

# GMV 持续高增长 主业应收账款有所改善



## 核心观点

- 时间互联并表使得上半年公司营业收入和净利润分别同比增长 390.11%和 108.64%，扣非后净利润同比增长 119.01%，其中第二季度单季收入和净利润分别增长 301.49%和 77.60%，盈利增速环比一季度有所下滑。
- 分业务来看，公司综合服务费和品牌授权费收入分别同比增长 40.36%和 193.44%；时间互联业务按可比口径收入增长 128.55%。上半年全渠道授权产品 GMV 达 67.90 亿元，同比增长 61.62%；其中南极人和卡帝乐品牌增速分别为 53.64%和 119.10%，在阿里、京东和拼多多的 GMV 增速分别达到 64.79%、15.69%和 341.22%。时间互联新增 400 余家客户至近 800 家，营收达 9 亿元。
- 时间互联业务并表使得公司财务数据变化较大。17 年公司综合毛利率同比大幅下滑 48.69pct，主要是由于时间互联业务毛利率较低，期间费用率同比下降 10.19pct，其中销售费用率和管理费用率分别同比下降 3.68pct 和 8.84pct。上半年公司经营活动净现金流同比增长 8.23%，应收账款较年初增长 99.79%，其中品牌综合服务业务减少 5.38%，保理业务和时间互联分别增加 77.97%和 141.74%，减少货品销售业务使得存货较年初大幅减少 51.42%。
- 多品类+多品牌+多渠道”三维立体化发展，规模优势较为显著。16 年以来，在稳固南极人品牌建设、夯实电商基础之上，公司先后收购卡帝乐鳄鱼、精典泰迪丰富公司品牌品类、与网红 PONY 合作布局美妆个护领域、投资文化传播公司喜恩恩 30%股权，逐步分梯度建设从 LOGO 品牌、IP 品牌到个人品牌的品牌矩阵。17 年公司完成对移动数字营销公司时间互联的收购，将在开拓新兴营销渠道的同时发展工具类业务；17 年 10 月公司与实际控制人设立合资公司，独立运营生活日用品类。我们预计公司未来可能继续通过外延并购的方式扩充品牌品类（IP、网红、美妆、体育休闲等），并积极建设“造品牌”的相关配套工具，突破单一品牌瓶颈，建设多品牌、多品类、多渠道的立体化电商生态圈。

## 财务预测与投资建议

- 我们维持对公司的盈利预测，考虑 17 年度转增股份预计 2018-2020 年每股收益分别为 0.35 元、0.47 元和 0.60 元，参考可比公司平均估值，给予公司 18 年 29 倍 PE 估值，对应目标价 10.15 元，维持公司“增持”评级。

## 风险提示

- 第三方平台依赖风险、财务风险、产品质控风险、运营管理风险、品类扩张的不确定性、无形资产和商誉减值等风险。

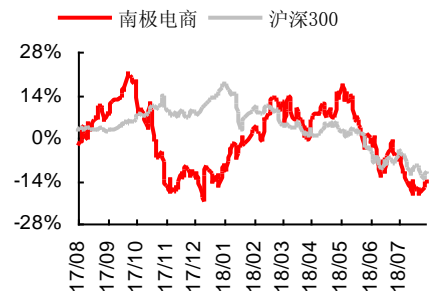
公司主要财务信息					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	521	986	2,457	3,172	3,954
同比增长	33.8%	89.2%	149.2%	29.1%	24.7%
营业利润 (百万元)	343	601	976	1,313	1,705
同比增长	73.5%	74.9%	62.6%	34.5%	29.9%
归属母公司净利润 (百万元)	301	534	855	1,145	1,479
同比增长	75.3%	77.4%	60.1%	33.9%	29.2%
每股收益 (元)	0.12	0.22	0.35	0.47	0.60
毛利率	87.2%	70.1%	46.3%	47.9%	49.5%
净利率	57.8%	54.2%	34.8%	36.1%	37.4%
净资产收益率	21.9%	23.1%	22.4%	22.4%	23.6%
市盈率 (倍)	66.0	37.2	23.2	17.4	13.4
市净率 (倍)	12.5	6.5	4.3	3.5	2.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价 (2018 年 08 月 23 日)	8.10 元
目标价格	11.20 元
52 周最高价/最低价	17.05/7.60 元
总股本/流通 A 股 (万股)	245,487/145,126
A 股市值 (百万元)	19,884
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2018 年 08 月 24 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	4.1	-9.0	-49.7	-42.4
相对表现 (%)	2.8	-3.2	-35.8	-30.8
沪深 300 (%)	1.3	-5.8	-13.9	-11.6



资料来源：WIND、东方证券研究所

**证券分析师** **施红梅**  
021-63325888\*6076  
shihongmei@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860511010001

**赵越峰**  
021-63325888\*7507  
zhaoyuefeng@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860513060001

**联系人** **张维益**  
021-63325888-7535  
zhangweiyi@orientsec.com.cn

**相关报告**

盈利高增长符合预期	2018-04-24
GMV 持续高增长 经营现金流明显改善	2017-10-26
品牌矩阵雏形已备 业绩继续保持高增长	2017-08-25

我们维持对公司的盈利预测，考虑 17 年度转增股份预计 2018-2020 年每股收益分别为 0.35 元、0.47 元和 0.60 元，参考可比公司平均估值，给予公司 18 年 29 倍 PE 估值，对应目标价 10.15 元，维持公司“增持”评级。

表 1：可比公司列表

	代码	最新收盘价	每股收益（元）				市盈率			
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
跨境通	002640	14.53	0.52	0.79	1.13	1.53	27.94	18.34	12.82	9.50
开润股份	300577	32.89	1.11	0.91	1.31	1.89	29.63	36.23	25.20	17.44
梦洁股份	002397	4.68	0.07	0.17	0.22	0.30	66.86	27.96	21.36	15.56
嘉欣丝绸	002404	5.35	0.21	0.24	0.28	0.30	25.48	22.09	19.09	17.77
探路者	300005	3.42	-0.10	0.09	0.11	0.14	(35.92)	39.31	31.93	23.82
调整后平均								28.76	21.88	16.92

数据来源：Wind、东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	474	1,461	2,525	3,045	3,888	营业收入	521	986	2,457	3,172	3,954
应收账款	288	508	983	1,269	1,582	营业成本	67	295	1,319	1,654	1,997
预付账款	5	135	23	30	38	营业税金及附加	4	6	12	16	20
存货	57	13	40	50	60	营业费用	22	31	61	79	99
其他	575	177	278	333	394	管理费用	45	60	74	95	119
<b>流动资产合计</b>	<b>1,398</b>	<b>2,293</b>	<b>3,849</b>	<b>4,727</b>	<b>5,960</b>	财务费用	(10)	(9)	7	6	4
长期股权投资	0	14	0	0	0	资产减值损失	51	13	17	19	21
固定资产	5	4	138	288	433	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	0	0	50	100	140	投资净收益	2	10	10	10	10
无形资产	510	565	554	543	532	<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
其他	195	963	900	900	900	<b>营业利润</b>	<b>343</b>	<b>601</b>	<b>976</b>	<b>1,313</b>	<b>1,705</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>710</b>	<b>1,546</b>	<b>1,643</b>	<b>1,831</b>	<b>2,005</b>	营业外收入	11	25	24	24	24
<b>资产总计</b>	<b>2,108</b>	<b>3,839</b>	<b>5,492</b>	<b>6,558</b>	<b>7,966</b>	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	0	66	65	65	65	<b>利润总额</b>	<b>354</b>	<b>625</b>	<b>1,000</b>	<b>1,337</b>	<b>1,729</b>
应付账款	38	24	105	132	160	所得税	51	90	140	187	242
其他	445	500	496	533	574	<b>净利润</b>	<b>303</b>	<b>536</b>	<b>860</b>	<b>1,150</b>	<b>1,487</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>483</b>	<b>590</b>	<b>667</b>	<b>731</b>	<b>798</b>	少数股东损益	2	1	5	5	8
长期借款	0	179	179	179	179	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>301</b>	<b>534</b>	<b>855</b>	<b>1,145</b>	<b>1,479</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.12	0.22	0.35	0.47	0.60
其他	0	1	0	0	0						
<b>非流动负债合计</b>	<b>0</b>	<b>181</b>	<b>179</b>	<b>179</b>	<b>179</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>483</b>	<b>770</b>	<b>846</b>	<b>910</b>	<b>978</b>		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	30	29	34	39	47	<b>成长能力</b>					
股本	1,538	1,637	2,455	2,455	2,455	营业收入	33.8%	89.2%	149.2%	29.1%	24.7%
资本公积	528	1,481	1,481	1,481	1,481	营业利润	73.5%	74.9%	62.6%	34.5%	29.9%
留存收益	589	1,123	1,877	2,874	4,206	归属于母公司净利润	75.3%	77.4%	60.1%	33.9%	29.2%
其他	(1,059)	(1,201)	(1,201)	(1,201)	(1,201)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>1,626</b>	<b>3,068</b>	<b>4,645</b>	<b>5,648</b>	<b>6,988</b>	毛利率	87.2%	70.1%	46.3%	47.9%	49.5%
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,108</b>	<b>3,839</b>	<b>5,492</b>	<b>6,558</b>	<b>7,966</b>	净利率	57.8%	54.2%	34.8%	36.1%	37.4%
						ROE	21.9%	23.1%	22.4%	22.4%	23.6%
						ROIC	20.5%	20.5%	20.6%	21.0%	22.4%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	22.9%	20.1%	15.4%	13.9%	12.3%
						净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	2.90	3.89	5.77	6.47	7.47
						速动比率	2.72	3.85	5.70	6.39	7.37
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	1.7	2.2	3.1	2.7	2.6
						存货周转率	0.8	5.6	38.1	29.7	29.2
						总资产周转率	0.3	0.3	0.5	0.5	0.5
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.12	0.22	0.35	0.47	0.60
						每股经营现金流	0.19	0.22	0.22	0.37	0.52
						每股净资产	0.65	1.24	1.88	2.29	2.83
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	66.0	37.2	23.2	17.4	13.4
						市净率	12.5	6.5	4.3	3.5	2.9
						EV/EBITDA	57.6	32.5	19.1	14.0	10.6
						EV/EBIT	58.0	32.6	19.6	14.6	11.3

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形，亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)

