

商贸零售

2025 年 03 月 13 日

孩子王 (301078)

——深耕母婴零售，加速 AI 融合多线扩张

报告原因：首次覆盖

增持 (首次评级)

投资要点：

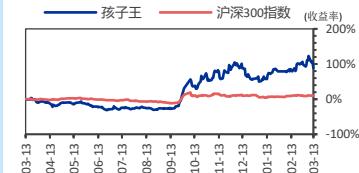
- **深耕母婴零售龙头地位稳固，加码 AI 布局，推进生态扩容。** 公司为国内母婴童行业头部企业，已连续八年代表母婴童行业唯一入选连锁百强排行榜企业。**1) 股权：**创始人汪建国合计持有 40.52% 股权。与辛选控股成立合资公司，公司及一致行动人持股 45%，辛选控股持股 10%；**2) 管理：**汪建国先生创办五星电器之后二次创业培育了孩子王并深耕母婴零售行业至今，积累了强大的对于母婴行业趋势的专业经验；**3) 财务：**20-23 年营业收入由 83.55 亿元增至 87.53 亿元，CAGR 为 1.56%。24Q1-Q3 营收 67.98 亿元，归母净利润增速转正同增 24.64%，达 1.31 亿元。
- **核心竞争力：**以客户关系为核心资产，直营重资产模式耕耘多年，积累极深专业度护城河。**1) 业态模式：**母婴零售头部企业，依托“大店模式 + 重度会员”体系，深耕单客经济。截至 2024 年 6 月，孩子王全国直营门店数量超 1000 家（含乐友），会员 9070 万（含乐友）；**2) 产品供给：**在提供母婴商品及服务的基础上，单店构建互动社区，同时满足客户购物、服务、社交多重需求；**3) 场景触点：**打造实体门店、线上平台及移动端 APP 触点，对目标人群全渠道深度触达；**4) 数字化赋能：**全流程数字化。23 年公司推出 KidsGPT，25 年 2 月完成其基于 Deepseek V3 大模型的底座升级。
- **增长点：主业稳健，“三扩”战略，多维增长。****1) 品类+赛道+业态扩张：**持续扩品类，推动非标品增长，凭借差异化供应链和自有品牌矩阵扩张；发力同城即时零售，推出“全龄段儿童生活馆”，填补中大童服务空白；通过“大店+小店+加盟”模式拓展，开放加盟，轻量化进军下沉市场。**2) 并购扩张：**23 年收购乐友国际，提升门店渗透率，实现运营模式互补；24 年 10 月与辛选合资成立子公司，开展家庭电商直播零售业务，借助辛选的品类和人群优势触达广域用户；24 年 12 月收购辛研生物，打通母婴到美护的通路，打造新增长点。**3) 加速 AI 融合：**携手 AI 大厂，迈入“流量+服务+数据+平台”平台型企业。
- **“AI+消费”融合，拓宽成长曲线，政策提振生育&消费，利好母婴零售平台型企业。** 公司深耕高粘性会员经济，单店模型成熟，线上&线下优势显著，数字化赋能提质增效，“三扩”战略推进，布局 AI 全面拓宽成长曲线。预计公司 24-26 年营收分别为 97.9/108.4/117.5 亿元，同增 11.9%、10.7%、8.3%；归母净利润分别为 1.9/3.0/4.1 亿元，同增 77.6%、60.4%、35.2%；对应 PE 分别为 91、57、42 倍。**首次覆盖，“增持”评级。**
- **风险提示：**出生率持续下滑，展店不及预期，业务拓展不及预期，行业竞争加剧。

市场数据： 2025 年 03 月 13 日
收盘价 (元) 13.46
一年内最高/最低 (元) 16.18/4.85
市净率 5.2
股息率 (分红/股价) 0.52
流通 A 股市值 (百万元) 16,777
上证指数/深证成指 3,358.73/10,736.19

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2024 年 09 月 30 日
每股净资产 (元) 2.92
资产负债率% 63.77
总股本/流通 A 股 (百万) 1,258/1,246
流通 B 股/H 股 (百万) -/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com
王盼 A0230523120001
wangpan@swsresearch.com
屠亦婷 A0230512080003
tuyt@swsresearch.com

联系人

王盼
(8621)23297818×
wangpan@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

财务数据及盈利预测

	2023	2024Q1-3	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	8,753	6,798	9,790	10,841	11,745
同比增长率 (%)	2.7	7.1	11.9	10.7	8.3
归母净利润 (百万元)	105	131	187	300	405
同比增长率 (%)	-13.9	12.2	77.6	60.4	35.2
每股收益 (元/股)	0.10	0.12	0.15	0.24	0.32
毛利率 (%)	29.6	29.5	29.5	29.4	29.7
ROE (%)	3.3	4.0	5.5	8.1	10.1
市盈率	161		91	57	42

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

“AI+消费”融合，拓宽成长曲线，政策提振生育&消费，利好母婴零售平台型企业。公司深耕高粘性会员经济，单店模型成熟，线上&线下优势显著，数字化赋能为增长提质增效，随着公司“三扩”战略推进，AI布局推进，品类+赛道+业态全面进化拉升天花板。预计公司2024-2026年营收分别为97.9/108.4/117.5亿元，同增11.9%、10.7%、8.3%；归母净利润分别为1.9/3.0/4.1亿元，同增77.6%、60.4%、35.2%；对应PE分别为91、57、42倍。**首次覆盖，“增持”评级。**

关键假设点

我们按照公司业务进行拆分：

1) 母婴商品：公司作为母婴零售龙头，门店覆盖广泛，线上线下渠道布局全面，产品品类全面，收购乐友后随着门店+非标品+自有品牌扩张，预计母婴商品将持续增长。我们预计2024-2026年公司母婴商品销售营收增速分别为13.15%/11.69%/9.02%，营收分别为85.7/95.7/104.4亿元。

2) 母婴服务：公司母婴服务收入来源主要包括黑金会员费、门店活动门票费等，公司付费会员数量稳步扩张。预计2024-2026年营收分别为3.3/3.4/3.6亿元。

3) 供应商服务：公司供应商服务业务主要为供应商提供会员开发、互动活动冠名、商品线上线下推广宣传、数字化工具等服务。线下门店的稳定经营将促进需求释放。预计2024-2026年营收分别为6.2/6.3/6.3亿元。

有别于大众的认识

市场普遍认为母婴零售行业竞争激烈，线下门店面临线上渠道冲击，但孩子王凭借多年“大店模式+重度会员”体系积累极深专业度护城河，当前开放加盟轻量化加速扩张。并且通过全渠道运营和数字化赋能，实现了线上线下融合发展，线下门店不仅是销售场所，更是社交和体验中心，具有不可替代性。

市场认为母婴行业增长受限于出生率下滑，但孩子王通过“三扩”战略（扩品类、扩赛道、扩业态），从母婴用品向美妆、亲子服务等多元领域延伸，从一二线城市向下沉市场拓展，从单一门店模式向加盟、即时零售等多业态转型，突破了传统母婴零售的天花板，为增长注入新动力。公司数据资产积淀深厚，AI拓宽成长边界。23年收购乐友国际，提升门店渗透率，实现运营模式互补；24年10月与辛选合资成立子公司，开展家庭电商直播零售业务，借助辛选的品类和人群优势触达广域用户；24年12月收购幸研生物，打通母婴到美护的通路，打造新增长点。加速AI融合，携手AI大厂，迈入“流量+服务+数据+平台”平台型企业。

股价表现的催化剂

“三扩”战略推进超预期；布局AI；外延投资布局成效显著；政策支持与市场环境改善；数字化赋能与创新。

核心假设风险

出生率持续下滑；展店不及预期；业务拓展不及预期；行业竞争加剧。

目录

1. 孩子王：深耕母婴零售，全域发力多线扩张	7
1.1 创新经营迅速扩张，AI+数字化赋能全渠道运营	7
1.2 股权结构集中，与辛选合资成立子公司	8
1.3 收入结构优化，利润稳中有增	10
2. 行业：多维驱动母婴赛道扩容，龙头份额提升	13
2.1 政策提振+品质化消费，驱动母婴市场扩容	13
2.2 鼓励生育政策加码，消费理念升级提供增量空间	15
2.2.1 鼓励生育系列政策加码，出生人数迎来反弹促市场规模扩容	15
2.2.2 母婴群体消费观念转变，精细化育儿推动产品迭代升级	18
2.3 供给侧趋势：龙头全渠道扩张，全域寻找增量	20
2.3.1 分散格局下龙头加快线下扩张，线上多触点打开市场	20
2.3.2 线上线下流量加速融合，“AI+消费”趋势进入母婴行业	22
3. 竞争力：大店+会员深耕单客经济，数字化提升业务效率	23
3.1 商业模式：以人为核心资产，掘金母婴赛道	23
3.1.1 业态模式：大店模式+重度会员，深耕单客经济	24
3.1.2 产品供给：商品+服务+社交，目标人群需求全方位满足	25
3.1.3 场景触点：门店+APP+线上平台，目标人群全渠道触达	27
3.2 数字化赋能，提升全流程效率	29
4. 增长点：“三扩”战略，布局 AI 多维增长	32
4.1 扩品类：围绕用户需求持续扩张，发力自有品牌建设	32
4.2 扩赛道：发力同城即时零售，形成城市生态圈	33
4.3 扩业态：从多场景业态并行，资产模式轻量化	34
4.4 “AI+消费”协同扩张，打开成长边界	35
5. 盈利预测与估值	38
5.1 盈利预测	38
5.2 投资分析意见	38
6. 风险提示	39

图表目录

图 1：孩子王发展历程	7
图 2：公司五大业务板块.....	8
图 3：孩子王儿童用品股份有限公司股权结构.....	9
图 4：2020-2024Q1-Q3 公司营收（亿元）及增速（%）	10
图 5：2020-2024Q1-Q3 公司归母净利润（亿元）及增速（%）	10
图 6：公司毛利率(%)	11
图 7：公司净利率（%）	11
图 8：按业务划分的营业收入（亿元）	11
图 9：按业务划分的营业收入占比（%）	11
图 10：各业务毛利率（%）	12
图 11：按地区划分的产品销售收入（亿元）	12
图 12：按地区划分的营业收入占比（%）	12
图 13：华东、西南、华中地区及线上平台毛利率（%）	12
图 14：2018-2027E 中国母婴行业市场规模（亿元）及增速（%）	14
图 15：2023 年中国母婴消费市场品类构成（%）	14
图 16：2021 年中国母婴产品大类购买情况（%）	14
图 17：2013-2024 年中国出生人口规模（万）及出生率（%）	17
图 18：2013-2024 年中国居民消费支出和居民人均服务性消费支出（元）及增长率（%）	18
图 19：2022 年中国出生人口按女性生育年龄分布（%）	19
图 20：家庭消费中与孩子相关占比（%）	19
图 21：2020/2023 年各区域家庭 0-17 岁孩子平均养育支出（万元）	19
图 22：2024 年中国生育成本结构	19
图 23：消费者行为习惯变化	21
图 24：2015-2024E 中国母婴商品网络零售交易规模（亿元，%）	22
图 25：2016-2025E 母婴消费渠道分布情况（%）	22
图 26：2024 年渠道划分母婴品类销售结构（%）	22
图 27：日本 GROOVE X 家庭陪伴机器人 LOVOT	23
图：飞鹤推出 AI 鹤小飞.....	

图 29：孩子王经营模式	24
图 30：孩子王门店情况	24
图 31：孩子王门店及乐友直营店数量（家）	24
图 32：孩子王单客经济	25
图 33：孩子王举办线下活动	25
图 34：孩子王渠道布局	27
图 35：孩子王 APP	27
图 36：孩子王和年糕妈妈 APP 单日人均启动次数（次）	28
图 37：孩子王和年糕妈妈 APP 单日人均使用时长（分钟）	28
图 38：孩子王线上销售收入及占比	28
图 39：孩子王线上线下相互引流	29
图 40：公司研发费用情况	29
图 41：公司研发人员数量	29
图 42：公司数字化平台体系	30
图 43：公司自动补货系统	30
图 44：公司存货周转天数（天）	30
图 45：孩子王 KidsGPT	31
图 46：公司营收中奶粉销售占比（%）	32
图 47：差异化供应链营收及增长率	32
图 48：公司自有品牌矩阵	32
图 49：孩子王 APP “同城亲子” 页面	33
图 50：孩子王微信小店	34
图 51：孩子王首家加盟店开业	35
图 52：孩子王全龄段儿童生活馆布局	35
图 53：公司门店分布（孩子王+乐友）	35
图 54：2023 年快手直播带货 TOP5 账号	36
图 55：辛选旗下头部主播“蛋蛋”粉丝画像	36
表 1：公司主要管理层	9
表 2：孩子王限制性股权激励计划主要内容	10
表 3：中国母婴行业发展历程	13

表 4：中国母婴行业图谱	15
表 5：中国主要生育政策梳理	16
表 6：部分省市“三孩政策”的配套支持措施（截止 2025 年 3 月 6 日）	16
表 7：中国母婴市场消费矩阵	20
表 8：中国主要母婴零售商门店基本情况	21
表 9：母婴零售行业不同渠道打法逻辑	22
表 10：孩子王会员类型及权益	25
表 11：孩子王产品和服务	26
表 12：幸研生物旗下品牌部分产品	37
表 13：公司收入拆分	38
表 14：可比公司估值	39

1. 孩子王：深耕母婴零售，全域发力多线扩张

1.1 创新经营迅速扩张，AI+数字化赋能全渠道运营

中国亲子家庭全渠道服务商，龙头地位稳固。孩子王创立于2009年，总部位于江苏南京，是一家以数据驱动、基于用户关系经营的创新型亲子家庭服务商，深耕母婴垂直赛道已成为行业龙头。自2016年首次将母婴行业带进连锁百强排行榜以来，孩子王已连续八年成为母婴童行业唯一入选企业，并连续三年入围自2022年起发布的“中国网络零售百强榜”前20强，母婴零售行业龙头地位稳固。

孩子王发展历程可主要分为以下三个阶段：

线下门店扩张阶段（2009-2015年）：2009年，孩子王创立，同年12月第一家门店于南京建邺万达开业；2010年进军安徽、重庆等区域市场；2011年-2012年进军西南、上海市场；2013年底，门店总数达40家；2015年12月，公司门店规模突破百店，新进驻辽宁、福建。公司持续迈大全国扩张步伐，门店布局迅速扩大。

线下+线上全渠道运营阶段（2015-2022年）：2015年，在互联网+背景下，孩子王正式对外推出线上线下全渠道战略布局，并上线第一版官方APP商城；2017年，孩子王全新第六代智慧门店在苏州龙湖正式诞生，提供扫码购、店配速达、孩享租等数字化全渠道体验，同时门店突破200家；2019年，孩子王以“全面服务化、全面数字化、全面生态化”的策略，沿着“业务数据化、数据服务化、服务产品化、产品平台化、平台生态化、生态智能化”的路径，数字化赋能击穿单客经济。

“三扩”战略，加速AI布局阶段（2023-至今）：提出以“三扩”为核心中长期发展战略，以扩品类、扩赛道、扩业态为三大突破方向。23年，收购乐友国际，提升门店渗透率，实现运营模式互补；24年10月与辛选合作，开展家庭电商直播零售业务，借助辛选的品质和人群优势触达广域用户；24年12月收购幸研生物，打通母婴到美护的通路，打造新增长点。加速AI融合，携手AI大厂，迈入“流量+服务+数据+平台”平台型企业。

图1：孩子王发展历程



资料来源：公司官网，申万宏源研究

五大业务协同，全面覆盖销售与服务。主营业务主要涵盖母婴商品销售（2023 年营业收入占比 86.55%，下同）、母婴服务（占比 3.55%）、供应商服务（占比 6.92%）、广告业务（0.77%）、平台服务（1.33%）五大板块。

1) 母婴商品销售：公司主要通过线下门店和线上渠道向目标用户群体销售食品（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多个品类，产品品种逾万种，公司销售的母婴商品以中高端品牌为主。

2) 母婴服务：为进一步满足母婴家庭不同阶段的多元化消费需求，提升购物体验，公司还为孕产妇及婴童提供童乐园、互动活动、育儿服务等各类母婴童服务及黑金会员服务。

3) 供应商服务：为供应商提供会员开发、互动活动冠名、商品推广宣传及数字化工具等服务并收取一定费用。

4) 广告业务：公司的广告收入主要系由下属子公司思想传媒为企业客户提供线上和线下广告服务。

5) 平台服务：为进一步打造母婴产业生态体系，公司通过下属子公司上海童渠自主运营各类线上平台，并为入驻平台的母婴品牌商、经销商、周边服务机构等提供网店开设、商品展示等服务。

图 2：公司五大业务板块



资料来源：公司年报，申万宏源研究

1.2 股权结构集中，与辛选合资成立子公司

创始人及一致行动人持股 40.52%，股权结构相对集中稳定。截至 2024 年第三季度报，创始人汪建国通过其全资控股的江苏博思达持有公司 24.84%的股权，一致行动人南京千秒诺与南京子泉分别持有公司 11.44%、4.24%的股权，实控人和一致行动人合计持有 40.52%的股权。公司创始人为公司实际控制人，并直接间接控制股权近半，确保了公司股权结构的稳定性。

与辛选合资成立控股子公司，为零售渠道赋能。2024 年 10 月，孩子王发布公告与辛选共同投资设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。其中孩子王以自有资金认缴出资 330 万元，占其注册资本的 33%。本次投资完成后，链启未来将成为孩子王的控股子公司，同时，辛选控股和旗下主播蛋蛋分

别持股 10%和 5%。与辛选的合作将在双方的优势互补下为孩子王零售渠道方面打开新局面。

图 3：孩子王儿童用品股份有限公司股权结构



资料来源：同花顺，申万宏源研究

创始人及管理层实践经验丰富。公司创始人汪建国先生现为孩子王董事长，一直致力于投身中国商业创新实践，培育新动能。1998 年创办五星电器之后于 2009 年将所有股份出售，同年带领团队二次创业培育了孩子王并深耕母婴零售行业至今，积累了强大的对于行业趋势的专业经验。除创始人外，徐伟宏、蔡博和侍光磊等主要管理层人员具备多年从业经验，具备深厚的行业背景和管理能力，其为公司的稳健运营和战略发展提供了强有力的支持和保障。

表 1：公司主要管理层

姓名	职位	履历
汪建国	创始人兼董事长	孩子王创始人兼董事长，江苏博思达执行董事；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。
徐伟宏	董事、联合创始人兼 CEO	孩子王联合创始人兼 CEO、乐友国际董事长。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。
蔡博	董事、副总裁及 CFO	孩子王副总裁&CFO、乐友执行总裁，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、副总裁及 CFO。
侍光磊	副总裁兼董事会秘书	孩子王副总裁兼董事会秘书，曾于 2003 年至 2022 年，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、浙江区域管理委员会区域委员、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，现任公司副总裁兼董事会秘书。

资料来源：公司公告，公司官网、申万宏源研究

股权激励绑定核心骨干，团队活力助力稳定发展。公司于 2022 年 10 月公布限制性股权激励计划，授予总权益 3639.53 万股，授予价格为 5.42 元/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%。激励对象包括副总经理 2 人、骨干人员 401 人，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。2023 年公司归属于上市公司股东的净利润 2.11 亿元，同比增长 55.70%，达到考核标准，实施股权激励产生股份支付 9,488.12 万元。

表 2：孩子王限制性股权激励计划主要内容

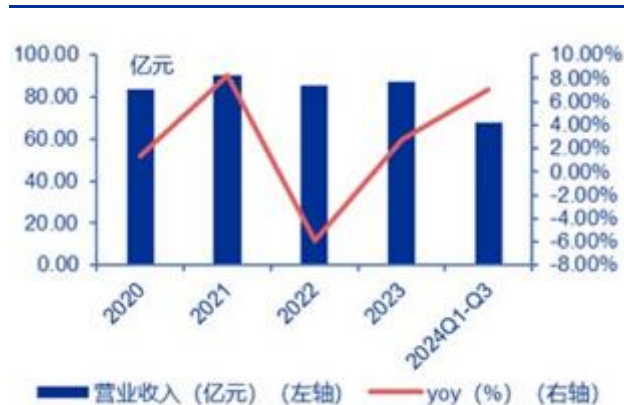
解除限售安排	解除限售时间	业绩考核目标
第一个解除限售期	自授予限制性股票授予登记完成之日起 15 个月后的首个交易日起至授予限制性股票授予登记完成之日起 27 个月内的最后一个交易日当日止	以 2022 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 50%；
第二个解除限售期	自授予限制性股票授予登记完成之日起 27 个月后的首个交易日起至授予限制性股票授予登记完成之日起 39 个月内的最后一个交易日当日止	以 2022 年净利润为基数，2024 年净利润增长率不低于 80%；
第三个解除限售期	自授予限制性股票授予登记完成之日起 39 个月后的首个交易日起至授予限制性股票授予登记完成之日起 51 个月内的最后一个交易日当日止	以 2022 年净利润为基数，2025 年净利润增长率不低于 120%；

资料来源：公司公告、申万宏源研究

1.3 收入结构优化，利润稳中有增

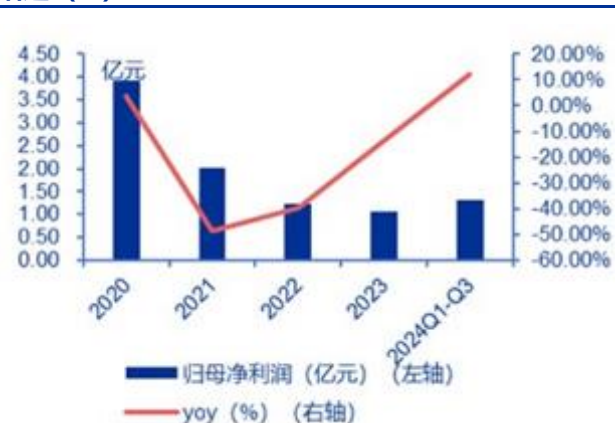
收入利润经历波动后恢复增长。公司 2020-2023 年业绩受到疫情冲击线下零售与人口红利减弱的影响，营业收入由 83.55 亿元增至 87.53 亿元，复合增速为 1.56%；同期归母净利润逐年下滑，由 2020 年顶峰 3.91 亿元降至 2023 年 1.05 亿元。2024 年公司步入新阶段，“三扩”战略下数字化持续提质增效改善业绩，24Q1-Q3 营收为 67.98 亿元，同比增长 7.10%；经历三年公司归母净利润的下降后，2024 年 Q1-Q3 归母净利润同比增长 12.24%达 1.31 亿元，实现增速转正。

图 4：2020-2024Q1-Q3 公司营收 (亿元) 及增速 (%)



资料来源：Wind，申万宏源研究

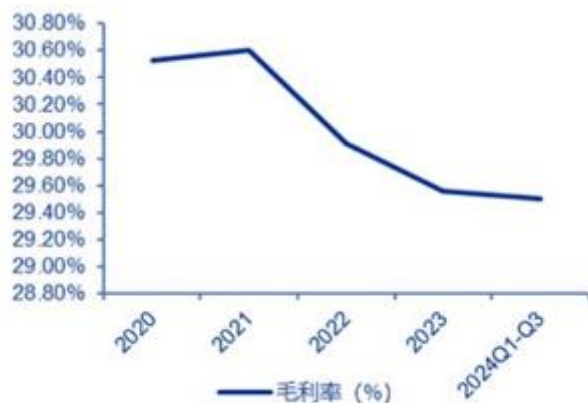
图 5：2020-2024Q1-Q3 公司归母净利润 (亿元) 及增速 (%)



资料来源：Wind，申万宏源研究

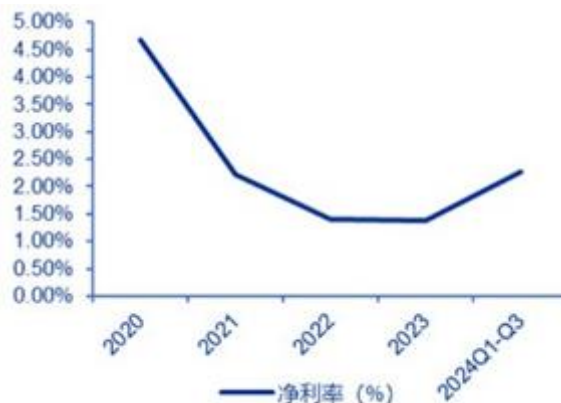
毛利率趋稳，净利率持续修复。2020 年疫情爆发，经济市场承压明显，线下实体经济迎来“寒冬”期。孩子王承受线下大店重资产运营模式为主的经营压力，毛利率和净利率出现短期下滑。随着公司发力线上，且客流陆续回归，2024Q1-Q3 公司毛利率趋稳未来有望恢复，净利率 2.27%已体现增长态势。

图 6：公司毛利率(%)



资料来源：Wind，申万宏源研究

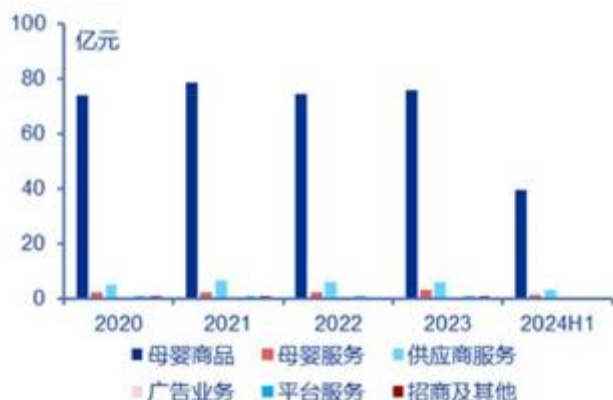
图 7：公司净利率 (%)



资料来源：Wind，申万宏源研究

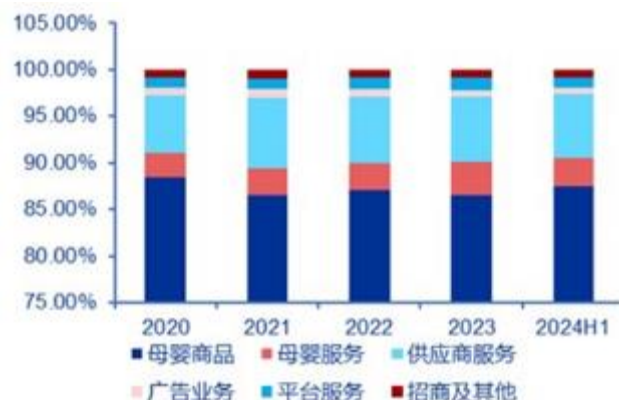
按业务划分，母婴商品为基本盘，供应商服务与母婴服务增长势头强劲。2020-2024H1 母婴商品收入从 73.9 亿元增至 75.8 亿元，收入占比稳中有降，从 2020 年 88.4%降至 2023 年 86.6%；2020-2023 年供应商服务收入从 5.2 亿元增长至 6.1 亿元，复合增速 5.3%，同期母婴服务收入从 2.2 亿元增长至 3.1 亿元，复合增速 11.9%，供应商服务与母婴服务收入 2023 年收入分别占比 6.9%、3.6%，形成第二大与第三大增长极。

图 8：按业务划分的营业收入 (亿元)



资料来源：Wind，申万宏源研究

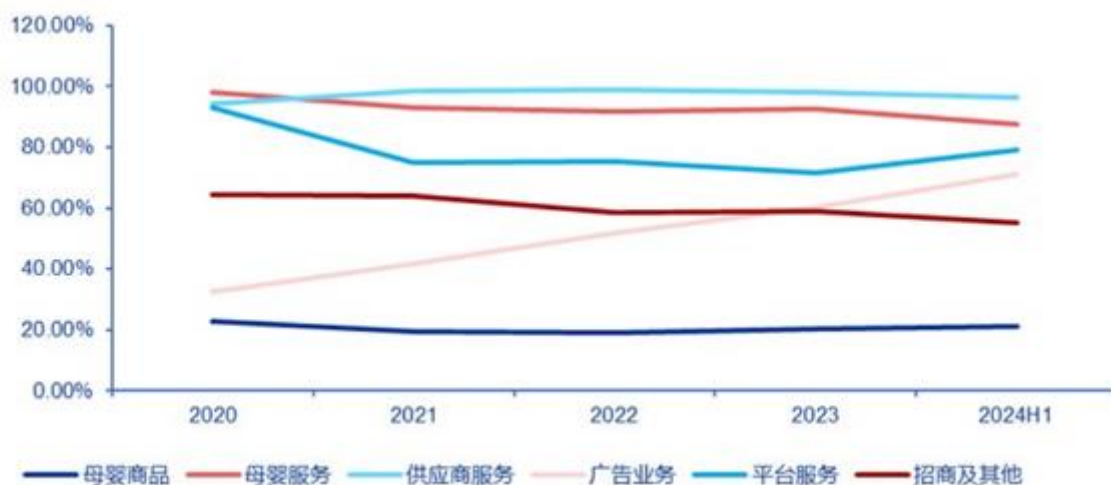
图 9：按业务划分的营业收入占比 (%)



资料来源：Wind，申万宏源研究

服务类业务毛利率超 80%。2020-2024H1 母婴商品毛利率稳定在 20%左右；母婴服务与供应商服务毛利率稳定在 90%左右；平台服务 2020 年开拓时达到 92.82%的毛利率，此后稳定在 70%以上；广告业务毛利率由 2020 年的增长 32.62%至 2024H1 的 71.20%。

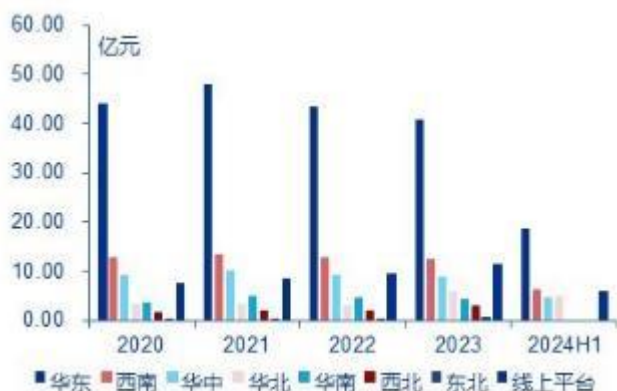
图 10：各业务毛利率 (%)



资料来源：Wind，申万宏源研究

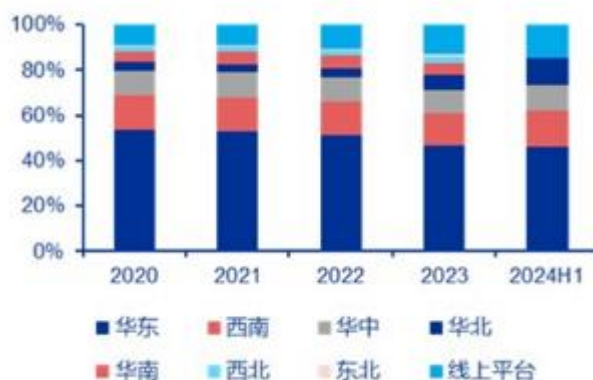
按地区划分，华东地区保持优势，线上平台营收快速增长。在全渠道战略下，线下门店华东地区营收占比最大，2020年至2023年，华东地区营收分别为44.07/47.86/43.51/40.90亿元，占总营收52.75%/52.90%/51.07%/46.73%；线上渠道表现尤为亮眼，得益于公司线上渠道的运营，2020年至2023年，线上平台营收分别为7.50/8.41/9.38/11.45亿元，占总营收8.98%/9.29%/11.01%/13.09%，呈现出快速增长趋势。

图 11：按地区划分的产品销售收入 (亿元)



资料来源：Wind，申万宏源研究

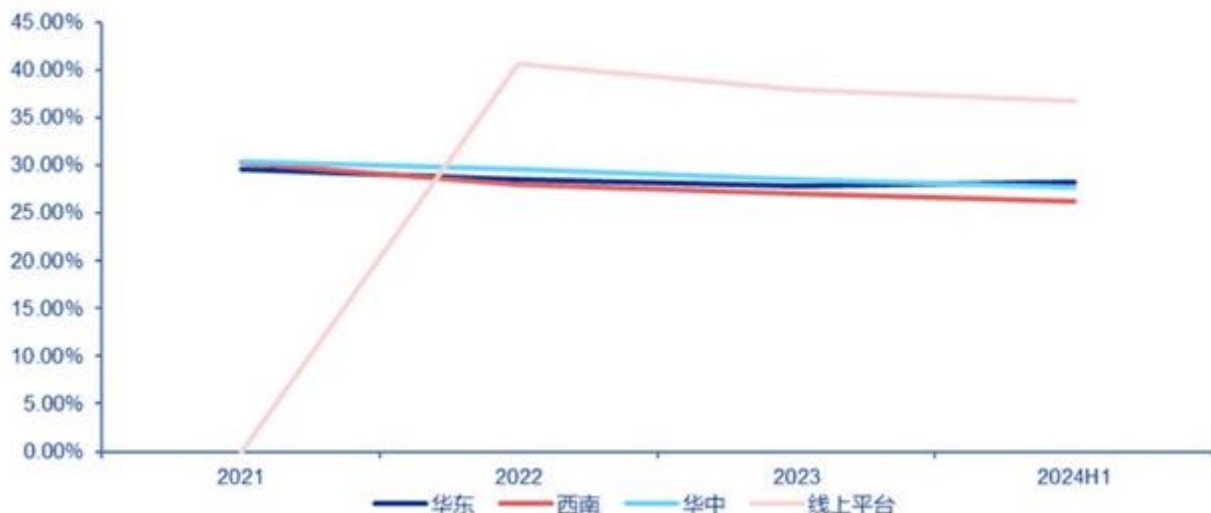
图 12：按地区划分的营业收入占比 (%)



资料来源：Wind，申万宏源研究

各地区毛利率基本保持稳定。占公司营收或营业利润10%以上的华东、西南、华中地区毛利率稳定在30%左右，线上平台自2022年营收占比达到10%以上后毛利率处于40%左右。

图 13：华东、西南、华中地区及线上平台毛利率 (%)



资料来源：Wind，申万宏源研究

2. 行业：多维驱动母婴赛道扩容，龙头份额提升

2.1 政策提振+品质化消费，驱动母婴市场扩容

母婴零售行业迈入新发展阶段，人、货、场全面升级。中国母婴零售业起步于 20 世纪 90 年代，经过三十余年经济快速发展，历经起步成型、初期发展、成熟繁荣，从客户需求简单、商品稀缺、销售渠道单一逐步发展到如今的品质高标准、需求多样化、商品品牌化专业化、线上线下全渠道经营，市场规模持续扩大。根据艾媒咨询数据显示，中国母婴市场规模逐年稳步增长，由 2018 年的 30000 亿元增长至 2023 的 66478 亿元，CAGR 为 17.3%，预计 2027 年将达到 89149 亿元，呈现显著的上升趋势。

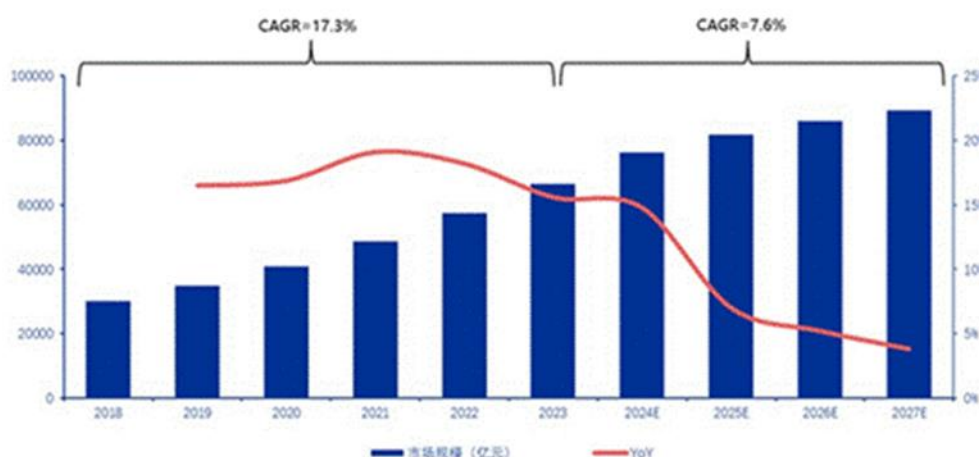
表 3：中国母婴行业发展历程

阶段	起步成型 (1990 - 1999)	初期发展 (2000 - 2010)	成熟繁荣 (2011 - 2018)	新发展期 (2019 至今)
市场规模	市场规模逐步增长		二孩放开等政策因素刺激，叠加人均可支配收入持续提高，市场规模快速增长	市场存量规模较大，行业增速放缓；出生率下行背景下，消费升级、渠道下沉为行业增长主要动力
消费主力	70 后	80 后	90 后、二胎妈妈	
产品服务	母婴产品品类稀少，主要为婴幼儿奶粉、纸尿裤等刚需产品，国际品牌抢先进入中国市场	产品品牌和品类逐渐丰富，并向低线城市渗透，但优质品牌稀缺，为卖方主导市场；2008 年三聚氰胺奶粉事件爆发后，国际奶粉品牌快速占领中国市场	国家对母婴产品质量监管力度持续加强，开始关注供应链管理、产品质量管理；母婴产品呈现多元化局面，国产品牌逐步发展；奶粉、纸尿裤需求向高端及差异化演进	行业竞争加剧，行业资源向龙头集中；母婴产品向品牌化、品质化、规范化、细分差异化发展；母婴服务需求增速加快

销售渠道	主要销售渠道为商超、百货以及个体经营的小型母婴用品店	线下连锁门店初具规模，逐渐形成区域性连锁市场；线上母婴社区及购物品牌开始探索电商渠道	线下母婴店逐渐取代商超成为线下母婴消费第一大渠道；网购普及，电商渠道迅速增长，综合类电商抢占渠道市场	线下平台借助实体门店及会员体系大力发展私域流量，布局线上渠道，同时线下平台积极打造线上体验店，线上线下全渠道融合成为未来趋势
------	----------------------------	--	--	--

资料来源：华经产业研究院，孩子王招股书，艾瑞咨询，申万宏源研究

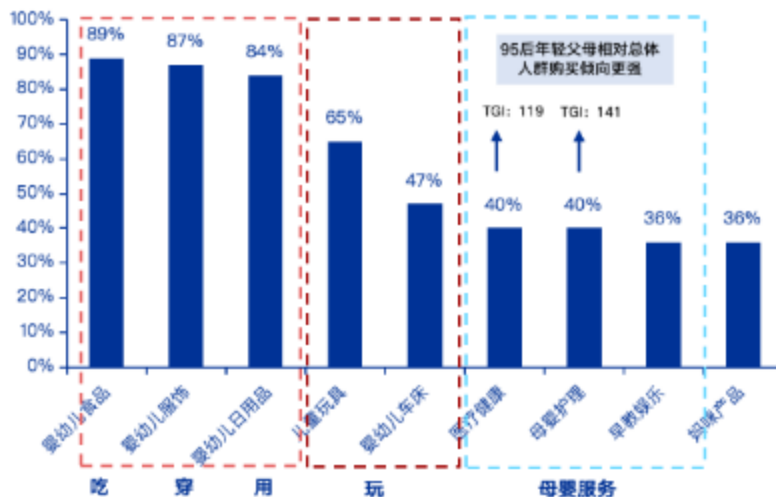
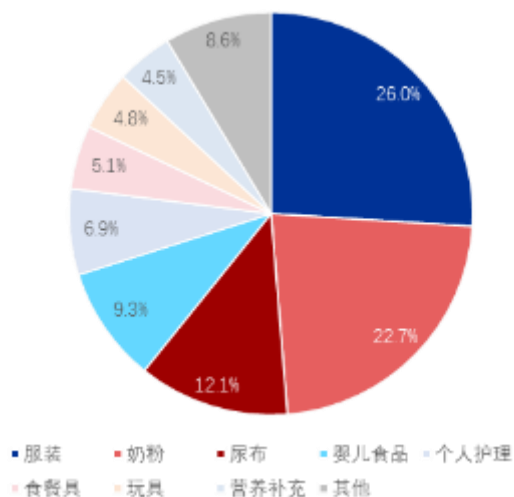
图 14：2018-2027E 中国母婴行业市场规模（亿元）及增速（%）



资料来源：艾媒咨询，申万宏源研究

母婴产业分为“商品”和“服务”两大板块。母婴产业面向孕产妇和 0-14 岁的婴童群体满足其衣、食、住、行、用、玩、教等多元化需求，属于综合性消费行业。1) **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；2) **服务**：涵盖教育、医疗、娱乐出行等。据艾瑞咨询，2021 年吃穿用玩产品仍是母婴消费主力品类，医疗健康、母婴护理、早教娱乐产品对应母婴人群渗透率较低，分别为 40%/40%/36%，未来品类发展潜力较大。

图 15：2023 年中国母婴消费市场品类构成 (%) 图 16：2021 年中国母婴产品大类购买情况 (%)



资料来源：大数跨境，statista，申万宏源研究

资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

表 4：中国母婴行业图谱



资料来源：艾媒咨询，申万宏源研究

2.2 鼓励生育政策加码，消费理念升级提供增量空间

2.2.1 鼓励生育系列政策加码，出生人数迎来反弹促市场规模扩容

政策不断发力，鼓励生育，完善生育支持。随着三孩政策推行，各地政府为鼓励生育，逐步采取发放生育补贴、幼育服务、购房优惠、纳税减免等配套支持政策。2024 年 10 月，国务院办公厅印发《关于加快完善生育支持政策体系推动建设生育友好型社会的若干措施》，提出 13 条建议举措，推动建设生育友好型社会。2025 年 3 月，国务院总理李强作政府工

作报告时指出，制定促进生育政策，发放育儿补贴，大力发展托幼一体服务，增加普惠托育服务供给。

表 5：中国主要生育政策梳理

实施时间	政策	主要内容
2002/09	一孩政策	颁布《中华人民共和国人口与计划生育法》，标志着人口计生工作全面步入依法管理的新阶段。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
2011/11	双独二孩政策	允许双方都是独生子女的夫妇生育两个孩子
2013/12	单独二孩政策	《关于调整完善生育政策的决议》通过，一方是独生子女的夫妇可生育两个孩子的政策，缓解人口老龄化
2016/01	全面二孩政策	修订《中华人民共和国人口与计划生育法》，优化人口结构。所有夫妇，无论城乡、区域、民族，都可以生育两个孩子
2021/07	三孩政策	修订《中华人民共和国人口与计划生育法》，国家提倡适龄婚育、优生优育，一对夫妻可以生育三个子女，释放生育潜能促进人口长期均衡发展，合力破解“不愿生”“生不起”“养不起”难题，取消社会抚养费等制约措施

资料来源：国家政府网站，申万宏源研究

表 6：部分省市“三孩政策”的配套支持措施（截止 2025 年 3 月 6 日）

覆盖领域	具体内容	地区
	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 300 - 1000 元直至幼儿满 3 周岁，或一次性发放 2000 - 20000 元	四川攀枝花、新疆石河子、湖北安陆、陕西汉中、湖南长沙、黑龙江哈尔滨、黑龙江大兴安岭地区、云南省、山东济南、湖北孝感、河南郑州等
生育补贴	孕妇补助：怀孕（生产）二孩 / 三孩给予一次性补助 2000 元 / 5000 元 育儿补助：生育二孩 / 三孩给予一次性补助 5000 元 / 20000 元 生育第一个 / 第二个 / 第十个子女的，办理出生入户后发放一次性生育性补贴 3000 元 / 5000 元 / 10000 元，另外每年度发放 1500 元 / 2000 元 / 3000 元育儿补贴，直至该子女满 3 周岁	浙江杭州 广东深圳
	孕妇补助：怀孕（生产）一孩/二孩/三孩一次性给予 2000 元/3000 元/5000 元 育儿补助：生育二孩/三孩每年发放 5000 元/10000 元育儿补贴，直至孩子三岁	甘肃临泽县
生育保险	三孩生育医疗费用纳入医疗保险支付范围；生育津贴申请即享；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
生育休假	延长产假且增设育儿假（湖北宜昌、西藏自治区产假最长可延长至 365 天，多数省份基础产假平均为 天；育儿假天数为 - 天不等）	北京、甘肃、四川、河南、福建、湖南、江苏、吉林、山西、青海、新疆、内蒙古、江西、浙江、广东、天津、

山东、上海、西藏、贵州、湖北、安徽、广西等

设男方育儿假（具体天数在 5 - 15 天不等）

吉林、甘肃、山西、宁夏、四川、福建等

个税抵扣 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

育幼服务 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、阜阳、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

住房优惠 多子女家庭享受公租房优先配；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；三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、朔州、上饶、铜陵、遂宁、宜宾、南充、厦门、福州、淄博、青岛烟台、广东东莞等

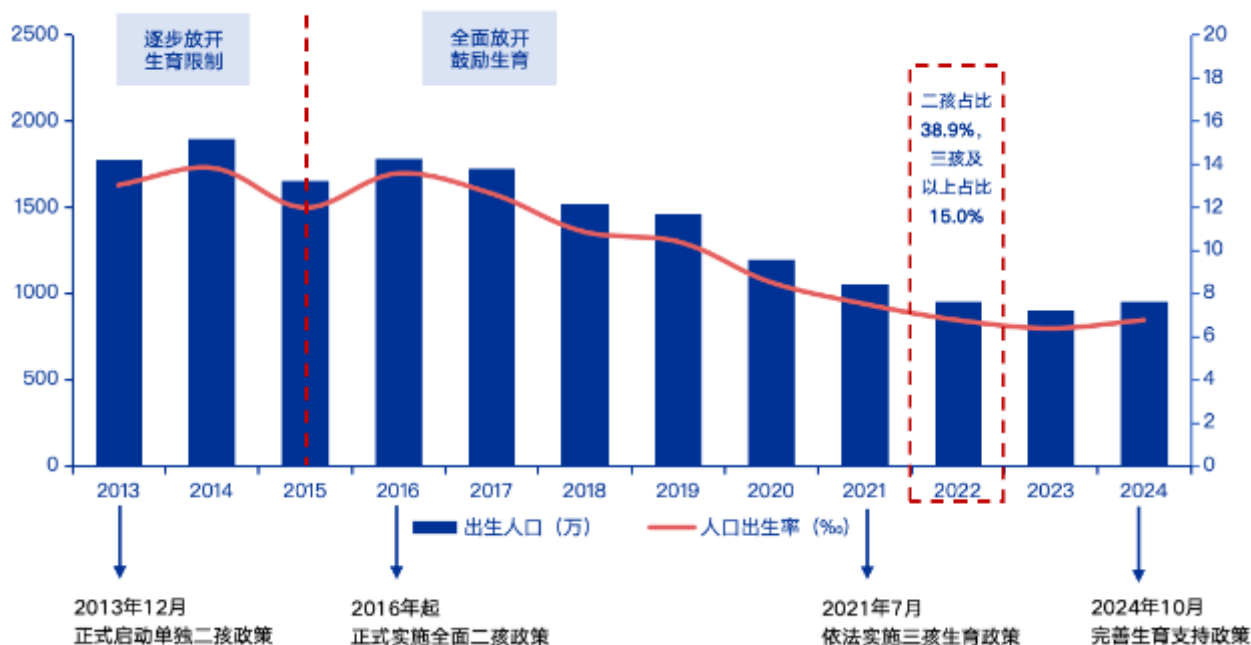
生育登记 取消了对登记对象是否结婚的限制条件，将“夫妻应当在生育前进行生育登记”更改为“凡生育子女的公民，均应办理生育登记”；取消了办理生育登记时生育数量的限制，明确“凡生育子女的公民，均应办理生育登记”

四川、安徽等

资料来源：国家政府网站，申万宏源研究

随政策出台落地，出生人口下滑边际得到改善。据统计局数据，2024 年我国新生人口数量为 954 万，较上年增加 52 万人，同比增长 5.8%，实现了阶段性的“止跌反弹”，打破自 2017 年以来出生人数持续下降的记录，释放积极信号。中国出生人口二孩及以上占比自 2016 年 45%+提升至 2022 年的 54%。三孩政策及配套措施对出生率刺激显效，驱动母婴行业增长。

图 17：2013-2024 年中国出生人口规模（万）及出生率（%）

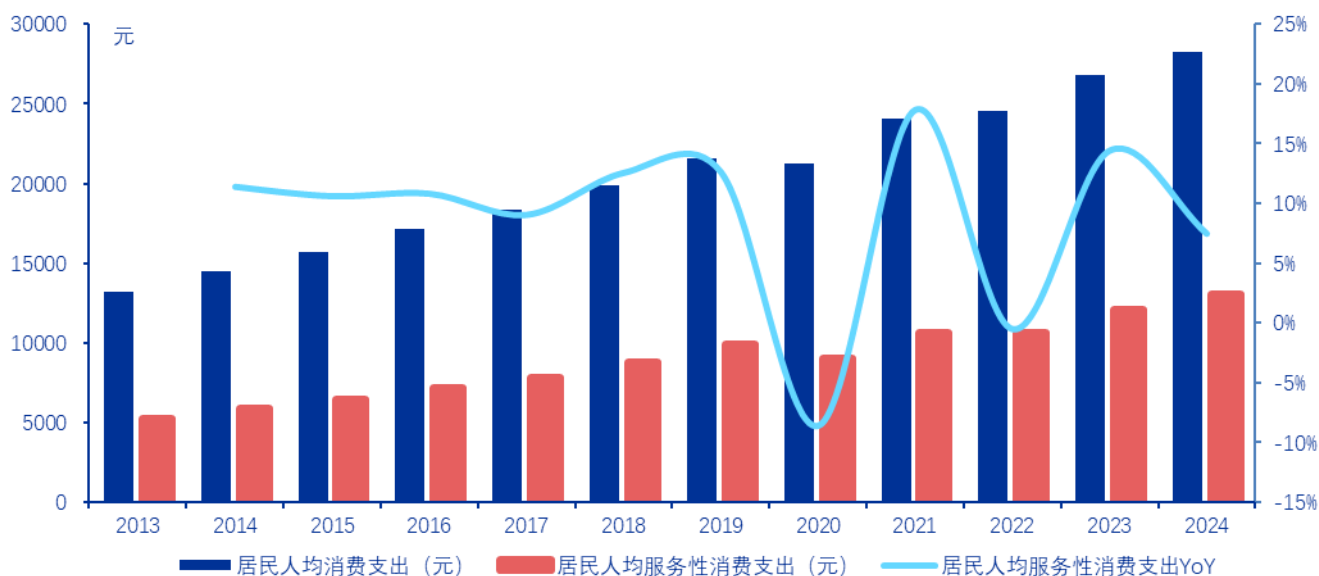


资料来源：巨量引擎，全国人口普查，国家统计局，中共中央国务院，申万宏源研究

2.2.2 母婴群体消费观念转变，精细化育儿推动产品迭代升级

中国居民消费支出提升，母婴行业消费升级趋势显现。据国家统计局数据，中国居民人均消费支出从2013年的13220元增长到2024年的28227元，对应CAGR为7.14%。2024年，居民人均服务性消费支出达到13016元，同比增长7.45%。居民消费水平提升为母婴消费提供经济基础。

图 18: 2013-2024 年中国居民消费支出和居民人均服务性消费支出（元）及增长率（%）

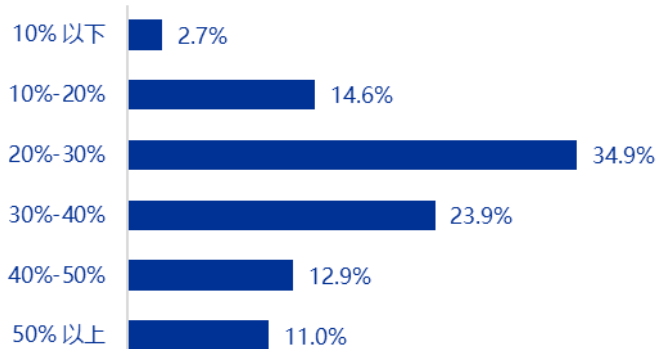
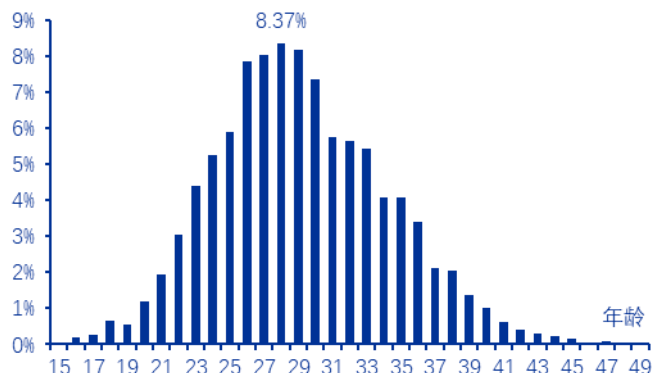


资料来源：艾媒咨询，国家统计局，申万宏源研究

新生代妈妈成为母婴消费主力，中国育儿消费理念转变升级。当前新生代妈妈群体（以95、00后为主）进入适婚适育年龄，母婴市场消费需求和观念显著变化。其教育水平提升、人均收入增加，推动育儿方式和消费行为转变，更愿为高品质服务付费，并注重自身及家庭成员的健康管理。据京东调研 1000 名儿童家长问卷数据，儿童消费占家庭支出超过 3 成，86% 家长认为未来育儿支出将进一步增加。现阶段“421”漏斗式家庭结构促进母婴消费能力提升，每户家庭将为生育投入更多资金支出，支撑母婴市场未来发展。

图 19：2022 年中国出生人口按女性生育年龄分布（%）

图 20：家庭消费中与孩子相关占比（%）



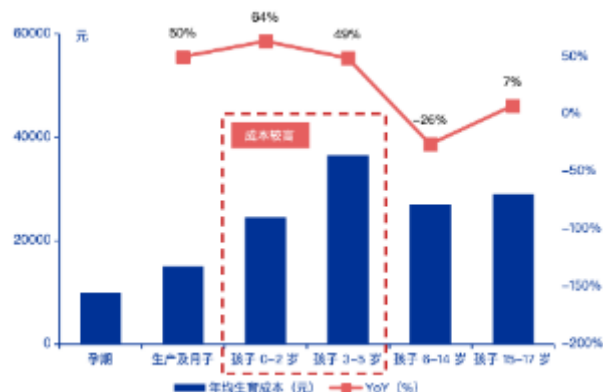
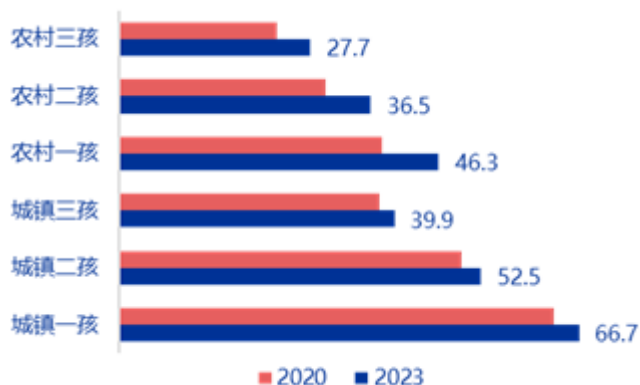
资料来源：中国人口和就业统计年鉴 2022，申万宏源研究

资料来源：京东调研，申万宏源研究

养育方式科学化精细化，拓宽母婴行业消费边界。在高质量育儿时代，生育质量和养育质量受到重视，平均每个宝宝的生育投入增加，尤其是 0-5 岁孩子的养育成本最为突出。成本提升的背后是我国家庭对母婴亲子投入更加注重品质化和个性化，需求日益多样化。母婴市场因此向专业化、细分化发展，分龄分层消费成为主流，满足不同年龄段和发展阶段婴童的特定需求。例如，针对特定健康状况或过敏反应的婴童提供定制化产品，以及为有补钙、增强抵抗力需求的婴童提供功能性产品。

图 21：2020/2023 年各区域家庭 0-17 岁孩子平均养育支出图 22：2024 年中国生育成本结构

(万元)



资料来源：中国生育成本报告，申万宏源研究

资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

表 7：中国母婴市场消费矩阵

服务对象	类型	生命周期					
		备孕期	孕期	新生儿 (0-1 岁)	幼儿 (1-3 岁)	学龄前期 (3-6 岁)	学龄期 (6-12 岁)
孩子	消费品			新生儿食品、日用品、护理品等	幼儿食品、日用品、护理品等	营养品、日用品、护理品等	养品、图书、智能设备等
	服务		胎教、长相预测、宝宝起名、基因检测等	疫苗接种、健康档案、婴儿游泳等	辅食制作、早教、托育等	幼儿园、托育、体适能锻炼等	辅导课程、素质培育、思维训练等
妈妈	消费品	备孕食品、备孕辅助用品等	孕期食品、孕期服饰、化妆品等		消费品类：哺乳用品、营养品、化妆品等		营养品、个人护理品、化妆品等
	服务	孕前检查体检、遗传咨询、备孕咨询、辅助生殖等	服务类：孕期瑜伽健身等		服务类：产后恢复、产后疏导、月子中心等		美容护肤、运动健身、心理疏导与咨询、亲子关系构建等
家庭	消费品	环保健康家居用品等	家庭护理用品等		家用电器、家居安全用品、家庭用车、亲子房改造等		家用电器、家居安全用品、收纳用品、户外活动用品、家庭教育书籍等
	服务	孕前检查体检、遗传咨询、备孕咨询、辅助生殖等	产前指导、产前心理辅导、亲子房改造等		家庭保险、育儿指导、亲子摄影等		家庭保险、家政服务、家庭基础医疗护理、心理健康课程、心理咨询、亲子关系课程、亲子摄影、亲子旅游等

资料来源：月狐，艾瑞咨询，申万宏源研究

2.3 供给侧趋势：龙头全渠道扩张，全域寻找增量

2.3.1 分散格局下龙头加快线下扩张，线上多触点打开市场

母婴零售线下竞争格局分散，行业龙头并购实现区域化扩张。母婴连锁企业位于产业链中游，目前我国规模较大的母婴连锁企业有孩子王、爱婴室、爱婴岛、丽家宝贝等，市场高度分散，品牌区域化特征明显，存在较大发展和整合空间。

并购加速展店，发力下沉市场。早期受各地区经济发展水平、消费水平、人口规模等因素影响，我国母婴连锁企业多具有区域性特征，多起源于上海、南京、北京等地，再向二线城市扩张。近年来，低线城市消费水平和消费意愿提升，如孩子王等连锁企业开始布局下沉市场，通过直营、收购、加盟等方式加密门店分布。**1) 孩子王：**2023 年通过对乐友国际的并购进一步优化市场布局，目前门店覆盖全国 21 个省市、200 多个城市，市场网格化程度越来越高，行业影响力不断增强。**2) 爱婴室：**深耕区域市场，2021 年通过收购贝贝熊，实现华东、华中、华南经济发达省市覆盖，门店布局较为集中，聚焦华东、华中市场，并扎实推进西南、华南等地的直营门店拓展，积极向一二三线城市中新兴商圈进行深度渗透。此外，爱婴岛、丽家宝贝通过加盟方式逐步实现多个区域门店覆盖。

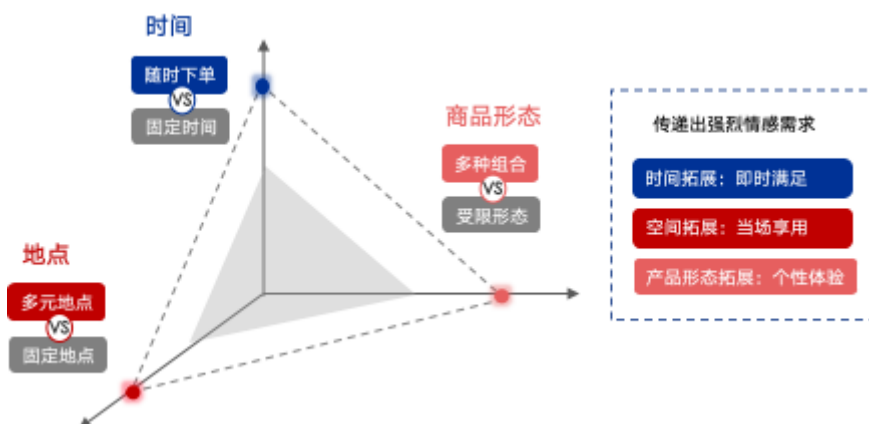
表 8：中国主要母婴零售商店基本情况

公司	成立时间	门店数量	平均门店面积	门店区域	目标人群	主要覆盖区域
孩子王 (乐友)	2009 年	1035 家直营及托管加盟店 (其中乐友 531 家)	平均约 2300 平, 最大超 6500 平	总部位于南京, 覆盖江苏、上海、安徽、浙江、重庆、四川、湖北、山东等 21 个省市、近 200 多个城市	准妈妈及 0-14 岁孩童	全国覆盖, 主要为二、三线城市
爱婴室 (贝贝熊)	1997 年	469 家直营门店	约 500 平	总部位于上海, 覆盖上海、江苏、浙江、福建、广东、重庆、湖南、湖北、江西、四川等经济发达省市	准妈妈及 0-6 岁孩童	华东、华中、华南地区, 集中于高消费水平城市
爱婴岛	1998 年	1800 多家加盟、直营门店	100 至 300 平	总部位于珠海, 覆盖广州、东莞、惠州、南京、常州、扬州等 12 个省 (自治区) 157 个城市	准妈妈及 0-6 岁孩童	珠三角、长三角区域
丽家宝贝	2003 年	76 家加盟、直营门店	80 至 200 平	总部位于北京, 覆盖北京、天津、武汉、成都、河北地区	准妈妈及 0-10 岁孩童	华北地区

资料来源：公司公告，公司官网，数位观察，申万宏源研究

线下母婴店呈现高端化趋势，情感维系用户粘性。商品方面，线下母婴品类呈高端化趋势，功能成分为高端化主要因素。据尼尔森市场研究，奶粉高端产品增长明显，纸尿裤与婴儿食品由超高端与高端驱动增长，原料及功能性概念支撑高端产品溢价。服务方面，由于消费者行为变迁，愈发偏好即时满足和个性化体验，故线下开展消费与社交深度融合，能满足新生代父母“科学育儿+情感共鸣”的双重需求，延长驻足时间，有效挖掘潜在消费增值服务。

图 23：消费者行为习惯变化



资料来源：美团闪购 fast，申万宏源研究

母婴线上市场份额提升。得益于互联网普及、电商平台发展、消费者购物习惯改变等因素，母婴电商行业发展势头强劲。据易观分析，中国母婴实物商品网络零售交易规模

年预计达 11574 亿元，同比增长 12.3%。随着线上渠道份额逐年增长，线下份额逐渐被挤占。据艾瑞咨询，2020 年前线下渠道消费占比超 7 成，在线上购物、体验优化、用户消费习惯迁徙、私域触点不断完善等因素驱动下，母婴消费线上份额逐年提升，从 2016 年 23% 提升至 2021 年 34%，预计 2025 年线上渠道占比为 39%。但从结构上来看，目前线下份额仍占六成，依然是母婴消费者购买商品和服务的主要渠道。

图 24：2015-2024E 中国母婴商品网络零售交易规模图 25：2016-2025E 母婴消费渠道分布情况 (%)

(亿元, %)



资料来源：易观分析，申万宏源研究

资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

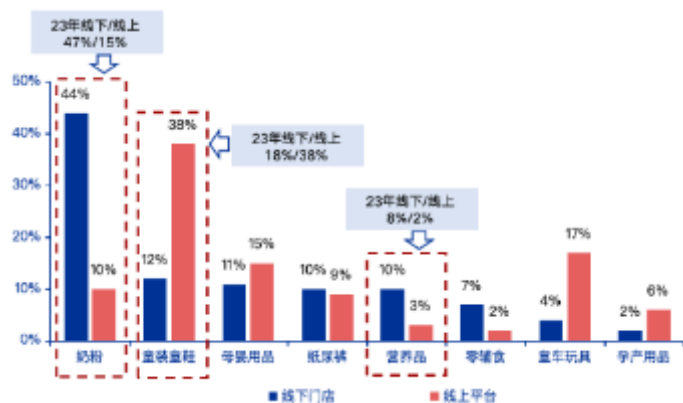
2.3.2 线上线下流量加速融合，“AI+消费”趋势进入母婴行业

母婴消费渠道多元化。目前消费者倾向于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。据大数跨境和 Kantar，消费者倾向于在线上购买婴儿玩教育材料等耐用性产品，倾向于在线下购买婴儿食品、婴儿护理等快消类产品。

线上线下各有优势，全渠道覆盖趋势显著。1) 线下：倾向区域专供，实行精细化运用策略满足区域门店实际需求，通过强关系网络，构建线下零售护城河；2) 线上：依赖爆品打法，线上消费者倾向于购买高销量产品，电商平台流量算法偏向高转化率产品，使头部商品更容易获得曝光。全域全渠道的触达策略，能够更有效加强记忆，提高品牌认知和用户忠诚度，整合营销为新生代妈妈提供全方位的信息接触点，实现品牌信息的深度渗透和用户价值的进一步挖掘。

图 26：2024 年渠道划分母婴品类销售结构 (%)

表 9：母婴零售行业不同渠道打法逻辑



资料来源：CBME，申万宏源研究

维度	线下专供商品	线上爆品
选品逻辑	区域化定制，匹配本地需求	全国统一，爆款主导
销售模式	依赖深度绑定的母婴连锁	依赖平台流量推动
供应链	本地仓储 + 灵活供应链	规模化生产 + 全国配送
复购率	高，消费者对本地品牌忠诚度强	低，受大促影响更明显

资料来源：中童研究院，申万宏源研究

2025 开年，AI 融入消费场景。2025 年初，“AI+消费”概念火热，诸如机器人足球赛到 AR 智能眼镜，再到智能客服和虚拟主播，人工智能应用加速落地，有望重塑生活方式和消费体验。母婴消费中，AI 也有丰富的落地场景，如产品端奥飞娱乐、实丰文化等公司推出了 AI 陪伴玩具；服务端则有孩子王、飞鹤等公司打造出 AI 育儿顾问、一线导购利用 AI 归纳销售经验话术等。从产品到服务，AI 技术将为母婴行业赋能。

图 27：日本 GROOVE X 家庭陪伴机器人 LOVOT



资料来源：玩世代，申万宏源研究

图 28：飞鹤推出 AI 鹤小飞



资料来源：中童观察，申万宏源研究

3. 竞争力：大店+会员深耕单客经济，数字化提升业务效率

3.1 商业模式：以人为核心资产，掘金母婴赛道

孩子王以会员为中心，通过线上和线下全渠道闭环运营，深挖会员需求并提供商品和服务解决方案。孩子王通过 APP、微信公众号、小程序、微商城等线上平台与消费者互动，同时在线下通过智慧门店、扫码购、育儿顾问等提供个性化服务。公司还严格把控商品质量管理体系，并通过供应商/采购管理体系和仓储/物流管理体系优化运营效率。此外，孩子王还通过品牌推广活动增强市场影响力，形成一个完整的销售和会员管理体系，以提升消费者体验和满意度。

图 29：孩子王经营模式



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

3.1.1 业态模式：大店模式+重度会员，深耕单客经济

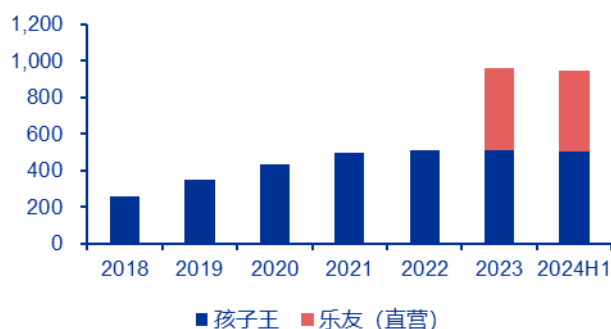
大店模式覆盖商品+服务+社交，提升在店体验。孩子王作为母婴零售行业的领军企业，凭借其独特的“大店模式 + 重度会员”体系，在母婴赛道中深耕单客经济，实现了高效的用户粘性与盈利能力提升。公司将门店平均面积设置在 2500 平方米以上（最大单店面积超过 7000 平米），为母婴家庭提供一站式的购物体验，大店模式不仅满足了消费者多样化的需求，还通过场景化陈列与互动体验，增强了用户在店内的停留时间与消费频次。公司门店数量不断扩张，以直营门店数量来看，2018 年数量为 258 家，收购乐友后截至 24H1 比 2018 年已增长了 300%+，截至 2024 年 6 月，孩子王全国门店数量超 1000 家（含乐友），覆盖全国 21 个省、200+座城市。

图 30：孩子王门店情况



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

图 31：孩子王门店及乐友直营店数量（家）



资料来源：公司招股书，公司定期报告，申万宏源研究

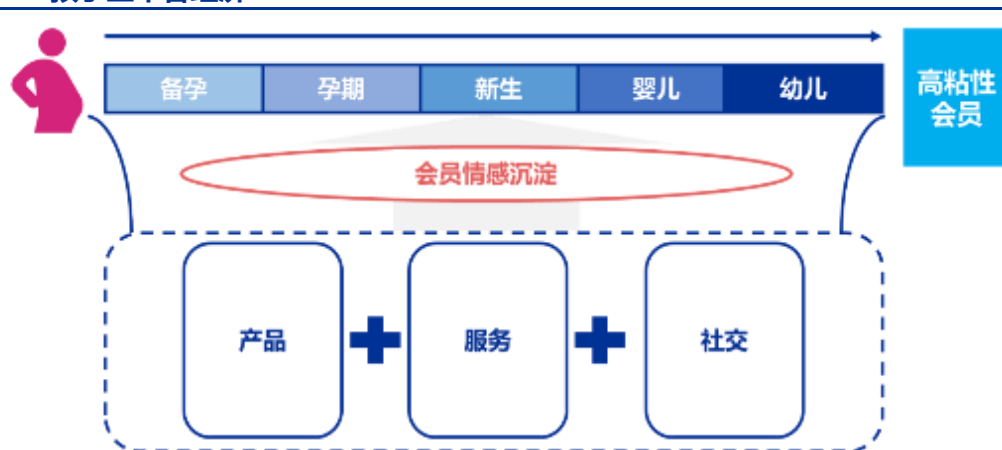
会员制深挖单客价值，拉长用户生命周期。为深度挖掘客户价值，公司打造了从“互动产生情感—情感产生黏性—黏性带来高产值会员—高产值会员口碑影响潜在消费会员”的整套单客经济模型，并在全业务体系推广，会员能够从孩子王获得从孕前到孕后育儿全周期的相关产品和服务，并且期间建立与孩子王的情感粘性。2018 年公司推出了黑金会员制度，即付费会员制，黑金 PLUS 会员享受的特权包括返现、满减优惠、会员专享价格等，还能获得 24 小时在线的育儿咨询服务。公司会员数量不断提升，从 2020 年的 4200 万增长至 年 月的 万（含乐友国际），其中付费会员超 万。

表 10：孩子王会员类型及权益

会员卡	年费	会员权益
成长卡	199 元/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 专业育儿顾问服务 专属礼：黑金专属客服 售后礼：30 天随心退/全球购无理由 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 育儿礼：365 天
好孕卡	199 元/张	权益基本同成长卡，但好孕卡期限为一年+180 天（孕妈专享）

资料来源：孩子王 APP，申万宏源研究

图 32：孩子王单客经济



资料来源：申万宏源研究

会员已成为收入核心来源。2023 年孩子王的母婴商品销售收入中，会员贡献的部分占比超过 98%，黑金会员的数量累计突破 100 万。这些黑金会员的年均消费额是普通会员的 10 倍以上，贡献了近 70% 的收入，突显了高价值会员对公司收入的重要贡献。

通过“大店模式 + 重度会员”的结合，孩子王在母婴零售市场中形成了独特的竞争优势。大店模式为重度会员提供了丰富的消费场景与优质体验，而重度会员体系则通过高粘性用户群体，为大店模式带来了稳定的流量与收入。这种模式不仅提升了单店的盈利能力，还通过会员的口碑传播与裂变效应，进一步扩大了品牌影响力。在母婴行业竞争日益激烈的背景下，公司凭借这一模式，成功实现了单店经济的深度挖掘。

3.1.2 产品供给：商品+服务+社交，目标人群需求全方位满足

强社交属性，构建情感纽带。孩子王自成立以来，围绕孩子成长过程中衣、食、住、行、用、玩、教等各种体验场景，创新性采用“商品+服务+社交”的运营模式，在提供母婴商品及服务的基础上，以情感为纽带，以线下活动为社交载体，通过单店每年举办百余场孕妈妈、儿童、亲子互动活动，为新家庭构建多样化的互动社区，可同时满足消费者购物、服务、社交等多重需求。

图 33：孩子王举办线下活动



资料来源：孩子王 APP，申万宏源研究

1) 商品层面：孩子王提供十大品类，包括奶粉、尿裤、零辅食、内衣家纺、全家营养、外服童鞋和文教用品等，线下门店拥有上万个 SKU，满足准妈妈及 0 至 14 岁儿童的多样化需求，普通母婴店难以企及。**2) 服务方面：**孩子王在服务上的特色还体现在为每位会员配备专属的育儿顾问。截至 2023 年末，孩子王配备超 7000 名持证育儿顾问团队，育儿顾问拥有国家育婴师资质，能够提供专业的育儿指导。**3) 社交方面：**孩子王的社交属性强，门店不仅是购物场所，也是家长和孩子们的社交空间。孩子王的门店每年举办约 1000 场互动活动，孩子们可以在童乐园中玩耍，家长们也能参与各种活动，学习并交流育儿经验。

表 11：孩子王产品和服务

	大类	门类	描述	图示
产品	食品	奶粉	各类适用于孕产妇、0-6 岁儿童的奶粉	
		零食辅食	各类米粉、面筋条、肉松、泥、饼干、鱼肠、乳品饮料等	
		营养保健	各类适用于孕产妇、婴幼儿的维生素、益生菌等	
	衣物	内衣家纺	各类婴童用内衣、家纺、小棉品等	
		外服童鞋	各类童装童鞋	
	易耗品	纸尿裤	各类婴儿纸尿裤、拉拉裤、纸尿片	
		洗护用品	各类家居洗护用品	

大类	门类	描述	图示
耐用品	玩具	各类儿童玩具	
	文教智能	各类图书、学习桌椅、绘画用品、电子产品等	
	车床椅	各类婴幼儿推车、婴儿床、安全座椅、滑车等	
服务	童乐园	面向 0-8 岁宝宝提供专属设计的“童乐园”儿童游乐服务，并开发了与儿童游乐服务相结合的“成长缤纷营”特色活动	
	互动活动	在线下实体门店举办包括新妈妈学院、爬爬赛在内的各类互动活动	
	育儿服务	为消费者提供催乳、婴儿抚触、宝宝理发、小儿推拿等增值服务	

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

3.1.3 场景触点：门店+ APP +线上平台，目标人群全渠道触达

多元触点，目标人群深度触达。孩子王通过构建多元化的场景触点，实现了对目标人群线上线下全渠道的深度触达。公司精心打造了实体门店、线上平台以及移动端 APP 几大核心触点，形成了一个全方位的消费者互动网络。**1) 实体门店：**孩子王的门店不仅是商品销售的场所，更是提供服务和社交互动的平台。**2) 移动端 APP：**孩子王与消费者互动的重要工具。APP 集成了商品浏览、购物车、支付、订单管理等功能，实现了一站式购物体验。此外，APP 还提供了育儿顾问在线服务、育儿知识推送、活动通知等功能，增强了用户的粘性。通过 APP 的数据分析功能，孩子王能够更精准地了解消费者的需求和偏好，实现个性化营销。**3) 线上平台：**除了独立 APP，孩子王还建立了包括官方网站、第三方电商平台、小程序在线商城等在内的多元化线上渠道。截至 2024 年 6 月末，APP 已拥有超 6,000 万名用户，小程序用户超 6,500 万，企微私域服务用户超 1,000 万。

图 34：孩子王渠道布局

图 35：孩子王 APP



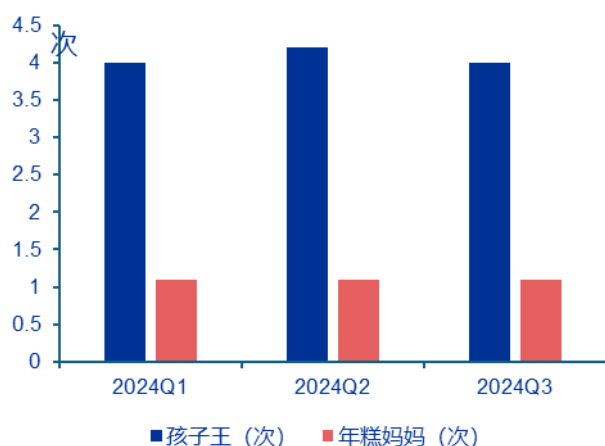
资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究



资料来源：孩子王 APP，申万宏源研究

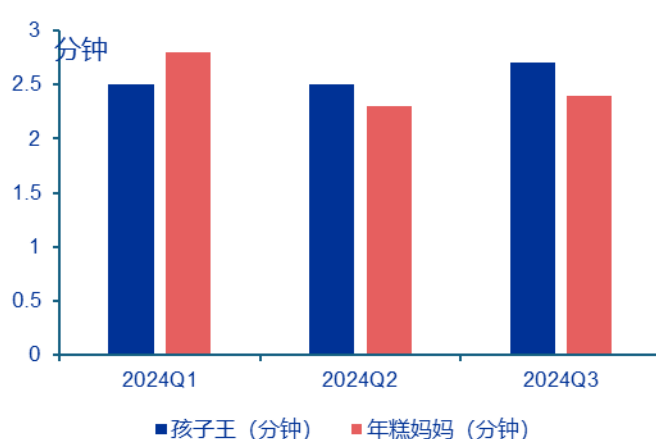
用户粘性表现优，独立 APP 优势显著。月狐 iApp 数据显示，孩子王独立 app 在母婴电商垂直领域中的用户量和用户粘性方面优势明显。1) 月均用户量（MAU）：2024 年 9 月，孩子王 MAU 为 41.2 万，同期另一母婴电商平台年糕妈妈 MAU 仅为 10.1 万；2) 用户粘性：孩子王 app 在单日人均启动次数以及单日人均使用时长这两项用户运营关键指标上，均展现出了相较于同类型平台年糕妈妈的优势。截至 2024Q3，孩子王 APP 单日人均启动次数为 4.1 次，是年糕妈妈的近 4 倍，单日人均使用时长为 2.7 分钟，也高于年糕妈妈。通过构建全面的服务体系，APP 丰富的功能和优质体验吸引了大量用户，提高了日常活跃度和参与度。

图 36：孩子王和年糕妈妈 APP 单日人均启动次数（次）



资料来源：月狐 iAPP，申万宏源研究

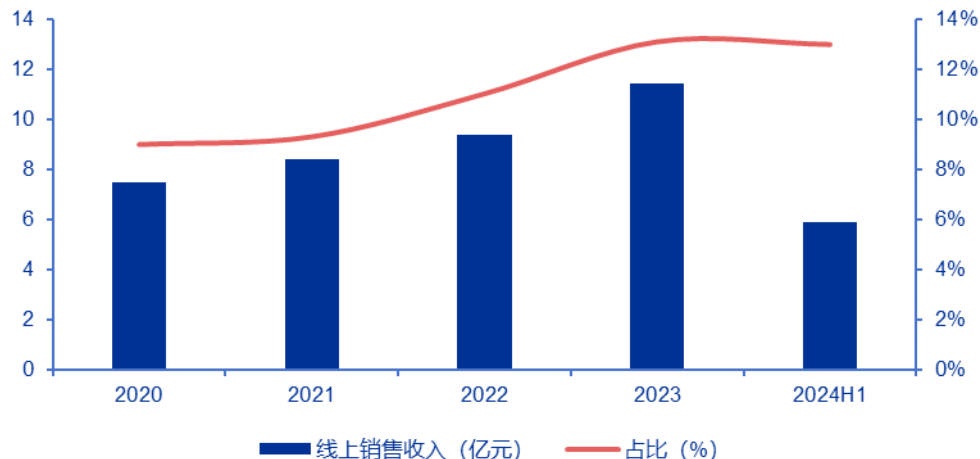
图 37：孩子王和年糕妈妈 APP 单日人均使用时长（分钟）



资料来源：月狐 iAPP，申万宏源研究

构建高效全渠道留存复购体系，线上与线下场景融合。孩子王形成了一个完整的消费者互动和转化链路，从引流、培育、成交到复购，每个环节都针对消费者的不同需求和行为特征进行精心设计和优化：首先利用其线下实体店吸引潜在用户进店后，导购以移动端 APP 和微信私域承接客源，APP 释放新客优惠吸引消费者完成首购。接下来以丰富的线下门店活动、线上社群运营和促销/教育/服务/活动内容的分发，占领消费者心智，增强其对品牌的认知和好感，激发消费者的重复购买行为，使得其回流门店。且通过精准营销推送+会员制度、积分奖励等激励措施，鼓励消费者进行更多的互动和参与，从而提高其忠诚度和活跃度，提高复购率。2024H1，公司线上销售收入 5.87 亿元，占总营收 13%。

图 38：孩子王线上销售收入及占比



资料来源：iFind，申万宏源研究

图 39：孩子王线上线下相互引流



资料来源：申万宏源研究

3.2 数字化赋能，提升全流程效率

数字化体系趋向成熟，研发投入下降。公司重视数字化能力建设，2020 年至 2022 年都持续保持高强度研发投入，目前已经基本实现了全流程数字化，故公司优化了研发人员岗位结构，研发费用有所下降。截至 2024 年三季度，公司研发人员数量大幅减少至 99 人，研发费用下滑至 2734 万元。

图 40：公司研发费用情况

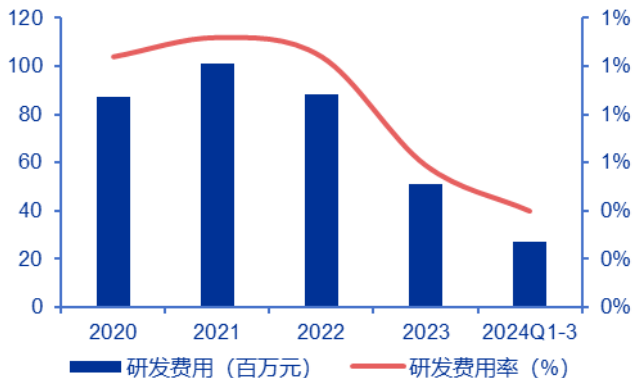
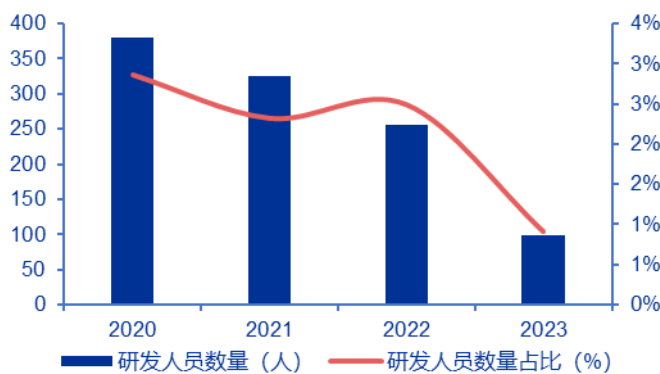


图 41：公司研发人员数量



资料来源：wind，申万宏源研究

资料来源：wind，申万宏源研究

图 42：公司数字化平台体系



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

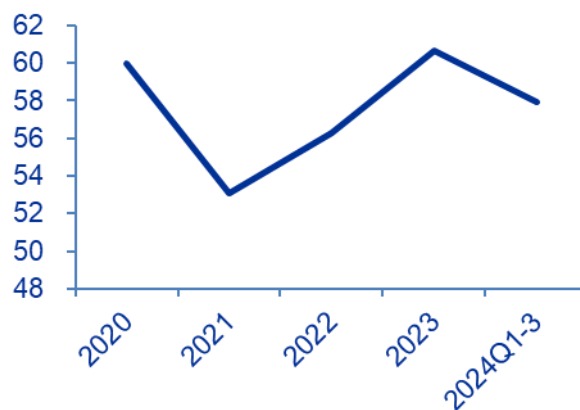
数字化供应链嵌入三级仓储系统，大幅提升仓运物流效率。公司自建了 1 个全自动化中央仓、4 个核心区域仓、12 个城市中心仓。协同公司自主研发的自动补货系统、KWMS 仓库管理系统和供应商快速响应系统，实现了基于门店历史销售数据、SKU 库存情况、在途订单情况以及配送方式等因素的智慧补货需求，提升了仓储物流效率，存货周转情况改善显著，相对行业竞争者更具成本优势。2020-2024Q1-3 年孩子王的存货周转天数为 60/53/56/61/58 天，存货周转效率高。

图 43：公司自动补货系统



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

图 44：公司存货周转天数（天）

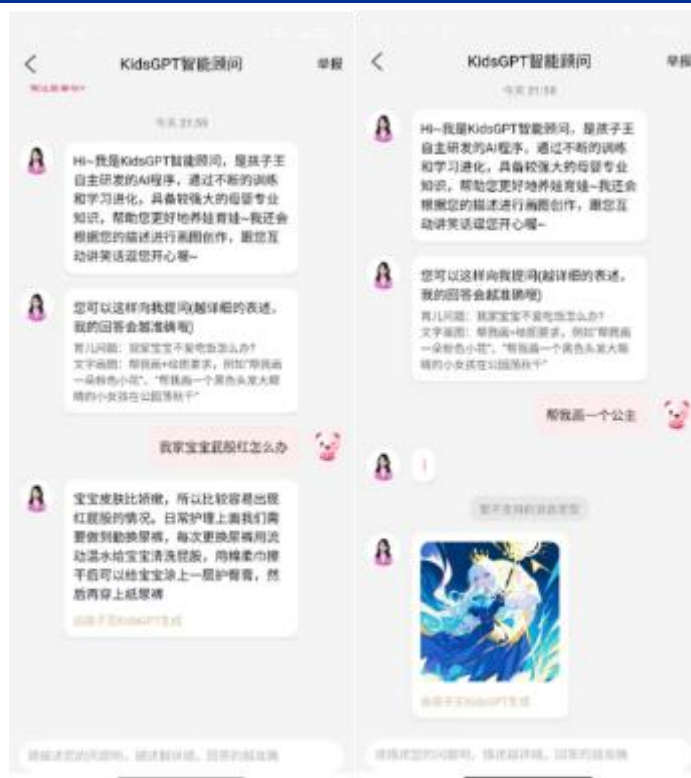


资料来源：Wind，申万宏源研究

另外，基于强大的数字化补货系统，截至 2024 年，孩子王公司持续创新，优化自研的同城即时零售全链路数字化系统，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，订单及时履约率高达 99%。并不断加强全国智慧物流园建设，构建覆盖全国的仓网布局，为用户提供更加便捷、高效的购物体验。

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，于 2023 年推出，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。

图 45：孩子王 KidsGPT



资料来源：孩子王 APP，申万宏源研究

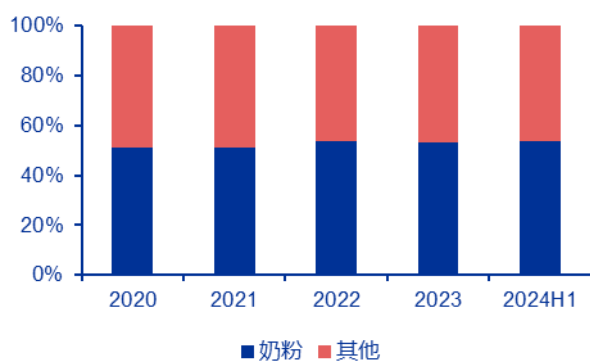
2025 年 2 月 10 日，孩子王完成了基于 Deepseek V3 大模型的 KidsGPT 底座升级。与 Deepseek 系列大模型的接轨，不仅是孩子王对自身业务的创新升级，更为母婴童行业、零售行业树立了数智化转型标杆。随着人工智能技术的不断发展，孩子王将通过持续的创新和实践，为亲子家庭带来更加优质、智能的服务体验。

4. 增长点：“三扩”战略，布局 AI 多维增长

4.1 扩品类：围绕用户需求持续扩张，发力自有品牌建设

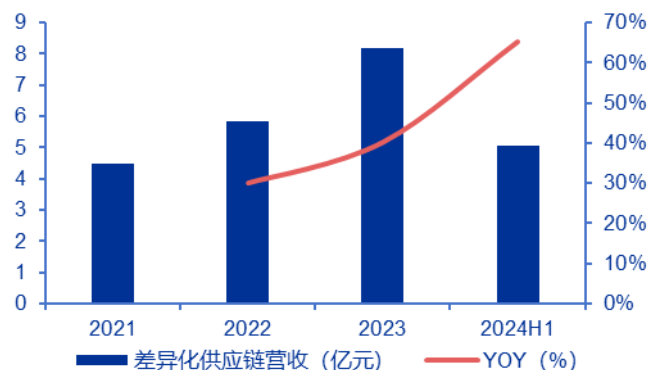
从用户需求周期出发进行品类扩张，非标品增长领先。从备孕、怀孕、孕早、孕晚到新生的周期中，用户有一定的自然需求。孩子王以用户需求为核心持续扩张，其中奶粉是支撑孩子王营收的核心产品，2020 年至 2024 年上半年营收中，奶粉占比均在 50%以上。在品类结构上，除了奶粉纸品等标品外，毛利高、个性化的非标品收入增长持续领先，提高非标产品收入主要靠差异化供应链，2021-2024H1 公司差异化供应链收入分别为 4.5/5.8/8.2/5.0 亿元，2022-2024H1 分别同比增长 30%/40%/65%。

图 46：公司营收中奶粉销售占比 (%)



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 47：差异化供应链营收及增长率



资料来源：公司定期报告，申万宏源研究

公司自有品牌矩阵不断扩张。2023 年收购乐友后目前公司已有 7+6 共 13 个自有品牌，成功覆盖了包括用品、玩具、内衣家纺和饰品在内的多个产品类别，为消费者提供了广泛的选择。此外，公司还专注于开发具有差异化的热门产品和极致单品，例如贝特倍护的用品及纸尿裤、初衣萌的内衣家纺、慧殿堂的玩具、乐友歌瑞家的服纺、幼蓓的用品以及歌瑞贝儿的食品等。通过研发具有独特差异性的产品和创新高性价比、高颜值的产品，公司成功赢得了用户的口碑，为后续大力发展加盟模式提供了强大的自有供应链支持。

图 48：公司自有品牌矩阵



孩子王自有品牌



乐友自有品牌

资料来源：公司年报，申万宏源研究

4.2 扩赛道：发力同城即时零售，形成城市生态圈

强化同城运营能力，构建城市增长新引擎。孩子王将同城即时零售视为新机会，定义为同城技术服务，新增“同城服务电商”。公司利用数字化技术、自营供应链、专业育儿顾问团队和场景化布局策略，实现了会员开发、品牌运营、服务体验、社群运营及库存共享的统一，以离用户更近的分布式电商机会，抓住本地生活和货架电商的机会。孩子王 APP 的“同城亲子”入口包含孕产、亲子、交易等多样化同城资源，宝宝和宝妈可以快速找到附近的产后恢复机构、亲子摄影机构等商家。

图 49：孩子王 APP “同城亲子” 页面



资料来源：孩子王 APP，申万宏源研究

专业团队运营，三大平台构建生态圈。孩子王成立了专业的本地生活运营团队，实现了近 个城市的全面覆盖，并通过百城万店计划与城市头部商户合作，打造同城服务联盟，

共享会员资源，已有超万家商户加入，共同为消费者提供更丰富的产品和服务。孩子王基于“孕产加”、“成长加”和“同城加”三大服务平台，构建了完善的城市化服务生态圈，全方位满足会员的本地生活需求。在同城亲子服务领域，孩子王取得了显著进展，2023年“同城加”交易额同比增加105%。

积极布局微信小店，深度打造线上闭环。2024年12月，孩子王开设微信小店，上线“送礼物”功能，上线首日成交6.5万单实现开门红。孩子王的母婴童产品品类，更加契合中国人的送礼习惯，更容易成为微信小店送礼的目标。微信小店在提升品牌曝光度、增强与用户连接、推动销售转化起到了促进作用，推动了公司线上多元生态的创新布局。

图 50：孩子王微信小店



资料来源：孩子王微信小店，申万宏源研究

4.3 扩业态：从多场景业态并行，资产模式轻量化

多场景业态并行，覆盖更广泛市场。公司通过“大店+小店+加盟+其他”的模式，为亲子家庭创造更多价值，满足不同用户群体的需求。

开放加盟，进军下沉市场，轻量化扩张。中国具有复杂市场结构，孩子王大店多在核心一二线、省会城市，下沉市场开发潜力巨大。公司在2024年正式开放加盟业务，利用其供应链、数字化和会员营销优势，通过“六力赋能”和“整店模型”输出方式，赋能合作伙伴提升经营效率。首家加盟店于2024年7月在四川广汉开业，标志着孩子王加盟模式的正式启动。一方面，加盟门店可以共享已有的数字化管理和会员精准营销能力，实现双赢；另一方面，比起原来重资产直营店模式，加盟实现了轻量化扩张，可以进一步提升门店数量，加密门店网络，率先抢占下沉市场，进入结构性蓝海市场。

全龄段儿童生活馆覆盖中大童群体。孩子王在2023年推出了“全龄段儿童生活馆”，作为国内首个能满足全家需求的服务平台，填补了国内母婴童市场中中大童服务的空白。创

新性地从“学、趣、购”三大强显性需求中寻找进化方向和突破口，并将其延伸为贯穿全链路服务的一条主线。

图 51：孩子王首家加盟店开业



资料来源：孩子王微报，申万宏源研究

图 52：孩子王全龄段儿童生活馆布局



资料来源：母婴行业观察，申万宏源研究

4.4 “AI+消费”协同扩张，打开成长边界

收购乐友国际，完善全国布局。2023 年，孩子王以 10.4 亿元收购乐友国际 65% 股权，使得乐友成为孩子王的子公司，2024 年 11 月，孩子王发布公告收购乐友国际剩余 35% 的股份，实现对乐友的全资控股。乐友国际是中国北方的大型母婴连锁零售商，孩子王收购乐友具有多方面的战略意义。一方面，乐友国际的门店主要分布于北京、天津、河北等华北地区，而孩子王的门店主要分布于华东、西南地区，故收购乐友对于孩子王全国市场布局起到了互补作用。随着乐友国际的加入，在国内 50 万人口以上的城市中，孩子王自营实体网点的渗透率已经超过 75%。另一方面，孩子王以大型综合购物中心的大店模式运营，而乐友国际平均单店面积在 200-300 平方米，在门店开立及运营具有较高的灵活性，运营模式的互补加快孩子王以“大店+小店+加盟+其他”模式进行渗透。

图 53：公司门店分布（孩子王+乐友）



资料来源：公司年报，申万宏源研究

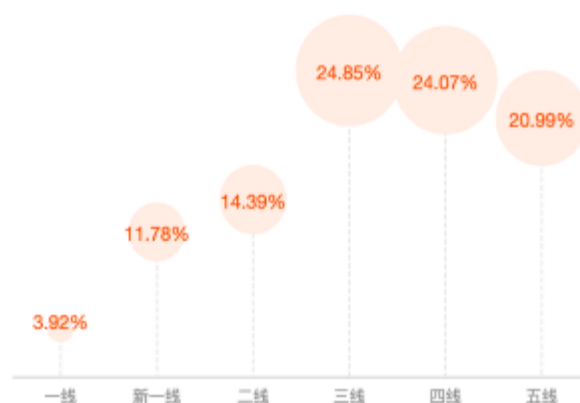
合作辛选，链启未来。2024 年 10 月，孩子王与辛选共同投资设立杭州链启未来有限责任公司，实现了线下巨头与超头主播的合作。除了渠道互补，辛选在品类与人群画像都能助力孩子王战略更进一步：**1) 品类：**泛母婴品类是辛选直播间核心品类，在辛选年度 GMV500 亿的占比约 80%约 400 亿元；**2) 人群：**辛巴直播间具有女性和下沉市场人群特征。女性粉丝占比为 55%，31 岁-40 岁粉丝占比为 36%，三线以下城市粉丝占比约为 70%。**2024 年 12 月 18 日，孩子王 X 辛选开启首场直播，孩子王自有品牌贝特贝护、初衣萌等产品亮相，总 GMV 达 2 亿元。**

图 54：2023 年快手直播带货 TOP5 账号

排名	账号	粉丝数 (截至12.31)	全年带货预估GMV(元)
1	蛋蛋 今天送10万袋大米	9049w	171亿
2	辛有志 辛巴 818	9999w	125亿
3	时大漂亮	4166w	44.7亿
4	太原老葛30号跨年盛宴	4853w	33.7亿
5	赵梦澈	4063w	26.6亿

资料来源：电商头条，申万宏源研究

图 55：辛选旗下头部主播“蛋蛋”粉丝画像



资料来源：电商头条，申万宏源研究

收购幸研生物，跨界美妆赛道。2024 年 12 月，孩子王投资者关系公众号发文表示，公司已收购幸研生物 60% 股权，控股幸研生物。幸研生物成立于 2022 年，作为护肤美妆领域的新兴力量，致力于开发丰富的健康洗护、纯净护肤类产品，目前旗下拥有专研脆敏肌护理的功效性护肤品牌 OANA 以及探索先锋胶原的国货护肤品牌博创两大新锐品牌。孩子王的核心用户群体是宝妈，她们既是母婴产品的消费者，也是美妆产品的潜在消费者。此次收购将使得孩子王切入美护赛道，通过孩子王核心消费人群打通从母婴到美护的通路，借助积累的全渠道、全场景及线上直播平台打造新的增长点。

表 12：幸研生物旗下品牌部分产品

品牌	产品名称	产品图	定位及功效	价格
OANA	智妍次抛精华液		抗皱填纹	99.9 元/60 支
	保湿安肤水乳		补水保湿	49.9 元/瓶
	肌源调理特护霜		敏感修护	179.9 元/50 克
博创	胶原油霜		抗皱紧致	1070 元/30 克
	胶原蛋白润泽精粹水		保湿舒缓	970 元/200 毫升

资料来源：淘宝官方旗舰店，申万宏源研究

成立全资子公司，深入布局 AI 人工智能。2025 年 3 月 7 日，孩子王公告称投资成立全资子公司——南京智领未来智能科技有限责任公司，定位“为儿童及新家庭提供一站式 AI 生活方式解决方案”，与国内 AI 算力算法头部企业全面深度合作，充分挖掘行业及公司优质海量垂类数据，打造面向母婴、儿童、青少年领域的垂域大模型、超强育儿智能体以及若干个专业智能体、IP 智能体等。子公司的成立反映了孩子王布局 AI 的决心，这将有助于扩大公司相关业务，助力公司实现 AI 引领下的升级转型。

5. 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

母婴商品：公司作为母婴零售龙头，门店覆盖广泛，线上线下渠道布局全面，产品品类全面，收购乐友后随着门店+非标品+自有品牌扩张，预计母婴商品将持续增长。我们预计 2024-2026 年公司母婴商品销售营收增速分别为 13.15%/11.69%/9.02%，营收分别为 85.7/95.7/104.4 亿元。

母婴服务：公司母婴服务收入来源主要包括黑金会员费、门店活动门票费等，公司付费会员数量稳步扩张。预计 2024-2026 年营收分别为 3.3/3.4/3.6 亿元。

供应商服务：公司供应商服务业务主要为供应商提供会员开发、互动活动冠名、商品线上线下推广宣传、数字化工具等服务。线下门店的稳定经营将促进需求释放。预计 2024-2026 年营收分别为 6.2/6.3/6.3 亿元。

表 13：公司收入拆分

百万元	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	8752.59	9789.84	10841.43	11745.05
yoy	2.73%	11.85%	10.74%	8.33%
运营成本	6165.10	6904.93	7655.16	8252.48
yoy	3.24%	12.00%	10.87%	7.80%
毛利率	29.56%	29.47%	29.39%	29.74%
母婴商品	7575.79	8571.93	9574.22	10438.01
yoy	2.15%	13.15%	11.69%	9.02%
占比	86.55%	87.56%	88.31%	88.87%
母婴服务	310.89	326.43	342.75	359.89
yoy	23.98%	5.00%	5.00%	5.00%
占比	3.55%	3.33%	3.16%	3.06%
供应链服务	605.52	617.63	629.98	629.98
yoy	0.08%	2.00%	2.00%	0.00%
占比	6.92%	6.31%	5.81%	5.36%
其他业务	260.40	273.85	294.48	317.17
yoy	4.96%	5.17%	7.53%	7.70%
占比	2.98%	2.80%	2.72%	2.70%

资料来源：Wind，申万宏源研究

5.2 投资分析意见

“AI+消费”融合，拓宽成长曲线，政策提振生育&消费，利好母婴零售平台型企业。
公司深耕高粘性会员经济，单店模型成熟，线上&线下优势显著，数字化赋能为增长提质增效，随着公司“三扩”战略推进，布局 AI，品类+赛道+业态全面进化拉升天花板。预计公司 2024-2026 年营收分别为 97.9/108.4/117.5 亿元，同增 11.9%、10.7%、8.3%；归

母净利润分别为 1.9/3.0/4.1 亿元, 同增 77.6%、60.4%、35.2%; 对应 PE 分别为 91、57、42 倍。

结合公司的零售连锁+布局 AI&数字化属性, 选取具有母婴元素+布局 AI 玩具的奥飞娱乐、线上线下零食零售连锁+数字化升级的良品铺子、线上线下服饰零售连锁+布局 AI 机器人的红豆股份作为可比参考公司。考虑到公司为母婴零售龙头地位稳固, 发力同城即时零售+下沉市场扩张+AI 布局决心坚定, 支撑 25 年及未来业绩兑现, 具备估值溢价空间。行业内可比公司估值 (25 年平均 PE 约 68 倍), 公司上市以来估值中枢为 93 倍。首次覆盖, “增持”评级。

表 14: 可比公司估值

证券代码	证券简称	总市值(亿元)	收盘价(元)	每股收益(元)			PE (X)		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
002292.SZ	奥飞娱乐	140.48	9.5	0.01	0.13	0.18	812	75	53
603719.SH	良品铺子	50.85	12.68	0.20	0.31	0.51	64	41	25
600400.SH	红豆股份	57.87	2.52	0.03	0.03	0.03	100	86	75
平均值							325	68	51

资料来源: Wind, 申万宏源研究

备注: 可比公司预测均来自 Wind 一致预测, 以 2025 年 3 月 7 日收盘价计算

6. 风险提示

出生率持续下滑: 由于育龄妇女数量减少以及生育成本的增加, 可能导致生育意愿降低。这可能会对中国的人口出生率产生负面影响, 从而对公司业务产生潜在影响;

展店情况不及预期: 在母婴行业激烈的竞争环境中, 新开设的门店可能需要更长的时间达到盈利状态。这可能会影响其扩张计划的实施速度;

业务拓展效果不及预期: 当前孩子王服务类业务高速发展, 未来可能存在业务拓展天花板, 致使业绩发展不及预期;

行业竞争加剧: 中国新生人口出生率下降导致母婴行业增长放缓, 市场竞争因对手如爱婴室拓展服务和加强数字化而加剧。若公司无法通过品类、赛道、业态扩展和等手段增强竞争力, 可能会失去市场份额。

财务摘要

合并损益表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	8,520	8,753	9,790	10,841	11,745
营业收入	8,520	8,753	9,790	10,841	11,745
营业总成本	8,436	8,660	9,619	10,563	11,325
营业成本	5,972	6,165	6,905	7,655	8,252
税金及附加	26	32	36	33	35
销售费用	1,815	1,812	2,026	2,201	2,349
管理费用	447	507	538	564	587
研发费用	88	51	39	43	35
财务费用	88	93	74	67	66
其他收益	36	25	30	55	35
投资收益	31	20	20	20	20
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	7	10	0	0	0
信用减值损失	0	0	0	0	0
资产减值损失	-3	-13	0	0	0
资产处置收益	5	15	15	15	20
营业利润	160	150	236	369	495
营业外收支	-19	-4	0	0	0
利润总额	141	146	236	369	495
所得税	21	26	42	70	90
净利润	120	121	194	300	405
少数股东损益	-2	15	7	0	0
归母净利润	122	105	187	300	405

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

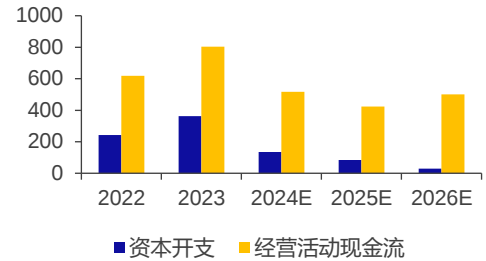
合并现金流量表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	120	121	194	300	405
加：折旧摊销减值	197	213	68	68	68
财务费用	87	108	74	67	66
非经营损失	-51	-60	-36	-36	-40
营运资本变动	-226	-148	133	-75	-98
其它	492	571	85	100	100
经营活动现金流	619	804	518	424	500
资本开支	242	362	135	85	30
其它投资现金流	372	-837	-30	-30	20
投资活动现金流	131	-1,199	-164	-114	-10
吸收投资	132	0	148	0	0
负债净变化	91	473	-193	100	200
支付股利、利息	38	28	95	104	126
其它融资现金流	-517	615	-36	0	0
融资活动现金流	-332	1,060	-176	-4	74
净现金流	422	666	178	305	565

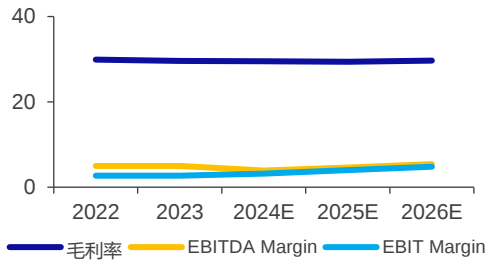
资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表

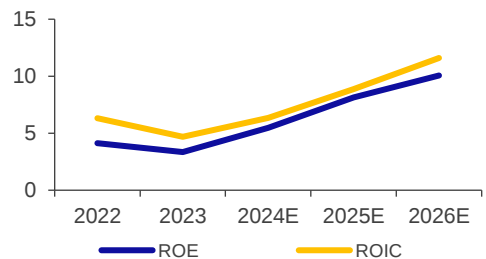
资本开支与经营活动现金流



经营利润率(%)



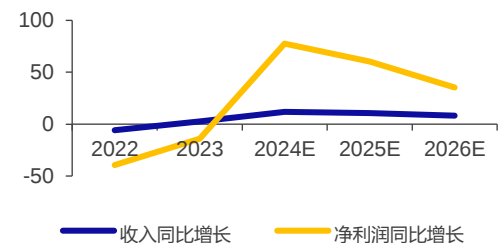
投资回报率趋势(%)



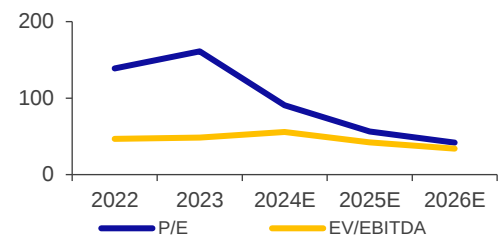
百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	4,141	5,255	5,546	6,117	6,922
现金及等价物	2,828	3,377	3,605	3,961	4,525
应收款项	253	317	388	436	454
存货净额	957	1,120	1,111	1,279	1,500
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	102	442	442	442	442
长期投资	15	15	15	15	15
固定资产	711	877	959	991	974
无形资产及其他资产	2,990	3,461	3,461	3,461	3,461
资产总计	7,857	9,607	9,981	10,584	11,370
流动负债	2,637	2,855	2,944	3,185	3,426
短期借款	545	693	500	500	500
应付款项	1,314	1,370	1,566	1,707	1,849
其它流动负债	778	792	877	977	1,077
非流动负债	2,257	3,456	3,456	3,556	3,756
负债合计	4,894	6,311	6,399	6,740	7,182
股本	1,112	1,110	1,258	1,258	1,258
其他权益工具	0	36	0	0	0
资本公积	982	1,022	1,022	1,022	1,022
其他综合收益	0	0	0	0	0
盈余公积	26	33	46	65	92
未分配利润	841	940	1,093	1,335	1,654
少数股东权益	1	155	163	163	163
股东权益	2,963	3,296	3,581	3,843	4,188
负债和股东权益合计	7,857	9,607	9,981	10,584	11,370

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



重要财务指标

报告期	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)					
每股收益	0.10	0.08	0.15	0.24	0.32
每股经营现金流	0.49	0.64	0.41	0.34	0.40
每股红利	0.00	0.00	0.02	0.03	0.05
每股净资产	2.35	2.50	2.72	2.93	3.20
关键运营指标(%)					
ROIC	6.3	4.7	6.3	8.9	11.6
ROE	4.1	3.3	5.5	8.1	10.1
毛利率	29.9	29.6	29.5	29.4	29.7
EBITDA Margin	5.0	5.0	3.9	4.6	5.4
EBIT Margin	2.7	2.7	3.2	4.0	4.8
营业总收入同比增长	-5.8	2.7	11.9	10.7	8.3
归母净利润同比增长	-39.4	-13.9	77.6	60.4	35.2
资产负债率	62.3	65.7	64.1	63.7	63.2
净资产周转率	2.88	2.79	2.86	2.95	2.92
总资产周转率	1.08	0.91	0.98	1.02	1.03
有效税率	18.8	20.3	19.5	20.0	19.0
股息率	0.0	0.0	0.1	0.2	0.3
估值指标(倍)					
P/E	138.7	161.1	90.7	56.5	41.8
P/B	5.7	5.4	5.0	4.6	4.2
EV/Sale	2.3	2.4	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	46.7	48.4	55.7	42.0	34.0
股本	1,112	1,110	1,258	1,258	1,258

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。