

## 经营调整成效显著, 业绩重回增长期

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2016 年年报, 实现营收 3.9 亿元, 同比增长 6%, 实现归母净利润 7275.6 万元, 同比增长 5.8%, 拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1 元(含税)。其中, 16Q4 实现营收 1.3 亿元, 同比增长 19.8%, 实现归母净利润 2369.6 万元, 同比增长 25.4%。同时公司发布 2017 年一季报, 实现营收 8901.3 万元, 同比增长 9.1%, 实现归母净利润 1706.7 万元, 同比增长 17.2%。
- **经营策略调整推动业绩重回增长期。** 公司营收和净利润实现双增长, 扭转 2015 年以来的下滑态势, 证实我们前期“清库存接近尾声, 渠道调整已经到位”的判断。2016 年公司毛利率比上年提升 1.2 个百分点至 52.1%, 净利率比上年提升 0.3 个百分点至 19.2%。17Q1 毛利率继续保持上升态势, 达到 52.14%, 净利率从去年同期的 17.85% 提升至 19.17%, 盈利能力显著增强。分产品看, 服饰棉品、日用品和孕产妇用品均录得正增长, 其中占比最大的服饰棉品 (占比 81%) 增速稳健, 达 3.4%; 日用品开始发力, 同比增长 15.4%; 值得关注的是新品类孕产妇用品增速达到 56%, 虽当前基数较低, 但未来或成为新的增长点。营收净利双升主要是公司调整经营策略带动: 1) 尝试采用特许加盟联营的模式以及加大对自营体系的投入, 全年开店数量净增加 77 家, 充分调动加盟商积极性; 2) 探索品牌集成店模式, 在终端店面提供自有品牌+优质知名品牌和跨境电商业务进入终端店面, 品类丰富, 客单价和客流量上升推动业绩提升; 3) 加强对采购成本的控制, 提升供应链议价能力。
- **拓展营销网络, 完善产品品类, 提升经营效率。** 目前, 公司拥有线下网点 1300 多家, 通过加盟、自营、经销三种渠道构建起全国性的营销网络, 在经济比较发达的三、四线城市也进行下沉。线上渠道方面, 公司在天猫、京东、唯品会等平台开展电商业务, 2016 年电商销售业绩增长超 50%, 线上与线下渠道形成强力协同, 随着公司在 17 年对品牌渠道管理进行整合, 营销效率将进一步提升。公司拥有“拉比”、“下一代”、“贝比拉比”三大品牌, 覆盖不同的品类和消费群体, 公司在 16 年推出一系列天然纤维面料的儿童服饰产品和引进国外贝丽奶瓶, 完善产品品类, 同时推出拉比家族熊品牌形象, 打造拉比创意园, 增加消费者对公司的品牌认识度。在横向拓展门店数的同时, 公司还加强对单店进行精细化管理, 公司已对原有的 POS 信息系统进行升级改造, 引进新的系统, 垂直管控店面的销售和库存情况, 实时掌握畅销和滞销货品, 大幅提升决策效率, 有益于同店增速的提升。
- **受益二孩政策和消费升级, 积极推进母婴生态圈布局。** 2016 年我国新生儿数量达到 1846 万, 增长 180 多万, 创 2000 年来新高。二孩政策的实施和消费升级无疑将带动母婴消费品需求大幅增加, 公司作为国内母婴品牌龙头之一, 将直接受益于行业的高增长。公司去年参与认购亚太国际婴童产业基金份额, 充分借助海外团队的产业资源, 将海外优质品牌和服务引入国内市场。我们认为公司未来将借助基金优势在品类扩展和外延发力, 获取海内外优质母婴资源, 除了消费品领域, 还可能在教育、医疗健康、影视娱乐等各方面取得进展, 与主业形成有效协同, 构建母婴大集团。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.42 元、0.5 元、0.61 元, 考虑到公司将直接受益于母婴行业的高增长, 在营销网络布局、经营调整上成效逐渐显现, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 销售增长不及预期的风险; 外延扩张速度不及预期的风险。

| 指标/年度          | 2016A  | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元)     | 385.41 | 440.35 | 521.21 | 642.99 |
| 增长率            | 5.99%  | 14.25% | 18.36% | 23.37% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 72.76  | 85.60  | 101.29 | 124.20 |
| 增长率            | 5.81%  | 17.66% | 18.33% | 22.61% |
| 每股收益 EPS (元)   | 0.36   | 0.42   | 0.50   | 0.61   |
| 净资产收益率 ROE     | 8.20%  | 8.86%  | 9.55%  | 10.54% |
| PE             | 79     | 68     | 57     | 47     |
| PB             | 6.52   | 5.98   | 5.45   | 4.91   |

数据来源: Wind, 西南证券

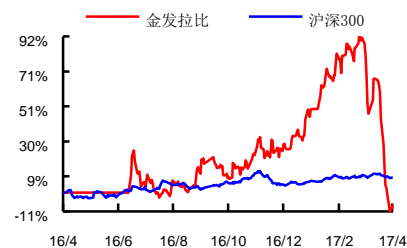
### 西南证券研究发展中心

分析师: 李佳颖  
执业证号: S1250513090001  
电话: 023-63786561  
邮箱: lijy@swsc.com.cn

联系人: 蔡欣  
电话: 023-67511807  
邮箱: cxin@swsc.com.cn

联系人: 徐稚涵  
电话: 021-68415526  
邮箱: xyhan@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

|              |             |
|--------------|-------------|
| 总股本(亿股)      | 2.02        |
| 流通 A 股(亿股)   | 0.68        |
| 52 周内股价区间(元) | 27.34-64.77 |
| 总市值(亿元)      | 57.82       |
| 总资产(亿元)      | 9.45        |
| 每股净资产(元)     | 4.27        |

### 相关研究

1. 金发拉比 (002762): 主业保持稳健, 未来看点在外延 (2016-10-24)
2. 金发拉比 (002762): 海外投资迈出第一步, 资源整合步伐或加快 (2016-09-30)
3. 金发拉比 (002762): 主业尚处调整期, 行业卡位优势明显 (2016-08-25)
4. 金发拉比 (002762): 国内母婴第一股, 生态圈布局外延预期强 (2016-08-15)

**附表：财务预测与估值**

| 利润表 (百万元)     |               |                |                |                | 现金流量表 (百万元)       |                |               |               |               |
|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|----------------|---------------|---------------|---------------|
|               | 2016A         | 2017E          | 2018E          | 2019E          |                   | 2016A          | 2017E         | 2018E         | 2019E         |
| 营业收入          | 385.41        | 440.35         | 521.21         | 642.99         | 净利润               | 72.76          | 85.60         | 101.29        | 124.20        |
| 营业成本          | 189.17        | 214.43         | 250.55         | 305.16         | 折旧与摊销             | 7.25           | 7.73          | 10.98         | 12.60         |
| 营业税金及附加       | 4.05          | 4.63           | 5.48           | 6.76           | 财务费用              | -8.23          | -8.60         | -8.99         | -9.00         |
| 销售费用          | 71.63         | 77.06          | 93.82          | 118.95         | 资产减值损失            | 0.35           | 1.50          | 1.20          | 0.90          |
| 管理费用          | 34.29         | 37.87          | 44.82          | 55.30          | 经营营运资本变动          | -298.14        | -63.75        | -85.68        | -128.70       |
| 财务费用          | -8.23         | -8.60          | -8.99          | -9.00          | 其他                | 306.51         | 0.91          | -0.76         | -0.32         |
| 资产减值损失        | 0.35          | 1.50           | 1.20           | 0.90           | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>80.50</b>   | <b>23.41</b>  | <b>18.04</b>  | <b>-0.32</b>  |
| 投资收益          | 1.80          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 资本支出              | -95.60         | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 公允价值变动损益      | 0.00          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 其他                | -257.96        | -10.00        | -10.00        | -10.00        |
| 其他经营损益        | 0.00          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-353.56</b> | <b>-10.00</b> | <b>-10.00</b> | <b>-10.00</b> |
| <b>营业利润</b>   | <b>95.97</b>  | <b>113.46</b>  | <b>134.33</b>  | <b>164.92</b>  | 短期借款              | 0.00           | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 其他非经营损益       | 1.16          | 0.93           | 1.02           | 1.01           | 长期借款              | 0.00           | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| <b>利润总额</b>   | <b>97.12</b>  | <b>114.39</b>  | <b>135.35</b>  | <b>165.93</b>  | 股权融资              | 0.00           | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 所得税           | 24.37         | 28.78          | 34.05          | 41.73          | 支付股利              | 0.00           | -6.57         | -6.43         | -6.85         |
| 净利润           | 72.76         | 85.60          | 101.29         | 124.20         | 其他                | -19.04         | 8.60          | 8.99          | 9.00          |
| 少数股东损益        | 0.00          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>-19.04</b>  | <b>2.03</b>   | <b>2.56</b>   | <b>2.15</b>   |
| 归属母公司股东净利润    | 72.76         | 85.60          | 101.29         | 124.20         | <b>现金流量净额</b>     | <b>-292.10</b> | <b>15.44</b>  | <b>10.60</b>  | <b>-8.17</b>  |
|               |               |                |                |                |                   |                |               |               |               |
| 资产负债表 (百万元)   |               |                |                |                | 财务分析指标            |                |               |               |               |
|               | 2016A         | 2017E          | 2018E          | 2019E          |                   | 2016A          | 2017E         | 2018E         | 2019E         |
| 货币资金          | 264.37        | 279.81         | 290.41         | 282.23         | <b>成长能力</b>       |                |               |               |               |
| 应收和预付款项       | 45.28         | 48.44          | 58.03          | 71.35          | 销售收入增长率           | 5.99%          | 14.25%        | 18.36%        | 23.37%        |
| 存货            | 144.03        | 163.05         | 190.56         | 232.17         | 营业利润增长率           | 3.79%          | 18.23%        | 18.40%        | 22.77%        |
| 其他流动资产        | 303.09        | 346.29         | 409.88         | 505.65         | 净利润增长率            | 5.81%          | 17.66%        | 18.33%        | 22.61%        |
| 长期股权投资        | 0.00          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | EBITDA 增长率        | 6.72%          | 18.54%        | 21.06%        | 23.62%        |
| 投资性房地产        | 0.00          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>获利能力</b>       |                |               |               |               |
| 固定资产和在建工程     | 144.73        | 137.47         | 126.96         | 114.83         | 毛利率               | 50.92%         | 51.31%        | 51.93%        | 52.54%        |
| 无形资产和开发支出     | 9.56          | 9.32           | 9.08           | 8.84           | 三费率               | 25.35%         | 24.15%        | 24.87%        | 25.70%        |
| 其他非流动资产       | 52.81         | 62.58          | 72.35          | 82.12          | 净利率               | 18.88%         | 19.44%        | 19.43%        | 19.32%        |
| <b>资产总计</b>   | <b>963.87</b> | <b>1046.96</b> | <b>1157.26</b> | <b>1297.19</b> | ROE               | 8.20%          | 8.86%         | 9.55%         | 10.54%        |
| 短期借款          | 0.00          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | ROA               | 7.55%          | 8.18%         | 8.75%         | 9.57%         |
| 应付和预收款项       | 69.06         | 72.72          | 86.64          | 107.09         | ROIC              | 16.95%         | 12.87%        | 13.89%        | 15.11%        |
| 长期借款          | 0.00          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | EBITDA/销售收入       | 24.65%         | 25.57%        | 26.15%        | 26.21%        |
| 其他负债          | 7.66          | 8.06           | 9.57           | 11.71          | <b>营运能力</b>       |                |               |               |               |
| <b>负债合计</b>   | <b>76.72</b>  | <b>80.78</b>   | <b>96.21</b>   | <b>118.80</b>  | 总资产周转率            | 0.41           | 0.44          | 0.47          | 0.52          |
| 股本            | 202.30        | 202.30         | 202.30         | 202.30         | 固定资产周转率           | 7.06           | 6.05          | 5.31          | 6.19          |
| 资本公积          | 298.78        | 298.78         | 298.78         | 298.78         | 应收账款周转率           | 10.08          | 10.56         | 10.92         | 11.01         |
| 留存收益          | 386.07        | 465.11         | 559.97         | 677.31         | 存货周转率             | 1.35           | 1.40          | 1.42          | 1.44          |
| 归属母公司股东权益     | 887.15        | 966.19         | 1061.05        | 1178.39        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 113.33%        | —             | —             | —             |
| 少数股东权益        | 0.00          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>资本结构</b>       |                |               |               |               |
| <b>股东权益合计</b> | <b>887.15</b> | <b>966.19</b>  | <b>1061.05</b> | <b>1178.39</b> | 资产负债率             | 7.96%          | 7.72%         | 8.31%         | 9.16%         |
| 负债和股东权益合计     | 963.87        | 1046.96        | 1157.26        | 1297.19        | 带息债务/总负债          | 0.00%          | 0.00%         | 0.00%         | 0.00%         |
|               |               |                |                |                | 流动比率              | 9.86           | 10.37         | 9.86          | 9.19          |
|               |               |                |                |                | 速动比率              | 7.99           | 8.35          | 7.88          | 7.23          |
|               |               |                |                |                | 股利支付率             | 0.00%          | 7.67%         | 6.35%         | 5.52%         |
| 业绩和估值指标       |               |                |                |                | 每股指标              |                |               |               |               |
|               | 2016A         | 2017E          | 2018E          | 2019E          |                   |                |               |               |               |
| EBITDA        | 94.99         | 112.60         | 136.32         | 168.52         | 每股收益              | 0.36           | 0.42          | 0.50          | 0.61          |
| PE            | 79.47         | 67.54          | 57.08          | 46.55          | 每股净资产             | 4.39           | 4.78          | 5.24          | 5.82          |
| PB            | 6.52          | 5.98           | 5.45           | 4.91           | 每股经营现金            | 0.40           | 0.12          | 0.09          | 0.00          |
| PS            | 15.00         | 13.13          | 11.09          | 8.99           | 每股股利              | 0.00           | 0.03          | 0.03          | 0.03          |
| EV/EBITDA     | 57.58         | 48.35          | 39.78          | 32.17          |                   |                |               |               |               |
| 股息率           | 0.00%         | 0.11%          | 0.11%          | 0.12%          |                   |                |               |               |               |

数据来源: Wind, 西南证券

## 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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

|      |  |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上       |
|      | 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
|      | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
|      | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下       |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上     |
|      | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
|      | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下     |

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名   | 职务     | 座机            | 手机          | 邮箱                    |
|----|------|--------|---------------|-------------|-----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽  | 地区销售总监 | 021-68415309  | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn       |
|    | 张方毅  | 机构销售   | 021-68413959  | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn      |
|    | 邵亚杰  | 机构销售   | 02168416206   | 15067116612 | syj@swsc.com.cn       |
|    | 郎珈艺  | 机构销售   | 021-68416921  | 18801762801 | langjiayi@swsc.com.cn |
|    | 黄丽娟  | 机构销售   | 021-68411030  | 15900516330 | hlj@swsc.com.cn       |
|    | 欧阳倩威 | 机构销售   | 021-68416206  | 15601822016 | oyqw@swsc.com.cn      |
| 北京 | 赵佳   | 地区销售总监 | 010-57631179  | 18611796242 | zjia@swsc.com.cn      |
|    | 王雨珩  | 机构销售   | 010-88091748  | 18811181031 | wyheng@swsc.com.cn    |
|    | 徐也   | 机构销售   | 010-57758595  | 18612694479 | xye@swsc.com.cn       |
|    | 任骁   | 机构销售   | 010-57758566  | 18682101747 | rxiao@swsc.com.cn     |
| 广深 | 张婷   | 地区销售总监 | 0755-26673231 | 13530267171 | zhangt@swsc.com.cn    |
|    | 刘宁   | 机构销售   | 0755-26676257 | 18688956684 | liun@swsc.com.cn      |
|    | 刘予鑫  | 机构销售   | 0755-26833581 | 13720220576 | lyxin@swsc.com.cn     |
|    | 熊亮   | 机构销售   | 0755-26820395 | 18666824496 | xl@swsc.com.cn        |
|    | 刘雨阳  | 机构销售   | 0755-26892550 | 18665911353 | liuyuy@swsc.com.cn    |