

孩子王 (301078.SZ)

全渠道运营升级，业绩基本符合预期

事件：4月24日，公司发布2023年报及2024一季报。1) 2023年全年：实现营业收入87.53亿元/同比+2.73%，归母净利润1.05亿元/同比-13.92%，扣非归母净利润0.63亿元/同比-18.06%，剔除可转债利息支出及股份支付费用的影响后，实现归母净利润2.11亿元/同比+55.70%；2) 单四季度：实现营业收入24.05亿元/同比+12.62%，归母净利润-0.12亿元（上年同期为-0.30亿元），扣非归母净利润-0.23亿元（上年同期为-0.37亿元）；3) 2024Q1：实现营业收入21.94亿元/同比+4.64%，归母净利润0.12亿元/同比+53.55%，扣非归母净利润0.03亿元（上年同期为-0.04亿元）。

“孩子王+乐友”双品牌运营，布局互补。报告期末公司门店共计1025家，分品牌来看，1) 孩子王：业态升级改造，店均收入有所承压。①展店方面，报告期内，2023年孩子王新增/关店分别23/23家，至期末门店数量508家，其中华东/西南/华中/其他地区门店数量分别变化+2/+1/-3/0家，至期末分别达280/78/71/79家。②单店方面，2023年店均收入1304.74万元/同比-10.79%，其中华东/西南/华中/其他地区店均收入分别同比-15.15%/-10.06%/-7.41%/+2.75%，仍受行业背景影响，门店坪效为5714.65元/平方米/同比-9.1%。2) 乐友：完成并表，布局互补。①展店方面，乐友直营及加盟门店新增/关店分别31/34家，至期末达517家。其中直营门店450家，华北/西北/西南/其他地区门店数量分别为210/79/48/113家，乐友门店分布以北方为主，完善孩子王布局形成有力互补。②单店方面，8-12月直营店店均收入达120.22万元，店效为4883.35元/平方米。

费率较为稳定，2024Q1盈利能力环比提升。1) 2023全年：毛利端，公司毛利率同比-0.34pct至29.56%，分品类看，母婴商品毛利率为20.29%/同比-0.77pct，其中奶粉/用品类17.35%/18.94%，同比-0.40/-3.96pct。费用端，全年销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.60/+0.54/-0.45/+0.03pct，其中由于乐友并表员工数量达10923人/同比+700人，人工费率达12.25%/同比-1.33pct。2) 2023Q4：毛利率同比+1.14pct至30.21%，销售/管理/研发/财务费用率同比-0.03/+0.28/-0.62/+0.17pct，归母净利率-0.49%；3) 2024Q1：毛利率同比+3.07pct至29.92%，销售/管理/研发/财务费用率同比+2.02/-0.07/-0.31/+0.34pct，归母净利率0.53%，实现环比改善。

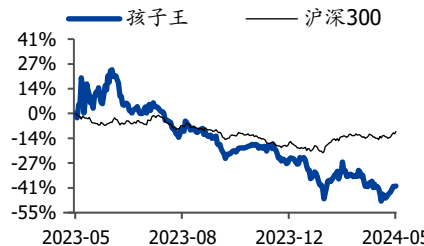
全渠道运营升级，股权激励顺利推进。1) 打造儿童生活馆。公司拟对线下120家门店进行升级改造，期内推出全龄段儿童一站式购物及成长服务的“儿童生活馆”，并已完成3家儿童生活馆的升级，2024年计划升级60家，2023年单店交易额平均同比提升超过20%，消费人次平均增长近30%。2) 发展线上。公司2023年实现线上收入32.9亿元，占比43.42%，截至2023年底，APP已拥有超5,600万名用户，小程序用户超6,200万，企微私域服务用户超1,000万。3) 优化和完善差异化供应链体系。2023年差异化供应

买入（调高）

股票信息

行业	专业连锁
前次评级	增持
5月6日收盘价(元)	6.50
总市值(百万元)	7,213.33
总股本(百万股)	1,109.74
其中自由流通股(%)	57.24
30日日均成交量(百万股)	15.25

股价走势



作者

分析师 杜玥莹

执业证书编号：S0680520080008

邮箱：duyueying@gszq.com

相关研究

- 《孩子王 (301078.SZ)：营收同比增速转正，深耕单客多管齐下》2023-11-01
- 《孩子王 (301078.SZ)：利润恢复，业绩整体符合预期》2023-08-28
- 《孩子王 (301078.SZ)：收购乐友国际 65%股权，多维度协同巩固龙头地位》2023-06-12

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%。自有品牌展现强劲增长势头，期内自有品牌交易额同增 74.37%。
4) 深耕同城业务。公司期内持续升级同城数字化到家服务，强化同城运营，满足用户高维度需求，报告期内成立专业本地生活运营团队，实现近 50 个城市全面覆盖，2023 年“同城加”交易额同比+105%。
5) 股权激励一期顺利推进。2023 年公司因实施股权激励产生的股份支付金额 9488.12 万元，实际业绩考核净利润为 2.11 亿元/同比+55.70%（考核标准为以 2022 年为基数，净利润增长不低于 50%），公司业绩指标符合解除限售条件。

投资建议：公司为具备全渠道运营能力的母婴公司，围绕“全球优选差异化供应链+本地亲子成长服务+同城即时零售”策略定位，不断“深耕会员、全渠道经营、全球优选差异化供应链、本地生活、全域营销、新项目”六大战略，并不断升级数字化，当前均有突破，2024 年将推进加盟模式，加快占领下沉市场，同时加快升级全龄段儿童生活馆。我们参考公司 2023 年业绩表现，考虑乐友已于 2023 年 8 月并表，2024 年乐友将并入全年业绩，且公司经营质量稳中有升，全渠道运营有所优化，我们调整 2024-2026 年公司营业收入至 105.47/113.78/122.32 亿元，调整归母净利润预测至 2.41/3.12/4.05 亿元，EPS 分别为 0.22/0.28/0.36 元/股，当前股价对应 PE 分别为 30/23/18 倍，上调至“买入”评级。

风险提示：1) 展店长期不及预期。2) 行业竞争严重加剧。3) 数字化及仓储物流建设不及预期。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	8,520	8,753	10,547	11,378	12,232
增长率 yoy（%）	-5.8	2.7	20.5	7.9	7.5
归母净利润（百万元）	122	105	241	312	405
增长率 yoy（%）	-39.4	-13.9	129.2	29.5	29.7
EPS 最新摊薄（元/股）	0.11	0.09	0.22	0.28	0.36
净资产收益率（%）	4.1	3.7	7.4	8.8	10.3
P/E（倍）	59.1	68.6	29.9	23.1	17.8
P/B（倍）	2.4	2.3	2.2	2.0	1.8

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2024 年 5 月 6 日收盘价

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	4141	5255	5311	4994	5613
现金	1859	2472	2230	1976	2292
应收票据及应收账款	78	84	111	100	127
其他应收款	81	89	116	106	133
预付账款	94	143	142	166	166
存货	957	1120	1364	1300	1548
其他流动资产	1071	1347	1347	1347	1347
非流动资产	3716	4352	4397	4339	4327
长期投资	15	15	14	14	13
固定资产	711	677	740	723	692
无形资产	174	396	431	472	524
其他非流动资产	2816	3264	3212	3130	3098
资产总计	7857	9607	9708	9333	9940
流动负债	2637	2855	3126	2833	3417
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1166	1158	1622	1360	1828
其他流动负债	1471	1697	1504	1472	1589
非流动负债	2257	3456	3082	2685	2298
长期借款	396	1911	1537	1140	753
其他非流动负债	1861	1545	1545	1545	1545
负债合计	4894	6311	6208	5517	5715
少数股东权益	1	155	173	196	225
股本	1112	1110	1110	1110	1110
资本公积	1112	1197	1197	1197	1197
留存收益	868	973	1191	1459	1797
归属母公司股东权益	2962	3141	3326	3619	3999
负债和股东权益	7857	9607	9708	9333	9940

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	619	804	811	406	978
净利润	120	121	259	335	434
折旧摊销	194	200	196	219	173
财务费用	88	93	96	115	125
投资损失	-31	-20	-20	-32	-34
营运资金变动	-226	-148	281	-230	281
其他经营现金流	474	559	-1	-1	-1
投资活动现金流	131	-1199	-219	-128	-126
资本支出	242	362	45	-58	-11
长期投资	347	162	0	0	0
其他投资现金流	720	-675	-174	-186	-137
筹资活动现金流	-332	1060	-834	-532	-536
短期借款	-1	0	0	0	0
长期借款	90	1515	-374	-397	-387
普通股增加	24	-2	0	0	0
资本公积增加	120	85	0	0	0
其他筹资现金流	-564	-537	-460	-135	-149
现金净增加额	422	666	-242	-254	316

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	8520	8753	10547	11378	12232
营业成本	5972	6165	7374	7910	8456
营业税金及附加	26	32	32	37	41
营业费用	1815	1812	2162	2321	2483
管理费用	447	507	541	572	587
研发费用	88	51	63	68	73
财务费用	88	93	96	115	125
资产减值损失	-3	-13	0	0	0
其他收益	36	25	25	30.37	33
公允价值变动收益	7	10	0	0	0
投资净收益	31	20	20	32	34
资产处置收益	5	15	1	1	1
营业利润	160	150	326	417	535
营业外收入	3	15	8	8	10
营业外支出	22	18	19	20	19
利润总额	141	146	314	406	526
所得税	21	26	55	71	92
净利润	120	121	259	335	434
少数股东损益	-2	15	18	23	29
归属母公司净利润	122	105	241	312	405
EBITDA	306	398	496	606	666
EPS (元)	0.11	0.09	0.22	0.28	0.36

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-5.8	2.7	20.5	7.9	7.5
营业利润(%)	-33.6	-6.4	117.3	28.1	28.1
归属于母公司净利润(%)	-39.4	-13.9	129.2	29.5	29.7
获利能力					
毛利率(%)	29.9	29.6	30.1	30.5	30.9
净利率(%)	1.4	1.2	2.3	2.7	3.3
ROE(%)	4.1	3.7	7.4	8.8	10.3
ROIC(%)	1.7	2.3	3.7	4.8	6.1
偿债能力					
资产负债率(%)	62.3	65.7	63.9	59.1	57.5
净负债比率(%)	31.7	49.9	34.4	27.8	8.5
流动比率	1.6	1.8	1.7	1.8	1.6
速动比率	1.1	1.2	1.1	1.1	1.0
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.0	1.1	1.2	1.3
应收账款周转率	110.8	107.9	107.9	107.9	107.9
应付账款周转率	4.8	5.3	5.3	5.3	5.3
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.11	0.09	0.22	0.28	0.36
每股经营现金流(最新摊薄)	0.56	0.72	0.73	0.37	0.88
每股净资产(最新摊薄)	2.67	2.80	2.96	3.23	3.57
估值比率					
P/E	59.1	68.6	29.9	23.1	17.8
P/B	2.4	2.3	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	23.5	20.4	15.5	12.5	10.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024 年 5 月 6 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（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。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com