

南极电商 (002127)

证券研究报告

2020年10月23日

20Q3 业绩环比提速货币化率改善, Q4 进入电商销售旺季

事件: 2020Q3 业绩保持快速增长, 业绩略超市场预期。

2020 年前三季度公司实现营收 27.72 亿元(+4.73%), 归母净利润 7.22 亿元(+19.90%), 其中扣非归母净利润达到 6.62 亿元 (+17.01%)。其中 2020Q3 实现营业收入 11.46 亿元 (+13.14%), 实现归母净利润 2.91 亿元 (+34.90%), 其中扣非后净利润达到 2.61 亿元 (+27.78%), 业绩保持快速增长, 略超市场预期。

分业务来看: 本部主业维持快速增长, 时间互联 Q3 净利润改善明显

1) 本部: 2020 年前三季度本部实现营收 8.10 亿元 (+18.99%), 归母净利润 6.27 亿元 (+22.60%); 其中 Q3 本部实现营收 3.18 亿元 (+24.76%), 归母净利润 2.47 亿元 (+35.44%), 环比 Q2 增速进一步提升。

品牌授权及综合服务业务: 2020 年前三季度实现收入 7.58 亿元 (+23.62%), 其中 Q3 实现 3.03 亿元 (+30.42%), 主业增速环比持续提升。

2) 时间互联: 2020 年前三季度实现营收 19.63 亿元 (-0.25%), 归母净利 9505 万元 (+4.69%); 其中 Q3 实现营收 8.28 亿元 (+9.23%), 实现归母净利润 4408.57 万元 (+31.95%), 净利润环比 Q2 改善明显。

3、GMV 持续快速增长, 2020 前三季度货币化率环比改善

公司 2020 年前三季度 GMV 达到 228.53 亿元 (+35.96%), 其中 Q3 实现 84.75 亿元 (+45.42%), 保持快速增长。

由于疫情期间公司对于客户有一定让利, 货币化率略受影响, 但降幅环比收窄。2020 年前三季度公司货币化率为 3.32%, 环比 2020H1 的 3.17% 有所改善; 其中 Q3 货币化率 3.58%, 降幅持续收窄。随着终端需求进一步回暖, Q4 进入销售旺季公司货币化率预期将持续改善, 维持全年货币化率 4% 左右预期。

经营性现金流相比上半年有所改善, 应收账款规模略有提升。Q1-Q3 现金流净额同比减少, 主要系疫情影响下客户回款节奏放缓, 小袋公司净放款增加导致; Q3 相比上半年经营性现金流转正, 预计 Q4 继续改善。应收账款规模略有提升为 12.46 亿 (+27.6%), 主要系小袋客户一般在年末回款, 且 Q3 末存在部分小袋业务应收款所致。

维持“买入”评级。考虑到公司业绩略超市场预期, 我们略上调公司盈利预测, 预计 2020~2022 年营收分别为 44.65/52.41/61.45 亿元, 同比增长分别为 14.29%、17.37%、17.25%; 预计 2020-2022 年归母净利润分别为 15.27/19.58/24.45 亿元(20~22 年原值分别为 15.18/18.16/23.05 亿元), 同比增长分别为 26.58%、28.25%、24.89%, 预计 EPS 分别为 0.62/0.80/1.00 元, 对应 P/E 分别为 32.48/25.32/20.28 倍。

风险提示: 公司新拓展业务初期费用超出预期风险; 终端需求疲软; 新业务拓展不及预期; 应收账款风险。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,352.86	3,906.85	4,465.09	5,240.53	6,144.59
增长率(%)	240.12	16.52	14.29	17.37	17.25
EBITDA(百万元)	983.89	1,377.32	1,577.47	2,005.20	2,544.62
净利润(百万元)	886.47	1,206.14	1,526.74	1,958.12	2,445.42
增长率(%)	65.92	36.06	26.58	28.25	24.89
EPS(元/股)	0.36	0.49	0.62	0.80	1.00
市盈率(P/E)	55.94	41.11	32.48	25.32	20.28
市净率(P/B)	13.26	10.21	5.94	4.93	4.11
市销率(P/S)	14.79	12.69	11.11	9.46	8.07
EV/EBITDA	2.06	1.35	26.75	20.72	15.73

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	商业贸易/专业零售
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	20.2 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,454.87
流通 A 股股本(百万股)	1,953.64
A 股总市值(百万元)	49,588.38
流通 A 股市值(百万元)	39,463.57
每股净资产(元)	2.16
资产负债率(%)	9.88
一年内最高/最低(元)	24.41/9.12

作者

范张翔 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518080004
fanzhangxiang@tfzq.com

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《南极电商-公司点评:拟成立公司布局直播电商业务, 9 月 GMV 持续提升, 继续重点推荐》 2020-10-10
- 《南极电商-公司点评:发布股权激励方案补充说明, 布局长期发展, 推动新业务开拓》 2020-09-06
- 《南极电商-半年报点评:2020H1 主业保持快速增长, 2020Q2 现金流改善明显》 2020-08-22

1. 事件：2020Q3 业绩保持快速增长，业绩略超市场预期。

2020 年前三季度公司实现营收 27.72 亿元 (+4.73%)，归母净利 7.22 亿元 (+19.90%)，其中扣非归母净利润达到 6.62 亿元 (+17.01%)。其中 2020Q3 实现营业收入 11.46 亿元 (+13.14%)，实现归母净利 2.91 亿元(+34.90%)，其中扣非后净利达到 2.61 亿元(+27.78%)，业绩保持快速增长，略超市场预期。

1.1. 分业务来看：本部主业维持快速增长，时间互联 Q3 净利润改善明显

1) 本部：2020 年前三季度本部实现营收 8.10 亿元 (+18.99%)，归母净利润 6.27 亿元 (+22.70%)；其中 Q3 本部实现营收 3.18 亿元(+24.76%)，归母净利润 2.47 亿元(+35.44%)，环比 Q2 增速进一步提升。

品牌授权及综合服务业务：2020 年前三季度实现收入 7.58 亿元 (+23.65%)，其中 Q3 实现 3.03 亿元 (+30.42%)，主业增速环比持续提升。

2)时间互联：2020 年前三季度实现营收 19.63 亿元(-0.25%)，归母净利 9505 万元(+4.69%)；其中 Q3 实现营收 8.28 亿元 (+9.23%)，实现归母净利润 4408.57 万元 (+31.95%)，净利润环比 Q2 改善明显。

流量平台方面：时间互联继续巩固原有主流媒体合作优势，凭借持续优质的客户服务和行业口碑，2020 年继续作为 VIVO 核心代理商、小米广告效果独家代理商及应用宝商业化核心代理商，客户合作关系稳定。

流量客户方面：2020Q3 新拓展客户 601 家，继续深耕原有电商、金融、教育工具、网服等行业客户，获取业绩增长点。

创新业务方面：2020 年时间互联开始在抖音等短视频平台拓展达人广告业务，一方面进行现有达人广告投放转化，另一方面，挖掘更多优质品牌广告主。时间互联主要以抖音、快手、小红书为代表的短视频直播平台，针对自有以及合作的达人在短视频直播平台进行直播业务拓展。

1.2. GMV 持续快速增长，2020 前三季度货币化率环比改善

● 分品牌来看：

南极人品牌 2020 年前三季度实现 GMV 203.29 亿元 (+40.00%)，Q3 实现 74.03 亿元 (+48.62%)，保持快速增长；

卡帝乐鳄鱼前三季度 GMV21.53 亿元 (+7.19%)，Q3 实现 8.74 亿元 (+17.79%)；

精典泰迪前三季度实现 GMV2.32 亿元 (+55.61%)，Q3 实现 1.3 亿元 (+116.67%)。

● 分平台来看：

阿里、京东渠道保持稳健增长，社交电商和唯品会等渠道仍保持快速增长，占比提升明显。

阿里系平台 2020Q1~Q3 实现 GMV136.31 亿元 (+19.79%)，占比 59.65%，Q3 单季度实现 GMV48.12 亿元 (+27.50%)；

京东平台 2020Q1~Q3 实现 GMV32.15 亿元 (+16.19%)，占比 14.07%，Q3 单季度实现 GMV11.68 亿元 (+30.21%)；

主要社交电商平台 2020Q1~Q3 实现 GMV45.82 亿元 (+94.00%)，占比 20.05%，Q3 单季度实现 GMV19.44 亿元 (+145.15%)；

唯品会平台 2020Q1~Q3 实现 GMV7.03 亿元 (+61.00%)，占比 5.08%，Q3 单季度实现 GMV4.59 亿元 (+48.54%)；

其他平台 2020Q1~Q3 实现 GMV1.71 亿元(+185.17%), 占比 1.15%, Q3 单季度实现 GMV0.93 亿元 (+69.09%)。

2. GMV 持续快速增长, 2020 前三季度货币化率环比改善

公司 2020 年前三季度授权店铺在各电商平台实现总 GMV228.53 亿元 (+35.96%), 其中 Q3 实现 84.75 亿元 (+45.42%), 保持快速增长。

由于疫情期间公司对于客户有一定让利, 货币化率略受影响, 但降幅环比收窄。2020 年前三季度公司货币化率为 3.32%, 环比 2020H1 的 3.17% 有所改善; 其中 Q3 货币化率 3.58%, 降幅持续收窄。随着终端需求进一步回暖, Q4 进入销售旺季公司货币化率预期将持续改善, 维持全年货币化率 4% 左右预期。

3. 盈利能力持续提升, 现金流有所改善, 应收账款规模有所提升

盈利能力: 2020 年公司前三季度毛利率为 31.49% (+2.31pct), 净利率为 26.01% (+3.26pct)。2020Q3 公司毛利率为 29.23% (+0.94pct), 净利率为 25.41% (+4.10pct), 盈利能力持续提升。

应收账款方面: 2020Q3 公司应收账款上升至 12.46 亿元 (+27.63%), 同比规模有所提升主要系旗下小袋客户一般在年末回款, 且 Q3 末存在部分小袋业务应收款所致。

现金流方面: 2020Q1~Q3 经营活动现金流净额为 7284.80 万元 (-75%), 较 2019 年同期现金流净流入减少 2.19 亿元, 主要系疫情影响下客户回款节奏放缓同时小袋净放款增加所致。2020Q3 经营活动现金流净额达到 0.99 亿元 (-30.41%), 相比 2020H1 转正, 预计 Q4 销售旺季经营活动现金流将进一步改善。

4. 继续看好公司长期发展, 坚定推荐

公司前三季度业绩持续快速增长, 表现略超市场预期, 我们继续看好公司长期发展, 坚定推荐!

扩品类: 公司持续进行扩品类, 针对优势成熟类目如内衣、逐步渗透二三级类目, 覆盖更多消费群体和场景, 巩固优势地位, 提升客户粘性; 同时继续拓展新品类如化妆品、健康类产品快速上线, 持续拉动公司 GMV 的快速增长。

扩渠道: 继续拓展以拼多多为主的社交电商渠道, 目前拼多多渠道发展迅速, 保持高速增长, 未来将继续拉动公司 GMV 的快速增长; 同时随着新渠道运营效率的提升, 新渠道货币化率亦有望提升。

顺应电商渠道流量规则, 推行大店策略。 公司依托自身品牌的爆款能力、丰富的供应链以及快速反应能力, 迅速形成店铺规模效应。同时顺应电商渠道流量规则, 利用综合大店引流形成爆款群, 腰部店铺依托供应链体系进行分销, 小店铺进行种草。

持续提升品牌调性, 南极数云持续迭代。 公司持续重视品牌形象的升级和推广, 全新 2.0 图库将会帮助公司优化店装, 满足合作伙伴的个性化需求同时符合公司品牌形象的统一。同时宣传南极人新定位, 推出“我的家庭品牌”理念, 提升消费者对于南极人品牌的认知度。另外持续进行南极数云迭代, 引入主流算法工程进行复杂业务处理, 进行相关产品适配, 支持客户的运营和管理, 提升效率。

持续进行供应链质量管理, 商业模式持续优化。 公司继续推进供应商质量管理, 签约第三方质量检测机构, 晚上监测网络; 打造标杆供应商, 提升管理输出; 制定负面清单, 完善准入机制。

布局直播电商拓展流量入口。公司在 10 月设立杭州乌斯怀亚网络科技有限公司布局直播电商相关业务，进一步拓展流量入口，增强未来盈利能力和综合实力。

维持“买入”评级。考虑到公司业绩略超市场预期，我们略上调公司盈利预测，预计 2020~2022 年营收分别为 44.65/52.41/61.45 亿元，同比增长分别为 14.29%、17.37%、17.25%；预计 2020-2022 年归母净利润分别为 15.27/19.58/24.45 亿元（20~22 年原值分别为 15.18/18.16/23.05 亿元），同比增长分别为 26.58%、28.25%、24.89%，预计 EPS 分别为 0.62/0.80/1.00 元，对应 P/E 分别为 32.48/25.32/20.28 倍。

风险提示：公司新拓展业务初期费用超出预期风险；终端需求疲软；新业务拓展不及预期；应收账款风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,189.75	1,280.83	5,761.33	6,250.86	7,378.73
应收票据及应收账款	764.90	863.21	873.21	873.63	1,174.56
预付账款	552.80	229.30	780.95	286.78	989.95
存货	3.36	5.47	218.08	98.33	167.94
其他	546.70	1,628.18	1,981.41	2,048.44	2,583.30
流动资产合计	3,057.52	4,007.00	9,614.98	9,558.05	12,294.49
长期股权投资	14.23	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	3.02	6.72	29.37	72.10	113.87
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	562.68	560.15	557.25	554.34	551.44
其他	911.80	907.21	928.03	916.98	916.20
非流动资产合计	1,491.73	1,474.07	1,550.64	1,613.02	1,653.27
资产总计	4,549.25	5,484.82	11,166.87	11,172.74	13,949.98
短期借款	70.36	100.11	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	52.05	68.73	197.54	96.55	161.60
其他	661.94	457.25	2,616.56	1,023.63	1,721.01
流动负债合计	784.35	626.09	2,814.10	1,120.18	1,882.61
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.63	0.00	0.63	0.42	0.35
非流动负债合计	0.63	0.00	0.63	0.42	0.35
负债合计	784.98	626.09	2,814.73	1,120.60	1,882.96
少数股东权益	25.69	0.00	1.64	2.96	4.43
股本	417.33	417.33	2,454.87	2,454.87	2,454.87
资本公积	1,480.83	1,478.94	1,478.94	1,478.94	1,478.94
留存收益	3,388.85	4,593.09	5,895.63	7,594.31	9,607.72
其他	(1,548.42)	(1,630.62)	(1,478.94)	(1,478.94)	(1,478.94)
股东权益合计	3,764.27	4,858.73	8,352.14	10,052.14	12,067.02
负债和股东权益总计	4,549.25	5,484.82	11,166.87	11,172.74	13,949.98

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	887.28	1,206.16	1,526.74	1,958.12	2,445.42
折旧摊销	4.55	46.48	4.26	6.58	8.97
财务费用	5.48	(0.66)	(16.65)	(35.07)	(39.79)
投资损失	(22.93)	(35.20)	(24.04)	(35.00)	(37.00)
营运资金变动	(709.02)	497.32	1,235.76	(962.09)	(444.93)
其它	386.02	(459.20)	97.70	175.45	402.06
经营活动现金流	551.39	1,254.91	2,823.77	1,107.97	2,334.72
资本支出	1.82	33.74	59.37	80.21	50.07
长期投资	0.43	(14.23)	0.00	0.00	0.00
其他	(466.35)	(1,615.24)	(284.77)	(473.83)	(864.75)
投资活动现金流	(464.10)	(1,595.73)	(225.40)	(393.62)	(814.68)
债权融资	70.36	100.11	0.65	0.22	0.29
股权融资	(72.80)	(85.53)	2,205.88	35.07	39.79
其他	(356.02)	(75.99)	(324.39)	(260.11)	(432.26)
筹资活动现金流	(358.46)	(61.42)	1,882.13	(224.82)	(392.18)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(271.18)	(402.23)	4,480.50	489.54	1,127.87

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,352.86	3,906.85	4,465.09	5,240.53	6,144.59
营业成本	2,197.14	2,402.70	2,728.17	3,175.76	3,711.33
营业税金及附加	9.56	10.27	11.16	10.48	12.29
营业费用	111.35	118.64	130.83	131.01	153.61
管理费用	56.80	80.44	87.07	99.57	116.79
研发费用	37.80	43.30	44.65	36.68	45.47
财务费用	5.21	(0.46)	(16.65)	(35.07)	(39.79)
资产减值损失	21.41	(1.14)	10.00	(2.50)	7.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	95.97	174.10	400.56
投资净收益	22.93	35.20	24.04	35.00	37.00
其他	(46.20)	(29.73)	(240.02)	(418.20)	(875.12)
营业利润	936.86	1,247.62	1,589.86	2,033.69	2,575.44
营业外收入	26.48	30.62	25.00	35.00	27.76
营业外支出	0.30	0.23	0.00	0.00	0.10
利润总额	963.04	1,278.00	1,614.86	2,068.69	2,603.10
所得税	75.76	71.84	86.40	109.23	156.19
净利润	887.28	1,206.16	1,528.47	1,959.47	2,446.92
少数股东损益	0.81	0.02	1.73	1.35	1.50
归属于母公司净利润	886.47	1,206.14	1,526.74	1,958.12	2,445.42
每股收益 (元)	0.36	0.49	0.62	0.80	1.00

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	240.12%	16.52%	14.29%	17.37%	17.25%
营业利润	56.04%	33.17%	27.43%	27.92%	26.64%
归属于母公司净利润	65.92%	36.06%	26.58%	28.25%	24.89%
获利能力					
毛利率	34.47%	38.50%	38.90%	39.40%	39.60%
净利率	26.44%	30.87%	34.19%	37.36%	39.80%
ROE	23.71%	24.82%	18.28%	19.49%	20.27%
ROIC	49.25%	44.88%	68.72%	195.98%	118.43%
偿债能力					
资产负债率	17.26%	11.41%	25.21%	10.03%	13.50%
净负债率	-29.74%	-24.30%	-68.97%	-62.18%	-61.15%
流动比率	3.90	6.41	3.42	8.53	6.53
速动比率	3.89	6.40	3.34	8.45	6.44
营运能力					
应收账款周转率	5.13	4.80	5.14	6.00	6.00
存货周转率	419.88	884.55	39.95	33.13	46.15
总资产周转率	0.80	0.78	0.54	0.47	0.49
每股指标 (元)					
每股收益	0.36	0.49	0.62	0.80	1.00
每股经营现金流	0.22	0.51	1.15	0.45	0.95
每股净资产	1.52	1.98	3.40	4.09	4.91
估值比率					
市盈率	55.94	41.11	32.48	25.32	20.28
市净率	13.26	10.21	5.94	4.93	4.11
EV/EBITDA	2.06	1.35	26.75	20.72	15.73
EV/EBIT	2.06	1.40	26.83	20.79	15.78

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com