

证券研究报告—动态报告

纺织服装及日化

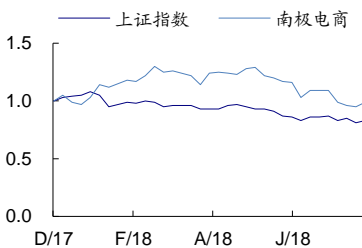
日用化学品 II

南极电商(002127)
增持

2018 年半年报点评

(首次评级)

2018 年 08 月 28 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	2,455/1,451
总市值/流通(百万元)	19,590/11,581
上证综指/深圳成指	2,729/8,485
12 个月最高/最低(元)	11.41/7.32

证券分析师: 张峻豪

电话: 0755-22940141

E-MAIL: zhangjh@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517070001

证券分析师: 曾光

电话: 0755-82150809

E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511040003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评
主业增长强劲, 核心品类优势不断强化
● 18 年 H1 业绩增长 108.64%, 符合市场预期

18 年 H1 公司实现营收 12.34 亿元, 同增 390.11%, 取得业绩 2.92 亿元, 同增 108.64%, 扣非业绩同增 119.01%, EPS0.12 元/股, 基本符合市场预期。

● 并表促营收大增, 综合服务及品牌授权仍快速增长

公司营收大增主要因移动互联网业务并表贡献收入 9.0 亿, 且占营收比重达 73.30%。剔除并表影响, 公司营收同增 30.9%, 其中, 品牌综合服务业务收入 2.7 亿, 同增 40.4%, 经销商品牌授权业务 0.15 亿, 同增 193.4%, 整体来看, 授权产品 GMV 达 67.9 亿 (+61.6%), 但由于扶持新品类和发力新平台, 货币化率同比下降 0.4pct 至 4.1%。综合来看, 因并表因素影响, 公司各项盈利指标均有大幅变化, 综合毛利率下降 48.7pct, 新增移动互联网业务毛利率仅为 10.0%, 拉低整体毛利率, 但现代服务业毛利率提升 3.4pct, 主要系自媒体流量变现业务规模效应显现, 毛利率提升 49.4pct。公司期间费用率下降 10.2pct, 其中销售/管理费用率分别下降 3.7/8.8pct。

● 高性价比定位助力高成长, 核心品类优势不断强化

公司定位国民高性价比品牌, 整体仍处于快速成长通道中, Q2 在零售大环境不佳背景下 GMV 同增仍达 48.5%。上半年公司在阿里及京东 GMV 分别为 47.3/12.8 亿元, 同增 64.8%/15.7%, 拼多多逐步成为第三极, GMV 达 5.9 亿元, 增长 341.2%。同时, 公司通过加强营销力度, 南极人品牌优势进一步加强, GMV 同增 53.6%, 卡帝乐品牌同增 119.3%; 且公司细分品类优势不断强化, 16 个二级类目在阿里平台排名第一, 其中优势品类内衣、大家纺和男装事业部 GMV 分别同增 57.3%/41.3%/74.2%。主营移动互联网营销业务的时间互联客户数量突破 800 家, 且深度绑定头部供应商, 全年有望显著公司业绩。

● 风险提示

货币化率不及预期, 第三方平台政策发生变化等。

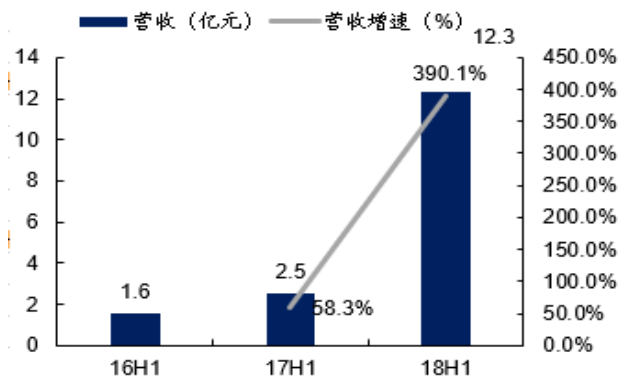
● 主业增长强劲, 品类优势不断强化, 给予“增持”评级

公司大众化高性价比的产品策略符合当前消费特征, 线上马太效应凸显公司核心品类优势, 且时间互联并表有望增厚全年业绩, 预计 18-20 年 EPS0.36/0.52/0.69 元, 对应 PE22/16/12 倍, 给予“增持”评级。

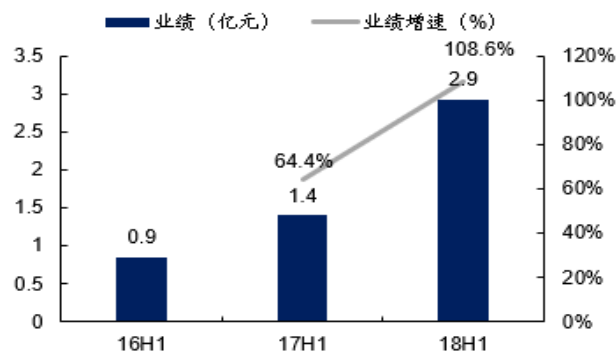
盈利预测和财务指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	521	986	2,470	3,295	4,313
(+/-%)	33.8%	89.2%	150.6%	33.4%	30.9%
净利润(百万元)	301	534	891	1284	1700
(+/-%)	75.3%	77.4%	66.7%	44.1%	32.4%
摊薄每股收益(元)	0.59	1.28	0.36	0.52	0.69
EBITMargin	23.2%	60.3%	36.3%	38.9%	39.3%
净资产收益率(ROE)	11.4%	17.7%	22.8%	24.8%	24.8%
市盈率(PE)	28.9	6.3	22.3	15.5	11.7
EV/EBITDA	20.4	7.0	23.9	17.2	13.4
市净率(PB)	3.3	1.1	5.09	3.84	2.90

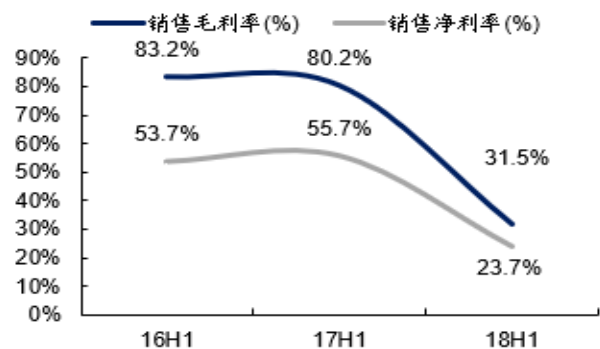
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1：2018 年 H1 公司营收增长 390.11%


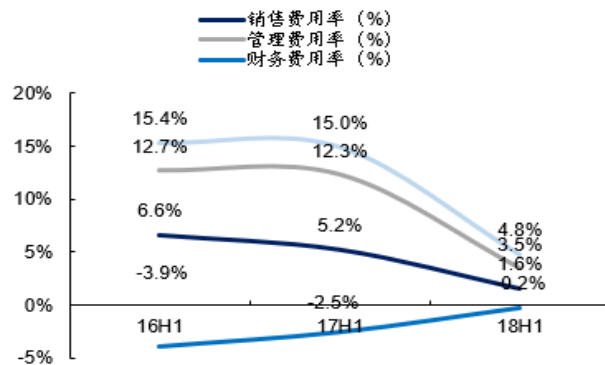
资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

图 2：2018 年 H1 公司业绩增长 108.64%


资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

图 3：公司盈利能力变化情况


资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

图 4：公司费用率变化情况


资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

表 1：公司分产品营收及毛利率一览

业务	产品	2016H1		2017H1		2018H1	
		营收 (万元)	毛利率	营收 (万元)	毛利率	营收 (万元)	毛利率
现代服 务业	品牌综合服务业务	13,713.57	89.64%	18,943.19	93.2%	26,587.91	94.06%
	自媒体流量变现业务			1,000.19	20.5%	2,033.50	69.89%
	保理业务			1,297.57	99.1%	2,118.31	99.44%
	经销商品牌授权业务	91.47	91.22%	513.51	96.4%	1,506.85	97.45%
	园区平台服务业务	358.94	49.23%	343.51	73.6%	268.91	100.00%
	其他服务	360.49	79.03%	407.14	39.7%	274.37	22.94%
移动互 联网业 务	移动互联网媒体投放平台业务					83,172.04	7.29%
	移动互联网流量整合业务					7,284.01	40.69%
服装销 售	货品销售	1,377.44	28.75%	2,674.29	5.5%	160.45	-290.00%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	1461	2975	4154	5740	营业收入	986	2470	3295	4313
应收款项	595	1015	1354	1773	营业成本	295	1408	1812	2372
存货净额	13	78	100	131	营业税金及附加	6	15	20	26
其他流动资产	206	494	659	863	销售费用	31	44	51	62
流动资产合计	2274	4562	6267	8506	管理费用	60	105	131	158
固定资产	4	4	(4)	(13)	财务费用	(9)	(41)	(73)	(104)
无形资产及其他	565	544	522	501	投资收益	10	0	0	0
投资性房地产	963	963	963	963	资产减值及公允价值变动	(13)	(13)	(10)	(10)
长期股权投资	14	28	28	28	其他收入	(0)	0	0	0
资产总计	3821	6101	7776	9985	营业利润	600	926	1345	1789
短期借款及交易性金融负债	67	68	100	150	营业外净收支	25	25	25	25
应付款项	24	215	277	362	利润总额	625	951	1370	1814
其他流动负债	498	1703	1989	2334	所得税费用	90	57	82	109
流动负债合计	590	1986	2366	2847	少数股东损益	1	3	4	5
长期借款及应付债券	179	179	199	239	归属于母公司净利润	534	891	1284	1700
其他长期负债	1	1	1	1					
长期负债合计	181	181	201	241	现金流量表 (百万元)				
负债合计	770	2167	2567	3087	净利润	534	891	1284	1700
少数股东权益	29	31	35	40	资产减值准备	(39)	(12)	(0)	(0)
股东权益	3021	3903	5174	6857	折旧摊销	3	24	25	25
负债和股东权益总计	3821	6101	7776	9985	公允价值变动损失	13	13	10	10
					财务费用	(9)	(41)	(73)	(104)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(716)	609	(179)	(223)
每股收益	1.28	0.36	0.52	0.69	其它	40	15	4	5
每股红利	0.01	0.00	0.01	0.01	经营活动现金流	(165)	1540	1143	1517
每股净资产	7.25	1.59	2.11	2.79	资本开支	50	(4)	(4)	(4)
ROIC	21%	29%	44%	55%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	18%	23%	25%	25%	投资活动现金流	36	(18)	(4)	(4)
毛利率	70%	43%	45%	45%	权益性融资	394	0	0	0
EBIT Margin	60%	36%	39%	39%	负债净变化	179	0	20	40
EBITDA Margin	61%	37%	40%	40%	支付股利、利息	(5)	(9)	(13)	(17)
收入增长	89%	151%	33%	31%	其它融资现金流	374	1	32	50
净利润增长率	77%	67%	44%	32%	融资活动现金流	1116	(8)	39	73
资产负债率	21%	36%	33%	31%	现金净变动	988	1514	1179	1586
息率	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%	货币资金的期初余额	474	1461	2975	4154
P/E	6.3	22.3	15.5	11.7	货币资金的期末余额	1461	2975	4154	5740
P/B	1.1	5.1	3.8	2.9	企业自由现金流	(154)	1473	1046	1391
EV/EBITDA	7.0	23.9	17.2	13.4	权益自由现金流	399	1512	1167	1579

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032