

预计24-25年促生育政策密集落地

——母婴行业深度

行业评级：看好

2024年11月12日

分析师

汤秀洁

研究助理

吴安琪

证书编号

S1230522070001

邮箱

tangxiujie@stocke.com.cn

邮箱

wuanqi@stocke.com.cn

1、中国生育政策复盘：1949年鼓励生育→1971年计划生育→2016年全面二孩→2024年提出构建生育友好型社会。

- 1) 自新中国成立生育政策经历了四大阶段，前几轮生育政策对生育率作用效果突出，但作用的持续仍需政策持续且密集出台。1949年鼓励生育政策颁布后，出生人数持续提升至1954年达到峰值2288万人；1954年提倡节育，此后出生人数开始下滑；1971年开始施行计划生育，出生人数由1971年的高点2620万人降至1979年的1738万人。
- 2) 近年生育率和生育人数变化趋势：全面开放二孩的2015-2016年为生育高峰期。2016年全面二孩政策施行后，出生人数逐年提升，2015-2016年出生人口分别为1655/1786万人，生育率分别为12‰/14‰，2017年二孩数量大幅增加达峰值且首次超过一孩数量，但出生人数随着政策堆积效果减弱逐年下滑，2023年出生人数和出生率分别降至902万人/6‰。
- 3) 2024起构建生育友好型社会的配套细则加快落地，预计24-25年为生育政策密集发布期，目前相关措施仍有较大优化空间。目前已落地相关细则包括①辅助生殖纳入医保：不孕率18%VS 辅助生殖渗透率8%，纳入医保后平均费用下降超15%加快补齐缺口；②生育补贴：力度逐步提升，但目前生育奖励多为二胎和二胎3周岁内补贴或一次性补贴，未来或扩大至一孩补贴/青少年补贴/提升补贴力度等；③托育政策：当前普惠性托育机构较少且价格偏高→托育需求30%入托率仅8%，财政托底选出试点城市，未来2年内将切实增加千人口托位数/提升补贴力度。

2、构建生育友好型社会是中国生育政策的主基调，如生育率如期回升，则母婴产业链四条主线均将显著收益：

1) 辅助生殖/产后护理：锦欣生殖（一体化生育服务提供方，深度覆盖四川、云南等市场，海外美国、缅甸等区域亦快速扩张）、爱帝宫（深耕华南的月子中心服务商，截至24H1门店合计21家，其中爱帝宫17家+月格格4家）。

2) 母婴零售：孩子王（唯一全国布局的干坪母婴零售店，截至24H1门店合计1035家）、爱婴室（深耕华东、华中、华南的母婴零售龙头，截至24Q3门店合计463家）。

3) 母婴用品：好孩子国际、豪悦护理、润本股份、上美股份、稳健医疗等

• 新生儿用品：豪悦护理（代工+自有品牌双轮驱动，24H1婴儿卫生用品营收占比68%）、稳健医疗（全棉时代增长提速，24H1全棉时代营收23亿，营收占比达57%）。

• 婴童护肤：润本股份（聚焦母婴驱蚊系列+婴童护肤）、上美股份（子品牌红色小象聚焦婴童护肤洗护，newpage由著名育儿医生崔玉涛背书，聚焦新生儿儿护肤等）。

4) 母婴食品：中国飞鹤等。

1、出生人数提升效果不及预期。

目前出生人口持续下滑，若三孩政策及其配套措施对生育率的正向刺激效果不显著，生育率波动将影响母婴市场规模增速。

2、母婴行业竞争进一步加剧风险。

母婴行业竞争格局较分散，如果行业进入者增多，竞争加剧，业内公司业绩或将承压。

3、公司人才流失、战略失误等风险。

4、其他风险。

目录

1

政策复盘：从计划生育→优化生育→鼓励生育

2

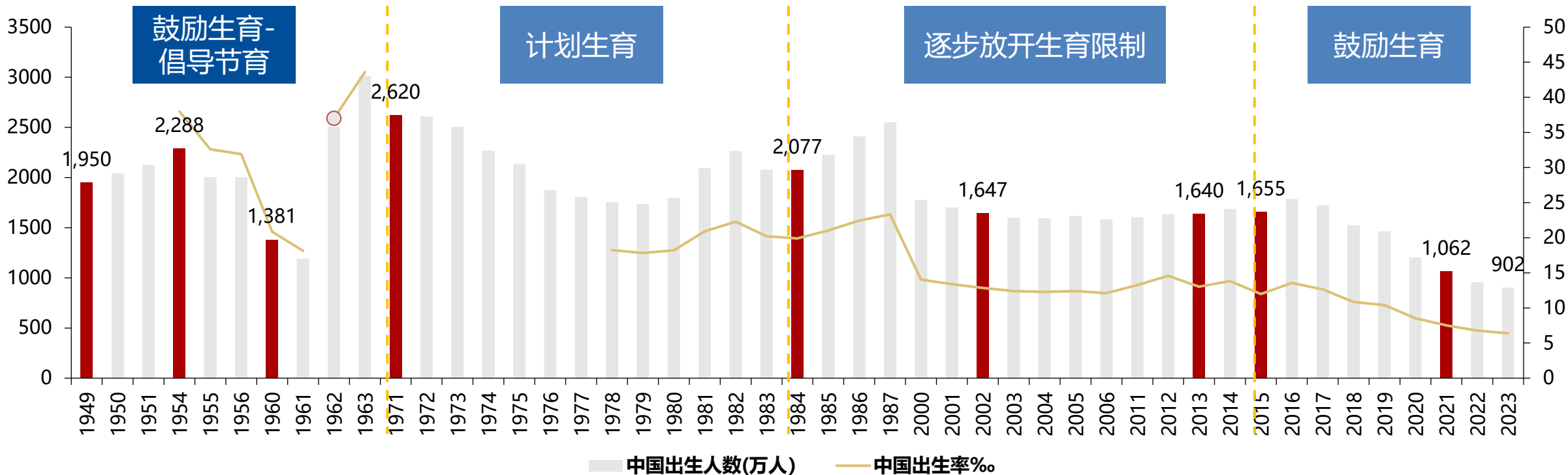
鼓励措施：覆盖辅助生殖+生育补贴+托育政策+住房优惠等

3

受益标的：孩子王/爱婴室/上美股份/润本股份/稳健医疗/豪悦护理

4

风险提示



1949：鼓励生育，政府支持和宣传鼓励人口增长和奖励多子女母亲的政策

1954：支持节育

1960：提倡晚婚。政府提出在城市和人口稠密的农村进行节制生育，适当控制人口自然增长率，并大力提倡晚婚。60年代初三年自然灾害。

1971：计划生育政策起步。国务院批转《关于做好计划生育工作的报告》，当年制定四五计划“一个不少，两个正好，三个多了”
1978年3月，宪法规定，“国家提倡和推行计划生育”。
1982年9月，党的十二大把计划生育确定为基本国策。

1984：计划生育政策微调。一孩政策微调，主要是对农村稍作开放，“开小口，堵大口”

2002：双独二孩陆续推开。施行《人口与计划生育法》各地根据该法制定双独二孩政策。

2013：启动单独二孩。十八届三中全会审议通过《中共中央关于全面深化改革的若干重大问题的决定》逐步调整完善生育政策，促进人口均衡发展。

2015：提出全面放开二孩，独生子女政策宣告终结。开展应对人口老龄化行动。2015年10月，十八届五中全会公报提出：促进人口均衡发展，坚持计划生育的基本国策，完善人口发展战略，全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策。

2021年：三孩政策。5月中共中央政治局会议提出实施“一对夫妻可以生育三个子女”政策及配套支持措施。

2021年至今：完善生育支持设施。
24年10月，国务院印发《关于加快完善生育支持政策体系推动建设生育友好型社会的若干措施》

1.2 预计24-25年为政策密集期：细化生育支持，打造生育友好型社会

□ **密集政策发布，中央鼓励政策降低生育、养育、教育成本。**2024年10月，国务院办公厅印发《关于加快完善生育支持政策体系推动建设生育友好型社会的若干措施》。涉及4方面、13条举措：

- 1) **生育服务4条**：涉及生育保险保障、生育休假、生育补贴、生殖健康服务；
- 2) **育幼服务体系4条**：涉及儿童医疗服务水平、普惠托育服务供给、普惠托育支持政策、儿童发展和保护；
- 3) **教育、住房、就业等支持措施3条**：扩大优质教育资源供给、加强住房支持、强化职工权益保障；
- 4) **营造生育友好社会氛围2条**：积极构建新型婚育文化、加强社会宣传倡导。

配套措施	实施省市	代表性政策
生育补贴	23个省	三种方式：一次性生育补贴；0-3岁儿童定期补贴；0-3岁托育补贴（补家庭/补机构）。 长沙：第三孩（及以上）每孩次一次性补贴1万元； 江西省上犹县对二孩/三孩家庭，一次性奖励7000/13000元。对生育二孩、三孩的家庭，生育后三年内在县内购买新建商品房的，按照相关政策分别奖补10000元、20000元。
住/购房优惠	湖北、江西等省市	江西省上犹县对二孩/三孩家庭，生育后三年内在县内购买新建商品房的，分别奖补1万/2万元； 湖北省孝感市对二孩及以上家庭，在孝感中心城区购买首套/二套新建商品住房，分别给予3万元/5万元购房补贴。
托育服务	浙江、上海等省市	中央财政支持普惠托育服务发展示范项目 杭州试点为在西部区县普惠托育机构入托的户籍婴幼儿每月以托育券的形式发放600-1000元的补助。
辅助生殖	目前27个省份及新疆生产建设兵团已纳入医保报销范围，其余4个省份正加快推进	四川将13项辅助生殖医疗服务项目纳入基本医疗保险支付范围， 职工医保和居民医保分别按70%和50%直接结算，每人终身限定支付2次。

目录

1

政策复盘：从计划生育→优化生育→鼓励生育

2

鼓励措施：覆盖辅助生殖+生育补贴+托育政策+住房优惠等

3

受益标的：孩子王/爱婴室/上美股份/润本股份/稳健医疗/豪悦护理

4

风险提示

2.1 辅助生殖：不孕率18%VS辅助生殖8%→提升技术+纳入医保

- **不孕率18%VS辅助生殖渗透率8%，同期欧美辅助生殖渗透率突破30%。**根据柳叶刀数据，中国不孕率由2007年的12%增加至20年的18%。人口协会数据显示，2021年中国辅助生殖服务渗透率为8.2%，2021年美国辅助生殖渗透率就已达32%。
- **截至24年10月28日，全国已有27个省份将辅助生殖技术纳入医保报销范围。**目前，还有辽宁、黑龙江、贵州、天津四省尚未正式将辅助生殖纳入医保，但尚未纳入的省份也基本完成了前期的意见征求工作，全国31个省份年内有望实现全部将辅助生殖纳入医保。
- **辅助生殖进医保降低患者支付压力，费用平均下降15%以上，未来药品亦有望进集采再加大降价力度。**江苏省从2024年7月1日起将辅助生殖纳入医保后，三个月惠及参保群众4万人次，该省有患者一代试管婴儿技术治疗性费用一共花了11400元，职工医保报销8000多元，通过第二代试管婴儿技术完成了胚胎移植的患者，总共花了3万多元，医保报销了1万多元。广东省生殖医院的测算数据显示，纳入医保的绝大多数项目价格下降、部分大幅下降，如人工授精术降幅约50%，试管婴儿的移植术、胚胎培养等项目费用平均下降15%以上。

体外受精-胚胎移植	患者平均年龄	针对病症	周期活产率	单周期价格
一代试管	32.6岁	女方因素导致的不孕，如输卵管粘连、阻塞、子宫内膜异位、卵泡发育和排卵异常等情况。	43.6%	3-4万元
二代试管	30.9岁	适用于精子质量差、受精能力有问题的男性人群。	36.8%	5-7万元
三代试管	34.2岁	适用于有遗传性疾病、反复流产的夫妻。通过检测，筛选出不带有异常染色体或基因的胚胎进行移植，避免不良的遗传性疾病继续传播。	36.7%	8-10万元

2.2 生育补贴：二/三胎一次性补贴→或逐步覆盖一孩&多样化补贴

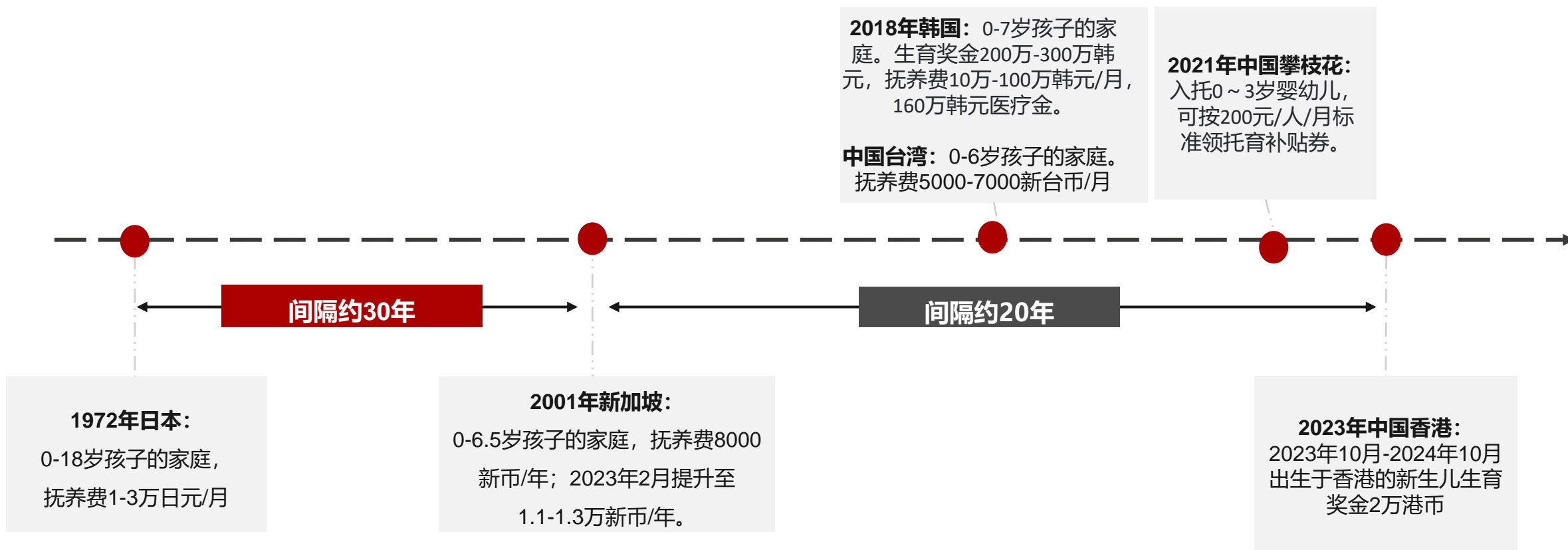
- 23年0-17岁孩子平均养育成本为53.8万元，一线城市平均超百万；其中6-14岁孩童养育成本占比最高，占比约45%。根据育娲人口数据，2023年中国0-17岁孩子的养育成本平均约53.8万元；0岁-大学本科毕业的养育成本平均约68万元。按城市线级划分：上海和北京家庭0-17岁孩子的平均养育成本分别为101万元和93.6万元。西藏/青海0-17岁孩子的平均养育成本分别为34.9万元/37.9万元。
- 补贴力度逐步提升，目前生育奖励多为二/三胎的一次性补贴。江西上犹县对二孩/三孩家庭，分别给予一次性奖励7000/13000元。杭州对二孩/三孩家庭，分别给予一次性补助5000/20000元。此外，哈尔滨拟对符合条件的二孩/三孩及以上家庭每月发放500元/1000元育儿补贴至该子女满3周岁（总计发放不超过36个月）；湖北沙洋对三孩家庭，每月发放500元育儿补贴至该子女满3周岁。

表：中国0-17岁婴童平均养育成本（万元）

各阶段	平均支出	合计	占总养育成本比例	支出主要来源	以上海为例超一线城市养育成本
怀孕期间	1万	1万	1.86%	办卡建档、营养品、产前检查及备孕用品	产检+检查：1W+
分娩/月子	1.5万	1.5万	2.79%	包含住院费用、顺产或剖腹产费用，及部分产妇采用无痛分娩。 未包含产后月子中心费用。	生产：顺产+无痛或剖腹产+镇痛棒+住院费共1W+ (其中特需产检+生产4W+)； 月嫂1W+/月子中心3W+。
0-2岁	2.5万/年	7.4万	13.67%	主要为奶粉、尿布（约2元片、平均180片/月）月营养品等 (假设与人均消费支出相同)	总计：15~20W 1) 奶粉+营养品+尿布+湿纸巾等日用品：3000元/月 2) 绘本+玩具：1000元/月 3) 衣物：500-1000元/月 4) 疫苗+医药费用（感冒、咳嗽、发烧、湿疹）：6000元
3-5岁	3.7万/年	11.0万	20.36%	幼儿园/学前教育支出	总计：12~45W 1) 公办：示范园700/月；一级园：225/月；二级园：175/月； 2) 民办：均价约1万/月； 3) 日常生活：伙食500元/月；衣物+玩具等5000元/年；1-2门早教兴趣班等：2.5万/年
6-14岁	2.7万/年	24.3万	45.15%	义务教育阶段， 主要为课外教育、文娱支出	总计：30~55W 1) 伙食+住宿+杂费等：2000元/月； 2) 1-2门兴趣班+辅导班等：2W/年；旅游/冬、夏令营等：1W/年
15-17岁	2.9万/年	8.7万	16.17%	非义务教务阶段（学费约2000/年）	

2.2 育儿补贴：日本/韩国新加坡每月平均1000/3000/5000元

- 对标亚洲部分国家和地区，中国内地生育补贴政策出现时间较晚，目前补贴额度较部分国家较低。韩国生育补贴覆盖0-7岁，生育奖金200-300万韩元（约1-10万人民币），抚养费10-100万韩元/月（约500-5000人民币）；日本生育补贴覆盖0-18岁，抚养费1-3万日元/月（约500-1500人民币）；新加坡生育补贴覆盖0-6.5岁，抚养费1.1-1.3万新元/年（约6-7万人民币）；因人口基数较大，中国育儿补贴通常位于1000元/月以下。
- 欧美部分国家生育补贴政策更多样，按分发方式有纳税型和现金型，按条件有收入挂钩型和收入不挂钩型。如美国没有产假、补贴、医保等福利，但以税收优惠作为补贴形式。



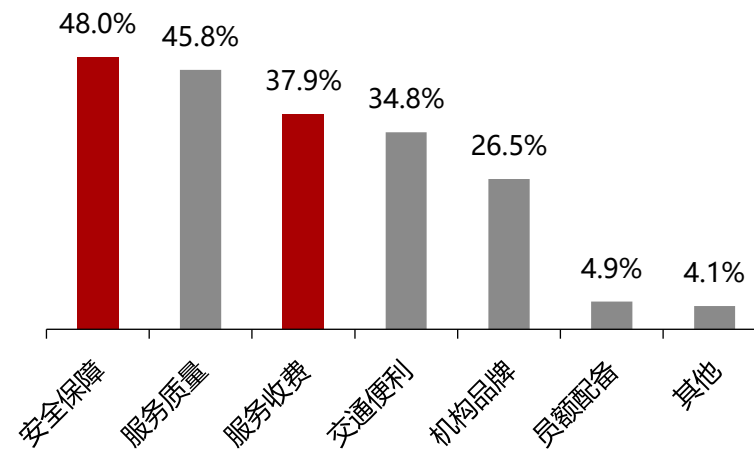
注：汇率折算以2024年11月8日为基准

2.3

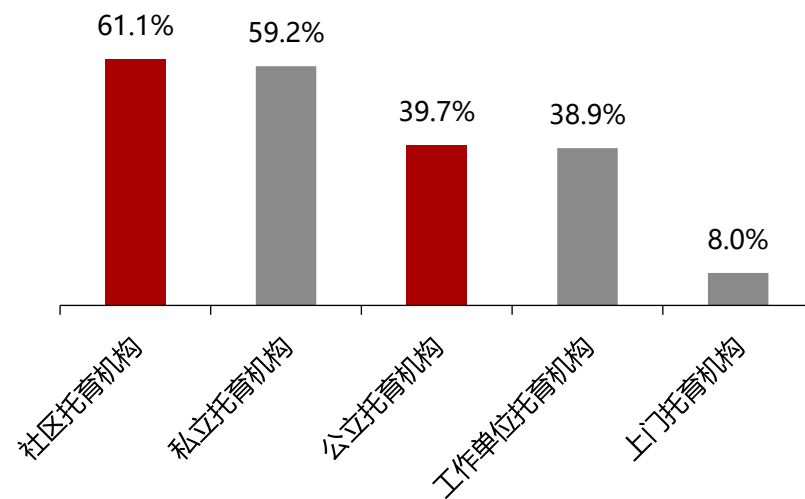
托育政策：安全和费用为父母选择托育机构的核心因素



图：2019年中国家庭选择托育机构的考虑因素



图：2022年中国家庭对托育机构的偏好调查

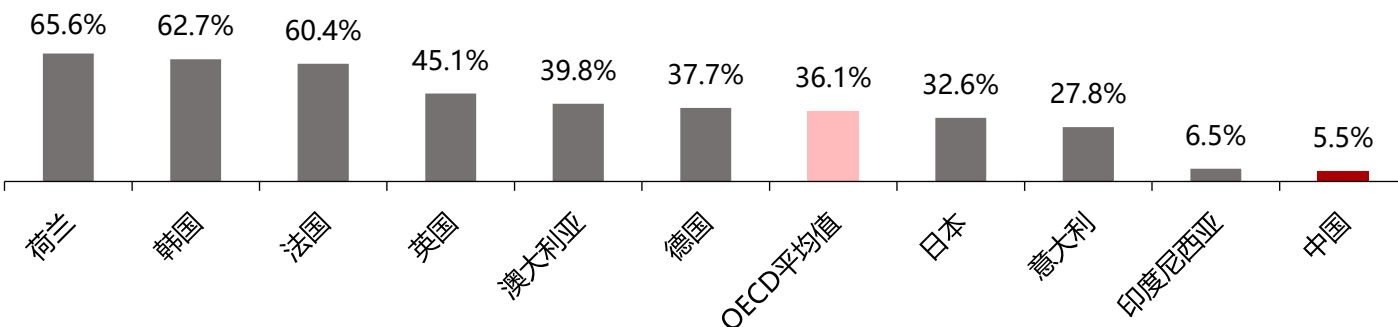


2.3 托育政策：30%托育需求 VS 8%入托率→增加托位数和补贴

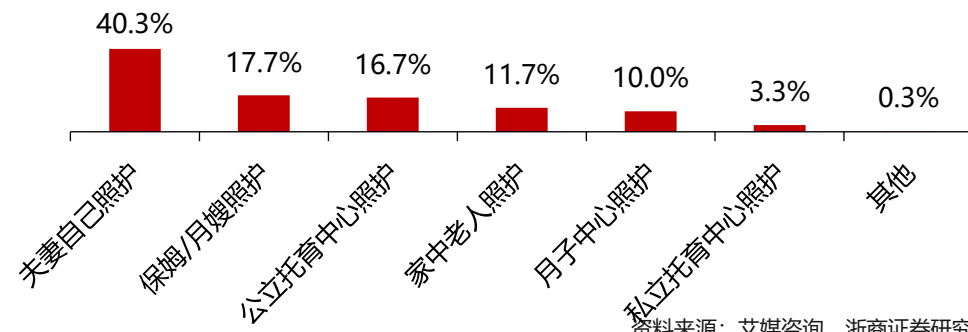
- 供给端：托育服务供给不足，30%婴幼儿家庭托育需求VS不到8%入托率。**截至2023年底，我国托育服务全职从业人员约112.4万人，托位477万个，全国千人口托位数3.38个，其中包含社区嵌入式托育、用人单位办托、家庭托育点、托育综合服务中心、幼儿园托班等多种模式。当前超30%的3岁以下婴幼儿家庭有送托需求，但目前全国实际入托率仅为7.86%。
- 需求端：民办托育机构占比约90%，一线城市月均托育费用超3000元VS托育补贴约600元，直接补贴幅度有提升空间。**2023年，我国民办托育机构占全部托育机构的89.5%，以一线城市的托育机构为例，普惠性托育园的收费标准为：全托—保育费3500元+餐食费800元（共计4300元/月）；半托—保育费2450元+餐食费600元（共计3050元/月），目前政府对于普惠托育机构，仅给予补贴600元/月。
- 政府托底，托育支持政策力度加大。**以南京为例，南京市人民政府办公厅2024年8月28日公告称，目标到2026年底全市每千人口拥有3岁以下婴幼儿托位数4.8个以上；普惠性托位占比60%以上；医疗机构与托育服务机构签约、指导率达100%。

	23年托育机构数量 (个)	托额 (万个)	千人口托位	2022年出生人数 (万人)
上海	1900	超10	4.05	10.8
江苏省	5400	32.4	3.8	44.53
重庆	2327	12.66	3.28	19.2
陕西省	1911	13.16	3.3	29.1
广州市	1292	8	4.2	10.96

图；2020年3岁以下婴童入托率



图；2022年中国幼儿家庭0-3岁婴幼儿主要照顾方式



2.4 对标海外：中国生育支持政策起步晚、覆盖广、力度改善空间大

		中国	韩国	日本	新加坡	俄罗斯	德国	法国	瑞典
物质	生育奖励	√	√		√	√			
	育儿津贴	√	√	√	√	√	√	√	√
	育儿服务	√	√	√	√		√		√
	教育费用补助	√	√	√		√		√	√
	辅助生殖资助	√	√			√	√		
	医疗援助	√	√	√	√				
	住房保障和补助	√	√	√	√	√	√		√
	低收入或多子女家庭补贴	√				√	√	√	
	减免税收	√			√		√	√	
精神	母亲产假、哺乳假	√	√	√	√	√	√	√	√
	男士育儿假	√	√	√	√			√	√
	育儿病事假	√			√			√	√
	多孩家长延长退休年龄		√						
	多孩家庭子女就业优惠政策		√						
	兴建育儿机构	√		√			√	√	√
	改善公共教育服务	√	√	√	√				
实施年份	2015	2005	1994	1986	2006	1986	1939	20 世纪 20 年代	
政策起效用时间/年	-	2	12	23	6	20	60	-	
实施初期 TFR*	1.67	1.08	1.49	1.43	1.36	1.41	-	-	
政策实施后 TFR 最低值/最高值	1.09/1.69	0.88/1.26	1.27/1.45	0.95/1.79	1.36/1.80	1.25/1.59	1.66/2.99	1.50/2.46	
2023 年 TFR		0.88	1.31	1.04	1.52	1.53	1.79	1.67	

目录

1

政策复盘：从计划生育→优化生育→鼓励生育

2

鼓励措施：覆盖辅助生殖+生育补贴+托育政策+住房优惠等

3

受益标的：孩子王/爱婴室/上美股份/润本股份/稳健医疗/豪悦护理

4

风险提示

3.1 产业链标的一览：辅助生殖+母婴零售+用品+食品

板块	公司	年初至今涨跌幅	市值亿元	营业收入 (亿元)			营业收入YoY			归母净利润 (亿元)			归母净利润YoY			PE	机构持仓比例		
				22年	23年	24E	22年	23年	24E	22年	23年	24E	22年	23年	24E	24E	22年	23年	24Q3
辅助生殖	锦欣生殖	6.0%	96	23.6	27.9	31.1	28%	18%	11%	1.2	3.4	4.0	-64%	185%	15%	24	0%	0%	0%
	爱帝宫	-78.5%	4	6.8	5.5	-	6%	-18%	-	-1.7	-1.8	-	-	-7%	-	-	0%	0%	0%
母婴零售	孩子王	59.7%	160	85.2	87.5	98.1	-6%	3%	12%	1.2	1.1	2.1	-39%	-14%	104%	74	71%	43%	40%
	爱婴室	15.2%	25	36.2	33.3	34.7	36%	-8%	4%	0.9	1.0	1.1	17%	22%	6%	23	5%	19%	15%
用品	好孩子国际	4.2%	13	82.9	79.3	-	-14%	-4%	-	0.3	2.0	-	-73%	508%	-	-	0%	0%	0%
	金发拉比	-14.3%	27	2.5	2.0	-	-18%	-17%	-	-0.9	-0.2	-	-730%	73%	-	-	1%	1%	1%
	润本股份	34.8%	98	8.6	10.3	13.4	47%	21%	29%	1.6	2.3	3.2	33%	41%	40%	31	0%	14%	26%
	上美股份	45.4%	145	26.8	41.9	-	-25%	55%	-	1.5	4.6	-	-57%	213%	-	-	0%	0%	0%
	稳健医疗	-8.1%	193	113.5	81.9	86.7	41%	-28%	6%	16.5	5.8	8.1	33%	-65%	40%	24	50%	45%	38%
	豪悦护理	11.6%	63	28.0	27.6	29.8	14%	-2%	8%	4.2	4.4	4.7	17%	4%	7%	13	26%	11%	12%
食品	中国飞鹤	50.2%	540	213.1	195.3	205.5	-7%	-8%	5%	49.4	33.9	37.5	-28%	-31%	11%	14	0%	0%	0%
	贝因美	27.6%	54	25.1	25.3	28.8	7%	1%	14%	-1.8	0.5	1.0	-340%	127%	107%	56	29%	28%	24%

注：盈利预测均为Wind一致预期，截至2024年11月11日

资料来源：Wind，浙商证券研究所等

- 母婴零售赛道唯二两家上市公司之一：唯一全国布局的干坪母婴零售店，独有大店模式稳定获新，加盟业态稳步推进，市场份额持续提升。
- 个股逻辑：加盟+门店改造推进，主业稳健修复；合作辛选开展直播业务，副业有望打造第二成长曲线。
 - 1) 加盟打开下沉市场空间。7月孩子王首家加盟店于四川广汉开业后，陆续在浙江丽水、内蒙古包头等城市落地，后续凭借强品牌力有望继续开拓低线城市。
 - 2) 门店改造适配中大童需求，后续成长动力充分。
 - 3) 24年10月与辛巴合作，成立合资公司开展直播零售业务。线下强品牌力强势切入线上渠道，营收稳定性有望进一步提升。
- 盈利预测和估值：预计24-26年公司营收分别实现99.2/110.3/119.3亿元，同增13%/11%/8%；归母净利润分别实现1.96/2.88/3.96亿元，同增86%/47%/38%，当前市值对应PE为80/55/40X。

孩子王收入拆分及盈利预测（百万元）

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	8,753	9,924	11,028	11,926
yoy	2.73%	13.38%	11.13%	8.15%
归母净利润	105	196	288	396
yoy	-13.92%	86.47%	46.71%	37.59%
每股收益(元)	0.09	0.17	0.25	0.34
P/E	149.58	80.22	54.68	39.74

3.2

母婴零售：孩子王—多点开花的母婴大店零售开创者

亿元		2019	2020	2021	2022	2023
营业收入		82.43	83.55	90.49	85.20	87.53
	yoy		-0.33%	6.07%	-5.35%	2.15%
母婴商品		74.1	73.9	78.4	74.2	75.8
	yoy		-0.3%	6.1%	-5.3%	2.2%
	占比	90%	90%	90%	90%	90%
奶粉	母婴商品占比				45.5	46.3
					61%	61%
用品类	母婴商品占比				14.1	12.8
					61%	61%
食品类	母婴商品占比				6.4	6.0
					61%	61%
纺织类	母婴商品占比				3.3	4.4
					61%	61%
玩具类	母婴商品占比				3.1	3.4
					61%	61%
车床椅	母婴商品占比				1.7	2.9
					61%	61%
母婴服务		2.6	2.2	2.6	2.5	3.1
	yoy		-0.3%	6.1%	-5.3%	2.2%
	占比	90%	90%	90%	90%	90%
供应商服务		4.2	5.2	6.8	6.1	6.1
	yoy		-0.3%	6.1%	-5.3%	2.2%
	占比	90%	90%	90%	90%	90%
广告		0.6	0.7	0.9	0.7	0.7
	yoy		-0.3%	6.1%	-5.3%	2.2%
	占比	90%	90%	90%	90%	90%
平台服务			0.8	1.0	1.1	1.2
	yoy		-0.3%	6.1%	-5.3%	2.2%
	占比	90%	90%	90%	90%	90%
招商及其他		0.9	0.8	90.8	0.7	0.8
	yoy		-0.3%	6.1%	-5.3%	2.2%

3.3 用品：润本股份—母婴驱蚊+婴童护肤的电商新锐龙头

- **母婴驱蚊+护肤龙头。单品定价聚焦20-50元符合性价比消费趋势，产品迭代速度快和营销灵活度高+自产模式既保障品质又保障供应链速度。**
- **个股逻辑：线上渗透率提升+线下进山姆等渠道+推儿童防晒等新品SKU，业绩确定性较强。**
 - 1) **深耕天猫、京东等传统优势线上渠道，抖音等新渠道爆发式增长。** 24年1-9月，抖音/天猫销售额分别同增56%/20%；24年单9月，抖音/天猫销售额分别同增60%/5%。
 - 2) **品牌力提升，线下渠道持续突破。** 通过非平台经销商进入大润发、沃尔玛/山姆会员店、7-11、名创优品、屈臣氏、华润超市等 KA 渠道及 WOW COLOUR 等特通渠道，23年非平台经销营收2.5亿元，同增32%。
 - 3) **产品兼具高推新频次+性价比+形态功能创新，有望打造大单品。** 24年春夏推出的婴童防晒和秋冬新推的蛋黄油特护霜销售表现均不俗。
- **盈利预测和估值：预计公司2024-2026年营业收入13.43/16.96/20.63亿元，同增30%/26%/22%；归母净利润3.22/4.06/4.90亿元，同增42%/26%/21%，当前市值分别对应PE30/24/20X。**

润本股份收入拆分及盈利预测（百万元）

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,033	1,343	1,696	2,063
yoy	20.66%	30.03%	26.27%	21.64%
归母净利润	226	322	406	490
yoy	41.23%	42.42%	26.08%	20.67%
每股收益(元)	0.56	0.80	1.00	1.21
P/E	43.19	30.33	24.05	19.93

注：截至2024年11月11日

资料来源：Wind，浙商证券研究所等

3.3

用品：润本股份—母婴驱蚊+护肤龙头

亿元	2019	2020	2021	2022	2023
营业收入	2.8	4.4	5.8	8.6	10.3
yoy		59%	31%	47%	21%
驱蚊 (核心业务)	1.1	1.7	2.3	2.7	3.2
yoy		48.6%	34.7%	19.5%	19.2%
占比	41%	38%	39%	32%	31%
毛利率	52.4%	54.3%	56.7%	56.7%	50.3%
婴童护理	0.9	1.4	2.2	3.9	5.2
yoy		68.8%	50.8%	80.0%	33.6%
占比	31%	32%	37%	46%	50%
毛利率	47.9%	56.0%	59.9%	62.8%	58.3%
精油	0.7	1.3	1.3	1.5	1.5
yoy		69.6%	4.1%	11.8%	0.0%
占比	27%	28%	22%	17%	14%
毛利率	65.3%	67.0%	65.6%	67.3%	62.7%
其他	0.1	0.0	0.1	0.5	0.4
yoy		-23.4%	60.5%	615.5%	-14.3%
占比	2%	1%	1%	5%	4%
毛利率		44.7%	57.2%	61.6%	55.8%

□ 上美股份是中国Top2美妆集团，主品牌韩束于23年凭借套盒产品形式在抖音迅速起量，韩束运营过程中公司掌握了抖音运营方法论，子品牌红色小象和一页也随之在抖音迅速成长起来。

1) **红色小象**：擅长挖掘市场空白，打造差异化细分爆品的早期母婴领跑者。红色小象于2015年推出，采用日本红道研究中心开发的技术，打造适合中国婴幼儿皮肤的专业母婴护理品牌。红色小象开展无添加、安全、有机及简约产品的研发活动，承诺使用基于技术的无添加剂天然成分，在母婴护理市场建立了强大的品牌认知度，处于中国母婴护理板块的领先地位。目前成功打造霞多丽冰雪霜、小学霜和90安心霜等明星产品，其中小学霜洞察小学生护理市场空白推出，差异化、精细化的赛道选取和较强的产品力已形成一定品牌势能。

2) **newpage一页**：医研共创的专注婴童敏感肌品牌。newpage一页于2022年5月推出，是专注于敏感肌宝宝的婴童功效型护肤品牌，由知名演员章子怡女士、育儿专家崔玉涛先生联合创立，定位“医研共创”，形成用户+儿科经验+科研的闭环。

图：红色小象产品图示



图：一页产品图示



□ 个股逻辑：天猫、快手、线下等其他渠道渗透率提升+大单品打造并持续拓展男士、洗护等品类+子品牌成熟形成完整品牌矩阵拔估值。

1) 天猫、快手、线下等渠道渗透率提升。公司持续拓展天猫、快手、线下等渠道，提升渗透率，积累人群自产。其中，线下，韩束在上海虹桥、武汉站、北京南站等高铁枢纽开设体验区；在天猫双十一李佳琦直播间首播取得不错销量。

2) 打造大单品，并持续拓展男士、洗护等品类。8月底推出大单品X肽面霜+X肽眼霜，拓展男士、洗护等品类拓宽品牌天花板。

3) 子品牌红色小象、一页成长迅速，品牌矩阵完善利于估值提升。据电商高频数据跟踪，一页1-9月增速均在70%以上，成长迅速；红色小象24年下半年增速明显改善提升，回归正常增长区间。

□ 盈利预测和估值：预计24-26年归母净利8.7/11.3/14.3亿，同比增速88%/31%/26%，当前市值仅134亿人民币，对应PE仅15/12/9倍。

图：上美1-8月各品牌月度销售额增速

品牌	平台	24年1月	24年2月	24年3月	24年4月	24年5月	24年6月	24年7月	24年8月	24年9月	24年1-8月
总计		425%	344%	195%	110%	156%	80%	101%	16%	61%	134%
韩束	合计	581%	538%	262%	117%	167%	93%	114%	14%	56%	153%
	天猫	367%	165%	176%	80%	71%	73%	64%	18%	34%	92%
	抖音	699%	727%	303%	130%	171%	95%	117%	11%	59%	163%
	京东	55%	69%	52%	20%	458%	82%	137%	100%	23%	92%
一叶子	合计	-41%	-76%	-47%	-23%	-8%	-54%	-48%	-32%	50%	-37%
	天猫	-51%	-85%	-24%	-36%	-48%	-74%	-64%	-34%	92%	-42%
	抖音	7%	-68%	-37%	112%	234%	70%	35%	-24%	225%	20%
	京东	-60%	-67%	-74%	-65%	-39%	-56%	-52%	-34%	-65%	-60%
红色小象	合计	0%	-9%	-46%	-2%	49%	-37%	46%	34%	104%	8%
	天猫	-10%	-38%	-57%	-26%	5%	-33%	-11%	-26%	7%	-24%
	抖音	93%	382%	45%	129%	302%	12%	511%	411%	1223%	262%
	京东	-30%	-44%	-50%	-21%	-20%	-52%	-19%	-23%	-27%	-34%
newpage	合计	214%	92%	173%	270%	269%	319%	128%	78%	149%	189%
	天猫	165%	17%	55%	180%	195%	277%	100%	84%	109%	126%
	抖音	218%	164%	314%	305%	312%	391%	129%	58%	178%	228%
	京东	416%	344%	362%	594%	754%	261%	268%	178%	142%	351%

图：上美收入拆分及盈利预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总收入（百万元）	3619	2675	4191	7336	9104	10993
YOY	7%	-26%	57%	75%	24%	21%
毛利率		63.5%	72.1%	74.5%	74.9%	75.4%
一、护肤	2680	1945	3602	6528	8047	9667
YOY	4%	-27%	85%	81%	23%	20%
毛利率	64.0%	-	-	75.5%	76.0%	76.5%
1.1韩束	1631	1267	3090	6119	7649	9255
YOY	22%	-22%	144%	98%	25%	21%
占比	45%	47%	74%	83%	84%	84%
1.2一叶子	831	530	366	256	230	219
YOY	-18%	-36%	-31%	-30%	-10%	-5%
1.3其他护肤	218	148	146	153	168	194
YOY	-8%	-32%	-1%	5%	10%	15%
二、母婴护理	902	707	543	747	978	1223
YOY	17%	-22%	-23%	38%	31%	25%
毛利率	69.3%	-	-	68.0%	68.3%	68.5%
2.1红色小象	871	655	376	394	454	544
YOY	14%	-25%	-43%	5%	15%	20%
2.2一页		26	153	336	503	654
YOY			498%	120%	50%	30%
2.3其他母婴	31	26	14	17	21	25
YOY	429%	-15%	-45%	20%	20%	20%
三、洗护	37	24	47	60	79	102
YOY	14%	-36%	95%	30%	30%	30%
毛利率	54.2%	-	-	50.0%	50.0%	50.0%

3.5 用品：稳健医疗—医用耗材增长提速，全棉时代表现亮眼

□ 全棉时代和Winner双品牌发展，医疗消费双轮驱动，无纺为基，有纺业务快速发展。

□ 个股逻辑：收购GRI+新发股权激励+全棉时代增长加速，业绩有望重回快车道。

1) 收购GRI加强美国本土服务能力+成本优势加强+加速供应链转移。GRI在越南、多米尼加均有工厂，将加速公司产业链转移抵御关税风险。

2) 全棉时代聚焦中高端市场，线上线下齐发力。截至24H1，全棉时代在深圳、上海、北京、广州等100余个重点城市的中高端购物中心门店达444家（直营360家+加盟84家），24H1新开42家（直营31家+加盟11家）。24H1线上营收13.8亿元，同增11%，抖音同增近80%，截至24H1全域会员超5,600万人，其中私域平台注册会员数量约2,900万（门店约1,400万+官网和小程序约1,500万）。

3) 发布股权激励提振市场信心。激励计划考核年度为2025~2027年，针对公司层面、医疗业务、消费品业务的营业收入指标分别进行考核，分为目标值和门槛值（以上一年营业收入为基数，目标值增速为18%，门槛值增速为13%）。

□ 盈利预测和估值：预计公司2024-2026年营业收入86.69/99.89/108.82亿元，同增6%/15%/9%；归母净利润8.12/9.73/10.97亿元，同增40%/20%/13%，当前市值分别对应PE30/24/20X。

稳健医疗收入拆分及盈利预测（百万元）

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	8185.0	8,668.9	9,988.9	10,881.8
yoy	-28%	6%	15%	9%
归母净利润	580.4	811.8	973.4	1,096.6
yoy	-65%	40%	20%	13%
每股收益(元)	2.24	1.39	1.67	1.88
P/E	33.4	23.8	19.9	17.6

3.5 用品：稳健医疗—医用耗材增长提速，全棉时代表现亮眼

亿元	2019	2020	2021	2022	2023
合计	41.2	119.3	77.6	113.5	81.8
yoy		190%	-35%	46%	-28%
医用耗材	10.2	83.1	36.4	72.0	38.6
yoy		712%	-56%	98%	-46%
占比	25%	70%	47%	63%	47%
传统伤口护理与包扎	5.5	5.2	7.2	10.8	11.5
yoy		-5%	38%	49%	7%
医用耗材中占比	54%	6%	20%	15%	30%
高端伤口敷料	0.9	0.9	1.1	4.7	6.0
yoy		2%	23%	336%	28%
医用耗材中占比	8%	1%	3%	6%	15%
手术室耗材				4.7	5.6
yoy					18%
医用耗材中占比				7%	14%
感染防护	3.9	77.0	28.1	47.4	9.1
yoy		1875%	-63%	68%	-81%
医用耗材中占比	38%	93%	77%	66%	24%
健康个护				2.7	3.0
yoy					11%
医用耗材中占比				4%	8%
其他				1.8	3.5

亿元	2019	2020	2021	2022	2023
健康生活消费品	30.3	35.2	40.5	40.6	42.6
yoy		16%	15%	0%	5%
占比	74%	29%	52%	36%	52%
干湿棉柔巾	11.6	11.6	11.4	11.6	11.9
yoy		0%	-1%	1%	3%
健康生活消费品中占比	38%	33%	28%	28%	28%
卫生巾	3.2	4.2	5.5	5.7	5.9
yoy		31%	32%	4%	4%
健康生活消费品中占比	10%	12%	14%	14%	14%
其他无纺制品	2.4	6.0	4.5	4.4	3.8
yoy		150%	-26%	-1%	-14%
健康生活消费品中占比	8%	17%	11%	11%	9%
婴童服饰及用品	6.4	5.1	8.7	8.5	8.5
yoy		-20%	69%	-3%	0%
健康生活消费品中占比	21%	15%	21%	21%	20%
成人服饰	4.1	4.5	6.8	6.9	8.4
yoy		10%	52%	1%	22%
健康生活消费品中占比	13%	13%	17%	17%	20%
其他有纺制品	2.6	3.8	3.7	3.5	4.1
其他业务	0.6	1.0	0.6	0.9	0.6

3.6 用品：豪悦护理—代工+自有品牌双轮驱动的卫生用品ODM龙头

- **卫生用品ODM龙头**，产品涵盖婴儿纸尿裤、成人纸尿裤、经期裤、卫生巾、湿巾等一次性卫生用品，自有品牌涵盖婴儿、成人、家庭、宠物卫生用品。
- **产业链逻辑**：卫生用品由中国制造走向中国质造，强研发能力+充沛产能，规模效应持续加强。
 - 1) **代工**:客户深度绑定,产品研发赋能新市场、新客户拓展。豪悦护理合作的客户包括尤妮佳、花王等全球著名跨国公司，此外BabyCare、BEABA、亲宝宝等电商新兴渠道的国内母婴知名品牌商亦合作紧密。
 - 2) **自主品牌**：有望借力电商渠道，打造大单品。2010年公司开始在电商渠道布局自有品牌，目前已形成覆盖婴儿、成人、家庭、宠物四大板块的8大自有品牌。
- **盈利预测和估值**：预计24-26年公司营收分别实现29.82/33.03/36.56亿元，同增8%/11%/11%；归母净利润分别实现4.71/5.42/6.13亿元，同增7%/15%/13%，当前市值对应PE为13/11/10X。

豪悦护理收入拆分及盈利预测（百万元）

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2756.9	2,982.4	3,303.2	3,656.4
yoy	-2%	8%	11%	11%
归母净利润	438.6	470.5	542.0	613.3
yoy	4%	7%	15%	13%
每股收益(元)	3.20	3.03	3.49	3.95
P/E	13.9	13.5	11.7	10.4

注：截至2024年11月11日，盈利预测为Wind一致预期

3.6 用品：豪悦护理—代工+自有品牌双轮驱动的卫生用品ODM龙头

亿元	2020	2021	2022	2023
主营业务合计	25.45	24.04	27.40	26.78
yoy		-6%	14%	-2%
婴儿卫生用品	16.67	17.59	20.32	19.76
yoy		6%	16%	-3%
占比	65%	73%	74%	74%
毛利率	33.1%	25.7%	21.3%	23.1%
成人卫生用品	6.16	5.85	6.21	5.55
yoy		-5%	6%	-11%
占比	24%	24%	23%	21%
毛利率	36.2%	25.3%	25.1%	27.6%
其他产品	2.62	0.60	0.87	1.48
yoy		-77%	44%	70%
占比	10%	3%	3%	6%
毛利率	62.7%	33.9%	33.0%	55.8%

豪悦护理自有品牌



目录

1

政策复盘：从计划生育→优化生育→鼓励生育

2

鼓励措施：覆盖辅助生殖+生育补贴+托育政策+住房优惠等

3

受益标的：孩子王/爱婴室/上美股份/润本股份/稳健医疗/豪悦护理

4

风险提示

1、出生人数提升效果不及预期。

目前出生人口持续下滑，若三孩政策及其配套措施对生育率的正向刺激效果不显著，生育率波动将影响母婴市场规模增速。

2、母婴行业竞争进一步加剧风险。

母婴行业竞争格局较分散，如果行业进入者增多，竞争加剧，业内公司业绩或将承压。

3、公司人才流失、战略失误等风险。

4、其他风险。

行业的投资评级

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

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

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

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

法律声明及风险提示

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

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

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

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

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