

电商渠道交易量增速稳健，维持推荐

南极电商 (002127.SZ)

推荐 维持评级

核心观点:

1. 事件摘要

2018年前三季度公司共实现营业收入20.45亿元，同比增长409.20%；实现归属于上市公司股东的净利润4.49亿元，同比增长85.01%；实现归属扣非净利润4.25亿元，较上年同期增长90.47%。经营现金流量净额2.04亿元，较上年同期增加8.60%。

2. 我们的分析与判断

(一) 营业收入大幅增长，移动互联网业务优势显现

公司第三季度实现营业收入8.11亿元，相比去年同期增加441.30%（约为6.61亿元），主要是因为相比去年同期新增移动互联网媒体投放平台业务和移动互联网流量整合业务，贡献了6.19亿元营收，该部分业务占本报告期内总营收的76.32%。第三季度归母净利润为1.58亿元，相比去年同期增加52.95%（约为0.55亿元），主要得益于新增移动互联网营销业务获得营业利润2,930.50万元；同时由于前三季度综合服务收入规模的增加，综合服务业务利润同比增加26%。

(二) 综合毛利率下降54.05个百分点，期间费用率下降4.09%

公司2018年前三季度综合毛利率为30.17%，相较去年同期大幅下降54.05个百分点，一方面源于新增移动互联网媒体投放平台业务和移动互联网流量整合业务毛利水平相对较低；另一方面由于公司减少货品销售业务，并将现有库存以低价打包方式进行销售。

公司期间综合费用率为4.62%，相比上年同期降低9.56个百分点，控费良好。销售/管理/财务费用率分别为2.77%/2.02%/-0.17%，较上年同期分别变动-2.66/-9.45/0.71个百分点。销售费用和管理费用的增长主要由于非同一控制下企业合并子公司时间互联的相关费用增加；而财务收益大幅下降主要是由于前三季度产生的银行借款利息857.57万元。

(三) 电商渠道马太效应凸显，授权品牌产品增速稳健

2018年前三季度，公司旗下各品牌GMV持续增长，授权品牌产品的GMV达105.40亿元，同比增长62.5%。分品牌看，南极人品牌实现GMV87.99亿元，同比增长54.29%；卡帝乐品牌实现GMV

分析师

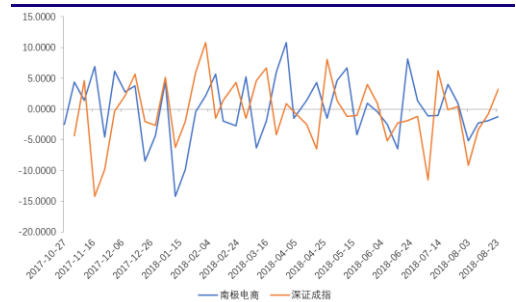
李昂

☎: (8610) 83574538

✉: liang_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130517040001

行业数据时间 2018.10.19



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

近期研究

- 1、南极电商 (002127.SZ) 2017 年报跟踪_精准定位中低端市场，新旧业务同发力高速增长有望保持 20180425
- 2、南极电商 (002127.SZ) 2018 半年报点评_主营业务规模增长趋势明确，维持推荐 20180826

14.65 亿元，同比增长 118.10%；从平台维度看，在阿里、京东、拼多多、唯品会实现的 GMV 分别为 73.78 亿元、19.48 亿元、9.29 亿元、2.50 亿元，同比增幅分别为 63.49%、26.14%、210.42%、94.27%。深植电商行业十余年，与多个电商渠道长期合作，使得公司能够在为供应链提供品牌授权的同时，为其提供优质、专业、有效的一站式供应链服务，同时不断提升品牌知名度，促进品牌授权及综合服务业务进一步发展。

(四) 时间互联竞争力持续提升，与现有业务协同作用

时间互联基于互联网移动端，利用媒体资源流量优势，为公司旗下的品牌在移动互联网媒体投放平台及移动端分散的流量中进行精准营销推广，进一步加强其品牌优势。2018 年公司时间互联与部分主要供应商的合作进一步加深。小米平台带来的收入增长明显，半年度收入已超过去年全年；2018 年新拓展的供应商 vivo 已成为最大的供应商；公司还与深知科技达成 AI 智能化营销战略合作关系；原有主流媒体应用宝、今日头条以及中小流量平台的合作业务量也稳步上涨。同时，时间互联和行业知名客户也保持着持续稳定的合作，包括以苏宁易购、拼多多、唯品会、网易考拉、每日优鲜、蘑菇街为代表的电商客户；以融 360、宜人财富、人人贷、360 借条为首的金融客户；以猎豹集团、一下科技、映客、掌阅、YY、美拍、咪咕、搜狐为首的网服客户等。移动端平台的拓展与时间互联的媒体营销优势的协同作用有望为南极电商带来新的增长点。

3. 投资建议

我们认为，公司具有优质的品牌矩阵，以及对品牌进行不断升级，品牌终端的消费对象定位精准，品牌形象得到优化；完善供应链管理，布局多方为渠道，保持 GMV 在阿里渠道领先增长，重塑唯品会渠道，重点布局拼多多平台为中低端消费品进一步打开了市场空间；协同时间互联流量数据挖掘进行精准营销，产生移动互联网流量整合业务收入。我们维持预测公司 2018/2019/2020 年分别实现营业收入 27.46/ 40.35/ 59.00 亿元，归母净利润 7.08/10.18/15.68 亿元，对应 PE 为 34/24/16 倍，维持“推荐”评级。

4. 风险提示

电商渠道及流量渠道依赖风险；应收账款风险；行业竞争加剧。

附：

1. 盈利预测和估值对比

表 1：盈利预测

单位：百万元

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	389.23	520.98	985.79	2746.35	4034.90	5899.76
增长率(%)	42.30%	33.85%	89.22%	178.60%	46.92%	46.22%
归属母公司股东净利润	171.82	301.14	534.39	708.60	1017.59	1567.76
增长率(%)	158.37	75.27%	77.45%	32.60%	43.61%	54.07%
销售毛利率	72.46%	87.23%	70.05%	48.08%	47.24%	48.98%
净资产收益率(ROE)	13.93%	19.63%	17.69%	19.00%	21.43%	24.83%
市盈率(P/E)	802.28	102.78	66.25	34.44	23.98	15.56
市净率(P/B)	6.78	11.51	6.60	6.54	5.14	3.86

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理及预测

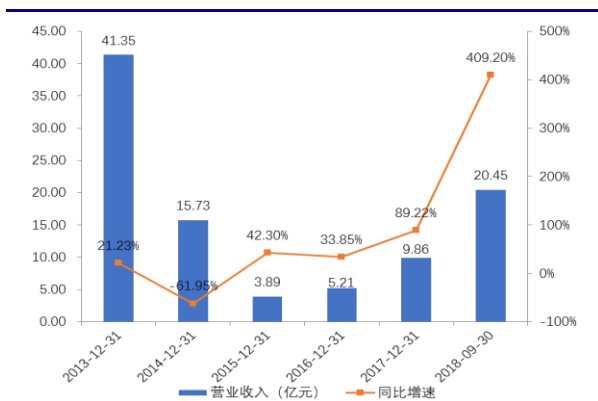
表 2：可比公司最新估值情况

境内可比公司						
	南极电商	苏宁易购	美凯龙	跨境通	均值	中位值
PE	26.19	30.88	14.23	27.19	24.6225	26.69
PB	5.33	1.64	1.35	3.29	2.9025	2.465
PS	9.17	0.66	5.21	1.45	4.1225	3.33
境外可比公司						
	亚马逊	京东	阿里巴巴	罗斯百货	均值	中位值
PE	209.44	308.36	44.95	22.97	146.43	127.195
PB	22.85	6.45	7.64	10.71	11.9125	9.175
PS	3.5	0.9	11.49	2.33	4.555	2.915

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

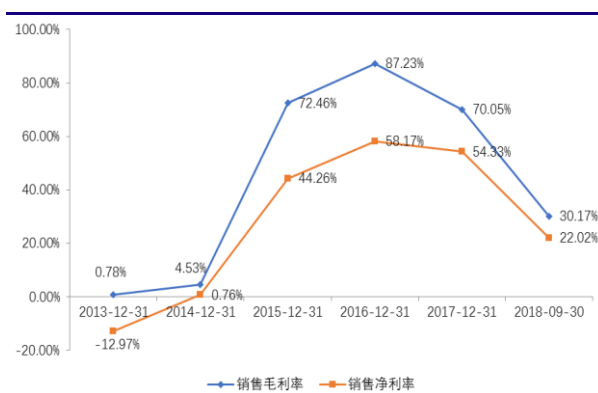
2. 公司整体经营运行状况跟踪

图 1：2013-2018Q3 营业收入(亿元)及同比增速



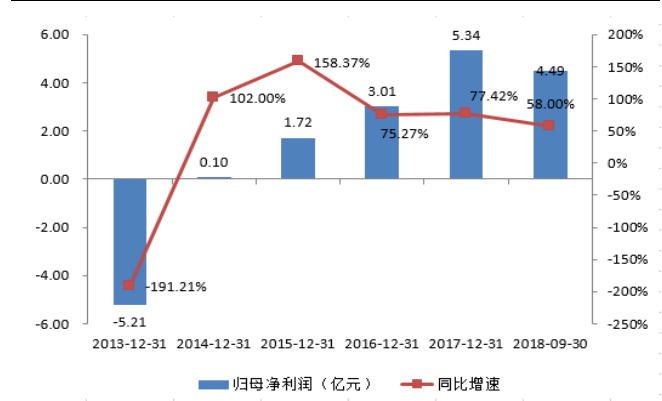
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 3：2013-2018Q3 销售毛利率和净利率变动情况



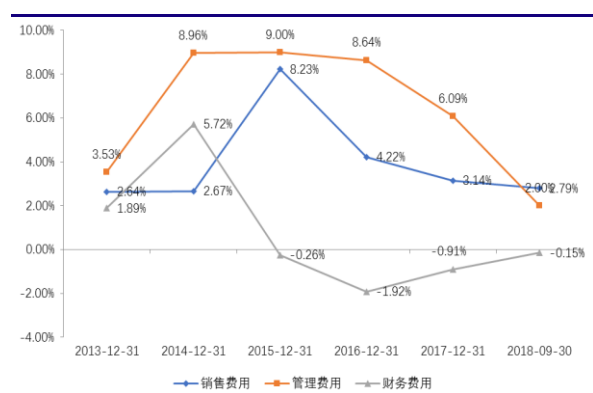
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 2：2013-2018Q3 归母净利润(亿元)及同比增速



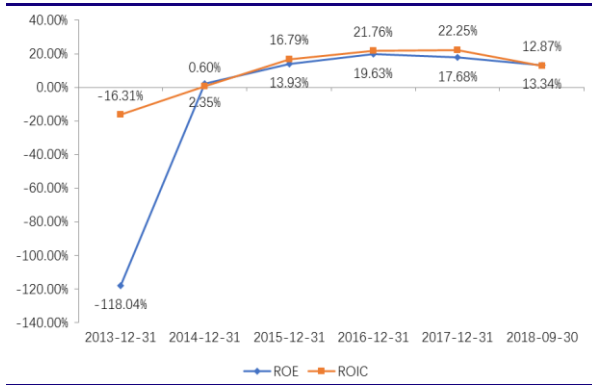
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 4：2013-2018Q3 期间三项费用率变动情况



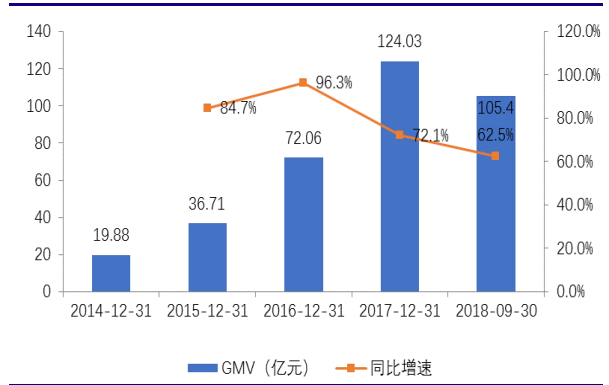
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 5: 2013-2018Q3 ROE(%)及 ROIC(%)变动情况



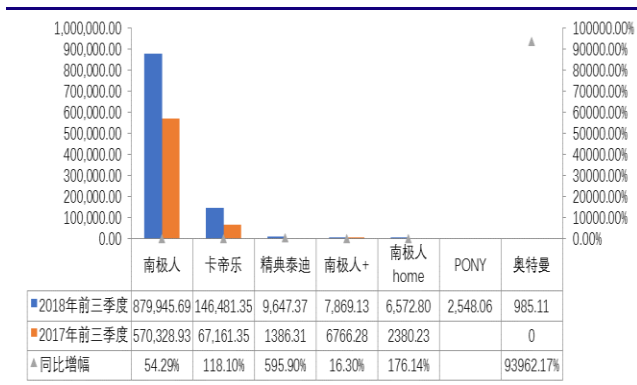
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 6: 2014-2018Q3 公司授权品牌产品 GMV (亿元) 及增速



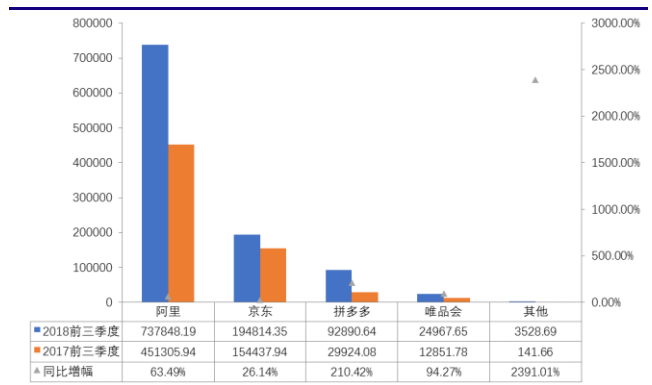
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 7: 2018 年前三季度旗下主要品牌 GMV 同比情况 (万元)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 8: 2018 年前三季度旗下平台 GMV 同比情况 (万元)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

3. 重大事项进展跟踪

表 5: 南极电商 2018 年第三季度重大事项进展

事件类型	内容
回购公司股份以实施员工激励的预案	公司拟使用自有资金以集中竞价、大宗交易以及其他法律法规许可的方式回购公司股份, 用于后续实施股权激励或员工持股计划。回购总金额不低于 1.5 亿元、不超亿元, 回购价格不超过 11 元/股, 回购股份期限为自股东大会审议通过回购股份方案之不超过 12 个月。

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部整理

4. 公司前十大股东情况跟踪

表 6: 南极电商前十大股东情况 (更新自 2018 年三季度报)

排名	股东名称	方向	持股数量(股)	持股数量变动(股)	占总股本比例(%)	持股比例变动(%)	股东性质
1	张玉祥	-	654,899,490	-	26.68%	-	境内自然人
2	吴江新民实业投资有限公司	-	139,213,921	-	5.67%	-	境内非国有法人
3	东方新民控股有限公司	-	91,574,253	-	3.73%	-	境内非国有法人
4	上海丰南投资中心 (有限合伙)	-	75,118,830	-	3.06%	-	境内非国有法人
5	蒋学明	-	68,975,000	-	2.81%	-	境内自然人

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

6	朱雪莲	-	67,606,947	-	2.75%	-	境内自然人
7	中国工商银行—汇添富成长焦点混合型证券投资基金	-	64,789,736	-	2.64%	-	其他
8	招商银行股份有限公司—富国低碳环保混合型证券投资基金	-	60,224,166	-	2.45%	-	其他
9	刘睿	-	51,353,286	-	2.09%	-	境内自然人
10	中国工商银行股份有限公司—汇添富蓝筹稳健灵活配置混合型证券投资基金	-	49,000,129	-	2.00%	-	其他
	合计	-	1,322,755,758		53.88%		

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6—12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

李昂，商贸零售行业分析师。2014年7月加盟银河证券研究院从事社会服务行业研究工作，2016年7月转型商贸零售行业研究。英国埃塞克斯大学学士，英国伯明翰大学硕士。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：尚薇 010-83574522 shangwei@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：舒英婷 010-66561317 shuyingting@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn