

GMV 加速增长整体趋势向好，品牌投入影响原有业务净利润

买入（维持）

2018 年 10 月 21 日

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002

010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证号：S0600517070001

021-60199793

chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证号：S0600517050003

021-60199793

linjch@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	985.8	3354.3	4297.6	5087.3
同比（%）	89.2%	240.3%	28.1%	18.4%
归母净利润（百万元）	534.3	841.5	1149.0	1508.4
同比（%）	77.4%	57.5%	36.5%	31.3%
每股收益（元/股）	0.34	0.34	0.47	0.61
P/E（倍）	28.9	18.3	13.4	10.2

投资要点

■ **事件：**公司发布 18 年三季报，公司前三季度 GMV 达到 105.4 亿（+62.5%）。原有现代服务业务收入约 5.2 亿（+40%左右），净利润约 3.7 亿（+50%左右）。前三季度公司收入 20.4 亿，归母净利润 4.5 亿。

单独 Q3，公司 GMV 达到 37.5 亿（+64%），单季度原有现代服务业务收入约 1.92 亿（+33%左右），贡献净利润约 1.3 亿（+26%左右）。

时间互联前三季度贡献收入 15.2 亿，贡献净利润 8300 万左右。

■ **GMV 加速成长，新老平台均增速均有提升。**单 Q3 公司 GMV 同增 64%，其中阿里/京东/拼多多增速分别达到 61%/53%/106%，阿里、京东增速较 Q2 均有较明显提升。分品牌，单 Q3 南极人/卡帝乐增速分别为 55% 和 117%，增速稳健。

■ **平台扩张下货币化率略有下降，品牌投放影响原有业务净利润表现。**公司现代服务业务 Q3 收入同增 33%至 1.92 亿，货币化率同比下滑 1.2pct 至 5.1%，主要由于新平台和新品类的扩展。净利润方面由于 Q3 广告费用增长 3000 万+导致原有业务净利润增速下降至 26%，绝对值约 1.3 亿。

■ **公司整体经营情况稳健。**从主业运营效率方面，公司主业品牌综合授权业务应收账款绝对值约 3.6 亿，与去年同期基本持平，在收入规模扩大的情况下证明公司原有主业运营情况良好。应收账款增加主要由于保理业务及时间互联应收账款的增长，但是我们在 18Q3 时间互联和保理业务的应收账款增长势头已经得到控制。

■ **盈利预测与投资评级：**我们相信，公司主品牌在目前高性价比快消品类上在线上拥有较强的优势，在线上流量逐步进入存量竞争的情况下，其作为头部品牌在马太效应下有望不断提升核心竞争壁垒。同时在像拼多多这样主打性价比的品牌迅速崛起的情况下，阿里正逐步开始重新扶持单价较低的品牌，南极电商同样有望获益。

我们预计 18-20 年公司净利润 8.4 亿、11.5 亿、15.1 亿，同比增长为 58%、37%、31%；对应估值分别为 18 倍、13 倍、10 倍。公司业绩持续成长性良好，估值依旧相对较低，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**货币化率不达预期、新品牌运营低于预期、第三方平台政策风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	6.28
一年最低/最高价	5.71/11.34
市净率(倍)	4.58
流通 A 股市值(百万元)	9113.93

基础数据

每股净资产(元)	1.37
资产负债率(%)	16.12
总股本(百万股)	2454.87
流通 A 股(百万股)	1451.26

相关研究

- 1、《南极电商 (002127)：马太效应显著，公司增长趋势明确》2018-08-24
- 2、《南极电商一季报点评：GMV 延续高速增长，货币化率相对稳定，看好其长期成长前景》2018-04-26
- 3、《南极电商：GMV 及业绩增长符合预期，新类目、新平台发展迅猛，货币化率有望企稳回升》2018-04-23

事件

公司发布 18 年三季报，公司前三季度 GMV 达到 105.4 亿（+62.5%），原有现代服务业务收入约 5.2 亿（+40%左右），贡献净利润约 3.7 亿（+50%左右）。单独 Q3，公司 GMV 达到 37.5 亿（+64%），单季度原有现代服务业务收入约 1.92 亿（+33%左右），贡献净利润约 1.3 亿（+26%左右）。

时间互联前三季度贡献收入 15.2 亿，贡献净利润 8300 万左右。

1. GMV 加速增长，新旧平台同时发力

18 前三季度南极电商实现 GMV 105.4 亿（+62.5%），单独 Q3GMV 达到 37.5 亿（+64%）。我们观察到 18Q3 传统服装品牌线上收入增速明显趋缓，但是分平台看，南极电商在新旧各大平台上均加速增长。在阿里、京东等已经较为成熟的平台上，南极电商 GMV 增速均出现明显增加，同时在拼多多这样的新平台上保持着超过 100% 的增速。

我们认为这样明显超过其他传统品牌的增速，可能由于在拼多多等新平台起量迅速的情况下，阿里开始重新将流量从价格较高的传统服装品牌导向价格相对较低的品牌以此与拼多多竞争有关，而南极电商正明显受益于这样的行业发展趋势。

表 1：各渠道 GMV 分季度拆分（单位：百万元）

	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3
南极电商总 GMV	1,898	2,303	2,286	5,916	3,369	3,421	3,750
YOY	73%	127%	77%	55%	78%	49%	64%
阿里平台	1,290	1,580	1,643	4,381	2,410	2,322	2,646
YOY	57%	103%	61%	64%	87%	47%	61%
占比	68%	69%	72%	74%	72%	68%	71%
拼多多	43	91	165	398	265	324	340
YOY					516%	256%	106%
占比	2%	4%	7%	7%	8%	9%	9%
唯品会	17	73	39	106	72	91	87
YOY					516%	256%	125%
占比	1%	3%	2%	2%	2%	3%	2%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

分品牌看，南极人主品牌依旧保持健康增长，卡帝乐保持翻番增长。南极人品牌 18 前三季度实现 GMV88 亿（+54.29%），18Q3 实现 GMV31 亿（+55%）；卡帝乐品牌 18 前三季度实现 GMV14.65 亿（+118%），18Q3 实现 GMV5.39 亿（+117%）。

表 2：主要品牌 GMV 分季度拆分（单位：百万元）

	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3
南极人品牌	1,697	2,008	1,999	5,200	2,884	2,807	3,108
YOY	51%	95%	69%	49%	70%	40%	55%
占比	89%	87%	87%	88%	86%	82%	83%
卡帝乐	175	248	248	599	404	522	539
YOY			134%	119%	124%	115%	117%
占比	9%	11%	11%	10%	12%	15%	15%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 平台扩张下货币化率虽有下降但基本稳定，Q3 广告投入影响

原有业务净利润增速

公司原有主业收入增速慢于 GMV 增速，扩品类下货币化率有所下降。公司原有主业在 18Q3 收入同增 33%至 1.92 亿，货币化率同比下降 1.2pct 至 5.1%，主要由于新品类和新平台的拓展，原有核心品类依旧保持稳定。

原有主业净利润方面，由于 Q3 开始公司逐步开启了品牌广告投放的动作（比如赞助《跨界喜剧王》），Q3 广告费用同比增长 3180 万（包括了时间互联并表产生的小部分增加），导致公司 18Q3 原有主业单季度净利润增速下降至 26%，但我们认为公司在品牌营销上的投入能有望在未来为其带来更大贡献。

表 3：原有主业收入、货币化率及净利润分季度情况（单位：百万元）

	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3
现代服务收入（单季度现代服务业收入为预计值）	64	162	145	345	99	230	192
YOY	65%	56%	4%	168%	53%	41%	33%
货币化率	3.4%	7.0%	6.3%	5.8%	3.0%	6.7%	5.1%
净利润	26	114	103	264	60	177	130
YOY	58%	66%	74%	69%	132%	55%	26%
净利率	40%	71%	71%	77%	60%	77%	68%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

同时，时间互联 18Q3 贡献收入 6.19 亿，贡献净利润约 2800 万，净利率约 5%。在时间互联因素下，18Q3 公司收入同增 441%至 8.1 亿，归母净利润同增 52.9%至 1.58 亿。

3. 公司整体经营情况稳健，时间互联、保理业务健康增长

从主业运营效率方面，公司主业品牌综合授权业务应收账款绝对值约 3.6 亿，与去年同期基本持平，在收入规模扩大的情况下证明公司原有主业运营情况良好。应收账款增加主要由于保理业务及时间互联应收款的增长，但是我们看到在 18Q3 时间互联和保理业务的应收账款增长势头已经得到控制。

表 4：公司应收账款拆分（单位：百万元）

	2017	2018H1	2018Q3
应收账款	547	1,036	1,081
其中：品牌综合服务业务收入应收账款	337	340	357
保理业务应收账款	49	407	453
时间互联应收账款	161	289	310

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 投资建议与盈利预测

在 18Q3 传统服装品牌电商收入增速下滑的情况下，南极电商依旧在各个平台上表现出了优异的增长趋势。我们相信，公司主品牌在目前高性价比快消品类上在线上拥有较强的优势，在龙头线上流量逐步进入存量竞争的情况下，其作为头部品牌在马太效应下有望不断提升核心竞争壁垒。同时在像拼多多这样主打性价比的品牌迅速崛起的情况下，阿里正逐步开始重新扶持单价较低的品牌，南极电商同样有望获益。

我们预计公司 18-20 年剔除时间互联的现代服务业务依旧有望保持 41%/35%/30% 的收入增速，收入规模在 10.1/13.6/17.8 亿；考虑时间互联后，总体收入增速在 18-20 年预计为 240%/28%/18%。我们预计 18-20 年公司净利润 8.4 亿、11.5 亿、15.1 亿，同比增长为 58%、37%、31%；对应估值分别为 18 倍、13 倍、10 倍。公司业绩持续成长性良好，估值依旧相对较低，维持“买入”评级。

5. 风险提示

货币化率不达预期、新品牌运营低于预期、第三方平台政策风险。

南极电商三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	2274.3	3329.0	4850.5	6579.1	营业收入	985.8	3354.3	4297.6	5087.3
现金	1461.2	2242.3	3128.9	5021.9	营业成本	295.2	2176.2	2762.9	3133.7
应收款项	507.6	834.1	1314.7	1228.9	营业税金及附加	5.6	19.1	24.5	29.0
存货	12.6	16.4	21.3	27.7	销售费用	31.0	99.4	93.4	105.5
其他	71.1	71.1	71.1	71.1	管理费用	60.0	85.9	100.1	113.4
非流动资产	1546.2	1507.8	1504.5	1499.6	财务费用	(8.7)	(13.0)	(21.0)	(38.1)
长期股权投资	13.8	0.0	0.0	0.0	投资净收益	10.3	0.0	0.0	0.0
固定资产	3.8	(9.9)	(12.5)	(15.2)	其他	(8.0)	17.9	12.2	1.4
无形资产	565.5	562.3	561.3	560.2	营业利润	600.4	968.9	1325.5	1742.4
其他	56.6	56.6	56.6	56.6	营业外净收支	24.8	14.7	17.2	19.4
资产总计	3820.5	4836.8	6355.0	8078.7	利润总额	625.2	983.7	1342.7	1761.8
流动负债	589.8	789.7	1153.1	1361.7	所得税费用	89.6	137.7	188.0	246.7
短期借款	65.5	8.0	8.0	9.0	少数股东损益	1.3	4.5	5.7	6.8
应付账款	23.8	137.3	274.4	327.6	归属母公司净利润	534.3	841.5	1149.0	1508.4
其他	39.6	39.6	39.6	39.6	EBIT	599.6	992.9	1341.2	1734.7
非流动负债	180.7	180.0	180.0	180.0	EBITDA	602.6	999.2	1340.6	1734.2
长期借款	179.4	180.0	180.0	180.0					
其他	0.0	0.0	0.0	0.0					
负债总计	770.5	969.7	1333.1	1541.7	重要财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	28.9	33.4	39.1	45.9	每股收益(元)	0.34	0.34	0.47	0.61
归属母公司股东权益	3021.2	3833.8	4982.8	6491.1	每股净资产(元)	1.85	1.56	2.03	2.64
负债和股东权益总计	3820.5	4836.8	6355.0	8078.7	发行在外股份(百万股)	1636.6	2454.9	2454.9	2454.9
					ROIC(%)	15.6%	21.1%	22.1%	22.2%
					ROE(%)	23.2%	24.5%	26.0%	26.2%
					毛利率(%)	70.1%	35.1%	35.7%	38.4%
现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	EBIT Margin(%)	60.8%	29.6%	31.2%	34.1%
经营活动现金流	537.79	839.25	873.56	1850.09	销售净利率(%)	54.3%	25.2%	26.9%	29.8%
投资活动现金流	(116.65)	(58.11)	13.02	42.92	资产负债率(%)	20.2%	20.0%	21.0%	19.1%
筹资活动现金流	566.58	0.00	0.00	0.00	收入增长率(%)	89.2%	240.3%	28.1%	18.4%
现金净增加额	987.57	781.13	886.58	1893.02	净利润增长率(%)	77.4%	57.5%	36.5%	31.3%
折旧与摊销	2.97	6.28	(0.59)	(0.44)	P/E	28.9	18.3	13.4	10.2
资本开支	2.51	(4.31)	(4.31)	(4.31)	P/B	3.40	4.02	3.09	2.38
营运资本变动	(1.42)	(13.88)	(271.46)	370.94					

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>