

爱婴室 (603214)

19Q3 归母净利同比增 49.5%，净开店 15 家加速布局

19Q1-3 营收同比增长 14.52%，扣非后归母净利同比增长 33.75%。10月 17 日，公司公告，公司 19Q1-3 营收 17.41 亿元，同比增长 14.52%，其中 19Q3 营收 5.62 亿元，同比增长 11.68%。Q1-3 同比增速分别为 13.2%、18.4%、11.7%。

19Q1-3 归母净利 8726.59 万，同比增长 32.95%，其中 19Q3 归母净利 2497.86 万元，同比增长 49.46%，Q1-3 同比增速分别为 46.4%、21%、49.5%。19Q1-3 扣非后归母净利 7326.87 万元，同比增长 33.75%，其中 19Q3 扣非后归母净利 2237.91 万元，同比增长 56.62%。

2019Q3 公司毛利率 30.97%，同比增加 3.83pct。分大类看，19Q1-3 奶粉类毛利率 22.45% (+3.59pct)、用品类毛利率 22.51% (+1.34pct)、棉纺类毛利率 40.28% (-8.95pct)、食品类毛利率 33% (+6.37pct)、玩具类毛利率 27.38% (-0.93pct)、车床类毛利率 26.09% (-3.31pct)、婴儿抚触等服务毛利率 9.13% (+1.82pct)、其他业务毛利率 92.81% (+0.54pct)。

2019Q1-3 公司期间费用率 8.05%，同比增加 0.61pct；其中销售费用率 6.88%，同比增加 0.22pct；管理费用率 1.32%，同比增加 0.63pct，主要为公司增加股权激励限制性股票费用摊销、员工绩效、新办公室增加所致；财务费用率 -0.16%，同比减少 0.25pct，主要为公司利息收入所致。归母净利率为 4.44%，同比增加 1.12pct。

19Q3 净开门店 15 家，19Q1-3 爱婴室新开门店 39 家，建筑面积 2.20 万平方米；关闭门店 14 家，建筑面积 6129.95 平方米，19Q1-3 净增门店 25 家；公司已签约待开业门店合计 33 家，建筑面积 2.06 万平方米。

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发展步伐，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。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 年净利润分别为 1.47 亿元、1.77 亿元、2.19 亿元；PE 分别为 30x、25x、20xpe。

风险提示：门店扩张不达预期，自有品牌占比提升不达预期

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)	47.69	37.19	30.39	25.20	20.33
市净率(P/B)	11.93	5.04	4.42	3.90	3.40
市销率(P/S)	2.47	2.09	1.57	1.23	0.99
EV/EBITDA	0.00	16.97	19.18	14.98	11.64

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告
2019 年 10 月 24 日

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	43.88 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)	4,462.60
流通 A 股市值(百万元)	2,422.30
每股净资产(元)	9.32
资产负债率(%)	37.43
一年内最高/最低(元)	46.19/32.86

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

- 1 《爱婴室-半年报点评:19H1 归母净利+27%，渠道建设提速开启新一轮成长周期》 2019-08-13
- 2 《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
- 3 《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

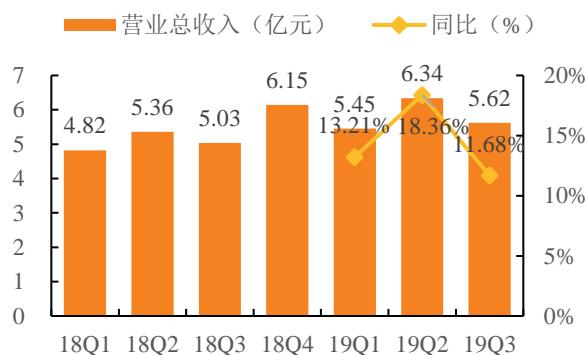


请务必阅读正文之后的信息披露和免责申明

19Q1-3 营收同比增长 14.52%，扣非后归母净利同比增长 33.75%。10月 17 日，公司公告，公司 19Q1-3 营收 17.41 亿元，同比增长 14.52%，其中 19Q3 营收 5.62 亿元，同比增长 11.68%。Q1-3 同比增速分别为 13.2%、18.4%、11.7%。

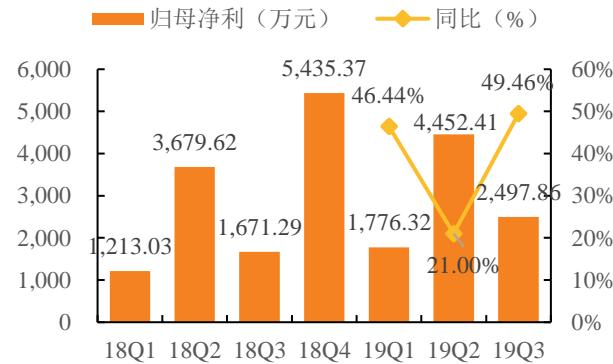
19Q1-3 归母净利 8726.59 万，同比增长 32.95%，其中 19Q3 归母净利 2497.86 万元，同比增长 49.46%，Q1-3 同比增速分别为 46.4%、21%、49.5%。19Q1-3 扣非后归母净利 7326.87 万元，同比增长 33.75%，其中 19Q3 扣非后归母净利 2237.91 万元，同比增长 56.62%。

图 1：2019Q3 公司营收 5.62 亿元，同比增长 11.68%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：2019Q3 公司归母净利 2497.86 万元，同比增长 49.46%

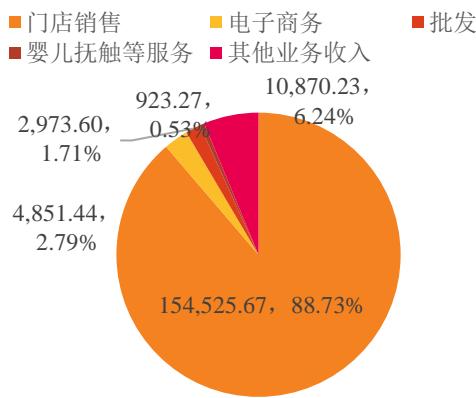


资料来源：公司公告，天风证券研究所

分业态看，19Q1-3 门店销售收入 15.45 亿 (+15.65%)、电子商务收入 0.49 亿 (+78.01%)、批发收入 0.30 亿 (-51.96%)、婴儿抚触等服务收入 0.09 亿 (-4.82%)、其他业务收入 1.09 亿 (+26.84%)。

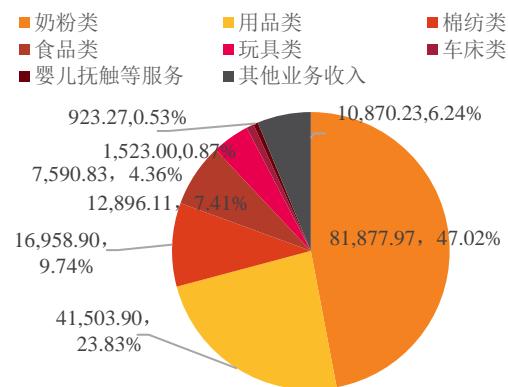
分大类看，19Q1-3 奶粉类收入 8.19 亿 (+15.55%)、用品类收入 4.15 亿 (+9.06%)、棉纺类收入 1.70 亿 (+26.69%)、食品类收入 1.29 亿 (+14.91%)、玩具类收入 0.76 亿 (+17.43%)、车床类收入 0.15 亿 (-40.08%)、婴儿抚触等服务收入 0.09 亿 (-4.82%)、其他业务收入 1.09 亿 (+26.84%)。

图 3：营业收入分业态情况（万元，%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

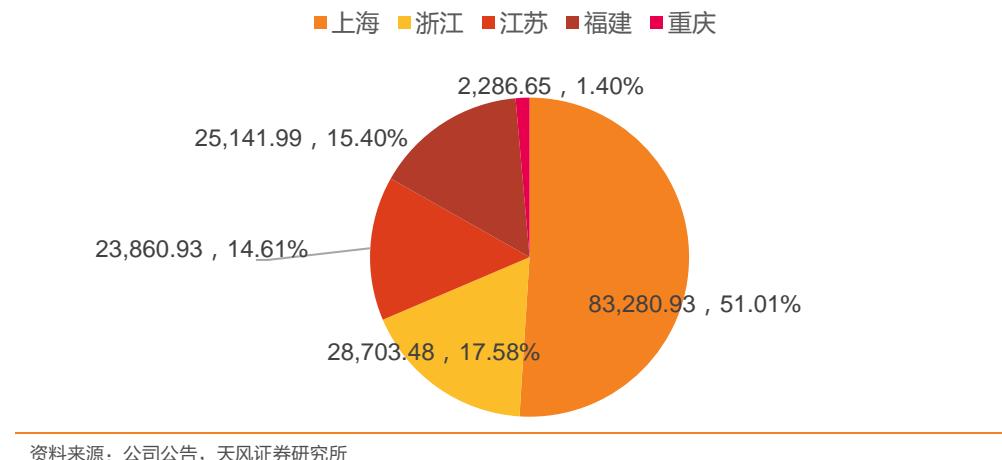
图 4：营业收入分大类情况（万元，%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

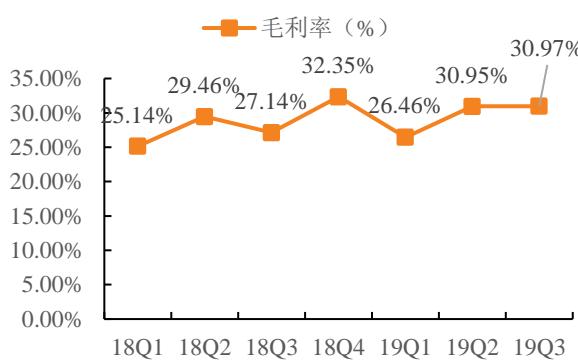
分地区看，19Q1-3 上海收入 8.33 亿 (+51.01%)、浙江收入 2.87 亿 (+17.58%)、江苏收入 2.39 亿 (14.61%)、福建收入 2.51 亿 (15.40%)、重庆收入为 0.23 亿 (+1.40%)。

图 5：主营业务分地区情况（万元，%）



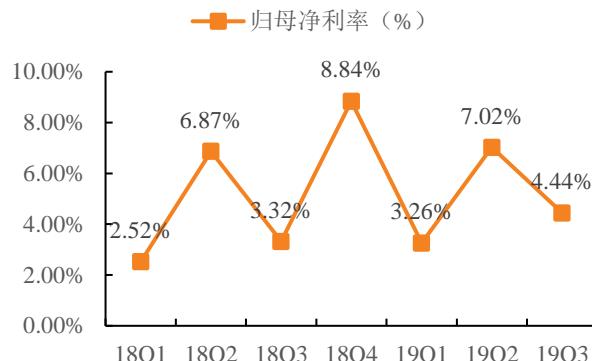
2019Q3 公司毛利率 30.97%，同比增加 3.83pct。分大类看，19Q1-3 奶粉类毛利率 22.45% (+3.59pct)、用品类毛利率 22.51% (+1.34pct)、棉纺类毛利率 40.28% (-8.95pct)、食品类毛利率 33% (+6.37pct)、玩具类毛利率 27.38% (-0.93pct)、车床类毛利率 26.09% (-3.31pct)、婴儿抚触等服务毛利率 9.13% (+1.82pct)、其他业务毛利率 92.81% (+0.54pct)。

图 6：2019Q3 公司毛利率 30.97%，同比增加 3.83pct



资料来源：公司公告，天风证券研究所

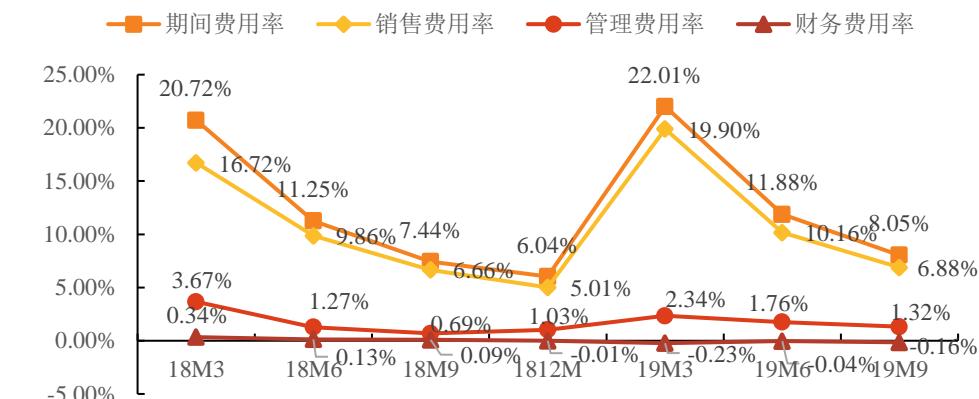
图 7：2019Q3 公司归母净利率为 4.44%，同比增加 1.12pct



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2019Q1-3 公司期间费用率 8.05%，同比增加 0.61pct；其中销售费用率 6.88%，同比增加 0.22pct；管理费用率 1.32%，同比增加 0.63pct，主要为公司增加股权激励限制性股票费用摊销、员工绩效、新办公室增加所致；财务费用率 -0.16%，同比减少 0.25pct，主要为公司利息收入所致。归母净利率为 4.44%，同比增加 1.12pct。

图 8：公司费用率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

19Q3 净开门店 15 家，19Q1-3 爱婴室新开门店 39 家，建筑面积 2.20 万平方米；关闭门店 14 家，建筑面积 6129.95 平方米，19Q1-3 净增门店 25 家；公司已签约待开业门店合计 33 家，建筑面积 2.06 万平方米。

图 9：截至 19Q3，公司直营门店总规模达 266 家（家，%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 1：报告期内门店变动情况

地区	经营业态	新开门店		关闭门店		期末门店	
		门店家数	建筑面积(m ²)	开业时间	门店家数	建筑面积	关闭时间
上海	零售	19	7,536.47	2019年第9一、二、三季度	4,341.24	94	48,680.31
浙江	零售	9	6,190.03	2019年第2一、二、三季度	1,147.27	53	38,728.02
江苏	零售	6	6,419.50	2019年第2一、二、三季度	511.44	55	36,629.03
福建	零售	3	1,264.05	2019年第0三季度	0	45	25,873.99

重庆	零售	2	630.14	2019 年第 三季度	130	2019 年第 三季度	19	6,014.33
合计		39	22,040.19		14	6,129.95	266	155,925.68

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 2：已签约待开业门店情况

地区	经营业态	门店家数	门店来源	建筑面积(m ²)	预计开业时间
上海	零售	15	租赁	7,753.60	2019 年第四季度
浙江	零售	6	租赁	3,766.10	2019 年第四季度
江苏	零售	7	租赁	7,172.04	2019 年第四季度
福建	零售	4	租赁	1,611.33	2019 年第四季度
广东	零售	1	租赁	297	2019 年四季度
合计		33		20,600.17	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

近年来母婴零售渠道加速变革，线上线下面临新机遇。在线下渠道中，母婴连锁店成长迅速，在资本的介入下，连锁化趋势愈加明晰，整合并购、优胜劣汰的时代加速到来；在线上渠道中，综合电商平台上的母婴专区/品牌店成长较快，母婴领域 C2M 电商与社交电商快速崛起，满足用户对产品的多元化需求；从全渠道看，商超/百货里的母婴份额持续萎缩，母婴专业连锁和电商的渠道份额持续提升，具有一定实力的母婴连锁企业纷纷自建线上平台，分享电商快速成长的红利，母婴领域的垂直电商等也在调整经营策略，向线下实体母婴渠道布局。未来，线上线下加速融合的全渠道经营模式将成为母婴零售行业内企业经营的主流趋势。

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 年净利润分别为 1.47 亿元、1.77 亿元、2.19 亿元；PE 分别为 30x、25x、20xpe。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	116.48	598.92	580.98	699.48	764.52	营业收入	1,807.85	2,135.40	2,847.80	3,622.12	4,527.65
应收票据及应收账款	9.13	14.72	29.11	(78.23)	(97.78)	营业成本	1,294.26	1,521.04	2,021.94	2,571.71	3,214.63
预付账款	82.74	54.07	120.67	115.06	172.15	营业税金及附加	6.85	9.66	12.44	15.31	19.79
存货	369.07	462.25	658.72	758.64	1,021.46	营业费用	307.12	389.11	541.08	688.20	860.25
其他	32.50	51.02	46.90	44.47	55.99	管理费用	63.39	63.13	85.43	112.29	135.83
流动资产合计	609.92	1,180.99	1,436.38	1,539.43	1,916.34	研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	5.68	4.09	(4.38)	(5.59)	(6.40)
固定资产	70.79	70.60	89.86	129.20	167.59	资产减值损失	0.54	1.39	0.74	0.89	1.01
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	19.70	17.83	14.78	11.74	8.69	投资净收益	2.20	15.27	7.82	8.14	11.53
其他	66.15	115.28	74.14	67.30	70.58	其他	(13.15)	(40.06)	(15.64)	(16.28)	(23.06)
非流动资产合计	156.64	203.71	214.79	277.84	318.63	营业利润	140.97	171.78	198.36	247.46	314.06
资产总计	769.61	1,387.92	1,654.54	1,820.48	2,238.23	营业外收入	0.55	0.13	18.96	8.02	9.00
短期借款	0.00	50.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	2.31	2.35	1.73	2.13	2.07
应付票据及应付账款	226.85	264.83	406.07	447.29	610.21	利润总额	139.21	169.57	215.59	253.35	320.99
其他	131.71	143.85	181.52	151.63	217.03	所得税	34.65	38.82	53.67	58.00	79.90
流动负债合计	358.56	458.68	587.59	598.91	827.24	净利润	104.56	130.75	161.92	195.35	241.08
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	10.98	10.75	15.09	18.26	21.61
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	93.58	119.99	146.83	177.09	219.47
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.92	1.18	1.44	1.74	2.16
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	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	104.56	130.75	146.83	177.09	219.47	成长能力					
折旧摊销	32.08	34.63	7.78	10.10	12.50	营业收入	14.06%	18.12%	33.36%	27.19%	25.00%
财务费用	0.00	0.00	(4.38)	(5.59)	(6.40)	营业利润	38.22%	21.86%	15.47%	24.75%	26.91%
投资损失	(2.20)	(15.27)	(7.82)	(8.14)	(11.53)	归属于母公司净利润	26.47%	28.23%	22.37%	20.60%	23.94%
营运资金变动	(5.68)	(69.31)	(53.30)	33.63	(86.82)	获利能力					
其它	(20.49)	23.51	15.09	18.26	21.61	毛利率	28.41%	28.77%	29.00%	29.00%	29.00%
经营活动现金流	108.26	104.30	104.21	225.34	148.83	净利率	5.18%	5.62%	5.16%	4.89%	4.85%
资本支出	11.21	13.28	60.00	80.00	50.00	ROE	25.02%	13.55%	14.55%	15.46%	16.71%
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	53.12%	58.43%	54.26%	44.92%	50.42%
其他	(42.57)	(63.93)	(112.33)	(151.70)	(88.52)	偿债能力					
投资活动现金流	(31.35)	(50.65)	(52.33)	(71.70)	(38.52)	资产负债率	46.59%	33.05%	35.51%	32.90%	36.96%
债权融资	0.00	50.00	0.00	0.00	0.00	净负债率	-28.34%	-59.07%	-54.45%	-57.26%	-54.18%
股权融资	(5.68)	407.44	6.08	5.59	6.40	流动比率	1.71	2.58	2.45	2.58	2.32
其他	(29.72)	(28.64)	(75.90)	(40.74)	(51.66)	速动比率	0.68	1.57	1.33	1.31	1.09
筹资活动现金流	(35.40)	428.80	(69.82)	(35.14)	(45.26)	营运能力					
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	189.99	179.08	129.95	-147.51	-51.45
现金净增加额	41.51	482.45	(17.94)	118.50	65.04	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	47.69	37.19	30.39	25.20	20.33
						市净率	11.93	5.04	4.42	3.90	3.40
						EV/EBITDA	0.00	16.97	19.18	14.98	11.64
						EV/EBIT	0.00	18.53	19.94	15.61	12.12

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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