

商业贸易行业深度研究报告

生育率变化下的母婴市场：复盘、对标与自己的路

- **七普数据点评：**总人口 14.12 亿人，出生人口 1200 万人，较 2019 年减少 265 万人，出生率与自然增长率持续放缓；“一老一小”占比加大，分别占比 18%/13.5%；总性别比 105.07，较 2019 年提升 0.62，出生人口性别比 111.3；生育率与结婚率双低，生育率 1.3，结婚登记 813.1 万对，单身年轻男性显著多于女性。我们认为，二孩政策堆积效应释放高峰已过，未来仍需依靠一孩拉动出生人口。城镇化水平提高超预期，高线城市生活成本压力，叠加近两年疫情和疫苗影响，生育率或将持续低迷。
- **复盘各国母婴股与人口增长：**我们认为城市化不可避免降低生育率，但母婴企业各有应对方法：1) 非移民型如日本，人口进入负增长，但母婴零售股如西松屋、阿卡酱依靠自身强 α 优化全球供应链与全国布局；2) 移民型国家，比如英美，英国依靠放开技术移民推动如 Mothercare 等童装零售商布局全球市场，但在英国出生率持续下滑的强 β +全球零售加大存货压力的负 α 下最终破产；自然增长率比较健康的如美国市场，不仅有大快消公司整合奶粉、纸尿裤等产业，童装与玩具零售商也通过拓宽全球市场不断收购，维持自身增长。
- **据测算中国泛母婴市场 0-6 岁儿童（产品+服务）规模 2.7 万亿，其中产品销售占 6-7 成，0-3 岁市场规模近 1.6 万亿，下沉市场占比 7 成。**根据 Euromonitor，婴童食品（包含奶粉 2000 亿）市场 4700 亿左右，专卖店渠道占比 50% 以上，线上占比 30%；易耗品市场 2000 亿（包含纸尿裤 700 亿）左右，线上占比 50%，专卖店渠道占比 3 成。童装 3000 亿与儿童玩具 200 亿对线下渠道依赖度高。全国消费者当中，高线妈妈偏好线上渠道，下沉市场依赖线下，由于零售店配送频次高，依赖物流周转，区域性龙头壁垒高。服务消费市场 0.9 万亿，且 20% 以上速度高速增长，娱乐出行及教育市场占比过半，景气度高。
- **复盘西松屋与阿卡酱：小店模式 VS 大店模式。**西松屋在日本拥有 1006 家店铺，前期集中开店占领区域市场，中期大力开发自有品牌，后期互联网销售崭露头角，并拓宽全球电商零售与免税店旅游零售市场；各阶段战略转身迅速，奠定市场地位。阿卡酱在日本拥有近 120 家大店；高端定位，大店降本增效，OP margin 持续提升；依托母公司“7&i”互联网销售。两家均在日本人口负增长背景下，持续获得正增长，精细化运营与差异化战略走出两条曲线。
- **复盘英国母婴巨头 Mothercare 的落寞：渠道品牌为何难以支撑零售店？**奶粉与纸尿裤等易耗物，头部品牌或被国际快消集团收购，或独立做品牌运营。从零售渠道走出来的母婴股均以童装或玩具销售为主。Mothercare 在英国市场发展完成后同时国际化采购与全球零售布局，低毛利的服装品类对存货周转效率要求高，信息化与组织架构的不完善，进一步压低毛利，最终破产。
- **母婴店如何在奶粉之外创收？**由于服务类消费虽然高速增长，但缺乏政策规范，市场标准化程度较低，渠道店转为服务供应商可能面临 3-5 年低毛利、高投入耕耘期；且由于二孩父母具备经验，母婴服务的目标客群更多为一孩家庭，目前 0-3 岁婴儿中二孩占比超过一半，一孩家庭需求存在不确定性。复盘日本、英国、美国市场后，结合中国母婴产品销售，我们认为渠道品牌选童装作为增收切入点更合适，但仍需精细化运作提高周转。玩具销售目前依靠 IP 与智能系统，更适合母婴媒体或互联网企业的战略转身。婴儿洗护市场持续分散，90 后妈妈对国牌与线上品牌接受度高，代工厂的蓬勃发展为小品牌提供机会。
- **风险提示：**新生儿数据增长不及预期，生育率与生育意愿下滑超预期等。

推荐（维持）

华创证券研究所

证券分析师：王薇娜

电话：010-66500993
邮箱：wangweina@hcyjs.com
执业编号：S0360517040002

证券分析师：胡琼方

电话：010-66500993
邮箱：huqiongfang@hcyjs.com
执业编号：S0360519090004

行业基本数据

		占比%
股票家数（只）	97	2.41
总市值（亿元）	7,985.03	0.96
流通市值（亿元）	6,313.02	0.99

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-3.99	-14.23	-7.42
相对表现	-7.16	-18.97	-38.02



相关研究报告

《商贸社服行业 2021 年中期策略报告：布局复苏，把握景气》

2021-05-07

《商贸社服行业 2020 年报及 2021 年一季报总结：逐季回暖，稳步复苏》

2021-05-07

《【华创社】4 月社零数据点评：增速+17.7%，两年平均增速+4.3%，增速回落基数较高》

2021-05-17

投资主题

报告亮点

本篇报告复盘日本、英国与美国生育率变化过程，复盘各国重点母婴零售企业拐点时刻的应对方式。深度复盘日本西松屋、阿卡酱的发展历程、小店模式 VS 大店模式的两种经营策略以及面对人口负增长后的战略转型。由于西松屋选取童装作为主要自有品牌发展，本篇报告进一步复盘英国童装零售龙头 Mothercare，在全球零售与全球采购重压存货周转效率下，薄利生意面临亏损。

本篇报告通过分析中国母婴零售市场的结构——产品消费占比高和服务消费高增长，进一步详细拆解分析奶粉、纸尿裤、服装与玩具四大类市场的渠道与品牌。

投资逻辑

本篇报告从第七次人口普查数据对母婴行业影响出发，复盘日本、英国、美国人口数据与母婴股的重点发展。母婴零售业态中现存西松屋与阿卡酱，深度复盘日本西松屋、阿卡酱，两家除大店与小店的经营模式差异外，自主品牌战略差异大，西松屋选择童装，阿卡酱选择联合研发高端车床；所以作为母婴零售商，做自主品牌是否可以增强营收弹性？英国 Mothercare 以童装销售为主，本篇复盘 Mothercare 的发展历程，在寻找新的增长市场中，供应链成为制约前端生意的关键。所以选择服装作为自主品牌是不是一种好战略？本篇进一步分析母婴市场中产品市场与服务市场以及在各线城市的发展业态，拆解四大母婴产品的竞争格局，得到结论：婴童服装、玩具车床是两个有经验可借鉴的可选品类；婴护市场的加速分散，或许为新渠道品牌提供机遇。

目 录

一、2020 年人口数据分析	8
二、各国母婴市场与出生率关系	9
三、中国母婴渠道变革	13
（一）母婴线下区域化缓慢发展，加速向低线城市下沉	13
1、供给端：区域化布局——配送半径存在天然限制	14
2、需求端：低线城市虽坪效低，但需求增长快	16
（二）线上母婴内容平台与直播推动 KOL 与 BA 线上化	18
四、复盘日本母婴零售行业：西松屋 VS 阿卡酱，差异定位抢市场	20
（一）西松屋复盘：各阶段战略转身正确，互联网成新亮点	20
1、扩张期（1997-2004）：全国布局，快速复制单店抵抗行业 β 下行	21
2、稳增期（2005-2016）：人口负增长，公司依靠自有品牌维持增长	22
3、变革期（2017-至今）：互联网销售+免税渠道，海外布局求变革	23
（二）阿卡酱复盘：高端定位，店铺降本增效	24
（三）西松屋 VS 阿卡酱单店模型对比总结	27
1、营收端：单店受开店数量稀释以及门店定位差异影响	27
2、成本端：西松屋区域化管理，阿卡酱通过兼职优化成本	28
五、英国母婴 Mothercare：渠道品牌为何不能支撑母婴零售店	29
1、Mothercare 的发展阶段	29
2、优势：渠道品牌覆盖全品类，服装占比极高	31
3、劣势：低毛利+国际化，存货风险高，反向压毛利	31
六、中国母婴行业规模与构成	32
（一）中国母婴行业规模与测算	32
（二）母婴产品需求占主要，服务需求高速增长	38
1、婴童食品：以奶粉为例，差异化与高端化拉动“价”提升	39
2、易耗品：纸尿裤提价空间有限，婴儿洗护高增长，均易于线上化	42
3、可选消费品：童装，易受线上化与信息流冲击	46
4、玩具与泛文娱：冲动型消费，线下占比七成，依靠 IP 拉动	48
七、风险提示	51

图表目录

图表 1	中国总人口数与同比增长率	8
图表 2	新出生人口数与自然增长率	8
图表 3	中国总人口性别比	9
图表 4	2017 年全国 15 岁以上单身情况	9
图表 5	中国二孩占比	9
图表 6	2020 城镇化率超预期	9
图表 7	中美日英人口自然增长率	10
图表 8	中美日英人口出生率	10
图表 9	日本人口出生率与自然增长率	10
图表 10	日本新出生婴儿数与增长率	11
图表 11	英国自然增长率与出生率	12
图表 12	美国自然增长率与出生率	13
图表 13	母婴品类渠道销售额增速	14
图表 14	2015-2020 年婴童食品主要渠道占比	14
图表 15	2015-2020 年婴儿纸尿裤主要渠道占比	14
图表 16	近半数母婴连锁企业门店数小于 5 家	15
图表 17	重点母婴连锁企业地区割据	15
图表 18	全国主要大型母婴连锁品牌情况	15
图表 19	孩子王 VS 爱婴室存货周转天数（天）	16
图表 20	奶粉品牌存货周转天数比较（天）	16
图表 21	西松屋与 Mother care 存货资产比率	16
图表 22	2016 年 Mother care 全球加盟商版图	16
图表 23	2019 年高线、低线城市出生率（‰）	17
图表 24	各线城市移动购物渗透规模	17
图表 25	小红书用户地区分布变化（%）	17
图表 26	宝宝树用户城市等级分布（%）	17
图表 27	2020 年消费者购买奶粉的渠道选择	18
图表 28	华润置地购物中心 2014 年开始下沉	18
图表 29	2019 年爱婴室单店模型（上海店 VS 江苏店）	18
图表 30	2020 年母婴用户获取信息渠道	19
图表 31	2020 年母婴用户消费决策参考信息来源	19
图表 32	天猫京东双十一母婴销售额与增速	19
图表 33	2020 年中国母婴产品主要购买渠道分布	19

图表 34	垂直母婴平台装机设备数（万台）	20
图表 35	垂直母婴平台用户活跃度（万人）	20
图表 36	西松屋股价（日元）	21
图表 37	西松屋营业收入与增长率	21
图表 38	西松屋净利润与净利率	21
图表 39	西松屋毛利润与毛利率	22
图表 40	西松屋资本支出	22
图表 41	西松屋开店数量与增长率	22
图表 42	西松屋集中开店策略	22
图表 43	西松屋开店数量与关店数量	23
图表 44	婴童服装销售中西松屋销售占比提升	23
图表 45	自有品牌产品开发数量与销售额占比	23
图表 46	西松屋供应商来自全球多个发展中国家	23
图表 47	西松屋互联网销售额	24
图表 48	西松屋会员积分规则概要	24
图表 49	阿卡酱总营收与营收增长率	25
图表 50	阿卡酱净利润	25
图表 51	阿卡酱平均销售面积（m ² ）与门店数量	25
图表 52	阿卡酱可独立组合的生活场景模块（部分）	25
图表 53	阿卡酱开店与关店情况	26
图表 54	阿卡酱与以下公司开展业务合作	26
图表 55	2020 财年关键指标对比图	27
图表 56	营收端两店对比指标	27
图表 57	阿卡酱与西松屋平均单店面积（平方米）	28
图表 58	西松屋（左）与阿卡酱（右）店铺分布对比	28
图表 59	成本端关键指标对比	28
图表 60	单店毛利率对比图	29
图表 61	单店净利率对比图	29
图表 62	英国母婴家化家清市场规模	29
图表 63	Mothercare 股价变动	29
图表 64	Mothercare 营收与增速	30
图表 65	Mothercare 净利润与利润率	30
图表 66	Mothercare 门店数量	31
图表 67	Mothercare 营收分布	31
图表 68	Mothercare 自营品牌 SKU 占比	31

图表 69	Mothercare 营收占比（2018 年）	31
图表 70	Mothercare 产品服务成本与毛利率	32
图表 71	Mothercare 的商业模式	32
图表 72	母婴产业细分品类	33
图表 73	0-14 岁母婴行业产品及服务矩阵（根据年龄和购买频次）	33
图表 74	低线城市收入分配结构变化	34
图表 75	中国 0-14 岁人口变动	34
图表 76	不同城市 0-6 岁婴童数量变化趋势（%）	35
图表 77	中国 0-6 岁母婴市场规模测算	35
图表 78	0-6 岁细分母婴品类市场规模测算（亿元）	35
图表 79	近 5 年不同等级城市母婴市场规模测算（亿元）	35
图表 80	近 5 年不同等级家庭产品与服务需求及占比测算（亿元，%）	36
图表 81	近 5 年不同收入等级家庭市场需求总额测算（亿元）	36
图表 82	不同城市母婴市场规模占比测算（%）	37
图表 83	母婴商品需求与服务需求市场规模测算（亿元）	37
图表 84	全国家庭母婴平均支出 CAGR 测算（%）	38
图表 85	2020 年家庭母婴服务类项目支出习惯测算（%）	38
图表 86	主要品类市场规模（亿元）	38
图表 87	母婴主要品类全渠道增速	38
图表 88	婴童洗护子品类的全渠道销售额	39
图表 89	母婴主要品类线上增速	39
图表 90	婴儿食品销售渠道分布	39
图表 91	婴儿食品头部公司市占率	39
图表 92	婴配奶粉市场规模（亿元）	40
图表 93	中国奶粉价格对标世界（美元/KG）	40
图表 94	奶粉行业品牌市占率 top10	40
图表 95	奶粉分段产量及增速（千吨）	41
图表 96	奶粉分段销售额及增速（亿元）	41
图表 97	婴配奶粉价格分布带	41
图表 98	美、英、德、中 CR3 集中度	42
图表 99	4 段奶粉价格分布带	42
图表 100	我国婴童纸尿裤市场规模（亿元，%）	43
图表 101	中国纸尿裤产品单价（元/片）	43
图表 102	纸尿裤行业外资品牌市占率（%）	43
图表 103	2020 年婴儿纸尿裤品类天猫购物节排名	43

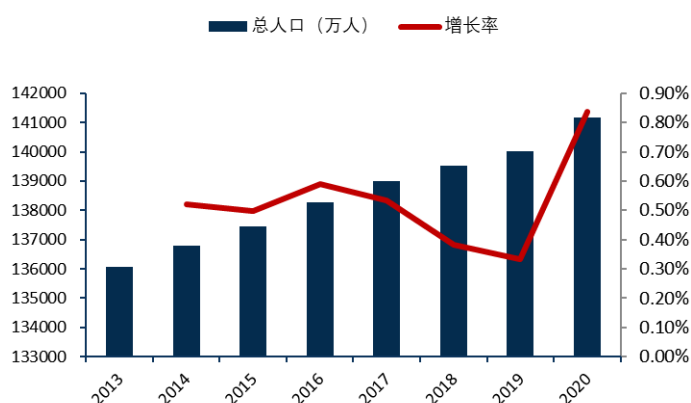
图表 104	纸尿裤行业主要 ODM 企业	44
图表 105	婴儿纸尿裤各渠道收入份额 (%)	45
图表 106	中国婴儿洗护市场	45
图表 107	中国婴儿洗护销售渠道分布	45
图表 108	婴儿洗护细分品类体量	46
图表 109	婴儿洗护“价”提升高于“量”提升	46
图表 110	中国婴儿洗护市场集中度低且持续降低	46
图表 111	婴儿洗护品牌市占率	46
图表 112	童装市场规模及各品类增速 (亿元, %)	47
图表 113	纺服行业营业收入累计值及同比 (亿元, %)	47
图表 114	Balabala 天猫旗舰店月销售额 (百万, %)	47
图表 115	童装人均支出占人均 GDP 比重	47
图表 116	2020 年童装市场各品牌市占率 (%)	47
图表 117	中国、日本、美国、英国儿童鞋服 TOP5	47
图表 118	2020 年中国玩具行业销售规模	48
图表 119	2018 各国家庭平均玩具消费支出 (元)	48
图表 120	外资企业各细分市场占比及排名 (%)	49
图表 121	玩具行业市占率 Top10 企业 (%)	49
图表 122	中国玩具销售渠道	49
图表 123	2019 年天猫母婴亲子行业 IP 授权商品各类目分布 (%)	49
图表 124	2019 年母婴亲子行业 IP 电商销售指数榜	50
图表 125	2019 年母婴亲子行业 IP 电商蓝海指数榜	50
图表 126	小米 2016 年出品: 米兔智能故事机	50
图表 127	小米 2018 年出品: 计客超级魔方	50

一、2020 年人口数据分析

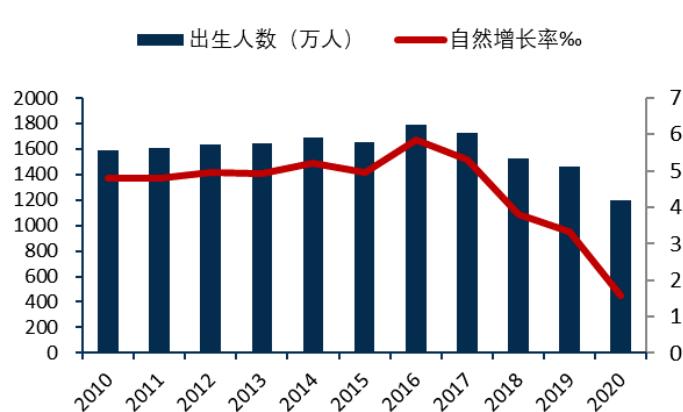
全国人口总数持续平稳增长期，2020 年总人口同比增长率显著上升，近十年人口增长率放缓。根据第七次人口普查数据显示，2020 年我国总人口数量为 14.1178 亿，同比增长 8.4%，较 2019 年增加 0.51pct。2020 年总人口比 2010 年第六次人口普查净增 7206 万人，增长 5.38%，年平均增长率为 0.53%，相较 2000-2010 年下降 0.04pct。

出生人口持续下降，“一老一小”占比加大。2020 年出生人口 1200 万人，较 2019 年减少 265 万人，2015 年末年实行全面二孩政策后，2016 年新生人口 1786 万，达到近年巅峰，随后新出生人口数量持续下降。2020 年，0-14 岁人口总量 25,338 万，占比 17.95%，较去年+0.15pct。65 岁以上人口数量为 17,603 万，占比 13.50%，较去年+0.9pct。

图表 1 中国总人口数与同比增长率



图表 2 新出生人口数与自然增长率



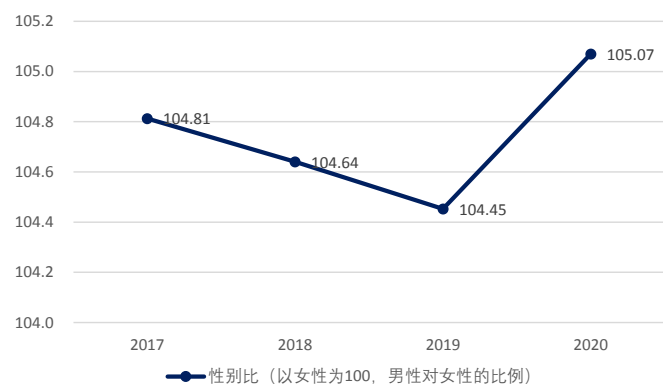
资料来源：国家统计局，华创证券

资料来源：国家统计局，华创证券

总人口性别比提升，新出生人口性别虽较 2010 年下滑，但仍远高于总性别比。2020 年总人口中男性占比 51.2%/女性占比 48.8%。总人口性别比 105.07，相比 2019 年抽样数据提升+0.62，较 2010 年普查数据性别比 104.9，提升+0.8。2020 年出生人口性别比为 111.3，较 2010 年下降 6.8。出生人口性别比高于总体性别比，即总人口男性较多，新出生人口中男性占比更多。

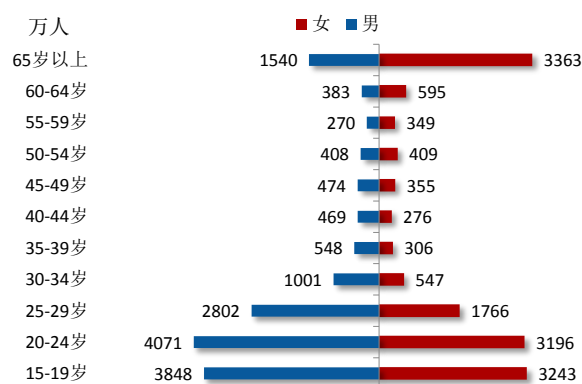
结婚率与生育意愿双低，20-29 岁男性单身多于女性。七普数据显示：2020 中国育龄妇女生育意愿为 1.8，育龄妇女总和生育率为 1.3，相当于比上一代减少 40%的人口；根据日本人口学社披露，2015 年普查数据显示日本育龄妇女生育意愿超过 2。民政局数据显示，2020 年我国结婚登记数据为 813.1 万对，此为继 2019 年跌破 1000 万对大关后，再次跌破 900 万大关。2020 年新冠肺炎疫情增加了居民对可支配收入预期的不确定性和对住院分娩的担忧，进一步降低了居民生育意愿。考虑到 2021 和 2022 年仍有疫情扰动和疫苗注射预期，生育意愿可能持续被影响。

图表 3 中国总人口性别比



资料来源: 国家统计局, 华创证券

图表 4 2017 年全国 15 岁以上单身情况

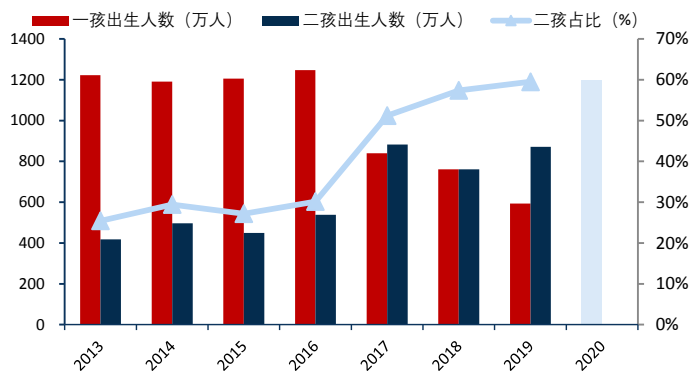


资料来源: 国家统计局, 华创证券

注: 此处单身包含无配偶、丧偶; 数据为人口抽样调查数据

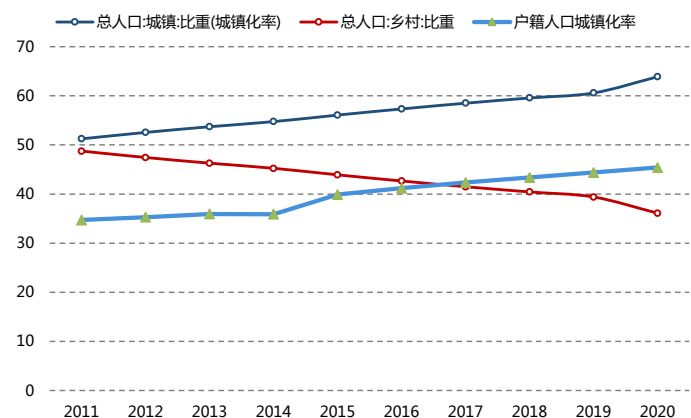
二孩政策影响堆积效应逐步散去, 未来生育人口仍需提高一孩。2015 年年末实行全面二孩政策后, 2016 年新生人口 1786 万, 二孩占比 51.2%, 也是近年首次冲上 50%。此后出生人口数量下降, 二孩占比持续超过一半。2017 年开始, 一孩跌破千万, 此后持续萎缩。人口迁移影响大, 下沉市场的生育率或低于预期。2020 年常住人口城镇化率 63.89%, 但户籍人口城镇化率仅为 45.4%, 低于常住人口口径 18.5pct。且 2020 年城镇化率快速提升, 较 2019 年提升 3.29pct, 较 2010 年提升 14.21pct。

图表 5 中国二孩占比



资料来源: 国家统计局, 华创证券

图表 6 2020 城镇化率超预期

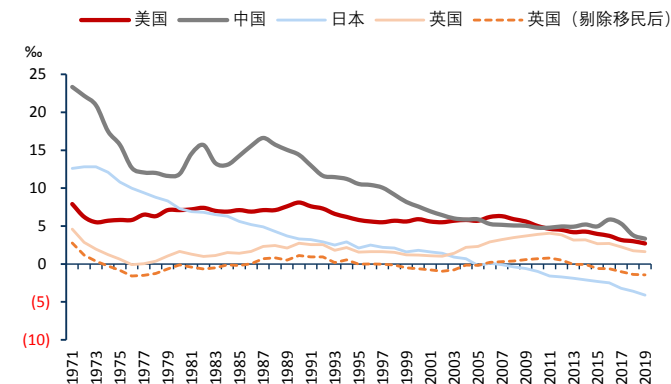


资料来源: 国家统计局, 华创证券

二、各国母婴市场与出生率关系

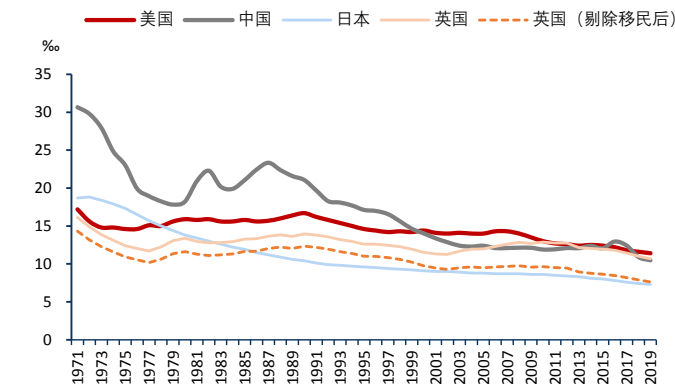
各国从自然增长率与出生率数据上看, 一共两种类型: 1) 非移民型, 比较典型的是日本, 目前自 07 年后已经处于人口负增长阶段, 出生率在 8.7‰ 以下; 2) 移民型, 比较典型的是英国、美国; 英国剔除移民 (母亲为移民) 的出生率影响, 自然增长率在 13 年转负, 但美国整体处于比较平稳增长阶段。

图表 7 中美日英人口自然增长率



资料来源: WorldBank, Euromonitor, Wind, Office for National Statistics, 华创证券

图表 8 中美日英人口出生率

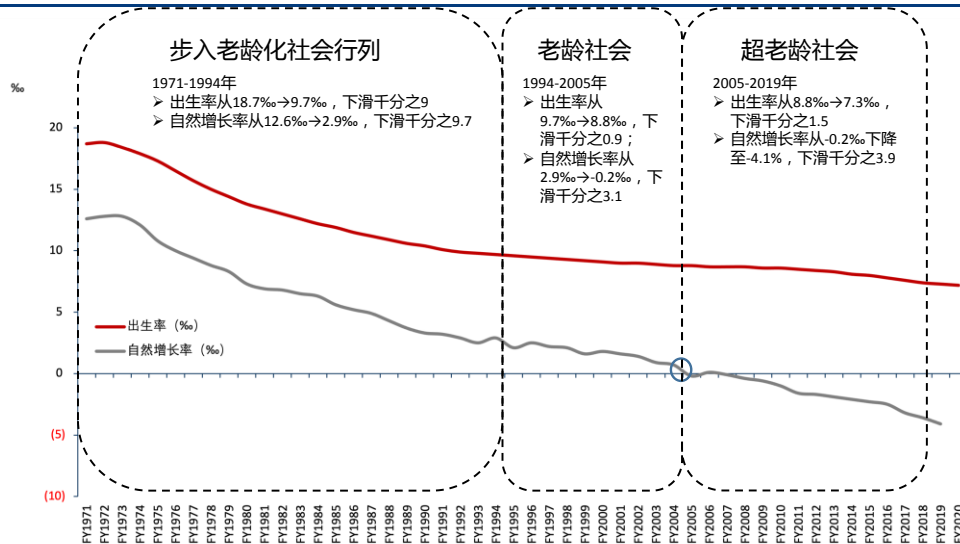


资料来源: WorldBank, Euromonitor, Wind, Office for National Statistics, 华创证券

(一) 日本

二战结束后, 1947-1949 年日本出现了持续三年的“第一次生育高峰”。1950 年以后, 日本人口出生率急速下降。日本于 1970 年进入老龄化社会之后, 出生率进一步下降, 65 岁及以上的老年人占总人口的比例为 7%, 开始步入人口老龄化行列; 1994 年达到 14%, 进入老龄社会; 2007 年达到 21%, 进入超老龄社会。2005 年, 日本人口首次出现负增长。

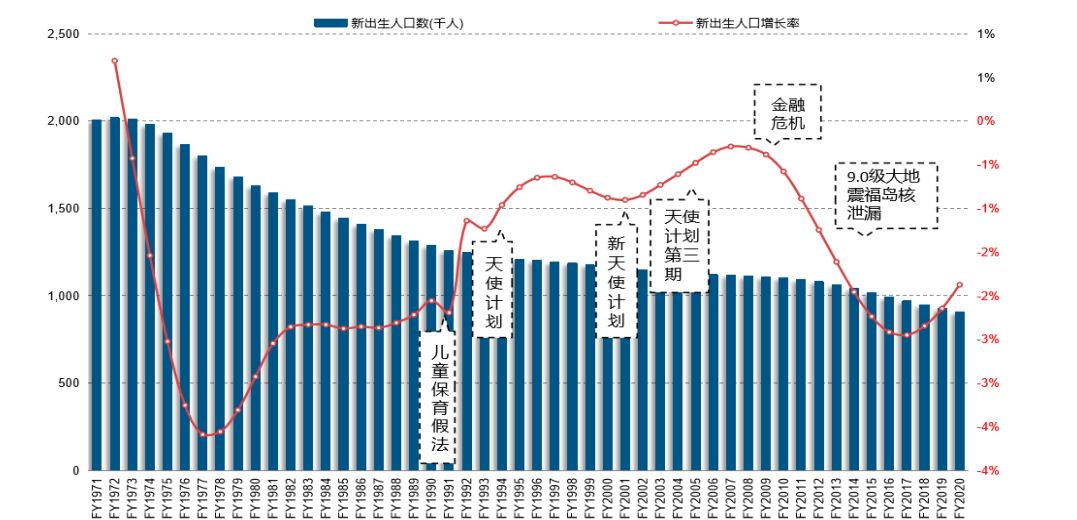
图表 9 日本人口出生率与自然增长率



资料来源: Bloomberg, Euromonitor, 三浦展《第四消费时代》, 华创证券

日本政府对于生育率不足可能引发的人口危机, 颁布了一系列的政策鼓励生育: 1991 年, 日本颁布“儿童保育假法”; 1994 年、1999 年和 2004 年, 分别推行了三期“天使计划”。虽然政策一定程度上使得新生儿增长率有所提高, 但仍未使其转负为正, 日本的新生儿依然逐年减少。2008 年的金融危机和 2011 年日本东京 9.0 级大地震与福岛核泄漏事件使得新生儿增长率进一步显著下降。

图表 10 日本新出生婴儿数与增长率



资料来源: Bloomberg, Euromonitor, United Nations Department of Economic and Social Affairs, 华创证券

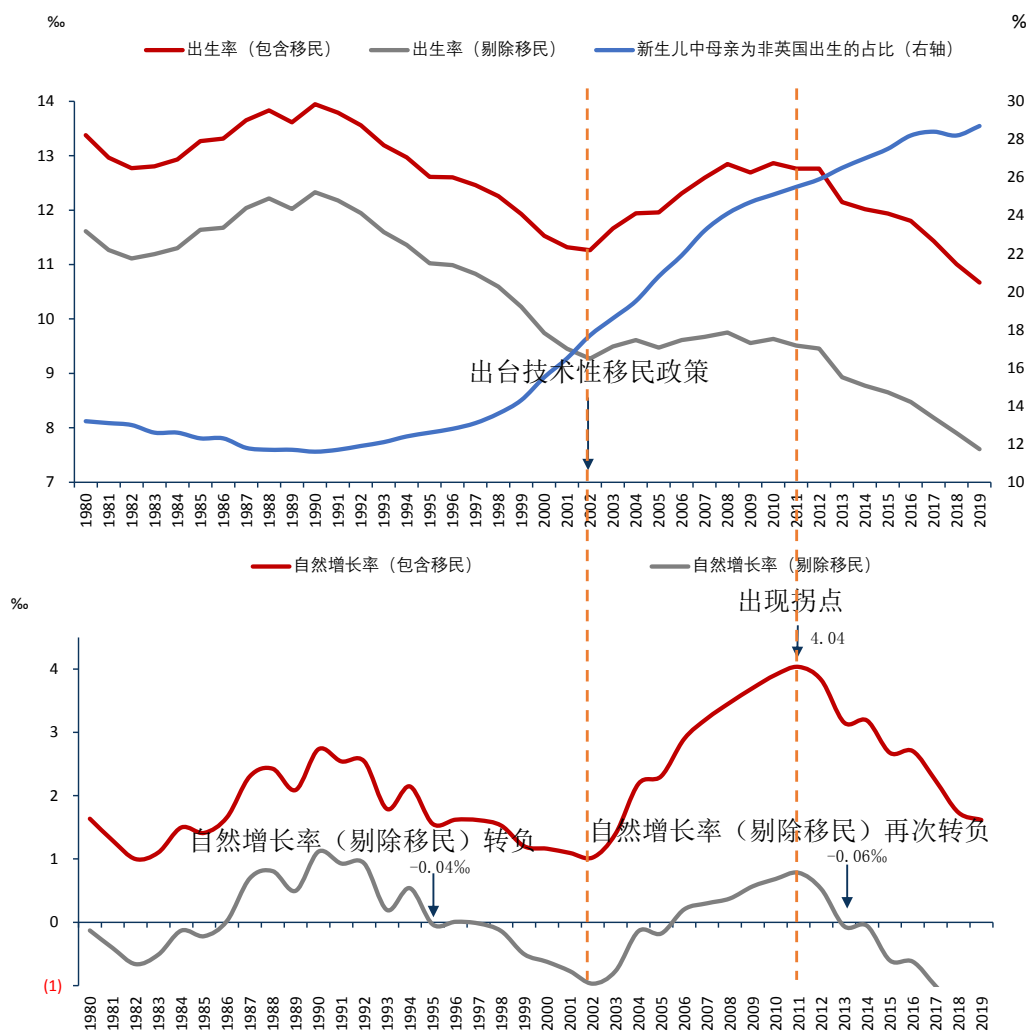
但在新生儿持续下滑的背景下，日本市场仍然存有两家上市（被收购）母婴零售店：西松屋 Nishimatsuya Chain Co Ltd（7545 JT）、阿卡酱 Akachan Honpo；除此之外，仍有全球化的连锁企业在少子化的日本开立连锁店：Babies R Us（玩具反斗城）、Miki House。

（二）英国

从英国自然增长率与新生儿数据，可将人口增长划分为三个阶段：

- 1) 自然增长逐步转负：1990-2002 年**（自然增长率在 1995 年转负，-0.04‰），期间英国本土出生率 12.33‰→9.27‰，下滑千分之 3.06。
- 2) 移民放开推动自然增长率上行：2002-2010 年**，英国在 2002 年 1 月出台技术性移民细则，该细则在试行一年后正式实施。新生儿中母亲是非英国出生的占比大幅上升（从 17.7% 提升至 25.1%，提高+7.4pct），出生率和自然增长率同步上升，期间英国人口自然增长率从 1.02‰→3.91‰，增长千分之 2.51。
- 3) 移民红利逐渐消失，出生率与自然增长率均下滑：2011-2012 年**，人口自然增长率和出生率逐渐达到饱和，2013 年，剔除移民后的自然增长率再次转负，达到-0.06‰，移民带来的新生儿人口红利逐渐消失，此后英国人口出生率和自然增长率持续下滑。

图表 11 英国自然增长率与出生率



资料来源: Bloomberg, Office for National Statistics, 华创证券

英国本土自然增长率两度降至零点，移民红利消失，英国本土品牌普遍布局海外市场。曾经英国本土最大的母婴集合店 Mothercare 自 2008 年后将业务重心放到海外连锁店，2019 年 11 月，Mothercare 退出英国市场，Mother UK 进入破产清算程序。PL Cussons 消费品集团旗下 Cussons Baby（婴儿护理用品）品牌的主要交 M 易市场在亚洲和非洲，Cussons kids（洗护用品）主要交易市场在泰国和印度尼西亚。

大型快消集团收购与海外品牌双重冲击，英国本土少见“奶粉尿布股”。欧睿数据显示，英国市场份额最大的纸尿裤品牌为帮宝适（Pamper），2020 年市场份额 49.1%，隶属于总部在美国的宝洁集团（Procter & Gamble）。2020 年市场份额 11.3%，排名第二的好奇（Huggies）隶属于金佰利集团（Kimberly-Clark），约 30% 的市场份额被小型私人品牌占据。英国牛栏奶粉（Cow&Gate）与爱他美（Atamil）奶粉均隶属于法国达能集团。英国惠氏奶粉隶属于全球惠氏集团（WYETH），总部位于纽约。

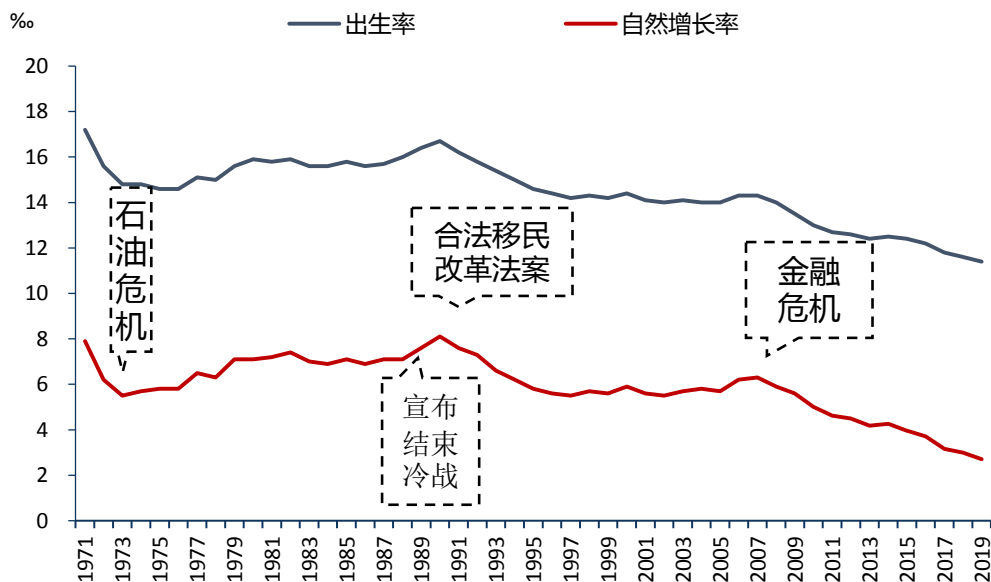
（三）美国

“婴儿潮”过后，70 年代初期-90 年代初期，出生人口处于平稳增长阶段。70 年代初，越南战争的持续和石油危机的爆发对美国经济的打击，导致该时期出生率和自然出生率大幅下降。1973 年出生率 14.8‰，自然增长率 5.5‰。1973 年后，随着经济的恢复，出

生率和自然增长率开始逐步上升。

90年代后，生育率持续下降，但移民政策使得总人口平稳提升。1989年，美苏两国领袖宣布结束冷战，1990年，美国出台《合法移民改革法案》，将合法移民配额从每年27万人增加至67.5万人，并创立投资移民类别，为美国吸引了大量年富力强的学历、高收入移民，人口平稳之中还有提升。1990年美国人口自然增长率上升到8.1‰。1990年后，教育水平和收入的提升影响了育龄女性的生育行为，出生率略有下降，但保持稳定。直至2008年，美国人口自然增长率稳定在6‰左右的水平。2008年金融危机与逐渐收紧的移民政策，美国出生率和自然增长率虽然在持续下降，但仍高于大部分发达国家。

图表 12 美国自然增长率与出生率



资料来源：WorldBank, Bloomberg, 华创证券

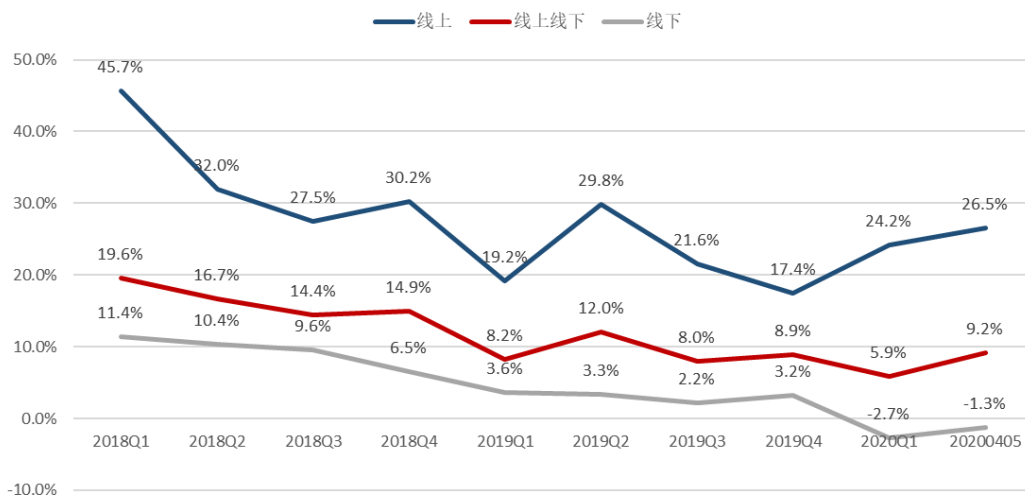
美国大型快消集团占据主要市场，标准母婴股仍为童装品牌。美国自然增长率维持在2‰左右的水平，本土市场竞争较为稳定，根据Euromonitor数据在美国婴幼儿产品市场中，市场份额最大的品牌是好奇纸尿裤（Huggies），2020市场份额16.6%，隶属于金佰利集团（Kimberly-Clark）。2020年市场份额8.8%，排名第二的帮宝适（Pampers）隶属于宝洁公司（Procter & Gamble）。美国著名的奶粉品牌嘉宝奶粉（Gerber）于2007年被瑞士的雀巢公司收购。美赞臣奶粉（Mead Johnson）隶属于英国的利洁时集团。美国最大的婴童服装品牌营销商Carter's收购了Bonnie Togs童装（加拿大，2011年）与宝胜国际（中国，2017年）合作，持续拓宽海外市场，优化供应链。美国儿童服饰专业零售商The Children's Place也在加快布局海外市场，截至2020年，在19个国家经营230个国际分销点。两家公司的营收、利润均维持增长。

三、中国母婴渠道变革

（一）母婴线下区域化缓慢发展，加速向低线城市下沉

母婴销售线上领跑全渠道。全品类母婴产品销售额中，线上渠道销售额增速最快。18-20年母婴线上销售增速维持在20-40%左右，而以大卖场和专业零售店为主的线下渠道增速逐年下滑，2020年疫情进一步提升了母婴线上化率，线下渠道销售额首次出现负增长。

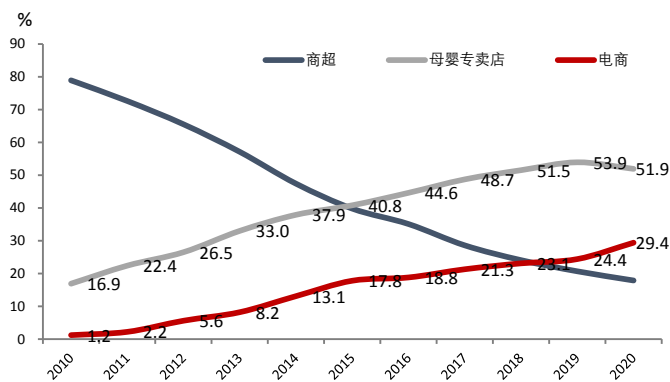
图表 13 母婴品类渠道销售额增速



资料来源：尼尔森《2020 母婴消费洞察报告》，华创证券

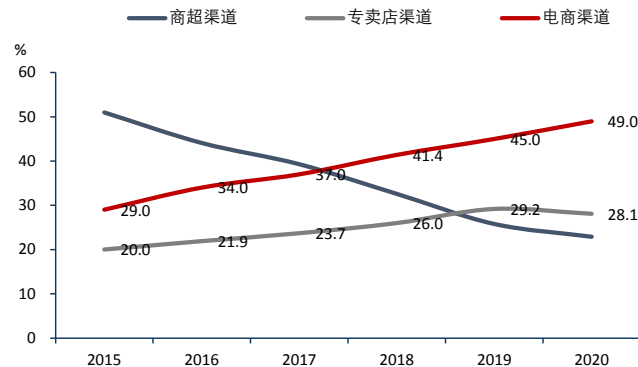
从主要品类看，婴童食品——母婴专卖店销售仍占优：根据 Euromonitor 数据，婴童食品中奶粉占比近 9 成，2000 亿婴童食品市场，专卖店渠道销售额近 1046 亿，占比超一半，在 2019 年之前保持线下专卖店渠道占比持续提升，2020 年略受疫情影响，专卖店占比下滑 2.0pct。纸尿裤——线上+线下平分秋色，电商渠道占比高。全国婴童纸尿裤市场大约 703 亿元，专卖店销售近 200 亿元纸尿裤；2018 年电商开始成为占比最高的渠道。2020 年电商销售份额达到 49%，且仍有继续上涨趋势。从两大销售产品看，母婴专卖店市场规模 1250 亿元以上。

图表 14 2015-2020 年婴童食品主要渠道占比



资料来源：Euromonitor，华创证券

图表 15 2015-2020 年婴儿纸尿裤主要渠道占比

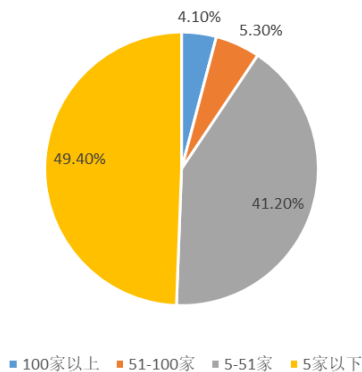


资料来源：Euromonitor，华创证券

1、供给端：区域化布局——配送半径存在天然限制

母婴零售店竞争分散，呈现区域性发展。智研咨询报告数据显示，全国母婴连锁门店数量大于 100 家的仅占 4.1%，近半数母婴连锁企业门店数小于 5 家。但除了行业规模最大的孩子王之外，其他规模较大的母婴连锁店呈现区域性发展。乐友总部在北京，主要覆盖华北、东北地区；孩子王于江苏起家，覆盖了全国 16 个省，78 个城市；爱婴室总部位于上海，主要覆盖华东地区；贝贝熊总部设立在长沙，主要覆盖湘赣地区。

图表 16 近半数母婴连锁企业门店数小于 5 家



资料来源：智研咨询《2020-2026 中国母婴连锁店行业发展动态分析及未来发展前景报告》，华创证券

图表 17 重点母婴连锁企业地区割据



资料来源：孩子王招股书，华创证券

注：底图为孩子王招股书披露门店分布

大型门店与街边店、直营与加盟业态并存。大型门店以孩子王、乐友、爱婴室部分门店为主，门店面积 1000-3000 平方米；中小型门店以爱婴岛、贝贝熊、爱婴室部分门店为主，门店面积在 400 平方米左右。乐友与爱婴岛有部分加盟业务，其余母婴零售店均为直营模式。

图表 18 全国主要大型母婴连锁品牌情况

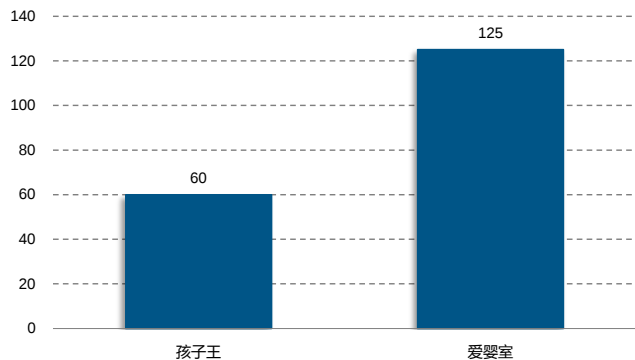
公司名称	爱婴室	乐友中国	爱婴岛	孩子王	贝贝熊
成立时间	2005 年	2008 年	1998 年	2009 年	2003 年
门店面积	400-3000m ²	1000m ² 以下	300m ² 以下	3000m ² 左右	400m ² 左右
品牌	200+	500+	500+	500+	2000+
SKU	1 万+	3 万+	3 万+	2 万+	4 万+
门店数量	直营门店 290 家	直营和加盟 700 家	直营和加盟门店 9000 余家	434 家直营门店	240 余家直营门店
覆盖范围	总部设在上海，主要辐射江浙沪及福建等华东地区。	总部位于北京，主要覆盖华北地区。	总部位于珠海，要覆盖华南、华中地区	总部位于江苏，主要覆盖地区为华中地区。	总部位于长沙，主要覆盖华中地区。

资料来源：爱婴室招股说明书，相关公司官网，华创证券

注：截至时间 2020.12.31

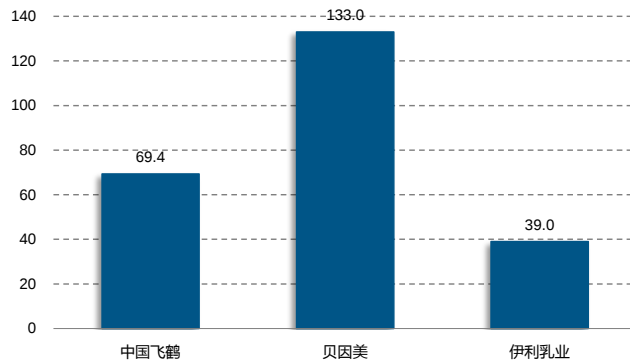
母婴零售店平均存货周转天数为 2-3 个月，但门店配送需要周配或月配。以相对高频易耗的奶粉为例，虽然品牌的存货周转平均在 70 天左右，但经销商配货则需周配。孩子王存货周转天数 60 天，仅为爱婴室的一半，二者对于供应链的管理效率存在显著差异。我们认为差异来源于仓储物流能力的差异，过去的母婴零售店均地区化布局，但孩子王在全国范围建立了包括中央仓、区域仓和城市中心仓在内的**三级仓储体系**，并与主流快递公司建立了长期稳定的合作关系。同时，孩子王启动数字化较早，对母婴商品的供应链各环节进行**全流程数字化管理**。

图表 19 孩子王 VS 爱婴室存货周转天数（天）



资料来源：Wind，华创证券

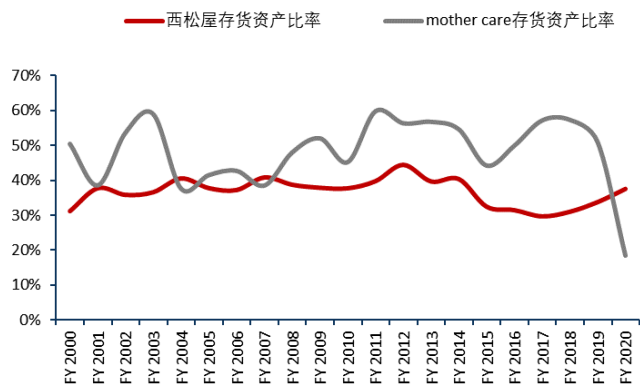
图表 20 奶粉品牌存货周转天数比较（天）



资料来源：Wind，华创证券

以 Mothercare 与西松屋为例：1）Mothercare 盲目进行全球零售业务扩张，增大货品周转难度，最终存货积压，门店被迫打折，压低整体毛利率。Mothercare 全球化布局导致货物周转难度加大，依靠 MGB 全球货物调配系统频发事故。2003 年 MGB 对加盟商的发货延迟影响了终端销售；2017 年仓库改造减少上架 SKU；2018 年，因滞销不得已而对所有商品打折销售，毛利率跌至 2%。2）西松屋立足日本市场，前端集中开店，供应链层面全球化采购。日本国土面积有限，但西松屋密集地开设了 1000 多家门店。逐步对各地集中开店策略不仅形成了区域性垄断地位，也降低了供应链、物流的管理成本。剔除异常年份 Mothercare 的存货周转还好于西松屋，Mothercare 存货周转天数平均为 50 天，西松屋平均周转逐步攀升至 100 天，报表披露最初的存货周转为 50 天，我们预计系西松屋建立了物流中心以减缓前端门店压力。但是 Mothercare 前端门店全球分散，增加了 Mothercare 存货风险。

图表 21 西松屋与 Mothercare 存货资产比率



资料来源：Bloomberg，华创证券

图表 22 2016 年 Mothercare 全球加盟商版图

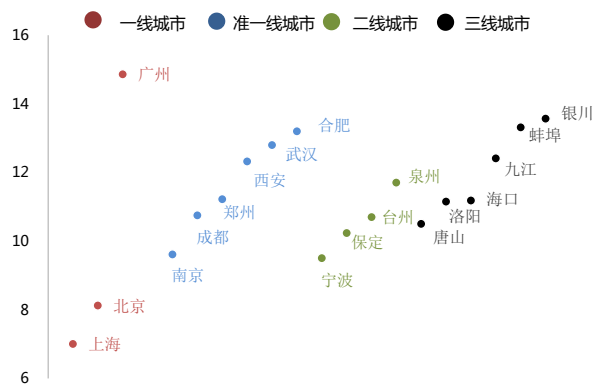


资料来源：Mothercare 公司财报

2、需求端：低线城市虽坪效低，但需求增长快

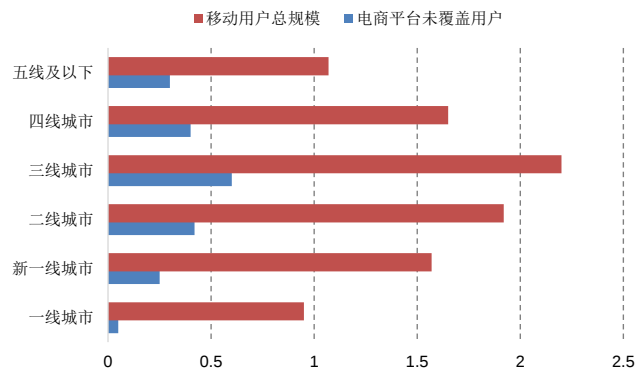
北京、上海出生率不足 10‰，低线城市需求显现。在大多数高线城市出生率偏低的背景下，需求推动，低线城市成为行业龙头争夺之地。

图表 23 2019 年高线、低线城市出生率（%）



资料来源：Wind，华创证券

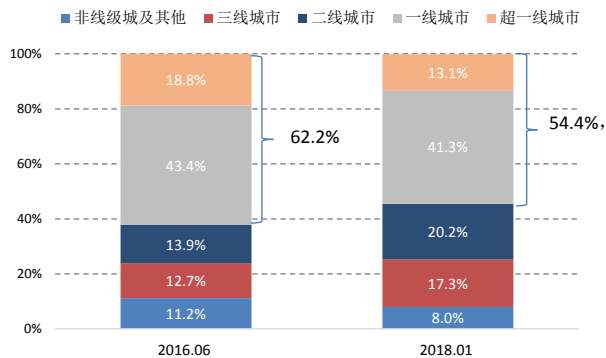
图表 24 各线城市移动购物渗透规模



资料来源：Questmobile 《中国移动互联网 2019 春季大报告》，华创证券

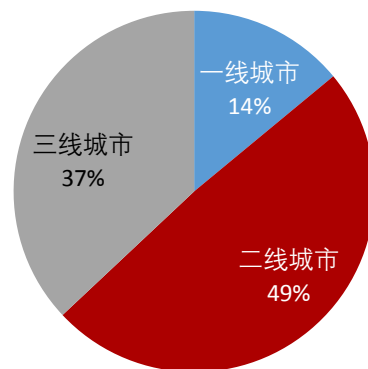
高线城市人群已养成线上母婴消费习惯，“内容种草+线上割草”形成习惯闭环。2018 年，乡村手机网民占全国的 25%，但移动购物人群占比不超过 10%。社群电商、母婴垂类 APP 的用户主要分布在高线城市，如小红书、宝宝树高线城市用户分别占总体的 54%、63%。社群电商及垂类 APP 通过内容分享向电商平台引流，不断巩固高线城市消费者线上购物习惯。

图表 25 小红书用户地区分布变化（%）



资料来源：易观《2020 年 Q1 数字用户行为分析》，华创证券

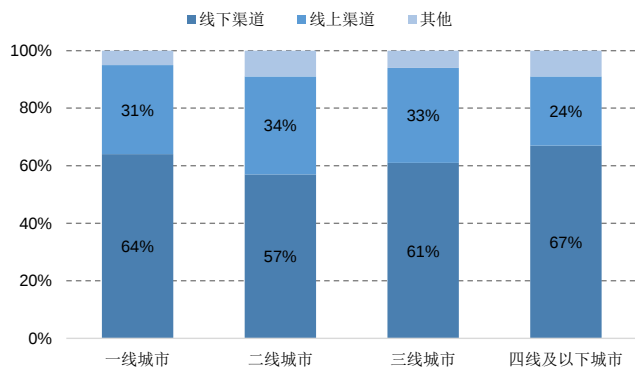
图表 26 宝宝树用户城市等级分布（%）



资料来源：尼尔森《2020 母婴消费洞察报告》，华创证券

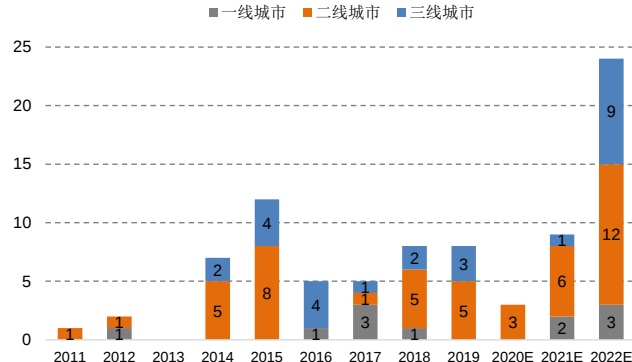
大型购物中心向低线城市扩张，消费渠道从沿街店转向购物中心母婴连锁店。以奶粉为例，目前低线城市消费者线下渠道占比为 67%，购买渠道主要为沿街母婴专营店。当前，优质购物中心向低线城市下沉，高端品牌难以跟随购物中心下沉，但体验业态可以；三线城市生育率高，适合一站式母婴连锁入驻。2022 年，华润置地预计新开业的购物中心中，将有 37.5%落地三线城市。低线城市的购物中心不仅承载了消费者对“购物+亲子”一体化的需求，同时其辐射范围广、辐射密度大，将进一步提高顾客粘性。

图表 27 2020 年消费者购买奶粉的渠道选择



资料来源：艾媒报告《2019 年中国婴幼儿奶粉市场研究与消费者洞察报告》，华创证券

图表 28 华润置地购物中心 2014 年开始下沉



资料来源：华润置地公司公告，华创证券

综合供需两端看，低线城市营业收入与坪效低于高线城市，但同店增长较高。我们认为远期看，随着低线城市母婴店密度提升、线上消费渗透率的提升，低线城市同店或许难以持续提升；其次，基于用户模仿效应，越来越多“小镇妈妈”偏好线上购物，各平台比价。以爱婴室为例，其江苏店综合坪效 0.72 万元/平方米，上海店综合坪效为 1.72 万元/平方米。江苏店同店销售增长率达到 26.36%，而上海店同店销售增长率为 6.78%。

图表 29 2019 年爱婴室单店模型（上海店 VS 江苏店）

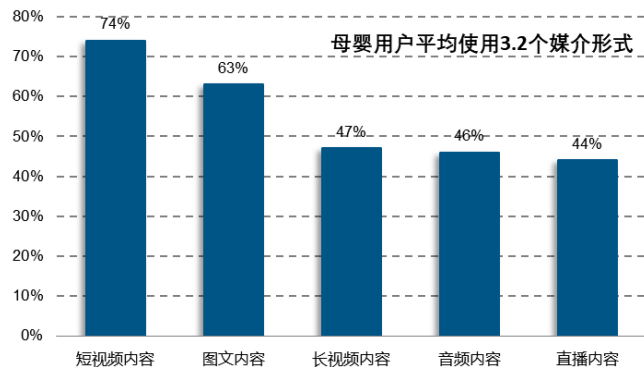
	上海店	江苏店
营业收入	11.7亿元	3.5亿元
店铺面积	5.6万平方米	4.5万平方米
综合坪效	1.72万元/平米	0.72万元/平米
新店坪效	1.35万元/平米	0.56万元/平米
老店坪效	2.36万元/平米	0.9万元/平米
同店增率	6.78%	26.36%
毛利率	25.97%	27.61%
租金	0.15万/平方米	0.06万/平方米

资料来源：爱婴室年报数据，华创证券 注：2020 年线下受疫情影响，故选 2019 年为参照

（二）线上母婴内容平台与直播推动 KOL 与 BA 线上化

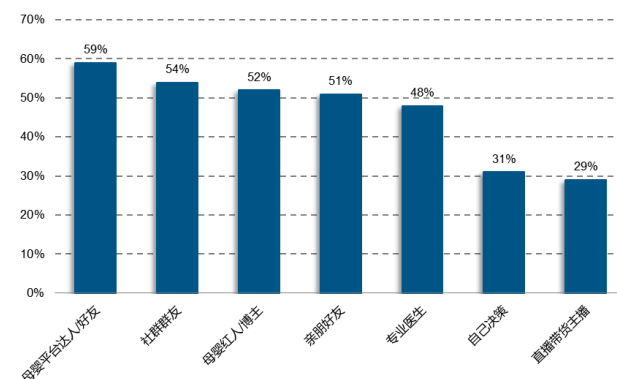
图文+短视频，内容渠道丰富多样，用户依赖多个平台。根据艾瑞数据，2020 年 74% 用户通过短视频内容获取信息，63% 用户会通过图文内容获取。线上获取母婴渠道相对丰富，且每个母婴用户平均使用 3.2 个媒介形式。内容+电商构成顺畅购物链条。根据艾瑞咨询报告数据显示，100% 受访的母婴消费人群都有在线上购买母婴产品的经历，甚至 40% 的受访人群表示未曾在线下母婴零售店购买母婴产品。

图表 30 2020 年母婴用户获取信息渠道



资料来源：艾瑞咨询《2020 年中国互联网母婴新生代研究报告》，华创证券

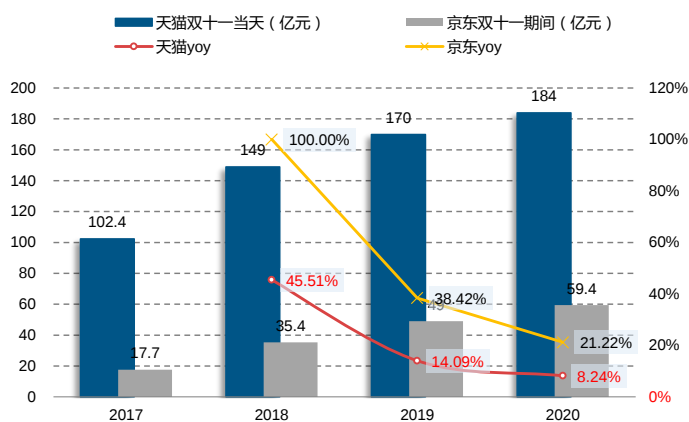
图表 31 2020 年母婴用户消费决策参考信息来源



资料来源：艾瑞咨询《2020 年中国互联网母婴新生代研究报告》，华创证券

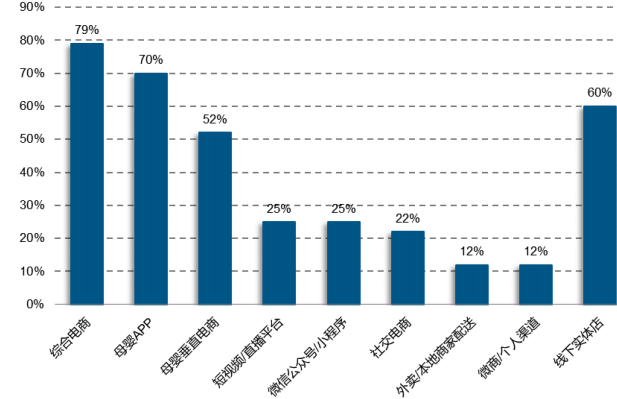
不同线上平台存在发展阶段差异，体现出母婴消费偏好差异。2020 年双 11，天猫母婴品类销售额同比增长+8.5%，京东同比增长+21.1%，由于京东获客核心人群从偏好 3C 电子的高线城市男性消费者转向偏好美妆个护与母婴的高线女性消费者，所以 20 年京东从发展战略上更注重去提升母婴 SKU 与品牌化，故京东母婴增速远高于天猫。但天猫已经完成对高线城市“妈妈”们的获客，所以天猫双 11 母婴的销售额是京东 3 倍。其次，天猫母婴 TOP3：巴拉巴拉（童装）、baby care（纸尿裤）、Nike（kids 线，童装品牌）。京东 Top3 均为奶粉品牌——爱他美、美素、美赞臣。京东的自有物流体系也有助于其满足奶粉等快消品需求。

图表 32 天猫京东双十一母婴销售额与增速



资料来源：ECdataway 数据威，转引自 wind，华创证券

图表 33 2020 年中国母婴产品主要购买渠道分布

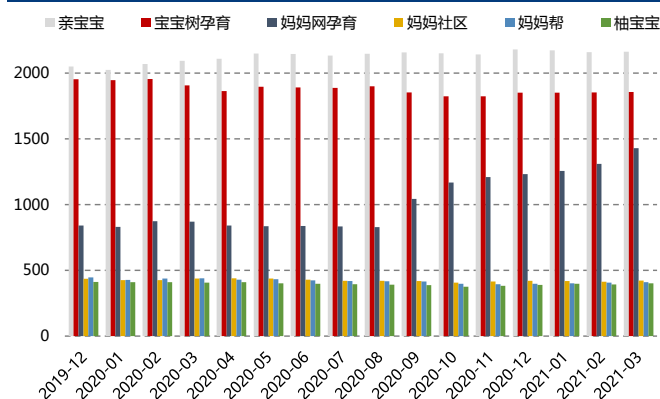


资料来源：艾瑞咨询《2020 年中国互联网母婴新生代研究报告》，华创证券

直播、图文以及小红书等内容平台有望成为线上 BA。根据千瓜数据，小红书母婴直播间相比于其他服饰，高客单+高转化。小红书母婴达人带货直播间“社区”优势明显，母婴产品客单价 500 元以上的占比高达 11%，高于小红书直播平台整体客单价。母婴直播带货对小红书而言也是转化顺畅的“好生意”，且需求相对高频，有望提升用户活跃度。根据艾瑞数据，截至 21 年 3 月 Top3 垂直母婴 APP 装机设备数：亲宝宝 2163 万台/宝宝树 1857 万台/妈妈网 1430 万台，其余垂直 APP 装机量在 500 万台以下。根据易观数据，亲宝宝月活约 1700 万人/妈妈网 1500 万人/宝宝树 800 万人左右。母婴对于综合电商与内

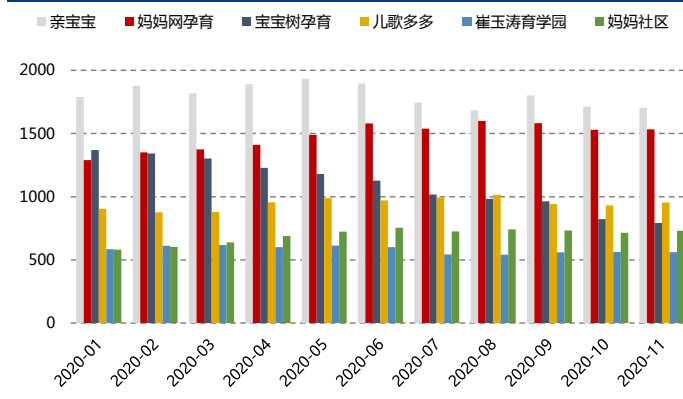
容平台，相对高频高价，且依赖达人推荐，或依赖内容转化的业务，本质在于母婴购买者与消费者的分割，导致购买者对渠道需要存在足够“信任感”。

图表 34 垂直母婴平台装机设备数（万台）



资料来源：艾瑞指数，华创证券

图表 35 垂直母婴平台用户活跃度（万人）



资料来源：易观千帆《移动 App TOP1000 数字用户洞察》（1-11 月），华创证券

总结：中国母婴消费渠道在互联网与少子化的冲击下，呈现出三大特点：1）标品化产品偏好线上渠道；2）线下市场母婴零售店依赖一胎家庭做高客单价，服务导流；母婴零售店市场格局分散，依靠物流中心区域化布局，地区性龙头市场壁垒高，尚未有强势渠道品牌出现；3）高线城市妈妈偏好线上购买，低线城市偏好 Shopping Mall 大型母婴店或区域性母婴连锁店；

四、复盘日本母婴零售行业：西松屋 VS 阿卡酱，差异定位抢市场

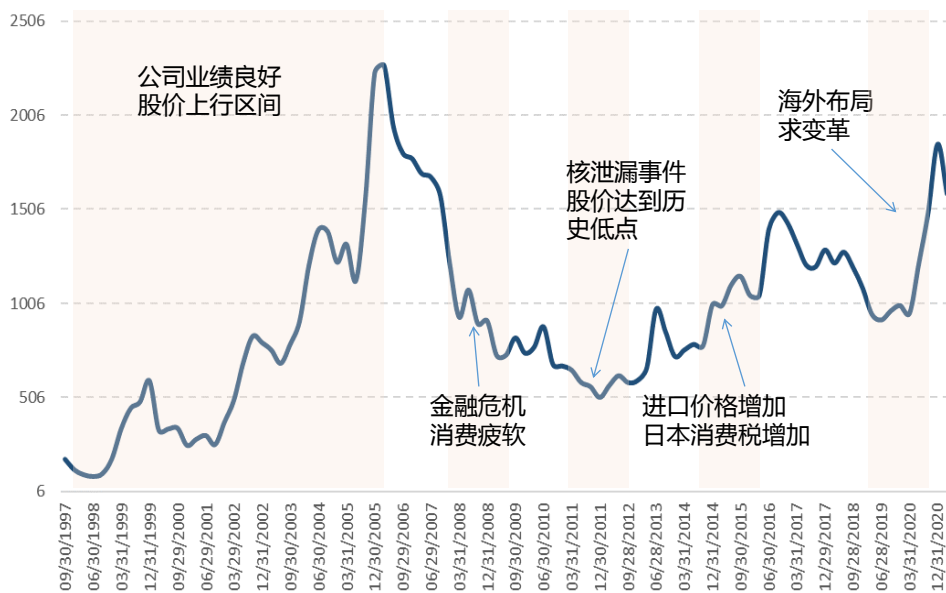
日本有两大母婴连锁店西松屋与阿卡酱，西松屋定位小店在日本拥有 1006 家店铺，20 年营收 1430 亿日元，折约 90.94 亿人民币；阿卡酱定位小店，在日本拥有近 120 家小店，20 年营收 967.44 亿日元，折约 63.90 亿人民币，西松屋在零售渠道中市占率较高。

（一）西松屋复盘：各阶段战略转身正确，互联网成新亮点

我们认为，西松屋前期集中开店占领区域市场，中期大力开发自有品牌，后期互联网销售战略崭露头角，各阶段战略转身迅速，奠定市场地位。

日本第一大母婴专卖店西松屋（Nishimatsuya Store Co.Ltd.）创立于 1956 年，1997 年注册为场外交易股票，1999 年在东京证券交易所和大阪证券交易所上市。截至 2020 年 2 月，西松屋在日本本土共开设了 1006 家门店，并且积极拓宽自有品牌的海外销售渠道。1997 年-2020 年，营业收入复合年增长率达到 9.6%。2020 财年，实现销售收入 1430 亿日元，净利润 11.32 亿日元。

图表 36 西松屋股价（日元）

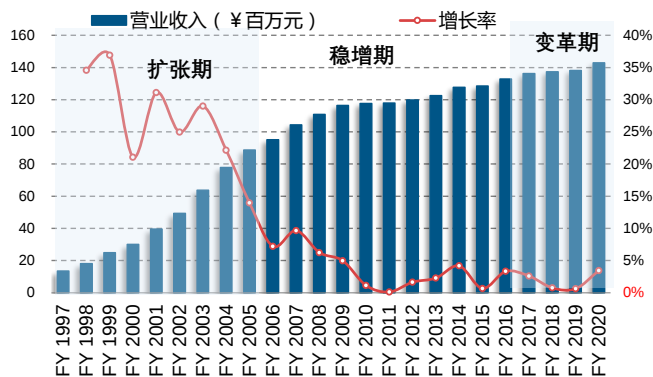


资料来源：Bloomberg，华创证券

1997 年-2005 年，公司经营业绩良好，股价处于上行区间，最高股价曾达到 2267 日元。随着 2005 年日本出现人口下降，叠加公司扩店红利逐渐消失（同店增长接近零点），公司股价于 2011 年末降到最低点 506.1 日元。2011 年之后，股价重拾上升趋势。2011 年后日本出生率并无出现较大起色，所以我们认为西松屋凭借自身强运营优势打造自身 α 。

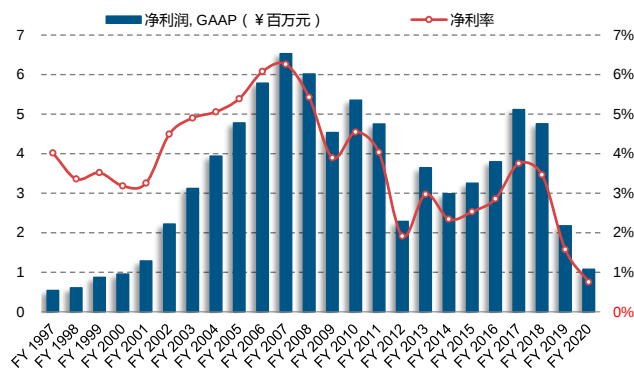
根据西松屋营收和业务扩展历程，大致将其可分三个阶段，**第一阶段：1997 年-2004 年**，公司快速扩张，营收 CAGR 达到 23%；**第二阶段：2005 年-2016 年**，虽然经营情况受到自然灾害、宏观政策影响而波动，但仍保持净利润为正，并且开始注重自有品牌建设增大产品差异化；**第三阶段是 2017 年至今**，开始注重线上引流，拓宽自有品牌在海外销售额，电商运营打造新增长曲线。

图表 37 西松屋营业收入与增长率



资料来源：Bloomberg，华创证券

图表 38 西松屋净利润与净利率



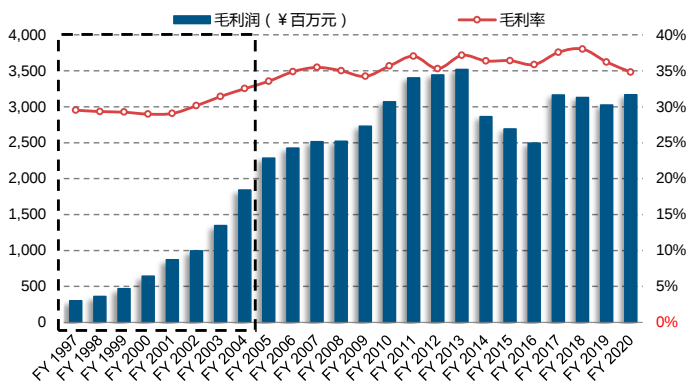
资料来源：Bloomberg，华创证券

1、扩张期（1997-2004）：全国布局，快速复制单店抵抗行业 β 下行

在整体人口出生率与自然增长率持续下降的大背景下，西松屋快速开拓市场，保持高营收增长。公司在营收和净利润方面都有显著增长。根据公司财报，2004 年开店 364 家总

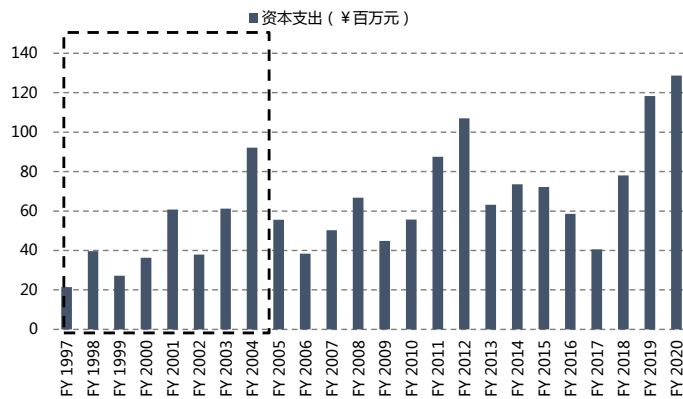
营收 778 亿日元，约 56.63 亿人民币，1997-2004 年间 CAGR 为 24.5%。2004 年净利润实现 39.39 亿日元，约 2.87 亿人民币，CAGR 为 28.1%，资本支出逐年提高。

图表 39 西松屋毛利润与毛利率



资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 40 西松屋资本支出

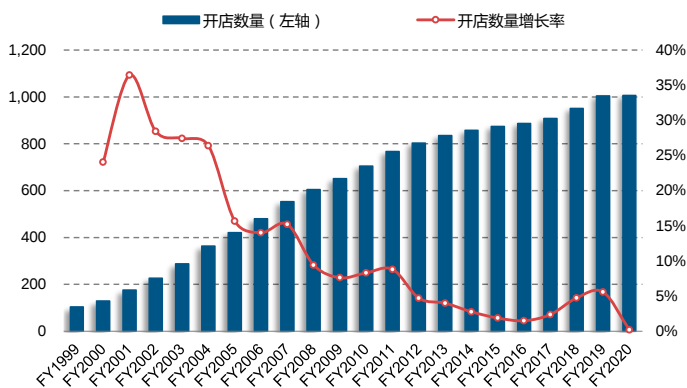


资料来源: Bloomberg, 华创证券

快速扩张门店，六年完成日本市场的全国布局。西松屋起家于近畿，1997 年布局关东地区、四国地区；1998 年进入九州市市场，1999 年进入中部地区。2003 年进入北海道市场，标志着公司完成了对于日本九个地区的全面战略布局。

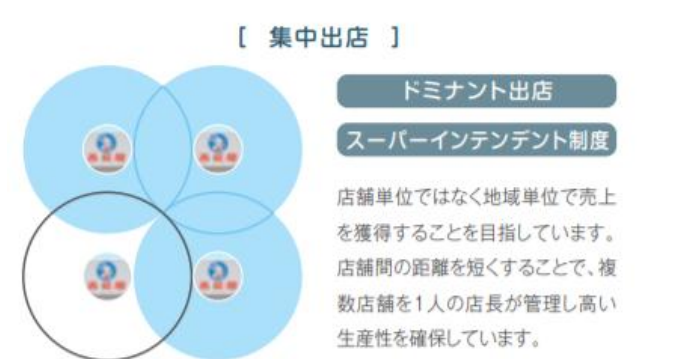
西松屋采取集中开店战略进入市场，在区域内形成垄断力量。公司管理目标为区域销售额最大化，而非单店销售额最大化。集中开店的策略有利于区域经理集中管理一片区域，降低区域经理雇佣数量，降本增效。另一方面，此策略有利于区域内信息流通，店群形成品牌效应，实现竞争分流。

图表 41 西松屋开店数量与增长率



资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 42 西松屋集中开店策略



资料来源: 西松屋公司财报

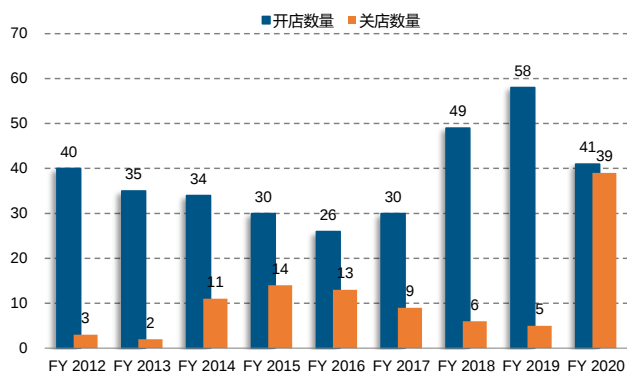
2、稳增期（2005-2016）：人口负增长，公司依靠自有品牌维持增长

2005 年，日本人口开始负增长。公司营收增长显著放慢，净利润有较大波动，行业 β 属性更强，其后六年，公司股价跌去大半。2008 年全球金融危机爆发，日本消费疲软，公司通过降价、关闭不盈利的门店及时止损。2011 年日本东京 9.0 级地震与福岛核泄漏事故使得公司 2012 财年的净利润减半，下滑 51.83% 至 22.91 亿日元。2014 财年受进口价格增加影响，关闭 11 家门店，2015 财年受日本消费税率提升影响，关闭 13 家门店。

公司继续加密网点布局，开店速度放缓，调整店铺。西松屋门店数量从 2015 年的 421

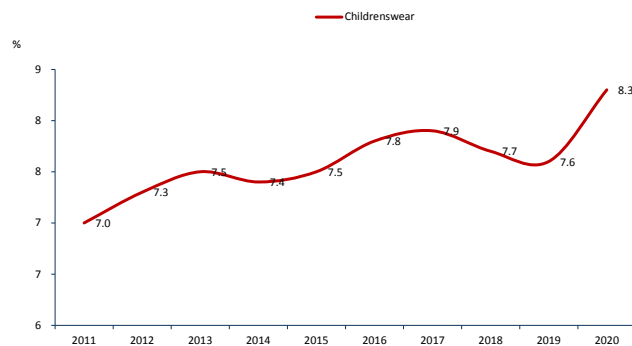
家，提升到 2016 年 887 家，年复合增长率 6.4%。公司进行网点加密，集中开店，进一步完善市场垄断地位。此阶段，公司进入精细化运营阶段。2014 年公司关闭待调整门店数量走高,14-16 年每年分别关闭店铺 11 家/14 家/13 家。

图表 43 西松屋开店数量与关店数量



资料来源：西松屋公司年报，华创证券

图表 44 婴童服装销售中西松屋销售占比提升

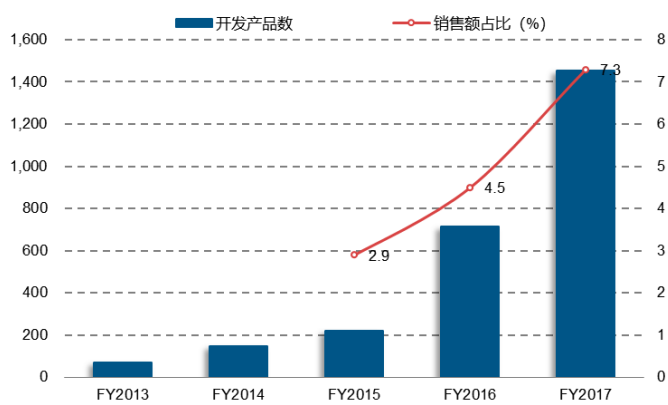


资料来源：Euromonitor，西松屋公司年报

发展自有品牌，增大产品差异化。公司自 2013 年研发自有母婴品牌，分别为育儿用品 SmartAngel，以及婴幼儿服装品牌 ELFINDOLL。截至 2017 年 2 月，西松屋自主产品 1453 件，销售额占比达到 7.3%，共有自有产品研发人员 80 人。公司计划未来将自有品牌销售收入占比提升至 30% 以上。根据 Euromonitor 数据，公司“婴童鞋服”销售额占日本本土婴童鞋服销售额比例显著增加。2011 年市场份额达到 7.0%，2016 为 7.8%，2020 年达到 8.3%，逐年提升西松屋品牌市占率。

增强全球采购路线的建设，批量购买产品降低成本。为了向客户提供稳定的低价产品，公司积极与孟加拉国，柬埔寨和中国以及其他国家进行交易，开发全球采购路线。

图表 45 自有品牌产品开发数量与销售额占比



资料来源：西松屋公司财报，华创证券

图表 46 西松屋供应商来自全球多个发展中国家



资料来源：西松屋公司年报

3、变革期（2017-至今）：互联网销售+免税渠道，海外布局求变革

为进一步获得新的客户群体，西松屋建立了两个专门用于互联网销售的分销中心。分别于 2016 年末、2018 年末建立东西两个互联网销售分销中心。自 2017 年，互联网销售额增速提振，但体量不大，占比总营收 1% 不到。

为扩大海外销售额，进行自有品牌输出。自 2019 年 4 月起，公司借助 HIS 公司（日本国

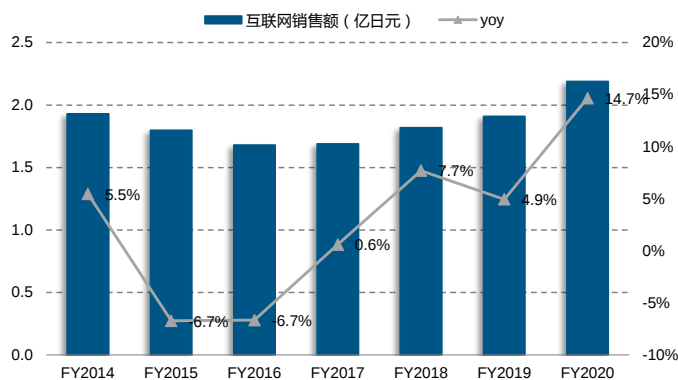
际旅行社）在海外 65 个国家拥有 201 个基地，提供，将自有品牌产品批发到海外本地零售进行销售，从而开发新的客户群并扩大自有产品的销售额，主要的销售目标是亚洲地区。

开拓免税渠道，提高自有品牌国际知名度，根据公司官网公告披露，2019 年 4 月，公司在羽田机场（东京国际机场）国际大厅开婴幼儿用品展厅中心销售自有品牌，主要种类为婴儿内衣、围兜等，并计划在日本的 6 家免税商店销售自有品牌并扩大品类。

布局海外重要零售渠道：屈臣氏、天猫官方旗舰店、以及中国、越南多家零售超市，推动西松屋自有品牌走向全亚洲。根据公司官网披露，2019 年 4 月起，公司通过日本贸易公司和本地代理商向亚洲地区零售公司销售自有产品。主要客户是台湾婴幼儿用品专卖店连锁店“Les Enphants”（约 180 家商店），越南日用品专卖店连锁店“Sakuko”（约 20 家商店），中国超市“Gintai”（约 30 家商店）以及香港屈臣氏（约 250 家商店）。2019 年 7 月，天猫旗舰店“西松屋”正式成立，截至 2021 年 3 月已有 3 万粉丝。

会员积分制度增强用户粘性，线下实体店通过会员引流线上。2021 年 3 月开始公司启动西松屋原始积分系统“Mini-chan Smile Program”。会员通过“Nishimatsuya.APP”注册并进行积分。每购物买 100 日元可获得 1 点三叶草积分，根据一年积分数量对应会员四个不同等级。公司通过新颖的积分福利制度吸引用户下载注册 APP，从而实现线下引流线上，有望形成全渠道发展态势。

图表 47 西松屋互联网销售额



图表 48 西松屋会员积分规则概要



资料来源: Bloomberg, 华创证券

资料来源: 西松屋官网

纵观西松屋发展历程，我们认为西松屋 α 属性强，依赖于：1）街边小店的模式+重点区域逐步击破，帮助西松屋持续扩张到千店；2）全直营+自主品牌，稳定存货周转与毛利率；3）积极布局线上、旅游零售、海外电商市场，轻资产寻找新增长。

（二）阿卡酱复盘：高端定位，店铺降本增效

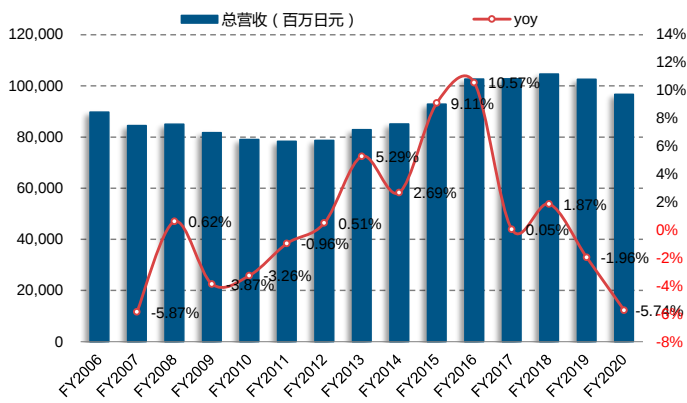
Akachan Honpo 有限公司成立于 1932 年，前身为“小原正商店”，于 1941 年正式更名为 Akachan Honpo（阿卡酱）。1997 年，公司从批发业务转向零售业务。2007 年 4 月，公司被 Seven&i Holdings Co., Ltd. 集团收购。2015 年公司全面升级了经营理念和 logo，开设第 100 家店面，并依托母公司“7&i”的综合互联网销售网站“Omni7”进行网上销售。

从营收的角度，阿卡酱营收增长集中在 2012 年-2018 年，2018 年触及销售额顶峰为 1,047

亿日元。2016 年达到净利润的顶峰，为 33.36 亿日元。2020 财年，公司总营收为 967.44 亿日元，同比下降 5.7%，净利润为 21.03 亿日元，同比下降 17.24%。

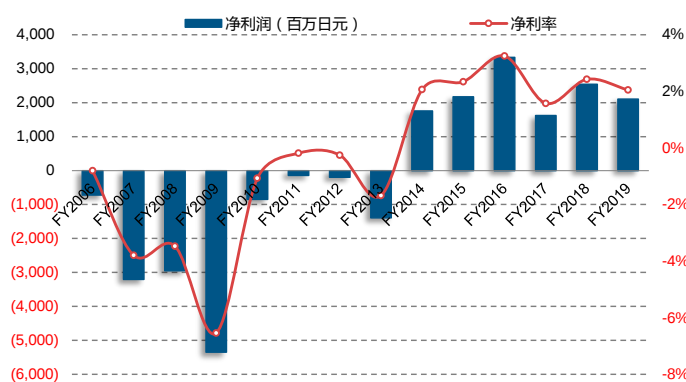
2014 财年，阿卡酱更改了折旧方法，从加速折旧法更改为直线折旧法，致使净利润从 2013 财年亏损 13.94 亿日元跳跃到 2014 财年的盈利 17.59 亿日元，从 2014 财年开始，净利润持续为正。

图表 49 阿卡酱总营收与营收增长率



资料来源：7&i 公司财报，华创证券

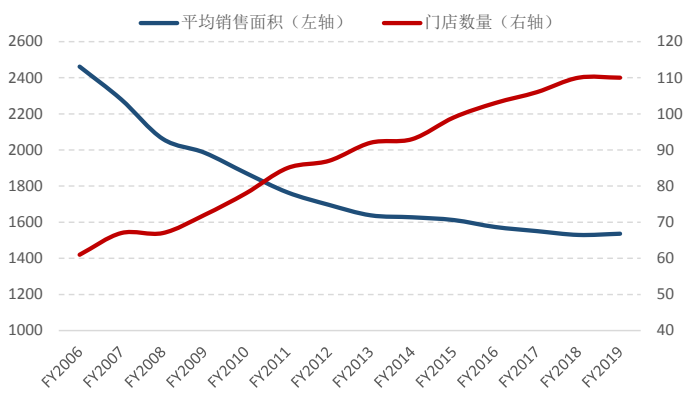
图表 50 阿卡酱净利润



资料来源：7&i 公司财报，华创证券

门店数量稳定增长，店均销售面积逐年减少，“生活场景”模块门店设计有望发展中小店。门店的数量从 2006 年的 61 间，增长到 2020 年的 117 间，复合增长率 4.37%。由于大店的定位，扩店速度慢于西松屋。但与此同时，阿卡酱店均销售面积有逐渐下降的趋势。从 2006 年 2000 平方米以上的大型商铺，开设小面积店，逐渐减少店均销售面积至 2019 年 1535 平方米。2018 年 9 月，公司在名太古屋港区内开设了一家由 7 个生活场景模块组成的门店。根据公司公开资料显示，公司推出可独立组合的“生活场景模块”，未来考虑在 100-200 坪的小店中开店。

图表 51 阿卡酱平均销售面积 (m^2) 与门店数量



资料来源：7&i 公司财报，华创证券

图表 52 阿卡酱可独立组合的生活场景模块 (部分)



资料来源：7&i 公司财报

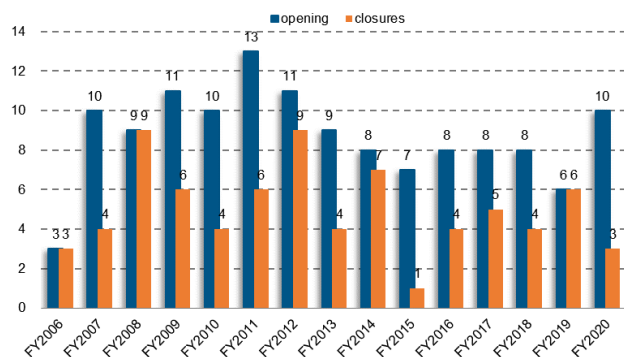
社群属性是阿卡酱的根基和属性，公司致力于提供专业服务，提高顾客消费转化率。公司早在 2001 年就推出可积分会员卡以留存客户，做深用户价值。每年约有 58 万新入会会员，日本 2001 年出生人就 117.5 万人逐年递减，阿卡酱每年新增会员占比日本每年新出生人口超 50%。公司对入会的客户提供门店优惠信息以及服务。2018 年，公司推出了“夏日广场”活动，通过这些活动，建立商店与父母、父母与父母之间的社群，有利于

吸引客户，提高商品变现率。

“安全，简单，方便”+“有趣，可爱”为基本理念设计开发新产品，阿卡酱联合各大母婴品牌推陈出新。阿卡酱联合 SARAYA 开发婴儿专用无添加清洗剂；联合“贝亲”开发安全性能更高的婴儿车；联合 AILEBEBE 开发婴儿车配件等。阿卡酱创立之初就开发自有产品，自 2011 年，公司连续 10 年获得总计 25 个项目的“儿童设计奖”；原创产品“水 99%Super”系列获得“母亲选择大奖”。

线上线下双渠道共同发展，应用程序、网页端、线下实体店多触点触达消费者。公司依托母公司 7&i 线上销售渠道 Omni7，同时利用会员绑定引流 APP 线上销售。线下线上渠道同时发展更有利于提高母婴产品目标客户的社群效应。根据公司财报，截至 2020 年 2 月，官方应用程序下载量突破 260 万次，2020 财年进店者人数约达到 2000 万人。

图表 53 阿卡酱开店与关店情况



资料来源：7&i 公司财报，华创证券

图表 54 阿卡酱与以下公司开展业务合作



资料来源：7&i 公司财报

阿卡酱在产品开发、母婴社群的运营、互联网销售都表现良好。从历史数据来看，公司 2014 年之前持续亏损，即使 2014 年更改了会计折旧方法，公司的销售额、净利率仍然与西松屋有较大差距。2019 年，阿卡酱净利率出现转机，首次超过西松屋。2020 年，西松屋净利率 0.75%，阿卡酱净利率达到 1.95%。我们认为这和阿卡酱精耕细作，做高会员体验与价值相关。且阿卡酱自 2001 年就有较全面的用户数据，每年新增会员在新生儿家庭中渗透率高（大于 50%），形成了阿卡酱的独特优势。

（三）西松屋 VS 阿卡酱单店模型对比总结

图表 55 2020 财年关键指标对比图

	西松屋チェーン	dh
单店营业收入（年）	903万人民币	5120万人民币
开店数量	1006	117
选址策略	独立街边店700平方米	商贸中心1500平方米
坪效	1.3万人民币	3.4万人民币
单店员工数	4-5人	25人
人效	188.7万人民币	212万人民币
服务形式	自助型购物	顾问引导型购物
单店营业成本（年）	891万人民币	4966万人民币
产品成本	588万人民币	3513万人民币
毛利率	34.8%	31.4%
SG&A	294万人民币	1451万人民币
净利率	0.75%	1.94%

资料来源：相关公司年报，华创证券

1、营收端：单店受开店数量稀释以及门店定位差异影响

总结：单店营收均受开店数量稀释，阿卡酱影响更大；店铺选址与开店策略有相向融合趋势；西松屋致力于便捷购物，阿卡酱更有社群属性；西松屋坪效随着开店面积扩大而减少，阿卡酱坪效随着开店面积缩小而增大；通过提高兼职占比，阿卡酱人效持续提升。

图表 56 营收端两店对比指标

对比指标	西松屋	阿卡酱	趋势总结
单店营收	店均销售额 1.4 亿日元， 2009-2020 年 CAGR 为 -2.19%， 店铺数量 CAGR 为 5.06%。	店均销售额 8.3 亿日元， 2009-2020CAGR 为 -3.77%， 店铺数量 CAGR 为 4.44%，	门店数量稀释单店营收
单店坪效	平均 700 m ² ，年坪效 ¥ 2.9W → 1.3W （2009-2020 年，人民币） 西松屋街边小店模式；	平均 1500 m ² ，未来考虑 330-660 m ² 中小店； 年坪效 ¥ 4.0 → 3.7W，没有大幅变化； 阿卡酱 shopping mall 大店；	两公司开店选址策略差异显著，存在相向推演、相互融合趋势。 西松屋单店面积增长，坪效逐年递减；阿卡酱单店面积下降，坪效并无大幅波动。
选址	以居民区街边店为主，但有逐渐向商贸中心店过渡趋势	高档购物中心，未来有向小店发展的趋势	
地区布局	关东、近畿、中部地区店铺占比 61.93%； 店铺最少的四国地区仍有 36 家店铺，占比 3.58%。	关东、近畿、中部地区店铺占比 76%； 店铺最少的四国地区仅有 2 家店铺，占比 1.71%	阿卡酱相对更集中在繁华地区，西松屋分布更均匀，下沉布局明显。小店模式相对易于下沉。
人效	2010 年总雇佣人数 3423 人 → 2020 年 4689 人，店铺数 705 家 → 1006 家 ，净增店铺 301 家； 2010 年-2020 年平均 4.7-5.1 人/店，人效 3500 → 3000 万日元/人，下滑 500 万	总雇佣人数 2010 年 2651 人 → 2020 年的 2820 人，店铺数 72 家 → 117 家 ；净增店铺 45 家； 2009-2020 年平均 38 → 24 人/店，平均店铺雇员下滑，人效 3000 → 3600 万日元。	西松屋一家 700 m ² 店一般配置 4-5 个人，阿卡酱一家 1500 m ² 店一般配置 35-40 个人，阿卡酱有育儿顾问且强调会员服务；人效在 3000-3500 万日元元左右，差异不大 阿卡酱通过不断提升兼职人员占比，2013

对比指标	西松屋	阿卡酱	趋势总结
	日元/人。		年阿卡酱人效开始反超西松屋。
转化率	1) 以自助形式购物，店内无过度设置服务顾问，让顾客更随意； 2) 设置醒目的场内提示语，让顾客马上找到想要的商品；	1) 店铺内安排专业的“育儿顾问”，定期举办主题活动贴近每一位顾客； 2) 商铺陈列商品经专业人士挑选，只投放最有价值的商品；	西松屋强调方便快捷，自助购物，“母婴便利店”；阿卡酱强调服务专业，顾问引导，强 BA。

资料来源：相关公司财报，公司官网，华创证券

自有品牌维度：西松屋旗下两个自主品牌：偏性价比产品。

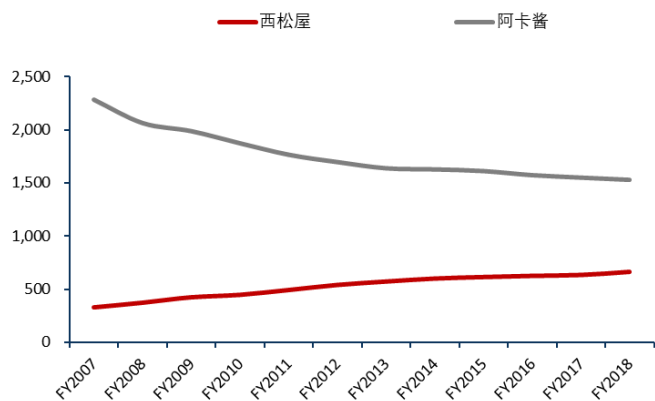
1) ELFINOLL 主打婴童服装，单件 T 恤价格 ¥24 元左右；裤装折合 ¥34-43 元。

2) Smart Angle 主打育婴用品，出行用婴儿推车价格 ¥400-1800 元；室内用婴儿学步车 ¥150 元左右；婴童玩具 ¥20-85 人民币；

阿卡酱销售高单价商品为主，比如婴儿推车等，为其与战略伙伴共同开发，价格折合人民币 ¥1800-4300 元；自主品牌多为小单价物品：

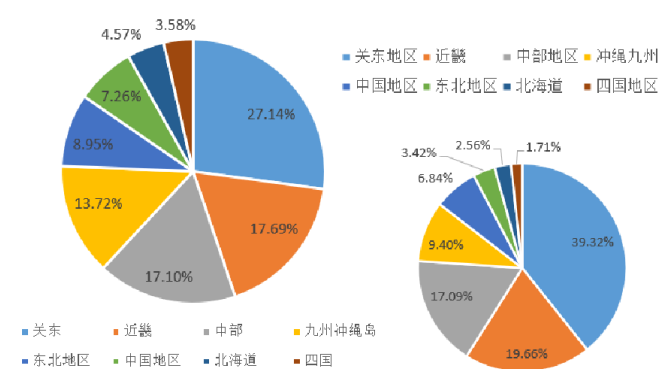
价格对比：西松屋湿纸巾折合 ¥10 块钱每包（60 片）；明星单品湿纸巾约 13 元钱每包（60 片），大麦茶折合人民币 11.5 元。西松屋自有品牌定位性价比产品；阿卡酱与第三方联合开发具有竞争力的创新产品，提高客单价。

图表 57 阿卡酱与西松屋平均单店面积（平方米）



资料来源：相关公司财报，Bloomberg，华创证券

图表 58 西松屋（左）与阿卡酱（右）店铺分布对比



资料来源：相关公司财报，Bloomberg，华创证券

2、成本端：西松屋区域化管理，阿卡酱通过兼职优化成本

西松屋采购成本优势大于阿卡酱，但阿卡酱通过缓慢提高兼职占比优化人力成本，在调整过会计折旧准则后，2019 年净利润率阿卡酱反超西松屋。

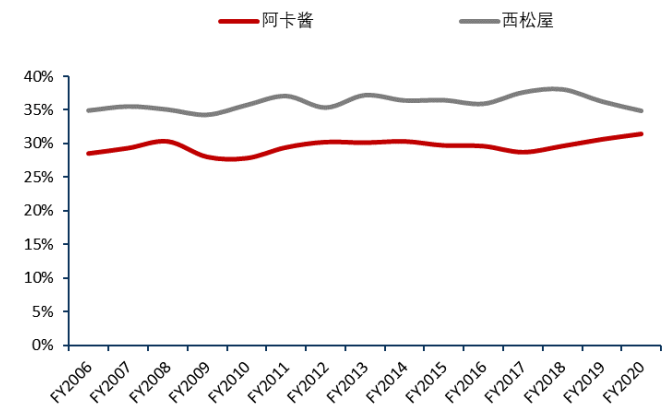
图表 59 成本端关键指标对比

对比成本	西松屋	阿卡酱	趋势总结
产品成本	2020 年，西松屋单店产品成本为 ¥588 万，产品成本费用率 65%	阿卡酱单店产品成本为 ¥3513 万，产品成本费用率 68%。	西松屋产品采购国主要为发展中国家，全球化采购且有完善的供应链体系，采购成本有优势。

对比成本	西松屋	阿卡酱	趋势总结
运营成本	2020 年西松屋单店运营成本为 ¥294 万，运营成本费用率为 32.56%。 西松屋采用“超级店长制度”，一个超级店长管理一片区域。	2020 年阿卡酱单店运营成本为 ¥1451 万，运营成本费用率为 28.33%。 公司兼职员工占比高，从 2006 年 63%→68%（2020 年），+5pct。	净利润方面，2014 年阿卡酱更改了会计折旧准则之后，与西松屋基本持平。

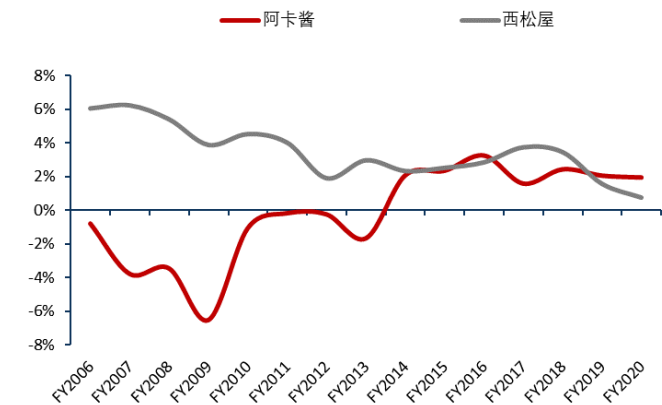
资料来源：相关公司财报，Bloomberg，华创证券

图表 60 单店毛利率对比图



资料来源：相关公司年报，华创证券

图表 61 单店净利率对比图



资料来源：相关公司年报，华创证券

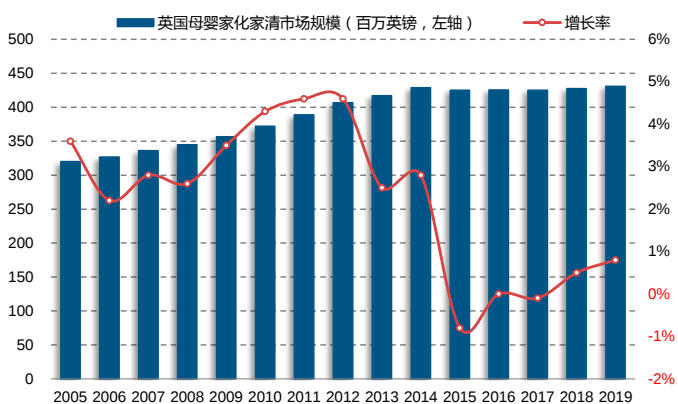
注：阿卡酱 14 年更改折旧方式

五、英国母婴 Mothercare：渠道品牌为何不能支撑母婴零售店

1、Mothercare 的发展阶段

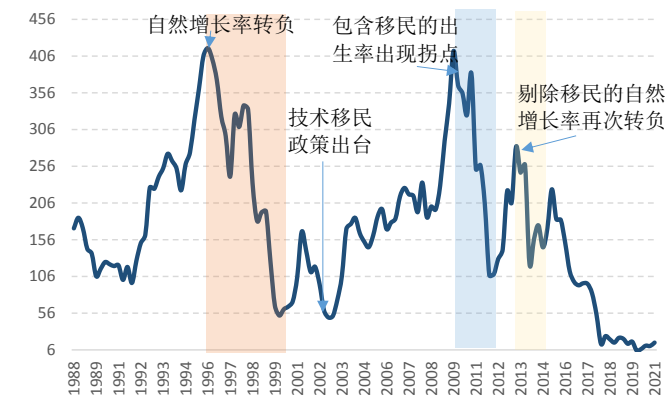
英国母婴零售店 Mothercare 创立于 1961 年，1972 年在伦敦证券交易所上市。经过了数年的业务整合，公司于 2000 年正式剥离了非母婴零售业务，成为了一站式母婴零售店。

图表 62 英国母婴家化家清市场规模



资料来源：Euromonitor，华创证券

图表 63 Mothercare 股价变动

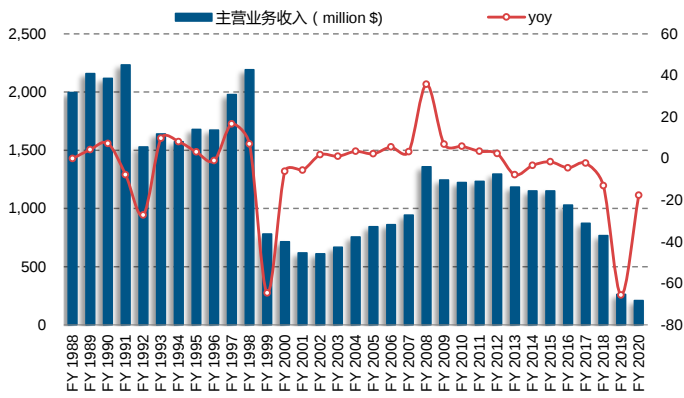


资料来源：Bloomberg，华创证券

1988-1995 年，公司营收稳定在 20 亿美元左右，1991-1992 年短期出现负增长。但随着品牌力逐渐彰显，股价经历上行阶段。1995 年末开始下跌直到 2000 年末达到最低点，我

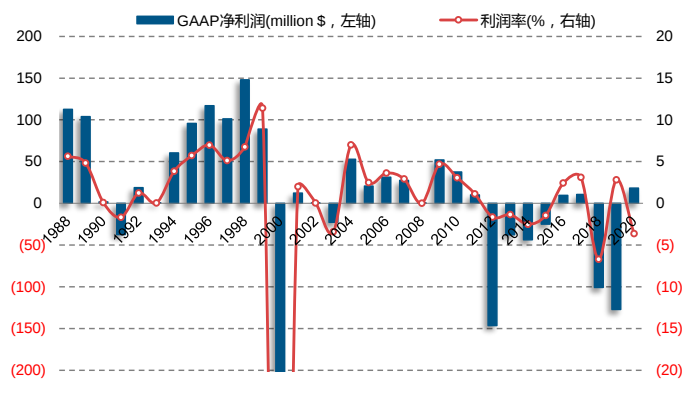
们认为这与宏观环境和基本面相关：1995 年英国本土人口自然增长率转负，2002 年颁布技术性移民相关政策。2000 年也是公司正式剥离非母婴业务的起点，导致营收断崖式下跌和 6.27 亿美元的净利润亏损。股价触底后，随着移民带动出生率上行，公司营收平稳增长，经历了股价上涨阶段，2010 年中达到最高点。2008-2012 年包含移民的出生率停止上行，公司营收持续下滑，净利润连续三年亏损，公司也经历了漫长的股价下行阶段。

图表 64 Mothercare 营收与增速



资料来源：Bloomberg，华创证券

图表 65 Mothercare 净利润与利润率



资料来源：Bloomberg，华创证券

在以母婴基本面为主的业务上我们大致将其分为两个发展阶段：

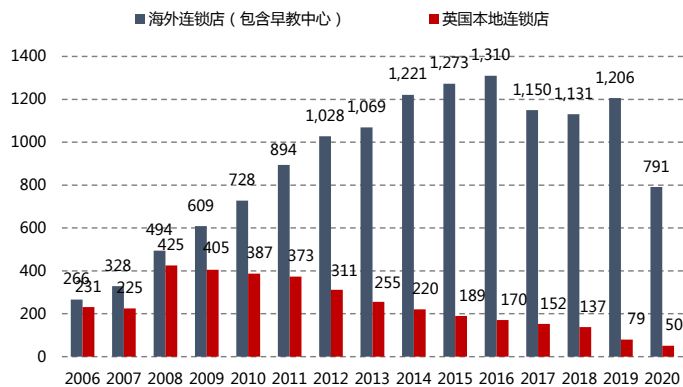
第一阶段：2001 年至 2007 年，公司持续扩张英国本土门店，业务实现稳定增长，2007 年 6 月，公司整合收购了 Early learning Centre 有效扩张了玩具礼品业务生产线，实现双品牌协同发展格局。

第二阶段：2008 年后 Mothercare 的发展中心放至海外店铺。自 2008 年 Mothercare 英国本土商店数量持续下降，而海外特许经营店铺数量则持续上升至 2016 年达到拐点。自 2008 年起，公司就对英国本土业务施行“瘦身计划”，大规模关店减少公司损失，但同时也大幅削弱了公司的品牌形象。

2019 年公司将 Early learning Centre 出售给竞争对手 Entertainer 以减少银行债务，但净利润亏损额仍高达一亿美元，同年 11 月，公司旗下的两个部门负责英国零售业务的 Mothercare UK (MUK) 与负责产品设计、采购和供应的 Mothercare Business Services (MBS) 宣布进入破产程序。

MUK 与 MBS 进入破产程序后，Mothercare Global Brand (MGB) 仍作为海外特许经营合作伙伴的总运营商。Mothercare 的产品并未从完全退出英国市场，2019 年末公司与英国个护零售门店 Boots UK Limited (Boots) 签订特许经营合约，Mothercare 的产品通过“Boots”重回英国市场。

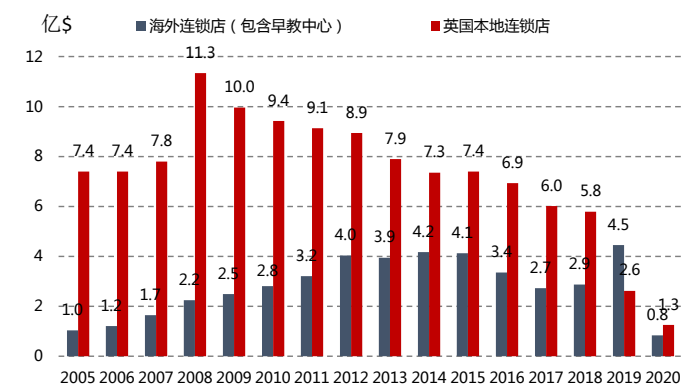
图表 66 Mothercare 门店数量



资料来源: Bloomberg, 华创证券

注: 年份均为财年, 下同

图表 67 Mothercare 营收分布



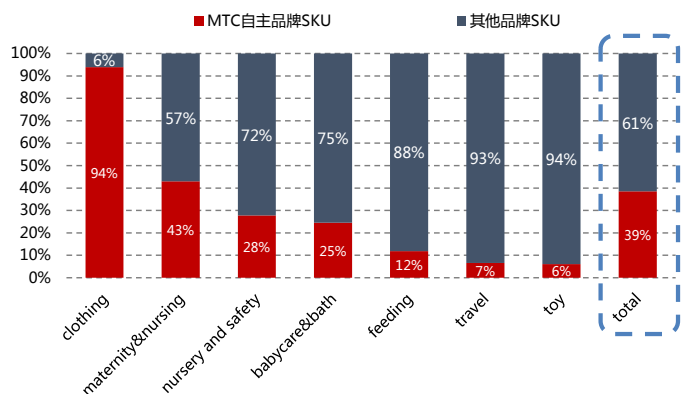
资料来源: Bloomberg, 华创证券

2、优势: 渠道品牌覆盖全品类, 服装占比极高

公司渠道品牌全品类覆盖, SKU、营收占比双高, 领先于传统母婴零售店。Mothercare 作为一家母婴产品零售店, 自有渠道品牌 SKU 高达 39%, 其中“婴童服装”渠道品牌占比最高, 占比总自有品牌的 93%。玩具、哺喂用品、婴儿护理用品等领域都有公司自有品牌的身影, 但占比不高。

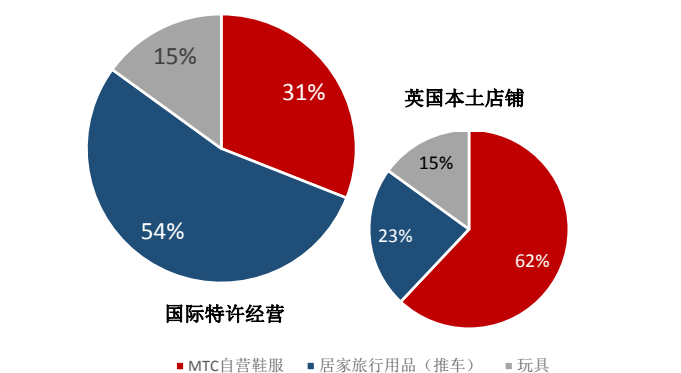
从营收端来看, 随着英国本土直营店面营收占比逐年下降, MTC (Mothercare) 渠道品牌营收占比逐年上升。公司渠道品牌主要集中在“婴童服装”这一品类, 故表现为服装的营收占比逐年上升。英国本土商店营收以“Travel&Home”品类为主, 占比 50%左右, “Clothing”品类位列第二占比 30%。而海外加盟商“Clothing”占比达到 60%-70%。海外加盟商销售中婴童服装占比更高。

图表 68 Mothercare 自营品牌 SKU 占比



资料来源: Mothercare 公司官方购物网站, 华创证券

图表 69 Mothercare 营收占比 (2018 年)



资料来源: Mothercare 公司年报, 华创证券

3、劣势: 低毛利+国际化, 存货风险高, 反向压毛利

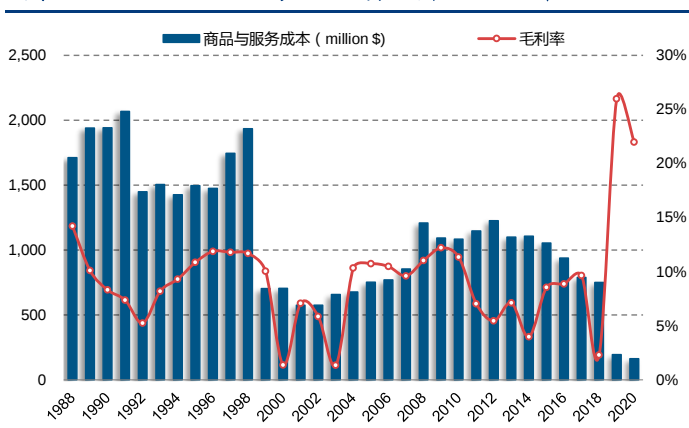
MUK 申请破产后, 公司已经关停了全部英国本土母婴零售店, 原有的“直营+加盟”模式现仅存国际特许经营店, 即加盟商模式。MGB 负责品牌运营、设计、采购与货品调配。MGB 与加盟商签订合同后, 收取加盟商特许经营费, 并向加盟商供货同时收取产品成本。加盟商订货直接与工厂签订“订货合同”, 但工厂并不直接向加盟商供货, 所有货品由 MGB 统一调配。

不及纯母婴零售企业，也不及国际化布局服装企业毛利：Mothercare 毛利率仅为日本母婴零售公司西松屋的四分之一，更不及专业做服装的品牌 H&M 每年将近 50% 的毛利率。常年保持在 8%-11%，个别年份毛利率会出现显著下跌。2018 年公司毛利率突然下跌为 2.31%，根据公司 Earning Call 披露，由于产品滞销，公司降价打折所致。

2019 年公司毛利率有明显的回升，根据年报披露，公司于 2019 财年更改了采购方案。从在印度、孟加拉国、中国和香港的办事处经营自己的采购业务转变为第三方专家采购代理。此转变使得公司直接关闭了 6 家海外办事处，并且采购单价显著降低。2019 年公司毛利率为 25.98%。

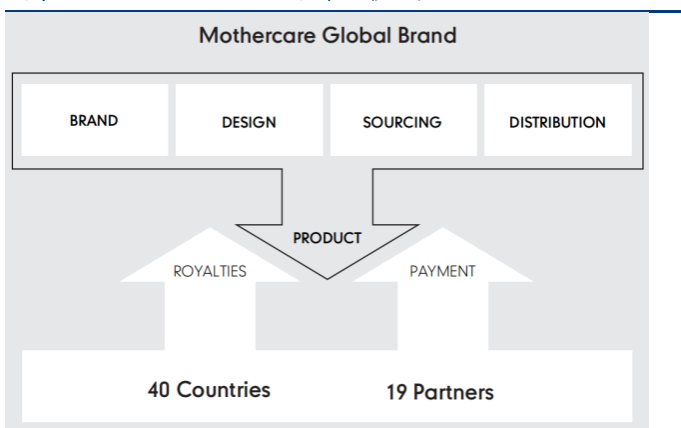
综上，公司毛利率维持在 8-10% 是常态，如果公司库存管理效率下降，施行大规模打折降价，则毛利率有可能会跌至 2% 左右。说明公司占比 40% 左右的自营产品并没有帮助公司提高毛利率，反而因为控制全球采购与全球配送的存货，降低了毛利率提升的可能性。

图表 70 Mothercare 产品服务成本与毛利率



资料来源：Bloomberg，华创证券

图表 71 Mothercare 的商业模式



资料来源：Mothercare 公司官网

经营过程中产品多次出现质量问题，表明公司采购部门并未对质量进行严格监测。2016 年，Mothercare 被检测出婴幼儿服装 PH 值不达标。2017 年，英国门店销售的婴儿弹跳床发生事故；2018 年，公司身陷折叠式婴儿床安全风波。Mothercare 质量问题频发，让那些秉承着质量第一，安全为重的宝妈们望而却步。

2003 年公司供应链管理不到位，无法支撑特许经营商的订单导致影响终端销售。公司为增加供应链的透明度，采用自营海外办事处的采购模式，采购团队覆盖孟加拉国、柬埔寨、中国、印度、斯蒂兰卡和越南。公司对于供应链管理进程比较缓慢，开始时间较晚。于 2015 年公司才与曼哈顿合作，运用曼哈顿软件动态管理库存。

回顾公司发展历史，在 1980 年代后期随着整体零售业的衰弱，公司也有大规模的关店现象，并将美国子公司 Mothercare Stores 出售。我们认为面对出生人口下滑，关闭不盈利的门店及时止损，以及出售现有业务维持现金流等做法非长久之计。快速拓店或许能带来短期的营收高增长，但只有公司系统性地解决毛利低、现金流周转不足商业模式问题，才能摆脱危机。

六、中国母婴行业规模与构成

（一）中国母婴行业规模与测算

根据我们测算，中国 0-6 岁整体母婴行业市场规模近 2.7 万亿，其中 1.8 万亿为产品市场，

0.9 万亿为服务市场。高线城市与下沉市场占比 3:7 左右，分为是 0.8 万亿与 1.9 万亿市场。

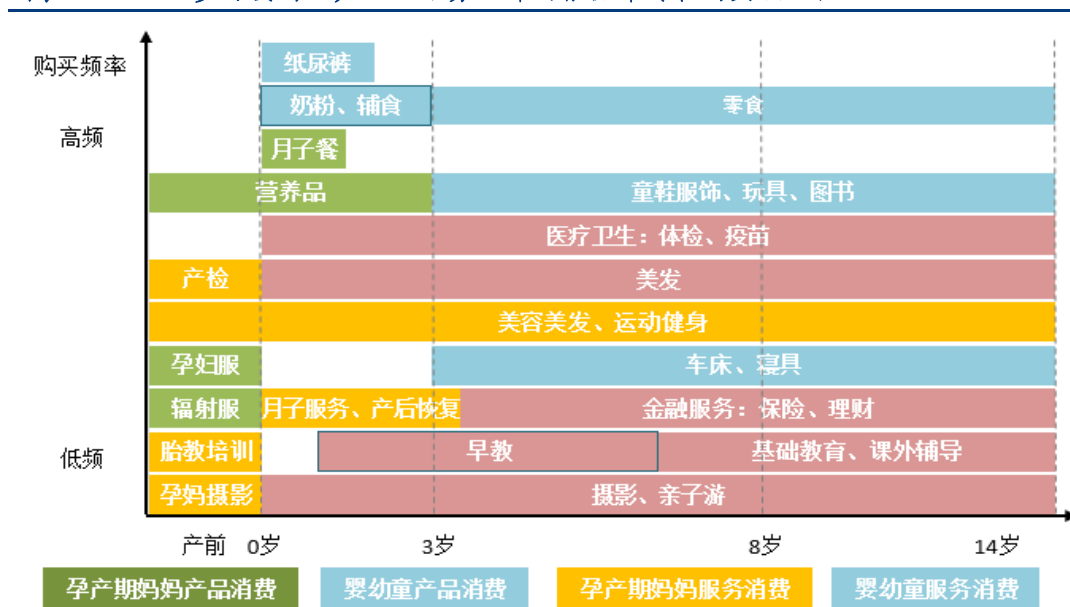
产品需求是基础，其中服装类消费弹性低，每年固定支出且稳定。母婴市场可划分为产品与服务两大类，消费群体为 0-14 岁的婴童及孕妇，具体可分为婴童产品、孕妇产品、婴童服务、孕妇服务。根据罗兰贝格分析，对于城镇人口而言，在产品消费方面，除了服装类商品保持在稳定水平外，其余商品的年累计消费额随婴童年龄的增长会有不同程度的下降。在服务消费方面，教育类、金融类商品的年累计消费额随婴童年龄增长显著上升。

图表 72 母婴产业细分品类

分类	目标群体	品类	细分商品
产品	婴童	食品	奶粉、辅食、营养品、零食
		衣物类	衣服、鞋袜等
		耐用品	手推车、家具、玩具、安全座椅、儿童自行车
		易耗品	纸尿裤、哺育用品、护肤、湿巾
	孕妇	食品	孕期奶粉、营养品
		衣物类	孕妇装、鞋帽、配件饰品
		易耗品	孕期护理用品等
服务	婴童	教育	早教、课外辅导
		娱乐及出行	室内娱乐、亲子旅游
		医疗保健	体检、疫苗及其他针对 0-6 岁婴童的补充医疗服务
		丽人	美容美发、儿童摄影
		金融服务	儿童保险等金融服务
	孕妇	生育相关	产后护理、胎教、准妈妈培训
		非生育相关	孕妇写真、孕妇美发美容美体

资料来源：罗兰贝格《2016 中国母婴童市场研究报告》，华创证券

图表 73 0-14 岁母婴行业产品及服务矩阵（根据年龄和购买频次）



资料来源：艾瑞咨询《2018 年中国互联网母婴童行业研究报告》

我们认为细分市场动态变化，不能简单用平均支出乘以总量。考虑到：

1) 不同收入水平的家庭母婴消费差距，消费偏好大不相同。根据罗兰贝格《中国母婴童市场研究报告》中的测算，2015 年高端收入家庭母婴年累计消费额为 25198 元，是低端收入家庭的 3 倍。家庭年收入越高，服务类消费占比则越大，高端收入家庭服务品类占母婴支出的 41%，而在低端收入家庭中仅占 26%。

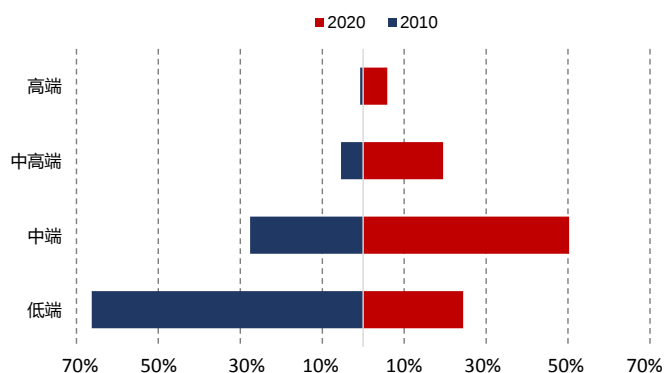
2) 不同发展水平的城市收入分配结构不同，测量总量难以看清发展趋势。随中国持续深入扶贫及人民生活水平显著提高，三线及以下城市收入结构由金字塔形逐渐转变为橄榄型，需求升级引发局部行业规模变动。

3) 育龄人群偏向在大城市安家落户。一线、准一线、二线城市 0-6 岁婴童数量占比持续缓慢提升（22%→28%），三线及以下城市育龄人口流失，可能会局部市场规模变动。

为把握行业整体规模及细分市场变动趋势，我们细分为三个维度：1) 按照城市等级分，分为 4 类：一线、准一线、二线、三线及以下城市需求，由于乡镇育儿成本难以测算，且母婴零售店难以覆盖这部分市场，故以城市需求为主。2) 按照家庭可支配收入分，定义低端（家庭月均可支配收入 5200 元以下）、中端（5200-12500 元）、中高端（12500-24000 元）、高端（24000 元以上）四种收入阶层的家庭。3) 按照需求类型分，分为母婴产品需求和服务需求。

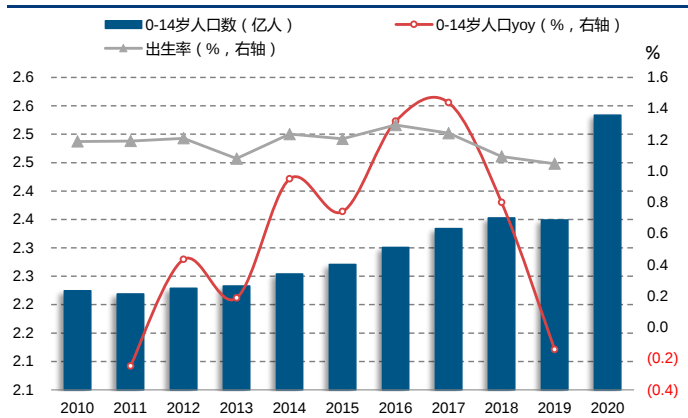
在罗兰贝格调研数据的基础上建立模型，确定家庭在产品与服务两项上的年均支出及增速变化，乘以对应 0-6 岁婴童数量。如，测算 2020 年一线城市高端家庭需求，用（年均服务支出+年均产品支出）*一线城市 0-6 岁累计出生人数*中高端家庭占比以算出一线城市中高端家庭母婴需求。

图表 74 低线城市收入分配结构变化



资料来源：智研资讯《2018 年中国居民可支配收入及各收入阶层家庭户数情况分析》，华创证券 注：2020 年数据为预测数据

图表 75 中国 0-14 岁人口变动

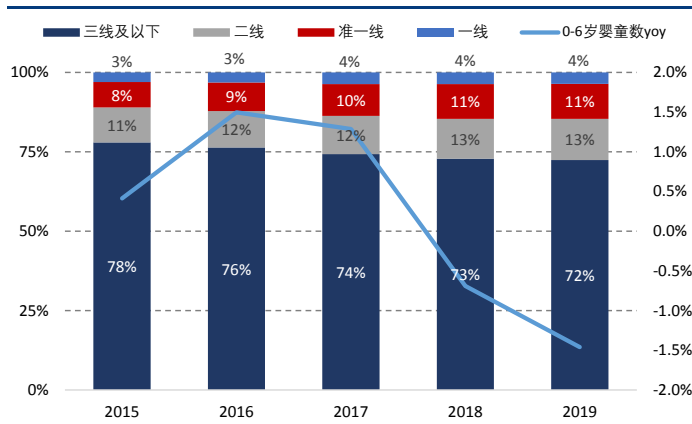


资料来源：国家统计局，华创证券

注：2010 年、2020 年为人口普查数据，2011-2019 年为抽样调查

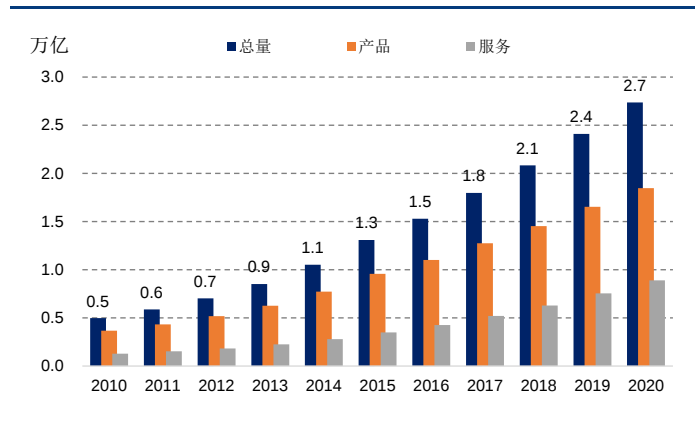
总体市场规模测算结果：2020 年，总体市场需求为 2.74 万亿，CAGR 为 18.6%；产品需求为 1.85 万亿，CAGR 为 17.4%，其中，易耗品 0.21 万亿、婴童服装 0.32 万亿、婴童食品 0.47 万亿、孕妇产品 0.86 万亿；服务需求为 0.89 万亿，CAGR 为 21.6%，其中，医疗保健 0.09 万亿、丽人 0.12 万亿、金融服务 0.18 万亿、娱乐及出行 0.23 万亿、教育 0.27 万亿。

图表 76 不同城市 0-6 岁婴童数量变化趋势 (%)



资料来源: Wind, 国家统计局, 华创证券

图表 77 中国 0-6 岁母婴市场规模测算



资料来源: 华创证券测算

图表 78 0-6 岁细分母婴品类市场规模测算 (亿元)

一级分类	二级分类	2016	2017	2018	2019	2020
产品市场	易耗品	1,253	1,451	1,656	1,882	2,127
	婴童服装	2,212	2,466	2,710	2,968	3,235
	婴童食品	3,031	3,435	3,836	4,272	4,742
	孕妇产品	4,532	5,398	6,335	7,412	8,598
服务市场	医疗保健	480	560	645	740	851
	丽人	603	725	859	1,014	1,187
	金融服务	894	1,091	1,307	1,556	1,774
	娱乐及出行	1,041	1,291	1,579	1,926	2,311
	教育	1,246	1,553	1,905	2,326	2,744

资料来源: 华创证券测算

按城市等级分类的近 5 年的市场规模测算结果如下: 2020 年, 一线、准一线、二线、三线及以下城市的母婴市场规模分别为 1087 亿元、3197 亿元、3643 亿元、19448 亿元, 分别占总体市场规模的 4%、12%、13%、71%。

图表 79 近 5 年不同等级城市母婴市场规模测算 (亿元)

城市等级	市场规模	2016	2017	2018	2019	2020
一线城市	总量	539	743	851	964	1,087
	产品市场	376	510	574	638	707
	服务市场	163	234	277	326	380
准一线城市	总量	1,480	1,929	2,453	2,828	3,197
	产品市场	1,046	1,342	1,678	1,901	2,112
	服务市场	434	587	776	927	1,086
二线城市	总量	1,825	2,232	2,686	3,220	3,643
	产品市场	1,307	1,574	1,864	2,197	2,443

城市等级	市场规模	2016	2017	2018	2019	2020
	服务市场	518	658	822	1,023	1,201
三线及以下城市	总量	11,448	13,066	14,840	17,084	19,448
	产品市场	8,299	9,325	10,421	11,797	13,201
	服务市场	3,150	3,742	4,420	5,286	6,274

资料来源：华创证券测算

按家庭可支配收入分类的结果如下。随家庭收入提高，服务需求占总体需求的比重也会显著提高。根据测算，2020 年，高端、中高端、中端、低端家庭服务需求占比分别为 48%、34%、29%、26%。

图表 80 近 5 年不同等级家庭产品与服务需求及占比测算（亿元，%）

城市等级	市场规模	2016	2017	2018	2019	2020
高端	产品市场	735	981	1,271	1,622	2,021
	占比	56%	55%	54%	53%	52%
	服务市场	586	810	1,087	1,436	1,852
	占比	44%	45%	46%	47%	48%
中高端	产品市场	2,108	2,662	3,282	4,002	4,760
	占比	69%	68%	67%	67%	66%
	服务市场	955	1,248	1,593	2,010	2,473
	占比	31%	32%	33%	33%	34%
中端	产品市场	5,127	5,957	6,789	7,684	8,496
	占比	74%	73%	73%	72%	71%
	服务市场	1,806	2,178	2,575	3,023	3,465
	占比	26%	27%	27%	28%	29%
低端	产品市场	3,058	3,151	3,195	3,186	3,186
	占比	77%	76%	75%	75%	74%
	服务市场	917	984	1,040	1,093	1,123
	占比	23%	24%	25%	25%	26%

资料来源：华创证券测算

对不同等级城市、不同可支配收入家庭的拆分结果如下。我们认为，2020 年，在一线、准一线、二线、三线及以下城市中，**高端及中端家庭需求应为重点**，根据测算，合计需求在不同城市市场中占比分别为 65%、67%、71%、70%。

图表 81 近 5 年不同收入等级家庭市场需求总额测算（亿元）

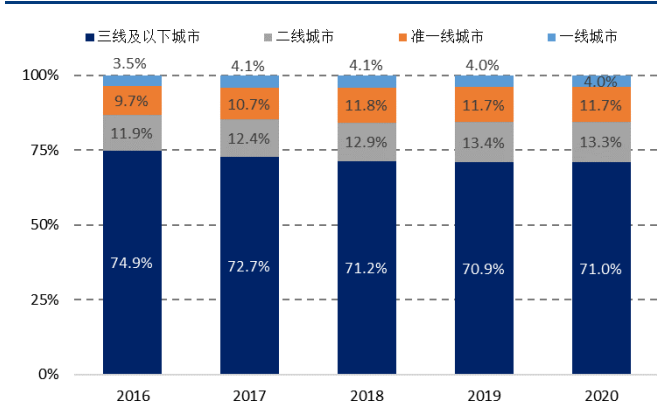
城市等级	市场规模	2016	2017	2018	2019	2020
一线城市	高端	96	144	179	220	268
	中高端	154	220	260	303	351
	中端	203	269	296	320	344
	低端	86	110	116	121	124
准一线城市	高端	208	298	415	522	641

城市等级	市场规模	2016	2017	2018	2019	2020
市	中高端	363	503	677	822	976
	中端	623	786	963	1,064	1,149
	低端	286	343	399	419	431
二线城市	高端	168	233	316	424	536
	中高端	443	581	745	949	1,134
	中端	832	991	1,156	1,338	1,453
	低端	381	427	468	509	520
三线及以下城市	高端	850	1,115	1,447	1,891	2,428
	中高端	2,103	2,606	3,192	3,937	4,772
	中端	5,275	6,090	6,949	7,984	9,015
	低端	3,221	3,256	3,252	3,271	3,234

资料来源：华创证券测算

低线城市为潜在市场，下沉是必然战略。虽然受育龄人口外流影响，低线城市 0-6 岁婴童数量占全国的比重持续下滑，但始终保持在 70%以上。根据我们以上测算，一二线城市母婴市场规模占比 30%，三线及以下城市占比 70%。一般低线城市只有 1-2 个购物中心，母婴企业入驻成本与人力成本低廉，覆盖范围大。但需要注意的是，上文我们分析到母婴零售门店强周转，需要周配，所以区域化发展。各大区域存在强龙头连锁企业，有比较高的跨区域运营壁垒，所以下沉市场虽难覆盖，但为潜在市场。

图表 82 不同城市母婴市场规模占比测算（%）



资料来源：国家统计局，罗兰贝格，华创证券测算

图表 83 母婴商品需求与服务需求市场规模测算（亿元）

	2011	2015	2020
总需求	5,877	13,086	27,376
CAGR	-	22.16%	15.67%
商品需求	4,343	9,585	18,462
CAGR	-	21.88%	13.75%
服务需求	1,533	3,502	8,914
CAGR	-	22.93%	20.24%

资料来源：国家统计局，罗兰贝格，华创证券测算

根据我们以上测算母婴行业总市场 2011-2015 年行业复合增长率为 22.16%，2016-2020 年增速稍降至 15.67%。2020 年我国母婴行业总规模约为 2.74 万亿，母婴服务需求因基数低增速快。

- **商品需求特性决定母婴产品市场规模天花板。**家庭对婴童产品的支出中，奶粉占比超过 50%，其次是对纸尿裤等易耗品的支出。婴童奶粉平均价格居世界高位，提价空间有限，2020 年奶粉销售吨数下滑，单价提升，使得奶粉市场保持增长；纸尿裤属于低技术密度、毛利率提升空间有限的标品，即使在消费升级的趋势下，商品的功能特性决定产品市场规模逐渐触及行业天花板。

- 娱乐及出行、婴童教育为婴童服务市场高速增长的持续推动力。以上分析可知，在不同家庭服务类项目支出占比排名中，婴童教育与娱乐出行始终保持在 top2，支出占母婴支出的比例稳定在 15%-30% 左右，且随收入分配格局的改善不断提高。婴童早教、特长辅导机构、室内娱乐及室外儿童乐园、亲子游为持续关注热点。

图表 84 全国家庭母婴平均支出 CAGR 测算（%）

项目	2010-2015	2015-2020	项目	2010-2015	2015-2020
产品市场	17%	12%	服务市场	17%	17%
易耗品	22%	13%	娱乐及出行	25%	20%
婴童食品	23%	11%	教育	18%	18%
婴童服装	10%	9%	丽人	16%	17%
孕妇产品	20%	16%	金融服务	13%	14%
			医疗保健	10%	15%

资料来源：罗兰贝格，华创证券测算

图表 85 2020 年家庭母婴服务类项目支出习惯测算（%）

项目	高端	中高端	中端	低端
教育	19%	11%	8%	6%
娱乐及出行	11%	9%	7%	9%
金融服务	12%	8%	6%	2%
丽人	4%	4%	5%	4%
医疗保健	2%	2%	3%	4%

资料来源：罗兰贝格，华创证券测算

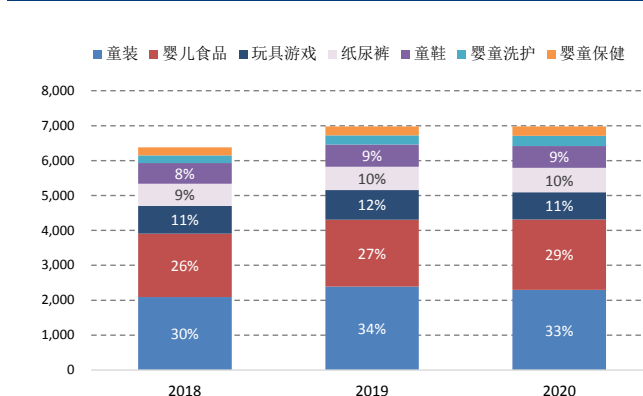
（二）母婴产品需求占主要，服务需求高速增长

婴童产品主要包括童装、婴儿食品、婴童玩具游戏、纸尿裤、童鞋、婴童洗护、婴童保健等品类。

20 年在疫情影响下，婴儿食品、纸尿裤、婴儿洗护等必需品表现相对强势。婴儿洗护、童装、婴童保健类产品增长速度最快，增速均突破 10%。婴儿洗护类产品的同比增速虽略微下滑，但 2 年蝉联增速第一，其中婴儿湿巾的销售表现亮眼，2017-2020 年 CAGR 为 18.5%，远高于其余子品类。

童装、童鞋、玩具游戏等品类受打击最重。童装 2020 年的增速相较于 2019 年的 14.4%，下降了 18.5pct；婴童玩具 2020 年的增速相较于 2019 年的 7.19%，下降了 15.27pct；童鞋 2020 年的增速相比于 2019 年的 8.05%，下降了 10.08pct。

图表 86 主要品类市场规模（亿元）



资料来源：Euromonitor，华创证券

图表 87 母婴主要品类全渠道增速

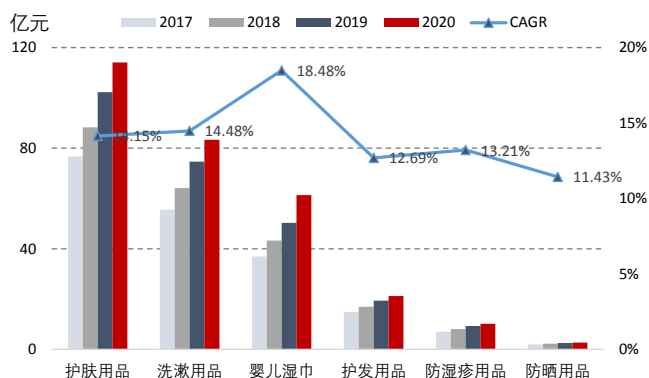
品类	2019 年增速	2020 年增速	变化值
婴儿洗护	15.90%	13.31%	-2.59pct
童装	14.39%	-4.12%	-18.51pct
婴童保健	11.26%	4.56%	-6.70pct
童鞋	8.05%	-2.03%	-10.08pct
婴童玩具	7.19%	-8.08%	-15.27pct
婴儿食品	5.29%	5.38%	+0.09pct
纸尿裤	5.05%	5.02%	-0.04pct

资料来源：Euromonitor，华创证券

疫情影响线下消费与消费者预期收入，大多数行业消费客单价增长幅度下滑，叠加消费

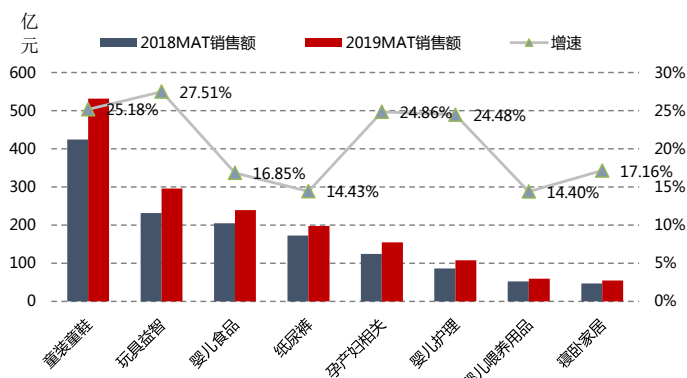
量增长乏力，故除了食品外增速均出现下滑。从数据威披露的线上成交数据看，线上增速普遍高于全渠道，其中童装童鞋、益智玩具、孕产妇相关用品、婴儿护理四大品类的线上增速高于 20%。

图表 88 婴童洗护子品类的全渠道销售额



资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 89 母婴主要品类线上增速



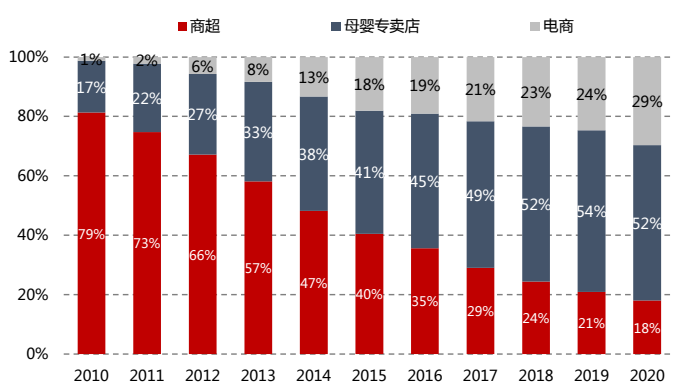
资料来源: Ecdataway 数据威, 巨量引擎《2020 母婴行业年度报告》, 华创证券 注: 2018MAT 数据为 2018 年 5 月-2019 年 4 月; 2019MAT 数据为 2019 年 5 月-2020 年 4 月

1、婴童食品：以奶粉为例，差异化与高端化拉动“价”提升

奶粉是母婴店收入的半壁江山，政策与抽检不断严格，为国产品牌提高市占提供空间。受 2008 年三聚氰胺及一系列奶粉食品安全事件的影响，婴配奶粉市场增速不断下降，从 2008 年的 27.5% 下滑至 2016 年的 4%，但总体规模仍在不断扩大。2016 年 10 月，国家为整顿奶粉行业乱象，保证婴配奶粉质量安全，正式实施婴配奶粉配方注册制。

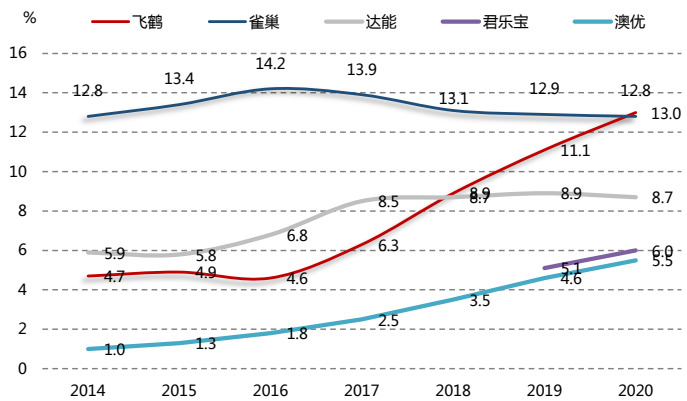
竞争格局持续变化，低线城市或是品牌争夺重点。配方注册制实行后，大量杂牌、贴牌、小品牌被清出，品牌数量大幅度减少，造成三四五线及城镇乡村市场巨大空白，成为国外品牌以及国产品牌下沉抢占份额的绝佳机会。行业集中度 CR10 由 2016 年 55% 上升至 68.9%，奶粉平均价格提升，市场增速回升。

图表 90 婴儿食品销售渠道分布



资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 91 婴儿食品头部公司市占率



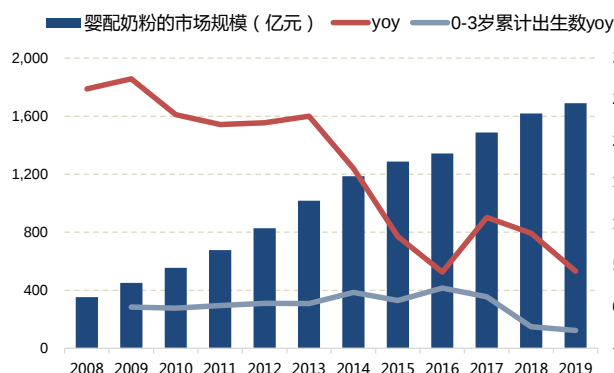
资料来源: Euromonitor, 华创证券

标品属性使得线上占比持续提升，母婴专卖店仍为主要销售渠道。2012-2019 年，婴儿食品线下渠道收入占比下降幅度较缓，维持在-5%以内，主要由于商超加速下滑，母婴专卖

店占比持续攀升。线上渠道收入占比稳步高速增长，2011-2020 年 CAGR 为 9.79%。

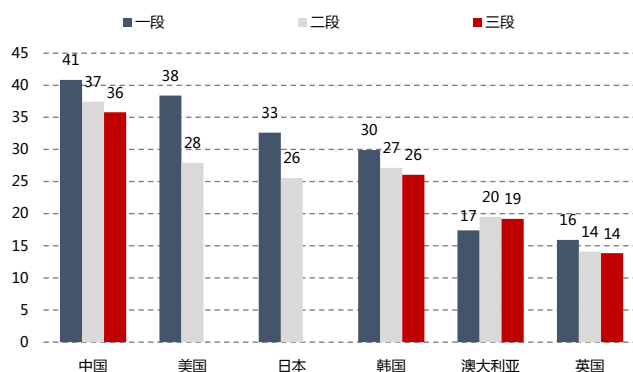
受出生率下降的影响，0-3 岁婴童数量自 2017 年后明显减少，婴儿食品行业增速放缓，2019 年仅为 4%。【量】随育龄妇女人数减少、年轻人生活压力上升带来的生育意愿普遍下降，未来 0-3 岁的婴童数量将进一步降低。【价】亚洲国家及地区的奶粉价格普遍高于西欧及澳大利亚。我们认为，随国民消费趋于理性，国产奶粉消费占比将不断提高。

图表 92 婴配奶粉市场规模（亿元）



资料来源：Euromonitor，华创证券

图表 93 中国奶粉价格对标世界（美元/KG）



资料来源：Euromonitor，华创证券

以飞鹤、君乐宝、澳优为首，国产品牌强势崛起。2016-2020 年，奶粉行业 CR10 中国产品牌的数量无变化，但行业格局重新洗牌。以飞鹤为首，国牌强势崛起，飞鹤从 2016 年后突飞猛进式发展，市占率从 2016 年 5.11% 提升至 2020 年 14.82%，成为行业龙头。君乐宝和澳优表现亮眼，从排名后 5 位跃升至 top5。外资品牌中，达能旗下的爱他美市占率稳步上升，美素佳儿表现不佳，排名迅速下滑。

图表 94 奶粉行业品牌市占率 top10

排序	2016		2018		2020	
	品牌	市占率	品牌	市占率	品牌	市占率
1	雀巢	15.76%	雀巢	14.78%	飞鹤	14.82%
2	达能	7.55%	飞鹤	9.97%	雀巢	14.59%
3	美赞臣	6.66%	达能	9.74%	达能	9.92%
4	美素佳儿	5.77%	美赞臣	6.38%	君乐宝	6.84%
5	雅培	5.66%	雅培	5.26%	澳优	6.27%
6	飞鹤	5.11%	美素佳儿	5.26%	美赞臣	6.27%
7	伊利	4.77%	伊利	5.04%	伊利	6.16%
8	贝因美	2.89%	君乐宝	4.03%	雅培	5.02%
9	完达山	2.11%	澳优	4.03%	美素佳儿	4.56%
10	澳优	2.00%	合生元	3.58%	合生元	4.10%

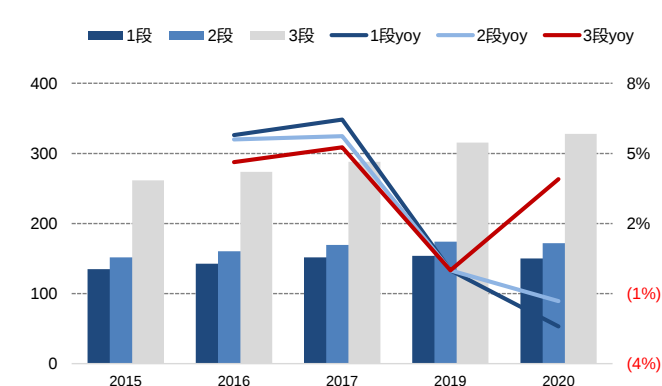
资料来源：Euromonitor，华创证券

注：标蓝为国产品牌

消费升级，中高端产品逐步占领市场。奶粉按照适用段位分为三段，1 段为 0-6 个月，2 段为 6-12 个月，3 段为 1-3 岁。2016-2020 年，奶粉销售额的增速始终高于产量的增速。2018 年后，新生儿数量的减少导致总需求下降，1 段、2 段奶粉的产量均出现下滑，相较于 2018 年，分别减少 7.9 千吨、5.3 千吨。但 1 段、2 段奶粉的销售额均提升，相较于

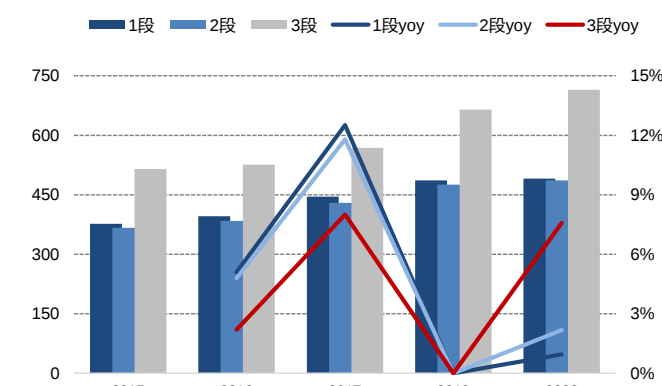
2018 年，分别增加 8.7 亿、19.5 亿。量下滑，价提升，市场总规模维持增长。

图表 95 奶粉分段产量及增速（千吨）



资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 96 奶粉分段销售额及增速（亿元）



资料来源: Euromonitor, 华创证券

寡头垄断行业格局形成加速，国产品牌倾向全价格段布局。国内外品牌竞争白热化，行业洗牌加速，在成熟的发达国家，婴配奶粉的 CR3 集中度一般位于 60%-80%，但 2020 年中国 CR3 只有 34.5%。

从品牌的价格定位来看，除君乐宝、海普诺凯 1897 外，国产品牌倾向全价格段覆盖；国外大牌的品牌定位更有针对性，惠氏、美赞臣、爱他美主攻超高端及高端市场，雀巢、诺优能瞄准高端及以下市场，雅培、美素佳儿以价格较低的其他市场为主。

1、2 段奶粉争夺高端市场，3 段奶粉在价格低带竞争激烈。作为宝宝的第一口奶，消费者消费较为盲目，容易认为价格高的就是质量好的，高端市场的消费者群体最大，因此 1、2 段奶粉高端市场品牌数量最密集。1-3 岁的宝宝以饭为主，奶粉为辅，消化系统发育更成熟，消费者对价格更敏感，3 段奶粉在低价格带竞争激烈。

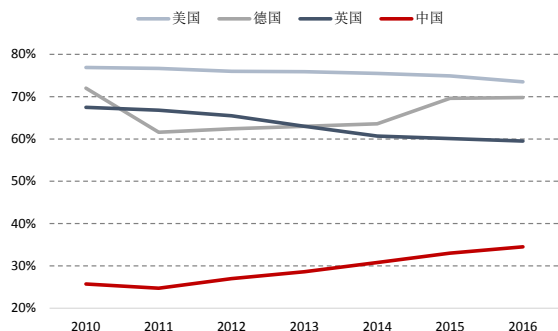
图表 97 婴配奶粉价格分布带

超高端 (>390元/kg)						爱他美 美赞臣 启赋			飞鹤 合生元 伊利		澳优 海普诺凯			
高端 (290-390元/kg)	惠氏	诺优能	雀巢	雅培		爱他美 美赞臣		飞鹤 合生元 伊利		君乐宝	澳优			
其他 (<290元/kg)	诺优能		雀巢	美素佳儿 雅培				飞鹤 合生元 伊利		君乐宝	澳优			
品牌市占率														
	2.4%	2.4%	2.4%	4.7%	5.0%	6.3%	6.3%	6.4%	14.6%	6.8%	6.2%	4.1%	1.6%	0.9%

资料来源: 阿里平台数据, 华创证券

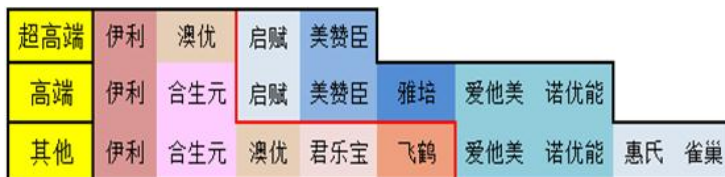
注: 启赋属于惠氏, 惠氏被雀巢收购, 爱他美、诺优能是达能集团旗下品牌, 海普诺凯属于澳优。

图表 98 美、英、德、中 CR3 集中度



资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 99 4 段奶粉价格分布带



资料来源: 天猫 APP, 华创证券

为延长消费者生命周期, 品牌相继推出更高段位奶粉。近年来, 国内外大品牌相继推出 4 段 (3-6 岁) 奶粉, 由于 4 段奶粉的消费者与 3 段奶粉的消费者特点高度相似, 同样对价格较为敏感, 因此国产品牌主打低价产品抢占市场份额, 底层价格带竞争激烈。对于 3-6 岁的儿童, 肠胃吸收消化功能发育较为完善, 食用奶产品主要以补充钙质, 促进脑部发育为主, 液态奶对 4 段奶粉的替代性高, 4 段奶粉的市场空间较小且需求不稳定, 对目前婴配奶粉整体市场规模的影响力较小。

线上化成为奶粉销售趋势: 奶粉中以飞鹤奶粉为例, 线上销售额和占比高增长。2015 年, 飞鹤奶粉线上销售额 1.15 亿元, 占比 3%。而仅 2020 上半年, 飞鹤奶粉线上销售额达到 11.76 亿元, 占比销售额 14%; 线上渠道占比提升+11pct。根据情报通数据, 18 年婴儿食品线上销售渠道分布中京东占比 45%、天猫占比 42%+、考拉占比 8%、苏宁占比 5%。强势的物流与跨境电商进口业务进一步推动线上化趋势。

2、易耗品: 纸尿裤提价空间有限, 婴儿洗护高增长, 均易于线上化

➤ 纸尿裤

市场持续增长但驱动力不足, 多因素限制行业天花板高度。根据 Euromonitor 数据, 婴童纸尿裤行业从 2011 年 263 亿增长至 2019 年 670 亿, 复合增长率 12.4%。我国婴儿卫生用品市场渗透率从 2000 年 2.1%提升至 2018 年 63.9%, 相比于发达国家超过 90%的渗透率, 我国婴幼儿人均年使用纸尿裤数量仍处于较低水平

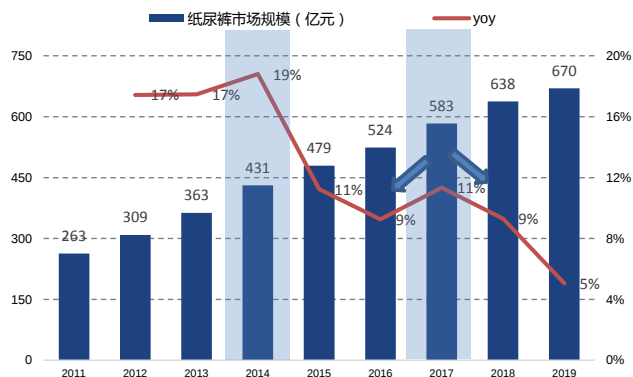
1) 从出生率的角度看, 市场增速与出生率变化显著相关, 2014 年为二孩政策实施前的生育小高峰, 出生率 12.37%达近年最高, 此时婴童纸尿裤市场增速也为 2011-2019 年的最高值达 18.8%, 2014 年后市场增速随出生率下降跌落, 直到 2016 年实施二孩政策带来的短暂生育高峰后, 市场增速开始回升, 2017 年后随出生率下降继续跌落, 降低至 5%。

2) 从单片价格驱动因素来看, 主要为“技术进步+消费升级”, 国内 ODM 企业持续研发投入, 成功研发出吸收芯体为复合芯体的纸尿裤, 更受中国家庭的喜爱, 推动纸尿裤商品附加值提高。另外, 随家庭收入水平的提高, 厂商推出中高端产品以满足消费者对高品质产品的需求, 如近年来以“婴儿拉拉裤”为代表的中高端纸尿裤产品以其便利性和舒适性获得越来越多家庭的认可和青睐, 据造纸协会统计, 2018 年婴儿拉拉裤的销量占总销量的比重为 27.2%, 同比增长 2.3%。

然而纸尿裤单片提价空间有限, 2012-2018 年, 纸尿裤单价始终在 1 元/片-1.5 元/片之间波动, 6 年 CAGR 仅为 5.3%。我们认为涨幅较低主要由于“价格弹性低+客户粘性低”,

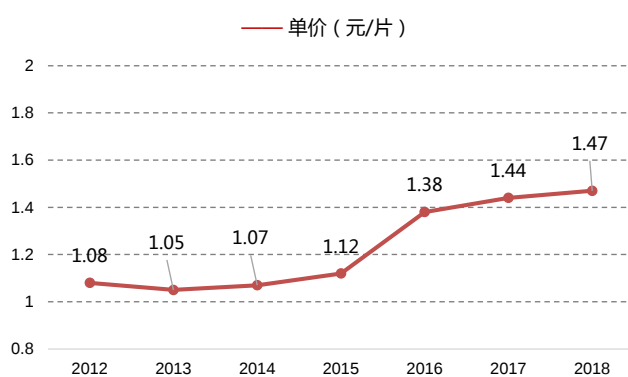
由于基本固定的低价模式让消费者产生了固有的消费习惯，消费者价格弹性高，价格涨幅大时，市场都有大量替代品；二是行业竞争激烈，且客户品牌粘性低，单个或部分厂商提价可能导致市占率大幅缩减。

图表 100 我国婴童纸尿裤市场规模（亿元，%）



资料来源：Euromonitor，华创证券

图表 101 中国纸尿裤产品单价（元/片）



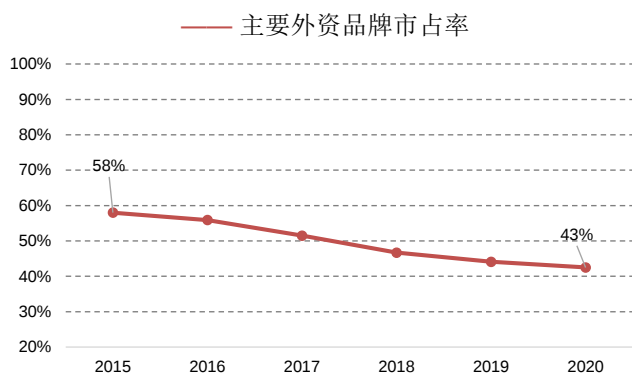
资料来源：中国造纸行业协会，华创证券

流量碎片化时代为纸尿裤中 DTC 品牌提供契机，渠道+产品共发力，抢占外资份额。

1) 媒体与渠道：流量碎片化时代，私域流量渠道持续扩容助力国产品牌崛起。早些年，头部五大外资品牌（尤妮佳、大王、花王、金佰利、宝洁）占领市场，2015 年集中度达 58%，2020 年降低至 43%，场景渠道分化趋势下，新锐电商与私域品牌如凯儿得乐、BabyCare、巴布豆、米菲抓住新兴渠道带来的机遇。

如巴布豆优先发力淘系，将天猫作为标杆渠道，深度收割母婴连锁渠道，借助母婴垂类电商贝贝网精准营销，凭借物美价廉的产品建立口碑快速流量，在天猫 618 购物节纸尿裤品牌销售额排名 top10。Baby Care 发力抖音渠道，线上销售破 20 亿。

图表 102 纸尿裤行业外资品牌市占率（%）



资料来源：Euromonitor，华创证券

图表 103 2020 年婴儿纸尿裤品类天猫购物节排名

排名	2020 年 618 销售额	2020 年双十一销售额
1	帮宝适	帮宝适
2	好奇	Moony
3	大王	好奇
4	花王	大王
5	Moony	KAO/花王
6	Baby Care	花王/妙而舒
7	巴布豆	BabyCare
8	宜婴	宜婴
9	露安适	爽然
10	泰迪熊	泰迪熊

资料来源：母婴研究院，华创证券

2) 研发：国产芯体技术颠覆国牌刻板印象，“物美价廉”形象深入人心。吸收芯体分为复合芯体和木浆芯体，是决定纸尿裤质量的关键。国产复合芯体的发明应用引发行业技术变革，复合芯体在吸收、反渗、舒适度具更优性能，受中国消费者的喜爱。外资品牌

如金佰利、尤妮佳主要采用木浆芯体，国产品牌以凯儿得乐、BabyCare 为代表采用国产复合芯体。良好的体验及多种测评报告树立国货口碑，“物美价廉”的优质形象颠覆消费者对国货的刻板印象。

3) 生产：ODM 企业多方位助力国产新锐品牌。行业高度分化过程中，国产纸尿裤品牌秉持以轻资产模式，将资源投至渠道与品牌建设，将产品生产、技术研发环节交由 ODM 企业完成。ODM 企业产品质量稳定、交付与研发能力强，有助于国产品牌打造更具性价比的产品。目前国内纸尿裤主要的 ODM 企业有豪悦护理、广东昱升、杭州千芝雅、杭州可靠护理，其中豪悦护理于 2020 年 9 月 11 日在上交所主板上市。

图表 104 纸尿裤行业主要 ODM 企业

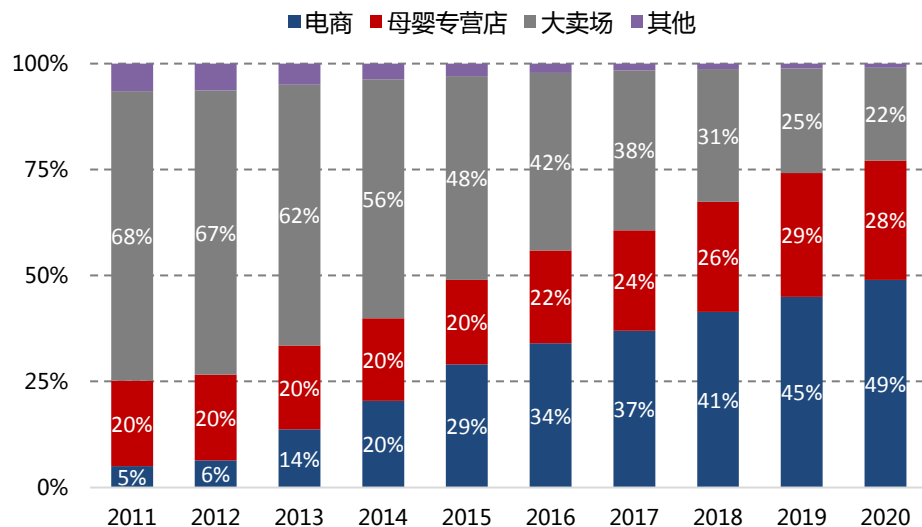
公司名称	主营业务	成立时间	代工品牌	自有品牌
豪悦护理	婴儿纸尿裤、成人纸尿裤、经期裤、卫生巾、湿巾等一次性卫生用品产品	2008	凯儿得乐、BEABA、BabyCare、Eleser、蜜芽、自然花蕾、亲宝宝、韩国 JW	希望宝宝、天生明星、Mamamia、Sunny Baby、NANAKIA
广东昱升	婴幼儿、成人护理用品	2005	露安适、凯儿得乐、小萌希奥、漂漂羽毛	吉氏、舒氏宝贝、婴之良品、肯得康、添宝、添康、初生
杭州千芝雅	婴儿卫生用品、成人卫生用品、女性卫生用品	1998	小鹿叮叮、诺美儿、BEABA、超级奶爸（韩国）、马呢可（俄罗斯）	米菲、名人宝宝、Arome、童呵护、礼知宝贝、妙儿亲、阳光搭档
杭州可靠	成人失禁护理产品、口罩、婴儿护理产品、宠物护理产品	2001	杜迪、亲蓓	酷特适

资料来源：各公司官网，华创证券

“线上价格优势+快消+标品”属性彰显，线上渠道占比持续扩张。根据凯度消费者指数与贝恩公司发布的《2020 年中国购物者报告》，纸尿裤作为线上平均售价较低的品类，往往倾向于在线上渠道大幅促销。**价格优势+标品化+快消/国货属性使得纸尿裤天然适合线上消费。**

据 Euromonitor 数据，2020 年婴儿纸尿裤电商渠道占比 49%，较 2011 年提升+44pct。据贝恩与凯度咨询数据，2020 年前三季度婴儿纸尿裤高线城市电商渗透率已达到 81%，提升空间有限。**随低线城市电商红利的持续释放，未来电商渠道增速将由低线城市驱动。**

图表 105 婴儿纸尿裤各渠道收入份额 (%)

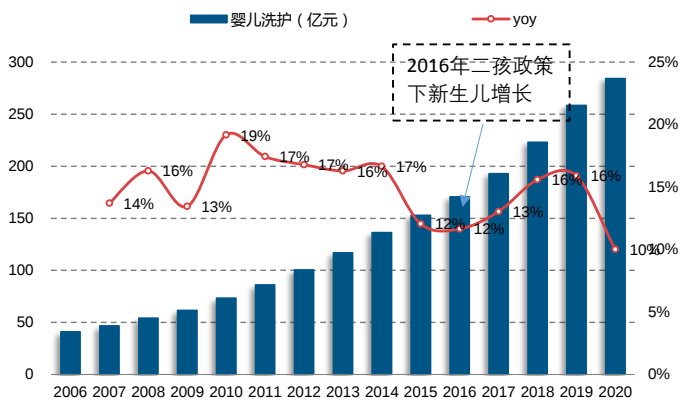


资料来源: Euromonitor, 华创证券

➤ 婴儿洗护

婴儿洗护产品一般在宝宝 3 岁以后加大消费。除了基础保湿滋润外, 宝宝防晒、镇定舒缓等需求提升。根据 Euromonitor 数据婴儿洗护市场规模近 300 亿, 出生率对婴儿洗护行业规模的影响稍迟滞于纸尿裤 2-3 年。在疫情之前一直以母婴零售店为主要销售渠道且占比持续提升, 商超渠道持续下滑, 电商渠道快速提升。2019 年母婴零售店渠道占比 45.5%/电商占比 32%/商超占比 21%。2020 年疫情影响下, 电商渠道占比迅速提升至 43.2%, 较 2019 年增长+11.4pct。我们认为, 洗护用品标品属性强, 易于线上化, 但与奶粉一样属于依赖渠道推荐产品, 故线下母婴店仍有渠道优势。

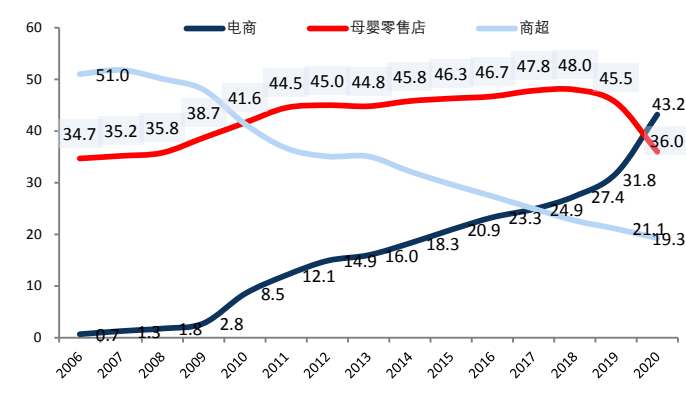
图表 106 中国婴儿洗护市场



资料来源: Euromonitor, 华创证券

注: 2020 年市场大幅下滑, 受疫情与新生儿断崖下滑的滞后影响

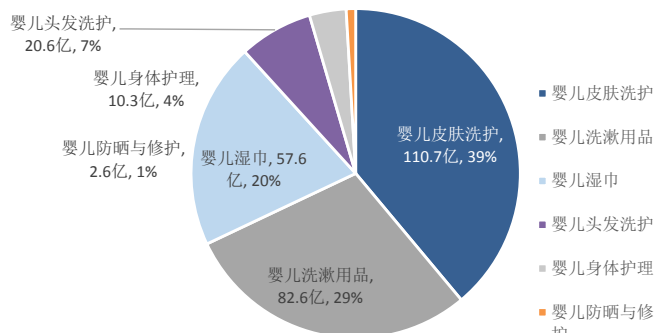
图表 107 中国婴儿洗护销售渠道分布



资料来源: Euromonitor, 华创证券

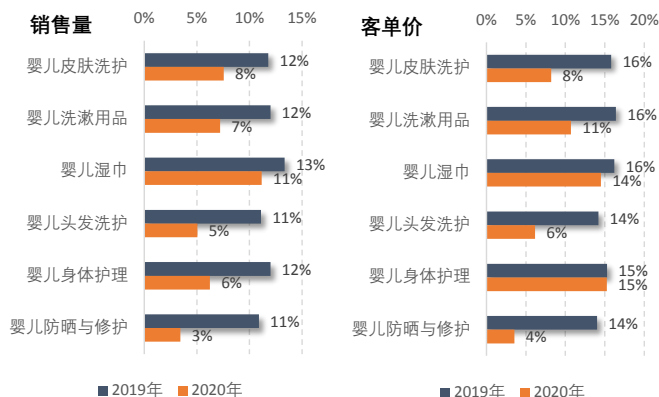
在婴儿洗护 300 亿市场中, 婴儿皮肤洗护占 4 成, 洗漱用品占 3 成, 婴儿湿巾占 2 成。2020 年前各细分品类均保持年均 16% 的增长, 2020 年增速下滑至 10%, 量价均出现增速回落; 相比于其他快消品类, 湿巾增速下滑幅度小, 保持相对平稳增长。

图表 108 婴儿洗护细分品类体量



资料来源: Euromonitor, 华创证券

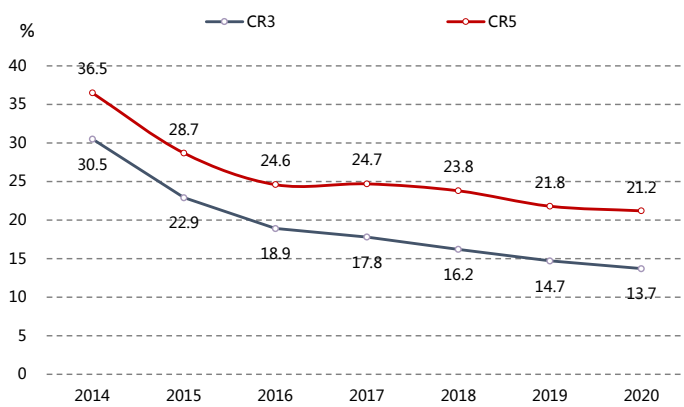
图表 109 婴儿洗护“价”提升高于“量”提升



资料来源: Euromonitor, 华创证券

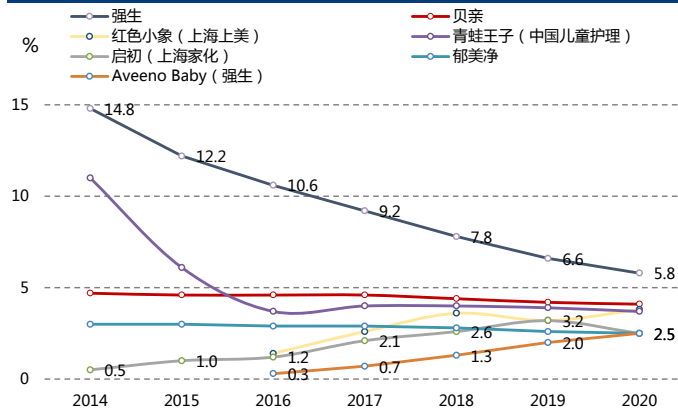
婴儿洗护市场集中度较低,且逐年降低。CR3 从 2014 年的 30.5%降低至 2020 年 13.7%; CR5 占比也仅有 22%。相比之下日本、英国、美国 CR3 分别达 53%/51%/39%, 14-20 年也仅下滑 5pct 以内,且 Top3 格局较稳定。中国头部龙头市占率大幅下滑,新品牌快速崛起:龙头 TOP1 强生市占率逐年降低,贝亲市占率保持平稳;上海上美的红色小象、上海家化的启初、强生的 Aveeno Baby 市占率逐步攀升。国际品牌数逐步丰富,也提供更多 SKU;国产品牌也在配方、成分、性能上不断突破,逐步以 90 后为主的宝妈们相比上一代也更信赖国货,愿意尝试线上新品牌。

图表 110 中国婴儿洗护市场集中度低且持续降低



资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 111 婴儿洗护品牌市占率



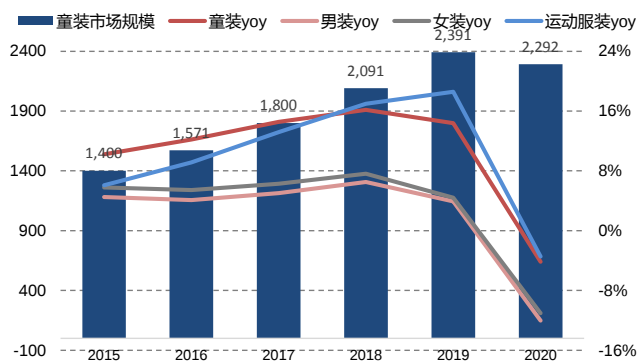
资料来源: Euromonitor, 华创证券

3、可选消费品: 童装, 易受线上化与信息流冲击

疫情影响逐月消退,行业开年销售表现亮眼,童装刚需特性凸显。疫情冲击线下消费场景,2020 年我国纺织服装业规模以上工业企业营业收入 1.4 万亿元,同比减少 11.3%。2021 年 2 月行业累计同比 21.4%,为疫情后首次转正。童装受疫情影响小,纺服整体易于线上化。2015-2019 年,童装与运动服装的增速领先纺服行业,4 年复合增速为 14%。20 年童装受影响略小于男女服饰;时尚服饰等纺服品类均录得双位数下滑,童装同比仅下滑-4.2%。我们认为主要有两点原因,一是由于青少年处于发育成长期童装购买频率相对高;二是纺服行业本身线上化率高,易于被“兴趣电商”转化成交,电商渠道变革使线上对线下零售替代性强。以童装龙头品牌 Balabala 为例,2020 年天猫旗舰店销售额每

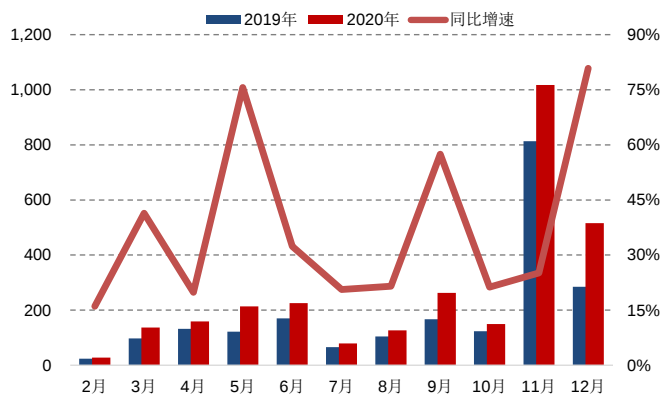
月同比增速均在 15%以上, 12 月达峰值 81%。

图表 112 童装市场规模及各品类增速 (亿元, %)



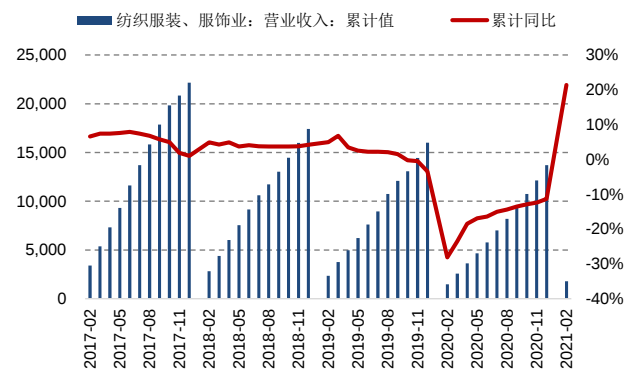
资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 114 Balabala 天猫旗舰店月销售额 (百万, %)



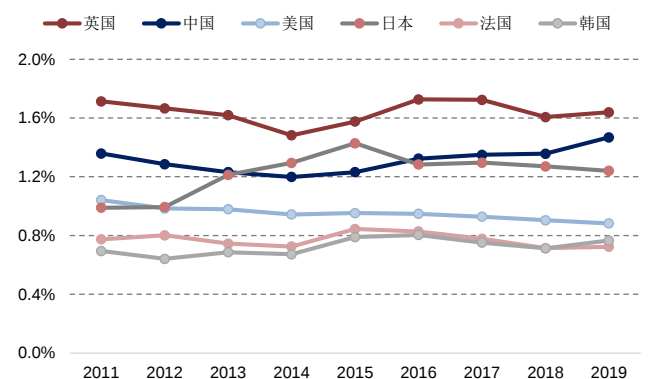
资料来源: 阿里平台数据, 华创证券

图表 113 纺服行业营业收入累计值及同比 (亿元, %)



资料来源: Wind, 华创证券

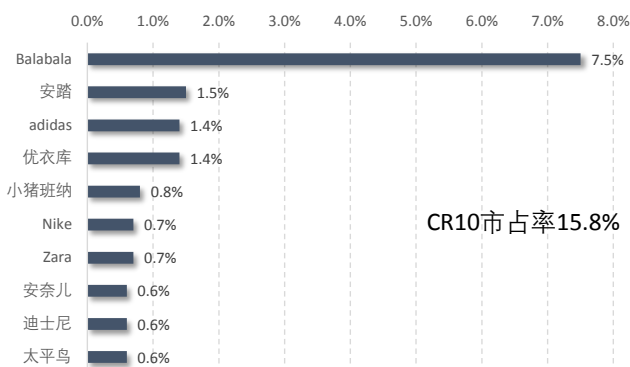
图表 115 童装人均支出占人均 GDP 比重



资料来源: Euromonitor, 华创证券

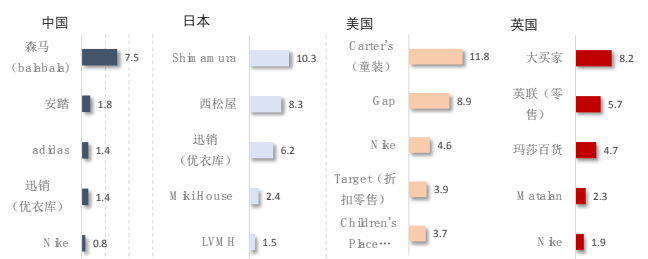
中国童装人均消费达世界高位, 人均指出随收入正增长。2011-2019 年, 各国家童装人均支出占人均 GDP 均围绕某个常数值小幅波动, 基本童装人均支出呈现出与收入成正比增长趋势。尤其 2016-2019 年中国童装人均支出占比 GDP 持续上升, 3 年提升+0.15pct, 仅次于英国。

图表 116 2020 年童装市场各品牌市占率 (%)



资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 117 中国、日本、美国、英国儿童鞋服 TOP5



资料来源: Euromonitor, 华创证券

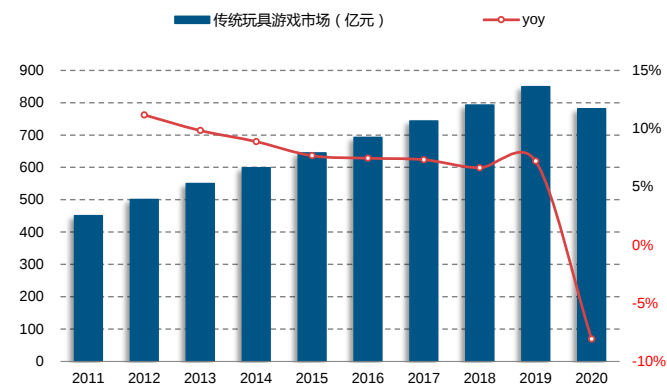
市场集中度极低,但逐步加强集中。根据 Euromonitor 数据,中国童装 CR3 仅 10.7%, CR10 仅 15.8% 属于极度分散市场,且以运动品牌为主, balabala 是森马旗下品牌。相比日本 CR3 24.8%, Top2 西松屋与 Top4 MikiHouse 均为专业童装品牌。美国 CR5 32.9%, Top1 与 Top5 均为专业童装零售品牌;英国 CR5 22.8%, 其中前 4 均为百货及专业零售商, mother care 破产前 2019 年童装市占率也达 1.6%, 位居 Top6。我们认为, 服装作为非标品, 尤其是儿童服饰, 更换周期更短, 更依赖门店渠道, 所以零售商转向服装品牌商存在渠道优势。

4、玩具与泛文娱：冲动型消费，线下占比七成，依靠 IP 拉动

玩具行业增长较缓，线下销售持续下滑。根据 Euromonitor 数据, 2012-2014 年, 我国玩具行业增速趋缓后稳定在 7% 左右, 始终高于全球的平均增速, 2019 年玩具零售规模达到 850 亿元, 线下规模占比 67.4%。受疫情影响, 线下场景客流量减少, 2020 年玩具市场增速同比下滑-15.3pct。

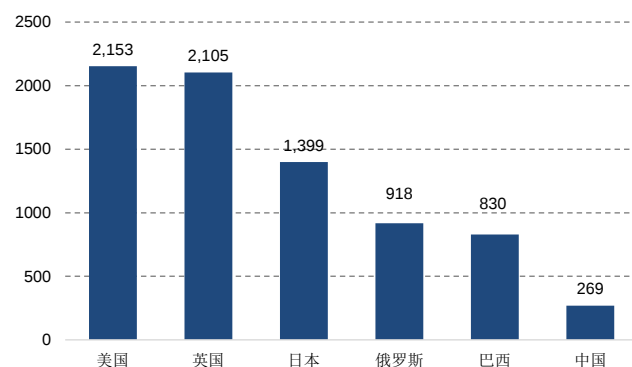
我国家庭平均玩具支出过低，有较大增长潜力。受益于庞大的人口基数, 我国是全球最主要的玩具消费国, 2018 年零售额占全球玩具零售额的 13.8%, 仅次于美国。但从家庭平均玩具消费支出上来看, 中国家庭平均玩具消费支出仅为 269 元, 为发达国家的 1/8。

图表 118 2020 年中国玩具行业销售规模



资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 119 2018 各国家庭平均玩具消费支出 (元)



资料来源: Euromonitor, 华创证券

婴童玩具市场集中度较低，国际巨头占领中高端市场，国内企业产品附加值低。根据 Euromonitor 数据, 中国儿童玩具 CR3 22.6%, CR5 28.3% 6 年内集中度进下滑 3pct。英国、美国、日本儿童玩具 CR3 达 53.4%/43.5%/57.6%, 其中日本 CR5 占 62% 均呈现出高集中度, 且头部企业占比超 30%。**中国玩具行业整体集中度低，多因素制约行业快速发展。**根据 Euromonitor 数据, 整个玩具行业 2019 年 CR10 相较于 2011 年 16.5% 仅提高 +2.5pct。乐高以搭建类玩具为核心+教育领域纵向布局占据行业龙头地位, 奥飞娱乐凭借“动漫 IP+玩具”成为婴童玩具国内龙头, 但二者的市占率仅为 5.1%、2.3%。

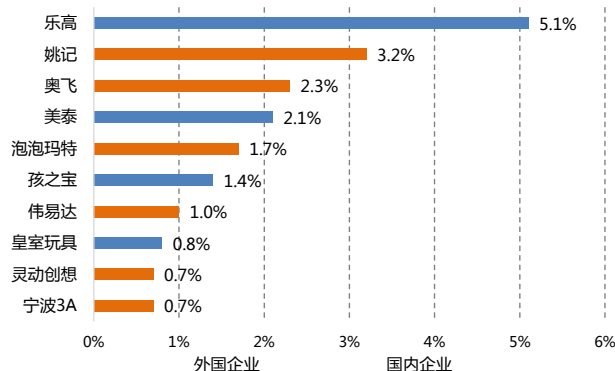
国际玩具巨头有美国美泰 (芭比娃娃)、孩之宝, 日本多美, 丹麦乐高, 凭借优质 IP+品牌效应+渠道资源积累占领全球市场, 在我国多个玩具品类细分市场居龙头地位。国内企业根据在产业链的位置, 可以分为两种。第一种注重研发能力+品牌建设, 产品附加值高, IP 在品牌建设占据重要地位, 重视 IP 泛娱乐化全产业链布局, 如伟易达、奥飞娱乐等。第二种以 OEM 为主营业务, 数量众多, 企业规模小, 集中在中低端产品制造领域, 处于产业链末端。

图表 120 外资企业各细分市场占比及排名 (%)

外资企业	细分市场	市占率	排名
美泰	婴幼儿玩具	11.6%	1
	娃娃	5.9%	2
	模型汽车	11.6%	1
	学前儿童玩具	1.0%	5
孩之宝	人偶	15.2%	2
	手工艺与美术	5.4%	3
	娃娃	5.7%	3
	户外及运动	4.9%	4
乐高	搭建类玩具	36.0%	1
多美	模型汽车	3.9%	2

资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 121 中国玩具行业市占率 Top10 企业 (%)

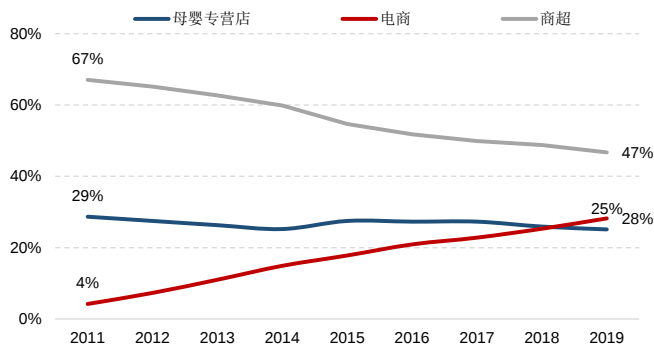


资料来源: Euromonitor, 华创证券

注: 蓝色为外资品牌, 橙色为国产品牌

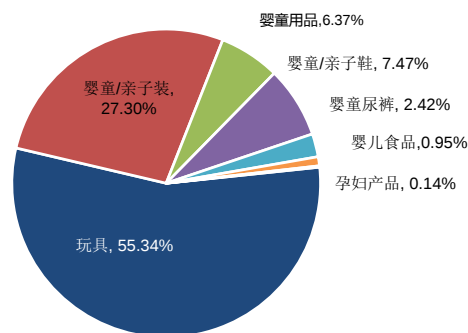
我们认为, 技术标准、生产成本、资金技术、自主品牌 IP 设计等因素将缩小以 OEM 为主的中小企业生存空间, 加速行业集中度提升。从技术要求上, 国内安全环保标准不断提高, 对原材料及生产工艺的要求提高; 从生产成本上, 劳动成本、检测费用增加进一步缩减企业的利润空间; 从提升产品附加值来看, 中小型 OEM 企业难以获得资金技术支持, 在自主品牌的 IP 设计上难以突破, 转型面临困难。

图表 122 中国玩具销售渠道



资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 123 2019 年天猫母婴亲子行业 IP 授权商品各类目分布 (%)



资料来源: 阿里鱼&天猫母婴亲子&阿里数据《2020 中国市场 IP 电商指数报告》, 华创证券

传统玩具的购买渠道仍以线下为主。2019 年, 传统玩具的线下渠道占比 72%, 且商超占半壁江山。母婴专业零售店渠道占比稳定在 28% 左右, 17-19 年短期略下降。电商渠道从 2011 年起持续高速增长, 销售占比从 4% 提升至 2019 年的 28%。

玩具借助 IP 打开市场, 品牌注重 IP 对产品的推动作用。以 IP 为核心, 泛娱乐化全产业链布局为国内玩具企业发展的长期战略。目前我国 IP 授权市场规模高速增长, 2015-2019 年 CAGR 达 14.9%, 2019 年市场规模达 844 亿元。据《2020 中国市场 IP 电商指数报告: 母婴亲子篇》, 2019 年, 天猫亲子行业 IP 授权商品销售额同比增长 41%, 成为促进母婴行业大盘增长的助推器, 玩具厂商注重 IP 对产品的推动作用, 玩具类 IP 授权商品行

业占比超过半数。国外 IP 垄断国内市场，国内企业亟需提高 IP 运营能力。依托电影业、动漫产业，美国、日本的 IP 泛娱乐产业均处于成熟阶段，IP 商业价值已被充分挖掘，创造了众多经典 IP 形象，2019 年，在天猫和淘宝销量 TOP20 的 IP 中，北美占 11 个，日本 5 个，欧洲 3 个，中国只有 1 个。

中国 IP 泛娱乐产业处于快速发展期，深度 IP 较少，IP 内容与衍生品相对孤立，市场供需背离。根据母婴亲子行业 IP 电商蓝海指数榜 Top20，该指数榜的排名与 IP 关键词搜索量成正比，与 IP 授权商品购买量成反比，国内有 8 个原创 IP 上榜，占比 40%，国产 IP 数量仍偏少。

图表 124 2019 年母婴亲子行业 IP 电商销售指数榜

排名	IP 名称	排名	IP 名称
1	乐高	11	变形金刚
2	奥特曼	12	小熊维尼
3	米奇	13	超级飞侠
4	HelloKitty	14	宝可梦
5	冰雪奇缘	15	海绵宝宝
6	芭比娃娃	16	钢铁侠
7	蜘蛛侠	17	美国队长
8	小猪佩奇	18	米菲
9	汪汪队立大功	19	哆啦 A 梦
10	迪士尼公主	20	我的世界

资料来源：阿里鱼&天猫母婴亲子&阿里数据《2020 中国市场 IP 电商指数报告》，华创证券

图表 125 2019 年母婴亲子行业 IP 电商蓝海指数榜

排名	IP 名称	排名	IP 名称
1	阿狸	11	芝麻街
2	舒克贝塔	12	大头儿子小头爸爸
3	巴塔木	13	玩具总动员
4	樱桃小丸子	14	彼得兔
5	萌浪兔	15	愤怒的小鸟
6	麦咭大闯关	16	冰河世纪
7	猫和老鼠	17	赛尔号
8	哈利波特	18	功夫熊猫
9	大耳朵图图	19	宝可梦
10	葫芦兄弟	20	百变布鲁可

资料来源：阿里鱼&天猫母婴亲子&阿里数据《2020 中国市场 IP 电商指数报告》，华创证券

玩具行业加速线上化，相比 IP “益智类”产品增长更快。互联网公司充分发挥科技+大数据优势，合作外资巨头涉足智能玩具市场，如 2017 年美泰与阿里达成合作，阿里将利用人工智能应用技术、传媒系统开发技术、消费者数据，助力美泰进入智能玩具市场；2018 年，腾讯协作乐高，在中国发行、运营与乐高智能玩具匹配的线上操作系统，向用户提供高科技、高互动参与度的安全玩乐体验，以小米为代表的互联网企业也将智能玩具作为新型业务发展。

图表 126 小米 2016 年出品：米兔智能故事机



资料来源：小米天猫旗舰店

图表 127 小米 2018 年出品：计客超级魔方



资料来源：小米天猫旗舰店

总结:

综合看，由于服务类消费虽然高速增长，但缺乏政策规范，市场标准化程度较低，渠道店转为服务供应商可能面临 3-5 年低毛利、高投入耕耘期；且母婴服务的目标客群更多为一孩家庭，目前一孩家庭占比持续走低，需求存在不确定性。他山之石，可以攻玉。在复盘日本、英国、美国市场后，结合中国四大母婴零售店商品中：我们认为母婴零售店做渠道品牌或许可选以下三种产品入手：1) 非标品属性强，如服装；2) 冲动型消费，如玩具；3) 市场格局加速分散、逐步细化型，如婴儿洗护；奶粉与婴童食品虽占比母婴市场份额高，且低龄段奶粉能跑出高端产品，给予母婴零售店较高毛利支撑。但目前高端市场飞鹤已经遥遥领先，且零售店利润本就靠奶粉销售支撑，若选择奶粉作为渠道品牌切入点，将冲击原有供应商。洗护用品与尿布市场合计约千亿，集中度逐步降低；细数英美日国家母婴业态，西松屋选择服装切入，将婴童服装市占率提至 8%；反面在于同样 Mothercare 选择婴童服装切入品牌市场；Toys “R” Us 玩具反斗城选择玩具为零售切入点，均因为全球零售与全球采购拖累供应链效率。

七、风险提示

新生儿数据增长不及预期，生育率与生育意愿下滑超预期等。

商社组团队介绍

组长、首席分析师：王薇娜

美国密歇根大学安娜堡分校理学硕士。曾任职于光大永明资产管理、国寿安保基金。2016 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖餐饮旅游第四名。

高级分析师：胡琼方

清华大学工学硕士。2017 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖餐饮旅游第四名团队成员。

助理研究员：姚婧

南京财经大学经济学硕士。2020 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	包青青	销售经理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	张嘉慧	销售助理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	销售助理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	资深销售经理	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系（基准指数沪深 300）

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%；
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间；
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%；
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编：100033 传真：010-66500801 会议室：010-66500900	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编：518034 传真：0755-82027731 会议室：0755-82828562	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编：200120 传真：021-20572500 会议室：021-20572522