



中信证券研究部



唐思思
首席传媒分析师
S1010517080007

核心观点

南极电商 2019 年三季度报业绩保持强劲增长，三季度实现可统计 GMV 58.3 亿元，同增 55%，品牌综合服务收入同增 41%，归属净利同增 37%。公司电商领域竞争优势持续巩固，我们看好公司中长期成长潜力，维持“买入”评级。

■ **公司 2019 年三季度报业绩表现强劲。**三季度公司收入 10.1 亿元（同增 25%），归母净利 2.16 亿元（同增 37%），扣非归母净利 2.04 亿元（同增 35%）；其中，本部实现营收 2.55 亿元（同增 33%），归母净利 1.82 亿元（同增 42%）；时间互联 7.58 亿元（同增 22%），归属净利 3341 万元（同增 14%）。三季度实现品牌综合服务收入 2.17 亿元，同增 41%，占 GMV 比重为 3.7%，同比-0.4pct（上季度同比-1.6pcts，下滑显著收窄），略有下滑主要受新品类扩张、社交平台销售标费率较低以及提供优惠政策的影响；三季度实现经销商授权收入 0.16 亿元，同增 60%，我们认为，经销商授权业务收入从无到有并实现快速增长，体现出公司对经销商的价值以及产业链上的强大议价力。

■ **GMV 高增长，显著跑赢大盘，渠道竞争力持续强化。**前三季度公司实现 GMV 168.1 亿元，同增 59%，其中三季度实现 GMV 58.3 亿元，同增 55%，保持高速增长。①品牌维度看，南极人实现 GMV 145.2 亿元，同比+65%；卡帝乐实现 GMV 20.1 亿元，同比+37%。②平台维度看，阿里、京东、主要社交电商、唯品会实现 GMV 111.4 亿、26.6 亿、21.5 亿、7.5 亿元，分别同比增长 51%、36%、132%、199%，整体 GMV 增速显著跑赢大盘。

■ **应收账款管理卓有成效，现金流改善，加大人才投入下管理费用增长较快。**①至报告期末，公司应收账款净值 9.8 亿元，其中，公司品牌授权及综合服务业务应收账款净额 4.05 亿元，同增 24%（慢于收入增速）；保理业务应收账款净额为 3.12 亿元，同减 31%；时间互联业务应收账款净额 2.46 亿元，同减 10%。整体应收账款控制卓有成效。前三季度经营性净现金流为 2.92 亿元，同比增长 43%，其中时间互联经营性现金流净额 1471 万元（去年同期为-1.03 亿元）。②费用方面，销售费用 2660 万元，同减 29%，主要系广告支出较同期下降；管理费用 2292 万元，同增 35%，系公司业务扩张及人才升级、人员成本增加。

■ **公司品牌群在电商领域的优势进一步强化，商业生态持续完善，持续看好公司长期竞争力。**①截至 2019H1，公司品牌在各电商渠道合计约有 10 万个产品链接，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 49 元，月均转换率为 19.64%。目前阿里平台优势内衣品类、床上用品品类均居阿里平台行业第一，同时商家生态持续丰富，截至三季度末，公司合作供应商 985 家，合作经销商 4,321 家，授权店铺 5,559 家。②公司在为供应商提供品牌授权同时，依托丰富的电商运营经验，进一步提升了面向供应商及经销商等合作伙伴的各项服务，为商家提供包括战略发展、数据分析与应用、品类规划、爆款推荐、研发设计、

南极电商	002127
评级	买入（维持）
当前价	11.4 元
总股本	2,455 百万股
流通股本	1,896 百万股

质量管控、流量管理、资源撮合等在内的一站式供应链及电商运营服务，提升商家竞争力和投资回报，如依托大数据进行赋能，自主研发了围绕电商平台的数据管理及商业智能工具“南极数云”，提升了经销商与供应链的协同效率、消费端的运营效率。③公司近期持续加码投入品控与品牌升级、供应链效率提升，叠加专业电商运营下，公司品牌群在阿里等平台销售规模持续增长，马太效应进一步强化，有望驱动终端 GMV 进一步增长以及公司产业链地位的提升。

■ **近期公司推出股权激励计划及披露理财细目，体现公司业务财务自信。**①公司近期披露股权激励计划，若假设时间互联业绩保持平稳，考核条件对应本部净利润 2019/20/21 年增速为 42%/31%/31%（各以先前一年利润为基数下），当前业绩考核条件体现出公司对长期竞争力与业绩增长的良好信心。②同时公司近期对理财变化和余额进行详细的分笔披露，受托人基本为主要商业银行、产品类型偏稳健，均为与公司业务无关的非定向理财。我们认为高质量的理财产品是对企业业务与资金质量、性质最好的证明，表明公司良好的业务、现金流与报表质量，有效回应了之前体外循环、资金造假与占款挪用的市场质疑。

■ **风险因素：**第三方平台竞争格局与平台政策变化风险；授权模式下产品品控风险；新品牌、品类拓展低于预期；品牌综合服务费率低于预期；电商整体增速放缓；期间费用提升超预期；商誉风险；解禁减持风险。

■ **投资建议：**考虑公司品牌群马太效应及电商运营能力持续提升，品控体系与供应链运营管理持续完善，主业 GMV、收入、利润增长持续兑现，我们维持 2019-2021 年归属净利润预测 12.0 亿元/16.0 亿元/20.0 亿元，对应 2019-2021 年 EPS 预测为 0.49/0.66/0.82 元，当前股价对应 2019-2021 年 PE 23x/17x/14x，我们持续看好公司电商渠道竞争力与中长期成长潜力，**维持“买入”评级。**

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	986	3,353	4,054	4,652	5,163
营业收入增长率	89%	240%	21%	15%	11%
净利润(百万元)	534	886	1,202	1,608	2,008
净利润增长率	77%	66%	36%	34%	25%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.34	0.36	0.49	0.66	0.82
毛利率%	70%	34%	38%	44%	49%
净资产收益率 ROE%	18%	24%	24%	25%	23%
每股净资产(元)	1.23	1.52	2.01	2.67	3.49
PE(倍)	34	32	23	17	14
PB(倍)	9	8	6	4	3

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 10 月 17 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	986	3,353	4,054	4,652	5,163
营业成本	295	2,197	2,513	2,611	2,634
毛利率	70.05%	34.47%	38.01%	43.87%	48.99%
营业税金及附加	6	10	12	13	15
销售费用	31	111	131	145	156
营业费用率	3.14%	3.32%	3.22%	3.12%	3.02%
管理费用	60	57	67	77	80
管理费用率	6.08%	1.69%	1.65%	1.65%	1.55%
财务费用	(9)	5	(35)	(63)	(100)
财务费用率	-0.88%	0.16%	-0.86%	-1.36%	-1.93%
投资收益	10	23	24	25	27
营业利润	600	937	1,345	1,846	2,357
营业利润率	60.90%	27.94%	33.18%	39.68%	45.65%
营业外收入	25	26	28	29	30
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	625	963	1,373	1,874	2,386
所得税	90	76	167	262	375
所得税率	14.33%	7.87%	12.15%	14.00%	15.70%
少数股东损益	1	1	4	4	4
归属于母公司股东的净利润	534	886	1,202	1,608	2,008
净利率	54.20%	26.44%	29.65%	34.58%	38.88%

现金流量表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	625	963	1,373	1,874	2,386
所得税支出	-90	-76	-167	-262	-375
折旧和摊销	3	5	0	0	0
营运资金的变化	-1	-343	-203	-123	-152
其他经营现金流	1	3	-59	-88	-126
经营现金流合计	538	551	944	1,400	1,733
资本支出	-3	-1	0	0	0
投资收益	10	23	24	25	27
其他投资现金流	-124	-486	0	0	0
投资现金流合计	-117	-464	24	25	27
发行股票	394	0	0	0	0
负债变化	273	357	-70	0	0
股息支出	0	0	0	0	0
其他融资现金流	-100	-716	35	63	100
融资现金流合计	567	-358	-36	63	100
现金及现金等价物净增加额	988	-271	932	1,488	1,860

资产负债表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,461	1,190	2,122	3,611	5,470
存货	13	3	4	4	4
应收账款	542	765	925	1,061	1,178
其他流动资产	258	1,099	1,192	1,199	1,231
流动资产	2,274	3,058	4,242	5,875	7,884
固定资产	4	3	3	3	3
长期股权投资	14	14	14	14	14
无形资产	565	563	563	563	563
其他长期资产	963	912	912	912	912
非流动资产	1,546	1,492	1,492	1,492	1,492
资产总计	3,821	4,549	5,734	7,367	9,375
短期借款	66	70	0	0	0
应付账款	24	52	60	62	62
其他流动负债	500	662	704	722	718
流动负债	590	784	763	784	781
长期借款	179	0	0	0	0
其他长期负债	1	1	1	1	1
非流动性负债	181	1	1	1	1
负债合计	770	785	764	785	781
股本	417	417	417	417	417
资本公积	1,481	1,481	1,481	1,481	1,481
归属于母公司所有者权益合计	3,021	3,739	4,940	6,549	8,556
少数股东权益	29	26	30	33	37
股东权益合计	3,050	3,764	4,970	6,582	8,594
负债股东权益总计	3,821	4,549	5,734	7,367	9,375

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
增长率 (%)					
营业收入	89%	240%	21%	15%	11%
营业利润	75%	56%	44%	37%	28%
净利润	77%	66%	36%	34%	25%
利润率 (%)					
毛利率	70%	34%	38%	44%	49%
EBITDA Margin	63%	29%	33%	39%	44%
净利率	54%	26%	30%	35%	39%
回报率 (%)					
净资产收益率	18%	24%	24%	25%	23%
总资产收益率	18%	19%	21%	22%	21%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测 注: 由于公司为借壳上市, 本部分合并资产负债表股本与首页股本不同

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ00001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。