

南极电商 (002127)

证券研究报告

2018年04月26日

马太效应下 GMV 高增长继续强势，期待 18 年品牌调性提升

一季度实现营收 5.04 亿 (+619.94%)，净利润 8926 万元 (+245%)。

根据之前一季报预告中披露，其中 2800-2950 万元为时间互联贡献，剔除时间互联部分，盈利区间为 5976-6126 万元，同比增速+127%-135%。18Q1 公司旗下各品牌可统计 GMV 达 33.69 亿(包含可统计的电商渠道及电视购物渠道)，同比增加 77.02%。

GMV 保持 77%高增长，阿里平台保持强势，拼多多增速亮眼。

GMV: Q1 总量 33.69 亿 (+77%)，分品牌来看，南极人、卡帝乐分别实现的 GMV 28.84 亿 (+70%)、4.04 亿 (+124%)；分平台看，在阿里实现 24.08 亿 (+87%)、京东 6.10 亿 (+17%)、拼多多 2.65 亿 (+510%)，唯品会 0.72 亿 (+70%)。主阵地阿里平台依然保持强势增长，拼多多平台上量迅速。

服务费率: 一季报未披露具体分类目收入，我们根据一季报预告中“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 60%-70%”估算，整体服务费率较去年同期应保持平稳，打消市场担忧。

应收账款: 期末余额 9.01 亿元，相较期初增加 77.47%，主要系报告期内保理贷款业务净增 3.57 亿元，剔除保理业务后，较期初仅新增 0.36 亿元，经营性应收账款规模控制稳定。18 年初以来，应收规模较 17 年水平整体上升，主要系并表时间互联应收所致，截至 17 年底公司主业应收账款余额 3.37 亿，占当年综合服务收入为 54.27%，相比 16 年下降 22.10%，剔除并表效应，应收账款指标其实有所改善。

业绩指引: 公司预计 18QH1 归母净利润 2.75-3.08 亿元 (+97%-120%)，剔除时间互联并表影响，主业净利润 2.22-2.5 亿元 (+59%-79%)，符合预期。我们维持预计 2018 年公司 GMV 规模将达到 202 亿，2019 年 GMV 规模将达到 298 亿元，同比分别为 63%/47%。

展望 18 年: 公司会继续提高品牌调性、继续深化对供应商赋能。

1) 马太效应凸显，大规模 GMV 仍然保持较高增速印证公司商业模式壁垒。2) 精细化管理提升+新品类+新品牌，18 年高增长动力足。我们判断公司有望继续提升赋能效率，解决偷标、漏标及刻意压低出厂价等问题。预计公司将继续为供应商赋能，提供品牌背书、销售渠道及流量、电商运营等支持。预计南极电商未来也可能与小米投资生态链公司类似，与供应商共同持股形成深度绑定，拓展更多优质品类。3) 预计 18 年也将通过广告投入以及提高产品质量提升产品调性，应对未来的行业竞争。

投资建议: 预计 2018-20 净利润为 8.69/12.51/17.84 亿，对应 EPS 为 0.53/0.76/1.09 元，给予公司 2018 年 35 倍估值，维持目标价 18.6 元。

风险提示: 扩张速度低，服务费率下降，平台规则变化，应收账款风险。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	520.98	985.79	2,472.21	3,307.43	4,397.04
增长率(%)	33.85	89.22	150.79	33.78	32.94
EBITDA(百万元)	335.64	594.61	989.81	1,415.95	2,040.31
净利润(百万元)	301.14	534.29	868.60	1,251.47	1,784.20
增长率(%)	75.27	77.42	62.57	44.08	42.57
EPS(元/股)	0.18	0.33	0.53	0.76	1.09
市盈率(P/E)	81.03	45.67	28.09	19.50	13.68
市净率(P/B)	15.90	8.08	4.78	3.84	3.00
市销率(P/S)	46.84	24.75	9.87	7.38	5.55
EV/EBITDA	12.70	6.44	20.88	13.86	9.75

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	商业贸易/专业零售
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	14.91 元
目标价格	18.6 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,636.58
流通 A 股股本(百万股)	967.98
A 股总市值(百万元)	24,401.41
流通 A 股市值(百万元)	14,432.60
每股净资产(元)	1.90
资产负债率(%)	19.89
一年内最高/最低(元)	17.19/10.82

作者

吕明 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518040001
lvming@tfzq.com

郭彬 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517120001
guobin@tfzq.com

股价走势

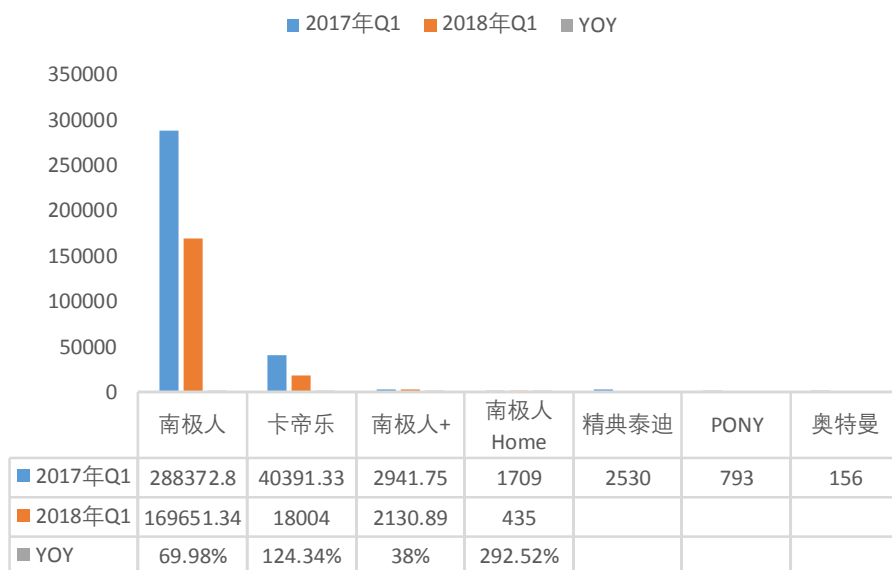


资料来源: 贝格数据

相关报告

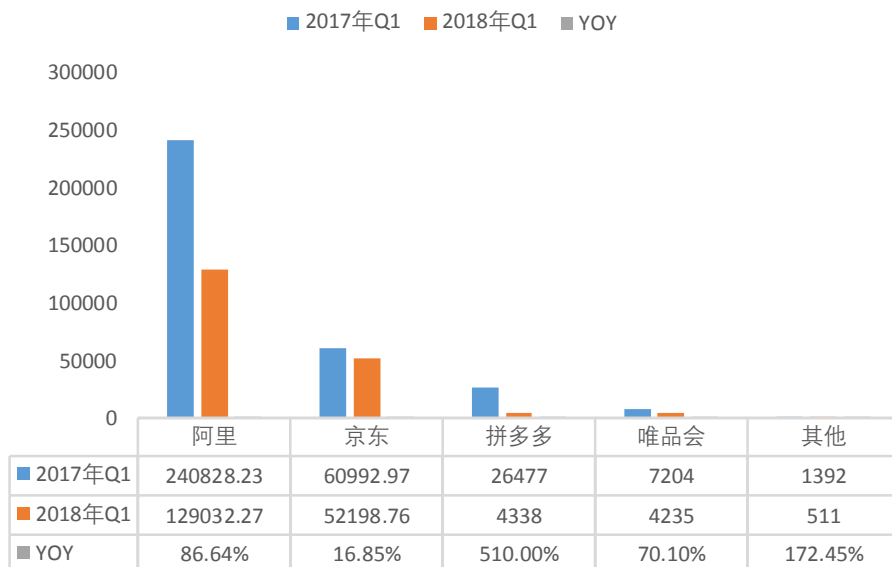
- 《南极电商-年报点评报告:17 年业绩符合预期，马太效应愈加显著》
2018-04-23
- 《南极电商-公司点评:业绩符合预期，市场疑虑打消后迎来新机会》
2018-03-28
- 《南极电商-公司点评:业绩符合预期，市场疑虑打消后迎来新机会》
2018-02-28

图 1：南极人主品牌 GMV 继续保持强势 单位：万元



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：分平台来看，阿里平台仍保持高增速 单位：万元



资料来源：公司公告，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	473.63	1,461.20	3,690.84	4,740.62	4,477.37
应收账款	350.52	560.21	2,475.11	1,585.68	3,812.91
预付账款	4.97	134.53	116.81	240.87	242.01
存货	56.73	12.61	946.97	192.77	1,130.85
其他	450.83	105.75	235.30	314.91	255.18
流动资产合计	1,336.69	2,274.31	7,465.03	7,074.85	9,918.33
长期股权投资	0.00	13.80	13.80	13.80	13.80
固定资产	4.57	3.82	26.39	69.04	110.74
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	510.29	565.49	564.72	563.95	563.17
其他	195.25	963.10	970.42	969.27	967.44
非流动资产合计	710.11	1,546.22	1,611.33	1,685.67	1,726.92
资产总计	2,046.80	3,820.52	9,076.36	8,760.52	11,645.25
短期借款	0.00	65.50	0.00	0.00	0.00
应付账款	381.37	285.08	3,183.26	1,914.25	2,944.97
其他	101.15	239.20	748.94	443.09	503.86
流动负债合计	482.52	589.78	3,932.20	2,357.35	3,448.82
长期借款	0.00	179.42	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	1.27	1.02	0.76	1.02
非流动负债合计	0.00	180.69	1.02	0.76	1.02
负债合计	482.52	770.47	3,933.22	2,358.11	3,449.84
少数股东权益	29.90	28.89	34.12	41.92	50.72
股本	417.33	417.33	1,636.58	1,636.58	1,636.58
资本公积	528.34	1,480.83	1,480.83	1,480.83	1,480.83
留存收益	1,117.06	2,603.84	3,472.44	4,723.91	6,508.11
其他	(528.34)	(1,480.83)	(1,480.83)	(1,480.83)	(1,480.83)
股东权益合计	1,564.28	3,050.05	5,143.14	6,402.41	8,195.41
负债和股东权益总	2,046.80	3,820.52	9,076.36	8,760.52	11,645.25

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	303.06	535.61	868.60	1,251.47	1,784.20
折旧摊销	2.57	2.97	2.20	4.52	6.91
财务费用	(10.48)	(8.78)	(31.11)	(57.43)	(62.78)
投资损失	(1.80)	(10.34)	(20.00)	(20.00)	(20.00)
营运资金变动	(218.19)	418.86	440.57	(134.22)	(2,013.45)
其它	382.20	(400.52)	5.51	7.93	9.00
经营活动现金流	457.36	537.79	1,265.76	1,052.28	(296.12)
资本支出	622.22	849.57	60.25	80.26	49.75
长期投资	0.00	13.80	0.00	0.00	0.00
其他	(1,288.66)	(980.02)	(100.25)	(140.26)	(79.75)
投资活动现金流	(666.43)	(116.65)	(40.00)	(60.00)	(30.00)
债权融资	0.00	246.86	0.65	0.86	1.15
股权融资	10.26	961.19	1,250.37	57.43	62.78
其他	(9.41)	(641.47)	(247.13)	(0.78)	(1.06)
筹资活动现金流	0.85	566.58	1,003.88	57.51	62.87
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(208.23)	987.73	2,229.64	1,049.78	(263.25)

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	520.98	985.79	2,472.21	3,307.43	4,397.04
营业成本	66.55	295.20	1,053.19	1,250.93	1,452.76
营业税金及附加	4.41	5.61	16.29	22.87	28.14
营业费用	22.03	31.00	135.97	214.98	307.79
管理费用	45.39	59.98	271.94	396.89	571.62
财务费用	(10.26)	(8.70)	(31.11)	(57.43)	(62.78)
资产减值损失	51.27	12.51	27.20	30.33	23.35
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.80	10.34	20.00	20.00	20.00
其他	(3.61)	(20.54)	(40.00)	(40.00)	(40.00)
营业利润	343.39	600.38	1,018.72	1,468.85	2,096.18
营业外收入	11.12	24.82	2.98	12.97	13.59
营业外支出	0.33	0.03	0.16	0.17	0.12
利润总额	354.18	625.17	1,021.54	1,481.65	2,109.65
所得税	51.12	89.56	147.44	222.25	316.45
净利润	303.06	535.61	874.10	1,259.41	1,793.20
少数股东损益	1.92	1.32	5.51	7.93	9.00
归属于母公司净利润	301.14	534.29	868.60	1,251.47	1,784.20
每股收益(元)	0.18	0.33	0.53	0.76	1.09

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	33.85%	89.22%	150.79%	33.78%	32.94%
营业利润	73.47%	74.84%	69.68%	44.19%	42.71%
归属于母公司净利润	75.27%	77.42%	62.57%	44.08%	42.57%
获利能力					
毛利率	87.23%	70.05%	57.40%	62.18%	66.96%
净利率	57.80%	54.20%	35.13%	37.84%	40.58%
ROE	19.63%	17.68%	17.00%	19.68%	21.91%
ROIC	59.41%	50.42%	47.95%	87.42%	109.17%
偿债能力					
资产负债率	23.57%	20.17%	43.33%	26.92%	29.62%
净负债率	-34.83%	0.29%	-18.23%	3.78%	-29.08%
流动比率	2.77	3.86	1.90	3.00	2.88
速动比率	2.65	3.83	1.66	2.92	2.55
营运能力					
应收账款周转率	1.30	2.16	1.63	1.63	1.63
存货周转率	8.34	28.44	5.15	5.80	6.64
总资产周转率	0.30	0.34	0.38	0.37	0.43
每股指标(元)					
每股收益	0.18	0.33	0.53	0.76	1.09
每股经营现金流	0.28	0.33	0.77	0.64	-0.18
每股净资产	0.94	1.85	3.12	3.89	4.98
估值比率					
市盈率	81.03	45.67	28.09	19.50	13.68
市净率	15.90	8.08	4.78	3.84	3.00
EV/EBITDA	12.70	6.44	20.88	13.86	9.75
EV/EBIT	12.79	6.47	20.92	13.90	9.79

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com