

专业连锁 II

报告日期：2023 年 10 月 31 日

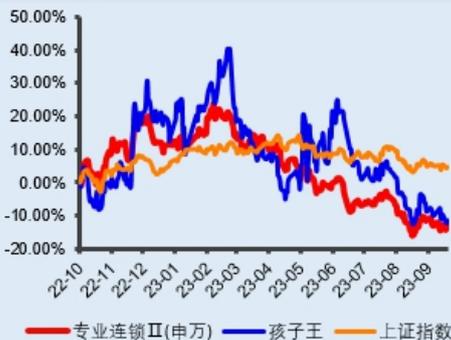
母婴行业龙头位置稳固，数字化赋能重塑增长曲线

——孩子王（301078.SZ）深度研究报告

华龙证券研究所

投资评级：增持（首次覆盖）

公司指数表现



市场数据（2023 年 10 月 31 日）

当前股价：8.63 元/股

总股本：11.12 亿股

总市值：95.97 亿元

今年最高价：15.50 元/股

研究员：姬志麒

执业证书编号：S0230521030008

邮箱：jizq@hlzqgs.com

请认真阅读文后免责条款

摘要（核心观点）：

独创基于“商品+服务+社交”的大店运营模式，深耕单客经济。公司是一家基于顾客关系经营的创新型亲子家庭全渠道服务提供商。围绕“全球优选差异化供应链+本地亲子成长服务+同城即时零售”策略定义新零售，通过“科技力量+人性化服务”，全渠道运营深度挖掘客户需求，通过大量场景互动，建立高粘度客户基础，奠定了重度会员制下单客经济模式的优势基础，以及母婴童产业智慧新生态的长足发展基础。创始人及核心管理层长期耕耘国内零售市场，行业经验丰富，经历十余年发展沉淀，公司已经成为中国母婴童零售行业的领导品牌。

政策叠加品质化需求重塑行业增长，龙头市占份额提升。住房、生育补贴、教育补贴、孕产检纳入医保、个税减免、育儿休假延长等鼓励生育政策有望逐步落地，育儿成本降低，出生人口边际有望获得改善；国内传统育儿消费观念已悄然发生变化，健康、个性化、品质化消费特征将进一步推高行业天花板，驱动行业规模扩容，预计 2025 年将达 4.68 万亿元；资金实力雄厚、盈利能力较强、渠道优势显著、品牌影响力大的品质化连锁公司逆势扩张，资源向头部集中效应凸显；下沉市场生育意愿更强，人口红利优势显著高于高线城市，并显现出相对消费升级趋势，有望带来结构性增长机会。

五大核心优势奠定行业绝对龙头位置，数字化赋能助推业绩迎来新增长曲线。公司深耕全场景单客经济模式构筑护城河，率先开创全年龄段儿童成长服务新业态，高 SKU 和多品类分区有效提高新客进店率和复购率，实现消费价值提升；重度会员模式管理，依托高品质商品和个性化专业化服务拉动会员增量，注册会员突破 8500 万，黑金会员数量破百万；瞄准同城本地化生活服务需求，以品牌影响力及大量会员资源为基础，积极打造母婴垂类平台服务生态矩阵，拓展服务边界，提升盈利能力；顺应多场景消费需求变化，数字化赋能全业务条线，实现线上线下融合发展，自建三级仓储物流体系实现即时零售，自主研发训练 KidsGPT，大幅提升消费体验，增强客户粘性；差异化供应链与自有品牌开发提升品牌竞争力，为未来公司加盟扩张市占份额奠定基础。

投资建议:核心竞争力驱动公司率先迈入行业成熟蜕变后的新赛道。公司中长期具备成长价值,相较行业竞争者具备一定估值溢价空间。预计公司 2023/2024/2025 年实现营业收入分别为 99.58/117.51/134.95 亿元,同比增长 16.87%/18.01%/14.84%;归母净利润分别为 2.17/3.92/5.16 亿元;EPS 分别为 0.20/0.35/0.46 元,对应 2023 年 10 月 31 日收盘价的 PE 分别为 44x/24x/19x。首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示:出生率下降超预期、经济增长不及预期、门店扩张不及预期、行业竞争加剧、业绩预测和估值判断不达预期。

盈利预测与财务指标

盈利预测简表

项目/年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8355.44	9048.88	8520.16	9957.94	11750.93	13494.81
增长率(%)	1.37%	8.30%	-5.84%	16.87%	18.01%	14.84%
归母净利润(百万元)	391.02	201.62	122.11	216.93	392.04	515.68
增长率(%)	3.61%	-48.44%	-39.44%	77.65%	80.73%	31.54%
每股收益 EPS(元)	0.35	0.18	0.11	0.20	0.35	0.46
市盈率(P/E)	24.00	46.55	76.86	44.24	24.48	18.61
市净率(P/B)	4.49	3.30	3.17	3.03	2.70	2.37

资料来源: iFind, 华龙证券研究所

内容目录

1. 深耕大店模式，龙头地位稳固.....	1
1.1. 一站式服务满足多元化需求，生态体系打造持续推进.....	1
1.2. 股权结构集中稳固，创始人及管理团队零售行业经验丰富.....	2
1.3. 主营收入边际出现改善，高毛利业务占比逐步提升.....	4
2. 政策叠加品质化需求重塑行业增长，龙头市占份额提升.....	6
2.1. 鼓励生育政策陆续出台，出生率下滑趋势有望缓解.....	6
2.2. 品质化消费特征驱动行业增长，市场规模扩容有望延续.....	8
2.3. 品牌与渠道奠定竞争优势，资源向头部集中效应凸显.....	11
3. 深耕全场景单客经济模式构筑护城河，打造母婴新生态贡献增量.....	13
3.1. 大店模式+单客经济，深度绑定客户价值.....	13
3.2. 深入本地化生活服务生态建设，拓展服务边界，提升盈利能力.....	18
3.3. 顺应多场景需求，线上线下全渠道一体化布局发展.....	19
3.4. 数字化赋能运营管理与仓储物流，降本增效显著.....	20
3.5. 差异化供应链与自有品牌开发提升品牌竞争力，奠定未来加盟基础.....	23
4. 盈利预测及投资建议.....	24
4.1. 核心假设与业务分拆盈利预测.....	24
4.2. 估值及投资建议.....	27
5. 风险提示.....	27

图目录

图 1：公司发展历程.....	2
图 2：公司股权结构（截至 2023 年 6 月 30 日）.....	2
图 3：公司营收及增速（亿元，%）.....	4
图 4：公司归母净利润及增速（亿元，%）.....	4
图 5：公司营收占比拆分（%）.....	5
图 6：公司综合毛利率及分业务毛利率.....	5

图 7: 中国出生人口及人口出生率 (万人, %)	6
图 8: 我国二孩生育率 (%)	6
图 9: 提升家庭生育意愿的主要内部因素	7
图 10: 提升家庭生育意愿的主要外部因素	7
图 11: 2020 年不同代际人群母婴消费占家庭收入比重	9
图 12: 2021 年母婴消费相对于上一年的变化	9
图 13: 2022 年中国妈妈认同的育儿理念	9
图 14: 中国母婴行业市场规模及预测 (万亿元)	9
图 15: 母婴家庭未来计划购买的 TOP10 品类 (2020)	10
图 16: 一二线及下沉市场出生人口占比	10
图 17: 不同级别城市各价位段奶粉销售额增速	10
图 18: 2021 年各地区出生率 (%)	10
图 19: 2022 年国内婴童食品及服装市场的 CR3/CR5 与日本、美国、香港等市场的比较	12
图 20: 孩子王商业模式	14
图 21: 孩子王线下门店功能布局	14
图 22: 孩子王门店数量 (家)	16
图 23: 国内中大童 (5-14 岁) 人群占比 (万人)	16
图 24: 公司注册会员人数 (万人)	18
图 25: 公司黑金会员人数 (万人)	18
图 26: 公司会员收入与非会员收入 (亿元)	18
图 27: 公司消费会员客单价 (元/人)	18
图 28: 2016-2025 年中国母婴用品消费线上线下占比	20
图 29: 孩子王公司线上销售收入及占比 (亿元, %)	20
图 30: 孩子王数字化系统	22
图 31: 公司自动补货系统	23
图 32: 孩子王与爱婴室存货周转天数对比 (天)	23

表目录

表 1: 公司核心管理层简介.....	3
表 2: 我国主要生育政策.....	7
表 3: 地方出台的生育相关配套措施.....	8
表 4: 国内主要母婴专营连锁店基本情况.....	13
表 5: 孩子王会员权益梳理.....	17
表 6: 公司平台服务收费标准.....	19
表 7: 孩子王业务分拆收入及毛利率预测.....	26
表 8: 可比公司业绩预测与估值.....	27
表 9: 公司财务报表及预测 (单位: 百万元)	29

1. 深耕大店模式，龙头地位稳固

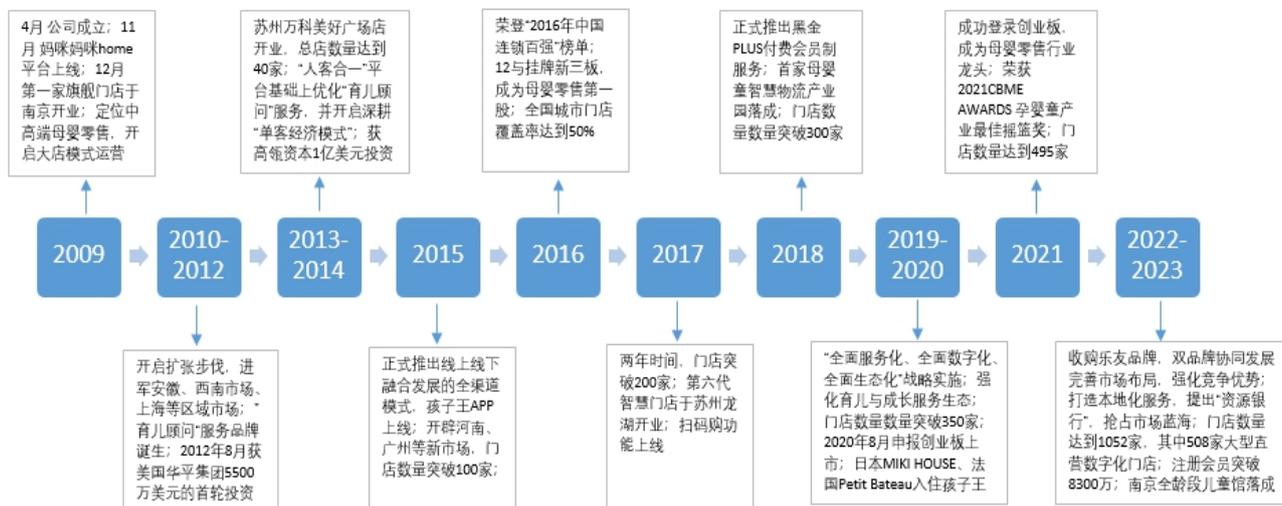
1.1. 一站式服务满足多元化需求，生态体系打造持续推进

运营模式创新与数字化赋能发展奠定公司行业龙头地位，核心竞争优势显著。孩子王创立于2009年，总部位于江苏南京，公司主要从事母婴商品零售及增值服务，是一家数据驱动的，基于顾客关系经营的创新型亲子家庭全渠道服务提供商，主营业务主要涵盖母婴商品销售、母婴服务、供应商服务、广告业务、平台服务等。公司深耕母婴零售行业，并独创“商品+服务+社交”的大店运营模式，为准妈妈和0-14岁婴童提供一站式购物及全方位成长服务，满足其衣、食、住、行、用、玩、教等多元化需求。近年来，孩子王围绕“全球优选差异化供应链+本地亲子成长服务+同城即时零售”策略定位，聚焦“深耕会员、全渠道经营、全球优选差异化供应链、本地生活、全域营销、新项目”六大战略路径，打造全年龄段儿童生活馆，同时强化同城运营，构建同城服务联盟，并推出KidsGPT智能育儿顾问，不断提升用户的服务体验。公司通过“科技力量+人性化服务”，全渠道运营深度挖掘客户需求，通过大量场景互动，建立高粘度客户基础，奠定了重度会员制下单客经济模式的优势基础，以及母婴童产业智慧新生态的长足发展基础。

经历十余年发展沉淀，公司已经成为中国母婴童零售行业的领导品牌。2009年，公司第一家面积超6000平米的线下门店在南京开业，目前已打造成全国首家全年龄段儿童生活馆；2010年，公司与大型购物中心开展深度战略合作，开启全国门店扩张步伐，先后入住安徽、重庆、浙江、山东等城市；2015年，公司逐步布局线上渠道，上线了第一版APP商城，目前已经构建了APP、小程序、私域社群、微商城、直播等多场景的C端平台，真正实现了线上线下融合发展的全渠道运营模式，而且随着公司数字化发展持续深入，目前已经形成了“无界+精准+数字化+服务化”的运营模式；2016年12月，公司挂牌新三板；2021年，公司成功登陆创业板，并迅速发展为母婴零售行业龙头企业；2023年收购乐友，完善区域布局，

双品牌协同发展提升规模效应。

图 1：公司发展历程

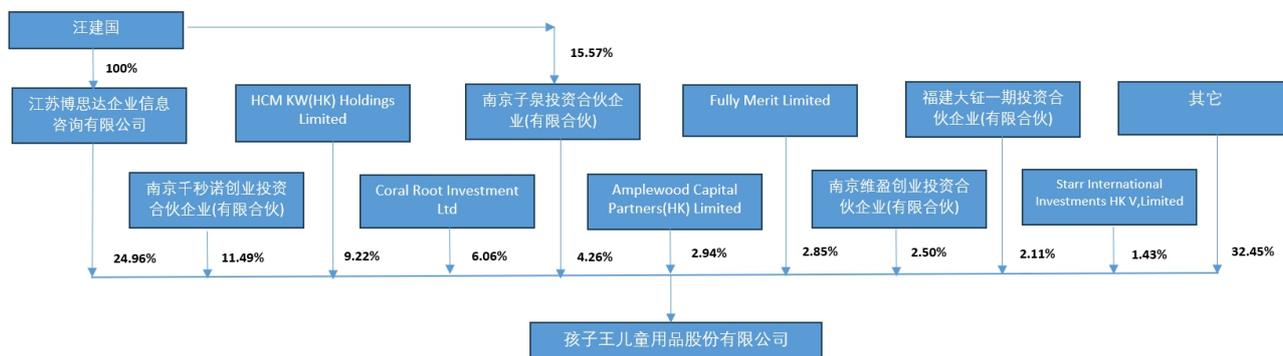


资料来源：公司招股说明书，公司公告，华龙证券研究所

1.2. 股权结构集中稳固，创始人及管理团队零售行业经验丰富

公司创始人为公司实际控制人，创始人及一致行动人持股 40.71%，股权结构相对集中稳定。截至 2023 年中报，创始人汪建国通过其全资控股持有的江苏博思达及其一致行动人南京千妙诺与南京子泉直接和间接分别持有公司 24.96%、11.49%、4.26%的股权，合计持有 40.71%的股权。

图 2：公司股权结构（截至 2023 年 6 月 30 日）



资料来源：公司公告，华龙证券研究所

创始人及核心管理层长期耕耘国内零售市场，行业经验丰富。创始人汪建国于 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。其后创立了孩子王、汇通达、好享家等企业。其创立的五星电器并列于当时电器零售行业三巨头的位置,与阿里巴巴战略合作创立的“农村淘宝”汇通达于2022年2月在港交所上市,与原五星电器核心管理层成员徐卫红共同创立的孩子王已发展成母婴行业绝对龙头,并独创经营模式,深耕大店与单客经济模式,数字化赋能打造母婴童行业全新生态体系,引领行业发展。创始人具备深厚的零售行业经验及资源,总经理徐卫红先生作为联合创始人,对母婴零售行业有着独到认识及前瞻性认识,其余高管层均在各自领域从业多年,资历雄厚。稳定与具备丰富经验的高管团队将助推公司中长期发展战略有效执行,为公司长效、稳健增长奠定基础。

表 1: 公司核心管理层简介

姓名	职位	履历
汪建国	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。
徐卫红	董事, 总经理	曾于2001年至2009年历任江苏五星电器有限公司店长、分公司总经理、市场总监、总裁助理;2009年至2012年任江苏孩子王实业有限公司董事及总经理;2012年6月参与创立公司,现任公司董事及总经理。
蔡博	董事, 副总经理及财务总监	曾于2005年至2010年任卡特彼勒中国投资有限公司财务主管、财务经理;2010年至2017年任宁波均胜电子股份有限公司财务经理、财务副总监;2017年至2019年任西陇科学股份有限公司财务总监;2019年至2021年任杭州贝咖实业有限公司财务总监;现任公司董事、副总经理及财务总监。
侍光磊	副总经理及董事会秘书	历任安徽海螺水泥股份有限公司子公司财务负责人、子公司副总会计师、财务部部长助理、浙江区域管理委员区域委员、董事会秘书室主任,并于2021年7月至2022年4月,担任中国西部水泥有限公司非执行董事;2022年4月进入本公司工作,现任公司副总经理、董事会秘书。

资料来源:公司公告,华龙证券研究所

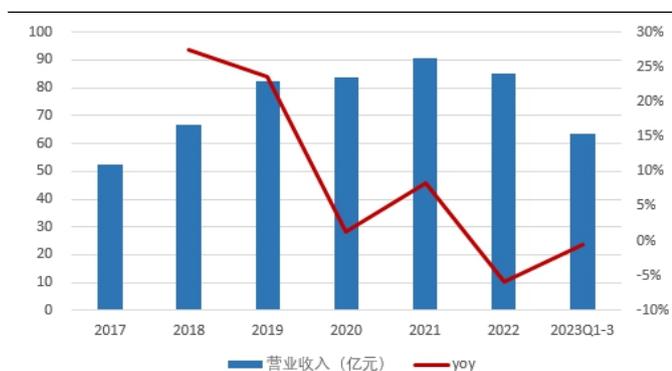
实施股权激励政策,核心骨干深度绑定,彰显公司发展信心。公司于2022年10月公布限制性股权激励计划,激励对象包括副总经理2人、核心技术骨干401人,授予价格为5.42元/股,将授予总权益3639.53万股。本次股权激励考核目标为以2022年为基数,2023-2025年净利润

增速分别不低于 50%/80%/120%。此次股权激励计划主要参与者为公司管理层及核心骨干人员，有利于激发组织活力，稳定优秀的管理团队，助力公司长期稳定发展。

1.3. 主营收入边际出现改善，高毛利业务占比逐步提升

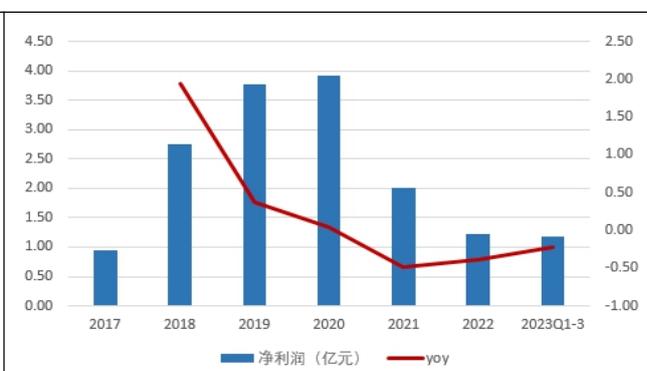
营收增速仍然承压，利润恢复正增长。2023Q1-Q3，公司实现营收 63.47 亿元，同比下降 0.58%；归母净利润 1.17 亿元，同比下降 22.95%，扣非归母净利润 8565.01 万元，同比下降 24.24%；其中，前三季度因实施股权激励产生股份支付金额 7201.06 万元，若剔除可转债利息支出及股份支付费用的影响，公司实现归母净利润 1.86 亿元，同比增长 22.42%，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 1.55 亿元，同比增长 36.68%。2023Q3，公司实现营收 21.88 亿元，同比增长 8.81%，环比增长 6.0%，单季度收入环比增速由 Q2 的-1.6%转正为 6%；归母净利润 0.47 亿元，同比下降 44.12%；若剔除可转债利息支出及股份支付费用的影响，公司实现归母净利润 0.69 亿元，同比下降 19.00%。就营收方面而言，2017-2022 年公司营收从 52.35 亿元增长至 85.20 亿元，CAGR 达 10.2%，而单从 2018-2019 年来看，营收增速分别达到 27.4%、23.6%。分业务来看，2023H1 公司母婴商品营收 35.9 亿元，同比减少 6.5%，母婴服务 1.5 亿元，同比增长 25.3%。

图 3：公司营收及增速（亿元，%）



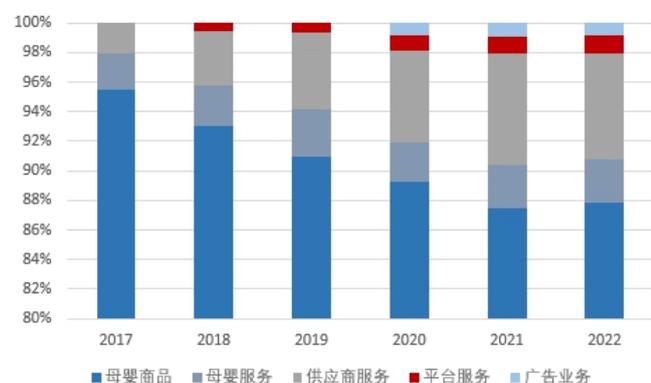
数据来源：iFinD, 华龙证券研究所

图 4：公司归母净利润及增速（亿元，%）



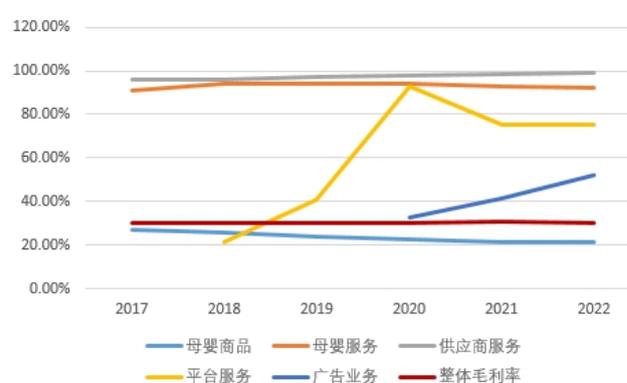
数据来源：iFinD, 华龙证券研究所

图 5：公司营收占比拆分（%）



数据来源：iFinD, 华龙证券研究所

图 6：公司综合毛利率及分业务毛利率



数据来源：iFinD, 华龙证券研究所

整体盈利能力相对稳定，具备高毛利水平的增值业务占比持续提升。公司主要业务有母嬰商品、母嬰服务、供应商服务、广告业务、平台服务等，母嬰商品销售为主要营收贡献来源，占比从 2017 年的 94.6% 下滑至 2023H1 的 86.42%。母嬰服务业务为配套增值服务，占比从 2.4% 提升至 2023H1 的 3.6%；供应商服务是公司给供应商提供的会员开发、互动活动冠名、商品推广等服务收取的费用，占比从 2.0% 提升至 2023H1 的 7.4%。从毛利率水平来看，2017-2022 年公司整体毛利率基本稳定保持在 30% 左右，业务拆分来看，服务类业务毛利率显著高于商品销售类业务。其中，商品销售毛利率小幅下行，主要是新开店爬坡期各项运营成本增加所致，供应商服务毛利率最高，2022 年为 98.8%，母嬰服务毛利率次之，为 91.93%，平台服务 75.28%，母嬰商品毛利率为 21.1%。整体而言，公司作为母嬰童零售行业龙头，已步入多元化业务发展阶段，后期随着全龄段儿童生活馆全面布局加速，叠加公司自研 KidsGPT+ 数字化赋能，以及本地化同城服务生态圈加持之下，商品销售业务稳步增长，增值服务有望贡献公司第二业绩增长曲线。

持续提高组织效率，大力实施降本增效，主要费用持续下降。2023 年上半年总费用率 25.3%（剔除股权激励费用），同比下降 2.8 个百分点。用工费用、租赁费用等同比均呈现下降趋势，其中，用工费用（不包含股

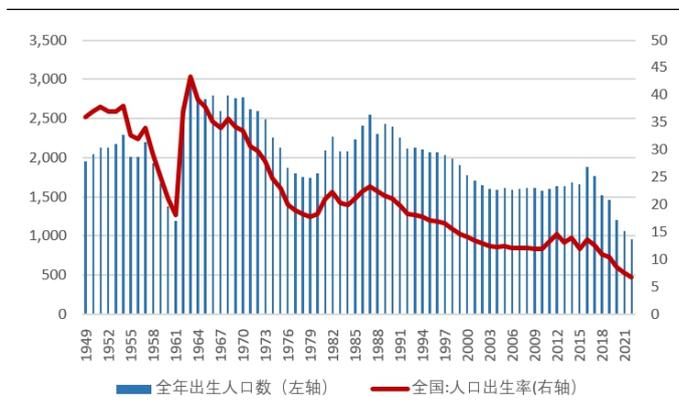
权激励费用) 同比下降 16.6%，租赁费用同比下降 9.2%。

2. 政策叠加品质化需求重塑行业增长，龙头市占份额提升

2.1. 鼓励生育政策陆续出台，出生率下滑趋势有望缓解

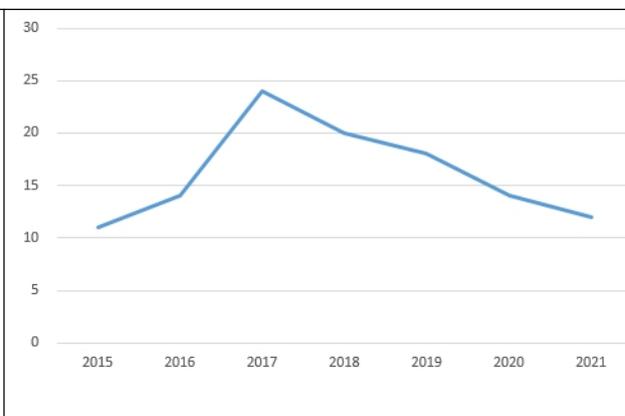
三孩配套政策陆续出台，良性生育环境渐进改善。母婴行业的主要客群为孕产妇和 0-14 岁婴童，因此国内新生儿出生率与行业需求空间联系紧密。据统计局数据，2016 年我国新生人口数量达到近年来的峰值 1883 万人，随后在生育观念、生育压力及婚育年龄延迟的背景下，人口出现下滑走势。但是从政策出台节奏来看，2013 年单独二孩政策及 2015 年全面二孩政策落地后，出生人口下滑边际改善明显，说明政策效果显著。特别是 2016 年，人口出生率达到 13.75%，二孩生育率同比提升 0.2pct 至 1.4%。2021 年三孩政策及配套支持措施落地，出生人数减幅较 2020 年明显收窄。

图 7：中国出生人口及人口出生率（万人，%）



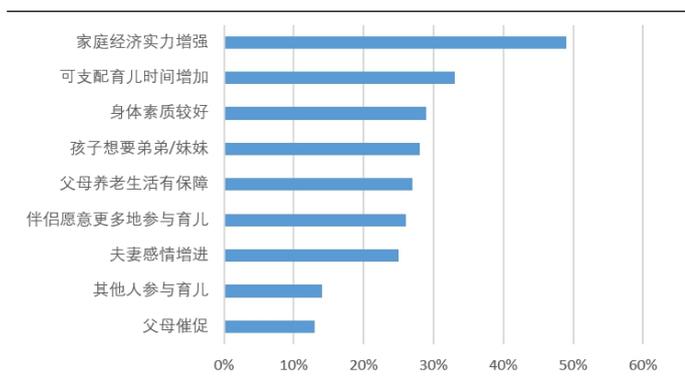
数据来源：iFinD, 华龙证券研究所

图 8：我国二孩生育率 (%)



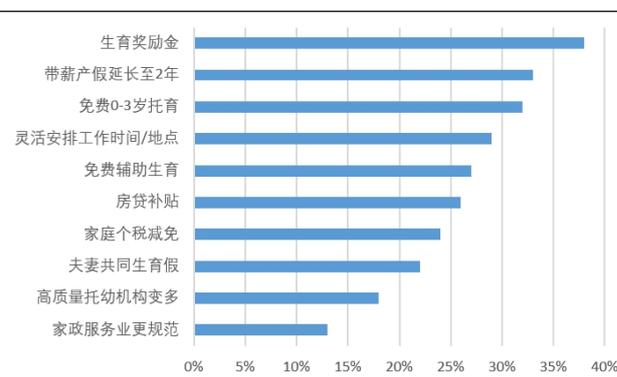
数据来源：国家统计局, 华龙证券研究所

图 9：提升家庭生育意愿的主要内部因素



数据来源：尼尔森 2022 母婴行业报告，华龙证券研究所

图 10：提升家庭生育意愿的主要外部因素



数据来源：尼尔森 2022 母婴行业报告，华龙证券研究所

尼尔森《2022 母婴行业洞察报告》显示，可促进提升生育意愿的主要因素包括经济条件改善和可支配产假及育儿时间增加等内部因素，以及生育补贴、带薪产假等外部因素。调查发现 57%家庭在内外影响因素改善后会生育二孩，其中 90 后受访群体意愿达到 68%，一线城市达 61%。2022 年 8 月 16 日，国家卫健委等 17 部门印发《关于进一步完善和落实积极生育支持措施的指导意见》，鼓励生育方面的政策愈发积极落地，住房、生育补贴、教育补贴、孕产检纳入医保、个税减免、育儿休假延长等多方面配套措施将有望逐步落地，育儿成本有望切实降低，出生人口边际有望得到改善。而且剔除近三年疫情期间对出生率的明显抑制效应，未来生育意愿亦有望回归正常。

表 2：我国主要生育政策

实施时间	政策	主要内容
2002-09	一孩政策	《中华人民共和国人口与计划生育法》通过并宣布“鼓励公民晚婚晚育，提倡一对夫妻生育一个子女；符合法律、法规规定条件的，可以要求安排生育第二个子女。”
2013-12	单独二孩政策	启动实施一方是独生子女的夫妇可生育两个孩子的政策。
2015-10	全面二孩政策	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，即全面二孩政策。
2021-06	三孩政策	优化生育政策，实施一对夫妻可以生育三个子女政策，并取消社会抚养费等制约措施、清理和废止相关处罚规定，配套实施积极生育支持措施。

资料来源：国家政府网站，华龙证券研究所

表 3：地方出台的生育相关配套措施

配套措施	代表政策	地区
生育补贴	给符合生育政策的家庭发放多种形式生育或育儿补贴，分孩次每月500-1000元或一次性发放5000-10000元；	四川攀枝花、甘肃临泽县、新疆石河子、湖北安陆、陕西汉中、湖南长沙黑龙江大庆、云南省、山东济南、广东深圳等
生育保险	向同一对夫妻生育二孩、三孩，且新出生子女户籍登记在杭州的家庭发放育儿补助，拟向二孩家庭一次性发放补助5000元，向三孩家庭一次性发放补助20000元。	浙江杭州
个税减免	三孩生育医疗费用纳入医疗保险支付范围；生育津贴免申即享；分娩前不满12个月生育保险可享受50%生育津贴，或50%生育医疗保险无生育津贴。	北京、天津、安徽、甘肃、江西、广西、山东烟台、四川、重庆、河南郑州、浙江衢州、福建等
育儿假	将3岁以下婴幼儿照护费用纳入个人所得税专项附加扣除。	全国
托育服务	符合法律法规规定生育子女的夫妻，除产假外，额外享受生育奖励假30-80天不等，其配偶享受陪产假15天。	北京、上海、浙江、重庆、湖北、安徽、四川、江西、广东、河北、河南、江苏苏州等地
住房优惠	支持托育机构建设，增加普惠性托位供给；以多种形式给予托育机构补贴(建设补贴、经营补贴、奖励补贴、托位补贴)；给予送托家庭补贴(入托补贴、托育券)等。	合肥、芜湖、铜陵、宿州、蚌埠、日照、青岛、济南、厦门、福州、温州、杭州、苏州、淮安、西安、铜川、南昌、吉安、广东珠海等地
医疗保险	多子女家庭享受公租房优先权.对多孩家庭增加限购住房套数；对多孩家庭，给予购房补贴；上浮多孩家庭购房贷款额度；优先保障多孩家庭公租房调换；孩家庭优先发放租赁补贴；三孩家庭新房优先摇号。	杭州、嘉兴、舟山、宁波、衡阳、长沙、南京、苏州、扬州、无锡、徐州兴化、乐山、雅安、上饶、遂宁、宜宾、南充、厦门、福州、淄博、青岛烟台、广东东莞等
	参加济南市居民基本医疗保险的二孩、三孩，参保登记当年度个人缴费由财政予以全额补助；其祖父母、外祖父母参加济南市长期护理保险的，当年度个人缴费部分由财政予以全额补助。	珠海市、重庆市、济南市等

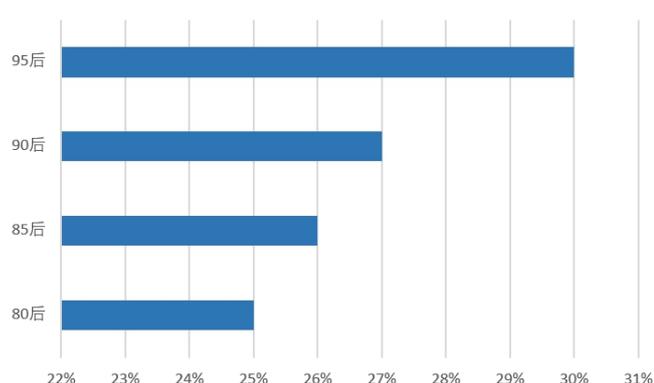
资料来源：各省卫健委, 华龙证券研究所

2.2. 品质化消费特征驱动行业增长，市场规模扩容有望延续

国内传统育儿消费观念改变，成为母婴市场空间增长的重要因素之一。近年来，我国家庭的育儿观念发生了较大变化，使得每户家庭在婴幼儿的成长过程中更愿意加大投入。一是在“4个老人+2个父母+1个小孩”的“漏斗式”家庭结构下，对于婴幼儿不管是衣食住行方面，还是成长教育方面，均更加愿意消费。二是随着具备更好教育和较宽信息渠道的90后新生代家长群体成为育儿主体，其消费理念更加注重追求健康消费、个性化与品质化消费，看重母婴商品质量和婴幼儿成长服务的体验。根据尼尔森问卷调查数据，相较价格，认为健康与品质更重要者达到80%，愿意为孩子提供更好条件者达到78%。2020年母婴家庭月均在母婴方面的花销约为5200元，占家庭月收入比例近三成。根据艾瑞咨询调查，66.7%的妈妈对科学育儿理念的认同度更高，更偏好通过科学、精细的养育方式

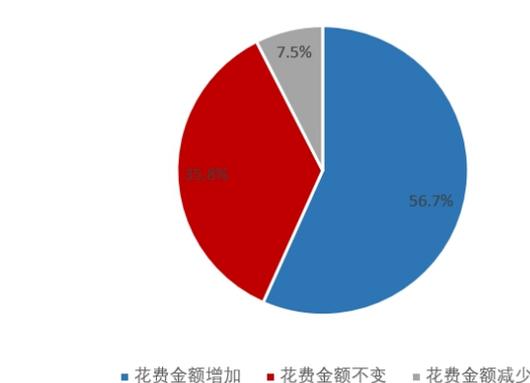
推动孩子的全面发展。同时调查显示，2021年56.7%的消费者在母婴方面的消费额有所增长，减少消费者仅为7.5%。根据艾瑞咨询数据，2016-2021年，我国母婴行业规模从2.10万亿元上升到3.46万亿元，CAGR为10.50%，预计2025年将达4.68万亿元，仍具备较大扩容空间。

图 11：2020 年不同代际人群母婴消费占家庭收入比重



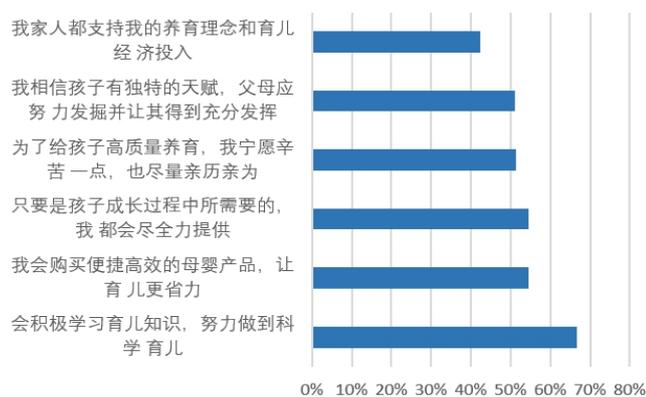
数据来源：艾瑞咨询，华龙证券研究所

图 12：2021 年母婴消费相对于上一年的变化



数据来源：艾瑞咨询，华龙证券研究所

图 13：2022 年中国妈妈认同的育儿理念



数据来源：艾瑞咨询，华龙证券研究所

图 14：中国母婴行业市场规模及预测（万亿元）



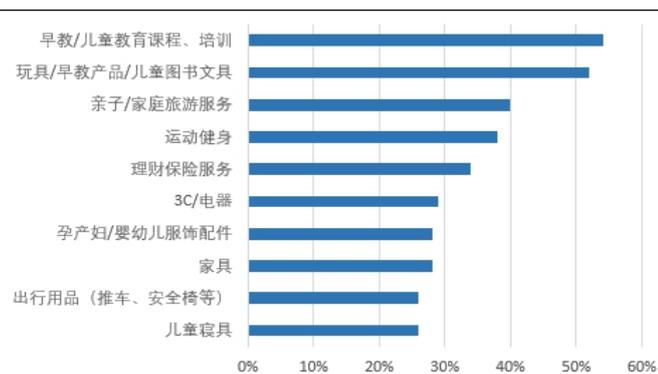
数据来源：艾瑞咨询，华龙证券研究所

消费结构变化重塑行业增长机会，母婴资源向头部集中趋势明显。新一代母婴家庭消费不再局限于日常刚需，除了母婴童商品消费更加注重品质，“悦己爱娃”的泛家庭与亲子服务消费同样更受青睐。2020年尼尔森调查显示，超过50%的母婴家庭愿意为早教等母婴服务项目付费。因此，与市场规模持续扩大相对应地，母婴行业已然结束了“粗放式”的高

速发展阶段，并迈入了精细化运营的存量时代，也是消费理念与消费场景变化倒逼母婴品牌转型发展的阶段。

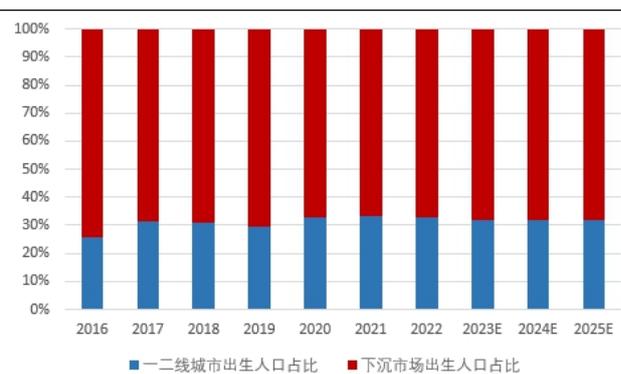
孩子王“全类品质商品+专业关怀服务+亲子成长社交”的业内领先商业模式顺应品质化需求，其打造的大型全龄段儿童生活馆模式及 ChatGPT 赋能的育儿顾问服务平台瞄准“精细化育儿”、“科学育儿”理念倾向，公司深耕母婴服务行业，逐步提升服务客群体量及转化率，提升客户粘性，深度绑定客户价值。此举不仅提升自身高毛利增值业务占比，增强盈利能力，同时以品牌优势及资源与渠道优势提升行业壁垒，挤出小型单一母婴零售门店，资源向头部企业进一步集中。

图 15：母婴家庭未来计划购买的 TOP10 品类（2020）



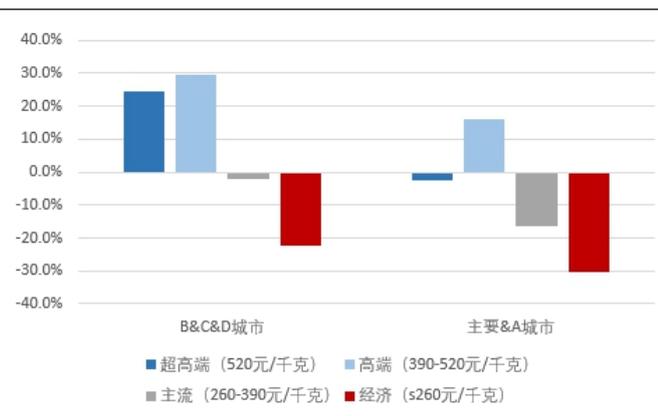
数据来源：尼尔森 2022 母婴消费洞察报告，华龙证券研究所

图 16：一二线及下沉市场出生人口占比



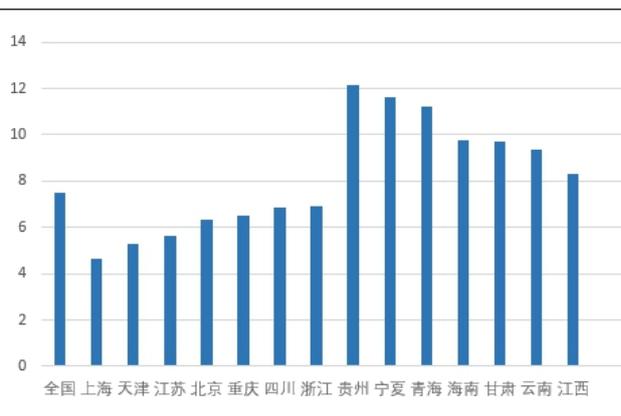
数据来源：艾瑞咨询，华龙证券研究所

图 17：不同级别城市各价位段奶粉销售额增速



数据来源：尼尔森 2022 母婴消费洞察报告，华龙证券研究所

图 18：2021 年各地区出生率（%）



数据来源：iFinD，华龙证券研究所

下沉市场生育意愿更强，人口红利优势显著高于高线城市，并显现

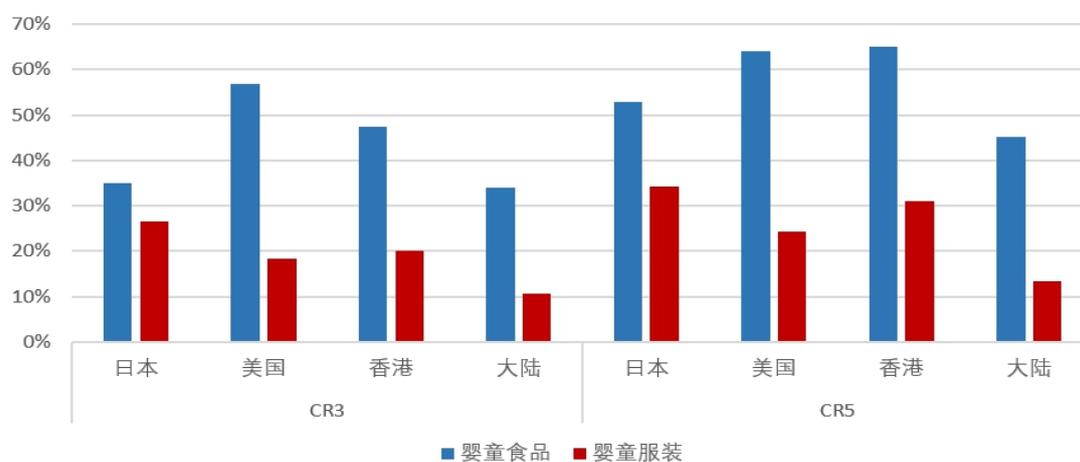
出相对消费升级趋势，潜在市场空间较大。根据国家统计局数据，宁夏、贵州、青海地区出生率超过 10%，多数低线城市省份出生率高于全国平均水平，并远高于海上、北京、天津等高线城市。由于育儿成本较低，低线城市居民生育意愿或强于一二线城市。根据艾瑞咨询数据，2021 年下沉市场出生人口占比达到 66.7%。同时，近年来低线城市高端产品消费能力拉升。根据尼尔森数据，2021 年 6 月至 2022 年 6 月期间，高端及超高端奶粉在低线城市母婴店销售额增幅分别达到 24.3%/29.4%；而主要高线城市为-2.3%/15.9%。整体母婴零售额来看，2021 年，一/二/三/四线城市母婴产品消费占比分别为 25.8%/26.1%/26.8%/26.7%。

孩子王收购乐友，在下沉市场有望进一步发力，贡献业绩增量，最终形成“中高端+中低端”全国布局格局，实现“双品牌”协同发展，不仅巩固中高线城市市场规模稳定增长，而且以中小型直营精品门店和加盟店拓宽中低线城市蓝海市场，分享相对人口红利优势和消费升级倾向带来的结构性增长机会。

2.3. 品牌与渠道奠定竞争优势，资源向头部集中效应凸显

我国母婴市场相对比较分散，进入门槛低，主要以中小规模连锁店为市场主体。疫情期间多数小型门店因资金实力和成本控制较弱而关闭，市场出清效应显著。根据 CBME、母婴正道公众号的数据，2020 年在中国母婴零售渠道中，业绩同比下滑的门店占比约 64%，且分门店类型看，街边店业绩表现最差，不少街边店因资金链断裂、线上渠道冲击等原因关店。根据母婴大数据研究院数据，疫情前全国或有将近 25 万家母婴店，目前剩余 20 万家左右。欧睿数据显示，2022 年我国婴幼儿食品市场 CR3/CR5 的市占份额分别为 34%/45%，仍低于日本、美国等国家以及中国香港，婴童服装市场更加分散，未来仍具备较大提升空间。

图 19：2022 年国内婴童食品及服装市场的 CR3/CR5 与日本、美国、香港等市场的比较



资料来源：欧睿数据，华龙证券研究所

目前主要的母婴连锁品牌有孩子王、爱婴室、乐友、爱婴岛、丽家宝贝等。孩子王坚持大店模式，实行全国布局战略，门店覆盖全国 20 个省、近 200 座城市，相较爱婴室、丽家宝贝等区域性集中布局而言，竞争优势显著。孩子王不仅提供更全面品类产品，而且有利于管控商品和服务质量。另外，孩子王门店主要集中在大型购物中心内，母婴店场景化能力丰富，优质购物+社交体验可满足目标客群多元化需求，同时反哺商场客流。既规避了街边小店易陷入价格战的困境，还有利于上游优质供应商的资源倾向和战略合作意愿，同时可以提升门店租金和供应商的议价能力。未来，随着孩子王借助“百城万店”发展规划及本地化“资源银行”战略快速抢占市场份额，加速布局母婴童市场蓝海，凭借一站式、专业性服务填补出清后的空白市场。在行业集中度逐步改善过程中龙头地位得到进一步巩固。

表 4：国内主要母婴专营连锁店基本情况

公司	成立时间	门店数量	平均门店面积	主要客群年龄	门店覆盖区域
孩子王	2009	全国 508 家直营门店	平均约 2500 平方米 (最大可达 7000 平方米)	准妈妈及 0-14 岁孩童	总部位于南京, 覆盖江苏、安徽、四川、湖南、浙江、山东等全国 20 个省(市), 200 个城市
乐友	1999	全国 732 家直营+40 加盟店	200-600 平方米	准妈妈及 0-6 岁孩童	总部位于北京, 覆盖华北、华东、华中、西北、西南等地 150 多个城市
爱婴室	2005	全国 471 家直营门店	400-2000 平方米	准妈妈及 0-6 岁孩童	总部位于上海, 上海 89 家/浙江 62 家/江苏 101 家/福建 49 家/重庆 15 家/广东 5 家/湖北 66 家/湖南 65 家/江西 5 家/四川 15 家
爱婴岛	1998	全国 1758 家直营+加盟店	60-300 平方米	准妈妈及 0-6 岁孩童	总部位于珠海, 覆盖华南、华中、华东、西北、西南 157 个城市
丽家宝贝	2003	全国 134 家直营+加盟店	1000 平方米左右	准妈妈及 0-10 岁孩童	总部位于北京, 北京 63 家/天津 3 家/武汉 1 家/成都 5 家/河北 4 家

资料来源：公司官网、公司公告, 华龙证券研究所（注：截止 2022 年）

3. 深耕全场景单客经济模式构筑护城河，打造母婴新生态贡献增量

3.1. 大店模式+单客经济，深度绑定客户价值

大店经营模式下单店高 SKU 和多品类分区，提高新客进店率和复购率，实现消费价值提升。孩子王率先开创全年龄段儿童成长服务新业态，重磅推出全球首家儿童生活馆。儿童生活馆是公司基于孩子和父母在生活娱乐、学习成长、户外运动等不同层面的需求，打造既能满足亲子家庭一站式购物需求，又能提供社交互动、寓教于乐的新业态，包含母婴用品、玩具游戏、运动装备、书籍学习、居家生活、教育实践六大主题，以及餐厅厨房、运动装备、婴儿及儿童主题房、儿童零食馆、乐高馆、儿童阅读、运动鞋服、家居生活、文创文具、潮玩玩具、steam 教玩等十三大场景。

公司平均单店面积约 2500 平米（最大单店面积超过 7000 平米），并集中在大型购物中心内，除提供丰富的商品品类外，还提供儿童游乐场及配套母婴服务，以“情景+购物”式的消费场景撬动更多的流量，实现准妈妈和 0-14 岁婴童消费群体的全场景触达。其中，2023H1 母婴商品销售业务占比公司营收达到 86.42%，主要包括食品类（奶粉、零食、营养保健品）、衣物类（内衣家纺、外服童鞋）、易耗品（纸尿裤、儿童护肤品）、耐用品（车床椅、玩具、文教品）等等。育儿成长服务涉及多元需求功能

区域，主要服务包括育儿服务（婴儿抚触、催乳、理发、产后康复等增值服务）、儿童乐园、线下互动等儿童娱乐及亲子成长活动，增强客户互动感和体验感，提升客户粘性。

图 20：孩子王商业模式



资料来源：公司招股说明书，华龙证券研究所

图 21：孩子王线下门店功能布局



资料来源：公司招股说明书，华龙证券研究所

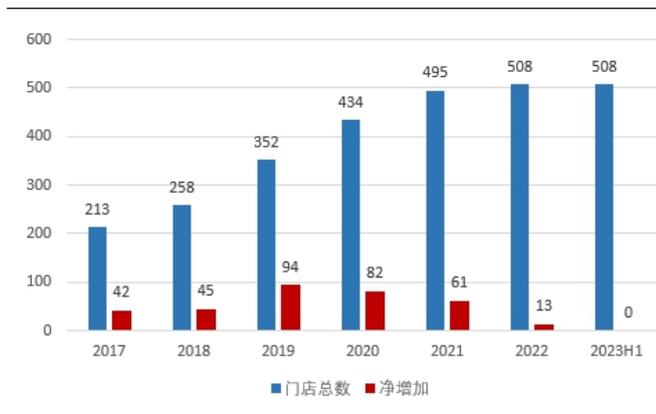
我们认为大店模式的主要竞争优势在于：一是与万达、华润等大型购物中心战略合作，签署排他协议，既能满足商圈母婴客群的环境需求与功能需求，同时独享客流红利；二是孩子王自身品牌优势反向引流效应显著，反哺购物中心，提升租金议价能力；三是店内多功能需求设置满足儿童玩乐、亲子娱乐、益智成长、婴儿服务等多元需求，可以延长驻足时间，有

效挖掘潜在消费增值服务，提升平均客单价值。

可复制大店运营模式规模持续扩张，渠道整合完善全国布局。为抢抓母婴市场发展机遇，抓住供给格局优化的契机，公司一方面加快市场布局，在江苏、安徽、四川、湖南、浙江、山东等全国 20 个省（市）开设了 508 家大型直营数字化门店，另一方面通过收购乐友进一步拓展北方地区市场，进一步加密现有门店网络，同时新开门店数持续增长，确保获新率。公司以 10.4 亿元收购京津等北部地区母婴连锁龙头乐友国际 65% 的股权。乐友国际平均单店面积达 200-600 平米，以高密度小店模式深入社群，结合孩子王线下于购物中心的 2000+平米大店可深度触达用户，实现业态互补，进一步巩固母婴零售业内龙头地位。

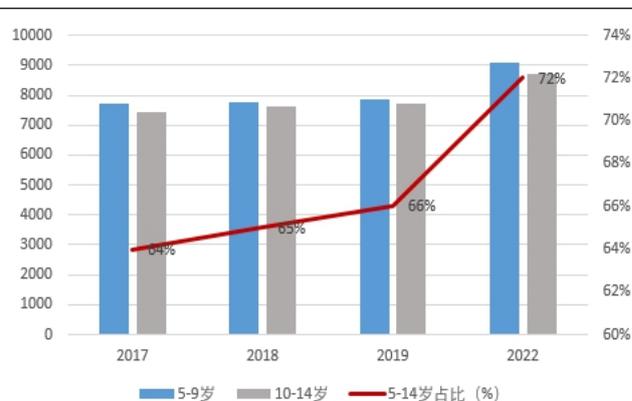
首创全年龄段儿童成长服务新业态，打造新的增长曲线。公司两家全年龄段儿童生活馆（南京弘阳店、建邺万达旗舰店）均已开业，开业以来中大童（4-14 岁）消费人群数量同比增长 41%，服务交易额同比增长超 90%，儿童生活馆单店模型已跑通。一方面，2022 年国内中大童人数占婴童总量达到 72%，全国 1.7 亿人，公司全年龄段儿童生活馆有望瞄准中大童增长趋势，分享行业红利；另一方面，就公司自身收入结构而言，公司之前收入贡献的主要年龄段为 0-3 岁，全年龄段儿童生活馆模式有效弥补了中大童消费空间，贡献业绩增量；最后，按照公司公众号内容显示，公司计划 2023 年底在近 20 个城市布局儿童生活馆。未来 2~3 年，儿童生活馆还将在全国一、二线城市布局超 200 家，全力打造新的增长极。截止 2023 年中报，公司门店数量达到 1052 家，其中孩子王大店 508 家，乐友精品店 494 家，托管加盟店 50 家；孩子王大店主要集中在华东地区，达到 277 家，其余均有分布与西南、华中、其他地区；与国内头部综合购物地产商合作率达到 90% 以上。公司扩张步伐受到疫情冲击出现减缓之势，未来随着消费场景恢复，母婴市场出现较大出清后，公司有望再度步入扩张阶段，届时收入规模将有望迎来较大幅度增长。

图 22: 孩子王门店数量 (家)



数据来源: iFinD, 公司公告, 华龙证券研究所

图 23: 国内中大童 (5-14 岁) 人群占比 (万人)



数据来源: iFinD, 国家统计局, 华龙证券研究所

重度会员模式管理, 依托高品质商品和个性化专业化服务拉动会员增量, 注册会员突破 8500 万, 黑金会员数量破百万。公司会员管理体系逐步完善, 通过会员获取、会员互动、会员分类、会员增值和会员评估等环节实施精细化会员管理, 并在“互动产生情感—情感产生黏性—黏性带来高产值会员—高产值会员口碑影响潜在消费会员”的单客经济闭环中深度绑定会员, 促进单客价值提升。其粘性提升过程中, 育儿顾问至关重要, 公司拥有近 7000 名持有国家育婴员职业资格的育儿顾问, 育儿顾问拥有营养师、母婴护理师、儿童成长培训师等多重角色, 是公司与客户建立信任关系的基础, 纽带作用凸显。

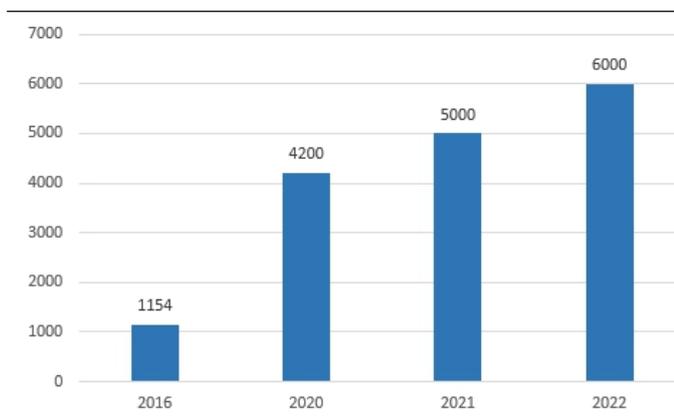
表 5：孩子王会员权益梳理

会员卡	年费	会员权益
成长卡	199/年	开卡礼：50 元全场券/100 元组合套券 生日礼：50 元直营商品满减券 童趣礼：3 次童乐园免费体验/12 次成长试验站队长卡/3 张 20 元互动券/2 张 38 元到店理发券 返现礼：购买自营实物商品享受全年 2%返现、每周三 5%返现，后续购物可直抵，全年返现上限 1000 元 尊享礼：品类/品牌每月专项券、商品黑金专享价 育儿礼：365 天专业育儿顾问服务 专属礼：黑金专属客服 属地化权益：由第三方平台/商户为孩子王黑金 plus 会员提供的服务/商品
轻享卡	99/年	无开卡礼、生日礼、童趣礼，其他权益同成长卡

资料来源：公司公告, 华龙证券研究所

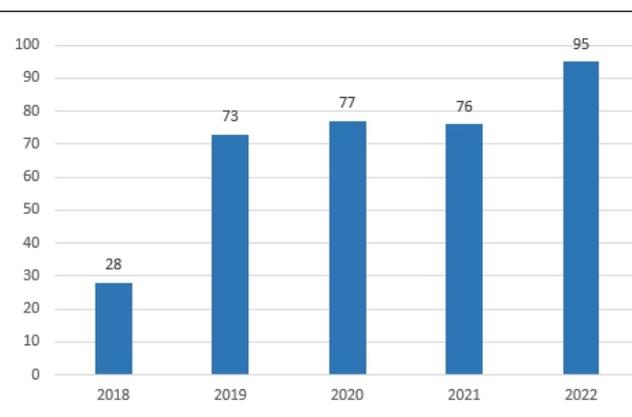
截至 2023 年 9 月末公司会员人数突破 8500 万人, APP 会员数超 5600 万, 小程序会员数超 5600 万。其中, 孩子王累计注册会员超 6100 万, APP 会员数超 5100 万, 小程序会员数超 5300 万。收购的乐友注册累计会员超 2400 万, APP 会员数近 500 万, 小程序会员数近 400 万。最近一年的活跃用户突破 1,000 万人。会员贡献收入占公司全部母婴商品销售收入的 96% 以上。公司自 2018 年推出黑金会员制度后, 目前累计黑金会员规模突破 100 万人, 其中黑金会员单客年产值达到普通会员的 12 倍左右。黑金 PLUS 会员享有的返现、满减、会员价等权益, 叠加 24 小时育儿顾问在线服务, 各类促销活动以及大量线下亲子成长活动举办, 会员粘性持续提升, 形成流量经济转化为存量规模经济的有效途径, 实现了单客价值的最大化转化。

图 24: 公司注册会员人数 (万人)



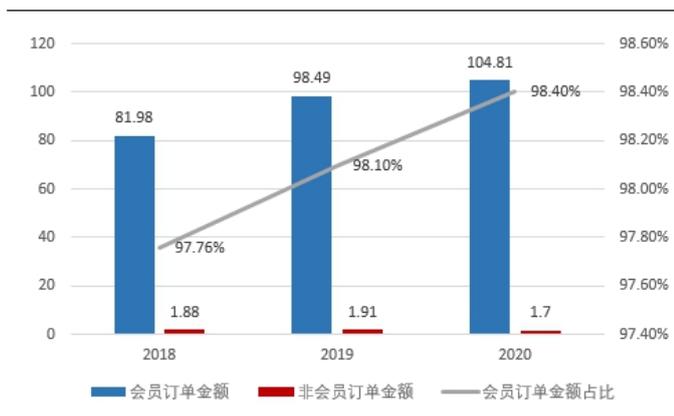
数据来源: iFinD, 公司公告, 华龙证券研究所

图 25: 公司黑金会员人数 (万人)



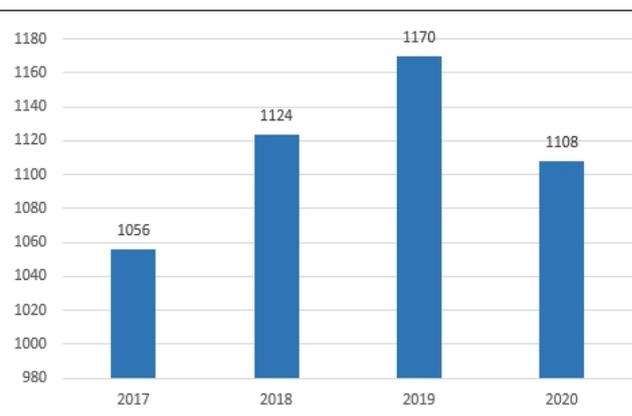
数据来源: iFinD, 公司公告, 华龙证券研究所

图 26: 公司会员收入与非会员收入 (亿元)



数据来源: iFinD, 公司公告, 华龙证券研究所

图 27: 公司消费会员客单价 (元/人)



数据来源: iFinD, 公司公告, 华龙证券研究所

3.2. 深入本地化生活服务生态建设, 拓展服务边界, 提升盈利能力

以品牌影响力及大量会员资源为基础, 积极打造母婴垂类平台生态, 通过“孕产加”“成长加”“亲子加”服务生态矩阵, 围绕孕产妇、婴童和亲子三类人群, 甄选本地优质服务提供商并凭借提供增值服务收取费用, 同时为存量客群提供多样化的孕产服务、儿童成长服务、亲子家庭服务, 最终形成盟军战略下资源共享的良性发展格局。母婴用户消费生命周期较短, 婴幼儿 0-3 岁阶段对奶粉、纸尿裤等刚需品需求量大且消费频次高, 但是步入中大童阶段后消费频次及客单价会逐步降低, 但是随之而来的亲子成长、儿童教育、娱乐体验等需求逐步增加。因此, 公司通

过“资源银行”模式与异类服务提供商会员资源共享，有效延长用户生命周期，并增强用户粘性。特别是国家二、三胎政策放开后，本地化生活服务生态圈的打造不仅有利于优化 0-3 岁与 4-14 岁群体的收入结构，而且将进一步提升 0-3 岁群体的会员引流，更大的市场蓝海存在于本地生活服务中。

表 6：公司平台服务收费标准

服务项目	服务内容	收费标准
平台维护	利用孩子王平台经营网点，公司提供维护服务	按照协议约定固定数额进行收费，一般 500 元/月
技术服务	基于平台完成交易	根据商品类型或服务类型按照成交金额的一定比例收取，商品类交易一般 9%-12%，服务类交易一般 10%-30%
数字化服务	提供数字化证书及服务校验	按照协议约定的固定数额进行收费，一般为 400 元/年

资料来源：公司公告，华龙证券研究所

孩子王实施百城万店计划，联合城市头部盟军，强化同城运营，打造本地化生活服务增长飞轮。公司目前已经布局月嫂、产后恢复、育儿嫂、亲子摄影、景点旅游、在线教育、抚触推拿等多个项目，覆盖“孕产服务、婴幼儿服务、亲子游乐、摄影、教育培训”五大领域。2023H1 入驻公司服务平台的盟军阵营商户近万家，其中“成长加”贡献收入同比增长 31%，完成数百场爱城活动。同城本地化服务生态建设，一方面有助于提升公司高毛利率的服务类业务占比，提升公司整体盈利能力，另一方面，在驱动公司获得业绩增量的同时，还有利于进一步提升公司品牌影响力。

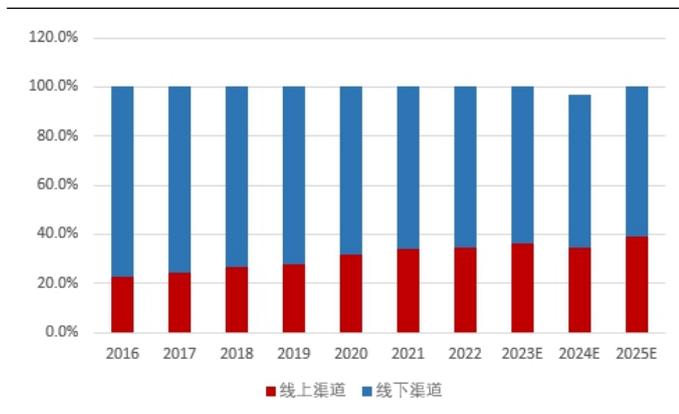
3.3. 顺应多场景需求，线上线下全渠道一体化布局发展

随着消费结构的不断升级以及互联网经济的快速发展，消费者倾向于为不同的商品选择不同的渠道，通过多渠道切换获得性价比更高的商品和更好的消费体验。艾瑞咨询数据，中国母婴市场持续增长，2021 年中国母婴消费规模达 3.5 万亿元，其中线下消费占比达 66.2%。随着消费者消费习惯的改变，线上母婴消费规模持续增长，2021 年母婴线上消费占比

达 33.8%，到 2025 年中国母婴市场规模将达到 4.7 万亿元，其中线上消费规模占比将达到 39%。

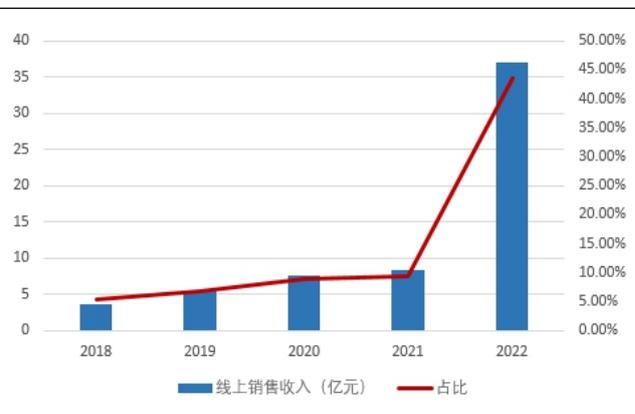
随着线上线下的全渠道融合持续推进，公司建立了“无界+精准+数字化+服务化”的运营模式，消费者可通过线上平台、APP、微信小程序，或线下触屏终端、“门店到家”等多种渠道，获得更加流畅、便捷的消费体验。线下渠道方面，公司持续推进门店功能和定位的迭代升级，打造以场景化、服务化、数字化为基础的大型用户门店，以消费者的生活场景为中心，创新性推出商品解决方案场景化陈列、专属儿童成长服务中心和全数字化智慧服务中心，满足新零售模式下的消费升级需求。线上渠道方面，公司目前构建了包括移动端 APP、微信公众号、小程序、微商城、天猫旗舰店等在内的线上平台，同时在目标用户选择的小红书、抖音、美团等也做了相关服务矩阵的搭建。2022 年，公司母婴商品线上销售收入 37.06 亿元，占母婴商品销售收入比重为 49.97%。

图 28：2016-2025 年中国母婴用品消费线上线下占比



数据来源：易观分析，华龙证券研究所

图 29：孩子王公司线上销售收入及占比（亿元，%）



数据来源：iFind，公司公告，华龙证券研究所

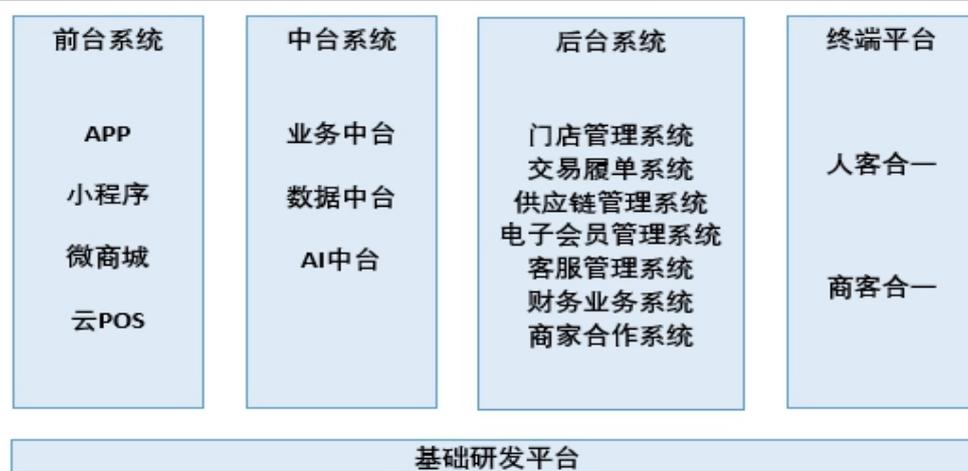
3.4. 数字化赋能运营管理与仓储物流，降本增效显著

数字化建设已经完成，全面覆盖前中后台，高效赋能管理。随着云计算、大数据等技术的创新发展，母婴行业已然步入新零售时代。公司顺势抓住数字经济改变零售行业的机遇，沿着“信息化——在线化——智能化”的发展路径，构建了以孩子王 APP、微信小程序、扫码购自助下单、

线下触屏、云 POS 为代表的 5 大前端系统，以业务、数据、AI 为基础的 3 大中台系统，以会员管理、门店系统、客服管理系统等为代表的 7 大后台系统，实现前中后数据的实时连接和数据智能化需求，以及“用户、员工、商品、服务、管理”等生产要素的数字化在线，真正提升了公司运营管理效率。截止 2022 年末，公司技术研发工程师团队人数超过 200 人，为公司数字化进程奠定技术基础。公司综合费用率稳定下降，销售费用率由 2017 年的 22.59% 降至 2022 年的 21.30%。随着数字化进程加速，公司费用率有望进一步改善。

管理数字化方面，设置了包括会员、商品、团购、统一支付、库存、交易、预售、售后、促销、OMS、扫码购在内的 11 个模块，使公司商业模式更加快速灵活，同时有效实现了智能营销、销量预测和智能补配货等应用，全面提升了业务效率和管理质量；员工数字化方面，“人客合一”资源共享平台集经营分析、社群工具、门店工具、扫码购工具、育儿服务、互动活动、日常办公、巡店等 11 大模块，有效分析用户的行为特征与购物服务需求，帮助育儿顾问进行高度精准的、个性化的服务和营销；用户数字化方面，实现了从线下数字化门店到线上平台的全渠道互通，客户可以在任何时间、任何地点、任何场景都能享受到优质的服务，消费体验大幅提升。

图 30：孩子王数字化系统

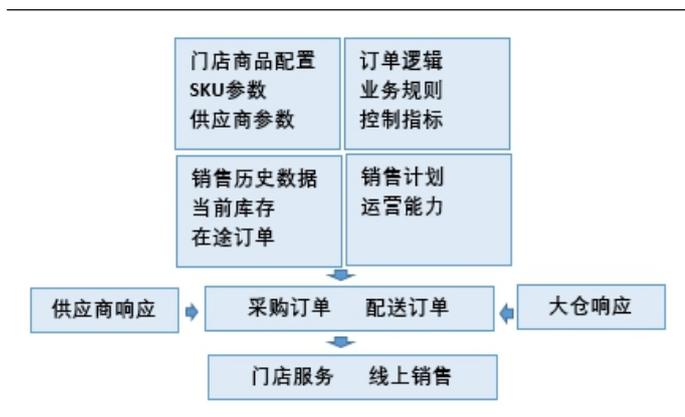


资料来源：iFinD，公司公告，华龙证券研究所

数字化供应链嵌入三级仓储系统，大幅提升仓运物流效率的同时满足了消费者购物体验。孩子王在南京自建 1 个全自动化中央仓，在武汉、成都、天津、佛山设立 4 个核心区域仓，12 个城市中心仓分布在郑州、重庆、杭州、西安、济南等地。协同公司自主研发的自动补货系统、KWMS 仓库管理系统和供应商快速响应系统，实现了基于门店历史销售数据、SKU 库存情况、在途订单情况以及配送方式等因素的智慧补货需求，提升了仓储物流效率，存货周转率改善显著，相对行业竞争者更具成本优势。2018-2022 年孩子王的存货周转天数为 54/56/60/53/56 天，存货周转效率远高于同行业。

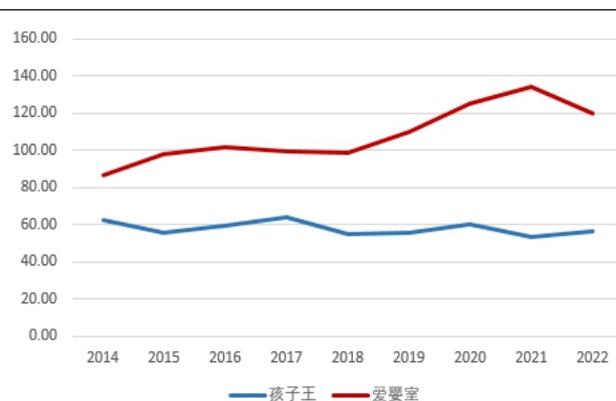
另外，基于强大的数字化补货系统，2022 年公司加快发展同城即时零售，通过店内、店外扫码商品条形码购物，向客户提供了高维度的用户体验以及高效率的交付，真正打通了线上线下无界购物体验。目前公司已经在近 200 个城市实现了小时达、半日达、全城送等服务。快递平均配送时长 22 小时，妥投率 98.5%；限时达平均配送时长 33 分钟，订单及时履约率 99%。

图 31：公司自动补货系统



数据来源：iFinD，公司招股说明书，华龙证券研究所

图 32：孩子王与爱婴室存货周转天数对比（天）



数据来源：iFinD，华龙证券研究所

基于大量底层数据，自主研发训练 KidsGPT，提升用户体验，增强客户粘性。公司基于自身研发实力及 6000 名育儿顾问与消费者实时互动积累的大量数据知识库，自主训练开发出功能强大的 KidsGPT，主要用于社群场景下用户对于孕产、育儿等方面的个性化需求，其精准服务不仅提升公司的服务水平及用户体验，而且对于增强客户认可度方面效应显著，有助于深度绑定客户，贡献潜在价值。

3.5. 差异化供应链与自有品牌开发提升品牌竞争力，奠定未来加盟基础

公司不断加强与各类母婴品牌商合作的同时，建立供应链管理体系评估矩阵，打造稳固、敏捷的供应链体系，初步建立全球优质供应链合作伙伴集群，合力打造兼具成本优势的差异化产品。2022 年公司已经完成差异化供应链体系的初步搭建，2023H1 差异化供应链销售收入为 3.1 亿元，占母婴商品销售收入比重为 8.5%（2022 为 7.9%）。未来公司将继续打造差异化供应链，有望通过专供商品和自有品牌提升差异化供应链收入提升公司毛利率水平。

自有品牌建设方面，公司围绕以用户为中心，创新性满足客户需求，充分发挥公司供应链、全渠道、数字化等方面的优势，实现了从供应链到消费场景的产供销闭环。目前公司已有七大自有品牌，分别是贝特倍护、

初衣萌、慧殿堂、柚咪柚、植物王国、可蒂家和 VividBear，覆盖了用品、玩具、内衣家纺、饰品等多个品类，为用户提供全面、丰富的一站式商品解决方案。

2023 年上半年差异化供应链占母婴商品销售收入比重超 8%，自有品牌收入同比提升 27%，贝特倍护、慧殿堂业绩增长明显。公司打造差异化爆品和极致单品，上半年上新超 200 个 SKU，新品销售占比约 23%。同时，乐友充分整合供应链优势，打造出服纺类歌瑞家、用品类幼蓓、食品类歌瑞贝儿等自有品牌，乐友自有品牌销售占比保持在 22% 以上。公司将与乐友在自有品牌方面充分发挥协同效应，通过优化供应链、提高研发能力等，不断提升自有品牌的竞争力和收入占比。贝特倍护、初衣萌、慧殿堂、植物王国等自有品牌在孩子王 APP 的销售额均位于品类前列。

4. 盈利预测及投资建议

4.1. 核心假设与业务分拆盈利预测

关键假设

从公司收入结构来看，公司主要收入来源于母婴商品销售，同时毛利率水平较高的服务类业务收入占比逐步提升，随着消费场景恢复至疫前水平，公司各项业务将回归内生增长，具体主要假设如下：

- (1) 三孩政策与配套政策逐步落地，改善边际出生率。
- (2) 孩子王大店、单客、会员制经济模式有望基于服务粘性持续提升客单价水平。
- (3) 公司门店扩张按三年计划顺利推进，全龄段儿童生活馆布局顺利推进，内生增长空间充裕。2023/2024/2025 年分别新增开店 50/60/50 家。
- (4) 线下消费场景持续复苏，门店客流持续回暖至疫前平均水平，销售业绩恢复稳定增长；公司门店改造持续推进，全龄段儿童生活馆销售体验及服务供给呈现质的提升，驱动公司业绩持续

改善。

- (5) 由于公司数字化系统及仓储物流系统建设投入基本完成,未来成本端费用稳中有降。

具体业务拆分来看:

- (1) 母婴商品: 2023年线下消费场景快速恢复, 预期未来公司店铺快速修复至疫前水平, 以及扩店计划顺利推进, 营收增速持续恢复, 毛利率基本维持稳定, 增长空间可期。我们预计2023-2025年母婴商品销售业务实现收入74.68/87.37/99.60亿元, 分别同比增长14.98%/17.00%/14.00%。
- (2) 母婴服务: 公司深耕会员模式, 全年龄段儿童馆提升服务质量, 预计未来保持较高增速, 母婴服务具备高客户粘性, 叠加会员模式深度绑定, 未来存在规模效应, 高毛利率水平有望维持。我们预计2023-2025年该业务实现收入3.12/3.71/4.15亿元, 分别同比增长24.29%/19.00%/12.00%。
- (3) 广告业务: 广告业务收入占比较小, 主要系传媒子公司为公司渠道客户提供线上线下广告服务, 业绩增速与毛利率水平表现稳定。我们预计2023-2025年该业务实现收入0.85/0.95/1.04亿元, 分别同比增长14.29%/12.00%/10.00%。
- (4) 供应商服务: 公司基于大体量会员数量及数字化智能服务平台的触达效应优势, 为供应商提供冠名与推广活动, 随着公司产品效应提升, 合作供应商诉求增加, 业绩增速与毛利率水平有望维持较高水平。我们预计2023-2025年该业务实现收入7.28/8.66/9.87亿元, 分别同比增长20.30%/19.00%/14.00%。
- (5) 平台业务: 考虑母婴消费市场格局高度分散, 品牌方竞争激烈, 公司凭借自身品牌优势成为优质渠道及供应商的选择, 业绩增速有望恢复至疫前较高水平, 叠加本地化服务持续推进, 平台业务毛利率水平有望进一步提升。我们预计2023-2025年该业

务实现收入 1.16/1.32/1.47 亿元，分别同比增长 8.52%/14.00%/12.00%。

盈利预测

基于以上假设，公司 2023-2025 年业务拆分盈利预测：

表 7：孩子王业务拆分收入及毛利率预测

单位：百万元	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	8240	8360	9048.88	8520.2	9957.94	11750.93	13494.81
yoy	23.56%	1.37%	8.30%	-5.80%	16.87%	18.01%	14.84%
毛利率	30.30%	30.5%	30.60%	29.9%	31.03%	31.56%	31.92%
母婴商品							
收入	7410	7386.42	6,784.64	6,494.76	7467.70	8737.21	9960.42
yoy	20%	0%	6.07%	-5.35%	14.98%	17.00%	14.00%
毛利率	24%	23%	21.60%	21.06%	20.00%	20.50%	21.00%
其他母婴商品							
收入			1050.47	921.51	1163.97	1454.96	1775.05
yoy				-12.28%	26.31%	25.00%	22.00%
毛利率			36.71%	34.26%	35.00%	35.00%	35.00%
母婴服务							
收入	260	220	258.22	250.75	311.65	370.87	415.37
yoy	46%	-16%	16.38%	-2.89%	24.29%	19.00%	12.00%
毛利率	94%	94%	92.82%	91.93%	92.00%	92.50%	92.80%
供应商服务							
收入	420	520	676.86	605.05	727.85	866.14	987.40
yoy	73%	23%	30.47%	-10.61%	20.30%	19.00%	14.00%
毛利率	97%	98%	98.34%	98.80%	98.80%	98.80%	98.80%
广告业务							
收入	60	70	102.22	74.05	84.63	94.79	104.27
yoy	65%	27%	24.08%	-13.55%	14.29%	12.00%	10.00%
毛利率	41%	33%	75.01%	51.91%	52.00%	52.00%	52.00%
平台业务							
收入		80	85.66	106.43	115.50	131.67	147.47
yoy			21.03%	4.12%	8.52%	14.00%	12.00%
毛利率		93%	41.67%	75.28%	75.50%	76.00%	76.50%
其他							
收入			90.80	67.61	86.63	95.29	104.82
yoy			20.77%	-25.54%	28.12%	10.00%	10.00%
毛利率			64.19%	75.28%	60.00%	63.00%	63.00%

资料来源：华龙证券研究所

4.2. 估值及投资建议

考虑到孩子王作为母婴销售行业龙头，具有连锁销售属性，在可比公司选择方面，一是选取同属于母婴商品销售及母婴服务行业的公司爱婴室、家家悦；二是选取类似母婴商品销售的商超百货连锁公司天虹股份、红旗连锁。根据万得一致预期数据计算，可比公司 2023/2024/2025 年 PE 平均值分别为 21x/18x/16x。

表 8：可比公司业绩预测与估值

股票代码	公司名称	收盘价 (元/股)	市值 (亿元)	EPS (元/股)				PE			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
603214.SH	爱婴室	15.78	22.17	0.61	0.68	0.80	0.92	26.46	23.09	19.81	17.16
603708.SH	家家悦	11.04	71.47	0.09	0.43	0.53	0.61	118.71	25.75	20.95	18.02
002697.SZ	红旗连锁	5.16	70.18	0.36	0.40	0.44	0.48	13.90	12.92	11.76	10.84
002419.SZ	天虹股份	5.41	63.23	0.10	0.25	0.29	0.34	39.35	21.38	18.56	16.02
	平均值							49.61	20.78	17.77	15.51
301078.SZ	孩子王	8.63	95.97	0.11	0.20	0.35	0.46	76.86	44.24	24.48	18.61

注：收盘价为 2023 年 10 月 31 日价格，可比公司 EPS、PE 预测为万得一致预期。

资料来源：Wind，华龙证券研究所

公司位居国内母婴行业绝对龙头位置，围绕“全球优选差异化供应链+本地亲子成长服务+同城即时零售”策略定位，深耕单客经济，品牌效应持续提升，并通过全渠道一体化运营、数字化强效赋能发展、同城本地化服务持续推进、门店升级与外延并购延续扩张等措施进一步强化公司竞争优势，驱动公司率先迈入行业成熟蜕变后的新赛道。公司中长期具备成长价值，相较行业竞争者具备一定估值溢价空间。预计公司 2023/2024/2025 年实现营业收入分别为 99.58/117.51/134.95 亿元，同比增长 16.87%/18.01%/14.84%；归母净利润分别为 2.17/3.92/5.16 亿元；EPS 分别为 0.20/0.35/0.46 元，对应 2023 年 10 月 31 日收盘价的 PE 分别为 44x/24x/19x。首次覆盖给予“增持”评级。

5. 风险提示

人口出生率下降超预期的风险。目前出生人口呈下跌趋势，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,生育率超跌将限制母婴市场规模增速。

经济增速不及预期的风险。若未来经济增速趋缓,居民人均可支配收入增幅持续下降,将直接影响到消费者的消费能力及水平。

门店扩张不及预期的风险。公司实施全国发展布局战略,若在门店升级改造或新店培育拓展方面无法顺利进行,则对公司营收快速复苏造成影响。

行业竞争加剧风险。当前孩子王为母婴龙头企业,相较同业具备规模优势,若行业竞争严重加剧,公司业绩或承压。

业绩预测和估值判断不达预期。公司的业绩与估值预测均为根据现有公开信息判断得出,若市场环境及公司自身经营层面发生重大变革,可能导致相关预测未能达到预期水平。

免责及评级说明部分

分析师声明：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。据此入市，风险自担。

公司声明：

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。编制及撰写本报告的所有分析师或研究人员在此保证，本研究报告中任何关于宏观经济、产业行业、上市公司投资价值等研究对象的观点均如实反映研究分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的价格的建议或询价。我公司及分析研究人员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失及其他影响概不负责。

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。引用本报告必须注明出处“华龙证券”，且不能对本报告作出有悖本意的删除或修改。

投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股价格变动相对沪深300指数涨幅在10%以上
		增持	股价格变动相对沪深300指数涨幅在5%至10%之间
		中性	股价格变动相对沪深300指数涨跌幅在-5%至5%之间
		减持	股价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%至-5%之间
	行业评级	卖出	股价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%以上
		推荐	基本面向好，行业指数领先沪深300指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深300指数

兰州

地址：兰州市城关区东岗西路638号甘肃文化大厦
21楼

邮编：730030

电话：0931-4635761

邮箱：hlzqyjs2021@163.com

北京

地址：北京市东城区安定门外大街189号天
鸿宝景大厦F1层华龙证券

邮编：100033

上海

地址：上海市浦东新区浦东大道720号11
楼

邮编：200000