

# 业绩符合预期，新开门店数超预期

## 爱婴室 (603214.SH) 2019 年业绩点评

### 核心结论

**事件：**公司全年实现收入及归母净利分别为24.60亿和1.54亿元，同比增长15.22%和28.55%，扣非净利润1.25亿元，同比增长20.68%。2019年利润分配方案为每10股派发现金股利5元（含税），每10股转增4股。

**业绩符合预期，全年展店超预期。**公司全年实现收入及归母净利分别为24.60亿和1.54亿元，同比增长15.22%和28.55%，全年业绩符合我们预期。公司业绩的稳定增长主要受持续展店驱动，截止2019年公司共计拥有297家门店，内生增长方面，全年新开店73家，关店17家，净开店56家；外延方面，并购重庆泰成18家门店，全年整体展店超预期。分季度来看，Q1-Q4净开店分别为1/9/15/31家（不含外延并购），展店呈现出加速态势。

**产品结构优化，扩大自有品牌驱动毛利率持续提升。**2019年公司产品结构进一步优化，进而带动整体毛利率提升2.5pct。主要来自于奶粉毛利率的提升（超高端奶粉占比提升）、以及自有产品销售占比的提升。费用率方面，受股权激励费用计提、新办公室租金上涨，公司全年管理费用率、销售费用率有所上升，提升0.6pct和1.6pct。受毛利率提升驱动，全年净利率水平为6.9%，同比提升0.8pct。此外，公司存货周转天数有所上升（10天），主要受增值税下调前的提前备货以及并表重庆泰成扰动。而现金流方面，公司19年经营净现金流为1.29亿，同比增长24%，表现良好。

**短期疫情不改长期成长动能，维持“买入”评级。**短期疫情对公司线下门店业务造成一定冲击，但考虑到母婴产品消费整体偏刚需，预计线下业务有望快速恢复。公司作为母婴专卖连锁龙头企业，近年来门店扩张持续提速，短期疫情不改长期成长动能。我们预计公司20-22年EPS分别为1.56、2.16和2.48元，对应最新PE为26倍、19倍和16倍，维持公司“买入”评级。

**风险提示：**疫情影响超预期；公司门店拓展不及预期；

### 核心数据

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,135	2,460	2,588	3,222	3,609
增长率	18.1%	15.2%	5.2%	24.5%	12.0%
归母净利润（百万元）	120	154	159	220	253
增长率	28.2%	28.5%	3.4%	38.2%	14.9%
每股收益（EPS）	1.18	1.51	1.56	2.16	2.48
市盈率（P/E）	34.0	26.4	25.6	18.5	16.1
市净率（P/B）	4.5	4.0	3.5	2.9	2.5

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

公司评级	买入
股票代码	603214
前次评级	买入
评级变动	维持
当前价格	39.95

### 近一年股价走势



### 分析师

	<b>许光辉</b> S0800518080001
	021-38584237
	xuguanghui@research.xbmail.com.cn
	<b>李艳丽</b> S0800518050001
	021-38584239
	liyanli@research.xbmail.com.cn

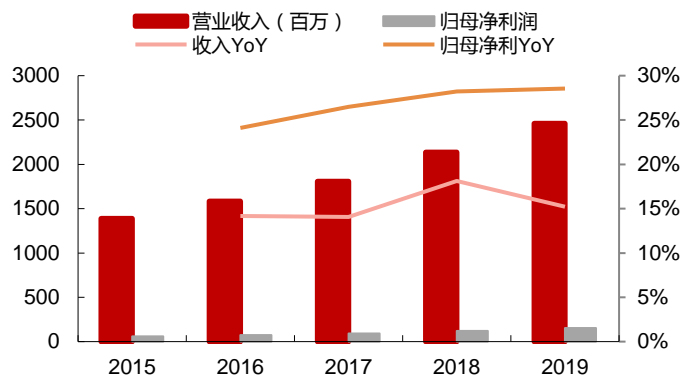
### 相关研究

爱婴室：Q3 新开店提速，毛利率提升显著致业绩增长超预期—爱婴室 (603214.SH) 2019 年三季报点评 2019-10-22  
 爱婴室：2Q 开店提速，跨区域渠道拓展稳步推进—爱婴室 (603214.SH) 1H19 业绩点评 2019-08-13  
 爱婴室：毛利率持续提升，扣非利润增长 25%符合预期—爱婴室 (603214.SH) 2019 年一季报点评 2019-04-24

**业绩符合预期，全年展店超预期**

公司全年实现收入及归母净利分别为 24.60 亿和 1.54 亿元，同比增长 15.22%和 28.55%，扣非净利润 1.25 亿元，同比增长 20.68%。其中 Q4 实现收入及归母净利润分别为 7.18 亿和 0.67 亿元，同比增长 16.95%和 23.23%。全年业绩符合我们预期。

图 1：19 年收入及归母利润增长 15%和 29%



资料来源：wind，西部证券研发中心

图 2：19 年净开店 56 家，展店超预期



资料来源：wind，西部证券研发中心，注：19 年门店数包含 18 家收购门店

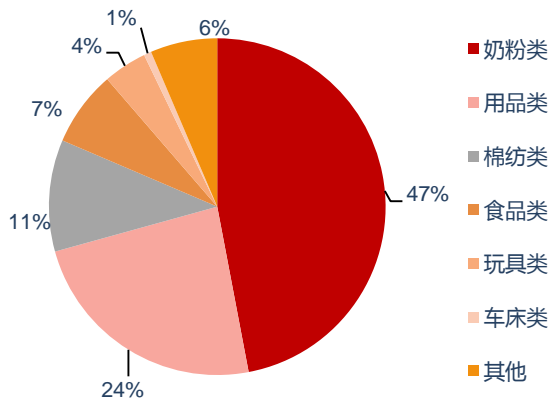
公司业绩的稳定增长主要受持续展店驱动，截止 2019 年公司共计拥有 297 家门店，内生增长方面，全年新开店 73 家，关店 17 家，全年净开店 56 家；外延方面，并购重庆泰成 18 家门店。全年整体展店超预期。分季度来看，Q1-Q4 净开店分别为 1/9/15/31 家（不含外延并购），展店呈现出加速态势。

分区域来看，公司 19 年进一步加密华东市场开店布局，同时新开辟重庆、广东市场。截止到 19 年底，公司在上海、浙江、江苏、福建、重庆、广东拥有直营门店分别为 106/56/62/52/20/1 家。分渠道来看，19 年公司门店销售实现 21.88 亿元同比增长 15.98%；电子商务实现 7591 万元，同比增速高达 67.42%，主要受益于公司加大线上投入，进一步完善顾客购物体验，实现线上、线下消费闭环，APP 日活、月活显著提升。

**产品结构优化、扩大自有品牌驱动毛利率持续提升**

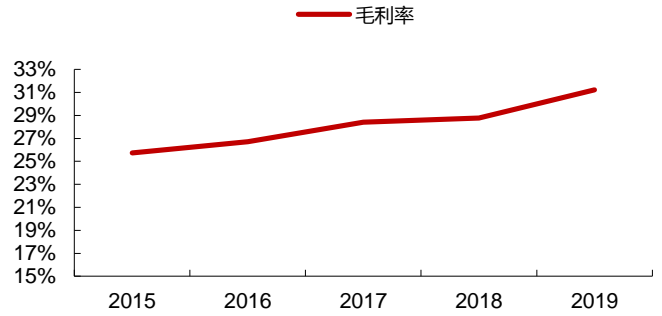
2019 年公司产品结构进一步优化，进而带动整体毛利率提升 2.5pct。产品结构优化主要来自于两方面，一方面是占比较高的奶粉产品受益于超高端奶粉消费的持续增长，带动奶粉品类毛利率同比提升 3.3pct，另一方面，公司也积极推广棉纺类、用品类等非标自有产品，自有产品销售占比从 18 年的 8.3%提升至 19 年的 9.9%。

图 3：19 年公司奶粉产品销售占比 49%



资料来源：wind，西部证券研发中心

图 4：公司 19 年毛利率持续提升



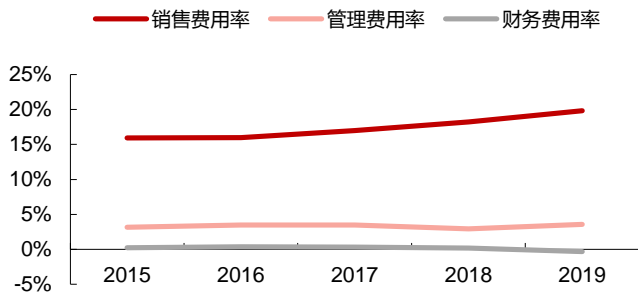
资料来源：wind，西部证券研发中心

### 管理费用率、销售费用率受股权激励费用计提有所上升

2019 年，公司实施限制性股票激励计划，覆盖高中层管理人员、技术骨干、城市业务经理及优秀店长等共 129 人，合计授予股份 205.9 万股。受股权激励费用计提以及新办公室租金增加，公司 19 年销售及管理费用率分别为 19.8%和 3.6%，同比分别提升 1.6pct 和 0.6pct。

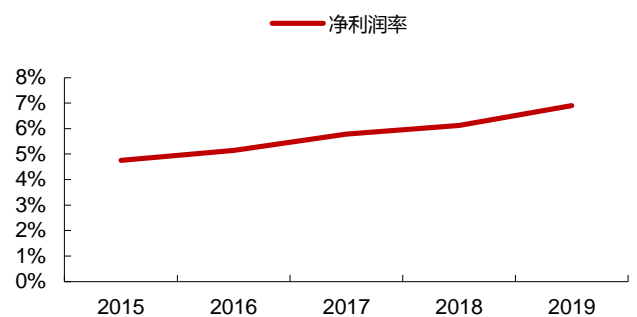
公司 19 年净利率为 6.9%，同比提升 0.8pct，主要受毛利率提升驱动，近年来公司净利率呈现持续提升态势。

图 5：19 年公司管理费用率、销售费用率增加



资料来源：wind，西部证券研发中心

图 6：19 年公司净利率小幅提升

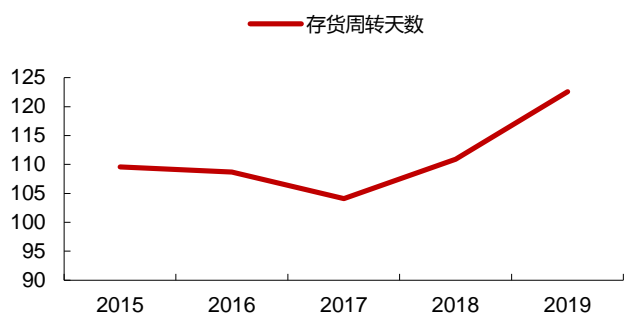


资料来源：wind，西部证券研发中心

### 存货周转天数略有增加，经营现金流表现优异

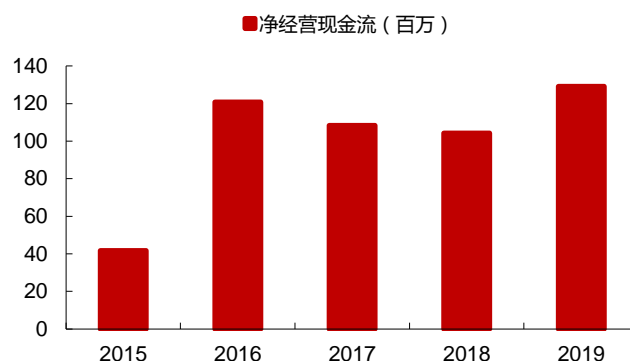
公司经营效率方面，19 年存货周转天数为 109.6 天，同比增加近 10 天，主要系 19 年增值税下调前公司主动提前增加了采购存货所致以及收购重庆泰成扰动，若剔除该因素，预计存货周转基本平稳。资产负债率方面，公司 19 年资产负债率 35%，较 18 年小幅提升，但基本处于良性状态。经营现金流方面，公司 19 年实现经营净现金流 1.29 亿元，同比增长 23.79%，与利润增长基本匹配，盈利质量较高。

图 7：19 年公司存货周转天数有所增加



资料来源：wind，西部证券研发中心

图 8：19 年公司净经营现金流表现良好



资料来源：wind，西部证券研发中心

### 短期疫情不改长期成长动能

短期疫情对公司线下门店经营预计全年展店产生不利影响，目前公司积极转变销售方式，加大线上销售推广，对冲线下经营压力。目前爱婴室线下门店均处于正常营业状态，但考虑到母婴产品消费整体偏刚需，我们预计随着国内疫情逐步有效控制，公司线下业务也将逐步恢复至正常经营水平。我们认为线下连锁母婴专卖店因其丰富的产品类别、专业的导购咨询服务，给顾客提供了更为个性化的购物服务体验，线下消费场景体验难以被线上替代，公司作为母婴专卖连锁龙头企业，近年来门店扩张持续提速，短期疫情不改长期成长动能。

### 投资建议

考虑到短期疫情影响，我们小幅下调 20、21 年盈利预测，预计 20-22 年 EPS 分别为 1.56、2.16 和 2.48 元，对应最新 PE 为 26 倍、19 倍和 16 倍，维持公司“买入”评级。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	599	655	826	1,033	1,296	营业收入	2,135	2,460	2,588	3,222	3,609
应收款项	18	19	20	25	28	营业成本	1,521	1,692	1,760	2,175	2,425
存货净额	462	568	594	734	819	营业税金及附加	10	8	9	11	12
其他流动资产	51	84	88	108	119	销售费用	389	488	513	625	700
<b>流动资产合计</b>	<b>1,184</b>	<b>1,383</b>	<b>1,587</b>	<b>1,972</b>	<b>2,343</b>	管理费用	63	87	92	110	123
固定资产及在建工程	71	0	0	0	0	财务费用	4	(8)	(9)	(11)	(12)
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他费用/( -收入)	14	13	13	13	13
无形资产	18	23	28	22	17	<b>营业利润</b>	<b>172</b>	<b>228</b>	<b>236</b>	<b>326</b>	<b>374</b>
其他非流动资产	115	249	249	249	249	营业外净收支	(2)	(1)	(1)	(1)	(1)
<b>非流动资产合计</b>	<b>204</b>	<b>273</b>	<b>277</b>	<b>271</b>	<b>267</b>	<b>利润总额</b>	<b>170</b>	<b>227</b>	<b>235</b>	<b>324</b>	<b>373</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,388</b>	<b>1,655</b>	<b>1,864</b>	<b>2,244</b>	<b>2,610</b>	所得税费用	39	57	59	82	94
短期借款	265	313	327	405	451	<b>净利润</b>	<b>131</b>	<b>170</b>	<b>176</b>	<b>243</b>	<b>279</b>
应付款项	11	13	14	18	20	少数股东损益	11	16	16	22	26
其他流动负债	133	191	199	245	273	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>120</b>	<b>154</b>	<b>159</b>	<b>220</b>	<b>253</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>459</b>	<b>577</b>	<b>611</b>	<b>747</b>	<b>834</b>						
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	<b>财务指标</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
其他长期负债	0	1	1	1	1	<b>盈利能力</b>					
<b>长期负债合计</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	ROE	12.9%	14.3%	12.7%	14.7%	14.3%
<b>负债合计</b>	<b>459</b>	<b>579</b>	<b>612</b>	<b>748</b>	<b>835</b>	毛利率	28.8%	31.2%	32.0%	32.5%	32.8%
股本	100	102	102	102	102	营业利润率	8.0%	9.3%	9.1%	10.1%	10.4%
股东权益	929	1,077	1,252	1,495	1,774	销售净利率	5.6%	6.3%	6.2%	6.8%	7.0%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,388</b>	<b>1,655</b>	<b>1,864</b>	<b>2,244</b>	<b>2,610</b>	<b>成长能力</b>					
						营业收入增长率	18.1%	15.2%	5.2%	24.5%	12.0%
						营业利润增长率	21.9%	33.0%	3.4%	38.0%	14.8%
						归母净利润增长率	28.2%	28.5%	3.4%	38.2%	14.9%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	33.0%	35.0%	32.8%	33.4%	32.0%
						流动比	2.6	2.4	2.6	2.6	2.8
						速动比	1.6	1.4	1.6	1.7	1.8
						<b>每股指标与估值</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
						<b>每股指标</b>					
						EPS	1.18	1.51	1.56	2.16	2.48
						BVPS	8.85	9.93	11.50	13.65	16.14
						<b>估值</b>					
						P/E	34.0	26.4	25.6	18.5	16.1
						P/B	4.5	4.0	3.5	2.9	2.5
						P/S	1.9	1.7	1.6	1.3	1.1

数据来源: 公司财务报表, 西部证券研发中心

## 西部证券—公司投资评级说明

买入:	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
增持:	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
中性:	公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
卖出:	公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

## 联系我们

联系地址: 上海市浦东新区浦东南路 500 号国家开发银行大厦 21 层  
北京市东城区建国门内大街 9 号 北京国际饭店 8 层 05-06 室  
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

## 机构销售团队:

徐青	全国	全国销售总监	17701780111	xuqing@research.xbmail.com.cn
李佳	上海	资深机构销售	18616873177	lijia@research.xbmail.com.cn
王倚天	上海	资深机构销售	15601793971	wangyitian@research.xbmail.com.cn
雷蕾	上海	资深机构销售	13651793671	leilei@research.xbmail.com.cn
李思	上海	高级机构销售	13122656973	lisi@research.xbmail.com.cn
曲泓霖	上海	高级机构销售	15800951117	quhonglin@research.xbmail.com.cn
张璐	上海	高级机构销售	18521558051	zhanglu@research.xbmail.com.cn
龚泓月	上海	高级机构销售	15180166063	gonghongyue@research.xbmail.com.cn
丁可莎	上海	高级机构销售	18121342865	dingkesha@research.xbmail.com.cn
陈艺雨	上海	机构销售	13120961367	chenyiyu@research.xbmail.com.cn
滕晗屹	上海	机构销售	18842625047	tenghanyi@research.xbmail.com.cn
钱丹	上海	机构销售	18662826262	qiandan@research.xbmail.com.cn
倪欢	上海	机构销售	15201924180	nihuan@research.xbmail.com.cn
尉丽丽	上海	机构销售助理	18717752139	weilili@research.xbmail.com.cn
于静颖	上海	机构销售助理	18917509525	yujingying@research.xbmail.com.cn
陈妙	上海	机构销售助理	18258750681	chenmiao@research.xbmail.com.cn
范一洲	上海	机构销售助理	16621081020	fanyizhou@research.xbmail.com.cn
阎越	上海	机构销售助理	19121348206	yanyue@@research.xbmail.com.cn
程琰	深圳	区域销售总监	15502133621	chengyan@research.xbmail.com.cn
唐小迪	深圳	高级机构销售	13418584996	tangxiaodi@research.xbmail.com.cn
张帆	深圳	机构销售	17621641300	zhangfan@research.xbmail.com.cn
邓洁	深圳	机构销售助理	18899778604	dengjie@research.xbmail.com.cn
孙曼	深圳	机构销售助理	18516326070	sunman@research.xbmail.com.cn
滕雪竹	深圳	机构销售助理	18340820535	tengxuezhu@research.xbmail.com.cn
李文	广州	机构销售	18928938378	liwen@research.xbmail.com.cn
李梦含	北京	区域销售总监	15120007024	limenghan@research.xbmail.com.cn
高飞	北京	高级机构销售	15120002898	gaofei@research.xbmail.com.cn
王晓驰	北京	高级机构销售	18519059616	wangxiaochi@research.xbmail.com.cn
袁盼锋	北京	高级机构销售	18611362059	yuanpanfeng@research.xbmail.com.cn
刘文清	北京	机构销售助理	13262708812	liuwenqing@research.xbmail.com.cn
滕飞	北京	机构销售助理	15010106246	tengfei@research.xbmail.com.cn
魏彤	北京	机构销售助理	13120078585	weitong@research.xbmail.com.cn

## 免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议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客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，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。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。