

推出股权激励，体现高增长信心  
买入（维持）

2019年09月26日

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3352.9	3966.4	4680.2	5496.6
同比(%)	240.1%	18.3%	18.0%	17.4%
归母净利润(百万元)	886.5	1229.5	1585.7	2045.9
同比(%)	65.9%	38.7%	29.0%	29.0%
每股收益(元/股)	0.36	0.50	0.65	0.83
P/E(倍)	28.3	20.4	15.8	12.3

投资要点

- **事件：公司发布股权激励，绑定上下利益。**南极电商公告，拟向指定激励对象授予股权激励共计1696万股（其中首次授予124人共计1375万股，预留321万股）。首次授予的股权激励行权价6.7元/股，分三年（30%/40%/30%）解锁，解锁条件为19/20/21年净利润增长36%/28%/28%。
- **此次股权激励覆盖范围较广，有望充分绑定公司上下利益。**公司首次授予股权激励对象包括了公司董事、管理层（包括副总经理、董秘），中层管理人员，核心技术（业务）骨干合计124人。18年年报披露的公司在职员工总数为584人，因此首次股权激励覆盖的员工人数已经占到公司员工总数的20%左右，涵盖了公司从各个品类事业部到市场部、数据部、系统开发部以及行政部门的前中后台部门，较大的激励范围有望进一步提升公司员工的工作积极性。
- **较高的股权激励条件，凸显公司对长期发展的信心。**此次股权激励的解锁条件为19/20/21年净利润增长36%/28%/28%，同时由于股权激励产生的摊销费用，公司在19/20/21年分别会产生617万/2839万/1410万的摊销费用，在考虑上述费用后，公司19/20/21年的净利润增长需达到约37%/30%/29%。我们认为，公司在经历了过去几年的高速发展之后，依旧有信心保持在未来两到三年内的高速增长，充分说明了其对目前业务模式和已形成的竞争优势的信心。
- **公司竞争优势突出，业绩有望持续得到保障。**公司在三季度的GMV数据保持快速的增长势头，公司在线上依靠多品类、大用户群基数建立的优势依旧牢固。在我国白牌市场依旧具有较大增长空间的情况下，公司增长空间值得长期期待。
- **盈利预测与投资评级：**我们继续预期公司主业19年主业在的GMV快速增长的带动下实现约40%的业绩增长，主业净利润有望达到10亿以上。同时叠加时间互联，我们维持公司19年净利润有望达到12亿以上的预测，对应当前估值20X。我们认为公司组织模式优势显著，主业持续增长的势头仍在，股权激励进一步体现公司发展信心，目前估值依旧相对合理。作为服装及零售板块中难得的高增长标的，我们认为公司仍将持续获得市场的高度关注，维持“买入”评级。
- **风险提示：**货币化率不达预期、股东减持风险、第三方平台政策风险

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002  
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证号：S0600517070001  
021-60199793

chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证号：S0600517050003  
021-60199793

linjch@dwzq.com.cn

证券分析师 詹陆雨

执业证号：S0600519070002  
021-60199793

zhanly@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.22
一年最低/最高价	5.71/13.18
市净率(倍)	6.23
流通A股市值(百万元)	19379.45

基础数据

每股净资产(元)	1.64
资产负债率(%)	10.47
总股本(百万股)	2454.87
流通A股(百万股)	1896.23

相关研究

- 1、《南极电商(002127)：GMV继续保持高速增长，基础扎实期待未来业绩爆发》  
2019-08-22
- 2、《南极电商(002127)：GMV持续高速增长，货币化率稳定，主业增长强势》  
2019-04-29

南极电商三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>3057.5</b>	<b>4479.6</b>	<b>6132.7</b>	<b>8313.1</b>	<b>营业收入</b>	<b>3352.9</b>	<b>3966.4</b>	<b>4680.2</b>	<b>5496.6</b>
现金	1189.8	2302.6	3313.1	5161.0	营业成本	2197.1	2381.6	2633.9	2912.9
应收款项	724.6	1038.3	1636.1	2028.2	营业税金及附加	9.6	11.3	13.3	15.7
存货	3.4	4.4	5.7	7.4	销售费用	111.4	111.6	138.4	153.9
其他	486.8	486.8	486.8	486.8	管理费用	56.8	98.6	132.8	148.4
<b>非流动资产</b>	<b>1491.7</b>	<b>1477.3</b>	<b>1474.5</b>	<b>1470.8</b>	财务费用	(10.7)	(20.8)	(29.9)	(46.5)
长期股权投资	14.2	0.0	0.0	0.0	投资净收益	22.9	0.0	0.0	0.0
固定资产	0.0	2.6	2.3	0.4	其他	28.9	6.9	12.8	8.8
无形资产	562.7	561.3	560.2	558.1	<b>营业利润</b>	<b>936.9</b>	<b>1377.2</b>	<b>1778.7</b>	<b>2303.4</b>
其他	15.0	15.0	15.0	15.0	营业外净收支	26.2	21.0	24.5	22.9
<b>资产总计</b>	<b>4549.2</b>	<b>5956.9</b>	<b>7607.2</b>	<b>9783.9</b>	<b>利润总额</b>	<b>963.0</b>	<b>1398.2</b>	<b>1803.2</b>	<b>2326.3</b>
<b>流动负债</b>	<b>784.3</b>	<b>920.3</b>	<b>983.8</b>	<b>1113.4</b>	所得税费用	75.8	167.8	216.4	279.2
短期借款	70.4	8.0	9.0	10.0	少数股东损益	0.8	1.0	1.1	1.3
应付账款	52.1	50.9	55.7	55.5	<b>归属母公司净利润</b>	<b>886.5</b>	<b>1229.5</b>	<b>1585.7</b>	<b>2045.9</b>
其他	30.1	30.1	30.1	30.1	EBIT	987.6	1374.7	1775.0	2281.4
<b>非流动负债</b>	<b>0.6</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	EBITDA	992.1	1376.7	1778.1	2285.4
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>负债总计</b>	<b>785.0</b>	<b>920.3</b>	<b>983.8</b>	<b>1113.4</b>	每股收益(元)	0.36	0.50	0.65	0.83
少数股东权益	25.7	26.6	27.8	29.1	每股净资产(元)	1.52	2.04	2.69	3.52
归属母公司股东权益	3738.6	5009.9	6595.6	8641.5	发行在外股份(百万股)	2454.9	2454.9	2454.9	2454.9
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4549.2</b>	<b>5956.9</b>	<b>7607.2</b>	<b>9783.9</b>	ROIC(%)	23.7%	24.0%	23.6%	23.1%
					ROE(%)	26.0%	28.0%	27.2%	26.8%
					毛利率(%)	34.5%	40.0%	43.7%	47.0%
					EBIT Margin(%)	29.5%	34.7%	37.9%	41.5%
					销售净利率(%)	26.5%	31.0%	33.9%	37.2%
					资产负债率(%)	17.3%	15.4%	12.9%	11.4%
					收入增长率(%)	240.1%	18.3%	18.0%	17.4%
					净利润增长率(%)	65.9%	38.7%	29.0%	29.0%
					P/E	28.3	20.4	15.8	12.3
					P/B	6.71	5.01	3.80	2.90
					EV/EBITDA	25.4	18.2	14.1	11.0
现金流量表 (百万元)									
	2018E	2019E	2020E	2021E					
经营活动现金流	551.39	1045.18	993.09	1808.29					
投资活动现金流	(464.10)	67.68	17.40	39.62					
筹资活动现金流	(358.46)	0.00	0.00	0.00					
现金净增加额	(271.45)	1112.86	1010.49	1847.91					
折旧与摊销	4.55	2.00	3.01	4.03					
资本开支	0.77	0.00	1.55	0.00					
营运资本变动	(343.43)	(170.80)	(581.10)	(204.93)					
企业自由现金流	1258.63	1382.49	2147.70	2216.60					

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所预测

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

