证券研究报告

商业贸易

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

爱婴室

603214

审慎增持 （维持）

收购玩具代理商，拓宽玩具零售市场

2020 年 5 月 31 日

市场数据

市场数据日期	2020-05-29
收盘价（元）	32.55
总股本（百万股）	142.88
流通股本(百万股)	77.28
总市值（百万元）	4650.83
流通市值(百万元)	2515.59
净资产（百万元）	1026.66
总资产（百万元）	1681.78
每股净资产	7.19

相关报告

《收入下滑好于预期，全渠道建设加速--爱婴室 2020 一季报点评》2020-04-23

《门店快速扩张，毛利率驱动业绩超预期--爱婴室 2019 年报点评》2020-03-27

《线上冲击及生育率下行不足为惧，核心供应链支撑门店逆势扩张--爱婴室深度报告》2019-12-30

分析师：

王品辉

wangph@xyzq.com.cn

S0190514060002

团队成员：王品辉，金秋，郭军

主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2460	2690	3164	3726
同比增长	15.2%	9.3%	17.6%	17.8%
净利润(百万元)	154	177	229	292
同比增长	28.5%	14.7%	29.4%	27.3%
毛利率	31.2%	31.9%	32.5%	33.2%
净利润率	6.3%	6.6%	7.2%	7.8%
净资产收益率（%）	15.2%	14.5%	15.8%	16.7%
每股收益(元)	1.08	1.24	1.60	2.04
每股经营现金流(元)	0.90	2.09	1.64	2.27

投资要点

- **公司公告：**爱婴室已与诺熹管理、熊桂英、林美惠协议，以 5500 万元收购上海稚宜乐商贸有限公司 100%股权，上海稚宜乐成为公司全资子公司。
- **上海稚宜乐拥有日本皇家玩具无限期使用授权。**为日本 TOYROYAL 皇室玩具在中大陆地区的独家代理销售，并拥有皇室玩具无限期的品牌代理及知识产权使用授权，其业务覆盖中国 46 个城市，渠道包括母婴店、百货、商超及各类线上平台。
- **收购对价计算的市盈率较低。**自 2019 年 12 月 26 日公司首次披露收购意向书后，现已完成收购，股权转让对价由 5800 万元降低至 5500 万元。稚宜乐 2019 年净利润 79.44 万元，承诺 2020-2022 年净利润增速分别不低于 350 万、420 万、504 万，增速为 340%、20%、20%。以 5500 万元收购对价看，稚宜乐 2020 年 pe 为 15.7 倍，2019 年的 ps 为 2.7 倍，2020 年 4 月的 pb 为 11.6 倍。除市净率较高外，市盈率和市销率均低于行业平均水平。
- **我们认为收购玩具代理商的价值：**1）可获得其独特的产品、 sku，未来可能利用其现有的设计和委托加工链条共同开发 IP；2）增加公司渠道差异性，商品在自身门店销售外可向其他渠道供货；3）公司 2019 年玩具类毛利率达 29.74%，做大品类利于提升盈利能力，增厚业绩的同时形成系统协同效果。
- **爱婴室作为华东地区母婴连锁龙头，以成熟的供应链体系和完善的门店运营能力形成品牌及精细化经营壁垒，对商超及小型母婴渠道的替代成为持续扩张的驱动力。公司在夯实江浙沪闽市场的基础上现已进军深圳、重庆市场，未来扩张空间广阔。**
- **盈利预测：**预计 2020-2022 年营业收入分别为 26.90\31.64\37.26 亿元，未来三年实现归母净利润分别为 1.77\2.29\2.92 亿元，2020 年 5 月 29 日收盘价对应的 pe 为 26.3、20.3、15.9 倍，维持“审慎增持”评级。

风险提示：市场竞争加剧，展店不及预期

报告正文

事件

- **公司公告：**爱婴室已与诺熹管理、熊桂英、林美惠协议，以5500万元收购上海稚宜乐商贸有限公司100%股权，上海稚宜乐成为公司全资子公司。

点评

- **上海稚宜乐拥有日本皇家玩具无限期使用授权。**为日本TOYROYAL皇室玩具在中大陆地区的独家代理销售，并拥有皇室玩具无限期的品牌代理及知识产权使用授权，其业务覆盖中国46个城市，渠道包括母婴店、百货、商超及各类线上平台。

- **收购对价计算的市盈率较低。**自2019年12月26日公司首次披露收购意向书后，现已完成收购，股权转让对价由5800万元降低至5500万元。稚宜乐2019年净利润79.44万元，承诺2020-2022年净利润增速分别不低于350万、420万、504万，增速为340%、20%、20%。以5500万元收购对价看，稚宜乐2020年pe为15.7倍，2019年的ps为2.7倍，2020年4月的pb为11.6倍。除市净率较高外，市盈率和市销率均低于行业平均水平。

- **我们认为收购玩具代理商的价值：**1）可获得其独特的产品、 sku，未来可能利用其现有的设计和委托加工链条共同开发 IP；2）增加公司渠道差异性，商品在自身门店销售外可向其他渠道供货；3）公司2019年玩具类毛利率达29.74%，做大品类利于提升盈利能力，增厚业绩的同时形成系统协同效果。

- 爱婴室作为华东地区母婴连锁龙头，以成熟的供应链体系和完善的门店运营能力形成品牌及精细化经营壁垒，对商超及小型母婴渠道的替代成为持续扩张的驱动力。公司在夯实江浙沪闽市场的基础上现已进军深圳、重庆市场，未来扩张空间广阔。

- **盈利预测：**预计2020-2022年营业收入分别为26.90\31.64\37.26亿元，未来三年实现归母净利润分别为1.77\2.29\2.92亿元，2020年5月29日收盘价对应的pe为26.3、20.3、15.9倍，维持“审慎增持”评级。

风险提示：市场竞争加剧，展店不及预期

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1383	1793	2118	2511
货币资金	655	1084	1317	1648
交易性金融资产	3	0	0	0
应收账款	19	9	9	9
其他应收款	9	9	10	11
存货	568	576	634	697
非流动资产	273	210	192	179
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	82	91	87	82
在建工程	14	0	0	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	23	19	18	15
资产总计	1655	2003	2310	2690
流动负债	577	696	746	800
短期借款	60	150	150	150
应付票据	0	0	0	0
应付账款	313	344	379	417
其他	204	202	217	233
非流动负债	1	1	1	1
长期借款	0	0	0	0
其他	1	1	1	1
负债合计	579	697	748	801
股本	102	143	143	143
资本公积	464	464	464	464
未分配利润	462	632	852	1131
少数股东权益	63	85	112	148
股东权益合计	1077	1316	1572	1899
负债及权益合计	1655	2003	2310	2690

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	170	177	229	292
折旧和摊销	13	33	34	34
资产减值准备	5	-8	0	0
无形资产摊销	29	29	29	29
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	3	-1	-2	-4
投资损失	-8	-27	-27	-27
少数股东损益	16	22	28	35
营运资金的变动	-86	-83	29	-1
经营活动产生现金流量	129	298	234	325
投资活动产生现金流量	-78	10	-2	2
融资活动产生现金流量	5	122	2	4
现金净变动	56	430	233	331
现金的期初余额	599	655	1084	1317
现金的期末余额	655	1084	1317	1648

利润表

单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2460	2690	3164	3726
营业成本	1692	1832	2136	2489
营业税金及附加	8	8	14	17
销售费用	488	538	628	740
管理费用	87	113	111	115
财务费用	-8	-1	-2	-4
资产减值损失	-5	-0	2	3
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	8	27	27	27
营业利润	228	227	301	393
营业外收入	1	40	40	40
营业外支出	3	2	3	3
利润总额	227	265	338	430
所得税	57	66	81	103
净利润	170	199	257	327
少数股东损益	16	22	28	35
归属母公司净利润	154	177	229	292
EPS(元)	1.08	1.24	1.60	2.04

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长性				
营业收入增长率	15.2%	9.3%	17.6%	17.8%
营业利润增长率	33.0%	-0.5%	32.4%	30.6%
净利润增长率	28.5%	14.7%	29.4%	27.3%
盈利能力				
毛利率	31.2%	31.9%	32.5%	33.2%
净利率	6.3%	6.6%	7.2%	7.8%
ROE	15.2%	14.5%	15.8%	16.7%
偿债能力				
资产负债率	35.0%	34.8%	32.4%	29.8%
流动比率	2.39	2.58	2.84	3.14
速动比率	1.40	1.75	1.99	2.27
营运能力				
资产周转率	161.7%	147.0%	146.7%	149.0%
应收帐款周转率	13781.1%	18097.4%	33303.1%	39216.2%
每股资料(元)				
每股收益	1.08	1.24	1.60	2.04
每股经营现金	0.90	2.09	1.64	2.27
每股净资产	7.09	8.54	10.15	12.19
估值比率(倍)				
PE	30.2	26.3	20.3	15.9
PB	4.6	3.8	3.2	2.7

分析师声明

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，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了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%～15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		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
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可升可跌，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、意见及推测不一致的报告；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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

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。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上 海	北 京	深 圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn