

南极电商(002127)

GMV 及业绩增长符合预期, 新类目、新平台发展迅猛, 货币化率有望企稳回升 买入(维持)

2018 年 04 月 23 日

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

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 9.86 亿, 同比增长 89%; 归母净利润 5.3 亿, 同比增长 77%。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。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, 公司主要业务品牌综合服务费收入为 6.22 亿, 同比增长 35%。剔除时间互联, 公司原有业务在 17Q4 收入、归母净利分别为 3.45 亿、2.66 亿, 同比增长 58%、67%。

点评

- 南极电商 17Q4 保持 GMV 高速增长; 报表端收入增速有所放缓, 受益毛利率提升, 利润增速可观。南极电商凭借其丰富的互联网运营经验以及与阿里、京东、唯品会、拼多多等电商渠道良好的合作关系, 为中小供应链客户提供了包括资源推介、质量管控、研发设计、流量管理、数据分析与应用等在内的一站式供应链服务, 这样的全方位能力也是公司持续保持高速发展的壁垒。

从 GMV 维度来看, 公司原有业务总 GMV 在 Q4 高基数的情况下同增 56.63%, 其中南极人品牌同增 48.4%。2017 年全年南极人品牌 GMV 同增 60.5%, 而卡帝乐品牌 GMV 在 17 年同增达到 235.41%, 成为公司重要增长动力。

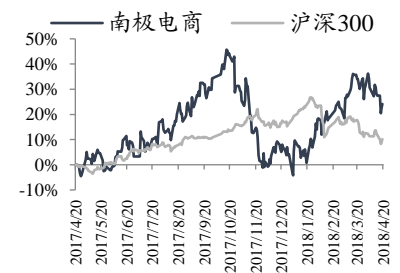
图表 1: 南极电商按品牌 GMV 增长拆分 (单位: 亿元)

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2017H2	2017
南极电商总 GMV	18.3	23.0	22.9	59.2	82.0	124.0
YOY	68.0%	119.0%	77.4%	56.6%	61.0%	72.1%
占比全年	15%	19%	18%	48%	66%	
南极人品牌	16.6	20.5	20.0	52.0	72.0	109.0
YOY	51.0%	95.0%	69.0%	48.4%	54.7%	60.5%
占比	90.4%	89.2%	87.4%	87.9%	87.8%	87.9%
卡帝乐	1.75	2.48	2.49	5.98	8.47	12.70
占比	9.6%	10.8%	10.9%	10.1%	10.3%	10.2%

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

从品类维度来看, 公司主品牌南极人在其成熟类目, 如内衣、家纺、女装、男装、大母婴等依旧保持了良好的成长性。南极人的内衣类目阿里平台访客数量达 4.84 亿, 支付转化率达 12.07%; 家纺类目阿里平台访客数量达 2.23 亿, 支付转化率达 5.47%, 相比竞品具有较为明显的竞争优势。此外, 健康生活相关品类飞速增长。卡帝乐品牌则在男装、鞋品、箱包皮具等类目表现较出色。

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	13.95
一年最低/最高价	10.7/17.19
市净率 (倍)	7.56
流通 A 股市值 (百万元)	13,503

基础数据

每股净资产 (元)	1.85
资产负债率 (%)	20.17
总股本 (百万股)	1637
流通 A 股 (百万)	968

相关研究

1. 南极电商: 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-20180228
2. 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

图表 2: 南极人品牌 GMV 按品类拆分 (单位: 亿元)

事业部名称	2016	2017
南极人内衣事业部	23.8	37.0
占比	35%	34%
yoy	38%	55%
大家纺事业部	11.5	19.9
占比	17%	18%
yoy	99%	60%
大母婴事业部	3.4	12.7
占比	5%	12%
yoy	91.0%	65%
健康生活事业中心	2.73	10.1
占比		9%
yoy		185%
南极人男装事业部	8.8	11.9
占比	13%	11%
yoy		7%
南极人女装事业部	8.8	13.2
占比	13%	12%
yoy		43%

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

从平台维度来看, 阿里依旧是公司最重要销售的平台, 其 GMV 占比持续保持在 70%以上; 值得一提的是, 拼多多作为新兴的流量渠道, 在 17 年迅速崛起, 南极电商 17 年在拼多多上 GMV 近 7 亿, 体现了公司跨平台扩张及运营的能力。

图表 3: 南极电商按渠道 GMV 情况 (单位: 亿元)

	2017Q3	2017Q4	2017H2	2017
阿里	16.43	43.81	60.24	88.94
YOY	60.6%	64.5%	63.4%	68.2%
占比	71.9%	74.1%	73.4%	71.7%
京东	4.37	9.92	14.29	25.36
YOY	9.0%	11.6%	10.8%	42.0%
占比	19.1%	16.8%	17.4%	20.4%
拼多多	1.65	3.98	5.63	6.97
占比	7.2%	6.7%	6.9%	5.6%
唯品会	0.39	1.05	1.44	2.34
YOY	-54.7%	238.7%	9.1%	77.3%
占比	1.7%	1.8%	1.8%	1.9%

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

- **17H2 的货币化率 (品牌综合服务费/GMV) 环比有所提升。**公司 17 年全年货币化率相较 16 年略有下降, 我们认为主要原因在于公司为促进新平台业务以及新品类的快速扩张有意降低收费比例或给予供应商优惠

折让政策，促进公司销售规模及市场占有率的提升，有利于公司的长期发展。可喜的是，此举在刺激 GMV 快速增长（见表 1、表 2、表 3）的同时，我们看到公司 17 年 H2 货币化率已经较 17H1 有所提升。分品牌来看，17 年全年南极人品牌的货币化率约为 4.87%，而卡帝乐品牌为 5.95%，略高于南极人品牌。我们认为随着未来公司规模的扩大，在新类目/新平台取得优势地位后，公司整体的货币化率有望得到持续提升。

图表 4: 南极电商货币化率情况

(单位: 亿元)	2016H1	2016H2	2017H1	2017H2	2016	2017
总收入	1.59	3.62	2.52	4.94	5.21	7.46
YOY			58.5%	36.5%	33.9%	43.3%
品牌综合服务业务	1.37	3.22	1.89	4.32	4.60	6.22
YOY			38.1%	34.1%	68.00%	35.28%
品牌综合服务业务/GMV	6.4%	6.4%	4.6%	5.3%	6.4%	5.0%

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

- **规模效应的充分发挥带动原有业务净利润快速提升。**公司原有业务的净利润增速明显高于收入增速，我们认为这主要由于一方面品牌综合服务业务毛利率提升明显，另一方面根据利润率倒推我们发现公司的费用率有明显下降，这说明随着规模的逐步扩大，公司从经营角度费用端摊销效应逐步显现。

图表 5: 南极电商原有业务利润率拆分

	2016	2017H2	2017
原有业务收入	521	494	746
YOY	33.9%	36.5%	43.3%
毛利率	87.2%	92.3%	88.1%
品牌综合服务业务	459.63	432.3	621.77
YOY	68.0%	34.1%	35.3%
毛利率	92.3%	95.6%	94.9%
归母净利润	301	364	504
YOY		68.5%	67.44%
净利率	57.8%	73.7%	67.5%
费用率	29.5%	18.6%	20.6%

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

- **公司收购时间互联发展超出预期。**时间互联于 2017 年 10 月底并表，11 月、12 月两个月贡献收入 2.39 亿元，利润超过 2600 万元。按照同比口径其实现收入和净利润同比分别增长 80.16%、52.30%。在渠道端，时间互联拓展了小米商店等新的主流媒体作为其推广渠道。在客户侧，时间互联新增了 100 余家优质新客户，包括购物类产品苏宁易购、拼多多、每日优鲜；房产类产品链家；金融类产品融 360；娱乐工具类产品陌陌、映客、花椒直播及猎豹等。依靠出色的流量管理能力、推广能力，时间互联被腾讯应用宝媒体评为年度“卓越合作伙伴”；成为小米 2017 年核心代理商，并被授予“年度最佳服务能力奖”；在 2017 年底入选为 2018 年 vivo 效果广告的核心代理商，在主流媒体的布局上打下更好的基础。
- **从应收账款和现金流角度来看，**公司通过将收入质量、合作伙伴管理等指标纳入业务人员绩效考核体系、完善预决算管理、供应商及经销商管理体系等方式，有效地提升了收入质量。17 年公司应收账款占综合服务收入比重为 54.27%，相比去年下降 22.10%，应收账款周转天数明显下降，经营性现金流稳定增长，整体运营状况持续健康。

图表 6: 南极电商应收账款及现金流情况

	2015	2016	2017
应收账款周转天数	228	196	145
经营性现金流 (亿元)	0.37	4.57	5.38

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

- **公司在 2018 年 Q1 持续较快的发展速度**, 根据公司发布的业绩预告, 2018Q1 公司 GMV (包含可统计的电商渠道及电视购物渠道) 同增 70%-80%, 预计综合服务费收入及经销商授权收入合计同比增幅约为 60%-70%, 原有主业继续保持良好发展势头, 剔除时间互联净利润预计增长 130.45%-134.32%。

盈利预测与投资评级

我们预计南极电商原业务在整个线上消费趋势依旧增速较快的前提下, 有望依靠包括拼多多等新渠道的快速发展, 以及新老品类同时表现出的快速增长下继续保持较高的 GMV 增速。同时在收入端, 我们预计随着公司规模逐步扩大, 新品类逐步取得类目规模领先优势后, 其货币化率也将开始企稳回升。

我们预计 18-20 年可实现净利润 8.7 亿、11.9 亿、15.3 亿, 同比增长为 64%、36%、29%; 对应估值分别为 26 倍、19 倍、15 倍。公司业绩持续成长性良好, 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费收入增速。

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。

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>

