

孩子王(301078)

报告日期: 2023年06月11日

## 拟收购乐友国际 65%股权, 完善全国市场布局

### ——孩子王点评报告

#### 投资要点

□ **事件:** 孩子王公告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, 本次交易金额合计为 10.4 亿元。本次交易完成后, 乐友国际将成为孩子王的控股子公司。

□ **乐友国际: 全渠道经营的北方区域母婴零售龙头**  
线上、线下全渠道经营。公司采用“乐友APP+网上商城+连锁店”的全渠道经营模式, 同时推出可体验式的母婴跨境电商和 O2O 体验店, 并通过即时零售服务满足消费者及时性需求。

产品结构完善, 供应链体系健全。公司当前已与全球 25 个国家超过 530 多家供应商、250 多个品牌建立合作, 销售商品包括童装、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。当前公司自有品牌有歌瑞家、幼蓓、歌瑞贝儿等。

深耕北方区域塑造强品牌力, 盈利能力稳健。公司自 1999 年成立后, 深耕北方市场, 截至 2022 年末已开设 494 家直营门店、149 家批发加盟店和 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。2022 年实现收入 19.41 亿元, 净利润达 0.98 亿元。

#### 收购后业绩承诺彰显信心

本次交易设置业绩承诺, 承诺期为 2023 年、2024 年及 2025 年, 目标合并报表的税后净利润应分别不低于 0.81/1.00/1.18 亿元。若本次交易未在 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。

#### 拓展北方市场完善全国布局, 加强协同效应巩固龙头优势

本次收购除贡献利润增量外, 双方将在市场布局、运营模式、供应链资源、仓储物流及数字化应用整合等方面充分发挥协同效应, 进一步巩固孩子王的规模优势和龙头地位。

推展北方市场, 完善门店布局。借助乐友国际在北方区域的先发优势, 提升北方市场份额, 完善全国市场布局, 持续增厚利润空间。

大小门店结合, 提升运营效率。孩子王独创大型综合购物中心的大店模式打造一体化消费场景, 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)。乐友国际主打小店经营, 具备充分利用空间, 开闭店便利, 门店密集和贴近社群等优势。两大开店模式互补能够充分满足客户需求。

资源整合, 赋能降本增效。采购规模加强将持续提升议价能力, 降低采购成本; 物流供应资源整合, 将优化订单物流交付, 增强及时性, 降低物流成本。

#### 盈利预测与估值

考虑收购尚未落地, 暂不考虑收购完成后对利润贡献。公司为母婴零售领域龙头企业, 行业竞争格局持续优化, 叠加独有小店模式稳定获新, 市场份额持续提升。同时具备规模优势, 并已具备完善数字化供应链及深度捆绑的会员黏性, 深耕母婴零售赛道, 服务类业务共同驱动, 具备长期投资价值。预计 23/24/25 年公司营收分别实现 98.32 / 114.05 / 126.19 亿元, 同增 15.39% / 16.01% / 10.64%; 归母净利润分别实现 2.53 / 3.99 / 4.52 亿元, 同增 107.02% / 57.66% / 13.34%, 当前市值对应 PE 为 57.76 / 36.63 / 32.33 X, 维持“买入”评级。

#### 风险提示

出生率加速下滑; 线下消费复苏不及预期; 行业竞争加剧; 业务拓展效果不及预期。

#### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 马莉  
执业证书号: S1230520070002  
mali@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥13.13
总市值(百万元)	14,601.14
总股本(百万股)	1,112.04

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《KidsGPT 正式推出, 全国仓网布局进程加速》2023.06.07
- 《全渠道+全场景, 构建购物新生态》2023.04.28
- 《完善门店体系, 加速数字化进程》2023.04.09

## 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	8,520	9,832	11,405	12,619
(+/-) (%)	-5.84%	15.39%	16.01%	10.64%
归母净利润	122	253	399	452
(+/-) (%)	-40.14%	107.02%	57.66%	13.34%
每股收益(元)	0.11	0.23	0.36	0.41
P/E	119.58	57.76	36.63	32.33

资料来源：浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	4,141	5,604	5,622	6,439
现金	1,859	3,154	2,928	3,620
交易性金融资产	969	1,042	1,096	1,036
应收账款	78	78	91	98
其它应收款	81	57	89	97
预付账款	94	89	113	124
存货	957	1,066	1,204	1,356
其他	102	118	101	107
<b>非流动资产</b>	3,716	2,946	3,576	3,472
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	15	5	7	9
固定资产	711	745	807	899
无形资产	174	186	207	213
在建工程	0	0	0	0
其他	2,816	2,009	2,555	2,351
<b>资产总计</b>	7,857	8,550	9,198	9,911
<b>流动负债</b>	2,637	2,947	3,203	3,471
短期借款	0	30	10	13
应付款项	1,166	1,567	1,662	1,837
预收账款	1	1	1	1
其他	1,470	1,349	1,529	1,619
<b>非流动负债</b>	2,257	2,261	2,260	2,259
长期借款	396	396	396	396
其他	1,861	1,865	1,864	1,864
<b>负债合计</b>	4,894	5,208	5,463	5,730
少数股东权益	1	(3)	(9)	(15)
归属母公司股东权益	2,962	3,345	3,744	4,195
<b>负债和股东权益</b>	7,857	8,550	9,198	9,911

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	8,520	9,832	11,405	12,619
营业成本	5,972	6,840	7,836	8,659
营业税金及附加	26	30	35	39
营业费用	1,815	2,084	2,407	2,663
管理费用	447	492	559	618
研发费用	88	100	115	127
财务费用	88	57	53	49
资产减值损失	3	3	4	4
公允价值变动损益	7	0	0	0
投资净收益	31	31	31	31
其他经营收益	41	46	47	44
<b>营业利润</b>	160	302	475	536
营业外收支	(19)	(10)	(14)	(14)
<b>利润总额</b>	141	292	460	522
所得税	21	43	67	76
<b>净利润</b>	120	249	393	445
少数股东损益	(2)	(4)	(6)	(6)
<b>归属母公司净利润</b>	122	253	399	452
EBITDA	340	457	631	697
EPS (最新摊薄)	0.11	0.23	0.36	0.41

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-5.84%	15.39%	16.01%	10.64%
营业利润	-34.21%	88.78%	57.09%	12.88%
归属母公司净利润	-40.14%	107.02%	57.66%	13.32%
<b>获利能力</b>				
毛利率	29.91%	30.43%	31.29%	31.38%
净利率	1.41%	2.53%	3.44%	3.53%
ROE	4.20%	8.02%	11.26%	11.41%
ROIC	2.16%	4.41%	6.27%	6.62%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	62.29%	60.91%	59.39%	57.82%
净负债比率	19.22%	15.24%	16.36%	15.29%
流动比率	1.57	1.90	1.76	1.86
速动比率	1.21	1.54	1.38	1.46
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.07	1.20	1.29	1.32
应收账款周转率	110.78	123.43	127.17	121.59
应付账款周转率	7.43	7.81	7.48	7.68
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.11	0.23	0.36	0.41
每股经营现金	0.56	1.43	-0.01	0.83
每股净资产	2.66	3.01	3.37	3.77
<b>估值比率</b>				
P/E	119.58	57.76	36.63	32.33
P/B	4.93	4.37	3.90	3.48
EV/EBITDA	42.30	28.55	21.11	18.15

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	619	1,595	(13)	927
净利润	120	249	393	445
折旧摊销	194	147	154	161
财务费用	88	57	53	49
投资损失	(31)	(31)	(31)	(31)
营运资金变动	(101)	473	98	247
其它	349	699	(680)	57
<b>投资活动现金流</b>	131	(225)	(261)	(168)
资本支出	(77)	(81)	(114)	(153)
长期投资	(15)	10	(2)	(2)
其他	223	(154)	(145)	(13)
<b>筹资活动现金流</b>	(332)	(74)	48	(66)
短期借款	(1)	30	(20)	3
长期借款	90	0	0	0
其他	(421)	(104)	67	(69)
<b>现金净增加额</b>	418	1,295	(227)	692

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>