

收入及GMV加速增长，新品牌拓展及并表影响净利表现

——南极电商（002127）三季度报点评

2018年10月22日

强烈推荐/首次

南极电商 | 事件点评

事件：

10/21 晚公司发布三季度报称，前三季度营业收入为 20.45 亿元，同比增长 409%；净利润为 4.49 亿元，同比增长 85%。公司预计 2018 年全年净利为 8.3 亿元至 9.5 亿元，同比增长 55%至 78%。

主要观点：

1、并表时间互联推高公司业绩，剔除后主业保持较快增长

2018 年 1-9 月公司实现营收 20.45 亿元，剔除时间互联并表的影响，预计原主业实现营收 5.22 亿元，同比+30%，其中 Q3 营收 1.92 亿元，同比+28.2%；原主业归母净利为 2.43 亿元，同比+52%，其中 Q3 归母净利 1.03 亿，同比+30%。

2、GMV 持续高增，平台及品牌扩张拖累货币化率

2018 年 1-9 月公司授权品牌的 GMV 实现 105.4 亿，同比+62.5%，其中 Q3GMV 实现 37.5 亿，同比+64.04%，GMV 实现高速增长。我们测算 2018Q3 的货币化率为 5.12%，同比下滑 1.43pct，下滑主要源自公司新平台拓展和新品类的扩张，利好长期业务布局。

分品牌来看，南极人作为公司主品牌，前三季度 GMV 实现 87.99 亿元，同比+54.29%，占比环比小幅下滑 0.32pct 至 83.48%。卡帝乐 GMV 实现 14.65 亿元，同比+118.1%，占比环比提升 0.2pct 至 13.9%；经典泰迪 GMV 实现 0.96 亿元，同比+595.9%。公司主品牌增长稳定，新品牌快速成长，品牌矩阵逐步打造。

分平台来看，阿里平台持续高增，GMV 同比+63.49%至 7.38 亿元；京东 GMV 同比+26.14%至 1.95 亿元；拼多多 GMV 同比大涨 210.42%至 0.93 亿元，占比提升 4.2pct 至 8.8%。

3、并表拖累毛利率及净利率表现，品牌推广推升期间费用率

并表时间互联大幅拖累公司毛利率及净利率表现。公司 Q3 实现综合毛利率 28.12%，同比-69.1pct，带动 Q3 的净利率水平同比下滑

研究员:郑闵钢

010-66554031 zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号: S1480510120012

研究助理:宋劲

010-66554029 songjin@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480116110028

研究助理:魏鹤舫

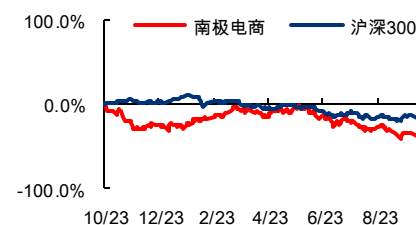
010-66554121 weihch@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480118070038

交易数据

52 周股价区间 (元)	6.28-16.88
总市值 (亿元)	154.17
流通市值 (亿元)	91.14
总股本/流通 A 股 (万股)	245487/145126
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	1.01

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

1、《南极电商（002127）：业绩持续高增，布局网红经济》2016

71.8pct 至 19.45%。前三季度的综合毛利率同比-64.2pct 至 30.17%，净利率同比-63.7pct 至 22.02%。

新品牌推广推升期间费用率。公司三季度新增广告投放费用 3000 万, 推升 Q3 销售费用率+23.62pct 至 4.61%，环比+3.5pct；管理费用率环比-0.93pct 至 2.09%，财务费用率环比+0.37pct 至-0.08%。

结论：

公司乘电商扩张之势，多平台运营，打造大众消费的头部品牌；构建多维品牌矩阵，加深公司经营护城河。公司发布 2018 年全年业绩指引，预计净利为 8.3-9.5 亿元，同比+55%-78%。超预期的业绩指引源于电商渠道马太效应凸显，公司品牌授权及电商服务业务持续向好。预计 2018-2020 年每股收益 (EPS) 分别为 0.36 元、0.50 元和 0.65 元；对应当前收盘价的 PE 依次为 17.3、12.55 和 9.65 倍，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

风险提示：新品牌拓展不及预期，货币化收入不及预期。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	1337	2274	6000	8158	10393	营业收入	521	986	3153	4012	4844
货币资金	474	1461	4629	5925	7160	营业成本	67	295	1829	2207	2519
应收账款	288	508	1624	2066	2494	营业税金及附加	4	6	18	23	28
其他应收款	63	53	168	214	258	营业费用	22	31	99	126	152
预付款项	5	135	937	1906	3011	管理费用	45	60	192	244	295
存货	57	13	78	94	108	财务费用	-10	-9	-12	-10	-3
其他流动资产	418	71	-1547	-2189	-2809	资产减值损失	51.27	12.51	12.51	12.51	12.51
非流动资产合计	710	1546	1517	1488	1461	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	14	14	14	14	投资净收益	1.80	10.34	1.80	1.80	1.80
固定资产	4.57	3.82	31.36	22.98	-19.53	营业利润	343	600	1017	1411	1843
无形资产	510	565	544	524	504	营业外收入	11.12	24.82	24.82	24.82	24.82
其他非流动资产	62	57	57	57	57	营业外支出	0.33	0.03	0.03	0.03	0.03
资产总计	2047	3821	7517	9646	11854	利润总额	354	625	1042	1436	1868
流动负债合计	483	590	1364	2274	2898	所得税	51	90	149	206	267
短期借款	0	66	416	911	1044	净利润	303	536	893	1230	1600
应付账款	38	24	146	176	201	少数股东损益	2	1	2	2	2
预收款项	27	122	424	809	1274	归属母公司净利润	301	534	891	1229	1598
一年内到期的非	0	2	2	2	2	EBITDA	846	1159	1062	1453	1886
非流动负债合计	0	181	181	181	181	EPS (元)	0.20	0.33	0.36	0.50	0.65
长期借款	0	179	179	179	179	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	483	770	1545	2455	3078	成长能力					
少数股东权益	30	29	31	33	35	营业收入增长	33.85%	89.22%	219.89	27.24%	20.72%
实收资本(或股	417	417	2455	2455	2455	营业利润增长	73.47%	74.84%	69.43%	38.74%	30.58%
资本公积	528	1481	1481	1481	1481	归属于母公司净利	66.75%	37.90%	66.75%	37.90%	30.10%
未分配利润	534	1029	1755	2755	4057	获利能力					
归属母公司股东	1534	3021	5941	7158	8741	毛利率(%)	87.23%	70.05%	42.00%	45.00%	48.00%
负债和所有者权	2047	3821	7517	9646	11854	净利率(%)	58.17%	54.33%	28.31%	30.67%	33.04%
现金流量表						总资产净利润(%)	14.71%	13.98%	11.85%	12.74%	13.48%
						ROE(%)	19.63%	17.68%	15.00%	17.16%	18.29%
经营活动现金流	457	538	843	837	1144	偿债能力					
净利润	303	536	893	1230	1600	资产负债率(%)	24%	20%	21%	25%	26%
折旧摊销	512.41	567.54	0.00	0.34	0.34	流动比率	2.77	3.86	4.40	3.59	3.59
财务费用	-10	-9	-12	-10	-3	速动比率	2.65	3.83	4.34	3.55	3.55
应收账款减少	0	0	-1116	-442	-428	营运能力					
预收帐款增加	0	0	303	385	465	总资产周转率	0.30	0.34	0.56	0.47	0.45
投资活动现金流	-666	-117	-21	-11	-11	应收账款周转率	2	2	3	2	2
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	14.24	32.11	37.20	24.96	25.73
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	2	10	2	2	2	每股收益(最新摊	0.20	0.33	0.36	0.50	0.65
筹资活动现金流	1	567	2391	493	121	每股净现金流(最新	-0.50	2.37	1.31	0.54	0.51
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	3.68	7.24	2.42	2.92	3.56
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	2038	0	0	P/E	32.08	19.24	17.30	12.55	9.65
资本公积增加	0	952	0	0	0	P/B	1.71	0.87	2.59	2.15	1.76
现金净增加额	-208	988	3213	1319	1255	EV/EBITDA	2.54	1.21	10.72	7.28	5.03

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员, 房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师 (第六名)。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强 (第七名)。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强 (第八名)。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

宋劲

英国埃克塞特大学金融学硕士, 曾任职于元大证券、哲奔咨询 (上海) 有限公司, 2016 年加入东兴证券研究所, 从事策略及商贸零售行业研究。

魏鹤翀

中山大学应用经济学硕士, 2018 年加入东兴证券研究所, 从事商贸零售行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。