

证券研究报告—动态报告

新三板

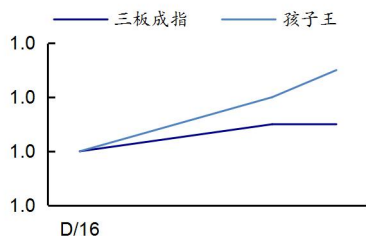
孩子王 (839843)
买入

2017 年半年报点评

(维持评级)

2017 年 9 月 1 日

一年该股与三板成指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	979/51
总市值/流通(百万元)	14,882/782
上证综指/深圳成指	3,363/10,810
12 个月最高/最低(元)	15.20/14.70

证券分析师：王念春

电话：0755-82130407

E-MAIL: wangnc@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120027

联系人：刘馨竹

E-MAIL: liuxinz@guosen.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

财报点评

稳步扩张，扭亏为盈

● 业绩稳步增长，公司首次扭亏为盈

17 年上半年，公司实现营业收入 26.62 亿元，同比提升 38.82%，收入增加的主要原因在于公司本期总门店数量增加、成熟门店比例增加，使得营业收入较去年同期有较大幅度增加。上半年实现净利润 6,145.73 万元，成为公司首次实现扭亏为盈。归属于挂牌公司股东的扣除非经常性损益的净利润和归属于挂牌公司股东的净利润分别为 5,221.38 万、6,145.73 万元。

● 盈利能力提升，期间费用优化

17 年上半年，公司毛利率为 26.79%，同比小幅上升 2.64 个百分点，主要因精准营销减少通用券发放，以及服务收入占比较高。净利率为 2.31%，同比上升 5.31 个百分点。上半年公司期间费率为 24.42%，比去年同期优化 2.67 个百分点，主要因精细化管理加强，人员精简，以及规模效应初步体现。

● 成熟门店占比达 60%，会员数持续增加

17 年上半年，公司共在 12 个城市新开设 12 家门店，截至 2017 年 6 月底，成熟门店占总体门店的 60%，下半年公司将继续新开门店，预计成熟门店所占比例将维持稳定。截至 2017 年 6 月底，公司会员数量达 1,379 万，持续增长。

● 全渠道建设加快，加强品牌建设

上半年公司全渠道商业模式再迎新突破，其 APP“扫码购”功能上线，顾客可享受门店自主扫码自主买单服务。同时，公司通过举办儿童文化艺术节、亲子马拉松等活动，进一步塑造品牌影响力。

● 风险提示

第一，公司新开门店平均盈利时间慢于预期；

第二，费用率优化不及预期。

● 领先的一站式母婴童全渠道服务商，维持“买入”评级

随着多数门店进入成熟期、线上平台规模扩大、费用率的优化及会员大数据分析的精准营销策略，公司 17 年首次实现扭亏为盈。我们看好公司以会员为核心资产的“商品+服务+社交”多元商业模式，与大型商业综合体合作的大店模式。我们上调公司的盈利预测，预计 17/18/19 年 EPS 分别为 0.13/0.29/0.55 元，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2760	4,455	7,089	10,701	14,431
(+/-%)	76.7%	61.4%	59.1%	51.0%	34.9%
净利润(百万元)	-138	-144	126.24	279.48	540.94
(+/-%)	-5.0%	3.8%	-187.8%	121.4%	93.6%
摊薄每股收益(元)	-0.15	-0.15	0.13	0.29	0.55
EBIT Margin	-6.1%	-4.1%	1.4%	2.6%	4.2%
净资产收益率(ROE)	-10.42%	-15.9%	6.9%	9.6%	13.7%
市盈率(PE)	-	-	110.9	50.1	25.9
EV/EBITDA	-	-	127.5	54.3	27.7
市净率(PB)	-	-	7.66	4.81	3.55

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

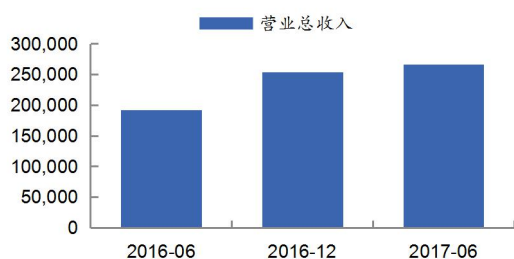
业绩稳步增长，公司首次扭亏为盈

17年上半年，公司实现营业收入26.62亿元，同比提升38.82%，收入增加的主要原因在于：

- 1) 上半年公司新增12家门店，新进入广西、江西两个省份；
- 2) 公司经营期满18个月的成熟门店比例提升至60%左右，成熟门店的营收水平较高。

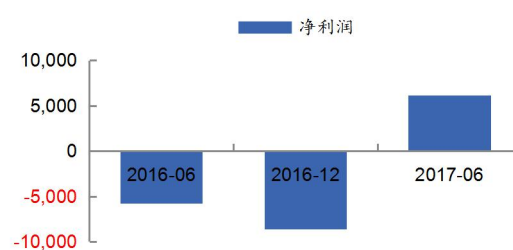
公司净利润6,145.73万元，首次实现扭亏为盈，盈利超预期，主要得益于毛利率的提升以及费用的持续优化。上半年，公司归属于挂牌公司股东的扣除非经常性损益的净利润和归属于挂牌公司股东的净利润分别为5,221.38万、6,145.73万元。

图1：公司每半年度营业收入（万元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：公司每半年度净利润（万元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

盈利能力提升，期间费用优化

盈利能力方面，17年上半年，公司毛利率为26.79%，同比小幅上升2.64个百分点，净利率为2.31%，同比上升5.31个百分点。公司毛利率提高主要原因：

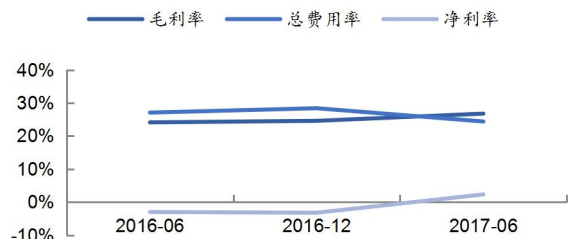
1. 公司上半年精准营销效果显现，减少了撒网式通用代金券发放，平均商业折扣幅度有所降低；
2. 毛利率较高的服务收入占总收入比例提高，预计17上半年服务收入占比达到7%左右，而2016年全年仅为4.77%。

上半年公司期间费用为6.50亿元，同比增长25.02%，期间费率为24.42%，比去年同期优化2.67个百分点，主要因公司在不断扩张中规模效应显现，单位费用成本下降，同时公司持续加强费用精细化管理，员工人数得到优化。

其中，销售费用5.27亿元，同比上升32.18%，销售费用率为19.81%，同比优化了1个百分点；管理费用1.19亿元，同比减少1.37%，管理费用率为4.46%，与去年同期相比小幅下降1.81个百分点，主要来源于规模效应的逐步体现以及员工的精简优化；财务费用386.69万元，财务费用率为0.15%，基本保持稳定。上半年公司经营活动产生的现金流量净额为5.42亿元，亦为公司成立以来首次实现经营性净现金流入。原因在于：

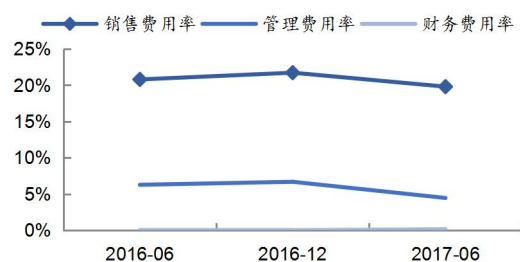
1. 2016年末，公司年度促销备货而向供应商大量支付货款采购商品，使得公司2017年采购需求量降低，经营性现金流出减少；
2. 公司持续加强客商信用期管理，灵活运用供应商给予的信用期，使得经营性现金流出进一步减少。

图 3：公司每半年度的毛利率、费用率和净利率（%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4：公司每半年度销售、管理、财务费用率（%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

成熟门店占比达 60%，会员数持续增加

2017 年上半年，公司共在 12 个城市新开设 12 家门店，门店总数达到 185 家。截至 2017 年 6 月底，公司经营期满 18 个月的成熟门店累计达到 111 家，占总体门店的将近 60%，成熟门店占比较 2016 年末的 44% 有了较大提高，使得公司本年度首次实现盈利。预计到 2017 年底，公司将继续新开 38 家门店，年末总数将达到 223 家左右，成熟门店数量达到 135 家，成熟门店占比将保持在 60% 左右，盈利能力亦将保持稳定。

截至 2017 年 6 月 30 日，公司会员数量达到 1,379 万，消费会员达到 861 万，较 2016 年末，分别增长了 24.57% 以及 23.88%。基于公司多年的客户关系经验，公司会员转化率、会员 ARPU 值、会员消费频次较去年同期均有明显的增加。

图 5：公司门店分布示意图



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

全渠道建设加快，加强品牌建设

2017 年上半年，公司加强全渠道建设，融合线上线下购物平台，并积极与银行、政府机构合作，升级品牌形象。具体成果如下：

1. 线上线下融合加强：孩子王 APP 率先推出了全场景扫码购功能，消费者能够在任何场景与时间通过直接扫描产品包装条形码，获得产品信息并一键购买。

同时，加强线下门店的数字化、在线化建设，提升用户体验。

2.品牌建设方面，公司与中国工商银行宣布正式推出“工商银行孩子王 Baby 信用卡”，为母婴消费持卡人群提供专属支付和产品协议；同时，公司还举办了儿童文化艺术节、亲子马拉松等主题亲子活动，吸引亲子家庭参与，倡导健康向上的生活。

领先的一站式母婴童全渠道服务商，维持“买入”评级

随着多数门店进入成熟期、线上平台规模扩大、费用率的优化及辅以基于会员大数据分析的精准营销策略，公司 17 年首次实现扭亏为盈。我们看好公司以会员为核心资产的“商品+服务+社交”多元商业模式，与大型商业综合体合作的大店模式。我们上调公司的盈利预测，预计 17/18/19 年 EPS 分别为 0.13/0.29/0.55 元，维持“买入”评级，建议积极关注。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	618	1491	2697	3821	营业收入	4455	7089	10701	14431
应收款项	157	194	293	395	营业成本	3359	5191	7831	10518
存货净额	669	1144	1617	2172	营业税金及附加	13	51	76	101
其他流动资产	304	354	535	722	销售费用	968	1404	2033	2598
流动资产合计	1748	3183	5142	7110	管理费用	298	344	485	610
固定资产	159	353	517	645	财务费用	0	(26)	(50)	(77)
无形资产及其他	92	88	84	81	投资收益	48	0	0	0
投资性房地产	268	268	268	268	资产减值及公允价值变动	(13)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	2267	3891	6011	8103	营业利润	(148)	126	325	682
短期借款及交易性金融负债	10	50	92	137	营业外净收支	11	11	11	11
应付款项	951	1287	1941	2607	利润总额	(137)	137	337	694
其他流动负债	404	696	1039	1378	所得税费用	7	11	57	153
流动负债合计	1365	2033	3072	4121	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	(144)	126	279	541
其他长期负债	0	30	31	33					
长期负债合计	0	30	31	33	现金流量表（百万元）				
负债合计	1365	2063	3103	4154		2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	0	0	0	0	净利润	(144)	126	279	541
股东权益	902	1828	2908	3949	资产减值准备	9	15	11	11
负债和股东权益总计	2267	3891	6011	8103	折旧摊销	39	27	39	52
					公允价值变动损失	13	0	0	0
					财务费用	0	(26)	(50)	(77)
					营运资本变动	420	111	256	174
					其它	(9)	(15)	(11)	(11)
					经营活动现金流	328	263	575	766
					资本开支	(88)	(231)	(211)	(187)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(79)	(231)	(211)	(187)
					权益性融资	541	800	800	500
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(3)	0	0	0
					其它融资现金流	(304)	40	42	45
					融资活动现金流	231	840	842	545
					现金净变动	480	872	1206	1124
					货币资金的期初余额	138	618	1491	2697
					货币资金的期末余额	618	1491	2697	3821
					企业自由现金流	178	(2)	313	510
					权益自由现金流	(125)	62	396	615

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20% 以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20% 之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10% 以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10% 以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）	华东区（机构销售二部）	华南区（机构销售三部）	海外销售交易部
李文英 13910793700 liwying@guosen.com.cn	汤静文 18602117915 tangjwen@guosen.com.cn	邵燕芳 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	赵冰童 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
许婧 18600319171 xujing1@guosen.com.cn	张欣慰 18701930016 zhangxinw@guosen.com.cn	颜小燕 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	梁佳 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
王玮 15901057831 wangwei3@guosen.com.cn	梁扶聪 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	刘紫微 13828854899 liuziw@guosen.com.cn	吴翰文 13681572396 wuhw@guosen.com.cn
王艺汀 18311410580 wangyit@guosen.com.cn	吴国 15800476582 wuguo@guosen.com.cn	赵晓曦 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	陈俊儒 13760329487 chenjunru@guosen.com.cn
陈雪庆 18911132721 chenxueq@guosen.com.cn	金锐 13764958911 jinrui@guosen.com.cn	简洁 15823925035 jianjie1@guosen.com.cn	邓怡秋 15986625526 dengyiq@guosen.com.cn
杨云崧 18610043360 yangys@guosen.com.cn	倪婧 18616741177 nijing@guosen.com.cn	牛恒 17888837219 niuhen@guosen.com.cn	
赵海英 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	林若 15618987024 linruo@guosen.com.cn	王灿 13247504850 wangcan@guosen.com.cn	
詹云 15281619128 zhanyun@guosen.com.cn	张南威 13918188254 zhangnw@guosen.com.cn	欧子炜 18682182659 ouzw@guosen.com.cn	
边伟维 13521850202 bianyw@guosen.com.cn	周鑫 18621315175 zhouxin@guosen.com.cn		
	丛明浩 13162040999 congminghao@guosen.com.cn		
	李杨 17301786715 liyang10@guosen.com.cn		