

# 用互联网思维提升产业链效率， 赋能供应链与经销商，连接消费者， 构筑南极生态 买入（维持）

2017年6月22日

证券分析师 马莉  
执业资格证书号码：S0600517050002  
(010) 66573632  
mal@dwzq.com.cn

研究助理 张娴静  
(021) 60199740  
zhangxj@dwzq.com.cn  
研究助理 陈腾曦  
chentx@dwzq.com.cn

盈利及估值重要数据	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入（百万元）	520.98	920.00	1400.00	2072.00
(+/-) (%)	33.85	76.59	52.17	48.00
净利润（百万元）	301.14	499.84	769.37	1164.34
(+/-) (%)	75.27	65.98	53.92	51.34
EPS（元）	0.20	0.32	0.50	0.76
P/E	58.64	38.84	25.23	16.67

## 引言

本篇报告主要是结合最新电商市场发展状况，分析思考南极电商未来发展的核心问题，探讨其商业模式、发展空间，在整个电商生态体统及商品生产流通产业链所处的位置，以期对其发展前景有更深刻的理解。同时，采用电商零售、纺织服装、传媒互联网行业交叉的视角对其商业模式作了进一步分析，也颇具创新性与启发性。

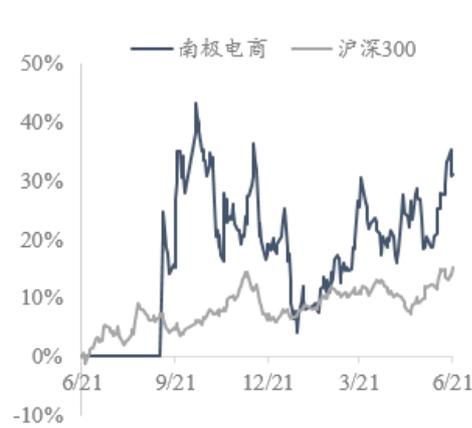
### ■ 如何看待南极电商的商业模式与护城河？

南极电商享受了电商发展的红利，连接前端互联网流量与优质供应链，提供电商生态服务。在整个商品产业链，南极电商可以从终端 GMV 中可以获取 7%-10% 的收入，是以品牌为纽带、提升渠道效率的收入。南极电商提高了产业链效率，品牌加价率在 1.6-2.5 倍，贴近成本定价，发挥规模化优势，不断提高进入门槛。南极人品牌满足了大众消费群体的中低端需求，提升了产业链效率，保持较低的加价率，获取规模经济，这也是南极电商的竞争壁垒。

### ■ 如何看待南极电商发展空间？

南极电商发展空间广阔，单类目集中度提升、多类目运营、跨品牌扩张都有较大发展空间。单类目上，中低端品牌更加走向集中化利好南极电商这样的龙头及高效率玩家，同时，线上品牌仍然高度分散化，消费市场庞大，整合空间尤大，南极人有望不断挤占中小淘品牌、无品牌商品的空间。南极人品牌跨类目发展，高性价比形象受到了消费者广泛认可，家纺、生活电器、运动户外等事业部 16 年营收都取得了翻倍的增长，17 年一季度 GMV 持续快速增长。公司将品牌运营、电商生态服务经验不断复制到其它品牌上，卡帝乐定位更为高端，线上渠道爆发式增长，同时布局新经济品牌如网红 Pony、精典泰迪、母其弥雅等，符合消费升级潮流。我们看好公司品类、品牌扩张能力及长期成长性。

## 行业走势



## 市场数据

收盘价（元）	12.62
一年最低价/最高价	9.03/14.08
市净率（倍）	12.50
流通 A 股市值（亿元）	122

## 基础数据

每股净资产（元）	1.01
资本负债率（%）	21.35
总股本（百万股）	1538
流通 A 股（百万股）	968

## 相关研究

2016年8月10日

《稀缺品牌运营服务商，乘网红经济之风，享 IP 品牌运营红利》

2017年4月27日

《多类目多品牌开拓顺利，提升产业链效率，长期成长性极好》

## ■ 如何看待南极电商与各类合作伙伴关系？

南极电商生态体系，涉及到电商平台、供应商、经销商、消费者等，整个体系的建立与运转是长期积累、用前瞻性眼光不断获取行业红利并良好执行的结果，也是南极电商的核心竞争力。南极电商既懂传统供应链，又懂互联网流量获取与运营，逐步降低对阿里平台依赖性，不断寻求更低成本的流量，嫁接优质供应链，赋能供应商与经销商，单个经销商、供应商覆盖的 GMV 提升明显，反映了南极人体系运营的高效率。高性价比产品形象融入消费者心智，品牌知名度较高。对内推行阿米巴经营管理模式、员工持股计划，事业部形式组织，充分调动了员工积极性。

## ■ 南极电商商业模式与类似公司相比有哪些特色？

南极电商的商业模式有一定的独特性，处在电商零售、纺织服装、传媒互联网行业的交叉点。与宝尊电商类似，南极电商做电商生态服务，是所在领域龙头，有望积累优势，强者恒强；一些细分类目中低端产品领导者也采用了类南极电商的授权生产、线上销售的模式，打造高性价比大众消费品，增长迅速；与优衣库类似，南极电商主打基础款产品，提升产业链效率，将性价比做到了极致；与纺织服装行业的海澜之家相似，南极电商轻资产运营，不承担库存，连接消费者与供应商，降低了产品加价率；南极电商流量获取运营、跨类目扩张的能力可以类比网易严选。南极电商作为中低端消费品线上龙头有望积累优势，强者恒强；类目拓展、品牌运营经验丰富，提升了渠道效率，为消费者创造了价值；切入中低端大众消费群体，市场空间广阔，社会化方式组织效率较高。用互联网思维提升产业链效率，赋能供应链与经销商，连接消费者，构筑南极生态。

## 投资建议

我们看好公司的战略卡位及核心竞争力，及多品类、多品牌、多平台的发展策略。暂不考虑时间互联并购，预计 17-19 年可实现归母净利润 5.0 亿、7.7 亿、11.6 亿，对应 PE 为 39 倍、25 倍、17 倍，考虑到公司商业模式稀缺性及未来良好成长性，维持“买入”评级。

## 风险提示

新品牌运营低于预期

应收账款风险

时间互联收购存在不确定性

## 目录

<b>1. 如何看待南极电商的商业模式与护城河？</b>	<b>5</b>
1.1. 享受电商红利，连接互联网流量与优质供应链	6
1.2. 核心 KPI: GMV 与营业收入、净利润保持快速增长	7
1.3. 挤占中小品牌空间，打造高性价比国民品牌，构筑南极生态	7
1.3.1. 高效率成就低加价率筑就壁垒	8
1.3.2. 如何看待南极人品牌质量问题？	8
<b>2. 如何看待南极电商的发展空间？</b>	<b>9</b>
2.1. 单类目仍有上升空间	9
2.1.1. 线上中低端品牌集中化趋势利好南极电商	9
2.1.2. 品牌仍高度分散化，消费市场庞大，整合空间尤大	10
2.2. 跨类目发展离天花板仍远	10
2.2.1. 南极电商具备跨类目运营能力	10
2.2.2. 消费者认可南极人高性价比形象	11
2.3. 多品牌运营极具发展前景	12
2.3.1. 卡帝乐品牌线上成长性良好	12
2.3.2. 布局新经济品牌	12
2.4. 在阿里等电商平台整体占比仍较小，跨平台发展	13
<b>3. 如何看待南极电商与各类合作伙伴关系？</b>	<b>13</b>
3.1. 与阿里关系：合作与独立，非阿里收入占比持续上升，不断提升	14
3.2. 与供应商经销商关系：助力商业伙伴共同成长	14
3.3. 阿米巴经营管理模式、推行员工持股计划，提升员工积极性	15
<b>4. 如何看待类南极电商模式及潜在竞争对手？</b>	<b>15</b>
4.1. 与电商代运营：南极电商 vs 宝尊电商	16
4.2. 与细分类目电商渠道中低端产品领导者：南极电商 vs 飞科电器	16
4.3. 与国际服装品牌：南极电商 vs 优衣库	16
4.4. 与传统服装品牌：南极电商 vs 海澜之家	17
4.5. 与跨类目自营独立平台：南极电商 vs 网易严选	18
<b>5. 盈利预测与投资建议</b>	<b>18</b>
5.1. 核心假设	18
5.2. 盈利预测	19
5.3. 估值及投资建议	19
5.4. 风险提示	20

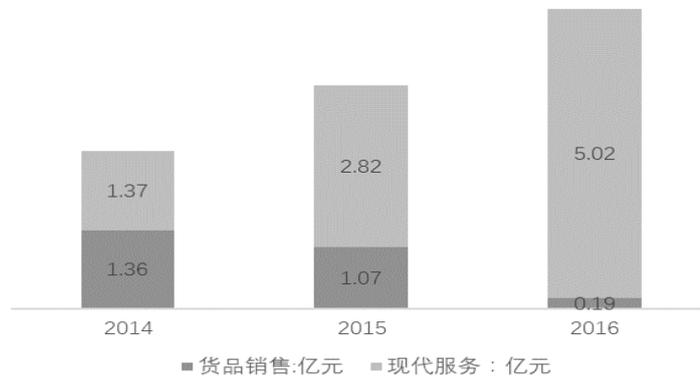
## 图表目录

图表 1: 南极电商收入构成.....	5
图表 2: 南极电商分业务毛利率.....	5
图表 3: 阿里 GMV 保持快速增长.....	6
图表 4: 南极电商从终端 GMV 中获取一定比例收入.....	7
图表 5: 南极电商分季度收入情况.....	7
图表 6: 亚马逊基本款商品 top1 市场占有率高达 32% .....	10
图表 7: 南极人品牌多个类目事业部发展良好.....	11
图表 8: 南极人品牌多类目发展良好, 阿里销量良好.....	12
图表 9: 南极电商战略布局示意图.....	13
图表 10: 南极电商在阿里京东平台营业额占比.....	13
图表 11: 淘宝某店铺营销活动(直通车、钻石展位、聚划算等).....	14
图表 12: 南极电商类目不断扩张, 助力供应商、经销商共同成长.....	15
图表 13: 南极人品牌多类目热销.....	17
图表 14: 南极电商收入拆分(单位: 百万元) .....	19
图表 15: 可比公司估值.....	20

## 1. 如何看待南极电商的商业模式与护城河？

南极电商主营业务为电商生态综合服务，通过售卖标牌及提供相关品牌服务获取标牌使用费和品牌服务费。货品销售业务的占比从 2014 年的 50% 下降到 2016 年的 4%，将其余收入看作现代服务业收入（标牌使用费+品牌服务费+柔性供应链园区服务费），2016 年公司现代服务业相关收入占比高达 96.29%，意味着南极电商已经彻底转变为一家电商生态综合服务的公司。

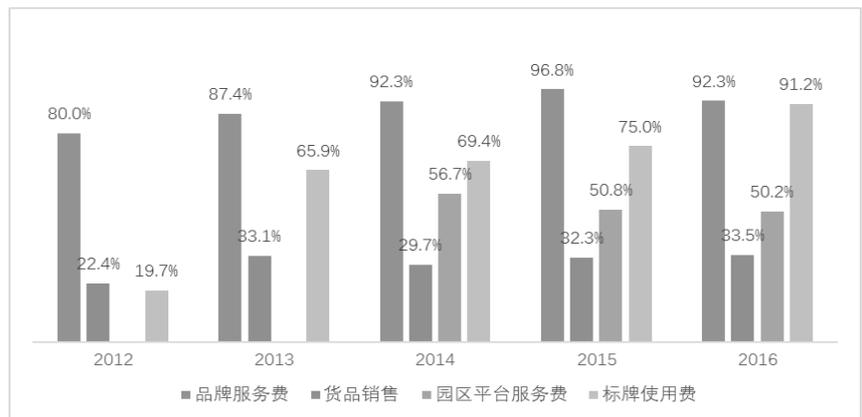
图表 1：南极电商收入构成



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

品牌授权业务的毛利率远远高于传统的货品销售业务，也是公司商业模式的核心竞争力所在。

图表 2：南极电商分业务毛利率



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

值得一提的是，南极电商品牌授权业务的核心竞争力并非一朝一夕，而是天时地利人和情况下长久积累的结果。

### 1.1. 享受电商红利，连接互联网流量与优质供应链

南极电商主打品牌南极人创立于 1997 年，以保暖内衣起家，那时的保暖内衣还是高端时尚品，南极人凭借轻、薄、柔、暖的特性迅速打动消费者，短短几年，销售额过亿。南极人并没有局限在内衣品类，2001 年，高薪聘请设计师，凭借时尚的设计、良好的品质从无到有，迅速拿下了羽绒服品类的第二把交椅。当时互联网、电商尚未完全兴起，南极人的营销走大品牌、大营销战略，聘请刘德华、葛优等一线明星，花重金在央视做广告，品牌知名度迅速提升，在家纺、男女装、童装等领域也有所斩获，逐步成为家喻户晓的国民品牌。

后金融危机时代，外贸需求相对疲软，传统纺织服装行业供应链相对过剩，竞争处于白热化阶段。与传统的纺织服装加工厂白热化竞争形成鲜明对比的是电子商务的欣欣向荣，阿里依靠淘宝的免费政策击败 e-bay，成为中国电商的绝对霸主，从零起步，阿里零售平台突破 3 万亿交易额只用了不到 13 年的时间，中国零售电商相对欧美取得了跨越式的发展，占全球电商消费总量的 50%。

图表 3: 阿里 GMV 保持快速增长

财年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
总GMV	663	1077	1678	2444	3092	3767
YOY		63%	56%	46%	27%	22%
淘宝GMV	550	824	1173	1597	1873	2202
YOY		50%	42%	36%	17%	18%
天猫GMV	89	253	505	847	1219	1565
YOY		185%	99%	68%	44%	28%
天猫占比	13%	23%	30%	35%	39%	42%

资料来源: wind, 公司公告, 东吴证券研究所

整个电子商务行业 50%+ 的行业增速也是过去 10 年中国消费品行业的最大机遇，南极电商则是这波浪潮中的佼佼者，迎难而上，果断砍掉工厂，从线下往线上走，转型最为彻底，将一大波品牌远远甩在了身后。

传统零售模式下，一家店铺对应的流量上限是所在商圈的人流量，具有上限；线上零售互联网模式下，对于单一店铺而言，流量可以认为是无限的，信息更为透明，竞争也更为激烈，利用信息不对称赚钱的模式很难行得通。

线上销售除了流量空间更大之外，也更容易积累优势，获取规模经济，将效率做到极致，提供更高的性价比，大幅提升市场份额。线下服装店单店平效做到极致约为 4 万元，2.5 倍加价率，扩大规模只能通过不断新开店铺，线上却并无此限制。

南极电商所做的事情是将日益增长、无限的互联网流量与线下优质供应链结合起来，提升产业链效率。

### 1.2. 核心 KPI: GMV 与营业收入、净利润保持快速增长

南极电商 GMV 保持快速增长，成长性良好，从 12 年的 6.5 亿增长到 16 年的 68 亿，翻了 10 倍多，在 15 年、16 年也都实现了 85% 的 GMV 增长。

虽然南极电商的净利润率高达 58%，但如果考虑到终端的 GMV 的话，南极电商收入的占比约为终端 GMV 的 7%-8%，净利润约为 4%，相当于南极电商拥有 7% 左右的“take rate”。即在整个产品生产流通产业链中，南极电商提供品牌授权电商生态综合服务，每 100 元的终端销售总额，南极电商可以拿到约 7 元的收入。具体的比例跟公司品牌力的影响、新类目的开发及折让政策、电商终端销售情况等有关，仅为简单参考。

图表 4: 南极电商从终端 GMV 中获取一定比例收入

	2014	2015	2016
货品销售/亿元	1.36	1.07	0.19
现代服务/亿元	1.37	2.82	5.02
现代服务收入占比	50%	72%	96%
<b>Take rate</b>	<b>6.9%</b>	<b>7.7%</b>	<b>7.4%</b>

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

从长期来看，南极电商的终端 GMV、营业收入、净利润趋势保持一致。由于季节性、节假日及收入确认的原因，季报的收入、GMV 与利润比例可能会存在一定的不一致性，对全年业绩增速的推断也要考虑到季节性因素。

电商的旺季在第四季度，双 11、双 12 是电商促销盛大节日，加之公司主营类目保暖内衣、打底裤、家纺等在第四季度需求量较大，因此南极电商第四季度收入占比通常在 40% 以上，甚至更高。在看季度财报时，又由于公司品牌授权业务收入利润的确认有一定账期，因此一定要剔除季度因素的影响，在公司营收快速增长的基础上，单一季度的收入、利润率增长可比性相对较差。2016Q3 季度收入增长仅有 8%，就有季节性因素以及收入确认的影响。

图表 5: 南极电商分季度收入情况

2016 季度	收入	yoy	占比
Q1	4258	28.06%	8%
Q2	11644	44.09%	22%
Q3	14391	7.95%	28%
Q4	21806	53.71%	42%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

### 1.3. 挤占中小品牌空间，打造高性价比国民品牌，构筑南极生态

### 1.3.1. 高效率成就低加价率筑就壁垒

纺织服装产品，线下售卖，考虑到租金、人工、库存等成本，通常有 3 倍甚至高达 10 倍的加价率才能保持正常运转。而南极人品牌的产品加价率通常在 1.6-2.5 倍，贴近成本定价，作为对比，优衣库、森马等极为优秀的纺织服装公司加价倍率通常在 2.5 倍-3 倍，可以认为**南极人品牌的产业链效率是可以媲美一线品牌的，普通参与者很难将加价率做到如此之低。**

南极人转型线上，13 年左右，将当时主打的保暖内衣价格降低到 79 元一套，其它品牌如北极绒、俞兆林等超过这个价格的保暖内衣就很难再卖出去。到了 14 年，南极人仅内衣家居服类目就以 11 亿的 GMV 占据 top10 品牌 24% 的份额，剩余 9 大品牌平均每家只有 8% 的份额，将竞争者远远甩在了身后。

有了终端销售规模之后，在供应链端，南极人可以挑选更优秀的供应商，同时规模经济效应显著；在流量端，相关店铺积累销量、好评，相当于享受到了阿里免费的搜索流量。在此背景下，南极电商又可以把产品价格降低，进一步提升进入门槛，构筑壁垒，南极人的品牌运营能力就是这样在一步步竞争中树立起来的。

南极人品牌并不是依靠高昂的品牌溢价或信息不对称赚钱，而是切实提升了商品流通的效率，从产业链中获取一部分收入。

### 1.3.2. 如何看待南极人品牌质量问题？

为什么会感觉南极人品牌产品质量普通？在如此大量的销售下，如何把控产品质量？这是一些投资者经常提到的问题。

先谈质量，有句话叫“跟低端产品谈质量，跟高端产品谈价格”，绕开价格谈质量是无意义的！南极人品牌产品的质量整体是与国际一线高端大牌有一定差距，但在消费者愿意支付的价格约束内，南极人品牌已经是品质最好的选择了，品牌加价率就是证据。电商平台下南极人产品的高销量也是消费者自然选择的结果，南极人品牌是满足了大量消费者需求的。**南极人品牌的商品公司并不是赚的品牌溢价的收入，而是提升渠道效率的收入。**

此外，从消费群体来看，南极人品牌的定位相对中低端，面对的消费群体也十分广泛。以 16 年为例，南极人品牌 GMV 接近 70 亿，按照 35 元的客单价计算，就是 2 亿的商标套数及单量，假定单人购买 2-4 件的话，对应的消费群体在 5000 万-1 亿。这类消费人群相对收入有限，之前可能更多是买一些地摊货、需要讨价还价、害怕买贵了（信息不对称）、要等打折，现在淘宝按销量搜索下大致看下宝贝、店铺评价就可以买到高性价比的产品，每天都是最低价。

除此之外，电商发展到现在，评价、退换货都非常完善，买之前可以看到其它人对宝贝或者店铺的评价，信息不对称较少，非常公开透明；如果对买到的商品质量不满意，完全可以退换商品。

南极电商本身也在不断加强产品的质量控制。精选行业优质的供应链，供应商经验丰富，有一定的质量控制体系。在南极人体系下，公司有专门的质检小组，会要求提交样品检测、工厂抽查，甚至会派小组扮演消费者购买货物，参考淘宝店铺、宝贝评价、评分，奖励先进、惩罚落后，不断整合供应商资源，优化供应商队伍。

公司逐步增大研发投入，建设品牌。16 年南极人做一些生活电器，比如足浴盆，公司投入了 337 万元用于产品的开发与设计，这个成本是中小厂商难以下血本投入的，也是没有力量去大规模销售分摊研发成本的。南极电商则可以充分发挥能力，投资产品设计开发，诸多供应商共享产品设计成果，利用多个线上经销商渠道销售。一个足浴盆的终端售价在 200-300 元，出厂成本大致为一半，337 万元的研发投入需要均摊到几十万件的销量去摊薄研发成本，这是一个小型厂商或者经销商都难以做到的，南极电商却可以做这样的事情，整合供应商、经销商资源，提升产业链效率。

## 2. 如何看待南极电商的发展空间？

16 年南极电商实现了 GMV72 亿元，其中南极人品牌 68 亿元，在如此大的体量下，南极电商的天花板在哪里？

整体来看，单类目上，中低端品牌更加走向集中化利好南极电商这样的龙头及高效率玩家，同时，线上品牌仍然高度分散化，消费市场庞大，整合空间尤大，南极人有望不断挤占中小淘品牌、无品牌商品的空间。南极人品牌跨类目发展，高性价比形象受到了消费者广泛认可，家纺、生活电器、运动户外等事业部 16 年营收都取得了翻倍的增长，17 年一季度 GMV 持续快速增长。公司有望将品牌运营、电商生态服务经验不断复制到其它品牌上，当前这个时点，可以认为南极电商发展离天花板尚远。

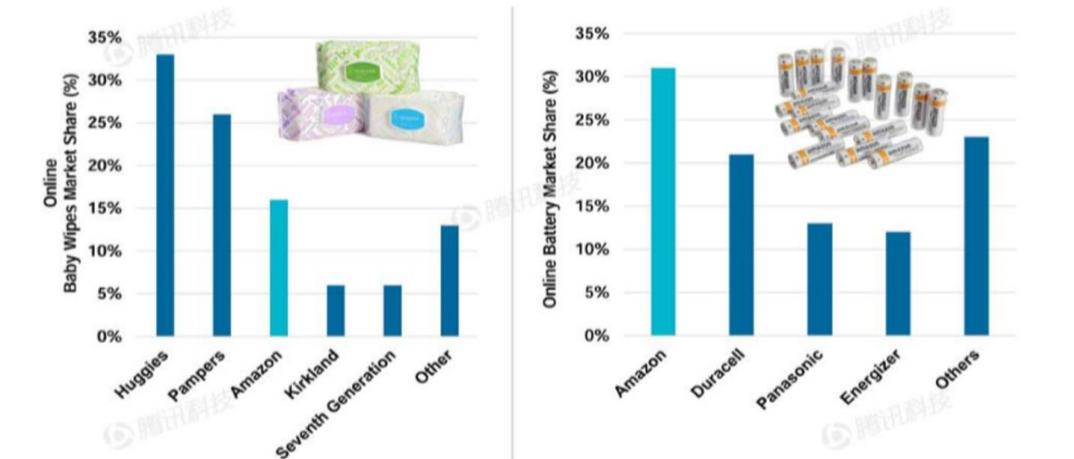
### 2.1. 单类目仍有上升空间

#### 2.1.1. 线上中低端品牌集中化趋势利好南极电商

中低端品牌与奢侈品、时尚品品牌玩法不同，最终比的还是性价比；而高性价比来源于高的产业链效率，线上销售的优势更加容易不断累积，赢者通吃。

中低端日用品，参考亚马逊产品的销售状况，婴儿湿巾、电池等产品 top5 所占市场份额超过 75%，top1 品牌所占市场份额约为 32%，杂牌商品的市场份额均低于 25%。

图表 6: 亚马逊基本款商品 top1 市场占有率高达 32%



数据来源: Mary Meeker 2017 互联网趋势报告, 东吴证券研究所

相比之下, 阿里平台基础款产品集中度仍有较大提升空间。以南极人最为成熟的类目男女内衣为例, 15 年占 top10 品牌的 27%, 在 16 年仍然有 38% 的增长, 贡献了 24 亿的 GMV。电商平台高效率玩家可以不断挤占低效率玩家的空间, 跑出远超行业平均水平的增速, 我们看好南极电商在此趋势下的发展空间与前景。

### 2.1.2. 品牌仍高度分散化, 消费市场庞大, 整合空间尤大

中国有 13 亿的人口, 任何一个生活必需品都是百亿级甚至千亿级的市场。以飞科电器为例, 主营产品为剃须刀、电吹风、毛球修剪器等生活小电器。仅剃须刀产品 (多个 SKU) 16 年就有接近 6000 万只的销量, 客单价 39 元, 对应 22.6 亿的营业收入, 目前仍在高速增长。

南极电商的产品跟飞科电器价格定位及消费群体有一定的相似性, 公司单品、单类目发展仍存空间。

## 2.2. 跨类目发展离天花板仍远

南极电商单类目存在整合空间, 跨类目发展离天花板仍远。为什么现在南极人品牌现在可以什么都卖, 消费者买账么?

### 2.2.1. 南极电商具备跨类目运营能力

传统的商品组织形式下, 受制于生产专业能力的限制, 一家公司往往只能做一个类目的产品。如今, 中国日用百货的供应链已相对成熟, 对于南极电商来讲, 只需要把握流量运营、商品设计等核心能力, 其余的生产环节可以外包出去。即使是 ZARA、优衣库、耐克这样的国际品牌也有不少产品都是生产外包在中国, 开店在中国卖。

同时, 在供应链端, 消费品产业的生产具有一定的集聚性, 品类的运营也有一定相似性, 南极人接触传统供应链有 10 余年的时间, 积累了丰富的经验, 业内知名度较高, 拥有大量优质的供应商、经销商资源, 公司很容易将基于基础款服装的运营模式拓展到相似的家纺等类目。

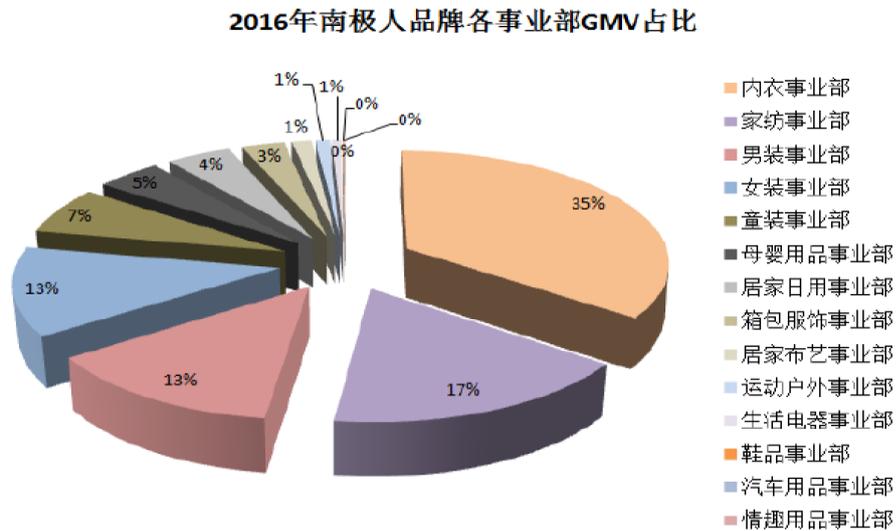
对于新的类目，比如小电器，南极电商找了有丰富经验的供应商合作，按摩披肩、洗脚盆等健康电器卖得相当好。南极电商会请相关的工业设计师，对产品从源头进行升级，走低价爆款单品模式。在一些集中度不高、没有强势线上品牌的类目上，南极人品牌依托现有资源和能力切入，消费者认可度较高，很容易脱颖而出。

淘宝二级类目千余个，南极人品牌 16 年一级类目 57 个，二级类目 320 个，仍存在较多的相对分散、市场集中度不高的类目，南极电商有望利用自身的资源与能力，不断开拓类目。

### 2.2.2. 消费者认可南极人高性价比形象

对于消费者而言，看重的是南极人高性价比的品牌形象，同样品质、更低价格，在买了南极人的内衣后，再买四件套之类的产品，南极人品牌的商品更容易排到前面，也更容易被推荐，也是同样的高性价比。对于南极人品牌的受众而言，虽然是购买的不同产品，但核心诉求是一致的，就是高性价比。南极人品牌对于消费者来说降低了决策的难度，占领了消费者心智。

图表 7: 南极人品牌多个类目事业部发展良好



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

将品牌辐射不断扩大，跨类目运营是零售行业早有的做法。比如家乐福、乐购等超市渠道足够强，都会推出自有品牌的商品，提出“同等品质、更低价格”；网易严选等互联网新兴渠道，有 10 个大的类目，5000 余个 SKU，发展迅速。

以纸尿裤为例，可能一线城市的白领、中产阶级会选择海淘、跨境电商之类买花王等国际大牌的产品。而南极电商从 2016 年才开始做，母

婴用品事业部（尿片、洗护、喂补、推车等）当年实现营收 5 亿，参考相关主要阿里店铺的销量及类目 GMV，预计仅纸尿裤一个单品就有约 7000 万的 GMV；参考 17 年 1-5 月相关店铺数据及一季报的 GMV，预计纸尿裤 17 年全年可实现 3 倍以上的增长，约 3 亿 GMV。

图表 8：南极人品牌多类目发展良好，阿里销量良好



资料来源：淘宝 APP，东吴证券研究所

### 2.3. 多品牌运营极具发展前景

南极人品牌更多是中低端国民品牌，南极电商将品牌运营不断复制到其它品牌上，取得了良好的发展。

#### 2.3.1. 卡帝乐品牌线上成长性良好

南极电商 16 年 6 月以 6 亿收购了卡帝乐 95% 股权，极为重视卡帝乐品牌的发展。卡帝乐鳄鱼品牌一级类目 10 个，二级类目 184 个。其中，一级类目包括女式/男式内衣/家居服、男装、箱包皮具、运动包/户外包/配件、运动鞋、户外/登山/野营/旅行用品、运动服/休闲服、运动/瑜伽/健身/球迷用品等。卡帝乐鳄鱼品牌授权供应商达 40 家，授权经销商达 205 家。卡帝乐鳄鱼 2016 年全年在阿里、京东、唯品会的可统计销售金额达 3.79 亿元。

卡帝乐品牌定位中高档产品，注重品质管控、设计研发，足迹遍及全国各大城市 and 地区，更成功地将实体销售与线上销售完美结合，扩大市场占有率。卡帝乐品牌的成功也验证了南极电商品牌建设的能力，17 年卡帝乐品牌收入利润有望实现快速增长。

#### 2.3.2. 布局新经济品牌

除了卡帝乐之外，南极电商在 2016 年内成功探索了多品牌，多品类的运营思路：品牌方面，公司通过收购、合作、新设等方式不断扩大品

牌矩阵，分别在 LOGO 品牌、IP 品牌以及个人品牌维度布局重要棋子。其中，LOGO 品牌包括南极人系类、卡迪乐鳄鱼、帕兰朵等；IP 品牌包括经典泰迪；个人品牌包括 PONYTIMES、PONY COLLECTION、MIYALIFE 等。我们看好公司品类、品牌扩张能力及长期成长性。

图表 9: 南极电商战略布局示意图

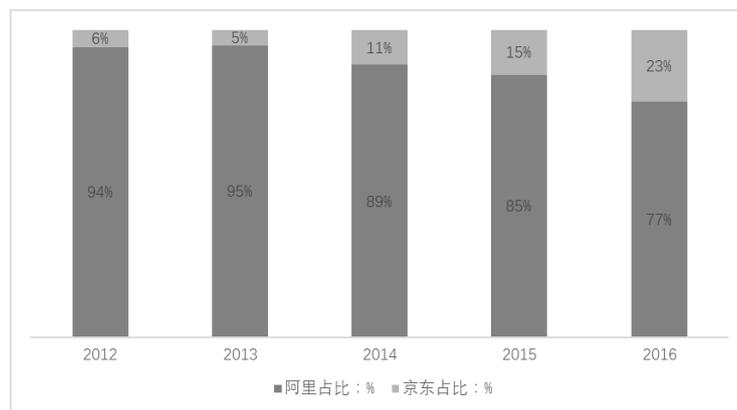
南极电商四大板块战略布局示意图								
品牌	品牌类型	名称	目标人群	优势类目	品牌形象定位	对标品牌, 模式	利润17E	
	传统品牌	南极人	国民大众		基础款服装 家居日用品	全品类平价 国民品牌	优衣库、H&M等 品牌授权模式, 偏线上	4亿
		卡帝乐	偏男性		男装、皮具配饰	高端商务大气	花花公子、PUMMA	1亿
	IP 品牌	喜恩恩的轻松小熊等	偏青少年		童装等	欢乐、可爱	韩国Line Friends	培育成长期 百万级别
		精典泰迪Teddy	儿童及青少年		童装、玩具主题馆	高端英伦范	韩国依恋的Teenie Weenie	
	个人品牌	Pony	都市白领女性 时尚爱美人群		护肤美妆品 配饰轻食等	轻奢时尚美丽	美妆网红Michelle phan 名创优品, 无印良品等模式	培育成长期
母其弥雅		运动型		运动休闲服装、美妆品	年轻运动健康	lululemon, 意大利FILA, 暴走的萝莉等	培育成长期	
内容	内容矩阵	微博、微信、短视频运营, 打造内容生态, 为品牌服务				迪士尼内容生态	品牌生态支持	
工具	工具矩阵	拟收购时间互联, 逐步完善大数据、营销工具				营销、广告公司	1亿	
供应链	供应链矩阵	形成一站式服务商+品牌授权商模式,				Airbnb供应链模式	供应链支持	

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 2.4. 在阿里等电商平台整体占比仍较小, 跨平台发展

阿里 2017 财年 GMV 高达 3.7 万亿, 目标 2019 年实现 1 万亿美元 GMV, 年 45%-49% 的增长。相比之下南极电商在阿里平台的 GMV 仅为 72 亿, 不到千分之二, 发展空间很大。除了阿里平台外, 南极电商也积极拓展京东、唯品会、拼多多等平台的发展, 降低对单一阿里平台的依赖性, 不断寻找更低成本的流量来源, 增强品牌力。

图表 10: 南极电商在阿里京东平台营业额占比



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 3. 如何看待南极电商与各类合作伙伴关系?

南极电商提供的电商生态综合服务, 以品牌为纽带, 连接了供应商、

经销商、电商平台，与各类合作伙伴的关系也是南极电商的重要竞争力。

### 3.1. 与阿里关系：合作与独立，非阿里收入占比持续上升，不断提升

对于阿里来讲，需要实现 GMV 的增长，阿里需要南极电商，贡献 GMV、活跃平台，有更多卖家买家，这样阿里才能从中赚取佣金及营销收入，与南极电商接洽更为容易，提高管理效率。

南极电商的存在对于阿里而言，降低了对店铺的管理成本，提升了管理效率。阿里作为平台方，不可能既当裁判、又当运动员，去做南极电商做的事情。阿里的职责是建设电商基础设施，制定平台规则，用数据为商家赋能，获取佣金收入/广告投入预算。

图表 11: 淘宝某店铺营销活动(直通车、钻石展位、聚划算等)

2017-02-27 至 2017-03-28, 完成65015笔交易, 合计72655份销量, 总计¥7362419.76元销售额							
序号	日期	销量	销售额	销售商品数(种)	营销推广	动销率	操作
1	2017-03-28	3503	¥ 370396.19	62		80.52%	<a href="#">查看详情</a>
2	2017-03-27	2609	¥ 255419.20	63		81.82%	<a href="#">查看详情</a>
3	2017-03-26	1068	¥ 107741.76	63		81.82%	<a href="#">查看详情</a>
4	2017-03-25	1021	¥ 102743.88	66		85.71%	<a href="#">查看详情</a>

资料来源: www.taoshuju.com, 东吴证券研究所

对于南极电商来讲，深谙阿里等电商平台玩法，有足够的体量，更容易获取阿里的流量资源支持。除了阿里之外，南极电商也积极寻求更低成本的流量来源，在京东、唯品会、拼多多上卖货，成长性良好。

### 3.2. 与供应商经销商关系：助力商业伙伴共同成长

南极人主要是面向工厂收取标牌使用费和品牌服务费。在选择合作工厂授予标牌时会有一整套严格的合同规范。电商平台销售南极人产品的主要有两种类型的客户。

一类是前店后厂模式经销，这些厂商有较好的生产能力，但缺少品牌建设能力。这些厂商花上 4% 左右的费用率就可以获得南极人的品牌，获取相对较好的日常搜索流量、活动流量，优于自己费心费力开发品牌的销售效果，也会优于给别的品牌商做代工，这类客户是南极人重点合作的对象。

另一类是专业的电商卖家，南极人的产品定位于中低端基本款，在按照销量排名的情况下，往往会排在前面，容易积累优势，一些店铺也愿意售卖南极人的产品获得流量，为其它商品引流。

而南极人品牌 16 年一级类目 57 个，二级类目 320 个，南极人类目不断扩张，无论是单个供应商还是单个经销商平均 GMV 都实现了快速增长，说明南极人在不断精益化管理，优化供应商、经销商队伍；在南极人体系内的供应商、经销商都取得了远超行业水平的增长，也验证了南极人模式的高效性，被消费者、合作伙伴所认可。

从数据上来看，以 16 年为例，南极人的一级类目增长了 185%，供应商数量却仅仅增长了 33%，经销商数量增长了 56%，整体的 GMV 增长了 78%，GMV 分摊到单个供应商及经销商上，分别增长了 34%和 14%。

**图表 12: 南极电商类目不断扩张，助力供应商、经销商共同成长**

	一级类目数量	二级类目数量	授权供应商个数	授权经销商个数	南极人 GMV/万	单个供应商 GMV/万	单个经销商 GMV/万	单个供应商 GMV 增速	单个经销商 GMV 增速
2014	17	98	319	804	198800	623	247		
2015	20	129	422	1053	377800	895	359	44%	45%
2016	57	320	562	1649	672600	1197	408	34%	14%

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

从供应商方面看，有一大批供应商跟随南极人品牌成长，南极电商成为其重要合作伙伴及收入来源。对于新拓展的类目，可以在现有供应商中优选合适的合作方，由于南极人有了行业知名度及认可度，也可以更容易跟细分类目的大型供应商合作，从源头上保证产品质量，降低管理成本。

从经销商方面看，店铺的销量、评价、关注度逐步累积，容易积累优势，销售更多的商品。这样在南极电商的组织下，经销商多卖货，供应商多生产，消费者得到高性价比产品，形成了良性循环。

### 3.3. 阿米巴经营管理模式、推行员工持股计划，提升员工积极性

南极电商采用阿米巴管理模式，即经营单位最小化，分几个大的事业部，增强业务部门的经营主体意识和进取精神。阿米巴模式下，对各个事业部门独立核算，有利于激发事业部门的业务能力以及创新力。

公司 17 年 5 月份发布了第二期员工持股计划，上限为 8000 万元，参与对象为在公司工作、签订劳动合同的员工，共计 81 人，有利于团队稳定、提升员工积极性，促进公司长期稳定发展。

## 4. 如何看待类南极电商模式及潜在竞争对手？

南极电商的商业模式具有稀缺性，很难找到与南极电商商业模式完全一致的公司，但其商业模式的内在逻辑与一些公司共通。本部分内容将比较南极电商与一些电商零售领域或服装领域非常优秀、有一定规模的公司，以期对其商业模式有更深入的理解。

#### 4.1. 与电商代运营：南极电商 vs 宝尊电商

宝尊电商是高端国际一线大牌的代运营服务商，服务于国际大牌中国线上销售，16 年 GMV 为 112.6 亿元，同增 67.3%，成长性良好。

南极电商跟宝尊电商商业模式一致性在于，二者都熟悉互联网的玩法，也都是所在领域的绝对龙头，营收利润快速增长，有望积累优势，强者恒强。

宝尊电商的空间来自于国内的消费升级，对中高端国际品牌的需求，享受了国际大牌走进中国、线上化的红利。南极电商发展的红利某种意义上讲，是之前买地摊货、线上无品牌商品的消费者的升级需求，挤占的是淘宝无品牌商品、低效率玩家的空间。

与宝尊相比，南极电商的特点在于：

南极电商对供应链更为了解。南极电商是传统行业出身，加上了互联网的玩法，对传统的工厂和供应链理解更为深刻，也有一定的组织能力。宝尊则是直接售卖国际大牌的商品，将优势集中在 IT 与仓储物流上。

南极电商做电商生态服务，品牌是自己的，更加容易持续变现，宝尊电商则是服务于国际大牌。

#### 4.2. 与细分类目电商渠道中低端产品领导者：南极电商 vs 飞科电器

阿里平台上一些走中低端路线的无品牌、淘品牌完全不是南极电商的竞争对手，跟南极电商的体量也不在一个数量级上，比如北极绒、恒源祥，南极电商也正是从跟这些品牌的竞争中脱颖而出的，不作为比较对象。在一些细分领域如主打小家电的飞科电器，商业模式跟南极电商有一定类似性。

飞科电器逐步采用轻资产的运营方式，主营类目为剃须刀、吹风机、毛球修剪器之类的小家电，2016 年收入 34 亿元，同增 21%。线上销售收入占比从 13 年的 12% 提升到了 44%，复合增速 47%，远超整体 13% 的复合增速。飞科电器中授权生产、线上销售的模式跟南极电商是一致的。相比而言，南极电商将品牌授权的模式走得更为彻底，类目拓展也走在了前列。

在细分单品上，飞科电器的优势产品是剃须刀、吹风机、毛球修剪器，南极人的优势产品是足浴盆、按摩披肩等。南极人对类目的选取也是其核心竞争力之一。南极人通常选择一些行业生产过剩，有合适的供应商合作伙伴，有合适的人来做，有整合的机会的类目或者单品，从而改造产业链，借助流量运营、商业模式的先进性，提高产业链效率，获得竞争优势。

#### 4.3. 与国际服装品牌：南极电商 vs 优衣库

优衣库作为快时尚巨头，有其过人之处，全球化生产销售，对供应链管理介入较深，产品开发、品牌建设、终端销售都可圈可点，也有不少纺织服装公司提出要做中国的优衣库。优衣库跟南极电商整个供应链、经销体系的组织是完全不同的，品牌定位也有差别，共同点在于二者都不断提高产业链效率，降低加价率，将性价比做到了极致。

南极人品牌跟优衣库相比：

1. 南极电商品牌下沉到四五线城市消费群体。优衣库单店面积通常较大，在中国店铺的数量虽然有 500 余家，但事实上这个数量是很难覆盖三四线城市的。同款产品，南极电商比优衣库价格更低些，覆盖的人群也更广。

2. 南极人品牌商品的组织更为社会化，充分利用了供应商、经销商的能力，适合中低端大众消费品线上销售。得益于更加社会化的管理和组织，南极人可以跨类目拓展，SKU 也更为丰富，阿里平台店铺数量超过 2000 家。

3. 优衣库线上最主要销售渠道为优衣库天猫旗舰店，单店销售是远超南极电商的，但是在品牌销售总量上，南极电商仍有一定优势。

图表 13: 南极人品牌多类目热销

10月全网 内衣全品类 热销品牌排名				10月全网 床上用品 热销品牌排名			
排名	品牌名称	交易指数	交易增长幅度	排名	品牌名称	交易指数	交易增长幅度
1	南极人	4167298	↑85.60%	1	南极人	2468691	↑42.71%
2	浪莎	2643654	↑46.17%	2	北极绒	1795025	↑36.31%
3	北极绒	2499431	↑97.07%	3	慧爱富安娜	1615103	↑5.64%
4	芬腾	2429452	↑93.68%	4	恒源祥	1605859	↑35.31%
5	七匹狼	2267318	↑49.98%	5	5200	1449463	↑20.65%

10月全网 女装 热销品牌排名				10月全网 童装 热销品牌排名			
排名	品牌名称	交易指数	交易增长幅度	排名	品牌名称	交易指数	交易增长幅度
1	南极人	2845449	↑78.74%	1	巴拉巴拉	2836473	↑15.56%
2	优衣库	2744163	↑74.10%	2	南极人	2090320	↑89.78%
3	波司登	2737397	↑273.03%	3	童泰	1538522	↑33.62%
4	Zara	2391228	↑0.10%	4	迪士尼	1530803	↑34.43%
5	戎美	2324233	↑65.65%	5	Gap	1521963	↑11.61%

资料来源：亿邦动力网，东吴证券研究所

#### 4.4. 与传统服装品牌：南极电商 vs 海澜之家

南极电商跟海澜之家的产业链组织有一定相似之处。海澜之家线下渠道创造性的类直营模式使得公司能用极轻的资产对加盟商终端的门店装修、货品陈列、人员管理、存货把控进行规范化高水准的管理，充分提升每一个销售终端的效率。同时，公司会每年投入超过 5 亿的广告费打造品牌知名度，为线下门店引流，全国约有 4000 家门店。具体的产品设计海澜之家会在每季度给供应商一个大致的设计指引，具体设计由供

应商完成，库存由供应商承担，海澜之家不需要承担库存，产品也极少打折出售。

从服装产业链来看，南极电商与海澜之家从本质上起着相同的功能：**成为连接消费者与供应商之间的桥梁，以最高效的方式为供应商提供接触消费者、销售产品的场所，提升产业链效率，降低产品加价率，取得竞争优势。**

南极电商帮助线上经销商进行店铺美化升级、利用自身对阿里平台流量规则的掌握帮助经销商在阿里活动中获得更多更便宜流量等方式，帮助线上经销商提升销售与盈利能力。利用平台的搜索数据、收藏夹数据、交易数据等对爆款进行预测及针对性研发，为供应商提供针对性指导；另一方面，线上渠道的特点以及公司爆款标品为主的产品特点，使得其可以用相对较少的存货以及较便捷的仓储物流完成海量 SKU 的展示和销售，这也大大降低了整个产业链上的存货风险。

#### 4.5. 与跨类目自营独立平台：南极电商 vs 网易严选

网易严选精选优质供应商，买断商品，自建独立平台经销，发展迅速，17 年 GMV 有望达到 70 亿。**二者都提高了产业链效率，为消费者提供了更高性价比的产品，都有很强的跨类目扩张能力。**当前阶段，网易严选的消费群体更加偏向一二线城市白领、更为高端，与南极电商差异性明显，二者有其各自的消费群体与市场空间。南极电商的产业链组织更为社会化，相比严选 5000 余个 SKU 也更为丰富。

综上，南极电商作为中低端消费品线上龙头有望积累优势，强者恒强；类目拓展、品牌运营经验丰富，提升了渠道效率，为消费者创造了价值；切入中低端大众消费群体，市场空间广阔，社会化方式组织效率较高。

## 5. 盈利预测与投资建议

### 5.1. 核心假设

电商整体环境变化较快，公司战略存在一定的不确定性，对南极电商的盈利预测作出如下假设：

- 电商生态服务发展顺利，毛利率基本保持稳定，品牌授权业务持续快速增长，暂不考虑时间互联的并购。
- 南极人品牌类目拓展顺利，16 年南极人品牌 GMV68 亿，增速为 85%，乐观预期按照 60%增速约为 110 亿；出于谨慎性原则，暂按照 50%增速计算，约为 102 亿。
- 卡帝乐品牌线上渠道销售快速增长，16 年 GMV 为 3.79 亿，17 年 Q1 约为 1.75 亿，考虑到一季度春节的影响及电商的季节性，卡帝乐 17 年全年 GMV 按照 20 亿估算。
- 电商整体增速放缓，但南极电商在存量市场不断整合，市场份额

不断上升；新兴消费方式如运动服装、美妆等品类公司卡位准确、成长性良好，逐步贡献收入。

## 5.2. 盈利预测

考虑到公司收入与 GMV 从长期趋势上有一致性，将其终端 GMV 作为重要参考指标，拆分详见图表 14。

预计公司品牌授权业务成长性良好，终端 GMV 保持快速增长，17、18、19 增速分别为 70%、52%、48%；对应 GMV 总量分别为 122 亿、185 亿、274 亿。营业收入分别为 9.2 亿、14 亿、20.7 亿，对应增速 77%、52%、48%；归母净利润分别为 5 亿、7.7 亿、11.6 亿，同比增长 66%、54%、51%；EPS 分别为 0.32 元、0.5 元、0.76 元。

图表 14：南极电商收入拆分（单位：百万元）

	2016	2017E	2018E	2019E
<b>GMV/亿元</b>	<b>72</b>	<b>122</b>	<b>185</b>	<b>273.8</b>
YOY	96%	70%	52%	48%
南极人 GMV/亿元	68	102	150	214
YOY	83%	52%	47%	43%
卡帝乐等 GMV/亿元	3.79	20	35	60
YOY	-	323%	75%	70%
营业收入/百万	520.98	920.00	1400.00	2072.00
YOY	34%	77%	52%	48%
归母净利润/百万	301.14	499.84	769.37	1164.34
YOY	75%	66%	54%	51%
EPS（元）	0.20	0.32	0.50	0.76

数据来源：公司公告，wind,东吴证券研究所

## 5.3. 估值及投资建议

A 股纯电商类公司较少，选取跨境通及飞科电器作为可比公司，电商类公司 17 年估值在 33 倍以上。相比跨境通、飞科电器，南极电商商业模式稀缺性、成长性、核心竞争力更为突出，估值仍有提升空间。

我们看好南极电商的战略卡位、核心竞争力优势及未来多品类、多品牌、多平台的策略。暂不考虑时间互联并购，预计 17-19 年可实现归母净利润 5.0 亿、7.7 亿、11.6 亿，对应 PE 为 39 倍、25 倍、17 倍，考虑到公司商业模式稀缺性及未来良好成长性，维持“买入”评级。

图表 15: 可比公司估值

公司	总市值 (亿元)	EPS				P/E			
		16A	17E	18E	19E	16A	17E	18E	19E
南极电商	192	0.20	0.32	0.50	0.76	58.64	38.84	25.23	16.67
跨境通	276	0.28	0.56	0.85	1.19	66.42	33.09	21.87	15.55
飞科电器	268	1.46	1.84	2.30	2.82	35.50	34.06	27.25	22.17

资料来源: Wind, 东吴证券研究所, 股价采用 6 月 21 日收盘价, 飞科电器盈利预测及估值取 wind 一致性预期

#### 5.4. 风险提示

(1) 新品牌运营低于预期。公司的传统优势在南极人高性价比品牌, 卡帝乐品牌与南极人定位有一定差异性, 运营可能低于预期。对于新经济品牌, 尚处于探索期, 短期内贡献业绩的速度可能较慢或低于预期。

(2) 应收账款风险。公司建立健全内控规范, 应收账款在逐步改善, 根据谨慎性原则计提, 应收账款存在一定改善, 但由于电商环境变化较快, 存在一定的不确定性。

(3) 时间互联的收购存在一定不确定性, 收购方案尚未过会, 存在一定风险。

附：南极电商财务预测表

资产负债表 (百万)					利润表 (百万)				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	<b>1337</b>	<b>2152</b>	<b>3432</b>	<b>5066</b>	<b>营业收入</b>	<b>521</b>	<b>920</b>	<b>1400</b>	<b>2072</b>
现金	474	826	1635	2629	营业成本	67	143	217	310
应收账款	288	571	870	1287	营业税金及附加	4	6	10	14
其它应收款	63	209	315	468	营业费用	22	54	86	126
预付账款	5	9	15	21	管理费用	45	101	182	269
存货	57	126	196	277	财务费用	-10	-19	-36	-63
其他	451	411	402	383	资产减值损失	51	42	22	31
<b>非流动资产</b>	<b>710</b>	<b>681</b>	<b>775</b>	<b>866</b>	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	10	10	10	10	投资净收益	2	2	2	2
固定资产	5	3	1	-1	<b>营业利润</b>	<b>343</b>	<b>595</b>	<b>921</b>	<b>1386</b>
无形资产	621	594	689	781	营业外收入	11	0	0	0
其他	75	75	75	75	营业外支出	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>2047</b>	<b>2834</b>	<b>4207</b>	<b>5931</b>	<b>利润总额</b>	<b>354</b>	<b>595</b>	<b>921</b>	<b>1386</b>
<b>流动负债</b>	<b>483</b>	<b>764</b>	<b>1353</b>	<b>1900</b>	所得税	51	89	138	208
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>303</b>	<b>506</b>	<b>783</b>	<b>1178</b>
应付账款	38	78	119	170	少数股东损益	2	6	14	14
其他	445	685	1235	1730	<b>归属母公司净利润</b>	<b>301</b>	<b>500</b>	<b>769</b>	<b>1164</b>
<b>非流动负债</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	EBITDA	385	734	1011	1460
长期借款	0	0	0	0	EPS(元)	0.20	0.32	0.50	0.76
其他	0	0	0	0					
<b>负债合计</b>	<b>483</b>	<b>764</b>	<b>1353</b>	<b>1900</b>	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	30	36	50	64	<b>会计年度</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
股本	417	417	417	417	<b>成长能力</b>				
资本公积	528	528	528	528	营业收入	34%	77%	52%	48%
留存收益	589	1089	1858	3022	营业利润	73%	73%	55%	50%
归属母公司股东	1534	2034	2804	3968	归母公司净利润	75%	66%	54%	51%
<b>负债和股东权益</b>	<b>2047</b>	<b>2834</b>	<b>4207</b>	<b>5931</b>	<b>获利能力</b>				
					毛利率	87%	84%	85%	85%
					净利率	58%	58%	54%	55%
					ROE	20%	25%	27%	29%
					ROIC	30%	42%	64%	83%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	0.24	0.27	0.32	0.32
					净负债比率	0.00	0.01	0.01	0.01
					流动比率	2.77	2.82	2.54	2.67
					速动比率	2.65	2.65	2.39	2.52
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.30	0.38	0.40	0.41
					应收账款周转率	1.83	1.32	1.32	1.32
					应付账款周转率	14.24	3.33	0.00	0.00
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.20	0.32	0.50	0.76
					每股经营现金流	0.30	0.29	0.65	0.78
					每股净资产	1.00	1.32	1.82	2.58
					<b>估值比率</b>				
					P/E	58.64	38.84	25.23	16.67
					P/B	11.51	9.54	6.92	4.89
					EV/EBITDA	11.21	6.05	3.59	1.81

数据来源：Wind, 东吴证券研究所

## 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>

