

南极电商(002127)

南极电商：董事长拟增持股份，仍保持对公司 GMV 及收入成长性乐观预期

买入(维持)

2017 年 11 月 30 日

证券分析师 马莉

执业证书编号：S0600517050002
01066573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证书编号：S0600517070001
02160199793

chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证书编号：S0600517050003
02160199793

linjch@dwzq.com.cn

研究助理 张娴静

02160199793

zhangxj@dwzq.com.cn

事件

南极电商发布公告，公司董事长张玉祥拟在公告披露 6 个月内，增持公司股份，金额不超过一亿元。

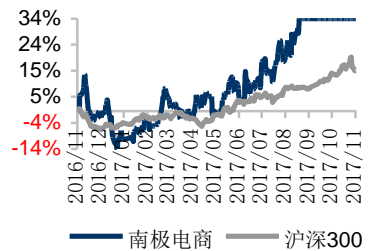
点评

董事长的增持体现了其对公司持续发展的信心及对公司价值的认可。截止公告日，张玉祥及朱雪莲以及其一致行动人上海丰南投资中心合计持有公司股份数量约为 5.3 亿股，占总股本 32.44%。

我们仍较为看好南极电商的商业模式及其未来成长性，认为公司 GMV 及收入仍有望保持高速增长。南极电商日常 GMV 仍保持了高速的成长性。17 年双 11 当日，南极电商终端 GMV 增速显著低于日常水平，但双 11 后，公司 GMV 迅速又恢复了高速增长。参考公司的数据，截止到 11 月 24 日，南极电商线上 GMV 突破了 100 亿，我们认为公司 17 年有望实现 120 亿以上 GMV。南极电商 17 年双 11 的 GMV 增速较日常低，原因在于：16 年双 11 公司实现 GMV 约 6.3 亿元，占比全年 72 亿 GMV 为 8.8%，远高于阿里平台 3.2% 左右的水平，基数较高；17 年 11 月 1-10 日，考虑到日常销售的盈利性，公司并未指导经销商进行充分的预售等活动，导致双 11 单日销售的爆发性不强，但公司日常销售情况仍较为良好，也有利于长远发展。从阿里平台规则上来看，双 11 期间可能会为了较高的 GMV 舍弃一部分流量收入，当日流量政策对国际大牌及线下知名品牌更为有利；但阿里日常流量规则仍然是更有利于能对平台贡献较多广告费用、交易佣金的卖家及品牌方，这也是阿里平台持续成长、盈利的关键，平台规则的制定也不对单独针对某个卖家。因此，双 11 后，南极电商的 GMV 增速迅速回到了较高水平。

我们认为，公司货币化比率（收入/GMV）有望保持相对稳定，不会有显著下滑，终端 GMV 保持快速增长驱动营收利润增长。公司在内衣、家纺两个类目已经是阿里平台销量第一品牌，但市场份额仍有提升空间。公司战略的当务之急仍然是迅速扩大市场份额，提升在供应链端的议价，逐步筑就壁垒。新类目、新平台的开拓，公司会在初期给予一定的优惠政策，货币化率较低；但对于成熟类目，公司市场份额占据绝对优势后，成熟类目的货币化率有望提升，整体的货币化率不会显著下滑。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	12.23
一年最低/最高价	9.66/17.19
市净率(倍)	10.54
流通 A 股市值(百万元)	11,827

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)	1,637
流通 A 股(百万股)	968

相关研究

1. 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 -20171026
2. 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

公司商业模式不断迭代升级，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。

南极人品牌多品类战略持续有效拓展，品牌矩阵不断夯实，南极人品牌表现仍较为亮眼，多品牌战略持续推进。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。

整体来看，公司多类目、多品牌、多平台扩张的路径依然比较清晰，商业模式较为领先，对供应链的管理、控制能力，核心竞争力不断强化，有望保持良好的成长性及盈利性。

盈利预测与估值

暂不考虑时间互联的并购，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%、56%、40%，当前市值约 200 亿，对应 PE 分别为 39 倍、25 倍、18 倍。公司定增收购时间互联已完成，考虑到时间互联的合并报表，公司 18、19 年净利润分别为 9.17 亿、12.4 亿，对应 PE 为 22 倍、16 倍。考虑到南极电商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

第三方平台政策风险

商誉减值损失风险

股东减持等可能对股价的不利影响。公司于 17 年 9 月 2 日公告，蒋学明及其一致行动人在未来 6 个月内计划减持不超过 6000 万股，公告后已减持 1221 万股，未来有可能减持数量为 4779 万股，占目前总股份数 2.9%。

附：南极电商财务预测表

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	1336.7	2987.4	3953.6	5286.8	营业收入	521.0	820.4	1239.9	1740.3
现金	473.6	991.3	1890.7	3072.1	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	1872.7	1871.5	1871.3	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	1310.2
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	2046.8	4860.1	5825.1	7158.1	利润总额	354.2	608.1	945.2	1319.1
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	1114.8
其他	3.8	3.8	3.8	3.8	EBIT	387.0	594.4	907.9	1270.2
非流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	EBITDA	389.6	597.2	910.6	1272.1
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	0.31	0.49	0.68
少数股东权益	29.9	32.9	37.5	43.9	每股净资产(元)	0.96	2.77	3.28	3.97
归属母公司股东权益	1534.4	4501.3	5322.3	6459.8	发行在外股份(百万股)	1538.3	1636.6	1636.6	1636.6
负债和股东权益总计	2046.8	4860.1	5825.1	7158.1	ROIC(%)	21.2%	11.1%	14.4%	16.6%
					ROE(%)	21.7%	17.7%	16.7%	19.3%
					毛利率(%)	87.2%	85.9%	86.2%	85.9%
					EBIT Margin(%)	74.3%	72.4%	73.2%	73.0%
					销售净利率(%)	58.2%	0.0%	0.0%	0.0%
					资产负债率(%)	23.6%	6.7%	8.0%	9.1%
					收入增长率(%)	33.8%	57.5%	51.1%	40.4%
					净利润增长率(%)	75.3%	70.6%	55.5%	39.5%
					P/E	66.5	38.9	25.1	18.0
					P/B	12.80	4.41	3.73	3.08
					EV/EBITDA	51.4	33.5	22.0	15.7

数据来源：Wind，东吴证券研究所（暂未考虑时间互联的报表合并，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>

