

## 公司研究

## 业绩超预期，加速推进贝贝熊融合进程

——爱婴室（603214.SH）2022年半年报点评

## 要点

**公司 1H2022 营收同比增长 63.69%，归母净利润同比减少 11.83%**

8月17日，公司公布2022年半年报：1H2022实现营业收入18.69亿元，同比增长63.69%，公司收入增速较高主要是由于公司2021年10月并购贝贝熊后业务规模扩大以及线上业务快速发展带来的增长。1H2022实现归母净利润0.41亿元，折合成全面摊薄EPS为0.29元，同比减少11.83%，实现扣非归母净利润0.28亿元，同比增长4.91%。

单季度拆分来看，2Q2022实现营业收入10.14亿元，同比增长69.41%，实现归母净利润0.54亿元，折合成全面摊薄EPS为0.38元，同比增长50.00%，实现扣非归母净利润0.45亿元，同比增长84.02%。

**公司 1H2022 综合毛利率下降 3.30 个百分点，期间费用率下降 3.04 个百分点**

1H2022公司综合毛利率为27.88%，同比下降3.30个百分点。单季度拆分来看，2Q2022公司综合毛利率为30.09%，同比下降3.12个百分点。

1H2022公司期间费用率为24.81%，同比下降3.04个百分点，其中，销售/管理/财务费用率分别为20.26%/3.19%/1.37%，同比分别变化-2.28/-0.69/-0.07个百分点。2Q2022公司期间费用率为23.35%，同比下降4.25个百分点，其中，销售/管理/财务费用率分别为18.83%/3.25%/1.27%，同比分别变化-3.12/-0.93/-0.19个百分点。

**线下门店优化调整，加速推进贝贝熊融合进程**

2022年上半年，公司新增线下门店5家，关闭43家；其中，爱婴室品牌门店新增2家，关闭15家，贝贝熊品牌门店新增3家，关闭28家。2021年第4季度，公司成功实现对华中区域第一母婴连锁品牌贝贝熊100%股权的收购，2022年上半年，公司完成系统的全面统一，加快贝贝熊的运营优化，在市场、技术、供应链等方面实现进一步融合。

**上调盈利预测，上调至“增持”评级**

公司业绩超预期，主要是由于公司收购贝贝熊效果超预期，且公司线上业务发展迅速，我们上调对公司2022/2023/2024年归母净利润的预测28%/33%/34%至0.78/0.90/0.99亿元。公司收购贝贝熊后迅速切入华中市场，且经过一年的调整，公司估值逐渐步入合理区间范围，上调至“增持”评级。

**风险提示：**疫情受控进程不及预期，门店拓展不及预期，兼并效果不达预期。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2,256	2,652	3,955	4,439	4,855
营业收入增长率	-8.29%	17.55%	49.10%	12.24%	9.39%
净利润（百万元）	117	73	78	90	99
净利润增长率	-24.43%	-36.97%	6.23%	14.67%	10.07%
EPS（元）	0.82	0.52	0.56	0.64	0.70
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.43%	7.20%	7.29%	7.93%	8.26%
P/E	22	35	32	28	26
P/B	2.5	2.5	2.4	2.2	2.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-08-17；公司2020/2021年末股本分别为1.43/1.42亿股；2022年6月回购后股本为1.41亿股

## 增持（上调）

当前价：18.00元

## 作者

分析师：唐佳睿 CFA CPA(Aust.) ACCA  
CAIA FRM

执业证书编号：S0930516050001

021-52523866

tangjiarui@ebscn.com

联系人：田然

021-52523799

tianran@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	1.41
总市值(亿元)	25.29
一年最低/最高(元)	14.23/29.37
近3月换手率	150.59%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	3.80	2.00	-23.34
绝对	2.04	8.55	-35.41

资料来源：Wind

## 相关研报

业绩超预期，开设早教及托育中心——爱婴室（603214.SH）2021年年报点评（2022-04-14）

业绩低于预期，公司新业务拓展效果不佳——爱婴室（603214.SH）2021年三季度点评（2021-10-26）

业绩低于预期，持续加码电商平台业务——爱婴室（603214.SH）2021年半年报点评（2021-08-19）

表 1: 公司 1H2022 分业态情况

分业态	营业收入 (万元)	营业收入同比增减 (%)	毛利率 (%)	毛利率同比增减 (pct)
门店销售	134,962.25	41.57	26.67	下降 0.55 个百分点
电子商务	38,724.47	384.26	15.82	增加 3.84 个百分点
批发	1,248.68	165.86	0.69	下降 27.25 个百分点
母婴服务	1,175.34	39.89	13.14	增加 3.46 个百分点
其他业务收入	10,754.98	12.94	91.27	增加 2.24 个百分点
合计	186,865.72	63.69	27.88	下降 3.30 个百分点

资料来源: 公司公告

表 2: 公司 1H2022 分大类情况

大类	营业收入 (万元)	营业收入同比增减 (%)	毛利率 (%)	毛利率同比增减 (pct)
奶粉类	113,401.87	101.92	18.58	下降 2.14 个百分点
食品类	13,174.38	51.77	33.88	增加 3.09 个百分点
用品类	32,068.82	33.51	31.04	增加 2.74 个百分点
玩具类	4,194.75	4.23	34.49	增加 1.96 个百分点
车床类	424.37	3.11	29.88	增加 1.94 个百分点
棉纺类	11,671.21	11.18	43.49	增加 0.53 个百分点
母婴服务	1,175.34	39.89	13.14	增加 3.46 个百分点
其他业务收入	10,754.98	12.94	91.27	增加 2.24 个百分点
合计	186,865.72	63.69	27.88	下降 3.30 个百分点

资料来源: 公司公告

表 3: 公司 1H2022 分地区情况

地区	营业收入 (万元)	营业收入同比增减 (%)	毛利率 (%)	毛利率同比增减 (pct)
上海市	38,841.26	-2.31	32.74	增加 3.72 个百分点
浙江省	20,120.83	3.42	24.73	下降 0.64 个百分点
江苏省	28,405.74	49.42	24.43	下降 1.84 个百分点
福建省	15,014.22	-3.67	26.22	增加 1.10 个百分点
重庆市	2,425.99	7.52	25.36	下降 0.02 个百分点
广东省	1,003.80	75.83	33.02	下降 3.52 个百分点
湖北省	13,460.82	不适用	21.67	不适用
湖南省	13,598.52	不适用	21.07	不适用
江西省	889.68	不适用	21.52	不适用
四川省	1,679.37	不适用	21.57	不适用
跨境	1,953.98	不适用	15.90	不适用
线上平台	38,716.53	384.16	15.83	增加 3.84 个百分点
合计	176,110.74	68.31	24.01	下降 1.91 个百分点

资料来源: 公司公告; 以上数据中未包含其他业务收入 10,754.98 万元

表 4: 公司 2Q2022 归母净利润同比增长 50.00%

	归母净利润 (万元)	归母净利润 同比增速 (%)	全面摊薄 EPS (元)	扣非归母净利润 (万元)	扣非归母净利润 同比增速 (%)	全面摊薄扣非 EPS (元)	非经常性损益 (万元)
1Q2020	882.95	-50.29	0.06	-59.78	NA	0.00	942.73
2Q2020	3528.20	-20.76	0.25	3144.23	-13.65	0.22	383.97
3Q2020	1999.97	-19.93	0.14	842.25	-62.36	0.06	1157.72
4Q2020	5246.04	-21.68	0.37	4342.25	-15.63	0.31	903.80
1Q2021	1111.58	25.89	0.08	247.72	NA	0.02	863.86
2Q2021	3570.18	1.19	0.25	2464.87	-21.61	0.18	1105.31
3Q2021	-1316.85	NA	-0.09	-2279.11	NA	-0.16	962.27
4Q2021	3982.90	-24.08	0.28	2463.50	-43.27	0.18	1519.40
1Q2022	-1227.15	NA	-0.09	-1690.08	NA	-0.12	462.93
2Q2022	5355.16	50.00	0.38	4535.95	84.02	0.32	819.21
TTM	6794.06	-43.04	0.48	3030.25	-61.63	0.22	3763.81

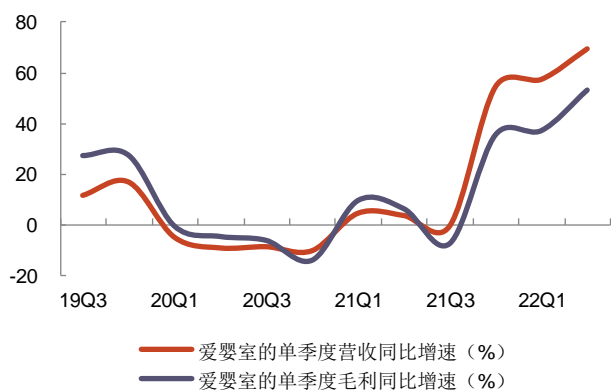
资料来源: wind; 数据已做追溯调整

表 5: 公司 2Q2022 净利率较上年同期下降 0.68 个百分点

	营业收入 (万元)	营业收入 同比增速 (%)	毛利率 (%)	毛利率同比变动 (百分点)	期间费用率 (%)	净利率 (%)	净利率同比变动 (百分点)
1Q2020	51898.05	-4.81	27.64	1.18	27.02	1.70	-1.56
2Q2020	57679.68	-9.02	32.41	1.47	24.40	6.12	-0.91
3Q2020	51432.74	-8.53	31.74	0.77	28.40	3.89	-0.55
4Q2020	64633.84	-10.10	33.71	-1.59	22.88	8.12	-1.20
1Q2021	54307.83	4.64	28.94	1.31	28.14	2.05	0.35
2Q2021	59850.82	3.76	33.22	0.81	27.59	5.97	-0.15
3Q2021	51221.36	-0.41	29.47	-2.27	34.14	-2.57	-6.46
4Q2021	99854.86	54.49	29.60	-4.10	23.88	3.99	-4.13
1Q2022	85470.89	57.38	25.26	-3.68	26.54	-1.44	-3.48
2Q2022	101394.83	69.41	30.09	-3.12	23.35	5.28	-0.68
TTM	337941.95	46.79	28.63	-3.38	25.95	2.01	-3.17

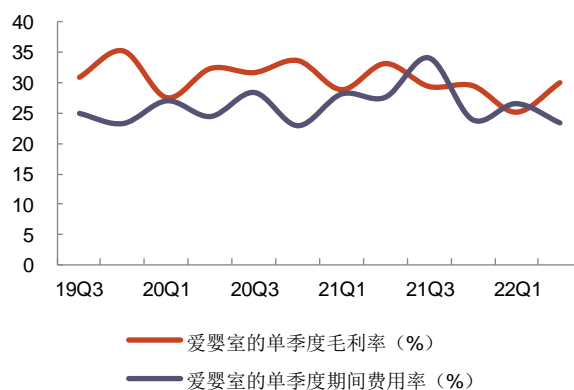
资料来源: wind; 数据已做追溯调整

图 1: 公司单季度营收和毛利增速 (2019Q3-2022Q2)



资料来源: wind, 数据已做追溯调整

图 2: 公司单季度毛利率和期间费用率 (2019Q3-2022Q2)



资料来源: wind, 数据已做追溯调整

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,256	2,652	3,955	4,439	4,855
营业成本	1,545	1,850	2,852	3,213	3,510
折旧和摊销	20	23	43	43	44
税金及附加	9	10	15	17	18
销售费用	483	592	849	941	1,029
管理费用	88	96	142	160	175
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	4	43	22	25	26
投资收益	23	28	20	20	20
营业利润	175	111	117	133	145
利润总额	171	111	117	133	145
所得税	43	31	29	33	36
净利润	128	80	88	100	109
少数股东损益	11	6	10	10	10
归属母公司净利润	117	73	78	90	99
EPS(元)	0.82	0.52	0.56	0.64	0.70

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	200	-174	60	87	118
净利润	117	73	78	90	99
折旧摊销	20	23	43	43	44
净营运资金增加	-41	412	193	106	78
其他	104	-683	-254	-152	-102
投资活动产生现金流	-133	-408	-3	-26	-21
净资本支出	-72	-85	-55	-50	-45
长期投资变化	22	22	0	0	0
其他资产变化	-83	-345	52	24	24
融资活动现金流	-82	89	193	-13	-55
股本变化	41	-1	-1	0	0
债务净变化	74	518	243	44	5
无息负债变化	7	599	371	111	92
净现金流	-15	-494	250	48	42

## 主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	31.5%	30.3%	27.9%	27.6%	27.7%
EBITDA 率	9.5%	7.3%	4.0%	4.0%	3.9%
EBIT 率	7.1%	5.3%	2.9%	3.0%	3.0%
税前净利润率	7.6%	4.2%	3.0%	3.0%	3.0%
归母净利润率	5.2%	2.8%	2.0%	2.0%	2.0%
ROA	7.5%	2.8%	2.5%	2.7%	2.8%
ROE (摊薄)	11.4%	7.2%	7.3%	7.9%	8.3%
经营性 ROIC	16.7%	6.4%	5.0%	5.5%	5.7%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	39%	63%	68%	68%	68%
流动比率	2.12	1.21	1.18	1.20	1.22
速动比率	1.30	0.56	0.60	0.61	0.62
归母权益/有息债务	7.60	1.56	1.20	1.20	1.26
有形资产/有息债务	11.46	3.74	3.45	3.52	3.68

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	1,711	2,837	3,511	3,735	3,905
货币资金	639	145	395	444	486
交易性金融资产	0	230	230	230	230
应收账款	16	67	98	110	120
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	8	35	51	58	63
存货	505	876	1,121	1,233	1,314
其他流动资产	55	86	86	86	86
流动资产合计	1,311	1,642	2,294	2,510	2,680
其他权益工具	22	22	22	22	22
长期股权投资	22	22	22	22	22
固定资产	74	153	155	161	169
在建工程	43	0	21	37	49
无形资产	75	157	169	176	177
商誉	29	142	142	142	142
其他非流动资产	10	1	1	1	1
非流动资产合计	399	1,196	1,218	1,224	1,226
总负债	660	1,778	2,392	2,547	2,644
短期借款	89	389	596	639	645
应付账款	289	432	685	771	842
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	38	23	36	41	45
流动负债合计	619	1,359	1,942	2,096	2,193
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	5	11	11	11	11
非流动负债合计	41	419	451	451	451
股东权益	1,051	1,059	1,119	1,188	1,261
股本	143	142	141	141	141
公积金	385	367	376	385	395
未分配利润	522	524	566	616	670
归属母公司权益	1,020	1,021	1,070	1,129	1,193
少数股东权益	31	39	49	59	69

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	21.40%	22.33%	21.47%	21.20%	21.20%
管理费用率	3.89%	3.61%	3.60%	3.60%	3.60%
财务费用率	0.19%	1.63%	0.55%	0.57%	0.53%
研发费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
所得税率	25%	28%	25%	25%	25%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.30	0.20	0.22	0.25	0.27
每股经营现金流	1.40	-1.23	0.43	0.62	0.84
每股净资产	7.14	7.21	7.62	8.04	8.49
每股销售收入	15.80	18.74	28.14	31.59	34.55

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	22	35	32	28	26
PB	2.5	2.5	2.4	2.2	2.1
EV/EBITDA	12.9	19.3	20.6	18.7	17.6
股息率	1.7%	1.1%	1.2%	1.4%	1.5%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 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。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、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。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE