

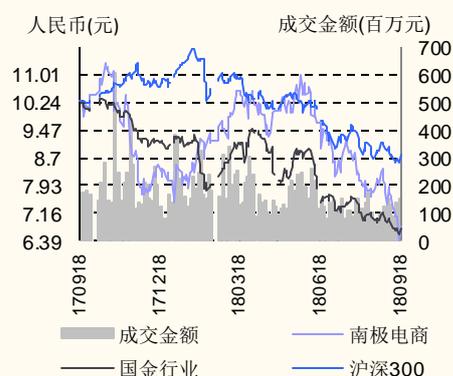
# 南极电商 (002127.SZ) 买入 (维持评级)

## 公司点评

市场价格 (人民币): 6.79 元

### 市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	1,451.26
总市值 (百万元)	16,668.57
年内股价最高最低 (元)	11.32/6.39
沪深 300 指数	3269.43
中小板综	8284.93



## 南极电商拟回购部分股份用于股权激励，彰显公司长期发展信心

### 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	0.339	0.462	0.618
每股净资产 (元)	3.68	7.24	9.23	11.95	15.59
每股经营性现金流 (元)	1.10	1.29	1.59	2.95	2.74
市盈率 (倍)	58.64	37.33	20.04	14.68	10.98
净利润增长率 (%)	75.27%	77.47%	55.63%	36.49%	33.69%
净资产收益率 (%)	19.63%	17.69%	21.59%	22.76%	23.33%
总股本 (百万股)	1,538.26	1,636.58	2,454.87	2,454.87	2,454.87

来源：公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

- 南极电商 2018 年 9 月 18 日发布关于回购公司股份以实施员工激励的预案。回购方式为拟使用自有资金以集中竞价、大宗交易以及其他法律法规许可的方式回购部分公司股份，用于后续实施股权激励或员工持股计划。回购总金额不低于 1.5 亿元、不超过 3 亿元。资金来源为公司的自有资金。回购价格为不超过人民币 11 元/股。若全额回购，预计可回购股份数量为 2727.27 万股，回购股份比例约占本公司总股本的 1.11%。回购期限为自股东大会审议通过回购股份方案之日起不超过 12 个月。
- 公司拟回购部分股份，计划用于未来股权激励计划或员工持股计划，彰显对公司价值信心，深度绑定员工与公司利益，有利于公司长远发展。

### 经营分析

- 2018H1 公司营收达 12.34 亿元，同比增长 390%；归母净利润 2.92 亿元，+109% YOY，剔除时间互联后+68%YOY，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 9.05 亿元，占比 73.3%。公司应收账款进一步改善，品牌综合服务业务的应收账款占收入比大幅下降。并且着眼于长期品牌形象建设，品牌宣传投入费用或提升。
- 南极人品牌传统强势品类市占率持续提升，新品类迅速扩张，多元化品牌战略卓有成效。根据第三方爬虫监测，8 月份南极人品牌 GMV 同比增长 47.7%（1-8 月南极人同比增长 57.5%），8 月份卡帝乐 GMV 同比增长 138%（1-8 月卡帝乐同比增长 147.3%），综合计算，南极电商 8 月 GMV 同比增长 56%（1-8 月南极电商 GMV 同比增长 64%）。南极电商坚持高性价比高频标品的产品定位，使得公司扩品类逻辑顺畅，在电商平台的头部效应明显。

### 投资建议

- 我们预计 18 年公司归母净利润为 8.3 亿，同比增速达 56%，对应 PE 仅为 20x，预计未来三年公司将会保持约 40%的复合增长率，对于优质成长股，公司目前估值处于低位，维持买入评级，目标价 11.5 元。
- 风险提示：公司品类扩张进程不及预期；营销费用增长影响净利水平。

### 相关报告

1. 《南极电商 18 半年报点评：净利+109%YOY, GMV+62%...》，2018.8.24
2. 《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...》，2018.4.26
3. 《2017 年报点评：净利同增近八成，GMV 增速达 72%，新品类...》，2018.4.23
4. 《南极电商公布 18Q1 业绩预告，归母净利润同增 239%+，基本...》，2018.3.28
5. 《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...》，2018.2.7

吴劲草 分析师 SAC 执业编号: S1130518070002  
wujc@gjzq.com.cn

郑慧琳 联系人  
zhenghui@gjzq.com.cn

## 1. 事件

- 南极电商 2018 年 9 月 18 日发布关于回购公司股份以实施员工激励的预案。
  - **回购方式：**拟使用自有资金以集中竞价、大宗交易以及其他法律法规许可的方式回购部分公司股份，用于后续实施股权激励或员工持股计划。
  - **回购总金额：**不低于 1.5 亿元、不超过 3 亿元。资金来源为公司的自有资金。
  - **回购价格：**不超过人民币 11 元/股。
  - **回购股份数量：**若全额回购，预计可回购股份数量为 2727.27 万股，回购股份比例约占本公司总股本的 1.11%。若回购股份全部转让给股权激励或员工持股计划，按照截至 2018 年 6 月 30 日公司股本结构测算，则预计回购股份转让后公司股权的变动情况如下：

图表 1：南极电商预计回购股份转让后公司股权的变动情况

股份类别	回购前		回购后	
	股份数量 (亿股)	比例	股份数量 (亿股)	比例
有限售条件股份	10.04	40.9%	10.31	42.0%
无限售条件股份	14.51	59.1%	14.24	58.0%
股份总数	24.55	100.0%	24.55	100.0%

来源：公司公告，国金证券研究所

- **回购股份期限：**自股东大会审议通过回购股份方案之日起不超过 12 个月。
- **事件影响：**公司拟回购部分股份，计划用于未来股权激励计划或员工持股计划，彰显对公司价值信心，深度绑定员工与公司利益，有利于公司长远发展。

## 2. 公司最新业绩

- 2018H1 公司营收达 12.34 亿元，同比增长 390%；归母净利润 2.92 亿元，+109% YOY，剔除时间互联后+68%YOY，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 9.05 亿元，占比 73.3%。
- **南极电商核心优势**主要体现在两方面：①对于经销商来说：高频标品产品行业，销售端具有流量聚集效应，南极电商本身占据规模优势，具有直接的流量优势，有效降低了营销费用，同时数据的积累，使得基于大数据的选款，反馈等成为一个常规打法，更易产生爆款，帮助拉动销售，提振品牌，聚集流量。②对于供应商来说：依靠强大的终端销售，让工厂可以持续稳定的生产，这是工厂最看重的，深度绑定的数量众多供应商，构筑起共同体，提升运转效率。
- **公司应收账款进一步改善，品牌综合服务业务的应收账款占收入比大幅下降。**2018H1 应收账款总额为 10.68 亿元，其中品牌综合服务业务应收账款为 3.40 亿元，同比减少 5.4%，品牌综合服务业务的应收账款占收入比相比去年下降约 61pct，考虑品牌综合服务收入与经销商品牌授权收入合并口径，则应收账款占收入比相比去年下降约 63pct，应收账款其余部分为保理业务和时间互联应收账款。
- **着眼于长期品牌形象建设，品牌宣传投入费用或提升。**公司独家冠名北京卫视的《跨界喜剧王第三季》，提升品牌知名度和品牌形象，世界杯期间在五星体育也有广告投放。公司预计 18Q1-Q3 归母净利润 4.07-4.62 亿元，同比增速 67.5-90.2%，该预测考虑了 18Q3 可能的部分电视广告费用支出，短期或影响净利润增速，但对于公司长期品牌形象建设，有着重要作用。

- 南极人品牌传统强势品类市占率持续提升，新品类迅速扩张，多元化品牌战略卓有成效。根据第三方爬虫监测，8月份南极人品牌 GMV 同比增长 47.7%（1-8 月南极人同比增长 57.5%），8 月份卡帝乐 GMV 同比增长 138%（1-8 月卡帝乐同比增长 147.3%），综合计算，南极电商 8 月 GMV 同比增长 56%（1-8 月南极电商 GMV 同比增长 64%）。根据南极人品牌在阿里平台的销售数据来看，其中传统品类如“内衣”同比增速达 58.8%，市占率由去年同期的 4.2% 提升至 5.6%，“床上用品”同比增速达 72.3%，市占率由去年同期的 4.3% 提升至 6.1%；新品类如“母婴用品”同比增速达 81.7%，“居家日用”同比增速达 126.9%，“生活电器”同比增速达 138.8%。南极电商坚持高性价比高频标品的产品定位，使得公司扩品类逻辑顺畅，在电商平台的头部效应明显。

### 3. 投资建议

- 公司拟回购部分股份用于未来股权激励计划或员工持股计划，彰显对公司价值信心，深度绑定员工与公司利益，有利于公司长远发展。GMV 的高速增长带动公司综合服务收入的持续提升，我们预计 18 年公司归母净利润为 8.3 亿，同比增速达 56%，对应 PE 仅为 20x，预计未来三年公司将会保持约 40% 的复合增长率，对于优质成长股，公司目前估值处于低位，维持买入评级，目标价 11.5 元。

### 4. 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。
- 营销费用增长影响净利水平。

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
<b>主营业务收入</b>	<b>389</b>	<b>521</b>	<b>986</b>	<b>1,975</b>	<b>2,609</b>	<b>3,303</b>	货币资金	682	474	1,461	2,236	3,316	4,467
增长率		33.8%	89.2%	100.4%	32.1%	26.6%	应收账款	529	365	595	908	1,136	1,430
主营业务成本	-107	-67	-295	-842	-1,041	-1,212	存货	68	57	13	23	12	6
%销售收入	27.5%	12.8%	29.9%	42.6%	39.9%	36.7%	其他流动资产	13	424	206	366	383	532
毛利	282	454	691	1,133	1,568	2,091	流动资产	1,293	1,318	2,274	3,532	4,848	6,435
%销售收入	72.5%	87.2%	70.1%	57.4%	60.1%	63.3%	%总资产	94.2%	65.0%	59.5%	69.4%	75.7%	80.5%
营业税金及附加	-2	-4	-6	-13	-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	-69	-91	-116	%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%	3.5%	3.5%	无形资产	1	621	1,456	1,464	1,465	1,466
管理费用	-35	-45	-60	-99	-143	-182	非流动资产	80	710	1,546	1,554	1,554	1,554
%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%	30.6%	24.3%	19.5%
息税前利润 (EBIT)	214	383	594	953	1,316	1,772	<b>资产总计</b>	<b>1,373</b>	<b>2,029</b>	<b>3,821</b>	<b>5,086</b>	<b>6,402</b>	<b>7,989</b>
%销售收入	54.9%	73.4%	60.3%	48.2%	50.4%	53.7%	短期借款	0	0	67	0	0	0
财务费用	1	10	9	22	39	62	应付款项	78	408	407	703	943	1,000
%销售收入	-0.2%	-2.0%	-0.9%	-1.1%	-1.5%	-1.9%	其他流动负债	58	74	116	142	237	254
资产减值损失	-18	-51	-13	0	0	0	流动负债	136	483	590	845	1,180	1,254
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	5	2	3	其他长期负债	2	0	1	0	0	0
%税前利润	0.5%	0.5%	1.7%	0.5%	0.1%	0.2%	<b>负债</b>	<b>137</b>	<b>483</b>	<b>770</b>	<b>1,202</b>	<b>1,377</b>	<b>1,441</b>
营业利润	198	343	601	980	1,357	1,838	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,233</b>	<b>1,534</b>	<b>3,021</b>	<b>3,853</b>	<b>4,988</b>	<b>6,506</b>
营业利润率	50.9%	65.9%	60.9%	49.6%	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	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,373</b>	<b>2,047</b>	<b>3,821</b>	<b>5,086</b>	<b>6,402</b>	<b>7,989</b>
税前利润	205	354	625	994	1,377	1,859	<b>比率分析</b>						
利润率	52.7%	68.0%	63.4%	50.3%	52.8%	56.3%		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税	-33	-51	-90	-160	-236	-335	<b>每股指标</b>						
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	0.339	0.462	0.618
净利润	172	303	536	834	1,140	1,524	每股净资产	2.955	3.677	7.239	9.232	11.953	15.589
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	1.593	2.948	2.744
归属于母公司的净利润	<b>172</b>	<b>301</b>	<b>534</b>	<b>832</b>	<b>1,135</b>	<b>1,518</b>	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%	42.1%	43.5%	45.9%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	13.93%	19.63%	17.69%	21.59%	22.76%	23.33%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	12.52%	14.71%	13.99%	16.35%	17.73%	19.00%
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	投入资本收益率	14.52%	20.93%	15.43%	18.85%	20.87%	21.57%
净利润	172	303	536	834	1,140	1,524	<b>增长率</b>						
少数股东损益	0	2	1	2	5	7	主营业务收入增长率	-75.26%	33.85%	89.22%	100.39%	32.06%	26.62%
非现金支出	20	54	15	1	1	1	EBIT增长率	N/A	79.02%	55.25%	60.38%	38.13%	34.69%
非经营收益	-2	-17	-12	-10	-11	-17	净利润增长率	1549.34%	75.27%	77.47%	55.63%	36.49%	33.69%
营运资金变动	-153	117	-1	-161	100	-363	总资产增长率	48.71%	49.10%	86.66%	33.13%	25.86%	24.80%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>37</b>	<b>457</b>	<b>538</b>	<b>665</b>	<b>1,230</b>	<b>1,145</b>	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	-2	-2	-2	5	19	20	应收账款周转天数	268.6	226.9	147.3	150.0	140.0	140.0
投资	-80	-677	-137	0	0	0	存货周转天数	280.6	342.8	42.9	9.9	4.3	1.9
其他	575	12	23	5	2	3	应付账款周转天数	152.1	200.7	38.0	27.0	33.0	30.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>493</b>	<b>-666</b>	<b>-117</b>	<b>10</b>	<b>21</b>	<b>23</b>	固定资产周转天数	5.2	3.2	1.4	0.6	0.3	0.2
股权募资	1	1	394	0	0	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	0	0	191	110	-160	-10	净负债/股东权益	-55.23%	-30.28%	-39.81%	-48.37%	-62.08%	-65.35%
其他	0	0	-18	-11	-11	-8	EBIT利息保障倍数	-224.1	-37.3	-68.3	-42.4	-33.9	-28.4
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>566</b>	<b>99</b>	<b>-171</b>	<b>-18</b>	资产负债率	10.01%	23.57%	20.17%	23.63%	21.51%	18.03%
<b>现金净流量</b>	<b>531</b>	<b>-209</b>	<b>987</b>	<b>775</b>	<b>1,080</b>	<b>1,151</b>							

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	1	9	9	11	37
增持	0	1	1	1	10
中性	0	2	2	2	3
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.42	1.42	1.36	1.32

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	2016-10-30	增持	12.74	N/A
2	2017-05-04	增持	12.29	12.80~14.72
3	2018-03-07	买入	14.81	20.40~20.40
4	2018-03-28	买入	15.72	N/A
5	2018-04-23	买入	13.95	20.40~20.40
6	2018-04-26	买入	14.91	N/A
7	2018-08-24	买入	8.10	N/A

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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的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