

## 精准定位中低端市场，新旧业务同发力高速增长有望保持

核心观点：

### 1. 事件摘要

公司于2018年4月22日晚发布2017年年度报告，2017年公司实现营业收入9.86亿元，较上年同期增长89.22%；实现归属净利润5.34亿元，较上年同期增长77.42%；实现归属扣非净利润5.01亿元，较上年同期增长72.59%。经营现金流量净额为5.38亿元，较上年同期增长17.59%。

### 2. 我们的分析与判断

#### （一）业务扩张成效显著，营收净利强劲增长

2017年公司业务营收增长4.64亿，其中1.62亿来自原现代服务业务增长，2.39亿来自第四季度时间互联并表。净利润增长2.33亿，品牌综合服务业务贡献了1.66亿的增量，时间互联业务贡献0.33亿。剔除时间互联影响，营业收入增速为43.27%，净利润增速66.46%。营业收入受并表影响较大，净利润的增长则依靠原业务，并非外延式增长，净利润增速质量较高。

#### （二）主营毛利率稳中有升，期间费用率下滑

公司2017年综合毛利率为70.05%，相比2016年下降17.18个百分点，主要系公司收购时间互联并表导致，剔除时间互联影响毛利率为88.13%，上升0.77个百分点，主要得益于高毛利的品牌综合服务业务占比和毛利双增，2017年品牌综合服务业务占比90.06%（+1.84pct），业务毛利率94.85%（+2.55pct）。综合费用率为8.35%（-2.63pct），控费良好。其中销售费用率3.14%，管理费用率6.08%，财务费用率-0.24%，相比上年分别下降1.09/2.63/-1.09个百分点。

#### （三）精准定位中低端市场，增长势头有望保持

2017年借助于微信流量拼多多强势崛起，迅速占领三四线及以下城市的用户市场，平台月GMV超100亿，印证了中低端消费市场的巨大潜力。南极电商的品牌综合服务同样定位于中低端市场，与拼多多渠道高度匹配，2017年公司在拼多多平台实现GMV6.97亿，占比公司全部GMV5.62%，超越唯品会（1.89%）成为GMV来源第三大平台。公司大力开发拼多多平台，成立拼多多南极事业部和拼多多卡帝乐事业部，乘消费升级东风推广品牌建设。

## 南极电商（002127.SZ）

推荐 维持评级

### 分析师

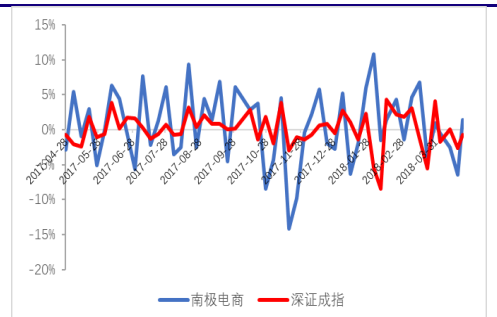
李昂

电话：010-83574538

邮箱：liang\_zb@ChinaStock.com.cn

执业证书编号：S0130517040001

### 行业数据时间 2018.04.25



### 相关研究

《百货行业深度报告——经济换挡，价值重塑 2017年7月21日》

《2017年中期策略报告——消费升级全面驱动零售产业新发展 2017年5月31日》

#### (四) 流量渠道精准营销，发挥时间互联协同效应

借助于时间互联优秀的一站式流量整合营销业务，公司将进一步开拓互联网销售渠道，实现精准大数据营销。此外，整合相关供应链上下游企业的信息，优化信息流动与控制，提升供应链整合的价值，提升品牌供应链系统的整体综合能力，有助于品牌建设推广。另一方面，南极电商为时间互联提供上市公司的资源，使其在移动互联网营销领域做强做大，并适时拓展新业务。双方发挥协同效应，有助于提升公司整体的营运能力，保持业绩的快速增长。

### 3. 投资建议

我们认为，公司品牌终端的消费对象定位精准，品牌商业模式具备可复制性，拼多多平台渠道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，进一步提升支付转化率。我们预测公司2018/2019年分别实现净利润7.08亿/10.18亿，对应PE为34倍/24倍，维持“推荐”评级。

### 4. 风险提示

市场开拓未达预期，时间互联业务增速下滑，行业竞争加剧降低货币化率。

## 附：1. 盈利预测和估值对比

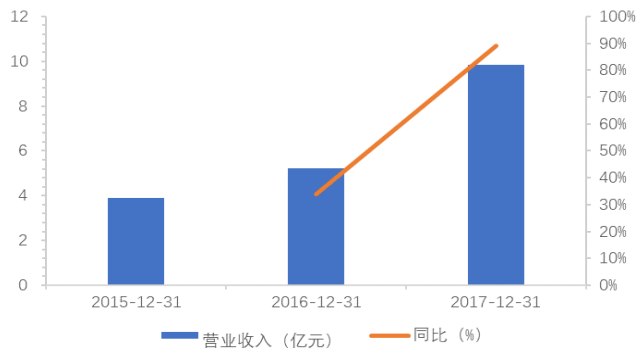
表1 盈利预测

单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
归属母公司股东净利润	301.14	534.39	708.60	1017.59	1567.76
增长率(%)	75.27%	77.45%	32.60%	43.61%	54.07%
每股收益(EPS)	0.184	0.327	0.433	0.622	0.958
每股经营现金流	0.280	0.329	-0.865	0.964	-0.754
销售毛利率	87.23%	70.05%	48.08%	47.24%	48.98%
净资产收益率(ROE)	19.63%	17.69%	19.00%	21.43%	24.83%
市盈率(P/E)	81.03	45.66	34.44	23.98	15.56
市净率(P/B)	15.90	8.08	6.54	5.14	3.86
市销率(P/S)	46.84	24.75	8.89	6.05	4.14

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究部整理及预测（股价为2018年4月25日收盘价）

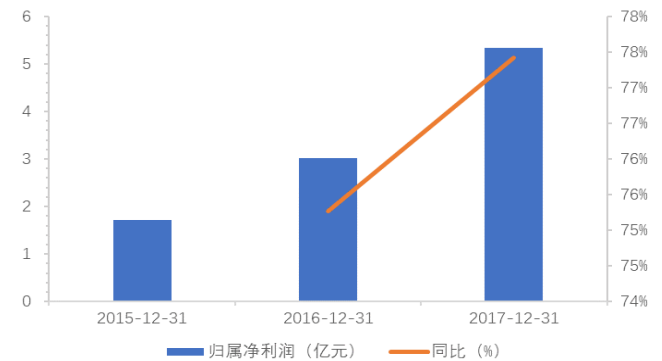
## 2. 公司整体经营运行状况跟踪

图1 2015-2017年度营业收入(亿元)及同比(%)



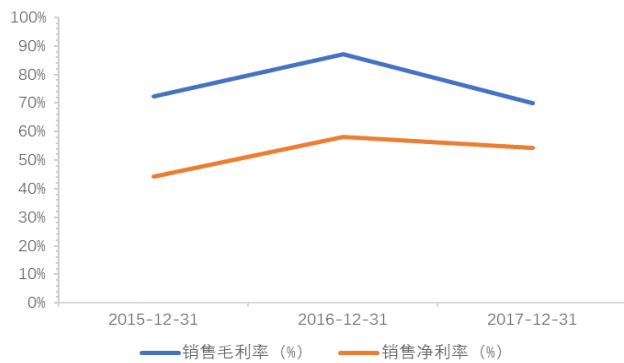
资料来源:公司公告,中国银河证券研究部整理

图2 2015-2017年度归属净利润(亿元)及同比(%)



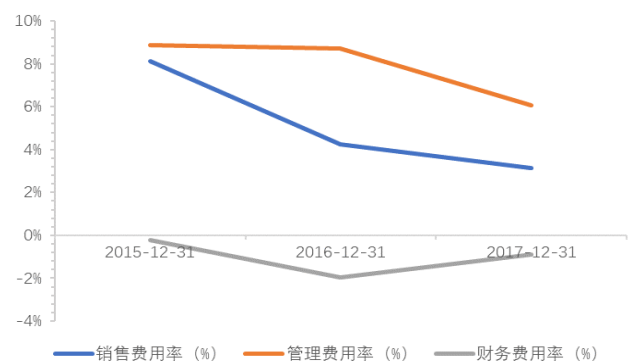
资料来源:公司公告,中国银河证券研究部整理

图3 2015-2017年度毛利率和净利率变动情况



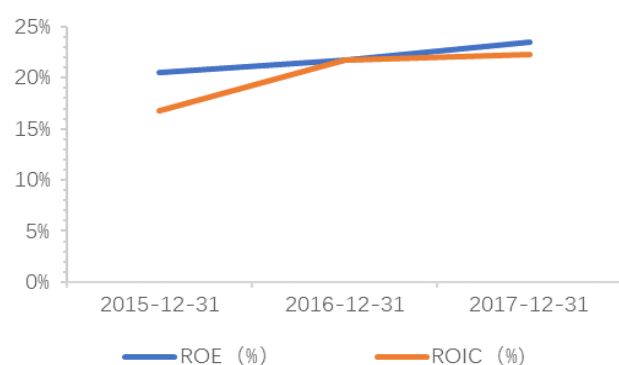
资料来源:公司公告,中国银河证券研究部整理

图4 2015-2017年度期间费用率变动情况



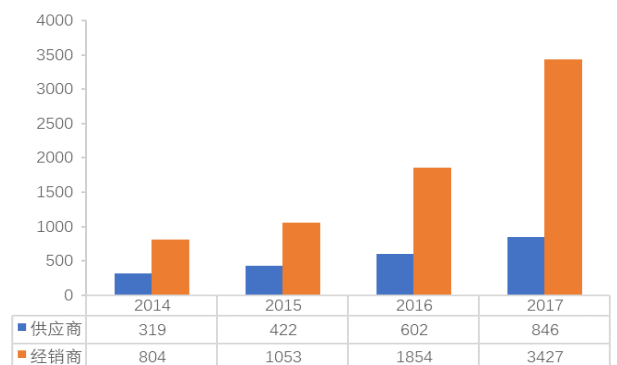
资料来源:公司公告,中国银河证券研究部整理

图5 2015-2017年度ROE&ROIC变动情况



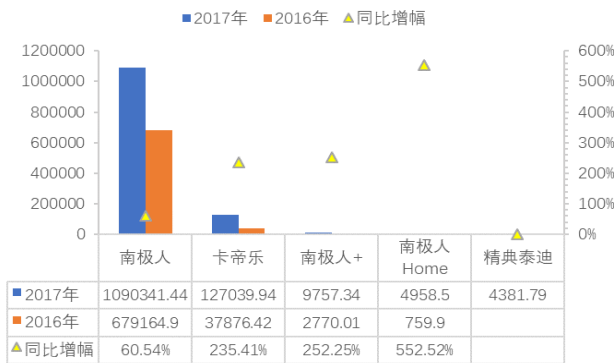
资料来源:公司公告,中国银河证券研究部整理

图6 2014-2017年授权供应商和经销商数量



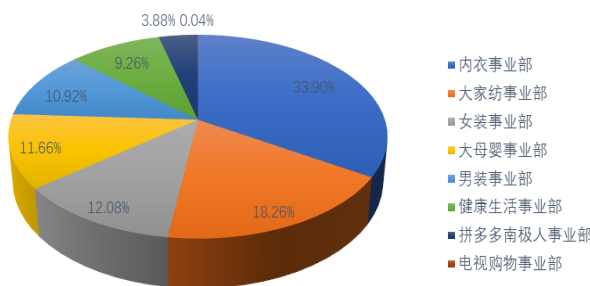
资料来源:公司公告,中国银河证券研究部整理

图 7 2017 年旗下各品牌 GMV 增长情况 单位：万元



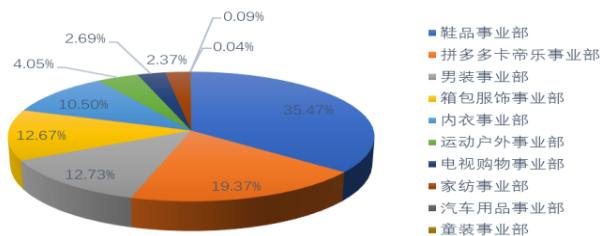
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

图 9 2017 年南极人品牌各事业部 GMV 占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

图 11 2017 年卡帝乐品牌各事业部 GMV 占比

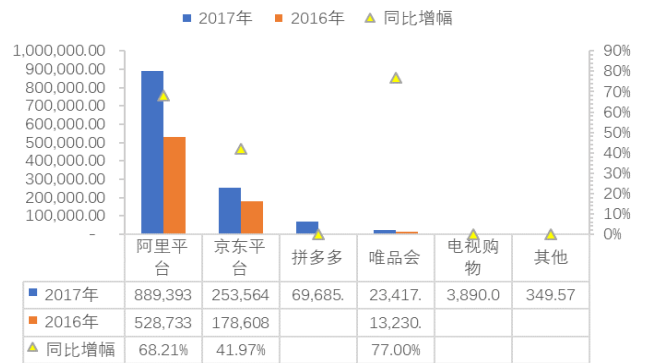


资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

表 2 南极电商营业收入和成本构成

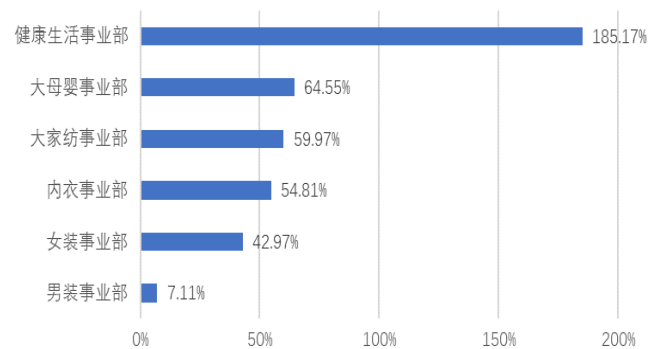
	2017-12-31		2016-12-31	
	金额(单位：百万元)	占营业收入比重	金额(单位：百万元)	占营业收入比重
<b>按产品：</b>				
<b>营业收入：</b>				
品牌综合服务业务	621.77	63.07%	459.63	88.22%
移动互联网媒体投放平台业务	220.40	22.36%		
货品销售	31.50	3.20%	19.33	3.71%
自媒体流量变现业务	30.61	3.11%	0.94	0.18%
保理业务	25.39	2.58%	12.87	2.47%

图 8 2017 年各平台 GMV 增长情况 单位：万元



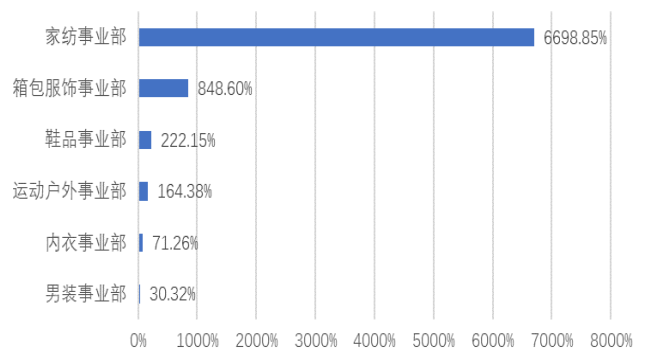
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

图 10 2017 年南极人品牌事业部同口径 GMV 增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

图 12 2017 年卡帝乐品牌事业部同口径 GMV 增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

移动互联网流量整合业务	18.97	1.92%		
经销商品牌授权业务	17.42	1.77%	6.49	1.25%
园区平台服务业务	7.52	0.76%	16.24	3.12%
其他服务	12.21	1.23%	5.48	1.05%
<b>合计</b>	<b>985.79</b>	<b>100.00%</b>	<b>520.98</b>	<b>100.00%</b>
<b>营业成本:</b>				
品牌综合服务业务	32.00	10.84%	35.40	53.78%
移动互联网媒体投放平台业务	198.08	67.10%		
货品销售	30.31	10.27%	12.85	19.52%
自媒体流量变现业务	17.13	5.80%		
保理业务	0.26	0.09%		
移动互联网流量整合业务	8.55	2.90%		
经销商品牌授权业务	1.53	0.52%	0.57	0.87%
园区平台服务业务	1.04	0.35%	8.09	12.30%
其他服务	6.29	2.13%	8.91	13.54%
<b>合计</b>	<b>295.20</b>	<b>100.00%</b>	<b>65.82</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

表 3 南极电商主营项目毛利率

(单位：%)	2017-12-31	2016-12-31
品牌综合服务业务	94.85%	92.30%
移动互联网媒体投放平台业务	10.13%	
货品销售	3.77%	33.52%
自媒体流量变现业务	44.04%	
保理业务	98.98%	
移动互联网流量整合业务	54.94%	
经销商品牌授权业务	91.22%	91.22%
园区平台服务业务	86.10%	50.17%
其他服务	48.51%	50.04%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

表 4 南极电商 2018 年和 2017 年工作部署对比

	2018	2017
<b>优势强化</b>	1、进一步丰富品牌群，增加纵向和横向类目，提升产品性价比； 2、提升供应链服务有效性，在数据应用和流量管理方面增强合作伙伴的匹配度和有效性。	<b>品牌矩阵</b> 1、公司将进一步丰富品牌矩阵，LOGO、IP 及个人品牌三方面齐头并进，形成定位、类目、供应链、消费受众互补的品牌梯度，覆盖多年龄层次。
<b>优势互补</b>	3、探索时间互联与上市公司及供应链资源的业务协同，发挥时间互联在移动端流量应用的渠道、经验优势，挖掘授权品牌或产品的移动端流量有效应用方式，提升支付转化率。	<b>开拓业务</b> 2、在个人品牌方面，充分挖掘 IP、个人品牌的边际效应，以个人品牌业务为基础进行微信、微博、短视频等形式的内容建设，并以个人品牌为契机引入较为优质的广告业务等，同时，以品牌业务为载体，逐渐丰富工具类模块，如时间互联等。

**优化管理** 4、公司将在全面预算、流程管理、数据管理等方面持续优化，加强管理工具对业务的促进作用。同时，将继续加强业务、职能部门间的协同，提升办公效率，也为复合型人才的培养奠定基础。

**品牌宣传** 3、通过有效的品牌宣传让更多的合作伙伴、消费者重新塑造对公司的品牌形象。同时，有效品牌宣传的前提是公司具备优质的品牌与产品，公司的品牌宣传宗旨是“货走在前面，广告走在后面”，让合作伙伴和消费者对公司有持久的信赖。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

**小结：**公司整体营业收入增长情况良好，卡帝乐品牌 GMV 增速迅猛，成功复制南极人的模式，货币化率相对稳定，高毛利率继续保持。整合时间互联的渠道优势，有望进一步提升流量转化效率，未来一年业绩可期。

### 3. 重大事项回顾

**收购时间互联** 2017年8月14日，南极电商公告拟向刘睿、葛楠、虞晗青、张明、陈军以及静衡投资以发行股份及支付现金方式购买其合计持有的时间互联100.00%股权，预估值为95600.00万元。其中以现金方式向支付本次交易对价的40.00%，以发行股份方式支付交易对价的60.00%，股份发行价格为8.29元/股。

同时，上市公司拟向募集配套资金交易对方张玉祥、陈佳莹、南极电商第二期员工持股计划非公开发行股票募集配套资金总额不超过40,000.00万元，用于支付本次交易的现金对价和支付中介机构服务费等发行费用，发行价格为9.05元/股，锁三年。时间互联承诺2016年度、2017年度和2018年度实现的净利润（扣除非经常性损益后的净利润）分别不低于6,800万元、9,000万元和11,700万元。

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 5 南极电商前十大股东情况（更新自公司最新报告）

排名	股东名称	方向	持股数量 (万股)	持股数量变动 (万股)	占总股本比例 (%)	持股比例变动 (%)	股本性质
1	张玉祥		43,597	2,404	26.64	-0.14	境内自然人
2	吴江新民实业投资有限公司		9,414	0	5.75	-0.37	境内非国有法人
3	蒋学明	减持	8,870	-120	5.42	-0.42	境内自然人
4	东方新民控股有限公司	减持	6,105	-2,411	3.73	-1.81	境内非国有法人
5	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	增持	5,084	578	3.11	0.18	其他
6	上海丰南投资中心(有限合伙)		5,008	0	3.06	-0.20	境内非国有法人
7	朱雪莲		4,507	0	2.75	-0.18	境内自然人
8	中国工商银行-汇添富成长焦点混合型证券投资基金	增持	3,750	695	2.29	0.30	其他
9	刘睿	新进	3,424	0	2.09		境内自然人
10	江苏高投成长价值股权投资合伙企业(有限合伙)	减持	3,181	-306	1.94	-0.33	境内非国有法人
	合计		92,940	0	56.78		

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

## 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部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受到任何形式的补偿。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。

截至本证券研究报告发布之日，本公司持有本篇报告涉及之上市公司的股份达到或超过其已发行股份的 1%，特此提醒投资人注意。

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部

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 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 26 楼  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://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：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn  
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn  
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn  
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn