

# GMV 继续保持高增长，基础扎实期待未来业绩爆发

买入 (维持)

2019 年 08 月 21 日

证券分析师 马莉

执业证号: S0600517050002  
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

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	1234.9	1610.9	2070.5
同比 (%)	65.9%	39.3%	30.4%	28.5%
每股收益 (元/股)	0.36	0.50	0.66	0.84
P/E (倍)	29.1	20.9	16.0	12.4

## 投资要点

- **事件: 公司发布 19 H1 半年报, 整体增速符合预期。**19H1 公司营收为 16.34 亿, 同增 32.4%, 归母净利润 3.86 亿, 同增 32.4%; 19Q2 公司营收为 8.10 亿, 同增 11.0%, 归母净利润 2.64 亿, 同增 30.4%。
- **公司 GMV 在各个平台上均保持健康增长。**公司 19Q2 全平台 GMV 达到 57.9 亿, 同增 69%, 上半年全平台 GMV 达到 109.8 亿, 同增 61.7%。分平台来看, 19H1 在阿里/京东/社交/唯品会各个平台的增速分别达到了 55.6%/37.6%/130.7%/167.8%。同时分品牌看, 南极人主品牌 19H1 同增 67.6%至 95.4 亿。
- **南极人主品牌已成为中国以电商渠道为主、领先的消费品品牌。**(1) 从消费人次看, 19H1 公司阿里平台店铺的支付件数近 1.3 亿件, 支付人次超过 1 亿人次; 南极人内衣类目在阿里平台的月均访客数近 4,000 万人, 月均客单价 49 元, 月均转换率为 19.64%。(2) 从核心品类来看, 公司“女士内衣/男士内衣/家居服”GMV 23.29 亿, 同增 56%, 市占率达到 7.1%; “床上用品”GMV 12.92 亿, 同增 52%, 市占率 7.0%, 均位列行业第一。(3) 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) 19H1GMV 同增 242%至 4.0 亿, 南极人悠选专卖店 (床上用品) 19H1GMV 同增 215%至 3.0 亿。
- **主业收入、利润均增长稳健, 货币化率略有下滑, 但仍在正常范畴。**公司 19H1 原有现代服务业务收入同增 29.2%至 4.24 亿, 其中品牌综合服务+经销商授权业务同增 36%至 3.81 亿; 同时公司 19H1 原有业务净利润同增 39.6%至 3.29 亿。从 19Q2 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 5.8%下降至了今年的 4.4%, 我们认为主要是由于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, 整体货币化率依旧保持稳定。
- **主营业务现金流稳健, 应收账款继续改善。**公司 19H1 主营业务经营性现金流 1.24 亿, 继续保持稳健; 同时品牌授权及综合服务业务的应收账款 3.9 亿, 同增 26.24%, 低于该业务收入增速, 应收账款持续改善。同时公司保理业务应收账款 3.1 亿, 同比下降 23.7%。
- **时间互联收入规模保持稳定, 应收账款、现金流改善明显。**时间互联 19H1 收入同增 33.7%至 12.1 亿; 归母净利润 5739 万, 同增 2%; 在此基础上经营现金流净额由去年的-9674 万转正至 2608 万; 时间互联应收账款同比下降 32.5%至 1.85 亿。

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	10.50
一年最低/最高价	5.71/13.18
市净率(倍)	6.39
流通 A 股市值(百万元)	19910.39

## 基础数据

每股净资产(元)	1.64
资产负债率(%)	10.47
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): GMV 持续高速增长, 货币化率稳定, 主业增长强势》  
2019-04-29
- 2、《南极电商 (002127): 业绩增速符合预期、经营状况持续改善, 龙头地位稳固》  
2019-04-26

- **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 21X。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

	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
<b>总 GMV</b>	<b>3421</b>	<b>3750</b>	<b>9981</b>	<b>5156</b>	<b>5794</b>
YOY	49%	64%	69%	53%	69%
<b>阿里平台</b>	<b>2322</b>	<b>2646</b>	<b>7226.72</b>	<b>3602.54</b>	<b>3759.46</b>
YOY	47%	61%	65%	50%	62%
占比	68%	71%	72%	70%	65%
<b>京东平台</b>	<b>671</b>	<b>667</b>	<b>1612</b>	<b>840.37</b>	<b>921.63</b>
YOY	15%	53%	63%	38%	37%
占比	20%	18%	16%	16%	16%
<b>拼多多</b>	<b>324</b>	<b>340</b>	<b>834</b>	<b>516.3</b>	<b>843.7</b>
YOY	256%	106%	110%	95%	160%
占比	9%	9%	8%	10%	15%
<b>唯品会</b>	<b>91.12</b>	<b>86.84</b>	<b>231.1</b>	<b>168.06</b>	<b>268.94</b>
YOY	25%	125%	119%	133%	195%
占比	3%	2%	2%	3%	5%
<b>现代服务收入</b>	<b>230</b>	<b>192</b>	<b>514</b>	<b>139</b>	<b>284</b>
YOY	41%	33%	49%	40%	24%
其中，品牌综合服务+经销商授权业务	<b>198</b>			<b>129</b>	<b>252</b>
YOY				55%	27%
品牌综合服务+经销商授权业务/GMV	<b>5.79%</b>			<b>2.50%</b>	<b>4.35%</b>
<b>原有业务净利润</b>	<b>177</b>	<b>130</b>	<b>392</b>	<b>92</b>	<b>237</b>
YOY	55%	26%	48%	52%	34%
原有业务净利率	77%	68%	76%	66%	83%
<b>时间互联收入</b>	<b>500</b>	<b>619</b>	<b>792</b>	<b>685</b>	<b>525</b>
<b>时间互联净利润</b>	<b>28</b>	<b>28</b>	<b>46</b>	<b>30</b>	<b>27</b>

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)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>3057.5</b>	<b>4485.1</b>	<b>6163.4</b>	<b>8368.4</b>	<b>营业收入</b>	<b>3352.9</b>	<b>3966.4</b>	<b>4680.2</b>	<b>5496.6</b>
现金	1189.8	2308.1	3343.8	5216.3	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	111.6	138.4	153.9
其他	486.8	486.8	486.8	486.8	管理费用	56.8	92.4	104.4	120.9
<b>非流动资产</b>	<b>1491.7</b>	<b>1477.3</b>	<b>1474.5</b>	<b>1470.8</b>	财务费用	(10.7)	(20.8)	(30.2)	(47.0)
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	<b>营业利润</b>	<b>936.9</b>	<b>1383.4</b>	<b>1807.4</b>	<b>2331.4</b>
其他	15.0	15.0	15.0	15.0	营业外净收支	26.2	21.0	24.5	22.9
<b>资产总计</b>	<b>4549.2</b>	<b>5962.4</b>	<b>7637.9</b>	<b>9839.2</b>	<b>利润总额</b>	<b>963.0</b>	<b>1404.4</b>	<b>1831.9</b>	<b>2354.3</b>
<b>流动负债</b>	<b>784.3</b>	<b>920.3</b>	<b>983.8</b>	<b>1113.4</b>	所得税费用	75.8	168.5	219.8	282.5
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	<b>归属母公司净利润</b>	<b>886.5</b>	<b>1234.9</b>	<b>1610.9</b>	<b>2070.5</b>
其他	30.1	30.1	30.1	30.1	EBIT	987.6	1380.8	1803.4	2308.9
<b>非流动负债</b>	<b>0.6</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	EBITDA	992.1	1382.8	1806.4	2312.9
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>负债总计</b>	<b>785.0</b>	<b>920.3</b>	<b>983.8</b>	<b>1113.4</b>	每股收益(元)	0.36	0.50	0.66	0.84
少数股东权益	25.7	26.6	27.8	29.1	每股净资产(元)	1.52	2.04	2.70	3.54
归属母公司股东权益	3738.6	5015.4	6626.3	8696.8	发行在外股份(百万股)	2454.9	2454.9	2454.9	2454.9
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4549.2</b>	<b>5962.4</b>	<b>7637.9</b>	<b>9839.2</b>	ROIC(%)	23.7%	24.1%	23.8%	23.3%
					ROE(%)	26.0%	28.1%	27.6%	26.9%
					毛利率(%)	34.5%	40.0%	43.7%	47.0%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	EBIT Margin(%)	29.5%	34.8%	38.5%	42.0%
经营活动现金流	551.39	1050.60	1018.04	1832.41	销售净利率(%)	26.5%	31.2%	34.4%	37.7%
投资活动现金流	(464.10)	67.73	17.68	40.12	资产负债率(%)	17.3%	15.4%	12.9%	11.3%
筹资活动现金流	(358.46)	0.00	0.00	0.00	收入增长率(%)	240.1%	18.3%	18.0%	17.4%
现金净增加额	(271.45)	1118.33	1035.72	1872.53	净利润增长率(%)	65.9%	39.3%	30.4%	28.5%
折旧与摊销	4.55	2.00	3.01	4.03	P/E	29.1	20.9	16.0	12.4
资本开支	0.77	0.00	1.55	0.00	P/B	6.89	5.14	3.89	2.96
营运资本变动	(343.43)	(170.80)	(581.10)	(204.93)	EV/EBITDA	26.1	18.6	14.3	11.1
企业自由现金流	1258.63	1387.92	2172.68	2240.78					

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>

