

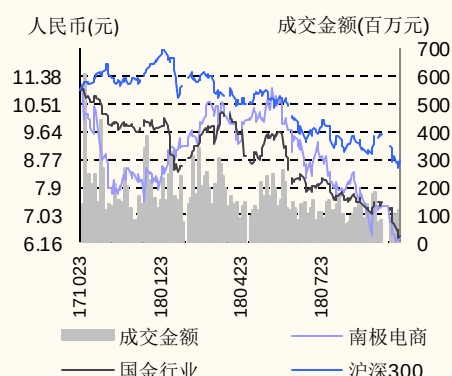
南极电商 (002127.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 6.28 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)	15,416.59
年内股价最高最低(元)	11.11/6.16
沪深 300 指数	3134.95
中小板综	7400.86



相关报告

- 1.《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-南...》，2018.9.19
- 2.《南极电商 18 半年报点评：净利+109%YOY，GMV+62%...》，2018.8.24
- 3.《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
- 4.《2017 年报点评：净利同增近八成，GMV 增速达 72%，新品类...》，2018.4.23
- 5.《南极电商公布 18Q1 业绩预告，归母净利润同增 239%+，基本...》，2018.2.29

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

郑慧琳 联系人
zhenghuilin@gjzq.com.cn

南极电商：18Q1-Q3 归母净利润+85.0%YOY，GMV+62.5%YOY，全年业绩指引略超预期

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	0.463	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	1.02	3.46	2.17
市盈率(倍)	58.64	37.33	18.54	13.58	10.16
净利润增长率(%)	75.27%	77.47%	55.61%	36.54%	33.69%
净资产收益率(%)	19.63%	17.69%	21.58%	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

- 2018Q1-Q3 公司实现收入 20.45 亿，+409.2%YOY，实现归母净利润 4.49 亿，+85.0%YOY。2018Q3 公司实现 8.11 亿收入，+441%YOY，实现归母净利润 1.58 亿，+53.0%YOY，业绩符合预期（公司预计 2018 年 Q1-Q3 归母净利润达到 4.07-4.62 亿元，+67.5%-90.2%YOY）。

经营分析

- 剔除时间互联并表影响后，预计公司 2018Q1-Q3 原业务实现收入 5.21 亿，+29.7%YOY，实现归母净利润 2.43 亿，+52.0%YOY，2018Q3 原业务实现 1.50 亿收入，+28.0%YOY，实现归母净利润 1.03 亿，+30.1%YOY，Q3 单季度利润增速低于前两季度主要由于今年 Q3 对于广告营销方面的投入，而这部分在去年同期没有的。营销投入在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。
- 全年业绩指引超预期。公司预计 2018 全年归母净利润达到 8.3-9.5 亿元，+55.4%-77.8%YOY（已考虑可能的部分电视广告费用支出），2018Q4 归母净利润达到 3.8-5.0 亿，+30.6%-71.8%YOY，略超出我们 8.3 亿元的全年业绩预期。业绩变动主要系品牌授权及电商服务业务的电商渠道马太效应凸显，并持续提升精细化管理，主营业务持续向好，移动互联网营销业务相关业务稳健发展。
- 2018Q1-Q3 总 GMV 达 105.4 亿元，+62.5%YOY，多元化品牌战略卓有成效。分品牌来看，南极人/卡帝乐/其他品牌分别为 88.0/14.7/2.8 亿元，分别 +54%/+118%/+147%YOY，占比 83.5%/13.9%/2.6%，卡帝乐和其他品牌占比分别提升 3.5/1.9pct，体现公司多元化品牌战略渐显成效，有助于增厚利润，分散风险。分平台来看，在阿里/京东/拼多多实现的 GMV 分别为 73.8/19.5/9.3 亿元，分别 +63.5%/+26.1%/+210.4%YOY，占比 70.0%/18.5%/8.8%，京东占比-5.3pct，拼多多强势崛起，占比+4.2pct。

投资建议

- GMV 的高速增长有望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 19x，预计未来三年公司将会保持约 40%的复合增长率，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；公司终端零售的第三方平台（如阿里&京东&拼多多）政策发生不利变化等风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	389	521	986	3,086	3,843	4,665
增长率		33.8%	89.2%	213.1%	24.5%	21.4%
主营业务成本	-107	-67	-295	-1,854	-2,153	-2,452
%销售收入	27.5%	12.8%	29.9%	60.1%	56.0%	52.6%
毛利	282	454	691	1,232	1,689	2,213
%销售收入	72.5%	87.2%	70.1%	39.9%	44.0%	47.4%
营业税金及附加	-2	-4	-6	-20	-25	-30
%销售收入	0.6%	0.8%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-32	-22	-31	-108	-134	-163
%销售收入	8.1%	4.2%	3.1%	3.5%	3.5%	3.5%
管理费用	-35	-45	-60	-154	-211	-257
%销售收入	8.9%	8.7%	6.1%	5.0%	5.5%	5.5%
息税前利润 (EBIT)	214	383	594	950	1,319	1,763
%销售收入	54.9%	73.4%	60.3%	30.8%	34.3%	37.8%
财务费用	1	10	9	20	37	60
%销售收入	-0.2%	-2.0%	-0.9%	-0.7%	-1.0%	-1.3%
资产减值损失	-18	-51	-13	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	2	10	5	5	5
%税前利润	0.5%	0.5%	1.7%	0.5%	0.4%	0.3%
营业利润	198	343	601	975	1,360	1,828
%营业利润率	50.9%	65.9%	60.9%	31.6%	35.4%	39.2%
营业外收支	7	11	25	19	19	25
税前利润	205	354	625	994	1,379	1,853
利润率	52.7%	68.0%	63.4%	32.2%	35.9%	39.7%
所得税	-33	-51	-90	-160	-239	-328
所得税率	16.1%	14.4%	14.3%	16.1%	17.3%	17.7%
净利润	172	303	536	834	1,141	1,525
少数股东损益	0	2	1	2	5	7
归属于母公司的净利润	172	301	534	832	1,135	1,518
净利率	44.1%	57.8%	54.2%	26.9%	29.5%	32.5%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	172	303	536	834	1,141	1,525
少数股东损益	0	2	1	2	5	7
非现金支出	20	54	15	1	1	1
非经营收益	-2	-17	-12	-14	-13	-22
营运资金变动	-153	117	-1	-395	316	-599
经营活动现金净流	37	457	538	425	1,444	904
资本开支	-2	-2	-2	10	18	24
投资	-80	-677	-137	0	0	0
其他	575	12	23	5	5	5
投资活动现金净流	493	-666	-117	15	23	29
股权募资	1	1	394	0	0	0
债权募资	0	0	191	110	-160	-10
其他	0	0	-18	-11	-11	-8
筹资活动现金净流	1	0	566	99	-171	-18
现金净流量	531	-209	987	540	1,296	916

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	682	474	1,461	2,001	3,297	4,213
应收款项	529	365	595	1,364	1,670	2,016
存货	68	57	13	23	12	6
其他流动资产	13	424	206	720	717	1,003
流动资产	1,293	1,318	2,274	4,108	5,697	7,238
%总资产	94.2%	65.0%	59.5%	72.6%	78.6%	82.3%
长期投资	0	10	24	24	24	24
固定资产	6	5	4	3	2	2
%总资产	0.4%	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
无形资产	1	621	1,456	1,464	1,465	1,466
非流动资产	80	710	1,546	1,554	1,554	1,554
%总资产	5.8%	35.0%	40.5%	27.4%	21.4%	17.7%
资产总计	1,373	2,029	3,821	5,662	7,251	8,792
短期借款	0	0	67	0	0	0
应付款项	78	408	407	1,279	1,705	1,720
其他流动负债	58	74	116	142	323	335
流动负债	136	483	590	1,421	2,029	2,056
长期贷款	0	0	179	357	197	187
其他长期负债	2	0	1	0	0	0
负债	137	483	770	1,778	2,226	2,243
普通股股东权益	1,233	1,534	3,021	3,853	4,988	6,506
少数股东权益	2	30	29	31	36	43
负债股东权益合计	1,373	2,047	3,821	5,662	7,251	8,792

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.385	0.196	0.327	0.339	0.463	0.618
每股净资产	2.955	3.677	7.239	9.232	11.953	15.590
每股经营现金净流	0.089	1.096	1.288	1.019	3.461	2.167
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	13.93%	19.63%	17.69%	21.58%	22.76%	23.33%
总资产收益率	12.52%	14.71%	13.99%	14.69%	15.66%	17.27%
投入资本收益率	14.52%	20.93%	15.43%	18.79%	20.88%	21.54%
增长率						
主营业务收入增长率	-75.26%	33.85%	89.22%	213.05%	24.52%	21.39%
EBIT增长率	N/A	79.02%	55.25%	59.89%	38.84%	33.67%
净利润增长率	1549.34%	75.27%	77.47%	55.61%	36.54%	33.69%
总资产增长率	48.71%	49.10%	86.66%	48.20%	28.06%	21.26%
资产管理能力						
应收账款周转天数	268.6	226.9	147.3	150.0	140.0	140.0
存货周转天数	280.6	342.8	42.9	4.5	2.1	1.0
应付账款周转天数	152.1	200.7	38.0	12.3	33.0	30.0
固定资产周转天数	5.2	3.2	1.4	0.4	0.2	0.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-55.23%	-30.28%	-39.81%	-42.32%	-61.70%	-61.47%
EBIT利息保障倍数	-224.1	-37.3	-68.3	-46.7	-36.1	-29.5
资产负债率	10.01%	23.57%	20.17%	31.40%	30.70%	25.51%

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	0	1	11	11	36
增持	0	0	1	1	8
中性	0	0	2	2	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.36	1.36	1.26

来源：朝阳永续

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
8	2018-09-18	买入	6.39	11.50~11.50

来源：国金证券研究所

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


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，不作为或被视为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