

## 商业贸易

2019年08月13日

## 爱婴室 (603214)

—— 受益开店加快 Q2 营收增长提速，下半年储备店铺超预期

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2019年08月12日

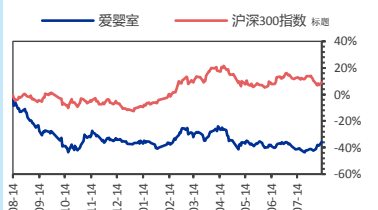
|             |                 |
|-------------|-----------------|
| 收盘价(元)      | 37.42           |
| 一年内最高/最低(元) | 57.11/31.94     |
| 市净率         | 4.1             |
| 息率(分红/股价)   | 0.96            |
| 流通A股市值(百万元) | 2066            |
| 上证指数/深证成指   | 2814.99/8978.52 |

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2019年06月30日

|              |        |
|--------------|--------|
| 每股净资产(元)     | 9.05   |
| 资产负债率%       | 36.41  |
| 总股本/流通A股(百万) | 102/55 |
| 流通B股/H股(百万)  | -/-    |

一年内股价与大盘对比走势：



## 相关研究

《爱婴室(603214)点评：母婴连锁龙头毛利率稳步提升，预计收入增长将逐季加快》2019/04/23

《爱婴室(603214)点评：18年归母净利润增速28%，19年加快展店扩张》2019/04/08

## 证券分析师

唐宋媛 A0230519010003  
tangsy@swsresearch.com  
王立平 A0230511040052  
wanglp@swsresearch.com

## 联系人

唐宋媛  
(8621)23297818×7417  
tangsy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

## 投资要点：

- 公司19上半年营收同比增长15.9%，Q2营收增长提速，符合预期。1)19上半年营收及利润稳步提升。2019年H1实现营收11.8亿元，同比增长15.9%；归母净利润6229万元，同比增长27.3%，扣非净利润5089万元，同比增长25.7%，业绩稳健增长。2)19年二季度营收增长提速。19年Q2单季度实现营收6.3亿元，同比增长18.4%，归母净利润4452万元，同比增长21.0%，扣非净利润3641万元，同比增长26.0%。营收增速环比提升5.2pct，扣非净利润增速环比提升1.1pct，业绩增长加速。
- 19年上半年盈利能力稳健向好。1)盈利水平保持业内领先，利润率持续提升。2019年H1公司毛利率同比提升1.5pct至28.9%，带动净利率同比增加0.5pct至5.7%。2)展店加速带动销售费用率略有上升，管理费用率受益规模效应波动下降。2019年H1期间费用率同比增长1.0pct至22.06%，其中销售费用率同比上升1.6pct至19.4%，管理费用率同比下降0.2pct至2.8%。3)展店加速致使应收账款及存货有所增加，拖累经营活动现金流。2019年H1应收账款3,193万元，同比增长38.5%，存货5.1亿元，同比增长24.2%，经营活动现金净流出50万元，主要系公司增加备货、支付税金所致。
- 直营门店营收是公司主要业务，电商平台辅助营收高速增长。1)分业态看，线下直营门店占营收比近九成，电商App辅助，线上增速显著。门店销售营收同比增长17.2%至10.5亿元，占比88.8%，毛利率提升1.7pct至26.0%；电商销售同比增长87.1%至3166万元，占比2.7%，毛利率提升3.8pct至12.6%；批发季节性略有波动。2)分产品看，奶粉和用品类仍为公司营收主力，棉纺和玩具类产品营收增速显著。奶粉和用品营收占比分别为46.4%和24.5%，合计超7成；棉纺类营收占比9.9%，营收同比增长26.7%至1.2亿元，年初清货拉低毛利率下降9.4pct至40.9%；玩具营收同比增长26.6%至5735万元，表现亮眼；车床和婴儿抚触业务营收波动下滑，但二者合计占比不足2%，对公司业绩影响较小。3)分地区看，上海营收占比过半，浙江毛利率领跑其他地区。上海营收同比增长6.2%至5.7亿元，营收占比51.4%，净开店3家达87家；浙江营收保持高速增长，同比增长36.8%至1.9亿元，毛利率26.2%超整体水平1.0pct，净开店3家达49家；江苏营收同比增长17.6%至1.6亿元，净开店4家至55家；福建营收同比增长24.1%至1.7亿元，门店数量保持42家；新布局的重庆地区营收1302万元，门店数量为18家。
- 核心区域展店加速+并购整合切入华中华南新市场带动营收增长提速，自主品牌占比提升推升毛利水平，公司未来规模和盈利水平双升可期。1)19H2签约待开业门店44家，展店明显提速。19H1公司在华东新开店18家，淘汰门店8家，净增10家，净增面积9836m<sup>2</sup>。目前H2已签约待开业门店44家，面积超2万m<sup>2</sup>，核心区域上海23家，占比过半。2)并购泰诚快速切入西南市场，年末有望新增华南门店。完成重庆泰诚51.72%股权的并购，有序整合所属门店18家，重庆新增开店有序推进，下半年深圳自主开店有望落地。3)自有品牌占比提升至9.8%，未来有望持续提升。19H1自主品牌营收1.09亿元，同比增长36.3%，有效改善公司毛利空间。4)合作腾讯后，加速线上资源整合，细化会员标签，积极推进APP和微信小程序建设。
- 公司身处万亿母婴市场优质赛道，18年进入加速展店通道，带动19年营收增长逐季加速，19下半年储备店铺44家略超预期，盈利能力稳健向好，维持增持评级。公司是华东母婴连锁，行业进入整合期，公司展店持续加快，并逐步拓展华中华南等地区，有望打开新增长空间，自主品牌占比提升优化利润水平值得期待。我们维持原盈利预测，预计2019-2021年归母净利润1.46/1.81/2.12亿元，对应PE为26/21/18倍，维持增持评级。

## 财务数据及盈利预测

|            | 2018  | 2019H1 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 2,135 | 1,179  | 2,553 | 3,058 | 3,648 |
| 同比增长率(%)   | 18.1  | 15.9   | 19.6  | 19.3  | 19.8  |
| 归母净利润(百万元) | 120   | 62     | 146   | 181   | 212   |
| 同比增长率(%)   | 28.2  | 27.3   | 21.5  | 23.9  | 17.3  |
| 每股收益(元/股)  | 1.20  | 0.61   | 1.43  | 1.77  | 2.08  |
| 毛利率(%)     | 28.8  | 28.9   | 29.3  | 29.3  | 29.5  |
| ROE(%)     | 13.6  | 6.8    | 14.1  | 14.9  | 14.9  |
| 市盈率        | 31    |        | 26    | 21    | 18    |

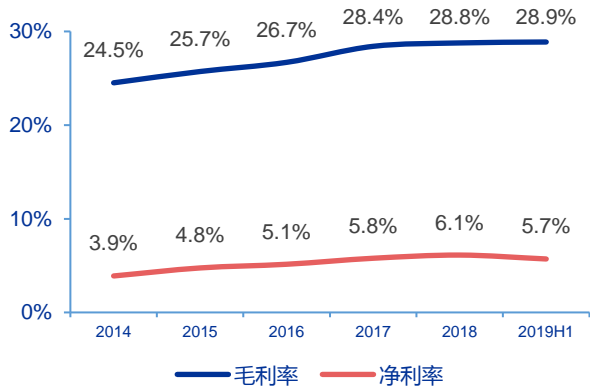
注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

**图 1：19 年 H1 营业收入 11.8 亿元，同比+15.9%**

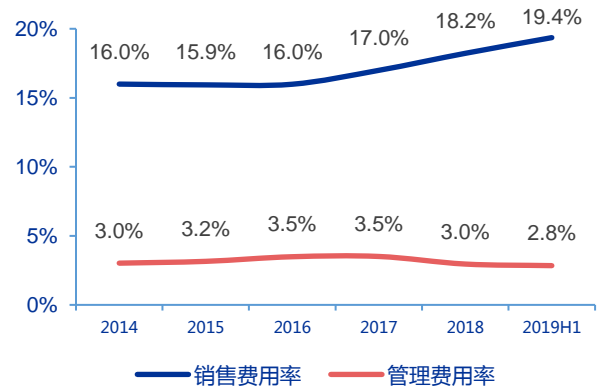

资料来源：公司公告，申万宏源研究

**图 2：19 年 H1 归母净利润 6,229 万元，同比+27.3%**

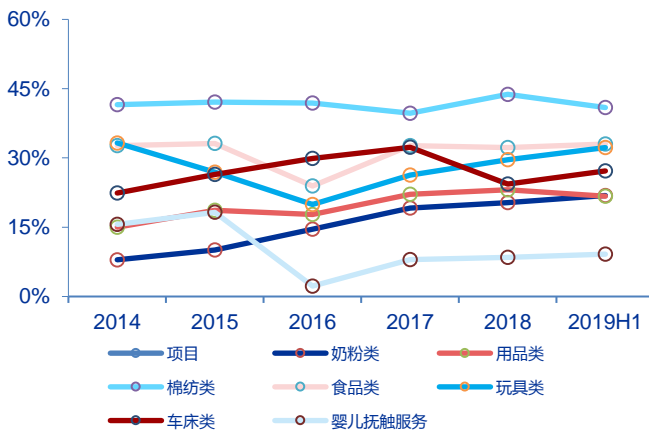

资料来源：公司公告，申万宏源研究

**图 3：19 年 H1 毛利率 28.9%，净利率 5.7%**


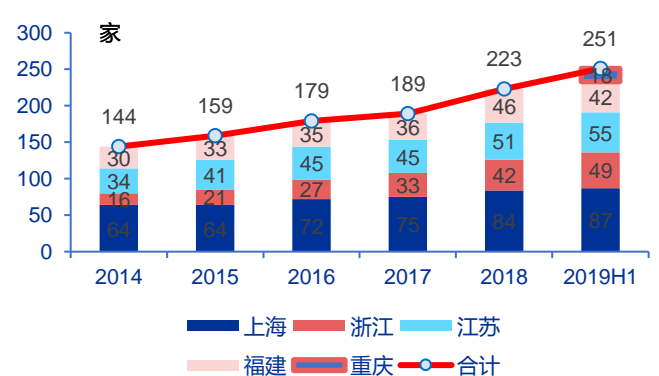
资料来源：公司公告，申万宏源研究

**图 4：19 年 H1 销售费用率 19.4%，管理费用率 2.8%**


资料来源：公司公告，申万宏源研究

**图 5：玩具类毛利率最高，奶粉毛利率稳步向上**


资料来源：公司公告，申万宏源研究

**图 6：18 年开店加速，截止 19H1 有门店 251 家**


资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 1：爱婴室利润表

| 利润表              |       |       |       |       |       |       |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                  | 2016  | 2017  | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E |
| 一、营业总收入          | 1,585 | 1,808 | 2,135 | 2,553 | 3,058 | 3,648 |
| 其中：营业收入          | 1,585 | 1,808 | 2,135 | 2,553 | 3,058 | 3,648 |
| 其他类金融业务收入        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 二、营业总成本          | 1,484 | 1,678 | 1,988 | 2,343 | 2,809 | 3,356 |
| 其中：营业成本          | 1,162 | 1,294 | 1,521 | 1,806 | 2,163 | 2,574 |
| 其他类金融业务成本        | 0     | -0    | -0    | -0    | -0    | -0    |
| 税金及附加            | 8     | 7     | 10    | 12    | 14    | 16    |
| 销售费用             | 253   | 307   | 389   | 458   | 550   | 664   |
| 管理费用             | 55    | 63    | 63    | 71    | 81    | 102   |
| 财务费用             | 6     | 6     | 4     | 0     | 0     | 0     |
| 资产减值损失           | 0     | 1     | 1     | -4    | 0     | 0     |
| 加：公允价值变动收益       | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益             | 1     | 2     | 15    | 1     | 1     | 1     |
| 汇兑收益             | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 资产处置收益           | 0     | -0    | -0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他收益             | 0     | 9     | 10    | 0     | 0     | 0     |
| 三、营业利润           | 102   | 141   | 172   | 211   | 250   | 293   |
| 加：营业外收入          | 6     | 1     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 减：营业外支出          | 1     | 2     | 2     | 0     | 0     | 0     |
| 四、利润总额           | 107   | 139   | 170   | 211   | 250   | 293   |
| 减：所得税            | 26    | 35    | 39    | 53    | 63    | 73    |
| 五、净利润            | 82    | 105   | 131   | 158   | 188   | 220   |
| 持续经营净利润          | 0     | 105   | 131   | 158   | 188   | 220   |
| 终止经营净利润          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 少数股东损益           | 8     | 11    | 11    | 12    | 7     | 8     |
| 归属于母公司所有者的净利润    | 74    | 94    | 120   | 146   | 181   | 212   |
| 六、其他综合收益的税后净额    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 七、综合收益总额         | 82    | 105   | 131   | 158   | 188   | 220   |
| 归属于母公司所有者的综合收益总额 | 74    | 94    | 120   | 142   | 169   | 198   |
| 八、基本每股收益         | 0.99  | 1.25  | 1.28  | 1.43  | 1.77  | 2.08  |
| 全面摊薄每股收益         | 0.73  | 0.92  | 1.18  | 1.43  | 1.77  | 2.08  |

## 信息披露

## 证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

## 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

## 机构销售团队联系人

|    |     |              |             |                     |
|----|-----|--------------|-------------|---------------------|
| 华东 | 陈陶  | 021-23297221 | 13816876958 | chentao1@swyhsc.com |
| 华北 | 李丹  | 010-66500631 | 13681212498 | lidan4@swyhsc.com   |
| 华南 | 谢文霓 | 021-23297211 | 18930809211 | xiewenni@swyhsc.com |
| 海外 | 胡馨文 | 021-23297753 | 18321619247 | huxinwen@swyhsc.com |

## 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                   |                           |
|-------------------|---------------------------|
| 买入 (Buy)          | ：相对强于市场表现 20%以上；          |
| 增持 (Outperform)   | ：相对强于市场表现 5% ~ 20%；       |
| 中性 (Neutral)      | ：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ：相对弱于市场表现 5%以下。           |

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                  |                 |
|------------------|-----------------|
| 看好 (Overweight)  | ：行业超越整体市场表现；    |
| 中性 (Neutral)     | ：行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ：行业弱于整体市场表现。    |

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。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。