

# 南极电商 (002127)

证券研究报告

2018年10月23日

## 三季度及全年指引符合市场预期, 应收现金流环比改善

### 并表增厚业绩, 全年利润指引维持高增长

18Q1-Q3 实现营收 20.44 亿元 (+409%), 归母净利 4.49 亿元 (+85%), 符合市场预期。其中时间互联实现并表收入 15.24 亿元; 剔除并表主业收入 5.2 亿元 (+30%)。Q3 单季度收入 8.11 亿 (+441%), 净利润 1.58 亿元 (+52.7%), 主业收入 1.92 亿 (+28%)。我们估算货币化率在 4.1%-4.5% 之间, 环比中报水平或有所提升, 较同期略有下降, 我们判断货币化率变动与扶持新品类、新渠道; 终端零售价格提升和 GMV 与收入确认时间的错配有关, 波动程度在合理区间。2018 年全年业绩指引: 公司预计 2018 年度归母净利润为 8.3 至 9.5 亿元, 同比增长 55.35%-77.81%, 符合预期。

### GMV 维持高增长, 主品牌高增长, 卡帝乐表现亮眼。

(1) 18Q1-Q3 实现 GMV 105.40 亿元 (包含可统计的电商渠道及电视购物渠道), 同比+63%。分品牌: 其中: 南极人 87.99 亿 (+54.29%); 卡帝乐品牌 14.65 亿 (+118.10%), 卡帝乐增速优秀。分平台: 在阿里、京东、拼多多实现的 GMV 分别为 73.78 亿元 (+63.49%)、19.48 亿元 (+26.14%)、9.29 亿元 (210.42%)。阿里仍是主要阵地, 拼多多主要随平台流量增长较快, 对于京东平台, 纺织类产品并非其擅长类目, 增速相对平稳。

(2) 剔除时间互联主业收入, 货币化率考虑到终端零售价格提升及 GMV 发生时间与收入错配, 波动范围正常。

### 应收账款总额受并表和保理业务影响有所增加, 主业应收占比有限, 单季度现金流环比改善。

(1) 应收账款总额为 10.8 亿 (中报 10.2 亿), 年初净增加 5.4 亿, 但主业贡献仅占 3.6%。其中, 品牌综合服务业务应收账款余额净增加额 1964.35 万, 保理业务应收账款余额净增加额 4.04 亿, 时间互联应收账款余额净增加 1.49 亿。应收增长主要由时间互联和保理业务影响较大。

(2) 保理业务方面: 我们估计客户包括公司品牌授权的核心供应链, 也包括非公司品牌授权的优质客户。18Q1-Q3 保理业务累计放款约 4.08 亿元, 预计明年保理业务规模将大幅下降。

(3) 报表现金流主要受并表影响较大, 18Q1-Q3 经营性净现金流 2.04 亿 (+8.5%), 与利润增速存在一定差异, 主要系并表时间互联应收款和预付款增加所致。预付受时间互联影响有所增加。应收账款 10.8 亿; 预付账款总额 3.76 亿, 其中时间互联占比较大。我们判断主要与时间互联的商业模式有关, 向上游平台预付款集中体现, 新增投放 vivo 平台, 支付给维沃通信科技有限公司形成的未消耗充值款影响预付较大。报告期末其他应收款 6962.88 万, 相比年初增加 32.44%, 主要是因为时间互联保证金支付, 其中应用宝增加 1,000 万元, VIVO 增加 550 万元。

(4) 三季度单季度现金流有所改善。18Q3 单季经营性现金流 9908 万, 单季销售商品、提供服务共收到现金 9 亿 (单季收入 8.1 亿), 购买商品接受劳务支付现金 7.3 亿 (单季成本 6.5 亿), 匹配度较高, 经营层面向好。

### 投资评级

行业	商业贸易/专业零售
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	6.91 元
目标价格	12.4 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	2,454.87
流通 A 股股本(百万股)	1,451.26
A 股总市值(百万元)	16,963.15
流通 A 股市值(百万元)	10,028.23
每股净资产(元)	1.37
资产负债率(%)	16.12
一年内最高/最低(元)	17.08/5.71

### 作者

吕明 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110518040001  
lvming@tfzq.com

郭彬 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517120001  
guobin@tfzq.com

### 股价走势



资料来源: 贝格数据

### 相关报告

- 《南极电商-半年报点评:业绩符合预期维持高增长, 理性看待收入波动》 2018-08-24
- 《南极电商-季报点评:马太效应下 GMV 高增长继续强势, 期待 18 年品牌调性提升》 2018-04-26
- 《南极电商-年报点评报告:17 年业绩符合预期, 马太效应愈加显著》 2018-04-23

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	520.98	985.79	2,464.08	3,306.54	4,412.59
增长率(%)	33.85	89.22	149.96	34.19	33.45
EBITDA(百万元)	335.64	594.61	989.93	1,418.24	2,037.10
净利润(百万元)	301.14	534.29	868.63	1,251.27	1,783.85
增长率(%)	75.27	77.42	62.58	44.05	42.56
EPS(元/股)	0.12	0.22	0.35	0.51	0.73
市盈率(P/E)	51.19	28.85	17.75	12.32	8.64
市净率(P/B)	10.05	5.10	2.63	2.20	1.79
市销率(P/S)	29.59	15.64	6.26	4.66	3.49
EV/EBITDA	12.70	6.44	11.81	7.76	4.98

资料来源: wind, 天风证券研究所



**对比 18Q1、Q2 现金流情况：**18Q1 单季经营性现金流-0.47 亿，18Q1 单季销售商品、提供服务共收到现金 5.16 亿（Q1 收入 5.04 亿），购买商品接受劳务支付现金 4.29 亿元（Q1 总成本 4.15 亿），经营性净现金流-0.47 亿（Q1 归母净利 2.03 亿）。18Q2 单季经营性现金流环比改善明显。18Q2 单季销售商品、提供服务共收到现金 7.71 亿元（Q2 收入 7.3 亿元），购买商品接受劳务支付现金 5.4 亿元（Q2 总成本 4.3 亿元），18Q2 经营性净现金流 1.52 亿元（Q2 归母净利 2.03 亿）。

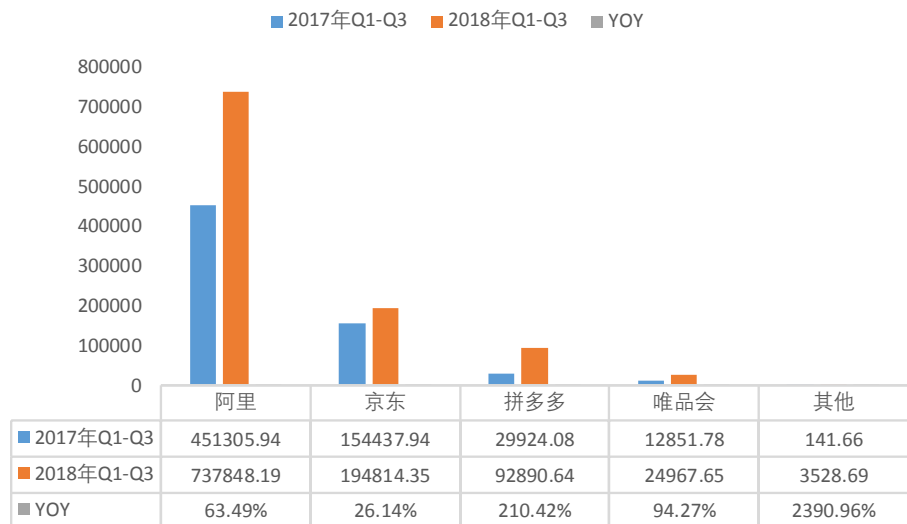
**盈利能力：毛利率环比略有下降，费用率稳定，全年营销费用总额有所提升**

由于并表因素，毛利及净利率水平与去年同期差距较大，环比中报情况来看，整体综合毛利率 30.17%，对比中报数据略有下降 1.35pct。费用率 4.62%，对比中报数据略有下降 0.18pct。18 年上半年公司进行了冠名北京卫视跨界喜剧人等系列营销活动，预计 18 年全年公司广告营销投入加大，营销费用将有所提升。

**投资建议：**我们维持预计 2018 年公司 GMV 规模将达到 202 亿，2019 年 GMV 规模将达到 298 亿元，同比分别为 63%/47%。维持盈利预测 2018-20 净利润为 8.69/12.51/17.84 亿，对应 EPS 为 0.35/0.51/0.73 元，给予公司 2018 年 35 倍估值，维持目标价 12.4 元。

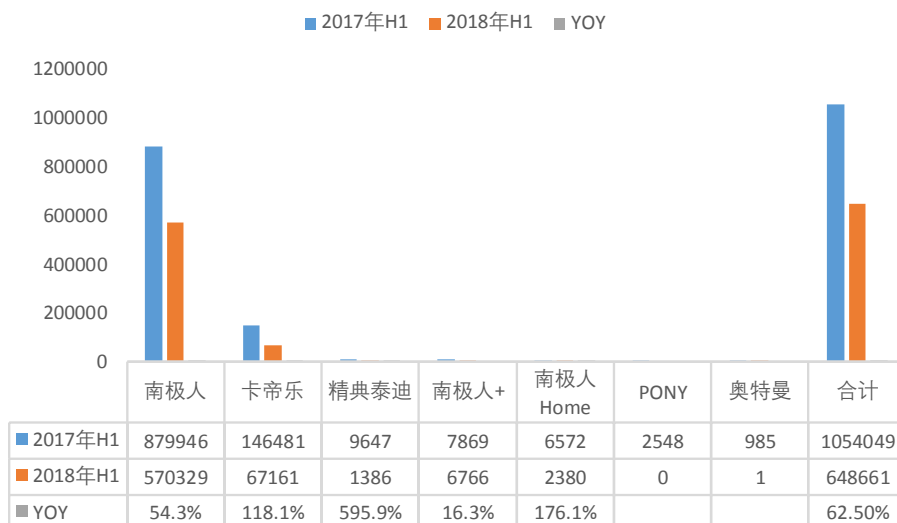
**风险提示：**扩张速度低，服务费率下降，平台规则变化，应收账款风险。

图 1：南极电商分平台 GMV 单位：万元



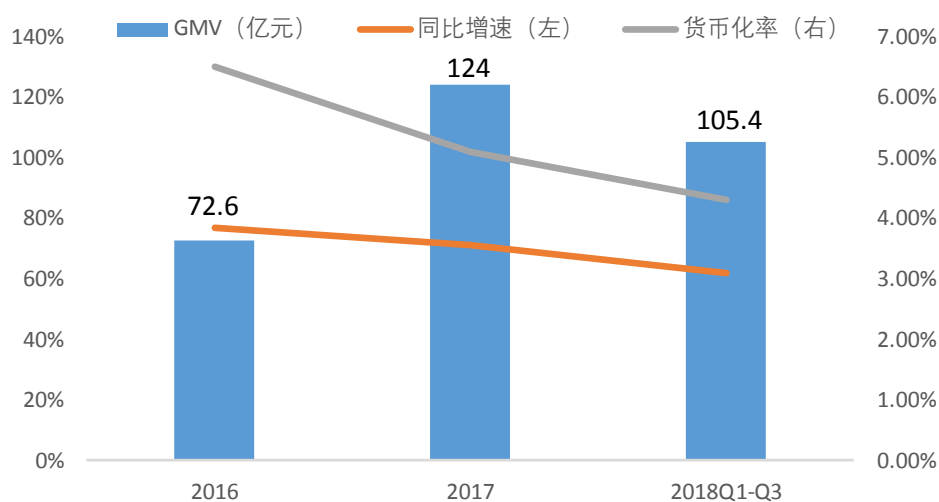
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：南极人分品牌 GMV 单位：万元



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 3：GMV 同比增速及货币化率情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	473.63	1,461.20	3,678.27	4,380.85	5,248.04
应收账款	350.52	560.21	1,712.22	1,337.15	2,732.24
预付账款	4.97	134.53	116.66	241.00	242.34
存货	56.73	12.61	250.53	62.19	301.35
其他	450.83	105.75	235.06	315.11	255.57
<b>流动资产合计</b>	<b>1,336.69</b>	<b>2,274.31</b>	<b>5,992.74</b>	<b>6,336.30</b>	<b>8,779.55</b>
长期股权投资	0.00	13.80	13.80	13.80	13.80
固定资产	4.57	3.82	26.39	69.04	110.74
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	510.29	565.49	564.72	563.95	563.17
其他	195.25	963.10	970.42	969.27	967.44
<b>非流动资产合计</b>	<b>710.11</b>	<b>1,546.22</b>	<b>1,611.33</b>	<b>1,685.67</b>	<b>1,726.92</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,046.80</b>	<b>3,820.52</b>	<b>7,604.07</b>	<b>8,021.97</b>	<b>10,506.47</b>
短期借款	0.00	65.50	0.00	0.00	0.00
应付账款	381.37	285.08	948.73	517.54	1,348.62
其他	101.15	239.20	747.85	443.73	505.01
<b>流动负债合计</b>	<b>482.52</b>	<b>589.78</b>	<b>1,696.58</b>	<b>961.28</b>	<b>1,853.63</b>
长期借款	0.00	179.42	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	1.27	1.02	0.76	1.02
<b>非流动负债合计</b>	<b>0.00</b>	<b>180.69</b>	<b>1.02</b>	<b>0.76</b>	<b>1.02</b>
<b>负债合计</b>	<b>482.52</b>	<b>770.47</b>	<b>1,697.60</b>	<b>962.04</b>	<b>1,854.65</b>
少数股东权益	29.90	28.89	34.12	41.92	50.72
股本	417.33	417.33	2,454.87	2,454.87	2,454.87
资本公积	528.34	1,480.83	1,480.83	1,480.83	1,480.83
留存收益	1,117.06	2,603.84	3,417.48	4,563.14	6,146.23
其他	(528.34)	(1,480.83)	(1,480.83)	(1,480.83)	(1,480.83)
<b>股东权益合计</b>	<b>1,564.28</b>	<b>3,050.05</b>	<b>5,906.47</b>	<b>7,059.93</b>	<b>8,651.82</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>2,046.80</b>	<b>3,820.52</b>	<b>7,604.07</b>	<b>8,021.97</b>	<b>10,506.47</b>

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	303.06	535.61	868.63	1,251.27	1,783.85
折旧摊销	2.57	2.97	2.20	4.52	6.91
财务费用	(10.48)	(8.78)	(31.03)	(54.89)	(65.58)
投资损失	(1.80)	(10.34)	(20.00)	(20.00)	(20.00)
营运资金变动	(218.19)	418.86	(335.34)	(375.61)	(681.91)
其它	382.20	(400.52)	5.51	7.93	9.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>457.36</b>	<b>537.79</b>	<b>489.97</b>	<b>813.22</b>	<b>1,032.27</b>
资本支出	622.22	849.57	60.25	80.26	49.75
长期投资	0.00	13.80	0.00	0.00	0.00
其他	(1,288.66)	(980.02)	(100.25)	(140.26)	(79.75)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(666.43)</b>	<b>(116.65)</b>	<b>(40.00)</b>	<b>(60.00)</b>	<b>(30.00)</b>
债权融资	0.00	246.86	0.65	0.86	1.15
股权融资	10.26	961.19	2,068.57	54.89	65.58
其他	(9.41)	(641.47)	(302.12)	(106.39)	(201.82)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>0.85</b>	<b>566.58</b>	<b>1,767.10</b>	<b>(50.64)</b>	<b>(135.09)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(208.23)</b>	<b>987.73</b>	<b>2,217.07</b>	<b>702.58</b>	<b>867.19</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>520.98</b>	<b>985.79</b>	<b>2,464.08</b>	<b>3,306.54</b>	<b>4,412.59</b>
营业成本	66.55	295.20	1,052.54	1,250.85	1,454.16
营业税金及附加	4.41	5.61	16.23	22.87	28.24
营业费用	22.03	31.00	135.52	214.93	308.88
管理费用	45.39	59.98	271.05	396.79	573.64
财务费用	(10.26)	(8.70)	(31.03)	(54.89)	(65.58)
资产减值损失	51.27	12.51	21.00	27.40	37.50
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.80	10.34	20.00	20.00	20.00
其他	(3.61)	(20.54)	(40.00)	(40.00)	(40.00)
<b>营业利润</b>	<b>343.39</b>	<b>600.38</b>	<b>1,018.76</b>	<b>1,468.61</b>	<b>2,095.76</b>
营业外收入	11.12	24.82	2.98	12.97	13.59
营业外支出	0.33	0.03	0.16	0.17	0.12
<b>利润总额</b>	<b>354.18</b>	<b>625.17</b>	<b>1,021.58</b>	<b>1,481.41</b>	<b>2,109.23</b>
所得税	51.12	89.56	147.45	222.21	316.39
<b>净利润</b>	<b>303.06</b>	<b>535.61</b>	<b>874.14</b>	<b>1,259.20</b>	<b>1,792.85</b>
少数股东损益	1.92	1.32	5.51	7.93	9.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>301.14</b>	<b>534.29</b>	<b>868.63</b>	<b>1,251.27</b>	<b>1,783.85</b>
每股收益(元)	0.12	0.22	0.35	0.51	0.73

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	33.85%	89.22%	149.96%	34.19%	33.45%
营业利润	73.47%	74.84%	69.69%	44.16%	42.70%
归属于母公司净利润	75.27%	77.42%	62.58%	44.05%	42.56%
<b>获利能力</b>					
毛利率	87.23%	70.05%	57.28%	62.17%	67.05%
净利率	57.80%	54.20%	35.25%	37.84%	40.43%
ROE	19.63%	17.68%	14.79%	17.83%	20.74%
ROIC	59.41%	50.42%	47.96%	55.94%	66.36%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	23.57%	20.17%	22.32%	11.99%	17.65%
净负债率	-34.83%	0.29%	-15.87%	-28.06%	-39.53%
流动比率	2.77	3.86	3.53	6.59	4.74
速动比率	2.65	3.83	3.38	6.53	4.57
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	1.30	2.16	2.17	2.17	2.17
存货周转率	8.34	28.44	18.73	21.15	24.28
总资产周转率	0.30	0.34	0.43	0.42	0.48
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.12	0.22	0.35	0.51	0.73
每股经营现金流	0.19	0.22	0.20	0.33	0.42
每股净资产	0.63	1.23	2.39	2.86	3.50
<b>估值比率</b>					
市盈率	51.19	28.85	17.75	12.32	8.64
市净率	10.05	5.10	2.63	2.20	1.79
EV/EBITDA	12.70	6.44	11.81	7.76	4.98
EV/EBIT	12.79	6.47	11.84	7.78	5.00

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com