

**瑞贝卡 (600439.SH) / 纺织服装**
**行业公司双拐点, 假发龙头蓄势待发**
**评级: 买入 (首次)**

市场价格: 3.15

分析师: 王雨丝

执业证书编号: S0740517060001

电话: 021-20315196

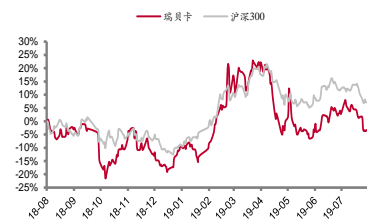
Email: wangys@r.qlzq.com.cn

研究助理: 曾令仪

Email: zengly@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	1131.99
流通股本(百万股)	1131.99
市价(元)	3.15
市值(百万元)	3565.77
流通市值(百万元)	3565.77

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**公司盈利预测及估值**

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1946.65	1881.35	2060.84	2263.85	2484.71
增长率 yoy%	7.50%	-3.35%	9.54%	9.85%	9.76%
净利润	215.12	234.16	275.77	356.96	449.19
增长率 yoy%	25.35%	8.85%	17.77%	29.44%	25.84%
每股收益(元)	0.19	0.21	0.24	0.32	0.40
每股现金流量	0.15	-0.09	0.46	0.56	0.62
净资产收益率	8.07%	8.20%	8.97%	10.62%	12.08%
P/E	16.58	15.23	12.93	9.99	7.94
PEG	0.65	1.72	0.73	0.34	0.31
P/B	1.34	1.25	1.16	1.06	0.96

备注: 股价为 2019 年 8 月 15 日收盘价

**投资要点**

- **公司为中国假发内外销龙头, 主要生产销售发条、发套, 产品以出口美洲、非洲为主 (18 年出口占比 81%, 美洲/非洲分别占 24%/48%), 为国内假发出口龙头 (18 年 15.26 亿元占全国出口额的 6%)。同时内销业务平稳发展 (以中高端品牌 Rebecca 零售为主), 目前为国内假发销售龙头 (报表端 2.48 亿元, 预计终端市占率约 9%)。**
- **假发内销百亿蓝海提速在即, 龙头渗透率提升空间大**
  - **内销市场提速在即。**老龄化加速、“高压”下脱发年轻化, 脱发/白发已成为社会性问题。针对此痛点而生的养发/植发行业均呈现爆发式增长 (近两年翻倍), 目前规模均达 100 亿左右, 而同期假发仅约 45 亿。但养发只能延缓脱发/白发进度, 植发针对大面积脱发效果欠佳, 而假发可立竿见影解决各种程度头发问题。同时随养生意识的提升, 对健康无害且效果佳的假发有望受青睐。并且, 对假发接受度更高的 70/80/90 后正在陆续步入 40 岁+这一假发核心客龄段, 行业需求有望提速。对标人口仅中国 10% 的日本的内销规模 (63 亿元), 中国增长空间大。
  - **中高端行业格局集中, 龙头先发优势凸显。**国内中高端假发头部品牌不超过 5 家, 其中龙头公司瑞贝卡在市占率 (约 9%, No.2 约 3%)、渠道数量 (178 家, 其他品牌 70 家左右) 及覆盖广度 (覆盖 66 城, 其他最多覆盖 34 城)、产品研发及生产工艺上均领先同行。因此在行业需求提速的背景下龙头成长空间大, 对比中日龙头, 2018 年瑞贝卡内销 2.48 亿元, 而日本龙头 Aderans 内销达 35 亿元。
- **内销调整到位, 爆发在即。**过去公司因缺乏消费品经营经验, 在以加盟为核心的渠道扩张中管理不力, 导致内销增长乏力 (2012-2018 CAGR=6.2%)。但 2018 年内销新负责人到位, 进行渠道 (加盟转直营、门店形象升级) 及业务调整, 2019 年整顿完毕后重回开店期。同时国内假发行业需求提速, 内外助推, 内销业务有望迎来收入业绩双拐点 (预计 2019-2021 收入/净利润 cagr 分别约 30%/60%)。
- **电商助力, 海外业务有望平稳。**2012-2018 年公司外销业务表现分化: ①美国传统 OEM 业务受电商冲击持续缩水, 但因其毛利率低 (10%), 毛利占比仅 7%, 因此该业务变动对整体业绩影响较小; ②非洲经济增长带动假发需求旺盛, 但受汇率波动等影响, 非洲业务波动较大, 但整体保持增长。2019 年外销业务有望借助跨境电商对冲线下业务的低迷, 保持整体平稳, 边际有所改善。
- **盈利预测及估值。**公司内销业务调整到位, 叠加行业需求提速, 2019 年有望迎来收入业绩双拐点, 同时电商助力外销保持平稳且边际改善。预计 2019/20/21 年净利润分别为 2.76/3.57/4.49 亿元, 分别同增 17.77%/29.44%/25.84%, 对应 eps 分别为 0.25/0.32/0.40 元, 现价对应 pe 分别为 13/10/8 倍。考虑内销蓝海潜力及公司的高成长性, 给予该业务 pe30 倍, 外销维持原 pe15 倍, 则 2020 年整体目标市值 70 亿元 (当前 35.7 亿), 增长空间大, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示。**内销渠道拓展进度不及预期; 电商拓展进度不及预期; 汇率波动风险。

## 内容目录

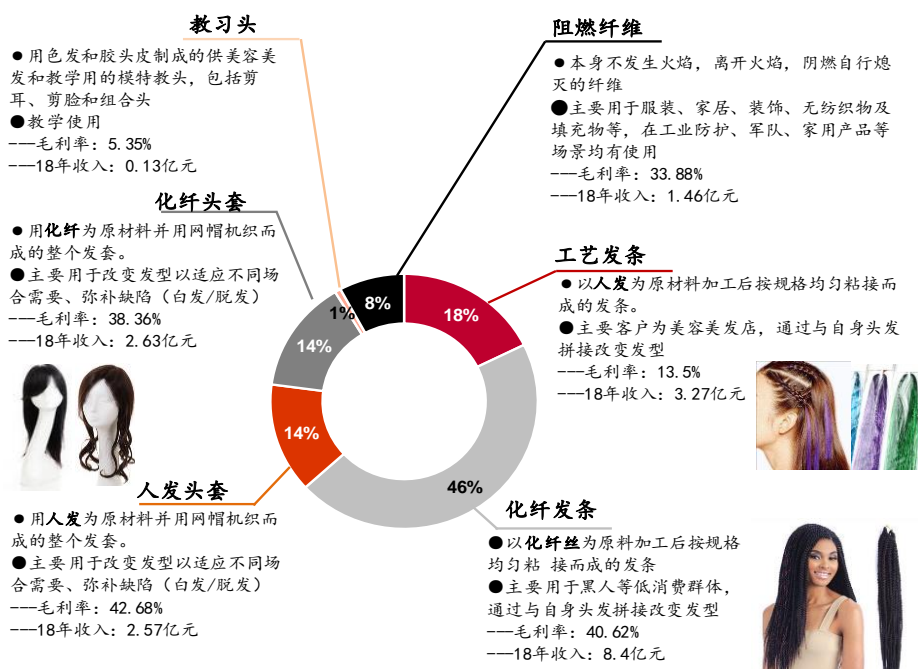
<b>公司简介：假发内外销龙头</b> .....	<b>- 2 -</b>
历经起伏，拐点将至 .....	- 3 -
外销批发为主，内销直营为主 .....	- 5 -
自主研发生产，保障产品品质 .....	- 6 -
<b>内销市场：百亿蓝海提速在即，龙头渗透率提升空间大</b> .....	<b>- 6 -</b>
老龄化&颜值经济助推，假发内销百亿蓝海提速在即 .....	- 6 -
中高端参与者少，低端价格战激烈 .....	- 13 -
中高端一线已起步，二三四线近乎空白 .....	- 14 -
中高端龙头确立，渠道拓展空间大 .....	- 16 -
<b>公司变化一：内销调整到位，业绩爆发在即</b> .....	<b>- 19 -</b>
加盟转直营，提高掌控力 .....	- 20 -
终端形象升级，强化竞争力 .....	- 21 -
行业提速&开店周期重启，2019年内销有望爆发 .....	- 22 -
<b>公司变化二：电商助力，海外业务有望平稳</b> .....	<b>- 23 -</b>
行业需求：美洲平稳、非洲较快增长，中国跨境电商发展迅猛 .....	- 23 -
公司非洲市场：汇率稳定&跨境电商，整体有望平稳 .....	- 25 -
公司美国市场：原业务进度放缓&电商助力，整体有望改善 .....	- 26 -
<b>盈利预测与估值</b> .....	<b>- 27 -</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>- 28 -</b>
<b>附录：财务分析</b> .....	<b>- 28 -</b>

## 公司简介：假发内外销龙头

历经起伏，拐点将至

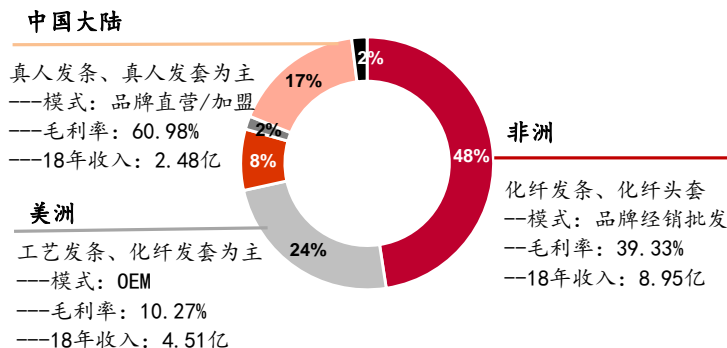
- 公司业务为生产和销售假发，是国内假发出口龙头，2018年出口金额约占全国总量的6%。公司自2007年开始以Rebecca（中高端）、Sleek（中端）两个品牌拓展内销市场，目前为国内假发龙头，2018年假发内销收入2.48亿元，预计终端市占率约9%。
- 公司产品主要为发条和头套，占比分别为64%/28%；按地区分，外销仍是主要业务，其中主要的出口地非洲/美洲收入占比分别为48%/24%，内销则占17%。

图表 1: 公司分产品占比及简介



来源：公司公告，中泰证券研究所整理

图表 2: 公司分地区收入结构



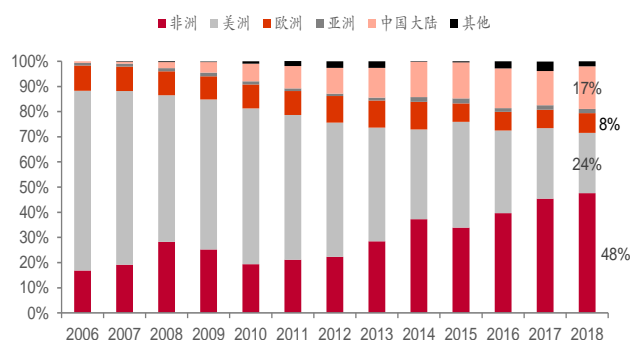
来源：公司公告，中泰证券研究所。

- 从公司发展历史看，可分为三个阶段：
  - 2003-2011年高速增长期，收入CAGR=20.3%，利润CAGR=23%。

在此期间，公司主市场美洲处于快速增长阶段，非洲和内销业务也在快速兴起。

- **2012-2018年进入停滞期，收入CAGR=-2.9%，利润CAGR=6.7%:**
  - 1) **外销业务表现分化。**受电商冲击影响，美洲订单下降，同时公司未及时调增战略（仍大量资金投入OEM业务，错过电商最佳切入时期），导致美洲业务持续缩水。但该地区主要以低毛利率的OEM为主（2018年仅10%），其毛利占比仅7%，因此对公司整体业绩影响较小；而非洲地区的经济增长带动假发需求旺盛，但受汇率波动及当地局势影响，非洲业务波动较大，但整体保持增长，该业务占比从2006年的17%上升至2018年的48%。同时，因非洲业务以品牌销售为主，其毛利率较高（近40%），因此其毛利占比也较大，2018年超50%。
  - 2) **内部管理因素导致内销增速放缓。**在国内假发行业发展较好的阶段，公司自2012年开始增长放缓，内销收入规模从1.7亿元增长至2.48亿元，但龙头地位仍在。
- **2019年有望迎来业绩转折点。**1) 2018年内销新负责人到位，进行渠道及业务调整，2018年整顿完毕后2019年重回开店期。同时国内假发行业需求提速，内外助推，规模效应下公司内销业务2019年有望迎来收入及盈利能力双拐点；2) 外销业务借助跨境电商有望对冲线下业务的低迷，保持整体平稳，边际有所改善。

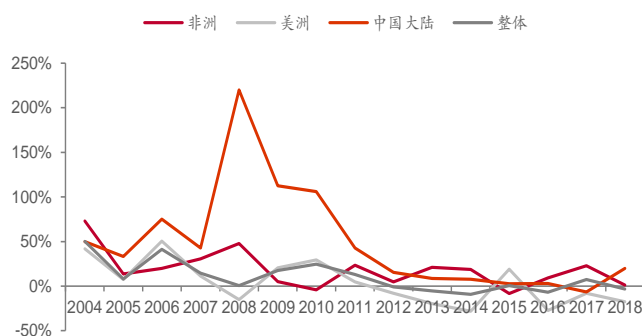
图表3: 2006-2018年公司分地区收入结构(%)



来源：公司公告，中泰证券研究所

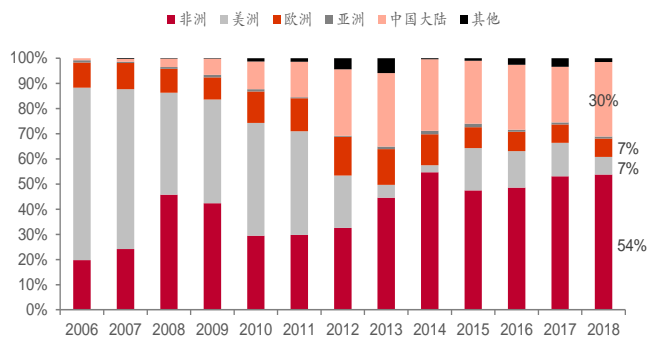
图表5: 2006-2018年公司分地区毛利结构(%)

图表4: 2004-2018年分地区收入增速(%)

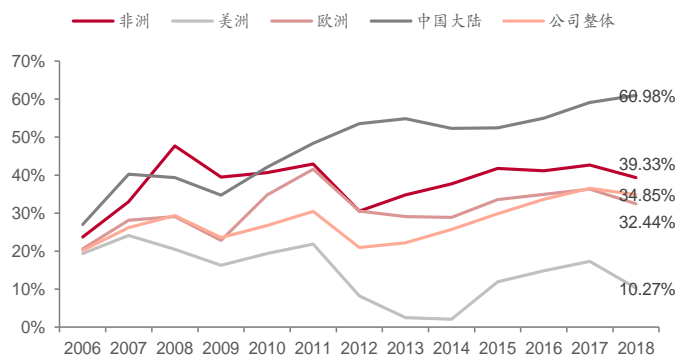


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表6: 2006-2018年分地区毛利率(%)

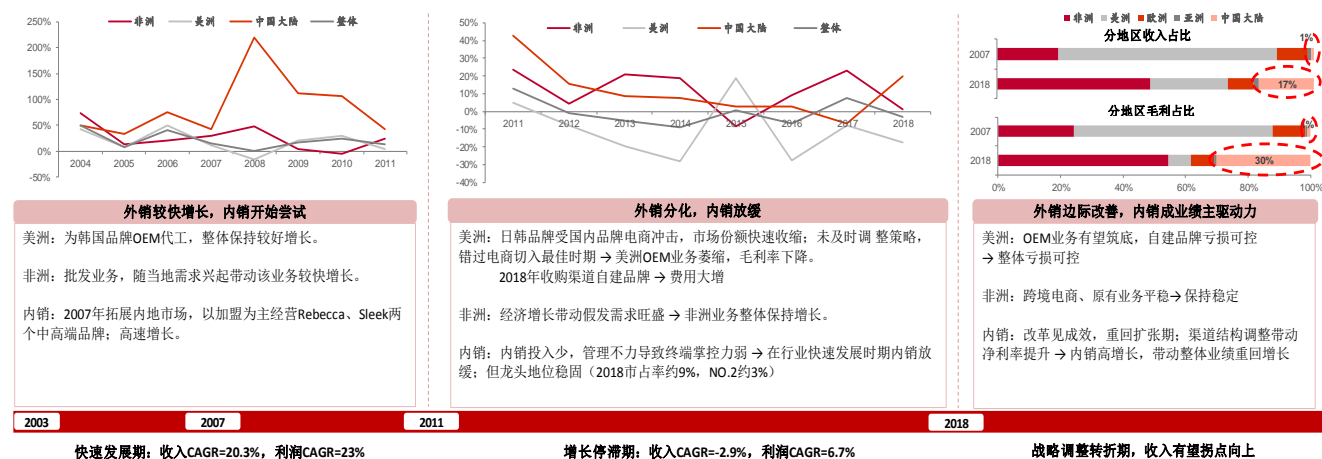


来源：公司公告，中泰证券研究所



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 7：公司发展历史



来源：公司公告，中泰证券研究所整理

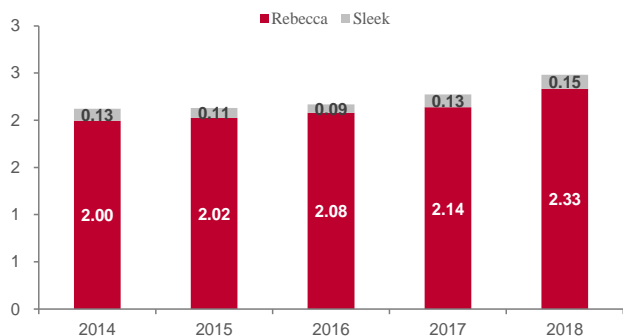
### 外销批发为主，内销直营为主

- 公司收入构成以外销为主，2018年占总收入的83%。公司海外业务分美洲（OEM模式为日韩品牌代工发套；QVR品牌拓展零售）、欧洲（直营零售为主，批发为辅；Sleek）和非洲（批发为主模式销售自主品牌Noble、Joedir、Magic等，设有多级经销商）。近几年美洲业务收缩明显，欧洲保持稳定，非洲业务增速较快，截至2018年三者收入占比分别为24%/8%/48%。
- 同期，内销收入占比17%，但因其较高的毛利率（61%），2018年其毛利占比达到30%。销售模式上，2017年开始加盟转直营，直营效率快速提升，2018年82家直营店收入占比近60%（直营加盟共213家）。

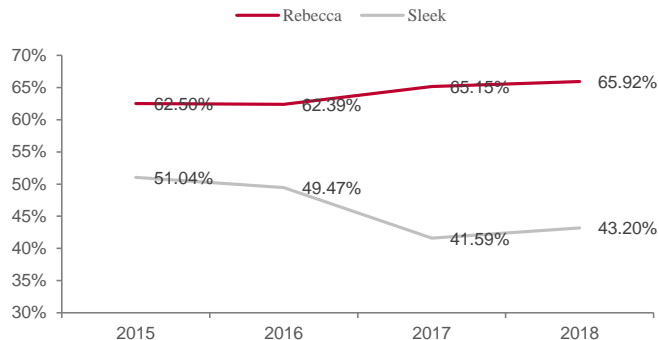
图表 8：2014-2018 年内销 Rebecca、Sleek 收入(亿元)

图表 9：2015-2018 年内销 Rebecca、Sleek 毛利率(%)





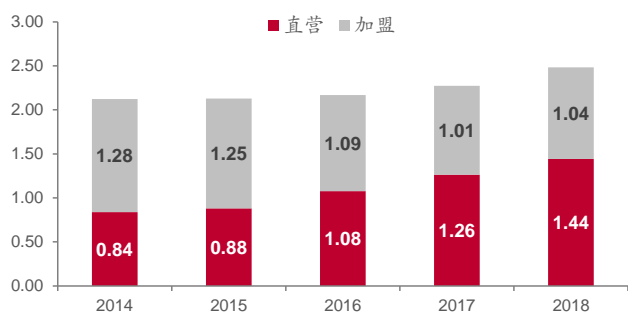
来源：公司公告，中泰证券研究所



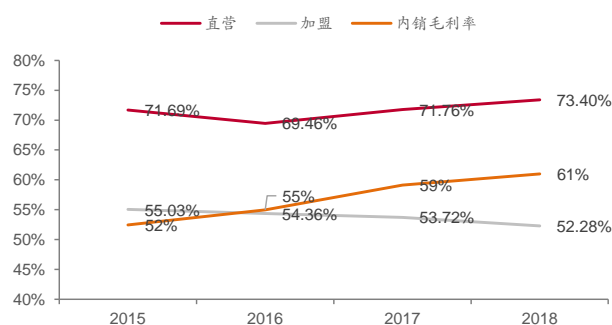
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 10: 2014-2018 年内销分渠道收入 (亿元)

图表 11: 2014-2018 年内销分渠道毛利率 (%)



来源：公司公告，中泰证券研究所



来源：公司公告，中泰证券研究所

### 自主研发生产，保障产品品质

- 在生产设计方面，公司是国内为数不多自建产能并自主设计研发的假发内销企业。基于此，对于重品质的中高端假发而言，瑞贝卡在产品质量方面拥较大优势。此外，外销方面，为应对国内不断上涨的人力成本，及降低汇率波动风险，公司已将部分产能向非洲及柬埔寨转移。

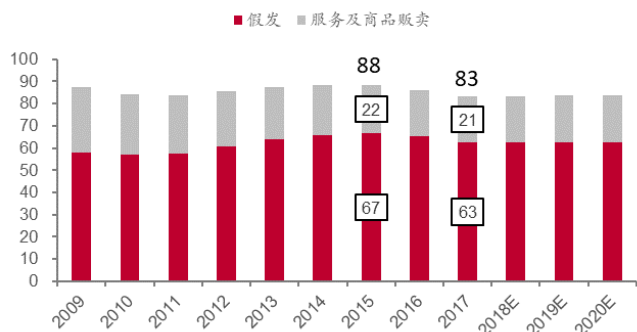
## 内销市场：百亿蓝海提速在即，龙头渗透率提升空间大

### 老龄化&颜值经济助推，假发内销百亿蓝海提速在即

- 中国假发类市场整体规模较其它国家小，2018 年预计约 45 亿元人民币，而 2018 年发质及消费习惯于中国相近的日本的规模则为 83 亿人民币（其中假发市场规模 63 亿人民币），二者差距较大：
  - 一方面，因为日本人均收入水平较高，而假发与化妆品类似，是在生活达到一定水平后才会购买的用以提升形象的产品，因此在较高的人均收入水平的支撑下，日本假发市场起步早于国内。
  - 另一方面，日本较中国早进入老龄化社会。目前国内假发市场消费者中女性占 80%+，其中 40 岁以上的中老年女性占整体的 70% 左右，该类人群对假发的需求主要在遮白发及稀疏的头发；另外约 10%

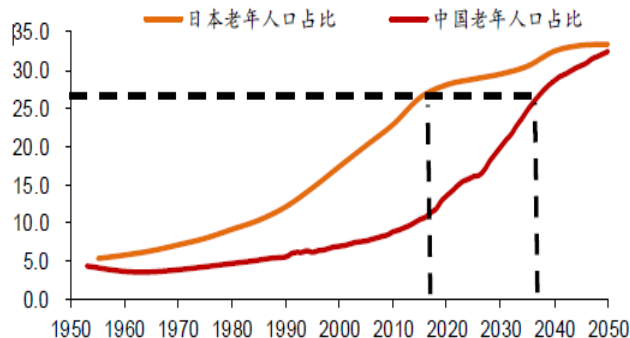
的消费者为 40 岁以上有脱发困扰的男性。因此老龄化是推动假发市场增长的一个主要因素。而从人口结构看，日本在 1990 年已进入深度老龄化社会（65 岁及以上人群占 14%），而中国预计 2020 年后开始加速老龄化。

图表 12: 2009-20120E 年日本假发行业规模 (亿人民币)



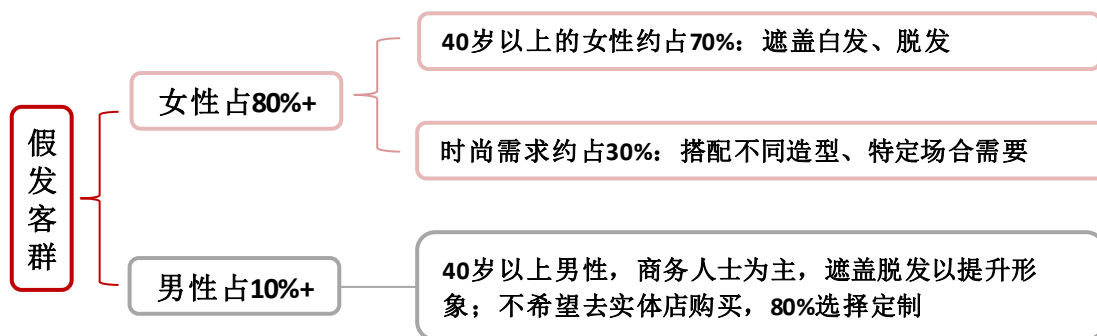
来源：矢野经济研究所，中泰证券研究所

图表 13: 中国 65 岁以上老年人口占比 (%)



来源：国家统计局，中泰证券研究所，来自中泰宏观团队

图表 14: 国内假发的主要客群



来源：中泰证券研究所整理

■ 在此背景下，我们认为随中国人均可支配收入水平的提升，以及老龄化的加剧，同时中国依托庞大的人口基数，国内假发市场增速拐点即将到来，未来有望迎来快速增长：

➢ 老龄化、脱发&白发年轻化，假发需求日益增加。

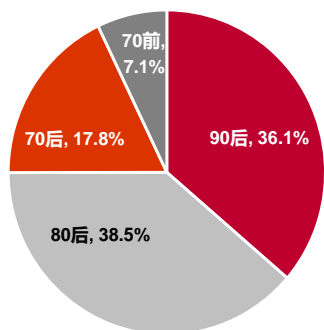
根据中泰宏观团队，中国老人口（65 岁及以上）占比在 2021 年超过 14%，即进入深度老龄化社会，2031 年超过 21%，进入超老龄化社会（与当前日本水平相近）。从预测看，约 2018 年中国老龄化开始加速，我们或在 2037 年达到日本现在的水平，该趋势有望带动国内假发需求提速。

与此同时，国内退休年龄也在延后，或在 2030 年男女退休年龄从目前的 60/55 岁均延迟到 65 岁。而出于工作需要，老龄工作人员

(尤其是公职人员、教师等)会注重自身形象,因此对假发的需求也有望增加。

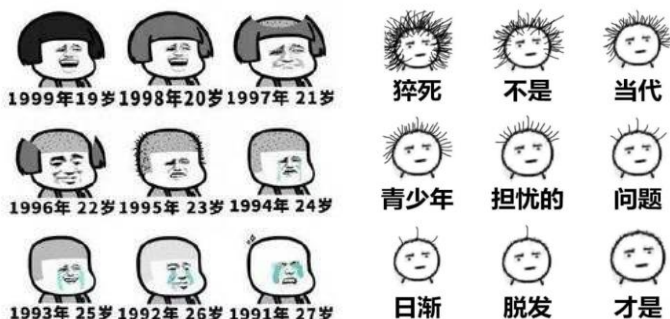
此外,80/90后逐渐成为脱发人群的“后起之秀”,也有望成为国内假发的消费者。“第一批90后已经秃了”“第一批80后已经白了头”等来自80/90后的各种网络自嘲背后,是当代年轻人在生活压力及不健康作息下,掉发、白头比年长一辈来的更早一些。根据2019年中国青年网校园通讯社对全国643所高校的大学生调查发现,超5成大学有脱发困扰,该人群中超7成处于轻微脱发状态。阿里健康、阿里数据的网购调查显示,购买防脱产品的90后占比(36.1%)基本与80后(38.5%)持平,可见脱发现象一代比一代早。

图表 15: 80/90 后为网购防脱发产品的主力军



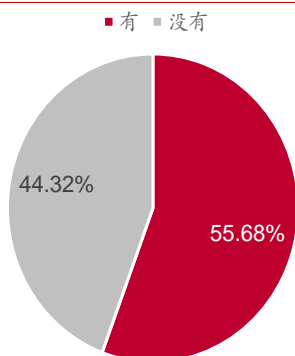
来源: 阿里健康&阿里数据, 中泰证券研究所, 2017 年数据

图表 16: 来自网民的自嘲, 脱发成为困扰青少年的重要问题之一



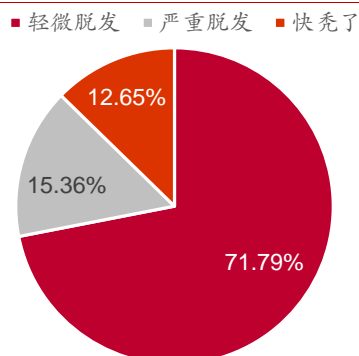
来源: 新浪新闻, 中泰证券研究所,

图表 17: 大学生是否有脱发困扰



来源: 中国青年网校园通讯社, 中泰证券研究所.

图表 18: 大学生脱发情况

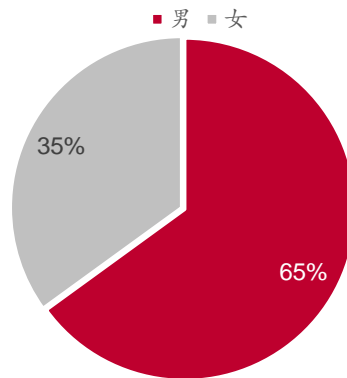


来源: 中国青年网校园通讯社, 中泰证券研究所.

- 综合来看,国内脱发人群数量庞大,根据《中国脱发人群调查》,中国脱发人群达2亿人,其中男/女性分别为1.3/0.7亿人,陷入脱发困扰的中国人远超日本和韩国的人口总数。未来随老龄化加剧、城镇化下生活压力增加导致脱发提前,预计国内假发受众人群将不断增加。

图表 19: 国内脱发人群结构





来源：《中国脱发人群调查》，中泰证券研究所。

- 从消费习惯看，在生活水平提升下，人们对“美”、“健康”的需求日益提升，这有望提升脱发人群对假发的接受度：

➢ 消费升级下，“不美不活”，颜值经济快速兴起

随人均可支配收入水平、受教育程度提升，人们开始追求更高的生活品质。爱美之心人皆有之，追求外表是人们尤其是女性的天然需求，因此颜值经济应运而生。在此背景下，能显著提升颜值的化妆品、美容行业均呈现快速增长：2012-2017 年国内化妆品行业规模 CAGR=7.7%，规模达到 3600 亿元 (Euromonitor)；2011-2017 年中国医美行业规模 CAGR=20%，规模达到 818 亿元 (iResearch)。

同样的，除了脸，发型也成为影响整体颜值的一个关键因素，一头浓密的头发可以使人年轻 10 岁。根据 360 大数据调查显示，2018 年线上美发产品销售中，防脱发、生发需求的人群占比达 83%，当年脱发、生发产品流量分别提升 211.6%/81.2%，可见人们对脱发的问题越来越在意。

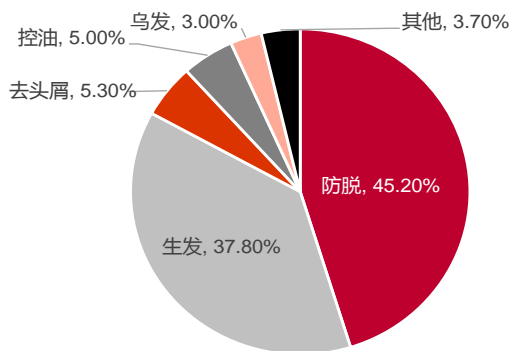
**图表 20：“一头浓密的头发可以使人年轻 10 岁”**



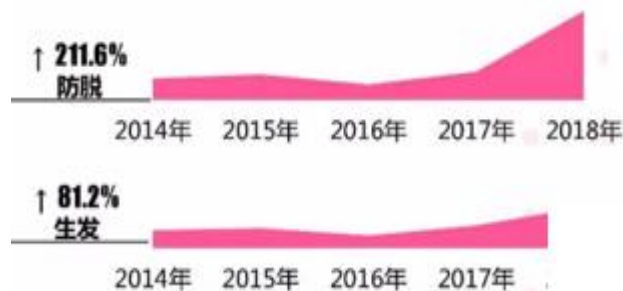
来源：砌糖社品牌微博，中泰证券研究所整理。

**图表 21：2018 年线上购买美发护发产品需求占比**

**图表 22：2018 年线上购买美发护发产品中，防脱、生发流量大幅上升**



来源：360 大数据，中泰证券研究所



来源：360 大数据，中泰证券研究所

### ➤ 假发 VS 植发、染发，养生意识提升促假发需求增加

目前在出现脱发、白发后，人们一般会采用四种方法：用相关增发产品预防&挽救、戴假发、染发、植发。从结果看，第一种方式只能延缓脱发/白发但无法根治，最终仍会走向脱发/白发。而后三者均有立竿见影的效果，但其中植发在脱发后期也难以达到理想效果。同时，从人体健康角度看，植发、染发均会对人体造成不同程度的损伤。且从价格看，综合考虑更换频率，假发的性价比也较高。

而假发的主要缺点在于透气性差导致不卫生的问题、逼真度不高、化纤材料导致过敏，目前部分中高端假发产品(同真人发手织而成，轻薄透气逼真)已经能有效解决这类缺陷，并且国内中高端假发品牌均提供终生免费洗护服务，以保证产品后续的使用效果。

**图表 23：染发、佩戴假发、植发对比细节修改**

	佩戴假发	染发	植发
<b>原理</b>	头套或发片遮住脱发、白发	利用植物或化学色素改变发色	取后枕部健康毛囊，通过体外分离培养提高活性，再移植至脱发部位，自然生长新发
<b>费用</b>	【头套】 中高端2500-7000元 低端1000-2000元 【发片】 中高端1000-2000元 低端0-800元 【产品寿命】 中高端2-5年 低端2周--半年	美发沙龙：根据药水档次100-1000元不等 自己染发：根据染发剂档次20-500元不等	10-15元/毛囊单位 2-3级脱发（脱发面积30-40平方厘米）需1800单位以上：1-3万 4-5级（60-80平方厘米）需2000单位以上：2-5万 6级（80-100平方厘米）需3000单位以上：3-6万
<b>时间</b>	直接佩戴	1小时左右	手术时间：单次取不差过3000单位，3000单位一般6-7小时； 恢复时间：术后5天不能沾水；术后半年能长出60%多的头发，9个月就能长出90%的头发，10-12个月差不多100%
<b>优势</b>	①效果显著、佩戴方便； ②无需定期修剪，造型不易变形，也可随意更换造型	①效果显著、操作便捷； ②可自由改变发色	①永久性、效果显著
<b>劣势</b>	①部分产品透气性差、逼真度低 ②中高端逼真度高、透气性好，但需要专业护理（一般购买后终身免费）	①染发剂可能会对人体健康造成不利影响 ②部分人可能对染发剂过敏 ③染发过程需要打开毛鳞片将染发剂深入头发，频繁染发会导致头发脆弱、易脱落 ④若想要保持较好的效果，一般2-3个月补染一次	1、不适用于所有人，脱发面积不大且毛囊活性达到一定标准才能手术 2、毛囊、头皮神经不可逆损伤风险： ①毛囊可能遭受不可逆的损害，导致不再生发，使得植发后头发密度不均匀，视觉效果不自然 ②后脑勺神经可能在切下毛囊时被损害，出现麻木疼痛感 ③伤口处理不当，感染发红 ④取发区毛囊损害不再生发 ⑤毛囊资源有限，若一次不成功则需要多次手术，造成毛囊大量死亡

来源：中泰证券研究所整理

而从行业规模看，2017年国内植发行业规模达到92亿元(iResearch)，

养发行业规模近 100 亿（《中国人头皮亚健康白皮书》），均远超同期假发行业约 45 亿的规模。我们认为，在养生意识提升的背景下，对人体健康无损害的假发需求有较大提升空间。

同时植发行业线上线下全方位的营销，相当于教育+引导消费者对脱发严重性，以及增发必要性的认知，在一定程度上利于提升目标客群对假发的接受度，未来假发行业规模有望快速增长。

图表 24: 2018 国内植发机构营销图谱



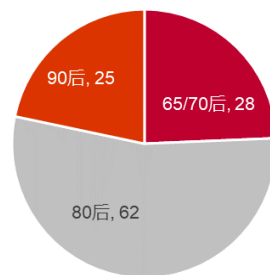
来源: iResearch, 中泰证券研究所整理

- 从具体客群看，70 后是赶上中国温饱的一代，也是逐步接受九年制义务教育、毕业后赶上经济快速增长，同时物价房价也相对便宜的一代。因此他们相对于 50/60 后（成长环境：物质匮乏、尚未温饱）存钱意识偏弱，更愿意花钱来提升生活品质；而 80/90 后则出生在中国经济高速增长，物质生活丰富的时代。同时还是处于计划生育严格执行时期，集家中众多长辈宠爱于一身。这群人比较注重生活品质，愿意超前消费，对高价产品接受度较高（2018 年中国 80/90 后奢侈品支出占所有人群的 75.7%）。因此，我们认为 70/80/90 后对假发的接受度更高，是中国假发市场主要客群。

图表 25: 2018 年中国 50 后、60 后、80 后、90 后成长环境

年代	成长环境	消费习惯
50s	艰苦，风吹日晒的在生产队工作，挣工分	苦日子下养成了极其节俭的习惯，一般只买必需品
60s	物质生活匮乏，尚未实现温饱	勤俭节约是重要的生活习惯，对生活品质追求不高
假发主客群	70s 解决温饱、开始九年制义务教育	存钱意识较老一辈弱，开始注重生活品质
80s/90s	改革开放经济高速增长、物质生活丰富、受教育程度快速提升；计划生育政策下，集长辈“万千宠爱”于一身	重生活品质，愿意超前消费，崇尚及时行乐，对高价产品接受度较高

图表 26: 2018 年中国 65&70 后、80 后、90 后购买奢侈品金额（十亿美元）

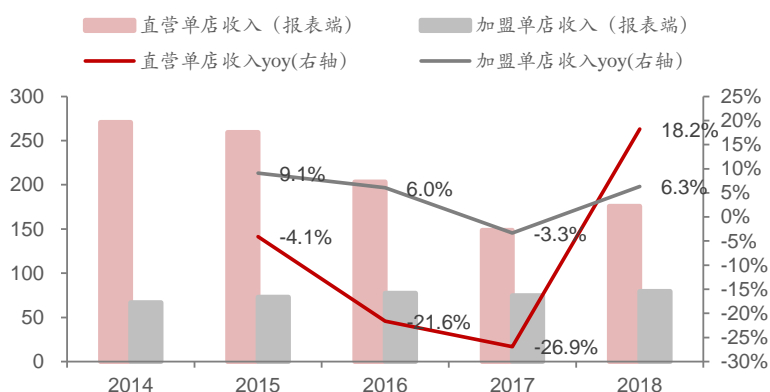


来源：中泰证券研究所整理

来源：麦肯锡《中国奢侈品报告 2019》，中泰证券研究所

- 综合来看，在老龄化加速、80/90 后脱发提早，同时颜值意识提升促使大家更注重外形的背景下，人们对脱发问题越来越关注，也更愿意在这方面花钱以提升形象。而假发相比植发、染发有较突出的性价比和安全性优势，并且随着技术的进步，逼真性、透气性这些过去阻碍人们使用假发的问题得到有效解决。与此同时，对假发接受度相对高的 70/80/90 后正在陆续步入 40 岁这一目标客龄，因此，我们认为，中国假发市场正在迎来加速渗透期。
- 微观层面看，随着行业的兴起，近几年国内主要的中高端品牌均处于快速扩张期，如 VS 品牌 2015 年成立至今已开设 67 家门店覆盖 12 个城市。此外，根据草根调研，Iremy、Rebecca 及 VS 2019 年均加快了开店进度，跑马圈地，抢占优质商圈。除渠道扩张提速以外，店效也保持较快增长，根据草根调研，主要的中高端品牌 2018 年及 2019Q1 可比门店增速均达到 10%-15%（瑞贝卡 2018 年报表端直营/加盟单店收入均恢复增长，分别同增 18.2%/6.3%），部分门店甚至达到 30%-50%。

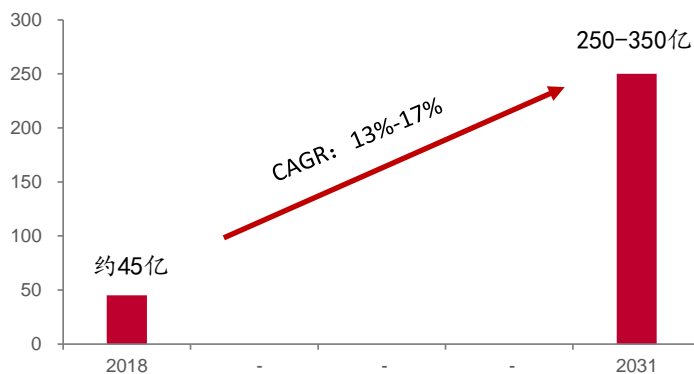
图表 27: 2014-2018 年直营/加盟单店收入及其增速 (万元)



来源：公司公告，中泰证券研究所整理。单店收入为报表端收入

- 行业空间测算：2017 中国 35 岁以上人群数量（到 2031 年老龄化达到日本目前水平时，该批人群达到 45 岁+）是日本 2015 年（日本假发市场规模最大的年份）45 岁以上人群的 12.7 倍（中日分别 7.66/0.6 亿人）。按日本 2015 年假发市场规模 67 亿元，假设未来有 30%-40% 的目标客群使用假发，预计中国假发市场约 250-350 亿行业规模。而 2018 中国假发市场约 45 亿元，预计 2019-2031 假发行业规模增速 CAGR 达 13%-17%。

图表 28: 中国假发市场规模预测 (亿元)



来源：中泰证券研究所测算。

### 中高端参与者少，低端价格战激烈

- 从定位看，目前国内中高端假发以人发为主(占比在 70%及以上)，产品轻薄透气且逼真度高，具有完善的售后服务。并且行业参与者较少（主要以 Rebecca、Iremy、VS 三个国牌为主，此外还有日系品牌 Aderans），且多形成全国性布局，并以直营为主的方式覆盖一二线城市的百货/购物中心；该市场主要比拼产品、品牌及渠道布局，参与者少且竞争温和。
- 而低端品牌以化纤发为主，产品较为厚重且外观真实性欠佳。渠道主要集中在电商及街边小店，多无售后服务，行业品牌众多，且以区域性品牌/个体户为主，多数不成规模。该市场主要比拼价格，价格战激烈。

图表 29：国内中高端/低端假发对比

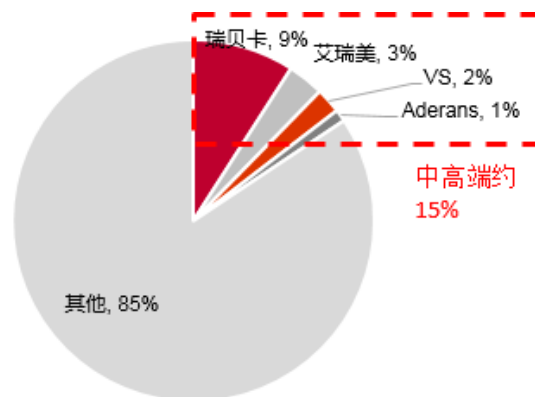
定位	中高端	低端
材质	全人发、人发70%+	化纤发，有头皮过敏可能
织法	内网手织，触感柔软	内网机织，触感硬且粗糙
使用体验	轻薄透气；外观自然真实	较为厚重、闷热，外观真实性欠佳
使用寿命	2-5年	一次性；2周-半年
价位（元）	2500-10000	100-2000
生产模式	头部品牌中瑞贝卡、瑞美自产，其余代工	代工
渠道模式	直营为主、加盟为辅	多是个体户；规模稍大的加盟为主
渠道结构	购物中心、百货为主； 全国性布局，主要覆盖一二线城市	电商、美发沙龙、街边店； 区域品牌为主，仅覆盖极少数城市
主要品牌	Rebecca、艾瑞美、VS，及日系	佰丝堂小七、俏丽等数量众多
配套服务	终身免费洗护；上门取送、邮寄、到店护理皆可，周期1-2周	大多无售后服务；规模稍大的可提供免费洗护（邮寄，周期2周以上）

来源：套数据、品牌官网等，中泰证券研究所整理

- 从市占率看，预计中高端整体占比约 15%，主要由 Rebecca、Iremy、VS 及 Aderans 4 个全国性布局的品牌构成，其中 Rebecca 是龙头（我们预计终端市占率约 9%）；剩余约 85% 份额由上千个中低端及低端品牌构成。

图表 30：2018 年国内假发市场格局





来源：公司公告，公司官网，中泰证券研究所测算。

### 中高端一线已起步，二三四线近乎空白

- 如前所述，假发普及与经济水平相关性较高，因此经济较发达的地区假发市场已经开始起步，根据百度地图统计，北上广深天津 5 个一线城市假发门店达到 137 家，占全国假发门店的 23.5%。而其余的二三线城市（31/15 城）门店数分别为 355/91 家，分别占 61%/15.6%：
  - 从数量看，具体到单个城市，二三线门店数量少：如人口达 3000 万的重庆其假发门店仅 15 家，且其中 12 家是以个体户为主的街边店。人口达到千万级别的武汉、哈尔滨、西安、郑州的假发门店数均不到 20 家。
  - 从渠道结构看，城级越往下，以中低端为主的街边店占比越高：从整体看，街边店占 70%，其中中高端品牌优先布局的一线城市该占比相对偏低（48%）；而城级越往下该占比越高，二三线分别为 75%/84%。可见中高端品牌渠道渗透率及渠道机构优化均有较大提升空间。

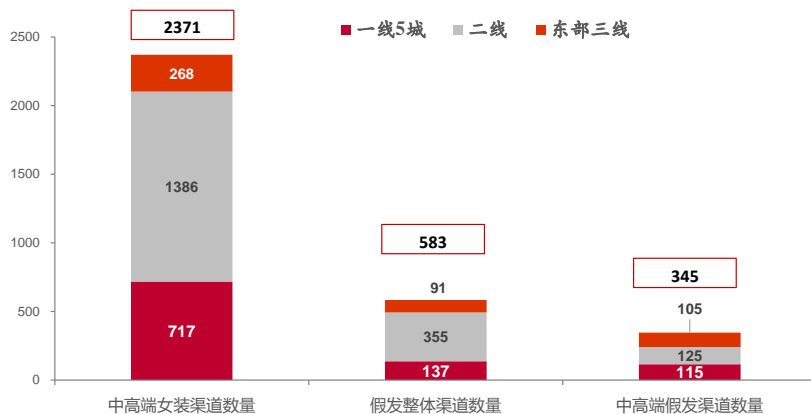
图表 31：国内主要一二三线城市假发渠道分布（家）

城级	城市	假发店数量 (家)	渠道分布 (家)			人口数量(万人)	人均可支配收入 (元/年)
			街边店	百货&购物中心	其他		
一线	北京	33	12	17	4	2171	62406
	上海	62	35	18	9	2424	68034
	深圳	11	6	5	0	1303	52938
	广州	24	9	10	5	1490	59982
	天津	7	5	2	0	1560	42917
	合计	137	67	52	18		
二线省会	杭州	42	33	4	5	981	61172
	重庆	15	12	2	1	3102	34889
	成都	53	51	1	1	1633	42128
	南京	15	12	2	1	844	59308
	济南	6	6	0	0	746	46642
	武汉	16	14	2	0	1108	47359
	哈尔滨	6	3	2	1	1086	37828
	沈阳	9	4	0	5	832	41359
	长春	5	1	0	4	749	29044
	西安	19	10	7	2	1000	35630
	长沙	18	9	4	5	815	50792
	福州	8	6	1	1	774	44457
	郑州	22	15	5	2	1014	39042
	太原	4	1	2	1	438	33672
	石家庄	8	7	1	0	1095	35563
	合计	259	194	35	30		
东部地区 其他二线	大连	9	5	4	0	699	40587
	青岛	11	10	1	0	940	50817
	厦门	2	1	1	0	411	54401
	苏州	26	22	2	2	1072	20227
	宁波	19	17	1	1	820	56656
	无锡	16	11	4	1	657	56989
	佛山	10	6	3	1	791	50737
	东莞	1	1	0	0	839	50721
	烟台	2	1	1	0	713	44875
	合计	96	74	17	5		
东部地区 三线	泉州	5	4	1	0	870	42696
	南通	9	8	1	0	731	28259
	常州	12	11	1	0	473	30351
	绍兴	10	9	1	0	504	54445
	扬州	7	7	0	0	453	41999
	台州	7	7	0	0	614	55705
	嘉兴	10	10	0	0	473	47987
	镇江	4	4	0	0	320	45386
	昆山	2	2	0	0	166	59191
	江阴	5	4	1	0	165	59165
	义乌	9	5	3	1	130	66081
	金华	5	4	0	1	560	54883
	中山	1	0	1	0	331	48804
	江门	2	2	0	0	460	35466
珠海	3	0	3	0	189	50713	
合计	91	77	12	2			
合计	583	412	116	55			

来源：百度地图，中泰证券研究所整理；注：除一线城市外，其余主要选取经济较发达的东部二三线城市

- 未来在人均收入提升、老龄化加速，品质生活消费习惯有望逐渐养成的背景下，假发需求有望从一线快速向二三线渗透。对比与中高端假发有相近客群&渠道结构的中高端女装，其渠道数量(2371家)远超假发(583家)，中高端假发品牌数量门店数量则更少(主要中高端品牌 Rebecca、Iremy、VS、Aderans 一共 345 家)，也反应出国内中高端假发市场渗透率有大提升空间。

图表 32：假发、中高端假发及中高端女装分城市渠道结构(家)

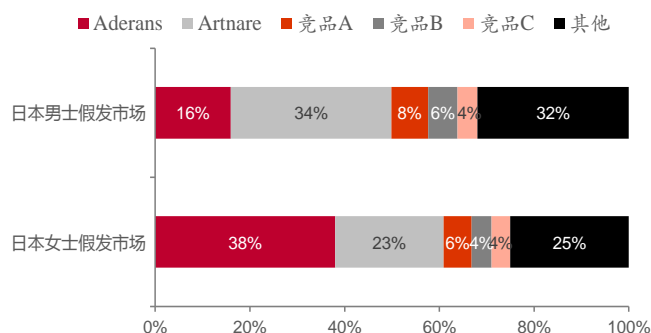


来源：品牌官网、百度地图，中泰证券研究所整理。一线：北上广深&天津；二线：省会城市及东部二线；三线：东部主要三线城市；中高端假发为 Rebecca、Iremy、VS、Aderans 四家

### 中高端龙头确立，渠道拓展空间大

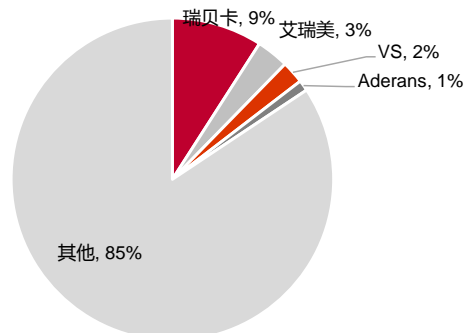
- 考虑到中国假发需求正在快速增长，逼真度及舒适性更强的中高端假发能大幅提升假发使用体验，因此中高端假发的需求增长有望超越行业。而考虑到目前已有的中高端品牌经过 20 余年的积累，在规模、渠道、技术、生产方面均有较大优势，预计未来国内中高端品牌市场集中度提升空间较大。根据我们测算，2018 年国内第一假发品牌公司瑞贝卡市占率约 9%，远超第二第三品牌 Iremy 和 VS。而对比成熟市场的日本，其 2015 年第一品牌 Aderans 在男/女假发行业的市占率分别达到 16%/38%，远超瑞贝卡目前水平。

图表 33: 2015 年日本男女假发市场格局分布



来源：Aderans 公司公告、Yano Research 数据，中泰证券研究所整理

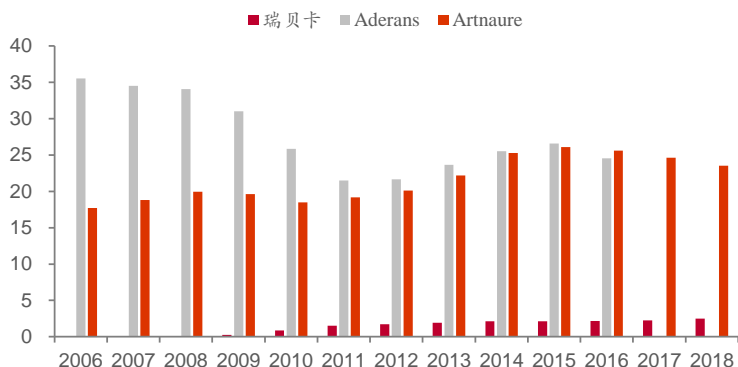
图表 34: 2018 年国内假发市场格局



来源：公司公告，中泰证券研究所测算

- 从中日假发龙头内销规模看，差距也较大：2018 年国内假发龙头瑞贝卡内销假发收入 2.48 亿元，而人口规模仅中国 10% 的日本的假发 TOP2 品牌 Aderans/Artnare 内销历史最高收入分别为 35/26 亿人民币。

图表 35: 2006-2018 年中日假发龙头内销收入规模 (亿人民币)

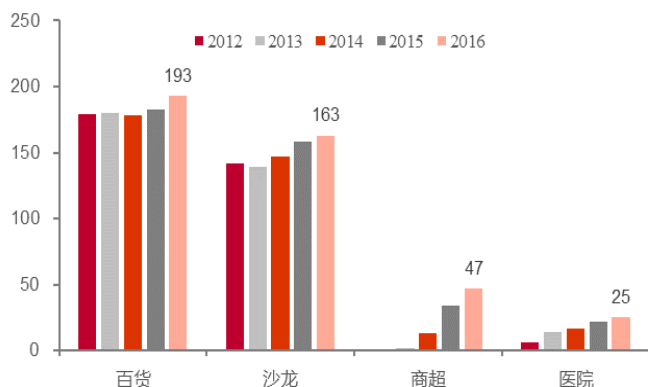


来源：wind, Bloomberg, 中泰证券研究所, Aderans2017年私有化后不再公开经营数据

- 对比中日龙头的内销渠道看，二者在数量上也存在较大差距。至 2016 年，Aderans 单品牌在日本共有 428 家门店，而 2018 年瑞贝卡旗下 Rebecca/Sleek 分别仅 178/35 家。同时 Rebecca(3000-7000 元)/Sleek(2000-3000 元)定价较 Aderans(5000-1 万元)低，因此我们认为瑞贝卡相较日本龙头存在更大开店空间。

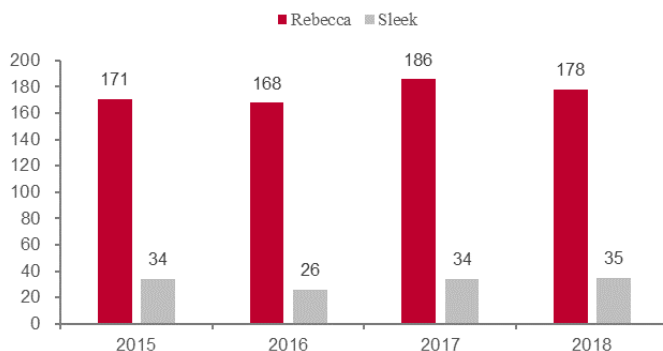
且从 Aderans 的渠道结构看，历史上以百货渠道为主，沙龙等其他渠道兴起晚于百货。我们认为假发与化妆品类似，属于提升形象的产品，其需求随人们消费水平提升而兴起。因此其从中高、高端品牌聚集的百货开始兴起，而后随人们接受度及消费水平提升，逐渐向大众化普及（商超等渠道起步晚于百货）。

图表 36: 2012-2016 年 Aderans 单品牌日本国内渠道规模及分布 (家)



来源：Aderans 公司公告, 中泰证券研究所, 截止各年的 2.28 日

图表 37: 2015-2018 年 Rebecca、Sleek 品牌国内渠道数量 (家)

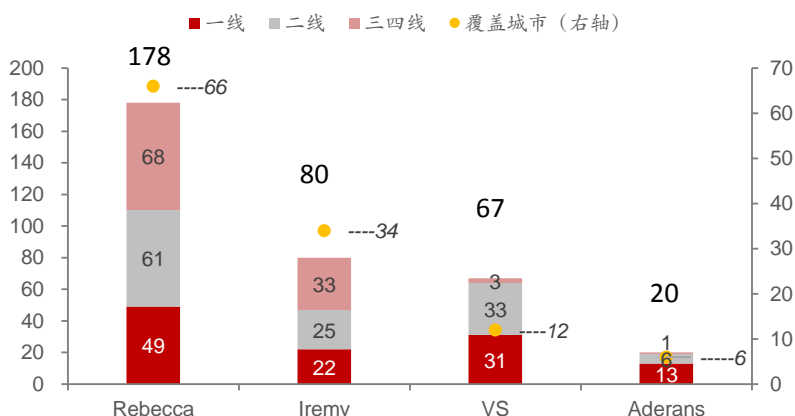


来源：公司公告, 中泰证券研究所

而现阶段中国仍处于假发需求兴起阶段，百货及购物中心是主要布局的渠道。目前国内中高端品牌的渠道也以百货及购物中心为主，但考虑到中国千余个购物中心的数量与目前单个假发品牌不到 200 家的门店数量相比，购物中心及百货渠道开店空间大。并且目前中高端品牌以覆盖一二线城市为主，如 Rebecca、Iremy 一线 5 城渠道数量占比均达 28%，VS 近 50%。未来随人们消费水平提升下对假发接受度提高，下沉空间

也较大。

**图表 38: Rebecca、Iremy、VS 分城市门店分布 (家)**



来源：品牌官网、百度地图，中泰证券研究所整理。

- 对于购物中心而言，假发为扩充品类的选项，品牌数量在精不在多，龙头品牌为首选。假发需要试戴、修剪，能有效吸引客户到店消费，而同时目前假发的核心客群是 40 岁以上消费实力较强的女性，因此假发是目前购物中心扩充品类的一个选择。

但考虑到假发店铺面积多在 30 m<sup>2</sup> 左右，远小于其他品类（如服装 100 m<sup>2</sup> 左右、餐饮 100 m<sup>2</sup>+），因此对于租金模式的购物中心而言，假发品类的效益低于其他。

基于上述原因，购物中心往往仅引进 1-2 个假发品牌，在此背景下，行业龙头将成为首选。从 2017 年销售额 TOP30 的商场布局看，行业龙头 Rebecca 优势明显，覆盖了其中 18 个商场，远超 Iremy（3 个）、VS（3 个）。

**图表 39: 2017 年国内销售额 TOP30 商场及其假发品牌 (亿元)**



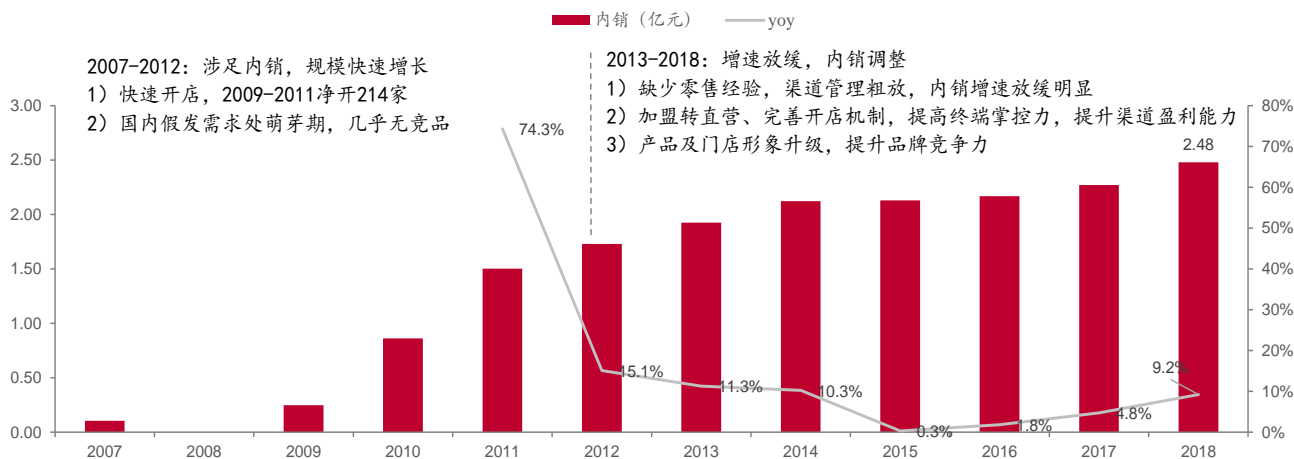
排名	城市	商场	2017年销售额 (亿元)	销售额yoy	假发品牌
1	北京	北京SKP	125.0	30%	Rebecca
2	南京	南京德基广场	90.0	17%	
3	武汉	武汉国际广场	87.3	136%	Rebecca
4	北京	北京国贸商城	79.6	41%	
5	杭州	杭州大厦	77.6	18%	
6	深圳	万象城	77.0	16%	
7	上海	IFC国金中心	70.0	17%	
8	广州	广州天河城	60.0	9%	Rebecca
9	西安	赛格国际购物中心	58.5	30%	Rebecca、lremy、VS
10	广州	正佳广场	58.0	5%	Rebecca
11	南京	中央商场	50.7	16%	Rebecca
12	广州	太古汇	50.4	27%	
13	成都	IFS国金中心	49.0	29%	Rebecca
14	上海	恒隆广场	48.5	26%	Rebecca
15	南京	金鹰 (新街口店)	43.0	7%	Rebecca、lremy
16	南京	南京新百	43.0	21%	Rebecca
17	北京	朝阳大悦城	42.4	19%	VS
18	上海	八佰伴	40.0	52%	
19	杭州	湖滨银泰	37.0	12%	
20	武汉	武商广场	36.2	19%	
21	上海	新世界	35.6	-4%	Rebecca
22	杭州	武林银泰总店	35.2	-7%	Rebecca
23	石家庄	北国商城	35.0	1%	Rebecca
24	深圳	海岸城	34.8	14%	
25	郑州	大卫城	33.0	86%	Rebecca、lremy
26	青岛	海信广场	32.8	27%	Rebecca
27	长春	卓展购物中心	31.0	3%	Rebecca
28	沈阳	沈阳中兴	30.7	2%	
29	上海	久光百货	30.0	8%	Rebecca
30	西安	开元商城	29.3	-2%	Rebecca、VS

来源：赢商网，大众点评，百度地图，中泰证券研究所整理；

## 公司变化一：内销调整到位，业绩爆发在即

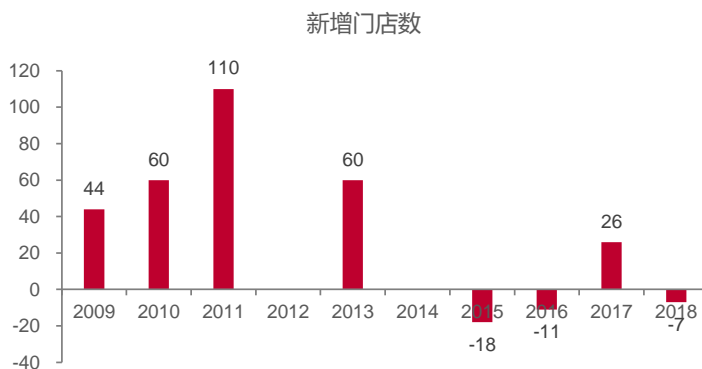
- 随国内假发市场开始萌芽，公司于 2007 年开始以快速开加盟店的模式发力国内市场，2009-2011 年净开 214 家门店。公司作为假发出口龙头，在生产制造的品质方面具有优势，但是考虑到公司原本经营思路主要是制造业思路，在消费品内销转型过程中走了很多弯路，从一开始的以加盟商为核心的渠道快速扩张，到后续的加盟商管理混乱，导致公司内销业务增长乏力，2012-2018 年内销 CAGR 仅 6.2%，尤其是 2015-2017 年增速降至 5% 以下，2018 年增速有所回升，收入规模达到 2.48 亿。
- 在此背景下，公司开始调整内销业务，在渠道、产品、激励机制方面重塑品牌：

图表 40：2007-2018 年公司内销收入规模及增速 (亿元) (可删)



来源：公司公告，中泰证券研究所整理；2008 年末披露

**图表 41: 2009-2018 年国内新增门店数 (家)**



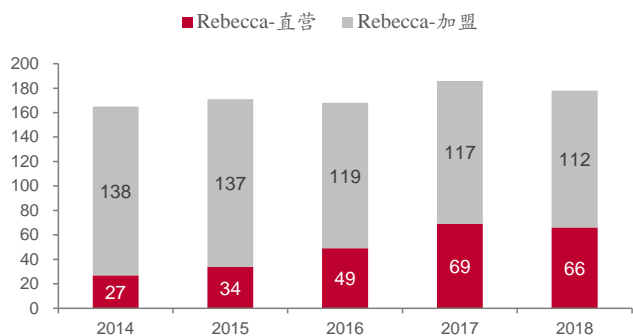
来源：公司公告，中泰证券研究所整理。

### 加盟转直营，提高掌控力

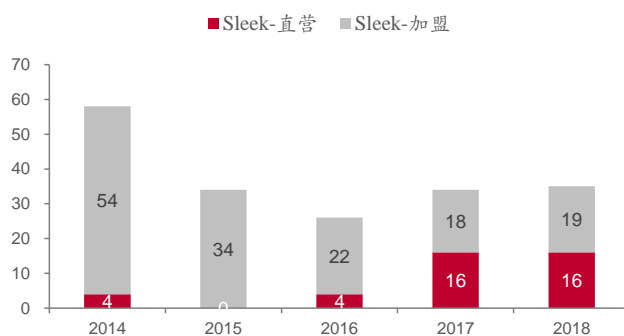
- 快速扩张期，公司以加盟模式拓店，但因对加盟商掌控力不足，导致终端出现“挂羊头卖狗肉”现象（即加盟商从成本更低的代工厂购买杂牌产品，但以 Rebecca 品牌销售）。在此背景下，消费者购买中高端假发重体验、重品质的需求未能被满足，故在此期间不但公司部分终端收入被侵蚀，品牌形象也受到负面影响。
- 因此公司自 2015 年开始逐步收回部分业绩较弱的核心地区的加盟商代理权，新开店主要以直营为主。因此 2015 年至今 Rebecca 品牌终端门店数几乎无增长，但关闭的基本都为加盟店（如深圳、杭州、西安等原先销售规模贡献较大的地区，均收回加盟权，转为直营管理），而直营店则稳步增长，至 2018 年数量占比已达 37%，收入占比更达到 60%。

**图表 42: 2014-2018 年 Rebecca 品牌渠道结构及数量 (家)**

**图表 43: 2015-2018 年 Sleek 品牌国内渠道结构及数量 (家)**



来源：公司公告，中泰证券研究所，

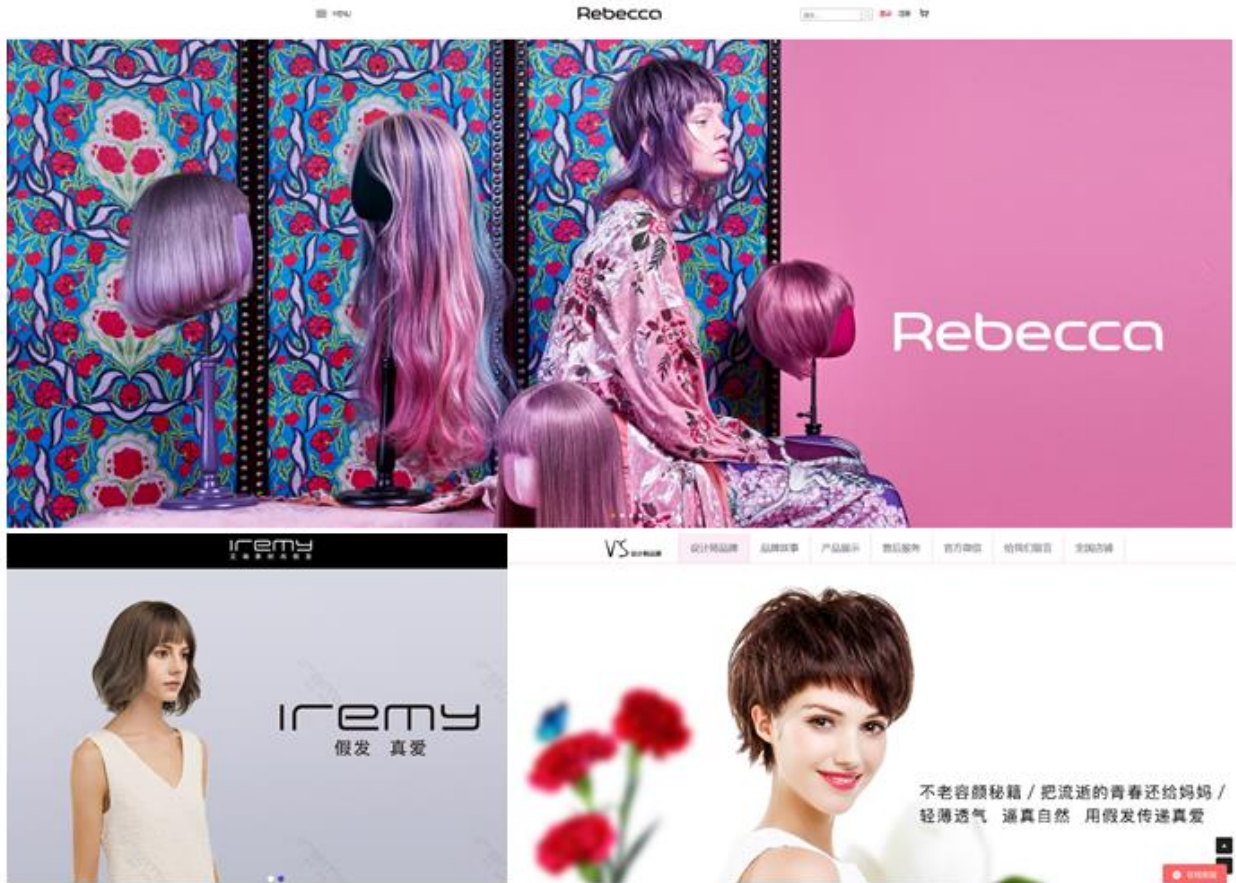


来源：公司公告，中泰证券研究所

### 终端形象升级，强化竞争力

- 因假发的核心客群为 40 岁以上的中老年女性，故以假发品牌宣传也多以“妈妈”、“不老”为关键词宣传，所以大家对假发的认知多停留在“中老年使用”、“呆板”的印象。而随大家对个人形象的重视度提升，时尚、年轻成为各年龄层的追求。因此若仍以老旧的形象来宣传，难以吸引“不服老”的原假发核心客群，更意味着直接放弃了逐渐成为新消费主力军的年轻群体。
- 同时，对于人气较高的购物中心而言，为了吸引客流，购物中心形象都呈现年轻化、时尚化趋势。因此对于品牌而言，若自身形象跟不上，易被淘汰。
- 因此，瑞贝卡自 2019 年开始通过门店形象和产品升级来提升自身时尚度，保持行业龙头的竞争力：**1) 线下**，2019 年后开始调整店铺形象，定位年轻时尚，从原先黑白为主的色调调整为更具活力的粉白黑色调。同时在店内也会增加契合当季产品主题的情景陈列区，使消费者更直观的感受产品及品牌要传达的精神。**2) 线上**，公司品牌主业与竞品相比，在色彩、模特、产品展示方面时尚度凸显。

图表 44: Rebecca、Iremy、VS 官网形象对比



来源：公司官网，中泰证券研究所整理；

**图表 45: Rebecca 新老形象店对比**



来源：公司官网，大众点评，中泰证券研究所整理；

行业提速&开店周期重启，2019 年内销有望爆发



- 2019 年将收复重要失地（深圳、西安、杭州、重庆等核心地区在原加盟模式下效益较差，2019 年开始收回加盟权，重开直营店），重新开直营，开店速度有望加快，预计 2019 年新增约 50 家门店，其中多为直营。而公司调整后的开店策略有望大幅提升开店成功率、缩短盈利周期，新店有望在 2019H2、2020 开始贡献收入业绩。
- 综上所述，在国内假发行业快速发展的背景下，瑞贝卡过往内销的停滞主要来自于自身管理的问题。因此经过上述渠道、产品、终端形象全面调整后，公司内销业绩有望在 2019H2 及 2020 年迎来爆发。

## 公司变化二：电商助力，海外业务有望平稳

### 行业需求：美洲平稳、非洲较快增长，中国跨境电商发展迅猛

- 世界各地消费者对假发的需求侧重不同：1) 其中非裔及非洲原住民因其发质先天缺陷，假发成为日常生活的必需品。材质方面，因人均消费水平限制，仍以价格偏低的化纤发为主，但人发需求也在日益增加；2) 亚洲人在日益增加的生活压力下因脱发、白发人群增加，假发的需求正在兴起。材质方面化纤发、人发均有；3) 而白种人对假发则以时尚搭配需求为主，对材质的选择偏向于的人发。

**图表 46：全球各地区、人种假发需求情况**

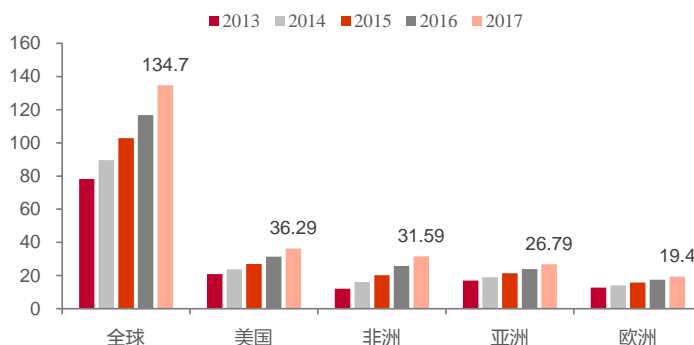
人种	区域	需求	材质
非裔	非洲	因头发生长较慢且是紧贴头皮的卷发，不利于打理及造型，	人发、化纤发
非洲原住民	北美洲	因此假发为日常必须的饰品；非洲因天气炎热，发条为主	化纤发
白人	北美洲、欧洲	时尚配件；头套、发条均有需求	人发
亚洲人	亚洲	主要用于掩盖脱发、白发，同时时尚造型需求也在兴起；头套、发条均有需求	人发、化纤发

来源：训修实业招股书，中泰证券研究所整理

- 从行业规模看，2017 年全球假发市场约 134 亿美元，其中美国因为非裔众多（占 10%+）且整体经济水平较高，是目前全球最大的假发消费市场（占全球的 27%），2017 年规模达到 36 亿美元。而非洲市场是目前全球第二大假发消费品市场（2017 规模 32 亿美元），随着人均消费水平的提升，该市场增长迅速。

**图表 47：2011-2018 年全球假发市场规模（亿美元）**

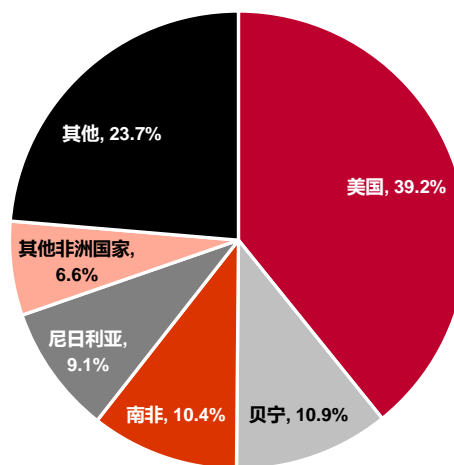




来源: Frost&Sullivan, 中泰证券研究所

- 从行业格局看，中国是全球假发出口大国，近几年依托跨境电商，中国假发在海外发展迅猛：
  - 海关数据显示，2018 年中国发制品出口 36 亿美元，占全球发制品 80% 的份额，其中假发之都许昌一地就贡献 10 亿美元（以 OEM 模式为主），占全国出口金额的 28%。从出口地看，与需求对应，美国是中国假发主要出口地，金额占 39.2%。同时非洲假发需求快速兴起，总份额达到 37%。

**图表 48: 2018 年中国假发出口地分布 (%)**



来源: 中国海关数据, 中泰证券研究所

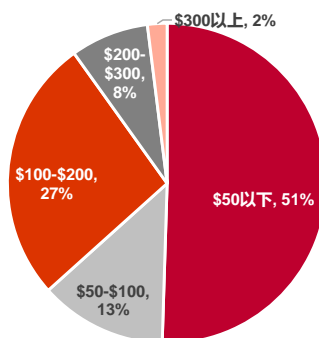
- 性价比优势下，中国假发跨境电商增长迅猛。消费者在跨境电商平台购买的假发价格以低价为主，\$50 以下的发套占 51%，\$200 以下的占 90%。而中国假发生产地主要集中在河南许昌、青岛这些人力成本相对较低的地区，产品价格较其它国家的更具竞争力。如美国一个头套价格约\$500-\$600，而速卖通同类产品价格在\$100 左右，性价比优势凸显。

从销售数据看，敦煌网跨境出口电商平台假发品类 2017/2018.1-8 月销售额分别同增 75%/24%；此外，速卖通平台统计，其 2018 年假发销售额已达 15 亿美金，其中对欧美出口增速超 50%，非洲的南非、尼日利亚、赞比亚、肯尼亚、坦桑尼亚等十个国家涨幅在

100-300%之间。

以往美国假发行业参与者以韩国品牌为主，中国企业主要为其提供OEM服务。但近几年在跨境电商助力下，中国品牌凭借电商优势，开始以自有品牌抢占市场。2018 年仅速卖通平台（2014 年开始涉足假发）假发在美销售额（约 5 亿美金）约占美国全年假发销售额的 13%。

**图表 49: 2017 年敦煌网跨境出口电商平台发套价格分布**

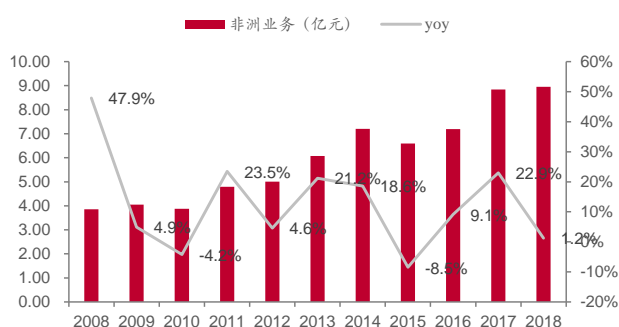


来源：敦煌网，中泰证券研究所

**公司非洲市场：汇率稳定&跨境电商，整体有望平稳**

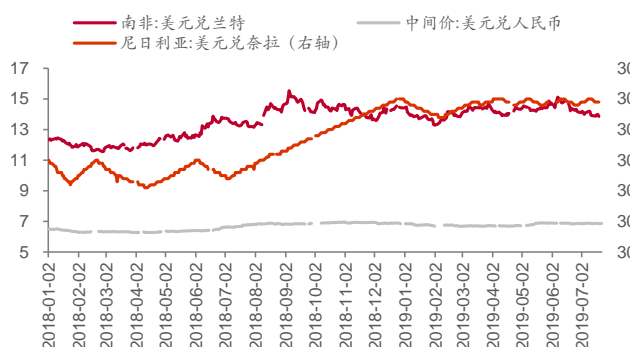
- 公司传统非洲业务以批发为主，在南非、尼日利亚、加纳等地设总经销商，由其向下层层分销。2008-2018 年非洲业务整体平稳增长，收入 CAGR=8.8%，2018 年规模达到 8.95 亿元。2018 年收入增速放缓主要因下半年尼日利亚汇率大幅贬值所致（尼日利亚为非洲最大收入贡献地）。而 2019 年至今尼日利亚汇率整体稳定，预计该因素对全年业绩影响较上年减弱，全年非洲线下业务有望保持平稳。

**图表 50: 2008-2018 年瑞贝卡非洲业务收入规模及增速 (亿元)**



来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 51: 2018-2019.7 美元兑兰特、奈拉、人民币汇率**



来源：Wind，中泰证券研究所

- 同时，公司积极发展电商业务：在传统多级分销模式下，假发从国内工厂发出到送达客户手中需要数月时间，速卖通联合菜鸟建立中非之间的跨境专线，使假发物流时效从平均三四十天缩短到平均 5-7 天。此外，去除中间环节，也利于毛利率的提升。

**图表 52: 假发业务的跨境电商模式 VS 传统模式**



来源：速卖通，中泰证券研究所

**公司美国市场：原业务进度放缓&电商助力，整体有望改善**

- 美洲市场整体假发需求较为稳定，公司业务主要为韩国品牌提供 OEM 服务，但快速兴起的电商挤压了当地韩国品牌的份额，而公司未及时切入电商，导致传统的美洲 OEM 业务持续幅缩水。2008-2018 年收入 CAGR=-5.5%，2018 年规模缩减至 4.51 亿元。
- 因此公司 2017 年开始由传统销售模式向“OEM+跨境电商+品牌终端零售模式”的转型：线上通过与速卖通（2018 年 Rebecca 荣获速卖通十大出口品牌，加入速卖通 2 年业绩增长 40 倍）、亚马逊等电商平台合作；线下通过收购门店开始自有品牌“QVR”的零售业务。

**图表 53: Rebecca 荣获 2018 年速卖通十大出海品牌**

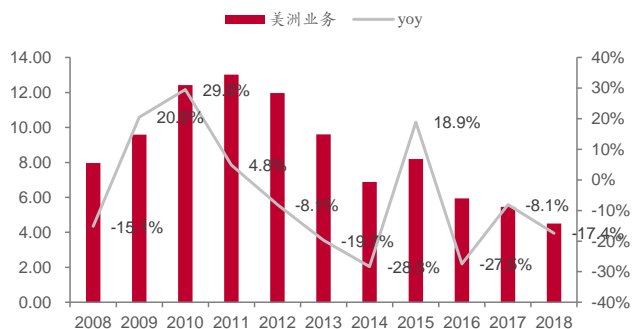


来源：中国发博会，中泰证券研究所

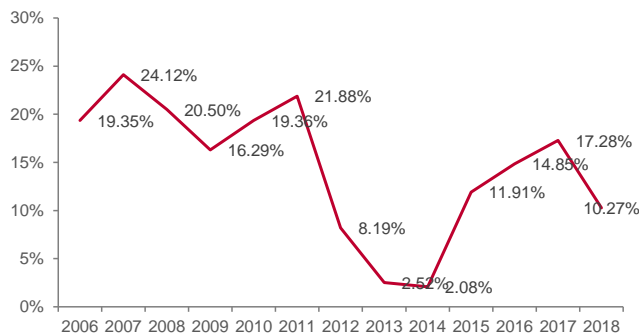
- 由于电商平台及线下门店设立前期投入较大，同时原 OEM 业务下滑，因此 2018 年毛利率大幅下滑 7PCT 至 10.27%。但随电商业务开始步入正轨，自有品牌零售业务投入进度放缓，预计 2019 年整体边际有所改善。

**图表 54: 2008-2018 年瑞贝卡美洲业务收入规模及增速 (亿元)**

**图表 55: 2006-2018 年美洲业务毛利率 (%)**



来源：公司公告，中泰证券研究所



来源：Wind，中泰证券研究所

## 盈利预测与估值

- 预计公司 2019/20/21 年收入分别为 20.61/22.63/24.85 亿元，分别同增 9.54%/9.85%/9.76%。同期毛利率分别为 36.51%/38.65%/40.87%。

内销：假设未来三年以 Rebecca 品牌扩张为主，Sleek 保持平稳。2019/20/21 年 Rebecca 净开直营店 38/25/25 家、加盟店 10/17/17 家，预计同店均保持约 14% 的增速。综合来看预计 2019/20/21 年内销假发收入分别为 3.17/4.14/5.52 亿元，分别同增 27.53%/30.87%/33.25%。同时，考虑到终端管理改善明显、直营占比提升，预计 2019/20/21 年毛利率分别为 66.47%/67.69%/68.58%。

外销：1) 美国 OEM 业务平稳、零售业务在 2018 年渠道布局完成后收入有所提速、电商业务快速发展，预计美国市场 2019/20/21 年收入增速分别为 7.53%/3.71%/2.70%。毛利率则在零售及电商业务占比提升的推动下逐年提升，2019/20/21 年分别为 13.31%/15.11%/16.42%。2) 非洲 2019 年至今汇率稳定，预计线下平稳。线上随布局持续推进，收入有望提速。综合来看预计非洲业务 2019/20/21 年收入增速分别为 8.12%/8.58%/6.36%，同期毛利率分别为 39.56%/40.12%/40.60%。

- 期间费用方面，规模效应下管理费用率有所下降，预计 2019/20/21 年分别为 3.75%/3.70%/3.65%。而销售费用因 2019 年加大直营开店力度，费用率有所提升，预计 2019/20/21 年分别为 10.10%/9.90%/9.80%。
- 公司内销业务过去因自身管理问题增长乏力，但龙头地位仍在。经 2018 年管理、渠道等调整，叠加行业需求提速，2019 年内销业务有望迎来双拐点。同时外销在电商助力下有望保持平稳。预计 2019/20/21 年净利润分别为 2.76/3.57/4.49 亿元，分别同增 17.77%/29.44%/25.84%，对应 eps 分别为 0.24/0.32/0.40 元，现价对应 pe 分别为 13/10/8 倍。
- 参考同为高景气度的化妆品行业（2018-2021 行业 CAGR=8%）的标的 2020 年平均估值 21 倍。而假发行业增速高于化妆品（2018-2021 行业 CAGR 约 15%），且公司内销业务处于成长期（2018-2021 业绩 CAGR=66%），我们给予该业务 30 倍估值。而外销业务维持当前 15 倍估值，则 2020 年公司目标市值 70 亿元，而当前市值 35.7 亿元，增长空间大，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 56: 可比公司估值对比

公司	2018-2021年 行业CAGR	业绩增速			PE		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021
上海家化	8%	19.36%	21.30%	17.83%	35	24	24
欧莱雅		33.88%	31.03%	27.65%	34	20	20
瑞贝卡(内销)	15%左右	108.01%	56.48%	42.94%			

来源: Wind, Euromonitor, 中泰证券研究所整理. 化妆品行业增速来自 Euromonitor

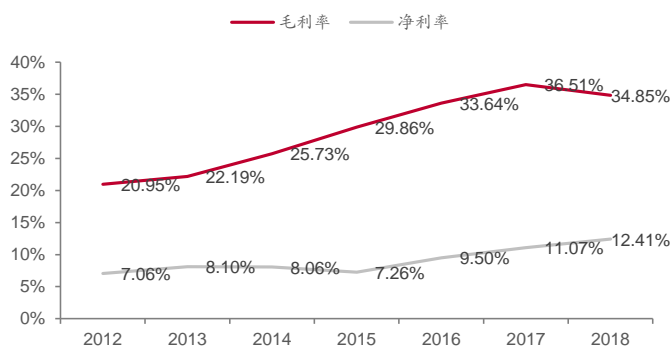
## 风险提示

- 内销渠道拓展进度不及预期。未来内销业务推动公司收入及业绩增长的主要动力，若该业务在调整到位后未能如预期的速度扩张，或将影响公司整体收入业绩增速。
- 电商拓展进度不及预期。公司原海外业务预计平稳增长，电商业务有望为其带来新动力，若该业务拓展进度不及预期，或将拉低海外业务整体增速。
- 汇率波动风险。公司目前仍以出口为主，以外汇结算，汇率波动较大或影响海外业务报表端收入。

## 附录：财务分析

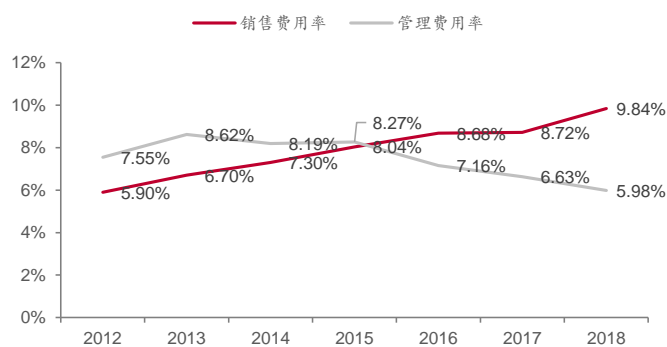
- 盈利能力：公司近几年在低毛利率的美洲业务占比下降的背景下毛利率逐年提升，至 2017 年达到 36.51%，较 2012 年提升 15.56PCT。而 2018 年下降主要因美国 OEM 业务大幅缩水、自主品牌零售业务前期投入较大，共同导致该地区毛利率下降 7PCT，进而导致整体毛利下降 1.66PCT 至 34.85%；净利率变动基本与毛利率一致，2018 年在毛利下降的情况下净利率仍提升 1.34PCT 至 12.41%，主要因汇兑损失同比减少所致。
- 期间费用率方面，在收入整体呈下降趋势下，销售费用率逐年提升，2018 年提升明显主要因加大国内直营开店力度所致。而管理费用率在控费得力情况下整体呈现下降趋势。

图表 57: 2012-2018 年毛利率&amp;净利率



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 58: 2012-2018 年销售费用率、管理费用率



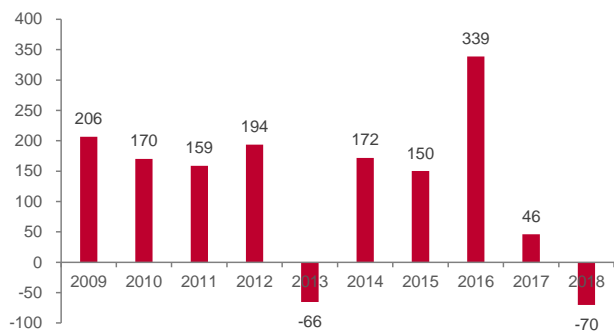
来源: Wind, 中泰证券研究所

- 存货方面，2018 年存货规模大幅增长 20%至 31.6 亿元，主要因拓展美



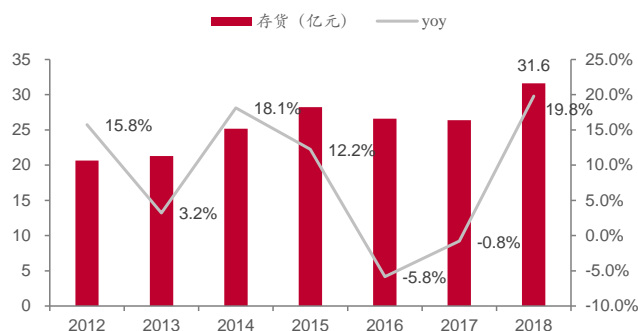
国自主品牌零售业务而加大备货，但同时该业务进度不及预期所致。后续公司将更重视存货管理，高库存情况有望得到缓解。存货跌价准备方面，考虑到假发产品潮流变化不及服装类快，且人发原材料日渐稀缺，无跌价风险，因此虽整体库存规模增加，但存货减值损失仍可控。

图表 59: 资产减值损失 (万元)



来源: Wind, 中泰证券研究所

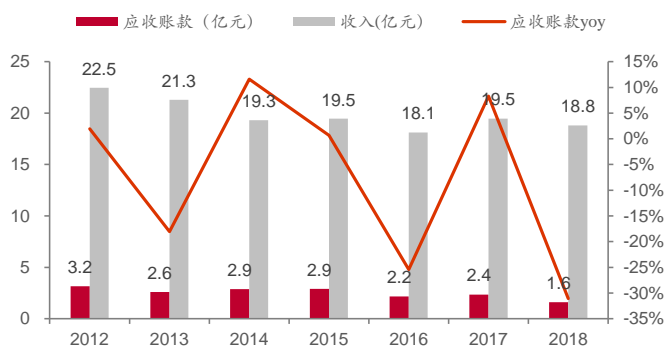
图表 60: 存货规模及增速 (亿元)



来源: Wind, 中泰证券研究所

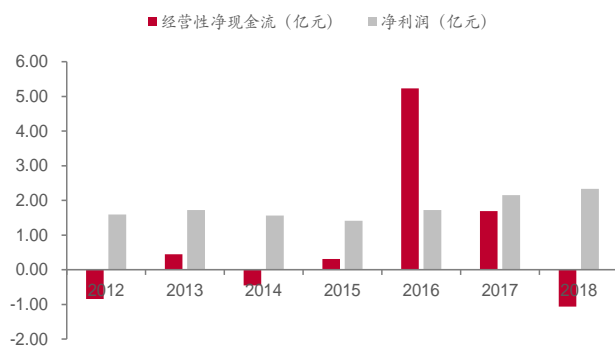
- 回款方面，公司历史上应收账款规模基本稳定，且 2018 年随 OEM 业务占比下降，应收账款规模同降 30%。
- 现金流方面，2018 年为负主要因为美国零售业务加大备货所致，但后续公司有望加大去库存力度现金流或将改善明显（2016 年库存减少 1.7 亿元，经营性净现金流达到 5.23 亿元）。

图表 61: 2012-2018 年应收账款规模及增速、收入规模 (亿元)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 62: 2012-2018 年经营性净现金流及净利润 (亿元)



来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 63: 财务报表 (百万元)**

资产负债表					利润表				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	3795	4214	4451	4891	<b>营业收入</b>	1881	2061	2264	2485
现金	345	804	1174	1710	营业成本	1226	1308	1389	1469
应收账款	162	213	227	246	营业税金及附加	27	30	33	36
其他应收款	36	36	41	45	营业费用	185	208	224	244
预付账款	73	73	78	83	管理费用	72	77	84	91
存货	3162	3070	2911	2787	财务费用	94	81	74	67
其他流动资产	18	18	19	21	资产减值损失	-1	0	0	0
<b>非流动资产</b>	1070	989	945	883	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	8	5	5	5
固定资产	559	535	510	483	<b>营业利润</b>	260	316	415	530
无形资产	195	191	183	177	营业外收入	6	6	6	6
其他非流动资产	317	263	251	224	营业外支出	2	2	2	2
<b>资产总计</b>	4865	5204	5396	5774	<b>利润总额</b>	264	320	420	534
<b>流动负债</b>	1741	1607	1556	1600	所得税	31	45	63	85
短期借款	936	971	930	930	<b>净利润</b>	233	276	357	449
应付账款	29	61	56	58	少数股东损益	-1	0	0	-1
其他流动负债	776	575	571	611	<b>归属母公司净利润</b>	234	276	357	449
<b>非流动负债</b>	263	516	475	454	EBITDA	420	460	555	662
长期借款	200	200	200	200	EPS (元)	0.21	0.24	0.32	0.40
其他非流动负债	63	316	275	254					
<b>负债合计</b>	2004	2123	2032	2053					
少数股东权益	5	4	4	3	<b>主要财务比率</b>				
股本	1132	1132	1132	1132	<b>会计年度</b>	2018	2019E	2020E	2021E
资本公积	248	248	248	248	<b>成长能力</b>				
留存收益	1656	1695	1980	2337	营业收入	-3.4%	9.5%	9.9%	9.8%
归属母公司股东权益	2857	3076	3360	3718	营业利润	6.2%	21.5%	31.6%	27.5%
<b>负债和股东权益</b>	4865	5204	5396	5774	归属千母公司净利润	8.9%	17.8%	29.4%	25.8%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	34.9%	36.5%	38.7%	40.9%
					净利率 (%)	12.4%	13.4%	15.8%	18.1%
					ROE (%)	8.2%	9.0%	10.6%	12.1%
					ROIC (%)	7.6%	8.7%	11.2%	14.2%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	41.2%	40.8%	37.7%	35.6%
					净负债比率 (%)	89.11%	75.55%	76.95%	77.90%
					流动比率	2.18	2.62	2.86	3.06
					速动比率	0.36	0.71	0.99	1.31
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.40	0.41	0.43	0.44
					应收账款周转率	9	11	10	10
					应付账款周转率	26.11	28.96	23.72	25.80
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益 (最新摊薄)	0.21	0.24	0.32	0.40
					每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.09	0.46	0.56	0.62
					每股净资产 (最新摊薄)	2.52	2.72	2.97	3.28
					<b>估值比率</b>				
					P/E	15.23	12.93	9.99	7.94
					P/B	1.25	1.16	1.06	0.96
					EV/EBITDA	11	10	9	7

来源: Wind, 中泰证券研究所整理

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。