

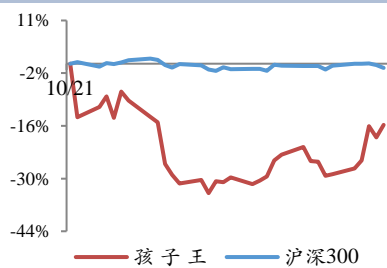
# 数据驱动，大店模式引流助力服务增长

## 投资评级：买入（首次）

报告日期：2021-11-27

收盘价 (元)	19.57
近 12 个月最高/最低 (元)	23.30/15.39
总股本 (百万股)	1,088
流通股本 (百万股)	74
流通股比例 (%)	6.81
总市值 (亿元)	213
流通市值 (亿元)	15

### 公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王洪岩

执业证书号：S0010521010001

邮箱：wanghy@hazq.com

### 相关报告

## 主要观点：

### ● 深耕母婴市场，“大店模式”给予服务多元拓展更多可能

经过 12 年发展，孩子王已成长为以数据驱动、基于用户关系经营的创新型亲子家庭服务商。2018~2020 年，母婴销售占收入比重由 92% 降至 88%；同期，母婴服务占比维持在 3% 左右，供应商服务占比由 3.7% 增至 6.2%。非渠道类业务实现快速发展的因素之一在于“大店模式”，(1) 空间：充分利用经营面积，由传统的陈列升级为“专区+服务+娱乐”；(2) 客流：线下门店成为服务需求客户的天然引流渠道，既充分又有效；(3) 延伸：基于服务平台做多元延伸，形成“类联盟体”。

### ● 借力数据驱动，实现消费者精准洞察和运营管理效率的提升

(1) 消费端：公司通过线上 APP、小程序、云 POS 等用户前端系统，线下数字化门店升级（如进门大屏设计等等），在服务的过程中完成用户数据采集，建立 400+ 个基础用户标签和 1000+ 个智能模型，对用户精准画像实现精准营销；(2) 员工端：育儿顾问通过“人客合一”、“云客合一”、“阿基米德”等管理工具，进行高效而精准的客户服务和运营，相较于传统销售模式，借力数字化，单一育儿顾问可深度覆盖精准客户数实现提升；(3) 管理端：公司搭建了以业务和数据双中台系统为主，以 AI 中台为辅的技术架构，提升了整体业务运转效率。

### ● 投资建议

公司在母婴行业深耕多年，形成了特有的“商品+服务+社交”的商业模式。线下门店成为多元服务业务拓展的天然引流渠道，在母婴产品销售的基础上，公司采取育儿顾问的形式拓客的同时，增加客户黏性及活跃度，有利于单客创收的提升。数字化赋能调动员工积极性，单员工深度覆盖客户数增加，变相“降本提效”。我们预计公司 2021~2023 年 EPS 分别为 0.39、0.50、0.65 元/股，对应当前股价 PE 分别为 50、39、30 倍。首次覆盖，予以“买入”评级。

### ● 风险提示

经济增长和消费水平下降，新店扩张和发展不及预期，行业竞争加剧等。

### ● 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	8355	9720	12175	15419
收入同比 (%)	1.4%	16.3%	25.3%	26.6%
归属母公司净利润	391	424	541	702
净利润同比 (%)	3.6%	8.5%	27.6%	29.8%
毛利率 (%)	30.5%	30.2%	30.4%	31.3%
ROE (%)	18.7%	16.2%	17.1%	18.2%
每股收益 (元)	-	0.39	0.50	0.65
P/E	-	50.20	39.33	30.31

资料来源：wind，华安证券研究所

## 正文目录

1 十二载深耕母婴行业，多元业务初步成形.....	5
1.1 发展历程：积累与沉淀打造品牌影响力.....	5
1.2 业务发展：母婴商品销售稳固筑底，服务多元开花.....	6
1.3 股权结构：集中带动决策高效+经营稳健.....	8
2 行业：野蛮生长告一段落，品质提升迫在眉睫.....	10
2.1 行业规模：发展至整合期，规模扩容仍在进行中.....	10
2.2 行业趋势：从消费群体变化看产品与渠道走向.....	13
3 公司：顺势而为，数字化赋能拓展得力.....	17
3.1 线下门店智慧升级，优化购物体验、提升服务效率.....	17
3.2 线上渠道全覆盖，有望实现与线下联动.....	22
3.3 打造三级仓储体系，构建数字化供应链平台.....	24
3.4 以消费者为本，会员模式增加具备粘性的私域流量.....	25
4 盈利预测及投资建议.....	27
4.1 盈利预测.....	27
4.2 投资建议.....	27
风险提示：.....	28
财务报表与盈利预测.....	29

## 图表目录

图表 1 公司发展历程大事记.....	5
图表 2 首次公开发行股票实际募集资金预计投放情况.....	5
图表 3 公司营业收入及其增速.....	6
图表 4 公司归母净利润及其增速.....	6
图表 5 公司营业收入构成（按业务类型）.....	6
图表 6 母婴商品销售收入及其增速.....	7
图表 7 母婴商品销售收入中自营&联营占比.....	7
图表 8 2020 年公司母婴商品销售构成（按品类）.....	7
图表 9 部分奶粉产品展示.....	7
图表 10 母婴服务内容简介及对应细分项收入占比.....	8
图表 11 供应商服务内容简介及对应细分项收入占比.....	8
图表 12 公司股权结构图（截至 2021 年 10 月 14 日）.....	9
图表 13 公司核心管理层介绍.....	9
图表 14 母婴行业产业链概览.....	10
图表 15 我国母婴市场规模.....	11
图表 16 我国母婴市场发展历程.....	11
图表 17 我国人口出生率.....	12
图表 18 我国人口结构（按年龄段）.....	12
图表 19 城镇居民人均可支配收入及其同比.....	12
图表 20 城镇居民人均支出分配.....	12
图表 21 母婴产业涵盖内容一览.....	13
图表 22 90 后已成我国妈妈人群“主力军”（2020 年）.....	13
图表 23 我国妈妈群体各孕育阶段分布（2020 年）.....	13
图表 24 婴童商品市场 2020 年分类预测.....	14
图表 25 婴童服务市场 2020 年分类预测.....	14
图表 26 “4+2+1”的“漏斗式”家庭结构.....	14
图表 27 中国奶粉行业市场规模（亿元）.....	15
图表 28 高端及超高端奶粉市占率提升.....	15
图表 29 网上商品和服务零售额及其同比.....	16
图表 30 网上商品和服务零售额占社零比重.....	16
图表 31 我国网购用户规模及使用率.....	16
图表 32 我国母婴电商用户规模.....	16
图表 33 国产品牌积极采用新媒体营销方式.....	17
图表 34 我国母婴童电商交易规模.....	17
图表 35 我国母婴电商渗透率.....	17
图表 36 可比公司线下门店情况梳理.....	18
图表 37 公司线下门店布局情况（截至 2020 年末）.....	18
图表 38 各区域门店数量占比（截至 2020 年末）.....	19
图表 39 公司 2018~2020 年布局增速较快的区域.....	19

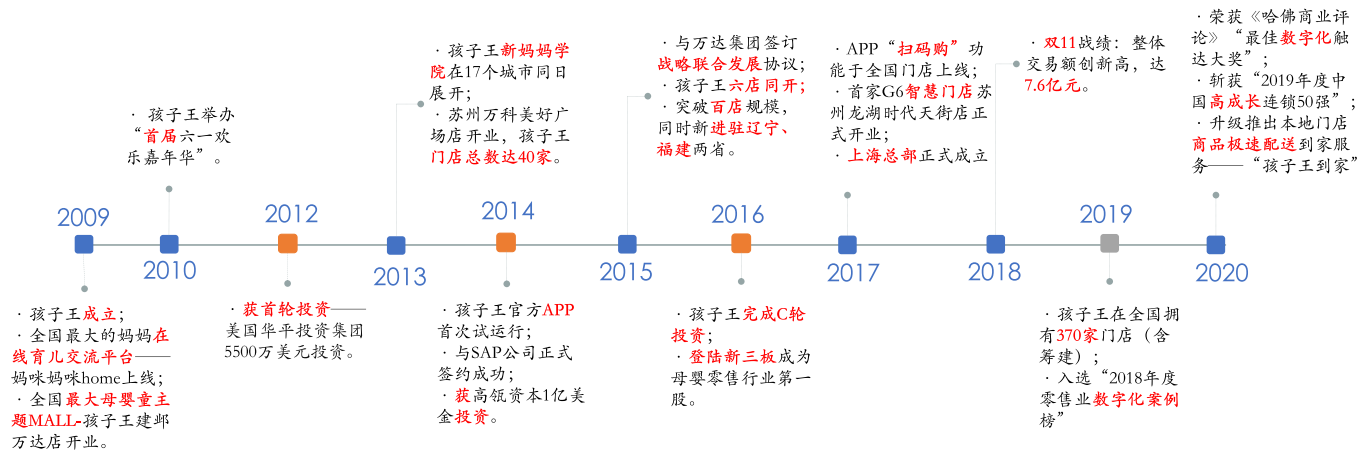
图表 40 线下门店销售商品收入及单店收入水平 .....	19
图表 41 2018~2020 年线下门店坪效 (元/平) .....	19
图表 42 以情景解决方案为基础的商品陈列 .....	20
图表 43 公司借力数字化打造智慧化门店 .....	21
图表 44 “扫码购”再升级店内、店外云购物 .....	21
图表 45 公司实现线上渠道全覆盖 .....	22
图表 46 公司线上渠道梳理 .....	22
图表 47 线上商品销售额 (含扫码购中 O2O, 单位: 亿元) .....	23
图表 48 线上商品销售额占比逐年提升 .....	23
图表 49 公司主要业务流程图 .....	23
图表 50 公司三级仓储体系 .....	24
图表 51 三级仓储体系运营形式 .....	24
图表 52 公司存货周转率水平 .....	25
图表 53 公司存货跌价准备计提比例 .....	25
图表 54 公司构建数字化供应链平台通过数据链连接前端业务系统及物流应用系统 .....	25
图表 55 公司会员关系管理的五个方面 .....	26
图表 56 期末黑金会员数量 (万人) .....	26
图表 57 公司合同负债构成 (2020 年末) .....	26
图表 58 盈利预测业务拆分表 (单位: 百万元) .....	27

# 1 十二载深耕母婴行业，多元业务初步成形

## 1.1 发展历程：积累与沉淀打造品牌影响力

孩子王（全称孩子王儿童用品股份有限公司，本文后简称“公司”），成立于2009年4月，总部位于江苏南京，当年11月推出【全国最大的妈妈在线育儿交流平台——妈咪妈咪home】，可以看作公司线上业务拓展的最初尝试；当年12月【全国最大母婴主题MALL-孩子王建邨万达店】开业，是公司首家线下店，同时也确立了最初的“大店模式”。经过12年的发展，公司已经成长为以数据驱动、基于用户关系经营的创新型亲子家庭服务商。

图表 1 公司发展历程大事记



资料来源：公司官网，公司招股说明书，华安证券研究所

截至2020年末，公司在全国20个省（市）、131个城市拥有434家大型数字化实体门店，服务超4200万个会员家庭。同时，公司计划未来3年利用本次募集资金在江苏、安徽、四川、广东、重庆等22个省（市）新建门店300家，从而进一步完善公司的零售终端网络布局。根据公司公告，首次公开发行股票实际募集资金净额人民币5.56亿元，其中3.66亿元将投向全渠道零售终端建设项目，约占募集净额的65.8%

图表 2 首次公开发行股票实际募集资金预计投放情况

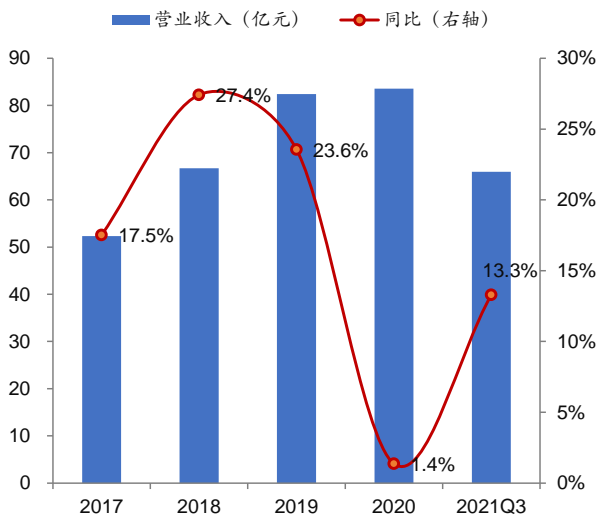
项目名称	拟用募集资金投入金额 (亿元)	占比
全渠道零售终端建设项目	3.66	65.8%
全渠道数字化平台建设项目	1.90	34.2%
合计	5.56	100.0%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 1.2 业务发展：母婴商品销售稳固筑底，服务多元开花

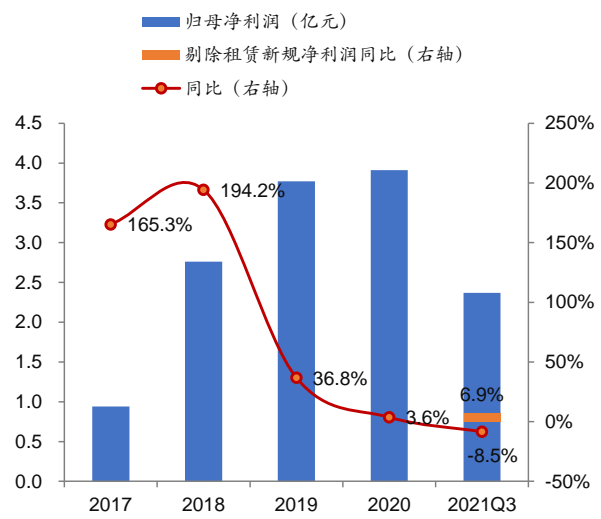
公司主营业务收入包括：(1) 母婴商品销售收入；(2) 母婴服务收入；(3) 供应商服务收入；(4) 广告收入；(5) 平台服务收入；(6) 其他业务。2017~2019 年营收复合增速约 25%，受疫情影响致 2020 年增速降至 1.4%；归母净利润增速高于同期收入增速。随着疫情淡化，2021Q3 收入增速回升至 13.3%，但归母净利润为负增长，主要由于按新租赁准则规定新增确认使用权资产和租赁负债，分别确认折旧和利息费用，若剔除新租赁准则的影响，公司 2021Q3 净利润同比+6.88%，扣除非经常性损益后的净利润同比+3.47%。

图表 3 公司营业收入及其增速



资料来源：wind，华安证券研究所

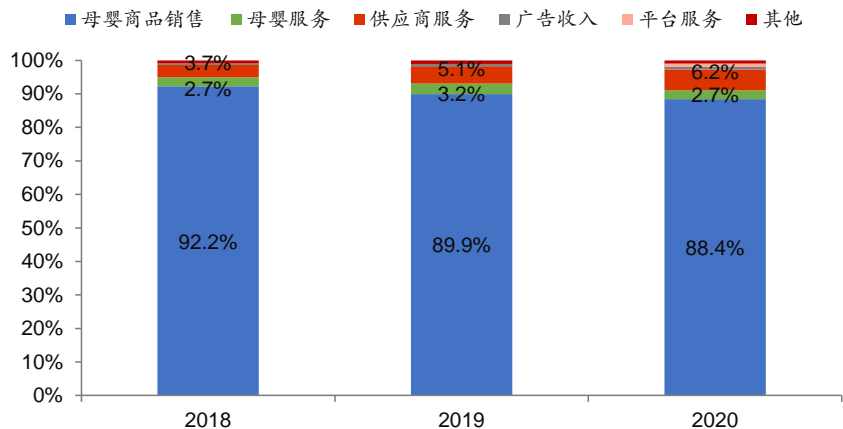
图表 4 公司归母净利润及其增速



资料来源：wind，公司招股说明书，华安证券研究所

从收入占比来看，【母婴商品销售】始终是主要贡献力量，2018~2020 年占总收入比重分别为 92%、90%、88%，受疫情的影响 2020 年该业务收入同比出现微降-0.3% (2018/2019 分别为 24%、20%)；【母婴服务】占比维持在 3%上下；【供应商服务】占比由 2018 年的 3.7%提升至 2020 年的 6.2% (+2.5pct)，2018~2020 年该业务收入复合增速为 46%，表现亮眼。其余业务目前的收入占比均在 1%以下。

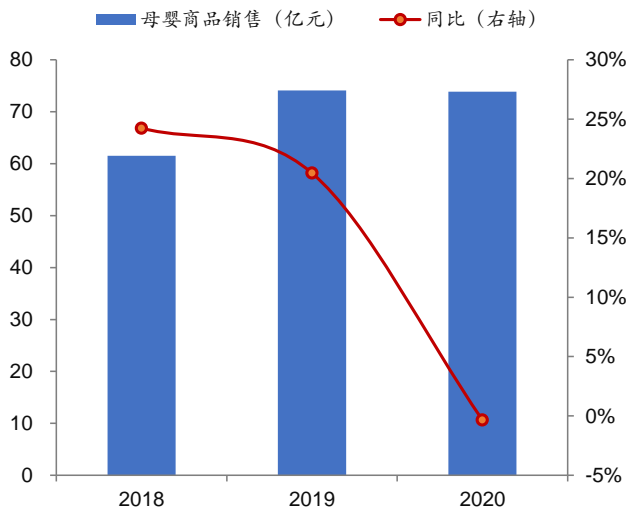
图表 5 公司营业收入构成 (按业务类型)



资料来源：wind，公司招股说明书，华安证券研究所

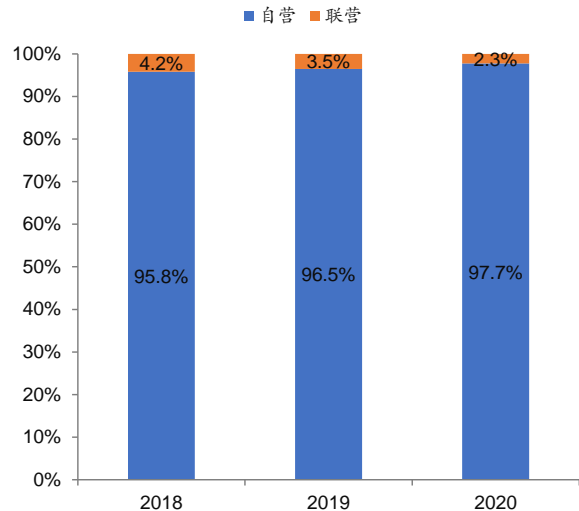
**【母婴商品销售】**从模式上看，分两种：**(1) 自营**：公司向品牌商、代理商或经销商采购各类母婴商品，再通过直营门店和线上渠道向终端消费者销售，赚取进销差价实现盈利；**(2) 联营**：公司也会通过与供应商联营的方式进行合作取得分成收入。目前，公司采取“**自营为主，联营为辅**”的销售模式。自营模式下，销售收入占比始终保持在**95%以上**，并有进一步提升的趋势。

图表 6 母婴商品销售收入及其增速



资料来源：wind，华安证券研究所

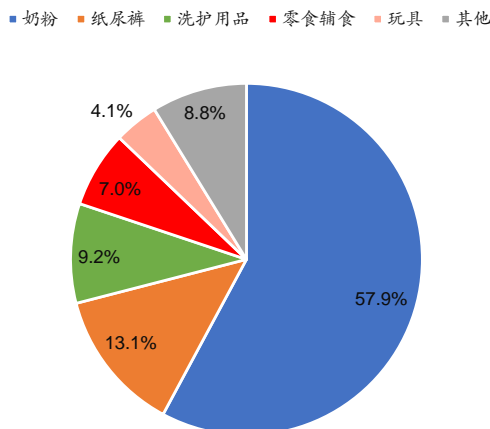
图表 7 母婴商品销售收入中自营&联营占比



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

从销售商品种类看，2020年母婴商品销售收入中贡献比在5%以上的分别是：奶粉（58%）、纸尿裤（13%）、洗护用品（9%）、零食辅食（7%），四大品类占比合计约87%。2018~2020年，奶粉的收入及其占比逐年提升，主要由于（1）奶粉类产品具有消费频率高且属刚性需求特点；（2）新开门店对于销售品类的选择中，奶粉的标准化程度较高可以在短期内实现引流作用，随着未来3年开店计划的逐步落实，奶粉品类的销售额有望维持增长态势。

图表 8 2020 年公司母婴商品销售构成（按品类）



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

图表 9 部分奶粉产品展示



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

**【母婴服务】** 公司提供的母婴服务包括儿童游乐服务、亲子互动活动、黑金会员服务 and 育儿服务。受疫情影响, 2020 年童乐园贡献收入占比降至 29% (2018/2019 分别为 62%、44%); 收费会员活动表现亮眼, 2018~2020 年收入复合增速达 89%, 占比提升至 53%。

图表 10 母婴服务内容简介及对应细分项收入占比

业务	服务内容	2018	2019	2020
儿童游乐服务	在线下实体门店内面向 0~8 岁宝宝提供专属设计的“童乐园”儿童游乐设施	62%	44%	29%
亲子互动活动	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	18%	37%	53%
黑金会员服务	通过购买会员卡, 享受差异化权益及增值服务	13%	12%	15%
育儿服务	线下实体店配备的专业育儿顾问提供催乳、婴儿抚触、宝宝理发、小儿推拿等多种母婴童增值服务	7%	7%	3%

资料来源: 公司招股说明书, 华安证券研究所

**【供应商服务】** 主要包括为供应商提供了一系列会员开发、互动活动冠名、商品线上线下推广宣传及数字化工具等服务。主要针对长期合作的品牌供应商, 在签署年度采购合同的同时, 针对品牌推广签署服务条款, 并约定服务标准、收费要求及结算方式等。占收入比重逐年提升, 由 2018 年的 3.7% 增至 2020 年的 6.2%。体现出公司对产业链需求的挖掘及变现能力增强。

图表 11 供应商服务内容简介及对应细分项收入占比

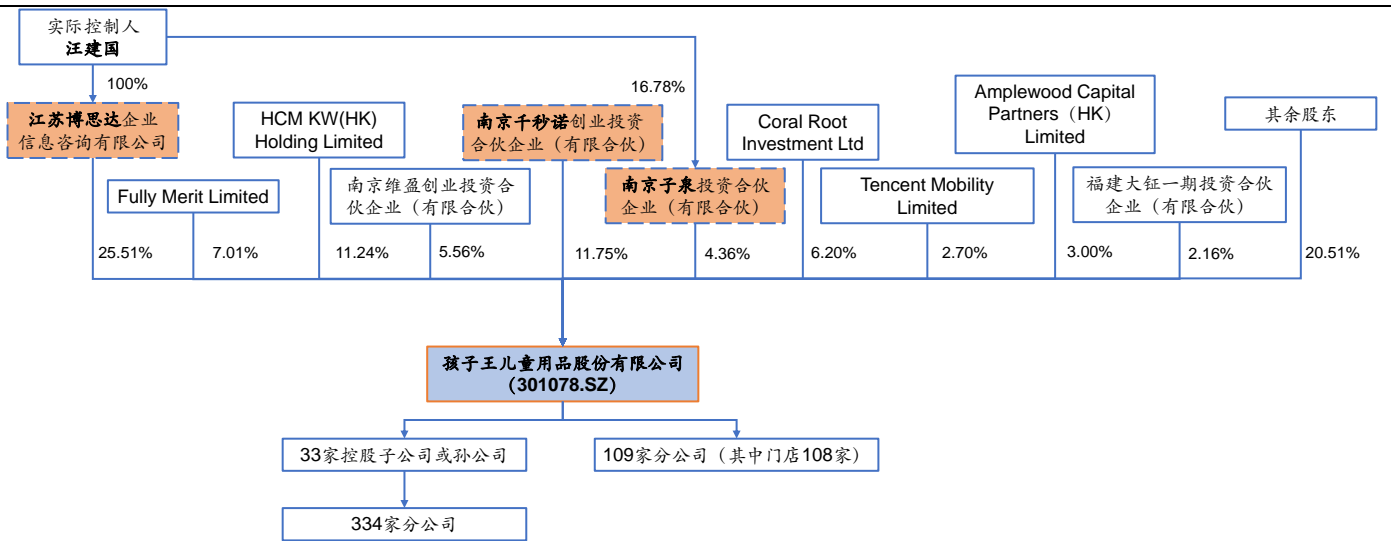
业务	服务内容	2018	2019	2020
会员开发服务	提供新会员及黑金会员的开发和产值提升服务	8%	31%	34%
互动活动冠名	提供爬爬赛、童乐会、新妈妈学院、一日父母体验及孕婴童展等活动的开展、组织、宣传和推广服务	37%	17%	12%
推广宣传	提供新品、新供应商及新店的商品推广宣传、门店专属陈列展示等服务	51%	42%	44%
数字化服务	提供协同平台用于自动化对账、结算、开票、销售及订货数据在线化的服务; 为供应商提供电子价签用以提升商品门店在线化、商品活动自动化及用户评论商品智能推荐的服务	4%	10%	9%

资料来源: 公司招股说明书, 华安证券研究所

### 1.3 股权结构: 集中带动决策高效+经营稳健

根据 wind 数据, 截至 2021 年 10 月 14 日, 汪建国先生通过其全资持有的江苏博思达以及一致行动人南京千秒诺、南京子泉间接控制公司 41.62% 的股份, 为公司的实际控制人。其中江苏博思达持有公司 25.51%, 南京千秒诺、南京子泉分别持有 11.75% 和 4.36%。公司股权结构集中, 有助于经营稳定及决策高效。

图表 12 公司股权结构图 (截至 2021 年 10 月 14 日)



资料来源: wind, 公司招股说明书, 华安证券研究所

公司实际控制人、联合创始人兼董事长汪建国曾于 1998~2009 年任江苏五星电器有限公司董事长兼总裁, 逾十年的工作经历积累了丰富的连锁家电零售业的经营之道; 后于 2006~2009 年, 任美国百思买集团亚太区副总裁, 百思买作为全球家电零售企业的龙头创造了家电销售的一种新型业态模式“大型家电专业店+连锁经营”, 这段经历或助力公司最初定位的“大店模式”。此外, 公司核心管理层其他领导亦具备自身业务领域丰富的经验, 促使公司业务不论是在产品端或渠道端, 均具备长足发展的动力。

图表 13 公司核心管理层介绍

姓名	职务	经历
汪建国	联合创始人兼董事长	曾于 1998 年至 2009 年任江苏五星电器有限公司董事长兼总裁; 于 2006 年至 2009 年任美国百思买集团亚太区副总裁; 2009 年至今任五星控股集团有限公司董事长; 2012 年 6 月创立公司, 现任公司董事长, 江苏博思达执行董事。
徐伟宏	公司联合创始人兼 CEO	曾于 2001 年至 2009 年期间在五星电器有限公司先后担任分公司总经理、市场总监、总裁助理; 于 2009 年至今在公司担任董事、联合创始人兼 CEO。
沈晖	公司 CFO	曾于 2001 年至 2008 年在江苏五星电器有限公司担任青岛分公司财务经理、财务总监助理; 于 2009 年至 2012 年 7 月在江苏孩子王实业有限公司担任副总经理; 于 2012 年 7 月至今在公司担任财务总监及副总经理。现任公司董事兼 CFO。
吴涛	公司 COO	曾于 2004 年至 2006 年任力联集团有限公司总裁办公室主任; 2006 年至 2009 年历任江苏五星电器有限公司总裁秘书、总裁办公室副主任; 2009 年至 2012 年任江苏孩子王实业有限公司董事、副总经理; 2012 年 6 月参与创立公司, 现任公司董事及副总经理。
何辉	公司 CTO	曾于 2009 年 12 月至 2012 年 7 月在盛大网络集团担任总监; 曾于 2012 年 7 月至 2015 年 8 月在上海易迅电子商务发展有限公司担任研发总监、董事及易迅京东上海研究院负责人; 于 2015 年 8 月至今在公司担任董事及副总经理。现任公司董事兼 CTO。

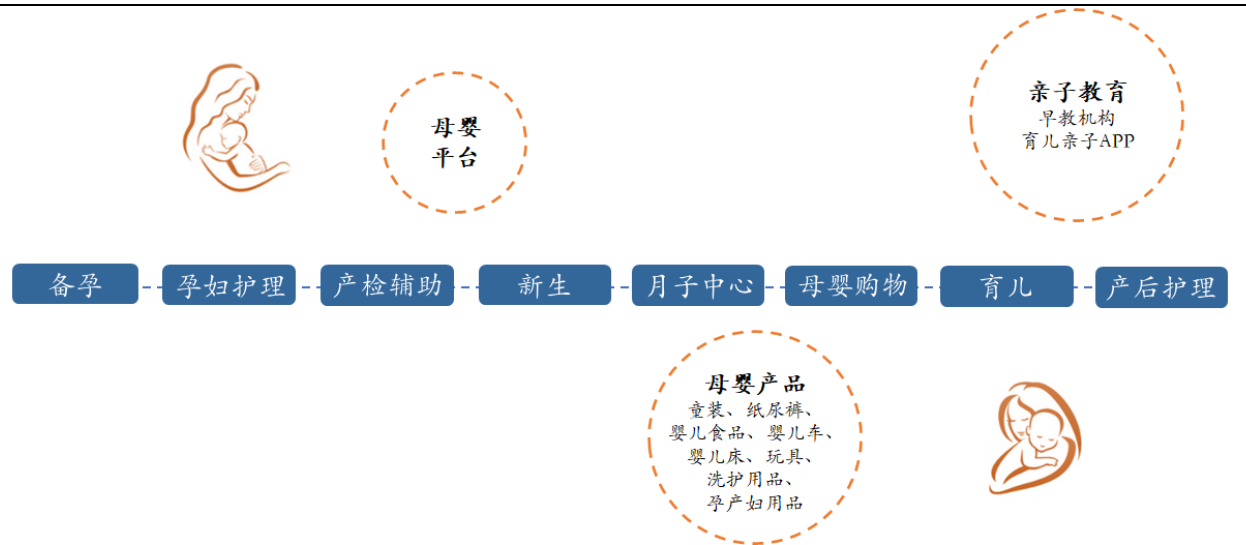
资料来源: 公司官网, 公司公告, 华安证券研究所

## 2 行业：野蛮生长告一段落，品质提升迫在眉睫

### 2.1 行业规模：发展至整合期，规模扩容仍在进行中

母婴产业是指面向孕产妇及0~14岁的婴童群体，满足其衣、食、住、行、用、玩、教等多元化需求，因此产业涉及商品生产、零售、生活服务、教育、娱乐、医疗卫生等多个行业。依据商品形态的不同，母婴产业可分为“商品”和“服务”两大块，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）、服装和孕产妇商品等，服务则涵盖教育、医疗、娱乐出行等多个方面。

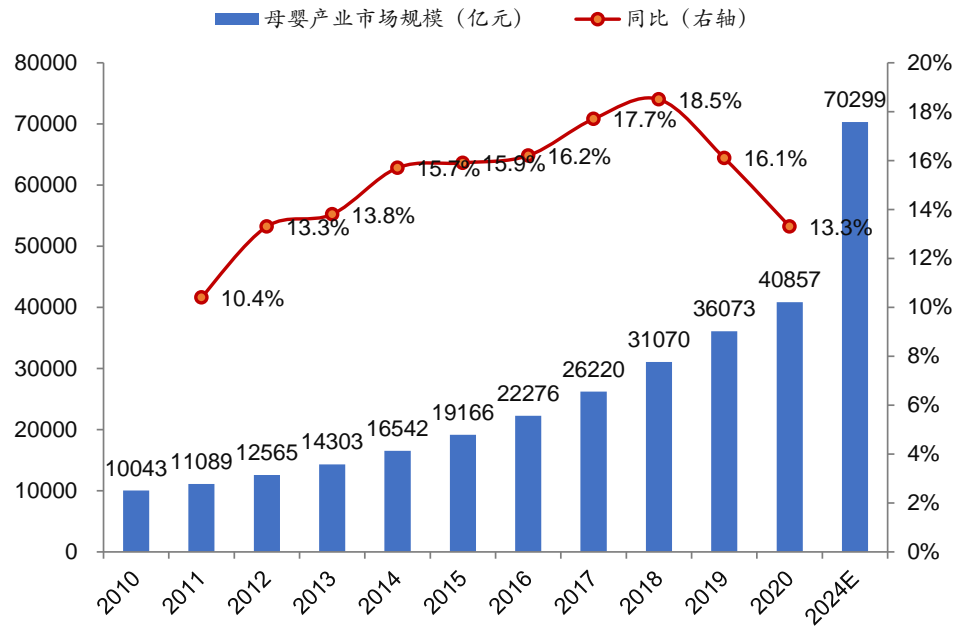
图表 14 母婴行业产业链概览



资料来源：艾媒咨询，华安证券研究所

根据普华永道发布的《母婴产业发展蓝皮书》显示，我国母婴市场规模在2010年已突破万亿规模，经过十年发展至2020年市场规模已达4.1万亿元，复合增速达15%。其中，2018年增速达到峰值约18.5%，之后开始回落至2019年的16.1%，在疫情的影响下2020年进一步回落至13.3%（接近2012年增速）。预计2024年我国母婴市场行业规模有望达到7.0万亿元，相当于2020~2024E年复合增速14.5%，可见我国母婴行业的发展远未见顶，增速依然可观。

图表 15 我国母婴市场规模



资料来源：pwc《母婴产业发展蓝皮书》，公司招股说明书，华安证券研究所

相较国外市场，我国母婴零售行业起步较晚，20世纪90年代对于母婴用品只有奶粉、纸尿裤等模糊的概念，且渠道窄。2000~2009年是概念普及的十年，伴随着渠道的丰富，我国母婴零售市场进入了快速发展阶段。2010年发展至今，我国母婴零售行业已经步入发展的成熟阶段，这一阶段主要表现为企业加强供应链和产品质量管理，行业内兼并整合开始，步入集中度提升阶段。

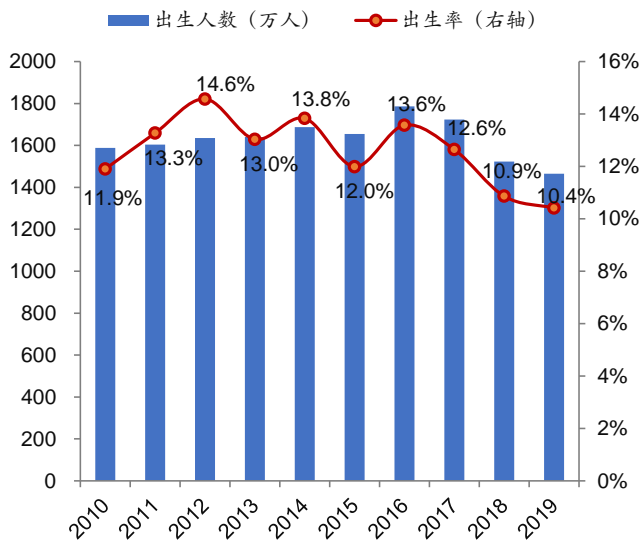
图表 16 我国母婴市场发展历程

发展阶段	时间段	特点	标志事件
发展初期	1990~2010	商品稀缺、渠道单一、母婴店	孩子王、爱婴岛
快速成长期	2011~2018	品类丰富、线上线下融合、连锁化	红孩子连锁、爱婴室 A 股上市
整合期	2019~至今	全渠道、差异化、多元化	社交内容电商、线下渠道布局线上

资料来源：pwc《母婴产业发展蓝皮书》，公司招股说明书，华安证券研究所

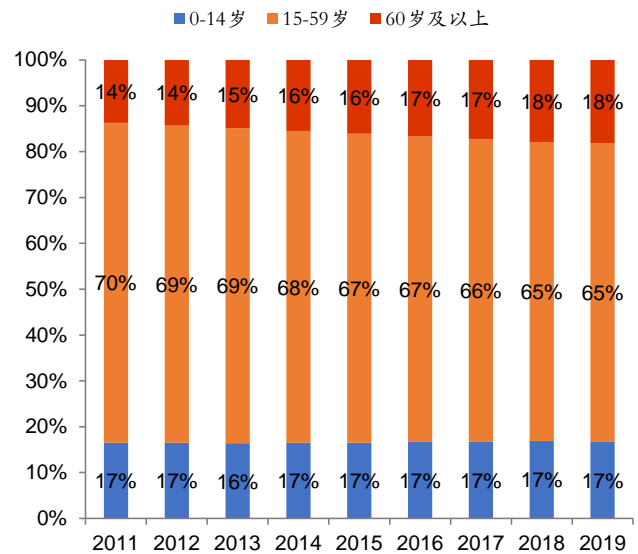
究其过往“野蛮式”增长背后的推动力，源自消费群体数量的提升+购买力增强+供给品类逐渐丰富的“供需共振”。(1)从消费群体数量来看，0~14岁的婴童和孕妇是行业主要消费群体。根据统计局数据，我国人口出生率由1990年的21.1%降至2019年的10.4%(-10.7pct)，期间随着二胎政策的放开2016年出生率曾反弹至13.6%(较2015年+1.6pct)后又回归下行趋势中。2020年受疫情的影响，出生率降至8.52%，创历史新低。出生人口由1990年的2391万人降至2019年的1465万人，同期0~14岁人口占比由27.7%降至16.8%。

图表 17 我国人口出生率



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

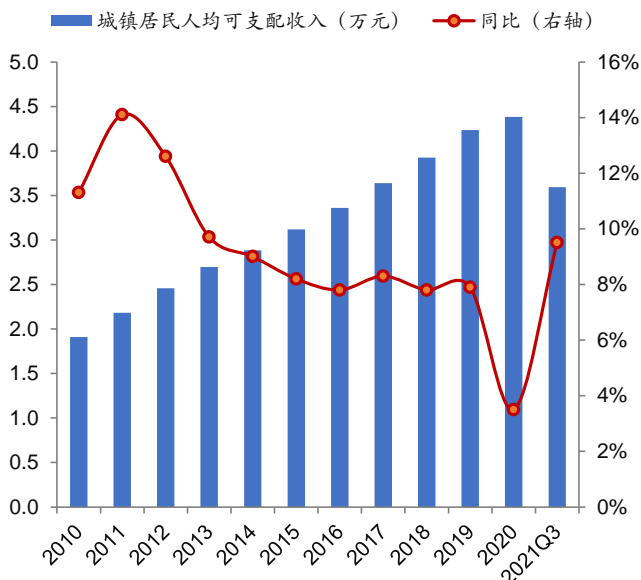
图表 18 我国人口结构 (按年龄段)



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

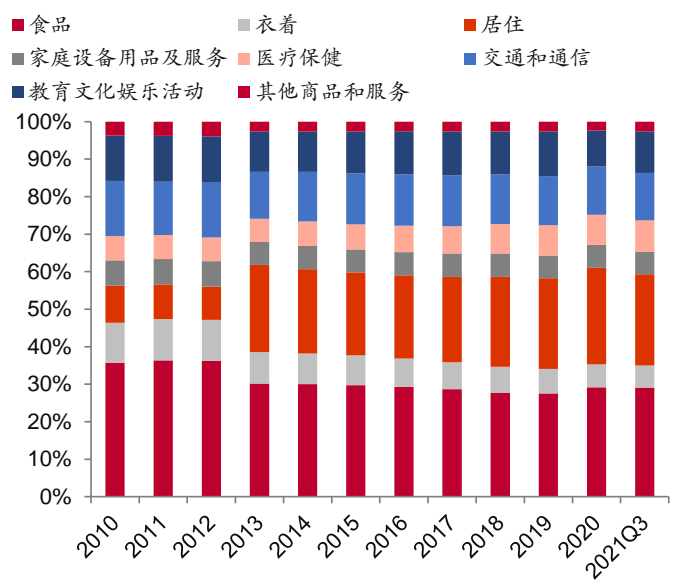
(2) 从购买力来看，我国城镇居民(年)人均可支配收入由2010年的1.9万元/人/年增长至2019年的4.2万元/人/年，复合增速达9.2%；受疫情影响，2020年增速降至3.5%，2021Q3同比回升至9.5%。从支出来看，以商品房为代表的不动产在过去“黄金十年”的发展带来的是居民在居住上的支出占比持续提升，由2010年的9.9%增至2020年的25.8%；除此之外偏刚需类的食品、衣着、家庭设备用品及服务等均出现不同程度的降低；同时偏可选消费的降幅较小或稳定在一定占比水平。

图表 19 城镇居民人均可支配收入及其同比



资料来源：wind，国家统计局，华安证券研究所

图表 20 城镇居民人均支出分配



资料来源：wind，国家统计局，华安证券研究所

(3) 从供给品类来看，我国母婴市场发展的初期，主要以奶粉、纸尿裤、服饰等偏刚需类的产品为主，品牌亦相对较少。随着行业的发展，销售品类逐步拓展至备孕、

怀孕、新生、育儿等领域。后根据母婴产业链的特点，逐步衍生出服务类市场，包含助产服务、产后护理、健康指导、母婴电商、育儿专家等众多品类。

图表 21 母婴产业涵盖内容一览

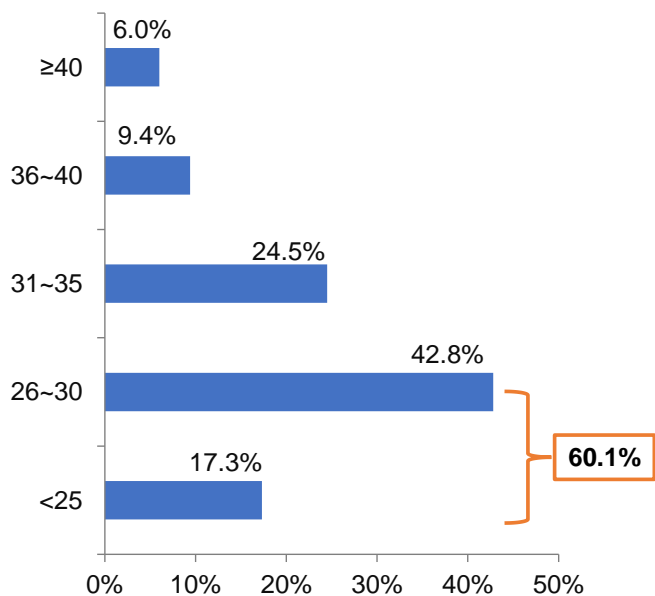


资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

## 2.2 行业趋势：从消费群体变化看产品与渠道走向

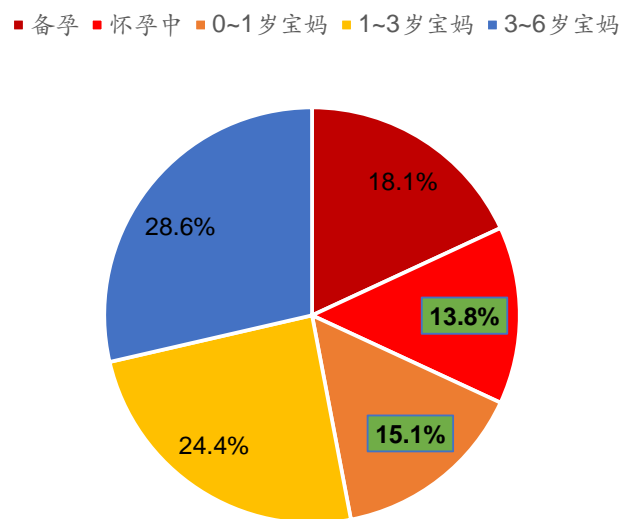
**90 后已成为妈妈群体“主力军”。**根据艾媒咨询数据，2020 年我国妈妈群体中 90 后占比 60.1%，是名副其实的“主力军”。Z 时代的消费人群与传统母婴市场的购买者之间的差异化主要在于：(1) 对新鲜事物接受度高，促进了母婴市场细分赛道的丰富发展，尤其是母婴服务类的扩容；(2) 在追求品质的过程中，产生对品牌的粘性，企业竞争软实力获认可；(3) 购物方式线上化，催生渠道的变革。

图表 22 90 后已成我国妈妈人群“主力军” (2020 年)



资料来源：艾媒咨询，华安证券研究所

图表 23 我国妈妈群体各孕育阶段分布 (2020 年)

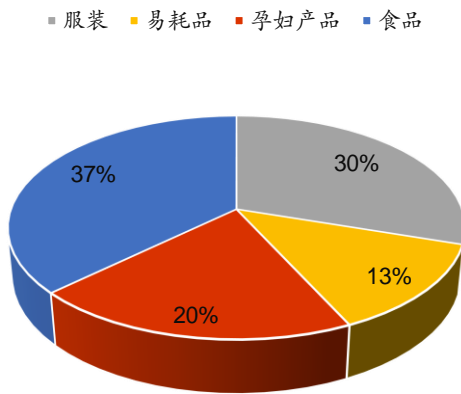


资料来源：艾媒咨询，华安证券研究所

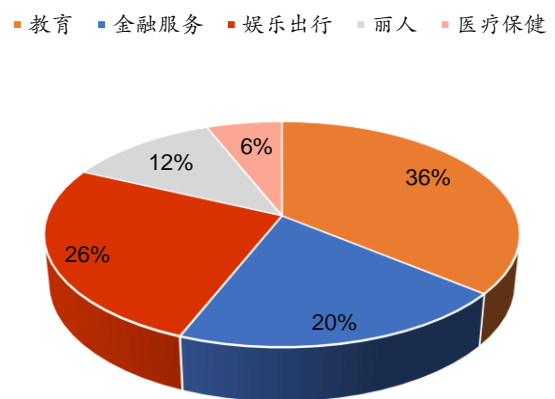
(1) 从单一商品零售向“商品+服务+产业生态经济”多元化领域拓展

育儿观念的转变以及对新鲜事物接受度高，催生出母婴行业向“商品+服务”模式转型。“育儿”最初着重在养育子女上，哺其健康成长；随着经济的发展带动消费升级，“育儿”观念已经从“养大”过渡到“育才”。因此，需求端也由单纯的对实物产品的购买转为对“服务型”产品的青睐。根据公司公告，罗兰贝格预测：我国母婴行业消费规模将在2020年达到3.58万亿元，其中母婴产品市场规模约为1.70万亿元，占比接近50%；母婴服务市场规模预计达到1.73万亿元，服务市场规模将超过母婴商品市场规模。

图表 24 婴童商品市场 2020 年分类预测



图表 25 婴童服务市场 2020 年分类预测

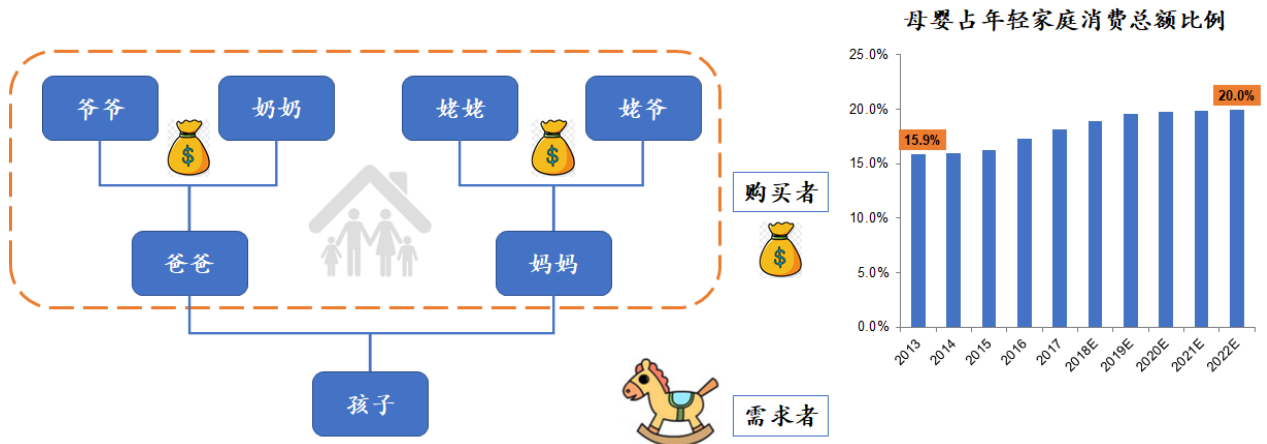


资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

支撑母婴行业多品类消费的另一原因在于“4+2+1”的“漏斗式”结构（4个老人、2个父母、1个小孩组成的家庭）。以往“一个家庭照顾多个孩子”的模式已经渐行渐远，当前“多个家庭成员照顾一或两个孩子”的形式较为普遍。鉴于：（1）“购买者”与“需求者”分离；（2）叠加“单需求者对应的购买者”数量增长；（3）购买者的人均可支配收入（即购买力）持续提升，都带动了需求端扩容。

图表 26 “4+2+1”的“漏斗式”家庭结构

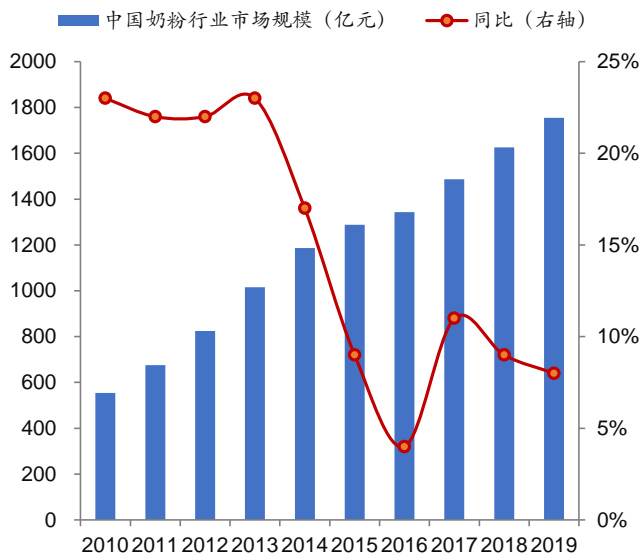


资料来源：pwc《母婴产业发展蓝皮书》，公司招股说明书，华安证券研究所

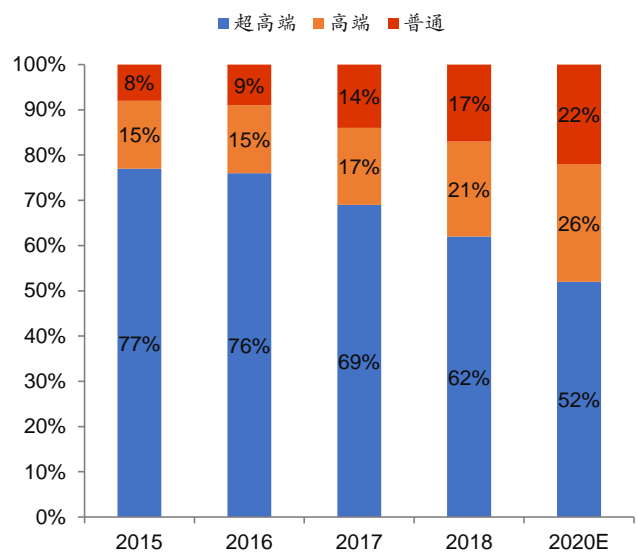
**(2) 对品质的追求，产生品牌粘性并显现出品牌溢价，高端产品受青睐**

随着我国家庭结构的变化以及新生代家长群体的更迭，我国传统育儿观念也发生了重大变化，消费者更加注重婴童产品的安全和品质，对价格敏感度较低，从而进一步带动母婴市场消费升级，促进母婴零售行业发展。以奶粉为例，根据弗若斯特沙利文预测，2020E 奶粉市场高端及超高端占比合计达 48%，接近“半壁江山”；其中超高端占比 22%，较 2015 年提升 14pct，高端奶粉占比在 26%左右，较 2015 年提升 11pct。

图表 27 中国奶粉行业市场规模 (亿元)



图表 28 高端及超高端奶粉市占率提升



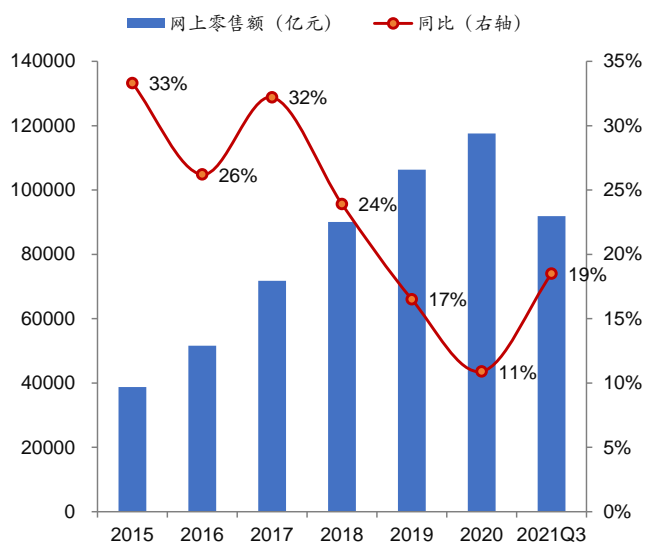
资料来源: pwc 《母婴产业发展蓝皮书》，华安证券研究所

资料来源: pwc 《母婴产业发展蓝皮书》，华安证券研究所

**(3) 购物方式线上化，催生渠道变革**

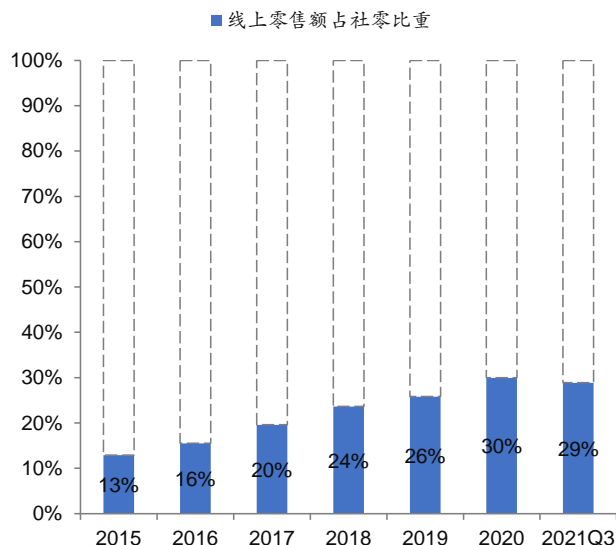
我国网上商品和服务零售额 2015~2019 年复合增速达 29%，同期占社零比例由 2015 年的 13%提升至 2019 年的 26%。即使是在疫情影响较重的 2020 年，线上零售额依然实现了 11%的同比增速，达 11.8 万亿的规模，占比进一步提升至 30%。截至 2021Q3 末，线上零售额已达 9 万亿元，同比增长 18.5%，占比虽然较 2020 年微降 1pct 至 29%，但是考虑到“双十一”大促在四季度并参考历年 Q4 的表现，2021 全年来看，成交规模和占比有望进一步提升。

图表 29 网上商品和服务零售额及其同比



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 30 网上商品和服务零售额占社零比重

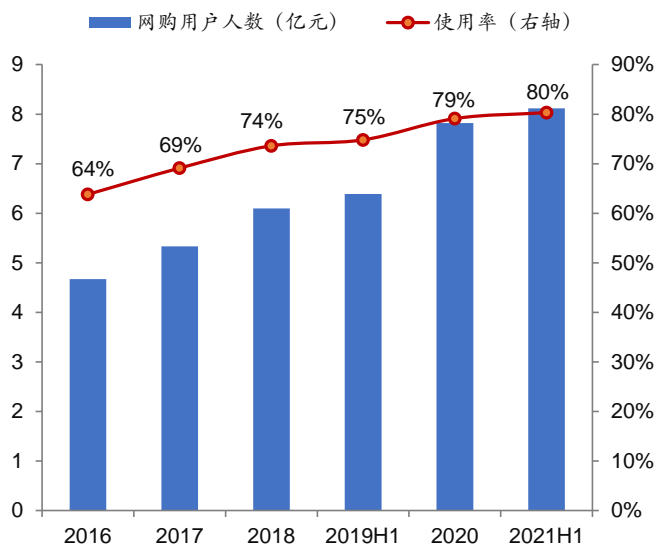


资料来源: wind, 华安证券研究所

**从媒介端来看:** 随着互联网、通信和电商的相关技术不断发展,我国网民数量呈现出持续增长态势。根据 CNNIC 发布的历年《中国互联网络发展状况统计报告》数据,2006~2021H1,我国网民规模由 1.37 亿人增至 10.11 亿人,互联网普及率也由 10.5% 提升至 71.6%。

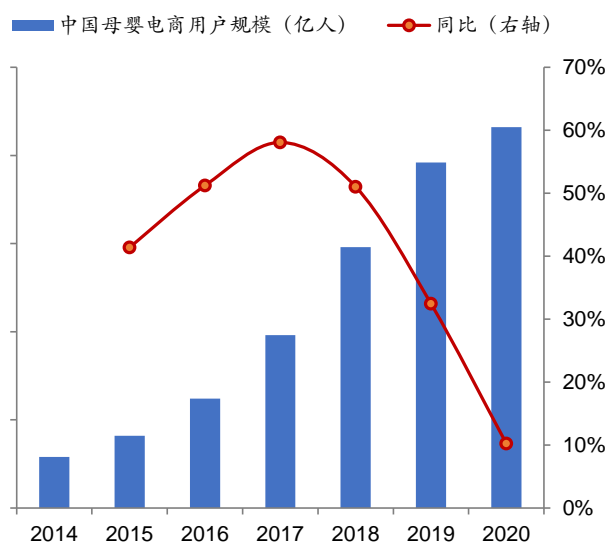
具体到线上消费领域,近几年我国网购用户规模仍呈现增长态势,由 2016 年的 4.67 亿人增至 2020 年的 7.82 亿人,年复合增速 14%,2021H1 进一步提升至 8.12 亿人。伴随着网购人数的增长,使用率由 2016 年的 63.8% 提升至 2021H1 的 80.3%。

图表 31 我国网购用户规模及使用率



资料来源: CNNIC, 华安证券研究所

图表 32 我国母婴电商用户规模



资料来源: 公司招股说明书, 艾媒咨询, 华安证券研究所

进入公众视野的网购平台、社媒途径、上线品牌三重增长。随着新媒体的快速发展，微博、小红书、抖音等平台流量迅速增长，图文和短视频、直播等形式成为产品种草的主要途径。品牌在稳固传统销售渠道的基础上，紧跟流量风口，对于新媒体的接受度较高，为网购用户的消费选择形成了充足的供给。

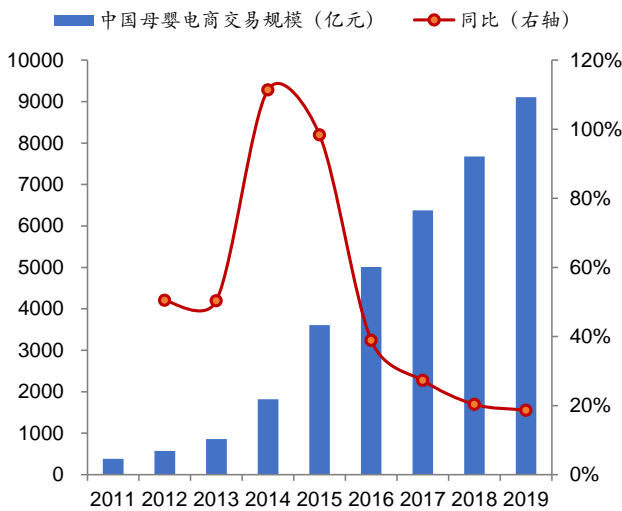
图表 33 国产品牌积极采用新媒体营销方式



资料来源：艾媒咨询，华安证券研究所

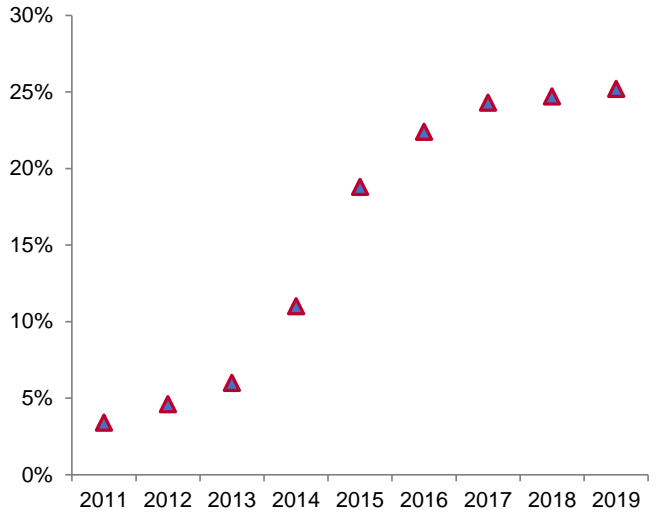
2011-2019 年，我国母婴电商的交易规模不断增长，2019 年，交易规模达 9108 亿元，同比增长 18.7%；同时，母婴电商的渗透率也不断提升，从 2011 年的 3.4% 上升至 25.2%。

图表 34 我国母婴童电商交易规模



资料来源：前瞻产业研究院，公司公告，华安证券研究所

图表 35 我国母婴电商渗透率



资料来源：前瞻产业研究院，wind，华安证券研究所

### 3 公司：顺势而为，数字化赋能拓展得力

#### 3.1 线下门店智慧升级，优化购物体验、提升服务效率

线下母婴专营连锁零售店的模式可以根据单店面积、业务内容、区域布局等做进一步细分。公司从创立之初便采取“大店模式”进行线下门店的布局及运营，单店平

均面积在 2500 平方米左右,普遍高于同业可比公司单店规模,这使得公司门店定位“集商品销售、儿童游乐、互动活动、育儿服务和异业合作为一体的互动社交载体”,而非纯销售媒介。

图表 36 可比公司线下门店情况梳理

公司	门店数量	门店面积	区域布局
孩子王	全国 434 家直营门店 (截至 2020 年末)	平均约 2500 平米 (最大超过 7000 平米)	总部位于南京,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 (截至 2020 年末)	平均约为 600 平米	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	200~600 平米	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	60~300 平米	总部位于珠海,已在华南、华中、华东、西北、西南等 17 个省市、230 余个城市开设直营、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:公司招股说明书,华安证券研究所

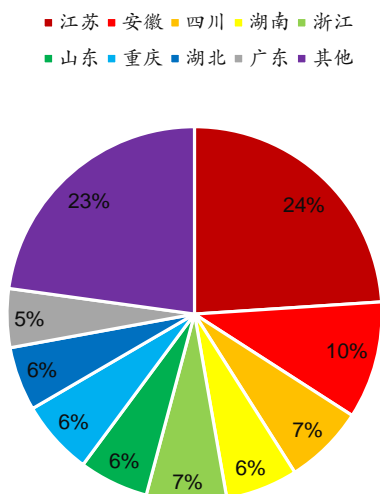
截至 2020 年末,公司已经在江苏、安徽、四川、湖南、浙江、山东等全国 20 个省(市)、131 个城市开设了 434 家直营门店。其中,江苏省作为公司的大本营,于省内布局 104 家门店,占比 24%;其余占比在 5%以上的区域分别为安徽(44, 10%)、四川(30, 7%)、湖南(27, 6%)、浙江(30, 7%)、山东(26, 6%)、重庆(28, 6%)、湖北(24, 6%)、广东(22, 5%)。而从增速来看,2018~2020 年增长较快的区域分别是江苏、安徽、广东、上海、陕西、广西、河南、福建。从占比和增速可以看出,2018~2020 年之间,公司在线下门店布局上采取的是“优势区域进一步巩固,具备潜力的地区快速发展”的策略。

图表 37 公司线下门店布局情况(截至 2020 年末)



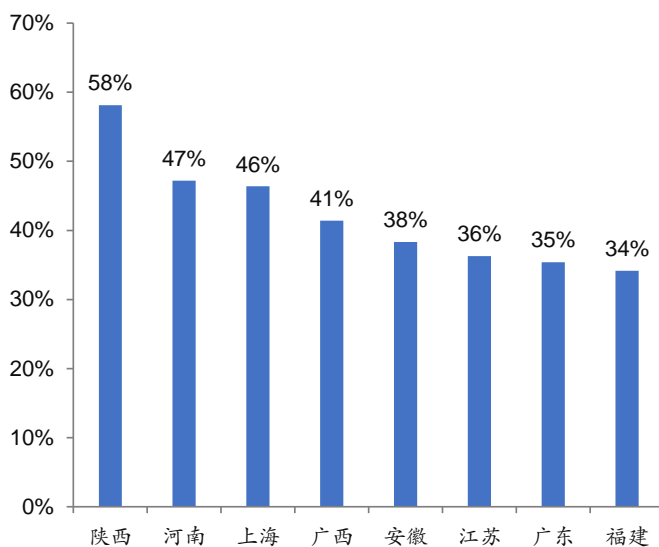
资料来源:公司官网,公司招股说明书,华安证券研究所

图表 38 各区域门店数量占比 (截至 2020 年末)



资料来源: 公司招股说明书, 华安证券研究所

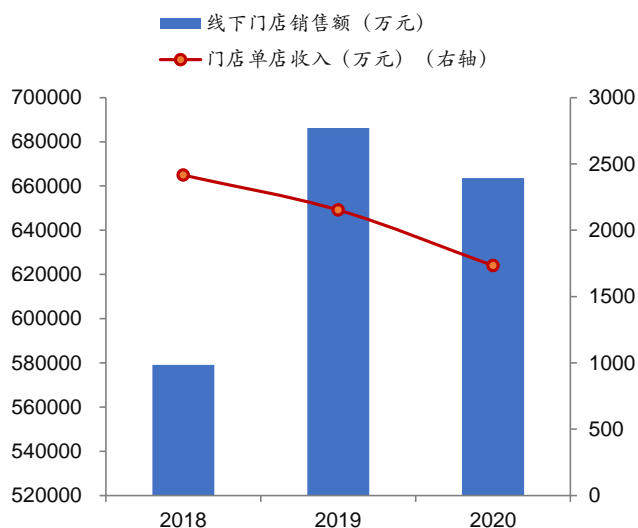
图表 39 公司 2018~2020 年布局增速较快的区域



资料来源: 公司招股说明书, 华安证券研究所

2018~2020 年, 公司门店的店均收入分别为 2414.92 万元、2152.03 万元和 1732.81 万元; 对应坪效收入分别为 7855 元/平、7839 元/平和 6879 元/平。2018、2019 年坪效维持在较为稳定的水平, 2020 年有所下滑的原因在于: (1) 受疫情影响, 2020Q1 门店到店业务出现了暂停营业的情况; (2) 2020 年新开门店数量集中在 Q4, 新店由开业到实现盈利需要一定的市场培育期, 因此在当年新开店的贡献不及成熟门店。

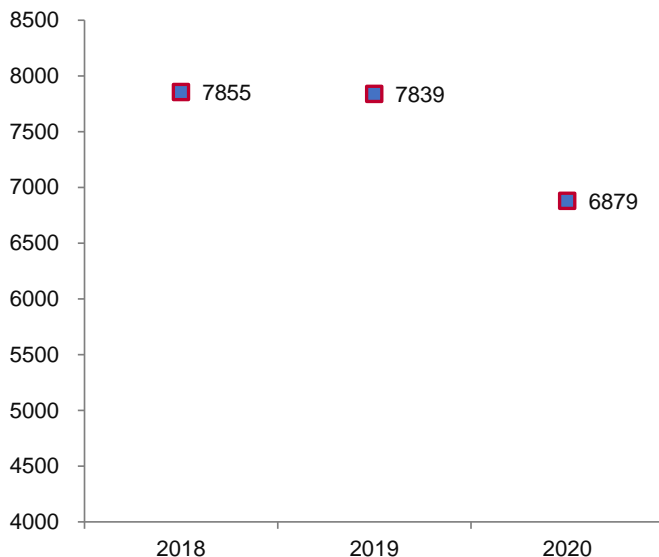
图表 40 线下门店销售商品收入及单店收入水平



资料来源: 公司招股说明书, 华安证券研究所

备注: 单店收入为 (销售商品+其他业务合计) 口径

图表 41 2018~2020 年线下门店坪效 (元/平)



资料来源: 公司招股说明书, 华安证券研究所

备注: 单店坪效为 (销售商品+其他业务合计) 口径

传统直营门店的销售方式为门店按商品分类陈列于货架上, 客户在进入门店后自主选购商品, 再将所购买商品统一在收银台结账。公司为提升客户体验, 满足一站式消费需求, 持续推进门店功能和定位的迭代升级, 打造以场景化、服务化、数字化为基础的

大型用户门店。目前，公司已从第一代普通线下门店升级为第九代数字化门店，满足新零售模式下的消费升级需求。

**线下升级（一）陈列&布局——分门别类更清晰+提升进店附加值。**  
**a. 在商品陈列方面**，门店**以情景解决方案为基础**，打造了孩子时尚区、孩子探索区、孩子呵护区、孩子力量区以及综合专区；  
**b. 为提供专业的客户服务**，门店还专设了育儿服务中心、成长教室、成长缤纷营、妈妈交流休闲区等，围绕用户“玩、陪、学、晒”的需求，针对孕产妇和不同年龄阶段的孩子提供多种线下互动活动，例如新妈妈学院、孕婴童展、爬爬赛、冬夏令营等，增强客户互动感和体验感。

图表 42 以情景解决方案为基础的商品陈列



资料来源：公司官网，公司招股说明书，华安证券研究所

**线下升级（二）通过数字化，打造智慧化门店——信息获取更便捷：**  
**a. 进店大屏签到**。会员通过进店大屏签到后可获取当日各类门店活动信息，同时公司将结合顾客消费习惯通过数据后台将商品信息同步推送，专属育儿顾问也会及时收到顾客到店通知，为其提供更为精准、定制化的服务；  
**b. 电子价签系统**。员工在服务顾客过程中可使用自己的手机读取商品的电子价签获得商品的促销、库存、价格等相关信息，使会员更好地了解商品详情，并在大促期间，减少员工频繁替换价签的工作，实现无纸化办公，提高运营效率；  
**c. 智能云货架互动大屏**。顾客在进店时可通过智能屏扫码签到获取积分、选择心仪的顾问、浏览全球购商品、查看门店热销商品排行、参加大屏红包雨活动等，打破了门店物理空间的限制；  
**d. 千人千面精准推荐**。通过进店签到和消费者数据分析，为线上线下多渠道精细化运营提供数据基础，为会员提供更加精准、个性化的服务。

图表 43 公司借力数字化打造智慧化门店



资料来源：公司官网，公司招股说明书，华安证券研究所

**线下升级(三) 整合多维产品功能，打造“私人订制的云购物车”——“扫码购”在手，下单支付更方便。**公司于 2017 年初推出“扫码购”后，整合了小程序、微信支付、扫一扫等产品功能，成为顾客“私人定制的云购物车”。店内：当顾客在门店购物时，仅需使用孩子王 APP 或小程序扫描商品条形码，就可实时查看商品信息及以往消费者评价等；成功下单后即可自助结账，减少了等待时间，还可选择“配送到家”服务轻松购物。店外，公司推出“店外扫码购”业务，在原有基础上进行升级，消费者在孩子王 APP 选定门店后订购商品或在店外可直接扫描商品条形码下单，并由就近门店直接配送到家，真正实现了 7x24h 的无界购物体验。

图表 44 “扫码购”再升级店内、店外云购物



资料来源：公司官网，公司招股说明书，华安证券研究所

### 3.2 线上渠道全覆盖，有望实现与线下联动

公司通过多线布局，形成了线上渠道全面覆盖的运营网络。目前，公司主要通过移动端购物平台（孩子王 APP）、微信平台（孩子王公众号、小程序、微商城）、PC 端购物平台（孩子王网上商城）等网络平台开展线上业务，同时，公司还通过第三方电商平台“天猫商城”、“京东”、“拼多多”开设“孩子王官方旗舰店”实现销售。

图表 45 公司实现线上渠道全覆盖



资料来源：公司官网，公司招股说明书，华安证券研究所

图表 46 公司线上渠道梳理

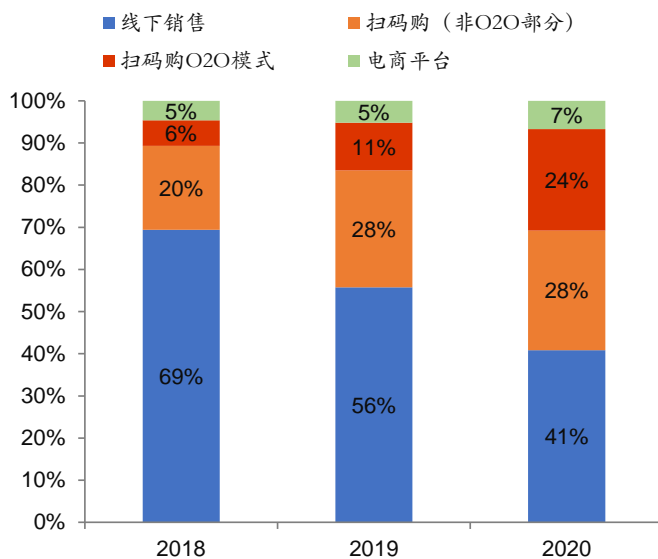
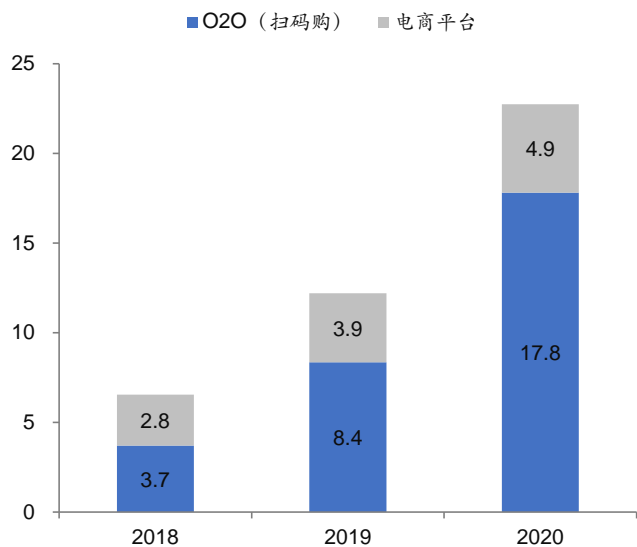
产品	类型	定位
孩子王网上商城	PC 端购物平台	公司线上销售渠道的初始模式，主要定位为孩子王 APP 的 <b>补充渠道</b> ，以 <b>商品展示</b> 为主。
孩子王 APP	手机应用程序 APP	公司 <b>主要的移动端购物渠道</b> ，是维护全渠道会员关系的重要载体。
孩子王微信公众号	微信生态系统	<b>用户服务与触达场景之一</b> ，以内容的形式发掘用户需求，可通过公众号直接跳转至孩子王小程序或微商城进行网上购物。
孩子王微信小程序	微信生态系统	<b>和微信会员进行互动、转化的重要载体</b> 。覆盖线上商城、线下门店、附近服务三大主要业务。
微商城	微信生态系统	作为 <b>线上销售</b> 的渠道之一
天猫、京东、拼多多旗舰店	第三方电商平台	<b>销售</b> 包括奶粉、纸尿裤、哺喂用品、个护清洁、营养辅食、益智玩具、居家出行等 <b>各类自营商品</b> 。

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

2018~2020 年，电商平台销售额复合增速达 32%，占公司销售商品业务的比例逐年提升，由 2018 年的 4.6% 增至 2020 年的 6.7%，提升 2.1pct。根据订单来源将电商平台与线上下单门店发货的 O2O 订单，统一界定为线上订单，则重新计算的线上占比由 2018 年的 10.65% 上升至 2020 年的 30.79%。

除此之外，截至 2020 年末，孩子王 APP 已拥有超过 3300 万用户，月活跃用户数超 190 万人。2019 年，孩子王 APP 在 Trustdata 母婴电商类 APP 的排名位居第一；【孩子王小程序】累计用户约为 2800 万户，单日使用人数最高可达 60 万人。随着公司线上渠道的进一步投入，电商平台贡献的销售业绩有望持续增长。

图表 47 线上商品销售额 (含扫码购中 O2O, 单位: 亿元) 图表 48 线上商品销售额占比逐年提升



资料来源: 公司招股说明书, 华安证券研究所

资料来源: 公司招股说明书, 华安证券研究所

在销售端, 线上运营除了作为销售渠道的拓展以外, 还有一个重要的作用便是和线下形成联动。从公司的主要业务流程图来看, 线上线下联动主要体现在“引流”与“数据”的积累上。传统的销售模式是消费者走进店内接受销售人员的讲解对产品形成认知并作出是否购买的判断, 而线上各应用及渠道作为商品、服务的普及、宣传渠道之一, 能与消费者形成互动反馈, 及时对线下商品、活动等信息进行更新, 可以为线下引流的同时提升转化率。

图表 49 公司主要业务流程图



资料来源: 公司官网, 公司招股说明书, 华安证券研究所

### 3.3 打造三级仓储体系，构建数字化供应链平台

从公司主要业务流程图中可以看出，仓储/物流处于整个业务流程承上启下的环节——上承供应商/采购管理，下启店铺、触及消费者。因此，对“上承”需考虑提升存货周转效率、降低商品安全损耗；对“下启”需要注意货品运送的时效性。

公司目前已经建立了“三级仓储体系”——中央仓 (CDC)、区域仓 (RDC) 和城市中心仓 (FDC)。截至 2020 年末，公司已建立 1 个全自动化中央仓、4 个核心区城仓、15 个城市中心仓采取层层下放、分级仓储的方式，有效地提升了全国范围产品配送的快速响应能力和服务水平。

图表 50 公司三级仓储体系

类型	层级	数量及布局城市	运营方式	定位
中央仓 (CDC)	一级	1 个 (南京)	自建自营	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 (RDC)	二级	4 个 (武汉、成都、天津、佛山)	租赁、派驻管理人员	具备较强的辐射能力和库存储备能力，仓储面积在 2000~8000 平方米，主要负责向指定区域范围的城市仓以及部分无区域仓覆盖的门店进行配送，一般保证一周配送 3 次；
城市中心仓 (FDC)	三级	15 个 (盐城、郑州、淮安、扬州、昆山、重庆、合肥、杭州、芜湖、青岛、西安、长沙、阜阳、济南、江阴)	第三方外包服务	城市中心仓以城市和区域为中心，负责就近完成该区域的支线仓配业务，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。

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

备注：公司自 2020 年上半年开始采用部分自营、部分外包的形式运营

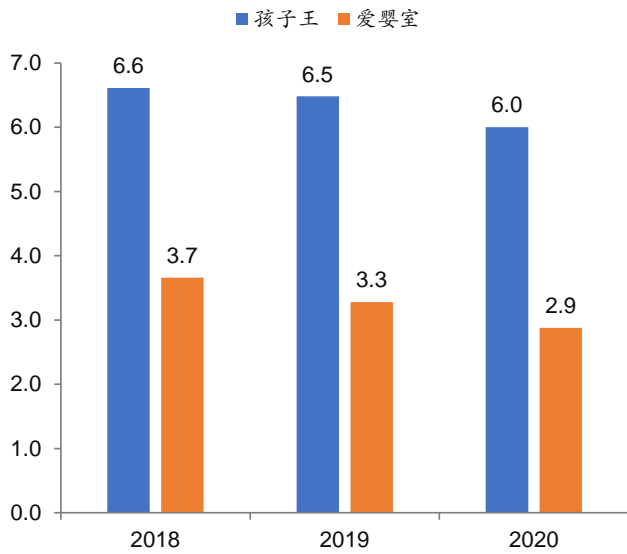
图表 51 三级仓储体系运营形式



资料来源：公司官网，公司招股说明书，华安证券研究所

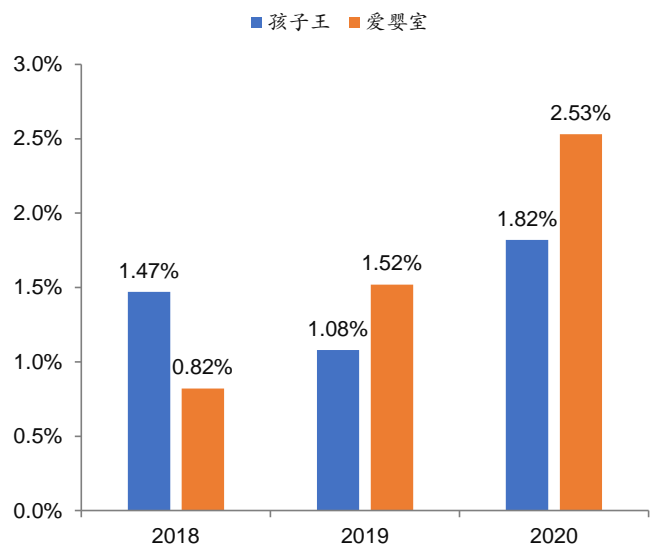
公司已构建数字化供应链平台，根据前端业务系统收集并反馈的采购、销售数据进行分析、预测和计划，优化调整各层级仓储及门店库存，以优化存货周转效率。2018~2020 年，公司存货周转率保持 6.0 次及以上，高于可比公司水平。

图表 52 公司存货周转率水平



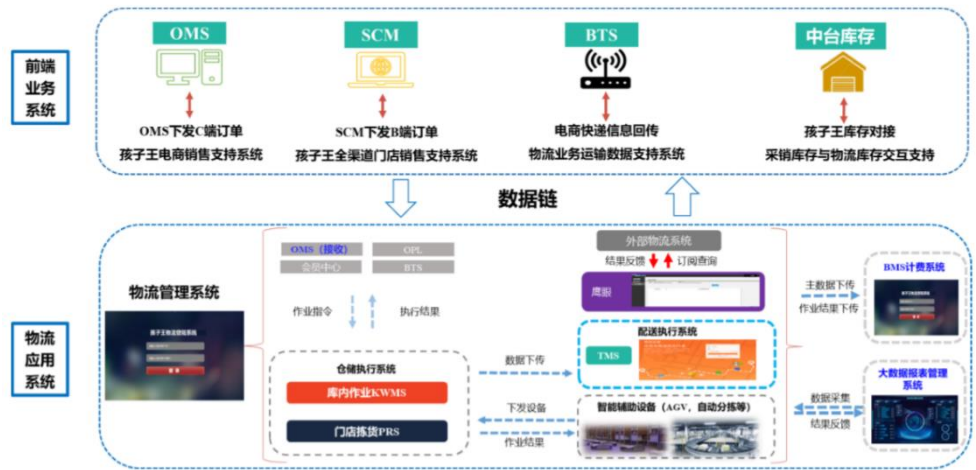
资料来源: wind, 公司招股说明书, 华安证券研究所

图表 53 公司存货跌价准备计提比例



资料来源: wind, 公司招股说明书, 华安证券研究所

图表 54 公司构建数字化供应链平台通过数据链连接前端业务系统及物流应用系统



资料来源: 公司官网, 公司招股说明书, 华安证券研究所

### 3.4 以消费者为本, 会员模式增加具备粘性的私域流量

通过多年深耕会员关系管理, 公司已经建立了对会员的一套完善的闭环管理体系, 围绕“经营顾客关系”进行, 涉及“会员获取、会员互动、会员分类、会员增值和会员评估”五个方面。

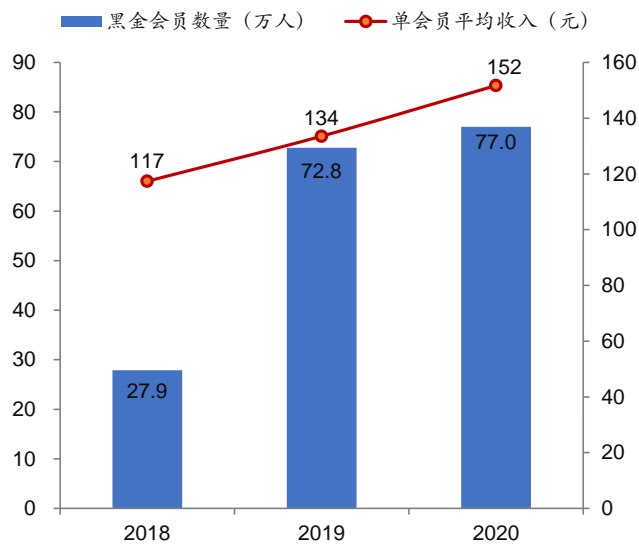
图表 55 公司会员关系管理的五个方面

方面	内容
会员获取	公司以孕妇和新生儿为重点对象，打造全方位、多元化的会员获取方式。例如：公司通过深入门店周边 3-5 公里社区、公园、医院等进行会员互动及拓展，等等。此外，公司不断加强会员的全渠道认知，通过线上线下相互引流，提高会员的有效获取。
会员互动	公司围绕 1~6 岁亲子家庭的成长互动需求，结合会员的年龄阶段设计开发了数十个互动产品，打造了一个涵盖孕期教育、科学育儿、趣味游戏、亲子互动、健康比赛等多种类别的会员互动体系。
会员分类	公司从消费、互动和服务三个维度进行会员成长值的构建，将会员分类为 L0-L8 九个等级，日常运营中通过不同的成长值增长路径，提升高等级会员占比，加强会员产值。
会员增值	为进一步深耕会员体系、升级会员运营，公司于 2018 年 5 月正式推出（2017 年试行）付费产品——黑金 PLUS 会员，围绕孕妇与婴幼儿两大目标用户以及差异化需求，推出了孕享卡（399 元/年）和成长卡（199 元/年）两类。通过将会员与品牌商深度绑定，全面渗透用户日常生活场景，为会员提供从商品到服务的一站式育儿成长解决方案。
会员评估	公司基于大数据挖掘与分析，建立了会员全生命周期下的数字化运营体系。

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

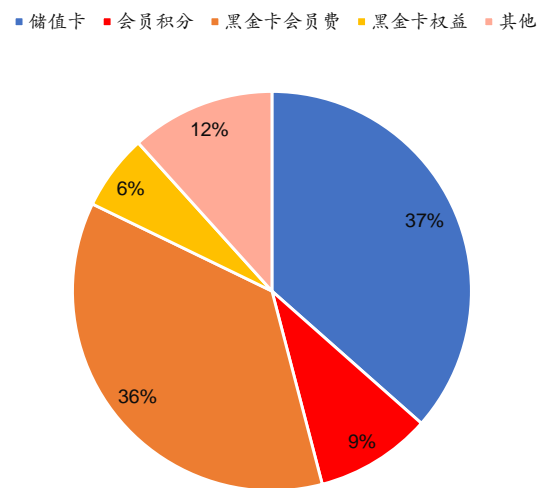
公司始终坚持塑造自身会员经济优势，随着零售行业由流量经济、规模经济向深度挖掘“单客产值”的模式转变，公司也进一步强化在会员管理及服务等方面的能力。一方面，公司根据不同的会员等级，提供个性化服务，相比于“一刀切统一服务”而言，这种“因材施教”更能为消费者接受并认可。另一方面，公司于 2018 年正式推出付费会员——黑金 PLUS 会员，可以视为在细分会员的基础上对其进行更深层的绑定。截至 2020 年末，公司累计黑金会员规模超过 70 万人，单客年产值达到普通会员的 10 倍左右。

图表 56 期末黑金会员数量（万人）



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

图表 57 公司合同负债构成（2020 年末）



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

## 4 盈利预测及投资建议

### 4.1 盈利预测

公司业务主要为母婴商品销售、母婴服务、供应商服务、广告服务、平台服务及其他。

**(1) 母婴商品销售:**增长来源于成熟店收入提升+新开店增量贡献+线上渠道拓展(其中,扫码购含 O2O 模式)。线下新开门店存在培育期,因此在做增量估算的时候要考虑新店到成熟的过渡期;

**(2) 母婴服务:** 大店模式使得线下门店成为母婴服务的天然引流入口,对应的消费者具有较强的转化率,因此母婴服务的预测我们结合(1)中对销售的预测一并考虑;

**(3) 供应商服务:** 主要围绕品牌推广宣传与数字化服务进行,该业务增长主要基于和供应商长期的合作,通过线下活动冠名、会员开发以及提供协同平台开展;

**(4) 广告服务:** 线下广告服务主要通过门店展位和相关推广活动组织、线上广告服务则是基于思想传媒与腾讯的合作关系,通过腾讯的广点通系统、微信公众平台广告服务系统、品牌排期广告系统等为用户宣传、推广产品,或是在孩子王 APP、微信公众号、小程序投放数字/视频广告。需考虑品牌对线下成熟店的粘性 & 新开店对品牌宣传的力度,以及线上投入等因素。

**(5) 平台服务:** 平台的打造,更像是跨出“母婴产业链及周边联盟”的第一步,公司通过线上线下获取了大量具备消费能级及消费意向的精准私域流量,可对平台周边品类及合作商户进行引流。

图表 58 盈利预测业务拆分表 (单位:百万元)

业务		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
母婴商品	收入	7410.8	7386.4	8526.2	10697.2	13509.5
	同比	20.5%	-0.3%	15.4%	25.5%	26.3%
母婴服务	收入	263.7	221.9	264.3	320.9	418.8
	同比	46.1%	-15.9%	19.1%	21.4%	30.5%
供应商服务	收入	421.2	518.8	622.4	748.8	945.7
	同比	72.9%	23.2%	20.0%	20.3%	26.3%
广告服务	收入	55.9	70.8	93.8	119.8	154.0
	同比	65.4%	26.6%	32.5%	27.7%	28.5%
平台服务	收入	-	82.4	115.3	161.5	226.1
	同比	-	-	40.0%	40.0%	40.0%
其他	收入	90.9	75.2	97.7	127.1	165.2
	同比	49.9%	-17.3%	30.0%	30.0%	30.0%
合计	收入	8242.5	8355.4	9719.8	12175.3	15419.2
	同比	23.6%	1.4%	16.3%	25.3%	26.6%

资料来源:公司公告,华安证券研究所

### 4.2 投资建议

公司在母婴行业深耕多年,形成了特有的“商品+服务+社交”的商业模式。线下门店成为多元服务业务拓展的天然引流渠道,在母婴产品销售的基础上,公司采取

育儿顾问的形式拓客的同时，增加客户黏性及活跃度，有利于单客创收的提升。数字化赋能调动员工积极性，单员工深度覆盖客户数增加，变相“降本提效”。我们预计公司 2021~2023 年 EPS 分别为 0.39、0.50、0.65 元/股，对应当前股价 PE 分别为 50、39、30 倍。首次覆盖，予以“买入”评级。

## 风险提示：

### 经济增长和消费水平下降的风险

面对人口红利逐步减退，若消费升级不及预期或消费水平下降，将带来母婴商品市场需求减少的风险。

### 新建门店扩张和发展不及预期的风险

公司计划未来 3 年新建门店 300 家，若新店开业数量不及预期或培育周期过长，使得线下门店收入增长存在不确定性的风险。

### 行业竞争加剧的风险

若公司所处行业竞争超预期加剧，将导致收入端增速出现波动且成本端出现上涨的可能，可能出现利润率下行的风险。

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	4132	4575	5453	6620	<b>营业收入</b>	8355	9720	12175	15419
现金	2031	2236	2788	3527	营业成本	5805	6782	8478	10597
应收账款	61	61	79	101	营业税金及附加	23	27	38	48
其他应收款	83	108	123	161	销售费用	1618	1944	2435	3130
预付账款	51	76	89	111	管理费用	386	437	548	771
存货	941	1130	1409	1756	财务费用	49	0	0	0
其他流动资产	964	964	964	964	资产减值损失	-7	0	0	0
<b>非流动资产</b>	891	1251	1662	2116	公允价值变动收益	14	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	53	59	74	94
固定资产	450	784	1174	1591	<b>营业利润</b>	481	522	666	865
无形资产	104	156	217	282	营业外收入	4	0	0	0
其他非流动资产	337	311	271	243	营业外支出	4	0	0	0
<b>资产总计</b>	5023	5826	7115	8736	<b>利润总额</b>	481	522	666	865
<b>流动负债</b>	2688	2958	3705	4624	所得税	90	98	125	162
短期借款	88	88	88	88	<b>净利润</b>	391	424	541	702
应付账款	1081	1351	1672	2078	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	1518	1519	1944	2458	<b>归属母公司净利润</b>	391	424	541	702
<b>非流动负债</b>	245	245	245	245	EBITDA	651	574	726	929
长期借款	216	216	216	216	EPS (元)	0.00	0.39	0.50	0.65
其他非流动负债	29	29	29	29					
<b>负债合计</b>	2932	3202	3950	4869					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	979	1088	1088	1088					
资本公积	545	545	545	545					
留存收益	566	990	1531	2234					
归属母公司股东权益	2090	2623	3165	3867					
<b>负债和股东权益</b>	5023	5826	7115	8736					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	868	451	952	1167	<b>成长能力</b>				
净利润	391	424	541	702	营业收入	1.4%	16.3%	25.3%	26.6%
折旧摊销	190	51	60	64	营业利润	2.0%	8.6%	27.6%	29.8%
财务费用	22	0	0	0	归属于母公司净利	3.6%	8.5%	27.6%	29.8%
投资损失	-53	-59	-74	-94	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	318	31	422	491	毛利率 (%)	30.5%	30.2%	30.4%	31.3%
其他经营现金流	73	396	122	214	净利率 (%)	4.7%	4.4%	4.4%	4.6%
<b>投资活动现金流</b>	-197	-355	-400	-428	ROE (%)	18.7%	16.2%	17.1%	18.2%
资本支出	-208	-414	-474	-522	ROIC (%)	15.6%	14.4%	15.6%	16.8%
长期投资	-50	0	0	0	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	61	59	74	94	资产负债率 (%)	58.4%	55.0%	55.5%	55.7%
<b>筹资活动现金流</b>	-18	109	0	0	净负债比率 (%)	140.3%	122.1%	124.8%	125.9%
短期借款	12	0	0	0	流动比率	1.54	1.55	1.47	1.43
长期借款	-3	0	0	0	速动比率	1.17	1.14	1.07	1.03
普通股增加	0	109	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	1.66	1.67	1.71	1.76
其他筹资现金流	-27	0	0	0	应收账款周转率	137.59	158.52	153.63	152.23
<b>现金净增加额</b>	650	204	552	739	应付账款周转率	5.37	5.02	5.07	5.10
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.40	0.39	0.50	0.65
					每股经营现金流薄)	0.89	0.41	0.87	1.07
					每股净资产	2.13	2.41	2.91	3.55
					<b>估值比率</b>				
					P/E	0.00	50.20	39.33	30.31
					P/B	0.00	8.12	6.73	5.51
					EV/EBITDA	-2.64	33.77	25.91	19.46

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。