

强烈推荐-A (维持)

南极电商 002127.SZ

目标估值: NA
 当前股价: 11.38 元
 2017 年 04 月 29 日

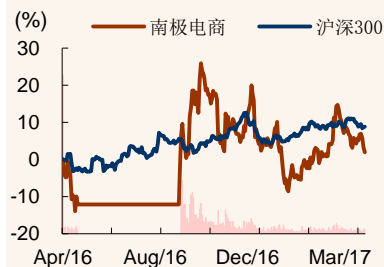
品牌矩阵建设持续推进 业绩高增长趋势延续

基础数据

上证综指	3155
总股本(万股)	153826
已上市流通股(万股)	96815
总市值(亿元)	172
流通市值(亿元)	108
每股净资产(MRQ)	0.9
ROE(TTM)	22.8
资产负债率	8.7%
主要股东	张玉祥
主要股东持股比例	26.78%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-10	-11	20
相对表现	-9	-14	11



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《南极电商(002127)——品牌品类扩张延展授权服务 转型步伐稳健 业绩持续高增长》2016-08-24
- 2、《南极电商(002127)——高毛利率朝阳业务支撑业绩快速增长,迎网红经济风口》2016-04-18
- 3、《南极电商(002127)——员工持股计划增强信心 打造品牌管理电商服务全产业链》2016-03-23

孙好

010-57601717
 sunyu2@cmschina.com.cn
 S1090511110003

王孜

wangzi@cmschina.com.cn
 S1090516090006

公司拓品类造品牌持续推进,17Q1的GMV继续保持快速增长。公司商业模式独特,依托服务和品牌授权业务,调整优化业务结构,以千万小微供应商和电商卖家为服务对象,通过互联网大数据和云计算对传统O2O产业链进行整合和全面优化,提升服务对象价值,以整体服务为核心的综合服务和柔性供应链平台已逐步开展,未来公司凭借在淘宝等平台具备的流量优势及电商运营经验,随着公司转型服务商的进程和成果的持续发酵,在可预期的几年内业绩快速增长有望延续。目前公司市值175亿,不考虑时间互联并表,对应2017年PE为35X,公司商业模式可拓展性强,“LOGO+IP+网红个人品牌”在内的品牌矩阵已搭建,品类拓展有序推进,市场空间巨大,维持“强烈推荐-A”评级。

- **17Q1 营收及净利润均实现高速增长,分别增长65%/58%。**公司发布一季报,公司17Q1实现营收/营业利润/归属上市公司净利润分别为0.70/0.29/0.26亿元,同比增长64.57%/132.08%/58.28%,基本每股收益为0.02元。公司各品牌销售稳步发展,同时去年下半年并表卡帝乐叠加公司自身品牌的成长,公司17Q1的净利润为0.26亿元,同比增长58.28%。
- **品牌矩阵建设有序推进,GMV总额稳步增长。**1)分平台。17Q1公司所有品牌在主要电商平台的可统计GMV达18.98亿元,其中,在阿里平台的GMV达12.90亿元,同比增长56.57%;在京东达5.22亿元,同比增长95.72%;在唯品会达0.42亿元,同比增长424.31%;在新增拼多多达0.43亿元。2)分品牌。南极人品牌在上述平台的可统计销售金额达16.56亿元,同比增长50.70%,其中,在阿里平台实现GMV12.09亿元,同比增长46.67%,在京东平台实现GMV4.30亿元,同比增长61.06%,在唯品会平台实现GMV0.17亿元;卡帝乐鳄鱼在上述平台的可统计销售金额达1.75亿元。
- **业务结构改善拉动毛利率增长,期间费用率下滑,净利率略有下滑。**公司17Q1的毛利率为72.98,同比提升6.95PCT,主要是由于毛利率水平相对较低的成衣销售业务的比重显著下降所致。期间费用率同比下滑0.69PCT至32.43%,其中,销售费用率/财务费用率分别下降1.79/1.03PCT至11.15%/-3.86%,而管理费用率上升2.14PCT至25.14%。公司17Q1的净利率为37.19%,同比下降1.11PCT,主要是由于本期营业外收入减少所致。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	389	521	816	1226	1732
同比增长	-75%	34%	57%	50%	41%
营业利润(百万元)	198	343	578	886	1266
同比增长	-220%	73%	68%	53%	43%
净利润(百万元)	172	301	498	757	1079
同比增长	1549%	75%	65%	52%	42%
每股收益(元)	0.41	0.72	0.32	0.49	0.70
PE	27.6	15.8	35.2	23.1	16.2
PB	3.9	3.1	3.8	3.3	2.8

资料来源: 公司数据、招商证券(暂不考虑时间互联并表影响)

- 库存及应收账款均有所下降，经营性现金流同比下滑。公司 17Q1 的期末存货为 0.49 亿元，同比下降 24.61%，较年初下降 14.03%；公司 17Q1 的期末应收账款为 2.78 亿元，同比减少 12.58%，较年初下降 3.47%，主要是由于公司持续优化业务结构，导致期末存货及应收账款金额减少。公司 17Q1 的期末经营性现金流净额为 652 万元，同比减少 51.41%，主要是因为期内支付了去年计提的企业所得税，相比去年同期，支付的各项税费增加了 8.8 倍。

图1：公司品牌矩阵



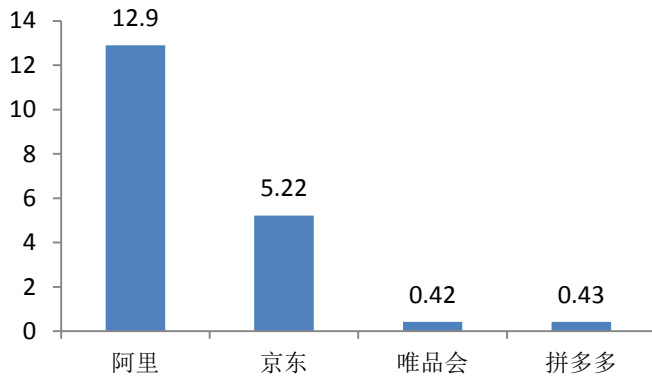
资料来源：公司公告、招商证券

- **盈利预测与投资评级：**公司商业模式独特，依托服务和品牌授权业务，以千万小微供应商和电商卖家为服务对象，通过互联网大数据和云计算对传统 O2O 产业链进行整合和全面优化，提升服务对象价值，以整体服务为核心的综合服务和柔性供应链平台已逐步开展，未来凭借公司在淘宝等平台具备的流量优势及电商运营经验，随着公司转型服务商的进程和成果将持续发酵，在可预期的几年内业绩快速增长有望延续。

暂不考虑时间互联并表影响，结合一季报情况，我们微调 17-19 年 EPS 为 0.32、0.49、0.70 元，目前公司市值 175 亿，对应 2016 年 PE35X，公司商业模式可拓展性强，“LOGO+IP+网红个人品牌”在内的品牌矩阵已搭建，品类拓展有序推进，并持续推进以品牌矩阵建设为核心的各项业务。市场空间巨大，维持“强烈推荐-A”评级。

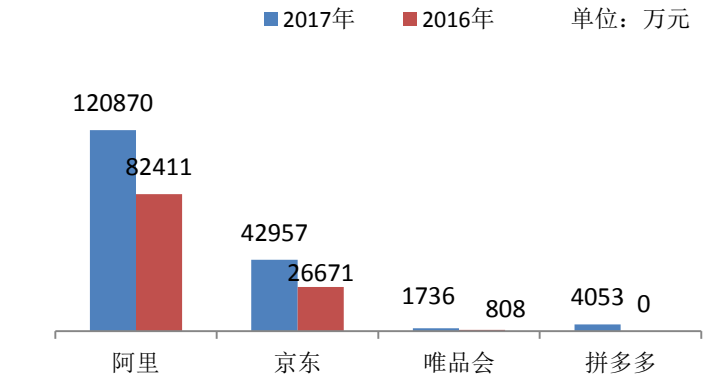
- **风险提示：**新品牌及新品类拓展不及预期。

图 2: 2017Q1 旗下所有品牌各平台 GMV 数据 (亿)



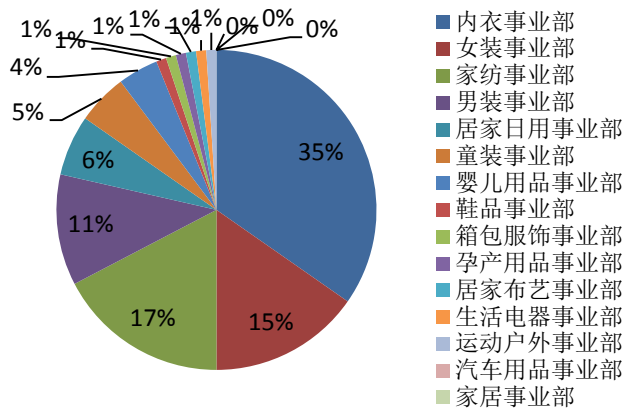
资料来源: 公司公告、招商证券

图 3: 2017Q1 南极人品牌各平台 GMV 对比 (万)



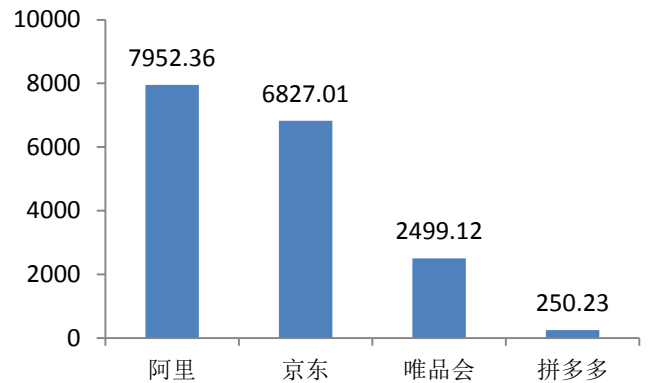
资料来源: 公司公告、招商证券

图 4: 2017Q1 南极人品牌各事业部 GMV 占比



资料来源: 公司公告、招商证券

图 5: 2017Q1 卡帝乐鳄鱼各平台 GMV (万)



资料来源: 公司公告、招商证券

表1: 公司16Q4业绩同比和环比情况

(百万元)	16Q1	16Q4	17Q1	同比	环比
营业收入	43	218	70	65%	-68%
营业毛利	28	185	51	82%	-72%
销售费用	6	6	8	42%	28%
管理费用	10	9	18	80%	89%
财务费用	(1)	(3)	(3)	-125%	3%
营业利润	13	185	29	132%	-84%
归属母公司净利润	16	157	26	58%	-84%
EPS (元)	0.02	0.10	0.02		

数据来源: 公司公告、招商证券

表2: 公司季度利润指标

(百万元)	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1
营业收入	87	106	69	126	43	116	144	218	70
营业毛利	9	13	6	253	28	104	137	185	51
销售费用	1	1	1	29	6	5	5	6	8
管理费用	7	13	10	5	10	10	16	9	18
财务费用	0	(0)	(2)	1	(1)	(5)	(1)	(3)	(3)
营业利润	2	0	(0)	195	13	82	64	185	29
归属母公司净利润	4	2	(0)	166	16	69	59	157	26
EPS (元)	0.01	0.00	(0.00)	0.40	0.02	0.04	0.04	0.10	0.02
主要比率									
毛利率	11%	12%	9%	200%	66%	90%	95%	85%	73%
销售费用率	1%	1%	1%	23%	13%	4%	4%	3%	11%
管理费用率	7%	12%	14%	4%	23%	9%	11%	4%	25%
财务费用率	1%	0%	-3%	0%	-3%	-4%	-1%	-1%	-4%
营业利润率	3%	0%	0%	155%	30%	70%	44%	85%	42%
有效税率	3%	-14%	-76%	17%	21%	16%	14%	14%	14%
净利率	5%	2%	-1%	131%	38%	59%	41%	72%	37%
YoY									
收入	-83%	-82%	-81%	111%	28%	44%	8%	54%	65%
归属母公司净利润	104%	103%	-100%	250%	267%	139%	11%	84%	58%

数据来源: 公司公告、招商证券

参考报告:

- 1、《纺织服饰行业 08 年中期投资策略（服饰品牌研究第二卷）：时尚产业图谱，品牌模式决高下》2008/6/22
- 2、《纺织服饰行业 2010 年中期投资策略（服饰品牌研究第五卷）-价值链管理 优选渠道战略领先者》2010/6/8
- 3、《纺织服饰行业 2011 年中期投资策略（服饰品牌研究第七卷）-变革的时代 增长模式的革命》2011/7/11
- 4、《纺织服饰行业 2013 年年度投资策略（服饰品牌研究第十卷）-行业增长的白银时代 价格体系的长期重构》2012/12/28
- 5、《纺织服饰行业 2013 年中期投资策略（服饰品牌研究十一卷）-未来在哪？全渠道模式和大数据运营的思考》2013/6/18
- 6、《纺织服饰行业 2014 年中期投资策略（服饰品牌研究十三卷）-谁是 O2O 突围者？掌控好利益分配者将领跑量变》2014/7/3
- 7、《服饰电商平台发展的思考-强化聚商和聚客能力（服饰品牌研究第十四卷）》2014/10/13
- 8、《纺织服饰行业 2015 年度投资策略（服饰品牌研究第十五卷）-紧握零售时代的转型 寻求新突破的外延发展》2014/12/12
- 9、《服饰纺织行业 2015 年中期投资策略报告-多品牌到生态圈平台化发展之路》2015/6/19: 本文梳理了品牌商近年来面临的困境及价值链优化的瓶颈，在业内首次提出“多品牌到生态圈平台化发展”为品牌商探索新外延突破的必经之路，并系统性的梳理了 LVMH 的发展路径及产业生态圈的评价体系。伴随行业投资/转型风起云涌，相关标的估值显著提升，预计未来主题行情将有所分化，得生态圈者有望在长期内脱颖而出。下半年投资策略关注“基本面领先+精选主题”两条主线。
- 10、《服饰纺织行业 2016 年度投资策略报告-变革大势下 自身价值突破及创新谋变促发展》2015/12/3: 面对当前的经济环境，炫耀式消费向大众化消费的转变，使性价比问题成为制约国内品牌销售的主要因素，就此我们结合海外品牌发展经验，总结出未来国内企业发展的潜在两大趋势，即高端更多需要通过构建或并购个性化符号较强的品牌实现突破，而大众化则通过不断整合供应链强化性价比优势做大规模。其中，针对大有可为的大众品市场，此卷重点分析了英国著名大众品牌 Primark 的成功要素，以此作为国内企业强化性价比优势、扭转销售颓势的启示。
- 11、《纺织服装行业 2016 年专题研究报告---从“草根”到“明星” 网红经济崛起》2016/3/22
- 12、《南极电商-员工持股计划增强信心 打造品牌管理电商服务全产业链》2016/03/22
- 13、《南极电商-高毛利率朝阳业务支撑业绩快速增长，迎网红经济风口》2016/04/18

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1293	1337	4510	5214	6248
现金	682	474	3208	3256	3481
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	14	22	33	47
应收款项	280	288	422	634	895
其它应收款	169	63	98	148	208
存货	68	57	69	105	150
其他	93	442	691	1038	1467
非流动资产	80	710	659	613	571
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	6	5	4	4	4
无形资产	1	510	459	413	372
其他	73	195	195	195	195
资产总计	1373	2047	5169	5826	6819
流动负债	136	483	509	559	620
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	36	38	52	79	113
预收账款	10	27	38	57	81
其他	90	418	420	422	426
长期负债	2	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	2	0	0	0	0
负债合计	137	483	509	559	620
股本	417	417	1538	1538	1538
资本公积金	528	528	2043	2043	2043
留存收益	288	589	1045	1648	2573
少数股东权益	2	30	33	38	45
归属于母公司所有者权益	1233	1534	4626	5230	6155
负债及权益合计	1373	2047	5169	5826	6819

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	37	457	125	175	351
净利润	172	301	498	757	1079
折旧摊销	2	3	53	48	43
财务费用	(1)	(10)	(15)	(26)	(27)
投资收益	(1)	(2)	(2)	(2)	(2)
营运资金变动	(135)	169	(423)	(626)	(772)
其它	0	(3)	13	24	31
投资活动现金流	493	(666)	1	1	1
资本支出	(2)	(2)	(1)	(1)	(1)
其他投资	495	(664)	2	2	2
筹资活动现金流	1	1	2609	(128)	(127)
借款变动	(152)	34	0	0	0
普通股增加	(29)	0	1121	0	0
资本公积增加	225	0	1515	0	0
股利分配	(45)	(42)	(42)	(154)	(154)
其他	1	8	15	26	27
现金净增加额	531	(208)	2734	48	225

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	389	521	816	1226	1732
营业成本	107	67	93	141	200
营业税金及附加	2	4	7	10	15
营业费用	32	22	33	50	71
管理费用	35	45	71	107	149
财务费用	(1)	(10)	(15)	(26)	(27)
资产减值损失	18	51	50	60	60
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1	2	2	2	2
营业利润	198	343	578	886	1266
营业外收入	7	11	11	11	11
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	205	354	589	896	1277
所得税	33	51	88	134	191
净利润	172	303	501	762	1085
少数股东损益	0	2	3	5	7
归属于母公司净利润	172	301	498	757	1079
EPS (元)	0.41	0.72	0.32	0.49	0.70

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-75%	34%	57%	50%	41%
营业利润	-220%	73%	68%	53%	43%
净利润	1549%	75%	65%	52%	42%
获利能力					
毛利率	72.5%	87.2%	88.6%	88.5%	88.4%
净利率	44.1%	57.8%	61.0%	61.8%	62.3%
ROE	13.9%	19.6%	10.8%	14.5%	17.5%
ROIC	13.4%	18.2%	10.3%	13.9%	17.0%
偿债能力					
资产负债率	10.0%	23.6%	9.9%	9.6%	9.1%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	9.5	2.8	8.9	9.3	10.1
速动比率	9.0	2.7	8.7	9.1	9.8
营运能力					
资产周转率	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3
存货周转率	1.3	1.1	1.5	1.6	1.6
应收帐款周转率	1.6	1.8	2.3	2.3	2.3
应付帐款周转率	2.4	1.8	2.1	2.1	2.1
每股资料 (元)					
每股收益	0.41	0.72	0.32	0.49	0.70
每股经营现金	0.09	1.10	0.08	0.11	0.23
每股净资产	2.96	3.68	3.01	3.40	4.00
每股股利	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
估值比率					
PE	27.6	15.8	35.2	23.1	16.2
PB	3.9	3.1	3.8	3.3	2.8
EV/EBITDA	64.3	38.1	20.7	14.1	10.0

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

孙好，英国伯明翰大学酒店管理学硕士，现为招商证券服饰纺织行业首席分析师，6 年服饰纺织行业研究经验，曾任职于天相投顾 1 年。

王致，北京大学经济学硕士，中央财经大学金融学本科，2015 年加入招商证券。

团队成绩：2011-2014 年连续 4 年上榜《新财富》服装纺织行业最佳分析团队前三，2015 年第五。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。