

孩子王（301078）：短期疫情扰动业绩承压，深耕会员模式增长可期

2022 年 5 月 2 日

推荐/维持

孩子王

公司报告

事件：孩子王发布 2021 年年报和 22 年一季报，公司 21 年和 22 年 Q1 分别实现营业收入 90.49 亿元和 21.09 亿元，分别同比 +8.30%和-2.9%；分别实现归母净利润 2.02 亿元和-0.32 亿元，分别同比-48.44%和-179.88%。

全渠道拓展步伐快，但门店培育期叠加疫情影响短期拖累业绩表现。公司坚持全渠道发展战略，线下门店拓展和线上平台推广同步推进。**线下渠道方面**，截至 21 年末公司在 142 个城市布局了 495 家门店，21 年净增门店 61 家，保持较快的展店步伐。同时推进门店功能和定位的迭代升级，并与大型购物中心战略合作，提高门店质量和服务水平。**线上渠道方面**，公司持续推进门店到家业务模式，21 年线上平台收入 8.41 亿元，同比+12.06%，占营业总收入比重提升 2.62pct至 9.29%。但新开门店主要集中在四季度，且新开门店需要一定的培育期，叠加全国多地疫情的负面影响，公司业绩短期承压，21 年店均收入同比-5.6%至 1636 万元，坪效收入同比+0.4%至 6906 元/m²。公司计划 3 年新开 300 家门店，预计未来两年仍将保持较高的展店步伐，随着新开门店的逐渐成熟，若疫情得到有效缓解，线下渠道恢复增长空间较大。

深耕重度会员模式，发挥会员经济及私域优势。公司深耕会员经济，优化会员精细化运营。截至 21 年末公司会员人数超 5000 万人，同比+超 20%，其中活跃用户超 1100 万人，企业微信私域运营用户近 1000 万，会员收入贡献超 96%。自 18 年推出付费黑金会员后，累计规模已超过 76 万人，单客年产值达到普通会员的 11 倍左右，会员精细化运营成果不断显现。我们认为，在生育率走低，获客难度和成本增加的背景下，较大的会员规模和完善的会员管理体系，将为营收的稳定增长提供保障。

持续推进供应链管理能力和数字化赋能，巩固业务发展基础。公司对母婴商品的采购、仓储、物流、配送等环节进行全流程管控和数字化管理，通过对供应链各环节的不断优化，运营效率显著提升，存货周转天数从 20 年的 60 天下降至 21 年的 53 天。同时，公司积极推进数字化赋能业务，实现了“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，助力客户服务能力、管理能力和运营效率的提高。我们认为，生育率的下降和行业增速的放缓对零售商的运营能力提出了更高的要求，公司不断提升运营能力有助于增强消费者服务水平的同时，提高经营效率，未来有望持续赋能业务发展并带动盈利能力的提升。

盈利预测：消费升级和下沉市场带来的结构性机会将共同支撑母婴消费增长。随着线下新开门店不断成熟、线上平台持续发力，若疫情得到有效缓解，公司业绩有很大恢复空间。全渠道深入融合、数字化能力持续提升以及会员私域流量精细化运营，将不断赋能公司业务的持续发展。预计公司 22-24 年实现归母净利润 2.3、4.05 和 6.08 亿元，EPS 为 0.21、0.37 和 0.56 元，对应 PE 为 64、37 和 24 倍。维持“推荐”评级。

风险提示：疫情反复影响，开店速度不及预期，出生率持续大幅走低。

财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
----	-------	-------	-------	-------	-------

公司简介：

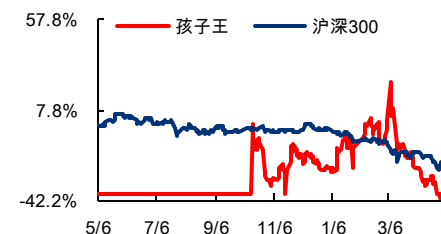
孩子王立足于为准妈妈及 0-14 岁儿童提供衣、食、住、行、玩、教、学等购物及成长服务的综合解决方案，是一家数据驱动的、创新型母婴童全渠道服务商，是中国母婴童商品零售与增值服务的领导品牌。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

交易数据

52 周股价区间（元）	27.18-12.79
总市值（亿元）	148.29
流通市值（亿元）	12.19
总股本/流通 A 股（万股）	108,800/108,800
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	24.16

52 周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

分析师：王紫

010-66554104

wangzi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520050002

研究助理：魏宇萌

010-66555446

weiyu@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480120070031

研究助理：刘雪晴

010-66554026

liuxq@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480120080007

营业收入（百万元）	4,132.07	9,048.88	10,040.23	11,542.20	13,071.84
增长率（%）	1.37%	8.30%	10.96%	14.96%	13.25%
归母净利润（百万元）	391.02	201.62	232.76	404.87	607.85
增长率（%）	3.61%	-48.44%	15.45%	73.94%	50.13%
净资产收益率（%）	18.71%	7.08%	7.86%	13.05%	18.10%
每股收益(元)	0.40	0.20	0.21	0.37	0.56
PE	34.13	67.41	63.71	36.63	24.40
PB	6.38	5.21	5.01	4.78	4.42

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产合计	4132	4155	4907	5336	6062	营业收入	8355	9049	10040	11542	13072
货币资金	2031	1645	2076	2112	2376	营业成本	5805	6280	6976	7941	8982
应收账款	61	76	79	93	104	营业税金及附加	23	21	23	26	30
其他应收款	0	72	80	91	104	营业费用	1618	1938	2259	2539	2745
预付款项	51	91	91	116	130	管理费用	386	437	502	554	588
存货	941	910	1071	1185	1360	财务费用	49	145	3	0	1
其他流动资产	80	77	-23	-101	-219	研发费用	87	101	111	122	134
非流动资产合计	891	3971	3592	3437	3305	资产减值损失	-6.63	0.77	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	13.58	7.40	10.49	8.94	9.72
固定资产	450	447	358	268	179	投资净收益	52.64	55.79	54.21	55.00	54.61
无形资产	104	180	175	170	164	加: 其他收益	39.22	48.43	43.82	46.13	44.98
其他非流动资产	1	238	0	0	0	营业利润	481	241	276	472	703
资产总计	5023	8126	8498	8772	9367	营业外收入	4.27	5.27	5.27	5.27	5.27
流动负债合计	2688	2704	2973	3107	3447	营业外支出	3.66	17.28	17.28	17.28	17.28
短期借款	88	1	0	0	58	利润总额	481	229	264	460	691
应付账款	1081	877	1121	1185	1392	所得税	90	28	32	56	84
预收款项	1	1	1	1	1	净利润	391	201	232	404	607
一年内到期的非流动负债	8	551	551	551	551	少数股东损益	0	0	0	0	0
非流动负债合计	245	2574	315	315	315	归属母公司净利润	391	202	233	405	608
长期借款	216	306	306	306	306	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
负债合计	2932	5278	3288	3422	3762	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	-1	-1	营业收入增长	1.37%	8.30%	10.96%	14.96%	13.25%
实收资本 (或股本)	979	1088	1088	1088	1088	营业利润增长	1.98%	-49.86%	14.71%	70.85%	48.91%
资本公积	545	993	993	993	993	归属于母公司净利润增长	3.61%	-48.44%	15.45%	73.94%	50.13%
未分配利润	546	741	852	983	1226	获利能力					
归属母公司股东权益合计	2090	2848	2962	3103	3358	毛利率 (%)	30.53%	30.60%	30.52%	31.20%	31.29%
负债和所有者权益	5023	8126	6250	6524	7119	净利率 (%)	4.68%	2.22%	2.31%	3.50%	4.65%
现金流量表						总资产净利润 (%)	7.78%	2.48%	2.74%	4.62%	6.49%
单位: 百万元						ROE (%)	18.71%	7.08%	7.86%	13.05%	18.10%
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	偿债能力					
经营活动现金流	868	599	550	556	877	资产负债率 (%)	58%	65%	53%	52%	53%
净利润	391	201	232	404	607	流动比率	1.54	1.54	1.65	1.72	1.76
折旧摊销	197.18	279.17	89.43	89.43	89.43	速动比率	1.19	1.20	1.29	1.34	1.36
财务费用	49	145	3	0	1	营运能力					
应收帐款减少	0	0	-3	-15	-11	总资产周转率	1.78	1.38	1.40	1.81	1.92
预收帐款增加	0	0	0	0	0	应收账款周转率	156	133	130	134	132
投资活动现金流	-197	-1207	9	-256	-317	应付账款周转率	7.24	9.24	10.05	10.01	10.14
公允价值变动收益	14	7	10	9	10	每股指标 (元)					
长期投资减少	0	0	7	0	0	每股收益 (最新摊薄)	0.40	0.20	0.21	0.37	0.56
投资收益	53	56	54	55	55	每股净现金流 (最新摊薄)	0.67	-0.52	0.40	0.03	0.24
筹资活动现金流	-18	41	-127	-265	-296	每股净资产 (最新摊薄)	2.13	2.62	2.72	2.85	3.09
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/E	34.13	67.41	63.71	36.63	24.40
普通股增加	0	109	0	0	0	P/B	6.38	5.21	5.01	4.78	4.42
资本公积增加	0	447	0	0	0	EV/EBITDA	16.00	21.12	36.38	23.92	16.74
现金净增加额	653	-567	431	35	264						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司深度报告	孩子王（301078）：全渠道融合+重度会员+数字化加码，构建坚实壁垒	2022-02-22
行业普通报告	商贸零售行业：疫情拖累 3 月社零表现，关注具有较大复苏弹性的板块	2022-04-20
行业普通报告	商贸零售行业：1-2 月可选消费回暖，显著拉动社零整体表现	2022-03-16
行业普通报告	化妆品行业：2 月美妆消费增长强劲，核心国货品牌 3·8 节交出满意答卷	2022-03-09
行业普通报告	化妆品行业：1 月淘系平台美妆销售疲软，部分中高端国牌市场力持续验证	2022-02-08
行业普通报告	多地疫情影响 12 月社零表现，可选消费整体较为疲软	2022-01-17
行业普通报告	商社行业：离岛免税完成预定目标，2022 年有望持续发力	2022-01-10
行业普通报告	化妆品行业：核心国货美妆品牌表现持续亮眼，多平台竞争望激发市场活力	2022-01-05
行业普通报告	商社行业：元旦出行数据同比回落，PMI 改善看好酒店商务需求复苏	2022-01-04

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

王紫

对外经济贸易大学管理学学士, 法国诺欧高等商学院管理学硕士。2018 年 5 月加入东兴证券研究所, 一年港股消费及策略研究经验, 目前全面负责商贸零售与社会服务行业研究。2020 年度 Wind 金牌分析师“餐饮旅游行业第三名”、《财经》研究金榜“最佳选股分析师”, 2021 年度 Wind 金牌分析师“餐饮旅游行业第二名”。

研究助理简介

魏宇萌

中国人民大学经济学学士, 金融硕士。2020 年 7 月加入东兴证券研究所, 商贸零售与社会服务行业研究助理, 主要负责化妆品、免税、电商、传统零售、珠宝等研究方向。

刘雪晴

中央财经大学经济学硕士。2020 年 8 月加入东兴证券研究所, 商贸零售与社会服务行业研究助理, 主要负责旅游酒店、餐饮、教育人服、本地生活、医美等研究方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我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头寸并进行交易, 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。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526