

中报业绩符合预期，全渠道营销成效初显，盈利能力持续增强

——中小盘信息更新

伐谋-中小盘信息更新

孙金钜(分析师)

021-68866881

sunjinju@xsdzq.cn

证书编号: S0280518010002

黄泽鹏(分析师)

huangzepeng@xsdzq.cn

证书编号: S0280519060001

● 事件：中报符合预期，收入端小幅提速、利润端稳定高增长

公司发布2019年中报：2019年上半年实现营业收入11.79亿元(+15.92%)，归母净利润6229万元(+27.31%)，扣非后为5089万元(+25.68%)，业绩稳健增长符合预期；其中，Q2单季收入6.34亿元(+18.37%)，增速环比Q1有明显提升。我们认为，公司母婴连锁店模式具备“品牌+专业+服务”的竞争优势，未来加速推进线上线下全渠道整合扩张，同时在供应链和品类结构方面不断优化，有望实现收入规模和盈利能力的双重高增长。我们维持盈利预测不变，预计公司2019-2021年归母净利润为1.53/1.93/2.49亿元，对应EPS为1.51/1.90/2.44元，维持“强烈推荐”评级。

● 线上线下全渠道营销初见成效，盈利能力持续增强

2019年上半年，公司门店销售实现收入10.47亿元(+17.23%)，电商业务营收0.32亿元(+87.11%)，线上渠道收获快速增长，与传统线下门店渠道有效互补，全渠道营销网络建设初见成效。产品方面，核心品类奶粉销售收入达到5.48亿元(+18.4%)，毛利率达到21.87%(同比提升3.27pct)。盈利能力方面，上半年公司综合毛利率达到28.87%(+1.46pct)，延续稳步提升势头；费用方面，由于次新店房租增加等原因，销售费用率为19.36%(+1.59pct)；受股权激励费用摊销影响，管理费用率为2.84%(-0.16pct)。整体来看，上半年公司销售净利率达到5.28%(+0.47pct)，盈利能力仍在持续增强。

● 全国性渠道整合扩张值得期待，多元发力打造母婴综合生态

公司线下渠道稳步整合扩张：2019年上半年，公司新开门店18家、关店8家，同时二季度完成重庆泰诚股权并购后新增原泰诚门店18家，截止报告期末，公司直营门店数量已达251家；下半年还有已签约待开业门店44家，除在传统优势华东区域加密布局外，公司将在西南、华南等新市场开疆扩土，全国性布局跃然纸上。未来，公司在巩固线下门店优势基础上，联手腾讯重点发展APP、小程序等线上平台，探索拓展早教等母婴服务领域，多元发力打造母婴消费服务生态圈，前景值得期待。

● 风险提示：行业竞争激烈、新店经营情况不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,808	2,135	2,542	3,057	3,710
增长率(%)	14.1	18.1	19.0	20.3	21.4
净利润(百万元)	94	120	153	193	249
增长率(%)	26.5	28.2	27.6	26.3	28.5
毛利率(%)	28.4	28.8	29.5	30.0	30.3
净利率(%)	5.2	5.6	6.0	6.3	6.7
ROE(%)	25.4	14.1	15.7	16.8	18.1
EPS(摊薄/元)	0.92	1.18	1.51	1.90	2.44
P/E(倍)	40.7	31.7	24.8	19.7	15.3
P/B(倍)	10.2	4.3	3.8	3.2	2.7

强烈推荐(维持评级)

市场数据

时间 2019.08.12

收盘价(元):	37.42
一年最低/最高(元):	31.94/64.0
总股本(亿股):	1.02
总市值(亿元):	38.06
流通股本(亿股):	0.55
流通市值(亿元):	20.66
近3月换手率:	73.16%

相关报告

《一季报业绩符合预期，母婴连锁模式盈利能力提升显著》2019-04-22

《年报业绩符合预期，母婴零售线下渠道整合扩张初见成效》2019-04-07

《与腾讯建立战略合作伙伴关系，加速母婴零售数字化升级》2019-03-20

《股权激励彰显公司信心，母婴零售龙头稳步成长》2019-02-26

《签订投资框架协议拟收购重庆泰诚，打

中小盘研究团队

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	613	1184	1394	1638	1977
现金	116	599	695	820	981
应收票据及应收账款合计	9	15	13	21	20
其他应收款	8	3	10	6	14
预付账款	83	54	109	87	151
存货	369	462	517	652	761
其他流动资产	27	51	51	51	51
非流动资产	157	204	193	201	210
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	71	71	77	88	101
无形资产	20	18	15	12	8
其他非流动资产	66	115	101	101	100
资产总计	770	1388	1587	1838	2187
流动负债	359	459	526	586	689
短期借款	0	50	50	50	50
应付票据及应付账款合计	227	265	314	377	459
其他流动负债	132	144	162	158	180
非流动负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	359	459	526	586	689
少数股东权益	37	44	57	74	96
股本	75	100	102	102	102
资本公积	29	416	416	416	416
留存收益	270	370	507	683	900
归属母公司股东权益	374	885	1004	1179	1402
负债和股东权益	770	1388	1587	1838	2187

现金流量表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	108	104	136	156	201
净利润	105	131	166	210	270
折旧摊销	32	35	31	18	21
财务费用	6	4	-0	1	2
投资损失	-2	-15	-14	-15	-16
营运资金变动	-23	-40	-47	-58	-75
其他经营现金流	-9	-10	0	0	0
投资活动现金流	-31	-51	-7	-10	-14
资本支出	34	46	-11	8	9
长期投资	0	-20	0	0	0
其他投资现金流	2	-25	-17	-3	-5
筹资活动现金流	-35	429	-34	-20	-27
短期借款	0	50	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	25	2	0	0
资本公积增加	0	387	0	0	0
其他筹资现金流	-35	-33	-36	-20	-27
现金净增加额	42	482	96	126	160

利润表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1808	2135	2542	3057	3710
营业成本	1294	1521	1791	2139	2586
营业税金及附加	7	10	11	13	16
营业费用	307	389	473	566	679
管理费用	63	63	72	87	98
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	6	4	-0	1	2
资产减值损失	1	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	9	10	14	14	14
投资净收益	2	15	14	15	16
营业利润	141	172	221	279	358
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	2	2	3	3	3
利润总额	139	170	219	277	356
所得税	35	39	53	66	85
净利润	105	131	166	210	270
少数股东损益	11	11	13	17	22
归属母公司净利润	94	120	153	193	249
EBITDA	168	189	234	275	352
EPS(元)	0.92	1.18	1.51	1.90	2.44

主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	14.1	18.1	19.0	20.3	21.4
营业利润(%)	38.2	21.9	28.8	26.1	28.3
归属于母公司净利润(%)	26.5	28.2	27.6	26.3	28.5
获利能力					
毛利率(%)	28.4	28.8	29.5	30.0	30.3
净利率(%)	5.2	5.6	6.0	6.3	6.7
ROE(%)	25.4	14.1	15.7	16.8	18.1
ROIC(%)	39.6	38.8	46.8	51.7	57.2
偿债能力					
资产负债率(%)	46.6	33.0	33.1	31.9	31.5
净负债比率(%)	-28.3	-59.1	-60.8	-61.6	-62.2
流动比率	1.7	2.6	2.7	2.8	2.9
速动比率	0.4	1.3	1.4	1.4	1.5
营运能力					
总资产周转率	2.5	2.0	1.7	1.8	1.8
应收账款周转率	190.0	179.1	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	5.9	6.2	0.0	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.92	1.18	1.51	1.90	2.44
每股经营现金流(最新摊薄)	1.06	1.06	1.34	1.54	1.97
每股净资产(最新摊薄)	3.68	8.71	9.86	11.57	13.77
估值比率					
P/E	40.7	31.7	24.8	19.7	15.3
P/B	10.2	4.3	3.8	3.2	2.7
EV/EBITDA	22.2	17.4	13.8	11.3	8.4

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

孙金钜，新时代证券研究所所长，兼首席中小盘研究员。曾任职于国泰君安证券研究所。专注于新兴产业的投资机会挖掘以及研究策划工作。2016年、2017年连续两年带领团队获新财富最佳分析师中小市值研究第一名，自2011年新财富设立中小市值研究方向评选以来连续七年（2011-2017）上榜。同时连续多年获水晶球、金牛奖、第一财经等中小市值研究评选第一名。

黄泽鹏，新时代证券研究所中小盘研究员，上海交通大学数学系硕士，2017年新财富最佳分析师中小市值第一名团队核心成员。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898
	邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>