

南极电商 (002127.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 10.81 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) | 26,537.15 |
| 年内股价最高最低 (元) | 13.18/7.11 |
| 沪深 300 指数 | 3870.98 |
| 中小板综 | 9156.15 |



相关报告

- 《19 前三季度: 主业利润+39%, 全平台 GMV+59%, 应收账款...》, 2019.10.18
- 《发布股权激励计划, 有望充分调动核心骨干积极性-发布股权激励计...》, 2019.9.26
- 《1H19: 核心业务营收+36%, 主业利润+40%, 全平台 GM...》, 2019.8.22
- 《19Q1 品牌主业利润+51%, 全平台 GMV+53%, 品牌授权...》, 2019.4.29
- 《18 年报点评: GMV+65%, 应收账款改善, 快速成长依旧, 白...》, 2019.4.26

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

郑慧琳 联系人
zhenghui@gjzq.com.cn

姬雨楠 联系人
jiyunan@gjzq.com.cn

设立新公司布局线下渠道, 有望增强品牌实力

公司基本情况 (人民币)

| 项目 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 摊薄每股收益 (元) | 0.33 | 0.36 | 0.50 | 0.66 | 0.81 |
| 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 | 21.81 | 16.44 | 13.53 |
| 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 12 月 13 日, 公司发布《关于与关联方共同投资设立公司暨关联交易的议案》:** 为布局线下零售新模式, 公司拟与线下零售项目核心团队的合伙企业、董事长张玉祥先生以及董事长的近亲属张芸女士共同投资设立上海优嘉优选企业管理有限公司。新设立公司的注册资本为 1 亿元, 其中上市公司以自有资金出资占 40%, 合伙企业占 30%, 张玉祥先生占 20%, 张芸女士占 10%, 上市公司实际控制新设立公司。

点评

- **本次交易有望助力上市公司开拓线下渠道和自有流量入口, 增强品牌综合实力:** 本次交易之主要目的在于通过新设立公司线下零售项目的开拓与运营, 为南极电商布局线下渠道, 开发自有流量入口、挖掘优质供应链、发展线下零售新模式, 为更广大的消费者提供国货优品。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影响, 但长期来看有望对公司财务状况和经营成果发挥积极作用。
- **新设立公司拟以线下零售卖场的商品销售收入差价及消费者端会员费作为主要收入来源:** 上海优嘉优选以上市公司授权的品牌进行业务运营, 拟与优质供应链合作、以线下零售卖场的商品销售收入差价及消费者端会员费作为主要收入来源, 不承担库存风险。新公司设立后, 在保持上市公司对其持续实际控制的前提下, 拟引进外部投资人, 一方面为其带来资金、产业资源、管理资源, 另一方面能够与上市公司分担业务初创期的大额投入与可能的风险, 保护广大股东利益。
- **本次《投资协议》承诺约定:** ①不论新设立公司后续股权结构如何变动, 都会保持上市公司为其单一大股东及对其的实际控制地位; ②新设立公司开展业务过程中所产生的品牌授权费归上市公司所有; ③如果新设立公司运营失败, 则上市公司及早退出止损; ④如新设立公司盈利且运营稳定, 张玉祥先生及其关联人将以公允价格基础上的优惠价格向上市公司转让所持新设立公司的股权。

投资建议

- **2019 年前三季度公司各平台总 GMV 同比+59%至 168.1 亿元, 未来 2-3 年, 公司 GMV 复合增长率有望超过 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 22/16/14x, 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。

附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|---------------------|------------|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 主营业务收入 | 521 | 986 | 3,353 | 4,069 | 4,852 | 5,599 | 货币资金 | 474 | 1,461 | 1,190 | 1,750 | 1,704 | 2,179 |
| 增长率 | | 89.2% | 240.1% | 21.4% | 19.3% | 15.4% | 应收款项 | 365 | 595 | 825 | 957 | 1,142 | 1,317 |
| 主营业务成本 | -67 | -295 | -2,197 | -2,506 | -2,787 | -3,070 | 存货 | 57 | 13 | 3 | 9 | 10 | 11 |
| %销售收入 | 12.8% | 29.9% | 65.5% | 61.6% | 57.4% | 54.8% | 其他流动资产 | 424 | 206 | 1,040 | 1,513 | 1,984 | 2,454 |
| 毛利 | 454 | 691 | 1,156 | 1,563 | 2,066 | 2,529 | 流动资产 | 1,337 | 2,274 | 3,058 | 4,230 | 4,839 | 5,961 |
| %销售收入 | 87.2% | 70.1% | 34.5% | 38.4% | 42.6% | 45.2% | %总资产 | 65.3% | 59.5% | 67.2% | 73.8% | 76.3% | 79.8% |
| 营业税金及附加 | -4 | -6 | -10 | -12 | -15 | -17 | 长期投资 | 10 | 24 | 14 | 14 | 14 | 14 |
| %销售收入 | 0.8% | 0.6% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 固定资产 | 5 | 4 | 3 | 4 | 6 | 8 |
| 营业费用 | -22 | -31 | -111 | -142 | -170 | -196 | %总资产 | 0.2% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% |
| %销售收入 | 4.2% | 3.1% | 3.3% | 3.5% | 3.5% | 3.5% | 无形资产 | 621 | 1,456 | 1,453 | 1,461 | 1,461 | 1,461 |
| 管理费用 | -45 | -60 | -95 | -122 | -146 | -168 | 非流动资产 | 710 | 1,546 | 1,492 | 1,501 | 1,503 | 1,505 |
| %销售收入 | 8.7% | 6.1% | 2.8% | 3.0% | 3.0% | 3.0% | %总资产 | 34.7% | 40.5% | 32.8% | 26.2% | 23.7% | 20.2% |
| 息税前利润 (EBIT) | 383 | 594 | 940 | 1,286 | 1,736 | 2,149 | 资产总计 | 2,047 | 3,821 | 4,549 | 5,731 | 6,341 | 7,466 |
| %销售收入 | 73.4% | 60.3% | 28.0% | 31.6% | 35.8% | 38.4% | 短期借款 | 0 | 67 | 70 | 409 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 10 | 9 | -5 | 26 | 31 | 35 | 应付款项 | 408 | 407 | 589 | 686 | 801 | 911 |
| %销售收入 | -2.0% | -0.9% | 0.2% | -0.7% | -0.6% | -0.6% | 其他流动负债 | 74 | 116 | 125 | 144 | 164 | 182 |
| 资产减值损失 | -51 | -13 | -21 | 0 | 0 | 0 | 流动负债 | 483 | 590 | 784 | 1,239 | 964 | 1,093 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期贷款 | 0 | 179 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 2 | 10 | 23 | 21 | 21 | 5 | 其他长期负债 | 0 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| %税前利润 | 0.5% | 1.7% | 2.4% | 1.6% | 1.2% | 0.2% | 负债 | 483 | 770 | 785 | 1,239 | 964 | 1,093 |
| 营业利润 | 343 | 601 | 937 | 1,333 | 1,788 | 2,188 | 普通股股东权益 | 1,534 | 3,021 | 3,739 | 4,464 | 5,349 | 6,343 |
| 营业利润率 | 65.9% | 60.9% | 27.9% | 32.8% | 36.8% | 39.1% | 少数股东权益 | 30 | 29 | 26 | 27 | 29 | 30 |
| 营业外收支 | 11 | 25 | 26 | 20 | 15 | 9 | 负债股东权益合计 | 2,047 | 3,821 | 4,549 | 5,731 | 6,341 | 7,466 |
| 税前利润 | 354 | 625 | 963 | 1,353 | 1,803 | 2,197 | 比率分析 | | | | | | |
| 利润率 | 68.0% | 63.4% | 28.7% | 33.3% | 37.2% | 39.2% | | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 所得税 | -51 | -90 | -76 | -135 | -180 | -220 | 每股指标 | | | | | | |
| 所得税率 | 14.4% | 14.3% | 7.9% | 10.0% | 10.0% | 10.0% | 每股收益 | 0.196 | 0.327 | 0.361 | 0.496 | 0.660 | 0.805 |
| 净利润 | 303 | 536 | 887 | 1,218 | 1,623 | 1,978 | 每股净资产 | 0.997 | 0.953 | 0.682 | 0.724 | 1.231 | 1.267 |
| 少数股东损益 | 2 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 每股经营现金净流 | 0.297 | 0.328 | 0.225 | 0.279 | 0.436 | 0.592 |
| 归属于母公司的净利润 | 301 | 534 | 886 | 1,217 | 1,621 | 1,976 | 每股股利 | 0.000 | 0.006 | 0.000 | 0.200 | 0.300 | 0.400 |
| 净利率 | 57.8% | 54.2% | 26.4% | 29.9% | 33.4% | 35.3% | 回报率 | | | | | | |
| | | | | | | | 净资产收益率 | 19.63% | 17.69% | 23.70% | 27.25% | 30.31% | 31.16% |
| | | | | | | | 总资产收益率 | 14.71% | 13.99% | 19.48% | 21.23% | 25.56% | 26.47% |
| | | | | | | | 投入资本收益率 | 20.93% | 15.43% | 22.59% | 23.62% | 29.05% | 30.34% |
| | | | | | | | 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% | 33.24% | 21.91% |
| | | | | | | | 总资产增长率 | 49.10% | 86.66% | 19.07% | 25.97% | 10.66% | 17.74% |
| | | | | | | | 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% | -29.86% | -31.68% | -34.18% |
| | | | | | | | EBIT利息保障倍数 | -37.3 | -68.3 | 180.6 | -48.6 | -55.8 | -61.5 |
| | | | | | | | 资产负债率 | 23.57% | 20.17% | 17.26% | 21.63% | 15.20% | 14.64% |

来源：公司年报、国金证券研究所

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 | 1 | 1 | 15 | 21 | 37 |
| 增持 | 0 | 2 | 8 | 8 | 15 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 3 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 1.00 | 1.67 | 1.35 | 1.28 | 1.38 |

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

历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|----|------------|----|-------|-------------|
| 1 | 2018-10-21 | 买入 | 6.28 | 11.50~11.50 |
| 2 | 2019-02-28 | 买入 | 9.99 | 13.50~13.50 |
| 3 | 2019-03-19 | 买入 | 11.45 | 15.00~15.00 |
| 4 | 2019-04-26 | 买入 | 11.40 | 15.00~15.00 |
| 5 | 2019-04-29 | 买入 | 11.00 | 15.00~15.00 |
| 6 | 2019-08-22 | 买入 | 10.50 | 15.00~16.00 |
| 7 | 2019-09-26 | 买入 | 10.22 | N/A |
| 8 | 2019-10-18 | 买入 | 11.43 | 15.00~15.00 |

来源：国金证券研究所



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，不作为或被视作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 | 北京 | 深圳 |
|-----------------------------------|---------------------------|-------------------------------------|
| 电话：021-60753903 | 电话：010-66216979 | 电话：0755-83831378 |
| 传真：021-61038200 | 传真：010-66216793 | 传真：0755-83830558 |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编：201204 | 邮编：100053 | 邮编：518000 |
| 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼 | 地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层 | 地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH |