

业务转型利润承压，业绩拐点有望到来

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:	5.61/2.48
目标价格:		总市值(亿)	113.66
最新收盘价:	4.63	自由流通市值(亿)	91.73
		自由流通股数(百万)	1,981.26

事件概述:

公司发布 2024 年年报以及 2025 年一季报。本报告期内，公司实现总营业收入 33.58 亿元，同比增长 24.75%；利润总额达到-2.54 亿元，同比减少 294.64%；实现归母净利润-2.37 亿元，同比减少 312.04%。2025Q1 公司实现总营业收入 7.29 亿元，同比增长 2.03%；利润总额达到-0.08 亿元，同比减少 114.82%；实现归母净利润-0.14 亿元，同比减少 128.54%。

分析判断:

► 2024 年新增自营业态带动收入取得良好增长，商誉减值及业务转型投入增加全年录得亏损

重塑供应链新增自营销售业态，2024 年收入取得良好增长。2024 年公司实现总营业收入 33.58 亿元，同比增长 25%，分业务来看，公司移动互联网/现代服务业/货品销售额收入分别为 28.0/3.7/1.9 亿元，分别同比增长 20%/27%/192%。2024 年公司新增自营销售业态，实现了从原材料采购、研发设计，加工制作到产品销售的全链路管控，从而带动商品销售收入快速增长。2024 年公司品牌综合服务/经销商品品牌授权业务收入分别同比 +51.3%/-25.19%，主要由于百家好 GMV 同比保持快速增长以及针对不符合公司商品品质要求的供应链客户及过度内卷的经销端客户，公司年内与其终止了相应合作。

销售费用率提升+计提商誉减值，2024 年归母净利润-2.37 亿元。根据公司年报，2024 年公司与分众传媒进行了梯媒合作，并开展了包括像明星代言、机场推广及平台投流等一系列营销活动，从而导致销售费用大幅增加，2024 年公司销售费用共计 5.88 亿元，同比增长 430%，销售费用率达到 17.5%。同时子公司时间互联受行业竞争加剧、上游成本抬升及毛利空间压缩等影响，利润未达预期，计提商誉减值准备 1.08 亿元。

► 持续优化供应链体系，开拓线下渠道

2024 年公司持续优化供应链，对产品质量实行更为严格的把控。公司持续优化供应链体系，选择与具有较高供应链品质及运营能力的供应商合作。2024 年度，公司与英国高士、YKK 等国内外原辅料、加工供应商伙伴共同打造可溯源的好产品，确保产品质量和供应链的稳定性。公司制定了《质量管理实施细则》，并通过签约第三方质量检测机构、完善供应链合作伙伴的准入和退出机制、开展产品抽查及送检等方式，严格把控产品质量。

初步探索线下渠道，取得良好反馈。2024 年 12 月公司于上海环球港商城开设了第一家品牌快闪店，主要销售公司轻奢系列产品，并于开店期间获得了较好的消费者反馈。未来公司也将继续布局线下渠道，并与更多线下零售业态探索创新合作模式，以期打造公司业务增长的第二曲线。

► 2025Q1 本部收入保持稳健增长，战略投入期利润承压

公司 2025Q1 收入同比增长 2%，其中公司本部实现营业收入 1.01 亿元，同比增长 20%。公司本部因自营转型，货品销售收入增加带来了收入规模的增长；时间互联为应对行业加剧的竞争环境，也积极调整收入结构及策略，维持营业收入的稳定。由于公司品牌转型，短期战略性品牌投入扩大导致销售费用同比增加 0.55 亿元（主要为分众及营销推广），导致了短期利润的承压，后续随着业务规模发展与成本管控优化，盈利能力有望逐步改善。

投资建议

鉴于商品销售收入高增但毛利率相对较低，我们上调 25-26 年的收入预测，略下调 25-26 年的利润预测，新增 2027 年的盈利预测。我们预计公司 25-27 年实现营业收入分别为 4038/4825/5768 百万元（25-26 年原预测为 3833/4480 百万元），实现归母净利润 303/621/1034 百万元（25-26 年原预测为 310/642 百万元），EPS 分别为 0.12/0.25/0.42 元（25-26 年原预测为 0.13/0.26 元），对应最新 PE 分别为 37/18/11 倍（参照 2025 年 4 月 25 日收盘价 4.63 元），维持“增持”评级。

风险提示

（1）行业竞争加剧；（2）新品推广不及预期；（3）产品迭代不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,692	3,358	4,038	4,825	5,768
YoY (%)	-18.7%	24.7%	20.2%	19.5%	19.5%
归母净利润(百万元)	112	-237	303	621	1,034
YoY (%)	137.5%	-312.0%	228.2%	104.6%	66.7%
毛利率 (%)	15.7%	15.0%	19.4%	25.7%	31.8%
每股收益 (元)	0.05	-0.10	0.12	0.25	0.42
ROE	2.4%	-5.6%	6.7%	12.1%	16.8%
市盈率	97.68	-46.12	37.49	18.32	10.99

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：许光辉

邮箱：xugh@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523020002

联系电话：

分析师：徐晴

邮箱：xuqing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523080002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,358	4,038	4,825	5,768	净利润	-244	303	621	1,034
YoY (%)	24.7%	20.2%	19.5%	19.5%	折旧和摊销	16	9	11	11
营业成本	2,853	3,256	3,587	3,934	营运资金变动	6	949	-419	554
营业税金及附加	5	8	10	12	经营活动现金流	-177	1,228	175	1,556
销售费用	588	347	401	461	资本开支	-2	1	1	1
管理费用	103	121	145	173	投资	112	0	0	0
财务费用	-30	-10	-17	-18	投资活动现金流	153	29	35	41
研发费用	15	16	19	23	股权募资	2	0	0	0
资产减值损失	-119	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
投资收益	25	28	34	40	筹资活动现金流	-203	0	0	0
营业利润	-268	353	744	1,257	现金净流量	-227	1,258	210	1,597
营业外收支	14	4	4	4	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
利润总额	-254	357	748	1,261	成长能力				
所得税	-10	54	127	227	营业收入增长率	24.7%	20.2%	19.5%	19.5%
净利润	-244	303	621	1,034	净利润增长率	-312.0%	228.2%	104.6%	66.7%
归属于母公司净利润	-237	303	621	1,034	盈利能力				
YoY (%)	-312.0%	228.2%	104.6%	66.7%	毛利率	15.0%	19.4%	25.7%	31.8%
每股收益	-0.10	0.12	0.25	0.42	净利率	-7.0%	7.5%	12.9%	17.9%
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	-4.6%	5.8%	10.0%	14.7%
货币资金	2,086	3,343	3,553	5,150	净资产收益率 ROE	-5.6%	6.7%	12.1%	16.8%
预付款项	372	33	36	39	偿债能力				
存货	115	66	133	86	流动比率	4.28	5.77	4.47	6.78
其他流动资产	1,104	338	1,115	351	速动比率	3.61	5.50	4.24	6.53
流动资产合计	3,677	3,780	4,837	5,626	现金比率	2.43	5.11	3.28	6.21
长期股权投资	2	2	2	2	资产负债率	17.3%	13.0%	17.7%	12.1%
固定资产	3	5	6	6	经营效率				
无形资产	939	936	932	928	总资产周转率	0.64	0.79	0.84	0.87
非流动资产合计	1,412	1,406	1,398	1,390	每股指标（元）				
资产合计	5,088	5,186	6,235	7,016	每股收益	-0.10	0.12	0.25	0.42
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	1.72	1.84	2.09	2.51
应付账款及票据	258	-77	276	-58	每股经营现金流	-0.07	0.50	0.07	0.63
其他流动负债	602	731	807	887	每股股利	0.04	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	860	655	1,083	829	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	-46.12	37.49	18.32	10.99
其他长期负债	20	20	20	20	PB	2.56	2.52	2.21	1.84
非流动负债合计	20	20	20	20					
负债合计	880	675	1,103	850					
股本	417	417	417	417					
少数股东权益	-7	-7	-7	-7					
股东权益合计	4,208	4,511	5,132	6,166					
负债和股东权益合计	5,088	5,186	6,235	7,016					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

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。