

2018年01月29日

# 瑞贝卡：跨境电商助力美洲业务、非洲市场蓬勃发展、发制品全球龙头迈入增长新阶段 买入（首次）

## 投资要点

**■ 全球发制品生产及销售领军企业，国内最大发制品生产制造及出口商。**瑞贝卡主要从事发制品的研发、生产及销售，是全球最大的发制品生产及销售企业，目前其拥有国内、尼日利亚、加纳、柬埔寨四大生产基地，销售网络覆盖欧美、非洲、亚洲地区，旗下品牌 Rebecca、Sleek、Noble、Couture 等在当地市场都具有相当知名度，作为全球性发制品生产及销售领军企业活跃，2016年，其营收/净利润规模达到18.10亿/1.72亿元。

**■ 生产端：全球化生产布局+强研发实现上游化纤材料进口替代，全球龙头产能储备充足。**（1）瑞贝卡目前已成为全球第一大假发生产制造及销售企业，在化纤产品/人发产品的全球市占率分别达到12.6%/8.5%，领先优势明显，截至2016年公司共有年产2100万条化纤发条、400万套化纤假发、1000万条工艺发条（原材料为人发）、120万套人发假发的生产能力，并在2010年后陆续实现全球布产，后续储备产能充足。（2）研发实力突出，60%化纤原料实现自产，摆脱了日、韩企业垄断局面，并引领总部所在地河南许昌成为全球最大人发原材料集散地。（3）作为龙头定价能力强，采用成本加成定价方式综合考虑原材料、人力以及汇率波动因素制定每批订单价格，毛利率稳中有升。

**■ 跨境电商将成为2018年美洲市场新增长点，叠加国内有序渠道扩张、非洲新兴市场蓬勃发展，助力公司收入长足增长。**（1）美国市场方面，应对产品结构及购买渠道变化，公司针对传统ODM/OEM贴牌生产渠道积极调整产品结构，增加化纤产品供应、提升适销性；针对跨境电商渠道17Q4聘请专业代运营团队操刀跨境电商平台运营，以自有品牌打入美国市场，缩短销售链条，有效提升收入及毛利率。（2）非洲市场方面，庞大的非裔人口数量以及尚低的假发佩戴渗透率+非洲地区相对快速的经济发展支撑购买力的上升+公司2010年陆续在尼日利亚、加纳产能布局，地产地销模式增强产品适销性，为当地收入增长打下基础，作为公司另一主力市场预计18、19维持高收入增速。（3）国内市场方面，遮盖脱发+美容造型需求上升+公司对国内Rebecca、Sleek品牌在研发、宣传、运营持续投入，国内业务稳健增长。

**■ 投资建议及盈利预测：**我们认为公司作为发制品领域的全球性龙头，全球布局下产能储备充足、原材料控制能力强，未来有望受益跨境电商对美国市场的开拓、非洲市场蓬勃发展以及国内、欧洲、亚洲市场的稳健增长带来公司整体收入的持续上行，以及美洲地区自有品牌业务占比提升、高毛利化纤产品销售占比上升（来自美洲及非洲市场产品结构的变化）利于公司综合毛利率的上行，加之有效的费用控制，我们预计公司2017-2019年收入增长可达到12%/14%/12%，净利润可达到2.22/2.85/3.50亿元，同比增长29%/28%/23%，对应PE29/22/18倍，考虑公司相较家用轻工行业平均业绩增速在17/18年表现更快，同时估值更低，综合考虑估值及成长性，首次覆盖给予“买入”评级。

**■ 风险提示：**1、美国、非洲经济增长低迷，终端需求不振。2、假发市场终端需求变化过于迅速，公司若未能及时响应，可能错失销售机会。3、人民币汇率意外大幅波动可能带来汇兑损失。

证券分析师 马莉  
执业证书编号：S0600517050002

021-60199793

mal@dwzq.com.cn

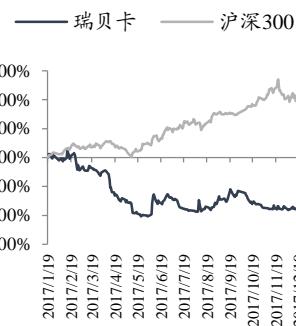
证券分析师 陈腾曦

执业证书编号：S0600517070001  
chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证书编号：S0600517050003  
linjch@dwzq.com.cn

## 股价走势



## 市场数据

收盘价（元）	5.61
一年最低/最高价	5.16/7.07
市净率（倍）	2.62
流通A股市值（百万元）	6,350

## 基础数据

每股净资产（元）	2.14
资产负债率（%）	43.35
总股本（百万股）	1,132
流通A股（百万股）	1,132

## 相关研究

## 目录

1. 公司简介: 全球发制品生产制造绝对龙头, Rebecca 等品牌认知度高.....	4
2. 生产端: 全球化生产布局+强研发实现上游化纤材料进口替代, 全球龙头产能储备充足 .....	5
3. 销售端: 跨境电商将成为 2018 年美洲市场新增长点, 叠加国内有序渠道扩张、非洲新兴市场蓬勃发展, 助力公司收入长足增长.....	7
3.1. 美洲市场: 跨境电商打开北美市场新销路, 2018 有望放量 .....	8
3.2. 非洲市场: 发制品渗透率尚低、持续蓬勃发展的新兴市场 .....	11
3.3. 国内市场: 掩饰脱发+时尚配饰需求支持下稳定增长.....	12
4. 财务分析: 毛利上行+控费稳定, 瑞贝卡财务报表质量持续改善 .....	14
4.1. 纵向来看: 2017 年以来毛利上行+控费稳定, 报表质量逐季改善明显 .....	14
4.2. 横向比较: 瑞贝卡 VS 训修实业, 假发领军企业财务表现皆呈向好趋势 .....	14
5. 投资建议及盈利预测.....	17
6. 风险提示 .....	19

## 图表目录

图表 1: 代言人范冰冰为“Rebecca”品牌拍摄的宣传照片 .....	4
图表 2: 截至 2017Q3 公司股权结构 .....	4
图表 3: 发制品分类及主要原材料 .....	5
图表 4: 全球化纤发制品收入规模及预测 .....	5
图表 5: 全球人发制品收入规模及预测 .....	5
图表 6: 2016 年前十化纤发制品制造商市场份额 .....	6
图表 7: 2016 年前十大人发制品制造商市场份额 .....	6
图表 8: 瑞贝卡各类产品 2016 年设计产能及产能利用率 .....	6
图表 9: 瑞贝卡各类产品单价 (化纤发产品低于人发产品、发条产品低于假发产品) .....	7
图表 10: 各类产品占公司收入占比 (化纤发条占比明显上升) .....	7
图表 11: 瑞贝卡各类产品毛利率 .....	7
图表 12: 瑞贝卡收入及 YOY .....	8
图表 13: 瑞贝卡各地区市场收入占比 .....	8
图表 14: 瑞贝卡主要销售市场特点 .....	8
图表 15: 在美非裔发制品消费规模及占美国市场比重 .....	9
图表 16: 美国各人种失业率及其变化 (单位: %) .....	9
图表 17: 瑞贝卡美洲市场收入及毛利率变化 (单位: 百万元) .....	9
图表 18: 瑞贝卡速卖通官方网站 .....	10
图表 19: Rebecca 品牌速卖通官方店发条产品定价 .....	10
图表 20: Rebecca 品牌速卖通官方店假发产品定价 .....	10
图表 21: 瑞贝卡非洲市场收入及毛利率变化 (单位: 百万元) .....	11
图表 22: 世界银行预测各地区 GDP 实际增长率 (%) .....	12
图表 23: 除美国以外, 全球其他地区假发市场规模 .....	12
图表 24: 尼日利亚奈拉对美元折算率 .....	12
图表 25: 南非兰特对美元折算率 .....	12
图表 26: 瑞贝卡国内市场收入及毛利率变化 (单位: 百万元) .....	12
图表 27: 瑞贝卡国内假发业务销售及分品牌情况 .....	13
图表 28: 公司 Rebecca、Sleek 国内销售网络线上销售情况 .....	13
图表 29: 瑞贝卡逐季报表 .....	14
图表 30: 两家公司收入及其增速 .....	14
图表 31: 瑞贝卡收入按地区分布 (单位: 亿人民币) .....	15
图表 32: 训修实业收入按地区分布 .....	15
图表 33: 瑞贝卡及训修实业毛利率拆分 .....	16
图表 34: 瑞贝卡及训修实业期间费用率 .....	17
图表 35: 瑞贝卡及训修实业杜邦分析 .....	17
图表 36: 公司收入及毛利增长拆分 (单位: 百万元) .....	18
图表 37: 子行业利润及估值与瑞贝卡利润及估值比较 .....	19

## 1. 公司简介：全球发制品生产龙头，Rebecca 等品牌认知度高

全球发制品生产及销售领军企业，国内最大发制品生产制造及出口商。瑞贝卡前身为 1990 年创建的许昌县发制品总厂，1999 年改制为股份公司、2003 年挂牌上市成为国内发制品第一股。其主要从事发制品研发、生产及销售，产品囊括化纤发条、工艺发条、化纤及人发假发，作为全球最大发制品生产商目前拥有国内、尼日利亚、加纳、柬埔寨四大生产基地，销售网络覆盖欧美、非洲、亚洲地区，是 2016 年国内唯一一家出口规模达到 1 亿美元以上的发制品企业（出口创汇规模为第二名的两倍以上），2016 年，其营收/净利润规模达到 18.10 亿/1.72 亿元。其旗下品牌 Rebecca、Sleek、Noble、Couture 等在当地市场都具有相当知名度，产品兼具时尚性与舒适度。

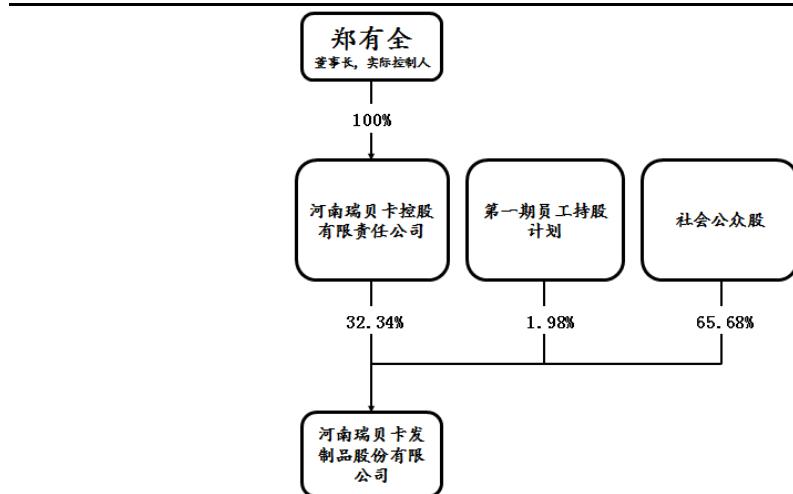
图表 1：代言人范冰冰为“Rebecca”品牌拍摄的宣传照片



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

公司股权相对集中，实际控制人郑有全持公司股份 32.34%，其 2005 年至今担任公司董事长，并任第十、十一、十二届全国人大代表，许昌市政协副主席，中国轻工工艺品进出口商会发制品分会会长，在发制品领域颇有威望。

图表 2：截至 2017Q3 公司股权结构



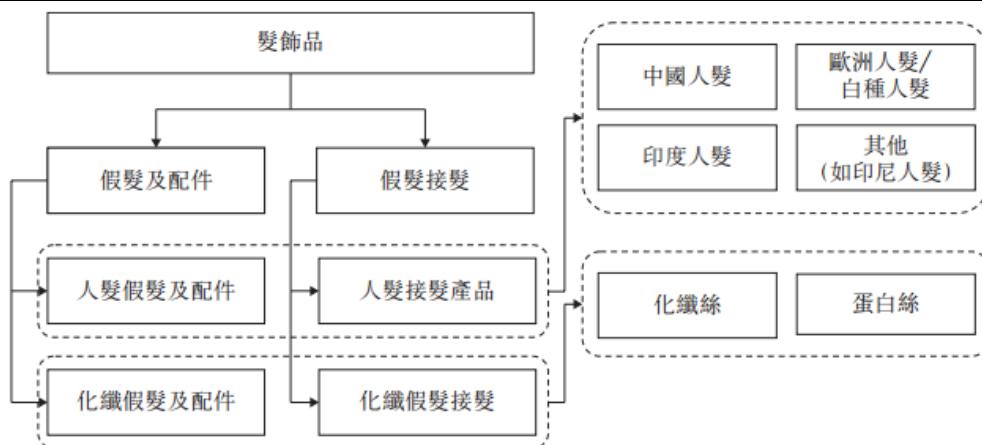
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2. 生产端：全球化生产布局+强研发实现上游化纤材料进口替代，全球龙头产能储备充足

发制品按照成品类型分，主要可以分为整顶假发以及发条（也称发片、接发）两类，其中，整顶假发单价较高，但佩戴简易、使用周期长（一般可佩戴6个月以上），发条产品单价较低，但需要到美发沙龙进行加工后佩戴，且佩戴周期较短（一般在1-2个月左右）。

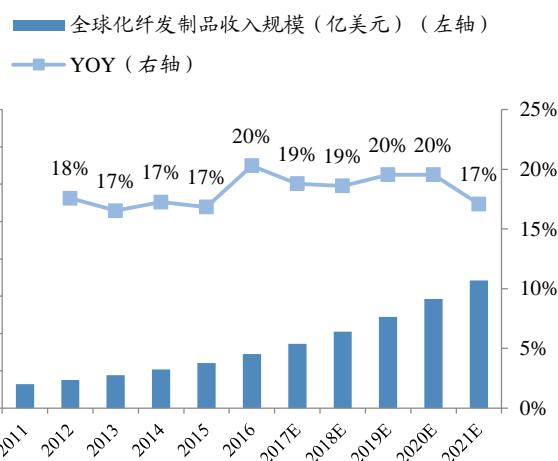
而根据原材料区分，一般分为化纤假发及人发假发，其中，人发假发虽然有真实度高、使用周期长等诸多优点，但由于原材料供给有限（城市化浪潮下蓄长发者越来越少、未经烫染的优质“少女发”越来越少）价格高于化纤假发，加之化纤假发技术提升下真实度越来越接近人发，近年化纤假发市场增长速度快于人发假发市场。

图表3：发制品分类及主要原材料



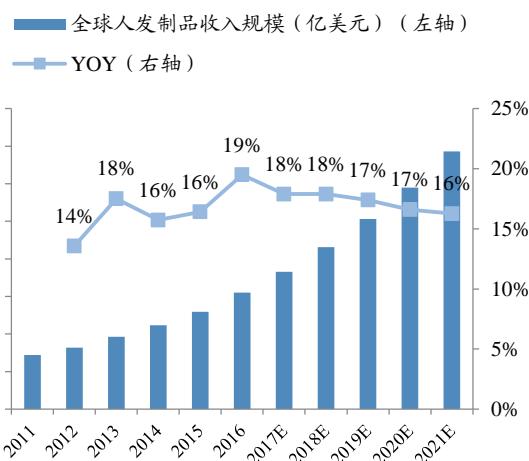
资料来源：训修实业招股说明书，东吴证券研究所

图表4：全球化纤发制品收入规模及预测



资料来源：Frost&Sullivan，东吴证券研究所

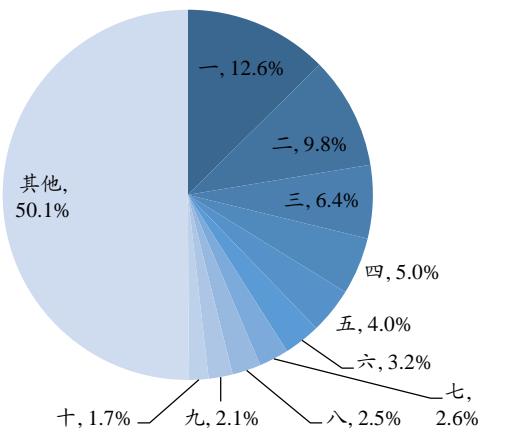
图表5：全球人发制品收入规模及预测



资料来源：Frost&Sullivan，东吴证券研究所

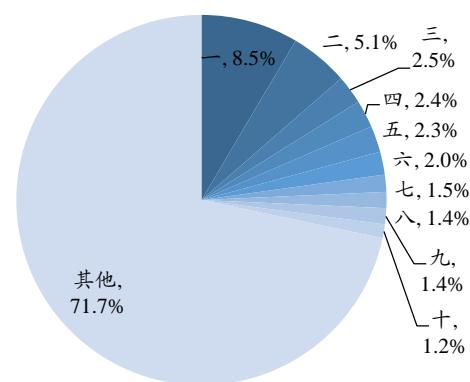
公司作为全球第一大发制品生产商，各类产品产能充足、并完成国内、尼日利亚、加纳、柬埔寨四大生产基地布局。我们根据训修实业招股说明书公布的 Frost&Sullivan 对化纤及人发制品市场前 10 大制造商市场份额的调查，结合瑞贝卡及训修的收入规模推测，瑞贝卡目前已成为全球第一大假发生产制造及销售企业，在化纤产品/人发产品的全球市占率分别达到 12.6%/8.5%，领先优势明显。

图表 6: 2016 年前十化纤发制品制造商市场份额



资料来源: Frost&amp;Sullivan, 东吴证券研究所

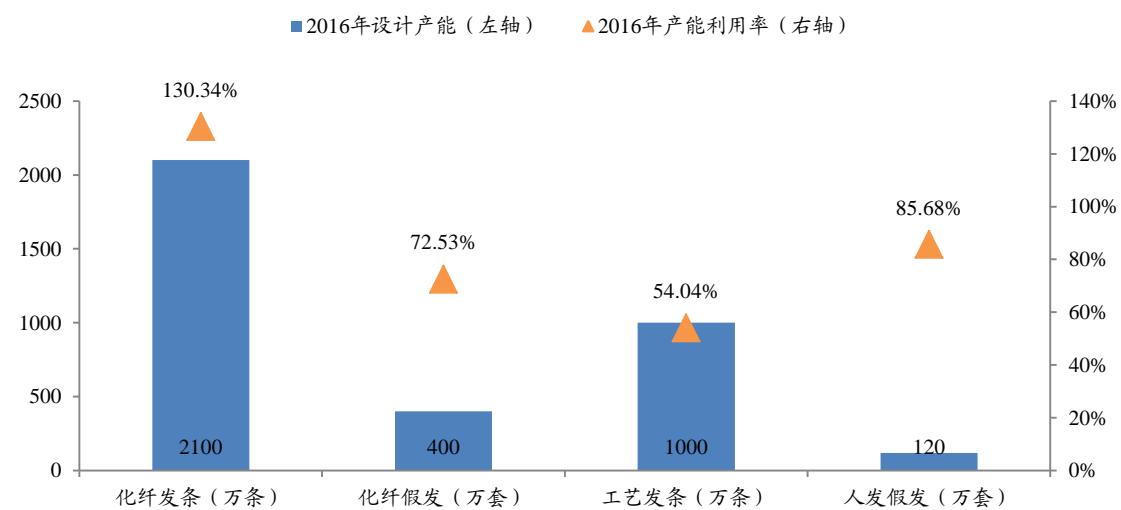
图表 7: 2016 年前十大人发制品制造商市场份额



资料来源: Frost&amp;Sullivan, 东吴证券研究所

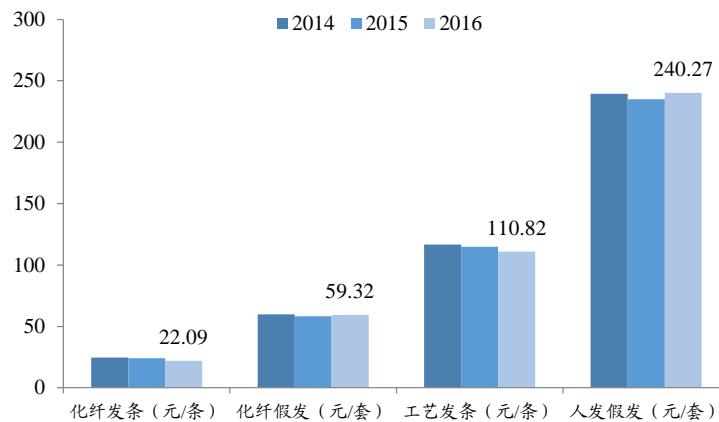
**全球化布局享受非洲及东南亚地区低人力成本+地产地销优势，各类产能储备充足：**作为发制品制造领军企业，截至 2016 年公司共有年产 2100 万条化纤发条、400 万套化纤假发、1000 万条工艺发条(原材料为人发)、120 万套人发假发的生产能力，并且考虑到发制品生产行业：1) 人力成本占比较高；2) 终端消费者喜好变化迅速、需要供应链迅速反应，地产地销具有优势，公司在 2010 年起陆续将国内产能向外转移，在非洲尼日利亚、加纳分别规划 1500/1000 万条化纤大辫生产线，在享受当地相对低的人工成本的同时节约了从国内将终端产品海运至当地市场的时间(大约 1-1.5 个月)，加快了生产端对终端需求变化的反应速度，并且在近年公司主力市场美国、非洲地区对单价相对其他产品较低的化纤发条需求显著提升的背景下(2016 年化纤发条产能利用率达到 130% 以上，收入占比从 2012 年 18% 提升到 2017H1 的 46%)，非洲地区的产能储备将为收入长足增长提供保障；另一方面，公司亦在劳动力效率相对较高同时人力成本较低的柬埔寨设立了年产 100 万顶化纤假发产品生产线，未来国内化纤假发生产有望进一步向其转移。

图表 8: 瑞贝卡各类产品 2016 年设计产能及产能利用率



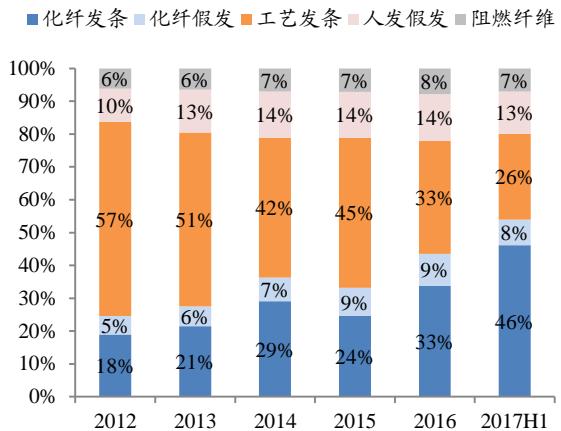
数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

图表 9：瑞贝卡各类产品单价（化纤发产品低于人发产品、发条产品低于假发产品）



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 10：各类产品占公司收入占比（化纤发条占比明显上升）

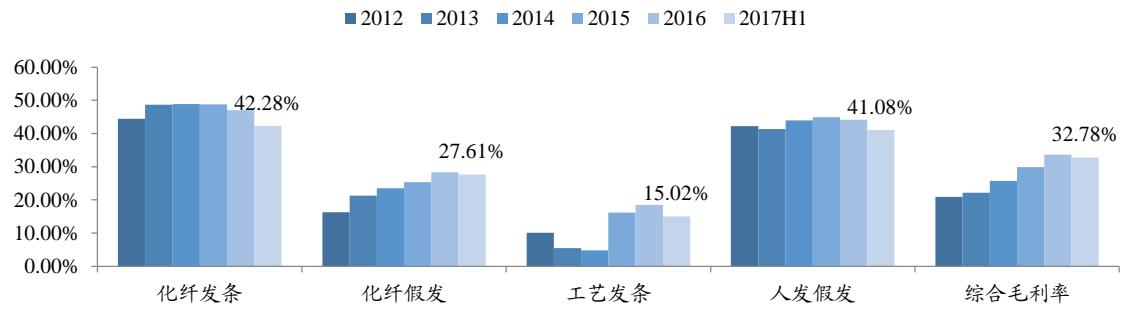


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

**研发实力突出，化纤原料顺利完成进口替代。**公司产业布局早已延伸至上游原材料层面，2011 年起已经陆续实现化纤发丝原料的自主研制与生产，目前 60%化纤原料实现自产，摆脱了日、韩企业在化纤发丝原料方面的垄断局面（仅在自产不经济或急单情况下使用进口化纤原料）；而对于另一重要原材料人发，公司目前主要从国内及印度采购，并引领总部所在地河南许昌成为全球最大人发原材料集散地和假发制造基地。

**作为龙头定价能力强、毛利率水平受益产品结构调整稳中有升。**除对上游原材料掌控到位外，公司采取以销定产方式以保证产品适销性，同时作为龙头拥有较强议价能力，采用成本加成定价方式综合考虑原材料、人力以及汇率波动因素制定每批订单价格，各类产品在 2012 年以来都展现了稳定的毛利率水平，加之高毛利率化纤发条收入占比提升，公司综合毛利率呈现明显提升趋势。

图表 11：瑞贝卡各类产品毛利率



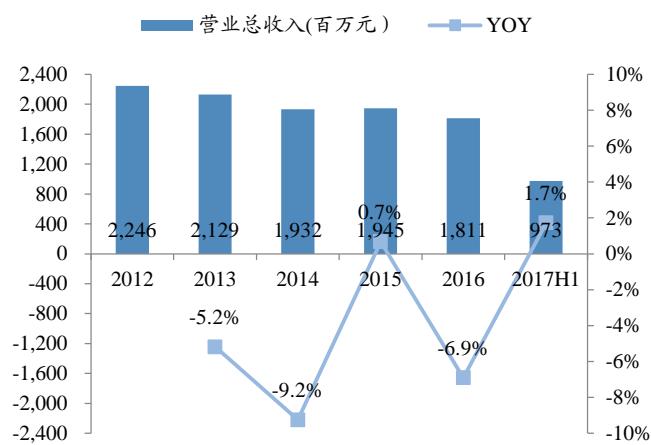
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

### 3. 销售端：跨境电商将成为 2018 年美洲市场新增长点，叠加国内有序渠道扩张、非洲新兴市场蓬勃发展，助力公司收入长足增长

瑞贝卡近五年收入在 19 亿元上下波动，主要由于过去作为销售主力市场的欧美地区（尤其是收入占比非常高的美洲地区）受经济增长放缓影响+电商冲击线下经销受到影响，但得益于非洲新市场的迅速增长（2017H1 收入占比已达到 46%），有效弥补了美国地区收入的下滑。

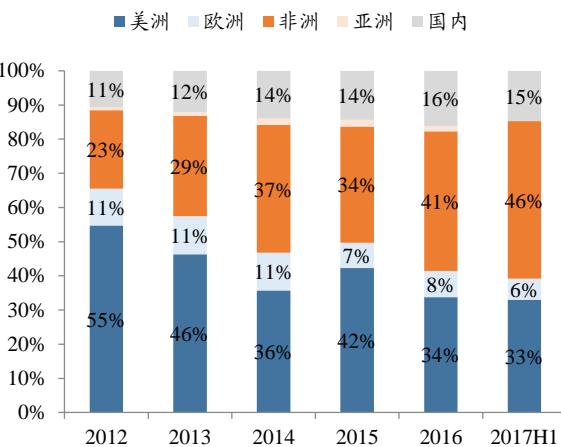
未来，公司计划通过跨境电商渠道以自有品牌打入美洲市场，进一步加强公司产品在美洲市场竞争能力，同时，国内市场及非洲市场业务也将成为公司的重要增长点。

图表 12：瑞贝卡收入及 YOY



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 13：瑞贝卡各地区市场收入占比



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 14：瑞贝卡主要销售市场特点

地区	使用目的	主要产品	销售渠道	品牌
北美	主要为非裔人群使用，弥补发质缺陷的必需品&时尚饰品	工艺发条、假发	过去主要通过当地经销商销售，未来计划通过跨境电商以自有品牌打入市场	ODM/OEM 模式，未来增加自有品牌 Rebecca 等跨境直销
非洲		化纤发条	通过非洲当地 6 家子公司及当地经销商销售	“NOBLE”、“JODIR”、“COUTURE”
欧洲（英、法为主）	时尚配件	工艺发条、人发假发	通过子公司亨德尔及其他经销商销售	“Sleek”
亚洲	主要用于掩饰脱发，近年来越来越多用于时尚配件	化纤假发、人发假发	通过经销商销售	
国内		化纤假发、人发假发、发块	一二线大中城市开设自营及加盟店 200+ 家，线上通过自建电商平台及国内外知名电商平台销售	“Rebecca”和“Sleek”

数据来源：公司公告，东吴证券研究所整理

### 3.1. 美洲市场：跨境电商打开北美市场新销路，2018 有望放量

美国市场占发制品全球市场比重 40%，非裔人群为消费主力，消费占比达到 80%。由于地理环境及生理因素，黑人头发生长缓慢，卷曲度高、且会出现到一定长度则自动脱落重新生长、难以留长情况，而欧美等强势文化中主流审美以直发、大卷为美，殖民历史影响下审美潜移默化影响非裔人群，假发从而成为非裔人群的刚性需求，经济允许条件下，非裔男女对发制品的消费欲望远高于其他人种，非裔女性一般拥有 3-4 套假发用于日常替换。

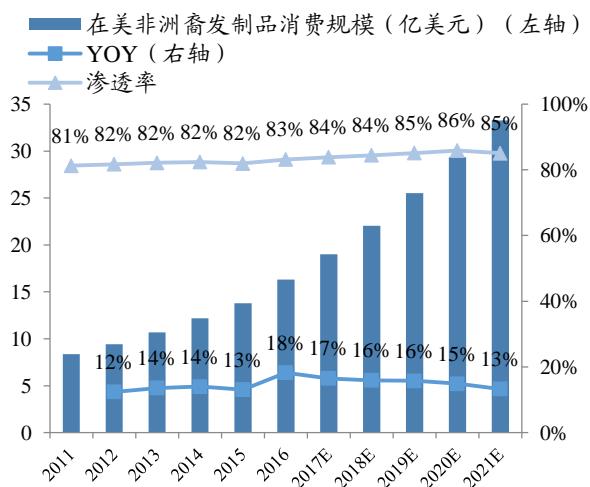
受金融危机后经济增长放缓影响，在美非裔人群发制品消费的产品结构及消费渠道有较大调整，导致公司过去在美国市场收入波动较大。2011年以来美国陷入长久的经济增长放缓局面，其中非裔人群受到影响较为严重，收入下降甚至失业带来对发制品需求结构和购买渠道的变化，主要表现为：

1) 开始用化纤类产品代替原发产品（此前公司出口美国市场的主要是以人发为原材料的工艺发条），由于化纤类产品单价低而毛利率高，体现在公司财务上表现为收入增长放缓但毛利率有效提升；

2) 用整顶假发代替发条，公司过去在美销售产品主要为工艺发条，由于发条需要重复购买且需要到美容店进行加工佩戴（加工费甚至高于发条本身）且维持时间更短，近来更多人选择购买佩戴简易且可维持时间较长的假发产品；

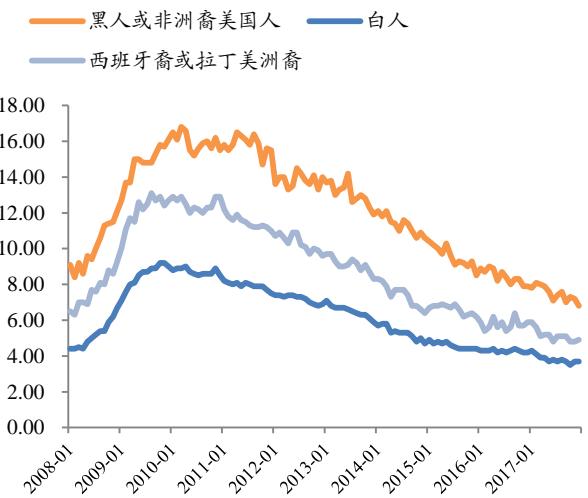
3) 从实体店消费转向网上消费，并选择购买同样产品品类中价格/档次更低的品类。由于瑞贝卡过去在美业务主要通过ODM/OEM模式接受当地经销商订单贴牌生产并售卖，该等当地经销商多经营实体渠道，受到电商冲击影响销售下滑，导致了公司在美业务的收入波动。

图表 15: 在美非裔发制品消费规模及占美国市场比重



资料来源：Frost&amp;Sullivan, 东吴证券研究所

图表 16: 美国各人种失业率及其变化（单位：%）



资料来源：Wind, 东吴证券研究所

图表 17: 瑞贝卡美洲市场收入及毛利率变化（单位：百万元）

	2012	2013	2014	2015	2016	2017H1
美洲市场收入	1,196.85	960.65	689.36	818.78	594.44	312.89
YOY		-19.74%	-28.24%	18.77%	-27.40%	-14.24%
占比	54.73%	46.35%	35.76%	42.29%	33.80%	33.02%
毛利率	8.19%	2.52%	2.08%	11.91%	14.85%	未披露

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

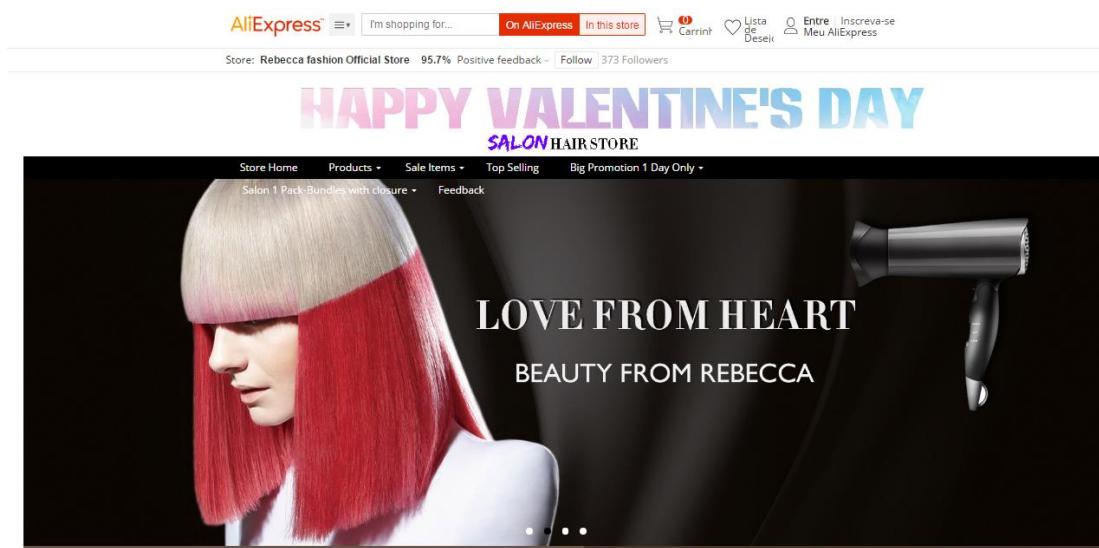
2017年大力发展战略跨境电商渠道，自有品牌打入美国市场，预计2018年美洲市场将实现收入及毛利率双升。为应对美国地区需求变化，公司主动调整战略，其中包括：

1) 针对传统ODM/OEM贴牌生产渠道：积极调整产品结构，增加化纤产品供应、提升适销性。

**2) 17Q4 聘请专业代运营团队操刀跨境电商平台运营，自有品牌打入美国市场，缩短销售链条，有效提升收入及毛利率：**公司跨境电商平台门店在 2015 年起已陆续搭建，主要通过速卖通 Rebecca 店、Sleek 店、NOBLE 店以及公司自建商城和亚马逊店（向消费者销售产品，2017 年，受益：

①假发行业跨境电商经营蓬勃发展，根据雨果网数据，2016 年速卖通假发交易量已经超过 3 亿美金，同时以速卖通为代表的平台陆续开展“品牌化”改革，仅 16 年已削减平台将近 1440 卖家并发布假发行业专项招商规则，提高假发卖家进驻门槛（实行审核及许可证、不再接受新卖家入驻），行业发展日趋规范，利好市场份额向瑞贝卡等龙头集中。

图表 18：瑞贝卡速卖通官方网站



数据来源：速卖通、东吴证券研究所

②公司 17Q4 聘请专业代运营团队操刀跨境电商业务成效显著，四季度销售增长明显。且跨境电商平台适宜销售单价较高的人发假发产品（化纤发条产品单价较低则运费成本过高消费者不愿承担），符合美国市场当前对发制品的需求特点。

图表 19：Rebecca 品牌速卖通官方店发条产品定价



资料来源：速卖通，东吴证券研究所

图表 20：Rebecca 品牌速卖通官方店假发产品定价



资料来源：速卖通，东吴证券研究所

多管齐下，我们预计 18 年公司跨境电商平台有望实现 3500-4000 万美金销售规模，并且由于跨境电商业务有效缩短了公司的销售链条（过去在贴牌生产模式下，公司需要通过当地经销商销售、产品毛利率低）公司在美国业务有望在收入恢复增长的同时实现毛利率上行。

### 3.2. 非洲市场：发制品渗透率尚低、持续蓬勃发展的新兴市场

作为新兴市场，非洲地区销售在公司收入占比持续提升，2017H1 达到 46%，并表现出持续强劲的增长趋势——2017H1 公司非洲收入的同比增速达到 24.5%。

图表 21：瑞贝卡非洲市场收入及毛利率变化（单位：百万元）

	2012	2013	2014	2015	2016	2017H1
非洲市场收入	<b>501.38</b>	<b>607.17</b>	<b>719.57</b>	<b>659.46</b>	<b>718.54</b>	<b>436.84</b>
YOY		21.10%	18.51%	-8.35%	8.96%	24.49%
占比	22.93%	29.29%	37.32%	34.06%	40.85%	46.10%
毛利率	30.50%	34.79%	37.69%	41.75%	41.16%	未披露

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

非洲市场的迅速增长主要导源于以下几点：

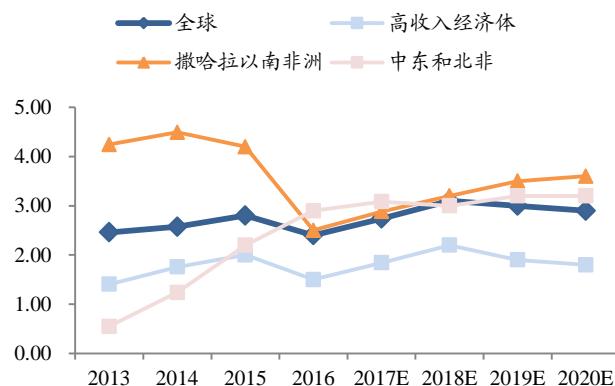
**1) 庞大的非裔人口数量以及尚低的假发佩戴渗透率：**非洲地区有大约 8 亿黑人人口，与在美非裔人群（大约 4000 万人）相同，发质缺陷导致假发成为其重要的日常装饰品，但实际佩戴率目前仅有 10% 左右，随着经济水平发展，以及跨境电商等新渠道发展为当地带来更加物美价廉的假发产品，非洲当地佩戴假发的人群数量及单人拥有假发件数都有较大的上升空间。

**2) 相对快速的经济发展支撑购买力的上升：**根据世界银行预测，撒哈拉以南非洲以及中东和北非地区在 2017-2020 年的 GDP 实际增长率领先全球平均及高收入经济体（见下图），加之公司在非洲的主要结算货币如尼日利亚奈拉、南非兰特等对美汇率在 2017 年以来较为稳定、甚至个别存在对美元升值现象，支撑了当地购买力的提升。

**3) 公司 2010 年陆续在尼日利亚、加纳产能布局，地产地销模式增强产品适销性，充足的化纤发条产能储备为当地收入增长打下基础：**前文曾提到公司在非洲产能 2010 年布局、2013 年陆续投产，2017 年非洲产能已经达到 1100 万条化纤发条（规划产能为尼日利亚 1500 万条/加纳 1000 万条，终端市场需求提升时产能储备非常充足），地产地销不仅有利于利用当地较低的劳动力成本生产更物美价廉的化纤发条产品，也利于迅速对终端流行风潮的变化做出及时的生产计划调整。

综合以上因素，我们认为非洲市场作为新兴市场潜力充足，而公司作为发制品行业生产龙头、且具有当地地产地销优势，在未来将继续表现出不逊于行业平均增速的收入增长。考虑 Frost&Sullivan 调查中，除美国之外全球发制品市场在 18/19 年增速分别为 19%/18%，我们预计公司非洲市场业务在 18/19 年同比增长可以达到 20%/15%。

图表 22: 世界银行预测各地区 GDP 实际增长率 (%)



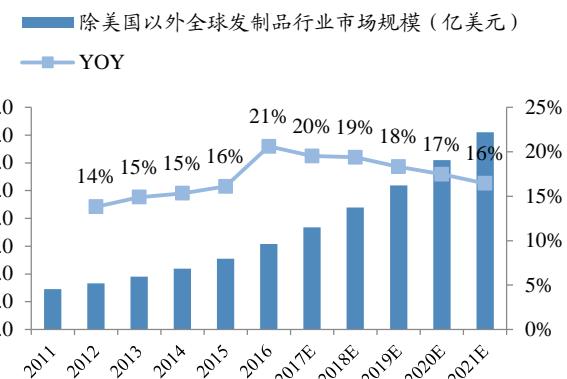
资料来源：世界银行，东吴证券研究所

图表 24: 尼日利亚奈拉对美元折算率



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 23: 除美国以外，全球其他地区假发市场规模



资料来源：Frost&amp;Sullivan，东吴证券研究所

图表 25: 南非兰特对美元折算率



资料来源：Wind，东吴证券研究所

### 3.3. 国内市场：掩饰脱发+时尚配饰需求支持下稳定增长

瑞贝卡国内收入主要由两块业务构成，一方面是“Rebecca”以及“Sleek”两大品牌的发制品销售，另一方面是作为阻燃纤维的2B端销售，2017年上半年收入略有下滑主要与阻燃纤维销售下滑有关，发制品销售业务一直以来维持稳定的增长速度。

图表 26: 瑞贝卡国内市场收入及毛利率变化 (单位: 百万元)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017H1
国内市场收入	231.27	250.95	270.30	277.07	285.09	139.58
YOY		8.51%	7.71%	2.50%	2.89%	-11.03%
占比	10.58%	12.11%	14.02%	14.31%	16.21%	14.73%
毛利率	53.52%	54.83%	52.30%	52.45%	54.95%	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

受掩盖脱发+日常及特殊场合美容造型需求推动，公司国内发制品业务增长平稳：与美国、非洲人群不同，根据 Frost&Sullivan 调查，亚洲人对发制品的需求主要来自隐藏脱发（2011 年约 80%-90% 的亚洲发制品消费者出于该目的），但现在越来越多日常美容造型、特别场合（比如艺术照、cosplay 等）及庆典（如万圣节）需求也在产生，2016 年，亚洲发制品需求中 38%

用于非功能用途。受以上需求驱动，国内对发制品的消费增长平稳，目前公司主要通过 Rebecca 及 Sleek 两大品牌在国内开设直营及加盟门店进行业务拓展，截至 2017H1 在北京、上海、广州、深圳、成都等一二线城市共拥有 208 家门店。

其中，Rebecca 品牌总店数/直营/加盟门店数量分别在 2017H1 达到 179/51/128 家，作为国内推广的主要品牌，其门店已经覆盖一二线城市，通过邀请范冰冰作为代言人打响品牌知名度，并通过“Rebecca 时尚假发 2017 趋势发布会”、与多家知名时尚媒体深度合作进行品牌推广、参与时尚媒体拍摄、与爱奇艺、优酷网等多家知名视频网站合作投放贴片和跟片广告等方式进一步打开知名度，已经成为国内中高端假发代表性品牌。而 Sleek 品牌经历 2016 年定位调整重新锁定时尚轻奢市场，目前拥有门店总数/直营/加盟店 29/11/18 家，17H1 收入同比增长达到 15.18%。

**图表 27：瑞贝卡国内假发业务销售及分品牌情况**

	2014	2015	2016	2017H1
<b>国内销售(百万元)</b>	<b>202.33</b>	<b>202.98</b>	<b>208.55</b>	<b>118.43</b>
YOY		0.32%	2.75%	-3.23%
<b>门店数量</b>	<b>205</b>	<b>205</b>	<b>194</b>	<b>208</b>
<b>毛利率</b>	<b>62.06%</b>	<b>61.93%</b>	<b>61.87%</b>	<b>64.67%</b>
Rebecca				
<b>收入 (百万元)</b>	<b>199.54</b>	<b>202.36</b>	<b>207.93</b>	<b>113.72</b>
YOY		1.41%	2.75%	-3.87%
<b>门店数量</b>	<b>165</b>	<b>171</b>	<b>168</b>	<b>179</b>
直营店	27	34	49	51
加盟店	138	137	119	128
<b>毛利率</b>	<b>62.46%</b>	<b>62.50%</b>	<b>62.39%</b>	<b>65.05%</b>
Sleek				
<b>收入 (百万元)</b>	<b>12.67</b>	<b>10.52</b>	<b>8.844</b>	<b>4.701</b>
YOY		-17.0%	-15.95%	15.18%
<b>门店数量</b>	<b>58</b>	<b>34</b>	<b>26</b>	<b>29</b>
直营店	4	0	4	11
加盟店	54	34	22	18
<b>毛利率</b>	<b>55.71%</b>	<b>51.04%</b>	<b>49.47%</b>	<b>55.75%</b>

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

除线下增长外，公司于 2014 年双十一、双十二分别上线 Rebecca、Sleek 天猫旗舰店开启线上销售，目前已搭建完毕的国内电商平台主要包括天猫 Rebecca 旗舰店、Sleek 旗舰店以及京东 Rebecca 店和微商城，国内线上虽整体体量较小但发展迅速，2017H1 增长 47.87% 至 253 万元。

**图表 28：公司 Rebecca、Sleek 国内销售网络线上销售情况**

	2014	2015	2016	2017H1
<b>线上销售 (万元)</b>	7	303	370	253
YOY		4271.58%	22.33%	47.87%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

考虑国内市场展店空间充分，公司产品兼具舒适性及时尚性，且通过有效宣传建立了品牌认知度，我们预计国内业务收入将在市场需求稳定增长背景下随渠道有序扩张逐步上升，18/19年收入增长达到10%/10%。

#### 4. 财务分析：毛利上行+控费稳定，瑞贝卡财务报表质量持续改善

##### 4.1. 纵向来看：2017年以来毛利上行+控费稳定，报表质量逐季改善明显

17Q1-Q3单季收入同比增长，叠加毛利率上行+费用率下降，各季度净利润同比增长明显。受益2017年跨境电商业务开展后丰富了以美国为首的各个市场的销售渠道，以及非洲市场的蓬勃发展，2017年前三季度公司收入呈现逐季改善趋势，2017Q3相对去年同期增长已经达到19.59%，展现出充分的增长活力，加之17Q4聘请专业跨境电商管理团队进行代运营，预计跨境电商收入在2018年有望进一步放量。与此同时，在产品结构的调整（高毛利化纤发条产品收入占比增加）以及自主品牌销售占比的提升（主要指通过跨境电商打入美国市场时可通过自有品牌销售而非传统渠道的贴牌销售）下，毛利率也实现了环比和同比的显著增长，叠加各季度期间费用率的同比明显下行，公司2017年前三季度相对16年同期增长明显，17Q1/Q2/Q3净利润同比增长分别达到17.26%/59.31%/22.71%。

图表 29：瑞贝卡逐季报表

	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3
营业收入（百万元）	445.44	510.94	413.28	441.19	454.98	517.88	494.23
YOY	-10.56%	-6.19%	-9.41%	-1.14%	2.14%	1.36%	19.59%
毛利率	32.84%	29.59%	34.34%	38.49%	32.51%	33.01%	34.70%
期间费用率	24.14%	19.79%	24.12%	20.79%	21.87%	19.75%	21.85%
销售费用率	8.54%	6.55%	9.36%	10.64%	7.68%	6.90%	8.40%
管理费用率	7.72%	6.93%	7.25%	6.77%	7.22%	5.66%	5.62%
财务费用率	7.89%	6.31%	7.51%	3.37%	6.96%	7.19%	7.83%
净利润（百万元）	37.14	39.08	42.23	53.53	43.55	62.26	51.82
YOY	-7.47%	-10.67%	-9.86%	406.43%	17.26%	59.31%	22.71%
净利率	8.34%	7.65%	10.22%	12.13%	9.57%	12.02%	10.48%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

##### 4.2. 横向比较：瑞贝卡 VS 训修实业，假发领军企业财务表现皆呈向好趋势

###### 4.2.1. 收入增速：瑞贝卡收入规模更胜一筹，美洲业务受益跨境电商发展17H2有望重拾增长

首先，瑞贝卡作为国内假发最大的制造商及出口商，收入规模远大于训修实业，但从增速上看，体量较小的训修实业在2014-2016年展现出了较高的增速。

图表 30：两家公司收入及其增速

	2012	2013	2014	2015	2016	2017H1
<b>瑞贝卡</b>						
收入(亿人民币)	22.46	21.29	19.32	19.45	18.11	9.73
YOY	-0.80%	-5.21%	-9.25%	0.67%	-6.89%	1.78%
<b>训修实业</b>						
收入(亿人民币)			4.21	4.65	5.33	2.65

YOY	10.45%	14.62%	2.71%
-----	--------	--------	-------

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

收入增速的不同主要来自美洲市场, 与两家公司在美主要出口的产品结构有关。分拆两者收入在不同地区的分布, 会发现瑞贝卡收入波动主要与美洲地区业务有关, 其在美洲地区主要出口工艺发片, 在美国经济持续低迷(尤其非裔人士往往更易遭受失业、减薪)下, 在美非裔人士对发制品的需求逐渐由过去的工艺发片为主转向单价更便宜的化纤发片, 或佩戴时间更久、不需要再前往美发店加工的假发发套产品, 因此公司 17 年通过积极调整产品结构、发展跨境电商业务、以自有品牌打入当地市场等措施提振在美收入, 我们预计 17 年下半年公司在美收入有望实现恢复性增长。与此相对比, 主要对美出口假发发套及化纤发制品的训修实业在美业务拓展平稳, 收入增速稳定。

**图表 31: 瑞贝卡收入按地区分布 (单位: 亿人民币)**

	2012	2013	2014	2015	2016	2017H1
<b>美洲</b>	<b>11.97</b>	<b>9.61</b>	<b>6.89</b>	<b>8.19</b>	<b>5.94</b>	<b>3.13</b>
YOY		-19.74%	-28.24%	18.77%	-27.40%	-14.24%
占比	54.73%	46.35%	35.76%	42.29%	33.80%	33.02%
<b>欧洲</b>	<b>2.37</b>	<b>2.30</b>	<b>2.12</b>	<b>1.42</b>	<b>1.35</b>	<b>0.58</b>
YOY		-2.84%	-7.56%	-33.05%	-5.22%	5.08%
占比	10.82%	11.09%	11.02%	7.35%	7.67%	6.15%
<b>非洲</b>	<b>5.01</b>	<b>6.07</b>	<b>7.20</b>	<b>6.59</b>	<b>7.19</b>	<b>4.37</b>
YOY		21.10%	18.51%	-8.35%	8.96%	24.49%
占比	22.93%	29.29%	37.32%	34.06%	40.85%	46.10%
<b>亚洲</b>	<b>0.21</b>	<b>0.24</b>	<b>0.36</b>	<b>0.39</b>	<b>0.26</b>	
YOY		16.98%	49.59%	6.44%	-32.75%	
占比	0.95%	1.17%	1.88%	1.99%	1.47%	
<b>国内</b>	<b>2.31</b>	<b>2.51</b>	<b>2.70</b>	<b>2.77</b>	<b>2.85</b>	<b>1.40</b>
YOY		8.51%	7.71%	2.50%	2.89%	-11.03%
占比	10.58%	12.11%	14.02%	14.31%	16.21%	14.73%

数据来源:Wind, 东吴证券研究所

**图表 32: 训修实业收入按地区分布**

	2014	2015	2016
<b>美国(亿人民币)</b>	<b>2.78</b>	<b>3.43</b>	<b>4.06</b>
YOY		23.38%	18.37%
占比	66.03%	74.08%	76.32%
<b>其他地区(亿人民币)</b>	<b>0.69</b>	<b>0.41</b>	<b>0.48</b>
YOY		-40.58%	17.07%
占比	16.39%	8.86%	9.02%
<b>中国大陆(亿人民币)</b>	<b>0.38</b>	<b>0.39</b>	<b>0.43</b>
YOY		2.63%	10.26%
占比	9.03%	8.42%	8.08%
<b>英国(亿人民币)</b>	<b>0.36</b>	<b>0.40</b>	<b>0.35</b>
YOY		11.11%	-12.50%
占比	8.55%	8.64%	6.58%

数据来源:Wind, 东吴证券研究所

#### 4.2.2. 毛利率: 瑞贝卡受益产品结构调整毛利率明显改善

纵向来看, 瑞贝卡综合毛利率经历明显上升, 主要与公司在非洲收入增长(主要消费化纤发条及假发)、带动毛利率较高的化纤发条收入占比有效提升有关。横向比较来看, 14、15年瑞贝卡综合毛利率低于训修, 但随瑞贝卡产品结构有效改善, 两者差距在16、17年成功拉近。

图表 33: 瑞贝卡及训修实业毛利率拆分

	2012	2013	2014	2015	2016	2017H1
<b>瑞贝卡综合毛利率</b>	<b>20.97%</b>	<b>22.17%</b>	<b>25.72%</b>	<b>29.87%</b>	<b>33.63%</b>	<b>32.79%</b>
<b>其中:</b>						
<b>化纤发条</b>						
收入占比	18.32%	20.72%	28.76%	24.24%	32.61%	46.14%
毛利率	44.48%	48.69%	48.90%	48.83%	47.01%	42.28%
<b>工艺发条</b>						
收入占比	57.18%	51.04%	42.03%	45.02%	33.28%	26.17%
毛利率	10.05%	5.44%	4.79%	16.21%	18.48%	15.02%
<b>人发假发</b>						
收入占比	9.80%	12.59%	13.87%	13.82%	13.69%	12.90%
毛利率	42.19%	41.39%	43.92%	44.95%	44.13%	41.08%
<b>化纤假发</b>						
收入占比	5.45%	5.87%	7.08%	8.51%	9.36%	7.76%
毛利率	16.23%	21.26%	23.46%	25.37%	28.35%	27.61%
<b>训修实业综合毛利率</b>			<b>32.54%</b>	<b>35.05%</b>	<b>35.46%</b>	<b>34.72%</b>
<b>其中:</b>						
<b>假发、假发配件及其他</b>						
收入占比			73.60%	68.30%	68.70%	
毛利率			30.20%	31.40%	29.90%	
<b>高档人发接发产品</b>						
收入占比			18.90%	23.50%	23.80%	
毛利率			49.00%	47.80%	53.00%	
<b>万圣节产品</b>						
收入占比			7.50%	8.20%	7.50%	
毛利率			15.20%	29.80%	30.90%	

数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

#### 4.2.3. 期间费用率: 受益管理费用控制良好, 瑞贝卡期间费用率稳中有降

销售费用率方面, 由于瑞贝卡在包括非洲、英国、巴西等地设立销售子公司, 并在国内开设直营及加盟门店拓展渠道, 其销售费用率相对于主要通过经销商向美国市场进行销售的训修实业更高; 管理费用方面, 瑞贝卡人员薪酬费用率相对于训修更低(瑞贝卡总部在河南, 训修总部在香港), 有效降低了管理费用率, 并且在15年以来随瑞贝卡非洲、柬埔寨等海外基地业务趋向稳定、规模优势逐渐发挥, 管理费用率有效下降。财务费用方面, 作为生产企

业日常周转资金需求规模较大，加之瑞贝卡/训修分别在非洲&柬埔寨/孟加拉进行产能扩张，两者短期借款及长期负债（瑞贝卡为5年期债券）多，由此财务费用率水平较高且较为稳定。

**图表 34：瑞贝卡及训修实业期间费用率**

	2012	2013	2014	2015	2016	2017H1
瑞贝卡期间费用率	18.43%	21.14%	22.57%	23.08%	22.09%	20.76%
销售费用率	5.88%	6.72%	7.30%	8.02%	8.67%	7.30%
管理费用率	7.57%	8.60%	8.18%	8.28%	7.18%	6.37%
财务费用率	4.99%	5.82%	7.09%	6.79%	6.24%	7.09%
训修实业期间费用率			20.67%	21.08%	19.89%	20.75%
销售费用率			2.85%	2.37%	2.25%	2.26%
管理费用率			15.44%	16.56%	14.63%	15.85%
财务费用率			2.38%	2.15%	3.00%	2.64%

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

#### 4.2.4. 净利润率稳中有升，推动瑞贝卡 ROE 逐年提升

总体来看，受益稳中有升的毛利率以及稳定的控费，瑞贝卡净利率水平也呈现企稳上行趋势（2015年净利率下滑主要由于当年营业外收入较去年同期减少1亿+），净利率提升带动下，公司ROE在14-16年呈现微升。与此相对应，训修实业净利率稳定（16年主要由于非经常项目亏损出现异常值），加之销售快速增长下资产周转率有效提升，ROE上行趋势明显，考虑报告期间未上市，其ROE较瑞贝卡呈现更高水平。总体来看，两者作为假发龙头企业皆呈现出经营稳定、ROE 稳中有升的良性发展趋势。

**图表 35：瑞贝卡及训修实业杜邦分析**

	2012	2013	2014	2015	2016	2017H1
瑞贝卡 ROE	7.38%	7.80%	6.93%	6.14%	7.34%	4.47%
净利率	7.06%	8.10%	8.06%	7.26%	9.50%	10.88%
权益乘数	1.84	1.87	1.84	1.99	1.96	1.84
资产周转率	0.57	0.51	0.46	0.42	0.40	0.23
训修实业 ROE（期间未上市）			17.56%	18.88%	14.02%	27.76%
净利率			13.11%	12.33%	5.48%	15.27%
权益乘数			0.66	0.69	0.67	0.30
资产周转率			2.04	2.21	3.78	6.01

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

## 5. 投资建议及盈利预测

对收入及毛利率进行拆分：

1) 如前文分析，**美洲市场方面**，受益跨境电商业务发展，我们预计2017年下半年业务恢复正向增长，全年呈现微增，受益17Q4专业跨境电商经营团队入驻，我们认为18、19年公司自有品牌在美洲业务将有效放量。我们预计17/18/19年收入增长0.94%/10%/10%，同时随化纤产品销售占比提升+自有品牌销售占比提升，我们预计毛利率将实现有效提升，17/18/19年毛利率分别达到16%/18%/20%

2) 非洲市场方面, 我们预计收入端将实现不低于行业平均的收入增速, 17/18/19 年收入分别增长 30%/20%/15%。

3) 国内市场方面, 2017 年受阻燃纤维销售下降影响, 我们预计全年销售收入略有下降, 18、19 年随公司继续展店, 预计可实现平稳增长, 预计 17/18/19 年收入增长分别为 -5%/10%/10%。

4) 欧洲及亚洲市场方面, 其收入占比较小, 其中欧洲市场非裔人群相对较少、发制品主要用于日常装饰使用、非刚性需求, 我们预计 17/18/19 年其将保持 5%/5%/5% 的平稳收入增速, 亚洲市场方面, 由于日韩市场竞争激烈, 16 年收入下滑较为明显, 我们预计 17/18/19 年以恢复性增长为主, 增速为 10%/10%/10%。

5) 其他零星收入: 其他零星副产品收入, 我们预计与 2016 年规模持平, 17/18/19 年维持 5000 万元规模。

图表 36: 公司收入及毛利增长拆分 (单位: 百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>美洲</b>	<b>689.36</b>	<b>818.78</b>	<b>594.44</b>	<b>600.00</b>	<b>660.00</b>	<b>726.00</b>
YOY	-28.24%	18.77%	-27.40%	0.94%	10.00%	10.00%
占比	35.76%	42.29%	33.80%	30.38%	29.22%	28.66%
毛利率	2.08%	11.91%	14.85%	16.00%	18.00%	20.00%
<b>欧洲</b>	<b>212.49</b>	<b>142.27</b>	<b>134.84</b>	<b>141.58</b>	<b>148.66</b>	<b>156.09</b>
YOY	-7.56%	-33.05%	-5.22%	5.00%	5.00%	5.00%
占比	11.02%	7.35%	7.67%	7.17%	6.58%	6.16%
毛利率	28.86%	33.56%	34.94%	35.00%	35.00%	35.00%
<b>非洲</b>	<b>719.57</b>	<b>659.46</b>	<b>718.54</b>	<b>934.10</b>	<b>1,120.92</b>	<b>1,289.06</b>
YOY	18.51%	-8.35%	8.96%	30.00%	20.00%	15.00%
占比	37.32%	34.06%	40.85%	47.30%	49.62%	50.88%
毛利率	37.69%	41.75%	41.16%	40.00%	40.00%	40.00%
<b>亚洲</b>	<b>36.17</b>	<b>38.50</b>	<b>25.89</b>	<b>28.48</b>	<b>31.33</b>	<b>34.46</b>
YOY	49.59%	6.44%	-32.75%	10.00%	10.00%	10.00%
占比	1.88%	1.99%	1.47%	1.44%	1.39%	1.36%
毛利率	19.10%	22.03%	19.85%	20.00%	20.00%	20.00%
<b>国内</b>	<b>270.30</b>	<b>277.07</b>	<b>285.09</b>	<b>270.84</b>	<b>297.92</b>	<b>327.71</b>
YOY	7.71%	2.50%	2.89%	-5.00%	10.00%	10.00%
占比	14.02%	14.31%	16.21%	13.71%	13.19%	12.94%
毛利率	52.30%	52.45%	54.95%	54.00%	54.00%	54.00%
<b>其他收入</b>	<b>4.37</b>	<b>9.11</b>	<b>52.06</b>	<b>50.00</b>	<b>50.00</b>	<b>50.00</b>
毛利率	44.26%	70.74%	31.28%	30.00%	30.00%	30.00%
<b>合计营业收入</b>	<b>1,932.26</b>	<b>1,945.19</b>	<b>1,810.86</b>	<b>2,025.00</b>	<b>2,308.83</b>	<b>2,583.33</b>
YOY	-9.25%	0.67%	-6.91%	11.83%	14.02%	11.89%
综合毛利率	25.73%	29.86%	33.64%	33.88%	34.71%	35.39%

上述因素合计, 我们预计公司 17/18/19 年收入增速达到 12%/14%/12%, 同时毛利率在美因自有品牌收入占比提升、高毛利率非洲业务占总体收入比重提升背景下有效提升, 叠加有效的费用控制, 我们预计公司 2017-2019 年净利润可达到 2.22/2.85/3.50 亿元, 同比增长

29%/28%/23%，对应PE29/22/18倍，考虑公司相较家用轻工行业平均业绩增速在17/18年表现更快，同时估值更低，综合考虑估值及成长性，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 37：子行业利润及估值与瑞贝卡利润及估值比较

	2016	2017E	2018E	2019E
<b>SW 家用轻工</b>				
净利润（亿元）	129.47	146.65	185.62	231.37
YOY	48.84%	13.27%	26.57%	24.65%
PE	43.15	38.10	30.10	24.15
<b>瑞贝卡</b>				
净利润（亿元）	1.72	2.22	2.85	3.50
YOY	21.37%	29.37%	28.43%	22.82%
PE	37.01	28.61	22.27	18.14

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测

## 6. 风险提示

- 1、美国、非洲经济增长低迷，终端需求不振：作为公司的主要销售市场，美国、非洲经济增长低迷可能导致非裔人群购买力下降、对假发的需求降低。
- 2、假发市场终端需求变化过于迅速，公司若未能及时响应，可能错失销售机会：欧美市场产品主要在国内生产，中途海运时间较长，如果未能及时对终端市场需求变化有效预测并调整生产计划，或将带来较严重的适销性不足、库存堆积问题。
- 3、公司业务多以外币结算，若出现人民币汇率意外波动可能带来汇兑损失，影响利润：公司业务遍布欧美及非洲，结算外币包括美元、尼日利亚奈拉、南非兰特等，若出现人民币兑该等货币汇率剧烈波动、公司未有效平衡外汇头寸，或将形成较大的汇兑损失，影响公司盈利。

## 瑞贝卡三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	<b>3342.18</b>	<b>3583.65</b>	<b>3795.91</b>	<b>4036.31</b>	<b>营业收入</b>	<b>1810.86</b>	<b>2025.00</b>	<b>2308.83</b>	<b>2583.33</b>
现金	351.96	489.11	596.06	495.66	营业成本	1201.64	1338.86	1507.49	1669.01
应收款项	234.66	280.80	304.90	347.62	营业税金及附加	17.00	20.25	23.09	25.83
存货	2660.25	2693.76	2786.18	3067.64	销售费用	157.12	167.80	185.68	203.28
其他	95.30	119.97	108.76	125.38	管理费用	129.64	141.61	155.87	169.44
<b>非流动资产</b>	<b>921.19</b>	<b>923.20</b>	<b>929.12</b>	<b>934.77</b>	<b>财务费用</b>	<b>113.30</b>	<b>94.94</b>	<b>98.18</b>	<b>98.47</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	6.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	553.14	562.17	571.38	580.18	其他	3.39	2.59	3.42	3.67
无形资产	205.22	194.54	184.21	173.89	<b>营业利润</b>	<b>194.77</b>	<b>258.96</b>	<b>335.11</b>	<b>413.62</b>
其他	162.82	166.49	173.53	180.70	<b>营业外净收支</b>	<b>12.66</b>	<b>9.00</b>	<b>9.00</b>	<b>9.00</b>
<b>资产总计</b>	<b>4263.36</b>	<b>4506.84</b>	<b>4725.03</b>	<b>4971.08</b>	<b>利润总额</b>	<b>207.43</b>	<b>267.96</b>	<b>344.11</b>	<b>422.62</b>
<b>流动负债</b>	<b>1369.28</b>	<b>995.53</b>	<b>1037.88</b>	<b>1059.19</b>	<b>所得税费用</b>	<b>35.45</b>	<b>45.55</b>	<b>58.50</b>	<b>71.85</b>
短期借款	394.00	300.00	300.00	300.00	少数股东损益	0.37	0.40	0.50	0.60
应付账款	132.35	149.51	167.85	183.52	<b>归属母公司净利润</b>	<b>171.61</b>	<b>222.00</b>	<b>285.11</b>	<b>350.18</b>
其他	842.92	546.02	570.03	575.67	<b>EBIT</b>	<b>322.46</b>	<b>376.73</b>	<b>459.79</b>	<b>541.60</b>
<b>非流动负债</b>	<b>555.53</b>	<b>855.33</b>	<b>855.13</b>	<b>855.03</b>	<b>EBITDA</b>	<b>363.03</b>	<b>418.82</b>	<b>501.69</b>	<b>583.49</b>
长期借款	0.00	300.00	300.00	300.00					
其他	555.53	555.33	555.13	555.03					
<b>负债总计</b>	<b>1924.81</b>	<b>1850.86</b>	<b>1893.01</b>	<b>1914.22</b>					
少数股东权益	4.87	5.27	5.77	6.37					
归属母公司股东权益	2333.68	2650.71	2826.25	3050.49					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4263.36</b>	<b>4506.84</b>	<b>4725.03</b>	<b>4971.08</b>					
<hr/>									
现金流量表(百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	523.13	199.94	283.35	91.98	每股收益(元)	0.18	0.20	0.25	0.31
投资活动现金流	(59.57)	(11.25)	(4.58)	0.67	每股净资产(元)	2.48	2.34	2.50	2.69
筹资活动现金流	(782.58)	(51.54)	(171.82)	(193.04)	发行在外股份(百万股)	943.32	1131.99	1131.99	1131.99
现金净增加额	(354.42)	137.15	106.95	(100.40)	ROIC(%)	9.78%	9.60%	11.12%	12.29%
折旧和摊销	40.57	42.10	41.90	41.90	ROE(%)	7.33%	8.89%	10.39%	11.89%
资本开支	65.71	11.39	4.75	(0.52)	毛利率(%)	33.64%	33.88%	34.71%	35.39%
营运资本变动	294.24	(84.27)	(63.17)	(319.59)	EBIT Margin(%)	17.81%	18.60%	19.91%	20.97%
企业自由现金流	235.05	296.36	103.42	491.42	销售净利率(%)	9.48%	10.96%	12.35%	13.56%
					资产负债率(%)	45.15%	41.07%	40.06%	38.51%
					收入增长率(%)	-6.91%	11.83%	14.02%	11.89%
					净利润增长率(%)	21.37%	29.37%	28.43%	22.82%
					P/E	37.01	28.61	22.27	18.14
					P/B	2.72	2.40	2.25	2.08
					EV/EBITDA	18.58	16.60	13.85	11.91

数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测

### 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

### 东吴证券投资评级标准:

#### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

#### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>