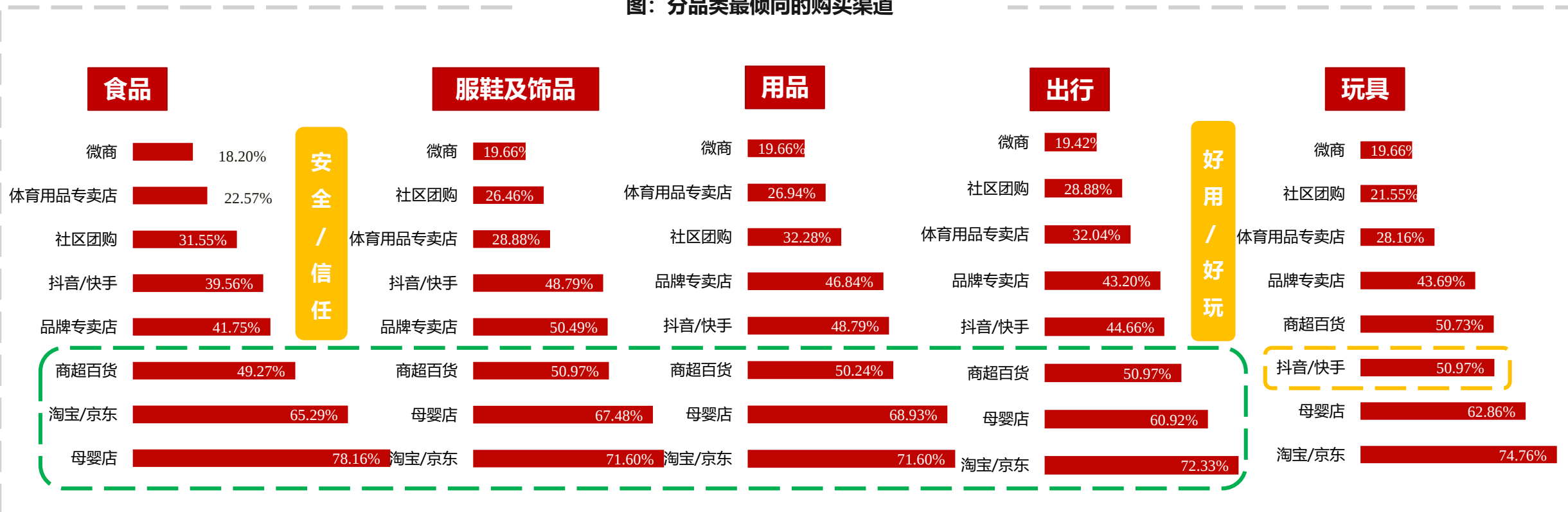


2.1 市场竞争格局：线上、线下占比趋于稳定

□ 细分品类需求特性决定母婴商品购买渠道。

- ✓ 对于产品安全、品质为第一要素的食品品类，消费者倾向在母婴店购买。
- ✓ 对于服饰、用品等非标产品，购买渠道以淘宝、京东等电商渠道、母婴店和商超百货为主。
- ✓ 主打好玩、好用的玩具类产品，消费者的倾向购买平台为兴趣电商。

图：分品类最倾向的购买渠道

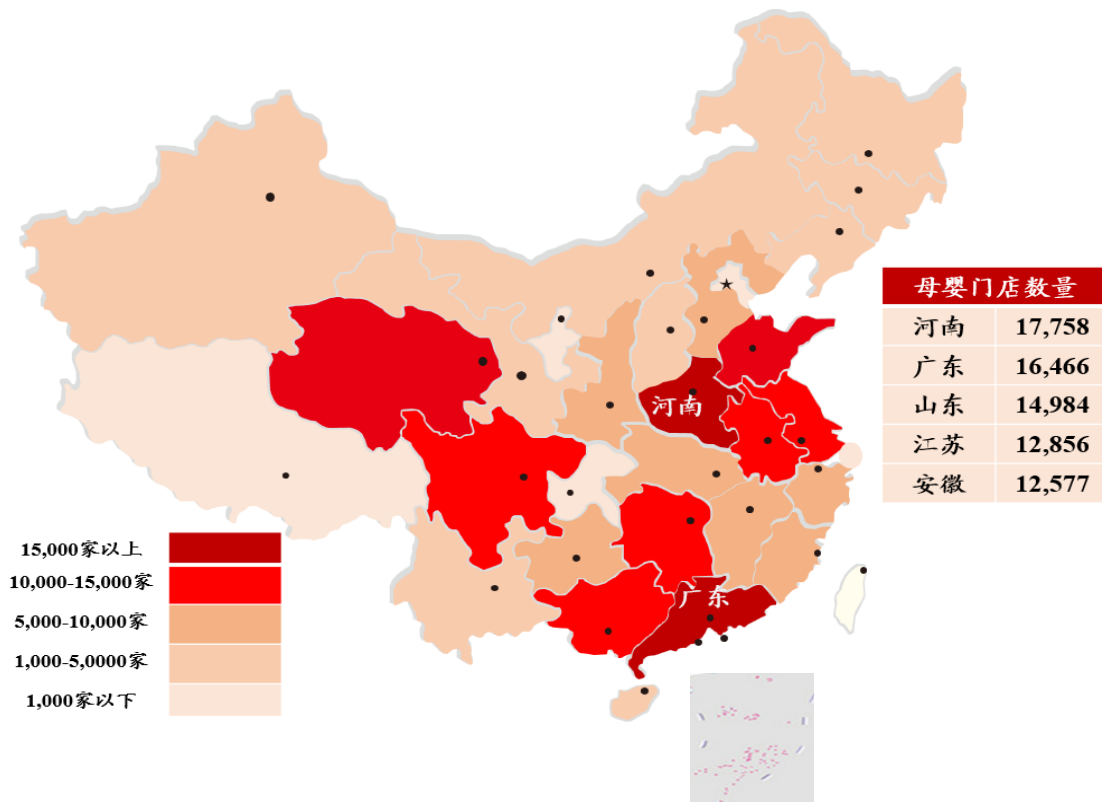


资料来源：CBME，浙商证券研究所

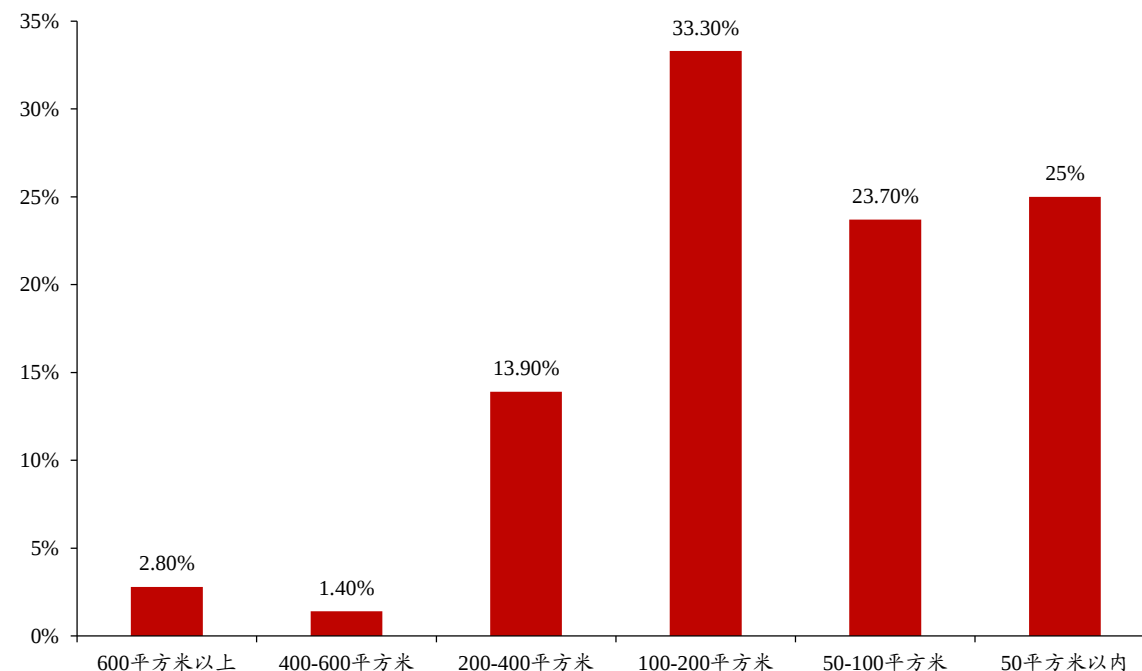
□ 线下渠道集中度极低，疫情出清部分中小门店，竞争格局持续优化。

- ✓ **从门店数量看**，根据百度地图数据，我国2022年12月16日共有18.6万家母婴门店，河南、广东、山东等出生人口大省，母婴门店分布较集中。门店以夫妻、街边店为主，连锁品牌孩子王和爱婴室的数量占比仅为0.28% / 0.16%。
- ✓ **从门店面积看**，母婴门店以中小型为主。根据CBME数据，2022年57%的母婴门店面积为50-200平方米，400平方米以上的大店仅占4.2%。

图：各省母婴门店数量



图：2022年小面积母婴店为主流



□ 品牌区域化特征明显，孩子王全国布局，爱婴室深耕区域市场。

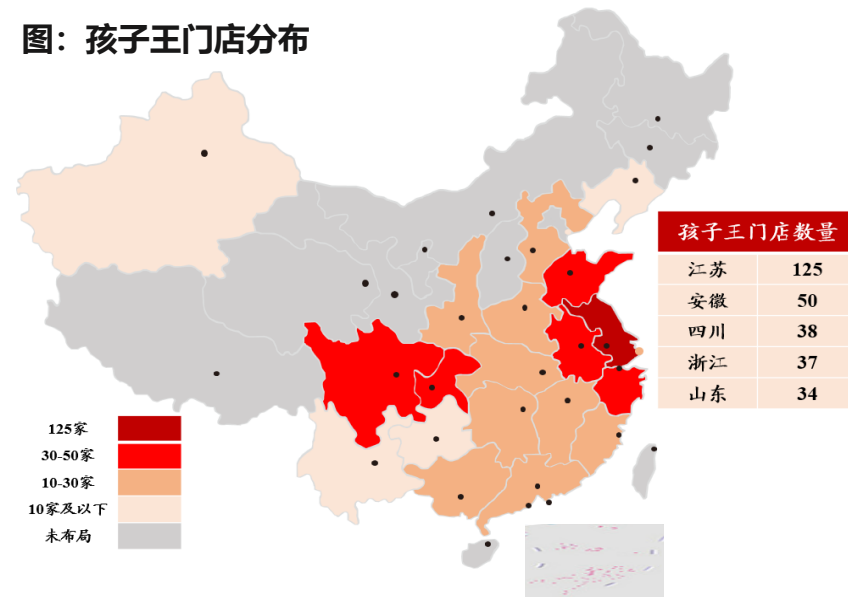
- ✓ 孩子王仅剩10省未布局门店。
- ✓ 爱婴室收购贝贝熊后拓展中南地区市场，门店集中分布于江苏、上海、湖北、湖南、浙江等经济较发达的区域。

表：连锁母婴零售品牌

	孩子王	爱婴室	爱婴岛	乐友	丽家宝贝	丽婴房
创立年份	2009	1997	1998	1999	2003	1971
总部	南京	上海	珠海	北京	北京	台湾
全国门店数量（家）	500多家	483	1773	697	74（直营）	302
主要覆盖区域	全国	江苏、上海、湖北、湖南	珠三角、长三角	北京、河北、陕西、天津	北京	上海
是否开放加盟			√	√	√	√
平均门店面积（平米）	3000	600	40以上	200-600		
服务周期	孕前-14岁婴童	孕前-6岁婴童	孕前-6岁婴童	孕前-6岁婴童	孕前-10岁婴童	0-8岁婴童
微商城	√	√	√	√	√	√
淘宝	√	√		√	√	√
APP	√	√		√	√	
抖音	√	√		√	√	√
京东		√			√	√
拼多多		√				√

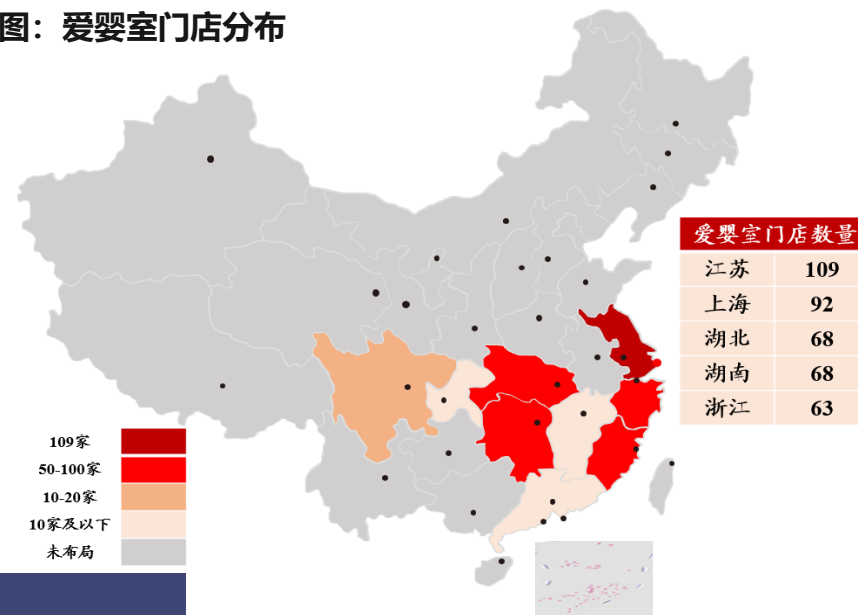
资料来源：各公司官网，浙商证券研究所

图：孩子王门店分布



资料来源：根据孩子王小程序整理，浙商证券研究所

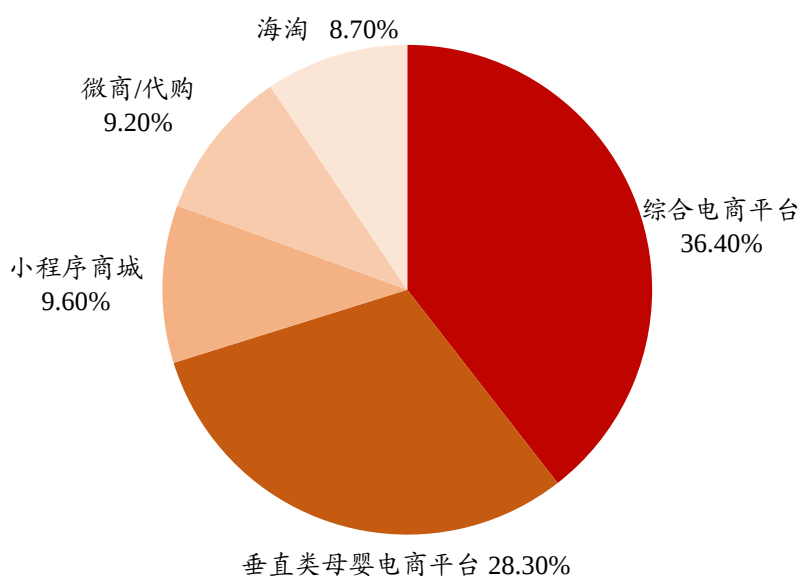
图：爱婴室门店分布



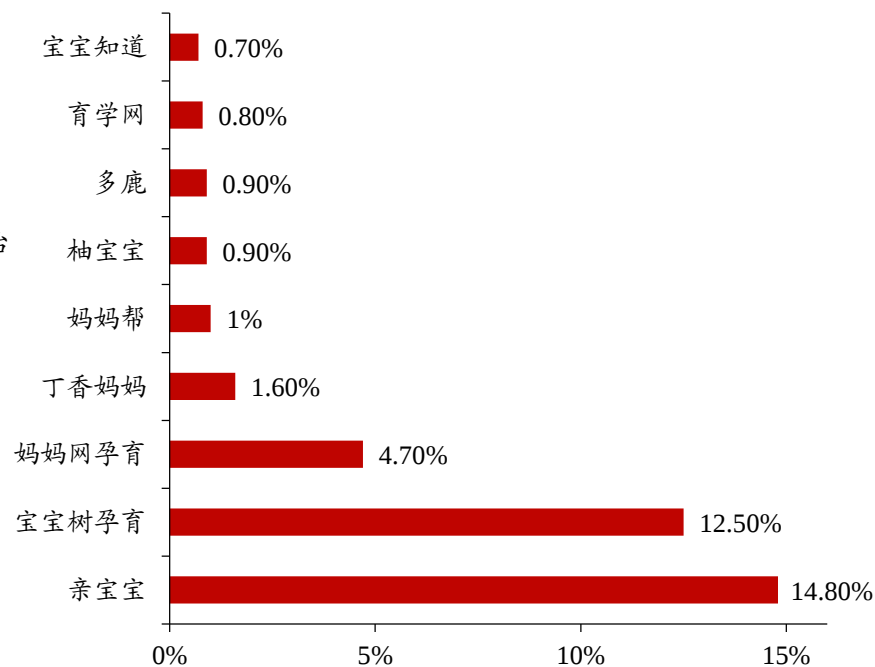
爱婴室官网整理，浙商证券研究所

- 综合电商规模效应挤压垂直电商生存空间。
- 垂直电商平台规模稳定，梯队分化显著，出路—完善“内容+商品”的多元生态模式。
- ✓ 母垂平台用户粘性高。根据极光数据，母婴垂直电商的合计月度活跃用户稳定在2300万以上，2022年4月MAU达2440.5万。
- ✓ 头部母垂电商亲宝宝、宝宝树通过高质量的内容引流，用户粘性远超其他母垂电商。根据极光数据，2022年4月亲宝宝和宝宝树覆盖度分别为14.8% / 12.5%，其他母婴垂直电商渗透率均低于5，亲宝宝App人均单日启动次数达3次，中重度用户占比50.9%。

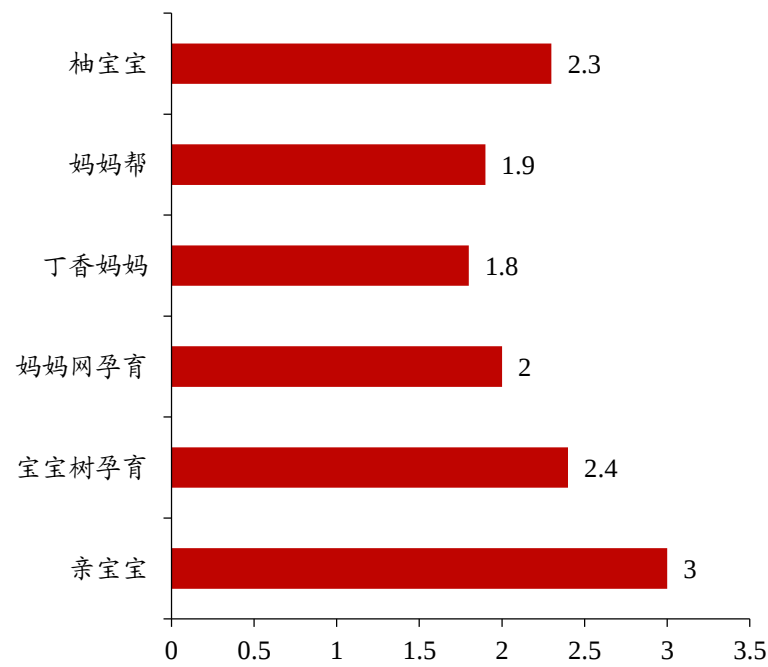
图：2021年春节期间母婴消费者线上购买渠道占比



图：2022年4月母婴APP在女性亲子行业渗透率



图：2022年1-4月母婴App人均单日启动次数



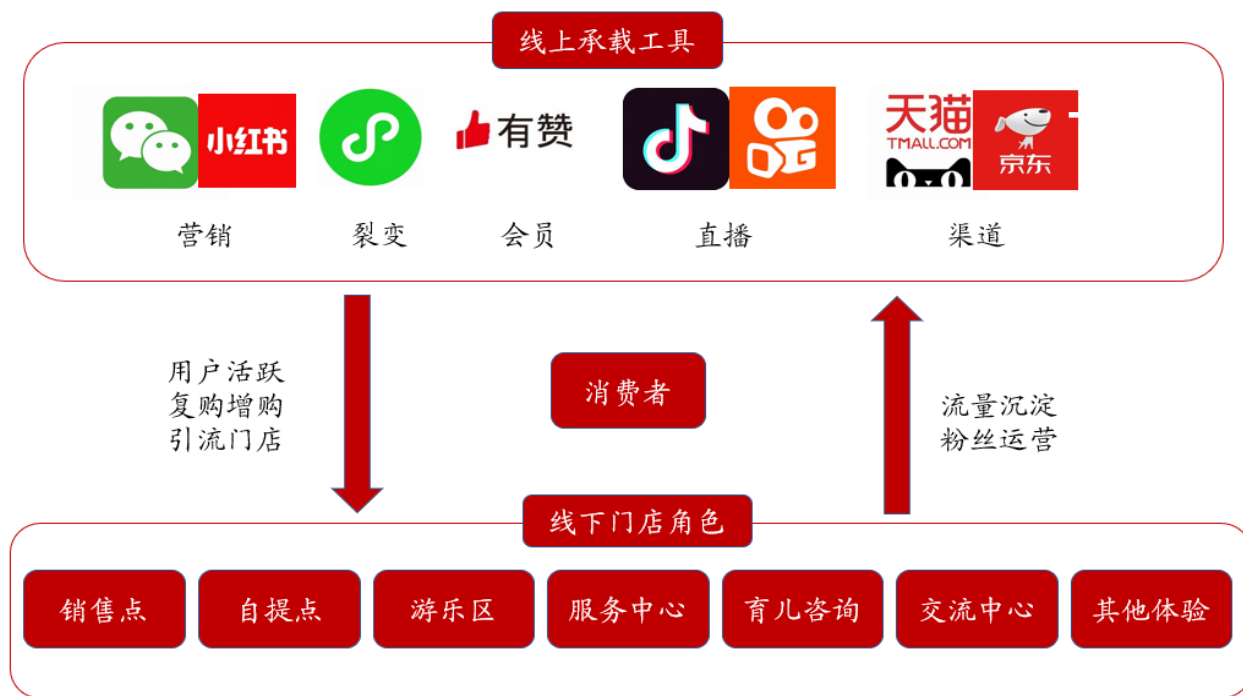
□ 全平台营销，拥抱新生态

- ✓ 跨越线上、线下渠道边界。接入淘宝、京东、抖音、快手、有赞等公域流量，维护运营私域流量池。

□ 线上、线下联动，打造营销闭环

- ✓ 消费场景线上延伸，线上持续发力营销加强客户粘性，反哺线下客流。
- ✓ 构建数字化门店，加强线上引流。

图：品牌营销趋势



03

见微知著

中国“代工制造”转“中国品牌”

即时零售风口已至

中大童教玩蓝海赛道

孩子王 & 爱婴室

□ 见微知著 —— 品牌+渠道+产品优势，奶粉、纸尿裤品类国产品牌崛起。

- 奶粉行业从2016至今，受配方注册制、限制海淘等各种政策影响，国产奶粉品牌崛起，海外品牌销量增速放缓，以飞鹤为代表的国产品牌市场份额大幅提升。

□ 疫情加速国产品牌认知度提升，当前打造自有品牌的风口期。

图：纸尿裤品牌国产化历程

1993-2004年 外资厂商全面进入 占据绝对优势

- 宝洁、金佰利、尤妮佳等外资婴儿纸尿裤品牌集中进入中国市场，技术壁垒绝对领先
- 外资厂商引入先进技术，叠加对消费者教育，中国婴儿纸尿裤市场快速发展



2005-2011年 国内建厂热潮 国产品牌进入起步阶段

- 在国外品牌的带动下，国内迎来建厂热潮，杭州昱升（2005）、豪悦护理（2008）、重庆百亚（2010年）国内生产厂商相继成立，为后续国产纸尿裤品牌发展提供技术研发的硬实力支持



2012至今 国产品牌强势崛起 国内外品牌混战

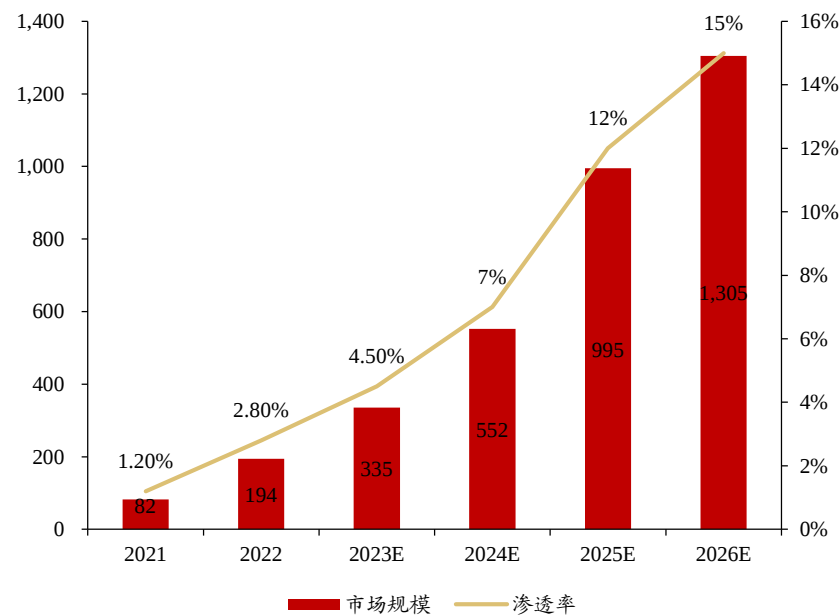
- 国产品牌研发实力上升，由时间验证的品质保障，新生代母婴消费群体对国产品牌信任度与认同度上升
- 本土自主品牌崛起，与外资品牌正面竞争



母婴即时零售千亿市场规模可期。

- 年轻母婴用户追求“即时性”“便捷化”，即时零售因提升效率提升和加强用户体验迅速发展。根据《2023母婴即时零售行业白皮书》数据，截至2022年，母婴即时零售渠道销售规模约194亿元，预计到2026年规模将达1,305亿元，CAGR 达74%。
- 未来母婴即时零售将聚焦早间夜间场景、户外出行场景、社交娱乐场景、宅家应急场景、居家品质场景五大核心场景，为消费者提供更便捷的购物体验。

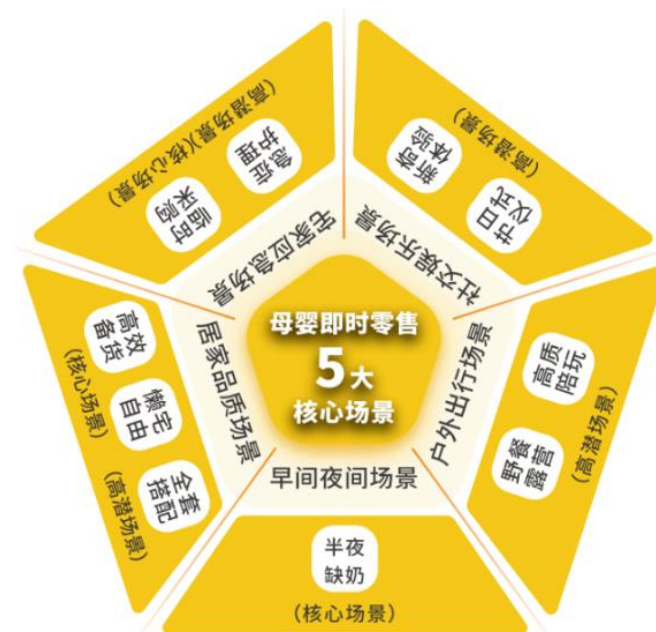
图：母婴即时零售市场规模和渗透率（亿元）



图：母婴即时零售消费动机及代表性场景



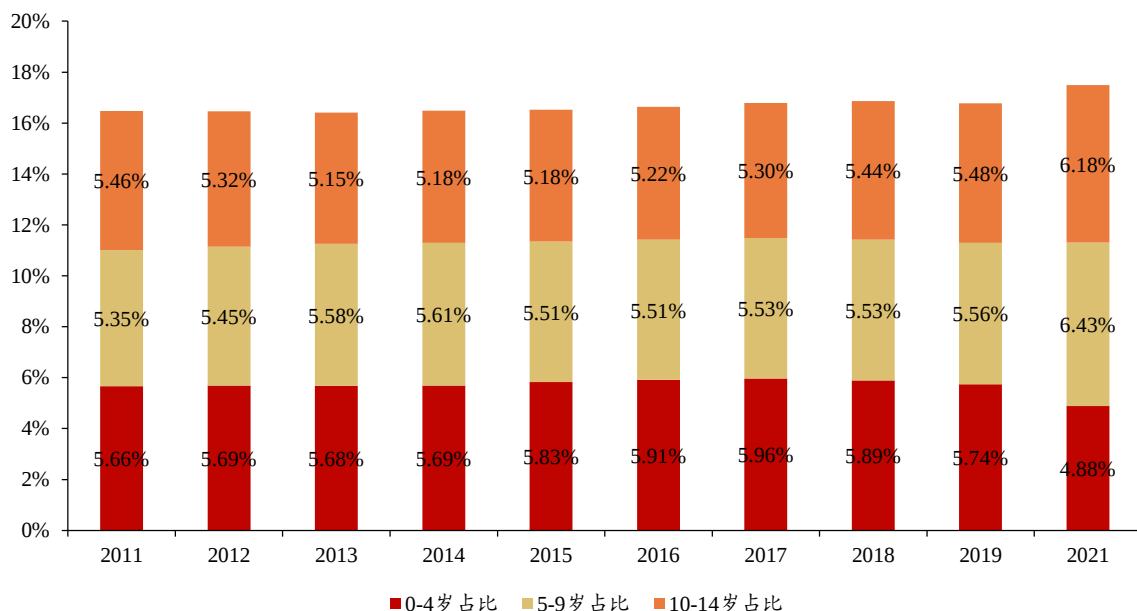
图：母婴即时零售核心及最有潜力的消费场景



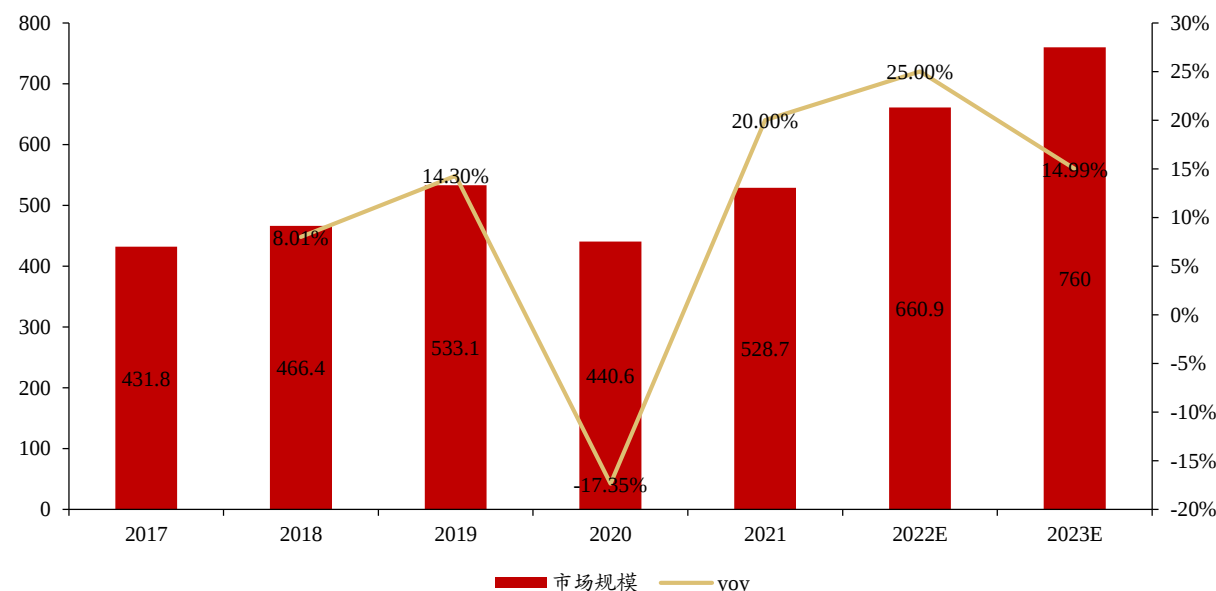
□ 中大童人口结构占比增加，为市场关注新主体。

- 我国婴幼儿结构变化，3岁+人口规模化增长。0-4岁婴幼儿占比逐年降低，5-14岁中大童占比提升。超2亿人口的中大童市场规模爆发，前景广阔。
- 中大童消费涵盖吃、穿、教、玩四大板块。当前市场仍缺乏连锁的中大童生活一体化中心，空缺场景亟待填补、整合。2019年中国0-12岁的儿童人口约为2亿人，中国儿童补充教育市场规模为0.78万亿元，2024年预计将达1.34万亿元。其中，2019年以内容为导向的儿童补充教育市场规模达到0.11万亿元，预计2024年将0.46万亿元。

图：婴幼儿人口占比（抽样数据）



图：中国音乐教育学前儿童市场规模（亿元）



量价逻辑：政策端利好出生率降幅收窄 → 疫情出清中小门店，行业竞争格局优化，行业龙头持续受益

- 孩子王在已有门店的城市加密网络+积极开拓未进入的市场 → 品牌效应+引流能力，商业综合体乐于合作，租金优惠
- 独有的大店模式为塑造一站式场景化消费的基石+品牌头部效应，会员人数稳定向上
- 行业消费升级趋势+育儿顾问高粘性会员体系+差异化供应链，客单价持续提升
- 服务类+本地生活新业务齐头并进，数字化技术持续降本增效 → 业绩增速与确定性超预期。

表：孩子王核心经营数据拆分（百万元）

	2018	2019	2020	2021	2022
营业总收入	6,670.7	8,242.5	8,355.4	9,048.9	8,520.2
yoy		23.6%	1.4%	8.3%	-5.8%
母婴商品	6152.0	7410.8	7386.4	7835.1	7416.27
yoy		20.5%	-0.3%	6.1%	-5.3%
收入占比	92.23%	89.91%	88.40%	86.59%	87.04%
毛利率	25.50%	23.78%	22.82%	21.60%	21.06%
供应商服务	243.69	421.22	518.79	676.86	605.05
yoy		72.9%	23.2%	30.5%	-10.6%
收入占比	3.65%	5.11%	6.21%	7.48%	7.10%
毛利率	96.05%	97.33%	97.97%	98.34%	98.80%
母婴服务	180.49	263.68	221.87	258.22	250.75
yoy		46.1%	-15.9%	16.4%	-2.9%
收入占比	2.71%	3.20%	2.66%	2.85%	2.94%
毛利率	93.85%	94.32%	94.06%	98.34%	91.93%
平台服务			82.39	102.22	106.43
yoy				24.1%	4.1%
收入占比			0.99%	1.13%	1.25%
毛利率			92.82%	75.01%	75.28%
广告	33.80	55.90	70.78	85.66	74.05
yoy		65.4%	26.6%	21.0%	-13.6%
收入占比	0.51%	0.68%	0.85%	0.95%	0.87%
毛利率	21.40%	41.00%	32.62%	41.67%	51.91%
其他业务	60.65	90.90	75.19	90.80	67.61
yoy		49.9%	-17.3%	20.8%	-25.5%
收入占比	0.91%	1.10%	0.90%	1.00%	0.79%
毛利率	47.49%	62.01%	64.43%	64.19%	58.69%

图：孩子王活动丰富



- ❑ **并购扩大市场规模：**2021年爱婴室收购华中区域贝贝熊实现双品牌运营，开拓业务版图。通过集采模式整合贝贝熊供应链，鼓励门店售卖日用品、营养辅食，棉品等非标产品，毛利率提升效果显著。
- ❑ **自有品牌建设卓有成效：**自有品牌品类涵盖婴幼儿服饰、纸巾/湿巾、洗护液、纸尿裤、零辅食、营养品等，以OEM生产模式为主，借助公司SRM供应商管理系统对生产厂商采取智能化全方位管理，降低成本提高利润空间。
- ✓ 2022H1，纸尿裤品类销售额同比增长4%，营养辅食类销售额同比增长545%。未来公司还将以洗护用品、绘本、玩具、服饰等家庭消费品类为切入点，进一步渗透至母婴家庭生活的各个场景，持续提升消费者购物粘性、延长客户生命周期。

表：爱婴室核心经营数据拆分（百万元）

	2018	2019	2020	2021	2022
营业总收入	2,135.4	2,460.4	2,256.4	2,652.4	3,619.5
yoy		15.22%	-8.29%	17.55%	36.46%
门店销售	1886.8	2188.3	1964.2	2079.4	2584.69
yoy		16.0%	-10.2%	5.9%	24.3%
收入占比	88.36%	88.94%	87.05%	78.40%	71.41%
毛利率	25.79%	28.36%	28.20%	27.24%	26.33%
电子商务	45.35	75.92	116.51	337.75	720.31
yoy		67.4%	53.5%	189.9%	113.3%
收入占比	2.12%	3.09%	5.16%	12.73%	19.90%
毛利率	7.89%	8.70%	10.36%	14.04%	17.55%
批发	69.20	37.89	14.82	20.01	52.98
yoy		-45.2%	-60.9%	35.0%	164.8%
收入占比	3.24%	1.54%	0.66%	0.75%	1.46%
毛利率	14.34%	13.26%	28.02%	15.21%	5.31%
婴儿抚触服务	12.83	13.89	10.43	17.28	
yoy		8.3%	-24.9%	65.6%	
收入占比	0.60%	0.56%	0.46%	0.65%	
毛利率	8.47%	9.31%	9.14%	11.13%	
早教				0.55	
yoy				0.02%	
收入占比				100.00%	
母婴服务					22.57
yoy					26.6%
收入占比					0.62%
毛利率					14.22%
供应商服务					213.91
yoy					18.36%
收入占比					5.91%
毛利率					91.21%
其他					25.00
yoy					50.42%
收入占比					0.69%
毛利率					

表：爱婴室自有品牌

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

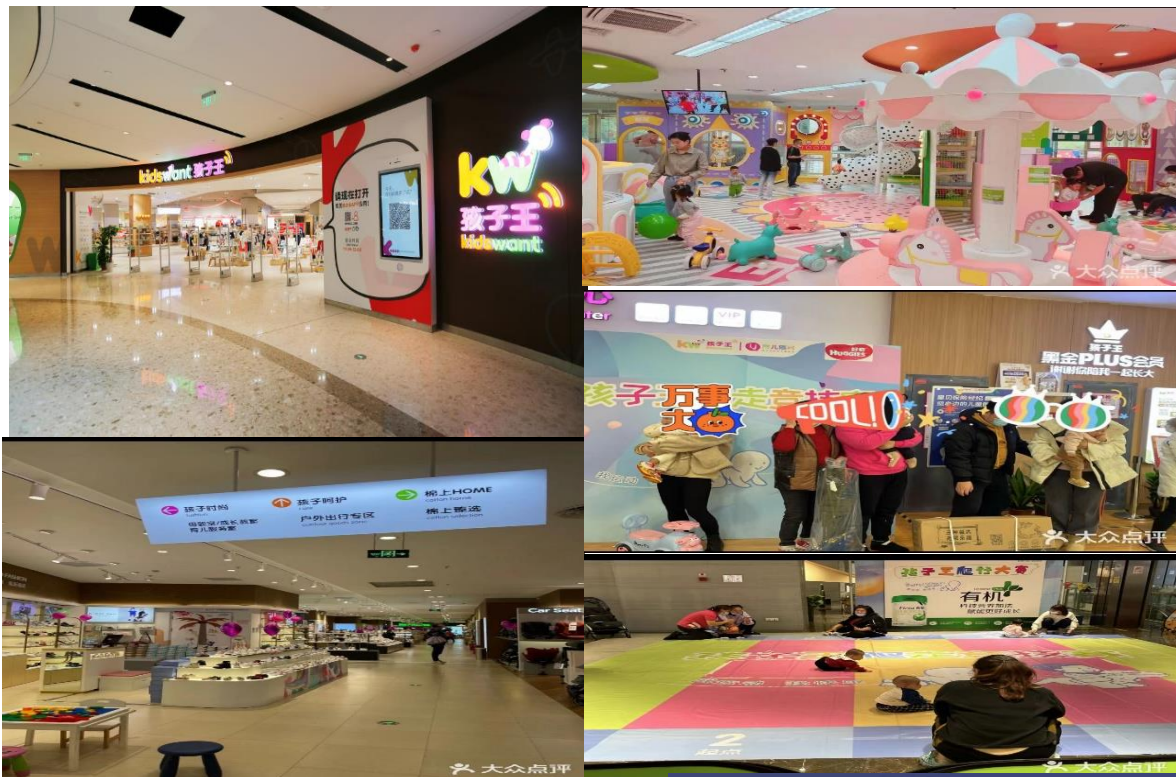
□ 孩子王——首创大店，店均面积 3,000 平方米

- 门店设有户外出行体验区、棉上臻选、儿童洗护专区、孕产妇服务中心等15大商品专区。
- 宽裕的门店场地为服务类业务开展及各类活动举办的基石，赋能线下门店客流。

□ 爱婴室——小而美路线，店均面积 600 平方米

- 2021年底于上海陆家嘴世纪金融广场开设首家托育中心——星可星可，专业服务1-3岁幼童。

图：孩子王门店



图：爱婴室门店



图：爱婴室星可星可托育园



孩子王深耕单客经济，打通公私域全链路，爱婴室会员体系持续优化中。

- ✓ 截至2022年底孩子王会员数量超6,000万人，黑金 Plus 会员人数同增 25%；企微社群超50,000个，互动人数超300万人，社群业绩同增15%。黑金会员单客年产出为普通会员的13倍左右。
- ✓ 截至2021年年底，爱婴室及所属子公司累计会员585.11万人，2021年爱婴室付费会员月均消费为普通会员的6倍，2022年会员消费占比达总销售额的96.8%。

图：孩子王会员权益



图：爱婴室会员权益



□ 孩子王—三级仓储物流体系，率先全国布局仓网。

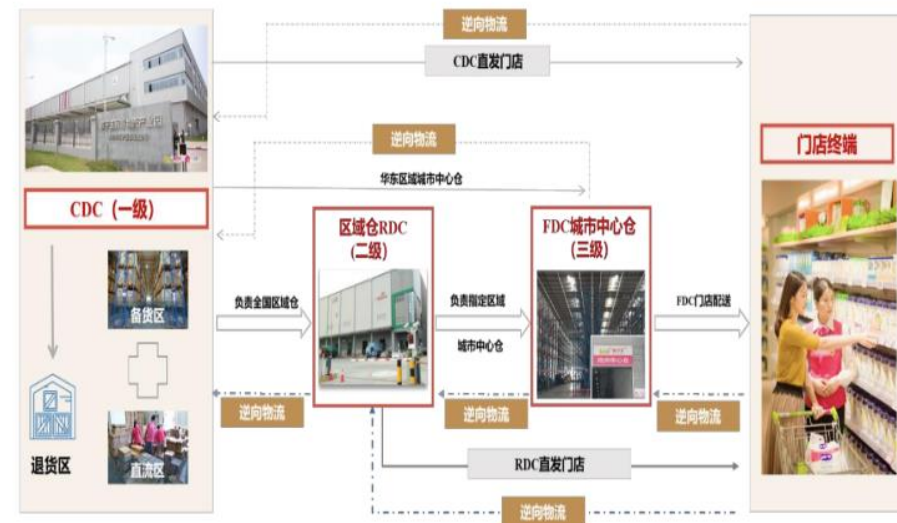
- 南京全自动化中央仓负责全国区域仓货品配送；4个核心区域仓覆盖华中、华北、华南和西南地区城市仓货品调配；15个城市仓，提高就近区域配送时效。
- 爱婴室—浙江嘉善自建物流仓储中心，总建筑面积超6万平米，集装卸、包装、保管、运输于一体。
- 商品采购——总部统一集中采购为主+区域采购。
- 商品配送——自建物流仓储中心配送为主+供应商直送。
- 仓储物流中心一期项目于2016年初投入使用；二期项目于2021年6月投入运营，可满足仓库每日4.5万箱的出货，年处理订单数达80万单以上。
- ✓ 2022年总仓发货配送量和分仓发货配送量占比分别为78.66% / 21.34%。

表：孩子王与爱婴室成长性及运营效率对比

运营周转效率	孩子王			爱婴室		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
存货周转天数	60.01	53.06	56.29	125.08	134.4	119.82
应收账款周转天数	2.3	2.72	3.25	2.78	5.61	11.01
应付账款周转天数	71.55	56.31	48.43	70.12	70.09	63.69
ROE (%)	20.64	8.17	4.2	11.47	7.2	8.2
权益乘数 (倍)	2.47	2.66	2.75	1.66	2.23	2.66

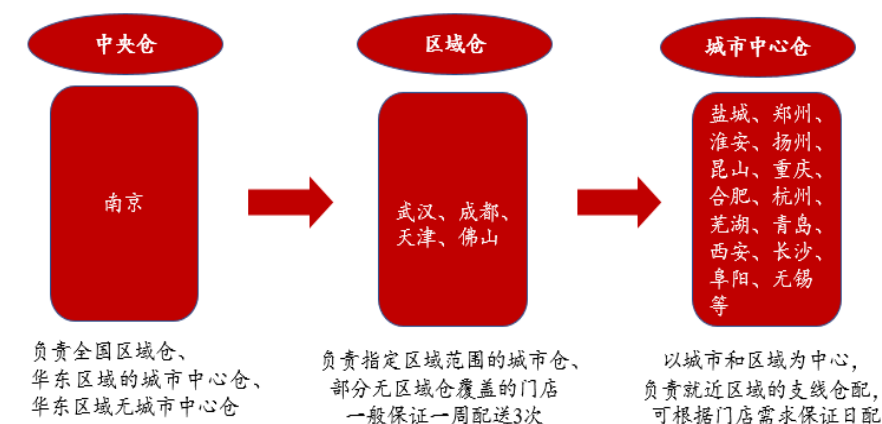
资料来源：，浙商证券研究所

图：孩子王三级仓储系统运营



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图：孩子王三级仓储体系



04

投资建议 催化剂&风险

核心观点：

- **行业端：**消费升级驱动下母婴消费万亿级市场规模稳定提升，无需担心行业规模萎缩。服务类蓝海市场规模庞大，为母婴行业新机遇。
- **渠道端：**全渠道为必然趋势，当前线下、线上渠道占比趋于稳定。其中线下渠道极度分散，随着疫情影响现金流叠加门店面积无法支撑母婴服务项目的布局，部分小型街边母婴店将最终出局，资源向头部集中，龙头品牌继续领跑母婴赛道。
- **产品端：**中国制造 -> 中国品牌，当前时点为打造自有品牌的良机。

推荐标的：孩子王 **关注标的：**爱婴室

催化剂:

- 三孩政策配套措施持续出台，国家保生育决心坚定。
- 后疫情时代主旋律—消费复苏，营收确定性恢复。
- 母婴服务业务需求加速释放。
- AI消费场景融合应用

风险提示:

- 出生率加速下滑；
- 消费复苏不及预期；
- 同业竞争加剧。

附录

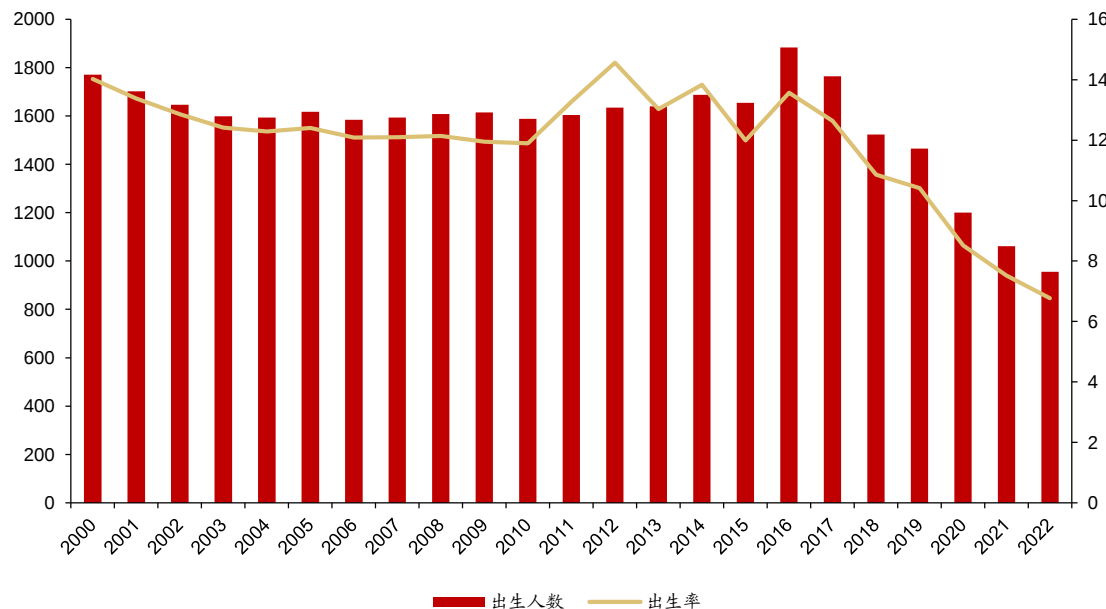
关注下沉市场结构性机会

数据支撑

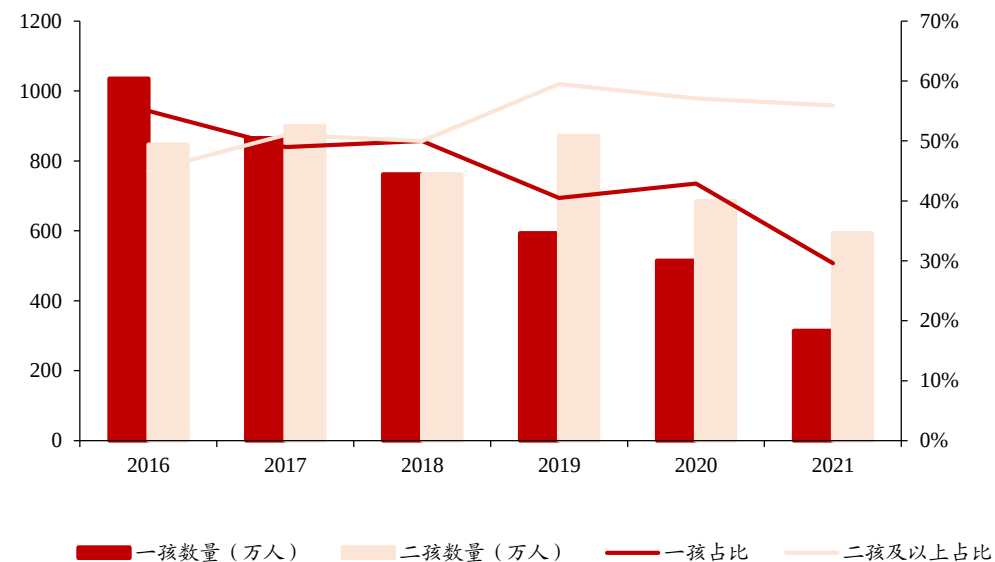
全国各地政策支持梳理汇总

- 政策刺激生育有效，但持续性不清，需完善生育支持政策体系。
- “二孩政策”有效提升出生人数，政策堆积效应消退出生人数持续下滑。
- 2016年全面二孩政策施行后，2017年二孩数量大幅增加达峰值且首次超过一孩数量。虽然二孩占比逐年提升，但二孩数量随着政策堆积效果减弱逐年下滑。

图：中国出生人数和出生率连续6年下滑（万人，‰）



图：二孩政策堆积效果减弱



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

资料来源：国家卫健委，浙商证券研究所

- 平均初婚年龄提高,适龄人口结婚意愿低。
- ✓ 初婚年龄的推迟是社会、经济发展、教育水平提高的必然结果。
- 统计局数据显示,近10年我国平均初婚年龄增加近3.78岁,2020年女性平均初婚年龄达27.95岁,男性平均初婚年龄达29.38岁。结婚对数直线下降或将直接导致出生人数减少,根据民政部数据2021年764.3万对登记结婚,同比下降6.14%。
- 未婚男女比例失衡,加剧出生率下滑风险。
- ✓ 国家统计局抽样调查结果显示,2020年20-30岁单身男性数量约为590万人,20-30岁单身女性数量约为424万人,其中相同年龄范围内,城镇未婚人口远高于乡镇单身人口。

图: 我国平均初婚年龄走高

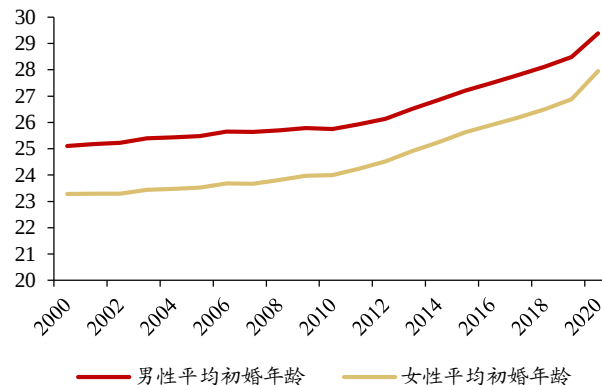


图: 我国登记结婚对数下降 (万对)

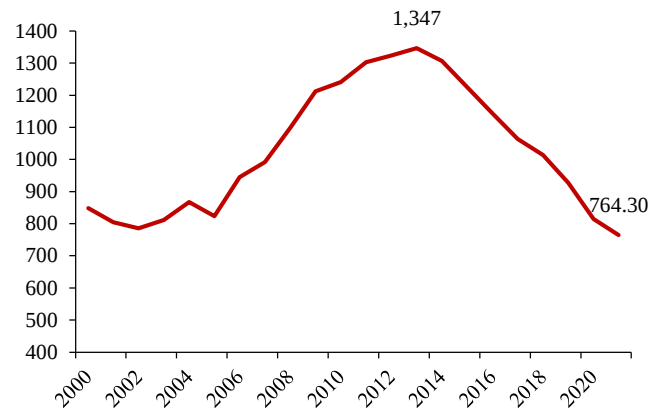


图: 2020年未婚男性多于未婚女性

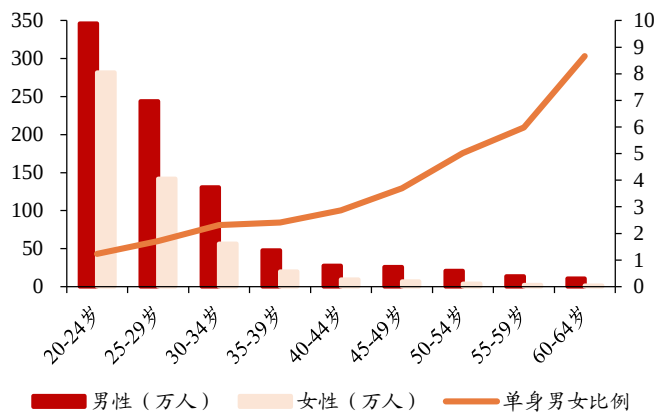
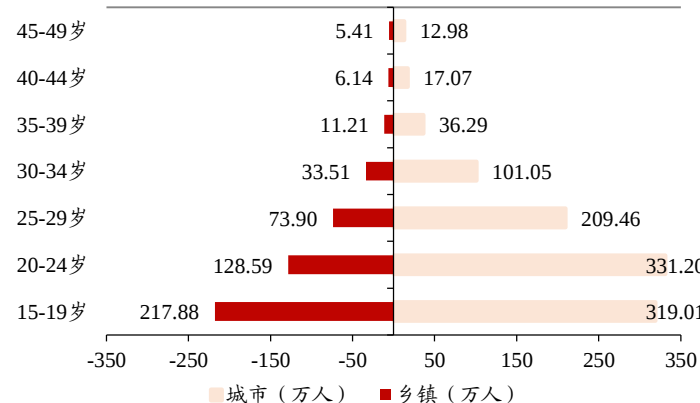


图: 2020年城市未婚人口远超乡镇

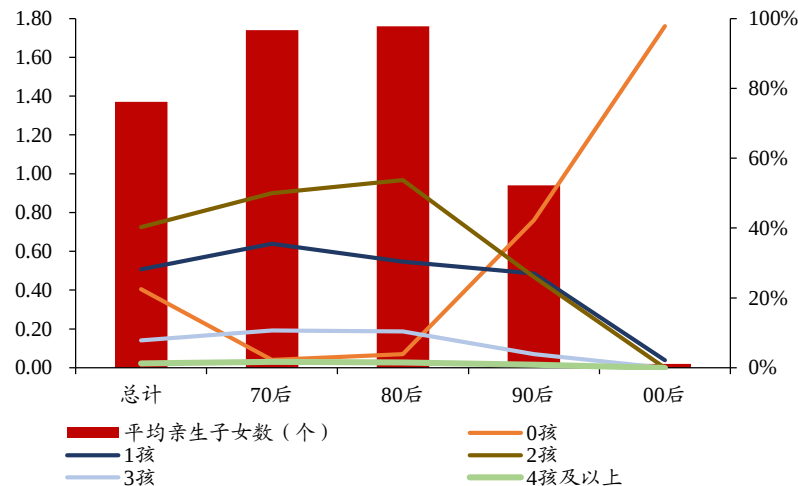


资料来源: 国家统计局, 民政部, 浙商证券研究所
注: 该数据为人口普查长表抽样数据, 2020年抽样比为10%

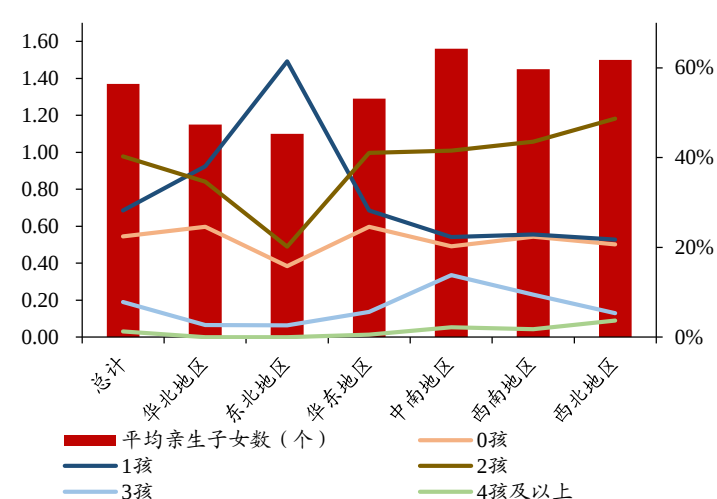
➤ 育龄妇女90、00后规模见顶且生育意愿低，中南地区平均子女数最高。

- ✓ 2021年国家卫生健康委调查显示，育龄妇女生育意愿降低，平均打算生育子女数为1.64个，低于2017年的1.76个和2019年的1.73个，作为生育主体的“90后”、“00后”仅为1.54个和1.48个。
- ✓ 生育主力90后的生育行为将直接影响当前生育政策的效果，CSS数据显示，2021年90后“0孩”占比高达42.24%，90后一孩生育问题，亟待改善。

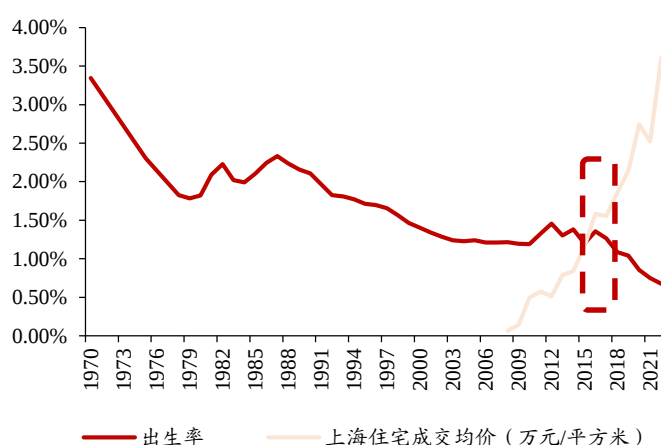
图：2021年各年龄段育龄妇女平均亲生子女数



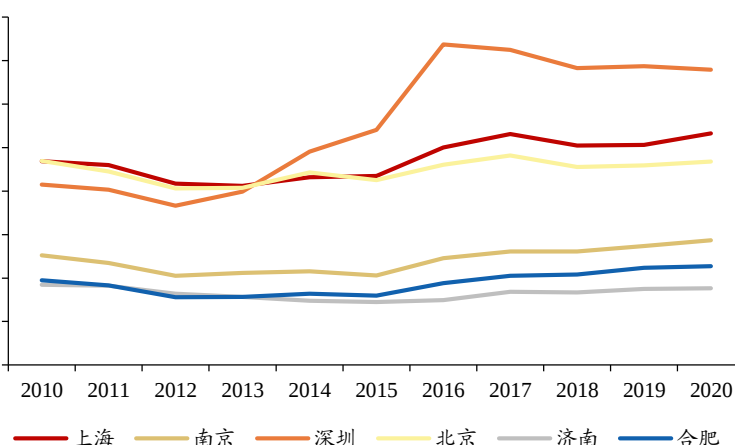
图：2021年各地区育龄妇女平均亲生子女数



图：出生率和房价的关系



图：房价收入比



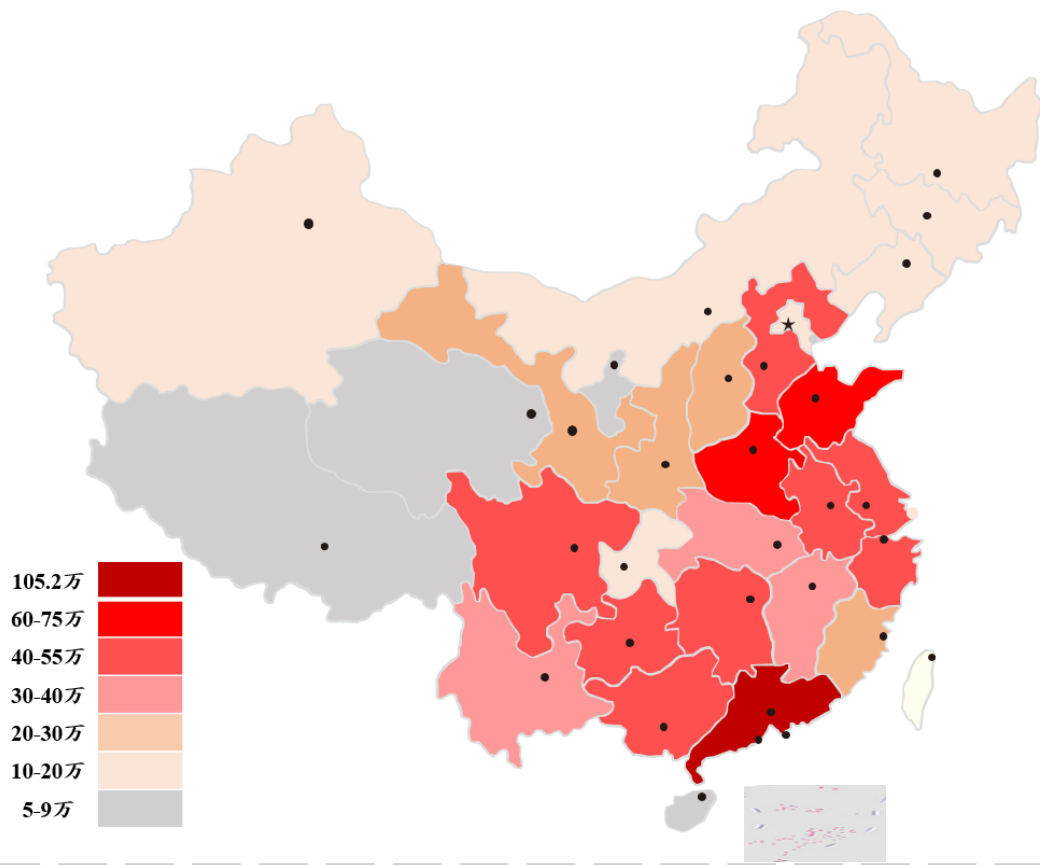
➤ 房价收入比、育儿成本居高不下。

- ✓ 一线城市房价收入比显著高于二三线城市。
- ✓ 中国人口增长趋势自1970年实施计划生育起呈下降趋势。90年代计划生育执行力度下降，但随着育龄人口基数下降，出生率仍呈下降趋势，但整体下滑态势较为平缓。
- ✓ 2017年房价大涨从量变到质变，生育率陡峭下降，高房价对生育的阻碍明显化。

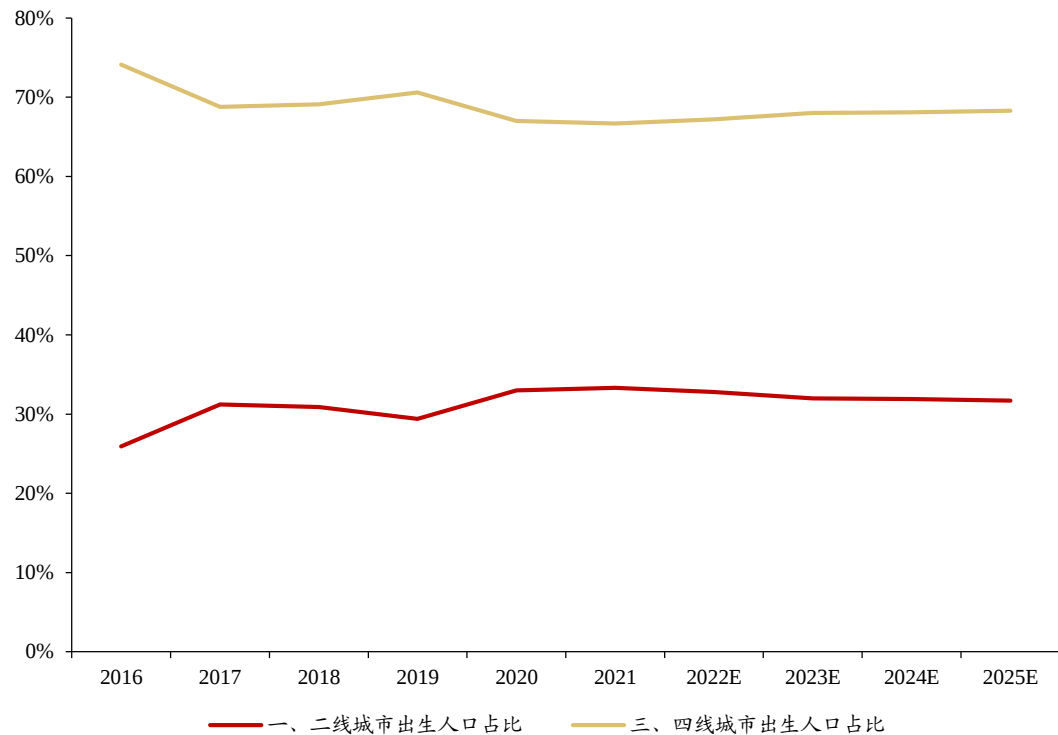
□ 中南部地区出生人数位于前列，低线城市出生人数占比高。

- 2022年出生人数最多的三个省份分别为广东、河南、山东，出生人数“大省”集中在中南部区域。根据艾媒咨询统计，三、四线城市出生人数占比稳定在70%左右，2021年占比为66.7%，预计2025年三、四线城市出生人数占比将达68.3%。

图：2022年各省常驻人口出生人数（万人）



图：各县级出生人口占比



表：各地生育激励支持政策

配套措施	部分实施省市	代表性政策
生育补贴	深圳市、江苏省、蚌埠市、攀枝花市、云南省、黄冈市等	深圳：第一个子女办理出生入户后一次性生育补贴3000元， 每年发放1500元育儿补贴至3周岁； 第二个子女办理出生入户后一次性生育补贴5000元， 每年发放2000元育儿补贴至3周岁； 第三个子女办理出生入户后一次性生育补贴10000元， 每年发放3000元育儿补贴至3周岁。
生育登记	广东省、四川省、湖南省等	四川：取消对登记对象是否结婚的限制条件； 取消生育数量的限制。
医疗保险	珠海市、重庆市、济南市等	济南：参加济南市居民基本医疗保险的二孩、三孩， 参保登记当年度个人缴费由财政予以全额补助； 其祖父母、外祖父母参加济南市长期护理保险的， 当年度个人缴费部分由财政予以全额补助。
住/购房优惠	广东2市、江苏6市、安徽2市、四川省、 山东4市、湖南2市、湖北2市等	南京：二孩及以上家庭可新增购买一套商品住房， 享受银行最优惠贷款利率。 济南：二、三孩家庭购房，提高公积金贷款额度
托育服务	广州市、四川省、重庆市等	重庆：各区县政府应按照每千人口拥有3岁以下婴幼儿托位数不少于4.5个的标准，结合街道综合服务中心、社区家园(社区综合服务中心)以及幼儿园等布局，编制婴幼儿照护服务设施建设专项规划， 批准后纳入国土空间规划。
入学政策	云南省、济南市等	云南：在学前教育和义务教育阶段，原则上应当安排多子女家庭子女在同一幼儿园、学校就读。
育儿假	广州市、江苏省、上海市、济南市等	上海：符合法律法规规定生育的夫妻，子女年满三周岁前， 双方每年可以享受育儿假各5天。 育儿假期间的工资，按正常出勤应得的工资发给。
借贷优惠	四川省等	四川：鼓励银行机构为符合条件的夫妻提供消费贷款， 按生育孩次给予不同程度降息优惠。
辅助生殖	纳入医保可行性探索中	

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>