

证券研究报告

2018.6.14

聚焦商业模式系列

南极电商：“低端”商业革命催生电商平台上的 “精品生活电商”平台

分析师 吕 明 SAC执业证书编号：S1110518040001

分析师 郭 彬 SAC执业证书编号：S1110517120001

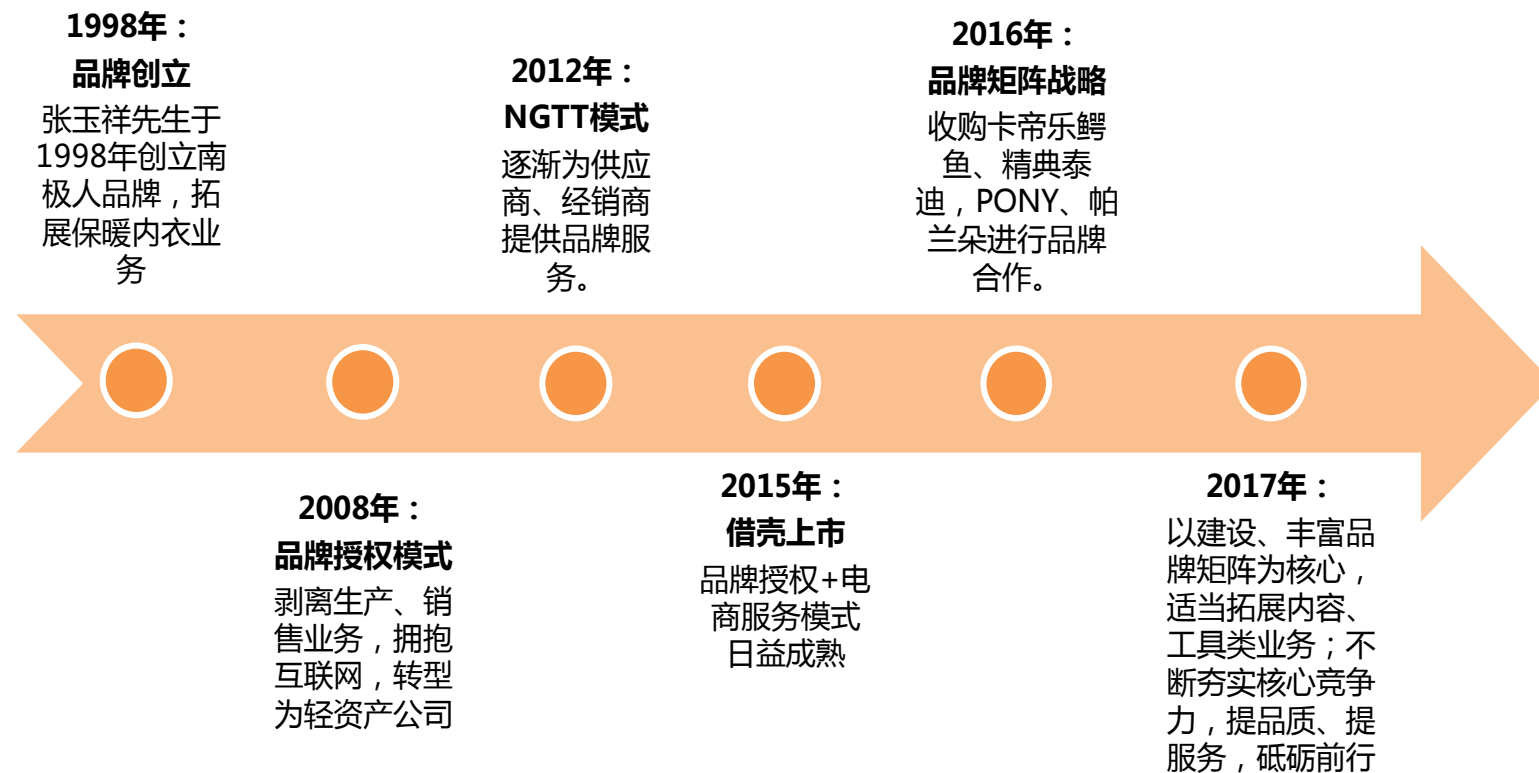
风险提示：品牌与品类扩张速度不达预期，服务费率长期低于预期，平台规则变化风险。



行业评级：强于大市

一、南极电商简介

南极电商前身为南极人，成立于1998年，总部位于上海，是一家专注品牌授权、且拥有一站式电商生态服务、供应链管理等业务的上市公司。主营业务为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。



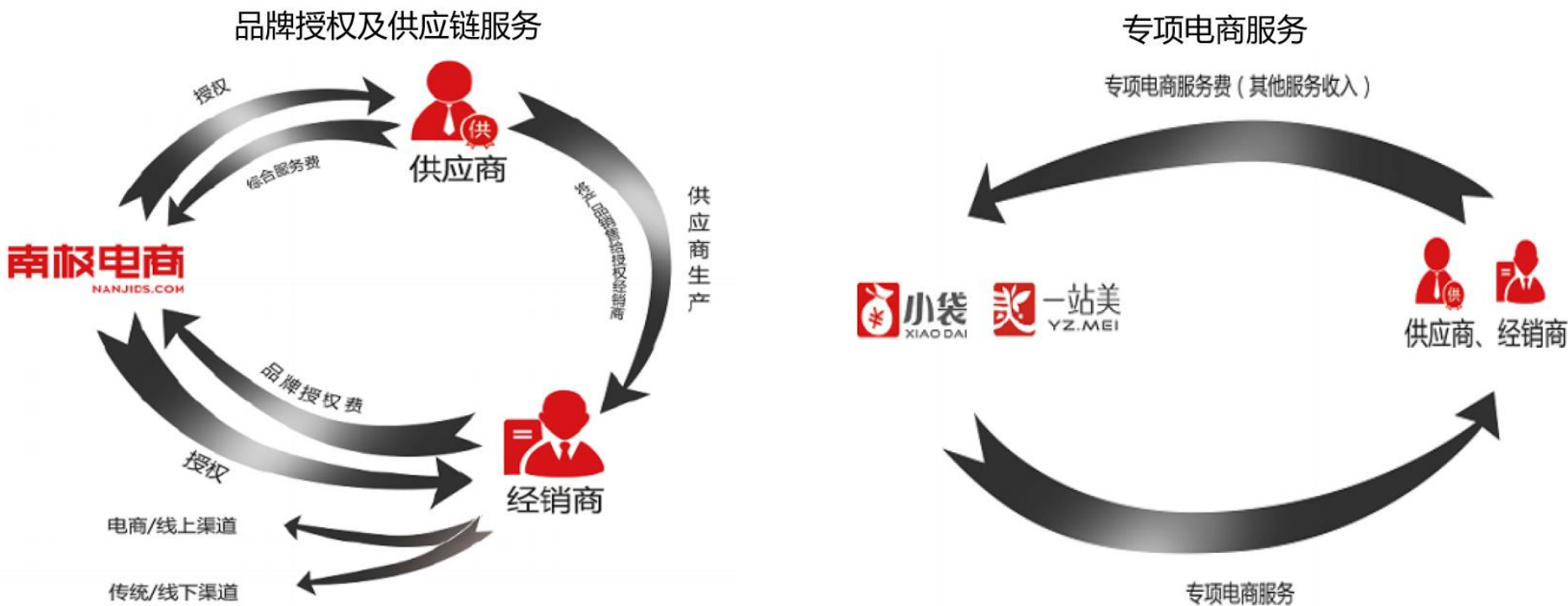
数据来源：公司官网，天风证券研究所

二、南极电商定位：品牌运营+电商服务

公司定位：面向三四五线城市人群的低端消费升级，对高性价比产品的追求，解决淘宝等电商平台海量信息后的巨大搜索成本

产品定位：高频低价、集中度低、杂牌无牌竞品

目标客户：1、大量分散的杂牌低端生活用品供应商。2、淘宝等网络电商平台上大量小商户，并为其提供品牌背书、销售渠道及流量、电商运营等支持。



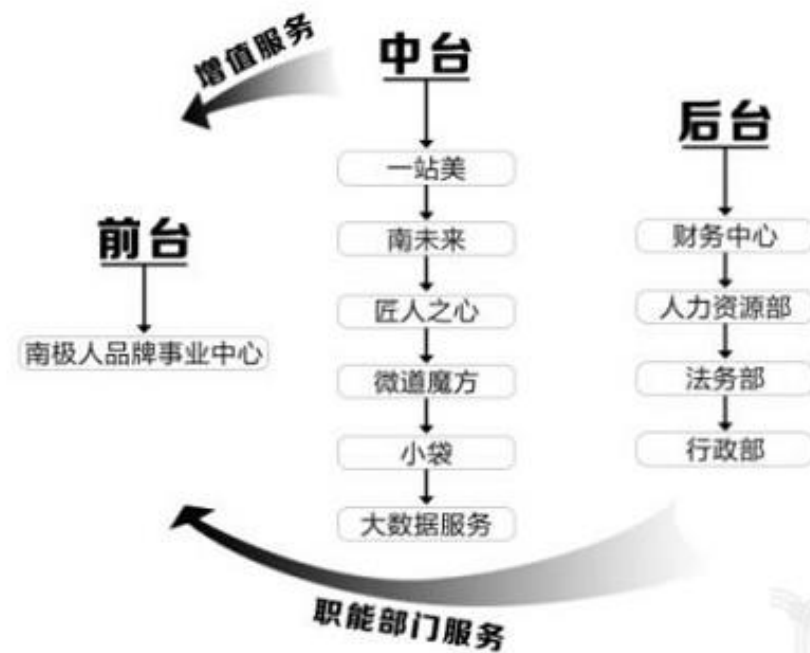
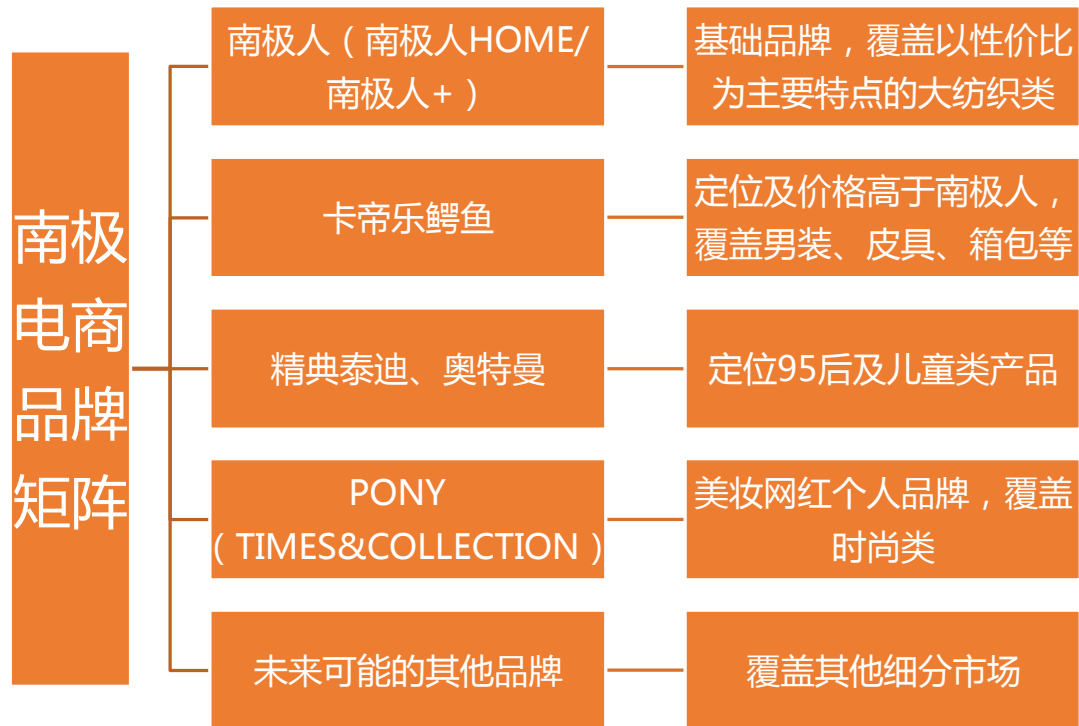
数据来源：公司官网，天风证券研究所

二、南极电商定位：品牌运营+电商服务

业务系统：给供应商提供南极人的品牌贴牌，同时将产品推广到所有南极人电商合作经销商，通过其较强的品牌运营能力和流量基础，帮助供应商和经销商扩大产品销量、形成规模效应，并提供系统、高效的电商运营等技术支持。

业务扩张方向：（1）扩展产品品类 （2）形成品牌矩阵

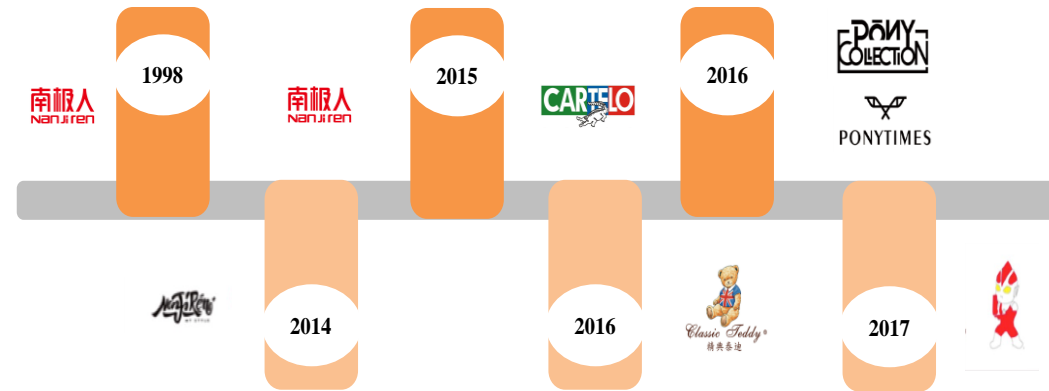
组织形式：前台为品牌事业中心，负责品牌电商业务；中台为各增值服务部门，负责服务电商业务；后台为集团支撑部门与管理部部门。



数据来源：公司官网，天风证券研究所

二、南极电商定位：品牌运营+电商服务

多梯度品牌群：目前，公司自有品牌包括南极人、南极人+、南极人home、卡帝乐鳄鱼、精典泰迪、PONYTIMES、PONY COLLETION、PONY COLLETION ACC；与奥特曼品牌合作，主要运营童装、童鞋等产品类目；并代运营帕兰朵品牌的四个产品类目（女装、童装、家纺、户外）



一站式供应链服务：与阿里、京东、唯品会、拼多多等电商渠道长期合作，积累了丰富的电商运营经验、具备较为敏锐的行业嗅觉、拥有专业的电商业务团队，能为供应链提供优质、专业、有效的一站式供应链服务，包括资源推介、质量管控、研发设计、流量管理、数据分析与应用等。子公司时间互联在流量导入、流量分析及管理方面与公司具有较好的协同效应，进而帮助供应链降低库存、提高流量转化率、提升盈利能力，打造坚实的命运共同体，形成公司的市场竞争壁垒。

柔性供应链电子商务园区：整合供应商与经销商，打造以销定产的柔性供销链。

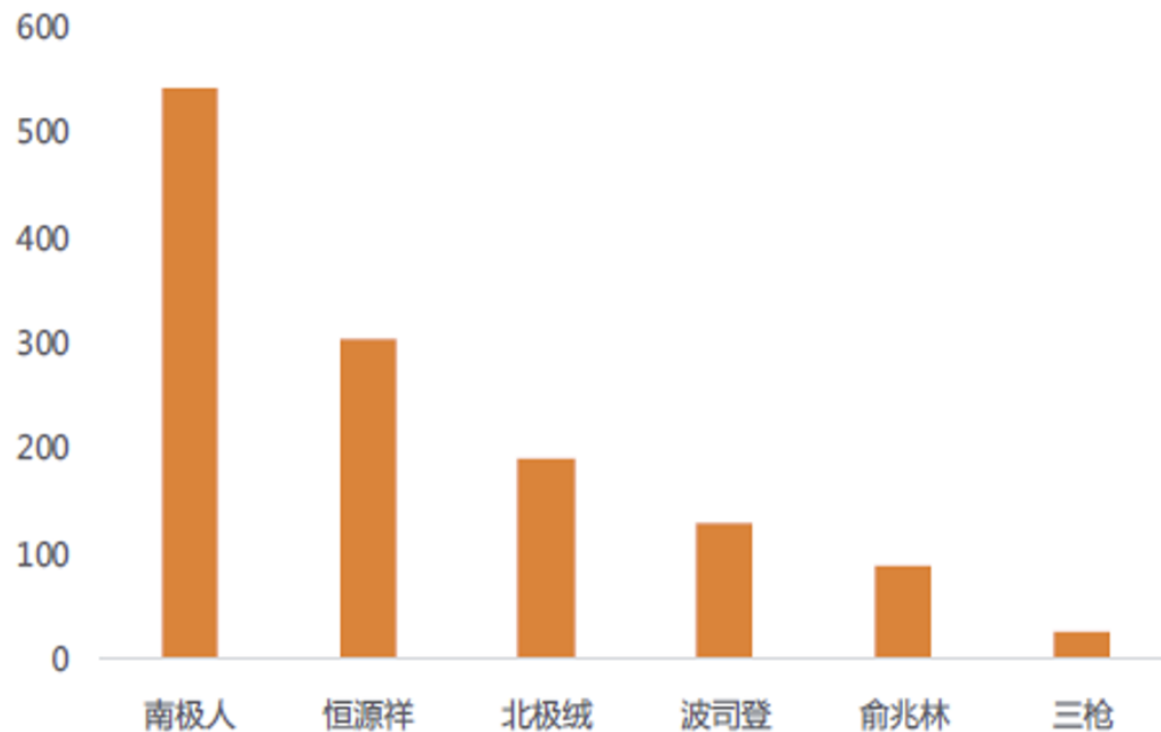
数据来源：公司官网，天风证券研究所

三、南极电商：优势资源与竞争壁垒

较强的品牌运营能力、管理和电商运营能力：涉足产品品类多，能在短时间内在子行业市场做到市占率快速提升，甚至前三，能承受这么多品类，是因为南极电商能找到好的供应链资源，生产并经销好产品。

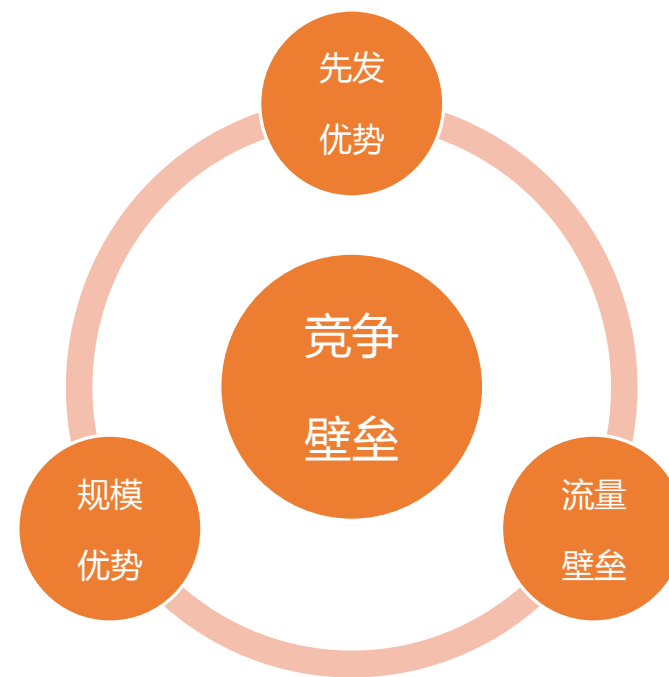
竞争壁垒：规模优势、流量壁垒和先发优势。

天猫店铺数量遥遥领先同模式品牌



单位：家

南极电商竞争壁垒



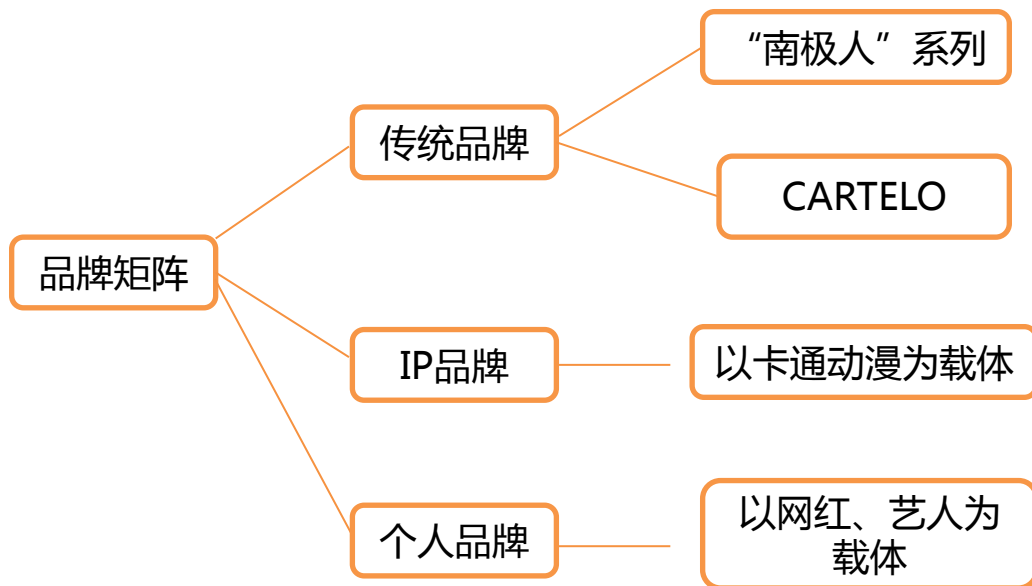
数据来源：公司官网，天风证券研究所

四、南极电商业务系统：

- 品牌电商板块：公司业务板块的核心，其中“南极人”是核心。

公司对符合授权标准的供应商授予其生产旗下品牌特定类目产品的权利，并向其收取综合服务费；对符合授权标准的经销商授予其销售旗下品牌特定类目产品的权利，并向其收取经销商品牌授权费。

南极人品牌矩阵



- “传统品牌+IP品牌+个人品牌”的品牌矩阵，要发挥最大威力，需要帮助供销两端提高增值服务（服务电商业务），然后把供销两端聚合在一起。
- 零售+产业生态链

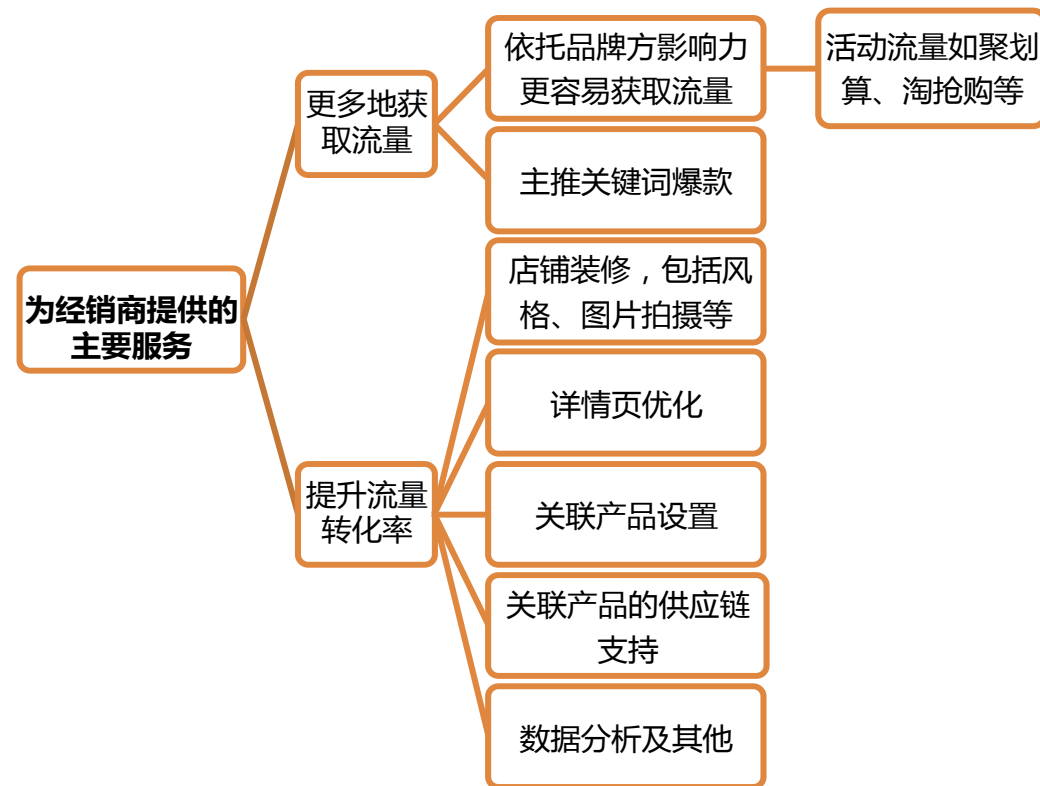
数据来源：公司官网，天风证券研究所

四、南极电商业务系统：

- **电商服务板块主要针对两类用户：供应商和销售商。**提供一站式生态服务，从产品研发、品质管控、大数据分析、运营计划，到视觉展示、流量推广、数据平台、APP、用户体验、活动策划及客户关系管理，以面带点，由点及面，让电商企业得到全方位的服务体验。

针对上下游提供电商服务业务：

- **针对供应商：**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。“小袋金融贷款服务”主要为南极人共同体内的客户提供供应链金融服务，帮助解决日用消费品行业竞争激烈、融资困难等问题。
- **针对销售商：**提供更全面的定位和视觉设计服务，提升店铺整体形象，促使整店转化率提升。提供数据采集、分析、应用服务和提高电商人才培训和电商业务咨询服务。



数据来源：公司官网，天风证券研究所

四、南极电商业务系统：

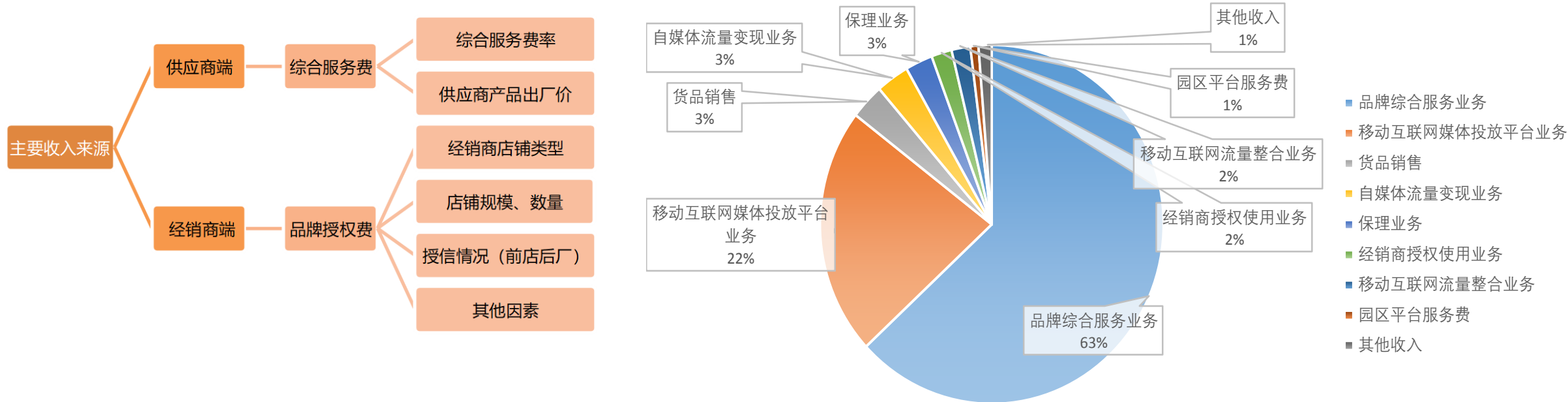
- **南极电商商业模式概括：**公司商业模式的特别之处来源于对于上下游的强大赋能能力。公司通过品牌授权为纽带，围绕供应链做的生产侧的改造，给生产商提供品牌授权、渠道和服务，在这个过程中，通过自身在电商数据、营销、品类开发方面的优势与资源，完美的对接上下游，给下游经销商解决上游供应链问题，找到甚至塑造上游合适的供应链资源，同时也引导生产商去做好品牌和产品。



数据来源：公司官网，天风证券研究所

五、南极电商财务分析：盈利模式

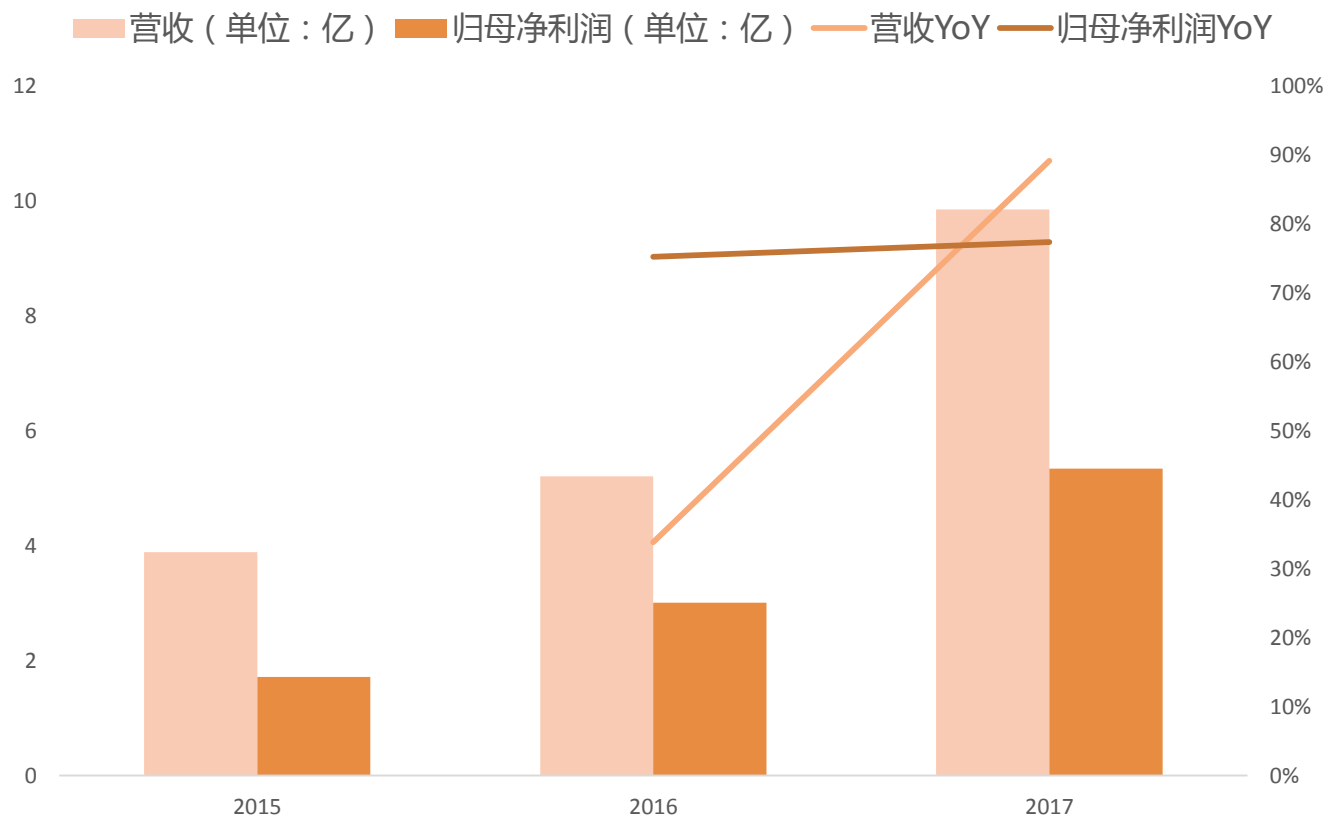
- **营收拆分**：从主要收入拆分角度看，综合服务费主要受公司的相关产品综合服务费率和供应商产品的出厂价格来决定。品牌授权费主要受经销商的店铺类型，店铺规模、数量，授信情况（前店后厂模式）等因素决定。
- **GMV与收入的关系**：GMV是商品销售到消费者的总额，公司收入的主要组成（综合服务费）是根据商品出厂价*费率*数量决定的，两者间有同向相关关系，以年为时间维度匹配度较高，未来有望两者的变化更加吻合趋同。
- **运营成本**：运营服务成本、技术支持、研发、广告等。



数据来源：Wind，天风证券研究所

五、南极电商财务分析：营收净利高增长

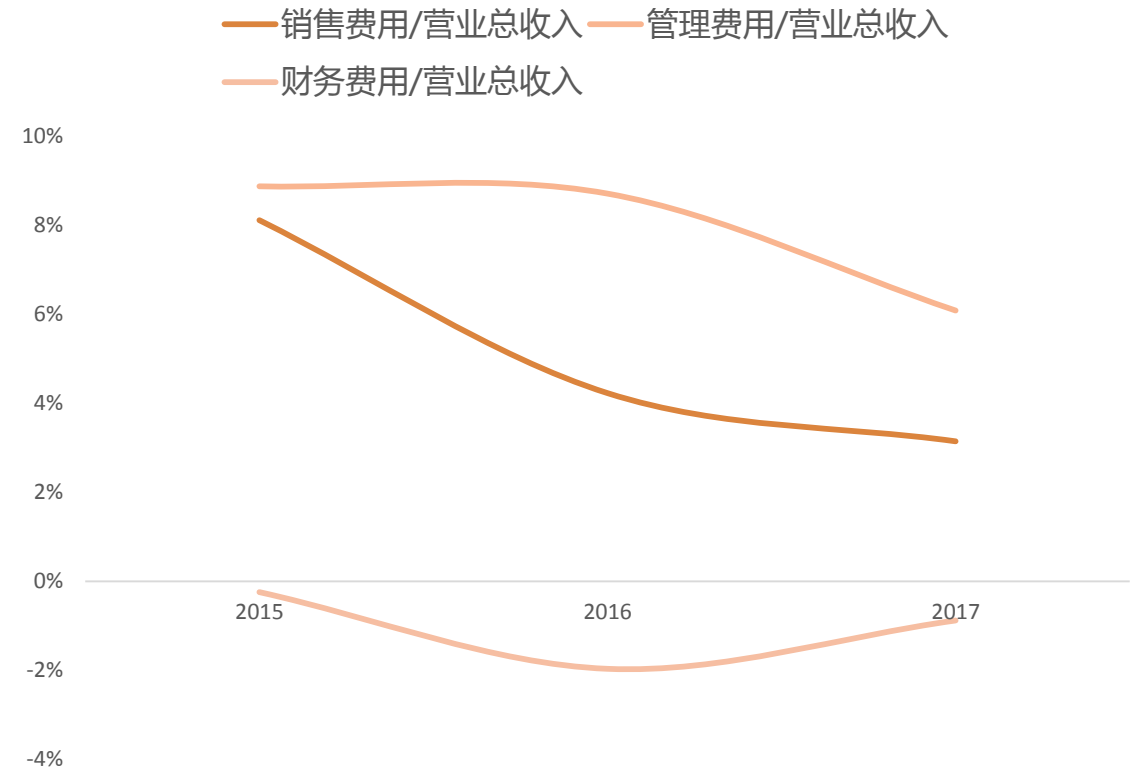
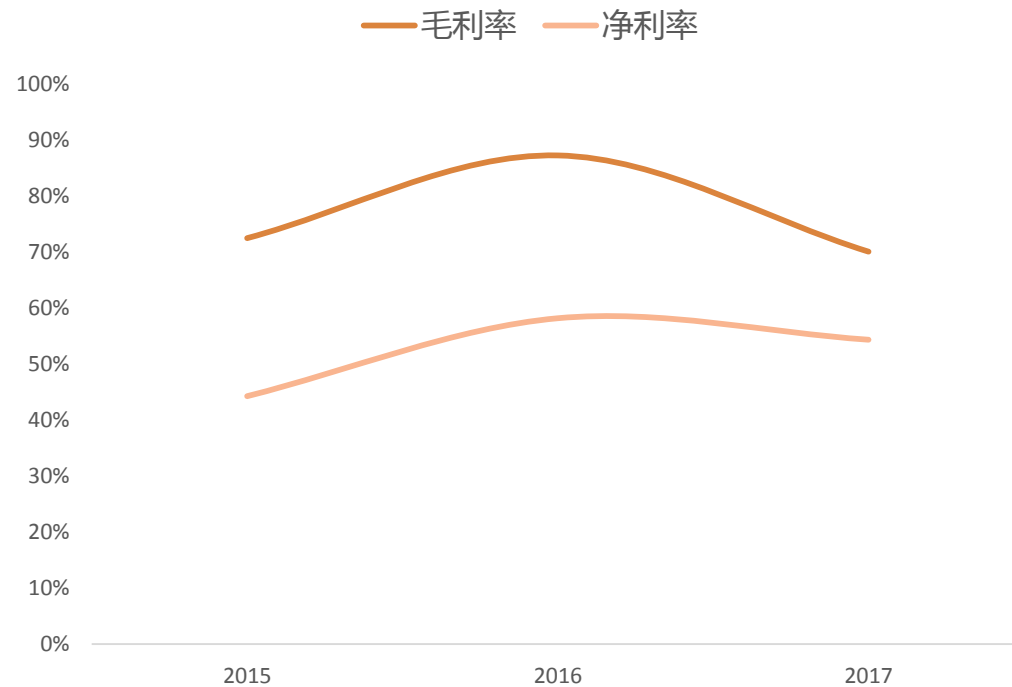
- 营收情况**：公司2017年实现营收9.86亿元（+89.22%），归母净利5.34亿元（+77.42%）。根据年报预告，时间互联实现并表收入2.39亿元，净利润0.27亿元，剔除时间互联并表，主业收入7.46亿元（+43%），净利润5.07亿元（+68%）。



数据来源：Wind，天风证券研究所

五、南极电商财务分析：盈利能力优秀

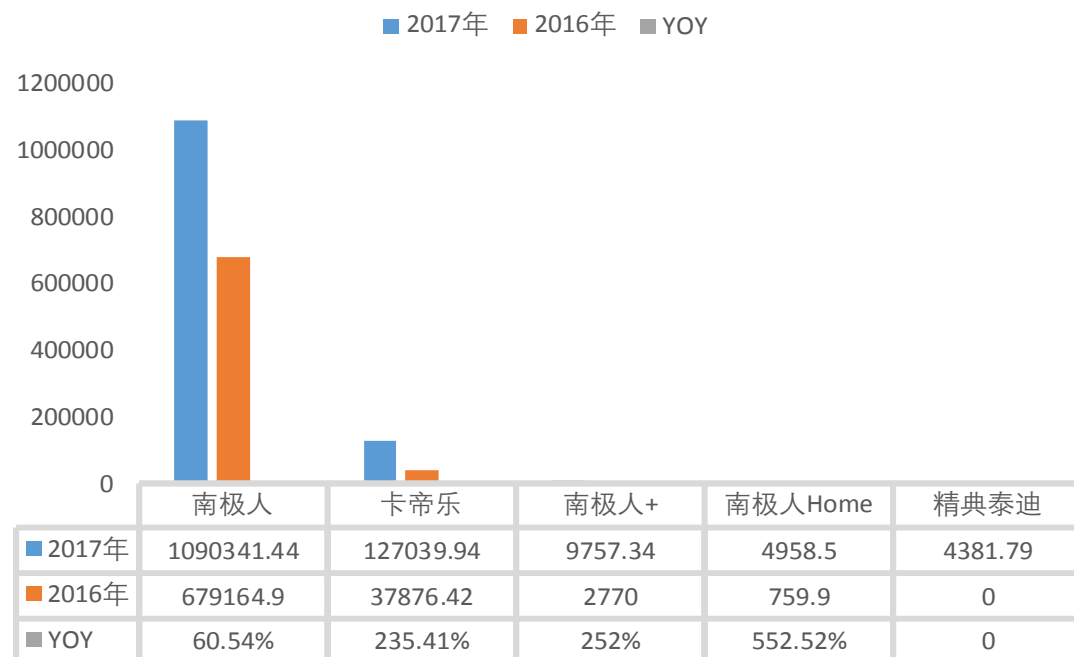
- 盈利能力：**公司整体毛利率、净利率水平较高，整体费用率稳中有降。2017年基于公司轻资产品牌运营的模式，公司销售毛利率较高为70.05%，销售净利率为54.33%。费用方面，公司费用整体平稳，销售费用率3.14%，管理费用率6.08%，整体三费较同期略有下降，属于稳定区间。



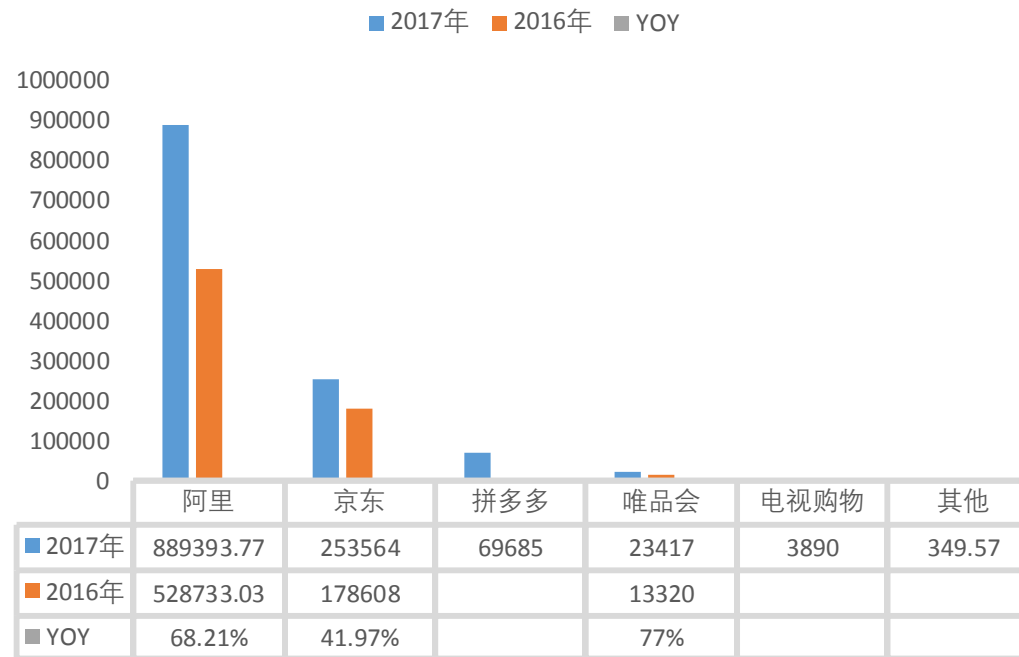
数据来源：Wind，天风证券研究所

五、南极电商财务分析：GMV高速增长

- **整体GMV**：17年全年达124.03亿（包含可统计的电商渠道及电视购物渠道），同比增加72.13%；全年品牌服务费/GMV为5%，考虑到新品推广等因素与去年同期比略有下降，保持正常水平，较中报及三季报水平提升。
- **分品牌来看**：分品牌来看，南极人、卡帝乐品牌实现的GMV分别为109.03亿元、12.70亿元，主品牌维持高速增长；
- **分渠道来看**：分渠道来看，在阿里、京东、拼多多实现的GMV分别为88.94亿元、25.36亿元、6.97亿元；
- **分类目来看**：南极人内衣事业部实现37亿元（+54.8%），大家纺事业部实现20亿（+59.97%），健康生活事业部实现10.1亿（+185%）。



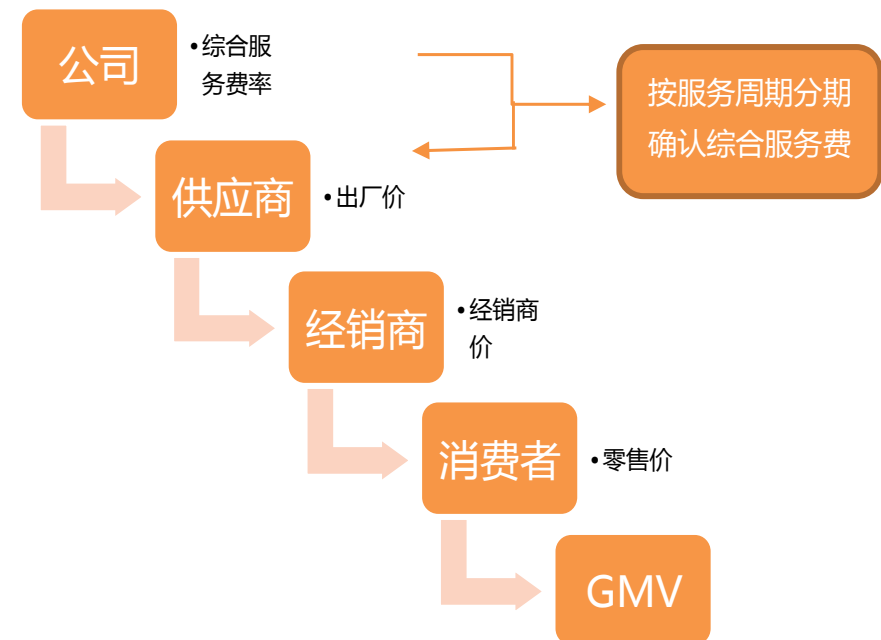
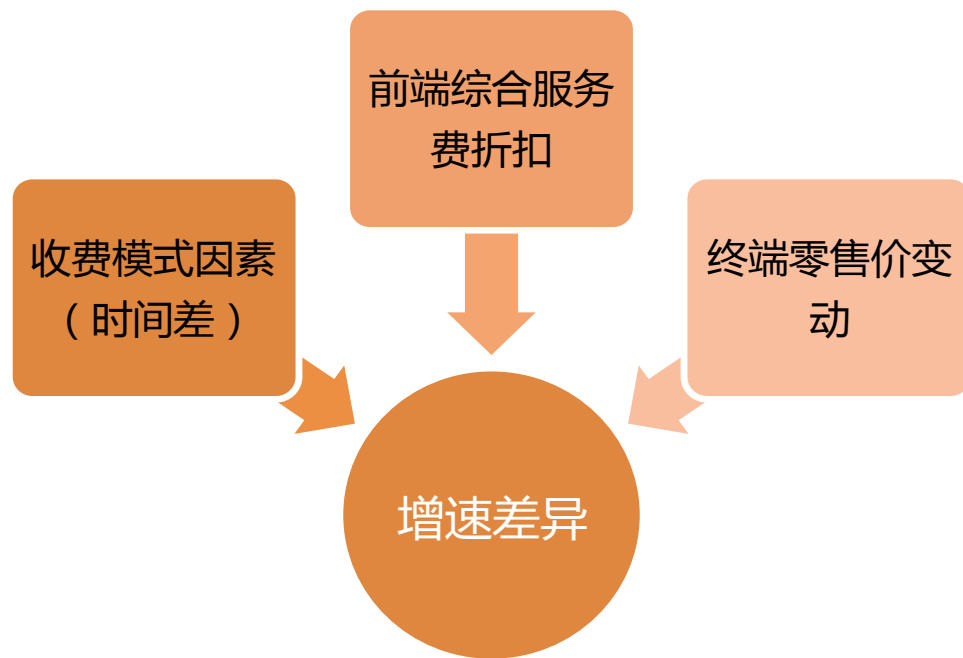
单位：万元



数据来源：公司官网，天风证券研究所

五、南极电商财务分析：GMV、收入与费率关系

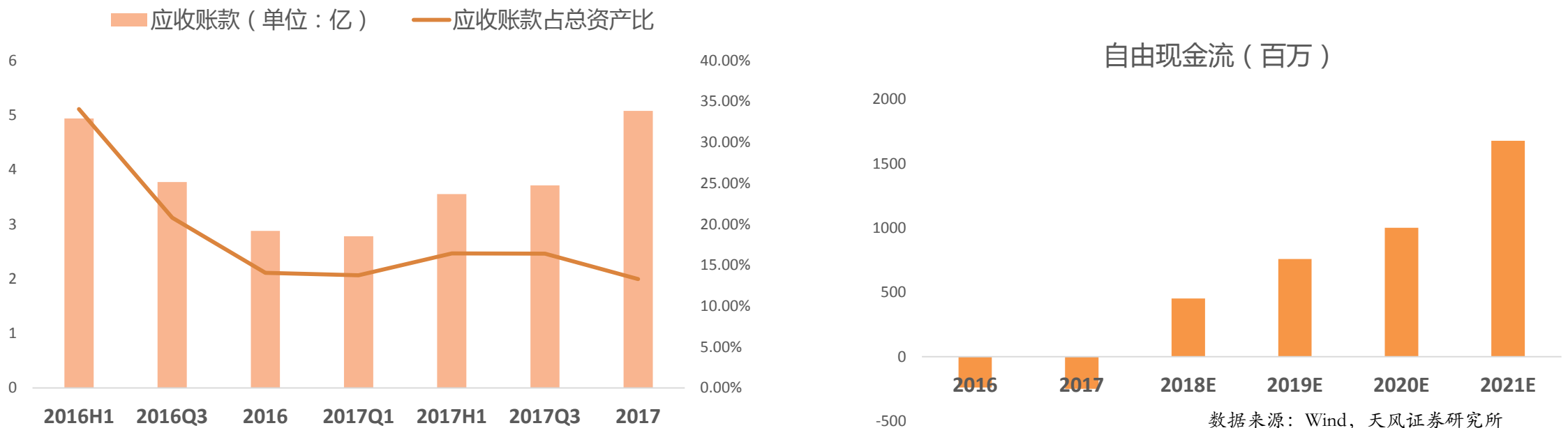
- **GMV与收入增速存在差异解释：**（1）收费模式的原因：由于综合服务费是向供应商按照服务周期分期确认收入，与货品销售的时间一致性不强。根据商品的不同类目分期确认，在供应商准备或正在生产时，分期取得收入，但还没产生GMV。所以GMV会滞后1-3个月。（2）服务费率折扣原因：推广期品牌及新增品类由于开拓市场原因，服务费率存在优惠折扣，在一定程度上会拉低整体服务费率。（3）终端零售价格变化：终端零售价格上涨时，会造成GMV上升。但由于公司与供应商结算时按照出厂价结算，所以并不能享受到零售价提价带来的增长。



数据来源：公司官网，天风证券研究所

五、南极电商财务分析：自由现金流

- 应收账款占比高解释：**公司收入的主要组成部分（综合服务费）是生产商领取商标时确认收入，（而此时商品未生产售出，生产商存在回款压力），因此会产生一个月到几个月不等的账期，形成应收账款。公司上市后逐渐加强了应收账款管控，应收占总资产的比重持续下滑。17年底应收账款为5.08亿元，主要系并表时间互联应收所致，其中主业应收账款余额3.37亿，占综合服务费收入为54.27%，相比去年下降22.10%，应收账款指标有所改善。根据17年年报，账龄一年以内的应收占比84%，总体结构良性。
- 现金流：**公司2017年实现扣非净利润5.01亿元，实现经营性现金流净额为5.38亿元，现金流与净利润的匹配度较16年大幅改善，同时，分季度看，季度间的匹配同样优化明显。
- 其他收入现金流：**品牌授权费按年维度确认，按照线上经销商的店铺类型、规模和相关其他考核指标，资金回款良好。



六、南极电商未来发展：中期战略

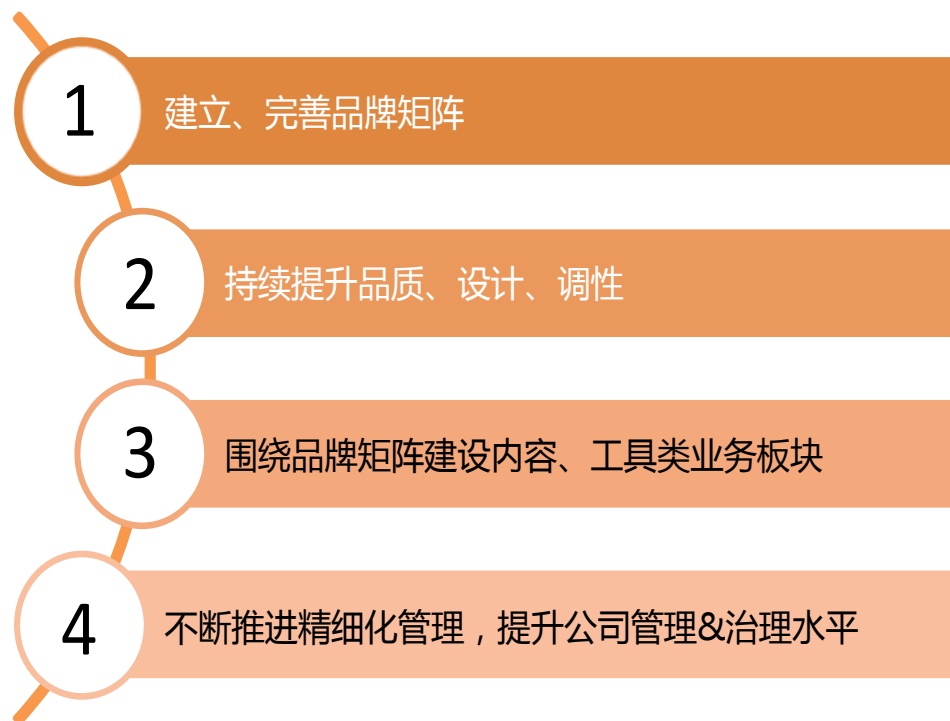
- 中期来看，公司的战略侧重四个方面：

(1)建立、完善品牌矩阵：覆盖低、中、高定位梯度及消费人群；沉淀经典网红 / 个人品牌；丰富品牌梯度。

(2)持续提升品质、设计和品牌调性：不断增加忠实用户、提升品牌形象。

(3)围绕品牌矩阵建设内容、工具类板块：为品牌矩阵的发展提供支持；逐渐实现业务多元化。

(4)不断推进精细化管理：进行更精细的团队建设和IT建设；建立更精细化的绩效考核关键数据跟踪管理体系，供应商和经销商管理体系。



数据来源：Wind，天风证券研究所

六、南极电商未来发展：风险提示

品牌与品类扩张速度不达预期。 公司GMV增长一定程度上依靠品牌和品类的扩张速度，未来多品牌授权的发展和多品类的开发速度不达预期将影响GMV增速。

服务费率长期低于预期。 公司收入依靠GMV乘以服务费率，授权商品市场竞争激烈等因素或将导致服务费率低于预期，从而影响公司收入。

平台规则变化风险。 公司主要渠道是电商渠道，大型电商平台如天猫、京东等规则变化将对公司的业务产生影响。

免责声明

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS