

2019年08月23日

南极电商 (002127.SZ)

19年业绩+32%符合预期，新品类+拼多多发力 GMV 继续高增长

■公司公布19年中报：①19H1：营收16.34亿元/+32.44%，归母净利润3.86亿元/+32.37%，扣非业绩3.62亿元/+32.07%，业绩高增长基本符合预期。②拆分来看，南极电商主业19H1期间营收4.24亿元/+29.3%，归母净利润3.29亿元/+39.50%；时间互联19H1 12.1亿元/+33.6%，归母净利润5739万元/+2.19%。③19H1 GMV：整体95.40亿元/+67.64%，货币化率3.99%，同比18H1的货币化率4.13%有所微降，主要系19Q2期间新品类让利开拓+拼多多等发力使得Q2货币化率有所下降所致，成熟品类的货币化率依旧在5~6%的水平保持稳定。④19H1经营活动现金流净额：1.50亿元/+43.10%。⑤19Q2：实现营收8.10亿元/+11.03%，归母净利润2.64亿元/+30.44%，环比19Q1业绩增速(+36.73%)小幅放缓。

■南极人品类延伸+卡帝乐快速扩张，19H1整体GMV增长68%继续好于年初指引。公司19年GMV目标300亿元，对应增速46.19%，本次19H1 GMV增速+68%继19Q1后继续好于指引。19H1品牌综合服务及经销商授权收入收4.24亿元/+29.3%，毛利率92.59%/+0.07pct。其中，品牌综合服务业务收入3.51亿元/+32.30%，经销商品牌授权业务收入2960万元/+96.41%。移动互联网营销业务收入为12.1亿元/+33.6%，毛利率7.66%/-2.32pct。1)按品牌拆分来看：南极人品牌实现GMV95.40亿元/+67.64%；卡帝乐品牌实现GMV12.66亿元/+36.66%；经典泰迪品牌实现GMV0.89亿元/+51.62%。2)按平台拆分来看：在阿里、京东、社交电商(基本为拼多多平台)分别实现GMV为73.62亿元/+55.64%、17.62亿元/+37.56%、13.60亿元/+130.74%。3)按品类拆分来看：女士内衣/男士内衣/家居服GMV为23.29亿元/+55.98%，市占率为7.10%(去年同期为5.49%)，位列行业第一；床上用品GMV为12.92亿元/+51.55%，市占率为6.98%(去年同期为5.62%)，位列行业第一。4)客户数量：公司的经销商和线上店铺数量分别由18年末的4186家和5535家，下降至19年中期的3634家和4640家，主要系公司推行大店策略所致；供应商数量则由18年末866家增长至19年中期的894家，供应链整合继续推进。5)时间互联业务：流量平台主要有VIVO、小米和腾讯应用宝，流量相对稳定。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。在19H1期间时间互联整体的经营性现金流净额则由负转正，为2,608万元(去年同期为-9,674万元)。

■受时间互联影响整体毛利率小幅下滑，员工薪酬+业务扩张推动期间费用率小幅提升。1)公司19H1：整体毛利率29.74%/-1.78%，期间费用率5.64%/+0.86pct；其中，销售费用率2.01%/+0.45%，增加主要系公司本期销售人员薪酬和业务扩张及人才升级，加大人员成本投入所致；管理费用率2.58%/+0.22pct，主要系公司本期管理人员薪酬增加、业务扩张及人才升级所致；研发费用率1.13%/+0.03pct；财务费用率-0.07%/+0.16pct，主要系公司归还借款导致利息支出减少所致。19年H1整体净利率23.63%/-0.08pct。2)公司19Q2：整体毛利率38.14%/+3.39%，净利率32.05%/+4.81pct。19Q2期间费用率5.50%/+1.82pct，19Q2净利率32.61%/+4.81pct。

公司快报

证券研究报告

绵纶

投资评级 买入-A

维持评级

6个月目标价：13.25元
股价(2019-08-22) 10.27元

交易数据

总市值(百万元)	25,211.52
流通市值(百万元)	19,474.26
总股本(百万股)	2,454.87
流通股本(百万股)	1,896.23
12个月价格区间	6.16/12.98元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.23	-21.25	24.93
绝对收益	-0.58	-16.03	27.42

刘文正

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519010001
liuwz@essence.com.cn
021-35082109

相关报告

- 南极电商：18年&19Q1点评：业绩高成长，品类扩张+多平台发力未来潜力可期！/刘文正 2019-05-08
- 南极电商：品类延伸+品牌扩张，快消帝国版图高歌起航/刘文正 2019-02-28

■**公司主业 19H1 应收账款进一步改善、预付账款同比减少。**公司 19 年中期主业的应收账款净值为 3.90 亿元/+26.24%，增速低于该业务 35.64%的增速；保理业务 19 中期应收账款 3.10 亿元，同比减少 23.65%；时间互联 19 年中期应收账款 1.85 亿元，同比减少 32.49%。公司应收账款同比增速低于营收同比增速，主因公司提升供应商管理水平，完善业务人员绩效考核体系，并对应收账款跟踪管理最大限度确保良性回款。19H1 末整体预付账款 3.24 亿元/+25.9%，占重资产比例 7.20%/+0.88pct，主要系新媒体投放业务规模扩张迅速，预付流量供应商的款项增加所致。

■**核心逻辑：**19 年 1-7 月整体 GMV 增速 63%继续好于全年增速指引（指引为同增 46%），中长期在产品渠道双发力下成长空间可期。1) 产品端：公司未来战略为在现有强势二级类目下纵向延伸出更多三级类目爆款，横向则凭借品牌知名度和营销实力从传统的内衣、家纺领域扩张至健康生活、母婴、箱包等新领域，实现一级类目的扩张；2) 渠道端：公司在阿里系 GMV 保持高增长之外，凭借定位和拼多多的重合，未来在其中长尾市场开拓的红利及阿里系中的龙头优势巩固下，平台端同样有望为公司 GMV 增长做良好支撑，继续看好公司的中长期成长性。

■**投资建议：买入-A 投资评级。**公司定位于高频高性价比快消品牌，生态电商模式赋能供销两端整合优化产业链，未来受益于多品类扩张+多平台拓展，预计公司 2019 年-21 年 GMV 分别 320 亿元/457 亿元/605 亿元，增速 56%/43%/32%，整体归母净利润 12.21 亿元/16.21 亿元/21.06 亿元，增速 37.7%/32.8%/29.9%，EPS 分别为 0.50/0.66/0.86 元。其中，公司主业 2019-21 年业绩为 10.7 亿元/14.4 亿元/19.0 亿元，增速 41.1%/34.7%/32.1%，时间互联 2019-21 业绩为 1.50 亿元/1.78 亿元/2.00 亿元。采用分布式估值法，给予主业 19 年 PE 29.0x，主业估值 310 亿元，时间互联给予 19 年 PE 10.0x，估值 15 亿元，整体目标市值 325 亿元，对应每股 6 个月目标价 13.25 元/股。

■**风险提示：品牌矩阵布局受阻，品牌影响力下降；平台渠道发展受限，GMV 总量增量不及预期；时间互联经营不及预期。**

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	985.8	3,352.9	4,359.9	5,612.2	7,107.5
净利润	534.3	886.5	1,220.9	1,620.7	2,105.9
每股收益(元)	0.22	0.36	0.50	0.66	0.86
每股净资产(元)	1.23	1.52	2.81	3.37	4.09

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	47.2	28.4	20.7	15.6	12.0
市净率(倍)	8.3	6.7	3.7	3.1	2.5
净利润率	54.2%	26.4%	28.0%	28.9%	29.6%
净资产收益率	17.7%	23.7%	17.7%	19.6%	20.9%
股息收益率	0.4%	0.0%	0.7%	1.0%	1.3%
ROIC	50.4%	49.2%	45.8%	99.9%	82.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

刘文正声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。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, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82528441
范洪群		0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
聂欣		0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
杨萍		13723434033	yangping1@essence.com.cn
巢莫雯		0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
黄秋琪		0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
王红彦		0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢		0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034