

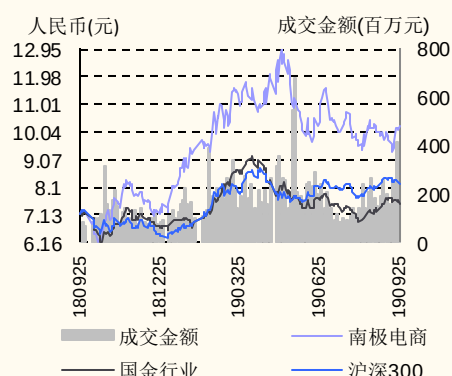
南极电商 (002127.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 10.22 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,896.23
总市值(百万元)	25,088.78
年内股价最高最低(元)	10.34/9.37
沪深 300 指数	3870.98
中小板综	9156.15



发布股权激励计划，有望充分调动核心骨干积极性

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.327	0.361	0.496	0.660	0.805
每股净资产(元)	7.24	8.96	10.70	12.82	15.20
每股经营性现金流(元)	0.33	0.22	0.28	0.44	0.59
市盈率(倍)	31.30	28.31	20.62	15.48	12.70
净利润增长率(%)	77.47%	65.81%	37.30%	33.24%	21.91%
净资产收益率(%)	17.69%	23.70%	27.25%	30.31%	31.16%
总股本(百万股)	1,636.58	2,454.87	2,454.87	2,454.87	2,454.87

来源：公司年报、国金证券研究所

事件

- **2019年9月25日，公司发布2019年股权激励计划（草案）：**公司拟向包括公司董事、高级管理人员，中层管理人员，核心技术（业务）骨干在内的激励对象授予 1696 万份股票期权，占公告时公司股本总额的 0.69%。其中首次授予 1375 万份，占拟授出股票期权总数 81.07%；预留 321 万份，占 18.93%。首次授予的激励对象共计 124 人，行权价格为每股 6.70 元，股票来源为公司从二级市场回购的股票。首次授予的股票期权考核目标为 2019、2020、2021 年度净利润增速分别不低于 36%、28%、28%。

点评

- **公司本次激励计划考核分两个层面，分别为公司层面业绩考核和个人层面绩效考核：**公司层面业绩指标为公司净利润增长率，考核目标为 2019、2020、2021 年度净利润增速分别不低于 36%、28%、28%。实现净利润目标的关键因素之一是公司授权及综合服务收入 2019 年、2020 年、2021 年分别同比增长 40%、30%、30%，公司制定的个人绩效考核方案将这一内部考核指标与其他相关指标根据部门职能分解到激励对象。
- **股权激励计划全面覆盖公司业务部门和职能部门核心骨干：**首次授予的激励对象共计 124 人，包括：①公司董事、高级管理人员；②公司中层管理人员；③公司核心技术（业务）骨干。激励对象既涵盖家纺家居事业群、健康生活&时尚科技事业群、女装鞋包配事业群、内衣男装事业群、大母婴事业群、社交服饰生活事业群、社交家纺母婴事业群、IP 事业部、PONY 事业部等业务部门，也包括总裁办、董秘办、品牌市场部、数据应用部、系统开发部、商家管理部、人资行政中心、财务管理中心、法务部等职能部门，覆盖公司各业务部门核心骨干，有望充分调动全员积极性。
- **本次股权激励计划有望充分调动核心骨干积极性，彰显公司未来发展信心：**一方面，方案的落实将有效绑定公司核心骨干利益，充分调动员工积极性，有利于公司中长期发展目标的有效达成；另一方面，公司对业务单元及个人还设置了严密的绩效考核体系，能够对激励对象的工作绩效作出较为准确、全面的综合评价，也在一定程度上体现了管理层对公司未来发展的信心。

投资建议

- 预计未来 2-3 年，南极电商 GMV 复合增长率超过 35%，预计 2019-2021 年，公司归母净利润分别为 12.2/16.3/20.0 亿，对应 PE 分别为 21/15/13x，维持买入评级。
- **风险提示：**电商增速放缓；平台政策风险；解禁风险；品类拓展风险等。

相关报告

- 1.《1H19：核心业务营收+36%，主业利润+40%，全平台 GM...》，2019.8.22
- 2.《19Q1 品牌主业利润+51%，全平台 GMV+53%，品牌授权...》，2019.4.29
- 3.《18 年报点评：GMV+65%，应收账款改善，快速成长依旧，白...》，2019.4.26
- 4.《南极电商——从“中国制造”到“中国品牌”，整合巨量白牌市场，...》，2019.3.19
- 5.《核心竞争力持续凸显，全年归母净利润同增 66%，符合业绩指引...》，2019.2.29

吴劲草 分析师 SAC 执业编号：S1130518070002
wujc@gjzq.com.cn

郑慧琳 联系人
zhenghuilin@gjzq.com.cn

姬雨楠 联系人
jiyunan@gjzq.com.cn

发布股权激励计划，有望充分调动核心骨干积极性

- **2019年9月25日，公司发布2019年股权激励计划（草案）：**为进一步建立、健全公司长效激励机制，吸引和留住优秀人才，充分调动公司管理人员、核心技术和业务人员的积极性，有效地将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起，公司拟定了《2019年股票期权激励计划（草案）》。
- **激励计划拟向激励对象授予权益总计 16,956,927 份，占激励计划公告时公司股本的 0.69%。**其中首次授予 13,747,200 份，占本激励计划拟授出股票期权总数的 81.07%，约占激励计划公告时公司股本总额 2,454,870,403 股的 0.56%；预留 3,209,727 份，占激励计划拟授出股票期权总数的 18.93%，约占激励计划公告时公司股本总额 2,454,870,403 股的 0.13%。在满足行权条件的情况下，激励对象获授的每一份股票期权拥有在有效期内以行权价格购买 1 股公司股票的权利。

图表 1：激励计划首次授予的股票期权在各激励对象间的分配情况

姓名	职位	获授的股票期权（万份）	获授股票期权占授予总量的比例	获授股票期权占当前总股本比例
沈晨熹	董事、副总经理	30.00	2.182%	0.012%
曹益堂	董事会秘书、副总经理	16.00	1.164%	0.007%
季艳芬	副总经理	30.00	2.182%	0.012%
林泽村	副总经理	30.00	2.182%	0.012%
冯婕	副总经理	30.00	2.182%	0.012%
中层管理人员及核心技术（业务）人员（119人）		1,238.72	90.107%	0.505%
合计（124人）		1,374.72	100.000%	0.560%

来源：公司公告，国金证券研究所

- **公司本次激励计划考核分两个层面：**分别为公司层面业绩考核和个人层面绩效考核。公司层面业绩指标为公司净利润增长率，在行权期的各个考核会计年度中，分年度进行业绩考核并行权，以达到绩效考核目标作为激励对象的行权条件。考核目标为 2019、2020、2021 年度净利润增速分别不低于 36%、28%、28%。
- **除公司层面的业绩考核外，公司对个人还设置了严密的绩效考核体系：**实现净利润目标的关键因素之一是公司授权及综合服务收入 2019 年、2020 年和 2021 年分别同比增长 40%、30%和 30%，公司制定的个人绩效考核方案将这一内部考核指标与其他相关指标根据部门职能分解到激励对象。

图表 2：首次授予的股票期权各年度业绩考核目标

行权期	业绩考核目标
第一个行权期	以 2018 年为基数，2019 年度公司净利润增长率不低于 36%；
第二个行权期	以 2019 年为基数，2020 年度公司净利润增长率不低于 28%；
第三个行权期	以 2020 年为基数，2021 年度公司净利润增长率不低于 28%。

来源：公司公告，国金证券研究所；备注：激励计划中所指净利润或计算过程中所使用的净利润指标均指归属于上市公司股东的净利润。

- **激励计划首次授予的激励对象共计 124 人，包括：**①公司董事、高级管理人员；②公司中层管理人员；③公司核心技术（业务）骨干。激励对象既涵盖家纺家居事业群、健康生活&时尚科技事业群、女装鞋包服饰事业群、

内衣男装事业群、大母婴事业群、社交服饰生活事业群、社交家纺母婴事业群、IP 事业部、PONY 事业部等业务部门，也包括总裁办、董秘办、品牌市场部、数据应用部、系统开发部、商家管理部、人资行政中心、财务管理中心、法务部等职能部门，覆盖公司各业务部门核心骨干，有望充分调动全员积极性。

图表 3：2019 年股票期权激励计划激励对象所在部门及人数

部门	人数
家纺家居事业群	4
健康生活&时尚科技事业群	11
女装鞋包服饰事业群	9
内衣男装事业群	21
大母婴事业群	9
社交服饰生活事业群	7
社交家纺母婴事业群	4
IP 事业部	6
PONY 事业部	8
品牌市场部	4
数据应用部	5
系统开发部	4
商家管理部	5
行政职能部门	27
合计	124

来源：公司公告，国金证券研究所

- **本次股权激励计划有望充分调动核心骨干积极性，彰显公司未来发展信心：**一方面，本次股权激励计划目标对象覆盖公司核心骨干，方案的落实将有效绑定公司核心骨干利益，充分调动员工积极性，有利于公司中长期发展目标的有效达成；另一方面，公司对业务单元及个人还设置了严密的绩效考核体系，能够对激励对象的工作绩效作出较为准确、全面的综合评价，也在一定程度上体现了管理层对公司未来发展的信心。
- 预计未来 2-3 年，南极电商 GMV 复合增长率超过 35%，预计 2019-2021 年，公司归母净利润分别为 12.2/16.3/20.0 亿，对应 PE 分别为 21/15/13x，维持买入评级。

风险提示

- 阿里巴巴的搜索权重规则改变可能会对其经营产生影响，单季度增长有可能会慢于预期，整体电商增速可能会放缓；公司品类扩张进程不及预期；营销费用增长影响净利水平；公司终端零售的第三方平台（如阿里&京东&拼多多）政策发生不利变化等风险；解禁风险（2019 年 1 月 21 日和 2019 年 5 月 9 日分别有 3.92 亿和 0.16 亿股解禁，占总股本比重分别为 15.96% 和 0.64%）；时间互联增速有可能会放缓。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	521	986	3,353	4,069	4,852	5,599
增长率		89.2%	240.1%	21.4%	19.3%	15.4%
主营业务成本	-67	-295	-2,197	-2,506	-2,787	-3,070
%销售收入	12.8%	29.9%	65.5%	61.6%	57.4%	54.8%
毛利	454	691	1,156	1,563	2,066	2,529
%销售收入	87.2%	70.1%	34.5%	38.4%	42.6%	45.2%
营业税金及附加	-4	-6	-10	-12	-15	-17
%销售收入	0.8%	0.6%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-22	-31	-111	-142	-170	-196
%销售收入	4.2%	3.1%	3.3%	3.5%	3.5%	3.5%
管理费用	-45	-60	-95	-122	-146	-168
%销售收入	8.7%	6.1%	2.8%	3.0%	3.0%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	383	594	940	1,286	1,736	2,149
%销售收入	73.4%	60.3%	28.0%	31.6%	35.8%	38.4%
财务费用	10	9	-5	26	40	61
%销售收入	-2.0%	-0.9%	0.2%	-0.7%	-0.8%	-1.1%
资产减值损失	-51	-13	-21	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	10	23	21	21	5
%税前利润	0.5%	1.7%	2.4%	1.6%	1.2%	0.2%
营业利润	343	601	937	1,333	1,797	2,214
营业利润率	65.9%	60.9%	27.9%	32.8%	37.0%	39.5%
营业外收支	11	25	26	20	15	9
税前利润	354	625	963	1,353	1,812	2,223
利润率	68.0%	63.4%	28.7%	33.3%	37.3%	39.7%
所得税	-51	-90	-76	-135	-181	-222
所得税率	14.4%	14.3%	7.9%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	303	536	887	1,218	1,631	2,001
少数股东损益	2	1	1	1	1	1
归属于母公司的净利润	301	534	886	1,217	1,629	2,000
净利率	57.8%	54.2%	26.4%	29.9%	33.6%	35.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	303	536	887	1,218	1,631	2,001
少数股东损益	2	1	1	1	1	1
非现金支出	54	15	26	3	5	7
非经营收益	-17	-12	-18	-42	-36	-14
营运资金变动	117	-1	-343	-496	-522	-519
经营活动现金净流	457	538	551	684	1,078	1,476
资本开支	-2	-2	-1	8	9	0
投资	-677	-137	-492	0	0	0
其他	12	23	28	21	21	5
投资活动现金净流	-666	-117	-464	29	30	5
股权募资	1	394	0	0	0	0
债权募资	0	191	-176	-69	-1	0
其他	0	-18	-182	-83	-125	-167
筹资活动现金净流	0	566	-359	-152	-127	-167
现金净流量	-209	987	-272	560	981	1,313

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	474	1,461	1,190	1,750	2,731	4,044
应收账款	365	595	825	957	1,142	1,317
存货	57	13	3	9	10	11
其他流动资产	424	206	1,040	1,513	1,984	2,454
流动资产	1,318	2,274	3,058	4,230	5,866	7,827
%总资产	65.0%	59.5%	67.2%	73.8%	79.6%	83.9%
长期投资	10	24	14	14	14	14
固定资产	5	4	3	4	6	8
%总资产	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
无形资产	621	1,456	1,453	1,461	1,461	1,461
非流动资产	710	1,546	1,492	1,501	1,503	1,505
%总资产	35.0%	40.5%	32.8%	26.2%	20.4%	16.1%
资产总计	2,029	3,821	4,549	5,731	7,369	9,332
短期借款	0	67	70	1	0	0
应付款项	408	407	589	686	801	911
其他流动负债	74	116	125	144	164	182
流动负债	483	590	784	832	964	1,093
长期贷款	0	179	0	0	0	0
其他长期负债	0	1	1	0	0	0
负债	483	770	785	832	964	1,093
普通股股东权益	1,534	3,021	3,739	4,872	6,376	8,209
少数股东权益	30	29	26	27	29	30
负债股东权益合计	2,047	3,821	4,549	5,731	7,369	9,332

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.196	0.327	0.361	0.496	0.664	0.815
每股净资产	3.677	7.239	8.958	11.674	15.278	19.669
每股经营现金净流	1.096	1.288	1.321	1.639	2.582	3.536
每股股利	0.000	0.006	0.000	0.200	0.300	0.400
回报率						
净资产收益率	19.63%	17.69%	23.70%	24.97%	25.55%	24.36%
总资产收益率	14.71%	13.99%	19.48%	21.23%	22.11%	21.43%
投入资本收益率	20.93%	15.43%	22.59%	23.62%	24.39%	23.47%
增长率						
主营业务收入增长率	33.85%	89.22%	240.12%	21.35%	19.25%	15.40%
EBIT增长率	79.02%	55.25%	58.29%	36.78%	34.97%	23.78%
净利润增长率	75.27%	77.47%	65.81%	37.30%	33.92%	22.73%
总资产增长率	49.10%	86.66%	19.07%	25.97%	28.58%	26.64%
资产管理能力						
应收账款周转天数	226.9	147.3	67.1	75.0	75.0	75.0
存货周转天数	342.8	42.9	1.3	1.3	1.3	1.3
应付账款周转天数	200.7	38.0	6.3	6.5	6.5	6.5
固定资产周转天数	3.2	1.4	0.3	0.4	0.4	0.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-30.28%	-39.81%	-29.74%	-35.69%	-42.64%	-49.09%
EBIT利息保障倍数	-37.3	-68.3	180.6	-48.6	-43.0	-35.2
资产负债率	23.57%	20.17%	17.26%	14.51%	13.08%	11.71%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	3	12	14	42
增持	0	0	6	6	20
中性	0	1	2	3	6
减持	0	0	0	0	1
评分	0.00	1.50	1.50	1.52	1.51

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
 3.01~4.0 = 减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH