



2020-08-24

公司点评报告

买入/维持

南极电商 (002127)

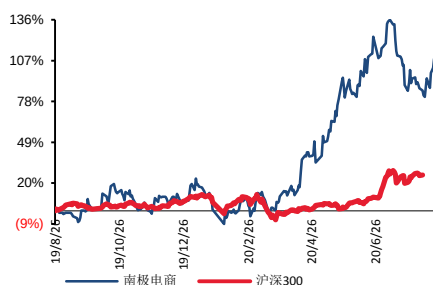
目标价: 24.58

昨收盘: 21.01

可选消费 零售业

20H1 疫情影响下主业逆势增长, Q2 整体趋势向好

■ 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)	51,577/40,716
12 个月最高/最低(元)	23.81/9.23

相关研究报告:

南极电商 (002127)《南极电商: 业绩符合预期, 疫情下主业具有韧性保持增长》--2020/04/30

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

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:

公司发布 2020 年中报, 实现营业收入 16.26 亿元, 同比-0.49%, 其 20Q2 同比+17.85%; 归母净利润 4.32 亿元, 同比+11.51%, 其中第二季度同比增长 14.39%。

其中公司本部 20H1 实现收入 4.91 亿 (+15.71%); 归母净利润 3.80 亿 (+15.47%), 其中 20Q2 收入同比增长 18.91%; 时间互联 20H1 实现收入 11.35 亿 (-6.18%), 归母净利润 0.51 亿 (-11.19%), 受上半年广告业态疲软有所影响。本部业绩在上半年疫情背景下仍保持稳定增长。

1) 业绩端拆分:

本部业绩维持稳定增长。公司本部实现收入 4.91 亿 (+15.71%), 归母净利润 3.8 亿 (+15.47%)。主营品牌授权及综合服务业务收入合计为 4.55 亿 (+19.47%), 其中第二季度同比增长 22.57%, 实现单季度较高增长。

时间互联由于疫情影响业绩有所下降, 短期影响有限, 预计下半年将有明显改善。时间互联 20 年 H1 实现收入 11.35 亿 (-6.18%), 归母净利润 0.51 亿 (-11.19%), 主要系移动互联网媒体投放平台业务收入因受疫情影响, 上半年略有下滑。

GMV 维持高增长, 领先行业水平。20 年 H1 公司在各电商渠道合计约有 10 万个产品链接, 可统计的 GMV 达 143.78 亿元, 同比增长 30.94%, 其中 2020Q2 实现 GMV 86 亿, 同比增长 48.49%, 公司在行业普遍低迷情况下, 仍然保持高速增长, 远超同业, 体现了公司

从品牌维度看: 南极人主品牌仍为增长核心

1) 南极人力争成为以电商渠道为主的、世界级的消费品品牌。2020H1 南极人品牌 GMV 达 129.26 亿元, 同比增长 35.49%, 已经成为电商消费品领导品牌之一。

2) 卡帝乐鳄鱼力争成为细分领域的影响力品牌。2020H1 卡帝乐鳄鱼品牌 GMV 达 12.79 亿元, 同比增长 1.09%。

3) 精典泰迪力争成为国际品牌合作的典范。2020H1 精典泰迪品牌 GMV 达 1.02 亿元, 同比增长 14.74%。

分渠道来看：阿里仍为主阵地，社交平台占比不断提升

- 1) 在阿里渠道实现的 GMV 为 88.19 亿元 (+19.79%)，占比 61.33%；公司在阿里平台的店铺的支付件数近 1.6 亿件，支付人次超过 1.31 亿人次。
- 2) 在京东渠道实现的 GMV 为 20.47 亿元 (+16.19%)，占比 14.24%；
- 3) 在主要社交电商渠道（拼多多为主）实现的 GMV 为 26.38 亿元，同比增长 94.00%，占比 18.35%
- 4) 在唯品会渠道实现的 GMV 为 7.03 亿元 (+61.00%)，占比 4.89%；
- 5) 在其他渠道实现的 GMV 为 1.71 亿元，同比增长 185.17%，占比 1.19%，主要系拼多多新平台强势入驻实现高速增长。

分品类来看：

- 1) 内衣品类：内衣品类为公司核心优势品类，2020H1 公司 GMV 为 40.25 亿，同比增长 31%，行业同比增长 7-8%。其中，阿里平台内细分品类“女士内衣/男士内衣/家居服”GMV 为 27.63 亿元，去年同期 GMV 为 23.29 亿元，同比增加 18.55%；市场占有率为 7.82%，去年同期市场占有率为 7.10%，位列行业第一；月均访客数约为 5,030 万人，月均客单价约为 47.20 元，月均转换率为 19.73%。
- 2) 床房用品品类：公司 GMV 为 29.7 亿，同比增长 48%，行业同比增长 3%。其中，阿里平台“床上用品”GMV 为 16.14 亿元，去年同期 GMV 为 12.92 亿元，同比增加 24.92%；市场占有率为 8.47%，去年同期市场占有率为 6.98%，位列行业第一。
- 3) 男装品类：公司 GMV 为 21 亿，同比增长 14.5%，行业同比-17.8%；
- 4) 个人护理品类：公司 GMV 为 8.2 亿，同比增长 60%，行业同比增长 13%，个护作为公司开发新品类，自 2019 年以来增长持续亮眼，远超过同业水平。
- 5) 童装品类公司：GMV 为 7.3 亿，同比增长 14%，行业同比-10%；
- 6) 女装品类：公司 GMV 为 7 亿，同比增长 31%，行业同比-3.5%；
- 7) 男鞋品类：公司 GMV 为 4.4 亿，同比增长 30%，行业同比增长 44%；
- 8) 箱包品类：公司 GMV 为 4 亿，同比增长 1.9%，行业同比-20%。

2) 盈利能力：有所提升。20 年 H1 公司主营业务毛利率和净利率均有提升；销售毛利率为 33.08% (+3.34pct)，销售净利率为 26.45% (+2.82pct)，受益高利润率的授权主业占比提升，整体盈利能力不断提升。

3) 货币化率：短期波动无虞，预计全年维持稳定水平。按照主业（品牌服务+经销商授权）收入口径计算，2020Q2 主营业务与 GMV 比例为 3.68%，同比下降 0.8pct，主要系公司扩张新品类和新平台，拼多多

等新平台 GMV 占比大幅度提升、新品类 GMV 增长亮眼。

4) 应收账款 Q2 有所下降，单季度经营性现金流环比改善明显。应收账款总额为 11.03 亿 (+22.48%)，主要系放款净增加、疫情影响下业务回款节奏放缓等原因，属于正常风控范围内波动，公司已经通过提升客户管理水平、完善业务人员绩效考核体系等方式，对应收账款进行常态化跟踪管理，最大限度确保应收账款的良性回款，改善应收账款问题。

20Q2 经营性现金流环比改善明显。20H1 由于保理业务放款增加、诉讼回款尚未核算、疫情影响合作方回款滞后等原因，公司的经营性现金流净额为-2582.23 万元，同比-117.20%，但动态来看，公司第二季度现金流净流入 3.44 亿元，由负转正，预期随着整体行业和公司业务的快速恢复以及更为严苛的营运管控，财务指标将进一步向好，我们预计 Q3 时间互联现金流会有大幅好转。

5) 费用方面：小幅提升，符合整体发展方向。销售费用率 2.8% (+0.8pct) /管理费用率 3.3% (+0.7pct)，销售费用率及管理费用率略有提升，主要系公司新业务开拓，人员增加及期权激励费用增加所致。财务费用率-1.61% (-1.57pct)，系公司减少购买理财产品，闲置资金增加买入大额定期存单导致定存利息收入增加所致。研发费用率 1.6% (+0.5pct)。整体期间费用率 (6.14%) 较同期有小幅提升。

6) 时间互联：预计下半年将明显好于上半年。

上半年受疫情影响明显。主要受物流停运影响，电商客户，其产品广告基本不投放。其次，中小型的创业客户广告投入更谨慎。

2020 年依然为 VIVO 电商金融行业的核心代理商，小米广告效果类独家代理商，应用宝商业化核心代理商；并且成为了 OPPO 网服核心代理商，开始为 OPPO 代理投放流量。新拓展客户 346 家，继续深耕原有电商、金融、教育工具、网服、H5 等行业客户，获取业绩增长点。继续拓展网络红人广告业务、网络直播服务业务。公司在小红书、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。

7) 整体如何看中报？结合上半年消费环境，重视公司长期逻辑与价值，看淡短期波动。在上半年整体疫情影响依然未消退的情况下，公司本部授权业务（核心业务）仍能实现接近 20% 的增速，在消费板块也属于较好水平。虽然相对 GMV 增速略有差距，但也有新平台新品类扩张与支持上游供应链的原因。

我们认为，看待南极电商的投资价值应该理解三个“重于”：

成长方面，GMV 重于货币化率。消费品核心是消费者是否愿意买单，

GMV 是直接指标，而货币化率，尤其是单季度的货币化率受多种因素影响容易产生扰动，且很多时候涉及公司对供应链端的让利和调控，所以货币化率只要中长期保持稳定即可，GMV 是成长的核心动力。

长期商业逻辑重于短期业绩波动。南极电商能够从三十多亿 GMV 的品牌成长到 300 亿 GMV 的品牌，最重要的是商业模式与电商效率。在变化速度快的电商行业及消费环境中，长期的商业模式和竞争优势支撑了公司的快速增长，而短期的波动最终会被长期的增长曲线所熨平。

看重业务发展变化重于公司短期股价变化。公司业务端的品牌，品类，渠道扩张，供应链的管理和优化，运营效率方面的提升等因素是支撑公司业务规模做大的软实力因素，也决定了未来的成长空间，质量乃至公司的价值。而短期股价变化往往随投资者预期波动而不稳定，但我们相信长期公司的股价一定是随着公司的价值而提升的。

展望未来，看点颇多：新品类，提效率，重品牌。

20 年下半年预计公司继续提升产品品质，扩品类，提升管理能力。20 年下半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。

商品端不断开拓新品类（食品，宠物食品，化妆品，小家电等百花齐放）。结合市场趋势和公司的流量以及供应链等业务优势，继续拓展网络红人广告业务、网络直播服务业务。

传统品类严格筛选客户资质，在保证资金安全的情况下提高资金使用效率，降低经营风险，继续深耕原有电商、金融、教育工具、网服、H5 等行业客户，获取业绩增长点。

供应链数据赋能：在原有数据中台建设、供应链以及消费端数据共享基础上，不断深化共创，以实际业务增长为导向，梳理编写爆款打造操作手册，以及相关通用性产品建设，以辅助提升整体 GMV 增长。

“南极数云”适配业务发展不断迭代。整合打通公司各电商平台数据，根据组织架构进行多维调控。围绕爆款打造和质量监控做了相关产品适配，引入主流算法工程进行复杂业务处理，原有模块也在业务需求增长下不断迭代升级，从多方面支持合作伙伴的消费侧运营管理。展望全年，我们预计公司整体 GMV 规模将突破 400 亿，实现 30% 以上增长。

营销端持续投入。公司将在南极人品牌的形象升级、广告、跨界营销等方面持续投入，打造中国消费者喜闻乐见的国民家庭品牌。

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、25.1 亿，对应 PE 18.7/14.6x/11.6x，维持买入评级。

风险提示：电商平台竞争加剧风险，新品类扩张不达预期风险

■ 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	1564	1992	2508
(+/-%)	35.42	29.68	27.36	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

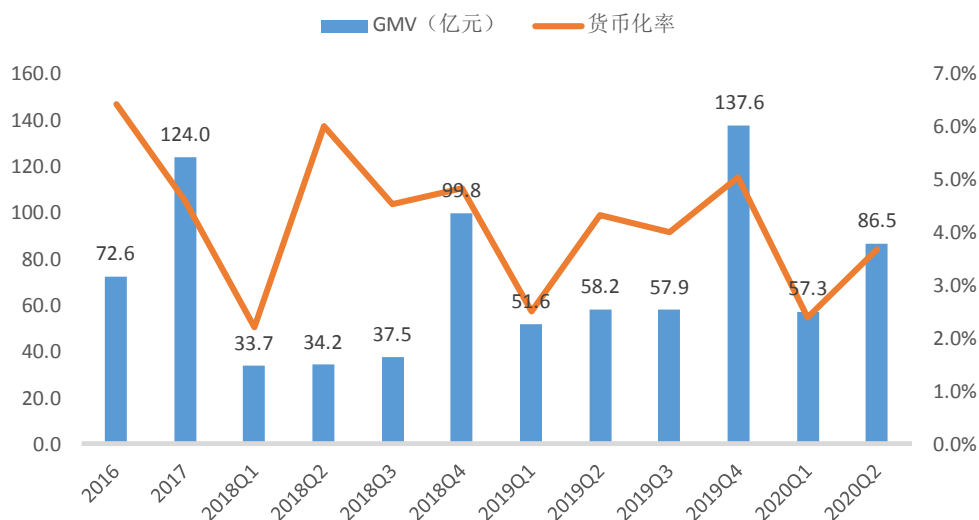
资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

图表 1: 南极人品牌在各电商的部分核心大店 20H1GMV 情况 (单位: 万元)

南极人在各电商平台的部分核心大店GMV情况 (单位: 万元)					
店铺名称	平台	主营类目	2019年上半年	2020年上半年	同比增长率
店铺一	阿里	床上用品	7,624.54	37,063.49	386.11%
店铺二	阿里	女士内衣/男士内衣/家居服	40,402.92	30,625.33	-24.20%
店铺三	阿里	床上用品	30,479.51	27,954.66	-8.28%
店铺四	拼多多	床上用品	85.73	24,655.55	28658.22%
店铺五	阿里	床上用品	3,342.66	19,841.43	493.58%
店铺六	京东	床上用品	-	19,490.45	-
店铺七	阿里	女士内衣/男士内衣/家居服	3,419.23	16,396.84	379.55%
店铺八	阿里	男装	5,377.62	15,482.83	187.91%
店铺九	阿里	男装	6,395.67	15,325.30	139.62%
店铺十	京东	床上用品	3,186.81	14,022.16	340.01%
店铺十一	阿里	床上用品	16,625.54	13,234.52	-20.40%
店铺十二	阿里	床上用品	19,143.83	12,695.00	-33.69%
店铺十三	京东	女士内衣/男士内衣/家居服	-	10,431.68	-
店铺十四	唯品会	女士内衣/男士内衣/家居服	1,472.01	9,726.92	560.79%
店铺十五	京东	女士内衣/男士内衣/家居服	1,262.32	9,686.38	667.35%

资料来源: 公司公告, 太平洋证券整理

图表 2: 单季度 GMV 及货币化率趋势图 单位: 亿元/%



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	预测指标					
负债合计	785	626	989	1135	1262		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	417	2455	2455	2455	2455	毛利率	34.47%	38.50%	40.40%	44.20%	48.49%
资本公积	1481	1479	1479	1479	1479	销售净利率	27.57%	32.04%	32.76%	36.18%	39.52%
留存收益	1908	3114	4310	5860	7877	销售收入增长率	240.12	16.52%	22.20%	15.35%	15.21%
归母公司股东权益	3739	6896	8092	9642	11659	EBIT 增长率	63.19%	31.51%	28.49%	30.20%	28.74%
少数股东权益	26	0	0	0	0	净利润增长率	72.99%	35.42%	24.96%	27.36%	25.88%
股东权益合计	3764	6896	8092	9642	11659	ROE	24.72%	18.15%	19.33%	20.66%	21.51%
负债和股东权益	4549	7522	9081	10777	12921	ROA	20.32%	16.64%	17.22%	18.48%	19.41%
现金流量表(百万)						ROIC	35.34%	29.61%	39.59%	49.88%	61.53%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	EPS (X)	0.36	0.49	0.64	0.81	1.02
经营性现金流	551	1254	1377	1771	2251	PE (X)	20.89	22.27	18.65	14.64	11.63
投资性现金流	-464	-1596	94	104	126	PB (X)	0.84	3.88	3.60	3.02	2.50
融资性现金流	-358	-61	-100	-368	-442	PS (X)	0.94	6.86	6.11	5.30	4.60
现金增加额	0	0	0	0	0	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	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



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。