

现金流大幅改善，新模式带动有望保持增长 买入（维持）

2020 年 04 月 15 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	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3906.8	4494.7	5166.2	5969.1
同比（%）	16.5%	15.0%	14.9%	15.5%
归母净利润（百万元）	1206.1	1559.4	2013.7	2546.4
同比（%）	36.1%	29.3%	29.1%	26.5%
每股收益（元/股）	0.49	0.64	0.82	1.04
P/E（倍）	24.2	18.7	14.5	11.5

投资要点

■ **事件：**公司发布 19 年年报，19 年收入同增 16.5%至 39.1 亿，归母净利润同增 36%至 12.1 亿。公司经营性现金流同比大幅增长 127.6%至 12.55 亿，其中时间互联转正至 1.77 亿，公司本部现金流同增 86%至 10.8 亿。同时公司派息总计 3.02 亿元，派息率 25%。

■ **GMV 继续高速增长，进一步巩固龙头地位。**公司 19 年 GMV 同增 48.92%至 305.6 亿，得益于（1）继续顺应平台趋势，依靠自身规模、供应链优势推行大店的策略继续见效：公司南极人官方旗舰店 GMV 同增 107%至 12 亿，南极人悠选 GMV 同增 108%至 7.4 亿；（2）依靠流量马太效应，继续助推成熟品类高速增长：公司优势品类中，“内衣/家居服”在阿里平台 GMV 同增 39.5%至 65 亿，市占率提升 1.73pct 至 8.42%；“床上用品”在阿里平台 GMV 同增 59.6%至 35 亿，市占率提升 2.16pct 至 8.03%；（3）依靠供应链继续扩充品类：南极人官方旗舰店 SKU 在 19 年同增 35%至 6500 个；（4）公司继续在品牌管理、供应链赋能、以及质量管理上不断精进，通过引进品牌设计伙伴、引导供应链伙伴数据化、与 13 家（18 年 6 家）质检第三方机构合作等方式不断提升公司竞争力。

■ **货币化率保持稳定，资产负债表健康，现金流大幅增长超预期。**公司 19 年（品牌综合服务收入+经销商授权业务收入）同增 39.9%至 13 亿，该数值与 GMV 的比例同比下降 0.3Pct 至 4.27%，货币化率保持稳定。公司资产负债表健康，本部应收账款同增 38%至 6.06 亿；保理应收账款大幅下降 85%至 2428 万；同时时间互联预付账款改善明显，整体预付账款下降 58.5%至 2.29 亿。资产负债表的改善带动公司经营性现金流同比大幅增长 127.6%至 12.55 亿，其中时间互联转正至 1.77 亿，公司本部现金流同增 86%至 10.8 亿。

■ **GMV 增速逐渐恢复，新模式带动下全年依旧有望高增长。**（1）在经历 1 月的 GMV 下滑后，公司 GMV 增速在 2 月转正，3 月已恢复到 30%左右的增速，Q1 的 GMV 增速接近 10%。我们预计这样的高速增长势头依旧能够继续维持。（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市占率水平。另一方面，公司希望通过化妆品等新品的开拓，进一步拓展产品矩阵。（3）**公司也在积极拓展包括网红业务在内的业务**，依靠更多的店铺店播，同时在抖音、快手等网站上结合直播产品需求建立新的供应链体系和新的主播矩阵。

■ **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/新销售模式的拓展带动下，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 18.7X。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。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	11.88
一年最低/最高价	9.12/13.18
市净率(倍)	6.00
流通 A 股市值(百万元)	22527.19

基础数据

每股净资产(元)	1.98
资产负债率(%)	11.41
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)：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》
2020-03-05

■ 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。

表 1：南极电商季度数据

(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%	38%
公司本部收入	192	514	139	284	255	718
YOY	33%	49%	40%	24%	33%	40%
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	588
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	18
经营性现金流	99	347	91	59	142	963
本部（不含保理业务）应收账款	327	418	386	390	405	606
保理业务应收账款	452	167	308	310	312	24

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

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>