

南极电商(002127)

2017年09月19日

南极电商：定增获批复，坚定看好电商高效率真成长投资主线，维持推荐

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) 60199740

chentx@dwzq.com.cn

研究助理 张娴静

zhangxj@dwzq.com.cn

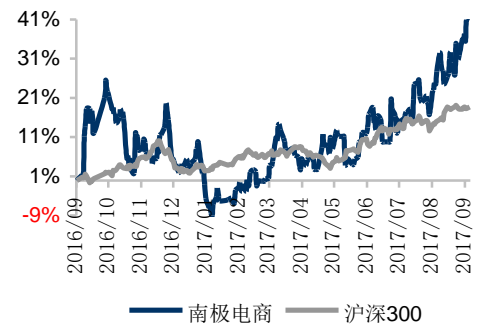
事件

南极电商发布公告，定增获得批复。时间互联 100%股权对价 9.56 亿，17-19 承诺净利润分别为 9000 万元、1.17 亿元、1.32 亿元；其中，南极电商向时间互联股东发行股份购买资产发行股份数量为 6919 万股，发行价格 8.29 元/股，收购其 60%时间互联股份；该股份按照业绩承诺分期解锁。另外向大股东张玉祥（认购 3.2 亿元）、南极电商第二期持股计划（认购 7330 万元）募集配套资金为 3.93 亿，不超过 5408 万股，用以现金支付时间互联剩余 40%股份，锁定期 36 个月。

点评

- 时间互联是一家移动互联网营销服务商，通过代理移动互联网媒体投放平台流量以及整合分散流量，向客户提供高效、优质、精准的营销服务，主营业务包括移动互联网媒体投放平台营销和移动互联网流量整合营销。移动互联网流量整合营销是适应移动互联网兴起后带来的互联网流量去中心化、流量碎片化、受众定位精准化而应运而生的新型业务模式，根据客户需求向流量供应商采购可利用的分散流量资源，根据对客户特征及其推广需求的分类结果，为客户匹配更精准的流量、定制更有效的营销推广方案。
- 时间互联凭借经验丰富的业务团队以及优质的媒体流量资源，在维护存量客户的合作基础上，进一步加强新客户的开发，业绩增幅较快。时间互联 17-19 年承诺净利润分别为 9000 万元、11700 万元、13200 万元，其中 2017 年 1-4 月已经实现归母净利润 2709 万元。
- 时间互联竞争较早切入行业，在媒体及客户资源优势、技术优势、数据沉淀优势、流量整合运营优势方面有突出优势。对于品牌商，公司可为品牌提供一站式综合服务方案，为客户创造价值。流量采购端，时间互联是腾讯广点通、应用宝、百度手机助手等主要移动互联网媒体的重要代理。
- 对时间互联的收购有望与南极电商形成良好的协同效应。一方面，上市公司可以为时间互联提供资金、渠道、管理经验等资源支持，使其成为上市公司新的盈利板块，另一方面，时间互联可以通过其优质的媒体资源、丰富的移动互联网营销推广经验、领先的研发技术等为上市公司提供营销渠道资源、定制化营销方案及大数据技术支持，进一步提高上市公司的盈利能力和抗风险能力。

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|------------|
| 收盘价(元) | 15.43 |
| 一年最低/最高价 | 9.66/15.50 |
| 市净率(倍) | 14.15 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 15,006 |

基础数据

| | |
|-------------|-------|
| 每股净资产(元) | 1.09 |
| 资本负债率(%) | 21.33 |
| 总股本(百万股) | 1,538 |
| 流通 A 股(百万股) | 968 |

相关研究

1. 二股东计划减持，不改对公司基本面判断，仍看好其成长性 -20170904
2. 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 -20170826

本次交易完成后，上市公司将时间互联的移动互联网营销业务进行整体统筹，协同发展。届时上市公司可形成“品牌授权-电商生态综合服务平台-货品销售业务-移动互联网营销”等多业务板块。标的公司可充分借助上市公司原有业务积累的客户资源，不断拓展新业务的客户群体，提高市场占有率。此外，上市公司与标的公司将共享并融合营销体系和网络，提升市场服务能力。通过营销布局的优化，提高营销效率降低成本，进一步增强上市公司持续盈利能力，提升上市公司整体价值。

南极电商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 品牌精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。

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。

多平台销售卓有成效，拼多多平台爆发式成长，七月、八月 GMV 维持高增长趋势。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。

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。

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 46 倍、30 倍、21 倍。收购时间互联后公司备考市值约 252 亿，18、19 年备考净利润分别为 9.17 亿、12.5 亿，对应 PE 27 倍、20 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

17 年 9 月初股东减持可能对股价造成负面影响
 新品牌运营低于预期的风险
 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) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|--------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|--------------|--------------|----------------|----------------|
| | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | | 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 | 重要财务与估值指标 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 负债总计 | 482.5 | 325.9 | 465.3 | 654.4 | 每股收益(元) | 0.20 | 0.33 | 0.52 | 0.72 |
| 少数股东权益 | 29.9 | 32.9 | 37.5 | 43.9 | 每股净资产(元) | 1.02 | 2.20 | 2.72 | 3.44 |
| 归属母公司股东权益 | 1,534.4 | 3,384.5 | 4,183.3 | 5,298.2 | 发行在外股份(百万股) | 1,538.26 | 1,538.26 | 1,538.26 | 1,538.26 |
| 负债和股东权益总计 | 2,046.8 | 3,743.3 | 4,686.1 | 5,996.5 | ROIC(%) | 21.99% | 15.43% | 19.09% | 21.11% |
| | | | | | ROE(%) | 21.65% | 20.75% | 21.04% | 23.45% |
| 现金流量表 (百万元) | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | 毛利率(%) | 87.23% | 85.93% | 86.24% | 85.89% |
| 经营活动现金流 | 457.36 | 328.46 | 861.02 | 1,127.65 | EBIT Margin(%) | 74.28% | 72.45% | 73.22% | 72.99% |
| 投资活动现金流 | (666.43) | 189.22 | 38.38 | 53.76 | 销售净利率(%) | 58.17% | 63.00% | 64.80% | 64.43% |
| 筹资活动现金流 | 0.85 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资产负债率(%) | 23.57% | 8.71% | 9.93% | 10.91% |
| 现金净增加额 | (208.60) | 517.69 | 899.40 | 1,181.41 | 收入增长率(%) | 33.85% | 57.48% | 51.14% | 40.35% |
| 折旧与摊销 | 2.57 | 2.79 | 2.77 | 1.90 | 净利润增长率(%) | 75.27% | 70.64% | 55.46% | 39.55% |
| 资本开支 | 2.29 | 0.93 | 0.93 | 0.93 | P/E | 78.82 | 46.19 | 29.71 | 21.29 |
| 营运资本变动 | 117.45 | (181.22) | 94.78 | 59.96 | P/B | 15.17 | 6.95 | 5.62 | 4.44 |
| 企业自由现金流 | 122.31 | (177.50) | 98.48 | 62.80 | EV/EBITDA | 60.93 | 39.76 | 26.07 | 18.66 |

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>

