

23Q1 利润端修复明显，看好全年业绩增长

➤ **事件：公司披露 22 年及 23Q1 业绩。**2022 年，公司实现营收 85.20 亿元，*YoY*-5.84%；归母净利润 1.22 亿元，*YoY*-39.44%；单 Q4，公司实现营收 21.36 亿元，*YoY*-12.88%；归母净利润-0.30 亿元，*YoY*-15.54%。2023Q1，公司实现营收 20.96 亿元，*YoY*-0.62%；归母净利润 0.08 亿元，*YoY*+123.41%。

➤ **疫情影响、门店爬坡拖累公司业绩，平台服务稳健增长。**22 年，公司实现营收 85.20 亿元，*YoY*-5.84%，主要系门店客流量减少、新增门店仍处爬坡期且盈利周期延长、门店规模增加带动固定成本增加、新租赁准则等因素影响。分行业来看，**1) 母婴商品：**22 年营收 74.16 亿元，*YoY*-5.35%。**2) 母婴服务：**22 年营收 2.51 亿元，*YoY*-2.89%。**3) 供应商服务：**22 年营收 6.05 亿元，*YoY*-10.61%。**4) 广告业务：**22 年营收 0.74 亿元，*YoY*-13.56%。**5) 平台服务：**22 年营收 1.06 亿元，*YoY*+4.11%。

➤ **23Q1 毛利率略有承压，控费带动下，盈利能力逐步改善。****1) 毛利率方面**，22Q4 公司毛利率为 29.07%，同比+0.53pct；23Q1 毛利率为 26.84%，同比-1.38pct。**2) 费用率方面**，22Q4 公司销售费用率为 22.30%，同比-0.32pct；管理费用率为 6.27%，同比+0.85pct；研发费用率为 1.18%，同比-0.02pct。23Q1 公司销售费用率为 19.70%，同比-2.77pct；管理费用率为 5.33%，同比-0.10pct；研发费用率为 0.72%，同比-0.42pct，主要系研发投入减少；**3) 净利率端**，22Q4 公司实现归母净利润-0.30 亿元，对应归母净利率 1.39%，同比+0.04pct；23Q1 实现归母净利润 0.08 亿元，对应归母净利率 0.36%，同比+1.90pct。

➤ **深化全渠道运营、打造差异化供应链、加码本地生活服务，推动业务长期可持续发展。****1) 渠道方面**，公司积极推进全渠道融合，以门店为依托，同步开设美团、饿了么、京东到家等本地平台门店，并借助小红书、大众点评、抖音等内容平台的流量进行客户触达。2022 年，公司依托“仓网布局+门店场景+确定性配送服务”，加快发展同城即时零售，实现订单小时达，当日达，提供高维度的用户体验+高效率的交付。**2) 差异化供应链方面**，打造贝特倍护、初衣萌、慧殿堂、柚咪柚、植物王国、可蒂家和 Vivid Bear 等七大自有品牌，覆盖了用品、玩具、内衣家纺、饰品等多个品类，为用户提供全面、丰富的一站式商品解决方案。22 年，差异化供应链实现销售收入为 5.84 亿元，同比+30.04%，占母婴商品销售收入比重为 7.87%。**3) 本地生活服务方面**，打造“孕产加”、“成长加”、“亲子加”三条赛道，其中“孕产加”为家长提供月嫂、育儿嫂、产康等家庭帮手类服务，“成长加”为小朋友提供琴棋书画运动等儿童成长类服务，“亲子加”提供同城旅游等亲子类服务，延长用户生命周期，全方位满足亲子家庭多元需求。

➤ **投资建议：**考虑公司是母婴渠道龙头，短期看好线下客流复苏带动终端销售改善、平台服务贡献业绩增量，中长期看好公司较强的全渠道运营能力、持续优化的产品结构、数字化建设驱动业绩增长、供给端逐步出清拉动市占率提升，我们预计 23-25 年公司归母净利润分别为 2.84/4.17/5.21 亿元，同比增速分别为 132.5%/+46.9%/+24.8%，对应 PE 分别为 41X/28X/23X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**人口出生率下滑风险；行业竞争加剧风险；线上渠道冲击风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	8,520	9,992	11,463	12,615
增长率（%）	-5.8	17.3	14.7	10.0
归属母公司股东净利润（百万元）	122	284	417	521
增长率（%）	-39.4	132.5	46.9	24.8
每股收益（元）	0.11	0.26	0.38	0.47
PE	96	41	28	23
PB	4.0	3.6	3.2	2.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 4 月 26 日收盘价）

推荐
维持评级
当前价格：
10.54 元

分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 解慧新

执业证书：S0100522100001

邮箱：xiehuixin@mszq.com

相关研究

1. 孩子王 (301078.SZ) 首次覆盖报告：深耕单客经济，数字化持续赋能，母婴零售龙头未来可期-2023/03/13

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	8,520	9,992	11,463	12,615
营业成本	5,972	6,951	7,936	8,697
营业税金及附加	26	31	35	39
销售费用	1,815	2,118	2,407	2,649
管理费用	447	500	550	580
研发费用	88	100	115	126
EBIT	208	341	475	583
财务费用	88	72	65	56
资产减值损失	-3	2	1	1
投资收益	31	60	69	76
营业利润	160	334	484	610
营业外收支	-19	0	1	-0
利润总额	141	334	485	609
所得税	21	51	68	89
净利润	120	283	417	520
归属于母公司净利润	122	284	417	521
EBITDA	886	1,163	1,474	1,660

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,859	2,129	2,518	2,879
应收账款及票据	78	80	91	101
预付款项	94	76	87	96
存货	957	1,011	1,088	1,121
其他流动资产	1,153	1,324	1,167	1,176
流动资产合计	4,141	4,621	4,952	5,373
长期股权投资	15	75	144	219
固定资产	711	764	823	892
无形资产	174	193	221	248
非流动资产合计	3,716	3,729	3,846	4,038
资产合计	7,857	8,350	8,798	9,411
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1,166	1,371	1,435	1,549
其他流动负债	1,471	1,567	1,671	1,819
流动负债合计	2,637	2,938	3,106	3,368
长期借款	396	405	405	405
其他长期负债	1,861	1,774	1,668	1,543
非流动负债合计	2,257	2,179	2,073	1,948
负债合计	4,894	5,117	5,179	5,316
股本	1,112	1,112	1,112	1,112
少数股东权益	1	0	-0	-1
股东权益合计	2,963	3,233	3,619	4,094
负债和股东权益合计	7,857	8,350	8,798	9,411

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-5.84	17.28	14.72	10.04
EBIT 增长率	-35.35	64.25	39.00	22.90
净利润增长率	-39.44	132.55	46.94	24.85
盈利能力 (%)				
毛利率	29.91	30.44	30.77	31.06
净利润率	1.43	2.84	3.64	4.13
总资产收益率 ROA	1.55	3.40	4.74	5.54
净资产收益率 ROE	4.12	8.78	11.53	12.72
偿债能力				
流动比率	1.57	1.57	1.59	1.60
速动比率	1.13	1.11	1.18	1.20
现金比率	0.70	0.72	0.81	0.85
资产负债率 (%)	62.29	61.28	58.87	56.49
经营效率				
应收账款周转天数	3.34	3.00	3.00	3.00
存货周转天数	58.51	53.00	50.00	47.00
总资产周转率	1.07	1.23	1.34	1.39
每股指标 (元)				
每股收益	0.11	0.26	0.38	0.47
每股净资产	2.66	2.91	3.25	3.68
每股经营现金流	0.56	1.25	1.34	1.62
每股股利	0.00	0.03	0.04	0.05
估值分析				
PE	96	41	28	23
PB	4.0	3.6	3.2	2.9
EV/EBITDA	14.28	10.57	8.00	6.81
股息收益率 (%)	0.00	0.26	0.38	0.48
现金流量表 (百万元)				
净利润	120	283	417	520
折旧和摊销	678	822	1,000	1,077
营运资金变动	-218	267	55	201
经营活动现金流	619	1,392	1,490	1,805
资本开支	-242	-434	-470	-509
投资	332	1	0	0
投资活动现金流	131	-438	-301	-509
股权募资	132	0	0	0
债务募资	91	-2	0	0
筹资活动现金流	-332	-684	-800	-935
现金净流量	422	270	389	361

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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受到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026