

南极电商 (002127.SZ)

收购知名 IP 品牌精典泰迪，电商生态矩阵再

下一城

评级：**买入** 前次：**买入**

目标价(元)：**18.0—18.0**

分析师

彭毅

S0740515100001

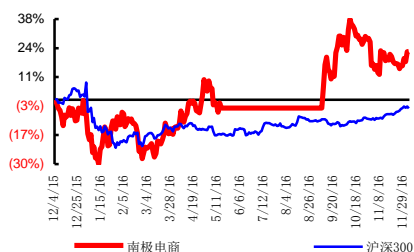
pengyi@r.qlzq.com.cn

2016 年 12 月 04 日

基本状况

总股本(百万股)	1,538
流通股本(百万股)	893
市价(元)	12.28
市值(百万元)	18,890
流通市值(百万元)	10,965

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	2,412.81	3,406.25
营业收入增速	-93.38%	42.30%	33.88%	363.04%	41.17%
归属于母公司的净利润	66.50	171.82	315.46	654.16	1,010.99
净利润增长率	112.77%	158.37%	83.60%	107.37%	54.55%
摊薄每股收益(元)	0.42	0.41	0.21	0.40	0.61
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
市盈率(倍)	20.86	45.47	87.79	45.57	29.49
PEG	0.18	0.29	1.05	0.42	0.54
每股净资产(元)	1.93	2.96	1.01	1.91	2.52
每股现金流量	0.26	0.09	0.40	-0.11	0.37
净资产收益率	21.76%	13.93%	20.37%	20.72%	24.26%
市净率	4.54	6.33	17.88	9.44	7.15
总股本(百万股)	158.00	417.33	1,538.65	1,656.10	1,656.10

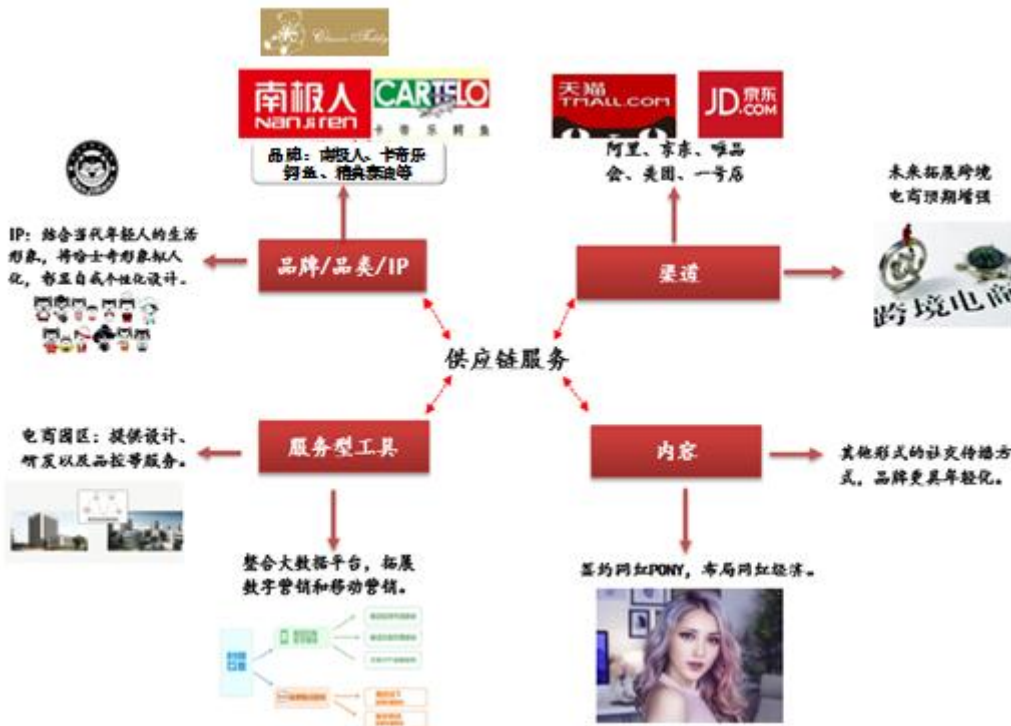
备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 事件：**收购知名 IP 品牌精典泰迪，电商生态矩阵再下一城，业绩成长动力足。11 月 30 日晚间，南极电商公告称拟以现金 5000 万元人民币通过收购新宇有限公司 100% 股权从而间接完成对“Classic Teddy”（即精典泰迪）系列中文及图形商标的收购，覆盖服饰、食品饮料、家居用品以及配饰、母婴用品、文具等周边衍生品。作为知名 IP 品牌，精典泰迪在童装、食品等消费品领域具有较高知名度与美誉度，授权业务及产品生产与推广业务成绩斐然。此次收购完成后，南极电商旗下将主要拥有南极人、卡帝乐鳄鱼和精典泰迪三大品牌，进一步落地“造品牌、建生态”的既定战略。
- 核心观点：**5000 万收购知名 IP 品牌精典泰迪，电商生态矩阵再下一城，未来业绩成长动力足。精典泰迪品牌 IP 效应叠加南极电商矩阵生态圈体系，一方面增强公司童装领域话语权，另一方面基于丰富品牌运营经验加快新品类拓展。基于南极电商“品牌/品类/IP+工具型服务+渠道+内容”电商服务生态圈体系的高成长性，精典泰迪有望复制南极人品牌成功路径，预计明年将贡献 4000 万左右的净利润，进一步增厚南极电商的盈利预期。南极人品牌持续享受线上增长红利，新品牌业绩预计明年放量增长，未来业绩高成长无忧。基于以上逻辑，我们给予目标价 18.0 元，维持“买入”评级。
- 依托精典泰迪品牌 IP 效应，弥补南极电商童装领域短板，基于“南极人”品牌运营经验，有望加快新品类拓展。**不同于早前收购的卡帝乐鳄鱼和帕兰朵品牌，此次收购的精典泰迪品牌 IP 效应明显，尤其是在童装领域享有较高的知名度和品牌影响力，以英伦时尚和贵族品味为特色，在 0-18 岁青少年群体中拥有广泛的用户基础和口碑价值，直接弥补“南极人”品牌在少儿群体中影响力短板。此外，精典泰迪品牌还涵盖玩具、家居用品、首饰、母婴用品、文具等周边衍生产品，凭借南极电商出色的品牌运营能力，此次收购完成后有望通过授权方式加快新品类的拓展，打造新利润增长点。

- **精典泰迪 IP 品牌叠加南极电商矩阵生态圈体系，未来成长动力足，塑造下一个“南极人”品牌可期。**基于精典泰迪在童装领域的强 IP 效应，接入南极电商“品牌/品类/IP+工具型服务+渠道+内容”的矩阵生态圈和丰富的电商品牌运维经验，有望进一步提升品牌形象以及影响力，拓展线上渠道，品类上也将大幅拓展。从品类、品牌影响力以及生产经营模式三个维度来看，精典泰迪等 IP 有望复制南极人品牌成功路径，预计精典泰迪品牌明年将贡献 4000 万左右的净利润，进一步增厚南极电商的盈利预期。
- **从“双十一”GMV 高增长看“品牌/品类/IP+工具型服务+渠道+内容”电商服务生态圈体系，其成长性得到初步验证。**双十一购物节期间，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%+。此外公司新品类放量大幅增加（350%+），品牌认可度较高。
- **投资建议：目标价 18.0 元，维持“买入”评级。**IP/品牌+内容+渠道+工具+供应链服务，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；新品牌和新品类经过一定时间的整合和培育有望在明年实现业绩放量增长。所以公司有业绩且高成长，PEG 低于 0.8，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），完成收购之后我们预计南极电商 2016-2018 年营收分别为 5.21 亿、24.13 亿和 34.06 亿，同比增长 33.9%、363.0%和 41.2%，实现归母净利润分别为 3.15 亿，6.54 亿和 10.11 亿，同比增长 60.5%，27.1%和 29.7%。考虑收购及增发的股本后目前市值为 203.36 亿（截止 12 月 2 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 PEX45 倍，目标市值 298.5 亿，对应目标价 18.0 元。
- **风险提示：新品牌整合不及预期；线上增速放缓等；**

图表 1：南极电商已初步搭建“品牌/品类/IP+服务型工具+渠道+内容”的电商生态圈体系



来源：南极电商公司公告 中泰证券研究所

图表 2：南极电商财务预测三张表

损益表 (人民币万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售净收入	413,481	27,352	38,923	52,109	241,281	340,625
增长率	21.23%	-93.4%	42.3%	33.9%	363.0%	41.2%
销售成本	-390,312	-11,175	-10,499	-6,988	-138,599	-187,133
%收入	94.4%	40.9%	27.0%	13.4%	57.4%	54.9%
毛利	23,169	16,178	28,424	45,120	102,681	153,491
%收入	5.6%	59.1%	73.0%	86.6%	42.6%	45.1%
销售及行政费用	-25,628	-6,919	-6,832	-9,114	-27,627	-37,298
%收入	6.2%	25.3%	17.6%	17.5%	11.5%	11.0%
EBITDA	-2,459	9,258	21,592	36,007	75,055	116,193
%收入	-0.6%	33.8%	55.5%	69.1%	31.1%	34.1%
折旧与摊销	-19,959	-188	-220	-237	-651	-1,173
%收入	4.8%	0.7%	0.6%	0.5%	0.3%	0.3%
EBIT	-22,418	9,070	21,372	35,769	74,404	115,020
%收入	-5.4%	33.2%	54.9%	68.6%	30.8%	33.8%
利息费用	-7,814	60	95	1,023	1,892	2,894
投资收益	-21	230	110	0	0	0
税前经营收益	-30,252	9,360	21,577	36,793	76,296	117,914
%收入	-7.3%	34.2%	55.4%	70.6%	31.6%	34.6%
其他非经营收益	-23,384	-576	-1,057	0	0	0
税前利润	-53,636	8,784	20,520	36,793	76,296	117,914
%收入	-13.0%	32.1%	52.7%	70.6%	31.6%	34.6%
所得税	-10	-2,136	-3,294	-5,151	-10,681	-16,508
所得税率	0.0%	24.3%	16.1%	14.0%	14.0%	14.0%
少数股东损益	-1,575	-2	45	96	198	307
归属于普通股股东净利润	-52,071	6,650	17,182	31,546	65,416	101,099
净利率	-12.6%	24.3%	44.1%	60.5%	27.1%	29.7%

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	65,614	101,406
少数股东损益	0	0	0	96	198	307
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	-84,523	-40,921
经营活动现金净流	60,859	4,164	3,708	61,481	-18,060	61,965
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
股权募资	0	69	106	0	95,391	0
债权募资	-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	67,031	51,465

资产负债表 (人民币万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	42,222	15,151	68,223	126,109	192,941	244,100
应收款项	16,072	17,534	52,895	22,998	106,491	150,337
存货	32,265	5,636	6,826	3,365	64,856	87,704
其他流动资产	15,316	302	1,307	1,118	6,399	8,361
流动资产合计	105,876	38,623	129,251	153,590	370,687	490,502
%总资产	37.2%	96.4%	94.2%	93.2%	94.7%	94.2%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	164,816	522	554	3,349	12,744	21,638
无形资产	13,785	160	137	605	860	1,292
非流动资产合计	178,601	1,460	8,028	11,290	20,940	30,266
%总资产	62.8%	3.6%	5.8%	6.8%	5.3%	5.8%
资产总计	284,477	40,083	137,279	164,881	391,627	520,769
短期借款	102,256	0	0	0	0	0
应付款项	89,337	5,152	7,780	3,383	44,926	60,765
其他流动负债	-6,386	4,297	5,783	6,140	30,339	42,235
流动负债	185,207	9,449	13,563	9,523	75,264	103,000
长期贷款	48,702	0	0	0	0	0
其他长期负债	3,780	0	180	180	180	180
负债	237,688	9,449	13,743	9,703	75,444	103,180
普通股股东权益	44,113	30,566	123,324	154,870	315,677	416,776
少数股东权益	2,676	67	212	307	506	812
负债股东权益合计	284,477	40,083	137,279	164,881	391,627	520,769

比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益(元)	-1.166	0.421	0.412	0.205	0.395	0.610
每股净资产(元)	0.988	1.935	2.955	1.007	1.906	2.517
每股经营现金净流(元)	1.363	0.264	0.089	0.399	-0.110	0.372
每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	-118.04%	21.76%	13.93%	20.37%	20.72%	24.26%
总资产收益率	-18.30%	16.59%	12.52%	19.13%	16.70%	19.41%
投入资本收益率	-14.42%	44.34%	32.44%	105.82%	51.92%	57.02%
增长率						
主营业务收入增长率	21.23%	-93.38%	42.30%	33.88%	363.04%	41.17%
EBIT增长率	-70.54%	140.46%	135.62%	67.37%	108.01%	54.59%
净利润增长率	-191.21%	112.77%	158.37%	83.60%	107.37%	54.55%
总资产增长率	-29.94%	-85.91%	242.49%	20.11%	137.52%	32.98%
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	8.4	10.4
偿债能力						
净负债/股东权益	232.40%	-49.46%	-55.23%	-81.27%	-61.02%	-58.45%
EBIT利息保障倍数	-0.3	-155.3	-226.4	—	—	—

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。