

2021年04月16日

货币化率大幅下降，关注标牌去库存进展

南极电商(002127)

评级:	增持	股票代码:	002127
上次评级:	增持	52周最高价/最低价:	24.41/8.65
目标价格:		总市值(亿)	222.41
最新收盘价:	9.06	自由流通市值(亿)	178.25
		自由流通股数(百万)	1,967.39

事件概述

2020年公司实现收入41.72亿元、同比增长6.78%，归母净利11.88亿元、同比下降1.5%，扣非归母净利11.05亿元、同比下降3.74%，业绩低于预期，我们判断主要由于货币化率不及预期，主要由于拼多多渠道占比加大、新品类推广及供应商标牌去库存，货币化率下降使得主业收入及净利率均低于预期。

2020Q4收入/归母净利/扣非归母净利增速为11%/-23%/-24%，净利增速低于收入增速主要由于货币化率下降。

2020年末账上现金+其他流动资产为30.12亿元，每股派发现金红利0.166元(含税)，分红率为33%。

分析判断:

收入分拆:(1)分母子公司来看,2020年南极电商本部收入13.96亿元(-0.03%)、归母净利10.72亿元(-2.34%)，净利率同比下降2PCT至77%，其中Q4收入/净利同比下降18%/24%、环比Q3下降43/59PCT,20Q4净利率同比下降5PCT至76%；时间互联收入27.76亿元(+10.57%)、归母净利1.16亿元(+6.98%)，净利率同比下降0.2PCT至4.2%，其中Q4收入/净利同比增长50%/9%、环比下降41/23PCT,20Q4净利率同比下降0.9PCT至2.6%。目前时间互联已成为小米、OPPO、快手KA的独家/核心/核心代理商，未来将重点加大短视频营销业务布局，打造KOL矩阵，通过广告和内容电商等方式变现。

(2)2020年GMV为402.09亿元、同比增长31.58%，Q4增长28%、增速环比Q3下降18PCT，其中南极人品牌GMV为362亿元(+33%)，卡帝乐为34亿(+13%)，精品泰迪为4亿(+72%)，南极人/卡帝乐增速较2019年下降20/15PCT，精品泰迪增速较2019年提升26PCT。2020年货币化率约为3.3%，较去年4.3%的水平下降1PCT；2020Q4货币化率约为3.3%，环比/同比下降0.3PCT/1.8PCT。

(3)分平台来看，拼多多维持翻倍增长、阿里大幅放缓。公司在阿里/拼多多/京东/唯品会/其他GMV增速分别为12%/122%/24%/54%/298%、占比分别为57%/22%/14%/6%/1%，阿里/拼多多/京东/唯品会增速同比19年下降27/3/8/146PCT，阿里/京东占比下降9/1PCT，拼多多/唯品会占比提升9/1PCT。

(4)分品类看，公司非纺织品类目GMV占比由2018年近20%升至2020年近50%，品类扩张初见成效；与此同时，2020年合作供应商/经销商/授权店铺1,612家/6,079家/7,337家，同比增长45%/35%/27%、增速较19年提升16/27/22PCT，仍在加速。

经营性现金流净额同比下降24%至9.6亿，主要由于经营性应收项目增加3.7亿元，经营现金流净额/净利润为81%、同比下降23PCT。从净营业周期角度来看，2020年为69天、同比增加7天，相比2019年应收账款周转天数+13天和应付账款周转天数+5天。2020年末应收账款为11.3亿，应收账款增速42.7%、高于收入增速，应收账款/收入为27.1%，同比增加7PCT。

2020年毛利率/净利率为35.14%/28.41%，同比下降3.36/2.34PCT，20Q4单季度毛利率/净利率为42.36%/33.16%，同比下降15.72PCT/14.79PCT。拆分来看，现代服务业/时间互联毛利率分别为88.67%/5.16%、同比下降4.02/3.17PCT。

投资建议

短期来看，信息流的趋势对公司带来较大影响，公司仍处于去库存之中，预计下半年有望实现收入和利润同步增长；理顺之后，公司有望加大代发货+控低价+提高服务费，在拼多多、抖音、京喜等继续拓展店铺。中

期来看，我们需关注公司在直播等新渠道的拓展；长期来看，关注非纺服品类的扩张进度，我们分析，“品牌模糊化”的品类是南极的机会所在，公司优势在于捕捉爆款并快速实现供应链转化的反应能力。考虑业绩低于预期，将 21/22 年 EPS 从 0.81/1.01 元下调至 0.60/0.77 元、对应 PE15/12X，新增 23 年 EPS 为 0.95 元，维持“增持”评级。公司计划回购 3-5 亿元，目前已回购 6716 万元，回购均价 9.44 元提供相对安全边际。

表 1 可比公司估值

公司名称	收盘价	2021E EPS	2022E EPS	2023E EPS	2021E PE	2022E PE	2023E PE	2020A 净利增速	2020A PEG
开润股份	24.70	0.97	1.46	1.87	22.58	15.09	11.76	-65.5%	-1.03
丽人丽妆	33.58	1.00	1.19	1.35	33.74	28.28	24.96	18.7%	1.78
若羽臣	31.99	1.07	1.37	1.30	29.79	23.40	24.62	2.53%	17.24
壹网壹创	83.53	3.20	4.43	-	26.13	18.87	-	49.7%	0.74
三只松鼠	42.09	0.90	1.11	1.37	46.84	37.94	30.72	26.21%	2.09
良品铺子	47.23	1.10	1.35	1.52	42.59	34.70	30.71	1%	72.25
平均值 (剔除负值)	-	-	-	-	33.6	26.38	24.43	-	-

资料来源：公司年报，华西证券研究所。注：收盘价和 PE 数据截至 2021 年 4 月 15 日，A 股收盘价为元。

风险提示

平台竞争格局变化风险；品类扩张不及预期；扩张期货币化率下降；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,907	4,172	4,928	5,741	6,576
YoY (%)	16.5%	6.8%	18.1%	16.5%	14.5%
归母净利润(百万元)	1,206	1,188	1,474	1,897	2,322
YoY (%)	36.1%	-1.5%	24.0%	28.7%	22.4%
毛利率 (%)	38.5%	35.1%	38.1%	41.2%	43.3%
每股收益 (元)	0.49	0.48	0.60	0.77	0.95
ROE	24.8%	20.5%	21.7%	23.4%	23.8%
市盈率	18.64	18.93	15.26	11.85	9.69

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

研究助理：朱宇昊

邮箱：zhuyh@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	4,172	4,928	5,741	6,576	净利润	1,185	1,470	1,892	2,316
YoY (%)	6.8%	18.1%	16.5%	14.5%	折旧和摊销	3	10	8	7
营业成本	2,706	3,051	3,375	3,727	营运资金变动	-209	-15	-18	-143
营业税金及附加	10	20	23	26	经营活动现金流	956	1,418	1,831	2,121
销售费用	122	172	189	204	资本开支	-6	22	24	26
管理费用	97	148	172	184	投资	-298	-957	-1,242	-1,488
财务费用	-57	-43	-45	-45	投资活动现金流	-225	-916	-1,196	-1,435
资产减值损失	-2	-2	-3	-4	股权募资	4	0	0	0
投资收益	22	25	29	33	债务募资	70	-50	0	0
营业利润	1,228	1,539	1,987	2,434	筹资活动现金流	-334	-501	-580	-700
营业外收支	21	26	26	30	现金净流量	398	1	55	-14
利润总额	1,249	1,565	2,013	2,464					
所得税	64	95	121	148	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	1,185	1,470	1,892	2,316	成长能力				
归属于母公司净利润	1,188	1,474	1,897	2,322	营业收入增长率	6.8%	18.1%	16.5%	14.5%
YoY (%)	-1.5%	24.0%	28.7%	22.4%	净利润增长率	-1.5%	24.0%	28.7%	22.4%
每股收益	0.48	0.60	0.77	0.95	盈利能力				
					毛利率	35.1%	38.1%	41.2%	43.3%
					净利率率	28.4%	29.8%	33.0%	35.2%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	总资产收益率 ROA	18.3%	20.3%	22.1%	22.6%
货币资金	2,974	2,974	3,030	3,016	净资产收益率 ROE	20.5%	21.7%	23.4%	23.8%
预付款项	248	275	304	335	偿债能力				
存货	3	5	5	4	流动比率	6.93	12.79	14.62	16.52
其他流动资产	1,797	2,516	3,779	5,419	速动比率	6.56	12.13	13.96	15.85
流动资产合计	5,021	5,770	7,117	8,775	现金比率	4.10	6.59	6.22	5.68
长期股权投资	6	6	6	6	资产负债率	11.1%	6.2%	5.7%	5.2%
固定资产	7	8	10	13	经营效率				
无形资产	560	559	557	556	总资产周转率	0.64	0.68	0.67	0.64
非流动资产合计	1,485	1,484	1,484	1,487	每股指标 (元)				
资产合计	6,506	7,253	8,601	10,261	每股收益	0.48	0.60	0.77	0.95
短期借款	50	0	0	0	每股净资产	2.36	2.77	3.31	3.97
应付账款及票据	150	150	148	153	每股经营现金流	0.39	0.58	0.75	0.86
其他流动负债	524	301	339	378	每股股利	0.00	1.08	1.39	1.68
流动负债合计	724	451	487	531	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	18.93	15.26	11.85	9.69
其他长期负债	0	0	0	0	PB	5.81	3.30	2.77	2.31
非流动负债合计	0	0	0	0					
负债合计	724	451	487	531					
股本	417	417	417	417					
少数股东权益	0	-4	-8	-14					
股东权益合计	5,782	6,802	8,114	9,730					
负债和股东权益合计	6,506	7,253	8,601	10,261					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，10年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得 2011-2015 年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012-2015 年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013-2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名，2013年Wind金牌分析师第4名，2014年第一财经最佳分析师第4名，2015年华尔街见闻金牌分析师第1名，2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

朱宇昊：中南财经政法大学经济学硕士、学士，2020年7月加入华西证券纺服&教育团队。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华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。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。