

**证券研究报告—动态报告**

纺织服装及日化

日用化学品 II

**南极电商(002127)**
**增持**

2019 年半年报点评

(维持评级)

2019 年 08 月 23 日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	2,455/1,896
总市值/流通(百万元)	25,776/19,910
上证综指/深圳成指	2,880/9,323
12 个月最高/最低(元)	13.18/5.71

**相关研究报告:**

《南极电商-002127-2018 年报暨 19Q1 季报点评: 高增长动力延续, 打造新快消大众龙头》——2019-04-30

《南极电商-002127-2018 年半年报点评: 主业增长强劲, 核心品类优势不断强化》——2018-08-28

**证券分析师: 张峻豪**

电话: 0755-22940141

E-MAIL: zhangjh@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517070001

**证券分析师: 曾光**

电话: 0755-82150809

E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511040003

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**
**GMV 延续高增长, 报表质量有所优化**
**● 上半年收入/业绩保持较高增速, 基本符合预期**

公司 19H1 实现营收 16.34 亿元, 同增 32.4%, 业绩 3.86 亿元同增 32.4%, 其中 Q2 营收/业绩分别同增 11.0%/30.4%, 营收放缓主要系时间互联及保理业务收缩, 公司核心品牌授权业务 Q2 增长 27.4%, 在高基数下仍有稳定增长。

**● GMV 半年破百亿, 主品牌保持强劲, 社交电商驱动靓眼发力**

上半年公司本部品牌授权核心业务相关收入 3.8 亿, 同增 35.6%; 全网 GMV 达 109.8 亿, 同增 61.7%, 其中分品牌, 南极人同增 67.6%至 95.4 亿, 卡帝乐/经典泰迪分别同增 36.7/51.6%至 12.7/0.89 亿; 分平台, 阿里系同增 55.6%至 73.6 亿, 京东同增 37.6%至 17.6 亿, 社交电商(主要为拼多多)同增 130.7%至 13.6 亿, 唯品会同增 167.8%至 4.4 亿; 同时公司货币化率下降 0.67pct 至 3.5%, 主要系新品类和新平台扩张中为供应商提供优惠支持影响。时间互联方面贡献收入 12.1 亿元, 同增 33.7%, 业绩 0.57 亿元, 同增 2.2%。

**● 业务结构变化影响盈利能力, 应收改善财务质量提升**

整体来看, 公司毛利率下降 1.78pct 至 29.74%, 主要受低毛利业务提升影响, 销售/管理费用率提高 0.45/0.25pct, 主要系公司业务规模扩张下相关人员费用增加所致。公司应收账款周转天数同降 21.5 天, 保理业务应收账款净额减少 23.7%, 经营现金流增长 43.1%, 时间互联净现金转正, 财务质量有所改善。

**● 庞大消费者基础牢固, 效率壁垒不断加深**

整体来看, 公司在核心品类优势进一步巩固, 通过爆款的能力+丰富的供应链+快速反应, 迅速形成品牌店铺的规模效应, 同时随着持续推进新品类扩张, 品牌授权同盟体系快速壮大, 公上半年于阿里平台支付件数近 1.3 亿件, 支付人次超过 1 亿人次, 在大众定位家庭快消品领域已形成庞大的稳定消费者基础。

**● 高增长动力延续, 打造新快消大众龙头, 维持“增持”评级**

公司整合供应体系打造极致性价比产品, 模式独特符合当下消费趋势, 预计 19-21 年 EPS0.50/0.64/0.79 元, 对应 PE19.6/15.5/12.8 倍, 维持“增持”评级。

**● 风险提示**

消费环境不佳影响 GMV 增速, 货币化率不稳定, 电商平台政策变化等。

**盈利预测和财务指标**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	986	3,353	4,184	5,068	6,008
(+/-%)	89.20%	240.1%	24.8%	21.1%	18.5%
净利润(百万元)	534	886	1197	1539	1878
(+/-%)	77.40%	65.9%	35.1%	28.5%	22.0%
摊薄每股收益(元)	1.28	0.36	0.49	0.63	0.76
EBITMargin	60.30%	29.2%	32.1%	33.5%	34.4%
净资产收益率(ROE)	17.70%	23.7%	24.3%	23.9%	22.6%
市盈率(PE)	6.3	33.5	21.1	16.4	13.4
EV/EBITDA	7	31.0	19.6	15.5	12.8
市净率(PB)	1.1	7.95	5.12	3.91	3.04

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

### 上半年收入/业绩整体维持高增速，符合市场预期

19年H1实现营收/业绩16.34/3.86亿元，同增32.44/32.37%，Q2营收/业绩分别8.10/2.64亿元，同增11.03/30.44%，营收放缓主要系时间互联及保理业务收缩，公司核心品牌授权业务Q2增长27.4%，在高基数下仍有稳定增长。

分业务看，上半年本部实现收入4.25亿元，同比增长28.88%，实现业绩3.86亿元，同比增长39.56%，其中核心业务品牌授权相关收入为3.81亿，同增35.64%；保理业务进一步收缩，营收1804.55万元，下降14.81%。此外公司时间互联方面贡献收入12.10亿元，同增33.74%，贡献业绩0.57亿元，同增2.19%。

图1：南极电商分业务收入及增速（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

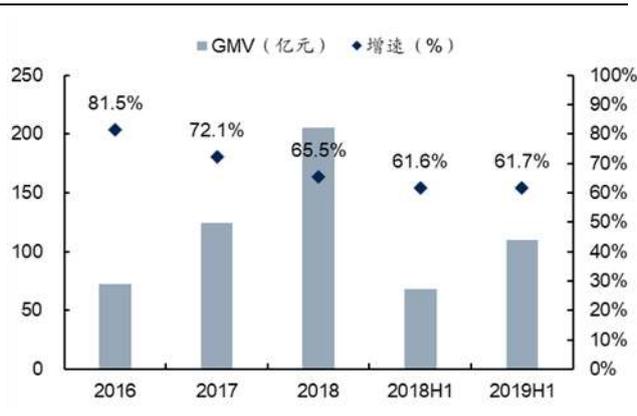
图2：南极电商近年业务业绩及增速（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

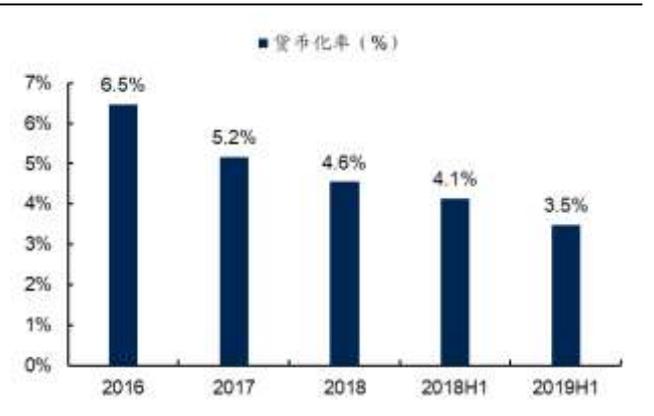
GMV方面，全网GMV达109.8亿，同增61.7%，货币化率方面下降0.67pct至3.47%，主要系综合服务费率较低的新品类扩充，并针对竞争激烈品类对供应商提供优惠支持，同时费率较低的社交电商平台占比增长所致。

图3：近年全网整体GMV及增速（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：近年货币化率情况（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

分品牌来看，主品牌南极人同增67.6%至95.4亿，增速进一步提升14.0pct，卡帝乐鳄鱼/经典泰迪品牌分别同增36.7/51.62%至12.7/0.89亿。

分平台来看，阿里系主渠道同增55.6%至73.6亿，京东同增37.56%至17.6亿，社交电商（主要为拼多多）同增130.7%至13.6亿，渠道用户与公司产品定位一致性较高，表现相对亮眼，唯品会同增167.8%至4.37亿。

图 5：近年主要品牌 GMV 及增速（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：分平台 GMV 及增速（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

从核心业务具体情况来看，南极人主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，内衣类目近期在阿里平台的月均访客数已近 4,000 万人，月均客单价为 49 元，月均转换率为 19.64%。在优势品类方面，“女士内衣/男士内衣/家居服” GMV 为 23.29 亿元，同比增加 55.98%，市场占有率为 7.10%，同比提高 29.30%；“床上用品” GMV 为 12.92 亿元，同比增加 51.55%，市场占有率为 6.98%，同比增加 24.06%，皆位列行业第一。综合来看，通过爆款的能力+丰富的供应链+快速反应，公司迅速地形成了品牌店铺的规模效应，例如南极人官方旗舰店报告期内约有 6,500 个 SKU，同比增加 44.44%。此外，在合作方数量方面，截至当前公司共拥有合作供应商有 894 家，授权经销商 3,634 个，授权店铺有 4,640 家。

**盈利及运营情况：业务结构变化影响综合盈利能力，现金财务质量提升**  
盈利能力方面，毛利率下降 1.78pct 至 29.74%，主要受低毛利业务结构影响，销售/管理费用率提高 0.45/0.25pct，主要系公司业务规模扩张较快，对新品类、平台管理、大数据等专家人员的投入有所增大所致。

图 7：公司近年毛利率、净利率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：公司近年期间费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

营运及现金流方面，公司应收账款周转天数同降 21.5 天，其中保理业务相关应收账款净额减少 23.7%，时间互联相关应收款净额下降 32.49%，且从账龄结构来看，保理以及融资租赁相关业务应收款账龄均在一年以内，而除此以外的业务产品应收款一年以内账龄应收款占比 88.99%。公司经营净现金流增长 43.1%，其中时间互联净现金转正，整体来看，公司财务报表质量改善明显。

图 9: 公司近年应收状况情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 10: 经营净现金流/营业收入



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**投资建议: 庞大消费者基础牢固, 效率壁垒不断加深, 维持“增持”评级**

依靠线上爆品能力+供应链丰富+大数据处理能力, 公司主品牌持续验证其极致性价比优势, 上半年于阿里平台支付件数近 1.3 亿件, 支付人次超过 1 亿人次, 在大众定位家庭快消品领域已形成庞大的稳定消费者基础。随着品类稳步拓展、SKU 不断丰富、多元品牌矩阵逐步构建, 公司未来仍具良好成长性, 预计 19-21 年 EPS0.50/0.64/0.79 元, PE19.6/15.5/12.8, 维持“增持”评级。

表 1: 同行业上市公司估值比较

代码	公司简称	股价 2019/08/22	总市值 亿元	EPS				PE				PB 2018	投资评级
				2018	19E	20E	21E	2018	19E	20E	21E		
300577	开润股份	33.54	72.96	0.80	1.08	1.42	1.82	41.9	31.1	23.6	18.4	10.7	增持
600398	海澜之家	8.55	377.91	0.81	0.85	0.94	1.03	10.6	10.1	9.1	8.3	3.1	买入
002127	南极电商	10.27	252.12	0.36	0.50	0.64	0.79	16.3	14.5	12.5	10.6	4.9	增持

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 贝达药业为 Wind 一致预测

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1190	3488	4785	6370	营业收入	3353	4184	5068	6008
应收款项	825	688	764	823	营业成本	2197	2557	3035	3556
存货净额	3	7	8	10	营业税金及附加	10	15	18	21
其他流动资产	1040	837	1014	1202	销售费用	111	134	162	192
<b>流动资产合计</b>	<b>3058</b>	<b>5019</b>	<b>6570</b>	<b>8405</b>	管理费用	57	135	154	173
固定资产	3	12	2	(7)	财务费用	5	(55)	(99)	(131)
无形资产及其他	563	541	520	498	投资收益	23	0	0	0
投资性房地产	912	912	912	912	资产减值及公允价值变动	(21)	(13)	(10)	(10)
长期股权投资	14	14	14	14	其他收入	(37)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>4549</b>	<b>6498</b>	<b>8018</b>	<b>9822</b>	营业利润	937	1385	1788	2187
短期借款及交易性金融负债	70	68	100	150	营业外净收支	26	25	25	25
应付款项	52	70	84	98	<b>利润总额</b>	<b>963</b>	<b>1410</b>	<b>1813</b>	<b>2212</b>
其他流动负债	662	1408	1338	1175	所得税费用	76	212	272	332
<b>流动负债合计</b>	<b>784</b>	<b>1546</b>	<b>1521</b>	<b>1423</b>	少数股东损益	1	2	2	3
长期借款及应付债券	0	0	20	60	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>886</b>	<b>1197</b>	<b>1539</b>	<b>1878</b>
其他长期负债	1	1	1	1					
<b>长期负债合计</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>21</b>	<b>61</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>785</b>	<b>1547</b>	<b>1542</b>	<b>1483</b>	净利润	886	1197	1539	1878
少数股东权益	26	27	29	32	资产减值准备	9	(21)	(0)	(0)
股东权益	3739	4924	6447	8306	折旧摊销	4	25	25	25
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4549</b>	<b>6498</b>	<b>8018</b>	<b>9822</b>	公允价值变动损失	21	13	10	10
					财务费用	5	(55)	(99)	(131)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(803)	1079	(312)	(397)
每股收益	2.13	0.49	0.63	0.76	其它	(8)	23	2	3
每股红利	0.27	0.00	0.01	0.01	<b>经营活动现金流</b>	<b>110</b>	<b>2316</b>	<b>1264</b>	<b>1518</b>
每股净资产	8.97	2.01	2.63	3.38	资本开支	12	(4)	(4)	(4)
ROIC	25%	34%	46%	51%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	24%	24%	24%	23%	<b>投资活动现金流</b>	<b>12</b>	<b>(4)</b>	<b>(4)</b>	<b>(4)</b>
毛利率	34%	39%	40%	41%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	29%	32%	34%	34%	负债净变化	(179)	0	20	40
EBITDA Margin	29%	33%	34%	35%	支付股利、利息	(114)	(12)	(15)	(19)
收入增长	240%	25%	21%	19%	其它融资现金流	195	(2)	32	50
净利润增长率	66%	35%	29%	22%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(392)</b>	<b>(14)</b>	<b>37</b>	<b>71</b>
资产负债率	18%	24%	20%	15%	<b>现金净变动</b>	<b>(271)</b>	<b>2298</b>	<b>1297</b>	<b>1586</b>
息率	2.7%	0.3%	0.4%	0.4%	货币资金的期初余额	1461	1190	3488	4785
P/E	4.8	21.1	16.4	13.4	货币资金的期末余额	1190	3488	4785	6370
P/B	1.1	5.1	3.9	3.0	企业自由现金流	114	2242	1154	1380
EV/EBITDA	5.2	19.6	15.5	12.8	权益自由现金流	130	2287	1290	1582

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032