

# 25H1 业绩高增长，关注产业整合以及加盟扩张

## 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)	161.08
最新收盘价:	12.77	自由流通市值(亿)	160.16
		自由流通股数(百万)	1,254.21

### 事件概述:

公司发布2025年上半年度报告。2025H1公司实现营业收入49.11亿元，同比增长8.64%；实现归母净利润1.43亿元，同比增长79.42%；实现扣非归母净利润1.15亿元，同比增长91.25%；单Q2公司实现营业收入25.08亿元，同比增长7.79%，实现归母净利润1.12亿元，同比增长64.6%，实现扣非归母净利润0.98亿元，同比增长71.42%。

### 分析判断:

#### ► 店效高增长，门店及品类持续创新

2025H1公司收入同比增长8.64%，其中母婴销售商品、供应商服务、母婴护理服务、平台服务收入分别同比+9.3%、+7.4%、-4.0%、+23.4%，母婴销售商品收入占比88%，为公司主要收入来源。2025上半年公司共新增门店49家（孩子王21家，乐友直营和加盟托管店共28家），关闭门店37家（孩子王9家，乐友直营和加盟托管店共28家），门店数量略有增长，收入增长主要来自店效的持续提升：根据公司半年报，2025H1公司直营门店店均收入同比增长5.4%，其中华东、西南、华中、其他地区平均店效分别同比+1.96%、+14.88%、+4.73%、+7.93%。

在自有品牌体系的构建上，公司打造了丰富的自有产品矩阵，孩子王与乐友国际共有贝特倍护、初衣萌等超十家自有品牌，基本上覆盖了母婴童主要品类，可以满足会员家庭的个性化、差异化、精细化需求。在自有品牌玩具领域，深耕婴幼儿玩具，上新30个sku爆品，自研AI智能玩具6月成功上市，同时发力潮流玩具赛道扩分类；在新渠道、新场景方面，自有品牌成为本地生活引流新抓手，同时自有品牌精选超300个sku商品入驻加盟、乐友、精选店业务场景，为公司创新门店业态赋能。2025年上半年，孩子王差异化供应链共实现销售收入约5.30亿元，占母婴商品销售收入的比重为12.25%。

公司首家Ultra门店2025年6月21日在上海徐汇万科广场正式开业，Kidswant Ultra店是母婴界的未来式育儿成长超级体验旗舰店，深度融合潮玩IP、谷子经济与AI科技等，充分考虑用户数字化、精细化及情绪价值需求，设置十大主题场馆、十六个细分专区，如谷子专区、IP潮流玩具区等，以“首发经济”引领母婴童行业价值升维，是公司针对用户年轻化趋势的战略举措，旨在打造儿童、青少年群体的时尚快乐空间。

► 加盟业务顺利推进，已投入运营、在建及筹建数量合计超过200家，为中长期业绩增长蓄力  
根据公司公告，公司加快发展下沉市场加盟模式，重塑下沉市场母婴新业态，上半年加盟业务呈现出较好的发展态势，已投入运营、在建及筹建数量合计超过200家，规模化优势逐步显现，致力打造成公司新的增长曲线。25H1来自加盟店收入（加盟费、品牌使用费、批发收入等）为15,233.46万元。

#### ► 持续推进并购重组，收购丝域养发实现产业、会员、渠道等多方面协同

根据公司公告，公司持续推进并购重组，上半年实施了对珠海市丝域实业发展有限公司（简称“丝域实业”）的收购，丝域实业是中国养发护发细分领域龙头企业，该公司首创行业“产品+服务+渠道”的一体化运营模式。收购完成后，丝域实业与公司在会员运营、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，将推进公司高质量可持续发展。

#### ► 25H1费用率优化，推动业绩释放

25H1 公司毛利率 27.68%，同比下降 2pct，我们认为毛利率下降主要由于毛利率较低的奶粉收入占比提升所致。公司费用率持续优化，25H1 公司销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率分别同比下降 2pct、0.4pct、0.15pct、0.08pct。

### 投资建议

鉴于公司上半年毛利率承压以及线上销售增长放缓，我们下调公司 2025-2027 年收入及利润预测。我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入 105.3、114.1、122.5 亿元（原预测 122.3、145.1、165.1 亿元），分别同比增长 13%、8%、7%，实现归母净利润 3.6、4.9、5.7 亿元（原预测为 4.8、6.7、7.8 亿元），分别同比+100%、34%、17%。2025-2027 年对应的 EPS 分别为 0.29、0.38、0.45 元（原预测为 0.38、0.53、0.62 元）。按照 2025 年 8 月 22 日收盘价 12.77 元计算，2025-2027 年对应的 PE 分别为 44、33、28 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) AI 玩具业务带来业务增量。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	10,533	11,406	12,254
YoY (%)	2.7%	6.7%	12.8%	8.3%	7.4%
归母净利润(百万元)	105	181	363	485	566
YoY (%)	-13.9%	72.4%	100.1%	33.7%	16.8%
毛利率 (%)	29.6%	29.7%	28.9%	29.7%	29.4%
每股收益 (元)	0.10	0.16	0.29	0.38	0.45
ROE	3.3%	4.6%	8.4%	10.1%	10.6%
市盈率	132.47	79.32	44.41	33.20	28.43

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	10,533	11,406	12,254	净利润	205	403	539	666
YoY (%)	6.7%	12.8%	8.3%	7.4%	折旧和摊销	678	24	24	24
营业成本	6,560	7,488	8,018	8,657	营运资金变动	268	-1,661	575	-578
营业税金及附加	40	39	42	45	经营活动现金流	1,179	-1,202	1,169	142
销售费用	1,887	1,949	2,108	2,157	资本开支	-630	-10	-10	-10
管理费用	514	558	570	588	投资	-968	0	0	0
财务费用	130	39	52	41	投资活动现金流	-1,531	11	13	15
研发费用	40	42	46	49	股权募资	27	-2	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	21	23	25	筹资活动现金流	-1,081	-81	-53	-53
营业利润	261	491	649	803	现金净流量	-1,430	-1,272	1,128	103
营业外收支	-6	0	0	0					
利润总额	255	491	649	803	<b>主要财务指标</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
所得税	50	88	110	137	<b>成长能力</b>				
净利润	205	403	539	666	营业收入增长率	6.7%	12.8%	8.3%	7.4%
归属于母公司净利润	181	363	485	566	净利润增长率	72.4%	100.1%	33.7%	16.8%
YoY (%)	72.4%	100.1%	33.7%	16.8%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	0.16	0.29	0.38	0.45	毛利率	29.7%	28.9%	29.7%	29.4%
					净利率	1.9%	3.4%	4.3%	4.6%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	总资产收益率 ROA	2.0%	4.2%	5.2%	5.6%
货币资金	1,398	127	1,255	1,358	净资产收益率 ROE	4.6%	8.4%	10.1%	10.6%
预付款项	81	150	160	173	<b>偿债能力</b>				
存货	927	1,569	1,104	1,782	流动比率	1.52	1.89	2.09	2.28
其他流动资产	2,489	2,554	2,520	2,584	速动比率	<b>1.10</b>	<b>1.00</b>	<b>1.41</b>	<b>1.38</b>
流动资产合计	4,895	4,399	5,039	5,897	现金比率	0.44	0.05	0.52	0.52
长期股权投资	14	14	14	14	资产负债率	56.8%	50.0%	47.6%	45.4%
固定资产	619	605	591	576	<b>经营效率</b>				
无形资产	396	396	396	396	总资产周转率	0.99	1.17	1.26	1.26
非流动资产合计	4,328	4,314	4,300	4,286	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	9,224	8,713	9,340	10,183	每股收益	0.16	0.29	0.38	0.45
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	3.16	3.42	3.81	4.26
应付账款及票据	1,477	875	906	1,017	每股经营现金流	0.94	-0.95	0.93	0.11
其他流动负债	1,735	1,450	1,506	1,572	每股股利	0.07	0.02	0.00	0.00
流动负债合计	3,212	2,325	2,413	2,590	<b>估值分析</b>				
长期借款	838	838	838	838	PE	79.32	44.41	33.20	28.43
其他长期负债	1,192	1,192	1,192	1,192	PB	3.60	3.73	3.35	3.00
非流动负债合计	2,030	2,030	2,030	2,030					
负债合计	5,241	4,355	4,442	4,619					
股本	1,258	1,258	1,258	1,258					
少数股东权益	1	42	96	196					
股东权益合计	3,982	4,358	4,897	5,564					
负债和股东权益合计	9,224	8,713	9,340	10,183					

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。