

## 疫情叠加拓店致经营承压，多维发力改善可期

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-08-24

主要观点：

收盘价 (元)	14.38
近 12 个月最高/最低 (元)	27.14/12.77
总股本 (百万股)	1,088
流通股本 (百万股)	89
流通股比例 (%)	8.22
总市值 (亿元)	156
流通市值 (亿元)	13

● 事件

公司发布 2022 年中报，实现营收 43.74 亿元，同比下降 1.44%，归母净利润 0.67 亿元，同比下降 58.09%。2022Q2 净利润 0.99 亿元，实现单季度扭亏为盈。

● 疫情反复叠加新店爬坡，上半年业绩下滑

**收入方面：**截至 2022H1，公司直营门店数量达到 500 家，其中 2022H1 新增 7 家，关闭 2 家。2022H1 门店店面坪效为 3299.19 元/平方米，同比下降 5.62%，店均销售收入 776.74 万元，同比下降 9.65%，主要因为：(1) 受疫情反复影响，门店暂停营业以及客流下降；(2) 公司新开门店数量较多且主要集中在 Q4，新开门店尚处于培育期，导致单店收入下降。

**毛、净利率方面：**2022H1 毛利率 29.48% (-1.62pct)，净利率 1.51% (-2.09pct)，主要因为公司新增门店持续增加，运营成本随之增加，销售费用率、管理费用率也有一定程度提升。2022H1 销售费用率、管理费用率分别为 20.89% (+0.20pct)、6.07% (+0.34pct)。

● 多维度积极求变，Q2 业绩明显改善

2022Q1 净利润-0.33 亿元，2022Q2 净利润 0.99 亿元，实现扭亏为盈，主要因为公司采取多种措施提升盈利能力：(1) **大力发展差异化供应链+本地化生活服务**，自有品牌收入快速提升，2022H1 实现营收 1.18 亿元 (+22.49%)；(2) **持续强化全渠道融合，线上营收占比不断提升**，截至 2022H1，企微私域服务用户近 1000 万。2022H1 母婴商品线上营收 18.68 亿元，在母婴商品营收中占比达 48.61%；(3) **深耕单客经济**，公司会员人数超过 5300 万人，其中最近一年的活跃用户近 1000 万人，会员贡献收入占公司全部母婴商品销售收入的 96% 以上。(4) 进一步完善仓储物流布局，巩固竞争比较优势；(5) 围绕以用户为中心，打造敏捷组织，减少冗余、快速应变。

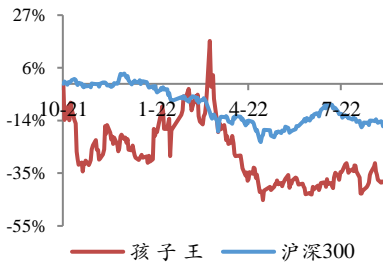
● 投资建议

公司在母婴行业深耕多年，形成了特有的“商品+服务+社交”的商业模式。线下门店成为多元服务业务拓展的天然引流渠道，在母婴产品销售的基础上，公司采取育儿顾问的形式拓客的同时，增加客户黏性及活跃度，有利于单客创收的提升。数字化赋能调动员工积极性，单员工深度覆盖客户数增加，变相“降本提效”。我们预计公司 2022~2024 年 EPS 分别为 0.20、0.37、0.63 元/股，对应当前股价 PE 分别为 72、39、23 倍，维持“买入”评级

● 风险提示

经济增长和消费水平下降，新店扩张和发展不及预期，行业竞争加剧等。

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王洪岩

执业证书号：S0010521010001

邮箱：wanghy@hazq.com

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	9049	10001	11470	13420
收入同比 (%)	8.3%	10.5%	14.7%	17.0%
归属母公司净利润	202	216	400	684
净利润同比 (%)	-48.4%	7.2%	85.3%	70.9%
毛利率 (%)	30.6%	30.3%	31.1%	33.4%
ROE (%)	7.1%	7.1%	11.6%	16.6%
每股收益 (元)	0.20	0.20	0.37	0.63
P/E	82.25	72.40	39.07	22.87

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	4155	4524	4895	5839	<b>营业收入</b>	9049	10001	11470	13420
现金	1645	1948	2265	3226	营业成本	6280	6974	7898	8943
应收账款	76	80	80	92	营业税金及附加	21	25	29	32
其他应收款	72	101	84	124	销售费用	1938	2150	2432	2885
预付账款	91	84	79	72	管理费用	437	490	549	671
存货	910	950	1025	963	财务费用	145	93	89	84
其他流动资产	1362	1362	1362	1362	资产减值损失	1	0	0	0
<b>非流动资产</b>	3971	3977	3983	3989	公允价值变动收益	7	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	56	62	71	83
固定资产	447	447	447	447	<b>营业利润</b>	241	261	476	805
无形资产	180	180	180	180	营业外收入	5	0	0	0
其他非流动资产	3344	3350	3356	3362	营业外支出	17	0	0	0
<b>资产总计</b>	8126	8501	8878	9828	<b>利润总额</b>	229	261	476	805
<b>流动负债</b>	2704	2885	2862	3128	所得税	28	45	76	122
短期借款	1	1	1	1	<b>净利润</b>	201	216	400	683
应付账款	877	866	801	938	少数股东损益	0	0	0	-1
其他流动负债	1826	2018	2060	2190	<b>归属母公司净利润</b>	202	216	400	684
<b>非流动负债</b>	2574	2574	2574	2574	EBITDA	1024	293	493	804
长期借款	306	306	306	306	EPS (元)	0.20	0.20	0.37	0.63
其他非流动负债	2268	2268	2268	2268					
<b>负债合计</b>	5278	5458	5436	5702					
少数股东权益	0	0	0	-1					
股本	1088	1088	1088	1088					
资本公积	993	993	993	993					
留存收益	767	962	1362	2046					
归属母公司股东权	2848	3042	3443	4127					
<b>负债和股东权益</b>	8126	8501	8878	9828					

现金流量表				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	599	388	369	1000
净利润	201	216	400	683
折旧摊销	703	0	0	0
财务费用	110	118	118	118
投资损失	-56	-62	-71	-83
营运资金变动	-332	115	-77	283
其他经营现金流	505	101	476	398
<b>投资活动现金流</b>	-1207	55	67	79
资本支出	-518	0	1	2
长期投资	-765	-6	-6	-6
其他投资现金流	76	62	71	83
<b>筹资活动现金流</b>	41	-140	-118	-118
短期借款	-87	0	0	0
长期借款	90	0	0	0
普通股增加	109	0	0	0
资本公积增加	447	0	0	0
其他筹资现金流	-518	-140	-118	-118
<b>现金净增加额</b>	-568	303	317	961

主要财务比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入	8.3%	10.5%	14.7%	17.0%
营业利润	-49.9%	8.2%	82.7%	69.0%
归母公司净利润	-48.4%	7.2%	85.3%	70.9%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	30.6%	30.3%	31.1%	33.4%
净利率 (%)	2.2%	2.2%	3.5%	5.1%
ROE (%)	7.1%	7.1%	11.6%	16.6%
ROIC (%)	4.7%	3.9%	6.3%	9.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	65.0%	64.2%	61.2%	58.0%
净负债比率 (%)	185.3%	179.4%	157.9%	138.2%
流动比率	1.54	1.57	1.71	1.87
速动比率	1.14	1.18	1.30	1.51
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.38	1.20	1.32	1.43
应收账款周转率	132.57	128.57	144.00	156.52
应付账款周转率	6.41	8.00	9.47	10.29
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.20	0.20	0.37	0.63
每股经营现金流	0.55	0.36	0.34	0.92
每股净资产	2.62	2.80	3.16	3.79
<b>估值比率</b>				
P/E	82.25	72.40	39.07	22.87
P/B	6.35	5.14	4.54	3.79
EV/EBITDA	19.09	57.40	33.46	19.32

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

## 重要声明

### 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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

### 公司评级体系

- 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。