

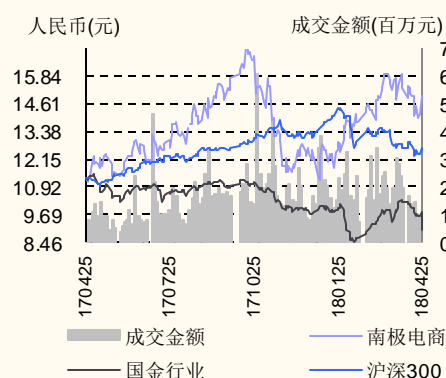
南极电商 (002127.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格(人民币): 14.91元

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	967.98
总市值(百万元)	24,401.41
年内股价最高最低(元)	17.05/11.17
沪深300指数	3828.70
深证成指	10547.10



南极电商一季报点评: 营收 GMV 双高增长, 货币化率企稳, 品牌力持续提升, 18H1 指引同比高增长超 100%

公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.196	0.327	0.508	0.694	0.928
每股净资产(元)	3.68	7.24	9.01	11.73	15.37
每股经营性现金流(元)	1.10	1.29	0.47	2.13	1.65
市盈率(倍)	58.64	37.33	29.34	21.49	16.07
行业优化市盈率(倍)	20.80	20.80	20.80	20.80	20.80
净利润增长率(%)	75.27%	77.47%	55.64%	36.49%	33.71%
净资产收益率(%)	19.63%	17.69%	22.13%	23.20%	23.67%
总股本(百万股)	1,538.26	1,636.58	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

■ **基本面强劲, 营收利润强势增长。**2018Q1 公司营收达 5.04 亿元, 同比增长 619.94%, 归母净利润达 0.89 亿, 同比增长 245.72%, 归母净利润符合预期。主要是因为①电商基础平台(阿里, 京东, 拼多多)等, 平台本身 GMV 快速增长; ②传统强势品类(如内衣)的市占率持续提升; ③新品类(如生活电器)的迅速扩张; ④新增并表移动互联网营销业务, 相关营收超过 4 亿元。

经营分析

■ **2018Q1 总 GMV 增速达 77.02%, 多元化品牌战略卓有成效。**南极电商各品牌各平台 2018Q1 年总 GMV 达到 33.69 亿元, 同比增长 77.02%。南极人品牌是南极电商最成熟的品牌, GMV 贡献最大, 本季度 GMV 达到 28.84 亿元, 同比增长 69.98%, 维持强劲增速。卡帝乐 2018Q1 GMV 达到 4.04 亿元, 同比增长 124.34%, 增速强劲。2018Q1 南极人品牌 GMV 占比由 2017Q1 的 89.14% 下降到 85.6%, 卡帝乐品牌 GMV 占比由 9.46% 上升到 11.99%。卡帝乐等新品牌的 GMV 占比不断提高, 原有南极人品牌占比下降, 表明公司多元化品牌战略渐显成效。多元化的品牌战略有助于增厚公司利润, 分散风险。

■ **销售渠道情况: 阿里保持高增速, 拼多多强势崛起。**此前, 公司授权产品的销售渠道包括阿里, 京东还有其他(如唯品会, 电视购物等), 2018Q1 年, 整体 GMV 为 33.7 亿, 同比增长 77.02%, 阿里渠道保持较高增速, 同比增长 86.64%, 占比提高 3.7pct, 京东渠道增速相对较低, 为 16.85%, 占比减少 9.3pct, 而拼多多渠道强势崛起, 2018Q1 拼多多渠道 GMV 达 2.65 亿元, 同比增长 510.23%, 占比提高 5.6pct。我们认为, 拼多多渠道, 代表社交电商的新零售模式, 对于公司未来拓展, 具有战略意义。

投资建议

■ 南极电商 18Q1 年持续强劲扩张, GMV 保持高速增长, 带动公司综合服务收入的迅速提升, GMV18 年增速预计超 65%, 预计未来 2-3 年内, 公司营收复合增长率超过 40%, 预计 18-20 年归母净利润分别为 8.32/11.35/15.18 亿, 对应 PE 分别为 29x, 21x, 16x, 维持买入评级, 目标价 20.4 元。

■ 风险提示: 公司品类扩张进程不及预期, 公司终端零售的第三方平台(如阿里&京东&拼多多)政策发生不利变化的风险。

相关报告

1. 《2017 年报点评: 净利同增近八成, GMV 增速达 72%, 新品类...》, 2018.4.22
2. 《南极电商公布 18Q1 业绩预告, 归母净利润同增 239%+, 基本...》, 2018.3.28
3. 《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
4. 《“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

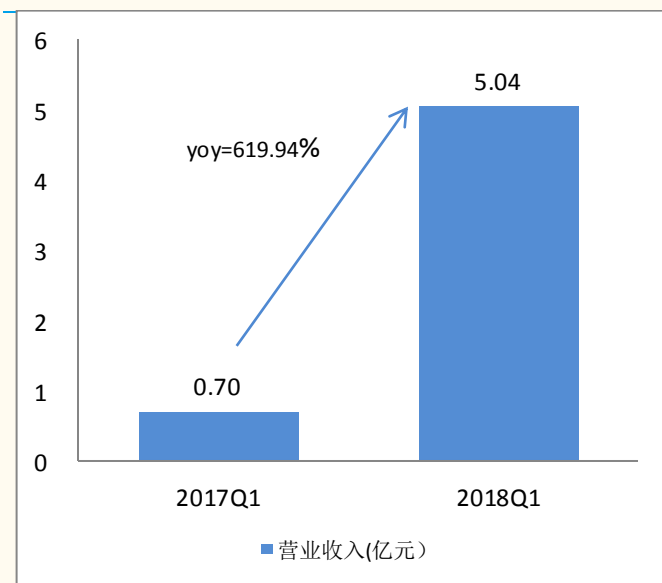
唐川 分析师 SAC 执业编号: S1130517110001
tangchuan@gjzq.com.cn

1. 营收&净利保持高速增长，业绩达到预期，并表时间互联丰富业务线并具潜在协同效应

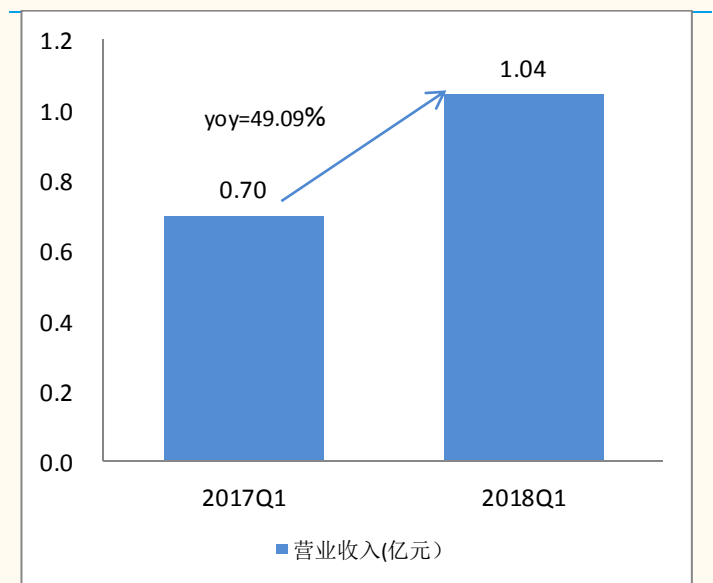
1.1 营收强势增长，归母净利润符合预期

- **基本面强劲，营收强势增长。**2018Q1 公司营收达 5.04 亿元，同比增长 619.94%，营业收入的增加主要是因为①电商基础平台（阿里，京东，拼多多）等，平台本身 GMV 快速增长；②传统强势品类（如内衣）的市占率持续提升；③新品类（如生活电器）的迅速扩张；④新增并表移动互联网营销业务，相关营收超过 4 亿元。
- **剔除移动互联网业务，业绩增长依然强势。**粗略估计移动互联网的营收为 4 亿元，原有业务的营收增速约为 49.09%，业绩增长依旧强势。

图表 1：南极电商 2018Q1 营业收入（亿元）



图表 2：南极电商 2018Q1 营业收入（剔除移动互联网 4 亿营收）

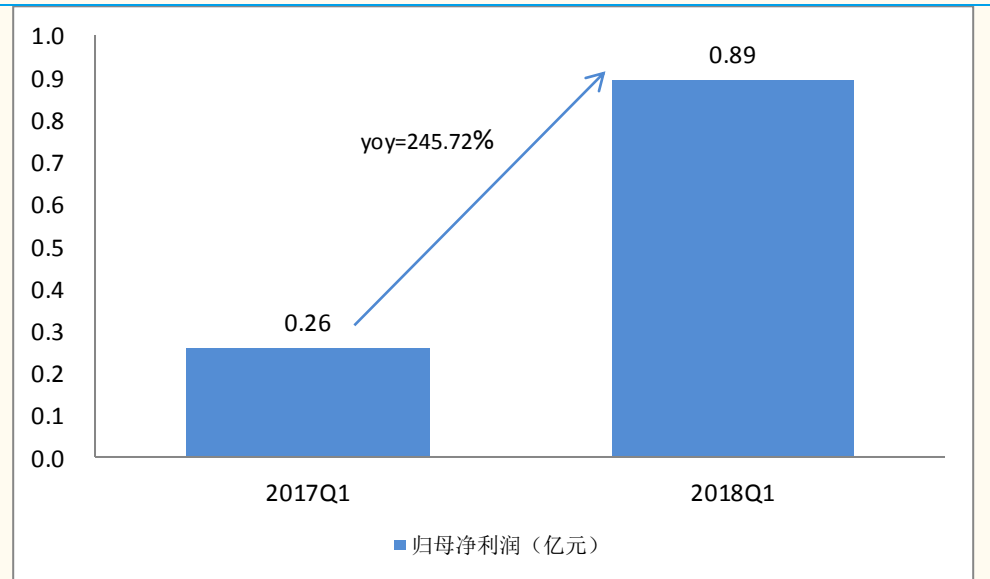


来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

- **归母净利润符合预期。**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，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，较去年同期增长 130.45%-134.32%。2018Q1 归母净利润达 0.89 亿，同比增长 245.72%，归母净利润符合预期。新增移动互联网营销业务和综合服务收入的增加是归母净利润大幅上涨的原因。

图表 3：南极电商 2018Q1 归母净利润（亿元）

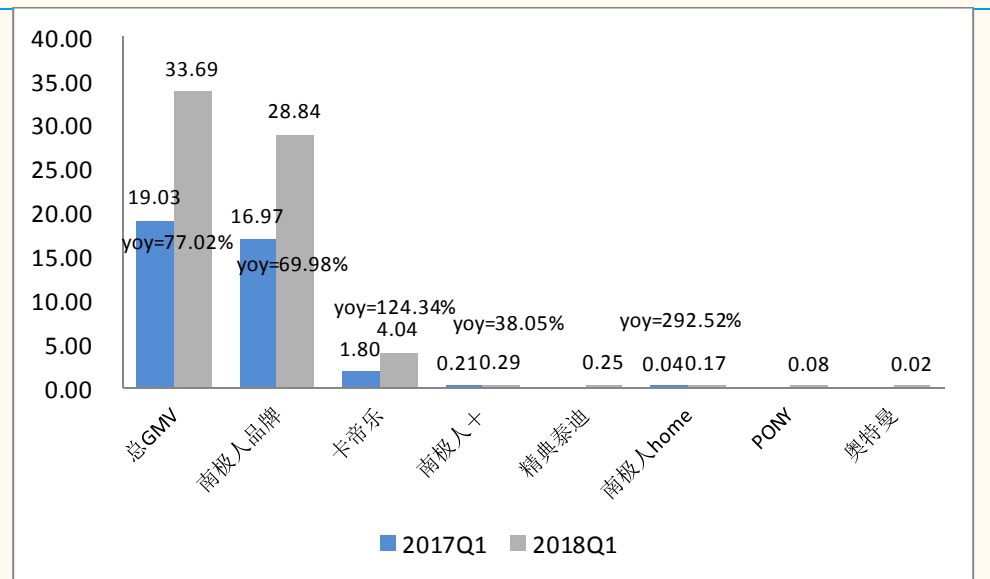


来源：公司公告，国金证券研究所

2.经营情况：供应商经销商体量持续扩大，构筑南极人共同体壁垒，GMV 多平台高速增长

- 南极电商各品牌各平台 2018Q1 年总 GMV 达到 33.69 亿元，同比增长 77.02%，南极人品牌是南极电商最成熟的品牌，GMV 贡献最大，本季度 GMV 达到 28.84 亿元，同比增长 69.98%，维持强劲增速。卡帝乐 2018Q1 GMV 达到 4.04 亿元，同比增长 124.34%，增速强劲。南极人+和南极人 home 品牌 GMV 分别为 0.29 亿元、0.17 亿元，同比增速达到了 38.05%和 292.52%，对于这类成长期的品牌，整体的贡献水平不高，保持一个强劲的增长态势。精典泰迪、PONY 和奥特曼 2018Q1 GMV 达到分别达到 0.25 亿元、0.08 亿元和 0.02 亿元。

图表 4：各品牌 GMV 变化

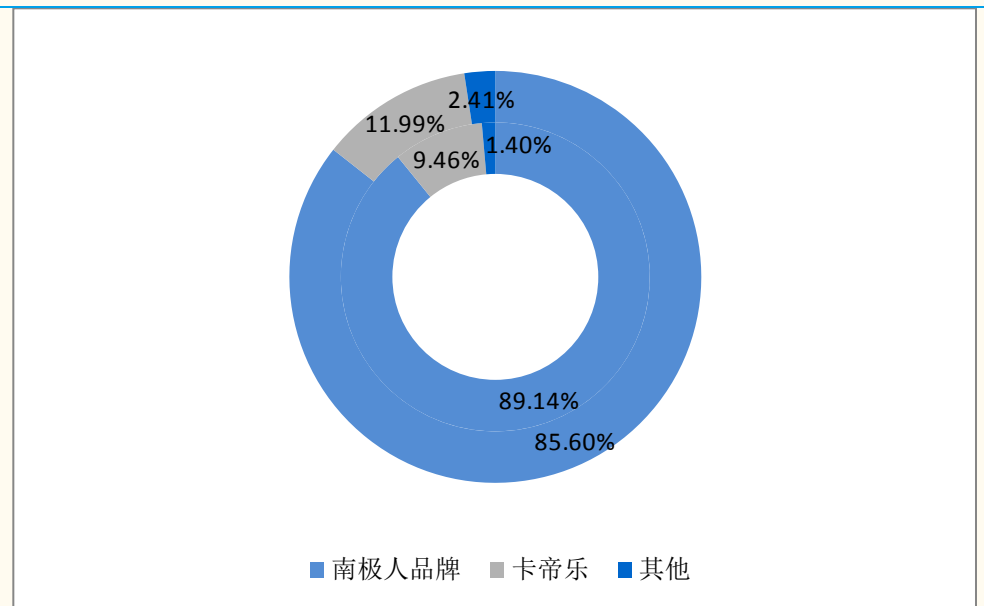


来源：公司公告，国金证券研究所

- 多元化品牌战略卓有成效。2018Q1 南极人品牌 GMV 占比由 2017Q1 的 89.14%下降到 85.6%，卡帝乐品牌 GMV 占比由 9.46%上升到 11.99%，

其他品牌占比提升 1pct。卡帝乐等新品牌的 GMV 占比不断提高，原有南极人品牌占比下降，表明公司多元化品牌战略渐显成效。多元化的品牌战略有助于增厚公司利润，分散风险。

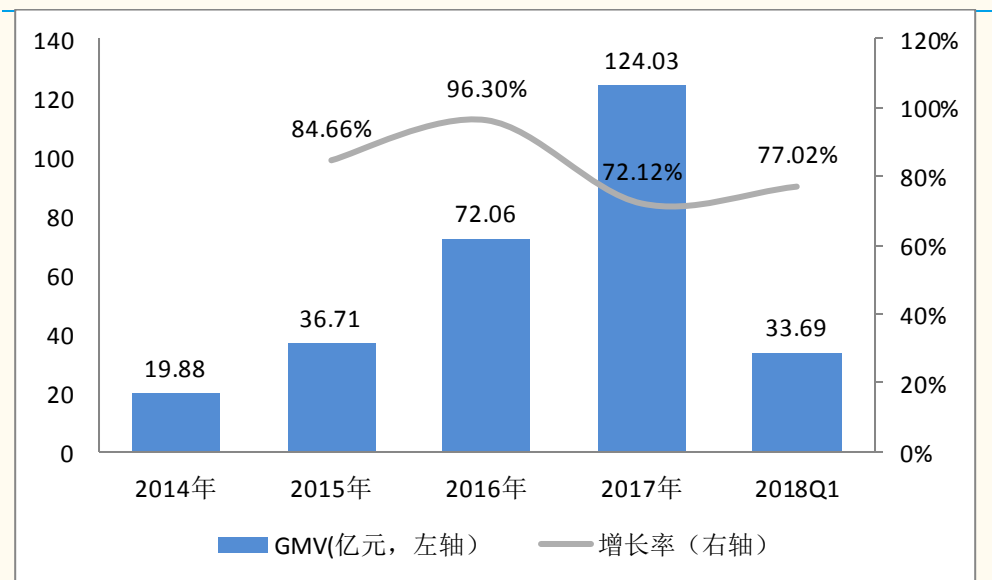
图表 5：不同品牌 GMV 占比（外环 2018Q1，内环 2017Q1）



来源：公司公告，国金证券研究所

- **GMV 数量持续高增长。**在公司终端零售体量不断增长的同时，公司授权品牌（主要是南极人及卡帝乐），保持着终端 GMV 的高增速，2017 年，公司 GMV 达 124 亿元，同比增长 72%，2018Q1 GMV 达到 33.69 亿元，同比增长 77.02%。在公司体量增长的同时，能够保持增速，体现出公司品牌力在电商模式下的头部虹吸效应。

图表 6：南极电商总 GMV（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

- **销售渠道情况：阿里保持高增速，拼多多强势崛起。**此前，公司授权产品的销售渠道包括阿里，京东还有其他（如唯品会，电视购物等），2018Q1 年，整体 GMV 为 33.7 亿，同比增长 77.02%，阿里渠道保持较高增速，同比增长 86.64%，占比提高 3.7pct，京东渠道增速相对较低，为 16.85%，占比减少 9.3pct，而拼多多渠道强势崛起，2018Q1 拼多多渠道 GMV 达

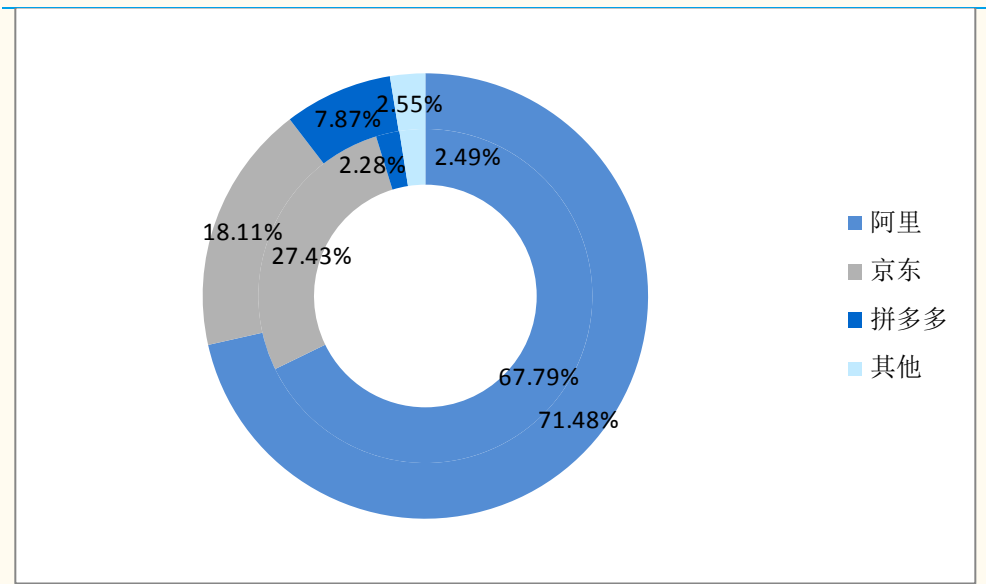
2.65 亿元，同比增长 510.23%，占比提高 5.6pct。我们认为，拼多多渠道，代表社交电商的新零售模式，对于公司未来拓展，具有战略意义。

图表 7：南极电商分渠道销售渠道情况

南极电商分渠道		阿里	京东	拼多多	其他	总 GMV
2017Q1	GMV(亿)	12.90	5.22	0.43	0.47	19.03
	GMV 占比	67.79%	27.43%	2.28%	2.49%	
2018Q1	GMV(亿)	24.08	6.1	2.65	0.86	33.69
	GMV 占比	71.48%	18.11%	7.87%	2.55%	
	同比增速	86.64%	16.85%	510.23%	81.12%	

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 8：不同品牌 GMV 占比（外环 2018Q1，内环 2017Q1）



来源：公司公告，国金证券研究所

3.业绩预计

- 公司预计 2018 年 1-6 月归母净利润达到 2.75 亿元到 3.08 亿元，同比增速达到 96.65%到 120.24%。其中 5300 万元至 5800 万元为公司全资控股子公司时间互联的预测范围。剔除时间互联数据，盈利预测范围为 2.22 亿元至 2.50 亿元，比上年同期增长 58.75%-78.77%。
- 公司 2018Q1 业绩预告中，时间互联 2018Q1 预计贡献 2800-2950 万元的归母净利润，2018Q1 没有公布具体数字，这里假设时间互联利润为业绩预告中的中值 2875 万元去计算 2018Q2E 南极电商原业务的归母净利润情况。公司预计 2018 年 Q2 归母净利润达到 1.86 亿元到 2.19 亿元，同比增速达到 62.89%到 91.83%。其中 2425 万元至 2925 万元为公司全资控股子公司时间互联的预测范围。剔除时间互联数据，盈利预测范围为 1.57 亿元至 1.90 亿元，比上年同期增长 37.67%-66.61%。

图表 9：业绩预计

单位：百万	2017H1	2018H1E	YOY	2017Q2	2018Q2E	YOY
南极电商原业务归母净利润	139.85	222-250	58.75%-78.77%	114.03	156.99-189.99	37.67%-66.61%
时间互联贡献归母净利润	-	53-58	-	-	24.25-29.25	-
合计归母净利润	139.85	275-308	96.65%-120.24%	114.03	185.74-218.74	62.89%-91.83%

来源：公司公告，国际证券研究所

4.投资建议

- 南极电商 18Q1 年持续强劲扩张，GMV 保持高速增长，带动公司综合服务收入的迅速提升，GMV18 年增速预计超 65%，预计未来 2-3 年内，公司营收复合增长率超过 40%，预计 18-20 年归母净利润分别为 8.32/11.35/15.18 亿，对应 PE 分别为 29x,21x,16x,维持买入评级，目标价 20.4 元。
- 风险提示：公司品类扩张进程不及预期，公司终端零售的第三方平台（如阿里&京东&拼多多）政策发生不利变化的风险。

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)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	389	521	986	1,310	2,609	3,303	货币资金	682	474	1,461	1,679	2,414	3,105
增长率		33.8%	89.2%	32.9%	99.1%	26.6%	应收账款	529	365	595	957	1,565	2,245
主营业务成本	-107	-67	-295	-239	-1,041	-1,174	存货	68	57	13	23	12	6
%销售收入	27.5%	12.8%	29.9%	18.3%	39.9%	35.5%	其他流动资产	13	424	206	339	566	692
毛利	282	454	691	1,071	1,568	2,129	流动资产	1,293	1,318	2,274	2,998	4,557	6,049
%销售收入	72.5%	87.2%	70.1%	81.7%	60.1%	64.5%	%总资产	94.2%	65.0%	59.5%	65.7%	74.4%	79.4%
营业税金及附加	-2	-4	-6	-9	-17	-21	长期投资	0	10	24	24	24	24
%销售收入	0.6%	0.8%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	6	5	4	3	2	2
营业费用	-32	-22	-31	-46	-78	-132	%总资产	0.4%	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
%销售收入	8.1%	4.2%	3.1%	3.5%	3.0%	4.0%	无形资产	1	621	1,456	1,464	1,465	1,466
管理费用	-35	-45	-60	-66	-143	-182	非流动资产	80	710	1,546	1,566	1,567	1,568
%销售收入	8.9%	8.7%	6.1%	5.0%	5.5%	5.5%	%总资产	5.8%	35.0%	40.5%	34.3%	25.6%	20.6%
息税前利润 (EBIT)	214	383	594	951	1,329	1,794	资产总计	1,373	2,029	3,821	4,563	6,123	7,616
%销售收入	54.9%	73.4%	60.3%	72.6%	50.9%	54.3%	短期借款	0	0	67	2	0	0
财务费用	1	10	9	17	26	42	应付款项	78	408	407	294	781	742
%销售收入	-0.2%	-2.0%	-0.9%	-1.3%	-1.0%	-1.3%	其他流动负债	58	74	116	118	215	232
资产减值损失	-18	-51	-13	0	0	0	流动负债	136	483	590	414	996	974
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	179	357	197	187
投资收益	1	2	10	12	2	2	其他长期负债	2	0	1	2	0	0
%税前利润	0.5%	0.5%	1.7%	1.2%	0.1%	0.1%	负债	137	483	770	773	1,193	1,161
营业利润	198	343	601	980	1,357	1,838	普通股股东权益	1,233	1,534	3,021	3,759	4,894	6,412
营业利润率	50.9%	65.9%	60.9%	74.8%	52.0%	55.6%	少数股东权益	2	30	29	31	36	43
营业外收支	7	11	25	14	20	22	负债股东权益合计	1,373	2,047	3,821	4,563	6,123	7,616
税前利润	205	354	625	994	1,377	1,860	比率分析						
利润率	52.7%	68.0%	63.4%	75.9%	52.8%	56.3%		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税	-33	-51	-90	-160	-236	-335	每股指标						
所得税率	16.1%	14.4%	14.3%	16.1%	17.2%	18.0%	每股收益	0.385	0.196	0.327	0.508	0.694	0.928
净利润	172	303	536	834	1,140	1,525	每股净资产	2.955	3.677	7.239	9.007	11.728	15.365
少数股东损益	0	2	1	2	5	7	每股经营现金净流	0.089	1.096	1.288	0.469	2.131	1.648
归属于母公司的净利润	172	301	534	832	1,135	1,518	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	44.1%	57.8%	54.2%	63.5%	43.5%	46.0%	回报率						
							净资产收益率	13.93%	19.63%	17.69%	22.13%	23.20%	23.67%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	12.52%	14.71%	13.99%	18.23%	18.54%	19.93%
净利润	172	303	536	834	1,140	1,525	投入资本收益率	14.52%	20.93%	15.43%	19.23%	21.47%	22.15%
少数股东损益	0	2	1	2	5	7	增长率						
非现金支出	20	54	15	1	1	1	主营业务收入增长率	-75.26%	33.85%	89.22%	32.89%	99.14%	26.62%
非经营收益	-2	-17	-12	-24	-11	-16	EBIT增长率	N/A	79.02%	55.25%	60.06%	39.80%	34.99%
营运资金变动	-153	117	-1	-615	-241	-822	净利润增长率	1549.34%	75.27%	77.47%	55.64%	36.49%	33.71%
经营活动现金净流	37	457	538	196	889	688	总资产增长率	48.71%	49.10%	86.66%	19.45%	34.18%	24.38%
资本开支	-2	-2	-2	1	18	19	资产管理能力						
投资	-80	-677	-137	0	0	0	应收账款周转天数	268.6	226.9	147.3	240.0	200.0	230.0
其他	575	12	23	12	2	2	存货周转天数	280.6	342.8	42.9	34.9	4.3	2.0
投资活动现金净流	493	-666	-117	13	20	21	应付账款周转天数	152.1	200.7	38.0	95.1	33.0	30.0
股权募资	1	1	394	-94	0	0	固定资产周转天数	5.2	3.2	1.4	0.9	0.3	0.2
债权募资	0	0	191	114	-164	-10	偿债能力						
其他	0	0	-18	-11	-11	-8	净负债/股东权益	-55.23%	-30.28%	-39.81%	-34.83%	-44.95%	-45.21%
筹资活动现金净流	1	0	566	9	-175	-18	EBIT利息保障倍数	-224.1	-37.3	-68.3	-54.5	-51.8	-42.8
现金净流量	531	-209	987	218	735	692	资产负债率	10.01%	23.57%	20.17%	16.94%	19.48%	15.25%

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	7	10	14	14	28
增持	2	4	5	7	17
中性	0	0	2	2	3
减持	0	0	0	0	1
评分	1.22	1.29	1.43	1.48	1.53

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。

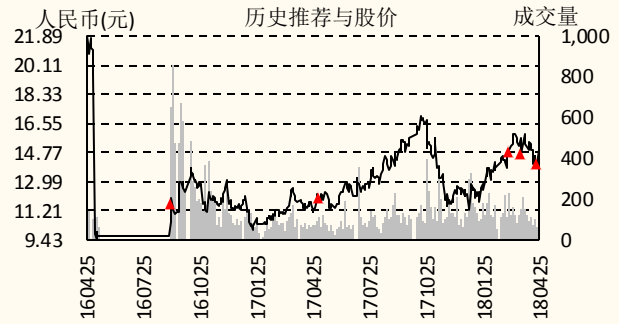
最终评分与平均投资建议对照：

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
5	2018-03-28	买入	14.75	N/A
6	2018-04-23	买入	13.95	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