

南极电商(002127)

2018年02月28日

GMV 及利润增长符合预期，新类目、新平台市场份额不断提升有望提高货币化率 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

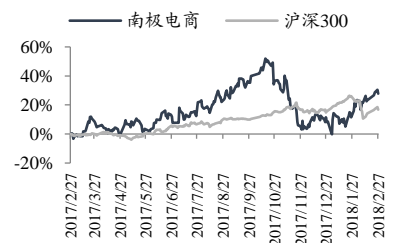
事件

- 南极电商发布公告，17年实现营业收入9.84亿，同比增长89%；归母净利润5.3亿，同比增长76.27%，经营性现金流5.5亿，同比增长20%。其中包含17年11、12月时间互联并表收入2.39亿，并表归母净利润2641万。

点评

- **品牌授权业务稳定发展。**剔除时间互联，公司17年营业收入/归母净利为7.46亿/5.04亿，同比增长43%/68%；其中17Q4收入、归母净利分别为3.44亿、2.61亿，同比增长58%、67%。17年反应公司品牌授权业务的品牌综合服务收入为6.24亿（其余1.22亿主要为货品销售收入），同比增长34%。
- **17年公司GMV为124亿，增速高达72%，体现了公司商业模式的核心竞争力，电商行业马太效应明显，公司有望不断受益于行业集中度提升，GMV保持快速增长。**我们预计核心南极人品牌约为110亿，同比增长约为60%；卡帝乐品牌GMV约为14亿，相比16年三四季度3.79亿有较大幅度增长。南极电商的核心竞争力在于提升了整条产业链的效率。对南极电商来说，其充分挖掘电商平台流量红利，利用自身品牌知名度，通过对供应商在产品生产、供应链服务上的支持以及对经销商在店铺运营、平台导流上的支持，迅速建立起了连通供应商与经销商的生态体系，挖掘调动了供应商与经销商的积极性，以线上超低加价倍率（1.5-2.5倍）高效运转，依靠高性价比产品实现了快速的扩张。
- **我们认为GMV的增长仍将是驱动公司收入、利润增长的重要因素，多平台、多类目、多品牌扩张打开成长空间，整体GMV增长距离天花板尚远，我们预计18年南极电商的GMV增速仍有望在50%以上，19年GMV增速有望达到40%。**17年南极电商拼多多销售爆发式成长，从16年0.16亿到17年约7亿，公司在阿里平台GMV也保持了70%以上的增速，在阿里千人千面的背景下，公司覆盖消费群体庞大，平销表现优秀，有望强者恒强。品类拓展战略持续有效推进，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。多品牌战略持续推进，卡帝乐复制了南极人品牌的成功。多平台、多类目、多品牌保证了公司未来的GMV增长。根据草根调研的结果，18年1-2月公司GMV仍保持了快速增长。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	14.33
一年最低/最高价	10.7/17.19
市净率(倍)	12.35
流通A股市值(百万元)	13,874

基础数据

每股净资产(元)	1.16
资产负债率(%)	20.27
总股本(百万股)	1637
流通A股(百万股)	968

相关研究

1. 南极电商：4年时间阿里平台家纺销售额第一，多点开花，快速成长，估值存在修复空间 -20180123
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
3. 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

- 南极电商品牌授权业务全年货币化率略有降低，未来有望随着公司在新类目、新平台市场份额的提高，提升市场地位，从而提升整体货币化率、提高收入与 GMV 增速的匹配度。货币化率 17 年为 5%，对应 15、16 年分别为 7.7%、6.5%。我们认为主要原因在于：公司对新类目、新品牌、新平台拓展的扶持对品牌授权服务费有一定的折扣；新类目、拼多多等新平台放量更快，拉低了整体的货币化率。南极电商 GMV 由经销商销售额直接决定，而南极电商的收入则主要来自于向工厂征收的品牌综合服务费。预计随着公司在类目、平台上市份额的提升与市场地位的强化，货币化率有望有所提升。
- 不考虑时间互联，公司全年净利润率提升 10pct。17Q4 收入 3.44 亿，归母净利为 2.61 亿，对应净利润率 Q4 高达 76%，前 3 季度净利润率为 60%，全年为 68%。主要原因在于四季度 GMV 及收入占比接近全年 50%，而销售费用及管理费用不会同比例上升，占比约全年 25%-30%。16 年 Q1-3 净利润率为 48%，16Q4 净利润率为 72%，全年净利润率 58%。公司 17 年相较 16 年 GMV 及收入的提升幅度远超费用的增幅。

图表1: 南极电商季度整体 GMV 及收入利润增速

(单位: 亿元)	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2016	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2017E
南极电商总 GMV	10.90	10.50	12.89	37.77	72.06	18.31	22.96	22.86	59.00	124
YOY	107%	85.0%	49.0%	85.0%	96.3%	68.0%	119.0%	77.35%	56.21%	71.90%
占比全年	15%	15%	18%	52%	-	15%	19%	18%	48%	
南极人品牌 GMV	10.90	10.50	11.83	35.04	67.94	16.56	20.48	19.99	52.00	109
YOY					85.1%	51.0%	95.0%	69.0%	48.4%	60.4%
卡帝乐等其它			1.06	2.73	3.79	1.75	2.48	2.49	7.00	13.70
总营业收入 (不含时间互联)	0.43	1.16	1.44	2.18	5.21	0.70	1.82	1.50	3.44	7.46
YOY	28%	44%	8%	54%	34%	65%	56%	4%	58%	43%
总收入占比 GMV	3.9%	11.0%	11.2%	5.8%	7.2%	3.8%	7.9%	6.6%	5.8%	6.0%
占比全年	8%	22%	28%	42%	-	9%	23%	19%	46%	
归母净利润	0.16	0.69	0.59	1.57	3.01	0.26	1.14	1.03	2.61	5.04
YOY	267%	139%	12%	83%	75%	58%	66%	74%	67%	68%
现代服务业收入					4.66					6.24
现代服务/GMV					6.5%					5.0%
净利润率	37%	59%	41%	72%	58%	37%	63%	69%	76%	68%

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所整理

备注: 现代服务业收入是指扣除了货品销售的收入, 主要体现了公司品牌授权业务的收入, 16 年 Q3 开始公司货品销售占比较小, 17 年 H2 货品销售收入占比总收入略有上升

图表2: 南极人品牌分平台 GMV 情况

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

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表3: 南极电商分事业部 GMV 估算

事业部及品牌 GMV/亿元	2016	2017E	2018E	2019E
南极人内衣事业部	23.78	31	39	46
占比	33%	25%	21%	18%
yoy	38%	30%	25%	18%
大家纺事业部	11.55	20	32	48
占比	16%	16%	17%	18%
yoy	99%	73%	60%	50%
大母婴事业部	3.40	13	23	37
占比	5%	10%	13%	14%
yoy	91.0%	283%	80%	60%
健康生活事业中心	2.73	11	19	30
占比		9%	10%	12%
yoy		303%	70%	60%
南极人男装事业部	8.83	9	11	12
占比		7%	6%	5%
yoy			20%	15%
南极人女装事业部	8.83	11	13	15
占比		9%	7%	6%
yoy			20%	15%
卡帝乐、泰迪等品牌	3.79	14	27	43
占比		11%	15%	17%
yoy		269%	93%	65%
其它	9	15	22	28
占比	13%	12%	12%	11%
总 GMV/亿元	72.06	124	186	260
yoy	96.0%	72%	50%	40%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所测算

注: 其它类目包括鞋品箱包、运动户外、汽车用品等, 由于公司事业部对应细分类目可能有所调整, 仅供参考大致趋势。

盈利预测与投资评级

我们预计南极电商原业务 17-19 年可实现净利润 5 亿、7.5 亿、10.5 亿, 同比增长为 66%、50%、40%; 考虑到时间互联的并表, 18、19 年公司整体净利润分别为 8.7 亿、11.8 亿, 同比增长 47%、36%; 对应 18、19 年估值分别为 27 倍、20 倍。考虑到南极电商未来持续成长性良好, 存在估值修复的空间, 维持“买入”评级。

风险提示

货币化率不达预期的风险。货币化率的提升有赖于公司在具体类目上市场份额的持续扩大与市场地位的有效提升, 货币化率有可能不达预期从而影响公司品牌综合服务收入增速。

新品牌运营低于预期的风险。公司的传统优势在南极人高性价比品牌, 卡帝乐品牌与南极人定位有一定差异性, 运营可能低于预期。

第三方平台政策风险。公司的主要销售渠道为第三方电商平台, 阿里、京东、拼多多、唯品会等, 若平台政

策出现大幅调整，公司未能适应平台规则变化，将会对公司产生不利影响。

商誉减值损失风险及并购标的的时间互联业绩不达预期风险。公司收购时间互联已完成，时间互联业绩有可能达不到预期。

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	1542.5	2192.6	3143.6	4512.5	营业收入	1070.3	1450.8	2008.2	2561.7
现金	491.6	1196.8	2019.2	3307.2	营业成本	511.6	672.9	869.9	1050.2
应收款项	376.4	382.5	480.9	529.0	营业税金及附加	5.5	7.4	10.7	14.4
存货	56.7	49.9	63.1	72.6	销售费用	23.1	31.1	39.7	50.4
其他	438.8	438.8	438.8	438.8	管理费用	53.5	75.4	99.6	121.6
非流动资产	1604.0	2765.7	2764.9	2764.9	财务费用	(10.0)	(23.7)	(41.3)	(67.7)
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	4.8	3.5	2.3	1.8	其他	51.9	(6.9)	7.8	3.2
无形资产	518.5	518.6	518.2	517.8	营业利润	432.9	692.9	1020.0	1387.9
其他	62.0	62.8	63.1	63.3	营业外净收支	10.8	7.4	8.5	8.9
资产总计	3146.5	4958.4	5908.5	7277.4	利润总额	443.7	700.3	1028.5	1396.7
流动负债	601.5	408.5	550.0	730.3	所得税费用	68.2	104.2	154.5	208.2
短期借款	20.0	8.0	8.0	8.0	少数股东损益	1.9	2.7	4.1	5.6
应付账款	53.5	94.7	108.1	166.7	归属母公司净利润	373.6	593.4	870.0	1183.0
其他	15.5	10.8	10.8	12.4	EBIT	482.1	671.5	999.0	1339.5
非流动负债	2.1	2.1	2.1	2.1	EBITDA	484.7	674.3	1001.9	1341.6
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	603.5	410.6	552.0	732.4	每股收益(元)	0.24	0.36	0.53	0.72
少数股东权益	29.9	32.6	36.7	42.3	每股净资产(元)	1.63	2.76	3.25	3.97
归属母公司股东权益	2513.1	4515.1	5319.8	6502.8	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	3146.5	4958.4	5908.5	7277.4	ROIC(%)	16.1%	12.7%	16.0%	17.6%
					ROE(%)	21.3%	19.6%	19.8%	21.4%
					毛利率(%)	52.2%	53.6%	56.7%	59.0%
					EBIT Margin(%)	45.0%	46.3%	49.7%	52.3%
					销售净利率(%)	35.1%	41.1%	43.5%	46.4%
					资产负债率(%)	19.2%	8.3%	9.3%	10.1%
					收入增长率(%)	90.6%	35.6%	38.4%	27.6%
					净利润增长率(%)	104.6%	58.8%	46.6%	36.0%
					P/E	62.8	39.5	27.0	19.8
					P/B	9.3	5.2	4.4	3.6
					EV/EBITDA	48.6	35.1	23.7	17.8

数据来源：Wind，东吴证券研究所（为保持数据可比性，假设对时间互联的合并已于2016年1月1日完成，16年备考报表参考公司17年9月《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》。由于公司为借壳上市，涉及到反向收购，股本使用母公司报表）

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>

