

# 母婴连锁零售龙头，全渠道战略加速推进

## ——新股前瞻深度系列二

### 报告要点：

#### ● 母婴产品及服务的一站式供应商

孩子王成立于2009年，为准妈妈及0-14岁婴童提供一站式购物及全方位服务，公司全渠道销售的食物、衣物、易耗品、耐用品等产品SKU过万，2020年公司服务超4200万用户，较2017年初增长2.6倍。公司以南京为总部开设直营门店并逐步向外辐射，2018-2020年净开店数量为45/94/82家，期末数量为258/352/434家，并计划3年内新增300家门店。近四年公司毛利率中枢稳定在30%，其中供应商服务业务毛利率中枢为97%，对公司整体毛利贡献占比由2017年6.51%升至2020年20.31%。

#### ● 消费升级驱动行业发展，“产品+服务+生态”为未来趋势

2020年我国母婴童市场规模近3.6万亿元，近五年CAGR为14.61%，行业高景气推动中游零售业蓬勃发展。2019年全国拥有门店数量在5家以下的母婴零售连锁占比达到49.41%，门店数量超过100家的占比仅为4.12%，行业集中度较低。随着消费者更加注重育儿科学性和教育功能，多样化商品和服务、高效智能化运营、品牌化经营策略，将成为行业龙头发展路径。全渠道经营模式将引领母婴零售行业发展，头部企业市占率或稳步提升。

#### ● 孩子王四大竞争优势助力长期发展

**渠道融合上**，公司全渠道融合成效显著，已建成“无界+精准+数字化+服务化”的运营模式，线上下单门店发货的O2O订单销售收入由2018年3.71亿元升至2020年17.82亿元。**产品服务上**，多元化产品和专业化服务的一站式供应，能够满足不同消费者的多样化需求。**会员经济上**，公司以实体门店为载体，通过会员专属权益实现客户留存，缔造长期可持续交易。**供应链管理上**，与供应商通过数字化平台实现信息的正反馈循环，仓储体系保障产品准时高效供应，2020年公司存货周转天数为60天，较同行企业快一倍。

#### ● 盈利预测与投资建议

我们预计公司2021-2023年分别实现营收102.64/128.69/164.47亿元，归母净利润为4.53/6.09/8.69亿元。通过选取零售行业上市企业作为公司估值参照，2022年PE加权平均值为27.5X。孩子王为母婴零售龙头，门店拓展空间广阔，且品牌化建设、规模化运营领先同行企业，考虑到公司发展前景及新股溢价，预计孩子王PE(2022E)为30-35X，对应市值为183-213亿元。国元大消费评分为70分，建议申购。

#### ● 风险提示

开店进度不及预期；线上拓展进度不及预期；行业竞争加剧；食品安全风险；发行进度不及预期

### 附表：盈利预测

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8242.51	8355.44	10263.72	12869.04	16446.53
收入同比(%)	23.56	1.37	22.84	25.38	27.80
归母净利润(百万元)	377.41	391.02	452.96	608.99	869.37
归母净利润同比(%)	36.76	3.61	15.84	34.45	42.76
ROE(%)	22.21	18.71	8.88	10.66	13.21
每股收益(元)	0.35	0.36	0.42	0.56	0.80

资料来源：Wind，国元证券研究所 注：以发行后总股本1088百万股估算EPS

### 基本数据

52周最高/最低价(元)：

A股流通股(百万股)：

A股总股本(百万股)：

流通市值(百万元)：

总市值(百万元)：

### 过去一年股价走势

### 相关研究报告

### 报告作者

分析师 徐偲

执业证书编号 S002052105003

电话 021-51097188-1930

邮箱 xucai@gyzq.com.cn

分析师 李典

执业证书编号 S0020516080001

电话 021-51097188-1866

邮箱 lidian@gyzq.com.cn

## 目录

1. 母婴产品及服务的一站式供应商 .....	5
1.1 公司简介：母婴产品及服务供应商龙头 .....	5
1.2 财务数据：门店开拓带动营收增长，盈利能力逐年提升 .....	6
1.3 销售渠道：线上线下齐头并进，活跃会员数近千万人 .....	10
1.4 募投概况：3 年计划拓展 300 家新门店，打开长期成长空间 .....	12
2. 核心逻辑梳理 .....	13
2.1 行业：消费升级驱动行业发展，“产品+服务+生态”为未来趋势 .....	13
2.1.1 行业全景：消费升级驱动母婴市场发展 .....	14
2.1.2 竞争格局：行业集中度较低，全渠道经营龙头有望突围 .....	15
2.1.3 增长驱动力：需求端看价值量增长，供给端看集中度提升 .....	17
2.2 公司：从四个维度解构孩子王的竞争优势 .....	19
2.2.1 渠道融合：O2O 经营模式实现高效服务及精准营销 .....	19
2.2.2 产品服务：商品服务一站式供应受消费者青睐 .....	21
2.2.3 会员生态：会员经济缔造长期可持续交易 .....	23
2.2.4 供应链管理：数字化运营能力领先，降本增效成效显著 .....	24
3. 盈利预测及投资建议 .....	26
3.1 盈利预测 .....	26
3.2 国元大消费评分 .....	29
4. 风险提示 .....	30

## 图表目录

图 1：孩子王发展历程 .....	5
图 2：截止 2021 年 6 月，孩子王股权结构图 .....	6
图 3：公司主营业务收入及增速（亿元） .....	6
图 4：公司归母净利润及增速（亿元） .....	6
图 5：公司母婴商品概况 .....	7
图 6：公司母婴服务概况 .....	8
图 7：公司毛利构成（亿元） .....	9
图 8：公司母婴产品毛利构成（亿元） .....	9
图 9：公司毛利率及净利率走势 .....	9
图 10：公司主要产品毛利率走势 .....	9
图 11：公司主要费用率走势 .....	10
图 12：公司主要财务指标 .....	10
图 13：公司母婴商品销售收入按照销售渠道分类（亿元） .....	10
图 14：公司经销及代销毛利率走势 .....	10
图 15：孩子王各区域门店数量（家） .....	11
图 16：孩子王门店营业收入分层统计情况（家） .....	11
图 17：公司消费会员数量（万人） .....	12

图 18: 公司付费黑金会员人数 (万人) .....	12
图 19: 孩子王推出“扫码购”提升消费者购物便捷性 .....	12
图 20: 孩子王线上销售额及增速 (亿元) .....	12
图 21: 全渠道零售终端建设项目建设周期 .....	13
图 22: 母婴行业增长逻辑梳理 .....	14
图 23: 母婴行业产业链概况 .....	14
图 24: 母婴童产品市场渠道分布 .....	15
图 25: 母婴童消费占家庭消费比例逐年提升 .....	15
图 26: 2019 年部分区域零售商拥有门店数量分布 .....	16
图 27: 2019 年部分区域零售商门店平均面积分布 .....	16
图 28: 母婴零售行业上市公司营收对比 (亿元) .....	17
图 29: 母婴零售行业上市公司归母净利润对比 (亿元) .....	17
图 30: 母婴零售行业上市公司毛利率对比 .....	17
图 31: 母婴零售行业上市公司净利率对比 .....	17
图 32: 2010-2019 年我国出生人数和出生率情况 .....	18
图 33: 1982-2019 年我国少年抚养比 (0-14 岁) .....	18
图 34: 母婴专卖店线下渠道市占率提升 .....	18
图 35: 孩子王门店会员活动 .....	18
图 36: 母婴零售 O2O 经营模式 .....	19
图 37: 母婴零售品牌加速线上渗透 .....	19
图 38: 中国母婴童电商交易规模及增速 (亿元) .....	19
图 39: 中国母婴童电商用户规模及增速 (亿人) .....	19
图 40: 孩子王全国门店分布 (截止 2020 年底) .....	20
图 41: 孩子王开店空间广阔 .....	20
图 42: 孩子王线上渠道运营网络完善 .....	20
图 43: 孩子王 O2O 模式下销售收入及增速 (亿元) .....	21
图 44: 孩子王电商平台口碑排名母婴零售行业第一 .....	21
图 45: 线下门店推行智能化服务 .....	21
图 46: 商品根据解决方案进行场景化陈列 .....	21
图 47: 孩子王与爱婴室会员人数对比 (万人) .....	23
图 48: 孩子王与爱婴室会员订单金额对比 (亿元) .....	23
图 49: 孩子王仓储系统 .....	25
图 50: 孩子王与爱婴室存货周转天数对比 .....	25
图 51: 孩子王自主研发的自动补货系统 .....	25
图 52: 孩子王全渠道数字化平台 .....	26
图 53: 孩子王与爱婴室期间费用率对比 .....	26
表 1: 供应商服务业务概况 .....	8
表 2: 孩子王单店模型 .....	11
表 3: 公司 IPO 募投项目概况 .....	13
表 4: 我国母婴童行业市场规模 (亿元) .....	15

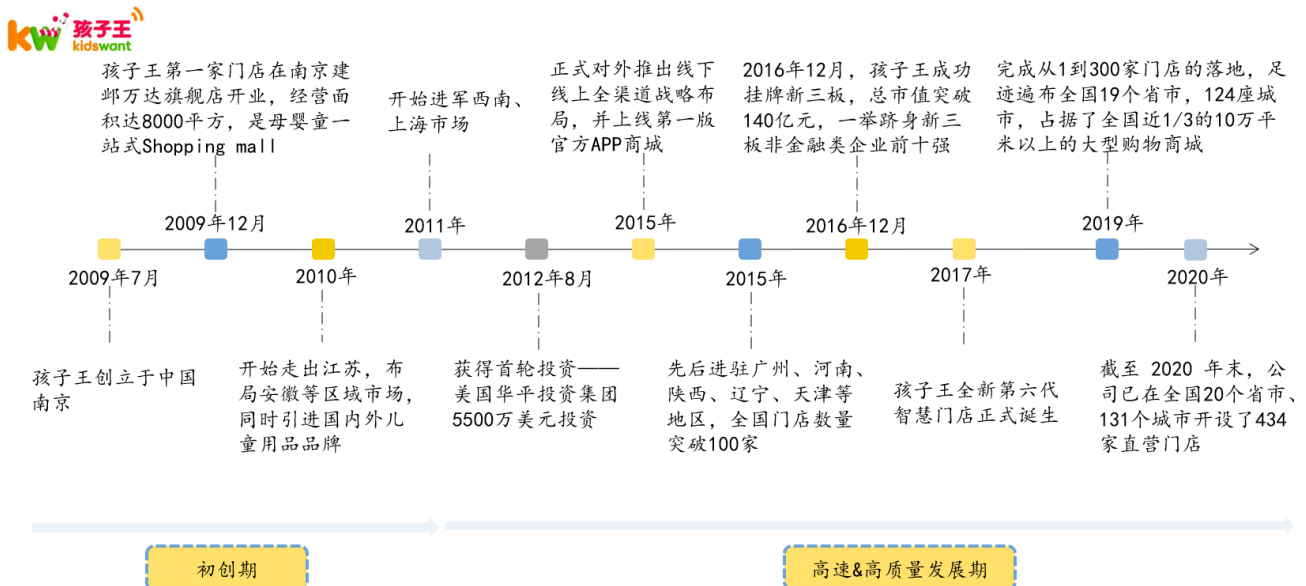
表 5: 母婴零售行业头部企业概况 .....	16
表 6: 母婴零售企业产品和服务对比 .....	22
表 7: 孩子王和爱婴室会员制度对比 .....	24
表 8: 孩子王收入预测 (分业务) .....	26
表 9: 孩子王收入预测 (分渠道) .....	27
表 10: 孩子王盈利预测 .....	28
表 11: 可比公司估值对比 .....	28
表 12: 孩子王评分表 .....	29

## 1. 母婴产品及服务的一站式供应商

### 1.1 公司简介：母婴产品及服务供应商龙头

母婴产品及服务的一站式供应商，全国门店数突破 400 家。孩子王儿童用品股份有限公司成立于 2009 年 7 月，为母婴产品及服务的全渠道零售供应商。截至 2020 年末，孩子王在全国 131 个城市拥有 434 家大型数字化实体门店，服务超过 4200 万个会员家庭。公司通过打造大型用户门店和构建移动端 APP、微信小程序等 C 端线上入口，销售食品（奶粉、零食辅食、营养保健）、衣物品（内衣家纺、外服童鞋）、易耗品（纸尿裤、洗护用品）、耐用品（玩具、文教智能、车床椅）等中高端产品，致力于为准妈妈及 0-14 岁婴童提供一站式商品购物及全方位成长服务。此外，公司提供会员开发、互动活动冠名、商品线上线下推广宣传、广告等供应商增值服务。2020 年，公司为进一步打造母婴产业生态体系，通过自主运营线上平台，为入驻平台的母婴品牌商、经销商、周边服务机构提供线上平台服务业务。

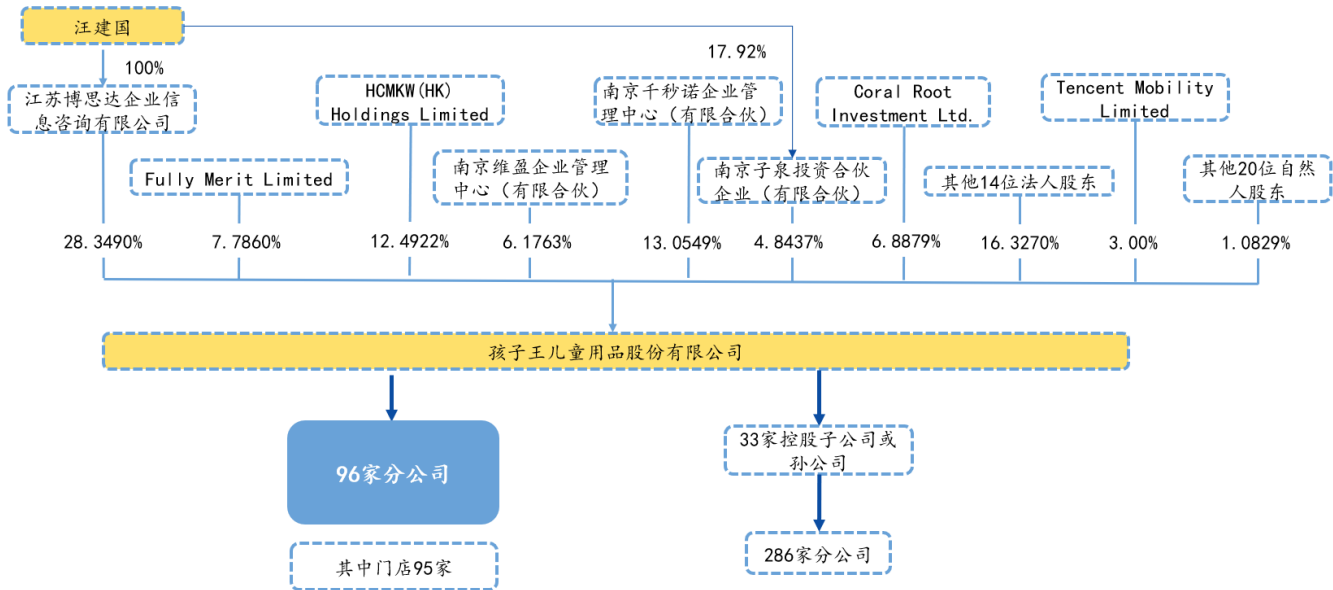
图 1：孩子王发展历程



资料来源：公司招股说明书，公司官网，国元证券研究所

股权结构稳定，董事长汪建国为公司实际控制人，管理层结构稳定且从业经验丰富。截至 2021 年 6 月，孩子王联合创始人兼董事长汪建国持有公司 46.25% 的股份。自公司创立至今，孩子王其余创始人总经理徐卫红、副总经理及财务总监沈晖、副总经理吴涛均为公司管理层核心人员，具有丰富的零售行业管理经验。

图 2：截止 2021 年 6 月，孩子王股权结构图

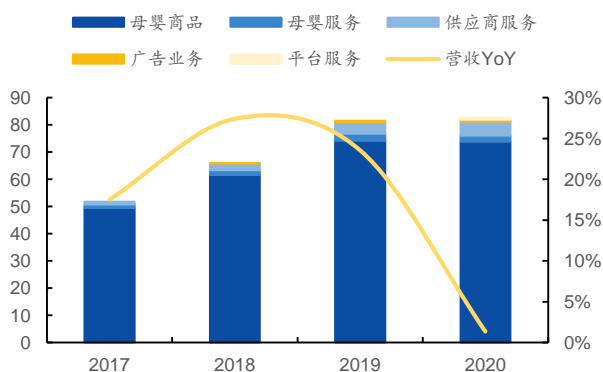


资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

### 1.2 财务数据：门店开拓带动营收增长，盈利能力逐年提升

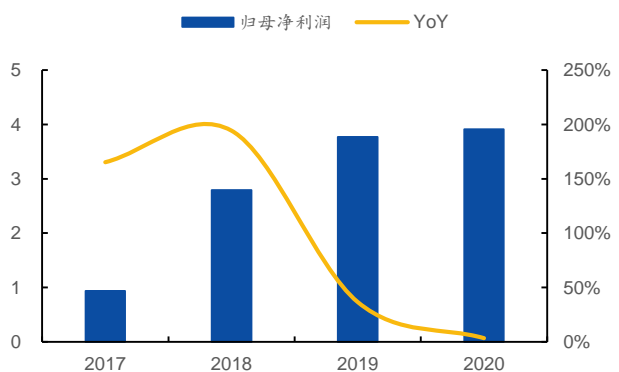
全国化布局进程加速推进，营收及利润实现稳健增长。公司开店节奏加快，叠加线上渠道逐步发力，2017-2020 年公司实现营收 52.35/66.71/82.43/83.55 亿元，CAGR 为 16.86%。受新冠疫情影响，20Q1 公司线下门店业务出现停滞，但线上渠道实现“无缝衔接”，支撑全年营收保持正增长，充分体现公司全渠道融合优势。公司经过近 10 年的品牌沉淀，规模化经营成效凸显，利润规模实现稳健增长，2017-2020 年归母净利润分别为 0.94/2.76/3.77/3.91 亿元，CAGR 为 60.82%。

图 3：公司主营业务收入及增速（亿元）



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

图 4：公司归母净利润及增速（亿元）



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

分业务来看，公司主营业务主要包括母婴商品销售、母婴服务、供应商服务、广告和平台服务。2017-2020 年母婴商品销售实现收入 49.51/61.52/74.11/73.86 亿元，占比总营收 95.52%/93.07%/90.91%/89.21%。核心品类奶粉、纸尿裤、洗护用品及零食辅食品类的合计销售收入，占同期母婴商品销售收入的比重分别为 77.02%/81.36%/83.55%/87.14%。

图 5：公司母婴商品概况




产品大类	产品门类	产品描述	产品单价 (元/件)	部分产品图示
食品	奶粉 (54.06%)	各类适用于孕产妇、0-6岁儿童的奶粉，主要合作品牌包括惠氏、雅培、爱他美、飞鹤、诺优能、美素佳儿、美赞臣、A2、合生元、雀巢、海普诺凯、佳贝艾特、君乐宝、贝因美、伊利、喜宝、纽康特、圣元、卡洛塔妮、澳优等	232.98	
	零食辅食 (6.51%)	各类米粉、面条、肉松、果泥、饼干、鱼肠、乳品饮料等分类商品，主要合作品牌包括嘉宝、伊威、宝力臣、亨氏、爱思贝、小皮、伊利等	19.71	
	营养保健 (1.64%)	各类适用于孕产妇、婴幼儿的维生素、益生菌等营养保健产品，主要合作品牌包括合生元、swisse、乐佳善优、养生堂、美维仕、艾兰得、小葵花等	143.57	
衣物品	内衣家纺 (3.14%)	各类婴童用内衣、家纺、小棉品等，主要合作品牌包括良良、旋转叮当、拉比、英氏、米乐熊、显丹木、孕之彩等，以及自主品牌初衣萌、植物王国	74.10	
	外服童鞋 (3.54%)	各类童装童鞋，主要合作品牌包括巴拉巴拉、马卡乐、戴维贝拉、贝贝王国、安米莉、可拉比特、基洛浦、百丽、巴布豆、乐客友联、佳亲等	111.12	
易耗品	纸尿裤 (14.37%)	各类婴儿纸尿裤、拉拉裤、纸尿片，主要合作品牌包括花王、大王、moony、好奇、露安适、泰迪熊、beaba、dodie、爱乐爱、适宝康、安儿乐、帮宝适、妮飘、米菲等	86.16	
	洗护用品 (9.08%)	各类家居洗护用品，主要合作品牌包括贝亲、露安适、启初、babycare、Tommee Tippee、美德乐等，以及自主品牌贝特倍护	19.07	
耐用品	玩具 (4.97%)	各类儿童玩具，主要合作品牌包括乐高、费雪、澳贝、蓓臣、澳乐、贝恩施、HAPE等，以及自主品牌慧殿堂	67.17	
	文教智能 (1.03%)	各类图书、学习桌椅、绘画用品、电子产品等，主要合作品牌包括三晖、乐乐趣、麦斯卡、孩之宝、壹百分、火火兔、小天才、步步高、护童、绘儿乐等	68.88	
	车床椅 (1.67%)	各类婴幼儿推车、婴儿床、安全座椅、滑车等，主要合作品牌包括好孩子、帕琦、宝得适、昆塔斯、yuyu、宝贝第一、pouch、智乐堡、优贝等	549.33	

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

注：各业务营收占比为 2017-2020 年母婴产品销售收入占比均值；产品单价为 2017-2020 年平均单价

母婴服务业务占比较小，但有利于增强客户粘性，实现长期客户留存。公司母婴服务包括童乐园、收费会员、互动活动和提供育儿服务等增值服务，利于提升客户体验和增强客户粘性。2017-2020 年母婴服务业务实现营收 1.27/1.80/2.64/2.22 亿元，占比主营业务收入 2.46%/2.73%/3.23%/2.68%。其中，2019 年公司加大对黑金会员宣传力度，全年黑金会员新增约 42 万人，收费会员业务同比增加 6441 万元。2020 年母婴服务收入同比下滑系新冠疫情疫情影响，线下门店 20Q1 复工率低，导致门店乐园业务出现停滞，童乐园业务收入同比减少 45.10%至 6392 万元。

**图 6：公司母婴服务概况**

服务门类	服务描述	部分服务图示
童乐园 (44.97%)	面向0-8岁宝宝提供专属设计的“童乐园”儿童游乐服务，并开发了与儿童游乐服务相结合的“成长缤纷营”特色活动	
互动活动 (13.52%)	在线下实体门店举办包括新妈妈学院、爬爬赛在内的各类互动活动	
育儿服务 (5.63%)	为消费者提供催乳、婴儿抚触、宝宝理发、小儿推拿等增值服务	 抚触      催乳      理发      母婴喂养指导
收费会员 (35.88%)	消费者通过购买孕享卡（399元/年）或成长卡（199元/年）享受差异化权益及增值服务	

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

注：各业务营收占比为 2017-2020 年母婴服务收入占比均值

**供应商服务收入毛利率中枢值为 97%**。随着孩子王品牌知名度提升、渠道网络及会员体系建设完善，公司利用自身品牌力及会员资源，为供应商提供会员开发、互动活动冠名、商品线上线下推广宣传、数字化工具等服务，公司按照会员销售的比例或固定金额向供应商收取服务费。2017-2020 年供应商服务业务实现营收 1.05/2.44/4.21/5.19 亿元，该业务线下宣传费用及场地租赁费等成本支出较低，公司凭借其自身品牌及会员资源优势，议价能力较强，因此毛利率均维持在 96%以上。

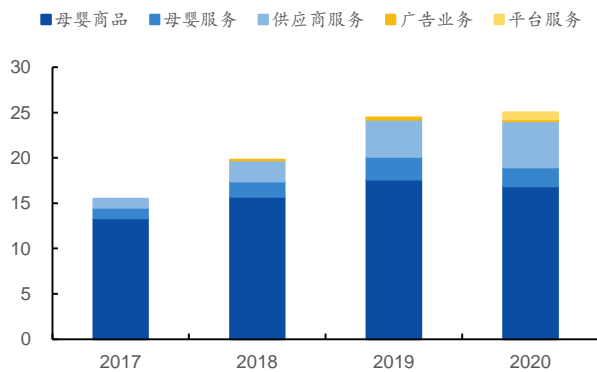
**表 1：供应商服务业务概况**

服务种类	服务内容
会员开发服务	提供新会员及黑金会员的开发和产值提升服务
互动活动冠名	提供爬爬赛、童乐会、新妈妈学院、一日父母体验及孕婴童展等活动的开展、组织、宣传和推广服务
推广宣传	提供新品、新供应商及新店的商品推广宣传、门店专属陈列展示等服务
数字化服务	提供协同平台用于自动化对账、结算、开票、销售及订货数据在线化的服务；为供应商提供电子价签用以提升商品门店在线化、商品活动自动化及用户评论商品智能推荐的服务

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

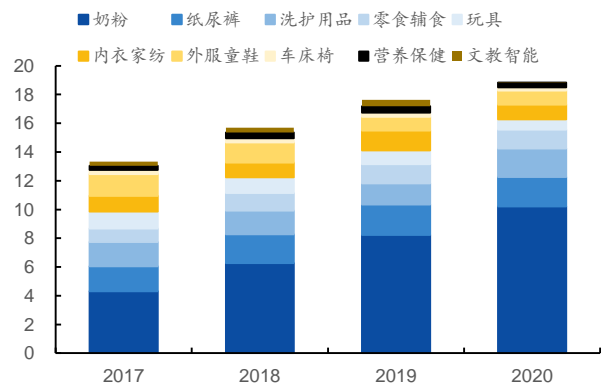
**母婴商品为毛利主要贡献，供应商服务毛利逐年增加**。2017-2020 年母婴商品毛利为 13.33/15.69/17.62/16.86 亿元，占比主营毛利为 85.99%/79.26%/72.11%/67.37%。供应商服务为公司贡献毛利 1.00/2.34/4.10/5.08 亿元，毛利贡献由 2017 年 6.51% 升至 2020 年 20.31%。随着孩子王门店扩张，供应商服务业务规模预计将持续增长，为公司整体毛利贡献占比或进一步提升。

图 7：公司毛利构成（亿元）



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

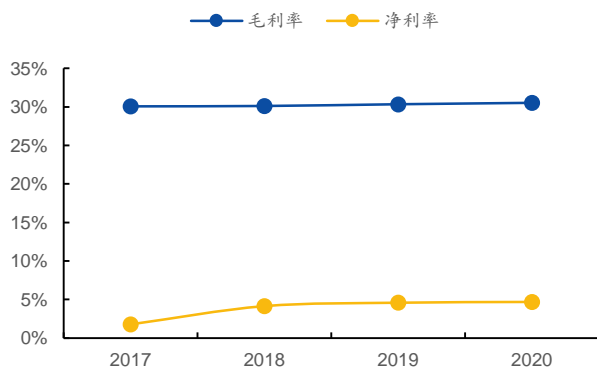
图 8：公司母婴产品毛利构成（亿元）



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

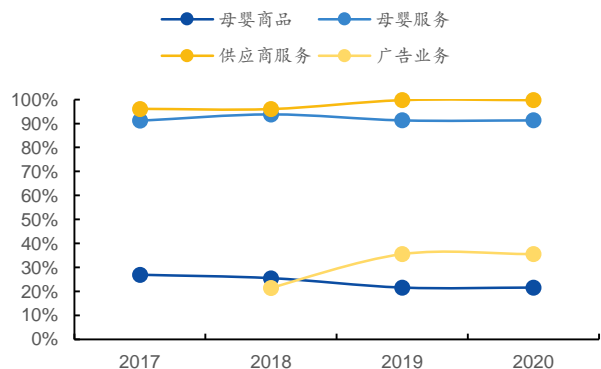
从毛利率来看，2017-2020 年公司毛利率中枢稳定在 30%，母婴商品销售毛利率为 26.93%/25.50%/23.78%/22.82%，毛利率呈下滑趋势主要系：1) 根据国家商务部数据，2018-2019 年国内外品牌奶粉的平均零售价增幅均超 13%，公司奶粉产品销售价格上涨幅度高于单位成本变动幅度，致奶粉产品为母婴商品业务整体毛利率贡献 +0.13/0.17pcts。但其余商品毛利率基本保持不变或出现负向变动影响，因此母婴商品整体毛利率有所下滑；2) 2020 年，除洗护用品对整体毛利率贡献为正向外，其余品类对毛利率贡献基本保持不变或出现负向变动，叠加执行新收入准则，5533 万元运输费用由销售费用调整至营业成本，因此毛利率出现小幅度下滑。

图 9：公司毛利率及净利率走势



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

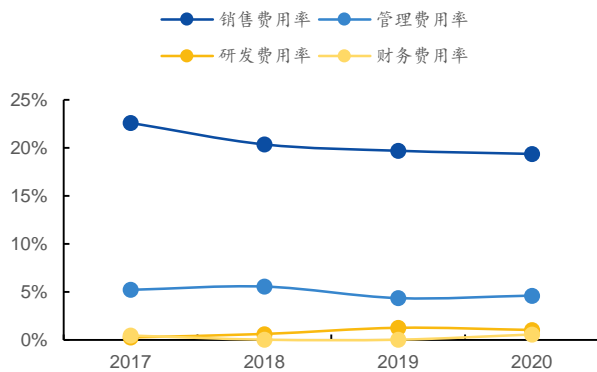
图 10：公司主要产品毛利率走势



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

费用率方面，2017-2020 年公司销售费用分别为 11.83/13.58/16.23/16.18 亿元，占比总营收 22.59%/20.35%/19.69%/17.86%。其中，工资性支出、商场租赁费、宣传费，合计占销售费用的比例维持在 80% 以上。为积极应对消费者购物习惯的转变，公司加码数字化系统平台建设，积极布局新零售以实现线上线下联动，2017-2020 年公司研发费用为 0.14/0.41/1.04/0.87 亿元，截止 2021 年 3 月底，公司已拥有 83 项软件著作权，涉及全渠道运营、仓储物流管理、新零售运营。

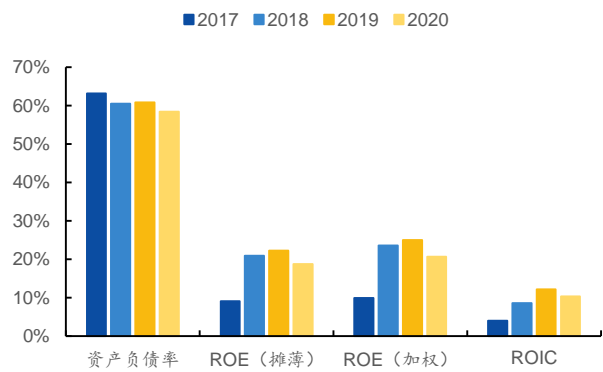
图 11：公司主要费用率走势



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

注：2018-2019 年销售费用计算时已剔除运费

图 12：公司主要财务指标

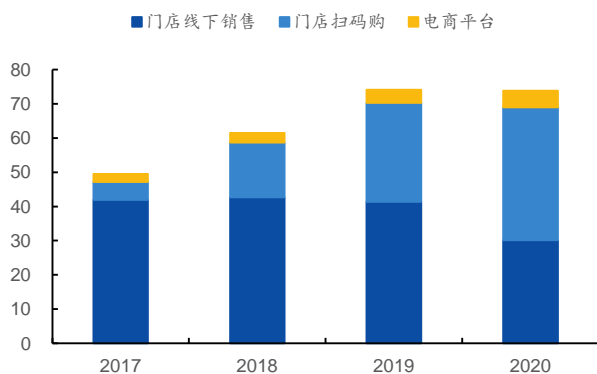


资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

### 1.3 销售渠道：线上线下齐头并进，活跃会员数近千万人

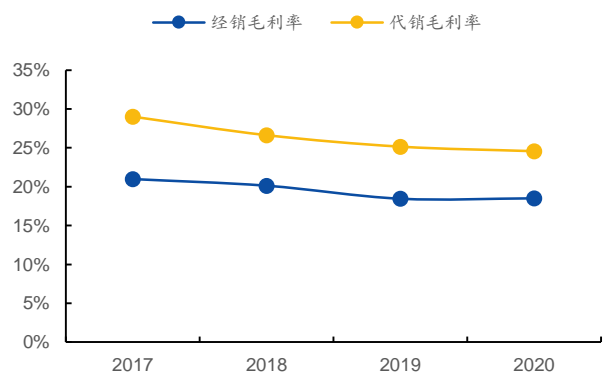
分渠道看，2017-2020 年公司线下门店销售额分别为 41.88/42.69/41.34/30.17 亿元，公司全渠道战略推进成果显著，扫码购与电商平台实现的业务收入占比持续提升，由 2017 年 15.43% 升至 2020 年 59.15%。此外，公司主要采用自营为主，联营为辅的销售模式，其中经销与代销毛利率差异主要系：1) 经销商品中奶粉和纸尿裤等低毛利率商品占比高于代销商品，使得经销毛利率整体低于代销毛利率；2) 代销商品主要为长尾补充商品，供应商对孩子王的销售渠道具有一定依赖性，公司具备较强议价能力，因此毛利率高于经销商品。

图 13：公司母婴商品销售收入按照销售渠道分类 (亿元)



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

图 14：公司经销及代销毛利率走势



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

线下门店分布来看，2018-2020 年净开店数量为 45/94/82 家，期末数量为 258/352/434 家。公司以江苏南京为总部开设直营门店并逐步向外辐射，主要集中在华东、西南和华中地区，合计占比超 80%。公司采用大店模式，且门店多开立万达广场、万象城等大型购物中心，能够满足客户的多元化需求和“一站式”的购物体验。

验，在品牌推广、引领及活动开展方面具有天然优势。

图 15: 孩子王各区域门店数量 (家)

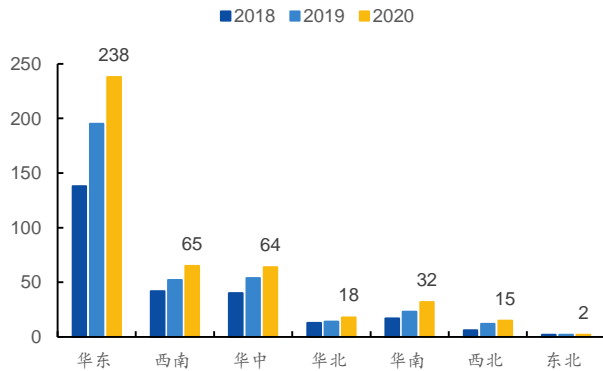
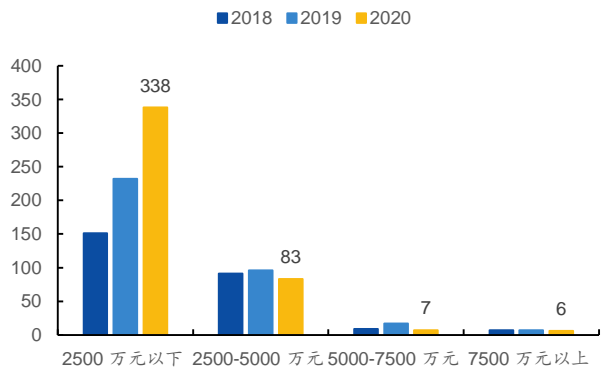


图 16: 孩子王门店营业收入分层统计情况 (家)



资料来源: 公司招股说明书, 国元证券研究所

资料来源: 公司招股说明书, 国元证券研究所

表 2: 孩子王单店模型

项目	指标	单位
单店营收	2099.9	万元
单店面积	2732.6	平方米
店均员工人数	27-28	人
坪效	7684.7	元/平方米
营收排名前五大门店销售人均创收	231.4	万元/人
单店毛利率	30.4%	%
单店毛利	637.7	万元
单店费用率 (19.80%)	415.8	万元
工资性支出	167.2	万元
商场租赁费	146.6	万元
宣传费	25.7	万元
装修费摊销	16.1	万元
折旧费	12.8	万元
水电费	11.4	万元
其他	36.0	万元
营业利润率	10.6%	%
营业利润	222.0	万元
摊销后净利率	4.5%	%

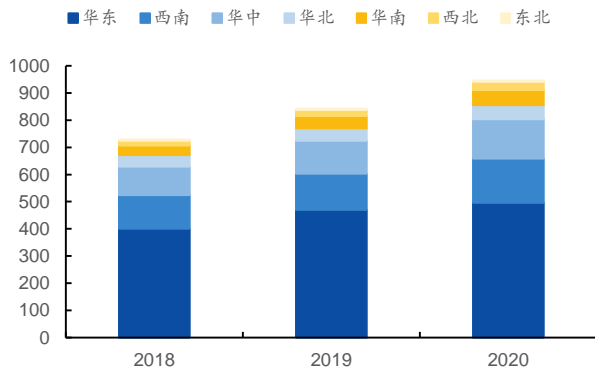
资料来源: 公司招股说明书, 国元证券研究所

注: 为 2018-2020 年单店经营数据均值

消费会员数量和销售额主要集中在华东、西南、华中地区, 与门店分布和当地人均消费水平相匹配。近三年, 公司消费会员数量逐年递增, 2020 年达 945.73 万人, 贡献收入占公司全部母婴商品收入的 98% 以上。在公司全渠道宣传的推动作用, 黑金会员数量在 2019 年实现爆发式增长, 差异化的服务为公司会员经济发展打下坚实基础

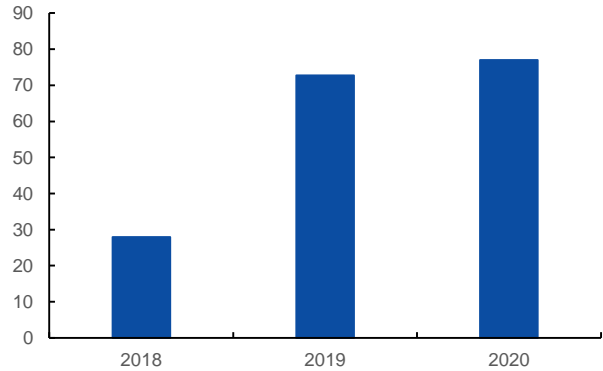
础，同时公司丰富的会员资源能够助力供应商业规模不断扩张。

图 17: 公司消费会员数量 (万人)



资料来源: 公司招股说明书, 国元证券研究所

图 18: 公司付费黑金会员人数 (万人)



资料来源: 公司招股说明书, 国元证券研究所

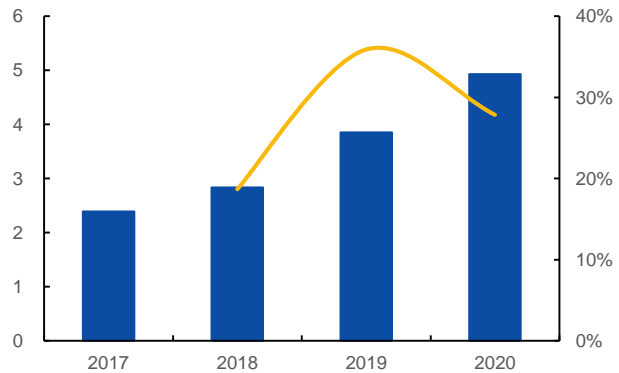
推出智能化“扫码购”，开启新零售模式，实现线上线下全融合。“扫码购”业务于 2017 年推出，整合小程序、微信支付、扫一扫等产品功能，顾客可在店内通过扫描商品条形码直接下单自助结账，再由客户自提或门店直接配送到家。消费者通过扫码购及电商平台实现的业务收入占比持续提升，由 2017 年的 15.43% 提升至 2020 年的 59.15%。孩子王 APP 已成为集购物、育儿、早教、互动、游乐等母婴生态服务为一体的一站式服务 APP，截至 2020 年末，已拥有超过 4200 万用户，较 2017 年初增长 2.6 倍。

图 19: 孩子王推出“扫码购”提升消费者购物便捷性



资料来源: 公司招股说明书, 国元证券研究所

图 20: 孩子王线上销售额及增速 (亿元)



资料来源: 公司招股说明书, 国元证券研究所

### 1.4 募投概况: 3 年计划拓展 300 家新门店, 打开长期成长空间

公司拟公开发行新股约 10890 万股, 占发行后总股本比例不低于 10%, 募集资金用于门店拓展、数字化平台和物流中心建设。公司计划未来 3 年在江苏、安徽、四川、广东、重庆等 22 个省市建设 300 家数字化门店, 预计 2023 年底公司门店数量达 734 家。根据公司招股说明书, 零售终端建设项目完成后, 预计将实现新增收入 112.19

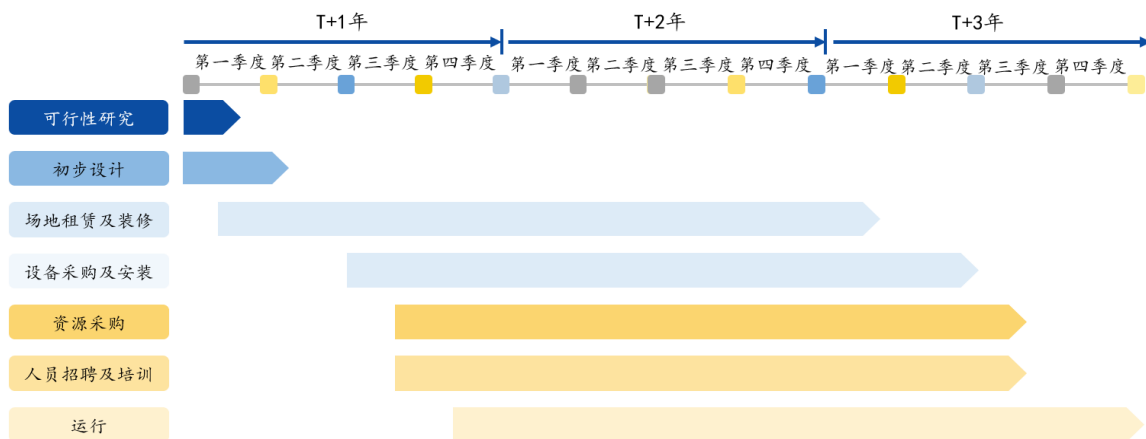
亿元（不含税），净利润 5.02 亿元。此外，公司将加大对数字化平台建设的投入，围绕人工智能、大数据等前沿技术，以提升供应商服务、全渠道服务的综合竞争力。

表 3：公司 IPO 募投项目概况

序号	项目名称	拟用募集资金投入 金额（亿元）	预计建设周期 （月）	项目概况
1	全渠道零售终端建设项目	15.32	36	未来 3 年在江苏、安徽、四川、广东、重庆等 22 个省（市）建设 300 家数字化直营门店。
2	全渠道数字化平台建设项目	2.06	24	项目拟建设全渠道数字化平台，围绕人工智能、大数据等前沿技术，升级改造业务中台、数据中台、AI 中台、基础平台以及 B 端产品等。
3	全渠道物流中心建设项目	2.11	36	项目拟在南京、武汉、天津、广州、成都等城市新建、扩建仓储基地，完善仓网体系，提高仓储物流的运行效率和管理能力。
4	补充流动资金	5.00		-
	合计	24.49		-

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

图 21：全渠道零售终端建设项目建设周期



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

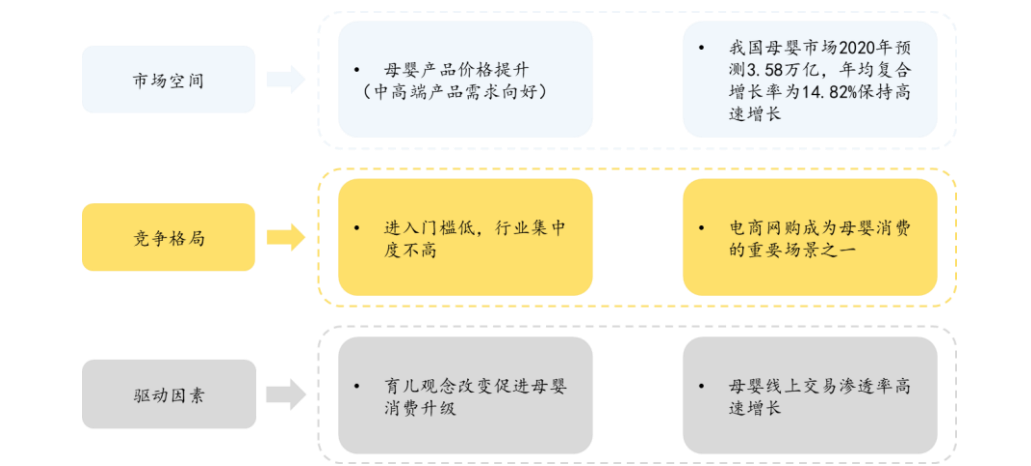
## 2. 核心逻辑梳理

### 2.1 行业：消费升级驱动行业发展，“产品+服务+生态”为未来趋势

从需求端来看，2020 年我国母婴童市场规模近 3.6 万亿，行业需求高景气推动产业链中游的母婴零售业蓬勃发展。三胎政策加速推进和实施背景下，我国每年新生儿数量下滑趋势有望缓解。高附加值产品和服务能够获得溢价，行业价值量增长逻辑顺畅。从供给端来看，孩子王、爱婴室等品牌企业正加速扩张，相较于传统商超和个体店，

龙头企业在人员、资金、资源方面具备绝对优势。随着头部企业渠道拓展并深耕，会员付费制度将增加消费者与品牌的粘性，规模化头部企业成长可期，行业集中度有望加速提升。

图 22：母婴行业增长逻辑梳理



资料来源：国元证券研究所

### 2.1.1 行业全景：消费升级驱动母婴市场发展

母婴零售位于母婴产业链中游，全渠道经营模式为行业发展趋势。母婴产业为面向产妇及0-14岁的婴童群体，提供衣、食、住、行、用、玩、教等多元化需求，涉及商品生产、销售、生活服务、教育、娱乐等多个行业。其中，商品主要包括食品（奶粉、婴儿辅食等）、易耗品（纸尿裤、洗护用品等）、耐用品（玩具、婴儿车床）、服装等，服务则包含教育、医疗、娱乐等多个方面。

图 23：母婴行业产业链概况



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

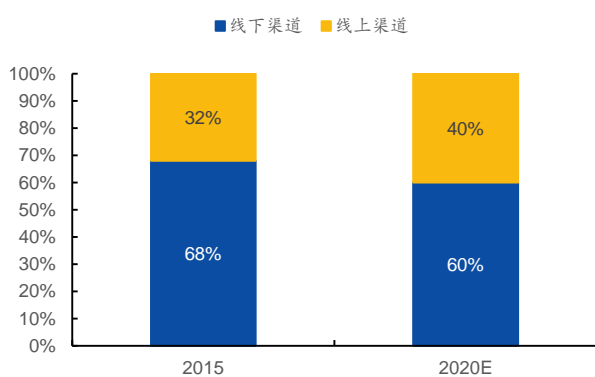
我国母婴童市场规模超 3 万亿，消费升级正成为行业增长的主要驱动力。根据罗兰贝格数据预测，2020 年我国母婴童市场规模近 3.6 万亿元，婴童食品、婴童教育、婴童服装市场规模排名子行业前三位。根据沙利文数据，新生代母婴消费观念正从一线城市向二、三、四线城市延伸，年轻家庭中母婴消费占家庭消费总额比例持续提升至 2017 年的 18.2%，2020 年有望达到 20%。当前消费者更加注重育儿的科学性和教育功能，为高质量产品和服务支付溢价的意愿更强，且我们认为行业未来增量主要来自于母婴商品和服务的价值提升。

表 4：我国母婴童行业市场规模（亿元）

类别	项目	2010	2015	2020E	2010-2015	2015-2020E
					CAGR	CAGR
孕妇服务		54	79	167	8%	16%
孕妇产品		180	467	1254	21%	22%
	医疗保健	320	547	1042	10%	15%
婴童服务	丽人	427	938	2085	16%	17%
	娱乐及出行	605	1797	4517	25%	20%
婴童产品	金融服务	996	1875	3475	13%	14%
	教育	1174	2656	6081	18%	18%
	易耗品	440	1169	2211	22%	13%
	孕妇产品	616	1461	3401	20%	16%
	食品	1321	3701	6292	23%	11%
	服装	1981	3312	5102	10%	9%
合计		8193	18100	35799	17%	15%

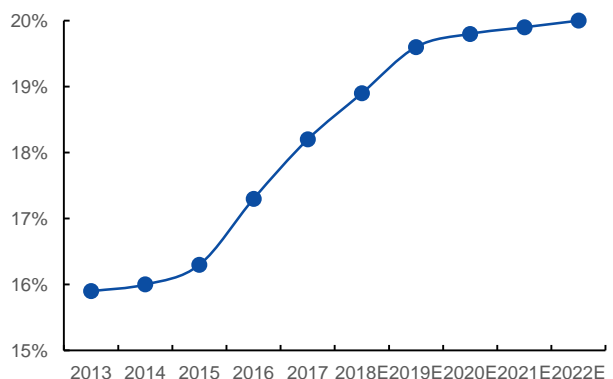
资料来源：罗兰贝格，国元证券研究所

图 24：母婴童产品市场渠道分布



资料来源：罗兰贝格，国元证券研究所

图 25：母婴童消费占家庭消费比例逐年提升



资料来源：公司招股说明书，沙利文，国元证券研究所

### 2.1.2 竞争格局：行业集中度较低，全渠道经营龙头有望突围

当前行业竞争格局分散，渠道变革加速集中度提升。线下渠道主要以母婴专营连锁

零售店为主，行业竞争格局相对分散，除孩子王、爱婴室、爱婴岛、乐友等少数龙头企业外，多数为中小型连锁店或个体店。根据 CBME 数据，2019 年全国拥有门店数量在 5 家以下的母婴零售连锁占比达 49.41%，门店数量超过 100 家的占比仅为 4.12%。随着孕育观念改变带来消费升级，以孩子王为代表的线下线上全渠道经营模式将引领母婴零售行业发展，头部企业的市占率或逐步提升。多样化的商品和服务、高效智能化的运营、品牌化的经营策略，将成为行业龙头的发展路径。

图 26：2019 年部分区域零售商拥有门店数量分布

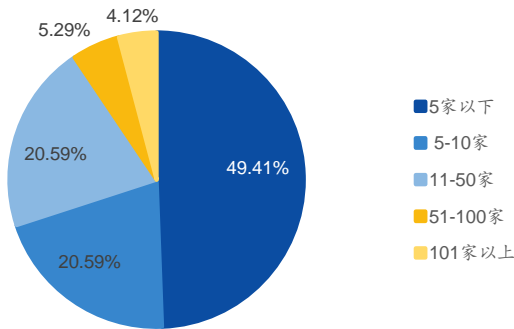
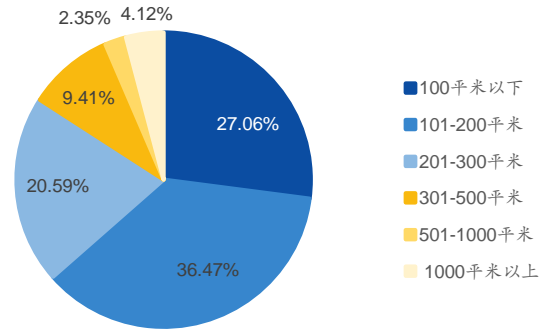


图 27：2019 年部分区域零售商门店平均面积分布



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

表 5：母婴零售行业头部企业概况

公司	门店数量	门店面积	区域布局	门店示例图
孩子王	全国 434 家直营门店	平均约 2500 平方米 (最大超过 7000 平方米)	总部位于南京，已在江苏、安徽、四川、湖南、浙江、山东等全国 20 个省市、131 个城市开设直营数字化门店	
爱婴室	全国 290 家直营门店	平均约 600 平方米	总部位于上海，已在上海、江苏、浙江、福建、重庆、深圳等地区开设直营门店	
乐友	全国 700 余家直营+加盟店	200 至 600 平方米	总部位于北京，已在北京、上海、湖北、辽宁、河南等全国 25 个省市自治区开设直营和加盟店	
爱婴岛	9000 余家直营+加盟店+伙伴店	60 至 300 平方米	总部位于珠海，已在华南、华中、华东、西北、西南等 17 个省市、230 个城市开设直营、加盟和伙伴店	
丽家宝贝	全国 108 家直营+加盟店	-	总部位于北京，已在北京、天津、武汉、成都等地区开设直营和加盟店	

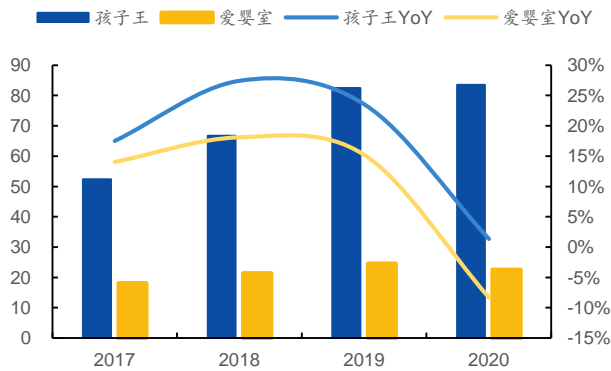
资料来源：公开资料整理，公司招股说明书，国元证券研究所

横向对比，孩子王营收及净利润规模排名行业第一。截止 2020 年底，爱婴室线下门店数为 290 家，主要集中在华东地区，上海/江苏/浙江地区门店数分别为 97/66/63 家。毛利率水平方面，由于两者均采用直营模式，叠加产品结构相近，因此近四年公

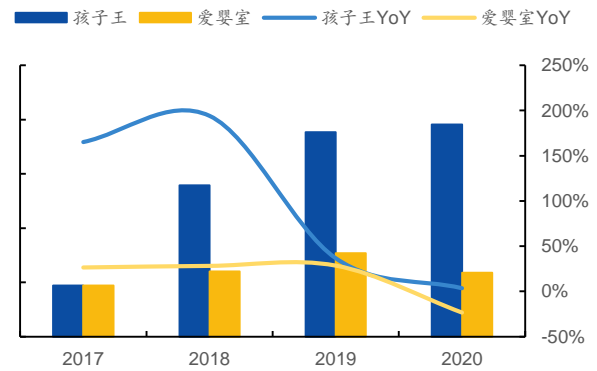
司整体毛利率中枢值均近 30%。2017-2020 年，孩子王净利率低于爱婴室 3.99/1.98/2.33/0.99pcts，主要系孩子王门店区域分布较爱婴室更为分散，门店扩张致管理人员数量保持增长趋势，因此管理费用率高于爱婴室 1.97/3.22/2.07/1.77pcts。线上渠道方面，目前主要以天猫、京东、苏宁等综合性电商为主，在流量、品类协同性和规模化采购方面具有相对优势，但在母婴服务上存在缺失，客户粘性相对较弱。

图 28：母婴零售行业上市公司营收对比（亿元）

图 29：母婴零售行业上市公司归母净利润对比（亿元）



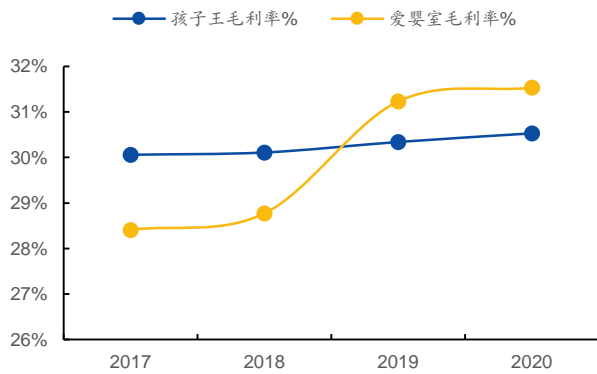
资料来源：Wind，国元证券研究所



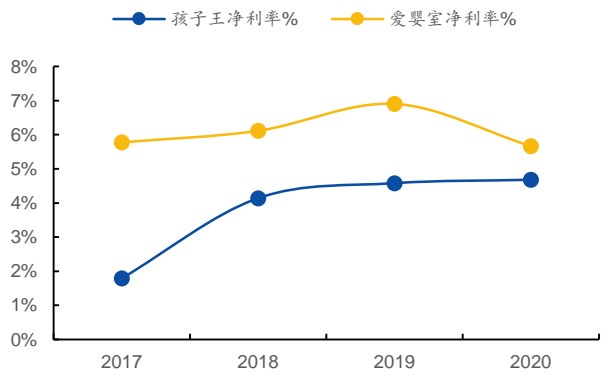
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 30：母婴零售行业上市公司毛利率对比

图 31：母婴零售行业上市公司净利率对比



资料来源：Wind，国元证券研究所



资料来源：Wind，国元证券研究所

### 2.1.3 增长驱动力：需求端看价值量增长，供给端看集中度提升

“多品类商品+多元化服务”的生态经济成为母婴市场的未来趋势。相较于上世纪 80 年代，我国家庭规模有所缩小，每户儿童人数从 2002 年的 1 个下降到 2018 年的 0.6 个，叠加家庭整体消费能力提升，对单个婴幼儿的投入有望增加。量方面，随着三孩生育政策实施推进，我国出生人数和出生率下滑趋势有望缓解，消费群体基数预计保持稳定。价方面，育儿过程的科学性和教育功能愈加得到重视，新生儿的父母更为关注产品安全、质量、品牌，对育儿指导和教育服务的多元化需求持续提升，高附加值

产品和服务将抬升行业价值量中枢。

图 32：2010-2019 年我国出生人数和出生率情况

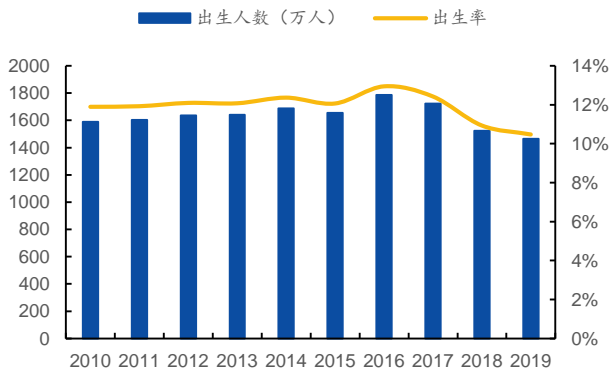
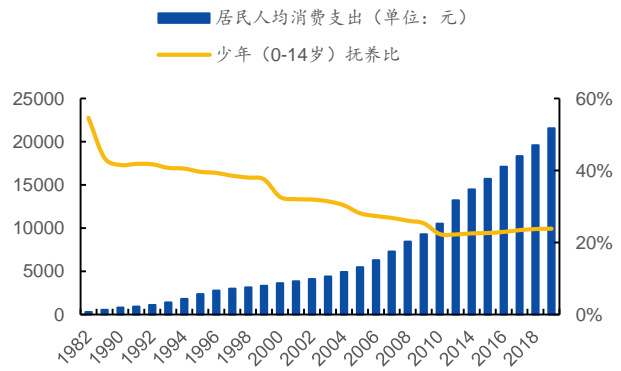


图 33：1982-2019 年我国少年抚养比 (0-14 岁)



资料来源：Wind，国元证券研究所

资料来源：Wind，国元证券研究所

渠道升级主要体现为专业化、品牌化和规模化升级。根据罗兰贝格数据，2015 年线下渠道中，传统购物中心和非母婴百货的市占率为 40%，母婴专卖店排名第二为 31%。2020 年，母婴专卖店市占率提升 9pcts 至 40%，成为线下第一渠道。我们认为主要有以下三个原因：1) 母婴专卖店在产品品类的丰富度、服务的专业化、中高端优质品牌的推广上更具优势，体验式和社会化的消费场景受到消费者青睐；2) 购物中心的快速发展推动母婴店的快速扩张，大型母婴店逐步向三四城市下沉；3) 消费者对品牌化优质连锁更为信任，叠加头部企业品牌化经营策略持续推进，孩子王、爱婴室、乐友等品牌实现快速扩张。随着消费者对母婴商品的种类、品质 and 安全性要求持续提高，具备品牌效应和规模优势的母婴连锁店在线下渠道的市占率有望提升。

图 34：母婴专卖店线下渠道市占率提升

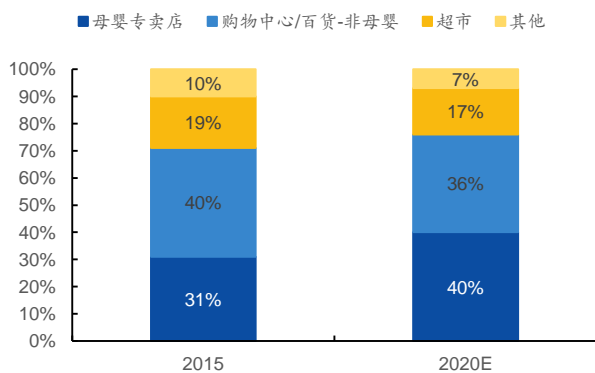


图 35：孩子王门店会员活动



资料来源：罗兰贝格预测，国元证券研究所

资料来源：公开资料整理，国元证券研究所

头部母婴连锁品牌积极开拓新零售渠道，采取 O2O 经营模式，实现线上线下全融合。根据中国产业信息网数据，我国母婴市场的线上渗透率高速增长，从 2011 年的 3% 已提升至 2018 年的 24%。母婴零售企业通过利用新媒体，举办平台直播、打造品牌 IP，增加与消费者的触及率，加速线上渠道渗透。

图 36：母婴零售 O2O 经营模式



资料来源：国元证券研究所

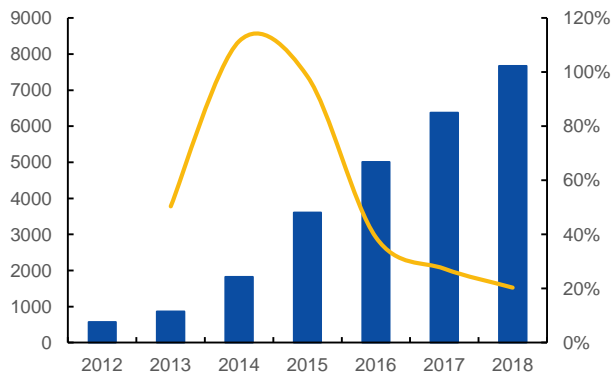
图 37：母婴零售品牌加速线上渗透



资料来源：艾媒咨询，公开资料整理，国元证券研究所

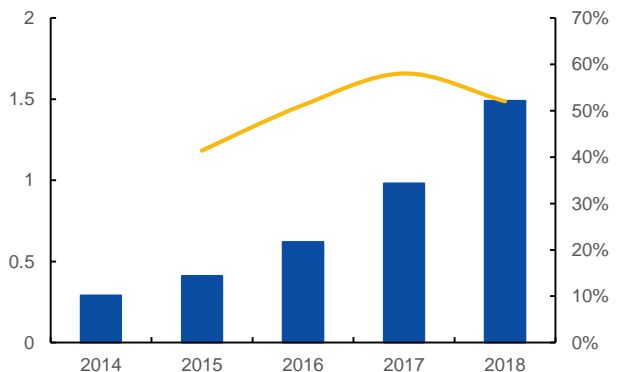
线上渗透率高速增长，促进母婴零售行业渠道不断升级。根据《中国网络零售数据监测报告》，2018 年我国母婴童电商交易规模达 7670 亿元，较 2012 年 572 亿元增长 12.41 倍，CAGR 达 54.13%。根据艾媒咨询，2018 年我国母婴电商用户规模达到 1.49 亿人，较 2014 年的 0.29 亿人增长 413.79%，CAGR 达 50.56%，预计 2020 年将达到 2.39 亿人。奶粉、纸尿裤、服装等细分行业头部企业加速电商平台布局，中小品牌相继开拓线上渠道，同时将推动与线下连锁门店的融合，孩子王、爱婴室等龙头企业有望受益行业渠道的升级红利。

图 38：中国母婴童电商交易规模及增速（亿元）



资料来源：公司招股说明书，《中国网络零售数据监测报告》、艾媒咨询，国元证券研究所

图 39：中国母婴童电商用户规模及增速（亿人）



资料来源：公司招股说明书，《中国网络零售数据监测报告》、艾媒咨询，国元证券研究所

## 2.2 公司：从四个维度解构孩子王的竞争优势

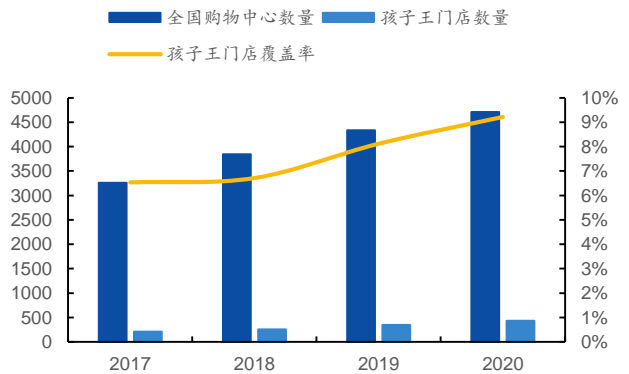
### 2.2.1 渠道融合：O2O 经营模式实现高效服务及精准营销

孩子王线下门店覆盖率提升空间广阔。根据赢商数据，2020 年我国购物中心数量为 4708 家，孩子王门店渗透率约为 8.2%，随着公司门店扩张计划持续推进，孩子王门店覆盖率提升空间广阔。IPO 募资的全渠道零售终端建设项目建成后，将进一步完善公司的门店布局，加速全渠道融合。

图 40：孩子王全国门店分布（截止 2020 年底）



图 41：孩子王开店空间广阔



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

资料来源：赢商，公司招股说明书，国元证券研究所

注：在假设不关店情况下，根据公司未来三年开店 300 家的计划预测

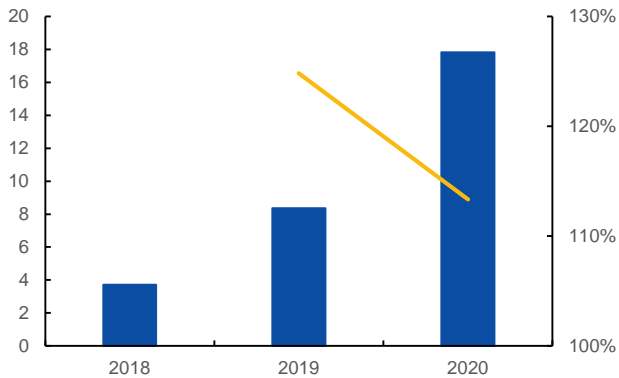
线上渠道方面，公司通过自有平台搭建以及入驻第三方平台，形成了全面覆盖的运营网络。“孩子王”APP 和微信小程序成为线上业务流量的核心入口，采用“用户数字化+员工顾问化”模式，利用多途径实现精准营销，打造全新的品牌运营体系。线上下单门店发货的 O2O 模式订单销售收入由 2018 年 3.71 亿元升至 2020 年 17.82 亿元，公司全渠道融合进程持续推进，现已建成“无界+精准+数字化+服务化”的运营模式。

图 42：孩子王线上渠道运营网络完善



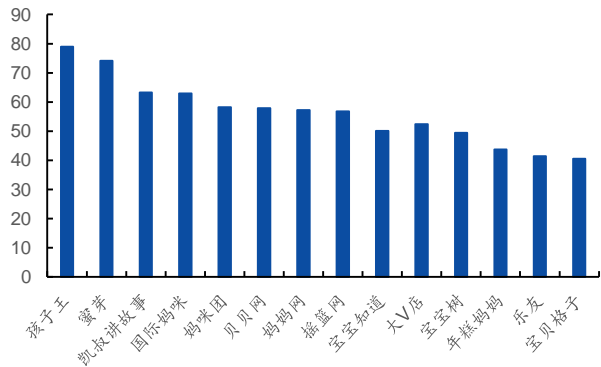
资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

图 43：孩子王 O2O 模式下销售收入及增速（亿元）



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

图 44：孩子王电商平台口碑排名母婴零售行业第一



资料来源：艾媒大数据商情舆情检测系统，国元证券研究所

注：数据统计时间区间为 2018-2019 年

### 2.2.2 产品服务：商品服务一站式供应受消费者青睐

孩子王多元化产品和专业化服务的一站式供应，能够满足不同消费者的多样化需求。公司深耕大店模式，2020 年平均单店面积为 2500 平米，最大单店面积超过 7000 平米。除母婴商品外，线下门店还提供儿童游乐场、配套母婴服务，能够满足消费者购物、服务与社交的多重需求，是母婴商品服务的一站式供应平台。公司根据消费者的生活场景，对商品进行区分陈列，以提升消费者购物便捷性和准确度。

育儿顾问能够为消费者提供专业化的服务和建议。截止 2021 年 6 月，公司拥有近 4700 名持有国家育婴员职业资格的育儿顾问，拥有营养师、母婴护理师、儿童成长培训师、全方位专业咨询等多重角色。能够为顾客提供孕婴童商品推荐、孕期咨询、新生儿产后护理、育儿经验专业指导、催乳、小儿推拿等一站式育儿服务。

图 45：线下门店推行智能化服务



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

图 46：商品根据解决方案进行场景化陈列



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

**表 6：母婴零售企业产品和服务对比**

品类	SKU/服务	孩子王	爱婴室	乐友	爱婴岛	丽家宝贝
奶粉类	爱他美 3 段幼儿配方奶粉 800g	单件 198 元/件, 2 件预估到手价 165 元/件	单件 198 元/件, 6 件预估到手价 165/件	175 元/件	198 元/件	198 元/件
	好奇铂金装 M 号婴儿纸尿裤 成长裤 64 片	单件 145 元/件, 3 件预估到手价 105 元/件	单件 145 元/件, 5 件预估到手价 79/件	单件 145 元/件, 2 件预估到手价 98.6 元/件	单件 99 元/件, 3 件预估到手价 99 元/件	138 元/件
育儿知识课堂	已成功举办 576 场, 覆盖全国 16 个省/直辖市的 89 个城市, 累计为逾 14 万中国孕家庭提供专业孕期服务, 帮助准妈妈科学备孕。公司注册母婴顾问近 4700 人	针对会员举办线上育儿课堂	开展“妈妈班”	为顾客提供育儿资讯, 注册母婴顾问近 1000 人	以“早教课程融入宝宝生活”为宗旨, 提供幼儿成长和教育的全面促进方案	
礼品赠送活动	幸孕盒子包含孕妈妈孕期和新生儿期必须的十余样单品, 整盒价值高达 500+ 元。计划 2017 年在全中国发放 30 万份, 覆盖全国 17 个省/直辖市的 89 个城市。	-	-	-	-	-
儿童文化艺术节	从 2016 年起发展至全国, “童爱地球”、“大闹天宫”、“环游世界”等主题, 每场设置主题的亲子嘉年华都能吸引超过 6 万户的家庭到场。	-	-	-	-	-
互动活动	三好学堂 (3 场/周): 孩子王针对 0-4 岁的会员宝贝开设了三好学堂的课程, 锻炼宝宝的思维动手能力, 增强宝宝的感知范围并培养其参与精神	线下门店开展“爱婴室超级宝贝运动会”	举办“宝宝秀”、“爬爬赛”、“超金答谢会”等会员活动	针对 2 到 8 岁的小朋友, 举办幼儿陪伴式亲子运动赛事“超萌运动会”	全年超过 300 场次的会员互动活动, 包括主题周末、欢乐社区行、趣味家庭竞赛等。	

资料来源：公开资料整理，国元证券研究所

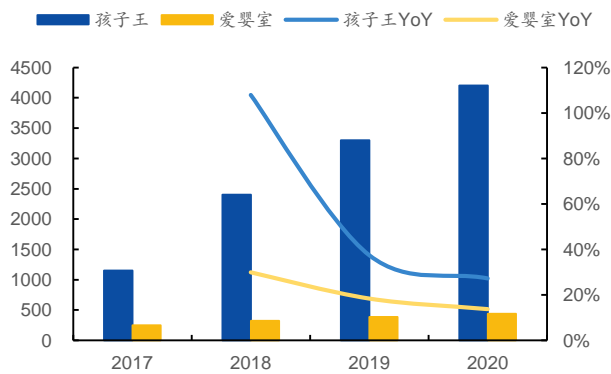
### 2.2.3 会员生态：会员经济缔造长期可持续交易

**多举措强化会员经济优势，深度挖掘“单客产值”。**公司以实体门店为载体，通过育儿顾问为顾客提供服务 and 解决育儿难题，与顾客快速建立良好的信任关系和情感基础。此外，每年每个门店举办百余场孕妈妈、儿童互动活动，为新家庭构建多样化的互动社区，增强会员用户的粘性。截至 2020 年底，孩子王会员人数超过 4200 万人，较 2017 年初的 1154 万人增长超过 2.6 倍。其中，最近一年的活跃消费会员数近 1000 万人，贡献收入占公司全部母婴商品销售收入的 98% 以上。

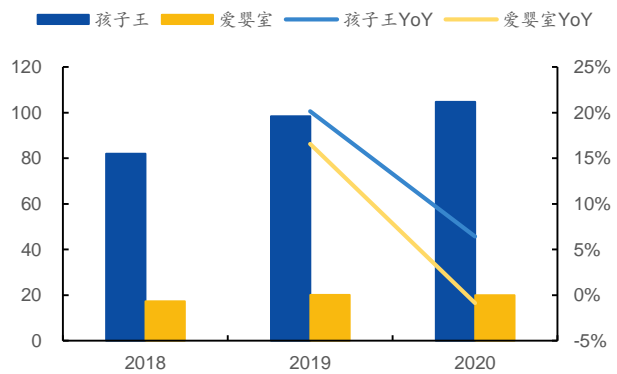
**差异化品质化服务产生溢价，付费会员制易实现长期客户留存。**公司为进一步提高单客产值，根据不同的客户等级，提供差异化个性化服务。并于 2018 年推出黑金 PLUS 付费会员，孩子王的购物折扣力度大于爱婴室，黑金 PLUS 会员在育儿服务、婴童娱乐项目均有专属优惠。截至 2020 年底，公司累计黑金 PLUS 会员规模超 70 万人，单客年产值为普通会员的 10 倍左右。

图 47：孩子王与爱婴室会员人数对比（万人）

图 48：孩子王与爱婴室会员订单金额对比（亿元）



资料来源：公司公告，公司招股说明书，国元证券研究所



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

注：订单金额指报告期内存在成功支付记录的订单实际支付金额

**表 7：孩子王和爱婴室会员制度对比**

孩子王		爱婴室			
会员体系	普通会员（一键注册即享）		普通会员（一键注册即享）		
积分制度	普通会员订单实付金额 1 元积 1 分；积分用于兑换权益时根据用户等级兑换相应 1/20 价值的优惠券或品牌套券。积分有效期为 1 年		5000 积分兑换 25 元无门槛优惠券，积分有效期为 1 年		
会员体系	成长卡会员（199 元/年）	孕享卡会员（399 元/年）	MAX 会员（39 元/年）	MAX+会员（99 元/年）	品牌联名会员
付费会员权益	1、开卡礼：50 元现金券或 100 元品牌套券 2、返现礼：全年返现 2%/每月 28 日 5%购物返现 3、育儿礼：365 天贴心服务、包括专业育儿顾问、在线客服和黑金专属专属本地生活 4、童趣礼：3 次游乐/成长试验站队长卡 5、生日礼：满 200-50 元优惠券 6、专属礼：每月 28 黑金会员日	1、幸孕礼：300 元幸孕礼盒 2、服务礼：66+38 元理发抵用券及到店礼包 3、新生礼：66 元现金券	2 倍积分  MAX 专享价  30 元生日礼券  300 元品牌套券（包括 10 元零嘴辅食券、30 元芭比托马斯玩具券、10 元怡比寝具券、60 元英氏服装券等）	4 倍积分  MAX 专享价  50 元生日礼券  600 元品牌套券（包括 20 元零嘴辅食券、50 元芭比托马斯玩具券、20 元怡比寝具券、100 元英氏服装券、50 元多优纸尿裤等）	赠送兑换券和满减优惠券 MAX 爱他美 129 元/年）、MAX 惠氏（178 元/年）、MAX 佳贝艾特（298 元/年）

资料来源：孩子王，爱婴室，国元证券研究所

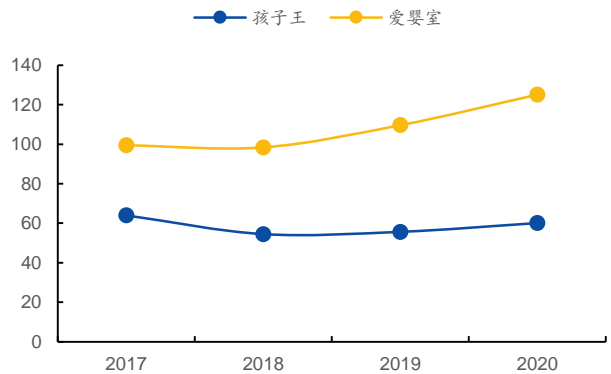
### 2.2.4 供应链管理：数字化运营能力领先，降本增效成效显著

**孩子王仓储体系全面保障产品准时高效供应。**公司建立了包括中央仓、区域仓和城市中心仓在内的三级仓储体系，以提升产品配送的快速响应能力。一级中央主要负责全国区域仓、华东区域的城市中心仓以及华东区域无城市中心仓覆盖的门店的配送和线上订单配送；区域仓为二级仓储中心，仓储面积约为 2000-8000 平米，负责区域范围城市仓和无城市的门店配送，频次通常为每周 3 次；距离终端门店最近的城市中心仓更加聚焦配送的时效和频次，可以根据门店需求保证日配等形式。截至 2020 年末，公司已在南京自建 1 个全自动化中央仓；武汉、成都、天津、佛山设有 4 个核心区域仓，主要覆盖华中、华北、华南和西南区域；以及 15 个第三方外包服务的城市中心仓。全国化的物流仓储布局，叠加供应链管理不断强化，2020 年公司周转天数为 60 天，显著低于爱婴室。

图 49：孩子王仓储系统



图 50：孩子王与爱婴室存货周转天数对比

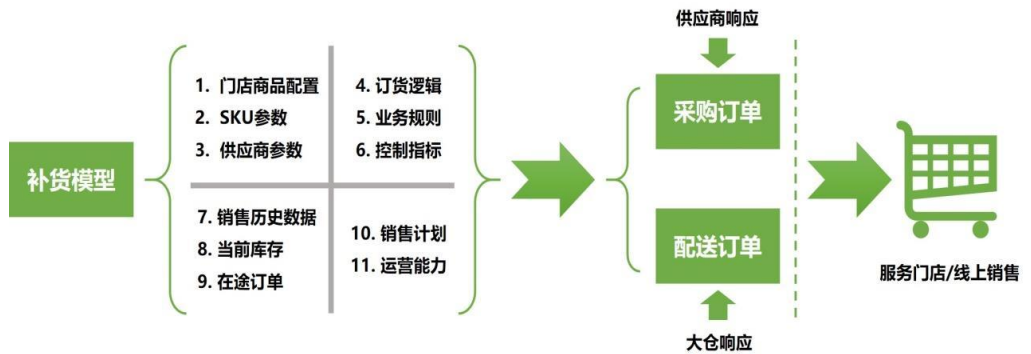


资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

资料来源：公司招股说明书，公司公告，国元证券研究所

**补货系统方面**，公司自主开发的补货系统，能够根据 SKU 库存、在途订单情况、历史销售数据以及配送方式等因素动态更新补货模型，形成最优化的补货解决方案。采购订单形成后，供应商通过协同系统收到订货指令后，将对补货商品进行配送。**供应商管理方面**，公司根据供应商每月送货及时率、规范性和准确率，建立供应商诚信档案，实行分级考核，以进行供应商分类分级管理。此外，根据公司现有商品品类的销售权重评级和贡献度评级两个维度进行评估，对不同评级的供应商给予不同的结算规则。

图 51：孩子王自主研发的自动补货系统



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

**全渠道数字化平台显著提升公司经营效率**。截止 2020 年底，公司全渠道数字化平台包含 7000+子系统模块，数字化生产工具达 1300+个，实现全运营流程的数字化工具覆盖。公司建立 1000+个用户需求偏好相关的智能模型，已构建完善的会员洞察体系，在智能选品、深耕单客等 C 端零售体系运营，实现精准营销以提高转化率。孩子王持续深化数字化运营，不断加码系统平台研发投入，2017-2020 年公司综合费用率为 28.55%/26.58%/25.35%/25.61%，销售费用率由 2017 年的 22.59%降至 2020 年 19.36%，降本增效成果显著。

图 52：孩子王全渠道数字化平台

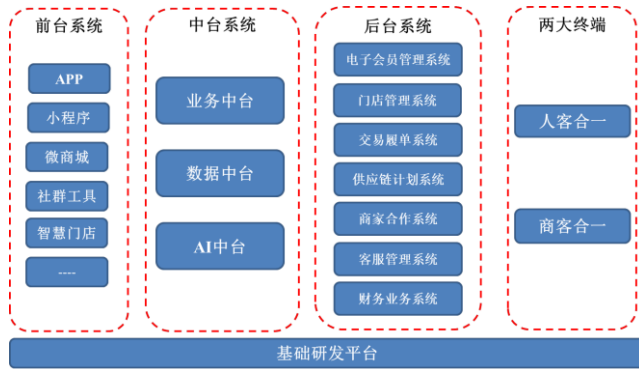
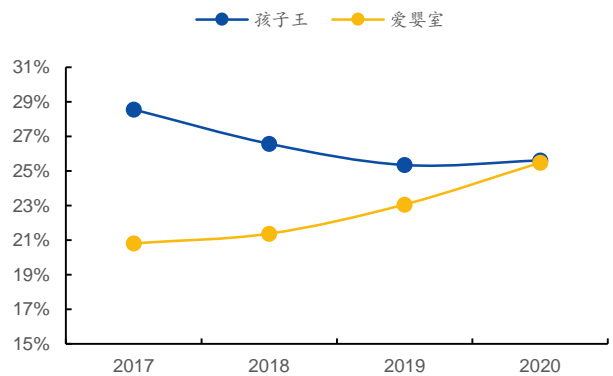


图 53：孩子王与爱婴室期间费用率对比



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

资料来源：公司招股说明书，公司公告，国元证券研究所

### 3. 盈利预测及投资建议

#### 3.1 盈利预测

**核心假设：**线下门店加速拓展将推动公司各项业务稳健增长，我们预计 2021-2023 年公司母婴商品收入为 90.46/111.82/140.45 亿元，同比增长 22.5%/23.6%/25.6%；母婴服务实现营收 3.06/4.28/6.08 亿元，未来三年 CAGR 为 39.93%；受益与供应商合作加深和相关产品销售增长，预计供应商服务业务实现营收 7.01/9.65/14.01 亿元。

表 8：孩子王收入预测（分业务）

项目	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
母婴商品	营业收入 (亿元)	6152.0	7410.8	7386.4	9045.6	11181.8	14044.9
	增长率 (%)	24.3%	20.5%	-0.3%	22.5%	23.6%	25.6%
	毛利率 (%)	25.5%	23.8%	22.8%	22.9%	23.1%	23.2%
母婴服务	营业收入 (亿元)	180.5	263.7	221.9	306.0	428.0	608.0
	增长率 (%)	41.6%	46.1%	-15.9%	37.9%	39.9%	42.1%
	毛利率 (%)	93.8%	94.3%	94.1%	93.7%	94.1%	94.4%
供应商服务	营业收入 (亿元)	243.7	421.2	518.8	701.0	965.0	1401.0
	增长率 (%)	132.0%	72.9%	23.2%	35.1%	37.7%	45.2%
	毛利率 (%)	96.0%	97.3%	98.0%	96.9%	97.0%	97.1%
广告业务	营业收入 (亿元)	33.8	55.9	70.8	102.9	142.4	192.5
	增长率 (%)		65.4%	26.6%	45.3%	38.4%	35.2%
	毛利率 (%)	21.4%	41.0%	32.6%	29.4%	29.8%	29.9%
其他业务	营业收入 (亿元)	60.7	90.9	75.2	108.3	151.9	200.2
	增长率 (%)		49.9%	-17.3%	44.0%	40.3%	31.8%
	毛利率 (%)	47.5%	62.0%	64.4%	60.3%	61.1%	60.5%

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所预测

**整体来看**，根据公司招股说明书，随着公司的门店拓展计划稳步推进，在不关店的假设前提下，我们预计 2023 年公司门店数将达 734 家。**具体来看**，由于 2018-2020 年公司年均收入较低的新增门店较多，叠加 2020 年线下门店业务受疫情影响，因此经营 24 个月以内门店店均收入出现下滑。未来三年，假设每年新开门店数均为 100 家，又考虑到中高端产品和差异化服务将实现量价齐升，因此，我们预计 2021-2023 年经营 24 个月以内门店店均收入分别为 634/657/668 万元。2021-2023 年公司经营 24-48 个月门店数预计净增加 56/37/4 家，2023 年增幅相对较小，老店爬坡顺利且对业绩贡献增加，因此我们预计 2023 年对单店收入增幅较 2021 和 2022 年更大。最后，2019-2020 年公司经营 48 个月以上的门店数净增加 45/65 家，叠加 2020 年疫情导致线下门店 Q1 经营出现停滞，因此店均收入分别下滑 12.6%/23.0%。根据公司历年开店数量和我们的预测，预计 2021-2023 年公司经营 48 个月以上的门店数净增加 39/48/96 家，又考虑到该层级门店数量占比逐年提升，爬坡完成的门店均收入将提升公司店均收入的整体水平，因此我们预计 2023 年该层级店均收入为 2832 万元。**坪效方面**，根据公司招股书，2018-2020 年公司经营 24 个月以上门店坪效分别为 9444/9779/8180 元/平方米，连续经营期更长的门店坪效较高且更为稳定。又考虑到线下门店产品和服务附加值或进一步增加，且连续经营 48 个月以上的门店数占比提升，预计 2023 年公司门店整体坪效将增长至 8232 元/平方米。

**表 9：孩子王收入预测（分渠道）**

项目	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
持续经营门店数（家）	210	256	349	434	534	634
新开门店数（家）	48	96	85	100	100	100
退出门店数（家）	3	2	3	0	0	0
期末门店数（家）	258	352	434	534	634	734
经营 24 个月以内门店数（家）	90	145	180	185	200	200
经营 24 个月以内门店店均收入（万元）	918	692	640	634	657	668
经营 24-48 个月门店数（家）	113	107	89	145	182	186
经营 24-48 个月门店店均收入（万元）	2620	2512	1614	1713	1813	1932
经营 48 个月以上门店数（家）	55	100	165	204	252	348
经营 48 个月以上门店店均收入（万元）	4443	3884	2989	2734	2764	2832
门店收入合计（万元）	623050	757513	752040	923411	1157894	1478488
经营门店面积（平方米）	793184	966361	1093282	1327018	1560755	1794491
坪效（元/平方米）	7855	7839	6879	6959	7419	8239
线上收入（万元）	44015	66738	83504	102961	129010	166165
同比（%）		22.7%	23.4%	23.3%	25.3%	28.8%
总营业收入（万元）	667065	824251	835544	1026372	1286904	1644653
同比（%）		23.6%	1.4%	22.8%	25.4%	27.8%
店均收入（万元）	2415	2152	1733	1729	1826	2014
新开店数/期末门店数（%）	18.6%	27.3%	19.6%	18.7%	15.8%	13.6%
经营 48 个月以上门店数/期末门店数（%）	21.3%	28.4%	38.0%	38.2%	39.7%	47.4%

资料来源：国元证券研究所预测

注：2018-2020 年新开门店数为 48/96/85 家，新开门店的店均收入为 356.03/373.14/277.30 万元，因此新开门店数较多将影响经营 24 个月以内门店店均收入

孩子王毛利率排名国内零售行业上市企业前列，门店加速拓展带动公司业绩稳步增长。新开门店需要进行店面装修、宣传等前期投入，同时消费者对新开门店的认可需要一定时间，因此新开门店从开业到实现盈利需度过市场培育期。根据公司业绩预告，21H1 预计实现营收 42.00-46.00 亿元，同比增长 9.20%-19.61%；净利润为 1.44-1.54 亿元，同比下滑 13.18%/7.15%，主要系公司自 2021 年 1 月起执行新租赁准则，按准则规定新增确认使用权资产和租赁负债，并分别确认折旧和利息费用。

我们预计公司 2021-2023 年分别实现营收 102.64/128.69/164.47 亿元，归母净利润为 4.53/6.09/8.69 亿元。通过选取零售行业上市企业作为公司估值参照，2022 年 PE 加权平均值为 27.5X。我们认为孩子王为母婴零售行业龙头，门店拓展空间广阔，并且品牌化建设、规模化运营领先同行企业，中长期看点十足，考虑到公司发展前景及新股溢价，预计孩子王 PE (2022E) 为 30-35X，对应市值为 183-213 亿元。

**表 10：孩子王盈利预测**

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8242.51	8355.44	10263.72	12869.04	16446.53
收入同比(%)	23.56	1.37	22.84	25.38	27.80
归母净利润(百万元)	377.41	391.02	452.96	608.99	869.37
归母净利润同比(%)	36.76	3.61	15.84	34.45	42.76
ROE(%)	22.21	18.71	8.88	10.66	13.21
每股收益(元)	0.35	0.36	0.42	0.56	0.80

资料来源：国元证券研究所预测

注：以发行后总股本 1088 百万股估算 EPS

**表 11：可比公司估值对比**

代码	证券简称	PE (2021E)	PE (2022E)	PE (2023E)	总市值 (亿元)
603214.SH	爱婴室	23.2	19.1	15.9	33
002251.SZ	步步高	43.3	37.1	30.5	61
603313.SH	中百集团	75.0	58.9	79.8	35
600827.SH	百联股份	28.4	25.3	23.6	258
603708.SH	家家悦	25.1	21.9	18.7	86
	加权平均值	31.9	27.5	26.5	

资料来源：Wind，国元证券研究所

注：总市值及盈利预测为 2021 年 9 月 13 日数据，盈利预测为 Wind 一致预期

### 3.2. 国元大消费评分

表 12: 孩子王评分表

项目		评分标准	孩子王
公司	公司治理 (10分)	董事长是否为创始人: 3分; 管理层工作经历: 5分; 股权集中度: 2分	7分: 董事长持有公司 46.25% 的股份, 为公司的实际控制人。管理层从业经验丰富, 持股比例较高, 且部分股东为战略投资者。
	行业地位 (10分)	一线龙头: 9-10分; 二线龙头: 7-8分; 细分龙头: 6分	9分: 公司为国内母婴行业龙头企业, 营业收入、业务规模在国内母婴零售行业中位居前列。
	经营效率与盈利能力 (20分)	营收及净利润: 排名可比公司第 1/2/3 名 5/4/3 分 毛利率及净利率: 排名可比公司第 1/2/3 名 5/4/3 分 费用率: 排名可比公司第 1/2/3 名 3/4/5 分 现金流净额: 排名可比公司第 1/2/3 名 5/4/3 分	7分: 可比公司共 7 家, 孩子王营业收入排名第 6; 净利润排名第 3; 毛利率及净利率排名第 2; 费用率排名第 6; 现金流净额排名第 4。
	业绩成长空间 (20分)	盈利预测未来三年归母净利润 CAGR: 10%以下: 6分或以下; 10-15%: 7分; 15-25%: 8-9分; 25%+: 10分 市占率提升空间: 10-20%: 7分; 20-30%: 8-9分; 30%+: 10分	17分: 未来三年归母净利润 CAGR 为 30.52%; 公司市占率提升空间广阔。
行业	需求端 (10分)	所属行业: 医药、科技、新消费: 3分; 其他: 1分 未来三年市场规模: 小于 200 亿: 1分; 200-500 亿: 2分; 大于 500 亿: 3分 未来三年市场规模增速: 小于 5%: 2分; 5-10%: 3分; 大于 10%: 4分	9分: 新零售模式驱动公司中长期发展, 渠道变革背景下的业绩成长性较强。根据罗兰贝格预测, 我国母婴行业消费规模将在 2020 年达 3.58 万亿元, 未来将继续保持高速增长态势。
	竞争格局 (10分)	市场结构: 完全竞争: 3分; 垄断竞争/寡头垄断: 4分; 完全垄断: 5分 新增供给: 供给大于需求: 1分; 供需平衡: 3分; 供需紧张平衡: 5分	6分: 我国母婴市场处于充分竞争状态, CR5 集中度较低。根据头部企业拓展计划, 市场处于供需平衡状态。
其他	共识度 (10分)	市场关注度 发行后流通市值: 30 亿以下: 2分; 30-50 亿: 3分; 50-100 亿: 4分; 100 亿以上: 5分	7分: 孩子王为母婴零售行业领军企业。根据盈利预测, 公司合理市值约为 183-213 亿元, 发行后流通市值约为 18.3-21.3 亿元。
	相关政策 (10分)	相关部门是否对行业推出支持/促进政策 是否符合碳中和/碳达峰政策指导方针	8分: 国家制定相应的产业政策以鼓励人口发展, 并保障母婴商品的质量标准和消费者的安全与健康。
合计			70分
积极申购: 大于 80 分 申购: 60 分-80 分			申购

资料来源: 国元证券研究所

## 4.风险提示

- 1、开店进度不及预期
- 2、线上渠道拓展不及预期
- 3、行业竞争加剧
- 4、食品安全风险
- 5、发行进度不及预期

**财务预测表**

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	3449.62	4132.07	7850.12	9066.07	10703.40
现金	1283.00	2031.44	5164.97	6163.37	7291.85
应收账款	46.11	60.73	60.56	75.93	97.03
其他应收款	62.21	83.32	134.45	168.58	215.45
预付账款	65.27	51.45	60.65	74.88	94.13
存货	994.34	941.10	1195.09	1475.53	1854.90
其他流动资产	998.68	964.03	1234.41	1107.78	1150.04
<b>非流动资产</b>	893.17	890.69	854.54	851.37	897.37
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	467.21	449.72	474.02	534.99	648.78
无形资产	108.84	104.01	97.49	91.08	84.36
其他非流动资产	317.12	336.95	283.03	225.30	164.22
<b>资产总计</b>	4342.79	5022.76	8704.66	9917.45	11600.76
<b>流动负债</b>	2401.50	2687.75	3356.01	3957.61	4768.40
短期借款	76.66	88.28	102.21	124.32	138.62
应付账款	1226.40	1081.16	1421.05	1737.73	2171.21
其他流动负债	1098.44	1518.31	1832.75	2095.56	2458.57
<b>非流动负债</b>	242.01	244.71	247.25	249.44	252.60
长期借款	218.46	215.50	215.50	215.50	215.50
其他非流动负债	23.56	29.21	31.75	33.94	37.10
<b>负债合计</b>	2643.51	2932.46	3603.26	4207.05	5021.00
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	979.09	979.09	1088.00	1088.00	1088.00
资本公积	545.39	545.39	2994.64	2994.64	2994.64
留存收益	174.79	565.81	1018.76	1627.75	2497.12
归属母公司股东权益	1699.27	2090.29	5101.41	5710.39	6579.76
<b>负债和股东权益</b>	4342.79	5022.76	8704.66	9917.45	11600.76

**现金流量表**

单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	885.60	868.11	655.34	1044.95	1257.17
净利润	377.41	391.02	452.96	608.99	869.37
折旧摊销	161.82	189.64	213.17	254.92	320.16
财务费用	2.94	48.98	-124.32	-208.50	-251.17
投资损失	-49.65	-52.64	-35.00	-35.00	-35.00
营运资金变动	396.51	325.97	142.43	425.13	354.10
其他经营现金流	-3.42	-34.86	6.10	-0.58	-0.29
<b>投资活动现金流</b>	-580.46	-197.29	-219.50	-278.72	-396.34
资本支出	386.89	211.07	136.00	210.00	320.00
长期投资	243.84	50.37	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	50.28	64.14	-83.50	-68.72	-76.34
<b>筹资活动现金流</b>	130.54	-18.06	2697.69	232.16	267.65
短期借款	76.66	11.62	13.93	22.11	14.30
长期借款	63.16	-2.95	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	108.91	0.00	0.00
资本公积增加	1.99	0.00	2449.25	0.00	0.00
其他筹资现金流	-11.28	-26.72	125.60	210.05	253.35
<b>现金净增加额</b>	436.53	650.29	3133.53	998.40	1128.48

**利润表**

单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	8242.51	8355.44	10263.72	12869.04	16446.53
营业成本	5742.12	5804.92	7134.86	8809.16	11074.01
营业税金及附加	19.14	23.33	33.87	43.75	57.56
营业费用	1623.05	1617.95	2079.43	2670.33	3429.10
管理费用	359.04	386.23	529.61	725.81	965.41
研发费用	104.47	87.06	91.79	115.32	132.01
财务费用	2.94	48.98	-124.32	-208.50	-251.17
资产减值损失	0.82	-6.63	-2.33	-2.33	-2.33
公允价值变动收益	0.47	13.58	0.00	0.00	0.00
投资净收益	49.65	52.64	35.00	35.00	35.00
<b>营业利润</b>	471.36	480.68	568.76	764.64	1092.41
营业外收入	7.09	4.27	6.36	8.59	10.23
营业外支出	2.85	3.66	4.36	5.86	7.16
<b>利润总额</b>	475.59	481.29	570.76	767.37	1095.48
所得税	98.18	90.28	117.81	158.39	226.11
<b>净利润</b>	377.41	391.02	452.96	608.99	869.37
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	377.41	391.02	452.96	608.99	869.37
EBITDA	636.11	719.30	657.62	811.06	1161.39
EPS (元)	0.35	0.36	0.42	0.56	0.80

**主要财务比率**

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	23.56	1.37	22.84	25.38	27.80
营业利润(%)	80.08	1.98	18.32	34.44	42.87
归属母公司净利润(%)	36.76	3.61	15.84	34.45	42.76
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	30.34	30.53	30.48	31.55	32.67
净利率(%)	4.58	4.68	4.41	4.73	5.29
ROE(%)	22.21	18.71	8.88	10.66	13.21
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	60.87	58.38	41.39	42.42	43.28
净负债比率(%)	11.42	10.65	9.09	8.34	7.32
流动比率	1.44	1.54	2.34	2.29	2.24
速动比率	1.02	1.19	1.98	1.92	1.86
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	2.14	1.78	1.50	1.38	1.53
应收账款周转率	209.98	156.41	169.25	188.58	190.18
应付账款周转率	5.22	5.03	5.70	5.58	5.67
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.36	0.42	0.56	0.80
每股经营现金流(最新摊薄)	0.81	0.80	0.60	0.96	1.16
每股净资产(最新摊薄)	1.56	1.92	4.69	5.25	6.05

## 投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。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。

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属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头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188