

## 加强投资合作，母婴生态圈再扩张

### 投资要点

- 事件：**公司发布公告，公司与以色列“O8 ISRAELLTD”公司及荷兰“Umee”公司签订合作协议，将负责这两个品牌全系列洗护产品在中国区的品牌推广和销售。
- 加强投资合作，提升婴幼儿一站式购物体验。**公司不断推进和全球知名品牌的投资合作事宜。本次合作方 O8 ISRAELLTD 在母婴洗护产品功能性研发，特别是源于死海的盐生杜氏藻等天然功能原料制取及运用等方面具有较强技术优势，是全球首家将源于死海的盐生杜氏藻运用于母婴洗护产品的发明专利拥有者。Right ViewLimited 在奶瓶及哺育用品设计、研发，特别是奶瓶系列的防胀气等功能升级迭代开发方面具有独特优势，是荷兰婴幼儿哺育用品品牌“Umee”的品牌商标及专利所有者。2018 年 9 月，公司以人民币 7800 万元受让境外企业德豪国际所持有的宁波芸勤 100% 股权，进而间接持有上海阿里宝宝婴儿用品有限公司、小白熊（上海）母婴用品有限公司及上海上凌网络科技有限公司三家目标公司各 10% 的股权。“小白熊”品牌为母婴电器细分市场的知名品牌，公司正式进军母婴电器市场，不仅能够丰富公司现有的产品品类，培养公司新的利润增长点，而且有望提升一站式购物体验、提升品牌力，为打造母婴集团的战略再添一笔。
- 主业保持稳健，业绩持续增长。**公司作为国内母婴品牌龙头之一，涉足母婴行业 30 年，旗下拥有中高档品牌拉比、中档品牌下一代以及婴幼儿洗护用品贝比拉比三大自主品牌，差异化定位，专注于婴幼儿穿用类母婴消费品。截至 18H1，线下网点达 1300 多家，线上业务覆盖淘宝、天猫、京东、唯品会、网易考拉、苏宁易购等多个电商平台，销售网络覆盖中国境内市场。公司 2018 年前三季度实现营收 3.2 亿元，同比增长 11.6%，归母净利润 6019.3 万，同比增长 9.3%。18H1 母婴棉制用品占公司整体销售收入的比重达 45.3%，是公司主要收入来源；婴童服饰占比为 32.2%，其他母婴用品占比 22.4%。未来公司的产品品类将继续扩充。
- 构建母婴产业链，打造拉比母婴生态圈。**公司坚持“产品+服务”战略，做好母婴产品的研发、生产和销售的同时，对母婴消费者消费升级所带来的服务需求也格外重视。2017 年公司做了一系列投资完善生态圈。5 月以 5000 万通过拉比投资持有蜜儿乐儿 20% 股权，进而间接持有丹麦奶粉工厂 16% 的股权，拓展婴儿食品领域；5 月以 400 万投资设立拉比教育，股权占比 80%，为 18 个月至 3 周岁宝宝提供幼托服务；6 月以 3230 万参与设立加康医疗，占比 61%，拓展母婴健康领域；12 月与贝亲公司签订产品代理协议，丰富门店产品品类。公司从满足母婴消费者服务需求出发，构建母婴产业链，致力于打造有影响力的新母婴生态圈，引领母婴新生活。
- 盈利预测与评级。**预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.28 元、0.32 元、0.37 元，对应 PE 20 倍、17 倍、15 倍。参考同行婴童服饰类可比公司 17 倍 PE，考虑到公司较强的外延布局预期，享有一定估值溢价，给予其 19 年 PE 19 倍，目标价 6.08 元，首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示：**终端销售增长不及预期的风险；外延布局低于预期的风险。

### 西南证券研究发展中心

分析师：蔡欣  
执业证号：S1250517080002  
电话：023-67511807  
邮箱：cxin@swsc.com.cn

分析师：沈雯琪  
执业证号：S1250518010002  
电话：021-58351995  
邮箱：swq@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)	3.57
流通 A 股(亿股)	1.90
52 周内股价区间(元)	4.87-18.49
总市值(亿元)	19.54
总资产(亿元)	11.34
每股净资产(元)	2.80

### 相关研究

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	430.14	479.36	552.20	640.21
增长率	11.61%	11.44%	15.20%	15.94%
归属母公司净利润 (百万元)	91.57	99.09	115.54	131.91
增长率	25.86%	8.21%	16.61%	14.16%
每股收益 EPS (元)	0.26	0.28	0.32	0.37
净资产收益率 ROE	9.52%	9.55%	10.26%	10.75%
PE	21	20	17	15
PB	2.02	1.88	1.73	1.59

数据来源：Wind, 西南证券

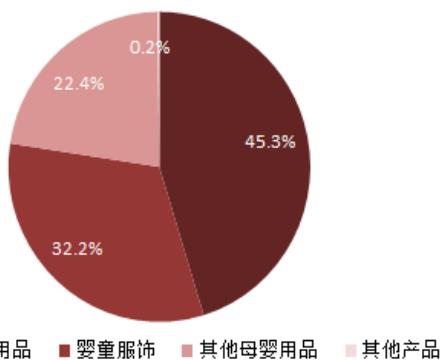
请务必阅读正文后的重要声明部分

## 1 打造母婴生态圈，“产品+服务”助力业绩持续增长

金发拉比妇婴童用品股份有限公司成立于1996年8月，于2015年6月登陆A股。公司是国内最早从事婴幼儿服饰棉品及日用品的设计研发、生产、销售的企业之一，旗下拥有“拉比(LABI BABY)”、“下一代(I LOVE BABY)”及“贝比拉比(BABY LABI)”三大自主品牌，每个品牌相对独立，并实行差异化发展，其背后拥有完整的研发、设计、采购、生产制造、销售体系，拥有专业的团队支撑和丰富的品牌管理经验。经过多年来的渠道建设，公司已形成了“自营+加盟+电商+微商”的全渠道营销模式，在全国已拥有1300多家终端形象店面，涵盖国内一至四线城市，销售网络覆盖中国境内市场。公司的设计研发模式主要采取以“独创”为主并与“改进”和“引进”相结合的方式，现拥有实用新型专利4项、发明专利4项、外观专利14项、著作权10项，有力地推动了公司的创新升级，提升公司研发设计能力、专业技术能力和产品竞争力，为公司业绩保持持续增长奠定了坚实基础。

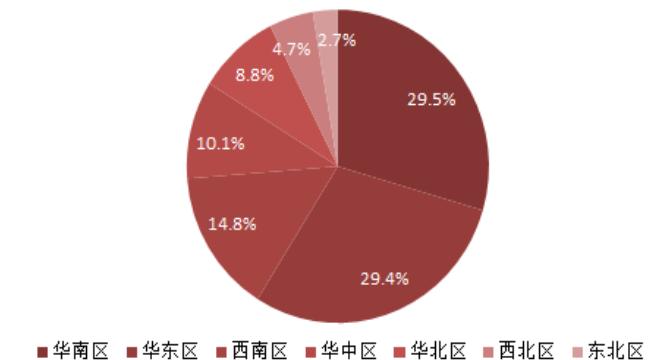
**公司主营业务结构：**公司主要产品包括母婴棉质用品（内着服饰、家居棉品等）、婴童服饰（外着服为主）以及其他母婴用品（寝具、哺育、卫浴、洗护用品、童车等）。母婴棉制用品在营收中贡献最大，18H1占比达到45.3%；其次是婴童服饰，其次增速最快，18H1增速达到60%，贡献营收32.2%；奶瓶/洗护/童车等新品类也增长较快，占比达到22.4%。分地区收入中，29.5%来自华南地区，29.4%来自华东地区。

图 1：2018H1 按产品分收入结构情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：2018H1 按地区分收入结构情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

**公司业绩情况：**上市以来公司主营业务稳健增长。2018年公司对婴童服饰、母婴棉制用品为主的两大主业积极投入资源，加大研发力度、推动生产和销售持续稳定增长。同时，公司坚持“产品+服务”的双轮驱动战略，在做好主业相关产品研发、生产和销售的同时，积极探索零售终端“产品+服务”的综合体验模式，构建母婴产业链，打造有影响力的拉比母婴生态圈，助力公司业绩增长。公司营收由2011年的2.6亿元增长到2017年的4.3亿元，年均复合增长率为9%。归母净利润由2011年的4919.6万元增长到2017年的9156.7万元，年均复合增长率为10.8%。

**图 3: 公司 2011 年以来营业收入 (百万元) 及增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 4: 公司 2011 年以来归母净利润 (百万元) 及增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2 盈利预测与估值

### 关键假设：

假设 1：公司继续加大渠道投入，线下增开新店，加强空白区域覆盖力度，预计门店数每年新增 100-200 家；

假设 2：随着公司加大投入抢占市场，推出更具性价比和市场竞争力的产品，毛利率基本稳定，预计 2018-2020 年毛利率分别为 53.55%、53.28% 和 52.55%。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

**表 1: 分项业务收入成本预测**

百万元	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
合计						
收入	363.62	385.41	430.14	479.36	552.20	640.21
yoy	-4.41%	5.99%	11.61%	11.44%	15.20%	15.94%
成本	183.44	189.17	200.99	222.67	257.96	303.78
毛利率	49.55%	50.92%	53.27%	53.55%	53.28%	52.55%
母婴棉质用品						
收入			227.83	209.60	224.28	246.70
yoy			18.37%	-8.00%	7.00%	10.00%
成本			114.24	100.61	109.90	123.35
毛利率			49.86%	52.00%	51.00%	50.00%
婴童服饰						
收入			118.03	177.05	221.31	265.57
yoy			-1.01%	50.00%	25.00%	20.00%
成本			42.41	65.51	84.10	106.23
毛利率			64.07%	63.00%	62.00%	60.00%
产品销售						

百万元	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
收入	363.62	385.41				
yoy	-10.52%	5.99%				
成本	183.44	189.17				
毛利率	49.55%	50.92%				
<b>其他母婴用品</b>						
收入			84.28	92.71	106.61	127.94
yoy			0.00%	10.00%	15.00%	20.00%
成本			44.34	56.55	63.97	74.20
毛利率			47.39%	39.00%	40.00%	42.00%

数据来源: Wind, 西南证券

预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.28 元、0.32 元、0.37 元，对应 PE 20 倍、17 倍、15 倍。参考同行婴童服饰类可比公司 17 倍 PE，考虑到公司较强的外延布局预期，享有一定估值溢价，给予其 19 年 PE 19 倍，目标价 6.08 元，首次覆盖给予“增持”评级。

**表 2：可比公司估值表**

股票简称及代码	每股收益 (元)			市盈率		
	18E	19E	20E	18E	19E	20E
安奈儿 (002875)	0.64	0.76	0.91	23	19	16
起步股份 (603557)	0.46	0.53	0.59	16	14	13
金发拉比 (002762)	0.28	0.32	0.37	20	17	15
均值				20	17	15

数据来源: Wind, 西南证券整理

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	430.14	479.36	552.20	640.21	净利润	91.57	99.09	115.54	131.91
营业成本	200.99	222.67	257.96	303.79	折旧与摊销	8.45	17.27	17.39	17.46
营业税金及附加	5.73	6.39	7.36	8.53	财务费用	-4.69	-9.13	-10.43	-11.43
销售费用	80.95	89.64	102.16	117.16	资产减值损失	3.88	5.00	5.00	5.00
管理费用	46.22	41.23	47.49	55.06	经营营运资本变动	40.49	-36.73	-63.08	-78.81
财务费用	-4.69	-9.13	-10.43	-11.43	其他	-61.39	-3.05	-4.41	-4.38
资产减值损失	3.88	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	78.31	72.45	60.02	59.74
投资收益	10.60	0.00	0.00	0.00	资本支出	-3.37	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-72.81	-10.00	-10.00	-10.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-76.18	-10.00	-10.00	-10.00
<b>营业利润</b>	<b>107.57</b>	<b>123.57</b>	<b>142.66</b>	<b>162.11</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.17	0.42	0.39	0.36	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>107.74</b>	<b>123.99</b>	<b>143.05</b>	<b>162.47</b>	股权融资	22.21	0.00	0.00	0.00
所得税	16.18	24.90	27.51	30.56	支付股利	-20.23	-23.93	-26.70	-30.99
<b>净利润</b>	<b>91.57</b>	<b>99.09</b>	<b>115.54</b>	<b>131.91</b>	其他	-3.93	9.81	10.43	11.43
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-1.95	-14.12	-16.28	-19.56
归属母公司股东净利润	91.57	99.09	115.54	131.91	<b>现金流量净额</b>	0.22	48.33	33.75	30.18
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>财务分析指标</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
货币资金	264.59	312.92	346.66	376.84	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	70.95	65.01	76.97	90.51	销售收入增长率	11.61%	11.44%	15.20%	15.94%
存货	183.78	204.62	237.13	279.41	营业利润增长率	12.10%	14.87%	15.45%	13.63%
其他流动资产	247.18	275.46	317.32	367.89	净利润增长率	25.86%	8.21%	16.61%	14.16%
长期股权投资	55.61	55.61	55.61	55.61	EBITDA 增长率	17.21%	18.30%	13.61%	12.37%
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	147.07	130.43	113.67	96.85	毛利率	53.27%	53.55%	53.28%	52.55%
无形资产和开发支出	9.65	9.36	9.07	8.77	三费率	28.48%	25.40%	25.21%	25.11%
其他非流动资产	113.51	123.18	132.84	142.50	净利润率	21.29%	20.67%	20.92%	20.60%
<b>资产总计</b>	<b>1092.34</b>	<b>1176.58</b>	<b>1289.26</b>	<b>1418.38</b>	ROE	9.52%	9.55%	10.26%	10.75%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.38%	8.42%	8.96%	9.30%
应付和预收款项	104.36	120.15	138.96	161.80	ROIC	15.54%	16.54%	18.24%	19.10%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	25.88%	27.48%	27.10%	26.26%
其他负债	26.25	18.86	23.89	29.26	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>130.61</b>	<b>139.01</b>	<b>162.85</b>	<b>191.06</b>	总资产周转率	0.42	0.42	0.45	0.47
股本	203.78	356.62	356.62	356.62	固定资产周转率	4.36	3.52	4.57	6.12
资本公积	319.51	166.67	166.67	166.67	应收账款周转率	9.09	8.77	9.25	9.16
留存收益	457.41	532.56	621.40	722.32	存货周转率	1.22	1.14	1.16	1.17
归属母公司股东权益	961.74	1037.57	1126.41	1227.33	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.76%	—	—	—
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>961.74</b>	<b>1037.57</b>	<b>1126.41</b>	<b>1227.33</b>	资产负债率	11.96%	11.81%	12.63%	13.47%
负债和股东权益合计	1092.34	1176.58	1289.26	1418.38	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	流动比率	5.87	6.17	6.01	5.83
EBITDA	111.34	131.71	149.63	168.14	速动比率	4.46	4.70	4.55	4.37
PE	21.26	19.65	16.85	14.76	股利支付率	22.09%	24.15%	23.11%	23.49%
PB	2.02	1.88	1.73	1.59	<b>每股指标</b>				
PS	4.53	4.06	3.53	3.04	每股收益	0.26	0.28	0.32	0.37
EV/EBITDA	6.66	11.52	9.85	8.53	每股净资产	2.70	2.91	3.16	3.44
股息率	1.04%	1.23%	1.37%	1.59%	每股经营现金	0.22	0.20	0.17	0.17
					每股股利	0.06	0.07	0.07	0.09

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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。

本报告版权归西南证券所有，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 20 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
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	15558686883	15558686883	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn