

南极电商 (002127)

证券研究报告

2019年10月21日

主业业绩延续高增长符合预期，报表质量进一步改善

1、公司前三季度业绩持续高增长，主业业绩符合我们此前预期。

公司公布 2019 前三季度业绩，实现营收 26.47 亿元 (+29.45%)，实现归母净利润 6.02 亿元 (+33.96%)，扣非净利润 5.66 亿元 (+33.08%)，公司前三季度业绩基本符合我们此前预期。

2019Q3 单季度，公司实现营收 10.13 亿元(+24.89%)，实现归母净利润 2.16 亿元 (+36.89%)，扣非净利润 2.04 亿元 (+34.92%)，整体来看，公司 19 年前三季度业绩持续保持较快速增长。

2、收入端拆分：

1) 本部：

19 年前三季度，公司本部（除时间互联外）实现营收 6.8 亿元 (+30.58%)，Q3 单季度实现营收 2.55 亿元 (+33.13%)，公司主营业务持续高增长，符合我们此前预期。

① **授权业务：**19 年前三季度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 6.14 亿元 (+35.57%) 19Q3 单季度实现 2.32 亿元 (+42.53%)，仍保持持续快速增长，但增长率略低于同期 GMV 增长率，主要系：1) 新品类的扩充使得公司综合服务费率较低；2) 来自社交电商平台的 GMV 实现快速增长，但综合服务费费率较低；3) 公司对于生产竞争激烈类目产品的供应商提供了一定的优惠政策。

② **保理业务+其他业务收入：**19 年前三季度公司本部保理和其他业务合计实现营收 6673 万元 (-14%)，19Q3 单季度保理+其他业务为 2251 万元 (-37%)；其中公司保理业务应收账款同比减少 30.97%，公司保理业务规模进一步收缩。

2) 时间互联：

19 年前三季度公司时间互联实现营收 19.67 亿元 (+29.06%)，19Q3 单季度实现营收 7.58 亿元 (+22.35%)。在广告客户方面，19Q3 单季度公司新拓展客户 135 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，获取新的业绩增长点；在流量平台方面，在巩固原有合作媒体的同时，成为了今日头条抖音系媒体的核心代理商，开始发力短视频信息流媒体的拓展。

3、利润端拆分：

1) **本部：**2019 年前三季度公司本部实现归母净利润 5.11 亿元 (+40.47%)，其中 19Q3 单季度实现 1.82 亿元 (+42.13%)，业绩保持高速增长，符合我们此前预期。

风险提示：服务费率下降，平台规则变化，应收账款风险。

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	11.95 元
目标价格	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)	1,896.23
A 股总市值(百万元)	29,335.70
流通 A 股市值(百万元)	22,659.92
每股净资产(元)	1.73
资产负债率(%)	11.56
一年内最高/最低(元)	13.18/6.48

作者

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

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《南极电商-公司点评:发布股权激励草案，彰显公司长期发展信心》 2019-09-26
- 《南极电商-半年报点评:业绩符合我们此前预期，报表质量持续改善，商业模式持续进化》 2019-08-22
- 《南极电商-季报点评:业绩符合预期，现金流持续改善》 2019-04-29

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	985.79	3,352.86	4,397.56	5,402.77	6,492.99
增长率(%)	89.22	240.12	31.16	22.86	20.18
EBITDA(百万元)	594.61	983.89	1,256.85	1,631.37	2,118.71
净利润(百万元)	534.29	886.47	1,206.24	1,572.70	2,046.64
增长率(%)	77.42	65.92	36.07	30.38	30.14
EPS(元/股)	0.22	0.36	0.49	0.64	0.83
市盈率(P/E)	54.91	33.09	24.32	18.65	14.33
市净率(P/B)	9.71	7.85	4.21	3.49	2.83
市销率(P/S)	29.76	8.75	6.67	5.43	4.52
EV/EBITDA	6.44	2.06	15.46	14.06	9.73

资料来源：wind，天风证券研究所

2) 时间互联: 2019 年前三季度时间互联实现归母净利润 9080 万元 (+7.9%), 其中 19Q3 单季度实现 3341 万元 (+13.96%)。

4、GMV 持续高增长, 优势品类持续高增长, 新品类快速上量

19 年前三季度公司各电商渠道 GMV 达到 168.08 亿元(+59.46%), 其中 19Q3 单季度 GMV 为 57.88 亿元(+54.70%), 增速略有放缓。

1) 分品牌来看:

19 年前三季度南极人品牌 GMV 达到 145.21 亿元 (+65.03%); 卡帝乐鳄鱼 GMV 为 20.08 亿元 (+37.11%); 经典泰迪 GMV 达到 1.49 亿元 (+54.31%)。

2) 分平台来看:

阿里渠道 GMV 为 111.36 亿元 (+50.93%), 占比 66.25% (-3.75pct); 京东 GMV 为 26.59 亿元 (+36.47%), 占比为 15.82% (-2.66%)、社交电商 (主要为拼多多) 的 GMV 21.53 亿元 (+131.81%), 占比为 12.81% (+3pct)、唯品会的 GMV 7.46 亿元 (+198.93%), 占比为 4.44%。公司社交电商及唯品会渠道 GMV 实现快速增长, 社交电商占比提高明显, 我们认为主要得益于拼多多平台 GMV 的持续提升。

3) 分品类来看:

公司优势成熟品类始终维持快速增长, 市占率进一步提升。以阿里平台为例, 南极人优势品类 “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。

5、19 年前三季度货币化率相比 19 年上半年有所回升。

19 年前三季度公司货币化率 (品牌服务费及经销商授权收入/GMV) 为 3.65%, 相比 18H1 的货币化率下降 0.58pct, 但相比 19H1 的 3.47% 上升 0.18pct; 其中 19Q3 单季度为 4.02% (-0.38pct), 环比 19Q2 下降 -0.28pct, 降幅收窄, 符合我们此前预期, 预计全年货币化率在稳定区间内波动预期不变。

6、公司顺应电商渠道流量规则, 推行大店策略, 成效显著。

1) 店铺层级分工明确: 2019 年前三季度, 公司合作供应商 985 家; 合作经销商 4,321 家, 授权店铺 5,559 家。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。

2) 公司顺应目前电商流量变化规则, 推行大店策略, 成效显著。 2019 年前三季度南极人官方旗舰店实现 GMV 6.29 亿元 (+225.01%)、床上用品类目的南极人悠选专卖店和杜尚专卖店分别实现 GMV 4.52 亿元 (+161.27%)、2.33 亿元 (+406.21%)。南极人品牌通过爆款+丰富供应链+快速反应能力, 迅速形成了规模效应, 重要的大店在 19 年前三季度 GMV 实现了高速增长。

7、19Q3 单季度毛利率略有上升, 净利率有所提升

1) 毛利率: 2019 年前三季度公司实现销售毛利率 29.18% (-0.99pct), 略有下降, 我们认为主要系新品类扩充使得公司综合服务费率略有降低影响; 其中 19Q3 单季度实现销售毛利率 28.28% (+0.17pct), 单季度毛利率略有上升。

2) 费用率: 19 年前三季度公司销售、管理+研发、财务费用率分别为 2.25% (-0.53pct)、3.50% (+0.29pct)、-0.03% (+0.14pct), 其中 19Q3 单季度公司销售、管理、财务费用率分别为 2.63% (-1.98pct)、3.18% (+0.34pct)、0.04% (+0.11pct)。公司销售费用率略有下降主要系公司广告费支出下降所致, 管理费用率略有上升主要系业务扩张及人员成本增加所致, 财务费用率变动不大。

3) 净利率: 19 年前三季度公司销售净利率为 22.75% (+0.73pct), 19Q3 单季度销售净利率为 21.32% (+1.87pct)。拆分来看, 19 年前三季度公司本部实现归母净利率 75.16% (+5.04pct), 19Q3 单季度实现归母净利率 71.56% (+3.83pct), 本部净利率水平提升明显; 时间互联 19 年前三季度实现归母净利率 4.62% (-0.91pct), 19Q3 单季度实现 4.41% (-0.11pct)。

8、应收账款总额有所下降, 经营性现金流持续改善, 报表质量显著提升。

1) 应收账款: 19 年前三季度公司应收账款总额为 9.76 亿元 (-9.25%), 应收账款总额有所下降, 主要系公司保理业务对外投放减少所致。其中, 本部品牌授权及综合服务业务的应收账款净额为 4.05 亿元 (+23.67%), 公司通过提升供应商管理水平、完善业务人员绩效考核体系等方式, 使本部应收账款得到较大程度改善, 应收账款同比增速低于应收的同比增速; 保理业务应收账款金额为 3.12 亿元 (-30.97%); 时间互联业务应收账款为 2.47 亿元 (-9.54%)。

2) 经营性现金流: 19 年前三季度公司经营性现金流净额为 2.92 亿元 (+43.09%), 其中时间互联现金流净额为 1470.96 万元, 相比 18 年同期的 -1.03 亿元改善明显。

9、维持“买入”评级，略下调盈利预测，继续重点推荐。

南极电商作为我们重点推荐标的，业绩持续快速增长，商业模式不断优化。考虑到公司主业业绩持续稳定高增长，我们预计 2019-2021 年公司主业授权业务实现营收增速分别为 40.3%、31.8%、32.5%；实现净利润增速分别为 41.2%、33.8%、32.8%；另外考虑到时间互联业务的业绩逐渐趋于稳定，同时时间互联考虑到应收账款回款风险，更倾向于选择大客户进行合作，以保证公司报表质量的健康，减少回款风险。考虑到这类客户的净利率较低，我们略下调时间互联的盈利预测；另外，考虑到公司本部保理业务规模逐步收缩，所以我们对于这两部分的盈利预测进行了调整，由此整体盈利预测略有下调。

综合来看，我们预计公司 2019-2021 年整体的营收为 43.98 亿元、54.03 亿元、64.93 亿元，同比增长分别为 31.16%、22.86%、20.18%；预计公司归母净利润分别为 12.06 亿元、15.73 亿元、20.47 亿元，同比增长分别为 36.07%、30.38%、30.14%。由于预计公司 19-21 年 EPS 分别为 0.49/0.64/0.83 元（原值为 0.52/0.74/0.99 元），继续重点推荐。

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	9,884.08	6,393.80	8,709.89
应收票据及应收账款	542.28	764.90	945.26	1,699.36	1,478.91
预付账款	134.53	552.80	342.03	930.67	423.32
存货	12.61	3.36	2,032.42	1,101.83	1,480.64
其他	123.69	546.70	1,145.89	611.30	811.87
流动资产合计	2,274.31	3,057.52	14,349.68	10,736.96	12,904.62
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	15,928.38	12,381.74	14,584.65
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	1,236.70	400.57	574.27
其他	500.44	661.94	7,688.05	3,533.96	3,613.19
流动负债合计	589.78	784.35	8,924.75	3,934.53	4,187.47
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	8,925.38	3,935.38	4,188.17
少数股东权益	28.89	25.69	29.40	32.81	37.05
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	4,518.73	5,958.68	7,904.55
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	7,003.00	8,446.36	10,396.48
负债和股东权益总	3,820.52	4,549.25	15,928.38	12,381.74	14,584.65

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	535.61	887.28	1,206.24	1,572.70	2,046.64
折旧摊销	2.97	4.55	4.38	6.70	9.09
财务费用	(8.78)	5.48	(19.32)	(31.65)	(39.37)
投资损失	(10.34)	(22.93)	(25.00)	(28.00)	(37.00)
营运资金变动	418.14	(709.02)	5,580.94	(4,860.56)	407.25
其它	(399.80)	386.02	3.91	3.47	4.34
经营活动现金流	537.79	551.39	6,751.14	(3,337.35)	2,390.95
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)	(95.00)	(131.79)	(63.14)
投资活动现金流	(116.65)	(464.10)	(35.00)	(52.00)	(13.00)
债权融资	246.86	70.36	0.65	0.86	0.50
股权融资	961.19	(72.80)	2,124.45	31.65	39.37
其他	(641.47)	(356.02)	(146.92)	(133.45)	(101.73)
筹资活动现金流	566.58	(358.46)	1,978.18	(100.94)	(61.86)
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)	8,694.33	(3,490.28)	2,316.09

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	985.79	3,352.86	4,397.56	5,402.77	6,492.99
营业成本	295.20	2,197.14	2,880.40	3,483.44	4,107.79
营业税金及附加	5.61	9.56	13.63	16.21	12.99
营业费用	31.00	111.35	140.72	124.26	123.37
管理费用	59.98	56.80	74.76	118.86	106.29
研发费用	29.51	37.80	50.57	54.03	64.93
财务费用	(8.70)	5.21	(19.32)	(31.65)	(39.37)
资产减值损失	12.51	21.41	10.00	9.30	5.00
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	25.00	28.00	37.00
其他	(50.05)	(46.20)	(50.00)	(56.00)	(74.00)
营业利润	600.38	936.86	1,271.79	1,656.32	2,148.99
营业外收入	24.82	26.48	27.00	26.00	33.00
营业外支出	0.03	0.30	0.22	0.19	0.10
利润总额	625.17	963.04	1,298.57	1,682.14	2,181.89
所得税	89.56	75.76	88.42	105.97	130.91
净利润	535.61	887.28	1,210.15	1,576.16	2,050.98
少数股东损益	1.32	0.81	3.91	3.47	4.34
归属于母公司净利润	534.29	886.47	1,206.24	1,572.70	2,046.64
每股收益(元)	0.22	0.36	0.49	0.64	0.83

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	89.22%	240.12%	31.16%	22.86%	20.18%
营业利润	74.84%	56.04%	35.75%	30.24%	29.74%
归属于母公司净利润	77.42%	65.92%	36.07%	30.38%	30.14%
获利能力					
毛利率	70.05%	34.47%	34.50%	35.53%	36.74%
净利率	54.20%	26.44%	27.43%	29.11%	31.52%
ROE	17.68%	23.71%	17.30%	18.69%	19.76%
ROIC	50.42%	49.25%	44.50%	-51.89%	98.79%
偿债能力					
资产负债率	20.17%	17.26%	56.03%	31.78%	28.72%
净负债率	-39.81%	-29.74%	-141.13%	-75.69%	-83.77%
流动比率	3.86	3.90	1.61	2.73	3.08
速动比率	3.83	3.89	1.38	2.45	2.73
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	4.32	3.45	5.03
总资产周转率	0.34	0.80	0.43	0.38	0.48
每股指标(元)					
每股收益	0.22	0.36	0.49	0.64	0.83
每股经营现金流	0.22	0.22	2.75	-1.36	0.97
每股净资产	1.23	1.52	2.84	3.43	4.22
估值比率					
市盈率	54.91	33.09	24.32	18.65	14.33
市净率	9.71	7.85	4.21	3.49	2.83
EV/EBITDA	6.44	2.06	15.46	14.06	9.73
EV/EBIT	6.47	2.06	15.51	14.11	9.78

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