

# 南极电商(002127)

2017年10月26日

## 南极电商：新品类、新品牌、新平台扶植力度强化影响报表收入增速，GMV 维持高增长，盈利质量显著提升 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

南极电商发布三季报，Q3 实现营业收入 1.50 亿，同增 4.1%；归母净利润 1.03 亿，同增 74.15%。2017 前 3 季度实现营业收入 4.02 亿，同增 32.57%；归母净利润 2.43 亿，同增 68.39%。

### 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，终端 GMV 保持快速增长。

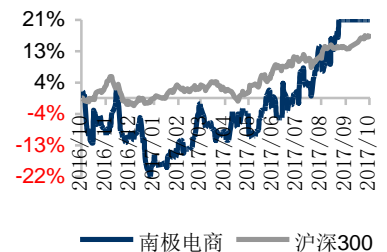
南极人品牌多品类战略持续有效拓展。南极人品牌除了传统成熟类目内衣、家纺外，居家生活、母婴、鞋品箱包、女装、男装、生活电器等类目快速发展，拓展了品牌的宽度与深度。公司未公布具体类目的 GMV，但以纸尿裤为例，南极电商 16 年开始涉足，参考母婴事业部及主要阿里店铺的销量，预计仅纸尿裤一个单品 GMV 达 7000 万；参考相关店铺追踪数据，预计纸尿裤 17 年可实现 3 倍增长，约 3 亿 GMV。生活电器方面，南极电商与合作伙伴，打造了足浴盆、按摩披肩、小风扇等爆款单品。除了前 9 大品类事业部外，新开拓的类目如户外用品、餐具、玩具等也在快速成长。内衣、家纺、母婴等成熟类目仍保持高速增长态势。

### 品牌矩阵不断夯实，南极人表现仍较为亮眼，多品牌战略持续推进。

卡帝乐 Q3 为 2.48 亿，前 3 季度为 6.72 亿，全年有望实现 15 亿 GMV，态势良好。IP 品牌精典泰迪主要覆盖童装/婴儿装/亲子装、尿片/洗护/喂哺等母婴产品类目。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，显示了南极电商供应链整合提效的能力，有望保持持续成长性。2017 年前 3 季度公司全品牌电商渠道可统计 GMV 达 64.87 亿元，同比增长 79.14%。其中，在阿里（含淘宝、天猫）实现 GMV 达 45.13 亿元，同比增长 72.08%；在京东实现 GMV 达 15.44 亿元，同比增长 72.18%；在唯品会实现 GMV 达 1.29 亿元，同比增长 26.82%；在拼多多实现 GMV 达 2.99 亿元。单 3 季度，公司全品牌电商渠道可统计 GMV 达 22.86 亿元，同比增长 77.35%。其中，在阿里（含淘宝、天猫）实现 GMV 达 16.43 亿元，同比增长 78.69%；在京东实现 GMV 达 4.37 亿元，同比增长 32.63%；在唯品会实现 GMV0.38 亿元，同比增长 -4.69%；在拼多多实现 GMV 达 1.67 亿元。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	16.73
一年最低/最高价	9.66/17.19
市净率(倍)	14.42
流通 A 股市值(百万元)	16197

### 基础数据

每股净资产(元)	1.16
资本负债率(%)	20.27
总股本(百万股)	1,538
流通 A 股(百万股)	968

### 相关研究

1. 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 -20170920
2. 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
3. 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

新品牌、新品类开拓市场阶段扶植力度加大，公司报表收入短期低于 GMV 增速。新类目、新品牌、新平台的快速开拓阶段，综合服务费收取会有一定的折扣，收入、利润增长略慢于 GMV 增长，以维持南极人生态体系的健康成长。

表：南极电商季度收入与整体 GMV 的关系

(单位：亿元)	2016H1	2016Q1-3	2016Q3	2017H1	2017Q1-3	2017Q3
南极电商总 GMV	21.11	34.29	12.89	42.01	64.87	22.86
南极电商收入	1.59	3.03	1.44	2.52	4.02	1.50
收入占比 GMV	7.5%	8.8%	11.2%	6.0%	6.2%	6.6%

**表格说明：扶植新品类导致的服务费率下降是 Q3 单季度收入速远低于 GMV 增速的主因**

资料来源：公司公告、东吴证券研究所

盈利质量大幅改善，回款能力显著提升。公司前 3 季度经营性现金流 1.88 亿，同比出现大幅改善（去年同期仅 0.48 亿），盈利质量提升，我们认为这背后反映了公司业务管理能力的强化。基于同样的原因，公司的坏账同比大幅减少，资产减值损失仅 0.17 亿，去年同期为 0.66 亿，单三季度减少了 0.47 亿。

#### 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%，当前市值 257 亿，对应 PE 为 50 倍、32 倍、23 倍。收购时间互联后公司备考市值约 273 亿，18、19 年备考净利润分别为 9.17 亿、12.4 亿，对应 PE 30 倍、22 倍。考虑到南极人商业模式的稀缺性与运转高效性，未来持续成长性良好，维持买入评级。

#### 风险提示

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
<b>流动资产</b>	<b>1,336.7</b>	<b>1,870.6</b>	<b>2,814.6</b>	<b>4,125.2</b>	<b>营业收入</b>	<b>521.0</b>	<b>820.4</b>	<b>1,239.9</b>	<b>1,740.3</b>
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
<b>非流动资产</b>	<b>710.1</b>	<b>1,872.7</b>	<b>1,871.5</b>	<b>1,871.3</b>	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	<b>营业利润</b>	<b>343.4</b>	<b>600.7</b>	<b>936.8</b>	<b>1,310.2</b>
其他	62.0	62.0	62.0	62.0	营业外净收支	10.8	7.4	8.5	8.9
<b>资产总计</b>	<b>2,046.8</b>	<b>3,743.3</b>	<b>4,686.1</b>	<b>5,996.5</b>	<b>利润总额</b>	<b>354.2</b>	<b>608.1</b>	<b>945.2</b>	<b>1,319.1</b>
<b>流动负债</b>	<b>482.5</b>	<b>325.9</b>	<b>465.3</b>	<b>654.4</b>	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	<b>归属母公司净利润</b>	<b>301.1</b>	<b>513.9</b>	<b>798.9</b>	<b>1,114.8</b>
其他	3.8	3.8	3.8	3.8	EBIT	387.0	594.4	907.9	1,270.2
<b>非流动负债</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	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	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
<b>负债总计</b>	<b>482.5</b>	<b>325.9</b>	<b>465.3</b>	<b>654.4</b>	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
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,046.8</b>	<b>3,743.3</b>	<b>4,686.1</b>	<b>5,996.5</b>	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%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	EBIT Margin(%)	74.28%	72.45%	73.22%	72.99%
经营活动现金流	457.36	328.46	861.02	1,127.65	销售净利率(%)	58.17%	63.00%	64.80%	64.43%
投资活动现金流	(666.43)	189.22	38.38	53.76	资产负债率(%)	23.57%	8.71%	9.93%	10.91%
筹资活动现金流	0.85	0.00	0.00	0.00	收入增长率(%)	33.85%	57.48%	51.14%	40.35%
现金净增加额	(208.60)	517.69	899.40	1,181.41	净利润增长率(%)	75.27%	70.64%	55.46%	39.55%
折旧与摊销	2.57	2.79	2.77	1.90	P/E	85.46	50.08	32.21	23.08
资本开支	2.29	0.93	0.93	0.93	P/B	16.45	7.53	6.10	4.82
营运资本变动	117.45	(181.22)	94.78	59.96	EV/EBITDA	66.06	43.11	28.27	20.24
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>

