

南极电商(002127)

GMV 延续高增长，货币化率相对稳定，看好其长期成长前景

买入(维持)

2018年04月25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

chentx@dwzq.com.cn

研究助理 张娴静

(021) 60199740

zhangxj@dwzq.com.cn

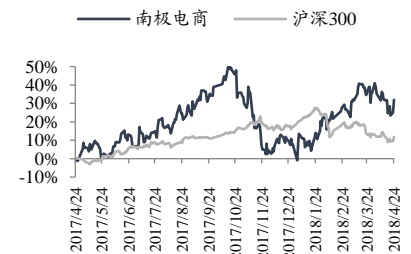
事件

- 南极电商发布公告，18Q1 营业收入 5.02 亿，同增约 620%；其中公司原业务约 1 亿收入，同增约 43%；时间互联约 4 亿收入。公司归母净利润为 8926 万/+246%。
- 公司预计 18H1 净利润约 2.75 亿-3.08 亿元，增长 96.65%-120.24%，剔除时间互联，预计 18H1 净利润为 2.22 亿-2.50 亿，同增 58.75%-78.77%。

点评

- **GMV 增长强劲，多类目、多平台、多品牌开拓卓有成效。**18Q1 公司 GMV 整体增长 77%至 33.7 亿，其中南极人品牌增长约为 70%，卡帝乐品牌同比增长约 124%。拼多多平台延续爆发式成长，公司在阿里、京东、拼多多实现 GMV 分别为 24.08 亿/+87%、6.1 亿/+17%、2.65 亿/+510%。

股价走势



图表 1: 南极电商按品牌 GMV 增长拆分 (单位: 亿元)

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1
南极电商总 GMV	18.3	23.0	22.9	59.2	33.7
YOY	68.0%	119.0%	77.4%	56.6%	77.0%
GMV 占比全年	15%	19%	18%	48%	
南极人品牌	16.6	20.5	20.0	52.0	28.8
YOY	51.0%	95.0%	69.0%	48.4%	70%
卡帝乐	1.75	2.48	2.49	5.98	4.0
YOY					124%

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

市场数据

收盘价(元)	14.91
一年最低/最高价	10.7/17.19
市净率(倍)	8.08
流通 A 股市值(百万元)	14433

基础数据

每股净资产(元)	1.85
资产负债率(%)	20.17
总股本(百万股)	1637
流通 A 股(百万)	968

相关研究

1. 南极电商: GMV 及业绩增长符合预期, 新类目、新平台发展迅猛, 货币化率有望企稳回升-20180423
2. 南极电商: GMV 及利润增长符合预期, 新类目、新平台市场份额不断提升有望提高货币化率-20180228

图表 2: 南极电商按渠道 GMV 情况 (单位: 亿元)

	2017Q3	2017Q4	2017	2018Q1
阿里	16.43	43.81	88.94	24.08
YOY	60.6%	64.5%	68.2%	86.6%
占比	71.9%	74.1%	71.7%	71.5%
京东	4.37	9.92	25.36	6.1
YOY	9.0%	11.6%	42.0%	16.9%
占比	19.1%	16.8%	20.4%	18.1%
拼多多	1.65	3.98	6.97	2.65
占比	7.2%	6.7%	5.6%	7.9%
唯品会	0.39	1.05	2.34	0.72
YOY	-54.7%	238.7%	77.3%	70.1%
占比	1.7%	1.8%	1.9%	2.1%

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

- **核心收入 (综合服务费收入及经销商授权收入) 与 GMV 增速基本匹配, 货币化率相对稳定。**18Q1 原有业务收入约 1 亿元, 同增超过 40%; 公司 18Q1 综合服务费收入及经销商授权收入 (我们预计占比南极电商原业务收入约 80%) 合计同比增幅约为 60%-70%, 与 GMV 增长基本同步。由于货品销售等业务的减少, 导致公司原业务总收入增幅低于 GMV 增速及核心收入增速。我们认为随着未来公司规模扩大, 在新类目/新平台取得优势地位后, 整体的货币化率有望得到持续提升。
- **从利润端看, 剔除时间互联并表, 公司原业务盈利 5950~6050 万元, 同比大幅增长 130%~134%。**公司规模效应不断强化, 南极电商原业务仍维持较高的净利润率, 18Q1 净利润率约为 60%。

图表 3: 南极电商货币化率情况

(单位: 亿元)	2016H1	2016H2	2017H1	2017H2	2016	2017
总收入	1.59	3.62	2.52	4.94	5.21	7.46
YOY			58.5%	36.5%	33.9%	43.3%
品牌综合服务业务	1.37	3.22	1.89	4.32	4.60	6.22
YOY			38.1%	34.1%	68.00%	35.28%
品牌综合服务业务/GMV	6.4%	6.4%	4.6%	5.3%	6.4%	5.0%

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

- **赋能合作伙伴, 发展保理业务, 致应收账款大幅增加。**公司在把握风控的前提下, 对授权范围内的客户开展保理业务, 18Q1 公司保理贷款业务净增 3.57 亿元, 导致 18Q1 应收账款较期初增加大幅增加 77.47%, 为 9.01 亿元。

盈利预测与投资评级

多类目、多品牌、多平台的发展有望保证公司 GMV 强劲增长, 我们预计随着公司新品类逐步取得类目份额领先优势后, 货币化率将企稳回升。我们预计公司 18-20 年可实现净利润 8.7 亿、11.9 亿、15.3 亿, 同比增长为 64%、36%、29%; 对应估值分别为 28 倍、21 倍、16 倍。公司业绩持续成长性良好, 估值仍有提升空间, 维持“买入”评级。

风险提示

货币化率不达预期的风险, 新品牌运营低于预期的风险, 第三方平台政策风险, 商誉减值损失风险及并购标

的时间互联业绩不达预期风险。

附：南极电商财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	2274.3	3608.1	4950.4	6628.5	营业收入	985.8	2063.6	2583.7	3233.3
现金	1461.2	2825.4	4101.4	5814.0	营业成本	295.2	855.1	1056.5	1258.9
应收款项	507.6	706.3	585.6	707.7	营业税金及附加	5.6	11.7	14.7	18.4
存货	12.6	16.4	21.3	27.7	销售费用	31.0	55.1	68.7	86.0
其他	71.1	71.1	71.1	71.1	管理费用	60.0	109.8	110.6	138.4
非流动资产	1546.2	945.6	943.4	939.5	财务费用	(8.7)	(17.9)	(29.3)	(44.8)
长期股权投资	13.8	0.0	0.0	0.0	投资净收益	10.3	1.8	1.8	1.8
固定资产	3.8	(9.9)	(12.5)	(15.2)	其他	(8.0)	43.2	(9.0)	7.5
无形资产	565.5	0.1	0.1	0.1	营业利润	600.4	1004.8	1369.7	1767.1
其他	56.6	56.6	56.6	56.6	营业外净收支	24.8	14.7	17.2	19.4
资产总计	3820.5	4553.7	5893.7	7568.1	利润总额	625.2	1019.6	1386.9	1786.5
流动负债	589.8	475.7	623.0	761.0	所得税费用	89.6	142.7	194.2	250.1
短期借款	65.5	8.0	8.0	9.0	少数股东损益	1.3	2.8	3.5	4.3
应付账款	23.8	63.9	106.2	128.6	归属母公司净利润	534.3	874.1	1189.3	1532.0
其他	39.6	39.6	39.6	39.6	EBIT	599.6	1043.6	1347.8	1750.0
非流动负债	180.7	180.0	180.0	180.0	EBITDA	602.6	1049.2	1346.2	1748.4
长期借款	179.4	180.0	180.0	180.0					
其他	0.0	0.0	0.0	0.0					
负债总计	770.5	655.7	803.0	941.0	重要财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	28.9	31.6	35.1	39.4	每股收益(元)	0.34	0.53	0.73	0.94
归属母公司股东权益	3021.2	3866.4	5055.7	6587.7	每股净资产(元)	1.85	2.36	3.09	4.03
负债和股东权益总计	3820.5	4553.7	5893.7	7568.1	发行在外股份(百万股)	1636.6	1636.6	1636.6	1636.6
					ROIC(%)	15.6%	22.0%	22.0%	22.1%
					ROE(%)	23.2%	25.2%	26.5%	26.2%
					毛利率(%)	70.1%	58.6%	59.1%	61.1%
					EBIT Margin(%)	60.8%	50.6%	52.2%	54.1%
					销售净利率(%)	54.3%	42.5%	46.2%	47.5%
					资产负债率(%)	20.2%	14.4%	13.6%	12.4%
					收入增长率(%)	89.2%	109.3%	25.2%	25.1%
					净利润增长率(%)	77.4%	63.6%	36.1%	28.8%
					P/E	45.7	27.9	20.5	15.9
					P/B	8.08	6.31	4.83	3.70
					EV/EBITDA	40.9	23.4	18.3	14.1

数据来源：Wind，东吴证券研究所（由于公司为借壳上市，涉及到反向收购，股本使用母公司报表）

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>

