

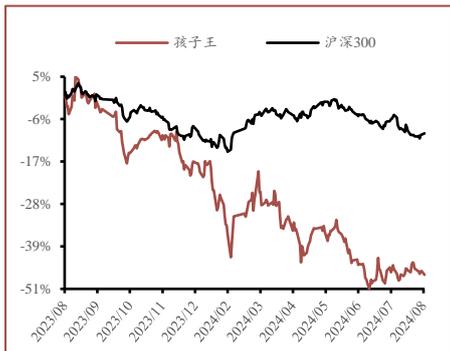
推进“三扩”战略，实施中期分红

■ 证券研究报告

★ 投资评级:增持(维持)

| | |
|-------------|-------------------|
| 基本数据 | 2024-08-19 |
| 收盘价(元) | 5.22 |
| 流通股本(亿股) | 6.48 |
| 每股净资产(元) | 2.87 |
| 总股本(亿股) | 11.14 |

最近 12 月市场表现



分析师 于健

SAC 证书编号: S0160522060001
yujian@ctsec.com

联系人 王瑾瑜

wangjy03@ctsec.com

相关报告

- 《线下销售有所承压，乐友并表增厚业绩》 2024-04-27
- 《Q3 收入增速转正，儿童生活馆表现优秀》 2023-11-02
- 《巩固竞争优势，期待同店复苏》 2023-08-27

核心观点

- ❖ **事件:** 公司 2024H1 营收 45.20 亿元，同比+8.68%，归母净利润 0.80 亿元，同比+14.68%。2024Q2 营收 23.27 亿元，同比+12.78%，归母净利润 0.68 亿元，同比+9.91%。公司拟向全体股东每 10 股派发现金股利 0.2 元(含税)，总计派发现金股利 2210.22 万元，分红比例 27.71%。
- ❖ **挖掘结构性增量，实施“三扩”战略。**公司挖掘结构性增量，拓展新业务，实施扩品类、扩赛道、扩业态的“三扩”战略，1) 推进乐友整合，发挥并购协同作用，上半年完成供应链、自有品牌、仓配体系的打通，2024H1 乐友实现营收 7.85 亿元，净利润 3241.01 万元。2) 发力自有品牌，2024H1 差异化供应链收入同比提升 65.35%，占商品收入比重 12.74%。3) 发力线上，加快推进内容与社会化分销进程，充分挖掘会员价值，2024H1 母婴商品线上销售收入 18.22 亿元，占母婴商品销售收入的 46.04%，同比增长 19.32%。4) 持续推进同城战略，“同城加”交易额同比增长约 120%。5) 发展加盟模式，截止 8 月 16 日已开设两家加盟店，另有超 10 家店正在筹建中。6) 加速升级儿童生活馆，截止 8 月 16 日已升级 8 家，另外有 30 多家正在筹备或建设中，进度符合预期，已改造儿童生活馆平均中大童交易额占比达 45.10%，同比提升 5.19%。
- ❖ **毛利率提升，费用率较为稳定。**2024H1 公司毛利率为 29.67%，同比+1.56pct，主要系商品结构改善及自有商品占比提升，销售/管理/研发费用率为 20.47%/4.98%/0.43%，分别+1.02/-0.47/-0.23pct。
- ❖ **投资建议:** 公司在全渠道融合、数字化赋能、会员运营等方面已经建立起较强的竞争优势，受益于行业供给侧的出清，公司市占率有望进一步提升。目前公司逐步发力母婴本地生活平台，打造儿童生活馆新业态，有望拓宽业务边界，带来利润增量。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 2.10/2.99/3.66 亿元，对应 PE28.2/19.8/16.2X，维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示:** 人口出生率下降；经济增速下降；门店扩张及培育效果不及预期。

盈利预测:

| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 8520 | 8753 | 10020 | 10666 | 11242 |
| 收入增长率(%) | -5.84 | 2.73 | 14.48 | 6.44 | 5.40 |
| 归母净利润(百万元) | 122 | 105 | 210 | 299 | 366 |
| 净利润增长率(%) | -39.44 | -13.92 | 100.23 | 41.93 | 22.61 |
| EPS(元/股) | 0.11 | 0.10 | 0.19 | 0.27 | 0.33 |
| PE | 115.42 | 85.17 | 28.16 | 19.84 | 16.18 |
| ROE(%) | 4.12 | 3.35 | 6.55 | 8.87 | 10.31 |
| PB | 4.86 | 2.90 | 1.84 | 1.76 | 1.67 |

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 08 月 19 日收盘价计算)

公司财务报表及指标预测

| 利润表(百万元) | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 财务指标 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 8520.16 | 8752.59 | 10020.14 | 10665.50 | 11241.66 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 5972.03 | 6165.10 | 7032.24 | 7451.83 | 7828.86 | 营业收入增长率 | -5.8% | 2.7% | 14.5% | 6.4% | 5.4% |
| 营业税费 | 26.22 | 32.46 | 35.07 | 37.33 | 39.35 | 营业利润增长率 | -33.6% | -6.4% | 92.7% | 38.4% | 20.1% |
| 销售费用 | 1814.89 | 1811.79 | 2064.15 | 2165.10 | 2270.82 | 净利润增长率 | -39.4% | -13.9% | 100.2% | 41.9% | 22.6% |
| 管理费用 | 447.07 | 506.61 | 511.03 | 522.61 | 539.60 | EBITDA 增长率 | -13.5% | -0.6% | 12.6% | 11.8% | 7.4% |
| 研发费用 | 88.31 | 51.26 | 50.10 | 47.99 | 44.97 | EBIT 增长率 | -35.4% | -4.7% | 80.3% | 32.1% | 16.8% |
| 财务费用 | 87.81 | 93.22 | 103.72 | 100.11 | 84.18 | NOPLAT 增长率 | -37.2% | -7.8% | 85.8% | 32.1% | 16.8% |
| 资产减值损失 | -2.81 | -12.85 | -4.96 | -6.87 | -8.23 | 投资资本增长率 | -3.4% | 28.6% | 6.0% | -3.8% | 3.0% |
| 加:公允价值变动收益 | 6.95 | 10.37 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 净资产增长率 | 4.0% | 11.3% | 3.3% | 5.7% | 6.3% |
| 投资和汇兑收益 | 31.33 | 20.31 | 40.62 | 35.74 | 22.48 | 利润率 | | | | | |
| 营业利润 | 160.11 | 149.90 | 288.87 | 399.86 | 480.15 | 毛利率 | 29.9% | 29.6% | 29.8% | 30.1% | 30.4% |
| 加:营业外净收支 | -19.06 | -3.76 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 营业利润率 | 1.9% | 1.7% | 2.9% | 3.7% | 4.3% |
| 利润总额 | 141.05 | 146.14 | 288.87 | 399.86 | 480.15 | 净利率 | 1.4% | 1.4% | 2.5% | 3.2% | 3.6% |
| 减:所得税 | 20.68 | 25.57 | 43.33 | 59.98 | 72.02 | EBITDA/营业收入 | 10.4% | 10.1% | 9.9% | 10.4% | 10.6% |
| 净利润 | 122.11 | 105.12 | 210.48 | 298.72 | 366.27 | EBIT/营业收入 | 2.4% | 2.3% | 3.6% | 4.4% | 4.9% |
| 资产负债表(百万元) | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 运营效率 | | | | | |
| 货币资金 | 1858.98 | 2472.11 | 2505.03 | 2859.16 | 3837.13 | 固定资产周转天数 | 30 | 28 | 24 | 21 | 19 |
| 交易性金融资产 | 969.33 | 905.26 | 2041.55 | 2041.55 | 2041.55 | 流动营业资本周转天数 | -15 | -3 | 33 | 30 | 24 |
| 应收账款 | 78.03 | 84.19 | 82.28 | 82.85 | 84.94 | 流动资产周转天数 | 177 | 219 | 236 | 234 | 256 |
| 应收票据 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 应收帐款周转天数 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 预付帐款 | 93.84 | 143.13 | 130.10 | 130.41 | 131.52 | 存货周转天数 | 56 | 61 | 59 | 58 | 57 |
| 存货 | 957.32 | 1119.58 | 1182.72 | 1210.86 | 1256.95 | 总资产周转天数 | 338 | 359 | 357 | 342 | 327 |
| 其他流动资产 | 96.27 | 159.62 | 153.81 | 153.81 | 153.81 | 投资资本周转天数 | 246 | 308 | 286 | 258 | 252 |
| 可供出售金融资产 | | | | | | 投资回报率 | | | | | |
| 持有至到期投资 | | | | | | ROE | 4.1% | 3.3% | 6.5% | 8.9% | 10.3% |
| 长期股权投资 | 15.00 | 14.57 | 14.68 | 14.68 | 14.68 | ROA | 1.6% | 1.1% | 2.1% | 3.0% | 3.5% |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROIC | 3.1% | 2.2% | 3.9% | 5.3% | 6.0% |
| 固定资产 | 711.07 | 677.14 | 649.62 | 616.87 | 579.29 | 费用率 | | | | | |
| 在建工程 | 0.00 | 199.68 | 240.85 | 216.77 | 195.09 | 销售费用率 | 21.3% | 20.7% | 20.6% | 20.3% | 20.2% |
| 无形资产 | 174.11 | 396.34 | 366.43 | 336.52 | 306.61 | 管理费用率 | 5.2% | 5.8% | 5.1% | 4.9% | 4.8% |
| 其他非流动资产 | 412.03 | 230.62 | 230.62 | 230.62 | 230.62 | 财务费用率 | 1.0% | 1.1% | 1.0% | 0.9% | 0.7% |
| 资产总额 | 7856.96 | 9607.40 | 10241.03 | 10008.40 | 10420.17 | 三费/营业收入 | 27.6% | 27.6% | 26.7% | 26.1% | 25.7% |
| 短期债务 | 0.00 | 0.00 | 488.10 | 0.00 | 0.00 | 偿债能力 | | | | | |
| 应付帐款 | 729.54 | 834.41 | 923.65 | 939.31 | 1017.91 | 资产负债率 | 62.3% | 65.7% | 66.7% | 64.0% | 63.3% |
| 应付票据 | 436.51 | 323.71 | 379.52 | 365.67 | 417.22 | 负权益占比 | 165.2% | 191.5% | 200.7% | 178.2% | 172.4% |
| 其他流动负债 | 25.78 | 25.63 | 25.18 | 25.18 | 25.18 | 流动比率 | 1.57 | 1.84 | 1.83 | 2.21 | 2.40 |
| 长期借款 | 395.64 | 919.36 | 913.63 | 913.63 | 913.63 | 速动比率 | 1.13 | 1.24 | 1.34 | 1.63 | 1.84 |
| 其他非流动负债 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 利息保障倍数 | 1.99 | 1.65 | 2.54 | 3.43 | 4.34 |
| 负债总额 | 4894.31 | 6311.23 | 6835.39 | 6410.21 | 6595.23 | 分红指标 | | | | | |
| 少数股东权益 | 0.74 | 155.28 | 190.35 | 231.51 | 273.37 | DPS(元) | 0.00 | 0.05 | 0.09 | 0.13 | 0.16 |
| 股本 | 1112.04 | 1109.74 | 1114.18 | 1114.18 | 1114.18 | 分红比率 | 0.00 | 0.53 | 0.50 | 0.50 | 0.50 |
| 留存收益 | 867.78 | 972.89 | 1080.38 | 1231.77 | 1416.66 | 股息收益率 | 0.0% | 0.6% | 1.8% | 2.5% | 3.1% |
| 股东权益 | 2962.65 | 3296.17 | 3405.64 | 3598.19 | 3824.94 | 业绩和估值指标 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 现金流量表(百万元) | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | EPS(元) | 0.11 | 0.10 | 0.19 | 0.27 | 0.33 |
| 净利润 | 122.11 | 105.12 | 210.48 | 298.72 | 366.27 | BVPS(元) | 2.66 | 2.83 | 2.89 | 3.02 | 3.19 |
| 加:折旧和摊销 | 677.65 | 681.73 | 633.70 | 636.26 | 638.67 | PE(X) | 115.4 | 85.2 | 28.2 | 19.8 | 16.2 |
| 资产减值准备 | 2.87 | 13.33 | 5.80 | 7.34 | 8.83 | PB(X) | 4.9 | 2.9 | 1.8 | 1.8 | 1.7 |
| 公允价值变动损失 | -6.95 | -10.37 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | P/FCF | | | | | |
| 财务费用 | 87.42 | 107.56 | 140.80 | 137.68 | 127.07 | P/S | 1.7 | 1.0 | 0.6 | 0.6 | 0.5 |
| 投资收益 | -31.33 | -20.31 | -40.62 | -35.74 | -22.48 | EV/EBITDA | 17.3 | 12.2 | 7.9 | 6.3 | 5.1 |
| 少数股东损益 | -1.73 | 15.45 | 35.06 | 41.16 | 41.86 | CAGR(%) | | | | | |
| 营运资金的变动 | -218.07 | -59.06 | 141.59 | 28.12 | 125.49 | PEG | — | — | 0.3 | 0.5 | 0.7 |
| 经营活动产生现金流量 | 618.99 | 803.87 | 1125.66 | 1113.55 | 1285.70 | ROIC/WACC | | | | | |
| 投资活动产生现金流量 | 130.57 | -1199.02 | -1151.31 | 15.73 | 2.47 | REP | | | | | |
| 融资活动产生现金流量 | -331.93 | 1060.24 | 58.57 | -775.15 | -310.20 | | | | | | |

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 08 月 19 日收盘价计算)

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证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理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、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邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，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报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均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。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。