

2020年08月24日

南极电商 (002127.SZ)

公司快报

季度 GMV 增速恢复, 加强对供应商的扶持力度影响短期货币化率

事件

公司披露半年报, 上半年实现营收 16.26 亿元/-0.49%, 归母净利 4.31 亿元/+11.51%, 基本每股收益约 0.18 元。其中 Q2 实现营收 9.55 亿元/+17.85%, 归母净利 3.02 亿元/+14.39%。

投资要点

◆ **GMV 增速恢复推动本部业绩, 加强供应商扶持力度影响增速:** 公司本部、时间互联营收分别占 3 成、7 成, 但净利润占比分别约 9 成、1 成。上半年南极电商各平台 GMV 增长约 31%, Q2 GMV 增速恢复, 推动公司本部业绩向好。受疫情影响, 公司加强对供应商扶持, Q2 货币化率同比下行, 最终公司本部上半年营收增长 16%, 净利增长 15%。时间互联受行业竞争及保现金流策略影响, 上半年营收下降 6%, 净利润下降 11%。最终公司上半年营收下降 0.5%, 归母净利增长 11.5%。

◆ **主要平台二季度 GMV 增速环比回升, 南极人品牌继续占据领导地位:** GMV 方面, 南极电商继续在国内电商平台中取得良好规模增长表现。上半年公司授权的店铺合计实现 GMV 约 144 亿元/+31%, 其中 Q2 实现 GMV 约 86 亿元/+49%, 二季度疫情逐步受控、工厂及物流逐步复工复产后, 公司 GMV 恢复快速增长。

分平台看, 主要平台二季度 GMV 增速环比回升。上半年公司阿里、京东、唯品会、拼多多平台 GMV 分别占比约 61%、14%、4.9%、18%, 阿里平台继续保持核心地位。上半年公司于阿里、京东、唯品会、拼多多平台分别实现约 20%、16%、61%、94% 的 GMV 增长, 除唯品会平台增速较为稳定外, 其余平台 Q2 增速均较 Q1 明显恢复, 例如阿里平台 Q2 实现 GMV 增长近 40%。

分品牌看, 南极人品牌继续占据领导地位,继续取得公司近 90% 的 GMV, 且于上半年实现 GMV 增长约 35%。由于南极人品牌在电商渠道的规模优势明显, 上半年公司于阿里平台的店铺支付人次超 1.3 亿, 其中优势的南极人内衣品类在阿里平台的月均访客约 5000 万人, 月均转化率约 19.7%。

品类方面, 内衣家居服及床上用品品类, 在疫情影响下延续较好 GMV 增长。阿里平台中, 南极人的优势品类内衣/家居服, 上半年实现 GMV 约 27.6 亿元/+19%, 市占率达 7.82%/+0.72pct, 继续维持平台品类第一的水平。另有床上用品品类上半年实现 GMV 约 16.1 亿元/+25%, 市占率达 8.47%/1.49pct, 市占率维持平台品类第一名。疫情影响消费需求背景下, 南极人优势品类继续在深耕市场, 拓展细分品类机遇, 延续了良好的 GMV 增长。

◆ **GMV 推动公司本部业绩向好, 加强供应商扶持力度影响货币化率表现:** 业务拆分方面, GMV 推动公司本部业绩向好, 时间互联保现金流使规模降低。南极电商主要业务分为 GMV 扣点模式的公司本部版块, 以及互联网流量分销整合的时间互联版块, 其中时间互联贡献大部分收入, 但由于毛利率较低, 公司本部夯实利润基础。公司

商贸零售 | 连锁 III

投资评级

买入-B(维持)

股价(2020-08-21)

21.01 元

交易数据

总市值(百万元)	51,576.83
流通市值(百万元)	41,046.02
总股本(百万股)	2,454.87
流通股本(百万股)	1,953.64
12 个月价格区间	9.12/24.41 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.45	-11.62	54.56
绝对收益	2.29	18.89	108.99

分析师

王冯
SAC 执业证书编号: S0910516120001
wangfeng@huajinsc.cn
021-20377089

分析师

吴雨舟
SAC 执业证书编号: S0910520080001
wuyuzhou@huajinsc.cn
021-20377061

相关报告

南极电商: 商业模式夯实电商地位, 品类延展继续推升 GMV 2020-06-17
 南极电商: 全年公司本部净利增长 45%, 高性价比有望继续推动 GMV 提升 2020-04-17
 南极电商: 公司本部维持利润高增速, 激励计划剑指高增长 2019-10-18
 南极电商: 公司本部净利润增长 40%, 核心品类市占率提升夯实规模壁垒 2019-08-22
 南极电商: 核心品类 GMV 高增长, 关注电商渠道继续下沉 2019-04-26

本部方面，受益于南极人等品牌各平台 GMV 增长，公司上半年品牌授权服务营收增长约 19%，推动公司本部实现营收 4.91 亿元/+16%，最终上半年公司本部净利润约 3.80 亿元/15%，其中 Q2 增长 19%。时间互联方面，流量整合业务门店较低，公司对现金流的看重以及行业竞争激烈使时间互联上半年营收下降 6%至 11.35 亿元，净利润下降 11%至 0.51 亿元。

货币化率方面，二季度公司加强对供应商扶持力度，影响货币化率表现。公司口径货币化率为品牌授权服务费及经销商授权费占 GMV 的比例，反映公司本部从 GMV 中获得的扣点。上半年公司货币化率约 3.17%/-0.30pct，其中 Q2 货币率约 3.68%/-0.78pct。二季度公司货币化率大幅下行，预计一方面是去年同期具有较高的货币化率基数，另一方面是疫情后不少供应商处境较为困难，公司下调货币化率帮助供应商进行恢复，短期来看疫情冲击影响公司盈利表现，长期看有助于公司持续稳健发展。

- ◆ **业务结构变化使利润率费用率上行，Q2 经营活动现金流环比改善：**盈利能力方面，上半年公司利润率费用率同比均有提升，主要源于高利润率的公司本部营收占比提升。分拆来看，公司本部现代服务业上半年毛利率 91.58%/-1.01pct，净利率 77.27%/-0.16pct，公司本部利润率同比基本持平；时间互联的移动互联网业务上半年毛利率 6.77%/-0.89pct，净利率 4.49%/-0.25%，保现金流及行业竞争使时间互联盈利能力有所降低。

现金流方面，上半年公司经营现金流量净流出 2582 万元，主要源于供应链贷款增加以及疫情影响客户回款节奏。分季度看，Q1、Q2 分别净流出 3.70 亿元与净流入 3.44 亿元，Q2 现金流状况环比改善。

- ◆ **南极立足电商渠道，有望受益电商增长及品类机遇：**展望未来，公司所为立足电商渠道的品牌，一方面，公司有望持续受益电商渠道发展。电商渠道从时间、空间维度扩展了消费的场景，并凭借更为便利的消费方式，逐步侵蚀线下市场。凯度数据预测，到 2025 年，国内快消品消费中，电商渠道占比有望提升至 28%，未来的年复合增速约为 11%。另一方面，公司品类外延仍有较大机遇，本年度内公司在淘宝搜索 100 个关键词，销量排名前三商品中有品牌知名度的合计占比不超过 10%。绝大多数销量排名靠前的均不属于知名品牌，这给公司提供了外延的机会。

- ◆ **投资建议：**南极电商立足电商渠道，加强供应商扶持力度影响上半年业绩增速，但短期疫情影响不改变公司核心竞争力，且季度 GMV 增速恢复。公司有望凭借南极人品牌规模优势持续受益电商增长，并把握品类扩张机遇。我们预测公司 2020 年至 2022 年每股收益分别为 0.63、0.81 和 1.01 元。净资产收益率分别为 19.0%、20.8% 和 22.1%，目前 PE（2020E）约为 33 倍，PE（2021E）约为 26 倍，维持“买入-B”建议。

- ◆ **风险提示：**品类及品牌拓张存在不确定性；平台化运营质量管控能力受挑战；电商渠道发展将受平台竞争及各平台流量政策影响；行业存在去库存压力；时间互联业绩或不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,353	3,907	4,541	5,233	6,020
YoY(%)	240.1	16.5	16.2	15.2	15.0
净利润(百万元)	886	1,206	1,546	1,977	2,490
YoY(%)	65.9	36.1	28.1	27.9	26.0
毛利率(%)	34.5	38.5	42.6	46.9	51.1
EPS(摊薄/元)	0.36	0.49	0.63	0.81	1.01
ROE(%)	23.7	24.8	19.0	20.8	22.1
P/E(倍)	58.2	42.8	33.4	26.1	20.7
P/B(倍)	13.8	10.6	6.3	5.4	4.6
净利率(%)	26.4	30.9	34.0	37.8	41.4

数据来源: Wind, 贝格数据, 华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3058	4011	7606	8832	10980	营业收入	3353	3907	4541	5233	6020
现金	1,190	1,281	4,563	6,137	8,025	营业成本	2197	2403	2604	2780	2944
应收票据及应收账款	825	951	972	925	918	营业税金及附加	10	10	12	14	16
预付账款	553	229	523	218	485	营业费用	111	119	154	194	235
存货	3	5	4	6	2	管理费用	57	80	109	131	157
其他流动资产	487	50	53	55	58	研发费用	38	43	95	115	138
非流动资产	1,492	1,474	1,397	1,395	1,393	财务费用	5	-0	-27	-53	-71
长期投资	14	0	0	0	0	资产减值损失	21	-1	0	0	0
固定资产	3	7	-67	-67	-67	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	563	560	558	555	553	投资净收益	23	35	37	39	41
其他非流动资产	22	10	11	11	12	营业利润	937	1248	1630	2092	2642
资产总计	4549	5485	9004	10227	12373	营业外收入	26	31	32	34	35
流动负债	784	626	874	714	1117	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	70	100	0	0	0	利润总额	963	1278	1662	2126	2678
应付票据及应付账款	52	69	67	87	93	所得税	76	72	116	149	187
其他流动负债	125	137	144	151	158	税后利润	887	1206	1546	1977	2490
非流动负债	1	0	0	0	0	少数股东损益	1	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	886	1206	1546	1977	2490
其他非流动负债	1	0	0	0	0	EBITDA	946	1334	1686	2049	2583
负债合计	785	626	874	714	1117	主要财务比率					
少数股东权益	26	0	0	0	0	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	417	417	2455	2455	2455	成长能力					
资本公积	1481	1479	1479	1479	1479	营业收入(%)	240.1	16.5	16.2	15.2	15.0
留存收益	1908	3114	4196	5580	7323	营业利润(%)	56.0	33.2	30.6	28.4	26.3
归属母公司股东权益	3739	4859	8130	9514	11257	归属于母公司净利润(%)	65.9	36.1	28.1	27.9	26.0
负债和股东权益	4549	5485	9004	10227	12373	获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	34.5	38.5	42.6	46.9	51.1
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率(%)	26.4	30.9	34.0	37.8	41.4
经营活动现金流	551	1255	1595	2082	2533	ROE(%)	23.7	24.8	19.0	20.8	22.1
净利润	887	1206	1546	1977	2490	ROIC(%)	49.2	44.9	68.8	92.0	127.9
折旧摊销	5	46	83	10	11	偿债能力					
财务费用	5	-0	-27	-53	-71	资产负债率(%)	17.3	11.4	9.7	7.0	9.0
投资损失	-23	-35	-37	-39	-41	流动比率	3.9	6.4	8.7	12.4	9.8
营运资金变动	-709	497	30	188	144	速动比率	3.9	6.4	8.7	12.4	9.8
其他经营现金流	386	-459	0	0	0	营运能力					
投资活动现金流	-464	-1596	33	31	31	总资产周转率	0.7	0.7	0.5	0.5	0.5
筹资活动现金流	-358	-61	1654	-540	-676	应收账款周转率	5.0	4.7	5.1	6.0	7.2
每股指标(元)						应付账款周转率	88.4	64.7	66.8	67.8	66.9
每股收益(最新摊薄)	0.36	0.49	0.63	0.81	1.01	估值比率					
每股经营现金流(最新摊薄)	0.22	0.51	0.65	0.85	1.03	P/E	58.2	42.8	33.4	26.1	20.7
每股净资产(最新摊薄)	1.52	1.98	3.31	3.88	4.59	P/B	13.8	10.6	6.3	5.4	4.6
						EV/EBITDA	2.1	1.4	27.0	21.4	16.3

资料来源: Wind, 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯、吴雨舟声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn