

持续成长催化市场加深对竞争壁垒的认知， 南极电商长期估值中枢抬升或在今年！

买入（维持）

2020年05月17日

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证号：S0600517070001
021-60199793

chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证号：S0600517050003
021-60199793

linjch@dwzq.com.cn

证券分析师 詹陆雨

执业证号：S0600519070002
021-60199793

zhanly@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3906.8	4450.4	5106.4	5891.3
同比（%）	16.5%	13.9%	14.7%	15.4%
归母净利润（百万元）	1206.1	1574.3	2035.9	2494.6
同比（%）	36.1%	30.5%	29.3%	22.5%
每股收益（元/股）	0.49	0.64	0.83	1.02
P/E（倍）	33.9	26.0	20.1	16.4

投资要点

■ **南极为什么能涨到当前位置？之后还能涨吗？** 南极电商在今年涨幅超过 50%、市值超过 400 亿大关，我们认为这主要由于市场正在逐渐认知到南极在当前平台规则下建立的流量壁垒以及其围绕零售本质与流量规则建立起来的公司与供应商/经销商共赢机制带来的强大增长动能。首先在平台千人千面的标签规则下，南极电商多 SKU/大用户基数的优势，能让其品牌拥有更高的曝光度，让其在消费者心目中的品牌认知不断加深，转化率也就此提升。南极人在自然搜索流量上拥有强大的优势。流量优势外，南极电商以公平、公开、数据驱动为核心搭建起了公司与供应商/经销商共赢生态。公司依靠大规模、高周转、重平销、数据开放的方式帮助供应商提升效率；同时用公平的规则、流程的管控以及数据透明度的提升，依靠优胜劣汰提升供应链产品质量。我们认为这样的流量壁垒和高效的运营体系能够不断吸引更多新品类的供应商加入，新品类的成长将进一步强化南极电商在流量端的优势，从而驱动南极电商 GMV 持续高速增长。

■ **市场疑点六问六答：**我们认为在南极的壁垒已经清晰的情况下此前市场的几大质疑点也都能得到回应。

(1) 公司在 15 年末通过类借壳形式上市，在上市后老股东合计 26% 的持股形成长期抛压。但是目前老股东仅剩 5% 的股权尚未出售。

(2) 并购时间互联效果未达预期，反而对现金流量表造成较大拖累。但现在公司对时间互联的考核已经全面转向盈利及现金流。

(3) 收购卡帝乐鳄鱼后并未投入充足资源，卡帝乐发展不及预期；其根本原因在于公司认清平台流量规则后选择战略性专注南极人主品牌。

(4) 轻资产及产品的负面新闻一直成为公司能否可持续发展的核心质疑。但公司的流量壁垒和生态体系搭建并不需要重资产投入，反而在组织成型后能够不断吸引新品类供应商加入来驱动未来增长。同时在搭建供应链公平的优胜劣汰体系之外也在努力帮助供应链持续提升效率。

(5) 市场质疑公司规模扩大之后与平台间的关系，首先我们认为平台不会轻易放弃一个能为其带来高转化、大交易量的龙头品牌，同时公司也一直在积极寻找与平台长期共存的方式。

(6) 去中心化带来的冲击：首先，中心化电商模式在很长一段时间内仍将是绝对主流。其次，南极人历史上的成功源于其针对流量规则所展现出的组织适应性，如果去中心化流量领域能够形成稳定零售“人货场”，我们相信南极人体系也是最有可能积极作出调整，收割行业红利。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 20-22 年净利润 15.7/20.4/24.9 亿，对应估值 26.0x/20.1x/16.4x，与三只松鼠、壹网壹创等新零售标的相比，显著折价。在当下确定性稀缺的大环境中，市场必然将逐步加深对公司竞争壁垒的认知，从而提升估值中枢，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**宏观需求环境恶化、平台规则调整、新品类拓展不及预期等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	16.67
一年最低/最高价	9.12/17.08
市净率(倍)	8.19
流通 A 股市值(百万元)	32567.21

基础数据

每股净资产(元)	2.03
资产负债率(%)	9.73
总股本(百万股)	2454.87
流通 A 股(百万股)	1953.64

相关研究

- 1、《南极电商 (002127)：艰难状况下平稳过渡，依然是 2020 具备增长确定性的优质标的》2020-04-30
- 2、《南极电商 (002127)：现金流大幅改善，新模式带动有望保持增长》2020-04-16
- 3、《南极电商 (002127)：19 年业绩符合预期，疫情影响有限 20 年依旧有望保持高增长》2020-03-05

内容目录

1. 南极为什么能涨到当前位置？之后还能涨吗？	3
1.1. 千人千面规则下，南极多品类/大用户基数+高品牌认知度形成流量壁垒	3
1.2. 紧抓零售本质打造公平的共赢生态	4
1.2.1. 依靠大规模、高周转、数据透明化提升供应链效率	4
1.2.2. 加强流程管理提升数据透明度，依靠用户驱动提升供应链质量降低交易成本 ..	5
1.2.3. 公司在整个体系中抽取合理利润，保证体系可持续增长	5
2. 市场疑点六问六答	5
2.1. 15 年泡沫牛市后以类借壳形式上市，原有壳股东的解禁减持形成了长期抛压，但目前老股 东抛压已基本结束	5
2.2. 并购时间互联期待在流量端产生协同的目标一直未实现，相反对现金流造成了负面压力； 目前公司对时间互联的考核已经转向了现金和有质量增长	6
2.3. 收购卡帝乐后并未对卡帝乐投入过多的资源，原因是战略上厘清了阶段性重心应聚焦于 “南极人”品牌本身	6
2.4. 轻资产以及关于产品的负面舆论，让市场质疑南极电商可持续性	6
2.5. 市场南极在规模不断扩大后会受到平台的打压	7
2.6. 去中心化时代的冲击	8
3. 目前估值与增速依旧匹配，成为增长具有确定性的稀缺品种	8
4. 风险提示	8

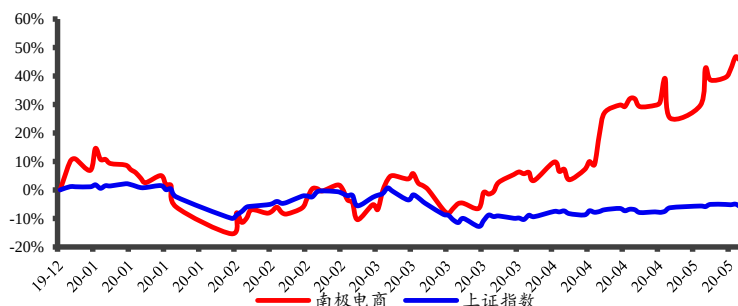
图表目录

表 1：南极电商年初至今涨幅	3
表 2：南极电商 GMV 增速	3
表 3：南极电商与其他品牌双十一销售占比	4
表 4：南极电商大股东结构变化	5
表 5：南极电商资产负债表情况	6
表 6：拼多多页面	8

1. 南极为什么能涨到当前位置？之后还能涨吗？

南极电商在今年表现抢眼涨幅超过 50%、市值超过 400 亿大关，我们认为这既是因为高速增长 GMV 让其估值具备较高性价比；更是由于市场正在逐渐认知到南极在当前平台规则下的流量壁垒以及其围绕零售本质与流量规则建立起来的公司与供应商/经销商共赢生态带来的强大增长动能。

表 1：南极电商年初至今涨幅



数据来源：WIND，东吴证券研究所

我们认为南极的成功并非做了什么其他人做不到的事，其只是每一步都做了正确的事：13 年的保暖内衣价格战烧出了类目地位和庞大客户基数，后期品类扩张进一步巩固了这一优势，建立了长期发展基础上的公司与供应商/经销商共赢的机制等。这些均进一步拉开了南极人和同行之间的差距，而这背后的源头是掌舵人的商业洞察力。

现在看，南极电商多 SKU/大用户基数、高品牌认知度的壁垒让其拥有着比竞争对手更高的曝光频率和转化率。同时其以公平、公开、数据驱动为核心搭建的生态体系，也不断提升着中国传统供应链的运营效率。

我们完全有理由相信这样的流量壁垒和高效的运营体系能够不断吸引更多新品类的供应商加入，新品类的出现则有望带动南极电商的 GMV 持续高速增长。

表 2：南极电商 GMV 增速

(单位：百万元)	2016	2017	2018	2019
南极电商总 GMV	7206	12403	20521	30523
YOY	96%	72%	65%	49%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.1. 千人千面规则下，南极多品类/大用户基数+高品牌认知度形成流量壁垒

千人千面的底层逻辑在于人群标签与产品标签的精准匹配。消费者看到的推送将更多地与自己的收入/性别/购买/浏览记录等等标签相关，原先平台主导意志更强的流量分发模式更多地被系统标签削弱。

对于拥有众多 SKU、消费者基数较大的公司来说，千人千面是其进一步提升品牌在

消费者面前曝光度的绝佳机会。因为在人群标签与产品标签匹配的大逻辑下，但凡购买过品牌产品的消费者都会被贴上标签；而与这个消费者相似的人群也会逐渐被算法与该品牌匹配。因此随着购买人群的不断增加，会有越来越多的消费者与品牌标签出现匹配。SKU 多、用户基数大的品牌就会有更大概率展现在不同的消费者手机的最前页。对于南极而言，公司 19 年 GMV305 亿、单内衣类目在阿里平台上月均访问 5115 万人；合作供应商总数为 1113 家，这样大的 SKU 数和用户基数是其已经建立的壁垒。

同时这种在消费者面前大量的曝光机会也在不断培养消费者心智，增加品牌的转化率。相较于在某些单一品类上的竞争对手，南极由于在不同品类上的持续高曝光，其国民品牌形象在消费者心中正在慢慢生成。这样日积月累出现的消费者认知提升，让南极人即便在成熟品类上相较竞争对手也有更好的转化率表现。例如南极人家纺的转化率大概在 4-4.5%，花花公子在 2% 左右，北极绒在 3% 左右，这种流量优势也是有源源不断的供应商愿意加入南极人体系的核心原因。

1.2. 紧抓零售本质打造公平的共赢生态

在流量优势外，公司围绕提升效率的零售本质，致力于打造公平、开放的共赢生态。

1.2.1. 依靠大规模、高周转、数据透明化提升供应链效率

零售首先要解决的就是供应链效率。公司深知传统供应链面对的痛点不在价格而在于缺少稳定订单，同时供应商很难了解终端消费者实际需求。因此南极希望用品牌的流量优势以及透明的数据分享机制，让供应商以高平销、高周转、快反应的方式高效运转，保证其在低利润率下获得良好回报。

首先，公司充分意识到快消品的最大优势在于低价大规模。其在进入每一个快消品类时的首要策略，便是用低于对手的加价倍率首先扩大产品销售规模，在工厂获得大规模订单之后便持续用高周转来保持稳定的低价壁垒。

其次，公司并不注重节日促销而是希望产品能够保持良好的平销，以此保证公司供应链能够长期处于稳定生产的状态，而不用为了应对促销时的高产量导致平时的产能浪费。这样的销售方式能够尽可能降低供应链生产时的成本。

表 3：南极电商与其他品牌双十一销售占比

(单位：亿元)	双十一 GMV	全年线上 GMV	双十一占比
南极电商	15	305	5%
太平鸟	9.17	44	21%
森马	13.8	100	14%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

同时，公司选择将数据完全开放给供应商，让工厂第一时间了解市场需求进行针对性开发。供应商拥有更多的自主决策权、获得更大利益的同时，公司产品也更适应全国不同区域的市场。这样的开放方式形成了公司、供应商、消费者三方共赢的模式。

1.2.2. 加强流程管理提升数据透明度，依靠用户驱动提升供应链质量降低交易成本

产品质量上，公司希望依靠加强流程管理、提升数据透明度，同时依靠用户的自主驱动，让供应链形成优胜劣汰的机制，最终让消费者形成对品牌的信赖、降低交易成本提升销售效率。南极并没有传统公司中心化质量管控的环节，公司希望打造一个供应商投入与获得结果能够匹配的公平开放的平台。一方面，公司依靠平台完善的评分体系，依靠用户的自然选择，公平地淘汰产品无法适应消费者需求的供应商。

另一方面，公司希望通过增加第三方质检流程（截至 19 年公司已经与 13 家第三方质检机构建立战略合作，相较 18 年增加 6 家）、完善供应商数据披露体系、加强对供应链规范指导、并加强推出机制、实行“神秘买家”制度等方式进一步提升供应商的数据透明度及淘汰制度。这种更完善的流程设置，可以倒逼供应商提升对自己产品品质的要求。

公司希望这样数据和消费者驱动的公开透明的方式，能够让其供应链体系最后留下的都是经历过消费者真正选择后留下的精品。这些供应链提供的产品能够大大增加消费者对品牌的信赖，提升交易效率。

1.2.3. 公司在整个体系中抽取合理利润，保证体系可持续增长

公司在搭建整个体系的同时并没有获得超额利润，公司也在寻找与平台长期共赢的方式。与竞争对手相比，在公司流量优势和体系运营效率加成下，免费进店流量、转化率、客单价均大大高于竞争对手，这使得公司的标费虽然高于竞争对手（家纺旗舰店吊牌费/收入南极中高个位数，竞争对手中低个位数）但依旧能不断吸引新加盟商进入。

与服装行业传统公司比较，南极本身获得的利润并不高：19 年南极从供应商+经销商处得到的收入占 GMV 的 4.3%，本部利润占 GMV 的 3.6%。全直营的迅销集团净利润占零售额在 7%-8%，中国服装品牌的净利润占终端零售额在高单位数到 10%的水平。

2. 市场疑点六问六答

我们认为在南极的壁垒已经清晰的情况下此前市场的几大质疑点也都能得到回应。

2.1. 15 年泡沫牛市后以类借壳形式上市，原有壳股东的解禁减持形成了长期抛压，但目前老股东抛压已基本结束

公司在 15 年末通过类借壳（新民科技）形式上市，新民科技向张玉祥等南极电商原股东发行股票购买资产总作价 23.4 亿。因此南极电商在上市后老股东合计 26% 的持股对公司股价形成了长期抛压。但是截至目前经过四年的减持，老股东最后还剩 5% 的股权尚未出售，其对公司股价的压力已经大大降低。

表 4：南极电商大股东结构变化

股东姓名	2016/1/20 股权比例	股东名称	20 年一季报股权结构
张玉祥	26.8%	张玉祥	24.9%

东方新民控股有限公司（老股东）	12.0%	吴江新民实业投资有限公司	4.9%
吴江新民实业投资有限公司（老股东）	6.1%	朱雪莲	2.8%
蒋学明（老股东）	5.2%		
新民科技老大股东合计持股	26.0%		
南极新大股东合计持股	36.4%		

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2. 并购时间互联期待在流量端产生协同的目标一直未实现，相反对现金流造成了负面压力；目前公司对时间互联的考核已经转向了现金和有质量增长

公司在 17 年 9 月以 9.56 亿的价格收购时间互联。公司最初收购时间互联的目标是希望其在碎片化流量渠道上提供引流服务。但事实上，时间互联的长项在于为大型品牌进行全网多渠道的投放，对于南极这种不依靠品牌中心推广，更依靠经销商利用平台规则提升流量利用效率的打法并不匹配，双方协同目标并未实现。同时由于时间互联的行业特性，其在资金运用效率上较低，导致了公司较高的应收账款和预付账款。

但是从目前看，公司对时间互联的考核已经从规模的增长转向了更注重质量和现金流回款的考核方式，时间互联的现金流/应收账款等指标也开始逐年改善。

2.3. 收购卡帝乐后并未对卡帝乐投入过多的资源，原因是战略上厘清了阶段性重心应聚焦于“南极人”品牌本身

公司在 16 年 6 月以 5.9 亿收购 95% 卡帝乐鳄鱼品牌股权。公司希望卡帝乐鳄鱼的品牌能够与南极人形成产品品类和产品价格带上的互补，用卡帝乐的品牌调性主攻南极人品牌较难突破的品类。然而近几年卡帝乐鳄鱼表现相较主品牌一直有差距，公司在卡帝乐品牌上也没有投入太多资源。这也形成了市场对公司拓展新品牌/新品类能力的质疑。

然而，公司对卡帝乐的战略性放弃主要由于公司在对平台规则更加清晰的了解后，进行了战略重新定位。由于阿里平台千人千面规则下大用户基数、大 SKU 品牌具备的先天优势，公司意识到将所有资源向已具备较大规模的南极人倾斜是更经济也更有效的做法。因此，公司及时进行策略调整将所有品类的资源全部导向南极人来进一步巩固自身的马太效应，这样的调整也保证了南极人品牌持续的规模增长。

2.4. 轻资产以及关于产品的负面舆论，让市场质疑南极电商可持续性

南极电商的品牌授权模式，让公司一直用轻资产的模式进行运作，这也成为了市场核心诟病点。南极电商的 GMV 在很大的基数上高速增长，但是一方面公司的资产非常轻，另一方面似乎并没有在包括产品品控、品牌质量上进行较大的投入，这也使得市场对于这样的一种商业模式的持续性一直持有怀疑态度。

表 5：南极电商资产负债表情况

	2017	2018	2019
--	------	------	------

GMV (亿元)	124.0	205.2	305.6
总资产 (百万元)	3820.5	4549.2	5484.8
账上现金+理财 (百万元)	1532.3	1676.6	2805.5
商誉+无形资产	1455.3	1452.5	1449.9
净资产 (百万元)	3021.2	3738.6	4858.7
ROE	23.5%	26.2%	28.1%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

首先关于南极轻资产及增长持续性的质疑。南极的流量壁垒和高效率生态体系靠的均不是重资产投入，其靠的更多是对于平台规则和零售本质先于竞争对手的把握。事实上公司在搭建生态体系的过程中，并不需要过多的资本和人员投入。同时公司在搭建供应链公平的优胜劣汰体系之外，也在努力帮助供应商加速迭代和升级，例如公司正在打造 30 个国际化标杆工厂，对车间里的动向、指示标志进行分析、对设备/人员/流程和国家标准进行评估，用以提升工厂的效率。

在增长持续性方面，在大规模 SKU 以及不断强化的消费者品牌认知下，公司已具备千人千面规则下高曝光率、高转化率的流量壁垒。公司不仅可以巩固原有品类优势，其新品类扩张的打法也已经成熟。公司的新品类扩张策略往往是寻找没有高效率知名品牌的行业，然后联合行业内龙头外的优质供应链（由于南极明显的曝光率、转化率优势，其能很容易找到新品类的供应商）用公司的流量支持和标费优惠，在短期内集中冲击某个单品的销售。在南极庞大的用户基数下，其新产品能够很快地出现在大量消费者手机屏幕的前端，并获得相对较好的转化率。

2.5. 市场南极在规模不断扩大后会受到平台的打压

随着南极 GMV 的高速增长和其体系内更高效的流量转化率，市场开始担心在规模不断扩大后平台对南极的打压。首先市场认为南极虽然收取了标牌费，但其实对体系内上下游能力建设帮助较少。这对于平台来说是在供应商/经销商和平台之间加设了一道收费关卡，除了提升产品加价倍率外，南极的存在对提升平台上产品性价比没有实质帮助。

另一方面南极依靠高曝光率和高转化率的优势，其流量运营效率使得南极品牌经销商支出的销售费用明显低于同类品牌，这也意味着平台本身的货币化率在南极的生态体系内可能受损。基于以上两点，市场担心平台在南极规模继续快速扩张之后会开始对南极生态体系提出更多的限制。

在关于与平台关系的问题上，首先我们看到公司的存在能够让平台的中低价位段商品拥有更高的转化率，提升平台的整体 GMV。纵观全球的大众市场，产生巨头并因为巨头产生价值是必然趋势，中低端市场只有依靠规模和周转的龙头才能够创造价值。在目前平台之间依旧竞争激烈的情况下，任何一个平台都不会放弃拥有高转化率、大销售规模能为平台增加交易额的巨头品牌。

另一方面需要承认的是，虽然南极的高转化率能够促进平台的 GMV，但是由于其

利用高 SKU 和大用户数量正在不断为自己创造便宜的流量，这难免会让平台的利益受损。因此，公司也正在寻求各种方式与平台达成长期的协作关系，平衡高 GMV 与平台货币化率受损之间的矛盾。

2.6. 去中心化时代的冲击

从零售行业的本质出发，形成稳定的零售“人货场”是各种与零售相关的商业模式得以持续发展的根本。稳定的“人货场”必然需要中心化的零售模式作为基石，以社交裂变玩法起家的拼多多，在 APP 中同样需要遵循中心化零售玩法。因此，中心化电商模式在很长一段时间内仍将是绝对主流。

表 6：拼多多页面



数据来源：拼多多，东吴证券研究所

其次，南极人历史上的成功源于其针对流量规则所展现出的组织适应性，如果去中心化流量领域能够形成稳定零售“人货场”，我们相信南极人体系也是最有可能积极作出调整，收割行业红利。例如，2020Q1，南极电商在社交电商渠道实现 GMV8.41 亿，同比增长 62.85%，占比达到 14.68%，相应的 Q1 总 GMV57.29 亿，同比增长 11.13%。社交电商渠道已成为南极电商增长最快的渠道，占比正在快速提升。

3. 目前估值与增速依旧匹配，成为增长具有确定性的稀缺品种

在已经累积起的流量优势和公平高效的生态体系下，我们认为公司的增长逻辑清晰，从未来 3 年的维度看公司依旧有较大的空间依靠新品类的拓展、以及对新平台规则的掌握不断扩大销售规模。我们预计公司未来三年本部净利润的复合增速依旧有望接近 30%。

我们预计公司 20-22 年净利润 15.7/20.4/24.9 亿，对应估值 26.0x/20.1x/16.4x，与三只松鼠、壹网壹创等新零售标的相比，显著折价。在当下确定性稀缺的大环境中，市场必然将逐步加深对公司竞争壁垒的认知，从而提升估值中枢，维持“买入”评级。

4. 风险提示

宏观需求环境恶化、平台规则调整、新品类拓展不及预期等

南极电商三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	4010.7	5800.6	7903.3	10488.2	营业收入	3906.8	4450.4	5106.4	5891.3
现金	1280.8	3033.8	4510.2	6472.7	营业成本	2402.7	2496.2	2686.8	2897.8
应收款项	789.7	828.6	873.5	939.2	营业税金及附加	10.3	11.7	13.4	15.5
存货	5.5	7.1	9.2	12.0	销售费用	118.6	156.9	153.2	159.1
其他	34.7	34.7	34.7	34.7	管理费用	80.4	97.9	112.3	117.8
非流动资产	1474.1	1475.7	1476.1	1476.4	财务费用	(0.5)	(27.4)	(39.3)	(54.1)
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	35.2	35.4	47.3	59.1
固定资产	6.7	3.3	3.4	3.6	其他	12.4	12.9	(31.4)	(51.5)
无形资产	560.1	560.1	560.1	560.1	营业利润	1247.6	1666.7	2164.0	2747.7
其他	8.2	8.2	8.2	8.2	营业外净收支	30.4	26.1	25.1	24.1
资产总计	5484.8	7276.3	9379.4	11964.7	利润总额	1278.0	1692.8	2189.2	2771.8
流动负债	626.1	691.6	758.7	848.4	所得税费用	71.8	118.5	153.2	277.2
短期借款	100.1	100.0	100.0	100.0	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	68.7	81.6	92.6	111.7	归属母公司净利润	1206.1	1574.3	2035.9	2494.6
其他	19.9	19.9	19.9	19.9	EBIT	1305.1	1699.4	2154.1	2716.6
非流动负债	0.0	0.0	0.0	1.0	EBITDA	1351.6	1701.4	2157.1	2719.7
长期借款	0.0	0.0	0.0	1.0	重要财务与估值指标				
其他	0.0	0.0	0.0	0.0		2019	2020E	2021E	2022E
负债总计	626.1	691.6	758.7	849.4	每股收益(元)	0.49	0.64	0.83	1.02
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	每股净资产(元)	1.98	2.68	3.51	4.53
归属母公司股东权益	4858.7	6584.7	8620.7	11115.3	发行在外股份(百万股)	2454.9	2454.9	2454.9	2454.9
负债和股东权益总计	5484.8	7276.3	9379.4	11964.7	ROIC(%)	24.8%	23.6%	23.0%	21.8%
					ROE(%)	28.0%	27.5%	26.8%	25.3%
现金流量表 (百万元)					毛利率(%)	38.5%	43.9%	47.4%	50.8%
	2019	2020E	2021E	2022E	EBIT Margin(%)	33.4%	38.2%	42.2%	46.1%
经营活动现金流	1254.91	1572.46	1893.97	2353.21	销售净利率(%)	30.9%	35.4%	39.9%	42.3%
投资活动现金流	(1595.73)	180.53	(417.59)	(390.71)	资产负债率(%)	11.4%	9.5%	8.1%	7.1%
筹资活动现金流	(61.42)	0.00	0.00	0.00	收入增长率(%)	16.5%	13.9%	14.7%	15.4%
现金净增加额	(402.12)	1752.99	1476.38	1962.49	净利润增长率(%)	36.1%	30.5%	29.3%	22.5%
折旧与摊销	46.48	2.01	3.03	3.04	P/E	33.9	26.0	20.1	16.4
资本开支	14.80	1.55	1.00	1.00	P/B	8.42	6.21	4.75	3.68
营运资本变动	37.79	38.29	(60.17)	(33.80)	EV/EBITDA	30.4	24.1	19.0	15.1
企业自由现金流	1255.20	1545.73	2067.48	2482.80					

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>