



2020-03-06

公司点评报告

买入/维持

南极电商 (002127)

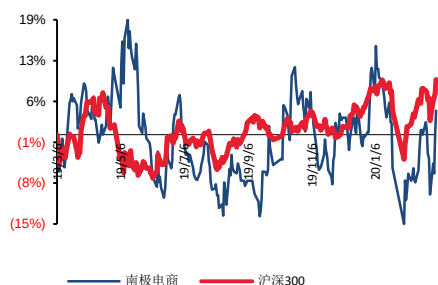
目标价: 16.37

昨收盘: 11.31

可选消费 零售业

业绩符合预期，本部维持优异增长

■ 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)	27,765/21,268
12 个月最高/最低(元)	12.98/9.23

相关研究报告:

南极电商 (002127)《本部业绩高增长+货币化率环比提升,经营性指标全面向好》—2019/10/18

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: 公司近日发布 2019 年业绩快报,实现营业收入 39.1 亿元,同比增 16.6%,归母净利润 12.1 亿元,同比增 36%。其中公司本部实现收入 14 亿 (+34.7%), 归母净利润 11 亿 (+44.4%); 时间互联实现收入 25.1 亿 (+8.4%), 归母净利润 1.1 亿 (-13.6%)。整体业绩符合预期,本部维持业绩高增长。

业绩端拆分: 本部业绩维持优异增长。 公司本部实现收入 14 亿 (+34.7%), 归母净利润 11 亿 (+44.4%)。本部授权业务维持高增长,其中 Q4 单季度实现 7.2 亿收入 (+39%), 归母净利 5.84 亿 (+48%)。Q4 表现优秀,实现单季度高增长。

时间互联由于应收计提业绩有所下降,短期影响有限,预计可能在 20 年冲回,整体无商誉减值压力。 时间互联 19 年实现收入 25.1 亿 (+8.4%), 归母净利润 1.1 亿 (-13.6%)。业绩略低于预期,我们预计时间互联低于预期原因主要是年底计提部分应收账款影响 (约 3000 万左右),考虑到公司正在协调回收中,20 年冲回的可能性较大。由于整体三年业绩期内公司整体完成业绩目标,因此无商誉减值压力,预计 20 年时间互联略有增长。

GMV 维持高增长,多品类新渠道持续发力。 19 年全年授权品牌产品的 GMV 超过 305 亿 (+50%)。全年 GMV 突破 300 亿,线上品牌影响力进一步加强。

从品牌维度看:

1) 南极人品牌的定位是大众的家庭生活方式品牌。2019 年南极人品牌 GMV 达 271.38 亿元 (+52.86%), 已经成为电商大众领导品牌之一。主品牌保持强势增长体现线上马太效应的持续和多类目挖掘的潜力,预计 20 年主品牌仍然维持 40%+ 的较高增速。

2) 卡帝乐鳄鱼品牌的定位是年轻人喜欢的国际潮流品牌,为消费者提供国际化的时尚度和品质和可接受的价格,力争成为细分领域的影响力品牌。2019 年卡帝乐鳄鱼品牌 GMV 达 29.86 亿元 (+27.94%)。卡帝乐保持稳定增长,由于线下 GMV 未计入,预计实际增速高于报表水平,预计 20 年保持稳定趋势。

3) 精典泰迪品牌的定位是国际 IP 品牌,专注于母婴、IP 业务。力争成为 IP 品牌合作的典范。2019 年精典泰迪品牌 GMV 达 2.28 亿 (+45.61%)。

分渠道来看：

1) 在阿里渠道实现的 GMV 为 203.17 亿元，同比增长 39.13%，占比 66.48%；

2) 在京东渠道实现的 GMV 为 46.82 亿元，同比增长 31.50%，占比 15.32%；

3) 在主要社交电商渠道(拼多多为主)实现的 GMV 为 39.65 亿元，同比增长 124.89%，占比 12.97%；

4) 在唯品会渠道实现的 GMV 为 14.45 亿元，同比增长 200.35%，占比 4.73%。

货币化率稳定符合预期，预计 20 年维持稳定趋势。按照主营业收入口径估算，我们预计 19 年全年货币化率约在 4.4%左右，较 Q3 期末的 3.7%，Q3 单季度 4%的货币化率水平均有提升。我们预计 20 年货币化率指标将保持稳定，维持货币化率 4%以上的判断。

经营性指标稳定，本部应收账款继续改善，时间互联现金流改善。应收账款总额为 7.9 亿(+9.1%)(Q1/Q2/Q3 期末分别为 8.81/9.01/9.76 亿)，全年净增加 0.65 亿，应收账款增速持续小于收入增速。分拆来看，品牌服务业务应收 6.1 亿(+38.3%)基本与收入增速持平；小袋保理应收款 0.2 亿(-85.5%)，战略性缩减；时间互联应收 1.6 亿(+34.1%)有所增长。时间互联应收增长我们判断主要系年底某大客户结算所致影响，20 年顺利回收是大概率事件。另外，时间互联预付账款减少 59.2%，所以时间互联整体现金流我们判断好于同期。

20 年预计公司继续提升产品品质，扩品类，提升管理能力。20 年公司将通过信息化来优化货币化率配置，上游工厂端导入品质系统模范工厂体系，继续提升品质。商品端成立化妆品子公司开拓新品类。传统品类依然维持向二级以下类目的扩张覆盖，整体 GMV 仍有增长潜力，我们预计 20 年全年实现 430 亿 GMV (+40%)。

投资建议：持续看好，维持买入评级。未来南极电商 GMV 增长动力来源于传统品类马太效应+扩品类。扩品类(细分二级类目及食品化妆品等品类)潜力较大，新品类上量快，而且目前南极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。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，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。考虑到时间互联应收计提影响，调整 19 年归母净利润至 12.06 亿。预计 20-21

年净利润 16.1、20.8 亿，对应 PE 17.2/13.3x。给予 20 年 25x 估值，对应目标价 16.37 元。

风险提示：疫情影响超预期，扩品类不达预期等。

■ 盈利预测和财务指标：

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3353	4260	5509	6827
(+/-%)	240.06	27.05	29.32	23.92
净利润(百万元)	924	1206	1613	2081
(+/-%)	72.99	30.53	33.71	28.99
摊薄每股收益(元)	0.36	0.49	0.66	0.85
市盈率(PE)	20.89	23.26	17.40	13.49

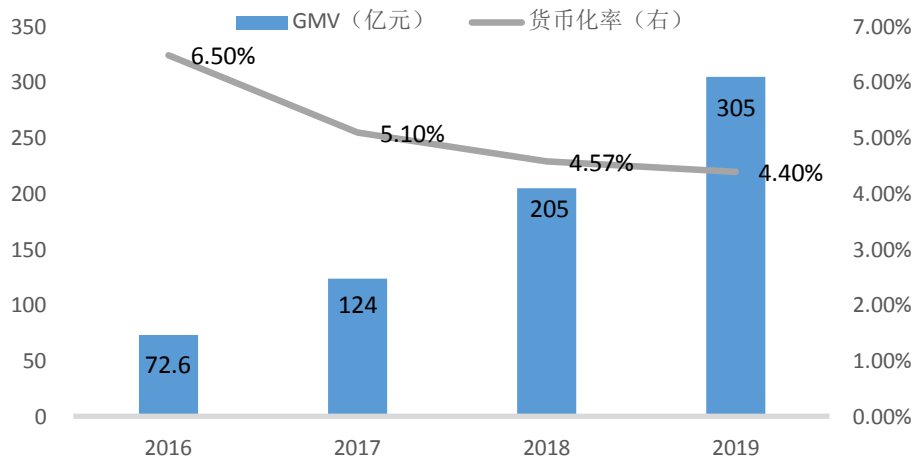
资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

图表 1：南极电商业绩快报概览

单位（亿元）	2019	2018	YOY(%)
营业总收入	39.1	33.5	16.6%
公司本部	14.0	10.4	34.7%
时间互联	25.1	23.2	8.4%
归母净利	12.1	8.9	36.0%
公司本部	11.0	7.6	44.4%
时间互联	1.1	1.3	-13.6%
应收账款-净值	7.9	7.2	9.1%
公司本部(不含保理)	6.1	4.4	38.3%
保理业务应收	0.2	1.7	-85.5%
时间互联应收	1.6	1.2	34.1%

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 2：GMV 及货币化率趋势



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1461	1190	2601	3937	5555	营业收入	986	3353	4260	5509	6827
应收和预付款项	642	1277	1863	2234	2803	营业成本	295	2197	2715	3365	4098
存货	13	3	7	8	10	营业税金及附加	6	10	20	24	29
其他流动资产	158	587	787	875	968	销售费用	31	111	145	182	225
流动资产合计	2274	3058	5258	7054	9337	管理费用	60	57	145	187	232
长期股权投资	14	14	14	14	14	财务费用	-9	5	-51	-96	-140
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	13	21	25	35	45
固定资产	4	3	2	0	-1	投资收益	10	23	25	35	45
在建工程	0	0	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	565	563	563	563	563	营业利润	600	975	1286	1847	2383
长期待摊费用	0	0				其他非经营损益	25	26	25	35	45
其他非流动资产	1546	1492	601	599	598	利润总额	625	1001	1311	1882	2428
资产总计	3821	4549	5859	7653	9935	所得税	90	76	105	269	347
短期借款	66	70	0	0	0	净利润	536	925	1206	1613	2081
应付和预收款项	145	422	474	609	753	少数股东损益	1	1	0	0	0
长期借款	179	0	0	0	0	归母股东净利润	534	924	1206	1613	2081
其他负债	380	293	465	562	661						
负债合计	770	785	939	1171	1414						
股本	417	417	2455	2455	2455	预测指标					
资本公积	1481	1481	-557	-557	-557		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
留存收益	1123	1908	3064	4626	6665	毛利率	70.05%	34.47%	36.27%	38.92%	39.97%
归母公司股东权益	3021	3739	4894	6457	8495	销售净利率	54.20%	27.57%	28.32%	29.28%	30.48%
少数股东权益	29	26	26	26	26	销售收入增长率	89.22%	240.12%	27.07%	29.31%	23.92%
股东权益合计	3050	3764	4920	6482	8521	EBIT 增长率	79.25%	63.19%	25.29%	41.74%	28.07%
负债和股东权益	3821	4549	5859	7653	9935	净利润增长率	77.42%	72.99%	30.53%	33.71%	28.99%
						ROE	17.68%	24.72%	24.65%	24.98%	24.49%
						ROA	13.98%	20.32%	20.59%	21.08%	20.94%
						ROIC	29.13%	35.34%	50.30%	60.47%	66.43%
						EPS (X)	0.34	0.36	0.49	0.66	0.85
						PE (X)	35.85	20.89	23.26	17.40	13.49
						PB (X)	1.68	0.84	5.73	4.35	3.30
						PS (X)	5.16	0.94	6.59	5.09	4.11
						EV/EBITDA (X)	6.25	2.00	20.18	13.50	9.83

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
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@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	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@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。