

2019年05月08日

南极电商 (002127.SZ)

18年&19Q1 点评：业绩高成长，品类扩张+多平台发力未来潜力可期！

■公司公布 18 年报&19Q1 季报：①18 全年：营收 33.53 亿元/+240.12%，主要系 17 年 11 月并表时间互联推动；归母净利润 8.86 亿元/+65.92%，扣非业绩 8.41 亿元/+67.80%，业绩继续高增长符合此前快报数据。②拆分来看：南极电商主业 18 年实现营收 10.4 亿元/+39%，归母净利润 7.59 亿元/+50%；时间互联 18 年营收 23.2 亿元，归母净利润 1.28 亿元，超过此前的 1.17 亿元业绩承诺。③19Q1：实现营收 8.24 亿元/+63.40%，其中，公司主业品牌综合服务收入及经销商品牌授权服务收入 1.29 亿元/+55.36%；19Q1 实现整体归母净利润 1.22 亿元/+36.73%，其中公司主业 19Q1 实现归母净利润 9174 万元/+50.79%，时间互联 19Q1 贡献业绩 3031 万元。

■南极人品类延伸+卡帝乐快速扩张，公司 18 年 GMV 大增 65%。公司 18 年 GMV205.21 亿元/+65.5%，19GMV 目标 300 亿元，有望继续实现高增长。公司 18 年货币化率约 4.57%，相比 17 年 5.15%小幅下降系公司为开拓新平台及新平台的主动让利所致，成熟品类的货币化率依旧在 5~6%的水平保持稳定。18 年品牌综合服务及经销商授权收入 9.38 亿元/+46.09%，毛利率 94.11%/-0.74pct；移动互联网营销业务收入为 23.16 亿元，毛利率 6.89%/-3.24pct。1) 按品牌拆分来看：南极人品牌实现 GMV 177.53 亿元/+62.82%；卡帝乐品牌实现 GMV 23.34 亿元/+83.71%。2) 按平台拆分来看：在阿里、京东、拼多多实现的 GMV 分别为 146.03 亿元/+64.19%、35.60 亿元/+40.42%、17.63 亿元/+153.00%。3) 按品牌拆分来看：内衣(占总 GMV 30%)、男装(占总 GMV 16%)、家纺(占总 GMV 15%)、童装、女装、母婴、个护健康、箱包服配、鞋品等类目依旧呈现了较好的成长性，占全部类目 GMV 的 90%左右。4) 客户数量：公司的经销商数量由 17 年末的 3427 家增长至 18 年末 4186 家，线上店铺数量也由 17 年末的 4442 个增长至 18 年末 5535 个，供应商数量则由 17 年末 846 家增长至 18 年末 866 家，三个合作方数量均继续延续快速增长趋势，侧面验证公司南极人的品牌竞争力。5) 时间互联业务：18 年新拓展的供应商 VIVO 成为时间互联 2018 年最大的供应商。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也稳步上涨，整体收入快速增长。

■并表使得毛利率及期间费用率对应变动，整体 18 年 ROE 提升至 23.71%。

1) 18 全年：整体毛利率 34.47%/-35.58pct，主要系并表时间互联所致。整体期间费用率 6.29%/-2.02pct；其中，销售费用率 3.31%/+0.17pct，小幅增加主要系公司本期销售人员薪酬和广告费用较上期增长，以及并表时间互联所致；管理费用率 1.70%/-1.39pct，主要系公司本期管理人员薪酬和服务费用较上期增长所致；研发费用率 1.13%/-1.86pct，公司继续加大投入研发费用至 3780 万元/+28%，但收入增速更快使得费率下降；财务费用率 0.15%/+1.06pct，主要系时间互联增加贷款造成利息支出增加。18 年净利率

公司快报

证券研究报告

绵纶

投资评级 买入-A

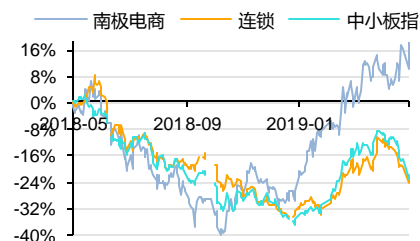
维持评级

6 个月目标价： 15.00 元
股价 (2019-05-07) 12.21 元

交易数据

总市值(百万元)	29,973.97
流通市值(百万元)	22,851.86
总股本(百万股)	2,454.87
流通股本(百万股)	1,871.57
12 个月价格区间	6.16/16.12 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	22.38	16.35	39.99
绝对收益	7.77	30.03	20.26

刘文正

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519010001

liuwz@essence.com.cn

021-35082109

相关报告

南极电商：品类延伸+品牌扩张，快消帝国版图高歌 2019-02-28
起航/刘文正

26.46%/-27.87pct, 同样主要系并表时间互联所致。公司 18 年 ROE (摊薄) 23.71%/+6.03pct。

■**公司主业 18 年应收账款进一步改善、预付账款同比减少。**公司 18 年末应收账款净值 7.25 亿元/+42.74%，环比 18Q3 末 10.8 亿元有所减少，且增速小于 18 年营收增幅 (+240%)。其中，公司本部的品牌综合服务业务应收账款为 4.18 亿元/+36.04%；保理业务应收账款为 1.67 亿元/+244.90%；时间互联 18 年末应收账款 1.20 亿元。公司 18 年末预付账款 5.53 亿元，其中公司本部预付账款为 265.97 万元/-33.5%；时间互联预付账款为 5.50 亿元/+321.47%。

■**核心逻辑：19Q1GMV 高增长+新品类持续延伸+拼多多平台发力，南极电商快消版图高歌起航！** 1) **行业因素：**当前大众对高性价比产品需求加大+品牌意识持续提升，助力“南极人”和“卡帝乐”等高性价比品牌可向下整合杂牌，向上替代部分中高端品牌份额，更加符合大众市场的需求趋势。2) **经销商方面：**线上店铺间竞争日益激烈，获客成本持续提升，电商代运营及营销推广等服务重要性凸显。公司凭借“南极人”多年品牌影响力和电商实力，对无强势品牌助力的经销商及供应商赋能作用明显，且可以实现上下游产业链共赢，轻资产模式潜力可期；3) **公司本身：**短期 19Q1 整体 GMV 增速 +53% 好于全年增速指引(+46%)，中长期在产品渠道双发力下成长空间可期！
 ①**产品端：**看主力品牌的纵向下沉和横向扩张。公司未来战略为在现有强势二级类目下纵向延伸出更多三级类目爆款，横向则凭借品牌知名度和营销实力从传统的内衣、家纺领域扩张至健康生活、母婴、箱包等新领域，实现一级类目的扩张；
 ②**渠道端：**看拼多多和唯品会等多个新平台 GMV 发力。公司在阿里系 GMV 保持高增长之外，凭借定位和拼多多的高度重合，未来在拼多多中长尾市场持续开拓的红利及阿里系中的龙头优势持续巩固下，平台端同样有望为公司 GMV 持续增长做良好支撑，继续推荐！

■**投资建议：**买入-A 投资评级。我们预计公司 2019-2020 年的归母净利润分别为 12.16 亿元/16.53 亿元/21.82 亿元，增速分别为 37%、36%、32%，成长性突出；6 个月目标价为 15.00 元，对应 19 年 PE 30x。

■**风险提示：**1) 品牌矩阵布局受阻，品牌影响力下降；2) 平台渠道发展受限，GMV 总量增量不及预期；3) 时间互联经营不及预期。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	985.8	3,352.9	4,891.9	6,966.4	9,436.7
净利润	534.3	886.5	1,215.8	1,653.1	2,182.1
每股收益(元)	0.22	0.36	0.50	0.67	0.89
每股净资产(元)	1.23	1.52	2.80	3.38	4.13

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	56.1	33.8	24.7	18.1	13.7
市净率(倍)	9.9	8.0	4.4	3.6	3.0
净利润率	54.2%	26.4%	24.9%	23.7%	23.1%
净资产收益率	17.7%	23.7%	17.7%	19.9%	21.5%
股息收益率	0.3%	0.0%	0.6%	0.8%	1.1%
ROIC	50.4%	49.2%	45.7%	89.8%	85.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	985.8	3,352.9	4,891.9	6,966.4	9,436.7	成长性					
减:营业成本	295.2	2,197.1	3,020.2	4,376.0	5,941.5	营业收入增长率	89.2%	240.1%	45.9%	42.4%	35.5%
营业税费	5.6	9.6	24.5	45.3	61.3	营业利润增长率	74.8%	56.0%	54.2%	37.1%	32.5%
销售费用	31.0	111.4	128.2	184.6	259.5	净利润增长率	77.4%	65.9%	37.1%	36.0%	32.0%
管理费用	60.0	56.8	261.2	369.2	533.2	EBITDA 增长率	77.2%	65.5%	46.3%	36.5%	32.5%
财务费用	-8.7	5.2	-9.9	-21.0	-25.3	EBIT 增长率	77.7%	65.5%	46.5%	36.6%	32.6%
资产减值损失	12.5	21.4	25.0	33.5	45.0	NOPLAT 增长率	77.8%	71.2%	38.1%	36.6%	32.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	75.3%	48.8%	-30.5%	38.6%	14.3%
投资和汇兑收益	10.3	22.9	2.3	2.3	3.5	净资产增长率	95.0%	23.4%	83.6%	20.4%	22.3%
营业利润	600.4	936.9	1,445.0	1,981.0	2,624.9	利润率					
加:营业外净收支	24.8	26.2	14.7	3.7	-5.0	毛利率	70.1%	34.5%	38.3%	37.2%	37.0%
利润总额	625.2	963.0	1,459.6	1,984.7	2,619.9	营业利润率	60.9%	27.9%	29.5%	28.4%	27.8%
减:所得税	89.6	75.8	240.8	327.5	432.3	净利润率	54.2%	26.4%	24.9%	23.7%	23.1%
净利润	534.3	886.5	1,215.8	1,653.1	2,182.1	EBITDA/营业收入	60.3%	29.3%	29.4%	28.2%	27.6%
						EBIT/营业收入	60.0%	29.2%	29.3%	28.1%	27.5%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	2	0	0	0	0
						流动营业资本周转天数	123	78	56	37	48
货币资金	1,461.2	1,189.8	5,031.5	5,744.7	7,248.7	流动资产周转天数	659	286	492	505	446
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	166	72	165	134	124
应收帐款	560.2	784.4	3,699.8	1,505.5	4,989.8	存货周转天数	13	1	28	28	19
应收票据	34.6	40.3	120.8	122.4	161.4	总资产周转天数	1,071	449	603	584	504
预付帐款	134.5	552.8	385.5	1,213.3	745.1	投资资本周转天数	505	235	164	112	103
存货	12.6	3.4	751.7	342.3	662.3	投资回报率					
其他流动资产	71.1	486.8	331.6	296.5	371.6	ROE	17.7%	23.7%	17.7%	19.9%	21.5%
可供出售金融资产	10.1	0.2	6.8	5.7	4.3	ROA	14.0%	19.5%	10.3%	15.4%	14.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROIC	50.4%	49.2%	45.7%	89.8%	85.9%
长期股权投资	13.8	14.2	14.2	14.2	14.2	费用率					
投资性房地产	-	-	-	-	-	销售费用率	3.1%	3.3%	2.6%	2.7%	2.8%
固定资产	3.8	3.0	1.5	-0.0	-0.8	管理费用率	6.1%	1.7%	5.3%	5.3%	5.7%
在建工程	-	-	-	-	-	财务费用率	-0.9%	0.2%	-0.2%	-0.3%	-0.3%
无形资产	565.5	562.7	559.7	556.7	553.7	三费/营业收入	8.3%	5.2%	7.8%	7.6%	8.1%
其他非流动资产	953.0	911.6	942.9	935.7	930.0	偿债能力					
资产总额	3,820.5	4,549.2	11,846.0	10,737.0	15,680.4	资产负债率	20.2%	17.3%	41.6%	22.5%	35.1%
短期债务	65.5	70.4	-	-	-	负债权益比	25.3%	20.9%	71.4%	29.0%	54.0%
应付帐款	285.1	219.1	4,596.4	1,554.5	4,841.6	流动比率	3.86	3.90	2.09	3.82	2.58
应付票据	-	-	-	-	-	速动比率	3.83	3.89	1.94	3.68	2.46
其他流动负债	239.2	494.8	336.1	860.5	658.2	利息保障倍数	-68.04	188.11	-145.19	-93.55	-102.90
长期借款	179.4	-	-	-	-	分红指标					
其他非流动负债	1.3	0.6	0.6	0.8	0.7	DPS(元)	0.04	-	0.07	0.10	0.13
负债总额	770.5	785.0	4,933.1	2,415.9	5,500.5	分红比率	19.0%	0.0%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东权益	28.9	25.7	28.7	32.9	38.3	股息收益率	0.3%	0.0%	0.6%	0.8%	1.1%
股本	417.3	417.3	2,455.3	2,455.3	2,455.3						
留存收益	2,603.8	3,388.8	4,428.8	5,832.9	7,686.2						
股东权益	3,050.1	3,764.3	6,912.9	8,321.1	10,179.9						

现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2017	2018	2019E	2020E	2021E	
净利润	535.6	887.3	1,215.8	1,653.1	2,182.1	EPS(元)	0.22	0.36	0.50	0.67	0.89
加:折旧和摊销	3.0	4.6	4.5	4.5	3.7	BVPS(元)	1.23	1.52	2.80	3.38	4.13
资产减值准备	12.5	21.4	-	-	-	PE(X)	56.1	33.8	24.7	18.1	13.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	9.9	8.0	4.4	3.6	3.0
财务费用	-8.8	5.5	-9.9	-21.0	-25.3	P/FCF	1,241.5	-199.2	15.4	31.6	16.5
投资损失	-10.3	-22.9	-2.3	-2.3	-3.5	P/S	30.4	8.9	6.1	4.3	3.2
少数股东损益	1.3	0.8	3.0	4.1	5.5	EV/EBITDA	6.4	2.1	17.3	12.3	8.7
营运资金的变动	418.9	-709.2	764.9	-700.8	-359.7	CAGR(%)	45.7%	35.1%	59.0%	45.7%	35.1%
经营活动产生现金流量	537.8	551.4	1,976.1	937.7	1,802.9	PEG	1.2	1.0	0.4	0.4	0.4
投资活动产生现金流量	-116.6	-464.1	-4.3	3.4	5.0	ROIC/WACC	4.8	4.7	4.4	8.6	8.2
融资活动产生现金流量	566.6	-358.5	1,870.0	-227.9	-303.9	REP	0.5	0.2	3.1	1.1	1.0

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

刘文正声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-23919631	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034