



报告日期: 2018 年 09 月 20 日

分析师

汪毅 021-61680675

Email: yiw@cgws.com

执业证书编号: S1070512120003

包婷 021-61680357

Email: baoting@cgws.com

执业证书编号: S1070517060002

相关报告

<<硅产业链梳理及思考札记>> 2018-06-25

<<乘风破浪正远航>> 2018-05-17

<<愿乘长风, 破万里浪>> 2018-03-19

母婴红利显现, 渠道趋势向好

——母婴产业链系列报告之一

核心观点

- 母婴产业是从人群年龄角度划分出的一个跨行业、跨部门的综合产业群, 是为满足孕产妇及 0-12 岁阶段婴童用户的衣、食、住、行、用、娱、教等需求而形成的消费产业体系。2010 年以来中国母婴市场呈现爆发式增长态势, 整体市场规模从 2010 年的 1.0 万亿元增长至 2017 年的 2.9 万亿元, 年均复合增长率达到 16.3%, 预计 2018 年母婴用品整体交易规模将达到 3.2 万亿元, 未来市场规模的整体增长率将逐渐趋于稳定。2017 年母婴线下渠道市场占比 78%, 线上渠道占比 22%; 线下渠道占比受线上电商分流影响有所下降, 但未来一段时间内线下渠道仍将是母婴用品的主流销售途径。
- 近年来出生小高峰叠加消费升级驱动母婴市场快速发展, 今后母婴行业向前发展的主要动因更偏向于消费升级。一方面, 尽管人口红利将逐渐消退, 但“二胎”政策红利下二孩占比不断增大, 二孩家庭在母婴市场的消费能力不容小觑。另一方面, 消费红利随着时间推移不断显现, 由于当前消费习惯、消费理念和消费需求等多方面升级, 加上母婴消费者对价格的敏感度较低, 母婴产业整体规模预计将会不断向好发展, 母婴市场中的中高端领域或将持续扩大。
- 母婴线上销售渠道主要包括综合电商平台、母婴垂直电商、母婴社区、海淘、零售商或品牌商自建的电商平台等。综合电商占据最大的线上市场份额, 近年来综合电商逐渐探索新的母婴商业模式, 出现全渠道布局的新零售趋势。相对于综合电商, 母婴垂直电商在平台影响力、商品价格方面并不占优势。因此母婴垂直电商需要寻找海淘和非标品类等差异化机会, 并融合社交和专业知识等功能, 专注垂直领域, 满足基于母婴特性的更多个性化需求。知识获取和情感交流是母婴用户的刚性需求, 在移动母婴的各领域中, 母婴综合社区拥有最大的用户规模和最长的人均单日使用时长, 同时具有使用人数和用户粘性两方面的优势。目前来看, 母婴社区的主要收入来源依然是线上广告收入, 但营收结构已经出现了多样化的趋势, 电商和付费知识等收入比重不断加大。从融资情况、活跃用户数量、用户粘性以及便于借助微信平台等方面考虑, 我们更加看好母婴社区的未来发展前景。预计未来母婴电商和母婴社区的功能将逐渐融合, 二者边界将更加模糊, 线上母婴领域“垂直一体化”的趋势将愈发明显, “社交电商”可能成为未来发展的主流。
- 相较于线上渠道, 我国母婴用品线下渠道开始时间较早, 整体市场份额占据主导优势。由于母婴用品消费者更加关注产品质量与安全性, 重视消费体验, 因此“触手可及”的线下渠道更容易获得消费者的信任, 并触发更多消费行为。母婴线下渠道涵盖了母婴连锁店、超市卖场、品牌专卖店等

多种销售模式，其中母婴连锁店的市场份额最大。由于母婴连锁店在品牌效应、规模效应、专业服务、一站式服务等方面更具优势，因此我们更加看好母婴连锁店的未来发展前景。

- 2000 年以来，母婴用品连锁店逐渐发展，孩子王、乐友、爱婴室、爱婴岛、贝贝熊、丽家宝贝等集合零售商随着消费需求的升级逐渐涌现，成为区域性的强势企业。整体来看，我国线下母婴市场仍处于快速发展期，各连锁品牌的门店数量增速较快。但是，母婴连锁店区域性特征明显，我国目前尚未出现全国性连锁的母婴零售商，行业竞争格局分散，市场集中度较低。与超过 2 万亿元的线下母婴市场规模相比，母婴连锁店仍有相当大的发展以及整合空间。
- 我们对母婴线上、线下渠道的发展现状和未来趋势进行了总结：
 - ✓ **母婴渠道龙头公司受到国内外资本追捧：**站在投资人的角度来看，入局母婴线上、线下平台能看出投资人在母婴领域的战略意图。例如，阿里和苏宁两家综合电商巨头投资母婴线上平台，意在完善自身在母婴电商、新零售等方面的功能和业务，深度拓深母婴场景，打造母婴生态闭环。国内外资本巨头看好中国母婴产业及母婴渠道，资金加速流入龙头公司，预计未来母婴渠道的马太效应将愈发明显，并购整合将进一步加剧，行业集中度将有所提升。
 - ✓ **线上流量红利消退，加强社交和差异化优势：**线上母婴渠道的收入来源可以用以下公式概括： $\text{收入} = \text{流量} \times \text{转化率} \times \text{客单价} \times \text{复购率}$ 。然而，母婴电商目前普遍出现了“流量下滑”的问题。为实现收入的持续增长，线上母婴平台均着手改善收入公式的后三项。可以强化社交功能，增强用户粘性，从而提高“转化率”和“复购率”。也可以选择加强差异化优势，寻找自身的不可替代性和增量价值，从而提高“客单价”。
 - ✓ **线下抢占连锁市场，优化购物体验：**传统母婴连锁龙头企业、新兴母婴零售后起之秀以及电商巨头均瞄准了庞大的线下母婴市场份额，积极抢占线下连锁市场，并购、整合进程加速。母婴连锁店除了进行传统的商品销售外，提供的附加服务种类也越来越多，如儿童游泳、育儿顾问、早教等等。此外，零售商也更多地举办线下母婴社交活动，为年轻父母们提供学习和交流的场所。母婴零售商致力于打造一站式购物平台，以深度服务来优化购物体验。
 - ✓ **线上线下融合的新零售趋势：**当前线上母婴平台和线下母婴零售的龙头公司纷纷开始进行全渠道布局。二者殊途同归，最终都将形成“线上+线下”、O2O 模式的新零售闭环。线上线下融合将形成优势互补的联动效应，有助于提高购物满意度和用户粘性。
- 母婴渠道领域重点推荐的标的有母婴连锁零售龙头企业爱婴室（603214.SH），和最大的母婴类社区平台宝宝树（已提交招股书）。爱婴室门店扩张步伐较快，过去三年和今年上半年的盈收水平稳步提升。

目录

1. 母婴行业的发展历程和发展动因	5
1.1 母婴行业的发展历程和现状	5
1.2 母婴行业的发展动因	6
1.2.1 消费升级是主要推动因素	6
1.2.2 “全面二孩”政策效果继续显现	8
1.2.3 母婴市场发展动因总结	9
2. 线上渠道	9
2.1 综合电商平台的母婴频道	10
2.2 零售商或品牌商自建的电商平台	11
2.3 母婴垂直电商平台	11
2.4 母婴垂直社区	13
2.5 线上母婴渠道的发展趋势	15
3. 线下渠道	16
3.1 线下渠道中母婴连锁店更具优势	17
3.2 母婴连锁店的竞争格局	18
3.2.1 母婴连锁店的区域性特征	19
3.2.2 母婴连锁店的行业集中度较低	19
3.2.3 和海外母婴连锁龙头的比较	21
3.3 母婴连锁店的发展趋势	21
4. 总结母婴渠道的现状与趋势	22
4.1 母婴渠道龙头公司受到国内外资本追捧	22
4.2 线上流量红利消退，加强社交和差异化优势	22
4.3 线下抢占连锁市场，优化购物体验	23
4.4 线上线下融合的新零售趋势	23
5. 推荐标的	24
5.1 爱婴室（603214.SH）	24
5.2 宝宝树（未上市）	26
6. 风险提示	27

图表目录

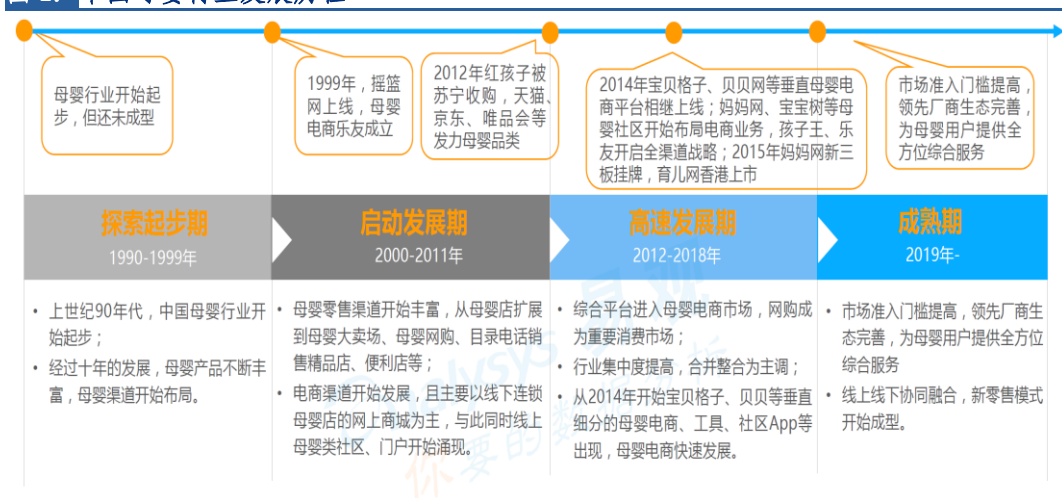
图 1: 中国母婴行业发展历程	5
图 2: 2010-2018 年母婴用品整体交易规模及增速	6
图 3: 中国母婴用品市场线上线下渠道结构	6
图 4: 母婴渠道及市场规模估算	6
图 5: 城镇家庭婴幼儿消费水平变化	7
图 6: 购买母婴产品时的关注因素	7
图 7: 不同收入家庭认为智力消费不能省的占比	7
图 8: 中国新出生人口数量及增长率	9
图 9: 近两年新出生一孩和二孩数量对比	9
图 10: 2017 年 1 月至 2018 年 1 月互联网母婴活跃人数和全网渗透率	10
图 11: 母婴用品线上渠道交易规模	10
图 12: 线上各渠道市场份额占比	10
图 13: 2018 年一季度综合电商平台母婴品类交易份额	11
图 14: 2017 年三季度综合电商平台母婴品类交易份额	11
图 15: 1 月份移动母婴各领域人均使用时长和用户规模	13
图 16: 母婴综合社区活跃用户数变化	13
图 17: 中国母婴用品线下渠道交易规模	16
图 18: 母婴产品购买者消费心理行为分析	16
图 19: 中国母婴用品市场线下渠道结构	17
图 20: 中国连锁母婴产品零售市场规模	17
图 21: 选择线下母婴专卖店购物的原因	18
图 22: 爱婴室、孩子王的营收及市场占比情况	20
图 23: 爱婴室直营门店数量	20
图 24: 孩子王直营门店数量	20
图 25: 海外母婴连锁龙头企业营收情况 (亿人民币)	21
图 26: 爱婴室营业收入占比 (按行业)	24
图 27: 爱婴室营业收入占比 (按地区)	24
图 28: 爱婴室营业总收入及同比增长率	25
图 29: 爱婴室归母净利润及同比增长率	25
图 30: 爱婴室和行业的毛利率对比 (%)	25
图 31: 爱婴室主营业务成本及同比增长率	25
图 32: 宝宝树收入构成变化情况	26
表 1: 母婴产品市场增速	8
表 2: 母婴服务市场增速	8
表 3: 部分母婴垂直电商一级市场融资情况	12
表 4: 部分母婴垂直社区一级市场融资情况	14
表 5: 线下各渠道特征对比	18
表 6: 国内主要母婴连锁店的特征和覆盖区域	19
表 7: 母婴渠道领域的部分投资人	22
表 8: 部分母婴企业未来布局计划	23
表 9: 宝宝树盈利情况	27

1. 母婴行业的发展历程和发展动因

1.1 母婴行业的发展历程和现状

母婴产业是从人群年龄角度划分出的一个跨行业、跨部门的综合产业群，是为满足孕产妇及 0-12 岁阶段婴童用户的衣、食、住、行、用、娱、教等需求而形成的消费产业体系。根据易观国际和 21 世纪经济研究院等机构的研究，我国母婴行业的发展可大致分为四个阶段：（1）**探索起步期**：1990-1999 年，母婴渠道处于起步阶段，母婴用品店并不多见。（2）**启动发展期**：2000-2011 年，母婴零售渠道扩大到大卖场、便利店、网购等形式，母婴线上渠道主要以线下连锁母婴店的网上平台为主，同时线上母婴社区和门户开始涌现。（3）**高速发展期**：2012-2018 年，淘宝、京东、亚马逊等纷纷经营母婴渠道，综合电商平台成为母婴网购的主要方式；宝贝格子、贝贝网等垂直母婴电商平台相继上线；宝宝树、妈妈网等母婴社区开始布局电商业务。并购整合成为行业主基调，行业集中度有所提升。（4）**成熟期**：母婴产业加速整合，母婴厂商积极打造自身竞争壁垒，未来行业准入门槛将会提高。线上线下全渠道经营的新零售模式将成为头部厂商的发展趋势，为母婴用户提供全方位的综合服务。在全面二孩政策和消费升级的红利影响下，未来母婴市场仍将保持稳健增长。

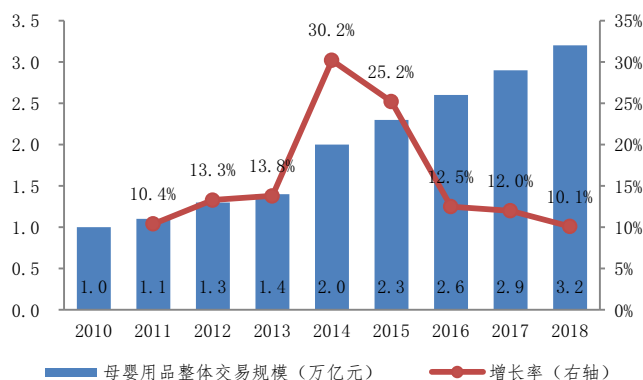
图 1：中国母婴行业发展历程



资料来源：易观国际

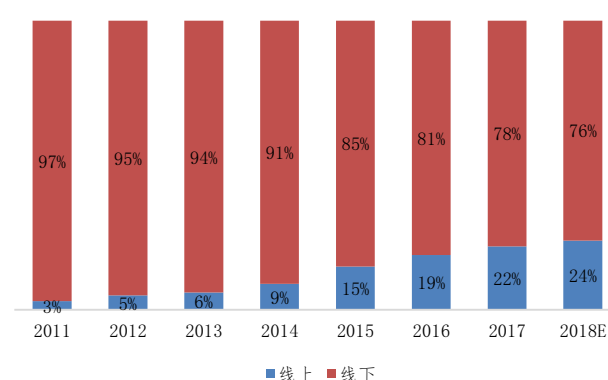
根据艾瑞咨询、21 世纪经济研究院等机构的调查结果，2010 年以来中国母婴市场呈现爆发式增长态势，整体市场规模从 2010 年的 1.0 万亿元增长至 2017 年的 2.9 万亿元，年均复合增长率达到 16.3%，预计 2018 年母婴用品整体交易规模将达到 3.2 万亿元，未来市场规模的整体增长率将逐渐趋于稳定。线上方面，由艾瑞咨询的数据计算可得，线上渠道消费比例从 2011 年的 3% 上升至 2017 年的 22%，交易规模增速较高，但是未来增速呈现逐渐放缓的趋势。线下方面，渠道消费比例从 2011 年的 97% 下降至 2017 年的 78%，虽然占比受电商分流影响有所下降，但线下渠道的市场份额依然占据主导优势，未来一段时间内仍将是母婴用品的主流销售途径。

图 2: 2010-2018 年母婴用品整体交易规模及增速



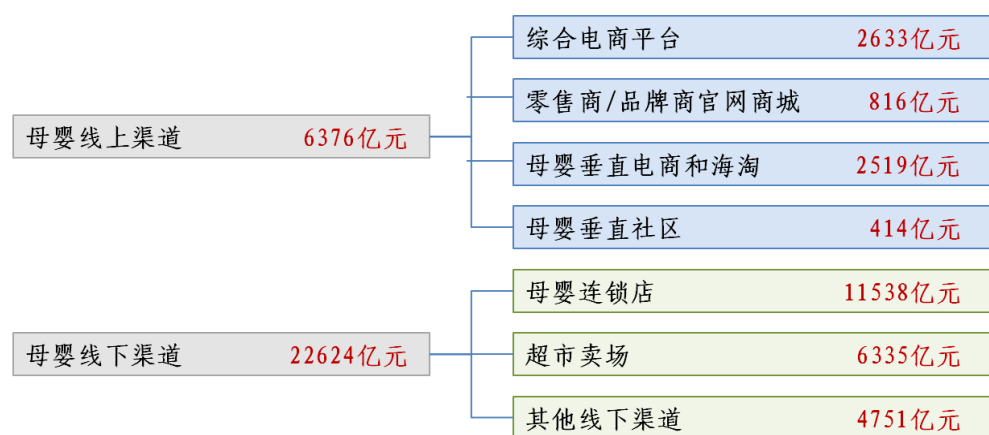
资料来源: 艾瑞咨询, 长城证券研究所

图 3: 中国母婴用品市场线上线下渠道结构



资料来源: 艾瑞咨询, 长城证券研究所

图 4: 母婴渠道及市场规模估算



资料来源: 艾瑞咨询, 罗兰贝格, 艾媒咨询, 爱婴室招股说明书, 长城证券研究所

1.2 母婴行业的发展动因

1.2.1 消费升级是主要推动因素

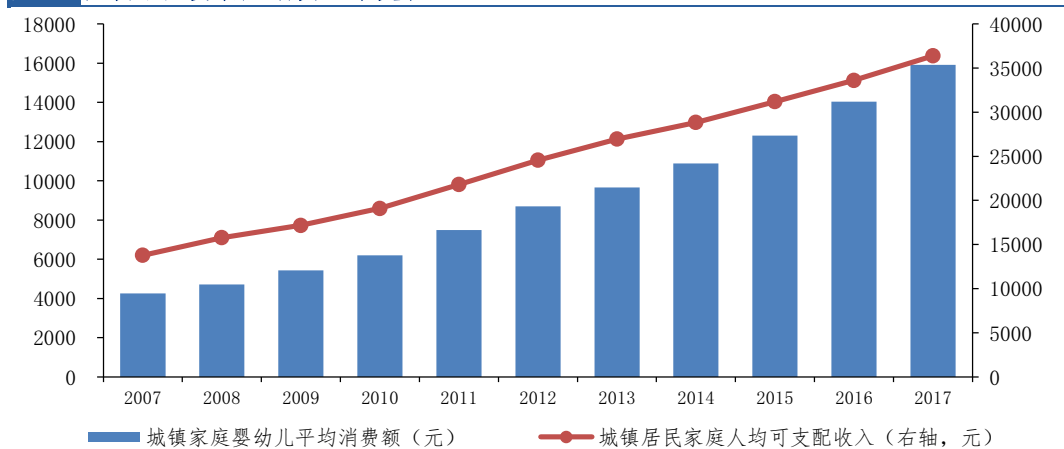
2007 年以来我国城镇居民家庭人均可支配收入呈逐年增长态势。伴随着收入增长, 城镇家庭婴幼儿平均消费支出也在相应提高。2016 年城镇家庭婴幼儿平均消费额已经超过 14000 元, 较上年提升 14%。可支配收入和婴幼儿消费支出的“双增长”一定程度上会促进我国居民在母婴产业消费习惯、消费理念和消费需求等多方面的升级。

■ 消费习惯

根据罗兰贝格 2016 年的市场调研, 目前中国母婴市场消费者的消费习惯正在发生变化, 这批消费主力军更加关注产品本身质量、专业化服务及能否满足个性化需求。在做购买决策时, 消费者最先倾向关注产品品质, 其次是服务, 而对于价格敏感度相对较低。因此, 母婴市场的消费者更愿意对高质量、高安全性和高性能的产品支付更高价格。

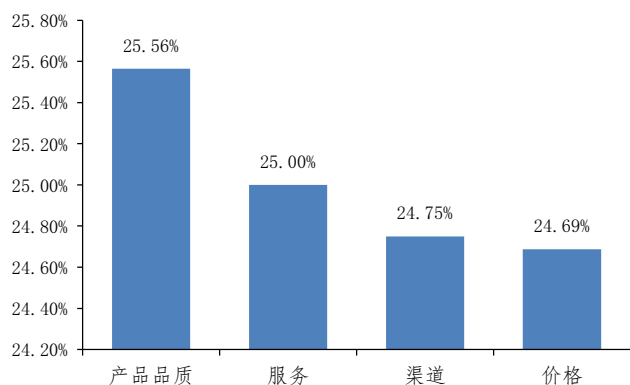
www.baogaoba.xyz 獨家收集 百萬報告 实时更新 日更千篇

图 5: 城镇家庭婴幼儿消费水平变化



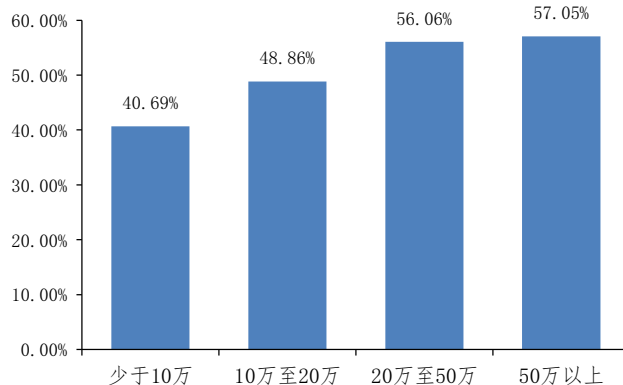
资料来源: Frost&Sullivan, 国家统计局, 长城证券研究所

图 6: 购买母婴产品时的关注因素



资料来源: 罗兰贝格, 长城证券研究所

图 7: 不同收入家庭认为智力消费不能省的占比



资料来源: 京东大数据平台, 长城证券研究所

■ 消费理念

目前母婴行业的消费主力大部分是新一代 80 后、90 后群体，而不同于上一辈传统观念，他们在下一代培育上更倾向于“科学育儿”，由此“智力消费”和“知识型消费”等新的消费理念孕育而生。根据京东大数据平台数据显示，不同收入层次的家庭对于“智力消费”均比较看重，在年收入 20 万以上的家庭中，超过半数认为“智力消费”不能忽视。而在年收入少于 10 万中的家庭中，依然有四成家庭会选择“智力消费”。这类知识型消费的崛起侧面印证了当下消费升级的趋势。

■ 消费需求

母婴产业按形态上大致可以分为产品和服务两大部分，消费者如今对于母婴产品和服务的消费需求也在不断发生转变。据罗兰贝格的模型测算，2020 年母婴产品市场中，食品和服装市场占比较大，但较 2015 年有所下降；2015-2020 年各细分产品市场的 CAGR 均较 2010-2015 年有所下滑。在母婴服务市场中，2020 年教育、娱乐及出行占比较大，并均较 2015 年有所上升；2015-2020 年多数细分服务市场的 CAGR 较 2010-2015 年有所上升。总的来看，母婴产品市场整体增速预计趋缓，服务市场整体增速趋于回升并将超过产品市场增速，建议关注未来母婴服务类行业消费需求的不断释放。

www.baogaoba.xyz 獨家收集 百萬報告 实时更新 日更千篇

表 1: 母婴产品市场增速

产品市场	2015 年占比	2020 年预计占比	2010-2015 年 CAGR	2015-2020 年 CAGR
服装	34%	30%	10%	9%
食品	38%	37%	23%	11%
孕妇产品	15%	20%	20%	16%
易耗品	12%	13%	22%	13%
母婴产品市场增速			17%	12%

资料来源: 罗兰贝格, 长城证券研究所

表 2: 母婴服务市场增速

服务市场	2015 年占比	2020 年预计占比	2010-2015 年 CAGR	2015-2020 年 CAGR
教育	34%	35%	18%	18%
金融服务	24%	20%	13%	14%
娱乐及出行	23%	26%	25%	20%
丽人	12%	12%	16%	17%
医疗保健	7%	6%	10%	15%
母婴服务市场增速			17%	17%

资料来源: 罗兰贝格, 长城证券研究所

1.2.2 “全面二孩”政策效果继续显现

2013 年 12 月, 十二届全国人大常委会第六次会议表决通过“单独二孩”政策, 即一方是独生子女的夫妇可生育两个孩子。2015 年 10 月, 十八届五中全会决定正式通过“全面二孩”政策, 即任何一对合法夫妇可生育两个孩子。受“全面二孩”政策红利影响, 近两年我国出生人口明显增加, 出现了出生“小高峰”。国家统计局的数据显示, 在“全面二孩”政策实施前的“十二五”时期, 年均新出生人口数为 1644 万人; 2016 年和 2017 年, 我国新出生人口数分别为 1786 万人和 1723 万人, 出生率分别为 12.95‰和 12.43‰。

2017 年新出生人口数出现下降的主要原因是一孩出生数量下降较多。近年来, 我国育龄妇女人数呈现出下降的趋势, 再加上婚育年龄推迟、生育意愿下降等因素, 导致了一孩出生数量有所下降。而在“全面二孩”政策实施后, 二孩出生数量大幅上升。2016 年二孩出生数量为 721 万, 2017 年进一步上升至 883 万人。2017 年二孩占全部出生人口的比重达到 51.2%, 比 2016 年提高了 11 个百分点。二孩数量的大幅增加缓解了一孩数量减少的影响, 有利于促进人口的均衡发展, 未来二孩数量占新出生人口数的比重可能进一步升高。

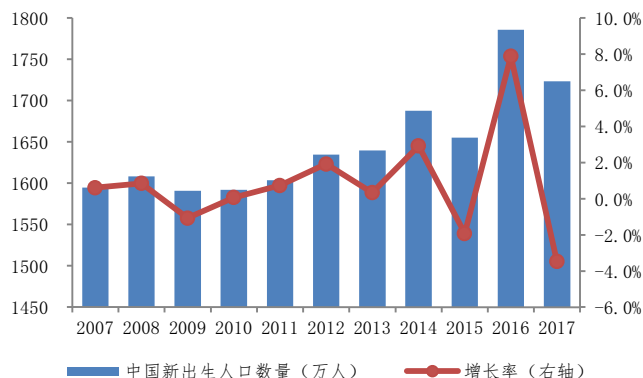
目前, 已有多地统计局显示 2018 年上半年的出生率出现下降, 包括山东潍坊、山东烟台、浙江金华、江苏连云港等。面对日益严峻的少子老龄化, 地方奖励生育政策频发, 国家层面亦有迹象显示, 全面放开生育或已不远。例如, 0-3 岁婴幼儿发展规划有望在年内出台, 将重点解决托幼等问题; 个税修正案草案将对生育家庭做相应税收减免等。在国内鼓励生育力度加强、生育环境不断优化的背景下, 国民生育意愿可能有所回升, 母婴行业有望受益。

过去母婴产业的高速发展较大程度上依赖我国新出生人口数量的平稳增长, 随着二孩“抢生”高峰逐渐过去, 预计人口红利对母婴产业的推动作用将逐渐减弱。同时, 在后婴儿潮时代, 母婴产业的主要受众也将由新生儿转向中大童。未来母婴产业的发展将更加依

www.baogaoba.xyz 獨家收集 百萬報告 实时更新 日更千篇

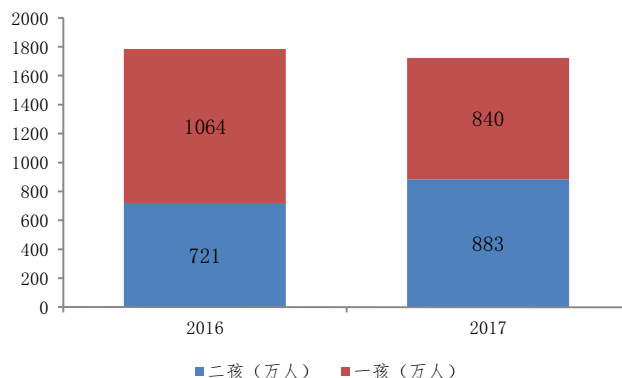
赖于居民的消费升级，为消费者提供质量更高、安全性更有保障的产品和服务。而且与一孩家庭相比，二孩家庭的经济实力相对更强，由于今后二孩占比增大，二孩家庭有望成为母婴市场的消费主力。

图 8: 中国新出生人口数量及增长率



资料来源: 国家统计局, 长城证券研究所

图 9: 近两年新出生一孩和二孩数量对比



资料来源: 国家统计局, 长城证券研究所

1.2.3 母婴市场发展动因总结

近年来出生小高峰叠加消费升级驱动母婴市场快速发展，今后母婴行业向前发展的主要动因更偏向于消费升级。一方面，“二孩”政策触发生人口小高峰，但未来随着育龄妇女人数下降以及二胎集中抢生高峰过去，人口红利预计逐渐消退。“二胎”政策红利下二孩占比不断增大，二孩家庭在母婴市场的消费能力不容小觑。另一方面，消费红利随着时间推移不断显现，由于当前消费习惯、消费理念和消费需求等多方面升级，消费者更关注母婴产品的本身质量，更重视知识型消费理念，消费需求也会从母婴产品过渡到母婴服务。消费者对价格的低敏感度加之购买母婴产品服务数量稳定增长，母婴产业整体规模预计将会不断向好发展，母婴市场中的中高端领域或将持续扩大。

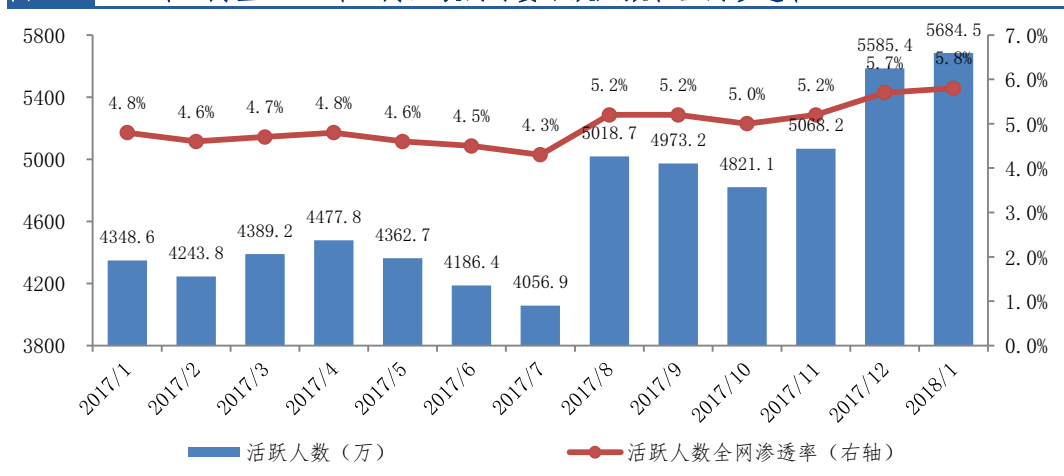
2. 线上渠道

根据艾瑞咨询的研究报告，2011 年以来，母婴商品线上渠道交易规模呈现爆发式的增长态势。2017 年线上渠道交易规模达到 6376 亿元，预计后续规模增速将逐渐下降。易观国际的数据显示，2017 年互联网母婴活跃人数稳步增长，截止 2018 年 1 月已达到 5684.5 万人，其增速超过全网活跃人数的增长速度，全网渗透率增长到 5.8%，目前来看渗透率水平依然较低。随着人均可支配收入的增加和中高消费人群的扩大，消费行为及理念将进一步升级，母婴商品线上交易规模仍有扩大空间，活跃人数全网渗透率也有望进一步提高。线上母婴市场持续整合，随着行业内部整合和行业集中度提高，线上渠道逐步步入成熟期，交易规模和活跃人数的增速将趋于稳定。

国内母婴商品线上销售渠道主要包括综合电商平台、母婴垂直电商、母婴社区、海淘、零售商或品牌商自建的电商平台等。结合罗兰贝格和艾媒咨询的报告内容，2016 年，综合电商平台以 41.3% 的份额占据线上渠道市场份额第一位，其后依次为海淘、垂直类母婴网站、品牌/零售商官网商城和母婴社区。母婴电商和母婴社区凭借其垂直专业优势，能

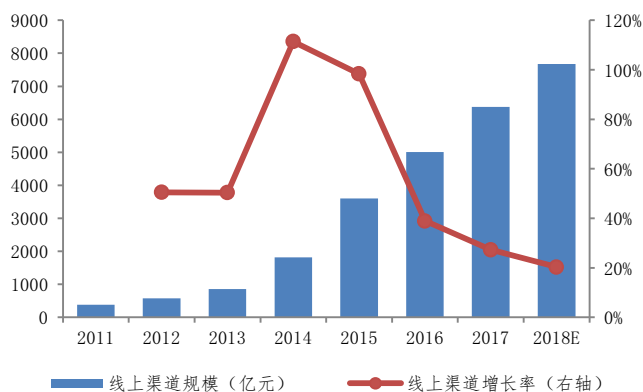
更好地满足基于母婴特性的个性化需求，因此我们更加关注母婴电商和母婴社区的未来发展前景。

图 10: 2017 年 1 月至 2018 年 1 月互联网母婴活跃人数和全网渗透率



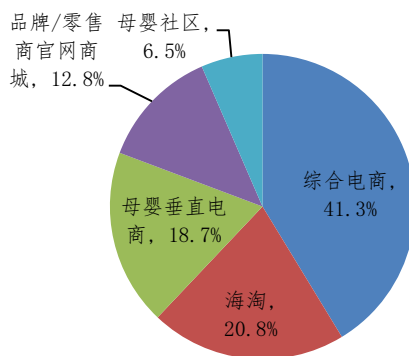
资料来源: 易观国际, 长城证券研究所

图 11: 母婴用品线上渠道交易规模



资料来源: 艾瑞咨询, 长城证券研究所

图 12: 线上各渠道市场份额占比



资料来源: 罗兰贝格, 艾媒咨询, 长城证券研究所

2.1 综合电商平台的母婴频道

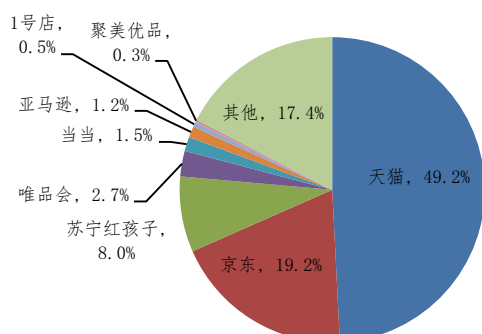
目前，综合电商平台仍然是母婴产品最主要的线上购买渠道。从综合电商平台的格局来看，易观国际的数据显示，2018 年一季度国内线上母婴零售市场中，市场份额前四名依次是天猫（49.2%）、京东（19.2%）、苏宁红孩子（8.0%）和唯品会（2.7%），市场集中度较高。相比于 2017 年的情况，天猫、京东和唯品会的市场份额略有下降，苏宁红孩子的市场份额有所提升。

综合电商凭借其平台影响力的优势在线上母婴渠道中占有最大的市场份额。近年在面临其他垂直电商、母婴社区的挑战时，综合电商也在逐渐探索新的母婴商业模式，不限于仅仅做“电商”，出现了全渠道布局的趋势。以天猫母婴为例，作为母婴类 B2C 电商的领头羊角色，天猫母婴成为阿里探索新零售的急先锋，“天猫智慧母婴室”项目率先落地，并且计划两年内在全国开出 1000 家门店。京东则在去年宣布和贝全合作，计划在 3 年内开设 5000 家京东贝全母婴店。线下实体门店能让用户有真实的体感认知，进而增强对电

www.baogaoba.xyz 獨家收集 百萬報告 实时更新 日更千篇

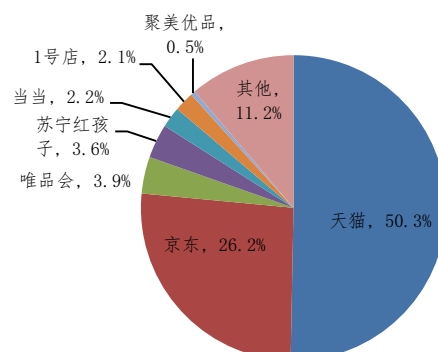
商品品牌的关注度和信任度。天猫和京东在渠道下沉方面的努力，有助于加强和用户的联系，扩大用户人数同时提高用户粘性，延长用户生命周期，最终达到增加营收的目的。

图 13: 2018 年一季度综合电商平台母婴品类交易份额



资料来源: 易观国际, 长城证券研究所

图 14: 2017 年三季度综合电商平台母婴品类交易份额



资料来源: 易观国际, 长城证券研究所

2.2 零售商或品牌商自建的电商平台

母婴头部零售商积极进行全渠道布局，例如乐友孕婴童、孩子王、红孩子、爱婴室、爱婴岛等零售商均选择自建网上商城等线上平台，打通线上线下，以“O2O 模式”进行新零售布局。多家母婴品牌商，例如帮宝适、飞鹤等，也利用自身品牌优势自建线上购物渠道，跨界融合，进行全渠道布局。传统母婴品牌商或零售商具备丰富的线下管理经验，积累了大批忠实用户，具有较强的品牌影响力。这些线下厂商通过线下销售逐渐带动线上发展，以全渠道对客户进行多方位、更全面的服务。但由于传统母婴零售商相对缺乏线上运作经验，可能会存在用户线上数据积累不足、线上流量入口单一、线上线下缺乏联动等问题。因此除了自建线上平台外，更多的线下母婴零售商和品牌商可能选择与发展成熟的线上电商平台合作，尤其是天猫、京东等大型综合电商平台。

2.3 母婴垂直电商平台

相对于综合电商，母婴垂直电商在平台影响力、商品价格方面并不占优势。因此母婴垂直电商需要寻找其他机会和增量价值，专注垂直领域，通过差异化战略赢得客户，满足基于母婴特性的更多个性化需求。

- **海淘下的差异化机会:** 出于对国内产品质量和安全性的担忧，越来越多的年轻父母开始将海外母婴商品作为首选。由于品牌定价差异和商品税制差异，国内外母婴商品存在较大的价差，这为海淘的发展提供了基础，像是蜜芽宝贝、海拍客等线上平台正是因此而兴起。
- **非标品类的机会:** 在母婴商品中，奶粉、纸尿裤是非常标准的品类，几乎是所有综合平台和垂直平台的核心品类，用户品牌意识较强，平台竞争十分激烈，因此毛利率较低。而像童装童鞋、儿童玩具等非标品类在多数电商的销售结构中占比相对较小，但毛利率较高。一方面用户对非标品类没有很强的品牌意识；另一方面非标品类的品牌和供应商数量较多，缺乏绝对领导者，因此电商对供应商的挑选空间较大，

话语权较强。这为寻求差异化的电商提供了机会，从而将巨头拒之门外。贝贝网最初正是以童装童鞋等非标品类精准定位用户需求，以差异化战略站稳了脚跟。

- **融合社交和专业知识等功能：**部分原来主打母婴电商的平台开始突出显示社区、母婴知识等功能，以更全面的服务增强用户粘性，同时吸引更多新用户关注。例如蜜芽宝贝的“蜜芽圈”、贝贝网的“育儿”和“亲子”功能、宝贝格子的“格子圈”等。当前母婴平台“拥抱社群”的趋势明显，我们也更加看好垂直电商和垂直社区相互融合的发展前景。如何打造“社群+电商”的联动效应将是各厂商今后运营的重点。

根据母婴垂直电商在一级市场的融资情况，蜜芽宝贝和贝贝网的融资金额明显高于其他电商，并且这两家电商出现在了3月底科技部公布的“独角兽”名单里，估值均为10亿美元左右，因此蜜芽宝贝和贝贝网位于母婴垂直电商的第一梯队。海拍客、麦乐购、迈可丽儿、辣妈汇、宝贝格子等电商位于第二梯队。

表 3: 部分母婴垂直电商一级市场融资情况

公司	融资总额	类型	时间	轮次	投资金额	投资方
蜜芽宝贝	约 21.65 亿人民币	国内/国外商品	2014/1/1	A 轮	数百万美元	真格基金、险峰长青、徐小平、梅花创投
			2014/5/1	B 轮	2000 万美元	红杉资本中国、真格基金、险峰长青
			2014/12/15	C 轮	6000 万美元	H Capital、红杉资本中国、真格基金
			2015/9/8	D 轮	1.5 亿美元	百度公司、红杉资本中国、H Capital
			2016/10/28	E 轮	1 亿美元	
贝贝网	约 14.73 亿人民币	国内/国外商品	2013/9/12	A 轮	数百万美元	IDG 资本
			2014/6/2	天使轮	数百万人民币	Mr.I 互联网创新基地、陈瑞贵
			2014/8/30	B 轮	1.5 亿人民币	高榕资本、IDG 资本
			2015/1/22	C 轮	1 亿美元	今日资本、新天域资本、IDG 资本、高榕资本
			2016/6/16	D 轮	1 亿美元	北极光创投、新天域资本、高榕资本、今日资本
海拍客	约 5.21 亿人民币	海淘	2015/4/6	天使轮	数百万人民币	远瞻资本
			2015/12/4	A 轮	数千万人民币	顺为资本、远瞻资本
			2016/12/1	B 轮	2500 万美元	远瞻资本、九州通、复星集团、顺为资本
			2018/2/28	C 轮	5000 万美元	顺为资本
麦乐购	约 3.55 亿人民币	国内/国外商品	2014/9/5	A 轮	数千万人民币	光信资本
			2015/5/8	B 轮	5000 万美元	凯欣亚洲投资 Crescent Group、唯品会
迈可丽儿	约 1 亿人民币	海淘	2015/12/23	Pre-A 轮	1 亿人民币	重庆中以股权投资基金
辣妈汇	约 9000 万人民币	国内/国外商品	2014/8/1	A 轮	9000 万人民币	赛富基金、德同资本、远镜创投
宝贝格子	约 5000 万人民币	海淘	2015/8/21	A 轮	5000 万人民币	
速普商城	约 5000 万人民币	国内/国外商品	2015/2/4	A 轮	5000 万人民币	汉理资本
丽家宝贝	约 4200 万人民币	国内/国外商品	2009/10/14	天使轮	200 万人民币	光大集团
			2011/11/10	B 轮	4000 万人民币	亚商资本

www.baogaoba.xyz 獨家收集 百萬報告 实时更新 日更千篇

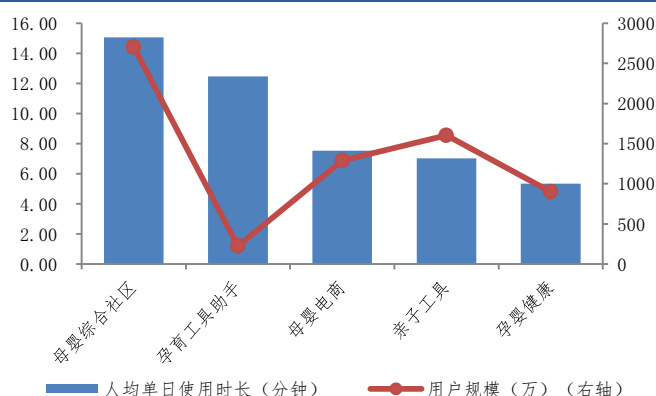
小鹿美美	约 4000 万人民币	国内/国外商品	2015/2/1	天使轮	1000 万人民币	钟鼎创投
			2015/5/13	Pre-A 轮	1000 万人民币	
			2015/11/6	A 轮	2000 万人民币	

资料来源: IT 桔子, 长城证券研究所

2.4 母婴垂直社区

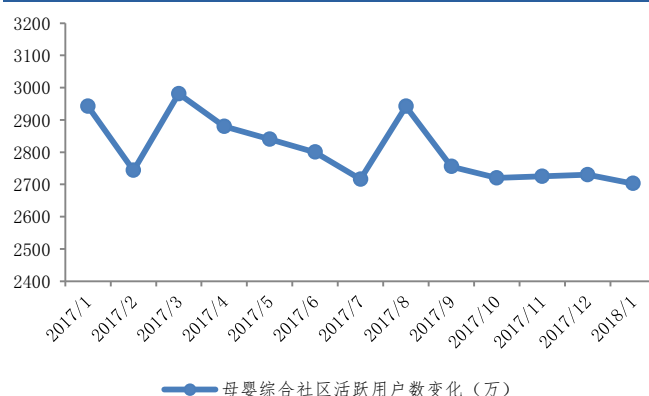
知识获取和情感交流是母婴用户的刚性需求,因此母婴社区类门户网站和 APP 不断涌现。在移动母婴的各领域中,母婴综合社区拥有最大的用户规模和最长的人均单日使用时长,同时具有使用人数和用户粘性两方面的优势。易观国际的数据显示,2017 年 1 月至 2018 年 1 月母婴综合社区活跃人数相对较为稳定。整体来看,母婴垂直社区仍具有较好的发展前景,深耕用户、保持粘性是母婴社区未来发展的重点所在。

图 15: 1 月份移动母婴各领域人均使用时长和用户规模



资料来源: 易观国际, 长城证券研究所

图 16: 母婴综合社区活跃用户数变化



资料来源: 易观国际, 长城证券研究所

- **内容和社群是母婴垂直社区的“护城河”。**内容方面,孩子成长的过程对于父母来说都是未知领域,需要不断学习,寻求知识。因此他们需要专业的知识指导,也需要学习其他父母的育儿经验。而母婴社区和母婴类公众号迎合了互联网时代碎片化的学习特征,能更好地满足父母的育儿知识需求。社群方面,新晋妈妈热衷分享和相互借鉴育儿经验,社交功能能够最大化地增加用户粘性。目前母婴社区已不仅局限于传统的社交功能,为保证用户粘性,母婴社区互动也在采取更多符合潮流的方式。例如,妈妈网三度同热门综艺节目《妈妈是超人》合作,社群参与度较高,实现了口碑和流量的双向共享。
- **母婴社区和微信生态更为契合。**目前微信每月活跃用户数已超 10 亿,微信生态不可抗拒,微信已成为各母婴平台构建自身生态的重要战场。相较于其他母婴平台,母婴社区的知识内容和社交功能更加契合微信公众号和小程序的形式,更多的点击量和关注数将增加流量变现的机会,从而实现微信生态和母婴社区相互导流、协同发展。其中妈妈网、育儿网等母婴平台均以“社区+服务+电商”为切入点经营微信公众号,实现微信和自身平台的相互导流。而像小小包麻麻本身就是基于微信公众号的自媒体母婴服务商,未来仍将依靠微信,由单一母婴微信公众号“小小包麻麻”拓展为新媒体矩阵,矩阵内涵盖了更多领域的十多个顶级自媒体公众号。

目前来看,母婴社区的主要收入来源依然是线上广告收入,因此和其他类型的互联网公司相同,母婴社区也强调“流量为王”,更大的流量意味着更多的变现机会。但是母婴社

www.baogaoba.xyz 獨家收集 百萬報告 实时更新 日更千篇

区的营收结构已经出现了多样化的趋势。以宝宝树为例，根据宝宝树的招股说明书，2015年至2017年，广告收入占比从83.7%下降至51.0%，而电商收入从16.3%上升至45.6%。增加电商功能能够提高母婴社区的变现能力，将用户流量的价值最大化。未来母婴社区和母婴电商的界限将逐渐模糊，功能交叉、相互融合的趋势不可阻挡。

根据母婴垂直社区在一级市场的融资情况，宝宝树独占鳌头，单独构成母婴社区的第一梯队。辣妈帮、大V店、摇篮网、妈妈网、优谈网、小小包麻麻等位列第二梯队。母婴社区中的宝宝树和辣妈帮出现在了3月份科技部公布的“独角兽”名单中。今年5月，宝宝树与阿里巴巴达成资本战略合作，新一轮融资后宝宝树的估值达到约140亿人民币；6月28日，宝宝树已经向港交所递交招股说明书。

表 4: 部分母婴垂直社区一级市场融资情况

公司	融资总额	时间	轮次	投资金额	投资方
宝宝树	约 57.25 亿人民币	2007/5/10	A 轮	1000 万美元	Matrix Partners 经纬海外
		2008/3/1	B 轮	1000 万美元	经纬中国、Matrix Partners 经纬海外
		2011/1/13	B+轮	数千万美元	SIG 海纳亚洲（领投）、SIG 海纳亚洲、宽带资本 CBC
		2014/1/1	战略投资	1.5 亿人民币	好未来（学而思）
		2015/7/22	C 轮	3 亿美元	聚美优品、千合资本、易方达基金
		2016/7/19	D 轮	30 亿人民币	复星集团、好未来（学而思）、经纬中国、晨山资本、招商财富、招金投资、滨创投投资、澹复投资
		2018/6/4	战略投资	亿人民币及以上	阿里巴巴
辣妈帮	约 8.03 亿人民币	2012/12/18	天使轮	数百万人民币	险峰长青，伙伴创投
		2013/8/4	A 轮	数百万美元	经纬中国，险峰长青，晨兴资本
		2014/7/3	B 轮	2000 万美元	景林投资、晨兴资本、唯品会、经纬中国、险峰长青
		2015/3/6	C 轮	1 亿美元	唯品会、经纬中国、景林投资、晨兴资本
		2017/2/9	D 轮	未透露	苏宁
大 V 店	约 6.08 亿人民币	2014/12/1	天使轮	300 万人民币	洪泰基金
		2015/5/12	A 轮	数百万美元	
		2016/1/12	B 轮	数千万美元	光速中国、雲九资本
		2016/4/11	B+轮	数千万美元	思伟投资、光速中国
		2017/4/6	C 轮	数千万美元	斯道资本（富达亚洲）、金沙江创投、思伟投资、GWC 长城会、光速中国、元实资本
摇篮网	约 5.1 亿人民币	1999/12/1	天使轮	300 万美元	兰馨亚洲
		2000/3/31	A 轮	数百万美元	兰馨亚洲
		2005/3/31	Pre-B 轮	未透露	Sutter Hill Ventures
		2006/12/21	B 轮	1000 万美元	成为资本、兰馨亚洲
		2008/3/20	C 轮	1710 万美元	Sutter Hill Ventures、成为资本、Foundation Capital
		2014/8/3	D 轮	数千万美元	
		2015/6/11	E 轮	亿人民币及以上	广发德信、才金资本
妈妈网	约 3.1 亿人民币	2011/6/1	A 轮	5000 万人民币	腾讯

		2014/12/1	B 轮	数千万人民币	
		2015/11/9	新三板	数千万人民币	
		2016/12/12	新三板	2 亿人民币	深创投、国科瑞华
优谈网	约 2.05 亿人民币	2010/2/1	天使轮	1000 万人民币	蓝驰创投
		2012/8/1	A 轮	未透露	
		2014/12/1	B 轮	未透露	阿里巴巴
		2015/3/10	D 轮	数千万美元	KTB 投资集团
小小包麻麻	约 2.05 亿人民币	2016/9/7	A 轮	数千万人民币	龙腾资本
		2016/12/27	A+轮	3500 万人民币	头头是道投资基金、龙腾资本、拉芳投资
		2017/10/15	B 轮	1.4 亿人民币	新东方、拉芳投资
妈咪知道	约 2.05 亿人民币	2015/1/21	天使轮	1000 万人民币	软银中国
		2015/5/17	A 轮	1000 万美元	晨兴资本、软银中国
		2016/3/20	B 轮	1 亿人民币	复星锐正资本、晨兴资本、软银中国、山楂树资本
		2016/12/1	B+轮	数千万人民币	周大福 VMS Legend Investment
育儿网	约 1 亿人民币	2012/1/1	A 轮	2000 万人民币	宽带资本 CBC
		2015/7/8	IPO 上市	亿港元及以上	
妈妈帮	约 1 亿人民币	2017/7/20	B 轮	亿人民币及以上	好未来（学而思）
年糕妈妈	约 9000 万人民币	2016/2/15	A 轮	数千万人民币	经纬中国、紫牛基金
		2017/1/10	B 轮	6000 万人民币	紫牛基金、经纬中国

资料来源：IT 桔子，长城证券研究所

2.5 线上母婴渠道的发展趋势

在经历了前几年的爆发期后，线上母婴商品销售规模 and 用户规模的增速有所放缓，母婴电商和母婴社区的数量已经有所下降，线上渠道逐渐开始内部整合。尽管如此，目前母婴相关的 APP 数量依然繁多，并且缺乏具有绝对领导地位的业界“领头羊”，行业竞争仍较为激烈，线上渠道的市场集中度仍有提升空间。预计未来头部线上平台的“品牌效应”将更为明显，线上母婴市场或将进入巨头争锋时代。

近期，线上母婴平台都面临着“流量下滑”这一共同问题，平台流量出现严重的碎片化特征。平台的流量红利逐渐消退，母婴社群也逐渐不再依赖于巨大的流量转化，而是更加注重高质量的内容运营和用户参与程度。线上平台未来的发展重点可能将由“扩大销售/用户规模/吸引流量”向“深耕现有用户”转变，提升服务质量，保持用户粘性。

当前线上母婴渠道已经出现了两方面的发展趋势，一是头部线上平台开始布局线下的趋势，二是电商和社区相互融合的“垂直一体化”趋势。

■ 头部线上平台开始布局线下

综合电商中天猫、京东均开始开设线下实体门店，进行全渠道布局、新零售模式的尝试。垂直电商和垂直社区中的蜜芽、宝宝树等也开始试水线下，进行儿童乐园、社区早教中心、实体门店等方面的尝试。向线下延伸已成为头部线上平台的共识，加速抢占线下市场，形成线上线下优势互补的联动效应，从而形成不可替代的绝对优势。

■ 电商和社区的“垂直一体化”

www.baogaoba.xyz 獨家收集 百萬報告 实时更新 日更千篇

当前母婴线上市场中电商仍占主导地位，包括综合平台、垂直电商、海淘网站等。过去母婴电商和母婴社区的功能区分比较显著，但是线上渠道发展至今，我们可以看到母婴电商和母婴社区的功能已出现交互，传统母婴电商推出社群平台，传统母婴社区增加电商通道。预计未来这种功能上的重合将更加明显，垂直电商和垂直社区的分界将愈发模糊，二者都将向“垂直母婴服务平台”转变，这种“垂直一体化”是线上母婴渠道发展的必然趋势。

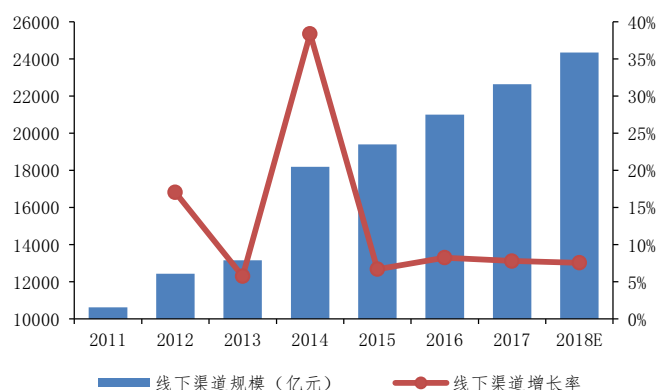
对比之后可以发现，目前母婴社区的“垂直一体化”程度比母婴电商更为深入。增加社群功能和专业知识的母婴电商相对较少，主要集中在几家头部企业，例如蜜芽宝贝、贝贝网、宝贝格子等，其他多数母婴电商仍是专注于做“电商”。相比之下，多数母婴社区都增加了电商功能，试图改变广告收入占比最大的收入结构，增强变现能力，将流量价值最大化。除此之外，从一级市场的融资情况和企业估值情况来看，目前头部母婴社区的融资量和估值水平高于头部母婴电商；从线上活跃用户数来看，母婴社区和母婴工具类平台也比母婴电商的用户规模更大。再加上用户粘性方面的优势和利于借助微信平台等因素，我们更加看好母婴社区的未来发展前景。

3. 线下渠道

相较于线上渠道，我国母婴用品线下渠道开始时间较早，整体市场份额占据主导优势，目前来看线下渠道仍是母婴消费的主流途径。据艾瑞咨询测算，2017 年中国母婴用品线下渠道交易规模突破 2.2 万亿元，预计 2018 年线下渠道交易规模将超过 2.4 万亿元。大体上看，线下渠道的市场规模增速已经有所下降并趋于稳定，整个行业逐渐步入成熟期，未来线下市场的整体交易规模将保持稳定增长态势。

《CBME 中国孕婴童消费市场调查报告》显示，有超过一半的母婴消费者选择通过母婴专卖店和超市卖场等线下渠道购买产品。罗兰贝格的研究报告也显示，半数以上的消费者在购买母婴产品时会同时考虑线上线下渠道。线下渠道始终更受青睐是由于母婴用品消费者具有一定的非理性特点，即更加关注产品质量与安全性，重视消费体验，对价格相对不敏感。和线上渠道相比，线下实体门店的商品“触手可及”，更容易获得消费者的信任，也更容易触发消费行为。

图 17: 中国母婴用品线下渠道交易规模



资料来源: 艾瑞咨询, 长城证券研究所

图 18: 母婴产品购买者消费心理行为分析

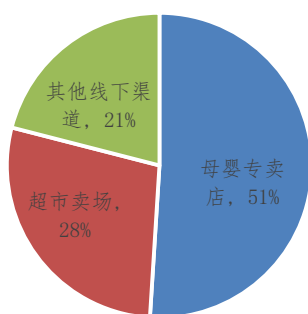


资料来源: 易观国际, 长城证券研究所

3.1 线下渠道中母婴连锁店更具优势

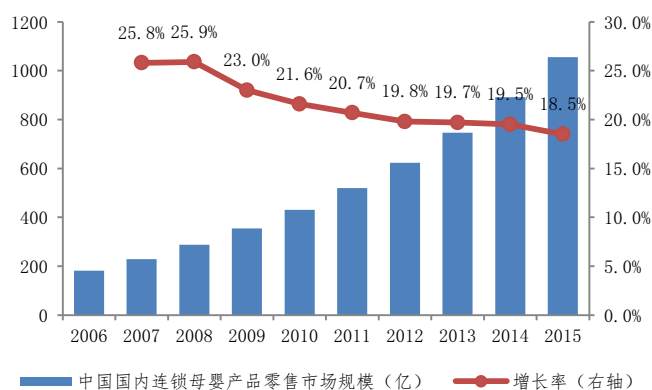
我国母婴产品线下渠道主要通过直营或者加盟的方式形成较为成熟的分销网络，其中涵盖了母婴连锁店、超市卖场、品牌专卖店等多种销售模式。爱婴室的招股书显示，母婴连锁店的市场份额在线下不同渠道中占据优势，市场份额占比 51%；超市卖场占比 28%，其他类渠道占比 21%。Euromonitor 的数据显示，中国国内连锁母婴商品市场规模从 2006 年的 182 亿元增长到 2015 年的 1056 亿元，年均复合增长率约 21.6%，规模增速较快。相较于其他线下渠道，母婴连锁店在品牌效应、规模效应、专业服务、一站式服务等方面更具优势，因此我们更加看好母婴连锁店的未来发展前景。

图 19: 中国母婴用品市场线下渠道结构



资料来源: 爱婴室招股说明书, 长城证券研究所

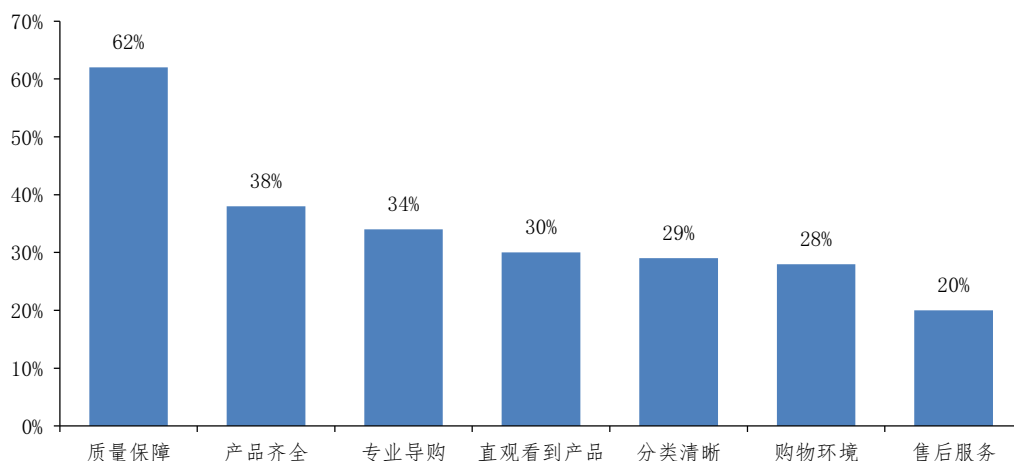
图 20: 中国连锁母婴产品零售市场规模



资料来源: Euromonitor, 爱婴室招股说明书, 长城证券研究所

- **品牌效应和规模效应优势:** 消费者对母婴商品的安全性要求非常高，有时又很难分辨商品的质量如何。母婴连锁店通过同一品牌的连锁经营，具有品牌效应，提供了一定程度的品牌背书，更容易获得消费者的信任，进而提升用户粘性。连锁经营通过增开门店数量提升市场渗透率，形成规模效应，也有利于控制成本。
- **专业化服务优势:** 母婴连锁店产品种类丰富，不同品类商品的货柜区分明显，购物环境较好。每家连锁门店都配有受过专业训练的导购，能为消费者提供一对一的购物指导以及育儿知识咨询服务，更加满足母婴消费者的个性化需求。专业导购的推荐也更易触发连带消费，可以较大程度地影响消费者的购物选择。
- **一站式服务优势:** 母婴消费者对购物的快捷方便有越来越高的要求，品类丰富的母婴连锁店能更好地满足消费者“一站式购物”的需求。一些连锁店还划有儿童乐园区域，提供婴幼儿游泳、抚触等服务，或是举办种类繁多的亲子活动，这些体验式和社交化的消费场景更加受到消费者的青睐。

图 21: 选择线下母婴专卖店购物的原因



资料来源: CBME 中国, 长城证券研究所

表 5: 线下各渠道特征对比

	商场/百货	卖场/超市	实体专营店	互联网线上销售
经营产品	主要经营毛利率较高的婴幼儿棉纺产品、玩具、耐用消费品如车床以及少数孕妇功能性服装, 产品较为单一	主要经营婴幼儿奶粉、辅食、纸尿裤、洗护用品等快消品, 少量喂哺用具及婴幼儿服装	主要有两种, 一是站式母婴商品集成店, 经营包括食品类、棉纺制品到用具类的全线母婴商品, 有些还提供婴幼儿游泳、抚触等服务; 另一种单一经营食品类、服饰类、用具类或兼营其中某两类	通常包括全线母婴商品, 是实体店的有效补充
渠道优势	购物环境较好, 通常品牌知名度较高, 具有广告效应, 依托商场较高的客流量确保销售业绩	依托卖场及超市较大的客流量, 适合大众中低端产品的销售	产品品类丰富、品牌多, 选择范围广, 有专业的导购, 满足消费者对一站式购物及专业性服务的需求; 连锁经营有益于控制运营成本, 并迅速建立起品牌效应、实现规模化成长	快捷方便、节约时间成本, 商家运营成本低
渠道劣势	经营费用较高, 通常商场有扣点, 仅适宜于销售毛利率较高的商品	需进场费用, 经营成本较高, 适宜单品销量大的商品, 不适用于品类繁多、单品销量不突出的用具类产品; 品类有限, 用具类规格也较少	需要较大的营业面积, 在大城市的经营成本较高, 选址不慎将影响到客流量进而影响业绩; 通常采取“大城市内多开店, 小城市开大店”的策略	缺乏实体店的购物体验, 大多消费者倾向于选择公司官网及天猫、京东商城等第三方平台以确保品质

资料来源: 爱婴室招股说明书, 长城证券研究所

3.2 母婴连锁店的竞争格局

2000 年以来, 母婴用品连锁店逐渐发展, 孩子王、乐友、爱婴室、爱婴岛、贝贝熊、丽家宝贝等集合零售商随着消费需求的升级逐渐涌现, 成为区域性的强势企业。整体来看, 我国线下母婴市场仍处于快速发展期, 各连锁品牌的门店数量增速较快。但是, 我国目前尚未出现全国性连锁的母婴零售商, 行业竞争格局分散, 市场集中度较低。与超过 2 万亿元的线下母婴市场规模相比, 母婴连锁店仍有相当大的发展以及整合空间。

www.baogaoba.xyz 獨家收集 百萬報告 实时更新 日更千篇

3.2.1 母婴连锁店的区域性特征

我国区域经济和城市经济发展差距较大，不同地区对母婴连锁店的吸引力也有较大的差异。目前来看，母婴连锁店主要集中在经济相对发达的区域以及一二线城市，如环渤海经济圈、长三角经济圈和珠三角经济圈。一个城市只有开设了较多的门店才能获得一定程度的规模效应，大型母婴零售商均选择首先依托于某一地区的核心城市，通过连锁经营的方式逐步拓展地理范围，进而发展成为区域性的母婴零售领头羊企业。因此母婴连锁店出现了比较明显的区域性特征，品牌影响力也有一定的地域局限性。

大型母婴零售商中，爱婴室主要覆盖华东地区，乐友中国和丽家宝贝主要覆盖华北地区，爱婴岛和贝贝熊主要覆盖华南、华中地区，而孩子王主要覆盖我国二、三线城市的母婴市场。其他区域性市场占有率较高的母婴零售商还有扎根云南的登康婴用、覆盖新疆等西北四省的喜阳阳爱婴、主要分布于东北三省的米氏孕婴等等。

表 6: 国内主要母婴连锁店的特征和覆盖区域

名称	爱婴室	乐友中国	孩子王	爱婴岛	贝贝熊
品牌特征	成立于 2005 年，是一家结合电子商务、门店销售，为 0-6 岁婴幼儿家庭提供优质的母婴产品和服务的专业公司。	成立于 1999 年，与之合作的供应商超过 530 多家，遍布全球 21 个国家。	成立于 2009 年，拥有线上、线下两个服务平台，连锁门店、直购手册及电子商务三大渠道，主要客户群为准妈妈及 0-14 岁孩子。	成立于 1998 年，主营孕婴、儿童用品零售业务，是全国知名的儿童百货连锁企业，是孕产妇及婴童的一站式购物商场。	成立于 2003 年，是一家专注 0-3 岁，满足 0-6 岁提供中高端产品和服务的专业孕婴童连锁零售企业
经营范围	婴幼儿奶制品、纸尿裤、喂哺用品、玩具、婴童服饰、洗护用品、孕产妇用品、玩具、婴童服饰等几十大类，销售产品数量逾万种。	童装、孕装、玩具、车床椅、奶粉、食品、喂养用品、洗护用品、纸尿裤等共 16 大类，3 万余种单品。	玩具、食品、用品、服装以及婴儿游泳、儿童游乐、早教、摄影、才艺培训、产后恢复等。	食品、生活用品、玩具和服装等，有数百个知名品牌，数万种单品。	童装、童鞋、孕装、床品、奶粉、营辅、尿裤、洗护、玩具、车床椅、家居用品、婴儿用品、孕妇用品等十余个大类
门店数量	全国 203 家直营门店（截至 2018 年 5 月 31 日）	全国 580 余家直营和加盟门店（截至 2018 年 6 月 30 日）	全国 185 家直营门店（截至 2017 年 6 月 30 日）	全国直营和加盟门店 1600 余家（截至 2018 年 6 月 30 日）	全国 230 多家直营门店（截至 2018 年 1 月）
覆盖区域	总部设在上海，并在无锡、南通、宁波、杭州、厦门、福州、嘉兴、绍兴和舟山开设了超过 200 家直营门店，主要辐射江浙沪及福建等华东地区。	总部位于北京，拓展城市天津、沈阳、西安、咸阳、青岛、潍坊、成都、绵阳、石家庄、济南、武汉等 30 个城市，主要覆盖华北地区。	主要扩展区域遍布江苏、上海、安徽、浙江、重庆、四川、湖北、山东等全国 16 个省，78 个城市。主要覆盖二、三线城市。	总部位于珠海，主要拓展城市为广州、苏州、无锡、南京等 30 余个城市，但大多为加盟店形式。主要覆盖华南、华中地区。	总部设在长沙，扩展至湖南、湖北、江苏、江西、四川、山东、广东、上海、重庆等 20 多个城市。主要覆盖中部地区。

资料来源：爱婴室招股说明书，长城证券研究所

3.2.2 母婴连锁店的行业集中度较低

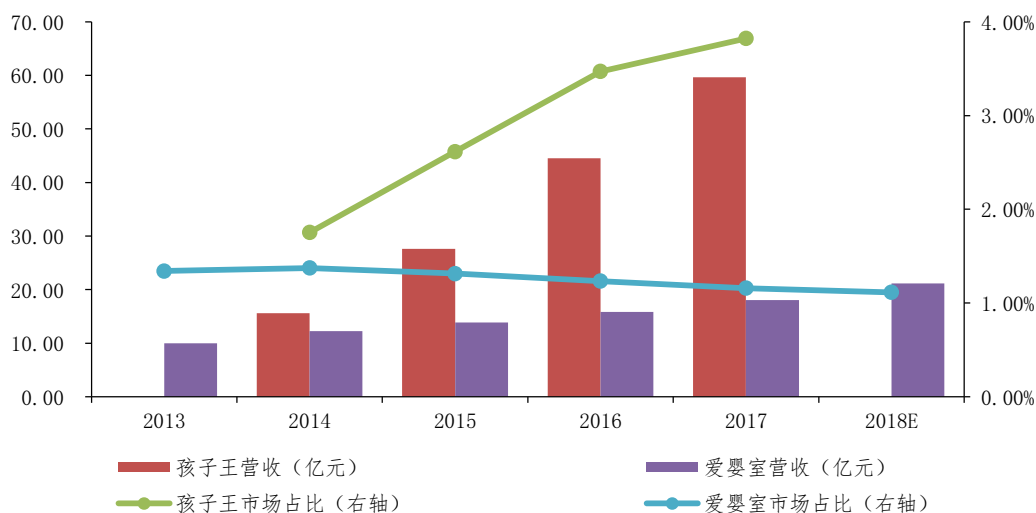
母婴连锁店的门店面积差异较大，既有几千平米的大店，也有一二百平米的小店。一般来说，直营店的单店规模相对较大，除商品销售外还提供较多的母婴相关服务；加盟店的单店规模较小，经营模式比较单一，但是门店数量相对较多。综合考虑店铺面积、门店数量、商业模式等因素，可以大致将母婴连锁店分为三个梯队。第一梯队：单店超过

www.baogaoba.xyz 獨家收集 百萬報告 实时更新 日更千篇

5000 平方米，同时商业模式创新、业务范围较广（提供游乐场、儿童游泳、早教等服务）的母婴连锁店，代表企业有**孩子王**等。**第二梯队**：连锁门店数量 100 家以上、品牌影响力较大的母婴连锁店，代表企业有**爱婴室**、**乐友中国**、**爱婴岛**、**贝贝熊**等。**第三梯队**：门店数量 100 家以下、在局部区域有影响力的母婴连锁店。

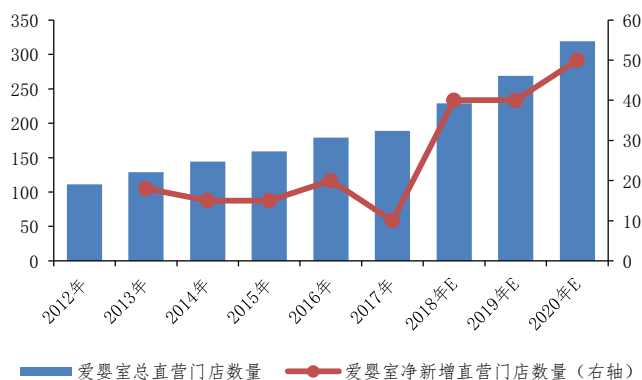
目前还未有权威报告列明我国母婴连锁店的排名及市场占有率等数据，公司数据可查的仅有上市公司爱婴室和已从新三板退市的孩子王，其他连锁店的收入数据无法准确获得。因此，我们用孩子王和爱婴室的营收数据除以连锁母婴零售的市场规模，简单测算这两家龙头企业的市场规模占比。由于连锁母婴零售的市场规模数据截止到 2015 年，我们用年均复合增长率 21.6% 估算了 2015 年以后的市场规模。可以看到，第一梯队的孩子王目前的营收占比为 3.82%，第二梯队的爱婴室营收占比为 1.16%。我国母婴连锁店的集中度仍然较低，未来还有较大的发展空间和行业整合空间。孩子王和爱婴室每年新增的门店数量都保持了较高的水平，预计这些龙头企业将会继续保持这种扩张趋势，扩大经营范围和规模，未来母婴连锁店的集中度将会逐渐提升。

图 22: 爱婴室、孩子王的营收及市场占比情况



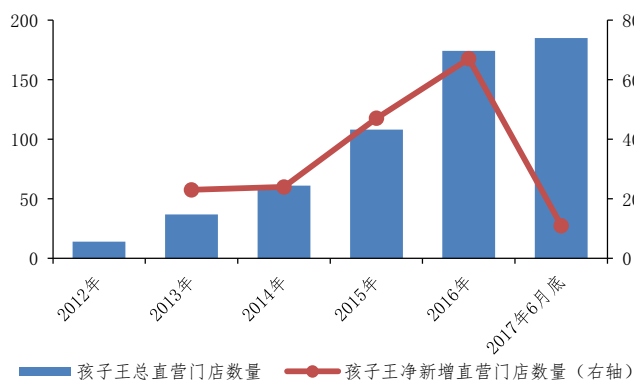
资料来源: Wind, Euromonitor, 爱婴室招股说明书, 长城证券研究所

图 23: 爱婴室直营门店数量



资料来源: 爱婴室招股说明书, 长城证券研究所

图 24: 孩子王直营门店数量

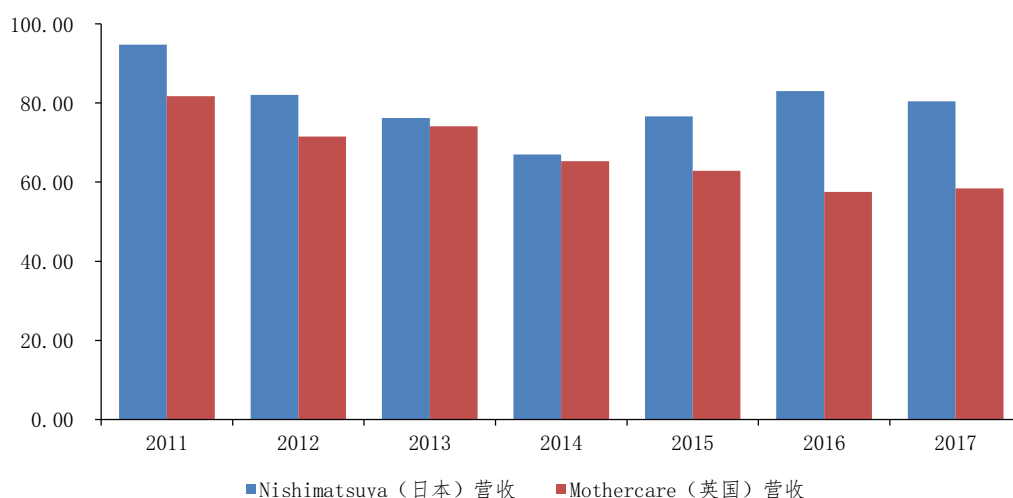


资料来源: 孩子王定期公告, 长城证券研究所

3.2.3 和海外母婴连锁龙头的比较

我们选取了两家同类型的海外母婴连锁龙头企业进行对比，分别是日本最大的母婴连锁店 Nishimatsuya(西松屋)和英国知名跨国连锁品牌 Mothercare。Nishimatsuya 和 Mothercare 的年营业收入均在 60 亿人民币以上，而国内仅有孩子王在 2017 年达到此营收水平。与海外龙头相比，国内母婴连锁龙头企业的市场规模和营收水平相对较低。从经营品类来看，Nishimatsuya 和 Mothercare 等海外母婴零售商主打婴童服装产品，兼营用品类、婴儿车、婴儿床、玩具等，并不涉及国内母婴连锁店主营的奶粉、纸尿裤等标准品类。基于上述经营范围差异，我们认为中国母婴连锁行业中具有品牌背书能力的龙头企业在奶粉、纸尿裤等标准品类上更具优势。国内母婴连锁龙头企业的市场规模仍有继续扩大的潜力，行业集中度也有待提升。

图 25: 海外母婴连锁龙头企业营收情况 (亿人民币)



资料来源: Wind, 长城证券研究所

3.3 母婴连锁店的发展趋势

■ 挖掘三四五线城市的市场潜力

目前，国内母婴连锁店主要集中在经济发达地区和一二线城市；而在三四五线城市，线下母婴渠道相对分散，母婴零售市场仍不成熟。随着三四五线城市居民的消费水平不断提高，他们对有质量保障的专业母婴连锁店的需求日益增加。三四五线城市的母婴市场潜力有待挖掘，这为母婴连锁店扩大市场规模提供了机会。

■ 整合线上线下资源，实现 O2O 综合服务体系

目前已经有部分龙头企业实现了全渠道经营，拥有网上商城、APP、微信公众号等线上渠道。母婴连锁店经营的重点仍在线下门店，线上渠道将作为线下门店的业务拓展和补充。未来龙头企业将进一步整合线上线下资源，构建母婴服务生态系统平台，将线上用户引流到线下门店体验、消费，为母婴用户提供全方位的综合服务。

■ 加强差异化优势

品牌和质量差异化将是母婴连锁店未来超越对手、占领市场份额的关键所在。一方面，龙头母婴连锁店可以选择打造自有品牌，强化品牌影响力。另一方面，由于消费升级和

购物理念转变，高端母婴产品未来仍有突破机会，母婴连锁店可以争取更多国内外高质量母婴产品的独家代理权，强化有别于对手的差异化优势。

4. 总结母婴渠道的现状与趋势

4.1 母婴渠道龙头公司受到国内外资本追捧

近年来母婴线上、线下渠道商受到国内外资本追捧，站在投资人的角度来看，入局母婴平台能看出投资人在母婴领域的战略意图。例如，阿里和苏宁两家综合电商巨头投资母婴线上平台，意在完善自身在母婴电商、新零售等方面的功能和业务，深度拓深母婴场景，从而打造出母婴生态闭环。复兴集团通过投资宝宝树、妈咪知道等线上平台来深化在大健康领域的布局，线上平台同旗下的和睦家、佛山禅医等线下医疗平台共同构成大健康 C2M 闭环场景。好未来、新东方两大教育巨头投资母婴领域，更注重是否和自身的相关业务产生协同效应。国内外资本巨头看好中国母婴产业及母婴渠道，资金加速流入龙头公司，预计未来母婴渠道的马太效应将愈发明显，并购整合将进一步加剧，行业集中度将有所提升。

表 7: 母婴渠道领域的部分投资人

投资人	投资对象
阿里巴巴	宝宝树（战略投资）、优谈网（B 轮）
苏宁	红孩子（收购）、辣妈帮（D 轮）
复星集团	宝宝树（D 轮）、妈咪知道（B 轮）、海拍客（B 轮）、亲宝宝（B 轮）
好未来（学而思）	宝宝树（战略投资、D 轮）、妈妈帮（B 轮）、母婴行业观察（天使轮）
新东方	凯叔讲故事（B 轮）、小小包麻麻（B 轮）、育学园（C+轮）
华平投资	孩子王（A、B 轮）、乐友（拟收购）
红杉资本中国	蜜芽（B、C、D 轮）、PatPat（C 轮）
经纬中国/经纬海外	宝宝树（A、B、D 轮）、辣妈帮（A、B、C 轮）、年糕妈妈（A、B 轮）
险峰长青	蜜芽（A、B 轮）、辣妈帮（天使轮、A、B 轮）
晨兴资本	辣妈帮（A、B、C 轮）、妈咪知道（A、B 轮）

资料来源：IT 桔子，公开资料，长城证券研究所

4.2 线上流量红利消退，加强社交和差异化优势

线上母婴渠道的收入来源可以用以下公式概括： $\text{收入} = \text{流量} \times \text{转化率} \times \text{客单价} \times \text{复购率}$ 。然而，母婴电商目前普遍出现了“流量下滑”的问题，微信公众号等自媒体也由于页面改版等原因点击率有所下降，过去在线上市场高速成长期所依赖的流量红利逐渐消退。为实现收入的持续增长，线上母婴平台均着手改善收入公式的后三项，即转化率、客单价和复购率。

- **强化社交功能，提高“转化率”和“复购率”。**年轻父母比较信赖社交圈子里其他父母推荐的母婴商品。相较于用户在传统电商页面中浏览商品，用户通过社交媒体发现商品的购买率更高。同时，由于社交的刚需特性，用户粘性较强，商品使用心得的交流更容易提高用户的复购率。因此，许多传统母婴电商选择增加社交功能来提高流量的转化率和复购率，从而增加收入。而传统母婴社区纷纷选择增加电商平台，

www.baogaoba.xyz 獨家收集 百萬報告 实时更新 日更千篇

提高流量的变现效率。预计今后电商和社群的边界将更加模糊，线上母婴领域“垂直一体化”的趋势将愈发明显，“社交电商”将成为未来发展的主流。

- **加强差异化优势，提高“客单价”。**过去母婴电商的商品品类高度相似，知识、社区平台的内容重复，各线上平台最终会陷入价格战、同质化竞争的泥沼之中。因此，各平台纷纷加强差异化优势，寻找自身的不可替代性，提升增量价值，最终达到提高客单价、增加收入的目的。母婴商品方面，高端甚至超高端产品仍存在较大机会，非标品类可能成为突破口；内容、社区方面，早教类、讲故事类、短视频类大爆发，原创内容的发展前景广阔。

4.3 线下抢占连锁市场，优化购物体验

大部分龙头母婴零售商均有扩张门店数量的计划，积极抢占线下连锁市场，加快扩张脚步。例如，母婴室计划未来两到三年新增直营门店 130 家，在巩固华东地区市场地位的同时，适时进入华南市场；孩子王前期大规模的线下扩张直接推动了业绩显著增长，去年 10 月更是现金出资 1.25 亿增资四家子公司，继续扩张线下渠道。一些母婴零售的后起之秀也在积极抢占线下市场，例如成立于 2016 年的进口母婴零售商 mikibobo 隅田川在短短两年内将门店数量提升至 720 家，在三四线城市高速扩张。阿里、京东等线上巨头也瞄准了庞大的线下母婴市场份额，计划大规模开设线下体验门店。在母婴线下加速连锁化的趋势下，传统的中小母婴店将被加速淘汰，行业并购、整合的进程加剧。未来母婴连锁店可能打破区域性特征，全国性的母婴连锁巨头将逐渐崛起。

母婴连锁店除了进行传统的商品销售外，提供的附加服务种类也越来越多，如儿童游泳、育儿顾问、早教等等。此外，零售商也更多地举办线下母婴社交活动，为年轻父母们提供学习和交流的场所。大型母婴零售商致力于打造一站式购物平台，以深度服务来优化母婴购物体验。

4.4 线上线下融合的新零售趋势

总结前文对线上、线下渠道的分析，当前线上母婴平台和线下母婴零售的龙头公司纷纷开始进行全渠道布局，尝试新零售模式。一方面，线上母婴平台积极抢占线下资源，全面布局新零售业态，天猫、京东、苏宁红孩子、蜜芽、宝宝树等均计划开设实体自营店或体验店。另一方面，线下零售商纷纷搭建线上渠道，如自建网上商城、APP、官方旗舰店、微信公众号等，完善用户数据，为用户提供更全面的服务。二者殊途同归，最终都将形成 O2O 模式的全渠道布局，形成“线上+线下”的新零售闭环。线上线下融合将形成优势互补的联动效应，有助于提高购物满意度和用户粘性。

在看到线上线下融合带来机会的同时，也应注意到全渠道发展可能存在的风险。线上母婴平台缺乏线下门店的运营管理经验，对线下用户偏好、库存管理、门店选址等方面的判断可能存在误差。而传统线下母婴零售商存在线上平台运作不足、线上数据积累匮乏、流量入口单一等方面的问题。把控好风险才能真正形成线上线下的优势互补。

表 8: 部分母婴企业未来布局计划

线上向线下布局	
天猫	计划未来两年建成 1000 家智慧母婴室，与孩子王、乐友、贝贝熊等第一线母婴连锁生态圈合作
京东	2017 年宣布 3 年内全国开设 5000 家京东母婴体验店，重点覆盖三四线城市
苏宁红孩子	计划 2020 年门店数量突破 2345 家，通过直营店将母婴产品渗透到三到六级消费市场，在农村母婴市场上强势发力
宝宝树	战略投资母婴新零售公司 mikibobo 隅田川，布局线下消费入口；开设社区连锁早教中心；探索低龄儿童英语教育

www.baogaoba.xyz 獨家收集 百萬報告 实时更新 日更千篇

线上向线下布局	
领域	
蜜芽	收购家庭亲子娱乐连锁品牌悠游堂；计划开设 200 家线下蜜芽乐园
摇篮网	开设摇篮亲子共享社区旗舰店，即将开设合伙人店面
线下向线上布局	
爱婴室	优化线上业务，着重移动互联布局，通过自营 APP 的综合平台，建立了客户服务的闭环
孩子王	线下为主、线上为辅的全渠道运营，拥有移动端 APP、PC 端官网和第三方平台旗舰店
乐友	“APP+网上商城+连锁店”全渠道模式，打通商品、物流、会员、支付、营销五个方面

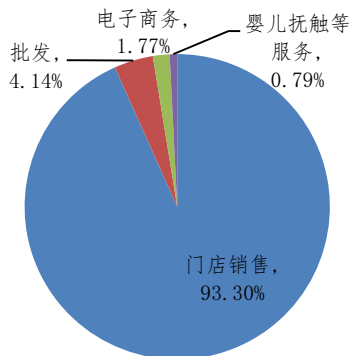
资料来源：公开资料，长城证券研究所

5. 推荐标的

5.1 爱婴室（603214.SH）

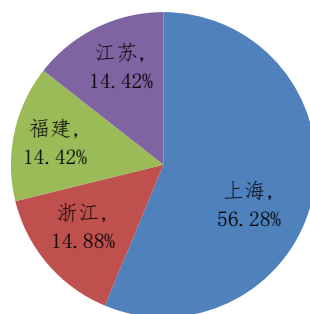
爱婴室是一家定位于中高端母婴市场，结合直营门店、电子商务等多种渠道围绕母婴家庭各阶段消费需求，为孕前至 6 岁婴幼儿家庭提供一站式母婴用品采购及孕婴童健康服务的专业连锁零售商。截止今年 6 月，爱婴室共开设 202 家直营门店，主要分布在上海、浙江、福建和江苏等省市，在华东地区的母婴连锁零售商中具有市场领导地位。

图 26: 爱婴室营业收入占比（按行业）



资料来源：同花顺，长城证券研究所

图 27: 爱婴室营业收入占比（按地区）



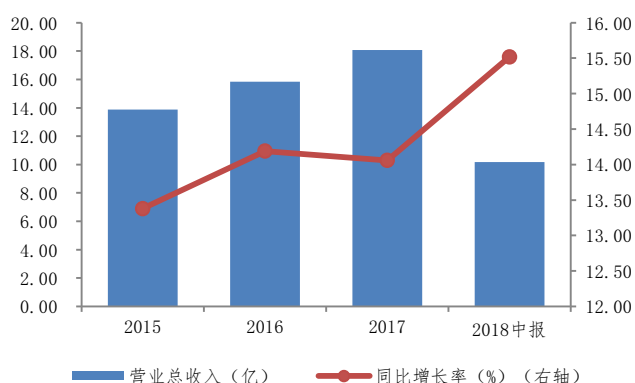
资料来源：同花顺，长城证券研究所

公司主营业务收入包括门店销售、电子商务、商品批发、婴儿抚触等与母婴用品销售及相关的业务收入；其他业务收入主要为向供应商收取的促销活动管理费、推广展示费等商业服务收入。公司的主营业务收入占比维持在 90% 以上，主营业务较为突出。2015-2017 年，爱婴室的营业收入分别为 13.88 亿元、15.85 亿元、18.08 亿元，归母净利润分别为 0.60 亿元、0.74 亿元、0.94 亿元，收入和净利润均保持了较高水平的增速，呈现出稳健发展态势。2018 年中报显示，爱婴室的营收水平持续稳步增长。2018 年上半年，爱婴室实现营业收入 10.17 亿元，同比增长 15.52%，实现归母净利润 0.49 亿元，同比增长 46.04%。2015 年至今，爱婴室净增门店 58 家，门店数量的快速扩张直接提高了公司营业收入。而此前的新开门店经过 1-2 年的市场培育后，销售规模和净利润水平得到显著提升；同时，公司主动淘汰了一些盈利能力不佳或不符合发展要求的门店，提升了门店

销售业务的整体盈利能力。随着新开门店的逐渐成熟，爱婴室的收入规模和盈利能力有望继续提升。

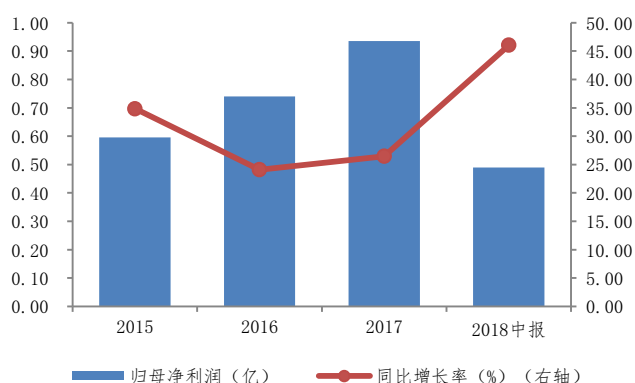
2016 年和 2017 年，爱婴室的营业成本分别为 11.53 亿元和 12.86 亿元，同比增长 12.68% 和 11.40%。2018 年上半年的营业成本为 7.38 亿元，同比增长 14.06%。营业成本增加的主要原因是公司经营规模的扩大，公司销售增长带动成本对应增长。从毛利率来看，爱婴室的毛利率水平较高，整体呈上升态势。与 SW 超市、SW 专业连锁的毛利率水平相比，爱婴室的毛利率均高于这两个行业的整体水平。相对同行业其他上市公司而言，爱婴室在综合盈利能力上存在一定的优势。

图 28: 爱婴室营业总收入及同比增长率



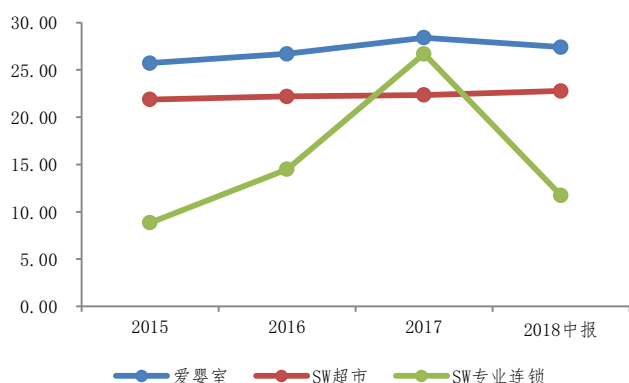
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 29: 爱婴室归母净利润及同比增长率



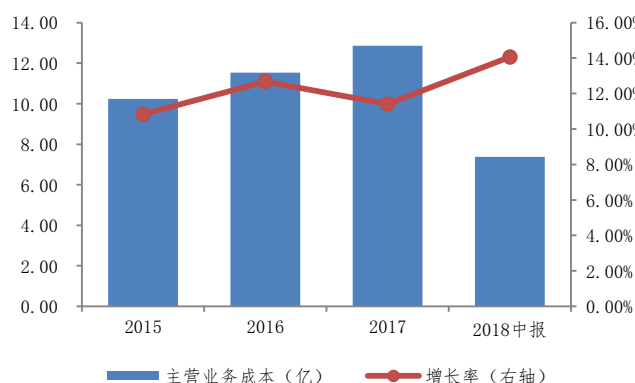
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 30: 爱婴室和行业的毛利率对比 (%)



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 31: 爱婴室主营业务成本及同比增长率



资料来源: Wind, 长城证券研究所

■ 品牌形象和精准营销增强用户粘性

公司定位于中高端消费者，店内绝大多数商品均为世界知名品牌，例如惠氏、雅培、美赞臣、达能、雀巢、金佰利、宝洁、嘉宝等；每一片经营区域都安排了合理数量的导购人员，为消费者创造良好的视觉印象和购物体验，也为公司积攒了良好的口碑。经过多年的业务发展，公司积累并分析大量的消费数据，并以此为依据制定公司发展计划及营销策略，从而实现精准营销。此外，公司通过会员制及增值服务增强了消费者增强了消费者对爱婴室品牌的粘性，并通过口碑营销产生辐射效应，从而发展越来越多的会员。

■ 多渠道的营销模式

公司的长期目标是打造综合型的母婴产业平台，短期内的重心仍是线下门店。公司计划在未来两到三年内新增直营门店 130 家，根据发展规划，预计 2018 年新设 40 家，2019 年新设 40 家，2020 年新设 50 家。在继续巩固华东地区市场领先地位的同时，适时进入华南市场，实现公司门店对东南沿海地区重点城市的覆盖。公司除了在各直营门店销售商品，还拥有 APP、微信公众号、B2C 官网、天猫旗舰店等线上销售渠道。线上平台不仅是对销售渠道的补充，更是对传统零售业商业模式的一种创新。整合线上线下渠道资源，引入第三方合作机构，为消费者提供更加多元化的服务，有助于产生协同效应，提高品牌认知度和信任感。

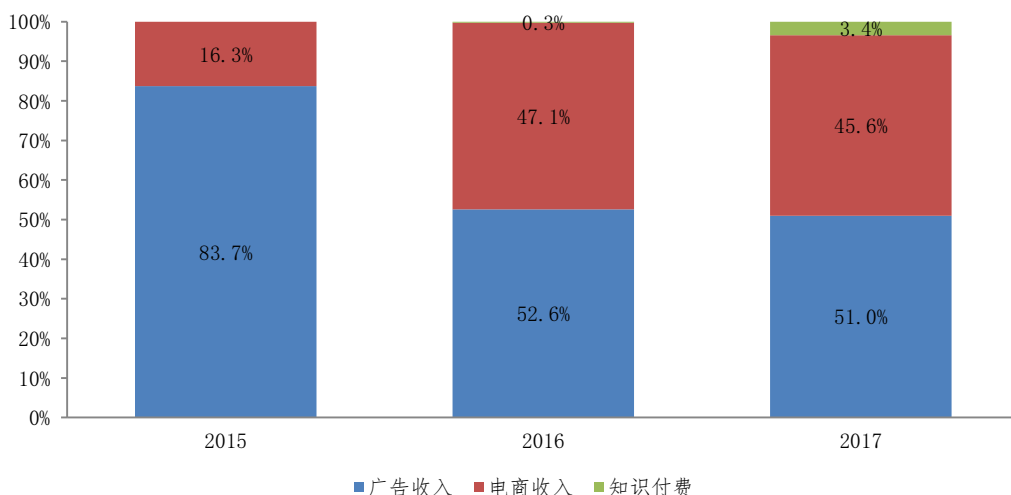
■ 优化供应链管理，实施产品差异化战略

公司将进一步优化供应链管理，适当调整产品品类结构。扩大中高端品牌产品的采购渠道，寻找优质小众品牌并将其发展成为独家代理，提高自有品牌商品数量和占比，实施产品差异化战略，拉开与同行业企业的市场竞争差距。

5.2 宝宝树（未上市）

宝宝树作为一家即将上市的公司，其发展前景也值得关注。宝宝树以内容为切入点，提供社交功能，致力于连接和服务年轻家庭（生小孩前两年和生小孩后六年），满足这些家庭学习、分享、记录和购物等基本需求。根据宝宝树在港交所提交的招股书，宝宝树是中国月活跃用户数（MAU）最大的母婴类社区平台，2017 年的平均 MAU 达到 1.39 亿。33.9% 的消费者认为宝宝树拥有最权威的内容，在所有母婴类线上平台中排名最高；21.3% 的消费者认为宝宝树是最值得信赖的母婴类线上平台，也在所有母婴类线上平台中排名最高。

图 32: 宝宝树收入构成变化情况



资料来源：宝宝树招股说明书，长城证券研究所

宝宝树的收入主要来源于线上广告和电商平台，2017 年宝宝树的总营收为 7.30 亿元，其中广告收入为 3.72 亿元，电商收入为 3.33 亿元。近年来宝宝树的收入结构有所变化。2015-2017 年，广告收入占比从 83.7% 下降至 51.0%，电商收入占比从 16.3% 上升至 45.6%，

电商平台的变现作用愈发重要。知识付费是宝宝树新拓展的业务，2017 年产生的收入为 2470 万元，该业务虽然目前收入占比较少，但在业界具有较大的创新意义。

2015-2017 年，宝宝树的总营收分别为 2.00 亿元、5.09 亿元和 7.29 亿元。毛利率分别为 54.6%、53.1%和 63.2%。报告期内年度亏损分别为 2.86 亿元、9.34 亿元和 9.11 亿元；经调整的年内盈利分别为-1.72 亿元、0.44 亿元和 1.38 亿元。宝宝树亏损是由于尚处于变现初期，总营收和毛利率显示业绩已经在逐渐好转。根据招股书，宝宝树今年 5 月的 MAU 相较去年 12 月有所增加，截止至今年 5 月底的总营收和盈利较去年同期有所增加，业绩逐渐向好，前景较为乐观。

表 9: 宝宝树盈利情况

	2015	2016	2017
总营收（亿元）	2.00	5.10	7.30
毛利率	54.6%	53.1%	63.2%
年度亏损（亿元）	2.86	9.35	9.11
经调整年内盈利（亿元）	-1.72	0.44	1.39

资料来源：宝宝树招股说明书，长城证券研究所

■ 获得阿里巴巴战略投资

今年 5 月，宝宝树与阿里巴巴集团达成资本战略合作，在新一轮融资后宝宝树估值约 140 亿元。双方将在在电商、广告、C2M、知识付费和其他潜在的业务领域开展多层次、大规模的深入合作。因此，预计宝宝树的线上业务规模将会进一步扩大，未来与电商业务直销相关的营业成本将会有所下降。

■ 积极布局线下业务，优化变现方式和变现结构

今年年初，宝宝树与进口母婴零售连锁公司 mikibobo 隅田川以及国内高端生活体验平台 intable 达成战略合作，积极打通线上线下消费场景，实现全渠道布局。在获得阿里巴巴的战略投资后，宝宝树也有可能和阿里在新零售领域开展合作。宝宝树还计划开设社区早教中心，同国内外教育领域优秀企业的合作一直在进行当中。例如宝宝树与其第三大股东好未来集团将开展深度合作，在早教领域持续探索。此外，宝宝树在年轻家庭的健康服务领域也有所动作。宝宝树与其第二大股东复星集团在医疗方面开展合作，双方计划推出母婴医疗品牌“小星医生”，为新生儿提供儿科名医、护理专家的全程服务，陪伴孕产妈妈舒缓抑郁情绪等，打通线上线下就医环境，实现健康内容、医疗资源服务、技术平台和智能硬件四大核心业务的全面开放，为家庭用户提供一站式问题解决方案。宝宝树多路径布局线下业务，有望在母婴领域形成完整的业务闭环，从而进一步优化变现方式和变现结构。

6. 风险提示

经济大幅下行风险；市场竞争加剧影响公司盈利能力；公司经营管理风险。

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日 起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

