

南极电商（002127）

2024 年年报及 2025 年一季报点评：品牌升级持续推进，营销开支影响短期利润 买入（维持）

2025 年 04 月 28 日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 阳靖

执业证书：S0600523020005

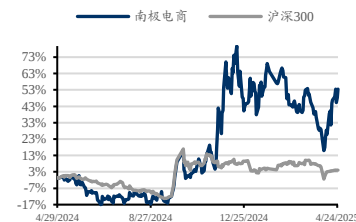
yangjing@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	2,692	3,358	4,920	6,460	7,621
同比（%）	(18.66)	24.75	46.49	31.30	17.98
归母净利润（百万元）	111.58	(236.59)	249.76	563.95	753.17
同比（%）	137.49	(312.04)	205.57	125.79	33.55
EPS-最新摊薄（元/股）	0.05	(0.10)	0.10	0.23	0.31
P/E（现价&最新摊薄）	101.87	(48.04)	45.51	20.15	15.09

投资要点

- **事件：**公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报。
- **2024 年，**公司收入 33.6 亿元，同比+24.8%；归母净利润-2.4 亿元，同比-312%；扣非净利润为-2.9 亿元，同比-485%。2024 年公司本部收入 5.58 亿元，同比+57%；净利润为-2.77 亿元，同比转亏。时间互联实现收入为 28.0 亿元，同比+20%；净利润为 0.33 亿元，同比-28%。本部收入增速较好，主要是南极人轻奢品牌升级、百家好持续增长。但因为销售费用增长，净利润受到短期影响。
- **2025Q1，**公司收入 7.29 亿元，同比+2.03%；归母净利润-0.14 亿元，同比-129%。扣非净利润为-0.19 亿元，同比-150%。其中，本部实现收入 1.01 亿元，同比+20%；时间互联收入 6.29 亿元，同比-0.3%。
- **品牌升级阶段短期营销投放较高，2025Q1 已有环比改善：**2024 年公司销售费用率为 17.5%，同比+13.4pct；2025Q1 公司销售费用率为 12.5%，同比+7.5pct。主要为分众及营销推广的增加所致，公司南极人品牌及产品进行较大规模营销方面的投入，活动包括邀约代言人、机场推广、梯媒推广及投流等，品牌进入高增阶段。2025Q1 公司销售费用率环比已经有所下降，我们认为后续随着硬广投放逐渐到期结束，业务规模发展与成本管控优化，公司盈利能力有望逐步改善。
- **南极人品牌升级，实现“大牌平替”：**公司南极人推进品牌升级，产品设计团队对标奢品，启用曾在国内外 Top 品牌任职的版师、品控师等核心团队，采用英国高士、YKK 等高质原辅料打造好产品。南极人也新增自营销售业态，公司实现从原料、研发、加工、销售全链路管控，打造南极人品牌升级之后的新的品质标杆。
- **百家好品牌抖音排名靠前，通过扩渠道等方式实现增长：**百家好定位“美学风格化 SPA 品牌零售商”，通过“快返小单”的模式及高效周转实现了近年来 GMV 同比快速增长。2025 年 3 月，根据第三方数据平台，百家好品牌在抖音平台女装销售额排名第 4。未来随着百家好品牌在抖音上的份额提升，以及积极开拓天猫等外部平台，还有较大增长空间。
- **盈利预测与投资评级：**公司品牌升级进展顺利，看好公司通过品牌升级实现持续成长。考虑费用投放影响，我们将公司 2025-26 年的归母净利润预测由 3.0/ 6.0 亿元调整至 2.5/ 5.6 亿元，预计 2027 年归母净利润为 7.5 亿元，2025-27 年同比扭亏/+126%/ +34%，考虑公司新品牌表现良好、销售费用率或将得到改善，仍维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业需求波动，行业竞争加剧，销售费用控制，新品牌/新模式的发展目前仍然存在不确定性。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	4.63
一年最低/最高价	2.48/5.61
市净率(倍)	2.69
流通 A 股市值(百万元)	9,173.23
总市值(百万元)	11,366.05

基础数据

每股净资产(元,LF)	1.72
资产负债率(%，LF)	15.26
总股本(百万股)	2,454.87
流通 A 股(百万股)	1,981.26

相关研究

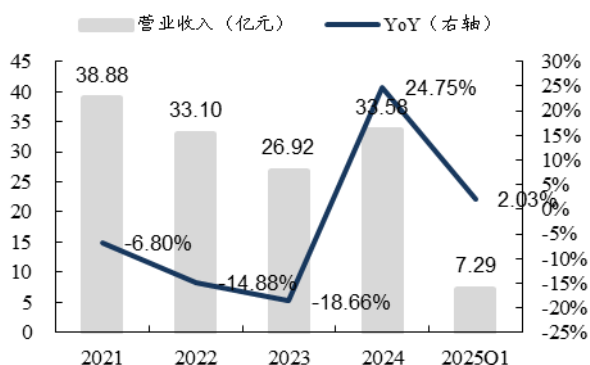
《南极电商(002127)：国民品牌，反转焕新》

2025-01-24

《南极电商(002127)：发布员工持股计划，助力战略转型推进》

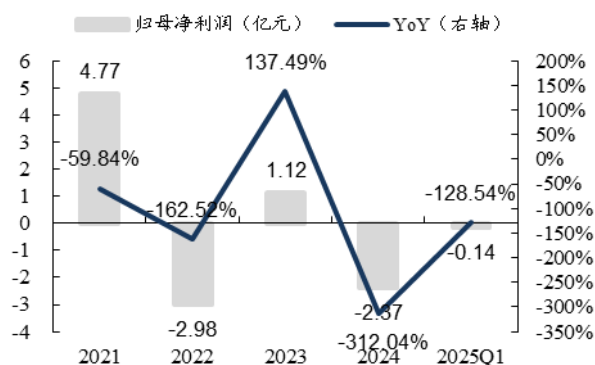
2023-10-10

图1: 南极电商收入及增速



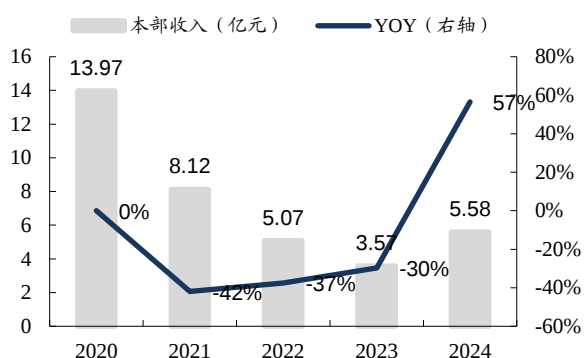
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图2: 南极电商归母净利润及增速



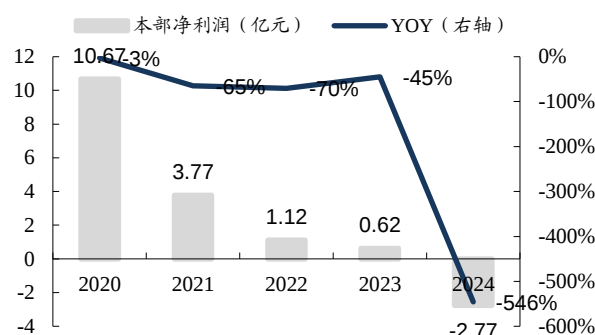
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图3: 公司本部收入及增速



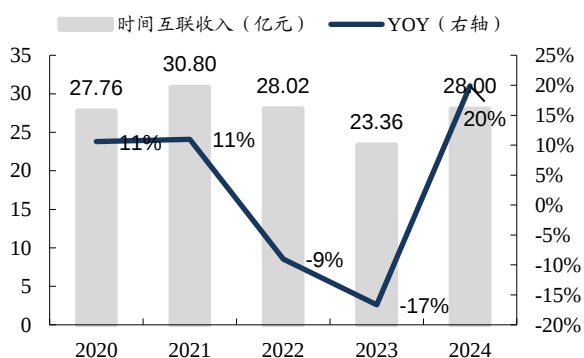
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图4: 公司本部归母净利润及增速



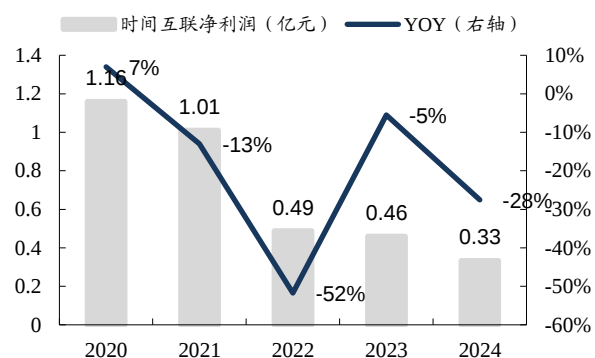
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图5: 时间互联收入及增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图6: 时间互联归母净利润及增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

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)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,677	4,578	5,793	7,184	营业总收入	3,358	4,920	6,460	7,621
货币资金及交易性金融资产	2,697	3,014	3,817	4,903	营业成本(含金融类)	2,853	4,168	5,261	6,102
经营性应收款项	755	1,363	1,741	2,020	税金及附加	5	7	10	11
存货	115	62	78	90	销售费用	588	369	420	457
合同资产	0	0	0	0	管理费用	103	123	149	168
其他流动资产	109	139	157	171	研发费用	15	22	29	34
非流动资产	1,412	1,398	1,387	1,381	财务费用	(30)	1	1	1
长期股权投资	2	2	2	2	加:其他收益	3	5	6	7
固定资产及使用权资产	29	19	10	3	投资净收益	25	36	47	56
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	12	0	0	0
无形资产	939	937	935	935	减值损失	(133)	(16)	(19)	(23)
商誉	326	326	326	326	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	(268)	254	625	888
其他非流动资产	115	114	114	114	营业外净收支	14	17	20	25
资产总计	5,088	5,976	7,181	8,565	利润总额	(254)	271	645	912
流动负债	860	1,388	1,777	2,074	减:所得税	(10)	14	65	137
短期借款及一年内到期的非流动负债	8	7	7	7	净利润	(244)	257	581	775
经营性应付款项	258	91	114	133	减:少数股东损益	(7)	7	17	22
合同负债	240	587	771	909	归属母公司净利润	(237)	250	564	753
其他流动负债	354	703	885	1,024	每股收益-最新股本摊薄(元)	(0.10)	0.10	0.23	0.31
非流动负债	20	20	20	20	EBIT	(227)	272	646	913
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	(211)	284	657	919
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	15.04	15.27	18.55	19.94
租赁负债	17	17	17	17	归母净利率(%)	(7.04)	5.08	8.73	9.88
其他非流动负债	4	3	3	3	收入增长率(%)	24.75	46.49	31.30	17.98
负债合计	880	1,408	1,797	2,094	归母净利润增长率(%)	(312.04)	205.57	125.79	33.55
归属母公司股东权益	4,215	4,568	5,366	6,432					
少数股东权益	(7)	1	17	40					
所有者权益合计	4,208	4,569	5,383	6,471					
负债和股东权益	5,088	5,976	7,181	8,565					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(177)	163	502	694	每股净资产(元)	1.72	1.86	2.19	2.62
投资活动现金流	153	52	68	80	最新发行在外股份(百万股)	2,455	2,455	2,455	2,455
筹资活动现金流	(203)	101	233	312	ROIC(%)	(4.92)	5.85	11.63	13.04
现金净增加额	(227)	317	803	1,086	ROE-摊薄(%)	(5.61)	5.47	10.51	11.71
折旧和摊销	16	13	11	6	资产负债率(%)	17.30	23.56	25.03	24.45
资本开支	(2)	17	20	25	P/E (现价&最新股本摊薄)	(48.04)	45.51	20.15	15.09
营运资本变动	6	(72)	(42)	(32)	P/B (现价)	2.70	2.49	2.12	1.77

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>