

2020 年年报点评：阿里渠道增速有所放缓，整体 GMV 仍保持高增

买入（维持）

2021 年 04 月 18 日

证券分析师 吴劲草

执业证号：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

研究助理 阳靖

yangjing@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	4,172	4,463	4,938	5,511
同比（%）	6.8%	7.0%	10.6%	11.6%
归母净利润（百万元）	1,188	1,252	1,462	1,679
同比（%）	-1.5%	5.4%	16.8%	14.9%
每股收益（元/股）	0.48	0.51	0.60	0.68
P/E（倍）	18.45	17.51	14.99	13.05

业绩简评

■ 4 月 16 日，公司发布 2020 年年度报告。2020 年全年，公司实现收入 41.72 亿元，同比+6.8%；归母净利润 11.88 亿元，同比-1.5%；扣非净利润 11.05 亿元，同比-3.7%。Q4 单季公司实现收入 14 亿元，同比+11.1%；归母净利润 4.66 亿元，同比-22.8%。Q4 及全年净利润不及我们预期，主要因天猫渠道增速放缓。公司计划每 10 股派息 1.66 元。

经营分析

■ **2020 年公司本部的收入、利润均有所下滑：**全年公司本部实现收入 13.96 亿元/-0.1%YOY，净利润 10.67 亿元/-2.9%YOY；时间互联实现收入 27.76 亿元/-10.6%YOY，净利润 1.16 亿元/+7.0%YOY。

■ **坚持多品类战略，GMV 持续高增：**2020 年全年，公司 GMV 为 402.1 亿元/+31.6%yoy；Q4 单季 GMV 为 173.6 亿元/+26%yoy，GMV 高增主要归功于公司的多品类战略，非纺织品类目 GMV 占比由 2018 年的近 20%提升至 2020 年的近 50%。

■ **阿里渠道增速放缓，公司整体货币化率下滑：**分渠道看，2020 年全年阿里/拼多多/京东/唯品会/其他渠道 GMV 分别为 227.9/ 88.0/ 57.9/ 22.2/ 6.0 亿元，同比增长 12.2%/ 122.0%/ 23.72%/ 53.68/ 298.03%。货币化率较高的阿里渠道 GMV 增速低于整体，导致公司品牌综合服务货币化率下降至 3.1%/ 同比-0.96pct。

■ **多品牌齐头并进，未来将持续丰富品牌矩阵：**分品牌看，2020 年全年，南极人/ 卡帝乐鳄鱼/ 精品泰迪 GMV 分别为 362.2/ 33.72/ 3.93 亿元，同比增长 33.26%/ 12.93%/ 72.39%，各个品牌均保持持续增长。公司计划持续丰富品牌矩阵内涵，保持现有品牌的同时适当增加公司运营的品牌数量，横向和纵向丰富产品类目内涵，进一步提升产品覆盖面和性价比。

■ **与值得买签署合作协议，拓展社交电商渠道值得期待：**3 月 17 日公司公告，与值得买旗下有助科技签署合作协议，在抖音电商平台内（包括抖音小店、精选联盟等）将南极人商标授权给有助科技，授权费根据销售额而定，最高不超过 8000 万元。2020 年南极电商开始全面布局直播电商业务，本次合作有利于拉动销售，实现品效合一、提升品牌力。

■ **盈利预测与投资评级：**阿里渠道增速放缓一定程度上影响公司中短期内的货币化率和利润增速。公司积极布局拼多多、社交电商等新渠道，整体 GMV 仍有望保持强劲增长。我们下调公司 21-22 年公司归母净利润至 12.5 亿 (-34%)/ 14.6 亿 (-38%)，预测 2023 年归母净利润为 16.8 亿。4 月 18 日收盘价对应 21-23 年 PE 为 18/ 15/ 13x。考虑到公司长期增长逻辑不变且当前估值处于低位，我们仍维持“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)	8.93
一年最低/最高价	8.65/24.41
市净率(倍)	3.78
流通 A 股市值(百万元)	17568.80

基础数据

每股净资产(元)	2.36
资产负债率(%)	11.13
总股本(百万股)	2454.87
流通 A 股(百万股)	1967.39

相关研究

- 1、《南极电商 (002127)：启动上市以来规模最大的回购计划，拟现金回购 5-7 亿元，坚定长期发展信心》2021-01-06
- 2、《南极电商 (002127)：Q3 归母净利润+34.9%，Q4 “早冬” + “报复消费” 双重利好，复苏加速后续可期》2020-10-23
- 3、《南极电商公司点评报告：修订员工持股计划，聚焦核心骨干》2020-10-14

南极电商三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	5,021	8,120	9,244	10,530	营业收入	4,172	4,463	4,938	5,511
现金	2,974	5,944	6,857	7,869	减:营业成本	2,706	2,998	3,297	3,631
应收账款	1,183	1,256	1,449	1,655	营业税金及附加	10	11	12	14
存货	3	4	5	5	营业费用	122	125	137	152
其他流动资产	862	915	933	1,001	管理费用	97	89	99	110
非流动资产	1,485	1,600	1,636	1,669	研发费用	45	29	40	50
长期股权投资	6	12	17	23	财务费用	-57	-100	-157	-182
固定资产	7	6	4	4	资产减值损失	2	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	加:投资净收益	22	23	26	26
无形资产	560	671	702	729	其他收益	20	6	8	10
其他非流动资产	912	912	912	912	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	6,506	9,720	10,880	12,199	营业利润	1,228	1,340	1,543	1,771
流动负债	724	714	818	864	加:营业外净收支	21	26	26	26
短期借款	50	0	0	0	利润总额	1,249	1,366	1,569	1,797
应付账款	150	165	182	200	减:所得税费用	64	113	105	116
其他流动负债	524	549	637	663	少数股东损益	-3	1	1	2
非流动负债	0	2	2	2	归属母公司净利润	1,188	1,252	1,462	1,679
长期借款	0	2	2	2	EBIT	1,163	1,233	1,377	1,576
其他非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	1,167	1,237	1,381	1,578
负债合计	724	717	821	866	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	-0	1	3	4	每股收益(元)	0.48	0.51	0.60	0.68
归属母公司股东权益	5,782	9,002	10,057	11,329	每股净资产(元)	2.36	2.84	3.27	3.78
负债和股东权益	6,506	9,720	10,880	12,199	发行在外股份(百万股)	2455	2455	2455	2455
					ROIC(%)	47.0%	224.0%	200.1%	164.6%
					ROE(%)	20.5%	18.0%	18.2%	18.1%
					毛利率(%)	35.1%	32.8%	33.2%	34.1%
					销售净利率(%)	28.5%	28.0%	29.6%	30.5%
					资产负债率(%)	11.1%	7.4%	7.5%	7.1%
					收入增长率(%)	6.8%	7.0%	10.6%	11.6%
					净利润增长率(%)	-1.5%	5.5%	16.9%	14.9%
					P/E	18.45	17.51	14.99	13.05
					P/B	3.79	3.15	2.73	2.36
					EV/EBITDA	15.86	12.51	10.55	8.59

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>