瑞贝卡（600439.SH）

继续受益于成本控制，美国市场现复苏迹象

公司评级	谨慎增持
当前价格	7.18 元
前次评级	谨慎增持
报告日期	2017-04-24

核心观点：

公司披露 17 年一季报，实现营业收入 4.55 亿元，同比增长 2.1%。报告期内归母净利润为 4328 万元，同比增长 16.7%。

- **利润率继续受益于费用控制，库存水平持续改善**

公司总经理自 15 年 5 月就职起，面对需求低迷的市场环境，对公司的业务流程以及运营成本进行了逐步优化，同时将部分管理人员调整到生产一线使得公司管理经费有所减少。因此公司在 2017 年一季度的管理费用率为 7.2%，同比下降 50 个基点，这是公司连续第三个季度管理费用率实现同比下降。此外，公司继续保持谨慎的假发原材料采购策略，使得公司的库存水平在季度末环比继续下降。

- **关注美国市场回暖与国内市场的品牌战略调整**

我们认为公司在 2017 年将受益于美国市场的回暖和 Sleek 品牌在国内的战略调整。年初至今美国消费者对于假发产品的需求，尤其是单价较高的化纤发条的需求开始出现复苏。同时我们预计美国假发经销商的库存消化在 16 年已经基本完成，因此公司对美国市场的出口有望恢复增长。国内方面，公司在 16 年完成了对“Sleek”品牌的战略调整，将其重新定位为年轻时尚轻奢品牌，完成了全新的产品规划、店面设计、以及品牌推广规划。我们认为这将推动公司在国内市场销售的增长。

- **17-19 年业绩分别为 0.200 元/股、0.207 元/股、0.223 元/股**

当前股价对应 17 年 P/E 为 35.9 倍，略高于 34 倍的历史平均估值。我们认为公司在美国和国内市场的销售将在 17 年开始出现回暖，维持谨慎增持评级。

- **风险提示**

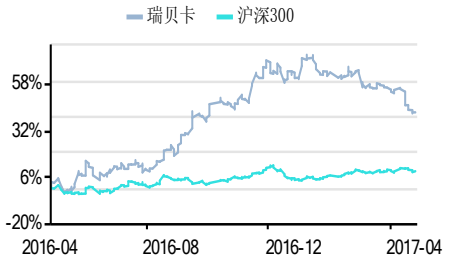
非洲货币汇率波动的风险；假发产品和原材料存货减值的风险；

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	1,945.19	1,810.86	1,972.21	2,057.66	2,150.21
增长率(%)	0.67%	-6.91%	8.91%	4.33%	4.50%
EBITDA(百万元)	309.44	362.42	349.71	354.32	367.66
净利润(百万元)	141.39	171.61	188.90	195.69	210.71
增长率(%)	-9.56%	21.37%	10.08%	3.60%	7.68%
EPS（元/股）	0.150	0.182	0.200	0.207	0.223
市盈率（P/E）	47.37	48.04	35.86	34.61	32.14
市净率（P/B）	2.60	3.05	2.39	2.28	2.17
EV/EBITDA	26.61	26.19	22.18	21.19	19.63

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

相对市场表现



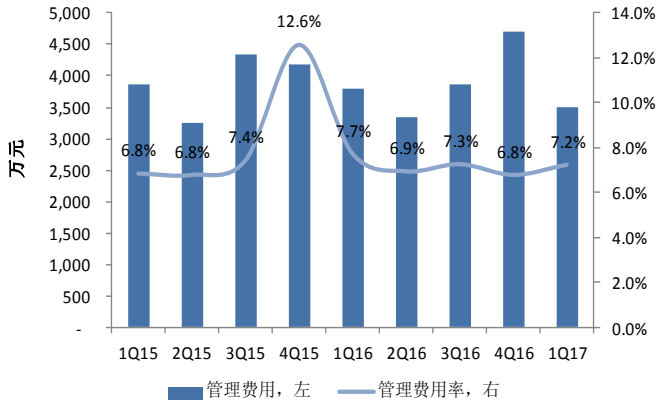
分析师： 糜韩杰 S0260516020001
021-60750604
mihanjie@gf.com.cn

相关研究：

瑞贝卡（600439.SH）：费用控制显成效，关注美国市场复苏	2017-03-31
瑞贝卡（600439.SH）：公司业绩有望在 2017 年出现回暖	2017-03-15
瑞贝卡（600439.SH）：员工持股计划完成购买，彰显对公司信心	2016-11-13

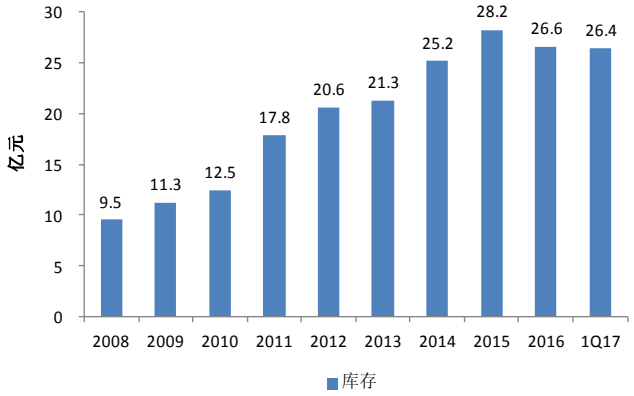
联系人： 胡翔宇
huxiangyu@gf.com.cn

图1：公司管理费用率连续三个季度同比下降



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图2：公司存货水平继续改善



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

资产负债表

单位：百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	3949	3342	3148	3186	3234
货币资金	704	352	215	365	554
应收及预付	396	323	424	449	455
存货	2825	2660	2503	2365	2218
其他流动资产	24	7	7	7	7
非流动资产	930	921	942	963	982
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	518	553	553	550	545
在建工程	92	13	13	13	13
无形资产	202	233	258	283	306
其他长期资产	118	122	117	117	117
资产总计	5089	4497	4324	4383	4450
流动负债	1678	1369	1064	984	897
短期借款	1036	394	294	194	94
应付及预收	290	323	410	430	443
其他流动负债	352	652	360	360	360
非流动负债	855	556	556	556	556
长期借款	300	0	0	0	0
应付债券	554	555	555	555	555
其他非流动负债	1	1	1	1	1
负债合计	2532	1925	1620	1540	1453
股本	943	943	943	943	943
资本公积	437	437	437	437	437
留存收益	1196	1320	1452	1591	1745
归属母公司股东权	2576	2700	2833	2972	3126
少数股东权益	4	5	5	4	4
负债和股东权益	5089	4497	4324	4383	4450

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1945	1811	1972	2058	2150
营业成本	1364	1202	1339	1388	1441
营业税金及附加	8	17	19	19	20
销售费用	156	157	171	179	187
管理费用	161	130	138	165	185
财务费用	132	113	87	80	72
资产减值损失	2	3	1	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	6	0	0	0
营业利润	122	195	217	226	244
营业外收入	39	13	10	10	10
营业外支出	2	1	0	0	0
利润总额	159	207	227	236	254
所得税	18	35	39	40	43
净利润	141	172	189	195	210
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	141	172	189	196	211
EBITDA	309	362	350	354	368
EPS（元）	0.15	0.18	0.20	0.21	0.22

现金流量表

单位：百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	31	523	413	449	482
净利润	141	172	189	195	210
折旧摊销	54	57	44	47	50
营运资金变动	-166	294	93	131	153
其它	2	0	87	76	69
投资活动现金流	-40	-60	-58	-59	-59
资本支出	-40	-66	-58	-59	-59
投资变动	0	6	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	420	-818	-492	-241	-234
银行借款	1758	694	-100	-100	-100
债券融资	-1174	-1339	-300	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-164	-173	-92	-141	-134
现金净增加额	411	-354	-137	150	190
期初现金余额	285	704	352	215	365
期末现金余额	696	350	215	365	554

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	0.7	-6.9	8.9	4.3	4.5
营业利润增长	227.9	60.1	11.7	3.8	8.0
归属母公司净利润增长	-9.6	21.4	10.1	3.6	7.7
获利能力（%）					
毛利率	29.9	33.6	32.1	32.5	33.0
净利率	7.3	9.5	9.6	9.5	9.8
ROE	5.5	6.4	6.7	6.6	6.7
ROIC	5.6	6.6	6.8	7.0	7.6
偿债能力					
资产负债率(%)	49.5	41.6	36.3	34.1	31.7
净负债比率	0.6	0.5	0.3	0.2	0.1
流动比率	2.35	2.44	2.96	3.24	3.60
速动比率	0.63	0.45	0.52	0.73	1.03
营运能力					
总资产周转率	0.42	0.40	0.47	0.50	0.51
应收账款周转率	6.70	7.10	6.96	7.01	6.99
存货周转率	0.51	0.44	0.54	0.59	0.65
每股指标（元）					
每股收益	0.15	0.18	0.20	0.21	0.22
每股经营现金流	0.03	0.55	0.44	0.48	0.51
每股净资产	2.73	2.86	3.00	3.15	3.31
估值比率					
P/E	47.4	48.0	35.9	34.6	32.1
P/B	2.6	3.1	2.4	2.3	2.2
EV/EBITDA	26.6	26.2	22.2	21.2	19.6

广发纺织服装行业研究小组

糜韩杰: 首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016 年进入广发证券发展研究中心。
胡翔宇: 联系人，南洋理工大学工程学学士，3 年证券从业经历，2016 年进入广发证券发展研究中心。
张　萌: 联系人，上海财经大学数量经济学硕士，2016 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入: 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有: 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出: 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入: 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
谨慎增持: 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有: 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出: 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 楼	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号震旦大厦 18 楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。
本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。
广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。
本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。