

# 南极电商(002127)

## 二股东计划减持，不改对公司基本面判断，仍看好其成长性

买入(维持)

2017年09月03日

证券分析师 马莉

执业证书编号: S0600517050002  
(010) 66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证书编号: S0600517070001  
(021) 60199793

chentx@dwzq.com.cn

研究助理 张娴静

(021) 60199740

zhangxj@dwzq.com.cn

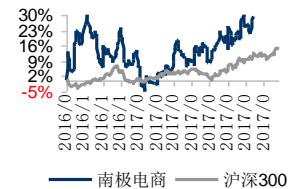
### 事件

- 南极电商发布公告，东方新民控股有限公司和蒋学明作为一致行动人，现合计持有南极电商股份 175,062,020 股（占公司总股本的 11.38%）。鉴于自身经营需要，计划在减持股份预披露公告发布之日起 15 个交易日之后的 6 个月内，以集中竞价方式、大宗交易方式或其他合法方式减持本公司股份不超过 60,000,000 股（占本公司总股本比例不超过 4%）。股份来源于协议转让所得，减持时间为从预披露公告发布之日起 15 个交易日之后的 6 个月内。

### 点评

- 南极电商 15 年 8 月借壳新民科技上市，目前第一大股东为董事长兼总经理张玉祥，本次减持计划的实施不会对公司治理结构及持续经营产生重大影响，也不会导致公司控制权发生变更。
- 南极电商发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金在 7 月 6 日获得证监会上市公司并购重组委无条件通过，目前公司尚未收到证监会的正式核准文件，此次公司的总股本及股东持股比例按照定增前的总股本数量计算。
- 此次减持计划对南极电商的实际经营状况并未产生影响，也并不改变对公司未来发展逻辑的判断。南极电商多类目多品牌多平台扩张值得期待，终端 GMV 数据验证高增长。分类目来看：内衣、家纺等成熟类目增长稳健，加速扩张；女装、童装、生活电器等事业部成长性良好，走优质平价路线，服务大众消费群体，南极人高性价比形象不断强化，形成了良性循环。分品牌：卡帝乐上半年 GMV 为 4.23 亿、成长良好；精典泰迪品牌主要授权童装、儿童用品等；网红 Pony 定位于新经济品牌，有望明年释放利润，品牌运营能力得到验证。分平台，拼多多爆发式成长，单月数千万 GMV，验证了南极人供应链及电商综合服务的高效性，把核心竞争力建立在对优质平价好产品的追求上，跨越类目、品牌、平台，高速成长。电商中低端品牌集中化趋势明显，南极人品牌 GMV 增速加快。南极人品牌全年 GMV 增速在 50% 以上比较有保证，乐观估计南极人品牌 GMV 增速在 60%。按照 50% 计算，对应南极人品牌约净利润 4 亿；若按照 60% 增长计算，对应南极人品牌净利润约 4.3 亿；卡帝乐品牌贡献利润约为 1 亿。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	14.30
一年最低/最高价	9.63/14.77
市净率(倍)	13.12
流通 A 股市值(百万元)	13,855

### 基础数据

每股净资产(元)	1.09
资本负债率(%)	21.33
总股本(百万股)	1,538
流通 A 股(百万股)	968

### 相关研究

1. 南极电商：多类目多品牌多平台运营卓有成效，竞争优势强化有望加速扩张 -20170826
2. 用互联网思维提升产业链效率，赋能供应链与经销商，连接消费者，构筑南极生态 -20170626
3. 多类目多品牌开拓顺利，提升产业链效率，长期成长性极好 -20170427

表：南极人品牌分平台 GMV 增长及预测

(单位: 亿元)	2012	2013	2014	2015	2016H1	2016	2017Q1	2017Q2	2017H1
<b>南极人总 GMV</b>	<b>6.47</b>	<b>12.91</b>	<b>19.88</b>	<b>36.71</b>	<b>20.96</b>	<b>67.94</b>	<b>16.56</b>	<b>20.48</b>	<b>37.04</b>
YOY		99.5%	54.0%	84.7%	91.6%	85.1%	51.0%	95.0%	75.4%
<b>阿里</b>	<b>6.11</b>	<b>12.25</b>	<b>17.62</b>	<b>31.36</b>	<b>16.00</b>	<b>52.00</b>	<b>12.09</b>	<b>14.71</b>	<b>26.80</b>
占比	94.5%	94.9%	88.6%	85.4%	76.3%	77.0%	73.0%	71.8%	72.4%
YOY		100%	43.8%	78.0%	82.0%	66.0%	46.7%	89.6%	67.9%
<b>京东</b>	<b>0.36</b>	<b>0.66</b>	<b>2.26</b>	<b>5.35</b>	<b>4.96</b>	<b>15.94</b>	<b>4.30</b>	<b>4.55</b>	<b>8.85</b>
占比	5.5%	5.1%	11.4%	14.6%	23.7%	23.0%	26.0%	22.2%	23.9%
YOY		83.3%	242.4%	136.7%	127.5%	198.0%	61.1%	66.0%	78.3%
<b>唯品会/拼多多等</b>						<b>0.15</b>	<b>0.17</b>	<b>1.15</b>	<b>1.32</b>

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

表：南极电商整体 GMV 及增速

(单位: 亿元)	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2016	2017Q1	2017Q2	2017H1
<b>南极电商总 GMV</b>	<b>10.90</b>	<b>10.50</b>	<b>11.20</b>	<b>35.60</b>	<b>72.06</b>	<b>18.31</b>	<b>22.96</b>	<b>42.01</b>
YOY						68.0%	119.0%	99.0%
<b>南极人品牌</b>	<b>10.90</b>	<b>10.50</b>	<b>11.20</b>	<b>35.60</b>	<b>67.94</b>	<b>16.56</b>	<b>20.48</b>	<b>37.04</b>
YOY					85.1%	51.0%	95.0%	75.4%
<b>卡帝乐</b>					<b>3.79</b>	<b>1.75</b>	<b>2.48</b>	<b>4.23</b>

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

### 盈利预测与投资评级

暂不考虑时间互联的收购，预计南极电商 17-19 年可实现净利润 5.1 亿、8.0 亿、11.1 亿，同比增长 71%、55%、40%，对应 PE 为 43 倍、28 倍、20 倍。（收购时间互联后公司备考市值约 234 亿，18、19 年备考净利润分别为 9.17 亿、12.5 亿，对应 PE 26 倍、19 倍）考虑到南极人商业模式的稀缺性与运转高效性，未来持续成长盈利性良好，当前估值仍有提升空间，较具吸引力，维持买入评级。

### 风险提示

本次减持计划因市场环境等原因存在是否按期实施完成的不确定性风险

本次减持或将对二级市场股价造成一定的负面影响

新品牌运营低于预期的风险

阿里等平台政策大幅调整，公司未能适应平台规则变化

附：南极电商财务预测表

财务报表预测

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	<b>1,336.7</b>	<b>1,870.6</b>	<b>2,814.6</b>	<b>4,125.2</b>	<b>营业收入</b>	<b>521.0</b>	<b>820.4</b>	<b>1,239.9</b>	<b>1,740.3</b>
现金	473.6	991.3	1,890.7	3,072.1	营业成本	66.5	115.4	170.6	245.6
应收款项	320.1	361.4	404.3	502.2	营业税金及附加	4.4	6.9	10.5	14.7
存货	56.7	71.5	76.8	98.6	销售费用	22.0	35.9	54.2	76.1
其他	418.2	418.2	418.2	418.2	管理费用	45.4	74.7	107.3	148.4
<b>非流动资产</b>	<b>710.1</b>	<b>1,872.7</b>	<b>1,871.5</b>	<b>1,871.3</b>	财务费用	(10.3)	(22.5)	(43.0)	(70.0)
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	1.8	1.8	1.8	1.8
固定资产	4.6	3.2	1.8	1.3	其他	47.7	7.4	1.9	13.5
无形资产	510.3	510.3	509.9	509.5	<b>营业利润</b>	<b>343.4</b>	<b>600.7</b>	<b>936.8</b>	<b>1,310.2</b>
其他	62.0	62.0	62.0	62.0	营业外净收支	10.8	7.4	8.5	8.9
<b>资产总计</b>	<b>2,046.8</b>	<b>3,743.3</b>	<b>4,686.1</b>	<b>5,996.5</b>	<b>利润总额</b>	<b>354.2</b>	<b>608.1</b>	<b>945.2</b>	<b>1,319.1</b>
<b>流动负债</b>	<b>482.5</b>	<b>325.9</b>	<b>465.3</b>	<b>654.4</b>	所得税费用	51.1	91.2	141.8	197.9
短期借款	0.0	8.0	8.0	8.0	少数股东损益	1.9	3.0	4.6	6.4
应付账款	37.6	77.9	92.7	152.8	<b>归属母公司净利润</b>	<b>301.1</b>	<b>513.9</b>	<b>798.9</b>	<b>1,114.8</b>
其他	3.8	3.8	3.8	3.8	<b>EBIT</b>	<b>387.0</b>	<b>594.4</b>	<b>907.9</b>	<b>1,270.2</b>
<b>非流动负债</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>EBITDA</b>	<b>389.6</b>	<b>597.2</b>	<b>910.6</b>	<b>1,272.1</b>
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
<b>负债总计</b>	<b>482.5</b>	<b>325.9</b>	<b>465.3</b>	<b>654.4</b>	每股收益(元)	0.20	0.33	0.52	0.72
少数股东权益	29.9	32.9	37.5	43.9	每股净资产(元)	1.02	2.20	2.72	3.44
归属母公司股东权益	1,534.4	3,384.5	4,183.3	5,298.2	发行在外股份(百万股)	1,538.26	1,538.26	1,538.26	1,538.26
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,046.8</b>	<b>3,743.3</b>	<b>4,686.1</b>	<b>5,996.5</b>	ROIC(%)	21.99%	15.43%	19.09%	21.11%
					ROE(%)	21.65%	20.75%	21.04%	23.45%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	毛利率(%)	87.23%	85.93%	86.24%	85.89%
经营活动现金流	457.36	328.46	861.02	1,127.65	EBIT Margin(%)	74.28%	72.45%	73.22%	72.99%
投资活动现金流	(666.43)	189.22	38.38	53.76	销售净利率(%)	58.17%	63.00%	64.80%	64.43%
筹资活动现金流	0.85	0.00	0.00	0.00	资产负债率(%)	23.57%	8.71%	9.93%	10.91%
现金净增加额	(208.60)	517.69	899.40	1,181.41	收入增长率(%)	33.85%	57.48%	51.14%	40.35%
折旧与摊销	2.57	2.79	2.77	1.90	净利润增长率(%)	75.27%	70.64%	55.46%	39.55%
资本开支	2.29	0.93	0.93	0.93	P/E	73.04	42.81	27.53	19.73
营运资本变动	117.45	(181.22)	94.78	59.96	P/B	14.06	6.44	5.21	4.12
企业自由现金流	122.31	(177.50)	98.48	62.80	EV/EBITDA	56.46	36.85	24.16	17.30

数据来源：Wind，东吴证券研究所（暂未考虑时间互联并购，由于涉及到方向收购，使用母公司报表）

## 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>

