

## 南极电商 (002127.SZ)

A 股电商生态第一股，直指百亿美金或可期

评级：**买入** 前次：**买入**  
 目标价(元)：**23.4—23.4**  
 联系人 分析师  
 彭毅 胡彦超  
 互联网零售团队 S0740512070001  
 021-20315010 021-20315176  
 pengyi@r.qlzq.com.cn huyc@r.qlzq.com.cn  
 2016 年 04 月 28 日

### 基本状况

总股本(百万股)	769
流通股本(百万股)	446
市价(元)	21.06
市值(百万元)	16,198
流通市值(百万元)	9,402

### 业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	273.52	389.23	612.40	881.36	1,258.7
营业收入增速	-93.38%	42.30%	57.34%	43.92%	42.82%
净利润率	112.77	158.37	75.93%	44.61%	36.77%
摊薄每股收益(元)	0.42	0.41	0.39	0.57	0.78
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	20.86	45.47	50.14	34.67	25.35
PEG	0.18	0.29	0.66	0.78	0.69
每股净资产(元)	1.93	2.96	2.00	2.56	3.34
每股现金流	0.26	0.09	0.70	0.49	0.67
净资产收益率	21.76%	13.93%	19.69%	22.16%	23.26%
市净率	4.54	6.33	9.87	7.68	5.90
总股本(百万股)	158.00	417.33	769.33	769.33	769.33

备注：市场预测取 聚源一致预期

### 股价与行业-市场走势对比



### 投资要点

■ 2016 年 1 季度，南极电商的业绩符合我们的预期：报告期内公司实现营业收入 4258 万元，同比增加 28.06%。归属于上市公司股东的净利润 1631 万元，扣除非经常性损益后的净利润约为 1088 万元，同比增长 156.35%。公司预计 2016 年上半年归属于上市公司股东的净利润约为 8300-9950 万元，同比增长 149.88%-199.55%。

#### ■ 业务结构优化，毛利率、净利率提升

南极电商 2016 年 Q1 的毛利率约为 66.0%，相比去年同期上升 14.9pct，主因公司逐步减少通过大型商超和直营店的货品销售，加大与电商平台的合作，品牌授权与标牌使用费等高毛利业务占比提升所致。

销售费用率约为 12.9%，同比减少 6.1pct；管理费用率约为 23%，同比增加 3.2pct，管理费用提升，主因公司业务规模增长迅速，相应的销售、管理人员工资费用增加所致。公司 2016 年 Q1 净利率约为 38.2%，相比去年同期提升了 25.8pct，主因公司品牌服务费、标牌使用费等高毛利业务占比提升，经营效率提升所致。

#### ■ 现金流稳健，控制风险的前提下加速扩张，南极电商应收账款仍处于高位运行。

公司商业模式运营通畅之后，因互联网电商激烈的竞争环境，在维持稳健现金流的背景下，快速扩充规模对于打造南极电商生态共同体至关重要，故南极电商给予下游充分授信，导致应收账款高位运行，另外，由于南极电商下游授权供应商所处行业的特点，供应链周期较长、资金周转率不高、市场竞争较为激烈，也是导致南极电商期末应收账款金额较大的一个重要原因。

■ **品类/品牌/渠道/工具全方位拓展,打造电商基础设施[配套]服务生态:**

**品牌品类方面**,公司将继续推进多梯度品牌发展战略,持续增加有效的产品类目、适时尝试新的产品风格,适当开发定制产品,满足消费者所需,进一步扩大“南极人”产品市场份额,提升品牌形象;**渠道方面**,多样化全渠道布局,例如:网红/微商等等,在收缩线下渠道的原则下适当保持,以感知实体市场的消费脉动,并将继续在电视购物等渠道保持适当投入,适时开发新的销售渠道,构建多样化销售渠道体系;**工具方面**:公司通过投资+研发的思路,进一步将各环节电商服务有机整合,成为领先的电商基础设施[配套]服务提供商。

■ **高成长优质品种:**根据我们的盈利预测,2016-2018年,公司的净利润估计分别为3.0亿、4.38亿元、6.0亿元(2016年、2017年承诺业绩分别为2.3亿、3.2亿),2015-2018年的复合增速约为52%,考虑公司外延式拓展,公司业绩复合增速或将更高,参照可比公司估值,我们给予公司2016X60PE,目标市值约为180亿,对应市值约为23.4元。

■ **风险提示:**1,公司经营过程当中的人才缺失;2,阿里等渠道遏制公司;3,应收账款过高的风险;

**损益表 (人民币万元)**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业总收入</b>	<b>413,481</b>	<b>27,352</b>	<b>38,923</b>	<b>61,240</b>	<b>88,136</b>	<b>125,877</b>
增长率	21.23%	-93.4%	42.3%	57.3%	43.9%	42.8%
<b>营业成本</b>	<b>-410,271</b>	<b>-11,363</b>	<b>-10,719</b>	<b>-14,974</b>	<b>-20,664</b>	<b>-30,438</b>
%销售收入	99.2%	41.5%	27.5%	24.5%	23.4%	24.2%
<b>毛利</b>	<b>3,210</b>	<b>15,989</b>	<b>28,204</b>	<b>46,266</b>	<b>67,472</b>	<b>95,439</b>
%销售收入	0.8%	58.5%	72.5%	75.5%	76.6%	75.8%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-129</b>	<b>-107</b>	<b>-218</b>	<b>-306</b>	<b>-441</b>	<b>-629</b>
%销售收入	0.0%	0.4%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
<b>营业费用</b>	<b>-10,918</b>	<b>-4,539</b>	<b>-3,159</b>	<b>-4,973</b>	<b>-7,492</b>	<b>-11,329</b>
%销售收入	2.6%	16.6%	8.1%	8.1%	8.5%	9.0%
<b>管理费用</b>	<b>-14,581</b>	<b>-2,273</b>	<b>-3,455</b>	<b>-6,124</b>	<b>-8,814</b>	<b>-13,846</b>
%销售收入	3.5%	8.3%	8.9%	10.0%	10.0%	11.0%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>-22,418</b>	<b>9,070</b>	<b>21,372</b>	<b>34,863</b>	<b>50,727</b>	<b>69,634</b>
%销售收入	-5.4%	33.2%	54.9%	56.9%	57.6%	55.3%
<b>财务费用</b>	<b>-7,814</b>	<b>60</b>	<b>95</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
%销售收入	1.9%	-0.2%	-0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>资产减值损失</b>	<b>-23,862</b>	<b>-991</b>	<b>-1,783</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>-21</b>	<b>230</b>	<b>110</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
%税前利润	—	2.6%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>营业利润</b>	<b>-54,114</b>	<b>8,369</b>	<b>19,795</b>	<b>34,863</b>	<b>50,727</b>	<b>69,634</b>
营业利润率	-13.1%	30.6%	50.9%	56.9%	57.6%	55.3%
<b>营业外收支</b>	<b>478</b>	<b>415</b>	<b>725</b>	<b>700</b>	<b>700</b>	<b>700</b>
<b>税前利润</b>	<b>-53,636</b>	<b>8,784</b>	<b>20,520</b>	<b>35,563</b>	<b>51,427</b>	<b>70,334</b>
利润率	-13.0%	32.1%	52.7%	58.1%	58.3%	55.9%
<b>所得税</b>	<b>-10</b>	<b>-2,136</b>	<b>-3,294</b>	<b>-5,334</b>	<b>-7,714</b>	<b>-10,550</b>
所得税率	—	24.3%	16.1%	15.0%	15.0%	15.0%
<b>净利润</b>	<b>-53,646</b>	<b>6,649</b>	<b>17,227</b>	<b>30,229</b>	<b>43,713</b>	<b>59,784</b>
少数股东损益	-1,575	-2	45	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>-52,071</b>	<b>6,650</b>	<b>17,182</b>	<b>30,229</b>	<b>43,713</b>	<b>59,784</b>
净利率	-12.6%	24.3%	44.1%	49.4%	49.6%	47.5%

**现金流量表 (人民币万元)**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>净利润</b>	<b>-53,646</b>	<b>6,649</b>	<b>17,227</b>	<b>30,229</b>	<b>43,713</b>	<b>59,784</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
<b>非现金支出</b>	<b>43,820</b>	<b>1,179</b>	<b>2,003</b>	<b>231</b>	<b>230</b>	<b>232</b>
非经营收益	7,170	-550	-224	-700	-700	-700
营运资金变动	63,515	-3,113	-15,298	24,268	-5,512	-8,126
<b>经营活动现金净流</b>	<b>60,859</b>	<b>4,164</b>	<b>3,708</b>	<b>54,027</b>	<b>37,731</b>	<b>51,191</b>
<b>资本开支</b>	<b>5,269</b>	<b>298</b>	<b>231</b>	<b>-667</b>	<b>-667</b>	<b>-667</b>
投资	-271	0	-8,034	0	0	0
其他	512	293	57,530	0	0	0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-5,028</b>	<b>-5</b>	<b>49,264</b>	<b>667</b>	<b>667</b>	<b>667</b>
股权募资	0	69	106	0	0	0
债权募资	-25,237	0	0	0	0	0
其他	-15,303	0	-6	0	0	0
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-40,540</b>	<b>69</b>	<b>100</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>现金净流量</b>	<b>15,292</b>	<b>4,228</b>	<b>53,072</b>	<b>54,695</b>	<b>38,398</b>	<b>51,858</b>

**资产负债表 (人民币万元)**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>货币资金</b>	<b>42,222</b>	<b>15,151</b>	<b>68,223</b>	<b>122,918</b>	<b>161,316</b>	<b>213,174</b>
<b>应收款项</b>	<b>16,072</b>	<b>17,534</b>	<b>52,895</b>	<b>33,556</b>	<b>43,464</b>	<b>58,628</b>
<b>存货</b>	<b>32,265</b>	<b>5,636</b>	<b>6,826</b>	<b>6,564</b>	<b>9,058</b>	<b>13,343</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>15,316</b>	<b>302</b>	<b>1,307</b>	<b>1,503</b>	<b>1,759</b>	<b>2,198</b>
<b>流动资产</b>	<b>105,876</b>	<b>38,623</b>	<b>129,251</b>	<b>164,541</b>	<b>215,597</b>	<b>287,342</b>
%总资产	37.2%	96.4%	94.2%	95.5%	96.6%	97.5%
<b>长期投资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>固定资产</b>	<b>164,816</b>	<b>522</b>	<b>554</b>	<b>397</b>	<b>229</b>	<b>50</b>
%总资产	57.9%	1.3%	0.4%	0.2%	0.1%	0.0%
<b>无形资产</b>	<b>13,785</b>	<b>160</b>	<b>137</b>	<b>96</b>	<b>68</b>	<b>47</b>
<b>非流动资产</b>	<b>178,601</b>	<b>1,460</b>	<b>8,028</b>	<b>7,830</b>	<b>7,633</b>	<b>7,433</b>
%总资产	62.8%	3.6%	5.8%	4.5%	3.4%	2.5%
<b>资产总计</b>	<b>284,477</b>	<b>40,083</b>	<b>137,279</b>	<b>172,370</b>	<b>223,229</b>	<b>294,776</b>
<b>短期借款</b>	<b>102,256</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>应付款项</b>	<b>89,337</b>	<b>5,152</b>	<b>7,780</b>	<b>10,518</b>	<b>14,849</b>	<b>21,900</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>-6,674</b>	<b>4,297</b>	<b>5,783</b>	<b>7,908</b>	<b>10,724</b>	<b>15,434</b>
<b>流动负债</b>	<b>184,919</b>	<b>9,449</b>	<b>13,563</b>	<b>18,426</b>	<b>25,573</b>	<b>37,335</b>
<b>长期贷款</b>	<b>48,702</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>100</b>	<b>0</b>	<b>180</b>	<b>180</b>	<b>180</b>	<b>180</b>
<b>负债</b>	<b>233,721</b>	<b>9,449</b>	<b>13,743</b>	<b>18,606</b>	<b>25,753</b>	<b>37,515</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>43,255</b>	<b>30,566</b>	<b>123,324</b>	<b>153,552</b>	<b>197,265</b>	<b>257,049</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>2,676</b>	<b>67</b>	<b>212</b>	<b>212</b>	<b>212</b>	<b>212</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>279,652</b>	<b>40,083</b>	<b>137,279</b>	<b>172,370</b>	<b>223,229</b>	<b>294,776</b>

**比率分析**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>每股指标</b>						
每股收益(元)	-1.166	0.421	0.412	0.393	0.568	0.777
每股净资产(元)	0.969	1.935	2.955	1.996	2.564	3.341
每股经营现金净流(元)	1.363	0.264	0.089	0.702	0.490	0.665
每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	-120.38%	21.76%	13.93%	19.69%	22.16%	23.26%
总资产收益率	-18.62%	16.59%	12.52%	17.54%	19.58%	20.28%
投入资本收益率	-14.50%	44.34%	32.44%	96.07%	119.24%	134.25%
<b>增长率</b>						
营业总收入增长率	21.23%	-93.38%	42.30%	57.34%	43.92%	42.82%
EBIT增长率	-70.54%	140.46%	135.62%	63.13%	45.50%	37.27%
净利润增长率	-191.21%	112.77%	158.37%	75.93%	44.61%	36.77%
总资产增长率	-31.13%	-85.67%	242.49%	25.56%	29.51%	32.05%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	5.6	133.3	232.9	150.0	150.0	150.0
存货周转天数	37.3	608.7	212.2	160.0	160.0	160.0
应付账款周转天数	20.6	324.7	96.9	100.0	101.0	100.0
固定资产周转天数	151.3	1,100.2	5.0	2.8	1.3	0.4
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	236.74%	-49.46%	-55.23%	-79.94%	-81.69%	-82.86%
EBIT利息保障倍数	-2.9	-152.2	-224.1	—	—	—
资产负债率	83.58%	23.57%	10.01%	10.79%	11.54%	12.73%

**投资评级说明**

**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%

**持有：**预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

**减持：**预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

**重要声明:**

本报告仅供中泰证券股份有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。