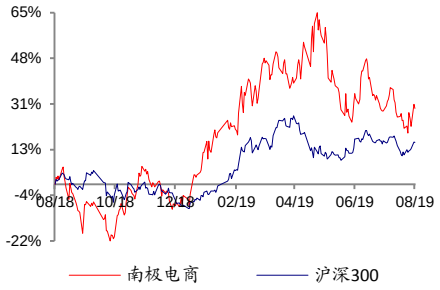
南极电商（002127.SZ）

主业稳健发展，持续夯实产业链增值服务

公司评级	买入
当前价格	10.5 元
合理价值	14.3 元
前次评级	买入
报告日期	2019-08-22

相对市场表现



分析师：洪涛
SAC 执证号：S0260514050005
SFC CE No. BNV287
021-60750633
hongtao@gf.com.cn
分析师：高峰
SAC 执证号：S0260518050003
021-60750604
gfgaofeng@gf.com.cn
请注意，高峰并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

南极电商（002127.SZ）:从悠选家纺专卖店看南极如何顺应阿里趋势	2019-06-27
南极电商（002127.SZ）:发布问询函回复公告，解答市场疑问	2019-06-20
南极电商（002127.SZ）:货币化率同比持平，报表质量进一步优化	2019-04-28

- **品牌转化率提升，持续夯实产业链增值服务**

公司发布半年报，1H19 实现 GMV 约 109.8 亿元，同比增长 61.7%；实现营业收入 16.3 亿元，同增 32.4%；归母净利润 3.86 亿元，同比增长 32.3%；经营性净现金流 1.5 亿元，同比增长 43.1%，整体业绩符合预期。**主业方面**，1H19 品牌授权+服务收入 3.81 亿元，同比增长 35.6%；货币化率 3.47%，同比下降 0.67pp，主要受拼多多、新品类以及成熟品类新拓展三级类目影响。主业净利润 3.29 亿元，同比增长 39.6%（在员工薪酬增长 70%的情况下实现）。主业应收款 3.9 亿元，应收比例进一步控制。

庞大的用户覆盖+高性价比的认知带来了高转化率和高复购率，为合作伙伴提供了稳定而低成本的流量资源，是南极电商的核心竞争力，以南极人官方旗舰店为例，1H19 的直接推广费率从去年同期 1.35%下降至 0.86%，而 GMV 则同比增长 242%。

根据公司中报，南极越来越强调为产业链提供品牌背书之外的增值服务，包括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”，建立图库共享统一品牌形象，加大商家督察和品质管控的投入，完善供应商准入和退出机制，设立产业链服务中心（已建立 4 家）。这些举措有助于加强南极体系的持续性和稳定性。

- **盈利预测及投资建议**

规模、效率、合理利润率，是我们对大众消费市场护城河的理解，南极电商完全吻合，沿着这个方向不断进化，并成功转型为高性价比国民家庭品牌的认知，竞争壁垒毫无疑问是加强的。预计公司 19-20 年归母净利润为 12.5 亿和 16.5 亿元，19-21 年业绩复合增速为 34%，给予 19 年 28X PE 估值，对应合理价值 14.3 元/股，维持“买入”评级。

- **风险提示：**高速扩张过程中的人才瓶颈；阿里流量的获取成本增加；多品牌、多渠道的扩张战略受阻；未能把握到新兴电商平台的崛起红利。

盈利预测：

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	986	3,353	4,394	5,508	6,688
增长率(%)	89.2	240.1	31.1	25.3	21.4
EBITDA(百万元)	597	945	1,362	1,793	2,335
净利润(百万元)	534	886	1,250	1,650	2,150
增长率(%)	77.4	65.9	41.0	32.0	30.3
EPS（元/股）	0.33	0.36	0.51	0.67	0.88
市盈率（P/E）	24.81	20.82	20.62	15.62	11.99
市净率（P/B）	1.68	0.84	5.17	3.88	2.93
EV/EBITDA	6.49	2.14	17.48	12.53	8.87

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

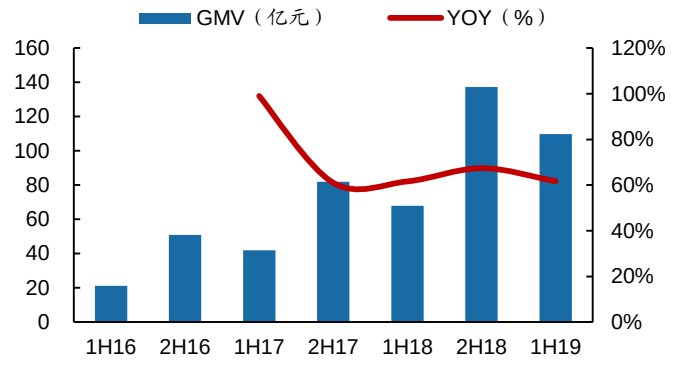
一、品牌转化率提升，持续夯实产业链增值服务

公司发布半年报，1H19实现GMV约109.8亿元，同比增长61.7%；实现营业收入16.3亿元，同比增长32.4%；归母净利润3.86亿元，同比增长32.3%；经营性净现金流1.5亿元，同比增长43.1%，整体业绩符合预期。

主业方面，1H19主业收入4.24亿元，同比增长25.9%；其中品牌授权+服务收入3.81亿元，同比增长35.6%；货币化率3.47%，同比下降0.67pp，主要受拼多多渠道快速成长、新品类以及成熟品类新拓展三级类目孵化影响。主业应收账款3.9亿元，同比增长26.2%（增速低于品牌授权及服务收入增速，主业应收比例进一步控制）；主业净利润3.29亿元，同比增长39.6%（在引入大量中高层人才，员工薪酬增长70%的情况下实现）。

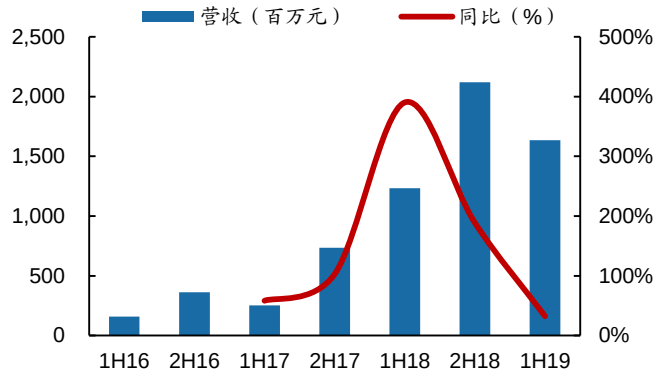
时间互联业务方面，1H19实现营收12.1亿元，同比增长33.7%；净利润0.57亿元，同比增长2.12%；净利率为4.7%，同比下降1.5pp，主要系公司严格筛选客户资质，合作伙伴向头部流量资源和品牌资源转型所致。

图 1：公司GMV及增长情况



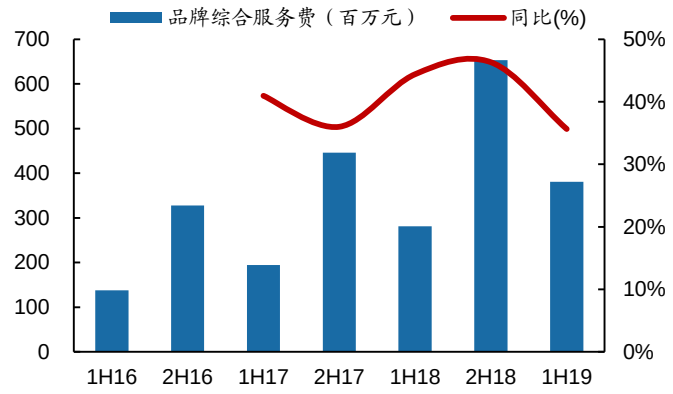
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 2：公司营业收入及增长情况



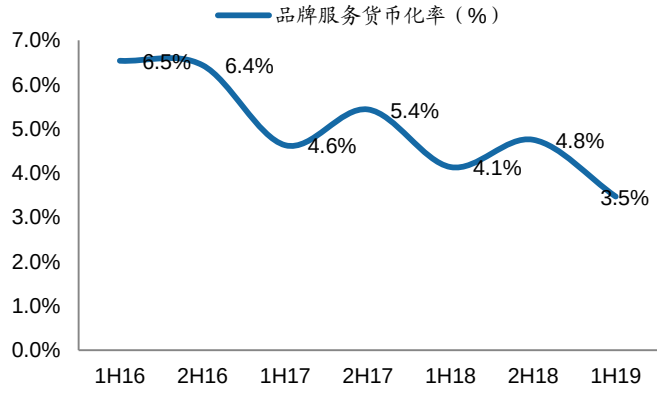
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 3：公司品牌综合服务费及增长情况



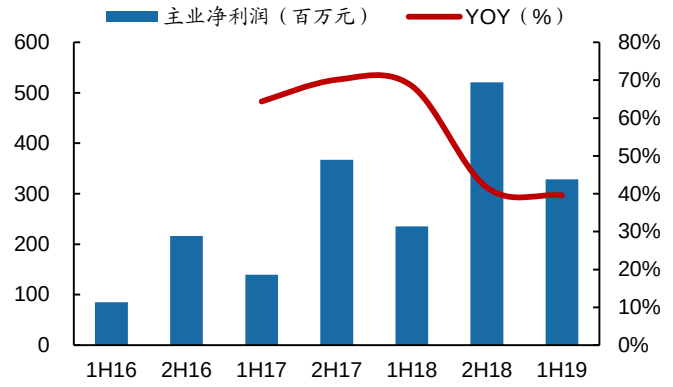
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 4：公司品牌服务费的货币化率情况



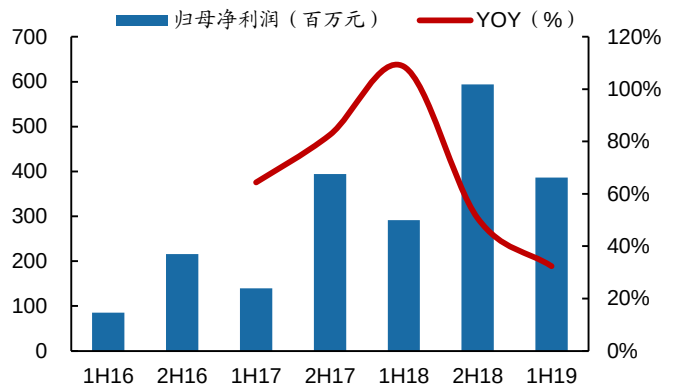
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 5：公司主业归母净利润及增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 6：公司整体归母净利润及增长情况



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表 1：公司各项业务收入拆分（百万元）

	1H17	2H17	1H18	2H18	1H19
品牌服务费	189.43	432.34	265.88	634.05	351.49
货品销售	26.74	4.76	1.60	0.09	1.54
园区平台服务费	3.44	4.08	2.69	0.36	
经销商品牌授权费	5.14	13.83	15.07	18.79	29.60
时间互联		237.81	904.56	1411.46	1209.73
保理业务	12.98	12.41	21.18	23.55	18.05
自媒体流量变现业务	10.00	20.61	20.34	26.89	22.2
其他业务收入	4.07	8.14	2.74	3.62	2.43
合计	**251.80**	**733.98**	**1234.06**	**2118.80**	**1634.40**

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

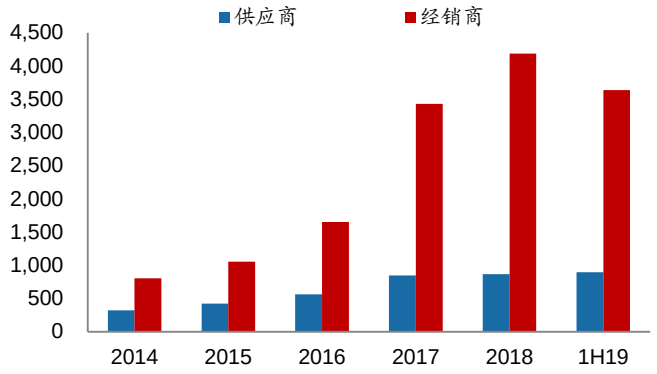
分平台来看，1H19阿里渠道的GMV为73.6亿元，同比增长55.6%，占比67%，仍然是最重要的平台；京东渠道GMV为17.6亿元，同比增长37.6%，占比16.1%；拼多多渠道增速131%，占比达到12.4%；唯品会渠道增速为168%。**分品牌来看**，1H19南极人GMV为95.4亿元，同比增长67.6%；卡帝乐鳄鱼GMV为12.7亿元，同比增长36.7%，系公司为维持品牌调性，砍掉卡帝乐低端供应链所致，其中卡帝乐在拼多多渠道同比下滑8.2%。

庞大的用户覆盖+高性价比的认知带来了高转化率和高复购率，为合作伙伴提供了稳定而低成本的流量资源，是南极电商的核心竞争力。1H19仅阿里平台购买件数近1.3亿件，购买人次超1亿，其中内衣品类的月均访客数近4000万人，较2018年增长10%，马太效应持续强化。以旗舰店为例，1H19的直接推广费率从去年同期1.35%下降至0.86%，而GMV则同比增长242%。

同时，我们看到南极越来越强调为产业链提供品牌背书之外的增值服务，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”，建立图库共享统一品牌形象，加大商家督察和品质管控的投入，完善供应商准入和退出机制，设立产业链服务中心（已建立4家）。这些举措有助于加强南极体系的持续性和稳定性。

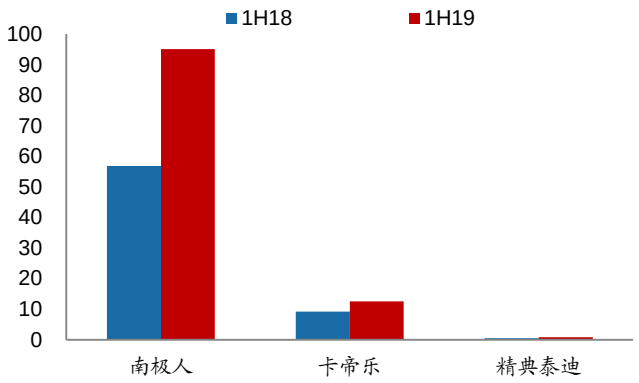
GMV高速增长的背后，是南极生态的茁壮发展。南极对于体系中的店铺分工明确，综合大店做“爆款及爆款群”，腰部店铺依托供应链体系做分销，小店铺进行种草，这种分工充分体现了电商渠道流量规则变化下，顺应大店兴起的趋势（详见我们2019年6月27日的专题：从悠选家纺专卖店看南极如何顺应阿里趋势）。1H19末，授权经销商3634家，店铺数4640个，其中经销商和店铺数量的环比减少体现店铺头部集中的趋势；授权供应商894家，其中主要合作供应商约400家。

图 7：公司经销商与供应商数量变化情况（个）



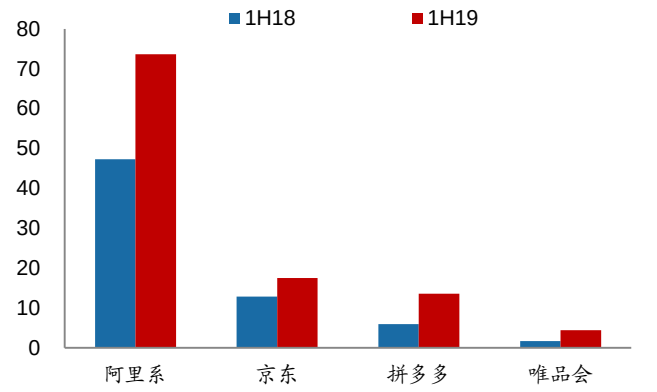
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 8：公司各品牌GMV的增长情况（亿元）



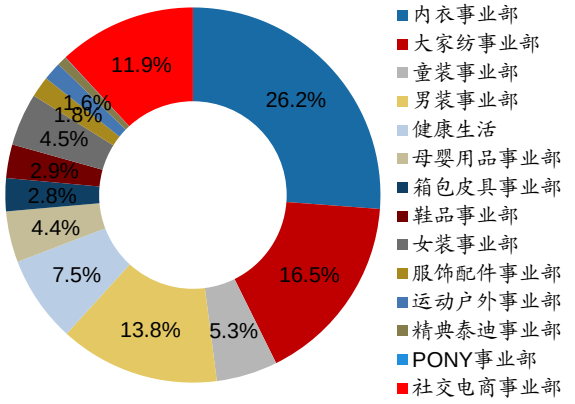
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 9：公司在主要渠道的GMV增长情况（亿元）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 10：1H19公司各品类的GMV占比情况（%）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

二、主业毛利率保持稳定，应收账款改善明显

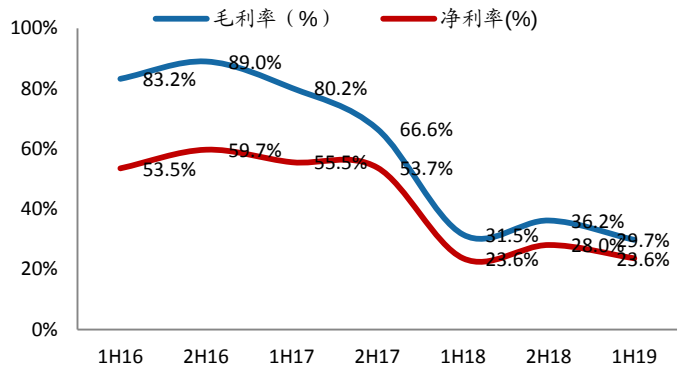
公司上半年整体毛利率为29.74%，同比下滑1.78 pp，主要受时间互联影响。**分业务来看**，品牌综合服务的毛利率为93.4%，同比下滑0.7pp；移动互联网媒体投放毛利率6.72%，同比下滑0.57pp。

公司1H19的期间费用率为4.52%，同比下降0.28 pp。其中，销售费用率为2.01%，同比增加0.45 pp；管理费用率为2.58%，同比提升0.61 pp，主要系公司优化人员结构，职工薪酬同比增长约70%。公司1H19净利率为23.6%，同比下降0.1pp。

公司1H19实现扣非净利润3.62亿元，同比32.1%，实现经营性净现金流1.5亿元，同比42.9%，得益于同期时间互联经营性净现金流由负转正。**应收账款方面**，公司

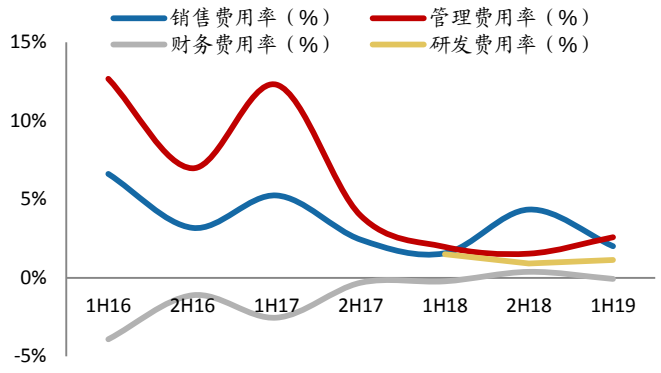
1H19末应收款为10.7亿元，其中南极主业应收为3.9亿，同比增长26.2%（在综合服务费和品牌授权费收入合计增长35.64%的情况下，主业应收款改善明显）；保理款为3.1亿，同比减少23.7%；时间互联应收款为1.85亿元，同比减少32.5%。

图11：公司的毛利率净利率情况



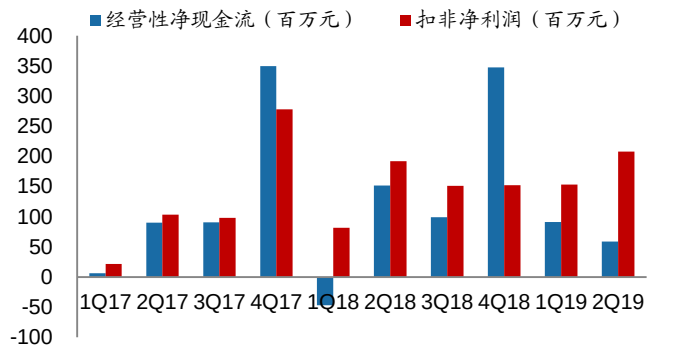
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图12：公司的期间费用率情况



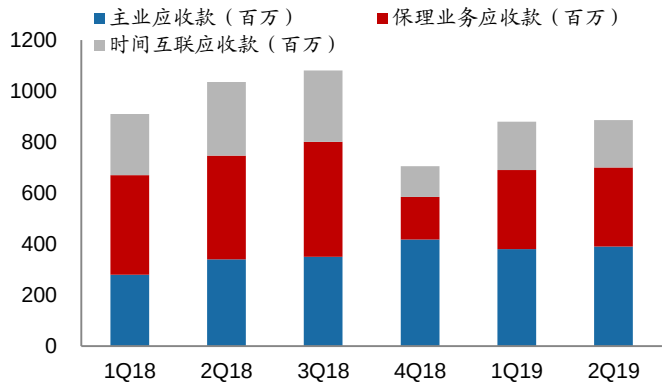
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图13：公司扣非净利润和经营性净现金流情况



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图14：公司的应收账款拆分情况



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

三、盈利预测及投资建议

产业链价值的再分配推动的性价比浪潮，是大众消费市场的长期趋势，而其终局往往是寡头垄断的形成。不同于传统品牌定义品类，南极人从早年的保暖内衣品类定位，已成功转型为高性价比国民家庭品牌的认知，价值观的输出，是南极横向品类不断扩张的前提。而中国制造业发达且过剩、互联网信息透明、电商配套产业发展的大背景，是南极人为代表的性价比品牌孵化的土壤。规模、效率、合理利润率，是我们对大众消费市场护城河的理解，南极电商完全吻合，沿着这个方向不断进化，竞争壁垒毫无疑问是加强的。

我们预计公司19-20年归母净利润12.5亿和16.5亿元，预计公司19-21年业绩复合增速为34%，给予19年28X PE估值，对应合理价值14.3元/股，维持“买入”评级。

风险提示

1. 南极电商高速扩张过程中可能出现的人才瓶颈。
2. 阿里流量资源的获取成本增加。
3. 多品牌、多渠道的扩张战略受阻。
4. 未能把握到新兴电商平台的崛起红利。

资产负债表 单位：百万元

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	**2,274**	**3,058**	**4,133**	**5,849**	**7,943**
货币资金	1,461	1,190	1,986	3,367	5,146
应收及预付	677	1,318	1,502	1,797	2,071
存货	13	3	38	47	55
其他流动资产	124	547	607	638	670
非流动资产	**1,546**	**1,492**	**1,608**	**1,678**	**1,851**
长期股权投资	14	14	114	214	414
固定资产	4	3	3	3	3
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	565	563	535	506	478
其他长期资产	963	912	956	954	955
资产总计	**3,821**	**4,549**	**5,741**	**7,527**	**9,793**
流动负债	**590**	**784**	**693**	**794**	**874**
短期借款	66	70	0	0	0
应付及预收	145	422	417	463	489
其他流动负债	379	292	276	330	385
非流动负债	**181**	**1**	**30**	**60**	**90**
长期借款	179	0	30	60	90
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1	1	0	0	0
负债合计	**770**	**785**	**723**	**854**	**964**
股本	1637	2,455	2,455	2,455	2,455
资本公积	1,481	1,481	1,481	1,481	1,481
留存收益	1,123	1,908	3,158	4,808	6,958
归属母公司股东权益	3,021	3,739	4,989	6,639	8,789
少数股东权益	29	26	29	34	41
负债和股东权益	**3,821**	**4,549**	**5,741**	**7,527**	**9,793**

现金流量表 单位：百万元

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	**538**	**551**	**941**	**1,413**	**1,916**
净利润	536	887	1,254	1,655	2,157
折旧摊销	3	5	28	28	28
营运资金变动	-1	-343	-312	-238	-238
其它	1	3	-29	-32	-31
投资活动现金流	**-117**	**-464**	**-103**	**-58**	**-161**
资本支出	-2	-1	25	21	19
投资变动	-135	-492	-100	-100	-200
其他	20	28	-28	21	20
筹资活动现金流	**567**	**-358**	**-43**	**27**	**25**
银行借款	191	-176	-40	30	30
股权融资	394	0	0	0	0
其他	-18	-182	-2	-3	-5
现金净增加额	**988**	**-271**	**796**	**1,381**	**1,779**
期初现金余额	**474**	**1,461**	**1,190**	**1,986**	**3,367**
期末现金余额	**1,461**	**1,190**	**1,986**	**3,367**	**5,146**

利润表 单位：百万元

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	**986**	**3,353**	**4,394**	**5,508**	**6,688**
营业成本	295	2,197	2,791	3,430	4,037
营业税金及附加	6	10	22	28	33
销售费用	31	111	132	160	167
管理费用	30	57	66	70	76
研发费用	29.51	37.80	49.66	55.08	66.88
财务费用	-8.70	5.21	-45.17	-101.22	-136.48
资产减值损失	12.51	21.41	10.84	4.56	3.66
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	10.34	22.93	15.00	20.00	20.00
营业利润	**600.38**	**936.86**	**1383.68**	**1881.25**	**2459.79**
营业外收支	24.79	26.18	25.00	21.00	19.00
利润总额	**625**	**963**	**1,409**	**1,902**	**2,479**
所得税	90	76	155	247	322
净利润	**536**	**887**	**1,254**	**1,655**	**2,157**
少数股东损益	1	1	4	5	6
归属母公司净利润	**534**	**886**	**1,250**	**1,650**	**2,150**
EBITDA	596.96	944.76	1362.47	1792.72	2335.11
EPS（元）	0.33	0.36	0.51	0.67	0.88

主要财务比率

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力(%)					
营业收入增长	89.2	240.1	31.1	25.3	21.4
营业利润增长	74.9	56.0	47.7	36.0	30.8
归母净利润增长	77.4	65.9	41.0	32.0	30.3
获利能力					
毛利率	70.1	34.5	36.5	37.7	39.6
净利率	54.3	26.5	28.5	30.0	32.2
ROE	17.7	23.7	25.1	24.9	24.5
ROIC	27.9	32.8	38.8	45.6	53.2
偿债能力(%)					
资产负债率	20.2	17.3	12.6	11.3	9.8
净负债比率	6.5	1.5	0.5	0.8	0.9
流动比率	3.86	3.90	5.96	7.37	9.09
速动比率	3.61	3.19	5.30	6.66	8.33
营运能力					
总资产周转率	0.34	0.80	0.85	0.83	0.77
应收账款周转率	2.29	5.13	4.06	4.29	4.56
存货周转率	8.52	275.15	73.00	73.00	73.00
每股指标（元）					
每股收益	0.33	0.36	0.51	0.67	0.88
每股经营现金流	1.29	1.32	0.38	0.58	0.78
每股净资产	7.24	8.96	2.03	2.70	3.58
估值比率					
P/E	24.81	20.82	20.62	15.62	11.99
P/B	1.68	0.84	5.17	3.88	2.93
EV/EBITDA	6.49	2.14	17.48	12.53	8.87

广发商贸零售行业研究小组

洪　　涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010 年开始从事商贸零售行业研究，2014 年加入广发证券发展研究中心，曾就职于华泰联合证券、平安证券。2015-2017 年新财富批零行业第四名，2017 年水晶球分析师第一名，2017 年金牛分析师第三名。

林 伟 强：资深分析师，上海财经大学金融学硕士，2015 年加入广发证券发展研究中心。2015-2017 年新财富批零行业第四名（团队），2017 年水晶球分析师第一名（团队），2017 年金牛分析师第三名（团队）。

高　　峰：资深分析师，上海交通大学管理科学与工程硕士，2018 年加入广发证券发展研究中心，曾就职于招商证券。

贾 雨 朦：联系人，伦敦政治经济学院风险与金融硕士，2018 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入:　预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有:　预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。

卖出:　预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入:　预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持:　预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有:　预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。

卖出:　预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明:（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场;（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第 5 类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。