

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

孩子王 (301078)

投资评级

上次评级

刘嘉仁 社零&美护首席分析师

执业编号: S1500522110002

联系电话: 15000310173

邮箱: liujiaren@cindasc.com

蔡昕妤 商贸零售分析师

执业编号: S1500523060001

联系电话: 13921189535

邮箱: caixinyu@cindasc.com

孩子王 (301078.SZ) 2023&24Q1 点评: 收入稳健增长, 乐友并表带动利润提升

2024年4月25日

事件: 公司发布 2023&24Q1 业绩, 2023 年公司实现营收 87.53 亿元, 同增 2.73%, 归母净利润 1.05 亿元, 同降 13.92%, 其中因实施股权激励产生的股份支付费用 0.95 亿元, 若剔除可转债利息支出及股份支付费用的影响 (已考虑相关所得税费用的影响), 归母净利润为 2.11 亿元, 同增 55.7%。2024Q1 公司实现营收 21.94 亿元, 同增 4.64%, 归母净利润 1165.89 万元, 同增 53.55%, 扣非归母净利润 286.79 万元, 同比扭亏为盈, 经营活动现金流量净额 3.97 亿元, 同增 363.94%。2023 年公司拟每 10 股派发现金红利 0.5 元 (含税), 现金分红 5508.94 万元 (含税), 分红率 52.41%。

点评:

收购北方行业龙头企业乐友, 全国布局进一步完善。乐友国际为我国母婴童行业龙头, 截至 2023 年末, 已在天津、北京、陕西、河北、山东等省市拥有 517 家直营及加盟托管门店。此次收购与公司原有的市场布局形成了强有力的互补, 北方地区尤为显著。收购完成后, 公司及乐友国际的门店总数已超 1000 家, 覆盖全国 21 个省 (市)、200 多个城市。公司将在供应链、数字化、财务及运营、组织人力等方面对乐友给予充分赋能, 坚持“多模式”“双品牌”的协同发展战略, 孩子王将继续保持大店模式并发挥专业服务优势, 而乐友发挥小店优势并加大下沉市场加盟模式发展。

全球优选差异化供应链进一步完善, 自有品牌增长亮眼。2023 年差异化供应链 (含自有品牌) 共实现销售收入 8.19 亿元, 占母婴商品销售收入的比重为 10.82%, 自有品牌交易额实现了 74.37% 的同比增长, 已全面覆盖用品、玩具、内衣家纺、饰品等多个主要品类, 打造如贝特倍护用品及纸尿裤、初衣萌内衣家纺、慧殿堂玩具及乐友歌瑞家家纺、幼禧用品、歌瑞贝儿食品等大单品。

门店调改升级, 2023 年孩子王坪效略有承压。2023 年公司共新增门店 54 家 (孩子王 23 家, 乐友直营和加盟托管店共 31 家), 关闭门店 57 家 (孩子王 23 家, 乐友直营和加盟托管店共 34 家), 期末门店数 1025 家 (孩子王 508 家, 乐友直营和加盟托管店共 517 家)。2023 年孩子王门店平均坪效 5714.65 元/平, 同比-9.14%, 店均销售收入 1304.74 万元, 同比-10.79%。

分业务, 2023 年母婴商品贡献主要营收, 达到 75.76 亿元, 占比 86.56%, 同增 2.15%; 母婴服务/供应商服务/广告业务/平台服务/招商及其他业务分别实现营收 3.11/6.06/0.68/1.16/0.76 亿元, 同比 +23.98%/+0.08%/-8.71%/+9.44%/+12.90%。母婴商品中奶粉和用品为两大主要品类, 2023 年营收分别为 46.33/12.78 亿元, 占总收入的 52.94%/14.60%, 同比+1.78%/-9.21%, 毛利率分别为 17.35%/18.94%, 同比-0.40/-3.96PCT。2023 年线

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编: 100031

上平台收入 11.45 亿元, 同增 22.05%, 毛利率 37.98%, 同比-2.7PCT。

收购乐友 65%股权并表。2023-2025 年, 乐友国际承诺合并报表的税后净利润应分别不低于 8,106.38 万元、10,017.93 万元、11,760.06 万元。2023 年乐友国际实际实现净利润 8296.35 万元, 完成率 102.34%。

盈利预测: 我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 112/118/123 亿元, 同增 28%/6%/4%, 归母净利润分别为 2.88/3.53/4.10 亿元, 同增 174%/23%/16%, EPS 分别为 0.26/0.32/0.37 元, 对应 4 月 25 日收盘价 PE 分别为 24/19/17X。

风险因素: 开店&门店调改进度不及预期, 乐友盈利不及预期, 区域竞争加剧。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	8,520	8,753	11,157	11,794	12,281
增长率 YoY %	-5.8%	2.7%	27.5%	5.7%	4.1%
归属母公司净利润 (百万元)	122	105	288	353	410
增长率 YoY%	-39.4%	-13.9%	173.6%	22.9%	16.1%
毛利率%	29.9%	29.6%	29.8%	30.4%	30.8%
净资产收益率 ROE%	4.1%	3.3%	9.5%	11.8%	13.7%
EPS(摊薄)(元)	0.11	0.09	0.26	0.32	0.37
市盈率 P/E(倍)	55.80	64.82	23.70	19.28	16.61
市净率 P/B(倍)	2.30	2.17	2.25	2.28	2.27

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 4 月 25 日收盘价

资产负债表					单位:百万元	利润表					单位:百万元
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	4,141	5,255	6,472	7,019	7,563	营业收入	8,520	8,753	11,157	11,794	12,281
货币资金	1,859	2,472	3,198	3,685	4,110	营业成本	5,972	6,165	7,831	8,214	8,499
应收票据	0	0	0	0	0	营业税金及附加	26	32	41	44	45
应收账款	78	84	108	102	117	销售费用	1,815	1,812	2,243	2,371	2,468
预付账款	94	143	180	189	195	管理费用	447	507	625	660	688
存货	957	1,120	1,491	1,521	1,595	研发费用	88	51	67	71	74
其他	1,153	1,436	1,494	1,522	1,545	财务费用	88	93	27	23	19
非流动资产	3,716	4,352	4,017	3,677	3,332	减值损失合计	-3	-13	-2	-2	-2
长期股权投资	15	15	20	25	30	投资净收益	31	20	26	27	28
固定资产	711	677	747	775	778	其他	48	50	56	59	61
无形资产	174	396	393	390	387	营业利润	160	150	404	495	575
其他	2,816	3,264	2,857	2,488	2,137	营业外收支	-19	-4	-3	-3	-3
资产总计	7,857	9,607	10,489	10,696	10,895	利润总额	141	146	401	492	572
流动负债	2,637	2,855	3,510	3,599	3,726	所得税	21	26	70	86	100
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	120	121	331	406	472
应付票据	437	324	459	453	491	少数股东损益	-2	15	43	53	61
应付账款	730	834	1,123	1,158	1,203	归属母公司净利润	122	105	288	353	410
其他	1,471	1,697	1,927	1,987	2,032	EBITDA	886	880	777	868	947
非流动负债	2,257	3,456	3,756	3,856	3,856	EPS (当年)(元)	0.11	0.10	0.26	0.32	0.37
长期借款	396	919	1,419	1,719	1,919						
其他	1,861	2,537	2,337	2,137	1,937						
负债合计	4,894	6,311	7,266	7,455	7,582						
少数股东权益	1	155	198	251	312						
归属母公司股东权益	2,962	3,141	3,025	2,990	3,000						
负债和股东权益	7,857	9,607	10,489	10,696	10,895						
重要财务指标					单位:百万元	现金流量表					单位:百万元
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	经营活动现金流	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	8,520	8,753	11,157	11,794	12,281	净利润	619	804	896	843	891
同比 (%)	-5.8%	2.7%	27.5%	5.7%	4.1%	折旧摊销	120	121	331	406	472
归属母公司净利润	122	105	288	353	410	财务费用	-31	-20	-26	-27	-28
同比	-39.4%	-13.9%	173.6%	22.9%	16.1%	投资损失	-218	-59	165	29	7
毛利率 (%)	29.9%	29.6%	29.8%	30.4%	30.8%	营运资金变动	-17	-27	-17	-19	-20
ROE%	4.1%	3.3%	9.5%	11.8%	13.7%	其它	131	-1,199	-15	-12	-10
EPS (摊薄)(元)	0.11	0.09	0.26	0.32	0.37	投资活动现金流	-242	-362	-46	-44	-43
P/E	55.80	64.82	23.70	19.28	16.61	资本支出	332	-860	-15	-15	-15
P/B	2.30	2.17	2.25	2.28	2.27	长期投资	40	22	46	47	48
EV/EBITDA	17.31	12.20	10.32	8.79	7.61	筹资活动现金流	-332	1,060	-155	-344	-456

研究团队简介

刘嘉仁，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。

王越，美护&社服高级分析师。上海交通大学金融学硕士，南京大学经济学学士，2018年7月研究生毕业后加入兴业证券社会服务小组，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美、社会服务行业。

周子莘，美容护理分析师。南京大学经济学硕士，华中科技大学经济学学士，曾任兴业证券社会服务行业美护分析师，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

涂佳妮，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022年11月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

宿一赫，社服行业研究助理。南安普顿大学金融硕士，同济大学工学学士，CFA三级，曾任西南证券交运与社服行业分析师，2022年12月加入信达新消费团队，覆盖出行链、酒旅餐饮、博彩等行业。

蔡昕妤，商贸零售分析师。圣路易斯华盛顿大学金融硕士，曾任国金证券商贸研究员，2023年3月加入信达新消费团队，主要覆盖黄金珠宝、线下零售、培育钻石板块。

李汶静，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

林凌，厦门大学经济学院金融硕士，2023年2月加入信达新消费团队，主要覆盖美护上游产业链。

张洪滨，复旦大学金融学院硕士，复旦大学经济学院学士，2023年7月加入信达新消费团队，主要覆盖酒店、景区、免税。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 15% 以上； 增持： 股价相对强于基准 5%~15%； 持有： 股价相对基准波动在±5% 之间； 卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	看涨： 行业指数超越基准； 中性： 行业指数与基准基本持平； 看淡： 行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。