

孩子王儿童用品股份有限公司
向不特定对象发行可转换公司债券

信用评级报告

 上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

概述

编号：【新世纪债评(2022)010529】

评级对象： 孩子王儿童用品股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券

主体信用等级： AA

评级展望： 稳定

债项信用等级： AA

评级时间： 2022年6月30日

计划发行： 不超过 10.39 亿元（含）

本期发行： 不超过 10.39 亿元（含）

发行目的： 零售终端及智能化物流中心项目建设

存续期限： 6 年

偿还方式： 按年单利计息，每年付息一次，到期还本

增级安排： 无

主要财务数据及指标

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
金额单位：人民币亿元				
母公司口径数据：				
货币资金	11.86	13.88	13.02	11.51
刚性债务	3.58	6.36	4.54	6.50
所有者权益	15.46	17.08	23.28	23.24
经营性现金净流入量	8.17	6.16	0.31	-1.61
合并口径数据及指标：				
总资产	43.43	50.23	81.26	80.15
总负债	26.44	29.32	52.78	51.98
刚性债务	5.76	8.49	7.84	10.07
所有者权益	16.99	20.90	28.48	28.17
营业收入	82.43	83.55	90.49	21.09
净利润	3.77	3.91	2.01	-0.33
经营性现金净流入量	8.86	8.68	5.99	1.20
EBITDA	6.42	6.85	9.42	—
资产负债率[%]	60.87	58.38	64.95	64.85
权益资本与刚性债务 比率[%]	295.21	246.16	363.43	279.76
流动比率[%]	143.64	153.74	153.64	147.70
现金比率[%]	90.65	108.32	108.06	100.71
利息保障倍数[倍]	47.47	35.11	21.05	—
净资产收益率[%]	24.99	20.64	8.15	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	41.60	34.12	22.20	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	13.07	24.06	-14.83	—
EBITDA/利息支出[倍]	63.46	48.56	82.83	—
EBITDA/刚性债务[倍]	1.12	0.96	1.15	—

注：根据孩子王经审计的 2019~2021 年及未经审计的 2022 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

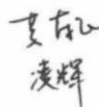
黄蔚飞 hwf@shxsj.com

凌辉 linghui@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com



评级观点

主要优势：

- 品牌优势。经过多年市场培育，孩子王在母婴消费市场形成了一定品牌知名度。目前公司直营门店数量众多，经营范围覆盖全国 20 个省（市），在行业内市场地位突出。
- 主业获现能力较强。孩子王主业现金回笼能力较强，近三年经营性现金持续净流入，公司账面存有一定规模的现金类资产，可为即期债务偿付提供保障。
- 融资渠道畅通。孩子王于 2021 年 IPO 上市，资本实力得到增强，同时具备了资本市场融资能力，融资渠道拓宽。

主要风险：

- 母婴市场消费需求存在不确定性。近年来我国人口增速放缓，新生儿出生率有所下降，未来母婴市场发展速度或随之减缓，叠加疫情影响，孩子王主业经营所处的外部环境存在不确定性。
- 门店培育及盈利压力。近年来，孩子王直营门店数量及经营面积持续增加，新开门店需要一定时间培育，公司店均收入和坪效下滑，面临的成本管控、盈利压力上升。
- 商品质量安全控制风险。母婴行业商品质量控制及监管相对较严格，若商品采购到出售中任一环节出现纰漏则容易引发质量安全事件，过程中存在质量安全控制风险。
- 债券转股及回售风险。若因孩子王股价低迷或未达本次债券持有人预期而导致本次债券未转股，则会增加公司本息支出压力。另外，本次债券设置了回售条件，公司可能面临债券存续期缩短风险。

➤ 未来展望

通过对孩子王儿童用品股份有限公司及其发行的本次债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本次债券还本付息安全性很强，并给本次债券 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

评级副总监 张俊

孩子王儿童用品股份有限公司
向不特定对象发行可转换公司债券
信用评级报告

概况

1. 发行人概况

2012 年，中国孩子王投资控股（香港）有限公司（简称“孩子王香港”）以现金方式出资 5,000 万美元设立孩子王儿童用品（中国）有限公司（简称“孩子王有限”）。2016 年，孩子王香港与江苏博思达企业信息咨询有限公司（简称“江苏博思达”）、CHAN KOK CHOW、HCMKW (HK) Holdings Limited、南京千秒诺创业投资合伙企业（有限合伙）（简称“南京千秒诺”）、上海景林景麒投资中心（有限合伙）、Coral Root Investment Ltd.、Fully Merit Limited、南京维盈创业投资合伙企业（有限合伙）、上海景林景途投资中心（有限合伙）、Amplewood Capital Partners (HK) Limited 和常州市金坛区宗浩企业管理咨询咨询有限公司签署《股权转让协议》，转让孩子王有限 100% 股权。同年，孩子王有限 11 名股东作为发起人，将有限公司整体变更为股份有限公司，注册资本为 1.50 亿美元，并在全国中小企业股份转让系统挂牌。2018 年，公司在全国中小企业股份转让系统终止挂牌。2021 年 10 月，公司发行 1.09 亿股 A 股普通股股票，于深圳证券交易所创业板上市，股票代码为 301078.SZ。截至 2022 年 3 月末，公司总股本为 10.88 亿元，实际控制人为自然人汪建国。

该公司主要从事母婴童商品零售及增值服务，定位数据驱动的、基于客户关系经营的新家庭全渠道服务提供商。公司面向准妈妈及 0-14 岁婴童提供一站式购物及全方位成长服务，以会员关系为核心资产深挖单客经济，并着力发展全渠道战略。截至 2022 年 3 月末，公司完成了全国 20 个省（市）、185 个城市（含县级市）共 496 家大型数字化实体门店的布局，同时搭建起包含移动端 APP、微信公众号、小程序、微商城等在内的线上 C 端产品矩阵，全国会员人数超过 5,200 万人，已形成一定品牌及市场知名度。

2. 债项概况

(1) 债券条款

该公司本次拟申请发行总额度不超过 10.39 亿元（含 10.39 亿元）人民币、期限为发行之日起 6 年的可转换公司债券。本次发行的可转债转股期自可转债发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期为止，初始转股价

格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司 A 股股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司 A 股股票交易均价，具体初始转股价格提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据市场状况与保荐机构（主承销商）协商确定。同时，初始转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产和股票面值。

图表 1. 拟发行的本次债券概况

债券名称：	孩子王儿童用品股份有限公司可转换公司债券
发行规模：	不超过 10.39 亿元人民币（含 10.39 亿元）
本次债券期限：	自发行之日起 6 年
债券利率：	提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。
定价方式：	按面值发行
偿还方式：	按单利计算，每年付息一次，到期偿还本金
增级安排：	无

资料来源：孩子王

截至 2022 年 3 月末，该公司无债券发行记录。

(2) 募集资金用途

本次债券发行的募集资金总额不超过 10.39 亿元（含 10.39 亿元），扣除发行费用后，拟全部用于投资零售终端建设项目和智能化物流中心建设项目。本次债券募集资金拟投资项目概况如图表 2 所示。

图表 2. 本次债券募集资金拟投资项目概况（单位：万元）

序号	项目名称	项目投资总额	拟使用募集资金
1	零售终端建设项目	83,270.24	76,400.00
2	智能化物流中心建设项目	29,413.18	27,500.00
合计		112,683.42	103,900.00

资料来源：孩子王

零售终端建设项目计划未来 3 年在江苏、安徽、浙江、四川、湖南、山东等全国 22 个省（市）新建线下门店 169 家，并新增智慧门店试点设备投入。项目计划总投资额为 83,270.24 万元（包括建设投资 79,874.62 万元和铺底流动资金 3,395.62 万元），其中拟使用募集资金 76,400.00 万元，分 36 个月投入，项目建设完成后正常年可实现新增营业收入 356,374.06 万元（不含税），净利润 11,764.52 万元，投资回收期约为 5.27 年。该项目已于 2022 年 6 月取得了《江苏省投资项目备案证》（宁麒委备[2022]23 号）。

智能化物流中心建设项目拟在济南、上海、广州、武汉、西安、天津、成都等城市新建、扩建仓储基地，同时增加西南物流仓的智能化设备投入。项目计划总投资额为 29,413.18 万元（均为建设投资），其中拟使用募集资金 27,500.00 万元，分 36 个月投入。该项目已于 2022 年 6 月取得了《江苏省投

资项目备案证》（宁麒委备[2022]24号）。

业务

1. 外部环境

（1）宏观因素

2022年第一季度，全球疫情形势因变异毒株的高传染性而依然严峻，受通胀压力持续上升、货币政策收紧、地缘政治冲突进一步加剧等多因素影响，全球经济恢复节奏放缓，我国外部环境的复杂性和不确定性仍然较高。国内经济在年初的较好表现后再遭疫情冲击，经济发展存在较大压力。短期内，宏观政策将主要围绕“稳增长”开展，实现年度增长目标任重道远；从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

2022年第一季度，新冠疫苗接种持续推进，病毒变异后的高传染性以及部分国家防疫措施放松导致全球疫情防控形势依然严峻。全球通胀压力保持高位，经济恢复节奏放缓；美联储已开启加息进程，美元强势及美债利率快速上升对全球的资本流动及金融市场运行带来挑战。俄乌军事冲突爆发，地缘政治局势进一步紧张，对全球经济产生的负面影响已逐步显现。总体上，疫情、通胀、美联储政策收紧、债务压力、俄乌冲突将继续影响全球经济修复，我国经济发展面临的外部环境的复杂性和不确定性依旧较高，而区域全面经济伙伴关系协定正式生效有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济年初表现较好，但新冠变异毒株在全国较大范围的快速传播再次对经济发展造成冲击，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力将进一步加大。失业率阶段性上升，消费者物价指数温和增长，而工业生产者出厂价格指数涨幅虽从高位回落但幅度仍较大。工业中高技术制造业生产活动增长相对较快，而与地产、教育、交通、餐饮、穿着相关的传统制造业普遍低迷；能源原材料、有色金属冶炼、化工等行业的经营绩效增长良好，其余工业行业在成本的大幅上升侵蚀下，盈利增长普遍承压。消费增长受疫情的影响波动明显，汽车对商品零售形成较大拖累，餐饮与疫情前的差距扩大；固定资产投资中制造业投资与基建投资增长相对较快，而房地产投资则持续下行；在高基数、产业链优势逐步回归常态以及海外修复放缓等因素的影响下，出口增速有所回落。人民币汇率保持稳定，人民币资产对全球投资者的吸引力并未发生明显变化。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应

对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合，为短期内稳定经济大盘提供支持。我国财政政策保持积极，专项债额度提前下达，推出新的一系列减税降费措施对特定主体和薄弱领域提供精准支持，财政支出节奏显著加快；政策层面严禁新增地方政府隐性债务，强化监管监测，妥善化解存量债务，地方政府债务风险总体可控。央行加大灵活适度的稳健货币政策实施力度，运用总量和结构性货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持；地方政府债发行节奏加快，以及政策增强信贷总量增长的稳定性均有利于实体部门宽信用，而在保持宏观杠杆率基本稳定的基调下，实体融资增速回升空间有限。我国金融监管持续完善，切实且严肃地践行金融法治，并通过完善宏观审慎政策治理机制，提高防范化解系统性金融风险的能力，为金融市场健康发展夯实基础。

2022年，“稳字当头、稳中求进”是我国经济工作的总基调，5.5%左右的增长目标在疫情的再度冲击下任重道远，短期内宏观政策将主要围绕“稳增长”开展：预计高质量发展与“双碳”目标将导致高技术制造业与高排放行业生产活动延续分化；疫情仍是导致消费波动的重要因素；制造业投资有基础保持较快增长，基建投资在适度超前基建以及前期政策成效显现带动下增速提升，房地产投资惯性下滑后才会逐步趋稳；出口增长仍有韧性，但外部需求恢复节奏放缓会导致增速回落。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

(2) 行业因素

得益于常态化疫情防控成果显现，2021年我国消费市场延续上年复苏态势。其中线上零售、生活必需品消费所受疫情冲击较小，2021年增长势头平稳；线下及服务类消费走出疫情影响，在上年低基数效应下反弹明显。在国家推动形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局的背景下，政府将继续以消费作为推动经济增长的主要内生动力，不断推进消费升级，激发消费活力，对零售行业而言能继续形成长期政策利好。

母婴零售方面，近年来我国新生儿出生率持续走低，但得益于国家政策扶持，居民收入水平以及母婴家庭消费能力的不断提高，行业市场规模每年持续增长。随着消费主力更迭，新生代父母消费需求与触媒习惯不同以往，母婴市场加速升级，呈现更加精细化、高端化、个性化的发展特征。

A. 行业概况

2021年以来，得益于常态化疫情防控成果显现，国民经济稳定恢复，消费市场持续复苏。根据国家统计局数据，经初步核算，2021年国内生产总值为114.37万亿元，按可比价格计算，同比增长8.1%；人均可支配收入为35,128元，名义同比增长9.1%。同期国内社会消费品零售总额为44.08万亿元，同比

增长12.5%。从趋势上看,国内社会消费品零售总额在2020年1-2月达到20.5%的跌幅后,单月跌幅呈现逐步收窄趋势,至当年8月开始单月社会消费品零售总额增速开始恢复增长,2021年以来月度继续保持着恢复增长势头,但随着基数逐渐上升,以及受局部地区散发疫情、极端天气等因素影响,月度增速总体呈现下滑态势。2021年消费仍然是国内经济增长的核心动力,当期最终消费支出对经济增长的贡献率为65.4%,拉动GDP增长5.3%,总体来看,当期消费市场延续了复苏态势。2022年1-4月,我国社会消费品零售总额13.81万亿元,同比下降0.2%;受多地疫情反复影响,其中4月社会消费品零售总额同比下降11.1%至2.95万亿元,未来仍需关注疫情形势对零售行业复苏的影响。

图表3. GDP、社会消费品零售总额变化情况(单位:亿元、%)



资料来源: Wind、国家统计局

2021年以来,得益于消费的复苏,各零售业态同比均呈现增长态势,但不同业态表现继续存在一定分化。当年线下限额以上零售业单位中的超市、百货店、专业店和专卖店零售额同比分别增长6.0%、11.7%、12.8%和12.0%。其中线下零售业态增速反弹明显。线上方面,同期网上零售额为130,884亿元,同比增长14.1%,网上零售额继续保持较快速增长,增速较去年上升3.2个百分点。其中,实物商品网上零售额108,042亿元,同比增长12.0%,占社会消费品零售总额的比重为24.5%。2022年1-4月,全国网上零售额3.87万亿元,同比增长3.3%;其中实物商品网上零售额3.29万亿元,同比增长5.2%,占社会消费品零售总额的比重为23.8%。总体来看,疫情影响之下,居民消费路径转变,线上消费需求增长以及消费习惯的进一步养成,带动线上零售规模保持增长。

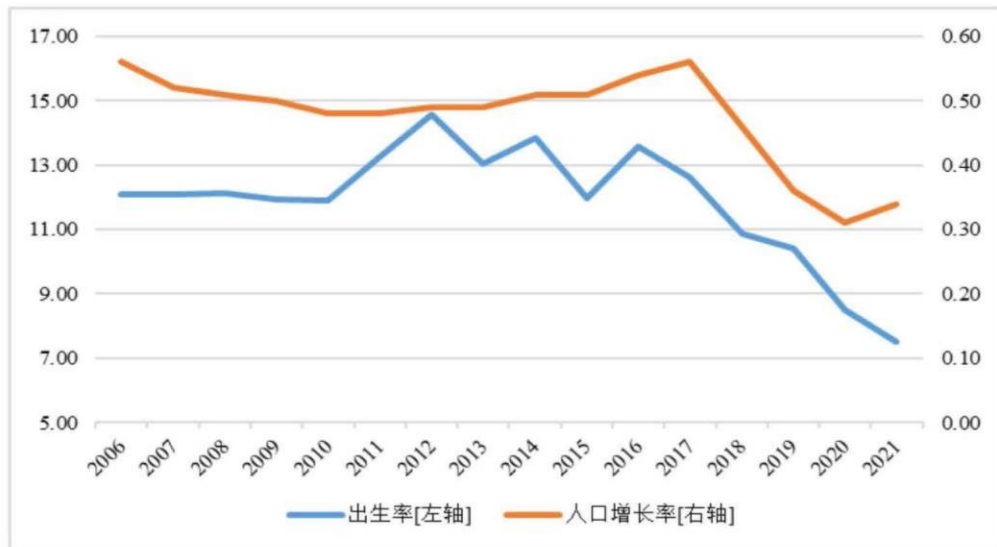
从消费支出结构来看,2021年各类型消费均实现恢复性增长,当期全国居民人均食品烟酒消费支出7,178元,同比增长12.2%,占人均消费支出的比重为29.8%;人均衣着消费支出1,419元,同比增长14.6%,占人均消费支出的比重为5.9%;人均生活用品及服务消费支出1,423元,同比增长13.0%;人均教育文化娱乐消费支出2,599元,同比增长27.9%。2022年第一季度,前述类

型消费分别同比增长 4.9%、3.6%、4.8%和 6.9%。

从消费需求来看，根据 2021 年 5 月公布的第七次全国人口普查数据，我国人口数量已达 14.12 亿，庞大的人口基数、稳定的经济及消费环境、不断提升的收入及消费水平，均有助于增强居民消费能力及消费意愿。长期来看，国内消费市场容量存在不断扩大的空间，对零售行业保持稳定发展提供必要支撑。

母婴零售行业主要面向孕产妇及 0-14 岁的婴童群体，根据第七次全国人口普查数据，我国 0-14 岁人口占总人口比重 17.95%，消费市场潜力较大。从我国出生率和人口增长率来看，2010-2016 年我国出生率呈现波动趋势，2016 年全面二孩政策实施，当年人口出生率达 12.95%。随着育龄妇女人数减少、生育观念转变和初婚初育年龄推迟等多方面影响，2017 年起出生率持续下降，人口红利逐渐减退。其中，2020 年叠加疫情等多因素影响，出生人口创下近年来新低。从发展趋势来看，预计未来我国人口净增幅度可能继续走低，或对母婴零售行业发展将造成一定影响。

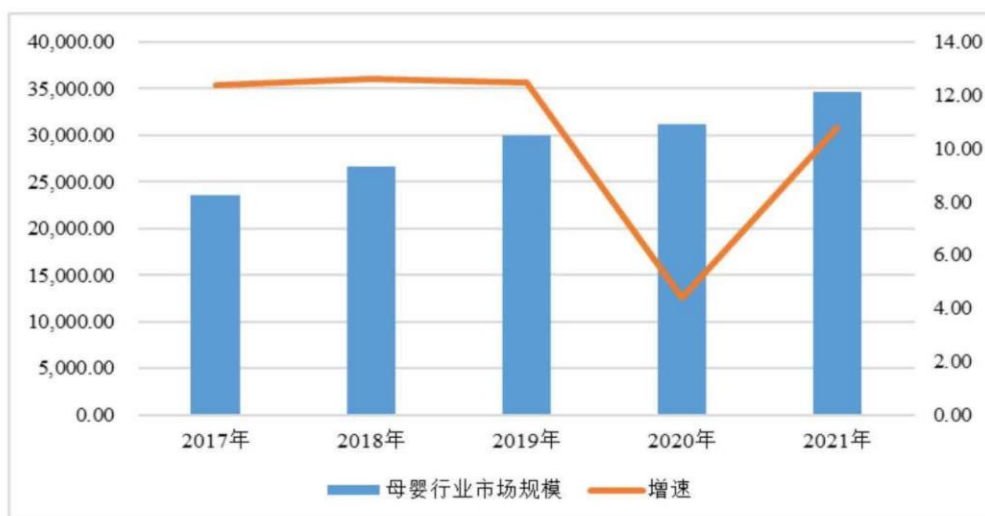
图表 4. 出生率、人口增长率变化情况（单位：%、%）



数据来源：国家统计局、世界银行

近年来我国人口出生率持续走低，但随着人均可支配收入增加和家庭消费能力的提升，我国母婴消费市场规模仍保持增长趋势。2019-2021 年，母婴消费市场规模分别为 29,919 亿元、31,231 亿元和 34,591 亿元，同比增速分别为 12.5%、4.4%和 10.8%。其中 2020 年受疫情影响增速有所放缓；2021 年，随着疫情防控常态化，以及国家推出三孩政策、多地出台育儿福利政策，当年市场规模增速回升。据艾瑞咨询预测，2022 年我国母婴消费市场规模或将达到 37,552 亿元。

图表 5. 近年来母婴行业市场规模情况（单位：亿元、%）



数据来源：艾瑞咨询

受益于互联网产业发展，我国母婴行业零售渠道从大卖场、便利店等线下一单一的连锁形式逐渐扩大到综合电商平台，2015 年以来随着母婴品牌布局电商业务，线上线下全渠道经营的新零售模式成为发展趋势。近年来，母婴行业消费主力更迭，市场线上渗透率不断提升，线上消费占比由 2016 年的 22.6% 提升至 2021 年的 33.8%¹，其中以综合电商为主要代表，并带动垂直母婴电商、直播平台等渠道消费的提升。同时，线下母婴门店开始寻求新型消费场景，将消费与社交内容相结合；线上平台借助自身供应链资源实现渠道实体化，进一步规范了行业发展、提高了市场准入门槛，增加行业内品牌的竞争压力。

B. 政策环境

从政策方面来看，消费历来受到国家政府的高度重视及支持，近年来政府持续鼓励消费，将消费作为激活经济增长的内生动力，不断培育消费发展新动能，鼓励行业升级转型，零售行业面临的政策面较好。2020 年新冠肺炎疫情期间，零售行业承担着一定的居民生活物资供应保障职能，国家通过发放“消费券”等形式鼓励刺激消费，支持力度有所加大。同时，近年来政府不断鼓励零售行业线上线下融合，通过创新推进消费升级。2020 年 9 月，国务院办公厅进一步发布《关于以新业态新模式引领新型消费加快发展的意见》，提出了要以新业态新模式为引领，加快推动新型消费扩容提质，坚持问题导向和目标导向，补齐基础设施和服务能力短板，规范创新监管方式，持续激发消费活力，促进线上线下消费深度融合，努力实现新型消费加快发展，推动形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。

在鼓励消费的同时，相关部门也对网络零售、商贸物流等方面提出了相应的规范和要求。2021 年以来，随着电子商务法制建设进一步深入，针对不正当竞争、税务、数据安全等方面的规范有所强化，尤其针对线上以及新型零售模式的管理监督力度明显加强。年内国内陆续出台了《网络交易监督管理办

¹ 数据来自艾瑞咨询 2022 年 3 月《中国母婴行业研究报告》。

法》、《网络直播营销管理办法（试行）》等政策办法，压实平台主体责任；同时，针对疫情以来发展迅猛的社区团购、直播电商等，政府也加大了价格监管、反不正当竞争工作力度，以及税收清查力度，以规范经营行为，维护公平、健康的零售市场环境。

图表 6. 国家相关部门出台的零售行业法律法规及产业政策

时间	法律法规/政策	颁布部门	相关内容
2018年1月	《关于推进电子商务与快递物流协同发展的意见》	国务院	提出针对电子商务全渠道、多平台、线上线下融合等特点，科学引导快递物流基础设施建设，构建适应电子商务发展的快递物流服务体系。
2018年8月	《中华人民共和国电子商务法》	全国人大常委会	对电子商务经营者的定义和行为规范、电子商务合同的订立与履行、电子商务的争议解决做出明确规定。
2018年12月	《中华人民共和国产品质量法》（2018年修订）	全国人大常委会	规定了产品质量监督要求，生产者、销售者对产品质量的责任和义务，以及因其违反上述规定需承担的损害赔偿责任。
2019年1月	《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案（2019年）》	发改委、商务部等	提出多措并举促进汽车消费，补足城镇消费攻击短板，促进农村消费提质升级；同时加强引导支持，带动新品消费，扩大优质产品和服务供给，完善政策体系，进一步优化消费市场环境。
2019年8月	《关于加快发展流通促进商业消费的意见》	国务院	顺应商业变革和消费升级趋势，鼓励运用大数据、云计算、移动互联网等现代信息技术，促进商旅文体等跨界融合，形成多流通新平台、新业态、新模式。引导电商平台以数据赋能生产企业，培育定制消费、智能消费、信息消费、时尚消费等商业新模式。
2020年2月	《关于应对新冠肺炎疫情做好稳外贸稳外资促消费工作的通知》	商务部	提出支持企业有序复工复产，简化对外经贸管理程序，强化法律服务帮助企业降低风险，支持外贸新业态新模式发展，加强出口信用保险支持，积极应对境外贸易限制措施等。
2020年4月	《关于进一步完善重点零售企业联系制度的通知》	商务部	各地商务主管部门加强与重点零售企业的联系，及时协调解决企业发展中遇到的困难问题，为企业创新发展提供保障和支撑。加快创新转型，增强竞争力、创新力和影响力。
2020年9月	《关于以新业态新模式引领新型消费加快发展的意见》	国务院	经过3-5年努力，促进新型消费发展的体制机制和政策体系更加完善，到2025年，培育形成一批新型消费示范城市和领先企业，实物商品网上零售额占社会消费品零售总额比重显著提高，“互联网+服务”等新消费新业态新模式得到普及并趋于成熟。
2021年3月	《网络交易监督管理办法》	国家市场监督管理总局	对网络交易经营者在网络交易活动中的信息登记、变更等行为做出了一般规定，违反办法规定的将依法追究责任。
2021年4月	《网络直播营销管理办法（试行）》	国家互联网信息办公室、公安部、商务部等7部门	对网络直播营销平台、运营者作出了定义，分别对平台及相关人员的行为作出了规定，明确其责任和义务。办法旨在规范网络市场秩序，维护消费者合法权益，同时促进新业态健康有序发展。
2021年10月	《“十四五”电子商务发展规划》	商务部、中央网信办	到2025年，我国电子商务高质量发展取得显著成效。电子商务新业态新模式蓬勃发展，企业核心竞争力大幅增强，网络零售持续引领消费增长，高品质的数字化生活方式基本形成。到2035年，电子商务称为我国经济实力、科技实力和综合国力大幅跃升的重要驱动力。

资料来源：公开资料整理

针对母婴行业，国家出台了一系列产业政策以鼓励人口发展，保障母婴商品的质量标准和消费者的安全与健康。2017年，国务院颁布了《国家人口发展规划（2016-2030）》，旨在提高生育水平，改善人口素质，并提出全国总人口到2030年达到14.5亿人左右。2020年12月，市场监管总局颁布《乳制品质量安全提升行动方案》，要求婴幼儿配方乳粉生产企业定期自查，对出厂产品按照食品安全标准实施全项目逐批检验，不得实施委托检验，加强了对质量安全风险指标的检测。2021年7月，中共中央政治局公布《中共中央、国务

院关于优化生育政策促进人口长期均衡发展的决定》，提出依法实施三孩生育政策、取消社会抚养费等制约措施，同时建立健全人口服务体系，并加强人口监测和形势研判，做好降低生育、养育和教育成本的工作。10月，国家卫生健康委发布了《母婴安全行动提升计划（2021-2025年）》，以安全五项制度为主线，从妊娠风险防范、危急重症救治、质量安全管理、妇幼专科服务能力等方面提出要求，将保障母婴安全摆在工作突出位置。11月，国家市场监督管理总局出台《关于进一步规范幼儿配方乳粉产品标签标识的公告》，完善相关产品法律法规和标准。同期，北京市、上海市、浙江省、河北省、广东省等地纷纷推出人口与计划生育条例，对于生育二孩、三孩的父母给予育儿假、延长产假等福利；北京市医疗保障局还将当地16项辅助生殖技术项目纳入医保甲类报销范围。

C. 竞争格局/态势

从零售业竞争态势来看，随着新型零售业态及模式的不断涌现及发展，行业内依然保持着激烈的竞争态势。国内零售行业开放程度高，但集中度总体偏低。零售行业规模经济效应显著，多年来实体零售商持续通过并购重组、门店扩张等方式进行外延式拓展，竞争持续激烈；同时随着国内电商的快速发展，大量消费分流至线上，行业竞争格局相应发生变化，线上线下零售商之间亦形成了激烈的竞争。近年来，在政策鼓励推动下，线上与线下零售商在激烈竞争的同时也在逐步走向相互渗透融合，电商龙头向线下发展实体到店业务，实体零售触网发展线上业务及到家业务，呈现一定融合发展态势。此外，在大数据、人工智能、深度学习等科技快速发展的支撑下，零售企业纷纷加强业务升级调整及创新力度，新型零售业态、新型消费场景不断涌现，行业创新能力及技术含量、运营效率及服务质量均得到提升。

近年来，我国母婴零售行业在国家经济发展及市场需求的拉动下保持了较快增长，但由于我国母婴零售行业进入门槛较低，行业内企业数量众多且规模较小，市场集中度不高。母婴零售行业处于整个母婴产业链的中游，随着我国市场经济和互联网经济的快速发展，行业呈现出多种业态并存的局面。从零售渠道角度，可以分为线下渠道和线上渠道，其中线下主要以母婴专营连锁零售店为主，除了少数龙头企业外基本为中小型连锁店和个体店，市场相对分散；线上主要以综合电商为主，代表平台包括天猫、京东、苏宁等，垂直类电商则基于母婴市场需求提供定制化、专业化服务。

图表 7. 截至 2021 年末行业内核心样本企业基本数据概览（单位：亿元，%）

核心样本企业名称	核心经营指标			核心财务数据（合并口径）				
	营业收入	毛利率	净利润率	总资产	资产负债率	权益资本/刚性债务	净利润	经营性净现金流
孩子王儿童用品股份有限公司	90.49	30.60	2.22	81.26	64.95	3.63	2.01	5.99
上海爱婴室商务服务股份有限公司	26.52	30.26	3.01	28.37	62.67	1.62	0.80	-1.74
厦门吉宏科技股份有限公司	51.78	38.22	4.03	29.43	34.92	7.52	2.27	2.35
成都红旗连锁股份有限公司	93.51	29.67	5.14	75.25	51.05	6.60	4.81	10.36
王府井集团股份有限公司	127.53	42.14	10.81	391.51	48.65	5.07	13.78	27.72

核心样本企业名称	核心经营指标			核心财务数据（合并口径）				
	营业收入	毛利率	净利润率	总资产	资产负债率	权益资本/刚性债务	净利润	经营性净现金流
家家悦集团股份有限公司	174.33	22.93	-2.03	147.02	84.59	1.17	-2.93	14.22
百联集团有限公司	460.42	23.85	1.83	1,720.23	73.59	0.83	16.17	166.30
上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司	510.63	24.12	7.69	1,314.76	68.24	0.82	39.27	-68.77

资料来源：新世纪评级整理。

D. 风险关注

宏观经济环境的变化会对零售行业整体景气度产生一定影响，面临着因经济波动、消费驱动不足、CPI 下滑等导致零售行业增速不达预期的风险。同时，诸如新冠肺炎疫情等公共卫生事件也为行业发展带来不确定性因素。

现阶段，国内零售行业市场集中度仍偏低，业内企业间竞争压力持续较大，同时同质化高强度竞争造成行业盈利难以得到显著提升。对零售企业而言，物业租赁、人工、物流、营销、水电费等是其重要的成本费用支出构成，受制于国内物流成本及物业获取成本居高、人工成本不断上升等因素影响，零售企业经营的成本费用控制压力依然较大。

随着居民消费需求的不断升级，零售商在顺应消费潮流趋势，及时进行运营升级调整提升运营实力方面存在持续的需求。在新零售风潮下，零售行业内部整合速度有所加快，资本市场较为活跃，线上线下零售企业通过并购合作等方式寻求优势互补、资源共享。在零售行业线上线下双向融合趋势及行业变革加剧的情况下，零售商能否及时做出准确的商业判断及调整，或将影响企业的长期发展。此外零售企业还持续面临商品质量、安全经营等方面的运营监管压力。

2. 业务运营

该公司主要通过线下直营门店和线上渠道提供母婴童商品零售及增值服务。公司立足华东总部，近年来不断加快线下门店布局，业务范围已拓展至全国。公司门店数量及经营面积持续增加，但由于新开门店培育需要时间，加上疫情因素影响到店消费，店均与坪效收入下滑，需关注后续门店扩张带来的规模效应递减以及经营管理压力上升风险。公司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，伴随品牌知名度及自身会员人数上升，此业务对公司收入和利润水平的贡献程度加大。此外，公司还围绕零售行业上下游开展广告、平台服务等衍生业务，但这部分收入规模尚小，对公司影响有限。近三年，公司营业收入平稳增长，毛利率水平较好且相对稳定；但直营模式下门店租金及员工费用负担较重，期间费用对盈利侵蚀较大，公司净利率表现一般。

该公司主要从事母婴童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新家庭全渠道服务提供商。公司面向准妈妈及 0-14 岁婴童提供一站式购物及全方位成长服务，通过“科技力量+人性化服务”，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，开创了以会员关系为核心资产的单客经营模式。成立以来，公司主要通过线下直营门店和线上渠道向目标用户群体销售食品（奶粉、零食辅食、营养保健）、衣物品（内衣家纺、外服童鞋）、易耗品（纸尿裤、洗护用品）、耐用品（玩具、文教智能、车床椅）等多个品类，母婴商品以中高端为主。同时，为满足母婴家庭多元化消费需求，提升客户体验，公司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。公司立足南京本部，重点布局胡焕庸线东南区域，近年来业务范围不断向西南、华中、华南等地扩展。

图表 8. 公司主业基本情况

主营业务	市场覆盖范围	基础运营模式	业务的核心驱动因素
母婴商品销售和母婴服务	国内	横向规模化	规模/成本/订单/资源/品牌

资料来源：孩子王

该公司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，并根据服务内容参考市场价格，向供应商收取相应的费用。2019-2021 年，公司该业务收入分别为 4.21 亿元、5.19 亿元和 6.77 亿元，逐年增长。同期，业务毛利分别为 4.10 亿元、5.08 亿元和 6.66 亿元，由于业务成本主要为线下的宣传耗材等宣传相关费用及场地租赁费，金额较小，业务利润水平较高。近年来公司加强与品牌供应商的合作力度，并依托自身会员数量增长带动业务收入持续增长，业务对公司利润的贡献度不断加大。

此外，该公司还围绕母婴童领域打造其他产业生态。下属孙公司江苏思想传媒有限公司借助公司平台、品牌与会员体系优势，与腾讯、分众以及其他广告发布商合作，为品牌供应商及其他第三方异业机构提供广告服务。下属子公司上海童渠信息技术有限公司（简称“上海童渠”）主要负责公司各类软件及平台系统的开发，对外零星销售软件产品，形成软件收入；同时，2020 年起公司通过上海童渠自主运营线上平台，并为入驻平台的母婴品牌商、经销商、周边服务机构提供平台服务业务，形成平台服务收入。目前上述业务收入占公司总收入的比重较小，对公司盈利影响有限。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 9. 公司核心业务收入及变化情况（单位：亿元，%）

主导产品或服务	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
营业收入合计	82.43	83.55	90.49	21.09	21.72
其中：核心业务营业收入	81.52	82.80	89.58	20.89	21.51
在营业收入中所占比重	98.90	99.10	99.00	99.05	99.01
其中：（1）母婴商品销售	74.11	73.86	78.35	18.62	19.00
在核心业务收入中所占比重	90.91	89.21	87.46	89.10	88.31
（2）母婴服务	2.64	2.22	2.58	0.55	0.52
在核心业务收入中所占比重	3.23	2.68	2.88	2.62	2.43

主导产品或服务	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
(3) 供应商服务	4.21	5.19	6.77	1.33	1.51
在核心业务收入中所占比重	5.17	6.27	7.56	6.38	7.04
(4) 广告业务	0.56	0.71	0.86	0.16	0.23
在核心业务收入中所占比重	0.69	0.85	0.96	0.77	1.06
(5) 平台服务	-	0.82	1.02	0.24	0.25
在核心业务收入中所占比重	-	0.99	1.14	1.14	1.16
其他业务	0.91	0.75	0.91	0.20	0.21
在营业收入中所占比重	1.10	0.90	1.00	0.95	0.99
毛利率	30.34	30.53	30.60	28.22	28.39
其中：母婴商品销售	23.78	22.82	21.60	20.10	19.88
母婴服务	94.32	94.06	92.82	90.59	89.02
供应商服务	97.33	97.97	98.34	99.52	99.40
广告业务	41.00	32.62	41.67	58.22	33.37
平台服务	-	92.82	75.01	70.59	91.90
其他业务	62.01	64.43	64.19	63.68	54.44

资料来源：孩子王

2019-2021 年，该公司营业收入持续增长，分别为 82.43 亿元、83.55 亿元和 90.49 亿元；核心业务营业收入占比在 99%左右，主要来自母婴商品销售收入的贡献。同期综合毛利率分别为 30.34%、30.53%和 30.60%，整体较为稳定。2022 年第一季度，公司营业收入为 21.09 亿元，毛利率为 28.22%，较上年同期基本持平。

A. 母婴商品销售

该公司通过本部及并表企业开展母婴商品销售业务，并根据市场区域及销售模式，由不同主体具体负责。2019-2021 年，公司母婴商品销售业务收入波动上升，分别为 74.11 亿元、73.86 亿元和 78.35 亿元。同期毛利率分别为 23.78%、22.82%和 21.60%，整体呈下降趋势，主要系由于公司自 2020 年 1 月 1 日起执行新收入准则，将作为合同履约成本的运输费用由销售费用调整至营业成本列报，加之近年来国内奶粉、纸尿裤市场竞争较为激烈压低产品价格，导致公司主要销售产品毛利率下降。

业务模式

该公司采用自营为主、联营为辅的销售模式。自营模式下，公司向供应商采购各类母婴商品，再通过线下门店或线上平台销售。对于线下门店销售，公司在商品销售给终端客户时确认收入、结转成本；线上方面则在客户确认收货时确认。联营模式下，由供应商在公司门店内开设专柜/货架，自主定价并自行派驻人员负责商品销售工作，供应商将承担商品销售前的商品灭失等风险，以及商品售后的维修、退换义务。在商品销售给终端客户时，公司按照合同约定的比例确认分成收入。

根据销售渠道的不同，该公司可分为线上销售和线下销售两类。其中，线下销售指公司通过在全国开设的门店在店内向客户销售商品；线上销售系指客户通过移动端 APP、微信公众号、小程序、微商城等在门店或第三方电商平台

下单，再由门店或仓库配送到家。随着互联网消费模式快速革新，近年来公司母婴商品线上销售收入占比持续提升，2019-2021年及2022年第一季度分别为16.47%、30.79%、44.62%和46.93%。截至2022年3月末，孩子王APP拥有4,288万用户，月活跃用户数130万人；小程序累计用户约为4,091万户，单日使用人数最高38万人。

门店运营情况

该公司线下门店均为直营连锁，公司深耕大店模式，门店主要集中在大型综合购物中心内，平均单店面积约2,300平米（最大单店面积超过7,000平米），目的在于提供丰富的商品品类及增值服务，并一站式满足消费者购物、服务、社交等多重需求。近年来，公司不断开立门店以扩大市场覆盖，线下门店及人员数量随之增加。2019-2021年末，公司门店数量分别较上年末净增加94家、82家和61家，2020年以来受疫情影响开店节奏放缓。截至2022年3月末，公司共有直营门店496家。此外，公司计划未来3年在江苏、安徽、四川、广东、重庆等22个省（市）新建门店169家。

图表 10. 2019 年以来公司门店数量增减及店均收入情况（单位：家）

	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年第一季度
持续经营门店	256	349	424	495
新开门店	96	85	71	1
退出门店	2	3	10	-
合计	352	434	495	496

资料来源：孩子王

从门店布局来看，截至2022年3月末，该公司直营门店多分布于华东、西南和华中地区，其中江苏地区占比达23.59%，主要系公司以江苏南京为总部，逐步向外辐射开设直营门店。江苏地区门店开设时间早、销售规模大，对公司业绩贡献较高。

图表 11. 公司门店数量区域划分分布情况（单位：亿元，%）

序号	省/市	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
1	江苏	82	104	117	117
2	安徽	35	44	50	50
3	四川	26	30	37	37
4	湖南	26	27	30	30
5	浙江	25	30	34	34
6	山东	23	26	32	32
7	重庆	23	28	32	32
8	湖北	19	24	26	26
9	广东	13	22	28	28
10	上海	12	15	14	14
11	陕西	12	15	15	15
12	江西	10	10	10	10
13	广西	10	10	11	12
14	河南	9	13	15	15
15	河北	8	11	14	14
16	福建	8	9	11	11
17	天津	6	7	7	7

序号	省/市	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
18	贵州	3	6	7	7
19	辽宁	2	2	3	3
20	云南	-	1	2	2
合计		352	434	495	496

资料来源：孩子王

2019-2021 年，该公司门店平均收入分别为 2,152.03 万元、1,732.81 万元和 1,636.06 万元，整体呈下降趋势。2020 年以来，公司门店到店业务受疫情影响出现暂停营业情况，加之近两年新增门店开业主要集中在四季度，拉低了门店年度平均营业收入。从坪效收入来看，2019-2021 年公司门店坪效收入分别为 7,838.82 元/平方米、6,878.73 元/平方米和 6,905.77 元/平方米，其中 2020 年明显下降主要系疫情防控政策及门店数量增加影响所致。未来随着公司在各区域门店数量逐步扩张，门店平均营业收入或将在短期内承压，门店扩张规模效应逐渐减弱。

图表 12. 公司店均收入及坪效收入情况（单位：万元、元/平方米）

项目名称	2019 年	2020 年	2021 年
店均收入	2,152.03	1,732.81	1,636.06
坪效收入	7,838.82	6,878.73	6,905.77

资料来源：孩子王

该公司直营门店以租赁方式取得，公司一般与业主约定每年支付固定租金，逐年上浮一定比例或金额；或者采取浮动租金的定价方式，一定期限内按销售金额扣取一定比例提成，或按租金与扣取一定比例提成较高者收取费用。截至 2022 年 3 月末，公司直营门店营业用房租赁期限均在 5 年以上，其中租赁期限在 10 年以上（含）的门店面积占比超 90%。

采购供应与库存管理

该公司主要通过孩子王采购中心进行集中采购，根据运营需要统一销售、配送至各地子公司管理的直营门店。公司采购管理体系采用电子化供应商管理系统和自动补货系统，形成了以供应商、商品中心、供应链规划和门店/仓库为核心的流程体系，以提高整体采购效率。

根据采购渠道的不同，可分为向品牌生产商直接采购和向品牌商的区域经销商、代理商等中间商间接采购两种模式。同时，为增强价格竞争力及形成产品差异化优势，该公司还自主或合作设计开发了多系列产品，委托合格 OEM 代工厂生产。截至 2022 年 3 月末，公司已经构建了包括初衣萌、植物王国、贝特倍护、梦游兔子等 7 大自有品牌，内容涵盖亲子家庭摄影、婴幼儿用品、益智玩具等，目前自有品牌销售收入占比较低。

在新供应商入驻前，该公司对供应商的资金规模、经营现状、供应链层级、电子商务运营能力、物流配送能力、售后能力等进行全面评估。在公司评估完成后，公司采购人员还需进一步审核供应商的相关资质，确保供应商主体资质合法、购入商品质量合格。同时，公司每月根据供应商送货情况（包括送货及

时率、到货规范性和分货准确率), 建立供应商诚信档案, 实行分级考核, 不同等级的供应商实行不同的预约流程、抽检标准、收货优先级等。此外, 公司还建立了供应商分类分级管理规则, 按照公司现有商品品类的销售权重评级和贡献度评级两个维度进行评估, 对于不同评级的供应商给予不同的结算规则。目前, 公司与供应商的结算周期一般以月结为主, 根据不同销售模式和供应商风险程度, 可分为 0 天、15 天、30 天和 60 天不等。

该公司采购的产品种类繁多, 包装规格及度量单位复杂, 随着业务规模不断扩大, 近年来公司采购金额维持高位。2019-2021 年, 公司采购金额分别为 87.09 亿元、78.79 亿元和 82.31 亿元, 主要采购产品为奶粉和纸尿裤, 两者合计占比在 60% 以上; 同期公司前五大供应商采购占比分别为 26.13%、27.14% 和 26.62%。

图表 13. 2021 年公司前五大供应商采购情况 (单位: 万元、%)

公司名称	采购金额	占全年采购金额比重	主要采购产品
上海优壹电子商务有限公司	65,054.63	7.90	奶粉、零食辅食
惠氏(上海)贸易有限公司	51,587.16	6.27	奶粉
深圳市怡亚通供应链股份有限公司	47,293.62	5.75	奶粉、营养保健等
江苏汇鸿宝贝婴童用品有限公司	28,492.12	3.46	奶粉、婴儿用品等
成都东方万丰贸易发展有限公司	26,692.51	3.24	奶粉、营养保健等
合计	219,120.05	26.62	-

资料来源: 孩子王

该公司库存商品主要为奶粉、纸尿裤、玩具、内衣家纺、洗护用品等, 按先入库商品优先出库的原则对库存商品进行管理。2019-2021 年末, 公司库龄在 180 天以内的库存商品占比分别为 91.35%、87.91% 和 86.75%, 整体库龄较短, 周转速度较快。公司每周对商品效期进行检查, 对于符合“临期商品下架规则”的商品做下架待处理, 并汇总至门店进行报备; 对于剩余效期小于 1 个月(含 1 个月)的临期商品则直接下架禁销封存; 对于过效期商品, 则由门店主管进行现场监督报损销毁。

物流仓储

随着该公司业务规模的扩大和线上订单量的持续提升, 该公司对物流仓储的需求日渐增加。通过多层级仓储设置, 建立了中央仓(CDC)、区域仓(RDC)和城市中心仓(FDC), 其中中央仓为最高级别仓储中心, 区域仓具备较强的辐射能力和库存储备能力, 区域仓仓储面积在 5,000-8,500 平方米, 一般保证一周配送 3 次, 城市中心仓负责就近完成区域的支线仓配业务。截至 2022 年 3 月末, 公司已有 1 个中央仓、4 个核心区域仓和 15 个城市中心仓, 未来还将在南京、武汉、天津、广州、成都等城市新建扩建仓储基地。

图表 14. 截至 2022 年 3 月末公司仓储情况

项目	覆盖区域	仓储运营方式
中央仓	南京	自建自营
区域仓	武汉、成都、天津、佛山	租赁、派驻管理人员

项目	覆盖区域	仓储运营方式
城市中心仓	盐城 ² 、郑州、淮安、扬州、昆山、重庆、合肥、杭州、芜湖、青岛、西安、长沙、阜阳、无锡	第三方外包服务

资料来源：孩子王

该公司门店营业仓库租赁主要通过单独签订 1-3 年租赁协议；或作为直营门店营业用房租赁合同的补充协议签订，期限与直营门店营业用房租赁期限相同，期限在 5 年以上。按照每平米固定定价计算，并在每年固定期间交纳租金。公司在采购环节的物流主要由供应商承担，品牌商或代理商根据公司要求将商品配送至各区域仓库或实体门店。公司在库存管理和销售环节的物流主要由独立第三方物流承运商负责，目前已与 EMS、顺丰、京东、百世、圆通等主流快递公司建立了长期稳定的合作关系。

技术研发

该公司注重研发技术的提高。2019-2021 年，该公司研发投入分别为 1.04 亿元、0.87 亿元和 1.01 亿元，占营业收入比重分别为 1.27%、1.04%和 1.12%。截至 2022 年 3 月末，公司拥有软件著作权 120 个，已初步搭建了支持全渠道业务的数字化系统，主要研发成果包括新零售互联网平台及应用软件的开发、IT 技术服务平台的开发、智能化客服管理系统的开发、POP 商家&供应商协同平台的开发、全渠道作业指挥系统的开发等。公司配有数字化研发和 IT 技术团队，同期末公司 IT 技术研发人员数量为 309 人，占期末公司总人数的 2.62%，涵盖中后台研发、平台运维和前端产品研发等多个方面。

B. 母婴服务

该公司在直营门店中提供母婴服务，包括儿童游乐服务、亲子互动活动、黑金会员服务和育儿服务。其中，儿童游乐服务系在公司线下实体门店提供面向 0-8 岁婴童的“童乐园”儿童游乐设施与活动，顾客可以通过购买单次游乐卡或储值游乐卡进行消费。亲子互动活动主要指在门店举办“新妈妈学院”、“爬爬赛”等互动活动，并收取活动入场费用。收费会员为母婴服务业务主要收入来源，2020 年以来占比维持在 50%以上。黑金会员服务于 2018 年推出，顾客通过购买成长卡（199 元/年）享受权益及增值服务。育儿服务由专业育儿顾问提供催乳、婴儿抚触、小儿推拿等增值服务，顾客可预约进行在店服务或上门服务。截至 2022 年 3 月末，公司累计黑金会员规模超过 78 万人，单客年产值约为普通会员的 11 倍左右。

2019-2021 年，该公司母婴服务收入分别为 2.64 亿元、2.22 亿元及 2.58 亿元，其中 2020 年受疫情冲击影响，线下服务及活动开展受限，当期收入有所下降；随着疫情防控常态化，2021 年该业务收入回升。同期业务毛利率分别为 94.32%、94.06%和 92.82%，利润水平较高，整体呈小幅下降趋势，主要系童乐园、育儿服务等接触式消费收入受疫情影响减少，而童乐设施固定折旧费用正常发生所致。

² 自 2020 年上半年开始采用部分自营、部分外包的形式运营。

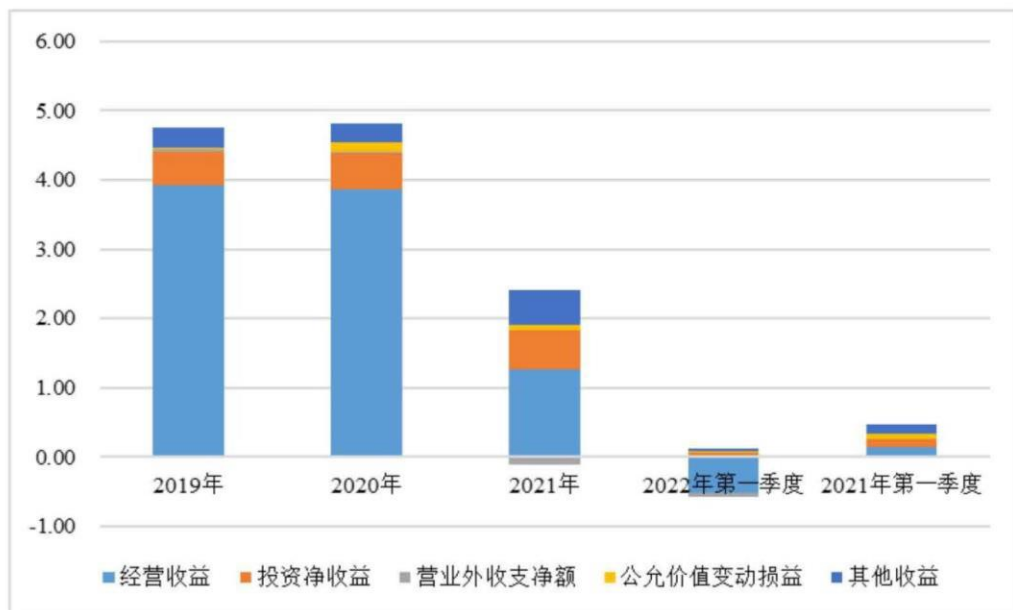
图表 15. 公司母婴服务收入构成情况（单位：亿元）

服务类别	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
儿童乐园	1.16	44.16%	0.64	28.81%	0.81	31.31%	0.18	33.60%
收费会员	0.97	36.85%	1.17	52.66%	1.33	51.64%	0.28	51.72%
互动活动	0.33	12.49%	0.34	15.48%	0.38	14.53%	0.08	13.81%
育儿服务	0.17	6.50%	0.07	3.05%	0.07	2.52%	0.005	0.87%
合计	2.64	100.00%	2.22	100.00%	2.58	100.00%	0.55	100.00%

资料来源：孩子王

(2) 盈利能力

图表 16. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据孩子王所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

从盈利来源结构看，该公司盈利主要来自主业经营，投资收益及其他收益可对公司利润形成一定补充。2019-2021 年营业毛利分别为 25.00 亿元、25.51 亿元和 27.69 亿元，同期公司毛利率分别为 30.34%、30.53%和 30.60%，整体呈小幅上升趋势。

图表 17. 公司营业利润结构分析（单位：亿元）

公司营业利润结构	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
营业收入合计	82.43	83.55	90.49	21.09	21.72
毛利	25.00	25.51	27.69	5.95	6.17
毛利率 (%)	30.34	30.53	30.60	28.22	28.39
期间费用	20.90	21.40	26.21	6.42	5.98
其中：财务费用	0.03	0.49	1.45	0.30	0.35
销售费用	16.23	16.18	19.38	4.74	4.43
管理费用	3.59	3.86	4.37	1.15	0.97

公司营业利润结构	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
研发费用	1.04	0.87	1.01	0.24	0.23
期间费用率 (%)	25.35	25.61	28.97	30.44	27.52
其中：财务费用率 (%)	0.04	0.59	1.60	1.41	1.61
全年利息支出总额	0.10	0.14	0.11	-	-
其中：资本化利息数额	0.05	-	0.01	-	-

资料来源：根据孩子王所提供数据整理。

注：2021 年起该公司执行新租赁准则，为保持数据可比性，本文利息支出不含租赁负债利息支出。

2019-2021 年，该公司期间费用率分别为 25.35%、25.61% 和 28.97%，费用率保持高位水平。具体来看，公司销售费用主要包括工资性支出、租赁及物业费、宣传费、折旧及摊销等，同期分别为 16.23 亿元、16.18 亿元和 19.38 亿元；其中 2021 年同比增长 19.80%，主要系门店规模扩大导致销售人员工资性支出增多，以及公司当年首次执行新租赁准则，确认的使用权租赁资产折旧费用增加所致。公司管理费用主要包括工资性支出、物流仓储费、租赁费、折旧费等，同期分别为 3.59 亿元、3.86 亿元和 4.37 亿元；其中 2021 年同比增长 13.25%，主要系伴随业务扩张，管理人员需求及其工资性支出增多，同时公司增加云服务采购，并支付上市相关费用增加所致。同期，公司财务费用分别为 0.03 亿元、0.49 亿元和 1.45 亿元，其中 2021 年公司执行新租赁准则，确认租赁负债利息费用 1.08 亿元，财务费用同比增长 1.96 倍。

图表 18. 影响公司盈利的其他因素分析（单位：万元）

影响公司盈利的其他因素	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年 第一季度
投资净收益	4,965.41	5,263.83	5,578.99	541.48
其中：交易性金融资产持有期间取得的投资收益	4,714.96	5,239.49	5,578.99	541.48
其他收益	2,876.01	3,921.60	4,843.12	306.09
其中：产业发展补助金	985.77	2,511.00	3,152.03	180.87
公允价值变动损益	47.38	1,357.68	740.01	267.24
其中：金融机构理财产品	-159.91	1,377.39	719.55	272.24
营业外收入	708.69	427.08	526.79	36.50

资料来源：根据孩子王所提供数据整理。

近年来该公司投资收益主要来自交易性金融资产持有期间取得的收入，公司购买金融机构理财产品、非保本浮动收益银行理财产品和结构性存款，并于到期日赎回取得投资收益；2019-2021 年投资收益分别为 0.50 亿元、0.53 亿元和 0.56 亿元。其他收益主要为与日常活动相关的政府补助，包括产业发展补助金、供应链体系建设款、财政奖励、税收返还等；同期公司分别取得其他收益 0.29 亿元、0.39 亿元和 0.48 亿元。公允价值变动损益主要为金融机构理财产品、非保本浮动收益银行理财产品和结构性存款等金融资产的收益，近三年波动较大。公司营业外收入包括罚没收入和其他，金额相对较小。

综合上述因素影响，2019-2021 年该公司净利润分别为 3.77 亿元、3.91 亿元和 2.01 亿元；净利润率分别为 4.58%、4.68%和 2.22%。总体来看，公司主业毛利率水平较高，但直营门店模式下门店租金和员工费用负担较重，导致期间费用对公司盈利侵蚀较大，公司实际盈利能力一般。

2022 年第一季度，该公司实现营业收入 21.09 亿元，毛利率 28.22%，较上年同期基本持平。同期公司期间费用率为 30.44%，较上年同期上升 2.92 个百分点，主要系当期管理费用增加所致。同期，公司净利润为-0.33 亿元，主要系全国疫情反复，部分门店经营收入下滑但成本支出相对刚性所致。

(3) 运营规划/经营战略

在未来的经营过程中，该公司将持续通过“科技力量+人性化服务”，加强营销渠道建设，拓展商品服务维度，完善会员服务体系，加大品牌宣传和推广力度，加强全产业链数字化建设，提升公司的供应链整合能力，深耕单客经济，进一步巩固公司在母婴零售行业的核心竞争力和市场地位。零售渠道方面，公司计划三年内在江苏、安徽、浙江、湖南、湖北等 22 个省（市）建设 169 家数字化直营门店，加强在核心区域的渗透率，填补重点区域的空白，进一步完善线下零售终端的网络布局。仓储物流方面，公司将构建“CDC（中央仓）+SDC（前置仓）+RDC（区域中心仓）+FDC（城市中心仓）”的仓储物流布局，增加软硬件设备的投入，提高物流服务的信息化水平。产业整合方面，公司将根据优势互补、资源共享的原则，通过合作、参股、收购、兼并、重组等方式，进行资源整合，扩大公司在母婴市场的品牌影响力。

管理

该公司为民营上市公司，股权结构相对集中，实际控制人为自然人汪建国。公司法人治理结构较为健全，已根据自身经营管理的需要建立了较合理的内部组织架构及内部控制体系，可为经营管理活动的顺利开展提供基本保障。近三年，公司因销售产品不合格问题多次受到监管行政处罚，存在商品质量控制风险。

1. 产权关系与公司治理

(1) 产权关系

2021 年 10 月 14 日，该公司在深圳证券交易所上市。截至 2022 年 3 月末，江苏博思达直接持有公司 25.51%的股份，并通过一致行动人南京千秒诺、南京子泉投资合伙企业（有限合伙）（简称“南京子泉”）间接控制公司 16.11%的股份，为公司控股股东。自然人汪建国持有江苏博思达 100%的股权，为公司的实际控制人。公司产权状况详见附录一。

截至 2022 年 6 月 21 日，实际控制人汪建国没有对外质押公司股权。实际控制人汪建国除该公司外，还直接控制五星控股集团有限公司、南京米同旺企业管理中心、江苏星合投资管理有限公司、珠海创越丰投资有限公司、汇通达网络股份有限公司等多家主体，涉及企业管理、咨询、投资、资产管理、贸易、网络技术开发等业务领域。

(2) 主要关联方及关联交易

该公司与关联方之间的日常交易活动主要为商品销售和劳务交易、租赁等。2019-2021 年，公司日常关联采购金额分别为 0.19 亿元、0.05 亿元和 0.04 亿元，占当期营业成本的比例为 0.33%、0.09%和 0.06%；关联销售金额分别为 0.53 亿元、0.02 亿元和 0.01 亿元，占当期营业收入的比例分别为 0.65%、0.02%和 0.01%。此外，公司还与关联方之间因特许使用权、返佣交易、终止合作关系、合作促销等发生了其他交易收支。公司对关联交易履行必要的决策审批程序，销售价格均参考市场价格，由交易双方协商确定。

图表 19. 近三年公司重大的偶发性关联交易明细（单位：万元）

关联方	交易内容	2019 年度	2020 年度	2021 年度
江苏孩子王实业有限公司 (已注销)	代收代付交易-代公司收取	668,191.76	156,491.83	--
上海安能聚创供应链管理有限公司	出租收入	287.64	705.57	222.36
深圳慧星远商业保理有限公司 (已注销)	保理业务-代付款	12,262.86	4,027.18	--
	资金拆借	11,000.00	5,100.00	--
	拆借利息收入	250.45	25.80	--
深圳市远翔商业保理有限公司	代收代付交易-代公司收取	3,567.39	--	--

资料来源：根据孩子王所提供数据整理。

电商业务经营需持有相关牌照及许可证，上海童渠自 2016 年起申请增值电信业务经营许可资质，但由于其中外合资背景，至 2020 年 2 月方取得上海市通信管理局核发的《中国（上海）自由贸易试验区外商投资经营增值电信业务试点批复》。此期间该公司线上平台委托江苏孩子王实业有限公司（简称“江苏孩子王”，由实控人汪建国实际控制，构成关联关系）负责运营，由此形成了较大规模的关联方代收款。2020 年 3 月 31 日，公司与江苏孩子王签署了《合作协议的终止协议》，终止全部业务合作关系，江苏孩子王于 2021 年 7 月完成注销。2019 年及 2020 年 1-3 月，公司与江苏孩子王因代收业务发生的关联交易金额为 15.65 亿元和 66.82 亿元。2021 年 8 月 16 日，中国证监会出具《关于对孩子王儿童用品股份有限公司采取出具警示函监管措施的决定》（中国证监会行政监管措施决定书[2021]48 号），对公司申请首次公开发行时，首次申报审计截止日（2019 年 12 月 31 日）后仍然存在通过关联方代收货款且金额较大的情形采取出具警示函的监督管理措施。

截至 2021 年末，该公司应收关联方款项余额 17.44 万元，应付关联方款项余额 40.87 万元。同年末，公司无对外担保；五星控股集团有限公司及汪建国

为公司提供担保支持，同年末未履行完毕的担保额度为 44.96 亿人民币和 0.54 亿美元。整体来看，公司关联方交易规模相对较小，对公司流动性及信用质量影响较小。

(3) 公司治理

该公司按照相关法律法规、规范性文件的要求以及《公司章程》规定，独立开展生产经营活动，建立了较完整的法人治理结构。公司治理结构包括股东大会、董事会和监事会，并配备了相应的经营管理团队。其中董事会由股东大会选举产生，由 7 名董事组成，包括 3 名独立董事，设董事长 1 名；公司设总经理 1 名，设副总经理若干人，均由董事会聘任或解聘；公司监事会由 3 名监事组成，包括 2 名股东代表和 1 名公司职工代表，设监事会主席 1 名。

2022 年 4 月 26 日，该公司召开第二届董事会第十四次会议、公司职工代表大会和第二届监事会第十二次会议，对董事会及监事会成员进行了换届选举。目前，公司董事会成员包括：汪建国（董事长及实控人）、徐卫红（董事及总经理）、何辉（董事及副总经理、技术总监）、蔡博（董事、副总经理及财务总监）、饶钢（独立董事）、钱智（独立董事）、蒋春燕（独立董事），除独立董事外均由江苏博思达提名；监事会成员包括靳文雯、刘立柱和劳晶雪（职工监事），除职工监事外均由江苏博思达提名。

2. 运营管理

(1) 管理架构/模式

该公司根据自身业务特点和经营管理需要，建立了完整的内部组织架构。公司全渠道商品经营中心负责各品类商品规划、供应链整合和拓展、供应商管理和协同；全渠道运营中心包括成长训练、增长运营、效率运营、新店运营四大职能板块；全渠道服务经营中心包括孕产服务、自营服务、同城亲子、互动服务四大职能；全渠道会员中心通过经营会员资产和会员关系来挖掘会员需求、增加会员产值；全渠道营销中心整合公司、品牌方及多方资源，以各类媒介形式实现用户交互，解决各类问题；数字化技术应用中心通过规划公司技术架构，用数字化技术打造符合公司战略发展的应用；商业发展部根据公司战略规划来完成年度开店指标及经营月份目标，维护全国地产商关系。此外，公司还设有财务管理中心、自有品牌中心、证券投资部、法务部、全渠道物流中心、顾客满意中心、人力行政中心和用户产品运营中心等部门组织。公司组织架构详见附录二。

(2) 经营决策机制与风险控制

该公司各子公司主要领导及财务人员由总部统一任免，重大经营决策或关键经营活动由公司总部集中控制和规划。公司总部设置专门部门管理子公司的战略、市场、资源调配等业务部门。各子公司的日常经营活动则由其自

主管理。

商品管理方面，该公司制定了《商品准入经营资质管理规范》、《商品入库管理制度》、《商品质量问题分级评级及处理办法》。公司签订购销合同或新品上架前需按规定要求提供相应资质，否则不予引进；供应商同时需提供加盖公章的复印件及扫描件；采购人员负责对资质进行收取、整理和审核等。公司制定了商品入库流程及规范，由各级仓库物流中心分别执行相应流程，同时对卸货、包装级卸货等环节做出了详细规定。公司对有质量问题的产品进行分类，对每个级别产品分别作出了评价和处理措施，结果及时归档并定期通报有关部门。

对外担保方面，该公司制定了《对外担保管理制度》。公司及子公司对外担保实行统一管理，未经公司董事会或股东大会批准，公司及子公司不得对外提供担保。公司控股子公司应在其董事会或股东大会做出决议后及时通知公司。公司为全资子公司提供担保，或者为控股子公司提供担保且控股子公司其他股东所享有的权益提供同等比例担保，除①按照担保金额连续 12 个月内累计计算原则，超过公司最近一期经审计总资产 30%的担保；②对外担保总额超过最近一期经审计总资产的 30%以后提供的任何担保；③对股东、实际控制人及其关联方提供的担保外，无需提交股东大会，但是公司章程另有规定除外。公司为控股股东、实际控制人及其关联方提供担保的，控股股东、实际控制人及其关联方应当提供反担保。

关联交易方面，该公司制定了《关联交易管理制度》。控股股东、实际控制人及其他关联人与公司发生的经营性资金往来中，应当严格限制占用公司资金。控股股东、实际控制人及其他关联人不得要求公司为其垫支工资、福利、保险、广告等费用，也不得互相代为承担成本和其他支出。公司与关联人之间的关联交易应当以书面形式订立协议，明确交易双方的权利义务、法律责任以及关联交易的定价政策；关联交易协议的订立应当遵循平等、自愿、等价、有偿的原则，协议内容应明确、具体。因关联人占用或者转移公司资金、资产或者其他资源而给公司造成损失或者可能造成损失的，公司董事会应当及时采取诉讼、财产保全等保护性措施避免或者减少损失，并追究有关人员的责任。

(3) 投融资及日常资金管理

该公司为加强门店资金管理，防范资金风险，制定了《门店货币资金管理制度》、《收银备用金管理规定》等，对现金收款交款、现金缴存、现金盘点、备用金管理等方面作出规范和指导。财务部门设置了专职的资金管理人员办理资金业务，并由财务经理、财务总监等专职岗位进行复核与监督。公司对资金相关决策程序、信息披露流程作了严格规定，对资金拆借行为作了严格限制，公司及其控股子公司均遵照上述内控制度执行管理。

对外投资方面，该公司制定了《对外投资管理制度》。公司股东大会、董事会为公司对外投资的决策机构，各自在其权限范围内，对公司的对外投资

做出决策。公司总经理为对外投资实施的主要负责人，负责对新项目实施进行计划、组织、监控，并应及时向董事会汇报投资进展情况，提出调整建议。公司财务共享中心为对外投资的日常财务管理部门。同时，公司对外投资实行专业管理和逐级审批制度，并按规定及时进行披露。

(4) 不良行为记录

根据该公司本部及主要子公司安徽童联孩子王儿童用品有限公司、南京亿略卓电子商贸有限公司、重庆童联孩子王儿童用品有限公司等提供的《企业信用报告》，近三年上述公司无信贷违约记录。

近三年因管理疏漏问题，该公司被消防、卫生、市场监督管理等政府监管部门处罚。2019-2021年及2022年第一季度，公司分别受到罚款以上行政处罚11项、15项、23项和7项，以销售不合格产品原因居多，公司存在商品质量控制风险。

截至2022年3月末，该公司无作为被告的重大未决诉讼。同期末，公司无债券发行记录。

图表 20. 公司不良行为记录列表（最近三年，截至查询日）

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2022.04.07	无	无	无	不涉及
各类债券还本付息	公开信息披露	2022.5.20	不涉及	不涉及	不涉及	不涉及
诉讼	公司提供	2022.5.20	无	涉及，非重大	涉及，非重大	不涉及
工商	公开信息披露	2022.5.20	无	无	无	不涉及
质量	公开信息披露	2022.5.20	无	涉及	涉及	不涉及
安全	公开信息披露	2022.5.20	无	无	无	不涉及

资料来源：根据孩子王所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

备注：“未提供”指的是公司应该提供但未提供；“无法提供”指的是公司因客观原因而不能提供相关资讯；“不涉及”指的是无需填列，如未对非核心子公司提供过担保。

财务

伴随业务规模扩大，该公司负债规模逐年增长；受益于经营积累良好，2019-2020年公司财务杠杆稳定，且有下降趋势。2021年受执行新租赁准则影响，公司确认大规模租赁负债与使用权资产，推高了负债及资产规模，目前杠杆水平有所上升，但仍处于可控范围。近年来公司主业现金回笼较快，经营性活动现金保持净流入，但随着线下仓储及门店持续布局，投资环节或将持续存在资金需求而现金净流出。

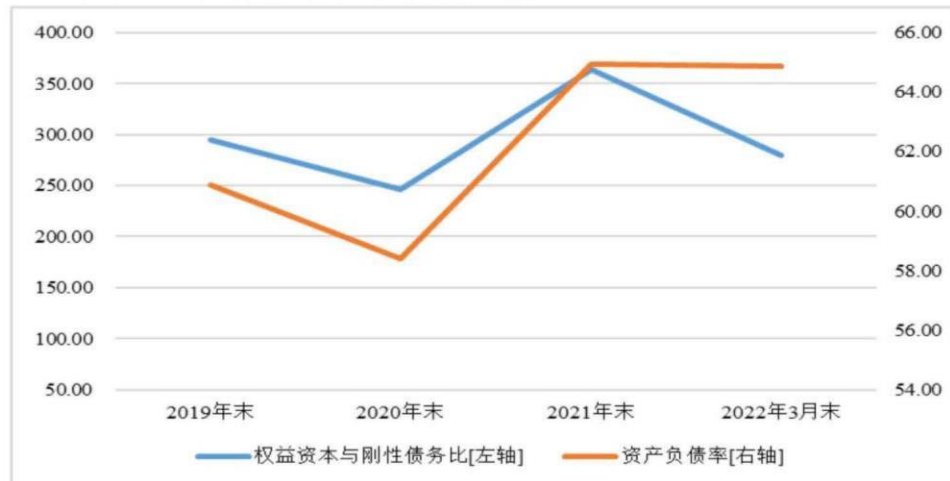
1. 数据与调整

安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2019-2021 年财务报表进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。公司根据实际发生的交易和事项，按照财政部颁布的《企业会计准则——基本准则》编制财务报表，以及具体企业会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定进行确认和计量。公司自 2020 年起首次执行新收入准则、2021 年起首次执行新租赁准则，对可比期间信息不予调整，首日执行新准则与现行准则的差异追溯调整当期期初留存收益。截至 2022 年 3 月末，公司纳入合并范围的主体共 38 户。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 21. 公司财务杠杆水平变动趋势（单位：%）



资料来源：根据孩子王所提供数据绘制。

2019-2021 年末，该公司负债总额分别为 26.44 亿元、29.32 亿元和 52.78 亿元。其中 2020 年末较上年末增长 10.93%，主要系业务规模扩大所致；2021 年末较上年末增长 79.99%，主要系执行新租赁准则确认大规模租赁负债所致。同期末，公司所有者权益分别为 16.99 亿元、20.90 亿元和 28.48 亿元，逐年增长，主要得益于公司自身经营积累以及 2021 年公司首次公开发行人民币普通股募集资金净额 5.56 亿元（其中 1.09 亿元计入股本，4.47 亿元计入资本公积）所致。截至 2021 年末，公司所有者权益中股本、资本公积及未分配利润余额分别为 10.88 亿元、9.93 亿元和 7.41 亿元，占权益总额的 38.20%、34.85%和 26.02%，资本稳定性较好。2021 年 5 月 20 日，公司向全体股东每 10 股派发现金红利 0.2 元（含税），共计派发现金红利 0.22 亿元（含税）。

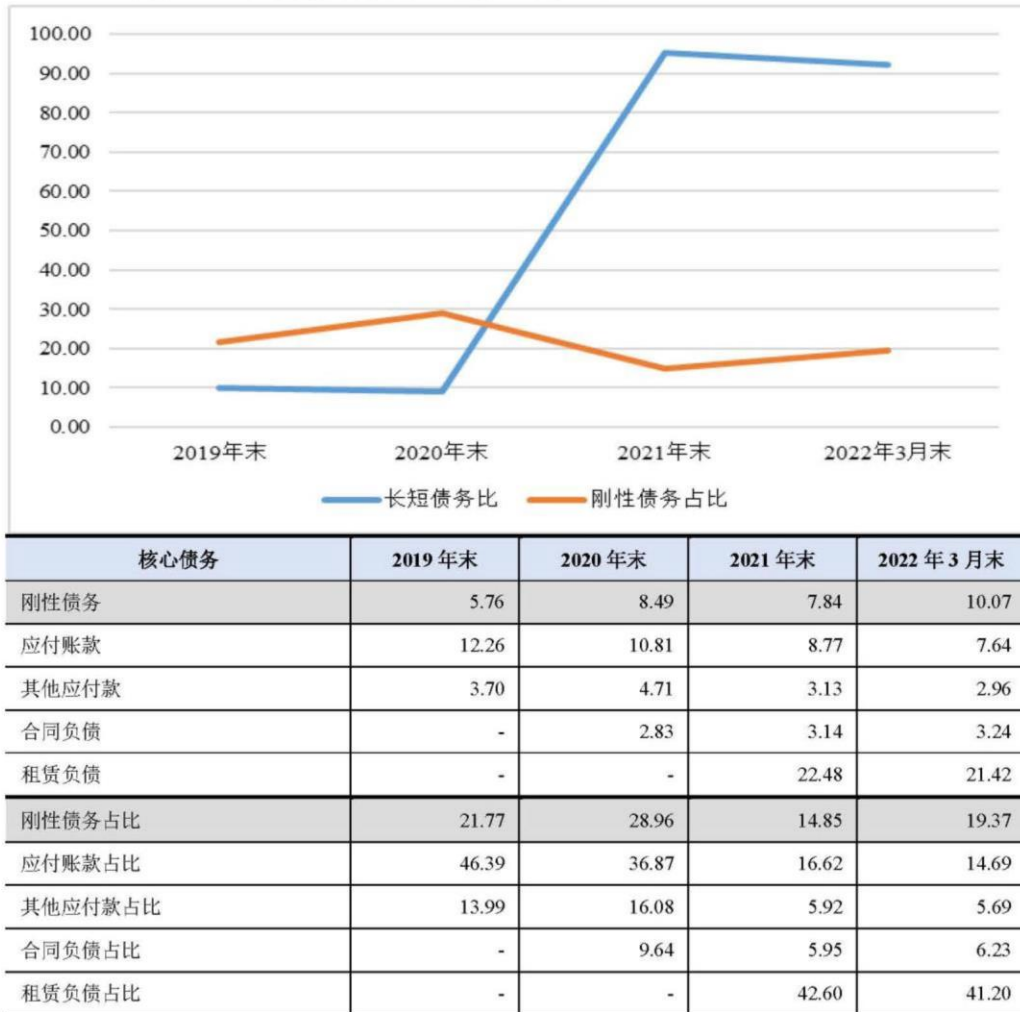
2019-2021 年末，该公司资产负债率分别为 60.87%、58.38%和 64.95%，其中 2021 年受会计准则变动影响杠杆水平提高，剔除该影响后资产负债率较上年末有所下降；同期，公司权益资本与刚性债务比率分别为 295.21%、

246.16%和 363.43%，权益资本对刚性债务的覆盖程度充足。

2022 年 3 月末，该公司负债总额较上年末下降 1.52%至 51.98 亿元，主要系租赁负债规模减少；所有者权益较上年末下降 1.09%至 28.17 亿元，主要系当期经营亏损所致。同期末公司资产负债率为 64.85%，与上年末基本持平；权益资本与刚性债务比率下降至 279.76%，主要系银行借款增加所致。

(2) 债务结构

图表 22. 公司债务结构及核心债务（单位：亿元、%）



资料来源：根据孩子王所提供数据绘制。

2019-2021 年末，该公司长短期债务比分别为 10.08%、9.10%和 95.16%；其中 2021 年末显著上升主要系当年确认大规模租赁负债致使非流动负债大幅增加所致。

从债务构成来看，该公司债务包括刚性债务、应付账款、其他应付款、合同负债及租赁负债等。应付账款主要为因尚未开票或结算而未偿还的款项，通常在 3 个月内清偿，近年来公司加大应付账款偿还力度，期末余额逐年下降。2021 年末，公司账龄 1 年以内的应付账款余额为 8.70 亿元，占比 99.12%。其他应付款主要为资产采买和预提费用、保证金、租赁和物业费用等，账龄

均为 1 年以内；2020 年末其他应付款余额同比增长 27.49%，主要系由于公司业务规模扩大、线下门店数量增加，导致期末应付供应商质保金、线上平台支付保证金及应付租赁款增加，同时预提广告宣传费用、物流费用等尚未结算款项增加；2021 年末余额同比下降 33.66%，主要系当期公司执行新租赁准则，对不属于短期租赁及低价值租赁的应付租赁款项确认为租赁负债，租赁及物业费用减少所致。2021 年末，公司租赁负债余额 22.48 亿元。公司自 2020 年起执行新收入准则，确认合同负债，主要包括黑金卡会员费、储值卡等预收款项，随着会员人数增加，2021 年末公司合同负债余额有所上升。

2022 年 3 月末，该公司长短期债务比较上年末小幅下降至 92.08%。同期末公司刚性债务和合同负债进一步增加；随着应付款项到期偿还，期末应付账款和其他应付款余额有所下降。

(3) 刚性债务

图表 23. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
短期刚性债务合计	3.57	6.34	4.78	6.75
其中：短期借款	0.77	0.88	0.01	1.01
一年内到期的长期借款	-	-	0.23	0.25
应付票据	2.79	5.45	4.54	5.50
应付利息	0.01	-	-	-
中长期刚性债务合计	2.18	2.16	3.06	3.32
其中：长期借款	2.18	2.16	3.06	3.32
刚性债务合计	5.76	8.49	7.84	10.07

资料来源：根据孩子王所提供数据整理，其中综合融资成本系根据财务报表数据估算。

2019-2021 年末，该公司刚性债务余额分别为 5.76 亿元、8.49 亿元和 7.84 亿元。公司主要融资方式为银行借款，2021 年末银行借款余额合计为 3.30 亿元，其中短期借款规模 0.01 亿元，均为质押借款（利率为 4.00%）；长期借款（含一年内到期）余额 3.29 亿元，均为抵押担保借款（利率区间为 3.90-4.548%）。公司应付票据全部为应付银行承兑汇票，近年来余额呈波动上升趋势。

截至 2022 年 3 月末，该公司刚性债务余额较上年末增长 28.50%至 10.07 亿元，主要系银行借款规模增加所致。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 24. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
营业周期（天）	58.11	63.18	56.55	-

主要数据及指标	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
营业收入现金率(%)	128.01	115.08	113.56	113.71
业务现金收支净额(亿元)	8.97	8.83	6.55	1.14
其他因素现金收支净额(亿元)	-0.11	-0.15	-0.56	0.06
经营环节产生的现金流量净额(亿元)	8.86	8.68	5.99	1.20
EBITDA(亿元)	6.42	6.85	9.42	-
EBITDA/刚性债务(倍)	1.12	0.96	1.15	-
EBITDA/全部利息支出(倍)	63.46	48.56	82.83	-

资料来源：根据孩子王所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。EBITDA及全部利息支出中不包含租赁负债部分利息支出。

该公司零售主业收现能力较强，2019-2021年营业收入现金率分别为128.01%、115.08%和113.56%。同期，公司业务现金收支净额分别为8.97亿元、8.83亿元和6.55亿元，持续正向净流入；其中2021年同比下降25.82%，主要系公司加大线上销售渠道拓展力度，当期主业现金支出增多所致。公司其他因素现金收支净额主要为利息收入、保证金及手续费收支等，对整体现金流状况影响有限。同期，公司经营性现金流量净额分别为8.86亿元、8.86亿元和5.99亿元。

2019-2021年该公司EBITDA持续增长，分别为6.42亿元、6.85亿元和9.42亿元，以利润总额为主；其中2021年因无形资产及其他资产摊销显著增加，当期EBITDA大幅上升。同期，EBITDA对刚性债务和利息支出的保障程度先降后升。

(2) 投资环节

图表 25. 公司投资环节现金流量状况(亿元)

主要数据及指标	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-1.94	0.10	-6.89	0.62
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-3.86	-2.08	-5.18	-0.79
投资环节产生的现金流量净额	-5.80	-1.97	-12.07	-0.17

资料来源：根据孩子王所提供数据整理。

2019-2021年，该公司投资活动产生的现金流量净额分别为-5.80亿元、-1.97亿元和-12.07亿元，持续净流出。公司投资支付及收回投资的现金主要为购买及赎回低风险理财产品所支付或收回的现金；取得投资收益收到的现金主要为购买理财产品所得收益；购置固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金主要用于建设江宁物流仓储基地及为新设门店购置固定资产所支付的现金。2020年受疫情影响，公司投资力度放缓，当年投资环节产生的现金净流出随之减少；2021年，公司理财产品投入增多，同时建设西南智慧物流仓库及新设门店购置固定资产支出较大，当年投资活动现金净流出显著增

加。随着线下门店及仓储基地的不断投资布局，未来公司投资环节现金或将持续呈净流出状态。

(3) 筹资环节

图表 26. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
吸收投资收到的现金	-	-	5.87	0.02
取得借款及偿还债务、利息净额	1.31	-0.07	0.15	1.20
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	-0.002	-0.11	-5.60	-1.31
筹资环节产生的现金流量净额	1.31	-0.18	0.41	-0.09

资料来源：根据孩子王所提供数据整理。

近三年该公司筹资活动产生的现金流有所波动，但总体规模较小；2019-2021 年筹资性现金流量净额分别为 1.31 亿元、-0.18 亿元和 0.41 亿元。其中 2020 年为净流出，主要系当期偿还银行借款 2.10 亿元所致；2021 年转为小幅净流入，主要系当期发行人民币普通股募集 5.56 亿元，同时偿还租赁负债本金及利息支出 5.36 亿元所致。

2022 年第一季度，由于该公司以银行承兑汇票结算增加，当期经营活动支出现金较上年同期减少，经营活动现金净流入 1.20 亿元；投资活动现金净流出 0.17 亿元，同比大幅收缩，主要系上年同期购买土地及设备、预付工程款导致现金流出较多；筹资活动现金净流出 0.09 亿元。

4. 资产质量

图表 27. 公司主要资产的分布情况（单位：亿元）

主要数据及指标	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
流动资产（在总资产中占比%）	34.50	41.32	41.55	39.97
	79.43	82.27	51.13	49.87
其中：货币资金	12.83	20.31	16.45	16.11
交易性金融资产	8.94	8.80	12.78	11.15
存货	9.94	9.41	9.10	9.24
非流动资产（在总资产中占比%）	8.93	8.91	39.71	40.18
	20.57	17.73	48.87	50.13
其中：固定资产	4.67	4.50	4.47	4.26
在建工程	-	-	1.86	2.18
无形资产	1.09	1.04	1.80	1.79
长期待摊费用	2.44	2.64	2.63	2.45
合同资产	-	-	25.63	24.36
其他非流动资产	0.03	0.01	2.38	4.00
期末全部受限资产账面金额	2.45	3.24	6.69	5.89
受限资产账面余额/总资产（%）	5.64	6.46	8.23	7.35

资料来源：根据孩子王司所提供数据整理。

随着公司业务规模的不断发展、首发募集资金到位及因执行新租赁准则新增确认使用权资产，近三年该公司资产总额不断增长；2019-2021年末，公司资产总额分别为43.43亿元、50.23亿元和81.26亿元。同期末，公司流动资产占比分别为79.43%、82.27%和51.13%，其中2021年比重显著下降主要系西南智慧物流仓库建设投入增加（计入在建工程）以及确认了大规模使用权资产所致。剔除使用权资产后，公司资产结构与主业轻资产运营模式基本相适应。

该公司流动资产主要包括货币资金、交易性金融资产和存货。2021年末，公司货币资金余额16.45亿元，较上年末减少19.04%，主要系购买理财产品所致，其中3.13亿元使用受限（银承保证金及部分受限外汇资本金），即期支付能力较强。交易性金融资产主要为金融机构理财产品、非保本浮动收益银行理财产品和结构性存款，产品期限较短，且一般可提前赎回或具有固定到期日，风险较小且流动性较高；2021年末余额较上年末增长45.22%，至12.78亿元。存货均为库存商品，同年末余额9.10亿元，累计计提跌价准备0.14亿元。近年来公司采取数字化库存管理和商品生命周期管理，存货周转速度提升，库存商品有所减少。预付款项主要为向供应商采购商品预付的货款及预付租赁款等；2021年末账面价值较上年末增长76.66%至0.91亿元，主要系当年门店数量增加提升商品备货需求，预付商品款项随之增加所致。

该公司非流动资产主要包括固定资产、在建工程、无形资产、长期待摊费用、使用权资产和其他非流动资产，2021年末占资产总额比重分别为5.50%、2.29%、2.22%、3.23%、31.54%和2.93%。固定资产主要为机器设备及货架和其他设备，2021年末账面价值4.47亿元。同年末公司在建工程余额1.86亿元，主要为当年开工建设的西南智慧物流仓，项目预算总投资3.26亿元，建设资金来源为金融机构贷款和自有资金，年末工程施工进度为57.21%。无形资产为软件和土地使用权，2021年末余额同比增长79.29%至1.80亿元，主要系当年通过出让方式取得土地使用权0.77亿元³用于西南智慧物流仓库建设项目所致。长期待摊费用包括装修及未确认融资费用，2021年末余额为2.63亿元。同期末使用权资产账面价值为25.63亿元，均为房屋及建筑。其他非流动资产为持有至到期的定期存单和预付设备工程款及装修款，因购买定期存单2.36亿元，2021年末其他非流动资产余额大幅增长。

2022年3月末，该公司资产总额较上年末减少1.36%至80.15亿元。其中其他非流动资产较上年末增长68.00%至4.00亿元，主要系当期公司新增持有至到期存单所致。递延所得税资产较上年末增长43.33%至0.65亿元，主要系当期可抵扣亏损产生的暂时性差异增加所致。

³ 2021年，香港孩子王商贸有限公司孙公司四川童联供应链有限公司在羊叉河以南、青白江大道以西通过出让方式取得一宗土地使用权，取得编号为“川(2021)青白江区不动产权第0008687号”的《不动产权证书》，宗地面积9.18万平方米，使用期限为2021年3月23日至2071年3月22日。

5. 流动性/短期因素

图表 28. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
流动比率 (%)	143.64	153.74	153.64	147.70
速动比率 (%)	99.52	116.81	116.62	109.49
现金比率 (%)	90.65	108.32	108.06	100.71

资料来源：根据孩子王所提供数据整理。

得益于经营积累和 IPO 募集资金到位，该公司账面现金类资产⁴充裕，加之存货周转速度较快，整体流动性良好。截至 2022 年 3 月末，公司流动比率、速动比率和现金比率分别为 147.70%、109.49%和 100.71%。

图表 29. 截至 2022 年 3 月末公司资产受限情况（单位：万元）

项目	受限资产期末账面价值	受限原因
货币资金	23,529.87	保证金及因账户性质受限
固定资产	21,711.07	抵押借款
无形资产	13,647.69	抵押借款
合计	58,888.63	-

资料来源：根据孩子王所提供数据整理。

截至 2022 年 3 月末，该公司受限资产账面价值合计 5.89 亿元，包括受限货币资金 2.35 亿元、用于抵押借款的固定资产和无形资产分别为 2.17 亿元和 1.36 亿元；同期末，受限资产占总资产的比重为 7.35%，占比较小，对公司流动性影响有限。

6. 表外事项

截至 2022 年 3 月末，该公司无作为被告的重大未决诉讼；无对外担保。近年来因管理疏漏问题，公司持续被消防、卫生、市场监管等政府监管部门处罚，2019-2021 年及 2022 年第一季度分别受到罚款以上行政处罚 11 项、15 项、23 项和 7 项，其中以销售不合格产品原因居多，公司存在商品质量控制风险。

7. 母公司/集团本部财务质量

2021 年末，该公司本部口径资产总额为 62.21 元，占合并口径资产比重为 76.55%。其中货币资金余额为 13.02 亿元，占合并口径比重为 79.16%；交易性金融资产余额 11.75 亿元；长期股权投资账面价值 12.95 亿元。同年末，公司本部口径负债总额为 38.93 亿元，其中刚性债务为 4.54 亿元，占合并口径比重为 57.88%。2021 年，公司本部实现营业收入 83.33 亿元，净利润 0.63 亿元，经营环节现金净流入 0.31 亿元。

⁴ 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收银行承兑汇票

外部支持因素

国有大型金融机构支持

作为上市公司，该公司具备一定的资本市场融资能力，同时与多家商业银行建立了长期合作关系。截至 2022 年 3 月末，公司共获得金融机构授信额度 51.31 亿元，尚未使用授信额度 41.54 亿元，包括信用授信及附有担保、质押条件的授信。其中，工农中建交五大商业银行综合授信额度为 16.75 亿元，公司后续仍有一定融资空间。

图表 30. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	已使用授信	累计放贷规模	利率区间	附加条件/增信措施
全部（亿元）	51.31	9.77	4.63	-	信用、担保和质押
其中：工农中建交五大商业银行（亿元）	16.75	3.19	2.96	工行：1 年 LPR 加 69.8 个基点； 建行：3.4%	信用、担保和质押
其中：大型国有金融机构占比（%）	32.64	32.65	63.93	-	-

资料来源：根据孩子王所提供数据整理（截至 2022 年 3 月末）。

债项信用分析

1. 本次债券特定条款

本次债券种类为可转换为该公司 A 股股票的可转换公司债券（以下简称“可转债”），该可转债及未来转换的公司 A 股股票将在深圳证券交易所上市。债券股期限自可转债发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止。债券持有人对转股或者不转股有选择权，并于转股的次日成为公司股东。

本次发行的可转债的初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日该公司 A 股股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司 A 股股票交易均价，具体初始转股价格提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据市场状况与保荐机构（主承销商）协商确定。同时，初始转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产和股票面值。其中：前二十个交易日公司股票交易均价=前二十个交易日公司股票交易总额/该二十个交易日公司股票交易总量；前一个交易日公司股票交易均价=前一个交易日公司股票交易总额/该日公司股票交易总量。

在本次发行之后，当该公司发生派送股票股利、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转债转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况

时，将按募集说明书对转股价格进行调整。当公司可能发生股份回购、合并、分立或任何其他情形使公司股份类别、数量和/或股东权益发生变化从而可能影响本次发行的可转债持有人的债权利益或转股衍生权益时，公司将视具体情况按照公平、公正、公允的原则以及充分保护本次发行的可转债持有人权益的原则调整转股价格。

在本次可转债存续期间，当该公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 85% 时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决，该方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有公司本次发行可转债的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一个交易日的公司股票交易均价之间的较高者，且不低于最近一期经审计的每股净资产和股票面值。若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。

除上述条款外，本次债券还设有赎回条款及回售条款，具体如下：

本次发行的可转债到期后五个交易日内，该公司将赎回未转股的可转债，具体赎回价格由公司股东大会授权公司董事会根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

在本次发行的可转债转股期内，当下述情形的任意一种出现时，该公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债：

①在转股期内，如果公司 A 股股票在任意连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）；

②当本次发行的可转债未转股余额不足 3,000 万元时。

本次发行的可转债最后两个计息年度内，如果该公司股票在任意连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

若在上述交易日内发生过转股价格因发生派送股票股利、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转债转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述连续三十个交易日须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。

本次发行的可转债最后两个计息年度内，可转债持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转债持有人未在该公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息

年度不能再行使回售权，可转债持有人不能多次行使部分回售权。

在本次发行的可转债存续期内，若该公司本次发行的可转债募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且该变化根据中国证监会或深圳证券交易所的相关规定构成改变募集资金用途、被中国证监会或深圳证券交易所认定为改变募集资金用途的，可转债持有人享有一次回售的权利。可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，该次附加回售申报期内不实施回售的，不能再行使附加回售权。

2. 其他偿付保障措施

(1) 核心业务盈利保障

近年来，该公司营业收入不断增长，2019-2021 年收入规模分别为 82.43 亿元、83.55 亿元和 90.49 亿元。同期，净利润分别为 3.77 亿元、3.91 亿元和 2.01 亿元，经营性现金流量净额分别为 8.86 亿元、8.68 亿元和 5.99 亿元。公司核心主业具备基本的盈利能力，可为债务偿还提供保障。同期，公司利息保障倍数分别为 47.47 倍、35.11 倍和 21.05 倍，对利息的覆盖倍数高。

(2) 融资渠道多样化

2021 年末，该公司资产总额、所有者权益及刚性债务分别为 81.26 亿元、28.48 亿元和 7.84 亿元，股东权益与刚性债务比率为 363.43%。资本实力能够为债务偿付提供保障。

该公司为 A 股上市公司，截至 2022 年 3 月末，公司可用授信余额为 41.54 亿元，融资渠道多样化，能为公司提供一定的资金支持。

评级结论

该公司主要通过线下直营门店和线上渠道提供母婴童商品零售及增值服务。公司立足华东总部，近年来不断加快线下门店布局，业务范围已拓展至全国。公司门店数量及经营面积持续增加，但由于新开门店培育需要时间，加上疫情因素影响到店消费，店均与坪效收入下滑，需关注后续门店扩张带来的规模效应递减以及经营管理压力上升风险。公司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，伴随品牌知名度及自身会员人数上升，此业务对公司收入和利润水平的贡献程度加大。此外，公司还围绕零售行业上下游开展广告、平台服务等衍生业务，但这部分收入规模尚小，对公司影响有限。近三年，公司营业收入平稳增长，毛利率水平较好且相对稳定；但直营模式下门店租金及员工费用负担较重，期间费用对盈利侵蚀较大，公司净利率表现一般。

该公司为民营上市公司，股权结构相对集中，实际控制人为自然人汪建国。公司法人治理结构较为健全，已根据自身经营管理的需要建立了较合理的内部组织架构及内部控制体系，可为经营管理活动的顺利开展提供基本保障。近三年，公司因销售产品不合格问题多次受到监管行政处罚，存在商品质量控制风险。

伴随业务规模扩大，该公司负债规模逐年增长；受益于经营积累良好，2019-2020 年公司财务杠杆稳定，且有下降趋势。2021 年受执行新租赁准则影响，公司确认大规模租赁负债与使用权资产，推高了负债及资产规模，目前杠杆水平有所上升，但仍处于可控范围。近年来公司主业现金回笼较快，经营性活动现金保持净流入，但随着线下仓储及门店持续布局，投资环节或将持续存在资金需求而现金净流出。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本次公司债存续期（本次公司债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具，且不晚于每一会计年度结束之日起 6 个月内。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

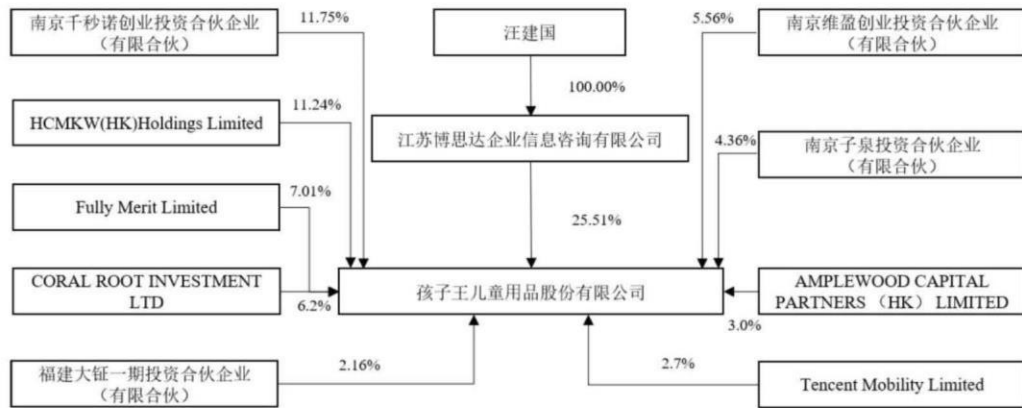
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

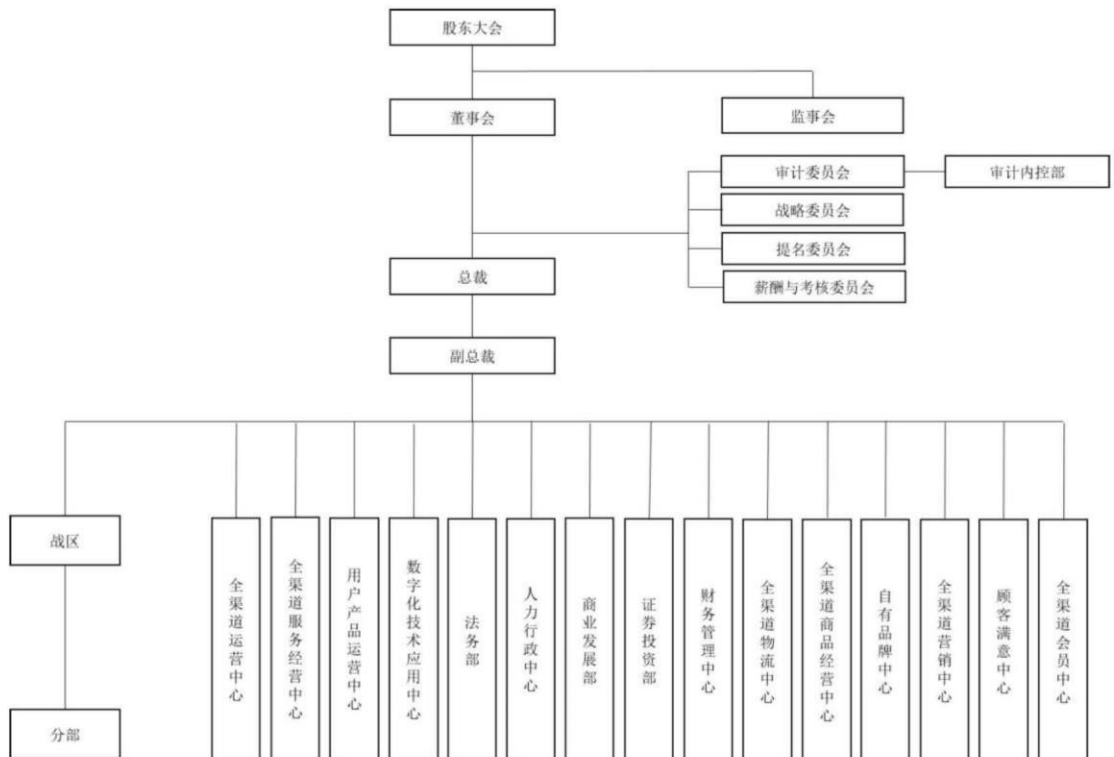
公司与实际控制人关系图



注：根据孩子王提供的资料绘制（截至 2022 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据孩子王提供的资料绘制（截至 2022 年 3 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2021年(末)主要财务数据(亿元)				备注	
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润		经营环节现金净流入量
孩子王儿童用品股份有限公司	孩子王	本级	—	母婴商品零售与服务	4.54	23.28	83.33	0.63	0.31	本部口径
重庆童联孩子王儿童用品有限公司	重庆童联	子公司	100.00%	母婴商品零售与服务	-	0.48	5.99	-0.02	-	
安徽童联孩子王儿童用品有限公司	安徽童联	子公司	100.00%	母婴商品零售与服务	-	0.24	9.61	0.03	-	
香港孩子王商贸有限公司	香港商贸	子公司	100.00%	跨境购配套业务	-	4.62	0.17	0.09	-	
童联供应链有限公司	童联供应链	子公司	100.00%	仓储物流服务	-	1.42	0.35	0.10	-	
上海童渠信息技术有限公司	童渠信息技术	子公司	100.00%	线上平台运营服务	-	2.15	2.62	1.01	-	
南京亿略卓电子商贸有限公司	南京亿略卓	孙公司	100.00%	母婴商品销售	-	2.70	13.58	0.13	-	香港商贸控股 100.00%

注：根据孩子王 2021 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
资产总额 [亿元]	43.43	50.23	81.26	80.15
货币资金 [亿元]	12.83	20.31	16.45	16.11
刚性债务[亿元]	5.76	8.49	7.84	10.07
所有者权益 [亿元]	16.99	20.90	28.48	28.17
营业收入[亿元]	82.43	83.55	90.49	21.09
净利润 [亿元]	3.77	3.91	2.01	-0.33
EBITDA[亿元]	6.42	6.85	9.42	—
经营性现金净流入量[亿元]	8.86	8.68	5.99	1.20
投资性现金净流入量[亿元]	-5.80	-1.97	-12.07	-0.17
资产负债率[%]	60.87	58.38	64.95	64.85
权益资本与刚性债务比率[%]	295.21	246.16	363.43	279.76
流动比率[%]	143.64	153.74	153.64	147.70
现金比率[%]	90.65	108.32	108.06	100.71
利息保障倍数[倍]	47.47	35.11	21.05	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	58.11	63.18	56.55	—
毛利率[%]	30.34	30.53	30.60	28.22
营业利润率[%]	5.72	5.75	2.66	-1.94
总资产报酬率[%]	12.50	10.58	3.64	—
净资产收益率[%]	24.99	20.64	8.15	—
净资产收益率*[%]	24.99	20.64	8.17	—
营业收入现金率[%]	128.01	115.08	113.56	113.71
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	41.60	34.12	22.20	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	13.07	24.06	-14.83	—
EBITDA/利息支出[倍]	63.46	48.56	82.83	—
EBITDA/刚性债务[倍]	1.12	0.96	1.15	—

注：表中数据依据孩子王经审计的2019~2021年度及未经审计的2022年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[期初应收账款余额+期末应收账款余额]/2}+报告期营业成本/[期初存货余额+期末存货余额]/2}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/[期初所有者权益合计+期末所有者权益合计]/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计]/2×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[期初流动负债合计+期末流动负债合计]/2×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额) /2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C级	发行人不能偿还债务

注：除AAA、CCC及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C级	不能偿还债券本息。

注：除AAA级，CCC级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本次债券存续期内有效。本次债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

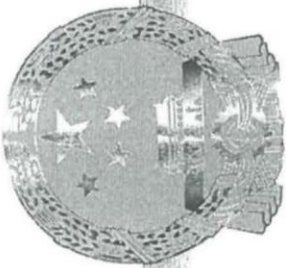
本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于2014年6月）
- 《零售行业信用评级方法（2018版）》（发布于2018年4月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。



营业执照

统一社会信用代码

91310110132206721U

证照编号: 10000000202111040113

扫描二维码登录“国家企业信用信息公示系统”了解更多登记、备案、许可、监管信息。



名称 上海新世纪资信评估投资服务有限公司
 类型 有限责任公司(自然人投资或控股)
 法定代表人 朱荣恩
 经营范围 资信服务, 企业资产委托管理, 债券评估, 为投资者提供投资咨询及信息服务; 为发行者提供投资咨询服务。
 【依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动】

注册资本 人民币3000.0000万元整
 成立日期 2002年07月30日
 营业期限 2002年07月30日至 不约定期限
 住所 上海市杨浦区控江路1555号A座103室22



登记机关

2021年11月04日





营业执照

(副本)

统一社会信用代码

91310110132206721U

证照编号: 10000000202111040114

扫描二维码
完成企业信用
信息公示系统
备案、许可、
监管信息。



名称 上海新世纪资信评估投资服务有限公司

类型 有限责任公司(自然人投资或控股)

法定代表人 朱荣恩

经营范围 企业资产委托管理, 企业资产评估, 债券评估, 为投资者提供投资咨询服务, 为发行业务提供投融资咨询服务。
【依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动】

注册资本 人民币3000.0000万元整

成立日期 1992年07月30日

营业期限 1992年07月30日至约定期限

住所 上海市杨浦区控江路1555号A座103室K-22



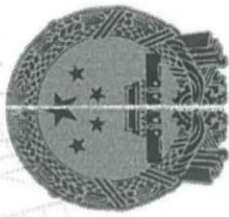
登记机关

2021年11月04日

市场主体应当于每年1月1日至6月30日通过国家企业信用信息公示系统报送公示年度报告。

国家市场监督管理总局监制

国家企业信用信息公示系统网址: <http://www.gsxt.gov.cn>



中华人民共和国 证券市场资信评级业务许可证

公司名称：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

业务许可种类：证券市场资信评级业务

法定代表人：朱荣恩

注册地址：上海市杨浦区控江路1555号A座103室K—22

编号：ZPJ003



中国证券监督管理委员会(公章)

2012年11月2日

仅限孩子王儿童用品股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券使用

中国证券业执业证书

执业注册记录

2013-07-06 上海新世纪资信评估投资服务有限公司 证券投资咨询业务(其他) R00702

证书取得日期 2016-02-26



姓名: 黄蔚飞

性别: 男

执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

执业机构: 上海新世纪资信评估投资服务有限公司

编号: R0070216020001



2018年11月19日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期, 从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。

SAC

中国证券业协会 Securities Association of China

自律 服务 传导

self-regulation service communication

仅限孩子王儿童用品股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券使用

登记基本信息

姓名	凌辉	性别	女	
执业机构	上海新世纪资信评估投资服务有限公司	登记编号	R0070222010001	
执业岗位	证券投资咨询(其他)	学历	硕士研究生	
登记日期	2022-01-04			



登记变更记录

登记编号	登记日期	执业机构	执业岗位	登记状态	离职登记日期
R0070222010001	2022-01-04	上海新世纪资信评估投资服务有限公司	证券投资咨询(其他)	正常	