

南极电商 (002127.SZ)

“双十一”GMV 高增长，验证矩阵生态圈持

续发力

 评级：**买入** 前次：**买入**

 目标价(元)：**18.0-18.0**

分析师

彭毅

S0740515100001

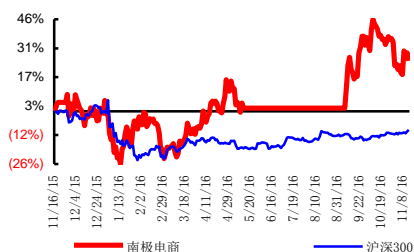
pengyi@r.qlzq.com.cn

2016年11月14日

基本状况

总股本(百万股)	1,538
流通股本(百万股)	893
市价(元)	11.85
市值(百万元)	18,228
流通市值(百万元)	10,581

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	273.52	389.23	521.09	1,812.8	2,606.2
营业收入增速	-93.38%	42.30%	33.88%	247.89	43.77%
归属于母公司的净利润	66.50	171.82	315.46	596.53	950.92
净利润增长率	112.77	158.37	83.60%	89.10%	59.41%
摊薄每股收益(元)	0.42	0.41	0.21	0.36	0.57
前次预测每股收益(元)	0.42	0.41	0.21	0.36	0.57
市场预测每股收益(元)					
市盈率(倍)	20.86	45.47	87.79	49.97	31.35
PEG	0.18	0.29	1.05	0.56	0.53
每股净资产(元)	1.93	2.96	1.01	1.87	2.45
每股现金流量	0.26	0.09	0.40	0.03	0.39
净资产收益率	21.76%	13.93%	20.37%	19.25%	23.48%
市净率	4.54	6.33	17.88	9.62	7.36
总股本(百万股)	158.00	417.33	1,538.6	1,656.1	1,656.1

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 事件：2016年11月13日南极电商公布“双十一”数据：阿里平台实现GMV为4.94亿元，同比82.96%+，其中，主品牌品牌实现GMV4.68亿元(73.47%+)，卡帝乐实现GMV0.25亿元，京东实现GMV1.15亿元(283.33%+)，主品牌实现GMV1.01亿元(235.11%+)，卡帝乐实现GMV0.14亿元；阿里平台箱包服饰、生活电器、运动户外、居家日用等品类同比增速350%+。全品牌、全平台GMV6.3亿元(101.79%+)，增速高于全网57.91%。**
- 核心观点：南极电商“双十一”GMV高增长，验证矩阵生态圈持续发力。“双十一”购物节验证南极电商“品牌/品类/IP+渠道+内容+服务型工具”生态圈高成长性，拓展新品类(350%+)，品牌认可度较高，新品类放量大幅增加。“双十一”品牌集聚化消费以及消费升级(客单价同比7.89%+)趋势明显，传统品牌拥有线下潜在用户，切入电商渠道，享受线上消费升级红利；不同于其他淘品牌，主品牌“南极人”拥有广泛的潜在用户，其独树一帜的矩阵生态圈的模式持续享受品类拓展、品牌化升级红利，未来高成长性无虞。目标价至18.0元，维持“买入”评级。**
- 品牌集聚化消费效应显著，传统品牌逐步在线上占据主导地位，淘品牌弱肉强食、强者恒强。此次双十一呈现明显的品牌化效应，传统服饰类产品逐步在线上收复失地，加大电商投入，且部分品牌拥有线下渠道资源，实现线上线下同步促销(优衣库、苏宁云商)。统计显示品牌促销TOP10中，传统线下品牌已占据主导地位，而过去强势淘品牌在TOP10中占比仅为一席(2012:3席-2016:1席)。在某些细分品类中如零食或借助于商业模式创新，部分淘品牌强势依旧，南极电商(101.79%)、三只松鼠(93%+)、百草味(63%+)以及良品铺子(212%+)增速皆高于全网增速(44.01%+)，淘品牌强者恒强。我们认为淘品牌(如南极人)享受线上消费升级趋势，在过去十年当中，逐步转变思维模式，切入电商渠道，**

享受高增速，代表性如南极电商等。

- **南极电商品牌/品类/IP 矩阵生态圈购物节发力，切入新品类，高增长性得到验证。**“双十一”购物节，南极电商新品类如箱包服饰、生活电器、运动户外等增速皆在 350%+，显示南极人品牌强大的号召力以及品牌化效应，验证新品类拓展的高成长性，新品类拓展规模有望持续扩大，增厚公司业绩可期。“南极人”主品牌全平台 GMV 达到 5.69 亿元，同比 82.37%+；卡帝乐鳄鱼品牌 GMV0.39 亿元，整体 GMV 达到 6.30 亿元，同比 101.79%+，高增长性增长无虞。**相较于其他淘品牌，“南极人”品牌成长性优势明显，在规模达到 6 亿以上的淘品牌当中，仅有南极电商增速在 100%+，规模扩大之后依旧能够保持高增速（三只松鼠：90.98%；小狗电器：70.00%；茵曼：40.00%）；**
- **重申高成长性逻辑：“品牌/品类/IP+服务型工具+新兴渠道+内容”矩阵生态圈雏形显现，南极电商拥抱黄金增长期。**南极电商上市后，其资本运作能力持续提升，2016 年初以来，公司从品牌/品类、工具型服务以及内容上持续布局，首创全新电商服务模式，构建“品牌/品类/IP+渠道+内容+工具型服务”的 2X2 矩阵生态圈。相较于传统服装品牌而言，“南极电商矩阵生态圈+品牌”模式建立了公司核心的护城河，依托于柔性供应链，品牌盘活更奏效，品类拓展更具灵活性。承接南极品类拓展第一阶段，南极电商进入单极品牌驱动到多极品牌驱动的第二阶段，成长动力更足。公司上半年通过收购、合作方式，将卡帝乐鳄鱼以及帕兰朵纳入南极电商生态圈体系，从品类、品牌影响力以及生产经营模式维度来看，南极电商矩阵生态圈有望大幅提升卡帝乐鳄鱼、帕兰朵竞争力，复制南极人品牌成功路径，大幅增厚公司业绩可期。
- **投资建议：维持目标价 18.0 元，“买入”评级。**“IP/品牌+内容+渠道+服务型工具”矩阵生态圈框架已经完成，A 股新商业模式最佳标的，有题材（园区经济、网红、电商运营、IP 消费品、供应链服务、大数据），有业绩且高成长。完成时间互联及卡帝乐鳄鱼收购之后，我们预计南极电商 2016-2018 的营业收入 5.21、18.21、26.06 亿元，同比增长 33.88%、247.89%、43.77%，归属于母公司净利润 3.15、5.97、9.51 亿元，同比增长 83.60%、89.10%、59.41%。**考虑收购及增发的股本后当前市值为 196.24 亿（2016 年 11 月 12 日收盘价），且未来三至五年净利润内生复合增速达到 50%以上，参考可比公司估值，给予 2017 年 PEX50 倍，目标市值 298.5 亿元，对应目标价 18.0 元。**
- **风险提示：收购时间互联审批不及预期；外延进展低于预期；线上增速放缓等；**

图表 1：南极电商“双十一”全品类全平台 GMV 增速明显高于其他淘品牌

分类	品牌	2015 (百万元)	2016 (百万元)	YOY (%)
传统品牌	阿迪达斯	14	336	2300.00%
	耐克	68	412	505.88%
	美的	114	360	215.79%
	李宁	104	231	122.12%
	海尔	463	772	66.74%
	飞利浦	116	141	21.55%
	淘品牌	韩后	40	82
良品铺子		57	178	212.28%
南极电商 (含卡帝乐鳄鱼)		312	630	101.79%
三只松鼠		266	508	90.98%
小狗电器		60	102	70.00%
百草味		124	202	62.90%
茵曼		120	168	40.00%
韩都衣舍		284	362	27.46%
骆驼		412	502	21.84%
平台		天猫	91200	120700
	京东	25300	40188	58.85%
	全网销售额	122937	177040	44.01%

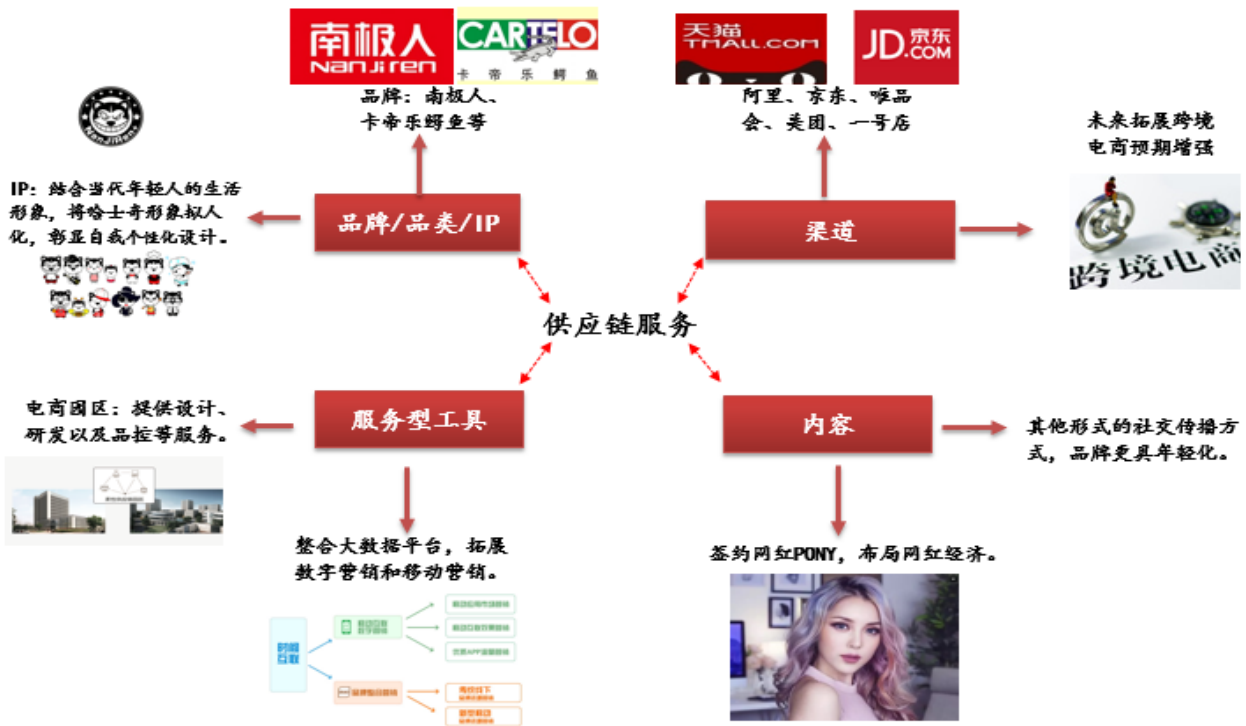
来源：阿里巴巴 星图数据 公司公告 中泰证券研究所

图表 2：南极电商品类以及平台双十一 GMV 分项增速

	品类	2015(亿元)	2016 (亿元)	YOY
阿里平台	GMV	2.7	4.94	82.96%
	其中：南极电商品牌	2.7	4.68	73.47%
	卡帝乐品牌	--	0.25	
京东平台	GMV		1.15	283.33%
	其中：南极电商品牌	0.42	1.01	235.11%
	卡帝乐品牌	--	0.14	
全平台	GMV	3.12	6.30	101.79%

来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 3：南极电商已初步搭建“品牌/品类/IP+服务型工具+渠道+内容”的矩阵生态圈



来源：公司公告 时间互联 中泰证券研究所

图 4：南极电商财务预测三张表

损益表 (人民币万元)							资产负债表 (人民币万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	413,481	27,352	38,923	52,109	181,281	260,625	货币资金	42,222	15,151	68,223	126,109	215,449	269,318
增长率	21.23%	-93.4%	42.3%	33.9%	247.9%	43.8%	应收款项	16,072	17,534	52,895	22,998	80,009	115,028
营业成本	-410,271	-11,363	-10,719	-7,225	-90,050	-124,307	存货	32,265	5,636	6,826	3,365	41,941	57,896
%销售收入	99.2%	41.5%	27.5%	13.9%	49.7%	47.7%	其他流动资产	15,316	302	1,307	1,118	4,431	5,801
毛利	3,210	15,989	28,204	44,883	91,231	136,318	流动资产	105,876	38,623	129,251	153,590	341,830	448,043
%销售收入	0.8%	58.5%	72.5%	86.1%	50.3%	52.3%	%总资产	37.2%	96.4%	94.2%	93.2%	94.2%	93.7%
营业税金及附加	-129	-107	-218	-255	-888	-1,277	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.4%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	固定投资	164,816	522	554	3,349	12,744	21,638
营业费用	-10,918	-4,539	-3,159	-4,690	-10,877	-13,031	%总资产	57.9%	1.3%	0.4%	2.0%	3.5%	4.5%
%销售收入	2.6%	16.6%	8.1%	9.0%	6.0%	5.0%	无形资产	13,785	160	137	605	860	1,292
管理费用	-14,581	-2,273	-3,455	-4,169	-11,783	-14,334	非流动资产	178,601	1,460	8,028	11,290	20,940	30,266
%销售收入	3.5%	8.3%	8.9%	8.0%	6.5%	5.5%	%总资产	62.8%	3.6%	5.8%	6.8%	5.8%	6.3%
息税前利润 (EBIT)	-22,418	9,070	21,372	35,769	67,682	107,675	资产总计	284,477	40,083	137,279	164,881	362,770	478,310
%销售收入	-5.4%	33.2%	54.9%	68.6%	37.3%	41.3%	短期借款	102,256	0	0	0	0	0
财务费用	-7,814	60	95	1,023	1,892	3,232	应付款项	89,337	5,152	7,780	3,383	29,818	40,673
%销售收入	1.9%	-0.2%	-0.2%	-2.0%	-1.0%	-1.2%	其他流动负债	-6,386	4,297	5,783	6,140	22,371	31,675
资产减值损失	-23,862	-991	-1,783	0	0	0	流动负债	185,207	9,449	13,563	9,523	52,188	72,348
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	48,702	0	0	0	0	0
投资收益	-21	230	110	0	0	0	其他长期负债	3,780	0	180	180	180	180
%税前利润	—	2.6%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	237,688	9,449	13,743	9,703	52,368	72,528
营业利润	-54,114	8,369	19,795	36,793	69,574	110,907	普通股股东权益	44,113	30,566	123,324	154,870	309,913	405,005
营业利润率	-13.1%	30.6%	50.9%	70.6%	38.4%	42.6%	少数股东权益	2,676	67	212	307	488	777
营业外收支	478	415	725	0	0	0	负债股东权益合计	284,477	40,083	137,279	164,881	362,770	478,310
税前利润	-53,636	8,784	20,520	36,793	69,574	110,907	比率分析						
利润率	-13.0%	32.1%	52.7%	70.6%	38.4%	42.6%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-10	-2,136	-3,294	-5,151	-9,740	-15,527	每股指标						
所得税率	—	24.3%	16.1%	14.0%	14.0%	14.0%	每股收益(元)	-1.166	0.421	0.412	0.205	0.360	0.574
净利润	-53,646	6,649	17,227	31,642	59,834	95,380	每股净资产(元)	0.988	1.935	2.955	1.007	1.871	2.446
少数股东损益	-1,575	-2	45	96	181	288	每股经营现金净流(元)	1.363	0.264	0.089	0.399	0.026	0.389
归属于母公司的净利润	-52,071	6,650	17,182	31,546	59,653	95,092	每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	-12.6%	24.3%	44.1%	60.5%	32.9%	36.5%	回报率						
							净资产收益率	-118.04%	21.76%	13.93%	20.37%	19.25%	23.48%
							总资产收益率	-18.30%	16.59%	12.52%	19.13%	16.44%	19.88%
							投入资本收益率	-14.42%	44.34%	32.44%	105.82%	61.30%	67.86%
							增长率						
							营业收入增长率	21.23%	-93.38%	42.30%	33.88%	247.89%	43.77%
							EBIT增长率	-70.54%	140.46%	135.62%	67.37%	89.22%	59.09%
							净利润增长率	-191.21%	112.77%	158.37%	83.60%	89.10%	59.41%
							总资产增长率	-29.94%	-85.91%	242.49%	20.11%	120.02%	31.85%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	5.6	133.3	232.9	120.0	120.0	120.0
							存货周转天数	37.3	608.7	212.2	170.0	170.0	170.0
							应付账款周转天数	20.6	324.7	96.9	60.0	60.0	60.0
							固定资产周转天数	151.3	1,100.2	5.0	13.7	11.2	13.6
							偿债能力						
							净负债/股东权益	232.40%	-49.46%	-55.23%	-81.27%	-69.41%	-66.37%
							EBIT利息保障倍数	-2.9	-152.2	-224.1	-35.0	-35.8	-33.3
							资产负债率	83.55%	23.57%	10.01%	5.89%	14.44%	15.16%

现金流量表 (人民币万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	-53,646	6,649	17,227	31,642	59,834	95,380
少数股东损益	0	0	0	96	181	288
非现金支出	43,820	1,179	2,003	237	651	1,173
非经营收益	7,170	-550	-224	0	0	0
营运资金变动	63,515	-3,113	-15,298	29,506	-56,235	-32,185
经营活动现金净流	60,859	4,164	3,708	61,481	4,430	64,657
资本开支	5,269	298	231	3,500	10,300	10,500
投资	-271	0	-8,034	0	0	0
其他	512	293	57,530	0	0	0
投资活动现金净流	-5,028	-5	49,264	-3,500	-10,300	-10,500
股权筹资	0	69	106	0	95,391	0
债权筹资	-25,237	0	0	0	0	0
其他	-15,303	0	-6	0	0	0
筹资活动现金净流	-40,540	69	100	0	95,391	0
现金净流量	15,292	4,228	53,072	57,981	89,521	54,157

来源：中泰证券研究所

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：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。