

母婴专业店龙头，全渠道+深度会员服务+供应链能力领先——孩子王招股说明书解析

公司系国内母婴专业店龙头，主要从事母婴商品零售及增值服务。公司拥有大型实体门店、线上 PC 端购物商城、移动端 APP 等全渠道购物体验，同时拥有育儿顾问提供差异化的商品和服务。公司已在全国 20 省（含直辖市），170+个城市内拥有 400+家大型全数字化实体门店，会员亲子家庭超 4000 万。

财务方面，公司收入、利润规模持续扩大，运营效率高。2018-2019 年营收从 52 亿增至 82 亿元，CAGR=25%；归母净利润从 2017 年的 0.9 亿增至 2019 年的 3.8 亿，CAGR=101%。20H1 营收 38 亿元，归母净利润 1.7 亿元。净营运周期天数为负，体现运营高效及对上游的议价能力强。ROE 从 2017 年 9.9%提升至 2019 年 25%。

孩子王竞争优势：①打造“商品+服务+产业生态经济”的多元化体系，从商品经营向客户关系经营升维发展。商品端 SKU 过万，其中奶粉销售量、价齐升。奶粉是对于安全、品质要求最高品类，奶粉占比的持续提升表明客户粘性和信任不断增强。服务端：公司为消费者提供会员服务、儿童游乐场及配套母婴服务等，拥有超 5000 名持证育儿顾问，同时为供应商赋能。2017-2019 年母婴&供应商服务收入占比从 4%提升至 8%，毛利额占比从 14%提升至 28%。社交粘性：公司采用重度会员锁客模式，会员亲子家庭超 4000 万，推出黑金 PLUS 付费会员规模超 70 万人，黑金会员单客年产值达普通会员 7 倍以上。重度会员服务的模式助力公司从商品经营向客户关系经营的升维递进。②渠道：公司全力发展全渠道融合，线下大店平均面积 3000 平体验强，2017-2019 门店数 CAGR 为 29%，跨区域展店能力强。建立全渠道销售体系，2017-2019 线上收入占商品收入比例从 5.9%提升至 16.5%。线上渠道还引入母婴店周边商户、小型母婴网点入驻，打造线上产业生态，H1 实现平台服务收入 2827 万。③供应链：公司已在南京自建了 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、华北、华南和西南区域；在盐城、常州等地设有 16 个城市中心仓，供应链能力领先。④募投项目加强渠道、数字化平台与物流中心建设，计划未来 3 年在 22 个省（市）建设 300 家数字化直营门店。

投资建议：公司建立线下大店极致体验+线上的全渠道体系，特色在于商品经营+客户服务的紧密结合，并通过重度会员模式持续锁定客户增强粘性，形成了基于客户关系经营的全渠道一站式母婴童服务平台，商业模式具有创新性。同时公司供应链能力领先，产业生态建设不断完备，未来成长空间值得期待。此次募集资金将协助公司继续扩大线下直营店规模和数字平台的建设，增强供应链能力。我们看好未来公司的商业模式与成长空间，但鉴于尚未挂牌上市，暂不评级。

孩子王 (A20374)

首次覆盖

不评级

史琨

shikun@csc.com.cn

010-65608483

SAC 执证编号：S1440517090002

SFC 中央编号：BPD410

周博文

zhoubowen@csc.com.cn

010-86451380

SAC 执证编号：S1440520100001

邱季

qiuji@csc.com.cn

010-86451494

SAC 执证编号：S1440520070016

发布日期：2020 年 12 月 04 日

目录

一、公司概况与财务分析	1
(一) 发展历程	1
(二) 股权结构与高管情况	1
(三) 财务分析	2
二、孩子王核心看点	5
(一) 商品+服务+社交，创新母婴零售企业商业模式	5
(二) 渠道：大店极致体验+新零售布局+跨区域扩张	13
(三) 供应链：建立辐射全国的仓储配送体系	18
(四) 募投项目	20
三、母婴行业情况	21
(一) 母婴市场发展迅速，规模持续扩张	21
(二) 消费升级将成为行业未来驱动力	21
(三) 线上线下结合是行业主要发展趋势	22
四、投资建议与风险因素	22

图表目录

图表 1：孩子王发展历程	1
图表 2：公司所获部分奖项	1
图表 3：孩子王股权结构（发行前）	2
图表 4：高管情况	2
图表 5：2015-2020H1 营业收入与同比增速（亿，%）	3
图表 6：2015-2020H1 归母净利润与增速（亿，%）	3
图表 7：2017-2020H1 公司销售毛利率情况（%）	3
图表 8：2015-2020H1 公司销售净利率情况（%）	3
图表 9：2017-2020H1 期间费用及各项费用（%）	4
图表 10：2015-2020H1 公司经营性现金流净额与增速	4
图表 11：2015-2020H1 存货周转天数	4
图表 12：应付账款周转天数	4
图表 13：2015-2020H1 净营业周期	4
图表 14：净资产收益率（%）	5
图表 15：孩子王以会员为中心的商业模式	5
图表 16：2017-2020H1 营业收入拆分	6
图表 17：2017-2020H1 营业收入构成占比	6
图表 18：2017-2020H1 各类业务毛利率	6
图表 19：2017-2020H1 毛利各业务占比	6
图表 20：销售产品品类	7
图表 21：2017-2020H1 奶粉销量及同比增速	7

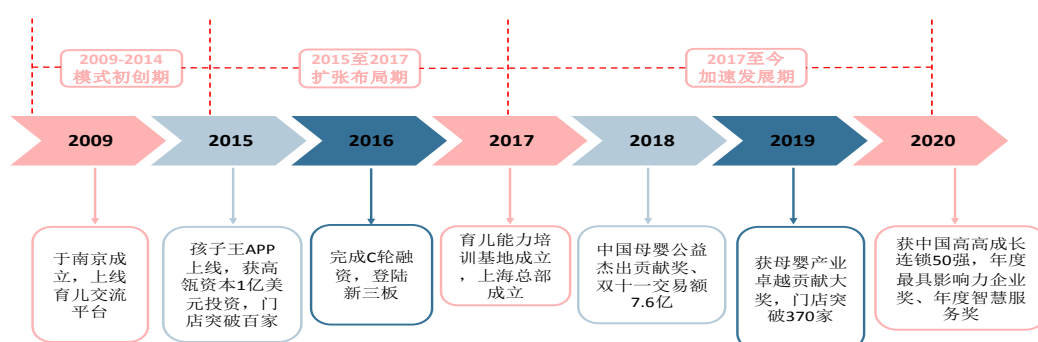
图表 22:	2017-2020H1 奶粉平均销售单价	7
图表 23:	2017-2020H1 部分品类销售收入及同比增速 (%)	8
图表 24:	2017-2020H1 部分品类销售收入及同比增速 (%)	8
图表 25:	2017-2020H1 各品类销售占商品零售收入比例 (%)	8
图表 26:	2017-2020H1 商品零售各品类毛利率 (%)	9
图表 27:	各商品品类毛利占商品销售毛利比例 (%)	9
图表 28:	2017-2020H1 各服务类别占母婴服务收入比例 (%)	9
图表 29:	母婴服务品类	10
图表 30:	公司互动活动信息	10
图表 31:	供应商服务品类	11
图表 32:	公司会员体系	12
图表 33:	公司黑金会员特权	12
图表 34:	2017-2020H1 会员数量及同比增速 (%)	13
图表 35:	2017-2020H1 会员人均订单金额	13
图表 36:	2017-2020H1 会员订单金额及会员订单金额占比 (%)	13
图表 37:	可比公司门店业态对比	14
图表 38:	门店数量及同比增速	14
图表 39:	店铺总面积和坪效	14
图表 40:	孩子王门店与坪效情况 (亿, 万平, 元/平)	15
图表 41:	孩子王线下门店分布	15
图表 42:	孩子王电商平台	16
图表 43:	孩子王线上/线下收入拆分 (单位: 亿)	16
图表 44:	2020 年 3 月 31 日前江苏孩子王股权架构及与上市公司关系	17
图表 45:	2017-2020H1 江苏孩子王营业收入	18
图表 46:	2017-2020H1 江苏孩子王净利润	18
图表 47:	2017-2020H1 江苏孩子王营业收入构成拆分 (%)	18
图表 48:	仓储覆盖区域	19
图表 49:	仓储布局	19
图表 50:	募投项目	20
图表 51:	募投项目规划门店建设情况	20
图表 52:	2010-2019 年我国母婴市场规模及增速 (亿元)	21
图表 53:	2010-2019 年我国人均可支配收入情况 (万元)	21
图表 54:	2010-2019 年城镇化率情况 (%)	21
图表 55:	线上渠道市场规模及其增速	22
图表 56:	母婴线上和线下销售比例	22

一、公司概况与财务分析

（一）发展历程

孩子王成立于 2009 年，主要从事母婴商品零售及增值服务，包括婴儿游泳、婴儿早教、少儿英语培训、儿童娱乐等。公司拥有大型实体门店、线上 PC 端购物商城、移动端 APP 等全渠道购物体验，同时拥有育儿顾问提供差异化服务。根据公司官网数据，公司目前已在全国 20 省份（含直辖市），170+个城市范围内拥有 400+家大型全数字化实体门店，会员亲子家庭超 4000 万。

图表1：孩子王发展历程



资料来源：公司官网，中信建投

目前公司具有完善的商品品类，打造“商品+服务+产业生态经济”的多元化经营体系，在中高端母婴市场建立了良好的品牌形象，先后获得国家级或省级示范项目、“首批线上线下融合发展数字商务示范企业”等，并多次入选中国连锁百强榜，进一步巩固了公司在母婴零售行业的领先优势。

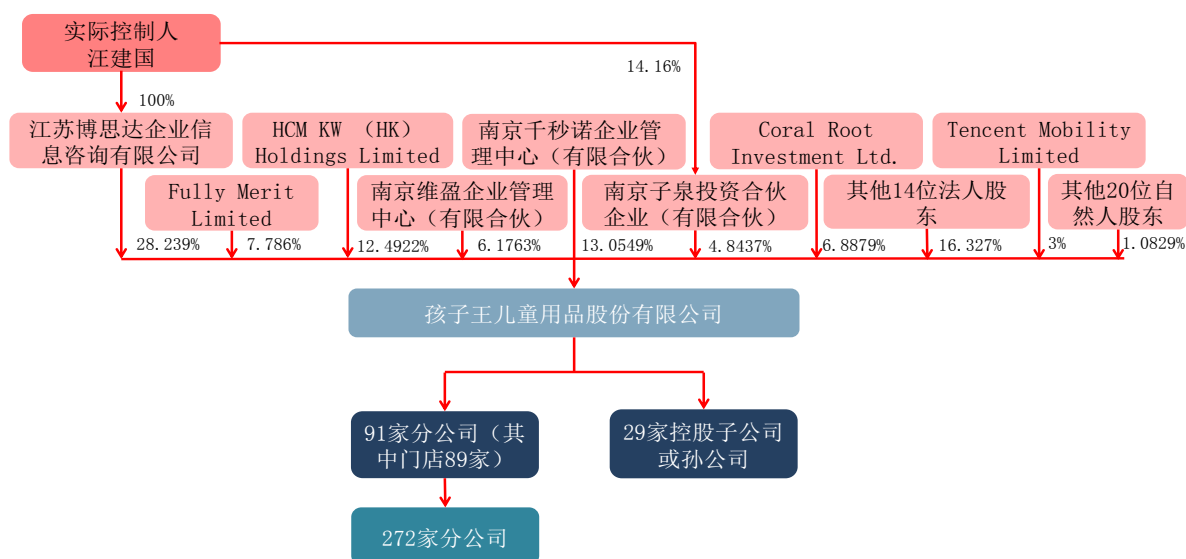
图表2：公司所获部分奖项

获奖时间	所获奖项
2017	公司先后被国家商务部、江苏省商务厅评选为“电子商务示范企业”、
2018	CCFA 金百合连锁品牌最佳营运奖、入选哈佛商业评论“拉姆·查兰管理实践奖、战略转型奖、2018 年度零售业数字化案例榜
2019	孩子王 APP 在 Trustdata 母婴电商类 APP 排名位居第一、新型信息消费示范项目、CBME AWARDS 年度零售创新奖、年度企业社会责任奖、年度优秀营销项目奖、首批线上线下融合发展数字商务示范企业

资料来源：招股说明书，中信建投

（二）股权结构与高管情况

本次发行前，汪建国先生通过其全资持有的江苏博思达以及一致行动人南京千秒诺、南京子泉间接控制公司 46.25%的股份，为公司的实际控制人。

图表3： 孩子王股权结构（发行前）


资料来源：招股说明书，中信建投

孩子王董事会及核心高级管理人员零售经验丰富，深耕行业多年。公司董事长汪建国曾创立五星电器，后连续创业孩子王、汇通达、好享家，分别聚焦婴童、下沉市场与家庭智能系统场景。

图表4： 高管情况

姓名	公司职务	年龄	个人介绍及曾任职务
汪建国	董事长	60	1998-2009 年任江苏五星电器有限公司董事长兼总裁；2006-2009 年任美国百思买集团亚太区副总裁；2009 年至今任五星控股集团有限公司董事长；2012 年 6 月创立公司，现任公司董事长。
徐卫红	总经理	45	2001-2009 年历任江苏五星电器有限公司店长、分公司总经理、市场总监、总裁助理；2009-2012 年任江苏孩子王实业有限公司董事及总经理；现任公司董事及总经理。
沈晖	副总经理、财务总监	53	2001-2008 年历任江苏五星电器有限公司青岛分公司财务经理、财务总监助理；2009-2012 年历任江苏孩子王实业有限公司副总经理、董事；现任公司董事、副总经理及财务总监。
吴涛	副总经理	43	2004-2006 年任力联集团有限公司总裁办公室主任；2006-2009 年历任江苏五星电器有限公司总裁秘书、总裁办公室副主任；2009-2012 年任江苏孩子王实业有限公司董事、副总经理；现任公司董事及副总经理。
何辉	副总经理	45	2009-2012 年任上海盛大网络发展有限公司总监；2012-2015 年任上海智奥一号店信息技术有限公司研发总监、董事及易迅京东上海研究院负责人；2015 年 8 月进入孩子王工作，现任公司董事及副总经理、技术总监。
李昌华	董事会秘书	32	2011-2014 年任德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）深圳分所审计员；2014 年 12 月进入公司工作，现任公司董事会秘书。

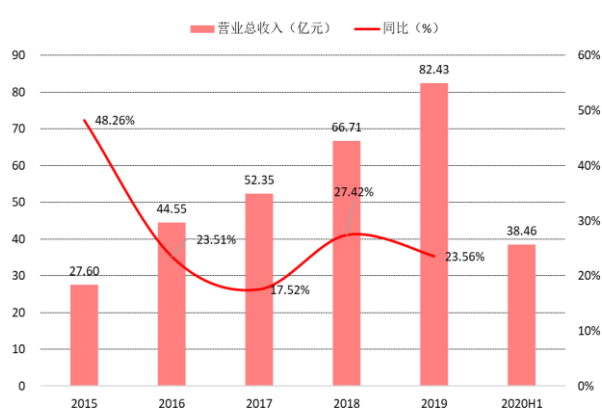
资料来源：招股说明书，中信建投

（三）财务分析

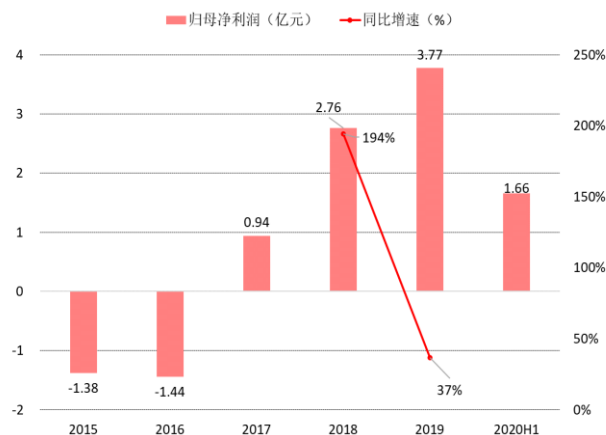
收入、利润规模持续扩大。2015-2019 年，公司营业收入从 27.60 亿元增长至 82.43 亿元，CAGR 为 25%，收入规模稳健增长，主要受益于公司报告期内经营规模持续快速扩大，以及公司在数字化运用、育儿顾问服务、

线上线下全渠道发展方面的优势。20H1 在新冠疫情影响下，公司实现收入 38.46 亿元。

公司归母净利润于 2017 年实现由负转正，2018-2019 年归母净利润从 2.76 亿元增长至 3.77 亿元，增速为 37%，20H1 公司实现归母净利润 1.66 亿元。

图表5： 2015-2020H1 营业收入与同比增速（亿，%）


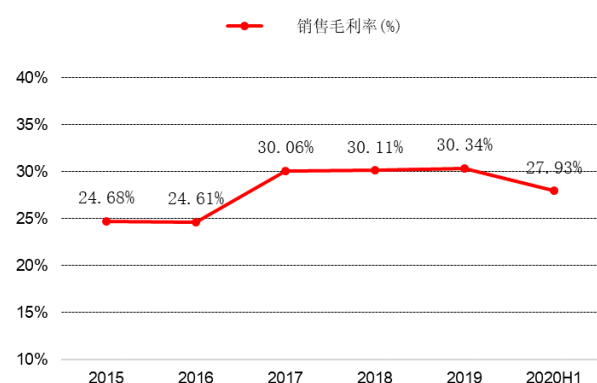
资料来源：招股说明书，中信建投

图表6： 2015-2020H1 归母净利润与增速（亿，%）


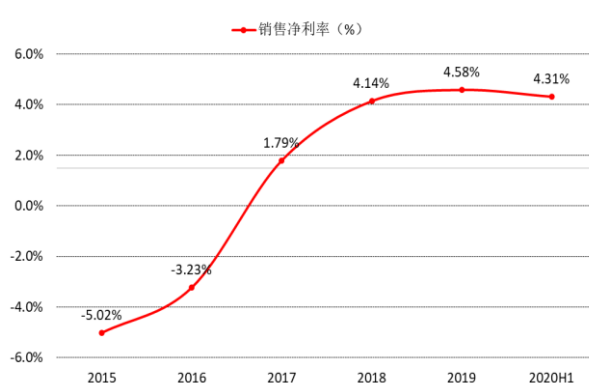
资料来源：招股说明书，中信建投

盈利能力方面，毛利率、净利率稳定上升。公司毛利率从 2015 年的 24.68% 提升至 2019 年的 30.34%，销售毛利率整体呈提升趋势，预计主要原因系高毛利率的供应链服务与母婴服务占比持续提升。20H1 公司毛利率有所下滑，预计主要受新冠疫情影响（线下客流减少、促销活动等），以及在收入新准则影响下，公司将履约成本计入营业成本，预计影响毛利率 0.75pct。

销售净利率方面，2015-2019 年公司销售净利率从 -5.02% 提升至 4.58%，2020H1 销售净利率为 4.31%，盈利能力持续提升。

图表7： 2017-2020H1 公司销售毛利率情况（%）


资料来源：招股说明书，中信建投

图表8： 2015-2020H1 公司销售净利率情况（%）


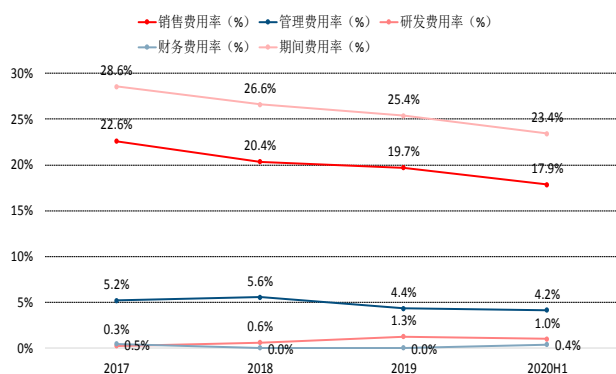
资料来源：招股说明书，中信建投

期间费用率在规模效应下逐步下降。2017-2020H1 期间，公司期间费用率从 28.55% 降至 23.42%，呈现下降趋势，其中销售费用率从 2017 年的 22.59% 降至 2020H1 的 17.86%，管理费用率从 5.22% 下降至 4.15%，预计费用率下降主要受益于规模效应驱动。

公司经营性现金充裕。公司经营性现金流净额于 2017 年实现由负转正。2017-2019 年，公司经营性现金流

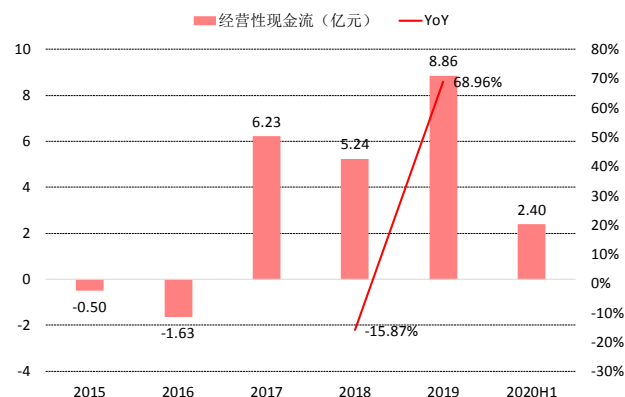
净额从 6.23 亿增长至 8.86 亿，CAGR 为 19%，经营性现金流净额保持充裕，且持续高于公司净利润，主要受益于公司存货管控效率的不断提升、且对上下游拥有较强议价能力。

图表9： 2017-2020H1 期间费用及各项费用（%）



资料来源：招股说明书，中信建投

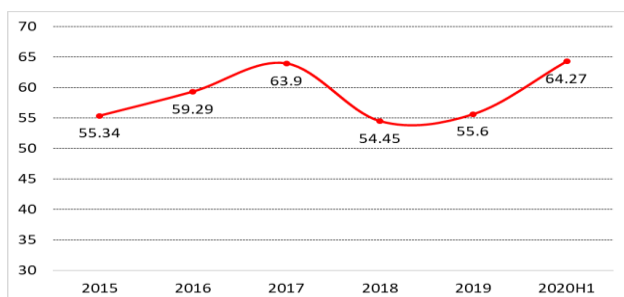
图表10： 2015-2020H1 公司经营性现金流净额与增速



资料来源：招股说明书，中信建投

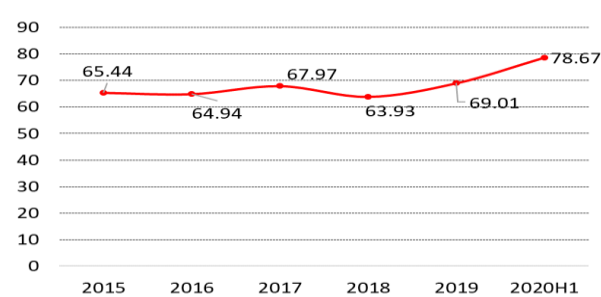
营运能力方面，营运资本运作高效，净营业周期为负。2018、2019 年孩子王存货周转天数维持在 55 天左右，2020H1 有所升高，预计主要受疫情影响。应付账款方面，公司应付账款天数整体平稳上升，且高于存货周转天数，体现公司对于上游议价能力较强，渠道能力为上游所看重。公司的净营业周期天数为负（存货周转天数+应收周转天数-应付周转天数），且呈现进一步降低趋势，体现公司营运资本使用效率高。

图表11： 2015-2020H1 存货周转天数



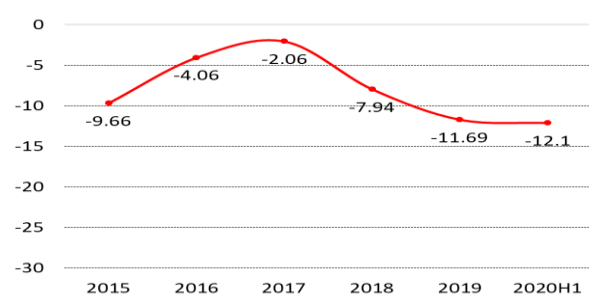
资料来源：招股说明书，中信建投

图表12： 应付账款周转天数



资料来源：招股说明书，中信建投

图表13： 2015-2020H1 净营业周期

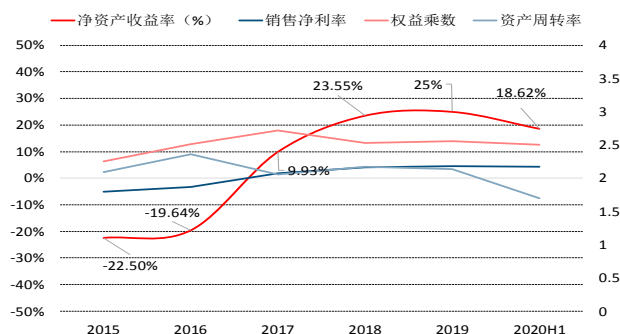


资料来源：招股说明书，中信建投

ROE 逐步提升。公司净资产收益率于 2017 年实现由负转正。2017-2019 年公司净资产收益率分别是 9.93%，

23.55%和 25%，公司 ROE 提升主要受益于净利率的提升，且权益乘数、资产周转率基本保持稳定。2020H1 净资产收益率（简单年化后）为 18.62%。

图表14：净资产收益率（%）



资料来源：招股说明书，中信建投

二、孩子王核心看点

（一）商品+服务+社交，创新母婴零售企业商业模式

孩子王是一家以数据驱动、基于用户关系经营的创新型新家庭服务平台。以顾客需求为导向，在零售商业内开创了以会员为核心资产的“商品+服务+社交”的大店模式、育儿顾问式服务模式、重度会员制下的单客经济模式。

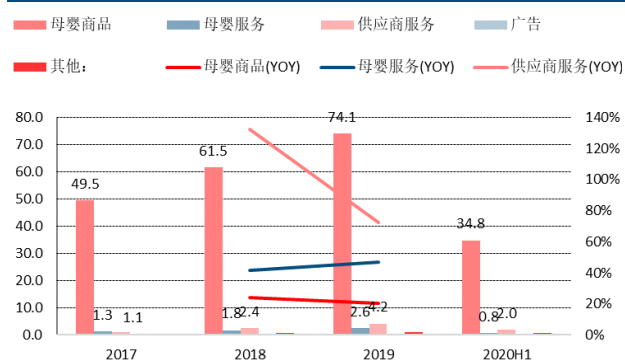
图表15：孩子王以会员为中心的商业模式



资料来源：招股说明书，中信建投

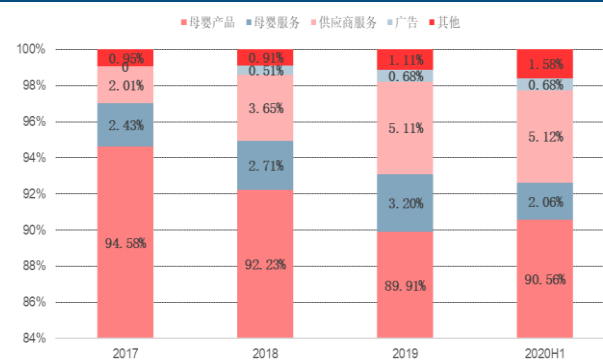
公司业务可以分为母婴商品、母婴服务、供应商服务和广告业务，其中母婴商品销售是公司主要收入来源，服务类收入快速增长。2017-2019 年，公司母婴商品收入占比从 94.58%降至 89.91%，对应母婴服务收入占比从 2.43%升至 3.2%，供应商服务收入占比从 2.01%升高至 5.11%。

图表16： 2017-2020H1 营业收入拆分



资料来源：招股说明书，中信建投

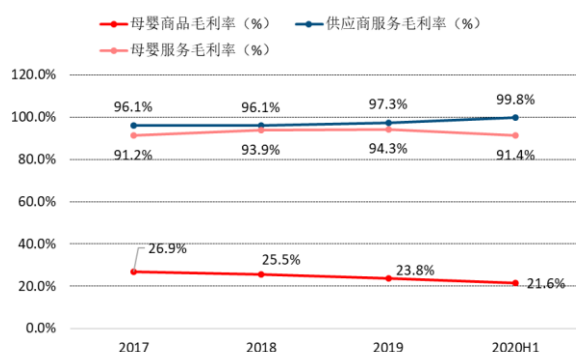
图表17： 2017-2020H1 营业收入构成占比



资料来源：招股说明书，中信建投

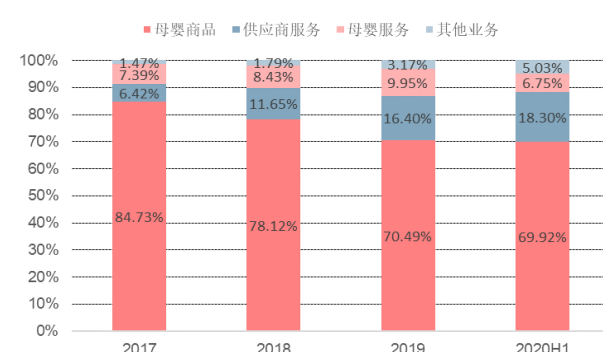
从各业务的毛利率来看，服务类收入毛利率更高，且服务类毛利额贡献占比持续提升。供应商服务和母婴服务毛利率较高，供应商服务毛利率从2017年96.14%上升到2020H1的99.76%。母婴服务的毛利率2017年的91.22%上升到2019年的94.32%，2020H1为91.35%（预计受疫情影响波动下降）。毛利额构成方面，2017-2020H1，母婴商品毛利额占比从84.73%降至69.92%，供应商服务毛利额占比从6.42%提升至18.3%；公司母婴服务毛利额占比从2017年的7.39%提升至2019年的9.95%，2020H1预计受疫情影响，线下客流减少，导致母婴服务类毛利额占比降至6.75%。

图表18： 2017-2020H1 各类业务毛利率



资料来源：招股说明书，中信建投

图表19： 2017-2020H1 毛利各业务占比



资料来源：招股说明书，中信建投

1、商品经营——自营为主，核心品类奶粉占比持续提升

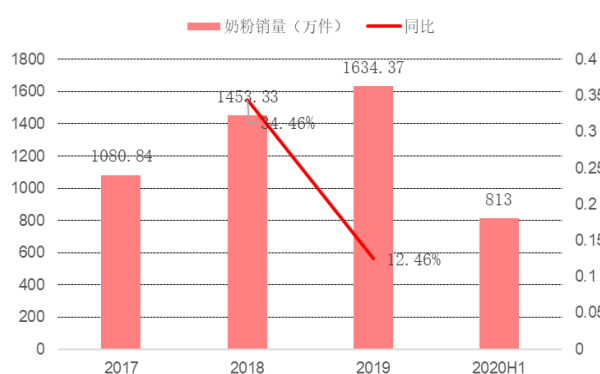
公司主要通过线下直营门店和线上渠道销售食品（奶粉、零食辅食、营养保健）、衣物品（内衣家纺、外服童鞋）、易耗品（纸尿裤、洗护用品）、耐用品（玩具、文教智能、车床椅）等多个品类，SKU逾万种。公司销售的母婴商品以中高端品牌为主，2017-2019年母婴商品销售收入从49.5亿增长至74.1亿元，CAGR为22%。

图表20： 销售产品品类

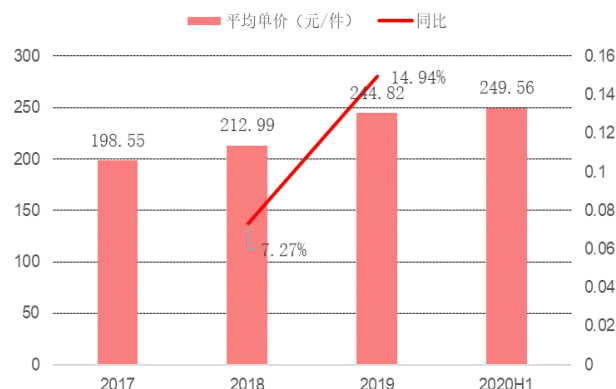
产品大类	产品门类	描述
食品	奶粉	各类适用于孕产妇、0-6 岁儿童的奶粉，主要合作品牌包括惠氏、雅培、爱他美、飞鹤、诺优能、美素佳儿、美赞臣、A2、合生元、雀巢、海普诺凯、佳贝艾特、君乐宝、贝因美、伊利、喜宝、纽康特、圣元、卡洛塔妮、澳优等
	辅食	各类米粉、面条、肉松、果泥、饼干、鱼肠、乳品饮料等分类商品，主要合作品牌包括嘉宝、伊威、宝力臣、亨氏、爱思贝、小皮、伊利等
	营养保健	各类适用于孕产妇、婴幼儿的维生素、益生菌等营养保健产品，主要合作品牌包括合生元、swisse、乐佳善优、养生堂、美维仕、艾兰得、小葵花等
衣物品	内衣家纺	各类婴童用内衣、家纺、小棉品等，主要合作品牌包括良良、旋转叮当、拉比、英氏、米乐熊、显丹木、孕之彩等，以及自主品牌初衣萌、植物王国
	外服童鞋	各类童装童鞋，主要合作品牌包括巴拉巴拉、马卡乐、戴维贝拉、贝贝王国、安米莉、可拉比特、基洛浦、百丽、巴布豆、乐客友联、佳亲等
易耗品	纸尿裤	各婴儿纸尿裤、拉拉裤、纸尿片，合作品牌包括花王、大王、moony、好奇、露安适、泰迪熊、beaba、dodie、爱乐爱、适宝康、安儿乐、帮宝适、妮飘、米菲等
	洗护用品	各类家居洗护用品，主要合作品牌包括贝亲、露安适、启初、babycare、Tommee Tippee、美德乐等，以及自主品牌贝特倍护
耐用品	玩具	各类儿童玩具，主要合作品牌包括乐高、费雪、澳贝、蓓臣、澳乐、贝恩施、Hape 等，以及自主品牌慧殿堂
	文教智能	各类图书、学习桌椅、绘画用品、电子产品等，主要合作品牌包括三晖、乐乐趣、麦斯卡、孩之宝、壹百分、火火兔、小天才、步步高、护童、绘儿乐等
	车床椅	各类婴幼儿推车、婴儿床、安全座椅、滑车等，主要合作品牌包括好孩子、帕琦、宝得适、昆塔斯、yuyu、宝贝第一、pouch、智乐堡、优贝等

资料来源：招股说明书，中信建投

公司商品零售各品类中，奶粉占商品零售收入比例超 50%且量、价齐升。由于奶粉质量直接关系到幼儿的健康，其质量最受消费者关注，我们认为奶粉是母婴店最为核心的品类，直接体现消费者对母婴店的信赖度。2017-2019 年，公司奶粉销售收入从 21.46 亿增长至 40.01 亿，CAGR 为 36.54%，占商品零售收入比例从 43.34%持续提升至 53.99%。2020H1 奶粉收入 20.29 亿元，商品销售收入占比上升到 58.25%。奶粉销量的持续提升主要受奶粉的平均销售单价及销量均持续上升导致。2017-2019 年，公司奶粉销量从 1080.84 万件上升到 1634.37 万件，CAGR 为 23%，2020H1 奶粉销量为 813 万件。2017-2020H1，奶粉平均单价从 198.6 元上升到 249.6 元，2017-2019 年奶粉单价 CAGR 为 12%，体现高端化趋势。

图表21： 2017-2020H1 奶粉销量及同比增速


资料来源：招股说明书，中信建投

图表22： 2017-2020H1 奶粉平均销售单价


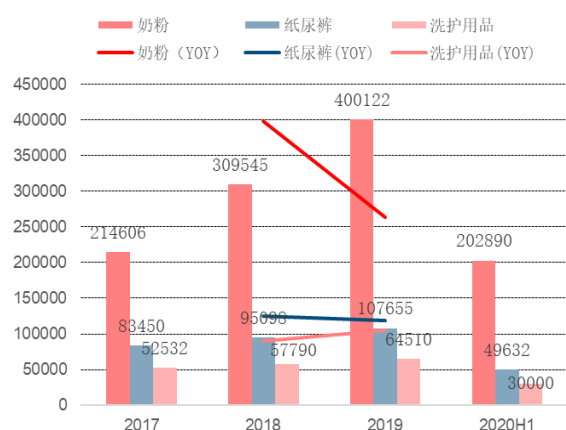
资料来源：招股说明书，中信建投

从毛利率来看，2017-2019 年，公司奶粉类产品毛利率逐年上升，从 2017 年的 20%上升到 2019 年的 21%，2020H1 奶粉毛利率小幅小降为 18%，由于主要是由于销售价格上涨幅度低于单位成本变动幅度导致。上半年受

疫情影响，为了保证销量，奶粉类商品价格上涨幅度较小，但单位成本仍旧呈上升趋势。毛利额构成方面，从2017年到2020H1，奶粉销售毛利占毛利比例不断上升，从2017年32.22%上升到2020H1的49.66%。奶粉系消费者对于安全、品质要求最高品类，公司奶粉品类占比的持续提升表明公司品牌力的不断增强。

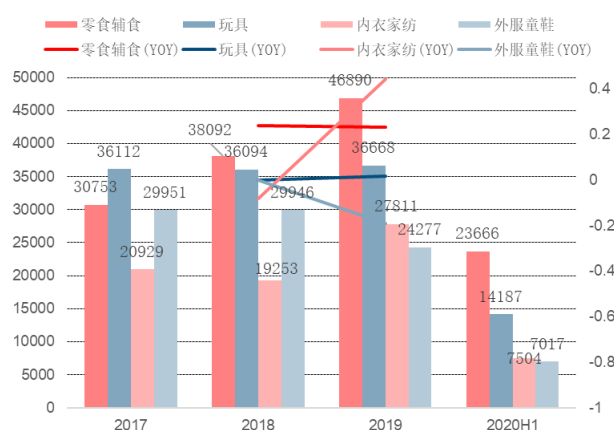
其他品类方面，从收入占比来看，2017年至2020H1纸尿裤收入占商品零售收入比例从16.85%降至14.25%，洗护用品收入占商品零售收入比例从10.61%降至8.61%。从毛利率看，2020H1纸尿裤毛利率为19%，外服童鞋销售毛利率达54%，内衣家纺毛利率达46%。从毛利占比看，2017年至2020H1，纸尿裤毛利占比从13.09%下降到12.57%，洗护用品毛利占比从12.71%下降到10.97%。

图表23： 2017-2020H1 部分品类销售收入及同比增速（%）



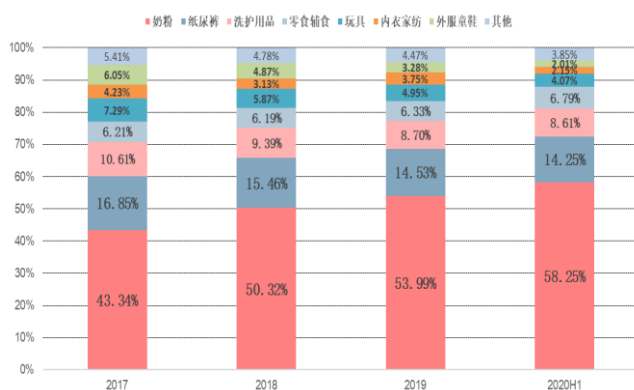
资料来源：招股说明书，中信建投

图表24： 2017-2020H1 部分品类销售收入及同比增速（%）

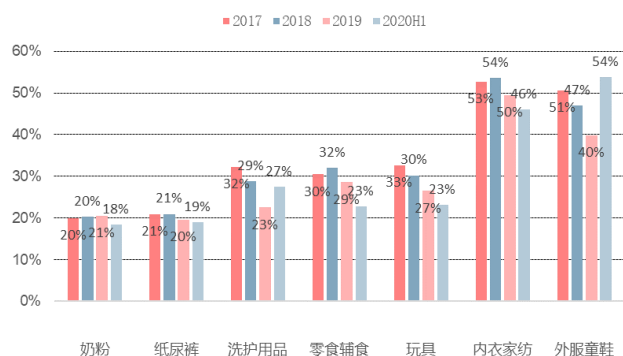


资料来源：招股说明书，中信建投

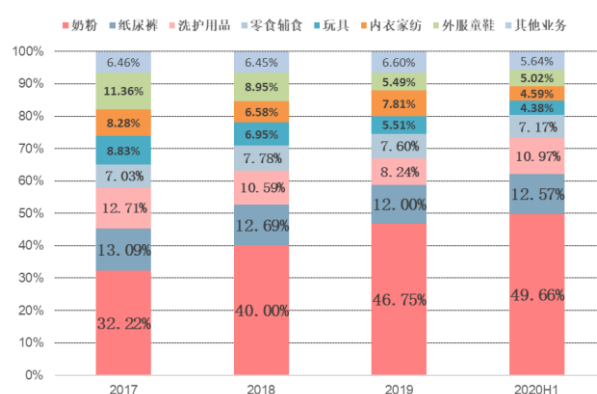
图表25： 2017-2020H1 各品类销售占商品零售收入比例（%）



资料来源：招股说明书，中信建投

图表26： 2017-2020H1 商品零售各品类毛利率（%）


资料来源：招股说明书，中信建投

图表27： 各商品品类毛利占商品销售毛利比例（%）


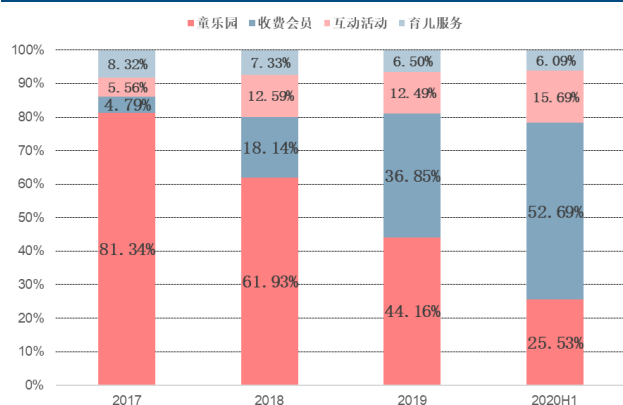
资料来源：招股说明书，中信建投

2、母婴服务——提升消费者互动体验的粘性与温度

孩子王不单提供丰富的商品品类销售，还提供儿童游乐场及配套母婴服务。在孩子王门店，可以找到育儿服务中心、成长教室、成长缤纷营、妈妈交流休闲区等，同时，针对孕产妇和不同年龄阶段的孩子，孩子王门店拥有多种线下互动活动，例如新妈妈学院、孕婴童展、爬爬赛、冬夏令营等，围绕用户“玩、陪、学、晒”的需求增强客户互动感和体验感。”

2017-2019 年公司母婴服务收入从 1.27 亿增长至 2.64 亿元，CAGR 为 44%，收入占比从 2.4%提升至 3.2%。公司的母婴服务收入主要包括童乐园、收费会员、互动活动和提供育儿活动服务等母婴童增值服务。

从收入占比来看，收费会员收入占比持续提升。2017-2020H1 童乐园收入占母婴服务收入比例从 81.34%降至 25.43%，收费会员占比从 2017 年的 4.79%上升到 2020H1 的 52.69%。互动活动占比持续上升，从 2017 年的 5.56%上升到 2020H1 的 15.69%。

图表28： 2017-2020H1 各服务类别占母婴服务收入比例（%）


资料来源：招股说明书，中信建投

图表29： 母婴服务品类

服务门类	服务描述
童乐园	面向 0-8 岁宝宝提供专属设计的“童乐园”儿童游乐服务，并开发了与儿童游乐服务相结合的“成长缤纷营”特色活动
互动活动	在线下实体门店举办包括新妈妈学院、爬爬赛在内的各类互动活动
育儿服务	为消费者提供催乳、婴儿抚触、宝宝理发、小儿推拿等增值服务



资料来源：招股说明书，公司官网，中信建投

为增强客户黏性，提升购物体验，公司创新性采用“商品+服务+社交”的运营模式，在提供母婴商品及服务的基础上，以情感为纽带，以线下活动为社交载体，通过门店或线上举办包括新妈妈学院、爬爬赛、成长印记在内的各类互动活动，为新家庭构建多样化的互动社区。公司开展互动活动的月均门店数量由 2017 年的 185 家上升到 2020H1 的 358 家；收费活动场次由 2017 年的 1.78 万场上升到 2019 年的 5 万场，2020H1 开展 21233 场；随着公司门店数量的持续增加以及收费活动场次的逐年增加，公司互动活动订单和收入也逐年增长。互动活动收入从 2017 年的 709.03 万元增加到 2019 年的 3293.90 万元。平均单笔订单金额从 2017 年的 13.66 元上升到 2019 年的 22.46 元。

图表30： 公司互动活动信息

项目	2017	2018	2019	2020H1
月均门店数量（个）	185	227	291	358
收费互动活动场次（场）	17890	35683	49990	21233
平均每店年收费活动场次（场/年）	97	157	172	59
互动活动收入（万元）	709.03	2273.11	3293.90	1244.86
收费互动活动订单量（万单）	51.92	107.81	146.65	59.91
平均单笔订单金额（元）	13.66	21.08	22.46	20.78

资料来源：招股说明书，中信建投

3、供应商服务——赋能供应商，完善公司流量变现模型

为进一步加强与供应商的长期战略合作关系，公司充分利用自身的品牌影响力及会员资源，为供应商提供了一系列会员开发、互动活动冠名、商品线上线下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。

2017-2019 年，供应商服务形成的毛利从 1 亿元增长至 4.1 亿元，2020H1 公司供应商服务形成的毛利为 2 亿元。2017-2020 年，供应商服务毛利占比从 6.51% 升至 18.59%，供应商服务贡献的毛利逐年提升。随着公司品牌知名度的提升、全渠道营销网络的构建、会员体系的完善，供应商更愿意加强与公司的全方位合作，以促进其自身品牌商品的销售规模，提高客户对其品牌商品的忠诚度。供应商服务作为毛利率较高的业务，有望持续推动整体业务的毛利率提升。

图表31： 供应商服务品类

服务种类	服务内容
会员开发活动	提供新会员及黑金会员的开发和产值提升服务
互动活动冠名	提供爬爬赛、童乐会、新妈妈学院、一日父母体验及孕婴童展等活动的开展、组织、宣传和推广服务
推广宣传	提供新品、新供应商及新店的商品推广宣传、门店专属陈列展示等服务
数字化服务	提供协同平台用于自动化对账、结算、开票、销售及订货数据在线化的服务；为供应商提供电子价签用以提升商品门店在线化、商品活动自动化及用户评论商品智能推荐的服务

资料来源：招股说明书，中信建投

4、社交——重度会员制的锁客模式

孩子王自成立以来，就以“经营顾客关系”为理念，依托领先的大数据技术和门店场景化优势，着力构建了基于情感为纽带的会员制企业。通过多年深入研究会员关系管理，建立了对会员的一套完善的闭环管理体系，包括会员获取、会员互动、会员分类、会员增值和会员评估五个方面。

公司深度挖掘客户多元化需求，开展精细化运作和差异化经营，提升客户体验，进而提高订单转化能力及客户复购率，完成从规模增长到单客价值的持续挖掘，为母婴商品销售收入增长创造条件同时，商业模式也实现从商品经营向客户关系经营的升维递进。

图表32： 公司会员体系

会员获取	公司围绕 1-6 岁亲子家庭的成长互动需求，结合会员的年龄阶段设计开发了数十个互动产品，打造了一个涵盖孕期教育、科学育儿、趣味游戏、亲子互动、健康比赛等多种类别的会员互动体系。
会员互动	公司围绕 1-6 岁亲子家庭的成长互动需求，结合会员的年龄阶段设计开发了数十个互动产品，打造了一个涵盖孕期教育、科学育儿、趣味游戏、亲子互动、健康比赛等多种类别的会员互动体系。
会员分类	随着会员规模的不断增加以及全渠道战略布局的推进，公司于 2017 年 9 月上线了全新会员成长体系，统一线上和线下会员，并对会员进行分类分级管理，提升会员经营效率和质量。
会员增值	为进一步深耕会员体系、升级会员运营，公司于 2018 年 5 月正式推出付费产品—黑金 PLUS 会员，围绕孕妇与婴幼儿两大目标用户以及差异化需求，推出了孕享卡（399 元/年）和成长卡（199 元/年）两类。
会员评估	公司基于大数据挖掘与分析，建立了会员全生命周期下的数字化运营体系。

资料来源：招股说明书，中信建投

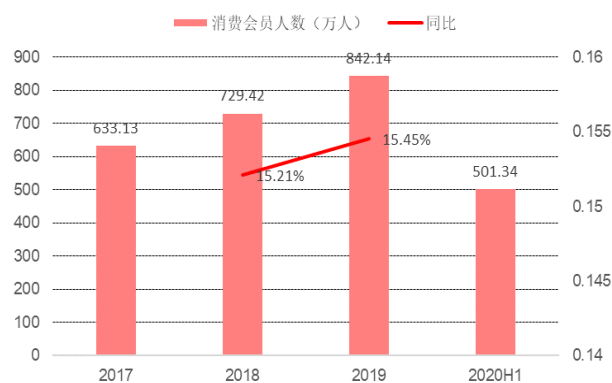
会员粘性营销方面，公司打造了从“互动产生情感—情感产生黏性—黏性带来高产值会员—高产值会员口碑影响潜在消费会员”的整套“单客经济”模型。2018 年 5 月，公司正式推出付费会员—黑金 PLUS 会员。截至 2020 年 6 月末，公司累计黑金会员规模超过 70 万人，单客年产值达到普通会员的 7 倍以上。

图表33： 公司黑金会员特权

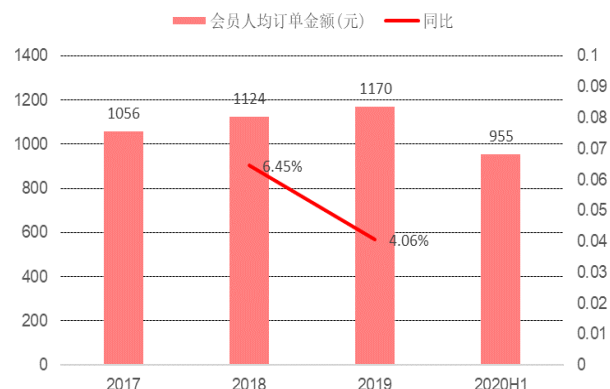


资料来源：招股说明书，中信建投

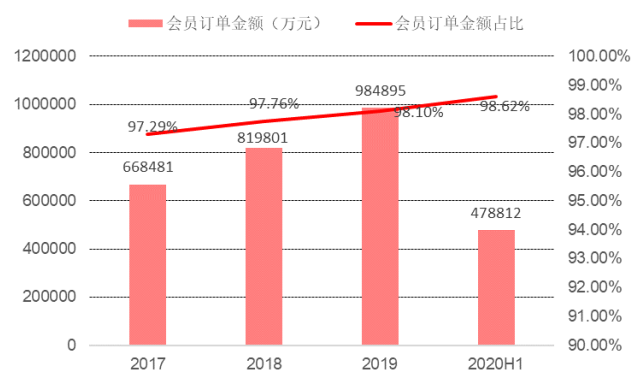
经过发展，公司会员人数持续上升，截至 2020 年 6 月末，公司会员人数超过 3700 万人，较 2017 年初的 1,154 万人增长超过 1 倍，其中最近一年活跃用户近 1,000 万人，会员贡献收入占公司的全部母婴商品销售收入的 98% 以上。其中，2017-2019 年，公司的消费会员人数从 633.13 万人上升到 842.14 万人，会员人均订单金额从 1056 元上升到 1170 元，会员订单金额从 67 亿元上升到 98 亿元。会员订单金额占总订单金额比例不断上升，2017-2020H1 从 97.29% 上升到 98.62%。

图表34： 2017-2020H1 会员数量及同比增速（%）


资料来源：招股说明书，中信建投

图表35： 2017-2020H1 会员人均订单金额


资料来源：招股说明书，中信建投

图表36： 2017-2020H1 会员订单金额及会员订单金额占比（%）


资料来源：招股说明书，中信建投

（二）渠道：大店极致体验+新零售布局+跨区域扩张

1、线下大店模式增强消费者体验：

公司线下采取大店模式，平均单店面积约 3000 平米（最大单店面积超过 7,000 平米），且门店全部开设在 10 万平米及以上的 Shopping Mall 内，除提供丰富的商品品类外，还提供儿童游乐场及配套母婴服务，打造一站式购物场景。陈列方面，打造孩子时尚区、孩子探索区、孩子呵护区、孩子力量区以及综合专区。同时，为提供专业的客户服务，门店还专设了育儿服务中心、成长教室、成长缤纷营、妈妈交流休闲区等，围绕用户“玩、

陪、学、晒”的需求，针对孕产妇和不同年龄阶段的孩子提供多种线下互动活动，例如新妈妈学院、孕婴童展、爬爬赛、冬夏令营等，增强客户互动感和体验感。

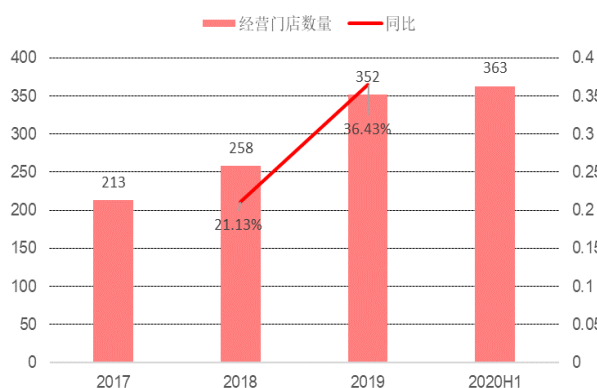
图表37： 可比公司门店业态对比

公司	门店数量	门店面积	区域布局
孩子王	全国 363 家直营门店（截至 2020 年 6 月末）	平均约 2,700 平米（最大超过 7,000 平米）	总部位于南京，已在江苏、安徽、四川、湖南、浙江、山东等全国 19 个省市、121 个城市开设直营数字化门店
爱婴室	全国 287 家直营门店（截至 2020 年 6 月末）	平均约为 600 平米	总部位于上海，已在上海、江苏、浙江、福建、重庆、深圳等地区开设直营门店
乐友	全国 700 余家直营+加盟店	200 至 600 平米	总部位于北京，已在北京、上海、湖北、辽宁、河南等全国 25 个省市自治区开设直营和加盟店
爱婴岛	9,000 余家 直营+加盟店+伙伴店	60 至 300 平米	总部位于珠海，已在华南、华中、华东、西北、西南等 17 个省市、230 余个城市开设直营、加盟和伙伴店
丽家宝贝	全国 108 家直营+加盟店	-	总部位于北京，已在北京、天津、武汉、成都等地区开设直营和加盟店

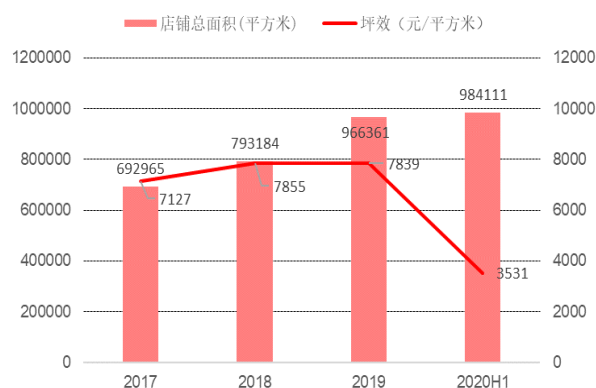
资料来源：招股说明书，中信建投

2、门店数量领先同业，跨区域扩张能力行业领先，单店效率不断提升

线下渠道数量方面，公司门店数从 2017 年的 213 家店增长到 2019 年的 352 家店，CAGR 为 29%。2020H1 门店数量为 363 家。店铺总面积从 2017 年的 69 万平方米扩大到 2020H1 的 98 万平方米。公司店铺的平均坪效从 2017 年的 7127 元/平提升至 2019 年的 7838 元/平，两年以上成熟门店坪效达 9779 元/平。

图表38： 门店数量及同比增速


资料来源：招股说明书，中信建投

图表39： 店铺总面积和坪效


资料来源：招股说明书，中信建投

图表40： 孩子王门店与坪效情况（亿，万平，元/平）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-6 月
经营门店数量	213	258	352	363
经营门店面积	69.30	79.32	96.64	98.41
门店收入	49.39	62.31	75.75	34.75
坪效	7,127.48	7,855.05	7,838.82	3,531.48
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-6 月
两年以上老店数量	103	168	207	221
两年以上老店面积	36.47	57.23	67.20	71.06
两年以上老店收入	34.63	54.05	65.71	28.23
两年以上老店坪效	9,494.83	9,443.81	9,779.41	3,973.27

资料来源：招股说明书，中信建投

②跨区域布局优势领先：

公司线下门店在华东、华北、西南、华南地区均成功布局，其中江苏省门店数 86 家数量领先。公司门店遍布全国主要区域与城市，跨区域展店能力处于行业前列。

图表41： 孩子王线下门店分布


资料来源：招股说明书，中信建投

3、全渠道布局，大力发展新零售，会员粘性持续增强：

公司全力发展全渠道融合战略，建立了“无界+精准+数字化+服务化”的运营模式，消费者可通过线上平台、APP、微信小程序、微商城，或线下触屏终端、“扫码购”自助下单、“店配速达”等多种渠道，获得更加流畅、便捷的消费体验。

图表42： 孩子王电商平台



资料来源：招股说明书，中信建投

电商平台：公司于2015年4月推出电商平台，2017-2019年电商平台收入从2.39亿元增长至3.85亿元，CAGR为27%，电商平台收入占商品销售收入比例从4.8%提升至6.8%，20H1电商平台收入达2.37亿元，商品销售收入占比6.8%。电

扫码购：公司于2017年推出“扫码购”的新购物方式，整合了扫一扫、微信小程序等产品功能，在门店内或门店外通过扫描商品条形码或孩子王APP选定门店后订购商品，并通过自提或门店配送实现购物的一种方式，打造顾客“私人定制的云购物车”。公司扫码购可以分为①线下模式的自助结账和②O2O模式下的“店外扫码购”：消费者在孩子王APP、小程序中选定门店或通过到店外扫描商品条形码购买商品，并由就近门店直接配送到家。

公司将O2O模式下的扫码购与电商平台订单统一界定为线上订单，2017-2019年公司线上订单收入从2.92亿元增长至12.21亿元，CAGR为109%，占商品收入比例从5.9%提升至16.5%。20H1疫情加速公司线上订单增长，20H1公司线上销售收入达12.86亿元（超2019全年电商收入），商品收入占比提升至36.9%。

图表43： 孩子王线上/线上收入拆分（单位：亿）

类型	项目	2017年		2018年		2019年		2020年1-6月	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
线下销售	线下销售	41.88	84.6%	42.69	69.4%	41.35	55.8%	11.61	33.3%
	扫码购：线下模式	4.72	9.5%	12.28	20.0%	20.56	27.7%	10.35	29.7%
	线下合计	46.59	94.1%	54.97	89.4%	61.90	83.5%	21.97	63.1%
线上销售	扫码购：O2O模式	0.53	1.1%	3.71	6.0%	8.35	11.3%	10.49	30.1%
	电商平台	2.39	4.8%	2.84	4.6%	3.85	5.2%	2.37	6.8%
	线上合计	2.92	5.9%	6.55	10.7%	12.21	16.5%	12.86	36.9%
商品销售合计收入		49.51	100.0%	61.52	100.0%	74.11	100.0%	34.83	100.0%

资料来源：招股说明书，中信建投

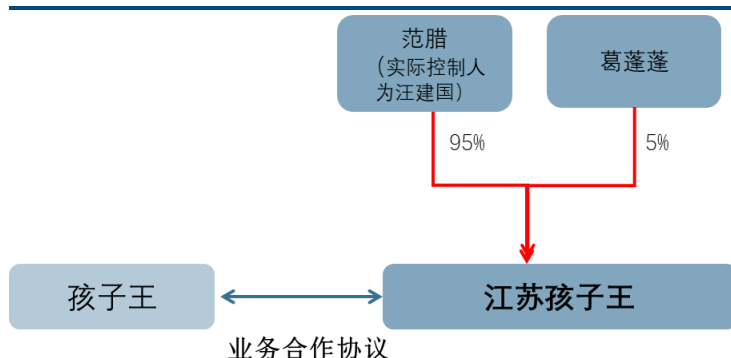
电商销售子公司股权架构调整完毕，新增平台服务收入渠道，母婴产业生态体系进一步完善

①**协议控制阶段：**孩子王曾搭建红筹架构拟于香港上市，并通过协议控制方式将江苏孩子王纳入合并报表范围内（江苏孩子王负责公司的电商业务，预计采用协议控制的方式主要目的为保证其《增值电信业务经营许可证》的有效性）。

②**剥离上市主体阶段：**2016 年公司拆除红筹架构拟于境内上市，由于孩子王为中外合资企业，如直接或间接收购江苏孩子王可能影响江苏孩子王所持《增值电信业务经营许可证》的有效性，因此公司将江苏孩子王剥离并转让给第三方。孩子王通过江苏孩子王代收线上销售款项并支付江苏孩子王服务费。

③**新设子公司获得电商牌照，电商业务重回体内：**2020 年 2 月，公司全资子公司上海童渠取得《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》，同意其开展增值电信业务。3 月 31 日孩子王与江苏孩子王约定停止全部合作关系，自 4 月 1 日起，孩子王 APP、微信公众号、小程序等线上平台均由上海童渠自主运营，上海童渠承接江苏孩子王的全部业务，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，拓展公司平台服务收入，公司母婴产业生态体系进一步完善。

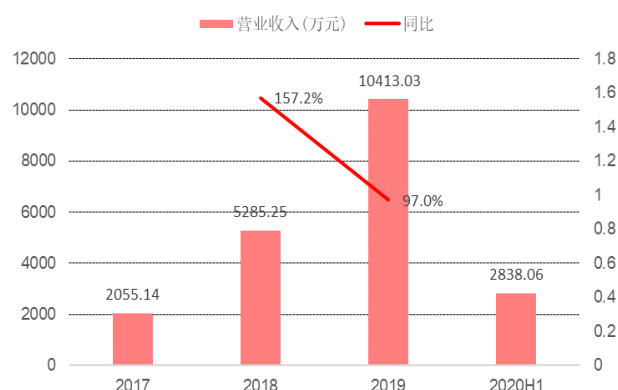
图表44： 2020 年 3 月 31 日前江苏孩子王股权架构及与上市公司关系



资料来源：招股说明书，中信建投

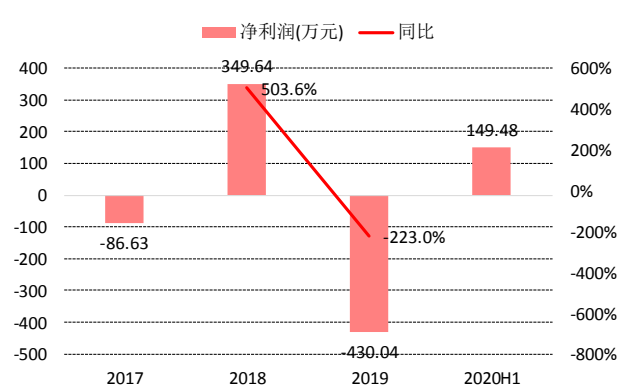
江苏孩子王除为孩子王提供平台运营服务外，还引入了小型母婴网店、母婴周边商户（包括早教、培训、摄影等）入驻平台，并收取平台服务费。2017-2019 年江苏孩子王营收从 2055 万增长至 1.04 亿，CAGR 为 125%，其中来自孩子王的收入占比从 45%降至 12%，来自非孩子王部分的收入占比从 55%增长至 86%。预计在公司子公司上海童渠获得电信增值业务许可后，这部分平台服务收入将陆续转移至上海童渠，2020H1 孩子王全资子公司上海童渠实现平台服务收入 2827 万。

图表45： 2017-2020H1 江苏孩子王营业收入



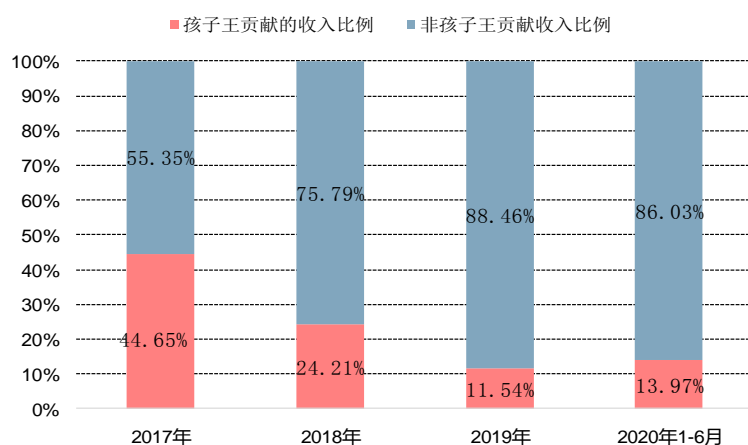
资料来源：招股说明书，中信建投

图表46： 2017-2020H1 江苏孩子王净利润



资料来源：招股说明书，中信建投

图表47： 2017-2020H1 江苏孩子王营业收入构成拆分（%）



资料来源：招股说明书，中信建投

（三）供应链：建立辐射全国的仓储配送体系

为保障产品质量安全，增强客户消费体验，提升供应链管理效率，公司对母婴商品的采购、仓储、物流、配送等环节进行全流程管控和数字化管理。

采购环节：公司主要通过孩子王采购中心进行集中采购，再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。根据采购渠道的不同，可分为三种模式：1. 向品牌生产商直接采购 2. 向品牌商的区域经销商、代理商等中间商间接采购 3. OEM 代工厂合作，公司自主或合作设计开发了包括洗护用品、车床、内衣家纺、玩具在内的多个产品，并选择与优质代工厂合作，打造孩子王自有品牌，创造性地满足消费者需求。

仓储环节：在完成采购、质检及订单确认等环节后，公司通过自有仓储体系和第三方承运商提供的物流服务，将商品配送至消费者手中。为保障对全国范围内产品配送的快速响应能力和服务水平，提升发货、配送时效，加强消费者购物体验，公司建立了与门店布局和线上销售相匹配的，包括中央仓（CDC）、区域仓（RDC）和

城市中心仓（FDC）在内的三级仓储体系。公司通过构建数字化供应链平台，从采购端和销售端对大数据进行分析、预测和计划，打通了 B2B、B2C、O2O、线下门店等不同渠道的库存，优化存货周转效率。

布局方面，截至 2020 年 6 月末，公司已在南京自建了 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、华北、华南和西南区域；在盐城、常州、郑州等地设有 16 个城市中心仓。中央仓采取自建自营模式，区域仓采取租赁并派驻管理人员的方式，城市中心仓主要采取第三方外包服务。

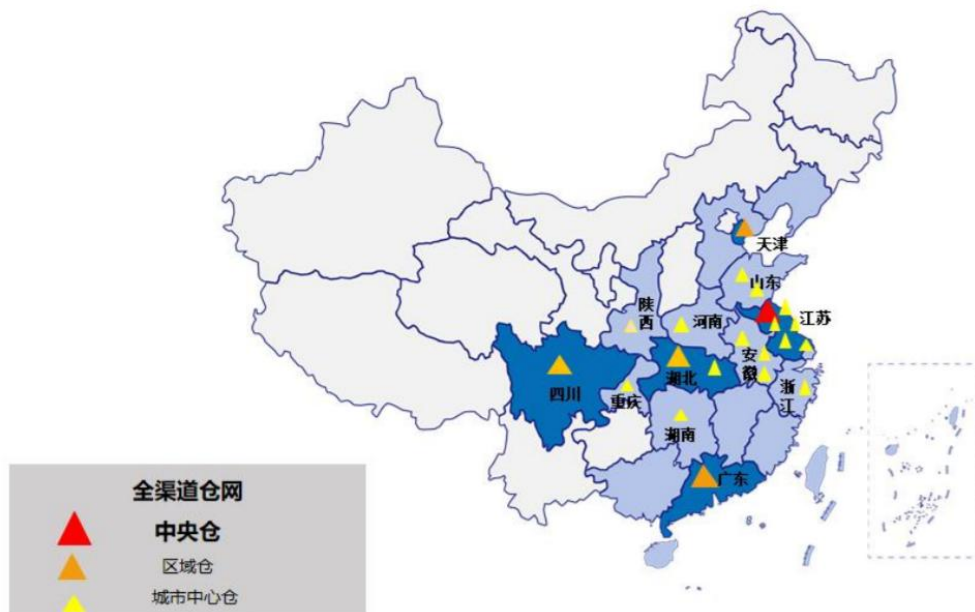
图表48： 仓储覆盖区域

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
城市中心仓	盐城、常州、郑州、淮安、扬州、昆山、重庆、合肥、杭州、芜湖、青岛、宜昌、西安、长沙	第三方外包服务

资料来源：招股说明书，中信建投

注：盐城仓自 2020 年上半年开始采用部分自营、部分外包的形式运营

图表49： 仓储布局



资料来源：招股说明书，中信建投

物流配送环节：公司在采购环节的物流主要由供应商承担，品牌商或代理商会根据公司要求将商品配送至各区域仓库，或直接配送至实体门店。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。

通过对供应链多个环节的不断优化管理，公司在保证产品质量的同时，提升了产品采购效率和订单管理能力，供应链管理优势不断增强。

（四）募投项目

公司本次拟公开发行新股不超过 10,890.6667 万股（不含采用超额配售选择权发行的股票数量），公司股东不公开发售股份。实际募集资金扣除发行等费用后，拟按照轻重缓急投资以下项目：

图表50：募投项目

序号	项目名称	投资总额（万元）	预计建设期（月）
1	全渠道零售终端建设项目	153,245.00	36
2	全渠道数字化平台建设项目	20,620.55	24
3	全渠道物流中心建设项目	21,059.54	36
4	补充流动资金	50,000.00	-
合计		244,925.09	-

资料来源：招股说明书，中信建投

其中公司数字化门店建设规划三年展店 300 家直营门店。公司计划未来 3 年在 22 个省（市）建设 300 家数字化直营门店，预计新增门店面积 701,209.74 平方米，扩大优质客户群体；公司还将对 C 端数字化平台进行全面升级改造，推进门店数字化功能和以 APP、公众号、小程序为代表的线上销售平台的迭代，加强全渠道融合，并通过完善智慧客服、小慧机器人等人工智能技术，更高效地服务客户，节约人力成本，提升获客效率。本项目建设完成后，将有利于公司更加深度了解客户需求，探寻母婴市场需求动向，沉淀行业市场前沿数据，从而实现精准营销，增强获客能力和客户粘度。

图表51：募投项目规划门店建设情况

序号	省级/城市分类	店铺数量（个）	分年投资计划（个）		
			第一年	第二年	第三年
1	江苏	60	20	20	20
2	安徽	30	10	10	10
3	浙江	15	5	5	5
4	四川	24	7	8	9
5	湖南	13	5	4	4
6	山东	15	5	5	5
7	重庆	17	6	5	6
8	湖北	15	5	5	5
9	广东	18	6	6	6
10	江西	6	2	2	2
11	陕西	6	2	2	2
12	河北	8	3	3	2
13	上海	16	5	5	6
14	河南	13	4	5	4
15	广西	6	2	2	2
16	福建	6	2	2	2
17	天津	6	2	2	2
18	辽宁	3	1	1	1
19	贵州	5	2	2	1
20	云南	6	2	2	2
21	山西	6	2	2	2
22	北京	6	2	2	2
合计		300	100	100	100

资料来源：招股说明书，中信建投

三、母婴行业情况

（一）母婴市场发展迅速，规模持续扩张

2010-2019 年，随着 80/90 后一代进入生育高峰，以及二孩放开等政策因素的刺激，叠加人均可支配收入持续提高，我国母婴市场发展迅速，市场规模从 2010 年的 1 万亿元增长到 2019 年的 3.6 万亿元，年复合增长率达到 15.27%，预计 2020 年我国母婴市场规模将突破 4 万亿元。

图表52： 2010-2019 年我国母婴市场规模及增速（亿元）



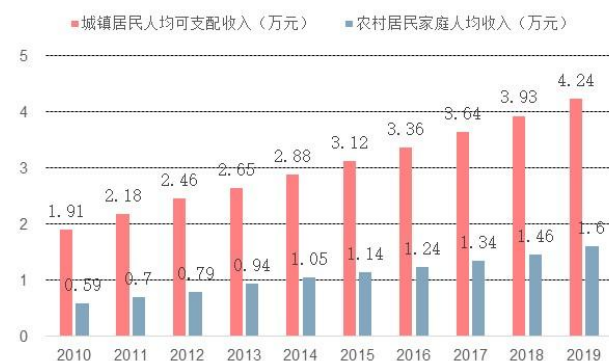
资料来源：中国产业信息网，中信建投

（二）消费升级将成为行业未来驱动力

人均收入提高促进消费能力升级。近年来，我国居民人均可支配收入不断提升，根据国家统计局数显示，2019 年我国城镇居民人均可支配收入达到 4.24 万元，较 2010 年的 1.91 万元增长了 121.99%，年均复合增长率为 9.27%；农村居民人均可支配收入达到 1.60 万元，较 2010 年的 0.59 万元增长了 171.19%，年均复合增长率为 11.72%。居民收入水平的提高为母婴行业消费提供经济基础。

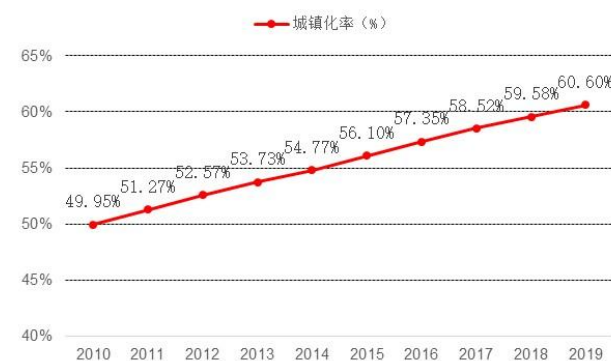
高端婴童消费的主要群体为城镇居民。近年来，我国城镇化进程不断加快，常住人口城镇化率已由 2010 年的 49.95% 提高到 2019 年的 60.60%，并呈现逐年上升的趋势。未来，我国城镇人口规模将不断扩展，同时伴随着城镇居民人均可支配收入的提高，我国母婴消费需求有望进一步提升。

图表53： 2010-2019 年我国人均可支配收入情况（万元）



资料来源：中国产业信息网，中信建投

图表54： 2010-2019 年城镇化率情况（%）



资料来源：国家统计局，中信建投

育儿观念转变促进母婴消费观念升级。近年来，我国家庭结构的变化以及新生代家长群体的更迭使得我国传统育儿观念发生了重大变化。一方面，较传统家庭结构相比，我国现代家庭已形成“4+2+1”结构，家庭规模较以往缩小，每户儿童人数从2002年的1个下降到0.6个，再加上家庭整体消费能力的提升，每户家庭愿意将更多的收入投入到婴幼儿上。同时，母婴消费的购买者和消费者分离，消费偏好取决于购买者，即80-90后婴童的父母群体，其消费观念和习惯除了关注母婴商品的品质、质量和安全外，还关注母婴专业特色服务（如母婴护理、亲子摄影、医疗保健、儿童早教、婴童成长等内容和服务的需求也在不断增加），因此，其购买行为兼具消费属性的同时还带有投资属性，也为母婴行业带来了更多的商机。

（三）线上线下结合是行业主要发展趋势

母婴产品的销售渠道总体上可以分为线上和线下渠道。其中线下渠道主要是母婴店、商超百货等，线上渠道主要是综合类电商、垂直电商以及母婴社区。由于母婴产品具有一定的快消品属性，又具有特定顾客消费属性——重体验、重社交、重安全，各类销售渠道都具有一定的优劣势。从总体上来看，母婴产品销售渠道从大卖场走向专业店，从纯线下到线上再到线上线下结合的方式演变。

线上渠道占比趋于稳定。2010-2016 线上母婴销售迎来爆发式增长，但在消费升级下母婴消费对于体验、社交的需求愈发强烈，线上母婴销售增速已经放缓，2018 年我国母婴电商市场增长率已经低于母婴行业整体增长率，预计 2020 年母婴行业整体增长率为 13.9%，而线上母婴市场增长率仅为 7.5%。线上占比将下降为 21%。预计未来母婴市场专业化、线下线下一体化趋势将更加明显。

图表55： 线上渠道市场规模及其增速



资料来源：中国产业信息网，中信建投

图表56： 母婴线上和线下销售比例



资料来源：国家统计局，中信建投

四、投资建议与风险因素

公司已建立线下大店极致体验+线上的全渠道体系，公司的最大特色在于商品经营+客户服务的紧密结合，并通过重度会员模式持续锁定客户增强粘性，形成了基于客户关系经营的全渠道一站式母婴童服务平台，商业模式具有创新性，实现了从传统商品经营向客户关系经营的升维发展。同时公司供应链能力领先，产业生态建设不断完善，未来成长空间值得期待。此次募集资金将协助公司继续扩大线下直营店规模和数字平台的建设，增强供应链能力。我们看好未来公司的商业模式与成长空间，但鉴于尚未挂牌上市，暂不给予评级。

风险因素：行业竞争加剧；居民消费倾向下降；门店拓展不及预期；全渠道建设不及预期等

分析师介绍

史琨：2015-2017 年在东兴证券从事商贸零售行业研究，2017 年 7 月加入中信建投证券，拥有 4 年商贸零售和 2 年纺织服装行业研究经验。

周博文：人民大学学士、伦敦政经金融学硕士，2018 年加入中信建投证券。

邱季：上海财经大学学士、中国人民大学金融学硕士，2018 年加入中信建投证券。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
电话：(8610) 8513-0588
联系人：杨洁
邮箱：yangjie@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室
电话：(8621) 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
电话：(86755) 8252-1369
联系人：陈培楷
邮箱：chenpeikai@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：(852) 3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk