

## 主营业务规模增长趋势明确，维持推荐

## 南极电商 (002127.SZ)

推荐 维持评级

### 核心观点:

### 1. 事件摘要

2018年上半年公司业务稳健发展，实现营业收入12.34亿元，较上年同期增长390.11%；实现归属净利润2.92亿元，较上年同期增长108.64%；实现归属扣非净利润2.74亿元，较上年同期增长119.01%。经营现金流量净额为1.05亿元，较上年同期增加8.23%。

### 2. 我们的分析与判断

#### (一) 营业收入大幅增长，业务扩展优势凸显

2018年上半年报告期内营业收入增长了9.82亿元，主要是由于相比去年同期新增了移动互联网业务，贡献了9.05亿的增量，其营业收入占比总营收73.3%，取代现代服务业成为贡献公司营业收入占比最大的业务。现代服务业的营业收入贡献1.03亿元的营收增量，同比上升45.7%，增长显著；由于公司调整经营战略，减少服装货品销售业务，故此分类较去年同期营收减少0.25亿元，同比下降94%。受益于互联网业务的引入和毛利率较低的销售业务占比减少至0.74%，公司归母净利润同比去年同期上涨1.52亿元。

从产品品类角度来看，品牌综合服务业务/货品销售/自媒体流量变现业务/保理业务/经销商品牌授权业务/园区平台服务业务分别实现营业收入2.66/0.02/0.20/0.21/0.15/0.03亿元，分别实现YOY 40.36%/-94.00%/103.31%/63.25%/193.44%/-21.72%，其中品牌综合服务业务和经销商品牌授权业务受益于品类延伸和优势品类强化，增长幅度较大。

#### (二) 综合毛利率下降48.69个百分点，期间费用率下降2.51%

公司2018年上半年综合毛利率为31.52%，较去年同期大幅下降48.69个百分点，主要由于新增移动互联网媒体投放平台业务和移动互联网流量整合业务毛利水平相对较低（仅为9.98%）。同时由于公司经报告期内减少了货品销售业务，并将现有库存以低价打包方式进行销售，故毛利率大幅下降295.45%。此外上半年自媒体流量变现业务运营良好，固定摊销的形象授权费占比较大，伴随收入增加其毛利率显著上升至69.89%，比去年同期增加49.35%。

### 分析师

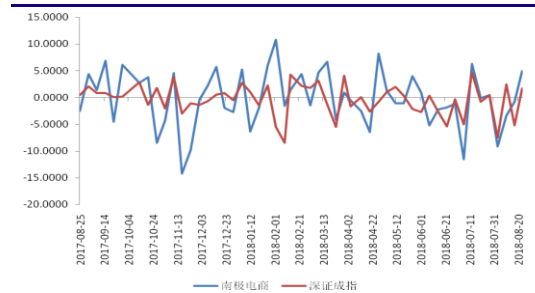
李昂

☎: (8610) 83574538

✉: [liang\\_zb@chinastock.com.cn](mailto:liang_zb@chinastock.com.cn)

执业证书编号: S0130517040001

### 行业数据时间 2018.08.24



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### 近期研究

1、南极电商 (002127.SZ) 2017 年报跟踪\_精准定位中低端市场，新旧业务同发力高速增长有望保持 20180425

公司的期间综合费用率为 4.78%，相比上年同期降低 2.51 个百分点，控费良好。销售/管理/财务费用率同比变动分别为 46.03%/37.99%/-56.46%。销售费用和管理费用的增长主要来源于非同一控制下企业合并子公司时间互联的相关费用增加；而财务费用大幅下降主要是由于上半年产生银行借款利息 608 万元。

### (三) 多方位布局电商渠道，授权品牌产品增速稳健

2018 年上半年，授权品牌产品的 GMV 达 67.90 亿元，同比增长 61.62%。从品牌纬度看，南极人品牌实现 GMV56.91 亿元，同比增长 53.64%；卡帝乐品牌实现 GMV9.26 亿元，同比增长 119.10%。从平台纬度看，在阿里、京东、拼多多实现的 GMV 分别为 47.30 亿元、12.81 亿元、5.89 亿元，同比增幅分别为 64.79%、15.69%、341.22%。公司多达 53 个细分产品类目的 GMV 居阿里行业前十名，其中 16 个二级类目中排名第一，9 个二级类目排名第二、5 个二级类目排名第三；前十名类目中南极人 48 个，卡帝乐鳄鱼 6 个。深植电商行业十余年，与多个电商渠道长期合作，使得公司能够在为供应链提供品牌授权的同时，为其提供优质、专业、有效的一站式供应链服务，同时不断提升品牌知名度，促进品牌授权及综合服务业务进一步发展。

### (四) 时间互联竞争力持续提升，丰富流量渠道

上半年公司时间互联与部分主要供应商的合作进一步加深。小米平台带来的收入增长明显，半年度收入已超过去年全年；2018 年新拓展的供应商 vivo 已成为最大的供应商；原有主流媒体应用宝、今日头条以及中小流量平台的合作业务量也稳步上涨。上半年时间互联客户数量近 800 家，新增客户达 400 余家。同时，时间互联和行业知名客户也保持着持续稳定的合作，包括以苏宁易购、拼多多、唯品会、网易考拉、每日优鲜、蘑菇街为代表的电商客户；以融 360、宜人财富、人人贷、360 借条为首的金融客户；以猎豹集团、一下科技、映客、掌阅、YY、美拍、咪咕、搜狐为首的网服客户等，保持细分行业的竞争优势。

## 3. 投资建议

我们认为，公司具有优质的品牌矩阵，以及对品牌进行不断升级，品牌终端的消费对象定位精准，品牌形象得到优化；完善供应链管理，布局多方为渠道，保持 GMV 在阿里渠道领先增长，重塑唯品会渠道，重点布局拼多多平台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，产生移动互联网流量整合业务收入。我们维持预测公司 2018/2019/2020 年分别实现营业收入 27/40/58 亿元，归母净利润 7.08/10.18/15.68 亿元，对应 PE 为 34/24/16 倍，维持“推荐”评级。

## 4. 风险提示

电商渠道及流量渠道依赖风险；应收账款风险；行业竞争加剧。

附：

## 1. 盈利预测和估值对比

表 1：盈利预测

单位：百万元

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	389.23	520.98	985.79	2746.35	4034.90	5899.76
增长率(%)	42.30%	33.85%	89.22%	178.60%	46.92%	46.22%
归属母公司股东净利润	171.82	301.14	534.39	708.60	1017.59	1567.76
增长率(%)	158.37	75.27%	77.45%	32.60%	43.61%	54.07%
销售毛利率	72.46%	87.23%	70.05%	48.08%	47.24%	48.98%
净资产收益率(ROE)	13.93%	19.63%	17.69%	19.00%	21.43%	24.83%
市盈率(P/E)	802.28	102.78	66.25	34.44	23.98	15.56
市净率(P/B)	6.78	11.51	6.60	6.54	5.14	3.86

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理及预测

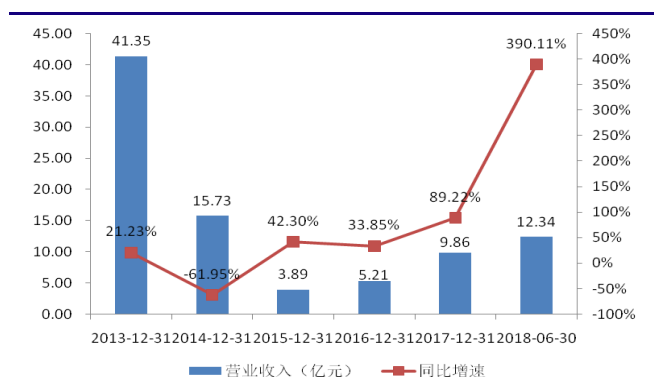
表 2：可比公司最新估值情况

	境内可比公司					均值	中位值
	南极电商	苏宁易购	美凯龙	跨境通			
PE	33.27	11.4	10.78	26.49		47.71	15.28
PB	6.19	1.43	1.02	3.78		3.01	1.48
PS	14	0.56	3.95	1.42		2.14	0.7
	境外可比公司					均值	中位值
	亚马逊	京东	阿里巴巴	罗斯百货			
PE	148.06	308.36	44.95	24.09		41.46	22.66
PB	26.55	6.45	7.64	1.24		17.08	8.16
PS	4.46	0.9	11.49	2.44		5.2	2.28

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

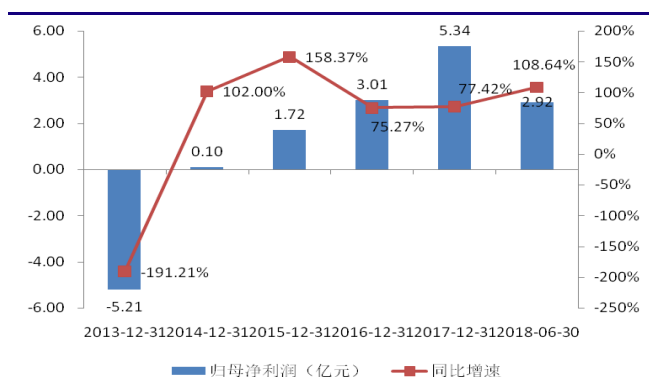
## 2. 公司整体经营运行状况跟踪

图 1：2013-2018H1 营业收入(亿元)及同比增速



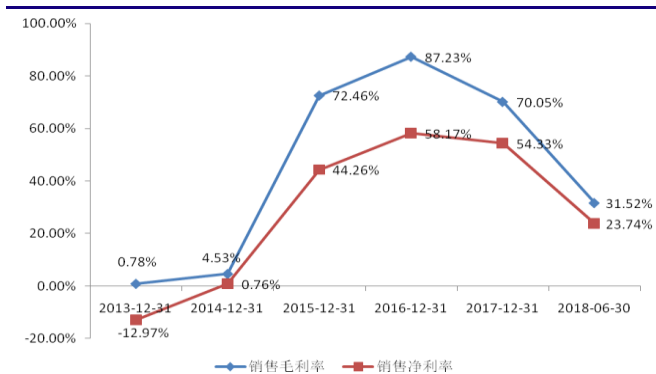
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 2：2013-2018H1 归母净利润(亿元)及同比增速



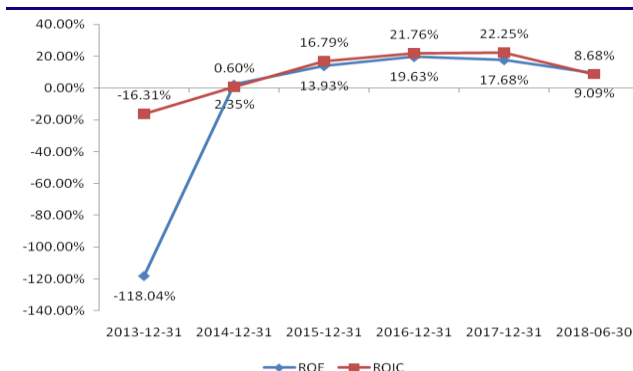
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 3：2013-2018H1 销售毛利率和净利率变动情况



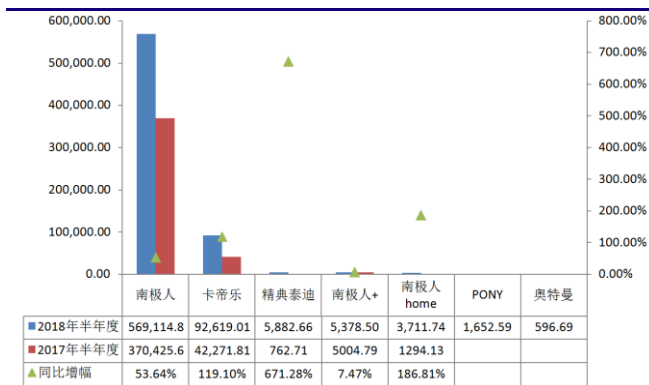
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 5：2013-2018H1 ROE(%)及 ROIC(%)变动情况



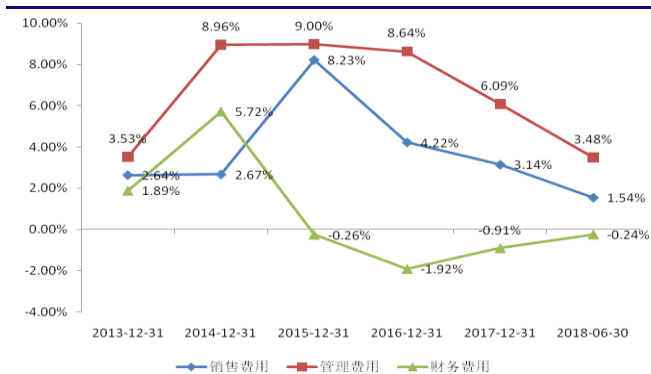
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 7：2018 年半年度旗下主要品牌 GMV 同比情况 (万元)



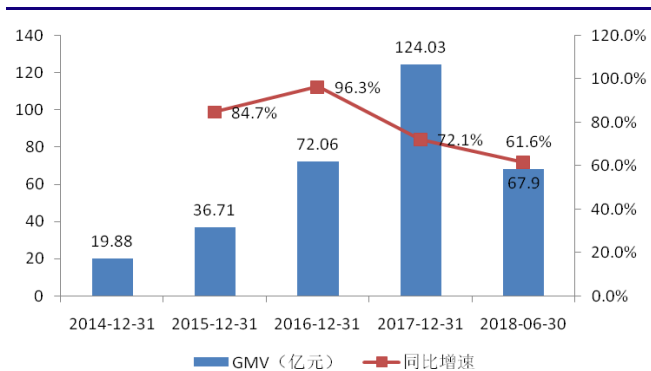
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 4：2013-2018H1 期间三项费用率变动情况



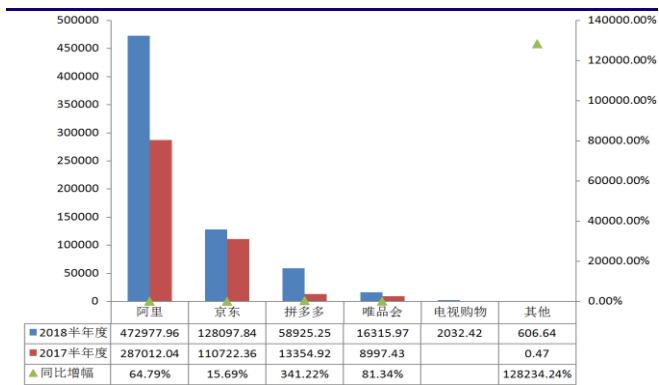
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 6：2014-2018H1 公司授权品牌产品 GMV (亿元) 及增速



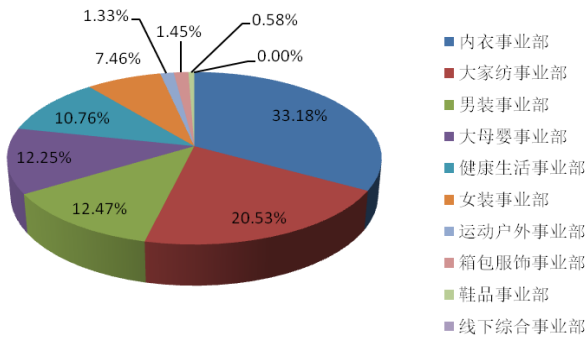
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 8：2018 年半年度旗下平台 GMV 同比情况 (万元)



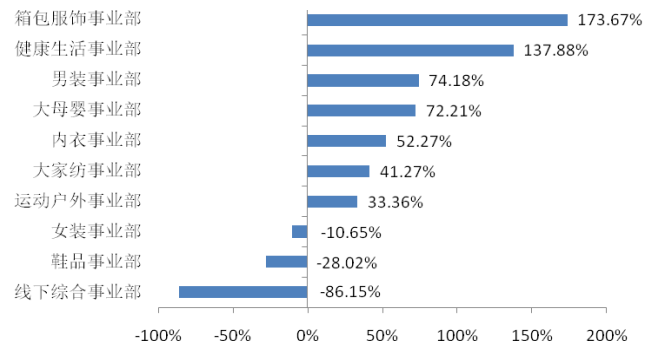
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 9：2018 年半年度南极人品牌各事业部 GMV 占比



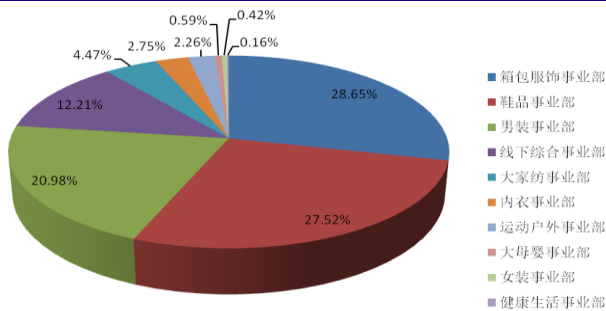
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 10：2018 年半年度南极人品牌同口径同比情况



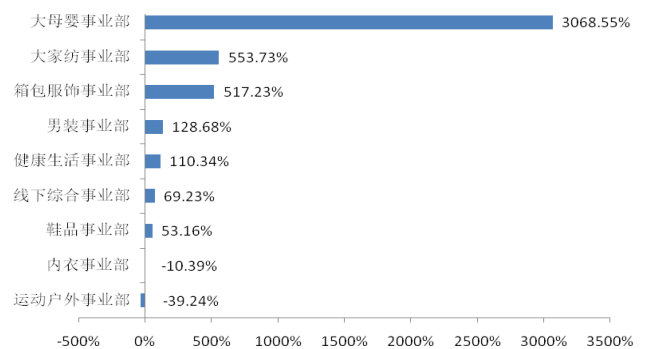
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 11：2018 年半年度卡帝乐品牌各事业部 GMV 占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 12：2018 年半年度卡帝乐品牌同口径同比情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 3：南极电商营业收入和成本构成

	2018/6/30				2017/6/30			
	营业收入 (单位：元)	占比比重	营业成本 (单位：元)	占比比重	营业收入 (单位：元)	占比比重	营业成本 (单位：元)	占比比重
<b>分行业</b>								
现代服务业	327,898,536.76	26.57%	24,540,646.68	2.90%	225,051,032.45	89.38%	24,544,996.88	49.26%
移动互联网业务	904,560,476.70	73.30%	814,285,689.41	96.36%				
服装销售	1,604,476.93	0.13%	6,257,504.32	0.74%	26,742,861.79	10.62%	25,286,671.05	50.74%
<b>分产品</b>								
品牌综合服务业务	265,879,126.30	21.55%	15,801,609.87	1.87%	189,431,869.66	75.23%	12,933,968.42	25.96%
移动互联网媒体投放平台业务	831,720,353.09	67.40%	771,086,936.73	91.24%				
货品销售	1,604,476.93	0.13%	6,257,504.32	0.74%	26,742,861.79	10.62%	25,286,671.05	50.74%
自媒体流量变现业务	20,335,000.20	1.65%	6,121,882.07	0.72%	10,001,877.55	3.97%	7,947,399.81	15.95%
保理业务	21,183,143.91	1.72%	118,836.28	0.01%	12,975,749.73	5.15%	118,670.14	0.24%
移动互联网流量整合业务	72,840,123.61	5.90%	43,198,752.68	5.11%				
经销品牌授权业务	15,068,504.70	1.22%	384,059.30	0.05%	5,135,115.81	2.04%	183,351.65	0.37%
园区平台服务业务	2,689,061.80	0.22%			3,435,068.92	1.36%	907,621.60	1.82%
其他服务	2,743,699.85	0.22%	2,114,259.16	0.25%	4,071,350.78	1.62%	10,520,055.21	21.11%
<b>分地区</b>								
内销	1,234,063,490.39	100.00%	845,083,840.41	100.00%	251,793,894.24	100.00%	49,831,667.93	100.00%

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

**表 4：南极电商主营产品毛利率**

	2018/6/30	2017/6/30
<b>分行业</b>		
现代服务业	92.52%	89.09%
移动互联网业务	9.98%	
服装销售	-290.00%	5.45%
<b>分产品</b>		
品牌综合服务业务	94.06%	93.17%
移动互联网媒体投放平台业务	7.29%	
货品销售	-290.00%	5.45%
自媒体流量变现业务	69.89%	34.38%
保理业务	99.44%	60.91%
移动互联网流量整合业务	40.69%	
经销商品品牌授权业务	97.45%	96.43%
园区平台服务业务	100.00%	73.58%
其他服务	22.94%	61.11%
<b>分地区</b>		
内销	31.52%	80.21%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

### 3. 重大事项进展跟踪

**表 5：南极电商 2018 年上半年重大事项进展**

事件类型	内容
分红除权	2017 年年报分红：10 转 5 股派 0.62 元 派息日 2018 年 5 月 25 日，红股上市日 2018 年 5 月 25 日
股东减持股份结果	公司于 2018 年 3 月 22 日收到东方新民和蒋学明先生的《减持计划实施完毕告知函》，获悉东方新民和蒋学明先生本次减持计划已累计减持 45,762,518 股，占本公司总股本的 2.80%，减持计划实施完毕。

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 6：南极电商前十大股东情况（更新自 2018 年半年报）**

排名	股东名称	方向	持股数量(股)	持股数量变动(股)	占总股本比例(%)	持股比例变动(%)	股东性质
1	张玉祥	比上期增加	654,899,490	218,929,830	26.68	0.04	境内自然人
2	吴江新民实业投资有限公司	比上期增加	139,213,921	45,071,307	5.67	-0.08	境内非国有法人
3	东方新民控股有限公司	比上期增加	91,574,253	30,524,751	3.73	0.00	境内非国有法人
4	蒋学明	比上期减少	75,975,000	-12,725,000	3.09	-2.33	境内自然人
5	上海丰南投资中心(有限合伙)	比上期增加	75,118,830	25,039,610	3.06	0.00	境内非国有法人
6	朱雪莲	比上期增加	67,606,947	22,535,649	2.75	0.00	境内自然人
7	中国工商银行-汇添富成长焦点混合型证券投资基金	比上期增加	64,789,736	27,289,646	2.64	0.35	其他

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

8	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	比上期增加	60,224,166	9,383,554	2.45	-0.66	其他
9	刘睿	比上期增加	51,353,286	17,117,762	2.09	0.00	境内自然人
10	中国工商银行股份有限公司-汇添富蓝筹稳健灵活配置混合型证券投资基金	新进	49,964,179	27,766,937	2.04	-	其他
	合 计	-	1,330,719,808		54.20		

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

## 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院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接受任何形式的补偿。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。

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 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 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 31 层  
公司网址：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：尚薇	010-83574522	shangwei@chinastock.com.cn
北京地区：王婷	010-66568908	wangting@chinastock.com.cn
海外机构：舒英婷	010-66561317	shuyingting@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷	021-20252612	hetingting@chinastock.com.cn