

2019年08月11日

证券研究报告·公司研究报告

爱婴室(603214) 商业贸易

买入(上调)

当前价: 35.92元

目标价: 44.40元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

加速展店，母婴零售第一股高歌前行

投资要点

- **推荐逻辑：**消费结构的改变带给母婴零售行业新的增长点，2016年至2018年，我国母婴零售行业市场规模的复合增速达到16.4%。目前线下渠道仍是母婴消费的主要选择，爱婴室凭借以线下经营为主的模式积极推进跨区域展店，力图走出华东，成为纵横全国的知名母婴零售品牌；公司不断优化产品结构，整体毛利率不断提升。2016年至2018年，公司归母净利润复合增速为27%，当前估值只有22倍。
- **母婴零售行业正处于高速发展之中，市场规模飞速扩张。**2016年至2018年，我国母婴零售行业市场规模的复合增速达到16.4%。(1)消费结构的改变是母婴零售行业新的增长点，文教用品类产品、高端产品和西部地区市场是母婴零售行业的蓝海，将支撑母婴零售行业的高速发展。(2)我国母婴零售行业目前具有区域性的特征，市场集中度较低。(3)由于母婴产品的特殊性，母婴行业销售仍以线下为主，2018年线下渠道占母婴商品消费比例达84%。
- **线下为主的经营模式、稳步推进展店进程、产品结构优化成为拉动爱婴室高歌前行的三驾马车。**(1)**线下为主的经营模式。**现阶段我国母婴零售行业的销售仍以线下为主。爱婴室深刻把握国情，重视线下营销不可替代的作用，在云消费的纷纷扰扰中坚持以线下为主的经营模式，把线上消费当作线下消费的补充，把线上服务当作线下交流的补充。(2)**稳步推进展店进程。**公司一方面在已经主导的华东地区加密布局，巩固优势，增加进入壁垒；另一方面收购重庆泰诚实业有限公司，进军西南市场，迈出跨区域展店的第一步。(3)**产品结构优化推动毛利率提升。**公司通过提高高毛利率品类和同一品类中高毛利率产品的占比，以及改变采购模式，变间接采购为直接采购，来提高公司整体毛利率。近三年公司毛利率逐年递增，由2016年的26.7%提升至2018年的28.8%。
- **盈利预测与投资建议：**预计2019-2021年公司归母净利润分别为1.5亿元、1.8亿元、2.2亿元，EPS分别为1.48元、1.81元、2.18元，对应PE分别为24/20/16倍。考虑到公司展店提速，给予公司30倍估值，对应目标价44.4元，上调至“买入”评级。
- **风险提示：**门店拓展速度及门店经营效率或不及预期；连锁零售模式存在租金上涨风险；食品安全风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2135.40	2606.47	3151.59	3719.67
增长率	18.12%	22.06%	20.91%	18.03%
归属母公司净利润(百万元)	119.99	150.18	184.32	221.72
增长率	28.23%	25.15%	22.74%	20.29%
每股收益EPS(元)	1.18	1.48	1.81	2.18
净资产收益率ROE	14.07%	15.28%	16.18%	16.71%
PE	30	24	20	16
PB	4.13	3.60	3.13	2.70

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣

执业证号: S1250517080002

电话: 023-67511807

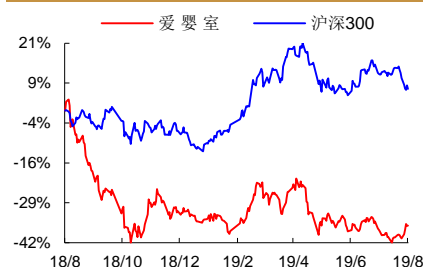
邮箱: cxin@swsc.com.cn

联系人: 嵇文欣

电话: 021-58351812

邮箱: jwx@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.02
流通A股(亿股)	0.55
52周内股价区间(元)	32.92-58.88
总市值(亿元)	36.53
总资产(亿元)	14.42
每股净资产(元)	9.03

相关研究

1. 爱婴室(603214): 展店速度加快, 19年业绩可期 (2019-04-23)
2. 爱婴室(603214): 展店速度加快, 供应链持续优化 (2019-04-08)

目 录

1 公司概况：母婴零售第一股	1
1.1 公司业绩：稳步增长	2
1.2 业务结构：华东地区母婴龙头	3
1.3 公司股权结构及股权激励计划	3
2 行业分析：母婴零售行业高速发展	5
2.1 我国母婴零售行业处于快速发展阶段	5
2.2 母婴零售存在区域性特征	7
2.3 母婴零售仍线下销售为主	9
3 电商时代坚持线下初心	10
3.1 线下为主、线上为辅的经营模式	10
3.2 展店加速	12
3.3 深耕自有品牌，优化产品结构	15
4 盈利预测与估值	18
5 风险提示	19

图 目 录

图 1: 公司 logo.....	1
图 2: 上海浦建路店.....	1
图 3: 苏州现代大道印象城店.....	2
图 4: 2018 年公司上市.....	2
图 5: 公司近三年营业收入及增速.....	2
图 6: 公司近三年归母净利润及增速.....	2
图 7: 公司 2018 年营收构成 (产品).....	3
图 8: 公司 2018 年毛利构成 (产品).....	3
图 9: 公司 2018 年营收构成 (地区).....	3
图 10: 公司 2018 年毛利构成 (地区).....	3
图 11: 我国母婴零售市场规模及增速.....	5
图 12: 我国母婴店数量.....	5
图 13: 我国出生人数及出生率.....	6
图 14: 母婴产品消费品类.....	7
图 15: 各区域母婴店数量增速.....	7
图 16: 不同档次奶粉市场占比.....	7
图 17: 不同档次尿布市场占比.....	7
图 18: 母婴市场消费渠道.....	9
图 19: 线下母婴零售市场规模及增速.....	9
图 20: 2018 年公司营业收入构成.....	10
图 21: 2018 年公司毛利构成.....	10
图 22: 公司门店陈列 1.....	11
图 23: 公司门店陈列 2.....	11
图 24: 爱婴室 app 界面 1.....	12
图 25: 爱婴室 app 界面 2.....	12
图 26: 公司门店数量变化.....	13
图 27: 公司门店地区分布.....	13
图 28: 各区域母婴店数量增速.....	15
图 29: 重庆历年出生人口及出生率.....	15
图 30: 近三年重庆人均可支配收入及增速.....	15
图 31: 重庆泰诚实业有限公司股权结构.....	15
图 32: 近三年公司销售毛利率.....	16
图 33: 2018 年公司各品类产品毛利率排名.....	16
图 34: 近三年公司棉纺类产品营收占比.....	16
图 35: 佳贝艾特公司产品.....	16
图 36: 公司直接采购产品销量占比.....	17
图 37: 荷兰皇家菲仕兰公司公司产品.....	17

表 目 录

表 1: 2018 年前十名股东持股情况表	4
表 2: 限制性股票激励计划解除限售期间、比例和业绩考核目标	4
表 3: 限制性股票激励计划预留部分解除限售期间、比例和业绩考核目标	4
表 4: 我国主要母婴连锁企业覆盖区域	8
表 5: 进入母婴连锁行业的主要障碍	8
表 6: 2018 年公司门店地区分布	13
表 7: 2018 年公司新增门店地区分布	13
表 8: 公司物流配送中心/仓库情况	14
表 9: 2017 年直接采购前十名供应商情况	17
表 10: 公司主要合作品牌	18
表 11: 分品类收入拆分	18
表 12: 可比公司估值比较 (wind 一致预期)	19
附表: 财务预测与估值	20

1 公司概况：母婴零售第一股

公司主要从事母婴商品的销售及相关服务业务，是一家定位于中高端母婴市场，为孕前至6岁婴幼儿家庭提供一站式母婴用品采购及孕婴童健康服务的专业母婴商品连锁零售企业，是中国母婴零售第一股。

发展历程：公司前身为成立于2005年8月22日的上海汇购信息技术有限公司（主要从事母婴商品的目录销售业务）。2009年3月12日，汇购信息更名为上海爱婴室商务服务有限公司。2018年3月30日，公司在上海证券交易所正式挂牌上市，打响母婴零售企业进入资本市场的第一枪。

发展战略：（1）**打造一体化、全方位的母婴生活服务平台。**公司将抓住母婴零售行业的发展机遇，力求准确把握和引导母婴家庭的需求，领导母婴家庭时尚的生活理念，并通过内部不断创新和扩大外部合作，打造一体化、全方位的母婴生活服务平台，围绕母婴家庭各阶段的消费需求，为其提供高品质，高附加值的商品和服务。（2）**成为全国母婴零售行业领军企业。**公司将坚持以直营门店、电子商务平行发展的零售渠道为基础，进一步巩固在长三角区域市场中的领导地位的同时，向国内其他经济发达地区拓展，并适时引入第三方合作单位，面向母婴市场进行产业链整合与服务延伸，形成引领国内母婴零售行业发展的平台化产品及综合服务提供商，并以上市为契机，进一步提高内部治理水平，优化产品及服务的供应链管理，努力提升核心竞争力，成为客户信赖的具有较高品牌知名度和市场影响力的全国母婴零售行业领军企业。

图 1：公司 logo



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 2：上海浦建路店



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 3：苏州现代大道印象城店



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 4：2018 年公司上市



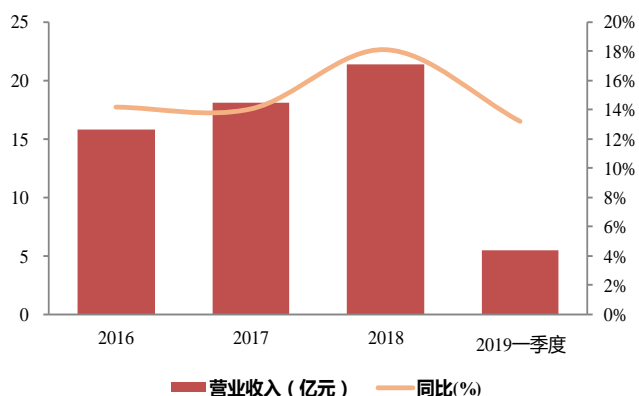
数据来源：联商网，西南证券整理

1.1 公司业绩：稳步增长

2016 年至 2018 年，公司营业收入复合增速为 16%。2018 年，公司营业收入 21.4 亿元，同比增长 18%。2019 年第一季度，公司营业收入为 5.5 亿元，同比增长 13%。公司营业收入高速增长主要得益于公司销售网络顺利拓展，品牌认知度增强，同时规模效应显现，内生经营效率逐年提升。

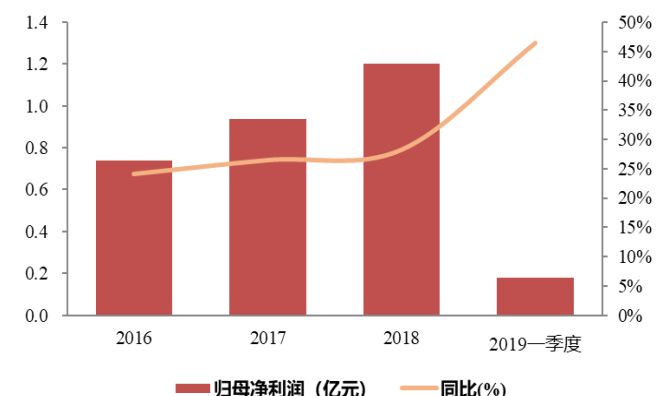
2016 年至 2018 年，公司归母净利润复合增速为 27%。2018 年，公司归母净利润 1.2 亿元，同比增长 28%。2019 年第一季度，公司归母净利润为 0.18 亿元，同比增长 46%。归母净利润高速增长得益于商品毛利率的提高。商品毛利率提高的原因有四点：（1）产品进价降低。（2）促销手段优化，让利幅度下调。（3）直供品牌、自有品牌销售占比提高。直供品牌的毛利率一般比非直供品牌的毛利率高 2%到 5%。2017 年，公司直接采购占比达 60.1%。自有品牌的毛利率一般比非自有品牌高 10%左右。2018 年，自有品牌销售额占比达 8.9%。（4）产品结构的调整。这是毛利率提高的主要原因。公司有意识地提高高毛利率产品的销售占比，以实现整体毛利率的提高。

图 5：公司近三年营业收入及增速



数据来源：wind，西南证券整理

图 6：公司近三年归母净利润及增速

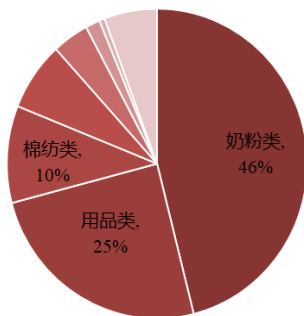


数据来源：wind，西南证券整理

1.2 业务结构：华东地区母婴龙头

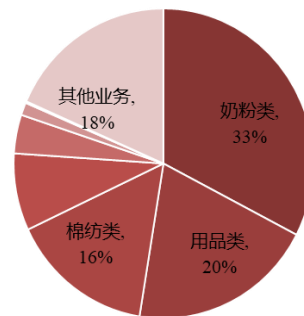
按产品分类，公司的主营业务是奶粉类、用品类和棉纺类产品。2018 年，奶粉类产品营业收入占比达 46%，毛利润占比达 33%，是公司第一大类产品；用品类产品紧随其后，营业收入占比达 25%，毛利润占比达 20%；棉纺类产品排名第三，营业收入占比达 10%，毛利润占比达 16%。

图 7：公司 2018 年营收构成（产品）



数据来源：公司公告，西南证券整理

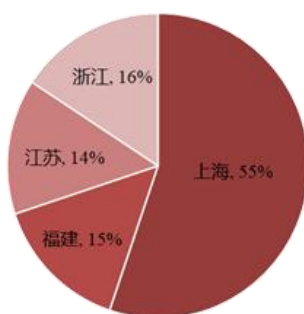
图 8：公司 2018 年毛利构成（产品）



数据来源：公司公告，西南证券整理

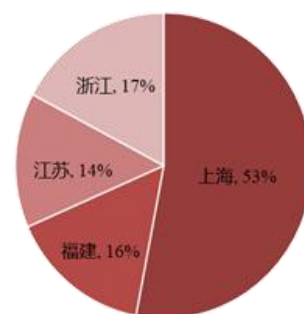
按地区分类，公司主要业务仍然集中在上海。2018 年，公司上海地区营业收入占全部营业收入的 55%，毛利润占 53%。上海以外，江苏、浙江、福建三个地区的营业收入和毛利率相差不大，占比均在 15% 左右。

图 9：公司 2018 年营收构成（地区）



数据来源：wind，西南证券整理

图 10：公司 2018 年毛利构成（地区）



数据来源：wind，西南证券整理

1.3 公司股权结构及股权激励计划

公司董事长兼总裁施琼、副总裁莫锐强、投资总监董勤存、副总裁戚继伟分别直接持有公司 23.1%、12.0%、3.3%、1.9% 的股权，合计直接持有公司 40.25% 的股权。为保证公司的持续高效运营、提高决策效率，并强化对公司的控制关系，上述 4 位自然人股东于 2011 年 10 月 27 日签署了《一致行动人协议》。施琼、莫锐强、董勤存、戚继伟四人共同拥有公司控制权，为公司的共同实际控制人，合计持股 40.3%，股权集中。

表 1：2018 年前十名股东持股情况表

序号	股东名称	持股比例(%)
1	施琼	23.06
2	Partners Group Harmonious Baby Limited	19.19
3	莫锐强	12.00
4	杨清芬	3.90
5	上海茂强投资管理合伙企业（有限合伙）	3.75
6	郑大立	3.65
7	董勤存	3.33
8	戚继伟	1.86
9	中信信托有限责任公司—中信信托成泉汇涌八期金融投资集合资金信托计划	1.68
10	李北铎	1.40

数据来源：公司公告，西南证券整理

2019 年 2 月，公司公布限制性股票激励计划，拟授予公司 55 名高级管理人员、高层管理人员、中层管理人员及公司认为应当激励的对公司经营业绩和未来发展有直接影响的其他员工总计 212 万股股票，占本激励计划草案公告时公司股本总额 10,000 万股的 2.12%，其中，首次授予 172 万股，占本激励计划草案公告时公司股本总额 10,000 万股的 1.72%；预留 40 万股，占本激励计划草案公告时公司股本总额 10,000 万股的 0.40%，用以后续激励公司部分营运人员。授予价格为每股 19.65 元。

限制性股票激励计划各期解除限售期间、比例和业绩考核目标安排如下表所示：

表 2：限制性股票激励计划解除限售期间、比例和业绩考核目标

解除限售期安排	解除限售期间	解除限售比例	业绩考核目标
第一个解除限售期	自授权日起 12 个月后的首个交易日起至授权日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	20%	以 2018 年净利润为基数，2019 年净利润增长率不低于 20%
第二个解除限售期	自授权日起 24 个月后的首个交易日起至授权日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	40%	以 2018 年净利润为基数，2020 年净利润增长率不低于 44%
第三个解除限售期	自授权日起 36 个月后的首个交易日起至授权日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	40%	以 2018 年净利润为基数，2021 年净利润增长率不低于 70%

数据来源：公司公告，西南证券整理

限制性股票激励计划预留部分若在 2019 年授予，则预留部分解除限售期间、比例和业绩考核目标与首次授予一致；若预留部分在 2020 年授予，则预留部分各期解除限售期间、比例和业绩考核目标安排如下表所示：

表 3：限制性股票激励计划预留部分解除限售期间、比例和业绩考核目标

解除限售期安排	解除限售期间	解除限售比例	业绩考核目标
预留授予的限制性股票第一个解除限售期	自预留授予的限制性股票股权登记日起 12 个月后的首个交易日起至预留授予的限制性股票股权登记日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	50%	以 2018 年净利润为基数，2020 年净利润增长率不低于 44%
预留授予的限制性股票第二个解除限售期	自预留授予的限制性股票股权登记日起 24 个月后的首个交易日起至预留授予的限制性股票股权登记日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	50%	以 2018 年净利润为基数，2021 年净利润增长率不低于 70%

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司向激励对象首次拟授予限制性股票 172 万股。按照首次授予日限制性股票的公允价值测算，最终确认授予的权益工具费用总额为 2,703.84 万元。假设公司 2019 年 5 月授予限制性股票，且首次授予的全部激励对象均符合本计划规定的授予条件和解除限售条件，则 2019 年至 2022 年限制性股票成本摊销情况如下：2019 年 841.2 万元，2020 年 1126.6 万元，2021 年 585.8 万元。

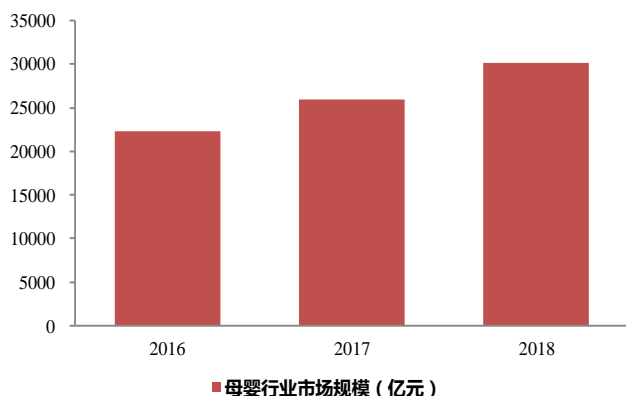
上述股份支付费用未考虑预留的 40 万股限制性股票，若公司后期授出 40 万股限制性股票，则根据实际授出限制性股票数量，再行计入相应的成本摊销费用。

2 行业分析：母婴零售行业高速发展

2.1 我国母婴零售行业处于快速发展阶段

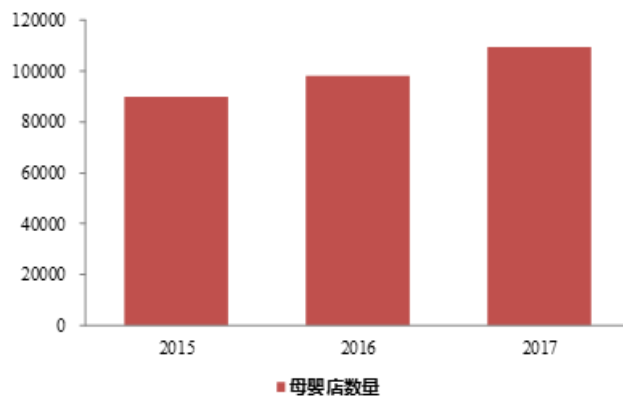
我国母婴零售行业市场规模在不断扩大。2016 年至 2018 年，我国母婴零售行业市场规模的复合增速到 16.4%。2018 年，我国母婴零售行业市场规模达到 3 万亿。2015 年至 2017 年，全国母婴店数量复合增速达 10.4%。2017 年，全国母婴店数量达到 10.9 万家。

图 11：我国母婴零售市场规模及增速



数据来源：西南证券整理

图 12：我国母婴店数量



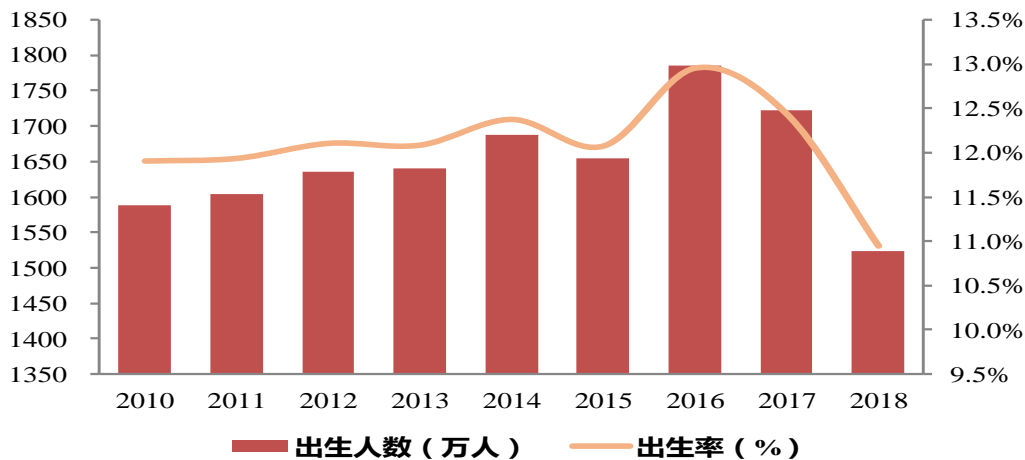
数据来源：尼尔森，西南证券整理

母婴市场规模的持续增长主要由以下因素造成：

2016 年以前，新生儿数量持续增长是母婴零售行业继续扩张的基石。建国以来，我国已经历三次出生率高峰，1986 年至 1990 年是我国“第三次婴儿潮”时期，其间每年出生人口均超过 2,000 万人。本世纪前 15 年，在“第三次婴儿潮”出生的人口正处于生育旺盛年龄段。在高育龄人口的背景下，我国新生儿数量保持增长趋势，支持着母婴零售行业的发展。

2016 年 1 月 1 日，全面二孩政策正式实施。当年我国新生儿数量达到近十年来的顶峰。此后由于育龄人口的下降叠加生育意愿在 2016 年的集中释放，我国新生儿数量开始下降。

图 13：我国出生人数及出生率



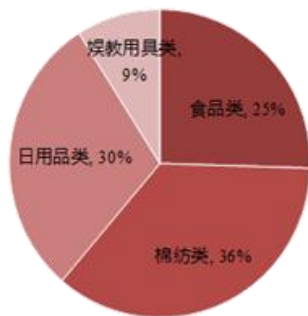
数据来源：wind，西南证券整理

2016 年以后，消费结构的变化为母婴零售行业的发展带来了新的增长点。

从品类消费结构看：娱教用具类产品占比具备上升潜力。目前，我国除了人均母婴商品消费额与发达国家相比依然有较大差距外，产品消费结构也有较大的升级空间。我国母婴市场消费的主流商品仍然集中在食品类（包括奶粉、辅食、营养品等）、棉纺类（包括婴幼儿服鞋帽、床品以及孕妇功能型服装等）、日用品类（包括婴幼儿洗护产品、纸尿裤类、车床、喂哺用品等）上。根据尼尔森的调研数据，上述三类产品的销售占比分别为：25%，36%，30%；娱教用具类产品的占比为 9%。这一比例体现的是一个早期发展阶段的母婴商品市场，即母婴商品消费仍以满足基本的吃、穿、日用为基本需求。反之，在发达国家，娱教用具类产品占母婴消费市场的比重较高。随着育儿知识的不断普及，孕妇以及新生儿家长群体消费观念也在逐步转变。新生儿家长越来越注重育儿相关消费的科学性、便利性和品质化，育儿模式更加精细化，消费者愿意更多的借助于成熟母婴商品辅助育儿，从而促使母婴商品的需求进一步释放。未来，上述母婴商品的消费结构也必然将发生变化，娱教用具类产品占比必将显著上升，从而为整个母婴零售行业带来新的增长点。

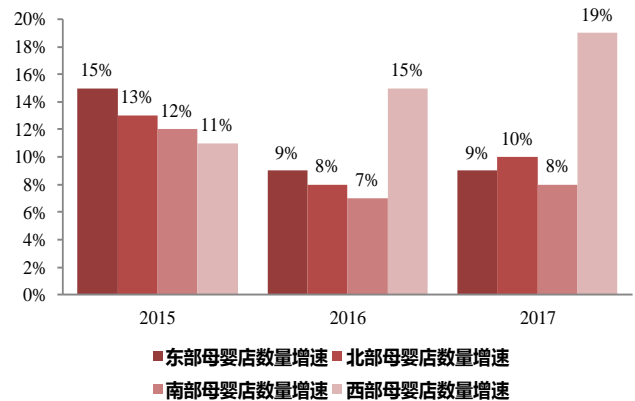
从区域消费结构看：西部地区母婴产品消费增速喜人。目前，国内母婴商品消费仍集中在东部地区和南部地区，随着我国消费者整体消费水平的升级，地区间差距逐步缩小，西部的母婴商品消费正在快速发展。2015 年至 2017 年，西部地区的母婴店数量复合增速为 17.1%，东部地区的母婴店数量复合增速为 9.1%，南部地区的母婴店数量复合增速为 7.6%。西部地区的母婴店数量增速远远高于东部地区和南部地区，成为母婴零售行业未来发展的潜在引擎。

图 14：母婴产品消费品类



数据来源：尼尔森，西南证券整理

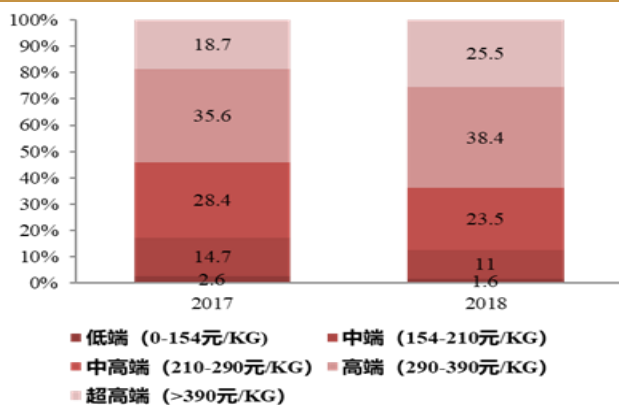
图 15：各区域母婴店数量增速



数据来源：尼尔森，西南证券整理

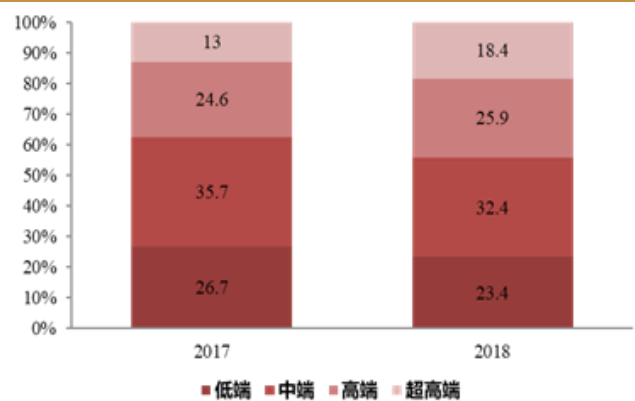
从消费档次结构来看：我国母婴消费有明显的高端化趋势。从奶粉消费上看，2018 年，超高端奶粉（每公斤高于 390 元）和高端奶粉（每公斤 290 元到 390 元）的市场占比分别提升了 6.8 和 2.8 个百分点；中高端奶粉（每公斤 210 元到 290 元）、中端奶粉（每公斤 154 元到 210 元）和低端奶粉（每公斤低于 154 元）的市场占比分别下降了 4.9、3.7 和 1 个百分点。从尿布消费上看，2018 年，超高端尿布和高端尿布的市场占比分别上升了 5.4 和 1.3 个百分点；中端尿布和低端尿布的市场占比各自下降了 3.3 个百分点。消费观念转变和消费潜力的深入挖掘等层面的积极变化，将推动母婴消费方式的不断升级，从而成为母婴产业持续增长的长期基石。

图 16：不同档次奶粉市场占比



数据来源：尼尔森，西南证券整理

图 17：不同档次尿布市场占比



数据来源：尼尔森，西南证券整理

2.2 母婴零售存在区域性特征

目前，我国母婴商品连锁零售行业具有较为明显区域性特点。由于我国区域经济、城市规模和城市经济差异较大，因而对母婴商品连锁零售企业的吸引力也有较大差异。从区域经济差异看，母婴零售行业发达的地区集中在以北京为代表的环渤海经济圈、以上海为代表的长三角经济区和以广州为代表的珠江三角地区。国内大型母婴商品连锁零售企业都在依托主要城市，通过在多个区域建立分公司和连锁经营的方式逐步拓展地理覆盖范围，致力于发展成为专业的母婴零售商巨头。

我国目前主要的母婴连锁企业有爱婴室、乐友中国、爱婴岛、贝贝熊和孩子王。爱婴室、乐友中国、爱婴岛、贝贝熊分别占据我国华东、华北、华南和华中地区的母婴市场，而孩子王则主要覆盖全国二、三线城市的母婴市场。在品牌壁垒、门店资源壁垒、供应链管理壁垒、规模化经营壁垒、人才壁垒的加持下，外地企业进入当地市场的难度较大，因而母婴商品连锁零售企业的经营具有较为明显区域性特点。

表 4：我国主要母婴连锁企业覆盖区域

名称	覆盖区域	门店数量
爱婴室	总部设在上海，主要拓展城市为无锡、南通、宁波、杭州、厦门、福州、嘉兴、绍兴和舟山等 10 个城市，主要辐射江浙沪及福建等华东地区	223 家直营门店
乐友中国	总部设在北京，主要拓展城市为天津、沈阳、西安、咸阳、青岛、潍坊、成都、绵阳、石家庄、济南、武汉等 30 个城市，主要覆盖华北地区	580 多家门店（直营+加盟）
爱婴岛	总部设在珠海，主要拓展城市为广州、苏州、无锡、南京等 30 余个城市，主要覆盖华南地区	960 多家门店（直营+加盟）
贝贝熊	总部设在长沙，主要拓展城市为遍布湖南、湖北、江苏、江西、四川、山东、广东、上海、重庆等省市的 20 多个城市，主要覆盖华中地区	230 多家直营门店
孩子王	总部设在南京，主要拓展城市为遍布江苏、上海、安徽、浙江、重庆、四川、湖北、山东等全国 16 个省，78 个城市，主要覆盖二、三线城市	284 家直营门店

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

表 5：进入母婴连锁行业的主要障碍

名称	含义
品牌壁垒	<p>在母婴零售市场发展较快的主要城市，由于消费者对母婴商品安全和高要求，已使得他们对品牌的敏感度日益增高。良好的品牌是商品质量的保证、服务的保证、以及维持稳定的消费群体的重要保证。因此良好的品牌是决定连锁母婴零售企业能否在激烈的市场竞争中生存和发展的重要因素。</p> <p>品牌影响力并非一朝一夕能够建立，是通过多年的经验累积在行业内、消费者心中逐渐形成的，先入为主的劣势尤为明显；在一些区域，已经有先入为主的连锁母婴零售企业通过多年的市场耕耘，逐步形成区域性品牌效应。作为新进入者，树立公司品牌不仅需要漫长的时间积累，也需要大量人力、物力和财力等资源的持续保障。</p>
门店资源壁垒	<p>连锁母婴零售行业以连锁实体门店作为重要的销售终端，因此优越的商业网点是母婴商品连锁零售企业得以生存和发展的重要基础，是提升竞争力的重要条件。目前，作为一站式母婴零售门店，通常需要较大的门店面积，并配套服务区域，且门店选址多位于住宅区、商业圈独立店铺、大型卖场内部，并对当地消费者形成品牌形象。</p> <p>在核心城市，优质店面资源稀缺，成为新进入者扩展门店数量的主要障碍。同时，商铺租金上涨，人力成本上升，门店运营成本也在逐年提高，为不具有雄厚资金实力的新进入者设置了障碍。</p>
供应链管理壁垒	<p>母婴零售渠道是连接母婴商品品牌商和消费者之间的纽带，拥有可靠的商品供货渠道是母婴商品连锁企业实现稳定经营、减少资金占用、保证商品质量和为客户提供满意售后服务的必要条件。</p> <p>母婴零售企业需要与品牌产品供应商经过长期的业务合作，才能取得彼此的互相信任并达成一定合作默契，从而形成较强的供应链管理能力和行业新进入者则需要经过长期的努力才能掌握低成本的稳定供应渠道。</p>
规模化经营壁垒	<p>经营规模较大的母婴商品连锁零售企业拥有相对广泛的商品分销渠道网络，因而具有与供应商相对较强的议价能力，能够获得较低的采购成本；加上规模较大的企业经营管理相对规范并具备相对宽敞和舒适的购物环境，进而对消费者具有较强的吸引力，由此能具备较高的商品周转率和资金周转率，容易形成良性的经营循环，因此零售连锁企业的规模效益非常明显，并呈现强者愈强的局面。</p> <p>对于行业新进入者，如果短期内达不到一定的经营规模，将在市场竞争中面临较大的淘汰风险。</p>
人才壁垒	<p>目前，整个我国母婴零售行业仍处于早期发展阶段，相对缺乏高端人力资源，特别是快速扩张的母婴商品连锁零售企</p>

名称	含义
	<p>业，除需要获得优势店面、充足资本外，也面临着连锁运营管理人才、一线门店销售人才短缺问题；且随着企业规模的扩大，也将日益增加对电子商务、市场营销、管理、物流等方面的人才需求。</p> <p>作为行业新进入者，通常对人才的吸引力不足，人力资源尤显匮乏，在人才竞争中处于劣势地位。</p>

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

2.3 母婴零售仍线下销售为主

目前，我国的母婴零售行业主要存在以下零售业态：

(1) 商场/百货里的母婴商品专区：主要以专营柜或代销的形式经营毛利率较高的婴幼儿棉纺产品、玩具、车床等耐用消费品及孕妇功能性服装等，产品种类较少。

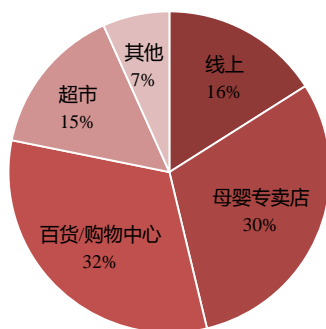
(2) 大卖场/超市的母婴商品专区：主要以货架陈列和端架陈列为主，经营婴幼儿奶粉、辅食、纸尿裤、洗护用品等快消品，少量喂哺用具及婴幼儿服装等，产品根据分类不同陈列不同位置，陈列面积较小，品牌优势不凸显。

(3) 实体/专营店：主要以自有渠道为主，多为连锁门店形式存在，根据品类，以合柜和专柜的形式销售，各类产品的品牌和品种都较多。主要有两种，一是一站式母婴商品集成店，经营包括奶粉类、食品类、棉纺品到用品类的全线母婴商品，有些兼提供婴幼儿游泳、抚触等服务；二是单一经营奶粉类、食品类、服饰类、用具类等某一类母婴商品或兼营其中某两类。

(4) 母婴商品的线上销售：主要包括综合电商的 C2C、B2C 平台，母婴垂直电商的网上商城，以 UGC（User Generated Content，用户生成内容）为特征的线上平台，以及线下零售商为完善销售渠道而成立的线上电商平台。

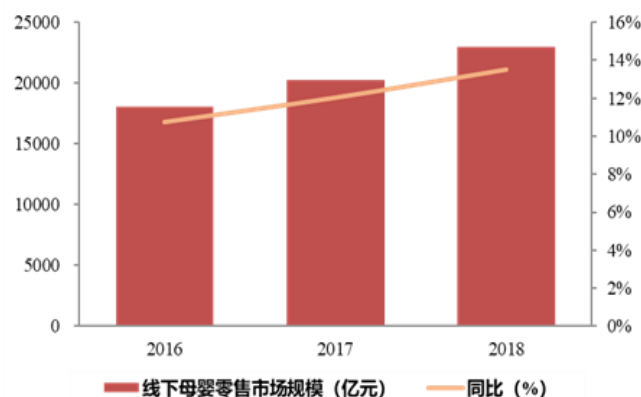
在上述四类业态中，前三类为线下渠道，第四类为线上渠道。目前，线下渠道仍是母婴消费的主要选择。对于消费者来说，线下渠道的优势在于消费体验更为真实，以及便于和店员、其他母亲之间进行交流。对于店家来说，线下渠道的优势在方便获取新客户以及进行新品推广。2016 年至 2018 年，线下母婴零售市场规模复合增速达 12.8%。2018 年线下渠道占母婴商品消费比例达 84%。线下渠道仍将是未来一段时期母婴商品的主流销售途径。

图 18：母婴市场消费渠道



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

图 19：线下母婴零售市场规模及增速



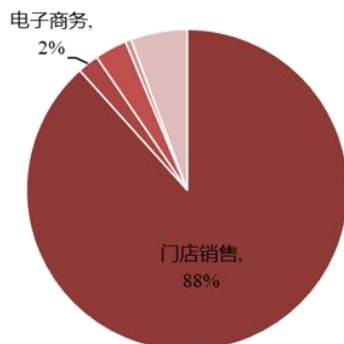
数据来源：西南证券整理

3 电商时代坚持线下初心

3.1 线下为主、线上为辅的经营模式

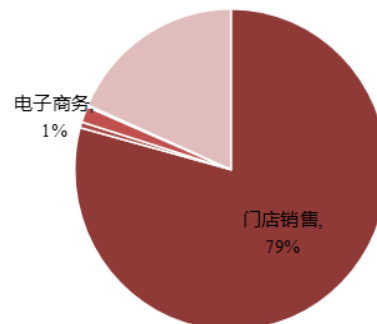
电商时代，公司拒绝盲从潮流，把握母婴零售行业特性，坚持以线下为主、线上为辅的经营模式。2018 年，公司 88% 的营业收入来自线下门店销售，79% 的毛利来自线下门店销售。

图 20：2018 年公司营业收入构成



数据来源：wind，西南证券整理

图 21：2018 年公司毛利构成



数据来源：wind，西南证券整理

公司线下运营的优势在于：

(1) 提供了一种社交途径。即使在互联网时代，人与人之间的互动也是无法取代的。例如在前互联网时代，奶粉公司会提供电话热线服务，由育婴专家回答消费者的困惑。在互联网时代，这种电话热线依旧火热，专家并没有被机器所替代。人与人之间的互动依旧优于人机互动。公司为消费者提供两种人与人之间的互动。第一种是顾客与导购之间的互动。公司的导购经过培训，加上多年的工作经验，具有一定的育儿知识，能够引导准父母、新父母进行母婴产品的选购，能够回答初为人父母所遇到的困惑，在销售产品之余，还附加了对准父母、新父母的教育。第二种是顾客与顾客之间的互动。公司为准父母、新父母们提供了交流的空间与情景，便于消费者之间进行交流，分享育儿经验，交流产品使用体验。

(2) 提供极佳的消费体验。尽管线上在理论上可以陈列无限的产品，但是顾客搜寻这些产品的能力依旧是有限的。网站的推荐页是有限的，这意味着，大多数情况下，线上购物的消费者需要输入自己需要的产品名称来获取产品信息。现实中往往出现：消费者知道自已的需求，但不知道何种产品可以满足自己的需求；以及知道何种产品可以满足自己的需求，但说不出该种产品的准确名称，这两种情形，这会使得消费者的线上购物不顺利。公司的线下销售，一方面通过商品陈列，形成直观的视觉冲击，帮助消费者确定自己需求的产品；另一方面通过专业导购与消费者沟通，辅助消费者购买自己需要的产品，从而节省消费者的时间与精力。2019 年，公司加强与国际设计公司、视觉陈列公司合作，通过改造门店，赋予门店更高的颜值、更科学的陈列、更智能的服务等，提升爱婴室品牌在消费者心目中的形象和地位，提升消费者的消费体验。

图 22: 公司门店陈列 1



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 23: 公司门店陈列 2



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

公司也积极推动线上运营的发展。2019 年, 公司以爱婴室 APP 为依托, 结合微信小程序商城等, 以建立集购物、服务、社交及在线教育于一体的母婴消费与服务的互联网生态平台为目标, 加大对电商平台的投入, 通过开发 APP 新功能, 升级画面触感, 上线更丰富的商品, 增添更多样的营销玩法、设立孕婴知识分享栏目等, 提升电商平台交互体验感, 增强平台消费黏性。公司希望通过上述努力, 实现电商平台发展新突破。2019 年一季度, 线上销售同比增长超过 80%。但由于基数小, 线上销售的占比仍然很低。在未来很长的一段时间内, 公司的销售仍会以线下为主。

2019 年 3 月, 公司与腾讯签订了《战略合作框架协议》, 双方以共同发展“智慧零售”为愿景, 一致同意建立长期战略合作伙伴关系。

合作的主要内容包括: (1) 以腾讯广告和小程序为核心能力, 融合双方能力和资源优势, 打通线上、线下营销链路, 推动公司全渠道营销能力的升级; (2) 以腾讯云为核心能力, 深度融合双方的数据能力, 持续沉淀公司用户数据资产, 探索线上线下全链路洞察分析, 实现精准用户洞察, 提升运营效率, 构建自有的智能数据平台; (3) 以企业微信为核心能力, 实现员工及导购全面数字化办公, 探索与消费者间的直接互联互通, 进行全生命周期经营; (4) 依托微信支付核心产品能力, 围绕顾客引流到店、进店转化、离店触达三大环节构建立体化营销体系。同时通过落地扫码服务购、人脸支付等门店智能体验, 承载与丰富店内服务场景。

公司与腾讯合作, 最主要的目的是希望通过腾讯这个平台, 覆盖一些公司尚未进入的区域。公司希望以腾讯提供的小程序为媒介, 将流量引导到爱婴室 app 及实体店, 增加公司线上线下的营销。

公司线上运营的目的并不完全是为了销售, 更多地是作为对线下经营的补充, 完善消费情景, 提高消费者综合消费体验。具体来说, (1) 线上消费是对线下消费的补充。消费者对一些已经非常熟悉的产品, 例如奶粉, 复购可以在线上进行。(2) 线上提供的服务, 更多地是提供另一种交流渠道, 弥补线下交流的缺漏。

图 24: 爱婴室 app 界面 1



数据来源: 爱婴室 app, 西南证券整理

图 25: 爱婴室 app 界面 2



数据来源: 爱婴室 app, 西南证券整理

3.2 展店加速

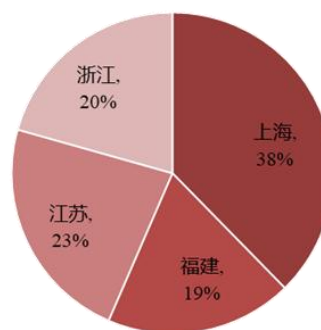
公司总部位于上海,并在上海、江苏、浙江、福建等经济发达省市开设直营门店,为客户搭建了一站式母婴用品采购及孕婴童服务平台。公司门店数量持续扩展,2012年至2018年门店数量复合增速为12.3%,其中2015-2018年净开店家数分别为15、20、10、34家,预计2019年净开店达到50家,公司开店提速。截至2018年年末,公司已开设直营门店223家,营业面积达13.5万平方米。从地区上看,公司现有门店数量最多的地区是上海,占全部门店的38%;江苏、浙江、福建三省的门店占比均在20%左右。

图 26：公司门店数量变化



数据来源：wind，西南证券整理

图 27：公司门店地区分布



数据来源：公司公告，西南证券整理

表 6：2018 年公司门店地区分布

地区	门店数量	建筑面积(万平米)	门店平均建筑面积 (平米)
上海	84	4.69	558
江苏	51	3.03	594
浙江	46	3.29	715
福建	42	2.49	593
合计	223	13.5	605

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司的展店，一方面在已经主导的上海、江苏、浙江、福建四省市市场加密拓展直营门店，巩固优势地位。公司在上述四省市的展店较为顺利，原因在于：（1）上述四省市均属于华东地区，经济发展水平和居民生活方式相近，公司现有产品与本区域情况匹配度高；（2）公司作为华东地区领头羊企业，在品牌、门店资源、供应链、规模化经营、人才方面具有绝对优势。2018 年，公司在上海、江苏、浙江、福建四省市新开 45 家门店，主动淘汰 11 家不符合发展要求的门店，全年净增 34 家门店。

表 7：2018 年公司新增门店地区分布

地区	新增门店数量
上海	13
江苏	9
浙江	13
福建	10
合计	45

数据来源：公司公告，西南证券整理

另一方面是跨区域展店。2019 年 3 月，公司通过股权转让和认购新增注册资本的方式，获得重庆泰诚实业有限公司 51.72% 的股份，实现对重庆泰诚实业有限公司的收购，迈出了跨区域展店的第一步。

跨区域展店的挑战主要有以下三点：

(1) 产品要大幅度调整。公司目前主导市场所在的华东地区与重庆所在的西南地区，无论是经济发展水平，还是居民生活习惯均有很大的差异，不同区域母婴产品消费各有自身特点。举例来说，上海由于受西方文明影响较深，男尊女卑的落后观念较为弱化，因此上海男性母婴用户占比居全国首位，达 31%，这一点在西南地区是无法想象的。

(2) 供应链和渠道跟进困难。供应端方面，目前公司在浙江嘉善、福州和南通设有三个物流配送中心和仓库，主要覆盖上海、江苏、浙江、福建四省市。公司在华东区域以外没有物流配送中心和仓库，公司跨区域扩展后，产品的仓储和配送将面临挑战。**渠道端方面**，目前母婴零售行业销售仍以线下渠道为主，实体门店是重要的销售终端，优越的商业网点是母婴商品连锁零售企业得以生存和发展的重要基础，是提升竞争力的重要条件。作为一站式母婴零售门店，通常需要较大的门店面积，并配套服务区域，选址多位于住宅区、商业圈独立店铺、大型卖场内部，对当地消费者形成品牌形象。在核心城市，优质店面资源稀缺，成为新进入者扩展门店数量的主要障碍。同时，商铺租金上涨，人力成本上升，门店运营成本也在逐年提高，为不具有雄厚资金实力的新进入者设置了障碍。

表 8：公司物流配送中心/仓库情况

物流配送中心/仓库	建筑面积（平方米）	配送区域
嘉善物流配送中心	33,840.30	上海、江苏、浙江、福建
福州仓库	3,993	福州
南通仓库	2,500	南通

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

(3) 管理效率降低。首先，公司总部位于上海，距离西南地区非常遥远。公司核心管理层对西南地区的市场敏感度会降低，不利于公司快速、合理决策。其次，公司在华东地区扩张时采用“一带一”的模式，用老的店长去带新的员工。上海店长在公司扩张初期起了非常大的作用。本次公司在距离更为遥远的西南地区拓展，可能会面临上海员工不愿意去外地工作的问题，使得“一带一”的成功模式无法在西南地区复制。

公司在重庆的展店采用收购的方式进行。2019 年公司在重庆主要对被收购公司进行调整，在重庆市涪陵区（原重庆泰诚实业有限公司主要经营区域）有少量的展店计划（3 到 4 家），预计 2020 起会以被收购公司为依据，在重庆乃至整个西南地区进行大规模展店。

重庆的优势在于：

(1) 地处母婴消费高速增长西部地区，是西部地区唯一的直辖市。2015 年至 2017 年，西部地区的母婴店数量复合增速为 17.1%，远远高于北部地区的 9.2%、东部地区的 9.1% 和南部地区的 7.6%。本地区母婴店需求旺盛。

(2) 重庆与母婴零售相关的社会经济指标表现优异。重庆出生人口和出生率保持稳定。2011 年起，每年出生人数稳定在 40 万人左右，出生率稳定在 10% 到 11% 之间。重庆人均可支配收入稳定增长。近三年，重庆人均可支配收入复合增速达 9.4%。

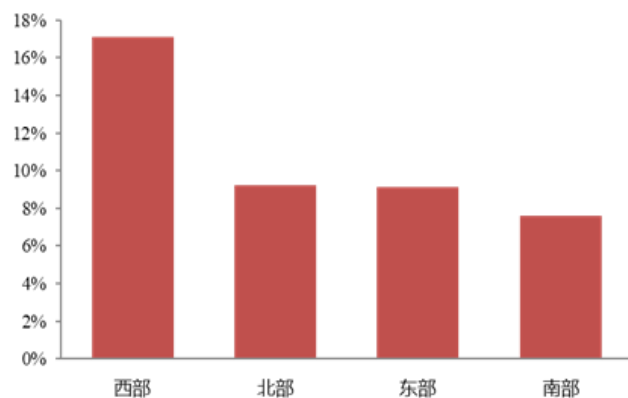
面对挑战，公司在重庆是这样应对的：

(1) 产品调整方面，重庆与上海，无论是经济发展水平，还是居民生活习惯均有很大的差异，公司会针对重庆的具体情况，调整各种产品的结构。公司的策略是，以被收购公司为伙伴，在被收购公司原有的产品结构上做调整，使之既能适应重庆的消费者习惯，又能体现爱婴室的品质。

(2) 供应链和渠道方面，公司的策略是以被收购公司为基础，进行调整。重庆泰诚实业有限公司在重庆市涪陵区占有较大的市场份额，是当地母婴零售行业的龙头企业，在当地有较为成熟的供应链和渠道体系。被收购时，重庆泰诚实业有限公司拥有二十余家门店，年销售额八千万左右。在供应端，公司会根据产品结构的优化结果，加强供应链，引入一些公司优质的供应商。在渠道端，公司会进行网点梳理，剥离一些体量小、区位条件差的门店。

(3) 管理方面，公司主要是依靠被收购公司的团队进行运营。被收购公司的团队扎根重庆，对重庆市场的认识更为深刻，对重庆市场的运作更为老练。收购完成后，公司持有被收购公司 51.72% 的股份，重庆婴友商贸有限公司继续持有被收购公司 48.28% 的股份。这种股权安排，有助于保持重庆团队的积极性。

图 28：各区域母婴店数量增速



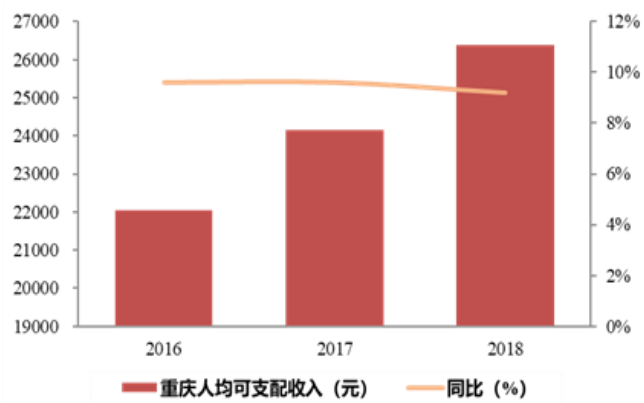
数据来源：尼尔森，西南证券整理

图 29：重庆历年出生人口及出生率



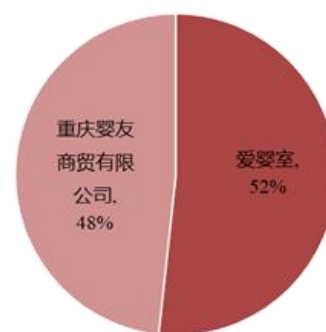
数据来源：wind，西南证券整理

图 30：近三年重庆人均可支配收入及增速



数据来源：wind，西南证券整理

图 31：重庆泰诚实业有限公司股权结构



数据来源：wind，西南证券整理

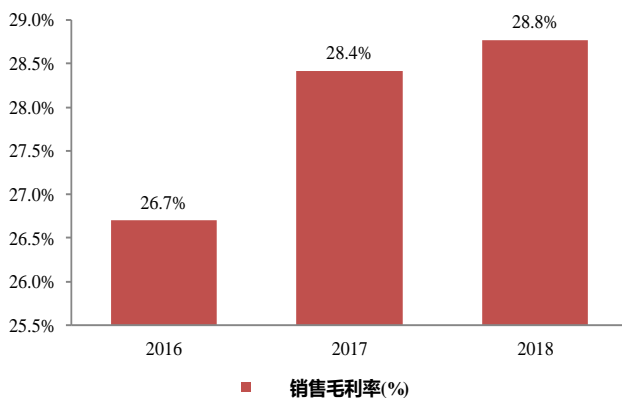
3.3 深耕自有品牌，优化产品结构

近三年公司毛利率逐年递增，由 2016 年的 26.7% 提升至 2018 年的 28.8%，提高 2.1 个百分点。公司毛利率的提升主要有两方面的原因：一，高毛利率产品的占比提高；二，产品毛利率的提升。

一、高毛利率产品的占比提高。表现为两方面：

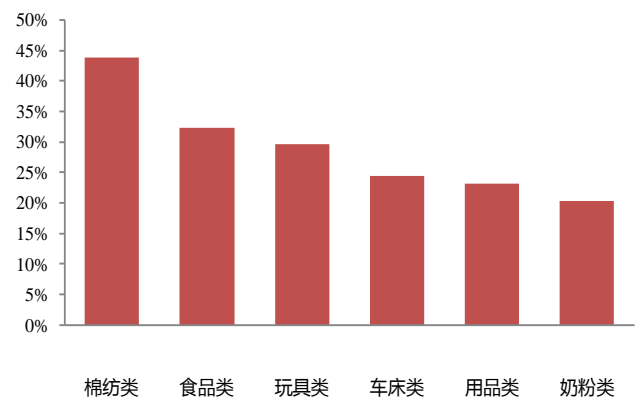
(1) **品类结构优化。一方面，高毛利率品类占比不断提高。**在母婴零售行业，棉纺类的毛利率一直排名第一。2018 年，公司棉纺类产品毛利率为 43.8%，比排名第二的是食品类产品高 11.5 个百分点。公司为提高毛利率，近年来一直在谋求棉纺类产品营收占比的提高。近三年，棉纺类产品营收占比逐年提升，由 2016 年的 40.7% 上升 5.4 个百分点至 2018 年的 46.1%。另一方面，在每一个品类中，高毛利率的细分品类占比也在提高。例如在奶粉品类中，羊奶粉这个细分品类的毛利率较高。有鉴于此，公司在 2011 年便高瞻远瞩地进行布局，与世界知名羊奶粉品牌佳贝艾特合作，成为我国第一家销售羊奶粉地母婴零售企业。并且，由于签订时间早，公司与佳贝艾特的合作条款十分优惠，是我国唯一一家享受经销商待遇的零售商。经过近十年发展，公司羊奶粉占比不断提高，为公司贡献大量毛利润。

图 32：近三年公司销售毛利率



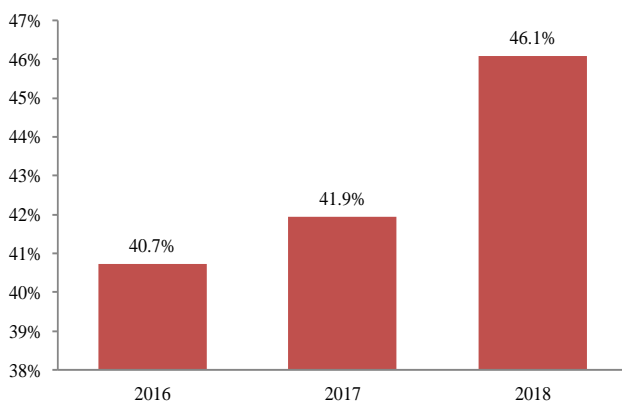
数据来源：wind，西南证券整理

图 33：2018 年公司各品类产品毛利率排名



数据来源：，西南证券整理

图 34：近三年公司棉纺类产品营收占比



数据来源：wind，西南证券整理

图 35：佳贝艾特公司产品



数据来源：公司官网，西南证券整理

(2) **自有品牌占比提高。**自有品牌的毛利率一般比非自有品牌高 10% 左右。因此，提高自有品牌占比可以提高公司整体毛利率。2018 年，公司自有品牌商品销售 17,794.51 万元，占商品销售的比重达 8.9%，同比增长 29.0%，增长较快。

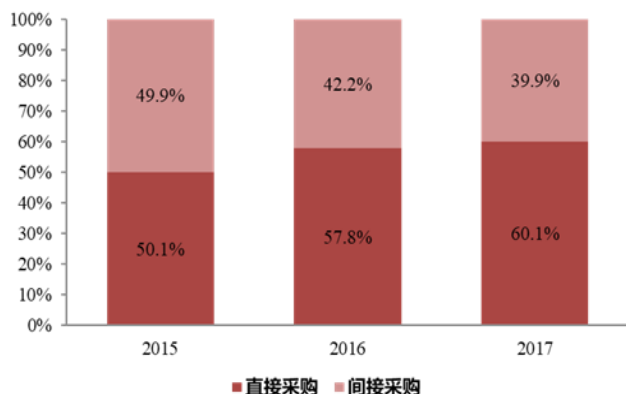
公司积极发展自有品牌。公司发展自有品牌的方向有两个：首先是小众的、竞争不激烈的品类。例如婴幼儿服装、湿巾、洗护用品和驱蚊用品。这些品类市场尚未饱和，进入成本小。其次是与用户体验密切相关的品类。例如公司在 2018 年尝试的纸尿裤，使用数次后便

知孰优孰劣，与用户体验密切相关。因此公司一旦能在性价比上占据优势，便不担心品牌壁垒之类的障碍，大胆进军。

公司在自有品牌上的目标，短期（三到四年）是：自有品牌销售占比达 20%；中长期是：自有品牌品牌化，脱离爱婴室，登陆第三方平台（如天猫、京东等电商平台）销售。

二，产品毛利率的提升。这主要是得益于部分产品的采购方式发生了改变：由间接采购改为直接采购，毛利率可以提升 2%到 5%。2015 年至 2017 年，直供品牌销量占比逐年提高，由 50.1%提高到 60.1%。2018 年，公司与荷兰皇家菲仕兰公司（美素佳儿的母公司）达成直供确认协议，2019 年正式启动，直供品牌销量占比将进一步提高。

图 36：公司直接采购产品销量占比



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 37：荷兰皇家菲仕兰公司公司产品



数据来源：公司官网，西南证券整理

表 9：2017 年直接采购前十名供应商情况

序号	供应商名称	采购金额 (万元)	占直接采购总额的比例 (%)	采购内容
1	惠氏中国	20,330.75	23.09	配方奶粉
2	雅培贸易 (上海) 有限公司	14,108.68	16.02	配方奶粉
3	纽迪希亚生命早期营养品管理 (上海) 有限公司	9,781.25	11.11	配方奶粉
4	广州市合生元生物制品有限公司	7,213.16	8.19	营养辅食、配方奶粉
5	金佰利 (中国) 有限公司	4,218.48	4.79	湿巾、纸制品
6	贝亲管理 (上海) 有限公司	3,775.87	4.29	湿巾、纸制品、洗涤护理、用品
7	美太芭比 (上海) 贸易有限公司	2,610.94	2.97	玩具
8	尤妮佳生活用品 (中国) 有限公司	2,030.79	2.31	湿巾、纸制品
9	上海伊威儿童食品有限公司	1,795.52	2.04	营养辅食
10	常熟市白领仕家用纺织品有限公司	1,209.22	1.37	棉纺织品
	合计	67,074.65	76.18	
	直接采购总额	88050	100	
	采购总额	146474		

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

表 10：公司主要合作品牌

品类	主要合作品牌
奶粉类	惠氏、美赞臣、合生元、贝因美、雀巢等
用品类	花王、妈咪宝贝、贝亲、康贝等
棉纺类	迪士尼、家好月圆、基诺浦等
玩具类	皇室、乐高、THOMAS&FRIENDS 等
食品类	益力健、喜宝、嘉宝等
车、床类	康贝、酷豆丁、威凯等

数据来源：公司公告，西南证券整理

4 盈利预测与估值

假设 1：公司展店速度不断提升，预计 2019-2021 年公司新开店数量为 50-60 家，净开店 40 家左右。

假设 2：预计 2019-2021 年公司门店销售的销量增速分别为 18.7%、17.3%、14.3%。

假设 3：预计 2019-2021 年电子商务的销量增速分别为 98%、80%、70%。

假设 4：预计 2019-2021 年批发类的销量增速分别为 70%、50%、30%。

表 11：分品类收入拆分

单位：百万元	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
合计						
营业收入	1584.96	1807.85	2135.4	2606.46	3151.59	3719.66
yoy	14.19%	14.06%	18.12%	22.06%	20.91%	18.03%
营业成本	1161.77	1294.26	1521.04	1847.62	2221.77	2616.25
毛利率	26.70%	28.41%	28.77%	29.11%	29.50%	29.66%
门店销售						
收入	1557.63	1771.78	2020.86	2399.03	2813.50	3215.50
yoy	15.05%	13.75%	14.06%	18.71%	17.28%	14.29%
成本	1136.1	1261.78	1450.02	1663.84	1921.32	2166.19
毛利率	27.06%	28.78%	28.25%	31%	32%	33%
电子商务						
收入	4.44	18.98	45.35	89.79	161.63	274.77
yoy	-72.49%	327.48%	138.94%	98%	80%	70%
成本	4.38	17.65	41.77	82.61	148.70	252.79
毛利率	1.35%	7.01%	7.89%	8%	8%	8%
批发						
收入	22.9	17.09	69.2	117.64	176.46	229.40
yoy	27.29%	-25.37%	304.92%	70%	50%	30%
成本	21.3	14.83	59.28	101.17	151.76	197.28
毛利率	6.99%	13.22%	14.34%	14%	14%	14%

数据来源：Wind，西南证券（注：门店销售包含门店商品销售收入、婴儿抚触等服务收入和分配至门店的其他业务收入）

表 12：可比公司估值比较（wind 一致预期）

代码	证券简称	总市值	市盈率 PE		
			TTM	19E	20E
601933.SH	永辉超市	893.88	47.03	36.99	28.01
600827.SH	百联股份	159.33	17.86	17.3	15.99
603708.SH	家家悦	140.24	31.2	28.44	24.03
002697.SZ	红旗连锁	89.76	25.83	21.76	18.42
601116.SH	三江购物	73.01	43.75	61.94	57.46
002251.SZ	步步高	63.93	36.79	32.71	27.7
600361.SH	华联综超	25.37	25.12	41.59	35.25
603214.SH	爱婴室	35.01	27.86	23.6	19.05
002024.SZ	苏宁易购	955.21	10.09	8.29	25.71
平均			29.50	30.29	27.96

数据来源：wind，西南证券整理

预计 2019-2021 年公司归母净利润分别为 1.5 亿元、1.8 亿元、2.2 亿元，EPS 分别为 1.48 元、1.81 元、2.18 元，对应 PE 分别为 24/20/16 倍。可比公司平均估值 30 倍，考虑到公司加快展店迅速，给予公司 30 倍估值，对应目标价 44.4 元，上调至“买入”评级。

5 风险提示

门店拓展速度及门店经营效率或不及预期；连锁零售模式存在租金上涨风险；食品安全风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2135.40	2606.47	3151.59	3719.67	净利润	130.75	163.63	200.84	241.59
营业成本	1521.04	1847.62	2221.78	2616.26	折旧与摊销	34.63	11.33	11.33	11.33
营业税金及附加	9.66	9.90	12.61	14.13	财务费用	4.09	7.82	9.45	10.42
销售费用	389.11	463.95	564.14	665.82	资产减值损失	1.39	5.00	5.00	5.00
管理费用	63.13	75.59	91.40	107.87	经营营运资本变动	-42.96	-59.43	-46.56	-46.16
财务费用	4.09	7.82	9.45	10.42	其他	-23.59	-15.12	-14.24	-12.24
资产减值损失	1.39	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	104.30	113.23	165.82	209.94
投资收益	15.27	10.00	8.00	8.00	资本支出	-26.93	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-23.72	13.22	8.00	8.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-50.65	13.22	8.00	8.00
营业利润	171.78	206.58	255.22	308.17	短期借款	50.00	-50.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-2.22	7.96	7.81	7.84	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	169.57	214.55	263.04	316.01	股权融资	411.52	1.70	0.00	0.00
所得税	38.82	50.91	62.20	74.42	支付股利	-20.00	-24.00	-30.04	-36.86
净利润	130.75	163.63	200.84	241.59	其他	-12.72	-7.82	-9.45	-10.42
少数股东损益	10.75	13.46	16.52	19.87	筹资活动现金流净额	428.80	-80.12	-39.49	-47.28
归属母公司股东净利润	119.99	150.18	184.32	221.72	现金流量净额	482.45	46.34	134.33	170.66
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	598.92	645.26	779.59	950.25	成长能力				
应收和预付款项	71.77	107.55	128.49	147.17	销售收入增长率	18.12%	22.06%	20.91%	18.03%
存货	462.25	562.93	678.83	798.99	营业利润增长率	21.86%	20.26%	23.55%	20.75%
其他流动资产	51.26	58.64	70.91	83.69	净利润增长率	25.04%	25.15%	22.74%	20.29%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	17.78%	7.24%	22.27%	19.53%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	70.60	65.25	59.90	54.55	毛利率	28.77%	29.11%	29.50%	29.66%
无形资产和开发支出	24.54	21.84	19.14	16.44	三费率	21.37%	21.00%	21.10%	21.08%
其他非流动资产	108.56	105.29	102.01	98.73	净利率	6.12%	6.28%	6.37%	6.50%
资产总计	1387.92	1566.76	1838.85	2149.81	ROE	14.07%	15.28%	16.18%	16.71%
短期借款	50.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.42%	10.44%	10.92%	11.24%
应付和预收款项	352.75	428.25	515.78	607.50	ROIC	28.36%	28.99%	30.59%	32.27%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	9.86%	8.66%	8.76%	8.87%
其他负债	55.93	67.94	81.70	96.20	营运能力				
负债合计	458.68	496.20	597.48	703.71	总资产周转率	1.98	1.76	1.85	1.87
股本	100.00	101.70	101.70	101.70	固定资产周转率	30.21	38.37	50.37	65.00
资本公积	415.64	415.64	415.64	415.64	应收账款周转率	175.21	167.01	172.61	169.25
留存收益	369.82	496.00	650.29	835.15	存货周转率	3.63	3.58	3.56	3.53
归属母公司股东权益	885.46	1013.34	1167.63	1352.49	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	115.04%	—	—	—
少数股东权益	43.77	57.23	73.75	93.62	资本结构				
股东权益合计	929.23	1070.57	1241.37	1446.10	资产负债率	33.05%	31.67%	32.49%	32.73%
负债和股东权益合计	1387.92	1566.76	1838.85	2149.81	带息债务/总负债	10.90%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.58	2.77	2.77	2.81
					速动比率	1.57	1.64	1.64	1.68
					股利支付率	16.67%	15.98%	16.29%	16.63%
					每股指标				
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E	每股收益	1.18	1.48	1.81	2.18
EBITDA	210.50	225.73	276.01	329.92	每股净资产	8.71	9.96	11.48	13.30
PE	30.44	24.33	19.82	16.48	每股经营现金	1.03	1.11	1.63	2.06
PB	4.13	3.60	3.13	2.70	每股股利	0.20	0.24	0.30	0.36
PS	1.71	1.40	1.16	0.98					
EV/EBITDA	14.10	12.99	10.14	7.96					
股息率	0.55%	0.66%	0.82%	1.01%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可升可跌，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、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn