

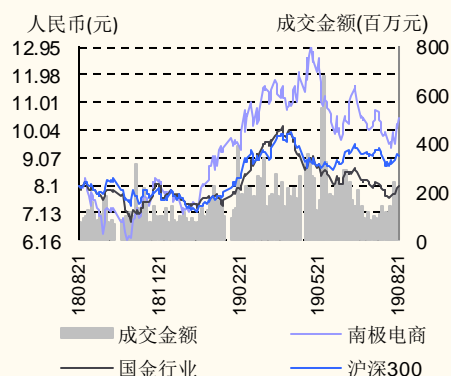
南极电商 (002127.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 10.50 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,896.23
总市值(百万元)	25,776.14
年内股价最高最低(元)	10.74/9.38
沪深 300 指数	3781.76
中小板综	8793.47



相关报告

1. 《19Q1 品牌主业利润+51%，全平台 GMV+53%，品牌授权...》，2019.4.29
2. 《18 年报点评：GMV+65%，应收账款改善，快速成长依旧，白...》，2019.4.26
3. 《南极电商——从“中国制造”到“中国品牌”，整合巨量白牌市场，...》，2019.3.19
4. 《核心竞争力持续凸显，全年归母净利润同增 66%，符合业绩指引...》，2019.2.28
5. 《南极电商：18Q1-Q3 归母净利润+85.0%YOY，GMV...》，2018.10.21

1H19：核心业务营收+36%，主业利润+40%，全平台 GMV+62%，缩减保理业务，财务质量改善

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.327	0.361	0.496	0.664	0.815
每股净资产(元)	7.24	8.96	11.67	15.28	19.67
每股经营性现金流(元)	1.29	1.32	1.64	2.58	3.54
市盈率(倍)	32.15	29.09	21.19	15.82	12.89
净利润增长率(%)	77.47%	65.81%	37.30%	33.92%	22.73%
净资产收益率(%)	17.69%	23.70%	24.97%	25.55%	24.36%
总股本(百万股)	1,636.58	2,454.87	2,454.87	2,454.87	2,454.87

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- **核心业务营收同增 36%**。南极电商 2019 上半年实现营收 16.34 亿元/+32%YOY，归母净利润 3.86 亿元/+32%YOY，其中南极主业实现营收 4.25 亿元/+29%YOY，归母净利润 3.29 亿元/+40%YOY，南极核心业务品牌服务费实现营收 3.81 亿元/+36%YOY，南极其他业务实现营收 0.44 亿元/-10%YOY（其中保理业务 0.18 亿元/-15%YOY，占总营收比重为 1.1%/-0.6pct），时间互联实现营收 12.10 亿元/+34%YOY，归母净利润 0.57 亿元/+2%YOY。
- **应收账款同比明显改善，保理业务应收账款同比下降，财务质量有所提升**。2019 上半年南极核心业务品牌服务业务应收账款净额为 3.90 亿元/+26%YOY，小于该业务 36%营收增速，保理业务应收账款净额为 3.10 亿元/-24%YOY，时间互联业务应收账款净额为 1.85 亿元/-32%YOY。
- **1H2019 南极电商各品牌各平台总 GMV 达到 109.8 亿元，同比增长 62%**。在公司 2018 年 GMV 体量超过 200 亿，1H2019 仍然实现了 62%的同比增长，体现出公司品牌力在电商模式下的头部虹吸效应。
- **分品牌来看，南极人主品牌增长强劲**：南极人/卡帝乐鳄鱼/经典泰迪/其他分别实现 95.4/12.7/0.9/0.9 亿 GMV，同比增速分别为 67.6%/36.7%/51.6%/-25.2%，分别占比为 87.6%/11.6%/0.8%/0.8%，同比 +3.1pct/-2.1pct/-0.1pct/-0.9pct。①南极人品牌获客成本较低；②南极人品牌的品类扩充边际成本和营销成本较低；③优势品类价值凸显，市占率进一步提升；④顺应电商渠道流量规则，推行大店策略，效果显著。
- **分平台来看，阿里保持高增速，社交电商强势崛起**。阿里/京东/社交电商/唯品会分别实现 73.6/17.6/13.6/4.4 亿 GMV，同比增速分别为 55.6%/37.6%/130.7%/167.8%，分别占比为 67.0%/16.1%/12.4%/3.4%，同比 -2.5pct/-2.8pct/+3.7pct/+1.6pct。

投资建议

- 我们预计未来 2-3 年，南极电商 GMV 复合增长率超过 35%，预计 2019-2021 年，公司归母净利润分别为 12.2/16.3/20.0 亿，对应 PE 分别为 21/16/13x，维持买入评级，目标价 15 元。
- **风险提示**：电商增速放缓；平台政策风险；解禁风险；品类拓展风险等。

吴劲草 分析师 SAC 执业编号：S1130518070002
wujc@gjzq.com.cn

郑慧琳 联系人
zhenghuilin@gjzq.com.cn

业绩简评

- **核心业务营收同增 36%**。南极电商 2019 上半年实现营收 16.34 亿元/+32%YOY，归母净利润 3.86 亿元/+32%YOY，其中南极主业实现营收 4.25 亿元/+29%YOY，归母净利润 3.29 亿元/+40%YOY，南极核心业务品牌服务费实现营收 3.81 亿元/+36%YOY，南极其他业务实现营收 0.44 亿元/-10%YOY（其中保理业务 0.18 亿元/-15%YOY，占总营收比重为 1.1%/-0.6pct，保理业务是公司供应链金融相关的业务，公司对这部分业务进行收缩，以控制财务风险），时间互联实现营收 12.10 亿元/+34%YOY，归母净利润 0.57 亿元/+2%YOY。目前公司稳健发展，品牌综合服务业务收入以及移动互联网媒体投放平台业务收入均较上期显著增加。

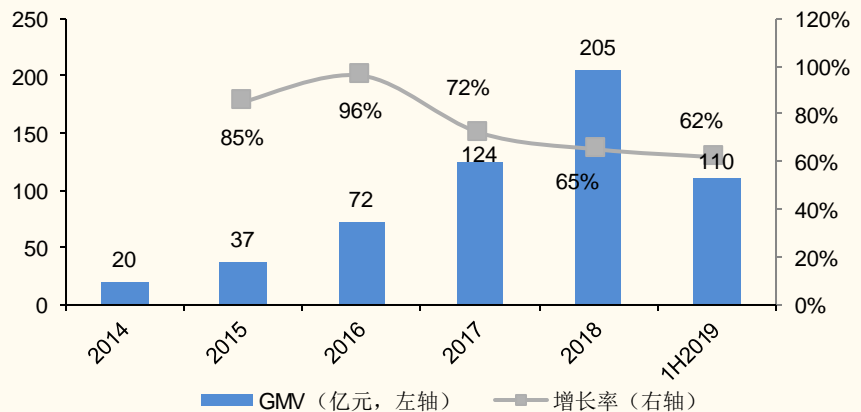
图表 1：南极电商 1H2019 分业务营收及利润情况

营收 (亿元)	1H2019	1H2018	YOY	1H2019 占比	1H2018 占比	占比变动
南极电商原业务	4.25	3.29	29%	26%	27%	-1%
品牌综合服务收入及经销 商品品牌授权服务收入	3.81	2.80	36%	23%	23%	1%
南极其他 (含保理业务)	0.44	0.49	-10%	3%	4%	-1%
保理业务	1.80	2.12	-15%	1%	2%	-1%
时间互联	12.1	9.03	34%	74%	73%	1%
合计	16.34	12.38	32%	100%	100%	0%
归母净利润 (亿元)	1H2019	1H2018	YOY	1H2019 占比	1H2018 占比	占比变动
南极电商原业务	3.29	2.35	40%	85%	80%	5%
时间互联	0.57	0.56	2%	15%	19%	-4%
合计	3.86	2.92	32%	100%	100%	0%

来源：公司公告，国金证券研究所

- **应收账款同比明显改善，保理业务应收账款同比下降，财务质量有所提升。**2019 上半年末，南极核心业务品牌服务业务应收账款净额为 3.90 亿元/+26%YOY，小于该业务 36%营收增速，保理业务应收账款净额为 3.10 亿元/-24%YOY，时间互联业务应收账款净额为 1.85 亿元/-32%YOY。公司通过常态化的应收账款跟踪管理最大限度确保应收账款的良性回款。
- **1H2019 南极电商各品牌各平台总 GMV 达到 109.8 亿元，同比增长 62%。**在公司 2018 年 GMV 体量超过 200 亿，1H2019 仍然实现了 62%的同比增长，体现出公司品牌力在电商模式下的头部虹吸效应。

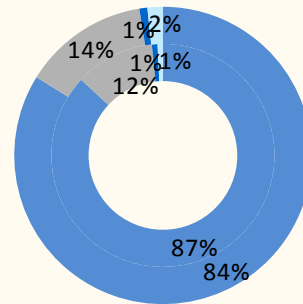
图表 2：南极电商总 GMV (亿元)



来源：公司公告，国金证券研究所

- **分品牌来看，南极人主品牌增长强劲：**1H2019 南极人/卡帝乐鳄鱼/经典泰迪/其他分别实现 95.4/12.7/0.9/0.9 亿 GMV，同比增速分别为 67.6%/36.7%/51.6%/-25.2%，分别占比为 87.6%/11.6%/0.8%/0.8%，同比+3.1pct/-2.1pct/-0.1pct/-0.9pct。
- **南极人品牌获客成本较低。**南极人品牌在各电商渠道的访问人次、购买人次、复购人次众多，且转换率较高。1H2019 公司阿里平台店铺的支付件数近 1.3 亿件，支付人次超过 1 亿人次；南极人内衣类目在阿里平台的月均访客数近 4000 万人，月均客单价为 49 元，月均转换率为 19.6%。
- **南极人品牌的品类扩充边际成本和营销成本较低。**以南极人官方旗舰店为例，1H2019 约有 6500 个 SKU，同比增加 44%；直接推广费占 GMV 比例约为 0.86%，同比降低 36%；GMV4.04 亿元，同比增长 242%。
- **优势品类价值凸显，市占率进一步提升。**1H2019 阿里平台南极人优势品类“女士内衣/男士内衣/家居服”GMV 为 23.3 亿元（占南极电商总 GMV21%，占南极人品牌 GMV24%，占阿里平台 GMV32%）/+56%YOY；市场占有率为 7.10%/+1.61pct，位列行业第一；“床上用品”GMV 为 12.9 亿元（占南极电商总 GMV12%，占南极人品牌 GMV14%，占阿里平台 GMV18%）/+52%YOY；市场占有率为 6.98%/+1.36pct，位列行业第一。
- **顺应电商渠道流量规则，推行大店策略，效果显著。**1H2019 南极人在阿里平台部分核心大店官方旗舰店/悠选专卖店/社尚专卖店/吉晖专卖店/鸿希专卖店/太品汇专卖店实现 4.0/3.0/0.8/0.7/0.7/0.6 亿 GMV，同比增速分别为 242%/215%/292%/754%/101%/138676%（6 家店合计 9.8 亿 GMV，占南极电商总 GMV9%，占南极人品牌 GMV10%，占阿里平台 GMV13%）。南极人品牌爆款的能力+丰富的供应链+快速反应，迅速地形成了店铺的规模效应。

图表 3：不同品牌 GMV 占比（外环 1H2019，内环 1H2018）



■ 南极人 ■ 卡帝乐鳄鱼 ■ 经典泰迪 ■ 其他

来源：公司公告，国金证券研究所

- **分平台来看，阿里保持高增速，社交电商强势崛起。**阿里/京东/社交电商/唯品会分别实现 73.6/17.6/13.6/4.4 亿 GMV，同比增速分别为 55.6%/37.6%/130.7%/167.8%，分别占比为 67.0%/16.1%/12.4%/3.4%，同比-2.5pct/-2.8pct/+3.7pct/+1.6pct。

图表 4：南极电商分渠道 GMV

亿元	阿里	京东	社交电商	唯品会	合计
1H2018GMV	47.3	12.8	5.9	1.6	67.6
1H2018 占比	70%	19%	9%	2%	100%
1H2019GMV	73.6	17.6	13.6	4.4	109.2
1H2019 占比	67%	16%	12%	4%	100%
同比增幅	56%	38%	131%	168%	61%
占比变动	-3%	-3%	4%	2%	0%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司充分利用大数据进行赋能，自主研发了围绕电商平台的数据管理及商业智能工具“南极数云”，大大提升了经销商与供应链的协同效率、消费端的运营效率。

图表 5：南极电商智能工具“南极数云”

南极数云模块	功能
南极参谋	公司与行业的数据分析, 提供深度分析、建议、优化和少量预测服务
南极研设	通过分析市场上各个品类、子品类的数据, 了解市场动态、推荐爆款产品
南极分析	提供公司各部门在不同平台的经营状况分析
南极实时	提供电商渠道的GMV实时数据
南极舆情	监测采集全网与公司相关舆情信息, 形成简报、报告、图表等分析结果

来源：公司公告，国金证券研究所

- 信息披露详尽全面，甚至公布了公司本部银行存款及理财情况，对于银行存款详细披露了银行&币种&活期/定期&金额，对于理财产品详细披露了银行&产品性质&理财金额&申购日&赎回日期&赎回金额&期限&年化收益率&本期收益金额，体现公司对业务经营规范化的信心程度和业务可追溯程度较高。

投资建议

- GMV 的快速增长有望带动公司综合服务收入的持续提升，我们认为，现在 200 亿 GMV 仅仅是南极电商征程的前半程，未来南极电商还有更为广阔的空间。预计未来 2-3 年，南极电商 GMV 复合增长率超过 35%，预计 2019-2021 年，公司归母净利润分别为 12.2/16.3/20.0 亿，对应 PE 分别为 21/16/13x，维持买入评级，目标价 15 元。

风险提示

- 阿里巴巴的搜索权重规则改变可能会对其经营产生影响，单季度增长有可能会慢于预期，整体电商增速可能会放缓；公司品类扩张进程不及预期；营销费用增长影响净利水平；公司终端零售的第三方平台（如阿里&京东&拼多多）政策发生不利变化等风险；解禁风险（2019 年 1 月 21 日和 2019 年 5 月 9 日分别有 3.92 亿和 0.16 亿股解禁，占总股本比重分别为 15.96% 和 0.64%）；时间互联增速有可能会放缓。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	521	986	3,353	4,069	4,852	5,599
增长率		89.2%	240.1%	21.4%	19.3%	15.4%
主营业务成本	-67	-295	-2,197	-2,506	-2,787	-3,070
%销售收入	12.8%	29.9%	65.5%	61.6%	57.4%	54.8%
毛利	454	691	1,156	1,563	2,066	2,529
%销售收入	87.2%	70.1%	34.5%	38.4%	42.6%	45.2%
营业税金及附加	-4	-6	-10	-12	-15	-17
%销售收入	0.8%	0.6%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-22	-31	-111	-142	-170	-196
%销售收入	4.2%	3.1%	3.3%	3.5%	3.5%	3.5%
管理费用	-45	-60	-95	-122	-146	-168
%销售收入	8.7%	6.1%	2.8%	3.0%	3.0%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	383	594	940	1,286	1,736	2,149
%销售收入	73.4%	60.3%	28.0%	31.6%	35.8%	38.4%
财务费用	10	9	-5	26	40	61
%销售收入	-2.0%	-0.9%	0.2%	-0.7%	-0.8%	-1.1%
资产减值损失	-51	-13	-21	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	10	23	21	21	5
%税前利润	0.5%	1.7%	2.4%	1.6%	1.2%	0.2%
营业利润	343	601	937	1,333	1,797	2,214
营业利润率	65.9%	60.9%	27.9%	32.8%	37.0%	39.5%
营业外收支	11	25	26	20	15	9
税前利润	354	625	963	1,353	1,812	2,223
利润率	68.0%	63.4%	28.7%	33.3%	37.3%	39.7%
所得税	-51	-90	-76	-135	-181	-222
所得税率	14.4%	14.3%	7.9%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	303	536	887	1,218	1,631	2,001
少数股东损益	2	1	1	1	1	1
归属于母公司的净利润	301	534	886	1,217	1,629	2,000
净利率	57.8%	54.2%	26.4%	29.9%	33.6%	35.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	303	536	887	1,218	1,631	2,001
少数股东损益	2	1	1	1	1	1
非现金支出	54	15	26	3	5	7
非经营收益	-17	-12	-18	-42	-36	-14
营运资金变动	117	-1	-343	-496	-522	-519
经营活动现金净流	457	538	551	684	1,078	1,476
资本开支	-2	-2	-1	8	9	0
投资	-677	-137	-492	0	0	0
其他	12	23	28	21	21	5
投资活动现金净流	-666	-117	-464	29	30	5
股权募资	1	394	0	0	0	0
债权募资	0	191	-176	-69	-1	0
其他	0	-18	-182	-83	-125	-167
筹资活动现金净流	0	566	-359	-152	-127	-167
现金净流量	-209	987	-272	560	981	1,313

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	474	1,461	1,190	1,750	2,731	4,044
应收款项	365	595	825	957	1,142	1,317
存货	57	13	3	9	10	11
其他流动资产	424	206	1,040	1,513	1,984	2,454
流动资产	1,318	2,274	3,058	4,230	5,866	7,827
%总资产	65.0%	59.5%	67.2%	73.8%	79.6%	83.9%
长期投资	10	24	14	14	14	14
固定资产	5	4	3	4	6	8
%总资产	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
无形资产	621	1,456	1,453	1,461	1,461	1,461
非流动资产	710	1,546	1,492	1,501	1,503	1,505
%总资产	35.0%	40.5%	32.8%	26.2%	20.4%	16.1%
资产总计	2,029	3,821	4,549	5,731	7,369	9,332
短期借款	0	67	70	1	0	0
应付款项	408	407	589	686	801	911
其他流动负债	74	116	125	144	164	182
流动负债	483	590	784	832	964	1,093
长期贷款	0	179	0	0	0	0
其他长期负债	0	1	1	0	0	0
负债	483	770	785	832	964	1,093
普通股股东权益	1,534	3,021	3,739	4,872	6,376	8,209
少数股东权益	30	29	26	27	29	30
负债股东权益合计	2,047	3,821	4,549	5,731	7,369	9,332

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.196	0.327	0.361	0.496	0.664	0.815
每股净资产	3.677	7.239	8.958	11.674	15.278	19.669
每股经营现金净流	1.096	1.288	1.321	1.639	2.582	3.536
每股股利	0.000	0.006	0.000	0.200	0.300	0.400
回报率						
净资产收益率	19.63%	17.69%	23.70%	24.97%	25.55%	24.36%
总资产收益率	14.71%	13.99%	19.48%	21.23%	22.11%	21.43%
投入资本收益率	20.93%	15.43%	22.59%	23.62%	24.39%	23.47%
增长率						
主营业务收入增长率	33.85%	89.22%	240.12%	21.35%	19.25%	15.40%
EBIT增长率	79.02%	55.25%	58.29%	36.78%	34.97%	23.78%
净利润增长率	75.27%	77.47%	65.81%	37.30%	33.92%	22.73%
总资产增长率	49.10%	86.66%	19.07%	25.97%	28.58%	26.64%
资产管理能力						
应收账款周转天数	226.9	147.3	67.1	75.0	75.0	75.0
存货周转天数	342.8	42.9	1.3	1.3	1.3	1.3
应付账款周转天数	200.7	38.0	6.3	6.5	6.5	6.5
固定资产周转天数	3.2	1.4	0.3	0.4	0.4	0.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-30.28%	-39.81%	-29.74%	-35.69%	-42.64%	-49.09%
EBIT利息保障倍数	-37.3	-68.3	180.6	-48.6	-43.0	-35.2
资产负债率	23.57%	20.17%	17.26%	14.51%	13.08%	11.71%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	5	7	43
增持	0	0	0	1	19
中性	0	1	1	1	5
减持	0	0	0	0	1
评分	0.00	1.67	1.33	1.33	1.47

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-04-26	买入	14.91	N/A
2	2018-08-24	买入	8.10	N/A
3	2018-09-18	买入	6.39	11.50~11.50
4	2018-10-21	买入	6.28	11.50~11.50
5	2019-02-28	买入	9.99	13.50~13.50
6	2019-03-19	买入	11.45	15.00~15.00
7	2019-04-26	买入	11.40	15.00~15.00
8	2019-04-29	买入	11.00	15.00~15.00

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH