

零售

爱婴室 (603214.SH)

维持评级

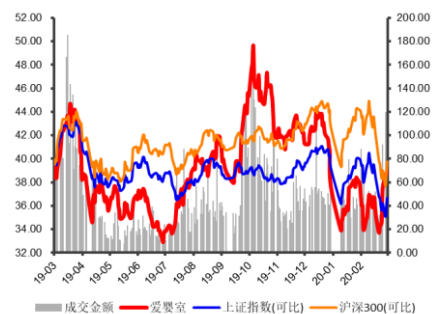
报告原因：年报点评

优势区域深入渗透经营，商品结构优化毛利率提升明显 增持

2020年3月27日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2020年3月26日

收盘价(元):	39.95
年内最高/最低(元):	51.12/32.85
流通A股/总股本(亿股):	0.55/1.02
流通A股市值(亿元):	22.05
总市值(亿元):	40.77

基础数据：2019年12月31日

基本每股收益	1.10
每股净资产(元):	9.93
净资产收益率:	16.24%

分析师：谷茜

执业证书编号：S0760518060001

Tel: 0351-8686775

Email: guqian@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层

北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>

事件描述

公司于3月27日发布2019年年度报告，2019年公司及其下属子公司合并报表营业收入246,036.51万元，同比增长15.22%；实现归属于上市公司股东的净利润15,424.76万元，同比增长28.55%。

事件点评

- **优势区域开店提速，强化线上渠道布局。**公司管理团队实施内生式增长与外延式并购并重的发展战略，2019年营收规模实现进一步扩大。年内公司在上海、江苏、浙江、福建等地区持续提速加密拓展直营门店，其中浙江、江苏、福建三地的销售增长率均超过20%，同时布局西南市场、完成重庆泰诚18家门店并购，布局珠三角市场、深圳首店落地，全年新开商场门店73家，主动淘汰17家不符合发展要求的门店，全年净增56家，直营门店总规模达297家。新开门店带来的人工、房租成本增长，加上员工股权激励费用增加等因素导致公司销售和管理费用率同比分别提升1.61pct/0.60pct，但存款利息收入增加带来财务费用率下降0.52pct，综合来看公司期间费用率同比增长1.69pct。2019年公司还进一步强化线上渠道布局，完善商城平台建设，增强与消费者的互动，提升消费者购物体验，年内实现线上平台销售额同比增长67.42%，增势迅猛。公司除了在各地的直营门店销售商品，还围绕全渠道营销体系建设，继续加码线上投入。APP上线更丰富的商品、引入第三方入驻、实施更灵活多样的营销措施，APP日活跃用户、月活跃用户有明显提升。
- **优化商品结构提升毛利率，精准营销促进业绩增长。**公司通过优化商品品类组合和增加自有商品品类的方式，在提升商品毛利的同时更好的带动客流，提高了门店以及线上平台的聚客能力。2019年公司毛利率大幅提升2.46pct至31.23%，其中业态方面门店销售提升2.57pct，品类方面奶粉、用品类毛利率均实现3pct以上的增幅。公司持续优化商品结构，加大引入畅销新品，淘汰部分滞销旧品，积极研发棉纺品、纸制品、洗护类等自有产品，丰富自有商品品类，强化自有商品品牌属性。2019年公司自有产品销售占商品销售的比重为9.97%，同比增长29.72%。公司还基于RFM模型会员分类，设置个性化标签，实施会员精准营销，提升会员活跃度和复购率，进而促进公司整体业绩提升。截止2019年底，公司累计拥有会员385万人，全年活跃会员实现销售占公司全年总

销售的 87.48%。公司依托海鼎系统优化会员营销场景，上线微商城小程序、推出礼品卡业务、搭建分级会员权益体系等功能，进一步丰富营销场景，提升了会员消费体验。

- **加速信息系统数字化转型，扩建物流中心强化供应链体系。**公司与腾讯合作选择了一套更适应线上线下融合和未来发展的全渠道信息系统，全渠道信息系统的上线及优化，将为公司搭建数字化决策模型，从而以数字驱动业务、营销场景，加速公司数字化发展。全渠道信息系统共分两期，总投入逾千万元，第一期完成了核心 ERP 系统及门店前端系统的升级换代，第二期根据公司发展新业务需求，开发定制了线上线下完全打通的中台系统的技术模块，预计在 2020 年完成上线。2019 年公司还启动了物流中心二期扩建项目，强化供应链体系及线上业务支持体系。二期项目于 2019 年 9 月正式投入建设，项目总投资逾亿元，预计于 2021 年 4 月投入运营使用。二期项目采用了更智能的仓储物流管理系统 WMS、TMS 及 AMS，并配套首次采用设备如滑块分拣机、螺旋提升机、RFID 标签等。二期项目建成后，与原有的仓储物流中心融为一体，可满足仓库每日 4.5 万箱的出货，每年 76 亿元的发货额，首批投入可满足电商平台年出库额 3 亿元，对支撑公司门店拓展和电商发展具有重要战略意义。

投资建议

- 公司聚焦主业稳健经营，以渠道拓展和升级、商品结构优化、会员体系优化、品牌建设等为基础，进一步加速数字化建设，积极探索新媒体营销，推进产业链上游品牌资源整合，以科技和品牌赋能零售营销渠道，同时实施股权激励计划增强公司凝聚力。我们看好公司加速新区市场拓展，线上线下协同增效的能力，预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.80/2.20/2.54 元，对应公司 3 月 26 日收盘价 39.95 元，2020-2022 年 PE 分别为 22.23X/18.2X/15.72X，维持“增持”评级。

存在风险

- 新生儿出生率下降；母婴市场竞争激烈；依赖租赁经营风险。

表 1 公司盈利能力变化情况

	2019Q4	2019Q3	2019Q2	2019Q1	2018Q4
营业总收入（亿元）	24.60	17.41	11.79	5.45	21.35
同比（%）	15.22%	14.52%	15.92%	13.21%	18.12%
营业成本	16.92	12.27	8.39	4.01	15.21
毛利率（%）	31.23%	29.55%	28.87%	26.46%	28.77%
销售费用	4.88	3.48	2.28	1.08	3.89
管理费用	0.87	0.57	0.34	0.13	0.63
研发费用	-	-	-	-	-
财务费用	-0.08	-0.04	-0.02	-0.01	0.04
期间费用率	23.06%	22.98%	22.06%	22.01%	21.37%
净利润	1.70	0.94	0.67	0.19	1.31
归母净利润	1.54	0.87	0.62	0.18	1.20
同比（%）	28.55%	32.95%	27.31%	46.44%	28.23%
扣非后归母净利润	0.00	0.73	0.51	0.14	1.03
同比（%）	20.68	33.75	25.68	24.91	19.03
每股收益：					
基本每股收益	1.1000	0.8700	0.6200	0.1800	1.2800
稀释每股收益	1.1000	0.8700	0.6200	0.1800	1.2800

数据来源：Wind, 山西证券研究所

表 2 公司主营业务构成

	营业收入（亿元）	占营收比重	营收同比增减	毛利率	毛利率同比增减
营业总收入	24.60		15.22%	31.23%	2.46%
分业态					
门店销售	21.88	88.94%	15.98%	28.36%	2.57%
电子商务	0.76	3.09%	67.42%	8.70%	0.81%
批发	0.38	1.54%	-45.24%	13.26%	-1.08%
婴儿抚触等服务	0.14	0.56%	8.29%	9.31%	0.84%
其他业务收入	1.44	5.87%	19.13%	93.34%	-0.04%
分产品					
奶粉类	11.57	47.01%	17.55%	23.66%	3.30%
用品类	5.83	23.69%	9.87%	26.64%	3.53%
棉纺类	2.64	10.73%	21.93%	41.11%	2.67%
食品类	1.78	7.23%	15.92%	33.27%	1.01%
玩具类	1.03	4.19%	22.78%	29.74%	0.13%
车床类	0.18	0.72%	-46.39%	27.81%	3.44%
婴儿抚触等服务	0.14	0.56%	8.29%	9.31%	0.84%
其他业务收入	1.44	5.87%	19.13%	93.34%	-0.04%
分地区					
上海	11.70	47.55%	5.23%	25.97%	2.08%
浙江	4.10	16.65%	29.11%	28.90%	1.61%

福建	3.53	14.34%	19.21%	29.35%	3.20%
江苏	3.46	14.08%	19.83%	27.61%	2.86%
重庆	0.37	1.50%	-	32.68%	-
深圳	0.00	0.01%	-	28.87%	-

数据来源：公司年报, 山西证券研究所

表 3 公司门店店效情况

类型	销售增长率	年销售额 (元/平米)	租金及物业/平米	
可比店	2.74%	17,169.45	1,213.54	
新店		5,426.19	1,721.70	
地区	销售增长率	年销售额 (元/平米)	租金及物业/平米	期末门店数
上海	6.87%	17,234.60	1,482.63	106
福建	20.30%	12,249.51	1,008.27	52
江苏	26.36%	7,191.54	571.74	62
浙江	29.16%	9,373.66	817.30	56
重庆	0.00%	10,803.83	1,170.04	20
广东	0.00%	958.26	1,024.47	1
合计	17.49%	11,900.20	1,013.12	297

数据来源：公司年报, 山西证券研究所

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,383	1,622	1,907	2,249	营业收入	2,460	3,051	3,661	4,320
现金	655	788	900	1,045	营业成本	1,692	2,087	2,493	2,942
应收账款	27	30	36	44	营业税金及附加	8	11	14	15
其他应收款	8	9	10	13	销售费用	488	607	732	866
预付账款	56	65	53	54	管理费用	87	110	135	164
存货	568	647	791	945	财务费用	(8)	(0)	(1)	(1)
其他流动资产	68	84	118	148	资产减值损失	(5)	4	(0)	(0)
非流动资产	273	280	317	358	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	8	8	8	8
固定资产	82	77	71	66	营业利润	228	241	296	342
无形资产	23	22	20	19	营业外收入	1	1	1	1
其他非流动资产	167	182	226	273	营业外支出	3	3	3	3
资产总计	1,655	1,902	2,225	2,607	利润总额	227	240	294	341
流动负债	577	603	698	811	所得税	57	36	44	51
短期借款	60	60	60	59	净利润	170	204	250	290
应付账款	313	372	447	532	少数股东损益	16	17	21	25
其他流动负债	204	171	192	220	归属母公司净利润	154	187	229	265
非流动负债	1	0	1	1	EBITDA	215	248	302	348
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.51	1.80	2.20	2.54
其他非流动负债	1	0	1	1					
负债合计	579	603	699	811	主要财务比率				

少数股东权益	63	80	101	127
股本	102	104	104	104
资本公积	464	464	464	464
留存收益	488	651	857	1,101
归属母公司股东权益	1,014	1,219	1,425	1,669
负债和股东权益	1,655	1,902	2,225	2,607

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	129	105	126	157
净利润	170	187	229	265
折旧摊销	42	7	7	7
财务费用	3	(0)	(1)	(1)
投资损失	(8)	(8)	(8)	(8)
营运资金变动	(136)	(101)	(121)	(130)
其他经营现金流	58	21	21	25
投资活动现金流	(78)	11	8	8
资本支出	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	(78)	11	8	8
筹资活动现金流	5	(22)	(22)	(19)
短期借款	10	(0)	(0)	(0)
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	2	2	0	0
资本公积增加	48	0	0	0
其他筹资现金流	(56)	(24)	(22)	(19)
现金净增加额	56	93	112	145

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	15.22%	24.00%	20.00%	18.00%
营业利润	33.00%	5.64%	22.44%	15.88%
归属于母公司净利润	28.55%	21.28%	22.16%	15.81%
获利能力				
毛利率(%)	31.23%	31.60%	31.90%	31.90%
净利率(%)	6.27%	6.13%	6.24%	6.13%
ROE(%)	15.78%	15.70%	16.38%	16.14%
ROIC(%)	56.60%	56.56%	24.01%	23.41%
偿债能力				
资产负债率(%)	34.96%	31.71%	31.40%	31.12%
净负债比率(%)	-22.83%	-20.73%	-23.36%	-22.62%
流动比率	2.39	2.69	2.73	2.77
速动比率	1.41	1.62	1.60	1.61
营运能力				
总资产周转率	1.62	1.72	1.77	1.79
应收账款周转率	145.03	154.09	157.54	150.99
应付账款周转率	8.51	8.91	8.95	8.83
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.51	1.80	2.20	2.54
每股经营现金流(最新摊薄)	1.26	1.03	1.23	1.54
每股净资产(最新摊薄)	9.93	11.94	13.96	16.36
估值比率				
P/E	26.4	22.2	18.2	15.7
P/B	4.0	3.3	2.9	2.4
EV/EBITDA	16.98	16.05	13.16	11.31

数据来源: Wind, 山西证券研究所

分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
邮编：030002
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
邮编：100032
电话：010-83496336

