

母婴市场空间广阔，月子中心渗透提速

优于大势

上次评级:优于大势

报告摘要:

月子中心为母婴提供一揽子照护服务，在产业链中承上启下。月子中心提供从母婴专业护理、月子餐膳食至产后修复等一系列服务，人员及配套设施富有专业性，与同一价格区间带下的传统月嫂护理服务相比具有较高性价比。月子中心分为独栋建筑、酒店服务、医院附属、社区家庭四种运营模式，前期投入较大，重运营，重营销，在全产业中可连接上下游来丰富服务内容以扩充其盈利渠道。以80间房的单店为例，选址于一线城市的中高端机构在重资产投资单店并且运营进入成熟期后店铺毛利率可达40%+，运营成本中人力成本占比最高，成熟门店净利率可达20%+，轻资产投资模式下利润率爬坡将更快，6-7个月即可实现现金流的转正；由于月子中心一般提前3-6个月收取20%-30%的预定金，商家具备充足健康的营运现金流。

中国大陆地区目前渗透率较低，处扩容阶段，竞争格局分散。中国大陆地区月子中心起步较晚，渗透率在4%-8%左右，主要分布在北上广深等发达城市，整体市场集中度低，2018年CR5仅为11.2%。未来中高端机构有望凭借品牌和规模优势扩充市场，构建更高的竞争壁垒。

对标海外月子中心，成熟市场渗透率达50-60%，监管政策完备，市场接受度高。月子中心在韩国和中国台湾发展较为成熟，主要源于其少子化和小规模家庭的社会发展趋势。成熟市场起步较早，监管措施已基本完善，政府对安全、人员专业性、设施条件都有相应规定。区域位置方面，机构布局密度与人口数量相关联，价位与地区发达程度成正比。

短期内大陆地区月子中心行业的扩容主要依靠渗透率的提升，中长期看观念转变、政策监管及生育率趋势等因素将对行业发展产生深远影响。我们认为驱动力因素主要可以分为：1) 生育政策引导下社会家庭结构的改变：中国大陆目前主要家庭模式为“夫妻+单身子女”的核心家庭，年轻夫妻的可照护时间有限，专业的第三方产后护理机构或成刚需；同时，“三孩”政策及相关配套福利的完善有望提升月子中心目标客群的生子意愿。2) 消费观念升级：伴随着居民收入和消费能力的提高，女性消费观念升级，选择月子中心消费意愿增强，推动实现自上而下的渗透提升，助力下沉市场的打开。3) 监管政策的完善：国家+地方政府不断出台相应政策和法规对月子中心进行监管，推动市场健康发展。

投资建议：具备成功异地复制经验、超强运营能力、正处于扩张阶段的中高端品牌头部公司值得重点关注。爱帝宫作为月子中心龙头，在维持高市占率和高入住率优势的同时，有望在多个城市实现持续扩张，在开启轻资产扩张模式后进入高速增长的新阶段。

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	4%	-13%	5%
相对收益	3%	-6%	-1%

行业数据

成分股数量 (只)	37
总市值 (亿)	1069
流通市值 (亿)	894
市盈率 (倍)	-204.86
市净率 (倍)	2.64
成分股总营收 (亿)	102
成分股总净利润 (亿)	-5
成分股资产负债率 (%)	215.02

相关报告

《社服 2021 年中期策略报告：消费重启，静待复苏》

--20210629

《竞逐高成长千亿级“新茶饮”赛道，“奈雪的茶”扬帆起航》

--20210629

《酒店系列深度之三：穿越周期的问鼎之路，万豪酒店发展启示录》

--20210331

《免税点评：岛民免税落地在即，海南发展积极布局》

--20210124

证券分析师：李慧

执业证书编号：S0550517110003

(021)20361142 lihui@nesc.cn

目录

1.	行业概览：百亿规模蓝海市场，月子中心行业持续扩容.....	5
1.1.	月子中心提供专业且全面的照护服务	5
1.2.	大陆月子中心处于扩容阶段，一线城市领先发展	6
1.3.	市场竞争格局分散，中高端主导格局逐渐清晰	8
2.	产业运营：月子中心趋于全产业链运营，品牌构建成核心要素	10
2.1.	产业链：月子中心承上启下，打通消费链条有利于增强竞争力	10
2.2.	运营模式：四大业态齐头并进，酒店服务式成扩张首选	11
2.3.	盈利模式：行业重运营，盈利门槛高，成熟门店净利率达 20%	13
3.	借鉴成熟市场启示：大陆地区市场成长驱动凸显	16
3.1.	海外市场各有千秋，月子中心发展因地制宜	16
3.1.1.	韩国：起步较早，产后护理消费理念深入人心	17
3.1.2.	中国台湾：渗透率较高，市场监管到位	20
3.1.3.	新加坡：产后护理服务以月嫂上门为主，差异化水平较小	23
3.1.4.	日本：医疗体系支撑其产后护理业务，渗透率较低	25
3.2.	成熟市场经验：社会需求孕育发展空间，完备政策助力蓬勃发展	27
3.2.1.	核心家庭主导与少子化趋势滋生产后护理市场需求	27
3.2.2.	市场监管逐步完善护航产后护理市场发展	29
3.2.3.	机构布局依据城市人口密度，价格挂钩发达程度呈阶梯式	29
3.3.	家庭结构改变+消费升级+政策护航驱动大陆市场增长	31
3.3.1.	驱动 1：家庭规模缩小+“三孩”政策拉动需求，高净值客群持续扩充	31
3.3.2.	驱动 2：消费观念升级助推渗透率提升，下沉市场可期	33
3.3.3.	驱动 3：监管加码推进市场规范化，提高行业准入门槛	34
4.	相关标的：爱帝宫	35
4.1.	公司概况：聚焦月子服务，核心管理层优势互补	35
4.2.	财务分析：并购重组实现困境反转，月子服务成为利润主要来源	37
4.3.	月子服务：扎根深圳，优秀服务体系建立中高端市场龙头地位	38
4.4.	异地扩张：标准化直营+超轻资产模式打开异地复制快车道	42
5.	风险提示	44

图表目录

图 1：月子中心主要提供服务	5
图 2：中国大陆月子行业市场发展历程	6
图 3：中国大陆月子中心数量及增速	7
图 4：中国大陆月子中心市场渗透率仍较低	7
图 5：2019 年 6 月大陆热门城市月子中心人均消费价格（元）	7
图 6：中国大陆月子中心市场规模及增速	8

图 7: 中国大陆母婴健康产业市场规模 (亿元)	8
图 8: 大陆月子中心市场规模按标准划分 (亿元)	8
图 9: 2018 年中国大陆月子中心行业市占率	8
图 10: 月子中心产业链布局	11
图 11: 2019 年中国消费者对月子中心信息获取渠道分布情况	13
图 12: 月子中心微博/小红书社群营销账号	13
图 13: 月子中心盈利模式发展阶段	14
图 14: 2005-2020 年韩国产后护理中心数量及增速	18
图 15: 2013-2017 年产后护理使用渗透率	18
图 16: 2012-2018 年韩国产妇的首选产后护理地点	18
图 17: 2018 年韩国产后护理中心各运营模式占比	19
图 18: 2018 年韩国产后护理中心各运营规模占比	19
图 19: 韩国 Olivium 私立产后护理机构收费标准	20
图 20: 韩国 Olivium 私立产后护理机构婴儿室	20
图 21: 2003-2019 年中国台湾月子中心数及增速	20
图 22: 2011-2019 中国台湾月子中心市场渗透率	20
图 23: 台湾产后护理之家与月子中心的差异	21
图 24: 新加坡产后护理教育平台课程	24
图 25: 新加坡聘请月嫂费用构成	25
图 26: 月子餐服务及月子草本套餐服务	25
图 27: 日本不同产后护理中心的使用情况	26
图 28: 日本不同产后护理中心的运营模式	26
图 29: 日本产妇申请产后护理业务流程	27
图 30: 2001-2020 年韩国家庭结构变化	28
图 31: 2001-2019 年中国台湾家庭结构变化	28
图 32: 2000-2020 年韩国出生人数及出生率	29
图 33: 2000-2020 年台湾出生人数及出生率	29
图 34: 2009-2020 年韩国产后护理机构按城市分布	30
图 35: 2020 年韩国人口按城市分布	30
图 36: 2011-2019 年台湾产后护理机构按城市分布	30
图 37: 2020 年中国台湾人口按城市分布	30
图 38: 2003-2019 年中国大陆家庭结构变化	32
图 39: 2003-2020 年中国大陆新生儿出生数及出生率	32
图 40: 2003-2019 年中国大陆多孩出生数占比	32
图 41: 出生率与人均收入之间的 U 型曲线关系	33
图 42: 2003-2020 年城镇居民人均可支配收入及增速	34
图 43: 2003-2019 年城镇居民家庭人均年医疗消费占比	34
图 44: 爱帝宫发展历程	36
图 45: 公司股权架构	37
图 46: 2016-2021H1 公司营业收入及增速	38
图 47: 2016-2021H1 公司营收结构 (百万港元)	38
图 48: 2016-2021H1 公司毛利及毛利率	38
图 49: 2016-2021H1 公司净利结构及净利率	38
图 50: 2018 年深圳地区月子中心营业收入 TOP5	39
图 51: 2018 年深圳地区月子中心入住率 TOP5	39

图 52: 公司主要月子套餐预览	40
图 53: 消费者 NPS 净推荐指数排名	41
图 54: 消费者推荐因素	41
图 55: 2018 年北京地区月子中心每床位营收 TOP5	42
图 56: 2018 年北京地区月子中心入住率 TOP5	42
图 57: 公司门店扩张计划	43
表 1: 家庭照护&月子中心&传统月嫂服务对比	6
表 2: 月子中心行业多家机构对比	10
表 3: 四种业态的月子中心对比	12
表 4: 喜喜母婴连锁加盟形式	12
表 5: 月子中心重资产单店模型（以 80 间房为例）	15
表 6: 月子中心轻资产单店模型（以 80 间房为例）	16
表 7: 韩国产后护理行业发展及规范历程	17
表 8: 韩国公立产后护理中心经营概况	19
表 9: 台湾产后护理行业发展及规范历程	21
表 10: 台北市产后护理机构收费基准	22
表 11: 台湾爱儿家产后护理之家简介	22
表 12: 新加坡月子保姆工作许可证申请要求及费用	23
表 13: 新加坡月子保姆机构主要服务内容	24
表 14: 日本产后护理行业发展及规范历程	25
表 15: 日本产后护理中心类型	26
表 16: 日本产后护理中心费用标准	27
表 17: 中国大陆和中国台湾、韩国的规范化程度对比	29
表 18: 韩国产后护理机构价格标准对比	31
表 19: 台湾各地产后护理机构收费基准	31
表 20: 月子中心行业相关配套政策	35
表 21: 公司核心管理层	37
表 22: 公司月子中心门店及房间数	39
表 23: 公司香蜜湖院 26 天服务套餐价格	40
表 24: 公司九大服务体系	41
表 25: 抖音与小红书平台月子中心账号粉丝数对比	42
表 26: 公司开店模式对比	43

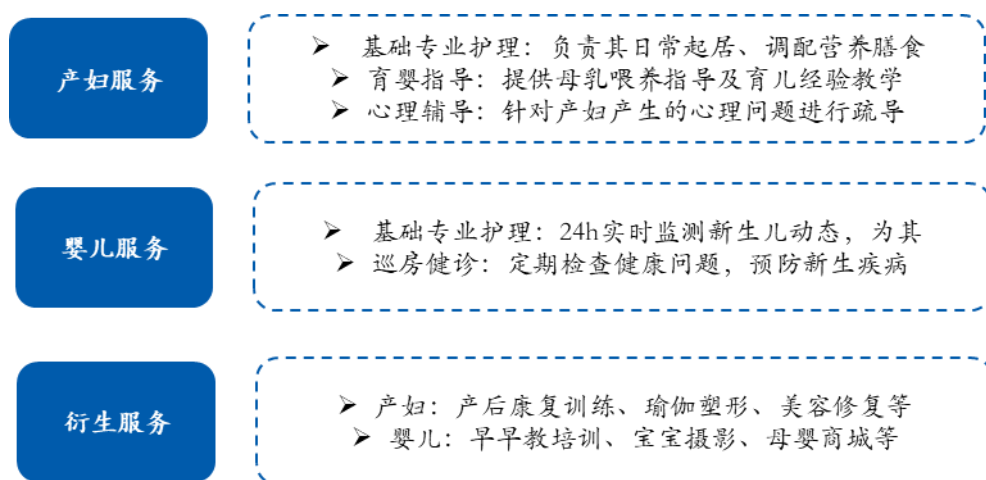
1. 行业概览：百亿规模蓝海市场，月子中心行业持续扩容

1.1. 月子中心提供专业且全面的照护服务

月子中心是为产妇及新生儿提供生活照护服务的场所，服务内容主要包含母婴健康保健、月子膳食、母乳喂养、产后塑身等。具体来说，产妇和婴儿入住月子中心后，月子中心一般会为其配备专业人员进行全天候的护理服务，并由专业的营养师为其准备营养餐。同时，产妇还可根据自身需求享受产后形体修复、心理疏导等服务。女性从怀孕至产子期间身体各机能系统变化较大，分娩后气血较为虚弱，通常需要度过 6-8 周的产褥期以帮助身体恢复，该期间产妇需要注重饮食调养、骨盆修复等事宜，刚出生的婴儿也需专业人员看护，协助进行母乳喂养。随着人们生活水平的提高和对健康审美观念的重视，现代女性对产后身材恢复、心理健康以及科学护理给予越来越多的关注，因此提供科学专业且全面照护服务的月子中心成为许多家庭的产后护理选择。

月子中心较传统月嫂及家庭照护模式更专业及多元化，综合性价比凸显。最初产后照护通常由产妇家人帮忙，提供基础的照护，照料家庭起居等日常工作。而随着家庭规模变小以及消费升级的带领下，经济优越的家庭开始寻求第三方机构的服务，如家政月嫂服务机构等，一方面减少家人的负担，二是月嫂在照料产妇及婴幼儿方面经验更为丰富。然而，月嫂服务更多的是基于自己以往的护理经验，其专业性、知识储备以及衍生服务内容方面较月子中心相差甚远。从显性费用看，月嫂的服务价格相对月子中心较低，但考虑隐性成本的情况下，部分月嫂只负责照护婴儿和产妇，家庭还需额外聘请家务类保姆负责日常起居工作，此外，家庭通常需为月嫂提供住宿、三餐、交通出行等费用，雇主家庭与月嫂之间可能因生活习惯和观念差异产生分歧，需要磨合，沟通和决策效率较低。而月子中心由专业人员提供一揽子照护，服务更为全面且具备专业性，对于客户诉求的响应速度快，在同一价格区间内月子中心具备综合性价比优势。

图 1：月子中心主要提供服务



数据来源：艾媒咨询，东北证券

表 1: 家庭照护&月子中心&传统月嫂服务对比

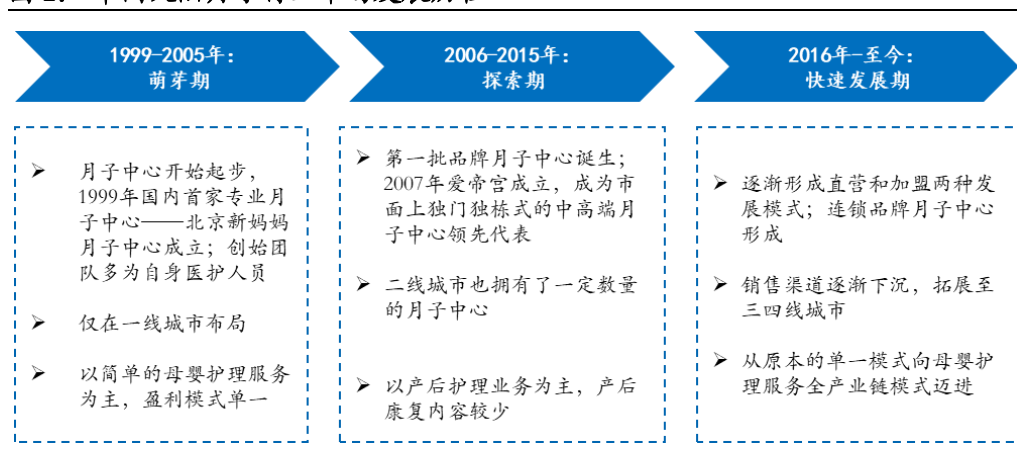
	家庭照护	月嫂服务	普通型月子中心
服务内容	仅基础照护	经验较丰富，主要负责产妇和婴幼儿基础照护，有时会负责日常起居工作	提供全方面专业化服务，涵盖母婴基础护理、月子餐、母乳喂养指导以及衍生服务
所需人力	家人	月嫂+家人承担部分基础服务	全权由月子中心人员负责
所需费用/月	耗费人力+时间+财力	6000-20000 元	通常提供一揽子打包服务
		出行交通 400 元	
		一日三餐 2000-4000 元	
		雇主可能还需提供住宿；有时需额外聘请家务类保姆	
合计	-	8400-20800 元/月起步	15000-40000 元/月

数据来源：公开资料整理，东北证券

1.2. 大陆月子中心处于扩容阶段，一线城市领先发展

中国大陆月子中心起步较晚，发展过程中业务布局范围逐渐扩大，服务内容更为多元。据弗若斯特沙利文公司的研究报告显示，中国大陆的月子中心行业发展主要分为萌芽期、探索期和快速发展期三个阶段：1) 萌芽期（1999-2005 年）：中国大陆第一家月子中心——北京新妈妈月子中心于 1999 年在北京成立，首次采用集中式护理模式。创始团队多为资深医护人员，服务内容以简单的母婴护理为主，主要在国内一线城市布局。2) 积极探索期（2006-2015 年）：月子中心市场开始发展，新竞争者不断涌入，二线城市也拥有了一批月子中心。2007 年爱帝宫现代母婴健康管理公司于深圳成立，成为市面上独门独栋式的中高端月子中心领先代表。该阶段服务内容以产后护理为主，暂未涉及产后康复内容，而市场上各家机构的服务同质化较为严重。3) 快速发展期（2016 年-至今）：月子中心行业逐渐形成直营和加盟两种发展模式，规模不断扩张，销售渠道逐渐下沉，拓展至三四线城市形成连锁品牌月子中心，服务也从原本的单一模式向母婴护理服务全产业链模式迈进。

图 2: 中国大陆月子行业市场发展历程

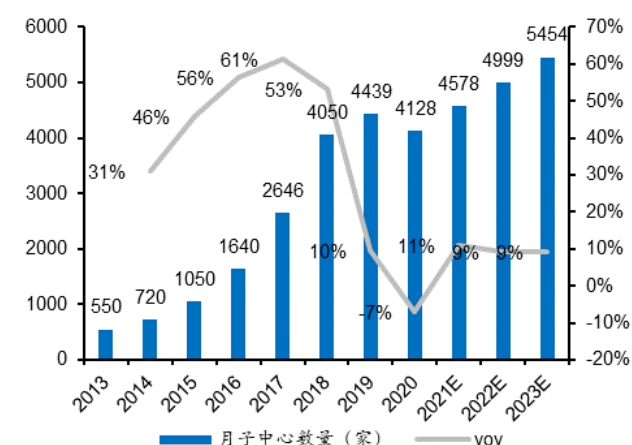


数据来源：弗若斯特沙利文，东北证券

中国大陆月子中心数量近几年飞速扩充，渗透率仍有待提升。2013-2018 年，月子中心数量由 550 家增长至 4050 家，CAGR 达 49.1%，2020 年市场月子中心数量达 4128 家。当前大陆整体市场渗透率较低，一线城市渗透率居高，达 7-8%，新一线

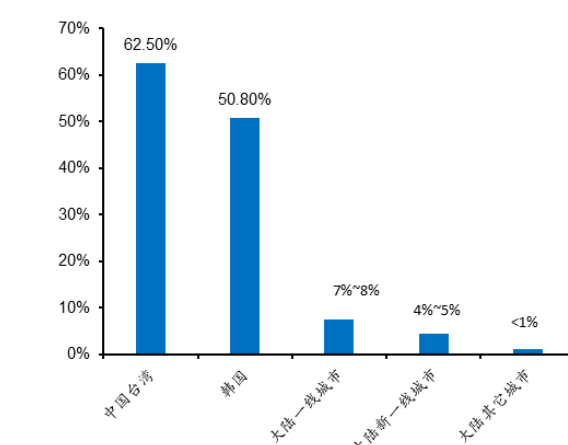
城市渗透率为 4-5%，其他城市普遍小于 2%。对比 2019 年台湾地区渗透率为 62.5%，韩国月子中心市场渗透率于 2017 年已达 50.8%，大陆地区较成熟市场仍有较大提升空间。据艾媒咨询统计，2019 年北上广深所拥有的月子中心数量约占全国数量的 38.2%，其余月子中心也大多分布在全国较发达城市。月子中心机构的收费与所在地区发达程度、消费水平也呈正相关，北上杭深四地人均消费价格居前列，人均消费价格超 5.5 万元。

图 3：中国大陆月子中心数量及增速



数据来源：艾媒咨询，东北证券

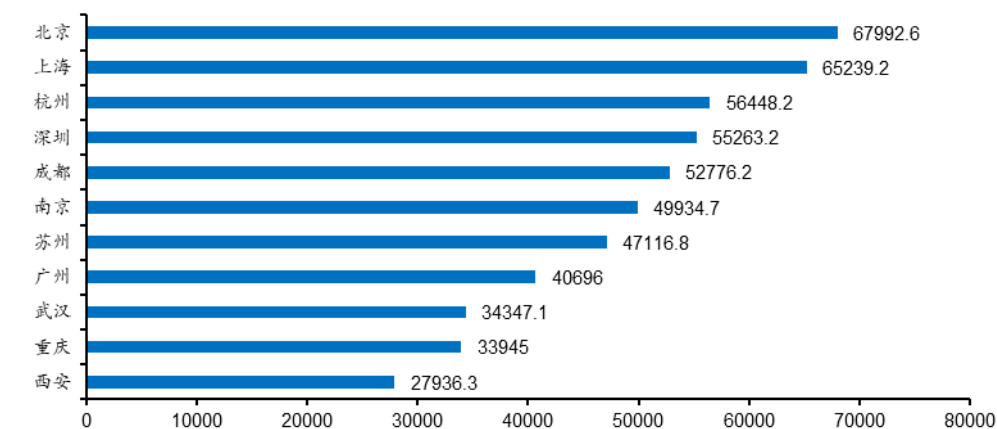
图 4：中国大陆月子中心市场渗透率仍较低



数据来源：艾媒咨询，东北证券

注：大陆地区为 2020 年数据，台湾地区为 2019 年数据，韩国为 2017 年数据。

图 5：2019 年 6 月大陆热门城市月子中心人均消费价格（元）

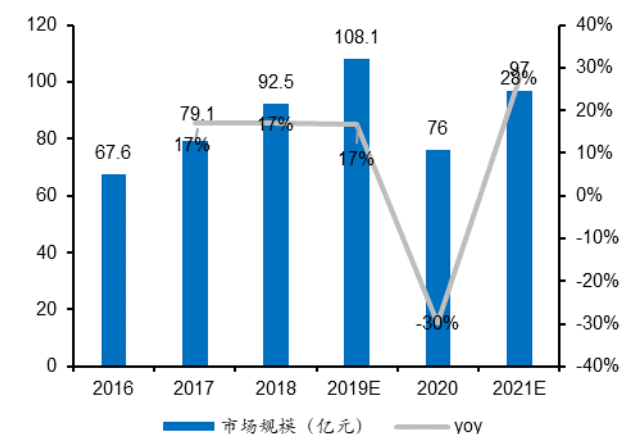


数据来源：艾媒咨询，东北证券

市场规模不断扩大，月子中心行业有望成为母婴健康产业中最大的细分市场。弗若斯特沙利文的报告预估，2019 年月子中心行业规模将增长至 108.1 亿元/16-19 年 CAGR 为 17%，2020 年受新冠疫情影响，月子中心在防疫期间无法正常开业，前瞻产业研究院最新数据显示市场规模有所收缩，但随着疫情逐渐缓和，市场将恢复正常增长状态。当前母婴健康产业市场中，家政月嫂服务的市场规模现高于月子中心，然而由于家政月嫂服务业务的专业性、规模性、全面性与月子中心差距较大，预计未来月子中心市场规模有望逐步超越家政月嫂，成为母婴健康管理细分市场中占比最高的领域。随着未来月子中心的服务内容由原本单一的母婴照护模式向护理服务全产业链模式延伸，涵盖婴儿护理、产后修复等业务形态，而产

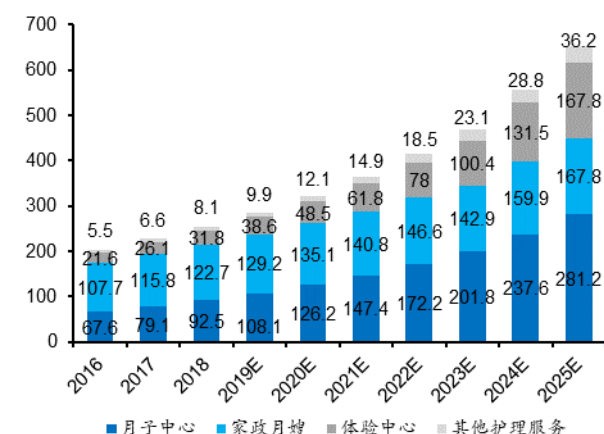
妇从月子中心出院后通常还需普通家政月嫂为其照料家庭起居工作，市场或有重叠，月子中心市场规模有待持续扩充。

图 6：中国大陆月子中心市场规模及增速



数据来源：弗若斯特沙利文，前瞻产业研究院，东北证券

图 7：中国大陆母婴健康产业市场规模（亿元）

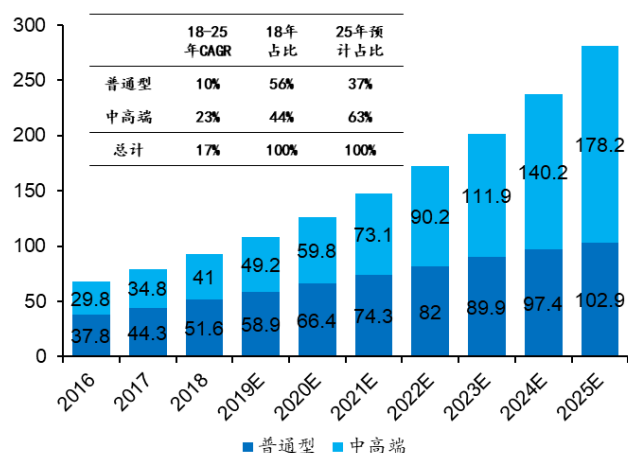


数据来源：弗若斯特沙利文，东北证券

1.3. 市场竞争格局分散，中高端主导格局逐渐清晰

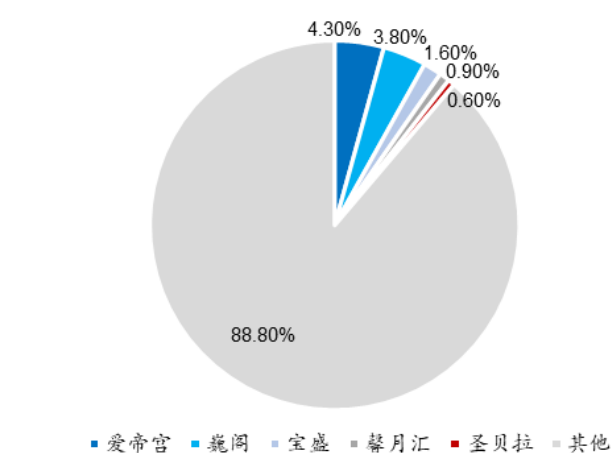
中国月子行业市场集中度较为分散，行业竞争较为激烈，头部机构区域化特征明显。虽然国内目前月子中心数量众多，但发展较不均衡，参差不齐。据调查数据显示，按收费标准区分，月子中心可分为普通型和中高端型，普通型月子机构由于其数量庞大，规模占比偏重，2018年约占总规模的55.7%。头部月子中心市场集中度不高，爱帝宫市占率最高为4.3%，CR5仅为11.2%。行业竞争格局较为分散，头部机构通常集中在北上广深四地及新一线城市，定位偏中高端类市场。此类头部中高端机构在服务内容、人员配置方面具备更强的专业性，初始投资较大，门槛更高。

图 8：大陆月子中心市场规模按标准划分（亿元）



数据来源：弗若斯特沙利文，东北证券

图 9：2018 年中国大陆月子中心行业市占率



数据来源：弗若斯特沙利文，东北证券

中高低端机构根据自身定位的不同，服务内容有所区别。高端机构主打全方位专业月子中心服务，人员配备较为齐全，可选择套餐类型广泛，个性化定制选择丰

富，衍生产品差异较大。其大多选择独栋别墅和与高端酒店合作的运营模式，门店布局相对缓慢，主要选择北上广深或新一线城市。具体选取以下中高端机构举例：

爱帝宫：市占率排名第一，稳居行业龙头。2007年在深圳香蜜湖开设首店，后布局于北京、成都，主要选址在独栋别墅地段。爱帝宫提供九大标准化护理体系，可选套餐价格区间为6.88-36.88万元，差别在于房间大小、配备护士等级、膳食食材、个性化服务等。爱帝宫先后接待过多个明星夫妇，品牌知名度领先。

圣贝拉：主打轻资产模式，与高端五星级酒店进行合作。圣贝拉月子中心成立于2016年，目前在全国共有8间门店，均于当地高端酒店或公寓开展合作，坚持直营模式。每个产房配备2名护士，24小时换班制照护。由中医师、营养师、五星级高级厨师合作提供产妇的月子膳食，可选套餐价位在16.88-38.88万元不等。

馨月汇：高端母婴领先品牌，坚持独栋庭院和独立物业，直营+加盟模式扩张。2007年8月在上海浦东开设第一家门店。除了提供4种月子会所套餐之外，馨月汇还提供标准化+定制化的上门住家服务，为产妇家庭提供安全的产后居室环境。

贝瑞佳：月子中心+月嫂服务双业务并行，月子中心以加盟模式扩张。隶属于贝悦母婴集团，已在全国范围内设有大量门店，选址多设于酒店或公寓楼内部。一线城市价格区间在6.98-13.98万元，二三线城市的价格区间则为3.98-5.98万元。贝瑞佳还提供住家月嫂服务，上门月嫂持有母婴护理证、催乳师证、小儿推拿证等多项证书，价格区间为1.68-1.98万元。

中长期维度下，中高端机构将构建更强的竞争壁垒，普通型机构也将享受行业红利加速渗透，进而形成清晰稳定的竞争格局。当前月子中心行业整体呈现渗透率低、集中度分散、竞争激烈等特点，市场在短期内会涌入较多竞争者。但中长期来看，中高端机构将得益于其规范化管理、专业化服务和突出的品牌优势，保有持续的生命力。据弗若斯特沙利文预测，中高端月子中心的市场规模将达178亿元/18-25年CAGR达23%，增速和规模都将远超普通型的102亿元/18-25年CAGR达10%。随着大量资本的不断涌入和市场监管的逐步完善，中高端机构将有望由一二线城市向全国范围内不同省市进行布局，形成大型的连锁月子中心，构建自身品牌的影响力和竞争力，月子中心行业或将面临洗牌，对专业服务的需求倒逼月子中心行业进行质量分化和淘汰，资质较差的月子中心或者质量较低的服务将面临市场的大幅缩水。低端机构的发展速度将落后于中高端，普通型机构经过市场的分化筛选将在中低端市场保有一定的竞争力，随着行业渗透的加速，普通型月子中心市场空间仍广阔。未来的月子中心市场将形成头部品牌主导的、中高端品牌引领发展的、清晰稳定的竞争格局。

表 2: 月子中心行业多家机构对比

定位	机构	选址		经营模式	套餐价目(万元)		配备团队		
		大	小		下限	上限	1v1 专业护理	专业人士	月子膳食
高端	爱帝宫	北+深等	独栋别墅	直营	6.88	36.88	✓	产科+儿科+中医	中医师+营养师
	圣贝拉	北上广深等	高端酒店	直营	16.88	38.88	✓	产科+儿科	营养师+五星级主厨
	巍阁	北京+全国	酒店或公寓	直营+加盟	18.98	24.98	✓	产科+儿科+中医	中医师+营养师
	馨月汇	北上深+二线	独栋别墅	直营+加盟	6.98	28.98	✓	产科+儿科+中医	营养师+五星级主厨
中端	喜喜母婴	一线+省会	独栋	直营+加盟	2.98	5.68	可选	育婴师+保健师	-
	贝瑞佳	一线+江浙	酒店	直营+加盟	3.98	13.98	可选	产科+护理科	-
低端	多为自主创业，市场上商家鱼龙混杂，专业水平参差不齐，未形成有竞争力的品牌连锁								

数据来源：公司官网，大众点评，东北证券

2. 产业运营：月子中心趋于全产业链运营，品牌构建成核心

要素

2.1. 产业链：月子中心承上启下，打通消费链条有利于增强竞争力

资源供应商+护理机构+母婴消费者构成月子中心全产业链。月子中心行业上游为资源供应商，主要提供服务所需的产品、设备以及劳动力；中游主要为护理机构，对产业链上游的产品及服务进行再加工，为产妇与婴儿提供专业化服务；下游则为经销商或作为消费者的母婴群体。

月子中心产业链上游覆盖面较广，主要包含土地、人力、设备及日用商品等一系列资源。1) 土地：大选址方面，月子中心一般分布在北上广深及一线省会城市，该类发达地区消费水平高，女性独立意识较强具备消费理念。小选址方面，独栋别墅型选取环境清静、私密性较好的地点，医院附属式月子中心毗邻门诊，酒店服务式通常距离城市商业区较近。2) 劳动力：月子中心对各类人力需求高，中高端商家一般必须配备有专业医护团队、营养师以及心理咨询师等，员工均需要具备相关的从业资格、护理知识以及服务经验；为保证服务的专业性，月子中心还会对服务人员进行统一培训，包括理论知识与实际操作。由于国家缺乏强制性的标准，月嫂、护理师经过简单培训即可上岗，目前技术准入方面障碍较小。3) 设备：月子中心内部基础设施通常包含育婴室、哺乳室、护理室等，同时配备有升降床、紫外线消毒设备、移动餐桌等先进设备。产后修复环节方面通常配备药浴木桶、中药熏蒸仪、骨盆修复仪、经络理疗仪等。4) 日用品：提供包括奶粉、奶瓶、婴儿尿布、产妇垫等日用品，种类丰富且质量较好。月子膳食方面，国内大部分月子中心会自主配备营养师自制营养餐，也有部分月子中心会从专门提供营养餐的企业中购买成品。

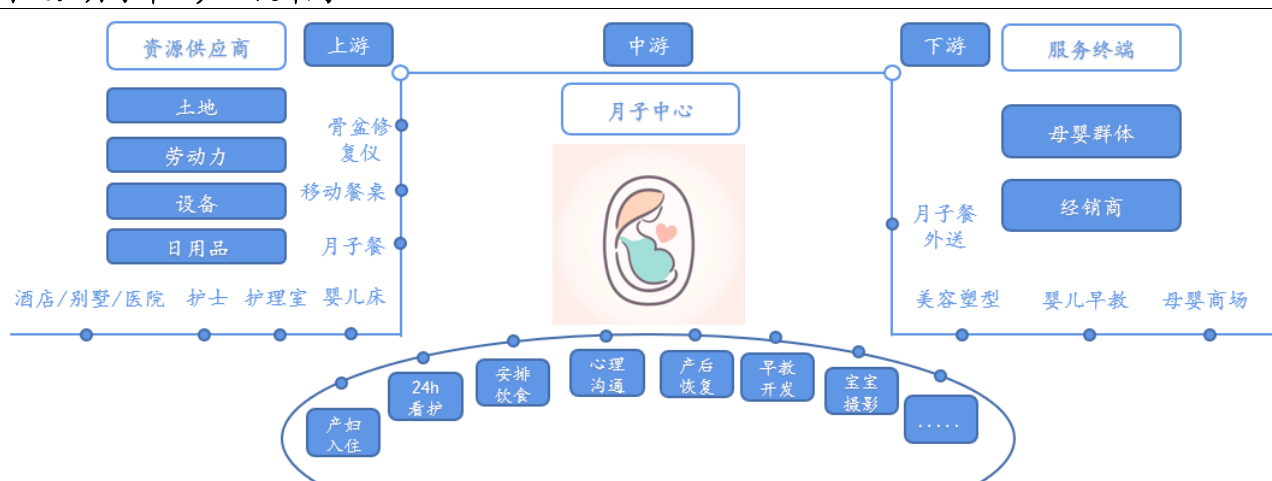
月子中心产业链中游主要是以护理机构为主体提供母婴护理、产后康复等基础服

务。月子中心服务流程包括产妇入住、制定护理方案、进行心理沟通、提供美容保健帮助产妇产后的恢复以及心理辅导等，同时为新生儿提供专业照护服务。根据服务内容的不同，月子中心对产品进行差异化定价。伴随着月子中心数量和消费群体的同步增长，未来竞争将趋于白热化，月子中心为提高自身市占率会投入较大营销成本。月子中心大多以广告和客户推荐的形式进行宣传，与上游的部分商家达成合作，形成双向推荐的模式，提高品牌的知名度。

月子中心的产业链下游消费者为母婴群体，月子中心为其提供坐月子期间的一站式服务。由于行业的消费群体具有较大延展性，月子中心向下游可以为消费者提供品类更丰富、利润更高的增值服务，打开长期增值空间。因此许多月子中心在发展成熟期就着力于产品和服务的创新以及相关市场的开发，推出如产后美容塑形、婴儿早教、母婴商场、月子餐外送等特色产品和服务，对下游市场进行深度的纵向整合，进一步完善月子中心全产业链的布局。一些经营形势良好的月子中心会选择直营、加盟或二者并驾齐驱的方式进行扩张，在扩大品牌市场占有率的同时收取加盟费用。

月子中心在全产业链中处于承上启下位置，若能有效串联上下游可延长产妇消费链，扩展盈利点。起初，月子中心的服务只覆盖母婴护理环节，盈利模式单一，在多年发展过程逐步拓宽业务范围。月子中心在上游环节主要把握劳动力和日用品资源。一是与知名医院机构达成合作构建专业的医护团队。同时由于产妇细分市场的独特性，加之食材质量及营养搭配均衡为核心价值，月子机构若能拥有自己专业的营养师和厨师团队，在供餐方面将具备较高自主定价权。月子中心还可和市场上的母婴用品店达成合作模式，实现批量采购，从而降低成本。在下游环节中，大部分月子中心都已涵盖产后康复塑形这一环节，有效延长产妇在住时长。部分月子中心已开启婴儿早教、宝宝摄影服务，增强顾客粘性。未来月子中心若能有效抓取上下游环节中的主要盈利点，打通母婴综合消费链条，将有利于其构建核心竞争力，稳固护城河。

图 10：月子中心产业链布局



数据来源：前瞻产业研究院，艾媒咨询，东北证券

2.2. 运营模式：四大业态齐头并进，酒店服务式成扩张首选

目前大陆地区月子中心主要可以分为四种经营业态：**独栋建筑式**、**酒店服务式**、**医院附属式**、**社区家庭式**。1) **独栋建筑式**属于重资产投资模式，投资回收期较长，可以依据需求自主装修，最大优势在于保证了环境的舒适性和私密性；2) **酒店服务式**的进入门槛相对较低，资产轻投资回收期短，中高端定位的商家一般会选择五星酒店进行合作签约，改造酒店客房进行经营，此模式下商家可以使用酒店的餐饮及卫生服务，省去了一部分费用；3) **医院附属式**的独有优势在于就医便利，但仍属于重资产模式，初始投资也相对较高；4) **社区家庭式**商家数量多分布广，通常规模较小，护理人员的专业水平参差不齐，提供的服务种类较少，多为月嫂转型或医护人员创业经营，优势在于价格低廉具有普适性更易打入下沉市场。

按照商业模式分类商家可主要分为**直营**和**加盟**两类，**酒店服务式**主要以**加盟**为主，其他多为**直营**。酒店服务式月子中心非常易于扩张，无论是选择直营扩张还是加盟扩张，进入门槛相较于独栋建筑式和医院附属式都较低，投资回收期较快。以喜喜母婴月子中心的轻资产复制模式为例，加盟制度又可分为**技术加盟**、**品牌加盟**和**托管加盟**三种模式，提供包括企业经营、品牌推广营销、护理服务和馆面提升等支持，加盟费依据加盟城市及加盟形式而定（50万起）。

表 3：四种业态的月子中心对比

	独栋建筑式	酒店服务式	医院附属式	社区家庭式
业态	选取环境幽静处独栋物业独立运营	使用酒店部分楼层展开经营	选址离医院门诊较近，常为妇幼医院的附属机构或关联公司	专业医护人员创业或月嫂转型经营，租用或改建公寓、住宅
商业模式	直营为主	加盟为主	直营为主	直营为主
优势	1)远离城市喧闹，无闲杂人等进出，确保了私密性；2)自主建设装修便于加强品牌效应，便于人员管理	1)前期投入小；2)酒店证件齐全（食品卫生许可证、消防验收合格证）；3)可以托管餐饮卫生服务，长期租用酒店的厨房客房便于扩张	1)离医院近，便于及时处理产妇和婴儿的相关情况；2)有时可共享医护人员，医院的卫生、医疗、护理能力突出	1)费用一般较低；2)环境相对清静
劣势	1)初始投资大，建设周期长，回收期长；2)不易扩张和异地复制	1)公共环境进出人员复杂，不利于管理；2)租金成本变动不可控	1)医院病菌容易造成交叉感染；2)前期装修投入较大，回收期长	1)硬件软件以及工作人员的专业度水平差距大；2)提供的服务比较有限
客单价	高	高	高	较低
初始投资	最高	中等	高	中等

数据来源：艾媒咨询，前瞻产业研究院，东北证券

表 4：喜喜母婴连锁加盟形式

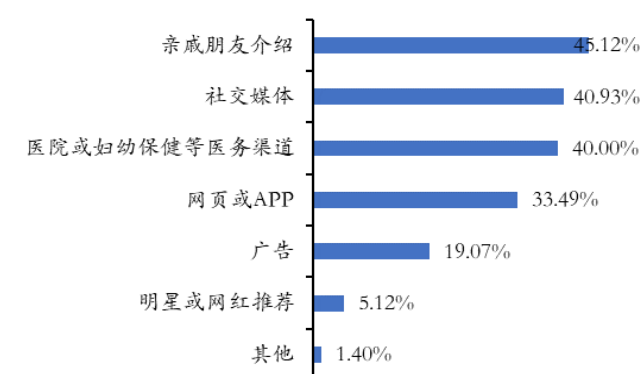
	技术加盟	品牌加盟	委托经营
加盟后获取的资源	母婴护理的标准化流程、服务技术等以培训方式输出，品牌名称、VI系统、ERP系统、商标等在一定区域内的垄断使用权	品牌的使用权，信息、知识、技术等一整套经营系统，定期的经营指导	公司全权负责经营并使用品牌
适用范围	二三线城市，行业发展出去初期的地区	经济发达程度高的地区	大部分地区

数据来源：喜喜母婴公司官网，东北证券

月子中心目标用户为**中高收入人群**，消费特征为**低频高价**，口碑是获客核心要点之一。据艾媒咨询分类，大陆地区月子中心的有效营销主要有**医务渠道**（与医院、妇幼保健院合作）、**口碑相传**（老客拉新客）、**网络渠道**（新媒体平台宣传）和**商家渠道**（与母婴用品店等产业链相关商家合作推广）。由于月子服务属于**低频次**、

高客单，对专业度要求高，消费者在预定或入住后更换月子中心的成本较大，一般会在决策前做充分的市场调查，其中品牌的口碑对消费者选择的影响很大。行业中口碑相传的营销方式占据主导地位，老客拉新客十分常见，人们对于亲友朋友推荐的信赖度较高，良好的口碑能迅速获得老客户周边消费者的认可，因此月子中心往往为老客户提供一些的拉新奖励与增值服务来为其推广打下基础。月子中心新客有45%以上的消费者通过亲戚朋友介绍获取信息，同时社交媒体所占比重也较高，微博、小红书等社交平台的运营以及平台论坛的广告已经成为了月子中心的普遍营销手段。因此良好口碑贡献的品牌规模效应能够显著降低平均客成本，有助于品牌进行扩张。

图 11：2019 年中国消费者对月子中心信息获取渠道分布情况



数据来源：艾媒数据中心，东北证券

图 12：月子中心微博/小红书社群营销账号



数据来源：微博，小红书，东北证券

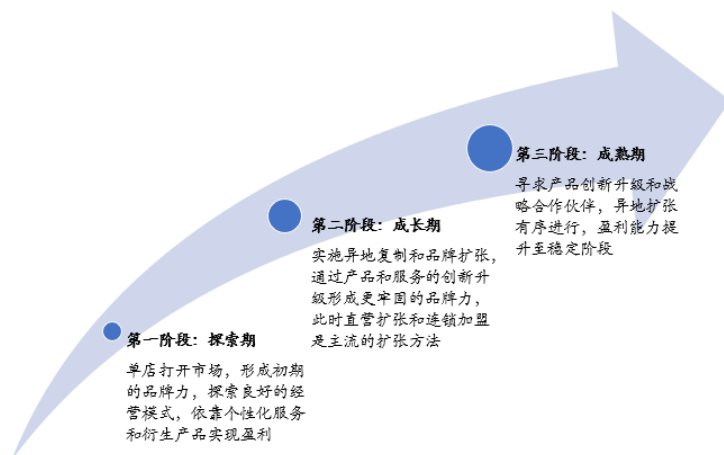
2.3. 盈利模式：行业重运营，盈利门槛高，成熟门店净利率达 20%

月子中心行业重运营，经营壁垒较高，盈利门槛高。收入端，月子套餐一般需预定，公司可以提前 3-8 个月收到定金，保证了良好的经营现金流，加快投资回收进度，总体客单价高但入住率对财务状况及经营状况影响较大；成本端，前期投入大，包含硬件装修投入、人员招聘及培训、设施物资采购，运营成本中人工成本占比最大，其次是餐饮和设备的耗材；费用端，初期不具备品牌力和规模效应，营销渠道拓展和拉新成本较大，在打造品牌初见成效后也需要持续投入营销费用以保持曝光度。因此，行业的经营壁垒高，在多个业态下初始投资都较大，行业整体的盈利门槛较高。规范经营的月子中心服务套餐收费从几万元到数十万元不等，据前瞻产业研究院数据，发展成熟的公司毛利率根据经营能力的不同，区间范围约在 20%-60%之间。

在经营发展的过程中，月子中心的盈利模式发展可以分为三个阶段。第一阶段经营单店打开市场，形成初期的品牌力和良好口碑，依靠个性化服务和衍生产品实现盈利，通过套餐销售提前签约保证良好的现金流；第二阶段实施异地复制和品牌扩张，通过产品和服务的创新升级形成更牢固的品牌力，良好的口碑降低了获客成本逐渐形成了规模效应，此时直营扩张和连锁加盟都是主流的扩张路径；第

三阶段盈利能力提升，战略升级，在稳步扩张的同时寻找新阶段的战略合作联盟和伙伴。

图 13：月子中心盈利模式发展阶段



数据来源：前瞻产业研究院，东北证券

故月子中心的利润率会经历一个爬坡期，轻资产模式下一般 12-个月左右能够收回投入资金，重资产模型下 18-24 个月能够收回资金。参考龙头公司爱帝宫的财务数据和经营状况，以一线城市配备 80 间房的高端月子中心为例，对单店进行重资产和轻资产模型测算。前期初始建设装修投入分 5-10 年折旧摊销，一般商家在经历一年的入住率爬坡后进入成熟期，店铺毛利率可达到 40%，净利率可达到 20%+，其中轻资产模式利润率爬坡更快。随着市场的竞争加剧，商家在经营过程中需在销售渠道方面持续投入，已形成口碑的规模效应，长期来看，能通过有效战略实现高效经营并发展自身优势积极开拓市场的公司有望缩短利润爬坡期。

单店运营成本构成方面，由于具备竞争力的月子中心需配备医生、护士、营养师、厨师等全方位专业人员，人力成本投入高，一般占比最大，高达 30%以上；各类专业护理器材和高端月子膳食的基础成本也较高，占比约 25%；除此之外，月子中心还需考虑折旧摊销及水电等基础费用。1) **重资产模式**：独栋别墅式月子中心一般为重资产模式，租用需装修的物业（较常见）或自建物业，租用独栋建筑除了需要支付租金费用之外还包含装修、改造等费用，初始投资一般超过 4000 万元。2) **轻资产模式**：此模式下选用五星酒店或服务式公寓大大减少了装修费用，部分商家可以通过和酒店共用餐饮、保洁人员节省小部分人力成本，将初始投资降为 1500 万元左右，但此类物业的租金相较于重资产物业较高。**现金流方面**，由于月子中心多采用预定付款制度，商家可以提前 3-6 个月收取 20-30%的定金，在客人入住时收齐尾款，所以公司具备充足的营运现金流（以下单店模型未考虑预收定金的影响，因此真实情景下单店现金流将优于模型假设）。经营状况良好的公司在开业 6 个月左右入住率爬坡至 40-50%，12 个月能够达到稳态入住率 80%，一般 5-7 个月时现金流及运营利润能够转正，重资产下 18-24 个月累计现金流转正，轻资产下 12-16 个月左右累计现金流可实现转正。

表 5: 月子中心重资产单店模型 (以 80 间房为例)

(万元)	稳态/ 年	M1	M2	M3	M4	M5	M6	M7	M8	M9	M10	M11	M12
初始建设成本	4000												
投资回收期	18-24 个月	M5 现金流转正, M25 累计现金流转正											
现金流		-220	-199	-170	-70	13	101	139	158	210	231	251	251
累计现金流		-4220	-4419	-4589	-4659	-4645	-4544	-4405	-4247	-4037	-3807	-3556	-3304
经营利润		-286	-266	-237	-137	-53	46	96	121	191	219	246	246
累计经营利润		-286	-552	-789	-925	-979	-932	-836	-715	-524	-305	-59	187
营业收入	9984	83	125	166	333	499	582	666	707	749	790	832	832
房间数	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80
入住率	80%	8%	12%	16%	32%	48%	56%	64%	68%	72%	76%	80%	80%
单房收入	125	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13
营业成本	5634	320	328	336	370	403	420	436	445	453	461	469	469
人工成本	1742	145	145	145	145	145	145	145	145	145	145	145	145
员工人数	180	180	180	180	180	180	180	180	180	180	180	180	180
人均薪酬	0.81	0.81	0.81	0.81	0.81	0.81	0.81	0.81	0.81	0.81	0.81	0.81	0.81
占比%	31%	47%	46%	45%	41%	37%	36%	34%	34%	33%	32%	32%	32%
租金	1095	91	91	91	91	91	91	91	91	91	91	91	91
占比%	19%	29%	28%	27%	25%	23%	22%	21%	21%	20%	20%	19%	19%
折旧摊销	800	67	67	67	67	67	67	67	67	67	67	67	67
占比%	14%												
物料费及耗材	1498	12	19	25	50	75	87	100	106	112	119	125	125
占比%	27%												
水电费及其他	499	4	6	8	17	25	29	33	35	37	40	42	42
占比%	9%												
毛利润	4350	-237	-203	-170	-37	96	163	229	263	296	329	363	363
毛利率%	44%	-284%	-163%	-102%	-11%	19%	28%	34%	37%	40%	42%	44%	44%
销售费用	1398	50	62	67	100	150	116	133	141	105	111	116	116
销售费用率%	14%	60%	50%	40%	30%	30%	20%	20%	20%	14%	14%	14%	14%
经营利润	2953	-286	-266	-237	-137	-53	46	96	121	191	219	246	246
经营利润率%	30%	-344%	-213%	-142%	-41%	-11%	8%	14%	17%	26%	28%	30%	30%
所得税	738						12	24	30	48	55	62	62
税率%	25%						25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
净利润	2214	-286	-266	-237	-137	-53	35	72	91	143	164	185	185
净利率%	22%	-344%	-213%	-142%	-41%	-11%	6%	11%	13%	19%	21%	22%	22%

数据来源: 东北证券

注: 单店模型未考虑预收定金的影响, 因此真实情景下单店现金流将优于模型假设

表 6: 月子中心轻资产单店模型 (以 80 间房为例)

(万元)	稳态/年	M1	M2	M3	M4	M5	M6	M7	M8	M9	M10	M11	M12
初始建设成本	1500												
投资回收期	12-16个月	M6 现金流转正, M17 累计现金流转正											
现金流		-250	-229	-200	-100	-17	68	106	124	177	197	218	218
累计现金流		-1750	-1980	-2180	-2280	-2297	-2229	-2124	-1999	-1822	-1625	-1407	-1189
经营利润		-275	-254	-225	-125	-42	58	108	132	202	230	257	257
累计经营利润		-275	-530	-755	-880	-922	-865	-757	-625	-422	-193	65	322
营业收入	9984	83	125	166	333	499	582	666	707	749	790	832	832
房间数	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80
入住率	80%	8%	12%	16%	32%	48%	56%	64%	68%	72%	76%	80%	80%
单房收入	125	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13
营业成本	5499	308	317	325	358	392	408	425	433	442	450	458	458
人工成本	1742	145	145	145	145	145	145	145	145	145	145	145	145
员工人数	180	180	180	180	180	180	180	180	180	180	180	180	180
人均薪酬	0.81	0.81	0.81	0.81	0.81	0.81	0.81	0.81	0.81	0.81	0.81	0.81	0.81
占比%	32%												
租金	1460	122	122	122	122	122	122	122	122	122	122	122	122
占比%	27%	39%	38%	37%	34%	31%	30%	29%	28%	28%	27%	27%	27%
折旧摊销	300	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25
占比%	5%												
物料费及耗材	1498	12	19	25	50	75	87	100	106	112	119	125	125
占比%	27%												
水电费及其他	499	4	6	8	17	25	29	33	35	37	40	42	42
占比%	9%												
毛利润	4485	-225	-192	-159	-26	108	174	241	274	307	340	374	374
毛利率%	45%	-271%	-154%	-95%	-8%	22%	30%	36%	39%	41%	43%	45%	45%
销售费用	1398	50	62	67	100	150	116	133	141	105	111	116	116
销售费用率%	14%	60%	50%	40%	30%	30%	20%	20%	20%	14%	14%	14%	14%
经营利润	3088	-275	-254	-225	-125	-42	58	108	132	202	230	257	257
经营利润率%	31%	-331%	-204%	-135%	-38%	-8%	10%	16%	19%	27%	29%	31%	31%
所得税	772						14	27	33	51	57	64	64
税率%	25%						25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
净利润	2316	-275	-254	-225	-125	-42	43	81	99	152	172	193	193
净利率%	23%	-331%	-204%	-135%	-38%	-8%	7%	12%	14%	20%	22%	23%	23%

数据来源: 东北证券

注: 单店模型未考虑预收定金的影响, 因此真实情景下单店现金流将优于模型假设

3. 借鉴成熟市场启示: 大陆地区市场成长驱动凸显

3.1. 海外市场各有千秋, 月子中心发展因地制宜

“坐月子”的习俗主要存在于亚洲国家, 全球范围内的月子中心集中在中国大陆、港澳台地区、韩国、新加坡、日本和美国地区。然而美国的月子中心是由于早期具有较强经济实力的国人“赴美生子”所造就的, 发展及现状受其他因素干扰过多不作比较分析。中国香港由于其地理面积较小, 寸土寸金, 月子中心较少, 大部分家庭会选择去深圳、广州等地坐月子。因此, 我们选取了韩国、中国台湾、

新加坡、日本作为代表，对其发展历程、行业规范以及运营现状进行研究和分析。

3.1.1. 韩国：起步较早，产后护理消费理念深入人心

韩国产后护理市场起步较早，市场监管已有完备体系。在韩国，“坐月子”被称作“Sanhujori”，意为产后护理，主要强调吃健康食物、保持身体温暖、进行适度的体育锻炼以避免产后疾病。前现代社会中，产妇及婴儿通常由家人照料，20 世纪 60 年代起，韩国经济崛起，随着产业化发展和人口控制政策的确立，家庭结构发生了巨大变化，“大家庭”的传统文化逐渐消失，年轻夫妻在兼顾工作和照顾孩子遇到困难，产后护理服务的需求萌生。1996 年 10 月，韩国第一家产后护理中心于仁川南洞区正式开业，1997 年底在全国范围内普及。2000 年初，韩国产后护理中心发生多起因管理不善而造成的医疗感染、火灾等事故，产后护理中心数量锐减。2006 年后，韩国政府多次修订《母婴健康法》，提出对产后护理行业进行整顿和监管，建立产后护理中心感染和安全事故监测系统。2019 年韩国保健福祉部发布产后护理中心评价标准，旨在提升其服务质量，韩国产后护理中心市场也日渐发展壮大。

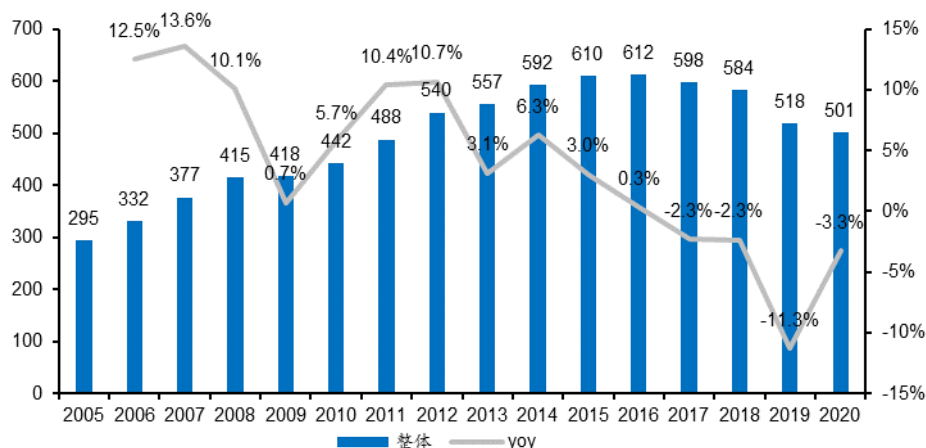
表 7：韩国产后护理行业发展及规范历程

年份	重要事件
1996.10	韩国第一家产后护理中心开业
1997 年底	产后护理中心开始在全国范围内普及
2001-2006	韩国多家产后护理中心发生新生儿感染、火灾等重大事故以及由于工作人员的经验缺失而导致的产妇身亡事件
2006.06	韩国政府修订《母婴健康法》，提出将可自由开设的产后护理中心改为申报制，加强对机构及人员的审核和培训
2012 年	新设《关于产后护理中心的行业规范》
2016.04	韩国政府修订《母婴健康法》，加强对产后护理中心感染问题的监控
2018.09	韩国国务院会议通过了《母婴健康法实施令部分修正案》，将对违反规定的产后护理中心进行公示
2020.01	《母婴健康法》再次修订，提出将对未采取预防感染或疾病措施的机构和人员实施处罚，包括罚款、停业、关闭等。
2021.01	政府提出将重新开放一家组织机构为产后护理中心提供咨询，以确保母婴护理和健康管理的专业性

数据来源：韩国保健福祉部，东北证券

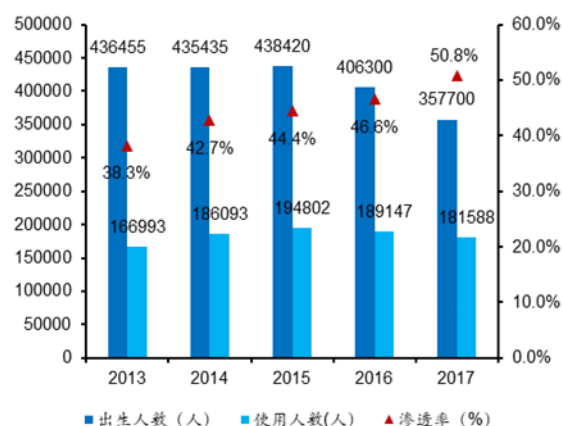
市场渗透率逐年攀升，产后护理理念深入人心。据韩国保健福祉部的调查数据显示，2012-2018 年，产妇选择机构作为其首选产后护理场所的比例显著提升，由 50.2% 上升至 75.9%。根据韩国育儿政策研究所的调查，近几年虽然出生人数呈下降趋势，但渗透率却保持持续提升，2017 年韩国产后护理的使用渗透率达 50.8%。2016 年，韩国产后护理中心数量达历史新高 612 家，之后因婴幼儿感染事件频发，政府加强对产后护理机构的监管，一批不合规的机构纷纷倒闭，同时受 2020 年以来新冠疫情的影响，产后护理中心数量呈现小幅下降趋势，截至 2020 年，韩国产后护理中心的数量为 501 家。

图 14: 2005-2020 年韩国产后护理中心数量及增速



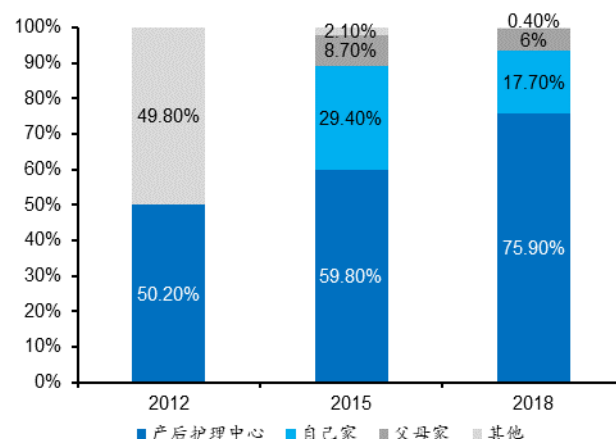
数据来源：韩国保健福祉部，东北证券

图 15: 2013-2017 年产后护理使用渗透率



数据来源：韩国育儿政策研究所，东北证券

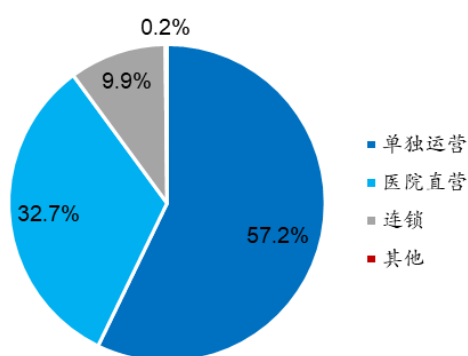
图 16: 2012-2018 年韩国产妇的首选产后护理地点



数据来源：韩国保健福祉部，东北证券

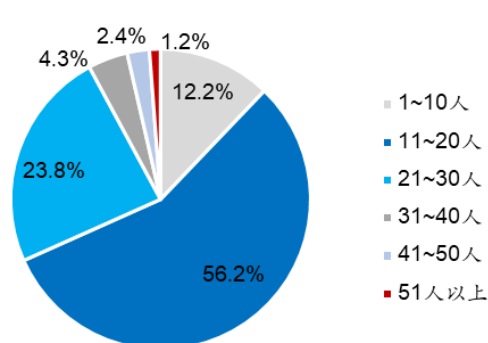
小规模+独立运营机构为市场主流，公立机构对弱势群体给与优惠。根据韩国育儿政策研究所于 2018 年开展的产后护理服务调查数据显示，韩国 57.2% 的产后护理中心的运营模式为独立经营，医院直营模式其次，占比达 32.7%。韩国产后护理中心主要以小规模运营为主，92.2% 的机构规模不超过 30 人。韩国的产后护理中心有公立和私立之分。根据韩国《母子健康法》的第 15-17 条规定：“当地政府可根据供需情况在辖区内设立产后护理中心，但操作时必须遵守控制感染和安全管理标准，并优先服务于弱势群体中的生育家庭。”目前，韩国只有 7 家公立产后护理中心，主要为社会上的弱势家庭提供产后支持，以保障孕妇和新生儿的健康，其费用较为低廉，国家还会对特殊对象实施费用减免。

图 17: 2018 年韩国产后护理中心各运营模式占比



数据来源：韩国育儿政策研究所，东北证券

图 18: 2018 年韩国产后护理中心各运营规模占比



数据来源：韩国育儿政策研究所，东北证券

表 8: 韩国公立产后护理中心经营概况

地点	开业日期	运营模式	日均婴儿	员工数	产房数	两周费用(万韩元)	优惠政策
全南海南郡	2015/09	委托海南医院	8	11	10	156 (约 0.86 万元)	对弱势群体减免 70%
全南江津郡	2018/05	委托江津医疗中心	-	-	10	156 (约 0.86 万元)	
全南莞岛郡	2019/02	委托莞岛大学医院	-	-	-	-	
济州西归浦市	2013/03	委托西归浦医疗中心	8.2	14	14	156 (约 0.86 万元)	低收入和二孩家庭费用为 80 万韩元
忠南洪城郡	2013/04	直属忠南洪城医疗院	-	-	-	180 (约 1 万元)	
首尔松坡区	2014/03	委托松坡区设施管理中心	25.3	41	27	192 (约 1.06 万元)	对低收入阶层、三孩家庭减免 30%；对获功勋者、单亲母亲减免 20%
江原道三陟	2016/02	直属江原道三陟医疗中心	8.8	13	13	180 (约 1 万元)	在三陟市居住超 1 年的产妇免费

数据来源：韩国育儿政策研究所，东北证券

注：汇率按 100 韩元=0.55 人民币换算

韩国私立机构较为普遍，主要服务对象为国家优惠政策以外的家庭，价格较公立机构较高，服务内容更为丰富。以韩国著名的 Olivium 私立产后护理中心举例，韩国产后护理中心的构成主要有包含三部分：1) 基础设施：主要分为产妇室、新生儿室、母乳喂养室和 SPA 区域。产妇室根据房间大小分为普通房、豪华套房和总统套房。新生儿室能容纳约 10 名婴儿进行小规模集中独立管理。母亲和婴儿分房照顾，一天之中只有上午（9-10am）和下午（7-9pm）喂奶时间可在母乳喂养室接受专业人员指导进行母乳喂养；2) 人员体系：机构内部工作人员在产后护理行业都拥有数十年的工作经历，由专业的母乳喂养专家、按摩专家、医疗团队和营养师。同时，Olivium 与韩国世兰医院开展合作，入院产妇可接受合作医院 16 个诊疗科的专科医生联诊服务；3) 服务内容：所有入住的产妇将享受专用医疗 SPA 和体系化的母乳喂养培训，以帮助其更好地进行产后修复和育儿。新生儿室配备 1v1 监控摄像头，每日进行 2 次例行消毒。餐饮方面，机构配备了顶级酒店的烹饪团队并为产妇 2 套菜单任其选择。Olivium 产后护理中心对人员进出有严格的标准，产妇客房只允许父亲进入，其他人员想要探视需提前一天提交探视申请书，每次限 3 人，

以避免产妇和婴儿受到过多打扰。

图 19: 韩国 Olivium 私立产后护理机构收费标准

单位: 元	皇家间	豪华套房	总统套房
1周	15057	21471	55770
2周	29000	41827	111540
3周	43500	62741	167310
4周	58000	83655	223080
双胞胎 (1周)	5577		

数据来源: Olivium 官网, 东北证券
注: 汇率按 100 韩元=0.55 人民币换算

图 20: 韩国 Olivium 私立产后护理机构婴儿室

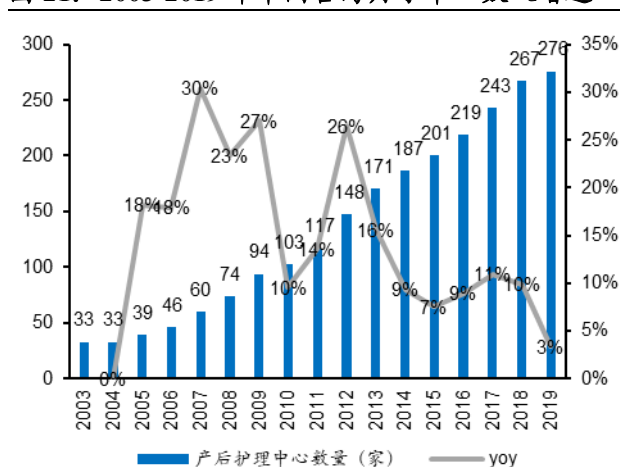


数据来源: Olivium 官网, 东北证券

3.1.2. 中国台湾: 渗透率较高, 市场监管到位

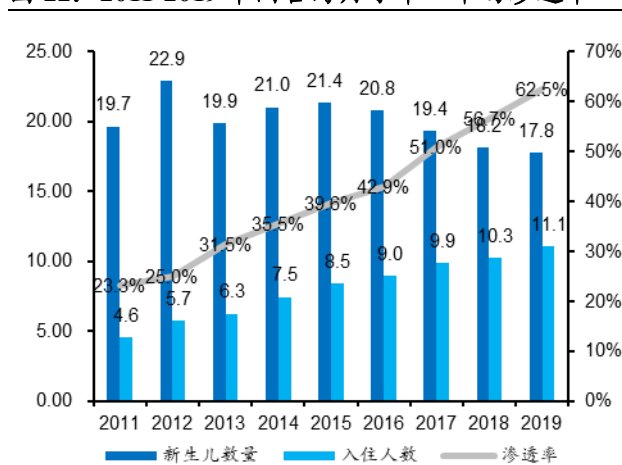
中国台湾产后护理市场发展已有三十余年, 进入成熟稳定阶段。据台湾相关文献记载, 早期有许多到台湾来的外省人因为举目无亲, 只得花钱请人承担母婴照护, 久而久之便造就了专门帮人坐月子的女佣。而产后护理机构的兴盛与台湾的经济发展和产业结构转变密切相关, 20 世纪 80 年代末期台湾经济快速发展, 服务业占比显著提升, 据台北较资深的产后护理之家资料显示, 其皆设立于 1990 年之后。而随着社会中家庭规模缩小、少子化等现象的出现, 产后护理机构逐渐兴盛。根据台湾卫生福利部的数据显示, 2003-2009 年台湾产后护理机构迅猛增长, 由 33 家增加至 276 家, 其中 82% 分布在新北市、台北市等发达城市。产后护理市场渗透率也在逐年提高, 由 2011 年的 23.3% 增长至 2019 年的 62.5%, 表明产后护理概念已受到大众的广泛认可。

图 21: 2003-2019 年中国台湾月子中心数及增速



数据来源: 台湾卫生福利部, 东北证券

图 22: 2011-2019 中国台湾月子中心市场渗透率



数据来源: 台湾卫生福利部, 台湾统计局, 东北证券

市场监管逐步完善, 产后护理机构行业标准较高。台湾产后护理机构成立初期名

为“坐月子中心”，服务内容也仅包含产妇的生活起居及婴儿的基本照护，并未涉及产后医疗护理。此后，台湾监管机构加强了对产后护理行业的监管，出台了相应的法律法规以确保行业规范化发展。2001年台北市卫生局制定了《产后照顾机构辅导条例》，规定自2001年7月起，设立产后护理机构必须向政府申请立案。2012年卫生福利部颁布《护理机构设置与扩充许可办法》，对产后护理机构的规模、扩充条件等建立规范。2013年，政府出台产后护理机构评鉴办理规划，提出将对产后护理机构每年实行评鉴，确保行业的安全规范化。随后，政府多次修改法律法规，对产后护理机构的运营、人员等设立了相应的标准。目前，台湾产后护理机构均由卫生署管辖，合法备案的机构名为“产后护理之家”，与名称为“月子中心”的机构在服务内容、人员资质、市场监督方面都有所不同。

表 9：台湾产后护理行业发展及规范历程

年份	主要事件
1990年后	台湾经济高速发展，服务业占比显著提升，市场开始涌现大批产后护理机构
2001年	台北市卫生局制定《产后照顾机构辅导条例》，规定产后护理机构设立需向政府申请备案
2006年	台北市政府颁布《产后护理机构收费基准》，对产后护理机构的价格制定标准
2012年	卫生福利部颁布《护理机构设置与扩充许可办法》，对产后护理机构的规模、扩充条件等建立规范
2013年	政府出台《产后护理机构评鉴办理规划》，提出对产后护理机构每年实行评鉴，公告不合格机构，确保的行业安全规范化。
2013年	卫生福利部修订《护理机构设置与扩充许可办法》，规定机构内婴儿照顾人员每5床设置1名，产妇照顾人员由原来的每20床设置1名更为每15床设置1名
2013年	鉴于市场上部分产后护理机构收费高昂，卫生福利部提出对不符合收费基准的机构处以罚款等举措，以维护产妇及婴儿的消费权益
2016年	修订《助产人员法》，规定助产人员可在产后护理机构执业
2018年至今	多次修改《护理机构分类设置标准》，对机构的服务内容加以规定

数据来源：台湾卫生福利部，全国法规资料部，东北证券

图 23：台湾产后护理之家与月子中心的差异

產後護理之家&坐月子中心有甚麼差異？

	產後護理之家	坐月子中心
立案名稱	如：○○產後護理之家、○○醫院附設產後護理之家...	名稱不定，如：○○坐月子中心、○○月子會館、○○月子坊...
提供服務	專業護理照顧服務+生活照顧服務	日常生活照顧服務
契約保障	產後護理機構及坐月子中心定型化契約範本	
人員資格	護理人員法規範 (護理人員+嬰兒照顧人員)	無法定規範 (保母或家事人員)
品質控管	✓ 每年地方督導考核+每4年中央評鑑 ✓ 無預警查核	部分地方政府清查或聯合稽查
收費	✓ 不得超過各地方政府規定收費標準 ✓ 須提供收據(含護理費及日常生活服務費用)	原則不超過產後護理之家收費標準
環境、餐飲	由食品安全衛生管理法&地方政府消防建管規範	無法定規範

数据来源：台湾卫生福利部，东北证券

中国台湾产后护理机构受政府监管控制，各地卫生部出台相应产后护理机构标准。收费类别主要包括产后照护费、新生儿照护费、伙食费、诊疗费等。根据台北市卫生局发布的产后护理机构收费标准，产妇及婴儿照护费不得超过 2000 新台币（约 465 元）/日，住房费不得超过 5000 新台币（约 1164 元）/日，调理餐费不得超过 2000 新台币（约 465 元）/日，其他费用包括诊疗费、材料费（婴儿尿布、奶粉等）均按照实际费用或不超过原价的 120%收取。政府规定产后护理机构不得另立项目收取费用。

表 10：台北市产后护理机构收费基准

项目	收费标准	服务内容
照护费	（产妇）上限：2000 新台币/日 （婴儿）上限：2000 新台币/日 （约 465 元）	含护理人员及婴儿照顾人员的照护费、医师诊疗费、专业人员咨询指导
住房费	上限：5000 新台币/日 （约 1164 元）	含产妇婴儿住房费、洗衣费、清洁费、转床费、房间基本用品（电视、冷气、冰箱、网络、洗漱用品等）
调理餐费	上限：2000 新台币/日 （约 465 元）	-
就诊费	依照全民健保医疗费用支付	-
材料费	不得超过订价的 120%	收据需列细项收费内容，例如尿布、配方奶、纱布、产褥垫等

数据来源：台北市卫生局，东北证券

注：汇率按 100 新台币=23.27 人民币换算

以台北较受欢迎的爱儿家产后护理之家举例，根据已使用产妇的评价和官网提供的信息，可以得出受大众青睐的月子中心具备以下特点：1）交通位置便利：爱儿家产后护理之家位于台北市东区的顶好名店六楼，靠近地铁口，有专属停车场，且周边配备百货商店、公园等场所可供产妇休闲。2）多种价位选择：爱儿家产后护理之家共有 4 种房型，22 间房间供产妇选择，根据房间面积、装潢和配备设施的不同，每日价格分别为 7200/8200/9200/10800 新台币（约 1675/1908/2141/2513 元）。3）专业课程学习和指导人员：爱儿家提供婴儿照护技巧、母乳喂养、按摩教学等团体或 1v1 课程教学服务，均由专业的医师、护理师等人员进行讲解。4）婴儿护理状况：其婴儿室的两侧为透明窗设计，方便父母观看照护过程。同时，婴儿床均配备独立摄影机，父母可通过手机 APP 随时观看孩子。5）月子餐：爱儿家月子餐是营养师针对产后母乳妈妈营养和热量需求专门设计的菜单，并由五星级饭店的主厨进行烹饪，每月菜单都会事先公布，如有特殊需求可事先告知机构协助更换。

表 11：台湾爱儿家产后护理之家简介

爱儿家特色	
选址	近敦南精华区，一房一车位
服务内容	全服务链供应，包括孕期课程、产后护理师到院关怀、双亲教室等； 资深护士 24 小时待命照护婴幼儿； ICBLC 国际泌乳顾问每日入房指导产妇进行母乳喂养
基础设施	婴儿床均配置新生儿安全与健康追踪管理系统，配备独立摄影机可供父母在手机 APP 上随时查看； 全区采用防螨抗菌寝具，杜绝过敏源； 24 小时采用大金换气系统及 PM2.5 过滤箱进行换气
月子膳食	独立厨房，由资深营养师调配菜单，既营养又能协助恢复身材

数据来源：台湾爱儿家产后护理之家官网，东北证券

3.1.3. 新加坡：产后护理服务以月嫂上门为主，差异化水平较小

月嫂上门服务为新加坡主流产后护理模式。在新加坡，有超过 70%的人口为华人群体，“坐月子”的习惯也十分普遍。新加坡公民没有老人帮年轻一代带孩子的传统，而新一代移民的父母家人无法跟随子女移民，只能办理长期居留许可，耗时耗力且申请难度逐年加大。因此，越来越多的夫妻寻求第三方机构进行产后护理。但与韩国和中国台湾不同，新加坡的产后护理服务通常由月嫂提供上门服务，为产妇提供月子餐、心理疏导、指导母乳喂养并照护婴儿等一系列服务。

新加坡对月嫂服务人员资质审核较为严苛，上岗人员有专业化培训机制。产妇通常会在产前 3-6 个月进行月嫂服务的预定，主要通过以下两种方式：1) 口口相传：通过朋友和亲人的推荐选择靠谱的月嫂，这类月嫂通常为自由职业者。2) 月子保姆机构：市场上有大量持有执照并能提供月嫂的中介机构，该类机构提供一揽子服务，并根据产妇具体情况再进行量身定制。新加坡的月嫂只能是本地人或马来西亚人，新加坡本土月嫂的数量较少且价格较高，如果聘请的月嫂来自马来西亚，产妇家庭需要通过新加坡人力部（MOM）为其办理工作许可证，雇主和月嫂都需符合规定的资质要求，相应费用均由雇主承担。新加坡当地还有多家产后培训中心为月子保姆从业者提供专业的职业培训，以帮助其更好的服务产妇和婴幼儿家庭。

表 12：新加坡月子保姆工作许可证申请要求及费用

雇主要求	1) 年满 21 周岁		
	2) 为月嫂申请工作许可证		
	3) 为月嫂缴纳月费		
	4) 有一个不到 4 个月大的新生儿		
月子保姆要求	1) 马来西亚人		
	2) 年龄介于 23-70 岁		
	3) 工作地点为雇主家		
申请相关费用	新生儿是否为新加坡公民	是	否
	月费	60 美元 (约 387 元)	300 美元 (约 1935 元)
	申请费用	35 美元 (约 226 元)	
	体检 (可选)	不等, 约 200 美元 (约 1290 元)	
	其他	根据规定, 月子保姆最多只能停留 16 周	

数据来源：新加坡人力部，东北证券

注：汇率按 100 美元=645 人民币换算

图 24：新加坡产后护理教育平台课程



数据来源：公司官网，东北证券

新加坡月嫂服务较为标准化，机构间差异化较小。新加坡产妇坐月子的时间通常为 4 周，在价格方面，通过口碑介绍的月嫂的价格相对高昂，主要取决于月嫂声誉，一般在 3300-4000 美元左右（约 21285-25800 元），同时，聘请该类月嫂通常需要支付 200-300 美元的押金（约 1290-1935 元）。月子保姆机构的服务通常为打包价，大致的价格区间为 2300-3900 美元（约 14835-25155 元），具体金额会根据产妇的需求确定。月嫂的价格还会根据全职或兼职、婴儿数量、房屋楼层数、节假日等因素调整，例如中国春节时期、双胞胎婴儿都会导致价格上涨。

以新加坡当地著名的 Nanny SOS 月子保姆机构举例：1) 服务内容：新加坡月子保姆机构提供的一揽子服务通常包括为产妇准备一日三餐，提供新加坡当地特有的月子草药浴、红枣龙眼茶以帮助产妇更快的恢复身体；照护婴儿并完成家庭日常购物、洗护需求。2) 费用构成：月子保姆机构通常会设定一揽子服务净价，同时产妇可根据自身家庭情况提出具体要求。产妇家庭在坐月子过程中需要支付的费用主要涵盖机构费用、起始日和终止日根据月嫂表现支付的红包费用、证件办理费用等。3) 其他：月子保姆机构除了提供月嫂上门一揽子服务外，还为产妇提供了单独月子餐、草本浴套餐、产后按摩护理等服务，但都需在官网上进行额外预订和支付。

表 13：新加坡月子保姆机构主要服务内容

类别	服务内容
产妇服务	准备一日三餐； 应要求为母亲准备月子草药浴； 依据新加坡月子习俗提供红枣龙眼茶
婴儿服务	为婴儿喂奶（对于选择母乳喂养的母亲提供指导）； 照护婴儿，为其洗澡
其他	基本家庭护理事宜；为母婴洗衣服；家庭杂货购物

数据来源：NannySOS 官网，东北证券

图 25：新加坡聘请月嫂费用构成

类型	收费标准
28天月嫂服务机构净价	2727美元 (约17589元)
红包费用	第一天 38~88美元 (约245~568元)
	最后一天 58~88美元 (约374~5728元)
证件办理费用	95/335美元 (约613/2161元)
产后按摩（可选）	1节 168美元（约1084元）
	5节 750美元（约4838元）
	7节 900美元（约5805元）
	10节 1200美元（约7740元）

数据来源：NannySOS 官网，东北证券

注：汇率按 100 美元=645 人民币换算

图 26：月子餐服务及月子草本套餐服务



数据来源：NannySOS 官网，东北证券

3.1.4. 日本：医疗体系支撑其产后护理业务，渗透率较低

日本产后护理机构起步较晚，大多由政府推动建设。日本文化中几乎没有“坐月子”这一说法。过去，日本女性会回娘家待产，产后暂住娘家修养，或是请母亲和婆婆来家里照护。然而由于日本晚婚晚育和核心家庭普遍的影响，产妇独自育儿的状况越来越普遍，同时日本产后抑郁的比例越来越高，虐待小孩、放弃育儿的案件层出不穷，生育率也持续走低。日本政府因此着手推进产后护理中心的建设。2008 年，由东京的世田谷区公所和武藏野大学合作开办的第一个产后照护中心——“武藏野大学附属产后照护中心樱新町”成立，主要开设目的是为了减少母亲因产后身心失调所产生的虐待儿童情形。2013 年政府提出在全国范围内设立产后护理中心，日本产后护理协会也于 5 月成立。2013 年 10 月，横滨市委托市内的八个助产院开始推动产后照护，由原本就已十分了解产妇需求的助产士，针对产妇身体、新生儿生活、心理层面等提供全方位协助。随后，产后护理中心在全国开始普及，日本政府针对产后护理也制定了相应的制度和法规以保障产妇及新生儿的安全。

表 14：日本产后护理行业发展及规范历程

年份	主要事件
2008 年	日本第一家产后护理中心——“武藏野大学附属产后照护中心樱新町”成立
2013 年	政府提出在全国范围内设立产后护理中心； 日本产后护理协会成立
2014 年	产后护理业务被纳入孕产期综合支援项目
2015 年	日本全面实施产后护理补助项目
2017 年	日本制定产后护理指南
2019 年	日本修订《母子健康法》，对产后护理项目在人员配置、服务内容方面设置了具体要求，同时要求各地政府积极开展产后护理业务

数据来源：日本厚生劳动省，东北证券

日本产后护理形式多样化，平均使用天数较短，渗透率较低。日本产后护理中心主要涵盖 3 种类型：1) 当日往返型：产妇可以个人或团体的形式前往产后护理中心接受服务；2) 住宿型：产妇可在产后护理地点寄宿而不用往返。3) 上门型：该类服务由机构的助产士和专业人员上门进行服务，产妇可在家中享受产后照护。

根据日本厚生劳动省发布的《产后护理中心使用情况调查报告书》显示，日本产妇更倾向于前往当日往返型的机构进行产后护理，占比达 44.9%，个人/团体的平均护理天数分别为 2.22/3.27 天。30.1%的产妇会选择上门服务机构，而 24.9%的产妇会选择前往入住型产后护理中心，平均护理天数为 4.46 天。日本的产后护理中心主要由各区当地的助产院、诊所、医院兼营，独立设置的产后照护中心仍是少数，无论是入住型还是当日往返型，均以医院直营为主。日本产后护理行业的渗透率较低，据调查显示，接受产后护理的婴儿仅占新生儿数量的 3.42%。

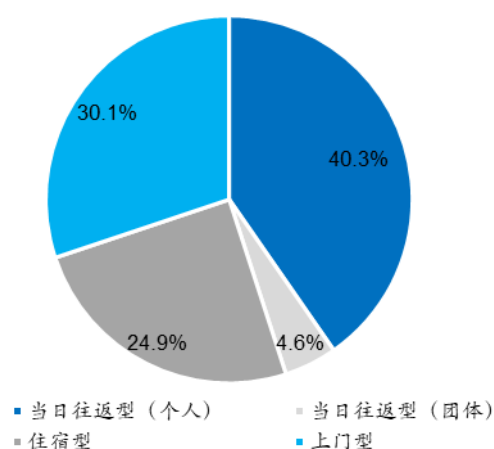
表 15：日本产后护理中心类型

种类	简介	场所	服务内容	平均费用
当日往返型	个人 产妇于当日在机构内接受个人产后护理服务	医院、诊所、助产所、保健中心等	1) 照顾母亲身体、保健指导； 2) 心理疏导； 3) 母乳喂养指导、哺乳护理； 4) 育儿指导咨询	1000-4000 日元/次 (约 59-236 元)
	团体 多个产妇以小组形式于当日在机构接受护理保健指导、育儿指导			
住宿型	产妇可在产后护理中心寄宿	医院、诊所、助产所、指定运营机构、酒店等		4000-10000 日元/2 天 1 夜 (约 236-590 元)
上门型	助产士和专业人员会拜访产妇住所，上门进行产后护理服务	自家		500-2000 元/次 约 29.5-118 元

数据来源：日本厚生劳动省，东北证券

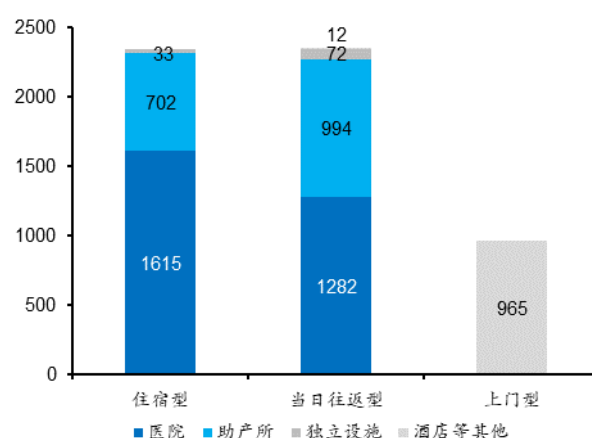
注：汇率按 100 日元=5.87 人民币换算

图 27：日本不同产后护理中心的使用情况



数据来源：日本厚生劳动省，东北证券

图 28：日本不同产后护理中心的运营模式



数据来源：日本厚生劳动省，东北证券

日本产后护理费用标准按各个市、町、村会有所不同，其中大部分费用会由政府补贴，家庭承担剩余费用。国家对于免征税户和弱势群体有相应的减免政策。产妇若需要产后护理服务，需联系所居住区域的保健福利中心进行申请注册。以日本千叶市政府官网对产后护理业务的介绍为例：产妇想要入住产后护理机构通常需要提前 3 个月进行申请，并由当地的母子健康综合支援中心进行审核、面试与对接，但审核通过后产妇方可前往机构接受产后护理服务。普通家庭只需支付护理费用的 20%，剩余 80%由政府承担。按普通家庭选择入住型机构接受 7 天服务计算，所需费用仅需 39200 日元（约 2301 元）。

图 29：日本产妇申请产后护理业务流程



数据来源：日本千叶市政府官网，东北证券

表 16：日本产后护理中心费用标准

	住宿型		当日往返型
	2 天 1 晚	3 天 2 晚	每次
应税家庭 (20%全额)	11200 日元 (约 657 元)	16800 日元 (约 986 元)	2200 日元 (约 129 元)
免税家庭	5000 日元 (约 294 元)	7500 日元 (约 440 元)	1100 日元 (约 65 元)
民生保障户	600 日元 (约 35 元)	900 日元 (约 53 元)	免费
备注	入住型最长限 7 天；当日往返型最多限 7 次		

数据来源：日本千叶市政府官网，东北证券

注：汇率按 100 日元=5.87 人民币换算

3.2. 成熟市场经验：社会需求孕育发展空间，完备政策助力蓬勃发展

通过以上复盘和分析我们认为韩国和中国台湾的市场经验对大陆地区有重要的借鉴意义，本节将围绕市场共性对其进行总结。新加坡的产后护理机构主要以月嫂上门服务为主，独立的月子中心市场规模较小，发展不够成熟。而日本产后护理业务主要存在于其医疗体系内，由当地政府把控管理，并非以商业模式运转且渗透率较低。韩国和中国台湾的产后护理市场渗透率较高，发展较为成熟，两地无论是从历史发展、规范化进程还是运营模式都能够对中国大陆市场的发展起到借鉴作用。

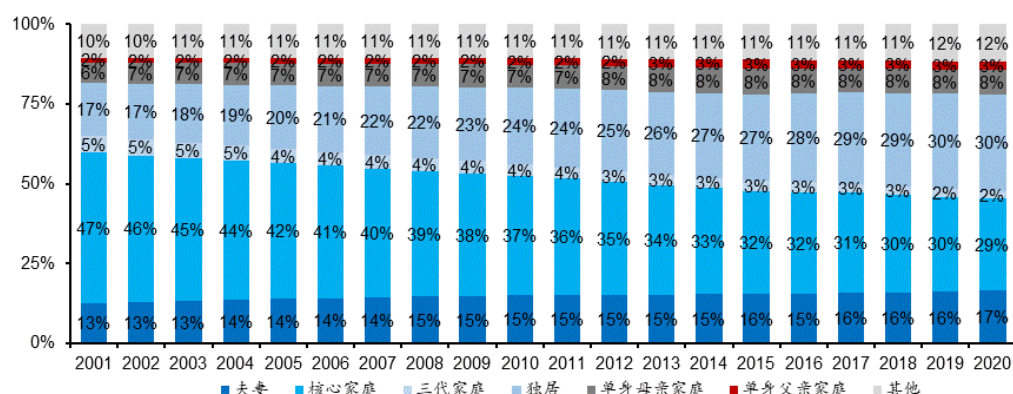
3.2.1. 核心家庭主导与少子化趋势滋生产后护理市场需求

回顾产后护理行业的发展背景可以发现，其兴起是多重社会因素共同助推的结果，主要源于家庭规模缩小和少子化现象的出现。

- 1) **社会家庭结构的改变：**韩国和中国台湾家庭以往都是传统大家庭模式，而随着社会经济的发展，家庭结构逐渐由三世同堂的复合式家庭向小家庭转变，由一对夫妇及未婚子女组成的核心家庭本世纪以来一直是社会主要家庭结构，同时夫妻家庭、单亲家庭等类型比例也逐年上升，家庭规模总体呈现缩小的趋势。新一代的准父母难以兼顾工作和母婴照护，因此市场出现了向第三方寻求产后

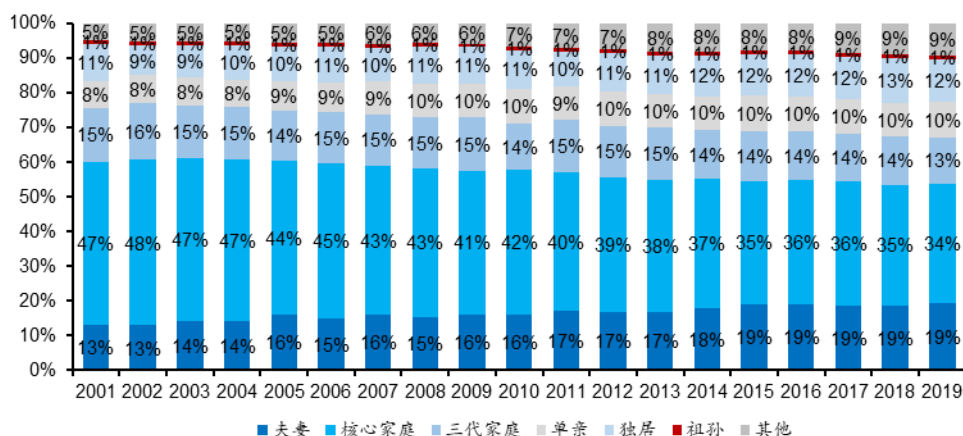
护理的需求，产后护理机构顺势而生。

图 30：2001-2020 年韩国家庭结构变化



数据来源：韩国统计局，东北证券

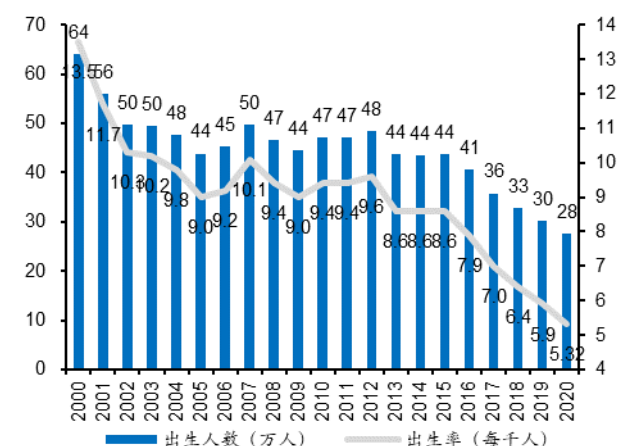
图 31：2001-2019 年中国台湾家庭结构变化



数据来源：台湾统计局，东北证券

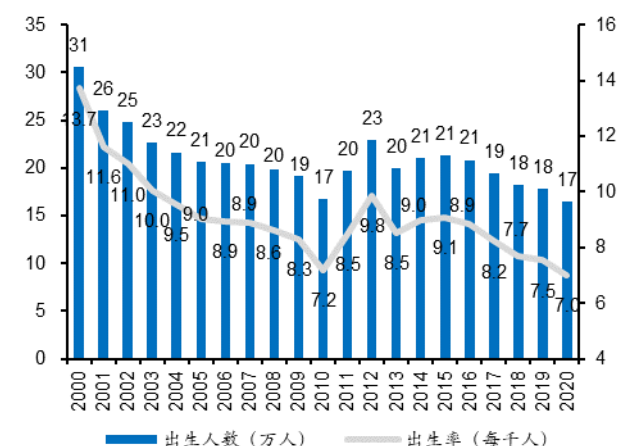
2) 少子化趋势：根据韩国和台湾统计局的数据，2000 年起，韩国和台湾和新生儿和出生率持续走低，2020 年韩国和中国台湾均首次出现出生人数低于死亡人数，新生儿数创新低。同时，现代社会结婚年龄延后，女性生育年龄也随之延后。产后护理在女性消费习惯中属于极低频次消费，少子化和生育年龄延后双重因素叠加促使拥有新生儿的家庭会更加关注产妇和婴儿的健康问题，更愿意投入时间和金钱使其享有良好、安全、舒适的护理环境。

图 32：2000-2020 年韩国出生人数及出生率



数据来源：韩国统计局，东北证券

图 33：2000-2020 年台湾出生人数及出生率



数据来源：台湾统计局，东北证券

3.2.2. 市场监管逐步完善护航产后护理市场发展

随着产后护理市场的兴起，韩国和中国台湾的政府也积极的出台相应的政策和法律法规以保障行业的规范化运营。产后护理行业在台湾和韩国均归属于医疗护理范畴，由总卫生部和各当地卫生局共同管辖，在人员配置、食品安全、消防安全、感染控制都有相应的标准。当地政府还会每年对各地的产后护理机构进行评估和安全检查，充分保障产妇和新生儿的健康和安全。

表 17：中国大陆和中国台湾、韩国的规范化程度对比

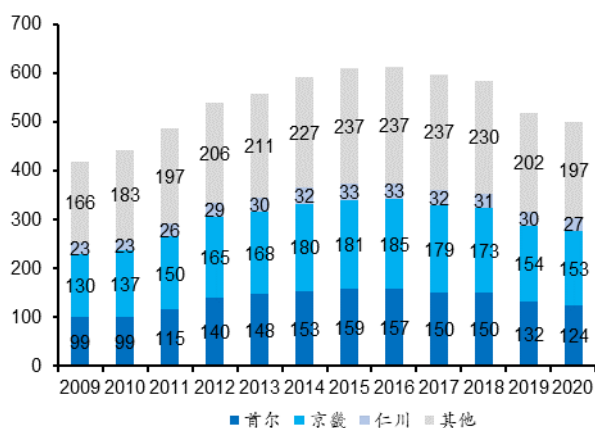
	中国大陆	台湾	韩国
所属行业	一般服务业	医疗护理行业	
行业标准	2019 年初步设立	对护理人员、食品安全均有规章条例进行把控；需建立相应的感染和火灾预防机制	
监管单位	无明确监管主体	由卫生部和各县市卫生局管辖	
人员资质	暂无统一上岗标准	护理人员：考试合格并拥有资格证； 婴儿照顾人员：相关专业毕业、学习相关课程并取得证书	护理人员需接受培训才能上岗；对机构内的厨师进行评估
评价体系	暂无	均有相应的产后护理中心评价标准，每年对全国的产后护理进行评估和安全检查，并将不合格的机构进行公示	
优惠政策	暂无	对社会弱势家庭、单亲母亲、多孩家庭给予补贴和费用减免	

数据来源：韩国保健福祉部，台湾卫生局，东北证券

3.2.3. 机构布局依据城市人口密度，价格挂钩发达程度呈阶梯式

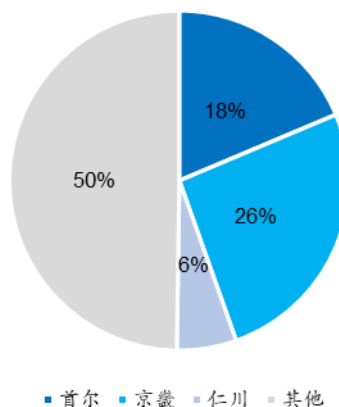
产后护理机构往往聚集在人口稠密地区，此类地区经济发达、医疗资源丰富、消费能力强。根据韩国统计局数据，2020 年由首尔、京畿、仁川构成的首都圈占据了韩国一半人口，而韩国的产后护理机构也普遍聚集在这三个区域，历年合计占比均达 60%。中国台湾较发达城市包括新北、台北、台中、桃园等地，2020 年这些城市占据了台湾 70%以上的人口，台湾的产后护理机构也大多分布在这几座城市。由此可见，产后护理机构的分布密度与人口密度呈正相关关系。

图 34: 2009-2020 年韩国产后护理机构按城市分布



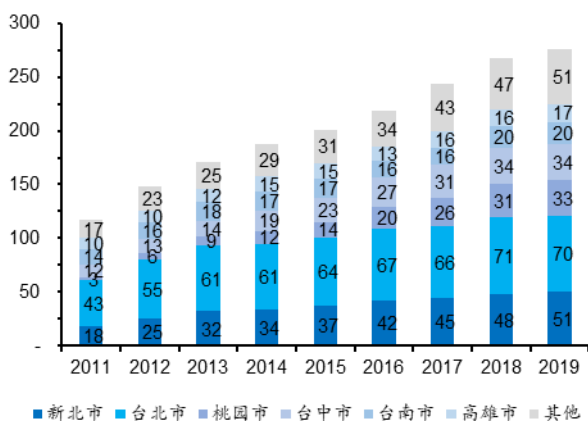
数据来源: 韩国保健福祉部, 东北证券

图 35: 2020 年韩国人口按城市分布



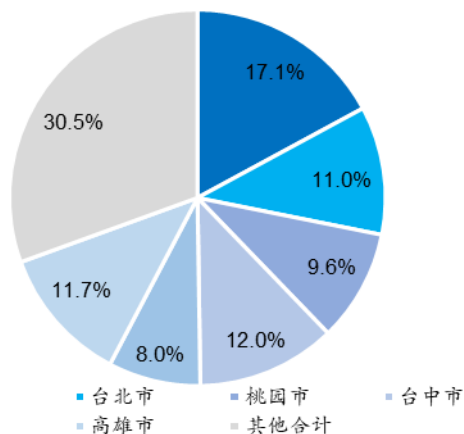
数据来源: 韩国统计局, 东北证券

图 36: 2011-2019 年台湾产后护理机构按城市分布



数据来源: 台湾卫生局, 东北证券

图 37: 2020 年中国台湾人口按城市分布



数据来源: 台湾统计局, 东北证券

产后护理机构的费用主要与城市发达程度挂钩, 针对不同客群有不同的价位区间, 同时可根据客户需求增添特别服务。根据韩国保健福祉部统计数据显示, 韩国首尔市价位明显高于其他城市, 尤其是在首尔江南区, 该区域为富人聚集区, 以产妇入住 2 周的时长来看, 机构中普通房间的均价为 661 万韩元 (约 3.6 万元), 价格区间在 380-1300 万韩元 (约 2.1-7.2 万元) 不等, 豪华房间价格则更上一档。京畿、仁川以及其他城市的普通房价格区间为 100-600 万韩元 (约 0.55-3.3 万元), 均价水平在 250 万韩元左右 (约 1.4 万元)。在中国台湾地区, 经济较发达的新北、台北、高雄等地费用标准较高, 产后照护费的价格区间为 1000-6000 新台币 (约 233-1398 元)/日, 新生照护费和伙食费的价格区间为 500-2000 新台币 (约 117-468 元)/日, 日均总费用不超过 10000 新台币 (约 2340 元)。其他各地的价位相对较低, 日均总费用通常不超过 8000 新台币 (约 1872 元)。

表 18: 韩国产后护理机构价格标准对比

单位: 万 韩元/2 周	首尔		京畿	仁川	其他城市
	江南区	其他区			
普通房间	661 (约 3.6 万元)	326 (约 1.8 万元)	274 (约 1.5 万元)	251 (约 1.4 万元)	218 (约 1.2 万元)
豪华房间	1170 (约 6.4 万元)	430 (约 2.4 万元)	347 (约 1.9 万元)	289 (约 1.6 万元)	285 (约 1.6 万元)

数据来源: 韩国保健福祉部, 东北证券

注: 汇率按 100 韩元=0.55 人民币换算

表 19: 台湾各地产后护理机构收费基准

单位: 新台币	产后照护费 (日)	新生儿照护费 (日)	伙食费 (日)	诊疗费/材料费 (次)
新北	1000-6000 (约 233-1396 元)	500-2000 (约 116-465 元)	500-2000 (约 116-465 元)	200-500 (约 47-116 元)
台北	1500-5400 (约 349-1257 元)	800-2100 (约 186-489 元)	150-1000 (约 35-233 元)	250-480 (约 58-112 元)
高雄	不超过 1400 (约 326 元)	不超过 2000 (约 465 元)	不超过 2000 (约 465 元)	按实际价格
其他	700-4500 (约 163-1047 元)	500-2000 (约 116-465 元)	300-1500 (约 70-350 元)	按实际价格

数据来源: 台湾各地卫生局, 东北证券

注: 汇率按 100 新台币=23.27 人民币换算

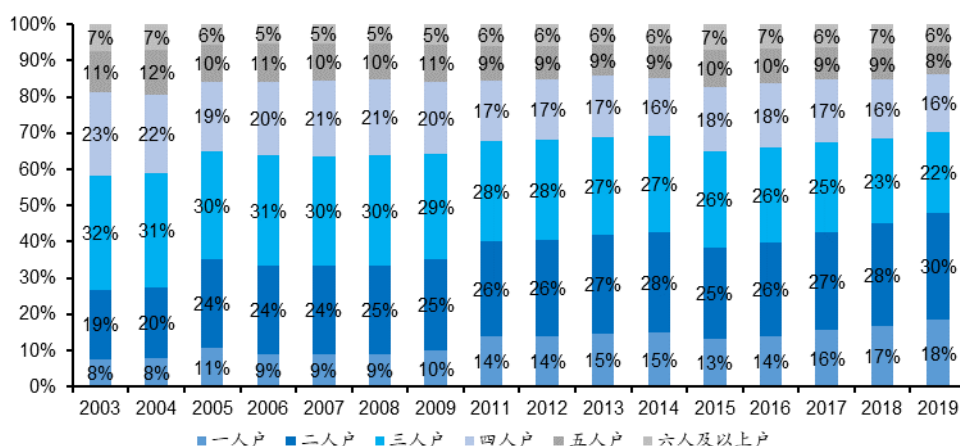
3.3. 家庭结构改变+消费升级+政策护航驱动大陆市场增长

对比成熟市场发展曲线, 我们可以发现中国大陆也已具备发展月子中心市场的先决条件, 以及与成熟市场相似的底层增长逻辑。纵观月子中心行业的发展历程, 渗透率的提升是行业发展短期和中期最核心的动力支撑, 长期看月子中心将受益于社会宏观环境的变化, 生育政策、居民消费水平的提高、政府加强监管等多方面因素共同驱动其高速发展, 成为生育家庭消费的重要组成部分之一。

3.3.1. 驱动 1: 家庭规模缩小+“三孩”政策拉动需求, 高净值客群持续扩充

小规模家庭比例的提升体现我国大陆已具备产后护理市场发展条件。据国家统计局数据显示, 近二十年我国家庭户规模整体呈下降趋势, 四人及以上规模家庭比例显著下降, 四人户比例由 2003 年的 23% 下降至 2019 年的 16%, 三人户比例或受出生率影响有小幅下降, 单人户和夫妇家庭比例持续增长, 小户型家庭占较大比重。这意味着随着城市化、工业化的推进, 原先三代同住的情况逐渐消失, 与台湾、韩国月子中心的发展背景基本类似。大陆当代生育家庭需要自行照护新生儿及产妇, 而面临工作繁忙和缺乏护理经验的双重压力, 同时为了避免家庭间的潜在矛盾, 越来越多的家庭会倾向于寻找专业的产后护理机构。

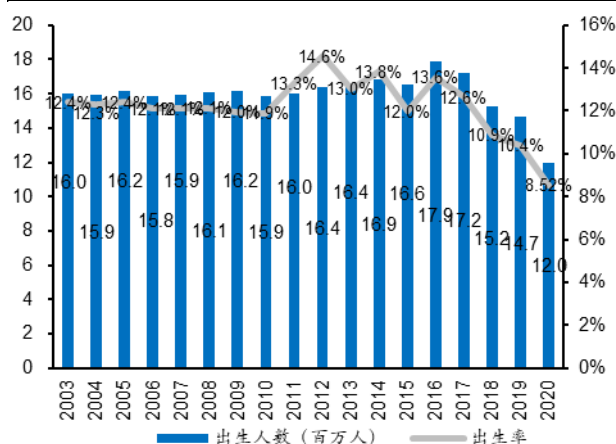
图 38: 2003-2019 年中国大陆家庭结构变化



数据来源：国家统计局，东北证券

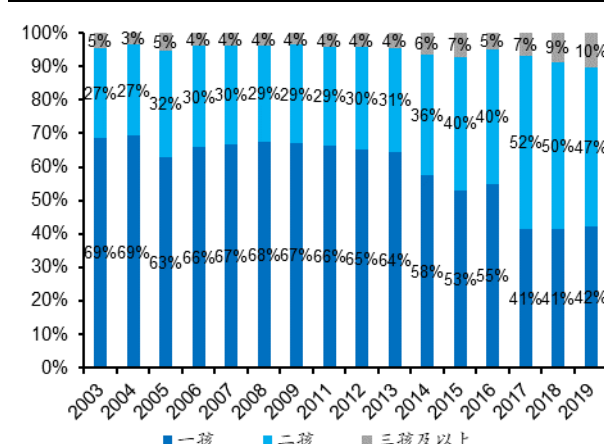
国家促进生育率决心坚定，三孩政策有望刺激新生儿数量上涨。近年来，我国出生率持续走低，2003-2020 年出生率由 12.4% 下降至 8.52%，出生人数呈递减趋势，2020 年我国新生儿出生人数仅有 1200 万人，这主要归因于随着社会的经济发展，养育成本费用不断攀升，晚婚晚育的观念渗透，家庭面临“不想生、不敢生、不能生”三大症结，育龄妇女人数持续下降。国家为解决当前生育率低的问题，生育政策加快放开。2011 年全面实施双独二孩政策后，我国出生人数及出生率有小幅回升，2015 年 10 月，国家实施全面二孩政策，2016 年出生率达 13.0%，创近十年来新高，二胎占比显著提升，2017 年二胎出生数占比达 52%，政策推动效应显著。随后几年出生人数及出生率逐年下降，但二孩及以上出生占比仍较高。2021 年起国家放开三孩政策，并且为促进人口长期均衡发展出台系列配套政策，生育率趋势的不确定性仍存在，政策的出台可能刺激新生儿数量增多。

图 39: 2003-2020 年中国大陆新生儿出生数及出生率



数据来源：国家统计局，东北证券

图 40: 2003-2019 年中国大陆多孩出生数占比

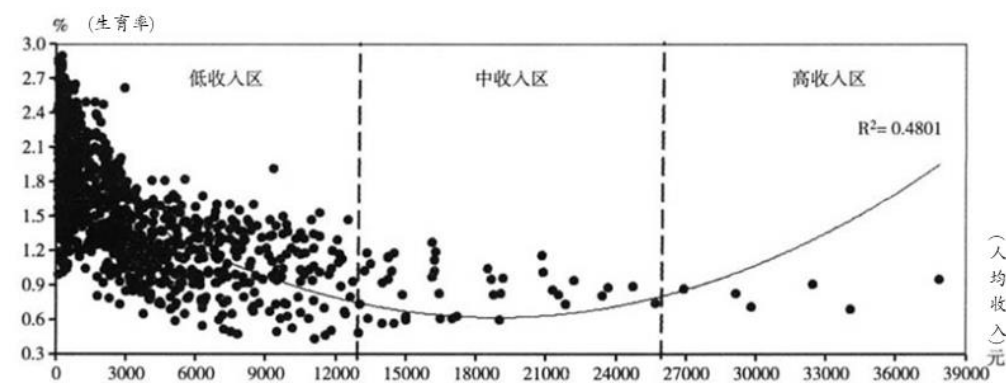


数据来源：国家统计局，东北证券

高收入人群“多生”意愿明显，月子中心高净值客群持续扩充。根据经济学动态刊出的报告《收入与生育：中国生育率变动的解释》的研究结论，收入对生育意愿和生育率的影响呈现 U 型曲线的阶段特征，高收入与低收入家庭普遍倾向于多孩模式，而中等收入的家庭生育意愿最低。高收入家庭本身就符合月子中心的消

费人群画像，具备更强的经济实力，消费观念超前，同时，“多孩数量”并不会影响该类家庭的“一孩质量”，其既能支付“多孩”所带来的额外生育成本，又能够承担为保障生育质量所带来的产后护理费用支出，“三孩”的放开也为其提供良好的政策环境，进一步扩大了此类高净值客群的需求。随着经济的发展和人均收入的提升，月子中心消费人群基数仍然有提升空间，同时高收入人群也将成为中高端月子中心的高净值客户，推动中高端月子中心的快速发展。

图 41：出生率与人均收入之间的 U 型曲线关系

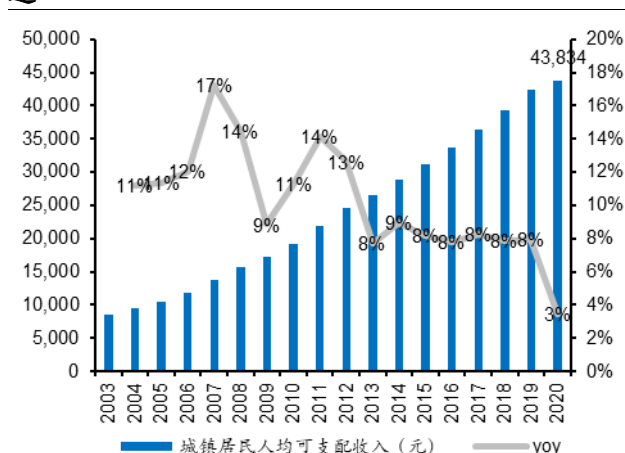


数据来源：经济学动态《收入与生育：中国生育率变动的解释》，东北证券

3.3.2. 驱动 2：消费观念升级助推渗透率提升，下沉市场可期

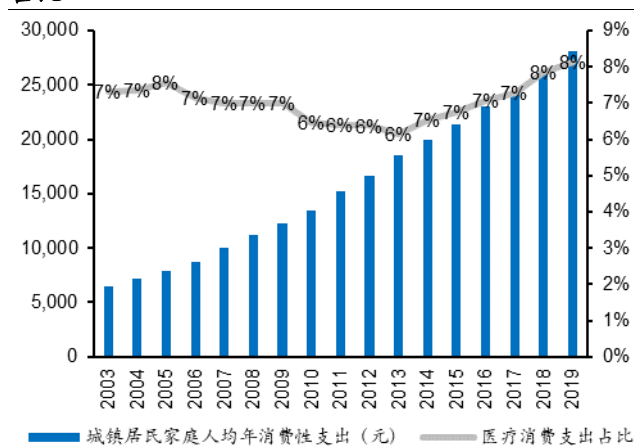
消费升级和女性消费理念的提升为月子中心的发展提供有利沃土。2003-2020 年我国城镇居民人均可支配收入持续增长，近年来增速基本保持稳定水平。同时，我国城镇居民家庭年消费性支出不断走高，其中人均年医疗消费占比也呈现上升态势。在收入提高、消费能力增强的前提下，当代女性对产后生理及心理状态的关注度在提升，对于科学坐月子的认知也不断加强。女性分娩后往往会面临身材走样、机能受损等问题，月子中心提供的一揽子服务中大多包含产后修复这一环节，为应对产后并发症、腹直肌分离等问题做出针对性训练，据艾媒咨询调查数据显示，孕产修复仪为孕产市场潜力品类中增长最快的，家用产后修复仪器主要针对盆肌底修复以及产后塑形，价位在 1000-6000 元不等，但在使用过程中由于产妇个人难以充分掌握使用方法或未能坚持使用，修复效果因人而异，易出现仪器被闲置的情况，部分产妇最后仍会再寻求专业机构帮助。而月子中心的产后康复业务所配备的仪器、人员都更为专业，能为产妇提供更全方面且规范化的服务，一次性解决其后顾之忧。

图 42：2003-2020 年城镇居民人均可支配收入及增速



数据来源：国家统计局，东北证券

图 43：2003-2019 年城镇居民家庭人均年医疗消费占比



数据来源：国家统计局，东北证券

下沉市场有待扩充，头部月子中心保有良好竞争优势。随着社会整体消费升级的带动，大陆一、二线城市的渗透率会率先提升，自上而下带动下沉市场的渗透。月子中心品牌也将从一线城市向下扩容，但由于下沉市场人群的消费水平和理念变化升级速度落后于大大城市，需要较长的引导过程。同时在下沉市场不断扩容的过程中，中低端的月子中心会和同一价格区间内的月嫂服务形成激烈竞争，导致普通型月子中心的平均客单价在短期内都不会有明显走高趋势甚至存在下行空间。而中高端机构凭借其早期的积累，随着衍生项目和增值服务的增多客单价长期看将呈现上行趋势，有望先行在发达城市生根形成自生的品牌力，保持竞争优势，积累一定的市场口碑后在全国范围内扩张。

3.3.3. 驱动 3：监管加码推进市场规范化，提高行业准入门槛

国家协同地方积极制定相关政策规范，推动月子中心供给端规范有序发展。目前我国对行业人员和机构的监管规范仍然有很大的细化空间，参照 3.2.3 的多地区监管政策对比，月子中心行业的相关配套政策亟待完善。2013 年以来，我国大陆逐步出台对母婴护理服务行业的规范要求，发布一系列政策鼓励建设月子中心，以确保其规范化运营，保障产妇及婴幼儿的健康安全。2013 年 9 月，国务院颁布《关于促进健康服务业发展的若干意见》，指出要规范发展母婴照料服务。2015 年 7 月，国家标准委颁布《家政服务母婴生活护理服务质量规范》，对母婴生活护理服务的机构、人员、服务内容与要求进行备案管理。地方政府也积极制定对产后护理机构的政策，2016 年 6 月，上海市政府颁布《上海市妇女儿童发展“十三五”规划》，提出健全家庭服务体系，研究制定月子会所行业规范。随后几年，国家和地方政府不断推出新的监管举措，确立相关的标准和规范，以确保月子中心健康发展。随着规范制度的不断完善，供给端将规范有序地推进扩容，步入高速发展阶段。

表 20：月子中心行业相关配套政策

	颁布主体	发布时间	政策名称	主要内容
国家层面	国务院	2013.09	《关于促进健康服务业发展的若干意见》	文件中指出要规范发展母婴照料服务
	国家标准化委员会	2015.07	《家政服务母婴生活护理服务质量规范》	对母婴生活护理服务的服务机构、人员、服务内容与要求、档案管理、服务质量评价等进行统一规定
	妇幼保健协会	2015.11	《产后母婴康复机构行业管理与服务指南》	突出强调了母婴权益，对母婴康复保障机构的组织架构、服务体系和运营进行了详细的界定；明确了产后母婴监测的频率、新生儿微量元素补充的流程管理；新增了乳房肿胀的评估标准和产后母婴康复机构医务室的建立标准
	国家质量监督检验检疫总局、国家标准委	2017.05	《母婴保健服务场所通用要求》	对母婴健康管理企业提供的服务，从安全、卫生、专业和舒适四大方面作出了要求。月子中心等母婴健康管理机构从此有了国家标准
	国务院	2019.05	《关于促进 3 岁以下婴幼儿照护服务发展的指导意见》	提出到 2020 年，婴幼儿照护服务的政策法规体系和标准规范体系初步建立，建成一批具有示范效应的婴幼儿照护服务机构
地方层面	上海市人民政府	2016.06	《上海市妇女儿童发展“十三五”规划》	提出健全家庭服务体系，研究制定月子会所行业规范，推进新兴业态健康发展
	江西省人社厅和商务厅	2018.01	《月子中心服务质量规范》	明确了月子中心(包括月子会所、母婴会所等)应当具备的经营资质、开业条件、环境及设施设备要求基础性的统一要求，对管理人员、专业服务人员、后勤人员的任职条件等提出了要求

数据来源：公开资料整理，东北证券

在市场化驱动下，人员资质要求趋严，市场的准入门槛将提高，头部高端品牌得益于标准化运作和完备的资质，市场地位将更加稳固。随着市场政策的不断完善，行业监管的逐步到位，预计未来大陆符合市场的标准的月子中心都会先从一、二线城市布局，待发展到一定规模后再向三四线城市扩张。回看成熟市场的发展，行业统一的监管标准有利于加强机构运营和相关从业人员的规范性，扩充消费群体。从供给端角度出发，月子中心行业壁垒将有所提高，鱼龙混杂的中小型机构或因管理不当被淘汰出局，而具备专业人员配置、优质服务水平、良好口碑的机构将有望在政策红利的带动下长期稳定发展，行业集中度也有望得到提升。从需求端出发，强监管的市场环境有助于保障母婴群体权益、增强消费者信心、激发更多的消费需求。政策带动的双向循环推动月子中心市场健康蓬勃发展。

4. 相关标的：爱帝宫

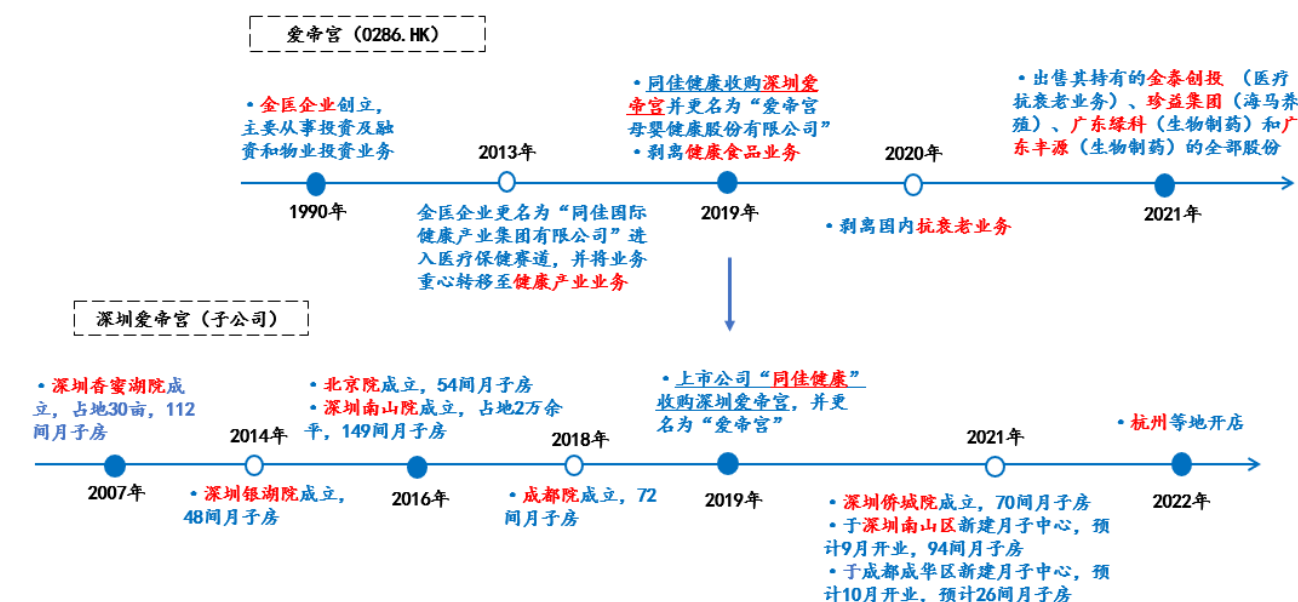
4.1. 公司概况：聚焦月子服务，核心管理层优势互补

健康产业业务起家，并购切入月子服务赛道。爱帝宫前身为同佳健康（0286.HK），主要从事健康产业业务，业务覆盖天然健康食品、医学抗衰老及养生基地、医疗健康产业投资管理和投融资管理，其中天然健康食品业务营收占比较高，2018 年该业务营收占比达 66.2%。2015 年 8 月同佳健康收购爱帝宫母婴健康集团部分股权（融资稀释后持股比例为 6.43%），并于 2019 年 9 月完成股权并购，持股比例达到 94.95%，并更名为“爱帝宫”。收购完成后，公司聚焦于月子中心业务，自 2019 年底起逐步剥离非核心业务，分别于 2019 年和 2020 年剥离健康食品业务和国内抗衰老业务，又于 2021 年 6 月出售其持有的金泰创投（医疗抗衰老业务）、珍益集团（海马养殖）、广东绿科（生物制药）和广东丰源（生物制药）的全部股份，目前

公司健康产业仅剩罗浮山养生住宅项目和少部分生物制药业务，实现对月子中心业务的进一步聚焦。

子公司爱帝宫深耕月子中心行业十四载，跨区域覆盖四大核心城市。深圳爱帝宫于 2007 年成立，并在深圳香蜜湖开设第一家月子中心，提供以月子期母婴照护为核心，覆盖产后康复、瑜伽塑性、乳房管理和宝宝摄影等相关增值业务的综合性月子服务。公司于 2014 年起开始门店扩张，截至 2021 年 8 月已先后在深圳银湖、北京顺义、深圳南山、成都成华和深圳侨城各新建 1 家门店，逐步实现对华南、华北和华西市场的覆盖。目前公司在深圳南山和成都成华的新店筹备正在稳步推进，计划于下半年开始营业，进一步扩大公司的市场覆盖范围。

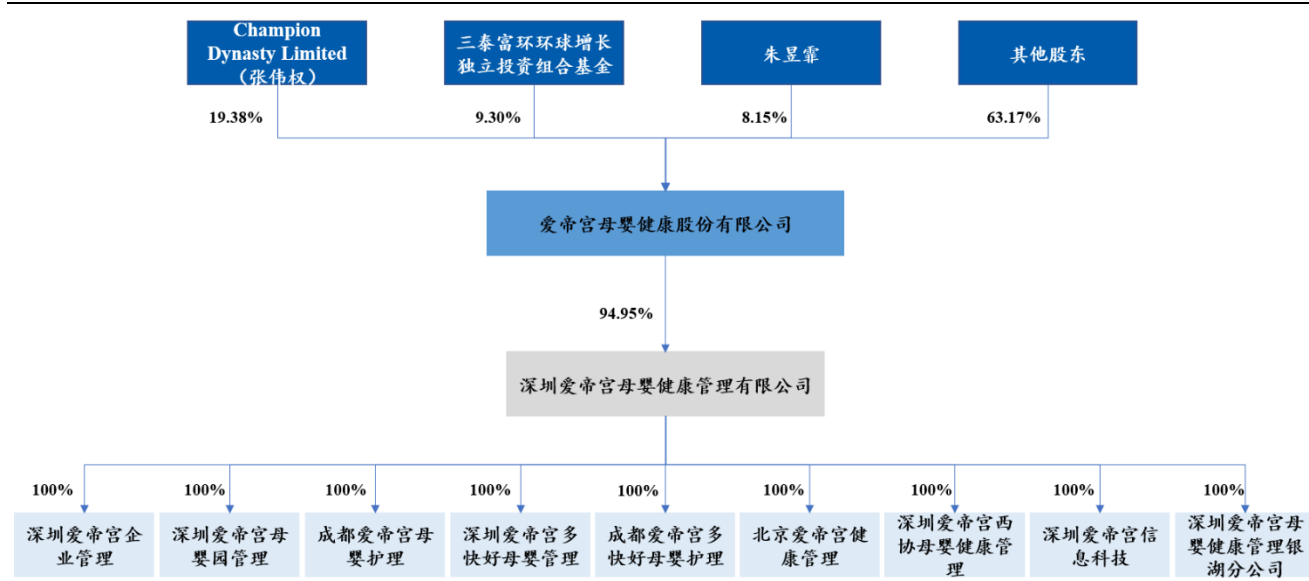
图 44：爱帝宫发展历程



数据来源：公司公告，东北证券

股权架构稳定，股权激励释放管理层积极性。截至 2021 年 8 月 30 日，爱帝宫共有 428,502 万已发行股份，其中公司最大股东及执行董事张伟权持有 83,038 万股份/持股比例 19.38%；公司主席及 CEO 朱昱霏持有 34,915 万股份/持股比例 8.15%；三泰富环球增长独立投资组合基金持有 39,830 万股份/持股比例 9.30%，其他股东持股比例 63.17%。2020 年 10 月公司与以朱昱霏为代表的高级职工签订股份奖励协议，建立基于月子中心业绩表现等向他们发行不超过 2 亿股的股权激励计划，该奖励计划的实施将提升管理层积极性，激励核心业务持续扩张。

图 45：公司股权架构



数据来源：公司公告，天眼查，东北证券

核心管理层专业素养高，优势互补提升竞争力。公司董事会首席及 CEO 朱昱霏曾担任北京大学深圳医院产科护士长，也是国内首批开展月子中心服务的创业家，具有丰富的产后互理专业知识与月子中心管理运营经营；执行董事张伟权具有约 20 年的医疗健康行业运营经验，行业资源丰富，曾成功创办多家医院和健康管理中心。两位核心管理层成员具有优势互补的特性，提高企业竞争力，利于公司的稳定发展。

表 21：公司核心管理层

姓名	年龄	职务	背景经历
朱昱霏	58	执行董事、董事会主席、行政总裁及附属公司董事	曾任北京大学深圳医院产科护士长，深圳爱帝宫创始人，于 2019 年 12 月加入公司，目前还是深圳市第六届政协委员及深圳市母婴服务业协会会长。
张伟权	47	执行董事、附属公司董事	具有近 20 年的医疗健康行业运营经验及丰富行业资源，曾创办多家医院及健康管理中心，曾任绿科科技国际有限公司执行董事，于 2012 年 8 月加入公司。
林江	56	执行董事	具有经济金融领域超 20 年经验，持有中山大学经济学学士及硕士学位、暨南大学经济学博士学位及完成中南财经政法大学应用经济学博士后研究工作。现任中山大学岭南学院经济学教授、博士生导师、广东财政学会副会长、广州财政专家咨询委员会委员等。
李润平	39	执行董事	具有金融行业超 10 年经验，持有南开大学会计学学士和行政管理硕士学位，于多家公司担任高级管理层职位及负责行业研究、投资和有关并购事项

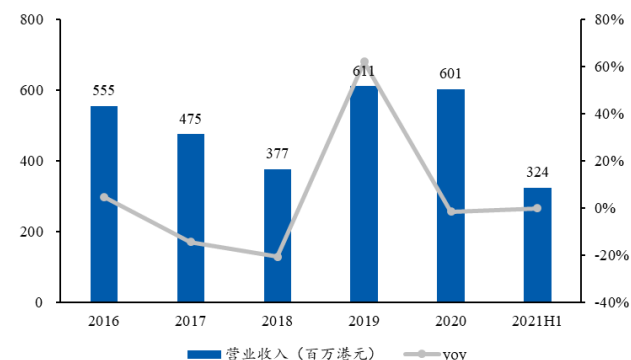
数据来源：公司公告，东北证券

4.2. 财务分析：并购重组实现困境反转，月子服务成为利润主要来源

并购重组扭转营收疲态，逐步确立月子服务主导的营收结构。公司收购爱帝宫前营业收入逐年递减，2016 年至 2018 年营收由 5.6 亿港元减少至 3.8 亿港元；2019 年收购爱帝宫后快速扭转营收衰退态势，2019 年营收达 6.1 亿港元/+63%，2020 年受疫情影响营收为 6.0 亿港元/-2%，下滑主要因疫情影响。公司收购爱帝宫后快速确立起以月子服务为核心的营收结构并逐步剔除非主营业务，2020 年月子服务营收

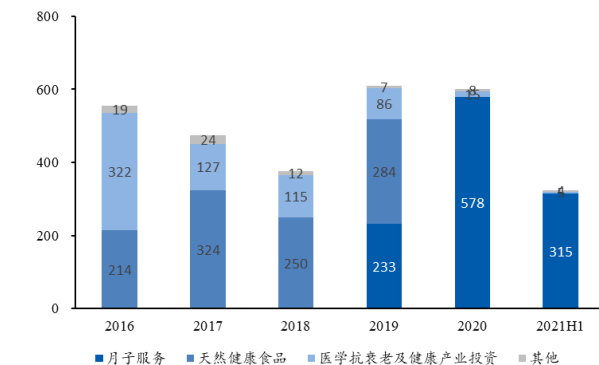
达 5.8 亿港元/+148%，营收占比达 96%/+58 pct。

图 46：2016-2021H1 公司营业收入及增速



数据来源：公司公告，东北证券

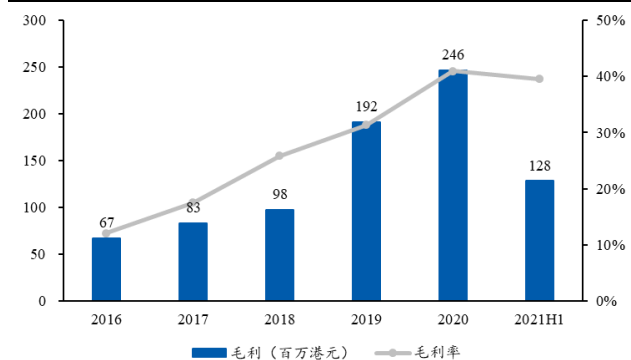
图 47：2016-2021H1 公司营收结构（百万港元）



数据来源：公司公告，东北证券

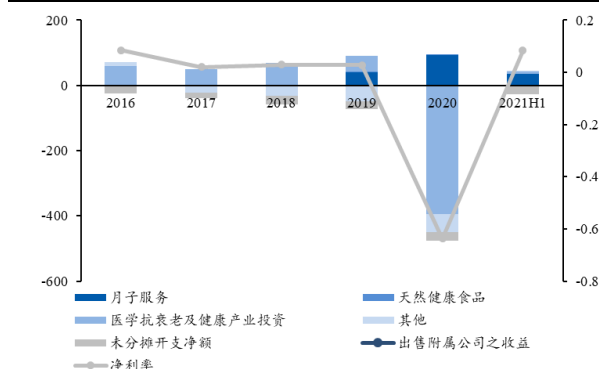
毛利率稳步提升，月子服务分部净利增长迅速。公司 2017 年开始推进深圳南山区月子中心项目，下半年南山区项目进入正常爬坡期，导致 2017 年净利润较 2016 年有所下降。2016 年至 2020 年公司总体毛利率呈现上升趋势，毛利由 0.67 亿港元上升至 2.46 亿港元，毛利率由 12.1% 上升至 40.9%，盈利能力不断提升。受疫情影响 2020 年公司健康产业分部中的医学抗衰老业务及联营公司的收入大幅减少，造成相关商誉、无形资产和联营公司权益大幅减值，公司净亏损 3.83 亿港元；2020 年月子服务分部净利为 0.93 亿港元/+138%，疫情承压下仍实现利润大幅增长，成为公司利润的主要来源。

图 48：2016-2021H1 公司毛利及毛利率



数据来源：公司公告，东北证券

图 49：2016-2021H1 公司净利结构及净利率



数据来源：公司公告，东北证券

4.3. 月子服务：扎根深圳，优秀服务体系建立中高端市场龙头地位

爱帝宫月子服务目前覆盖三城六院，房间数持续增长。2007 年至 2021 年爱帝宫先后开设深圳福田总院、深圳罗湖别墅院、北京别墅院、深圳南山旗舰院、成都概念院和深圳侨城轻奢院，月子房数已由最初的 81 间增至 2021 年 4 月的 505 间，预计年内还将完成深圳南山院和成都成华院等月子中心的增设，扩张速度明显加快。

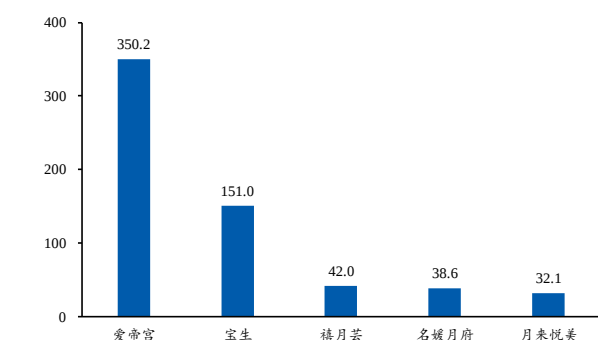
表 22: 公司月子中心门店及房间数

	开业时间	大选址	小选址	人均消费 (大众点评)	月子房数历史变化			
					2018	2019	2020	2021
深圳福田总院	2007.11	深圳福田区香蜜南三街	30 亩市中心园林, 绿书氧吧	9.02 万元	81	112	112	112
深圳罗湖别墅院	2014.10	深圳罗湖区银湖旅游中心	青山环抱, 银湖相依	9.47 万元	47	48	48	48
北京别墅院	2016.5	北京顺义区东甲 1 号	顺义天然氧吧, 临湖别墅区, 低密度人流	10.80 万元	42	54	54	54
深圳南山旗舰院	2017.5	深圳南山区工业四路 4 号	背靠大南山, 毗邻海上世界	10.46 万元	139	149	149	149
成都概念院	2018.10	成都成华区锦绣大道 5500 号	医疗高端综合体, 毗邻火车东站, 共享舒适型商场配套	6.50 万元	72	72	72	72
深圳侨城轻奢院	2021.4	深圳南山区侨香路 4080 号	地处福田区和南山区黄金走廊, 近地铁站及高速公路	/				70
月子房总数					381	435	435	505

数据来源: 公司公告, 公司官网, 大众点评, 东北证券

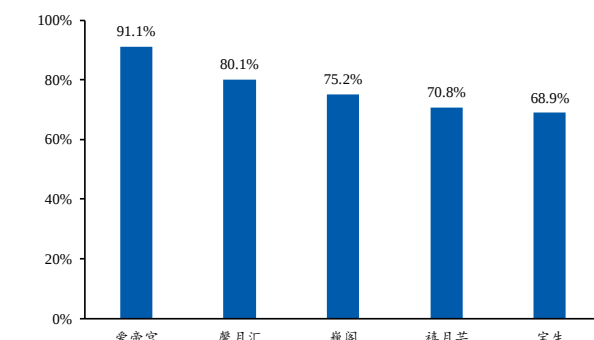
扎根深圳, 中高端定位形成差异化, 多元化经营满足多层次消费者需求。深圳属高净值客户聚集的一线城市, 毗邻香港客源丰富, 公司月子中心主要定位于中高端。爱帝宫的最短期 26 天套餐价格从 6 万到 30 万+不等, 根据房间环境、月子餐、孕妇护理、婴儿护理和护士级别的差异形成的九种套餐结构, 较大跨度的定价策略使得公司能够面向多层次的消费群体, 同时也保证了自身高端品牌的定位。基于超高的运营能力, 爱帝宫在深圳市场取得了高入住率、高市占率的优异成果: 根据弗若斯特沙利文数据, 2018 年爱帝宫深圳地区入住率达 91.1%, 远超同地区其他月子中心; 同年爱帝宫深圳地区营收达 3.5 亿元, 市场占有率 31%, 成为深圳地区月子中心第一品牌。

图 50: 2018 年深圳地区月子中心营业收入 TOP5



数据来源: 弗若斯特沙利文, 东北证券

图 51: 2018 年深圳地区月子中心入住率 TOP5



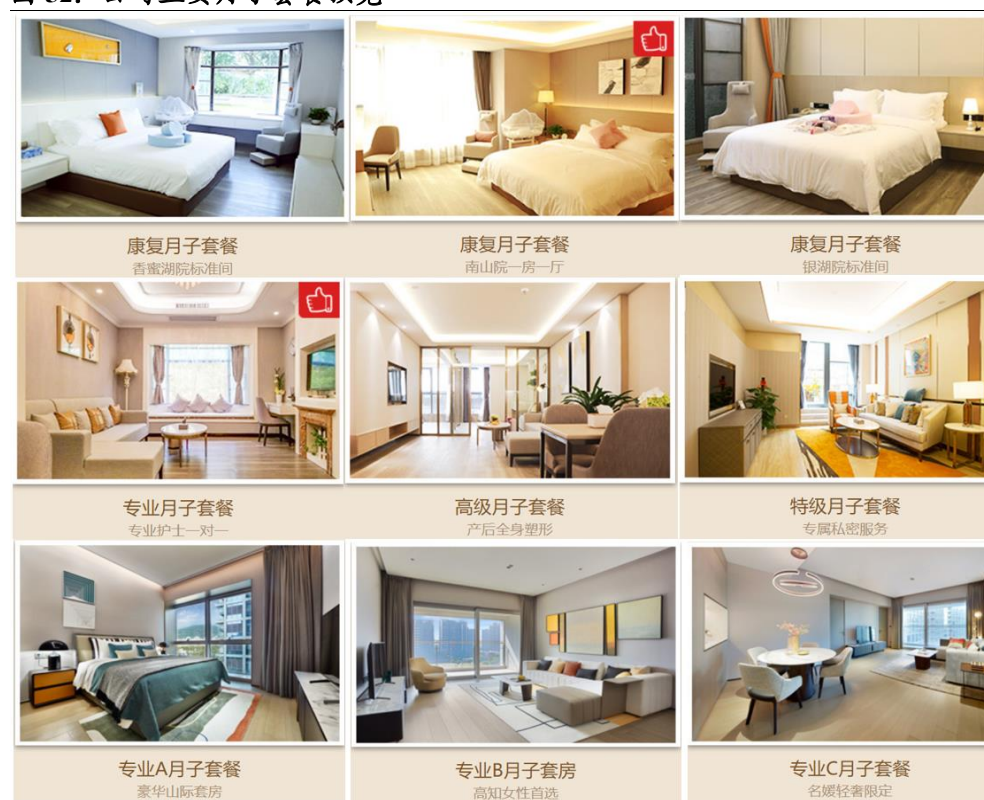
数据来源: 弗若斯特沙利文, 东北证券

表 23: 公司香蜜湖院 26 天服务套餐价格

套餐	价格（元）	房型	增值服务
康复月子套餐 A	63,800	一房一厅（北向）	基础服务
康复月子套餐 B	68,800	一房一厅（南向）	基础服务
专业月子套餐	108,800	一房两厅（北向）	专业护士一对一
高级月子套餐	148,800	一房两厅（南向）	产后全身塑形
特级月子套餐	168,800	两房两厅（南向）	专属私密服务
尊享月子套餐	238,800	三房两厅（南向）	尊享调理及离宫后续服务
总统套餐	368,800	三房两厅总统套房（南向）	顶级专属服务全覆盖

数据来源：大众点评，东北证券

图 52: 公司主要月子套餐预览



数据来源：公司官网，东北证券

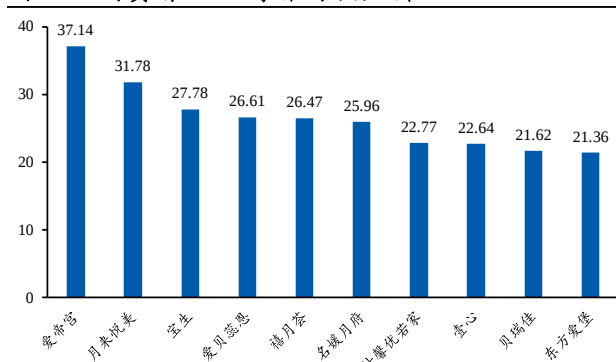
九大服务体系树立行业标杆，专业化、标准化服务建立公司口碑优势，成熟培训考核体系打造优质人才梯队。爱帝宫深耕深圳市场，通过自身优秀的服务体系占据深圳地区月子中心龙头地位，不断吸引着周边消费者。创始人朱昱霏依据其 20 多年的产科护士长经验建立起产后妈妈康复、新生儿健康护理、母婴专业营养、中医调理保健、新生儿早早期智力开发、管家式高端服务、产后妈妈塑形美丽、母婴月子立体防御和全天候无缝安保九大服务体系，涉及 1300 多项母婴健康照护要点，从而给予客户高品质的服务体验，成为行业标杆受到同行模仿。根据 2020 年 3 月深圳市品质消费研究院对深圳 10 大月子中心的调查数据，月子中心行业平均消费者 NPS 净推荐指数为 26.41，爱帝宫 NPS 指数达 37.14，位居行业第一，公司在服务态度、服务能力、课程专业度、前期咨询、后期服务等多个领域获得深圳消费者推荐率行业第一，优秀的服务体系与服务质量受到广泛认可，建立起坚实的口碑优势。此外，公司广泛吸纳优秀护理人才并采用成熟的培训及考核体系，在技术人才方面，通过技能考核将护士分为四个星级以实现人才梯队的培养，护士需要不断提升技术水平来实现晋升。

表 24: 公司九大服务体系

九大服务体系	内容
产后妈妈康复体系	1.健康护理系列; 2.亮丽塑造护理系列; 3.家庭和谐护理系列; 4.舒适月子系列; 5.宝宝护理指导系列; 6.舒缓压力、预防产后抑郁系列
新生儿健康护理体系	1. 新生儿健康成长护理系列; 2.新生儿营养要素均衡护理系列; 3.新生儿强健体魄运动护理系列; 4.打牢成长基础护理系列
母婴专业营养体系	第一阶段: 清补阶段, 膳食调理以清和补为主; 第二阶段: 温补周, 膳食调理的目的在于促进代谢、恢复体力; 第三阶段: 热补周, 膳食调理的目的在于改善体质、预防老化等
中医调理保健体系	1.产后妈妈中医调理保健。根据产后妈妈不同的六类身体体质, 即寒性、温热、阴虚、阳虚、气虚、血虚的情况。分类进行辨证施调; 2. 宝宝中医调养保健系列。对初生婴儿多发性、易发性和流行性、季节性的疾病进行预防调理保健; 3. 中医医疗调理保健系列。4. 中医调理保健全程跟踪机制
新生儿早早期智力开发体系	1.新生儿大脑发育开发系列; 2.早早期智商情商开发系列; 3.新生儿智力语言开发系列; 4.平衡协调机能训练系列; 5.积极人格因素良好品格养成锻炼(不怕生等)
管家式高端服务	1.以苏州园林式景致庭院、独有居家式客房和一系列配套设施提供五星级宫殿享受; 2.提供高素质管家服务人员团队、全方位管家服务和特殊需要贴身管家服务; 3.全面紫外线和臭氧消毒, 五星级房间清洁标准, 严格遵循三层检查流程
产后妈妈塑形美丽体系	1.产后形体管理套餐; 2.产后胸部管理套餐; 3.产后祛除妊娠纹/疤痕套餐
母婴月子立体防御体系	1.整体环境防护; 2.公共场所防护; 3.餐饮系统防护; 4.客服防护; 5.物品防护; 6.员工健康防护
全天候无缝安保体系	5+1 母婴安全保护体系: 1.访客身份核实; 2.24 小时红外监控; 3.门禁系统; 4.专业安保团体 24 小时巡逻; 5.先进的信息化体系; 6.先进的消防烟感保健系统和电线短路安全报警系统

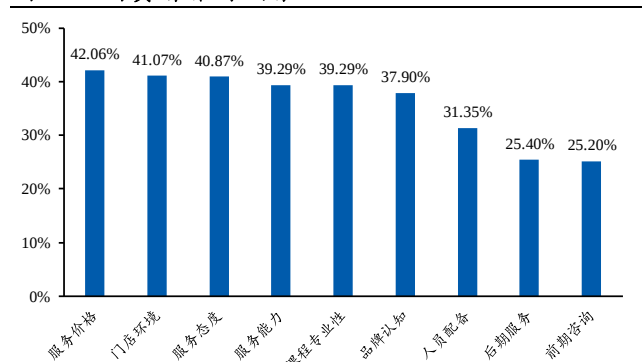
数据来源: 公司官网, 东北证券

图 53: 消费者 NPS 净推荐指数排名



数据来源: 深圳市品质消费研究院, 东北证券

图 54: 消费者推荐因素



数据来源: 深圳市品质消费研究院, 东北证券

精准营销定位孕妇群体, 强势占领消费者心智。公司的品牌印象深入人心, 先后有包括黄磊夫妇、孙红雷夫妇、李念夫妇在内明星夫妇入住为其背书, 以明星效应宣传验证品牌高标准服务水准, 强化公司在目标消费人群中的可信赖程度, 并以此形成公司与其他月子中心的品牌差异价值。爱帝宫运用多种方式进行营销宣传, 针对孕妇群体的信息获取途径运用广告营销、明星营销和新媒体营销等方式实现对终端消费者的快速触达。选择年轻女性使用时长较高的微信、抖音、小红书等社交平台进行广告投放能够辐射更多的目标消费群体; 同时建立社交平台账号分享大量科学育儿知识、孕妇与新生儿护理经验等原创专业内容提升品牌专业性形象、积累粉丝, 通过多样化营销方式扩大品牌影响力, 进一步降低公司的获客成本。截至2021年8月, 小红书平台深圳/成都/北京爱帝宫账号分别有5.8/5.2/2.5万粉丝, 抖音平台爱帝宫拥有66.3万粉丝, 双平台粉丝数均大幅领先同行, 社群营销流量优势显著。

表 25: 抖音与小红书平台月子中心账号粉丝数对比

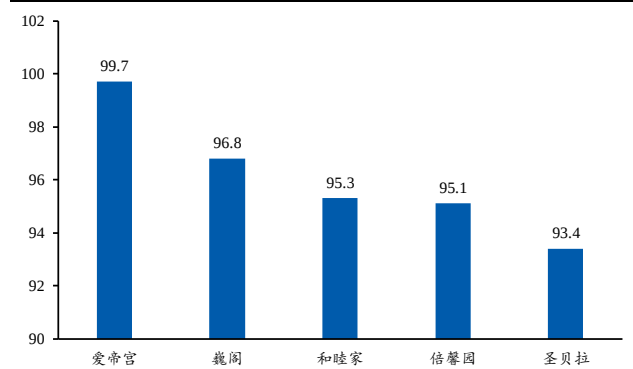
品牌名称	抖音平台	小红书平台
爱帝宫	66.3 万粉丝	深圳、成都、北京地区企业号累计 13.5 万粉丝
爱玛家	多账号合计约 13.1 万粉丝	北京爱玛家 1994 名粉丝
馨月汇	7352 名粉丝	北京馨月汇 133 名粉丝
贝瑞佳	多账号合计约 14.9 万粉丝	多账号合计约 6100 名粉丝
圣贝拉	未开通	1.1 万粉丝
禧月阁	240 名粉丝	14 万粉丝

数据来源: 抖音, 小红书, 东北证券

4.4. 异地扩张: 标准化直营+超轻资产模式打开异地复制快车道

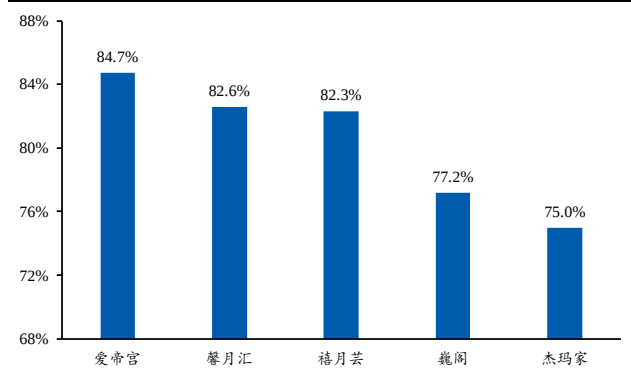
京蓉二城异地复制, 标准化直营塑造优秀品质。公司分别于 2016 年和 2018 年在北京和成都开设月子中心, 开始由深圳地区迈向全国市场。公司通过直营模式经营分店, 对比连锁加盟模式, 直营模式具有更高的品质把控能力。此外, 公司通过产品、服务和管理的标准化提高运营品质, 员工培训涉及 1300 多项操作要点, 从而推动品牌异地扩张。此外, 作为中华保健协会重要的成员单位与市政府重点扶植的母婴健康企业, 公司与政府部门或相关协会进行积极合作, 参与制定母婴行业标准, 从而不断提高行业规范性与专业性。根据弗若斯特沙利文数据, 2018 年爱帝宫北京地区每床位营收为 99.7 万元, 入住率达 84.7%, 均处于北京地区月子中心行业第一, 爱帝宫成功迈出了品牌异地扩张的第一步。

图 55: 2018 年北京地区月子中心每床位营收 TOP5



数据来源: 弗若斯特沙利文, 东北证券

图 56: 2018 年北京地区月子中心入住率 TOP5



数据来源: 弗若斯特沙利文, 东北证券

侨城新店开拓超轻资产模式, 外延成长提速。月子中心具有高运营壁垒的特征, 前期需要投入高额固定成本支出, 公司此前主要通过长期租赁获得物业, 再以现有店面为基础进行自主装修, 整体前期资本投入约为 4,000-5,000 万元, 整体筹备期较长在 6 个月以上。自 2021 年 4 月开业的深圳侨城店开始, 公司通过直接租赁自带装修的物业开启轻资产模式, 同规模店面前期资本投入大幅减少 70%, 筹备期也缩短为 1-2 个月, 大大减少了投资成本和筹备周期; 此外, 超轻资产模式丰富了企业对于符合开店要求的物业标的的选择, 目前在一线、新一线城市有众多高端公寓、高端酒店等物业可供公司选择租用, 因此超轻资产模式能够帮助公司进一步提升拓店节奏, 加快对核心城市的扩张布局。公司计划分批次实现对国内核心城市的覆盖, 不断提升市场占有率: 第一批城市深圳、北京、成都、杭州, 第二批城市广州、东莞、佛山、苏州、宁波、南京、上海, 第三批城市天津、重庆、

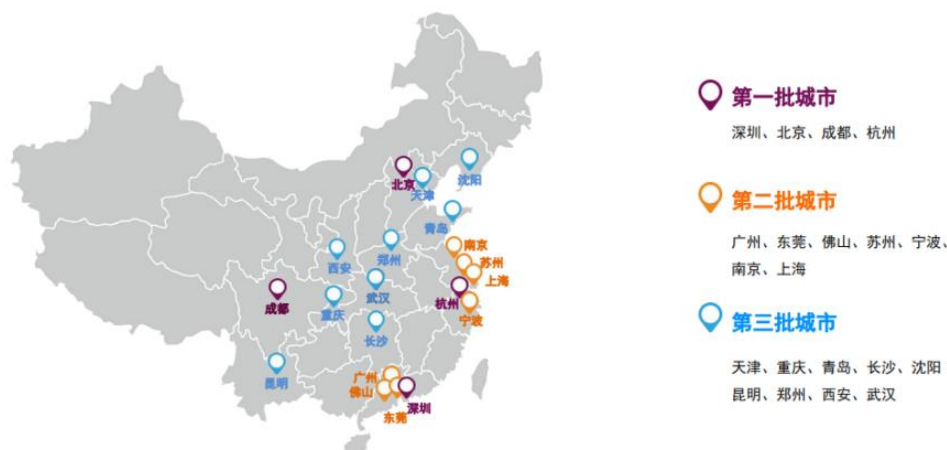
青岛、长沙、沈阳、昆明、郑州、西安、武汉。

表 26：公司开店模式对比

80 间房间为例	超轻资产新模式		旧模式
是否带装修	是	是	否
物业类型	五星级公寓酒店	独栋物业/商业体/公寓	独栋物业/商业体
合作方	酒店式公寓运营方	地产商/物业持有人	地产商/物业持有人
物业获取方式	长期租赁	长期租赁	长期租赁
可选物业数量	最多，全国约 2 万套酒店式公寓可供选择	适中	较少
新开店速度	快	快	相对慢
开业筹建期	少于 2 个月	少于 1 个月	大于 6 个月
投资额	约 1,500 万人民币	约 1,500 万人民币	约 4,500 万人民币
投资回收期	约 12 个月	约 12 个月	约 18-24 个月
同城客单价	最高	高	高
功能配套	齐全	齐全	齐全
增长服务实现形式	功能房	功能房/功能区	功能区
住宿体验	轻奢时尚	轻奢时尚/温馨如家	温馨如家

数据来源：公司公告，东北证券

图 57：公司门店扩张计划



数据来源：公司公告，东北证券

计划打造中端品牌爱帝阁，进一步开拓下沉市场。在异地扩张的同时，公司为了进一步满足市场需求和提升渗透率，将计划针对中等收入人群打造舒适型品牌爱帝阁，而定价水平将降至高端品牌爱帝宫的 70%，打开二、三线市场的市场增量空间。然而现阶段公司出于城市和消费人群渗透率差异的考量，仍然会把重心放在高端品牌爱帝宫，中端市场的下沉长期看将是重要的业绩增长点。

5. 风险提示

1. 低生育率风险

近年来我国生育水平呈现下降趋势，并存在继续降低的可能性；在经济社会发展 and 优生优育政策的背景下，结合已婚女性生育意愿不够强、育儿成本不断提高、育儿要求提高等情况，低生育率趋势若持续保持，月子中心将面临客户群体萎缩的风险。

2. 疫情风险

疫情仍使得月子中心普遍受到不同程度的影响，因防疫要求，月子中心需拒收潜在高风险地区客户，部分实施强隔离政策的城市无法按时入住，入住率也需要控制在防控允许范围内；同时，疫情防控的措施也将提高月子中心的运营成本。这些影响或将不利于月子中心盈利状况。

3. 安全事故风险

月子中心的入住群体主要为新生儿和产后妈妈，对护理的专业程度要求高，同时需要更高的洁净度和舒适度，因为新生儿和产后妈妈为易感染人群，如果发生因护理人员的疏忽导致安全事故将对品牌信誉造成损害，降低客户信任度。

4. 市场竞争加剧风险

月子中心行业的进入门槛比较低，在低端情况下对专业性、舒适度的要求有限，导致行业分布较为分散，存在低质量、也低价格的机构；这样的竞争情况使得部分月子中心的收益降低，同时对行业和品牌可信度有影响，也将不利于行业长期发展。

5. 扩张进程不及预期

月子中心行业前期投入成本高，同时对于客户消费能力也有相应的要求，在扩张进程中可能面临多因素扰动导致进展不及预期；此外，如若月子中心提供的服务不符合客户预期或差于广告、营销展现的情况，也可能导致客户流失，无法实现行业扩容。

研究团队简介:

李慧: CFA, 美国伊利诺伊大学香槟分校金融硕士, 厦门大学广告学/经济学双学士, 现任东北证券社服组组长。曾任美国芝加哥扎克伯格投资管理公司量化分析师, 2015 年加入东北证券, 深度覆盖社会服务行业, 2019 年金牛奖研究团队第 3 名。

赵涵真: 新加坡国立大学硕士, 上海交通大学学士, 2021 年加入东北证券, 现任社会服务行业研究人员。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准: A 股市场以沪深 300 指数为市场基准, 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为市场基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准; 美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场基准。	

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区三里河东路五号中商大厦 4 层	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (总监)	021-61001986	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-61001803	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-61001965	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-61001805	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-61001807	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-61001802	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-61001827	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-61002025	13122617959	liuyq@nesc.cn
周之斌	021-61002073	18054655039	zhouzb@nesc.cn
陈梓佳	021-61001887	19512360962	chen_zj@nesc.cn
孙乔容若	021-61001986	19921892769	sunqrr@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
赵丽明	010-58034553	13520326303	zhaolm@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	19801271353	zhouying1@nesc.cn
王动	010-58034555	18514201710	wang_dong@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (总监)	0755-33975865	13760273833	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
王谷雨	0755-33975865	13641400353	wanggy@nesc.cn
姜青豆	0755-33975865	18561578188	jiangqd@nesc.cn
张瀚波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
邓璐璘	0755-33975865	15828528907	dengll@nesc.cn
戴智睿	0755-33975865	15503411110	daizr@nesc.cn
王星羽	0755-33975865	15622820131	wangxy_7550@nesc.cn
王熙然	0755-33975865	13266512936	wangxr_7561@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-61002151	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-61002136	15618139803	dujiachen@nesc.cn
王天鸽	021-61002152	19512216027	wangtg@nesc.cn
王家豪	021-61002135	18258963370	wangjiahao@nesc.cn
白梅柯	021-20361229	18717982570	baimk@nesc.cn
刘刚	021-61002151	18817570273	liugang@nesc.cn
曹李阳	021-61002151	13506279099	caoly@nesc.cn