

➤ **事件：孩子王披露 2023 年年报及 2024 年一季报。**23 年，公司实现营收 87.53 亿元，同比+2.73%；归母净利润 1.05 亿元，同比-13.92%；剔除股份支付及可转债利息费用影响后归母净利润为 2.11 亿元，同比+55.70%。24Q1 营收为 21.94 亿元，同比+4.64%；归母净利润为 0.12 亿元，同比+53.55%；扣非归母净利润为 0.03 亿元，同比扭亏为盈。此外，公司 2023 年度利润分配方案为：以公司 24 年 3 月 31 日公司总股本 1109742548 股扣除截至 24 年 3 月 31 日公司回购专户中已回购股份 7954000 股后的股本 1101788548 股为基数，拟向全体股东每 10 股派发现金股利 0.5 元（含税），共分配利润 0.55 亿元，现金分红占公司归母净利润的比例为 52.41%。

➤ **母婴商品业务贡献主要收入，母婴服务业务快速增长。**23 年，公司实现营收 87.53 亿元，同比+2.73%；分业务看，1) **母婴商品**：23 年营收 75.76 亿元，同比+2.15%；2) **母婴服务**：23 年营收 3.11 亿元，同比+23.98%；3) **供应商服务**：23 年营收 6.06 亿元，同比+0.08%；4) **广告业务**：23 年营收 0.68 亿元，同比-8.71%；5) **平台服务**：23 年营收 1.16 亿元，同比+9.44%；6) **招商及其他**：23 年营收 0.76 亿元，同比+12.90%。

➤ **剔除股份支付及可转债利息费用影响后，23 年归母净利率同比+0.82pct 至 2.41%。**1) **毛利率方面**，23 年公司毛利率为 29.56%，同比-0.35pct；24Q1，公司毛利率为 29.92%，同比+3.07pct。2) **费用率方面**，23 年，公司销售费用率为 20.70%，同比-0.60pct；管理费用率为 5.79%，同比+0.54pct；研发费用率为 0.59%，同比-0.45pct；24Q1，公司销售费用率为 21.72%，同比+2.02pct；管理费用率为 5.25%，同比-0.07pct；研发费用率为 0.41%，同比-0.31pct。3) **净利率方面**，23 年，公司实现归母净利润 1.05 亿元，对应归母净利率 1.20%，同比-0.23pct；剔除股份支付及可转债利息费用影响后归母净利润为 2.11 亿元，对应归母净利率 2.41%，同比+0.82pct。24Q1，公司实现归母净利润 0.12 亿元，对应归母净利率 0.53%，同比+0.17pct；实现扣非归母净利润 0.03 亿元，对应扣非归母净利率 0.13%，同比转负为正。

➤ **稳步推进乐友并购，持续打造全龄段儿童生活馆，渠道运营全面优化。**23 年 8 月，公司收购北方母婴龙头乐友国际，完善公司北方地区的门店布局；截至 23 年末，孩子王及乐友门店合计达 1025 家，其中孩子王 508 家，乐友直营和加盟托管店共 517 家，两者互补下公司门店覆盖全国 21 个省（市）、200+城市，基本完成胡焕庸线以南地区的市场布局。此外，公司针对中大童群体开创全龄段儿童一站式购物及成长服务新业态，设置餐厅厨房、运动装备、儿童主题房等十三大场景，满足亲子家庭的一站式购物、社交互动、寓教于乐等多元需求；23 年，公司完成南京弘阳店、南京建邺万达店、武汉经开永旺梦乐城店的升级改造，单店交易额平均同比提升超 20%，消费人次平均增长近 30%，升级效果初具成效；公司计划 24 年升级 60 家儿童生活馆（Q1 完成合肥包河万达广场门店的升级），未来 3 年升级 200+家，门店运营效率有望持续得到优化提升。

➤ **差异化供应链进一步完善，23 年自有品牌交易额同比+74%。**公司通过与各类母婴品牌商的深度合作，打造自有品牌矩阵，为消费者提供具有成本优势的差异化产品和明星单品；23 年，公司与 1450 家自营供应商建立战略合作，合作全球优质品牌超 3500 个，自有品牌拓展至 11+个，差异化供应链体系持续完善，实现销售收入 8.19 亿元，同比 40.36%，其中自有品牌交易额同比+74.37%。

➤ **投资建议：**考虑公司是母婴渠道龙头，看好公司较强的全渠道运营能力、自有品牌持续提升、数字化建设驱动业绩增长、儿童生活馆及加盟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 24-26 年公司归母净利润分别为 2.50/3.52/4.42 亿元，同比增速分别为 137.9%/+40.9%/+25.6%，对应 PE 分别为 28X/20X/16X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**人口出生率下滑风险；乐友盈利不及预期；线上渠道冲击风险。

盈利预测与财务指标

| 项目/年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 8,753 | 10,472 | 11,765 | 12,737 |
| 增长率（%） | 2.7 | 19.6 | 12.4 | 8.3 |
| 归属母公司股东净利润（百万元） | 105 | 250 | 352 | 442 |
| 增长率（%） | -13.9 | 137.9 | 40.9 | 25.6 |
| 每股收益（元） | 0.09 | 0.23 | 0.32 | 0.40 |
| PE | 66 | 28 | 20 | 16 |
| PB | 2.2 | 2.1 | 2.0 | 1.8 |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 26 日收盘价）

推荐

维持评级
当前价格：
6.29 元

分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

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

- 孩子王 (301078.SZ) 2023 年三季报点评：Q3 收入转正，全龄段儿童生活馆持续推进，期待中长期发展-2023/10/30
- 孩子王 (301078.SZ) 2023 年半年报点评：23H1 归母净利润同比+75%，期待下半年业绩发展-2023/08/27
- 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，加大全龄段儿童覆盖-2023/07/31
- 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
- 孩子王 (301078.SZ) 事件点评：KIDSGPT 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

公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 | 8,753 | 10,472 | 11,765 | 12,737 |
| 营业成本 | 6,165 | 7,371 | 8,200 | 8,799 |
| 营业税金及附加 | 32 | 42 | 47 | 51 |
| 销售费用 | 1,812 | 2,094 | 2,329 | 2,522 |
| 管理费用 | 507 | 545 | 635 | 701 |
| 研发费用 | 51 | 61 | 67 | 70 |
| EBIT | 198 | 400 | 533 | 645 |
| 财务费用 | 93 | 102 | 102 | 100 |
| 资产减值损失 | -13 | -13 | -14 | -14 |
| 投资收益 | 20 | 42 | 47 | 51 |
| 营业利润 | 150 | 338 | 475 | 594 |
| 营业外收支 | -4 | -12 | -11 | -9 |
| 利润总额 | 146 | 326 | 464 | 585 |
| 所得税 | 26 | 48 | 73 | 93 |
| 净利润 | 121 | 278 | 391 | 492 |
| 归属于母公司净利润 | 105 | 250 | 352 | 442 |
| EBITDA | 880 | 1,113 | 1,312 | 1,410 |

| 资产负债表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|-------|--------|--------|--------|
| 货币资金 | 2,472 | 2,603 | 2,769 | 2,904 |
| 应收账款及票据 | 84 | 94 | 109 | 118 |
| 预付款项 | 143 | 184 | 205 | 220 |
| 存货 | 1,120 | 1,257 | 1,353 | 1,403 |
| 其他流动资产 | 1,436 | 1,604 | 1,621 | 1,631 |
| 流动资产合计 | 5,255 | 5,742 | 6,056 | 6,276 |
| 长期股权投资 | 15 | 15 | 15 | 15 |
| 固定资产 | 677 | 867 | 1,059 | 1,246 |
| 无形资产 | 396 | 416 | 446 | 476 |
| 非流动资产合计 | 4,352 | 4,560 | 4,748 | 5,002 |
| 资产合计 | 9,607 | 10,302 | 10,804 | 11,278 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款及票据 | 1,158 | 1,331 | 1,412 | 1,466 |
| 其他流动负债 | 1,697 | 1,951 | 2,113 | 2,225 |
| 流动负债合计 | 2,855 | 3,282 | 3,525 | 3,691 |
| 长期借款 | 919 | 983 | 983 | 983 |
| 其他长期负债 | 2,537 | 2,533 | 2,533 | 2,533 |
| 非流动负债合计 | 3,456 | 3,516 | 3,516 | 3,516 |
| 负债合计 | 6,311 | 6,798 | 7,040 | 7,207 |
| 股本 | 1,110 | 1,110 | 1,110 | 1,110 |
| 少数股东权益 | 155 | 183 | 222 | 271 |
| 股东权益合计 | 3,296 | 3,504 | 3,764 | 4,071 |
| 负债和股东权益合计 | 9,607 | 10,302 | 10,804 | 11,278 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

| 主要财务指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|--------|--------|-------|-------|
| 成长能力 (%) | | | | |
| 营业收入增长率 | 2.73 | 19.64 | 12.35 | 8.26 |
| EBIT 增长率 | -4.65 | 101.99 | 33.03 | 21.07 |
| 净利润增长率 | -13.92 | 137.92 | 40.85 | 25.61 |
| 盈利能力 (%) | | | | |
| 毛利率 | 29.56 | 29.61 | 30.30 | 30.92 |
| 净利率 | 1.20 | 2.39 | 2.99 | 3.47 |
| 总资产收益率 ROA | 1.09 | 2.43 | 3.26 | 3.92 |
| 净资产收益率 ROE | 3.35 | 7.53 | 9.95 | 11.65 |
| 偿债能力 | | | | |
| 流动比率 | 1.84 | 1.75 | 1.72 | 1.70 |
| 速动比率 | 1.24 | 1.18 | 1.16 | 1.15 |
| 现金比率 | 0.87 | 0.79 | 0.79 | 0.79 |
| 资产负债率 (%) | 65.69 | 65.99 | 65.16 | 63.90 |
| 经营效率 | | | | |
| 应收账款周转天数 | 3.34 | 3.06 | 3.09 | 3.20 |
| 存货周转天数 | 60.64 | 58.03 | 57.29 | 56.39 |
| 总资产周转率 | 1.00 | 1.05 | 1.11 | 1.15 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 0.09 | 0.23 | 0.32 | 0.40 |
| 每股净资产 | 2.83 | 2.99 | 3.19 | 3.42 |
| 每股经营现金流 | 0.72 | 1.18 | 1.22 | 1.28 |
| 每股股利 | 0.05 | 0.12 | 0.17 | 0.21 |
| 估值分析 | | | | |
| PE | 66 | 28 | 20 | 16 |
| PB | 2.2 | 2.1 | 2.0 | 1.8 |
| EV/EBITDA | 9.78 | 7.74 | 6.56 | 6.11 |
| 股息收益率 (%) | 0.79 | 1.88 | 2.64 | 3.32 |

| 现金流量表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|--------|-------|-------|-------|
| 净利润 | 121 | 278 | 391 | 492 |
| 折旧和摊销 | 682 | 712 | 779 | 765 |
| 营运资金变动 | -59 | 230 | 79 | 67 |
| 经营活动现金流 | 804 | 1,311 | 1,350 | 1,418 |
| 资本开支 | -362 | -501 | -485 | -533 |
| 投资 | -860 | -174 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | -1,199 | -566 | -438 | -482 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 债务募资 | 1,504 | 70 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | 1,060 | -615 | -747 | -800 |
| 现金净流量 | 666 | 131 | 166 | 135 |

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收到任何形式的补偿。

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 |
| | | 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