

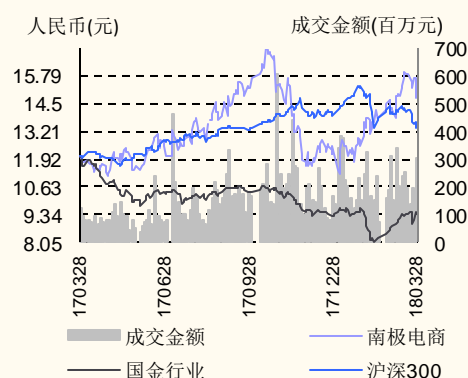
南极电商 (002127.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 14.75 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	968.15
总市值 (百万元)	24,139.56
年内股价最高最低 (元)	17.05/11.17
沪深 300 指数	3842.72
深证成指	10630.69



南极电商公布 18Q1 业绩预告, 归母净利润同增 239%+, 基本面强劲

公司基本情况 (人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益 (元)	0.385	0.196	0.326	0.511	0.694
每股净资产 (元)	2.96	3.68	5.75	7.38	9.58
每股经营性现金流 (元)	0.09	1.10	1.15	0.39	0.83
市盈率 (倍)	48.64	58.64	45.19	28.85	21.27
行业优化市盈率 (倍)	20.80	20.80	20.80	20.80	20.80
净利润增长率 (%)	1549.34%	75.27%	77.37%	56.62%	35.67%
净资产收益率 (%)	13.93%	19.63%	18.00%	21.99%	22.98%
总股本 (百万股)	446.46	1,538.26	1,636.58	1,636.58	1,636.58

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 3月28日公司公告 2018 年一季度业绩预告, 归母净利润预告在 8750-9000 万元之间, 相较去年同期增长 238.90%-248.58%, 去除掉时间互联 2800-2950 万元的业绩预测, 南极电商原业务的盈利预测范围为 5950-6050 万元, 相较去年同期增长 130.45%-134.32%。** 公司预计第一季度综合服务费收入及经销商授权收入合计同比增幅约为 60%-70%。预计截至 2018 年 3 月末, 公司授权品牌产品的可统计 GMV (包含可统计的电商渠道及电视购物渠道) 相比去年第一季度增幅约为 70%-80%。公司 2018 年 Q1 收入及利润等财务指标超过市场此前预期。
- 三个重要结论:** ①**品牌费率:** 经过我们初步测算, 2018Q1 和 2017Q1 的品牌费率基本持平, 公司 gmV 仍处于高速扩张期, 品牌费率保持持平体现了公司品牌力的进一步稳固; ②**gmV:** gmV 实现快速增长, 公司层面公布 2018Q1 增速约 70-80%, 根据我们草根调研测算, 增速也达到 70%, 部分新品类增速达到 150%及以上; ③**利润率:** 营收&归母净利润双增长, 利润率预计提升较大, 根据公司所给 2018Q1 总品牌服务费的增速 (60%-70%), 假设总品牌服务费收入占总收入比重不变, 测算出归母净利率区间, 相较去年同期预计提升 13.2-17.2pct, 提升幅度较大, 盈利能力提高。
- 总体来说, 我们认为货币化率因为时期不同, 仅供参考, gmV 是公司品牌力的木之本, 水之源, 在 gmV 快速增长的趋势下, 整体的经营是向好的, 体现出公司越来越强的品牌力, 而品牌力是公司成长的核心竞争力所在。**

投资建议

- 在①基础平台 (天猫、京东等) 增速 40%+; ②多平台扩展 (如拼多多等); ③市占率提升; ④新品类扩张** 的背景下, 我们预测公司 2018/2019/2020 年总 GMV 分别达到 205/298/408 亿, 同比增速分别为 65.5%/45.1%/37.0%。我们预测 18-20 年南极电商原有业务收入分别达到 10.7/15.6/21.5 亿, 同比增速分别为 43.7%/45.5%/37.7%。考虑时间互联并表, 我们预测 2018/2019 年南极电商归母净利润分别达到 8.37/11.35 亿元, 对应 18-19 年 PE 为 29x/21x, 给予 6-12 个月目标价 20.4 元, 给予买入评级, 保持推荐, 建议积极关注。

风险

- 阿里等第三方平台的政策变更风险, 新品牌和新品类类的增长或不及预期等**

相关报告

- 《产业链整合变革者&电商龙头发展红利 A 股最直接受益者, 深挖数据...》, 2018.3.7
- 《“内生式”逻辑, 品牌矩阵+产品类目拓展夯实, 高速增长可持续...》, 2017.5.4

吴劲草 联系人
wujc@gjzq.com.cn

唐川 分析师 SAC 执业编号: S1130517110001
tangchuan@gjzq.com.cn

南极电商公布 2018Q1 业绩快报：归母净利润同增 239%+，强劲品牌+优秀运营+快速扩张，目前基础平台增速 40%+市占率提升+品类扩张，品牌力仍持续提升

- 3月28日公司公告 2018年一季报业绩预告，归母净利润预告在 8750-9000 万元之间，相较去年同期增长 238.90%-248.58%，去除掉时间互联 2800-2950 万元的业绩预测，南极电商原业务的盈利预测范围为 5950-6050 万元，相较去年同期增长 130.45%-134.32%。公司预计第一季度综合服务收入及经销商授权收入合计同比增幅约为 60%-70%。预计截至 2018 年 3 月末，公司授权品牌产品的可统计 GMV（包含可统计的电商渠道及电视购物渠道）相比去年第一季度增幅约为 70%-80%。公司 2018 年 Q1 收入及利润等财务指标超过市场此前预期。
- 三个重要结论：①品牌费率：经过我们初步测算，2018Q1 和 2017Q1 的品牌费率基本持平，公司 gmV 仍处于高速扩张期，品牌费率保持持平体现了公司品牌力的进一步稳固；②gmV：gmV 实现快速增长，公司层面公布 2018Q1 增速约 70-80%，根据我们草根调研测算，增速也达到 70%，部分新品类增速达到 150%及以上；③利润率：营收&归母净利润双增长，利润率预计提升较大，根据公司所给 2018Q1 总品牌服务费的增速（60%-70%），假设总品牌服务费收入占总收入比重不变，测算出归母净利率区间，相较去年同期预计提升 13.2-17.2pct，提升幅度较大，盈利能力提高。

图表 1：南极电商-分季度货币化率及最新 gmV 测算

	所有品牌所有平台gmV	总营收 (百万)	总品牌费 (百万)	货币化率测算
2017Q1	18.98	70.07	54.16	2.85%
2017Q2	23.03	181.72	140.47	6.10%
2017Q3	22.86	149.81	115.80	5.07%
2017Q4	59.16	344.07	265.96	4.50%

注1：所有品牌所有平台gmV根据2017年财报公布数据计算得来

注2：总品牌费根据2017H1财报数据，假设品牌服务费+经销商品牌授权业务，占总营收比重为77.3%

注3：2017Q4总营收没有包括时间互联并表收入

注4：货币化率由总品牌费/gmV而得

所有品牌所有平台gmV草根调研情况	亿元
草根调研2018m1-m2	23.16
草根调研2018m3D1-26	7.63
假设后面5天每天销量和前26天一致，2018Q3销售额	9.09
测算2018Q1	32.25
测算2018Q1同比增速	70%

根据公司最新公告中

预计2018年第一季度综合服务收入及经销商授权收入合计同比增幅约为60%-70%。

预计截至2018年3月末，公司授权品牌产品的可统计GMV（包含可统计的电商渠道及电视购物渠道）相比去年第一季度增幅约为70%-80%。

初步测算2018Q1总品牌服务费 86.7-92.1百万

初步测算2018Q1gmV 32.3-34.2亿

初步测算2018Q1货币化率 2.54%-2.85%

来源：公司财报，公司公告，草根调研，国金证券研究所

- 此前市场对于公司 2018 年一季度的货币化率有所担忧。我们根据 2017 年财报信息，计算出公司所有品牌所有平台的分季度的 gmV 数据，去除掉时间互联第 4 季度的并表收入之后，用每个季度的营收乘以 77.3% 获得粗算的分季度的总品牌费数据（2017H1 财报数据中，“品牌服务费+经销商品牌授权业务”收入占比 77.3%），去计算 2017 年每个季度的货币化率情况（总品牌费/gmV）。
- 公司最新公告中，预计第一季度综合服务收入及经销商授权收入合计同比增幅约为 60%-70%。预计截至 2018 年 3 月末，公司授权品牌产品的可统计 GMV（包含可统计的电商渠道及电视购物渠道）相比去年第一季度增幅约为 70%-80%。依照相同逻辑，我们计算了 2018Q1 的货币化率约在

2.54%-2.85%之间，与去年基本持平，公司 gmV 仍处于高速扩张期，品牌费率保持持平体现了公司品牌力的进一步稳固。

- 总体来说，在公司 gmV 快速增长的趋势下，我们认为公司的品牌力和影响力才是公司长期的核心竞争力所在，而整体 gmV 增长是公司品牌力的木之本，水之源，货币化率因为时期不同，短期的确认时点（影响货币化率）有多方面影响因素，仅供参考。
- 具体看来：①一季度由于过年等其他因素的影响，确认收入本身较少，相较于其他季度具有较低货币化率的特性，**2017Q1 我们测算货币化率为 2.85%，低于其他三个季度**；②货币化率指标由总品牌费/gmV 计算而来，但是 gmV 和收入之间不是 100%可比关系，**gmV 相对收入而言是滞后的指标**（具体举例来说，供应商下了订单生产，给南极电商品牌服务费，一段时间之后货品才会销售出去，才有 gmV），因此货币化率指标一定程度上仅供参考。③根据草根调研数据，我们测算公司 2018Q1 所有品牌所有平台 gmV 的同比增速达 70%，具体品类来看，根据国金证券观测数据测算 2018Q1 南极人品牌在阿里平台上，强势领域内衣和家纺增速仍在 85%以上，而生活电器（如电热毯）、个人护理（如按摩披肩）、居家日用（如保暖贴），尿片等新品类中达到 150%以上、甚至 200%以上的增速。**gmV 的快速增长体现需求量的上升，南极电商在体系内影响力增强，品牌优势突出，更应关注公司的长期发展能力及增长趋势，而非短期货币化率的一个波动。**总体来说，我们认为公司传统品类 gmV 的高增速及新增品类的顺利拓展有望进一步稳固公司的品牌声誉。
- 营收&归母净利润双增长，利润率预计提升较大。根据公司所给 2018Q1 总品牌服务费的增速（60%-70%），我们假设总品牌服务费收入占总收入比重不变，测算出 2018Q1 的营业收入，再根据业绩预告中归母净利润区间测算出归母净利率区间，相较于去年同期 归母净利率预计提升 13.2-17.2pct，提升幅度较大，盈利能力提高。

图表 2：南极电商原业务 2018Q1 营收及归母净利率预测

南极电商原业务	2017Q1	2018Q1E	YOY
归母净利润（亿）	0.258	0.595-0.605	130.45%-134.32%
营业收入（亿）	0.701	1.121-1.191	60%-70%
归母净利率	36.8%	50%-54%	13.2-17.2pct

注：2018Q1 预测收入和归母净利润都不包括时间互联并表数据

注：2018Q1 归母净利润为公司公告数据，对于 2018Q1 收入的预测，我们假设总品牌服务费（综合服务收入及经销商授权收入）占总收入比重为 77.3%，根据公司所给总品牌服务费的增速测算

来源：公司公告，国金证券研究所

投资建议

- 在①基础平台（天猫、京东等）增速 40%+；②多平台扩展（如拼多多等）；③市占率提升；④新品类扩张的背景下 2018/2019/2020 年总 GMV 分别达到 205/298/408 亿，同比增速分别为 65.5%/45.1%/37.0%。我们预测 18-20 年南极电商原有业务收入分别达到 10.7/15.6/21.5 亿，同比增速分别为 43.7%/45.5%/37.7%。考虑时间互联并表，我们预测 2018/2019 年南极电商归母净利润分别达到 8.37/11.35 亿元，对应 18-19 年 PE 为 29x/21x，给予 6-12 个月目标价 20.4 元，给予买入评级，保持推荐，建议积极关注。

风险提示

- 阿里等第三方平台的政策变更风险。
阿里、京东等第三方电商平台存在政策变更风险，有可能会影响到南极电商旗下品牌在电商平台的销售情况。
- 新品牌和新扩品类的增长或不及预期。

公司品牌矩不断扩大，不同品牌的定位也不尽相同，新品牌是否能与现有品牌优势互补，运营是否达到预期，存在不确定性。公司开展扩品类策略，新增品类是否受到消费者认可有待进一步考察。

■ **公司发展模式存在被模仿的可能性，存在市场竞争加剧的风险。**

公司现有商业模式有受到其他有竞争力的品牌商模仿的可能性，南极电商的品牌吸引力可能会遭遇冲击，同时公司对供应商、经销商的议价能力会有所下降。

■ **应收账款收回可能存在风险。**

近年来公司应收账款占营业收入的比重较高，该部分款项能否顺利收回存在一定的风险。

■ **供应商和经销商数量不断增加，公司质量管控能力或面临挑战。**

随着公司规模的不扩大，公司对于赋能供应商的资质考核以及质量监控、对于运营端协助能力的要求不断提高，或面临一定不确定性。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	1,573	389	521	984	1,975	2,609	货币资金	370	682	474	1,243	1,297	1,736
增长率		-75.3%	33.8%	88.9%	100.8%	32.1%	应收款项	231	529	365	743	1,187	1,775
主营业务成本	-1,502	-107	-67	-270	-819	-1,041	存货	97	68	57	23	12	6
%销售收入	95.5%	27.5%	12.8%	27.5%	41.5%	39.9%	其他流动资产	51	13	424	350	500	642
毛利	71	282	454	714	1,156	1,568	流动资产	749	1,293	1,318	2,358	2,995	4,159
%销售收入	4.5%	72.5%	87.2%	72.5%	58.5%	60.1%	%总资产	81.2%	94.2%	65.0%	59.0%	64.6%	71.7%
营业税金及附加	-1	-2	-4	-6	-13	-17	长期投资	0	0	10	50	50	50
%销售收入	0.1%	0.6%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	79	6	5	4	3	2
营业费用	-42	-32	-22	-39	-59	-78	%总资产	8.6%	0.4%	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%
%销售收入	2.7%	8.1%	4.2%	4.0%	3.0%	3.0%	无形资产	7	1	621	1,513	1,513	1,514
管理费用	-141	-35	-45	-69	-109	-130	非流动资产	174	80	710	1,641	1,642	1,643
%销售收入	9.0%	8.9%	8.7%	7.0%	5.5%	5.0%	%总资产	18.8%	5.8%	35.0%	41.0%	35.4%	28.3%
息税前利润 (EBIT)	-113	214	383	599	975	1,342	资产总计	923	1,373	2,029	4,000	4,637	5,802
%销售收入	n.a	54.9%	73.4%	60.9%	49.4%	51.4%	短期借款	199	0	0	2	0	0
财务费用	-90	1	10	12	19	27	应付款项	239	78	408	699	607	620
%销售收入	5.7%	-0.2%	-2.0%	-1.2%	-1.0%	-1.0%	其他流动负债	18	58	74	119	170	191
资产减值损失	-35	-18	-51	0	0	0	流动负债	455	136	483	820	778	811
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	178	18	8
投资收益	73	1	2	12	2	2	其他长期负债	1	2	0	2	0	0
%税前利润	526.2%	0.5%	0.5%	1.9%	0.2%	0.1%	负债	457	137	483	999	795	819
营业利润	-165	198	343	623	996	1,371	普通股股东权益	443	1,233	1,534	2,967	3,804	4,939
营业利润率	n.a	50.9%	65.9%	63.3%	50.4%	52.6%	少数股东权益	23	2	30	33	38	45
营业外收支	179	7	11	18	20	22	负债股东权益合计	923	1,373	2,047	4,000	4,637	5,802
税前利润	14	205	354	641	1,016	1,392	比率分析						
利润率	0.9%	52.7%	68.0%	65.1%	51.4%	53.4%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-2	-33	-51	-103	-174	-251	每股指标						
所得税率	14.4%	16.1%	14.4%	16.1%	17.2%	18.0%	每股收益	0.023	0.385	0.196	0.326	0.511	0.694
净利润	12	172	303	538	842	1,142	每股净资产	0.992	2.955	3.677	5.754	7.376	9.577
少数股东损益	2	0	2	4	5	7	每股经营现金净流	-0.200	0.089	1.096	1.154	0.390	0.830
归属于母公司的净利润	10	172	301	534	837	1,135	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	0.7%	44.1%	57.8%	54.3%	42.3%	43.5%	回报率						
							净资产收益率	2.35%	13.93%	19.63%	18.00%	21.99%	22.98%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	1.13%	12.52%	14.71%	13.35%	18.04%	19.56%
净利润	12	172	303	538	842	1,142	投入资本收益率	-14.54%	14.52%	20.93%	15.81%	20.93%	22.05%
少数股东损益	2	0	2	4	5	7	增长率						
非现金支出	167	20	54	1	1	1	主营业务收入增长率	-61.95%	-75.26%	33.85%	88.86%	100.77%	32.06%
非经营收益	-131	-2	-17	-27	-18	-23	EBIT增长率	-49.58%	-289.09%	79.02%	56.59%	62.78%	37.63%
营运资金变动	-137	-153	117	83	-624	-691	净利润增长率	-102.00%	1549.34%	75.27%	77.37%	56.62%	35.67%
经营活动现金净流	-89	37	457	595	201	428	总资产增长率	-67.55%	48.71%	49.10%	95.41%	15.95%	25.12%
资本开支	-44	-2	-2	-873	18	19	资产管理能力						
投资	273	-80	-677	-40	0	0	应收账款周转天数	32.0	268.6	226.9	240.0	200.0	230.0
其他	6	575	12	12	2	2	存货周转天数	50.9	280.6	342.8	31.0	5.4	2.3
投资活动现金净流	235	493	-666	-902	20	21	应付账款周转天数	28.5	152.1	200.7	84.2	33.0	30.0
股权募资	0	1	1	898	0	0	固定资产周转天数	18.4	5.2	3.2	1.4	0.5	0.3
债权募资	-93	0	0	181	-164	-10	偿债能力						
其他	-128	0	0	-4	-4	-1	净负债/股东权益	-36.80%	-55.23%	-30.28%	-35.46%	-33.29%	-34.68%
筹资活动现金净流	-222	1	0	1,076	-167	-11	EBIT利息保障倍数	-1.3	-224.1	-37.3	-50.5	-51.5	-50.1
现金净流量	-76	531	-209	769	54	439	资产负债率	49.48%	10.01%	23.57%	24.98%	17.15%	14.11%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	5	5	5	20
增持	0	1	3	6	13
中性	1	2	2	2	3
减持	0	0	0	1	1
评分	2.00	1.63	1.70	1.93	1.59

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-09-08	增持	10.59	12.88~14.49
2	2016-10-30	增持	12.74	N/A
3	2017-05-04	增持	12.29	12.80~14.72
4	2018-03-07	买入	14.81	20.40~20.40

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH