

南极电商 (002127)

Q3 归母净利+34.9%，Q4 “早冬” + “报复消费” 双重利好，复苏加速后续可期 买入（维持）

2020 年 10 月 22 日

证券分析师 吴劲草

执业证号：S0600520090006

021-60199793

wujc@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3,907	4,522	5,220	6,095
同比（%）	16.5%	15.7%	15.4%	16.8%
归母净利润（百万元）	1,206	1,544	1,907	2,377
同比（%）	35.9%	28.1%	23.5%	24.6%
每股收益（元/股）	0.49	0.63	0.78	0.97
P/E（倍）	41.11	32.11	26.00	20.86

业绩简评

■ **Q3 本部收入同比+24.76%**。2020Q1-3 公司实现收入 27.72 亿元，同比增长 4.7%。2020Q3 单季实现收入 11.46 亿元，同比增长 13.1%。其中 Q3 单季：①南极电商本部实现收入 3.18 亿元，同比增长 24.76%；②时间互联实现收入 8.28 亿元，同比增长 9.23%。

■ **Q3 归母净利润同比+34.9%，加速增长**。2020Q1-3 公司实现归母净利润 7.22 亿元，同比增长 19.9%；2020Q3 单季实现归母净利润 2.91 亿元，同比增长 34.9%。其中 Q3 单季：①南极电商本部归母净利润为 2.47 亿元，同比增长 35.44%；②时间互联归母净利润 0.44 亿元，同比增长 31.95%。

经营分析

■ **Q3 单季 GMV 同比+45.42%，延续增长趋势，货币化率降幅收窄**。2020Q1-3 公司 GMV 为 228.5 亿元，同比增长 36.0%；其中 Q3 单季 GMV 为 84.75 亿元，同比增长 45.42%。Q1/Q2/Q3 单季 GMV 增速分别为 11.13%/48.49%/45.42%。货币化率降幅显著收窄，2020Q2/Q3 单季货币化率为 3.92%/3.75%，同比减少 0.54pct/0.24pct。

■ **分品牌看：Q1-3 南极人 GMV 同比增长 40%**。2020 前三季度南极人/卡帝乐鳄鱼/精典泰迪 GMV 分别为 203.29 / 21.53/ 2.32 亿元，同比增速分别为 40%/ 7.19%/ 55.61%。Q3 单季南极人/卡帝乐鳄鱼/精典泰迪 GMV 分别为 74.0/8.7/1.3 亿元，同比增速分别为 49%/18%/116%。

■ **分平台看：社交电商增速持续加快，Q3 单季 GMV 同比+145%**。2020 前三季度阿里/社交电商/京东/唯品会渠道 GMV 分别为 136.31/ 45.82/ 32.15/ 11.62 亿元，同比增速分别为 22.4%/ 112.8%/ 20.9%/ 55.7%，占比分别为 59.7%/ 20.1%/ 14.1%/ 5.1%。社交电商增速继续加快，Q1/ Q2/ Q3 单季增速分别为 63%/ 113%/ 145%。

■ **盈利预测与投资评级**：南极电商是“中国优质供应链品牌化”赛道中的核心标的，随着疫情恢复，公司各体系已恢复常态增速。Q4 “早冬”、“报复性消费”双重利好叠加，有望保持快速增长。我们预计 2020-2022 年公司归母净利润为 15.44/19.07/23.77 亿元，当前市值对应 PE 分别为 32x/ 26x/ 21x，维持“买入”评级。

■ **风险提示**：平台政策变更，品类拓展不及预期，供应商质控问题等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	20.20
一年最低/最高价	9.06/24.41
市净率(倍)	9.36
流通 A 股市值(百万元)	39463.57

基础数据

每股净资产(元)	2.16
资产负债率(%)	9.88
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)：持续成长催化市场加深对竞争壁垒的认知，南极电商长期估值中枢抬升或在今年！》2020-05-18
- 2、《南极电商 (002127)：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》2020-04-30
- 3、《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

业绩简评

Q3 本部收入同比+24.76%。2020Q1-3 公司实现收入 27.72 亿元，同比增长 4.7%。2020Q3 单季实现收入 11.46 亿元，同比增长 13.1%。其中 Q3 单季：①南极电商本部实现收入 3.18 亿元，同比增长 24.76%；②时间互联实现收入 8.28 亿元，同比增长 9.23%。

Q3 归母净利润同比+34.9%，加速增长。2020Q1-3 公司实现归母净利润 7.22 亿元，同比增长 19.9%；2020Q3 单季实现归母净利润 2.91 亿元，同比增长 34.9%。其中 Q3 单季：①南极电商本部归母净利润为 2.47 亿元，同比增长 35.44%；②时间互联归母净利润 0.44 亿元，同比增长 31.95%。

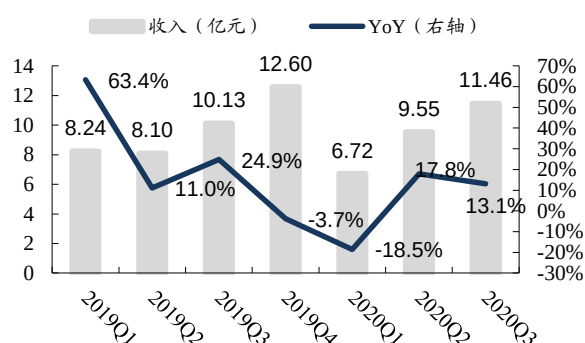
公司 Q1-3 实现扣非归母净利润 6.62 亿元，同比增长 17.01%；其中 Q3 单季扣非归母净利润为 2.61 亿元，同比增长 27.78%。非经常损益包括非流动资产处置损益、政府补助、委托他人投资或管理资产的损益、单独进行减值测试的应收款项、合同资产减值准备转回、所得税、税后少数股东权益影响额等。

表 1：南极电商分业务收入及利润

营业收入（亿元）	2020Q1-3	2019Q1-3	YOY	3Q2020	3Q2019	YOY
南极电商原业务	8.10	6.80	19.05%	3.18	2.55	24.76%
时间互联	19.63	19.68	-0.26%	8.28	7.58	9.23%
合计	27.72	26.47	4.73%	11.46	10.13	13.14%
归母净利润（亿元）	2020Q1-3	2019Q1-3	YOY	3Q2020	3Q2019	YOY
南极电商原业务	6.27	5.11	22.56%	2.47	1.82	35.44%
时间互联	0.95	0.90	5.14%	0.44	0.33	31.95%
合计	7.22	6.02	19.90%	2.91	2.16	34.90%

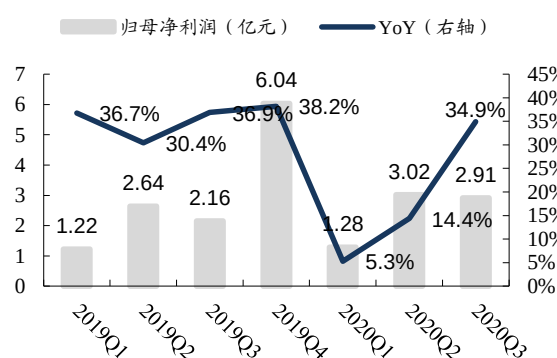
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 1：20Q3 单季收入为 11.46 亿元，同比+13.1%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：20Q3 单季归母净利润为 2.91 亿元，同比+34.9%



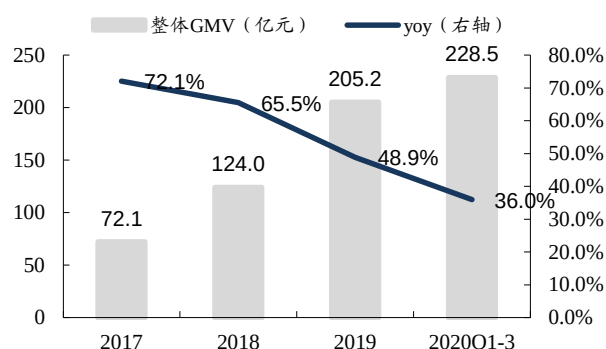
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

经营分析

Q3 单季 GMV 同比+45.42%，延续增长趋势。2020Q1-3 公司 GMV 为 228.5 亿元，同比增长 36.0%；其中 Q3 单季 GMV 为 84.75 亿元，同比增长 45.42%。Q1/Q2/Q3 单季 GMV 增速分别为 11.13%/48.49%/45.42%。

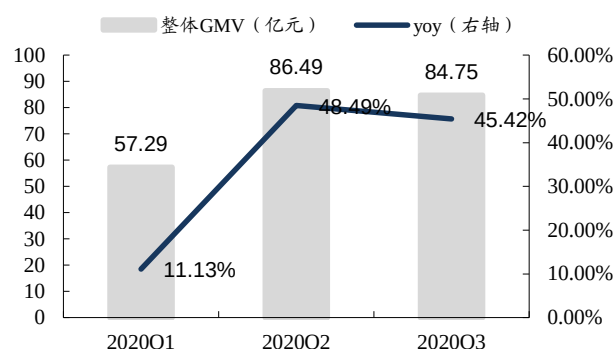
货币化率降幅显著收窄，2020Q2/ Q3 单季货币化率为 3.92%/ 3.75%，同比减少 0.54pct/ 0.24pct。

图 3: 20Q1-3 公司 GMV 为 228.5 亿元，同比+36.0%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

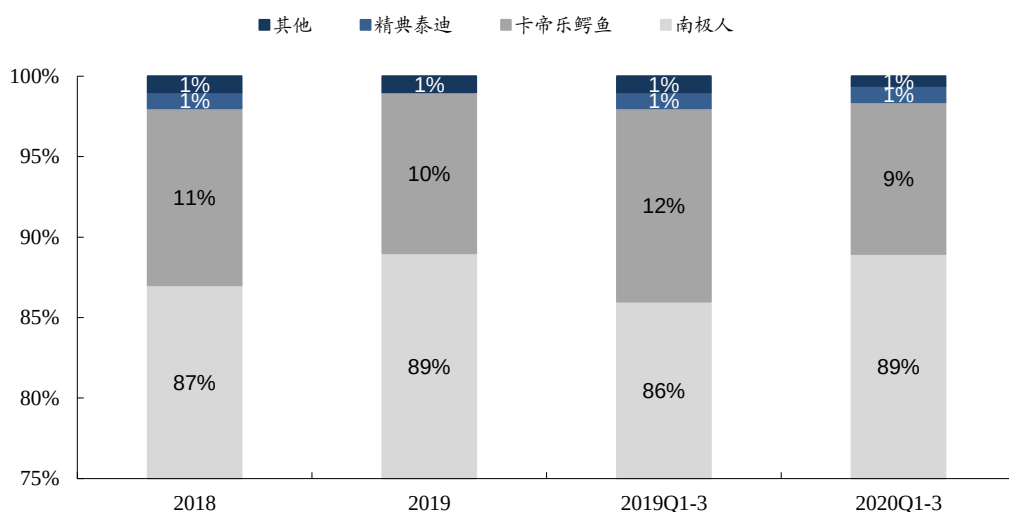
图 4: 公司 Q2 单季 GMV 为 84.75 亿元，同比+45.42%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

分品牌看：Q1-3 南极人 GMV 同比增长 40%。2020 前三季度南极人/卡帝乐鳄鱼/精典泰迪 GMV 分别为 203.29 / 21.53/ 2.32 亿元，同比增速分别为 40%/ 7.19%/ 55.61%。Q3 单季南极人/卡帝乐鳄鱼/精典泰迪 GMV 分别为 74.0/8.7/1.3 亿元，同比增速分别为 49%/18%/116%。

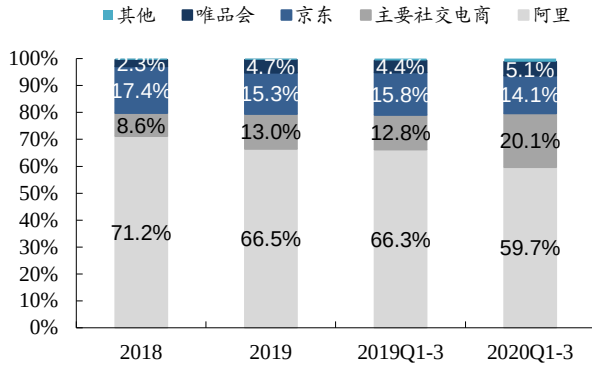
图 5: 2020Q1-3 南极人 GMV 占整体 GMV 的 89%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

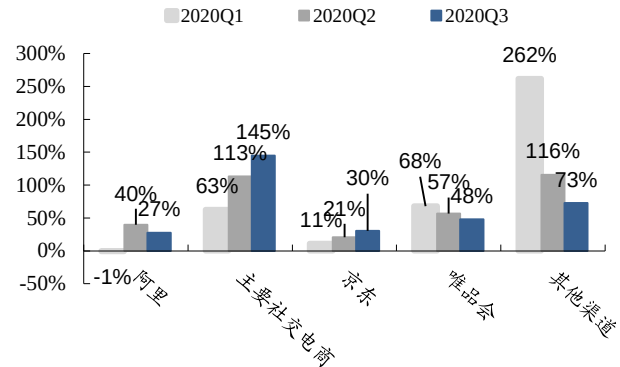
分平台看：社交电商增速持续加快，Q3 单季 GMV 同比+145%。2020 前三季度阿里/社交电商/京东/唯品会渠道 GMV 分别为 136.31/ 45.82/ 32.15/ 11.62 亿元，同比增速分别为 22.4%/ 112.8%/ 20.9%/ 55.7%，占比分别为 59.7%/ 20.1%/ 14.1%/ 5.1%。社交电商增速继续加快，Q1/ Q2/ Q3 单季增速分别为 63%/ 113%/ 145%。

图 6：各渠道 GMV 占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 7：各渠道 GMV 增速——社交电商增长继续加快



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

修订股权激励计划聚焦核心骨干。10 月 10 日，南极电商公告，拟对原第二期员工持股计划中的部分条款进行调整。本次修订对股权激励计划的参与人数及分配机制进行调整：①在员工持股计划份额不变的情况下，缩小持股员工范围，这意味着核心员工股权激励的力度加大；②修订分配机制，将收益分配期缩短到每个会计年度，更直接地绑定核心骨干利益。

盈利预测与投资建议

“降温提前+报复消费”，纺服产业链迎来重要机会。通常冬装的主要消费周期从第一波降温开始，一直持续到春节假期结束。今年（2020）国庆期间全国部分地区已出现明显降温，各地普遍提早入冬。此外，2019/20 年冬季由于暖冬+疫情影响，纺服零售额受到压制，2020/21 冬季或迎来反弹。2020 年 8 月/9 月服装类零售额当月增速分别为 4.2%/8.3%，分别为 2019 年 9 月以来的第二高/最高值，这是需求开始复苏的一个体现。我们认为 9 月份服装零售的强势可能只是开始，高增长有望延续整个 2020-21 冬季。

南极电商是“中国优质供应链品牌化”赛道中的核心标的，随着疫情恢复，公司各体系已恢复常态增速。Q4 “早冬”、“报复性消费”双重利好叠加，有望保持快速增长。我们预计 2020-2022 年公司归母净利润为 15.44/19.07/23.77 亿元，当前市值对应 PE 分别为 32x/ 26x/ 21x，维持“买入”评级。

风险提示

平台政策变更，品类拓展不及预期，供应商质控问题，新业务增速放缓等

南极电商三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4,011	5,589	7,386	9,949	营业收入	3,907	4,522	5,220	6,095
现金	1,281	2,265	4,202	6,051	减:营业成本	2,403	2,574	2,844	3,164
应收账款	863	1,021	1,154	1,386	营业税金及附加	10	14	16	18
存货	5	4	6	5	营业费用	119	140	162	189
其他流动资产	1,861	2,299	2,024	2,507	管理费用	124	136	157	183
非流动资产	1,474	1,482	1,482	1,484	财务费用	-0	-8	-33	-62
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	-1	0	0	0
固定资产	7	8	10	14	加:投资净收益	35	30	30	30
在建工程	0	0	0	0	其他收益	5	0	0	0
无形资产	560	567	565	563	营业利润	1,248	1,697	2,104	2,633
其他非流动资产	907	907	907	906	加:营业外净收支	30	20	15	9
资产总计	5,485	7,071	8,868	11,433	利润总额	1,278	1,716	2,119	2,641
流动负债	626	719	628	840	减:所得税费用	72	172	212	264
短期借款	100	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	1
应付账款	69	34	80	47	归属母公司净利润	1,206	1,544	1,907	2,377
其他流动负债	457	685	548	793	EBIT	1,258	1,686	2,061	2,549
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	1,305	1,693	2,071	2,560
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	0	0	0	0	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	626	719	628	840	每股收益(元)	0.49	0.63	0.78	0.97
少数股东权益	0	0	1	2	每股净资产(元)	1.98	2.59	3.36	4.31
					发行在外股份(百万股)	2455	2455	2455	2455
归属母公司股东权益	4,859	6,351	8,239	10,591	ROIC(%)	54.3%	58.5%	72.9%	75.3%
负债和股东权益	5,485	7,071	8,868	11,433	ROE(%)	24.8%	24.3%	23.1%	22.4%
					毛利率(%)	38.5%	43.1%	45.5%	48.1%
现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	30.9%	34.2%	36.5%	39.0%
经营活动现金流	1,255	1,113	1,903	1,794	资产负债率(%)	11.4%	10.2%	7.1%	7.3%
投资活动现金流	-1,596	15	21	17	收入增长率(%)	16.5%	15.7%	15.4%	16.8%
筹资活动现金流	-61	-144	13	38	净利润增长率(%)	35.9%	28.1%	23.5%	24.6%
现金净增加额	-402	984	1,937	1,849	P/E	41.11	32.11	26.00	20.86
折旧和摊销	46	7	10	11	P/B	10.21	7.81	6.02	4.68
资本开支	15	8	-1	2	EV/EBITDA	4.41	2.76	1.32	0.35
营运资本变动	38	-401	49	-502					

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>