



内部编号:2023090009

2023 年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

# 跟踪评级报告

分析师: 凌辉  linghui@shxsj.com  
张智慧  zhangzhihui@shxsj.com

评级总监: 张明海 

联系电话: (021) 63501349  
联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层  
公司网站: www.shxsj.com



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.

## 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调查和诚信义务，所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本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。

本次跟踪评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非是某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。

本报告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。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

## 概述

编号:【新世纪跟踪(2023)101253】

评级对象: 2023年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

孩王转债

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA/稳定/AA/2023年9月1日

前次跟踪: --

首次评级: AA/稳定/AA/2022年6月30日



### 跟踪评级观点

#### 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,跟踪期内公司经营性现金保持净流入,公司账面上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,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。跟踪期内,孩子王直营门店数量及经营面积保持增加,新开门店需要一定时间培育;公司店均收入下滑,门店租金、员工工资性支出以及租赁资产折旧等负担较重,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。

#### 评级关注:

- 根据孩子王2023年8月9日《关于控股子公司完成工商变更登记暨现金收购乐友国际商业集团有限公司65%股权的进展公告》,该公司以10.40亿元现金收购乐友国际65%股份,目前交易价款尚未支付完毕,乐友国际已完成股权转让过户及董事会、监事会改组及高级人员变更的相关工商变更登记手续。截至公告日,公司直接持有乐友国际65%的股权,乐友国际成为公司控股子公司,纳入公司合并报表范围。新世纪评级将持续关注本次并购交易对公司经营和财务的影响。

### 未来展望

通过对孩子王及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析,本评级机构维持公司AA主体信用等级,评级展望为稳定;认为上述债券还本付息安全性很强,并维持上述债券AA信用等级。

### 主要财务数据及指标

项 目	2020年	2021年	2022年	2023年 第一季度
母公司口径数据:				

### 主要财务数据及指标

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度
货币资金（亿元）	13.88	13.02	14.61	—
刚性债务（亿元）	6.36	4.54	4.37	—
所有者权益（亿元）	17.08	23.28	23.09	—
经营性现金净流入量（亿元）	6.16	0.31	0.16	—
<b>合并口径数据及指标:</b>				
总资产（亿元）	50.23	81.26	78.57	75.25
总负债（亿元）	29.32	52.78	48.94	45.29
刚性债务（亿元）	8.49	7.84	8.59	7.68
所有者权益（亿元）	20.90	28.48	29.63	29.96
营业收入（亿元）	83.55	90.49	85.20	20.96
净利润（亿元）	3.91	2.01	1.20	0.07
经营性现金净流入量（亿元）	8.68	5.99	6.19	0.85
EBITDA（亿元）	6.85	10.50	9.23	—
资产负债率[%]	58.38	64.95	62.29	60.19
权益资本与刚性债务比率[%]	246.16	363.43	344.71	390.21
流动比率[%]	153.74	153.64	157.02	173.28
现金比率[%]	108.32	108.06	107.25	111.90
利息保障倍数[倍]	35.11	2.92	2.21	—
净资产收益率[%]	20.64	8.15	4.14	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	34.12	22.20	23.18	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	24.06	-14.83	14.74	—
EBITDA/利息支出[倍]	48.56	8.83	8.31	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.96	1.29	1.12	—

注：根据孩子王经审计的 2020-2022 年及未经审计的 2023 年第一季度财务数据整理、计算。

### 发行人本次评级模型分析表

适用评级方法与模型：工商企业评级方法与模型（零售）FM-GS009（2022.12）

评级要素		风险程度	
个体信用	业务风险	4	
	财务风险	1	
	初始信用级别		aa
	调整因素	流动性因素	0
		ESG 因素	0
		表外因素	0
		其他因素	0
调整理由： 无。			
个体信用级别		aa	
外部支持	支持因素	0	
	支持理由： 无。		
主体信用级别		AA	

### 同类企业比较表

企业名称（简称）	2022 年/末主要经营及财务数据				
	总资产（亿元）	净利润（亿元）	总资产报酬率（%）	资产负债率（%）	EBITDA/利息支出（倍）
杭州商旅	943.25	15.15	3.03	60.30	2.91
利群股份	174.69	-1.73	0.19	75.67	3.85

### 同类企业比较表

企业名称（简称）	2022 年/末主要经营及财务数据				
	总资产（亿元）	净利润（亿元）	总资产报酬率（%）	资产负债率（%）	EBITDA/利息支出（倍）
东百集团	144.97	0.67	2.95	71.53	1.86
<b>孩子王</b>	<b>78.57</b>	<b>1.20</b>	<b>3.07</b>	<b>62.29</b>	<b>8.31</b>

注：杭州商旅全称为杭州市商贸旅游集团有限公司，利群股份全称为利群商业集团股份有限公司，东百集团全称为福建东百集团股份有限公司。

# 跟踪评级报告

## 跟踪评级原因

按照 2023 年孩子王儿童用品股份有限公司（简称“孩子王”、“该公司”或“公司”）向不特定对象发行可转换公司债券（简称“孩王转债”，代码“123208.SZ”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据孩子王提供的经审计的 2022 年财务报表、未经审计的 2023 年第一季度财务报表及相关经营数据，对孩子王的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

经中国证监会“证监许可〔2023〕1098 号”文核准，该公司于 2023 年 7 月 24 日向不特定对象发行了 1,039.00 万张可转换公司债券，每张面值 100 元，发行总额 10.39 亿元。经深交所同意，公司 10.39 亿元可转换公司债券于 2023 年 8 月 10 日起在深交所挂牌交易。孩王转债期限为 6 年，采取累进利率，第一年 0.30%、第二年 0.50%、第三年 1.0%、第四年 1.50%、第五年 1.80%、第六年 2.00%，每年付息一次，到期归还所有未转股的可转债本金和最后一年利息，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日止。

图表 1. 公司存续期债券概况（截至 2023 年 7 月末）

债项名称	发行金额 (亿元)	当前余额 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)	起息日期	到期时间	当前转股价 (元/股)	本息兑付情况
孩王转债	10.39	10.39	6	第一年为 0.3%、第二年为 0.5%、第三年为 1.0%、第四年为 1.5%、第五年为 1.8%、第六年为 2.0%	2023-07-24	2029-07-24	11.63	--

资料来源：孩子王

本次债券扣除发行费用后的募集资金净额拟用于投资零售终端建设项目和智能化物流中心建设项目，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

2023 年上半年，我国经济增长压力加大，稳增长政策发力；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，我国经济基本面长期向好。

2023 年上半年，全球经济景气度呈服务业强制造业弱的格局，商品贸易与投资增长放缓，主要经济体的通胀压力依然很大，我国经济发展面临的外部环境低迷且不稳。美联储已暂停加息，欧洲央行也放缓加息步长，持续的高利率环境下美欧金融领域的潜在风险仍值得关注；美欧货币政策紧缩下，美元、欧元的供给持续回落，对全球流动性环境、外债压力大的新兴市场国家带来挑战。

结构性问题和周期性矛盾交织叠加下我国经济增长压力加大。就业形势需进一步改善，消费者物价指数涨幅处于低位。工业中采矿业的生产增长明显放缓且盈利下降；除烟草制品、运输设备制造及新能源汽车带动下的电气机械、仪表仪器、橡胶塑料制品、汽车制造等少部分制造业外，大多数制造业生产及经营绩效持续显著承压，且高技术制造业的表现自有数据以来首次弱于行业平均水平；公用事业中电力、燃气及供水行业盈利状况继续好转。服务消费带动消费较快增长，商品零售中家电、通讯器材、文化办公用品、建筑及装潢材料消费偏弱，居民的消费意愿和消费能力有待提升；基建和制造业投资增速有所回落，房地产开发投资降幅在政策扶持下收窄；剔除汇率因素后的出口疲弱。人民币跨境支付清算取得新的进展，内外利差较大促使人民币面临阶段性贬值压力，境外机构对人民币证券资产的持有规模保持稳定，人民币的基本面基础较为坚实。

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；短期内宏观政策加大逆周期调控力度为稳增长、稳就业和防风险提供更有有力支持。我国积极的财政政策加力提效，专项债发行再度发力，延续和优化实施部分阶段性税费优惠政策，在扩大内需、有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控。央行实行精准有力的稳健货币政策，综合运用降准、调低政策利率、再贷款再贴现等多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构支持普惠金融、科技创新、绿色发展和基础设施建设。我国金融监管体系大变革，有利于金融业的统一监管及防范化解金融风险长效机制的构建，对金融业的长期健康发展和金融资源有效配置具有重大积极意义。

2023 年，随着稳增长政策力度加大和稳地产政策延续后逐步显效，我国经济完成年度目标的信心充足。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

2022 年零售行业运行面临的外部压力及不确定性有所加大，消费市场表现总体承压；2023 年一季度，国内零售消费市场呈现复苏态势。零售行业内部总体维持着激烈竞争态势，且各业态表现持续存在一定分化。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，政府将持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，促进消费市场有序竞争，对零售行业而言能形成长期政策利好。

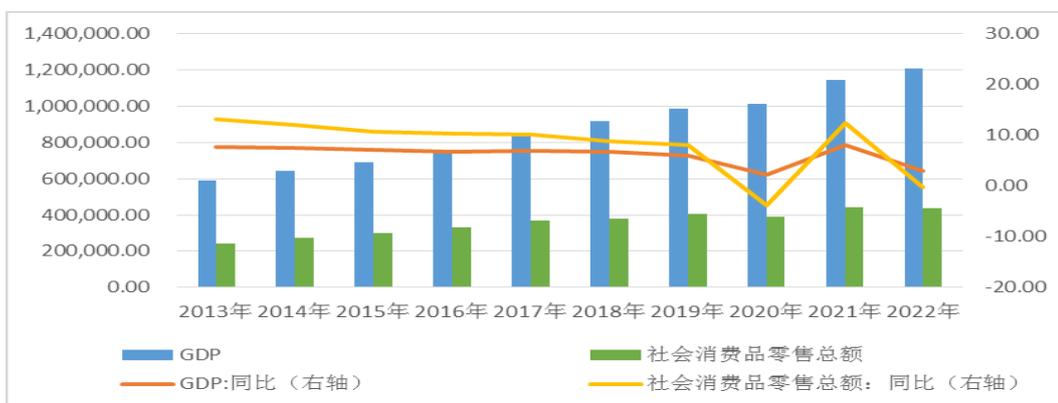
母婴零售方面，得益于国家政策扶持，居民收入水平以及母婴童家庭消费能力的提高，行业市场规模仍保持增长，但近年来我国新生儿出生率持续走低，对行业发展构成一定挑战。随着行业增长放缓，渠道竞争加剧，促使行业加速创新、整合。

### A. 行业概况

我国零售行业市场化程度高，在国民经济中占有重要地位。多年来得益于国内经济的不断发展、庞大的人口基数、国民收入的增长以及城市化进程带来的消费需求提升，我国零售行业总体保持着良好的发展态势，但同时近年来受宏观经济、外部因素扰动等影响，行业运行波动性加大。

2022 年，国内经济发展面临着多重超预期因素冲击，经济运行压力有所加大，全年完成国内生产总值 1,210,207 亿元，比上年增长 3.0%，增幅放缓。消费市场方面，受外部因素扰动影响，表现总体承压，全年完成社会消费品零售总额 439,733 亿元，较上年下降 0.2%。分季度看，一季度社会消费品零售总额同比实现 3.3% 增长；二季度，受外部因素扰动，社会消费品零售总额同比下降 4.6%；三季度，随着一系列促消费政策落地，市场销售增速转正，同比增长 3.5%；四季度，外部因素扰动再次对消费市场造成一定冲击，当季社会消费品零售总额同比下降 2.7%。2023 年以来，在国内消费场景有序恢复，以及促消费政策显效等影响下，消费市场恢复态势明显，一季度完成社会消费品零售总额 114,922 亿元，同比增长 5.8%。

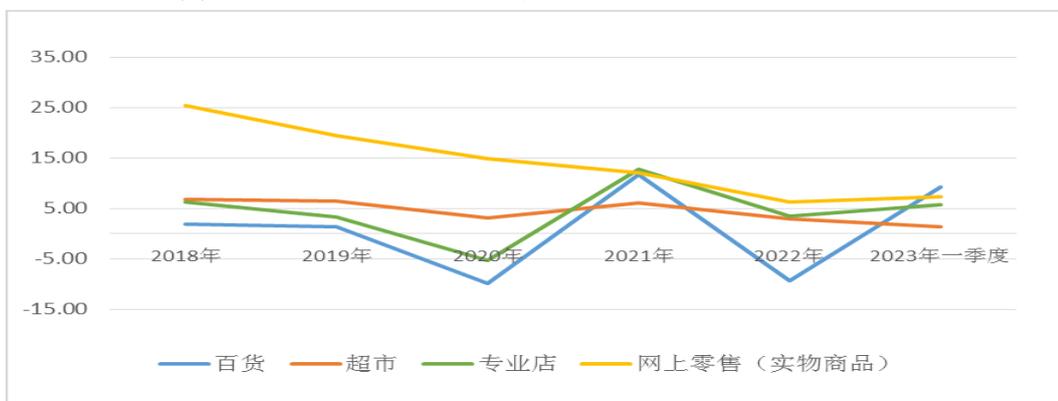
图表 3. GDP、社会消费品零售总额变化情况（单位：亿元，%）



资料来源：Wind、国家统计局

2022 年消费市场出现负增长，但针对零售各细分业态，影响存在一定分化，其中经营以必需消费品为主的超市业态、线上零售所受影响相对较小；以可选消费、体验类消费为主的百货、购物中心等业态所受短期影响较大。当年限额以上零售业实体店商品零售额较上年小幅增长 1%，其中超市、专业店和专卖店零售额同比分别增长 3.0%、3.5% 和 0.2%，百货店同比下降 9.3%。同时，网上消费继续呈现较快增长，当年实物商品网上零售额同比增长 6.2%。2023 年以来，随着消费市场的整体恢复，各零售业态均呈现增长态势。一季度，限额以上零售业实体店商品零售额同比增长 3.6%，其中超市、百货店、专业店、专卖店商品零售额分别增长 1.4%、9.2%、5.7% 和 0.2%；实物商品网上零售额同比增长 7.3%。

图表 4. 零售行业各业态近年来同比增长情况（单位：%）



资料来源：Wind、国家统计局

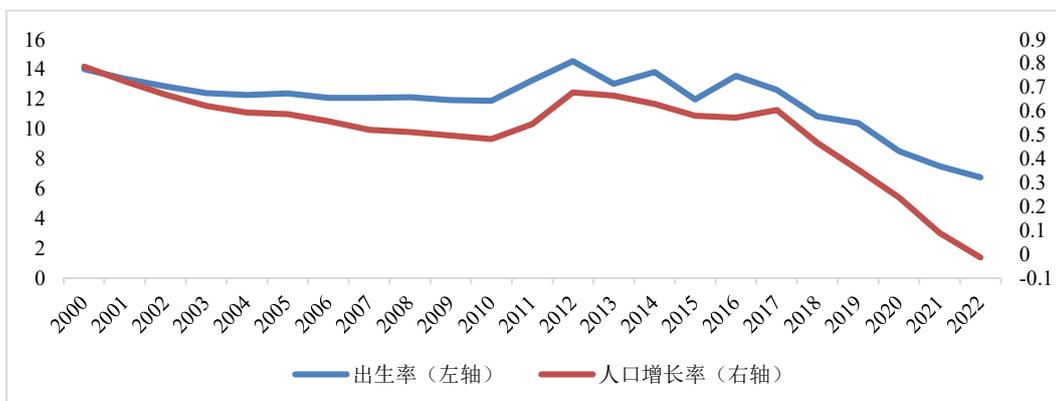
需求方面，庞大的人口基数、居民收入及消费水平的提升，为我国零售行业的持续发展提供支撑。截至 2022 年末我国人口数量达 14.12 亿，其中城镇常住人口 9.21 亿；常住人口城镇化率为 65.22%，

比 2021 年提高 0.50 个百分点。收入方面，2022 年全国居民人均可支配收入 36,883 元，比上年增长 5.0%，扣除价格因素，实际增长 2.9%。消费支出方面，同期全国居民人均消费支出 24,538 元，比上年增长 1.8%，扣除价格因素，实际略降 0.2%。2023 年一季度，全国居民人均可支配收入 10,870 元，比上年同期名义增长 5.1%；扣除价格因素，实际增长 3.8%；全国居民人均消费支出 6,738 元，比上年同期名义增长 5.4%，扣除价格因素，实际增长 4.0%。一季度全国居民收入平稳增长，消费支出加快恢复。

价格方面，2022 年全国 CPI 涨幅呈先扩后落走势，一、二、三、四季度同比分别上涨 1.1%、2.3%、2.6%、1.8%。全年来看，CPI 上涨 2.0%，涨幅比 2021 年扩大 1.1 个百分点。2023 年一季度 CPI 同比上涨 1.3%，继续呈现温和上涨态势。

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%。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，到 2022 年降至 6.77%，人口红利逐渐减退。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，母婴零售行业发展面临挑战。

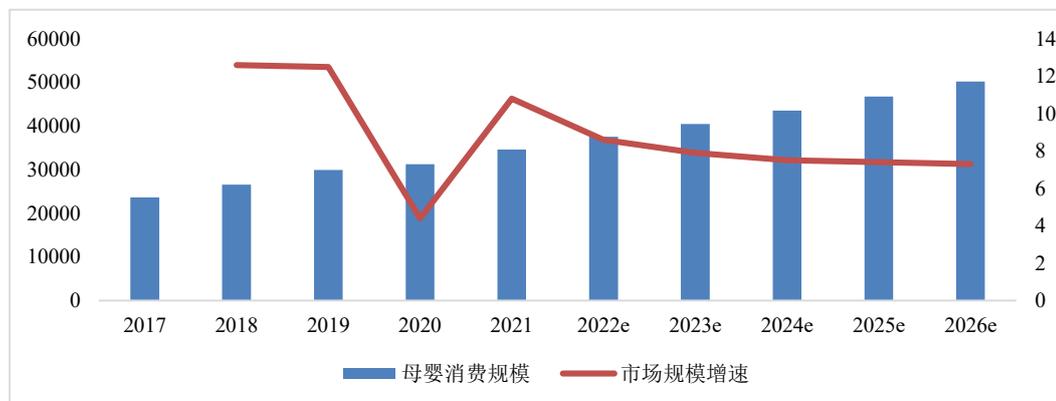
图表 5. 出生率、人口增长率变化情况（单位：%、%）



数据来源：国家统计局、世界银行

虽然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。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%。据艾瑞咨询预测<sup>1</sup>，至 2025 年我国母婴消费市场规模或将达到 46,797 亿元。细分市场来看，低线城市消费群体虽然收入较一二线城市有一定差距，但其生育意愿更高且消费升级明显，将成为行业增长的主要驱动力。

图表 6. 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

<sup>1</sup> 数据来自艾瑞咨询 2023 年 1 月《中国母婴及纸尿裤产业发展洞察》。

随着互联网产业发展，我国母婴行业零售渠道从大卖场、便利店等线下单一的连锁形式逐渐扩大到综合电商平台，线上线下全渠道经营的新零售模式成为发展趋势。近年来，线上渠道扩张对线下利润形成挤压，渠道竞争日益白热化，线下母婴门店寻求新的消费场景，将消费与社交内容相结合，借助会员体系赢得新的消费市场。

## B. 政策环境

从政策方面来看，我国零售行业开放程度高。作为拉动经济的三驾马车之一，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 年以来，在外部因素扰动情况下，零售行业承担着一定的居民生活物资供应保障职能，国家多次出台专项政策在金融、商贸领域对企业给予扶持，并不断通过发放“消费券”等形式鼓励刺激消费，政府支持力度进一步有所加大。2022 年 5 月，国务院印发《扎实稳住经济一揽子政策措施的通知》，提出将批发和零售业纳入按月全额退还增量留抵税额、一次性全额退还存量留抵税额政策范围，并继续对零售业实施阶段性缓缴三项社保费用的政策。

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，国务院办公厅发布《关于以新业态新模式引领新型消费加快发展的意见》。2022 年 12 月，国务院印发《扩大内需战略规划纲要（2022-2035 年）》，明确了坚定实施扩大内需战略、培育完整内需体系，是加快构建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必然选择，提出要全面促进消费，加快消费提质升级。

在鼓励消费的同时，政府也在不断规范消费行为。2021 年以来，多部委颁布实施了《网络直播营销管理办法（试行）》《网络交易监督管理办法》等法律法规，压实平台主体责任，规范市场交易行为。税务部门也持续强化对电商直播行业偷逃税问题的监管和处罚。2022 年 3 月，国家互联网信息办公室、国家税务总局、国家市场监督管理总局三部门联合印发《关于进一步规范网络直播盈利行为促进行业健康发展的意见》，针对网络直播行业存在的偷逃缴纳税款、带货营销不规范等问题出台相关举措，推动行业规范发展。

图表 7. 近年来零售行业相关政策颁布情况

发布机关	政策名称	发布时间
国家发展改革委等	《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》	2020 年 2 月
国务院办公厅	《关于以新业态新模式引领新型消费加快发展的意见》	2020 年 9 月
国家市场监督管理总局	《网络交易监督管理办法》	2021 年 5 月 1 日起施行
国家互联网信息办公室、公安部、商务部等 7 部门	《网络直播营销管理办法（试行）》	2021 年 5 月 25 日起施行
国家互联网信息办公室、国家税务总局、国家市场监督管理总局	《关于进一步规范网络直播盈利行为促进行业健康发展的意见》	2022 年 3 月
国务院	《扩大内需战略规划纲要（2022-2035 年）》	2022 年 12 月

资料来源：新世纪评级整理。

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《关于进一步规范婴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。

2022年3月，国务院发布《关于设立3岁以下婴幼儿照护个人所得税专项附加扣除的通知》，规定有3岁以下婴幼儿的纳税人，可以从2022年1月1日起享受新的专项附加扣除。4月，国务院发布《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》，鼓励开发更多适合婴儿消费的产品，引导国产婴幼儿产品市场朝着安全健康的方向开发。7月，国家卫健委、发改委等17部门印发《关于进一步完善和落实积极生育支持措施的指导意见》，要求加快建立积极生育支持政策体系，为推动实现适度生育水平、促进人口长期均衡发展提供有力支撑。北京、上海、浙江、广东等地随后相继出台支持政策，如修改人口与计划生育条例，延长产假增加育儿假，增加托育服务发展、计划生育家庭权益保障等条款；通过专项补贴或医保报销等方式降低不孕不育患者接受辅助生殖的费用负担等。

### C. 竞争格局/态势

从市场竞争格局来看，我国零售行业市场化程度高，企业数量众多。同时，零售行业属于规模经济和范围经济显著的行业，高市场集中度会产生较高的规模经济和盈利水平。随着中国2001年加入WTO，尤其是随着2004年零售业取消外资在股权、数量和区域等方面的限制，实现全面开放以来，国内零售行业发展迅速，并形成了一批具有一定市场地位及知名度的零售商。但由于我国疆域广阔，跨区域拓展难度大等因素影响，行业集中度始终不高。根据中国连锁经营协会数据，近年来国内连锁百强企业销售规模占社会消费品零售总额的比重不足10%；同时，近年来网上零售占比不断提升，目前比重超过25%。

多年来，在较为开放的市场环境下，为实现规模效应，零售商持续通过扩大门店数量、并购重组等方式进行拓展，零售行业竞争始终较为激烈。另一方面，随着国内电商的发展，线上零售对线下实体店产生了很大的分流影响，实体零售的竞争力遭到削弱，零售行业多年形成的既有竞争格局被打破，新的零售格局逐步重塑。近年来，在行业变革加剧，线上线下融合发展风潮下，零售企业纷纷加强业务调整及创新力度，电商企业向线下发展实体到店业务，实体零售商触网发展线上业务及到家业务，呈现融合发展态势。同时，在大数据、机器视觉、深度学习等科技快速发展的支撑下，新型零售业态形式、新型购物场景模式不断涌现，行业创新能力及技术含量得到提升。

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8. 截至2022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			
	营业收入	毛利率	净利润率	存货周转天数	总资产	资产负债率	净利润	经营性净现金流
孩子王儿童用品股份有限公司	85.20	29.91	1.41	57.07	78.57	62.29	1.20	6.19
上海爱婴室商务服务股份有限公司	36.19	28.54	2.71	119.82	27.36	59.18	0.98	4.29
成都红旗连锁股份有限公司	100.20	29.06	4.85	90.49	81.92	49.34	4.86	14.71
王府井集团股份有限公司	108.00	38.28	1.26	92.19	361.92	44.90	1.37	16.41
家家悦集团股份有限公司	181.84	23.25	0.10	64.34	143.76	85.70	0.19	13.39
上海百联集团股份有限公司	322.69	24.94	1.90	51.76	576.76	65.23	6.14	34.07
上海豫园旅游商城(集团)股份有限公司	501.18	17.87	7.86	450.96	1,283.73	69.15	39.37	-0.90

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。

现阶段，国内零售行业市场集中度仍不高，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。此外，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。在近年来零售行业变革及线上线下双向融合发展的趋势下，零售商能否及时做出准确的商业判断及调整，持续增强运营实力及提升服务质量，将影响企业的长期发展。此外，零售企业还持续面临着商品质量、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开展母婴童商品零售及增值服务等业务，其中母婴童商品销售为主要收入来源。跟踪期内，由于线下门店整体客流量受宏观环境影响，以及母婴童商品市场竞争较为激烈，导致公司营业收入和综合毛利率均同比下降。除商品销售外，公司母婴增值服务和供应商服务毛利率较高，对营业毛利形成较好补充；广告业务、平台业务等规模很小。公司通过开立线下门店以扩大市场覆盖。由于新开门店培育需要时间，公司店均收入持续下滑，门店租金、员工工资性支出以及租赁资产折旧等负担较重，面临的成本管控压力较大，盈利能力一般。

该公司主要从事母婴童商品零售及增值服务，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，定位数据驱动的、基于顾客关系经营的新家庭全渠道服务提供商。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）等多个品类商品，以中高端品牌为主。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增值服务。公司立足南京本部，重点布局胡焕庸线<sup>2</sup>东南区域，近年来业务范围不断向西南、华中、华南等地扩展。

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。2022 年及 2023 年第一季度，公司供应商服务业务收入分别为 6.05 亿元和 1.46 亿元；业务毛利率分别为 98.80%和 99.76%。业务成本主要为线下宣传耗材及场地租赁费等，金额较小。

该公司还围绕母婴童领域打造其他产业生态。公司将线下门店部分场地转租给母婴行业周边服务商户使用，贡献招商收入。下属子公司上海童渠信息技术有限公司（简称“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；同时对外零星销售供应链管理类软件产品，形成软件销售收入。此外，上海童渠子公司江苏思想传媒有限公司还为品牌供应商及其他第三方异业机构提供广告服务。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. 公司业务收入构成及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度	2022 年 第一季度
营业收入合计	83.55	90.49	85.20	20.96	21.09
其中：(1) 母婴商品销售	73.86	78.35	74.16	18.21	18.62
在营业收入中所占比重	88.40	86.59	87.04	86.89	88.25
(2) 母婴服务	2.22	2.58	2.51	0.77	0.55
在营业收入中所占比重	2.66	2.85	2.94	3.69	2.59
(3) 供应商服务	5.19	6.77	6.05	1.46	1.33
在营业收入中所占比重	6.21	7.48	7.10	6.99	6.32

<sup>2</sup> 即地理学家胡焕庸提出的中国人口密度对比线，其东侧分布着我国主要人口。

主导产品或服务	2020年	2021年	2022年	2023年 第一季度	2022年 第一季度
(4) 广告业务	0.71	0.86	0.74	0.15	0.16
在营业收入中所占比重	0.85	0.95	0.87	0.73	0.76
(5) 平台服务	0.82	1.02	1.06	0.20	0.24
在营业收入中所占比重	0.99	1.13	1.25	0.93	1.13
(6) 其他业务	0.75	0.91	0.68	0.16	0.20
在营业收入中所占比重	0.90	1.00	0.79	0.77	0.95
<b>综合毛利率</b>	<b>30.53</b>	<b>30.60</b>	<b>29.91</b>	<b>26.84</b>	<b>28.22</b>
其中：(1) 母婴商品销售	22.82	21.60	21.06	17.41	20.10
(2) 母婴服务	94.06	92.82	91.93	92.86	90.59
(3) 供应商服务	97.97	98.34	98.80	99.76	99.52
(4) 广告业务	32.62	41.67	51.91	46.14	58.22
(5) 平台服务	92.82	75.01	75.28	56.43	70.59
(6) 其他业务	64.43	64.19	58.69	58.82	63.68

资料来源：孩子王

2022年，该公司营业收入为85.20亿元，同比减少5.84%，其中母婴商品销售收入占比为87.04%，为公司主要收入来源。同年，公司综合毛利率为29.91%，较上年微降0.69个百分点。2023年第一季度，公司营业收入为20.96亿元，综合毛利率为26.84%，均同比略降。

#### 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，并根据市场区域和销售模式，由不同主体具体负责业务开展。2022年，公司母婴商品销售业务收入为74.16亿元，同比减少5.35%，销售收入主要由奶粉和纸尿裤贡献，二者合计占比为73.44%；业务毛利率为21.06%，同比微降0.54个百分点，主要受国内市场环境变化及需求端减弱影响所致。

图表 10. 公司母婴商品销售收入构成情况（单位：亿元，%）

商品类别	2020年		2021年		2022年		2023年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
奶粉	42.74	57.86	46.10	58.84	45.52	61.38	10.67	58.58
纸尿裤	9.69	13.12	9.91	12.64	8.95	12.06	2.63	14.45
洗护用品	6.76	9.15	6.17	7.87	5.13	6.92	1.06	5.85
零食辅食	5.18	7.01	5.67	7.24	5.35	7.21	1.28	7.05
其他母婴商品	9.50	12.86	10.50	13.41	9.22	12.43	2.56	14.08
<b>合计</b>	<b>73.86</b>	<b>100.00</b>	<b>78.35</b>	<b>100.00</b>	<b>74.16</b>	<b>100.00</b>	<b>18.21</b>	<b>100.00</b>

资料来源：孩子王

#### 业务模式

该公司采用自营为主、联营为辅的销售模式，近年来公司自营销售模式下产生的收入占比在98%左右。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的快速革新，近年来公司母婴商品线上销售收入占比持续提升，2022年为49.97%，较上年提高5.35个百分点。截至2022年末，孩子王APP拥有超过4,700万名用户，小程序用户超4,700万，企微私域服务用户超1,000万。

## 门店运营情况

该公司线下门店均为直营连锁。公司采取深耕大店模式，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）。近年来，公司不断开立门店以扩大市场覆盖，线下门店数量随之增加，但开店速度受外部环境影响有所放缓。2022 年及 2023 年第一季度末，公司门店数量分别较上年末净增加 13 家和 2 家。截至 2023 年 3 月末，公司共有直营门店 510 家。根据公司发行的孩王转债募集说明书，募投项目之“零售终端建设项目”计划 3 年内在全国 22 个省（市）新建线下门店 169 家，巩固江苏、安徽、四川、浙江等 20 个省市的区域布局，加大三四线城市渗透，同时扩展北京、山西 2 个新增区域。预计公司未来门店拓展速度将有所加快。

图表 11. 2020 年以来公司门店数量增减及店均收入情况（单位：家）

类型	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年第一季度
持续经营门店	349	424	482	508
新开门店	85	71	26	2
退出门店	3	10	13	0
<b>合计</b>	<b>434</b>	<b>495</b>	<b>508</b>	<b>510</b>

资料来源：孩子王

该公司以江苏南京为总部，逐步向外辐射开店，截至 2023 年 3 月末，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 24.12%。2022 年，公司收入排名前 10 名的门店中 5 家位于南京。

图表 12. 公司门店区域布情况（单位：家）

序号	省/市	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
1	江苏	104	117	122	123
2	安徽	44	50	50	50
3	四川	30	37	38	38
4	湖南	27	30	30	30
5	浙江	30	34	36	37
6	山东	26	32	33	33
7	重庆	28	32	30	30
8	湖北	24	26	27	27
9	广东	22	28	29	29
10	上海	15	14	14	14
11	陕西	15	15	15	15
12	江西	10	10	13	13
13	广西	10	11	10	10
14	河南	13	15	17	17
15	河北	11	14	14	14
16	福建	9	11	10	10
17	天津	7	7	8	8
18	贵州	6	7	7	7
19	辽宁	2	3	3	3
20	云南	1	2	2	2
<b>合计</b>		<b>434</b>	<b>495</b>	<b>508</b>	<b>510</b>

资料来源：孩子王

2022 年，该公司门店平均销售收入为 1,462.62 万元，同比下降 10.60%。近年来，公司部分门店到店业务出现了暂停营业及到店人数减少等情况，加之公司新开门店数量主要集中在下半年度开业，拉低了门店年度平均营业收入。同年，公司门店坪效收入为 6,289.72 元/平方米，同比下降 8.92%。未来随着公司在各区域门店数量的逐步扩张，门店平均营业收入或在短期内持续承压。

图表 13. 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	2020 年	2021 年	2022 年
店均收入	1,732.81	1,636.06	1,462.62

项目名称	2020年	2021年	2022年
坪效收入	6,878.73	6,905.77	6,289.72

资料来源：孩子王

该公司直营门店以租赁方式取得，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2023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。为提高整体采购效率，公司采用电子化供应商管理系统和自动补货系统，建立了以供应商、商品中心、供应链规划和门店/仓库为核心的采购管理体系。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。

为增强价格竞争力及形成产品差异化优势，该公司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。目前自有品牌销售收入占比较低，截至2023年3月末，公司已构建了贝特倍护、初衣萌、慧殿堂、柚咪柚、植物王国、可蒂家和Vivid Bear共7个自有品牌，覆盖用品、玩具、内衣家纺、饰品等多品类。

该公司采购产品种类繁多，包装规格较为复杂，度量单位繁多，年度采购金额较大。公司与供应商一般月结，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。2022年，前五大供应商采购金额占比为27.75%。

图表 14. 近年来公司前五大供应商采购情况（单位：亿元，%）

期间	公司名称	采购金额	占全年采购金额比重	主要采购产品
2022年	上海优壹电子商务有限公司	7.31	9.34	奶粉、零食辅食
	深圳市怡亚通供应链股份有限公司	4.91	6.27	奶粉、纸尿裤、营养保健等
	惠氏（上海）贸易有限公司	4.63	5.92	奶粉
	美赞臣营养品（中国）有限公司	2.54	3.25	奶粉
	成都东万丰贸易发展有限公司	2.32	2.96	奶粉、营养保健等
	<b>合计</b>	<b>21.71</b>	<b>27.75</b>	--

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。2022年末，公司库龄在180天以内的库存商品占比为85.24%，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。公司根据门店布局和线上销售情况，建立了中央仓（CDC）、区域仓（RDC）和城市中心仓（FDC）三级仓储体系。其中，中央仓为最高级别仓储中心，主要负责全国区域仓、华东区域的城市中心仓以及华东区域无城市中心仓覆盖门店的配送和线上订单配送；区域仓是二级仓储中心，主要负责向指定区域范围的城市仓以及部分无区域仓覆盖门店的配送，一般保证一周配送3次；城市中心仓属于三级仓储中心，以城市和区域为中心，负责就近完成区域内的支线仓配业务。

截至2023年6月末，该公司在南京设有1个全自动化中央仓；在武汉、成都、天津、佛山等地设有4个核心区域仓，主要覆盖华中、西南、华北和华南区域；在合肥、长沙、苏州、上海、重庆、西安设有6个城市中心仓。其中南京中央仓和成都区域仓（西南智慧物流仓）系自持仓库；其余为租赁取

得。公司还拟投资自建天津区域仓（华北智慧物流基地），建设周期约3年<sup>3</sup>。

图表 15. 截至 2023 年 6 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	成都、天津	自建自营
	武汉、佛山	租赁、派驻管理人员
城市中心仓	合肥、长沙、苏州、上海、重庆、西安	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。

物流方面，该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

该公司重视自主研发，截至 2023 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，主要研发项目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、新零售商家服务平台及其应用软件的开发、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，同期末公司研发人员为 103 人，占期末公司总人数的 1.06%，涵盖中后台研发、平台运维和前端产品研发等多个方面。

### B. 母婴增值服务

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、育儿服务和收费会员服务。其中，儿童游乐服务系在公司线下实体门店面向 0-8 岁婴童提供“童乐园”儿童游乐服务，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，公司对互动活动收取入场费用。育儿服务指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。公司母婴服务业务的主要收入来源为收费会员服务（黑金会员），近年占比维持在 50%左右。公司 2018 年起推出黑金会员服务，顾客通过购买成长卡（199 元/年）或孕享卡（399 元/年）享受权益及增值服务。截至 2023 年 3 月末，公司累计黑金会员规模 94.82 万人，单客年产值约为普通会员的 13.58 倍。

2022 年，该公司母婴服务收入为 2.51 亿元，较上年减少 2.89%；业务毛利率为 91.93%，较上年减少 0.89 个百分点，主要系接触式消费减少，而童乐设施等固定折旧正常发生所致。2023 年第一季度，公司母婴服务收入为 0.77 亿元，较上年同期增长 41.18%；业务毛利率为 92.86%，较上年同期增长 2.27 个百分点。

图表 16. 公司母婴服务收入构成情况（单位：亿元，%）

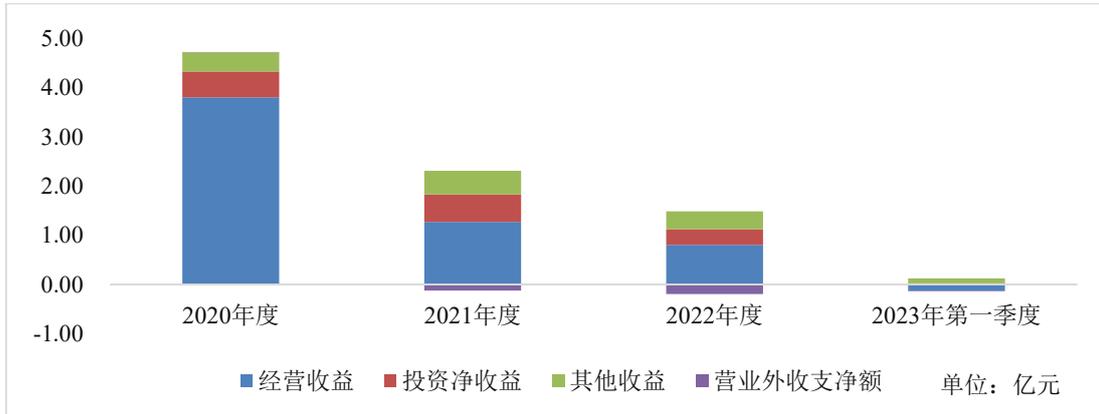
服务类别	2020 年		2021 年		2022 年		2023 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
童乐园	0.64	28.81	0.81	31.31	0.84	33.48	0.28	36.76
互动活动	0.34	15.48	0.38	14.53	0.36	14.43	0.06	8.20
育儿服务	0.07	3.05	0.07	2.52	0.06	2.34	0.01	0.78
收费会员服务	1.17	52.66	1.33	51.64	1.25	49.75	0.42	54.27
合计	2.22	100.00	2.58	100.00	2.51	100.00	0.77	100.00

资料来源：孩子王

<sup>3</sup> 该公司于 2023 年 5 月 31 日发布《关于全资子公司投资华北智慧物流基地和区域结算中心项目的公告》，拟在天津市西青区投资建设华北区域运营管理总部，主要负责孩子王华北片区供应链管理、采购管理、结算管理等，建设内容包括区域采购中心、区域结算中心、电子商务运营中心和区域物流中心，投资总额不超过 6 亿元，资金来源包括自有资金、银行贷款等。

## (2) 盈利能力

图表 17. 公司盈利来源结构



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

从盈利构成上看，该公司盈利主要来自主业经营，投资净收益及其他收益可对利润形成一定补充。2022年，公司营业毛利为 25.48 亿元，综合毛利率为 29.91%，均较上年有所下降。

图表 18. 公司营业利润结构分析（单位：亿元，%）

公司营业利润结构	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度	2022 年 第一季度
营业收入合计	83.55	90.49	85.20	20.96	21.09
营业毛利	25.51	27.69	25.48	5.63	5.95
综合毛利率	30.53	30.60	29.91	26.84	28.22
期间费用	21.40	26.21	24.38	5.62	6.42
其中：财务费用	0.49	1.45	0.88	0.23	0.30
销售费用	16.18	19.38	18.15	4.13	4.74
管理费用	3.86	4.37	4.47	1.12	1.15
研发费用	0.87	1.01	0.88	0.15	0.24
期间费用率	25.61	28.97	28.62	26.83	30.44
其中：财务费用率	0.59	1.60	1.03	1.08	1.41
<b>全年利息支出总额</b>	<b>0.14</b>	<b>1.19</b>	<b>1.11</b>	--	--
<b>其中：资本化利息数额</b>	--	<b>0.01</b>	<b>0.07</b>	--	--

资料来源：根据孩子王所提供数据整理。

费用支出方面，2022年，该公司期间费用率为 28.62%，较上年微降但依旧保持在较高水平。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，同年为 18.15 亿元，同比减少 6.36%。公司管理费用主要包括工资性支出、物流仓储费、服务费、办公费、折旧费等，同年为 4.47 亿元，同比增长 2.21%。公司研发费用主要为研发人员工资奖金，同年为 0.88 亿元，同比减少 12.51%，主要系当年优化了研发人员的岗位结构所致。公司财务费用主要包括租赁负债利息支出、利息收入、手续费等，同年为 0.88 亿元，同比减少 39.33%，主要系当年利息收入增加所致。

图表 19. 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	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度	2022 年 第一季度
投资净收益	5,263.83	5,578.99	3,132.50	273.47	541.48
其他收益	3,921.60	4,843.12	3,627.26	1,006.08	306.09
公允价值变动损益	1,357.68	740.01	694.52	285.45	267.24
营业外收支	61.12	-1,201.37	-1,905.55	-152.55	-508.05
<b>净利润</b>	<b>39,101.59</b>	<b>20,121.98</b>	<b>12,037.47</b>	<b>719.10</b>	<b>-3,287.95</b>

资料来源：根据孩子王所提供数据整理。

近年来，该公司投资净收益主要来自交易性金融资产持有期间取得的收益。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。2022年，投资净收益为0.31亿元。同年，其他收益为0.36亿元，主要为日常经营相关的产业发展补助金等。公允价值变动损益为购买的期末未到期的金融机构理财产品形成的收益，同年为0.07亿元。营业外收支主要包括罚没供应商款项、因闭店产生的损失、公益捐赠款等，同年净额为-0.19亿元，其中捐赠支出为0.15亿元，为营业外收支的主要影响因素。

综合上述因素影响，2022年，该公司净利润为3.91亿元，较上年减少40.18%；净资产收益率为4.14%，较上年减少4.01个百分点。总体来看，公司综合毛利率水平较高，但直营门店模式下门店租金、员工工资性支出以及租赁资产折旧等负担较重，导致期间费用对公司盈利侵蚀较大，公司盈利能力一般。

2023年第一季度，该公司营业收入为20.96亿元，较上年同期减少0.62%；综合毛利率为26.84%，较上年同期下降1.38个百分点；实现净利润0.07亿元，上年同期为-0.33亿元。

### (3) 运营规划/经营战略

在未来的经营过程中，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。

公司将坚持以用户为中心，深耕母婴行业，围绕“全球优选差异化供应链+本地亲子成长服务+同城即时零售”策略定位，通过“数字化驱动、数字化敏捷组织、投资并购、物流仓网提效”等战略支撑，提升用户的服务体验，为用户创造价值，实现可持续高质量增长。全球优选差异化供应链方面，公司将继续深耕母婴品类，从源头把关，为用户提供全球海量的优选好物。通过“一链多景”策略，针对不同场景用户特征，为不同场景输送不同商品，形成竞争力建立不同场景的供应链商品体系，并全面升级服务商合作伙伴朋友圈，通过赋能供应商体系，打造“短链+柔性+弹性”且具有竞争力的差异化供应链。聚焦三大新消费场景，链接商品、服务、内容，提供差异化好货，提升用户体验，形成线下消费互补。本地亲子成长服务方面，公司将围绕妈妈、孩子、亲子三类人群，打造孕产加、成长加、亲子加三条赛道。通过三大服务平台，公司将业务从门店范围拓展到城市范围，优选产品和服务，全方位全场景满足从孕育到新生，从新手宝妈到精致辣妈，从成长教育到高质量亲子陪伴的全方位需求。同城即时零售方面，公司将进一步升级门店本地化服务能力，打造同城母婴公共服务基础连接场景。公司将依托仓网布局+门店场景+确定性配送服务，基于快、近、扎根本地的特点，实现订单小时达，当日达，完成B2C+O2O的销售闭环，满足亲子家庭更多样更高纬度的需求。

## 管理

该公司为民营上市公司，跟踪期内股权结构依旧相对集中，实际控制人依旧为自然人汪建国。公司根据自身经营管理的需要建立了内部控制体系。跟踪期内，公司因销售产品不合格问题多次受到监管行政处罚，商品质量管理存在缺陷。2023年8月，公司收购乐友国际65%股权，相关工商登记手续已完成，乐友国际成为公司控股子公司，新世纪将持续关注本次并购交易对公司经营和财务的影响。

截至2023年6月末，该公司总股本为11.12亿元，江苏博思达企业信息咨询有限公司（简称“江苏博思达”）直接持有公司24.96%的股份，并通过一致行动人南京千秒诺创业投资合伙企业（有限合伙）、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15.75%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。

跟踪期内，公司于2022年10月25日召开的第三届董事会第四次会议和第三届监事会第四次会议审议通过了《关于回购公司股份方案的议案》，公司拟以自有资金回购公司部分股份，用于员工持股计划或者股权激励，截至2023年7月31日，公司尚未实施本次回购方案。同年11月，公司向374名

激励对象定向发行公司（第一类限制性）A 股普通股 2,404.45 万股。2022 年以来，公司持股 5%以上的股东南京维盈创业投资合伙企业(有限合伙)、Fully Merit Limited 以及 HCM KW (HK) Holdings Limited 减持或计划减持公司股份。

截至 2023 年 6 月末，实际控制人汪建国没有对外质押该公司股权。实际控制人汪建国除公司外，还直接控制五星控股集团有限公司（简称“五星控股”）、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。

2023 年 6 月，该公司与乐友国际商业集团有限公司（简称“乐友国际”）、乐友国际的股东 Leyou (Hong Kong), Limited（简称“乐友香港”）、乐友香港的股东 Leyou, Inc. 签订《有关乐友国际商业集团有限公司之股权转让协议》及《股权转让协议之补充协议》，拟以支付现金的方式受让乐友香港持有的乐友国际 65% 股权。交易价款以北京北方亚事资产评估事务所（特殊普通合伙）出具的《孩子王儿童用品股份有限公司拟股权收购涉及的乐友国际商业集团有限公司 65% 股权价值资产评估报告》（北方亚事评报字[2023]第 01-729 号）为参考，乐友国际全部股权评估值为 16.06 亿元（评估基准日 2022 年 12 月 31 日），较报表账面净资产 4.90 亿元增值 11.16 亿元。经协商，乐友国际 65.00% 股权最终作价 10.40 亿元。本次交易的交易金额占公司 2022 年末总资产的 17.32%、净资产的 35.11%，均未达 50% 以上，不构成重大资产重组。乐友香港为美国华平投资集团和/或关联方控制的主体，公司关联法人 Coral Root Investment Ltd.（以下简称“Coral Root”）持有公司 6.06% 股权，双方穿透后实际控制人均为 Charles Kaye，本次交易构成关联交易。

2023 年 8 月 9 日，该公司披露《关于控股子公司完成工商变更登记暨现金收购乐友国际商业集团有限公司 65% 股权的进展公告》，公告已取得交易对方关于第一期交易价款支付的确认，乐友国际完成了股权转让过户、董事会监事会改组及高级人员变更的相关工商变更登记手续，并取得了北京市通州区市场监督管理局换发的《营业执照》。公司直接持有乐友国际 65% 的股权，乐友国际为公司的控股子公司，纳入公司合并报表范围，后续公司将继续根据约定支付交易价款。

乐友国际总部位于北京，为母婴童行业大型连锁零售企业。乐友国际采用“线上+线下”的全渠道经营模式。其中，线下包含直营和加盟两种模式，截至 2022 年末共开立了 494 家直营门店和 50 家托管加盟店，单店面积在 200-300 平方米。其中北京、天津、陕西、河北、辽宁等北部地区门店占比超过 70%，而该公司在上述区域门店占比低于 8%，在北京尚未开立门店。本次交易有利于公司进入北京、拓展北方市场，新世纪评级将持续关注本次收购整合进展及其对公司经营和财务的影响。

2021 年末和 2022 年末，乐友国际总资产分别为 12.32 亿元和 13.61 亿元，净资产分别为 1.74 亿元和 2.76 亿元；2021 年和 2022 年分别实现营业收入 20.66 亿元和 19.41 亿元，净利润 0.01 亿元和 0.98 亿元，经营性现金净流入 0.78 亿元和 3.29 亿元。本次交易设置业绩承诺条款，业绩承诺期为 2023 年、2024 年及 2025 年，乐友国际应在 2023 年、2024 年、2025 年分别实现的合并报表税后净利润分别不低于 0.81 亿元、1.00 亿元、1.18 亿元。参照该公司 2022 年末经审计数据估计，本次交易预计产生的商誉金额不低于 7.75 亿，占公司模拟合并后总资产的比例不低于 7.95%，净资产的比例不低于 24.97%，公司后续或面临一定商誉减值风险。2023 年 1-5 月，乐友国际未经审计的营业收入约为 7.60 亿元，净利润约为 0.31 亿元。

该公司与关联方之间的日常交易活动主要为商品购销和劳务交易等。2022 年，公司发生的关联采购商品、接受劳务金额为 0.05 亿元，占当期营业成本的比例为 0.09%；发生的关联销售商品、提供劳务金额为 0.01 亿元，占当期营业收入的比例为 0.01%。截至 2022 年末，公司应收关联方款项余额 41.75 万元，应付关联方款项余额 90.52 万元。同年末，公司无对外担保；实际控制人汪建国及其控制的五星控股为公司提供担保支持，同年末未履行完毕的担保额度为 10.10 亿元。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。

跟踪期内，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。2022 年 8 月 23 日，公司召开第三届监事会第三次会议补选了第三届监事会非职工代表监事。2022 年 12 月 26 日，公司召开第三届董事会

第六次会议补选了公司第三届董事会非独立董事。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）、蔡博（董事、副总经理及财务总监）、侍光磊（董事及副总经理、董事会秘书）、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；监事会成员包括刘立柱（监事会主席）、刘雯和劳晶雪（职工监事），除职工监事外均由江苏博思达提名。

根据该公司本部及核心子公司上海童渠、四川亿略卓电子商务有限公司提供的 2023 年 8 月 7 日《企业信用报告》，跟踪期内上述公司无信贷违约记录。截至 2023 年 3 月末，公司存在一起作为被告的重大未决诉讼，系买卖合同纠纷。目前已开庭，等待法院判决，若败诉可能需承担的损失为 0.13 亿元。

跟踪期内，该公司因管理疏漏存在被消防、卫生、市场监督等政府监管部门处罚的情形。2022 年及 2023 年第一季度，公司分别受到罚款以上行政处罚 14 项和 5 项，以销售不合格产品原因居多，公司存在一定的商品质量控制风险。

## 财务

跟踪期内，该公司财务杠杆有所下降，刚性债务规模依旧不大。受益于经营积累，公司权益资本对刚性债务的覆盖程度依旧较为充足。公司主业现金回笼较快，经营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

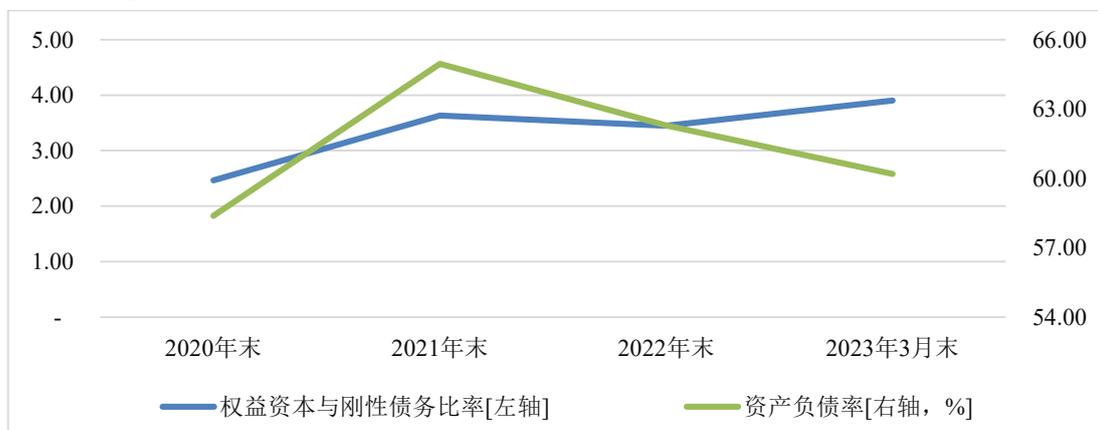
安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2022 年财务报表进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。公司根据实际发生的交易和事项，按照财政部颁布的《企业会计准则——基本准则》编制财务报表，以及具体企业会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定进行确认和计量。

2022 年，公司并表范围内新设南京贝加网络科技有限公司；转让南京品之冠贸易有限公司 70% 股权，不再纳入合并范围。截至 2023 年 3 月末，公司纳入合并范围的子公司共 38 家。

### 2. 资本结构

#### (1) 财务杠杆

图表 20. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据孩子王所提供数据绘制。

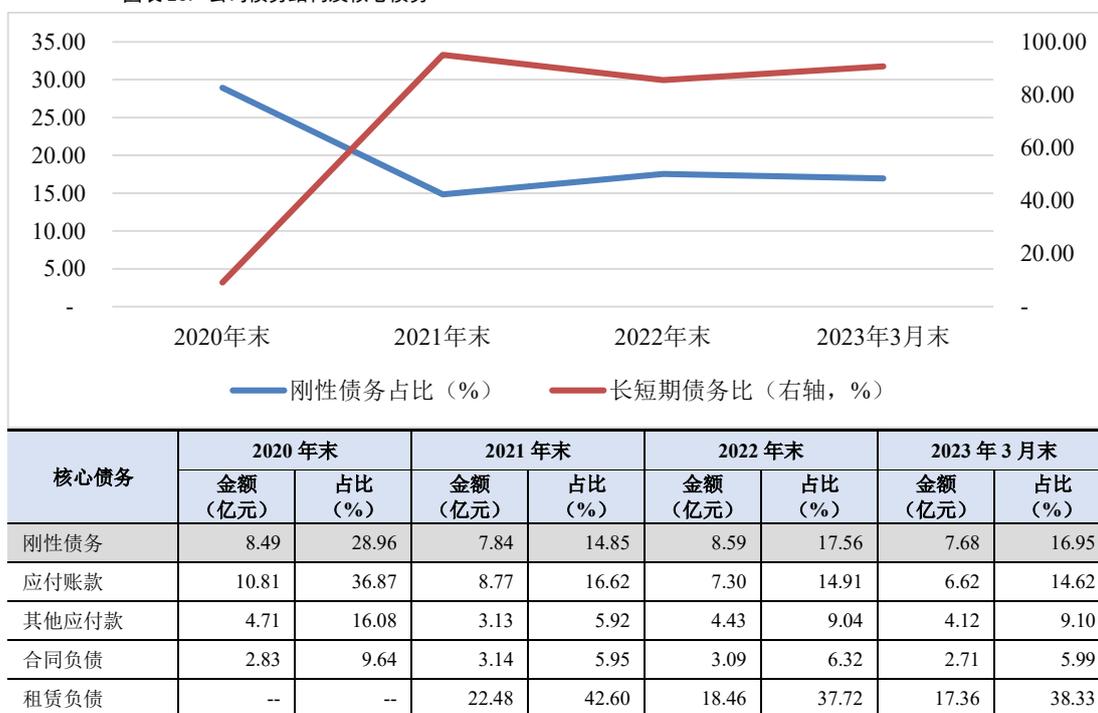
2022 年末，该公司负债总额为 48.94 亿元，较上年末减少 7.27%，主要系租赁负债规模减少所致。

得益于公司自身经营积累，同年末所有者权益为 29.63 亿元，较上年末增长 4.02%。2022 年，公司未派发现金红利。

2022 年末，该公司资产负债率为 62.29%，较上年末下降 2.66 个百分点。同年末，权益资本与刚性债务比率为 344.71%，较上年末下降 18.72 个百分点但依旧维持高位，覆盖程度较为充足。

## (2) 债务结构

图表 21. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据孩子王所提供数据绘制。

2022 年末，该公司长短期债务比为 85.59%，负债以流动负债为主。从债务构成来看，公司负债主要包括刚性债务、应付账款、其他应付款、合同负债及租赁负债等。应付账款主要为经营过程中应付供应商的母婴商品采购款，通常在 3 个月内清偿，账龄集中在一年以内；2022 年末余额为 7.30 亿元，较上年末减少 16.85%，主要系公司采用票据结算的应付货款比例提升所致。其他应付款主要包括限制性股票回购义务、资产采购及预提费用、保证金、租赁及物业费用等。同年末余额为 4.43 亿元，较上年末增长 41.52%，主要系当年实施股权激励新增 1.30 亿元限制性股票回购义务所致。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，2022 年末余额为 3.09 亿元。公司自 2021 年起执行新租赁准则，将除短期租赁、低价值资产租赁及部分未纳入租赁负债计量的可变租赁付款额外，尚未支付的租赁付款额的现值确认为租赁负债。2022 年末，租赁负债（包含一年内到期的部分）余额为 23.60 亿元。公司作为承租方以租赁门店开展主营业务，同年末线下零售自营门店全部为外部租入，租赁负债规模较大。

图表 22. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
<b>短期刚性债务合计</b>	<b>6.34</b>	<b>4.78</b>	<b>4.64</b>	<b>3.62</b>
其中：短期借款	0.88	0.01	--	--
一年内到期的长期借款	--	0.23	0.27	0.27
应付票据	5.45	4.54	4.37	3.35
<b>中长期刚性债务合计</b>	<b>2.16</b>	<b>3.06</b>	<b>3.96</b>	<b>4.05</b>
其中：长期借款	2.16	3.06	3.96	4.05

资料来源：根据孩子王所提供数据整理。

2022 年末，该公司刚性债务余额为 8.59 亿元，较上年末增长 9.67%。公司主要融资方式为银行借款，以长期为主。2022 年末，公司存量银行借款均为长期借款，余额为 4.23 亿元，均为抵押担保借款（利率区间为 3.40%-4.548%），其中一年内到期的部分余额为 0.27 亿元。公司应付票据主要为应付供应商的采购货款，同年末余额为 4.37 亿元，均为应付银行承兑汇票。

2023 年 3 月末，该公司负债总额较上年末下降 7.46%至 45.29 亿元，其中刚性债务余额较上年末减少 10.66%至 7.68 亿元。从具体构成来看，同期末，应付票据较上年末减少 23.26%至 3.35 亿元；应付账款较上年末减少 9.23%至 6.62 亿元；租赁负债较上年末减少 5.97%至 17.36 亿元。杠杆水平方面，同期末，公司资产负债率为 60.19%，较上年末下降 2.11 个百分点，负债经营程度有所下降；权益资本与刚性债务比率为 390.21%，较上年末增长 45.50 个百分点，覆盖程度有所提高。

### 3. 现金流量

图表 23. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年第一季度
营业周期（天）	63.18	56.55	60.36	--
营业收入现金率（%）	115.08	113.56	112.62	110.07
业务现金收支净额（亿元）	8.83	6.55	6.43	0.84
其他因素现金收支净额（亿元）	-0.15	-0.56	-0.24	0.02
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	8.68	5.99	6.19	0.85
EBITDA（亿元）	6.85	10.50	9.23	--
EBITDA/刚性债务（倍）	0.96	1.29	1.12	--
EBITDA/全部利息支出（倍）	48.56	8.83	8.31	--

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。

该公司零售主业主要采取即时结算方式回款，收现能力较强，2022 年营业收入现金率为 112.62%。同年，公司业务现金收支净额为 6.43 亿元，保持正向净流入。公司其他因素现金收支净额主要为利息收入、保证金、押金及手续费等，对整体现金流状况影响有限。同年，公司经营性现金流量净额为 6.19 亿元。

该公司 EBITDA 主要由利润总额、列入财务费用的利息支出以及使用权资产折旧等组成，2022 年为 9.23 亿元，对刚性债务的覆盖倍数为 1.12 倍，对利息支出的覆盖倍数为 8.31 倍。

图表 24. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年第一季度
回收投资与投资支付净流入额	0.10	-6.89	3.72	1.69
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	-2.08	-5.18	-2.42	-0.48
投资环节产生的现金流量净额	-1.97	-12.07	1.31	1.21

资料来源：根据孩子王所提供数据整理。

该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西南智慧物流仓及为新设门店购置固定资产所支付的现金。2022 年，公司投资活动产生的现金流量净额为 1.31 亿元，由正转负主要系当年公司投资理财产品、购买固定资产及无形资产支出减少所致。

图表 25. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度
吸收投资收到的现金	--	5.87	1.32	--
取得借款收到的现金	2.17	1.36	3.45	0.16
减：偿还债务支付的现金	2.10	1.05	2.53	0.07
减：分配股利、利润或偿付利息支付的现金	0.14	0.16	0.38	0.03
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	-0.11	-5.60	-5.17	-1.20
筹资环节产生的现金流量净额	-0.18	0.41	-3.32	-1.15

资料来源：根据孩子王所提供数据整理。

2022 年，该公司筹资环节产生的现金流量净额为-3.32 亿元，主要系当年偿还租赁负债本金及利息流出 5.13 亿元所致。

2023 年第一季度，该公司经营活动现金净流入 0.85 亿元；当期公司投资支付现金减少，投资活动现金净流入 1.21 亿元；当期公司新增借款较少，筹资活动现金净流出 1.15 亿元。

#### 4. 资产质量

图表 26. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	41.32	41.55	41.41	41.13
	82.27	51.13	52.70	54.66
其中：货币资金	20.31	16.45	18.59	18.50
交易性金融资产	8.80	12.78	9.69	8.06
存货	9.41	9.10	9.57	8.66
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	8.91	39.71	37.16	34.12
	17.73	48.87	47.30	45.34
其中：固定资产	4.50	4.47	7.11	7.00
使用权资产	--	25.63	20.97	19.73
无形资产	1.04	1.80	1.74	1.72
长期待摊费用	2.64	2.63	2.02	1.84
其他非流动资产	0.01	2.38	4.12	2.54
<b>期末全部受限资产账面金额（亿元）</b>	<b>3.24</b>	<b>6.69</b>	<b>8.83</b>	<b>7.80</b>
<b>受限资产账面余额/总资产（%）</b>	<b>6.46</b>	<b>8.23</b>	<b>11.24</b>	<b>10.36</b>

资料来源：根据孩子王所提供数据整理。

2022 年末，该公司资产总额为 78.57 亿元，较上年末减少 3.31%。公司流动资产占比为 52.70%，主要包括货币资金、交易性金融资产和存货。2022 年末，公司货币资金余额为 18.59 亿元，较上年末增长 13.03%，主要系当年部分理财产品到期所致，其中 2.35 亿元使用受限（银承汇票保证金、保函保证金、外汇资本金等），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；同年末余额为 9.69 亿元，较上年末减少 24.14%。公司存货均为库存商品，同年末账面价值 9.57 亿元，累计计提跌价准备 0.14 亿元，公司存货整体库龄较短，周转速度较快。

该公司非流动资产主要包括固定资产、使用权资产、无形资产、长期待摊费用和其他非流动资产。固定资产主要为机器设备及货架、运输工具、房屋建筑物和其他设备，2022 年末账面价值 7.11 亿元，较上年末增长 59.02%，主要系西南智慧物流仓建设完成，从在建工程转入所致。公司自 2021 年开始执行新租赁准则，新增使用权资产，主要为房屋建筑物，2022 年末余额为 20.97 亿元。无形资产主要包括土地使用权以及为企业运营需要而购置的相关软件系统，同年末余额为 1.74 亿元。公司长期待摊费用主要为门店装修费用以及因支付租赁保证金形成的未确认融资费用，同年末余额为 2.02 亿元，其中装修费用根据门店的租赁期限预计使用年限情况摊销。公司其他非流动资产主要为持有至到期的定期

存单和预付设备工程款，同年末余额分别为 4.09 亿元和 0.03 亿元。

2023 年 3 月末，该公司资产总额较上年末减少 4.22%至 75.25 亿元。其中，交易性金融资产较上年末减少 16.84%至 8.06 亿元；一年内到期的非流动资产较上年末增加 1.63 亿元至 1.69 亿元，其他非流动资产较上年末减少 38.27%至 2.54 亿元，主要系部分持有至到期存单将于一年内到期所致。

2023 年 3 月末，该公司受限资产账面价值合计 7.80 亿元，占当期末总资产的比重为 10.36%。其中，受限货币资金余额为 1.36 亿元，抵押借款形成的受限固定资产和受限无形资产余额分别为 5.10 亿元和 1.34 亿元。

图表 27. 截至 2023 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	13,553.61	保证金及因账户性质受限
固定资产	51,045.77	抵押借款
无形资产	13,357.43	抵押借款
合计	77,956.81	--

资料来源：根据孩子王所提供数据整理。

## 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	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
流动比率（%）	153.74	153.64	157.02	173.28
速动比率（%）	116.81	116.62	117.16	131.17
现金比率（%）	108.32	108.06	107.25	111.90

资料来源：根据孩子王所提供数据整理。

得益于较好的经营积累和股权融资款的到位，该公司账面现金类资产较为充裕，加之存货周转速度较快，整体流动性良好。2023 年 3 月末，公司流动比率、速动比率和现金比率分别为 173.28%、131.17% 和 111.90%。

## 6. 表外事项

截至 2023 年 3 月末，该公司无对外担保。同期末，存在一起作为被告的重大未决诉讼，若败诉可能需承担的损失为 0.13 亿元。该起诉讼已于 2023 年 5 月 17 日开庭，目前等待法院判决中。

跟踪期内，该公司因管理疏漏存在被消防、卫生、市场监督等政府监管部门处罚的情形。2022 年及 2023 年第一季度，公司分别受到罚款以上行政处罚 14 项和 5 项，以销售不合格产品原因居多，公司存在一定的商品质量控制风险。

## 7. 母公司/集团本部财务质量

2022 年末，该公司本部口径资产总额为 59.09 亿元，占合并口径资产总额的比重为 75.20%。其中，货币资金本部口径余额为 14.61 亿元，占合并口径余额的比重为 78.61%；交易性金融资产本部口径余额为 8.17 亿元；长期股权投资本部口径余额为 13.15 亿元。同年末，公司本部口径负债总额为 36.00 亿元，其中本部口径刚性债务余额为 4.37 亿元，占合并口径余额的比重为 50.79%。2022 年，公司本部实现营业收入 76.00 亿元，净亏损 0.11 亿元，经营环节现金净流入 0.16 亿元。

## 外部支持

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 2023 年 3 月末，公司合并口径共获得金融机构授信额度 33.52 亿元，尚未使用授信额度 26.31 亿

元。其中，工农中建交五大商业银行综合授信额度为 5.52 亿元，公司后续仍有一定融资空间。

图表 29. 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	利率区间	附加条件/增信措施
全部（亿元）	33.52	7.21	--	担保
其中：工农中建交五大商业银行（亿元）	5.52	1.71	工行：1 年 LPR 加 69.8 个基点	担保
其中：大型国有金融机构占比（%）	16.47	23.72	--	--

资料来源：根据孩子王所提供数据整理（截至 2023 年 3 月末）。

## 附带特定条款的债项跟踪分析

### （1）有条件回售条款

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。

### （2）附加回售条款

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。

### （3）有条件赎回条款

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，如果该公司 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。

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。

## 跟踪评级结论

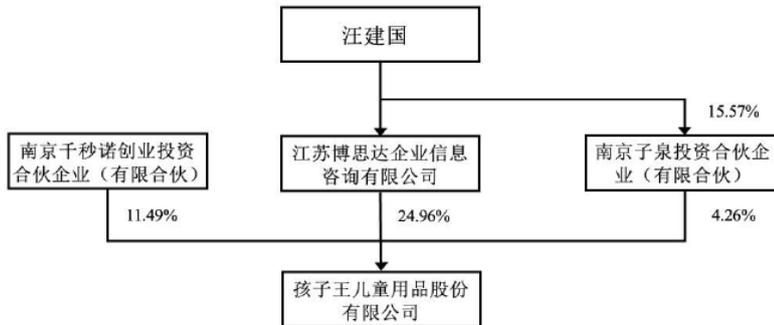
该公司主要通过线下直营门店和线上渠道开展母婴童商品零售及增值服务等业务，其中母婴童商品销售为主要收入来源。跟踪期内，由于线下门店整体客流量受宏观环境影响，以及母婴童商品市场竞争较为激烈，导致公司营业收入和综合毛利率均同比下降。除商品销售外，公司母婴增值服务和供应商服务毛利率较高，对营业毛利形成较好补充；广告业务、平台业务等规模很小。公司通过开立线下门店以扩大市场覆盖。由于新开门店培育需要时间，公司店均收入持续下滑，门店租金、员工工资性支出以及租赁资产折旧等负担较重，面临的成本管控压力较大，盈利能力一般。

该公司为民营上市公司，跟踪期内股权结构依旧相对集中，实际控制人依旧为自然人汪建国。公司根据自身经营管理的需要建立了内部控制体系。跟踪期内，公司因销售产品不合格问题多次受到监管行政处罚，商品质量管理存在缺陷。2023年8月，公司收购乐友国际65%股权，相关工商登记手续已完成，乐友国际成为公司控股子公司，新世纪将持续关注本次并购交易对公司经营和财务的影响。

跟踪期内，该公司财务杠杆有所下降，刚性债务规模依旧不大。受益于经营积累，公司权益资本对刚性债务的覆盖程度依旧较为充足。公司主业现金回笼较快，经营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。

附录一：

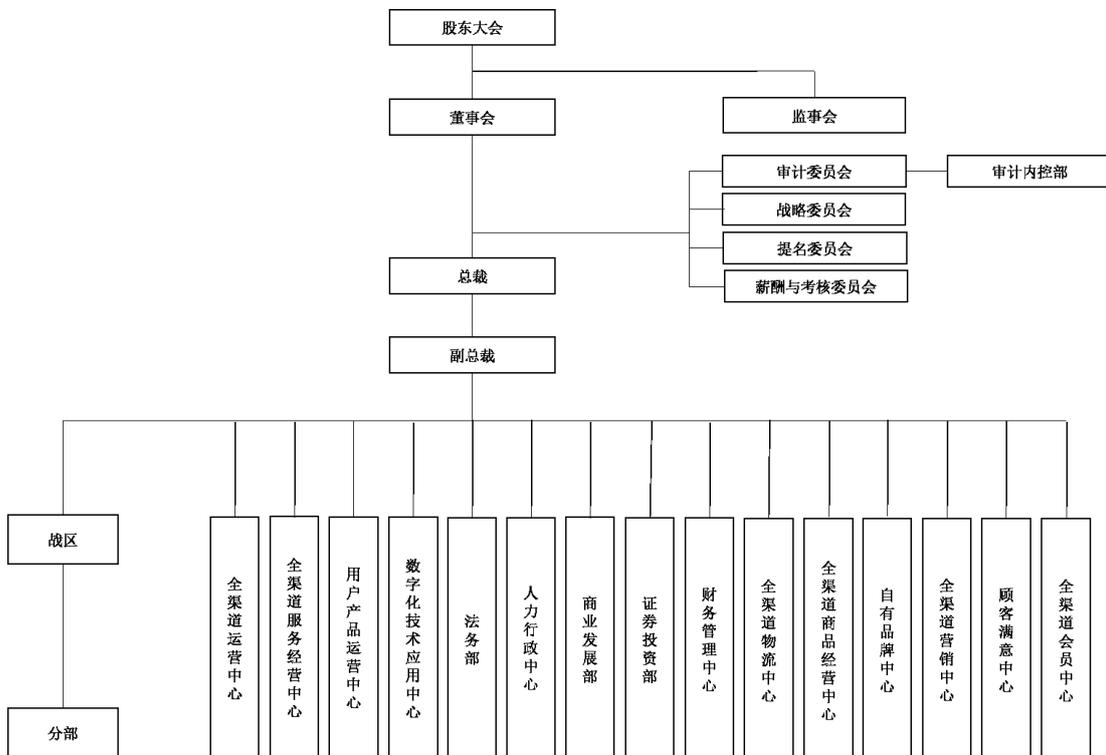
### 公司与实际控制人关系图



注：根据孩子王提供的资料绘制（截至 2023 年 6 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 2023 年 6 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	2022年(末)主要财务数据(亿元)					备注
					刚性债务余额(亿元)	所有者权益(亿元)	营业收入(亿元)	净利润(亿元)	经营环节现金净流入量(亿元)	
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	4.37	23.09	76.00	-0.11	0.16	本部口径
上海童渠信息技术有限公司	上海童渠	子公司	100.00	线上平台运营服务	未披露	2.96	2.24	0.78	未披露	--
四川亿略卓电子商务有限公司	四川亿略卓	孙公司	100.00	母婴童商品销售	未披露	3.82	14.64	0.55	未披露	香港孩子王商贸有限公司100.00%控股
乐友国际商业集团有限公司	乐友国际	子公司	65.00	母婴童商品销售	未披露	2.76	19.41	0.98	3.29	2023年新收购子公司

注：根据孩子王 2022 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)	2020年	2021年	2022年	2023年 第一季度
资产总额 [亿元]	50.23	81.26	78.57	75.25
货币资金 [亿元]	20.31	16.45	18.59	18.50
刚性债务[亿元]	8.49	7.84	8.59	7.68
所有者权益 [亿元]	20.90	28.48	29.63	29.96
营业收入[亿元]	83.55	90.49	85.20	20.96
净利润 [亿元]	3.91	2.01	1.20	0.07
EBITDA[亿元]	6.85	10.50	9.23	—
经营性现金净流入量[亿元]	8.68	5.99	6.19	0.85
投资性现金净流入量[亿元]	-1.97	-12.07	1.31	1.21
资产负债率[%]	58.38	64.95	62.29	60.19
权益资本与刚性债务比率[%]	246.16	363.43	344.71	390.21
流动比率[%]	153.74	153.64	157.02	173.28
现金比率[%]	108.32	108.06	107.25	111.90
利息保障倍数[倍]	35.11	2.92	2.21	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	63.18	56.55	60.36	—
毛利率[%]	30.53	30.60	29.91	26.84
营业利润率[%]	5.75	2.66	1.88	0.35
总资产报酬率[%]	10.58	5.28	3.07	—
净资产收益率[%]	20.64	8.15	4.14	—
净资产收益率*[%]	20.64	8.17	4.20	—
营业收入现金率[%]	115.08	113.56	112.62	110.07
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	34.12	22.20	23.18	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	24.06	-14.83	14.74	—
EBITDA/利息支出[倍]	48.56	8.83	8.31	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.96	1.29	1.12	—

注：表中数据依据孩子王经审计的 2020-2022 年度及未经审计的 2023 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]} +365/{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、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。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等 级		含 义
A 等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
	A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B 等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C 等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D 等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

附录六：

### 发行人历史评级

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体评级	历史首次评级	2022年6月30日	AA/稳定	黄蔚飞、凌辉	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">零售行业信用评级方法(2018)</a> <a href="#">工商企业评级模型（零售）MX-GS009（2019.8）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2023年9月1日	AA/稳定	凌辉、张智慧	<a href="#">新世纪评级方法总论（2022）</a> <a href="#">工商企业评级方法与模型（零售行业）FM-GS009（2022.12）</a>	-
债项评级	历史首次评级	2022年6月30日	AA	黄蔚飞、凌辉	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">零售行业信用评级方法(2018)</a> <a href="#">工商企业评级模型（零售）MX-GS009（2019.8）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2023年9月1日	AA	凌辉、张智慧	<a href="#">新世纪评级方法总论（2022）</a> <a href="#">工商企业评级方法与模型（零售行业）FM-GS009（2022.12）</a>	-

注1：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

注2：上述历史评级信息不包括其他评级机构对发行人进行的评级。