



2019-10-17

公司点评报告

买入/维持

南极电商 (002127)

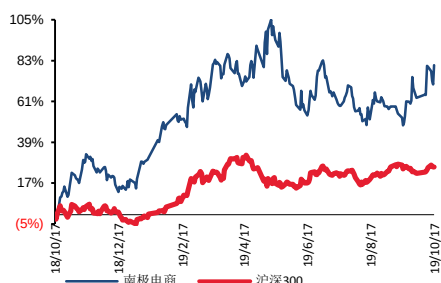
目标价: 14.5

昨收盘: 11.43

可选消费 零售业

本部业绩高增长+货币化率环比提升，经营性指标全面向好

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	2,455/1,880
总市值/流通(百万元)	28,059/21,494
12 个月最高/最低(元)	12.98/6.22

相关研究报告:

证券分析师: 郭彬

电话: 18621965840

E-MAIL: guobin@tpyzq.com

执业资格证书编码: S119051909001

事件: 公司公告 2019 年三季度报收入 26.5 亿 (+29.5%)，归母净利润 6.02 亿 (+34%)，扣非净利润 5.66 亿 (+33%)。Q3 单季度收入 10.1 亿 (+24.9%)，归母净利润 2.16 亿 (+36.9%)，扣非净利润 2.04 亿 (+34.9%)。

本部业绩:

19 年前三季度，公司本部收入 6.8 亿元 (+30.6%)，归母净利润 5.11 亿元 (+40.47%)；Q3 单季度公司本部营业收入为 2.55 亿元 (+33%)；归母净利润为 1.8 亿元 (+42%)。其中 19Q3 公司品牌授权及综合服务业务收入合计为 2.32 亿元 (+42.53%)；其中品牌综合服务业务收入为 2.17 亿元 (+41.41%)；经销商品牌授权业务收入 1594 万元 (+59.87%)。我们判断本部保理业务继续有所收缩，与公司前期规划的战略方向一致。

时间互联业绩:

19 年前三季度，时间互联收入 19.67 亿元 (+29.06%)，归母净利润 9080 万元 (+7.9%)。19Q3 单季度时间互联收入 7.58 亿元 (+22.35%)，归母净利润 3341 万元 (+13.96%)。Q3 单季度公司新拓展客户 135 家，头条系业务拓展显著。

GMV:

前三季度公司在各电商渠道 GMV 达 168.08 亿元 (+59.46%)。Q3 单季度 GMV 约 57.9 亿 (+54.7%)。

其中分品牌 (前三季度):

南极人 145.21 亿元，同比增长 65.03%。

卡帝乐 20.08 亿元，同比增长 37.11%。

精典泰迪品牌 1.49 亿元，同比增长 54.31%。

分平台 (前三季度):

阿里系 111.36 亿元，同比增长 50.93%，占比 66.25%；

京东 26.59 亿元，同比增长 36.47%，占比 15.82%；

社交电商 (拼多多为主) 21.53 亿元，同比增长 131.81%，占比 12.81%；

唯品会 7.46 亿元，同比增长 198.93%，占比 4.44%。

分品类 (前三季度):

核心品类市占率强势。阿里平台优势品类“女士内衣/男士内衣/家居服”在 19 年前三季度 GMV 实现 34.56 亿元 (+52.04%)，市占率

位列细分行业第一；“床上用品”品类的 GMV 为 21.39 亿元(+62.41%)，市占率位列细分行业第一。

货币化率：

19Q3 货币化率约为 4%，19 年前三季度的货币化率约为 3.65%左右。全年维持 3.9%的货币化率预期。

供应商及渠道：

截至 2019 年三季度末，公司合作供应商 985 家；合作经销商 4,321 家，授权店铺 5,559 家。

应收账款：

公司品牌授权及综合服务业务的应收账款净额为 4.05 亿元，同比增长 23.67%，低于该业务收入的同比增长率(+42.53%)；

公司保理业务的应收账款净额为 3.12 亿元，同比减少 30.97%；

时间互联业务应收账款净额为 2.47 亿元，同比减少 9.54%。

业绩优秀：本部业绩保持高增长，时间互联符合预期，货币化率相对 19H1 有所提升超预期。三季报业绩与我们前期测算基本一致，时间互联归母净利增速略高于我们预期 2cpt。19Q1 货币化率约为 2.5%，19H1 约为 3.5%，19Q3 约为 4%。Q3 货币化率相对 19H1 提升明显。19Q2 由于新品超预期上量致货币化率波动已经基本被市场消化，从历史趋势上来看，受标费确认周期影响，下半年货币化率普遍高于上半年，我们预计四季度货币化率 4.1%-4.2%左右，随着三季度货币化率稳定，预计全年货币化率维持 3.9-4%左右的合理区间。

经营性指标全面向好：应收持续动态改善，净现金流增速高于净利润增速。2019 年前三季度，公司经营性现金流净额为 2.92 亿元，同比增长 43.09%；其中，时间互联经营性现金流净额为 1470.96 万元，而去年同期为-1.03 亿元。应收账款方面，主业应收增速显著低于收入增速；保理业务+时间互联应收持续收缩，应收账款动态改善趋势明显。

盈利能力：净利率提升受益费用率及税率下降。19 年前三季度毛利率 28.2%，对比同期下降 0.99pct，我们判断主要系时间互联业务毛利率降低拉低所致。19 年前三季度综合费用率 5.72%，相对同期下降 0.1pct。19 年前三季度净利率 22.75%，对比同期上升 0.73pct，主要系费用率下降和所得税税率下降所致。

9 月单月 GMV 增速下降主要受聚划算活动影响，Q3 单季度仍保持较高增速(+54.7%)，预计全年 GMV 超前期 300 亿指引，我们预计在 320 亿左右。预计 2019 年 GMV 规模将超预期预计 2020 年 GMV450 亿，增速 40%。未来 GMV 增长动力来源于传统品类马太效应+扩品类。扩品类潜力较大，新品类上量快，多数品类在线上市占率仍处于较低水平，在

日常消费品领域扩品类的未来空间巨大。看好南极人成为日常消费品的国民品牌。

马太效应持续显现，代表性头部大店赋能效率高，增速快。南极人的赋能模式和强势类目的马太效应有效提升头部大店的运营水平，以南极人旗舰店为代表，9月销售额8150万元（+141%）持续高增长。长期来看，随着公司品牌和品质的提升，阿里大店化及多类目导流的趋势，未来南极大店增长空间依然可观。公司延续店铺分层战略，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，这种分工更充分地体现了电商渠道流量规则变化下，综合大店兴起的趋势。公司顺势而为，继续推行大店策略，同时通过产业链路由器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。

回购股份用于股权激励落地，长期增长中枢预期稳定。2019-2021年净利润目标（36%/28%/28%）；对于授权业务收入的目标增速予以规定，2019-2021年增速为40%，30%，30%，进一步稳定市场对于长期增长中枢的预期。

注重公司长期逻辑随基本面验证不断兑现。南极电商的核心指标还是GMV规模，线上海量市场规模的发展空间来自于公司商业模式，规模，效率，品牌等长期因素，因此我们更建议投资者看淡短期一些数据波动，不盲目悲观或者乐观，需要着眼长期逻辑+基本面的不断验证。长期来看，公司已经建立了较强大的品牌壁垒、规模壁垒、电商渠道流量壁垒等，马太效应持续显现。随着南极品牌调性和品质的不断提升，经营性指标的不断向好，我们认为未来南极的市值空间将进一步随着基本面的兑现而打开。

投资建议：预计2019年GMV规模将达到320亿元，同比增长56%，本部净利润增速预计40%+，货币化率3.9%左右。维持盈利预测2019-21净利润为12.8/16.9/22.3亿，预测对应EPS为0.52/0.69/0.91元，目标价至14.5元，重点推荐。

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。

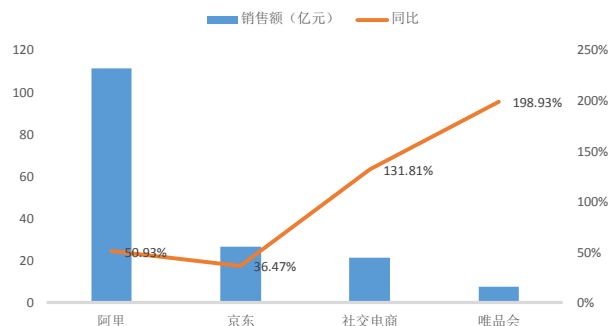
■ 盈利预测和财务指标：

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3353	4340	5608	7010
(+/-%)	240.06	29.44	29.22	25.00
净利润(百万元)	924	1275	1693	2229
(+/-%)	72.99	37.91	32.80	31.65

摊薄每股收益(元)	0.36	0.52	0.69	0.91
市盈率(PE)	20.89	22.02	16.58	12.59

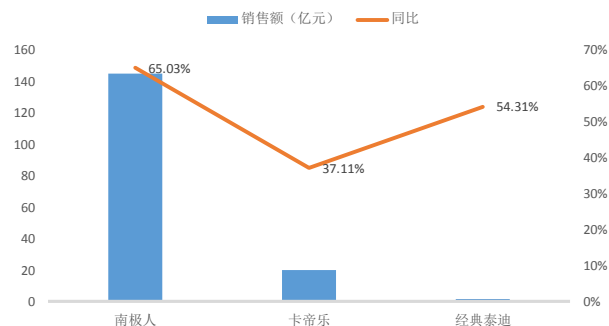
资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图表 1：前三季度 GMV 分平台销售额及增速



资料来源：公告，太平洋研究院整理

图表 2：前三季度 GMV 分品牌销售额及增速



资料来源：公告，太平洋研究院整理

图表 3：南极人头部店铺增长情况

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年前三季度	2019年前三季度	同比增长率
南极人官方旗舰店	女士内衣/男士内衣/家居服	19,365.24	62,938.06	225.01%
南极人悠选专卖店	床上用品	17,309.86	45,225.94	161.27%
南极人杜尚专卖店	床上用品	4,597.53	23,273.25	406.21%
南极人微昊专卖店	床上用品	1,714.96	11,980.52	598.59%
南极人鸿希专卖店	女士内衣/男士内衣/家居服	4,321.87	10,462.62	142.09%
南极人爱缙专卖店	女士内衣/男士内衣/家居服	1,689.21	10,202.82	504.00%
南极人吉晖专卖店	男装	2,944.08	9,484.39	222.15%
嘉士内衣专营店	女士内衣/男士内衣/家居服	4,236.68	9,368.89	121.14%
南极人太品汇专卖店	个人护理/保健/按摩器材	1,058.98	9,179.71	766.84%
南极人欧驰专卖店	男装	536.44	9,121.43	1600.38%
南极人神电专卖店	女装/女士精品	334.60	8,755.03	2516.60%

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

资产负债表(百万)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1461	1190	2653	4066	5816
应收和预付款项	642	1277	1884	2257	2847
存货	13	3	7	8	10
其他流动资产	158	587	793	882	981
流动资产合计	2274	3058	5336	7214	9654
长期股权投资	14	14	14	14	14
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	4	3	2	0	-1
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	565	563	563	563	563
长期待摊费用	0	0			
其他非流动资产	1546	1492	601	599	598
资产总计	3821	4549	5936	7813	10252
短期借款	66	70	0	0	0
应付和预收款项	145	422	482	619	770
长期借款	179	0	0	0	0
其他负债	380	293	467	564	665
负债合计	770	785	948	1183	1436
股本	417	417	2455	2455	2455
资本公积	1481	1481	-557	-557	-557
留存收益	1123	1908	3132	4774	6960
归母公司股东权益	3021	3739	4963	6605	8791
少数股东权益	29	26	26	26	26
股东权益合计	3050	3764	4988	6630	8817
负债和股东权益	3821	4549	5936	7813	10252

现金流量表(百万)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营性现金流	538	551	621	1430	1755
投资性现金流	-117	-464	915	35	45
融资性现金流	567	-358	-73	-51	-51
现金增加额	0	0	0	0	0

利润表(百万)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	986	3353	4340	5608	7010
营业成本	295	2197	2715	3365	4098
营业税金及附加	6	10	21	24	29
销售费用	31	111	148	185	231
管理费用	60	57	148	191	238
财务费用	-9	5	-51	-97	-142
资产减值损失	13	21	25	35	45
投资收益	10	23	25	35	45
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	600	975	1361	1940	2556
其他非经营损益	25	26	25	35	45
利润总额	625	1001	1386	1975	2601
所得税	90	76	111	282	372
净利润	536	925	1275	1693	2229
少数股东损益	1	1	0	0	0
归母股东净利润	534	924	1275	1693	2229

预测指标

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
毛利率	70.05%	34.47%	37.45%	40.00%	41.54%
销售净利率	54.20%	27.57%	29.37%	30.18%	31.79%
销售收入增长率	89.22%	240.12%	29.45%	29.21%	25.00%
EBIT 增长率	79.25%	63.19%	32.67%	40.75%	30.85%
净利润增长率	77.42%	72.99%	37.91%	32.80%	31.65%
ROE	17.68%	24.72%	25.69%	25.63%	25.35%
ROA	13.98%	20.32%	21.47%	21.67%	21.74%
ROIC	29.13%	35.34%	52.88%	63.13%	70.52%
EPS (X)	0.34	0.36	0.52	0.69	0.91
PE (X)	35.85	20.89	22.02	16.58	12.59
PB (X)	1.68	0.84	5.66	4.25	3.19
PS (X)	5.16	0.94	6.47	5.00	4.00
EV/EBITDA (X)	6.25	2.00	19.02	12.77	9.05

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafal@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。