

南极电商 (002127)

证券研究报告

2019年12月15日

布局线下，尝试打造中国版 COSTCO

事件：南极电商 2019 年 12 月 13 日公告，为了优化公司的业务布局，公司拟与线下零售项目核心团队的持股平台及张玉祥先生、张芸女士共同投资设立公司。其中南极电商、合伙企业、张玉祥、张芸分别出资 4000 万元、3000 万元、2000 万元、1000 万元，持股比例分别为 40%、30%、20%、10%。

● **主打高性价比新国货杂货店，汲取 COSTCO 等零售公司的优点。**

1) **货品：**由于公司在线上渠道一直致力于成为大众的家庭生活方式品牌，19H1 授权品类已经覆盖了 320 个子类目，所以对于线下杂货铺，我们认为南极电商也将会包括大纺织、家居日用、电子、小家电、食品等品类，预计前期将会以南极电商比较强势的大纺织产品为主。

2) **价格：**我们认为货品仍主打高性价比，预计零售加价率不高。

● **与优质供应链合作，以线下零售专卖为渠道，以销售收入差价及消费端会员费为盈利来源，不承担存货风险。**

1) **存货风险：**我们预计类似海澜之家主品牌的模式，主要由合作工厂承担存货风险。

2) **开店模式：**我们预计前期将以合资公司直营开店为主，探讨开店模式，待模式成熟，可能会增加联营或类直营的模式。

3) **店铺情况：**我们预计将以人流较多的商圈（包括购物中心、步行街等）为主，预计第一家店将在 2020 年下半年开出。

4) **盈利模式：**我们预计公司将采用类似 COSTCO 的会员制模式，以销售收入差价及消费端会员费为盈利来源。

● **对上市公司业绩的影响？**

1) 短期来看业务初创期的投入大、回报周期较长，对合并口径的利润率、净利润等指标会有一定不利影响（预计影响不大），但长期来看将对公司财务状况和经营成果发挥积极作用。

2) 公司试错能力强。此前公司也曾探讨过 IP 授权产品、物流园区等模式，但在发现较难盈利后，会快速收缩相关业务。

● **公司主业保持快速增长，报表质量不断提升，目前估值较低，继续重点推荐**

公司 GMV 增速始终维持快速增长，预计全年 GMV 增速将超过 50%，能够完成 300 亿目标；同时 2019 年是南极电商借壳上市满 3 年的减持大年，预计 2020 年减持压力将大幅减少；另外公司自上市以来，信息披露愈发透明，时间互联、保理业务质量逐步提高并对上市公司业绩影响逐渐减弱；目前南极电商主业对应 2020 年估值仅 19 倍，而公司股权激励目标 2019/2020/2021 年主业净利润增长目标为 40%、30%、30%，目前估值较低，继续重点推荐。

盈利预测：我们维持原有盈利预测，预计公司 2019-2021 年整体的营收为 43.98 亿元、54.03 亿元、64.93 亿元，同比增长分别为 31.16%、22.86%、20.18%；预计公司归母净利润分别为 12.06 亿元、15.73 亿元、20.47 亿元，同比增长分别为 36.07%、30.38%、30.14%。预计公司 19-21 年 EPS 分别为 0.49/0.64/0.83 元对应 PE22.00/16.87/12.97 倍。

风险提示：服务费率下降，平台规则变化，应收账款风险，线下渠道发展不及预期。

投资评级

行业	商业贸易/专业零售
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	10.81 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,454.87
流通 A 股股本(百万股)	1,896.23
A 股总市值(百万元)	26,537.15
流通 A 股市值(百万元)	20,498.22
每股净资产(元)	1.73
资产负债率(%)	11.56
一年内最高/最低(元)	13.18/6.85

作者

吕明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518040001
lvming@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《南极电商-季报点评:主业业绩延续高增长符合预期，报表质量进一步改善》 2019-10-21
- 2 《南极电商-公司点评:发布股权激励草案，彰显公司长期发展信心》 2019-09-26
- 3 《南极电商-半年报点评:业绩符合我们此前预期，报表质量持续改善，商业模式持续进化》 2019-08-22

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	985.79	3,352.86	4,397.56	5,402.77	6,492.99
增长率(%)	89.22	240.12	31.16	22.86	20.18
EBITDA(百万元)	594.61	983.89	1,256.85	1,631.37	2,118.71
净利润(百万元)	534.29	886.47	1,206.24	1,572.70	2,046.64
增长率(%)	77.42	65.92	36.07	30.38	30.14
EPS(元/股)	0.22	0.36	0.49	0.64	0.83
市盈率(P/E)	49.67	29.94	22.00	16.87	12.97
市净率(P/B)	8.78	7.10	3.81	3.15	2.56
市销率(P/S)	26.92	7.91	6.03	4.91	4.09
EV/EBITDA	6.44	2.06	13.23	12.34	8.41

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,461.20	1,189.75	9,884.08	6,393.80	8,709.89
应收票据及应收账款	542.28	764.90	945.26	1,699.36	1,478.91
预付账款	134.53	552.80	342.03	930.67	423.32
存货	12.61	3.36	2,032.42	1,101.83	1,480.64
其他	123.69	546.70	1,145.89	611.30	811.87
流动资产合计	2,274.31	3,057.52	14,349.68	10,736.96	12,904.62
长期股权投资	13.80	14.23	14.23	14.23	14.23
固定资产	3.82	3.02	25.63	68.32	110.06
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	565.49	562.68	559.70	556.71	553.73
其他	963.10	911.80	943.14	935.91	930.24
非流动资产合计	1,546.22	1,491.73	1,578.70	1,644.78	1,680.02
资产总计	3,820.52	4,549.25	15,928.38	12,381.74	14,584.65
短期借款	65.50	70.36	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	23.84	52.05	1,236.70	400.57	574.27
其他	500.44	661.94	7,688.05	3,533.96	3,613.19
流动负债合计	589.78	784.35	8,924.75	3,934.53	4,187.47
长期借款	179.42	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1.27	0.63	0.63	0.85	0.70
非流动负债合计	180.69	0.63	0.63	0.85	0.70
负债合计	770.47	784.98	8,925.38	3,935.38	4,188.17
少数股东权益	28.89	25.69	29.40	32.81	37.05
股本	417.33	417.33	2,454.87	2,454.87	2,454.87
资本公积	1,480.83	1,480.83	1,480.83	1,480.83	1,480.83
留存收益	2,603.84	3,388.85	4,518.73	5,958.68	7,904.55
其他	(1,480.83)	(1,548.42)	(1,480.83)	(1,480.83)	(1,480.83)
股东权益合计	3,050.05	3,764.27	7,003.00	8,446.36	10,396.48
负债和股东权益总	3,820.52	4,549.25	15,928.38	12,381.74	14,584.65

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	535.61	887.28	1,206.24	1,572.70	2,046.64
折旧摊销	2.97	4.55	4.38	6.70	9.09
财务费用	(8.78)	5.48	(19.32)	(31.65)	(39.37)
投资损失	(10.34)	(22.93)	(25.00)	(28.00)	(37.00)
营运资金变动	418.14	(709.02)	5,580.94	(4,860.56)	407.25
其它	(399.80)	386.02	3.91	3.47	4.34
经营活动现金流	537.79	551.39	6,751.14	(3,337.35)	2,390.95
资本支出	849.57	1.82	60.00	79.79	50.14
长期投资	13.80	0.43	0.00	0.00	0.00
其他	(980.02)	(466.35)	(95.00)	(131.79)	(63.14)
投资活动现金流	(116.65)	(464.10)	(35.00)	(52.00)	(13.00)
债权融资	246.86	70.36	0.65	0.86	0.50
股权融资	961.19	(72.80)	2,124.45	31.65	39.37
其他	(641.47)	(356.02)	(146.92)	(133.45)	(101.73)
筹资活动现金流	566.58	(358.46)	1,978.18	(100.94)	(61.86)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	987.73	(271.18)	8,694.33	(3,490.28)	2,316.09

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	985.79	3,352.86	4,397.56	5,402.77	6,492.99
营业成本	295.20	2,197.14	2,880.40	3,483.44	4,107.79
营业税金及附加	5.61	9.56	13.63	16.21	12.99
营业费用	31.00	111.35	140.72	124.26	123.37
管理费用	59.98	56.80	74.76	118.86	106.29
研发费用	29.51	37.80	50.57	54.03	64.93
财务费用	(8.70)	5.21	(19.32)	(31.65)	(39.37)
资产减值损失	12.51	21.41	10.00	9.30	5.00
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	25.00	28.00	37.00
其他	(50.05)	(46.20)	(50.00)	(56.00)	(74.00)
营业利润	600.38	936.86	1,271.79	1,656.32	2,148.99
营业外收入	24.82	26.48	27.00	26.00	33.00
营业外支出	0.03	0.30	0.22	0.19	0.10
利润总额	625.17	963.04	1,298.57	1,682.14	2,181.89
所得税	89.56	75.76	88.42	105.97	130.91
净利润	535.61	887.28	1,210.15	1,576.16	2,050.98
少数股东损益	1.32	0.81	3.91	3.47	4.34
归属于母公司净利润	534.29	886.47	1,206.24	1,572.70	2,046.64
每股收益(元)	0.22	0.36	0.49	0.64	0.83

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	89.22%	240.12%	31.16%	22.86%	20.18%
营业利润	74.84%	56.04%	35.75%	30.24%	29.74%
归属于母公司净利润	77.42%	65.92%	36.07%	30.38%	30.14%
获利能力					
毛利率	70.05%	34.47%	34.50%	35.53%	36.74%
净利率	54.20%	26.44%	27.43%	29.11%	31.52%
ROE	17.68%	23.71%	17.30%	18.69%	19.76%
ROIC	50.42%	49.25%	44.50%	-51.89%	98.79%
偿债能力					
资产负债率	20.17%	17.26%	56.03%	31.78%	28.72%
净负债率	-39.81%	-29.74%	-141.13%	-75.69%	-83.77%
流动比率	3.86	3.90	1.61	2.73	3.08
速动比率	3.83	3.89	1.38	2.45	2.73
营运能力					
应收账款周转率	2.34	5.13	5.14	4.09	4.09
存货周转率	28.44	419.88	4.32	3.45	5.03
总资产周转率	0.34	0.80	0.43	0.38	0.48
每股指标(元)					
每股收益	0.22	0.36	0.49	0.64	0.83
每股经营现金流	0.22	0.22	2.75	-1.36	0.97
每股净资产	1.23	1.52	2.84	3.43	4.22
估值比率					
市盈率	49.67	29.94	22.00	16.87	12.97
市净率	8.78	7.10	3.81	3.15	2.56
EV/EBITDA	6.44	2.06	13.23	12.34	8.41
EV/EBIT	6.47	2.06	13.28	12.39	8.45

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com