

2019年04月25日

南极电商 (002127.SZ)

动态分析

核心品类 GMV 高增长，关注电商渠道继续下沉

事件

公司披露年报，2018 年实现营收 33.53 亿元，同比增长 240.12%，实现归母净利润 8.86 亿元，同比增长 65.92%。基本每股收益 0.36 元。

投资要点

- ◆ **多品类多平台发展卓有成效，并表时间互联推升增速：**整体来看，我们认为：（1）时间互联全年并表推升营收，时间互联业务毛利率较低，仍需关注原业务口径，2018 年原业务毛利润合计占比约 83%，同比增长 47%；（2）分品类看，内衣、男装、家纺三大核心品类 GMV 持续快速增长，内衣品类估算 GMV 增速超 60%；（3）品类扩张使全年货币化率同比下降，全年品牌综合服务费货币化率约为 4.4%，预计新品类或新品牌的拓展将继续使货币化率略有降低；（4）2018 年公司 GMV 高增长带动供应商平均 GMV 及经销商平均 GMV 提升，规模优势进一步凸显；（5）低线城市电商渗透率较高线城市仍有差距，有望继续贡献用户增量，推动定位高性价比的南极电商快速发展。
- ◆ **利润主要源于现代服务业，目前业绩增速态势良好：**分业务看，收购时间互联后，品牌综合服务费收入仅占据营收 27%左右的份额，而移动互联网媒体投放业务占据 66%的比例。由于时间互联毛利率较低，原业务毛利润占比仍然过半。其中品牌综合服务费毛利润达 8.5 亿元，占除货品销售业务外整体毛利润的 73%。虽然公司并购时间互联后，营收体量快速扩张，但公司利润增长仍需关注原口径业务，特别是品牌综合服务业务。公司 18 年现代服务业营业收入实现约 45%的增速，毛利润实现约 47%的较高增速，推动公司业绩较快提升。
- ◆ **各品牌各平台 GMV 快速增长，核心品类 GMV 持续提升：**分品牌看，南极人仍然占据最主要地位，维持超 60%的 GMV 增长，其他品牌大多实现高于 80%的 GMV 增长。分平台看，阿里平台占公司 GMV 比例仍然最高，全年公司于拼多多平台实现最高增速。分品类看，内衣、男装、家纺为公司核心品类，GMV 占比分别约 30%、16%、15%，三大核心品类 GMV 持续快速增长，按照 2017 年南极人、卡帝乐鳄鱼的品类口径，我们估算 2018 年公司内衣、男装、家纺分别实现约 60%、约 170%、约 50%的 GMV 增长，核心品类在细分品类中持续保持内生外延齐增长，贡献公司业绩增速。
- ◆ **品类扩张使货币化率下行，下半年货币化率有所回升：**多品类、多品类快速扩张中，培育及扶持供应商致品牌综合服务费货币化率有所下行。近年来，公司品牌综合服务费增速低于全平台 GMV 增速，品牌综合服务费占 GMV 比例持续下降，2018 年全年占比约为 4.4%，上下半年分别约 3.9%、4.6%。下半年，公司品牌综合服务费占 GMV 比例有所回升，主要是在于公司南极人品牌起始于保暖内衣品类，在该成熟品类中具有较高影响力，货币化率较高。下半年成熟品类销售占比更高，货币化率回升。
- ◆ **并表使利润率费用率均降低：**盈利能力方面，由于时间互联毛利率、净利率、费用率均较低，自从 2017 年末时间互联并表以来，公司利润率费用率均呈现下滑态势。2018 年，公司毛利率约 34.5%，期间费用率合计 6.3%，资产减值损失占营收约 0.6%，

商贸零售 | 连锁 III

投资评级

买入-B(维持)

股价(2019-04-24)

11.57 元

交易数据

总市值(百万元)	28,402.85
流通市值(百万元)	21,654.05
总股本(百万股)	2,454.87
流通股本(百万股)	1,871.57
12个月价格区间	5.71/16.37 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.7	0.12	30.97
绝对收益	1.4	30.44	23.22

分析师

王冯
 SAC 执业证书编号：S0910516120001
 wangfeng@hua.jinsec.cn
 021-20377089

报告联系人

吴雨舟
 wuyuzhou@hua.jinsec.cn
 021-20377061

相关报告

- 南极电商：前三季度 GMV、业绩仍保持较快增长，货币化率同比有所降低 2018-10-22
- 南极电商：多品牌多类目发展卓有成效，并购时间互联或已现协同效应 2018-08-24
- 南极电商：供应链优势及并表助力公司业绩大幅增长，多品牌多类目 GMV 持续向好 2018-04-24
- 南极电商：乘电商东风，以“品牌+运营”为核心竞争力，打造南极电商生态圈 2017-12-09

最终净利率约为 26.5%。**存货方面**，由于公司自 2016 年起逐步剥离货品销售业务，公司存货金额大幅降低，2018 年公司存货继续下降 73% 至 336 万元，占营收比例已降至 0.1%。**现金流方面**，时间互联并表，使经营活动现金流入增长逾 2.5 倍，经营活动现金流出增加逾 5.2 倍，最终经营活动现金流净额增加 2.5%，与 2017 年基本持平。

- ◆ **先发优势铸就目前电商渠道规模效应**：相比其他纺织服装公司，南极电商转型线上更为彻底，在电商渠道发展红利期逐步积累，取得先发优势。截止 2018 年末，公司服务供应商 866 家，服务经销商 4186 家，拥有线上品牌店铺数量 5535 个，逐步形成电商渠道规模效应。2018 年，供应商平均 GMV 增长 24%，经销商平均 GMV 增长约 5%。在 GMV 高速增长的带动下，供应商规模效应和经销商稳定盈利趋势可持续。
- ◆ **低线城市电商渗透贡献增长**：2018 年，电商渠道下沉的推动下，低线城市贡献主要用户量增量。目前，低线城市电商渗透率达 62%，较高线城市的近 70% 有 7.1pct 的差距，低线城市电商渗透仍有增长空间。据商务部消费升级行动计划，2019 年重点工作涵盖深化电商进农村综合示范，让电商企业能够在农村市场扎下根。低线城市偏好高性价比商品的消费者，与南极电商价格带定位相契合。低线城市有望继续贡献电商渠道用户增量，或将继续推动南极电商 GMV 较快增长。
- ◆ **投资建议**：我们预测公司 2019 年至 2021 年每股收益分别为 0.50、0.64 和 0.82 元。净资产收益率分别为 17.3%、18.2% 和 18.8%。目前 PE (2019E) 约为 23 倍，维持“买入-B”建议。
- ◆ **风险提示**：激烈的市场竞争或使货币化率及毛利率下降；品类及品牌拓张存在不确定性；平台化运营质量管控能力受挑战；控股股东及其一致行动人存在减持计划。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	985.8	3,352.9	4,172.7	4,961.3	5,999.5
同比增长(%)	89.2%	240.1%	24.5%	18.9%	20.9%
营业利润(百万元)	600.4	936.9	1,366.0	1,758.3	2,254.8
同比增长(%)	74.8%	56.0%	45.8%	28.7%	28.2%
净利润(百万元)	534.3	886.5	1,223.2	1,568.8	2,005.9
同比增长(%)	77.4%	65.9%	38.0%	28.3%	27.9%
每股收益(元)	0.22	0.36	0.50	0.64	0.82
PE	52.4	31.6	22.9	17.8	14.0
PB	9.3	7.5	4.0	3.2	2.6

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、多品类多平台发展卓有成效，并表时间互联推升增速	4
(二) 利润主要源于现代服务业，目前业绩增速态势良好	4
(三) 各品牌各平台 GMV 快速增长，核心品类 GMV 持续提升	5
(四) 品类扩张使货币化率下行，下半年货币化率有所回升	7
(五) 并表使利润率费用率均降低	8
二、先发优势铸就目前规模效应，低线城市电商渗透贡献增长	8
(一) 先发优势铸就目前电商渠道规模效应	8
(二) 低线城市电商渗透贡献增长	9
三、盈利预测及投资建议	10
四、风险提示	11

图表目录

图 1: 南极电商营业收入及其增长	4
图 2: 南极电商归母净利润及其增长	4
图 3: 南极电商季度营业收入及其增长	4
图 4: 南极电商季度归母净利润及其增长	4
图 5: 南极电商分业务营业收入	5
图 6: 南极电商分业务类型营业收入及其占比	5
图 7: 南极电商现代服务业营业收入及其增长	5
图 8: 南极电商现代服务业毛利润及其增长	5
图 9: 南极电商分品牌 GMV	6
图 10: 南极电商分品牌 GMV 增速	6
图 11: 南极电商分平台 GMV	6
图 12: 南极电商分平台 GMV 增速	6
图 13: 南极电商分品类 GMV 占比	7
图 14: 南极电商核心品类 GMV 增速估计值	7
图 15: 南极电商品牌综合服务费与全平台 GMV 情况	7
图 16: 南极电商品牌综合服务费占 GMV 情况	7
图 17: 南极电商利润率情况	8
图 18: 南极电商费用率情况	8
图 19: 南极电商存货及其占营收比例	8
图 20: 南极电商经营活动现金流情况	8
图 21: 南极电商供应商数量及其平均 GMV	9
图 22: 南极电商经销商数量及其平均 GMV	9
图 23: 部分综合电商 APP 日均活跃用户数量情况	10
图 24: 电商渠道不同城市级别渗透率	10
表 1: 南极电商营业收入预测 (万元)	10

一、多品类多平台发展卓有成效，并表时间互联推升增速

公司披露年报，2018 年实现营收 33.52 亿元，同比增长 240.12%，实现归母净利 8.86 亿元，同比增长 65.92%。基本每股收益 0.36 元。

整体来看，我们认为：（1）时间互联全年并表推升营收，时间互联业务毛利率较低，仍需关注原业务口径，2018 年原业务毛利润合计占比约 83%，同比增长 47%；（2）分品类看，内衣、男装、家纺三大核心品类 GMV 持续快速增长，内衣品类估算 GMV 增速超 60%；（3）品类扩张使全年货币化率同比下降，全年品牌综合服务费率货币化率约为 4.4%，预计新品类或新品牌的拓展将继续使货币化率略有降低；（4）2018 年公司 GMV 高增长带动供应商平均 GMV 及经销商平均 GMV 提升，规模优势进一步凸显；（5）低线城市电商渗透率较高线城市仍有差距，有望继续贡献用户增量，推动定位高性价比的南极电商快速发展。

图 1：南极电商营业收入及其增长



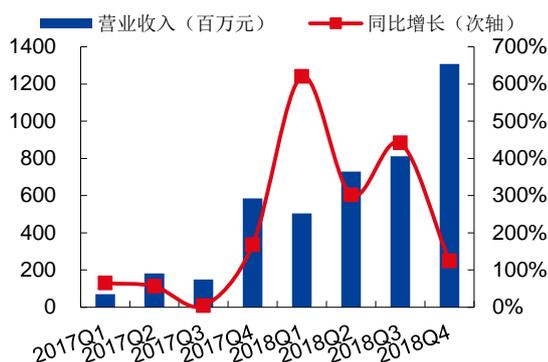
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：南极电商归母净利及其增长



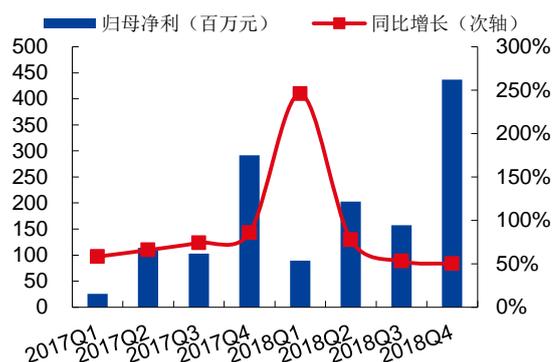
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：南极电商季度营业收入及其增长



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：南极电商季度归母净利及其增长



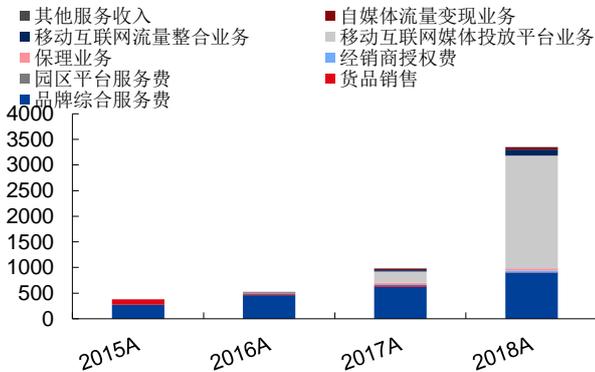
资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）利润主要源于现代服务业，目前业绩增速态势良好

分业务看，并购时间互联前，品牌综合服务费率是公司核心重点占据超 75% 的营收比例。而收购时间互联后，由于时间互联移动互联网媒体投放平台业务的高收入低毛利属性，目前品牌综合服务费率收入仅占据营收 27% 左右的份额，而移动互联网媒体投放业务占据 66% 的比例。

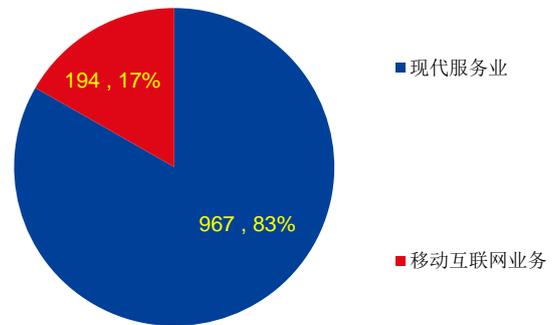
但就毛利润占比而言，由于时间互联毛利率较低，原业务毛利润占比仍然过半。其中品牌综合服务费毛利润达 8.5 亿元，占除货品销售业务外整体毛利润的 73%。此外，占营收 66% 的移动互联网媒体投放业务实现 1.5 亿元毛利润，占比约为 13%。因此，虽然公司并购时间互联后，营收体量快速扩张，但公司利润增长仍需关注原口径业务，特别是品牌综合服务业务。

图 5：南极电商分业务营业收入



资料来源：公司公告，华金证券研究所

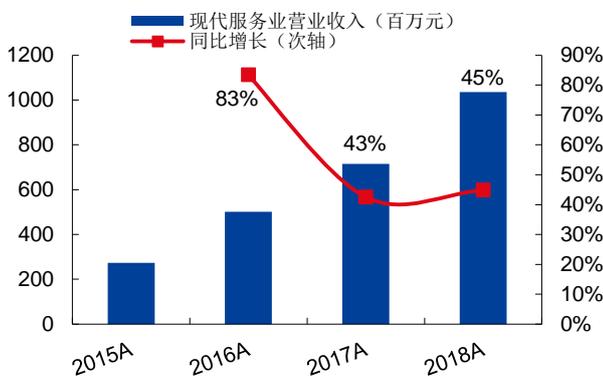
图 6：南极电商分业务类型营业收入及其占比



资料来源：公司公告，华金证券研究所

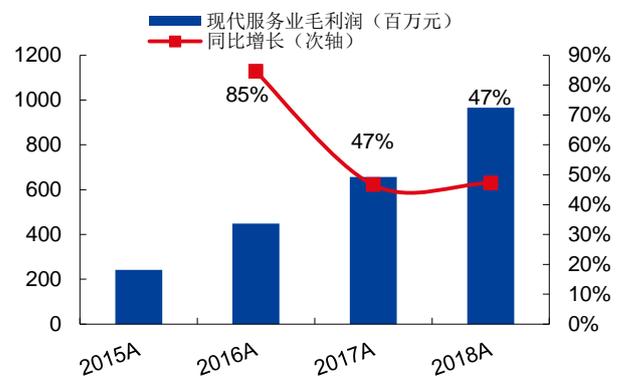
原口径业务方面，南极电商营业收入、毛利润均保持较高增速。公司原口径业务自 2016 年起减少了货品销售的占比，大部分源于现代服务业，特别是其中的品牌授权业务，整体收入与 GMV 成正相关关系。在 GMV 高速增长情况下，公司 18 年现代服务业营业收入实现约 45% 的增速，毛利润实现约 47% 的较高增速，推动公司业绩较快提升。

图 7：南极电商现代服务业营业收入及其增长



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 8：南极电商现代服务业毛利润及其增长

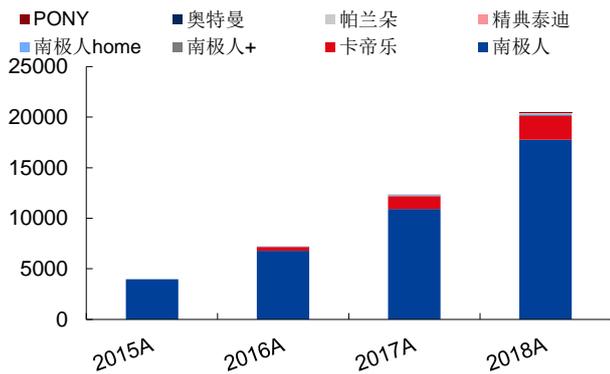


资料来源：公司公告，华金证券研究所

(三) 各品牌各平台 GMV 快速增长，核心品类 GMV 持续提升

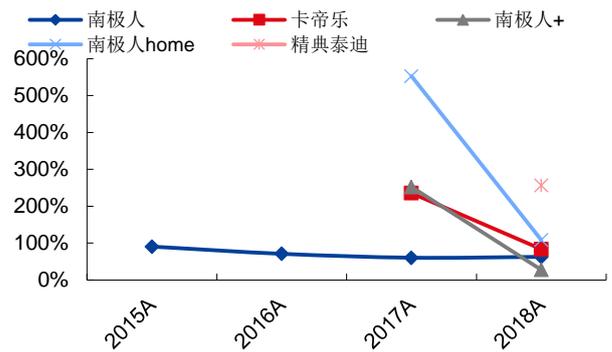
分品牌看，南极人仍然占据最主要地位，维持超 60% 的 GMV 增长，其他品牌大多实现高于 80% 的 GMV 增长。目前来看，南极人品牌占 GMV 比例保持在 85% 左右，占据公司绝对的核心地位。而即使南极人品牌年 GMV 已突破百亿元，其 GMV 仍然保持约 63% 的增速，品类内生外延均保持较好态势。而卡帝乐鳄鱼品牌实现约 84% 的 GMV 增速，占比提升至 11.4%。另有占比较小的精典泰迪、南极人 home 实现 257%、108% 的 GMV 增速。

图 9：南极电商分品牌 GMV



资料来源：公司公告，华金证券研究所

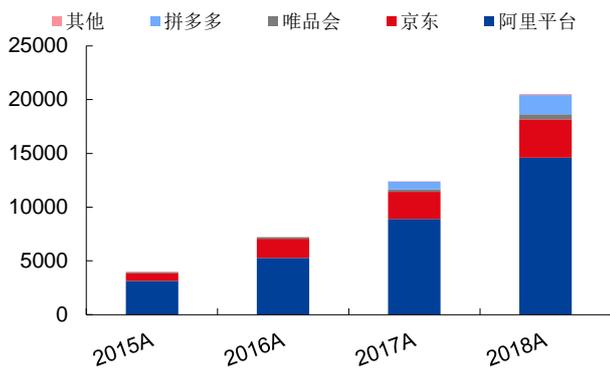
图 10：南极电商分品牌 GMV 增速



资料来源：公司公告，华金证券研究所

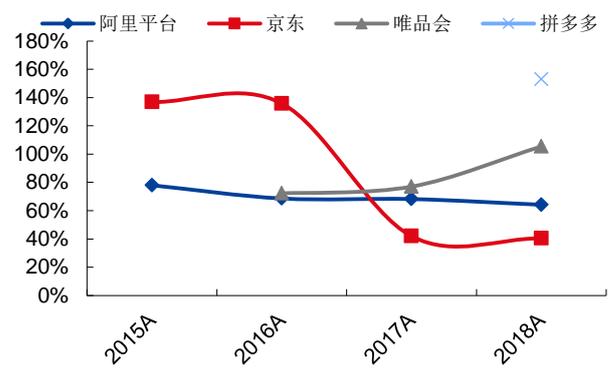
分平台看，阿里平台占公司 GMV 比例仍然最高，全年公司于拼多多平台实现最高增速。在我国电商全平台发展的南极电商，占据电商市场零售额过半的阿里平台必然是占比最大的平台。另外由于主品牌南极人定位偏向高性价比大众款，在淘宝以及拼多多上更受欢迎，因此 2018 年公司于阿里平台实现 GMV 占比约 71%，于拼多多平台实现 GMV 占比仍然较小，仅为约 8.6%，但目前同比增速为 153%，未来规模有望继续快速扩张。

图 11：南极电商分平台 GMV



资料来源：公司公告，华金证券研究所

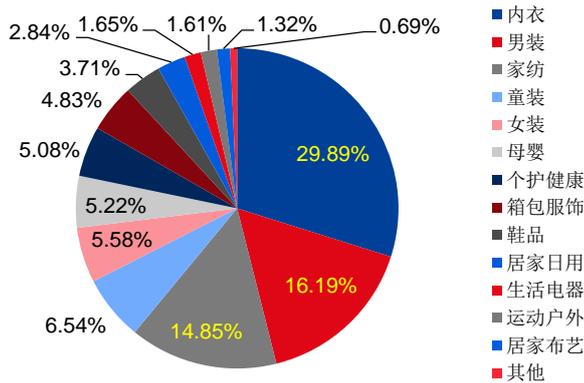
图 12：南极电商分平台 GMV 增速



资料来源：公司公告，华金证券研究所

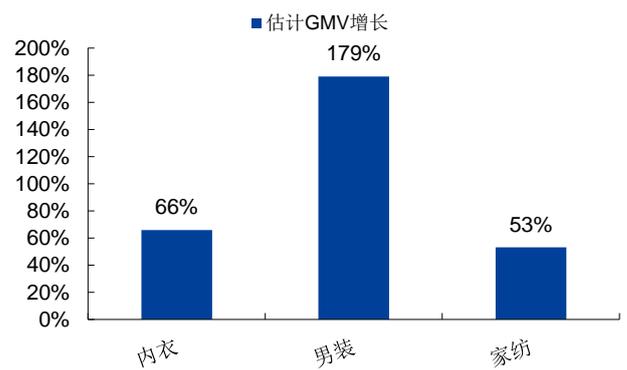
分品类看，内衣、男装、家纺为公司核心品类，三大核心品类 GMV 持续快速增长。2018 年南极电商内衣、男装、家纺仍然是公司的核心品类，GMV 占比分别约 30%、16%、15%。三大核心品类 GMV 持续快速增长，按照 2017 年南极人、卡帝乐鳄鱼品牌的品类口径（不含拼多多事业部，无法判断其品类），我们估算 2018 年公司内衣、男装、家纺分别实现约 60%、约 170%、约 50%的 GMV 增长，核心品类在细分品类中持续保持内生外延齐增长，贡献公司业绩增速。

图 13：南极电商分品类 GMV 占比



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 14：南极电商核心品类 GMV 增速估计值



资料来源：公司公告，华金证券研究所

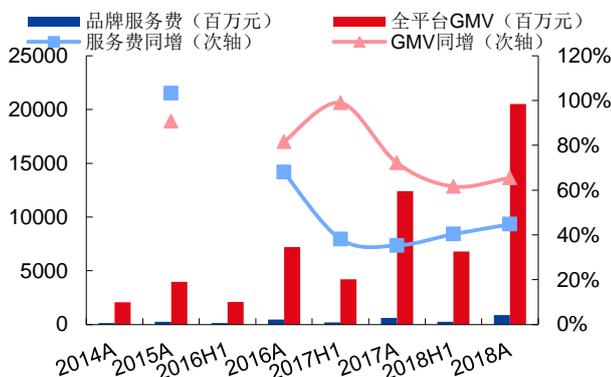
（四）品类扩张使货币化率下行，下半年货币化率有所回升

多品类、多品类快速扩张中，培育及扶持供应商致品牌综合服务费货币化率有所下行。由公司 GMV 到营业收入主要来源，是公司的品牌综合服务费。近年来，公司品牌综合服务费增速低于全平台 GMV 增速，品牌综合服务费占 GMV 比例持续下降，2018 年全年占比约为 4.4%，上下半年分别约 3.9%、4.6%。

品牌综合服务费占 GMV 比例下降的主要原因在于（1）公司产业模式为“公司-供应商-或有经销商-消费者”，公司站在产业链末端，为了维持产业链良好运转，公司需要扶持供应商；（2）公司目前的扩张路径在于品类内生与外延，为了让供应商愿意为南极人等品牌做新品类商品，必然降低服务费货币化率进行让利。因而在公司产品外延快速扩张时，以及电商市场竞争加剧时，服务费货币化率降低是必然选择，也是必然结果。整体来看，品牌综合服务费货币化率下行，使公司品牌对供应商有较大吸引力，为公司多品类扩张提升竞争力，保证公司 GMV 的快速提升。

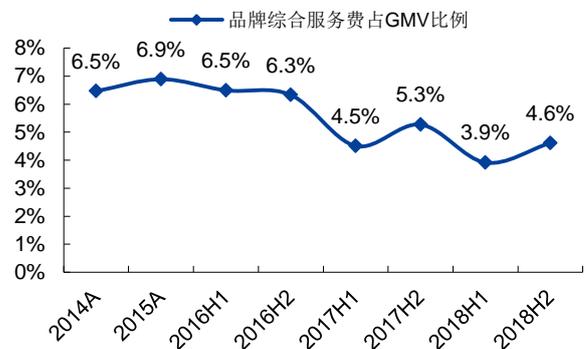
下半年，公司品牌综合服务费占 GMV 比例有所回升，主要是在于公司南极人品牌起始于保暖内衣品类，在该成熟品类中具有较高影响力，货币化率较高。下半年成熟品类销售占比更高，货币化率回升。

图 15：南极电商品牌综合服务费与全平台 GMV 情况



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 16：南极电商品牌综合服务费占 GMV 情况



资料来源：公司公告，华金证券研究所

（五）并表使利润率费用率均降低

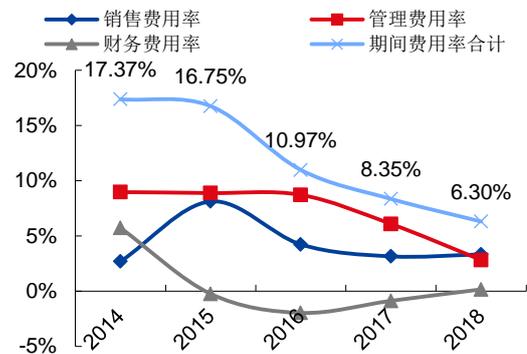
盈利能力方面，由于时间互联毛利率、净利率、费用率均较低，自从2017年末时间互联并表以来，公司利润率费用率均呈现下滑态势。2018年，公司毛利率约34.5%，期间费用率合计6.3%，资产减值损失占营收约0.6%，最终净利率约为26.5%。

图 17：南极电商利润率情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 18：南极电商费用率情况

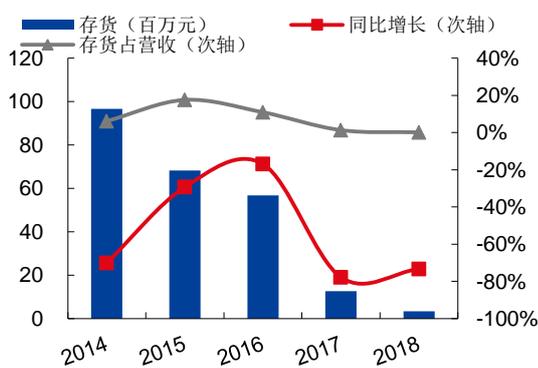


资料来源：Wind，华金证券研究所

存货方面，由于公司自2016年起逐步剥离货品销售业务，公司存货金额大幅降低，2018年公司存货继续下降73%至336万元，占营收比例已降至0.1%。

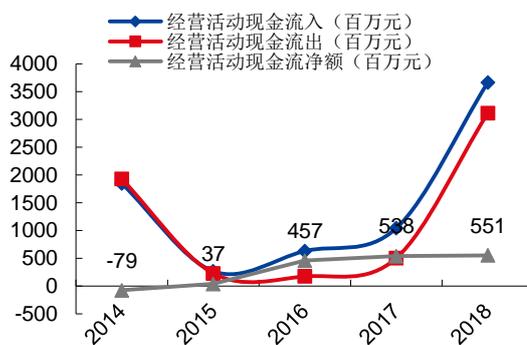
现金流方面，时间互联并表，使经营活动现金流入增长逾2.5倍，经营活动现金流出增加逾5.2倍，最终经营活动现金流净额增加2.5%，与2017年基本持平。

图 19：南极电商存货及其占营收比例



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 20：南极电商经营活动现金流情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

二、先发优势铸就目前规模效应，低线城市电商渗透贡献增长

（一）先发优势铸就目前电商渠道规模效应

相比其他纺织服装公司，南极电商转型线上更为彻底，在电商渠道发展红利期逐步积累，取得先发优势。2014年，公司供应商达319家，经销商达804家。截止2018年末，公司服务供

应商 866 家,服务经销商 4186 家,拥有线上品牌店铺数量 5535 个,逐步形成电商渠道规模效应。公司在供应商、经销商之间建立桥梁,构筑能够实现“优质低价”和“快速反应”的南极共同体。

由于公司站在产业链中距离消费者最远的一端,公司需要使供应商、经销商持续盈利,才能保证自身盈利的可持续性。就 2018 年情况看,供应商平均 GMV 增长 24%,经销商平均 GMV 增长约 5%。在 GMV 高速增长的带动下,供应商规模效应和经销商稳定盈利趋势可持续。

图 21: 南极电商供应商数量及其平均 GMV



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 22: 南极电商经销商数量及其平均 GMV



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

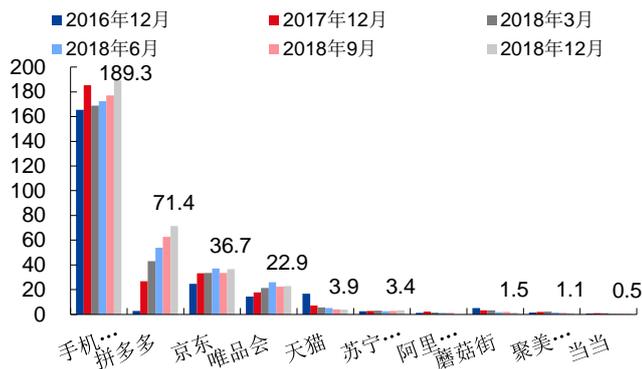
(二) 低线城市电商渗透贡献增长

2018 年,电商渠道下沉的推动下,低线城市贡献主要用户量增量。受益于低线城市用户增量及社交电商模式,以高性价比为特征的电商平台拼多多实现快速扩张。据极光大数据,2018 年 12 月拼多多日均活跃用户达 7140 万人,较 17 年同期增长逾 160%,较 2018 年 9 月增长约 14%。拼多多的快速发展反映了,部分偏好高性价比消费人群在电商渠道下沉中快速切换至线上渠道消费的趋势,也推动南极电商在拼多多平台上的 GMV 快速增长。

低线城市电商渗透仍有增长空间,有望在政策引导下继续贡献增量。目前,低线城市电商渗透率仍有提升空间,据凯度,2018 年低线城市(部分地级市、县级市、县城)电商渗透率达 62%,较高线城市(重点直辖市、部分省级市、深圳、青岛、大连)的近 70%有 7.1pct 的差距。另据商务部消费升级行动计划,2019 年重点工作涵盖进一步健全乡镇和农村服务网点,深化电商进农村综合示范,组织电子商务企业举办品牌消费、品质消费进乡村的“双品购物节”系列活动,让电商企业能够在农村市场扎下根,实现规模、成本、效益的良性发展。低线城市电商渗透率有望在政策引导下继续拓展,继续贡献电商渠道用户增量。

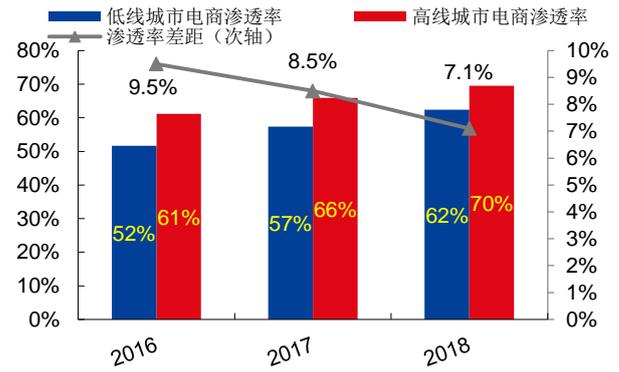
南极电商现有品牌定位于高性价比价格带,低线城市贡献消费能力较低,偏好高性价比商品的消费者,与南极电商相契合,或将推动南极电商 GMV 较快增长。

图 23：部分综合电商 APP 日均活跃用户数量情况



资料来源：极光大数据，华金证券研究所

图 24：电商渠道不同城市级别渗透率



资料来源：凯度消费者指数，华金证券研究所

三、盈利预测及投资建议

我们预测公司 2019 年至 2021 年每股收益分别为 0.50、0.64 和 0.82 元。净资产收益率分别为 17.3%、18.2%和 18.8%。目前 PE (2019E) 约为 23 倍，维持“买入-B”建议。

表 1：南极电商营业收入预测（万元）

		2015A	2016A	2017A	2019E	2020E	2021E
品牌综合服务业务	营业收入	45962.70	62177.40	89993.02	121490.58	160367.57	208477.84
	增长率	68.00%	35.28%	44.74%	35.00%	32.00%	30.00%
	毛利率	92.30%	94.85%	94.11%	94.20%	94.20%	94.00%
货品销售	营业收入	1932.81	3150.22	169.05	0.00	0.00	0.00
	增长率	-81.96%	62.99%	-94.63%	-100.00%	-100.00%	-50.00%
	毛利率	33.52%	3.77%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
园区平台服务费业务	营业收入	1624.10	751.56	304.54	274.09	246.68	222.01
	增长率	109.76%	-53.72%	-59.48%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
	毛利率	50.17%	86.10%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
经销商授权使用业务	营业收入	649.31	1741.52	3385.55	5078.33	6855.75	8569.68
	增长率	0.00%	168.21%	94.40%	50.00%	35.00%	25.00%
	毛利率	91.22%	91.22%	91.00%	92.00%	92.00%	92.00%
保理业务	营业收入	1287.31	2539.00	4473.07	6262.29	8266.23	10332.78
	增长率	0.00%	97.23%	76.17%	40.00%	32.00%	25.00%
	毛利率	99.27%	98.98%	99.00%	99.00%	99.00%	99.00%
其他服务收入	营业收入	547.74	1221.11	635.86	445.10	467.36	490.73
	增长率	644.72%	122.93%	-47.93%	-30.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	61.45%	48.51%	57.80%	60.00%	60.00%	60.00%
移动互联网媒体投放平台业务	营业收入		22039.60	220079.48	264095.37	311632.54	361493.75
	增长率			898.56%	20.00%	18.00%	16.00%
	毛利率		10.13%	6.89%	6.90%	6.90%	6.70%
移动互联网流量整合业务	营业收入		1895.90	11522.22	13250.56	0.00	0.00
	增长率			507.75%	15.00%	14.00%	13.00%
	毛利率		54.94%	36.70%	37.00%	37.00%	36.70%
自媒体流量变现业务	营业收入	94.18	3061.27	4723.20	6376.32	8289.21	10361.51

		2015A	2016A	2017A	2019E	2020E	2021E
	增长率	0.00%	3150.45%	54.29%	35.00%	30.00%	25.00%
	毛利率	-689.14%	44.04%	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%
合计	营业收入	52098.15	98577.57	335286.00	417272.64	496125.33	599948.31
	增长率	33.85%	89.22%	240.12%	24.45%	18.90%	20.93%
	毛利率	87.23%	70.05%	34.47%	36.77%	38.98%	41.02%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

四、风险提示

激烈的市场竞争或使货币化率及毛利率下降；品类及品牌拓张存在不确定性；平台化运营质量管理管控能力受挑战；控股股东及其一致行动人存在减持计划。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	985.8	3,352.9	4,172.7	4,961.3	5,999.5	年增长率					
减:营业成本	295.2	2,197.1	2,638.3	3,027.4	3,538.8	营业收入增长率	89.2%	240.1%	24.5%	18.9%	20.9%
营业税费	5.6	9.6	11.9	14.1	17.1	营业利润增长率	74.8%	56.0%	45.8%	28.7%	28.2%
销售费用	31.0	111.4	129.4	148.8	180.0	净利润增长率	77.4%	65.9%	38.0%	28.3%	27.9%
管理费用	60.0	56.8	62.6	74.4	90.0	EBITDA 增长率	77.2%	65.5%	36.7%	27.3%	27.9%
财务费用	-8.7	5.2	-26.3	-52.6	-71.6	EBIT 增长率	77.7%	65.5%	36.8%	27.3%	28.0%
资产减值损失	12.5	21.4	15.0	16.0	17.0	NOPLAT 增长率	77.8%	71.2%	35.8%	27.3%	28.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	75.3%	48.8%	2.3%	-5.9%	-2.9%
投资和汇兑收益	10.3	22.9	24.1	25.3	26.5	净资产增长率	95.0%	23.4%	88.5%	22.2%	23.2%
营业利润	600.4	936.9	1,366.0	1,758.3	2,254.8	盈利能力					
加:营业外净收支	24.8	26.2	27.5	28.9	30.3	毛利率	70.1%	34.5%	36.8%	39.0%	41.0%
利润总额	625.2	963.0	1,393.5	1,787.2	2,285.1	营业利润率	60.9%	27.9%	32.7%	35.4%	37.6%
减:所得税	89.6	75.8	167.2	214.5	274.2	净利润率	54.2%	26.4%	29.3%	31.6%	33.4%
净利润	534.3	886.5	1,223.2	1,568.8	2,005.9	EBITDA/营业收入	60.3%	29.3%	32.2%	34.5%	36.5%
						EBIT/营业收入	60.0%	29.2%	32.1%	34.4%	36.4%
资产负债表						偿债能力					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	20.2%	17.3%	11.1%	9.6%	10.4%
货币资金	1,461.2	1,189.8	4,390.7	6,120.7	8,204.3	负债权益比	25.3%	20.9%	12.4%	10.6%	11.6%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	3.86	3.90	7.35	8.82	8.42
应收帐款	560.2	724.6	1,130.0	799.4	1,033.8	速动比率	3.83	3.89	7.34	8.82	8.41
应收票据	34.6	40.3	53.0	57.9	76.2	利息保障倍数	-68.04	188.11	-50.90	-32.46	-30.48
预付帐款	134.5	552.8	326.6	514.3	468.7	营运能力					
存货	12.6	3.4	15.8	6.2	19.5	固定资产周转天数	2	0	0	0	0
其他流动资产	71.1	546.7	574.0	602.7	632.9	流动营业资本周转天数	123	78	102	83	62
可供出售金融资产	10.1	0.2	0.3	0.3	0.3	流动资产周转天数	659	286	412	529	556
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	166	69	80	70	55
长期股权投资	13.8	14.2	14.2	14.2	14.2	存货周转天数	13	1	1	1	1
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	1,071	449	540	637	645
固定资产	3.8	3.0	2.0	0.6	-0.0	投资资本周转天数	505	235	229	189	149
在建工程	-	-	-	-	-	费用率					
无形资产	565.5	562.7	559.9	557.1	554.4	销售费用率	3.1%	3.3%	3.1%	3.0%	3.0%
其他非流动资产	953.0	911.6	912.5	913.7	914.9	管理费用率	6.1%	1.7%	1.5%	1.5%	1.5%
资产总额	3,820.5	4,549.2	7,979.0	9,587.2	11,919.1	财务费用率	-0.9%	0.2%	-0.6%	-1.1%	-1.2%
短期债务	65.5	70.4	-	-	-	三费/营业收入	8.3%	5.2%	4.0%	3.4%	3.3%
应付帐款	285.1	52.0	332.2	108.7	505.0	投资回报率					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	17.7%	23.7%	17.3%	18.2%	18.8%
其他流动负债	239.2	661.9	550.4	809.4	734.0	ROA	14.0%	19.5%	15.4%	16.4%	16.9%
长期借款	179.4	-	-	-	-	ROIC	50.4%	49.2%	44.9%	55.9%	76.1%
其他非流动负债	1.3	0.6	0.7	0.7	0.7	分红指标					
负债总额	770.5	785.0	883.3	918.8	1,239.7	DPS(元)	0.01	-	-	-	-
少数股东权益	28.9	25.7	28.8	32.7	37.7	分红比率	4.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	417.3	417.3	2,454.9	2,454.9	2,454.9	股息收益率	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	2,603.8	3,388.8	4,612.1	6,180.9	8,186.8						
股东权益	3,050.1	3,764.3	7,095.7	8,668.4	10,679.4						
						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	EPS(元)	0.22	0.36	0.50	0.64	0.82
现金流量表						BVPS(元)	1.23	1.52	2.88	3.52	4.33
净利润	535.6	887.3	1,223.2	1,568.8	2,005.9	PE(X)	52.4	31.6	22.9	17.8	14.0
加:折旧和摊销	3.0	4.6	4.8	5.2	4.7	PB(X)	9.3	7.5	4.0	3.2	2.6
资产减值准备	12.5	21.4	-	-	-	P/FCF	1,159.1	-186.0	25.6	16.2	13.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	28.4	8.3	6.7	5.6	4.7
财务费用	-8.8	5.5	-26.3	-52.6	-71.6	EV/EBITDA	5.9	3.7	17.6	12.8	9.0
投资损失	-10.3	-22.9	-24.1	-25.3	-26.5	CAGR(%)	43.2%	31.4%	59.4%	43.2%	31.4%
少数股东损益	1.3	0.8	3.1	3.9	5.0	PEG	1.2	1.0	0.4	0.4	0.4
营运资金的变动	418.9	-602.0	-65.9	153.2	69.3	ROIC/WACC	4.8	4.7	4.3	5.3	7.2
经营活动产生现金流量	537.8	551.4	1,114.8	1,653.3	1,986.7						
投资活动产生现金流量	-116.6	-464.1	23.1	24.1	25.3						
融资活动产生现金流量	566.6	-358.5	2,063.0	52.6	71.6						

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn