

2018年08月23日

公司研究●证券研究报告

南极电商 (002127.SZ)

动态分析

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

事件

8月23日，公司发布2018年半年报。报告期内，公司实现营业收入12.34亿元，较上年同期增加390.11%；归属于上市公司股东的净利润2.92亿元，较上年同期增加108.64%。EPS为0.12元。

其中，二季度公司实现营业收入增长301.49%至7.30亿元，实现归母净利增长77.60%至2.03亿元。

投资要点

◆ **多品类扩张发展成效，并购时间互联或已现协同效应：**分季度看，上半年两季度公司分别实现营收增长619.94%、301.49%。实现净利增长245.72%、77.60%。

整体来看，我们认为（1）由于新业务毛利率较低，公司业绩仍需关注原口径业务，目前原口径业务毛利润占比合计约77%，同比增长约48%；（2）分品牌看，南极人仍然占据最主要地位，18H1维持超50%的GMV增长，其他品牌大多实现超100%的GMV增长；（3）上半年，品牌综合服务费率持续下行至约3.9%，多品牌多品类快速扩张下，短期货币化率受影响；（4）盈利能力方面，并表同时降低利润率与费用率，而公司2018H1净利率23.71%高于17年1~4月的备考合并净利率19.45%，并表后或已显现协同效应；（5）低线城市居民对低价高性价比商品的需求旺盛，南极电商乘电商渠道下沉东风，有望继续挖掘广阔的低线城市市场，实现GMV、营收、利润的较快扩张。

◆ **公司业绩仍需关注原口径业务，目前原口径业务毛利润较快增长：**目前品牌综合服务费收入仅占据营收22%左右的份额，移动互联网媒体投放业务占据67%的比例。但由于新业务毛利率较低，原口径业务毛利润占比约77%，因此公司业绩增长仍需关注原口径业务，特别是品牌综合服务业务。上半年原口径业务毛利润同比增速约48%。

◆ **各品牌各平台GMV快速增长，品牌服务费占比减少提升竞争力：**分品牌看，南极人仍然占据最主要地位，18H1维持超50%的GMV增长，其他品牌大多实现超100%的GMV增长。分渠道看，阿里平台占公司GMV比例仍然最高，约70%，上半年公司于拼多多平台实现逾3倍的最高增速。品牌综合服务费率持续下行，提升公司多品类扩张竞争力。我们认为公司品牌综合服务费率持续下降的主要原因，是在于（1）产业模式使公司需要扶持供应商；（2）新品类扩张必然降低货币化率进行让利。因而服务费货币化率降低是必然选择，也是必然结果，为公司GMV快速提升提供保障。

◆ **并表降低利润率及期间费用率，对照备考合并值，并购或已显现协同效应：**盈利能力方面，并表前自营货品销售比例降低及规模快速扩张带动期间费用下行，并表后由于时间互联业务模式不同，利润率及费用率均同时快速降低。若对照并表前，南

商贸零售 | 连锁 III

投资评级

买入-B(维持)

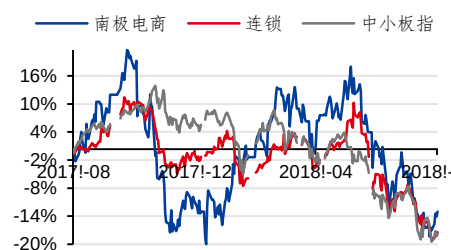
股价(2018-08-23)

8.10元

交易数据

总市值(百万元)	19,884.45
流通市值(百万元)	11,755.23
总股本(百万股)	2,454.87
流通股本(百万股)	1,451.26
12个月价格区间	7.43/17.19元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.83	-3.34	3.77
绝对收益	-8.47	-24.19	-14.58

分析师

王冯

SAC执业证书编号：S0910516120001

wangfeng@huajinsec.cn

021-20377089

报告联系人

吴雨舟

wuyuzhou@huajinsec.cn

021-20377061

相关报告

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

极电商原口径业务净利率约为 2017H1 的 56%，时间互联净利率约为 2017 年 1~4 月的 10.98%，而 17 年 1~4 月的备考合并净利率为 19.45%。目前来看，公司 2018H1 净利率为 23.71%，并表后或已显现协同效应。存货同样由于自营货品销售业务逐步退出而不断降低。资产减值方面，16 年并购卡帝乐鳄鱼形成大量资产减值外，整体资产减值较为正常，2018 年 H1 资产减值损失有所增长，但由于营收规模快速扩张，资产减值损失占营收比例仍然较低，处于正常范围内。

◆ **抓住电商渠道下沉机遇，挖掘低线城市广阔市场：**目前来看，一线城市电商渗透率依然最高，但增速已然较低，电商渠道下沉低线城市成为该渠道用户数量的核心增量。低线城市人均可支配收入明显低于高线城市，对低价高性价比商品的需求旺盛。南极电商的定位高性价比大众化商品，乘电商渠道下沉东风，有望继续挖掘广阔的低线城市市场，实现 GMV、营收、利润的较快扩张。

◆ **投资建议：**电商行业渠道下沉，平价商品消费需求仍然旺盛，供应量、品牌优势促使南极电商原业务于 2018 上半年业绩较快增长，时间互联并表推升业绩。未来，公司有望乘电商渠道下沉东风，依托其适应线上渠道的供应链，并凭借时间互联带来的较低流量成本，从而在多品牌多品类的发展中维持较快的业绩增速。

我们预测公司 2018 年至 2020 年每股收益分别为 0.35、0.50 和 0.67 元。净资产收益率分别为 14.6%、17.1%和 18.7%。目前股价调整较多，约为 2018 年 EPS 的 23 倍，维持“买入-B”建议。

◆ **风险提示：**1. 激烈的市场竞争或使服务费货币化率以及其他业务毛利率降低；2. 公司供应商数量快速增长，质量管控能力受到挑战；3. 公司新品牌与新品类的成长仍存不确定性。

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	521.0	985.8	2,478.9	3,224.9	4,072.3
同比增长(%)	33.8%	89.2%	151.5%	30.1%	26.3%
营业利润(百万元)	343.4	600.4	991.8	1,406.9	1,901.9
同比增长(%)	73.5%	74.8%	65.2%	41.9%	35.2%
净利润(百万元)	301.1	534.3	868.0	1,224.0	1,648.7
同比增长(%)	75.3%	77.4%	62.5%	41.0%	34.7%
每股收益(元)	0.12	0.22	0.35	0.50	0.67
PE	66.0	37.2	22.9	16.2	12.1
PB	13.0	6.6	3.4	2.8	2.3

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、多品类发展卓有成效，并购时间互联助推业绩快速增长	4
二、公司业绩仍需关注原口径业务，目前原口径业务毛利润较快增长	5
三、各品牌各平台 GMV 快速增长，品牌服务费占比减少提升竞争力	6
四、并表降低利润率及期间费用率，对照备考合并值，并购或已显现协同效应	7
五、抓住电商渠道下沉机遇，挖掘低线城市广阔市场	8
六、盈利预测及投资建议	9
七、风险提示	10

图表目录

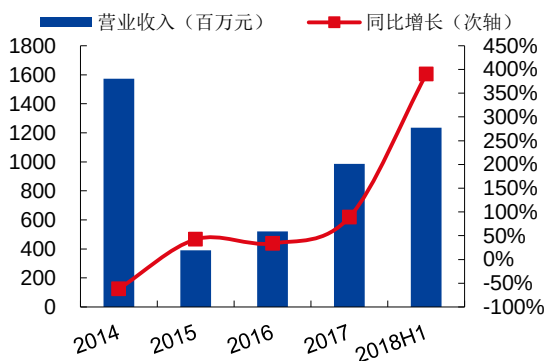
图 1：南极电商营业收入及其增长	4
图 2：南极电商归母净利润及其增长	4
图 3：南极电商分季度营业收入及其增长	4
图 4：南极电商分季度归母净利润及其增长	4
图 5：南极电商销售毛利率情况	5
图 6：南极电商销售净利率情况	5
图 7：南极电商分业务营业收入（百万元）	5
图 8：南极电商 2018H1 分业务毛利润占比	5
图 9：南极电商并购时间互联前口径营业收入及其增速	6
图 10：南极电商并购时间互联前口径毛利润及其增速	6
图 11：南极电商品牌业务分品牌 GMV（百万元）	6
图 12：南极电商品牌业务分品牌 GMV 增速	6
图 13：南极电商品牌业务分渠道 GMV（百万元）	7
图 14：南极电商品牌业务分渠道 GMV 增速	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货币化率情况	7
图 17：南极电商期间费用率情况	8
图 18：南极电商存货及其占比情况	8
图 19：南极电商资产减值损失情况	8
图 20：南极电商单季度资产减值损失情况	8
图 21：我国各线城市电商渗透率	9
图 22：2018 年 6 月综合电商 APP 行业新安装用户城际分布	9
图 23：我国各线城市人均可支配收入（元）	9
图 24：我国综合电商 APP 日均活跃用户数量	9
表 1：南极电商盈利预测表	10

一、多品类发展卓有成效，并购时间互联助推业绩快速增长

8月23日，公司发布2018年半年报。报告期内，公司实现营业收入12.34亿元，较上年同期增加390.11%；归属于上市公司股东的净利润2.92亿元，较上年同期增加108.64%。EPS为0.12元。分季度看，上半年两季度公司分别实现营收增长619.94%、301.49%。实现净利增长245.72%、77.60%。

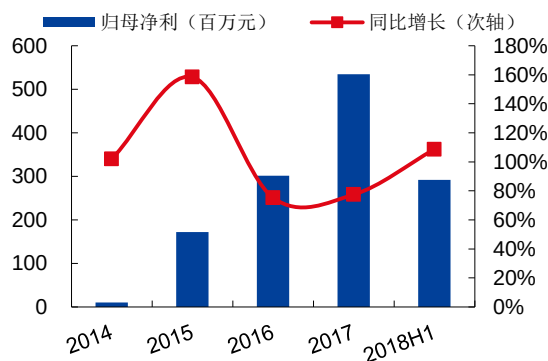
整体来看，我们认为（1）由于新业务毛利率较低，公司业绩仍需关注原口径业务，目前原口径业务毛利润占比合计约77%，同比增长约48%；（2）分品牌看，南极人仍然占据最主要地位，18H1维持超50%的GMV增长，其他品牌大多实现超100%的GMV增长；（3）上半年，品牌综合服务费货币化率持续下行至约3.9%，公司多品类多品牌快速扩张下，短期货币化率受影响；（4）盈利能力方面，并表同时降低利润率与费用率，而公司2018H1净利率23.71%高于17年1~4月的备考合并净利率19.45%，并表后或已显现协同效应；（5）低线城市居民对低价高性价比商品的需求旺盛，南极电商乘电商渠道下沉东风，有望继续挖掘广阔的低线城市市场，实现GMV、营收、利润的较快扩张。

图 1：南极电商营业收入及其增长



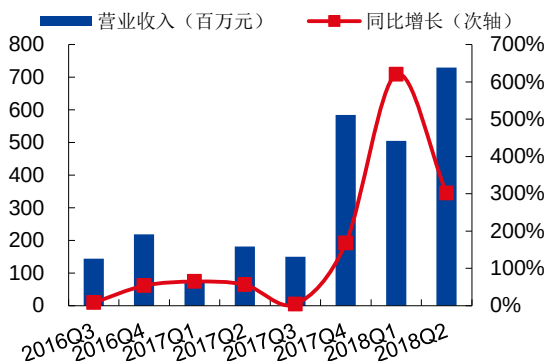
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：南极电商归母净利及其增长



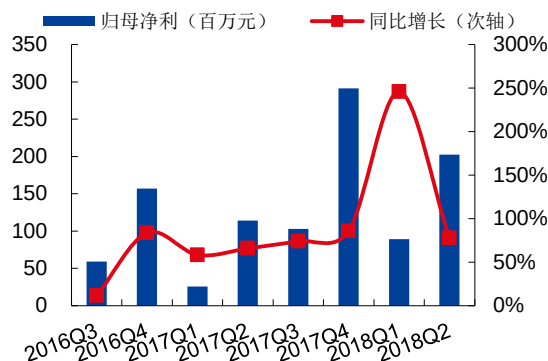
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：南极电商分季度营业收入及其增长



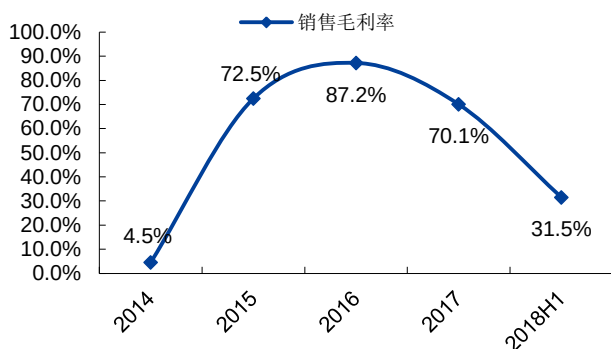
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：南极电商分季度归母净利及其增长



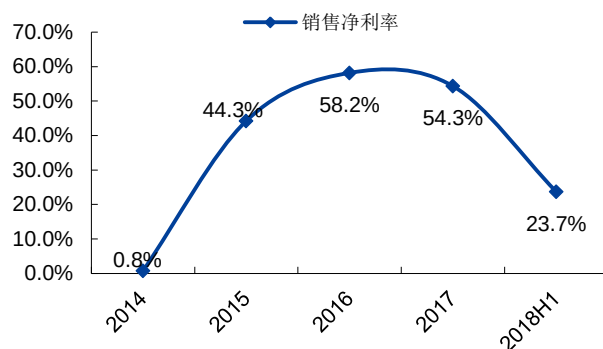
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 5：南极电商销售毛利率情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：南极电商销售净利率情况



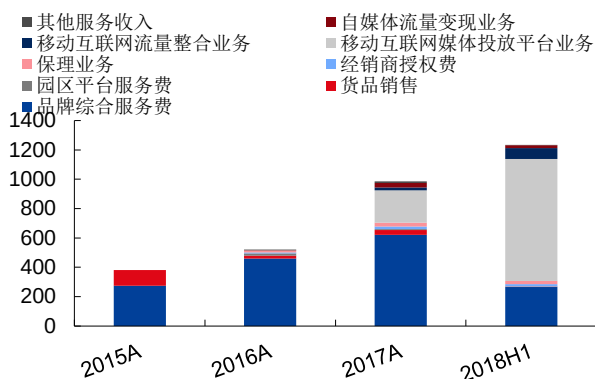
资料来源：Wind，华金证券研究所

二、公司业绩仍需关注原口径业务，目前原口径业务毛利润较快增长

分业务看，并购时间互联前，品牌综合服务费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收入仅占据营收 22% 左右的份额，而移动互联网媒体投放业务占据 67% 的比例。

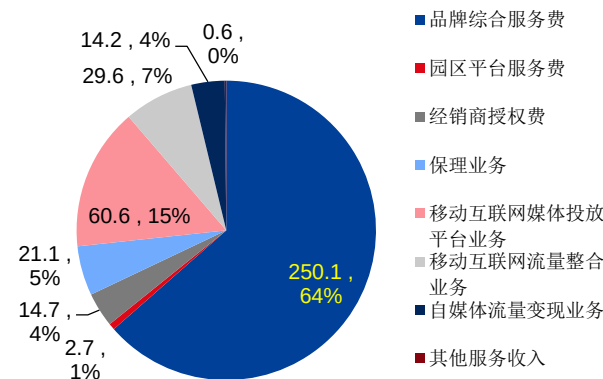
但就毛利润占比而言，由于新业务毛利率较低，原业务毛利润占比仍然过半。其中品牌综合服务费毛利润达 2.50 亿元，占除货品销售业务外整体毛利润的 64%。而除货品销售外的全部原口径业务占 18H1 的毛利率比率约 77%，为公司业绩增长奠定基础。此外，占营收 67% 的移动互联网媒体投放业务实现 0.61 亿元毛利润，占比约为 15%。因此，整体来看，虽然公司并购时间互联后，营收体量快速扩张，但公司业绩增长仍需关注原口径业务，特别是品牌综合服务业务。

图 7：南极电商分业务营业收入（百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 8：南极电商 2018H1 分业务毛利润占比



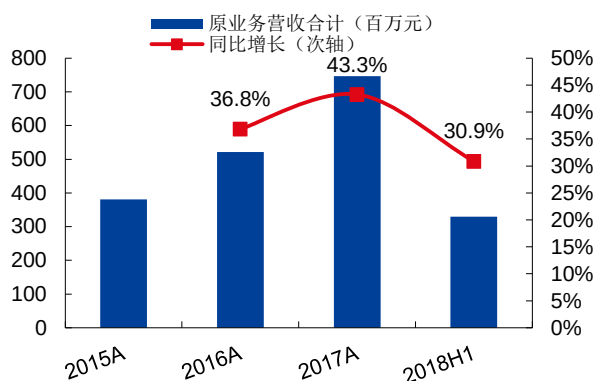
资料来源：公司公告，华金证券研究所

注：剔除毛利率为负的货品销售业务

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 年期减少了货品销售的占比，大部分均为品牌授权业务的相关收入，整体收入与 GMV 成正相关关系，

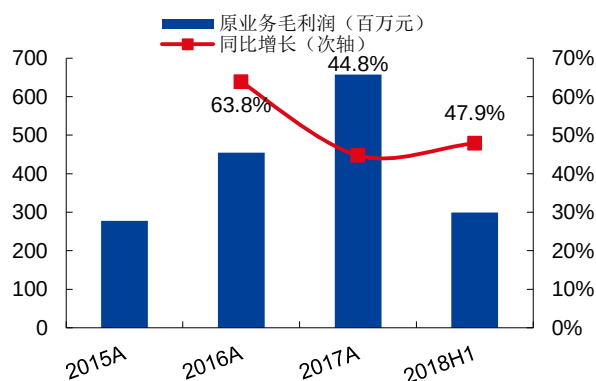
在 GMV 高速增长情况下，公司 18H1 原口径业务营业收入实现约 31% 的增速，毛利润实现约 48% 的较高增速，推动公司业绩较快提升。

图 9：南极电商并购时间互联口径营业收入及其增速



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 10：南极电商并购时间互联口径毛利润及其增速

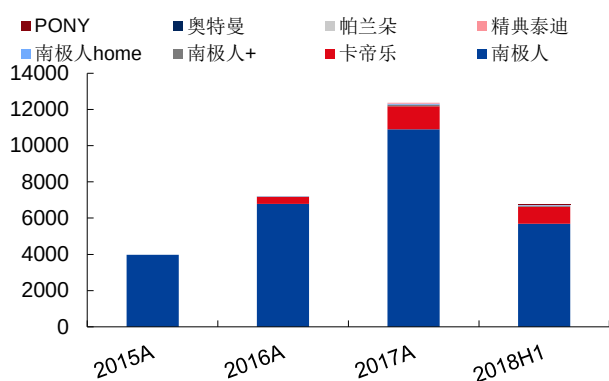


资料来源：公司公告，华金证券研究所

三、各品牌各平台 GMV 快速增长，品牌服务费率有所降低

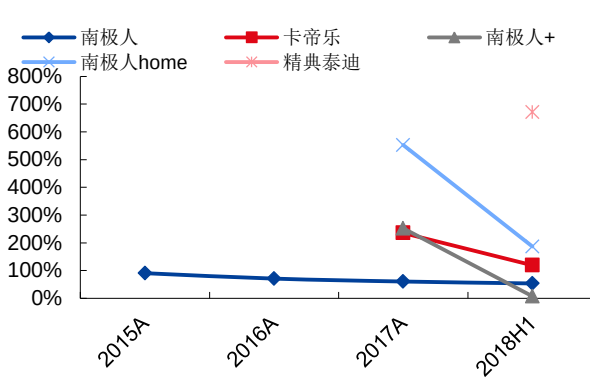
分品牌看，南极人仍然占据最主要地位，18H1 维持超 50% 的 GMV 增长，其他品牌大多实现超 100% 的 GMV 增长。目前来看，虽然南极人品牌占 GMV 比例即使正不断降低，但在 2018H1 仍然约 84%，该品牌占据公司绝对的核心地位。而即使南极人品牌年 GMV 已突破百亿元，其 GMV 占比仍然保持约 54% 的增速，品类内生外延均保持较好态势。而卡帝乐鳄鱼品牌实现约 119% 的 GMV 增速，占比已提升至 13.7%。另有占比较小的精典泰迪、南极人 home 实现 671%、187% 的 GMV 增速。

图 11：南极电商品牌业务分品牌 GMV（百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

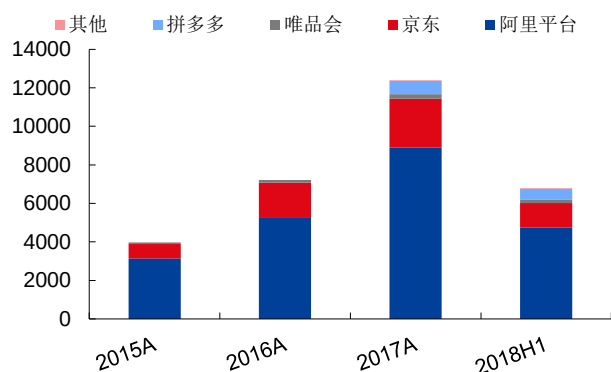
图 12：南极电商品牌业务分品牌 GMV 增速



资料来源：公司公告，华金证券研究所

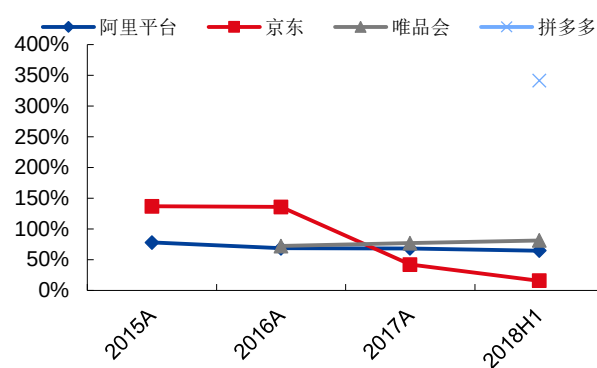
分渠道看，阿里平台占公司 GMV 比例仍然最高，上半年公司于拼多多平台实现最高增速。作为在我国电商全平台发展的南极电商，占据电商市场零售额约 65% 的阿里平台必然是占比最大的平台。同时由于主品牌南极人定位偏向高性价比大众款，在淘宝以及拼多多上更受欢迎，因此 2018H1 公司于阿里平台实现 GMV 占比约 70%，于拼多多平台实现 GMV 占比仍然较小，仅为约 8.7%，但目前同比增速为 341%，未来规模有望快速扩张。

图 13：南极电商品牌业务分渠道 GMV（百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

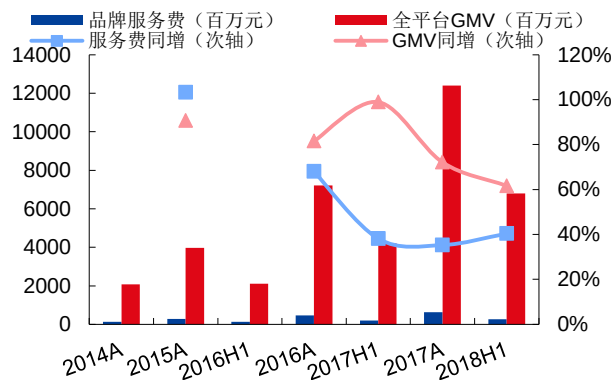
图 14：南极电商品牌业务分渠道 GMV 增速



资料来源：公司公告，华金证券研究所

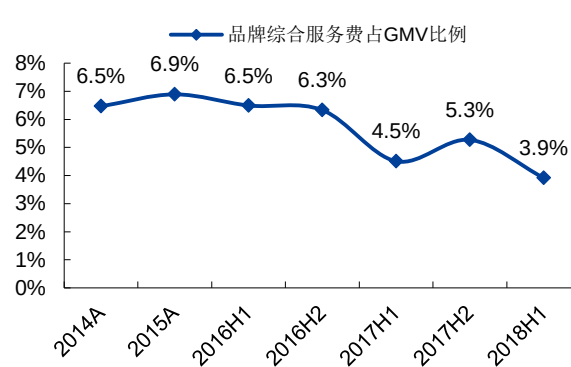
多品类、多品类快速扩张中，扶持供应商致品牌综合服务费货币化率有所下行。由公司 GMV 到营业收入主要来源，便是公司的品牌综合服务费，这是对供应商生产产品的服务费用。公司品牌综合服务费货币化率持续下降的主要原因，是在于（1）公司产业模式为“公司-供应商-或有经销商-消费者”，公司站在产业链末端，为了维持产业链良好运转，公司需要扶持供应商；（2）公司目前的扩张思路在于品类内生与外延，为了让供应商愿意为南极人等品牌做新品类商品，必然降低服务费货币化率进行让利。因而在公司产品外延快速扩张时，以及电商市场竞争加剧时，服务费货币化率降低是必然选择，也是必然结果。整体来看，品牌综合服务费货币化率下行，使公司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。

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货币化率情况



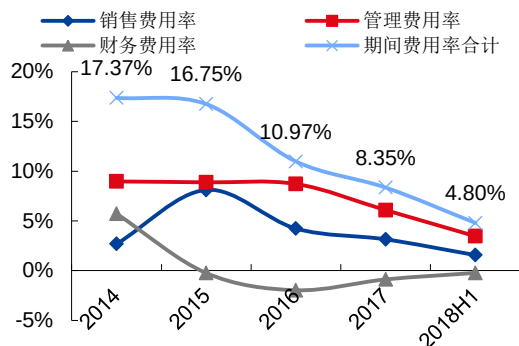
资料来源：公司公告，华金证券研究所

四、并表降低利润率及期间费用率，对照备考合并值，并购或已显现协同效应

盈利能力方面，并表前自营货品销售比例降低及规模快速扩张带动期间费用下行，并表后由于时间互联业务模式不同，利润率及费用率均同时快速降低。若对照并表前，南极电商原口径业务净利率约为 2017H1 的 56%，时间互联净利率约为 2017 年 1~4 月的 10.98%，而 17 年 1~4 月的备考合并净利率为 19.45%。目前来看，公司 2018H1 净利率为 23.71%。若以原业务净利率 56%，新业务净利率 10%，原业务增长按 18H1 毛利润增速的 48%，新业务增长按承诺净利润增速的 13%，

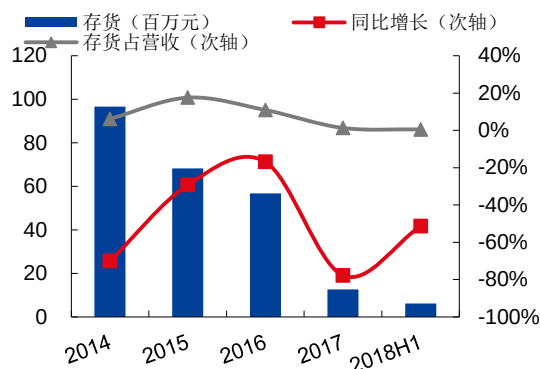
估算 18H1 净利率有望较 17H1 增加 2.46pct，而实际情况为并表后净利率提升幅度达 4.26pct，超过仅财务并表的水平。并表后或已显现协同效应。存货同样由于自营货品销售业务逐步退出而不断降低。

图 17：南极电商期间费用率情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

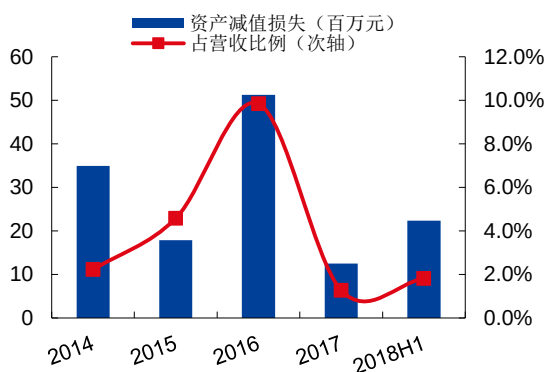
图 18：南极电商存货及其占比情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

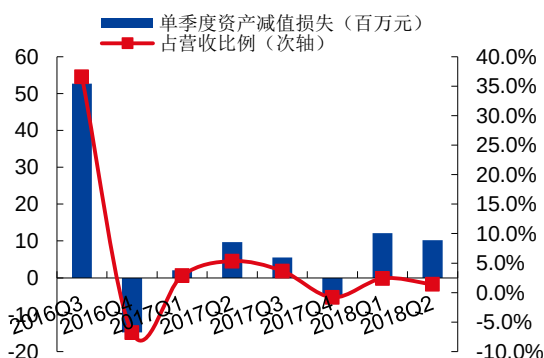
资产减值方面，16 年并购卡帝乐鳄鱼形成大量资产减值外，整体资产减值较为正常，2018 年 H1 资产减值损失有所增长，但由于营收规模快速扩张，资产减值损失占营收比例仍然较低，处于正常范围内。

图 19：南极电商资产减值损失情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 20：南极电商单季度资产减值损失情况



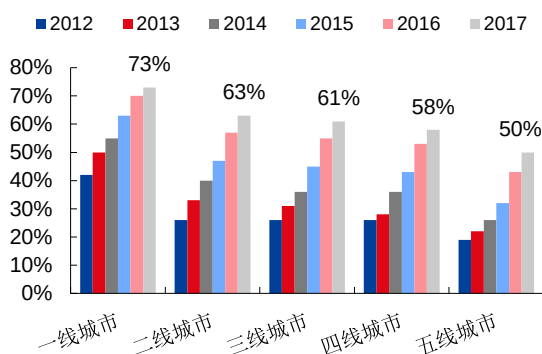
资料来源：Wind，华金证券研究所

五、抓住电商渠道下沉机遇，挖掘低线城市广阔市场

目前来看，一线城市电商渗透率依然最高，但增速已然较低，电商渠道下沉低线城市成为该渠道用户数量的核心增量。据贝恩凯度，2017 年一至五线城市的电商渗透率分别为 73%、63%、61%、58%、50%，低线城市渗透率仍有提升空间。2012 至 2017 年，一至五线城市的电商渗透率年复合增速分别为 12%、19%、18%、17%、21%，低线城市增速明显更快。

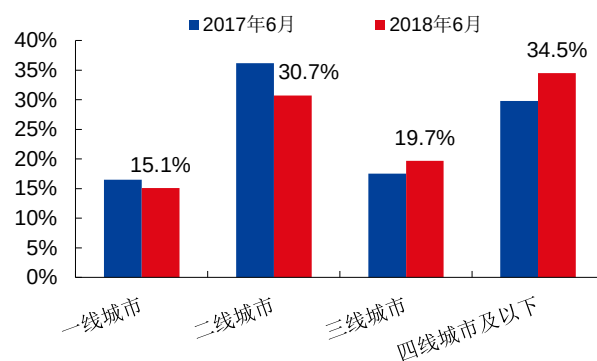
而据 QuestMobile，今年 6 月的综合电商 APP 行业新安装用户城际分布来看，三四线城市合计占比达 54.2%，已超过半数，且较去年 6 月提升 6.9pct。且由于低线城市的渗透率仍有望较快提升，三四线及其以下城市用户比例或将进一步提伸。

图 21：我国各线城市电商渗透率



资料来源：贝恩&凯度，华金证券研究所

图 22：2018 年 6 月综合电商 APP 行业新安装用户城际分布

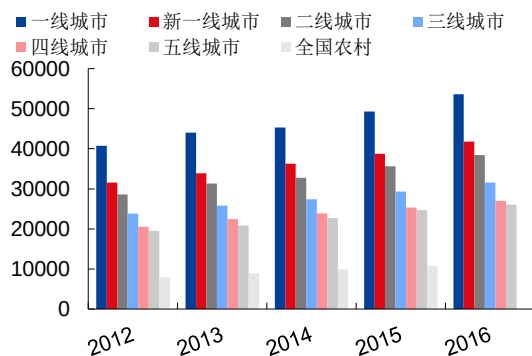


资料来源：QuestMobile，华金证券研究所

低线城市人均可支配收入明显低于高线城市，对低价高性价比商品的需求旺盛。2012 年来，虽然各线城市人均可支配收入均呈现上升趋势，但低线城市收入持续低于高线城市。2016 年，新一线至五线城市人均收入占一线城市人均收入比例分别约 78%、72%、59%、50%、49%。可支配收入约为一线城市 50%~60%的三四五线城市居民，很难负担一线城市的消费水平，更倾向与选择低价、高性价比的商品。

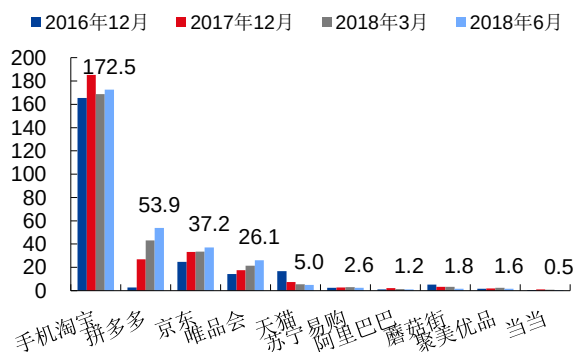
正如近年凭借社交引流及价格低廉，社交电商拼多多快速成长。目前来看，6 月拼多多日均活跃用户数量已达 5390 万人，继续较 3 月环比提升 25%。拼多多用户的快速扩张，离不开低线城市用户对性价比的需求。南极电商的定位高性价比大众化商品，乘电商渠道下沉东风，有望继续挖掘广阔的低线城市市场，实现 GMV、营收、利润的较快扩张。

图 23：我国各线城市人均可支配收入（元）



资料来源：Wind，第一财经周刊，华金证券研究所

图 24：我国综合电商 APP 日均活跃用户数量



资料来源：极光大数据，华金证券研究所

六、盈利预测及投资建议

电商行业渠道下沉，平价商品消费需求仍然旺盛，供应量、品牌优势促使南极电商原业务于 2018 上半年业绩较快增长，时间互联并表推升业绩。未来，公司有望乘电商渠道下沉东风，依托其适应线上渠道的供应链，并凭借时间互联带来的较低流量成本，从而在多品牌多品类的发展中维持较快的业绩增速。

我们预测公司 2018 年至 2020 年每股收益分别为 0.35、0.50 和 0.67 元。净资产收益率分别为 14.6%、17.1%和 18.7%。目前股价调整较多，约为 2018 年 EPS 的 23 倍，维持“买入-B”建议。

表 1：南极电商盈利预测表

		2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
品牌综合服务业务	营业收入	27358.26	45962.70	62177.40	87048.36	120126.74	162171.09
	增长率	103.21%	68.00%	35.28%	40.00%	38.00%	35.00%
	毛利率	88.72%	92.30%	94.85%	94.00%	94.00%	94.00%
货品销售	营业收入	10716.83	1932.81	3150.22	157.51	0.00	0.00
	增长率	-21.29%	-81.96%	62.99%	-95.00%	-100.00%	-50.00%
	毛利率	32.33%	33.52%	3.77%	-290.00%	0.00%	0.00%
园区平台服务费业务	营业收入	774.27	1624.10	751.56	676.40	710.22	745.73
	增长率	184.63%	109.76%	-53.72%	-10.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	50.77%	50.17%	86.10%	100.00%	100.00%	100.00%
经销商授权使用业务	营业收入		649.31	1741.52	5224.56	13061.39	23510.50
	增长率			168.21%	200.00%	150.00%	80.00%
	毛利率		91.22%	91.22%	97.50%	97.50%	97.50%
保理业务	营业收入		1287.31	2539.00	4189.35	5865.09	7741.92
	增长率			97.23%	65.00%	40.00%	32.00%
	毛利率		99.27%	98.98%	99.40%	99.40%	99.40%
其他服务收入	营业收入	73.55	1929.23	1221.11	854.78	897.51	942.39
	增长率	2851.44%	2523.02%	-36.71%	-30.00%	5.00%	5.00%
	毛利率		50.04%	48.51%	23.00%	23.00%	23.00%
移动互联网媒体投放平台业务	营业收入			22039.60	132237.60	158685.12	184074.74
	增长率				500.00%	20.00%	16.00%
	毛利率			10.13%	7.50%	7.50%	7.50%
移动互联网流量整合业务	营业收入			1896.90	11381.37	14568.02	16898.90
	增长率				500.00%	20.00%	16.00%
	毛利率			54.94%	41.00%	41.00%	41.00%
自媒体流量变现业务	营业收入			3061.27	6122.55	8571.57	11143.04
	增长率				100.00%	40.00%	30.00%
	毛利率			44.04%	70.00%	70.00%	70.00%
合计	营业收入	38922.91	53385.46	98578.57	247892.48	322485.66	407228.32
	增长率	42.30%	37.16%	84.65%	151.47%	30.09%	26.28%
	毛利率	72.46%	87.52%	70.05%	44.52%	48.46%	52.20%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

七、风险提示

1. 激烈的市场竞争或使服务费货币化率以及其他业务毛利率降低；2. 公司供应商数量快速增长，质量管控能力受到挑战；3. 公司新品牌与新品类的成长仍存不确定性。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	521.0	985.8	2,478.9	3,224.9	4,072.3	年增长率					
减: 营业成本	66.5	295.2	1,375.2	1,662.1	1,946.7	营业收入增长率	33.8%	89.2%	151.5%	30.1%	26.3%
营业税费	4.4	5.6	8.2	10.6	13.4	营业利润增长率	73.5%	74.8%	65.2%	41.9%	35.2%
销售费用	22.0	31.0	37.2	54.8	77.4	净利润增长率	75.3%	77.4%	62.5%	41.0%	34.7%
管理费用	45.4	60.0	84.3	119.3	162.9	EBITDA 增长率	68.5%	77.2%	64.0%	41.6%	35.7%
财务费用	-10.3	-8.7	-21.9	-33.5	-35.1	EBIT 增长率	69.1%	77.7%	63.9%	41.6%	35.9%
资产减值损失	51.3	12.5	15.0	16.0	17.0	NOPLAT 增长率	72.4%	77.8%	64.5%	41.6%	35.9%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	109.6%	75.3%	-3.7%	-6.7%	-20.0%
投资和汇兑收益	1.8	10.3	10.9	11.4	12.0	净资产增长率	26.6%	95.0%	95.3%	20.6%	23.0%
营业利润	343.4	600.4	991.8	1,406.9	1,901.9	盈利能力					
加: 营业外净收支	10.8	24.8	20.0	20.0	20.0	毛利率	87.2%	70.1%	44.5%	48.5%	52.2%
利润总额	354.2	625.2	1,011.8	1,426.9	1,921.9	营业利润率	65.9%	60.9%	40.0%	43.6%	46.7%
减: 所得税	51.1	89.6	141.7	199.8	269.1	净利润率	57.8%	54.2%	35.0%	38.0%	40.5%
净利润	301.1	534.3	868.0	1,224.0	1,648.7	EBITDA/营业收入	64.4%	60.3%	39.3%	42.8%	46.0%
						EBIT/营业收入	63.9%	60.0%	39.1%	42.6%	45.8%
资产负债表						偿债能力					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	资产负债率	23.6%	20.2%	27.5%	15.9%	26.6%
货币资金	473.6	1,461.2	4,185.4	5,523.0	7,489.1	负债权益比	30.8%	25.3%	37.9%	19.0%	36.2%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	2.77	3.86	2.96	5.14	3.27
应收帐款	350.5	560.2	1,505.6	1,002.7	1,825.3	速动比率	2.65	3.83	2.83	5.10	3.17
应收票据	14.1	34.6	89.3	71.9	131.7	利息保障倍数	-32.47	-68.04	-44.26	-40.94	-53.25
预付帐款	5.0	134.5	514.9	260.8	626.1	营运能力					
存货	56.7	12.6	293.0	57.9	331.5	固定资产周转天数	3	2	1	0	0
其他流动资产	436.7	71.1	74.7	78.4	82.3	流动营业资本周转天数	295	123	37	19	-4
可供出售金融资产	10.0	10.1	10.6	11.2	11.7	流动资产周转天数	908	659	649	762	773
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	304	166	150	140	125
长期股权投资	-	13.8	14.1	14.1	14.1	存货周转天数	43	13	22	20	17
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	1,181	1,071	874	936	910
固定资产	4.6	3.8	4.5	3.0	2.6	投资资本周转天数	513	505	251	183	126
在建工程	-	-	-	-	-	费用率					
无形资产	510.3	565.5	565.6	565.6	565.7	销售费用率	4.2%	3.1%	1.5%	1.7%	1.9%
其他非流动资产	185.2	953.0	955.9	959.1	962.6	管理费用率	8.7%	6.1%	3.4%	3.7%	4.0%
资产总额	2,046.8	3,820.5	8,213.5	8,547.7	12,042.7	财务费用率	-2.0%	-0.9%	-0.9%	-1.0%	-0.9%
短期债务	-	65.5	-	-	-	三费/营业收入	11.0%	8.3%	4.0%	4.4%	5.0%
应付帐款	381.4	285.1	1,838.9	931.3	2,551.2	投资回报率					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	19.6%	17.7%	14.6%	17.1%	18.7%
其他流动负债	101.1	239.2	415.1	429.1	650.8	ROA	14.8%	14.0%	10.6%	14.4%	13.7%
长期借款	-	179.4	-	-	-	ROIC	59.4%	50.4%	47.3%	69.6%	101.3%
其他非流动负债	-	1.3	1.3	1.4	1.5	分红指标					
负债总额	482.5	770.5	2,255.3	1,361.8	3,203.4	DPS(元)	-	0.01	-	-	-
少数股东权益	29.9	28.9	31.1	34.1	38.3	分红比率	0.0%	4.8%	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	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	1,117.1	2,603.8	3,472.3	4,696.9	6,346.1						
股东权益	1,564.3	3,050.1	5,958.2	7,185.9	8,839.2						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	303.1	535.6	868.0	1,224.0	1,648.7	EPS(元)	0.12	0.22	0.35	0.50	0.67
加: 折旧和摊销	2.6	3.0	5.0	7.2	6.2	BVPS(元)	0.63	1.23	2.41	2.91	3.59
资产减值准备	51.3	12.5	-	-	-	PE(X)	66.0	37.2	22.9	16.2	12.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	13.0	6.6	3.4	2.8	2.3
财务费用	-10.5	-8.8	-21.9	-33.5	-35.1	P/FCF	-88.6	823.6	28.9	14.9	10.1
投资损失	-1.8	-10.3	-10.9	-11.4	-12.0	P/S	38.2	20.2	8.0	6.2	4.9
少数股东损益	1.9	1.3	2.2	3.1	4.1	EV/EBITDA	8.5	3.6	16.1	10.4	6.6
营运资金的变动	-297.8	418.9	62.5	109.1	312.9	CAGR(%)	59.4%	45.6%	71.6%	59.4%	45.6%
经营活动产生现金流量	457.4	537.8	904.8	1,298.5	1,924.9	PEG	1.1	0.8	0.3	0.3	0.3
投资活动产生现金流量	-666.4	-116.6	4.3	5.1	5.6	ROIC/WACC	5.7	4.8	4.5	6.6	9.7
融资活动产生现金流量	0.8	566.6	1,815.0	34.1	35.6						

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