

南极电商 (002127)

证券研究报告

2019年08月22日

业绩符合我们此前预期，报表质量持续改善，商业模式持续进化

1、业绩：2019H1 南极电商实现营收 16.34 亿元 (+32.44%)，实现归母净利润 3.86 亿元 (+32.37%)，业绩符合我们此前预期其中 Q2 单季度实现营收 8.10 亿元 (+11.03%)，实现归母净利润 2.64 亿元 (+30.44%)。

① 本部：

主营业务实现快速增长：公司品牌综合服务收入及经销商品品牌授权服务收入合计为 3.81 亿元 (+35.64%)，实现持续快速增长，但增长率略低于同期 GMV 增长率，主要系：1) 新品类的扩充使得公司综合服务费率较低；2) 来自社交电商平台的 GMV 实现快速增长，但综合服务费率较低；3) 公司对于生产竞争激烈类目产品的供应商提供了一定的优惠政策。4) 2018Q2 货币化率基数较高，为 5.9%。

保理业务进一步收缩：2019H1 公司保理业务实现营收 1804.55 万元 (-14.81%)，同时保理业务应收账款同比减少 24%，公司保理业务规模进一步收缩。

② 时间互联：

19H1 公司时间互联实现营收 12.10 亿元 (+33.74%)，实现归母净利润 5739.40 万元 (+2.19%)。在广告客户方面，19H1 公司新拓展客户 286 家；在流量平台方面，时间互联在 19H1 成为小米信息流中小客户独家代理商，并成为腾讯应用宝流量消耗排名第一的核心代理商，同时获得了 VIVO 电商金融行业流量消耗排名第一的核心代理商。

供应商、经销商数量：19H1 公司合作供应商 894 家，其中主要合作供应商 400 家左右；合作的经销商有 3634 家，授权店铺由 4640 家。

另外，公司综合税率较低，主要由于公司注册在新疆的子公司的营收占比比较高，同时新疆拥有 0 所得税的政策以及递延所得税抵扣所致。

2、GMV 超预期增长，优势品类持续高增长，新品类快速上量

2019H1 公司各电商渠道 GMV 达到 109.80 亿元 (+61.72%)。

① 分品牌来看：南极人品牌 GMV 达到 95.40 亿元 (+67.64%)；卡帝乐鳄鱼 GMV 为 12.66 亿元 (+36.66%)；经典泰迪 GMV 达到 8919.37 万元 (+51.62%)。

② 分平台来看：阿里渠道仍然是主要渠道，GMV 为 73.62 亿元 (+55.64%)，占比 67.04% (-2.63pct)；京东 GMV 为 17.62 亿元 (+37.56%)，占比为 16.05% (-2.82%)、社交电商（主要为拼多多）的 GMV 13.60 亿元 (+130.74%)，占比为 12.38% (+3.7pct)、唯品会的 GMV 4.37 亿元 (+167.78%)，占比为 3.98% (+1.58pct)。公司社交电商渠道 GMV 实现快速增长，占比提高明显，我们认为主要得益于拼多多平台 GMV 的持续提升，截至 2019 年上半年的 12 个月内，拼多多 GMV 较去年同期增长 171%，平台年活跃买家数达到

投资评级

行业	商业贸易/专业零售
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	10.5 元
目标价格	14.56 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,454.87
流通 A 股股本(百万股)	1,896.23
A 股总市值(百万元)	25,776.14
流通 A 股市值(百万元)	19,910.39
每股净资产(元)	1.64
资产负债率(%)	10.47
一年内最高/最低(元)	13.18/5.71

作者

吕明 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518040001
lvming@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《南极电商-季报点评:业绩符合预期, 现金流持续改善》2019-04-29
- 《南极电商-年报点评报告:现金流+应收良好打造良性高增长, 期待新品类+渠道继续多点开花》2019-04-27
- 《南极电商-公司点评:业绩逆市高增长且超市场预期, 期待 19 年新品类多渠道发力》2019-02-28

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	985.79	3,352.86	4,319.57	5,584.23	6,967.61
增长率(%)	89.22	240.12	28.83	29.28	24.77
EBITDA(百万元)	594.61	983.89	1,348.18	2,069.15	2,803.84
净利润(百万元)	534.29	886.47	1,268.07	1,810.33	2,435.90
增长率(%)	77.42	65.92	43.05	42.76	34.56
EPS(元/股)	0.22	0.36	0.52	0.74	0.99
市盈率(P/E)	48.24	29.08	20.33	14.24	10.58
市净率(P/B)	8.53	6.89	3.67	2.97	2.34
市销率(P/S)	26.15	7.69	5.97	4.62	3.70
EV/EBITDA	6.44	2.06	12.11	9.36	5.96

资料来源：wind，天风证券研究所

4.83 亿人，同比增长 41%，这也直接带动了南极电商的在拼多多平台的快速增长。

③ **分品类来看**：公司优势成熟品类始终维持快速增长，市占率进一步提升。以阿里平台为例，南极人优势品类“女士内衣/男士内衣/家居服”在 19H1 GMV 实现 23.29 亿元（+55.98%），市占率为 7.10%，位列行业第一；“床上用品类”的 GMV 为 12.92 亿元（+51.55%），市占率为 6.96%，位列行业第一。

3、货币化率略有下降主要系新品类带来 GMV 超预期增长，拉低整体货币化率水平，但仍在合理区间。19H1 公司货币化率（品牌服务费及经销商授权收入/GMV）为 3.5%，相比 18H1 的货币化率下降 0.6pct。其中 19Q2 单季度为 4.3%（-1.6pct），公司 19Q2 货币化率略有下降符合我们此前预期，我们认为主要系由于在新品类增长带动下，19Q2 GMV 超预期增长，同时新品类推广期对应的服务费率水平较低导致，同时，18Q2 货币化率基数较高，预计全年货币化率在稳定区间内波动预期不变。

4、由于公司加强品牌推广，使得净利率略有下降，但有利于公司品牌长远发展。

① **毛利率**：剔除时间互联和货品销售后，公司主业毛利率 93.38%（-0.68pct），略有下降，主要系新品类扩充及社交电商平台 GMV 增速快速增长，使得公司综合服务费率降低，拉低整体毛利率水平；移动互联网媒体投放平台业务毛利率 6.72%（-0.57pct），略有下降。

② **费用率**：19H1 公司销售费用率为 2.01%（+0.45%）；管理费用率为 3.71%（+0.25%）；财务费用率为 -0.07%（+0.15pct）。公司销售费用率提升主要系：公司加大品牌推广力度，投入增加；同时公司业务扩展及人才升级，加大了员工成本投入所致。公司管理费用率有所提升主要系职工薪酬增加所致；财务费用率略有提升主要系公司归还借款导致利息支出减少所致。

③ **净利率**：在公司毛利率略降，费用率提升的背景下，19H1 公司净利率略有下降为 23.63%（-0.08pct）；其中 19Q2 单季度公司净利率为 32.61%（+4.81pct）。

5、应收账款总额有所下降，经营性现金流持续改善，时间互联报表质量显著提升

① **从应收账款来看**：2019H1 公司应收账款总额为 9.01 亿元（-4.86%），应收账款总额有所下降，主要系公司保理业务对外投放减少所致。其中品牌授权及综合服务业务的应收账款 3.9 亿元（+26.24%），低于该业务收入的同比增长率 35.64%；保理业务应收账款为 3.10 亿元（-23.65%）；时间互联业务应收账款为 1.85 亿元（-32.49%）。账龄结构方面，除融资租赁业务和保理业务以外产生的应收账款余额 6.36 亿元，一年以内

账龄的应收账款占比为 88.99%；保理业务及融资租赁业务产生的应收账款为 3.13 亿元，且账龄在 1 年以内。

6、公司商业模式进一步进化，大数据赋能和产业链服务商助力公司模式进一步优化

1) 公司各层级店铺分工更明确，顺应电商渠道流量规则，推行大店策略，成效显著。

① **店铺层级分工明确**：综合大店做“爆款及爆款群”，腰部店铺依托供应链体系做分销，小店铺进行种草，对经营不善的、有负面清单行为的店铺实施退出机制。

② **公司顺应目前电商流量变化规则，推行大店策略，成效显著**。2019H1 南极人官方旗舰店实现 GMV4.04 亿元（+242.31%）、床上用品类目的南极人悠选专卖店和杜尚专卖店分别实现 GMV3.05 亿元（+214.86%）、7625 万元（+292.31%）。南极人品牌通过爆款+丰富供应链+快速反应能力，迅速形成了规模效应，重要的大店在 19H1GMV 实现了高速增长。

2) 品牌管理方面，持续提升品牌调性，重视品牌形象的升级与推广。

① **品牌图库共享**：2019H1 公司已经建立了丰富的产品包装和物流包装的图库供合作伙伴使用，包含大纺织类图库 43 款包装、健康生活类图库 51 款包装、大母婴类图库 20 款包装。既满足合作伙伴的个性化需求，又符合公司品牌形象的统一性；

② **引进战略合作伙伴**：公司拟与整合创新设计服务公司洛可可及意大利著名设计公司 HDG 等进行合作，进一步提升产品和形象的调性；

③ **品牌推广**：公司采用多场景布局进行品牌推广，在热播节目中进行广告投放，2019H1 公司在高铁、及北京卫视上进行广告投放，扩大消费者对于南极人品牌的认知面，带动更多产品销量，打造国民家庭品牌。

3) 公司充分利用大数据对进行赋能，自主研发“南极数云”。

南极数云是围绕电商平台的数据管理和商业智能工具目前分为 5 大模块：南极参谋、南极研设、南极分析、南极实时、南极舆情。公司通过“南极数云”的参谋和研设模块，对消费端数据赋能；同时通过大数据对供应端的赋能让工厂经营者能够精准生产，实现更高的生产效率。由此，公司利用大数据进行赋能，更深入地对供应链合作伙伴进行数字化指导，以消费者需求作为业务的起点，解决“信息孤岛”，消费端和供应端的生产销售全流程的关键指标及分析向所有供应链伙伴开放，让整条供应链对市场变化做出快速反应，提升整体运营效率。

4) 严控产品质量, 提升产品品质:

① 19 年上半年公司新签约 3 家第三方质量检测机构, 目前已与 9 家第三方质量检测机构建立了战略合作关系, 为供应商提供质量咨询、质量培训、抽送检等服务。

② 公司加大了商家督察部和质量管理部的投入。19 年上半年公司质量管理部调研了约 180 家工厂, 编写各品类作业指导书发放给工厂, 并派行业专家进行培训。同时要求工厂按区域到指定机构检测, 进一步提升工厂的品控水平。

③ 进一步完善供应链合作伙伴的准入和退出机制: 公司制定负面清单制度, 对供应链合作伙伴的准入进行严格筛选, 并对已合作的供应链伙伴进行跟踪检测, 对不符合标准的进行培训、改造甚至淘汰, 打造真正的国货优品。

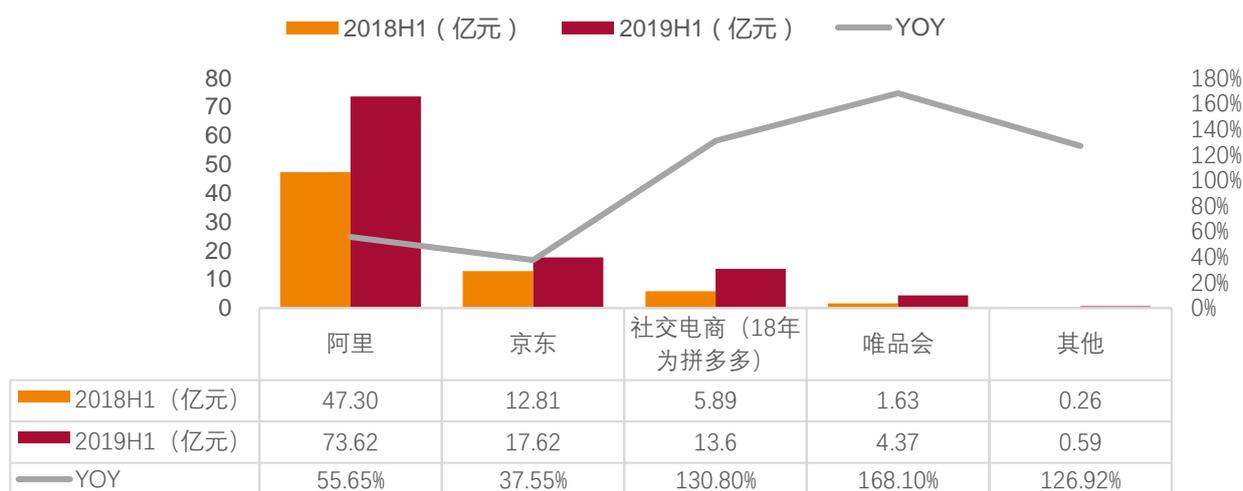
④ 产业链服务中心准备未来 1-2 年内在江苏、浙江、福建、广东等各大产业带建立 20-30 家分公司 (产业链服务中心), 现已经在慈溪、顺德、普宁、南通设立了 4 家, 为合作供应链提供贴身式、地毯式的质量管理、知识产权管理、包装管理等服务, 进一步完善供应链的准入和退出机制。

继续坚定推荐, 维持原有盈利预测

南极电商作为我们重点推荐标的, 业绩持续快速增长, 商业模式不断优化, 我们维持原有盈利预测, 预计 2019 年 GMV 规模将达到 303 亿元, 同比增长 47.7%, 货币化率保持在稳定区间。维持盈利预测 2019-21 净利润为 12.68/18.1/24.4 亿, 预测对应 EPS 为 0.52/0.74/0.99 元, 对应 PE20.33/14.24/10.58 倍; 给予 19 年 28 倍 PE, 维持原有目标价 14.56 元。

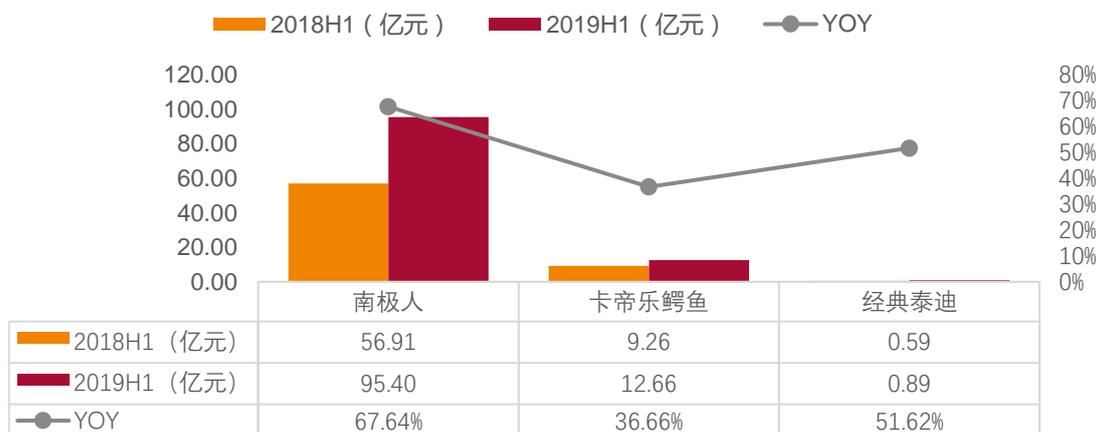
风险提示: 服务费率下降, 平台规则变化, 应收账款风险。

图 1: 南极电商 19H1 分平台 GMV (亿元, %)



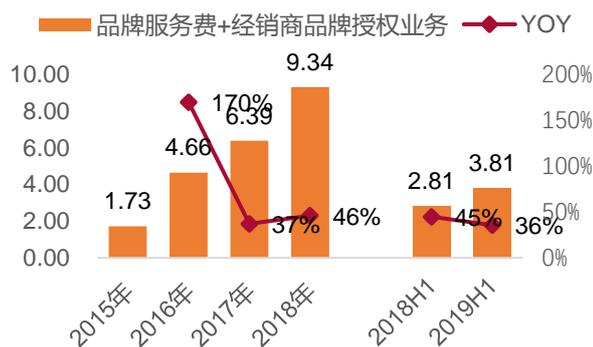
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 2: 南极电商 2019H1 分品牌 GMV (亿元, %)



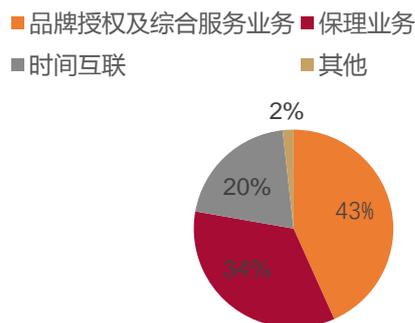
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 3：2019H1 公司品牌服务及经销授权服务收入（亿元，%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：2019H1 公司应收账款结构（%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 1：南极人在阿里平台的部分核心大店 GMV（万元）情况

店铺名称	主营类目	2018年上半年	2019年上半年	增长率
南极人官方旗舰店	女士内衣/男士内衣/家居服	11,802.93	40,402.92	242.31%
南极人悠选专卖店	床上用品	9,680.44	30,479.51	214.86%
南极人杜尚专卖店	床上用品	1,943.51	7,624.54	292.31%
南极人吉晖专卖店	男装	847.57	7,235.94	753.73%
南极人鸿希专卖店	女士内衣/男士内衣/家居服	3,583.40	7,214.97	101.34%
南极人太品汇专卖店	个人护理/保健/按摩器材	4.12	5,724.22	138676%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 2：南极数云模块及功能

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

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 3：公司部分重要子公司收入情况

公司名称	公司类型	营业收入 (亿元)	营业利润 (亿元)	净利润 (亿元)
南极电商（上海）有限公司	子公司	2.12	1.68	1.53
新疆居畅电子商务有限公司	子公司	0.63	0.42	0.42
新疆亨利嘉业网络科技有限公司	子公司	6.21	0.39	0.39

资料来源：公司公告，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,461.20	1,189.75	9,420.72	6,395.61	9,076.53	营业收入	985.79	3,352.86	4,319.57	5,584.23	6,967.61
应收票据及应收账款	542.28	764.90	914.93	1,818.52	1,592.09	营业成本	295.20	2,197.14	2,609.86	3,095.34	3,679.11
预付账款	134.53	552.80	257.98	872.92	339.77	营业税金及附加	5.61	9.56	24.49	26.46	30.79
存货	12.61	3.36	1,841.21	979.07	1,333.90	营业费用	31.00	111.35	190.06	234.54	282.19
其他	123.69	546.70	1,130.39	621.88	856.49	管理费用	59.98	56.80	77.75	94.93	111.48
流动资产合计	2,274.31	3,057.52	13,565.23	10,687.99	13,198.77	研发费用	29.51	37.80	55.29	67.01	76.64
长期股权投资	13.80	14.23	14.23	14.23	14.23	财务费用	(8.70)	5.21	(18.42)	(30.75)	(30.08)
固定资产	3.82	3.02	25.63	68.32	110.06	资产减值损失	12.51	21.41	30.00	31.50	27.64
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	565.49	562.68	559.70	556.71	553.73	投资净收益	10.34	22.93	11.69	28.00	35.00
其他	963.10	911.80	943.14	935.91	930.24	其他	(50.05)	(46.20)	(23.38)	(56.00)	(70.00)
非流动资产合计	1,546.22	1,491.73	1,578.70	1,644.78	1,680.02	营业利润	600.38	936.86	1,362.22	2,093.21	2,824.84
资产总计	3,820.52	4,549.25	15,143.93	12,332.77	14,878.79	营业外收入	24.82	26.48	20.81	24.04	23.78
短期借款	65.50	70.36	0.00	0.00	0.00	营业外支出	0.03	0.30	0.22	0.19	0.24
应付票据及应付账款	23.84	52.05	1,115.66	355.94	517.17	利润总额	625.17	963.04	1,382.81	2,117.06	2,848.38
其他	500.44	661.94	6,966.54	3,253.42	3,317.35	所得税	89.56	75.76	110.62	302.74	407.32
流动负债合计	589.78	784.35	8,082.19	3,609.36	3,834.52	净利润	535.61	887.28	1,272.18	1,814.32	2,441.06
长期借款	179.42	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	1.32	0.81	4.11	3.99	5.16
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	534.29	886.47	1,268.07	1,810.33	2,435.90
其他	1.27	0.63	0.63	0.85	0.70	每股收益(元)	0.22	0.36	0.52	0.74	0.99
非流动负债合计	180.69	0.63	0.63	0.85	0.70						
负债合计	770.47	784.98	8,082.83	3,610.21	3,835.22						
少数股东权益	28.89	25.69	29.59	33.52	38.57	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
股本	417.33	417.33	2,454.87	2,454.87	2,454.87	成长能力					
资本公积	1,480.83	1,480.83	1,480.83	1,480.83	1,480.83	营业收入	89.22%	240.12%	28.83%	29.28%	24.77%
留存收益	2,603.84	3,388.85	4,576.64	6,234.17	8,550.14	营业利润	74.84%	56.04%	45.40%	53.66%	34.95%
其他	(1,480.83)	(1,548.42)	(1,480.83)	(1,480.83)	(1,480.83)	归属于母公司净利润	77.42%	65.92%	43.05%	42.76%	34.56%
股东权益合计	3,050.05	3,764.27	7,061.11	8,722.56	11,043.57	获利能力					
负债和股东权益总	3,820.52	4,549.25	15,143.93	12,332.77	14,878.79	毛利率	70.05%	34.47%	39.58%	44.57%	47.20%
						净利率	54.20%	26.44%	29.36%	32.42%	34.96%
						ROE	17.68%	23.71%	18.03%	20.83%	22.13%
						ROIC	50.42%	49.25%	47.14%	-73.27%	104.97%
						偿债能力					
						资产负债率	20.17%	17.26%	53.37%	29.27%	25.78%
						净负债率	-39.81%	-29.74%	-133.41%	-73.31%	-82.18%
						流动比率	3.86	3.90	1.68	2.96	3.44
						速动比率	3.83	3.89	1.45	2.69	3.09
						营运能力					
						应收账款周转率	2.34	5.13	5.14	4.09	4.09
						存货周转率	28.44	419.88	4.68	3.96	6.02
						总资产周转率	0.34	0.80	0.44	0.41	0.51
						每股指标(元)					
						每股收益	0.22	0.36	0.52	0.74	0.99
						每股经营现金流	0.22	0.22	2.57	-1.16	1.13
						每股净资产	1.23	1.52	2.86	3.54	4.48
						估值比率					
						市盈率	48.24	29.08	20.33	14.24	10.58
						市净率	8.53	6.89	3.67	2.97	2.34
						EV/EBITDA	6.44	2.06	12.11	9.36	5.96
						EV/EBIT	6.47	2.06	12.15	9.39	5.97

现金流量表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	535.61	887.28	1,268.07	1,810.33	2,435.90
折旧摊销	2.97	4.55	4.38	6.70	9.09
财务费用	(8.78)	5.48	(18.42)	(30.75)	(30.08)
投资损失	(10.34)	(22.93)	(11.69)	(28.00)	(35.00)
营运资金变动	418.14	(709.02)	5,059.47	(4,613.48)	401.18
其它	(399.80)	386.02	4.11	3.99	5.16
经营活动现金流	537.79	551.39	6,305.92	(2,851.22)	2,786.25
资本支出	849.57	1.82	60.00	79.79	50.14
长期投资	13.80	0.43	0.00	0.00	0.00
其他	(980.02)	(466.35)	(108.31)	(131.79)	(65.14)
投资活动现金流	(116.65)	(464.10)	(48.31)	(52.00)	(15.00)
债权融资	246.86	70.36	0.65	0.86	0.50
股权融资	961.19	(72.80)	2,123.55	30.75	30.08
其他	(641.47)	(356.02)	(150.84)	(153.51)	(120.91)
筹资活动现金流	566.58	(358.46)	1,973.36	(121.90)	(90.32)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	987.73	(271.18)	8,230.97	(3,025.12)	2,680.92

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com