

## 固收点评 20230724

# 孩王转债：母婴零售龙头企业

关键词：#产能扩张

2023年07月24日

### 事件

- **孩王转债(123208.SZ)于2023年7月24日开始网上申购**：总发行规模为10.39亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于零售终端建设项目、智能化物流中心建设项目。
- **当前债底估值为91.99元，YTM为2.41%**。孩王转债存续期为6年，上海新世纪资信评估投资服务有限公司资信评级为AA/AA，票面面值为100元，票面利率第一年至第六年分别为：0.3%、0.5%、1.0%、1.5%、1.8%、2.0%，公司到期赎回价格为票面面值的110.00%（含最后一期利息），以6年AA中债企业债到期收益率3.87%（2023-07-21）计算，纯债价值为91.99元，纯债对应的YTM为2.41%，债底保护较好。
- **当前转换平价为96.73元，平价溢价率为3.38%**。转股期为自发行结束之日起满6个月后的第一个交易日至转债到期日止，即2024年01月29日至2029年07月23日。初始转股价11.63元/股，正股孩子王7月21日的收盘价为11.25元，对应的转换平价为96.73元，平价溢价率为3.38%。
- **转债条款中规中矩，总股本稀释率为7.44%**。下修条款为“15/30, 85%”，有条件赎回条款为“15/30、130%”，有条件回售条款为“30、70%”，条款中规中矩。按初始转股价11.63元计算，转债发行10.39亿元对总股本稀释率为7.44%，对流通盘的稀释率为12.67%，对股本摊薄压力较小。

证券分析师 李勇  
 执业证书：S0600519040001  
 010-66573671  
 liyong@dwzq.com.cn  
 证券分析师 陈伯铭  
 执业证书：S0600523020002  
 chenbm@dwzq.com.cn

### 相关研究

《青岛筹建债务纾困平台，市场信心重塑可期》

2023-07-24

《反脆弱：2023Q2可转债基金业绩表现及转债持仓分析》

2023-07-24

### 观点

- **我们预计孩王转债上市首日价格在114.47~127.53元之间，我们预计中签率为0.0031%**。综合可比标的以及实证结果，考虑到孩王转债的债底保护性较好，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在25%左右，对应的上市价格在114.47~127.53元之间。我们预计网上中签率为0.0031%，建议积极申购。
- **孩子王股份公司是一家数据驱动的、创新型母婴童全渠道服务商，是中国母婴童商品零售与增值服务的领导品牌**。公司致力于为准妈妈及0-14岁儿童提供衣、食、住、行、玩、教、学等购物及成长服务的综合解决方案。
- **2018-2022年公司营收波动下行，复合增速为6.31%**。2018年以来公司营收有所起伏，主要因为2022年以来，接触型消费恢复较慢，在一定程度上影响公司经营情况。2018-2022年整体复合增速为4.75%。2022年，公司实现营业收入85.20亿元，同比下降5.84%。与此同时，归母净利润近年持续下降，2018-2022年复合增速为-18.44%。2022年实现归母净利润1.22亿元，同比减少39.44%。
- **公司的主要营收构成变动较小，公司核心业务为母婴商品销售与服务，其他主营业务包括供应商、平台服务与广告收入**。2022年，公司主营业务收入占比99.21%，其中母婴商品销售收入占营业总收入87.04%，细分项包括母婴食品、衣物、纸尿裤等易耗品以及玩具等耐用品。
- **公司销售净利率和毛利率、销售费用率和管理费用率均保持下降，财务费用率增长幅度较大**。2018-2022年，公司销售净利率分别为4.14%、4.58%、4.68%、2.22%和1.41%，销售毛利率分别为30.11%、30.34%、30.53%、30.60%和29.91%。
- **风险提示**：申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

## 内容目录

1.转债基本信息 .....	4
2.投资申购建议 .....	5
3.正股基本面分析 .....	7
3.1 财务数据分析.....	7
3.2 公司亮点.....	9
4.风险提示 .....	11

## 图表目录

图 1:	2018-2023Q1 营业收入及同比增速 (亿元)	7
图 2:	2018-2023Q1 归母净利润及同比增速 (亿元)	7
图 3:	2020-2022 年营业收入构成	8
图 4:	2018-2023Q1 销售毛利率和净利率水平 (%)	9
图 5:	2018-2023Q1 销售费用率水平 (%)	9
图 6:	2018-2023Q1 财务费用率水平 (%)	9
图 7:	2018-2023Q1 管理费用率水平 (%)	9
图 8:	2021 年起公司黑金会员情况 (单位: 万人; %)	10
图 9:	2020 年起公司新开门店运营情况 (单位: 家; 万元)	11
表 1:	孩王转债发行认购时间表	4
表 2:	孩王转债基本条款	4
表 3:	募集资金用途 (单位: 万元)	5
表 4:	债性和股性指标	5
表 5:	相对价值法预测孩王转债上市价格 (单位: 元)	6

## 1.转债基本信息

表1: 孩王转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2023-07-20	刊登《募集说明书》及其摘要、《募集说明书提示性公告》、《发行公告》、《网上路演公告》
T-1	2023-07-21	网上路演; 原股东优先配售股权登记日;
T	2023-07-24	发行首日; 刊登《发行提示性公告》; 原股东优先配售认购日(缴付足额资金); 网上申购日(无需缴付申购资金);
T+1	2023-07-25	刊登《网上中签率及优先配售结果公告》; 进行网上申购摇号抽签
T+2	2023-07-26	刊登《中签号码公告》; 网上中签缴款日
T+3	2023-07-27	保荐机构(主承销商)根据网上资金到账情况确定最终配售结果和包销金额
T+4	2023-07-28	《刊登发行结果公告》; 向发行人划付募集资金

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

表2: 孩王转债基本条款

转债名称	孩王转债	正股名称	孩子王
转债代码	123208.SZ	正股代码	301078.SZ
发行规模	10.39 亿元	正股行业	商贸零售-专业连锁II-专业连锁III
存续期	2023 年 07 月 24 日至 2029 年 07 月 24 日	主体评级/债项评级	AA/AA
转股价	11.63 元	转股期	2024 年 01 月 29 日至 2029 年 07 月 23 日
票面利率	0.3%,0.5%,1.0%,1.5%,1.8%,2.0%.		
向下修正条款	存续期, 15/30, 85%		
赎回条款	(1) 到期赎回: 到期后五个交易日内, 公司将以本次可转债票面面值的 110% (含最后一期利息) 全部赎回 (2) 提前赎回: 转股期内, 15/30, 130%(含 130%); 未转股余额不足 3000 万元		
回售条款	(1) 有条件回售: 最后两个计息年度, 连续 30 个交易日收盘价低于转股价 70% (2) 附加回售: 投资项目实施情况出现重大变化, 且被证监会认定为改变募集资金用途		

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

表3: 募集资金用途 (单位: 万元)

项目名称	项目总投资	拟投入募集资金
零售终端建设项目	83270.24	76400.00
智能化物流中心建设项目	29413.18	27500.00
<b>合计</b>	<b>112683.42</b>	<b>103900.00</b>

数据来源: 募集说明书, 东吴证券研究所

表4: 债性和股性指标

债性指标	数值	股性指标	数值
纯债价值	91.99 元	转换平价 (以 2023/07/21 收盘价)	96.73 元
纯债溢价率 (以面值 100 计算)	8.71%	平价溢价率 (以面值 100 计算)	3.38%
纯债到期收益率 YTM	2.41%		

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**当前债底估值为 91.99 元, YTM 为 2.41%。**孩王转债存续期为 6 年,上海新世纪资信评估投资服务有限公司资信评级为 AA/AA,票面面值为 100 元, 票面利率第一年至第六年分别为: 0.3%、0.5%、1.0%、1.5%、1.8%、2.0%, 公司到期赎回价格为票面面值的 110.00% (含最后一期利息), 以 6 年 AA 中债企业债到期收益率 3.87% (2023-07-21) 计算,纯债价值为 91.99 元, 纯债对应的 YTM 为 2.41%, 债底保护较好。

**当前转换平价为 96.73 元, 平价溢价率为 3.38%。**转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日止, 即 2024 年 01 月 29 日至 2029 年 07 月 23 日。初始转股价 11.63 元/股, 正股孩子王 7 月 21 日的收盘价为 11.25 元, 对应的转换平价为 96.73 元, 平价溢价率为 3.38%。

**转债条款中规中矩。**下修条款为“15/30, 85%”, 有条件赎回条款为“15/30、130%”, 有条件回售条款为“30、70%”, 条款中规中矩。

**总股本稀释率为 7.44%。**按初始转股价 11.63 元计算, 转债发行 10.39 亿元对总股本稀释率为 7.44%, 对流通盘的稀释率为 12.67%, 对股本摊薄压力较小。

## 2.投资申购建议

**我们预计孩王转债上市首日价格在 114.47~127.53 元之间。**按孩子王 2023 年 7 月 21 日收盘价测算, 当前转换平价为 96.73 元。

1) 参照平价、评级和规模可比标的华兴转债 (转换平价 105.42 元, 评级 AA, 发行

规模 8.00 亿元)、奇正转债(转换平价 101.79 元, 评级 AA, 发行规模 8.00 亿元)、彤程转债(转换平价 95.78 元, 评级 AA, 发行规模 8.00 亿元), 7 月 21 日转股溢价率分别为 29.20%、23.26%、49.80%。

2) 参考近期上市的力合转债(上市日转换平价 99.50 元)、赫达转债(上市日转换平价 107.30 元)、明电转 02(上市日转换平价 103.05 元), 上市当日转股溢价率分别为 46.37%、25.91%、52.64%。

3) 以 2019 年 1 月 1 日至 2022 年 3 月 10 日上市的 331 只可转债为样本进行回归, 构建对上市首日转股溢价率进行预测的模型, 解释变量为: 行业转股溢价率( $x_1$ )、评级对应的 6 年中债企业债上市前一日的到期收益率( $x_2$ )、前十大股东持股比例( $x_3$ )和上市前一日中证转债成交额取对数( $x_4$ ), 被解释变量为上市首日转股溢价率。得出的最优模型为:  $y = -89.75 + 0.22x_1 - 1.04x_2 + 0.10x_3 + 4.34x_4$ 。该模型常数项显著性水平为 0.001 其余系数的显著性水平为 0.1、0.05、0.05 和 0.001。基于我们已经构建好的上市首日转股溢价率实证模型, 其中, 商贸零售行业的转股溢价率为 13.59%, 中债企业债到期收益为 3.87%, 2023 年一季报显示孩子王前十大股东持股比例为 71.16%, 2023 年 7 月 21 日中证转债成交额为 38,319,513,630 元, 取对数得 24.37。因此, 可以计算出孩王转债上市首日转股溢价率为 22.09%。

综合可比标的以及实证结果, 考虑到孩王转债的债底保护性较好, 评级和规模吸引力一般, 我们预计上市首日转股溢价率在 25%左右, 对应的上市价格在 114.47~127.53 元之间。

表5: 相对价值法预测孩王转债上市价格(单位: 元)

转股溢价率/正股价		20.00%	22.00%	25.00%	28.00%	30.00%
-5%	10.69	110.28	112.11	114.87	117.63	119.46
-3%	10.91	112.60	114.47	117.29	120.10	121.98
2023/07/21 收盘价	11.25	116.08	118.01	120.92	123.82	125.75
3%	11.59	119.56	121.55	124.54	127.53	129.52
5%	11.81	121.88	123.91	126.96	130.01	132.04

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

我们预计原股东优先配售比例为 71.35%。孩子王的前十大股东合计持股比例为 71.16% (2023/03/31), 股权较为集中。假设前十大股东 80%参与优先配售, 其他股东中有 50%参与优先配售, 我们预计原股东优先配售比例为 71.35%。

我们预计中签率为 0.0031%。孩王转债发行总额为 10.39 亿元, 我们预计原股东优先配售比例为 71.35%, 剩余网上投资者可申购金额为 2.98 亿元。孩王转债仅设置网上发行, 近期发行的祥源转债(评级 A+, 规模 4.60 亿元)网上申购数约 973.95 万户, 冠

可转债（评级 A，规模 4.00 亿元）948.62 万户，华设转债（评级 AA，规模 4 亿元）953.85 万户。我们预计孩王转债网上有效申购户数为 958.81 万户，平均单户申购金额 100 万元，我们预计网上中签率为 0.0031%。

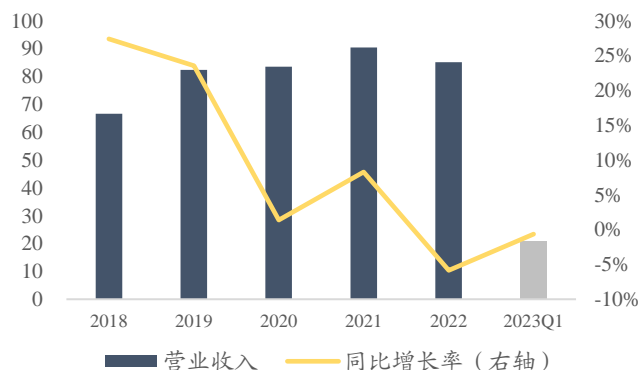
### 3.正股基本面分析

#### 3.1 财务数据分析

孩子王股份公司是一家数据驱动的、创新型母婴童全渠道服务商，是中国母婴童商品零售与增值服务的领导品牌。公司致力于为准妈妈及 0-14 岁儿童提供衣、食、住、行、玩、教、学等购物及成长服务的综合解决方案，并开创了以会员为核心资产的经营模式，通过线下实体门店、移动端 APP 与微信商城、PC 端官方商城等全渠道向目标用户群体提供母婴童商品零售、儿童游乐、母婴童服务、金融产品、原创内容及互动活动五大类产品和服务。

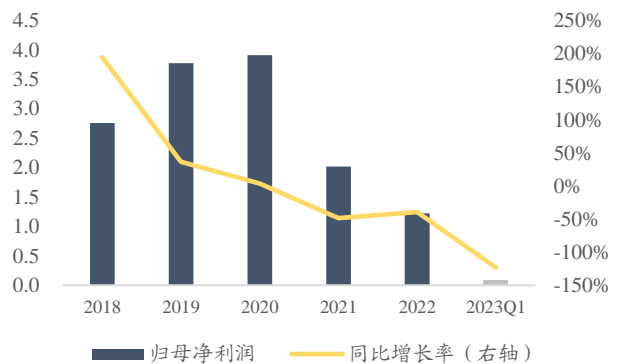
2018-2022 年公司营收波动下行，复合增速为 6.31%。2018 年以来公司营收有所起伏，2020 年因疫情爆发、公司门店出现暂停营业情况因此营业收入下降，2021 年有所恢复后 2022 年再次下降，主要因为 2022 年以来，接触型消费恢复较慢，在一定程度上影响公司经营情况。2018-2022 年整体复合增速为 4.75%。2022 年，公司实现营业收入 85.20 亿元，同比下降 5.84%。与此同时，归母净利润近年持续下降，2018-2022 年复合增速为 -18.44%。2022 年实现归母净利润 1.22 亿元，同比减少 39.44%。主要原因系部分地区门店出现暂停营业的情况，在短期内对公司的经营造成一定影响；且最近两年，公司门店数量陆续增加，运营成本随之增加，但由于上述新增门店运营时间较短，门店收入和盈利水平提升需要一定的时间，从而影响公司净利润水平。

图1：2018-2023Q1 营业收入及同比增速（亿元）



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

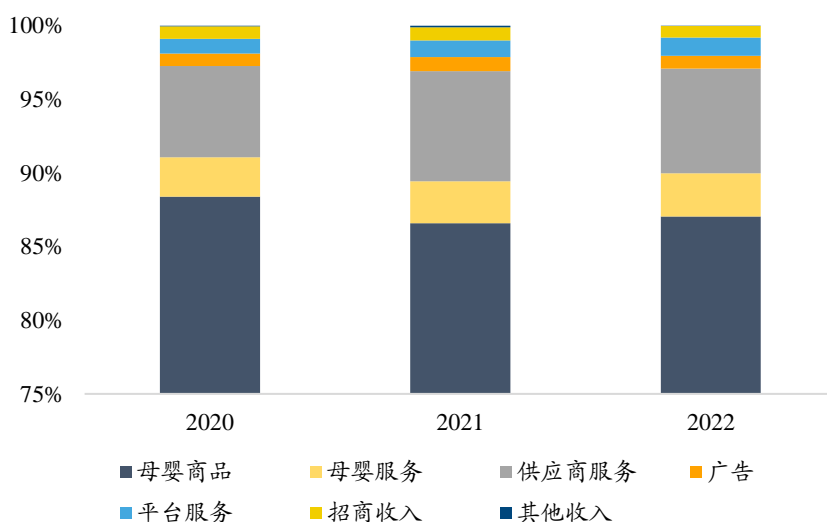
图2：2018-2023Q1 归母净利润及同比增速（亿元）



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

公司的主要营收构成变动较小，公司核心业务为母婴商品销售与服务，其他主营业务包括供应商、平台服务与广告收入。2022年，公司主营业务收入占比99.21%，其中母婴商品销售收入占营业总收入87.04%，细分项包括母婴食品、衣物、纸尿裤等易耗品以及玩具等耐用品。

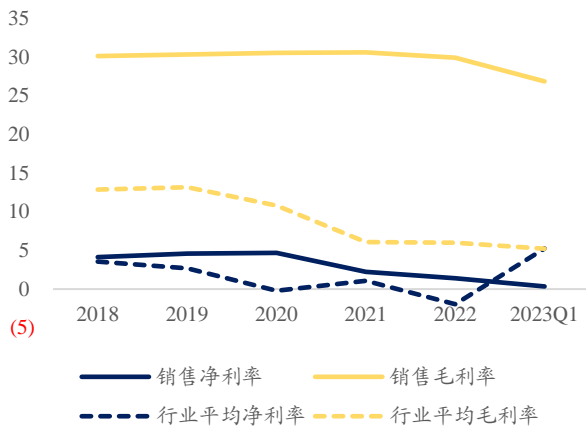
图3: 2020-2022年营业收入构成



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

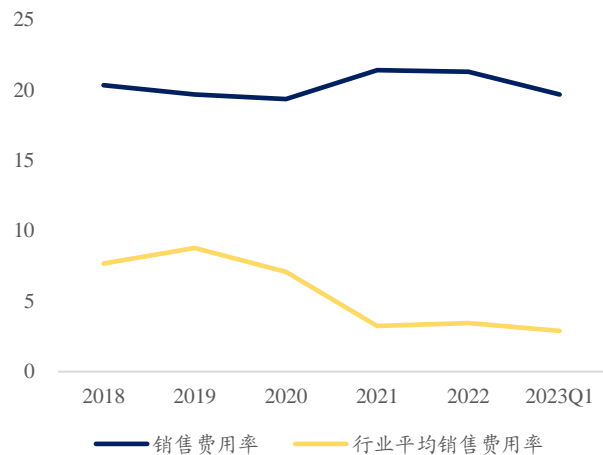
公司销售净利率和毛利率、销售费用率和管理费用率均保持下降，财务费用率增长幅度较大。2018-2022年，公司销售净利率分别为4.14%、4.58%、4.68%、2.22%和1.41%，销售毛利率分别为30.11%、30.34%、30.53%、30.60%和29.91%。公司净利率、毛利率下降主要由于行业竞争不断加剧；随着人口出生率下降，对母婴零售行业亦产生一定冲击；再加上随着公司门店规模的持续增加，折旧摊销等固定成本将同步增加，新租赁准则的执行形成的折旧费用和财务费用在租赁合同签署初期相对较高，进一步增加公司开店成本。

图4：2018-2023Q1 销售毛利率和净利率水平（%）



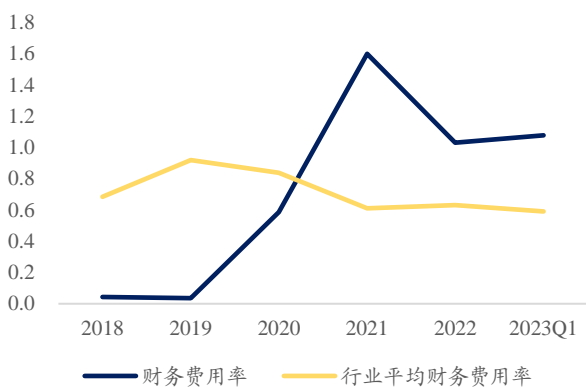
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：2018-2023Q1 销售费用率水平（%）



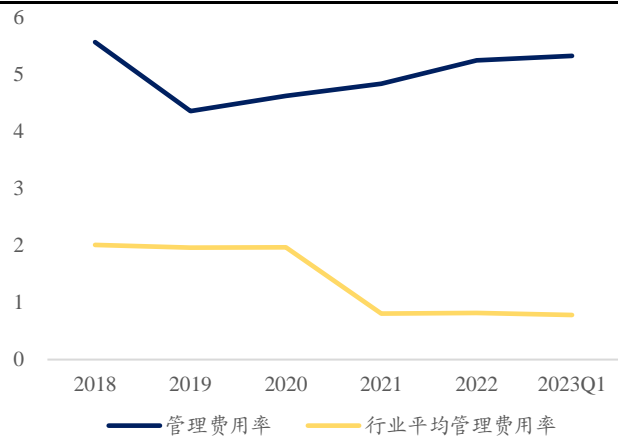
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2018-2023Q1 财务费用率水平（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：2018-2023Q1 管理费用率水平（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

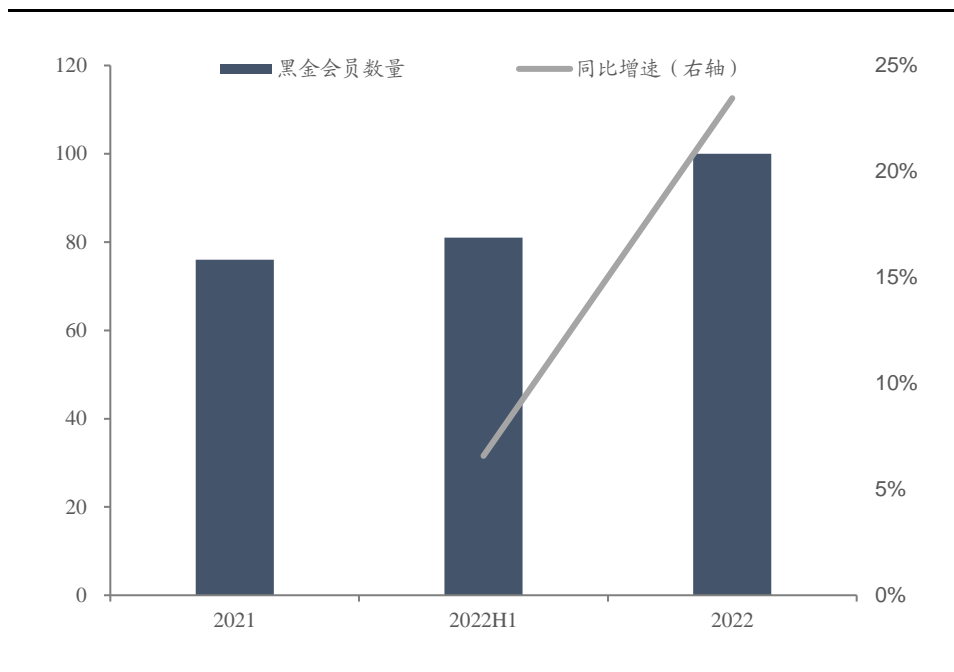
注：图 4-7 中的行业平均线，均是通过计算申万二级行业指数的各项费用和主营收入的比值，得到相应的费用率，而不是单个公司的相应费用率的加权平均，这种计算方法在行业集中度比较高的时候，可能会突出主营业务收入较大的公司的影响，弱化主营业务收入较小的公司的影响。

### 3.2 公司亮点

**深耕会员经济，提升顾客粘性。**公司充分发挥多年积累的营销经验、管理制度，创立的独特全渠道会员服务体系日益扩大，开创了育儿顾问模式，通过独特的服务模式——“提供套餐+解决方案+虚拟产品（专业的知识+情感的交互）”，满足会员家庭孕养及育儿方面的各项服务需求；此外，公司每年每个门店举办百余场孕妈妈、儿童互动活动，为亲子家庭构建了多样化的互动社区，进一步拉近了与会员的关系，增强会员用户的粘性。截至 2022 年末，公司累计黑金会员规模近 100 万人，单客年产值达到普通会员的

13 倍左右。

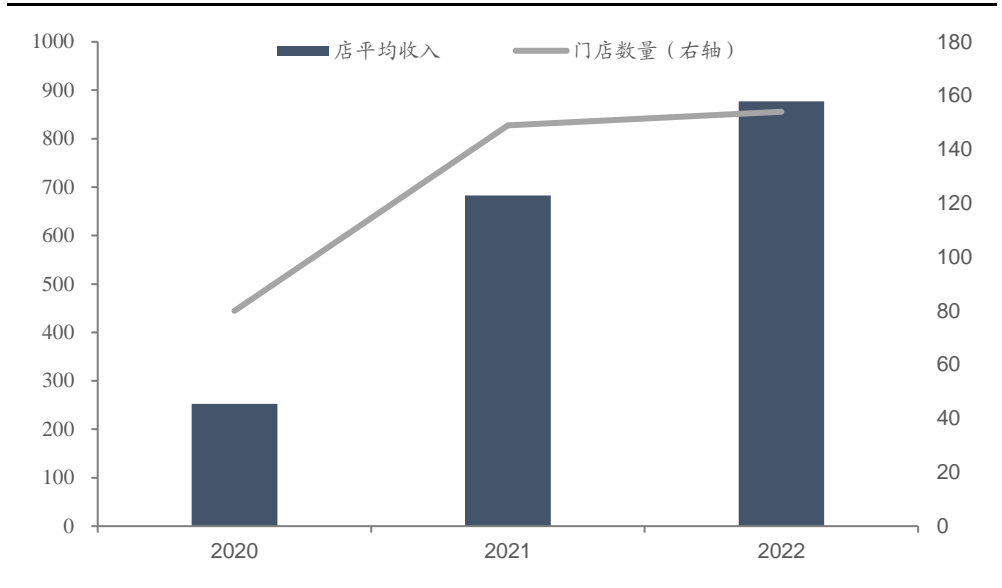
图8：2021 年起公司黑金会员情况（单位：万人；%）



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

**线下门店扩张迅速，线上平台多线布局，全渠道运营加深客户交互。**线下渠道方面，公司重点在全国二、三线城市布局，截至 2022 年末，公司已在 20 个省（市）开设了 508 家实体门店，实现了多区域覆盖，为消费者提供了便利的购买途径。近年来公司新开门店平均盈利周期有所延长。2020-2022 年，公司首次公开发行人“全渠道零售终端建设项目”净新开门店 154 家，随着新开门店运营时间增加，“全渠道零售终端建设项目”新开门店逐步减亏。如若保持当前运营势头，将驱动公司未来业绩快速回升。线上渠道方面，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“孩子王”APP 和微信小程序开展线上业务，同时，公司还在微信等社交平台上广泛布局，拓展销售途径，打造全新的品牌运营体系，并通过平台互动与消费者建立有效连接，拉近与消费者的距离，强化公司的品牌形象。随着线上线下的全渠道融合，公司建立了“无界+精准+数字化+服务化”的运营模式，为消费者提供多元化、全方位的服务。

图9：2020年起公司新开门店运营情况（单位：家；万元）



数据来源：Wind，募集说明书，东吴证券研究所

#### 4.风险提示

申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>