

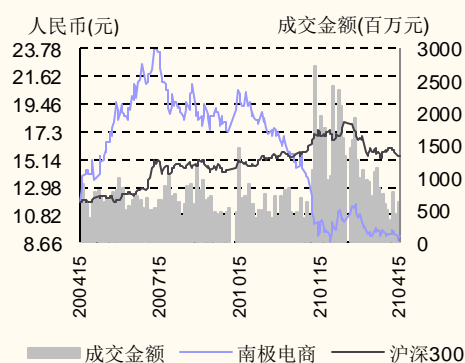
## 南极电商 (002127.SZ) 买入 (维持评级)

公司研究

市场价格 (人民币): 8.95 元

## 市场数据(人民币)

总股本(亿股)	24.55
已上市流通 A 股(亿股)	19.67
总市值(亿元)	224.87
年内股价最高最低(元)	23.81/8.66
沪深 300 指数	4949
深证成指	13680



## 拼多多拉动 GMV 持续高增，货币化率下滑拖累业绩

## 公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,907	4,172	4,712	5,400	6,170
营业收入增长率	16.52%	6.78%	12.94%	14.60%	14.27%
归母净利润(百万元)	1,206	1,188	1,538	1,908	2,360
归母净利润增长率	36.06%	-1.50%	29.43%	24.09%	23.66%
摊薄每股收益(元)	0.491	0.484	0.626	0.777	0.961
每股经营性现金流净额	0.51	0.36	2.87	4.41	5.20
ROE(归属母公司)(摊薄)	24.82%	20.55%	20.78%	20.63%	20.70%
P/E	22.21	28.27	14.29	11.51	9.31
P/B	5.51	5.81	2.97	2.38	1.93

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- **事件:** 公司 4 月 15 日发布 2020 全年业绩, 实现收入 41.7 亿元 (+6.8%), 归母净利润 11.88 亿元 (-1.5%), 其中 Q4 收入、净利分别+11%、-23%, 低于预期, 每股派现 0.166 元 (含税)。按业务分拆: 1) 本部收入 13.96 亿元 (-0.03%), 其中品牌授权及综合服务收入 13.27 亿元 (+1.6%), 净利 10.7 亿元 (-2.3%); 2) 时间互联收入 27.7 亿元 (+10.6%)、净利 1.2 亿元 (+7.0%), 增速相对较快。
- **GMV 持续高增长, 货币化率下滑。** 20 年公司 GMV 为 402.09 亿元、同增 31.6%, 其中南极人/卡帝乐/精典泰迪分别同增 33/13/72%, 阿里/拼多多/京东/唯品会分别同增 12.2/122/23.7/53.7%。按照品牌授权及综合服务业务口径计算, 20 年公司货币化率 3.3%、同降 0.97pct, 主要系新平台 (拼多多占比+9pct)、新品类 (非纺织类目占比已增至近 50%) 占比提升所致。
- **毛利率、净利率均有所下滑。** 2020 年公司毛利率为 35.1% (-3.4pct)、净利率为 28.4% (-2.46pct)。毛利率下滑主要系高毛利品牌授权及综合服务业务占比下滑 (-1.6pct) 所致, 净利率下滑主要系股权激励、人力成本增加、搬迁办公室等导致管理费用提升所致。
- **现金减少, 应收占比提升。** 20 年公司经营性现金流净额同比减少 23.79% 至 9.6 亿元, 主要系付现、应收项目增加所致; 应收账款为 11.3 亿元 (+43.8%)、占营收比例提升 2.9pct, 其中本部业务约 8.6 亿元 (+40%)、时间互联约 2.5 亿元 (+56%)、保理业务约 0.2 亿元 (+0%)。
- **扩品类、扩渠道逻辑持续, GMV 预计延续高增长。** 非纺织类目占比提升、拼多多翻倍增长, 有望持续带动公司 GMV 高增长。考虑到新渠道、新品类快速上量后公司运营效率增强、货币化率有望提升, 预计将拉动业绩增长。

## 投资建议与风险提示

- 公司扩品类、扩渠道有望带动业绩增长, 运营效率增强将拉动毛、净利率提升。20 年疫情影响业绩低于预期, 下调盈利预测, 预计 21-23 年归母净利润为 15.4 亿 (下调 20%)、19.1 亿 (下调 20%)、23.6 亿元, EPS 为 0.63/0.78/0.96 元, 当前股价对应 PE 为 14/12/9 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 阿里平台流量规则变化公司股份降低, 货币化率提升不及预期。

李婕

分析师 SAC 执业编号: S1130520110003  
lijie@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	3,353	3,907	4,172	4,712	5,400	6,170	货币资金	1,190	1,281	2,974	4,138	5,861	7,764
增长率		16.5%	6.8%	12.9%	14.6%	14.3%	应收账款	825	951	1,244	1,431	1,640	1,874
主营业务成本	-2,197	-2,403	-2,706	-2,724	-2,917	-3,119	存货	3	5	3	15	16	17
%销售收入	65.5%	61.5%	64.9%	57.8%	54.0%	50.6%	其他流动资产	1,040	1,773	801	815	842	871
毛利	1,156	1,504	1,466	1,988	2,483	3,051	流动资产	3,058	4,011	5,021	6,399	8,359	10,526
%销售收入	34.5%	38.5%	35.1%	42.2%	46.0%	49.4%	%总资产	67.2%	73.1%	77.2%	81.2%	85.0%	87.7%
营业税金及附加	-10	-10	-10	-12	-24	-40	长期投资	14	0	6	16	18	19
%销售收入	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%	0.5%	0.7%	固定资产	3	7	7	8	12	13
销售费用	-111	-119	-122	-146	-173	-201	%总资产	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
%销售收入	3.3%	3.0%	2.9%	3.1%	3.2%	3.3%	无形资产	1,453	1,457	1,453	1,454	1,444	1,437
管理费用	-57	-80	-97	-131	-178	-222	非流动资产	1,492	1,474	1,485	1,478	1,473	1,469
%销售收入	1.7%	2.1%	2.3%	2.8%	3.3%	3.6%	%总资产	32.8%	26.9%	22.8%	18.8%	15.0%	12.3%
研发费用	-38	-43	-45	-47	-70	-74	<b>资产总计</b>	<b>4,549</b>	<b>5,485</b>	<b>6,506</b>	<b>7,877</b>	<b>9,832</b>	<b>11,995</b>
%销售收入	1.1%	1.1%	1.1%	1.0%	1.3%	1.2%	短期借款	70	100	50	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	940	1,251	1,191	1,652	2,038	2,514	应付款项	219	188	306	249	263	275
%销售收入	28.0%	32.0%	28.6%	35.1%	37.7%	40.7%	其他流动负债	495	338	368	227	319	319
财务费用	-5	0	57	72	103	141	流动负债	784	626	724	477	582	594
%销售收入	0.2%	0.0%	-1.4%	-1.5%	-1.9%	-2.3%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-21	44	61	44	42	58	其他长期负债	1	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	785	626	724	477	582	594
投资收益	23	35	22	0	0	0	<b>普通股股东权益</b>	<b>3,739</b>	<b>4,859</b>	<b>5,782</b>	<b>7,400</b>	<b>9,250</b>	<b>11,401</b>
%税前利润	2.4%	2.8%	1.7%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	417	417	417	417	417	417
营业利润	937	1,248	1,228	1,768	2,183	2,714	未分配利润	1,776	2,941	3,798	5,294	7,144	9,295
营业利润率	27.9%	31.9%	29.4%	37.5%	40.4%	44.0%	少数股东权益	26	0	0	0	0	0
营业外收支	26	30	21	0	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>4,549</b>	<b>5,485</b>	<b>6,506</b>	<b>7,877</b>	<b>9,832</b>	<b>11,995</b>
税前利润	963	1,278	1,249	1,768	2,183	2,714	<b>比率分析</b>						
利润率	28.7%	32.7%	30.0%	37.5%	40.4%	44.0%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-76	-72	-64	-230	-275	-354	<b>每股指标</b>						
所得税率	7.9%	5.6%	5.2%	13.0%	12.6%	13.1%	每股收益	0.361	0.491	0.484	0.626	0.777	0.961
净利润	887	1,206	1,185	1,538	1,908	2,360	每股净资产	1.523	1.979	2.355	3.015	3.768	4.644
少数股东损益	1	0	-3	0	0	0	每股经营现金净流	0.225	0.510	0.364	2.873	4.406	5.198
归属于母公司的净利润	886	1,206	1,188	1,538	1,908	2,360	每股股利	0.000	0.120	0.100	0.100	0.140	0.500
净利率	26.4%	30.9%	28.5%	32.6%	35.3%	38.2%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	23.71%	24.82%	20.55%	20.78%	20.63%	20.70%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	19.49%	21.99%	18.26%	19.52%	19.41%	19.67%
净利润	887	1,206	1,185	1,538	1,908	2,360	投入资本收益率	22.59%	23.82%	19.37%	19.42%	19.25%	19.18%
少数股东损益	1	0	-3	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	26	45	1	37	53	51	主营业务收入增长率	240.12%	16.52%	6.78%	12.94%	14.60%	14.27%
非经营收益	-18	-38	-84	15	0	0	EBIT 增长率	58.29%	33.11%	-4.83%	38.71%	23.34%	23.38%
营运资金变动	-343	38	-209	-391	-122	-241	净利润增长率	65.92%	36.06%	-1.50%	29.43%	24.09%	23.66%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>551</b>	<b>1,251</b>	<b>893</b>	<b>1,199</b>	<b>1,839</b>	<b>2,169</b>	总资产增长率	19.07%	20.57%	18.62%	21.07%	24.82%	22.00%
资本开支	-1	-15	-6	-33	-46	-46	<b>资产管理能力</b>						
投资	-492	-1,622	-298	-30	-12	-11	应收账款周转天数	67.1	70.7	83.9	95.0	95.0	95.0
其他	28	41	79	0	0	0	存货周转天数	1.3	0.7	0.6	2.0	2.0	2.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-464</b>	<b>-1,596</b>	<b>-225</b>	<b>-63</b>	<b>-58</b>	<b>-57</b>	应付账款周转天数	6.3	9.2	14.8	13.0	12.0	11.0
股权募资	0	0	4	123	0	0	固定资产周转天数	0.3	0.6	0.6	0.7	1.1	1.1
债权募资	-176	30	-50	-50	0	0	<b>偿债能力</b>						
其他	-182	-91	-288	-43	-58	-209	净负债/股东权益	-29.74%	-54.97%	-59.21%	-62.68%	-68.76%	-72.49%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-359</b>	<b>-61</b>	<b>-334</b>	<b>29</b>	<b>-58</b>	<b>-209</b>	EBIT 利息保障倍数	180.6	-2,702.5	-21.1	-23.0	-19.7	-17.8
<b>现金净流量</b>	<b>-271</b>	<b>-406</b>	<b>335</b>	<b>1,165</b>	<b>1,722</b>	<b>1,903</b>	资产负债率	17.26%	11.41%	11.13%	6.05%	5.92%	4.95%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	6	10	15	69
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-09-26	买入	10.22	N/A
2	2019-10-18	买入	11.43	15.00~15.00
3	2019-12-15	买入	10.81	N/A
4	2020-03-01	买入	9.77	N/A
5	2020-04-16	买入	11.88	18.00~18.00
6	2020-04-29	买入	14.27	18.00~18.00
7	2020-08-23	买入	21.01	N/A
8	2020-10-23	买入	20.20	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402