

GMV 加速提升，应收账款、现金流持续向好

南极电商 (002127)

事件

2018Q1-3 公司实现营业收入 20.45 亿元，同增 409.20%；归母净利润 4.49 亿元，同增 85.01%。其中，Q3 单季实现营收 8.11 亿元，同增 441.30%；归母净利润 1.58 亿元，同增 52.95%。2018Q1-3 时间互联实现营收 15.24 亿元，撇除时间互联并表因素后，2018Q1-3 公司营收 5.21 亿元，同增 29.60%。

公司预计 2018 年度归母净利润为 8.30-9.50 亿元，同比增长 55.35%-77.81%，全年业绩指引考虑到可能的部分电视广告费用支出。

简评

公司主业稳健发展，GMV 增长势头靓丽

剔除时间互联并表因素影响，2018Q1-3 公司电商主业营收同增 29.60% 至 5.21 亿元，保持快速增长。

2018Q1-3 公司 GMV 同比增长 62.50% 至 105.40 亿元，其中 Q3 单季 GMV 同比增长 63.83% 至 37.50 亿元。公司积极寻求品类扩张，增长动力十足。现有品类包含内衣、家纺、男女装、鞋类、母婴用品、箱包等多个领域，我们预计公司未来在箱包、母婴、童装等小而新品类上仍将继续发力。

分品牌看，2018Q1-Q3 南极人 GMV 同增 54.29% 至 87.99 亿，Q3 单季南极人 GMV 同增 56%，增速稳中有升，较 2018H1 提升约 1.9 pct；Q1-3 卡帝乐实现翻倍增长，GMV 同增 118.10% 至 14.65 亿，Q3 单季卡帝乐 GMV 同增 116.5%；精典泰迪发展迅速，Q1-3GMV 同增 595.90% 至 0.96 亿，Q3 单季 GMV 同增 501.4%。

维持

买入

史琨

shikun@csc.com.cn

010-65608483

执业证书编号：S1440517090002

发布日期：2018 年 10 月 22 日

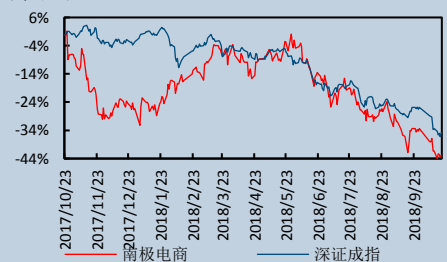
当前股价：6.28 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
12 月最高/最低价 (元)	-13.26/-3.52	-27.91/-9.96	-42.9/-10.43
总股本 (万股)			245,487.04
流通 A 股 (万股)			145,126.31
总市值 (亿元)			154.17
流通市值 (亿元)			91.14
近 3 月日均成交量 (万)			1,274.23
主要股东			
张玉祥			26.68%

股价表现



相关研究报告

18.08.28	南极电商 (002127): 业绩高增符合预期，多品类优势持续强化
----------	-----------------------------------

分平台看，公司 2018Q1-Q3 阿里平台 GMV 同增 63.49% 达 73.78 亿，其中 Q3 单季同增 61%；京东平台 Q1-3 同增 26.14% 达 19.48 亿，Q3 单季同增 53%，增速提升明显；拼多多平台 Q1-3 GMV 同比大幅增长 210.42% 达 9.29 亿，Q3 单季同增 105%，增速有所放缓。公司在电商领域起步早，充分享受阿里早期流量红利，形成流量壁垒，马太效应凸显，在国内头部电商增速纷纷放缓的情况下，仍旧维持逆势高增长态势。

受并表影响，毛利率、期间费用率有所下降

毛利率方面，受时间互联低毛利率影响，2018Q1-3 公司毛利率同比下降 54.05 pct 至 30.17%；亦受并表影响，Q1-3 期间费用率同比下降 9.56 pct 至 4.62%，其中销售费用率同比下降 1.90 pct 至 2.77%，管理费用率同比下降 9.46 pct 至 2.02%，财务费用率同比增加 1.81pct 至 -0.17%。综上，公司 Q1-3 净利率同比下降 38.63 pct 至 22.02%，剔除并表因素后，公司 Q3 营业利润同比增长 15.25% 左右。

核心业务回款能力加强，经营现金流持续改善

2018Q3 末公司应收账款余额 10.81 亿元，与中报基本持平，较年初增加 5.38 亿 (+99.26%)，主要受保理业务借款金额增加影响：保理业务应收账款余额较年初增加 4.04 亿；品牌服务主业应收账款约 3.5 亿左右，规模较期初基本持平 (+0.20 亿)，在主业收入持续增长下，应收款占收入比例持续下降；时间互联子公司三季度应收账款约为 2.7 亿元，规模较中报有所降低。除去保理业务影响后，公司整体回款能力较年初明显提升。预付账款方面，三季报预付款较中报/期初增加 1.2 亿/2.5 亿元达到 3.8 亿元，主要来自时间互联投放业务新增的 vivo 平台，形成的预充值款项。现金流方面，2018Q1-3 经营活动净现金流 2.04 亿元，同比增长 8.60%；Q3 单季经营活动净现金流 0.99 亿元，同比增长 9.00%，从公司历史经营情况看，公司四季度有望实现较多回款，现金流有望进一步提升。

投资建议：公司头部品类维持高速增长趋势，新品类拓展迅速，主要品牌及电商平台 GMV 增长靓丽，内部经营效率不断提升。公司主打优质低价产品在线上拥有较大优势，迎合中产阶级消费降级需求。我们预计公司 2018-2020 年净利润分别为 8.71 亿、11.94 亿和 15.37 亿，EPS 分别为 0.35、0.49 和 0.63 元，对应 PE 分别为 18、13、10 倍，维持“买入”评级。

风险因素：GMV 增速不及预期；新品类开拓遇阻；时间互联业绩增速不及预期

表 1：公司主要品牌 2018Q1-3 GMV 与同比

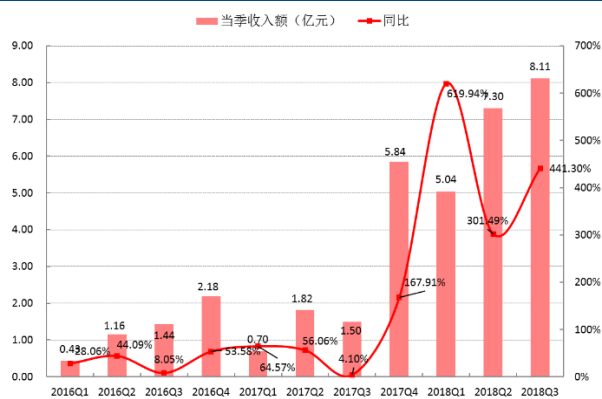
	2018Q1-3 GMV (亿元)	2017Q1-3 GMV (亿元)	同比
南极人	87.99	57.03	54.29%
卡帝乐	14.65	6.71	118.10%
精典泰迪	0.96	0.14	595.90%
南极人+	0.79	0.68	16.30%
南极人 home	0.66	0.24	176.14%
PONY	0.25	-	-
奥特曼	0.01	0.00	93926.17%
合计	105.40	64.87	62.50%

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

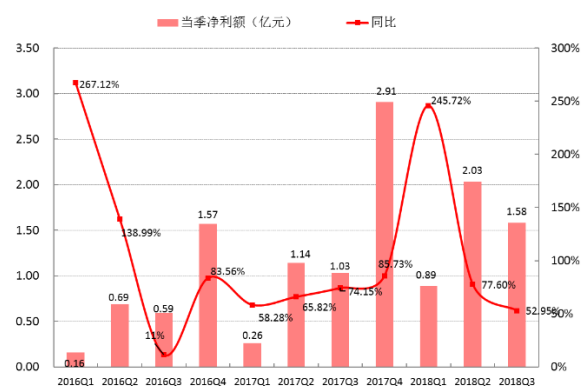
表 2：公司主要平台 2018H1 GMV 与同比

	2018Q1-3 GMV (亿元)	2017Q1-3 GMV (亿元)	同比
阿里	73.78	45.13	63.49%
京东	19.48	15.44	26.14%
拼多多	9.29	2.99	210.42%
唯品会	2.50	1.29	94.27%
其他	0.35	0.01	2391.01%
合计	105.40	64.87	62.50%

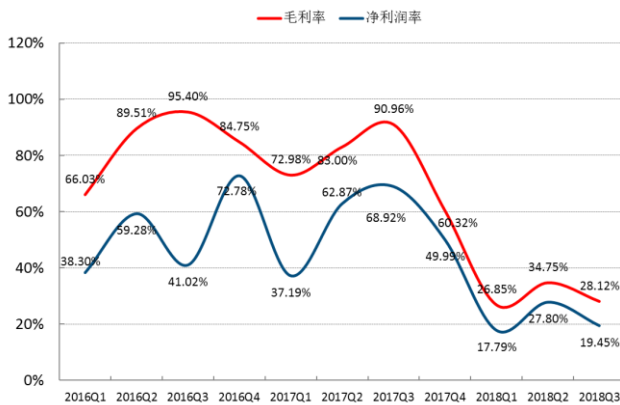
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 1：公司营业收入及增速


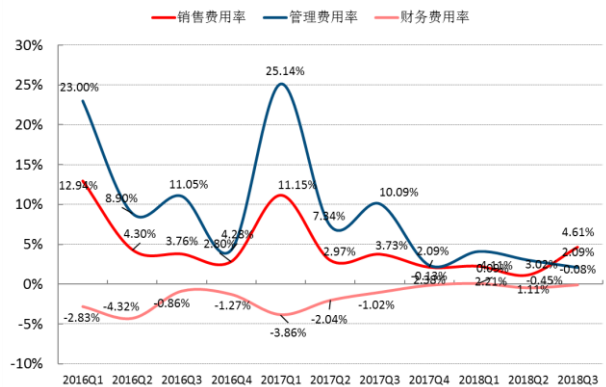
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 2：公司归母净利润及增速


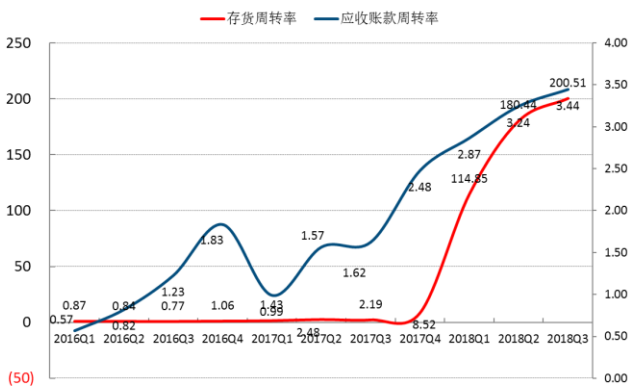
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 3：公司销售毛利率及销售净利率情况


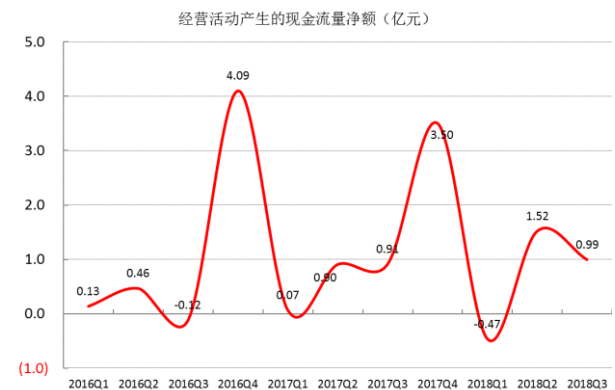
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 4：公司期间费用率变动情况


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 5：公司存货周转率和应收账款周转率情况


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 6：公司经营性现金流情况


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

表 3：盈利预测（单位：百万）

利润表	2017	2018E	2019E	2020E	财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	985.8	2,649.4	3,425.5	4,358.8	成长性				
减：营业成本	295.2	1,504.9	1,890.9	2,385.7	营业收入增长率	89.2%	168.8%	29.3%	27.2%
营业税费	5.6	10.6	13.7	17.4	营业利润增长率	74.8%	63.1%	36.2%	27.6%
销售费用	31.0	39.7	54.8	69.7	净利润增长率	77.4%	63.0%	37.1%	28.7%
管理费用	60.0	87.4	119.9	165.6	EBITDA 增长率	77.2%	70.3%	38.8%	34.4%
财务费用	-8.7	19.5	5.4	12.5	EBIT 增长率	77.7%	68.7%	34.1%	28.0%
资产减值损失	12.5	12.5	12.5	12.5	NOPLAT 增长率	77.8%	73.4%	35.6%	29.3%
加：公允价值变动收益	-	-	-	-	投资资本增长率	75.3%	-39.0%	102.2%	-34.0%
投资和汇兑收益	10.3	4.4	5.5	6.8	净资产增长率	95.0%	27.5%	29.2%	28.5%
营业利润	600.4	979.2	1,333.8	1,702.1	利润率				
加：营业外净收支	24.8	14.3	14.3	14.3	毛利率	70.1%	43.2%	44.8%	45.3%
利润总额	625.2	993.4	1,348.0	1,716.4	营业利润率	60.9%	37.0%	38.9%	39.0%
减：所得税	89.6	119.2	148.7	174.3	净利率	54.2%	32.9%	34.9%	35.3%
净利润	534.3	870.9	1,194.3	1,536.7	EBITDA/营业收入	60.3%	38.2%	41.0%	43.3%

资产负债表	2017	2018E	2019E	2020E	EBIT/营业收入	60.0%	37.7%	39.1%	39.3%
货币资金	1,461.2	2,743.1	2,780.1	4,949.0	运营效率				
交易性金融资产	-	-	-	-	固定资产周转天数	2	1	4	8
应收帐款	560.2	1,887.5	1,277.2	2,749.8	流动营业资本周转天数	123	-16	-11	-8
应收票据	34.6	96.3	73.0	142.5	流动资产周转天数	659	543	543	570
预付帐款	134.5	576.7	317.0	810.5	应收帐款周转天数	166	166	166	166
存货	12.6	340.9	103.3	457.1	存货周转天数	13	24	23	23
其他流动资产	71.1	71.1	71.1	71.1	总资产周转天数	1,071	762	732	733
可供出售金融资产	10.1	10.1	10.1	10.1	投资资本周转天数	505	193	171	149
持有至到期投资	-	-	-	-	投资回报率				
长期股权投资	13.8	13.8	13.8	13.8	ROE	17.7%	22.6%	24.0%	24.0%
投资性房地产	-	-	-	-	ROA	14.0%	11.8%	18.3%	13.7%
固定资产	3.8	13.1	54.5	128.7	ROIC	50.4%	49.9%	110.9%	70.9%
在建工程	-	127.5	320.6	372.4	费用率				
无形资产	565.5	564.7	563.9	563.2	销售费用率	3.1%	1.5%	1.6%	1.6%
其他非流动资产					管理费用率	6.1%	3.3%	3.5%	3.8%
资产总额	3,820.5	7,397.7	6,537.4	11,220.7	财务费用率	-0.9%	0.7%	0.2%	0.3%
短期债务	65.5	-	-	-	三费/营业收入	8.3%	5.5%	5.3%	5.7%
应付帐款	285.1	3,112.5	1,156.6	4,229.4	偿债能力				
应付票据	-	-	-	-	资产负债率	20.2%	47.4%	23.2%	42.5%
其他流动负债					负债权益比	25.3%	90.2%	30.1%	73.8%
长期借款	179.4	-	-	-	流动比率	3.86	1.63	3.06	1.93
其他非流动负债					速动比率	3.83	1.53	2.99	1.83
负债总额	770.5	3,508.8	1,514.0	4,766.3	利息保障倍数	-68.04	51.19	247.72	137.63
少数股东权益	28.9	32.2	37.2	42.6	分红指标				
股本	417.3	417.3	417.3	417.3	DPS(元)	0.04	0.08	0.16	0.27
留存收益	2,603.8	3,439.3	4,568.8	5,994.4	分红比率	19.0%	4.1%	5.4%	7.2%
股东权益	3,050.1	3,888.9	5,023.4	6,454.4	股息收益率	0.7%	1.4%	2.5%	4.2%
现金流量表	2017	2018E	2019E	2020E	业绩和估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	535.6	870.9	1,194.3	1,536.7	EPS(元)	0.22	0.35	0.49	0.63
加:折旧和摊销	3.0	14.0	66.2	174.9	BVPS(元)	1.23	9.24	11.95	15.36
资产减值准备	12.5	-	-	-	PE(X)	28.9	17.7	12.9	10.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	PB(X)	5.1	0.7	0.5	0.4
财务费用	-8.8	19.5	5.4	12.5	P/FCF	638.5	2.0	27.1	1.2
投资收益	-10.3	-4.4	-5.5	-6.8	P/S	15.6	1.0	0.8	0.6
少数股东损益	1.3	3.3	5.0	5.4	EV/EBITDA	6.4	-0.2	-0.1	-1.2
营运资金的变动	418.9	824.0	-863.8	863.0	CAGR(%)	42.3%	71.8%	58.2%	42.3%
经营活动现金流	537.8	1,727.3	401.6	2,585.7	PEG	0.7	0.2	0.2	0.2
投资活动现金流	-116.6	-145.6	-294.5	-293.2	ROIC/WACC	4.9	4.9	10.8	6.9
融资活动现金流	566.6	-299.8	-70.2	-123.6	REP	0.4	-0.0	-0.0	-0.2

资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

分析师介绍

史琨：CFA，金融学硕士，2017年7月加入中信建投证券纺织服装团队，2015-2017年在东兴证券从事商贸零售行业研究。

报告贡献人

邱季 010-86451494 qiuji@csc.com.cn

周博文 010-86451380 zhoubowen@csc.com.cn

研究服务

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

深广销售组

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859