

信义山证 汇通天下

证券研究报告

商贸零售

南极电商 (002127.SZ)

首次评级

报告原因：年报点评

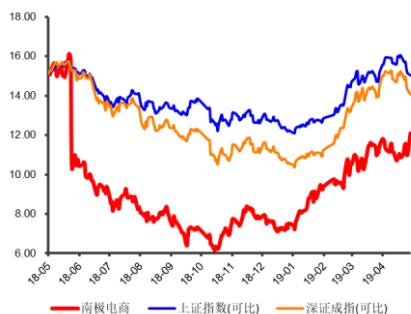
坚持新快消品战略，赋能服务优势显著

买入

2019 年 4 月 30 日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2019 年 4 月 30 日

收盘价(元):	11.96
年内最高/最低(元):	5.71/12.10
流通 A 股/总股本(亿):	18.72/24.55
流通 A 股市值(亿):	224
总市值(亿):	294

基础数据：2018 年 12 月 31 日

基本每股收益	0.36
摊薄每股收益:	0.36
每股净资产(元):	1.52
净资产收益率:	26.23%

分析师：谷茜

执业证书编号：S0760518060001

Tel: 0351-8686775

Email: guqian@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

- 公司于近日发布 2018 年年报和 2019 年一季报，2018 年营业收入达 335,286.00 万元，同比增长 240.12%，归属于上市公司股东的净利润达 88,647.22 万元，同比增长 65.92%；2019Q1 公司营业收入 82,432.82 万元，相比去年同期增加 63.40%，归属于母公司所有者的净利润 12,205.04 万元，相比去年同期增加 36.73%。

事件点评

- 打造南极共同体+多梯度品牌集群，规模优势逐渐成形。**公司专注于品牌综合服务及经销商品品牌授权服务业务，该项业务是公司按发放商标辅料的批次为授权生产商提供品牌授权、供应链服务等综合服务，并收取品牌综合服务费，2018 年品牌综合服务经销商品品牌授权收入合计 9.34 亿元，同比增长 46.09%，2019Q1 这部分收入是 1.29 亿元，同比+55.36%。公司在电商平台流量红利期积极发展经销商形成规模优势，2018 年经销商数量达 4186 家，线上店铺数量为 5535 个，不仅在销售端大幅增加公司品牌产品的展示机会，而且在供应端形成了规模经济。同时公司多年来还聚集了众多在产品 and 生产上各有特色的供应商，2018 年供应商数量达 866 家，公司与供应商、经销商紧密合作，实现“优质低价”和“快速反应”，一起构成南极共同体。公司的核心竞争要素是其多梯度的品牌集群，公司自有品牌涵盖家纺内衣、男装女装童装、母婴个护、箱包服饰鞋品等，品牌定位差异化逐渐明晰，且品牌采用多品类发展策略，能够覆盖不同的消费人群，满足大部分日常生活的基本需求。随着南极共同体的店铺扩张，南极人和卡帝乐鳄鱼等品牌的影响力逐渐增强，尤其在电商销售渠道的马太效应和品牌效应逐渐凸显。公司持续进行品牌推广与维护，结合品牌在电商渠道累积的流量优势，坚持授权品牌产品的新快消品策略，持续提升在优质低价的中频和高频日用品的新快消品领域的竞争力。
- 赋能服务优势明显，GMV 保持高速增长。**2018 年公司线上店铺 GMV 实现 205.21 亿元，年均复合增长率为 68.75%，2019Q1 公司授权品牌产品的可统计 GMV 达 51.56 亿元，同比+53.03%，马太效应明显。从品牌维度看，2018 年南极人品牌实现 GMV177.53 亿元，同比增长 62.82%，2019Q1 实现 GMV45.21 亿元，同比+56.79%；卡帝乐品牌实现 GMV23.34 亿元，同比增长 83.71%，该品牌在箱包方面表现亮眼，2019Q1 实现

GMV5.61 亿元，同比+38.93%。公司多年来深耕电商行业，与阿里、京东、唯品会、拼多多等电商渠道长期合作，在为供应链合作伙伴提供品牌授权的同时，还能为其提供优质、专业、有效的一站式供应链和电商赋能服务，包括资源推介、研发设计、质量管控、流量管理、数据分析与应用等，提升授权合作伙伴的运营能力和盈利水平。公司运用差异化的平台运营策略，在拼多多平台保证产品质量的同时保持高增长速度，在阿里平台则是巩固优势、保持稳定增长，而在京东这类自营平台则是关注提升流量质量，根据平台特点调整品类策略。从平台维度看，2018 年在阿里、京东、拼多多实现的 GMV 分别为 146.03 亿元、35.60 亿元、17.63 亿元，同比增长分别为 64.19%、40.42%、153.00%，2019Q1 在阿里、京东、拼多多分别实现 GMV36.03 亿元、8.40 亿元、5.16 亿元，同比+49.59%、+37.78%、+95%。

- **移动互联网营销稳健发展，综合竞争力持续提升。**2018 年公司移动互联网媒体投放平台业务的营收为 22.0 亿元，占主营收入比重为 65.64%，2019Q1 增加 2.8 亿元，这部分业务主要来自于 2017 年收购的全资子公司时间互联。时间互联受客户委托在 VIVO、小米、腾讯应用宝、今日头条等移动媒体平台采购流量资源，投放客户 APP、产品等推广信息，产生移动互联网媒体投放平台业务收入。时间互联旗下包含移动互联网媒体投放平台营销和移动互联网流量整合服务，通过代理移动互联网媒体投放平台流量及其整合的分散流量，向客户提供高效、优质、精准的营销服务。2018 年时间互联的客户突破 1300 家，并在电商消费、网服、房地产中介服务、金融等多个行业具有较强的竞争优势，在原有主流媒体应用宝、小米、今日头条以及中小流量平台的合作业务量稳步上涨，同时在 2018 年底入选为 2019 年小米渠道电商行业独家代理商。2018 年公司期间费用率为 5.17%，相比去年同期减少 3.18pct，但绝对值大幅增长，主要是受到合并时间互联报表后期间费用的增长，以及公司本期销售人员薪酬和广告费用较去年同期增长的影响。

投资建议

- 公司结合品牌特点和电商渠道的累积优势，定位平价、优质的大众消费品，坚持新快消品战略，做好高频次、高性价比的标准品。我们看好公司品牌综合服务的规模优势和移动互联网营销业务持续稳健发展的能力，以及公司基于整条价值链的赋能服务优势，预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.49/0.65/0.79 元，对应公司 4 月 30 日收盘价 11.96 元，2019-2021 年 PE 分别为 24.5X/18.4X/15.2X，给予“买入”评级。

存在风险

- 宏观经济增速放缓；市场竞争加剧；电商渠道依赖风险；应收账款风险。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	3,058	12,475	12,051	15,578	营业收入	3,353	4,220	5,232	6,466
现金	1,190	8,097	6,539	8,526	营业成本	2,197	2,665	3,187	3,959
应收账款	784	2,075	2,257	2,494	营业税金及附加	10	16	17	23
其他应收款	60	269	235	273	销售费用	111	131	167	207
预付账款	553	1,114	2,007	2,906	管理费用	57	89	122	153
存货	3	11	31	73	财务费用	5	(67)	(109)	(113)
其他流动资产	467	908	982	1,307	资产减值损失	21	3	4	4
非流动资产	1,492	1,435	1,386	1,332	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	14	9	12	12	投资净收益	23	12	15	17
固定资产	3	3	3	2	营业利润	937	1,395	1,859	2,249
无形资产	563	525	490	457	营业外收入	26	21	24	24
其他非流动资产	912	898	880	860	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	4,549	13,910	13,437	16,910	利润总额	963	1,416	1,883	2,272
流动负债	784	6,841	4,769	6,313	所得税	76	212	282	341
短期借款	70	23	0	0	净利润	887	1,203	1,600	1,931
应付账款	52	594	348	469	少数股东损益	1	4	4	4
其他流动负债	662	6,224	4,421	5,843	归属母公司净利润	886	1,200	1,597	1,927
非流动负债	1	(3)	(5)	(7)	EBITDA	984	1,366	1,785	2,169
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.36	0.49	0.65	0.79
其他非流动负债	1	(3)	(5)	(7)					
负债合计	785	6,837	4,764	6,305					
少数股东权益	26	30	33	37					
股本	417	2,455	2,455	2,455					
资本公积	1,481	1,481	1,481	1,481					
留存收益	1,908	3,108	4,704	6,632					
归属母公司股东权益	3,739	7,043	8,640	10,567					
负债和股东权益	4,549	13,910	13,437	16,910					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E	
经营活动现金流	551	4,765	(1,656)	1,857	成长能力				
净利润	887	1,200	1,597	1,927	营业收入	240.12%	25.87%	23.98%	23.58%
折旧摊销	5	38	35	33	营业利润	56.04%	48.93%	33.21%	20.98%
财务费用	5	(67)	(109)	(113)	归属于母公司净利润	65.92%	35.32%	33.10%	20.71%
投资损失	(23)	(12)	(15)	(17)	获利能力				
营运资金变动	(728)	3,600	(3,171)	18	毛利率(%)	34.47%	36.86%	39.08%	38.77%
其他经营现金流	405	6	7	8	净利率(%)	26.44%	28.43%	30.52%	29.81%
投资活动现金流	(464)	17	12	17	ROE(%)	23.57%	17.02%	18.45%	18.21%
资本支出	0	0	0	0	ROIC(%)	50.46%	43.59%	-965.40%	57.41%
长期投资	(0)	5	(3)	0	偿债能力				
其他投资现金流	(464)	12	15	17	资产负债率(%)	17.26%	49.15%	35.46%	37.29%
筹资活动现金流	(358)	2,058	86	113	净负债比率(%)	-17.70%	-104.38%	3.16%	-35.49%
短期借款	5	(47)	(23)	0	流动比率	3.90	1.82	2.53	2.47
长期借款	(179)	0	0	0	速动比率	3.89	1.82	2.52	2.46
普通股增加	0	2,038	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	(0)	0	0	总资产周转率	0.80	0.46	0.38	0.43
其他筹资现金流	(184)	68	109	113	应收账款周转率	5.44	3.34	2.73	3.05
现金净增加额	(271)	6,840	(1,558)	1,987	应付账款周转率	88.36	13.06	11.11	15.82

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益(最新摊薄)	0.36	0.49	0.65	0.79	P/E	33.1	24.5	18.4	15.2
每股经营现金流(最新摊薄)	0.22	1.94	(0.67)	0.76	P/B	7.9	4.2	3.4	2.8
每股净资产(最新摊薄)	1.52	2.87	3.52	4.30	EV/EBITDA	2.06	16.23	13.40	10.24

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。