

在卖掉五星电器十二年后，昔日的“电器零售大王”要携旗下公司冲击创业板。

1月22日，孩子王儿童用品股份有限公司（简称“孩子王”）在创业板更新了首次公开发行股票募股说明书（申报稿），其计划向市场募集资金24.5亿元，用于全渠道零售终端等三大项目建设及补充5亿元流动资金。

上世纪90年代，汪建国曾创办了电器零售品牌五星电器，一度做到了与国美、苏宁三分天下。2009年，汪建国将其持有的五星电器全部股份转让给美国零售集团百思买后从电气行业中脱身。同一年，汪建国创下“孩子王”品牌，成功切换到了母婴服务赛道。截至去年6月底，汪建国合计持有孩子王46.5%股份，是公司的实际控制人。

2017年-2019年，孩子王营收分别为52.35亿元、66.71亿元和82.43亿元，同比增长17.51%、27.43%、23.56%；净利润为9379.93万元、2.76亿元和3.77亿元，同比增速167%、194%、36.59%。

尽管汪建国给其定位是“零售+服务”，意图有别于一般零售商。但截至2020年6月底，孩子王销售收入中9成来源于母婴商品销售收入，9成以上占比中，又有一半以上收入来自于奶粉销售收入，这也导致其净利润率并不高，低于5%。

从招股书看，负债率的负债率高于行业均值，不过，与此同时，其又投入巨资理财，那么孩子王到底缺不缺钱，对于公司资金使用问题，1月25日，贝壳财经发函给孩子王，截至发稿，尚未得到回应。

记者注意到，孩子王通过实控人控制的江苏孩子王代为收款，并向其支付平台服务费，这是否存在向“实控人名下公司”进行利益输送的嫌疑？记者注意到，三年半时间，孩子王向江苏孩子王支付了平台服务费3795.38万元。

记者注意到，在孩子王创业板冲刺的背后，各路明星资本大佬已提前潜伏，准备共同分享这次的IPO盛宴。招股资料显示，孩子王幕后股东中有资本市场众多耳熟能详的机构，包括了福建大钲，以及券商代表中的中金公司、东吴证券。更加值得一提的是，赫赫有名的高瓴资本、华平资本，腾讯旗下的Tencent Mobility也参股了孩子王。

## 五星电器“前老板”再享资本盛宴

汪建国曾是中国零售业界的传奇人物之一。

上世纪90年代，汪建国从苏北滨海县商业局副局长任上辞职下海，7年内成为江苏

省五交化公司总经理，后在江苏五交化公司的基础上，又发起组建了江苏五星电器有限公司（简称：“五星电器”）。本世纪初期，五星电器与苏宁、国美三足鼎立，汪建国也成为与黄光裕、张近东并列的国内电器零售业三巨头第一。

2006年，随着五星电器引入美国零售巨头百思买，经数次转让后，汪建国手中股权逐渐减少，最终失去五星电器的控制权。2009年年初，汪建国将手中持有五星电器最后25%股份也卖给百思买，前后套现近4亿美元，彻底退出了电器零售行业。

公开人物访谈显示，就在五星电器“卖身”同一年，汪建国看到了母婴市场的巨大前景，由电器零售转身跨界进入母婴领域，由此创立“孩子王”品牌。而除了孩子王外，汪建国还针对农村市场做了汇通达、中高端消费市场做了好享家，孩子王则是三者中距离上市最近的一家。

孩子王自身定位是“打通母婴童全周期的服务提供商”，其一方面是通过线下直营门店和线上渠道向目标用户群体销售母婴用品，另一方面也为孕产妇及婴童提供童乐园、互动活动、育儿服务等各类母婴童服务及黑金会员服务深度绑定客户。

按汪建国的说法解释，孩子王的定位是“零售+服务”，通过在商场开一家大门店把小孩的“吃穿用”和服务都能满足，获利同时也能维持较高的用户黏性。

公开资料显示，2016年12月31日，孩子王在全国线下实体门店有174家，到2020年末，这一数字已经攀升到363家。根据招股资料，待此次上市募集资金到账后，孩子王还将在江苏、安徽、四川、广东、重庆等22个省(市)新建门店300家。

去年一半收入靠卖奶粉 整体净利润率低于5%

在此次IPO之前，孩子王曾有过长达三年的业绩亏损。

孩子王此前公开披露资料显示，2014年-2016年，孩子王扣非后归母净利润分别为-1.04亿元、-1.66亿元、-1.88亿元。

直到2017年，孩子王挂牌新三板后才实现扭亏为盈，2017年，孩子王实现营业收入52.4亿元，同比增长17.52%；实现归母净利润9379.93万元，同比增长165.25%。

根据孩子王挂牌期间披露公告解释，公司2017年扭亏为盈有赖于“成熟门店占总门店比例增加，经营满一年以上的门店数量及活跃会员数量增加，全渠道整体盈利水平提高”。同时，公司会员大数据精准营销效果显现，营销效率进一步提高，使得本期毛利较上期有较大幅度提升。

扭亏以后，孩子王一方面继续通过规模性扩张，增加收入，另一方面通过降低三费尤其是销售费用增速，同时伴随着投资收益的持续增加，孩子王业绩终于迎来了爆发式增长。

尽管业绩增势喜人，不过至今为止，距离汪建国所构想的“零售+服务”的商业构想完全实现仍有一段距离。

“零售”即是指通过线上、线下渠道（直营门店）向目标用户销售奶粉、衣物、纸尿裤等母婴商品，“服务”则是通过为孕产妇及婴童提供童乐园、互动活动、育儿服务等获取高附加值收益。

仅从收入来看，孩子王依赖“零售”单条腿走路，2017-2019年和2020年1-6月，孩子王母婴商品销售收入金额占主营业务收入的比例分别为95.52%、93.07%、90.91%和91.32%，下降趋势并不明显。而对应着，母婴服务收入占比只有区区2-3%。

母婴商品的销售收入中，又有一半以上是毛利率最低的奶粉。2017年-2019年以及2020年上半年，孩子王奶粉产品占母婴商品销售收入的比例分别为43.34%、50.32%、53.99%、58.25%，对应着母婴产品总体的综合毛利率分别为30.06%、30.11%、30.34%、27.93%。

相比之下，母婴服务的毛利率水平要远高的多。2017年-2019年和2020年1-6月，公司母婴服务业务毛利率分别为91.22%、93.85%、94.32%和91.35%。

由于高毛利的母婴服务业务规模占比过低，导致即便到2019年年末，孩子王的年内净利率（净利润/营业收入）依旧只有4.58%。到2020年1-9月，孩子王实现营收58.2亿元；归母净利润2.59亿元。其期内净利率依旧只有4.45%。

另一实控人控制的江苏孩子王长期是收款方，三年半时间孩子王向其支付平台服务费3795.38万元

作为一家定位是“打通母婴童全周期的服务提供商”，孩子王也在发力线上，孩子王也在自主打造属于自己的线上渠道。

2017年，孩子王通过“孩子王”APP和微信小程序开展线上业务。2017年，孩子王在“孩子王”APP上推出“扫码购”业务，用户可在店内或者家中扫描商品二维码进行购买，再到店里自提或者是由商家依托线下门店配送到家。2020年上半年，公司“线上扫码、门店发货的‘O2O’模式收入达到10.5亿元，占总收入比重30.12%。

然而，记者注意到，2020年3月份以前，孩子王的APP渠道并不掌握在孩子王手中，而是在一家已没有“血缘关系”的江苏孩子王实业有限公司（简称：“江苏孩子王”）之手。

孩子王与江苏孩子王名字中都有孩子王，二者可以称得上渊源已久。江苏孩子王成立于2009年，早于此次上市孩子王三年，且同样是由汪建国所创。

招股书显示，2012年，为搭建红筹架构，孩子王开曼、孩子WBVI、孩子王香港先后成立，并在境内设立了孩子王有限，同时，孩子王有限与江苏孩子王及其股东签署了一系列控制性协议将江苏孩子王纳入合并报表范围内。

然而在2016年3月，孩子王拆除红筹架构，并将江苏孩子王剔除出了公司体系并将江苏孩子王剥离转让给第三方。

但江苏孩子王依然是作为孩子王APP等线上平台运营服务提供商。

尽管表面上，范腊保、葛蓬蓬分别持股江苏孩子王95%、5%，但招股书显示，江苏孩子王的实际控制人是汪建国。

江苏孩子王与孩子王之间拥有大量的关联资金往来。

2017年至2019年，孩子王与江苏孩子王之间的关联平台服务交易金额分别为917.53万元、1279.30万元、1202.07万元。此外，不仅孩子王的“扫码购”等业务的app“孩子王”由江苏孩子王实际运营，江苏孩子王还存在为孩子王大额代收款项情况。

2017年-2019年，孩子王销售商品、提供劳务收到的现金分别为70.92亿元、88.87亿元、105.51亿元，其中通过江苏孩子王代收的金额分别为22.21亿元、43.84亿元和66.82亿元。

为何孩子王不能打造自己的APP、并由自己公司的账户代收款？记者注意到，孩子王通过江苏孩子王代收款并支付平台服务费，这是否有向“实控人名下公司”进行利益输送的嫌疑。

2017年-2019年和2020年上半年，孩子王分别向江苏孩子王支付平台服务费917.53万元、1279.3万元、1202.07万元，396.48万元，三年半时间合计支付了3795.38万元。

在问询函中，深交所同样针对上述问题提出了质疑。孩子王对此解释，由于发行人在2020年3月以前未持有《增值电信业务经营许可证》，孩子王若自行设立线上销

售平台并以自身账户收款，则该等线上平台仅可从事自营业务，无法为第三方厂商提供在线数据处理与交易处理业务。

招股书显示，2020年4月后，孩子王子公司上海童渠同样获得了《增值电信业务经营许可证》。而孩子王与江苏孩子王之间的合作关系也由此终止。

根据3月31日，孩子王与江苏孩子王签署的《合作协议的终止协议》，双方约定停止与江苏孩子王的全部合作关系，停止授权江苏孩子王使用孩子王域名、

“孩子王”商号、“孩子王”商标，孩子王微商城、孩子王APP等在内的软件产品。

负债率约60%高于行业均值，理财投入大增超9成，孩子王到底缺不缺钱？

本次IPO，孩子王计划募资资金24.5亿元，用于“全渠道零售终端建设项目”、“全渠道数字化平台建设项目”、“全渠道物流中心建设项目”三大项目建设，以及补充5亿元流动资金。

“全渠道零售终端建设项目”即新开门店，公司计划未来3年在江苏、安徽、四川、广东、重庆等22个省(市)建设300家数字化直营门店。

“全渠道数字化平台建设项目”和“全渠道物流中心建设项目”分别是指数据中台、业务中台以及B端产品。

记者注意到，在大举扩张门店维持增长性的背景下，孩子王当前面临较高的流动性风险。

招股书显示，与同行中已上市公司爱婴室相比，2017年-2019年，孩子王资产负债率常年维持在60%左右，爱婴室的该项指标则在35%附近徘徊。

流动比率和速动比率上，孩子王也不及爱婴室。直到2020年上半年，孩子王流动比例和速动比例为1.5和1.11，低于爱婴室的2.07和1.33。

然而孩子王一方面是流动性不足，需要上市募资来进行扩张。另一方面，孩子王的账面上却还拥有大量货币资金和以及用于理财的交易性金融资产，且交易性金融资产的规模还在持续扩张。

招股书显示，2019年年末，孩子王的交易性金融资产为8.9亿元，到2020年9月，这一数字已攀升至17.2亿元，增幅高达92.29%。孩子王方面解释，公司为提高资金使用效率，增加了理财产品的购买金额。

一边是负债率高企，一边投入巨资理财，另一边还要向市场募集25亿资金？孩子王到底缺不缺钱，对于公司资金使用问题，1月25日，贝壳财经发函孩子王，截至发稿，尚未得到回应。

大钲突击入局，高瓴、华平资本临上市减持

作为一家待上市公司，孩子王IPO也有望成为明星资本的一次财富盛宴。

招股书显示，从2017年4月新三板摘牌后到2020年6月申报IPO前，孩子王曾发生过14次股权变。

股权透视后发现，当前，高瓴资本通过HCM KW (HK) Holdings Limited (简称：“HCM”) 持有孩子王12.49%的股份，为最大机构投资方；华平投资通过Coral Root Investment Ltd.(简称：“Coral Root”)持有6.89%的股份；腾讯则同样持有3%的股份。此外，景林投资、中金公司、东吴等均为孩子王的股东。

此外，瑞幸咖啡的投资人也在孩子王临提交申报材料前紧急入股了孩子王。据招股书披露，2019年7月，福建优车投资合伙企业（现更名为“福建大钲一期投资合伙企业(有限合伙)”）通过股权转让获得23492997股股份，占孩子王当前全部2.4%股份。陆正耀旗下的神州优车也曾是福建优车投资合伙企业的LP，一度持股超30%。

值得一提的是，在一众机构开始着急入场之际，早年入股的华平、高瓴开始部分减持。2018年1月-3月，Coral Root与汪建国的一致行动人苏州子泉签署股权协议，将6000万股股份转让给苏州子泉，每股转让价格11元，总金额6.6亿元。

2020年4月2日，HCM KW与宁波泓硕签署了股份转让协议，HCM KW将其持有的孩子王16046252股股份以2.95亿元的价格转让给宁波泓硕，每股转让价格为18.38元。

新京报贝壳财经记者 彭硕 编辑 岳彩周 校对 柳宝庆