



内部编号: 2024060285

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

定期跟踪评级报告

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.

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。本报告的评级结论及相关分析并非对评级对象的鉴证意见。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

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。本次跟踪评级的上一次债券（跟踪）评级有效期为上一次债券（跟踪）评级报告出具日至本报告出具日止。

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、出售或以其他方式外传。

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。

跟踪评级概要

编号：【新世纪跟踪（2024）100200】

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/2024 年 6 月 24 日

前次跟踪：AA/稳定/AA/2023 年 9 月 1 日

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。收购乐友国际后，公司直营门店已基本覆盖华东、华北、西南、西北以及华中等地区，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。孩子王为上市公司，外部融资渠道较为通畅。

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。
- 成本管控及盈利压力。跟踪期内，孩子王店均收入和坪效收入持续下降，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。跟踪期内，孩子王下属子公司多次受到市场监督管理局的行政处罚，主要原因为销售不合格产品。公司存在一定的商品质量控制风险。
- 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。截至目前，孩王转债转股进度缓慢，转股率极低。

评级关注：

根据该公司 2024 年 5 月 31 日披露的《关于购买资产暨关联交易的公告》，公司为满足本部及控股子公司更好地开展日常经营和办公的需要，拟以 4.90 亿元对价购买公司关联方南京星仁力房地产开发有限公司持有的五星广场 T1、T2 办公楼部分楼层房地产，建筑面积共计 2.88 万平方米。2024 年 5 月 31 日公司召开的第三届董事会第二十五次会议和第三届监事会第十九次会议已审议通过《关于购买资产暨关联交易的议案》。本次关联交易已于 2024 年 6 月 18 日经股东大会表决通过。新世纪评级将持续关注本次关联交易对公司经营和财务的影响。

跟踪评级结论

通过对孩子王主要信用风险要素及影响上述债项偿付安全性相关因素的跟踪分析与评估，本评级机构认为其跟踪期内信用质量无实质性变化，决定维持主体信用等级 AA，评级展望稳定，并维持上述债券 AA 信用等级。

未来展望

本评级机构预计孩子王信用质量在未来 12 个月持稳。

主要财务数据及指标				
项目	2021年/末	2022年/末	2023年/末	2024年 第一季度/末
母公司口径数据:				
货币资金(亿元)	13.02	14.61	17.34	—
刚性债务(亿元)	4.54	4.37	19.22	—
所有者权益(亿元)	23.28	23.09	24.52	—
经营性现金净流入量(亿元)	0.31	0.16	0.28	—
合并口径数据及指标:				
总资产(亿元)	81.26	78.57	96.07	95.62
总负债(亿元)	52.78	48.94	63.11	62.44
刚性债务(亿元)	7.84	8.59	23.74	22.33
所有者权益(亿元)	28.48	29.63	32.96	33.18
营业收入(亿元)	90.49	85.20	87.53	21.94
净利润(亿元)	2.01	1.20	1.21	0.16
经营性现金净流入量(亿元)	5.99	6.19	8.04	3.97
EBITDA(亿元)	10.50	9.23	9.48	—
资产负债率[%]	64.95	62.29	65.69	65.30
权益资本与刚性债务比率[%]	363.43	344.71	138.85	148.60
流动比率[%]	153.64	157.02	184.06	190.49
现金比率[%]	108.06	107.25	118.28	127.86
利息保障倍数[倍]	2.92	2.21	2.21	—
净资产收益率[%]	8.15	4.14	3.85	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	22.20	23.18	29.27	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-14.83	14.74	-7.05	—
EBITDA/利息支出[倍]	8.83	8.31	7.86	—
EBITDA/刚性债务[倍]	1.29	1.12	0.59	—

注:根据孩子王经审计的2021-2023年及未经审计的2024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		结果	
个体信用	业务风险	4	
	财务风险	2	
	初始信用级别		aa
	调整因素	合计调整(子级数量)	/
		其中:①流动性因素	/
		②ESG因素	/
		③表外因素	/
		④其他因素	/
个体信用级别		aa	
外部支持	支持因素	/	
主体信用级别		AA	
调整因素: (/)			
支持因素: (/)			

相关评级技术文件及研究资料

相关技术文件与研究资料名称	链接
《新世纪评级方法总论（2022版）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=26739&mid=4&listype=1
《新世纪评级工商企业评级方法（2022版）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=26766&mid=4&listype=1
工商企业评级方法与模型（零售行业）FM-GS009（2022.12）	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=26752&cid=114&listype=1
《全球经济增长动能减弱 美欧降息周期即将开启——2023年宏观经济分析与2024年展望（国际环境篇）》（2024年1月）	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=29960&mid=5&listype=1
《经济以进促稳 风险统筹化解——2023年宏观经济分析与2024年展望（国内篇）》（2024年1月）	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=29959&mid=5&listype=1
《2023年零售行业信用回顾与2024年展望》（2024年2月）	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=29964&cid=91&listype=1

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 2023 年财务报表、未经审计的 2024 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 2024 年 4 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) ¹	本息 兑付 情况
孩王转债	10.39	10.39	6	第一年 0.3%、第二年 0.5%、 第三年 1.0%、第四年 1.5%、 第五年 1.8%、第六年 2.0%	2023- 07-24	2029- 07-24	7.17	--

资料来源：孩子王

根据该公司 2024 年 3 月 7 日及 5 月 16 日公告显示，公司控股股东江苏博思达企业信息咨询有限公司（简称“江苏博思达”）及其一致行动人南京千秒诺创业投资合伙企业（有限合伙）（简称“南京千秒诺”）于 2024 年 2 月 21 日至 2024 年 3 月 6 日以及 2024 年 3 月 8 日至 2024 年 5 月 15 日期间通过深圳证券交易所大宗交易的方式转让其持有的孩王转债共计 212.65 万张。截至 2024 年 5 月 16 日，江苏博思达和南京千秒诺合计持有孩王转债 166.10 万张，占发行总量的 15.99%。

孩王转债扣除发行费用后的募集资金净额原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。零售终端建设项目原计划未来 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。项目原计划总投资额为 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。智能化物流中心建设项目原计划拟在济南、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。项目原计划总投资额为 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。

根据该公司 2024 年 2 月 28 日发布的《孩子王儿童用品股份有限公司关于变更部分募集资金用途、新增募集资金投资项目的公告》（简称“《公告》”）和 2024 年 3 月 5 日发布的《孩子王儿童用品股份有限公司关于变更部分募集资金用途、新增募集资金投资项目的更正公告》（简称“《更正公告》”），基于宏观经济及市场环境变化，公司拟减少“零售终端建设项目”的开店家数，由 169 家调整为 73 家，总投资金额及对应募集资金投额也同步调整；同时募投项目新增“门店升级改造项目”²，拟对公司现有全国各省市 120 家线下门店进行升级改造。基于公司业务规模和增长速度，公司拟调整“智能化物流中心建设项目”，对仓网体系和城市仓储布局进行调整和优化，优化后合并部分城市仓和中心仓，并计划新建华北智慧物流基地，募投项目新增“孩子王华北智慧物流基地和

¹ 自 2024 年 1 月 9 日至 2024 年 1 月 29 日，该公司股票价格触发孩王转债转股价格向下修正条件，孩王转债转股价格下修至 7.18 元/股，修正后的转股价格自 2024 年 2 月 26 日起生效。根据公司 2024 年 6 月 17 日披露的《关于可转换公司债券转股价格调整的公告》，由于公司 2022 年限制性股票激励计划第二类限制性股票第一个归属期归属条件已经成就，本次满足归属条件的激励对象共计 28 人，可办理归属的第二类限制性股票数量为 479.0560 万股。公司完成归属期归属股票登记，孩王转债转股价格由 7.18 元/股调整为 7.17 元/股，调整后的价格于 2024 年 6 月 19 日开始生效。

² 该公司拟升级改造全国各省市 120 家线下门店，各省市升级改造门店总租赁面积约为 36.83 万平方米，单店新增硬件设备数量为 7 套，项目总计新增硬件设备数量为 840 套。项目投资总额为 4.45 亿元，建设周期为 3 年，资金来源包括自有资金、公司债券等。

区域结算中心项目³”。公司拟将“零售终端建设项目”投资总额调减 51,278.58 万元，其中募集资金投资金额调减 44,408.34 万元，拟将“智能化物流中心建设项目”投资总额调减 24,258.94 万元，其中募集资金投资金额调减 20,880.44 万元，用于“门店升级改造项目和“孩子王华北智慧物流基地和区域结算中心项目”，调减的募集资金占本次募集资金总额的 62.84%。

图表 2. 本次变更前募投项目具体情况（单位：万元）

序号	募集资金投资项目	调整前项目投资总额	调整前拟使用募集资金投资额	调整后项目投资总额	调整后拟使用募集资金投资额
1	零售终端建设项目	83,270.24	76,400.00	31,991.66	31,991.66
2	门店升级改造项目	-	-	44,511.93	44,408.34
3	智能化物流中心建设项目	29,413.18	26,034.68	5,154.24	5,154.24
4	孩子王华北智慧物流基地和区域结算中心项目	-	-	60,000.00	20,880.44
合计	-	112,683.42	102,434.68	141,657.84	102,434.68

资料来源：孩子王

发行人信用质量跟踪分析

1. 数据基础

安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2023 年财务报表进行了审计，出具了标准无保留意见的审计报告。公司按照财政部颁布的《企业会计准则—基本准则》以及其后颁布及修订的具体会计准则、应用指南、解释以及其他相关规定编制财务报表。此外，公司的财务报表按照《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号——财务报告的一般规定》披露有关财务信息。

2023 年，该公司以 10.40 亿元现金收购乐友国际商业集团有限公司（简称“乐友国际”）65.00% 股权，乐友国际成为公司控股子公司，并纳入合并报表范围。截至 2023 年末，公司纳入合并范围的子公司共 66 家。

2. 业务

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，公司以 10.40 亿元对价收购乐友国际 65% 股权，建立“孩子王+乐友”的双品牌运营模式，营业收入同比有所增长，综合毛利率变化不大。若剔除合并乐友国际的影响，公司营业收入实际同比存在一定下滑。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。受经济增速放缓及人口出生率下降等因素的影响，公司店均收入和坪效收入跟踪期内持续下滑，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，总体盈利能力一般。由于自持物业总体规模很小，公司通过自营自建及拟采用购买等方式增加自持物业规模，或存在一定资金压力。

(1) 外部环境

宏观因素

2023 年，高利率对经济增长的抑制逐渐明显，全球经济景气度偏弱，投资与贸易增长乏力。美欧通胀水平的回落，以及经济增长放缓预期正逐步累积降息动能；持续攀升的债务规模推升风险，特别是发展中国家的债务脆弱性加剧；人工智能等新技术对全球生产率的提升值得期待，而供应链体系的区域化转变及保护主义盛行将带来负面影响。

我国经济实现预定增长目标，但面临有效需求不足、市场主体预期偏弱、重点领域风险突出等问题。宏观政策将

³ 该公司拟在天津市西青区投资建设华北智慧物流基地和区域结算中心，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。项目投资总额为 6 亿元，建设周期约 3 年，资金来源包括自有资金、银行贷款等。

维持积极，风险统筹化解能够确保不发生系统性风险。2023 年的消费在三大需求中表现相对较好，基数效应的褪去及居民偏向于多存少贷将会导致消费增速回落。数字消费、绿色消费、健康消费，智能家居等新的消费增长点保持较快增长，传统消费保持稳定或小幅扩大是未来消费增长表现的基本格局。经济增速下降是转向高质量发展过程中的客观规律，预计 2024 年我国经济增速有所放缓；在强大的国家治理能力、庞大的国内市场潜力以及门类齐全的产业体系基础上，我国经济长期向好的趋势保持不变。

详见：《经济以进促稳 风险统筹化解——2023 年宏观经济分析与 2024 年展望（国内篇）》及《全球经济增长动能减弱 美欧降息周期即将开启——2023 年宏观经济分析与 2024 年展望（国际环境篇）》。

行业因素

2023 年以来，随着国内经济及社会运行恢复常态化，加之政府一系列促消费政策逐步发力显效，消费市场活力得到一定程度释放。但同时也需关注到，在外部经济形势仍复杂多变、理性消费偏好趋势等背景下，居民消费信心仍偏弱，消费潜力仍有待进一步释放。

展望 2024 年，预计国内零售行业将保持复苏态势，行业整体信用质量预期持稳。但零售行业内部竞争压力将持续增大，各业态表现继续分化。主要受益各大电商平台重点着力商品质量、售后服务及价格等领域优化提升，并不断拓展商品品类等积极因素，预计线上零售规模继续保持较快增长，但平台之间竞争加剧或导致盈利增长存在不确定性；线下实体零售各业态中，百货、购物中心及奥特莱斯等业态总体运行表现或相对平稳，超市则预计将延续调整格局。

详见：《2023 年零售行业信用回顾与 2024 年展望》。

(2) 业务运营

图表 3. 公司营业收入分类及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	2021 年度			2022 年度			2023 年度		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
营业收入合计	90.49	100.00	30.60	85.20	100.00	29.91	87.53	100.00	29.56
其中：母婴商品销售	78.35	86.59	21.60	74.16	87.04	21.06	75.76	86.55	20.29
母婴服务	2.58	2.85	92.82	2.51	2.94	91.93	3.11	3.55	92.48
供应商服务	6.77	7.48	98.34	6.05	7.10	98.80	6.06	6.92	98.05
广告业务	0.86	0.95	41.67	0.74	0.87	51.91	0.68	0.77	60.12
平台服务	1.02	1.13	75.01	1.06	1.25	75.28	1.16	1.33	71.77
其他业务	0.91	1.00	64.19	0.68	0.79	58.69	0.76	0.87	59.11

资料来源：孩子王

注：尾差系四舍五入所致。

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。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、衣物品、易耗品、耐用品等多个品类商品。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。除此之外，公司还围绕母婴童领域打造其他产业生态，开展供应商服务、广告、平台服务等多种业务。2023 年，公司营业收入为 87.53 亿元，同比增长 2.73%。其中母婴商品销售收入占比为 86.55%，为公司主要收入来源。当年公司收购同为母婴零售品牌的乐友国际，建立“孩子王+乐友”的双品牌运营模式。若剔除合并乐友国际的影响，公司营业收入较上年实际存在一定下滑，主要系经济增速放缓、人口出生率下降等因素对母婴零售行业整体产生一定不利影响所致。2024 年第一季度，公司营业收入为 21.94 亿元，同比增长 4.64%。

① 经营状况

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的开展。公司采用的经营模式包括自营、联营以及托管加盟，其中自营模式为主要经营模式。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。公司 2023 年收购乐友国际后新增托管加盟模式，目前仅乐友品牌采用该种经营模式。托管加盟模式下，加盟商为法律上的经营主体，但门店的日常运营则全权交由乐友国际进行管理。加盟商承担门店日常运营中产生的人员、租金等费用以及签订加盟协议时约定按年收取的加盟费⁴。乐友国际根据每月销售情况，与加盟商分成结算销售毛利。日常运营过程中，托管加盟门店的销售政策、数字化系统均与乐友国际的自营门店保持一致，工作人员也由乐友国际进行统一管理。2023 年，公司母婴商品销售业务收入为 75.76 亿元，同比增长 2.15%。

该公司销售的母婴商品除通过外部采购外，还自主或合作设计开发了多系列产品，目前已覆盖用品、玩具、内衣家纺、饰品等多个主要品类。公司自有品牌商品委托 OEM 代工厂生产，以增强价格竞争力及形成产品差异化优势，但目前自有品牌的销售收入占比不高。2023 年合并乐友国际后，公司自有品牌从 7 个增至 13 个。

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、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，顾客可预约进行到店服务或上门服务。公司母婴服务业务的主要收入来源为收费会员服务，顾客通过购买会员卡成为收费会员享受相应权益及增值服务。其中，孩子王的会员为黑金会员，包括 199 元/年的成长卡和 399 元/年的孕享卡；乐友的会员为超金会员，包括 99 元/年的轻享卡和 188 元/年的乐享卡。2023 年，公司母婴服务收入为 3.11 亿元，较上年增长 23.98%。截至 2023 年末，公司累计会员⁵人数超 8,700 万人。

其他业务

该公司还围绕母婴童领域打造其他产业生态。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。2023 年，供应商服务业务收入为 6.06 亿元，占营业总收入的比重为 6.92%，较上年变化不大。公司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。上海童渠的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。此外，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；上海童渠对外零星销售供应链管理类软件产品，形成软件销售收入。除供应商服务外，目前上述业务占公司营业总收入的比重均较小，对公司盈利影响有限。

② 竞争地位

竞争优势

销售业态方面，2023 年收购乐友国际后，该公司采用“双品牌”发展策略。孩子王品牌继续保持深耕大店模式，门店均为直营连锁门店，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）。乐友国际品牌采用小店模式发展，门店主要集中在综合购物中心及人口集中的社区，平均单店面积约 200 平米。

图表 4. 公司门店数量增减情况（单位：家）

类型	孩子王			乐友直营及托管加盟
	2021 年	2022 年	2023 年	2023 年
持续经营门店	424	482	508	520
新开门店	71	26	23	31
退出门店	10	13	23	34
合计	495	508	508	517

资料来源：孩子王

⁴ 该公司将收取的加盟费计入其他业务收入中的招商收入。

⁵ 含乐友国际。

2023年，该公司共新增门店54家（孩子王23家，乐友国际直营和加盟托管店共31家），关闭门店57家（孩子王23家，乐友国际直营和加盟托管店共34家），年末门店1,025家（孩子王508家，乐友国际直营和加盟托管店共517家）。区域分布方面，公司孩子王品牌的线下门店以江苏南京为总部，逐步向外辐射开店，收购乐友国际后，公司加强对于北方地区的门店覆盖。公司孩子王品牌门店主要集中在华东地区，2023年末占孩子王门店的比重为55.12%。乐友国际品牌直营门店主要集中在华北地区，2023年末占乐友国际直营门店的比重为46.67%。公司双品牌直营门店已基本覆盖华东、华北、西南、西北以及华中等地区。

图表 5. 公司店均收入及坪效收入情况⁶

项目名称		2021年	2022年	2023年
店均收入（万元）	孩子王	1,636.06	1,462.62	1,304.74
	乐友国际直营	--	--	120.22
坪效收入（元/平方米）	孩子王	6,905.77	6,289.72	5,714.65
	乐友国际直营	--	--	4,883.35

资料来源：孩子王

受经济增速放缓及人口出生率下降等因素的影响，2023年该公司孩子王品牌门店店均收入同比下降10.79%至1,304.74万元，坪效收入同比下降9.14%至5,714.65元/平方米。由于乐友国际品牌采用小店模式，同年乐友国际品牌直营门店店均收入和坪效收入分别为120.22万元和4,883.35元/平方米。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。

销售渠道方面，该公司根据销售渠道的不同，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。2023年，公司母婴商品线上销售收入为32.89亿元，占比为43.42%，较上年减少6.55个百分点。截至2023年末，孩子王APP拥有超过5,600万名用户，小程序用户超6,200万，企微私域服务用户超1,000万。

产品品类方面，该公司母婴商品销售包含食品、衣物、易耗品、耐用品等多个品类商品，但销售收入较为集中，主要由奶粉和用品类⁷贡献。2023年，奶粉销售和用品类销售分别形成收入46.33亿元和12.78亿元，占母婴商品销售业务收入的比重分别为61.16%和16.87%。

持有物业规模

该公司自持物业主要为南京中央仓和成都区域仓（西南智慧物流仓）以及拟投资自建天津区域仓（华北智慧物流基地），门店则以租赁方式取得，自持物业总体规模很小。

该公司租赁的直营门店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2024年3月末，公司直营门店营业用房租赁期限在10年以上（含）的门店面积占比为0.90%，明显下降主要系乐友国际的门店以短期租赁为主。

图表 6. 截至2024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	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、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2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2024年3月末，公司在南京设有1个全自动化中央仓；在武汉、成都、

⁶ 乐友国际直营门店数据仅包括纳入合并报表后（8-12月）的数据。

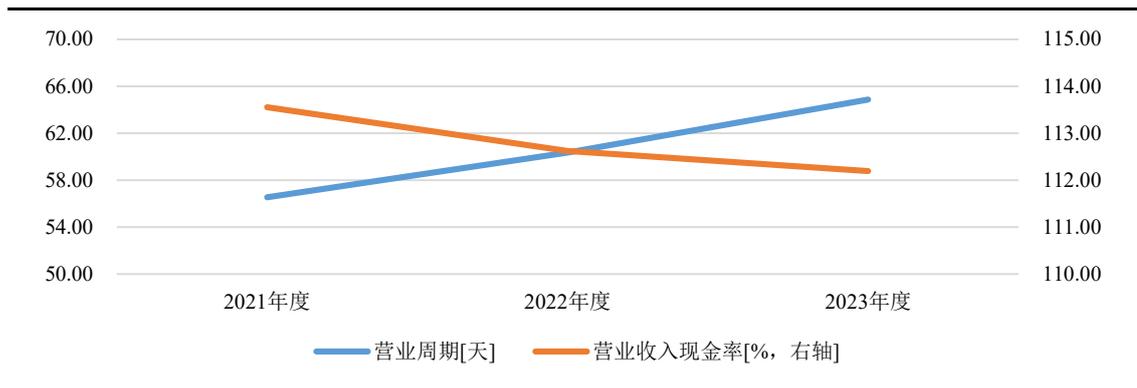
⁷ 包含纸尿裤和洗护用品

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、苏州、上海、重庆、西安设有 5 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）。

该公司门店营业仓库的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的租赁期限相同，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。

③ 经营效率

图表 7. 反映公司经营效率要素的主要指标值



资料来源：根据孩子王提供的数据整理、绘制。

该公司存货和应收账款周转天数短，2023 年应收账款周转天数为 3.38 天，存货周转天数为 61.48 天，营业周期为 64.86 天，营运效率高。公司零售主业主要采取即时结算方式回款，收现能力较强，2023 年营业收入现金率为 112.19%，较上年微降。

采购管理方面，该公司主要通过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。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。2023 年，前五大供应商采购金额占比为 26.83%。

库存管理方面，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。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。2023 年及 2024 年 3 月末，公司库龄在 180 天以内的库存商品占比分别为 56.56%和 63.62%。

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。从仓库发货至门店销售环节的物流配送主要由独立第三方物流承运商负责，目前已与顺丰、德邦、中通、极兔等主流快递公司建立了长期稳定的合作关系。

④ 盈利能力

图表 8. 反映公司盈利能力要素的主要指标值

公司营业利润结构	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年第一季度
营业收入合计（亿元）	90.49	85.20	87.53	21.94
毛利率（%）	30.60	29.91	29.56	29.92
其中：母婴商品销售（亿元）	21.60	21.06	20.29	--
母婴服务（亿元）	92.82	91.93	92.48	--
供应商服务（亿元）	98.34	98.80	98.05	--
广告业务（亿元）	41.67	51.91	60.12	--

公司营业利润结构	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年第一季度
平台服务（亿元）	75.01	75.28	71.77	--
其他业务（亿元）	64.19	58.69	59.11	--
毛利（亿元）	27.69	25.48	25.87	6.56
期间费用率（%）	28.97	28.62	28.14	28.80
其中：财务费用率（%）	1.60	1.03	1.07	1.42
净利润（亿元）	2.01	1.20	1.21	0.16
全年利息支出总额（亿元）	1.19	1.11	1.21	--
其中：资本化利息数额（亿元）	0.01	0.07	0.004	--

资料来源：根据孩子王所提供数据整理。

该公司盈利主要来自主业经营。2023 年公司营业毛利为 25.87 亿元，较上年变化不大，主要由母婴商品销售、母婴服务以及供应商服务业务贡献。同年公司综合毛利率为 29.56%，其中母婴商品销售、母婴服务以及供应商服务业务毛利率分别为 20.29%、92.48%和 98.05%，均较上年变化不大。公司期间费用率保持在较高水平，对利润形成一定侵蚀。2023 年期间费用率为 28.14%，较上年微降但依旧保持在较高水平。具体来看，销售费用主要包括工资性支出、租赁及物业费、折旧及摊销等，同年为 18.18 亿元，较上年变化不大。管理费用主要包括工资性支出、股权激励以及服务费等，同年为 5.07 亿元，同比增长 13.32%。研发费用主要为研发人员工资性支出，同年为 0.51 亿元，同比减少 41.95%，主要系公司数字化体系建设趋向成熟，当年优化研发人员岗位结构所致，年末公司研发人员数量较上年末减少 61.18%至 99 人。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 0.93 亿元，同比增长 6.15%。

该公司其他经营收益规模不大，对利润的影响较小。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，2023 年为 0.20 亿元。同年，其他收益为 0.25 亿元，主要为日常经营相关的政府补助。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和结构性存款形成的收益，同年为 0.10 亿元。资产处置收益主要为使用权资产处置收益，同年为 0.15 亿元。营业外收入为罚没收入等，营业外支出为捐赠支出等，同年分别为 0.15 亿元和 0.18 亿元。

综合上述因素影响，2023 年该公司净利润为 1.21 亿元，总资产报酬率为 3.05%，均较上年变化不大。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。

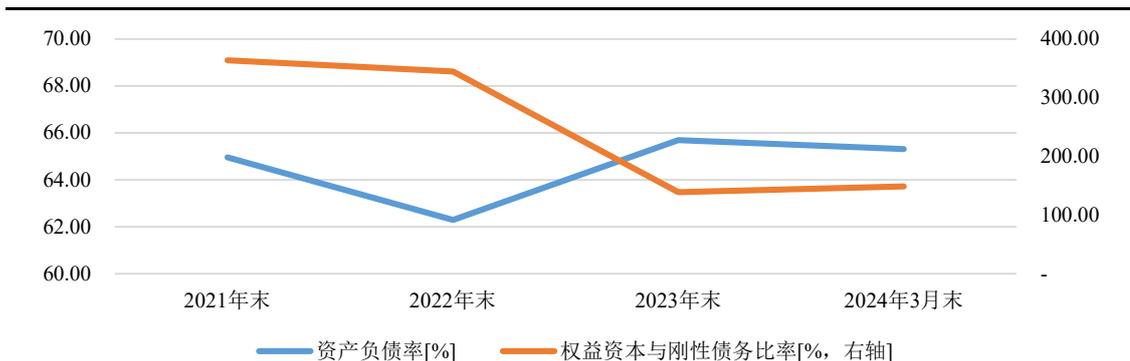
2024 年第一季度，该公司营业收入为 21.94 亿元，较上年同期增长 4.64%；综合毛利率为 29.92%，较上年同期上升 3.07 个百分点；实现净利润 0.16 亿元，上年同期增长 127.64%。

3. 财务

由于收购乐友国际和自建物业所需资金较多，该公司跟踪期内发行可转债融资并提高银行借款的净融资规模，导致刚性债务规模明显上升，权益对刚性债务的保障程度明显下降。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建设与布局，投资环节或将持续存在资金需求而现金净流出。公司收购乐友国际产生的商誉规模较大，后续或面临一定商誉减值风险。

(1) 财务杠杆

图表 9. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据孩子王提供的数据整理、绘制。

2023 年末，该公司资产负债率为 65.69%，较上年末上升 3.40 个百分点，负债经营程度有所上升。同年末，权益资本与刚性债务比率为 138.85%，较上年末下降 205.86 个百分点，保障程度明显下降，主要系当年公司长期借款余额净增加 5.24 亿元，发行孩王转债使得应付债券余额净增加 9.91 亿元，导致当年长期刚性债务规模明显扩张所致。

2024 年 3 月末，该公司资产负债率为 65.30%，较上年末变化不大；权益资本与刚性债务比率为 148.60%，较上年末上升 9.75 个百分点。

① 资产

图表 10. 公司核心资产状况及其变动

主要数据及指标	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	41.55	41.41	52.55	53.11
其中：货币资金（亿元）	16.45	18.59	24.72	24.83
交易性金融资产（亿元）	12.78	9.69	9.05	10.82
存货（亿元）	9.10	9.57	11.20	9.90
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	39.71	37.16	43.52	42.51
其中：固定资产（亿元）	4.47	7.11	6.77	6.54
使用权资产（亿元）	25.63	20.97	17.52	16.84
无形资产（亿元）	1.80	1.74	3.96	3.92
其他非流动资产（亿元）	2.38	4.12	2.31	1.61
期末全部受限资产账面金额（亿元）	6.69	8.83	9.32	--
受限资产账面余额/总资产（%）	8.23	11.24	9.70	--

资料来源：根据孩子王所提供数据整理。

2023 年末，该公司资产总额为 96.07 亿元，较上年末增长 22.28%。其中流动资产占比为 54.70%，主要包括货币资金、交易性金融资产和存货。货币资金同年末账面价值为 24.72 亿元，较上年末增长 32.98%，主要系转债资金到账所致，其中 1.82 亿元使用受限（银承兑汇票保证金、保函保证金、专用账户等）。交易性金融资产主要为金融机构理财产品和结构性存款，同年末账面价值为 9.05 亿元，较上年末减少 6.61%。存货均为库存商品，同年末账面价值为 11.20 亿元，较上年末增长 16.95%，累计计提跌价准备 0.26 亿元。除此之外，同年末，公司预付款项账面价值较上年末增长 52.52%至 1.43 亿元。一年内到期的非流动资产账面价值较上年末增加 2.76 亿元至 2.82 亿元，主要系新增 2.52 亿元定期存单所致。其他流动资产账面价值较上年末增长 65.79%至 1.60 亿元，主要系待抵扣和待认证进项税和预缴企业所得税增长所致。

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，2023 年末账面价值为 6.77 亿元，较上年末减少 4.77%。使用权资产主要为房屋建筑物，同年末账面价值为 17.52 亿元，较上年末减少 16.48%。无形资产主要包括土地使用权、商

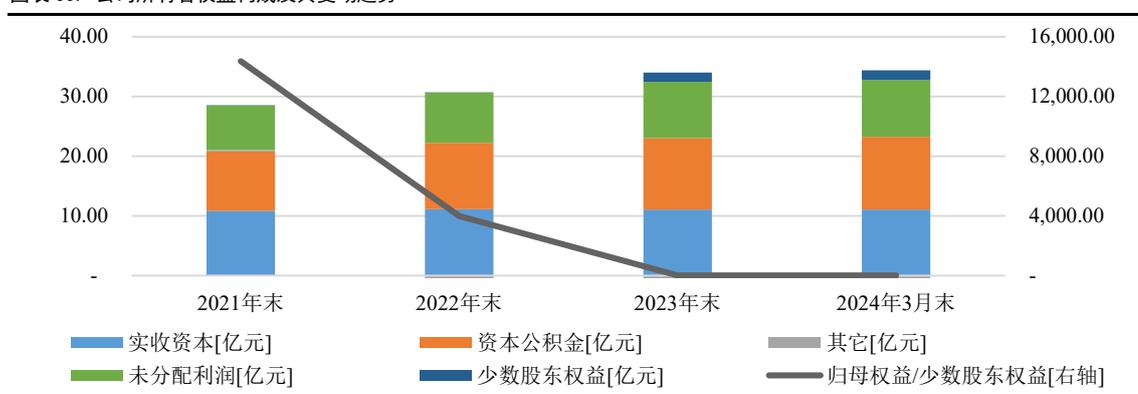
标权以及为企业运营需要而购置的相关软件系统，同年末账面价值为 3.96 亿元，较上年末增长 127.63%，主要系企业合并新增商标权、特许经营权和著作权所致。其他非流动资产主要为持有至到期的定期存单，同年末账面价值为 2.30 亿元，较上年末减少 44.03%。除此之外，因孩子王华北智慧物流基地和区域结算中心项目进入建设阶段，在建工程账面价值较上年末新增 2.00 亿元。商誉账面价值较上年末新增 7.82 亿元，主要系收购乐友国际⁸所致。公司本次收购产生的商誉规模较大，后续或面临一定商誉减值风险。

2024 年 3 月末，该公司资产总额为 95.62 亿元，较上年末变化不大。其中，交易性金融资产账面价值较上年末增长 19.48%至 10.82 亿元，存货账面价值较上年末减少 11.61%至 9.90 亿元。在建工程账面价值较上年末增长 34.02%至 2.68 亿元，主要系孩子王华北智慧物流基地和区域结算中心项目的建设投入。其他非流动资产账面价值较上年末减少 30.26%至 1.61 亿元，主要系公司部分持有至到期存单将于一年内到期所致。

2023 年末，该公司受限资产账面价值合计 9.32 亿元，占当年末总资产的比重为 9.70%。其中，受限货币资金账面价值为 1.82 亿元，抵押形成的受限固定资产和无形资产账面价值分别为 5.01 亿元和 2.49 亿元。

② 所有者权益

图表 11. 公司所有者权益构成及其变动趋势



资料来源：根据孩子王提供的数据整理、绘制。

由于该公司 2023 年收购乐友国际 65%股权，新增 1.55 亿元少数股东权益，当年末公司所有者权益为 32.96 亿元，较上年末增长 11.26%，归母权益和少数股东权益的比值为 20.23 倍，较上年末明显下降。2023 年末，公司实收资本、资本公积、未分配利润占所有者权益的比重分别为 33.67%、36.32%和 28.51%，资本稳定性尚可。2023 年，公司未派发现金红利。

2024 年 3 月末，该公司所有者权益为 33.18 亿元，较上年末增长 0.65%，归母权益和少数股东权益的比值为 19.74 倍。

③ 负债

图表 12. 公司债务结构及核心债务（单位：亿元）

主要数据及指标	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
刚性债务	7.84	8.59	23.74	22.33
其中：短期刚性债务	4.78	4.64	4.63	2.50
中长期刚性债务	3.06	3.96	19.11	19.83
应付账款	8.77	7.30	8.34	10.72
其他应付款	3.13	4.43	5.15	4.84

⁸ 2023 年 6 月，该公司与乐友国际、乐友国际的股东 Leyou(HongKong), 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。乐友国际 2023 年末总资产为 10.30 亿元，净资产为 3.60 亿元，2023 年实现营业收入 17.30 亿元，净利润 0.83 亿元，经营活动产生的现金流量净额为 0.72 亿元。

主要数据及指标	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
合同负债	3.14	3.09	2.52	2.17
租赁负债	22.48	18.46	14.97	14.29

资料来源：根据孩子王所提供数据整理。

注：尾差系四舍五入所致。

2023 年末，该公司长短期债务比为 121.03%，较上年末上升 35.45 个百分点，主要系当年长期借款净增加 5.24 亿元以及新发行孩王转债（计入应付债券，年末余额 9.91 亿元）所致。

债务构成方面，2023 年末该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。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，账龄集中在一年以内；2023 年末余额为 8.34 亿元，较上年末增长 14.37%。其他应付款主要包括限制性股票回购义务、资产采买及预提费用、保证金、租赁及物业费用等。同年末余额为 5.15 亿元，较上年末增长 16.36%。合同负债主要包括黑金卡会员费、储值卡等预收款项，2023 年末余额为 2.52 亿元，较上年末减少 18.63%，主要系会员费大幅减少所致，主要系黑金卡交易额同比下降所致。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。2023 年末，租赁负债余额为 14.97 亿元，一年内到期的租赁负债余额为 5.45 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。

该公司主要融资方式为银行借款，2023 年拓展公开市场发行债券融资，当年末公司刚性债务余额为 23.74 亿元，较上年末增长 176.20%。2023 年末，公司存量银行借款均为长期借款，余额为 9.19 亿元，主要为抵押担保借款（利率区间为 3.30%-4.20%），较上年末增长 132.37%，借款净增加较多主要用于建设孩子王华北智慧物流基地和区域结算中心项目以及收购乐友国际；同年末一年内到期的长期借款余额为 1.40 亿元。应付票据主要为应付供应商的采购货款，同年末余额为 3.24 亿元，均为应付银行承兑汇票，较上年末减少 25.84%。公司 2023 年发行孩王转债，新增公开市场债券融资，年末应付债券余额为 9.91 亿元。

2024 年 3 月末，该公司负债总额较上年末下降 1.06%至 62.44 亿元，其中刚性债务余额较上年末减少 5.95%至 22.33 亿元。同期末，应付票据较上年末减少 65.94%至 1.10 亿元；应付账款较上年末增长 28.51%至 10.72 亿元；合同负债较上年末减少 13.78%至 2.17 亿元。

资金管理方面，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。

（2）偿债能力

① 现金流量

图表 13. 公司现金流量状况

主要数据及指标	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年第一季度
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	5.99	6.19	8.04	3.97
其中：业务现金收支净额（亿元）	6.55	6.43	7.95	3.99
投资环节产生的现金流量净额（亿元）	-12.07	1.31	-11.99	-2.02
其中：购建固定资产、无形资产及其他长期资产支付的现金（亿元）	5.19	2.42	3.62	1.02

主要数据及指标	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年第一季度
筹资环节产生的现金流量净额（亿元）	0.41	-3.32	10.60	-0.93

资料来源：根据孩子王所提供数据整理。

注：业务现金收支净额是指不包括其他因素导致的现金收入与现金支出的经营环节现金流量净额。

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，2023 年公司业务现金收支净额为 7.95 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，公司经营环节产生的现金流量净额为 8.04 亿元。

该公司投资支付、收回投资的现金主要为购买、赎回理财及长期存单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、华北智慧物流基地和区域结算中心及为新设门店购置固定资产所支付的现金。2023 年，公司投资环节产生的现金流量净额为-11.99 亿元，大额净流出主要系公司当年收购乐友国际所致。2023 年，公司筹资环节产生的现金流量净额为 10.60 亿元，大额净流入主要系公司当年发行孩王转债所致。

2024 年第一季度，该公司经营活动现金净流入 3.97 亿元，投资活动现金净流出 2.02 亿元，筹资活动现金净流出 0.93 亿元。

② 偿债能力

图表 14. 公司偿债能力指标值

主要数据及指标	2021 年度	2022 年度	2023 年度
EBITDA（亿元）	10.50	9.23	9.48
EBITDA/全部利息支出（倍）	8.83	8.31	7.86
EBITDA/刚性债务（倍）	1.29	1.12	0.59

资料来源：根据孩子王所提供数据整理、计算。

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，2023 年为 9.48 亿元，较上年增长 2.71%。由于 2023 年末刚性债务较上年末增长 176.20%，当年 EBITDA 对刚性债务和利息支出的保障程度较上年出现弱化，分别为 0.59 倍和 7.86 倍，其中对刚性债务的保障程度弱化更为明显。

4. 调整因素

(1) 流动性/短期因素

图表 15. 公司资产流动性指标值

主要数据及指标	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
流动比率（%）	153.64	157.02	184.06	190.49
速动比率（%）	116.62	117.16	139.83	150.79
现金比率（%）	108.06	107.25	118.28	127.86

资料来源：根据孩子王所提供数据整理、计算。

得益于较好的经营积累和债权融资款的到位，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。2024 年 3 月末，公司流动比率、速动比率和现金比率分别为 190.49%、150.79%和 127.86%。

图表 16. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	其中：贷款授信	累计放贷规模
全部（亿元）	46.54	38.74	11.21
其中：工农中建交五大商业银行（亿元）	15.43	13.43	4.38
其中：大型国有金融机构占比（%）	33.15	34.67	39.07

资料来源：根据孩子王所提供数据整理（截至 2024 年 3 月末）。

作为上市公司，该公司具备一定的资本市场融资能力，同时可从多家商业银行处获得授信。截至 2024 年 3 月末，公司合并口径共获得金融机构综合授信额度 46.54 亿元，其中贷款授信 38.74 亿元，累计放款规模为 11.21 亿元。

(2) ESG 因素

环境与绿色发展方面，根据该公司披露的 2023 年度 ESG 报告，公司发展绿色物流，华北智慧物流基地和区域结算中心项目被中国仓储与配送协会评为二级绿色仓库。

社会责任方面，根据该公司披露的 2023 年度 ESG 报告，公司于 2023 年 9 月获得“江苏民营企业社会责任领先企业”称号。但跟踪期内，公司下属子公司多次受到市场监督管理局的行政处罚，主要原因为销售不合格产品。公司存在一定的商品质量控制风险。

公司治理方面，2023 年 10 月，该公司原持股 5%以上股东 Coral Root Investment Ltd.（简称“Coral Root”）与上海阿杏投资管理有限公司（代表阿杏玄武 1 号私募证券投资基金，简称“阿杏投资”）签订了《股份转让协议书》，Coral Root 拟通过协议转让方式将持有的公司无限售流通股 55,602,226 股以人民币 6.76 元/股的价格转让给阿杏投资。2024 年 1 月，Coral Root 与阿杏投资签订了《股份转让协议书之补充协议》，对部分条款进行了变更，Coral Root 以协议转让的方式向阿杏投资转让其持有的 55,602,226 股公司股份，转让价格由 6.76 元/股调整为 5.98 元/股，转让金额由 37,587.10 万元调整为 33,250.13 万元。上述股份协议转让事项已于 2024 年 4 月受理登记，收到中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司出具的《证券过户登记确认书》。本次过户完成后，Coral Root 持有公司股份 5,778,621 股，占公司目前总股本的 0.5207%，占剔除回购股份数量后总股本的 0.5245%。阿杏投资持有公司股份 55,602,226 股，占公司目前总股本的 5.0104%，占剔除回购股份数量后总股本的 5.0465%。截至 2024 年 4 月 26 日，江苏博思达、南京千秒诺、HCM KW (HK) HOLDINGS LIMITED 以及阿杏投资分别持有公司 25.01%、11.52%、6.30%和 5.01%股权，为持股 5%以上股东。其中江苏博思达和南京千秒诺为一致行动人。公司实际控制人为江苏博思达的唯一股东汪建国。

截至 2024 年 3 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。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。

(3) 表外事项

截至 2024 年 3 月末，该公司无对外担保。同期末，公司无重大未决诉讼。

(4) 其他因素

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。2023 年，公司发生的关联采购商品、接受劳务金额为 1.07 亿元，占当期营业成本的比例为 1.22%；发生的关联销售商品、提供劳务金额为 0.05 亿元，占当期营业收入的比例为 0.08%。截至 2023 年末，公司应收关联方款项余额 0.52 亿元，应付关联方款项余额 0.01 亿元。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 12.30 亿元。

根据该公司 2024 年 5 月 31 日披露的《关于购买资产暨关联交易的公告》，公司为满足本部及控股子公司更好地开展日常经营和办公的需要，拟购买公司关联方南京星仁力房地产开发有限公司（简称“星仁力公司”）持有的五星广场 T1、T2 办公楼部分楼层房地产，资产位于江宁区麒麟高新区运粮河东路以南、光华路以东，建筑面积共计 2.88 万平方米，交易价格为 4.90 亿元。星仁力公司的实际控制人为汪建国。本次交易资产的价格经北方亚事资产评估有限责任公司出具的北方亚事评报字[2024]第 01-601 号《孩子王儿童用品股份有限公司拟购买资产所涉及的南京星仁力房地产开发有限公司持有的五星广场 T1、T2 办公楼部分楼层房地产市场价值资产评估报告》评估。公司于 2024 年 5 月 31 日召开第三届董事会第二十五次会议和第三届监事会第十九次会议，审议通过了《关于购买资产暨关联交易的议案》，公司关联董事汪建国、徐卫红对该议案回避表决，公司独立董事对此召开了独立董事专门会议，全体独立董事发表了明确同意的意见。本次关联交易已于 2024 年 6 月 18 日经股东大会表决通过。

根据该公司所提供的本部 2024 年 5 月 29 日《企业信用报告》，公司本部跟踪期内无违约记录。根据国家企业信用信息公示系统、国家税务总局重大税收违法失信案件信息公布栏、中国执行信息公开网、证券期货市场失信记录查询平台查询结果，截至 2024 年 5 月末公司本部不存在重大异常情况。

5. 同业比较分析

本评级报告选取了福建东百集团股份有限公司、利群商业集团股份有限公司作为该公司的同业比较对象。上述主体均以零售为主业，具有较高的可比性。

该公司主要从事母婴童商品零售及增值服务，资产规模在比较企业中相对较小，但利润率水平适中。相对比较企业，公司负债经营程度不高，权益资本和 EBITDA 对刚性债务的保障程度均相对较优。

债项信用跟踪分析

债项主要条款跟踪分析

(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

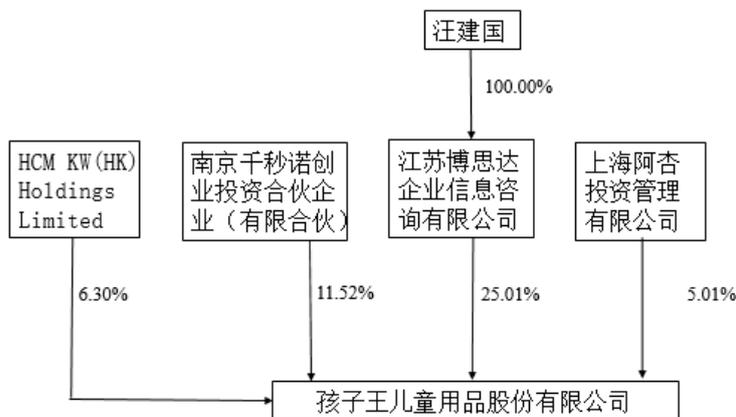
在本次发行的可转债转股期内，当下述情形的任意一种出现时，该公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债：①在转股期内，如果该公司 A 股股票在任意连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）；②当本次发行的可转债未转股余额不足 3,000 万元时。若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。

跟踪评级结论

综上，本评级机构认为孩子王跟踪期内信用质量无实质性变化，决定维持主体信用等级 AA，评级展望稳定，并维持“孩王转债” AA 信用等级。

附录一：

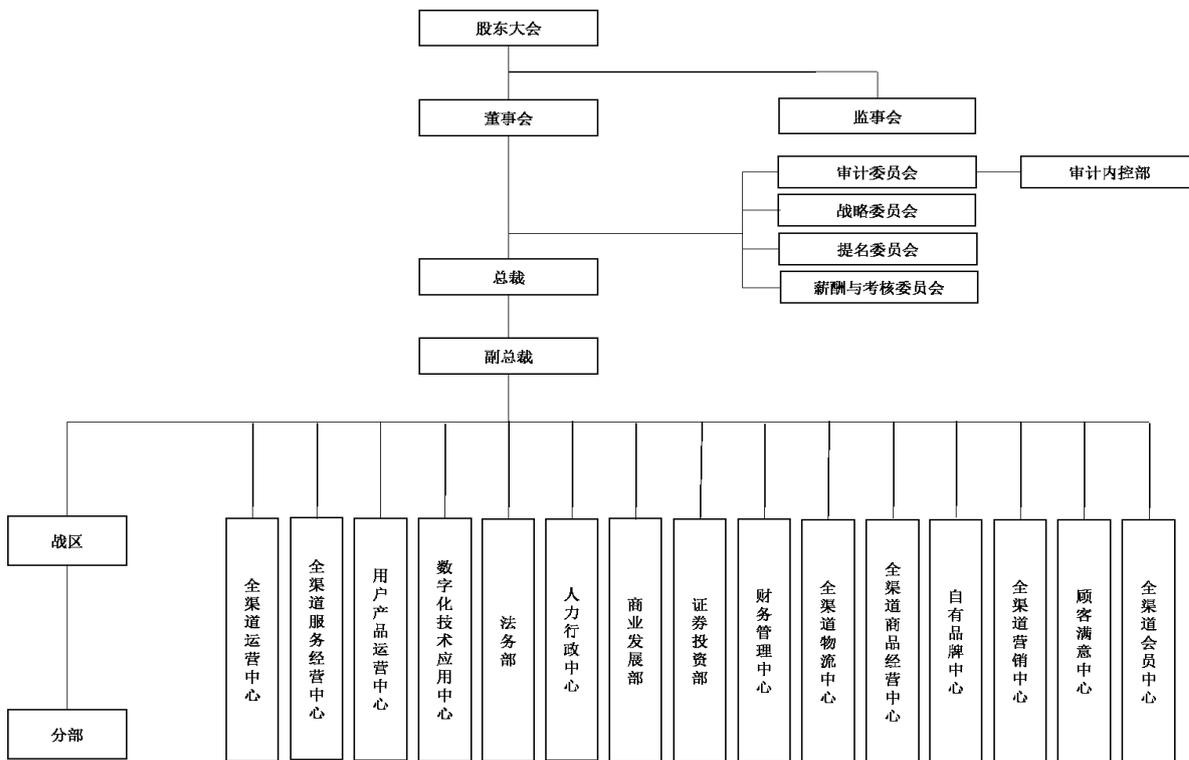
公司与实际控制人关系图



注：根据孩子王提供的资料整理绘制（截至 2024 年 5 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据孩子王提供的资料整理绘制（截至 2024 年 3 月末）。

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	2023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)	
江苏博思达企业信息咨询有限公司	江苏博思达	控股股东	--	商务咨询	未披露	3.54	0.00	0.22	0.39	
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	19.22	24.52	68.94	0.69	0.28	本部口径
乐友国际商业集团有限公司	乐友国际	子公司	65.00	母婴商品零售与服务	未披露	3.60	17.30	0.83	0.72	

注：根据孩子王2023年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

同类企业比较表

核心业务：零售 归属行业：零售行业

企业名称（全称）	最近一次评级 主体信用等级/展望	2023 年度经营数据			2023 年末财务数据/指标			
		总资产（亿元）	净利润（亿元）	总资产报酬率 （%）	权益资本/刚性债务（倍）	资产负债率（%）	EBITDA（亿元）	EBITDA/刚性债务（亿元）
福建东百集团股份有限公司	AA/稳定	145.43	1.73	4.06	0.81	70.74	8.06	0.15
利群商业集团股份有限公司	AA/稳定	165.98	0.23	1.52	0.70	74.50	10.73	0.18
孩子王儿童用品股份有限公司	AA/稳定	96.07	1.21	3.05	1.39	65.69	9.48	0.59

注：部分相关数据及指标来自公开市场可获取数据及计算，或存在一定局限性。

附录五：

发行人主要财务数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2021年/末	2022年/末	2023年/末	2024年 第一季度/末
资产总额 [亿元]	81.26	78.57	96.07	95.62
货币资金 [亿元]	16.45	18.59	24.72	24.83
刚性债务[亿元]	7.84	8.59	23.74	22.33
所有者权益 [亿元]	28.48	29.63	32.96	33.18
营业收入[亿元]	90.49	85.20	87.53	21.94
净利润 [亿元]	2.01	1.20	1.21	0.16
EBITDA[亿元]	10.50	9.23	9.48	—
经营性现金净流入量[亿元]	5.99	6.19	8.04	3.97
投资性现金净流入量[亿元]	-12.07	1.31	-11.99	-2.02
资产负债率[%]	64.95	62.29	65.69	65.30
权益资本与刚性债务比率[%]	363.43	344.71	138.85	148.60
流动比率[%]	153.64	157.02	184.06	190.49
现金比率[%]	108.06	107.25	118.28	127.86
利息保障倍数[倍]	2.92	2.21	2.21	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	56.55	60.36	64.86	—
毛利率[%]	30.60	29.91	29.56	29.92
营业利润率[%]	2.66	1.88	1.71	0.84
总资产报酬率[%]	5.28	3.07	3.05	—
净资产收益率[%]	8.15	4.14	3.85	—
净资产收益率*[%]	8.17	4.20	3.44	—
营业收入现金率[%]	113.56	112.62	112.19	107.21
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	22.20	23.18	29.27	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-14.83	14.74	-7.05	—
EBITDA/利息支出[倍]	8.83	8.31	7.86	—
EBITDA/刚性债务[倍]	1.29	1.12	0.59	—

注：表中数据依据孩子王经审计的 2021-2023 年度及未经审计的 2024 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

附录六：

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 级、CCC 级及以下等级外，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。

附录七：

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	新世纪评级方法总论（2012） 零售行业信用评级方法(2018) 工商企业评级模型（零售）MX-GS009（2019.8）	报告链接
	前次评级	2023年9月1日	AA/稳定	凌辉、张智慧	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（零售行业）FM-GS009（2022.12）	报告链接
	本次评级	2024年6月24日	AA/稳定	凌辉、张智慧	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（零售行业）FM-GS009（2022.12）	-
债项评级	历史首次评级	2022年6月30日	AA	黄蔚飞、凌辉	新世纪评级方法总论（2012） 零售行业信用评级方法(2018) 工商企业评级模型（零售）MX-GS009（2019.8）	报告链接
	前次评级	2023年9月1日	AA	凌辉、张智慧	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（零售行业）FM-GS009（2022.12）	报告链接
	本次评级	2024年6月24日	AA	凌辉、张智慧	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（零售行业）FM-GS009（2022.12）	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅，历史评级信息仅限于本评级机构对发行人进行的评级。