

爱婴室 (603214)

证券研究报告

2020年10月22日

20Q3 业绩环比持续改善，线上&自营稳健布局

公司发布 2020 年三季报，公司 2020 前三季度实现营收 16.10 亿元，同比下降 7.54%；归母净利润 6411.13 万元，同比下降 26.53%。其中，20Q3 营收 5.14 亿元，同比下降 8.53%；归母净利润 1999.97 万元，同比下降 19.93%；扣非后归母净利润 842.25 万元，同比减少 62.36%。

公司 2020 前三季度实现营收 16.10 亿元，同比下降 7.54%，主要是由于疫情影响。分大类看，20 前三季度奶粉类收入 7.96 亿 (-2.78%)、用品类收入 3.60 亿 (-13.09%)、棉纺类收入 1.38 亿 (-18.72%)、食品类收入 1.31 亿(+1.89%)、玩具类收入 0.61 亿(-19.83%)、车床类收入 0.06 亿(-58.22%)、婴儿抚触等服务收入 0.07 亿(-23.56%)、其他业务收入 1.10 亿(+1.11%)。截止 2020 年 9 月底，公司现有门店 282 家。20 前三季度爱婴室新开门店 17 家，建筑面积 12575.79 平方米；关闭门店 32 家，建筑面积 13488.25 平方米；公司已签约待开业门店合计 15 家，建筑面积平方 14710.11 平方米。

2020 前三季度公司毛利率 30.66%，同比增加 1.11pct，主要是门店销售毛利率和线上业务毛利率共同提升所致。分大类看，2020 前三季度奶粉类毛利率 23.22% (+0.77pct)、用品类毛利率 25.68% (+3.16pct)、棉纺类毛利率 39.02% (-1.19pct)、食品类毛利率 32.23% (-0.77pct)、玩具类毛利率 25.53% (-1.85pct)、车床类毛利率 26.35% (+0.26pct)、婴儿抚触等服务毛利率 9.09% (-0.04pct)、其他业务毛利率 92.96% (+0.15pct)，奶粉类、用品类毛利率同比明显提升。

2020 前三季度公司期间费用率 26.52%，同比增加 3.54pct；其中销售费用率 22.46%，同比增加 2.47pct；管理费用率 3.93%，同比增加 0.68pct；财务费用率 0.13%，同比增加 0.39pct。归母净利率为 3.98%，同比减少 1.03pct。单季度来看，20Q3 公司期间费用率 28.40%，同比上升 3.48pct；其中销售费用率 23.66%，同比上升 2.35pct；管理费用率 4.51%。同比上升 0.41pct；财务费用率 0.22%，同比上升 0.72pct。

投资建议：华东地区母婴零售龙头，加速新开门店异地扩张，疫情催化电商平台投入实现新突破。我们预计公司 2020-22 年净利润分别为 1.57 亿元、1.97 亿元、2.37 亿元，当前市值对应为 28x、22x、19xPE，维持买入评级。

风险提示：疫情反复，同店改善不达预期，关店数量增加

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,135.40	2,460.37	2,583.38	3,068.54	3,549.08
增长率(%)	18.12	15.22	5.00	18.78	15.66
EBITDA(百万元)	181.69	214.58	199.55	272.13	320.80
净利润(百万元)	119.99	154.25	157.47	196.95	237.15
增长率(%)	28.23	28.55	2.09	25.07	20.41
EPS(元/股)	0.84	1.08	1.10	1.38	1.66
市盈率(P/E)	36.68	28.53	27.95	22.35	18.56
市净率(P/B)	4.97	4.34	3.64	3.27	2.92
市销率(P/S)	2.06	1.79	1.70	1.43	1.24
EV/EBITDA	16.97	16.86	18.07	13.12	10.81

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	商业贸易/专业零售
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	30.82 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	142.81
流通 A 股股本(百万股)	77.72
A 股总市值(百万元)	4,401.35
流通 A 股市值(百万元)	2,395.18
每股净资产(元)	7.28
资产负债率(%)	37.19
一年内最高/最低(元)	51.12/27.15

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：贝格数据

相关报告

- 《爱婴室-半年报点评:20Q2 业绩环比边际改善，加速布局线上业务》2020-08-18
- 《爱婴室-季报点评:20Q1 疫情导致业绩短期承压，线上线全渠道布局》2020-04-23
- 《爱婴室-年报点评报告:展店提速业绩+28.6%，华东地区母婴零售龙头》2020-03-28

1. 事件

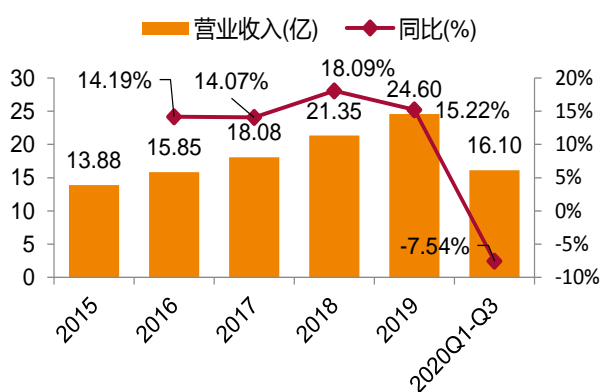
公司发布 2020 年三季报，公司 2020 前三季度实现营收 16.10 亿元，同比下降 7.54%；归母净利润 6411.13 万元，同比下降 26.53%。其中，20Q3 营收 5.14 亿元，同比下降 8.53%；归母净利润 1999.97 万元，同比下降 19.93%。

2. 点评

2.1. 营业收入：疫情导致营收同比-7.54%

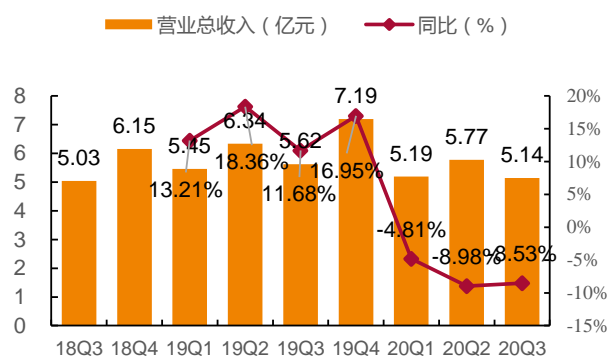
公司 2020 前三季度实现营收 16.10 亿元，同比下降 7.54%，主要是由于疫情影响。其中，20Q3 营收 5.14 亿元，同比下降 8.53%。随着复工复产复商复市加快推进，公司消费在受到重创后处于逐步复苏状态。

图 1：公司 2020 前三季度实现营收 16.1 亿元



资料来源：公司公告，天风证券研究所

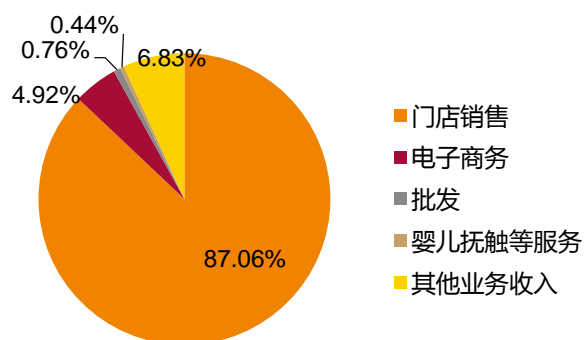
图 2：公司分季度营收情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

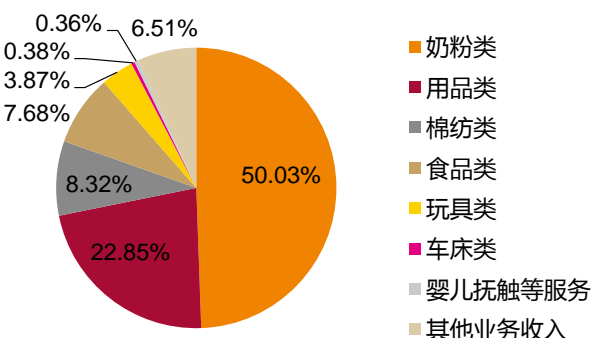
- ① 分业态看，20 前三季度门店销售收入 14.02 亿 (-9.29%)、电子商务收入 0.79 亿 (+63.17%)、批发收入 0.12 亿 (-58.85%)、婴儿抚触等服务收入 0.07 亿 (-23.56%)、其他业务收入 1.10 亿 (+1.11%)。
- ② 分大类看，20 前三季度奶粉类收入 7.96 亿 (-2.78%)、用品类收入 3.60 亿 (-13.09%)、棉纺类收入 1.38 亿 (-18.72%)、食品类收入 1.31 亿 (+1.89%)、玩具类收入 0.61 亿 (-19.83%)、车床类收入 0.06 亿 (-58.22%)、婴儿抚触等服务收入 0.07 亿 (-23.56%)、其他业务收入 1.10 亿 (+1.11%)。

图 3：2020 三季度分行业收入占比情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

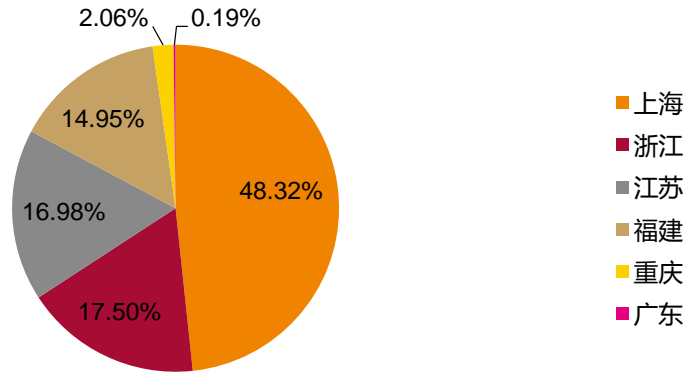
图 4：2020 三季度分地区主营业务收入占比情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

③ 分地区看，20 前三季度上海收入 7.25 亿 (-12.96%)、浙江收入 2.62 亿 (-8.56%)、江苏收入 2.55 亿 (+6.76%)、福建收入 2.24 亿 (-10.76%)、重庆收入为 0.31 亿(+35.02%)，广东收入 0.03 万。

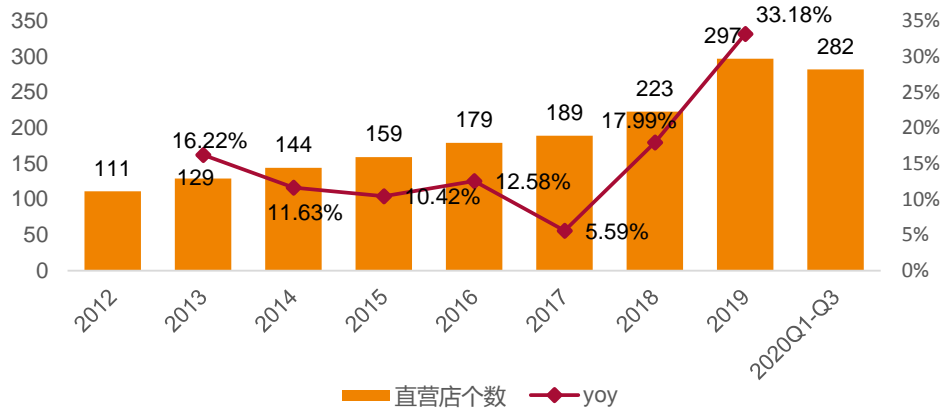
图 5: 主营业务分地区情况



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

新开门店与关店: 截止 2020 年 9 月底, 公司现有门店 282 家。20 前三季度爱婴室新开门店 17 家, 建筑面积 12575.79 平方米; 关闭门店 32 家, 建筑面积 13488.25 平方米; 公司已签约待开业门店合计 15 家, 建筑面积平方 14710.11 平方米。

图 6: 截至 20M3 公司直营门店总规模达 282 家 (家)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

表 1: 报告期内门店变动情况

地区	经营业态	新开门店			关闭门店			期末门店	
		门店家数	建筑面积(m2)	开业时间	门店家数	建筑面积(m2)	关闭时间	门店家数	建筑面积(m2)
上海	零售	3	2,104.97	2020 年第一、三季度	12	5,956.33	2020 年第一、二、三季度	97	52,129.34
浙江	零售	9	5,825.87	2020 年第一、二、三季度	6	3,334.68	2020 年第一、三	59	44,252.13

地区	业态	数量	面积/收入	时间	数量	面积/收入	时间	数量	面积/收入
江苏	零售	4	4,520.70	2020年第一、二、三季度	4	2,043.88	2020年第一、二、三季度	62	47,039.43
福建	零售	1	124.25	2020年第一季度	5	1,698.22	2020年第二、三季度	48	26,480.70
重庆	零售				5	455.14	2020年第二、三季度	15	3,344.17
广东	零售							1	297.10
合计		17	12,575.79		32	13,488.25		282	173542.87

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 2：已签约待开业门店情况

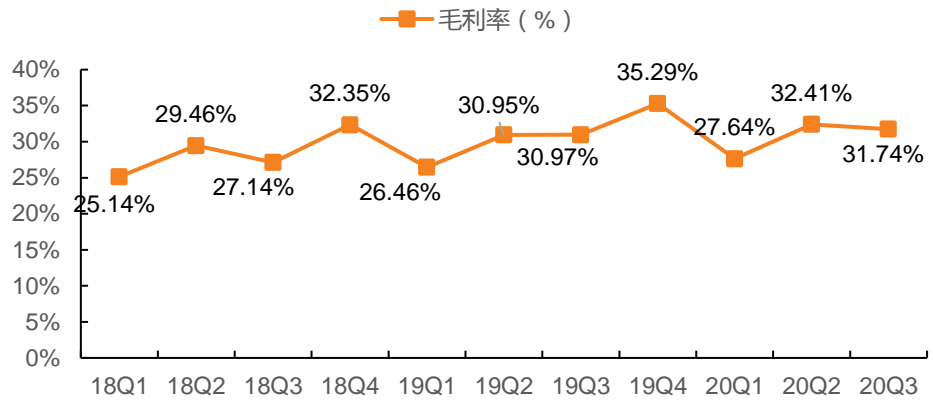
地区	经营业态	门店家数	门店来源	建筑面积 (m2)	预计开业时间
上海	零售	2	租赁	1,136.90	2020年第四季度
浙江	零售	6	租赁	6,750.63	2020年第四季度
江苏	零售	5	租赁	5,788.58	2020年第四季度
福建	零售	1	租赁	588	2020年第四季度
广东	零售	1	租赁	446	2020年第四季度

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 毛利率：门店销售&线上推动毛利率+1.11pct

2020 前三季度公司毛利率 30.66%，同比增加 1.11pct，主要是门店销售毛利率和线上业务毛利率共同提升所致。

图 7：2020Q3 公司毛利率 31.74%，同比增加 0.77pct



资料来源：公司公告，天风证券研究所

①分业态看，2020 年前三季度门店销售毛利率 27.01% (+0.96pct)、电子商务毛利率 13.36% (+0.70pct)、批发毛利率 13.53% (-0.63pct)、婴儿抚触等服务毛利率 9.09% (-0.04pct)、其他业务毛利率 92.96% (+0.15pct)，**门店销售、电子商务及批发毛利率略有提升。**

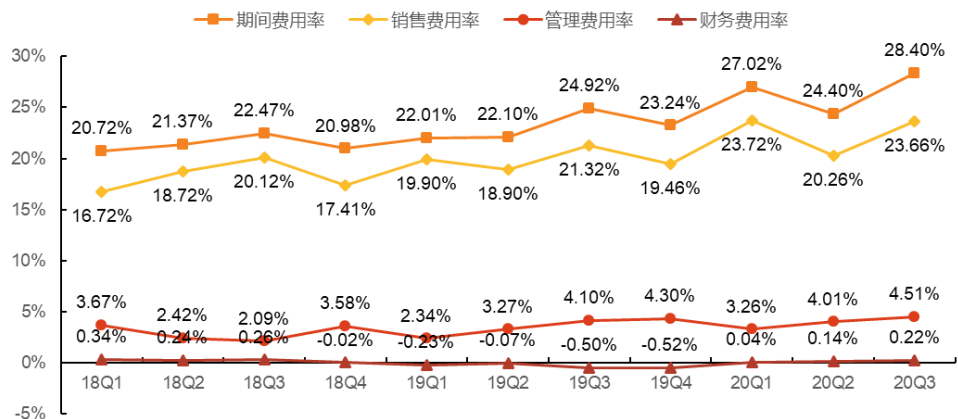
②分大类看，2020 前三季度奶粉类毛利率 23.22% (+0.77pct)、用品类毛利率 25.68% (+3.16pct)、棉纺类毛利率 39.02% (-1.19pct)、食品类毛利率 32.23% (-0.77pct)、玩具类毛利率 25.53% (-1.85pct)、车床类毛利率 26.35% (+0.26pct)、婴儿抚触等服务毛利率 9.09% (-0.04pct)、其他业务毛利率 92.96% (+0.15pct)，奶粉类、用品类毛利率同比明显提升。

③分地区看，2020 前三季度上海毛利率 26.20% (+0.72pct)、浙江毛利率 25.98% (-0.54pct)、江苏毛利率 26.75% (+2.7pct)、福建毛利率 24.81% (+0.05pct)、重庆毛利率为 27.80% (+2.78pct)，广东毛利率 34.42%，江苏重庆地区毛利率同比上升明显

2.3. 期间费用率：前三季度期间费用率 26.52%，同比+3.54pct

2020 前三季度公司期间费用率 26.52%，同比增加 3.54pct；其中销售费用率 22.46%，同比增加 2.47pct；管理费用率 3.93%，同比增加 0.68pct；财务费用率 0.13%，同比增加 0.39pct。归母净利率为 3.98%，同比减少 1.03pct。单季度来看，20Q3 公司期间费用率 28.40%，同比上升 3.48pct；其中销售费用率 23.66%，同比上升 2.35pct；管理费用率 4.51%。同比上升 0.41pct；财务费用率 0.22%，同比上升 0.72pct。

图 8：公司分季度费用率

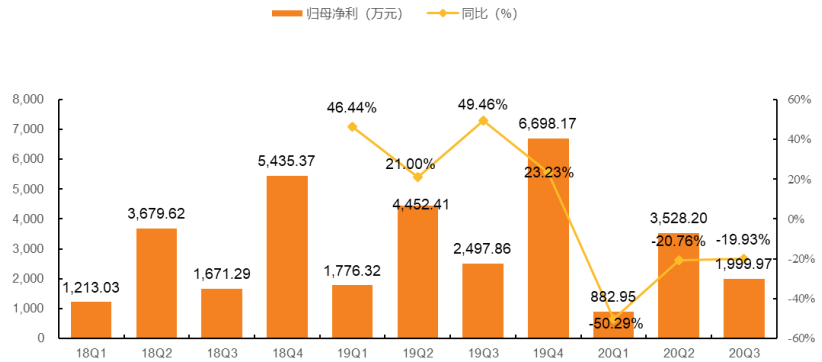


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.4. 净利润：业绩承压状况好转，归母净利同比减少 29.18%

公司 2020 年前三季度实现归母净利 6411.13 万，同比减少 26.53%，环比上升 2.65%，相比一季度业绩承压状况已有好转；扣非后归母净利 3926.70 万元，同比减少 46.41%。20Q3 实现归母净利润 1999.97 万元，同比减少 19.93%；扣非后归母净利润 842.25 万元，同比减少 62.36%。

图 9：2020Q3 公司归母净利 1999.97 万元，同比减少 19.93%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 投资建议

华东地区母婴零售龙头，加速新开门店异地扩张，疫情催化电商平台投入实现新突破。我们预计公司 2020-22 年净利润分别为 1.57 亿元、1.97 亿元、2.37 亿元，当前市值对应为 28x、22x、19xPE，维持买入评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	598.92	654.52	791.62	854.95	975.43	营业收入	2,135.40	2,460.37	2,583.38	3,068.54	3,549.08
应收票据及应收账款	14.72	19.21	11.34	24.95	17.03	营业成本	1,521.04	1,692.09	1,898.79	2,105.02	2,420.47
预付账款	54.07	56.35	104.30	63.96	121.45	营业税金及附加	9.66	8.23	10.04	12.02	13.18
存货	462.25	568.33	512.75	697.61	683.22	营业费用	389.11	488.01	413.34	606.04	716.91
其他	51.02	78.14	53.94	64.61	66.55	管理费用	63.13	87.47	77.50	95.12	106.47
流动资产合计	1,180.99	1,376.56	1,473.95	1,706.09	1,863.66	研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	4.09	(8.16)	(18.40)	(22.97)	(25.53)
固定资产	70.60	81.76	106.39	148.68	188.55	资产减值损失	1.39	(4.91)	(0.99)	(1.51)	(2.47)
在建工程	0.00	14.11	44.46	74.68	74.81	公允价值变动收益	0.00	0.00	(2.26)	0.38	0.50
无形资产	17.83	23.45	19.18	14.92	10.65	投资净收益	15.27	8.49	7.82	8.14	11.53
其他	115.28	153.29	92.04	84.11	88.34	其他	(40.06)	(39.32)	(11.13)	(17.03)	(24.06)
非流动资产合计	203.71	272.60	262.08	322.38	362.35	营业利润	171.78	228.48	208.68	283.33	332.07
资产总计	1,387.92	1,655.41	1,740.21	2,033.01	2,231.00	营业外收入	0.13	1.15	18.96	8.02	9.00
短期借款	50.00	60.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	2.35	2.58	2.41	2.45	2.48
应付票据及应付账款	264.83	313.13	323.11	378.49	436.35	利润总额	169.57	227.05	225.22	288.90	338.59
其他	143.85	204.30	130.24	211.49	163.32	所得税	38.82	57.09	51.56	72.65	77.52
流动负债合计	458.68	577.42	453.35	589.98	599.68	净利润	130.75	169.95	173.66	216.26	261.07
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	10.75	15.71	16.19	19.31	23.93
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	119.99	154.25	157.47	196.95	237.15
其他	0.00	1.29	0.43	0.58	0.77	每股收益(元)	0.84	1.08	1.10	1.38	1.66
非流动负债合计	0.00	1.29	0.43	0.58	0.77						
负债合计	458.68	578.72	453.79	590.55	600.44	主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	43.77	63.00	78.38	97.37	120.76	成长能力					
股本	100.00	102.06	142.81	142.81	142.81	营业收入	18.12%	15.22%	5.00%	18.78%	15.66%
资本公积	415.64	464.02	464.02	464.02	464.02	营业利润	21.86%	33.00%	-8.67%	35.77%	17.20%
留存收益	785.46	952.09	1,065.23	1,202.28	1,366.98	归属于母公司净利润	28.23%	28.55%	2.09%	25.07%	20.41%
其他	(415.64)	(504.48)	(464.02)	(464.02)	(464.02)	获利能力					
股东权益合计	929.23	1,076.69	1,286.42	1,442.46	1,630.55	毛利率	28.77%	31.23%	26.50%	31.40%	31.80%
负债和股东权益总计	1,387.92	1,655.41	1,740.21	2,033.01	2,231.00	净利率	5.62%	6.27%	6.10%	6.42%	6.68%
						ROE	13.55%	15.22%	13.04%	14.64%	15.71%
						ROIC	58.43%	61.41%	43.81%	47.18%	46.07%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	资产负债率	33.05%	34.96%	26.08%	29.05%	26.91%
净利润	130.75	169.95	157.47	196.95	237.15	净负债率	-59.07%	-55.22%	-61.54%	-59.27%	-59.82%
折旧摊销	34.63	41.80	9.28	11.77	14.26	流动比率	2.58	2.39	3.26	2.90	3.12
财务费用	0.00	3.25	(18.40)	(22.97)	(25.53)	速动比率	1.57	1.41	2.13	1.72	1.98
投资损失	(15.27)	(8.49)	(7.82)	(8.14)	(11.53)	营运能力					
营运资金变动	(69.31)	(135.55)	33.75	(23.72)	(30.93)	应收账款周转率	179.08	145.03	169.08	169.08	169.08
其它	23.51	58.14	13.93	19.69	24.43	存货周转率	5.14	4.77	4.78	5.07	5.14
经营活动现金流	104.30	129.10	188.21	173.57	207.84	总资产周转率	1.98	1.62	1.52	1.63	1.66
资本支出	13.28	55.13	60.86	79.86	49.81	每股指标(元)					
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.84	1.08	1.10	1.38	1.66
其他	(63.93)	(133.16)	(106.45)	(152.84)	(89.72)	每股经营现金流	0.73	0.90	1.32	1.22	1.46
投资活动现金流	(50.65)	(78.03)	(45.59)	(72.99)	(39.92)	每股净资产	6.20	7.10	8.46	9.42	10.57
债权融资	50.00	60.00	0.00	0.00	0.00	估值比率					
股权融资	426.97	37.68	119.14	42.50	45.06	市盈率	36.68	28.53	27.95	22.35	18.56
其他	(48.17)	(93.15)	(124.67)	(79.75)	(92.51)	市净率	4.97	4.34	3.64	3.27	2.92
筹资活动现金流	428.80	4.53	(5.53)	(37.25)	(47.45)	EV/EBITDA	16.97	16.86	18.07	13.12	10.81
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	18.53	18.28	18.95	13.71	11.31
现金净增加额	482.45	55.60	137.09	63.33	120.48						

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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 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