

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

事件：6月10日，孩子王发布公告：1) 公司拟以支付现金的方式受让 Leyou(HongKong), Limited 持有的乐友国际商业集团有限公司 65% 股权，转让价格为人民币 10.4 亿元。本次交易完成后，乐友国际将成为公司的控股子公司。2) 本次交易设置业绩承诺，承诺期为 2023 年、2024 年及 2025 年，目标公司实现的合并报表的税后净利润应分别不低于 8106.38 万元、10017.93 万元、11760.06 万元。若本次交易不能在 2023 年 12 月 31 日前完成交割，则业绩承诺期为 2024 年、2025 年及 2026 年，2024 年及 2025 年的承诺净利润及补偿方式按照约定执行。3) 本次合计交易价款分为两期支付，第一期交易价款为合计交易价款的 40%，第二期交易价款为合计交易价款的 60%。

乐友国际为国内母婴行业北方连锁龙头，本次收购对价合理。 1) 乐友国际是我国母婴行业北部地区大型连锁零售龙头企业之一，主要为适龄儿童家庭提供母婴商品零售及部分增值服务。乐友国际总部位于北京，是我国母婴行业大型连锁零售龙头企业之一。截至 2022 年末，乐友国际共布局门店 693 家，其中 494 家直营门店和 50 家托管加盟店。平均单店面积约为 200-300 m²。2021/2022 年，乐友国际分别实现营业收入 20.66/19.41 亿元，归母净利润 78.40/9822.77 万元，2022 年乐友国际优化业务布局和人员结构，盈利能力大幅度提升。2) 本次交易在持续经营假设下，评估乐友公司权益价值为 16.06 亿元，公司 2023 年业绩承诺税后净利润 8106.38 万元，对应 PE 为 20X，估值合理。

本次收购有助于双方多方面协同。 1) 区域协同：乐友在北京、天津、陕西、河北、辽宁等北部地区门店占比超过 70%。公司在上述区域门店占比低于 8%，在北京地区尚未开立门店，因此本次交易在市场布局方面特别是北方地区形成较强的互补效应，同时对于公司进入北京、拓展北方市场奠定基础。2) 门店运营模式协同：孩子王大店模式为主，单店平均面积约为 2300 平方米，提供“产品+服务”；乐友采取小店经营模式，有助于充分利用空间、便于展店及闭店调整，对于公司大店模式形成补充。3) 供应链协同：在供应商合作方面，凭借双方采购规模进一步加强的优势，进一步降低采购成本；同时通过双方物流供应资源的整合，将进一步优化订单物流交付，增强物流供应的及时性，有利于进一步降低物流成本。综合来看，本次交易双方将在区域布局、门店运营等多维度充分发挥协同效应，强化公司规模优势和市场地位。

投资建议：本次收购强化公司龙头地位，有望多方面协同。2023 年来看，外部环境改善线下客流有望持续修复。同时公司规划于未来三年新增 169 家线下门店，有望继续巩固线下优势地位，依托门店致力于平台公司建设。长期来看，公司客户获取能力突出，深耕单客经济，全渠道运营，差异化供应链稳步发展，核心竞争力稳固。预计稳健展店、同店店效有望恢复正增长。预计公司 2023-2025 年归母净利润为 2.87/4.12/4.97 亿元，EPS 为 0.26/0.37/0.45 元/股，当前股价对应 PE 分别为 51/36/29 倍，维持目标价 16.3 元，维持“增持”评级。

风险提示：1) 展店长期不及预期。2) 同店恢复不及预期。3) 数字化及仓储物流建设不及预期。4) 行业竞争严重加剧。5) 收购进展不及预期等风险。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,049	8,520	9,882	10,945	12,057
增长率 yoy (%)	8.3	-5.8	16.0	10.8	10.2
归母净利润(百万元)	202	122	287	412	497
增长率 yoy (%)	-48.4	-39.4	135.0	43.5	20.8
EPS 最新摊薄(元/股)	0.18	0.11	0.26	0.37	0.45
净资产收益率 (%)	7.1	4.1	8.8	11.3	12.0
P/E (倍)	72.4	119.6	50.9	35.5	29.4
P/B (倍)	5.1	4.9	4.5	4.0	3.5

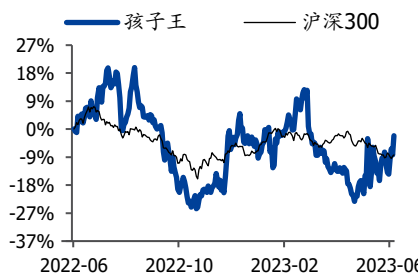
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2023 年 6 月 9 日收盘价

增持(维持)

股票信息

行业	专业连锁
前次评级	增持
6月9日收盘价(元)	13.13
总市值(百万元)	14,601.14
总股本(百万股)	1,112.04
其中自由流通股(%)	55.40
30日日均成交量(百万股)	34.23

股价走势



作者

分析师 杜玥莹

执业证书编号：S0680520080008

邮箱：duyueying@gszq.com

分析师 毕筱璟

执业证书编号：S0680523040002

邮箱：bixiaojing@gszq.com

相关研究

- 《孩子王(301078.SZ)：2022年表现稳健，2023Q1环比改善》2023-04-29
- 《孩子王(301078.SZ)：表现相对稳健，股权激励利于长期发展》2022-10-27
- 《孩子王(301078.SZ)：二季度环比改善，全渠道推进、自有品牌亮眼》2022-08-25



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	4155	4141	4468	4725	5734	营业收入	9049	8520	9882	10945	12057
现金	1645	1859	1887	2167	2855	营业成本	6280	5972	6875	7562	8310
应收票据及应收账款	76	78	100	97	120	营业税金及附加	21	26	0	0	0
其他应收款	72	81	96	100	116	营业费用	1938	1815	1976	2134	2327
预付账款	91	94	120	117	145	管理费用	437	447	589	648	706
存货	910	957	1192	1172	1427	研发费用	101	88	102	113	125
其他流动资产	1362	1071	1071	1071	1071	财务费用	145	88	102	113	124
非流动资产	3971	3716	3640	3536	3488	资产减值损失	1	-3	0	0	0
长期投资	0	15	30	45	60	其他收益	48	36	49	54.72	60
固定资产	447	711	673	614	549	公允价值变动收益	7	7	0	0	0
无形资产	180	174	175	179	184	投资净收益	56	31	49	55	60
其他非流动资产	3344	2816	2762	2698	2694	资产处置收益	4	5	1	0	0
资产总计	8126	7857	8108	8261	9222	营业利润	241	160	338	484	585
流动负债	2704	2637	2698	2545	3106	营业外收入	5	3	0	0	0
短期借款	1	0	0	0	0	营业外支出	17	22	0	0	0
应付票据及应付账款	1331	1166	1708	1453	2022	利润总额	229	141	338	484	585
其他流动负债	1372	1471	990	1092	1084	所得税	28	21	51	73	88
非流动负债	2574	2257	2161	2060	1970	净利润	201	120	287	412	497
长期借款	306	396	299	198	109	少数股东损益	0	-2	0	0	0
其他非流动负债	2268	1861	1861	1861	1861	归属母公司净利润	202	122	287	412	497
负债合计	5278	4894	4859	4605	5076	EBITDA	405	306	494	646	669
少数股东权益	0	1	1	1	1	EPS (元)	0.18	0.11	0.26	0.37	0.45
股本	1088	1112	1112	1112	1112						
资本公积	993	1112	1112	1112	1112						
留存收益	767	868	1147	1545	2021						
归属母公司股东权益	2848	2962	3249	3655	4145						
负债和股东权益	8126	7857	8108	8261	9222						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	599	619	768	554	955
净利润	201	120	287	412	497
折旧摊销	205	194	201	214	154
财务费用	145	88	102	113	124
投资损失	-56	-31	-49	-55	-60
营运资金变动	-323	-226	228	-130	240
其他经营现金流	427	474	-1	0	0
投资活动现金流	-1207	131	-75	-55	-45
资本支出	519	242	-91	-119	-63
长期投资	-765	347	-15	-15	-15
其他投资现金流	-1453	720	-181	-190	-124
筹资活动现金流	41	-332	-664	-219	-221
短期借款	-87	-1	0	0	0
长期借款	90	90	-96	-101	-90
普通股增加	109	24	0	0	0
资本公积增加	447	120	0	0	0
其他筹资现金流	-518	-564	-568	-118	-131
现金净增加额	-568	422	28	280	688

主要财务比率					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	8.3	-5.8	16.0	10.8	10.2
营业利润(%)	-49.9	-33.6	110.8	43.5	20.8
归属于母公司净利润(%)	-48.4	-39.4	135.0	43.5	20.8
获利能力					
毛利率(%)	30.6	29.9	30.4	30.9	31.1
净利率(%)	2.2	1.4	2.9	3.8	4.1
ROE(%)	7.1	4.1	8.8	11.3	12.0
ROIC(%)	2.9	1.7	4.5	6.3	7.1
偿债能力					
资产负债率(%)	65.0	62.3	59.9	55.7	55.0
净负债比率(%)	51.8	31.7	10.7	-0.9	-19.5
流动比率	1.5	1.6	1.7	1.9	1.8
速动比率	1.1	1.1	1.1	1.3	1.3
营运能力					
总资产周转率	1.4	1.1	1.2	1.3	1.4
应收账款周转率	132.6	110.8	110.8	110.8	110.8
应付账款周转率	4.2	4.8	4.8	4.8	4.8
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.18	0.11	0.26	0.37	0.45
每股经营现金流(最新摊薄)	0.54	0.56	0.69	0.50	0.86
每股净资产(最新摊薄)	2.56	2.66	2.92	3.29	3.73
估值比率					
P/E	72.4	119.6	50.9	35.5	29.4
P/B	5.1	4.9	4.5	4.0	3.5
EV/EBITDA	36.5	47.7	28.3	21.1	19.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 6 月 9 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：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

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：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

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