南极电商(002127)/专业零售 业绩稳健增长，市占率加速提升

评级：买入

分析师：彭毅
执业证书编号：S0740515100001
电话：
Email: pengyi@r.qlzq.com.cn

研究助理：龙凌波
Email: longlb@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	2,455
流通股本(百万股)	1,896
市价(元)	11.43
市值(百万元)	28,059
流通市值(百万元)	21,674

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1 南极电商：品牌品类+服务+渠道+内容矩阵生态圈优势凸显，引领新快消时代潮流

2 南极电商年报点评：授权 GMV 延续高速增长，主营业务盈利能力保持稳健

3 南极电商 19Q1 点评：主品牌授权产品 GMV 维持强劲增长，本部盈利稳健提升

4 南极电商 19H1 点评：降低货币化率投资未来，本部盈利稳健提升

公司盈利预测及估值

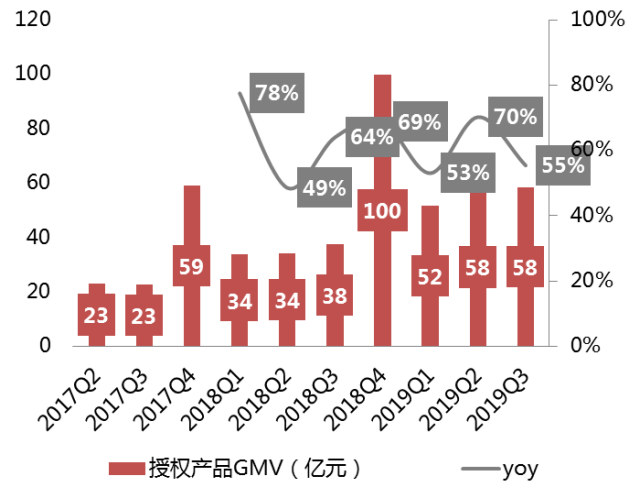
指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	986	3,353	4,231	5,306	6,619
营业收入增速	89.22%	240.12%	26.19%	25.41%	24.75%
归属于母公司的净利润	534	886	1,169	1,452	1,806
净利润增长率	77.42%	65.92%	31.84%	24.27%	24.32%
摊薄每股收益（元）	0.33	0.36	0.48	0.59	0.74
每股现金流量	0.22	0.22	0.33	0.38	0.39
净资产收益率	17.68%	23.71%	17.10%	18.06%	18.97%
P/E	35.01	31.65	24.01	19.32	15.54
PEG	0.89	1.18	0.42	0.49	0.58
P/B	9.29	7.51	4.11	3.49	2.95

备注：

投资要点

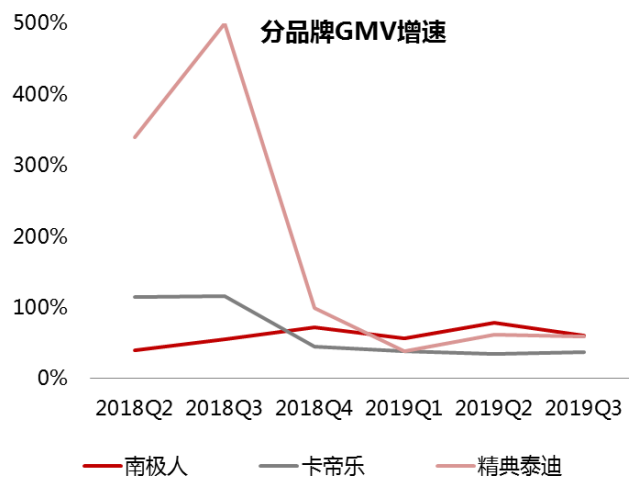
- **事件：南极电商 2019 前三季度授权品牌产品 GMV 达 168.1 亿元，同比增长 59.5%；实现营业收入 26.47 亿元，同比增长 29.4%。公司本部收入达 6.8 亿元，同比增长 30.4%，本部归母净利润为 5.1 亿元，同比增长 40.2%。**
- **销售额稳健增长，南极人优势品类市占率稳居第一。**2019 前三季度，南极人/卡帝乐/精典泰迪的授权产品 GMV 达 145.21/20.08/1.49 亿元，同比增长 65.02%/37.08%/54.45%，南极人主品牌影响力进一步提升。阿里/京东/拼多多/唯品会渠道 GMV 分别为 111.36/26.59/21.53/7.46 亿元，同比增长 50.93%/36.49%/131.78%/198.79%；阿里平台占比 66%，仍然维持中高速增长。在阿里平台中，南极人的内衣/床上用品品类 GMV 增速达 52.04%/62.41%，优势品类市占率持续提升，稳居细分行业第一。
- **让利渠道和供应商，货币化率持续下滑。**为进一步提升市场份额，南极电商对新品类和生产竞争激烈类目的供应商提供服务费优惠，综合服务费率较低的社交电商渠道也实现快速发展、GMV 占比大幅提升，短期内拉低公司货币化率水平。2019Q3，南极电商品牌授权服务收入达 2.32 亿元，同比增长 42.5%，品牌授权服务货币化率为 4.0%，较去年同期下滑 0.3%。截至三季度末，南极电商合作供应商达 985 家，合作经销商达 4,321 家，授权店铺达 5,559 家，供应链和渠道资源进一步优化。
- **流量优势突出，销售费率显著优化。**2019Q3，公司本部营收为 2.55 亿元，同比增长 33.1%；时间互联收入为 7.58 亿元，同比增长 22.4%。在店铺运营方面，公司顺应电商渠道流量规则，推行大店策略，销售规模显著增长。2019Q3 销售费用减少 1,079 万元，主要是广告支出减少的影响；销售费率同比下滑 1.9%，流量优势持续强化。三季度管理研发费率同比提高 0.4%，主要是业务扩张、人员成本增加的影响。
- **本部盈利稳健增长。**2019Q3 公司实现归母净利润 2.16 亿元，同比增长 36.6%；公司本部实现归母净利润 1.82 亿元，同比增长 41.4%，本部归母净利率为 71.4%，盈利能力稳健提升。
- **投资建议：让利渠道和供应链，业绩稳健增长，市占率加速提升，给予“买入”评级。**大众消费品市场空间广阔，南极电商供给端通过让利供应商加速品类扩充，销售端完善渠道布局和流量运营，销售额保持高速增长，市占率仍有较大的提升空间。南极电商盈利稳健增长，品牌授权模式优越性逐步凸显，长期来看货币化率有望逐步回升。预计 2019-2021 年，南极电商授权产品 GMV 分别为 324/480/653 亿元，同比增长 58%/48%/36%；实现营业收入 42.31/53.06/66.19 亿元，对应增速为 26.19%/25.41%/24.75%；实现归母净利润 11.69/14.52/18.06 亿元，同比增长 31.84%/24.27%/24.32%。假设时间互联超额完成业绩承诺，拆分 2019 年南极电商净利润为核心业务 10.19 亿元、时间互联业务 1.50 亿元。考虑公司历史估值情况，给予南极电商核心业务 30 倍 PE，估值为 305.7 亿元，给予时间互联业务 10 倍 PE，估值为 15 亿元，预计 2019 年公司加总估值为 320.7 亿元。
- **风险提示：（1）布局品牌/品类矩阵遇阻，品牌影响力下降，服务费率和收入下滑；（2）保理业务风控能力不足，出现大量坏账，现金流恶化；（3）渠道拓展不畅，过于依赖阿里平台，授权产品 GMV 增速大幅放缓。**

图表 1：授权产品 GMV 保持中高速增长



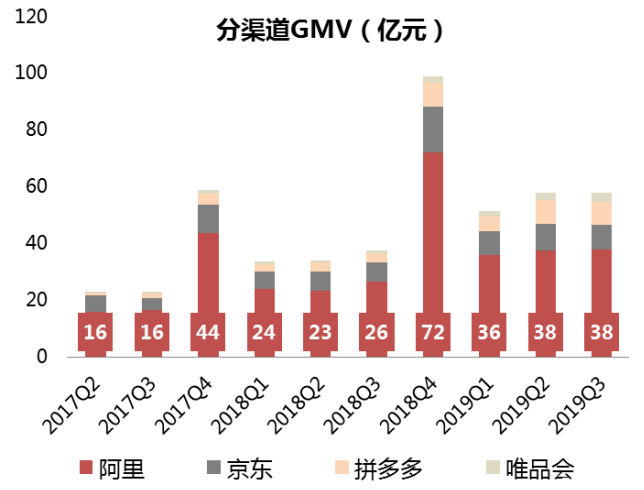
来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 2：南极人主品牌领先增长



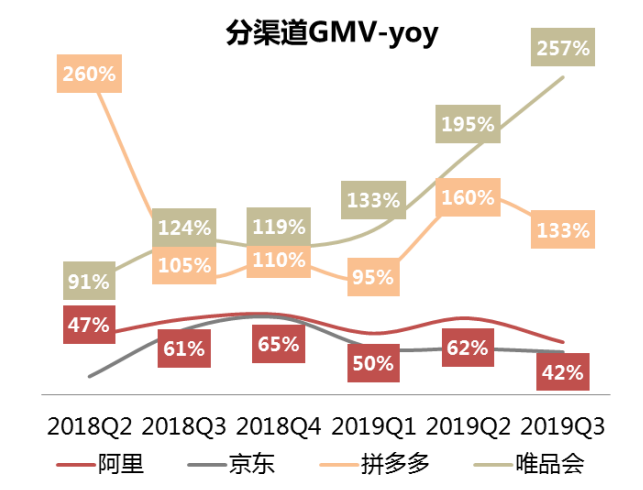
来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 3：阿里渠道 GMV 占比 65%



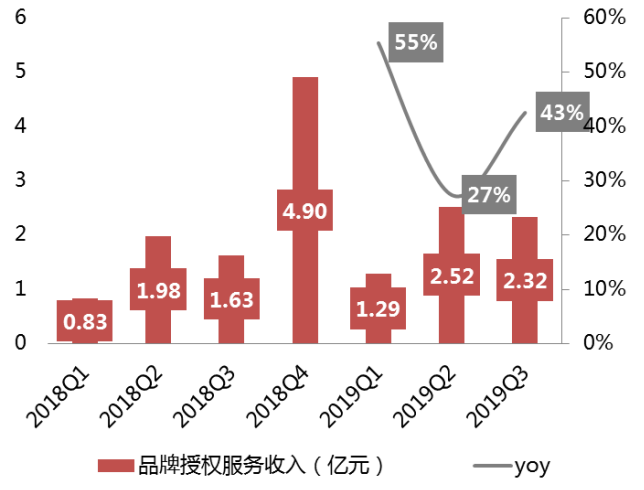
来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 4：拼多多/唯品会渠道增长 134%/257%



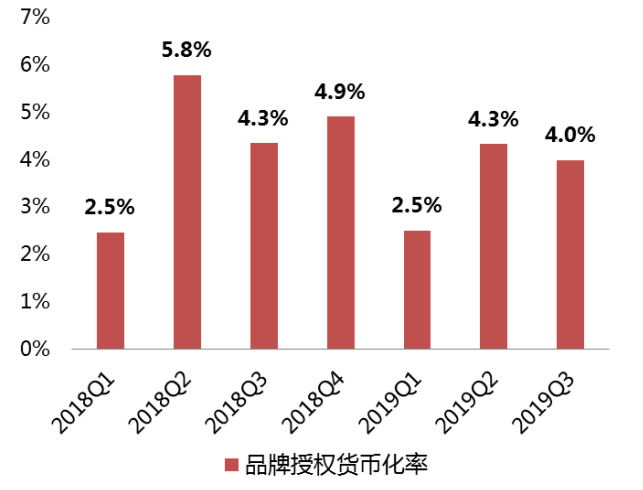
来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 5：Q3 品牌授权服务收入同比增长 43%



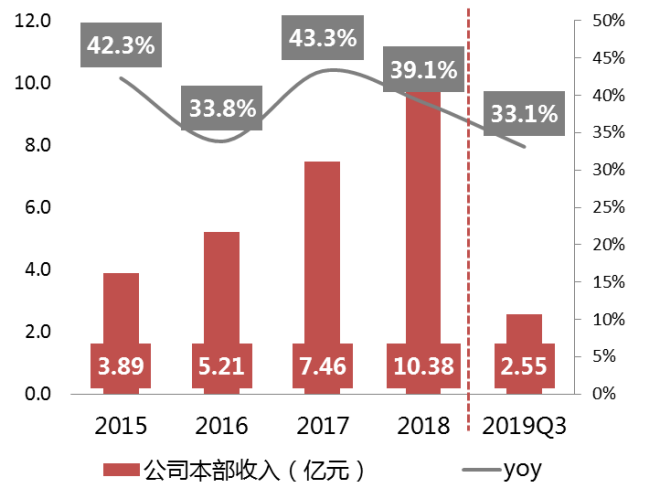
来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 6：扩品/扩渠道影响下货币化率同比持续下滑



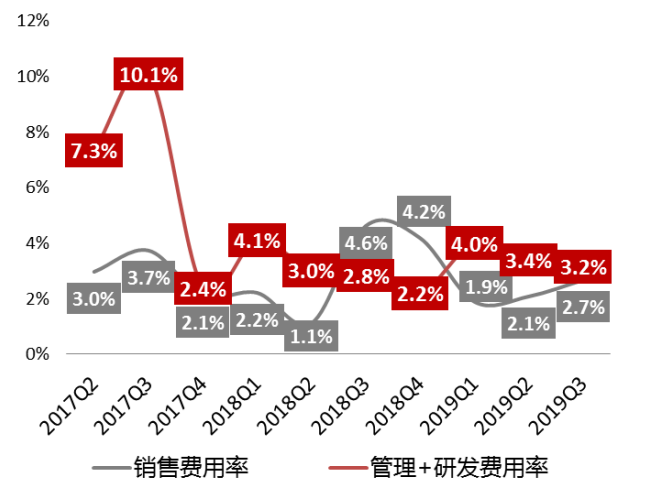
来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 7：公司本部营收同比增长 33.1%



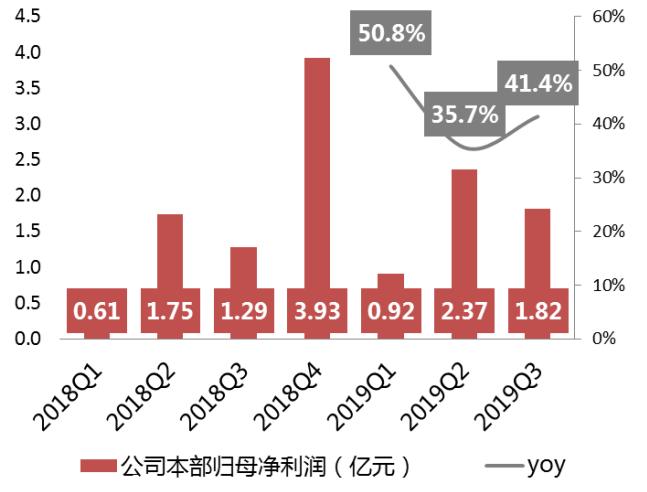
来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 8：销售费用率同比减少 1.9%，管理+研发费用率同比增加 0.4%



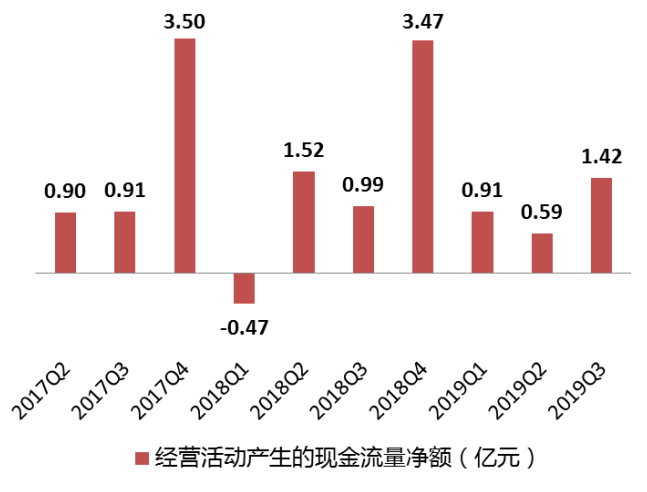
来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 9：Q3 本部归母净利润同比增长 41.4%



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 10：经营现金流同比改善



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 11：南极电商财务预测三张表

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	**986**	**3,353**	**4,231**	**5,306**	**6,619**
增长率	*89.2%*	*240.1%*	*26.19%*	*25.41%*	*24.75%*
营业成本	-295	-2,197	-2,707	-3,286	-3,957
%销售收入	*29.9%*	*65.5%*	*64.0%*	*61.9%*	*59.8%*
毛利	691	1,156	1,524	2,020	2,663
%销售收入	*70.1%*	*34.5%*	*36.0%*	*38.1%*	*40.2%*
营业税金及附加	-6	-10	-12	-15	-19
%销售收入	*0.6%*	*0.3%*	*0.3%*	*0.3%*	*0.3%*
营业费用	-31	-111	-127	-159	-199
%销售收入	*3.1%*	*3.3%*	*3.0%*	*3.0%*	*3.0%*
管理费用	-60	-57	-127	-159	-199
%销售收入	*6.1%*	*1.7%*	*3.0%*	*3.0%*	*3.0%*
息税前利润（EBIT）	594	978	1,258	1,686	2,247
%销售收入	*60.3%*	*29.2%*	*29.7%*	*31.8%*	*33.9%*
财务费用	9	-5	4	4	3
%销售收入	*-0.9%*	*0.2%*	*-0.1%*	*-0.1%*	*0.0%*
资产减值损失	13	21	20	20	20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	10	23	10	10	10
%税前利润	*1.6%*	*2.2%*	*0.8%*	*0.6%*	*0.4%*
营业利润	626	1,017	1,292	1,721	2,279
营业利润率	*63.5%*	*30.3%*	*30.5%*	*32.4%*	*34.4%*
营业外收支	25	26	20	20	20
税前利润	**650**	**1,043**	**1,312**	**1,740**	**2,299**
利润率	*66.0%*	*31.1%*	*31.0%*	*32.8%*	*34.7%*
所得税	-90	-76	-102	-247	-452
所得税率	*13.8%*	*7.3%*	*7.8%*	*14.2%*	*19.7%*
净利润	536	887	1,170	1,454	1,807
少数股东损益	1	1	1	1	2
归属于母公司的净利润	**534**	**886**	**1,169**	**1,452**	**1,806**
净利率	*54.2%*	*26.4%*	*27.6%*	*27.4%*	*27.3%*

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	536	887	1,170	1,454	1,807
加:折旧和摊销	3	5	7	9	11
资产减值准备	13	21	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	-9	5	-4	-4	-3
投资收益	-10	-23	-10	-10	-10
少数股东损益	1	1	1	1	2
营运资金的变动	419	-709	-348	-525	-842
经营活动现金净流	**538**	**551**	**815**	**924**	**963**
固定资本投资	1	1	-60	-60	-50
投资活动现金净流	**-117**	**-464**	**-47**	**-47**	**-37**
股利分配	-101	-101	-178	-247	-325
其他	668	-257	2,038	4	3
筹资活动现金净流	**567**	**-358**	**1,861**	**-243**	**-322**
现金净流量	**988**	**-271**	**2,628**	**634**	**604**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,461	1,190	3,818	4,452	5,056
应收款项	595	825	1,090	1,475	2,129
存货	13	3	12	7	15
其他流动资产	206	1,040	997	1,346	1,386
流动资产	2,274	3,058	5,917	7,279	8,587
%总资产	*59.5%*	*67.2%*	*79.3%*	*82.1%*	*84.1%*
长期投资	24	14	14	14	14
固定资产	4	3	29	53	75
%总资产	*0.1%*	*0.1%*	*0.4%*	*0.6%*	*0.7%*
无形资产	565	563	557	551	545
非流动资产	1,546	1,492	1,542	1,590	1,626
%总资产	*40.5%*	*32.8%*	*20.7%*	*17.9%*	*15.9%*
资产总计	**3,821**	**4,549**	**7,459**	**8,869**	**10,213**
短期借款	66	70	0	0	0
应付款项	407	589	472	675	537
其他流动负债	118	125	125	125	125
流动负债	590	784	597	800	662
长期贷款	179	0	0	0	0
其他长期负债	1	1	1	1	1
负债	**770**	**785**	**597**	**801**	**662**
普通股股东权益	3,021	3,739	6,835	8,040	9,521
少数股东权益	29	26	27	28	30
负债股东权益合计	**3,821**	**4,549**	**7,459**	**8,869**	**10,213**

比率分析

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标					
每股收益(元)	0.33	0.36	0.48	0.59	0.74
每股净资产(元)	1.23	1.52	2.78	3.28	3.88
每股经营现金净流(元)	0.22	0.22	0.33	0.38	0.39
每股股利(元)	0.04	0.04	0.07	0.10	0.13
回报率					
净资产收益率	17.68%	23.71%	17.10%	18.06%	18.97%
总资产收益率	14.02%	19.50%	15.68%	16.39%	17.70%
投入资本收益率	50.42%	49.25%	43.78%	47.43%	49.78%
增长率					
营业总收入增长率	89.22%	240.12%	26.19%	25.41%	24.75%
EBIT增长率	77.66%	65.51%	27.42%	34.30%	33.43%
净利润增长率	77.42%	65.92%	31.84%	24.27%	24.32%
总资产增长率	86.66%	19.07%	63.95%	18.91%	15.15%
资产管理能力					
应收账款周转天数	166.3	72.2	75.0	80.0	90.0
存货周转天数	12.7	0.9	0.6	0.6	0.6
应付账款周转天数	37.4	6.2	6.0	5.5	5.0
固定资产周转天数	1.5	0.4	1.4	2.8	3.5
偿债能力					
净负债/股东权益	-30.91%	-99.56%	-64.88%	-62.66%	-66.08%
EBIT利息保障倍数	-68.0	188.1	-339.6	-384.8	-776.4
资产负债率	20.17%	17.26%	8.01%	9.03%	6.49%

来源：公司公告 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。