

爱婴室 (603214)

证券研究报告

2019年08月13日

19H1 归母净利+27%，渠道建设提速开启新一轮成长周期

营收同比增长 15.92%，归母净利润同比增长 27.31%。

8月12日，公司发布半年报，19H1实现营业收入11.79亿元，同比增加15.92%（19Q1同比增速为13.21%，19Q2为18.36%）；实现归母净利0.62亿元，同比增加27.31%（19Q1同比增速46.44%，19Q2为21.00%）；实现扣非后归母净利0.51亿元，同比增加25.68%（19Q1同比增速24.91%，19Q2为25.99%）；EPS为人民币0.62元。19H1非经常性损益主要包括政府补贴1118.9万元，理财收益640.2万元

19H1公司积极拓展直营门店规模，在华东加密布局，新开门店18家，主动淘汰8家，净增10家（其中上海3家、浙江3家、江苏4家）；同时公司完成重庆泰诚51.72%股权的并购，增加其所属门店18家，公司将以重庆为中心，拓展西南市场业务，布局区域发展新机会，截至19年6月30日，公司直营门店总规模达251家，营业面积达14.91万平方米。

19H1电子商务销售3165.89万元，占比2.68%，收入同比增长87.11%。公司对线上电子商务平台进行开发和整合，积极推进APP建设，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、加强与异业合作等，持续提升电商平台交互体验感，增强平台消费黏性；公司开发的小程序借助微信海量级的用户平台，流量入口众多，便于商品的营销推广。

同时，公司公告，启动投资浙江嘉善物流中心二期扩建项目，项目预计投入资金1.06亿元，根据项目节点及进度，分批支付款项，预计至2023年12月份支付完毕，2021年4月投入运营使用。公司出于投资回报和业务发展相匹配需要，对上述仓储物流中心分两期建设投入。嘉善物流中心一期项目于2016年1月1日正式投入运营，剩余29亩作为二期项目建设预留土地。

中心一二期项目正式融为一体，可满足公司未来门店拓展和电商发展的战略需求；二期项目建成后，出货能力相比一期项目预计提升4.6倍，预计可满足每日4.5万箱的出货，支持公司年发货额76亿元；二期项目建成后，还将极大提升电商出货能力，首批投入可满足电商平台年出库额3亿元。该项目对公司迅速发展具有重要的战略意义。

维持盈利预测，给予买入评级

爱婴室以母婴商品的销售及相关服务为主营业务，是一家结合直营门店、APP、小程序、微信公众号等多种渠道，为孕前至6岁婴幼儿家庭提供优质母婴用品和相关服务的专业连锁零售商。我们预计公司19-21年EPS分别为1.44元、1.74元、2.16元；PE分别为26x、21x、17x。

风险提示：开点速度不及预期，核心人才流失等

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,807.85	2,135.40	2,847.80	3,622.12	4,527.65
增长率(%)	14.06	18.12	33.36	27.19	25.00
EBITDA(百万元)	153.30	181.69	201.77	251.97	320.16
净利润(百万元)	93.58	119.99	146.83	177.09	219.47
增长率(%)	26.47	28.23	22.37	20.60	23.94
EPS(元/股)	0.92	1.18	1.44	1.74	2.16
市盈率(P/E)	40.67	31.72	25.92	21.49	17.34
市净率(P/B)	10.18	4.30	3.77	3.32	2.90
市销率(P/S)	2.11	1.78	1.34	1.05	0.84
EV/EBITDA	0.00	16.97	15.92	12.38	9.59

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	商业贸易/专业零售
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	37.42元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	101.70
流通A股股本(百万股)	55.20
A股总市值(百万元)	3,805.61
流通A股市值(百万元)	2,065.69
每股净资产(元)	9.05
资产负债率(%)	36.41
一年内最高/最低(元)	64.00/31.94

作者

刘章明	分析师
SAC执业证书编号：S1110516060001	
liuzhangming@tfzq.com	
孙海洋	分析师
SAC执业证书编号：S1110518070004	
sunhaiyang@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《爱婴室-季报点评:扣非净利+24.9%YoY，各业态毛利率提升渠道价值凸显》2019-04-24
- 《爱婴室-年报点评报告:归母净利1.20亿+28%YoY，渠道完善结构优化》2019-04-06
- 《爱婴室-公司点评:联手腾讯签署战略合作，共同发展智慧零售》2019-03-20

营收同比增长 15.92%，归母净利润同比增长 27.31%。8月12日，公司发布半年报，19H1实现营业收入11.79亿元，同比增加15.92%（19Q1同比增速为13.21%，19Q2为18.36%）；实现归母净利0.62亿元，同比增加27.31%（19Q1同比增速46.44%，19Q2为21.00%）；实现扣非后归母净利0.51亿元，同比增加25.68%（19Q1同比增速24.91%，19Q2为25.99%）；EPS为人民币0.62元。19H1非经常性损益主要包括政府补贴1118.9万元，理财收益640.2万元

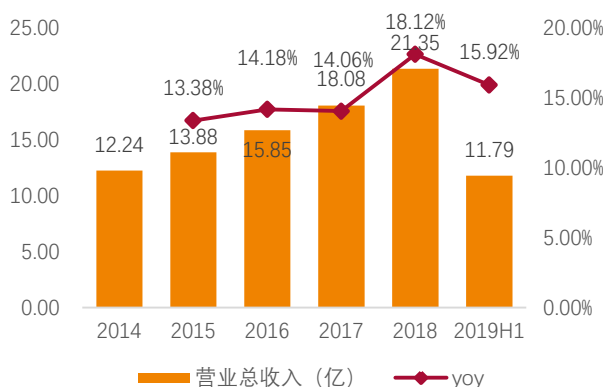
19H1公司积极拓展直营门店规模，在华东加密布局，新开门店18家，主动淘汰8家，净增10家（其中上海3家、浙江3家、江苏4家）；同时公司完成重庆泰诚51.72%股权的并购，增加其所属门店18家，公司将以重庆为中心，拓展西南市场业务，布局区域发展新机会，截至19年6月30日，公司直营门店总规模达251家，营业面积达14.91万平方。

19H1电子商务销售3165.89万元，占比2.68%，收入同比增长87.11%。公司对线上电子商务平台进行开发和整合，积极推进APP建设，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、加强与异业合作等，持续提升电商平台交互体验感，增强平台消费黏性；公司开发的小程序借助微信海量级的用户平台，流量入口众多，便于商品的营销推广。

同时，公司公告，启动投资浙江嘉善物流中心二期扩建项目，项目预计投入资金1.06亿元，根据项目节点及进度，分批支付款项，预计至2023年12月份支付完毕，2021年4月投入运营使用。公司出于投资回报和业务发展的匹配需要，对上述仓储物流中心分两期建设投入。嘉善物流中心一期项目于2016年1月1日正式投入运营，剩余29亩作为二期项目建设预留土地。

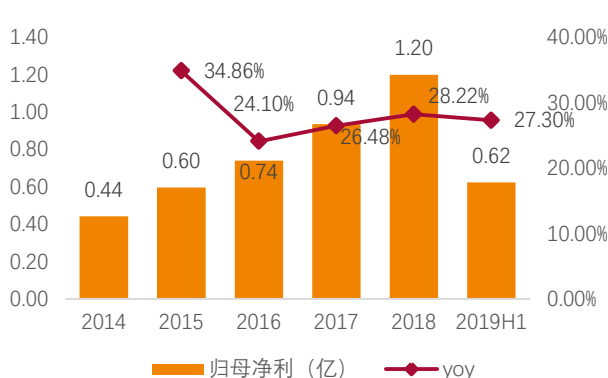
中心一二期项目正式融为一体，可满足公司未来门店拓展和电商发展的战略需求；二期项目建成后，出货能力相比一期项目预计提升4.6倍，预计可满足每日4.5万箱的出货，支持公司年发货额76亿元；二期项目建成后，还将极大提升电商出货能力，首批投入可满足电商平台年出库额3亿元。该项目对公司迅速发展具有重要的战略意义。

图 1：19H1 实现营业收入 11.79 亿元，同比增加 15.92%



资料来源：公司半年报，Wind，天风证券研究所

图 2：实现归母净利 0.62 亿元，同比增加 27.31%



资料来源：公司半年报，Wind，天风证券研究所

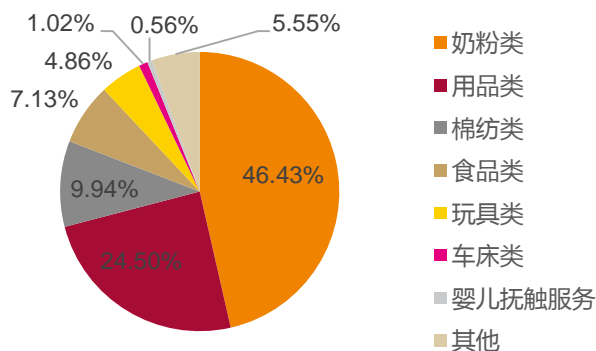
分销售方式来看，门店销售占主体，19H1 门店销售收入 10.48 亿元（占比 88.82%），同比增长 17.23%；电子商务销售收入 0.32 亿元（占比 2.68%），同比增长 87.11%。

分产品大类来看，奶粉类收入 5.47 亿元（占比 46.43%），收入同比增长 18.40%；用品类收入 2.89 亿元（占比 24.50%），收入同比增长 9.36%；棉纺类收入 1.17 亿元（占比 9.94%），收入同比增长 26.69%；食品类收入 0.84 亿元（占比 7.13%），收入同比增长 18.75%；玩具

类收入 0.57 亿元(占比 4.86%),收入同比增长 26.59%;车床类收入 0.12 亿元(占比 1.02%),收入同比减少 18.85%;婴儿抚触类收入 0.067 亿元(占比 0.565%),收入同比减少 11.73%;其他业务收入 0.65 亿元(占比 5.55%),收入同比增长 9.7%。

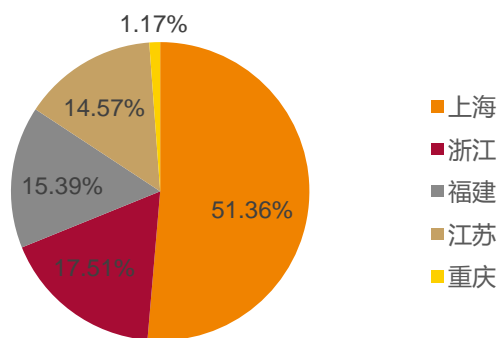
分地域来看,上海地区收入 5.72 亿元(占比 48.51%),收入同比增长 6.15%;浙江地区收入 1.95 亿元(占比 16.53%),收入同比增长 36.82%;江苏地区收入 1.62 亿元(占比 13.76%),收入同比增长 17.55%;福建地区收入 1.71 亿元(占比 14.54%),收入同比增长 24.13%;重庆地区收入 0.13 亿元(占比 1.10%)。

图 3: 奶粉类收入 5.47 亿元(占比 46.43%),收入同比增长 18.40%



资料来源:公司半年报,天风证券研究所

图 4: 上海地区收入 5.72 亿元(占比 48.51%),收入同比增长 6.15%

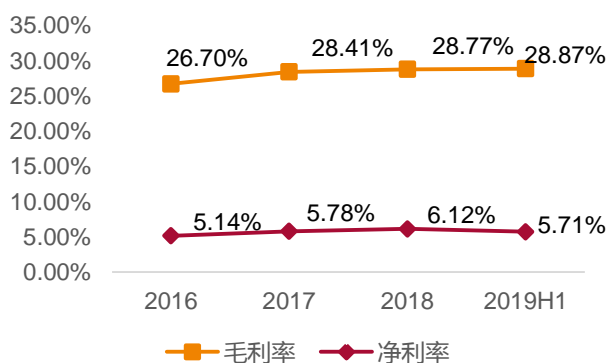


资料来源:公司半年报,天风证券研究所

19H1 毛利率 28.87%, 同比+1.46pct。其中门店销售毛利率 25.99%, +1.72pct; 电子商务毛利率 12.63%, +3.78pct; 批发毛利率 13.06%, -0.83pct; 婴儿抚触等服务毛利率 9.18%, -0.12pct; 其他业务毛利率 91.6%, +0.53pct。

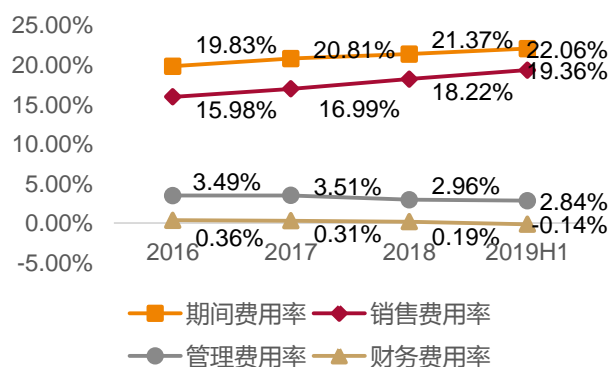
期间费用合计 2.60 亿, 期间费用率 22.06%, 同比+1.00pct。其中销售费用率 19.36%, +1.59pct, 主要系公司次新店房租及物管费、人力成本增加所致; 管理费用率 2.84%, -0.17pct, 主要系公司增加股权激励摊销费用所致; 财务费用率-0.14%, -0.43pct, 主要系公司利息收入增加所致。

图 5: 19H1 毛利率 28.87%, 同比+1.46pct



资料来源:招股书,公司半年报,公司年报,天风证券研究所

图 6: 期间费用合计 2.60 亿, 期间费用率 22.06%, 同比+1.00pct



资料来源:Wind,天风证券研究所

爱婴室以母婴商品的销售及相关服务为主营业务,是一家结合直营门店、APP、小程序、微信公众号等多种渠道,为孕前至 6 岁婴幼儿家庭提供优质母婴用品和相关服务的专业连锁零售商,经营产品涵盖了婴幼儿乳制品、纸制品、喂哺用品、洗护用品、棉纺品、玩具、车床等品类,产品品种逾万种。

品牌认可度高+选品能力强。公司一直以来都在不断加强客户对“爱婴室”品牌认知度，70%门店开设在大型 Mall 里，店内销售商品均经过严格筛选，品牌品质行业领先，在业内和消费者心目中建立了安全、优质、可信赖的品牌形象。爱婴室经过二十余年的行业积累，对客户消费习惯、定位以及母婴消费市场的变化趋势有深刻的认知和洞察，并积累了大量的消费数据。爱婴室有专业的采购团队面向全球选品，不断优化商品结构，积极引进畅销新品、淘汰滞销旧品，确保最优的商品组合呈现给消费者。

营销渠道全覆盖且高效+自建供应链体系提供高效商品物流。公司除在各地直营门店销售商品，还拥有 APP、小程序、微信公众号等线上销售渠道，目前已构建了线下和线上全覆盖的营销渠道。公司在浙江嘉善自建大型仓储物流中心，于 2016 年初正式投入使用，总建筑面积 3.3 万 m²，是国内行业内首家自建仓储物流中心的母婴连锁企业。高规格的配套建设所形成的高效的供应链体系，确保了公司经营成本的优势和营运的高效，为公司异地门店的快速拓展奠定坚实基础，构成了公司区别于同行的核心竞争力。

维持盈利预测，维持“买入评级”。2019 年，公司计划 1、优势区域加快布局，跨区域横向扩张。计划在原有优势区域，以及华南部分城市加快展店步伐，全年计划新开 50-60 家直营门店，实现门店的加速拓展。积极推进重庆泰诚项目的并购落地，未来以重庆为据点，开辟西南市场业务，为进入新区域布局。2、加大电商平台投入，力争实现新突破。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，增强平台消费黏性。3、加强品牌建设，提升品牌价值和影响力 2019 年重点在品牌形象升级、品牌影响力等方面发力。具体而言，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；通过行业媒体、财经媒体、投资者互动平台扩大公司品牌影响力；通过与 SMG 互联网节目中心合作，举办线下大型活动；四是通过策划大型战略发布会等扩大品牌影响力。我们预计公司 19-21 年 EPS 分别为 1.44 元、1.74 元、2.16 元；PE 分别为 26x、21x、17xpe。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	116.48	598.92	580.98	699.48	764.52
应收票据及应收账款	9.13	14.72	29.11	(78.23)	(97.78)
预付账款	82.74	54.07	120.67	115.06	172.15
存货	369.07	462.25	658.72	758.64	1,021.46
其他	32.50	51.02	46.90	44.47	55.99
流动资产合计	609.92	1,180.99	1,436.38	1,539.43	1,916.34
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	70.79	70.60	89.86	129.20	167.59
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	19.70	17.83	14.78	11.74	8.69
其他	66.15	115.28	74.14	67.30	70.58
非流动资产合计	156.64	203.71	214.79	277.84	318.63
资产总计	769.61	1,387.92	1,654.54	1,820.48	2,238.23
短期借款	0.00	50.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	226.85	264.83	406.07	447.29	610.21
其他	131.71	143.85	181.52	151.63	217.03
流动负债合计	358.56	458.68	587.59	598.91	827.24
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	358.56	458.68	587.59	598.91	827.24
少数股东权益	37.11	43.77	58.11	76.06	97.19
股本	75.00	100.00	101.70	101.70	101.70
资本公积	29.12	415.64	415.64	415.64	415.64
留存收益	298.95	785.46	907.15	1,043.80	1,212.10
其他	(29.12)	(415.64)	(415.64)	(415.64)	(415.64)
股东权益合计	411.05	929.23	1,066.96	1,221.57	1,410.99
负债和股东权益总	769.61	1,387.92	1,654.54	1,820.48	2,238.23

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	104.56	130.75	146.83	177.09	219.47
折旧摊销	32.08	34.63	7.78	10.10	12.50
财务费用	0.00	0.00	(4.38)	(5.59)	(6.40)
投资损失	(2.20)	(15.27)	(7.82)	(8.14)	(11.53)
营运资金变动	(5.68)	(69.31)	(53.30)	33.63	(86.82)
其它	(20.49)	23.51	15.09	18.26	21.61
经营活动现金流	108.26	104.30	104.21	225.34	148.83
资本支出	11.21	13.28	60.00	80.00	50.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(42.57)	(63.93)	(112.33)	(151.70)	(88.52)
投资活动现金流	(31.35)	(50.65)	(52.33)	(71.70)	(38.52)
债权融资	0.00	50.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	(5.68)	407.44	6.08	5.59	6.40
其他	(29.72)	(28.64)	(75.90)	(40.74)	(51.66)
筹资活动现金流	(35.40)	428.80	(69.82)	(35.14)	(45.26)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	41.51	482.45	(17.94)	118.50	65.04

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,807.85	2,135.40	2,847.80	3,622.12	4,527.65
营业成本	1,294.26	1,521.04	2,021.94	2,571.71	3,214.63
营业税金及附加	6.85	9.66	12.44	15.31	19.79
营业费用	307.12	389.11	541.08	688.20	860.25
管理费用	63.39	63.13	85.43	112.29	135.83
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	5.68	4.09	(4.38)	(5.59)	(6.40)
资产减值损失	0.54	1.39	0.74	0.89	1.01
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.20	15.27	7.82	8.14	11.53
其他	(13.15)	(40.06)	(15.64)	(16.28)	(23.06)
营业利润	140.97	171.78	198.36	247.46	314.06
营业外收入	0.55	0.13	18.96	8.02	9.00
营业外支出	2.31	2.35	1.73	2.13	2.07
利润总额	139.21	169.57	215.59	253.35	320.99
所得税	34.65	38.82	53.67	58.00	79.90
净利润	104.56	130.75	161.92	195.35	241.08
少数股东损益	10.98	10.75	15.09	18.26	21.61
归属于母公司净利润	93.58	119.99	146.83	177.09	219.47
每股收益(元)	0.92	1.18	1.44	1.74	2.16

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	14.06%	18.12%	33.36%	27.19%	25.00%
营业利润	38.22%	21.86%	15.47%	24.75%	26.91%
归属于母公司净利润	26.47%	28.23%	22.37%	20.60%	23.94%
获利能力					
毛利率	28.41%	28.77%	29.00%	29.00%	29.00%
净利率	5.18%	5.62%	5.16%	4.89%	4.85%
ROE	25.02%	13.55%	14.55%	15.46%	16.71%
ROIC	53.12%	58.43%	54.26%	44.92%	50.42%
偿债能力					
资产负债率	46.59%	33.05%	35.51%	32.90%	36.96%
净负债率	-28.34%	-59.07%	-54.45%	-57.26%	-54.18%
流动比率	1.71	2.58	2.45	2.58	2.32
速动比率	0.68	1.57	1.33	1.31	1.09
营运能力					
应收账款周转率	189.99	179.08	129.95	-147.51	-51.45
存货周转率	5.06	5.14	5.08	5.11	5.09
总资产周转率	2.53	1.98	1.87	2.08	2.23
每股指标(元)					
每股收益	0.92	1.18	1.44	1.74	2.16
每股经营现金流	1.06	1.03	1.02	2.22	1.46
每股净资产	3.68	8.71	9.92	11.26	12.92
估值比率					
市盈率	40.67	31.72	25.92	21.49	17.34
市净率	10.18	4.30	3.77	3.32	2.90
EV/EBITDA	0.00	16.97	15.92	12.38	9.59
EV/EBIT	0.00	18.53	16.56	12.89	9.98

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com