

证券研究报告—动态报告

商业贸易

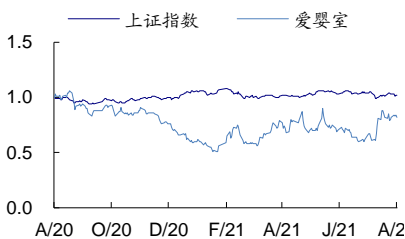
零售

爱婴室(603214)
增持

2021 年半年报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 20 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)	143/141
总市值/流通(百万元)	4,001/3,942
上证综指/深圳成指	3,466/14,487
12 个月最高/最低(元)	37.37/17.07

相关研究报告:

《爱婴室-603214-2020 年中报点评: Q2 业绩持续改善, 全渠道布局值得期待》——2020-08-19

《国信证券-爱婴室-603214-重大事件快评-复苏进行时, 品类扩张和异地拓店带来长期看点》——2020-06-02

《爱婴室-603214-2020 年一季报点评: Q1 业绩基本符合预期, 长期有望受益市场加速洗牌》——2020-04-23

《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

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

联系人: 柳旭

电话: 0755-81981311

E-MAIL: liuxu1@guosen.com.cn

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
上半年业绩保持平稳, 全渠道布局加速推进
● 2021H1 业绩保持平稳增长

2021 年 H1 公司实现营收 11.42 亿元 (+4.18%), 归母净利润 0.46 亿元 (+6.13%), 扣非归母净利润 0.27 亿元 (-12.08%), 公司非经主要系政府补助收益。其中公司 Q2 实现营收 5.99 亿元 (+3.76%), 实现净利润 0.35 亿元 (+1.19%), 整体表现相对平稳。

● 线下稳步开店, 线上增长显著

分品类来看, 上半年奶粉/用品/棉纺/食品/玩具/车床/婴儿抚触业务收入增速分别为 2.44%/-4.08%/15.16%/3.12%/-5.0%/-0.64%/115.69%; 分业务来看, 2021 年 H1 公司门店销售和电商增长分别为 0.24%和 34.42%; 其中 Q2 公司门店净开店 8 家至 298 家。公司线上渠道增长显著, 上半年实现收入 0.80 亿元, 占比 7%, 公司积极搭建多维度渠道触达用户, 公私域共建, 同时配套仓储物流中心二期项目也已完成。

● 盈利能力: 毛利率有所提升, 费用保持相对稳定

公司 2021H1 毛利率为 31.19%, 同比上升 1.04pct, 主要系门店销售业务毛利率的恢复提升。费用率端, 2021H1 销售费率为 22.53%, 同比+0.63pct, 主要系新店租金及装修折旧等费用的增加, 财务费率为 1.44%, 同比+1.35pct, 主要系新会计准则调整确认租赁利息。存货周转天数同比下降 8.64 天, 主要系伴随疫情恢复存货周转速度有所提升; 应收账款周转天数上升 0.83 天, 保持平稳。公司经营性现金流净流入为 -0.86 亿元, 主要为公司开展电商新业务所致。

● 风险提示: 客流不及预期, 门店扩张不及预期, 并购带来现金流压力。
● 投资建议: 母婴龙头加速拓展区域布局, 维持“增持”评级

公司作为区域母婴连锁龙头, 深耕华东地区形成了深厚的客户信赖关系, 品牌认可度高。在渠道方面, 公司持续推进全渠道营销战略, 加大线上布局, 并积极通过外延开拓异地市场。未来随着三胎政策及配套措施的落地, 母婴消费升级趋势有望持续强化, 公司前期的全渠道和多品类布局优势有望得到充分发挥。我们预计公司 21/22/23 年 EPS 0.96/1.16/1.36 元, 对应 PE 为 29/24/21 倍, 维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

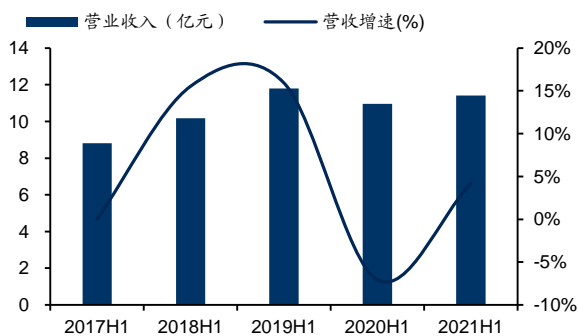
	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,256.4	2,490.0	2,804.2	3,095.3
(+/-%)	-8.29%	10.35%	12.62%	10.38%
净利润(百万元)	116.6	137.1	165.4	194.2
(+/-%)	-24.4%	17.6%	20.6%	17.4%
摊薄每股收益(元)	0.82	0.96	1.16	1.36
EBITMargin	5.9%	7.1%	7.8%	8.4%
净资产收益率(ROE)	11.4%	12.3%	13.4%	14.2%
市盈率(PE)	34.4	29.2	24.2	20.6
EV/EBITDA	30.7	25.1	20.0	17.0
市净率(PB)	3.9	3.6	3.3	2.9

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：业绩保持平稳增长

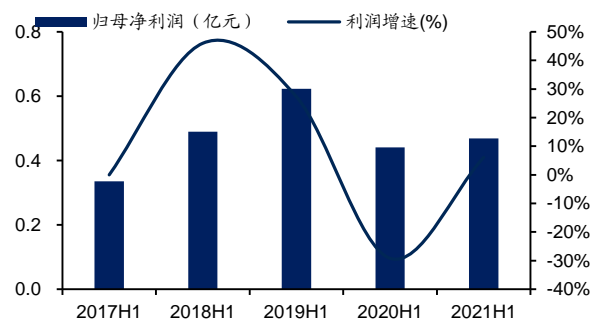
公司业绩整体呈现小幅稳定态势。2021年H1公司实现营收11.42亿元(+4.18%)，归母净利润0.46亿元(+6.13%)，扣非归母净利润0.27亿元(-12.08%)。基本每股收益0.33元。公司21Q2实现营收5.99亿元(+3.76%)，实现净利润0.35亿元(+1.19%)。

图 1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



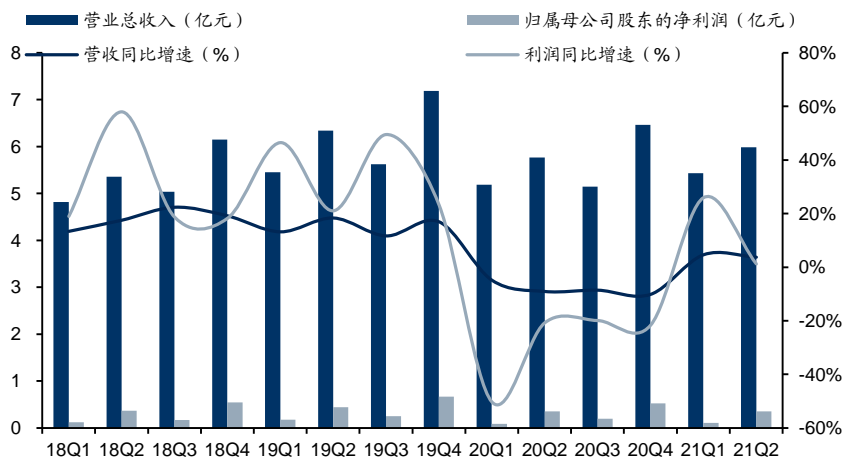
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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



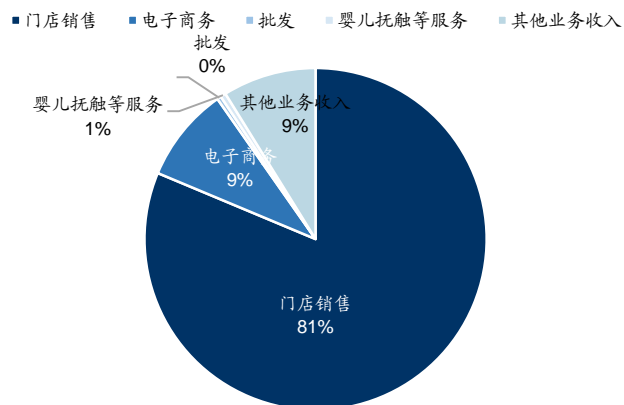
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

营收分拆：线上渠道增长显著，婴儿抚触服务提升明显

分业务：电子商务发力明显，门店拓展相对平稳

分业务来看，2021H1公司门店销售、电子商务、批发、婴儿抚触等服务、其他业务收入营收增速分别为0.24%/34.42%/-53.16%/115.69%/33.42%，公司批发业务大幅收缩，毛利率较高的门店销售业务保持稳定，在去年疫情冲击下，线下销售减少，顾客购物习惯逐渐向线上转移，因此今年上半年门店销售占比减少，电子商务收入增长快速。

图 4: 公司 Q2 各项业务占比情况



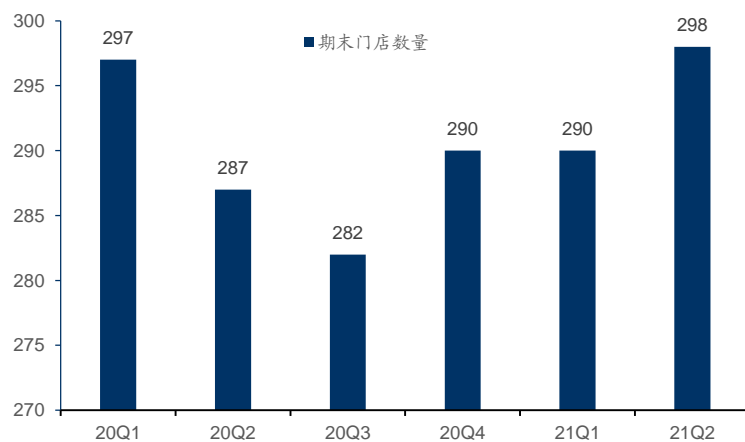
资料来源:公司财报, 国信证券经济研究所整理

分渠道: 线下净开店 8 家, 线上营收同比增长 34%

1、线下展店: Q2 净开店 8 家

截至 2021 年 6 月 30 日, 公司拥有 298 家直营门店。2021 年二季度, 公司关店 4 家, 新开店 12 家, 主要集中在浙江和江苏, 分别开店 5 家、3 家, 其次为上海 2 家。

图 5: 公司门店数量情况

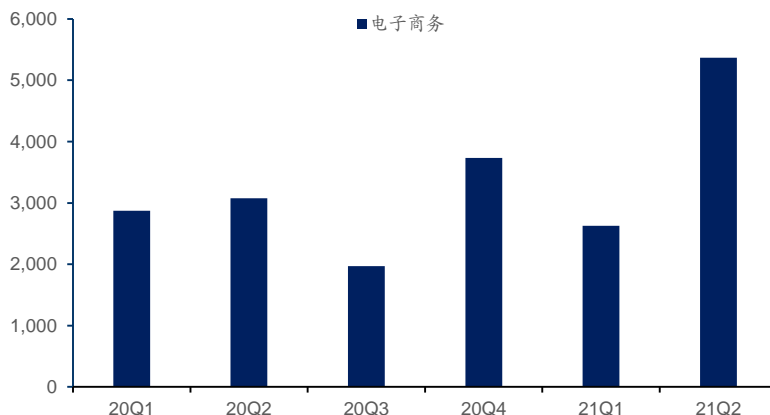


资料来源:公司财报, 国信证券经济研究所整理

2、线上: 持续加码电商平台业务, 营收毛利双提升

2021 年上半年, 公司继续围绕全渠道零售平台建设。传统和新兴电商平台均有布局, 并通过社交平台持续宣传造势, 联合品牌开展线上直播 20 余场, 充分获取公域流量; 另外公司积极开展私域流量建设, 通过自营 APP、微商城小程序、门店到家小程序等项目, 入驻饿了么、美团等外卖平台, 促进业绩增长。公司 21H1 电商平台销售额 0.80 亿元, 占比 7%, 同比增长 34.42%, 毛利额同比增长 23.17%, 保持快速增长态势。此外, 公司嘉善仓储物流中心二期项目已于今年 6 月正式投入运营, 将为公司加速线上业务开展、全渠道布局奠定坚实的后勤保障基础。

图 6: 公司电子商务收入规模持续增长



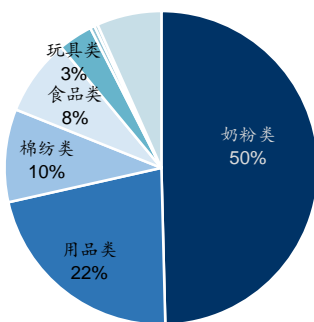
资料来源:公司财报, 国信证券经济研究所整理

分品类、地区: 婴儿抚触服务收入大幅提升, 继续稳定深耕华东地区

分品类来看, 21H1 奶粉/用品/棉纺/食品/玩具/车床/婴儿抚触业务/其他业务收入增速分别为 2.44%/-4.08%/15.16%/3.12%/-5.00%/-0.64%/115.69%/33.42%, 其中婴儿抚触服务提升明显, 同比高增 115.69%, 一方面由于去年疫情影响下, 母婴用户线下体验减少, 另一方面体现出消费群体对服务类需求增加, 但是婴儿抚触毛利率较低, 仅为 9.68%。

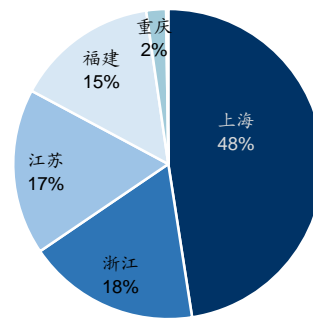
分地区来看, 公司收入主要集中于华东地区, 上海依然是主战场, 收入贡献占比为 47.55%, 其次为浙江、江苏, 占比分别为 17.95%/17.33%, 另外是福建、重庆和广东。

图 7: 公司分产品营收拆分



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 公司分地区营收拆分

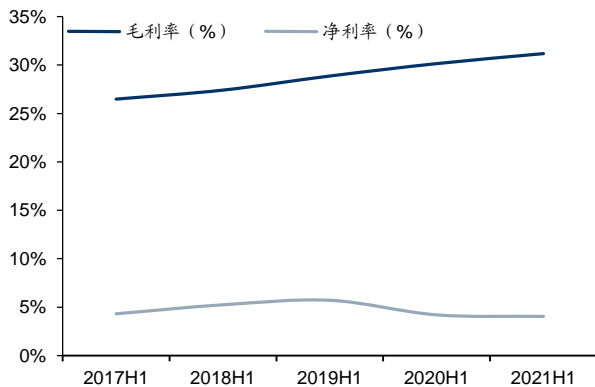


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利能力: 毛利率有所提升, 电商发力带来销售费用提高

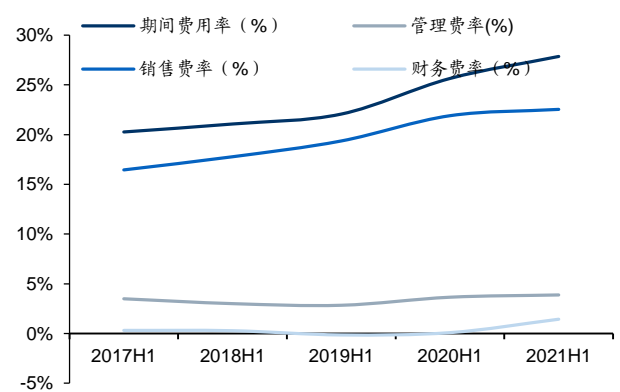
从盈利能力来看, 公司 2021H1 毛利率为 31.19%, 同比上升 1.04pct, 主要系门店销售业务毛利率的恢复性提升。期间费用率为 27.85%, 同比+2.21pct, 其中销售费率为 22.53%, 同比+0.63pct, 主要系新店租金及装修折旧等费用的增加; 财务费率为 1.44%, 同比+1.35pct, 主要系新会计准则调整确认租赁利息。

图 9: 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 10: 公司三项费用率变化情况

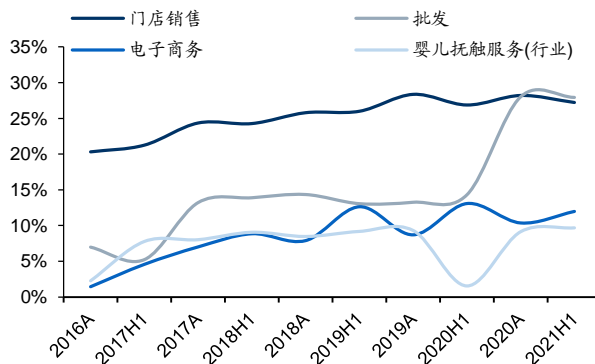


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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 27.22%/11.98%/27.93%/9.68%/89.03%, 同比变化分别为 +0.35/-1.09/+13.63/+8.13/-2.78pct。

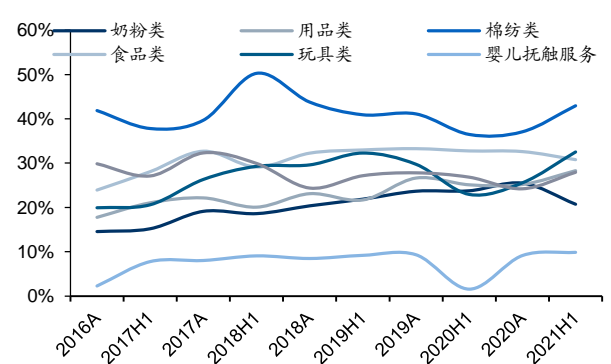
分品类来看, 奶粉类/用品类/棉纺类/食品类/玩具类/车床类/婴儿抚触服务/其他毛利率分别 20.72%/28.30%/42.96%/30.79%/32.53%/27.94%/9.68%/89.03%, 同比变化分别为 -3.04/+3.19/+6.48/-1.97/+9.59/+1.11/+8.13/-2.78pct。

图 11: 2021 年 H1 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

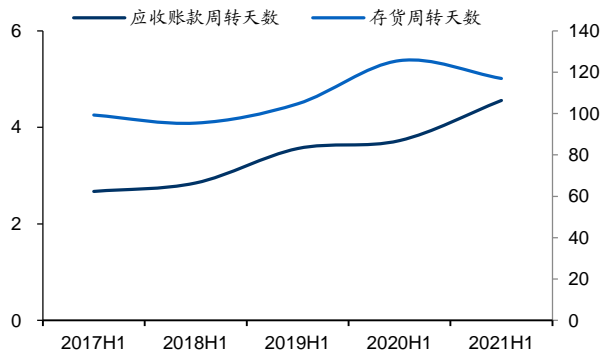
图 12: 2021 年 H1 公司分品类毛利率情况



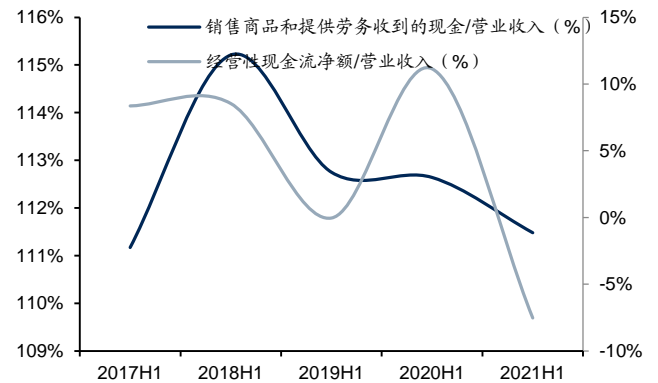
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

营运能力: 存货周转速度提升, 经营性现金流承压

从经营情况来看, 存货周转天数同比下降 8.64 天, 伴随疫情恢复存货周转效率有所提升; 应收账款周转天数上升 0.83 天, 保持稳定。公司经营性现金流净入为 -0.86 亿元, 主要为公司开展电商新业务所致。

图 13: 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 14: 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: 电商及跨区域布局有望带动业绩复苏, 维持“增持”评级

公司作为区域母婴连锁龙头, 在华东母婴市场已有较强的消费者认知, 形成了深厚的客户信赖关系, 品牌认可度高。未来公司有望持续推进全渠道营销战略。

1) 线上: 在消费者习惯逐渐向线上转移的过程中, 持续发力新兴电商渠道, 加大在各大社交平台宣传, 并加强私域流量建设; 2) 线下: 进一步夯实华东区域市场的前提下, 拟收购贝贝熊拓展华中市场, 贝贝熊主要市场分布于湖南、湖北及江苏, 是在华中区域排名第一的母婴连锁, 通过收购有望切入华中区域; 此外, 受益于三胎政策及配套措施的落地, 未来母婴消费升级趋势有望持续强化, 相应的产品及服务需求也有望顺势升级, 公司前期的全渠道和多品类布局以及一站式服务的优势有望得到充分发挥。我们预计公司 21/22/23 年 EPS 0.96/1.16/1.36 元, 对应 PE 为 29/24/21 倍, 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	收盘价 21/8/19	EPS			PE			PB 2020
			2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	
002419	天虹股份	5.82	0.21	0.53	0.65	36.19	12.24	9.86	1.04
603214	爱婴室	28.05	0.82	0.96	1.16	34.36	29.22	24.24	3.81
600859	王府井	26.64	0.50	1.21	1.45	53.28	22.02	18.37	1.70

数据来源: wind、国信证券经济研究所预测

注: 王府井预测为 wind 一致预期

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	639	786	674	736	营业收入	2256	2490	2804	3095
应收款项	24	24	27	30	营业成本	1545	1700	1910	2101
存货净额	505	549	627	684	营业税金及附加	9	9	10	11
其他流动资产	136	124	140	155	销售费用	483	537	598	654
流动资产合计	1311	1490	1474	1611	管理费用	88	66	68	70
固定资产	117	177	233	285	财务费用	4	(9)	(9)	(12)
无形资产及其他	75	73	71	69	投资收益	23	10	10	10
投资性房地产	185	185	185	185	资产减值及公允价值变动	8	5	5	5
长期股权投资	22	42	62	82	其他收入	16	0	0	0
资产总计	1711	1967	2025	2231	营业利润	175	202	243	285
短期借款及交易性金融负债	134	260	130	130	营业外净收支	(3)	(2)	(2)	(2)
应付款项	289	302	339	372	利润总额	171	200	242	284
其他流动负债	197	207	231	253	所得税费用	43	50	60	71
流动负债合计	619	769	700	756	少数股东损益	11	13	16	19
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	117	137	165	194
其他长期负债	41	42	43	44					
长期负债合计	41	42	43	44	现金流量表 (百万元)				
负债合计	660	811	743	799	净利润	117	137	165	194
少数股东权益	31	40	51	64	资产减值准备	(1)	5	3	3
股东权益	1020	1116	1232	1367	折旧摊销	20	14	19	24
负债和股东权益总计	1711	1967	2025	2231	公允价值变动损失	(8)	(5)	(5)	(5)
					财务费用	4	(9)	(9)	(12)
关键财务与估值指标					营运资本变动	27	(2)	(33)	(15)
每股收益	0.82	0.96	1.16	1.36	其它	7	5	9	10
每股红利	0.44	0.29	0.35	0.41	经营活动现金流	160	153	158	211
每股净资产	7.14	7.81	8.62	9.57	资本开支	(42)	(71)	(71)	(71)
ROIC	9%	11%	14%	15%	其它投资现金流	3	0	0	0
ROE	11%	12%	13%	14%	投资活动现金流	(61)	(91)	(91)	(91)
毛利率	32%	32%	32%	32%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	6%	7%	8%	8%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	7%	8%	8%	9%	支付股利、利息	(62)	(41)	(50)	(58)
收入增长	-8%	10%	13%	10%	其它融资现金流	10	126	(130)	0
净利润增长率	-24%	18%	21%	17%	融资活动现金流	(115)	85	(180)	(58)
资产负债率	40%	43%	39%	39%	现金净变动	(15)	147	(112)	62
息率	1.6%	1.0%	1.2%	1.5%	货币资金的期初余额	655	639	786	674
P/E	34.4	29.2	24.2	20.6	货币资金的期末余额	639	786	674	736
P/B	3.9	3.6	3.3	2.9	企业自由现金流	104	74	80	132
EV/EBITDA	30.7	25.1	20.0	17.0	权益自由现金流	113	207	(43)	141

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。

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