天风证券 TF SECURITIES

南极电商（002127）

证券研究报告
2019 年 04 月 29 日

业绩符合预期，现金流持续改善

事件：公司公告一季报收入 8.24 亿（+63.4%），归母净利润 1.22 亿（+36.7%），扣非净利润 1.19 亿（+45.4%），收入略超预期，净利润符合预期。

本部：

- 公司品牌综合服务收入及经销商品牌授权服务收入合计为 1.29 亿（+55.36%），主要原因是公司旗下各品牌 GMV 持续增长。公司授权品牌产品的可统计 GMV 达 51.56 亿元，同比增加 53.03%。19Q1 货币化率约为 2.5%
- 公司本部归属于母公司所有者的净利润 9,174.43 万元（+50.79%）。

时间互联：

- 时间互联归母净利润 3031 万元，根据 18Q1 公告的净利润范围中值计算，预计同比增速在 5%左右。

理论货币化率对比同期有所提升。19Q1 货币化率约为 2.5%，货币化率同比提升 0.04pct。之前我们预计货币化率中枢将保持相对稳定，19Q1 货币化率回升一定程度上说明货币化率向下空间不大。

GMV 保持较高增速。公司授权品牌产品的可统计 GMV 达 51.56 亿元，同比增加 53.03%。其中分品牌：

- 南极人 45.2 亿（+56.8%）
- 卡帝乐 5.6 亿（+38.9%）
- 精典泰迪 3506 万元，（+38.5%）
- 南极人 HOME 1836 万元（+7.43%）

分平台：

- 阿里系 36 亿（+49.6%）
- 京东 8.4 亿，（+37.8%）
- 拼多多 5.2 亿（+95%）
- 唯品会 1.68 亿（+133%）。

经营性现金流等延续年报向好趋势。19Q1 经营性现金流 9177 万元，对比去年同期-4668 万元水平改善明显，与扣净利润规模（1.19 亿元）匹配度高，延续 2018 年的向好趋势。应收账款 8.8 亿元，对比 2018 年年报增长 22%，2018Q1 水平下降 2.2%，业务体量对比去年同期明显提升的同时应收

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)	50.54	30.46	21.29	14.92	11.09
市净率(P/B)	8.94	7.22	3.84	3.11	2.45
市销率(P/S)	27.39	8.05	6.25	4.84	3.88
EV/EBITDA	6.44	2.06	13.02	9.95	6.39

资料来源：wind，天风证券研究所

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	12.1 元
目标价格	14.3 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)	1,871.57
A 股总市值(百万元)	29,703.93
流通 A 股市值(百万元)	22,645.99
每股净资产(元)	1.57
资产负债率(%)	12.77
一年内最高/最低(元)	16.37/5.71

作者

吕明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518040001
lvming@tfzq.com
郭彬 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517120001
guobin@tfzq.com

股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

1《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
2《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
3《南极电商-季报点评:三季度及全年指引符合市场预期，应收现金流环比改善》 2018-10-23

规模有所下降。报告期末预付款项 25,195.24 万元，相比年初减少 54.42%，主要是系时间互联已全部收到维沃通信科技有限公司的媒体返现，且停止与部分客户的合作并收回相应预付款，致使预付账款大幅下降。

盈利能力：时间互联业务拉低毛利率水平。19Q1 毛利率 21.5%,对比同期下降 5.35pct，我们判断主要系时间互联业务拉低所致。19Q1 销售费用率 1.89%，对比同期下降 0.32pct；管理费用率 2.8%，对比同期上升 0.04pct；研发费用率 1.2%，对比同期下降 0,5pct；财务费用率-0.11%，对比同期下降 0.2pct。整体费用率有所下降。19Q1 净利率 14.8%，对比同期下降 3pct，主要系毛利率下降所致。

回购彰显公司信心。截至 2019 年 3 月 31 日，公司通过股票回购专用证券账户以集中竞价交易方式回购公司股份，已回购公司股份数量 930.3 万股，占公司总股本的 0.38%。

减持方面，减持计划完成过半，短期减持压力不大。控股股东张玉祥先生及其一致行动人朱雪莲女士和丰南投资已通过集中竞价交易方式和大宗交易方式减持公司股份 3,891.26 万股，减持数量已经过半。截至 2019 年 3 月 25 日，张玉祥通过大宗交易减持 2013 万股，丰南投资通过集中竞价减持 1878 万股。剩余减持数量 2608.74 万股，减持高峰已过，预计短期减持压力不大。

2019 年积极的变化和看点：

渠道及新培育品类提供增长空间：

我们预计 2019 年南极电商在以阿里为代表的传统强势平台上将继续保持相对高速增长，京东有望加速增长，拼多多平台有望维持 150%左右的高速增长。品类方面，我们测算南极电商 2018 年各品类占比：内衣 30%，男装 16%，家纺 15%，童装 7%，女装 6%，个护健康 5%，母婴 5%，箱包服配 5%，鞋品 4%，居家日用 3%，运动户外 2%，其他 4%。我们认为多数品类在阿里平台占有率仍较低，提升空间较大。2019 年新兴渠道和扩品类仍能为公司提供较高 GMV 增长，预计 2019 年 GMV 规模将达到 303 亿，2020 年 GMV 规模 447 亿。

产品品质和调性升级：我们认为 2019 年是南极电商的产品品质年和颜值年。预计 2019 年公司将严控品质，提升产品调性，进一步强化在消费者心中“高性价比新国货”代表的印象。

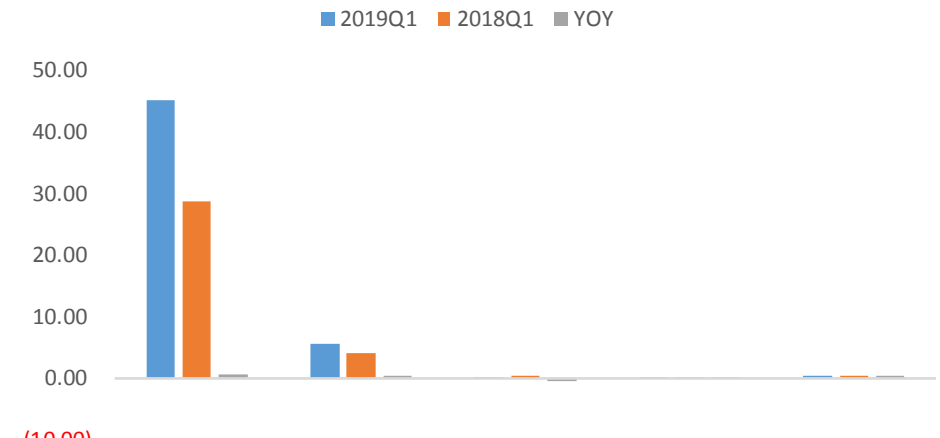
18 年全年及 19Q1 经营端数据改善（应收及现金流）确认，预计 19 年经营性指标有望持续向好。我们认为时间互联和小贷公司对公司报表端影响与其回款周期有关，且随着公司整体管理能力的提升和战略方向的选择，小袋公司规模在 2019 年有望战略缩减，时间互联应收及现金流有望继续改善，预计未来经营数据有望持续向好。

过去三年国民品牌代表南极电商证明自己在电商平台上的壁垒和成长性。公司已经建立了强大的品牌壁垒、规模壁垒、电商渠道流量壁垒等。在电商平台整体 GMV 趋于平稳增长的时代，再产生像南极人这样的大的淘品牌已经很难，公司商业模式的高壁垒以及高增长理应享受高估值。看好南极电商成为中国高性价比新国货品牌的代表。公司商业模式越发清晰，马太效应凸显，高规模 GMV 仍高速增长，货币化率保持相对稳定，公司近年来的优秀表现也印证其商业模式壁垒。我们认为南极电商将持续受益经济增速换挡下的性价比产品需求，受益于低线城市人群的消费升级以及对高性价比产品的追求，保持相对快速增长，有望成为 A 股最具代表性的高成长新零售公司。

投资建议：我们维持预计 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，目标价至 14.3 元，对应 2019 年 28 倍估值。

风险提示：扩张速度低，服务费率下降，平台规则变化，应收账款风险。

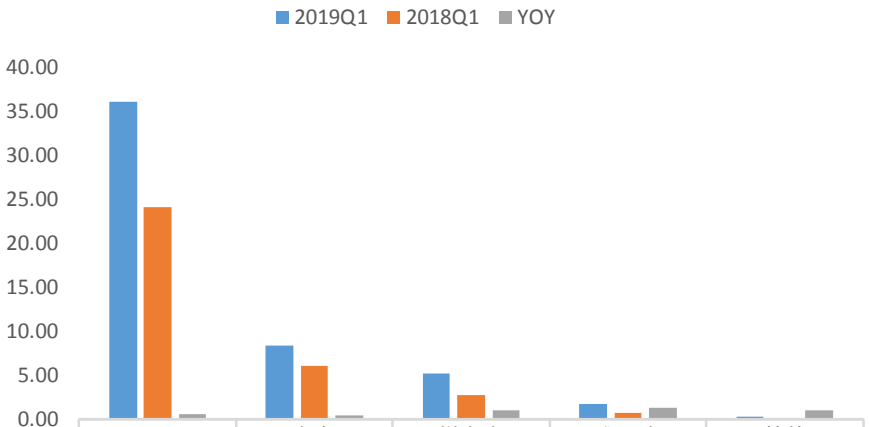
图 1：分品牌 GMV 情况 单位：亿



	南极人	卡帝乐	南极人+	南极人Home	精典泰迪
2019Q1	45.20	5.60	0.13	0.18	0.35
2018Q1	28.80	4.04	0.29	0.17	0.25
YOY	57%	39%	-55%	7%	39%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

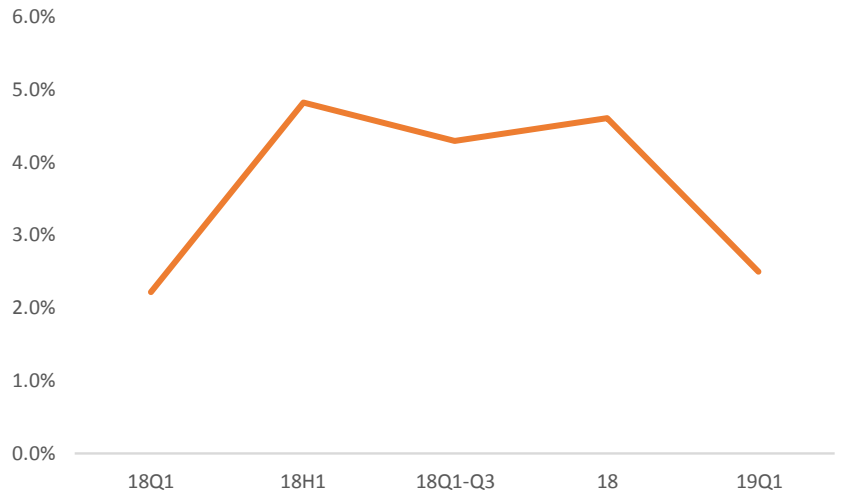
图 2：分平台 GMV 情况 单位：亿



	阿里	京东	拼多多	唯品会	其他
2019Q1	36.02	8.40	5.20	1.68	0.28
2018Q1	24.08	6.10	2.65	0.72	0.14
YOY	49.60%	37.80%	95%	133%	103.69%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：19Q1 货币化率提升 0.04PCT



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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,461.20	1,189.75	9,420.72	6,395.61	9,076.53
应收票据及应收账款	542.28	764.90	914.93	1,818.52	1,592.09
预付账款	134.53	552.80	257.98	872.92	339.77
存货	12.61	3.36	1,841.21	979.07	1,333.90
其他	123.69	546.70	1,130.39	621.88	856.49
流动资产合计	**2,274.31**	**3,057.52**	**13,565.23**	**10,687.99**	**13,198.77**
长期股权投资	13.80	14.23	14.23	14.23	14.23
固定资产	3.82	3.02	25.63	68.32	110.06
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	565.49	562.68	559.70	556.71	553.73
其他	963.10	911.80	943.14	935.91	930.24
非流动资产合计	**1,546.22**	**1,491.73**	**1,578.70**	**1,644.78**	**1,680.02**
资产总计	**3,820.52**	**4,549.25**	**15,143.93**	**12,332.77**	**14,878.79**
短期借款	65.50	70.36	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	23.84	52.05	1,115.66	355.94	517.17
其他	500.44	661.94	6,966.54	3,253.42	3,317.35
流动负债合计	**589.78**	**784.35**	**8,082.19**	**3,609.36**	**3,834.52**
长期借款	179.42	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1.27	0.63	0.63	0.85	0.70
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
股本	417.33	417.33	2,454.87	2,454.87	2,454.87
资本公积	1,480.83	1,480.83	1,480.83	1,480.83	1,480.83
留存收益	2,603.84	3,388.85	4,576.64	6,234.17	8,550.14
其他	(1,480.83)	(1,548.42)	(1,480.83)	(1,480.83)	(1,480.83)
股东权益合计	**3,050.05**	**3,764.27**	**7,061.11**	**8,722.56**	**11,043.57**
负债和股东权益总	**3,820.52**	**4,549.25**	**15,143.93**	**12,332.77**	**14,878.79**

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	**985.79**	**3,352.86**	**4,319.57**	**5,584.23**	**6,967.61**
营业成本	295.20	2,197.14	2,609.86	3,095.34	3,679.11
营业税金及附加	5.61	9.56	24.49	26.46	30.79
营业费用	31.00	111.35	190.06	234.54	282.19
管理费用	59.98	56.80	77.75	94.93	111.48
研发费用	29.51	37.80	55.29	67.01	76.64
财务费用	(8.70)	5.21	(18.42)	(30.75)	(30.08)
资产减值损失	12.51	21.41	30.00	31.50	27.64
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	10.34	22.93	11.69	28.00	35.00
其他	(50.05)	(46.20)	(23.38)	(56.00)	(70.00)
营业利润	**600.38**	**936.86**	**1,362.22**	**2,093.21**	**2,824.84**
营业外收入	24.82	26.48	20.81	24.04	23.78
营业外支出	0.03	0.30	0.22	0.19	0.24
利润总额	**625.17**	**963.04**	**1,382.81**	**2,117.06**	**2,848.38**
所得税	89.56	75.76	110.62	302.74	407.32
净利润	**535.61**	**887.28**	**1,272.18**	**1,814.32**	**2,441.06**
少数股东损益	1.32	0.81	4.11	3.99	5.16
归属于母公司净利润	**534.29**	**886.47**	**1,268.07**	**1,810.33**	**2,435.90**
每股收益（元）	0.22	0.36	0.52	0.74	0.99

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**

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	89.22%	240.12%	28.83%	29.28%	24.77%
营业利润	74.84%	56.04%	45.40%	53.66%	34.95%
归属于母公司净利润	77.42%	65.92%	43.05%	42.76%	34.56%
获利能力					
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	50.54	30.46	21.29	14.92	11.09
市净率	8.94	7.22	3.84	3.11	2.45
EV/EBITDA	6.44	2.06	13.02	9.95	6.39
EV/EBIT	6.47	2.06	13.07	9.99	6.41

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 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	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