

信义山证 汇通天下

证券研究报告

商贸零售

报告原因：中报点评

2019 年 8 月 22 日

南极电商 (002127.SZ)

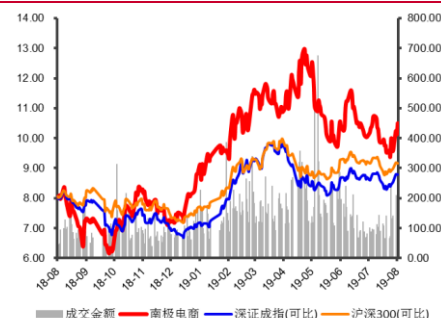
品牌扩张优势明显，产业链竞争力逐步提升

维持评级

买入

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2019 年 8 月 21 日

收盘价(元):	10.50
年内最高/最低(元):	13.18/5.71
流通 A 股/总股本(亿):	18.96/24.55
流通 A 股市值(亿):	199
总市值(亿):	258

基础数据：2019 年 6 月 30 日

基本每股收益	0.16
摊薄每股收益:	0.16
每股净资产(元):	1.64
净资产收益率:	9.94%

分析师：谷茜

执业证书编号：S0760518060001

Tel: 0351-8686775

Email: guqian@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

公司于 8 月 22 日发布 2019 年半年度报告，2019 年上半年公司实现营业收入 163,439.45 万元，同比增长 32.44%；归属于上市公司股东的净利润 38,622.13 万元，同比增长 32.37%。

事件点评

品牌扩张优势明显，多渠道支撑 GMV 快速发展。上半年公司主要品牌南极人以家庭为场景，向阿里、京东、拼多多、唯品会等各电商渠道上的消费者提供高性价比、有个性的基础款产品。南极人品牌以电商渠道为主，且转化率较高，南极人内衣类目在阿里平台月均转化率 19.64%。由于流量稳定，用户众多，复购率高，南极人品牌的品类扩充边际成本和营销成本较低，品牌扩张优势明显，在 SKU 数同比增长 44.4%的同时，直接推广费同比降低 36.3%。分品牌看，公司南极人（定位全品类新快消品）/卡帝乐（运动时尚服饰）/精典泰迪（母婴产品）在线上渠道的 GMV 分别是 95.40 亿元/12.66 亿元/8919.37 万元，同比分别增长 67.64%/36.66%/51.26%，其中南极人品牌同比涨幅提升 14pct，卡帝乐和精典泰迪则由先前的高速增长转为平稳较快增长。分渠道看，上半年公司在阿里渠道 GMV 占比最高，达 67.04%，GMV 同比增长 55.64%至 73.62 亿元，但增速较去年同期下降 9.15pct；在京东/社交电商/唯品会的 GMV 同比分别增长 37.56%/130.74%/167.78%至 17.62 亿元/13.60 亿元/4.37 亿元，其中京东/唯品会实现同比涨幅分别扩大 21.87pct/86.44pct，而社交电商平台由于基数较高减缓幅度较大（-210pct），但仍保持高速增长。

主营业务持续增长，费用上涨应收改善。上半年公司主营的品牌授权及综合服务业务收入合计为 3.81 亿元，同比增长 35.64%；上半年公司扩充了新品类，且社交平台 GMV 高速增长，相应这两项综合服务费率较低，同时公司对生产竞争激烈类目产品的供应商提供优惠政策，导致该项业务增长率低于同期 GMV 增长率。但该项业务的应收账款净额同比增长 26.24%，低于其收入同比增长率，应收账款问题得到一定程度的改善。上半年公司期间费用率 5.64%，高出去年同期 0.85pct，其中销售/管理费用分别上涨 70%/74%，主要由于职工薪酬增加，公司对人员结构进行优化，引进了更多行业专家、平台管理专家、数据专家等中高级人才，进一步提升供应链服务；归还借款导致利息支出减少导致财务费用同比减少 130.32%。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

- **数据赋能实现高效生产运营，提升产业链综合竞争力。**上半年公司合作供应商 894 家，经销商 3634 家，授权店铺 4640 家。公司各层级店铺分工明确，充分利用电商渠道流量规则，推行综合大店做爆款策略，同时通过产业链支持腰部店铺做分销，并对经营不善的、有负面清单行为的店铺实施退出机制。公司与供应商、经销商等产业链合作伙伴建立持续稳定的合作关系，当前中国大量供应链面临激烈的竞争却缺乏稳定的订单、充足的资金、有竞争力的品牌，公司一方面通过数据赋能对供应商生产产品进行资源推介、研发设计、流量管理、数据分析与应用等指导，帮助其打造爆款，降低库存，提高资金周转率，另一方面公司实施后置式收益，缓解了供应链合作伙伴的资金压力。在质量管控方面，公司已与 9 家第三方质量检测机构建立了战略合作关系，其中 3 家为上半年新签约，为供应商提供质量咨询、质量培训、抽送检等服务。公司加大了商家督察部和质量管理部的投入，聘用了更多行业资深专家，对合作工厂的质量管理流程、人员、组织进行调研、辅导、整改。
- **巩固主流媒体合作优势，严选客户资质丰富客户类别。**公司全资子公司时间互联的主营业务是移动互联网营销业务，即移动端的广告营销业务。上半年平台流量相对稳定，平台主要有 VIVO、小米和腾讯应用宝，通过不断巩固原有主流媒体的合作优势，时间互联成为小米信息流中小客户独家代理商，以及腾讯应用宝流量消耗排名第一的核心代理商；凭借持续优质的客户服务和行业口碑，还获得了 VIVO 电商金融行业流量消耗排名第一的核心代理商。时间互联的广告客户主要有抖音、唯品会、360 借条等大型公司，广告需求稳定，回款风险低。同时上半年新拓展客户 286 家，在维系原有电商、网服、金融、教育工具等行业 APP 客户的同时拓展 H5 类型客户，丰富客户类别，获取新的业绩增长点。在开拓转型方面与公司 PONY 事业部在小红书等自媒体上与现有 IP 业务形成协同效应。上半年时间互联的营收为 12.10 亿元，同比增长 33.74%；归母净利润 5739.4 万元，同比增长 2.19%。

投资建议

- 公司以电商渠道为主，用品牌授权和产业链服务打造领先的消费品创新企业，基于品牌庞大的用户基数、极具竞争力的产品性价比、丰富的供应链，预计下半年公司 GMV 仍将保持较高速增长。我们看好公司品牌综合服务的规模优势和移动互联网营销业务持续稳健发展的能力，以及公司基于整条价值链的赋能服务优势，预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.48/0.61/0.74 元，对应公司 8 月 21 日收盘价 10.50 元，2019-2021 年 PE 分别为 21.78X/17.25X/14.2X，给予“买入”评级。

存在风险

- 宏观经济增速放缓；市场竞争加剧；电商渠道依赖风险；应收账款风险。

表 1 公司盈利能力变化情况

	2019Q2	2019Q1	2018Q4	2018Q3	2018Q2
营业总收入	16.34	8.24	33.53	20.45	12.34
同比 (%)	32.44%	63.40%	240.12%	409.20%	390.11%
营业成本	11.48	6.47	21.97	14.28	8.45
毛利率 (%)	29.74%	21.49%	34.47%	30.17%	31.52%
税金及附加	0.03	0.01	0.10	0.06	0.04
销售费用	0.33	0.16	1.11	0.57	0.19
管理费用	0.42	0.23	0.57	0.41	0.43
研发费用	0.18	0.10	0.38	0.25	-
财务费用	-0.01	-0.01	0.05	-0.03	-0.03
其中：利息费用	0.03	0.01	0.10	0.09	-
减：利息收入	0.04	0.02	0.05	0.12	-
期间费用率	5.64%	5.78%	6.30%	5.82%	4.80%
资产减值损失	0.00	-0.01	0.21	0.28	0.22
加：其他收益	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.13	0.03	0.23	0.06	0.04
营业利润	4.04	1.32	9.37	4.70	3.07
加：营业外收入	0.14	0.01	0.26	0.21	0.17
减：营业外支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	4.18	1.33	9.63	4.91	3.24
减：所得税	0.31	0.11	0.76	0.40	0.31
实际所得税率	7.5%	8.4%	7.9%	8.2%	9.6%
净利润	3.86	1.22	8.87	4.50	2.93
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.01	0.01	0.01
归属于母公司所有者的净利润	3.86	1.22	8.86	4.49	2.92
同比 (%)	32.37%	36.73%	65.92%	85.01%	108.64%
每股收益：					
基本每股收益	0.1600	0.0500	0.3600	0.1800	0.1200
稀释每股收益	0.1600	0.0500	0.3600	0.1800	0.1200

数据来源：Wind, 山西证券研究所

表 2 公司期间费用率变化情况

	2019Q2	2019Q1	2018Q4	2018Q3	2018Q2
毛利率	29.74%	21.49%	34.47%	30.17%	31.52%
销售费用率	2.01%	1.89%	3.32%	2.77%	1.56%
管理费用率	3.71%	4.00%	2.82%	3.22%	3.46%
财务费用率	-0.07%	-0.11%	0.16%	-0.17%	-0.23%
期间费用率	5.64%	5.78%	6.30%	5.82%	4.80%

数据来源：Wind, 山西证券研究所

表 3 公司主营业务构成

	金额 (亿元)	占营业收入比重	同比增减	毛利率	毛利率变动
--	---------	---------	------	-----	-------

营业总收入	16.34	100%	32.44%	29.74%	-1.78%
分行业					
移动互联网业务	12.09	73.98%	33.67%	7.66%	-2.32%
现代服务业	4.24	25.93%	29.24%	92.59%	0.07%
货品销售	0.02	0.09%	-3.80%		
分产品					
移动互联网媒体投放平台	11.72	71.69%	40.88%	6.72%	-0.57%
品牌综合服务	3.51	21.51%	32.20%	93.38%	-0.68%
移动互联网流量整合	0.37	2.28%	-48.74%		
经销商品品牌授权	0.30	1.81%	96.41%		
自媒体流量变现	0.22	1.36%	9.17%		
保理业务	0.18	1.10%	-14.81%		
其他服务	0.02	0.15%	-55.24%		
货品销售	0.02	0.09%	-3.80%		

数据来源：公司年报, 山西证券研究所

表 4 公司 GMV 构成及变动情况

	GMV (亿元)	占比	同比增减%	同比变动
2019-6-30	109.80		61.72%	0.10%
分品牌				
南极人	95.40	86.89%	67.64%	14.00%
卡帝乐鳄鱼	12.66	11.53%	36.66%	-82.44%
精典泰迪	0.89	0.81%	51.62%	-619.66%
分渠道				
阿里	73.62	67.04%	55.64%	-9.15%
京东	17.62	16.05%	37.56%	21.87%
社交电商（拼多多）	13.60	12.38%	130.74%	-210.48%
唯品会	4.37	3.98%	167.78%	86.44%

数据来源：公司年报, 山西证券研究所

资产负债表

单位:百万元

利润表

单位:百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	3,058	13,486	12,699	16,087	营业收入	3,353	4,696	5,869	7,135
现金	1,190	8,449	6,298	8,013	营业成本	2,197	3,101	3,846	4,639
应收账款	784	2,309	2,531	2,752	营业税金及附加	10	14	19	25
其他应收款	60	300	264	301	销售费用	111	160	193	238
预付账款	553	1,206	2,283	3,337	管理费用	57	84	110	141
存货	7	13	37	85	财务费用	5	(15)	(24)	(24)
其他流动资产	464	1,210	1,286	1,600	资产减值损失	21	1	11	23
非流动资产	1,492	1,427	1,375	1,320	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	14	9	12	12	投资净收益	23	23	23	23
固定资产	3	3	3	2	营业利润	937	1,372	1,737	2,115
无形资产	563	525	490	457	营业外收入	26	25	25	25

其他非流动资产	912	889	869	848
资产总计	4,549	14,913	14,073	17,407
流动负债	784	7,907	5,648	7,288
短期借款	70	59	52	42
应付账款	52	691	420	550
其他流动负债	662	7,157	5,177	6,696
非流动负债	1	(5)	(7)	(10)
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	1	(5)	(7)	(10)
负债合计	785	7,902	5,641	7,278
少数股东权益	26	30	33	37
股本	417	2,455	2,455	2,455
资本公积	1,481	1,481	1,481	1,481
留存收益	1,908	3,046	4,464	6,156
归属母公司股东权益	3,739	6,982	8,400	10,092
负债和股东权益	4,549	14,913	14,073	17,407

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	551	5,167	(2,112)	1,801
净利润	887	1,184	1,494	1,815
折旧摊销	5	38	35	33
财务费用	5	(15)	(24)	(24)
投资损失	(23)	(23)	(23)	(23)
营运资金变动	(728)	3,978	(3,608)	(27)
其他经营现金流	405	5	14	27
投资活动现金流	(464)	28	20	23
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(0)	5	(3)	0
其他投资现金流	(464)	23	23	23
筹资活动现金流	(358)	1,996	(59)	(109)
短期借款	5	(11)	(8)	(10)
长期借款	(179)	0	0	0
普通股增加	0	2,038	0	0
资本公积增加	0	(0)	0	0
其他筹资现金流	(184)	(30)	(51)	(100)
现金净增加额	(271)	7,192	(2,151)	1,715

数据来源: Wind, 山西证券研究所

营业外支出	0	0	0	0
利润总额	963	1,397	1,761	2,140
所得税	76	210	264	321
净利润	887	1,187	1,497	1,819
少数股东损益	1	4	3	4
归属母公司净利润	886	1,184	1,494	1,815
EBITDA	984	1,395	1,747	2,124
EPS (元)	0.36	0.48	0.61	0.74

主要财务比率

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	240.12%	40.05%	24.98%	21.58%
营业利润	56.04%	46.46%	26.56%	21.81%
归属于母公司净利润	65.92%	33.51%	26.22%	21.51%
获利能力				
毛利率(%)	34.47%	33.95%	34.46%	34.98%
净利率(%)	26.44%	25.21%	25.45%	25.44%
ROE(%)	23.57%	16.94%	17.75%	17.96%
ROIC(%)	50.46%	44.68%	-343.66%	53.08%
偿债能力				
资产负债率(%)	17.26%	52.98%	40.08%	41.81%
净负债比率(%)	-17.70%	-110.31%	18.31%	-23.94%
流动比率	3.90	1.71	2.25	2.21
速动比率	3.89	1.70	2.24	2.20
营运能力				
总资产周转率	0.80	0.48	0.40	0.45
应收账款周转率	5.44	3.44	2.74	3.02
应付账款周转率	88.36	12.63	10.56	14.71
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.36	0.48	0.61	0.74
每股经营现金流(最新摊薄)	0.22	2.10	(0.86)	0.73
每股净资产(最新摊薄)	1.52	2.84	3.42	4.11
估值比率				
P/E	29.1	21.8	17.3	14.2
P/B	6.9	3.7	3.1	2.6
EV/EBITDA	2.06	13.16	11.88	9.09

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
邮编：030002
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
邮编：100032
电话：010-83496336

