

2019年10月17日

# 南极电商 (002127.SZ)

## 公司快报

商贸零售 | 连锁 III

投资评级

**买入-B(维持)**

股价(2019-10-17)

11.43 元

### 交易数据

总市值(百万元)	28,059.17
流通市值(百万元)	21,673.89
总股本(百万股)	2,454.87
流通股本(百万股)	1,896.23
12个月价格区间	5.71/13.18 元

### 一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	24.76	6.26	56.92
绝对收益	21.99	13.51	80.28

分析师

王冯

 SAC 执业证书编号: S0910516120001  
 wangfeng@hua.jinsec.cn  
 021-20377089

报告联系人

吴雨舟

 wuyuzhou@hua.jinsec.cn  
 021-20377061

### 相关报告

南极电商: 公司本部净利润增长 40%, 核心品类市占率提升夯实规模壁垒 2019-08-22

南极电商: 核心品类 GMV 高增长, 关注电商渠道继续下沉 2019-04-26

南极电商: 前三季度 GMV、业绩仍保持较快增长, 货币化率同比有所降低 2018-10-22

南极电商: 多品牌多类目发展卓有成效, 并购时间互联或已现协同效应 2018-08-24

南极电商: 供应链优势及并表助力公司业绩大幅增长, 多品牌多类目 GMV 持续向好 2018-04-24

## 公司本部维持利润高增速, 激励计划剑指高增长

### 事件

公司披露三季报。前三季度实现营收 26.47 亿元, 同比增长 29.45%, 实现归母净利润 6.02 亿元, 同比增长 33.96%, 实现每股收益 0.25 元。其中第三季度实现营收 10.13 亿元, 同比增长 24.89%, 实现归母净利 2.16 亿元, 同比增长 36.89%。

### 投资要点

◆ **GMV 快速增长叠加货币化率环比上行, 公司本部保持 40% 的利润增速:** 南极电商前三季度实现 GMV 合计 168 亿元, 同比增长 59%, 其中 Q3 增长 55%, 增速较上半年的 62% 略有放缓。公司继续顺应阿里平台流量规则变化, 推行大店策略, 十大典型店铺前三季度 GMV 增长均超过 120%。GMV 持续高速增长, 推动前三季度公司本部营收增长 33%, 其中品牌综合服务费增长 35.6%。前三季度品牌服务费占营收比例约为 3.4%, 较上半年的 3.2% 有所提升。核心高毛利业务规模稳健增长, 最终三季度公司本部归母净利增长 42%, 推动前三季度公司本部净利增长 40%。

◆ **GMV 拆分, 核心的阿里平台、南极人品牌持续快速增长:** 分平台看, 阿里平台、京东、唯品会、拼多多分别占 GMV 约 66%、16%、4%、13%。其中占据核心地位的阿里平台 GMV 增长 51%, 京东增长 36%, 唯品会及拼多多渠道增速均超过 100%。分品牌看, 南极人、卡帝乐、精典泰迪分别占 GMV 约 86%、12%、1%。凭借庞大的用户基数, 南极人持续占据公司核心地位, 且在类目扩张中保持约 65% 的增速。典型品类, 前三季度, 阿里平台中, 南极人的优势品类内衣/家居服实现 GMV 增长约 52%, 床上用品类目增长 62%, 市占率均位于细分行业第一。南极人优势品类市占率持续提升, 且仍有较大增长空间。

◆ **三季度时间互联继续调整业务, 利润增速有所回升:** 前三季度时间互联继续调整部分现金流占用较高的业务, 三季度营收增长 22%, 增速较上半年的 34% 进一步放缓。同时时间互联营收账款同比下降 9.5%, 经营性现金流量净额同比转正。由于业务倾向调整, 时间互联舍弃部分高毛利业务, 上半年利润增长 2.2%。三季度时间互联增速有所回升, 前三季度实现归母净利 9081 万元, 同比增长 6.2%。2019 年为收购时间互联业绩承诺的最后一年, 承诺扣非归母净利 1.32 亿元, 目前业绩完成度约为 69%。四季度为电商交易旺季, 主营流量整合的时间互联仍有望完成承诺业绩。

◆ **激励计划夯实高速成长基石, 考核目标剑指高增长:** 南极电商 9 月下旬披露激励计划草案, 本次股票期权激励计划拟授予权益约 1696 万份, 约为公司总股本的 0.69%, 首次授予对象 124 人, 含董事高管及 119 名中层管理等核心人员。本次期权激励计划分三个考核期, 2019、2020、2021 年净利润增长目标分别为同比增长 36%、28%、28%, 其中授权及综合服务收入分别同比增长 40%、30%、30%。较为广泛的激励有望增强员工活力, 调动核心员工积极性, 夯实公司高速增长基石。

◆ **投资建议:** 南极电商依托电商渠道, 建立高性价比商业模式, 并凭借积累的用户基数, 构筑核心竞争力。前三季度公司本部利润高增长, 时间互联利润增速回升。四季度公司预计 GMV 持续较快增长, 核心品类旺季货币化率有望继续回升, 今年激励

计划净利润增长目标为 36%。我们预测公司 2019 年至 2021 年每股收益分别为 0.50、0.64 和 0.82 元。净资产收益率分别为 17.3%、18.2%和 18.8%。目前 PE (2019E) 约为 21 倍，维持“买入-B”建议。

- ◆ **风险提示：**激烈的市场竞争或使货币化率及毛利率下降；品类及品牌拓张存在不确定性；平台化运营质量管控能力受挑战；若时间互联未能完成承诺业绩或使商誉承压；部分股东存在减持计划。

#### 财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	985.8	3,352.9	4,172.7	4,961.3	5,999.5
同比增长(%)	89.2%	240.1%	24.5%	18.9%	20.9%
营业利润(百万元)	600.4	936.9	1,366.0	1,758.3	2,254.8
同比增长(%)	74.8%	56.0%	45.8%	28.7%	28.2%
净利润(百万元)	534.3	886.5	1,223.2	1,568.8	2,005.9
同比增长(%)	77.4%	65.9%	38.0%	28.3%	27.9%
每股收益(元)	0.22	0.36	0.50	0.64	0.82
PE	47.0	28.3	20.5	16.0	12.5
PB	8.3	6.7	3.6	2.9	2.4

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	985.8	3,352.9	4,172.7	4,961.3	5,999.5	<b>年增长率</b>					
减:营业成本	295.2	2,197.1	2,638.3	3,027.4	3,538.8	营业收入增长率	89.2%	240.1%	24.5%	18.9%	20.9%
营业税费	5.6	9.6	11.9	14.1	17.1	营业利润增长率	74.8%	56.0%	45.8%	28.7%	28.2%
销售费用	31.0	111.4	129.4	148.8	180.0	净利润增长率	77.4%	65.9%	38.0%	28.3%	27.9%
管理费用	60.0	56.8	62.6	74.4	90.0	EBITDA 增长率	77.2%	65.5%	36.7%	27.3%	27.9%
财务费用	-8.7	5.2	-26.3	-52.6	-71.6	EBIT 增长率	77.7%	65.5%	36.8%	27.3%	28.0%
资产减值损失	12.5	21.4	15.0	16.0	17.0	NOPLAT 增长率	77.8%	71.2%	35.8%	27.3%	28.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	75.3%	48.8%	2.3%	-5.9%	-2.9%
投资和汇兑收益	10.3	22.9	24.1	25.3	26.5	净资产增长率	95.0%	23.4%	88.5%	22.2%	23.2%
<b>营业利润</b>	600.4	936.9	1,366.0	1,758.3	2,254.8	<b>盈利能力</b>					
加:营业外净收支	24.8	26.2	27.5	28.9	30.3	毛利率	70.1%	34.5%	36.8%	39.0%	41.0%
<b>利润总额</b>	625.2	963.0	1,393.5	1,787.2	2,285.1	营业利润率	60.9%	27.9%	32.7%	35.4%	37.6%
减:所得税	89.6	75.8	167.2	214.5	274.2	净利润率	54.2%	26.4%	29.3%	31.6%	33.4%
<b>净利润</b>	534.3	886.5	1,223.2	1,568.8	2,005.9	EBITDA/营业收入	60.3%	29.3%	32.2%	34.5%	36.5%
						EBIT/营业收入	60.0%	29.2%	32.1%	34.4%	36.4%
<b>资产负债表</b>						<b>偿债能力</b>					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	20.2%	17.3%	11.1%	9.6%	10.4%
货币资金	1,461.2	1,189.8	4,390.7	6,120.7	8,204.3	负债权益比	25.3%	20.9%	12.4%	10.6%	11.6%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	3.86	3.90	7.35	8.82	8.42
应收帐款	560.2	724.6	1,130.0	799.4	1,033.8	速动比率	3.83	3.89	7.34	8.82	8.41
应收票据	34.6	40.3	53.0	57.9	76.2	利息保障倍数	-68.04	188.11	-50.90	-32.46	-30.48
预付帐款	134.5	552.8	326.6	514.3	468.7	<b>营运能力</b>					
存货	12.6	3.4	15.8	6.2	19.5	固定资产周转天数	2	0	0	0	0
其他流动资产	71.1	546.7	574.0	602.7	632.9	流动营业资本周转天数	123	78	102	83	62
可供出售金融资产	10.1	0.2	0.3	0.3	0.3	流动资产周转天数	659	286	412	529	556
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	166	69	80	70	55
长期股权投资	13.8	14.2	14.2	14.2	14.2	存货周转天数	13	1	1	1	1
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	1,071	449	540	637	645
固定资产	3.8	3.0	2.0	0.6	-0.0	投资资本周转天数	505	235	229	189	149
在建工程	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
无形资产	565.5	562.7	559.9	557.1	554.4	销售费用率	3.1%	3.3%	3.1%	3.0%	3.0%
其他非流动资产	953.0	911.6	912.5	913.7	914.9	管理费用率	6.1%	1.7%	1.5%	1.5%	1.5%
<b>资产总额</b>	3,820.5	4,549.2	7,979.0	9,587.2	11,919.1	财务费用率	-0.9%	0.2%	-0.6%	-1.1%	-1.2%
短期债务	65.5	70.4	-	-	-	三费/营业收入	8.3%	5.2%	4.0%	3.4%	3.3%
应付帐款	285.1	52.0	332.2	108.7	505.0	<b>投资回报率</b>					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	17.7%	23.7%	17.3%	18.2%	18.8%
其他流动负债	239.2	661.9	550.4	809.4	734.0	ROA	14.0%	19.5%	15.4%	16.4%	16.9%
长期借款	179.4	-	-	-	-	ROIC	50.4%	49.2%	44.9%	55.9%	76.1%
其他非流动负债	1.3	0.6	0.7	0.7	0.7	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	770.5	785.0	883.3	918.8	1,239.7	DPS(元)	0.01	-	-	-	-
少数股东权益	28.9	25.7	28.8	32.7	37.7	分红比率	4.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	417.3	417.3	2,454.9	2,454.9	2,454.9	股息收益率	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	2,603.8	3,388.8	4,612.1	6,180.9	8,186.8						
<b>股东权益</b>	3,050.1	3,764.3	7,095.7	8,668.4	10,679.4						
						<b>业绩和估值指标</b>					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	EPS(元)	0.22	0.36	0.50	0.64	0.82
<b>现金流量表</b>						BVPS(元)	1.23	1.52	2.88	3.52	4.33
净利润	535.6	887.3	1,223.2	1,568.8	2,005.9	PE(X)	47.0	28.3	20.5	16.0	12.5
加:折旧和摊销	3.0	4.6	4.8	5.2	4.7	PB(X)	8.3	6.7	3.6	2.9	2.4
资产减值准备	12.5	21.4	-	-	-	P/FCF	1,039.1	-166.7	22.9	14.5	12.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	25.5	7.5	6.0	5.1	4.2
财务费用	-8.8	5.5	-26.3	-52.6	-71.6	EV/EBITDA	5.1	3.2	15.4	11.1	7.7
投资损失	-10.3	-22.9	-24.1	-25.3	-26.5	CAGR(%)	43.2%	31.4%	59.4%	43.2%	31.4%
少数股东损益	1.3	0.8	3.1	3.9	5.0	PEG	1.1	0.9	0.3	0.4	0.4
营运资金的变动	418.9	-602.0	-65.9	153.2	69.3	ROIC/WACC	4.8	4.7	4.3	5.3	7.2
<b>经营活动产生现金流量</b>	537.8	551.4	1,114.8	1,653.3	1,986.7						
<b>投资活动产生现金流量</b>	-116.6	-464.1	23.1	24.1	25.3						
<b>融资活动产生现金流量</b>	566.6	-358.5	2,063.0	52.6	71.6						

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

## 公司评级体系

### 收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn