

## 南极电商 (002127.SZ)

## 电商行业

评级：增持 维持评级

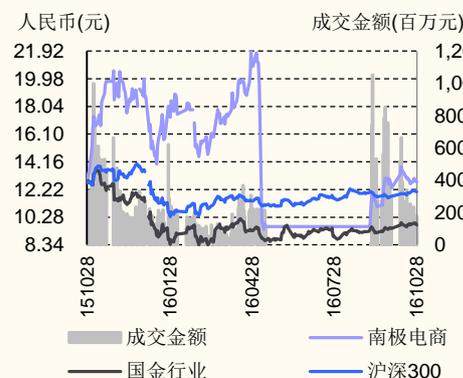
公司点评

市场价格(人民币)：12.74元

长期竞争力评级：高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	892.91
总市值(百万元)	19,597.43
年内股价最高最低(元)	21.92/9.43
沪深300指数	3340.13
深证成指	10711.04



## 相关报告

1. 《把握渠道变革和流量风口，构建移动互联网消费生态圈-南极电商公...》，2016.9.8

徐问

分析师 SAC 执业编号：S1130516080002  
xuwen@gjzq.com.cn

刘彪

联系人  
liubiao@gjzq.com.cn

## 商业模式复制助推业绩成长，投资喜恩恩完善 IP 经济布局

## 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.023	0.385	0.219	0.322	0.488
每股净资产(元)	0.99	2.96	3.76	4.95	6.75
每股经营性现金流(元)	-0.18	0.09	0.33	1.11	1.51
市盈率(倍)	376.28	48.64	58.23	39.58	26.08
行业优化市盈率(倍)	89.94	31.28	37.56	37.56	37.56
净利润增长率(%)	N/A	1549.34%	95.86%	47.15%	51.74%
净资产收益率(%)	2.35%	13.93%	21.44%	23.98%	26.68%
总股本(百万股)	446.46	446.46	1,538.26	1,538.26	1,538.26

来源：公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

■ 南极电商发布 16 年三季度报，前三季度实现营业收入 3.07 亿元，同比增长 24.03%，实现净利润 1.49 亿元，同比增长 72.93%，单季实现营收 1.48 亿元，同比增长 10.86%，实现净利润 0.64 亿元，同比增长 20.93%，符合市场预期。公司及实际控制人张玉祥拟以现金向广州市喜恩恩文化传播有限责任公司分别投资人民币 1,267 万元、2,533 万元，共 3800 万元。交易完成后，公司和张玉祥合计持有喜恩恩 30% 的股权。

## 经营分析

- **高基数下单季业绩增速放缓，双 11 销售值得期待：**随着“南极人”优势品类地位巩固，新拓品类市场占比提升，公司业绩持续增长。受 15 年 3Q 基数较高影响，公司单季营收同比增长 10.86%，受应收账款计提资产减值损失额大幅增加拖累，净利润同比增长 20.93%(我们按照上半年平均计提水平剔除影响后实际净利润增速约 70%)，较 2Q(44.09%/138.99%)增速有所放缓。四季度是电商销售旺季，双 11 更是重中之重，公司深谙电商平台规则，打造爆款能力极强，今年新拓品类较多，销售额值得期待。
- **毛利率小幅提升，费用率维持低位：**随着公司业务结构调整，低毛利的货品销售业务占比大幅下降，推动毛利率持续走高，3Q 毛利率环比上升 1.9 个百分点至 91.41%。转型供应链服务商后，公司费用率维持低位，单季费用率环比上升 2.17 个百分点至 11.05%，销售费用率环比下降 0.67 个百分点至 3.64%，管理费用率环比下降 0.64 个百分点至 8.26%，财务费用率环比上升 3.48 个百分点至 -0.84%，应收账款余额 3.84 亿元，较中报下降 22.26%。
- **品牌&品类双维度打开发展空间，切入 IP 变现业务：**公司在电商运营/供应链管理方面积累了丰富的经验和数据沉淀，形成了自身独特的基因文化以及分析系统，商业模式可复制性强。上半年，公司持续扩展包括“南极人”、“南极人+”等在内的南极人品牌体系，并通过合作、收购等方式开始运营帕兰朵、卡帝乐鳄鱼等品牌，未来有望从品牌&品类双维度打开发展空间。随着对网红经济的思考和布局的进一步成熟，公司将逐步构建包括 IP、CP 品牌在内的品牌矩阵，从内容营销和消费品授权两个方面实现 IP 变现。公司率

手韩国美妆女王 Pony 迈出 IP 变现关键一步，有望借此探索运营头部 IP、生活方式的商业模式。投资喜恩恩进一步完善 IP 业务布局，喜恩恩拥有 RILAKKUMA（轻松小熊）、精典泰迪、迪莫、Red chilli 等 IP 授权，且拥有屈臣氏、Mannings 等线下合作渠道，有望在 IP 授权、渠道整合、品牌合作及品类拓展方面与公司实现业务共促。公司拟 9.56 亿收购时间互联，不仅抢占流量整合运营蓝海，还与公司品牌推广、流量挖掘与大数据应用形成协同效应。

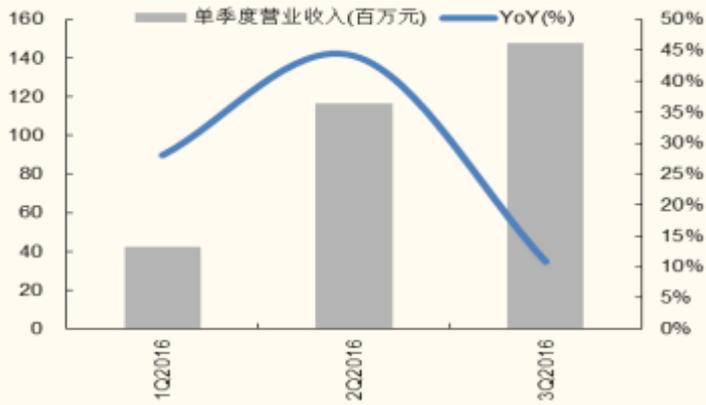
### 盈利调整

- 我们维持公司 2016-18 年净利润增速 95.86%、47.15%、51.74%，16-18 年 EPS0.22、0.32、0.49 元的预测，对应 PE 分别为 58.2X、39.6X、26.1X。

### 投资建议

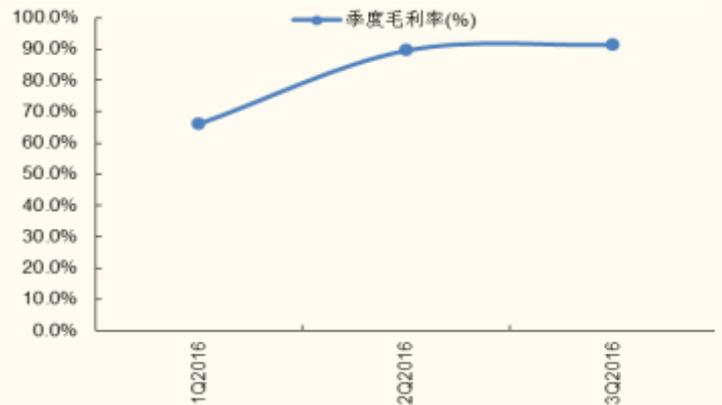
- 公司兼具传统品牌运营能力、电商渠道优势和互联网思维，不仅积累了丰富的上下游产业链资源/电商品牌运营经验，还具备极强的产业链整合能力。凭借商业模式的可复制性，我们认为公司品牌&品类扩张仍有提升空间，双 11 销售额值得期待。IP 经济正处风口，公司牵手 PONY/投资喜恩恩探索 IP 变现，并购时间互联助力品牌推广、流量挖掘与大数据应用。我们看好公司未来发展，公司实际控制人及员工持股计划大比例参与定增计划，彰显管理层信心，维持“增持”评级。

图表 1：公司季度营业收入情况



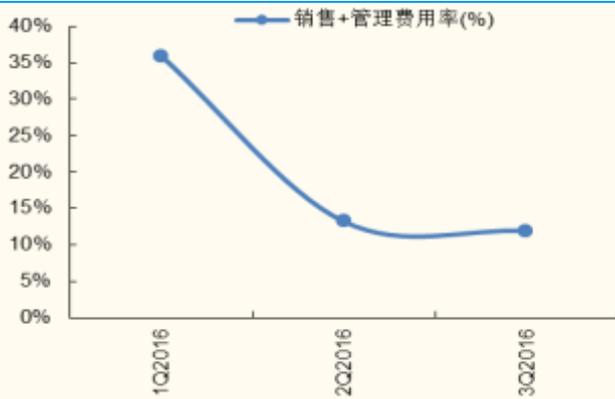
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：公司季度毛利率水平



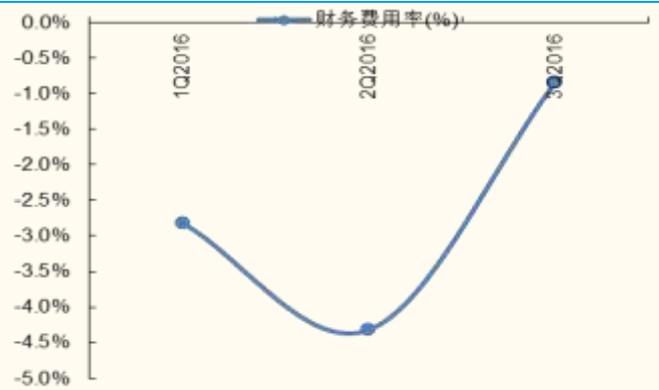
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：公司季度销售+管理费用率



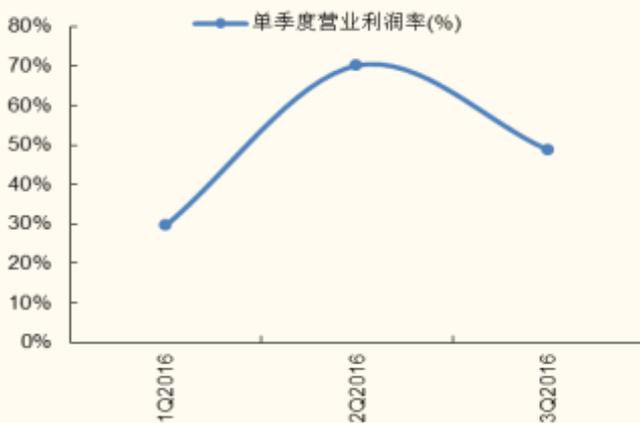
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4：公司季度财务费用率



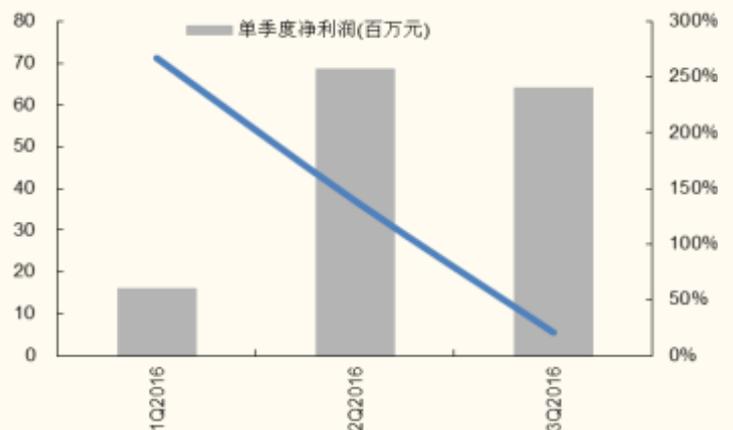
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：公司季度营业利润率



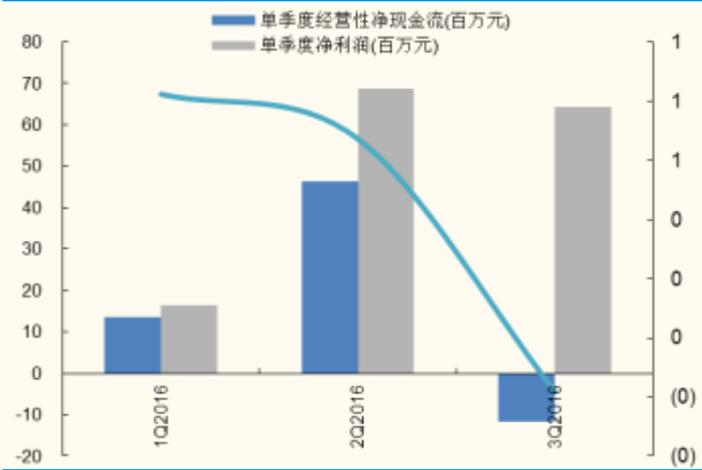
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：公司季度净利润



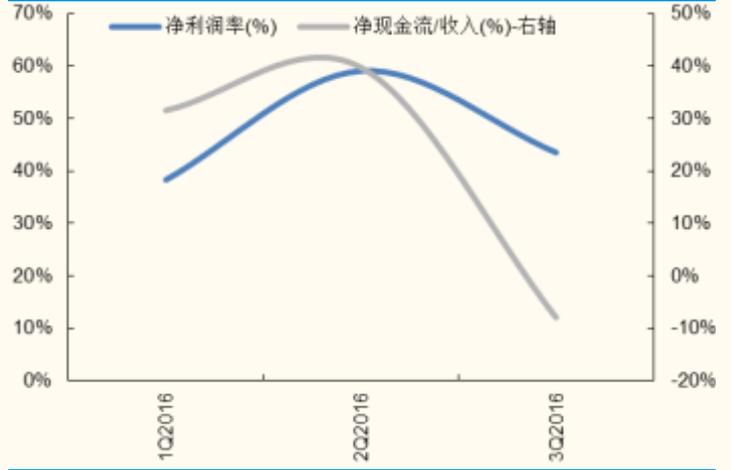
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 7: 公司季度经营性现金流情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 8: 公司净现金流/收入变化



来源: 公司公告, 国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**

**损益表 (人民币百万元)**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>主营业务收入</b>	<b>4,135</b>	<b>1,573</b>	<b>389</b>	<b>564</b>	<b>816</b>	<b>1,198</b>
增长率		-61.9%	-75.3%	44.8%	44.7%	46.9%
主营业务成本	-4,103	-1,502	-107	-90	-124	-174
<b>%销售收入</b>	<b>99.2%</b>	<b>95.5%</b>	<b>27.5%</b>	<b>15.9%</b>	<b>15.2%</b>	<b>14.5%</b>
毛利	32	71	282	474	691	1,024
%销售收入	0.8%	4.5%	72.5%	84.1%	84.8%	85.5%
营业税金及附加	-1	-1	-2	-3	-4	-6
%销售收入	0.0%	0.1%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-109	-42	-32	-45	-60	-78
%销售收入	2.6%	2.7%	8.1%	8.0%	7.4%	6.5%
管理费用	-146	-141	-35	-43	-60	-79
%销售收入	3.5%	9.0%	8.9%	7.7%	7.3%	6.6%
息税前利润 (EBIT)	-224	-113	214	382	567	861
%销售收入	n.a	n.a	54.9%	67.9%	69.6%	71.9%
财务费用	-78	-90	1	16	22	33
%销售收入	1.9%	5.7%	-0.2%	-2.8%	-2.7%	-2.8%
资产减值损失	-239	-35	-18	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	73	1	0	0	0
<b>%税前利润</b>	<b>n.a</b>	<b>526.2%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>
营业利润	-541	-165	198	398	589	894
营业利润率	n.a	n.a	50.9%	70.6%	72.2%	74.6%
营业外收支	5	179	7	5	5	5
税前利润	-536	14	205	403	594	899
利润率	n.a	0.9%	52.7%	71.5%	72.9%	75.1%
所得税	0	-2	-33	-64	-95	-144
所得税率	n.a	14.4%	16.1%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	-536	12	172	339	499	755
少数股东损益	-16	2	0	2	4	4
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>-521</b>	<b>10</b>	<b>172</b>	<b>337</b>	<b>495</b>	<b>751</b>
净利率	n.a	0.7%	44.1%	59.7%	60.7%	62.7%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	-536	12	172	339	499	755
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	438	177	20	0	0	0
非经营收益	72	-131	-2	-5	-5	-5
营运资金变动	635	-137	-153	-196	-30	-122
<b>经营活动现金净流</b>	<b>609</b>	<b>-79</b>	<b>37</b>	<b>138</b>	<b>465</b>	<b>629</b>
资本开支	-53	-44	-2	7	2	2
投资	-3	273	-80	0	0	0
其他	5	6	575	0	0	0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-50</b>	<b>235</b>	<b>493</b>	<b>7</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
股权募资	0	0	1	0	0	0
债权募资	-252	-93	0	-2	0	1
其他	-153	-128	0	0	0	0
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-405</b>	<b>-222</b>	<b>1</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>1</b>
<b>现金净流量</b>	<b>153</b>	<b>-66</b>	<b>531</b>	<b>144</b>	<b>467</b>	<b>632</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	422	370	682	826	1,292	1,924
应收款项	161	231	529	648	693	837
存货	323	97	68	54	68	86
其他流动资产	153	51	13	54	56	59
流动资产	1,059	749	1,293	1,583	2,109	2,906
%总资产	37.2%	81.2%	94.2%	95.3%	96.3%	97.2%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	1,648	79	6	5	5	5
%总资产	57.9%	8.6%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%
无形资产	138	7	1	4	7	10
非流动资产	1,786	174	80	78	80	83
%总资产	62.8%	18.8%	5.8%	4.7%	3.7%	2.8%
<b>资产总计</b>	<b>2,845</b>	<b>923</b>	<b>1,373</b>	<b>1,660</b>	<b>2,190</b>	<b>2,989</b>
短期借款	1,023	199	0	0	0	0
应付款项	893	239	78	72	96	129
其他流动负债	-64	18	58	15	21	30
流动负债	1,852	455	136	87	117	159
长期贷款	487	0	0	0	0	1
其他长期负债	38	1	2	0	0	0
<b>负债</b>	<b>2,377</b>	<b>456</b>	<b>137</b>	<b>87</b>	<b>117</b>	<b>160</b>
普通股股东权益	441	443	1,233	1,570	2,065	2,816
少数股东权益	27	23	2	4	8	12
<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,845</b>	<b>923</b>	<b>1,373</b>	<b>1,660</b>	<b>2,190</b>	<b>2,989</b>

**比率分析**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>每股指标</b>						
每股收益	-1.166	0.023	0.385	0.219	0.322	0.488
每股净资产	0.988	0.992	2.955	3.761	4.948	6.749
每股经营现金净流	1.363	-0.178	0.089	0.331	1.113	1.506
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	#####	2.35%	13.93%	21.44%	23.98%	26.68%
总资产收益率	-18.30%	1.13%	12.52%	20.27%	22.61%	25.14%
投入资本收益率	-11.34%	-14.54%	14.52%	20.41%	22.99%	25.56%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	21.23%	-61.95%	-75.26%	44.78%	44.74%	46.89%
EBIT 增长率	70.54%	-49.58%	#####	78.93%	48.37%	51.77%
净利润增长率	191.21%	N/A	#####	95.86%	47.15%	51.74%
总资产增长率	-29.94%	-67.56%	48.77%	20.96%	31.88%	36.48%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	5.6	32.0	268.6	280.0	220.0	180.0
存货周转天数	37.3	50.9	280.6	220.0	200.0	180.0
应付账款周转天数	20.6	28.5	152.1	102.0	90.0	80.0
固定资产周转天数	145.1	18.4	5.2	3.4	2.3	1.5
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	232.40%	-36.80%	-55.23%	-52.47%	-62.34%	-67.98%
EBIT 利息保障倍数	-2.9	-1.3	-224.1	-24.5	-25.9	-25.9
资产负债率	83.55%	49.46%	10.01%	5.22%	5.33%	5.36%

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	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

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	2016-09-08	增持	10.59	12.88~14.49

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



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

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。

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。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构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。国金证券建议客户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。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户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。

**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 7BD