

南极电商(002172)

点评报告

行业公司研究——纺织服装

证券研究报告

三季报超预期充分体现竞争力, 冷冬预期下看好 Q4 表现

——南极电商点评报告

✍️ 分析师: 马莉 执业证书编号: S1230520070002
☎️ 联系人: 陈腾曦、林骥川、詹陆雨
✉️ : mail@stocke.com.cn

报告导读

三季报扭转货币化率下滑趋势, 业绩超预期体现公司竞争壁垒; Q4 冷冬及低基数下有望保持高增长, 维持“买入”评级。

投资要点

□ 公司三季报 GMV 保持健康增速, 货币化率超预期

南极电商三季报 GMV 维持 46% 的高速增长。分拆平台来看, 阿里平台 20Q3 虽然受到 7/8 月整体平台流量下降影响 GMV 增速环比略有放缓, 但在 9 月份的强势复苏下公司整季依然录得 28% 的 GMV 增长; 拼多多为主的社交平台加速增长, 单季度增速达到 145%; 同时京东及唯品平台也均保持健康的增速。

20Q3 南极货币化率表现稳定, 明显扭转 Q2 有所下降的趋势, 表现超预期。20Q3 单季度 (品牌综合服务收入+经销商授权业务收入) 与 GMV 的比例 3.58%, 与 Q2 相比基本持平, 同比下降 0.4pct, 相较 Q2 降幅收窄明显。相较于 Q2 为了与合作伙伴共渡难关而有意放缓发表节奏, Q3 在发标节奏恢复正常后公司货币化率趋势恢复明显, 表明公司生态体系依旧运营健康。

在货币化率的超预期下, 公司 Q3 主业归母净利润同增 35% 至 2.47 亿, 表现出很高的增长趋势。与此同时, 公司应收账款也与收入基本匹配。我们认为在冷冬预期以及去年的低基数下, 公司在 Q4 有望在 GMV 高速增长的同时在阿里/京东等成熟平台 GMV 占比提升帮助下, 让货币化率进一步改善。

□ 公司流量壁垒明确, 数据化赋能供应链持续提升生态圈效率

南极在各大搜索平台已经确立的流量壁垒明显。南极庞大的 GMV 规模让其在访问人次、购买人次、复购人次等多个维度都能持续拉开与竞品的差距, 让公司的品牌能够持续与更多消费者保持接触。

在此基础上, 公司用数字化为基础打造的“普惠”体系, 让生态圈内的供应商能够直接接触消费者数据, 以消费者需求为起点, 精准生产降低成本。这种以消费者需求为导向的商业模式, 真正实现了“新零售”提升效率的本质。

我们认为南极的流量壁垒和数据化体系带来的高效率优势将会不断加强, 长期来看我们持续看好公司在各大搜索平台保持高增速。

□ 盈利预测及估值

我们认为 Q3 的超预期表现进一步表明了公司体系已经建立起的护城河, 在数字化浪潮不可逆的大趋势下, 公司对中国中小供应链的数据化赋能能够为其体系带来持续活力。短期看, 在冷冬及低基数预期下我们也持续对公司四季度的高增速保持信心。

我们预计公司 20~22 年净利润 15.2/19.7/24.3 亿, 增速为 26%/29%/23%, 对应估值 33/25/20X, 当前估值和增速下, 维持“买入”评级。

风险提示: 疫情恶化超出预期, 新品类扩张不及预期

评级

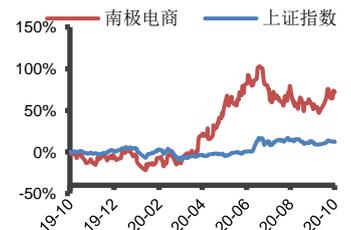
买入

上次评级 买入
当前价格 ¥20.20

单季度业绩

元/股

4Q/2019	0.25
1Q/2020	0.05
2Q/2020	0.12
3Q/2020	0.12



公司简介

南极电商主营业务为向千万家小微电商及供应商提供品牌授权服务、电商生态综合服务、柔性供应链服务、并经营货产品销售业务。

相关报告

报告撰写人: 马莉

联系人: 陈腾曦、林骥川、詹陆雨

财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	3,907	4,486	5,171	5,935
(+/-)	16.5%	14.8%	15.3%	14.8%
净利润	1,206	1,524	1,970	2,427
(+/-)	36.1%	26.4%	29.2%	23.2%
每股收益 (元)	0.49	0.62	0.80	0.99
P/E	41.1	32.5	25.2	20.4

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	4,011	5,222	6,923	8,835
现金	1,281	1,932	3,019	4,303
交易性金融资产	1,490	2,000	2,500	3,000
应收账款	790	842	882	944
其它应收款	88	106	127	152
预付账款	229	281	331	369
存货	5	7	9	12
其他	127	55	55	55
非流动资产	1,474	1,476	1,476	1,476
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	7	3	3	4
无形资产	560	560	560	560
在建工程	0	0	0	0
其他	907	912	913	913
资产总计	5,485	6,698	8,400	10,312
流动负债	626	696	768	859
短期借款	100	100	100	100
应付款项	69	83	95	115
预收账款	201	248	265	286
其他	256	266	308	358
非流动负债	0	0	0	1
长期借款	0	0	0	0
其他	0	0	0	1
负债合计	626	696	768	860
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	4,859	6,002	7,631	9,452
负债和股东权益	5,485	6,698	8,400	10,312
现金流量表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,255	1,502	1,848	2,292
净利润	1,206	1,524	1,970	2,427
折旧摊销	43	1	1	1
财务费用	(1)	(17)	(24)	(32)
投资损失	(35)	(47)	(59)	(71)
营运资金变动	38	19	(43)	(37)
其它	4	22	4	5
投资活动现金流	(1,596)	(851)	(761)	(1,007)
资本支出	15	2	1	1
长期投资	0	20	20	20
其他	1,581	829	740	986
筹资活动现金流	(61)	0	0	0
借款增加	(0)	0	0	(100)
股息支付	0	0	0	0
其他	(61)	0	0	100
现金净增加额	(402)	651	1,087	1,285

利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,907	4,486	5,171	5,935
营业成本	2,403	2,550	2,753	2,974
营业税金及附加	10	12	14	16
销售费用	119	170	191	190
管理费用	80	121	140	119
研发费用	43	54	57	59
财务费用	(0)	(17)	(24)	(32)
资产减值损失	(1)	21	2	3
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	35	47	59	71
其他经营收益	5	3	4	3
营业利润	1,248	1,613	2,093	2,673
营业外收支	31	26	26	26
利润总额	1,278	1,639	2,118	2,697
所得税	72	115	148	270
净利润	1,206	1,524	1,970	2,427
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,206	1,524	1,970	2,427
EBITDA	1,352	1,647	2,090	2,655
EPS (最新摊薄)	0.49	0.62	0.80	0.99
主要财务比率				
	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	16.52%	14.82%	15.28%	14.76%
营业利润	33.17%	29.29%	29.78%	27.67%
归属母公司净利润	36.06%	26.39%	29.25%	23.19%
获利能力				
毛利率	38.50%	43.16%	46.76%	49.89%
净利率	30.87%	33.98%	38.10%	40.90%
ROE	27.98%	28.07%	28.90%	28.42%
ROIC	24.84%	25.07%	25.11%	24.99%
偿债能力				
资产负债率	11.41%	10.39%	9.15%	8.34%
净负债比率	12.89%	11.59%	10.07%	9.10%
流动比率	6.41	7.50	9.01	10.28
速动比率	4.36	4.73	5.08	5.27
营运能力				
总资产周转率	0.78	0.74	0.69	0.63
应收账款周转率	5.16	5.50	6.00	6.50
应付账款周转率	39.8	30.0	28.0	25.0
每股指标(元)				
每股收益	0.49	0.62	0.80	0.99
每股经营现金	0.51	0.61	0.75	0.93
每股净资产	1.98	2.44	3.11	3.85
估值比率				
P/E	41.1	32.5	25.2	20.4
P/B	10.6	8.6	6.8	5.5
EV/EBITDA	36.8	30.2	23.8	18.7

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>