

19 年业绩符合预期，疫情影响有限 20 年依旧有望保持高增长

买入 (维持)

2020 年 03 月 05 日

证券分析师 马莉

执业证号: S0600517050002

010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证号: S0600517070001

021-60199793

chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证号: S0600517050003

021-60199793

linjch@dwzq.com.cn

证券分析师 詹陆雨

执业证号: S0600519070002

021-60199793

zhanly@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	3352.9	3907.8	4629.6	5443.3
同比 (%)	240.1%	16.6%	18.5%	17.6%
归母净利润 (百万元)	886.5	1206.0	1566.3	2030.8
同比 (%)	65.9%	36.0%	29.9%	29.7%
每股收益 (元/股)	0.36	0.49	0.64	0.83
P/E (倍)	31.7	23.0	17.7	13.7

投资要点

■ **事件:公司发布 19 业绩快报,增长符合预期。**公司 19 年收入同增 16.55% 至 39.1 亿,归母净利润同增 36%至 12.1 亿。

■ **暖冬下公司依旧保持高速增长,各平台增速稳健。**公司 19Q4 全平台 GMV 达到 137 亿同增 37%,在暖冬下依旧保持了较高的增长速度。分平台来看,19 年公司在阿里/京东/社交/唯品会各个平台的增速分别达到了 39%/32%/125%/200%。分品牌看,南极人品牌 19 年 GMV 达到 271 亿,同增 53%。

■ **货币化率保持稳定,资产负债表健康。**公司 19 年本部收入同增 34.7% 至 13.97 亿,归母净利润 11 亿同增 44.4%。

货币化率方面,公司本部收入/GMV 值为 4.6%较去年同期略微下降 0.5pct;单 Q4 而言公司货币化率与去年同期基本持平。我们认为货币化率的略微下降主要由于:(1)公司持续对新品类的开拓下需要在短期牺牲自己的收入来扶植新品类的增长;(2)社交平台等新平台的 GMV 增速更高但服务费率相对较低;(3)公司对于生产竞争激烈类目的供应商提供优惠政策。未来预计货币化率依旧有望保持在稳定的区间。

公司 19 年本部业务(不含保理)应收账款 6.06 亿,同增 38%,基本与该业务收入增速持平。同时公司保理业务应收账款 2428 万,同比大幅下降 85%。

■ **20 年疫情下前两月增长为正影响较小,后续期待成熟品类细分类目深挖及新品类、新平台拓展。**(1) 1-2 月疫情期间,公司受到疫情带来的物流受限等因素影响增速较慢,但是目前看影响已经逐渐过去;预计公司一季度 GMV 仍能有正增长,疫情整体对全年影响预计较小。同时,公司供应商备货量普遍较合理且品类以标品为主,因此疫情带来的库存压力也相对较轻。

(2) 20 年增长方向来看,公司一方面期待在已有的成熟品类上由一、二级类目向三级类目延伸,在材质、功能等方面进一步细化,进一步提升成熟类目不占率水平。另一方面,公司希望通过化妆品等新品类的开拓,进一步拓展产品矩阵;同时公司希望进一步在京东、社交等目前占比较低的新渠道获得更快的增长速度。

■ **时间互联运营稳定。**时间互联 19 年收入同增 8.4%至 25.1 亿;归母净利润略下滑 13.6%至 1.1 亿。时间互联的经营比过去更看重质量,应收账款虽较去年同增 34%至 1.61 亿,但是预付款较去年同期大幅下降 59.2%至 2.25 亿,现金流改善较为明显。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	11.31
一年最低/最高价	9.12/13.18
市净率(倍)	6.53
流通 A 股市值(百万元)	21443.76

基础数据

每股净资产(元)	1.73
资产负债率(%)	11.56
总股本(百万股)	2454.87
流通 A 股(百万股)	1896.23

相关研究

1、《南极电商 (002127): Q3 继续稳健增长, 大店及优势品类保持优势巩固核心竞争力》2019-10-18

2、《南极电商 (002127): 推出股权激励, 彰显公司保持高增长信心》

2019-09-26

■ **盈利预测与投资评级：**虽然遇到疫情影响，但是在成熟品类深挖、新品类/新平台拓展带动下，我们继续维持公司在 20 年的业绩预测，认为公司在 20 年业绩有望继续获得 30% 的增长，目前估值对应 20 年 17.7X。公司组织模式优势显著，目前估值依旧相对合理。作为服装及零售板块中难得的高增长标的，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**货币化率不达预期、新品牌运营低于预期、第三方平台政策风险。

图 1：南极电商分平台 GMV 增速

(单位：百万元)	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4
总 GMV	3750	9981	5156	5794	5858	13715
YOY	64%	69%	53%	69%	56%	37%
公司本部收入	192	514	139	284	255	717
YOY	33%	49%	40%	24%	33%	39%
公司本部收入/GMV	5.1%	5.2%	2.7%	4.9%	4.4%	5.2%
原有业务净利润	130	392	92	237	182	584
YOY	26%	48%	52%	34%	42%	42%
原有业务净利率	68%	76%	66%	83%	72%	81%
时间互联收入	619	792	685	525	758	543
时间互联净利润	28	46	30	27	33	20

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

南极电商三大财务预测表

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2018E	2019E	2020E	2021E		2018E	2019E	2020E	2021E
流动资产	3057.5	4445.1	6076.2	8240.8	营业收入	3352.9	3907.8	4629.6	5443.3
现金	1189.8	2318.4	3259.9	5145.1	营业成本	2197.1	2332.9	2584.4	2858.5
应收款项	724.6	1012.2	1633.2	1995.6	营业税金及附加	9.6	11.1	13.2	15.5
存货	3.4	4.4	5.7	7.4	销售费用	111.4	130.1	159.7	174.2
其他	486.8	486.8	486.8	486.8	管理费用	56.8	97.2	131.6	147.0
非流动资产	1491.7	1477.3	1474.5	1470.8	财务费用	(10.7)	(20.9)	(29.4)	(46.4)
长期股权投资	14.2	0.0	0.0	0.0	投资净收益	22.9	0.0	0.0	0.0
固定资产	0.0	2.6	2.3	0.4	其他	28.9	6.9	13.3	8.2
无形资产	562.7	561.3	560.2	558.1	营业利润	936.9	1350.5	1756.7	2286.3
其他	15.0	15.0	15.0	15.0	营业外净收支	26.2	21.0	24.5	22.9
资产总计	4549.2	5922.3	7550.6	9711.6	利润总额	963.0	1371.5	1781.2	2309.2
流动负债	784.3	909.2	970.1	1099.0	所得税费用	75.8	164.6	213.7	277.1
短期借款	70.4	8.0	9.0	10.0	少数股东损益	0.8	0.9	1.1	1.3
应付账款	52.1	50.3	54.6	54.4	归属母公司净利润	886.5	1206.0	1566.3	2030.8
其他	30.1	30.1	30.1	30.1	EBIT	987.6	1347.6	1753.8	2263.6
非流动负债	0.6	0.0	0.0	0.0	EBITDA	992.1	1349.6	1756.9	2267.7
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	重要财务与估值指标	2018E	2019E	2020E	2021E
负债总计	785.0	909.2	970.1	1099.0	每股收益(元)	0.36	0.49	0.64	0.83
少数股东权益	25.7	26.6	27.7	29.1	每股净资产(元)	1.52	2.03	2.67	3.50
归属母公司股东权益	3738.6	4986.5	6552.8	8583.5	发行在外股份(百万股)	2454.9	2454.9	2454.9	2454.9
					ROIC(%)	23.7%	23.6%	23.4%	23.1%
					ROE(%)	26.0%	27.5%	27.0%	26.8%
现金流量表（百万元）	2018E	2019E	2020E	2021E	毛利率(%)	34.5%	40.3%	44.2%	47.5%
经营活动现金流	551.39	1060.85	924.96	1845.11	EBIT Margin(%)	29.5%	34.5%	37.9%	41.6%
投资活动现金流	(464.10)	67.84	16.45	40.09	销售净利率(%)	26.5%	30.9%	33.9%	37.3%
筹资活动现金流	(358.46)	0.00	0.00	0.00	资产负债率(%)	17.3%	15.4%	12.8%	11.3%
现金净增加额	(271.45)	1128.69	941.41	1885.20	收入增长率(%)	240.1%	16.6%	18.5%	17.6%
折旧与摊销	4.55	2.00	3.01	4.03	净利润增长率(%)	65.9%	36.0%	29.9%	29.7%
资本开支	0.77	0.00	1.55	0.00	P/E	31.3	23.0	17.7	13.7
营运资本变动	(343.43)	(131.46)	(630.81)	(152.54)	P/B	7.43	5.57	4.24	3.23
企业自由现金流	1258.63	1319.37	2178.75	2148.57	EV/EBITDA	28.1	20.6	15.8	12.2

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所预测

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>