



分析师：刘文正

执业证号：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师：解慧新

执业证号：S0100522100001

邮箱：xiehuixin@mszq.com

➤ **事件一：孩子王拟发行可转债申请获中国证监会同意注册批复。**23 年 6 月 9 日，公司公告披露，向不特定对象发行可转换公司债券申请获得中国证券监督管理委员会同意注册批复，公司计划向不特定对象发行可转债募资不超过 10.39 亿元（含 10.39 亿元），用于零售终端建设项目和智能化物流中心建设项目。

➤ **拟公开发行不超过 10.39 亿元的可转债，其中 7.64 亿元用于零售终端建设项目、2.75 亿元用于智能化物流中心建设项目。**本次发行的可转债募集资金总额不超过 10.39 亿元（含 10.39 亿元），扣除发行费用后，拟用于：1) 零售终端建设项目，计划总投资额为 8.33 亿元，其中拟使用募集资金 7.64 亿元，分 36 个月投入，预计项目建设完成后收入稳定年可实现新增营业收入 35.64 亿元（不含税），净利润 1.18 亿元。2) 智能化物流中心建设项目：计划总投资额为 2.94 亿元，其中拟使用募集资金 2.75 亿元，分 36 个月投入。

➤ **零售终端建设项目旨在进行门店扩张与数字化升级，公司全国性战略布局稳步推进、顾客体验持续优化。**公司零售终端建设项目拟使用募集资金 7.64 亿元，主要用于门店扩张与数字化升级：1) 门店扩张方面，公司计划未来 3 年在江苏、安徽、浙江、四川、湖南、山东等全国 22 个省（市）新建线下门店 169 家，持续完善公司的零售终端网络布局，新设门店有助于扩大公司门店覆盖范围，满足日益增长的市场需求，同时可助力引入更加多元化、差异化的母婴消费服务，提升客户粘性，进一步巩固公司竞争优势；2) 数字化升级方面，截至 23 年 6 月，孩子王线下门店已从第一代普通线下门店升级至第十代数字化门店，基于此次募集资金，公司计划新增智慧门店试点设备投入，在试点智慧门店投入语音 AI 云识别、人脸 AI 云识别、门店智能货架等，构建数字化、智能化的消费场景，进一步满足新零售模式下的消费升级需求，打造以场景化、服务化、数字化为基础的大型用户门店，持续提升消费体验，强化会员粘性，深耕单客经济。

➤ **智能化物流中心建设项目助力公司扩大现有仓储物流容量，更好满足业务发展需求，运营效率稳步提升。**仓储物流体系是线上及线下零售运作的重要基础设施，随着公司业务范围及区域的持续扩展，公司服务客户体量持续增加，进而对仓储需求持续提升，基于此，根据公告，公司拟使用募集资金在济南、上海、广州、武汉、西安、天津、成都等城市新建、扩建仓储基地，同时增加公司自建西南物流仓的智能化设备投入，进一步完善仓网体系，预计项目建成后，公司仓储物流容量和物流终端触点范围将进一步扩大，门店及 APP、小程序等电商平台的订单反应效率提升，可更好地满足公司业务发展需求，进一步优化客户消费体验并提升公司运营效率。

推荐

维持评级

当前价格：

13.13 元

相关研究

- 1.孩子王 (301078.SZ) 事件点评：KIDSGPT 赋能提升运营能力，华北区域仓网建设助力全国仓网布局-2023/06/07
- 2.孩子王 (301078.SZ) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：23Q1 利润端修复明显，看好全年业绩增长-2023/04/27
- 3.孩子王 (301078.SZ) 首次覆盖报告：深耕单客经济，数字化持续赋能，母婴零售龙头未来可期-2023/03/13

➤ **事件二：孩子王拟以现金 10.40 亿元收购乐友香港持有的乐友国际 65% 股权。**23 年 6 月 9 日，公司公告披露，公司拟以支付现金的方式受让乐友香港持有的乐友国际 65% 股权。据评估机构，乐友国际公司股东全部权益价值采用收益法的评估价值为 16.06 亿元，65% 股权评估价值为 10.439 亿元。根据协商，65% 股权转让价格为 10.40 亿元。本次交易完成后，乐友国际将成为公司的控股子公司。本次交易设置业绩承诺，承诺期为 2023-2025 年，目标公司实现的合并报表的税后净利润应分别不低于 0.81 亿元、1.00 亿元、1.18 亿元。

➤ **乐友国际为北部母婴零售龙头之一，直营与加盟并行，“线上+线下”的全渠道经营模式，为消费者提供一站式商品服务。**乐友国际是我国母婴童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，22 年乐友国际实现营收 19.4 亿元，归母净利润 0.98 亿元。**1) 产品方面：**乐友国际现与全球 25 个国家超过 530 多家供应商建立合作，销售童装、孕装、玩具、车床椅、奶粉、食品、喂养用品、洗护用品、纸尿裤等共 16 大类，3 万余种单品。**2) 渠道方面：**乐友国际大力推广“线上+线下”的全渠道经营模式，线下渠道方面：采用“直营+加盟”的经营模式，平均单店面积约 200-300 平方米，在门店开立及运营时具有较高的灵活性，截至 2022 年末，乐友共开立 494 家直营门店和 50 家托管加盟店，主要集中在北京、天津、陕西、河北等北部地区；线上渠道方面：布局乐友 APP、微信小程序等渠道，实现线上下单、门店自取、物流配送、乐闪送一小时达等多元化的购物体验。

➤ **收购乐友国际实现区域覆盖版图与运营模式互补，赋能公司供应链资源、仓储物流及数字化建设，市占率有望稳步提升，孩子王行业龙头优势不断巩固。**具体来看：**1) 区域覆盖版图互补，助力公司进军北方市场：**截至 22 年末，乐友国际开立 494 家直营门店和 50 家托管加盟店，其中北京、天津、陕西、河北、辽宁等北部地区门店占比超 70%，市场网格化程度较高，已在当地具有较强影响力和品牌知名度，而孩子王在上述区域门店占比低于 8%，在北京地区尚未开立门店，因此本次收购完成后，孩子王在北部地区的市场布局将有效提升，全国市场格局进一步完善，有望带动公司整体业绩稳步提升；**2) “大店模式”与“小店业态”实现门店运营模式互补，更好满足客户需求：**乐友国际采用“直营+加盟”的小店经营模式，平均单店面积在 200-300 平方米，小店经营模式具备空间能够充分利用、新开店及闭店较为便利、店铺数量密度大及贴近社群等方面的特点，能够与孩子王深耕大店模式、平均单店面积约 2300 平方米、且选址集中在大型综合购物中心内的经营模式进行有效补充，更好的满足不同客户的不同需求，助力市占率进一步提升。**3) 孩子王赋能供应链资源、仓储物流及数字化建设，规模优势凸显助力运营效率提升：**供应链方面：乐友国际自有品牌已拥有一定的经验成熟的团队基础，在产品研发、生产、质量管控、营销方面均具备较强的优势积累，而孩子王已经围绕“短链+柔性+弹性”成功打造出差异化供应链，自有品牌方面已布局贝特倍护、初衣萌、慧殿堂、柚咪柚、植物王国、可蒂家和 Vivid Bear 七大品牌，覆盖用品、玩具、内衣家纺、饰品等多个品类，为用户提供全面、丰富的一站式商品解决方案，孩子王收购后有望助力乐友进一步增强差异化供应链竞争优势，此外，在供应商合作方面，凭借双方采购规模进一步扩大的优势，议价能力提升，从而进一步降低采购成本；仓网布局方面：截止 22 年末，乐友国际共有 7 大仓库，包括华北仓、青岛仓、沈阳仓、陕西仓、上海仓、武汉仓、成都仓，而孩子王已建立起与门店布局和线上销售相匹配的，包括中央仓（CDC）、区域仓（RDC）和城市中心仓（FDC）在内的三级仓储体系，以及近 200 个城市前置仓，并计划发行可转债新建、扩建仓储基地，因此

孩子王完善且高效的仓网布局有望赋能乐友国际仓储体系建设，提升乐友国际全国范围内产品配送的快速响应能力和服务水平，同时，通过对双方物流供应资源的整合，将进一步优化订单物流交付，综合考虑仓储物流的距离、时效等因素，增强物流供应的及时性，有利于进一步降低物流成本。**数字化建设方面：**孩子王沿着“信息化-在线化-智能化”的发展路径，已搭建包括五大前台系统、三大中台系统、七大后台系统以及两大终端的数字化系统，实现“用户、员工、商品、服务、管理”等生产要素的数字化在线，以及线上线下全渠道一体化布局，孩子王行业领先的数字化建设能力有望赋能乐友国际前中后台管理系统建设，进一步提升其会员服务、精准营销、信息数字化等方面的能力。

► **投资建议：**考虑到公司是母婴渠道龙头，短期受益于线下客流恢复，中长期看好公司①深耕单客经济、多级仓储物流体系、线下同城零售布局等竞争优势带来的市占率持续提升，②可转债项目逐步落地优化门店结构和仓网物流布局实现运营效率提升，③供给侧出清背景下把握行业整合机会，收购乐友国际实现强强联合强化公司母婴渠道龙头地位，我们预计 23-25 年公司归母净利润分别为 3.11/5.06/7.00 亿元，同比增速分别为+155.0%/+62.5%/+37.9%，对应 PE 分别为 47X/29X/21X，对应 24 年 PEG 为 0.6x，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**行业竞争加剧；项目建设不及预期风险；线上渠道冲击风险；收购进展不及预期风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,520	10,274	12,553	14,189
增长率(%)	-5.8	20.6	22.2	13.0
归属母公司股东净利润(百万元)	122	311	506	698
增长率(%)	-39.4	155.0	62.5	37.9
每股收益(元)	0.11	0.28	0.45	0.63
PE	120	47	29	21
PB	4.9	4.5	3.9	3.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2023 年 6 月 9 日收盘价)

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	8,520	10,274	12,553	14,189
营业成本	5,972	7,117	8,626	9,694
营业税金及附加	26	32	39	44
销售费用	1,815	2,183	2,661	2,980
管理费用	447	514	609	660
研发费用	88	103	107	99
EBIT	208	375	571	779
财务费用	88	72	65	53
资产减值损失	-3	0	0	0
投资收益	31	62	75	85
营业利润	160	367	588	818
营业外收支	-19	0	1	0
利润总额	141	367	588	817
所得税	21	56	82	119
净利润	120	311	506	698
归属于母公司净利润	122	311	506	698
EBITDA	886	1,196	1,571	1,856

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,859	2,185	2,728	3,303
应收账款及票据	78	83	100	113
预付款项	94	78	95	107
存货	957	1,033	1,182	1,248
其他流动资产	1,153	1,326	1,176	1,189
流动资产合计	4,141	4,705	5,280	5,960
长期股权投资	15	77	152	237
固定资产	711	764	823	892
无形资产	174	193	221	248
非流动资产合计	3,716	3,731	3,855	4,056
资产合计	7,857	8,436	9,135	10,016
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1,166	1,404	1,560	1,726
其他流动负债	1,471	1,592	1,769	1,965
流动负债合计	2,637	2,996	3,329	3,691
长期借款	396	405	405	405
其他长期负债	1,861	1,774	1,668	1,543
非流动负债合计	2,257	2,179	2,073	1,948
负债合计	4,894	5,175	5,402	5,639
股本	1,112	1,112	1,112	1,112
少数股东权益	1	1	1	1
股东权益合计	2,963	3,261	3,733	4,376
负债和股东权益合计	7,857	8,436	9,135	10,016

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-5.84	20.58	22.18	13.03
EBIT 增长率	-35.35	80.21	52.55	36.39
净利润增长率	-39.44	154.97	62.47	37.94
盈利能力 (%)				
毛利率	29.91	30.72	31.29	31.68
净利润率	1.43	3.03	4.03	4.92
总资产收益率 ROA	1.55	3.69	5.54	6.97
净资产收益率 ROE	4.12	9.55	13.55	15.95
偿债能力				
流动比率	1.57	1.57	1.59	1.61
速动比率	1.13	1.11	1.17	1.22
现金比率	0.70	0.73	0.82	0.89
资产负债率 (%)	62.29	61.35	59.13	56.31
经营效率				
应收账款周转天数	3.34	3.00	3.00	3.00
存货周转天数	58.51	53.00	50.00	47.00
总资产周转率	1.07	1.26	1.43	1.48
每股指标 (元)				
每股收益	0.11	0.28	0.45	0.63
每股净资产	2.66	2.93	3.36	3.93
每股经营现金流	0.56	1.30	1.48	1.82
每股股利	0.00	0.03	0.05	0.07
估值分析				
PE	120	47	29	21
PB	4.9	4.5	3.9	3.3
EV/EBITDA	17.54	12.63	9.21	7.42
股息收益率 (%)	0.00	0.23	0.37	0.52

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	120	311	506	698
折旧和摊销	678	822	1,000	1,077
营运资金变动	-218	294	129	254
经营活动现金流	619	1,448	1,647	2,027
资本开支	-242	-434	-469	-508
投资	332	1	0	0
投资活动现金流	131	-438	-300	-508
股权募资	132	0	0	0
债务募资	91	-2	0	0
筹资活动现金流	-332	-684	-803	-945
现金净流量	422	326	543	575

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026