

南极电商 (002127.SZ)

电商行业

评级：增持 首次评级

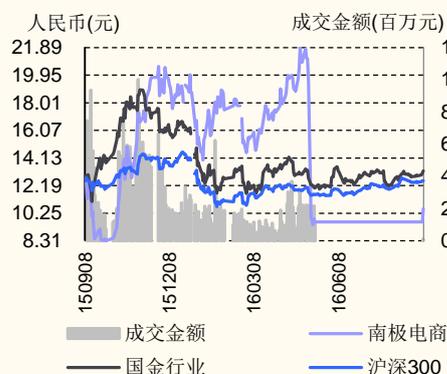
公司深度研究

市场价格(人民币): 10.59元
 目标价格(人民币): 12.88-14.49元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	892.91
总市值(百万元)	16,290.17
年内股价最高最低(元)	21.92/8.31
沪深300指数	3340.82
深证成指	10838.72



把握渠道变革和流量风口，构建移动互联网消费生态圈

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.023	0.385	0.219	0.322	0.488
每股净资产(元)	0.99	2.96	3.76	4.95	6.75
每股经营性现金流(元)	-0.18	0.09	0.33	1.11	1.51
市盈率(倍)	376.28	48.64	48.41	32.90	21.68
行业优化市盈率(倍)	89.94	31.28	37.56	37.56	37.56
净利润增长率(%)	N/A	1549.34%	95.86%	47.15%	51.74%
净资产收益率(%)	2.35%	13.93%	21.44%	23.98%	26.68%
总股本(百万股)	446.46	446.46	1,538.26	1,538.26	1,538.26

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **由线下转型线上的品牌运营和电商供应链综合服务商:** 南极电商成立于1998年, 早期是保暖内衣品牌商。随着服装行业面临产能过剩、渠道饱和的困境, 公司于2008年转型“品牌授权”商业模式和电商渠道, 向体系内经销商、供应商提供电商生态综合服务、柔性供应链园区服务。依托较高的品牌知名度、电商黄金发展期, “南极人”品牌产品的市场销量持续增长, 业绩实现跨越式增长。
- **把握渠道变革和流量风口, 战略思维和执行能力领先:** 我们认为公司的发展历史和当前布局, 都显示了管理层对消费行业业态变迁、渠道升级、供应链变革和互联网流量的深刻理解和准确判断。1) 在百货、商超享有业态红利阶段, 公司依托实体渠道的跑马圈地、不断下沉和传统代言广告推广, 取得了线下成功; 2) 互联网流量红利的黄金时期, 公司聚焦品牌授权、电商供应链管理 and 精准营销能力, 全面转型线上渠道; 3) 移动互联网时代, 以网红经济为代表的新模式崛起, 对传统营销和流量获取模式形成巨大冲击, 公司以IP变现为切入口, 致力于搭建多元品牌+供应链服务+电商渠道的移动互联网消费生态圈。
- **切入IP变现业务, 开启并购扩张步伐:** 随着对网红经济的思考和布局的进一步成熟, 未来公司将从内容营销和消费品授权两个方面实现IP变现, 对接供应链服务和电商推广能力, 形成传统Logo+IP+CP的完整品牌矩阵。传统品牌覆盖80年代及之前的客户人群, IP品牌主攻伴随互联网成长起来的90后, 而CP品牌着重于95后及00后人群。围绕战略布局, 公司5.9亿元收购CCPL(包含CARTELO等品牌), 未来有望从品牌和品类两个维度进行模式复制南极人的成功; 牵手韩国美妆女王Pony, 成立合资公司布局IP变现并向美妆等品类拓展; 9.56亿收购时间互联, 强化移动互联网营销能力, 助力品牌、产品推广及IP定制化营销。

投资建议

- 公司兼具传统品牌运营能力、电商渠道优势和互联网思维, 不仅积累了丰富的上下游产业链资源/电商品牌运营经验, 还深度介入供应链环节的仓储、物流、金融、数据服务等内容, 具备极强的产业链整合能力。凭借商业模式的

徐问

分析师 SAC 执业编号: S1130516080002
 xuwen@gjzq.com.cn

刘彪

联系人
 liubiao@gjzq.com.cn

可复制性，我们认为南极人品牌线上销售规模仍有提升空间，通过并购/合作布局的线下品牌有望复制南极人成功，推动业绩持续增长。目前，公司牵手 PONY 已跨出 IP 变现的关键一步，有望借此机遇积累 IP 管理、商业变现经验。我们看好公司未来发展，公司实际控制人及员工持股计划大比例参与定增计划，彰显管理层对公司未来发展的坚定信心。预测 16-18 年 EPS 分别为 0.22、0.32、0.49 元(不考虑定增摊薄)，对应 PE 分别为 48.4X、32.9X、21.7X。首次覆盖给与“增持”评级，目标价 12.88 元~14.49 元(对应 2017 年 40X~45X PE)。

风险

收购时间互联后续审批、推进具有不确定性；IP 品牌的变现能力建设及新品牌拓展不及预期；品牌授权的盈利模式具有较大不确定性。

内容目录

一、由线下转型线上的品牌运营和电商供应链综合服务商	5
1.1 传统品牌转型品牌授权和供应链服务，拥抱电商渠道再创辉煌	5
1.2 推出“NGTT”共同体模式，突破品牌产销瓶颈	6
1.3 深度嵌入产业链，打造柔性供应链服务平台	6
1.4 探索电商增值服务，打造新利润增长点	7
二、传统品牌对接电商渠道，未来拓展潜力巨大	9
2.1 前瞻性布局电商渠道，传统品牌进军线上平台尽享流量红利	9
2.2 搭建适应电商快速反应的供应链服务平台，聚焦核心能力打造	11
2.3 成熟模式快速复制，实现多品牌、多品类跨越式扩张	12
三、切入 IP 消费品变现，布局移动互联网消费生态圈	13
3.1 移动互联网成为重要渠道，社交文化变迁催生 IP/CP 价值	13
3.2 IP 经济对商品分销渠道和营销模式的重构	14
3.3 切入 IP 变现业务，牵手美妆大王 PONY 开启序幕	15
3.4 收购时间互联，介入移动互联网营销	16
四、盈利预测与投资建议	17
五、风险提示	18

图表目录

图表 1：公司发展历程	5
图表 2：公司 2016 上半年营收/毛利构成	5
图表 3：阿里、京东平台销售额爆发式增长	5
图表 4：公司营业收入稳定增长	6
图表 5：公司净利润水平迅速提升	6
图表 6：共同体内供应商、经销商持续增长	6
图表 7：公司经销商淘宝店铺成长速度惊人	6
图表 9：柔性供应链服务平台	7
图表 10：公司电商增值服务内容	7
图表 11：公司未来业务布局	8
图表 13：2008-2012 年网购用户规模保持高速扩张	9
图表 14：2008-2015 年网购交易规模呈爆发式增长	9
图表 15：B2C 逐渐成为主流	10
图表 16：淘宝双 11 女装品牌排名（标红为传统品牌）	10
图表 17：南极人品牌多个品类销售排名第一	10
图表 18：传统的分销产业链	11
图表 20：电商产业链微笑曲线	12
图表 21：卡帝乐鳄鱼品牌以男装、男鞋为主	13
图表 22：卡帝乐鳄鱼营收在 3500 万左右	13

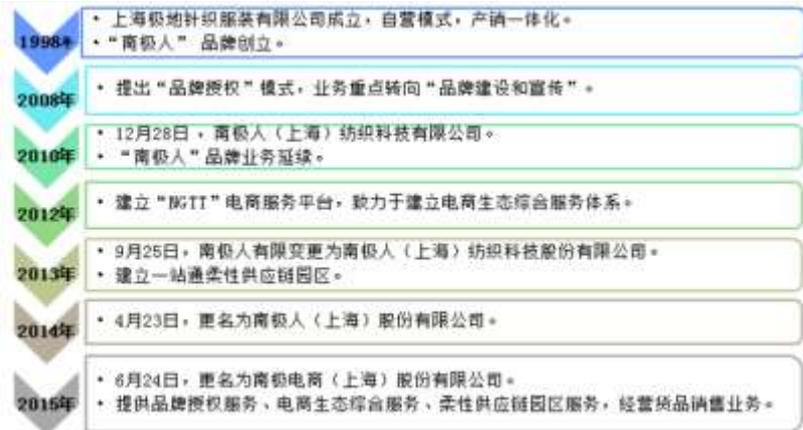
图表 23: 公司品类迅速扩张.....	13
图表 24: 打造全品类消费品王国	13
图表 25: 网红品牌对传统电商造成巨大冲击	15
图表 26: 公司未来品牌矩阵.....	15
图表 28: 网红 Pony 推广彩妆品牌 ETUDE HOUSE	16
图表 29: 韩国彩妆网红 PONY.....	16
图表 30: 时间互联过往经营情况	17
图表 31: 时间互联部分推广产品	17
图表 32: 移动互联网流量运营服务流程图.....	17
图表 33: 未来公司业务分项预测(单位: 百万元).....	18

一、由线下转型线上的品牌运营和电商供应链综合服务商

1.1 传统品牌转型品牌授权和供应链服务，拥抱电商渠道再创辉煌

南极电商成立于 1998 年，早期是保暖内衣品牌商，2007 年开始拥抱互联网，转型基于电商的供应链管理服务商，2015 年成功借壳上市。发展至今，公司已成为一家向千万家小微电商及供应商提供品牌授权服务、电商生态综合服务、柔性供应链园区服务，并经营货品销售业务的现代综合服务商。

图表 1：公司发展历程

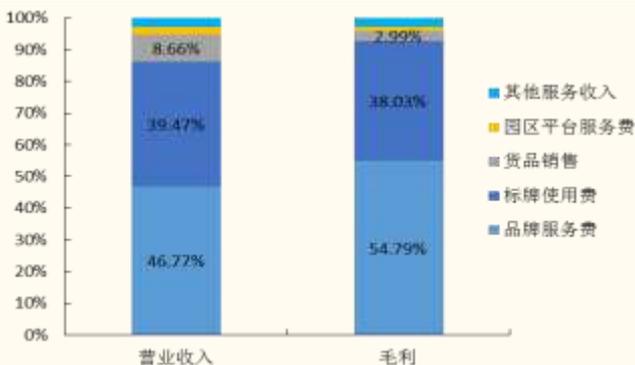


来源：公司公告，国金证券研究所

服装行业红海竞争，转型供应链管理/电商渠道。公司早期线下保暖内衣品牌商，随着行业竞争加剧、人力成本逐步提高，服装行业面临产能过剩的困境。公司于 2008 年提出了“品牌授权”商业模式，转型品牌运营和供应链管理，关闭自营工厂，签约并授权供应商合作工厂生产“南极人”品牌的产品；同时签约合作经销商，授权其销售“南极人”品牌产品。同年，公司将目光转移至线上，鼓励经销商加入淘宝等电商平台开店，并逐步退出线下渠道。

依托较高的品牌知名度、电商黄金发展期，“南极人”品牌产品的市场销量持续增长。目前，公司“南极人”品牌主要集中于阿里和京东两大平台销售，近四年合计销售额分别为 6.47 亿元、12.91 亿元、19.88 亿元、36.71 亿元，16 年上半年实现销售额 20.96 亿元，继续保持高增长势头。随着业务模式转型，公司的营收主要来源于标牌使用费、品牌服务费、货品销售、园区服务费等。2015 年，公司实现营业收入 3.89 亿元，同比增长 42%，实现净利润 1.72 亿元，同比增长 158%。2016 上半年，公司实现营业收入 1.59 亿元，同比增长 39.42%，实现净利润 0.85 亿元，同比增长 156.13%，标牌使用费和品牌服务费是公司营收、毛利的主要构成，合计占比分别为 86.23%、92.82%。

图表 2：公司 2016 上半年营收/毛利构成



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：阿里、京东平台销售额爆发式增长



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4：公司营业收入稳定增长



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：公司净利润水平迅速提升



来源：公司公告，国金证券研究所

1.2 推出“NGTT”共同体模式，突破品牌产销瓶颈

随着电商渠道重要性的逐步提升，公司开始关注电商运营与传统模式下的供应链差异。为解决小微企业面临电商服务碎片化、运营不专业的难题，公司于 2012 年推出“NGTT”共同体商业模式，旨在为供应商提供产品设计、品质管控、招商等服务，为经销商提供数据分析、营销策划、店铺装修等服务，建立电商生态综合服务体系。通过共同体模式，实现消费者、供应商、经销商、平台商和公司五位一体，做到资源共享、专业分工，从而突破传统行业小而全的商业模式，带来更广阔市场空间。

公司的共同体商业模式卓有成效，合作供应商、经销商数量持续扩张，截至 16 年 6 月，公司合作供应商 525 家、合作经销商 1425 家。在增量扩张的同时，公司存量经销商的销售额也大幅提升，经销商高 GMV 店铺数量增幅明显。从 14-15 年淘宝/天猫高 GMV 数量来看，500 万以上店铺从 117 家增至 250 家，1000 万以上店铺从 110 增至 162 家，3000 万以上店铺从 24 增至 68 家。

图表 6：共同体内供应商、经销商持续增长

	2012	2013	2014	2015	2016H1
合作供应商(家)	70	159	319	422	525
合作经销商(家)	213	636	804	1053	1425

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 7：公司经销商淘宝店铺成长速度惊人

淘宝/天猫高 GMV 店铺数量	500 万以上	1000 万以上	3000 万以上
2014 年	117	110	24
2015 年	250	162	68

来源：公司公告，国金证券研究所

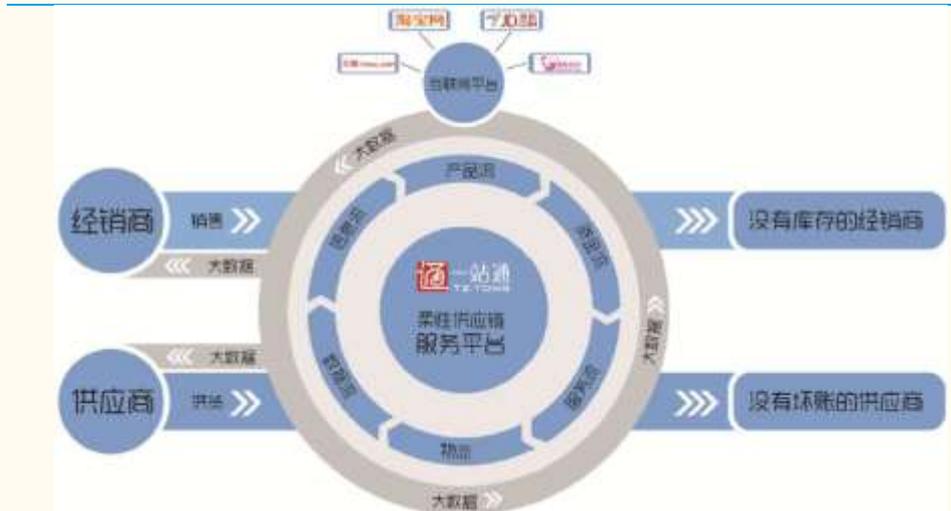
1.3 深度嵌入产业链，打造柔性供应链服务平台

凭借与供应商/经销商的长期合作，公司在供应链管理过程中沉淀了庞大的消费/供应链数据和丰富的管理经验。2014 年，公司开始涉足供应链服务，通过大数据系统平台将传统以产定销的刚性供应链转化为创新的以销定产的柔性供应链，从本质上优化生产关系，解决传统供应商的库存、坏账难题。

公司根据产业聚集地分布情况，因地制宜地集中产业资源和自身的供应商、经销商资源，在当地开设供应链平台，为加入供应链平台体系的供应商提供仓储物流管理、支付优化以及增值服务，为经销商提供代发货品、增值服务、售后

服务。自 2014 年 9 月设立第一个供应链平台--合肥南极人电子商务服务有限公司以来，2015 年，公司又新设了 3 家供应链平台，四家供应链平台全年发单量达 372.95 万件，GMV 达 1.28 亿元，同期增长 389%。2016 年上半年，公司 6 个园区纳入报表，发单量达 319.83 万单，实现 GMV1.47 亿元。未来，公司计划继续新设园区，复制柔性供应链园区模式。随着公司供应链平台的运营模式日趋成熟，未来柔性供应链园区将全面对外开放，服务对象的大幅增长有望继续推动园区复制，为公司业绩增长提供新的动力来源。

图表 8：柔性供应链服务平台



来源：公司官网，国金证券研究所

1.4 探索电商增值服务，打造新利润增长点

依托丰富的供应商、经销商等产业链资源，公司业务围绕客户进行延伸，提供定制化、专业化的增值服务，适应精细化服务趋势的需求。公司于 2015 年创建了一站美、匠人之心、南未来、小袋等子公司，提供店铺设计、质量服务、供应链服务、金融支持等丰富的电商增值服务内容。未来，公司将以服务和品牌授权业务为依托，在现有客户群体上进行延伸、拓展，为公司发展打造新的利润增长点。

图表 9：公司电商增值服务内容

增值平台	服务内容
一站美	用更全面的定位及视觉服务提升店铺整体形象，更符合用户浏览习惯的设计页面，促使整店转化率提升；
匠人之心	为授权生产商提供一站式的品质检验、质量过程管理服务，并提供各类质量咨询、品质培训；
微道魔方	为客户提供平台运营推广服务、平台创意视觉服务、独立平台服务、数据挖掘服务、社交电商服务、SCRM 服务等。聚合国内专家和实战品控团队，从原材料采购到生产包装、物流体系打造全供应链服务，用专业服务改变传统生产模式；
南未来	提供专业的设计服务，包括产品设计、外包装设计、辅料设计、企业 LOGO 等；
上海小袋融资租赁有限公司	主要为南极人共同体内的客户提供供应链金融服务。报告期内资金使用规模近 1 亿元人民币，融资租赁和商业保理业务同步开展，未出现坏账等不良情况。

来源：公司官网，国金证券研究所

图表 10：公司未来业务布局



来源：公司公告，国金证券研究所

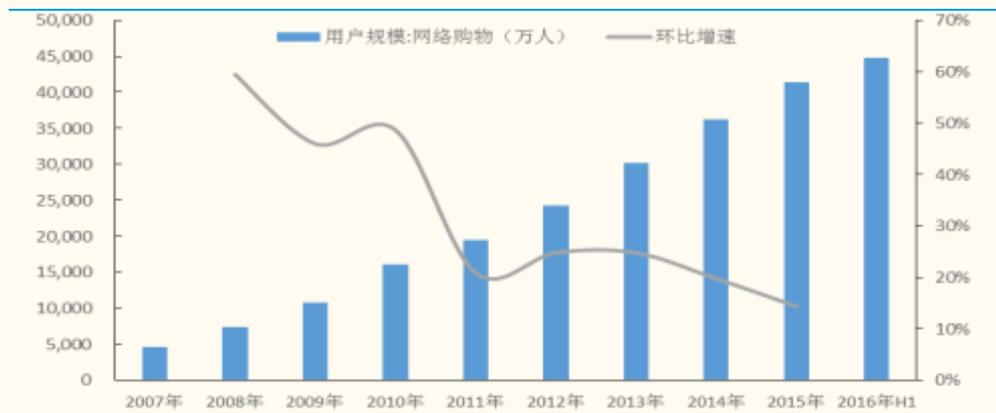
二、传统品牌对接电商渠道，未来拓展潜力巨大

审视南极人的发展历程，由传统线下品牌转向高速发展的电商品牌是非常关键的一次转型，而将生产环节外包，销售环节授权给经销商的模式，让公司将精力集中在运营平台和能力的搭建上，以轻资产模式快速扩张。我们认为公司转型的背后显示了管理层对行业业态变迁、渠道升级、供应链变革和互联网流量的深刻理解和准确判断。

2.1 前瞻性布局电商渠道，传统品牌进军线上平台尽享流量红利

2007年至2014年间，是互联网流量红利的黄金时期，电商渠道爆发式增长补充和分流了实体零售渠道。PC时代，互联网流量红利推动电商的野蛮成长，我国网购人数由2007年的4641万人迅速扩张至2014年的超过3.6亿人（2016年1H进一步增至4.5亿人），网购交易规模从560亿提升至2.8万亿，7年复合增长率高达85%。平台型电商（天猫、京东等）凭借商业模式创新和技术进步持续改变消费者行为，形成了两强争霸格局，一大批兴起和繁荣于线上的“淘品牌”迅速崛起。

图表 11：2008-2012 年网购用户规模保持高速扩张



来源：Wind，国金证券研究所

图表 12：2008-2015 年网购交易规模呈爆发式增长



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

2012年以来，随着网购市场渡过最初的粗放式成长期，以品牌为核心的B2C电商市场份额不断提升，并于2015年首次超过C2C成为网购市场的主流，垂直型电商（唯品会、聚美、当当等）凭借强大的品类/品牌运营管理能力异军突起。这期间网购人群已经由单纯追求新奇、性价比走向兼顾品质、品牌，线上流量红利的逐步衰减、竞争加剧也使得平台流量成本高企，新品牌突围艰难。此时传统的线下品牌加强了对电商渠道的重视，凭借强大的品牌认可度、供应

链优势以及稳定的客户群体，线上渠道成本优势明显，传统品牌电商销售份额快速提升。

图表 13: B2C 逐渐成为主流



来源: 艾瑞咨询, 国金证券研究所

图表 14: 淘宝双 11 女装品牌排名 (标红为传统品牌)

排名	2013 年	2014 年	2015 年
1	茵曼	韩都衣舍	优衣库
2	韩都衣舍	优衣库	韩都衣舍
3	Artka	Artka	波司登
4	裂帛	茵曼	ONLY
5	欧时力	波司登	欧时力
6	波司登	欧时力	裂帛
7	ONLY	初语	VeroModa
8	歌莉娅	妖精的口袋	乐町
9	Vero Moda	ONLY	茵曼
10	初语	裂帛	Artka

来源: 亿邦动力网, 国金证券研究所

公司 2008 年通过“品牌授权”模式转型品牌运营和供应链管理后，敏锐地觉察到电商渠道的强大潜力，鼓励经销商加入淘宝等电商开店。在小批量客户转型成功的经验积累下，更大批量的经销商涌入淘宝系平台。此后，公司陆续开拓京东、亚马逊、唯品会等其他渠道，近四年合计销售额(阿里+京东)分别为 6.47 亿元、12.91 亿元、19.88 亿元、36.71 亿元，保持强劲增长势头。

我们认为公司在电商平台上成功的关键在于：

- 高性价比、基本款的产品定位：**公司凭借对产品品质的把握和较强供应链能力，为网购用户提供性价比高的基础内衣、美体文胸、内裤丝袜、家居家纺等基本款产品。基础款个性化程度较低、容易出爆款快速上量，且其对设计能力要求低、供应链更为标准化、品牌属性较弱，适合电商品牌初期抢占市场。
- 传统品牌的流量红利：**在流量成本高昂的背景下，很多中小淘宝卖家非常希望拥抱成熟品牌，通过供应链共享、规模增长来降低成本。凭借早期明星代言、媒体广告轰炸、渠道全面铺货，“南极人”已经具备很强的品牌知名度。随着网购人群开始重视品牌、品质，公司再做线上扩张则水到渠成，优势明显。
- 深谙电商平台规则，打造爆款：**自 2012 年开始，公司开始为经销商提供数据分析、营销策划、店铺装修等服务，凭借多年积累的运营数据以及服务经验，公司对天猫/淘宝体系的流量法则有着深刻的理解，积极参与淘宝聚划算、直通车等营销活动，并打造产品研究院对产品的设计、包装、营销等多方面进行全程跟踪，创造非凡的用户体验，通过打造爆款产品聚拢人气。

图表 15: 南极人品牌多个品类销售排名第一



来源: 公司官网, 国金证券研究所

2.2 搭建适应电商快速反应的供应链服务平台，聚焦核心能力打造

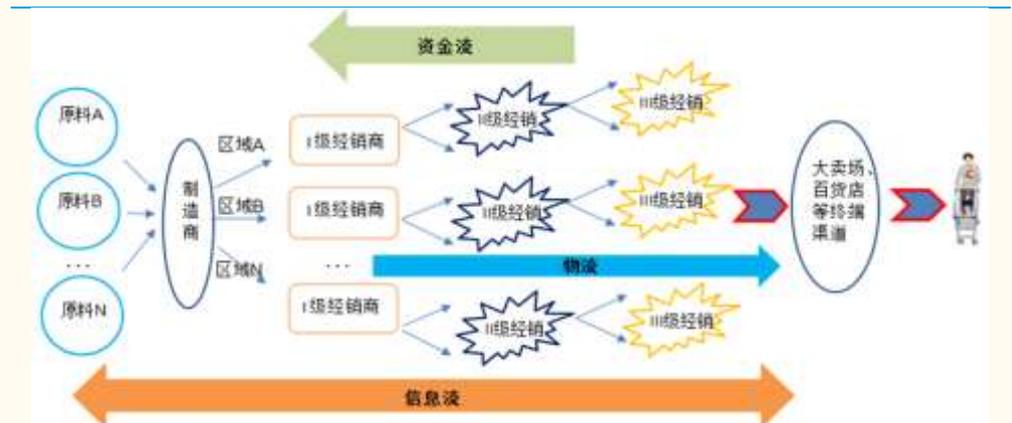
传统服装产业链：供给决定需求，分销效率低，需求解析能力差

服装生产从原材料采购，经过面料辅料供应商组织安排纺纱、织布、染色、整理、检验，再到成衣制作、包装入库、运输到品牌公司等，供应链流程长且复杂。供应链一般由品牌商主导，通过订货会提前安排需求搜集和生产计划，采取大批量、工业化的生产模式，周期通常要2到3个月。

传统服装分销链条要经过品牌方、区域代理/批发商再到各级零售商等多个层级，考虑到生产和供货的提前期，零售商需要保持一定“安全库存”，避免缺货错失销售机会。所以，一般订单会略大于销售预测，同样的情况会从批发商传导到各级制造商的订单上，当销售不畅时，减少存货，补货量会较预计的少。因此从需求端到供应端，变动幅度会增大，一旦需求减少或消失，整条供应链上的企业都会遭受损失。

因此，供给决定需求的供应链周转效率低、对市场反应缓慢，通常以大量生产来降低成本，容易造成各级经销商大量囤货。此外，“长而散”的供应链结构阻碍信息流在产业链上的传输，使得上游不能及时掌握终端消费需求变化，组织产品的设计更新和生产调整。尤其是随着我国零售业从卖方市场转为买方市场，终端需求的变化日益重要，传统服装供应链弊端更为明显。

图表 16：传统的分销产业链



来源：国金证券研究所

解析价值链核心环节，重构电商服装供应链

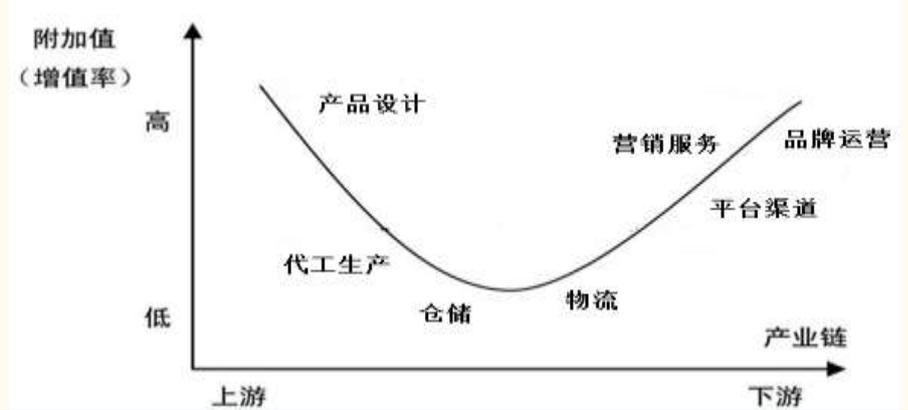
随着互联网时代的来临，电商带来的不仅仅只是产品销售渠道的变化，更深层次的是对供应链、价值链的改造，互联网通过海量的商品陈列和精准的营销模式，能够提供更加小而美、个性化产品，在生产环节表现出来就是量少、单多、反馈速度快，满足多样化的市场需求。这对供应链反应速度以及品牌企业运营能力提出了更高的要求。

在此背景下，柔性供应链应运而生。柔性供应链本质是需求引导型供应链，依靠对市场需求的把握和快速反应，深入介入产业链上下游，灵活引导生产预测、指导生产、仓储、物流、销售、配送全流程，以适应“小而美”、小批量多次的订单需求。南极人在这方面具有先发优势，从14年就开始整合自身产业资源，设立柔性供应链园区，凭借大数据优势从需求分析入手指导生产、销售，并为体系内供应商、经销商提供仓储、物流、代销货品等服务，不仅解决传统供应商的库存、坏账难题，还提升整个产业链的反应速度。

和传统供应链类似，从电商价值链条来看，附加值集中在设计、品牌及渠道运营等环节。南极人品牌初期也布局设计、生产、销售全产业链，2008年公司正式转型“授权模式”，放弃生产环节，通过整合过剩的工厂产能获得低价高质的产品。转型线上渠道后，公司将自身资源集中于电商产业链附加值较高的核心

环节，在上游注重研发设计，凭借基本款产品打开市场，下游专注渠道、品牌及服务，通过授权淘宝门店、大数据分析、供应链管理平台、品质管控等方面的经验积累和系统能力打造，提升业务价值。

图表 17：电商产业链微笑曲线



来源：国金证券研究所

2.3 成熟模式快速复制，实现多品牌、多品类跨越式扩张

经历长达 7 年的电商发展，公司在电商运营/供应链管理方面积累了丰富的经验和数据沉淀，形成了自身独特的基因文化以及分析系统，商业模式可复制性强。在行业产能过剩，传统品牌增长乏力的背景下，公司有望通过对接更多具有较高品牌知名度的传统品牌，实现线上销售规模突破。今年以来，公司“造品牌”战略逐步展开，一方面持续扩展“南极人+”品牌体系，另一方面通过收购、合作等手段运营“CARTELO”、“帕兰朵”等线下品牌。

2016 年 6 月，公司以 5.9 亿元收购 CCPL 95% 股权，有望在线上复制“南极人”品牌的成功，并进一步拓宽产品层次。CCPL 拥有“CARTELO”品牌及相关商标共 168 项，包含 CARTELO 及鳄鱼图、卡帝乐、卡帝乐鳄鱼、卡帝乐及图等，通过向运营商授权使用 CARTELO 品牌并收取权利金获得收入和利润。CARTELO 定位于中高端人群，与南极人中低端的品牌定位形成互补，且进入中国较早，在线下具有较强的品牌知名度。目前，CCPL 已授权男装、内衣、运动休闲户外、皮鞋、皮具箱包、床品、眼镜、文具等多个品类开展业务，但女装、童装等品类及授权供应商、经销商尚未全面开发，有巨大的发展空间。截至 8 月，CARTELO 已开发有 10 家授权供应商、28 家授权经销商。我们认为公司收购 CCPL 的价格较为合理(17.5X PE)，凭借公司强大品牌运营能力，CARTELO 营收有望在短期内迅速提升，增厚公司业绩。

此外，“南极人+”品牌也在积极拓展，运营男装、女装两大品类，截至 6 月末已有阿里店铺 4 家、京东店铺 3 家。“帕兰朵”在 2016 年 5 月启动，可授权经营包括女装、童装、家纺及户外 4 个类目，截至 6 月末，已有 4 家供应商、16 家经销商，并已在淘宝、天猫等平台开设 16 家店铺。

图表 18: 卡帝乐鳄鱼品牌以男装、男鞋为主



来源: 互联网, 国金证券研究所

图表 19: 卡帝乐鳄鱼营收在 3500 万左右



来源: 公司公告, 国金证券研究所

从品类角度来看, 公司商业模式已经在品类扩张上成功运用, 公司品类从最初的内衣、羽绒服, 延伸到男装、女装、母婴、居家布衣等多品类, 并取得了较好的成效。2015 年双 11 期间, 南极人天猫平台内衣、男装、女装、童装、母婴、用品、家纺、布艺、户外等多品类共计完成销售额 2.7 亿, 相比上一年实现 79.78% 的高增长。此外, 从 15 年 1 月数据来看, 南极人已取得内衣、童装、家纺、床品等多品类月度销量第一的好成绩。截至 16 年 6 月, 公司一级类目共 33 个, 包括保暖内衣、家居服、泳装、居家布艺、女装、男装、鞋品、孕妇装、个人护理、汽车用品等, 较好地阶段性实现了“南极人”品牌的全品类布局。

图表 20: 公司品类迅速扩张

	一级类目数量	二级类目数量	三级类目数量
2014 年	17	98	27
2015 年	20	129	52
2016 年 H1	33	187	-

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 21: 打造全品类消费品王国



来源: 公司官网, 国金证券研究所

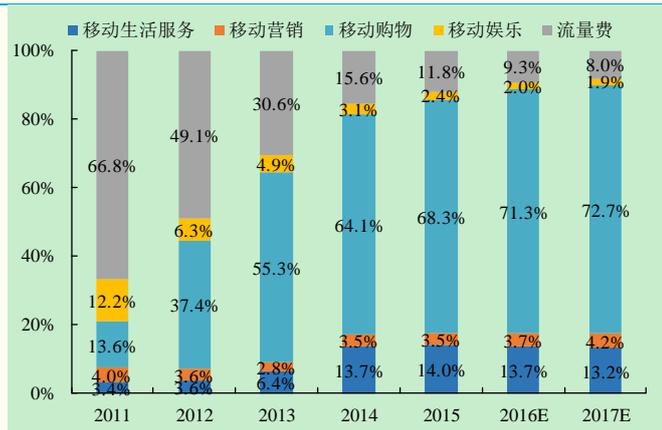
三、切入 IP 消费品变现, 布局移动互联网消费生态圈

3.1 移动互联网成为重要渠道, 社交文化变迁催生 IP/CP 价值

移动端互联网占据人们碎片化时间，成为重要的资讯、社交、娱乐和购物渠道。随着移动通信基础设施建设愈发成熟（互联网费用降低、智能手机普及、4G网络和WIFI广泛覆盖），人们在互联网的可获得性和使用便捷性上得到了质的飞跃，用户可以随时随地利用碎片化时间浏览网络，互联网流量规模成倍放大，流量的入口也更为分散和多元化。

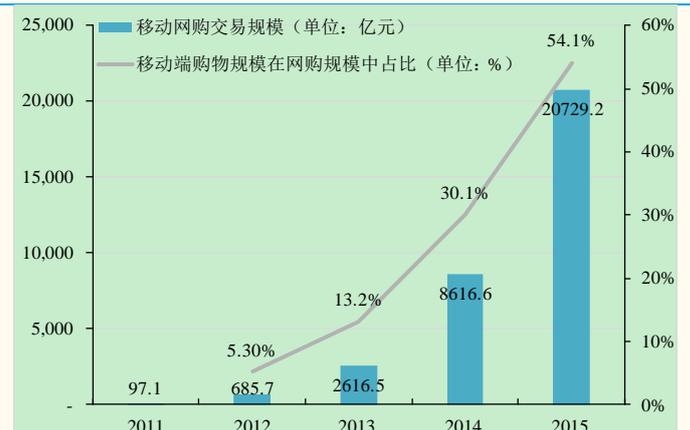
伴随着移动互联网应用服务不断丰富、与工作生活消费娱乐需求紧密贴合，移动端成为重要的资讯、社交、娱乐和购物渠道。2011年以来，移动互联网市场结构中，生活服务、娱乐、购物功能比重成倍增长，其中购物占移动互联网活动的比例从11年的13.6%提升到15年的68.3%，移动网购的渗透率大幅提升并超过了PC网购规模。

图表5：移动端成为重要的资讯、社交、娱乐和购物渠道



来源：易观智库，国金证券研究所

图表6：移动网购交易规模和渗透率



来源：易观智库，国金证券研究所

聚焦细分社交圈层，个人IP和内容营销崛起。随着互联网时代的信息快速传播和互联网原住民群体的成长，娱乐化、碎片化、去中心化的内容消费，人们价值观念愈发多元化、需求个性化，形成人群圈层化。不同圈层群体愈发细分，成为该领域标志性人物或意见领袖的门槛被降低，对垂直人群有强大影响力的个人IP（网红）大量产生，具备很强的商业变现潜力。

以微信、微博为代表的综合社交平台具有强有力的人群聚集效应，大量多元化的内容展示为社群的产生和细分提供了平台，使得用户能与其所属社群快速对接。移动社交用户依靠自己认可的圈子、聚焦的内容、细分领域的意见领袖，用更小的筛选成本获取最精准的内容。在信息高度分享和社群高度集中的自媒体时代，相同兴趣的受众之间对有价值内容的互相分享，优秀内容在社群中爆炸式的扩散，更是为产品搭建起无数免费推广通道，形成颠覆传统产业思维的营销手段。

3.2 IP经济对商品分销渠道和营销模式的重构

移动时代，即时交流、分享成为常态，社交占据了更多的碎片化时间和线上流量资源，也成为商品营销、交易的重要入口。随着消费者逐渐成熟，在品牌意识提升的驱使下，电商以依靠传统广告、增值服务方式获利的空间被不断挤压，以网红为代表的新力量崛起对传统电商营销及渠道体系造成巨大冲击，迎来新一轮变革。

1) 营销方式改变，渠道为王的逻辑不再适用。平台电商模式下我们以搜索、分类导航等方式获知店铺和商品信息，需要投入资源打造“爆款”、买流量、争排名。但社交媒体的渗透改变了这一逻辑，产品的入口已经非常丰富需要从“大而统”的营销模式转向细分人群、精准内容定位的新方向。

2) 圈层深度垂直，高流量转化率降低渠道成本。随着互联网流量入口愈加分散，以达人为代表的意见领袖通过生产内容，传播生活方式及理念，聚拢起具有高度认同感的粉丝群、在营销和商品变现上具有很高的转化率。从成本来看，网红品牌较其他电商品牌具有明显优势，淘宝卖家在竞价排名机制下，需支付的

营销费用高达销售收入的 20%-30%，且转化率仅有 2%，而网红本身就是流量入口，营销费用仅有 0.5%，转化率高达 5%-20%。

3) 挖掘小众、个性化需求，供应链效率进一步提升。随着圈层的细分和精准营销，更多小众、个性化需求挖掘，偏向独特设计、小而美的品牌迎来快速发展阶段，未来可能出现千人千面的格局，对供应链处理能力提出更高要求。此外，网红凭借对粉丝需求的互动和把握，通过销售预判和 C2B 生产，提升供应链效率，降低不良库存水平。

图表 22：网红品牌对传统电商造成巨大冲击

女装红人电商店铺	VS.	传统女装电商店铺
店铺流量大		店铺流量不稳定
流量获取成本相对低		流量获取成本高
消费者（粉丝）忠诚度高		用户留存率低
采用预售模式，低库存率		先产后销，相对高库存率
选款能力强，市场反应迅速		反应慢，无法主导市场风向

来源：第一财经商业数据中心，国金证券研究所

3.3 切入 IP 变现业务，牵手美妆大王 PONY 开启序幕

以网红经济为代表的新模式崛起，对传统营销和流量获取模式形成巨大冲击。公司敏锐地捕捉到这一趋势，较早开始 IP 产品和营销模式打造的探索。公司于 2015 年重组预案中披露自筹资金 1.02 亿元开发“明星港商城”项目，建设集明星交流与明星商品购买于一体的综合平台。项目以明星和高颜值红人为吸引点，建立 PC 端和 APP 移动端商城，并通过明星、高颜值红人的产品售卖、分享及互动，实现和广大粉丝交流、互动并打通购物渠道的一站式大众服务体系。

随着对 IP 经济的思考和布局的进一步成熟，未来公司将从内容营销和消费品授权两个方面实现 IP 变现，对接供应链服务和电商推广能力，形成传统、IP、CP 的完整品牌矩阵。传统 logo 品牌覆盖 80 年代以前的客户人群，IP 品牌主攻伴随互联网成长起来的 90 后，而 CP 品牌着重于 95 后及 00 后人群。

公司兼具传统品牌运营能力、电商渠道优势和互联网思维，不仅积累了丰富的上下游产业链资源/电商品牌运营经验，还深度介入供应链环节的仓储、物流、金融、数据服务等内容，具备极强的产业链整合能力，未来有望在 IP 消费品产业链布局上占据优势。

图表 23：公司未来品牌矩阵

品牌矩阵	覆盖人群	特点	介入方式
传统 logo 品牌	60、70、80 年代	具体化、符号化	收购
IP 品牌	90 后	人格化、情感化、互动化	合作/代理
CP 品牌	95 后、00 后	内容化、个人化	合作/代理

牵手 PONY，开启网络达人流量变现第一步。7 月 28 日，公司与 MUNMU Inc. 签订合作协议，双方分别以 55%、45% 的比例合资成立子公司。新设公司将充分利用 MUNMU Inc. 旗下所有网红、艺人及媒体资源，开展相关业务，并独家经营亚洲美妆女王 PONY 在中国（含港澳台地区）的所有商业活动，包括但不限于粉丝经济变现、广告代言、商业活动、演艺经纪等。

美妆社区发展迅速，达人变现潜力巨大。随着短视频的诞生，美妆社区进入了新的发展期，用户规模爆发式增长。以美妆短视频 APP 小红唇为例，其于 15 年 4 月正式上线，到 16 年 2 月用户数就已突破 1000 万，彰显强大的生命力。

在社区不断壮大的同时，彩妆达人的商业价值也逐步凸显，无论是从电商、广告还是商业活动都具有广阔的潜力。

PONY 是韩国知名的美妆女王，其打造的妆容兼具实用性、时尚性和简易性，吸引众人关注。目前，Pony 在 Youtube 和 Instagram 上累计有 400 多万名粉丝，其于 2016 年 3 月开通了新浪微博，也已积累 180 余万名粉丝。我们认为此次合作是公司介入网红经济的关键一步，结合公司强大的电商运营能力和 PONY 强势 IP，将爆发出极大的商业价值。此外，此次合作将有利于公司积累消费品 IP 变现的经验，为未来向美妆、演艺经纪、时尚服饰与用品等领域深入拓展奠定基础。

图表 24：网红 Pony 推广彩妆品牌 ETUDE HOUSE



来源：互联网，国金证券研究所

图表 25：韩国彩妆网红 PONY



来源：互联网，国金证券研究所

3.4 收购时间互联，介入移动互联网营销

8 月 15 日，公司公告拟作价 9.56 亿元收购时间互联 100% 股权。其中，股票支付对价 5.74 亿元，股份发行价格为 8.29 元/股，现金支付 3.82 亿元，并拟向张玉祥、陈佳莹、南极电商第二期员工持股计划以 9.05 元/股的价格定向募集资金不超过 4 亿元，用于支付现金部分。其中，张玉祥为公司实际控制人，南极电商第二期员工持股计划为公司关联人，分别认购定增份额的 55%、20%。时间互联承诺 16-18 年净利润分别为 0.68、0.9、1.17 亿元。

时间互联是一家移动互联网营销服务商，通过代理移动互联网媒体投放平台流量以及整合分散流量，向客户提供高效、优质、精准的营销服务，主营业务包括移动互联网媒体投放平台营销和移动互联网流量整合营销。

时间互联的移动互联网营销服务是公司电商生态系统上的重要一环。凭借时间互联移动互联网流量整合分析能力和营销能力，不仅有利于推广公司运营的品牌、产品，还可以为网红 IP 提供定制化营销服务，强化 IP 变现能力。

图表 26：时间互联过往经营情况



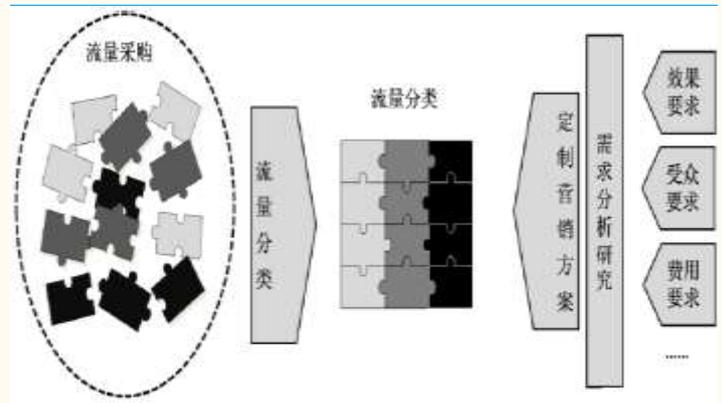
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 27：时间互联部分推广产品



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 28：移动互联网流量运营服务流程图



来源：公司公告，国金证券研究所

四、盈利预测与投资建议

核心假设

- 1、暂不考虑公司收购时间互联及定增事项影响；
- 2、暂不考虑网红 IP、we mall 项目带来的外延式增长；
- 3、预计全年增加 2-3 个品牌，新设 10 个柔性供应链园区。

盈利预测

根据以上假设，我们认为公司凭借丰富的电商品牌运营经验，有望在其他品类/品牌上继续复制成功，预计未来 2-3 年公司营业收入将继续保持高速增长，在轻资产“品牌授权”业务模式下利润提升将更为明显。且未来随着时间互联并购及定增事项的落地，不仅有望增厚公司业绩，长期还有利于实现业务协同发展。我们预测 16-18 年 EPS 分别为 0.22、0.32、0.49 元(不考虑定增摊薄)，对应 PE 分别为 48.4X、32.9X、21.7X。

图表 29：未来公司业务分项预测(单位：百万元)

业态	项目	2015A	2016E	2017E	2018E
	GMV	3671	6678	9757	14509
品牌服务费	销售收入	172.6	318.1	464.7	691.0
	销售成本	5.6	10.2	14.9	22.1
	毛利率	96.75%	96.80%	96.80%	96.80%
标牌使用费	销售收入	101	186.2	272.1	404.6
	销售成本	25.3	42.8	62.6	93.1
	毛利率	74.99%	77.00%	77.00%	77.00%
货品销售	销售收入	107.2	32.2	32.8	33.5
	销售成本	72.5	23.2	23.6	24.1
	毛利率	32.33%	28%	28%	28%
园区服务费	销售收入	7.7	27.1	46.1	69.1
	销售成本	3.81	13.7	23.3	34.9
	毛利率	50.78%	49.50%	49.50%	49.50%

来源：公司公告，国金证券研究所

注：15 年 GMV 采用阿里巴巴+京东，16-18 年预测考虑其他渠道增长

估值及投资建议

公司兼具传统品牌运营能力、电商渠道优势和互联网思维，不仅积累了丰富的上下游产业链资源/电商品牌运营经验，还深度介入供应链环节的仓储、物流、金融、数据服务等内容，具备极强的产业链整合能力。凭借商业模式的可复制性，我们认为南极人线上销售规模仍有提升空间，通过并购/合作布局的线下品牌有望复制南极人成功，推动业绩持续增长。目前，公司牵手 PONY 已跨出 IP 变现的关键一步，有望借此机遇积累 IP 管理、商业变现经验。公司实际控制人及员工持股计划在高位(9.05 元/股)以大比例参与定增计划，彰显管理层对公司未来发展的坚定信心。预测 16-18 年 EPS 分别为 0.22、0.32、0.49 元(不考虑定增摊薄)，对应 PE 分别为 48.4X、32.9X、21.7X。首次覆盖给与“增持”评级，目标价 12.88 元~14.49 元(对应 2017 年 40X~45X PE)。

五、风险提示

- 1、收购时间互联后续审批、推进具有不确定性；
- 2、IP 品牌的变现能力建设及新品牌拓展不及预期；
- 3、品牌授权的盈利模式具有较大不确定性。

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)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	4,135	1,573	389	564	816	1,198	货币资金	422	370	682	826	1,292	1,924
增长率		-61.9%	-75.3%	44.8%	44.7%	46.9%	应收款项	161	231	529	648	693	837
主营业务成本	-4,103	-1,502	-107	-90	-124	-174	存货	323	97	68	54	68	86
%销售收入	99.2%	95.5%	27.5%	15.9%	15.2%	14.5%	其他流动资产	153	51	13	54	56	59
毛利	32	71	282	474	691	1,024	流动资产	1,059	749	1,293	1,583	2,109	2,906
%销售收入	0.8%	4.5%	72.5%	84.1%	84.8%	85.5%	%总资产	37.2%	81.2%	94.2%	95.3%	96.3%	97.2%
营业税金及附加	-1	-1	-2	-3	-4	-6	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.1%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	1,648	79	6	5	5	5
营业费用	-109	-42	-32	-45	-60	-78	%总资产	57.9%	8.6%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%
%销售收入	2.6%	2.7%	8.1%	8.0%	7.4%	6.5%	无形资产	138	7	1	4	7	10
管理费用	-146	-141	-35	-43	-60	-79	非流动资产	1,786	174	80	78	80	83
%销售收入	3.5%	9.0%	8.9%	7.7%	7.3%	6.6%	%总资产	62.8%	18.8%	5.8%	4.7%	3.7%	2.8%
息税前利润 (EBIT)	-224	-113	214	382	567	861	资产总计	2,845	923	1,373	1,660	2,190	2,989
%销售收入	n.a	n.a	54.9%	67.9%	69.6%	71.9%	短期借款	1,023	199	0	0	0	0
财务费用	-78	-90	1	16	22	33	应付款项	893	239	78	72	96	129
%销售收入	1.9%	5.7%	-0.2%	-2.8%	-2.7%	-2.8%	其他流动负债	-64	18	58	15	21	30
资产减值损失	-239	-35	-18	0	0	0	流动负债	1,852	455	136	87	117	159
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	487	0	0	0	0	1
投资收益	0	73	1	0	0	0	其他长期负债	38	1	2	0	0	0
%税前利润	n.a	526.2%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	2,377	456	137	87	117	160
营业利润	-541	-165	198	398	589	894	普通股股东权益	441	443	1,233	1,570	2,065	2,816
营业利润率	n.a	n.a	50.9%	70.6%	72.2%	74.6%	少数股东权益	27	23	2	4	8	12
营业外收支	5	179	7	5	5	5	负债股东权益合计	2,845	923	1,373	1,660	2,190	2,989
税前利润	-536	14	205	403	594	899	比率分析						
利润率	n.a	0.9%	52.7%	71.5%	72.9%	75.1%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	0	-2	-33	-64	-95	-144	每股指标						
所得税率	n.a	14.4%	16.1%	16.0%	16.0%	16.0%	每股收益	-1.166	0.023	0.385	0.219	0.322	0.488
净利润	-536	12	172	339	499	755	每股净资产	0.988	0.992	2.955	3.761	4.948	6.749
少数股东损益	-16	2	0	2	4	4	每股经营现金净流	1.363	-0.178	0.089	0.331	1.113	1.506
归属于母公司的净利润	-521	10	172	337	495	751	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	n.a	0.7%	44.1%	59.7%	60.7%	62.7%	回报率						
							净资产收益率	#####	2.35%	13.93%	21.44%	23.98%	26.68%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	-18.30%	1.13%	12.52%	20.27%	22.61%	25.14%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	投入资本收益率	-11.34%	-14.54%	14.52%	20.41%	22.99%	25.56%
净利润	-536	12	172	339	499	755	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	21.23%	-61.95%	-75.26%	44.78%	44.74%	46.89%
非现金支出	438	177	20	0	0	0	EBIT增长率	70.54%	-49.58%	#####	78.93%	48.37%	51.77%
非经营收益	72	-131	-2	-5	-5	-5	净利润增长率	191.21%	N/A	#####	95.86%	47.15%	51.74%
营运资金变动	635	-137	-153	-196	-30	-122	总资产增长率	-29.94%	-67.56%	48.77%	20.96%	31.88%	36.48%
经营活动现金净流	609	-79	37	138	465	629	资产管理能力						
资本开支	-53	-44	-2	7	2	2	应收账款周转天数	5.6	32.0	268.6	280.0	220.0	180.0
投资	-3	273	-80	0	0	0	存货周转天数	37.3	50.9	280.6	220.0	200.0	180.0
其他	5	6	575	0	0	0	应付账款周转天数	20.6	28.5	152.1	102.0	90.0	80.0
投资活动现金净流	-50	235	493	7	2	2	固定资产周转天数	145.1	18.4	5.2	3.4	2.3	1.5
股权募资	0	0	1	0	0	0	偿债能力						
债权募资	-252	-93	0	-2	0	1	净负债/股东权益	232.40%	-36.80%	-55.23%	-52.47%	-62.34%	-67.98%
其他	-153	-128	0	0	0	0	EBIT利息保障倍数	-2.9	-1.3	-224.1	-24.5	-25.9	-25.9
筹资活动现金净流	-405	-222	1	-2	0	1	资产负债率	83.55%	49.46%	10.01%	5.22%	5.33%	5.36%
现金净流量	153	-66	531	144	467	632							

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	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

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

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

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，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，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。

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。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构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。国金证券建议客户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。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户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。

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 7BD