

## 爱婴室 (603214.SH): 拓店有序符合预期, 2018 年营收 21.35 亿元 (+18.12%)

2019.04.08

强烈推荐

(上调)

黄莞 (分析师)	史玲林 (研究助理)
电话: 020-88832319	
邮箱: huangguan@gzgzhs.com.cn	shi.linglin@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310517050001	A1310118080004

现价:	43.07
目标价:	51.1
股价空间:	18.64%

### 事件:

爱婴室 (603214.SH) 4 月 4 日发布 2018 年财报。报告期内, 公司实现营收 21.35 亿元, 同比增长 18.12%; 实现归母净利润 1.20 亿元, 同比增长 28.23%。

### 点评:

● **新增门店 45 家推进营收增长 18.12%, 品类结构与供应链优化毛利率小幅提升 0.36pct 至 28.77%**

(1) **收入方面:** 2018 年公司实现营收 21.35 亿元 (+18.12%), 主要系门店扩张。按产品拆分来看, 奶粉、用品、棉纺三大主要产品占比 81.08%, 其中奶粉营收 9.84 亿元 (+29.77%)、用品营收 5.30 亿元 (+9.42%)、棉纺类营收 2.17 亿元 (+6.88%); 按地区拆分来看, 上海占比最大为 52.08%、贡献营收 11.12 亿元 (+14.62%)、浙江营收 3.17 亿元 (+42.25%)、福建营收 2.96 亿元 (+13.80%)、江苏营收 2.89 亿元 (+22.19%)。(2) **成本费用方面:** 报告期内毛利率小幅提升 0.36pct 至 28.77%, 主要系品类结构与商品供应链持续优化, 以及自主品牌建设稳步推进。公司管理费 2.96% (-0.55pct), 主要系归属管理费用的折旧摊销费用和其他费用减少。销售费率 18.22% (+1.23pct), 主要系归属销售费用的员工薪资福利及物业支出增加。(3) **利润方面:** 公司实现净利润 1.20 亿元 (+28.23%), 净利率小幅增长 0.34pct 至 6.12%。

● **门店扩张稳步推进, 自主品牌建设与供应链管理持续降本增效**

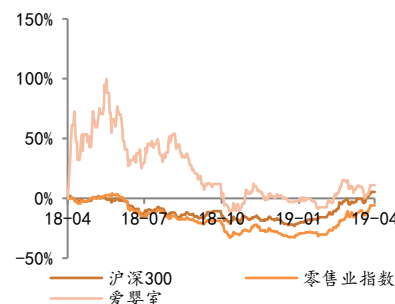
(1) **加密布局直营门店增开商场店, 完善线上业务板块增强用户粘性。**报告期内公司在上海、江苏、浙江、福建等地区加密拓展直营门店新增门店 45 家、主要为商场店, 关闭店铺 11 家, 期末门店规模 223 家。此外, 新增 4 个 APP 服务板块, 增设“亲子活动”等体验项目, 同步优化官网、微信公众号/订阅号内容, 并创新营销方式等增强用户粘性, 活跃会员贡献营收占比 86.32%。(2) **持续自主品牌研发, 优化品类与品牌结构、增加直供品牌。**报告期内公司自主品牌营收占比 8.89%、同比增长 28.99%。此外公司引进新品品牌近 100 个, 新品 SKU 入库数逾 3 万个, 并与荷兰皇家菲仕兰公司达成直供协议, 将于 2019 年正式启动。(3) **自有仓储物流中心运营成熟, 新设营运总部适用发展新需求。**公司嘉善仓储物流中心已运营 3 年, 运营效率逐步释放, 报告期内仓储物流中心发货量同比增加 23%。此外公司新设营运总负责整合全国行业资源, 为整体门店拓展提供强有力的支持和保障。

● **盈利预测: 不考虑潜在的并购及非经常性损益, 根据 2018 年公司业务推进情况, 我们上调公司开店速度、浙江地区单店营收、费用优化力度等因素的预期, 对应将 2019-2020 年营收由 25.25/30.00 亿元上调至 25.78/31.71 亿元, 同比增长 20.71%/23.00%; 归母净利润由 1.40/1.77 亿元上调至 1.46/1.80 亿元, 同比增长 21.79%/23.49%; 对应 EPS (摊薄) 1.46/1.80。我们给予爱婴室 2019 年 35 倍 PE, 上调目标价至 51.1 元, 对应 20190408 收盘价 43.07 元有 18.64% 的股价空间, 上调至“强烈推荐”评级。**

财务指标	2017	2018	2019E	2020E
营业收入 (亿元)	18.08	21.35	25.78	31.71
同比 (%)	14.06%	18.12%	20.71%	23.00%
归母净利润 (亿元)	0.94	1.20	1.46	1.80
同比 (%)	26.47%	28.23%	21.79%	23.49%

● **风险提示:** 母婴行业发展不达预期、市场竞争激烈、线下扩张不及预期

### 股价走势



### 股价表现

涨跌 (%)	1M	3M	6M
爱婴室	2.79	13.17	-0.80
零售业	11.49	34.40	15.85
沪深 300	11.06	33.00	18.13

### 基本资料

总市值 (亿元)	42.35
总股本 (亿股)	1.00
流通股比例	55.20%
资产负债率	46.59%
大股东	施琼
大股东持股比例	23.06%

### 相关报告

- 1、母婴 2018 投融资专题: 爱婴室、宝宝树相继上市, 母婴渠道马太效应初显—20190201
- 2、爱婴室 (603214.SH): 华东母婴零售巨头, “自建+并购”加速全国布局-20181229
- 3、极致化”垂直服务发力, 释放母婴渠道消费红利—20180318

## 目录

目录.....	2
图表目录.....	3
1.爱婴室 2018 财务数据点评 .....	4
1.1 拓店有序，新增门店 45 家促营收增长 18.12% .....	4
1.2 品类结构与商品供应链持续优化、自主品牌建设加深，公司毛利率小幅提升 0.36pct 至 28.77%...	6
1.3 三费管控稳定，期间费用率小幅上升 0.56pct 至 21.37% .....	6
1.4 公司实现归母净利润为 1.20 亿元、同比增长 28.23% .....	7
2.爱婴室运营情况分析 .....	8
2.1 加密布局直营店增开商场店，完善线上业务板块增强用户粘性.....	8
2.2 持续自主品牌研发，优化品类与品牌结构、增加直供品牌.....	9
2.3 自有仓储物流中心运营成熟，新设营运总部适用发展新需求.....	10
3.盈利预测 .....	11
4.风险提示 .....	13



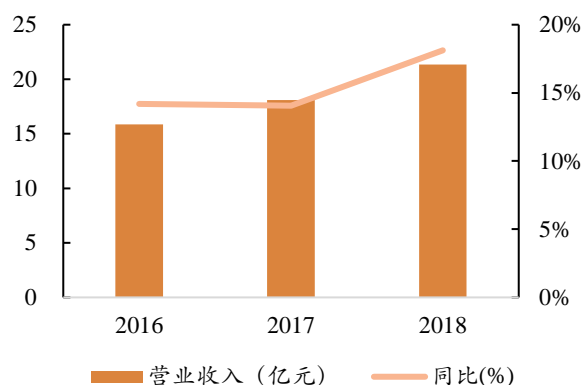
## 图表目录

图表 1 爱婴室 2018 年实现营收 21.35 亿元, 同比增长 18.12% .....	4
图表 2 爱婴室 2018 年实现归母净利润 1.20 亿元, 同比增长 28.23% .....	4
图表 3 全年分季度收入利润与门店情况 .....	4
图表 4 奶粉拉动营业整体增长, 2018 年奶粉营收占比 46.09%, 增加 4.15pct.....	5
图表 5 奶粉 2018 年营收 9.84 亿元、同比增长 29.77% .....	5
图表 6 上海营收占比最大为 52.08%, 贡献营收 11.12 亿元 .....	5
图表 7 浙江营收增长最快, 2018 年贡献收入 3.17 亿元、同比增长 42.25% .....	5
图表 8 门店贡献了 88% 的绝对收入, 2018 年营收 1.89 亿元、同比增长 14.97% .....	6
图表 9 毛利率小幅提升 0.36pct 至 28.77% .....	6
图表 10 公司主要费用支出为销售费用, 2018 年销售费率 18.22% (+1.23pct) .....	7
图表 11 销售费用与管理费用变动明细.....	7
图表 12 公司净利率上升 0.34pct 至 6.12% .....	8
图表 13 加密布局直营门店网络增开商场店 .....	8
图表 14 爱婴室 APP.....	9
图表 15 自主品牌营收 1.78 亿元、同比增长 28.99% .....	10
图表 16 荷兰皇家菲仕兰旗下知名品牌—美素佳儿.....	10
图表 17 公司存货周转率增加至 3.66、存货周转天数降低至 98.38 天。 .....	10
图表 18 公司各项运营指标得以优化 .....	10
图表 19 预计 2019-2020 年各地区存续店铺情况 .....	11
图表 20 预计 2019-2020 年各地区单店营收 (万元) .....	12
图表 21 预计 2019-2020 年各地区营收 (万元) .....	12
图表 22 预计公司 2018-2020 年归母净利润 (万元) .....	12
图表 23 可比公司财务与估值 .....	13

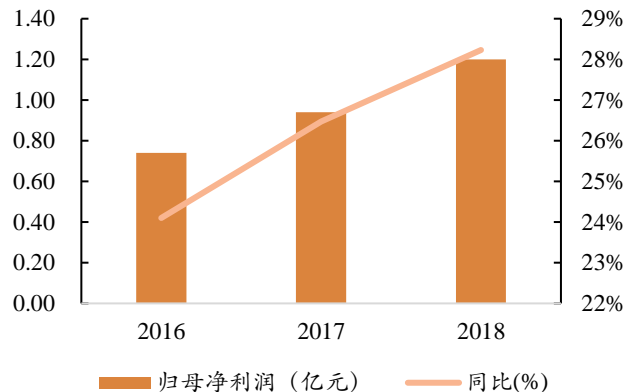
# 1. 爱婴室 2018 财务数据点评

爱婴室(603214.SH)4月4日发布2018年财报。报告期内,公司实现营收21.35亿元,同比增长18.12%;实现归母净利润1.20亿元,同比增长28.23%。2018年公司分红方案为以1亿总股本为基础,每10股派发现金红利3.6元(含税),合计3600万元。

图表1 爱婴室 2018 年实现营收 21.35 亿元, 同比增长 18.12%



图表2 爱婴室 2018 年实现归母净利润 1.20 亿元, 同比增长 28.23%



数据来源: 公司公告、广证恒生

数据来源: 公司公告、广证恒生

## 1.1 拓店有序, 新增门店 45 家促营收增长 18.12%

2018 年公司实现营收 21.35 亿元, 同比增长 18.12%; 实现归母净利润 1.20 亿元, 同比增长 28.23%。主要系门店扩张带来的营收增长, 全年净新增门店 34 家, 去年同期净新增店铺 10 家。分季度来看 Q1-Q4 分别实现营业收入 4.82 亿元、5.36 亿元、5.03 亿元、6.15 亿元; 归母净利润 0.12 亿元、0.37 亿元、0.17 亿元、0.54 亿元; 新增门店 8 个、12 个、12 个、13 个。

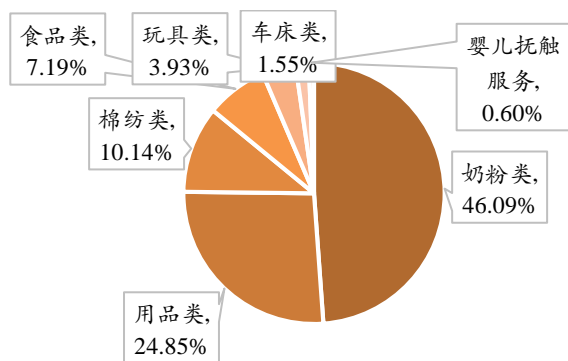
图表3 全年分季度收入利润与门店情况

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2018	2017
营业收入 (亿元)	4.82	5.36	5.03	6.15	21.35	18.08
归母净利润 (亿元)	0.12	0.37	0.17	0.54	1.20	0.94
新开门店	8	12	12	13	45	32
关闭门店	1	6	2	2	11	22
净增门店	7	6	10	11	34	10
期末门店	196	202	212	223	223	189

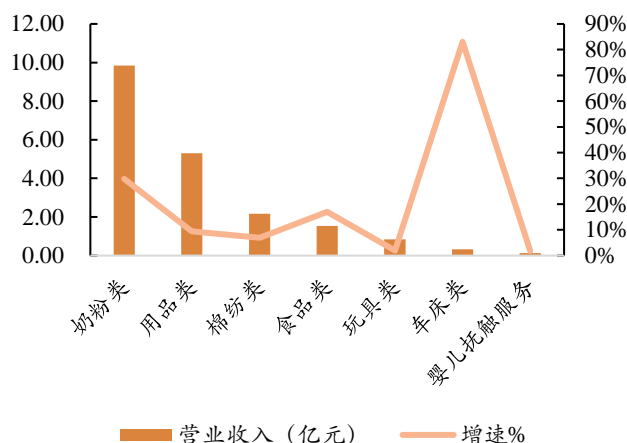
资料来源: 公司公告、广证恒生

(1) 按产品拆分来看: 奶粉、用品、棉纺为主要收入来源, 其中奶粉拉动营业整体增长。奶粉、用品、棉纺三大主要产品占比 81.08%, 其中奶粉营收 9.84 亿元、同比增长 29.77%, 贡献了 46.09% 的营收 (+4.15pct); 用品营收 5.30 亿元、同比增长 9.42%, 营收占比 24.85% (-1.97pct); 棉纺类营收 2.17 亿元、同比增长 6.88%, 营收占比 10.14% (-1.06pct);

**图表 4 奶粉拉动营业整体增长, 2018 年奶粉营收占比 46.09%, 增加 4.15pct**



**图表 5 奶粉 2018 年营收 9.84 亿元、同比增长 29.77%**

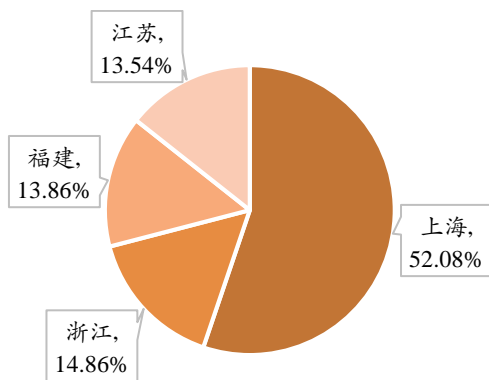


数据来源: 公司公告、广证恒生

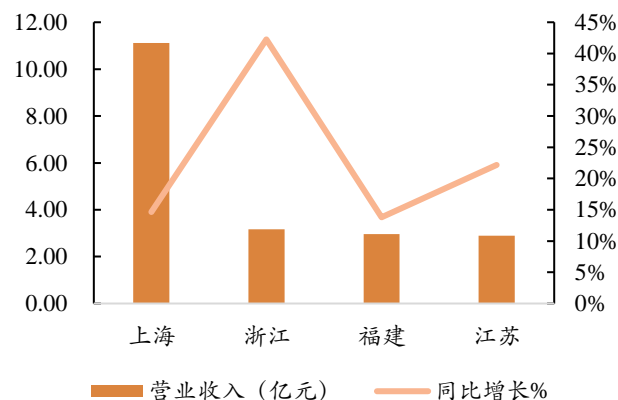
数据来源: 公司公告、广证恒生

(2) 按地区拆分来看: 上海地区营收占比最大、浙江地区营收增速最高。上海占比 52.08% (-1.58pct), 贡献营收 11.12 亿元、同比增长 14.62%; 浙江占比 14.86% (+2.52pct), 营收 3.17 亿元、同比增长 42.25%; 福建占比 13.86% (-0.52pct), 营收 2.96 亿元、同比增长 13.80%; 江苏占比 13.54% (+0.45pct), 营收 2.89 亿元、同比增长 22.19%。

**图表 6 上海营收占比最大为 52.08%, 贡献营收 11.12 亿元**



**图表 7 浙江营收增长最快, 2018 年贡献收入 3.17 亿元、同比增长 42.25%**



数据来源: 公司公告、广证恒生

数据来源: 公司公告、广证恒生

(3) 按业态拆分来看: 门店收入 1.89 亿元、同比增长 14.97%, 营收占比 88.36% (-2.42pct); 电商与批发业务增长迅速, 分别营收实现 0.45 亿元 (+138.97%)、0.69 亿元 (+304.87%), 营收占比分别为 2.12% (+1.07pct)、3.24% (+2.3pct)。



**图表 8 门店贡献了 88% 的绝对收入，2018 年营收 1.89 亿元、同比增长 14.97%**

	营收 (万元)	同比%	营收占比
门店	188,683.81	14.97%	88.36%
电商	4,534.79	138.97%	2.12%
批发	6,919.72	304.87%	3.24%
婴儿抚触等服务	1,282.66	1.80%	0.60%
其他	12,119.39	2.64%	5.68%

资料来源：公司公告、广证恒生

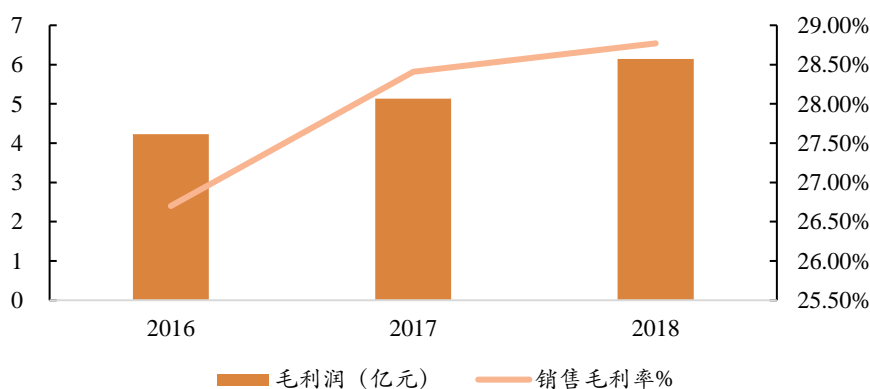
## 1.2 品类结构与商品供应链持续优化、自主品牌建设加深，公司毛利率小幅提升 0.36pct 至 28.77%

2018 年公司营业成本 15.21 亿元，同比增加 17.52%，毛利率受益于品类结构与商品供应链持续优化，以及自主品牌建设稳步推进，小幅上升 0.36pct 至 28.77%。

(1) 品类结构方面：公司在原有商品结构基础上，继续优化，积极引进畅销新品，淘汰部分滞销旧品。通过优化商品品类组合、带动客流，进一步提升商品销售毛利。

(2) 商品供应链方面：公司引进新品品牌近 100 个，新品 SKU 入库数逾 30,000 个。此外，公司还增加直供品牌，2018 年与荷兰皇家菲仕兰公司达成直供确认协议，2019 年正式启动。

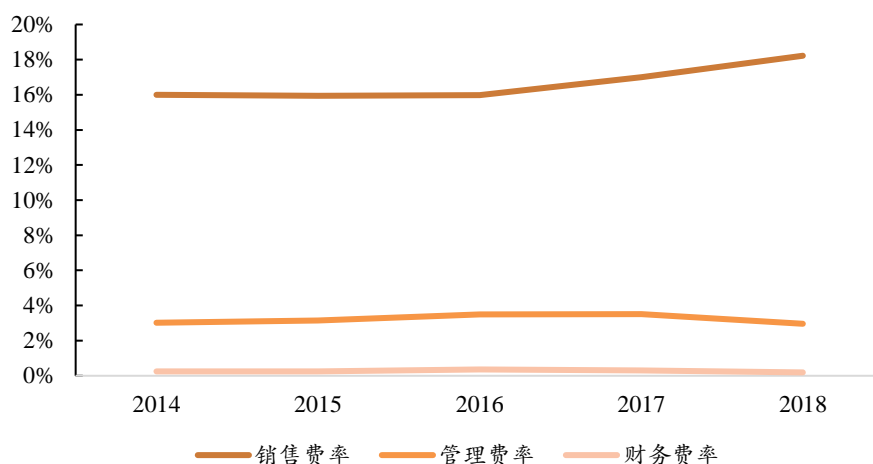
(3) 自主品牌方面：报告期内，公司自有品牌商品销售 1.78 亿元，占商品销售的比重达 8.89%，同比增长 28.99%。

**图表 9 毛利率小幅提升 0.36pct 至 28.77%**


数据来源：公司公告、广证恒生

## 1.3 三费管控稳定，期间费用率小幅上升 0.56pct 至 21.37%

公司三费管控稳定，整体费用率小幅提升 0.56pct 至 21.37%。其中销售费率 18.22% (+1.23pct)，主要系员工薪资福利及物业支出相应增加。管理费 2.96% (-0.55pct)，主要系所属管理费用的折旧摊销费用和其他费用减少。财务费率 0.19% (-0.12pct)，主要系利息收入增加所致。

**图表 10 公司主要费用支出为销售费用，2018 年销售费率 18.22% (+1.23pct)**


资料来源：公司公告、广证恒生

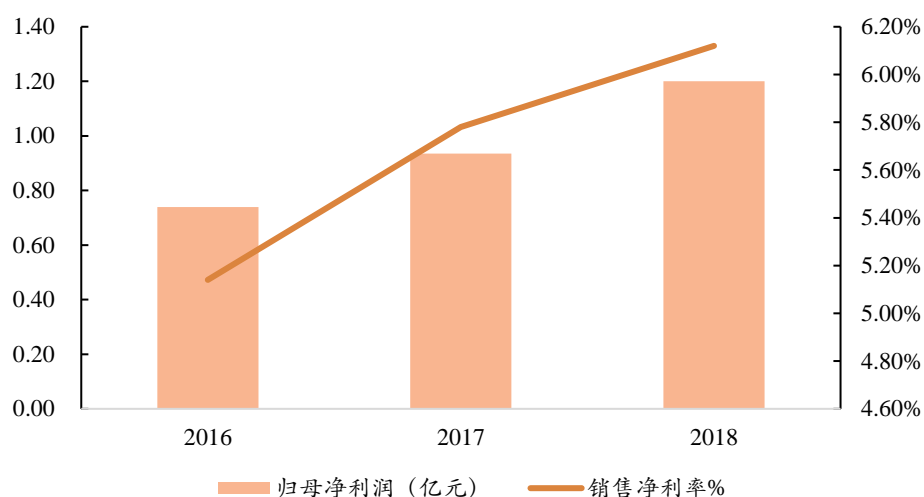
**图表 11 销售费用与管理费用变动明细**

销售费用 (万元)	2017	2018	同比
房屋租赁及物业	11479.60	14637.11	27.51%
工资、社保及员工福利	11813.43	15451.49	30.80%
折旧摊销	2612.59	2845.99	8.93%
运输费	708.34	806.64	13.88%
差旅费	1318.40	2051.08	55.57%
水电煤	983.41	1068.93	8.70%
其他	1795.81	2049.66	14.14%
销售费用总计	30711.52	38910.89	26.70%
管理费用 (万元)	2017	2018	同比
工资、社保及员工福利	3707.56	3743.54	0.97%
折旧摊销	521.69	431.16	-17.35%
办公费	488.27	548.87	12.41%
差旅费	541.58	611.11	12.84%
办公室租金	246.42	231.06	-6.23%
其他	833.22	747.36	-10.30%
管理费用总计	6338.74	6313.10	-0.40%

资料来源：公司公告、广证恒生

## 1.4 公司实现归母净利润为 1.20 亿元、同比增长 28.23%

公司 2018 年实现归母净利润为 1.20 亿元、同比增长 28.23%，净利率上升 0.34pct 至 6.12%。报告期内，公司毛利率上升 0.36pct、费用率上升 0.56pct，基本持平。净利率小幅上升主要受益于投资收益，2018 年爱婴室获得投资收益 1527 万元，同比增长 594.09%。

**图表 12 公司净利率上升 0.34pct 至 6.12%**


资料来源：公司公告、广证恒生

## 2. 爱婴室运营情况分析

### 2.1 加密布局直营店增开商场店，完善线上业务板块增强用户粘性

加密布局直营店增开商场店，内生外延加速扩张。报告期内公司在上海、江苏、浙江、福建等地区新增门店 45 家、主要为商场店，根据地址信息模糊统计约 36 家新增店铺为商场店。此外，公司报告期内关闭店铺 11 家，其中 3 家为合同到期未续约或搬迁，4 家经营不达预期，4 家搬迁地址。报告期末，公司门店总规模达 223 家，坪效约 1.54 万元/平方米。2019 年，公司计划在原有优势区域，以及华南部分城市加快开店步伐，全年计划新开 50-60 家直营门店，实现门店的加速拓展。并推进重庆泰诚项目的并购落地，以重庆为据点，开辟西南市场业务。

**图表 13 加密布局直营门店网络增开商场店**

地区	期末门店	新增门店	新增商场店	坪效 (元)
上海	84	13	10	21866.74
福建	42	10	8	14940.44
江苏	51	9	9	9535.93
浙江	46	13	9	10553.82
合计	223	45	36	15362.17

资料来源：公司公告、广证恒生

完善线上业务板块、不断增强用户粘性，全年活跃会员贡献营收占比 86.32%。报告期内，公司新增 4 个 APP 服务板块至 10 个；增设“亲子活动”等丰富消费者场景体验的项目；优化官网、微信公众号/订阅号内容；并创新营销方式推出微信小程序兑换积分、拼团、以及到店自提等新业务场景。截止 2018 年底，公司累计会员 325 万人，全年活跃会员实现销售占公司总销售 86.32%。其中线上会员与实体店会员比约 1.66:100。未来公司将持续提升电商平台交互体验感，增强平台消费黏性，实现电商平台发展新突破。并



通过与腾讯合作，以技术革新为驱动，赋能门店渠道和电商平台，打造“母婴智慧零售”新模式。

图表 14 爱婴室 APP



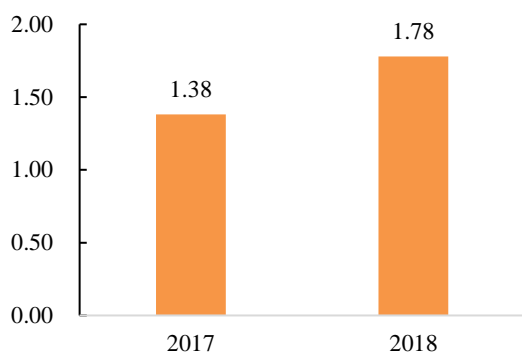
数据来源：公司公告、广证恒生

## 2.2 持续自主品牌研发，优化品类与品牌结构、增加直供品牌

持续自主品牌研发，报告期内公司自主品牌营收 1.78 亿元、同比增长 28.99%，占总营收 8.89%。目前爱婴室拥有超过 16 个自有品牌和 4 个授权代理品牌，主要集中在婴幼儿服装、湿巾、洗护液、纸尿裤等领域，2019 年公司将继续对湿巾、洗护液、纸尿裤等自有产品进行升级研发。

优化品类与品牌结构，积极寻找外部优质品牌合作，增加直供品牌。报告期内公司引进新品品牌近 100 个，新品 SKU 入库数逾 3 万个，并与与荷兰皇家菲仕兰公司达成直供协议，将于 2019 年正式启动。荷兰皇家菲仕兰公司创始于 1871 年，迄今已有 140 多年的历史，拥有荷兰近 80% 的牧场，全球 95% 的益生元来自荷兰皇家菲仕兰，是世界最大的合作乳制品公司之一、全球主要乳糖供应商、全球著名的酪蛋白酸盐供应商、全球著名微胶囊技术制造商等，旗下拥有知名奶粉品牌——美素佳儿。

图表 15 自主品牌营收 1.78 亿元、同比增长 28.99% 图表 16 荷兰皇家菲仕兰旗下知名品牌——美素佳儿



数据来源：公司公告、广证恒生



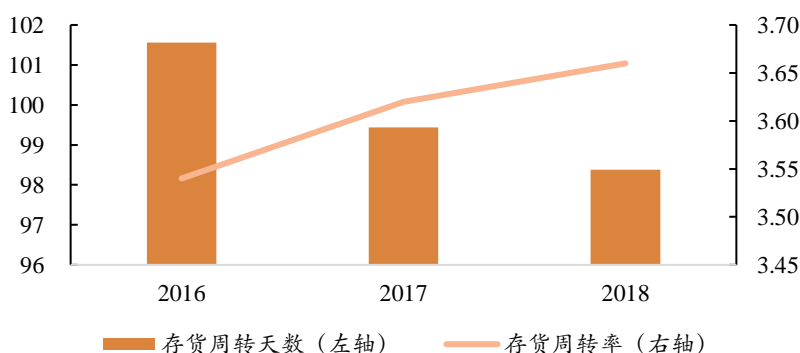
数据来源：公司公告、广证恒生

## 2.3 自有仓储物流中心运营成熟，新设营运总部适用发展新需求

公司嘉善仓储物流中心已运营 3 年，运营效率逐步释放。公司对销售商品的配送实行以自建物流仓储中心配送（即总仓配送）为主和福建、南通两个区域配送（即分仓配送）相结合的方式。报告期内，公司整体仓储运输费 2258.36 万元。嘉善总仓发货配送量和福建、南通分仓发货配送量占比分别为 75.53%、24.47%，嘉善仓储物流中心发货量同比增加 23%。公司各项营运指标明显提升，存货周转率增加至 3.66、存货周转天数降低至 98.38 天。

此外报告期内，公司新设营运总负责整合全国行业资源，为整体门店拓展提供强有力的支持和保障。公司根据战略规划，调整营运整体架构，新设营运总部。职能定位于负责整合全国行业资源，梳理及搭建营运流程、制度体系，为整体门店业务拓展、特别是异地拓展提供服务支持和保障措施。

图表 17 公司存货周转率增加至 3.66、存货周转天数降低至 98.38 天。



数据来源：公司公告、广证恒生

图表 18 公司各项运营指标得以优化

运营指标	优化内容
出货能力	向直营门店出货箱数增幅达 14.5%，出货商品数增长达 23.2%，人均出货能力分别提升 6.8% 和 12.8%；
仓库管理	拆零拣货效率提升了 19.9%，发货满足率达 99.68%，发货准确率达 99.98%，商品损耗率下降了 58%。

资料来源：公司公告、广证恒生

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告

### 3. 盈利预测

基于爱婴室 2015-2017 年各地区新开、开闭的门店数量我们拆解了爱婴室单店营收能力以及年末存续的店数，并据此对未来 2 年营收进行预测。在不考虑潜在的并购及其余非经常性损益下，根据 2018 年公司业务推进情况，我们上调公司开店速度、浙江地区单店营收、费用优化力度的预期，下调福建、江苏地区单店营收及毛利率优化预期，对应将 2019-2020 年营收由 25.25/30.00 亿元上调至 25.78/31.71 亿元，同比增长 20.71%、23.00%；归母净利润由 1.40/1.77 亿元上调至 1.46/1.80 亿元，同比增长 21.79%、23.49%。

假设条件：

(1) 根据公司最新披露的 2019 发展规划结合之前的长期规划及过往开关店规律，假设当年关店数量为上一年开店数量的 20%，并据此估算 2019-2020 年各地区年末存续店数，预计 2019-2020 年新增店铺 56 家、61 家，全国年末存续店数分别为 272 家、323 家。

图表 19 预计 2019-2020 年各地区存续店铺情况

		2016	2017	2018	2019E	2020E
新开门店	上海	13	10	13	16	16
	福建	9	4	10	5	5
	江苏	5	6	9	12	15
	浙江	8	12	13	18	20
	广东	——	——	——	5	5
	合计	35	32	45	56	61
年末门店	上海	72	75	84	98	111
	福建	35	36	42	45	49
	江苏	45	45	51	62	75
	浙江	27	33	46	62	79
	广东				5	9
	合计	179	189	223	272	323

资料来源：广证恒生

(2) 由于单店需要 0.5-3 年的培育时间，具体盈利情况与回收周期和当地的消费能力以及竞争程度有关。因此预测公司平均单店收入 2019-2020 年会低于早期。预测 2019-2020 年整体单店收入分别为 897 万元、932 万元。具体来看，上海、福建、江苏、浙江地区爱婴室发展较久，从 2018 年地区收入数据来看，单店模型相对稳定，虽然各地新增门店仍然较多，但随着成熟门店的占比提升，预期 2019-2020 年单店营收小幅回升。广东地区属于新开发地区，根据爱婴室 2018 年新增店铺数据，坪效 8077.19 元/平方米，新增店铺平均面积 534 平方米，模糊计算平均单店营收规模 431 万元。

**图表 20 预计 2019-2020 年各地区单店营收 (万元)**

		2016	2017	2018	2019E	2020E
单店营收	上海	1283	1335	1324	1350	1400
	福建	664	773	705	715	730
	江苏	501	563	567	580	600
	浙江	652	725	689	700	720
	广东	-	-	-	431	745
	平均	870	937	903	897	932

资料来源：广证恒生

(3) 基于年末门店与单店营收的复合我们得到爱婴室各地区收入，并根据主营业务与其他业务收入占比得到总营业收入，预计 2019-2020 年营业收入分别为 25.78 亿元和 31.71 亿元，同比增长 20.71%、23.00%。

**图表 21 预计 2019-2020 年各地区营收 (万元)**

		2016	2017	2018	2019E	2020E
地区营收	上海	92350	100095	111184	132300	155400
	福建	23247	27840	31728	32175	35770
	江苏	22567	25327	29595	35960	45000
	浙江	17599	23916	28913	42700	55440
	广东	-	-	-	2155	7450
	合计	155763	177178	201420	243135	299060
其他收入		14596	11808	12119	14629	17994
总营业收入		158496	180785	213540	257764	317054

资料来源：广证恒生

(4) 由于公司品牌知名度不断加强，且产品结构优化以及精准营销等措施的作用，预计公司 2018-2020 年毛利率稳步上升，预计 2019-2020 年分别上升 0.75pct、0.5pct，即 2019-2020 年假设公司毛利率分别为 29.52%、30.02%。

(5) 由于公司 2019-2020 年属于快速扩张的阶段，假设公司销售费率与管理费率随着公司扩张增加，预计 2019-2020 年期间费用率为 21.27%、21.72%。对应归母净利润 1.46 亿元、1.80 亿元，同比增长 21.79%、23.49%。具体来看，预计公司 2019-2020 年扩张速度较 2018 更快，销售费率分别增加 0.23pct、0.27pct 至 18.45%、18.72%。2019-2020 年管理费率由于新设营运总部预计会有所增加，分别为 2.98%、3.00%。

**图表 22 预计公司 2018-2020 年归母净利润 (万元)**

	2016	2017	2018	2019E	2020E
毛利率	26.70%	28.41%	28.77%	29.27%	29.77%
销售费率	15.98%	16.99%	18.22%	18.45%	18.72%
管理费率	3.49%	3.51%	2.96%	2.98%	3.00%
期间费用率	19.83%	20.81%	21.37%	21.27%	21.72%
归母净利润 (万元)	7398.96	9357.79	11999.31	14613.38	18046.49

资料来源：广证恒生

公司 2019-2020 年归母净利润分别为归母净利润 1.46 亿元、1.80 亿元，对应 EPS（摊薄）1.46/1.80，对应 2019 年 4 月 8 日收盘价的 PE 为 29.47、23.87。考虑母婴行业的处于持续成长期，以及爱婴室为 A 股唯一的母婴专卖店企业，享受一定的估值溢价，因此给予爱婴室 2019 年 35XPE，对应每股股票目标价格 51.1 元，2019 年 4 月 8 日爱婴室收盘价 43.07 元，对应股票上涨空间 18.64%，上调至“强烈推荐”评级。

图表 23 可比公司财务与估值

代码	公司	营业收入 (亿元)		归母净利润 (亿元)		最新市值 (亿元)	PE (TTM)	FY2019 PE	FY2020 PE
		2017	2018	2017	2018				
300622.SZ	博士眼镜	4.71	5.66	0.52	0.59	18.15	30.77	-	-
300755.SZ	华致酒行	24.07	27.21	2.03	2.30	90.21	39.29	37.13	29.41
600655.SH	豫园股份	171.11	337.77	6.58	34.22	388.49	12.86	11.21	9.99

资料来源：wind 一致预期、广证恒生

注：时间截至 2019 年 4 月 8 日

## 4. 风险提示

### (1) 母婴行业发展不达预期的风险

母婴行业当前仍处于成长期，同业竞争下多进行价格战抢占市场；未来，随着母婴行业增长逐渐趋于理性，必将出现行业内部的洗牌。并且随着新生儿增速逐渐放缓，若未来母婴市场扩张速度及渗透率不及预期，可能导致现实经营与公司战略相背离。在一定程度上会导致业绩不及预期，或导致大量费用挤压利润空间。

### (2) 市场竞争激烈带来的风险

公司主要竞争对手包括其他母婴用品专业连锁店、大中型超市、百货商场、电子商务平台等涉及母婴用品的零售企业。近年来，母婴用品零售业发展迅速，网络销售、专业连锁、大中型超市、百货商场等各种业态并存，市场竞争日趋激烈；同时，自 2004 年 12 月 11 日起我国已经逐步取消对外资投资国内零售企业在地域及持股比例等方面的限制，外资零售企业开始加速进入我国母婴用品零售市场，加剧了国内母婴用品零售市场的竞争格局。

### (3) 线下扩张不及预期的风险

公司预计新店第一年收入达到老店的 80%，第二年完全成熟。随着公司成熟店业务结构不断调整，单店收入增长、新店成熟速度将逐渐放缓，相应地开关店速度可能降低。短期来看，公司快速扩张会带来费用率的降低和规模效应下收入的快速增长，但是长期来看线下店铺快速扩张存在渠道的边际效应，导致扩张成本的增加；此外在区域市场占有率逐渐增大后继续增加投入可能导致成本增加，及收入增加不及预期。受快速扩张带来的人才储备、管理有效性、供应链管理、物流等问题，存在增速降低的风险。





附录：财务报表预测

资产负债表				利润表			
单位:百万元				单位:百万元			
会计年度	2018	2019E	2020E	会计年度	2018	2019E	2020E
流动资产	1184	1312	1561	营业收入	2135	2578	3171
现金	599	631	738	营业成本	1521	1817	2219
应收账款	0	7	7	营业税金及附加	10	12	14
其它应收款	3	7	9	营业费用	389	476	594
预付账款	54	83	100	管理费用	63	77	95
存货	462	539	659	财务费用	4	-4	0
其他	66	45	48	资产减值损失	1	1	1
非流动资产	204	201	204	公允价值变动收益	0	0	0
长期投资	0	0	0	投资净收益	15	9	10
固定资产	71	77	85	营业利润	172	209	257
无形资产	18	20	22	营业外收入	0	0	0
其他	115	105	96	营业外支出	2	2	2
资产总计	1388	1513	1765	利润总额	170	207	255
流动负债	459	460	545	所得税	39	47	58
短期借款	50	0	0	净利润	131	159	197
应付账款	0	318	389	少数股东损益	11	13	16
其他	409	142	156	归属母公司净利润	120	146	180
非流动负债	0	0	0	EBITDA	198	233	289
长期借款	0	0	0	EPS (摊薄)	1.20	1.46	1.80
其他	0	0	0				
负债合计	459	460	545	主要财务比率			
少数股东权益	44	57	73	会计年度	2018	2019E	2020E
股本	100	100	100	成长能力			
资本公积	416	416	416	营业收入增长率	18.1%	20.7%	23.0%
留存收益	370	480	631	营业利润增长率	21.9%	21.4%	23.3%
归属母公司股东权益	885	996	1147	归属于母公司净利润增长率	28.2%	21.8%	23.5%
负债和股东权益	1388	1513	1765	获利能力			
				毛利率	28.8%	29.5%	30.0%
现金流量表				净利率	6.1%	6.2%	6.2%
单位:百万元				ROE	17.9%	14.7%	15.9%
会计年度	2018	2019E	2020E	ROIC	13.5%	15.7%	17.1%
经营活动现金流	104	144	172	偿债能力			
净利润	131	146	180	资产负债率	33.0%	30.4%	30.9%
折旧摊销	35	31	34	净负债比率	10.90%	0.00%	0.00%
财务费用	4	-4	0	流动比率	2.58	2.85	2.86
投资损失	-15	-9	-10	速动比率	1.57	1.68	1.65
营运资金变动	-40	-34	-49	营运能力			
其它	-10	13	16	总资产周转率	1.98	1.78	1.93
投资活动现金流	-51	-30	-35	应收账款周转率	467.60	734.00	452.52
资本支出	-46	-17	-21	应付账款周转率	13.41	11.41	6.27
长期投资	20	0	0	每股指标 (元)			
其他	-25	-13	-14	每股收益 (最新摊薄)	1.20	1.46	1.80
筹资活动现金流	429	-82	-29	每股经营现金流 (最新摊薄)	1.04	1.44	1.72
短期借款	50	-50	0	每股净资产 (最新摊薄)	8.85	9.96	11.47
长期借款	0	0	0	估值比率			
普通股增加	25	0	0	P/E	35.29	28.98	23.47
资本公积金增加	387	0	0	P/B	4.78	4.25	3.69
其他	-33	-32	-29	EV/EBITDA	0.24	15.71	12.36
现金净增加额	482	32	107				

### 新三板团队介绍:

在财富管理和创新创业的两大时代背景下,广证恒生新三板构建“研究极客+BANKER”双重属性的投研团队,以研究力为基础,为企业量身打造资本运营计划,对接资本市场,提供跨行业、跨地域、上下游延伸等一系列的金融全产业链研究服务,发挥桥梁和杠杆作用,为中小微、成长企业及金融机构提供闭环式持续金融服务。

### 团队成员:

**袁季 (广证恒生总经理兼首席研究官):**长期从事证券研究,曾获“世界金融实验室年度大奖—最具声望的100位证券分析师”称号、2015及2016年度广州市高层次金融人才、中国证券业协会课题研究奖项一等奖和广州市金融业重要研究成果奖,携研究团队获得2013年中国证券报“金牛分析师”六项大奖。2014年组建业内首个新三板研究团队,创建知名研究品牌“新三板研究极客”。

**赵巧敏 (新三板研究总监、副首席分析师):**英国南安普顿大学国际金融市场硕士,8年证券研究经验。具有跨行业及海外研究复合背景,曾获08及09年证券业协会课题二等奖。具有多年A股及新三板研究经验,熟悉一二级市场运作,专注机器人、无人机等领域研究,担任广州市开发区服务机器人政策咨询顾问。

**温朝会 (新三板副团队长):**南京大学硕士,理工科和经管类复合专业背景,七年运营商工作经验,四年市场分析经验,擅长通信、互联网、信息化等相关方面研究。

**黄莞 (新三板副团队长):**英国杜伦大学金融硕士,具有跨行业及海外研究复合背景,负责教育领域研究,擅长数据挖掘和案例分析。

**司伟 (新三板高端装备行业负责人):**中国人民大学管理学硕士,理工与经管复合专业背景,多年公募基金从业经验,在新三板和A股制造业研究上有丰富积累,对企业经营管理有深刻理解。

**魏也娜 (新三板TMT行业高级研究员):**金融硕士,中山大学遥感与地理信息系统学士,3年软件行业从业经验,擅长云计算、信息安全等领域的研究。

**刘锐 (新三板医药行业高级研究员):**中国科学技术大学有机化学硕士,具有丰富的国内医疗器械龙头企业产品开发与管理经验,对医疗器械行业的现状与发展方向有深刻的认识,重点关注新三板医疗器械、医药的流通及服务行业。

**胡家嘉 (新三板医药行业研究员):**香港中文大学生物医学工程硕士,华中科技大学生物信息技术学士,拥有海外知名实业工作经历,对产业发展有独到理解。重点研究中药、生物药、化药等细分领域。

**田鹏 (新三板教育行业研究员):**新加坡国立大学应用经济学硕士,曾于国家级重点经济期刊发表多篇论文,具备海外投资机构及国内券商新财富团队丰富研究经历,目前重点关注教育领域。

**于栋 (新三板高端装备行业高级研究员):**华南理工大学物理学硕士,厦门大学材料学学士,具有丰富的一二级市场研究经验,重点关注电力设备及新能源、新材料方向。

**史玲林 (新三板大消费&教育行业研究员):**暨南大学资产评估硕士、经济学学士,重点关注素质教育、早幼教、母婴、玩具等消费领域。

**李嘉文 (新三板主题策略研究员):**暨南大学金融学硕士,具有金融学与软件工程复合背景,目前重点关注新三板投资策略,企业资本规划两大方向。

### 联系我们:

邮箱: [huangguan@gzgzhs.com.cn](mailto:huangguan@gzgzhs.com.cn)

电话: 020-88832319

**广证恒生：**

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132，020-88836133

邮编：510623

**股票评级标准：**

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

**分析师承诺：**

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

**重要声明及风险提示：**

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经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，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。