

2019年10月18日

南极电商 (002127)

——三季度主业超预期，顺应趋势核心大店爆发增长

报告原因：有业绩公布需要点评
买入 (维持)
市场数据： 2019年10月17日

收盘价(元)	11.43
一年内最高/最低(元)	13.18/6.72
市净率	6.6
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	21674
上证指数/深证成指	2977.33/9645.39

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2019年09月30日

每股净资产(元)	1.73
资产负债率%	11.56
总股本/流通A股(百万)	2455/1896
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：

相关研究

《南极电商(002127)点评：业绩增长符合预期，披露详尽彰显经营自信》
2019/08/22

《南极电商(002127)点评：货币化率表现超预期，经营壁垒强化持续验证》
2019/04/28

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com

研究支持

陈泽人 A0230117090003
chenzr@swsresearch.com

联系人

戎姜斌
(8621)23297818×转
rongjb@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **2019年三季度公司本部业务净利润增长40.5%，增长超预期。**1) 19年前三季度，公司实现收入26.5亿元，同比增长29.4%；净利润6.0亿元，同比增长34.0%。其中，Q3单季度公司实现收入10.1亿元，同比增长24.9%；实现净利润2.2亿元，同比增长36.9%。**2) 分业务板块来看，本部业务收入利润高增长。**Q3单季度公司本部业务实现收入2.5亿元，同比增长33.1%；净利润1.8亿元，同比增长42.1%；子公司时间互联Q3单季度实现收入7.6亿元，同比增长22.4%；净利润3341万元，同比增长14.0%。**3) 货币化率降幅收窄，表现超预期。**Q3单季度公司品牌综合服务业务及经销商品牌授权服务业务实现收入2.3亿元，同比增长42.5%。我们推算三季度两项业务对应的货币化率为4.0%，下降幅度较上半年收窄，预计货币化率短期下行、中长期有望趋于稳健。
- **19Q3公司在主要电商平台高增长持续，单季度整体GMV同比增长55.4%达到58亿元。****1) 分平台来看，**Q3单季公司阿里渠道GMV达37.7亿元，同比增长42.5%；京东渠道GMV达9.0亿元，同比增长34.5%；社交电商渠道GMV达7.9亿元，同比增长133%，增速均保持较高水平。**2) 分品牌来看，**19Q3公司旗下品牌群中，南极人品牌GMV达49.8亿元，同比增长60.3%，表现超预期；卡帝乐品牌GMV达7.4亿元，同比增长37.7%。
- **现金流表现良好，应收账款规模保持平稳，账期进一步趋向优化。****1) 现金流量表方面，**公司三季度实现经营性现金流2.9亿元，同比增长43.1%，现金流增长快于利润增速。其中，本部实现经营性现金流2.8亿元保持稳健，时间互联转正至1470万元。**2) 资产负债表方面，应收账款规模环比平稳、账期缩短。**公司三季度应收账款10.0亿元，较年初增加2.4亿元。同比来看，公司前三季度在品牌授权及综合服务业务的收入实现38.2%的增长下，该项业务产生的应收账款环比基本持平，账期进一步缩短。公司保理业务应收账款规模环比平稳，时间互联应收款小幅上升。**3) 现金与理财项目详尽披露彰显自信。**公司在新增披露多项经营细节基础上，追加披露了本部银行存款及理财情况，对每笔理财的产品性质、期限及年化收益率等关键信息进行详细说明，彰显业务发展自信。
- **线上马太效应强化，终端销售顺应趋势爆发增长。****1) 头部品类增速领跑行业。**前三季度公司内衣品类GMV增长52.04%，家纺品类增长62.1%，增速跑赢行业，市占率首位的龙头品类优势进一步加强。**2) 大店战略成效显著。**19年公司顺应阿里流量规则变化，延续店铺分层战略，综合大店做“爆款及爆款群”，前三季度11个核心大店GMV增速超过100%。同时，公司同时通过产业链支持腰部店铺做分销，并扶持小店铺进行种草，顺应趋势发力增长。**3) 品牌管理标准升级。**公司今年建立了丰富的产品包装和物流包装的图库供合作伙伴使用，包含大纺织类图库43款包装、健康生活类图库79款包装、大母婴类图库20款包装，进一步推动体系内品牌形象的统一性。
- **预计公司未来三年GMV保持高速增长，看好长期发展，维持“买入”评级。**公司核心竞争力稳固，品牌庞大的用户基数、具备竞争力的性价比、丰富的供应链、对电商平台规则的理解四方面有望推动公司长期成长不断演进。我们看好公司在GMV规模持续扩容的基础上，中长期货币化率平稳，维持原盈利预测，预计19-21年EPS分别为0.51/0.65/0.82元，19-21年对应PE分别为22/18/14倍，维持“买入”评级。

财务数据及盈利预测

	2018	19Q1-Q3	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	3,353	2,647	4,135	4,961	5,729
同比增长率(%)	240.1	29.4	23.3	20.0	15.5
归母净利润(百万元)	886	602	1,241	1,606	2,018
同比增长率(%)	65.9	34.0	40.1	29.4	25.7
每股收益(元/股)	0.36	0.25	0.51	0.65	0.82
毛利率(%)	34.5	29.2	38.7	41.9	43.4
ROE(%)	23.7	14.2	24.9	24.4	23.5
市盈率	32		22	18	14

表 1：南极电商分季度 GMV 与货币化率情况

亿元	15A	16A	17A	18A	173Q	183Q	193Q	18Q1	18Q2	18Q3	19Q1	19Q2	19Q3
营业收入	3.9	5.2	9.9	33.5	4.0	20.4	26.5	5.0	7.3	8.1	8.2	8.1	10.1
YoY		34%	90%	240%	33%	409%	29%	620%	301%	441%	63%	11%	25%
本部营业收入	3.9	5.2	7.2	10.4	4.0	5.2	6.8	1.0	2.3	1.9	1.4	2.8	2.5
YoY		34%	38%	45%	33%	30%	30%	48%	24%	28%	39%	24%	33%
品牌货币化收入	3.5	4.7	6.4	9.3	3.3	4.4	6.1	0.8	2.0	1.6	1.3	2.5	2.3
YoY		34%	37%	46%		35%	38%	53%	41%	21%	55%	27%	43%
GMV	39.6	72.1	124.0	205.2	65	105	168	34	34	38	52	58	58
YoY		82%	72%	65%	79%	62%	59%	78%	49%	64%	53%	70%	55%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：品牌货币化收入包括“品牌综合服务业务”、“经销商品牌授权业务”贡献的收入。
部分季度的品牌货币化收入为我们的推算结果，非披露值。

表 2：南极电商各季度分平台 GMV 情况

亿元	15A	16A	17A	18A	173Q	183Q	193Q	18Q1	18Q2	18Q3	19Q1	19Q2	19Q3
GMV 总量	39.6	72.1	124.0	205.2	65	105	168	34	34	38	52	58	58
YoY		82%	72%	65%		62%	59%	78%	49%	64%	53%	70%	55%
阿里渠道	31.4	52.9	88.9	146.0	45	74	111	24	23	26	36	38	38
YoY		69%	68%	64%		63%	51%	87%	47%	61%	50%	62%	43%
京东渠道	7.6	17.9	25.4	35.6	15.4	19.5	26.6	6.1	6.7	6.7	8.4	9.2	9.0
YoY		136%	42%	40%		26%	36%	17%	15%	53%	38%	37%	34%
拼多多渠道			7.0	17.6	3.0	9.3	21.5	2.6	3.2	3.4	5.2	8.4	7.9
YoY				153%		211%	132%	516%	256%	106%	95%	160%	133%
唯品会渠道			2.3	4.8	1.3	2.5	7.5	0.7	0.9	0.9	1.7	2.7	3.1
YoY				109%		93%	199%	72%	91%	86%	168%	269%	309%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

*2015 年为“南极人”品牌情况，此后为各品牌合计情况

表 3：南极电商各季度分品牌 GMV 情况

亿元	15A	16A	17A	18A	173Q	183Q	193Q	18Q1	18Q2	18Q3	19Q1	19Q2	19Q3
GMV 总量	39.6	72.1	124.0	205.2	65	105	168	34	34	38	52	58	58
南极人品牌		67.9	109.0	177.5	57	88	145	29	28	31	45	50	50
YoY			61%	63%		54%	65%	74%	37%	55%	57%	79%	60%
卡帝乐品牌		3.8	12.7	23.3	6.7	14.7	20.1	4.0	5.2	5.4	5.6	7.0	7.4
YoY			235%	84%		118%	37%	131%	111%	117%	39%	35%	38%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 4：公司利润表 (单位：百万元, 元)

利润表						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
一、营业总收入	521	986	3,353	4,135	4,961	5,729
其中：营业收入	521	986	3,353	4,135	4,961	5,729
其他类金融业务收入	0	0	0	0	0	0
二、营业总成本	179	396	2,439	2,783	3,212	3,533
其中：营业成本	67	295	2,197	2,534	2,882	3,244
其他类金融业务成本	0	30	38	47	56	65
税金及附加	4	6	10	12	14	16
销售费用	22	31	111	102	128	145
管理费用	45	30	57	78	99	108
财务费用	-10	-9	5	8	13	20
资产减值损失	51	13	21	3	76	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	10	23	0	0	0
汇兑收益	0	0	0	0	0	0
资产处置收益	-0	-0	0	0	0	0
其他收益	0	0	0	0	0	0
三、营业利润	343	600	937	1,351	1,748	2,196
加：营业外收入	11	25	26	0	0	0
减：营业外支出	0	0	0	0	0	0
四、利润总额	354	625	963	1,351	1,748	2,196
减：所得税	51	90	76	109	141	177
五、净利润	303	536	887	1,242	1,608	2,019
持续经营净利润	303	536	887	1,242	1,608	2,019
终止经营净利润	0	0	0	0	0	0
少数股东损益	2	1	1	1	1	2
归属于母公司所有者的净利润	301	534	886	1,241	1,606	2,018
六、其他综合收益的税后净额	0	0	0	0	0	0
七、综合收益总额	303	536	887	1,242	1,608	2,019
归属于母公司所有者的综合收益总额	301	534	886	1,242	1,608	2,019
全面摊薄每股收益	0.12	0.22	0.36	0.51	0.65	0.82

资料来源：公司公告，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swyhsc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swyhsc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。