开源证券

商业贸易/专业零售

爱婴室（603214.SH）

2020 年 08 月 17 日

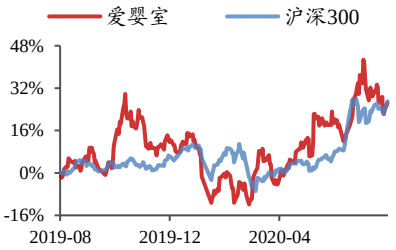
疫情拖累中报业绩，品牌+全渠道布局未来仍可期

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2020/8/17
当前股价(元)	34.05
一年最高最低(元)	51.12/27.15
总市值(亿元)	48.65
流通市值(亿元)	26.46
总股本(亿股)	1.43
流通股本(亿股)	0.78
近 3 个月换手率(%)	191.77

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-一季度业绩受疫情影响下滑，静待线下消费复苏》-2020.4.22

《公司信息更新报告-年报业绩符合预期，全渠道营销拥抱母婴消费升级》-2020.3.27

《公司首次覆盖报告-母婴连锁零售龙头，内练经营提效，外展门店宏图》-2019.11.21

黄泽鹏（分析师）
huangzepeng@kysec.cn
证书编号：S0790519110001

● 事件：上半年业绩受疫情影响出现下滑

公司发布半年报：2020 年上半年实现营收 10.96 亿元(-7.07%)，归母净利润 0.44 亿元(-29.18%)，扣非后为 0.31 亿元(-39.39%)，营收、业绩受疫情影响下滑。我们认为，公司专业连锁店模式对母婴消费上下游具备独特渠道价值。未来随着疫情缓和、客流恢复，公司围绕“品牌+全渠道”多维加码布局，发挥供应链整合优势，核心竞争力依然突出。考虑疫情影响，我们小幅下调盈利预测，预计公司 2020-2022 年归母净利润为 1.65（-0.14）/2.12（-0.13）/2.70（-0.11）亿元，对应 EPS 为 1.15/1.48/1.89 元，当前股价对应 PE 为 30/23/18 倍，维持“买入”评级。

● 上半年疫情影响线下门店销售，销售管理费用增长拖累业绩

2020 年上半年，疫情对公司线下实体门店客流和经营造成较大影响。分渠道看，门店销售收入 9.51 亿元（-9.20%）；电商收入 0.59 亿元（+87.91%），公司加码线上营销布局收效明显。分产品看，母婴消费需求相对刚性的奶粉/食品/用品类（纸尿裤为代表）分别实现营收 5.48/0.84/2.50 亿元表现相对稳健；但偏可选消费属性的棉纺、玩具、车床等品类则出现明显下滑。盈利能力方面，在商品结构优化和品牌渠道力增强推动下，核心品类奶粉（+1.89pct）/用品类（+3.41pct）共同带动公司整体毛利率提升至 30.15%（+1.28pct）。但费用方面，租金折旧人工等刚性支出和股权激励费用计提，造成公司销售费用率（21.90%，+2.54pct）和管理费用率（3.65%，+0.81pct）大幅上升，拖累了净利率。

● 坚持发展“品牌+全渠道”，多维加码营销布局，长期核心竞争力在提升

公司围绕“品牌+全渠道”发展方向多维加码布局。品牌方面：持续推进商品结构优化、引进中高端国产奶粉品牌，提升毛利率。渠道方面：受疫情影响主动进行门店调整优化，上半年新开 8 家、闭店 18 家，目前门店总数达 287 家，另有已签约待开业门店 19 家。此外，公司积极探索新媒体营销方式，投资 MCN 机构蛙酷文化，借助母婴 KOL 和直播社交平台精准触达更多母婴消费群体。长期来看，随着全渠道营销系统建设完善，公司经营效率和核心竞争力有望提升。

● 风险提示：疫情波动影响门店客流量、新开门店经营情况不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,135	2,460	2,522	2,893	3,384
YOY(%)	18.1	15.2	2.5	14.7	17.0
归母净利润(百万元)	120	154	165	212	270
YOY(%)	28.2	28.5	6.8	28.5	27.5
毛利率(%)	28.8	31.2	32.2	32.4	32.8
净利率(%)	5.6	6.3	6.5	7.3	8.0
ROE(%)	14.1	15.8	15.0	16.8	18.2
EPS(摊薄/元)	0.84	1.08	1.15	1.48	1.89
P/E(倍)	40.5	31.5	29.5	23.0	18.0
P/B(倍)	5.5	4.8	4.3	3.8	3.2

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1184	1383	1446	1828	1996
现金	599	655	826	926	1151
应收票据及应收账款	15	19	12	26	17
其他应收款	3	9	4	10	6
预付账款	54	56	57	73	79
存货	462	568	473	717	667
其他流动资产	51	76	76	76	76
非流动资产	204	273	239	239	242
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	71	82	77	83	90
无形资产	18	23	20	17	15
其他非流动资产	115	167	141	139	137
资产总计	1388	1655	1685	2067	2238
流动负债	459	577	478	678	609
短期借款	50	60	60	60	60
应付票据及应付账款	265	313	271	397	380
其他流动负债	144	204	148	221	169
非流动负债	0	1	-0	-0	-0
长期借款	0	0	-2	-2	-2
其他非流动负债	0	1	1	1	1
负债合计	459	579	478	677	609
少数股东权益	44	63	80	101	129
股本	100	102	143	143	143
资本公积	416	464	423	423	423
留存收益	370	488	634	809	1027
归属母公司股东权益	885	1014	1127	1289	1501
负债和股东权益	1388	1655	1685	2067	2238

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2135	2460	2522	2893	3384
营业成本	1521	1692	1709	1954	2273
营业税金及附加	10	8	8	10	11
营业费用	389	488	512	567	653
管理费用	63	87	88	95	102
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	4	-8	0	0	0
资产减值损失	1	-5	0	0	0
其他收益	10	33	23	25	28
公允价值变动收益	0	0	10	13	15
投资净收益	15	8	3	4	5
资产处置收益	-0	-0	0	0	0
营业利润	172	228	240	308	393
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	2	3	3	3	3
利润总额	170	227	239	307	391
所得税	39	57	57	74	94
净利润	131	170	181	233	297
少数股东损益	11	16	17	22	27
归母净利润	120	154	165	212	270
EBITDA	189	253	265	309	393
EPS(元)	0.84	1.08	1.15	1.48	1.89

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	18.1	15.2	2.5	14.7	17.0
营业利润(%)	21.9	33.0	5.1	28.3	27.4
归属于母公司净利润(%)	28.2	28.5	6.8	28.5	27.5
获利能力					
毛利率(%)	28.8	31.2	32.2	32.4	32.8
净利率(%)	5.6	6.3	6.5	7.3	8.0
ROE(%)	14.1	15.8	15.0	16.8	18.2
ROIC(%)	12.7	14.7	14.1	16.0	17.7
偿债能力					
资产负债率(%)	33.0	35.0	28.4	32.8	27.2
净负债比率(%)	-59.1	-55.2	-63.6	-62.4	-67.1
流动比率	2.6	2.4	3.0	2.7	3.3
速动比率	1.3	1.2	1.8	1.4	1.9
营运能力					
总资产周转率	2.0	1.6	1.5	1.5	1.6
应收账款周转率	179.1	145.0	162.1	153.5	157.8
应付账款周转率	6.2	5.9	5.9	5.9	5.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.84	1.08	1.15	1.48	1.89
每股经营现金流(最新摊薄)	0.73	0.90	1.55	1.11	2.07
每股净资产(最新摊薄)	6.20	7.09	7.89	9.02	10.50
估值比率					
P/E	40.5	31.5	29.5	23.0	18.0
P/B	5.5	4.8	4.3	3.8	3.2
EV/EBITDA	23.0	17.1	15.7	13.3	9.9

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	104	129	222	159	295
净利润	131	170	181	233	297
折旧摊销	35	42	45	25	29
财务费用	4	-8	0	0	0
投资损失	-15	-8	-3	-4	-5
营运资金变动	-40	-86	9	-82	-11
其他经营现金流	-10	20	-10	-13	-15
投资活动现金流	-51	-78	2	-8	-12
资本支出	46	78	-34	0	3
长期投资	-20	0	0	0	0
其他投资现金流	-25	-0	-32	-8	-9
筹资活动现金流	429	5	-53	-51	-58
短期借款	50	10	0	0	0
长期借款	0	0	-2	0	0
普通股增加	25	2	41	0	0
资本公积增加	387	48	-41	0	0
其他筹资现金流	-33	-56	-51	-51	-58
现金净增加额	482	56	171	100	225

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

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，开源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。

分析师承诺

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、竞争性因素以及开源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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上;
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%;
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动;
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现;
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平;
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835