

2020年03月27日

公司研究●证券研究报告

# 爱婴室 (603214.SH)

## 渠道外延推动增长，关注全渠道、跨区域、自有品牌战略推进

### 事件

公司披露年报，2019年实现营收24.60亿元/+15.22%，归母净利1.54亿元/+28.55%，扣非归母净利1.25亿元/+20.68%，基本每股收益1.10元/+20.88%，拟每10股派现金红利5元（含税）并转增4股。

其中四季度公司实现营收7.19亿元/+17.0%，归母净利6698万元/+23.2%。

### 投资要点

- ◆ **年度业绩稳健提升，渠道扩张及产品结构调整推动增长：**营收端，全年营收增长15%，主要源于近年来公司门店持续扩张，2018年公司渠道数量增长18%，门店逐步培育推动营收持续稳健扩张。净利端，19年净利增长近29%，增速高于营收增速，一是公司奶粉用品品类的产品结构调整以及自有品牌战略共同推动毛利率提升，二是公司政府补助等非经常性损益较快提升，扣除非经常损益后，公司扣非归母增长近21%。
- ◆ **渠道加速外延，门店培育推动业绩快速增长：**分渠道看，公司持续以线下门店销售为主，门店销售、电商、批发渠道营收占比分别约89%、3.1%、1.5%。其中线下门店营收增长16%，增速持续稳健，电商渠道营收增长67%，全渠道战略持续推进，带动电商业务发展。2019年公司合计门店数量达297家，较2018年增加33%，购物中心及百货竞争加剧背景下，公司渠道扩张加速。次新门店逐步培育发力，推动公司2019年门店销售稳步增长，另有可比门店全年销售增长2.7%助力规模扩张。
- ◆ **华东稳步增长，区域扩张步伐延续：**分区域看，2019年公司主要区域江浙沪贡献约80%的营业收入，并在内生外延增长推动下取得8.8%的稳健增长。另外2019年内公司通过全资孙公司收购重庆泰诚51.72%股权，获取旗下重庆母婴渠道门店，2019年重庆合计门店数量达20家，贡献营收占比约1.5%。另外四季度公司于广东深圳开出一家新店，跨区域扩张战略更进一步。
- ◆ **奶粉用品调结构推升毛利率，自有品牌战略稳步推进：**分品类看，公司奶粉、用品、棉纺、食品品类营收占比分别约47%、24%、11%、7.2%。渠道扩张及次新门店良好培育推动下，上述品类分别实现18%、9.9%、22%、16%的营收增长。其中奶粉类、用品类进行产品结构调整，毛利率较上年度分别提升3.3pct、3.5pct至23.7%、26.6%，另有棉纺类依托自有品牌维持40%以上的高毛利率。2019年公司自有品牌战略继续推进，自有品牌产品销售额近2.31亿元，同比增长29.7%，占商品销售额比例达9.97%，持续推升门店引流能力及毛利率。
- ◆ **毛利率增长覆盖费用率提升，带动净利率上行：**盈利能力方面，奶粉用品品类产品结构调整，自有品牌持续推进，2019年公司毛利率同比增长2.4pct至31.2%。股权激励费用及渠道加速扩张推动销售费用率提升1.6pct至19.8%，股权激励及全渠道系统上线推动管理费用率增加0.6pct至3.6%。另有财务费用率及资产损失占营

## 动态分析

商贸零售 | 连锁 III  
投资评级 增持-A(维持)

股价(2020-03-27) 41.42元

### 交易数据

总市值（百万元）	4,227.28
流通市值（百万元）	2,286.50
总股本（百万股）	102.06
流通股本（百万股）	55.20
12个月价格区间	32.86/51.12元

### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	22.24	8.23	13.31
绝对收益	15.02	0.41	5.81

### 分析师

王冯  
SAC 执业证书编号: S0910516120001  
wangfeng@huajinsc.cn  
021-20377089

### 报告联系人

吴雨舟  
wuyuzhou@huajinsc.cn  
021-20377061

### 相关报告

爱婴室：渠道扩张有望加速，净利润延续高速增长趋势 2019-10-22

爱婴室：渠道扩张推动业绩增长，关注未来跨区域拓展及奶粉高端化 2019-08-13

收降低，最终公司净利率提升 0.8pct 至 6.9%，推动利润增速高于营收增速。

- ◆ **投资建议：**爱婴室是立足华东的母婴渠道商，渠道扩张及产品结构调整推动业绩持续较快增长。近年来消费者重视品质推动母婴市场增长，公司渠道扩张有望夯实 20 年增长基础，关注疫情影响下公司全渠道、跨区域、自有品牌战略推进。我们预测公司 2020 年至 2022 年每股收益分别为 1.75、2.11 和 2.52 元，净资产收益率分别为 15.1%、16.2% 和 17.0%。目前公司 PE (2020E) 约为 24 倍，维持“增持-A”建议。
- ◆ **风险提示：**疫情影响一季度国内线下渠道消费；门店培育或不及预期；海外疫情或影响部分产品供应链。

### 财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,135	2,460	2,830	3,177	3,644
YoY(%)	18.1	15.2	15.0	12.2	14.7
净利润(百万元)	120	154	178	216	257
YoY(%)	28.2	28.5	15.5	21.1	19.3
毛利率(%)	28.8	31.2	30.1	31.2	31.8
EPS(摊薄/元)	1.18	1.51	1.75	2.11	2.52
ROE(%)	13.6	15.2	15.1	16.2	17.0
P/E(倍)	35.2	27.4	23.7	19.6	16.4
P/B(倍)	4.8	4.2	3.6	3.2	2.8
净利率(%)	5.6	6.3	6.3	6.8	7.1

数据来源：Wind, 贝格数据, 华金证券研究所

### 内容目录

一、年度业绩稳健提升，渠道扩张及产品结构调整推动增长..... 4

二、渠道外延推动增长，关注全渠道、跨区域、自有品牌战略.....	4
(一) 渠道加速外延，门店培育推动业绩快速增长.....	4
(二) 华东稳步增长，区域扩张步伐延续.....	5
(三) 奶粉用品调结构推升毛利率，自有品牌战略稳步推进.....	6
三、毛利率增长覆盖费用率提升，带动净利率上行.....	6
(一) 毛利率增长覆盖费用率提升，带动净利率上行.....	6
(二) 存货周转略有放缓，现金流较为稳健.....	7
四、盈利预测及投资建议.....	7
五、风险提示 .....	8

## 图表目录

图 1: 爱婴室年度营业收入情况 .....	4
图 2: 爱婴室年度归母净利润情况 .....	4
图 3: 爱婴室季度营业收入情况 .....	4
图 4: 爱婴室季度归母净利润情况 .....	4
图 5: 爱婴室各渠道营业收入及其增长 (百万元, %) .....	5
图 6: 爱婴室合计门店数量 (家) .....	5
图 7: 爱婴室可比门店销售增长 .....	5
图 8: 爱婴室分区域营业收入 (百万元) .....	6
图 9: 爱婴室分区域营业收入占比 .....	6
图 10: 爱婴室分品类营业收入 (百万元) .....	6
图 11: 爱婴室分品类毛利率 .....	6
图 12: 爱婴室利润率情况 .....	7
图 13: 爱婴室费用率情况 .....	7
图 14: 爱婴室存货及其占营收比例 .....	7
图 15: 爱婴室经营性现金流情况 .....	7
表 1: 爱婴室分渠道营业收入及预测 (百万元, %) .....	8

## 一、年度业绩稳健提升，渠道扩张及产品结构调整推动增长

公司披露年报，2019年实现营收24.60亿元/+15.22%，归母净利1.54亿元/+28.55%，扣非归母净利1.25亿元/+20.68%，基本每股收益1.10元/+20.88%，拟每10股派现金红利5元（含税）并转增4股。其中四季度公司实现营收7.19亿元/+17.0%，归母净利6698万元/+23.2%。

营收端，全年营收增长15%，主要源于近年来公司门店持续扩张，2018年公司渠道数量增长18%，门店逐步培育推动营收持续稳健扩张。

净利端，19年净利增长近29%，增速高于营收增速，一是公司奶粉用品品类的产品结构调整以及自有品牌战略共同推动毛利率提升，二是公司政府补助等非经常性损益较快提升，扣除非经常损益后，公司扣非归母增长近21%。

图1：爱婴室年度营业收入情况

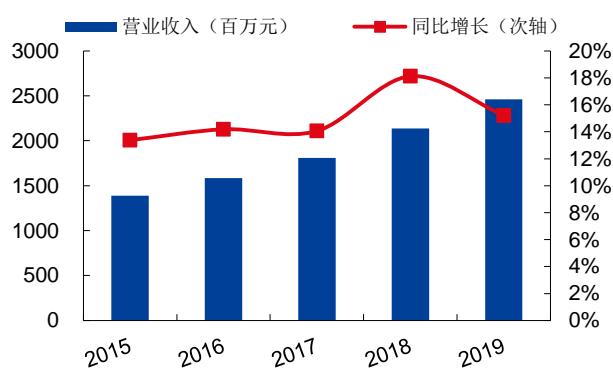


图2：爱婴室年度归母净利情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

资料来源：Wind，华金证券研究所

图3：爱婴室季度营业收入情况

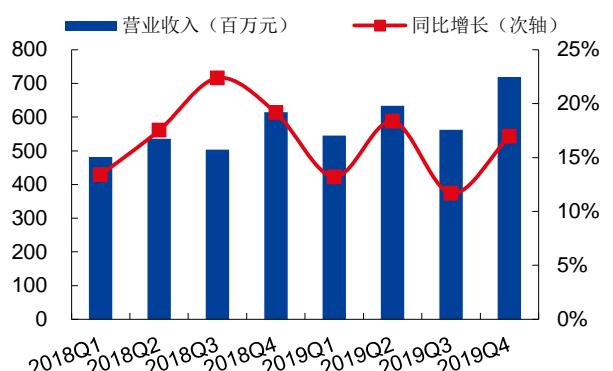
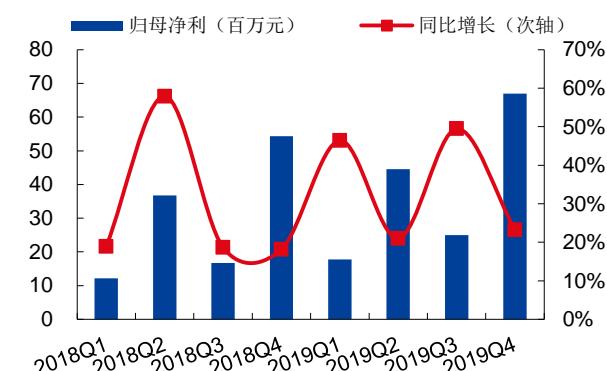


图4：爱婴室季度归母净利情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

资料来源：Wind，华金证券研究所

## 二、渠道外延推动增长，关注全渠道、跨区域、自有品牌战略

### （一）渠道加速外延，门店培育推动业绩快速增长

分渠道看，公司持续以线下门店销售为主，门店销售、电商、批发渠道营收占比分别约 89%、3.1%、1.5%。其中线下门店营收增长 16%，增速持续稳健，电商渠道营收增长 67%，全渠道战略持续推进，带动电商业务发展。2019 年公司合计门店数量达 297 家，较 2018 年增加 33%，购物中心及百货竞争加剧背景下，公司渠道扩张加速。次新门店逐步培育发力，推动公司 2019 年门店销售稳步增长，另有可比门店全年销售增长 2.7% 助力规模扩张。

图 5：爱婴室各渠道营业收入及其增长（百万元，%）

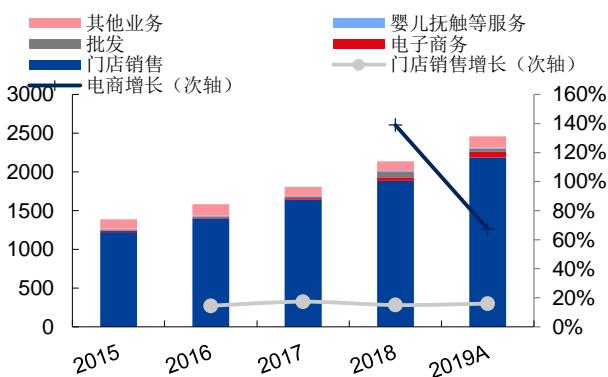
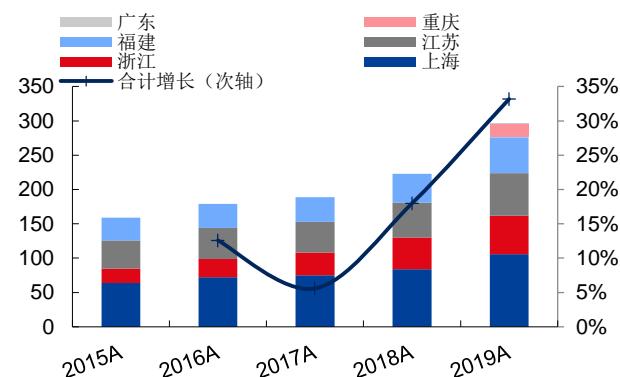


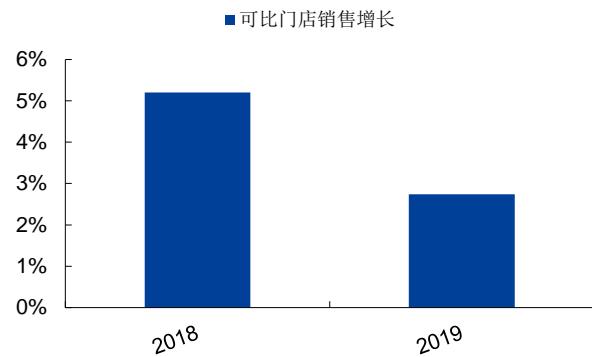
图 6：爱婴室合计门店数量（家）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 7：爱婴室可比门店销售增长



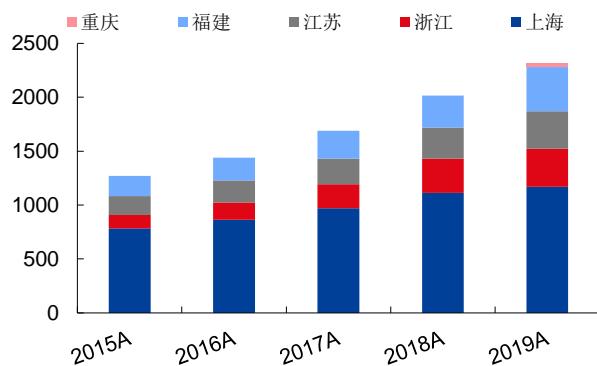
资料来源：公司公告，华金证券研究所

## （二）华东稳步增长，区域扩张步伐延续

分区域看，2019 年公司主要区域江浙沪贡献约 80% 的营业收入，并在内生外延增长推动下取得 8.8% 的稳健增长。另外 2019 年内公司通过全资孙公司收购重庆泰诚 51.72% 股权，获取旗下重庆母婴渠道门店，2019 年重庆合计门店数量达 20 家，贡献营收占比约 1.5%。另外四季度公司于广东深圳开出一家新店，跨区域扩张战略更进一步。

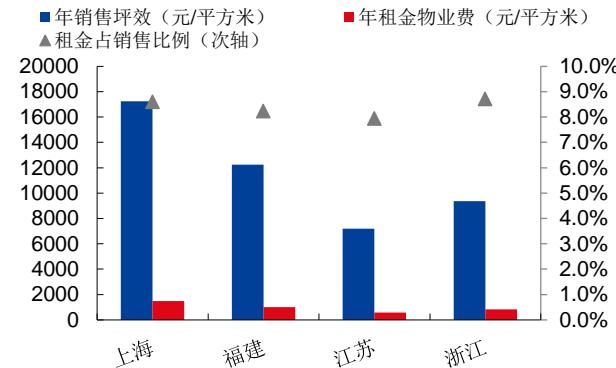
此外，公司成熟区域经营效率类似，上海、福建、江苏、浙江租金占销售比例均在 8% 左右，其中上海凭借一线城市高消费能力取得较高坪效。

图 8: 爱婴室分区域营业收入 (百万元)



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 9: 爱婴室分区域营业收入占比

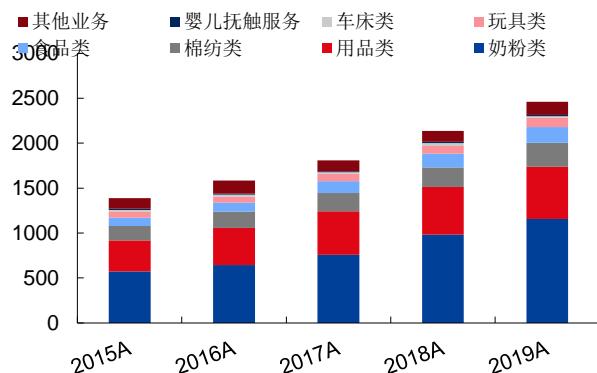


资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

### (三) 奶粉用品调结构推升毛利率, 自有品牌战略稳步推进

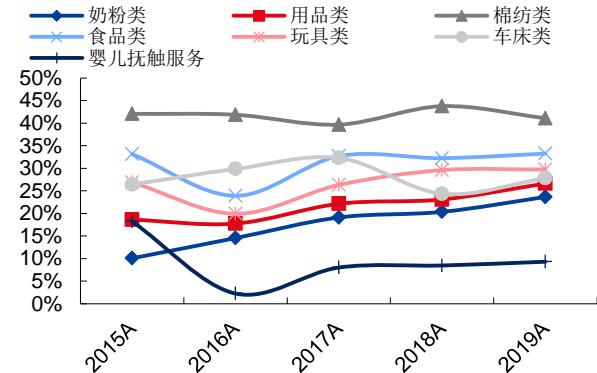
分品类看, 公司奶粉、用品、棉纺、食品品类营收占比分别约 47%、24%、11%、7.2%。渠道扩张及次新门店良好培育推动下, 上述品类分别实现 18%、9.9%、22%、16%的营收增长。其中奶粉类、用品类进行产品结构调整, 毛利率较上年度分别提升 3.3pct、3.5pct 至 23.7%、26.6%, 另有棉纺类依托自有品牌维持 40%以上的高毛利率。2019 年公司自有品牌战略继续推进, 自有品牌产品销售额近 2.31 亿元, 同比增长 29.7%, 占商品销售额比例达 9.97%, 持续推升门店引流能力及毛利率。

图 10: 爱婴室分品类营业收入 (百万元)



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 11: 爱婴室分品类毛利率



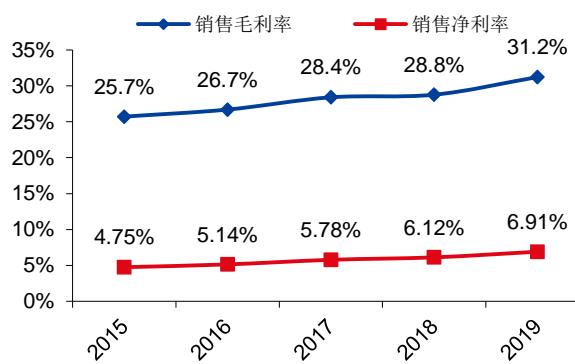
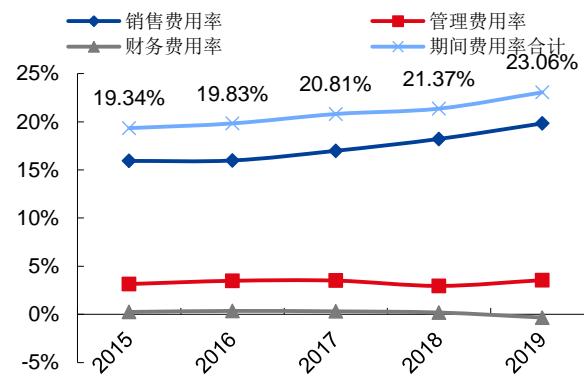
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

## 三、毛利率增长覆盖费用率提升, 带动净利率上行

### (一) 毛利率增长覆盖费用率提升, 带动净利率上行

盈利能力方面, 奶粉用品品类产品结构调整, 自有品牌持续推进, 2019 年公司毛利率同比增长 2.4pct 至 31.2%。股权激励费用及渠道加速扩张推动销售费用率提升 1.6pct 至 19.8%, 股

权激励及全渠道系统上线推动管理费用率增加 0.6pct 至 3.6%。另有财务费用率及资产损失占营收降低，最终公司净利率提升 0.8pct 至 6.9%，推动利润增速高于营收增速。

**图 12：爱婴室利润率情况**

**图 13：爱婴室费用率情况**


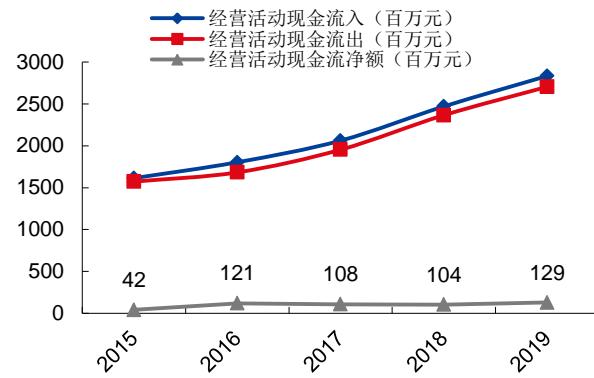
资料来源：Wind，华金证券研究所

资料来源：Wind，华金证券研究所

## （二）存货周转略有放缓，现金流较为稳健

存货方面，公司 2019 年存货增长 23%至 5.68 亿元，其中库存商品账面余额增长 24%，存货周转由 2018 年的 3.66 次放缓至 2019 年的 3.28 次，预计主要为春节提前带来的备货影响。现金流方面，公司经营活动现金流入、流出分别增长 14.7%、14.3%，最终经营活动现金流净额增长 23.8%，现金流持续较为稳健。

**图 14：爱婴室存货及其占营收比例**

**图 15：爱婴室经营性现金流情况**


资料来源：Wind，华金证券研究所

资料来源：Wind，华金证券研究所

## 四、盈利预测及投资建议

爱婴室是立足华东的母婴渠道商，渠道扩张及产品结构调整推动业绩持续较快增长。近年来消费者重视品质推动母婴市场增长，公司渠道扩张有望夯实 20 年增长基础，关注疫情影响下公司全渠道、跨区域、自有品牌战略推进。我们预测公司 2020 年至 2022 年每股收益分别为 1.75、2.11 和 2.52 元，净资产收益率分别为 15.1%、16.2% 和 17.0%。目前公司 PE (2020E) 约为 24 倍，维持“增持-A”建议。

**表 1：爱婴室分渠道营业收入及预测（百万元，%）**

		2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2021E
门店销售	营业收入	1641.10	1886.84	2188.28	2536.46	2840.83	3266.96
	增长率		14.97%	15.98%	15.91%	12.00%	15.00%
	毛利率	24.35%	25.79%	28.36%	27.50%	29.00%	30.00%
电子商务	营业收入	18.98	45.35	75.92	105.50	142.42	178.03
	增长率		138.98%	67.42%	38.96%	35.00%	25.00%
	毛利率	7.01%	7.89%	8.70%	8.70%	9.50%	10.30%
批发	营业收入	17.09	69.20	37.89	22.74	18.19	14.55
	增长率		304.88%	-45.24%	-40.00%	-20.00%	-20.00%
	毛利率	13.22%	14.34%	13.26%	13.50%	13.50%	13.50%
婴儿抚触等服务	营业收入	12.60	12.83	13.89	13.89	15.97	17.57
	增长率		1.80%	8.29%	0.00%	15.00%	10.00%
	毛利率	8.02%	8.47%	9.31%	9.50%	10.00%	10.00%
其他业务	营业收入	118.08	121.19	144.38	151.60	159.18	167.14
	增长率		2.64%	19.13%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	92.64%	93.38%	93.34%	93.50%	93.50%	93.50%
合计	营业收入	1807.85	2135.40	2460.37	2830.18	3176.60	3644.25
	增长率		18.12%	15.22%	15.03%	12.24%	14.72%
	毛利率	28.41%	28.77%	31.23%	30.13%	31.17%	31.79%

资料来源: Wind, 公司公告, 华金证券研究所

## 五、风险提示

疫情影响一季度国内线下渠道消费；门店培育或不及预期；海外疫情或影响部分产品供应链。

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	1184	1383	1461	1653	1936	<b>营业收入</b>	2135	2460	2830	3177	3644
现金	599	655	655	748	909	营业成本	1521	1692	1977	2186	2486
应收票据及应收账款	18	27	20	38	28	营业税金及附加	10	8	7	12	14
预付账款	54	56	73	70	92	营业费用	389	488	538	610	703
存货	462	568	640	720	826	管理费用	63	87	85	98	117
其他流动资产	48	67	70	73	77	研发费用	0	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	204	273	333	323	312	财务费用	4	-8	-5	-7	-8
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	1	-5	-2	-3	-3
固定资产	71	82	133	164	151	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	18	23	27	28	28	投资净收益	15	8	9	9	10
其他非流动资产	56	91	95	100	105	<b>营业利润</b>	172	228	239	289	345
<b>资产总计</b>	1388	1655	1794	1976	2248	营业外收入	0	1	1	1	1
<b>流动负债</b>	459	577	551	582	674	营业外支出	2	3	2	3	2
短期借款	50	60	0	0	0	<b>利润总额</b>	170	227	238	288	343
应付票据及应付账款	265	313	362	385	465	所得税	39	57	59	72	86
其他流动负债	116	118	162	170	178	<b>税后利润</b>	131	170	178	216	257
<b>非流动负债</b>	0	1	1	1	1	少数股东损益	11	16	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	120	154	178	216	257
其他非流动负债	0	1	1	1	1	EBITDA	182	215	265	326	387
<b>负债合计</b>	459	579	552	584	675						
少数股东权益	44	63	63	63	63						
股本	100	102	102	102	102						
资本公积	416	464	464	464	464						
留存收益	370	488	613	764	944						
归属母公司股东权益	885	1014	1179	1330	1510						
<b>负债和股东权益</b>	1388	1655	1794	1976	2248						
<b>现金流量表(百万元)</b>						<b>主要财务比率</b>					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	104	129	157	188	253	<b>成长能力</b>					
净利润	131	170	178	216	257	营业收入(%)	18.1	15.2	15.0	12.2	14.7
折旧摊销	35	42	31	44	50	营业利润(%)	21.9	33.0	4.8	20.8	19.3
财务费用	4	-8	-5	-7	-8	归属于母公司净利润(%)	28.2	28.5	15.5	21.1	19.3
投资损失	-15	-8	-9	-9	-10						
营运资金变动	-70	-136	-37	-55	-36	<b>获利能力</b>					
其他经营现金流	20	70	0	0	0	毛利率(%)	28.8	31.2	30.1	31.2	31.8
<b>投资活动现金流</b>	-51	-78	-92	-36	-24	净利率(%)	5.6	6.3	6.3	6.8	7.1
<b>筹资活动现金流</b>	429	5	-65	-60	-69	ROE(%)	13.6	15.2	15.1	16.2	17.0
<b>每股指标(元)</b>						ROIC(%)	58.4	61.4	52.5	45.8	47.5
每股收益(最新摊薄)	1.18	1.51	1.75	2.11	2.52	<b>偿债能力</b>					
每股经营现金流(最新摊薄)	1.02	1.26	1.54	1.84	2.48	资产负债率(%)	33.0	35.0	30.8	29.5	30.0
每股净资产(最新摊薄)	8.68	9.93	11.55	13.03	14.80	流动比率	2.6	2.4	2.7	2.8	2.9
						速动比率	1.6	1.4	1.5	1.6	1.6
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6
						应收账款周转率	121.8	109.2	120.0	109.1	109.1
						应付账款周转率	8.7	8.5	8.4	8.5	8.6
						<b>估值比率</b>					
						P/E	35.2	27.4	23.7	19.6	16.4
						P/B	4.8	4.2	3.6	3.2	2.8
						EV/EBITDA	17.0	16.9	13.3	10.5	8.4

资料来源: Wind, 贝格数据, 华金证券研究所

## 公司评级体系

### 收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会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，也可能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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn