

Q3 继续稳健增长, 大店及优势品类保持优势 巩固核心竞争力

买入 (维持)

2019 年 10 月 17 日

证券分析师 马莉

执业证号: S0600517050002
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈晨曦

执业证号: S0600517070001
021-60199793

chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证号: S0600517050003
021-60199793

linjch@dwzq.com.cn

证券分析师 詹陆雨

执业证号: S0600519070002
021-60199793

zhanly@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	3352.9	3966.4	4680.2	5496.6
同比 (%)	240.1%	18.3%	18.0%	17.4%
归母净利润 (百万元)	886.5	1211.7	1566.2	2026.1
同比 (%)	65.9%	36.7%	29.3%	29.4%
每股收益 (元/股)	0.36	0.49	0.64	0.83
P/E (倍)	31.7	23.2	17.9	13.8

投资要点

- **事件: 公司发布 19 三季报, 继续保持健康的成长状态。**19Q3 公司营收为 10.13 亿, 同增 24.9%, 归母净利润 2.16 亿, 同增 36.9%; 其中公司本部收入 2.55 亿, 同增 33.1%, 实现归母净利 1.82 亿, 同增 42.1%。
- **三季度 GMV 增速依旧保持健康, 新平台增速亮眼。**公司 19Q3 全平台 GMV 达到 58.6 亿, 同增 56%, 19 年前三季度全平台 GMV 达到 168.1 亿, 同增 59.5%。分平台来看, 19Q3 在阿里/京东/社交/唯品会各个平台的增速分别达到了 43%/34%/133%/256%。分品牌看, 南极人品牌前三季度 GMV 同增 65%至 145.2 亿。
- **继续顺应电商渠道流量发展规则, 在大店及领先品类上持续巩固竞争优势。**(1) **大店增长幅度看,** 南极人官方旗舰店 (女士内衣/男士内衣/家居服) 19 前三季度 GMV 同增 225%至 6.3 亿, 南极人悠选专卖店 (床上用品) 19 前三季度 GMV 同增 161%至 4.5 亿。(2) **从核心品类来看,** 公司 19 年前三季度在阿里平台“女士内衣/男士内衣/家居服”的 GMV 34.6 亿, 同增 52%, 继续位列市占率第一; “床上用品”GMV 21.4 亿, 同增 62%, 同样位列行业第一。南极丰富的供应链资源、打造爆款的流量运营能力、以及庞大的消费者数据, 让其有望在目前平台更倾向推出新品、同时提升标签精细化的大背景下, 不断巩固核心竞争优势。
- **主业增速健康, 货币化率略有下滑但基本保持稳定。**公司 19Q3 本部收入同增 33%至 2.55 亿, 其中品牌综合服务+经销商授权业务同增 42.5%至 2.32 亿; 公司 19Q3 原有业务净利润同增 42.1%至 1.82 亿。19Q3 的货币化率来看, 公司 (品牌综合服务+经销商授权业务收入) /GMV 的比例由去年同期的 4.4%下降至了今年同期的 4.0%, 我们认为这主要由于 (1) 公司持续对新品类的开拓下需要在短期牺牲自己的收入来扶植新品类的增长; (2) 社交平台等新平台的 GMV 增速更高但服务费率相对较低; (3) 公司对于生产竞争激烈类目的供应商提供优惠政策。但总体来看, 公司的货币化率还是保持在稳定状态。
- **现金流继续改善, 资产负债表保持健康。**公司 19 年前三季度主营业务经营性现金流 2.92 亿, 同增 43%; 同时品牌授权及综合服务业务的应收账款 4.05 亿, 同增 24%, 低于该业务收入增速。同时公司保理业务应收账款 3.1 亿, 同比下降 31%。
- **时间互联继续稳定增长, 应收账款、现金流同步改善。**时间互联 19Q3 收入同增 22%至 7.58 亿; 归母净利润 3341 万, 同增 14%; 在此基础上经营现金流净额由去年前三季度的-1.03 亿转正至 1471 万; 时间互联应收账款同比下降 9.5%至 2.47 亿。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	11.43
一年最低/最高价	5.71/13.18
市净率(倍)	6.61
流通 A 股市值(百万元)	21673.89

基础数据

每股净资产(元)	1.73
资产负债率(%)	11.56
总股本(百万股)	2454.87
流通 A 股(百万股)	1896.23

相关研究

- 1、《南极电商 (002127): 推出股权激励, 彰显公司保持高增长信心》2019-09-26
- 2、《南极电商 (002127): GMV 继续保持高增长, 基础扎实期待未来业绩爆发》2019-08-22

■ **盈利预测与投资评级：**我们继续预期公司主业 19 年主业在的 GMV 快速增长的带动下实现接近 40% 的业绩增长，主业净利润有望达到 10 亿以上。同时叠加时间互联，我们维持公司 19 年净利润有望达到 12 亿以上的预测，对应当前估值 23X。我们预计未来两年公司的 GMV 同样有望保持 30% 左右较快的增长速度。同时，公司在 9 月推出股权激励计划，解锁条件为 19/20/21 年净利润增长 36%/28%/28%，进一步体现出公司长期健康发展的信心。我们认为公司组织模式优势显著，主业持续增长的势头仍在，目前估值依旧相对合理。作为服装及零售板块中难得的高增长标的，将持续获得市场的高度关注，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**货币化率不达预期、新品牌运营低于预期、第三方平台政策风险。

图 1：南极电商分平台 GMV 增速

(单位：百万元)	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
总 GMV	3421	3750	9981	5156	5794	5858
YOY	49%	64%	69%	53%	69%	56%
阿里平台	2322	2646	7227	3603	3759	3774
YOY	47%	61%	65%	50%	62%	43%
占比	68%	71%	72%	70%	65%	64%
京东平台	671	667	1612	840	922	897
YOY	15%	53%	63%	38%	37%	34%
占比	20%	18%	16%	16%	16%	15%
拼多多	324	340	834	516	844	793
YOY	256%	106%	110%	95%	160%	133%
占比	9%	9%	8%	10%	15%	14%
唯品会	91.12	86.84	231.1	168	269	309
YOY	25%	125%	119%	133%	195%	256%
占比	3%	2%	2%	3%	5%	5%
现代服务收入	230	192	514	139	284	255
YOY	41%	33%	49%	40%	24%	33%
其中，品牌综合服务+经销商授权业务	198			129	252	232
YOY				55%	27%	43%
品牌综合服务+经销商授权业务/GMV	5.79%			2.50%	4.35%	3.97%
原有业务净利润	177	130	392	92	237	182
YOY	55%	26%	48%	52%	34%	42%
原有业务净利率	77%	68%	76%	66%	83%	72%
时间互联收入	500	619	792	685	525	758
时间互联净利润	28	28	46	30	27	33

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)				
	2018E	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	3057.5	4461.9	6095.5	8256.1	营业收入	3352.9	3966.4	4680.2	5496.6
现金	1189.8	2284.9	3275.9	5104.0	营业成本	2197.1	2381.6	2633.9	2912.9
应收款项	724.6	1038.3	1636.1	2028.2	营业税金及附加	9.6	11.3	13.3	15.7
存货	3.4	4.4	5.7	7.4	销售费用	111.4	131.6	160.2	175.9
其他	486.8	486.8	486.8	486.8	管理费用	56.8	98.6	132.8	148.4
非流动资产	1491.7	1477.3	1474.5	1470.8	财务费用	(10.7)	(20.6)	(29.5)	(46.0)
长期股权投资	14.2	0.0	0.0	0.0	投资净收益	22.9	0.0	0.0	0.0
固定资产	0.0	2.6	2.3	0.4	其他	28.9	6.9	12.8	8.8
无形资产	562.7	561.3	560.2	558.1	营业利润	936.9	1357.1	1756.6	2280.9
其他	15.0	15.0	15.0	15.0	营业外净收支	26.2	21.0	24.5	22.9
资产总计	4549.2	5939.2	7570.0	9726.9	利润总额	963.0	1378.0	1781.1	2303.8
流动负债	784.3	920.3	983.8	1113.4	所得税费用	75.8	165.4	213.7	276.5
短期借款	70.4	8.0	9.0	10.0	少数股东损益	0.8	1.0	1.1	1.3
应付账款	52.1	50.9	55.7	55.5	归属母公司净利润	886.5	1211.7	1566.2	2026.1
其他	30.1	30.1	30.1	30.1	EBIT	987.6	1354.7	1753.2	2259.4
非流动负债	0.6	0.0	0.0	0.0	EBITDA	992.1	1356.7	1756.3	2263.5
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	重要财务与估值指标	2018E	2019E	2020E	2021E
负债总计	785.0	920.3	983.8	1113.4	每股收益(元)	0.36	0.49	0.64	0.83
少数股东权益	25.7	26.6	27.8	29.1	每股净资产(元)	1.52	2.03	2.67	3.50
归属母公司股东权益	3738.6	4992.2	6558.4	8584.5	发行在外股份(百万股)	2454.9	2454.9	2454.9	2454.9
负债和股东权益总计	4549.2	5939.2	7570.0	9726.9	ROIC(%)	23.7%	23.7%	23.4%	23.1%
					ROE(%)	26.0%	27.6%	27.0%	26.7%
现金流量表 (百万元)	2018E	2019E	2020E	2021E	毛利率(%)	34.5%	40.0%	43.7%	47.0%
经营活动现金流	551.39	1027.60	973.95	1789.00	EBIT Margin(%)	29.5%	34.2%	37.5%	41.1%
投资活动现金流	(464.10)	67.52	17.07	39.11	销售净利率(%)	26.5%	30.6%	33.5%	36.9%
筹资活动现金流	(358.46)	0.00	0.00	0.00	资产负债率(%)	17.3%	15.5%	13.0%	11.4%
现金净增加额	(271.45)	1095.12	991.01	1828.11	收入增长率(%)	240.1%	18.3%	18.0%	17.4%
折旧与摊销	4.55	2.00	3.01	4.03	净利润增长率(%)	65.9%	36.7%	29.3%	29.4%
资本开支	0.77	0.00	1.55	0.00	P/E	31.7	23.2	17.9	13.8
营运资本变动	(343.43)	(170.80)	(581.10)	(204.93)	P/B	7.51	5.62	4.28	3.27
企业自由现金流	1258.63	1364.89	2128.51	2197.25	EV/EBITDA	28.4	20.7	16.0	12.4

数据来源: 贝格数据, 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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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>

