

2025 年 02 月 25 日

加速 AI 升级，三扩战略打开成长空间

孩子王(301078)

►母婴用品连锁店龙头，“三扩战略”带领业绩高增长

公司为母婴用品龙头，23 年收购乐友国际门店数量超过 1000 家。根据中国财富网报道，2024 年公司启动大店加盟店招商，我们预计公司门店扩张有望提速。同时，2024 年 10 月公司与辛选控股有限公司及其他相关方共同出资设立合资公司——杭州链启未来，发力线上直播业务，2024 年 12 月已完成首播。公司执行三扩战略，即扩品类（增加自有品牌及非标占比、收购美护品牌幸研、增加中大童品类占比）、扩赛道（增加亲自服务以及同城服务、开启直播电商）、扩业态（开放大店加盟，门店经营表现出色），2024 年以来已初见成效。根据公司业绩预告，公司 2024 年归母净利润预计 16,000 万元-21,100 万元，比上年同期增长 52.21%-100.73%。我们预计公司在三扩战略的开端，未来通过坚定执行三扩战略将实现长远增长。

►接入 DeepSeek 大模型，引领母婴行业智能化改革

2025 年 2 月，公司已完成了基于 DeepSeek V3 大模型的 KidsGPT 底座升级，根据孩子王微报公众号，KidsGPT 接入 DeepSeek 大模型后：1) 部署成本大幅下降，知识库命中率提升至 95%，边际效益显著；2) 能力扩展：结合 DeepSeek 的 MoE 架构与强化学习能力，构建“AI+商品+服务”生态；3) 公司将发挥数据底蕴和数据接驳能力，延展各类场景所需的智能体，将人工智能技术与硬件、IP 和产品场景深度整合。

►股权合作不断深入，协同效应有望增强

公司公告转让南京千秒诺创业投资合伙企业 5%的股份，受让人为上海一村投资管理有限公司（代表一村辛未来私募证券投资基金）。2024 年 10 月，公司携手广东辛选控股有限公司，共同注资成立杭州链启未来有限责任公司，开展新家庭电商直播零售业务，并探索线下新零售业务的发展。

►投资建议

我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 97.1、122.3、145.1 亿元，分别同比增长 11%、26%、19%，实现归母净利润 1.8、4.8、6.7 亿元，分别同比+71%、169%、38%。2024-2026 年对应的 EPS 分别为 0.14、0.38、0.53 元。按照 2025 年 2 月 24 日收盘价 14.24 元计算，2024-2026 年对应的 PE 分别为 100、37、27 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

1) 门店扩张不及预期；2) 生育率持续下滑；3) 行业竞争加剧；4) 产品质量问题导致品牌形象受损

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	14.24
股票代码：	301078
52 周最高价/最低价：	15.48/4.85
总市值(亿)	179.19
自由流通市值(亿)	177.50
自由流通股数(百万)	1,246.46



分析师：刘文正

邮箱：liuwz1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524120007

联系电话：

分析师：徐晴

邮箱：xuqing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523080002

联系电话：

盈利预测与估值

财务摘要	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,520	8,753	9,709	12,226	14,514
YoY (%)	-5.8%	2.7%	10.9%	25.9%	18.7%
归母净利润(百万元)	122	105	180	483	667
YoY (%)	-39.4%	-13.9%	71.1%	168.7%	38.0%
毛利率 (%)	29.9%	29.6%	29.8%	30.2%	30.1%
每股收益 (元)	0.11	0.10	0.14	0.38	0.53
ROE	4.1%	3.3%	5.5%	12.9%	15.1%
市盈率	126.92	147.72	99.61	37.07	26.86

资料来源：wind, 华西证券研究所

正文目录

1. 母婴用品龙头，线下与线上共同发力	4
1.1. 母婴用品连锁店龙头，“三扩战略”带领业绩高增长	4
1.2. 接入 DeepSeek 大模型，引领母婴行业智能化改革	6
1.3. 辛选股权合作不断深入，协同效应有望增强	8
2. 三扩战略打开成长空间	9
2.1. 扩品类：产业收购落地，自有品牌持续扩充	9
2.2. 扩赛道：强化同城服务，提升客户粘性	11
2.3. 扩业态：开放加盟拓展下沉市场，有望贡献业绩增量	13
3. 盈利预测与投资建议	14
4. 风险提示	16

图表目录

图 1 公司 2017-2024Q3 收入及同比增速	5
图 2 公司 2017-2024Q3 归母净利润及同比增速	5
图 3 OANA 快手官方旗舰店	5
图 4 公司儿童生活馆	5
图 5 公司母婴线上（含即时零售）收入占比（%）	6
图 6 链启未来首播	6
图 7 孩子王包头加盟店开业当天	6
图 8 公司六力赋能，提升加盟商运营效率	6
图 9 公司历年研发费用（亿元）	7
图 10 公司员工数字化 APP “人客合一”	7
图 11 KIDS-GPT 应用在孩子王 APP	7
图 12 2024 年 Kids-GPT 用户与公司会员数量（万人）	7
图 13 KidsGPT 接入 DeepSeek 完成模型底座升级	8
图 14 截至 20240930 公司股权结构	8
图 15 股权转让完成后公司股权结构	9
图 16 公司与辛选合资公司股权架构图	9
图 17 公司自有品牌产品矩阵	10
图 18 公司差异化供应链收入占比	10
图 19 幸研生物旗下品牌	10
图 20 2016-2017 年为过去十年的生育高峰	11
图 21 公司门店增加图书和漫画满足中大童需求	11
图 22 公司三大服务平台	12
图 23 公司全国仓网布局	12
图 24 部分母婴连锁企业会员体系	13
图 25 公司会员数量（万人）	13
图 26 下沉市场出生人口占比超过 60%	14
图 27 公司加盟门店要求	14
图 28 部分已开业的加盟店	14
表 1 孩子王发展历程	4
表 2 公司各项收入测算	15
表 3 可比公司估值一览	16

1. 母婴用品龙头，线下与线上共同发力

1.1. 母婴用品连锁店龙头，“三扩战略”带领业绩高增长

公司为母婴用品龙头，23 年收购乐友国际门店数量超过 1000 家。公司成立于 2009 年，第一家门店位于南京建邺万达广超。2015 年公司开启省外扩张，门店数量突破 100 家，并于 2016 年在新三板上市。2017 年-2019 年公司门店保持快速扩张，2018 年腾讯入股（当年持股 3%），2019 年底公司门店数量达到 352 家。2020-2022 年公司门店数量保持相对稳定。2023 年 8 月，公司发布公告收购乐友国际 65%股份，乐友国际并表后公司门店数量超过 1000 家。根据公司 2024 半年报，截至 24H1 公司共有门店 1035 家，在 2023 年连锁百强榜单中排名第 37，覆盖全国 21 个省（市）、200 多个城市。根据中国财富网报道，2024 年公司启动大店加盟店招商，我们预计公司门店扩张有望提速。同时，2024 年 10 月公司与辛选控股有限公司及其他相关方共同出资设立合资公司——杭州链启未来，发力线上直播业务，2024 年 12 月已完成首播。

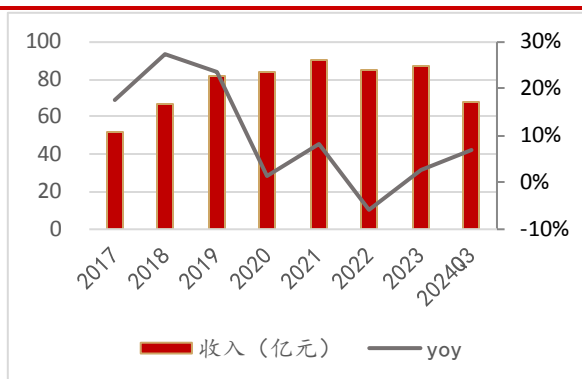
表 1 孩子王发展历程

时间	重要事件
2009 年	4 月孩子王成立；12 月 18 日第一家门店——建邺万达店开业
2010 年	5 月 29 日 - 6 月 1 日举办“首届六一欢乐嘉年华”；《江苏经济报》专访报道孩子王
2011 年	11 月 5 - 6 日举办第二届“美素佳儿”杯大型童乐会；淮安万达店荣获“2010 - 2011 年江苏省价格诚信单位”称号
2012 年	7 月 31 日获美国华平投资集团 5500 万美元首轮投资；9 月 22 日“新妈妈学院”项目正式启动
2013 年	11 月 30 日首届儿童文化艺术节暨儿童用品博览会开幕；12 月 28 日苏州万科美好广场店开业，门店总数达 40 家
2014 年	3 月 1 日官方 APP 首次试运行；与 SAP 公司签约，向数据驱动型全渠道零售商转型
2015 年	3 月被商务部评为“流通企业创新案例”；12 月 18 日六店同开，突破百店规模，进驻辽宁、福建两省
2016 年	9 月完成 C 轮融资，投前估值超百亿元人民币；12 月 9 日在新三板上市，成为母婴零售行业第一股
2017 年	9 月 28 日首家 G6 智慧门店苏州龙湖时代天街店开业；11 月 28 日上海总部成立，迈入双总部 2.0 时代
2018 年	7 月 31 日与腾讯社交广告推出“SMARTkids 母婴零售闭环营销解决方案”；10 月 25 日荣获 2018 CBME AWARDS 三项大奖，CEO 获“中国孕婴童年度人物”
2019 年	1 月 9 - 10 日获“年度智慧服务奖”；12 月孩子王全国门店达 370 家（含筹建）
2020 年	2 月 12 日推出“孩子王到家”服务；9 月 3 - 4 日获评“金百合连锁品牌 消费者洞察最佳实践五星案例”
2021 年	1 月孩子王小程序累计用户约近 3000 万；10 月 14 日在深交所创业板上市
2022 年	1 月获得多个“最佳雇主”奖项；6 月 29 日西南智慧物流产业园正式投运
2023 年	6 月 1 日推出“KidsGPT - AI 育儿顾问大模型”；8 月拟收购乐友国际 65%股份；11 月 5 日全国最大全龄段儿童生活馆旗舰店开业
2024 年	启动大店加盟店招商，10 月发布公告宣布与广东辛选控股有限公司及其他相关方共同出资设立合资公司——杭州链启未来，11 月收购乐友股份剩余 35%股权，12 月链启未来首播。

资料来源：公司官网，中国财富网，公司公告，华西证券研究所

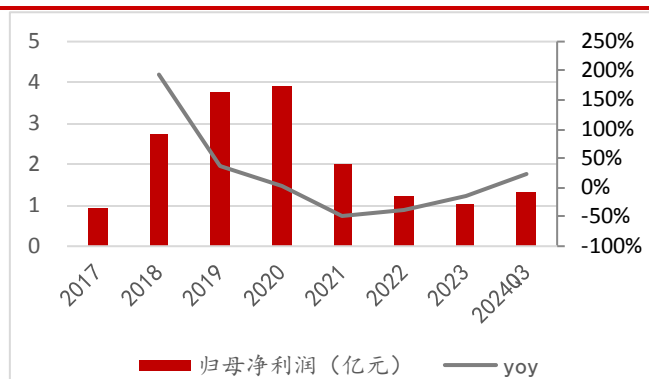
2023 年发布“三扩”战略，迈入全新发展阶段，取得阶段性成效。2023 年 12 月，公司发布三扩战略，即扩品类、扩赛道、扩业态，2024 年以来已初见成效。根据公司业绩预告，公司 2024 年归母净利润预计 16,000 万元-21,100 万元，比上年同期增长 52.21%-100.73%。业绩高增长主要得益于公司 2023 年收购乐友国际商业集团有限公司、“三扩”战略持续发力、全力实施降本增效等积极因素的影响。

图1 公司 2017-2024Q3 收入及同比增速



资料来源: wind, 华西证券研究所

图2 公司 2017-2024Q3 归母净利润及同比增速



资料来源: wind, 华西证券研究所

具体来看，2024 年公司“三扩战略”的成效主要有（后文展开介绍）：

1) 扩品类：全龄段覆盖与高毛利非标品增长。推出儿童生活馆填补中大童服务空白，根据公司 2024 半年报，2024 年上半年公司开业 6 家儿童生活馆，中大童产品交易额占比提升；2024 上半年差异化供应链收入占比提升至 12.74%，同比增长 65.35%。2024 年公司收购幸研生物（旗下拥有脆敏肌功效护肤品牌 OANA 和胶原蛋白护肤品牌博创），布局美妆赛道，据青眼报道，2024 年 7 月 24 日至 2025 年 1 月 19 日，OANA 快手旗舰店销售额约为 1527 万元。

图3 OANA 快手官方旗舰店



资料来源: 青眼, 华西证券研究所

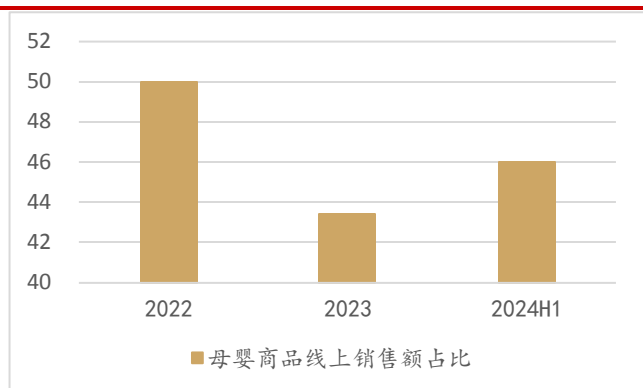
图4 公司儿童生活馆



资料来源: 澎湃新闻, 华西证券研究所

2) 扩赛道：同城服务与直播电商创新。2024 年上半年线上销售收入同比增长 19.32%至 18.22 亿元，占母婴商品销售比重达 46.04%，并通过微信小程序、企微私域等实现高效转化。直播电商突破：与辛选控股合资成立“链启未来”，首场直播销售额破 2 亿元，单场 GMV 超行业平均水平，加速下沉市场渗透。

图 5 公司母婴线上（含即时零售）收入占比（%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 6 链启未来首播



资料来源：电商派，华西证券研究所

3) 扩业态：开放大店加盟加速下沉市场扩张，经营表现亮眼。首家孩子王品牌加盟店于 2024 年 7 月份在四川广汉顺利开业，据格隆汇报道，2024 年底孩子王加盟精选店预计达到 10 家。根据时代周报对 2024 年 12 月 16 日 2024 孩子王全球合作伙伴大会报道，已开业的 7 家精选店满月均取得盈利。

图 7 孩子王包头加盟店开业当天



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 8 公司六力赋能，提升加盟商运营效率



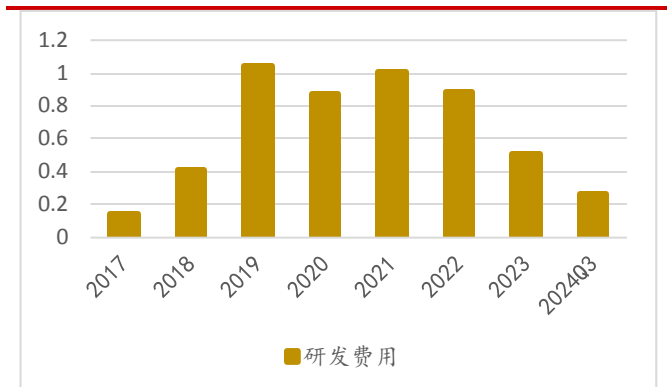
资料来源：公司官网，华西证券研究所

1.2.接入 DeepSeek 大模型，引领母婴行业智能化改革

公司自 2015 年启动全渠道数字化布局，率先在母婴零售领域构建“用户-商品-员工-管理”全要素数字化体系。根据智慧零售与餐饮公众号报道，公司 2015 年开始大力发展全渠道数字化布局，2019 年正式进入数据驱动时代，到现在已经完成产品、用户、员工、管理等全部生产要素的数字化。根据公司 2024 年半年报，公司在服务过程中已建立了 400+个基础用户标签和 1,000+个智能模型，形成“千人千面”的服务方式，推进 DTC 精准营销，实现资源的精准匹配和有效连接，赋能公司业务发展；在员工数字化方面，公司开发了育儿顾问客户管理工具“人客合一”“云客合一”“阿基米德”店总经营管理工具等，赋能基层员工进行高效而精准的客户服务和

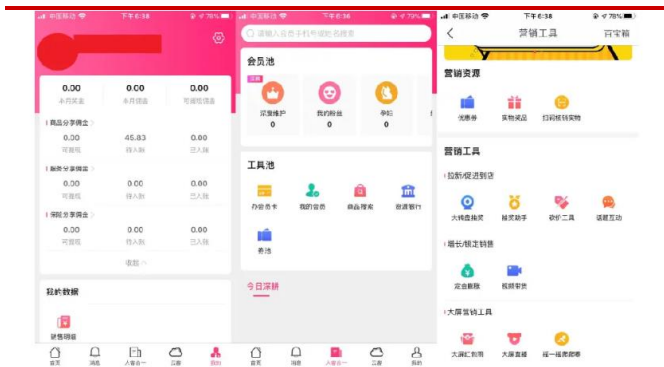
管理；在管理数字化方面，公司搭建了以业务和数据双中台系统为主，以 AI 中台为辅的技术架构，提升了整体业务运转效率。

图 9 公司历年研发费用（亿元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 10 公司员工数字化 APP “人客合一”



资料来源：人人都是产品经理，华西证券研究所

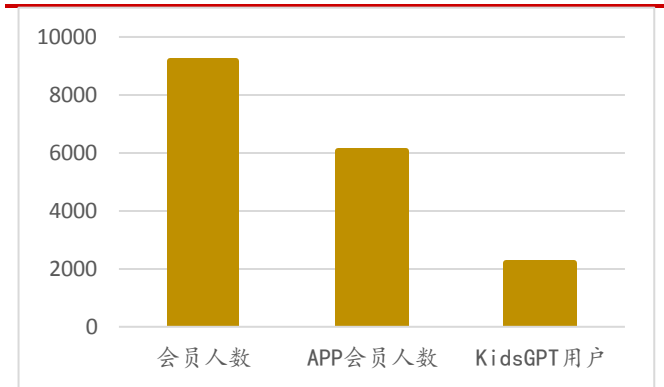
2023 年推出的国内首款母婴垂类大模型 KidsGPT，通过开源模型与母婴数据训练，根据本地宝妈生活报道，孩子王“KidsGPT-AI 育儿顾问大模型”在育儿、教育等方面经过系统的垂类数据训练，已实现智能对话、智能绘图、智能商品及服务推荐，具备了强大的母婴专业知识输出能力及用户信息安全保护能力。根据新浪财经报道，截至 2024 年底，KidsGPT 累计服务超 2200 万用户，问答交互量突破 3 亿次，成为母婴行业智能化服务标杆。

图 11 KIDS-GPT 应用在孩子王 APP



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 12 2024 年 Kids-GPT 用户与公司会员数量（万人）



资料来源：新浪财经，华西证券研究所

2025 年 2 月，公司已完成了基于 DeepSeek V3 大模型的 KidsGPT 底座升级，根据孩子王微报公众号，KidsGPT 接入 DeepSeek 大模型后：1）部署成本大幅下降，知识库命中率提升至 95%，边际效益显著；2）能力扩展：结合 DeepSeek 的 MoE 架构与强化学习能力，构建“AI+商品+服务”生态；3）公司将发挥数据底蕴和数据接驳能力，延展各类场景所需的智能体，将人工智能技术与硬件、IP 和产品场景深度整合。

图 13 KidsGPT 接入 DeepSeek 完成模型底座升级

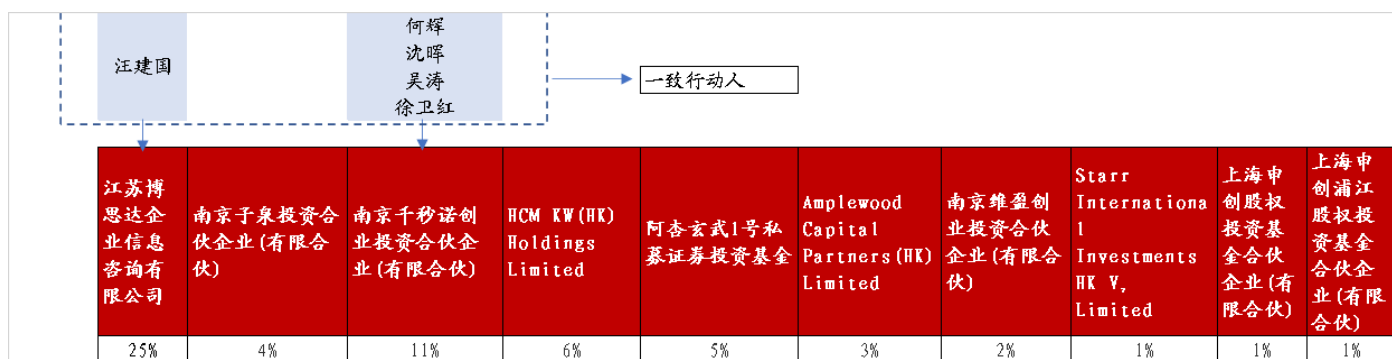


资料来源：孩子王微报，华西证券研究所

1.3. 辛选股权合作不断深入，协同效应有望增强

截至 2024 年 9 月 30 日，公司实控人及一致行动人共持有公司 37% 股份，股权结构相对集中。公司实控人及创始人汪建国先生，截至 2024 年 9 月 30 日，汪建国先生通过江苏博思达以及南京子泉投资合伙企业共持有公司 26% 股份，南京千秒诺创业投资合伙企业为公司的一致行动人，股东为公司核心高管徐卫红、何辉、沈晖、吴涛，合计持有公司 11% 股权。

图 14 截至 20240930 公司股权结构



资料来源：wind，华西证券研究所

公司公告转让南京千秒诺创业投资合伙企业 5% 的股份，受让人为上海一村投资管理有限公司。公司发布公告，控股股东一致行动人南京千秒诺拟通过协议转让方式将其持有的 6291.6 万股无限售流通股，转让给上海一村投资管理有限公司（代表一村辛未来私募证券投资基金）。双方于 2024 年 11 月 26 日签署《股份转让协议》，转让价格不低于股权转让协议签署日前一个交易日收盘价格的 80%（转让价格 10 元/股）。此次协议转让的 5% 股份，为公司原董事/高级管理人员沈晖、何辉、吴涛 3 人间接持有的 4.64% 上市公司股份，以及现任董事/总经理徐卫红间接持有的 0.36% 上市公司股份。根据公司公告，2022 年 4 月 26 日，孩子王召开董事会换届选举，沈晖、吴涛退出董事会，徐卫红、何辉留任。根据公司公告，本次协议转让股份不会导

致公司实际控制人、控股股东发生变更，辛未来投资基金是基于对公司未来持续稳定发展的信心及对公司投资价值的认可。

图 15 股权转让完成后公司股权结构

汪建国 辛未来投资基金		何辉 徐卫红								
江苏博思达企业咨询有限公司	上海一村投资管理有限公司	南京子泉投资合伙企业(有限合伙)	南京千秒诺创业投资合伙企业(有限合伙)	HCM KW(HK) Holdings Limited	阿杏玄武1号私募证券投资基金	Amplewood Capital Partners (HK) Limited	南京维盈创业投资合伙企业(有限合伙)	Starr International Investments HK V, Limited	上海申创股权投资基金合伙企业(有限合伙)	上海申创浦江股权投资基金合伙企业(有限合伙)
24.84%	5.00%	4.24%	6.44%	6.26%	4.98%	2.92%	2.44%	1.42%	1.24%	1.24%

资料来源：wind，华西证券研究所

与辛选控股成立合资公司，绑定核心主播。2024 年 10 月，公司携手广东辛选控股有限公司，共同注资成立杭州链启未来网络科技有限责任公司，开展新家庭电商直播零售业务，并探索线下新零售业务的发展。股权比例为：公司及一致行动人持股 45%，辛选控股持股 10%，辛选核心高管郑伽柏持股 10%；当家主播、辛选一姐“蛋蛋”杨润心持股 5%。根据每日经济新闻报道，泛母婴品类在辛选年度 GMV500 亿的占比约 80%约 400 亿元。根据母婴日报报道，12 月 18 日辛选主播蛋蛋近日开启辛选与孩子王合作后首次母婴专场直播，单场销售额突破 2 亿元。

图 16 公司与辛选合资公司股权架构图

孩子王儿童用品股份有限公司	广东辛选控股有限公司	郑伽柏	周通	杜晨鹏	行凌伟	汪建国	杨润心	徐卫红	侍光磊
33.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	5.00%	5.00%	4.00%	3.00%
杭州链启未来网络科技有限公司									

资料来源：公司公告，华西证券研究所（标红为孩子王及一致行动人）

我们认为随着双方股权合作的不断推进，公司与辛选之间的协同效应有望增强。我们认为双方在渠道、产品、服务端有望实现多维度的协同：1）产品上：据财联社报道，泛母婴品类在辛选年度 GMV500 亿的占比约 80%约 400 亿元，双方在品类上具有较高的重叠度，可协力打造爆款；2）渠道上，双方合作实现“线上首发-线下体验-全域触达”的新零售闭环。快手电商消费者下沉市场占比较高，亦符合公司的下沉战略；3）双方数字化、会员体系整合，有望提升服务水平。

2.三扩战略打开成长空间

2.1.扩品类：产业收购落地，自有品牌持续扩充

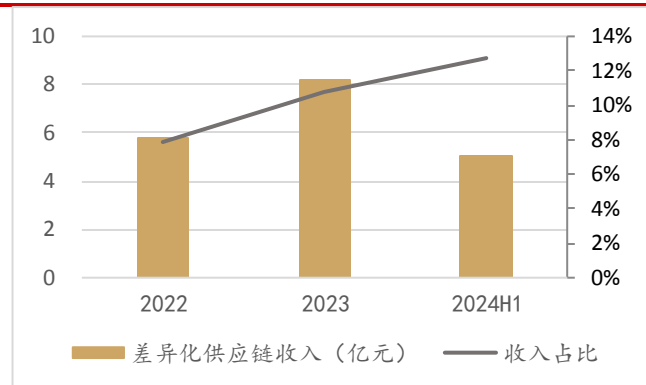
孩子王通过“自主孵化+品牌专供”构建差异化商品矩阵，差异化供应链收入占比持续提升。根据 2023 年财报，2023 年，公司的自有品牌交易额实现了 74.37% 的同比增长，展现出强劲的增长势头。自有品牌已全面覆盖用品、玩具、内衣家纺、饰品等多个主要品类，为市场提供了丰富多样的选择。同时，公司积极打造差异化爆品和极致单品，如贝特倍护用品及纸尿裤、初衣萌内衣家纺、慧殿堂玩具及乐友歌瑞家服纺、幼蓓用品、歌瑞贝儿食品等品牌。公司差异化供应链收入占比由 2022 年的 7.87% 提升至 2024H1 的 12.74%。差异化供应链由自有品牌和专供商品构成，2024H1 分别占差异化供应链收入的 58%、42%。

图 17 公司自有品牌产品矩阵



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 18 公司差异化供应链收入占比



资料来源：公司公告，华西证券研究所

收购幸研生物，布局美妆赛道。根据青眼报道，2024 年 12 月 30 日，孩子王以 1.62 亿元现金收购成人美妆公司幸研生物 60% 股权，实现对其控股。幸研生物成立于 2022 年，总部位于上海，旗下拥有脆敏肌功效护肤品牌 OANA 和胶原蛋白护肤品牌博创，主打科技护肤理念，产品涵盖次抛精华、面霜、眼霜等，定价区间覆盖 200 元以下至千元级，其中 OANA 在快手平台销量表现突出，半年销售额达 1527 万元，超九成依赖达人分销。根据快消品公众号报道，2024 年 12 月，博创位居快手美容护肤类目品牌 GMV 榜 TOP2。

图 19 幸研生物旗下品牌



资料来源：孩子王投资者关系公众号，华西证券研究所

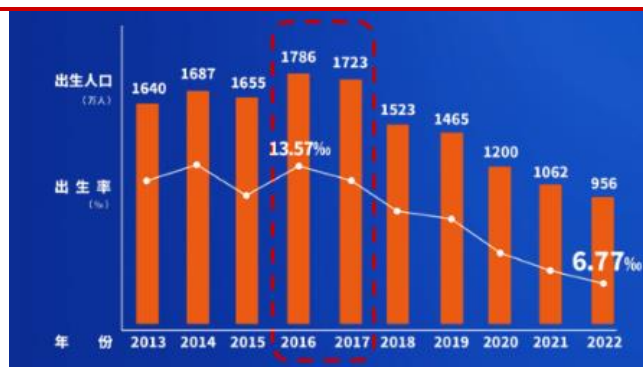
收购完成后增加宝妈群体产品覆盖，幸研有望借助公司线下渠道扩张销售额。根据公司投资者关系公众号，一直致力于满足宝妈及女性消费者的需求，2023 年成

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

人护肤美妆销售额达到 1.07 亿元人民币，同比增长近 20%。2024 年，孩子王通过“全球购”持续为女性会员提供高品质护肤美妆产品，充分满足宝妈和女性会员需求，收购完成后美护自有品牌得到扩充。过往幸研销售额多来自快手平台，收购完成后有望借助公司丰富的线下网络再度扩大销售规模提升品牌力。

增加大童产品覆盖，抓住人口红利。根据母婴行业观察，2016 至 2017 年的人口增长峰值时期出生的婴幼儿，现已进入 6 岁及以上的中大童阶段。孩子王率先开创了全龄段儿童成长服务的新业态，增加中大童品类占比。根据财经无忌报道，广汉孩子王精选店在中大童新领域进行了升级，比如放大了户外出行区，增加了大童品类，如儿童自行车、儿童出行服饰等产品，中大童产品占比超 50%，能满足县城父母的一站式购物需求。

图 20 2016-2017 年为过去十年的生育高峰



资料来源：母婴行业观察，华西证券研究所

图 21 公司门店增加图书和漫画满足中大童需求



资料来源：孩子王微报，华西证券研究所

2.2.扩赛道：强化同城服务，提升客户粘性

“扩赛道”战略指从单一母婴零售赛道向多元化服务生态转型，聚焦“孕产 Plus”“成长 Plus”“同城亲子 Plus”三大服务平台，通过同城即时零售、本地生活服务、儿童成长服务等细分领域构建服务生态圈。

图 22 公司三大服务平台



资料来源：公司公告，华西证券研究所

围绕线下门店，公司同城业务高增长。根据公司年报，公司以门店为核心，深入实施同城战略，构建同城运营模型，目标是打造一个以门店为中心的 20KM 立体家庭生活圈。公司持续优化自研的同城即时零售全链路数字化系统，使得订单处理更为迅速、准确，成功推出了 3km 内最快 30 分钟达、5km 内最快 1 小时达、全城送、顺丰半日达等一系列时效产品，实现了高达 99% 的订单及时履约率。公司还启动了华北智慧物流园的建设项目，致力于构建覆盖全国的仓网布局。这一战略举措将进一步提升公司的物流效率和覆盖范围，为用户提供更加便捷、高效的购物体验。2024 半年报年报显示，“同城加”交易额同比增长 120%，发展势头强劲。

图 23 公司全国仓网布局



资料来源：公司公告，华西证券研究所

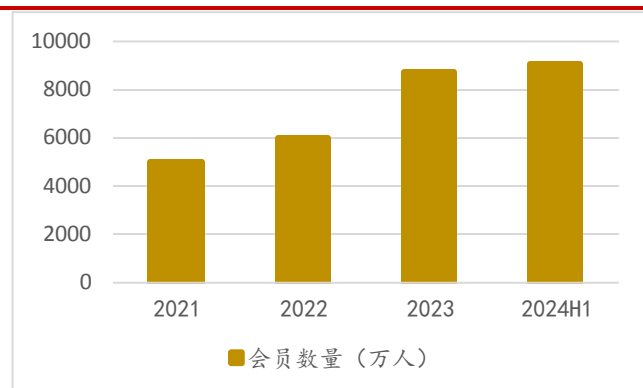
深挖会员价值，黑金会员贡献率高，用户粘性强。根据羊奶粉智库公众号报道，2018 年公司正式推出付费会员—黑金 PLUS 会员，通过将会员与品牌商深度绑定，全面渗透用户日常生活场景。2023 年财报显示，孩子王累计服务的会员人数已超 8700 万人（含乐友国际），消费会员近 1000 万，同比增长 3%。其中，黑金会员约 100 万（占消费会员的 10%），同比增长 5%，并且全年公司 98% 以上订单来自会员，黑金会员收入占比近 70%，黑金单客产值为普通会员的 10 倍以上。

图 24 部分母婴连锁企业会员体系

门店	付费会员形式
孩子王	1.超值省钱卡2.8元/月，至尊省钱卡8.8元/月； 2.黑金plus会员，金喜卡199元/年，好孕卡199元/张。
爱婴室	1.MAX会员49元/年，129元/年； 2.品牌联名卡88~268元/年。
海南健瑞儿	1.999元金钻卡/3年； 2.各品牌联名金钻卡199元/289元/229元/159元。
喜阳阳爱婴	1.大喜卡98元/年，孕喜卡198元/年，爱+会员188元卡； 2.联合海普诺凯Pro会员卡。
广西企鹅宝贝	YOYO黑金卡 199元/年，YOYO幸孕卡299元/年 YOYO轻享卡99元/年，YOYO小蓝卡0元

资料来源：羊奶粉智库，华西证券研究所

图 25 公司会员数量（万人）

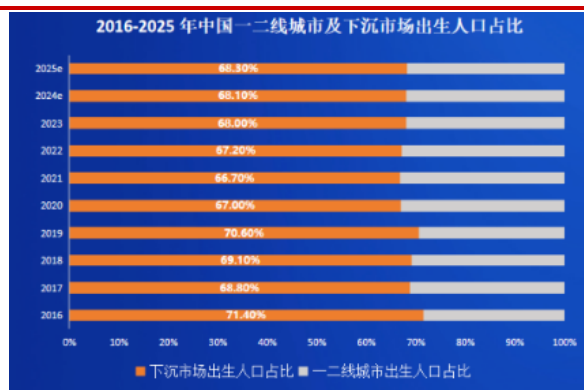


资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.3.扩业态：开放加盟拓展下沉市场，有望贡献业绩增量

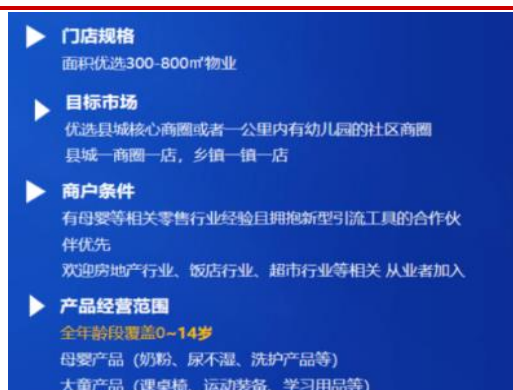
下沉市场空间广阔，公司开放大店加盟发力下沉市场。根据母婴行业观察报道，近 70% 的新出生人口位于三线及以下城市，但选品、门店管理、服务等方面存在短板，为连锁品牌成长提供机会。2024 年孩子王正式启动大店加盟模式，通过“品牌授权+数字化能力”整店模型输出，重点布局三四线城市下沉市场。公司加盟店要求面积以 300-800 平米为优，优选县城核心商圈或一公里内有幼儿园的社区商圈，县城一商圈一店，乡镇一镇一店。

图 26 下沉市场出生人口占比超过 60%



资料来源：母婴行业观察，华西证券研究所

图 27 公司加盟门店要求



资料来源：母婴行业观察，华西证券研究所

图 28 部分已开业的加盟店



资料来源：母婴行业观察，华西证券研究所

公司通过“品牌授权+数字化能力”整店模型输出的加盟模式，与加盟商共享门店数字化管理和会员精准营销的核心能力，共同推动场景业态的发展和扩展。为了确保直营店和加盟店提供相同品质的商品与服务，孩子王秉持“专注人才管理”的核心理念，通过实施全面的“六力赋能”体系——包括品牌建设、产品开发、运营管理、协同合作、客户服务及场景营造六大方面。全方位支持加盟商，并向县域亲子家庭提供更专业、周到的育儿服务，提升服务质量。目前开业的门店取得亮眼的销售表现：

1) 四川广汉百伦广场精选店：2024 年 9 月日销环比增长 43%，10 月环比增长 62%。2) 内蒙古包头苏宁广场精选店：荣誉会员储备超 4000 人，单店面积近千平，为首家千平级别孩子王精选店。

2027 年大店加盟店预计达到 1000 家，加盟业务有望贡献利润增量。根据孩子王文化窗公众号数据，预计到 2027 年底，孩子王将在全国范围内开设 1000 家加盟店，基本实现“一县一店”的目标。鉴于首批门店亮眼的销售表现以及品牌大店在下沉城市的母婴市场具有稀缺性，我们认为随着加盟网络的不断扩张，公司有望基于品牌授权和供应链服务增厚收入利润。

3. 盈利预测与投资建议

我们对于公司 2024-2026 年的盈利预测的核心假设为：

- 1) 母婴消费品销售：我们认为母婴消费品销售成长的驱动因素为扩品类战略持续执行，丰富中大童品类、幸研生物并表、加盟门店网络扩张、合资公司链启未来直播电商带动母婴消费品销售增长提速。我们预计 2024-2026 年母婴消费品收入分别同比增长 10%、28%、20%。
- 2) 供应链服务：我们认为供应链服务增长驱动主要来自公司规模效应释放以及加盟大店扩张带来的增量。我们预计供应链服务业务收入 2024-2026 年分别增长 16%、12%、10%。
- 3) 其他业务：其他业务收入占比较低，我们预计 2024-2026 年保持平稳增长。
- 4) 毛利率以及费用率：我们预计受到自有品牌以及专供商品的积极带动，公司毛利率有望小幅增长。同时数字化驱动公司人效持续提升，我们预计公司销售费用持续优化，管理费用率保持相对稳定。

表 2 公司各项收入测算

	2023 年	2024E	2025E	2026E
收入拆分				
母婴消费品行业	7575.79	8333.37	10666.71	12800.06
yoy	2%	10%	28%	20%
占总收入比例	87%	86%	87%	88%
供应链服务	605.52	702.40	786.69	865.35
yoy	0%	16%	12%	10%
占总收入比例	7%	7%	6%	6%
母婴服务业	310.89	388.61	466.33	522.29
yoy	24%	25%	20%	12%
占总收入比例	4%	4%	4%	4%
平台服务	116.47	130.45	143.49	154.97
yoy	9%	12%	10%	8%
占总收入比例	1%	1%	1%	1%
广告业务	67.60	74.36	78.82	82.76
yoy	-9%	10%	6%	5%
占总收入比例	1%	1%	1%	1%
其他	76.33	80.15	84.16	88.36
yoy	13%	5%	5%	5%
占总收入比例	1%	1%	1%	1%
总收入	8752.59	9709.33	12226.19	14513.79
yoy	3%	11%	26%	19%

资料来源：wind，华西证券研究所

综上，我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 97.1、122.3、145.1 亿元，分别同比增长 11%、26%、19%，实现归母净利润 1.8、4.8、6.7 亿元，分别同比 +71%、169%、38%。2024-2026 年对应的 EPS 分别为 0.14、0.38、0.53 元。按照 2025 年 2 月 24 日收盘价 14.24 元计算，2024-2026 年对应的 PE 分别为 100、37、27 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 3 可比公司估值一览

代码	公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE		
			2023	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
301078.SZ	孩子王	179	1.1	1.8	4.8	6.7	100	37	27
603214.SH	爱婴室	28	1.0	1.1	1.3	1.4	25	22	19
002570.SZ	贝因美	47	0.5	1.0	1.3	1.6	48	38	30

资料来源：wind，华西证券研究所（收盘价截至 2025 年 2 月 24 日，爱婴室及贝因美盈利预测来自 wind 一致预期）

4.风险提示

- 1) 门店扩张不及预期；
- 2) 生育率持续下滑；
- 3) 行业竞争加剧；
- 4) 产品质量问题导致品牌形象受损。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	8,753	9,709	12,226	14,514	净利润	121	200	537	785
YoY (%)	2.7%	10.9%	25.9%	18.7%	折旧和摊销	682	24	24	25
营业成本	6,165	6,811	8,531	10,152	营运资金变动	-59	-775	53	-34
营业税金及附加	32	36	45	54	经营活动现金流	804	-490	671	827
销售费用	1,812	2,020	2,323	2,612	资本开支	-362	-10	-10	-10
管理费用	507	562	642	723	投资	-860	0	0	0
财务费用	93	56	62	56	投资活动现金流	-1,199	9	14	19
研发费用	51	49	61	73	股权募资	0	-37	0	0
资产减值损失	-13	0	0	0	债务募资	1,504	0	0	0
投资收益	20	19	24	29	筹资活动现金流	1,060	-140	-81	-81
营业利润	150	244	647	946	现金净流量	666	-621	605	765
营业外收支	-4	0	0	0	主要财务指标				
利润总额	146	244	647	946	成长能力				
所得税	26	44	110	161	营业收入增长率	2.7%	10.9%	25.9%	18.7%
净利润	121	200	537	785	净利润增长率	-13.9%	71.1%	168.7%	38.0%
归属于母公司净利润	105	180	483	667	盈利能力				
YoY (%)	-13.9%	71.1%	168.7%	38.0%	毛利率	29.6%	29.8%	30.2%	30.1%
每股收益	0.10	0.14	0.38	0.53	净利率	1.2%	1.9%	4.0%	4.6%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	1.1%	2.0%	4.7%	6.0%
货币资金	2,472	1,852	2,456	3,222	净资产收益率 ROE	3.3%	5.5%	12.9%	15.1%
预付款项	143	136	171	203	偿债能力				
存货	1,120	1,151	1,693	1,691	流动比率	1.84	2.21	2.10	2.39
其他流动资产	1,521	1,524	1,611	1,607	速动比率	1.24	1.39	1.28	1.56
流动资产合计	5,255	4,663	5,931	6,722	现金比率	0.87	0.88	0.87	1.14
长期股权投资	15	15	15	15	资产负债率	65.7%	61.8%	61.2%	56.9%
固定资产	677	663	648	634	经营效率				
无形资产	396	396	396	396	总资产周转率	1.00	1.04	1.27	1.36
非流动资产合计	4,352	4,338	4,323	4,309	每股指标 (元)				
资产合计	9,607	9,000	10,255	11,031	每股收益	0.10	0.14	0.38	0.53
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	2.83	2.59	2.98	3.51
应付账款及票据	1,158	679	1,217	1,039	每股经营现金流	0.72	-0.39	0.53	0.66
其他流动负债	1,697	1,429	1,609	1,777	每股股利	0.05	0.02	0.00	0.00
流动负债合计	2,855	2,108	2,825	2,817	估值分析				
长期借款	919	919	919	919	PE	147.72	99.61	37.07	26.86
其他长期负债	2,537	2,537	2,537	2,537	PB	2.90	5.49	4.79	4.06
非流动负债合计	3,456	3,456	3,456	3,456					
负债合计	6,311	5,564	6,281	6,273					
股本	1,110	1,104	1,104	1,104					
少数股东权益	155	175	229	347					
股东权益合计	3,296	3,437	3,974	4,759					
负债和股东权益合计	9,607	9,000	10,255	11,031					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

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，保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。