

# 爱婴室 (603214)

证券研究报告

2022年08月22日

## 门店加速优化, 双品牌+线上代运营多维度持续发力

**事件:** 公司发布 2022 半年报, 22H1 实现营收 18.69 亿元, 同比增 63.69%, 实现归母净利润 0.41 亿元, 同比减少 11.83%。

**点评:** 分业态来看, 门店销售收入 13.50 亿元/+41.57%, 主要系自 21Q4 并表贝贝熊贡献收入增长; 电商收入 3.87 亿元/+384.26%, 主要系母婴品牌代运营及线上多渠道拓展发力效果明显, 业绩持续放量; 批发收入 0.12 亿元/+165.86%, 母婴服务收入 0.12 亿元/+39.89%, 主要系早教、托育等新业务发展带来增长, 其他收入 1.08 亿元/+12.94%。

分品类来看, 上半年奶粉类/食品类/用品类/玩具类/车床类/棉纺类/母婴服务分别实现收入 11.34 亿元/+101.92%、1.32 亿元/+51.77%、3.21 亿元/+33.51%、0.42 亿元/+4.23%、0.04 亿元/+3.11%、1.17 亿元/+11.18%、0.12 亿元/+39.89%, 疫情影响下, 刚需类产品韧性凸显, 销售增长良好。母婴服务类需求持续放量, 形成高收入增速贡献, 展望全年继续看好服务类业务延续增长。

门店数量方面, 22H1 新增线下门店 5 家 (爱婴室、贝贝熊品牌分别新增 2/3 家), 关闭 43 家 (爱婴室、贝贝熊品牌分别关闭 15/28 家)。我们判断上半年开店节奏放缓, 关店节奏延续主要系 1) 因并购时间较短, 门店密度及空间布局亟待优化, 公司针对双品牌已有门店周边环境及未来盈利能力评估下主动调整行为; 2) 疫情催化下低效门店的营业终止。

**毛利端:** 2022H1 毛利率 27.88%, 同比-3.30pcts, 主要系以低毛利率引流产品为代表的奶粉类收入占比提升, 结构性影响整体毛利率下降。费用端, 2022H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 20.26%/3.19%/0.00%/1.37%, 同比-2.28pcts/-0.69pcts/-0.00pcts/-0.07pcts。

**利润端:** 2022H1 归母净利润 0.41 亿元, 同比减少 11.83%, 归母净利率 2.21%/-1.89pcts; 扣非归母净利 0.28 亿元, 同比增 4.91%。

**投资建议:** 公司作为跨区域的母婴连锁零售龙头企业, 不断调整经营策略应对新运营环境, 当下以运营效率为主要关注点。一方面, 持续发力线上运营, 借渠道红利拓业绩增量; 另一方面, 并购贝贝熊整合资源, 双品牌运营充分强化品牌价值, 区分主场避免同业竞争, 扩大企业覆盖圈。后续以供应链优势整合贝贝熊及拓展线上业务, 有望带动公司利润走出下滑通道。长期来看, 多元消费、产品细分及品类拓展驱动人均支出持续提升, 政策支持或潜在利好行业的长期健康发展。预计 2022-24 年净利润至 0.90/1.00/1.10 亿元, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 收购整合效果不及预期; 出生率持续下行; 开店进展不及预期。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,256.44	2,652.35	3,355.22	3,724.30	4,096.73
增长率(%)	(8.29)	17.55	26.50	11.00	10.00
EBITDA(百万元)	183.00	169.98	224.59	243.09	251.19
归属母公司净利润(百万元)	116.57	73.48	90.48	100.07	110.30
增长率(%)	(24.43)	(36.97)	23.14	10.60	10.22
EPS(元/股)	0.83	0.52	0.64	0.71	0.78
市盈率(P/E)	24.29	38.53	31.29	28.30	25.67
市净率(P/B)	2.78	2.77	2.69	2.53	2.38
市销率(P/S)	1.25	1.07	0.84	0.76	0.69
EV/EBITDA	14.42	15.24	10.82	10.07	8.66

资料来源: wind, 天风证券研究所

### 投资评级

行业	商贸零售/专业连锁 II
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	20.3 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	140.52
流通 A 股股本(百万股)	140.52
A 股总市值(百万元)	2,852.49
流通 A 股市值(百万元)	2,852.49
每股净资产(元)	7.36
资产负债率(%)	64.66
一年内最高/最低(元)	29.72/14.40

### 作者

**刘章明** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110516060001  
liuzhangming@tfzq.com

### 股价走势



资料来源: 聚源数据

### 相关报告

- 《爱婴室-季报点评:稳步推进贝贝熊整合、线上化、自有品牌建设和门店调整,静待疫情后经营复苏》 2022-04-28
- 《爱婴室-年报点评报告:21Q4 承压合并贝贝熊、试水电商代运营有所收获》 2022-04-18
- 《爱婴室-季报点评:生育下滑、疫情反复等冲击下 Q3 业绩承压,静待外部环境好转经营改善》 2021-10-30

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	639.10	145.43	268.42	297.94	327.74
应收票据及应收账款	15.60	67.07	28.22	43.67	41.05
预付账款	81.21	189.40	6.28	241.53	52.53
存货	505.27	875.87	741.16	976.98	831.61
其他	70.20	363.98	306.38	318.77	318.46
<b>流动资产合计</b>	<b>1,311.38</b>	<b>1,641.74</b>	<b>1,350.45</b>	<b>1,878.90</b>	<b>1,571.38</b>
长期股权投资	21.87	22.19	22.19	22.19	22.19
固定资产	74.12	153.33	132.13	110.93	89.73
在建工程	43.37	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	74.89	157.32	147.79	138.26	128.73
其他	185.16	862.73	393.72	417.83	464.05
<b>非流动资产合计</b>	<b>399.42</b>	<b>1,195.57</b>	<b>695.84</b>	<b>689.22</b>	<b>704.71</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,710.80</b>	<b>2,837.31</b>	<b>2,046.28</b>	<b>2,568.12</b>	<b>2,276.09</b>
短期借款	89.44	389.10	305.20	370.02	166.31
应付票据及应付账款	288.71	431.53	322.10	608.36	427.44
其他	216.57	474.71	209.05	276.36	254.34
<b>流动负债合计</b>	<b>594.72</b>	<b>1,295.34</b>	<b>836.34</b>	<b>1,254.74</b>	<b>848.09</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	40.79	418.62	115.18	143.97	179.64
<b>非流动负债合计</b>	<b>40.79</b>	<b>418.62</b>	<b>115.18</b>	<b>143.97</b>	<b>179.64</b>
<b>负债合计</b>	<b>660.26</b>	<b>1,778.11</b>	<b>951.52</b>	<b>1,398.71</b>	<b>1,027.73</b>
少数股东权益	30.76	38.56	44.08	50.15	56.63
股本	142.81	141.52	140.52	140.52	140.52
资本公积	353.57	329.96	317.23	317.23	317.23
留存收益	553.75	561.44	620.63	684.95	755.12
其他	(30.35)	(12.27)	(27.69)	(23.44)	(21.13)
<b>股东权益合计</b>	<b>1,050.54</b>	<b>1,059.20</b>	<b>1,094.76</b>	<b>1,169.40</b>	<b>1,248.36</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,710.80</b>	<b>2,837.31</b>	<b>2,046.28</b>	<b>2,568.12</b>	<b>2,276.09</b>

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	127.83	79.76	90.48	100.07	110.30
折旧摊销	53.41	52.96	30.73	30.73	30.73
财务费用	3.96	37.20	53.24	51.50	40.62
投资损失	(22.76)	(27.55)	(28.00)	(31.00)	(34.00)
营运资金变动	55.54	(651.09)	391.18	(140.66)	123.82
其它	(18.34)	334.39	8.45	9.43	10.19
<b>经营活动现金流</b>	<b>199.63</b>	<b>(174.34)</b>	<b>546.07</b>	<b>20.07</b>	<b>281.65</b>
资本支出	88.92	(123.47)	303.44	(28.79)	(35.67)
长期投资	21.87	0.33	0.00	0.00	0.00
其他	(244.12)	(284.87)	(262.54)	59.79	69.67
<b>投资活动现金流</b>	<b>(133.33)</b>	<b>(408.01)</b>	<b>40.90</b>	<b>31.00</b>	<b>34.00</b>
债权融资	69.86	475.26	(400.62)	13.32	(244.33)
股权融资	(102.39)	(35.12)	(63.36)	(34.86)	(41.53)
其他	(49.20)	(351.43)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(81.73)</b>	<b>88.72</b>	<b>(463.98)</b>	<b>(21.54)</b>	<b>(285.86)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(15.43)</b>	<b>(493.63)</b>	<b>122.99</b>	<b>29.53</b>	<b>29.79</b>

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>2,256.44</b>	<b>2,652.35</b>	<b>3,355.22</b>	<b>3,724.30</b>	<b>4,096.73</b>
营业成本	1,544.95	1,849.77	2,328.52	2,577.21	2,830.84
营业税金及附加	8.74	9.93	13.09	14.52	16.39
销售费用	482.77	592.33	744.86	841.69	946.34
管理费用	87.85	95.80	107.37	115.45	122.90
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	4.27	43.19	53.24	51.50	40.62
资产/信用减值损失	(3.91)	(13.10)	(5.25)	(6.91)	(7.29)
公允价值变动收益	4.14	4.97	0.00	0.00	0.00
投资净收益	22.76	27.55	28.00	31.00	34.00
其他	(69.66)	(68.70)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
<b>营业利润</b>	<b>174.53</b>	<b>110.63</b>	<b>130.90</b>	<b>148.00</b>	<b>166.34</b>
营业外收入	1.54	4.11	5.00	7.00	9.00
营业外支出	4.86	3.60	4.00	5.00	8.00
<b>利润总额</b>	<b>171.21</b>	<b>111.14</b>	<b>131.90</b>	<b>150.00</b>	<b>167.34</b>
所得税	43.38	31.38	32.97	40.50	46.86
<b>净利润</b>	<b>127.83</b>	<b>79.76</b>	<b>98.92</b>	<b>109.50</b>	<b>120.49</b>
少数股东损益	11.26	6.28	8.45	9.43	10.19
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>116.57</b>	<b>73.48</b>	<b>90.48</b>	<b>100.07</b>	<b>110.30</b>
每股收益(元)	0.83	0.52	0.64	0.71	0.78

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-8.29%	17.55%	26.50%	11.00%	10.00%
营业利润	-23.61%	-36.61%	18.33%	13.06%	12.39%
归属于母公司净利润	-24.43%	-36.97%	23.14%	10.60%	10.22%
<b>获利能力</b>					
毛利率	31.53%	30.26%	30.60%	30.80%	30.90%
净利率	5.17%	2.77%	2.70%	2.69%	2.69%
ROE	11.43%	7.20%	8.61%	8.94%	9.26%
ROIC	39.86%	28.83%	22.90%	22.40%	20.25%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	38.59%	62.67%	46.50%	54.46%	45.15%
净负债率	-48.07%	47.88%	3.36%	6.16%	-12.93%
流动比率	2.12	1.21	1.61	1.50	1.85
速动比率	1.30	0.56	0.73	0.72	0.87
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	129.61	64.17	70.42	103.61	96.71
存货周转率	4.20	3.84	4.15	4.34	4.53
总资产周转率	1.34	1.17	1.37	1.61	1.69
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.83	0.52	0.64	0.71	0.78
每股经营现金流	1.42	-1.24	3.89	0.14	2.00
每股净资产	7.26	7.26	7.48	7.97	8.48
<b>估值比率</b>					
市盈率	24.29	38.53	31.29	28.30	25.67
市净率	2.78	2.77	2.69	2.53	2.38
EV/EBITDA	14.42	15.24	10.82	10.07	8.66
EV/EBIT	16.17	17.60	12.54	11.53	9.87

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com