

南极电商(002127)

2017年08月24日

南极电商：多类目多品牌多平台运营卓有成效，竞争优势强化有望加速扩张

买入(维持)

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
(021) 60199793

chentx@dwzq.com.cn

研究助理 张娴静

(021) 60199740

zhangxj@dwzq.com.cn

事件

南极电商发布半年报,2017H1 实现营业收入 2.5 亿元,同增 58.34%;归母净利润 1.4 亿元,同增 64.37%。经营活动产生现金流 9695 万元,同增 62.48%。品牌授权及电商服务业务稳健发展,全品牌 GMV 为 42 亿元,同增 98.95%;南极人品牌 GMV 为 37.04 亿元,同增 75.43%;卡帝乐实现 GMV4.23 亿元。公司预计 1-9 月归母净利润为 2.25 亿至 2.95 亿,同比增长 56%至 104%。

点评

南极电商商业模式优势不断强化,终端 GMV 保持快速增长驱动营收利润增长。南极电商的商业模式以品牌为纽带,连接了供应链与经销商,提升了产业链效率,降低产品加价率,发挥规模经济效应,高性价比形象在消费者心目中不断强化,形成了良性循环,同时,公司加大研发投入,竞争优势不断强化,终端 GMV 保持快速增长,驱动营收利润增长。

南极人品牌多品类战略持续有效拓展。南极人品牌除了传统成熟类目内衣、家纺外,居家生活、母婴、鞋品箱包、女装、男装、生活电器等类目快速发展,拓展了品牌的宽度与深度。公司未公布具体类目的 GMV,但以纸尿裤为例,南极电商从 2016 年才开始涉足,参考母婴事业部及主要阿里店铺的销量,预计仅纸尿裤一个单品就有约 7000 万的 GMV;参考相关店铺追踪数据,预计纸尿裤 17 年全年可实现 3 倍以上的增长,约 3 亿 GMV。生活电器方面,南极电商选择合适合作伙伴,打造了足浴盆、按摩披肩、小风扇等爆款单品,不断开拓新品,GMV 增长迅速。

多品牌战略持续推进。卡帝乐品牌上半年实现 GMV4.23 亿元,超过了 16 年全年的 3.73 亿元;其中 Q1 为 1.75 亿元,Q2 为 2.47 亿元,单季环比增长 41.3%,验证了公司品牌授权、电商综合服务的能力。IP 品牌经典泰迪类目包括童装/婴儿装/亲子装、尿片/洗护/喂哺等母婴产品,网红个人品牌 Pony 包括化妆品、女装、运动服装等。

多平台销售卓有成效,拼多多平台爆发式成长,二季度 GMV 增长加速。南极电商对阿里平台的依赖性进一步降低,17H1 在拼多多销售高达 1.3 亿元,体现了南极电商产品的竞争力,多平台销售发展良好。南极人品牌 GMV 二季度单季增速远超一季度,主要在于公司持续迭代创新,优化各个事业部的运营,高效拓展业务,核心竞争力不断强化,GMV 有望持续保持高速增长态势。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	14.08
一年最低/最高价	9.63/14.77
市净率(倍)	12.92
流通 A 股市值(百万元)	13,632

基础数据

每股净资产(元)	1.09
资本负债率(%)	21.35
总股本(百万股)	1,538
流通 A 股(百万股)	968

相关研究

1. 用互联网思维提升产业链效率,赋能供应链与经销商,连接消费者,构筑南极生态 -20170626
2. 多类目多品牌开拓顺利,提升产业链效率,长期成长性极好 -20170427
3. 南极电商拟收购时间互联,综合电商服务生态再下一城 -20160817

不断迭代升级，新业务逐步落地。IP 品牌业务即精典泰迪母婴、家纺、内衣、食品等类目都经过筹备期后开始经营；个人品牌业务中，Pony 部分逐渐摸索出适合公司运营的模式，主要业务包括化妆品、女装、饰品及广告业务；后续有望释放利润。

表：南极人品牌分平台 GMV 增长及预测

(单位：亿元)	2012	2013	2014	2015	2016H1	2016	2017Q1	2017Q2	2017H1
南极人总 GMV	6.47	12.91	19.88	36.71	20.96	67.94	16.56	20.48	37.04
YOY		99.5%	54.0%	84.7%	91.6%	85.1%	51.0%	95.0%	75.4%
阿里	6.11	12.25	17.62	31.36	16.00	52.00	12.09	14.71	26.80
占比	94.5%	94.9%	88.6%	85.4%	76.3%	77.0%	73.0%	71.8%	72.4%
YOY		100%	43.8%	78.0%	82.0%	66.0%	46.7%	89.6%	67.9%
京东	0.36	0.66	2.26	5.35	4.96	15.94	4.30	4.55	8.85
占比	5.5%	5.1%	11.4%	14.6%	23.7%	23.0%	26.0%	22.2%	23.9%
YOY		83.3%	242.4%	136.7%	127.5%	198.0%	61.1%	66.0%	78.3%
唯品会/拼多多等						0.15	0.17	1.15	1.32

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

表：南极电商整体 GMV 及增速

(单位：亿元)	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2016	2017Q1	2017Q2	2017H1
南极电商总 GMV	10.90	10.50	11.20	35.60	72.06	18.31	22.96	42.01
YOY						68.0%	119.0%	99.0%
南极人品牌	10.90	10.50	11.20	35.60	67.94	16.56	20.48	37.04
YOY					85.1%	51.0%	95.0%	75.4%
卡帝乐					3.79	1.75	2.48	4.23

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

盈利预测与估值

暂不考虑时间互联的收购，预计南极电商 17-19 年可实现净利润 5.1 亿、8.0 亿、11.1 亿，同比增长 71%、55%、40%，对应 PE 为 42 倍、27 倍、19 倍。（收购时间互联后公司备考市值约 231 亿，18、19 年备考净利润分别为 9.17 亿、12.5 亿，对应 PE 25 倍、18 倍）考虑到南极人商业模式的稀缺性与运转高效性，未来持续成长盈利性良好，当前估值仍有提升空间，较具吸引力，维持买入评级。

风险提示

新品牌运营低于预期，应收账款风险，商誉减值损失风险

附：南极电商财务预测表

财务报表预测

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,336.7	1,870.6	2,814.6	4,125.2	营业收入	521.0	820.4	1,239.9	1,740.3
现金	473.6	991.3	1,890.7	3,072.1	营业成本	66.5	115.4	170.6	245.6
应收款项	320.1	361.4	404.3	502.2	营业税金及附加	4.4	6.9	10.5	14.7
存货	56.7	71.5	76.8	98.6	销售费用	22.0	35.9	54.2	76.1
其他	418.2	418.2	418.2	418.2	管理费用	45.4	74.7	107.3	148.4
非流动资产	710.1	1,872.7	1,871.5	1,871.3	财务费用	(10.3)	(22.5)	(43.0)	(70.0)
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	1.8	1.8	1.8	1.8
固定资产	4.6	3.2	1.8	1.3	其他	47.7	7.4	1.9	13.5
无形资产	510.3	510.3	509.9	509.5	营业利润	343.4	600.7	936.8	1,310.2
其他	62.0	62.0	62.0	62.0	营业外净收支	10.8	7.4	8.5	8.9
资产总计	2,046.8	3,743.3	4,686.1	5,996.5	利润总额	354.2	608.1	945.2	1,319.1
流动负债	482.5	325.9	465.3	654.4	所得税费用	51.1	91.2	141.8	197.9
短期借款	0.0	8.0	8.0	8.0	少数股东损益	1.9	3.0	4.6	6.4
应付账款	37.6	77.9	92.7	152.8	归属母公司净利润	301.1	513.9	798.9	1,114.8
其他	3.8	3.8	3.8	3.8	EBIT	387.0	594.4	907.9	1,270.2
非流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	EBITDA	389.6	597.2	910.6	1,272.1
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	0.0	0.0	0.0	0.0					
负债总计	482.5	325.9	465.3	654.4	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	29.9	32.9	37.5	43.9	每股收益(元)	0.20	0.33	0.52	0.72
归属母公司股东权益	1,534.4	3,384.5	4,183.3	5,298.2	每股净资产(元)	1.02	2.20	2.72	3.44
负债和股东权益总计	2,046.8	3,743.3	4,686.1	5,996.5	发行在外股份(百万股)	1,538.26	1,538.26	1,538.26	1,538.26
					ROIC(%)	21.99%	15.43%	19.09%	21.11%
					ROE(%)	21.65%	20.75%	21.04%	23.45%
					毛利率(%)	87.23%	85.93%	86.24%	85.89%
					EBIT Margin(%)	74.28%	72.45%	73.22%	72.99%
					销售净利率(%)	58.17%	63.00%	64.80%	64.43%
					资产负债率(%)	23.57%	8.71%	9.93%	10.91%
					收入增长率(%)	33.85%	57.48%	51.14%	40.35%
					净利润增长率(%)	75.27%	70.64%	55.46%	39.55%
					P/E	71.92	42.15	27.11	19.43
					P/B	13.85	6.34	5.13	4.05
					EV/EBITDA	55.60	36.28	23.79	17.03
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E					
经营活动现金流	457.36	328.46	861.02	1,127.65					
投资活动现金流	(666.43)	189.22	38.38	53.76					
筹资活动现金流	0.85	0.00	0.00	0.00					
现金净增加额	(208.60)	517.69	899.40	1,181.41					
折旧与摊销	2.57	2.79	2.77	1.90					
资本开支	2.29	0.93	0.93	0.93					
营运资本变动	117.45	(181.22)	94.78	59.96					
企业自由现金流	122.31	(177.50)	98.48	62.80					

数据来源：Wind，东吴证券研究所（暂未考虑时间互联并购，由于涉及到方向收购，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>

