

2019年08月21日

南极电商 (002127.SZ)

动态分析

公司本部净利润增长 40%，核心品类市占率提升 夯实规模壁垒

事件

公司披露半年报，上半年实现营收 16.34 亿元，同比增长 32.44%，实现归母净利润 3.86 亿元，同比增长 32.37%。

投资要点

- 公司本部净利润增长 40%，核心品类市占率提升夯实规模壁垒：**整体来看，我们认为：（1）上半年公司本部净利润+40%，约占公司上半年净利润的 85%，本部业务稳步向好；（2）时间互联归母净利+2.2%，完成年度承诺业绩的 43%，时间互联调整部分现金流占用较高的业务，上半年经营活动现金流同比转正；（2）南极人核心品类内衣家居服于阿里平台实现 GMV 增长 56%，床品品类于阿里平台 GMV 增长 52%，市占率上行夯实规模壁垒；（3）品类扩张使货币化率同比下降，上半年品牌综合服务费率占 GMV 约为 3.2%，预计下半年成熟品类使货币化率环比回升；（4）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，GMV 快速增长推动业绩增长：**公司本部实现净利润 3.28 亿元，同比增长 40%，约占公司上半年净利润的 85%。公司本部维持高速增长，主要源于品牌授权业务整体收入与 GMV 成正相关关系，公司上半年全平台 GMV 达 109.8 亿元，同比增长 62%。2017 年 11 月并表的时间互联实现营收 12.10 亿元，同比增长 33.7%，实现归母净利 5739 万元，同比增长 2.2%，完成年度承诺业绩的 43%。增速放缓主要源于公司更加注重时间互联现金流，调整了部分现金流占用较高的业务，上半年时间互联实现经营性现金流 2607 万元，同比转正。
- 各品牌各平台 GMV 快速增长，核心品类市占率同比提升：**分品牌看，南极人仍然占据最主要地位，维持超 60% 的 GMV 增长，另有卡帝乐品牌增长 37%，精英泰迪品牌增长 52%。分平台看，阿里平台占公司 GMV 比例约 67%，上半年唯品会、拼多多平台 GMV 快速增长。分品类看，阿里平台南极人核心品类内衣、床品 GMV 分别增长 56%、52%，市占率进一步提升。主力品牌南极人在核心品类持续保持内生外延齐增长，夯实公司规模壁垒，贡献公司业绩增速。
- 品类扩张使货币化率下行，预计下半年货币化率环比回升：**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率货币化率有所下行。2019 年上半年品牌综合服务费率占 GMV 约为 3.2%。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。预计公司延续下半年货币化率较上半年更高的趋势。
- 并表使利润率费用率均降低：**盈利能力方面，由于低毛利率的时间互联营收占比提升，公司 2019 年上半年毛利率较去年同期下降 1.78pct 至 29.74%，另外由于贡献大部分利润的现代服务业稳步增长，公司净利率较去年同期基本持平。应收账款方面，2019 年上半年，公司应收账款同比下降 9%至 9.33 亿元，占营收比例由去年同

商贸零售 | 连锁 III

投资评级

买入-B(维持)

股价(2019-08-21)

10.50 元

交易数据

总市值(百万元)	25,776.14
流通市值(百万元)	19,910.39
总股本(百万股)	2,454.87
流通股本(百万股)	1,896.23
12个月价格区间	5.71/13.18 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.68	-22.87	31.07
绝对收益	3.04	-16.27	33.76

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：核心品类 GMV 高增长，关注电商渠道继续下沉 2019-04-26
- 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

期的 83% 大幅下降至 57%，一是源于公司保理业务规模同比下降 15%，二是源于公司时间互联业务调整，减少资金占用。现金流方面，上半年公司主业较快增长，使经营活动现金流入增长 29% 至 17.2 亿元，最终经营活动现金流净额同比增长 43% 至 1.5 亿元。

- ◆ **投资建议：** 南极电商依托电商渠道，建立高性价比商业模式，并凭借积累的用户基数，构筑核心竞争力。目前电商渠道继续下沉，用户基数及高性价比有望推动公司业绩持续增长。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 21 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；若时间互联未能完成承诺业绩或将引发商誉减值。

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	48.2	29.1	21.1	16.4	12.9
PB	8.5	6.9	3.6	3.0	2.4

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、公司本部净利润增长 40%，核心品类市占率提升夯实规模壁垒.....	4
(一) 公司本部净利润增长 40%，时间互联增速放缓	4
(二) 利润主要源于现代服务业，GMV 快速增长推动业绩增长.....	5
(三) 各品牌各平台 GMV 快速增长，核心品类市占率同比提升	5
(四) 品类扩张使货币化率下行，预计下半年货币化率环比回升	7
(五) 时间互联占比提升降低毛利率，净利率维持同比平稳	7
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及其增长	4
图 5：南极电商分业务营业收入（百万元）	5
图 6：南极电商分业务类型毛利润及其占比（百万元，%）	5
图 7：南极电商公司本部营收净利及其增长	5
图 8：南极电商时间互联业务营收净利及其增长	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：南极电商品牌综合服务费与全平台 GMV 情况	7
图 14：南极电商品牌综合服务费占 GMV 情况	7
图 15：南极电商利润率情况	8
图 16：南极电商费用率情况	8
图 17：南极电商应收账款及其占营收比例	8
图 18：南极电商经营活动现金流情况	8
图 19：南极电商供应商数量及其平均 GMV.....	9
图 20：南极电商经销商数量及其平均 GMV.....	9
图 21：拼多多月均活跃用户数量	10
图 22：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

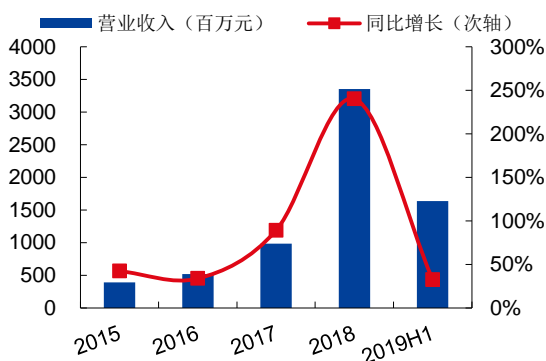
一、公司本部净利润增长 40%，核心品类市占率提升夯实规模壁垒

公司披露半年报，上半年实现营收 16.34 亿元，同比增长 32.44%，实现归母净利 3.86 亿元，同比增长 32.37%。

（一）公司本部净利润增长 40%，时间互联增速放缓

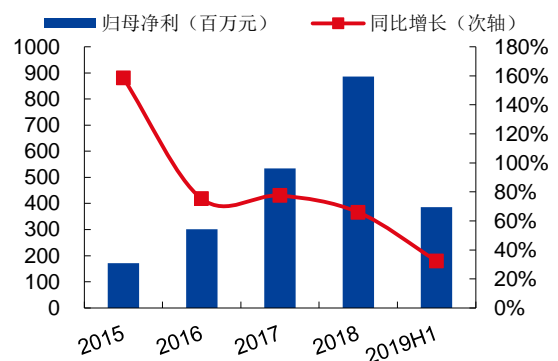
整体来看，我们认为：（1）上半年公司本部净利润+40%，约占公司上半年净利润的 85%，本部业务稳步向好；（2）时间互联归母净利+2.2%，完成年度承诺业绩的 43%，时间互联调整部分现金流占用较高的业务，上半年经营活动现金流同比转正；（3）南极人核心品类内衣家居服于阿里平台实现 GMV 增长 56%，床品品类于阿里平台 GMV 增长 52%，市占率上行夯实规模壁垒；（4）品类扩张使货币化率同比下降，上半年品牌综合服务费率占 GMV 约为 3.2%，预计下半年成熟品类使货币化率环比回升；（5）低线城市电商渗透率较高线城市仍有差距，有望继续贡献用户增量，推动定位高性价比的南极电商快速发展。

图 1：南极电商营业收入及其增长



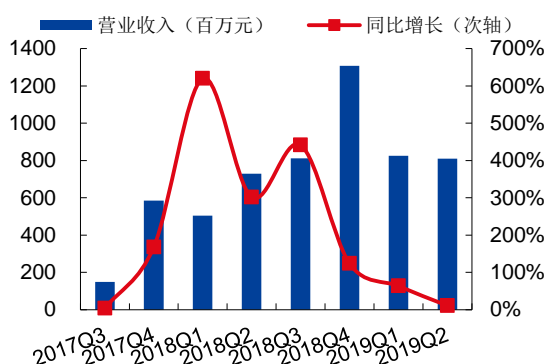
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：南极电商归母净利及其增长



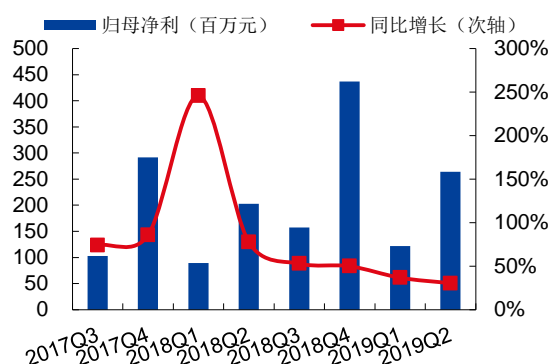
资料来源：Wind，华金证券研究所

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

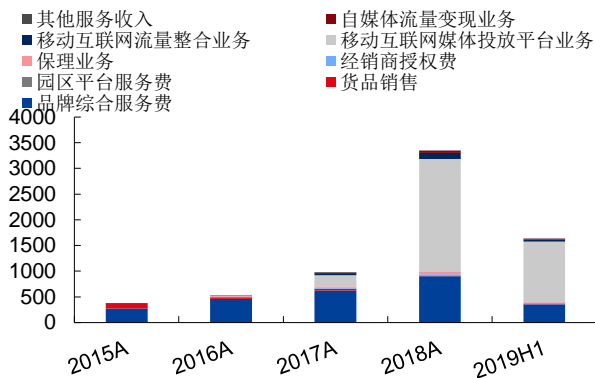
（二）利润主要源于现代服务业，GMV 快速增长推动业绩增长

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 26%左右的份额，而移动互联网媒体投放业务占据 72%的比例，但品牌综合服务费所属的现代服务业占公司毛利润率超过 80%。

净利润方面，公司本部实现净利润 3.28 亿元，同比增长 40%，约占公司上半年净利润的 85%。公司本部维持高速增长，主要源于品牌授权业务整体收入与 GMV 成正相关关系，公司上半年全平台 GMV 达 109.8 亿元，同比增长 62%，高毛利率的品牌授权业务推动公司本部利润快速增长。

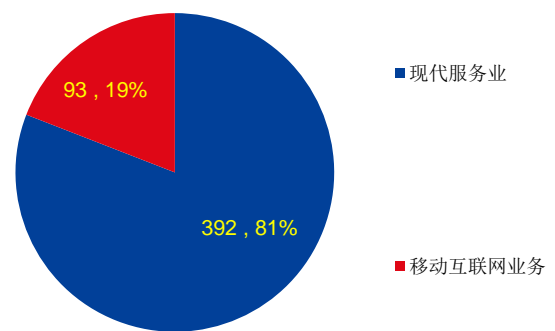
2017 年 11 月并表的时间互联实现营收 12.10 亿元，同比增长 33.7%，实现归母净利 5739 万元，同比增长 2.2%，完成年度承诺业绩的 43%。增速放缓主要源于公司更加注重时间互联现金流，调整了部分现金流占用较高的业务，上半年时间互联实现经营性现金流 2607 万元，同比转正。

图 5：南极电商分业务营业收入（百万元）



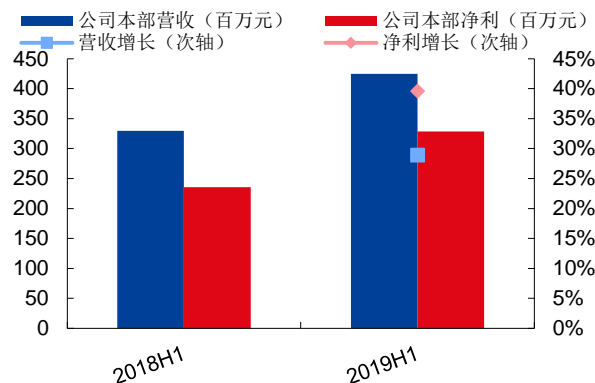
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 6：南极电商分业务类型毛利润及其占比（百万元，%）



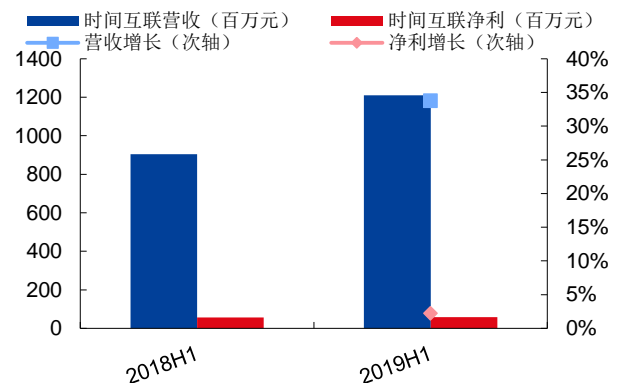
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 7：南极电商公司本部营收净利及其增长



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 8：南极电商时间互联业务营收净利及其增长

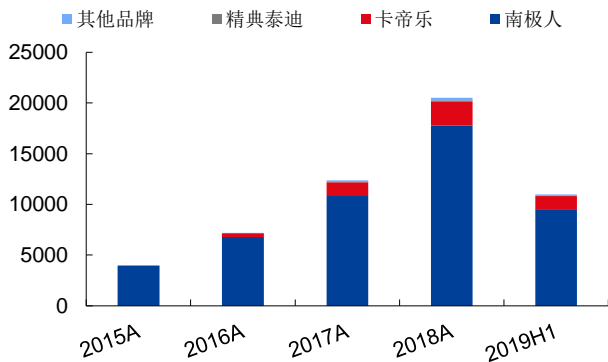


资料来源：公司公告，华金证券研究所

（三）各品牌各平台 GMV 快速增长，核心品类市占率同比提升

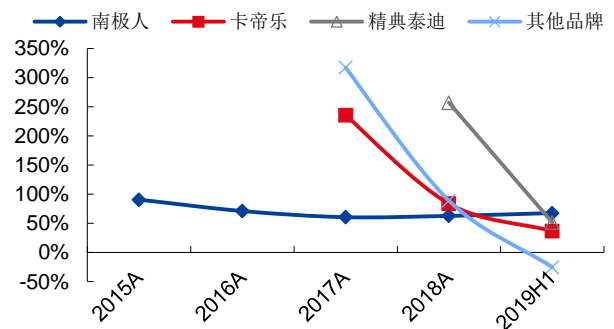
分品牌看，南极人仍然占据最主要地位，维持超 60% 的 GMV 增长，另有卡帝乐品牌增长 37%，精典泰迪品牌增长 52%。目前来看，南极人品牌占 GMV 比例保持在 85% 左右，占据公司绝对的核心地位。而即使南极人品牌年 GMV 已突破百亿元，上半年其 GMV 仍然保持约 68% 的增速，品类内生外延均保持较好态势。而卡帝乐鳄鱼品牌实现约 37% 的 GMV 增速，占比提升至 11.5%。另有占比较小的精典泰迪实现 52 的 GMV 增长，由于阿里流量向大店倾斜，公司推行大店战略，聚焦南极人、卡帝乐等品牌，其他品牌 GMV 下降约 25%。

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

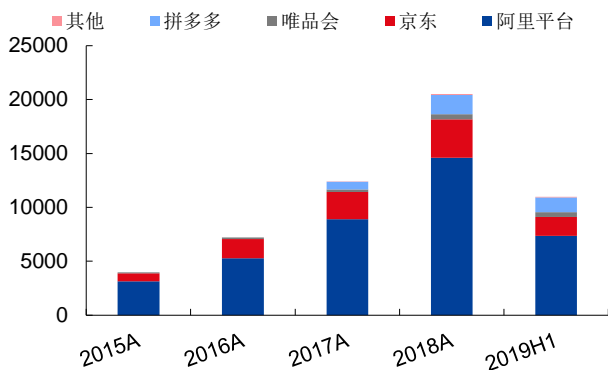
图 10：南极电商分品牌 GMV 增速



资料来源：公司公告，华金证券研究所

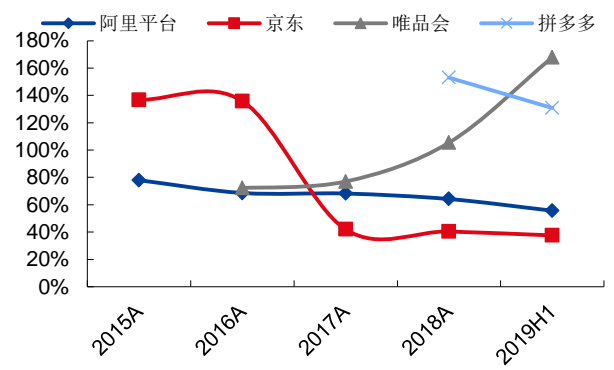
分平台看，阿里平台占公司 GMV 比例约 67%，上半年唯品会、拼多多平台 GMV 快速增长。电商全平台发展的南极电商，占据电商市场零售额过半的阿里平台必然是占比最大的平台。另外由于主品牌南极人定位偏向高性价比大众款，在淘宝以及拼多多上更受欢迎，因此 2019 上半年公司于阿里平台实现 GMV 占比约 67%，同比增长约 56%，于唯品会、拼多多平台分别实现 GMV 增长约 168%、130%，唯品会、拼多多 GMV 占比分别约 4%、12%。

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，阿里平台南极人核心品类内衣、床品 GMV 分别增长 56%、52%，市占率进一步提升。2019 上半年，南极人核心品类内衣家居服，于阿里平台实现 GMV 约 23.29 亿元，同比增长 55.98%，市占率由去年同期的 5.5% 提升至 7.1%。另外床品品类于阿里平台实现 GMV 为 12.92 亿元，同比增长 51.55%，市占率由去年同期的 5.62% 提升至 6.98%。主力品牌南极人在核心品类持续保持内生外延齐增长，夯实公司规模壁垒，贡献公司业绩增速。

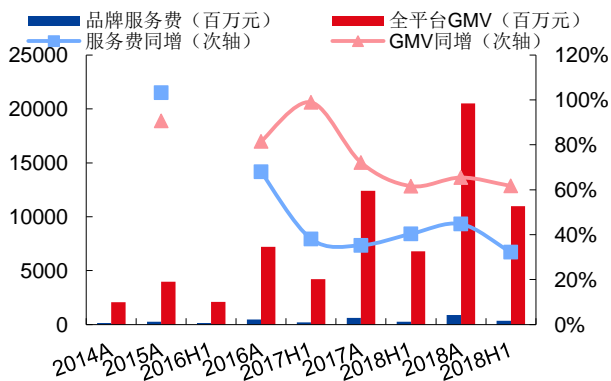
（四）品类扩张使货币化率下行，预计下半年货币化率环比回升

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，2019 年上半年占比约为 3.2%，较 2018 上下半年的 3.9%、4.6%均有所下降。

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。

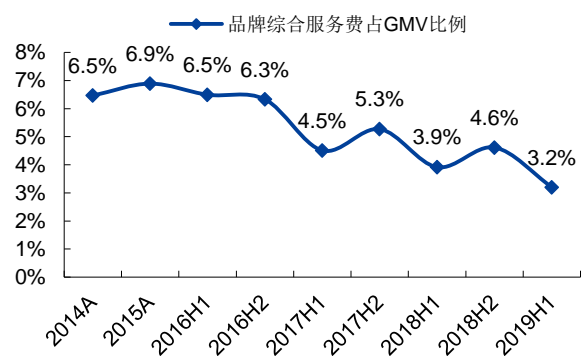
公司南极人品牌起始于保暖内衣品类，在该成熟品类中具有较高影响力，货币化率较高。预计公司延续下半年货币化率较上半年更高的趋势。

图 13：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 14：南极电商品牌综合服务费占 GMV 情况

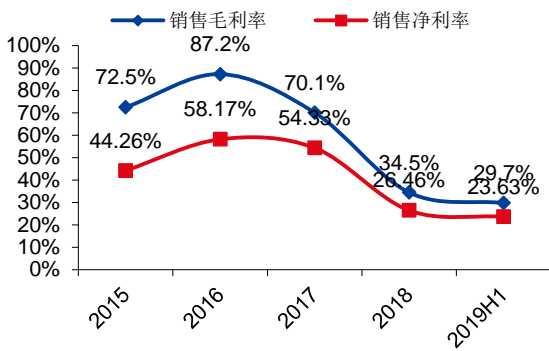


资料来源：公司公告，华金证券研究所

（五）时间互联占比提升降低毛利率，净利率维持同比平稳

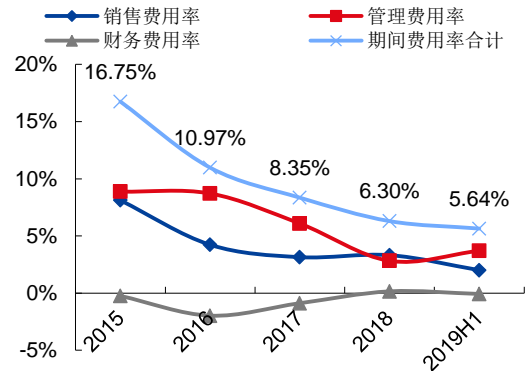
盈利能力方面，由于低毛利率的时间互联营收占比提升，公司 2019 年上半年毛利率较去年同期下降 1.78pct 至 29.74%，另外由于贡献大部分利润的现代服务业稳步增长，公司净利率较去年同期基本持平。

图 15: 南极电商利润率情况



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 16: 南极电商费用率情况

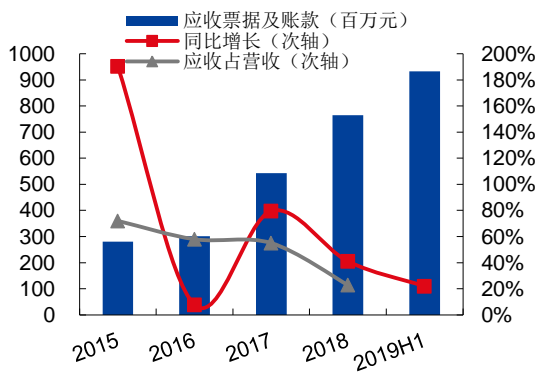


资料来源: Wind, 华金证券研究所

应收账款方面, 2019 年上半年, 公司应收账款同比下降 9%至 9.33 亿元, 占营收比例由去年同期的 83%大幅下降至 57%, 一是源于公司保理业务规模同比下降 15%, 二是源于公司时间互联业务调整, 减少资金占用。

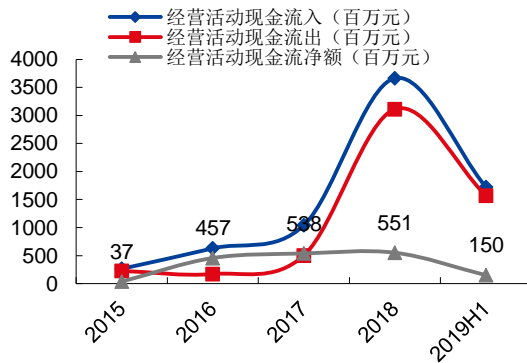
现金流方面, 上半年公司主业较快增长, 使经营活动现金流入增长 29%至 17.2 亿元, 最终经营活动现金流净额同比增长 43%至 1.5 亿元。

图 17: 南极电商应收账款及其占营收比例



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 18: 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

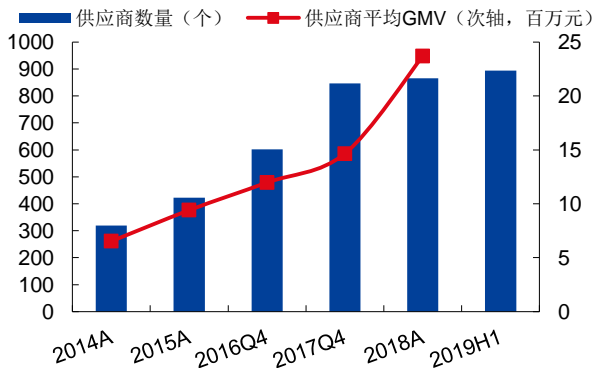
(一) 先发优势铸就目前电商渠道规模效应

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 2019 年上半年, 公司服务供应商 894 家, 供应商数量持续增长, 服务经销商 3634 家, 拥有线上品牌店铺数量 4640 个, 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。另外公司上半年经销商数量有所下降, 主要源于阿里渠道流量向大店倾

斜后，公司目前采用大店做爆款群、腰部店铺依托供应链做分销，小店种草的多层级模式，经营不善且有负面清单行为的小店被清退。

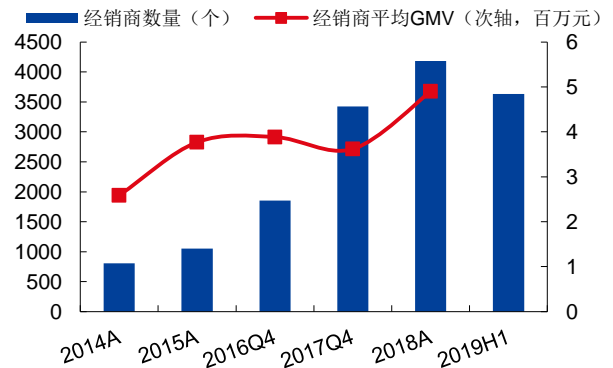
由于公司较早积累电商红利，2019 上半年，公司阿里店铺的支付人次超 1 亿人次，南极人内衣类目月均访客人数接近 4000 万人，月均转化率 19.6%。庞大的用户规模基数以及良好的转化率，推动公司 GMV 快速增长。在 GMV 高速增长的带动下，供应商规模效应和经销商稳定盈利趋势有望持续。

图 19：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 20：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

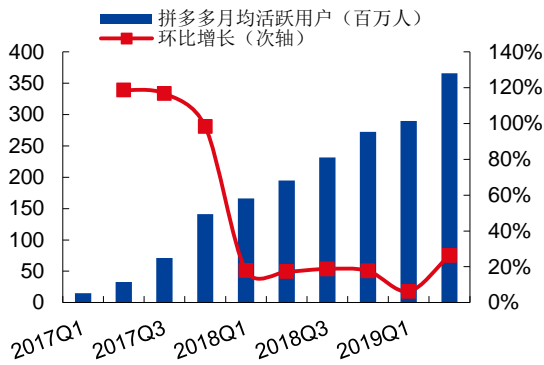
（二）低线城市电商渗透贡献增长

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。2019 年二季度拼多多月均活跃用户达 3.66 亿人，环比增长 26%，同比增长 88%。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。

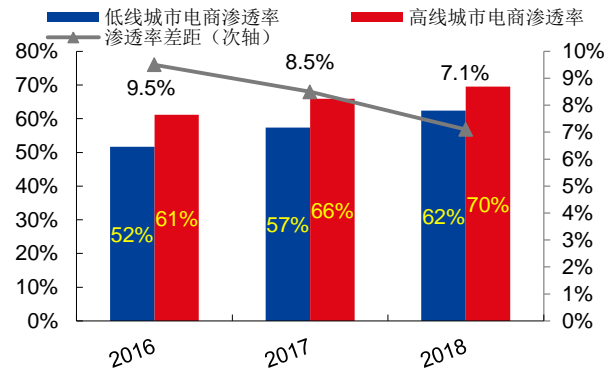
南极电商现有品牌定位于高性价比价格带，低线城市贡献消费能力较低，偏好高性价比商品的消费者，与南极电商相契合，或将推动南极电商 GMV 较快增长。

图 21: 拼多多月均活跃用户数量



资料来源: 拼多多公司公告, 华金证券研究所

图 22: 电商渠道不同城市级别渗透率



资料来源: 凯度, 华金证券研究所

三、盈利预测及投资建议

南极电商依托电商渠道, 建立高性价比商业模式, 并凭借积累的用户基数, 构筑核心竞争力。目前电商渠道继续下沉, 用户基数及高性价比有望推动公司业绩持续增长。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 21 倍, 维持“买入-B”建议。

表 1: 南极电商营业收入预测 (万元)

		2016A	2017A	2018A	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

		2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
	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
	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；平台化运营质量管控能力受挑战；若时间互联未能完成承诺业绩或将引发商誉减值。

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)	48.2	29.1	21.1	16.4	12.9
加:折旧和摊销	3.0	4.6	4.8	5.2	4.7	PB(X)	8.5	6.9	3.6	3.0	2.4
资产减值准备	12.5	21.4	-	-	-	P/FCF	1,067.6	-171.3	23.6	14.9	12.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	26.1	7.7	6.2	5.2	4.3
财务费用	-8.8	5.5	-26.3	-52.6	-71.6	EV/EBITDA	5.3	3.3	15.9	11.5	8.0
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	1.1	0.9	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