



2020-04-30

公司点评报告

买入/维持

南极电商 (002127)

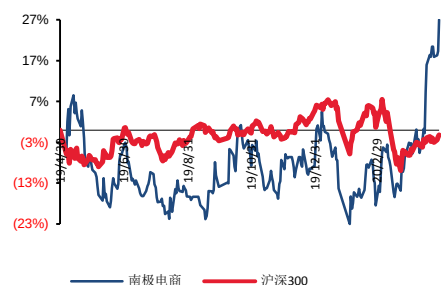
目标价: 18.9

昨收盘: 15.18

可选消费 零售业

南极电商：业绩符合预期，疫情下主业具有韧性保持增长

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	2,455/1,938
总市值/流通(百万元)	37,265/29,417
12 个月最高/最低(元)	15.18/9.23

相关研究报告：

南极电商 (002127)《业绩高增长符合预期，货币化率稳定，财务指标进一步改善》——2020/04/16

南极电商 (002127)《业绩符合预期，本部维持优异增长》——2020/03/06

南极电商 (002127)《本部业绩高增长+货币化率环比提升，经营性指标全面向好》——2019/10/18

证券分析师：郭彬

电话：18621965840

E-MAIL: guobin@tpyzq.com

执业资格证书编码：S119051909001

事件：公司公告 2020 年一季报收入 6.72 亿（-18.51%），归母净利润 1.28 亿（+5.28%）。时间互联收入下降致整体报表收入负增长，本部维持稳健增长水平。整体报表端在 1 月暖冬+2-3 月疫情背景下仍维持 5%+正增长难能可贵。

本部业绩：

公司本部营业收入为 1.53 亿（+10.15%）；归属于上市公司股东的净利润为 9,692.93 万，同比增长 5.77%；品牌授权及综合服务业务收入合计为 1.37 亿（+12.85%）；其中品牌综合服务业务收入为 1.2 亿（+11.21%）；经销商品牌授权业务收入 1,680.06 万（+26.12%）。

时间互联业绩：

时间互联的营业收入为 5.2 亿（-24.27%）；归母净利润为 2,900.29 万（+0.45%）。

GMV：

公司在各电商渠道可统计的 GMV 达 57.29 亿元，同比+11.13%。

其中分品牌（20Q1）：

南极人品牌 52.24 亿，同比+15.53%。

卡帝乐鳄鱼品牌 4.52 亿，同比-19.51%。

精典泰迪品牌 0.33 亿，同比-4.84%。

分平台（20Q1）：

阿里系 35.70 亿，同比减少 0.90%，占比 62.31%；

京东 9.33 亿，同比增长 11.05%，占比 16.29%；

主要社交电商渠道（拼多多为主）8.41 亿，同比增长 62.85%，占比 14.68%；

唯品会渠道 2.82 亿，同比增长 68.08%，占比 4.93%；

在其他渠道实现的 GMV 为 1.03 亿，同比增长 261.99%，占比 1.79%。

货币化率（20Q1）：

货币化率稳定，20Q1 货币化率（品牌授权及综合服务业务收入/GMV）约为 2.4%，与 19Q1 基本持平。全年维持 4%+的货币化率预期不变。

应收账款与现金流:

报告期末应收账款 11.2 亿, 相比年初增加 42.41%。(其中, 公司本部不含保理业务的应收账款相比年初减少 0.96%), 主要是因为公司保理业务本期新增放款所致。我们判断主要系支持体系内上下游客户减轻回款压力所致。我们预计保理业务的应收可能在 2 个亿左右水平。预计未来保理业务规模将逐步随宏观环境回暖而降低。

20Q1 经营性现金流-3.7 亿元, 相比去年同期减少 505.62%, 主要是由于本期公司购买商品、接受劳务支付的现金增加(较去年同期支出增加 4.37 亿)所致, 我们判断受时间互联业务年初集中支付预付款影响较大, 我们预计 Q2 将有所平滑改善。另外考虑到保理业务的科目调整(19 年 Q1 在投资性现金流中流出), 20Q1 体现在经营性现金流流出, 所以看整体净现金流(经营+投资+筹资)与 19Q1 同期差距不大。

盈利能力: 20Q1 毛利率 28.03% (+6.54pct), 主要系毛利较高的本部业务占比提升所致。净利率 19.05% (+4.24pct)。费用方面, 销售费用率 3.3% (+1.14pct), 主要系因为公司业务人员的人力成本增加所致; 研发费用率 1.9% (+0.7pct), 主要系因为公司研发投入增加所致; 财务费用率-0.01% (持平), 管理费用率 4% (持平)。

20Q1 经营端情况:

GMV 在 1 月暖冬+2-3 月疫情情况下保持双位数增长。3 月下旬 GMV 增速已经逐步恢复到正常增速水平。我们预计 GMV 在 19Q2 相对高基数下仍能保持 30%左右增长水平。

品牌管理方面, 持续推进品牌形象的升级和推广, 规范和提升商品观感。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。预计产品品质和调性提升仍将在 20 年不断有细化措施落地。

时间互联:

时间互联整体思路仍是稳健发展, 主动终止部分客户合同优化客户结构, 保证经营质量和盈利水平, 因此报表呈现出减收入不减利润的结果, 对比 20Q1 行业内其他广告服务商, 维持利润正增长已经是突出水平。20Q1 新拓展客户 203 家, 我们预计全年稳中有增, 财务质量在宏观疲软背景中不下降。客户拓展方面, 2020 年依然为 VIVO 核心代理商, 小米广告效果类核心代理商, 应用宝商业化核心代理商; 并且成为了 OPPO 核心代理商, 开始为 OPPO 代理投放流量。

直播带货方面，在小红书、抖音等平台上拓展更多的网络红人广告客户，也在快手等短视频直播平台布局相关自有品牌直播或其他品牌直播的业务。

投资者关注的核心问题解答：

1) 时间互联收入下滑是否代表其全年及未来面临较大下行压力？

否。20Q1 疫情有影响，但是更多体现的是时间互联的战略性客户优化，收入端不盲目扩张，提升盈利水平和财务质量是时间互联的核心，从 Q1 情况来看，时间互联在完成既定目标的前提下保持略有增长，明显好于行业水平。

2) 应收账款上升和经营性现金流下降较大是否代表公司经营质量恶化？

否。首先 20Q1 疫情期间情况特殊，虽然南极主业是轻资产运营，但是大南极体系内多数供应商和经销商面临资金上的压力，对他们进行支持是合理且实际的商业逻辑。20Q1 在货币化率基本持平的前提下，应收周转方面的支持是必要的，因此我们看到应收账款主要是因为公司保理业务本期新增放款所致，增加额规模有限，预计未来会随上下游周转好转规模缩减。

3) 20Q1 增速相对趋缓，现在看全年 GMV 目标是否完成压力过大？

应客观看待。我们始终认为南极的 GMV 增长是基于高天花板的长逻辑，不在于一城一地，一季一月的得失。单季度的略有缺失从长期折现的价值角度来看，影响十分有限。增长的核心还是在中长期能否保持商业模式的逻辑持续和商品类目端的扩张和升级。长期逻辑和商业运营方面的持续验证更加重要。我们认为从今年的经济背景来看，在南极经历了多年发展现有较大 GMV 基数下，2020 全年能完成 400 亿以上 GMV 水平（对应增速保持 30%+）已经十分优秀，当然我们也期待南极给投资者更好的结果。

20 年预计公司将继续提升产品品质，深挖二级类目扩品类，提升管理能力与内外部效率。20 年公司将通过信息化来优化货币化率配置，上游工厂端导入品质系统模范工厂体系，继续提升品质。商品端成立化妆品子公司开拓新品类。传统品类依然维持向二级以下类目的扩张覆盖，整体 GMV 仍有相当增长潜力。

盈利预测与投资建议：持续看好，重点推荐。未来南极电商 GMV 增长动力来源于传统品类马太效应+扩品类。扩品类（细分二级类目及食品化妆品等品类）潜力较大，新品类上量快，而且目前南极多数品类在线上市占率仍处于较低水平，在日常消费品领域扩品类的未来空间巨

大。看好南极人成为日常消费品的国民品牌。长期来看，随着公司品牌和品质的提升，阿里大店化及多类目导流的趋势，未来南极大店增长空间依然可观。公司已经建立了较强大的品牌壁垒、规模壁垒、电商渠道流量壁垒等，马太效应持续显现，经营性财务指标趋势向好，我们认为未来南极的市值空间将进一步随着基本面的兑现而打开。我们预计20-22年净利润15.6、19.9、25.08亿，对应PE 23.7/18x/14.6x，维持买入评级。

风险提示：行业竞争加剧，疫情影响超预期，坏账风险。

■ 盈利预测和财务指标：

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3907	4774	5507	6345
(+/-%)	16.52	22.19	15.35	15.22
净利润(百万元)	1206	1556	1992	2508
(+/-%)	35.42	29.02	28.02	25.88
摊薄每股收益(元)	0.49	0.64	0.81	1.02
市盈率(PE)	22.27	18.65	14.64	11.63

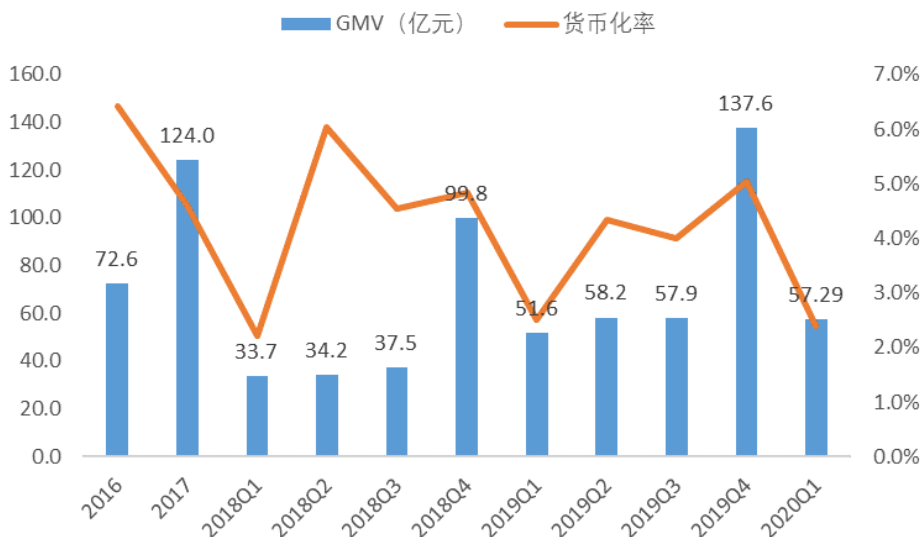
资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

图表 1: 南极人品牌在各电商的部分核心大店 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	-

资料来源: 公司公告, 太平洋证券整理

图表 2: 历史单季度 GMV 及货币化率情况



资料来源: 公司公告, 太平洋证券整理

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1190	1281	2651	4158	6093	营业收入	3353	3907	4774	5507	6345
应收和预付款项	1277	1019	1197	1360	1541	营业成本	2197	2403	2845	3073	3268
存货	3	5	5	6	6	营业税金及附加	10	10	13	15	17
其他流动资产	587	1705	1724	1752	1783	销售费用	111	119	143	143	149
流动资产合计	3058	4011	5577	7276	9424	管理费用	57	124	162	171	190
长期股权投资	14	0	0	0	0	财务费用	5	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	21	-1	0	0	0
固定资产	3	7	6	4	-1	投资收益	23	35	55	68	85
在建工程	0	0	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	563	560	560	560	560	营业利润	975	1293	1665	2173	2805
长期待摊费用	0	0				其他非经营损益	26	30	35	40	45
其他非流动资产	1492	1474	1466	1464	1459	利润总额	1001	1324	1700	2213	2850
资产总计	4549	5485	7043	8740	10884	所得税	76	72	136	221	342
短期借款	70	100	0	0	0	净利润	925	1252	1564	1992	2508
应付和预收款项	422	270	317	360	408	少数股东损益	1	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归母股东净利润	924	1252	1564	1992	2508
其他负债	293	256	672	775	854						
负债合计	785	626	989	1135	1262						
股本	417	2455	2455	2455	2455						
资本公积	1481	1479	1479	1479	1479						
留存收益	1908	3114	4310	5860	7877						
归母公司股东权益	3739	6896	8092	9642	11659						
少数股东权益	26	0	0	0	0						
股东权益合计	3764	6896	8092	9642	11659						
负债和股东权益	4549	7522	9081	10777	12921						
现金流量表(百万)						预测指标					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金流	551	1254	1377	1771	2251	毛利率	34.47%	38.50%	40.40%	44.20%	48.49%
投资性现金流	-464	-1596	94	104	126	销售净利率	27.57%	32.04%	32.76%	36.18%	39.52%
融资性现金流	-358	-61	-100	-368	-442	销售收入增长率	240.12%	16.52%	22.20%	15.35%	15.21%
现金增加额	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	63.19%	31.51%	28.49%	30.20%	28.74%
						净利润增长率	72.99%	35.42%	24.96%	27.36%	25.88%
						ROE	24.72%	18.15%	19.33%	20.66%	21.51%
						ROA	20.32%	16.64%	17.22%	18.48%	19.41%
						ROIC	35.34%	29.61%	39.59%	49.88%	61.53%
						EPS(X)	0.36	0.49	0.64	0.81	1.02
						PE(X)	20.89	22.27	18.65	14.64	11.63
						PB(X)	0.84	3.88	3.60	3.02	2.50
						PS(X)	0.94	6.86	6.11	5.30	4.60
						EV/EBITDA(X)	2.00	18.69	15.56	11.27	8.07

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名
华北销售总监	王均丽
华北销售	成小勇
华北销售	孟超
华北销售	韦珂嘉
华北销售	韦洪涛
华东销售副总监	陈辉弥
华东销售	李洋洋
华东销售	杨海萍
华东销售	梁金萍
华东销售	杨晶
华东销售	秦娟娟
华东销售	王玉琪
华东销售	慈晓聪
华南销售总监	张茜萍
华南销售	查方龙
华南销售	胡博涵
华南销售	张卓粤
华南销售	张文婷



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。