

协同效应显现，竞争优势构筑

孩子王 (301078.SZ)

核心观点

孩子王并购整合乐友国际进军北方市场，双方有望于规模采购、门店运营、仓储物流、会员体系实现协同效应。对于中国当下母婴行业而言，行业集中度提升逻辑重于行业规模快速成长逻辑。母婴行业集中度低，集中度提升使得龙头在出生率承压的环境下仍然有好于行业平均水平的增长；此外，母婴产品服务消费不容易出现消费降级的趋势。

事件

孩子王将以 10.4 亿元受让乐友香港持有的乐友国际 65% 股权。交易完成后，乐友国际将成为公司的控股子公司。

简评

本次收购帮助公司完善门店地域分布

乐友国际为母婴连锁零售企业，主要深耕北方区域，截至 2022 年末，乐友国际拥有 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过 70%。孩子王门店主要分布于华东、西南、华中等地区，北方区域门店数量偏少。此次收购完成后公司将进入北京为代表的北方市场。

预计协同效应显现，公司龙头地位构筑

基于宏观因素变化，现阶段母婴行业的集中度提升逻辑重于行业规模快速增长逻辑。此次收购完成后，孩子王将拥有超过 1000 家母婴连锁门店，公司的市占率将获得明显提升，同时于多个领域发挥协同效应：1、部分母婴产品标准化程度较高、零售层面竞争较为激烈，规模采购有望帮助公司提升议价能力降低采购成本，从而提升盈利水平。2、双方有望于店型优势互补，孩子王擅长开设 2300 平方米左右的大店，主要位于购物中心，社区门店覆盖密度较低，而乐友的平均门店面积在 200-300 平方米，门店开设灵活性更强。孩子王有望赋能乐友门店端的服务运营能力从而提升流量获取能力，而乐友门店可以赋能孩子王以小店快速加密。3、孩子王于北方地区的仓储能力较为薄弱，而乐友拥有华北仓、青岛仓、沈阳仓、陕西仓等 7 大仓库，双方可以增强仓储协同效应从而扩大全国辐射布局。4、孩子王以会员深度运营见长，借助乐友已有会员体系，孩子王有望扩展会员运营能力，黑金会员数量有望显著提升。

维持

增持

刘乐文

liulewen@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521080003

SFC 编号:BPC301

发布日期：2023 年 06 月 11 日

当前股价：13.13 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
20.79/25.61	-0.68/0.90	-5.34/-4.34
12 月最高/最低价 (元)		16.12/9.94
总股本 (万股)		111,204.45
流通 A 股 (万股)		61,605.13
总市值 (亿元)		146.01
流通市值 (亿元)		80.89
近 3 月日均成交量 (万)		1984.89
主要股东		
江苏博思达企业信息咨询有限公司		24.96%

股价表现



相关研究报告

- 2022-10-26 【中信建投社服商贸】孩子王(301078): 加强经营盈利能力改善, 推出股权激励彰显信心
- 2022-09-01 【中信建投商贸零售】孩子王(301078): 边际经营向好, 单季扭亏为盈

投资建议：暂不考虑乐友并表影响，预计 23-25 年公司归母净利润为 3.00、4.03、5.01 亿元，对应 PE 为 49、36、29 倍，维持“增持”评级。

风险分析

- 1、人口出生率下降：**我国新生儿出生率从 2017 年开始下滑，出生人口下降对整个母婴零售行业产生一定的影响。
- 2、行业竞争加剧风险：**公司面临线上零售及线下母婴用品门店的竞争，同时公司门店店型偏大门店培育期更长，竞争加剧可能导致门店店均收入出现下滑，门店扩张的规模效应出现递减。
- 3、消费复苏不及预期的风险：**消费者消费认知与习惯可能发生改变，尽管经济处于复苏过程中，但也存在边际消费倾向下降的可能性，消费复苏不及预期对公司业绩产生影响。
- 4、业务整合风险：**双方业务经营模式存在一定差异，如果对于乐友国际的并购整合未能顺利进行，可能会对公司的经营产生不利影响。

重要财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,048.88	8,520.16	10,245.20	11,864.26	13,790.05
YoY(%)	8.30	-5.84	20.25	15.80	16.23
净利润(百万元)	201.62	122.11	300.45	403.41	500.71
YoY(%)	-48.44	-39.44	146.05	34.27	24.12
毛利率(%)	30.60	29.91	29.88	30.21	30.42
净利率(%)	2.23	1.43	2.93	3.40	3.63
ROE(%)	7.08	4.12	9.30	11.35	12.66
EPS(摊薄/元)	0.18	0.11	0.27	0.36	0.45
P/E(倍)	72.42	119.58	48.60	36.19	29.16
P/B(倍)	5.13	4.93	4.52	4.11	3.69

资料来源：iFinD，中信建投证券

分析师介绍

刘乐文

美国约翰霍普金斯大学金融硕士学位，现任中信建投商贸社服行业首席分析师。拥有六年证券研究从业经验，主要研究领域社会服务、商贸零售、医美化妆品等多个服务类板块。

研究助理

孙英杰

sunyingjie@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
 座 12 层
 电话：(8610) 8513-0588
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南
 塔 2103 室
 电话：(8621) 6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交
 汇处广电金融中心 35 楼
 电话：(86755) 8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：(852) 3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk