

## 并表乐友增厚业绩，多场景多渠道稳步推进

### ——孩子王(301078) 2023 年年报及 2024 年一季报点评

增持|维持

#### 事件：

公司发布 2023 年年报及 2024 年一季度报告。

#### 点评：

##### ● 24Q1 利润恢复增长，并表乐友增厚业绩

23 年公司实现营业收入 87.52 亿元，同比增长 2.73%，实现归母净利润 1.05 亿元，同比减少 13.92%，剔除股权激励影响归母公司净利润同比增长 55.70%。扣非归母净利润 0.63 亿元，同比减少 18.06%。23 年并购乐友贡献收入/净利润约 7 亿元/4843 万元。盈利能力方面，23 年公司毛利率为 29.56%，同比微降 0.34pct，净利率为 1.38%，同比基本持平。公司整体费用管控良好，23 年期间费用率合计 28.14%，同比下降 0.48pct。其中，销售费用率为 20.70%，同比基本持平。管理费用率为 5.79%，同比上升 0.68pct，研发费用率为 0.59%，同比下降 0.42pct，主要系公司数字化体系趋向成熟，研发人数下降所致。2024Q1 公司实现营业收入 21.94 亿元，同比增长 4.64%，归属母公司净利润 0.12 亿元，同比增长 53.55%。

● 母婴商品销售稳健增长，差异化供应链持续完善，自有品牌增速亮眼  
分行业来看，23 年母婴商品实现收入 75.76 亿元，同比增长 2.15%；供应商服务实现收入 6.06 亿元，同比基本持平；母婴服务实现收入 3.11 亿元，同比增长 23.98%；平台服务实现收入 1.16 亿元，同比增长 9.44%。23 年公司通过与各类母婴品牌商的深度合作，构建优质供应链，借助短链供应升级和定制化差异化专供商品，不断推出具有成本优势的差异化产品和明星单品，差异化供应链销售收入 8.19 亿元，同比增长 40.36%，其中自有品牌交易额同比增长 74.37%，为加盟拓展提供了强大的自有供应链支持。

● 全龄段生活馆积极打造，开放加盟布局下沉市场，线上业务增长良好  
分渠道来看，23 年线下业务收入同比基本持平，年内共新增门店 54 家，关闭门店 57 家，期末门店 1025 家。孩子王保持大店模式并发挥专业服务优势。一方面，23 年成功完成了 3 家全龄段儿童生活馆的升级改造，单店交易额平均同比提升超 20%，消费人次平均增长近 30%，2024 年计划升级 60 家，未来三年计划升级 200 家。另一方面，于下沉市场开放大店加盟模式，下半年有望实现快速推广。乐友发挥小店优势并加大下沉市场加盟模式发展，2024 年目标 200 家以上。23 年线上业务实现收入 11.45 亿元，同比增长 22.05%，截至 2023 年 12 月，公司累计会员人数超过 8700 万人。

##### ● 投资建议与盈利预测

公司在母婴童行业占据头部地位，以门店为载体提供多元化一站式服务。随着线下消费经济复苏，以及公司持续推进全渠道融合，提升客户留存，加强供应链管理，不断扩大品牌优势，预计公司 2024-2026 年分别实现营收 105.31/117.61/129.35 亿元，实现归母净利润为 2.53/3.63/4.44 亿元，EPS 为 0.23/0.33/0.40 元/股，对应 PE 为 27x/19x/15x，维持“增持”评级。

##### ● 风险提示

开店进度不及预期风险、线上渠道拓展不及预期风险、行业竞争加剧风险、出生率下降风险等。

#### 基本数据

52 周最高/最低价 (元): 13.49 / 5.6

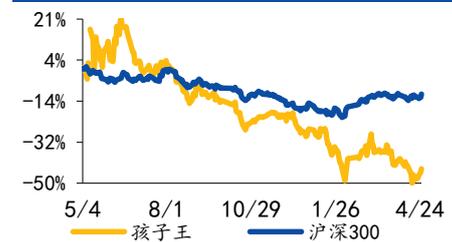
A 股流通股 (百万股): 635.19

A 股总股本 (百万股): 1109.74

流通市值 (百万元): 3995.37

总市值 (百万元): 6980.28

#### 过去一年股价走势



资料来源: Wind

#### 相关研究报告

《国元证券公司研究-孩子王(301078) 2023 年三季报点评: Q3 收入增速环比改善, 双品牌协同完善市场布局》2023.11.01

《国元证券公司研究-孩子王(301078) 2023 年中报点评: 二季度利润端环比改善, 收购乐友拓展北方市场》2023.08.31

#### 报告作者

分析师 李典

执业证书编号 S0020516080001

电话 021-51097188-1866

邮箱 lidian@gyzq.com.cn

联系人 徐梓童

电话 021-51097188-1866

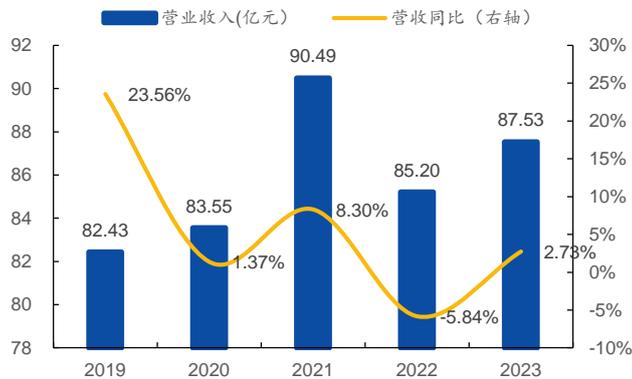
邮箱 xuzitong@gyzq.com.cn

## 附表：盈利预测

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8520.16	8752.59	10531.01	11761.31	12935.35
收入同比(%)	-5.84	2.73	20.32	11.68	9.98
归母净利润(百万元)	122.11	105.12	253.40	362.70	443.75
归母净利润同比(%)	-39.44	-13.92	141.07	43.13	22.35
ROE(%)	4.12	3.35	7.29	9.90	11.50
每股收益(元)	0.11	0.09	0.23	0.33	0.40
市盈率(P/E)	55.80	64.82	26.89	18.79	15.36

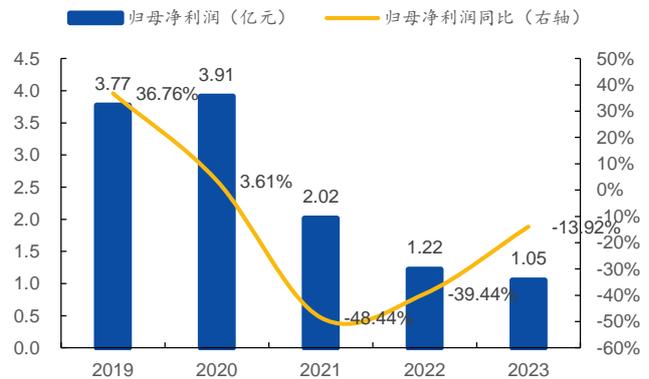
资料来源：Wind,国元证券研究所

图 1：2019-2023 公司收入及增速



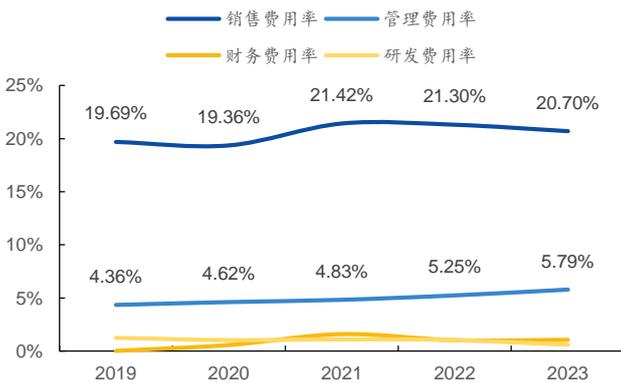
资料来源：iFind, 国元证券研究所

图 2：2019-2023 公司归母净利润及增速



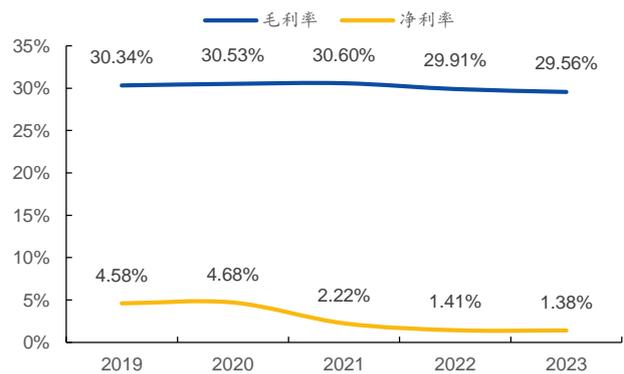
资料来源：iFind, 国元证券研究所

图 3：2019-2023 公司期间费用率



资料来源：iFind, 国元证券研究所

图 4：2019-2023 公司毛利率和净利率



资料来源：iFind, 国元证券研究所

**财务预测表**

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	4140.89	5255.40	5367.70	5918.85	7137.97
现金	1858.98	2472.11	2129.84	2555.80	3578.13
应收账款	78.03	84.19	105.31	118.55	130.61
其他应收款	81.23	89.45	105.38	120.71	133.27
预付账款	93.84	143.13	170.50	189.64	208.56
存货	957.32	1119.58	1364.21	1517.33	1668.67
其他流动资产	1071.49	1346.94	1492.46	1416.80	1418.73
<b>非流动资产</b>	3716.07	4352.00	5191.88	5314.00	5385.30
长期投资	15.00	14.57	12.29	13.50	13.28
固定资产	711.07	677.14	790.50	884.30	942.79
无形资产	174.11	396.34	396.34	396.34	396.34
其他非流动资产	2815.89	3263.93	3992.74	4019.85	4032.90
<b>资产总计</b>	7856.96	9607.40	10559.58	11232.85	12523.28
<b>流动负债</b>	2637.22	2855.32	3732.41	4184.62	5231.60
短期借款	0.00	0.00	837.38	1101.00	1966.81
应付账款	729.54	834.41	994.03	1105.60	1215.87
其他流动负债	1907.67	2020.91	1901.01	1978.02	2048.92
<b>非流动负债</b>	2257.09	3455.91	3184.76	3207.50	3241.32
长期借款	395.64	919.36	919.36	919.36	919.36
其他非流动负债	1861.45	2536.55	2265.40	2288.13	2321.96
<b>负债合计</b>	4894.31	6311.23	6917.17	7392.11	8472.92
少数股东权益	0.74	155.28	164.74	176.43	190.15
股本	1112.04	1109.74	1109.74	1109.74	1109.74
资本公积	1112.41	1197.11	1197.11	1197.11	1197.11
留存收益	867.78	972.89	1170.81	1357.45	1553.36
归属母公司股东权益	2961.91	3140.89	3477.66	3664.30	3860.21
<b>负债和股东权益</b>	7856.96	9607.40	10559.58	11232.85	12523.28

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	618.99	803.87	217.57	585.09	718.54
净利润	120.37	120.57	262.86	374.39	457.47
折旧摊销	194.14	199.80	136.48	181.13	228.97
财务费用	87.81	93.22	62.25	101.64	113.85
投资损失	-31.33	-20.31	-48.72	-36.35	-37.80
营运资金变动	-226.39	-147.98	-136.96	-26.92	-35.52
其他经营现金流	474.38	558.58	-58.35	-8.79	-8.42
<b>投资活动现金流</b>	130.57	-1199.02	-826.14	-242.80	-263.73
资本支出	242.37	361.92	300.00	300.00	300.00
长期投资	-347.43	-161.90	-2.29	1.21	-0.23
其他投资现金流	25.52	-999.00	-528.43	58.41	36.04
<b>筹资活动现金流</b>	-331.93	1060.24	266.30	83.68	567.51
短期借款	-1.00	0.00	837.38	263.62	865.81
长期借款	89.69	523.72	0.00	0.00	0.00
普通股增加	24.04	-2.30	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	119.81	84.70	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-564.48	454.13	-571.08	-179.94	-298.30
现金净增加额	422.24	666.27	-342.28	425.97	1022.32

资料来源: wind, 国元证券研究所

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	8520.16	8752.59	10531.01	11761.31	12935.35
营业成本	5972.03	6165.10	7344.45	8168.80	8983.56
营业税金及附加	26.22	32.46	36.86	38.81	38.81
营业费用	1814.89	1811.79	2211.51	2352.26	2522.39
管理费用	447.07	506.61	579.21	646.87	711.44
研发费用	88.31	51.26	73.72	88.21	103.48
财务费用	87.81	93.22	62.25	101.64	113.85
资产减值损失	-2.81	-12.85	-7.23	-8.37	-8.74
公允价值变动收益	6.95	10.37	8.73	8.98	9.13
投资净收益	31.33	20.31	48.72	36.35	37.80
<b>营业利润</b>	160.11	149.90	311.65	446.25	545.81
营业外收入	2.73	14.53	0.00	0.00	0.00
营业外支出	21.79	18.30	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	141.05	146.14	311.65	446.25	545.81
所得税	20.68	25.57	48.79	71.86	88.35
<b>净利润</b>	120.37	120.57	262.86	374.39	457.47
少数股东损益	-1.73	15.45	9.46	11.69	13.72
<b>归属母公司净利润</b>	122.11	105.12	253.40	362.70	443.75
EBITDA	442.06	442.92	510.38	729.01	888.63
EPS (元)	0.11	0.09	0.23	0.33	0.40

主要财务比率					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-5.84	2.73	20.32	11.68	9.98
营业利润(%)	-33.57	-6.38	107.91	43.19	22.31
归属母公司净利润(%)	-39.44	-13.92	141.07	43.13	22.35
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	29.91	29.56	30.26	30.55	30.55
净利率(%)	1.43	1.20	2.41	3.08	3.43
ROE(%)	4.12	3.35	7.29	9.90	11.50
ROIC(%)	24.56	9.35	12.69	17.47	20.20
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	62.29	65.69	65.51	65.81	67.66
净负债比率(%)	19.22	25.55	34.02	35.60	41.54
流动比率	1.57	1.84	1.44	1.41	1.36
速动比率	1.20	1.44	1.07	1.05	1.05
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.07	1.00	1.04	1.08	1.09
应收账款周转率	103.02	100.63	107.54	105.08	103.83
应付账款周转率	7.43	7.88	8.03	7.78	7.74
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.11	0.09	0.23	0.33	0.40
每股经营现金流(最新摊薄)	0.56	0.72	0.00	0.00	0.00
每股净资产(最新摊薄)	2.67	2.83	3.13	3.30	3.48
<b>估值比率</b>					
P/E	55.80	64.82	26.89	18.79	15.36
P/B	2.30	2.17	1.96	1.86	1.77
EV/EBITDA	13.46	13.43	11.66	8.16	6.70

## 投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限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。

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国境内(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属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投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188