



## 增持(维持)

所属行业: 商贸零售/专业连锁 II  
当前价格(元): 5.32

### 证券分析师

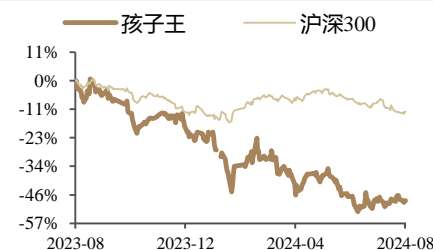
易丁依

资格编号: S0120523070004

邮箱: yidy@tebon.com.cn

### 研究助理

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-1.66	-3.38	-14.73
相对涨幅(%)	2.09	2.15	-6.99

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

### 相关研究

1. 《孩子王(301078.SZ): Q2业绩环比改善, 看好全国化优势沉淀》, 2023.8.29

# 孩子王(301078.SZ): Q2业绩同比改善, 积极推进三扩战略

### 投资要点

- 事件:** 24年H1公司实现营业收入45.20亿元, 同比增长8.68%, 归母净利润0.80亿元/yoy+14.68%, 扣非归母净利润0.60亿元/yoy+36.24%。公司23年收购乐友国际完成并表, 24年H1乐友实现净利润3241万元。
- 单拆Q2:** 公司实现营业收入23.27亿元/yoy+12.78%, 实现扣非归母业绩0.57亿元/+18.25%, 对应扣非归母净利润率2.46%/yoy+0.11pcts。
- 线上收入占比持续扩大, 母婴商品毛利率提升。** 1) **分项业务:** 24年H1母婴商品/母婴服务/供应商服务同比+10.11%、-12.63%、+2.36%, 其中母婴商品线上销售收入18.22亿元/yoy+19.32%, 占母婴商品销售收入46.04%/+3.53pcts。2) **同店:** 孩子王24年H1同店坪效2716万元/m<sup>2</sup>, 同比下滑13.37%。3) **毛利率:** 24年Q2整体毛利率29.45%/yoy+0.06pcts, 母婴商品毛利率21.25%/yoy+2.85pcts。4) **费用率:** 24年H1销售费用率20.47%/+1.02pcts, 管理费用率4.98%/-0.47pcts, 研发费用率0.43%/-0.23pcts, 成熟的数字化系统提升业务运转效率。
- 推进儿童生活馆改造升级, 孩子王加盟首店开业。** 1) **展店:** 2024年上半年, 公司共新增门店45家(孩子王6家, 乐友39家), 关闭门店35家(孩子王10家, 乐友25家), 期末门店1,035家(孩子王504家, 乐友531家)。2) **儿童生活馆:** 截止24年H1公司已完成6家儿童生活馆升级改造, 年内计划完成60家, 未来三年计划升级200家。看好公司适当向中大龄儿童拓展服务, 有望于中长期缓解生育率下滑带来的业绩压力。3) **加盟业务:** 7月四川广汉首家孩子王加盟店开设, 计划3年内新开1000家门店, 加盟模式加速下沉, 打开业务成长空间。
- 持续完善差异化供应链, 自有品牌销售提升亮眼。** 1) 24年H1公司通过差异化供应链实现收入5.04亿元/yoy+65.35%(自有品牌/专供商品分别为2.9亿元/2.1亿元), 占母婴商品销售收入12.74%。看好公司通过差异化自有产品, 持续增厚产品销售和毛利。2) **深耕会员经济,** 截止24年H1, 公司累计会员人数9070万+(含乐友国际), 付费会员超过110万。
- 投资建议:** 孩子王作为母婴行业龙头, 坚持大店模式、会员经济, 24年聚焦“三扩”战略(扩品类、扩赛道、扩业态)以“儿童生活馆、非标增长、同城亲子”为长期发展重心。公司目前账面资金充裕, 积极推进儿童生活馆和加盟业态, 有望在中长期获得更大的成长空间。我们预计公司24-26年实现营业收入100.38/111.46/118.88亿元, 实现归母净利润2.24/2.87/3.69亿元, 当前对应24年26.5倍PE, 维持“增持”评级。
- 风险提示:** 门店扩张不及预期、行业竞争加剧、终端需求疲软等

### 股票数据

总股本(百万股):	1,114.18
流通A股(百万股):	647.83
52周内股价区间(元):	4.86-10.31
总市值(百万元):	5,927.46
总资产(百万元):	9,613.32
每股净资产(元):	2.91

资料来源: 公司公告

### 主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,520	8,753	10,038	11,146	11,888
(+/-)YOY(%)	-5.8%	2.7%	14.7%	11.0%	6.7%
净利润(百万元)	122	105	224	287	369
(+/-)YOY(%)	-39.4%	-13.9%	112.9%	28.1%	28.8%
全面摊薄EPS(元)	0.11	0.09	0.20	0.26	0.33
毛利率(%)	29.9%	29.6%	29.3%	30.0%	31.1%
净资产收益率(%)	4.1%	3.3%	6.6%	7.8%	9.1%

资料来源: 公司年报(2022-2023), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.10	0.20	0.26	0.33
每股净资产	2.83	3.03	3.29	3.62
每股经营现金流	0.72	0.96	0.92	1.00
每股股利	0.05	0.02	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	85.17	26.49	20.68	16.05
P/B	2.90	1.75	1.62	1.47
P/S	0.67	0.59	0.53	0.50
EV/EBITDA	12.20	7.19	5.72	4.40
股息率%	0.6%	0.4%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	29.6%	29.3%	30.0%	31.1%
净利润率	1.4%	2.6%	3.0%	3.6%
净资产收益率	3.3%	6.6%	7.8%	9.1%
资产回报率	1.1%	2.1%	2.4%	2.8%
投资回报率	2.2%	3.8%	4.1%	4.6%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	2.7%	14.7%	11.0%	6.7%
EBIT 增长率	-4.7%	82.6%	24.5%	26.4%
净利润增长率	-13.9%	112.9%	28.1%	28.8%
偿债能力指标				
资产负债率	65.7%	66.6%	67.3%	67.0%
流动比率	1.8	2.2	2.5	2.8
速动比率	1.2	1.6	1.9	2.2
现金比率	0.9	1.3	1.6	1.9
经营效率指标				
应收帐款周转天数	3.3	3.1	3.3	3.7
存货周转天数	60.6	57.6	56.8	59.5
总资产周转率	1.0	1.0	1.0	1.0
固定资产周转率	12.6	14.4	15.0	15.3

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	105	224	287	369
少数股东损益	15	33	43	55
非现金支出	695	576	579	573
非经营收益	47	58	92	106
营运资金变动	-59	177	21	12
经营活动现金流	804	1,068	1,021	1,115
资产	-362	-247	-226	-229
投资	-860	-14	116	54
其他	22	115	68	69
投资活动现金流	-1,199	-146	-42	-106
债权募资	1,504	591	600	600
股权募资	0	38	0	0
其他	-443	-129	-129	-152
融资活动现金流	1,060	499	471	448
现金净流量	666	1,422	1,449	1,457

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 16 日  
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	8,753	10,038	11,146	11,888
营业成本	6,165	7,097	7,801	8,190
毛利率%	29.6%	29.3%	30.0%	31.1%
营业税金及附加	32	30	36	40
营业税金率%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	1,812	2,028	2,296	2,496
营业费用率%	20.7%	20.2%	20.6%	21.0%
管理费用	507	532	580	618
管理费用率%	5.8%	5.3%	5.2%	5.2%
研发费用	51	48	50	52
研发费用率%	0.6%	0.5%	0.4%	0.4%
EBIT	198	362	451	570
财务费用	93	63	61	58
财务费用率%	1.1%	0.6%	0.5%	0.5%
资产减值损失	-13	-3	-3	-3
投资收益	20	25	28	36
营业利润	150	302	392	513
营业外收支	-4	-3	-2	-2
利润总额	146	299	390	511
EBITDA	880	935	1,026	1,140
所得税	26	42	60	87
有效所得税率%	17.5%	14.0%	15.5%	17.0%
少数股东损益	15	33	43	55
归属母公司所有者净利润	105	224	287	369

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,472	3,894	5,344	6,801
应收账款及应收票据	84	89	118	129
存货	1,120	1,152	1,311	1,398
其它流动资产	1,580	1,609	1,561	1,567
流动资产合计	5,255	6,744	8,333	9,895
长期股权投资	15	15	15	15
固定资产	677	716	775	777
在建工程	200	266	293	390
无形资产	396	431	466	488
非流动资产合计	4,352	3,951	3,573	3,211
资产总计	9,607	10,696	11,906	13,105
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1,158	1,334	1,458	1,563
预收账款	1	1	1	1
其它流动负债	1,696	1,737	1,894	1,964
流动负债合计	2,855	3,072	3,353	3,528
长期借款	919	1,519	2,119	2,719
其它长期负债	2,537	2,535	2,535	2,535
非流动负债合计	3,456	4,054	4,654	5,254
负债总计	6,311	7,126	8,007	8,782
实收资本	1,110	1,115	1,115	1,115
普通股股东权益	3,141	3,381	3,667	4,036
少数股东权益	155	189	232	287
负债和所有者权益合计	9,607	10,696	11,906	13,105

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

易丁依，上海财经大学金融硕士，21年6月加入德邦证券，负责医美、化妆品领域研究，把握颜值经济行业趋势、分析用户画像、研究终端产品、高频跟踪渠道动销，深挖公司基本面型选手，挖掘胶原蛋白等前沿细分市场。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
股票投资评级		买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
行业投资评级		优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。