

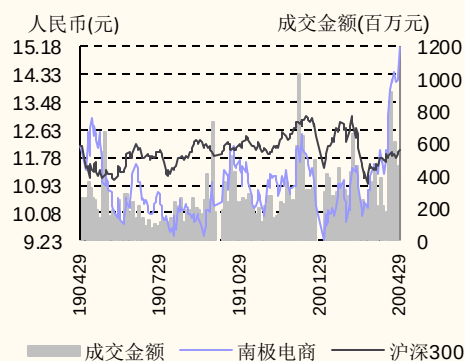
南极电商 (002127.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 15.18 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)	19.54
总市值(亿元)	372.65
年内股价最高最低(元)	15.18/11.27
沪深 300 指数	3867
中小板综	9807



相关报告

- 1.《本部利润+45%快速成长, 分红 3 亿元显实力-本部利润+45%...》, 2020.4.16
- 2.《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
- 3.《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
- 4.《19 前三季度: 主业利润+39%, 全平台 GMV+59%, 应收账款...》, 2019.10.18
- 5.《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

吴劲草 分析师 SAC 执业编号: S1130518070002
wujc@gjzq.com.cn

郑慧琳 分析师 SAC 执业编号: S1130520020001

姬雨楠 联系人

疫情期间主业维持正增, 供应链能力持续升级

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)	40.33	28.94	23.80	19.38	15.62
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

- **2020 年 4 月 29 日, 南极电商发布一季报: 1Q2020 南极电商实现营收 6.72 亿元, 同比-18.51%; 归母净利润 1.28 亿元, 同比+5.28%; 扣非归母净利润 1.04 亿元, 同比-12.97%。其中南极本部实现营收 1.53 亿元, 同比+10.15%; 归母净利润 9692.93 万元, 同比+5.77%。时间互联实现营收 5.19 亿元, 同比-24.27%; 归母净利润 2900.29 万元, 同比+0.45%。**
- **Q1 为南极本部的经营淡季: 从 2019 年数据来看, Q1 南极本部营收和归母净利润分别占全年比重为 10%和 8%, Q1 是南极本部的淡季; Q1 时间互联营收和归母净利润占全年比重约为 27%; 公司整体 Q1 营收和归母净利润占全年比重 21%和 10%。**
- **1Q2020 公司品牌授权及综合服务货币化率为 2.39%: 2020Q1, 公司实现 GMV 57.29 亿元, 同比+11.13%; 公司品牌授权及综合服务业务收入合计为 1.37 亿元, 同比+12.85% (其中品牌综合服务业务收入为 1.20 亿元, 同比+11.21%; 经销商品牌授权业务收入 1,680.06 万元, 同比+26.12%); 计算可得 1Q2020 公司品牌授权及综合服务货币化率为 2.39%。**
- **1Q2020 南极电商各品牌各平台总 GMV 达 57.29 亿元, 同比+11.13%: 受疫情影响, Q1 公司 GMV 同比增速尽管有所放缓, 但仍保持两位数的正增长, 这得益于南极人及时顺应电商渠道流量规则, 继续推行大店策略。分品牌来看, 1Q2020 南极人、卡帝乐鳄鱼、精典泰迪 GMV 分别为 52.24、4.52、0.33 亿元, 分别同比+15.53%、-19.51%、-4.84%。分平台来看, 阿里 GMV 35.70 亿元, 同比-0.90%, 占比 62.31%; 京东 GMV 9.33 亿元, 同比+11.05%, 占比 16.29%; 主要社交电商 GMV 8.41 亿元, 同比+62.85%, 占比 14.68%; 唯品会 GMV 2.82 亿元, 同比+68.08%, 占比 4.93%; 其他渠道 GMV 1.03 亿元, 同比+261.99%, 占比 1.79%。**
- **从核心财务指标来看: 1Q2020, 公司销售费用 2212.68 万元, 同比+42.13%, 主要因为公司业务人员的人力成本增加; 研发费用 1,303.97 万元, 同比+31.67%, 主要因为研发投入增加; 财务费用-697.26 万元, 同比-693.47%, 主要因为公司新增购买了大额存单而产生的利息收入增加。1Q2020, 公司应收账款 11 亿元, 相比年初+42.41% (其中公司本部不含保理业务的应收账款相比年初-0.96%), 应收增长主要是因为公司保理业务本期新增放款。经营活动产生的现金流量净额-3.70 亿元, 同比-505.62%, 主要由于购买商品、接受劳务支付的现金增加以及应收账款增加所致。**
- **投资建议: 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 24/19/16x, 维持买入评级。**
- **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

- **2020 年 4 月 29 日，南极电商发布一季报：**1Q2020 南极电商实现营收 6.72 亿元，同比-18.51%；归母净利润 1.28 亿元，同比+5.28%；扣非归母净利润 1.04 亿元，同比-12.97%。其中南极本部实现营收 1.53 亿元，同比+10.15%；归母净利润 9692.93 万元，同比+5.77%。时间互联实现营收 5.19 亿元，同比-24.27%；归母净利润 2900.29 万元，同比+0.45%。

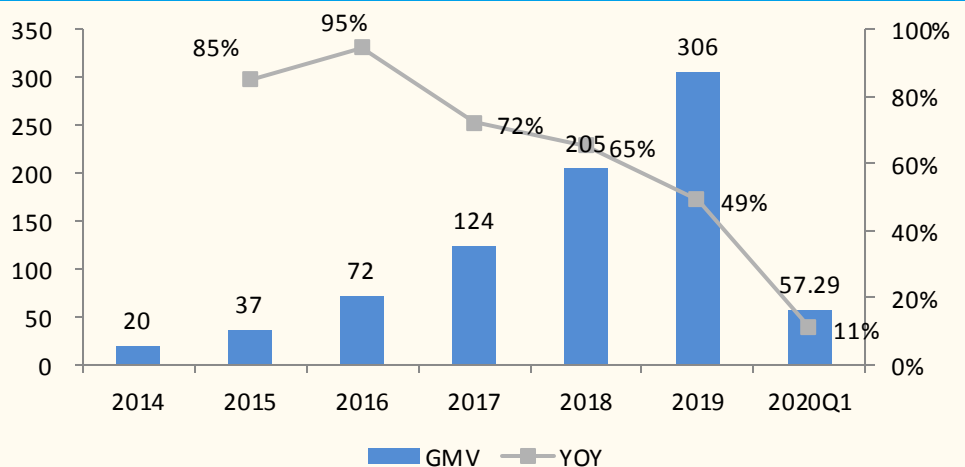
图表 1：公司非经常性损益详细拆解

单位：万元	2019Q1	2020Q1
非流动资产处置损益（包括已计提资产减值准备的冲销部分）	0	-0.55
计入当期损益的政府补助（与企业业务密切相关，按照国家统一标准定额或定量享受的政府补助除外）	44.39	1794.02
委托他人投资或管理资产的损益	226.82	1098.42
除上述各项之外的其他营业外收入和支出	87.57	3.48
减：所得税影响额	51.31	400.15
非经常性损益合计	307.48	2,495.22

来源：公司公告，国金证券研究所

- **Q1 为南极本部的经营淡季：**从 2019 年数据来看，Q1 南极本部营收和归母净利润分别占全年比重为 10%和 8%，Q1 是南极本部的淡季；Q1 时间互联营收和归母净利润占全年比重约为 27%；整体公司 Q1 营收和归母净利润占全年比重 21%和 10%。
- **1Q2020 公司品牌授权及综合服务货币化率为 2.39%：**2020Q1，公司实现 GMV 57.29 亿元，同比+11.13%；公司品牌授权及综合服务业务收入合计为 1.37 亿元，同比+12.85%（其中品牌综合服务业务收入为 1.20 亿元，同比+11.21%；经销商品牌授权业务收入 1,680.06 万元，同比+ 26.12%）；计算可得 1Q2020 公司品牌授权及综合服务货币化率为 2.39%。
- **1Q2020 南极电商各品牌各平台总 GMV 达 57.29 亿元，同比+11.13%：**受到疫情影响，Q1 同比增速尽管有所放缓，但仍保持两位数的正增长，这得益于南极人及时顺应电商渠道流量规则，继续推行大店策略。

图表 2：南极电商总 GMV（亿元）

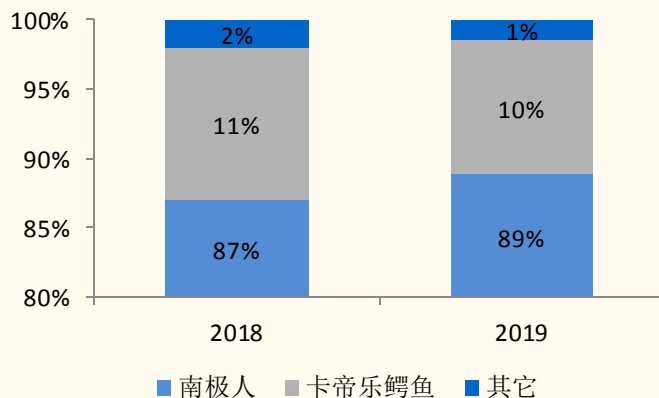


来源：公司公告，国金证券研究所

- **分品牌来看：**1Q2020 南极人、卡帝乐鳄鱼、精典泰迪 GMV 分别为 52.24、4.52、0.33 亿元，分别同比+15.53%、-19.51%、-4.84%。

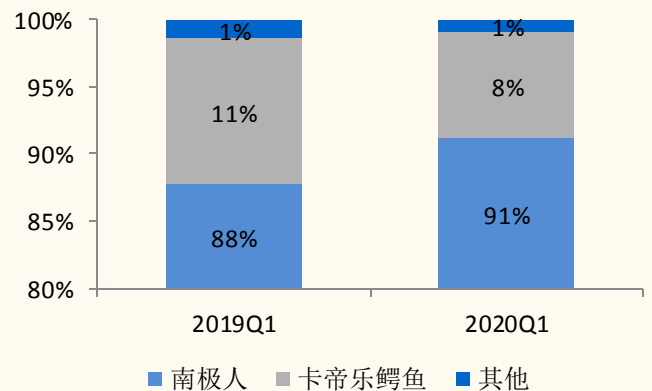
- 南极人品牌的定位是大众的家庭生活方式品牌，南极人力争成为以电商渠道为主的、世界级的消费品品牌。2020 年第一季度南极人品牌 GMV 达 52.24 亿元，同比+15.53%，已经成为电商消费品领导品牌之一。
- 卡帝乐鳄鱼品牌的定位是年轻人喜欢的国际潮流品牌，为消费者提供国际化的时尚度和品质以及可接受的价格，力争成为细分领域的影响力品牌。2020 年第一季度卡帝乐鳄鱼品牌 GMV 达 4.52 亿元，同比-19.51%。
- 精典泰迪品牌的定位是国际品牌，专注于母婴和品牌联名业务，力争成为国际品牌合作的典范。2020 年第一季度精典泰迪品牌 GMV 达 0.33 亿元，同比-4.84%。

图表 3：2018-2019 年南极电商分品牌 GMV 占比



来源：公司公告，国金证券研究所

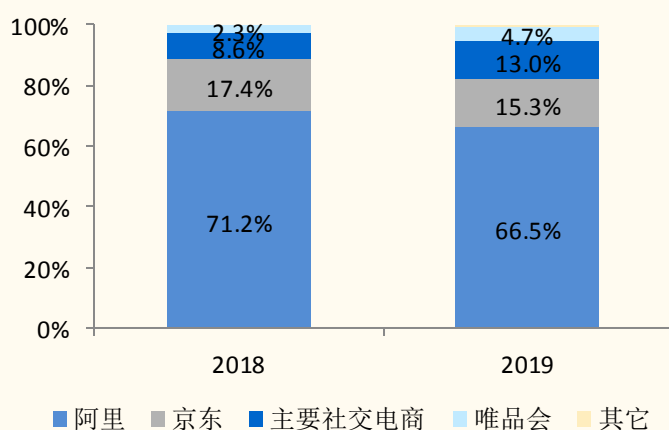
图表 4：1Q2019vs1Q2020 南极电商分品牌 GMV 占比



来源：公司公告，国金证券研究所

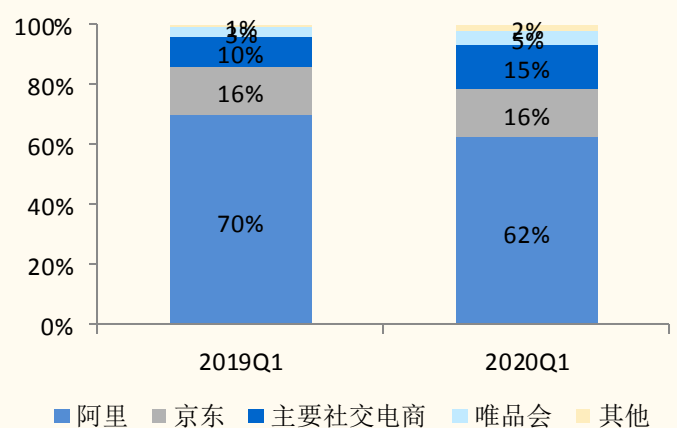
- 分平台来看：阿里渠道 GMV 35.70 亿元，同比-0.90%，占比 62.31%；京东渠道 GMV 9.33 亿元，同比+11.05%，占比 16.29%；主要社交电商渠道 GMV 8.41 亿元，同比+62.85%，占比 14.68%；唯品会渠道 GMV 2.82 亿元，同比+68.08%，占比 4.93%；其他渠道 GMV 1.03 亿元，同比+261.99%，占比 1.79%。

图表 5：2018-2019 年南极电商分渠道 GMV 占比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：1Q2019vs1Q2020 南极电商分渠道 GMV 占比



来源：公司公告，国金证券研究所

- 从核心财务指标来看：1Q2020，公司销售费用 2212.68 万元，同比+42.13%，主要因为公司业务人员的人力成本增加；研发费用 1,303.97 万元，同比+31.67%，主要因为研发投入增加；财务费用-697.26 万元，同比-693.47%，主要因为公司新增购买了大额存单而产生的利息收入增加。1Q2020，公司应收账款 11 亿元，相比年初+42.41%（其中公司本部不含

保理业务的应收账款相比年初-0.96%)，应收增长主要是因为公司保理业务本期新增放款。经营活动产生的现金流量净额-3.70 亿元，同比-505.62%，主要由于公司购买商品、接受劳务支付的现金增加，应收账款增加所致。

- 1Q2020，公司及时顺应电商渠道流量规则，继续推行大店策略，即使受疫情影响，仍然取得了较好的成绩。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：南极人品牌在各电商平台的部分核心大店 GMV 情况

南极人品牌在各电商平台的部分核心大店GMV情况(单位:万元)				
店铺名称	主营类目	2019年一季度	2020年一季度	同比增长率
南极人官方旗舰店	女士内衣/男士内衣/家居服	18,701.94	14,271.93	-23.69%
南极人杜尚专卖店	床上用品	3,118.79	13,991.30	348.61%
南极人悠选专卖店	床上用品	11,660.46	11,274.75	-3.31%
南极人家纺京东自营旗舰店	床上用品	-	8,731.26	-
南极人微美专卖店	床上用品	220.24	6,406.72	2808.96%
南极人家纺旗舰店	床上用品	7,353.77	6,317.43	-14.09%
南极人明淘专卖店	女士内衣/男士内衣/家居服	1,881.43	5,579.74	196.57%
南极人针纺京东自营旗舰店	女士内衣/男士内衣/家居服	-	5,508.14	-
南极人维米专卖店	床上用品	9,307.94	5,392.29	-42.07%
南极人欧驰专卖店	男装	453.26	5,100.40	1025.28%
南极人羽慕专卖店	床上用品	-	5,090.42	-
南极人恩盛专卖店	男装	2,407.81	4,493.83	86.64%
南极人居家日用旗舰店	居家日用	2,172.12	4,490.95	106.75%
南极人美体保暖特卖旗舰店	女士内衣/男士内衣/家居服	185.93	4,443.34	2289.80%
南极人京东自营旗舰店	女士内衣/男士内衣/家居服	-	4,288.93	-

来源：公司公告，国金证券研究所

投资建议

- 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 24/19/16x，维持买入评级。

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

来源：公司年报、国金证券研究所

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
应收账款	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%

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	4
增持	0	0	0	1	5
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	2.00	1.56

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