

➤ **事件：公司披露 23H1 业绩。**2023H1，公司实现营收 41.59 亿元，*YoY*-4.90%；归母净利润 0.70 亿元，*YoY*+3.90%；若剔除股权激励带来的股份支付费用的影响，公司实现归母净利润 1.17 亿元，*YoY*+74.93%。单 Q2，公司实现营收 20.63 亿元，*YoY*-8.88%；归母净利润 0.62 亿元，*YoY*-37.65%。

➤ **23H1 营收小幅下滑，母婴服务稳健增长。**23H1，公司实现营收 41.59 亿元，同比-4.90%，其中母婴商品营收 35.95 亿元，*YoY*-6.45%；母婴服务营收 1.50 亿元，*YoY*+25.32%；供应商服务营收 3.05 亿元，*YoY*+8.38%；广告业务营收 0.30 亿元，*YoY*-29.17%；平台服务营收 0.44 亿元，*YoY*-12.95%。

➤ **23H1 毛利率同比下滑 1.37pct，剔除股权激励费用影响归母净利率同比+1.28pct 至 2.82%。**1) **毛利率方面**，23H1 公司毛利率为 28.11%，同比-1.37pct；单 Q2 看，公司毛利率为 29.39%，同比-1.26pct。2) **费用率方面**，23H1 销售费用率为 19.45%，同比-1.44pct；管理费用率为 5.45%，同比+0.41pct；研发费用率为 0.66%，同比-0.37pct。单 Q2 看，销售费用率为 19.19%，同比-0.22pct；管理费用率为 5.59%，同比+0.91pct；研发费用率为 0.59%，同比-0.34pct；3) **净利润方面**，23H1 公司实现归母净利润 0.70 亿元，对应归母净利率 1.67%，同比+0.14pct；单 Q2 看，公司实现归母净利润 0.62 亿元，对应归母净利率 3.00%，同比-1.39pct。若剔除股权激励带来的股份支付费用的影响，23H1 公司实现归母净利润 1.17 亿元，对应归母净利率 2.82%，同比+1.28pct。

➤ **23H1 孩子王门店直营门店持续加密，收购乐友加速北方市场布局，内延外伸稳步推进全国化布局。**截至 23 年中，孩子王直营门店数量 508 家，与 22 年末持平，门店覆盖江苏、安徽、四川、湖南、浙江、山东等全国 20 个省（市）。23 年 6 月，公司收购北方母婴龙头乐友 65% 的股权，乐友在北京、天津、陕西、河北、辽宁等北部地区门店占比超 70%，市场网格化程度较高，已在当地具有较强影响力和品牌知名度，助力公司有效提升在北部地区的市场布局。截至 23 年中，公司已成功打造“孩子王大店+乐友精品店+加盟店”模式进行全国性门店扩张，门店布局已在胡焕庸线东南半壁达到较高密度。

➤ **深化全渠道运营、加码数字化建设、打造差异化供应链，多条成长曲线显现成效，期待下半年业绩表现。**1) **渠道方面**，7 月 28 日公司推出全球首家儿童生活馆，开业以来中大童消费人数同比增长 41%，新增黑金会员同比增长 35%，新业态成效显著；未来 3 年，孩子王儿童生活馆预计还将在全国一二线城市新开超 200+ 门店，有望成为公司业绩新增长极。此外，公司以门店为依托，同步开设美团、饿了么、京东到家等本地平台门店，并在抖音、淘宝、微信等多个平台和账号上建立直播矩阵，打通线上种草与线下消费的转化链路。2) **数字化方面**，公司于 23 年 6 月推出自主开发“AI 育儿顾问大模型”KidsGPT 智能顾问，有效拓宽育儿顾问服务边界、增强服务深度，提升管理效率和运营效益。同时，公司依托“仓网布局+门店场景+确定性配送服务”，加快发展同城数字化到家服务，实现订单小时达、当日达，订单及时履约率 99%，提供高维度的用户体验+高效率的交付。3) **差异化供应链**，公司打造贝特倍护、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，通过研发差异化产品和创新高性价比、高颜值产品提升公司经营效益。23H1，差异化供应链销售收入为 3.05 亿元，同比+157.57%；占母婴商品销售收入比重为 8.49%，同比+5.40pct。4) **本地生活服务方面**，公司基于“孕产加”、“成长加”、“亲子加”三平台，打造城市化服务生态圈，提升同城运营能力。23H1，公司“成长加”业务收入快速增长，“同城加”完成数百场爱城活动，累计参与人次 3 万+。

➤ **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，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、儿童生活馆新业务放量打开空间、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 2.85/4.94/6.48 亿元，同比增速分别为 133.7%/+73.2%/+31.2%，对应 PE 分别为 37X/21X/16X，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）	8520	10274	12553	14189
增长率（%）	-5.8	20.6	22.2	13.0
归属母公司股东净利润（百万元）	122	285	494	648
增长率（%）	-39.4	133.7	73.2	31.2
每股收益（元）	0.11	0.26	0.44	0.58
PE	86	37	21	16
PB	3.5	3.2	2.8	2.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 8 月 25 日收盘价）

**推荐**
**维持评级**
**当前价格：**
**9.44 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

**研究助理 杨颖**

执业证书：S0100123070030

邮箱：yangying@mszq.com

### 相关研究

1. 孩子王 (301078.SZ) 事件点评：全球首家儿童生活馆开业，打造中大童服务新标杆，加大小龄段儿童覆盖-2023/07/31

2. 孩子王 (301078.SZ) 事件点评：发行可转债申请获批、拟现金收购乐友国际 65% 股权，母婴渠道龙头未来可期-2023/06/11

3. 孩子王 (301078.SZ) 事件点评：KIDS GPT 赋能提升运营能力，华北区域仓网建设助力全国仓网布局-2023/06/07

4. 孩子王 (301078.SZ) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：23Q1 利润端修复明显，看好全年业绩增长-2023/04/27

5. 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
<b>营业总收入</b>	<b>8520</b>	<b>10274</b>	<b>12553</b>	<b>14189</b>
营业成本	5972	7117	8626	9694
营业税金及附加	26	32	39	44
销售费用	1815	2183	2655	2994
管理费用	447	545	628	702
研发费用	88	103	107	99
EBIT	208	344	559	723
财务费用	88	72	65	54
资产减值损失	-3	0	0	0
投资收益	31	62	75	85
<b>营业利润</b>	<b>160</b>	<b>336</b>	<b>574</b>	<b>760</b>
营业外收支	-19	0	1	0
<b>利润总额</b>	<b>141</b>	<b>336</b>	<b>575</b>	<b>759</b>
所得税	21	51	80	111
<b>净利润</b>	<b>120</b>	<b>285</b>	<b>494</b>	<b>648</b>
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>122</b>	<b>285</b>	<b>494</b>	<b>648</b>
EBITDA	886	1166	1559	1799

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1859	2085	2622	3150
应收账款及票据	78	83	100	113
预付款项	94	78	95	107
存货	957	1033	1182	1248
其他流动资产	1153	1328	1175	1188
<b>流动资产合计</b>	<b>4141</b>	<b>4607</b>	<b>5174</b>	<b>5806</b>
长期股权投资	15	77	152	237
固定资产	711	764	823	892
无形资产	174	193	221	248
<b>非流动资产合计</b>	<b>3716</b>	<b>3786</b>	<b>3910</b>	<b>4111</b>
<b>资产合计</b>	<b>7857</b>	<b>8394</b>	<b>9084</b>	<b>9917</b>
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1166	1404	1560	1726
其他流动负债	1471	1583	1760	1957
<b>流动负债合计</b>	<b>2637</b>	<b>2987</b>	<b>3320</b>	<b>3683</b>
长期借款	396	398	398	398
其他长期负债	1861	1773	1667	1542
<b>非流动负债合计</b>	<b>2257</b>	<b>2171</b>	<b>2065</b>	<b>1940</b>
<b>负债合计</b>	<b>4894</b>	<b>5159</b>	<b>5385</b>	<b>5624</b>
股本	1112	1112	1112	1112
少数股东权益	1	1	1	1
<b>股东权益合计</b>	<b>2963</b>	<b>3235</b>	<b>3698</b>	<b>4293</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>7857</b>	<b>8394</b>	<b>9084</b>	<b>9917</b>

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
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-5.84	20.58	22.18	13.03
EBIT 增长率	-35.35	65.39	62.57	29.30
净利润增长率	-39.44	133.67	73.23	31.20
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	29.91	30.72	31.29	31.68
净利润率	1.43	2.78	3.94	4.57
总资产收益率 ROA	1.55	3.40	5.44	6.54
净资产收益率 ROE	4.12	8.82	13.37	15.11
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.57	1.54	1.56	1.58
速动比率	1.13	1.08	1.14	1.18
现金比率	0.70	0.70	0.79	0.86
资产负债率 (%)	62.29	61.46	59.29	56.71
<b>经营效率</b>				
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	1.26	1.44	1.49
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.11	0.26	0.44	0.58
每股净资产	2.66	2.91	3.33	3.86
每股经营现金流	0.56	1.28	1.47	1.78
每股股利	0.00	0.03	0.05	0.06
<b>估值分析</b>				
PE	86	37	21	16
PB	3.5	3.2	2.8	2.4
EV/EBITDA	12.83	9.75	7.29	6.32
股息收益率 (%)	0.00	0.29	0.51	0.67
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
净利润	120	285	494	648
折旧和摊销	678	822	1000	1077
营运资金变动	-218	296	129	255
<b>经营活动现金流</b>	<b>619</b>	<b>1419</b>	<b>1635</b>	<b>1978</b>
资本开支	-242	-434	-469	-508
投资	332	-1	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>131</b>	<b>-492</b>	<b>-297</b>	<b>-508</b>
股权募资	132	0	0	0
债务募资	91	-19	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-332</b>	<b>-701</b>	<b>-800</b>	<b>-943</b>
<b>现金净流量</b>	<b>422</b>	<b>226</b>	<b>538</b>	<b>527</b>

## 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。	公司评级	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
	行业评级	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
		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