



**上海证券**  
SHANGHAI SECURITIES

## 业绩稳健增长，双品牌全渠道融合发展

——爱婴室 2022 年年报点评

### 增持（维持）

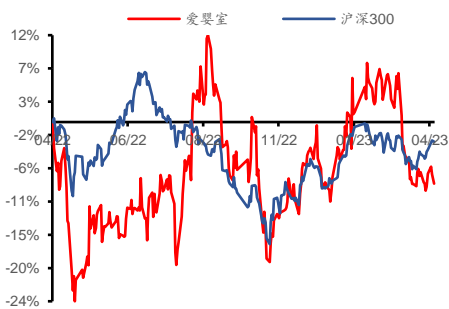
行业： 商贸零售  
日期： 2023年04月07日

分析师： 彭毅  
Tel: 021-53686136  
E-mail: pengyi@shzq.com  
SAC 编号: S0870521100001  
联系人： 张洪乐  
Tel: 021-53686159  
E-mail: zhanghongle@shzq.com  
SAC 编号: S0870121040018

#### 基本数据

最新收盘价（元）	17.91
12mth A 股价格区间（元）	14.95-21.86
总股本（百万股）	140.52
无限售 A 股/总股本	100.00%
流通市值（亿元）	25.17

#### 最近一年股票与沪深 300 比较



#### 相关报告：

《内生外购扩渠道，精细经营提坪效》

——2022 年 11 月 20 日

#### ■ 投资摘要

##### 事件概述

4月6日，公司发布2022年年报：22年实现营业收入36.19亿元，同比增长36.46%；实现归母净利润8595.09万元，同比增长16.97%。其中，22Q4实现营业收入9.98亿元，同比下降0.06%，环比增长33%；实现归母净利润4102.74万元，同比增长3.01%，环比增长超10倍。

##### 分析与判断

##### 双品牌全渠道融合协同发展，产品矩阵不断完善

公司营收快速增长主要是由于 21Q4 收购贝贝熊以及电商业务大幅增长。分渠道看，2022 年公司门店销售实现营收 25.85 亿元（同比+24.3%），电商业务实现营收 7.2 亿元（同比+113.27%）。门店增长主要系收购贝贝熊贡献销售增量，线下业务主要销售区域已覆盖华东、华中、华南、西南市场；电商业务大幅增长，O2O 平台营收同比增长 7 倍以上。分产品看，2022 年公司奶粉/食品/用品等主要品类营收同比分别+54.91%/+37.49%/+16.65%，我们认为电商渠道或将推动奶粉实现高速增长，公司不断加强自有品牌运营，聚焦营养食品、纸品等泛母婴品类，或将提升品牌影响力与知名度。

##### 毛利率下滑主要系电商业务占比提升导致，费用管控良好

2022 年公司综合毛利率为 28.54%，同比-1.72pct，主要系毛利率较低的电商业务占比提高 7.17 个百分点；净利率为 2.71%，同比-0.3pct。费用管控良好，2022 年公司期间费用率为 25.65%，同比-1.92pct，其中销售/管理/财务费用率分别为 20.95%/3.41%/1.29%，同比分别-1.38pct/-0.2pct/-0.34pct，均有不同程度的改善。

##### 积极拓展 O2O 即时零售，单店模型优化调整

截至 2022 年，公司共有门店 471 家，新增线下门店 30 家，关闭 85 家，其中，爱婴室品牌门店新增 19 家，关闭 28 家，贝贝熊品牌门店新增 11 家，关闭 57 家。依托于门店广布局，公司线上积极拓展 O2O 即时零售新场景，已有超 460 家门店入驻美团、饿了么及京东到家平台。公司 2022 年可比门店销售增长 0.64%，精细化经营门店，不断优化单店模型。22 年公司作为上海市生活物资保障企业，充分利用全渠道网络、自建仓储物流等优势，为超过上万名消费者提供服务。

#### ■ 投资建议

预计 2023~2025 年公司营收分别约为 41.02、45.83 和 50.22 亿元，同比分别+13.3%、+11.7%和+9.6%；归母净利润分别约为 1.06、1.30、1.51 亿元，同比+23.1%、+22.6%和 16.7%。当前股价对应的 PE 分别为 24、19、17 倍。维持“增持”评级。

#### ■ 风险提示

宏观经济不景气、生育率持续下降、行业竞争加剧、开店速度不达预期、整合贝贝熊成效不及预期

## ■ 数据预测与估值

单位: 百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3619	4102	4583	5022
年增长率	36.5%	13.3%	11.7%	9.6%
归母净利润	86	106	130	151
年增长率	17.0%	23.1%	22.6%	16.7%
每股收益 (元)	0.61	0.75	0.92	1.08
市盈率 (X)	29.28	23.79	19.40	16.63
市净率 (X)	2.34	2.13	1.92	1.72

资料来源: Wind, 上海证券研究所 (2023 年 04 月 06 日收盘价)

**公司财务报表数据预测汇总**
**资产负债表 (单位: 百万元)**

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	382	543	788	1242
应收票据及应收账款	154	74	79	88
存货	846	1240	1256	1276
其他流动资产	335	344	354	358
流动资产合计	1717	2201	2476	2965
长期股权投资	21	21	21	21
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	138	119	100	82
在建工程	0	0	0	0
无形资产	149	149	149	149
其他非流动资产	710	690	670	650
非流动资产合计	1018	980	941	902
<b>资产总计</b>	<b>2736</b>	<b>3181</b>	<b>3417</b>	<b>3867</b>
短期借款	308	308	308	308
应付票据及应付账款	484	640	608	755
合同负债	90	58	64	70
其他流动负债	434	543	566	602
流动负债合计	1316	1548	1547	1736
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	303	403	503	603
非流动负债合计	303	403	503	603
<b>负债合计</b>	<b>1619</b>	<b>1952</b>	<b>2050</b>	<b>2339</b>
股本	141	141	141	141
资本公积	314	314	314	314
留存收益	619	725	855	1006
归属母公司股东权益	1077	1183	1312	1464
少数股东权益	40	46	55	64
<b>股东权益合计</b>	<b>1117</b>	<b>1229</b>	<b>1367</b>	<b>1528</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>2736</b>	<b>3181</b>	<b>3417</b>	<b>3867</b>

**现金流量表 (单位: 百万元)**

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流量</b>	<b>429</b>	<b>64</b>	<b>149</b>	<b>362</b>
净利润	98	113	138	161
折旧摊销	255	19	19	19
营运资金变动	63	-90	-32	155
其他	13	23	25	27
<b>投资活动现金流量</b>	<b>151</b>	<b>25</b>	<b>28</b>	<b>30</b>
资本支出	-52	4	5	5
投资变动	185	0	0	0
其他	18	21	23	25
<b>筹资活动现金流量</b>	<b>-344</b>	<b>73</b>	<b>68</b>	<b>63</b>
债权融资	-83	100	100	100
股权融资	1	0	0	0
其他	-262	-27	-32	-37
<b>现金净流量</b>	<b>237</b>	<b>161</b>	<b>244</b>	<b>455</b>

**利润表 (单位: 百万元)**

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>3619</b>	<b>4102</b>	<b>4583</b>	<b>5022</b>
营业成本	2587	2889	3209	3506
营业税金及附加	11	16	18	20
销售费用	758	902	1008	1105
管理费用	123	160	183	201
研发费用	0	0	0	0
财务费用	47	22	24	26
资产减值损失	-3	-20	-20	-20
投资收益	21	21	23	25
公允价值变动损益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>131</b>	<b>150</b>	<b>184</b>	<b>215</b>
营业外收支净额	-3	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>128</b>	<b>150</b>	<b>184</b>	<b>215</b>
所得税	30	38	46	54
净利润	98	113	138	161
少数股东损益	12	7	8	10
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>86</b>	<b>106</b>	<b>130</b>	<b>151</b>

**主要指标**

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	28.5%	29.6%	30.0%	30.2%
净利率	2.4%	2.6%	2.8%	3.0%
净资产收益率	8.0%	8.9%	9.9%	10.3%
资产回报率	3.1%	3.3%	3.8%	3.9%
投资回报率	6.2%	6.0%	6.4%	6.6%
<b>成长能力指标</b>				
营业收入增长率	36.5%	13.3%	11.7%	9.6%
EBIT 增长率	21.5%	9.9%	20.2%	14.6%
归母净利润增长率	17.0%	23.1%	22.6%	16.7%
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.61	0.75	0.92	1.08
每股净资产	7.66	8.42	9.34	10.42
每股经营现金流	3.05	0.45	1.06	2.58
每股股利	0	0	0	0
<b>营运能力指标</b>				
总资产周转率	1.32	1.29	1.34	1.30
应收账款周转率	23.46	55.72	57.90	56.91
存货周转率	3.06	2.33	2.56	2.75
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	59.2%	61.4%	60.0%	60.5%
流动比率	1.31	1.42	1.60	1.71
速动比率	0.44	0.43	0.59	0.79
<b>估值指标</b>				
P/E	29.28	23.79	19.40	16.63
P/B	2.34	2.13	1.92	1.72
EV/EBITDA	7.18	15.29	12.29	9.41

资料来源: Wind, 上海证券研究所

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

### 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

### 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
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
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

#### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

### 免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，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。本报告所载的资料、意见和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的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。