

证券研究报告—动态报告

商业贸易

专业零售

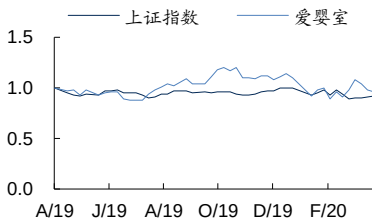
爱婴室 (603214)
增持

2020 年一季报点评

(维持评级)

2020 年 04 月 23 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	102/55
总市值/流通(百万元)	3,939/2,131
上证综指/深圳成指	2,844/10,617
12 个月最高/最低(元)	51.12/32.86

相关研究报告:

《爱婴室-603214-2019 年年报点评: 展店加速业绩稳步增长, 全渠道战略持续推进》——2020-03-30
 《爱婴室-603214-2019 年三季报点评: 盈利能力持续提升, 业绩略超预期》——2019-10-23
 《爱婴室-603214-深度报告: 华东母婴零售龙头, 加速异地扩张》——2019-09-16
 《爱婴室-603214-2019 年半年报点评: 业绩略超预期, 实现跨区拓展》——2019-08-13
 《爱婴室-603214-2018 年年报点评: 业绩略超预期, 内生+外延扩展提速》——2019-04-10

证券分析师: 张峻豪

电话: 021-60933168
 E-MAIL: zhangjh@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517070001

证券分析师: 曾光

电话: 0755-82150809
 E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511040003

证券分析师: 冯思捷

电话: 15219481534
 E-MAIL: fengsijie@guosen.com
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040002

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

Q1 业绩基本符合预期, 长期有望受益市场加速洗牌
● 2020 年 Q1 业绩符合预期, 归母净利润同比下降 50.29%

2020 年 Q1 营收 5.19 亿 (-4.81%), 归母净利润 0.09 亿 (-50.29%), 扣非归母净利润 -59.78 万 (-104.13%), 符合市场预期。归母净利润降幅大于收入降幅主因公司线下的费用较为刚性, 导致期间费用率上升幅度较大。非经常收益项目主要包括政府补助的返还及理财产品收益。

● 线上渠道高增 113.48%, 奶粉品类营收微增

分业务来看, 20 年 Q1 公司门店销售、电商、批发、婴儿抚触及其他业务收入营收增速分别为 -9.24%/113.48%/5.07%/-52.90%/ 26.84%。截至 Q1 末, 公司门店数量为 297 家, 净增店铺数为零。分品类来看, 奶粉类营收有所增长, 其他品类营收有所下降。公司在奶粉品类的增长凸显除其较高的渠道信任度以及强势品类方面的供应链优势。

● 盈利运营能力: 期间费用率提升较多, 经营性现金流净流出

2020 年 Q1 毛利率同比上升 1.18pct, 预计主要系公司折扣力度的下降。期间费用率上升 5.01pct, 其中销售费用率提升 3.82pct, 预计主要由于销售业务骨干计提股权激励费用增加及线下的租金成本以及人员工资较为刚性。管理费用率升 0.92pct, 主因管理人员计提股权激励费用增加、新办公室租金增加、全渠道系统上线费用增加等。经营情况来看, 公司存货周转天数上升 25.17 天, 应收账款周转天数上升 1.26 天。经营性现金流净流出 262.40 万, 经营性现金流营收比同比上升 5.25pct, 主要为公司优化、控制存货采购及去年低基数所致。

● 风险提示: 客流恢复不及预期, 门店扩张不及预期。
● 投资建议: 疫情加速市场洗牌, 公司具备长期优势, 维持“增持”

2017-2019 年, 公司 Q1 归母净利润占比不到 12%, 因此疫情对公司短期有所影响, 但母婴消费相对刚需, 预计疫情后有望得到快速恢复, 且电商业务也有望得到进一步快速发展。因此, 我们维持公司 20-22 年 EPS1.70/2.39/3.04 元/股, 对应 PE23/16/13X, 长期来看, 随着疫情好转公司客流有望逐步恢复, 同时疫情有望加速市场洗牌, 公司在母婴市场的长期竞争优势有望得到凸显, 维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

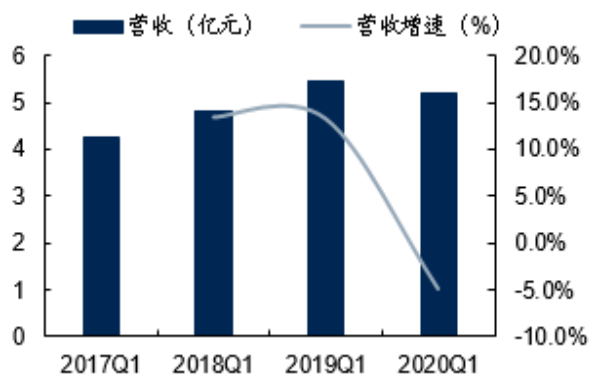
	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,460.4	2,813.4	3,534.2	4,113.1
(+/-%)	15.2%	14.4%	25.6%	16.4%
净利润(百万元)	154.2	173.5	243.9	309.7
(+/-%)	28.5%	12.5%	40.5%	27.0%
摊薄每股收益(元)	1.5	1.7	2.4	3.0
EBITMargin	7.5%	8.1%	9.3%	10.3%
净资产收益率(ROE)	15.2%	15.3%	18.7%	20.3%
市盈率(PE)	25.5	22.7	16.1	12.7
EV/EBITDA	23.9	20.2	14.4	11.5
市净率(PB)	4.2	3.7	3.2	2.8

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

业绩情况：归母净利润同比下降 50.29%，基本符合市场预期

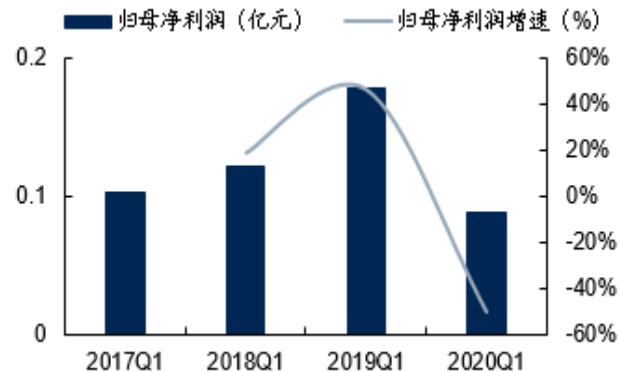
2020 年 Q1 实现营收 5.19 亿元 (-4.81%)，归母净利润 0.09 亿元 (-50.29%)，扣非归母净利润-59.78 万元 (-104.13%)，基本符合市场预期。归母净利润降幅大于收入降幅主要是由于公司线下的费用较为刚性，导致期间费用率上升幅度较大。非经常收益为 942.73 万元，收益项目主要包括政府补助的返还(977.19 万元)以及理财产品收益(287.07 万元)。

图 1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



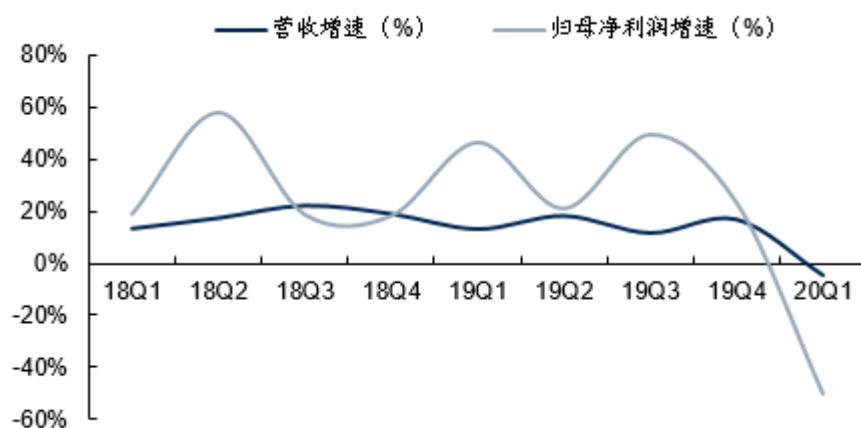
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：公司逐季营收及归母净利润表现情况



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

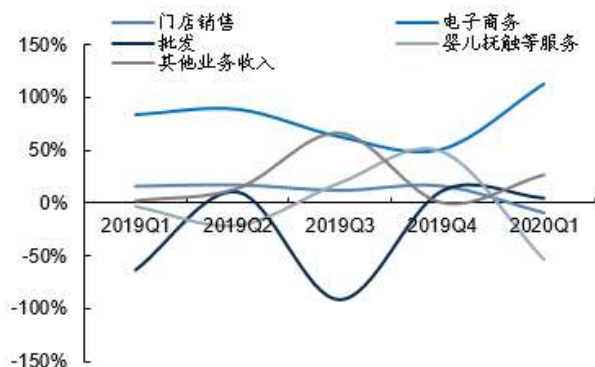
营收分拆：线上高增长，奶粉品类保持增长

分业务：门店销售和婴幼儿抚触业务营收有所下降，其他均有增长

2020 年 Q1 公司门店销售、电子商务、批发、婴儿抚触等服务、其他业务收入营收分别为 45,181.78 万元/ 2,873.75 万元/ 808.74 万元/ 172.39

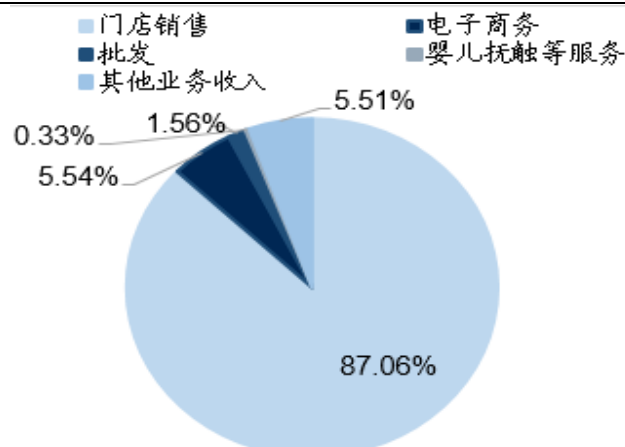
万元/ 2,861.39 万元，增速分别为-9.24%/113.48%/5.07%/-52.90%/ 26.84%。

图 4: 公司各项业务增速情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 5: 2019 年公司各项业务占比情况



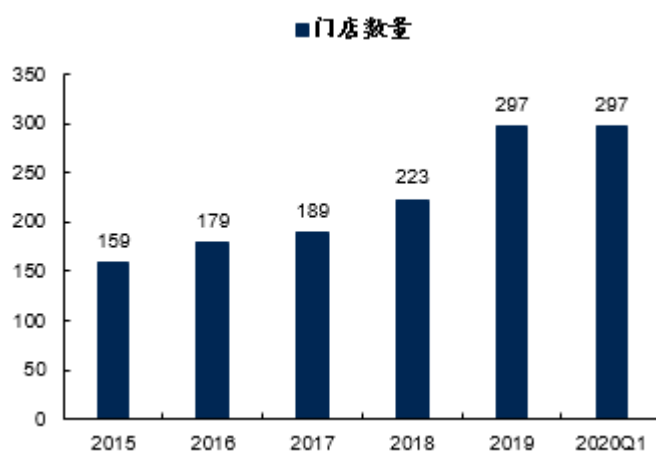
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

分渠道: 线下净开店 0 家, 线上营收同比增长 113.48%

1、线下展店: 开店 6 家, 关店 6 家

截至 2020 年 3 月 31 日, 公司拥有 297 家直营门店, 净开店 0 家。2020 年一季度, 公司新开门店 6 家, 上海、浙江、江苏和福建新开门店分别为 1、3、1 和 1 家, 关闭门店 6 家, 其中上海地区 4 家, 浙江和江苏分别 1 家。

图 6: 公司门店数量情况



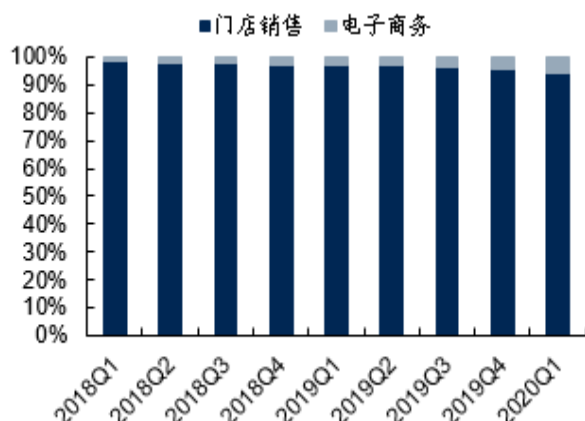
资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

2、线上线下的: 线上销售同比增长 113.48%

从商品销售的线上线下来看, 2020 年 Q1, 线下占比 94.02%, 营收同比下降 9.24%; 线上占比 5.98%, 增长 113.48%。

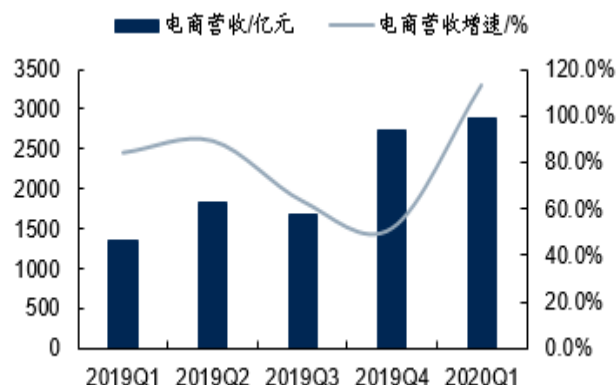
线上的高增长得益于公司在 2019 年全渠道营销体系的建设。2019 年, 公司围绕全渠道营销体系建设, 继续加码线上投入, APP 上线更丰富的商品、引入第三方入驻、实施更灵活多样的营销措施, APP 日活跃用户、月活跃用户有明显提升。此外, 公司独立开发并上线微商城小程序, 借助微信的用户平台, 扩大流量入口, 便于营销推广, 获取更多销售机会。

图 7：公司商品销售线上线下占比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：电商营收增速

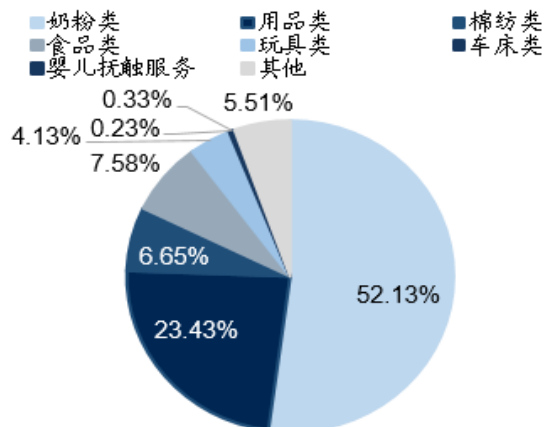


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

分品类：奶粉类营收有所增长，其他品类营收有所下降

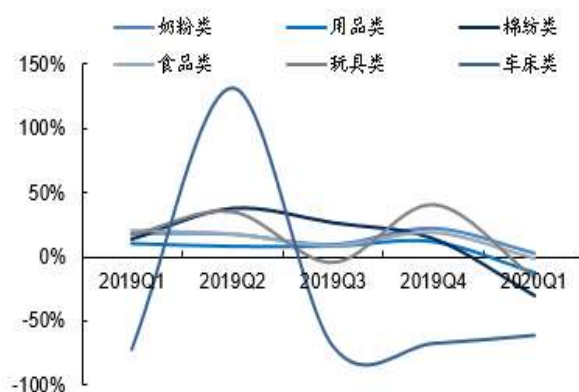
具体来看，各个品类的营收占比及营收增速分别为：奶粉类的增速及占比分别为 3.46%/52.13%，用品类的增速及占比分别为-12.91%/23.43%，棉纺类的增速及占比分别为-29.91%/6.65%，食品类的增速及占比分别为-1.69%/7.58%，玩具类的增速及占比分别为-16.00%/4.13%，车床类的增速及占比分别为-61.03%/0.23%，婴儿抚触服务的增速及占比分别为-52.90%/0.33%，其他的增速和占比分别为 26.84%/5.51%。整体来看，公司在奶粉品类的增长凸显除其较高的渠道信任度以及强势品类方面的供应链优势。

图 9：2019 年公司各项品类营收占比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 10：2019 年公司各品类营收及其增速/%

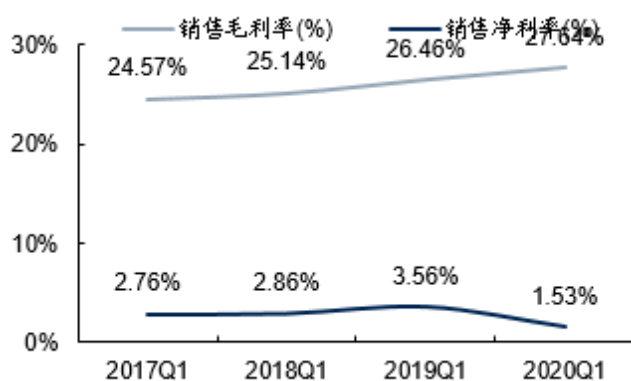


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利能力：毛利率提升同时期间费用率提升幅度更大

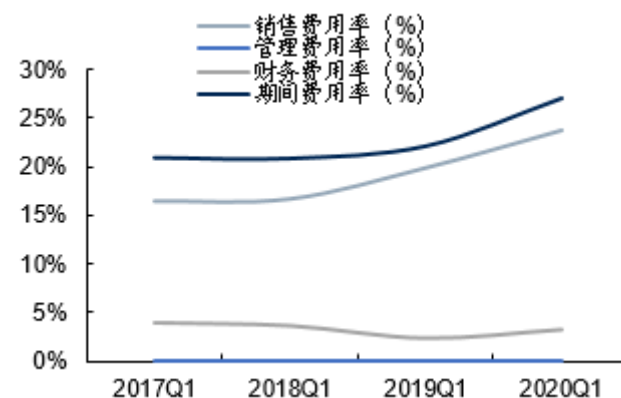
公司 2020 年 Q1 毛利率为 27.64%，同比上升 1.18pct，分析主要系公司折扣力度下降影响。期间费用率上升 5.01pct，其中销售费用率提升 3.82pct，分析主要是由于公司销售业务骨干计提股权激励费用增加及线下的租金成本以及人员工资较为刚性。管理费用率提升 0.92pct，主要是由于对公司管理人员计提股权激励费用增加、新办公室租金增加、全渠道系统上线费用增加所致；财务费用率提升 0.26pct，主要是由于短期借款增加，利息支出上升所致。

图 11: 公司毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 12: 公司三项费用率变化情况

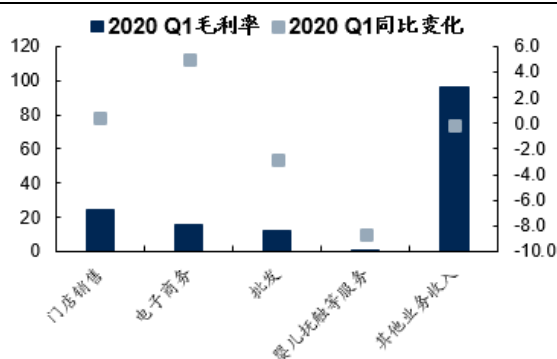


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

分业务来看, 门店销售/电子商务/批发/婴儿抚触等服务/其他业务毛利率分别为 24.38%/16.06%/12.28%/1.19%/96.6%, 同比变化 0.40/4.95/-2.81/-8.61/-0.15pct。

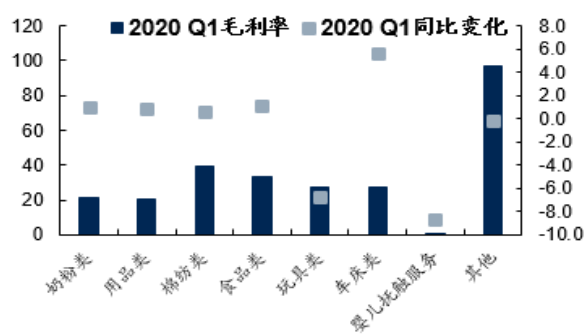
分品类来看, 奶粉类/用品类/棉纺类/食品类/玩具类/车床类/婴儿抚触服务/其他毛利率分别 21.50%/20.29%/39.68%/33.27%/27.02%/27.67%/1.19%/96.6%, 同比变化分别为 1.01/0.90/0.67/1.07/-6.72/5.61/-8.61/-0.15pct。

图 13: 2019 年公司分业务毛利率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 14: 2019 年公司分品类毛利率情况

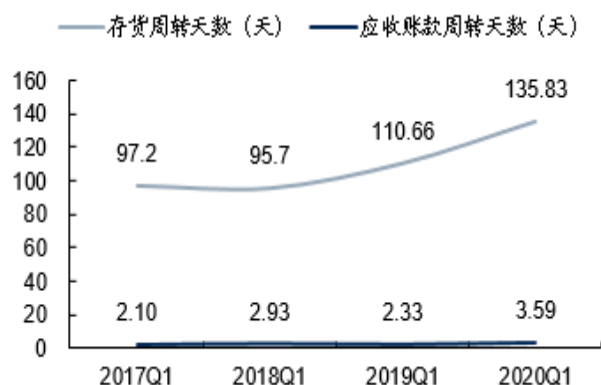


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

营运能力: 存货周转天数提升, 经营性现金流净流出 262 万

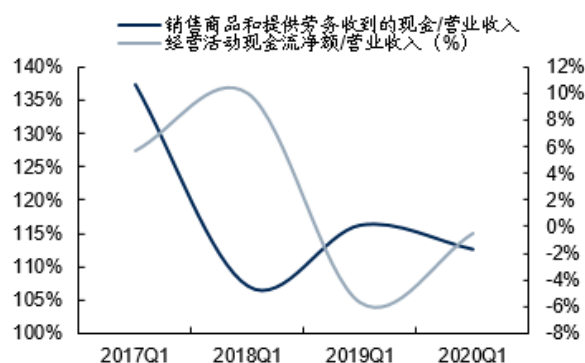
从经营情况来看, 存货周转天数同比上升 25.17 天, 分析主要与营收下降、周转放缓有关。应收账款周转天数上升 1.26 天。销售商品和劳务收到的现金营收比同比下降 3.64pct。公司经营性现金流净流出为 262.40 万, 经营性现金流营收比为-0.51%, 同比上升 5.25pct, 主要为公司优化、控制存货采购以及去年低基数所致。

图 15: 公司存货和应收账款周转天数/天



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 16: 销售商品收到的现金&经营活动现金流净额/营收



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: Q1 业绩基本符合预期, 维持“增持”评级

公司是华东区域母婴连锁龙头, 在华东母婴市场已成为消费者认知品牌第一位。渠道方面, 公司渠道质量优异, 持续推进全渠道营销战略。线下门店均为直营, 且 70% 门店位于大型 Mall, 线下渠道质量优异。去年公司围绕全渠道营销体系建设, 继续加码线上投入, 目前已构建并完善了 APP、微商城小程序、门店到家小程序等电商入口平台, 形成了线下和线上全覆盖的营销渠道。供应链方面, 公司拥有自建供应链体系, 物流中心二期预计于 2021 年 4 月投入运营使用, 供应链优势有望进一步强化。

未来公司看点有三点: 展店、自有商品的发展以及母婴产业链的延伸。

1) 公司确立华东、川渝、华南等区域重点突破策略, 近年公司扩张提速, 未来三年有望开店达到 300 家。去年公司首次进军川渝和华南市场, 未来随着公司在优异供应链体系和品牌口碑的支撑下, 异地拓店有望加速。

2) 此外, 随着公司品牌优势的扩大, 公司将不断发展自有品类, 高毛利的自有商品有望带动整体毛利率的提升。

3) 最后, 公司寻求产业链并购机会, 有望不断拓宽品类以及在母婴服务领域有所突破。

公司 Q1 的业绩情况基本符合预期。从 2017-2019 年来看, Q1 营收占比分别为 23.51%、22.57%和 22.15%, Q1 归母净利润占比分别为 10.75%、10.00%和 11.61%。整体来看 Q1 的归母净利润占比相对较小, 对全年贡献相对有限。我们维持公司 20-22 年 EPS 为 1.70/2.39/3.04 元/股, 对应 PE23/16/13X, 整体来看, 疫情对公司业绩影响偏短期, 一方面母婴消费相对偏刚性, 另一方面疫情有望加速母婴渠道的洗牌, 而长期来看, 公司品牌、渠道和供应链优势明显, 未来将在展店、自有商品以及母婴产业链上持续寻求突破, 我们维持“增持”评级。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2018
601933	永辉超市	买入	10.78	0.24	0.32	0.40	44.92	33.69	26.95	5.33
603708	家家悦	买入	33.83	0.75	0.99	1.17	45.11	34.17	28.91	5.82
002419	天虹股份	买入	8.92	0.72	0.59	0.75	12.46	15.18	11.92	1.63
600859	王府井	增持	12.30	1.44	1.43	1.62	8.54	8.60	7.59	0.88
603214	爱婴室	增持	38.60	1.51	1.70	2.39	25.54	22.69	16.15	4.36

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理

注：天虹股份、爱婴室、家家悦 2019 年 EPS 为实际值

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	655	720	786	926	营业收入	2460	2813	3534	4113
应收款项	27	27	34	39	营业成本	1692	1929	2408	2764
存货净额	568	596	762	886	营业税金及附加	8	10	12	14
其他流动资产	123	141	177	206	销售费用	488	577	698	812
流动资产合计	1383	1489	1764	2062	管理费用	87	71	88	100
固定资产	96	146	194	238	财务费用	(8)	(15)	(17)	(19)
无形资产及其他	23	24	24	24	投资收益	8	10	10	10
投资性房地产	153	153	153	153	资产减值及公允价值变动	5	5	5	5
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	22	0	0	0
资产总计	1655	1812	2135	2477	营业利润	228	256	360	456
短期借款及交易性金融负债	60	50	50	50	营业外净收支	(1)	(2)	(2)	(2)
应付款项	313	343	428	492	利润总额	227	255	358	455
其他流动负债	204	206	255	294	所得税费用	57	64	90	114
流动负债合计	577	599	734	835	少数股东损益	16	18	25	31
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	154	174	244	310
其他长期负债	1	2	3	4					
长期负债合计	1	2	3	4					
负债合计	579	602	737	840	现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	63	75	93	115	净利润	154	174	244	310
股东权益	1014	1135	1306	1523	资产减值准备	4	4	3	3
负债和股东权益总计	1655	1812	2135	2477	折旧摊销	17	12	16	19
					公允价值变动损失	(5)	(5)	(5)	(5)
					财务费用	(8)	(15)	(17)	(19)
					营运资本变动	(61)	(9)	(71)	(53)
					其它	7	9	15	19
关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E	经营活动现金流	117	184	201	293
每股收益	1.51	1.70	2.39	3.04	资本开支	(47)	(61)	(61)	(61)
每股红利	0.43	0.51	0.72	0.91	其它投资现金流	(6)	4	0	0
每股净资产	9.93	11.13	12.80	14.93	投资活动现金流	(53)	(57)	(61)	(61)
ROIC	13%	15%	21%	24%	权益性融资	40	0	0	0
ROE	15%	15%	19%	20%	负债净变化	0	0	0	0
毛利率	31%	31%	32%	33%	支付股利、利息	(44)	(52)	(73)	(93)
EBIT Margin	8%	8%	9%	10%	其它融资现金流	40	(10)	0	0
EBITDA Margin	8%	8%	10%	11%	融资活动现金流	(8)	(62)	(73)	(93)
收入增长	15%	14%	26%	16%	现金净变动	56	65	67	139
净利润增长率	29%	12%	41%	27%	货币资金的期初余额	599	655	720	786
资产负债率	39%	37%	39%	39%	货币资金的期末余额	655	720	786	926
息率	1.1%	1.3%	1.9%	2.4%	企业自由现金流	47	112	130	222
P/E	25.5	22.7	16.1	12.7	权益自由现金流	88	113	142	237
P/B	3.9	3.5	3.0	2.6					
EV/EBITDA	22.5	19.0	13.6	10.8					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032