

费用增长拖累业绩，母婴生态圈扩张继续

投资要点

- **事件:** 公司发布一季报，19Q1 实现营收 9209 万元，同比下滑 6.7%，实现归母净利润 1496 万元，同比减少 28.5%，扣非后的归母净利润 1307 万元，同比下降 31.8%，业绩有所承压。
- **费用增长较快拖累业绩。** 19Q1 公司毛利率提升 3.2pp 至 56.5%，但同期销售费用大幅增长 34.7%，销售费用率提升 9.2pp 至 29.8%，导致净利率下滑 5pp 至 16.3%。销售费用增长主要是公司相比去年同期直营店数增加，店铺费用及推广费用增加所致。公司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，进行差异化定位。从产品品类看，截至 18 年底婴童服饰、母婴棉质用品占比保持稳定，其他母婴用品（母婴洗护用品等）增速迅猛，同比增长 37.3%，营收占比升至 25.5%。渠道上，公司已形成“自营+加盟+电商+微商”的全渠道营销模式，形成线下商场专柜、购物中心和品牌专卖店为主、线上旗舰店为辅的复合营销模式。截至 2018 年底，公司拉比、下一代直营店共 253 家，加盟店 1115 家，合计拥有 1368 家终端形象店面，涵盖国内一至四线城市。“贝比拉比 (BABY LABI)” 为批销经营。公司还通过自有平台和天猫、淘宝、京东、唯品会、网易考拉以及微商等多个电商平台进行全网营销，促使线上线下营销相互协同。
- **加强投资合作，打造拉比母婴生态圈。** 2018 年公司进行了一系列投资持续完善生态圈，除了内部架构整合外，新设、受让地方全资子公司 4 家（武汉、沈阳、厦门、汕头），注销长沙子公司。9 月以 7800 万元受让宁波江北芸勤管理咨询有限公司 100% 股权，继而取得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。这是公司暨 17 年投资婴儿食品、幼儿托管服务、母婴健康，代理贝亲产品后，打造母婴业务全产业链的重要一步，不仅能够丰富产品品类，提升品牌效应，更有助于未来进行婴童相关优质业务外延切入。由于之前收购江通动画业绩不及预期，18 年年报计提 3000 万减值损失，导致业绩较之前预期明显下滑。
- **盈利预测与评级。** 由于公司今年发力渠道下沉，费用开支继续保持高位，调整盈利预测。预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.2 元、0.23 元、0.27 元，对应 PE 30 倍、26 倍、22 倍，维持“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。

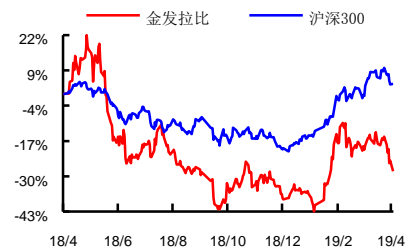
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	453.77	494.16	544.17	606.87
增长率	5.49%	8.90%	10.12%	11.52%
归属母公司净利润 (百万元)	39.51	71.73	83.08	96.83
增长率	-56.85%	81.55%	15.82%	16.55%
每股收益 EPS (元)	0.11	0.20	0.23	0.27
净资产收益率 ROE	4.01%	6.90%	7.55%	8.27%
PE	54	30	26	22
PB	2.18	2.06	1.95	1.83

数据来源: Wind, 西南证券

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

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	3.54
流通 A 股(亿股)	1.90
52 周内股价区间(元)	4.8-18.2
总市值(亿元)	21.42
总资产(亿元)	10.83
每股净资产(元)	2.81

相关研究

1. 金发拉比 (002762): 加强投资合作, 母婴生态圈再扩张 (2019-01-12)

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 2019-2021 年毛利率分别为 51.02%、51%和 51.68%。

假设 3：考虑到未来购物中心直营店扩张速度加快，费用率或维持在较高水平，预计 2019-2021 年费用率分别为 31.9%、31.3%和 31.2%。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入成本预测

百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
合计					
收入	430.14	453.77	494.16	544.17	606.87
yoy	11.61%	5.49%	8.90%	10.12%	11.52%
成本	200.99	220.24	242.02	266.64	293.24
毛利率	53.27%	51.46%	51.02%	51.00%	51.68%
母婴棉质用品					
收入	227.83	208.43	212.60	223.23	245.55
yoy	18.37%	-8.52%	2.00%	5.00%	10.00%
成本	114.24	102.42	104.17	108.27	117.86
毛利率	49.86%	50.86%	51.00%	51.50%	52.00%
婴童服饰					
收入	118.03	128.43	141.27	155.40	170.94
yoy	-1.01%	8.81%	10.00%	10.00%	10.00%
成本	42.41	46.34	52.27	59.05	64.96
毛利率	64.07%	63.92%	63.00%	62.00%	62.00%
其他母婴用品					
收入	84.28	116.91	140.29	165.54	190.38
yoy	0.00%	38.72%	20.00%	18.00%	15.00%
成本	44.34	71.48	85.58	99.33	110.42
毛利率	47.39%	38.86%	39.00%	40.00%	42.00%

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	453.77	494.16	544.17	606.87	净利润	39.38	71.73	83.08	96.83
营业成本	220.24	242.02	266.64	293.24	折旧与摊销	13.02	22.33	22.40	22.44
营业税金及附加	5.38	5.86	6.45	7.19	财务费用	-4.65	-5.36	-6.39	-7.29
销售费用	106.25	108.72	114.28	124.41	资产减值损失	30.33	5.00	5.00	5.00
管理费用	54.18	54.36	62.58	72.82	经营营运资本变动	-22.69	-33.10	-44.34	-50.94
财务费用	-4.65	-5.36	-6.39	-7.29	其他	-5.82	-1.97	-4.87	-4.91
资产减值损失	30.33	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	49.57	58.64	54.88	61.13
投资收益	15.40	0.00	0.00	0.00	资本支出	-31.78	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-67.61	-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	-99.39	-10.00	-10.00	-10.00
营业利润	43.69	83.57	95.61	111.50	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.68	0.64	0.62	0.64	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	44.37	84.21	96.23	112.13	股权融资	8.55	-2.59	0.00	0.00
所得税	5.00	12.48	13.15	15.30	支付股利	-30.35	-12.03	-22.17	-25.86
净利润	39.38	71.73	83.08	96.83	其他	-24.74	5.36	6.39	7.29
少数股东损益	-0.14	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-46.54	-9.27	-15.78	-18.57
归属母公司股东净利润	39.51	71.73	83.08	96.83	现金流量净额	-96.89	39.38	29.10	32.56
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	167.70	207.08	236.18	268.74	成长能力				
应收和预付款项	49.72	61.65	67.61	73.65	销售收入增长率	5.49%	8.90%	10.12%	11.52%
存货	205.95	225.60	248.65	273.62	营业利润增长率	-59.39%	91.27%	14.41%	16.61%
其他流动资产	222.43	242.23	266.74	297.48	净利润增长率	-57.00%	82.17%	15.82%	16.55%
长期股权投资	62.91	62.91	62.91	62.91	EBITDA 增长率	-53.24%	93.14%	11.03%	13.45%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	178.31	157.95	137.52	117.06	毛利率	51.46%	51.02%	51.00%	51.68%
无形资产和开发支出	49.17	47.85	46.54	45.22	三费率	34.33%	31.92%	31.33%	31.30%
其他非流动资产	134.70	144.04	153.38	162.72	净利率	8.68%	14.52%	15.27%	15.96%
资产总计	1070.89	1149.30	1219.52	1301.39	ROE	4.01%	6.90%	7.55%	8.27%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	3.68%	6.24%	6.81%	7.44%
应付和预收款项	80.58	93.30	101.02	111.64	ROIC	5.86%	10.35%	11.67%	13.10%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	11.47%	20.35%	20.51%	20.87%
其他负债	7.95	16.54	18.12	18.41	营运能力				
负债合计	88.53	109.83	119.14	130.04	总资产周转率	0.42	0.45	0.46	0.48
股本	356.62	354.03	354.03	354.03	固定资产周转率	2.84	2.97	3.70	4.78
资本公积	175.22	175.22	175.22	175.22	应收账款周转率	10.66	12.84	11.41	11.85
留存收益	466.57	526.28	587.19	658.16	存货周转率	1.12	1.12	1.12	1.12
归属母公司股东权益	980.13	1037.24	1098.16	1169.13	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	123.57%	—	—	—
少数股东权益	2.22	2.22	2.22	2.22	资本结构				
股东权益合计	982.36	1039.47	1100.38	1171.35	资产负债率	8.27%	9.56%	9.77%	9.99%
负债和股东权益合计	1070.89	1149.30	1219.52	1301.39	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	7.29	6.71	6.88	7.02
					速动比率	4.97	4.65	4.79	4.92
					股利支付率	76.80%	16.77%	26.69%	26.71%
					每股指标				
					每股收益	0.11	0.20	0.23	0.27
					每股净资产	2.77	2.93	3.10	3.30
					每股经营现金	0.14	0.17	0.16	0.17
					每股股利	0.09	0.03	0.06	0.07
业绩和估值指标									
EBITDA	52.06	100.54	111.63	126.65					
PE	54.21	29.86	25.78	22.12					
PB	2.18	2.06	1.95	1.83					
PS	4.72	4.33	3.94	3.53					
EV/EBITDA	35.89	17.94	15.80	13.59					
股息率	1.42%	0.56%	1.04%	1.21%					

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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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
	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	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@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	yyf@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