

2020 年 06 月 17 日

南极电商 (002127.SZ)

深度分析

商业模式夯实电商地位，品类延展继续推升 GMV

投资要点

◆ **南极电商——高性价比模式构筑者：**南极电商是较早大规模转型线上的服装品牌商。公司商业模式依托供应商的高周转与缩减中间环节，取得较高性价比，推动南极电商生态在电商渠道快速扩张。近三年来，南极电商全平台 GMV 由 72 亿元快速提升至 306 亿元，年复合增速约 62%，推动 2016 年至 2019 年归母净利润年复合增长约 59%。

分业务看，公司本部与时间互联的营收占比分别约 36%、64%，利润占比分别约 91%、9%，利润主要由公司本部业务贡献。南极电商本部主业务为品牌授权服务，增速主要受 GMV 推动。近年来公司各平台发展良好，阿里增速较稳定，新兴平台高速增长。

分品牌看，南极人 GMV 约为公司合计 GMV 的近 89%，继续占据公司核心品牌地位。

◆ **商业模式契合大众定位，加价倍率低于传统品牌：**相较于传统服装品牌采用的模式，依托电商渠道的南极电商模式具有更高的运转效率。

首先，压缩中间环节提升性价比。南极电商通过压缩经销商层级，削减品牌商在产业链中的获益比例，从而实现较高性价比，我们估算，南极电商模式的加价倍率约为 1.7~2.0 倍，加价倍率低于国际快时尚品牌及国内传统服装模式。近年来电商渠道持续下沉，低线城市消费群体消费能力有限，偏向大众定位的电商品牌持续受益，电商渠道趋势进一步推动南极电商规模增长。

此外，供应端，一方面，电商渠道所需 SKU 较少提升库存效率，供应商直接对接经销商提升快反能力。另一方面，品类向快消品转变推升性价比。最终，从工厂出厂价到终端销售价格的加价倍率较行业更有性价比，并且工厂生产部分提升了效率，南极电商产品更具竞争力。

◆ **先发转型重视电商，目前已取得规模优势：**先发优势为公司快速扩张的另一原因。2010 年，南极电商开始将销售渠道大规模转型至电商，获取数据的原始积累，并在近十年的发展中逐步积累合作伙伴，2019 年合作供应商已达 1113 家。高性价比叠加先发优势，南极电商在平台快速扩张，目前已形成规模优势。公司全平台 GMV 已有 2014 年的近 21 亿元，快速提升至 2019 年的近 306 亿元。2019 年，公司于阿里平台支付商品数达 3.35 亿件，支付人次达 2.88 亿次，规模优势持续巩固公司性价比壁垒。

目前，公司品类以内衣、床品、男装等服装为主，并在电商渠道的内衣、床品品类具有较高市占率，分别约 14%、16%。重要关键词中，南极电商与品牌比价格，与白牌比品牌，取得市占率优势。其中男袜市场竞争激烈，南极人已取得约 27% 的市占率，较我们 2017 年统计的 16% 明显提升。四件套市场中，南极人也实现了约 18% 的市占率，在品牌和白牌中脱颖而出。南极电商定位及模式均契合电商，叠加先发优势，在激烈的市场竞争中逐步实现有市占率领先地位。

◆ **品类内生外延推动增长，关注电商及品类发展机遇：**近年来，品类内生外延推动公司 GMV 增长，一方面，品牌持续丰满现有主力品类；另一方面，公司在纺织服装外，逐步拓展个护保健、生活电器、居家日用等品类。2019 年，公司主力品类延续较高市占

商贸零售 | 连锁 III

投资评级

买入-B(维持)

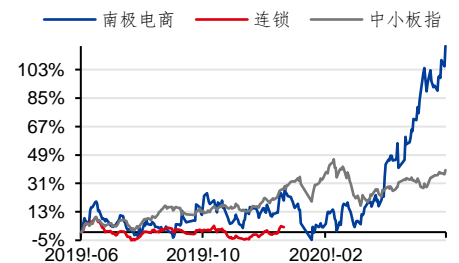
股价(2020-06-16)

21.00 元

交易数据

总市值(百万元)	51,552.28
流通市值(百万元)	41,026.48
总股本(百万股)	2,454.87
流通股本(百万股)	1,953.64
12 个月价格区间	9.12/21.11 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	22.04	95.3	75.16
绝对收益	26.81	108.27	113.75

分析师

王冯

SAC 执业证书编号：S0910516120001

wangfeng@huajinsec.cn

021-20377089

相关报告

南极电商：全年公司本部净利增长 45%，高性价比有望继续推动 GMV 提升 2020-04-17
南极电商：公司本部维持利润高增速，激励计划剑指高增长 2019-10-18

南极电商：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 2019-08-22

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

率排名，品类拓展逻辑逐步验证。一方面，公司在主力品类继续保持较高市占率排名。另一方面，生活电器、居家日用、个护保健等品类中，某些细分领域已取得突破。比如常见品类电蚊香、低频品类卷发器中，南极人品牌已具备竞争力，另外疫情后的 75 酒精湿巾纸体现了公司供应链拓展的能力。

总的来看，公司以凭借契合电商的商业模式，凭借较早转型电商的先发优势，取得电商渠道规模优势，并在各平台进行品类内生外延，推动 GMV 增长。展望未来，一方面，南极电商受益于电商渠道继续拓展；另一方面，公司外延仍然存在较大空间。

◆ **疫情冲击下电商已明显恢复，4 月南极电商增长较为健康：**疫情影响国内一季度消费环境，分渠道看，全品类电商受影响较小。近期实物商品网上零售已基本恢复常态，疫情后的 4 月，实物商品网上零售实现 16.2% 的增长，基本恢复至 2019 年下半年的 15%~20% 的月度同比增长。

对南极电商而言，疫情下，电商物流及工厂复工受到明显影响，消费需求同时受到抑制，另外叠加部分暖冬影响，一季度南极电商 GMV 增速降至 11%。2 月以来，随着工厂复工及物流产能逐步恢复，公司 2 月 GMV 增速逐步由负转正。近期公司称，4 月 GMV 增长较为健康。2020 年公司继续进行激励计划，2020 年、2021 年公司激励计划净利润目标均为增长 28%，且有信心完成业绩指标。

◆ **投资建议：**南极电商构筑契合电商的高性价比商业模式，凭借电商渠道先发优势，夯实竞争壁垒，目前已在电商渠道中取得规模优势。展望未来，电商渠道继续较快增长，品类扩张仍有潜力，20~21 年公司激励计划目标均为净利润增长 28%。我们预测公司 2020 年至 2022 年每股收益分别约 0.63 元、0.81 元、1.01 元。净资产收益率分别约 19.0%、20.8%、22.1%。目前南极电商 PE（2020E）约为 33 倍，以未来三年预计复合增速 27% 测算，PEG（2020E）略高于 1.2 倍。相较壹网壹创、三只松鼠、值得买三只电商概念股的约 2~3 倍 PEG，南极电商估值仍有提升空间，维持“买入-B”建议。

◆ **风险提示：**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；电商渠道发展将受平台流量政策影响；行业存在去库存压力。

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,353	3,907	4,541	5,233	6,020
YoY(%)	240.1	16.5	16.2	15.2	15.0
净利润(百万元)	886	1,206	1,546	1,977	2,490
YoY(%)	65.9	36.1	28.1	27.9	26.0
毛利率(%)	34.5	38.5	42.6	46.9	51.1
EPS(摊薄/元)	0.36	0.49	0.63	0.81	1.01
ROE(%)	23.7	24.8	19.0	20.8	22.1
P/E(倍)	58.2	42.7	33.4	26.1	20.7
P/B(倍)	13.8	10.6	6.3	5.4	4.6
净利率(%)	26.4	30.9	34.0	37.8	41.4

数据来源：Wind，贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、南极电商——高性价比模式构筑者	5
(一) 南极电商依托品牌授权, 构筑高性价比商业模式	5
(二) 公司规模快速增长, 本部贡献大部分利润	5
(三) GMV 推动本部发展, 南极人品牌占据主力地位	7
二、高性价比叠加先发优势, 夯实电商平价龙头地位	8
(一) 商业模式契合大众定位, 加价倍率低于传统品牌	8
(二) 先发转型重视电商, 目前已取得规模优势	10
(三) 内衣床品占据较大份额, 重要品类中竞争优势明显	12
三、品类内生外延推动增长, 疫情后电商增速恢复	14
(一) 电商渠道持续较快增长, 服装品类占比下行	14
(二) 品类内生外延推动增长, 关注电商及品类发展机遇	15
(三) 疫情冲击下电商已明显恢复, 4 月南极电商增长较为健康	18
四、财务分析与盈利预测	19
(一) 公司本部持续较快增长, 时间互联利润影响较小	19
(二) 收购影响利润率费用率, 时间互联影响现金流及周转	21
(三) 盈利预测与投资建议	22
五、风险提示	24

图表目录

图 1: 南极电商商业模式简介	5
图 2: 南极电商营业收入及其增长	6
图 3: 南极电商归母净利及其增长	6
图 4: 南极电商分板块营业收入	6
图 5: 南极电商分版块归母净利	6
图 6: 南极电商分业务营业收入 (百万元)	7
图 7: 南极电商分平台 GMV (百万元)	7
图 8: 南极电商分平台 GMV 增长	7
图 9: 南极电商分品牌 GMV (百万元)	8
图 10: 南极电商分品牌 GMV 增长	8
图 11: 传统一、二级经销商 OEM、ODM 模式示意图	8
图 12: 南极电商品牌授权业务模式示意图	9
图 13: 不同城市级别电商渠道渗透率	10
图 14: 南极人加价率示意图	10
图 15: 南极电商产业链服务商示意图	10
图 16: 南极人棉袜商品从耐用品到快消品转变	10
图 17: 南极电商供应商经销商合作数量	11
图 18: 南极电商阿里平台用户规模	12
图 19: 淘宝搜索四件套首页示意图	12
图 20: 2019 年南极电商 GMV 品类分布	12
图 21: 2019 年 12 月南极电商典型品类电商渠道市占率	12
图 22: 阿里平台家居服典型品牌销量前十商品销售示意图	13
图 23: 阿里平台男袜典型品牌销量前十商品销售示意图	13

图 24: 阿里平台四件套典型品牌销量前十商品销售示意图	13
图 25: 阿里平台电热毯典型品牌销量前十商品销售示意图	13
图 26: 阿里平台男袜各品牌月收货市占率估计	13
图 27: 阿里平台四件套各品牌月收货市占率估计	13
图 28: 国内电商渠道市场规模快速增长	14
图 29: 国内服装市场及服装电商增长	14
图 30: 国内电商渠道分品类销售占比	14
图 31: 南极电商内衣及床上用品品类 GMV 情况	15
图 32: 2019 年南极电商各品类 GMV 增速	15
图 33: 南极人品牌商品品类拓展示意图	16
图 34: 阿里平台电热蚊香液典型品牌销量前十商品销售示意图	16
图 35: 阿里平台卷发器典型品牌销量前十商品销售示意图	16
图 36: 阿里平台 75 酒精湿巾纸典型品牌销量前十商品销售示意图	16
图 37: 南极电商及平台 GMV 增速对比	17
图 38: 国内快消品消费渠道变迁示意图	18
图 39: 阿里巴巴未来发展规划示意图	18
图 40: 疫情对零售渠道冲击影响程度	18
图 41: 疫情后网络零售增速快速恢复	18
图 42: 南极电商 18/19 年月度 GMV 占比估计	19
图 43: 南极电商近期 GMV 增速估计	19
图 44: 南极电商激励计划业绩考核目标	19
图 45: 南极电商年度 GMV 及其增长	20
图 46: 南极电商货币化率情况	20
图 47: 公司本部营收净利及其增长	20
图 48: 时间互联营业收入情况	21
图 49: 时间互联扣非净利情况	21
图 50: 南极电商利润率情况	21
图 51: 南极电商费用率情况	21
图 52: 南极电商公司本部利润率情况	21
图 53: 南极电商经营活动现金流情况	22
图 54: 南极电商应收账款周转情况	22
图 55: 南极电商各平台 GMV 及其增长 (百万元, %)	23
图 56: 三只松鼠各渠道营业收入及其增速	23
图 57: 壹网壹创分业务营业收入及其增速 (百万元, %)	24
表 1: 南极电商加价倍率估计	9
表 2: 部分服装家纺公司电商渠道开拓时间对比	11
表 3: 2019 年南极人品牌阿里、京东典型品类 GMV 排名	15
表 4: 南极电商营业收入及其预测 (百万元, %)	22
表 5: 南极电商可比公司估值对比	24

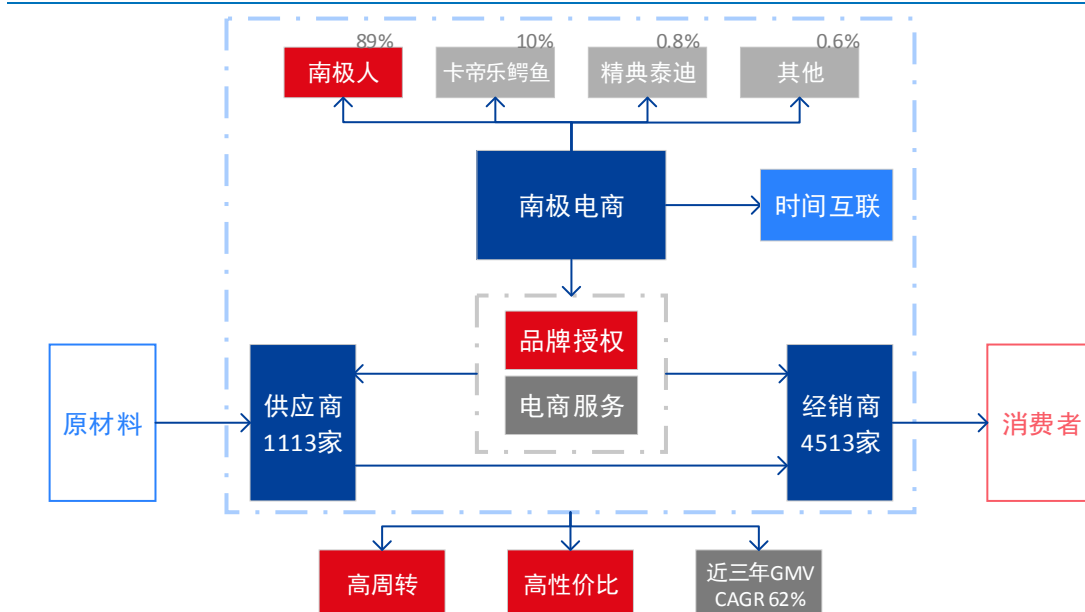
一、南极电商——高性价比模式构筑者

（一）南极电商依托品牌授权，构筑高性价比商业模式

南极电商构筑高性价比商业模式，近年来规模持续快速扩张。南极电商是较早大规模转型线上的服装品牌商。随着 2008 年纺织业走缓，南极电商运用积累的品牌价值，转型“品牌授权”商业模式，授权供应商与经销商进行“南极人”等公司所持品牌的生产和销售，同时剥离自身服装生产业务，着重保留品牌的核心价值。2010 年，公司大规模转型电商渠道。2012 年及 2013 年，公司开启南极人共同体模式，重构供应链，不断丰富品牌产品类目，并吸纳众多供应商、经销商，并通过大数据分析、生产管控优化等服务增强供应商、经销商粘性，打造可持续发展的产业生态链。

凭借南极人、卡帝乐鳄鱼等品牌，公司已建立连接中小服装厂商与中小卖家的产业平台，依托为各厂商、经销商提供品牌、质量控制、产业园区、流量推广、供应链金融等服务，成功从卖商品转向卖服务。同时，通过品牌授权与电商服务业务，南极电商令供应商直接对接经销商，构筑效率较高的南极电商生态体系。该商业模式依托供应商的高周转与缩减中间环节，取得较高性价比，推动南极电商生态在电商渠道快速扩张。

图 1：南极电商商业模式简介



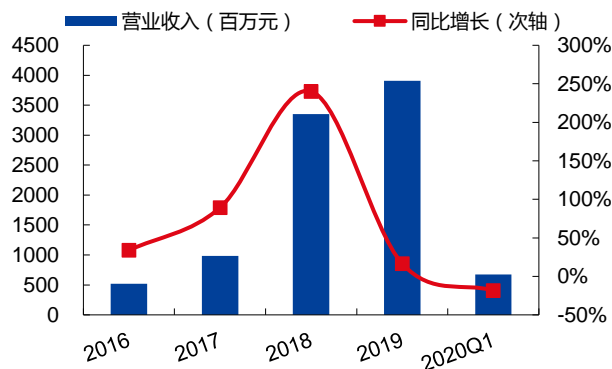
资料来源：公司公告，华金证券研究所

（二）公司规模快速增长，本部贡献大部分利润

GMV 及收购时间互联推动公司规模快速增长。近三年来，南极电商全平台 GMV 由 72 亿元快速提升至 306 亿元，年复合增速约 62%，推动公司主业规模快速提升。2017 年 11 月起收购时间互联并表，推升公司营收规模，2019 年公司营收已达 39 亿元。公司利润主要来源于本部原业务，GMV 增长推动 2016 年至 2019 年归母净利年复合增长约 59%。

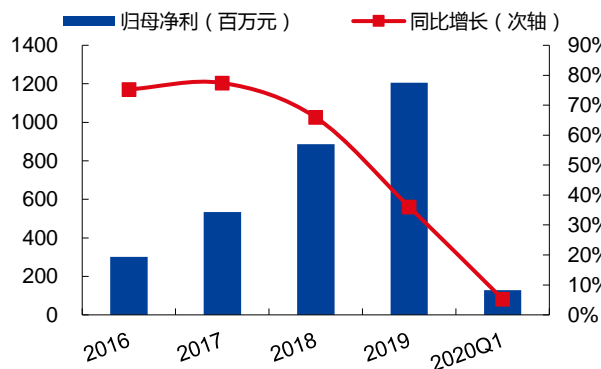
一季度疫情影响消费意愿、电商物流、工厂复工，南极电商增速有所放缓。一季度南极电商营收负增长，一是一季度 GMV 增速放缓至 11%；二是营收占比较大的时间互联收入下降 24%，利润微增，而利润贡献较多的公司本部营收增长 10%，利润增长 6%，公司本部维持营收利润正增长。疫情冲击主要为短期因素，并未大幅影响南极电商线上竞争力。

图 2：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 3：南极电商归母净利润及其增长

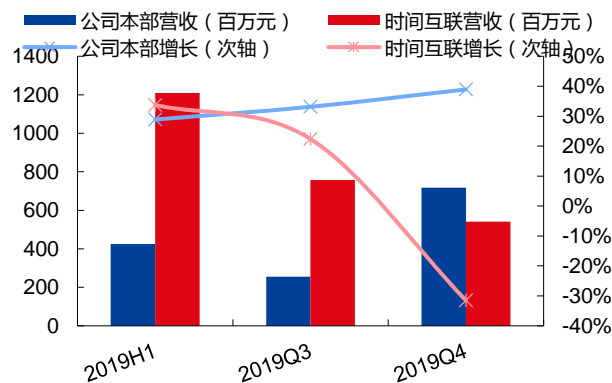


资料来源：Wind，华金证券研究所

分业务看，公司本部与时间互联的营收占比分别约 36%、64%，利润占比分别约 91%、9%。2017 年公司收购互联网流量整合商时间互联，大幅提升公司营收规模，但由于时间互联业务市场竞争激烈，毛利率净利率均相对较低，利润主要由公司本部业务贡献。

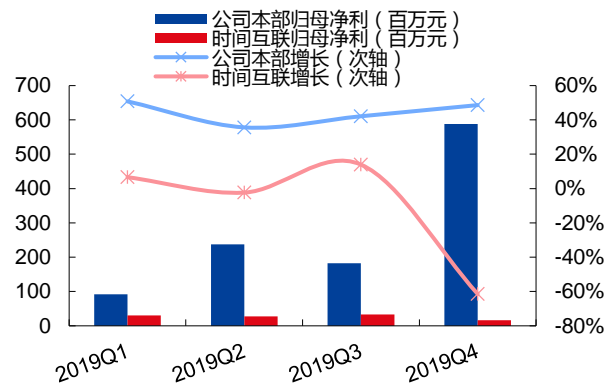
2019 年公司本部延续良好增长，时间互联保证现金流，增长有所调整。

图 4：南极电商分板块营业收入



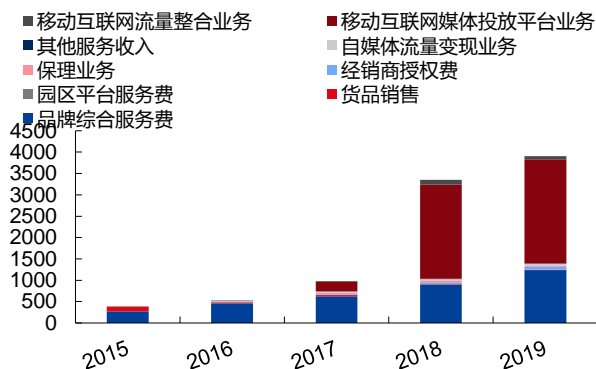
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 5：南极电商分板块归母净利润



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 6：南极电商分业务营业收入（百万元）



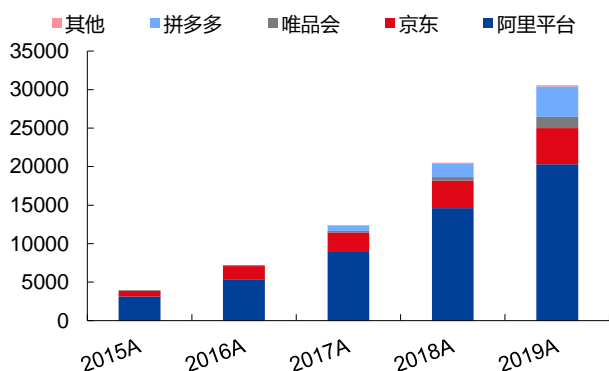
资料来源：公司公告，华金证券研究所

（三）GMV 推动本部发展，南极人品牌占据主力地位

南极电商本部主业务主要为品牌授权服务，增速主要受 GMV 推动。南极电商站在产业链现金流末端，公司本部收入利润主要来源于为供应商、经销商提供的品牌和电商服务，品牌综合授权服务及经销商授权费占本部营收合计约 93%，因而公司业绩增长主要受 GMV 增长推动。

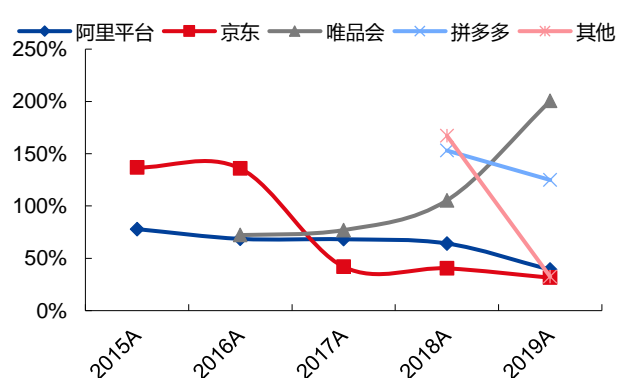
近年来公司各平台发展良好，阿里增速较稳定，新兴平台高速增长。受益于国内电商的较好发展趋势，2016 年至 2019 年，公司各平台 GMV 增长良好，占比约 66% 的阿里平台实现 57% 的年复合增速。另有拼多多、唯品会等渠道 2019 年实现 100% 以上的增速。

图 7：南极电商分平台 GMV（百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

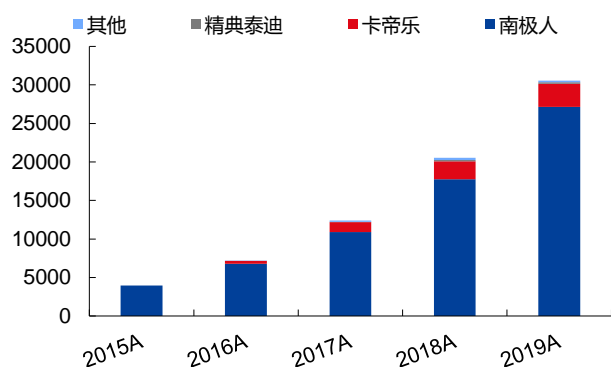
图 8：南极电商分平台 GMV 增长



资料来源：公司公告，华金证券研究所

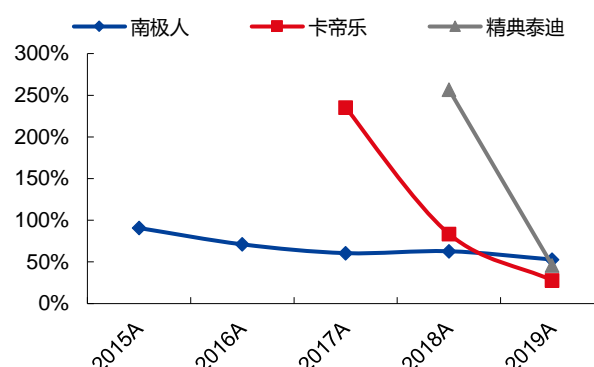
分品牌看，南极人品牌继续占比公司本部主力地位。凭借转型前的全国性广告投入打下的品牌知名度，以及转型后在电商渠道的持续增长，南极人 GMV 约为公司合计 GMV 的近 89%，继续占据公司核心品牌地位。受阿里平台流量向大店关联等平台政策变化影响，小品牌培育竞争加剧，2019 年卡帝乐、精典泰迪等小品牌 GMV 增速有所放缓。

图 9：南极电商分品牌 GMV（百万元）



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 增长



资料来源：公司公告，华金证券研究所

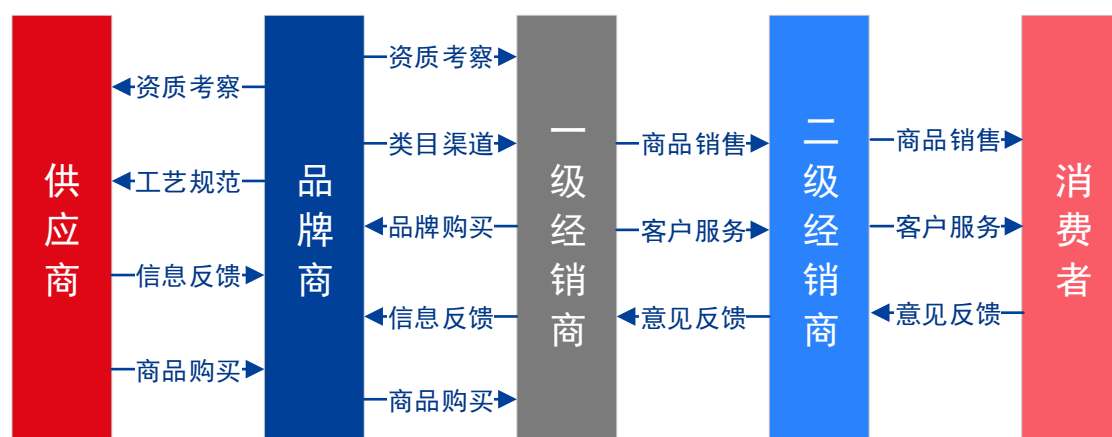
二、高性价比叠加先发优势，夯实电商平价龙头地位

（一）商业模式契合大众定位，加价倍率低于传统品牌

南极电商近年来快速扩张，首先是源于公司构建契合大众定位、契合电商的高效商业模式。

传统服装品牌模式渠道库存较多，周转较慢。传统的服装品牌通过线下渠道进行销售。由于实体店往往存在地域限制，为了更广泛地覆盖更多的消费群体以及较大程度地运用经销商的本地资源，品牌商经常使用一、二级经销商模式。由于线下门店需要较多的展示品类，并且需要满足不同层级城市的不同品类、款式需求，传统服装品牌的 SKU 往往较宽，并具有较多的渠道库存。再由于传统服装品牌采用订货会模式，经销层级较多、管理链条较长，其对市场需求变化的趋势反应需要一些时间，周转效率较慢。

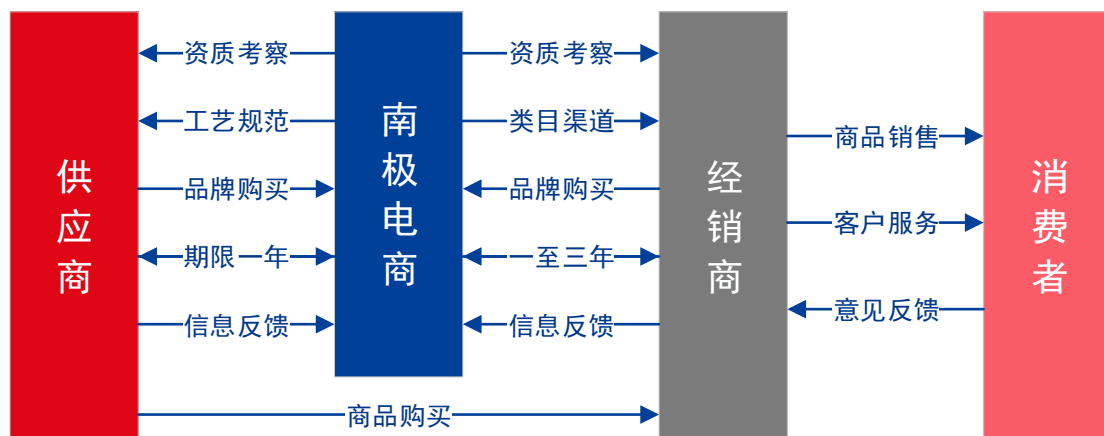
图 11：传统一、二级经销商 OEM、ODM 模式示意图



资料来源：华金证券研究所整理

相较于传统服装品牌采用的模式，依托电商渠道的南极电商模式具有更高的运转效率。首先，压缩中间环节提升性价比。南极电商通过压缩经销商层级，削减品牌商在产业链中的获益比例，从而实现较高性价比，契合大众品牌定位及电商模式发展路径。

图 12：南极电商品牌授权业务模式示意图



资料来源：公司公告，华金证券研究所

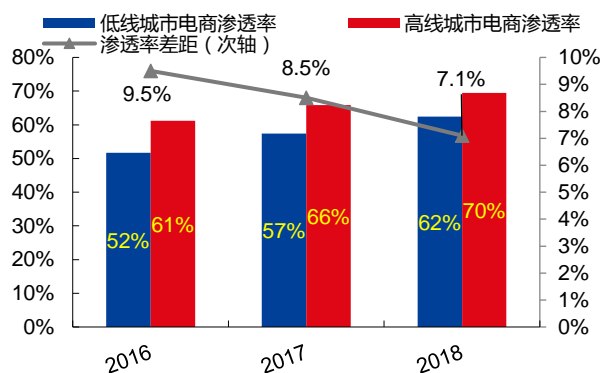
其中，品牌及经销商端，南极电商坚持“低频不低价、中频性价比、高频极致性价比”的定价策略，产品加价率低于行业平均水平。我们估算，南极电商模式的加价倍率约为 1.7~2.0 倍，加价倍率低于国际快时尚品牌及国内传统服装模式。其中，我们假设经销商利润率水平约为 10%，另有 10% 线下门店与 10% 的小规模纳税人。近年来电商渠道持续下沉，低线城市消费群体消费能力有限，偏向大众定位的电商品牌持续受益，电商渠道趋势进一步推动南极电商规模增长。

表 1：南极电商加价倍率估计

价格及费用	情形一		情形二		情形三	
商品价格	30.00	100.00%	70.00	100.00%	150.00	100.00%
平台扣点	1.50	5.00%	3.50	5.00%	7.50	5.00%
南极电商服务	1.28	4.27%	2.99	4.27%	6.41	4.27%
商品成本	15.33	51.08%	37.35	53.35%	90.93	60.62%
增值税（标准）	2.37	7.89%	5.27	7.52%	9.53	6.35%
增值税（小规模）	0.10	0.34%	0.24	0.34%	0.50	0.34%
其他价内税	0.30	0.98%	0.69	0.98%	1.48	0.98%
包装及物流	3.50	11.67%	7.00	10.00%	7.00	4.67%
人工	1.26	4.20%	2.94	4.20%	6.30	4.20%
退货	0.50	1.67%	1.00	1.43%	1.00	0.67%
平均所得税	0.87	2.90%	2.03	2.90%	4.35	2.90%
假设经销商利润	3.00	10.00%	7.00	10.00%	15.00	10.00%
估算加价率	1.96		1.87		1.65	

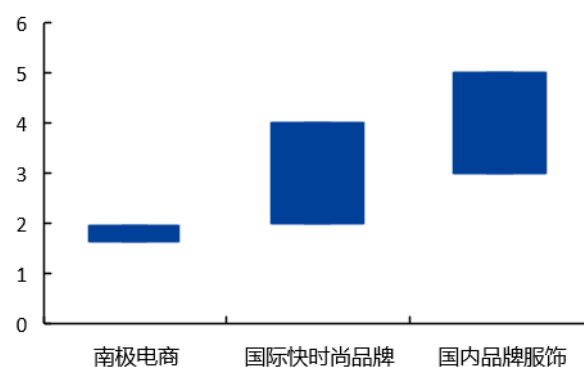
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 13：不同城市级别电商渠道渗透率



资料来源：凯度，华金证券研究所

图 14：南极人加价率示意图



资料来源：第一财经（国际国内品牌加价倍率），华金证券研究所

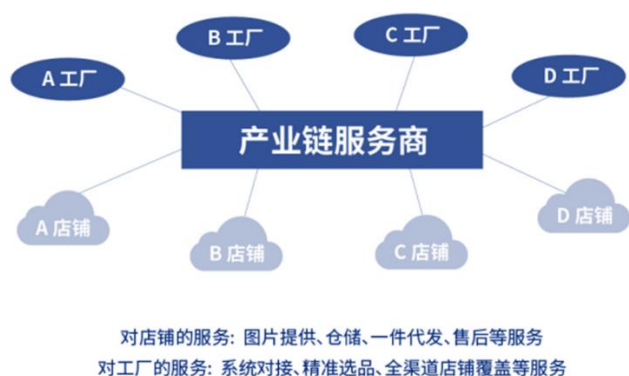
此外，供应商端，南极电商通过精准选品、打造快消品两个方法，提升性价比。

一方面，电商渠道所需 SKU 较少提升库存效率，供应商直接对接经销商提升快反能力。电商渠道关键词搜索页中品牌能够进入首页的商品数量有限，展示数量有限使品牌所需要的 SKU 宽度较窄，且电商渠道爆品策略进一步压缩 SKU 数量，从而提升库存效率。另外南极电商通过授权经销商直接对接供应商，甚至部分供应商具有前店后厂模式，提高了对需求变化、特别是爆款的快速反应能力，从而实现模式的高周转。

另一方面，品类向快消品转变推升性价比。公司顺应电商渠道下沉趋势，价格带下延至白牌左右，通过将耐用品转化为快消品的方法，提升供应商周转率，因此工厂每一次周转中所能接受的利润率水平得以降低，从而提升产品性价比。

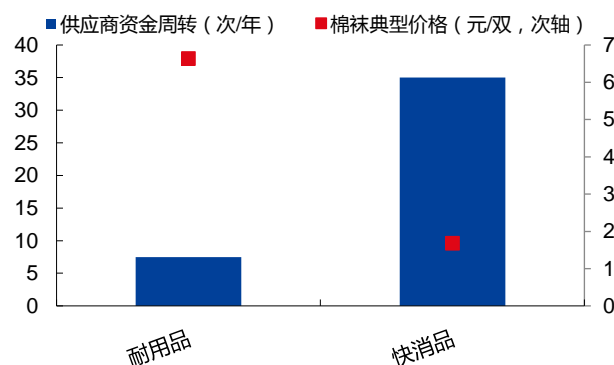
最终，从工厂出厂价到终端销售价格的加价倍率较行业更有性价比，并且工厂生产部分提升了效率，南极电商产品更具竞争力。

图 15：南极电商产业链服务商示意图



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 16：南极人棉袜商品从耐用品到快消品转变



资料来源：公司公告，华金证券研究所

（二）先发转型重视电商，目前已取得规模优势

先发优势为公司快速扩张的另一原因。与其他服装家纺公司对比来看，南极电商转型线上更为彻底，且积累的数据更受重视，在电商渠道快速发展的浪潮中占得先机。2010 年，南极电商

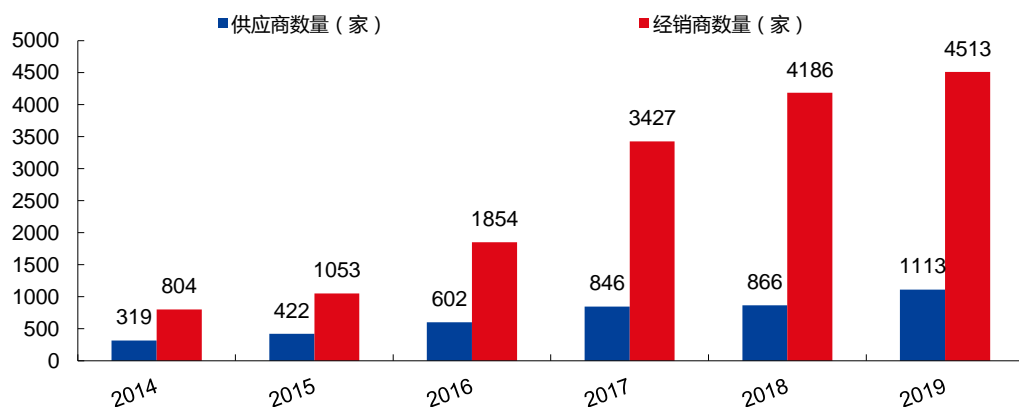
开始将销售渠道大规模转型至电商，获取数据的原始积累，就 2012 年数据看，南极人产品销售约 70% 的营收来源于线上渠道。公司电商模式进入较早，较其他服装公司更为彻底，逐步积累了更契合电商模式的供应链。近十年发展逐步积累合作伙伴。通过近十年的电商积累与品类扩张，公司合作工厂及经销商已分别达 1113 家、4513 家。2014 年至 2019 年的对应年复合增速分别约 28%、41%。

表 2：部分服装家纺公司电商渠道开拓时间对比

上市公司	开拓电商渠道时间	电商渠道初始意义
七匹狼	2008 年	库存清理
南极电商	2010 年	大规模转型线上模式
红蜻蜓	2011 年	-
歌力思	2012 年	库存清理，线上为辅
森马服饰	2012 年	库存清理
报喜鸟	2012 年	-
浪莎股份	2012 年	库存清理
比音勒芬	2012 年	库存清理
海澜之家	2014 年	线上线下同时同款同价
拉夏贝尔	2014 年	线上线下相结合
维格娜丝	2016 年	线上线下相结合

资料来源：各公司公告，华金证券研究所

图 17：南极电商供应商经销商合作数量

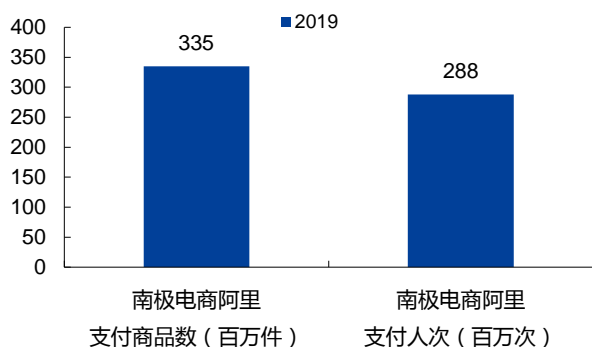


资料来源：公司公告，华金证券研究所

高性价比叠加先发优势，南极电商在平台快速扩张，目前已形成规模优势。公司全平台 GMV 已有 2014 年的近 21 亿元，快速提升至 2019 年的近 306 亿元。2019 年，公司于阿里平台支付商品数达 3.35 亿件，支付人次达 2.88 亿次。

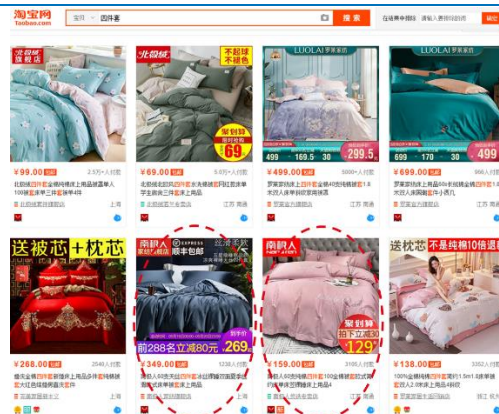
规模优势持续巩固公司性价比壁垒。较大的用户规模优势，以及较高的年复购率，使得合作经销商可实现较强的获客能力，获客成本相对较低。比如在阿里的关键词搜索中，凭借较高的销售量，南极电商商品通常可以以较低成本出现在搜索结果首页中；并且较多的合作店铺，也提升了南极人品牌的曝光次数，加深消费者印象。较低的获客成本，再重新促进南极电商的性价比优势，形成良性发展循环。

图 18：南极电商阿里平台用户规模



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 19：淘宝搜索四件套首页示意图

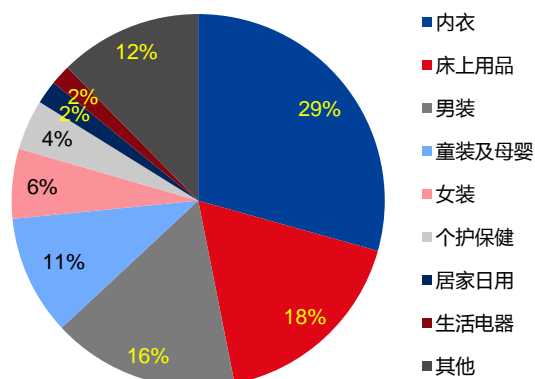


资料来源：淘宝网，2020/5/20，华金证券研究所

（三）内衣床品占据较大份额，重要品类中竞争优势明显

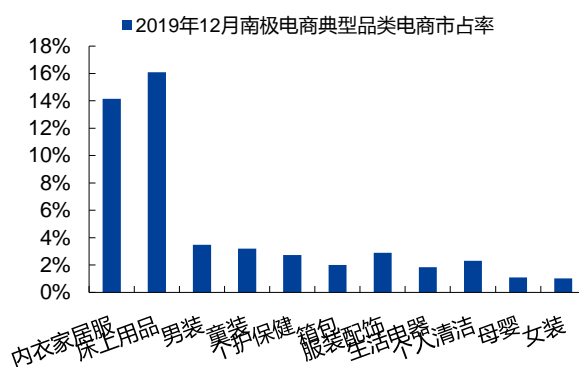
目前，公司品类以内衣、床品、男装等服装为主。公司前五大品类为内衣、床品、男装、母婴、女装，分别占比约 29%、18%、16%、11%、6%。并在内衣、床品品类中占据较高份额。据 Wind，数据威数据显示，2019 年 12 月，电商渠道中，南极电商全品牌内衣、床品品类较高市占率，分别约 14%、16%。另外，公司在男装、童装、个护保健、箱包等品类中保持 2%~3% 的市占率，在生活电器、母婴、女装品类中保持 1%~2% 的市占率。

图 20：2019 年南极电商 GMV 品类分布



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 21：2019 年 12 月南极电商典型品类电商渠道市占率



资料来源：Wind，数据威，华金证券研究所

注：上述分品类统计口径与 Euromonitor 的服装分品类口径有差异。

在典型关键词，家居服、男袜、四件套、电热毯中，南极电商凭借较高性价比，取得领先销量。其中家居服、男袜、四件套是纺织服装品类，是南极人品牌的优势品类。凭借契合电商渠道的商业模式，南极电商坚持中高频商品定位高于白牌，低于传统品牌，在电商渠道中凭借高性价比，在各品牌销售前十商品对比中具有明显优势。另外在电热毯关键词中，南极人低频不低价，凭借品牌消费群体规模优势取得领先销量。

图 22：阿里平台家居服典型品牌销量前十商品销售示意图

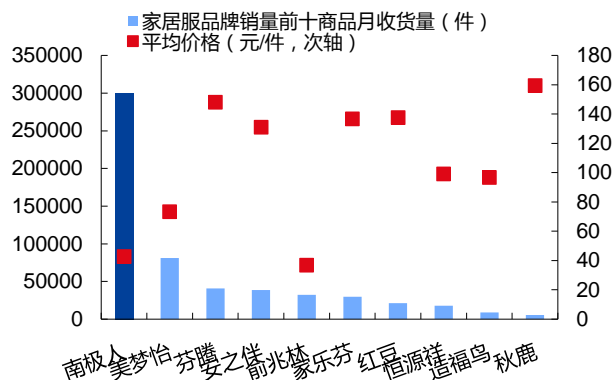


图 23：阿里平台男袜典型品牌销量前十商品销售示意图

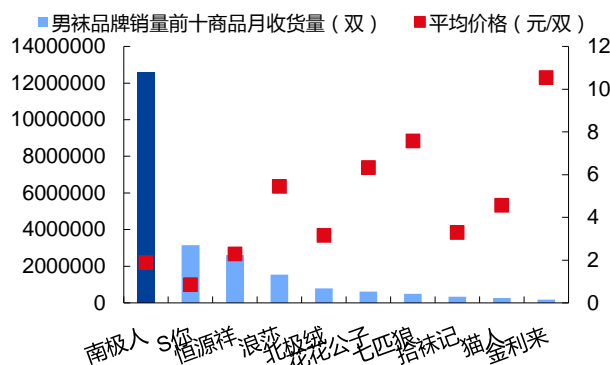


图 24：阿里平台四件套典型品牌销量前十商品销售示意图

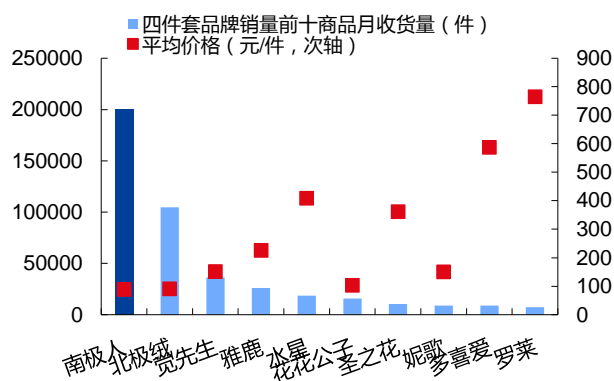


图 25：阿里平台电热毯典型品牌销量前十商品销售示意图

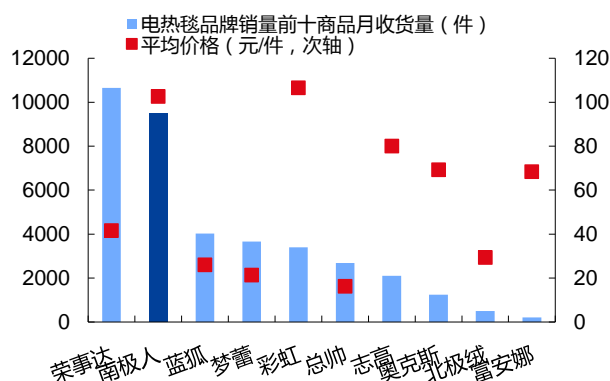


图 22-25 资料来源：淘宝网（含天猫），2020/5/22，华金证券研究所

注：价格采用搜索页标注价格，收货量采用搜索页标注月收货；淘宝天猫对收货数据的模糊处理或使结果有偏差。

重要关键词中，南极电商与品牌比价格，与白牌比品牌，取得市占率优势。在内衣家居服、床上用品两个品类中，我们以男袜、四件套两个关键词作为代表，展示南极电商的竞争优势。男袜市场竞争激烈。南极人已取得约 27% 的市占率，较我们 2017 年统计的 16% 明显提升，公司凭借高性价比及规模优势，持续拓展市场份额。四件套市场中，相较品牌，南极电商具备更高性价比，相较白牌南极电商凭借更高的品牌知名度形成爆款矩阵，销量前 30 商品有 9 个商品均为南极人品牌，进而实现近 18% 的市占率。南极电商定位及模式均契合电商，叠加先发优势，在激烈的市场竞争中逐步夯实现有市占率领先地位。

图 26：阿里平台男袜各品牌月收货市占率估计

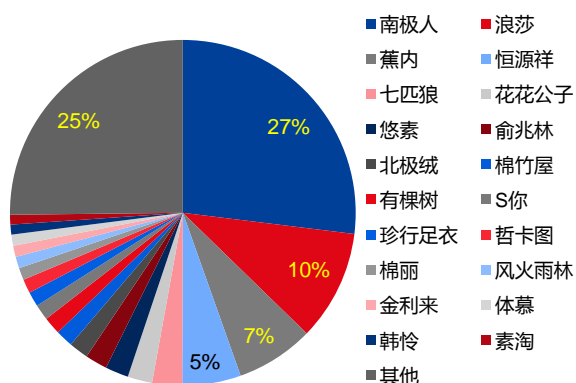
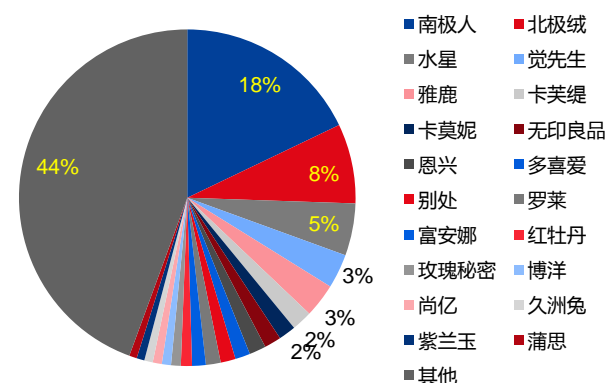


图 27：阿里平台四件套各品牌月收货市占率估计



资料来源：淘宝网（含天猫），2020/5/22，华金证券研究所

资料来源：淘宝网（含天猫），2020/5/25，华金证券研究所

注：统计月收货量超 2500 的商品，共计 518 个商品；淘宝天猫对收货数据的模糊处理或使结果有偏差。

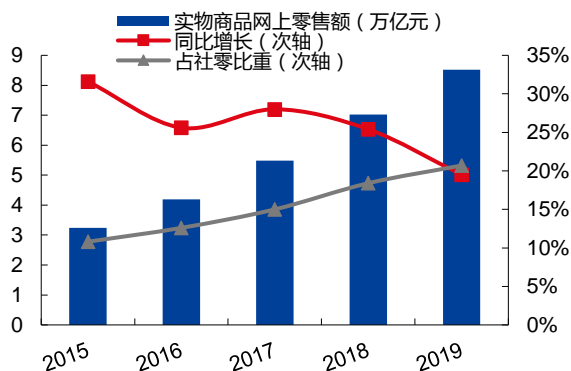
注：统计月收货量超 1000 的商品，共计 387 个商品；淘宝天猫对收货数据的模糊处理或使结果有偏差。

三、品类内生外延推动增长，疫情后电商增速恢复

（一）电商渠道持续较快增长，服装品类占比下行

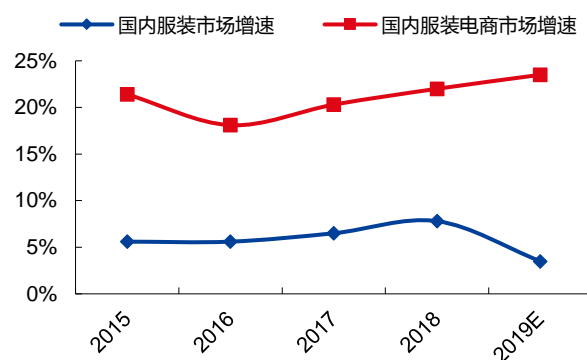
近年来电商渠道快速增长助力南极电商。据国家统计局，2016 年至 2019 年，实物商品网上零售实现 27% 的年复合增速，截止 2019 年实物商品网上零售总额已达 8.5 万亿元。2020 年前 4 月，实物商品网上零售占社零比例已进一步提升至 24.1%。分品类看，服装消费“上网”趋势明显。据新浪网，Euromonitor 数据及艾媒数据显示，2015 年至今，国内服装电商市场维持 20% 左右的增长，持续高于整体的 5% 左右增长，并且 2019 年国内服装消费电商占比约为 47%。服装品类是较早“上网”的品类之一，而随着电商渠道对消费者日常生活的进一步渗透，电商渠道近年来品类有所扩张，据 MarketLine，电商渠道中服装品类占比有所下行，因此品类扩张成为电商渠道品牌增长动力之一。

图 28：国内电商渠道市场规模快速增长



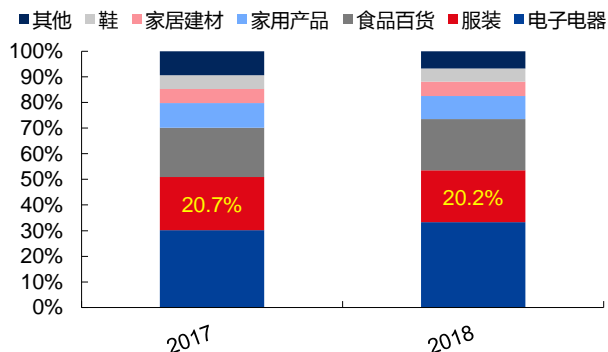
资料来源：Wind，国家统计局，华金证券研究所

图 29：国内服装市场及服装电商增长



资料来源：新浪网，艾媒咨询，Euromonitor，华金证券研究所

图 30：国内电商渠道分品类销售占比



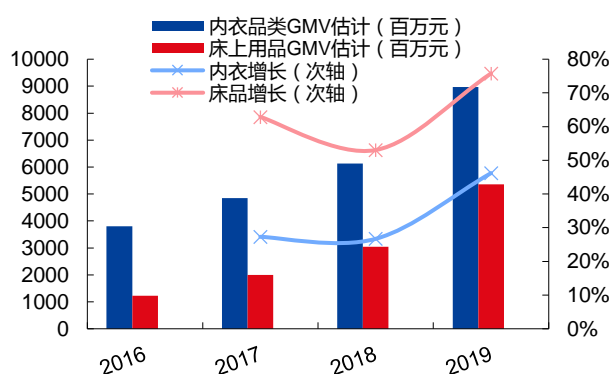
资料来源：EMIS，MarketLine，华金证券研究所

（二）品类内生外延推动增长，关注电商及品类发展机遇

南极电商近年来持续进行品类扩张。一方面，品牌持续丰满现有主力品类。通过布局未覆盖的三级类目关键词，延展品类知名度，并在已布局的类目中，凭借高性价比与品牌规模优势蚕食竞争对手份额。近三年公司内衣、床品 GMV 继续实现 33%、64% 的年复合增长，品类内生增长态势良好。

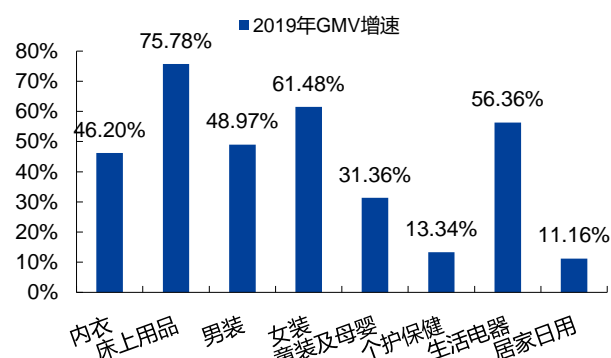
另一方面，公司持续拓展新品类。公司在纺织服装外，逐步拓展个护保健、生活电器、居家日用等品类，上述品类 2019 年分别实现 13%、56%、11% 的 GMV 增长。内生外延推动近年来公司 GMV 增长。

图 31：南极电商内衣及床上用品品类 GMV 情况



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 32：2019 年南极电商各品类 GMV 增速



资料来源：公司公告，华金证券研究所

主力品类延续较高市占率排名，品类拓展逻辑逐步验证。一方面，公司在主力品类继续保持较高市占率排名。公司主力品类中，内衣、袜子、家居服、床品套件、被子等二级类目继续维持阿里平台第一名的水平，并且在男装、女装、童装及母婴等纺织服装品类中继续有较好表现。

另一方面，生活电器、居家日用、个护保健等品类中，某些细分领域已取得突破。比如电热毯、干鞋器、热水袋等小品类中，南极电商均取得领先表现。南极人品牌由纺织服装向生活日用品品类拓展的逻辑逐步验证。

表 3：2019 年南极人品牌阿里、京东典型品类 GMV 排名

一级类目	二级类目	阿里平台 GMV 排名	京东平台 GMV 排名	一级类目	二级类目	阿里平台 GMV 排名	京东平台 GMV 排名
内衣/家居服	内裤	1	1	童装及母婴	儿童内衣裤	1	1
	保暖内衣	1	1		儿童袜子	1	2
	袜子	1	1		孕妇家居服	1	
	家居服	1	1		儿童裤子	2	2
	文胸	5	2		儿童家居服	2	2
床上用品	床品套件	1			婴儿床品	2	1
	被子	1			哺乳内衣	2	
	床垫	1			孕妇裤	2	
	枕头	1			儿童背心	3	
男装	男士休闲裤	2	2		儿童卫衣	4	1

牛仔裤	2	2	儿童T恤	5
衬衫	2		儿童羽绒服	2
棉衣	2	3	电热毯	1
男士T恤	3		生活电器 干鞋器	1
针织衫/毛衣	3		毛球修剪器	2
卫衣	3	3	居家日用 热水袋	1
背心/马甲	3		保暖用品	2
羽绒裤	3		防护用品	3
男式夹克		3	鞋用品	3
女装	9		个护保健	6
打底裤	1			

资料来源：公司公告，华金证券研究所

南极人品类逐步拓展至小家电、居家日用等品类，包括冰箱、电动牙刷、电热蚊香液等商品，公司均有尝试。我们统计了电热蚊香液、卷发器、75 酒精湿巾纸的阿里平台典型品牌销量前十商品情况，发现南极电商品类拓展逻辑正逐步验证。电热蚊香液是家庭常见的商品，南极人品牌凭借广阔的消费人群基数，推动月收货量排名靠前；卷发器是低频消费的商品，南极人品牌凭借较高的性价比，销量前十商品月收货量与飞科、康夫等品牌接近，品类扩张中，南极人不少关键词商品已逐步具有竞争力。另外本次疫情中，南极人也推出 75 酒精湿巾纸，虽然目前疫情消费品的核心消费时点已经过去，目前统计的月收货量较低，但也可以反映了公司供应链扩展的能力。

图 33：南极人品牌商品品类拓展示意图



图 35：阿里平台卷发器典型品牌销量前十商品销售示意图

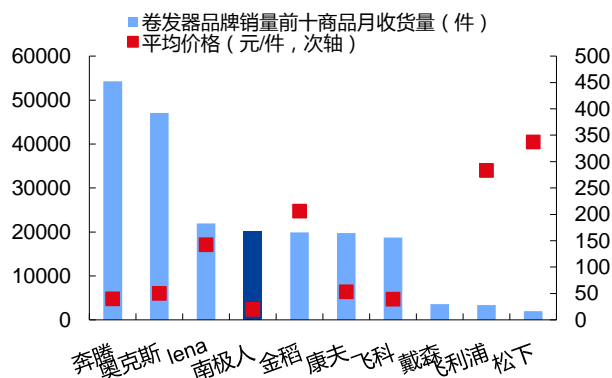


图 34：阿里平台电热蚊香液典型品牌销量前十商品销售示意图

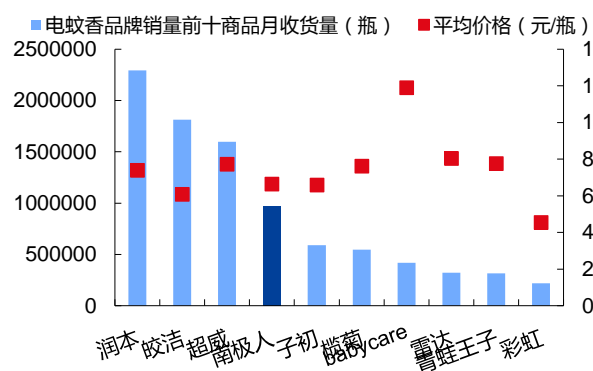


图 36：阿里平台 75 酒精湿巾纸典型品牌销量前十商品销售示意图

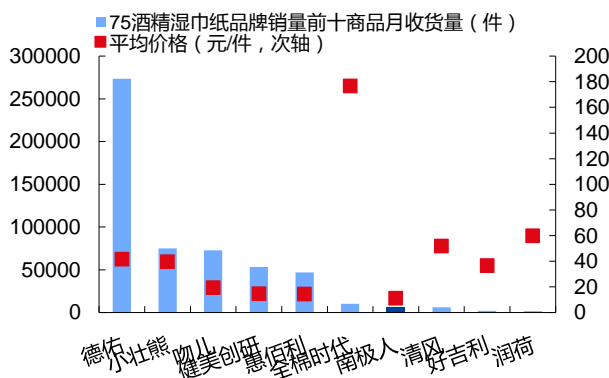


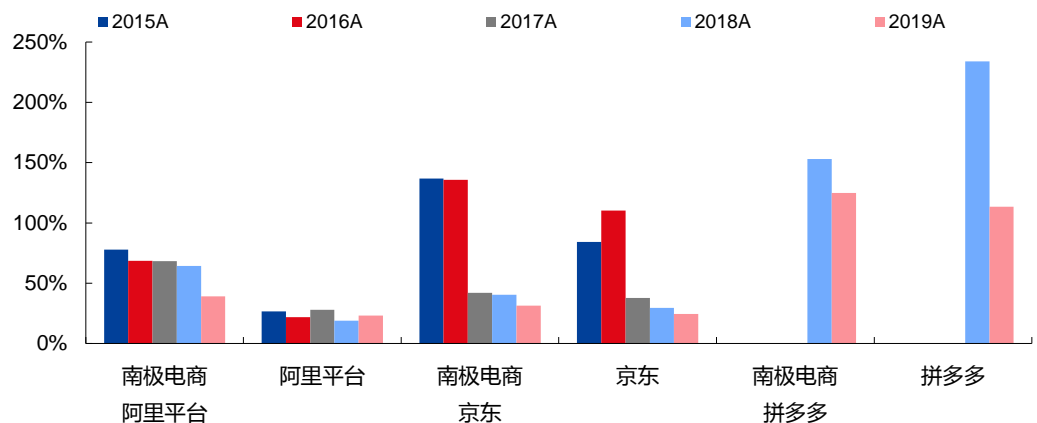
图 33-36 资料来源：淘宝网（含天猫），2020/5/26，华金证券研究所

注：价格采用搜索页标注价格，收货量采用搜索页标注月收货；淘宝天猫对收货数据的模糊处理或使结果有偏差。

品类内生外延推动下，南极人 GMV 增速持续高于平台。2016 年至 2019 年，南极电商于阿里平台实现 GMV 年复合增速约 57%，高于阿里平台整体年复合增速 23%；南极电商于京东平台实现 GMV 年复合增速约 38%，高于阿里平台整体年复合增速 30%；拼多多方面，2019 年拼多多更加注重品质之后，南极电商增速开始高于平台。

总的来看，公司以凭借契合电商的商业模式，凭借较早转型电商的先发优势，取得电商渠道规模优势，并在各平台进行品类内生外延，推动 GMV 增长。

图 37：南极电商及平台 GMV 增速对比



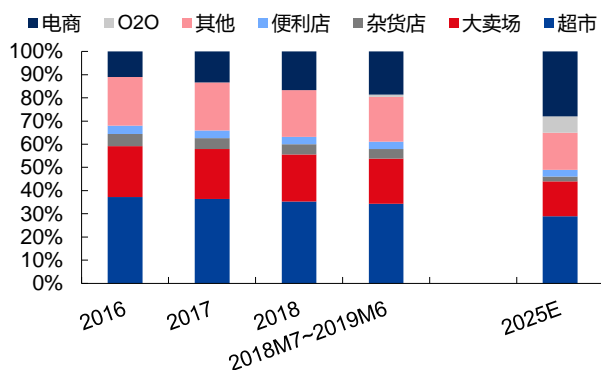
资料来源：各公司公告，华金证券研究所

注：阿里平台采用对应财年 GMV 增速，如 2019A 对应 FY19/20A。

展望未来，一方面，南极电商受益于电商渠道继续拓展。电商渠道从时间、空间维度扩展了消费的场景，并凭借更为便利的消费方式，逐步侵蚀线下市场。凯度数据预测，到 2025 年，国内快消品消费中，电商渠道占比有望提升至 28%，未来的年复合增速约为 11%。另外电商龙头阿里巴巴提出到 23/24 财年，公司国内消费业务 GMV 目标达 1 万亿元，未来的年复合增速近 12%。消费持续向线上转移，有望持续利好在电商渠道具备规模优势的南极电商。

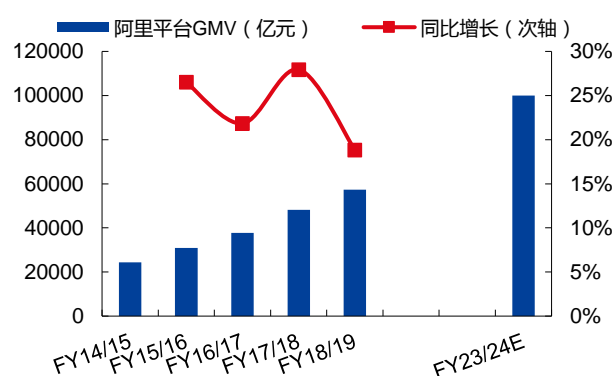
另一方面，公司外延仍然存在较大空间。品类内生外延是公司持续增长的直接动力，而品类内生外延靠的是一个一个细分商品，或者说关键词。近期公司在淘宝搜索 100 个关键词，销量排名前三商品中有品牌知名度的合计占比不超过 10%。绝大多数销量排名靠前的均不属于知名品牌，这给公司提供了外延的机会。公司有望继续在这些关键词上与品牌打价格，与白牌打品牌，持续贡献 GMV 增长。

图 38：国内快消品消费渠道变迁示意图



资料来源：凯度，36 氪，新消费内参，华金证券研究所

图 39：阿里巴巴未来发展计划示意图



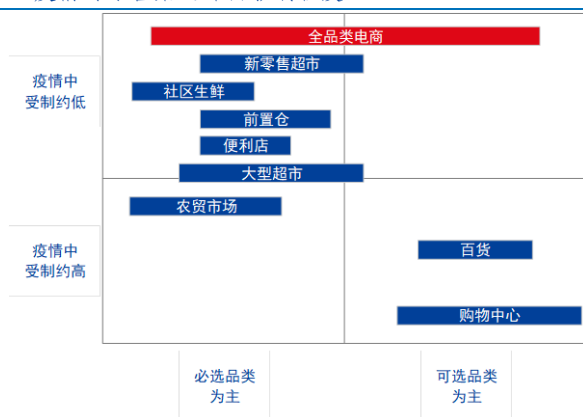
资料来源：阿里巴巴官网及公告，华金证券研究所

（三）疫情冲击下电商已明显恢复，4 月南极电商增长较为健康

疫情影响国内一季度消费环境，分渠道看，全品类电商受影响较小。据罗兰贝格，考虑人流聚集接触、返工等因素，全品类电商、社区生鲜、便利店等渠道受影响较小。其中全品类电商更满足消费者基于安全因素的宅家需求，受疫情制约最低。

近期实物商品网上零售已基本恢复常态。近年来国内实物商品网上零售增速随规模的扩大而逐步降低，2019 年下半年基本维持 15%~20%的月度同比增长。2020 年疫情影响一季度电商增速，1~2 月以及 3 月国内实物商品网上零售持续维持正增长。到 4 月，实物商品网上零售实现 16.2% 的增长，基本恢复至 2019 年下半年的正常态势。

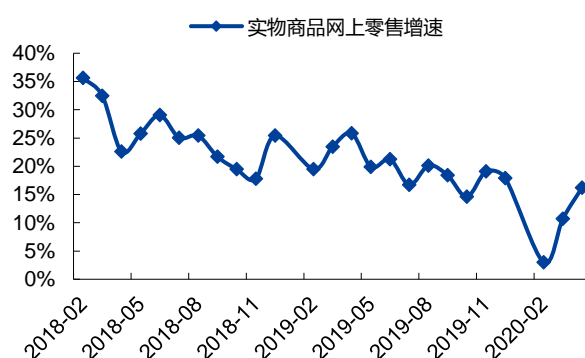
图 40：疫情对零售渠道冲击影响程度



资料来源：罗兰贝格，华金证券研究所

注：疫情制约考虑人流聚集、接触、返工等影响。

图 41：疫情后网络零售增速快速恢复



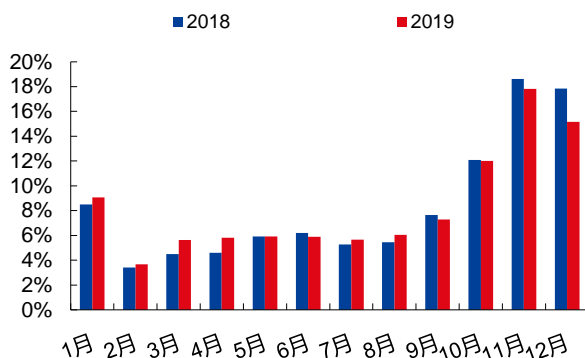
资料来源：Wind，国家统计局，华金证券研究所

对南极电商而言，疫情影响公司一季度 GMV 增速。疫情下，电商物流及工厂复工受到明显影响，消费需求同时受到抑制，另外叠加部分暖冬影响，一季度南极电商 GMV 增速降至 11%。受疫情影响严重的 2、3 月并非电商旺季，过去两年南极电商 2、3 月月度 GMV 占比合计约 8.7%。

近期南极电商 GMV 增速逐步恢复，全年目标未改变。2 月以来，随着工厂复工及物流产能逐步恢复，公司 2 月 GMV 增速逐步由负转正。近期公司称，4 月 GMV 增长较为健康，我们预计增长

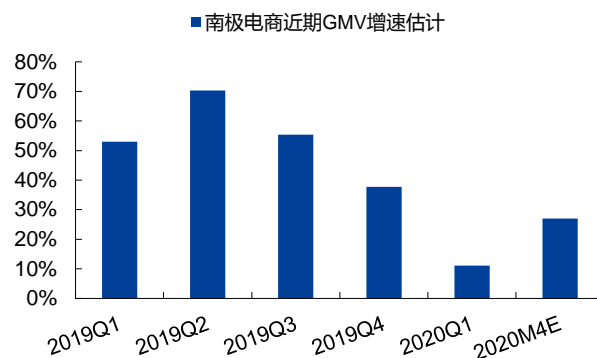
约为 30%左右。公司预计疫情对全年影响不大。2020 年公司继续进行激励计划，2020 年、2021 年公司激励计划净利润目标均为增长 28%，且有信心完成业绩指标。

图 42：南极电商 18/19 年月度 GMV 占比估计



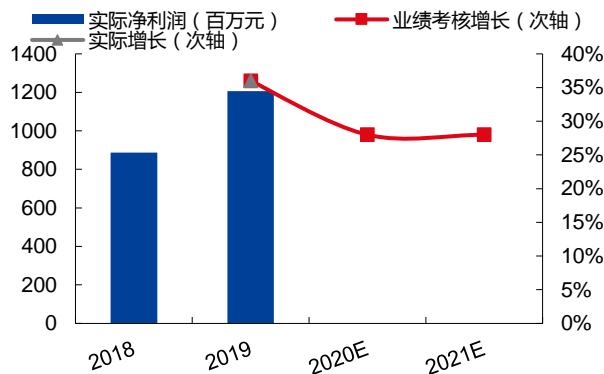
资料来源：Wind，数据威，华金证券研究所

图 43：南极电商近期 GMV 增速估计



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 44：南极电商激励计划业绩考核目标



资料来源：公司公告，华金证券研究所

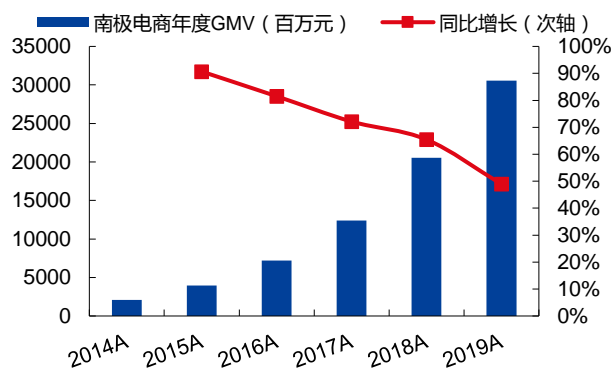
四、财务分析与盈利预测

（一）公司本部持续较快增长，时间互联利润影响较小

财务分拆来看，公司 GMV 增长推动公司本部营收净利持续增长。由于公司站在产业链现金流末端，品牌销售情况将直接影响公司本部占比较大的品牌授权服务业务收入，因此公司本部收入基本与 GMV 正相关。近三年来，GMV 年复合增速约 62%，推动公司本部归母净利年复合增长约 59%。

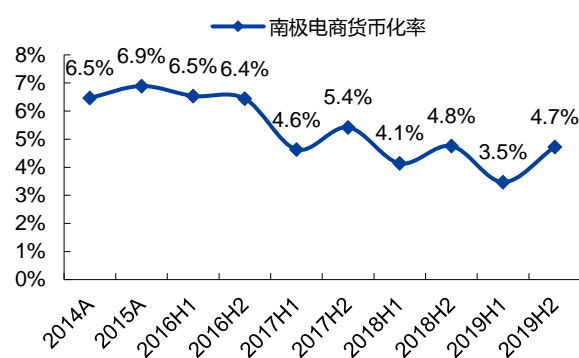
货币化率或有望企稳回升。公司口径货币化率为，(品牌综合服务费+经销商授权使用费)/GMV。该指标意味着品牌从整个产业链/品牌销售中抽取的比例。近年来公司品类持续外延，并且加快抢占市场份额推动公司让利给消费者、供应商，公司货币化率波动下行。随着纺织服装品类的逐步成熟，新兴品类拓展的逐步验证，展望未来，公司将平衡品牌竞争力和规模增长，平衡产业链各方利益，货币化率有望稳定、稳中有升。

图 45：南极电商年度 GMV 及其增长



资料来源：公司公告，华金证券研究所

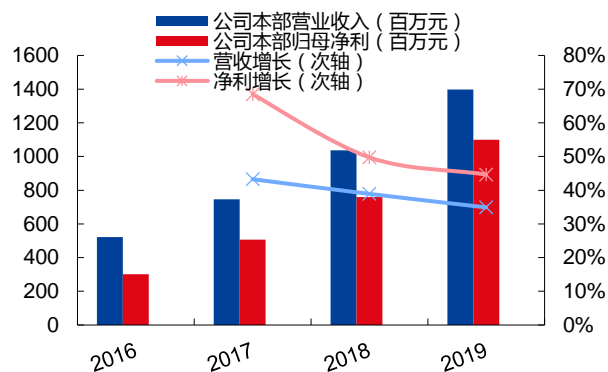
图 46：南极电商货币化率情况



资料来源：公司公告，华金证券研究所

注：公司口径货币化率=（品牌综合服务费+经销商授权使用费）/GMV。

图 47：公司本部营收净利及其增长

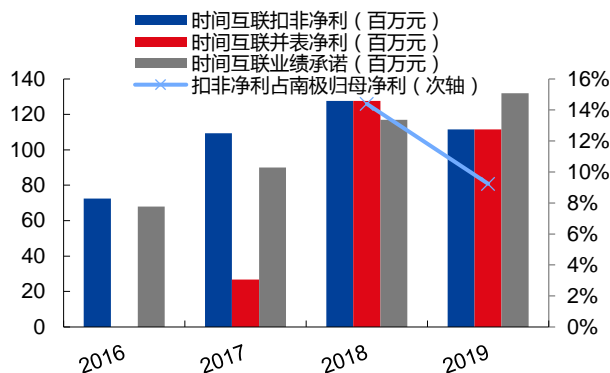


资料来源：公司公告，华金证券研究所

公司本部外，2017 年收购的时间互联影响公司规模及现金流。时间互联主要是互联网流量整合商，行业竞争激烈，利润率较低。2019 年时间互联占公司营收约 64%，但扣非净利约为南极电商归母净利的 9%。

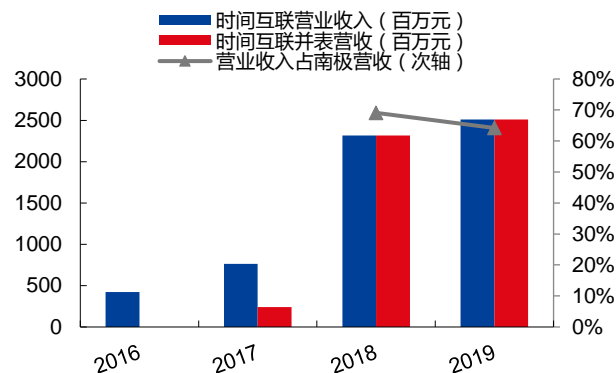
2019 年时间互联保证现金流影响业务规模，对公司利润增长影响较小。2019 年时间互联业绩低于承诺，主要源于一笔应收账款逾期计提坏账准备。但由于经营活动现金流大幅好转，以及 2016 年至 2019 年累计实现利润高于承诺利润，因此不进行商誉减值。时间互联对公司归母净利影响较小，预计 2020 年内可保持稳定发展。

图 48：时间互联营业收入情况



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 49：时间互联扣非净利情况

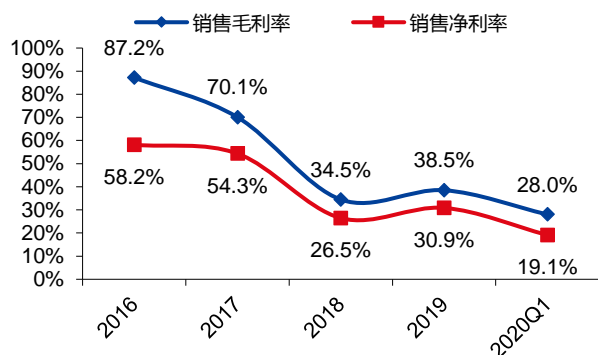


资料来源：公司公告，华金证券研究所

（二）收购影响利润率费用率，时间互联影响现金流及周转

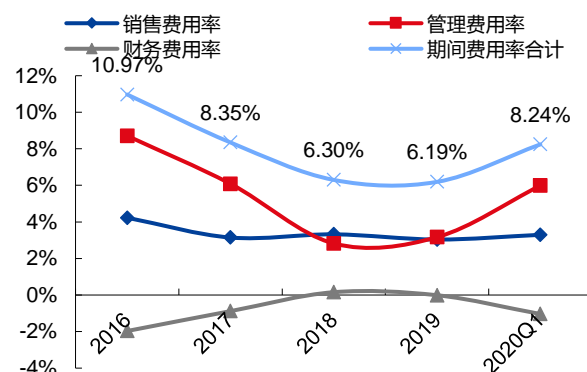
收购时间互联显著影响利润率费用率。时间互联具有较高的营收占比与较低的利润率，因此大幅改变公司利润率及费用率。核心业务毛利率稳定，业务结构变化推升本部净利率。公司核心业务品牌综合服务毛利率维持在 93% 左右，毛利率保持稳定。低毛利率的货品销售、自媒体流量变现业务等占比降低，持续推升公司本部净利率。

图 50：南极电商利润率情况



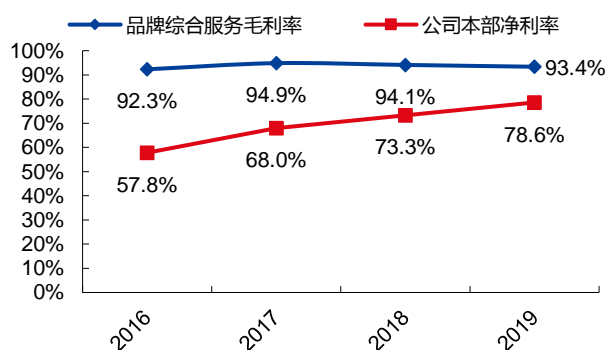
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 51：南极电商费用率情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

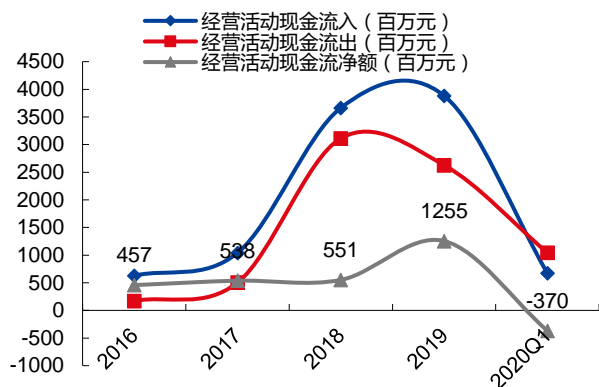
图 52：南极电商公司本部利润率情况



资料来源：公司公告，华金证券研究所

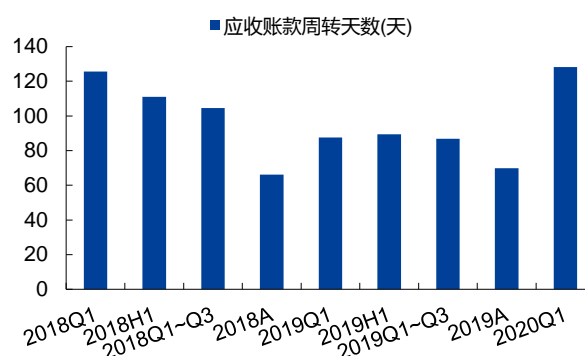
时间互联影响现金流及应收周转。现金流方面，2019 年时间互联优先保障现金流，从而使经营活动现金流转正，推动全年公司经营活动现金流量净额大幅增长。2020 年一季度公司经营活动现金流量净额为负，主要为时间互联拓展客户增加预付款。应收账款方面，2020 年一季度应收账款周转放缓，主要源于时间互联下游客户复工较晚，预计多数可于二季度弥补。

图 53：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

图 54：南极电商应收账款周转情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

(三) 盈利预测与投资建议

南极电商构筑契合电商的高性价比商业模式，凭借电商渠道先发优势，夯实竞争壁垒，目前已在电商渠道中取得规模优势。展望未来，电商渠道继续较快增长，品类扩张仍有潜力，20~21 年公司激励计划目标均为净利润增长 28%。我们预测公司 2020 年至 2022 年营收分别增长 16%、15%、15%，净利润分别增长 28%、28%、26%，每股收益分别约 0.63 元、0.81 元、1.01 元。净资产收益率分别约 19.0%、20.8%、22.1%。

表 4：南极电商营业收入及其预测（百万元，%）

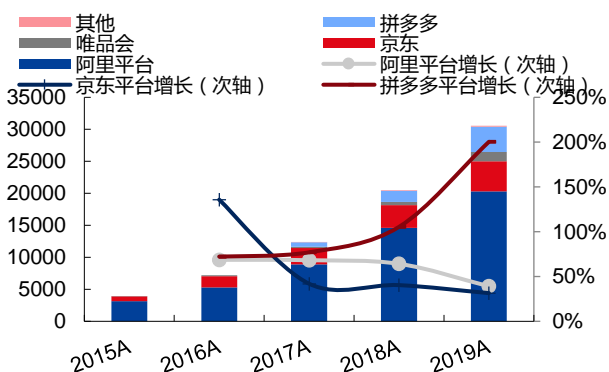
		2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
品牌综合服务业务	营业收入	621.77	899.93	1240.91	1650.41	2145.54	2746.29
	增长率	35.28%	44.74%	37.89%	33.00%	30.00%	28.00%
	毛利率	94.85%	94.11%	94.00%	94.00%	94.10%	94.20%
货品销售	营业收入	31.50	1.69	2.82	4.22	5.70	7.13
	增长率	62.99%	-94.63%	66.58%	50.00%	35.00%	25.00%
	毛利率	3.77%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
园区平台服务费业务	营业收入	7.52	3.05	0.00			
	增长率	-53.72%	-59.48%	-100.00%			
	毛利率	86.10%	100.00%	0.00%			
经销商授权使用业务	营业收入	17.42	33.86	65.45	114.53	166.07	224.20
	增长率	168.21%	94.40%	93.31%	75.00%	45.00%	35.00%
	毛利率	91.22%	91.00%	91.00%	91.00%	91.00%	91.00%
保理业务	营业收入	25.39	44.73	35.91	28.73	22.98	18.39
	增长率	97.23%	76.17%	-19.72%	-20.00%	-20.00%	-20.00%

	毛利率	98.98%	99.00%	99.00%	99.00%	99.00%	99.00%
其他服务收入	营业收入	12.21	6.36	7.02	7.66	8.27	8.85
	增长率	122.93%	-47.93%	10.45%	9.00%	8.00%	7.00%
	毛利率	48.51%	57.00%	56.00%	55.00%	54.00%	53.00%
自媒体流量变现业务	营业收入	30.61	47.23	46.60	44.27	42.06	39.95
	增长率	3150.45%	54.29%	-1.34%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
	毛利率	44.04%	70.00%	66.00%	65.00%	63.00%	62.00%
移动互联网 媒体投放平台业务	营业收入		2200.79	2431.17	2625.66	2783.20	2922.36
	增长率			10.47%	8.00%	6.00%	5.00%
	毛利率		6.89%	7.50%	7.50%	7.50%	7.50%
移动互联网 流量整合业务	营业收入		115.22	76.96	65.42	58.88	52.99
	增长率			-33.20%	-15.00%	-10.00%	-10.00%
	毛利率		36.70%	34.40%	34.40%	34.50%	34.50%
合计	营业收入	985.79	3352.86	3906.85	4540.91	5232.70	6020.15
	增长率	89.22%	240.12%	16.52%	16.23%	15.23%	15.05%
	毛利率	70.05%	34.47%	38.53%	42.65%	46.88%	51.10%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

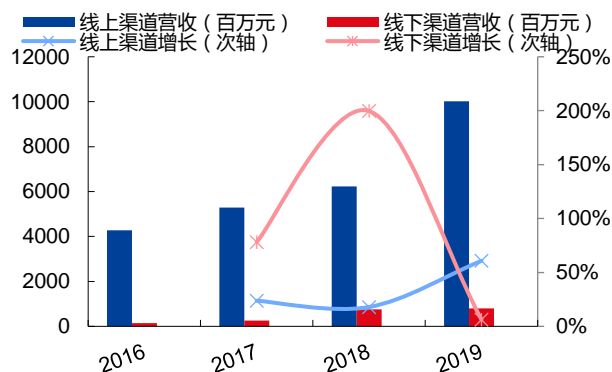
南极电商具有较强电商属性。一方面，公司本部占据 90%以上利润份额，且品牌商品销售主要在电商平台，公司在电商平台形成规模优势。另一方面，公司所构建的商业模式适应电商渠道，并在电商渠道中持续较快增长。公司与三只松鼠、壹网壹创具有相似性。三只松鼠是主打电商渠道的休闲食品品牌，2019 年公司营收近 102 亿元，其中线上渠道营收占比约 93%，近三年依托电商渠道高增速实现 32%的营收年复合增速。壹网壹创是电商渠道的代运营服务商，2019 年营收达 14.5 亿元，其中约 56%营收源自品牌线上营销服务，约 23%营收源于品牌线上管理服务，约 20%营收源于线上分销业务，近三年随着服务客户数量增长实现 42%的营收年复合增速。南极电商则构筑了电商渠道的品牌模式，依托高性价比商业模式取得电商渠道规模优势，近三年公司本部实现约 39%的营收年复合增速。三只松鼠、壹网壹创、南极电商均是立足电商渠道的品牌商/服务商，且在电商渠道不同方面具有竞争力，随着电商渠道快速增长取得较快扩张。

图 55：南极电商各平台 GMV 及其增长（百万元，%）



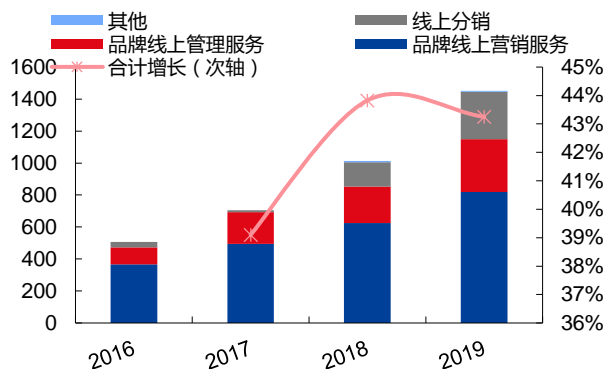
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 56：三只松鼠各渠道营业收入及其增速



资料来源：三只松鼠公司公告，华金证券研究所

图 57：壹网壹创分业务营业收入及其增速（百万元，%）



资料来源：壹网壹创公司公告，华金证券研究所

目前南极电商 PE（2020E）约为 33 倍，以未来三年预计复合增速 27% 测算，PEG（2020E）略高于 1.2 倍。相较壹网壹创、三只松鼠、值得买三只电商概念股的约 2~3 倍 PEG，南极电商估值仍有提升空间，维持“买入-B”建议。

表 5：南极电商可比公司估值对比

	壹网壹创	三只松鼠	值得买	可比公司平均	南极电商
PE（2019A）	119.92	135.59	80.76	112.09	42.74
PE（2020E）	81.78	102.32	64.40	82.83	33.36
PE（2021E）	57.94	76.41	52.06	62.14	26.08
PB（LF）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
PS（2019A）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
PEG（2020E）	1.75	3.15	2.53	2.48	1.22
PEG（2021E）	1.41	2.25	2.20	1.95	0.95

资料来源：Wind 及一致预期，2020/6/16，华金证券研究所

注：南极电商运用本报告估值，其余公司估值源于 Wind 及一致预期。

五、风险提示

1. 品类及品牌拓张存在不确定性；
2. 平台化运营质量管控能力受挑战；
3. 电商渠道发展将受平台流量政策影响；
4. 行业存在去库存压力。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3058	4011	7606	8832	10980	营业收入	3353	3907	4541	5233	6020
现金	1,190	1,281	4,563	6,137	8,025	营业成本	2197	2403	2604	2780	2944
应收票据及应收账款	825	951	972	925	918	营业税金及附加	10	10	12	14	16
预付账款	553	229	523	218	485	营业费用	111	119	154	194	235
存货	3	5	4	6	2	管理费用	57	80	109	131	157
其他流动资产	487	50	53	55	58	研发费用	38	43	95	115	138
非流动资产	1,492	1,474	1,397	1,395	1,393	财务费用	5	-0	-27	-53	-71
长期投资	14	0	0	0	0	资产减值损失	21	-1	0	0	0
固定资产	3	7	-67	-67	-67	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	563	560	558	555	553	投资净收益	23	35	37	39	41
其他非流动资产	22	10	11	11	12	营业利润	937	1248	1630	2092	2642
资产总计	4549	5485	9004	10227	12373	营业外收入	26	31	32	34	35
流动负债	784	626	874	714	1117	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	70	100	0	0	0	利润总额	963	1278	1662	2126	2678
应付票据及应付账款	52	69	67	87	93	所得税	76	72	116	149	187
其他流动负债	125	137	144	151	158	税后利润	887	1206	1546	1977	2490
非流动负债	1	0	0	0	0	少数股东损益	1	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	886	1206	1546	1977	2490
其他非流动负债	1	0	0	0	0	EBITDA	946	1334	1686	2049	2583
负债合计	785	626	874	714	1117	主要财务比率					
少数股东权益	26	0	0	0	0	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	417	417	2455	2455	2455	成长能力					
资本公积	1481	1479	1479	1479	1479	营业收入(%)	240.1	16.5	16.2	15.2	15.0
留存收益	1908	3114	4196	5580	7323	营业利润(%)	56.0	33.2	30.6	28.4	26.3
归属母公司股东权益	3739	4859	8130	9514	11257	归属于母公司净利润(%)	65.9	36.1	28.1	27.9	26.0
负债和股东权益	4549	5485	9004	10227	12373	获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	34.5	38.5	42.6	46.9	51.1
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率(%)	26.4	30.9	34.0	37.8	41.4
经营活动现金流	551	1255	1595	2082	2533	ROE(%)	23.7	24.8	19.0	20.8	22.1
净利润	887	1206	1546	1977	2490	ROIC(%)	49.2	44.9	68.8	92.0	127.9
折旧摊销	5	46	83	10	11	偿债能力					
财务费用	5	-0	-27	-53	-71	资产负债率(%)	17.3	11.4	9.7	7.0	9.0
投资损失	-23	-35	-37	-39	-41	流动比率	3.9	6.4	8.7	12.4	9.8
营运资金变动	-709	497	30	188	144	速动比率	3.9	6.4	8.7	12.4	9.8
其他经营现金流	386	-459	0	0	0	营运能力					
投资活动现金流	-464	-1596	33	31	31	总资产周转率	0.7	0.7	0.5	0.5	0.5
筹资活动现金流	-358	-61	1654	-540	-676	应收账款周转率	5.0	4.7	5.1	6.0	7.2
每股指标(元)						应付账款周转率	88.4	64.7	66.8	67.8	66.9
每股收益(最新摊薄)	0.36	0.49	0.63	0.81	1.01	估值比率					
每股经营现金流(最新摊薄)	0.22	0.51	0.65	0.85	1.03	P/E	58.2	42.7	33.4	26.1	20.7
每股净资产(最新摊薄)	1.52	1.98	3.31	3.88	4.59	P/B	13.8	10.6	6.3	5.4	4.6
						EV/EBITDA	2.1	1.4	27.0	21.4	16.3

资料来源: Wind, 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：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn