

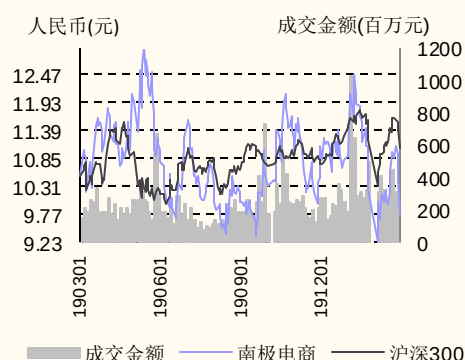
南极电商 (002127.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 11.88 元
 目标价格 (人民币): 18.00-18.00 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	24.55
已上市流通 A 股(亿股)	18.96
总市值(亿元)	291.64
年内股价最高最低(元)	12.00/10.01
沪深 300 指数	3797
中小板综	9836



相关报告

- 1.《设立新公司布局化妆品, 有望丰富品类矩阵-设立新公司布局化妆品...》, 2020.3.1
- 2.《南极电商公司点评-设立新公司布局线下渠道, 有望增强品牌实力》, 2019.12.15
- 3.《19 前三季度: 主业利润+39%, 全平台 GMV+59%, 应收账款...》, 2019.10.18
- 4.《发布股权激励计划, 有望充分调动核心骨干积极性-发布股权激励计...》, 2019.9.26
- 5.《1H19: 核心业务营收+36%, 主业利润+40%, 全平台 GM...》, 2019.8.22

吴劲草 分析师 SAC 执业编号: S1130518070002

姬雨楠 联系人

本部利润+45%快速成长, 分红 3 亿元显实力

公司基本情况 (人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	0.38	0.53	0.64	0.78	0.97
每股净资产(元)	1.27	1.31	1.37	1.52	1.57
每股经营性现金流(元)	0.22	0.51	0.61	0.72	0.91
市盈率(倍)	31.57	22.65	18.62	15.17	12.23
净利润增长率(%)	72.88%	39.39%	21.60%	22.79%	24.04%
净资产收益率(%)	24.71%	26.51%	26.39%	27.01%	27.98%
总股本(百万股)	2,454.87	2,454.87	2,454.87	2,454.87	2,454.87

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- **业绩符合预期, 南极本部归母净利润+45%:** 2019 年南极电商实现营业收入 39.07 亿元, 同比+16.52%; 归母净利润 12.06 亿元, 同比+36.06%。其中南极本部实现营业收入 13.98 亿元, 同比+34.66%; 归母净利润 10.99 亿元, 同比+44.81%。时间互联实现营业收入 25.08 亿元, 同比+8.30%; 扣非归母净利润 1.1 亿元。公司拟派发现金分红总额 (含其他方式) 3.86 亿元, 分红率约 32.03%。
- **公司继续加强对应收账款的管理, 经营性现金流改善, 财务质量有所提升:** 2019 年, 南极本部 (不含保理业务) 应收账款为 6.06 亿元, 同比+38.26%; 保理业务应收账款为 2428 万元, 同比-85.45%; 时间互联应收账款为 1.6 亿元, 同比+33.51%。公司实现经营现金流净额 12.55 亿元, 同比+127.59%, 其中: 本部经营性现金流净额为 10.78 亿元, 同比+86.18%; 时间互联经营性现金流净额为 1.77 亿元, 由负转正。公司通过常态化的应收账款跟踪管理最大限度确保应收账款的良性回款。
- **2019 南极电商各品牌各平台总 GMV 达到 305.59 亿元, 同比增长 49%:** 公司 2018 年 GMV 体量超过 200 亿, 2019 仍然实现 49% 的同比增长, GMV 体量超过 300 亿, 体现出公司品牌力在电商模式下的头部虹吸效应。2019 年, 公司合作供应商总数为 1113 家, 其中主要合作供应商约 500 家; 合作经销商总数为 4513 家, 授权店铺 5800 家。分品牌来看: 南极人、卡帝乐鳄鱼、精典泰迪 GMV 分别为 271.38/29.86/2.28 亿元, 分别同比+52.86%/+27.94%/+45.61%。分渠道来看: 阿里、京东、社交电商、唯品会 GMV 分别为 203.17/46.82/39.65/14.45 亿元, 分别同比+39.13%/+31.50%/+124.89%/+200.35%。
- **2019 年南极人优势品类的市场占有率进一步提升, 且品类扩张边际成本和营销成本较低:** 2019 年在阿里平台, 南极人优势品类“女士内衣/男士内衣/家居服”GMV 为 64.95 亿元, 同比+39.47%, 市场占有率为 8.42%位列行业第一; “床上用品”GMV 为 35.03 亿元, 同比+59.59%, 市场占有率为 8.03%, 位列行业第一。以南极人官方旗舰店为例, 可以看出南极人品牌商品扩张及营销成本的优势: 19 年实现 GMV12.00 亿元, 同比+107.02%; 约有 6500 个 SKU, 同比+35.42%; 2019 年直接推广费占 GMV 比例约为 0.87%, 去年同期直接推广费占比约为 1.04%。
- **投资建议:** 本部利润+45%高增速兑现, 品牌核心价值凸显, 分红 3 亿元彰显实力。预计 2020-2022 年, 公司归母净利润分别为 15.7/19.2/23.9 亿, 对应 PE 分别为 19/15/12x, 维持买入评级, 目标价 18 元。
- **风险提示:** 平台政策变化, 品类拓展风险, 时间互联增速放缓风险。

业绩简评

- **本部归母净利润+45%，业绩符合预期：**2019 年南极电商实现营收 39.07 亿元，同比+16.52%；归母净利润 12.06 亿元，同比+36.06%。其中南极主业实现营收 13.98 亿元，同比+34.66%；归母净利润 10.99 亿元，同比+44.81%。时间互联实现营收 25.08 亿元，同比+8.30%；扣非归母净利润 1.1 亿元。公司拟派发现金分红总额（含其他方式）3.86 亿元，分红率约 32.03%。

图表 1：南极电商 2019 分业务营收及利润情况

营收（亿元）	2019	2018	YOY	2019 占比	2018 占比	占比变动
公司本部	13.98	10.37	35%	36%	31%	5%
品牌综合服务收入及 经销商品品牌授权服务收入	13.06	9.34	40%	33%	28%	6%
南极其他（不含保理 业务）	0.56	0.58	-3%	1%	2%	0%
保理业务	0.36	0.45	-20%	1%	1%	0%
时间互联	25.08	23.16	8%	64%	69%	-5%
合计	39.07	33.53	17%	100%	100%	0%
归母净利润（亿元）	2019	2018	YOY	2019 占比	2018 占比	占比变动
公司本部	10.99	7.59	45%	91%	86%	6%
时间互联	1.07	1.28	-16%	9%	14%	-6%
合计	12.06	8.86	36%	100%	100%	0%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：南极电商 2019 分红情况

分红年度	现金分红金 额（亿元， 含税）	现金分红金 额占归母净 利润比率	以其他方式 （如回购股 份）的现金分 红（亿元）	以其他方式现金 分红金额占母 净利润比率	现金分红总额 （含其他方式， 亿元）	现金分红总额（含 其他方式）占母 净利润比率
2019	3.02	25.06%	0.84	6.97%	3.86	32.03%

来源：公司公告，国金证券研究所

- **公司继续加强对应收账款的管理，经营性现金流改善，财务质量有所提升：**2019 年，南极本部（不含保理业务）应收账款为 6.06 亿元，同比+38.26%；保理业务应收账款为 2428 万元，同比-85.45%；时间互联应收账款为 1.6 亿元，同比+33.51%。公司实现经营现金流净额 12.55 亿元，同比+127.59%，其中：本部经营性现金流净额为 10.78 亿元，同比+86.18%；时间互联经营性现金流净额为 1.77 亿元，由负转正。公司通过常态化的应收账款跟踪管理最大限度确保应收账款的良性回款。

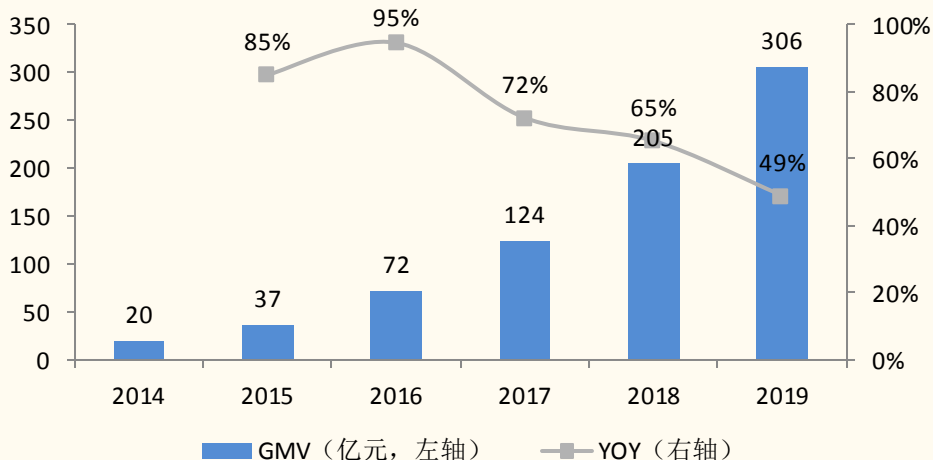
图表 3：南极电商总 GMV（亿元）

分业务应收账款（亿元）	金额	增速
公司本部（不含保理业务）	6.06	38.26%
公司保理业务	0.24	-85.45%
时间互联业务	1.60	33.51%

来源：公司公告，国金证券研究所

- **2019 南极电商各品牌各平台总 GMV 达到 305.59 亿元，同比增长 49%。**公司 2018 年 GMV 体量超过 200 亿，2019 仍然实现 49% 的同比增长，GMV 体量超过 300 亿，体现出公司品牌力在电商模式下的头部虹吸效应。

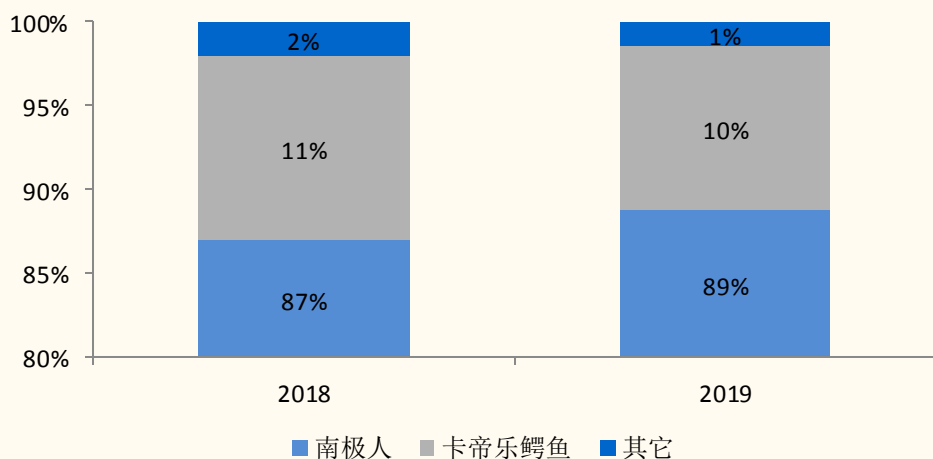
图表 4：南极电商总 GMV（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

- **分品牌来看，南极人主品牌增长强劲：**2019 年南极人、卡帝乐鳄鱼、精典泰迪 GMV 分别为 271.38、29.86、2.28 亿元，分别同比+52.86%、+27.94%、+45.61%。
 - 南极人品牌的定位是大众的家庭生活方式品牌，公司力争成为以电商渠道为主的、领先的消费品创新企业。2019 年南极人品牌 GMV 达 271.38 亿元，同比+52.86%，已经成为电商大众领导品牌之一。
 - 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，同比+27.94%。
 - 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 亿元，同比+45.61%。

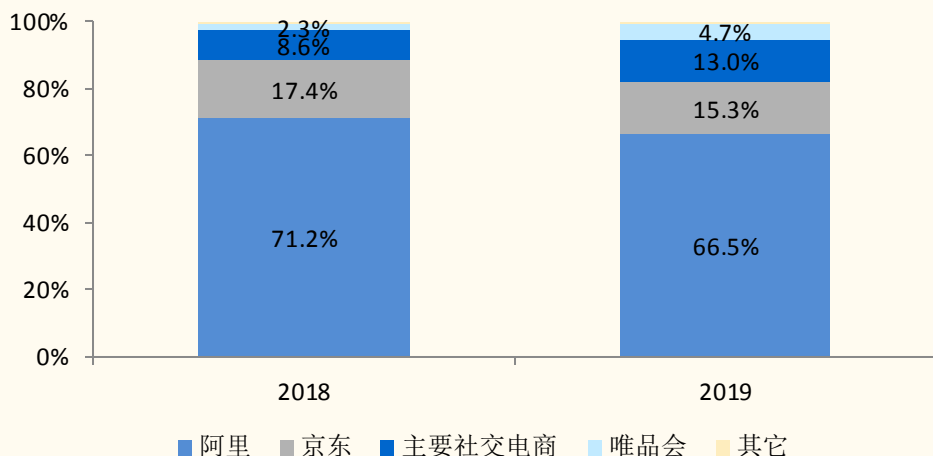
图表 5：南极电商分品牌 GMV 占比



来源：公司公告，国金证券研究所

- **分平台来看，阿里保持高增速，社交电商强势崛起：**阿里、京东、社交电商、唯品会 GMV 分别为 203.17、46.82、39.65、14.45 亿元，分别同比+39.13%、31.50%、124.89%、200.35%。

图表 6：南极电商分渠道 GMV 占比



来源：公司公告，国金证券研究所

- **2019 年南极人优势品类的市场占有率进一步提升，且品类扩张边际成本和营销成本较低：**2019 年在阿里平台，南极人优势品类“女士内衣/男士内衣/家居服”GMV 为 64.95 亿元，同比+39.47%，市场占有率为 8.42%位列行业第一；“床上用品”GMV 为 35.03 亿元，同比+59.59%，市场占有率为 8.03%，位列行业第一。以南极人官方旗舰店为例，可以看出南极人品牌商品扩张及营销成本的优势：19 年实现 GMV12.00 亿元，同比+107.02%；约有 6500 个 SKU，同比+35.42%；2019 年直接推广费占 GMV 比例约为 0.87%，去年同期直接推广费占比约为 1.04%。
- 公司充分利用大数据进行赋能，自主研发了围绕电商平台的数据管理及商业智能工具“南极数云”，大大提升了经销商与供应链的协同效率、消费端的运营效率。

图表 7：南极数云模块

南极数云模块	功能
南极参谋	公司与行业的数据分析，提供深度分析、建议、优化和少量预测服务。加深市场数据洞察深度，横向沉淀2018年至今的市场核心数据，并持续更新，纵向支持更细分的市场数据监控。
南极研设	通过分析市场上各个品类、子品类的数据，了解市场动态，推荐爆款产品。与实际业务不断融合，形成了流程化的选品工具，涵盖从行业判断、价格段分析、商品综合评分，再到爆款流量及评论的运营方法总结。
南极分析	提供公司各部门在不同平台的经营状况分析。
南极实时	提供电商渠道的GMV实时数据，开发了实时监控系统，全面支持“双11”、“双12”的业绩监控和大屏场景。
南极舆情	监测采集全网与公司相关舆情信息，形成简报、报告、图表等分析结果。报告期内，增加了监控覆盖面和监控数量。
活动看板	增加对活动监控的功能，支持业务部门对活动绩效的监控和分析。
业务单元报表	实现对事业单元的个性化报表支持，可以根据组织需求进行新增迭代。

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 8：南极中台模块

南极中台模块	功能
客户运营	结合公司与行业数据，对于客户业务数据提供可视化深度分析，生成客户评价，为后续业务开展提供参考指标，辅助业务计划快捷制订，深挖优质客户，减小坏账风险。
稽查管理	针对客户商标使用、包装形象、产品质量，建立稽查管理体系，制订具体规范要求与商品/产品稽查计划，统计稽查信息与评价，为客户整改方案提供依据并对处理过程持续跟踪，保证消费者利益及南极电商品牌形象。
标签管理	基于客户数据沉淀，通过自动化分析与各部门独立判断相结合，对客户制定性与定量标签、为客户进行精准画像，从而帮助公司进行精准营销、在后续业务中提供参考，对业务风险进行提前预警，并加快业务流程流转速度。
南极审核	提供便捷制单管理入口，支持业务部门与客户完成合同签订并交付电子授权书；提供智能审批流程，支持各部门按部门按级别严格控制审批标准，提高业务效率。

来源：公司公告，国金证券研究所

投资建议

- 本部利润+45%高增速兑现，品牌核心价值凸显。预计 2020-2022 年，公司归母净利润分别为 15.7/19.2/23.9 亿，对应 PE 分别为 19/15/12x，维持买入评级，目标价 18 元。

风险提示

- 阿里巴巴的搜索权重规则改变可能会对其经营产生影响，单季度增长有可能会慢于预期，整体电商增速可能会放缓；公司品类扩张进程不及预期；营销费用增长影响净利水平；公司终端零售的第三方平台（如阿里&京东&拼多多）政策发生不利变化等风险；时间互联增速有可能会放缓。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	986	3,353	3,907	4,522	5,220	6,095
增长率		240.1%	16.5%	15.7%	15.4%	16.8%
主营业务成本	-295	-2,197	-2,403	-2,574	-2,844	-3,164
%销售收入	29.9%	65.5%	61.5%	56.9%	54.5%	51.9%
毛利	691	1,156	1,504	1,948	2,376	2,930
%销售收入	70.1%	34.5%	38.5%	43.1%	45.5%	48.1%
营业税金及附加	-6	-10	-10	-14	-16	-18
%销售收入	0.6%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-31	-111	-119	-140	-162	-189
%销售收入	3.1%	3.3%	3.0%	3.1%	3.1%	3.1%
管理费用	-60	-57	-80	-136	-157	-183
%销售收入	6.1%	1.7%	2.1%	3.0%	3.0%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	594	978	1,295	1,658	2,042	2,540
%销售收入	60.3%	29.2%	33.1%	36.7%	39.1%	41.7%
财务费用	9	-5	0	32	50	71
%销售收入	-0.9%	0.2%	0.0%	-0.7%	-1.0%	-1.2%
资产减值损失	-13	-21	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	10	23	35	30	30	30
%税前利润	1.7%	2.3%	2.6%	1.7%	1.4%	1.1%
营业利润	601	974	1,329	1,720	2,122	2,641
营业利润率	60.9%	29.1%	34.0%	38.0%	40.6%	43.3%
营业外收支	25	26	30	20	15	9
税前利润	625	1,000	1,360	1,740	2,137	2,650
利润率	63.4%	29.8%	34.8%	38.5%	40.9%	43.5%
所得税	-90	-76	-72	-174	-214	-265
所得税率	14.3%	7.6%	5.3%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	536	925	1,288	1,566	1,923	2,385
少数股东损益	1	1	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	534	924	1,288	1,566	1,923	2,385
净利率	54.2%	27.6%	33.0%	34.6%	36.8%	39.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	536	887	1,206	1,566	1,923	2,385
少数股东损益	1	1	0	0	0	0
非现金支出	15	26	47	5	7	11
非经营收益	-12	-18	-38	-50	-45	-39
营运资金变动	-1	-343	38	-21	-107	-134
经营活动现金净流	538	551	1,253	1,500	1,779	2,224
资本开支	-2	-1	-15	8	7	-3
投资	-137	-492	-1,622	0	0	0
其他	23	28	41	30	30	30
投资活动现金净流	-117	-464	-1,596	38	37	27
股权募资	394	0	0	0	0	0
债权募资	191	-176	30	-100	0	0
其他	-18	-182	-91	-491	-736	-982
筹资活动现金净流	566	-359	-61	-591	-736	-982
现金净流量	987	-272	-404	947	1,080	1,269

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,461	1,190	1,281	2,228	3,307	4,576
应收款项	595	825	951	1,002	1,157	1,351
存货	13	3	5	9	10	11
其他流动资产	206	1,040	1,773	1,776	1,800	1,829
流动资产	2,274	3,058	4,011	5,015	6,274	7,767
%总资产	59.5%	67.2%	73.1%	77.2%	80.9%	84.0%
长期投资	24	14	0	0	0	0
固定资产	4	3	7	8	10	11
%总资产	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
无形资产	1,456	1,453	1,457	1,463	1,461	1,461
非流动资产	1,546	1,492	1,474	1,481	1,481	1,482
%总资产	40.5%	32.8%	26.9%	22.8%	19.1%	16.0%
资产总计	3,821	4,549	5,485	6,495	7,755	9,249
短期借款	67	70	100	0	0	0
应付款项	407	589	389	418	474	542
其他流动负债	116	125	137	144	161	183
流动负债	590	784	626	562	635	725
长期贷款	179	0	0	0	0	0
其他长期负债	1	1	0	0	0	0
负债	770	785	626	562	635	725
普通股股东权益	3,021	3,739	4,859	5,934	7,120	8,523
少数股东权益	29	26	0	0	0	0
负债股东权益合计	3,821	4,549	5,485	6,495	7,755	9,249

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.327	0.376	0.525	0.638	0.783	0.972
每股净资产	1.846	1.267	1.308	1.372	1.523	1.572
每股经营现金净流	0.328	0.225	0.511	0.611	0.725	0.906
每股股利	0.000	0.006	0.000	0.200	0.300	0.400
回报率						
净资产收益率	17.69%	24.71%	26.51%	26.39%	27.01%	27.98%
总资产收益率	13.99%	20.31%	23.48%	24.11%	24.80%	25.79%
投入资本收益率	15.43%	23.57%	24.73%	25.16%	25.81%	26.82%
增长率						
主营业务收入增长率	89.22%	240.12%	16.52%	15.74%	15.44%	16.76%
EBIT增长率	55.25%	64.65%	32.39%	28.09%	23.11%	24.41%
净利润增长率	77.47%	72.88%	39.39%	21.60%	22.79%	24.04%
总资产增长率	86.66%	19.07%	20.56%	18.43%	19.39%	19.26%
资产管理能力						
应收账款周转天数	147.3	67.1	70.7	70.0	70.0	70.0
存货周转天数	42.9	1.3	0.7	1.3	1.3	1.3
应付账款周转天数	38.0	6.3	9.2	7.0	7.0	7.0
固定资产周转天数	1.4	0.3	0.6	0.6	0.7	0.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-39.81%	-29.74%	-54.97%	-62.66%	-67.38%	-71.17%
EBIT利息保障倍数	-68.3	187.8	-2,796.1	-52.5	-41.0	-35.8
资产负债率	20.17%	17.26%	11.42%	8.65%	8.19%	7.84%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	18
增持	0	0	0	1	9
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	2.00	1.33

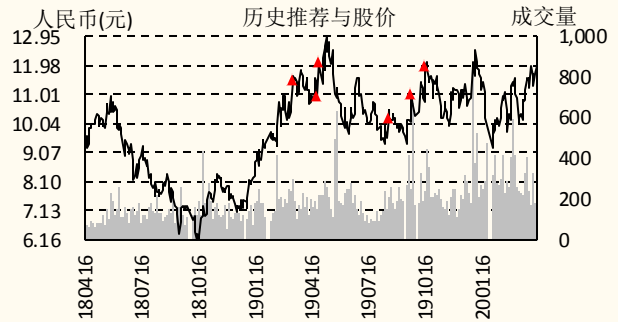
来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH