

艰难状况下平稳过渡, 依然是 2020 具备增长确定性的优质标的

买入 (维持)

2020 年 04 月 29 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	2021E
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)	30.9	23.9	18.5	14.6

投资要点

■ **事件:** 公司发布 2020 年一季报, 报表收入下滑 18.51%至 6.72 亿元, 净利润增长 5.28%至 1.28 亿元。其中除时间互联外的本部收入增长 10.15%至 1.53 亿元, 归母净利润增长 5.77%至 9693 万元; 时间互联收入下滑 24.27%至 5.2 亿元, 归母净利润同比增长 0.45%至 2900 万元。公司整体 GMV 增长 11.3%至 57.29 亿元, 其中南极人品牌 GMV 为 52.24 亿元, 同比增长 15.53%。

■ **在销售端,** 主要品牌南极人以家庭为场景, 向阿里、京东、社交电商、唯品会等各电商渠道上的消费者提供高性价比、穿透消费层级和消费周期的有个性的基础款产品。公司 Q1 整体 GMV 达 57.29 亿, 同比增长 11.13%。其中南极人品牌 GMV 为 52.24 亿元, 同比增长 15.53%。顺应电商渠道流量规则, 公司的大店策略即便在疫情影响下, 仍然取得了亮眼成绩, 这主要归功于南极人品牌爆款的能力+丰富的供应链+快速反应, 迅速地形成了店铺的规模效应, 大店效果见图 1 南极人品牌核心大店 GMV 情况。

■ **分平台来看,** 公司 Q1 阿里渠道实现 GMV 为 35.70 亿, 同比减少 0.90%, 占比 62.31%; 京东渠道实现 GMV 为 9.33 亿, 同比增长 11.05%, 占比 16.29%; 主要社交电商渠道实现 GMV 为 8.41 亿, 同比增长 62.85%, 占比 14.68%; 唯品会渠道实现 GMV 为 2.82 亿, 同比增长 68.08%, 占比 4.93%; 在其他渠道实现 GMV 为 1.03 亿, 同比增长 261.99%, 占比 1.79%。

■ **在品牌管理上,** 公司持续重视品牌形象的升级与推广, 发力品牌图库共享服务。截止报告期末, 公司已经建立了丰富的产品包装和物流包装的图库供合作伙伴使用, 包含大纺织类图库 43 款包装图片、健康生活类图库 79 款包装图片、大母婴类图库 20 款包装图片, 同时审核了客户提供的纺织服饰类 778 款包装图片。在满足合作伙伴个性化需求的同时又符合公司品牌形象的统一性。

■ **时间互联业务方面,** 公司除继续巩固与原有主流媒体的合作优势之外 (巩固 VIVO、小米、应用宝, 新开拓 OPPO), 在流量客户拓展方面严格筛选客户资质, 以资金安全为前提致力提高资金使用效率, Q1 新拓展 203 家客户。同时, 在创新业务方面, 积极拓展网络红人广告业务、网络直播和线下零售业务, 在小红书、抖音等平台上拓展更多网络红人广告客户, 也在快手等短视频直播平台布局相关自有品牌直播或为其他品牌直播的业务。

■ **业绩拆分方面,** 公司除时间互联之外的本部收入为 1.53 亿, 同比增长 10.15%, 其中品牌授权及综合服务业务收入合计为 1.37 亿, 同比增长 12.85%, 本部净利润为 0.97 亿, 同比增长 5.77%(其中非经常性收益约 2,500 万, 上年同期约 300 万); 时间互联收入为 5.2 亿, 同比减少 24.27%; 净利润为 0.29 亿, 同比增长 0.45%。公司的经常性利润总体有所下滑核心原因是销售费用和管理费用分别同比增长 42%与 32%, 可以看出公司仍对全年增长保持较强信心的情况下, 并没有对费用端进行过度调整。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	15.18
一年最低/最高价	9.12/15.69
市净率(倍)	7.48
流通 A 股市值(百万元)	29656.29

基础数据

每股净资产(元)	2.03
资产负债率(%)	9.73
总股本(百万股)	2454.87
流通 A 股(百万股)	1953.64

相关研究

- 1、《南极电商 (002127): 现金流大幅改善, 新模式带动有望保持增长》2020-04-16
- 2、《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
- 3、《南极电商 (002127): Q3 继续稳健增长, 大店及优势品类保持优势巩固核心竞争力》2019-10-18

- **资产负债表与现金流方面**，账上货币资金与交易性金融资产合计超 24 亿，资金充裕，抗风险能力强；应收账款 11.25 亿，相比年初增幅超 3 亿，主要是因为公司保理业务本期新增放款所致，其中公司本部不含保理业务的应收账款相比年初减少 1%，应收款的变化使得公司 Q1 的经营性现金流净流出 3.7 亿，在疫情下，我们认为这样的表现能够理解，产业链上下游需要共渡时艰。
- **盈利预测与投资评级**：我们维持 20/21/22 年归母净利同增 29%/29%/27%至 15.6/20.1/25.5 亿元的业绩预期，对应 PE23.9/18.5/14.6X，当前经济环境下，南极电商仍是具备增长确定性的稀缺标的，维持“买入”评级。
- **风险提示**：宏观需求环境恶化、平台规则调整等

图 1：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	-
南极人微昊专卖店	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	-

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 1：南极电商 GMV 分平台季度数据（单位：百万元）

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
总 GMV	5,156	5,828	5,824	13,751	5,729
YOY	53%	70%	55%	38%	11%
阿里平台	3,603	3,759	3,774	9,181	3,570
YOY	50%	62%	43%	27%	-1%

占比	70%	65%	65%	67%	62%
京东平台	840	922	897	2,023	933
YOY	38%	37%	34%	25%	11%
占比	16%	16%	15%	15%	16%
拼多多	516	844	793	1,812	841
YOY	95%	160%	133%	117%	63%
占比	10%	14%	14%	13%	15%
唯品会	168	269	309	699	282
YOY	133%	195%	256%	202%	68%
占比	3%	5%	5%	5%	5%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

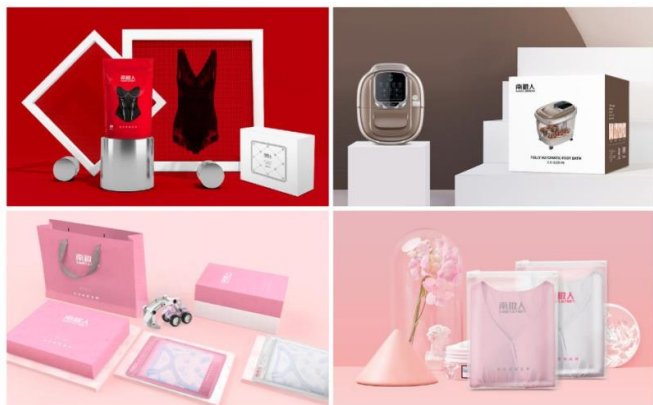
表 2：南极电商收入拆分季度数据（单位：百万元）

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
现代服务收入	139	284	255	718	153
YOY	40%	24%	33%	40%	10%
其中品牌综合服务+经销商授权业务	122	260	232	693	137
YOY	55%	28%	43%	41%	13%
现代服务业收入/GMV	2.70%	4.9%	4.4%	5.2%	2.66%
品牌综合服务+经销商授权业务/GMV	2.36%	4.45%	3.99%	5.04%	2.39%
净利润	92	237	182	588	97
YOY	51%	34%	42%	42%	6%
净利率	66%	83%	72%	82%	64%
时间互联收入	685	525	758	543	520
YOY	69%	5%	22%	-31%	-24%
净利润	29	29	33	18	29
YOY	2%	3%	14%	14%	0%
净利率	4%	5%	4%	3%	6%

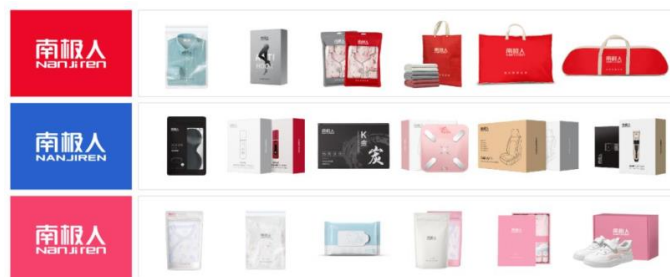
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：南极电商丰富的产品包装图库

图 3：南极电商纺织服饰类产品包装图片



数据来源：公司公告，东吴证券研究所



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

南极电商三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4010.7	5786.7	7867.6	10504.8	营业收入	3906.8	4494.7	5166.2	5969.1
现金	1280.8	3003.5	4470.5	6468.6	营业成本	2402.7	2498.0	2689.2	2900.9
应收款项	789.7	844.7	877.3	959.3	营业税金及附加	10.3	11.8	13.6	15.7
存货	5.5	7.1	9.2	12.0	销售费用	118.6	157.4	155.0	167.1
其他	34.7	34.7	34.7	34.7	管理费用	80.4	98.9	113.7	125.4
非流动资产	1474.1	1475.7	1476.1	1476.4	财务费用	(0.5)	(27.1)	(38.9)	(53.9)
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	35.2	35.4	47.3	59.1
固定资产	6.7	3.3	3.4	3.6	其他	12.4	13.8	(25.8)	(50.4)
无形资产	560.1	560.1	560.1	560.1	营业利润	1247.6	1706.5	2212.3	2805.2
其他	8.2	8.2	8.2	8.2	营业外净收支	30.4	26.1	25.1	24.1
资产总计	5484.8	7262.4	9343.7	11981.2	利润总额	1278.0	1732.7	2237.4	2829.4
流动负债	626.1	692.6	760.2	850.3	所得税费用	71.8	173.3	223.7	282.9
短期借款	100.1	100.0	100.0	100.0	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	68.7	81.7	92.6	111.8	归属母公司净利润	1206.1	1559.4	2013.7	2546.4
其他	19.9	19.9	19.9	19.9	EBIT	1305.1	1740.5	2208.4	2775.7
非流动负债	0.0	0.0	0.0	1.0	EBITDA	1351.6	1742.5	2211.4	2778.7
长期借款	0.0	0.0	0.0	1.0	重要财务与估值指标				
其他	0.0	0.0	0.0	0.0		2019A	2020E	2021E	2022E
负债总计	626.1	692.6	760.2	851.3	每股收益(元)	0.49	0.64	0.82	1.04
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	每股净资产(元)	1.98	2.68	3.50	4.53
归属母公司股东权益	4858.7	6569.8	8583.5	11129.9	发行在外股份(百万股)	2454.9	2454.9	2454.9	2454.9
负债和股东权益总计	5484.8	7262.4	9343.7	11981.2	ROIC(%)	24.8%	23.5%	22.9%	22.2%
					ROE(%)	28.0%	27.3%	26.6%	25.8%
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	毛利率(%)	38.5%	44.4%	47.9%	51.4%
经营活动现金流	1254.91	1542.69	1884.75	2389.35	EBIT Margin(%)	33.4%	38.7%	42.7%	46.5%
投资活动现金流	(1595.73)	179.93	(417.71)	(391.25)	销售净利率(%)	30.9%	34.7%	39.0%	42.7%
筹资活动现金流	(61.42)	0.00	0.00	0.00	资产负债率(%)	11.4%	9.5%	8.1%	7.1%
现金净增加额	(402.12)	1722.62	1467.04	1998.10	收入增长率(%)	16.5%	15.0%	14.9%	15.5%
折旧与摊销	46.48	2.01	3.03	3.04	净利润增长率(%)	36.1%	29.3%	29.1%	26.5%
资本开支	14.80	1.55	1.00	1.00	P/E	30.9	23.9	18.5	14.6
营运资本变动	37.79	22.84	(47.23)	(49.99)	P/B	7.67	5.67	4.34	3.35
企业自由现金流	1255.20	1547.18	2038.80	2552.14	EV/EBITDA	27.6	21.4	16.9	13.4

数据来源：贝格数据，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>