



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

23 年业绩同比增长 22%，双品牌融合发展

——爱婴室 2023 年年度报告点评

增持（维持）

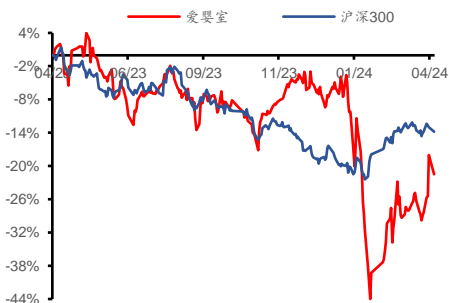
行业： 商贸零售
日期： 2024年04月09日

分析师： 张洪乐
Tel: 021-53686159
E-mail: zhanghongle@shzq.com
SAC 编号: S0870523040004

基本数据

最新收盘价（元）	13.88
12mth A 股价格区间（元）	9.87-18.73
总股本（百万股）	140.52
无限售 A 股/总股本	100.00%
流通市值（亿元）	19.50

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

《23Q3 业绩同比增长 49%，双品牌协同发展》

——2023 年 10 月 29 日

《23H1 收入略有承压，门店持续调整优化》

——2023 年 08 月 28 日

■ 投资摘要

事件概述

4月3日，公司发布2023年年报。2023年实现营业收入 33.32亿元，同比下降 7.95%；实现归母净利润1.05 亿元，同比增长 21.84%。其中，23Q4实现营业收入9.11亿元，同比下降8.76%；实现归母净利润0.58亿元，同比增长40.85%。收入下滑主要系公司主动优化精简低效门店而带来的相应销售额减少，以及电商渠道销售同比有所下降所致。

分析与判断

线下线上齐发力，全渠道融合发展

分渠道看，23 年全年公司门店销售实现营收 24.32 亿元（同比-5.90%），电商业务实现营收6.17亿元（同比-14.33%）；分产品看，23 年全年公司奶粉/食品/用品等主要品类营收同比分别-12.23%/+13.67%/-10.51%。2023 年，公司自营第三方平台业务同比增长 77%，新电商渠道发展势头良好，其中抖音平台成长迅速，同比增长 290%，成功覆盖了更广泛的客群和使用场景，为业务增长注入了新的活力。依托线下近 500 家门店的规模优势，O2O 即时零售业务已覆盖 38 个经济发达城市，23 年下半年实现了同比 22% 的增长。

双品牌协同发展，线下继续优化调整单店模型

公司持续积极优化调整低效门店，进一步提升贝贝熊的运营效率，贝贝熊整体毛利率较收购前提高4-5个百分点，成功实现扭亏为盈。公司积极推进华中地区的新店拓展，共开设 17 家新店，爱婴室与贝贝熊双品牌运作，深耕华中区域，覆盖更多城市。公司精细化布局门店的品类结构，推动高毛利产品的销售，加速旗下品牌产品的提升，继续提升门店的毛利率。截至 23 年底，爱婴室及贝贝熊线下门店总数近 500 家，全年新开店 41 家，关闭 43 家。公司新开门店提速，Q1/Q2/Q3/Q4 分别新开 1/7/12/21 家。

23 年公司费用有所优化，净利率同比+0.77pct

23 年公司毛利率为 28.38%，同比-0.16pct；净利率为 3.48%，同比+0.77pct。费用有所优化，23 年公司销售期间费用率为 25.18%，同比-0.47pct，其中销售/管理/财务费用率分别为 20.81%/3.35%/1.01%，同比分别-0.14pct/-0.06pct/-0.28pct。

■ 投资建议

预计 2024~2026 年公司营收分别约为 34.10、35.91 和 38.43 亿元，同比分别+2.4%、+5.3%和+7.0%；归母净利润分别约为 1.13、1.25、1.43 亿元，同比+7.9%、+10.3%和 14.6%。当前股价对应的 PE 分别为 17.26、15.64、13.66 倍。维持“增持”评级。

■ 风险提示

宏观经济不景气、生育率持续下降、行业竞争加剧、开店速度不达预期、整合贝贝熊成效不及预期

■ 数据预测与估值

单位: 百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3332	3410	3591	3843
年增长率	-8.0%	2.4%	5.3%	7.0%
归母净利润	105	113	125	143
年增长率	21.8%	7.9%	10.3%	14.6%
每股收益 (元)	0.75	0.80	0.89	1.02
市盈率 (X)	18.62	17.26	15.64	13.66
市净率 (X)	1.71	1.58	1.44	1.30

资料来源: Wind, 上海证券研究所 (2024 年 04 月 08 日收盘价)

公司财务报表数据预测汇总
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	479	674	956	1281
应收票据及应收账款	87	83	96	96
存货	803	954	958	1005
其他流动资产	295	330	304	326
流动资产合计	1664	2041	2314	2708
长期股权投资	21	21	21	21
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	126	108	89	71
在建工程	0	0	0	0
无形资产	140	140	140	140
其他非流动资产	601	581	561	541
非流动资产合计	887	849	811	772
资产总计	2551	2890	3125	3480
短期借款	295	295	295	295
应付票据及应付账款	446	500	491	566
合同负债	69	49	51	54
其他流动负债	324	427	436	461
流动负债合计	1134	1272	1273	1377
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	235	335	435	535
非流动负债合计	235	335	435	535
负债合计	1369	1607	1709	1912
股本	141	139	139	139
资本公积	314	297	297	297
留存收益	682	795	920	1062
归属母公司股东权益	1138	1233	1357	1500
少数股东权益	44	51	59	68
股东权益合计	1182	1284	1416	1568
负债和股东权益合计	2551	2890	3125	3480

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流量	398	117	189	236
净利润	116	120	133	152
折旧摊销	224	18	18	18
营运资金变动	64	-45	11	35
其他	-5	23	27	31
投资活动现金流量	-22	20	22	23
资本支出	-27	3	4	4
投资变动	-22	0	0	0
其他	28	17	18	19
筹资活动现金流量	-280	58	71	66
债权融资	-12	100	100	100
股权融资	2	-19	0	0
其他	-270	-24	-29	-34
现金净流量	96	195	282	325

利润表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3332	3410	3591	3843
营业成本	2386	2432	2550	2719
营业税金及附加	14	14	14	15
销售费用	693	699	736	786
管理费用	112	116	126	134
研发费用	0	0	0	0
财务费用	34	17	19	19
资产减值损失	-3	-20	-20	-20
投资收益	27	17	18	19
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	138	160	177	203
营业外收支净额	6	0	0	0
利润总额	143	160	177	203
所得税	27	40	44	51
净利润	116	120	133	152
少数股东损益	11	7	8	9
归属母公司股东净利润	105	113	125	143

主要指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力指标				
毛利率	28.4%	28.7%	29.0%	29.2%
净利率	3.1%	3.3%	3.5%	3.7%
净资产收益率	9.2%	9.2%	9.2%	9.5%
资产回报率	4.1%	3.9%	4.0%	4.1%
投资回报率	6.3%	6.6%	6.5%	6.6%
成长能力指标				
营业收入增长率	-8.0%	2.4%	5.3%	7.0%
EBIT 增长率	-7.8%	25.8%	10.0%	12.9%
归母净利润增长率	21.8%	7.9%	10.3%	14.6%
每股指标 (元)				
每股收益	0.75	0.80	0.89	1.02
每股净资产	8.10	8.77	9.66	10.68
每股经营现金流	2.83	0.83	1.34	1.68
每股股利	0.35	0.00	0.00	0.00
营运能力指标				
总资产周转率	1.31	1.18	1.15	1.10
应收账款周转率	38.21	40.93	37.31	40.08
存货周转率	2.97	2.55	2.66	2.70
偿债能力指标				
资产负债率	53.7%	55.6%	54.7%	54.9%
流动比率	1.47	1.61	1.82	1.97
速动比率	0.52	0.63	0.84	1.03
估值指标				
P/E	18.62	17.26	15.64	13.66
P/B	1.71	1.58	1.44	1.30
EV/EBITDA	6.72	10.27	8.56	6.71

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。