

# 商贸零售行业快评

超配

聚焦“两会”生育政策论题，关注母婴行业细分赛道发展机遇

## ◆ 行业研究 · 行业快评

## ◆ 商贸零售

## ◆ 投资评级：超配（维持评级）

证券分析师： 张峻豪 021-60933168 zhangjh@guosen.com.cn 执证编码：S0980517070001  
联系人： 王畅 021-61761019 wangchang@guosen.com.cn

## 事项：

在 2022 年两会期间，鼓励生育成为重点论题。其中政府工作报告指出，完善三孩生育政策配套措施，包括将 3 岁以下婴幼儿照护费用纳入个人所得税专项附加扣除，发展普惠托育服务，减轻家庭养育负担。

**国信零售观点：**目前我国人口老龄化加剧背景下，推进鼓励生育政策势在必行，但简单的生育放开政策对刺激生育率效果已经相对有限，预计未来将有持续的配套鼓励政策出台，以解决当前居民生育成本高企等实质性压制因素。而在持续政策催化以及消费升级大趋势下，预计母婴市场规模未来仍有望实现结构性提升，相关细分母婴赛道龙头有望进一步受益。1) 在母婴零售领域，建议关注具备渠道扩张能力，数字化运营优势及会员体系建设的孩子王和爱婴室；2) 在母婴日化领域，建议关注基于自身研发能力，品牌力及多渠道运营能力延伸打造母婴洗护品牌的龙头日化企业，如贝泰妮，上海家化等。

## 评论：

## ◆ 生育政策梳理：开放生育限制，多方位鼓励生育

**鼓励生育成为 22 年全国两会的重点论题。**政府工作报告中明确指出，要完善三孩生育政策配套措施，将 3 岁以下婴幼儿照护费用纳入个人所得税专项附加扣除，发展普惠托育服务，减轻家庭养育负担。同时在两会期间，有关鼓励生育的提案和建议数量比去年成倍增加，体现社会各界对生育民生问题的普遍关注。多位代表委员从加大财政补贴、降低住房成本、发展普惠托育、提供男女平等育产假等角度提出建议。

表 1：2022 两会期间部分鼓励生育相关提案

|             |                                                                                                 |
|-------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 加大现金和税收补贴   | 提高家庭生育二孩、三孩的子女教育支出个人所得税专项附加扣除标准，即二孩按 3000 元/人/月标准扣除，三孩按 5000 元/人/月标准扣除。                         |
|             | 建议对三胎以上家庭大幅度提升个税起征点，并且从第三胎起每人每月提供生育补贴直至小孩成年。个税减免政策及经济补助政策可以根据不同地区经济发展水平和生育意愿差异化实施。              |
| 降低住房成本      | 建议为二胎三胎家庭适度梯度提高首套自住住房的公积金贷款额度。对于未购租房的有孩家庭，为其申请公租房提供便利和优先考虑权，保障生育后的住房需求。                         |
|             | 建议对多孩家庭提供购房补贴。通过按揭利息返还或房价打折进行补贴，对于生育三孩家庭购买商品房的，可通过返还一定比例的按揭利息进行补贴，对于符合享受政府保障性住房的多子女家庭，实行优先予以保障。 |
| 发展普惠托育      | 建议政府鼓励有条件的用人单位兴办托育机构，解决员工有儿托育困难。在符合建设标准的前提下，开设备案绿色通道，按照一定比例基于企业办园专项拼盘补贴，增加入园托育补贴，减轻员工和企业的经济压力。  |
|             | 明确 3 岁以下婴幼儿托育服务的普惠性属性，将普惠性婴幼儿托育服务纳入基本公共服务，加大政府财政投入和保障力度，依据需求规划扩充建设公立婴幼儿托育机构。                    |
| 提供男女平等育产假   | 将男性带薪育儿假延长至 30 天，并强制执行。强化父亲育儿责任，并降低由于育儿责任的性别不平等带来的女性就业困难。                                       |
| 鼓励和支持辅助生殖产业 | 对于生殖健康和医疗的相关产业和技术，一、提高重视程度，建立多级预防体系。二、鼓励研发推广先进诊疗技术，实施多种治疗手段。三、治疗费用纳入医保，构建制度性保障体系。               |

资料来源：央视新闻、国信证券经济研究所整理

## 我国相关生育政策复盘：

进入 21 世纪以来，我国人口形势发生了重大变化。劳动力持续问题、老龄化问题、人口结构性问题等开始显现，80 年代起实施的“独生子女政策”松动，逐步全面放开生育二胎和二胎。自 1981 年我国正式实行计划生育政策到 2021 年全面三胎政策落实，40 年间生育政策变迁对我国社会产生深远影响，从双独二孩，到单独二孩，再到全面二孩至三孩，我国生育政策及配套体系逐步向鼓励生育和育儿友好趋势转变。

具体来看我国生育政策主要有如下几个阶段：

1) “双独二孩” (2011.11)：2001 年 12 月 29 日，中华人民共和国第九届全国人民代表大会常务委员会第二十五次会议审议通过《人口与计划生育法》，其中规定双方均为独生子女且已生育一个子女的，可以生育第二个子女。各地根据该法陆续推开“双独二孩”；

2) “单独二孩” (2013.11)：2013 年、2015 年，“单独两孩”、“全面两孩政策先后实施”。2013 年 11 月 15 日，中国共产党十八届三中全会通过《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，启动实施一方是独生子女的夫妇可生育两个孩子的政策。然而，“单独二孩”人口政策实行遇冷，在“单独二孩”生育制度实施的两年里，符合条件的夫妇生育愿望远不及预期；

3) “全面二孩” (2016.01)：2015 年 12 月 27 日，第十二届全国人大常委会第十八次会议决定对《中华人民共和国人口与计划生育法》作出了修改，新政策规定，国家提倡一对夫妻生育两个子女；

4) “三孩政策” (2021.08)：2021 年 8 月 20 日，全国人大常委会会议表决通过了《关于修改人口与计划生育法的决定》（下简称《决定》），修改后的人口计生法规定，国家提倡适龄婚育、优生优育，一对夫妻可以生育三个子女；全面三胎政策的出台再度引发社会对于我国生育政策及配套设施问题的关注。

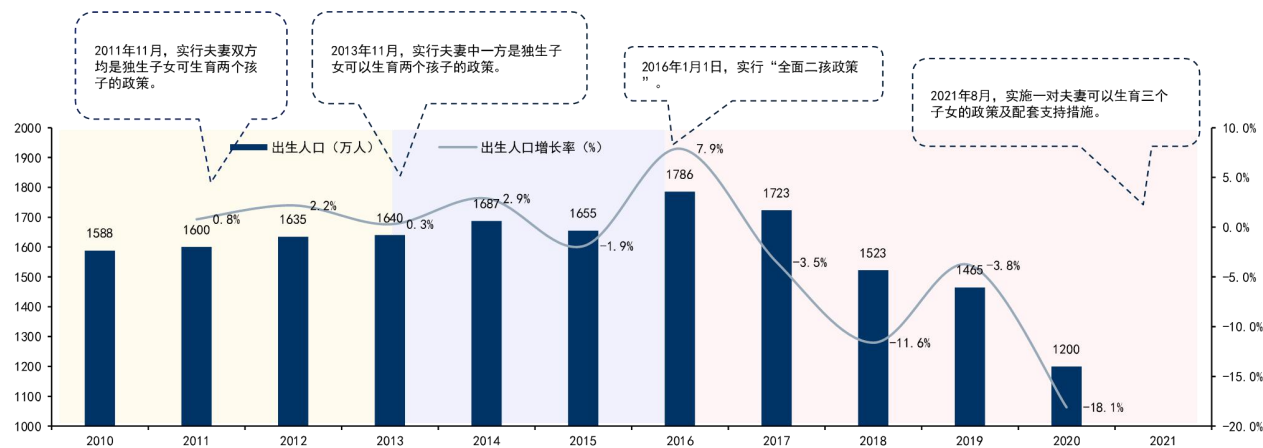
表2：我国相关生育政策变化一览

| 时间               | 部门        | 文件                                                                         | 政策                                                                                                          |
|------------------|-----------|----------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1981 年           |           | 中国国家计划生育委员会（计生委）的成立，标志着中国一对夫妇生育一个孩子的“独生子女”政策的正式开始。1982 年，党的十二大将计划生育定为基本国策。 |                                                                                                             |
| 2001 年           |           | 《人口与计划生育法》                                                                 | 《人口与计划生育法》通过，各地据此制定“双独二孩”政策                                                                                 |
| 2013 年           | 国务院       | 《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》                                                    | 2013 年十八届三中全会《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》启动实施一方是独生子女的夫妇可生育两个孩子的政策                                                |
| 2015 年 10 月 29 日 | 国务院       | 《十八届五中全会公报》                                                                | 全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策。同年 12 月 27 日，全国人大常委会表决通过了人口与计划生育法修正案，全面二孩于 2016 年 1 月 1 日起正式实施。                           |
| 2021 年 1 月 1 日   | 发改委       | 《“十四五”公共服务规划》                                                              | 到 2025 年，全国每千人口拥有 3 岁以下婴幼儿托位数达到 4.5 个。                                                                      |
| 2021 年 7 月 20 日  | 国务院       | 《关于优化生育政策促进人口长期均衡发展的决定》                                                    | 明确我国生育支持体系是要将婚嫁、生育、养育、教育一体考虑，“采取财政、税收、保险、教育、住房、就业等支持措施，减轻家庭生育、养育、教育负担”，具体措施涉及税收和住房支持、产假和职场制度、公共服务以及观念倡导等四类。 |
| 2021 年 7 月 26 日  | 国家医疗保障局   | 《关于做好支持三孩政策生育保险工作的通知》                                                      | 要求各地将参保女职工生育三孩的费用纳入生育保险待遇支付范围，按规定及时、足额给付生育医疗费用和生育津贴待遇。                                                      |
| 2021 年 7 月 29 日  | 国家卫健委     | 《关于贯彻落实<中共中央国务院关于优化生育政策促进人口长期均衡发展的决定>的通知》                                  | 依法实施三孩生育政策，重点对生育调节、奖励与社会保障、普惠托育服务、计划生育服务和法律责任等相关内容进行修订。                                                     |
| 2021 年 8 月 20 日  | 全国人大常委会会议 | 《关于修改<中华人民共和国人口与计划生育法>的决定》                                                 | 明确实施三孩生育政策，取消社会抚养费等制约措施，支持优生优育，支持设立父母育儿假，减轻生育、养育、教育负担，加强婴幼儿照护服务，新增保障妇女就业合法权益规定等。                            |

资料来源：国务院网站、国家卫健委官网、国信证券经济研究所整理

但整体来看，在包括教育、住房、医疗等生活成本高企等因素下，适龄人群的生育意愿在降低，因此简单的生育放开政策对生育行为的调控作用在弱化，2013 年我国实行“单独二胎”政策，但出生率小幅改善后继续下行，2016 年我国全面放开二胎政策，但并未起到根本改善的作用，16-21 年我国出生人口数量仍在趋势性下降，21 年我国出生人口为 1062 万，创 1949 年以来新低。出生率为 7.52‰，创下有记录以来最低水平，21 年我国人口自然增长率已接近 0%。

图1：2010-2021 年中国新出生人口数量与相关生育政策

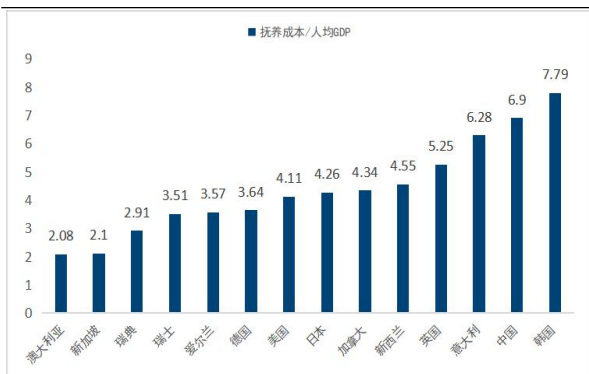


资料来源：育娲人口研究，国信证券经济研究所整理

我们认为，政策效应的减弱主要系经济压力与生育观念的改变。根据《2022 年中国生育成本报告》，2019 年全国家庭 0-17 岁孩子养育成本平均为 48.5 万元，约为 19 年人均 GDP6.9 倍。与其他国家对比来看，澳大利亚抚养成本倍数为 2.08，日本为 4.26，美国为 4.11。我国抚养成本高于发达国家平均水平，在经济压力下，我国育龄夫妇生育意愿逐渐走低。根据卫计委调查，我国育龄妇女平均计划生育子女数量由 2006-2016 的 1.75 个下降至 2021 年 1.64 个。数据表明，虽然政策环境不断松绑，但生育成本压力让普通家庭缺乏生育二胎的基本动力。

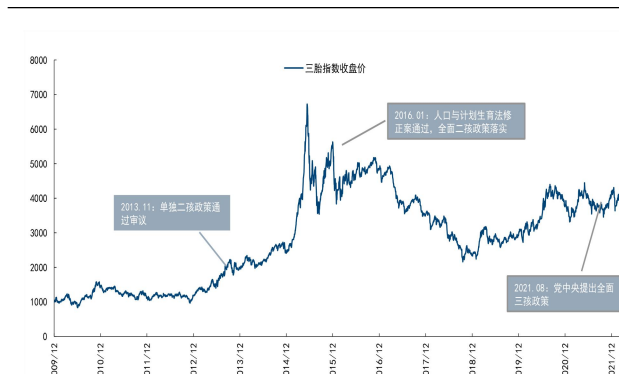
同时从行情指数来看，在前期“单独二胎”政策出台后，对市场刺激效应较为明显，但是后期随着养育成本升高，人们的生育意愿发生了变化，在“全面二胎”、“三孩政策”出台后，对市场刺激效应明显减弱。

图2：抚养成本与人均 GDP 比较



资料来源：育娲人口研究，国信证券经济研究所整理

图3：三胎行情指数走势



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

因此，为应对人口出生率持续下滑局面，2021 年 5 月 31 日，我国进一步推出全面放开三胎政策之外，针对刺激生育率提升，配套推出了一系列的辅助政策，显示国家对生育率提振的重视程度已提至前所未有高

度，在政策刺激下，有望遏制出生率下滑态势。目前三孩生育政策实施后，中央和地方配套的积极生育支持措施正在陆续出台中，三孩相应配套政策主要体现在发展普惠托育服务体系，完善生育休假与生育保险制度，加强税收、住房等支持政策，推进教育公平与优质教育资源供给等方面。

此外，根据《决定》内容，目前 25 个省份完成条例修订，部分省份已制定实施方案。从现有情况看，相关配套政策主要集中在延长产假、生育假，增加住房、教育、财政补贴等方面，进一步提升人口出生率；具体来看，各地普遍延长产假 30-90 天，增加普惠托育服务发展、计划生育家庭权益保障等条款；部分地区先行先试，积极贯彻落实中央《决定》出台生育支持配套措施，例如浙江将构建育儿友好型社会作为重大改革举措纳入共同富裕先行示范区建设，攀枝花市完善生育服务体系、探索发放生育津贴，甘肃省临泽县出台生育津贴、育儿补贴、购房补贴等 11 项补助措施等等。

表3：各地方积极响应三孩生育政策

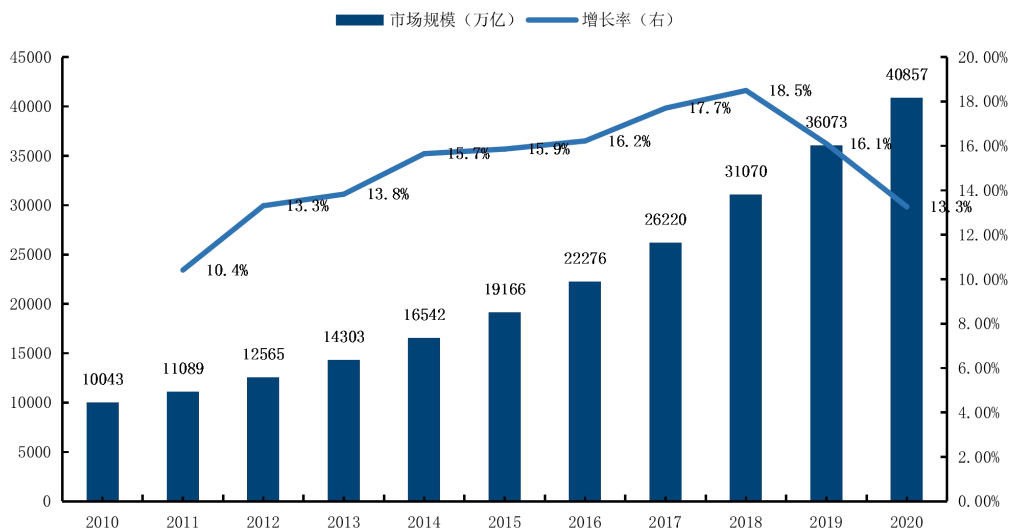
| 政策要点     | 时间               | 省/市   | 内容                                                                                                                                                                                   |
|----------|------------------|-------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 延长产假、生育假 | 2021 年 9 月 13 日  | 广东省   | 广东对三孩生育登记业务和生育假期执行方案进行明确，三孩登记目前限初婚夫妻现场办理，除了产假外，符合法律、法规规定生育子女的夫妻，女方享受 80 日的奖励假，男方享受 15 日的陪产假。                                                                                         |
|          | 2021 年 11 月 19 日 | 安徽    | 一对夫妻可以生育三个子女;延长婚假 10 天;女方在享受国家规定产假基础上,延长产假 60 天;男方享受 30 天护理假;在子女 6 周岁以前,每年给予夫妻各 10 天育儿假。                                                                                             |
|          | 2021 年 11 月 25 日 | 上海市   | 上海人大常委会审议通过《关于修改〈上海市人口与计划生育条例〉的决定》，完善了有关积极生育支持措施：包括将生育假由三十天延长到六十天以及为子女未三周岁的夫妻增设每年五天的育儿假等，根据相关法律，女职工生育享受 98 天产假，难产等情况适当延长。这意味着，上海女职工的产假与生育假相加，生育期间可有 158 天假期，此外子女 3 岁前，双方父母可享受育儿假 5 天 |
| 住房       | 2021 年 11 月 25 日 | 浙江    | 女方在享受国家规定产假的基础上,一孩延长产假 60 天,二孩、三孩延长产假 90 天;男方享受 15 天护理假的规定不变。                                                                                                                        |
|          | 2021 年 11 月 26 日 | 北京    | 取消了限制生育的措施,明确一对夫妻可以生育三个子女;女方除国家规定的产假外,享受的延长生育假由 30 天增加至 60 天;同时,子女满 3 周岁前,夫妻每人每年可享受 5 个工作日的育儿假。                                                                                      |
|          | 2021 年 8 月       | 北京市   | 《关于加强公共租赁住房资格复核及分配管理的通知》：育有二孩及多孩的公租房轮候家庭与领取低保、家庭成员有重度残疾或大病的轮候家庭同享优先承租公租房                                                                                                             |
|          | 2021 年 11 月      | 广东    | 《广东省公共服务“十四五”规划》一对夫妻可以生育三个子女;实现生育政策调整与服务管理改革同步推进、配套政策措施同步制定,全面优化生育政策。切实降低生育、养育子女成本。                                                                                                  |
| 财政补贴     | 2021 年 7 月 28 日  | 攀枝花市  | 《关于促进人力资源聚集的十六条政策措施》：生育二、三孩家庭，每月每孩发放 500 元育儿补贴金，直至孩子 3 岁。                                                                                                                            |
|          | 2021 年 9 月       | 甘肃临泽县 | 《临泽县优化生育政策促进人口长期均衡发展的实施意见（试行）》：生育二孩和三孩的临泽户籍常住人口，二孩每年发放 5000 元育儿补贴，三孩每年发放 10000 元育儿补贴，直至孩子三周岁，并对生育二孩、三孩的临泽户籍常住人口购房时给予 4 万元补助，发放生育津贴并在上幼儿园时发放补助。                                       |
| 辅助生殖     | 2021 年 12 月      | 吉林    | 《关于优化生育政策促进人口长期均衡发展实施方案》：吉林提供婚育信贷支持，支持银行机构为符合相关条件的注册结婚登记夫妻最高提供 20 万元婚育消费贷款，按生育一孩、二孩、三孩，分别给予不同程度降息优惠。                                                                                 |
|          | 2021 年 9 月       | 浙江    | 《浙江省卫生健康委办公室关于加强人类辅助生殖技术应用指导工作的通知》：浙江加强全省人类辅助生殖技术（含人类精子库）管理，指导各地规范技术配置和应用，提升服务效率和能力，努力满足群众生育服务需求                                                                                     |
| 保障女性就业权益 | 2021 年 6 月       | 上海    | 《上海市妇女儿童发展“十四五”规划》：支持女性生育后重返工作岗位，鼓励用人单位制定有利于职工平衡工作与家庭的措施。完善女性高级管理人才和女性技能人才统计制度。                                                                                                      |
| 普惠托育服务体系 | 2022 年 2 月 15 日  | 云南    | 《云南省“十四五”托育发展规划（征求意见稿）》：到 2025 年，全省建有托位 15 万个以上，每千常住人口拥有 3 岁以下婴幼儿托位数 3 个以上，普惠托位不低于 60%，3 岁以下婴幼儿入托率不低于 15%。                                                                           |

资料来源：各地发改委网站、国信证券经济研究所整理

#### ◆ 政策影响：未来在生育配套支持政策利好及消费升级驱动下，相关行业有望迎来发展契机

伴随三胎政策后续配套政策的出台和积极落实，我国母婴行业市场有望迎来发展。尽管市场普遍对出生率下滑有所担忧，但是伴随政策出现前所未有的重大变革对生育进行支持，叠加消费升级大趋势，将对母婴相关行业起到促进作用。根据艾媒数据，截至 2020 年，中国母婴市场规模已超过 40000 亿元，同时整体仍保持这两位数的增长水平。

图4：我国母婴市场规模持续增长



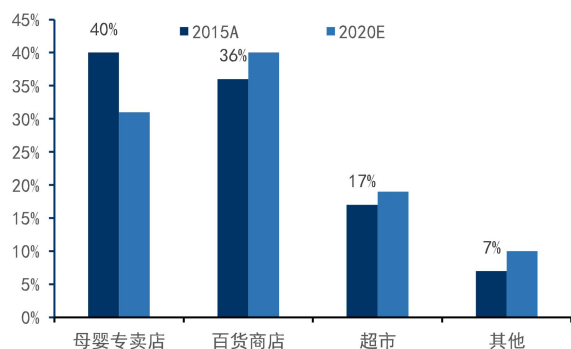
资料来源：艾媒咨询，国信证券经济研究所整理

同时消费升级也在带动行业发展。过去10年间我国居民人均可支配收入规模不断扩大，21年已突破3.5万元。在收入提升以及家庭对于育儿的重视程度不断提升下，母婴用品消费频次及单价持续提升。

## 一、母婴零售市场

母婴专卖店、商超卖场等线下渠道仍为我国母婴零售市场主要消费场景，据中国产业信息网，母婴专卖店为最大的线下销售渠道，2020年总销售额占到我国母婴商品线下市场的40%。目前母婴全渠道融合趋势较为明显。线下渠道基于品牌和渠道的双重背书，提供精选优质的商品、专业的知识交流与疑难解答、全品类一站式购物体验；线上渠道商品品类更多、更齐全，不受时间空间限制，可满足客户方便快捷的需求。近年来，客户倾向于通过多渠道切换获得性价比更高的商品和更好的消费体验，母婴零售商通过线上线下全渠道经营，实现优势互补。

图5：中国母婴用品市场线下渠道交易规模占比情况



资料来源：天猫，国信证券经济研究所整理

图6：母婴线上线下渠道融合产生的作用



资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

## 关注头部母婴零售商：孩子王和爱婴室

我国母婴零售行业格局情况：母婴零售端行业竞争形态多样，以线上渠道和线下渠道的竞争为主，且由于我国母婴零售行业门槛较低，行业内大多数为小规模企业，市场集中度不高。其中线下渠道以母婴专营店

锁零售店为主，该市场相对分散，但近年来头部母婴连锁凭借完善的品类布局，成熟线上线下运营模式，以及较强的规模效应，有望受益于后疫情时代集中度提升趋势，实现规模加速扩张。

**1) 孩子王：**孩子王主要从事母婴童商品零售及增值服务，是一家数据驱动的、基于顾客关系经营的创新型新家庭全渠道服务提供商。公司近年来业务规模快速增长，2019/2020 年分别实现营收 82.43/83.55 亿元，分别同比增长 23.56%/1.37%，处于母婴零售行业前列。同时公司开创了以会员为核心资产的“商品+服务+社交”的大店模式、育儿顾问式服务模式和重度会员制下的单客经济模式。线下门店覆盖全国 131 个城市，服务超过 4200 万个会员家庭；并通过线上线下融合的数字化搭建，实现会员服务、商品管理、物流配送及运营一体化的全渠道购物体验。

**2) 爱婴室：**爱婴室基于“品牌+全渠道”运营，目标群体为孕前至 6 岁婴幼儿家庭，为其搭建一站式母婴用品采购及孕婴童服务平台。经营产品涵盖了婴幼儿乳制品、纸制品、喂哺用品、洗护用品、棉纺品、玩具、车床等品类，产品品种逾万种。同时与多家国内外知名集团公司建立了紧密的战略合作关系。

表4：母婴专业连锁零售市场主要玩家的经营比较

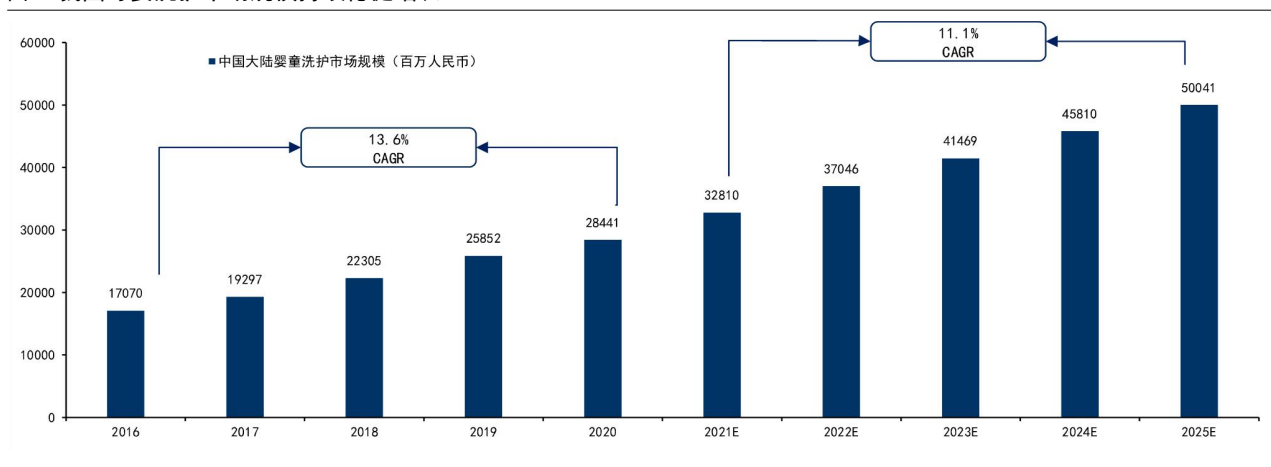
| 公司名称 | 孩子王                                                                                      | 爱婴室                                               | 爱婴岛                                   | 乐友                                    | 贝贝熊                                   |
|------|------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------|---------------------------------------|---------------------------------------|---------------------------------------|
| 成立时间 | 2009 年                                                                                   | 2005 年                                            | 1998 年                                | 1999 年                                | 2003 年                                |
| 门店数量 | 直营门店 434 家                                                                               | 290 家                                             | 超 1600 家各类型门店（含加盟店）                   | 700 家左右线下门店                           | 240 家左右实体店                            |
| 门店面积 | 平均约 2500 平米（最大超过 7000 平米）                                                                | 平均约为 600 平米                                       | 60 至 300 平米                           | 200 至 600 平米                          |                                       |
| 覆盖区域 | 总部设于南京，截至 2020 年末，覆盖全国浙江、福建等华东地区，向中、华南地区，覆盖全 20 个省（市）、131 个城市重庆、深圳扩张，覆盖 6 个省/直辖市、157 个城市 | 总部设于上海，深耕江苏、总部设于珠海，深耕华北地区，覆盖 150 余个地区，覆盖 7 个省/直辖市 | 总部设于北京，深耕华北地区，覆盖 150 余个地区，覆盖 7 个省/直辖市 | 总部设于长沙，深耕华中地区，覆盖 150 余个地区，覆盖 7 个省/直辖市 | 总部设于长沙，深耕华中地区，覆盖 150 余个地区，覆盖 7 个省/直辖市 |
| 会员人数 | 截至 20 年底，超 4200 万人                                                                       | 截至 20 年底，累计会员 438.2 万人                            | -                                     | -                                     | -                                     |

资料来源：公司公告，公司官网，孩子王招股书，国信证券经济研究所整理

## 二、母婴日化市场

**受益于母婴电商发展、品类创新升级，我国婴童洗护市场规模稳健增长。**据欧睿数据显示，2020 年我国母婴洗护品市场规模达 284.4 亿元，同比增长 10.0%，2016-2020 年 CAGR 为 13.61%；由于近年来家长对母婴洗护品安全性、功能性等方面的要求不断增强，母婴洗护品的产品种类不断丰富，市场持续吸引新品牌入局；同时受益于线上渠道爆发带来的增量需求，以及消费力持续升级下客单价的提升，婴童洗护品市场规模有望持续扩大，预计 2025 年有望达到 500.41 亿元，2021E-2025E CAGR 约 11.1%。

图7：我国母婴洗护市场规模持续稳健增长



资料来源：育娲人口研究，国信证券经济研究所整理

## 关注贝泰妮及上海家化在母婴洗护中的发力布局

1) 贝泰妮旗下“Winona Baby”：品牌定位于专业婴幼儿肌肤功效性护理，并对产品进行分龄，现有产品包含 0-2 岁产品线及 2-12 岁产品线；渠道端通过药房、月子中心等专业渠道打造专业形象，沿用主品牌薇诺娜渠道优势，进一步发挥协同效应。薇诺娜 baby 在经过线下沉淀后，逐渐完善线上布局，在 21 年双十一斩获天猫婴童护肤类目 TOP10。

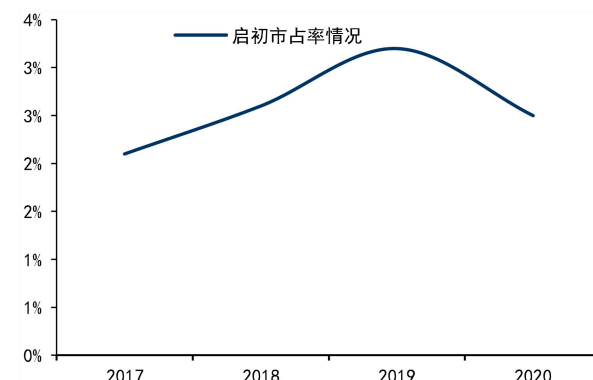
2) 上海家化旗下“启初”：启初创建于 2013 年，主打“专为 0-3 岁婴幼儿定制”洗护产品，同时提供孕产妇产品，20 年在我国母婴行业市占率 2.5%，排名第六。其产品力具备专业化基础，拥有国内外双重背书，在渠道端，品牌在创立之初从专业渠道切入，立足 14 个一二线城市，联合妇产科医院、月子会所等机构，后续在抖音等新兴电商品牌获取流量增量。

图8：薇诺娜 baby21 年双十一斩获天猫 TOP10



资料来源：天猫，国信证券经济研究所整理

图9：启初在我国母婴洗护市场市占率情况



资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

## ◆ 投资建议：聚焦“两会”生育政策论题，关注母婴行业细分赛道发展机遇

目前我国人口老龄化加剧背景下，推进鼓励生育相关政策势在必行，但简单的生育放开政策对刺激生育率效果已经相对有限，预计未来将有持续的配套鼓励政策出台，以解决当前居民生育成本高企等实质性压制因素。而在持续政策催化以及消费升级大趋势下，预计母婴市场规模未来仍有望实现结构性提升，相关细分母婴赛道龙头有望进一步受益。1) 在母婴零售领域，建议关注具备渠道扩张能力，数字化运营优势及会员体系建设的孩子王和爱婴室；2) 在母婴日化领域，建议关注基于自身研发能力，品牌力及多渠道运营能力延伸打造母婴洗护品牌的龙头日化企业，如贝泰妮，上海家化等。

## ◆ 风险提示：

新品推出不及预期，线下展店不及预期。

表1：可比公司估值表

| 代码     | 公司简称 | 股价     | 总市值    |      | EPS   |       |       |        | PE    |       |       |          | ROE      | PEG | 投资评级 |
|--------|------|--------|--------|------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|----------|----------|-----|------|
|        |      |        | 亿元     | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 2020   | 2021E | 2022E | 2023E | (21/20A) | (21/20A) |     |      |
| 301078 | 孩子王  | 21.94  | 238.71 | 0.40 | 0.30  | 0.43  | 0.60  | 54.85  | 73.13 | 51.02 | 36.57 | 21.02%   | 5.60     | 暂无  |      |
| 603214 | 爱婴室  | 23.35  | 33.04  | 0.82 | 0.58  | 0.77  | 0.97  | 28.48  | 40.26 | 30.32 | 24.07 | 13.14%   | -8.92    | 增持  |      |
| 300957 | 贝泰妮  | 166.99 | 707.37 | 1.51 | 1.97  | 2.82  | 3.79  | 110.59 | 84.77 | 59.22 | 44.06 | 65.12%   | 2.41     | 买入  |      |
| 600315 | 上海家化 | 36.69  | 249.36 | 0.63 | 0.97  | 1.25  | 1.59  | 58.24  | 37.82 | 29.35 | 23.08 | 6.27%    | 1.59     | 买入  |      |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：孩子王为 wind 一致预测数据

**相关研究报告：**

《业绩分化趋势延续，关注绩优细分龙头》——2022-03-04

《国信证券-零售双周报 2022 年 02 期：关注黄金珠宝板块，短期景气良好及长期集中度提升》——2022-02-17

《国信证券-海外化妆品企业运营观察之三-产品升级、渠道优化、叠加多品牌驱动，国际美妆巨头稳步复苏》——2022-02-16

《商贸零售 2022 年 2 月投资策略：可选消费静待复苏，优质赛道龙头长期配置价值显现》——2022-02-04

《零售双周报 2022 年 01 期：社零消费全年稳健，关注低估值板块主题催化机遇》——2022-01-18

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

| 类别         | 级别 | 说明                         |
|------------|----|----------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场指数 20%以上           |
|            | 增持 | 股价表现优于市场指数 10%-20%之间       |
|            | 中性 | 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|            | 卖出 | 股价表现弱于市场指数 10%以上           |
| 行业<br>投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场指数 10%以上         |
|            | 中性 | 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
|            | 低配 | 行业指数表现弱于市场指数 10%以上         |

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032