

收购乐友 65% 股权，完善全国化布局

■ 证券研究报告

★ 投资评级:增持(维持)

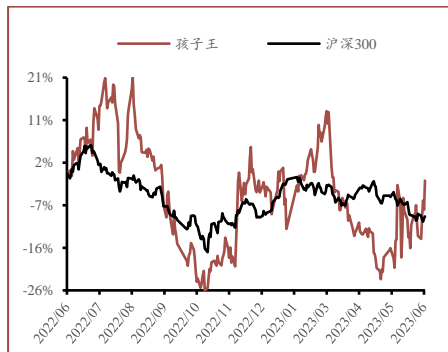
核心观点

基本数据

2023-06-09

收盘价(元)	13.13
流通股本(亿股)	6.23
每股净资产(元)	2.69
总股本(亿股)	11.12

最近 12 月市场表现



分析师 于健

SAC 证书编号: S0160522060001

yujian@ctsec.com

分析师 李跃博

SAC 证书编号: S0160521120003

liy@ctsec.com

相关报告

1. 《单客经济标杆，平台业务拓宽成长空间》 2023-05-17
2. 《22 年盈利短期承压，23 全年业绩修复可期》 2023-04-28

❖ **事件:** 6 月 9 日公司与乐友国际、乐友国际的股东乐友香港、乐友香港的股东 Leyou,Inc.签订了股权转让协议，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，转让价格为 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。

❖ **把握供给侧出清机遇，外延内生并举提升市占率。** 母婴零售市场相对分散，除少数龙头企业外，主要为中小型连锁店和个体店，由于中小零售商抗风险能力较弱，疫情以来供给侧有所出清。公司作为母婴零售行业的龙头之一，积极抢抓市场发展机遇，一方面通过内生成长继续拓店，根据公司可转债说明书，公司未来 3 年拟在江苏、安徽、浙江、四川、湖南、山东等全国 22 个省（市）新增 169 家线下门店；另一方面通过收购行业内优质资产进行外延式发展，有望进一步提升公司在母婴零售行业的市场占有率。

❖ **强强联合发挥互补效应，龙头优势有望进一步加强。** 本次交易完成后，双方在市场布局、运营模式、供应链资源、仓储物流及数字化应用整合等方面有望充分发挥协同效应，进一步强化龙头优势。

1) **从渠道布局上来看:** 截至 2022 年末，公司在全国拥有 508 家直营门店，主要集中在华东、中部、华南等地区，北部地区布局相对较少。乐友国际总部位于北京，截至 2022 年末，乐友在全国开立了 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%，而公司在上述区域门店占比低于 8%，本次收购有望进一步完善公司的全国市场布局；

2) **从运营模式上来看:** 公司深耕大店模式，平均单店面积约 2,300 平方米（最大单店面积超过 7,000 平方米），主要集中在大型综合购物中心内，除提供丰富的商品品类外，还提供儿童游乐场及配套母婴服务，乐友平均单店面积在 200-300 平方米，开店灵活性更强，更容易贴近社区，对公司商业模式有望形成有效的补充；

3) **从供应链角度来看:** 在供应商合作方面，双方采购规模进一步加强下谈判优势强化，从而有望进一步降低采购成本；在仓储物流环节，乐友目前拥有华北仓、青岛仓、沈阳仓、陕西仓、上海仓、武汉仓、成都仓 7 大仓库，孩子王截至 2022 年末已在南京自建了 1 个全自动化中央仓，在武汉、成都、天津、佛山等地设有 4 个核心区域仓，在盐城、苏州、郑州等地设有 10 个城市中心仓。根据公司 5 月 31 日公告，公司全资子公司天津童联供应链管理有限公司拟投资不超过人民币 6 亿元建设孩子王华北智慧物流基地和区域结算中心项目，预计建设周期 3 年，主要负责孩子王华北片区供应链管理、采购管理、结算管理等，建设内容包括区域采购中心、区域结算中心、电子商务运营中心和区域物流中心，有望进一步完善公司仓网物流布局，提高仓储物

流的运行效率和管理能力，实现线下门店和线上订单的高效配送。

- ❖ **外延并购有望增厚公司业绩。**22 年乐友实现营收 19.41 亿元，占孩子王 22 年营收（85.20 亿元）的比例为 22.78%。22 年乐友净利润为 9822.77 万元，按 65%的比例计算，占孩子王 22 年归母净利润（1.22 亿元）比重为 52.29%。本次交易中，乐友承诺 2023 年、2024 年、2025 年合并报表的税后净利润分别不低于 8,106.38 万元、10,017.93 万元、11,760.06 万元。
- ❖ **投资建议：**孩子王为母婴零售龙头企业，以“经营客户关系”为宗旨的单客经济模式领先行业。在全渠道融合、数字化赋能、会员运营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，公司通过内生+外延并举，市占率有望进一步提升。同时公司逐步发力母婴本地生活平台，有望拓宽业务边界，带来利润增量。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 3.0/4.4/5.3 亿元，对应 PE48.7/33.5/27.7X，给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**人口出生率下降；经济增速下降；与乐友的整合不及预期；门店扩张及培育效果不及预期。

盈利预测：

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	9049	8520	10257	11788	13364
收入增长率(%)	8.30	-5.84	20.39	14.92	13.37
归母净利润(百万元)	202	122	300	435	527
净利润增长率(%)	-48.44	-39.44	145.54	45.22	21.10
EPS(元/股)	0.20	0.11	0.27	0.39	0.47
PE	82.25	115.42	48.70	33.53	27.69
ROE(%)	7.08	4.12	9.19	11.78	12.48
PB	6.35	4.86	4.48	3.95	3.46

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	9048.88	8520.16	10257.40	11788.00	13363.95	成长性					
减:营业成本	6280.34	5972.03	7145.21	8156.44	9187.70	营业收入增长率	8.3%	-5.8%	20.4%	14.9%	13.4%
营业税费	20.57	26.22	29.75	34.19	38.76	营业利润增长率	-49.9%	-33.6%	129.1%	43.8%	20.2%
销售费用	1938.25	1814.89	2164.31	2487.27	2819.79	净利润增长率	-48.4%	-39.4%	145.5%	45.2%	21.1%
管理费用	437.42	447.07	533.38	612.98	694.93	EBITDA 增长率	56.7%	-13.5%	-50.9%	22.3%	21.6%
研发费用	100.95	88.31	107.70	129.67	147.00	EBIT 增长率	-30.7%	-35.4%	54.5%	30.2%	27.5%
财务费用	144.75	87.81	-7.77	-65.73	-51.59	NOPLAT 增长率	-25.0%	-37.2%	54.5%	30.2%	27.5%
资产减值损失	0.77	-2.81	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	147.8%	-3.4%	4.4%	6.5%	7.8%
加:公允价值变动收益	7.40	6.95	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	36.3%	4.0%	10.1%	13.3%	14.3%
投资和汇兑收益	55.79	31.33	37.95	43.62	49.45	利润率					
营业利润	241.01	160.11	366.87	527.50	634.27	毛利率	30.6%	29.9%	30.3%	30.8%	31.3%
加:营业外净收支	-12.01	-19.06	-15.53	-17.30	-16.41	营业利润率	2.7%	1.9%	3.6%	4.5%	4.7%
利润总额	228.99	141.05	351.33	510.21	617.85	净利率	2.2%	1.4%	2.9%	3.7%	3.9%
减:所得税	27.77	20.68	51.51	74.80	90.58	EBITDA/营业收入	11.3%	10.4%	4.2%	4.5%	4.8%
净利润	201.62	122.11	299.83	435.41	527.27	EBIT/营业收入	3.6%	2.4%	3.1%	3.5%	4.0%
资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	运营效率					
货币资金	1644.72	1858.98	3274.93	2893.70	4763.78	固定资产周转天数	18	30	21	15	10
交易性金融资产	1277.75	969.33	969.33	969.33	969.33	流动营业资本周转天数	-8	-15	-50	-16	-48
应收账款	75.79	78.03	79.00	111.37	109.19	流动资产周转天数	168	177	204	173	207
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	90.90	93.84	93.01	117.46	132.09	存货周转天数	53	56	53	53	52
存货	910.12	957.32	1146.55	1255.07	1399.16	总资产周转天数	262	338	302	281	269
其他流动资产	77.15	96.27	96.27	96.27	96.27	投资资本周转天数	240	246	214	198	188
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	7.1%	4.1%	9.2%	11.8%	12.5%
长期股权投资	0.00	15.00	15.00	15.00	15.00	ROA	2.5%	1.6%	3.2%	4.8%	4.8%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	4.7%	3.1%	4.6%	5.6%	6.6%
固定资产	447.15	711.07	597.45	483.82	370.20	费用率					
在建工程	186.49	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用率	21.4%	21.3%	21.1%	21.1%	21.1%
无形资产	180.23	174.11	174.11	174.11	174.11	管理费用率	4.8%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%
其他非流动资产	238.10	412.03	412.03	412.03	412.03	财务费用率	1.6%	1.0%	-0.1%	-0.6%	-0.4%
资产总额	8126.26	7856.96	9331.62	9067.30	10937.80	三费/营业收入	27.9%	27.6%	26.2%	25.7%	25.9%
短期债务	1.00	0.00	-44.14	-88.28	-118.04	偿债能力					
应付帐款	877.42	729.54	1600.89	865.33	1883.63	资产负债率	65.0%	62.3%	65.0%	59.2%	61.4%
应付票据	453.61	436.51	635.69	609.99	773.76	负债权益比	185.3%	165.2%	186.0%	145.2%	158.9%
其他流动负债	24.40	25.78	25.78	25.78	25.78	流动比率	1.54	1.57	1.50	1.79	1.70
长期借款	305.95	395.64	395.64	395.64	395.64	速动比率	1.14	1.13	1.15	1.32	1.33
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	2.73	1.99	4.82	6.41	8.31
负债总额	5278.02	4894.31	6069.14	5369.41	6712.64	分红指标					
少数股东权益	0.20	0.74	0.74	0.74	0.74	DPS(元)	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	1088.00	1112.04	1112.04	1112.04	1112.04	分红比率					
留存收益	767.43	867.78	1167.60	1603.01	2130.29	股息收益率	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	2848.23	2962.65	3262.48	3697.89	4225.16	业绩和估值指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	EPS(元)	0.20	0.11	0.27	0.39	0.47
净利润	201.62	122.11	299.83	435.41	527.27	BVPS(元)	2.62	2.66	2.93	3.32	3.80
加:折旧和摊销	702.74	677.65	113.62	113.62	113.62	PE(X)	82.2	115.4	48.7	33.5	27.7
资产减值准备	1.18	2.87	0.00	0.00	0.00	PB(X)	6.4	4.9	4.5	3.9	3.5
公允价值变动损失	-7.40	-6.95	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	110.39	87.42	66.59	65.27	64.16	P/S	2.0	1.7	1.4	1.2	1.1
投资收益	-55.79	-31.33	-37.95	-43.62	-49.45	EV/EBITDA	19.1	17.3	32.4	27.1	19.3
少数股东损益	-0.40	-1.73	0.00	0.00	0.00	CAGR(%)					
营运资金的变动	-332.12	-218.07	1046.64	-886.13	1258.94	PEG	—	—	0.3	0.7	1.3
经营活动产生现金流量	598.60	618.99	1504.27	-298.14	1930.97	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-1207.50	130.57	22.42	26.32	33.03	REP					
融资活动产生现金流量	41.45	-331.93	-110.73	-109.41	-93.92						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

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

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。

● 行业评级

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。

● 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。