



2020年08月18日

公司研究●证券研究报告

爱婴室 (603214.SH)

奶粉食品夯实门店销售表现，Q2 利润增速持续恢复

事件

公司披露半年报，上半年实现营收 10.96 亿元/-7.07%，实现归母净利 4411 万元/-29.18%，扣非归母净利 3084 万元/-39.39%，基本每股收益 0.32 元。其中 Q2 实现营收 5.77 亿元/-9.02%，归母净利 3528 万元/-20.76%。

投资要点

◆ 奶粉食品夯实门店销售表现，Q2 利润增速持续恢复：营收端，爱婴室核心营收源于线下门店销售，疫情影响线下客流，偏向必选品类的奶粉、食品品类表现较好，最终上半年门店销售营收下降约 9%，产品结构优化推动上半年整体毛利润降幅不超 3%。

净利端，疫情逐步受控后公司门店陆续恢复营业，且线下客流逐步回暖，Q2 促消费政策、节日以及费用控制推升净利率，公司利润同比表现由 Q1 的近 5 成恢复至 Q2 的近 8 成。

◆ 疫情后公司门店快速优化，偏向必选的奶粉食品表现较好：渠道方面，疫情前公司正处于加速拓店通道中，疫情后公司快速对门店结构进行优化，上半年开店 8 家，关店 18 家，门店数量同比增速放缓至 14%，保障公司盈利能力。

分渠道看，受疫情影响线下客流及部分消费者转向线上影响，占公司营收约 87% 的线下渠道销售同比降低，但由于奶粉食品偏向必选消费品，公司上半年门店销售同比下降 9.2%，Q1、Q2 降幅均保持在 9% 左右。公司 Q2 营收增速环比小幅下行，主要源于 Q2 批发及其他业务增速明显放缓。同时奶粉等产品结构优化推升毛利率，Q1、Q2 门店销售毛利润分别下降 7.8%、4.9%，Q2 毛利润降幅收窄。另有电商渠道在公司大力推动下实现近 95% 的营收增速，上半年占公司营收比例提升至 5%。

分品类看，上半年公司奶粉、用品、棉纺、食品、玩具品类分别占营收约 50%、23%、8.3%、7.7%、3.9%。其中占据公司营收的近 58% 的奶粉及食品品类偏向必选消费品，上半年上述品类营收均保持平稳，夯实上半年利润基础。其余的用品、棉纺、玩具品类营收分别下降 13.3%、22.2%、26.1%、65.5%。另外，由于奶粉类产品结构持续优化，公司利润空间较多的产品比例提升，推动上半年公司奶粉品类商品毛利润增长近 9%，使上半年公司毛利润下行幅度不超 3%。

◆ 毛利率提升未能覆盖费用率提升，影响公司利润表现：盈利能力方面，上半年公司毛利率较去年同期提升 1.28pct 至 30.15%，主要源于营收占比较高的奶粉类、用品类产品毛利率分别提升 1.89pct、3.42pct 至 23.76%、25.11%。整体期间费用率提升 3.58pct 至 25.64%，一是新店装修等因素推动销售费用率提升 2.54pct 至 21.90%，二是股权激励及全渠道系统上线推动管理费用率提升 0.81pct 至 3.65%，另有部分财务费用增加。最终公司上半年净利率减少 1.5pct 至 4.21%，大幅影响公司利润表

动态分析

商贸零售 | 连锁 III

投资评级 增持-A(维持)

股价(2020-08-18) 34.85 元

交易数据

总市值（百万元） 4,979.46

流通市值（百万元） 2,708.37

总股本（百万股） 142.88

流通股本（百万股） 77.72

12 个月价格区间 27.15/51.12 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

	1M	3M	12M
相对收益	-13.03	-5.41	9.06
绝对收益	-5.66	14.9	31.27

分析师

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

分析师

吴雨舟
SAC 执业证书编号: S0910520080001
wuyuzhou@huajinsc.cn
021-20377061

相关报告

爱婴室：渠道外延推动增长，关注全渠道、跨区域、自有品牌战略推进 2020-03-27

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

现。

存货方面，上半年公司降低库存商品采购，在疫情期间更多地消化库存，因此期末存货较上年度末下降 12.1%，同比下降 2.7%。不过，终端流水受疫情影响，公司存货周转同比仍有放缓。

现金流方面，上半年（特别是 Q2）公司持续控制存货采购，经营活动现金流入同比下降 7.2%，经营活动现金流出同比下降 16.3%，最终上半年公司实现经营活动现金流净额 1.22 亿元，同比由负转正。

◆ **投资建议：**爱婴室是立足华东的母婴渠道商，疫情影响线下零售表现，凭借偏向必选的奶粉食品品类，公司营收降幅可控，Q2 利润降幅明显收窄。公司激励计划考核要求 2021 年净利润较 2018 年提升 70%，关注公司下半年的渠道扩张及同店恢复情况。

我们预测公司 2020 年至 2022 年每股收益分别为 1.01、1.42 和 1.63 元。净资产收益率分别为 12.1%、15.2% 和 15.5%。目前公司 PE (2020E) 约 34 倍，PE (2021E) 约 25 倍，以 2021 年估值为基础，维持“增持-A”建议。

◆ **风险提示：**疫情影响国内线下渠道消费；部分股东存在减持计划；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	2,415	3,067	3,624
YoY(%)	18.1	15.2	-1.9	27.0	18.2
净利润(百万元)	120	154	145	203	233
YoY(%)	28.2	28.5	-6.2	40.2	15.2
毛利率(%)	28.8	31.2	31.1	30.6	30.4
EPS(摊薄/元)	0.84	1.08	1.01	1.42	1.63
ROE(%)	13.6	15.2	12.1	15.2	15.5
P/E(倍)	41.5	32.3	34.4	24.6	21.3
P/B(倍)	5.6	4.9	4.2	3.7	3.3
净利率(%)	5.6	6.3	6.0	6.6	6.4

数据来源：Wind，贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、奶粉食品夯实门店销售表现，Q2 利润增速持续恢复	4
(一) 奶粉食品夯实门店销售表现，Q2 利润增速持续恢复.....	4
(二) 疫情后公司门店快速优化，Q2 门店毛利润降幅收窄.....	4
(三) 偏向必选的奶粉食品表现较好，公司毛利润降幅不超 3%.....	5
(四) 疫情影响线下销售，江浙沪中仅江苏地区实现增长	6
二、毛利率提升未能覆盖费用率提升，影响公司利润表现.....	7
(一) 毛利率提升未能覆盖费用率提升，影响公司利润表现.....	7
(二) 存货周转受疫情影响放缓，控制采购后现金流表现良好	7
三、盈利预测及投资建议.....	8
四、风险提示	9

图表目录

图 1：爱婴室营业收入及其增速	4
图 2：爱婴室归母净利及其增速	4
图 3：爱婴室分季度营收及其增速	4
图 4：爱婴室分季度归母净利及其增速	4
图 5：爱婴室合计门店数量（家）	5
图 6：爱婴室各渠道营业收入及其增长（百万元，%）	5
图 7：爱婴室各渠道分季度营业收入增速	5
图 8：爱婴室各渠道分季度毛利润增速	5
图 9：爱婴室分品类营业收入（百万元）	6
图 10：爱婴室分品类毛利率	6
图 11：爱婴室各品类分季度营业收入增速	6
图 12：爱婴室各品类分季度毛利润增速	6
图 13：爱婴室分区域营业收入（百万元）	6
图 14：爱婴室分区域营业收入占比	6
图 15：爱婴室利润率情况	7
图 16：爱婴室费用率情况	7
图 17：爱婴室存货及其占营收比例	8
图 18：爱婴室经营性现金流情况	8
表 1：爱婴室营业收入及其预测（百万元，%）	8

一、奶粉食品夯实门店销售表现，Q2 利润增速持续恢复

公司披露半年报，上半年实现营收 10.96 亿元/-7.07%，实现归母净利 4411 万元/-29.18%，扣非归母净利 3084 万元/-39.39%，基本每股收益 0.32 元。其中 Q2 实现营收 5.77 亿元/-9.02%，归母净利 3528 万元/-20.76%。

(一) 奶粉食品夯实门店销售表现，Q2 利润增速持续恢复

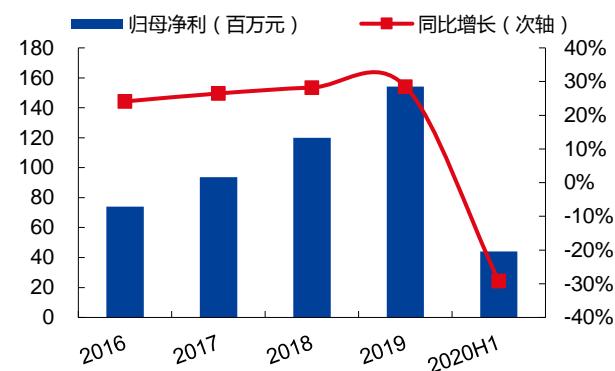
营收端，爱婴室核心营收源于线下门店销售，疫情影响线下客流，偏向必选品类的奶粉、食品品类表现较好，最终上半年门店销售营收下降约 9%，产品结构优化推动上半年整体毛利润降幅不超 3%。

净利端，疫情逐步受控后公司门店陆续恢复营业，且线下客流逐步回暖，Q2 促消费政策、节日以及费用控制推升净利率，公司利润同比表现由 Q1 的近 5 成恢复至 Q2 的近 8 成。

图 1：爱婴室营业收入及其增速

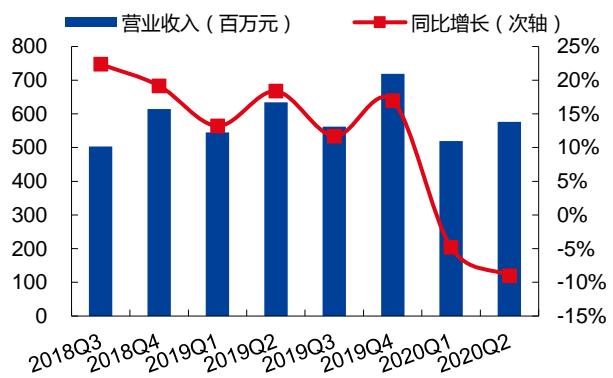


图 2：爱婴室归母净利及其增速



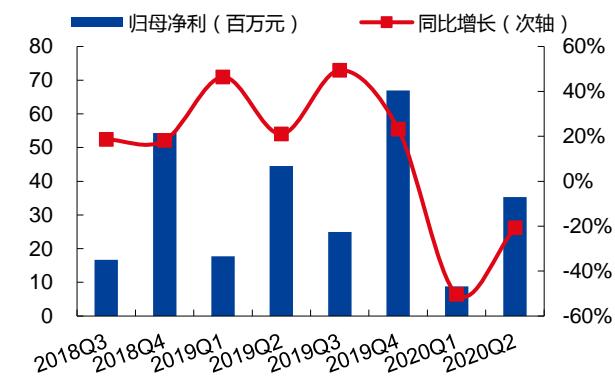
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：爱婴室分季度营收及其增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：爱婴室分季度归母净利及其增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

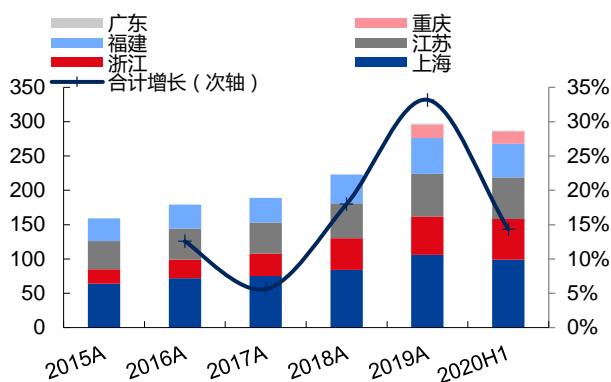
(二) 疫情后公司门店快速优化，Q2 门店毛利润降幅收窄

渠道方面，疫情前公司正处于加速拓店通道中，疫情后公司快速对门店结构进行优化，上半年开店 8 家，关店 18 家，门店数量同比增速放缓至 14%，保障公司盈利能力。

分渠道看，受疫情影响线下客流及部分消费者转向线上影响，占公司营收约 87% 的线下渠道销售同比降低，但由于奶粉食品偏向必选消费品，公司上半年门店销售同比下降 9.2%，Q1、Q2 降幅均保持在 9% 左右。公司 Q2 营收增速环比小幅下行，主要源于 Q2 批发及其他业务增速明显放缓。

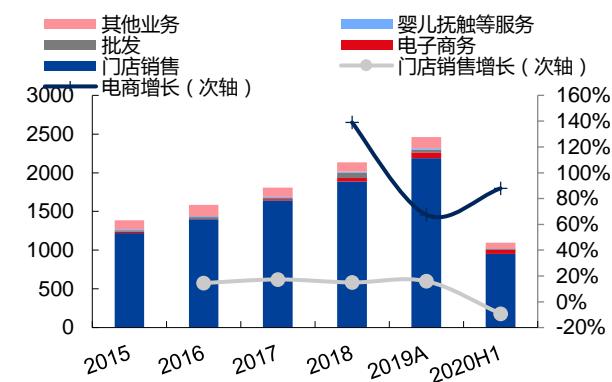
同时奶粉等产品结构优化推升毛利率，Q1、Q2 门店销售毛利润分别下降 7.8%、4.9%，Q2 毛利润降幅收窄。另有电商渠道在公司大力推动下实现近 95% 的营收增速，上半年占公司营收比例提升至 5%。

图 5：爱婴室合计门店数量（家）



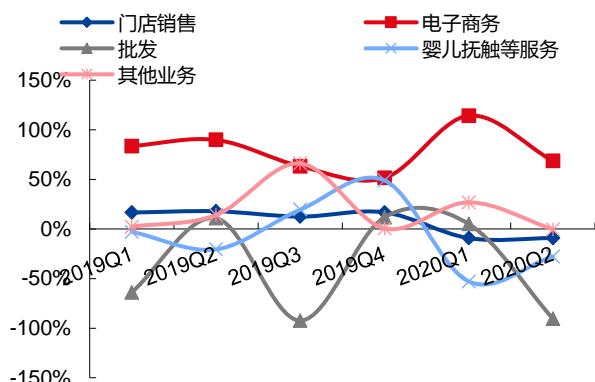
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 6：爱婴室各渠道营业收入及其增长（百万元，%）



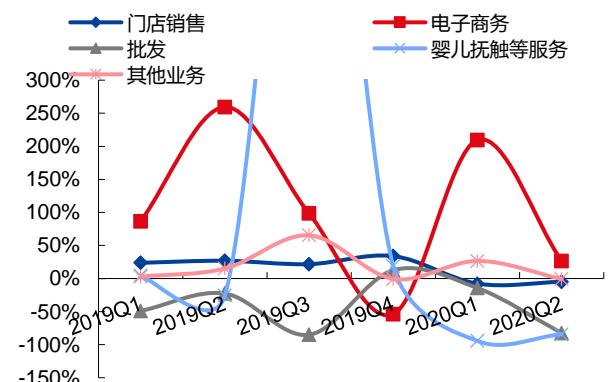
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 7：爱婴室各渠道分季度营业收入增速



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 8：爱婴室各渠道分季度毛利润增速

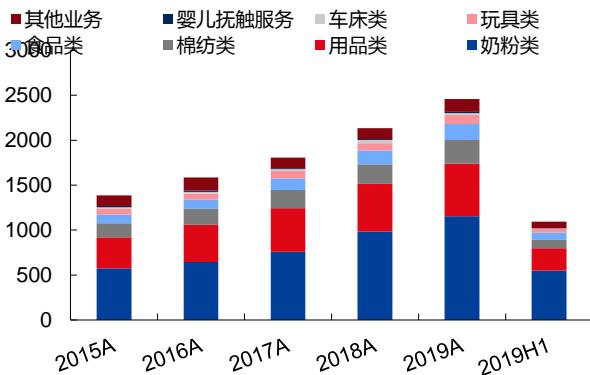


资料来源：公司公告，华金证券研究所

（三）偏向必选的奶粉食品表现较好，公司毛利润降幅不超 3%

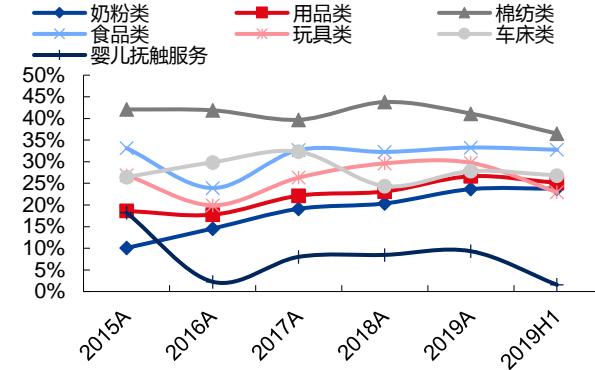
分品类看，上半年公司奶粉、用品、棉纺、食品、玩具品类分别占营收约 50%、23%、8.3%、7.7%、3.9%。其中占据公司营收的近 58% 的奶粉及食品品类偏向必选消费品，上半年上述品类营收均保持平稳，夯实上半年利润基础。其余的用品、棉纺、玩具品类营收分别下降 13.3%、22.2%、26.1%、65.5%。另外，由于奶粉类产品结构持续优化，公司利润空间较多的产品比例提升，推动上半年公司奶粉品类商品毛利润增长近 9%，使上半年公司毛利润下行幅度不超 3%。

图 9: 爱婴室分品类营业收入 (百万元)



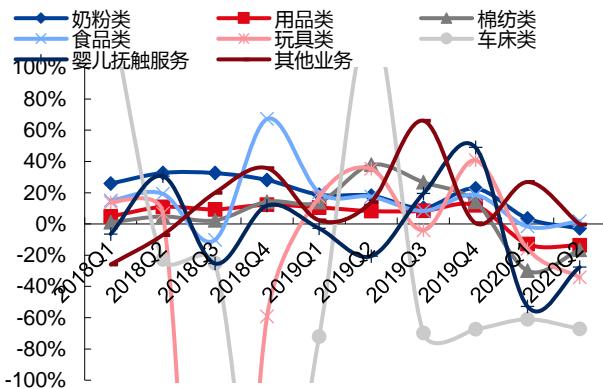
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 10: 爱婴室分品类毛利率



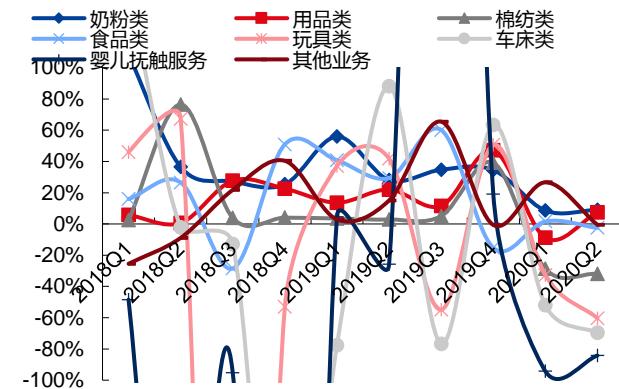
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 11: 爱婴室各品类分季度营业收入增速



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 12: 爱婴室各品类分季度毛利润增速

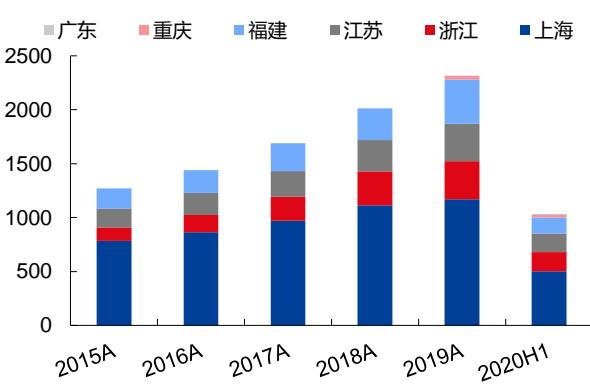


资料来源：公司公告，华金证券研究所

(四) 疫情影响线下销售，江浙沪中仅江苏地区实现增长

分区域看，受门店布局影响，上半年公司分区域营收占比并未出现大幅变化，但上半年各区域表现有所分化，较为成熟的江浙沪仅江苏地区营收实现 7% 的增长，上海地区则因为持续关店营收下降 12%，重庆地区受并表影响营收同比上行，但重庆泰诚上半年仍然处于整合期。另有广东地区进入报表内，贡献微小营收。

图 13: 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

资料来源：公司公告，华金证券研究所

二、毛利率提升未能覆盖费用率提升，影响公司利润表现

(一) 毛利率提升未能覆盖费用率提升，影响公司利润表现

盈利能力方面，上半年公司毛利率较去年同期提升 1.28pct 至 30.15%，主要源于营收占比较高的奶粉类、用品类产品毛利率分别提升 1.89pct、3.42pct 至 23.76%、25.11%。整体期间费用率提升 3.58pct 至 25.64%，一是新店装修等因素推动销售费用率提升 2.54pct 至 21.90%，二是股权激励及全渠道系统上线推动管理费用率提升 0.81pct 至 3.65%，另有部分财务费用增加。最终公司上半年净利率减少 1.5pct 至 4.21%，大幅影响公司利润表现。

图 15：爱婴室利润率情况

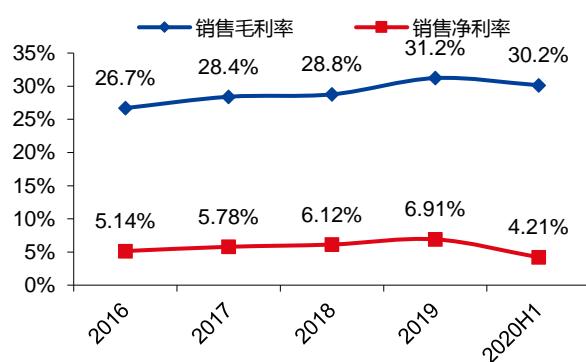
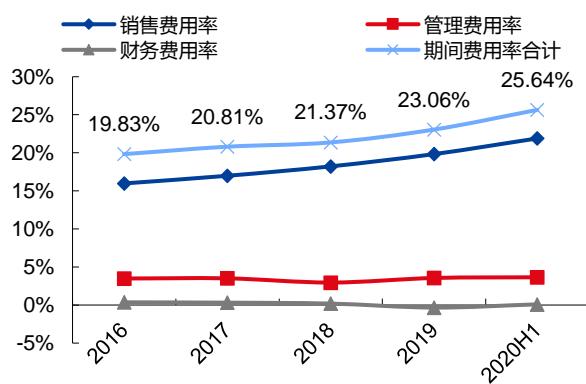


图 16：爱婴室费用率情况



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) 存货周转受疫情影响放缓，控制采购后现金流表现良好

存货方面，上半年公司降低库存商品采购，在疫情期间更多地消化库存，因此期末存货较上年度末下降 12.1%，同比下降 2.7%。不过，终端流水受疫情影响，公司存货周转同比仍有放缓。

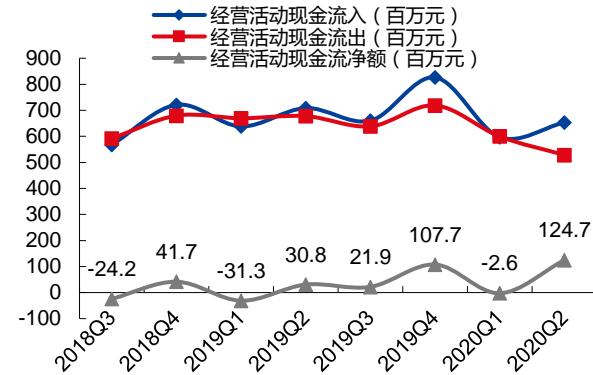
现金流方面，上半年(特别是 Q2)公司持续控制存货采购，经营活动现金流入同比下降 7.2%，经营活动现金流出同比下降 16.3%，最终上半年公司实现经营活动现金流净额 1.22 亿元，同比由负转正。

图 17：爱婴室存货及其占营收比例



资料来源：Wind, 华金证券研究所

图 18：爱婴室经营性现金流情况



资料来源：Wind, 华金证券研究所

三、盈利预测及投资建议

爱婴室是立足华东的母婴渠道商，疫情影响线下零售表现，凭借偏向必选的奶粉食品品类，公司营收降幅可控，Q2 利润降幅明显收窄。公司激励计划考核要求 2021 年净利润较 2018 年提升 70%，关注公司下半年的渠道扩张及同店恢复情况。

我们预测公司 2020 年至 2022 年每股收益分别为 1.01、1.42 和 1.63 元。净资产收益率分别为 12.1%、15.2% 和 15.5%。目前公司 PE (2020E) 约 34 倍，PE (2021E) 约 25 倍，以 2021 年估值为基础，维持“增持-A”建议。

表 1：爱婴室营业收入及其预测（百万元，%）

渠道	指标	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
门店销售	营业收入	1641.10	1886.84	2188.28	2078.86	2654.50	3132.31
	增长率	0.00%	14.97%	15.98%	-5.00%	27.69%	18.00%
	毛利率	24.35%	25.79%	28.36%	28.50%	28.80%	29.10%
电子商务	营业收入	18.98	45.35	75.92	167.02	233.83	303.98
	增长率	0.00%	138.98%	67.42%	120.00%	40.00%	30.00%
	毛利率	7.01%	7.89%	8.70%	9.50%	10.00%	11.00%
批发	营业收入	17.09	69.20	37.89	7.58	6.06	4.85
	增长率	0.00%	304.88%	-45.24%	-80.00%	-20.00%	-20.00%
	毛利率	13.22%	14.34%	13.26%	14.00%	14.00%	14.00%
婴儿抚触等服务	营业收入	12.60	12.83	13.89	9.72	13.13	15.75
	增长率	0.00%	1.80%	8.29%	-30.00%	35.00%	20.00%
	毛利率	8.02%	8.47%	9.31%	2.00%	8.00%	9.00%
其他业务	营业收入	118.08	121.19	144.38	151.60	159.18	167.14
	增长率	0.00%	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	2414.79	3066.70	3624.04
	增长率	0.00%	18.12%	15.22%	-1.85%	27.00%	18.17%
	毛利率	28.41%	28.77%	31.23%	31.11%	30.61%	30.44%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

四、风险提示

疫情影响国内线下渠道消费；部分股东存在减持计划；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
流动资产	1184	1383	1366	1754	1852	营业收入	2135	2460	2415	3067	3624
现金	599	655	632	816	928	营业成本	1521	1692	1663	2128	2521
应收票据及应收账款	18	27	20	37	30	营业税金及附加	10	8	5	12	14
预付账款	54	56	55	87	81	营业费用	389	488	471	583	692
存货	462	568	587	737	733	管理费用	63	87	97	92	105
其他流动资产	48	67	70	73	77	研发费用	0	0	0	0	0
非流动资产	204	273	333	323	312	财务费用	4	-8	-5	-7	-9
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	营业利润	172	228	195	272	313
资产总计	1388	1655	1700	2077	2165	营业外收入	0	1	1	1	1
流动负债	459	577	439	675	599	营业外支出	2	3	2	3	2
短期借款	50	60	0	0	0	利润总额	170	227	193	270	311
应付票据及应付账款	265	313	255	472	389	所得税	39	57	48	68	78
其他流动负债	116	118	163	171	180	税后利润	131	170	145	203	233
非流动负债	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	145	203	233
其他非流动负债	0	1	1	1	1	EBITDA	182	215	220	308	354
负债合计	459	579	440	676	600						
少数股东权益	44	63	63	63	63						
股本	100	102	143	143	143						
资本公积	416	464	464	464	464						
留存收益	370	488	589	731	895						
归属母公司股东权益	885	1014	1196	1338	1502						
负债和股东权益	1388	1655	1700	2077	2165						
现金流量表(百万元)											
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E						
经营活动现金流	104	129	84	275	197						
净利润	131	170	145	203	233						
折旧摊销	35	42	31	44	50						
财务费用	4	-8	-5	-7	-9						
投资损失	-15	-8	-9	-9	-10						
营运资金变动	-70	-136	-77	45	-68						
其他经营现金流	20	70	0	0	0						
投资活动现金流	-51	-78	-92	-36	-24						
筹资活动现金流	429	5	-14	-56	-61						
每股指标(元)											
每股收益(最新摊薄)	0.84	1.08	1.01	1.42	1.63	P/E	41.5	32.3	34.4	24.6	21.3
每股经营现金流(最新摊薄)	0.73	0.90	0.59	1.93	1.38	P/B	5.6	4.9	4.2	3.7	3.3
每股净资产(最新摊薄)	6.20	7.09	8.37	9.37	10.51	EV/EBITDA	17.0	16.9	19.5	13.3	11.3

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、吴雨舟声明，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.huajinsc.cn