

信义山证 汇通天下

证券研究报告

商贸零售

报告原因：年报点评

2020 年 4 月 16 日

南极电商 (002127.SZ)

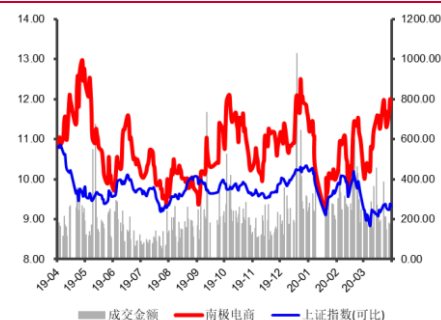
品牌 GMV 保持高速增长，规模及成本优势明显

维持评级

买入

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2020 年 4 月 15 日

收盘价(元):	11.88
年内最高/最低(元):	13.18/9.12
流通 A 股/总股本(亿):	18.96/24.55
流通 A 股市值(亿):	225
总市值(亿):	292

基础数据：2019 年 12 月 31 日

基本每股收益	0.49
每股净资产(元):	1.98
净资产收益率:	28.06%

分析师：谷茜

执业证书编号：S0760518060001

Tel: 0351-8686775

Email: guqian@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

- 公司于 4 月 16 日发布 2019 年年度报告，公司实现营业收入 390,684.82 万元，同比增长 16.52%；归属于上市公司股东的净利润 120,613.69 万元，同比增长 36.06%。

事件点评

- 主品牌南极人 GMV 高速增长，扩张和成本优势明显。2019 年公司在各电商渠道可统计的 GMV 达 305.59 亿元，同比增长 48.92%，其中主品牌南极人 GMV 为 271.38 亿元，同比增长 52.86%。公司品牌在各电商渠道合计约有 10 万个产品链接，主品牌南极人通过打造爆款+丰富供应链+快速反应，迅速形成店铺规模效应。南极人品牌在各电商渠道的访问人次、购买人次、复购人次众多，且转换率较高，在规模效应下，南极人品牌的品类扩张边际成本和营销成本较低，低成本获客优势明显。2019 年南极人优势品类的市场占有率进一步提升，“女士内衣/男士内衣/家居服”品类市占率提升 1.73pct 至 8.42%，“床上用品”品类市占率提升 2.16pct 至 8.03%，均位列行业第一。公司 2019 年毛利率提振 4pct 至 38.5%，得益于公司有效的成本管控优势。公司期间费用率 6.19%，同比减少 0.11pct，其中销售/财务费用率分别减少 0.28pct/0.17pct，财务费用率减少主要受到子公司借款减少带来利息支出减少，同时货币资金增加影响利息收入增长；而管理费用率同比增长 0.35pct，主要由于业务规模扩张带来的人力、租金及物业成本上涨。
- 深耕供应链巩固存量优势，数据赋能支撑产品迭代。通过近 10 年的经营，公司与大量优质的供应商、经销商等产业链合作伙伴建立了持续稳定的合作关系。一方面，公司通过数据赋能对供应商生产的产品进行资源推介、研发设计、流量管理、数据分析与应用等指导，帮助其打造爆款，降低库存，提高资金周转率，实现低成本转型，走出订单不稳定和贷款难的困境；另一方面，公司实施后置式收益，缓解了供应链合作伙伴的资金压力，建立了良好的信用体系，形成了护城河。供应链数据赋能方面，公司对供应链合作伙伴进行数字化指导，以消费者需求作为业务的起点，解决“信息孤岛”，消费端和供应端的生产销售全流程的关键指标及分析向所有供应链伙伴开放，让整条供应链对市场变化做出快速反应，有效支撑新产品的实现和原始产品的迭代。
- 拓展短视频媒体布局网红经济，丰富公司业务范畴。时间互联主要承揽移动端的广告营销业务，年内与流量供应商合作较为稳定。2019 年



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

时间互联不断巩固原有主流媒体的合作优势，成为小米信息流中小企业流量独家代理商，腾讯应用宝、VIVO 电商金融行业流量消耗排名第一的核心代理商，同时成为了今日头条抖音系媒体的核心代理商，开始拓展短视频信息流媒体方面的业务。时间互联广告客户需求稳定，回款风险较低，年内新拓展客户 657 家，年内拓展 H5 类型客户以丰富客户类别，获取新的业绩增长点。2019 年时间互联的经营性现金流净额由负转正，为 17,671.75 万元。在业务创新方面，结合市场形势和公司优势进行业务创新，布局网络红人广告经纪业务，丰富公司业务。

投资建议

- 公司以电商渠道为主，主品牌南极人拥有较好的流量规模和竞争优势，公司品牌基于庞大的用户基数、极致性价比的产品、丰富的供应链和多元化的平台流量，预计未来公司 GMV 仍将保持中高速增长。我们看好公司品牌规模化生产下的存量竞争优势，持续打造合作产业链护城河优势，以及组织不断优化迭代的能力，预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.61/0.78/0.95 元，对应公司 4 月 15 日收盘价 11.88 元，2020-2022 年 PE 分别为 19.35X/15.14X/12.53X，维持“买入”评级。

存在风险

- 电商渠道依赖风险；新业务业绩不确定性风险；时间互联多元化拓展风险；应收账款风险。

表 1 公司盈利能力变化情况

	2019Q4	2019Q3	2019Q2	2019Q1	2018Q4
营业总收入（亿元）	39.07	26.47	16.34	8.24	33.53
同比（%）	16.52%	29.45%	32.44%	63.40%	240.12%
营业成本	24.03	18.75	11.48	6.47	21.97
毛利率（%）	38.50%	29.18%	29.74%	21.49%	34.47%
销售费用	1.19	0.59	0.33	0.16	1.11
管理费用	0.80	0.65	0.42	0.23	0.57
研发费用	0.43	0.28	0.18	0.10	0.38
财务费用	0.00	-0.01	-0.01	-0.01	0.05
期间费用率	6.19%	5.72%	5.64%	5.78%	6.30%
净利润	12.06	6.02	3.86	1.22	8.87
归母净利润	12.06	6.02	3.86	1.22	8.86
同比（%）	36.06%	33.96%	32.37%	36.73%	65.92%
扣非后归母净利润	11.48	5.66	3.62	1.19	8.41
同比（%）	36.46	33.08	32.07	45.43	67.80
每股收益：					
基本每股收益	0.4900	0.2500	0.1600	0.0500	0.3600
稀释每股收益	0.4900	0.2500	0.1600	0.0500	0.3600

数据来源：Wind, 山西证券研究所

表 2 公司主营业务构成

	金额（亿元）	占营业收入比重	同比增减	毛利率	毛利率变动
营业总收入	39.07	100%	16.52%	38.50%	4.03%
分行业					
移动互联网业务	25.08	35.73%	34.85%	8.33%	-0.04%
现代服务业	13.96	64.20%	8.30%	92.69%	-0.69%
货品销售	0.03	0.07%	66.58%		
分产品					
移动互联网媒体投放平台业务	24.31	62.23%	10.47%	7.50%	0.61%
品牌综合服务业务	12.41	31.76%	37.89%	93.36%	-0.75%
移动互联网流量整合业务	0.77	1.97%	-33.21%	34.64%	-1.88%
经销商品牌授权业务	0.65	1.68%	93.30%	94.85%	-1.66%
自媒体流量变现业务	0.47	1.19%	-1.33%	71.74%	-1.94%
保理业务	0.36	0.92%	-19.72%	99.30%	0.42%
货品销售	0.03	0.07%	66.86%	47.52%	324.44%

数据来源：公司年报, 山西证券研究所

表 3 公司 GMV 构成及变动情况

	GMV（亿元）	占比	同比增减
	305.59	100.00%	48.92%
分品牌			
南极人	271.38	88.81%	52.86%

卡帝乐	29.86	9.77%	27.94%
精典泰迪	2.28	0.75%	45.61%
分渠道			
阿里	203.17	66.48%	39.13%
京东	46.82	15.32%	31.50%
拼多多	39.65	12.97%	124.89%
唯品会	14.45	4.73%	200.35%

数据来源：公司年报, 山西证券研究所

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	4,011	8,794	10,359	12,952	营业收入	3,907	4,795	5,828	6,986
现金	1,281	5,217	6,997	9,654	营业成本	2,403	2,830	3,339	3,974
应收账款	878	1,641	1,556	1,942	营业税金及附加	10	12	14	16
其他应收款	88	150	139	181	销售费用	119	144	175	203
预付账款	229	696	942	1,079	管理费用	80	94	111	138
存货	5	12	11	13	财务费用	(0)	(8)	(18)	(27)
其他流动资产	1,529	1,078	715	84	资产减值损失	(1)	3	(1)	(1)
非流动资产	1,474	1,415	1,360	1,305	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	35	29	32	31
固定资产	7	6	6	5	营业利润	1,248	1,748	2,240	2,712
无形资产	560	523	488	455	营业外收入	31	27	28	29
其他非流动资产	907	886	867	844	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	5,485	10,209	11,720	14,258	利润总额	1,278	1,775	2,268	2,741
流动负债	626	1,709	1,391	1,668	所得税	72	266	340	411
短期借款	100	94	85	73	净利润	1,206	1,509	1,928	2,330
应付账款	69	126	108	139	少数股东损益	0	2	1	1
其他流动负债	457	1,490	1,198	1,456	归属母公司净利润	1,206	1,507	1,926	2,328
非流动负债	0	1	0	0	EBITDA	1,377	1,778	2,257	2,719
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.49	0.61	0.78	0.95
其他非流动负债	0	1	0	0					
负债合计	626	1,710	1,391	1,668	主要财务比率				
少数股东权益	0	2	3	4	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
股本	417	2,455	2,455	2,455	成长能力				
资本公积	1,479	1,479	1,479	1,479	营业收入	16.52%	22.73%	21.54%	19.87%
留存收益	3,114	4,563	6,392	8,651	营业利润	33.17%	40.08%	28.17%	21.10%
归属母公司股东权益	4,859	8,497	10,326	12,585	归属于母公司净利润	36.06%	24.93%	27.84%	20.87%
负债和股东权益	5,485	10,209	11,720	14,258	获利能力				
					毛利率(%)	38.50%	40.97%	42.70%	43.11%
现金流量表					净利率(%)	30.87%	31.43%	33.05%	33.33%
单位:百万元					ROE(%)	24.82%	17.75%	18.66%	18.51%
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	ROIC(%)	45.85%	69.05%	66.94%	73.88%
经营活动现金流	1,255	1,770	1,837	2,681	偿债能力				
净利润	1,206	1,507	1,926	2,328					

折旧摊销	46	38	35	33	资产负债率(%)	11.41%	16.75%	11.87%	11.70%
财务费用	(1)	(8)	(18)	(27)	净负债比率(%)	-11.65%	-55.20%	-52.11%	-66.31%
投资损失	(35)	(29)	(32)	(31)	流动比率	6.41	5.15	7.45	7.77
营运资金变动	475	257	(75)	376	速动比率	6.40	5.14	7.44	7.76
其他经营现金流	(437)	5	1	1	营运能力				
投资活动现金流	(1,596)	33	32	31	总资产周转率	0.78	0.61	0.53	0.54
资本支出	0	0	0	0	应收账款周转率	5.16	4.20	4.01	4.40
长期投资	14	0	0	0	应付账款周转率	64.69	49.36	49.99	56.58
其他投资现金流	(1,610)	33	32	31	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	(61)	1,982	(89)	(55)	每股收益(最新摊薄)	0.49	0.61	0.78	0.95
短期借款	30	(6)	(9)	(12)	每股经营现金流(最新摊薄)	0.51	0.72	0.75	1.09
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	1.98	3.46	4.21	5.13
普通股增加	0	2,038	0	0	估值比率				
资本公积增加	(2)	0	0	0	P/E	24.2	19.4	15.1	12.5
其他筹资现金流	(89)	(49)	(80)	(42)	P/B	6.0	3.4	2.8	2.3
现金净增加额	(402)	3,785	1,780	2,657	EV/EBITDA	1.36	13.23	9.73	7.19

数据来源：Wind, 山西证券研究所

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
邮编：030002
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
邮编：100032
电话：010-83496336

