

收购丝域养发，拓宽业务边界，推动产业协同发展

孩子王(301078)

评级:	增持	股票代码:	301078
上次评级:	增持	52周最高价/最低价:	17.75/4.85
目标价格:		总市值(亿)	187.50
最新收盘价:	14.86	自由流通市值(亿)	186.45
		自由流通股数(百万)	1,254.69

事件概述:

公司发布《关于收购关联方股权暨与关联方共同收购丝域实业100%股权的公告》，拟受让关联方五星控股集团有限公司持有的江苏星丝域投资管理有限公司65%股权。为强化产业协同和资源整合，西安巨子生物基因技术股份有限公司、自然人陈英燕、王德友拟同时受让五星控股持有的江苏星丝域10%、8%及6%的股权，本次股权转让完成后，江苏星丝域将成为公司的控股子公司。公司拟通过控股子公司江苏星丝域现金收购珠海市丝域实业发展有限公司100%股权，交易完成后丝域实业为公司的控股子公司（持股比例65%），交易对价16.5亿元。

分析判断:

▶ 此次收购是对三扩战略的践行，收购标的为养发护发细分龙头，交易对价合理

继收购乐友国际、幸研生物后，公司此次收购丝域实业，布局个护行业，进一步丰富产业服务生态，全方位打造亲子家庭的首选服务商，进一步的落实三扩战略（扩品类、扩赛道、扩业态）。根据公司公告，丝域实业为养发护发领域龙头企业，打造的“产品+服务+渠道”以产品驱动的一体化运营模式，为行业首创。根据弗若斯特沙利文数据显示，我国毛发生活养护市场规模已从2020年的432.3亿元增长至2023年的570.9亿元，年复合增长率为9.7%；预计到2028年，该市场规模将达到812.5亿元，2023-2028年复合增长率为7.3%，市场发展潜力巨大。根据公司公告，丝域实业2024实现营业收入7.2亿元，净利润1.8亿元，收购对价对应2024年PE约9倍，估值相对合理。

▶ 双方在会员、渠道、服务产品等多方面有望产生多重协同效应

根据公司公告，本次交易完成后，双方将在会员运营、市场布局、渠道共享、产业协同、业态拓展等方面充分发挥协同效应，进一步强化公司在本地生活和新家庭服务领域的领先优势，并为推动公司发展成为中国亲子家庭的首选服务商奠定更加稳固的基础。

- 1) 会员协同：双方会员具有较高的关联性，孩子王拥有巨量的宝妈、宝爸人群，以及大量的老年带娃人群，而上述人群具备较好的经济基础以及较强的养发护发需求，基于双方的数字化体系，可通过数据分析、权益设计、资源分配、交叉营销、场景融合等多种方式，实现相互的会员引流。根据公司公告，孩子王APP及小程序会员超6,400万，私域会员超1,000万，丝域养发会员人数超200万。
- 2) 布局协同：孩子王拥有500家大店以及正在加速拓展下沉市场加盟业态，大店可与丝域养发相融合，丰富服务场景，同时可进一步协助丝域实业拓展下沉市场。此外，当前孩子王大力发展“同城即时零售”，丝域实业拥有超2,500家的线下门店网络可作为本地化服务触点，支持“线上下单+到店服务”模式，进一步强化孩子王的O2O生态，提升履约效率与消费者体验。
- 3) 渠道协同：孩子王已经构建了线上线下全渠道优势，丝域实业拥有超过160款专业头皮头发系列产品，涵盖洗发水、洗发泥、头皮清洁乳、护发素、发膜、头皮精华液、护发精油等，可以借助孩子王全渠道布局优势，让丝域实业产品更好地触达消费者，促进其业绩提升。

- 4) 产业协同：孩子王将协同战略投资方进一步赋能丝域实业，孩子王及五星控股具有丰富的连锁运营经验，孩子王拥有较强的数字化技术优势，本次收购引入巨子生物，为中国基于生物活性成分的专业皮肤护理产品行业先行者及领军者。战略股东可从运营、数字化、研发等多方面为丝域实业实现赋能。
- 5) 业态协同：本次收购丝域实业，将进一步丰富孩子王服务产业业态，高度契合公司“商品+服务+社交”运营模式。

投资建议

暂不考虑丝域实业并表产生的业绩增厚，我们维持之前的盈利预测。我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入 122.3、145.1、165.1 亿元，分别同比增长 31%、19%、14%，实现归母净利润 4.8、6.7、7.8 亿元，分别同比 +166%、38%、16%。2025-2027 年对应的 EPS 分别为 0.38、0.53、0.62 元。按照 2025 年 6 月 6 日收盘价 14.86 元计算，2025-2027 年对应的 PE 分别为 39、28、24 倍。长期来看，我们认为公司业绩增长驱动包括：1) 产业链持续整合；2) 合资公司链启未来助力线上业务高增；3) 加盟业务持续放量；4) 同店及费控改善带动直营店利润稳步增长；5) 6 月 4 日自研 AI 玩具啊贝贝正式上线，AI 玩具业务有望带来增量。公司成长看点较多，叠加生育政策催化，我们认为公司将迎来戴维斯双击，维持“增持”评级。

风险提示

- 1) 并购整合不及预期；2) 生育率持续下滑；3) 行业竞争加剧；4) 产品质量问题导致品牌形象受损。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	8,753	9,337	12,226	14,514	16,507
YoY (%)	2.7%	6.7%	30.9%	18.7%	13.7%
归母净利润(百万元)	105	181	483	667	777
YoY (%)	-13.9%	72.4%	166.4%	38.1%	16.4%
毛利率 (%)	29.6%	29.7%	30.2%	30.1%	29.4%
每股收益 (元)	0.10	0.16	0.38	0.53	0.62
ROE	3.3%	4.6%	10.8%	13.0%	13.1%
市盈率	154.15	92.30	38.72	28.04	24.08

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：刘文正

邮箱：liuwz1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524120007

联系电话：

分析师：徐晴

邮箱：xuqing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523080002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	9,337	12,226	14,514	16,507	净利润	205	537	741	914
YoY (%)	6.7%	30.9%	18.7%	13.7%	折旧和摊销	678	24	24	24
营业成本	6,560	8,531	10,152	11,660	营运资金变动	268	-1,748	670	-648
营业税金及附加	40	45	54	61	经营活动现金流	1,179	-1,159	1,460	310
销售费用	1,887	2,345	2,682	2,905	资本开支	-630	-10	-10	-10
管理费用	514	648	726	792	投资	-968	0	0	0
财务费用	130	39	51	37	投资活动现金流	-1,531	14	19	23
研发费用	40	49	58	66	股权募资	27	0	0	0
资产减值损失	5	0	0	0	债务募资	-265	0	0	0
投资收益	38	24	29	33	筹资活动现金流	-1,081	-53	-53	-53
营业利润	261	654	893	1,101	现金净流量	-1,430	-1,198	1,425	280
营业外收支	-6	0	0	0					
利润总额	255	654	893	1,101	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	50	118	152	187	成长能力				
净利润	205	537	741	914	营业收入增长率	6.7%	30.9%	18.7%	13.7%
归属于母公司净利润	181	483	667	777	净利润增长率	72.4%	166.4%	38.1%	16.4%
YoY (%)	72.4%	166.4%	38.1%	16.4%	盈利能力				
每股收益	0.16	0.38	0.53	0.62	毛利率	29.7%	30.2%	30.1%	29.4%
					净利率	1.9%	3.9%	4.6%	4.7%
					总资产收益率 ROA	2.0%	5.2%	6.6%	6.7%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	净资产收益率 ROE	4.6%	10.8%	13.0%	13.1%
货币资金	1,398	200	1,626	1,906	偿债能力				
预付款项	81	171	203	233	流动比率	1.52	1.84	2.04	2.18
存货	927	1,916	1,468	2,419	速动比率	1.10	0.92	1.33	1.27
其他流动资产	2,489	2,615	2,571	2,687	现金比率	0.44	0.08	0.56	0.57
流动资产合计	4,895	4,902	5,868	7,245	资产负债率	56.8%	51.0%	48.3%	46.5%
长期股权投资	14	14	14	14	经营效率				
固定资产	619	605	591	576	总资产周转率	0.99	1.33	1.50	1.52
无形资产	396	396	396	396	每股指标 (元)				
非流动资产合计	4,328	4,314	4,300	4,286	每股收益	0.16	0.38	0.53	0.62
资产合计	9,224	9,217	10,168	11,531	每股净资产	3.16	3.55	4.08	4.69
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流	0.94	-0.92	1.16	0.25
应付账款及票据	1,477	1,107	1,149	1,442	每股股利	0.07	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	1,735	1,561	1,729	1,885	估值分析				
流动负债合计	3,212	2,668	2,878	3,327	PE	92.30	38.72	28.04	24.08
长期借款	838	838	838	838	PB	3.60	2.85	2.48	2.16
其他长期负债	1,192	1,192	1,192	1,192					
非流动负债合计	2,030	2,030	2,030	2,030					
负债合计	5,241	4,697	4,908	5,357					
股本	1,258	1,258	1,258	1,258					
少数股东权益	1	55	129	266					
股东权益合计	3,982	4,519	5,260	6,174					
负债和股东权益合计	9,224	9,217	10,168	11,531					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

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或相当的专业胜任能力，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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。