

南极电商 (002127) / 专业零售

矩阵生态圈完备, GMV 提速, 财务状况持续向好

评级: 买入 (维持)

市场价格: 14.08

目标价格: 18.94

分析师: 彭毅

执业证书编号: S0740515100001

电话:

Email: pengyi@r.qizq.com.cn

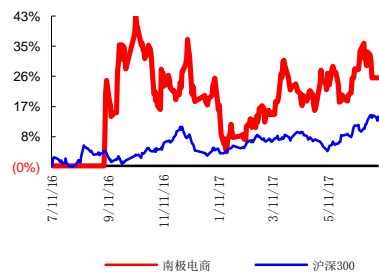
联系人: 宁浮洁

电话:

Email: ningfj@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,538
流通股本(百万股)	968
市价(元)	14.08
市值(百万元)	21,966
流通市值(百万元)	13,825

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 收购时间互联无条件过会, 价值洼地凸显, “买入”评级
- 2 预告 17H1 净利润同比 40-70%+, 矩阵生态圈持续发力
- 3 战略清晰, “品牌矩阵+渠道矩阵+内容矩阵+工具矩阵” 打造电商运营生态圈

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2020E
营业收入 (百万元)	389.23	520.98	1,568.34	2,229.84	2,830.60
增长率 yoy%	42.30%	33.85%	201.04%	42.18%	26.94%
净利润	171.82	301.14	609.35	900.84	1,210.72
增长率 yoy%	158.37%	75.27%	102.35%	47.84%	34.40%
每股收益 (元)	0.41	0.20	0.37	0.54	0.73
每股现金流量	0.09	0.30	0.40	0.70	0.85
净资产收益率	13.93%	19.58%	19.36%	22.25%	23.02%
P/E	45.47	58.64	37.73	25.74	18.25
PEG	0.29	0.78	0.32	0.46	0.47
P/B	2.96	1.00	1.89	2.44	3.16

备注:

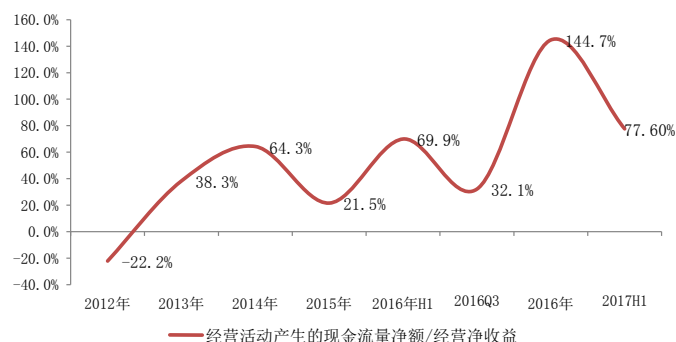
投资要点

- **事件: 南极电商发布公司中报, 2017H1 实现营业收入 2.52 亿元, 同比增长 58.34%; 扣非归母净利润 1.25 亿元, 同比+58.46%; 经营活动现金流量净额 0.97 亿元, 同比+62.48%; Q2 单季实现营业收入 1.82 亿元, 同比+56.1%, 实现净利润为 1.14 亿元, 同比 1.14 亿元, 同比+65.5%;**
- **H1GMV 同比+98.95%, 践行多平台引流策略。**2017H1 公司实现 GMV 为 42.01 亿元, 同比+98.95%, 其中 Q2GMV 实现 23.03 亿元。品牌纬度方面, 南极人品牌实现 GMV37.04 亿元, 同比增长 75.43%; 卡帝乐品牌实现 GMV4.23 亿元; 平台纬度方面, 阿里、京东、唯品会三个主要电商平台实现 GMV 占比分别为 68.32%、26.36%、2.14%。阿里平台实现 GMV28.70 亿元, 同比增长 79.34%; 京东平台实现 GMV11.07 亿元, 同比+123.05%; 拼多多平台实现 GMV1.34 亿元; 唯品会平台实现 GMV0.90 亿元, 同比+506.19%。
- **应收账款和现金流状况持续好转。**2017H1 公司毛利率为 80.23%, 相较于同期下降约 3 个点, 公司毛利率略有下降主要原因系 H1 支出的形象授权费; 上半年公司销售费用率为 5%, 相较于同期下降约为 2%; 管理费用率为 12%, 相较同期下降 1%, 研发投入费用率为 5.63%, 相较于同期提升 1.72 个百分点。公司应收账款为 3.55 亿元, 相较同期下降约 6.54%, 应收账款/销售收入比例为 140.9%, 相较于同期下降约 141.5%, 考虑经销商打款周期, 预计下半年应收账款比例将显著好转; 现金流方面, 经营活动产生的现金流量净额/经营净收益为 77.60%, 环比大幅改善 (2016144.7%), 和去年同期基本持平 (69.9%)。
- **四维矩阵生态圈持续完善, 品类拓展加速。**公司继续践行多品类以及多品牌的战略方向, 横向拓展品牌的宽度以及深度, 公司品牌矩阵中 LOGO 品牌包括南极人系列品牌(南极人、南极人 discover、南极人 home)、卡帝乐鳄鱼、帕兰朵 (代运营女装、童装、家纺、户外四个类目); IP 品牌包括精典泰迪等; 个人品牌包括 PONYTIMES、PONYCOLLECTION、miyalife 等。LOGO 品牌、IP 品牌、个人品牌组成的品牌矩阵是公司业务的核心, 基于原有品牌拓展品类, 公司经营品牌拓展带动整体规模提升。当前南极人品牌已经由服饰品类拓展至小家电领域, 公司已经开发的足浴盆等整体销量良好, 且性价比较高, 未来新品类如电动牙刷、健康秤等将带动公司 GMV 增长。在新品牌方面, 公司收购卡帝乐鳄鱼, 将卡帝乐鳄鱼纳入南极电商的管理体系后, 上半年公司实现 GMV4.23 亿元, 超过去年全年的 GMV, 公司新品牌拓展持续获得成功。
- **收购时间互联无条件过会, 补足生态圈短板。**南极电商以现金 (40%) + 股权 (60%) 方式收购时间互联, 总作价 9.56 亿元, 股权及现金购买资产, 发行价格为 8.29 元/股, 发行股本总数量 0.69 亿; 公司募集资金发行总股本为 0.55 亿, 定增资金为 4.0 亿元, 其中 3.82 亿元用于支付本次收购; 本次收购及募集资金总发行股本为 1.24 亿股本, 收购后公司总股本增加至 16.62 亿。时间互联 2016 年度、2017 年度、2018 度、2019 年度承诺净利润分别不低于 0.68 亿元、0.90 万元、1.17 亿元、1.32 亿元。南极电商此次收购时间互联, 从战略布局上来看, 可作为南极电商服务型工具的重要补充, 有助于南极电商卡位线上以及移动端营销推广、运营碎片化以及提升大数据分析服务, 享受移动端广告的快速增长红利。配合时间移动营销服务, 有助于更好的在移动端提升南极电商整体品牌矩阵的响力, 最终实现降低销售费用, 实现二者协同。
- **投资建议: 目标价 18.94 元, “买入”评级。**完成时间互联收购之后, 我们预计南极电商 2017-2019 年实现营业收入分别为 15.68、22.30 和 28.31

亿元,同比增长 201.04%、42.18%和 26.94%,实现归母净利润分别为 6.09 亿, 9.01 亿和 12.11 亿,同比增长 102.35%, 47.84%和 34.40%。考虑收购及增发的股本后目前市值为 233.08 亿(截止 8 月 24 日收盘价),当前市值对应 17/18/19 年估值分别为 37.73/25.74/18.25XPE。考虑未来三至五年净利润内生复合增速达到 55%以上,参考可比公司估值,给予 2018 年 PEX35 倍,目标市值 315.35 亿,对应目标价 18.94 元,“买入”评级。

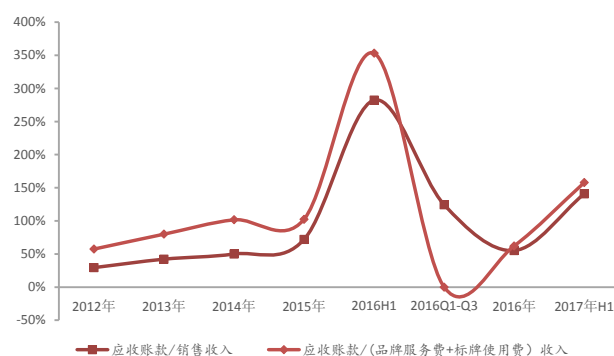
- 风险提示: 线下消费习惯改变, 电商增速大幅下降; 公司现金流变差, 导致经营状况变差;

图表 1: 公司经营活动产生的现金流量净额/经营净收益环比改善, 同比基本维持



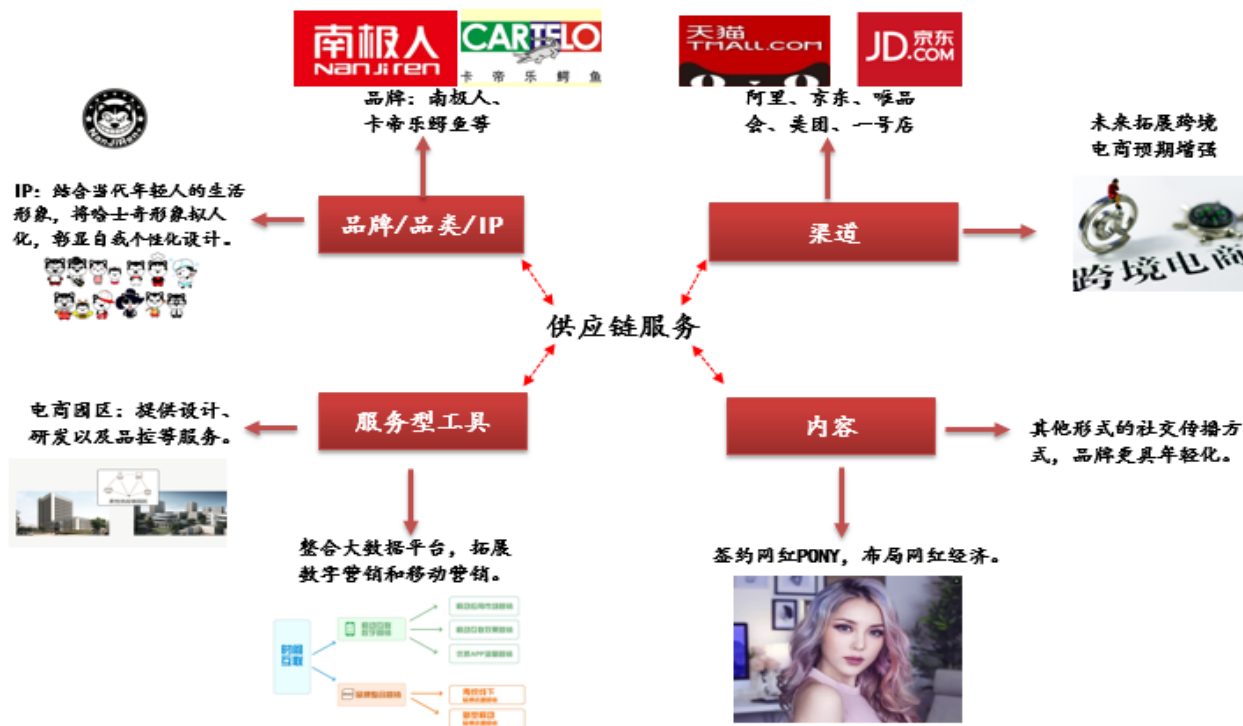
来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 2: 公司应收账款/销售收入同比大幅改善



来源: 公司公告 中泰证券研究所

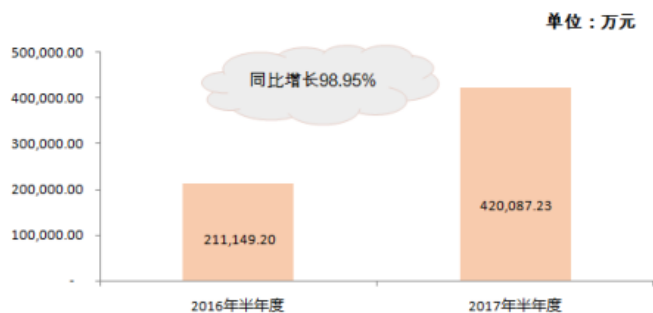
图表 3: 南极电商已初步搭建“品牌/品类/IP+服务型工具+渠道+内容”的矩阵生态圈



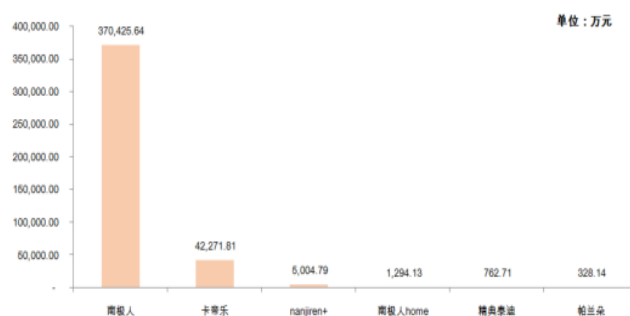
来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 4: 2017H1 南极电商 GMV 同比+98.95%

图表 5: 2017H1 各品类 GMV 情况

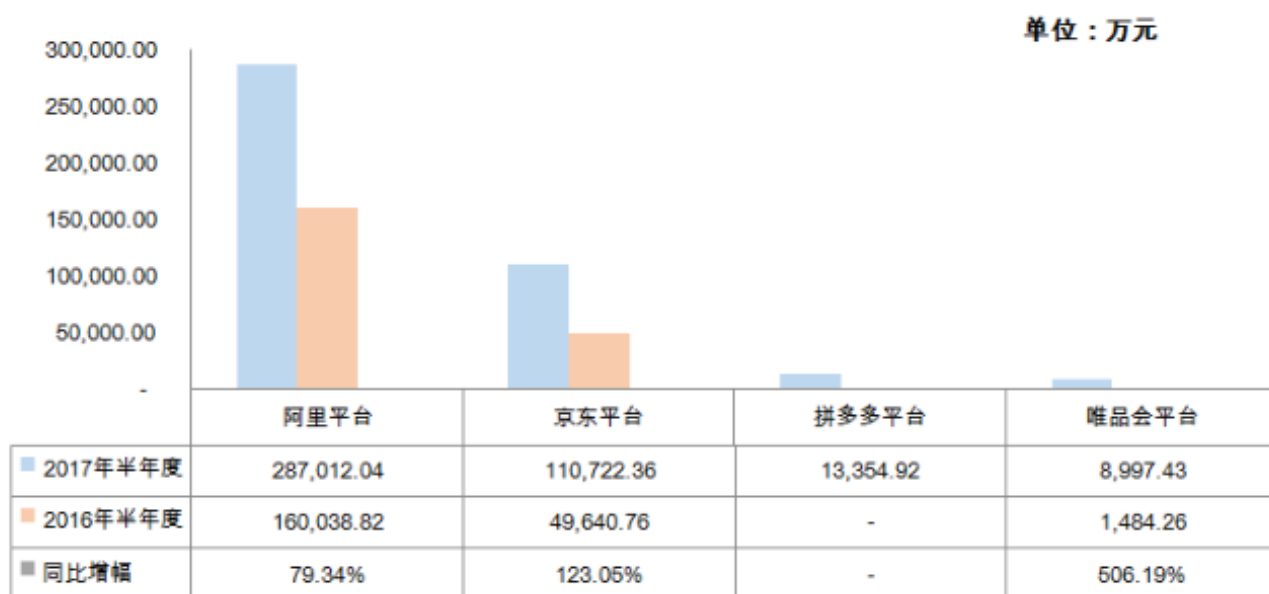


来源：公司公告 中泰证券研究所



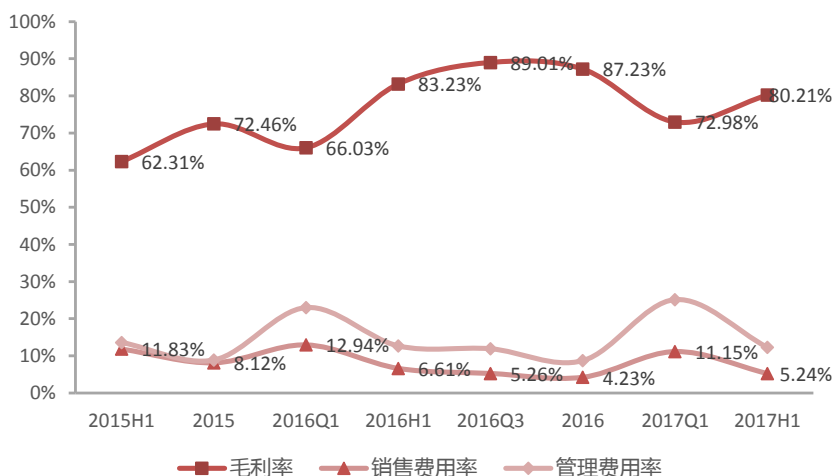
来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 6: 阿里巴巴平台以及京东平台 GMV 增速约为 79.34% 以及 123.05%



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 7: H1 毛利率环比上升，销售费用率以及管理费用率环比下降



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 8: 南极电商财务预测三张表

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销货净收入	274	389	521	1,572	2,210	2,890
增长率	-93.38%	42.3%	33.8%	201.8%	40.5%	30.8%
销货成本	-112	-105	-64	-556	-771	-914
%收入	40.9%	27.0%	12.3%	35.4%	34.9%	31.6%
毛利	162	284	457	1,016	1,439	1,976
%收入	59.1%	73.0%	87.7%	64.6%	65.1%	68.4%
销售及行政费用	-69	-68	-72	-206	-272	-367
%收入	25.3%	17.6%	13.8%	13.1%	12.3%	12.7%
EBITDA	93	216	385	810	1,167	1,609
%收入	33.8%	55.5%	73.9%	51.5%	52.8%	55.7%
折旧与摊销	-2	-2	-3	-95	-108	-115
%收入	0.7%	0.6%	0.5%	6.0%	4.9%	4.0%
EBIT	91	214	383	715	1,059	1,494
%收入	33.2%	54.9%	73.4%	45.5%	47.9%	51.7%
利息费用	1	1	10	7	0	0
投资收益	2	1	2	2	2	2
税前经营收益	94	216	395	724	1,061	1,496
%收入	34.2%	55.4%	75.8%	46.0%	48.0%	51.8%
其他非经营收益	-6	-11	-40	0	0	0
税前利润	88	205	354	724	1,061	1,496
%收入	32.1%	52.7%	68.0%	46.0%	48.0%	51.8%
所得税	-21	-33	-51	-101	-148	-209
所得税率	24.3%	16.1%	14.4%	14.0%	14.0%	14.0%
少数股东损益	0	0	2	2	3	4
归属于普通股股东净利润	67	172	301	620	909	1,282
净利率	24.3%	44.1%	57.8%	39.5%	41.2%	44.4%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	152	682	474	2,023	2,895	4,031
应收款项	175	449	365	1,161	1,696	2,203
存货	56	68	57	613	774	937
其他流动资产	3	93	442	472	489	499
流动资产合计	386	1,293	1,337	4,269	5,854	7,671
%总资产	96.4%	94.2%	65.3%	85.3%	86.4%	87.3%
长期投资	0	0	10	10	10	10
固定资产	5	6	5	3	2	0
无形资产	2	1	621	651	832	1,026
非流动资产合计	15	80	710	738	918	1,111
%总资产	3.6%	5.8%	34.7%	14.7%	13.6%	12.7%
资产总计	401	1,373	2,047	5,008	6,772	8,782
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	52	78	408	1,545	2,289	2,924
其他流动负债	43	58	74	276	383	473
流动负债	94	136	483	1,820	2,672	3,396
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	2	0	0	0	0
负债	94	137	483	1,820	2,672	3,396
普通股股东权益	306	1,233	1,538	3,159	4,069	5,351
少数股东权益	1	2	26	28	31	35
负债股东权益合计	401	1,373	2,047	5,008	6,772	8,782

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益(元)	0.421	0.412	0.196	0.373	0.547	0.771
每股净资产(元)	1.935	2.955	1.000	1.900	2.447	3.219
每股经营现金净流(元)	0.264	0.089	0.297	0.403	0.696	0.868
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	21.76%	13.93%	19.58%	19.64%	22.35%	23.97%
总资产收益率	16.59%	12.52%	14.71%	12.39%	13.43%	14.60%
投入资本收益率	44.34%	32.44%	30.29%	53.29%	76.20%	95.53%
增长率						
主营业务收入增长率	-93.38%	42.30%	33.85%	201.83%	40.52%	30.80%
EBIT增长率	140.46%	135.62%	79.02%	86.92%	48.05%	41.06%
净利润增长率	112.77%	158.37%	75.27%	106.02%	46.58%	41.02%
总资产增长率	-85.67%	242.49%	49.10%	144.67%	35.23%	29.69%
资产管理能力						
应收账款周转天数	133.3	195.5	199.0	186.9	192.4	191.6
存货周转天数	608.8	212.2	342.8	343.6	321.4	332.4
应付账款周转天数	324.7	96.9	200.7	186.7	176.4	183.9
固定资产周转天数	1,100.2	5.0	3.5	0.9	0.5	0.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-49.46%	-55.23%	-30.28%	-63.48%	-70.61%	-74.85%
EBIT利息保障倍数	-155.3	-226.4	-37.5	—	—	—

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	66	172	303	623	912	1,286
少数股东损益	0	0	0	2	3	4
非现金支出	12	20	54	95	108	115
非经营收益	-6	-2	-17	-2	-2	-2
营运资金变动	-31	-153	117	-45	139	44
经营活动现金净流	42	37	457	673	1,160	1,447
资本开支	3	2	2	123	288	308
投资	0	-80	-677	0	0	0
其他	3	575	12	2	2	2
投资活动现金净流	0	493	-666	-121	-286	-307
股权募资	1	1	1	1,001	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
筹资活动现金净流	1	1	0	1,001	0	0
现金净流量	42	531	-209	1,552	874	1,141

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

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。