

# 南极电商 (002127.SZ)

## 收入利润如期增长, 南极生态体系茁壮成长

### 核心观点:

#### ● 收入利润如期增长, 报表质量进一步改善

公司发布三季报, 3Q19 实现营业收入 10.1 亿元, 同增 24.9%; 归母净利润 2.16 亿元, 同比增长 36.9%; 经营性净现金流 1.42 亿元, 同比增长 43.1%。主业方面, 3Q19 本部业务实现营收 2.55 亿元, 同比增长 33.1%; 归母净利润 1.82 亿元, 同比增长 42.1%, 符合市场预期。

公司 3Q19 实现 GMV 约 58.3 亿元, 同比增长 55.4%; 3Q19 实现品牌授权+服务收入 2.32 亿元, 同比增长 42.5%; 货币化率为 4.0%, 同比下降 0.3pp (Q2 同比下降 1.5pp)。分渠道看, 阿里、京东、拼多多、唯品会的 GMV 增速分别为 42.5%、34.5%、133% 和 257%。分品牌看, 南极人和卡帝乐的 GMV 增速分别为 60% 和 37.7%。

同时, 公司报表质量进一步改善, 1-3Q19 的经营性净现金流为 2.92 亿元, 同比增长 43%; 其中时间互联为 0.15 亿元, 同比转正。3Q19 末应收账款为 9.63 亿元, 同比下滑 10%, 其中保理、时间互联均有所减少, 主业应收账款增幅亦大幅低于收入端。

#### ● 盈利预测及投资建议

公司在品牌授权的基础上, 致力于提升供应链效率, 包括自主研发了数据管理工具“南极数云”, 推出一键代发服务, 建立图库统一品牌形象, 加大商家督察和品质管控的投入等, 并顺应阿里渠道趋势, 推行大店策略, 效果显著。公司推出股权激励, 对主营业务收入和整体利润提出明确目标(19-21 年目标增速分别为 40%/30%/30%, 36%/28%/28%), 我们预计公司 19-20 年归母净利润为 12.5 亿和 16.5 亿元, 19-21 年业绩复合增速为 34%, 给予 19 年 28X PE 估值, 对应合理价值 14.3 元/股, 维持“买入”评级。

● **风险提示:** 高速扩张过程中的人才瓶颈; 阿里流量的获取成本增加; 多品牌、多渠道的扩张战略受阻; 未能把握到新兴电商平台的崛起红利。

#### 盈利预测:

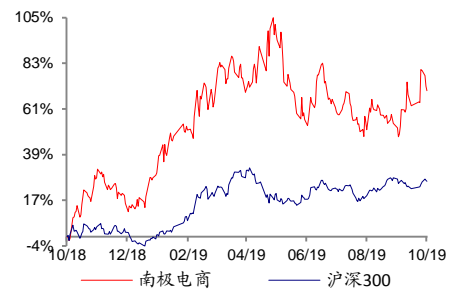
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	986	3,353	4,394	5,508	6,688
增长率(%)	89.2	240.1	31.1	25.3	21.4
EBITDA(百万元)	597	945	1,362	1,793	2,335
净利润(百万元)	534	886	1,250	1,650	2,150
增长率(%)	77.4	65.9	41.0	32.0	30.3
EPS(元/股)	0.33	0.36	0.51	0.67	0.88
市盈率(P/E)	24.81	20.82	22.45	17.00	13.05
市净率(P/B)	1.68	0.84	5.62	4.23	3.19
EV/EBITDA	6.49	2.14	19.16	13.81	9.85

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

公司评级	买入
当前价格	11.43 元
合理价值	14.3 元
前次评级	买入
报告日期	2019-10-17

#### 相对市场表现



分析师: 洪涛



SAC 执证号: S0260514050005

SFC CE No. BNV287



021-60750633



hongtao@gf.com.cn

分析师: 高峰



SAC 执证号: S0260518050003



021-60750604



gfgaofeng@gf.com.cn

请注意, 高峰并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

#### 相关研究:

南极电商(002127.SZ): 股权激励 2019-09-25

激励明确业绩指引, 绑定骨干  
谋求长期发展

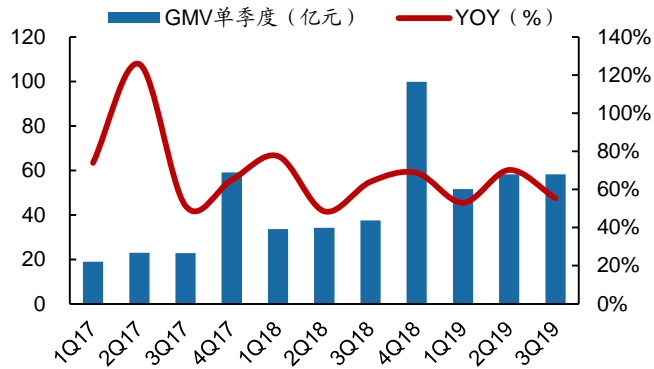
南极电商(002127.SZ): 主业 2019-08-22

稳健发展, 持续夯实产业链增  
值服务

南极电商(002127.SZ): 从悠 2019-06-27

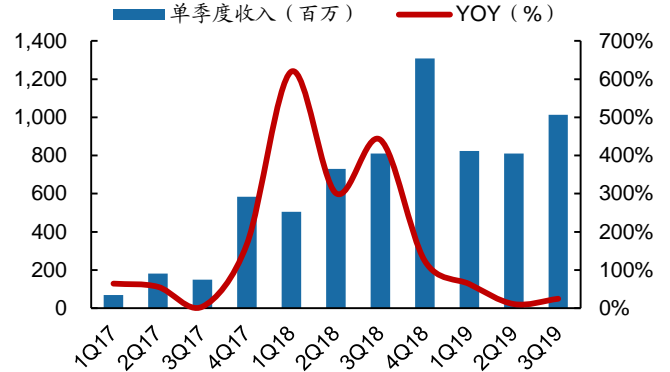
选家纺专卖店看南极如何顺  
应阿里趋势

图 1: 公司GMV及增长情况



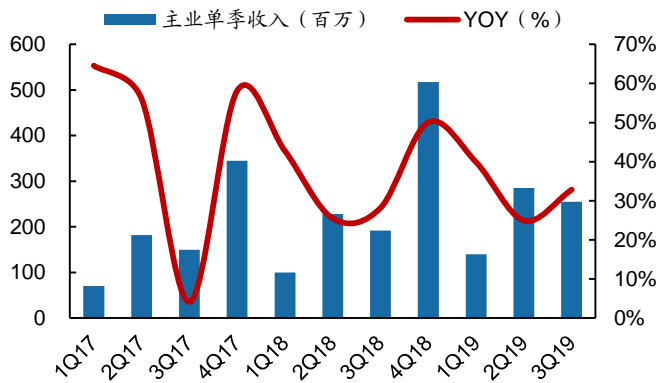
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 2: 公司营业收入及增长情况



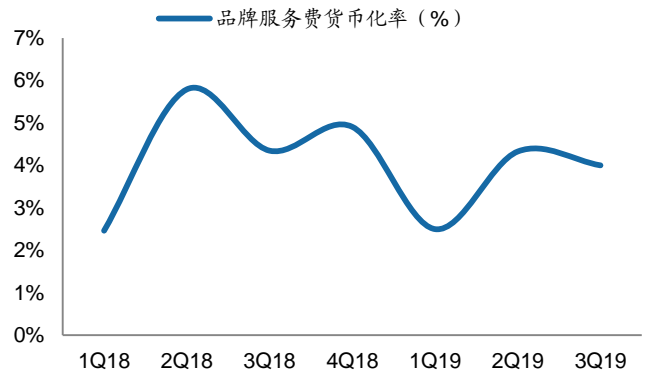
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 3: 公司本部业务营收及增长情况



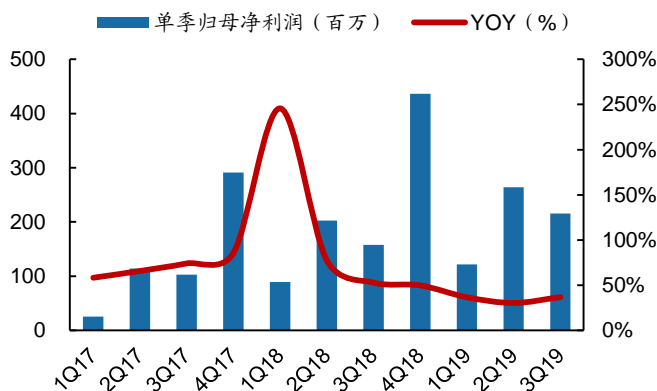
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 4: 公司品牌服务费的货币化率情况



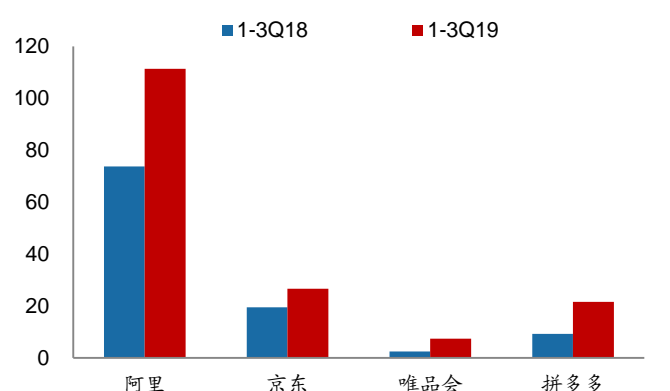
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 5: 公司整体归母净利润及增长情况



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 6: 公司在主要渠道的GMV增长情况 (亿元)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>2,274</b>	<b>3,058</b>	<b>4,133</b>	<b>5,849</b>	<b>7,943</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>538</b>	<b>551</b>	<b>941</b>	<b>1,413</b>	<b>1,916</b>
货币资金	1,461	1,190	1,986	3,367	5,146	净利润	536	887	1,254	1,655	2,157
应收及预付	677	1,318	1,502	1,797	2,071	折旧摊销	3	5	28	28	28
存货	13	3	38	47	55	营运资金变动	-1	-343	-312	-238	-238
其他流动资产	124	547	607	638	670	其它	1	3	-29	-32	-31
<b>非流动资产</b>	<b>1,546</b>	<b>1,492</b>	<b>1,608</b>	<b>1,678</b>	<b>1,851</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>-117</b>	<b>-464</b>	<b>-103</b>	<b>-58</b>	<b>-161</b>
长期股权投资	14	14	114	214	414	资本支出	-2	-1	25	21	19
固定资产	4	3	3	3	3	投资变动	-135	-492	-100	-100	-200
在建工程	0	0	0	0	0	其他	20	28	-28	21	20
无形资产	565	563	535	506	478	<b>筹资活动现金流</b>	<b>567</b>	<b>-358</b>	<b>-43</b>	<b>27</b>	<b>25</b>
其他长期资产	963	912	956	954	955	银行借款	191	-176	-40	30	30
<b>资产总计</b>	<b>3,821</b>	<b>4,549</b>	<b>5,741</b>	<b>7,527</b>	<b>9,793</b>	股权融资	394	0	0	0	0
<b>流动负债</b>	<b>590</b>	<b>784</b>	<b>693</b>	<b>794</b>	<b>874</b>	其他	-18	-182	-2	-3	-5
短期借款	66	70	0	0	0	<b>现金净增加额</b>	<b>988</b>	<b>-271</b>	<b>796</b>	<b>1,381</b>	<b>1,779</b>
应付及预收	145	422	417	463	489	<b>期初现金余额</b>	<b>474</b>	<b>1,461</b>	<b>1,190</b>	<b>1,986</b>	<b>3,367</b>
其他流动负债	379	292	276	330	385	<b>期末现金余额</b>	<b>1,461</b>	<b>1,190</b>	<b>1,986</b>	<b>3,367</b>	<b>5,146</b>
<b>非流动负债</b>	<b>181</b>	<b>1</b>	<b>30</b>	<b>60</b>	<b>90</b>						
长期借款	179	0	30	60	90						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	1	1	0	0	0						
<b>负债合计</b>	<b>770</b>	<b>785</b>	<b>723</b>	<b>854</b>	<b>964</b>						
股本	417	417	2,455	2,455	2,455						
资本公积	1,481	1,481	-557	-557	-557						
留存收益	1,123	1,908	3,158	4,808	6,958						
归属母公司股东权益	3,021	3,739	4,989	6,639	8,789						
少数股东权益	29	26	29	34	41						
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,821</b>	<b>4,549</b>	<b>5,741</b>	<b>7,527</b>	<b>9,793</b>						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>986</b>	<b>3,353</b>	<b>4,394</b>	<b>5,508</b>	<b>6,688</b>
营业成本	295	2,197	2,791	3,430	4,037
营业税金及附加	6	10	22	28	33
销售费用	31	111	132	160	167
管理费用	30	57	66	70	76
研发费用	29.51	37.80	49.66	55.08	66.88
财务费用	-8.70	5.21	-45.17	-101.22	-136.48
资产减值损失	12.51	21.41	10.84	4.56	3.66
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	10.34	22.93	15.00	20.00	20.00
<b>营业利润</b>	<b>600.38</b>	<b>936.86</b>	<b>1383.68</b>	<b>1881.25</b>	<b>2459.79</b>
营业外收支	24.79	26.18	25.00	21.00	19.00
<b>利润总额</b>	<b>625</b>	<b>963</b>	<b>1,409</b>	<b>1,902</b>	<b>2,479</b>
所得税	90	76	155	247	322
<b>净利润</b>	<b>536</b>	<b>887</b>	<b>1,254</b>	<b>1,655</b>	<b>2,157</b>
少数股东损益	1	1	4	5	6
<b>归属母公司净利润</b>	<b>534</b>	<b>886</b>	<b>1,250</b>	<b>1,650</b>	<b>2,150</b>
EBITDA	596.96	944.76	1362.47	1792.72	2335.11
EPS (元)	0.33	0.36	0.51	0.67	0.88

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	89.2	240.1	31.1	25.3	21.4
营业利润增长	74.9	56.0	47.7	36.0	30.8
归母净利润增长	77.4	65.9	41.0	32.0	30.3
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	70.1	34.5	36.5	37.7	39.6
净利率	54.3	26.5	28.5	30.0	32.2
ROE	17.7	23.7	25.1	24.9	24.5
ROIC	27.9	32.8	38.8	45.6	53.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	20.2	17.3	12.6	11.3	9.8
净负债比率(%)	6.5	1.5	0.5	0.8	0.9
流动比率	3.86	3.90	5.96	7.37	9.09
速动比率	3.61	3.19	5.30	6.66	8.33
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.34	0.80	0.85	0.83	0.77
应收账款周转率	2.29	5.13	4.06	4.29	4.56
存货周转率	8.52	275.15	73.00	73.00	73.00
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.33	0.36	0.51	0.67	0.88
每股经营现金流	1.29	1.32	0.38	0.58	0.78
每股净资产	7.24	8.96	2.03	2.70	3.58
<b>估值比率</b>					
P/E	24.81	20.82	22.45	17.00	13.05
P/B	1.68	0.84	5.62	4.23	3.19
EV/EBITDA	6.49	2.14	19.16	13.81	9.85

## 广发商贸零售行业研究小组

- 洪涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年加入广发证券发展研究中心，曾就职于华泰联合证券、平安证券。2015-2017年新财富批零行业第四名，2017年水晶球分析师第一名，2017年金牛分析师第三名。
- 高峰：资深分析师，上海交通大学管理科学与工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于招商证券。
- 贾雨朦：联系人，伦敦政治经济学院风险与金融硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大 道8号国金中心一期16 楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广

发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。