

积极拓展外销新通道，国内打造时尚产业链

投资要点：

- **员工持股计划完成，业绩释放可期：**公司于2003年7月在上交所上市，是中国发制品龙头企业首家上市公司，其规模在发制品行业中位列全球第一。公司2016年前三季度营业收入13.70亿元，净利润1.18亿元。2016年11月，公司完成员工持股计划实施，从二级市场累计买入公司股票1872万股，成交均价7.59元/股，成交金额1.42亿元，买入股票占公司总股本的1.98%，锁定期12个月。此次员工持股计划购买成本相较公司市值不低，彰显出高管及核心员工团队对公司长远发展的坚定信心。
- **自主发展外销渠道，探索经销以外的销售模式：**外销业务一直是公司主要的收入及利润来源，其中美洲、非洲是最主要的两个海外市场，近几年海外经济发展放缓，公司外销业务受到一定的影响。截止16年H1，公司外销收入7.71亿元，同比减少11.28%。未来公司将重点培育美洲市场（目前对美国年出口额1亿美金，中间经过经销商环节、而后进入零售商渠道），同时大力发展战略线上电商业务；未来2-3年将会是这块业务的快速发展期；伴随着该部分业务发展，以及人民币贬值，业绩弹性将会逐步显现。
- **国内市场努力打造顶上时尚产业链：**公司15年全年内销收入2.12亿元，16年上半年1.22亿元，与去年同期相比下降6.71%。公司在北京、上海、广州、成都等城市拥有200多家门店，其中直营店50家，经销商门店150多家。公司计划在未来加大直营店的开设力度，通过直接管理使得消费者能有更好的消费体验；主业“顶上时尚”这块做好的基础上，围绕假发、护肤等等做成一个产业链。
- **集团实力雄厚：**公司大股东瑞贝卡控股旗下资产丰富，除上市公司外，还分别全资、控股拥有11家子公司，其业务涵盖教育、旅游、公共交通、水务、投资管理等；其中，白云山度假区发展前景广阔。
- **盈利预测及投资建议：**公司当前市值79亿，总经理（董事长女儿）曾供职于中信集团并购部、于2015正式上任；上市公司层面未来的发展看点一方面是美洲市场、电商业务，另一方面是顶上时尚产业链；对于公司而言，目前处于蓄势转型发展期。短期看，人民币贬值也将会影响上市公司业绩弹性，我们预计2016年1.7亿+净利润；2017年业绩主要视公司电商、美洲、国内顶上时尚产业链发展而定。在当前市值下，我们首次给予公司谨慎推荐评级。

瑞贝卡 (600439.SH)

谨慎评级 首次覆盖

分析师

马莉 轻工制造首席分析师

✉: (8610) 6656 8489

✉: mali_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020012

特此鸣谢:

汤军

✉: (0755) 8283 9715

✉: tangjun_jg@chinastock.com.cn

郝帅

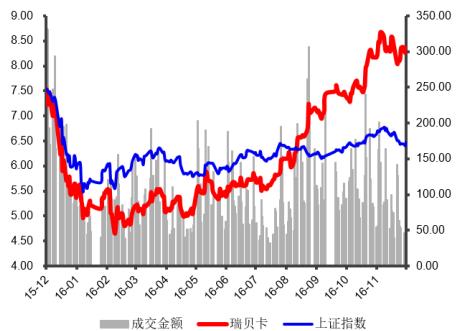
✉: (8610) 8357 1374

✉: haoshuai@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息

市场数据	时间	2016.12.22
A股收盘价(元)		8.33
A股一年内最高价(元)		8.77
A股一年内最低价(元)		4.51
上证指数		3139
市净率		3.4
总股本(亿股)		9.43
实际流通A股(亿股)		9.43
流通A股市值(亿元)		78.58

相对上证综指表现图



资料来源: Wind 资讯, 中国银河证券研究部

附录：前期交流纪要

假发海外市场状况

1、美国市场销售状况？

美国出口额大概有1亿美金左右，公司在美国有30多个战略合作伙伴（经销商），以美国籍韩国人为主。经销商从瑞贝卡这里拿货之后，加价50%卖给零售商，之后零售商再加价100%卖给顾客，原来10美金的产品，到市场上会要30美金。公司期望在美国销售渠道端发生变革，一方面提高毛利率、一方面整合各类资源扩大市场占有率；公司希望未来2-3年在美国市场能够实现3亿美金的销售规模。

2、美国整体假发需求量有多大？

整体空间在40亿美金左右。

3、假发的替换周期？

国外需要到美发沙龙对假发进行加工。一般消费者佩戴人发产品，周期会是半个月到一个月。但现在经济形势不好，使用时间也会相对延长，大概是一个月到两个月，每个消费者一年消费6-12条。化纤产品使用时间更短一些，大概半个月到一个月。假发在国外都是必需品。

4、国内假发市场出口状况怎样？

中国发制品总出口额是20亿美金左右，而瑞贝卡的出口量有2亿美金左右。

5、国外出口状况？

非洲的销量远远大于美国市场，但是由于他们消费的都是普通的化纤产品，所以价值远远赶不上美国市场，随着非洲经济的发展，未来戴高端假发的人越来越多，也是可以值得期待的。非洲的市场未来会增长比较稳定，而美国的市场短期内遇到了瓶颈，但随着总统的换届，美国经济复苏有望带动购买力增强。欧洲的规模比较小，占公司销售占比10%左右，白人对假发的需求有望提升。

6、为什么会出现美国籍韩国人的假发经销商？

在汉城奥运会之前他们是做假发生产的，在那之后由于劳动力成本的上升，他们就移民到美国去做发制品的销售。

7、非洲的收入是多少？

公司非洲15年总的出口收入合人民币是7亿元，出口占比35%，但是这个比例会是变化的。

8、人发、化纤的采购占比是多少？

16年印度发是占到了70%（按照采购量来说），而国内发是占到了30%左右。化纤70-80%都是自产的，用量比较小的化纤发丝是从国外进口的。

9、美国的发展策略是什么？国内零售发展策略怎样？

先把假发销售的基础上，搭配销售一些衍生产品，比如洗护用品，美发用品，这个会对收入有新的贡献；公司希望在国内的渠道也增加一些类似产品的销售，希望未来能够向美丽时尚转型。

10、其他的竞争国家？

东南亚有一些国家，印尼、越南等地会有出口，但是他们的量比较少，而且主要生产化纤类产品；人发产品的生产主要还在中国，因为人发产品的制作工艺比较复杂，对技术要求比较高。像化纤类的产品非洲也有生产，瑞贝卡在非洲的尼日利亚和加纳就有建立化纤类发条的工厂，韩国也有企业在那边建立了化纤大辫的生产工厂，年销售量在 8000 万条左右。

11、目前假发海外市场，除去欧美、非洲之外，还有哪些地区具有开发潜力？

假发主要是看两点，一是黑人多的地区，二是消费能力。未来的两三年基本上重点是美国市场，公司在南美也设有销售公司。，曾经想过要去东欧，但是目前没有什么时间和精力。

假发国内市场状况**1、假发国内市场多大？**

之前曾经做过的一个市场调研显示的市场容量是 10 亿元，但是现在看肯定不止。之前的市场调研只是统计的实用群体，但是对于时尚人群的需求没有太多考量，随着公司对国内假发消费市场培育力度的进一步加大，未来时尚群体的需求将有较大空间。

2、许昌的假发企业目前情况如何？

许昌大大小小的发制品企业有上千家，真正上规模的企业不多，随着发制品出口退税的降低，一些发制品企业逐步转入其它行业，一些小规模的企业转向线上销售，一年出口都可以到一个亿，河南的假发出口占全国 40% 左右。

3、瑞贝卡价格非常的高，它和其他品牌的差异在哪？

瑞贝卡的产品工艺精湛。戴上后逼真度、舒适度、透气性都很好。再者产品使用寿命会更长一些。

4、加大直营店数量的原因？

北京，上海，成都，重庆、广州是直营店，其他地区是加盟商在做。为了增强终端的把控能力，提升消费者的购物体验，全面直接了解市场终端消费信息，所以公司需要改善，增加直营店的数量。

5、瑞贝卡与流行美之间是否存在竞争？

应该不存在。流行美主要是卖发饰，然后帮顾客做发型。

6、国内销售还有哪些地方可以完善？

国内市场有些细节需要改善。一是店铺的陈列，店铺需要传达给顾客一些什么样的信息，我们的店还有需要改进的空间；二是店员的导购能力对销售起到较大的作用，所以店员的培训也很重要；三是店铺的在商场中的位置很重要，要选对商场。

公司管理与集团业务

1. 参与股权激励，对公司未来抱有信心的原因？

第一就是看好美国市场发展潜力。第二就是电商这块，公司已经在亚马逊，ebay 搭建好了平台，但是品牌推广需要请专业的机构去做。

2. 公司董事长主要精力放在哪里？

一是上市公司这块，二是在洛阳的白云山休闲度假区。此外，公司在非洲和老挝都有矿，当时买的矿井比较便宜，但是现在却没有开采，因为现在大宗商品价格比较低。集团公司收购白云山度假区之后对景区进行了改造升级，特别设计了一些景点，还新建了一些星级酒店，目前建了一个四星级的酒店，未来还打算建一个五星级的。白云山的景点比较分散，适合度假游，慢慢玩的话能够玩一周。

3. 家族企业继承人状况？

上市公司总经理是董事长的女儿；以前当营销副总的时候，主要是负责的销售；现在当总经理之后，生产研发销售都需要全面把握。

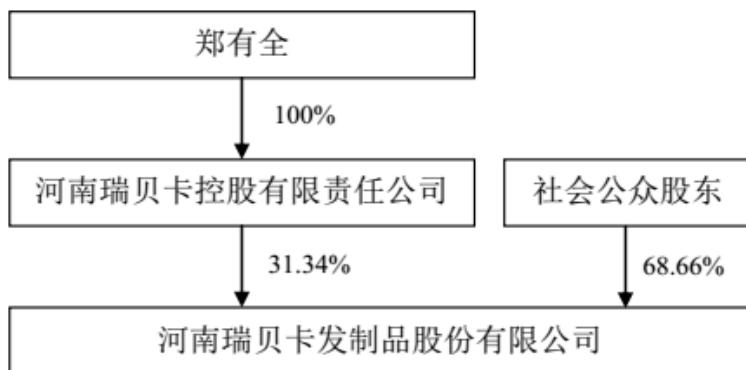
4. 长远对上市公司有什么打算？

短期内是把主业“顶上时尚”这块做好，围绕假发、护发等等做成一个产业链，未来希望把公司打造成一个品牌时尚公司。

一、公司股权结构

公司大股东为河南瑞贝卡控股有限责任公司，持有公司 31.34% 股权。其中河南瑞贝卡为实际控制人郑有全全资拥有。自 2011 年以来，控股股东河南瑞贝卡控股有限责任公司持股比例变化较小，其中 2013 年 6 月 4 日，瑞贝卡控股累计增持瑞贝卡 4,609,597 股股份，占瑞贝卡目前已发行股份的 0.49%。

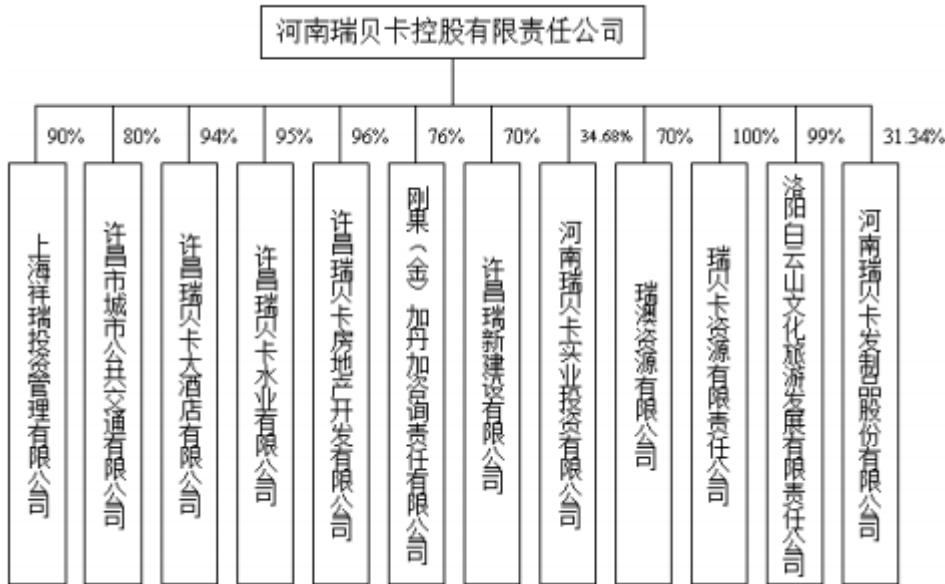
图：公司股权结构



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

大股东旗下除拥有上市公司外，还分别全资、控股拥有 11 家子公司，其业务涵盖公共交通、水务、投资管理、旅游等。业务覆盖面广泛。

图：大股东旗下资产总览



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

二、近期资本运作

公司 2016 年 9 月发布员工持股计划草案，总规模上限为 20,000 万元，其中员工自筹资金不超过 10,000 万元，瑞贝卡大股东河南瑞贝卡控股有限责任公司按照 1:1 向员工提供借款，为本员工持股计划提供不超过 10,000 万元的融资支持。持股计划的参与对象为公司员工，其中：参加本员工持股计划的公司董事、监事和高级管理人员共计 7 人，认购总份额为 4,200 万份，占员工持股计划总份额的比例为 21%；其他员工预计不超过 193 人，认购总份额预计不超过 15,800 万份，占员工持股计划总份额的比例预计为 79%。

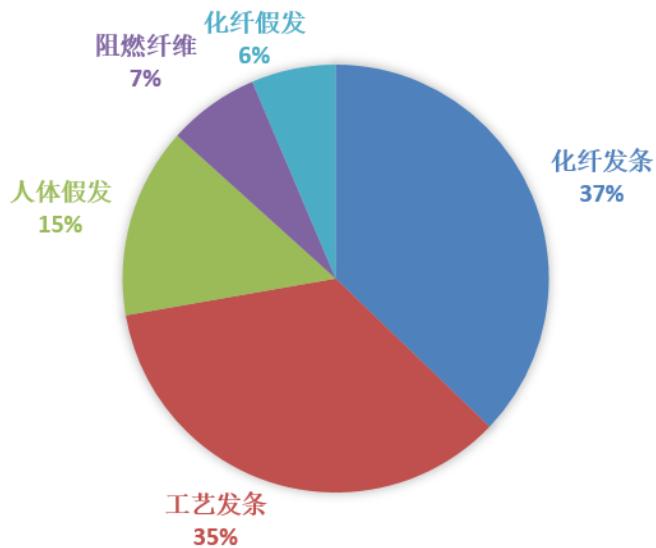
11 月 11 日，公司完成员工持股计划实施，从二级市场累计买入公司股票 1872 万股，成交均价 7.59 元/股，成交金额 1.42 亿元，买入股票占公司总股本的 1.98%，锁定期 12 个月。此次员工持股计划购买成本相较公司市值不低，彰显出高管及核心员工团队对公司长远发展的坚定信心。

三、业务基本介绍

公司主要产品有化纤发条、工艺发条、人发假发、阻燃纤维、化纤假发等。其中工艺发条主要客户为美容美发店，用于女士重塑发型。化纤发条主要用于黑人定低消费群体需要，教习头用于教学使用。人发假发和化纤假发主要为客户提供不同样式的假发头套。

截止 16 年上半年，其中化纤发条收入 3.47 亿元，占比 37%；工艺发条收入 3.27 亿元，占比 35%；人发假发收入 1.34 亿元，占比 15%；阻燃纤维收入 6500 万，占比 7%；化纤假发收入 6000 万元，占比 6%。

图：公司 16 年上半年收入结构



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

毛利率方面，发条产品系列毛利率较高，其中化纤发条毛利率常年保持在 40%以上，工艺发条毛利率水平较低。截止 16 年上半年，公司工艺发条产品的毛利率为 17.89%，虽然毛利率水平要远远低于化纤发条，但近年由于公司对工艺发条的采购成本优化，毛利率成逐年上升趋势。

人发假发虽然收入规模远远低于工艺发条，但其高达 44%的毛利率也是公司主要的利润来源，而化纤假发的毛利率水平较低，只有 26.40%。公司收入及利润结构历年几乎保持稳定，无较大变化。

表：公司历年产品收入利润情况（亿元）

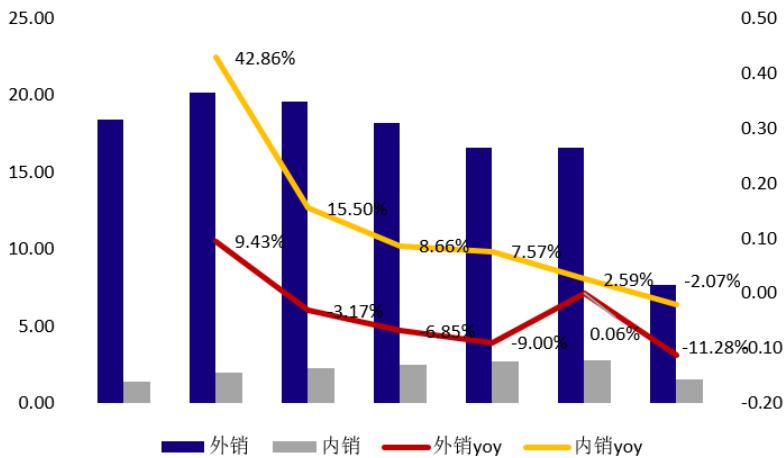
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016H1
化纤发条							
收入	2.58	3.57	4.11	4.41	5.56	4.72	3.47
成本	1.49	1.97	2.28	2.26	2.84	2.41	2.06
毛利	1.09	1.60	1.83	2.15	2.72	2.30	1.41
毛利率(%)	42.35	44.82	44.48	48.69	48.90	48.83	40.61
工艺发条							
收入	12.37	13.72	12.84	10.87	8.12	8.76	3.27
成本	9.84	10.29	11.55	10.28	7.73	7.34	2.69
毛利	2.52	3.42	1.29	0.59	0.39	1.42	0.59
毛利率(%)	20.40	24.96	10.05	5.44	4.79	16.21	17.89
人发假发							
收入	2.48	2.39	2.20	2.68	2.68	2.69	1.34
成本	1.52	1.26	1.27	1.57	1.50	1.48	0.75
毛利	0.96	1.13	0.93	1.11	1.18	1.21	0.59
毛利率(%)	38.85	47.30	42.19	41.39	43.92	44.95	44.06
阻燃纤维							
收入	0.85	1.04	1.34	1.34	1.35	1.37	0.65
成本	0.74	0.92	1.34	1.04	1.04	1.01	0.47
毛利	0.11	0.12		0.30	0.31	0.36	0.17
毛利率(%)	12.80	11.11		22.41	22.86	26.60	26.94
化纤假发							
收入	1.48	1.34	1.22	1.25	1.37	1.65	0.60
成本	0.89	0.81	1.03	0.98	1.05	1.23	0.44
毛利	0.59	0.52	0.20	0.27	0.32	0.42	0.16
毛利率(%)	39.93	39.10	16.23	21.26	23.46	25.37	26.40
教习头							
收入	0.11	0.14	0.15	0.18	0.20	0.17	
成本	0.10	0.14	0.14	0.15	0.16	0.14	
毛利	0.01	0.00	0.01	0.03	0.04	0.03	
毛利率(%)	7.93	2.87	7.04	17.55	18.94	16.51	

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

四、市场销售情况

公司假发业务最早全部用于出口，2008年起公司开始正式大力发展内销业务，国内市场销量开始快速提升。2015年，公司外销收入16.59亿元，占比82.29%，内销收入2.77亿元，占比14.24%。外销业务近几年呈下降趋势，主要是由于美洲及欧洲市场下滑较为严重。而公司通过加强国内市场渠道的铺设力度，内销收入近几年保持稳定的增长。

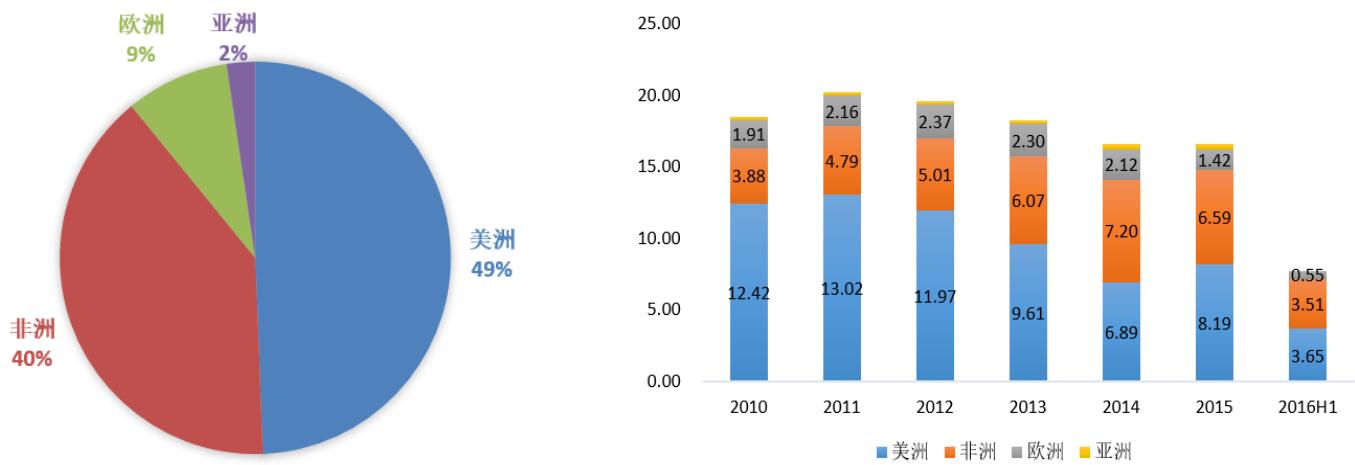
图：公司历年内外销收入及增速情况（亿元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

公司产品出口主要销往北美、非洲、欧洲以及亚洲等地区，在境外设立8家销售子公司（非洲6家，英国、巴西各1家）和3家生产性子公司（尼日利亚、加纳和柬埔寨各1家）。在北美采取的是ODM/OEM经营模式，根据经营商订单安排生产；公司产品在非洲市场通过自有品牌以及经销商品牌“Noble”、“JODIR”、“COUTURE”等进行销售；欧洲市场方面，公司以自有品牌“SLEEK”直接销售，经销商销售为辅。

图：公司外销比例及历年外销金额（亿）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

马莉 轻工制造行业证券分析师。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，本人承诺，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn

北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn

海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn