

2019年04月26日

## 业绩增速符合预期、经营状况持续改善，龙头地位稳固

买入（维持）

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002  
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈晨曦

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

研究助理 詹陆雨

021-60199793

zhanly@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	3352.9	3966.4	4680.2	5496.6
同比（%）	240.1%	18.3%	18.0%	17.4%
归母净利润（百万元）	886.5	1234.9	1610.9	2070.5
同比（%）	65.9%	39.3%	30.4%	28.5%
每股收益（元/股）	0.36	0.50	0.66	0.84
P/E（倍）	31.6	22.7	17.4	13.5

### 投资要点

■ **事件：公司发布18年年报，整体业绩符合此前业绩快报。**18年公司营业收入总收入为33.5亿，同增240%，归母净利润8.86亿，同增65.9%；实现GMV205.2亿，同增65.5%。

其中，公司现代服务业收入10.35亿，同增45%，归母净利润7.59亿，同比增长49.5%。单四季度，公司GMV达到99.8亿，同增69%；现代服务业收入5.14亿，同增49%，归母净利润3.92亿，同比增长48%。

**主业规模优势逐步显现，带动GMV在旺季加速成长。**Q4旺季下公司GMV加速增长，我们认为主要得益于（1）公司目前在多达八个一级类目的GMV居阿里平台行业前十名，平台流量的马太效应持续增强；（2）公司供应商数量基本不变，单供应商的GMV增长超过60%，供应链规模效应有望带动效率的提升；（3）经销商单体规模的扩大也有望进一步强化公司线上的精细化运营。

■ **公司应收账款得到有效控制，现金流有所改善。**公司在主业应收账款控制得当的同时，相较18Q3时大幅控制了时间互联和保理业务的应收账款，整体经营状况有所好转。

■ **19年增长目标分工明确，货币化率预计保持稳定。**我们预期公司19年有望保持50%的GMV增长速度。公司对各个一级、二级类目进行了详细的规划，对于愿意在各个类目扩大规模的经销商公司会从流量倾斜以及费率上给予帮助与优惠，帮助其向上冲击销售。

同时由于货币化率较高的强势品类规模不断扩大，我们认为19年公司GMV虽然依旧会由于规模扩大出现一定下降，但是货币化率有望保持相对稳定。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预期公司主业19年有望在50%的GMV增长带动下实现接近40%的业绩增长，主业净利润有望达到10亿以上。同时叠加时间互联，我们预计公司19年净利润有望达到12亿，对应当前估值23X。

我们认为公司主业持续增长的势头仍在，目前估值依旧相对合理。在市场情绪高涨的情况下，我们认为南极电商作为服装板块中难得的高增长标的，依旧有望得到市场关注，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)	11.40
一年最低/最高价	5.71/12.05
市净率(倍)	7.49
流通A股市值(百万元)	21654.05

### 基础数据

每股净资产(元)	1.52
资产负债率(%)	17.26
总股本(百万股)	2454.87
流通A股(百万股)	1871.57

### 相关研究

- 1、《南极电商(002127)：业绩增速符合预期，非主业应收账款控制得当，经营状况持续改善》2019-02-28
- 2、《南极电商(002127)三季报点评：GMV加速增长整体趋势向好，品牌投入影响原有业务净利润》2018-10-22

## 事件

公司发布 18 年年报，18 年公司营业收入为 33.53 亿，同增 240.1%，归母净利润 8.86 亿，同增 65.9%；实现 GMV205.2 亿，同增 65.5%，与业绩快报基本一致。

其中，公司主业现代服务业 10.35 亿，同增 45%，公司本部归母净利润 7.59 亿，同比增长 49.5%。时间互联收入 23.16 亿，归母净利润 1.28 亿，超过承诺的净利润（1.17 亿）。

单四季度，公司 GMV 达到 99.8 亿，同增 69%；现代服务业收入 5.14 亿，同增 49%，归母净利润 3.92 亿，同比增长 48%。

### 1. 主业规模优势逐步显现，带动旺季 GMV 加速增长

南极电商 18Q4 旺季下 GMV 加速增长，货币化率保持稳定。公司 18 年 Q4 在各大平台均表现出了高速增长，单季度 GMV 增长接近 70%，净利润增长接近 50%。同时，现代服务业收入/GMV 的比值也基本保持稳定，表明公司在保持规模扩张的同时盈利能力依旧保持稳定。

表 1：各渠道 GMV 分季度拆分（单位：百万元）

南极电商整体 GMV 分平台（单位：百万元）	2017-12-31	2018-12-31	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4
总 GMV	12361	20521	3369	3421	3750	9981
YOY	72%	66%	78%	49%	64%	69%
现代服务业收入	715	1035	99	230	192	514
YOY	43%	45%	53%	41%	33%	49%
净利润	507	759	60	177	130	392
YOY	69%	50%	132%	55%	26%	48%
净利率	71%	73%	60%	77%	68%	76%
现代服务业收入/GMV	5.8%	5.0%	3.0%	6.7%	5.1%	5.2%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

我们认为公司 GMV 的加速增长得益于（1）公司借助各大平台的强大流量和质量评价体系，依靠自身极强的性价比迅速起量，目前在多达八个一级类目的 GMV 居阿里平台行业前十名，平台流量的马太效应持续增强；（2）供应链角度，公司的供应商数量在 18 年变化并不明显，单供应商 GMV 在 18 年增速明显，公司不断帮助供应商积累规模，有望持续增强供应链的生产效率。（3）经销商角度，公司经销商数量与规模也在持续增长，在公司的帮助下不断扩大规模的经销商也有能力持续加强精细化运营，不断提升引流能力和复购率，带动整体 GMV 规模加速增长。

表 2：南极电商经销商、供应商数量

	2014	2015	2016	2017	2018
供应商数量	319	422	602	846	866

YOY	101%	32%	43%	41%	2%
单个供应商 GMV/万元	623	870	1197	1466	2367
YOY	-23%	40%	38%	22%	61%
<b>经销商数量</b>	<b>804</b>	<b>1053</b>	<b>1854</b>	<b>3427</b>	<b>4186</b>
YOY	26%	31%	76%	85%	22%
单个经销商 GMV/万元	247	349	389	362	490
YOY	22%	41%	11%	-7%	35%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2. 公司应收账款得到有效控制，现金流环比有所改善

公司应收账款得到明显控制。公司保理业务和时间互联业务的应收账款在 18 年全年得到明显控制，虽保理业务应收账款仍多于 17 年底，但较 18Q3 出现大幅下降。

表 3：公司应收账款拆分（单位：百万元）

	2017	2018H1	2018Q3	2018
<b>应收账款</b>	<b>508</b>	<b>1,068</b>	<b>1,076</b>	<b>725</b>
其中：品牌综合服务业务收入应收账款	308	340	327	418
保理业务应收账款	48	407	452	167
时间互联应收账款	124	289	273	120

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

应收账款的环比改善，也使公司现金流在 18 年下半年也较 18H1 有所改善。

表 4：公司应收账款拆分（单位：百万元）

	2017	2018H1	2018
<b>经营性现金流</b>	<b>538</b>	<b>105</b>	<b>551</b>
本部经营性现金流	510	202	579
时间互联		-97	-28

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 3. 时间互联保持平稳发展

在控制应收账款和现金流的同时，时间互联业务收入保持快速增长，利润也保持了平稳发展。供应商方面，时间互联强化了腾讯应用宝、小米等原有优势平台，并积极引入 VIVO 等优质平台。客户方面，18 年时间互联客户数量突破 1300 家，并在电商消费、网服、房地产中介服务、金融等行业具备优势。

表 5：时间互联收入拆分（单位：百万元）

	2016	2017	2018
收入	549	990	2,316
YOY		80%	134%
净利润	72	109	128
YOY		52%	17%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

#### 4. 19 年增长目标明确分工明细，货币化率预计保持稳定

19 年增长分工明晰，我们预期公司有望保持 50% 的 GMV 增长速度。从 GMV 增长的规划上，公司对各个一级、二级类目都进行了详细的规划。对于愿意在各个一级、二级类目向前冲击排名的经销商公司会从流量倾斜以及费率上给予帮助与优惠，帮助其扩大销售。而对于销售较差的经销商，公司则可能对其停止授权或让其将授权转让他人，从而保证公司庞大的经销商队伍始终保持旺盛的活力。

GMV 增长的同时，我们预计公司的货币化率在 19 年能够保证相对稳定。从 15 年开始由于 GMV 规模和品类的快速扩张，南极的 GMV 货币化率逐年下降。具体对于各个细分品类来说，公司对于强势品类以及依靠降价也较难冲击规模的品类能够保持较高的货币化率，另一方面对于有望扩大规模的品类则通过降低货币化率扩大销售。

因此我们预计 19 年公司 GMV 虽然依旧会由于规模扩大出现一定下降，但是由于强势品类自身规模的不断扩大，货币化率整体有望保持相对稳定。

#### 5. 投资建议与盈利预测

我们预期公司主业在 19 年有望在 50% 的 GMV 增长带动下有望实现接近 40% 的业绩增长，主业净利润有望达到 10 亿以上。同时叠加时间互联，我们预计公司 19 年净利润有望达到 12 亿，对应当前估值 23X。

我们认为公司主业持续增长的势头仍在，目前估值依旧相对合理。在市场情绪高涨的情况下，我们认为南极电商作为服装板块中难得的高增长标的，依旧有望得到市场关注，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。

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)				
	2018E	2019E	2020E	2021E		2018E	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>3057.5</b>	<b>4485.1</b>	<b>6163.4</b>	<b>8368.4</b>	<b>营业收入</b>	<b>3352.9</b>	<b>3966.4</b>	<b>4680.2</b>	<b>5496.6</b>
现金	1189.8	2308.1	3343.8	5216.3	营业成本	2197.1	2381.6	2633.9	2912.9
应收款项	724.6	1038.3	1636.1	2028.2	营业税金及附加	9.6	11.3	13.3	15.7
存货	3.4	4.4	5.7	7.4	销售费用	111.4	111.6	138.4	153.9
其他	486.8	486.8	486.8	486.8	管理费用	56.8	92.4	104.4	120.9
<b>非流动资产</b>	<b>1491.7</b>	<b>1477.3</b>	<b>1474.5</b>	<b>1470.8</b>	财务费用	(10.7)	(20.8)	(30.2)	(47.0)
长期股权投资	14.2	0.0	0.0	0.0	投资净收益	22.9	0.0	0.0	0.0
固定资产	0.0	2.6	2.3	0.4	其他	28.9	6.9	12.8	8.8
无形资产	562.7	561.3	560.2	558.1	<b>营业利润</b>	<b>936.9</b>	<b>1383.4</b>	<b>1807.4</b>	<b>2331.4</b>
其他	15.0	15.0	15.0	15.0	营业外净收支	26.2	21.0	24.5	22.9
<b>资产总计</b>	<b>4549.2</b>	<b>5962.4</b>	<b>7637.9</b>	<b>9839.2</b>	<b>利润总额</b>	<b>963.0</b>	<b>1404.4</b>	<b>1831.9</b>	<b>2354.3</b>
<b>流动负债</b>	<b>784.3</b>	<b>920.3</b>	<b>983.8</b>	<b>1113.4</b>	所得税费用	75.8	168.5	219.8	282.5
短期借款	70.4	8.0	9.0	10.0	少数股东损益	0.8	1.0	1.1	1.3
应付账款	52.1	50.9	55.7	55.5	<b>归属母公司净利润</b>	<b>886.5</b>	<b>1234.9</b>	<b>1610.9</b>	<b>2070.5</b>
其他	30.1	30.1	30.1	30.1	EBIT	987.6	1380.8	1803.4	2308.9
<b>非流动负债</b>	<b>0.6</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	EBITDA	992.1	1382.8	1806.4	2312.9
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	0.0	0.0	0.0	0.0					
<b>负债总计</b>	<b>785.0</b>	<b>920.3</b>	<b>983.8</b>	<b>1113.4</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
少数股东权益	25.7	26.6	27.8	29.1	每股收益(元)	0.36	0.50	0.66	0.84
归属母公司股东权益	3738.6	5015.4	6626.3	8696.8	每股净资产(元)	1.52	2.04	2.70	3.54
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4549.2</b>	<b>5962.4</b>	<b>7637.9</b>	<b>9839.2</b>	发行在外股份(百万股)	2454.9	2454.9	2454.9	2454.9
					ROIC(%)	23.7%	24.1%	23.8%	23.3%
					ROE(%)	26.0%	28.1%	27.6%	26.9%
					毛利率(%)	34.5%	40.0%	43.7%	47.0%
					EBIT Margin(%)	29.5%	34.8%	38.5%	42.0%
					销售净利率(%)	26.5%	31.2%	34.4%	37.7%
					资产负债率(%)	17.3%	15.4%	12.9%	11.3%
					收入增长率(%)	240.1%	18.3%	18.0%	17.4%
					净利润增长率(%)	65.9%	39.3%	30.4%	28.5%
					P/E	31.6	22.7	17.4	13.5
					P/B	7.49	5.58	4.22	3.22

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>

