

信义山证 汇通天下

证券研究报告

零售

南极电商 (002127.SZ)

维持评级

报告原因：三季报点评

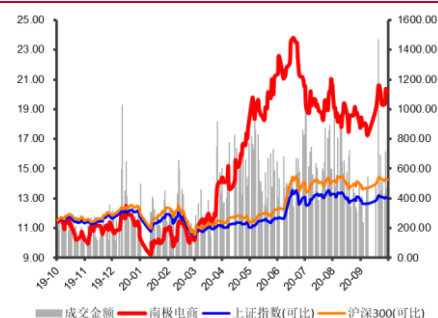
Q3 营收转正净利快速增长，社交渠道占比首超京东

买入

2020 年 10 月 23 日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2020 年 10 月 22 日

收盘价(元):	20.20
年内最高/最低(元):	24.41/9.06
流通 A 股/总股本(亿):	19.54/24.55
流通 A 股市值(亿):	391
总市值(亿):	491

基础数据：2020 年 9 月 30 日

基本每股收益	0.30
每股净资产(元):	2.16
净资产收益率:	14.21%

分析师：谷茜

执业登记编码：S0760518060001

Tel: 0351-8686775

Email: guqian@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国

际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

- 公司于 10 月 23 日发布 2020 年三年度报告，实现营业收入 27.72 亿元，同比增长 4.73%；归属于上市公司股东的净利润 7.22 亿元，同比增长 19.9%。

事件点评

- 营收转正净利润快速增长。**前三季度公司营业收入同比增长 4.73%，增速实现转正；上半年营收同比略微下降，主要由于移动互联网媒体投放平台业务收入因受疫情影响。分季度看，公司 Q1-Q3 营业收入同比分别增长-18.51%/17.85%/13.14%，从二季度开始单季增速均实现转正；虽然受到疫情影响营收端增速放缓，但净利润保持增长态势，Q1-Q3 归母净利润增速分别为 5.28%/14.39%/34.90%，逐季环比提升，单三季度增长较快。其中，单 Q3 公司主营的品牌授权及综合服务业务收入合计 3.03 亿元，同比增长 30.42%；时间互联营收 8.28 亿元，同比增长 9.23%。公司前三季度经营性现金流逐渐恢复转正，上半年时为净流出状态，因疫情影响，客户回款节奏放缓，同时小贷净放款增加导致。在疫情有效防控的背景之下，预计四季度经营活动现金流将会进一步改善。
- 销售、管理费用同比提升。**公司前三季度期间费用占比为 5.71%，同比基本持平，但单三季度期间费用率环比略有上升。前三季度销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.64%/3.20%/1.36%/-1.49%。销售费用同比增长 0.39pct，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；管理费用同比增加 0.74pct，主要系公司业务规模扩张，管理人员增加、新增期权激励费用及本部迁入新办公楼房租增长所致；研发投入率增加 0.32pct 主要是研发人员薪酬及期权激励费用增加所致；财务费用率同比下降 1.46pct，主要来自利息收入同比大幅增加影响，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。
- 主品牌南极人快速增长，社交电商平台占比超过京东。**公司主要品牌南极人以家庭为应用场景，为消费者提供高性价比、穿透消费层级和消费周期的有个性的基础款产品。前三季度公司在各电商渠道可统计 GMV 达 228.53 亿元，同比增长 35.96%。分品牌看，前三季度南极人/卡帝乐/精典泰迪品牌 GMV 同比分别增长 40%/7.19%/55.61%，南极人保持快速增长、逐季提升态势；精典泰迪销售在三季度恢复性增长，增速回到往年同期水平并略有上升；而卡帝乐受到 Q1 增速下滑影响，品牌增速不及去年同期，但增速环比回升。分渠道看，阿里/京东/拼多多/唯品会



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

同比分别增长 59.65%/20.93%/112.77%/55.65%，除唯品会外，各渠道增速环比均有增长。阿里平台三季度销售快速增长，与上半年增速 20%相比提振明显；主要社交电商渠道 GMV 继续保持高速增长，且渠道占比首次超越京东，占比超过 20%，而京东渠道占比为 14%。

- **不断巩固主流合作优势，成立公司布局直播业务拓展。**前三季度时间互联不断巩固原有主流媒体的合作优势，凭借持续优质的客户服务和行业口碑，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，为 OPPO 代理投放流量。在流量客户方面，严格筛选客户资质，降低经营风险，前三季度新拓展客户 601 家。公司结合市场趋势和公司的流量以及供应链等业务优势，开始在抖音等短视频平台拓展达人广告业务，同时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。此外，公司为布局直播电商业务，进一步拓展流量入口，拟与实控人共同投资设立公司，并以自有资金出资 2,000 万元，占注册资本 40%。

投资建议

- 公司品牌以电商渠道为主，主品牌南极人以规模效应获得降低的获客成本，基于庞大的用户基数、极致性价比的产品、丰富的供应链和对流量规则变动的准确把控，预计全年公司 GMV 仍将保持中高速增长。我们看好公司品牌规模化生产下的存量竞争优势，持续打造合作供应链护城河优势，并不断适应市场与消费变化，预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.63/0.79/0.99 元，对应公司 10 月 22 日收盘价 20.2 元，2020-2022 年 PE 分别为 32.16X/25.41X/20.34X，维持“买入”评级。

存在风险

- 电商渠道依赖风险；新业务业绩不确定性风险；时间互联多元化拓展风险；应收账款风险。

表 1 公司盈利能力变化情况

	2020Q3	2020Q2	2020Q1	2019Q4	2019Q3
营业总收入（亿元）	27.72	16.26	6.72	39.07	26.47
同比（%）	4.73%	-0.49%	-18.51%	16.52%	29.45%
营业成本	18.99	10.88	4.83	24.03	18.75
毛利率（%）	31.49%	33.08%	28.03%	38.50%	29.18%
销售费用	0.73	0.46	0.22	1.19	0.59
管理费用	0.89	0.54	0.27	0.80	0.65
研发费用	0.38	0.26	0.13	0.43	0.28
财务费用	-0.41	-0.26	-0.07	0.00	-0.01
期间费用率	5.71%	6.14%	8.24%	6.19%	5.72%
净利润	7.21	4.30	1.28	12.06	6.02
归母净利润	7.22	4.31	1.28	12.06	6.02
同比（%）	19.90%	11.51%	5.28%	36.06%	33.96%
扣非后归母净利润	6.62	4.01	1.04	11.48	5.66
同比（%）	17.01	10.93	-12.97	36.46	33.08
每股收益：					
基本每股收益	0.3000	0.1800	0.0500	0.4900	0.2500
稀释每股收益	0.3000	0.1800	0.0500	0.4900	0.2500

数据来源：Wind, 山西证券研究所

表 2 公司主营业务构成（中报披露）

	金额（亿元）	占营业收入比重	同比增减	毛利率	毛利率变动
营业总收入	16.26	100%	-0.49%		
分行业					
移动互联网业务	11.21	68.95%	-7.25%	6.77%	-0.89%
现代服务业	5.04	31.02%	19.04%	91.58%	-1.01%
货品销售	0.05	0.28%	-70.51%		
分产品					
移动互联网媒体投放平台业务	11.11	68.30%	-5.20%	6.34%	-0.38%
品牌综合服务业务	4.19	25.75%	19.14%	94.04%	0.66%
经销商品牌授权业务	0.37	2.25%	23.40%		
自媒体流量变现业务	0.31	1.91%	40.08%		
保理业务	0.16	0.99%	-10.78%		
移动互联网流量整合业务	0.11	0.66%	-71.39%		

数据来源：公司中报, 山西证券研究所

表 3 公司 GMV 构成及变动情况

	2020Q1			2020Q2			2020Q3		
	GMV（亿元）	占比	同比增减	GMV（亿元）	占比	同比增减	GMV（亿元）	占比	同比增减
	57.29		11.11%	143.78		30.95%	228.53		35.96%
分品牌									
南极人	52.24	91.19%	15.53%	129.26	89.90%	35.49%	203.39	89.50%	40.00%

卡帝乐	4.52	7.89%	-19.51%	12.79	8.90%	1.09%	21.53	9.47%	7.19%
精典泰迪	0.33	0.58%	-4.84%	1.02	0.71%	14.74%	2.32	1.02%	55.61%
分渠道									
阿里	35.70	62.31%	-0.90%	88.19	61.34%	19.79%	136.31	59.65%	59.65%
京东	9.33	16.29%	11.05%	20.47	14.24%	16.19%	32.15	14.07%	20.93%
社交电商（拼多多）	8.41	14.68%	62.85%	26.38	18.35%	94.00%	45.82	20.05%	112.77%
唯品会	2.82	4.92%	68.08%	7.03	4.89%	61.00%	11.62	5.08%	55.65%

数据来源：公司三季报, 山西证券研究所

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	4,011	8,040	10,074	12,577	营业收入	3,907	4,581	5,426	6,488
现金	1,281	4,437	6,659	9,215	营业成本	2,403	2,871	3,258	3,793
应收账款	878	1,568	1,449	1,804	营业税金及附加	10	11	13	16
其他应收款	88	143	130	168	销售费用	119	135	165	194
预付账款	229	703	942	1,073	管理费用	80	105	119	139
存货	10	11	12	15	财务费用	(0)	(11)	(16)	(25)
其他流动资产	1,524	1,178	882	302	资产减值损失	(1)	0	1	1
非流动资产	1,474	1,419	1,368	1,315	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	35	35	35	35
固定资产	7	6	6	5	营业利润	1,248	1,504	1,921	2,405
无形资产	560	523	488	455	营业外收入	31	40	32	34
其他非流动资产	907	890	874	854	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	5,485	9,459	11,441	13,892	利润总额	1,278	1,544	1,953	2,439
流动负债	626	925	1,054	1,138	所得税	72	0	0	0
短期借款	100	94	84	70	净利润	1,206	1,544	1,953	2,439
应付账款	69	127	105	133	少数股东损益	0	2	1	1
其他流动负债	457	704	865	935	归属母公司净利润	1,206	1,542	1,952	2,437
非流动负债	0	1	0	0	EBITDA	1,377	1,530	1,940	2,412
长期借款	0	0	0	0	EPS（元）	0.49	0.63	0.79	0.99
其他非流动负债	0	1	0	0					
负债合计	626	926	1,055	1,138	主要财务比率				
少数股东权益	0	2	3	5	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
股本	417	2,455	2,455	2,455	成长能力				
资本公积	1,479	1,479	1,479	1,479	营业收入	16.52%	17.25%	18.45%	19.57%
留存收益	3,114	4,597	6,450	8,815	营业利润	33.17%	20.55%	27.71%	25.20%
归属母公司股东权益	4,859	8,531	10,383	12,749	归属于母公司净利润	36.06%	27.85%	26.56%	24.89%
负债和股东权益	5,485	9,459	11,441	13,892	获利能力				
					毛利率(%)	38.50%	37.32%	39.96%	41.54%
					净利率(%)	30.87%	33.66%	35.97%	37.57%
					ROE(%)	24.82%	18.09%	18.80%	19.12%
					ROIC(%)	45.85%	70.45%	53.44%	70.36%
					偿债能力				

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,255	981	2,280	2,582
净利润	1,206	1,542	1,952	2,437

折旧摊销	46	38	35	33	资产负债率(%)	11.41%	9.79%	9.22%	8.19%
财务费用	(1)	(11)	(16)	(25)	净负债比率(%)	-11.65%	-45.83%	-56.11%	-64.65%
投资损失	(35)	(35)	(35)	(35)	流动比率	6.41	8.69	9.55	11.05
营运资金变动	475	(554)	342	170	速动比率	6.39	8.68	9.54	11.04
其他经营现金流	(437)	2	2	3	营运能力				
投资活动现金流	(1,596)	39	35	35	总资产周转率	0.78	0.61	0.52	0.51
资本支出	0	0	0	0	应收账款周转率	5.16	4.14	3.95	4.39
长期投资	14	0	0	0	应付账款周转率	64.69	46.72	46.71	54.53
其他投资现金流	(1,610)	39	35	35	每股指标(元)				
筹资活动现金流	(61)	1,985	(93)	(61)	每股收益(最新摊薄)	0.49	0.63	0.79	0.99
短期借款	30	(6)	(10)	(14)	每股经营现金流(最新摊薄)	0.51	0.40	0.93	1.05
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	1.98	3.48	4.23	5.19
普通股增加	0	2,038	0	0	估值比率				
资本公积增加	(2)	0	0	0	P/E	41.1	32.2	25.4	20.3
其他筹资现金流	(89)	(47)	(83)	(47)	P/B	10.2	5.8	4.8	3.9
现金净增加额	(402)	3,004	2,222	2,556	EV/EBITDA	1.36	29.20	21.98	16.71

数据来源：Wind, 山西证券研究所

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

