南极电商（002127.SZ）/商贸零售

“品牌/品类+服务+渠道+内容”矩阵生态圈优势凸显，引领新快消时代潮流

评级：买入（维持）

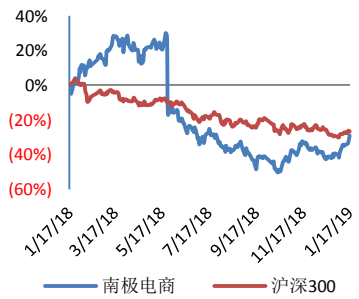
市场价格：8.80

分析师：彭毅
执业证书编号：S0740515100001
电话：15221203039/18516129253
Email：pengyi@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	2,454.87
流通股本(百万股)	1,479.83
市价(元)	8.51
市值(百万元)	21,602.86
流通市值(百万元)	13,022.52

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 打造“品牌品类 IP+工具型服务+渠道+内容”矩阵生态圈，进入高速发展期

公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	520.98	985.79	2990.58	4287.04	5978.91
增长率 yoy%	33.85%	89.22%	203.37%	43.35%	39.46%
净利润（百万元）	301.14	534.29	855.22	1202.98	1631.99
增长率 yoy%	75.27%	77.42%	60.07%	40.66%	35.66%
每股收益（元）	0.20	0.33	0.35	0.49	0.66
每股现金流量	44.95	26.96	25.26	17.96	13.24
净资产收益率	0.77	0.60	0.36	0.31	0.29
P/E	0.63	1.23	2.91	3.40	4.06
PEG	0.19	0.22	0.75	0.77	0.86
P/B	0.20	0.18	0.12	0.14	0.16
备注：					

投资要点

- **我们认为，在新快消时代背景下，高性价比/高频消费品将成为大众消费的主流，南极电商品牌形象深入人心，在品牌、品类、渠道三个方向持续拓展，品牌价值将进一步升华。电商环境马太效应显著，在现有品牌影响力和店铺、流量等资源优势下，南极电商市场份额有望持续提升，购买转化率和复购率或将持续优化。公司盈利能力稳健，保持较高的成长性，维持“买入”评级。**

- **南极电商的本质是品牌商&电商服务商。**南极电商已经摆脱了生产和销售端的自营环节，保留品牌核心价值，转型成为电商综合服务平台，逐步深化“品牌授权”商业模式。在消费端，以高性价比商品作为切入口，满足大众消费升级需求；在销售端，有效整合电商资源，统一管理经销商，优质店铺群巩固销售优势；在生产端，将销售终端的消费数据反馈给供应商，科学指导生产，从而减轻中小厂家的库存压力。南极电商已经形成“品牌/品类+渠道+内容+服务”矩阵生态圈，授权客户粘性增强，商业模式优势凸显，经营效率提升。

- **新快消时代，南极电商的优势和空间在哪里？（1）让消费者看得到：**南极人国民品牌形象深入人心，品牌矩阵持续拓展，全方位满足差异化、多元化消费需求，在杂牌/白牌品牌化趋势下，未来品牌影响力有望持续扩大。数量庞大的授权店铺群和统一的品牌关键词在搜索电商平台上带来更大的流量优势，线下和拼多多渠道的开拓也提供了更多的展示机会，南极电商已成为离消费者更近的品牌。（2）**让消费者愿意买/持续买：**新快消时代背景下，消费观念向高频转变，南极电商提供的高性价比产品成为消费者青睐的对象，2018 年南极电商购买转化率超过 11%，远高于行业平均水平。为进一步增强消费者粘性，提高复购率，南极电商将品控作为发展战略的重中之重，对授权产品的品质管控已经常态化，2018 年在阿里平台的 30 天品质退货率仅为 0.3%，复购率达到 1.6 次，品牌/品质优势凸显。

- **盈利预测与估值：我们认为，高性价比/高频消费品将成为大众消费的主流，南极电商在品牌、品类、渠道三个方向持续拓展，品牌价值有望升华。公司盈利能力稳健，未来成长性较好，维持“买入”评级。**电商环境马太效应显著，在现有品牌影响力和店铺、流量等资源优势下，南极电商市场份额有望持续提升，购买转化率和复购率或将持续优化，销售规模和服务收入保持稳健增长。当前新品类拓展让利供应商、收入确认差异等对服务变现率造成的不利影响将随着品牌发展、规模提升而逐步弱化，恢复到稳定水平。预计 2018-2020 年，南极电商授权产品 GMV 分别为 199.51/301.94/439.67 亿元，同比增长 60.86%/51.34%/45.62%；实现营业收入 29.91/42.87/59.79 亿元，对应增速为 203.37%/43.35%/39.46%；实现归母净利润 8.55/12.03/16.32 亿元，同比增长 60.07%/40.66%/35.66%。时间互联业务与核心业务存在一定差异性，采用分部估值的方法更为合理。假设时间互联超额完成业绩承诺，拆分 2019 年南极电商净利润为核心业务 10.53 亿元、时间互联业务 1.50 亿元。考虑公司历史估值情况，当前估值处于历史低位，给予南极电商核心业务 25 倍 PE，估值为 263.25 亿元，给予时间互联业务 10 倍 PE，估值为 15 亿元，预计 2019 年公司加总估值为 278.25 亿元。

- **风险提示事件：（1）布局品牌/品类矩阵遇阻，品牌影响力下降，服务费率和收入下滑；（2）保理业务风控能力不足，出现大量坏账，现金流恶化；（3）渠道拓展不畅，授权产品 GMV 增速大幅放缓。**

内容目录

南极电商的本质是品牌商+电商服务商 - 4 -
背景：服装行业产能过剩，优质品牌是制胜点 - 4 -
深耕“南极人”品牌，打造矩阵生态圈 - 4 -
商业模式优势凸显，经营效率提升 - 6 -
全方位巩固核心竞争优势，引领新快消品时代潮流 - 9 -
拓展品牌矩阵，推动电商服务变现 - 9 -
品控常态化，保护品牌价值 - 11 -
新快消时代，扩充高频消费品类 - 12 -
拓宽销售渠道，全方位服务大众消费者 - 15 -
布局移动互联网营销，打造新增长极 - 16 -
盈利预测及估值 - 17 -
风险提示 - 19 -

图表目录

图表 1：服装库销比显著高于整体零售行业 - 4 -
图表 2：电商渗透率快速提升 - 4 -
图表 3：转型为电商服务商 - 4 -
图表 4：完善电商服务体系，赋能供应商和经销商 - 5 -
图表 5：南极电商“品牌/品类+渠道+内容+服务”矩阵生态圈 - 6 -
图表 6：授权品牌 GMV 延续高增长 - 7 -
图表 7：品牌服务变现率下滑 - 7 -
图表 8：时间互联并表后成为主要收入来源 - 7 -
图表 9：新业务占比提升带来毛利率大幅下滑 - 7 -
图表 10：重资产业务收窄，费用率大幅优化 - 8 -
图表 11：盈利能力持续向好 - 8 -
图表 12：经营现金流保持平稳，投资现金流支出加大 - 8 -
图表 13：现金周期逐步优化 - 8 -
图表 14：品牌授权/电商服务业务毛利率高 - 9 -
图表 15：以品牌和服务为基础赋能电商供应链 - 9 -
图表 16：品牌矩阵持续拓展 - 9 -
图表 17：南极人主品牌 GMV 保持稳健增长 - 10 -
图表 18：盘活卡帝乐鳄鱼，实现快速增长 - 10 -
图表 19：收购精典泰迪 IP，实现爆发式增长 - 11 -

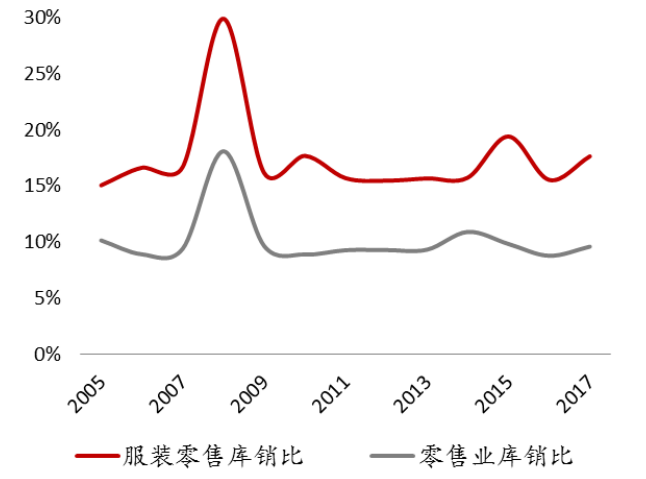
图表 20：个人品牌 GMV 稳健增长 ..... - 11 -
图表 21：南极电商具有规范严谨的品控流程 ..... - 11 -
图表 22：Inditex 集团品牌矩阵 ..... - 12 -
图表 23：H&M 集团品牌矩阵 ..... - 12 -
图表 24：社会消费品零售总额增速逐步放缓 ..... - 13 -
图表 25：布局高频消费价格区间（例：内衣品类） ..... - 13 -
图表 26：授权供应商/经销商快速增加 ..... - 13 -
图表 27：南极人天猫平台店铺数明显领先同行 ..... - 13 -
图表 28：南极电商采用事业部管理模式 ..... - 14 -
图表 29：增长最快的事业部 ..... - 14 -
图表 30：南极人多个品类跻身天猫年度 Top20 品牌榜单 ..... - 15 -
图表 31：多个细分类目 GMV 居阿里前 10 ..... - 15 -
图表 32：阿里仍是主要销售渠道 ..... - 15 -
图表 33：各渠道保持中高速增长 ..... - 15 -
图表 34：拼多多覆盖更多中低消费群体 ..... - 16 -
图表 35：拼多多渠道 GMV 持续快速增长 ..... - 16 -
图表 36：移动互联网流量整合业务模式 ..... - 16 -
图表 37：营销业务成为新的收入增长极 ..... - 17 -
图表 38：新业务毛利率水平较低 ..... - 17 -
图表 39：南极电商各业务收入预测 ..... - 18 -
图表 40：南极电商盈利预测 ..... - 18 -
图表 41：南极电商历史估值变化 ..... - 19 -
图表 42：南极电商财务预测三张表 ..... - 20 -

南极电商的本质是品牌商+电商服务商

背景：服装行业产能过剩，优质品牌是制胜点

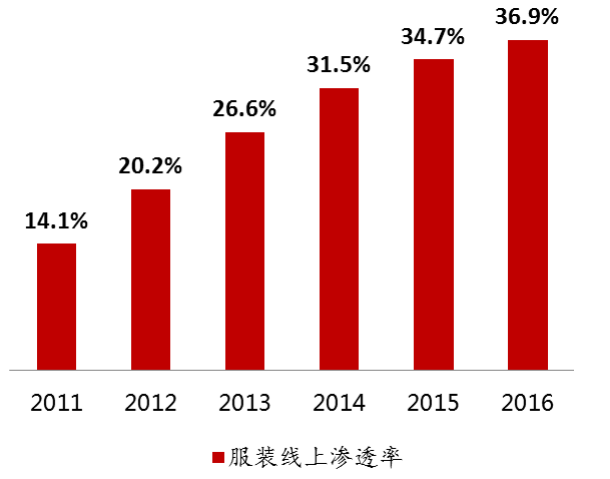
■ 服装业竞争激烈，库存量占销售额比重显著高于整体零售行业，在频繁价格战和人工成本攀升等背景下，行业利润空间逐渐缩减，产能过剩问题凸显。电商渠道的快速崛起为服装行业拓展了新的销售渠道，早期电商对产品质量要求不高，商家入驻门槛低，且服装品类普遍具有产品生命周期短、更新迭代快，差异化小，以及品牌忠诚度低的特点，服装成为最早享受电商红利的品类。线上销售砍掉多余的渠道加价环节，铺陈成本低，价格优势显著，在经历淘品牌崛起和线下传统品牌纷纷触电后，服装品类线上渗透率快速提升至近 40%，当前电商渠道渗透率已接近天花板。**建立起品牌知名度、扩大影响力、抢占更大的存量市场份额，成为当前服装企业实现可持续发展的关键。**

图表 1：服装库销比显著高于整体零售行业



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 2：电商渗透率快速提升

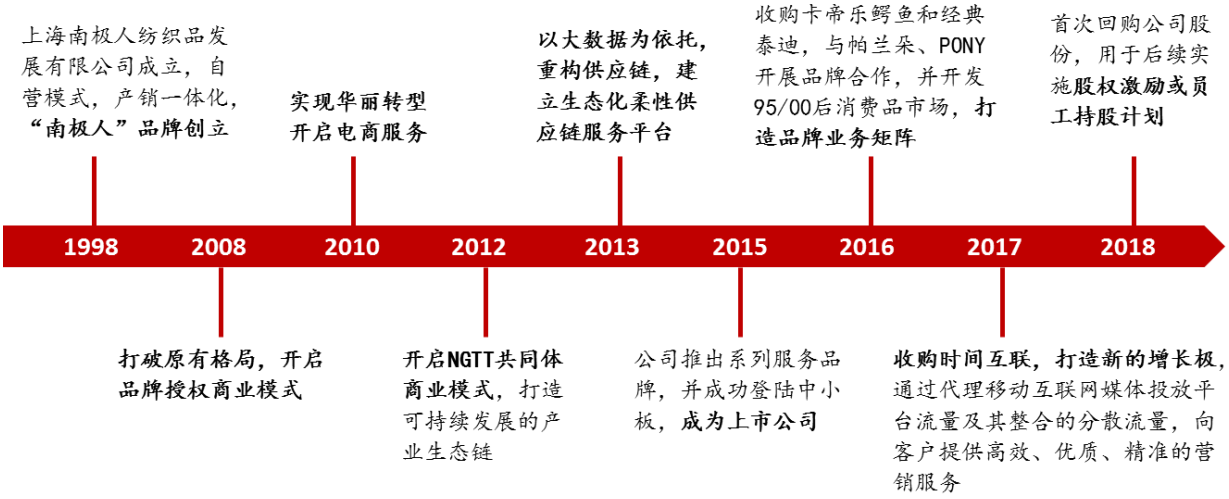


来源：公司公告 中泰证券研究所

深耕“南极人”品牌，打造矩阵生态圈

■ **品牌商转型服务平台，实现轻资产运营。**1998 年产销一体化纺织品牌“南极人”创立，借助明星代言和在央视等平台大量的广告投放，迅速建立起品牌知名度。2008 年开始南极人摆脱生产和销售端的自营环节，整合服装行业过剩的供应链，保留品牌核心价值，开启“品牌授权”商业模式，在较强的品牌影响力下，“南极人”品牌产品销售规模持续稳健增长。为进一步突破产销瓶颈，帮助小微企业解决电商服务碎片化、运营不专业的痛点，扩大供应商/经销商基础，南极人打造 NGTT 共同体商业模式，转型成为电商综合服务平台，逐步缩减货品销售业务，成功实现轻资产运营。

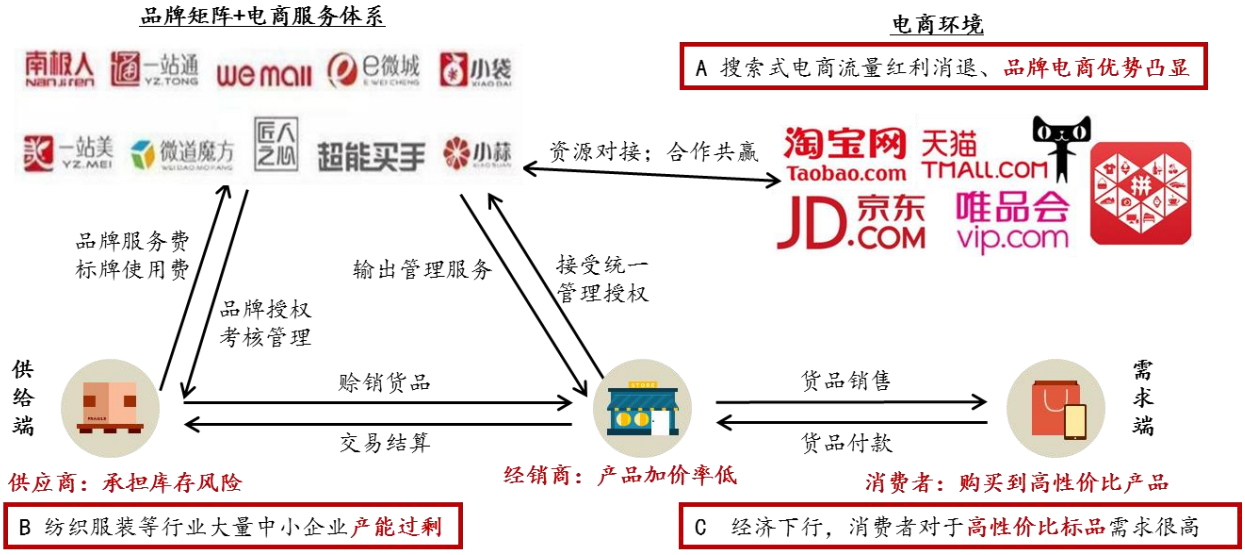
图表 3：转型为电商服务商



来源：公司官网 中泰证券研究所

- **整合电商资源，解决供应链痛点。**依托电商运营的成功经验、庞大的店铺数量、品牌知名度带来的搜索流量优势，南极人有效整合电商资源，完善电商服务体系，增加了供应商、经销商粘性，实现品类延伸和品牌矩阵的拓展。同时以高性价比商品作为切入口，将销售终端的消费数据反馈给供应商，科学指导生产，从而减轻中小厂家的库存压力；通过统一管理经销商，保持较低的产品加价率，为消费者提供性价比更高的产品。

图表4：完善电商服务体系，赋能供应商和经销商

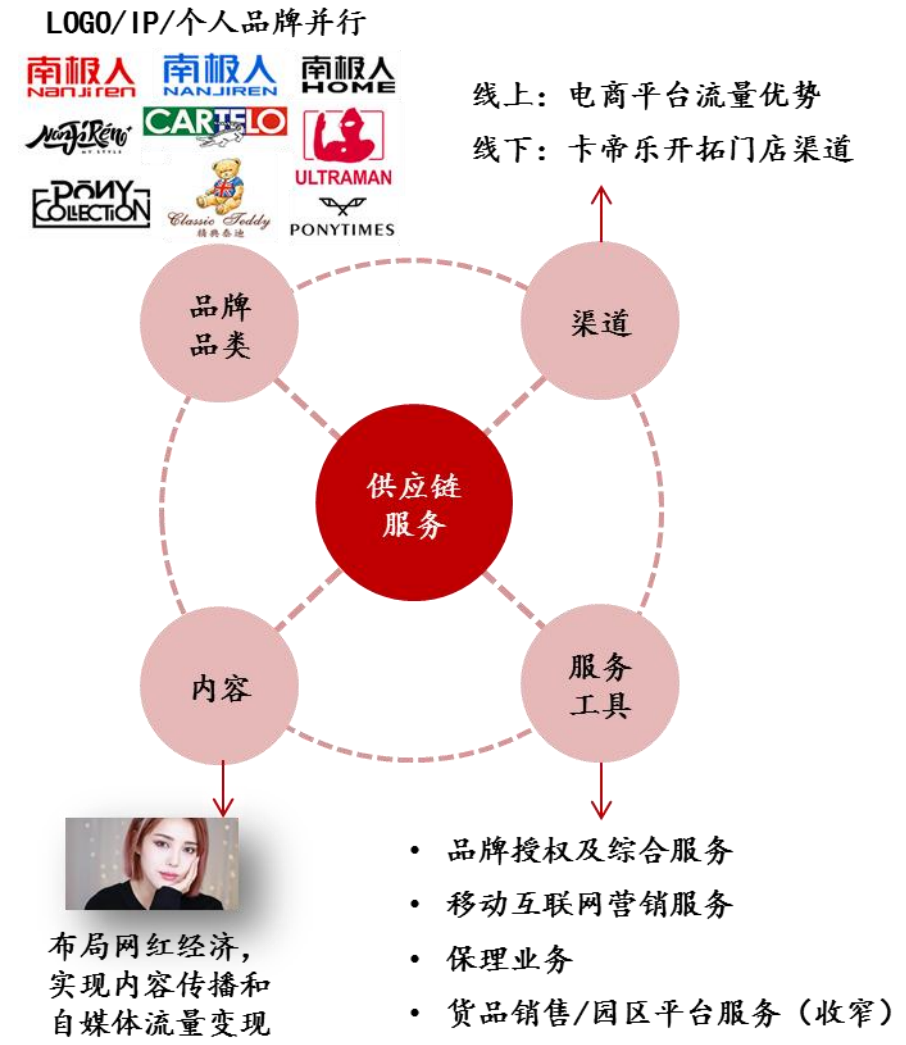


来源：公司官网 中泰证券研究所

- **搭建矩阵生态圈，增强服务粘性。（1）品牌/品类：**在南极人基础上，通过收购、合作、新设等方式引入品牌，扩充 LOGO/IP/个人品牌矩阵，实现细分品类延伸，提升整体品牌影响力，满足消费者多元化、多层次的消费需求。**（2）内容：**基于“亚洲美妆天后”PONY 的人气与品牌价值,在互联网移动端提供增值服务并收取费用，实现内容传播与流量变现。

（3）**渠道：**保持阿里领先优势，重塑唯品会、发展京东自营和头部用户、重点布局拼多多，兼顾体量较小的电商平台；卡帝乐拓展线下渠道，积累线下运营经验。（4）**服务：**提供资源推介、质量管控、数据分析、店铺形象管理、TP 管理等综合服务；代理移动互联网平台流量及其整合的分散流量，提供高效、优质、精准的营销服务；保理业务提供资金融通支持；货品销售和园区平台服务等较重资产业务逐渐收窄。

图表 5：南极电商“品牌/品类+渠道+内容+服务”矩阵生态圈



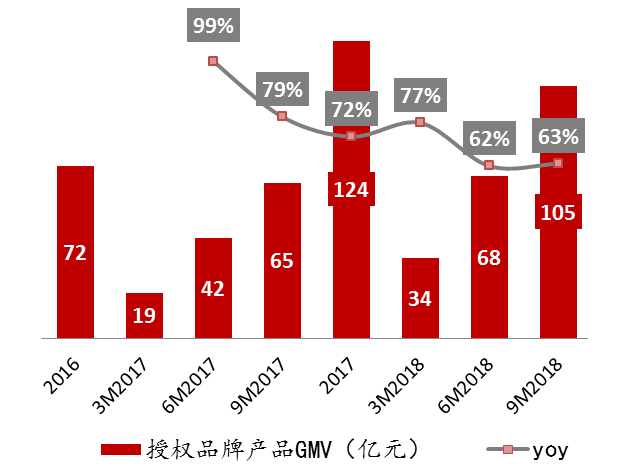
来源：公司官网 中泰证券研究所

商业模式优势凸显，经营效率提升

- **销售延续高增长，让利供应商，加速品类延伸。**全渠道、多品牌、全品类的发展战略大幅提升了公司品牌影响力和商品竞争力，近年来南极电商授权品牌 GMV 保持了高速增长，时间互联并表带来服务收入变现率大幅提升。公司品牌授权变现率持续下滑，主要有以下几个原因：（1）**GMV 与收入确认时间不一致：**出售标牌等产生的品牌服务收入在商品出厂时进行确认，而 GMV 则在销售终端得到确认，存在一定滞后性；（2）

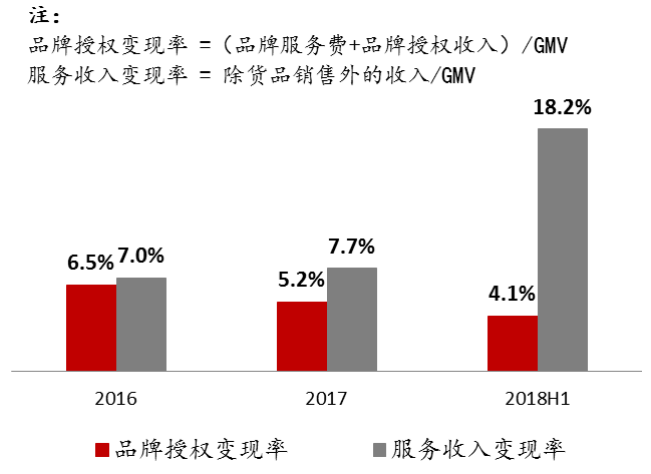
GMV 与收入计量方式存在一定差异：收入占商品出厂价的比例是固定的，终端售价波动仅影响 GMV，不影响服务收入；**（3）降低服务费率，让利供应商：**公司向部分新品类供应商提供品牌服务费率优惠，加速品类延伸，以短期让利获取长期规模壁垒，未来服务费率有望回归到正常水平。

图表 6：授权品牌 GMV 延续高增长



来源：公司公告 中泰证券研究所

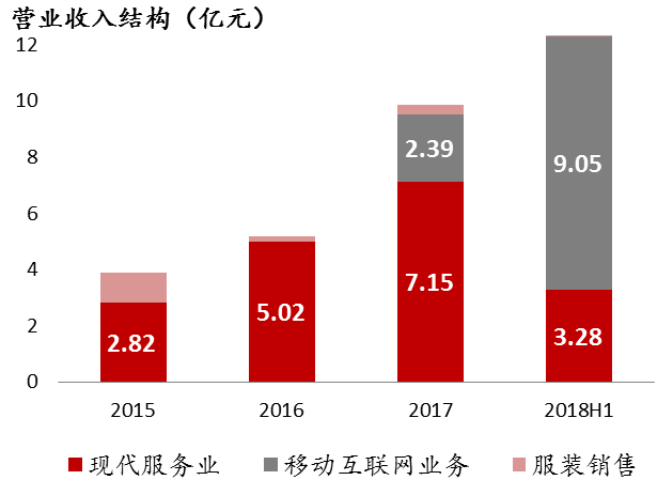
图表 7：品牌服务变现率下滑



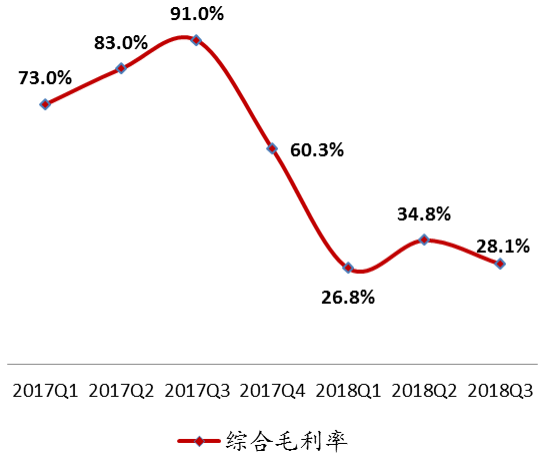
来源：公司公告 中泰证券研究所

■ **收入结构转变，经营效率提升。**为进一步完善一站式供应链服务，南极电商收购移动互联网营销服务商时间互联，**在移动端流量导入、分析及管理上与主营业务协同发展，帮助供应链提高流量转化效率和盈利能力，增强供应商/经销商粘性，持续巩固共同体的竞争优势。**时间互联并表后实现了跨越式发展，2017 年收入同比增长 80.16%,净利润同比分别增长 52.30%，2018 年上半年移动互联网业务贡献 9.05 亿收入，已经成为公司最主要的收入来源。由于移动互联网营销业务毛利率低、收入占比大，公司整体毛利率大幅下滑，而货品销售和园区服务等重资产业务收窄大幅优化了销售和管理费用率，公司净利润规模加速增长，盈利能力持续向好。

图表 8：时间互联并表后成为主要收入来源



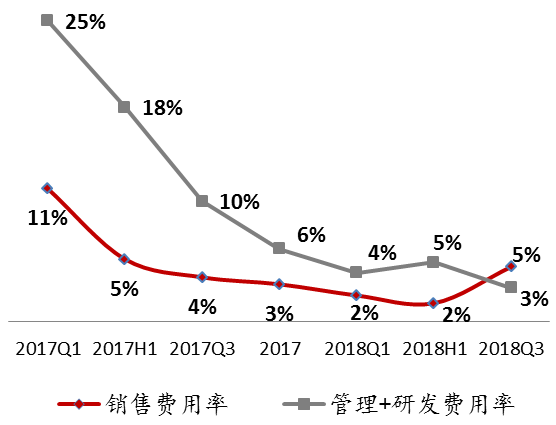
图表 9：新业务占比提升带来毛利率大幅下滑



来源：公司公告 中泰证券研究所

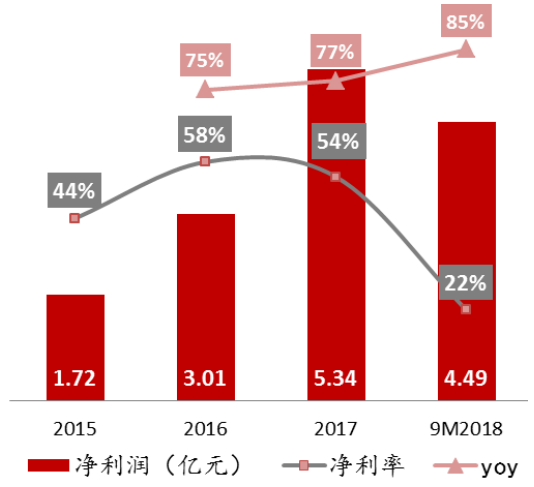
来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 10：重资产业务收窄，费用率大幅优化



来源：公司公告 中泰证券研究所

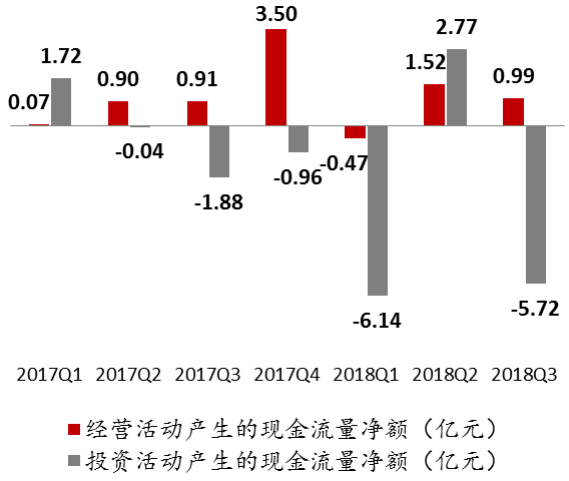
图表 11：盈利能力持续向好



来源：公司公告 中泰证券研究所

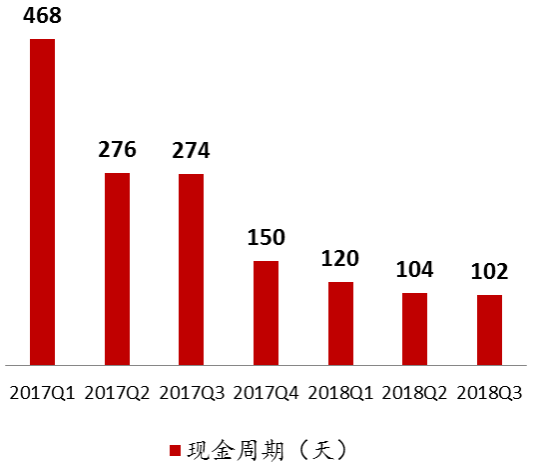
- 公司经营现金流保持平稳状态，2018Q1 经营现金流转负的原因是报告期内移动互联网营销业务的开展需要大量运营资本投入，带来相关经营活动现金净流出增加。投资现金流方面，除购买理财产品外，2018 年保理业务规模大幅增加，为公司核心供应链用户提供授信周期约 3-12 个月、担保物充分的对外保理放款，解决用户短期融资需求。由于担保物充分、风控严格，保理业务违约风险较小，但公司未来仍将适度控制保理业务规模，维持稳定的现金流。
- 通过常态化跟踪管理推动良性回款，公司主营业务应收账款进一步改善。在货品销售业务逐渐剥离后，公司存货大幅减少，整体现金周期逐步优化。

图表 12：经营现金流保持平稳，投资现金流支出加大



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 13：现金周期逐步优化



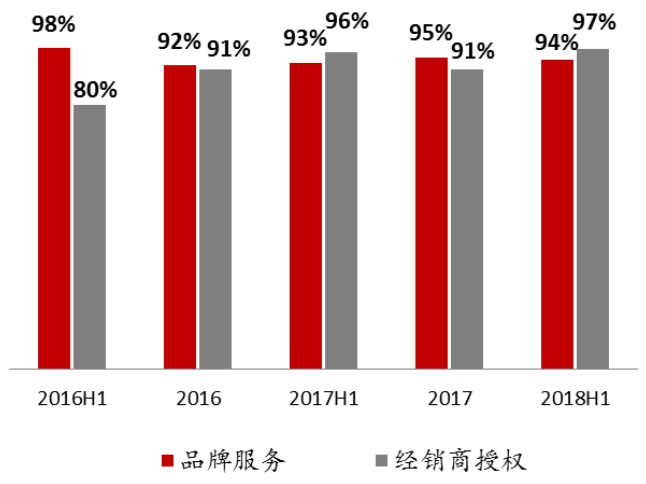
来源：公司公告 中泰证券研究所

全方位巩固核心竞争优势，引领新快消品时代潮流

拓展品牌矩阵，推动电商服务变现

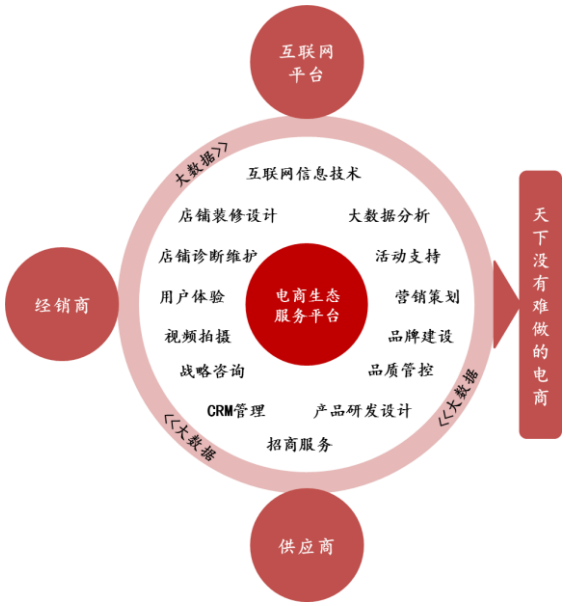
- **品牌授权是南极电商的核心业务。**南极电商通过搭建电商生态服务平台，整合淘宝、天猫、京东等互联网平台的流量资源和运营经验，为品牌授权的经销商和供应商提供研发设计、品控、运营、营销等全方位指导服务，努力实现“让天下没有难做的电商”的美好愿景。品牌授权和电商服务业务毛利率超过 90%，盈利能力强，是南极电商的核心业务，也是最主要的利润贡献者。

图表 14：品牌授权/电商服务业务毛利率高



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 15：以品牌和服务为基础赋能电商供应链



来源：公司公告 中泰证券研究所

- **持续拓展品牌矩阵，满足消费者多元需求。**南极人已经基本形成 LOGO/IP/个人品牌并行发展的品牌矩阵，以主品牌南极人为基础，在内部分化出年轻化的南极人+、主营生活家居产品的南极人 Home，实现差异化品牌定位和精细发展。卡帝乐鳄鱼补充男装、箱包皮具品类，精典泰迪补充童装品类，与主品牌形成优势互补，覆盖不同的消费群体，满足消费者多元化的消费需求。个人品牌 PONY 以红人运营为基础，在美妆品类实现拓展，掘金化妆品市场，在流量变现方面也存在较大空间。公司未来在帕兰朵代运营业务以及奥特曼品牌合作上潜力也较大。

图表 16：品牌矩阵持续拓展

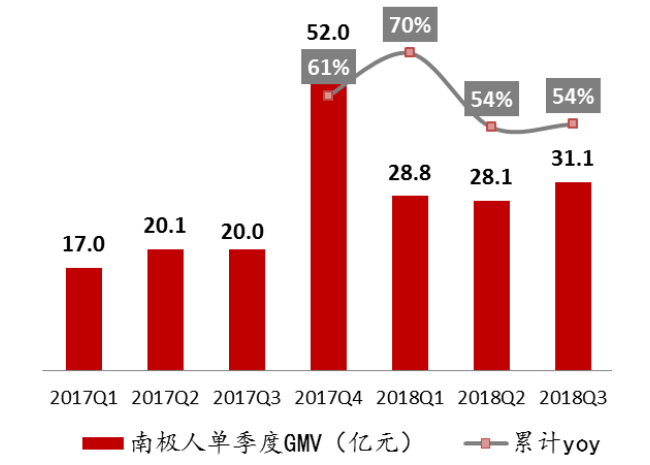
LOGO品牌	**南极人：**内衣、床上用品、女装、男装、童装、母婴、生活小电器、居家日用、汽车用品等
	南极人+：以18—25岁年轻人群为目标客户，涵盖男装、女装、内衣、家纺、鞋品等
	南极人Home：2016年下半年正式开展，品牌主营床品、布艺、内衣、母婴等品类
	卡帝乐：涵盖男装、女装、童装、家纺、箱包配饰、眼镜、手表、文具、皮件制品等
IP品牌	**经典泰迪：**线上婴童孕产妇用品、内衣、玩具、箱包皮具；线下食品、毛绒玩具、儿童内衣、家纺等
个人品牌	**PONYTIMES：**主营彩妆、护肤、美妆工具等产品业务及基于内容营销的广告业务
	PONY COLLECTION ACC：主营首饰、帽子、皮包等
合作品牌	**帕兰朵：**代运营女装、户外、家纺、童装四个类目
	奥特曼：主要就童装和童鞋类目开展合作

来源：公司公告 中泰证券研究所

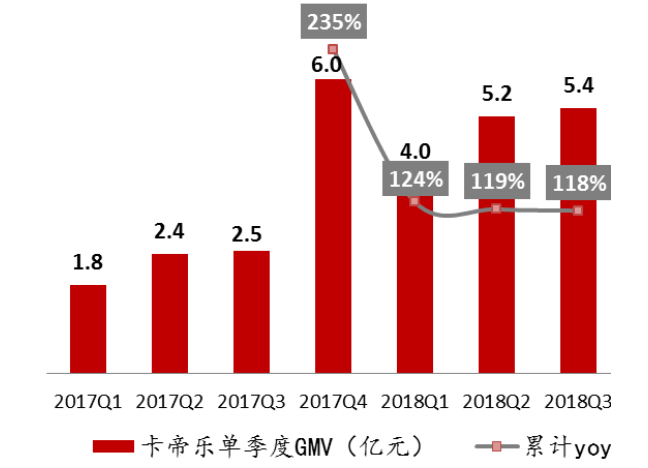
- 目前，南极人主品牌 GMV 仍然保持 50%以上的高速增长，公司也在进行品牌管理升级，明晰南极人全民大品牌、极致性价比的定位，在品牌包装设计上融入年轻、潮流元素，提升品牌调性，同时加大宣传推广力度，持续提升品牌知名度，为品牌授权服务收入提供转化基础。
- 收购卡帝乐鳄鱼后，与 Lacoste 达成初步协议，进一步确认了鳄鱼商标权，品牌价值大幅提升。南极电商将成熟的授权模式和线上运营经验赋能给卡帝乐，规范了卡帝乐线上渠道发展；在线下渠道上，以商场为阵地，铺进、升级卡帝乐门店，当前门店形象佳，坪效等经营指标向好，随着门店数量增加，线下渠道加大渗透，品牌价值有望得到进一步释放。
- IP 品牌精典泰迪在 2018 年实现了爆发式增长，通过多样化的品牌/IP 合作提升了品牌知名度：与蜀山战纪展开跨界合作，推出抱枕等周边产品；与施华洛世奇认证水晶推出联名饰品；拓展积分礼购渠道，开拓旅行用品市场等。
- 个人品牌 PONY 发掘知名美妆博主的人气和商业价值，销售彩妆、护肤、美妆工具、配饰等产品，发展内容营销业务，2018 年 GMV 保持稳健增长。当前 Pony 在国内小红书、抖音、微博等 25 个主流平台的账号粉丝规模进一步扩大，截至 2018H1，粉丝总量超过 2,800 万人，品牌和内容潜力较大，商业价值有待进一步挖掘。

图表 17：南极人主品牌 GMV 保持稳健增长

图表 18：盘活卡帝乐鳄鱼，实现快速增长

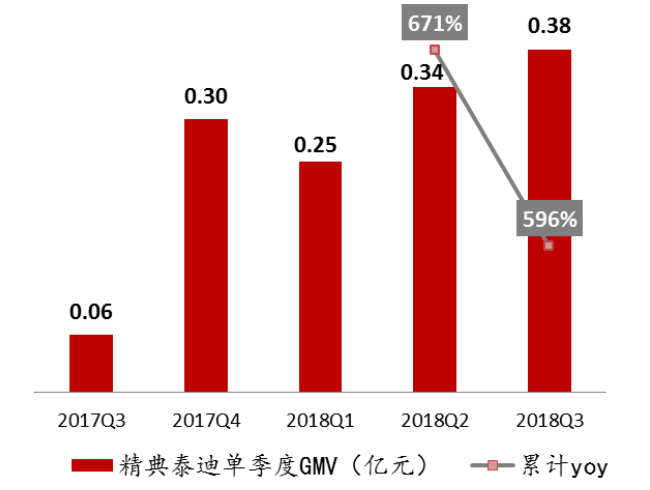


来源：公司公告 中泰证券研究所



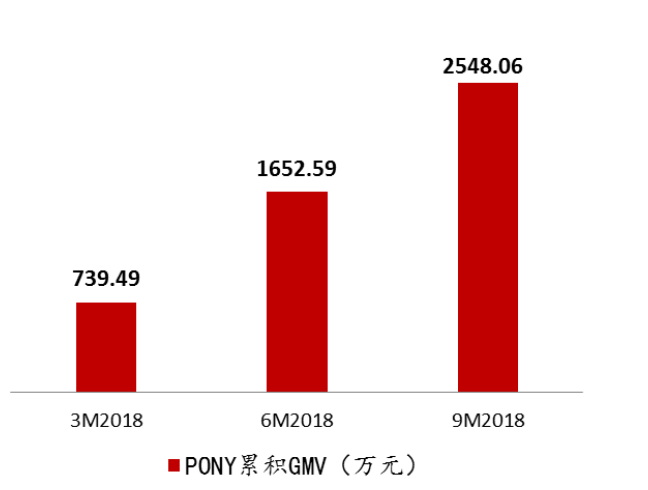
来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 19：收购精典泰迪 IP，实现爆发式增长



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 20：个人品牌 GMV 稳健增长

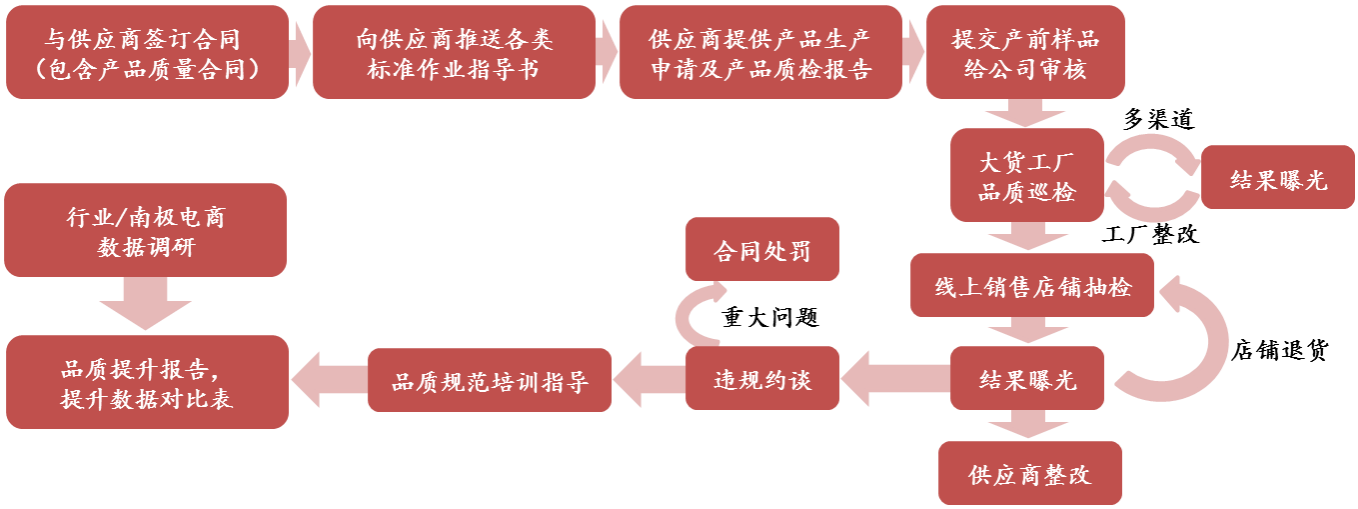


来源：公司公告 中泰证券研究所

品控常态化，保护品牌价值

- **品牌是南极电商的核心价值，而严格的质量管理是保护品牌价值的基石。南极电商将品控作为公司发展战略的重中之重，对授权产品的品质管控已经常态化，**从授权前验厂、提交专业机构出具的产品检测报告，到授权后的工厂巡检、产品/店铺抽检等，建立了系统化的巡检、抽检和送检机制，在各个生产销售环节持续跟踪品控。2018 年南极电商开展全国范围内的工厂巡视检查，已覆盖超过半数的重点供应商，和 6 家第三方专业质检单位开展深度合作，从线上店铺购买 1.6 万件商品进行品质抽检，2019 年将对所有合作工厂和店铺进行质量管理全覆盖。南极电商全部授权产品在阿里平台的 30 天品质退货率仅为 0.3%，远低于行业平均水平，品质管控已初显成效。

图表 21：南极电商具有规范严谨的品控流程



来源：公司公告 中泰证券研究所

- **优质品牌将成为稀缺资源。**性价比、质量和设计是打造品牌的基本要素，而品牌资源积累和文化沉淀是保持可持续竞争力的关键。放眼全球市场，走在前列的快时尚品牌 Zara 和 H&M 都已建立起鲜明的品牌形象和个性化的设计文化，且都通过发展副线品牌覆盖更广的消费人群，满足不同的消费需求。据欧睿国际统计，2017 年 Zara 母集团 Inditex 全球服装市场份额为 1.8%，超过 H&M 集团（1.7%）成为世界第一。
- 消费升级背景下，国内市场上的白牌/杂牌将越来越少，向南极人等优质品牌逐渐集中。南极人国民品牌形象已深入人心，通过品牌矩阵拓展，精耕多元化消费需求，2018 年全品牌授权产品购买转化率（11%+）和复购率（1.6 次）竞争优势明显，未来品牌价值有望得到进一步升华。

图表 22：Inditex 集团品牌矩阵

ZARA	快时尚服装&连锁零售品牌 设计新潮，风格多变
Massimo Dutti	以男装起家 高端白领通勤风格
Bershka	年轻化，街头/休闲风格
stradivarius	女装品牌，淑女风格为主
P&B	年轻化，青春/可爱风格
OYSHO	内衣/家居服品牌，舒适简约
ZARA HOME	家居/室内装饰品牌 品质时尚

来源：公司官网 中泰证券研究所

图表 23：H&M 集团品牌矩阵

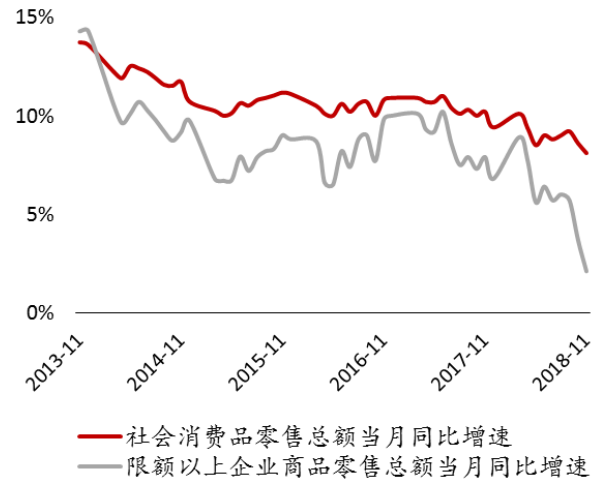
H&M	快时尚服装&连锁零售品牌 价格实惠，基础款多
& other Stories	高端女装品牌 文艺/个性/设计感
MONKI	时尚女装品牌，街头潮流
COS	高端副品牌，高质感/简约/精致
WEEKDAY	牛仔品牌，设计简约
Cheap Monday	牛仔品牌，个性潮流
ARKET	男女童装/家居品牌 经典设计/舒适/功能性

来源：公司官网 中泰证券研究所

新快消时代，扩充高频消费品类

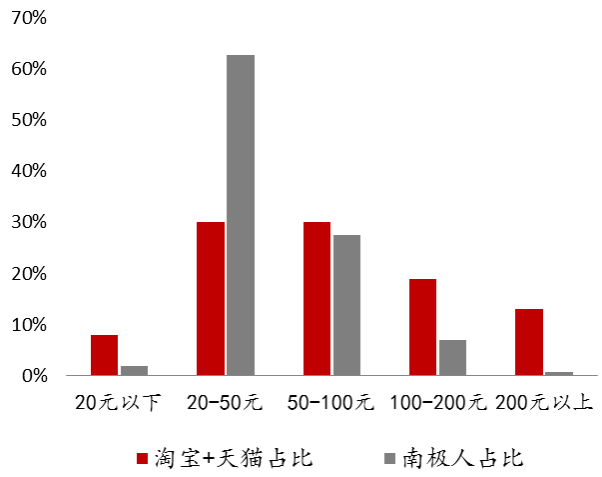
- **居民消费观念改变，把握高频消费机遇。**我国生产力水平持续提高，可支配收入稳步增长，社会消费观念转变，进入“新快消时代”：可选消费弹性变大，家纺、内衣等商品品类逐渐由低频耐用品转变为中/高频消费品。在社零增速逐渐放缓的背景下，控制提价幅度，提高消费频次、提升性价比成为品牌商开拓市场的战略重点。
- **南极电商主推“有个性的标品和高频消费品”的品类拓展战略，产品集中布局在大众消费需求大、迭代频次高的中低价格区间，准确把握消费者对高性价比产品和高频次消费的需求。**中/高频品类的库存周转快，资金回笼周转的效率更高，能够有效解决中小供应商/厂家的库存积压、资金不足等痛点，帮助共同体中的合作伙伴提升盈利能力。

图表 24：社会消费品零售总额增速逐步放缓



来源：国家统计局 中泰证券研究所

图表 25：布局高频消费价格区间（例：内衣品类）

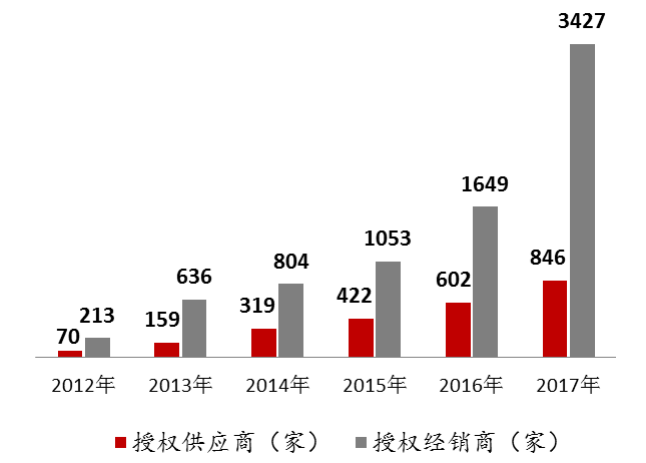


来源：淘数据 中泰证券研究所

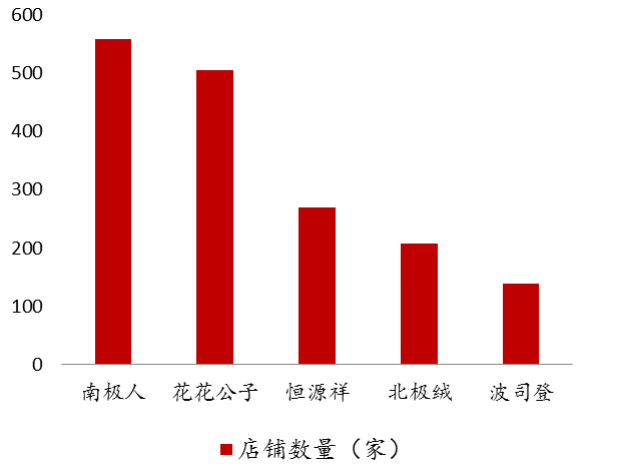
- **店铺资源优势显著，供应链客户群持续拓展。**2017 年，南极人旗下全品牌授权生产商达 846 家，同比增长 40.53%；授权经销商达 3,427 家，同比增长 84.84%；授权店铺 4,442 家，同比增长 112.94%。南极人深谙电商平台经营规则：搜索流量展示下，单家店铺获得的流量有限且成本较高，授权店铺数量大、品牌关键词统一能够为店铺群带来更大的流量优势，参与重大促销活动也更为便利，南极人在已有店铺储备下经营优势愈加显著。在生产角度，庞大的店铺群积累了海量消费数据，对选品及生产都起到了及时的指导提效作用，柔性供应链的价值进一步凸显，持续吸引更多新的供应商和经销商。

图表 26：授权供应商/经销商快速增加

图表 27：南极人天猫平台店铺数明显领先同行



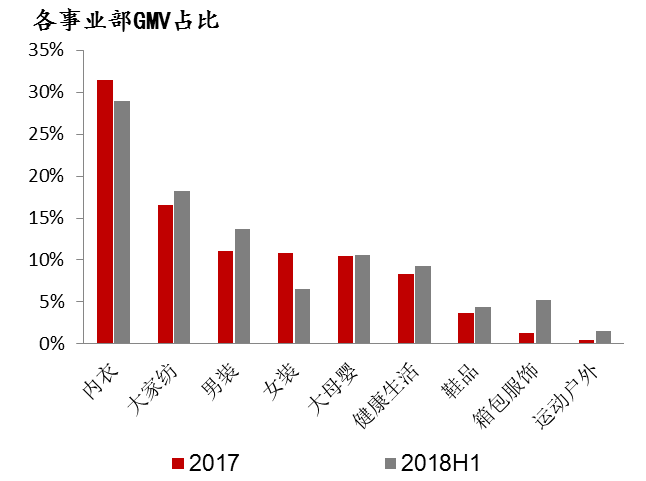
来源：公司公告 中泰证券研究所



来源：淘数据 中泰证券研究所

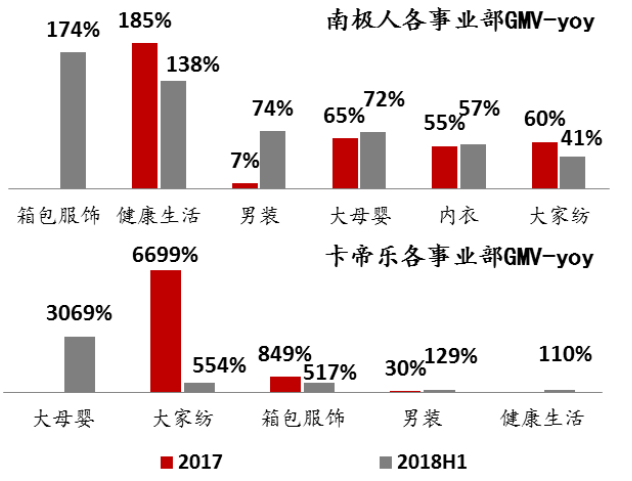
- **践行阿米巴模式，事业部管理激发进取意识。**南极电商采用事业部制，开设商家管理服务部、供应链管理服务部、消费者管理服务部等，打造专业化的中台，支撑前端内衣、家纺等事业部发展。各事业部以品类为基础灵活制定销售策略，GMV 等销售数据独立核算，并在公司内部进行排名，有效提升组织效率，激励销售额增长。内衣事业部 GMV 占比最高，达 29%，大家纺、男装、大母婴、健康生活、鞋品、箱包服饰等事业部展现了良好的成长性，GMV 占比有所提升。分品牌来看，南极人箱包服饰、健康生活男装等类目增长最快，卡帝乐鳄鱼的母婴品类实现爆发式增长、家纺、箱包服饰等类目同比增速较快。

图表 28：南极电商采用事业部管理模式



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 29：增长最快的事业部

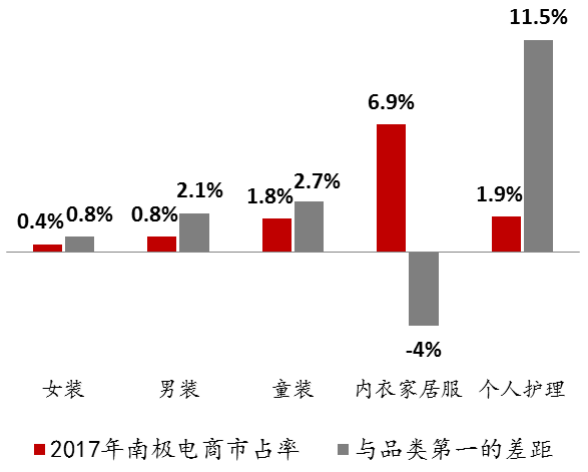


来源：公司公告 中泰证券研究所

- **立足内衣优势，优化细分类目竞争。**2017 年，南极人有 5 个授权品类跻身天猫销售额年度前 20，内衣家居服作为传统优势类目，在该品类销售额稳居第一，市占率达 6.9%，高出第二名 4%；男装、女装、童装、个人护理品类均有上榜，显示南极人在品类扩充上逐步建立起竞争优势。
- 2018H1，南极电商有 53 个细分产品类目销售额位居阿里渠道的品类 TOP10，主要得益于公司对细分品类的精细化管理。以内衣为例，公司

对内衣提炼了 17 个关键词，每一个细分类目都进行数据化管理，与对应的工厂、店铺就产品、价格、活动资源等因素及时沟通，有效巩固了品牌商品在细分类目中的竞争优势。公司已覆盖的细分类目仅占少数(不足 20%)，品类扩充的空间仍然较大。

图表 30：南极人多个品类跻身天猫年度 Top20 品牌榜单



来源：云观咨询 中泰证券研究所

图表 31：多个细分类目 GMV 居阿里前 10

第一名	**南极人：**床品套件、床单、蚊帐、床笠、手套、儿童内衣、内裤、抹胸、电热毯、热水袋、保健护具等16个类目。
第二名	**南极人：**靠垫/抱枕、床垫、凉席、儿童裤子、内裤、睡衣等9个类目。
第三名	**南极人：**儿童内裤、睡袋、针织衫/毛衣、吊带/背心/T恤、防护用品等5个类目。
4-10名	**南极人：**毛毯、鞋包皮带配件、儿童家居服、牛仔裤、休闲裤、T恤、衬衣、卫衣、文胸、毛球修剪器等18个类目； **卡帝乐：**低帮鞋、帆布鞋、凉席、腰带/皮带/腰链、拉杆箱、钱包等6个类目。

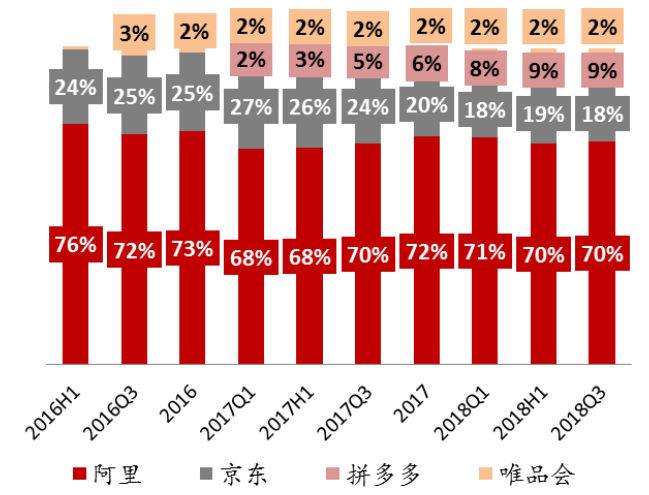
来源：公司公告 中泰证券研究所

拓宽销售渠道，全方位服务大众消费者

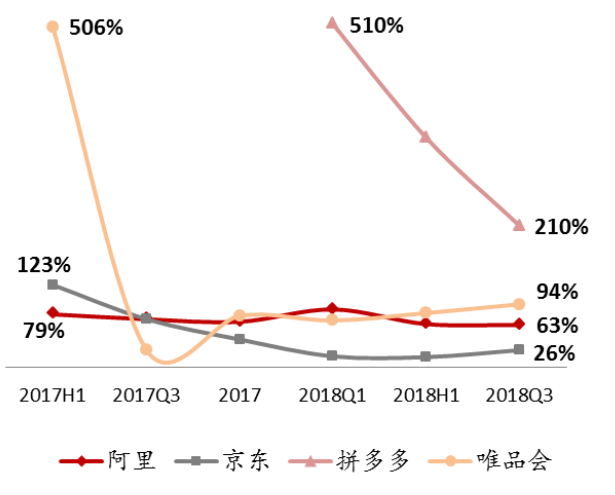
- **阿里维持领先优势，各渠道稳健拓展。**近年来南极电商授权产品销售渠道稳健拓展，GMV 保持了稳健/高速增长。南极电商作为阿里倚天会成员，优先享有流量资源和曝光机会，旗下南极人、卡帝乐等知名品牌顺应了淘宝品质化、品牌化的趋势，在阿里平台的销售优势逐渐巩固。目前来看，尽管比例有所下滑，阿里系平台仍然是南极电商最主要的销售渠道，2018Q3 占比为 70%；京东渠道 2018Q3 占比为 18%，位列第二。拼多多作为新兴社交电商渠道，覆盖了更多中低消费群体，与南极人品牌高性价比的产品属性契合度较高，在社交流量红利下，拼多多渠道 GMV 持续快速增长。线下渠道方面，卡帝乐主推精品，门店布局加速拓展，为南极人等品牌积累线下销售经验。

图表 32：阿里仍是主要销售渠道

图表 33：各渠道保持中高速增长

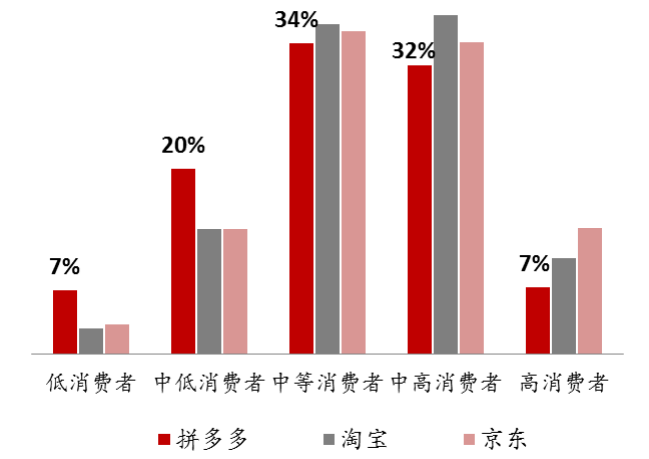


来源：公司公告 中泰证券研究所



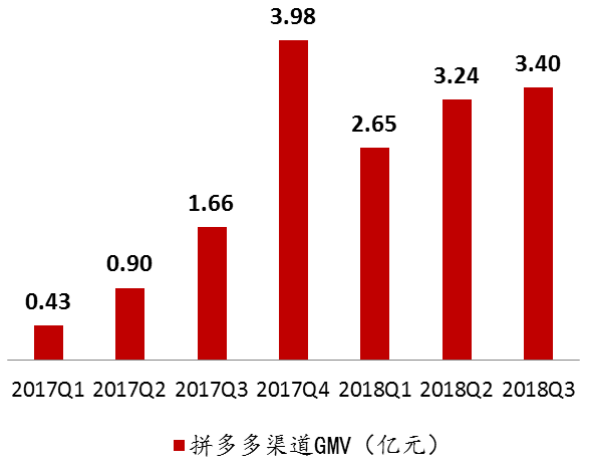
来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 34：拼多多覆盖更多中低消费群体



来源：易观千帆 中泰证券研究所

图表 35：拼多多渠道 GMV 持续快速增长

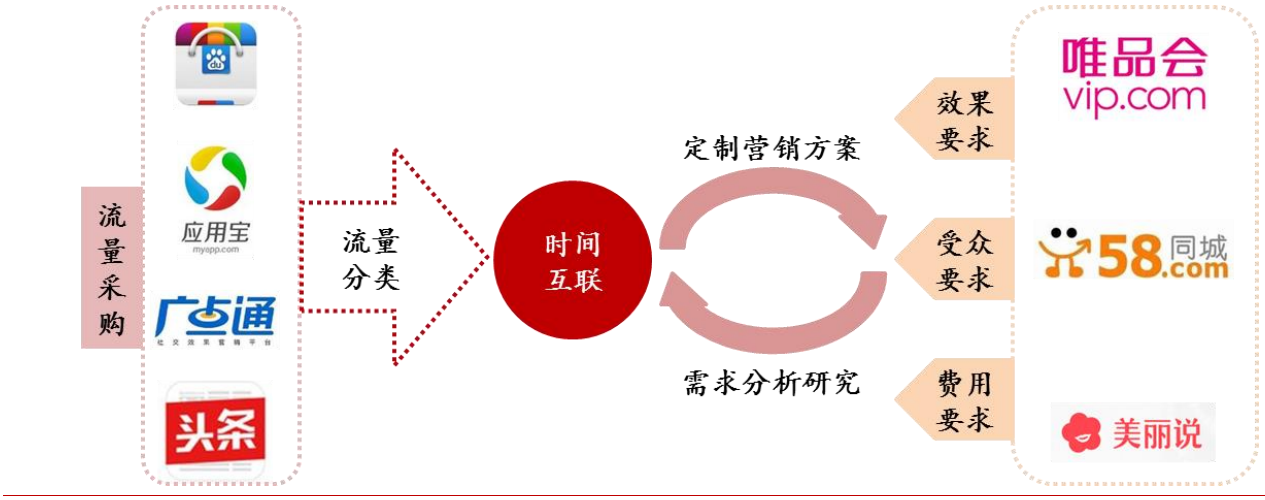


来源：公司公告 中泰证券研究所

布局移动互联网营销，打造新增长极

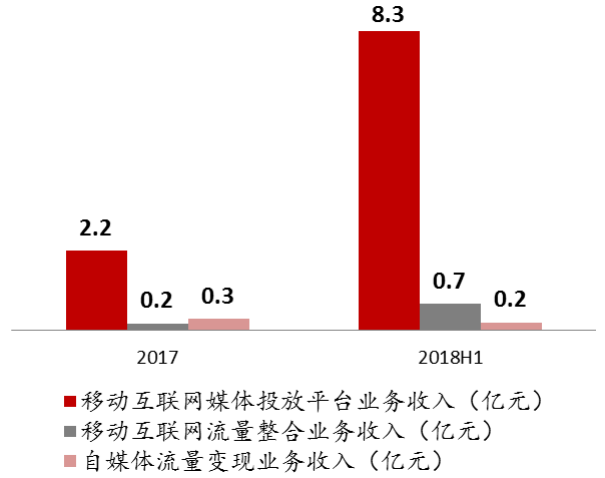
- **布局移动互联网营销，协同品牌发展，打造收入新增长极。**2017 年 9 月，南极电商完成对时间互联的收购，布局移动互联网营销业务，整合移动互联网平台流量以及分散流量，根据用户需求定制营销方案，向客户提供高效、优质、精准的营销服务。2018 上半年，时间互联客户数量近 800 家，新增客户超过 400 家，加深与主要供应商的合作，与应用宝、今日头条等原有主流以及中小流量平台的合作稳步增加，与电商、金融、网络服务等行业用户维持良好合作关系，保持细分行业的竞争优势。
- 移动互联网营销业务已成为公司新的收入增长极，但毛利率低，对公司利润端的贡献较小。移动互联网业务帮助授权供应商/经销商和外部客户拓展流量变现和营销渠道，在南极电商海量消费数据指导下，可以及时反馈和调整营销方案，与南极电商主业务协同发展，未来有望保持稳健增长。

图表 36：移动互联网流量整合业务模式



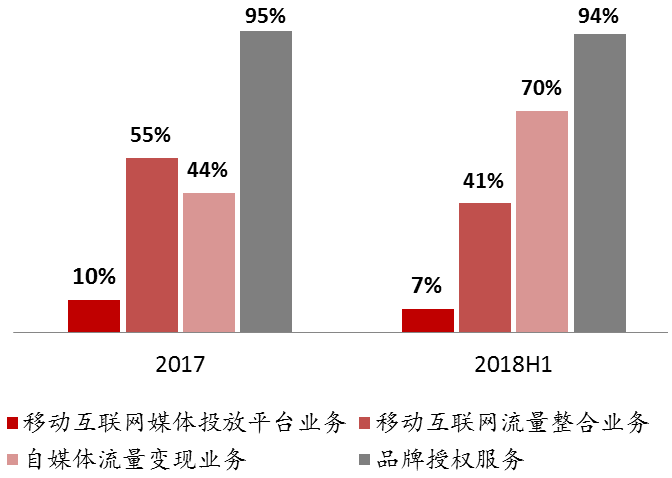
来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 37：营销业务成为新的收入增长极



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 38：新业务毛利率水平较低



来源：公司公告 中泰证券研究所

盈利预测及估值

- **我们认为，在新快消时代背景下，高性价比/高频消费品将成为大众消费的主流，南极电商品牌形象深入人心，在品牌、品类、渠道三个方向持续拓展，品牌价值将得到进一步升华。**电商环境马太效应显著，在现有品牌影响力和店铺、流量等资源优势下，南极电商市场份额有望持续提升，购买转化率和复购率或将持续优化，销售规模和服务收入保持稳健增长。当前新品类拓展让利供应商和收入确认差异对服务变现率造成的不利影响将随着品牌发展、规模提升而逐步弱化，恢复到稳定水平。**公司盈利能力稳健，未来成长性较好，维持“买入”评级。**
- 预计 2018-2020 年，南极电商授权产品 GMV 分别为 199.51/301.94/439.67 亿元，同比增长 60.86%/51.34%/45.62%；品牌授权+电商综合服务收入为 9.49/13.66/19.13 亿元，同比增长 48.44%/43.99%/40.00%，品牌授权+电商服务变现率最终稳定在 4.4%；时间互联移动互联网营销业务在经历 2018 年跨越式发展后，2019 年起回复稳健增长；保理业务、园区平台业务、货品销售等其他业务将逐步收窄。预计 2018-2020 年南极电商实现营业收入 29.91/42.87/59.79 亿

元，对应增速为 203.37%/43.35%/39.46%；实现归母净利润 8.55/12.03/16.32 亿元，同比增长 60.07%/40.66%/35.66%。

图表 39：南极电商各业务收入预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
授权产品GMV（百万元）	7206.00	12403.00	19951.40	30194.02	43967.48
YoY		72.12%	60.86%	51.34%	45.62%
品牌授权+电商综合服务收入（百万元）	466.12	639.19	948.84	1366.25	1912.75
YoY		37.13%	48.44%	43.99%	40.00%
*品牌授权+电商服务变现率	6.5%	5.2%	4.8%	4.5%	4.4%
移动互联网营销+自媒体流量变现收入（百万元）		269.98	2008.75	2905.80	4056.18
YoY			644.04%	44.66%	39.59%
其他业务收入（百万元）	35.97	64.41	33.00	15.00	10.00
YoY			-48.77%	-54.55%	-33.33%
合计（百万元）	502.09	973.58	2990.59	4287.05	5978.93
YoY		93.91%	207.17%	43.35%	39.46%

来源：公司公告 中泰证券研究所

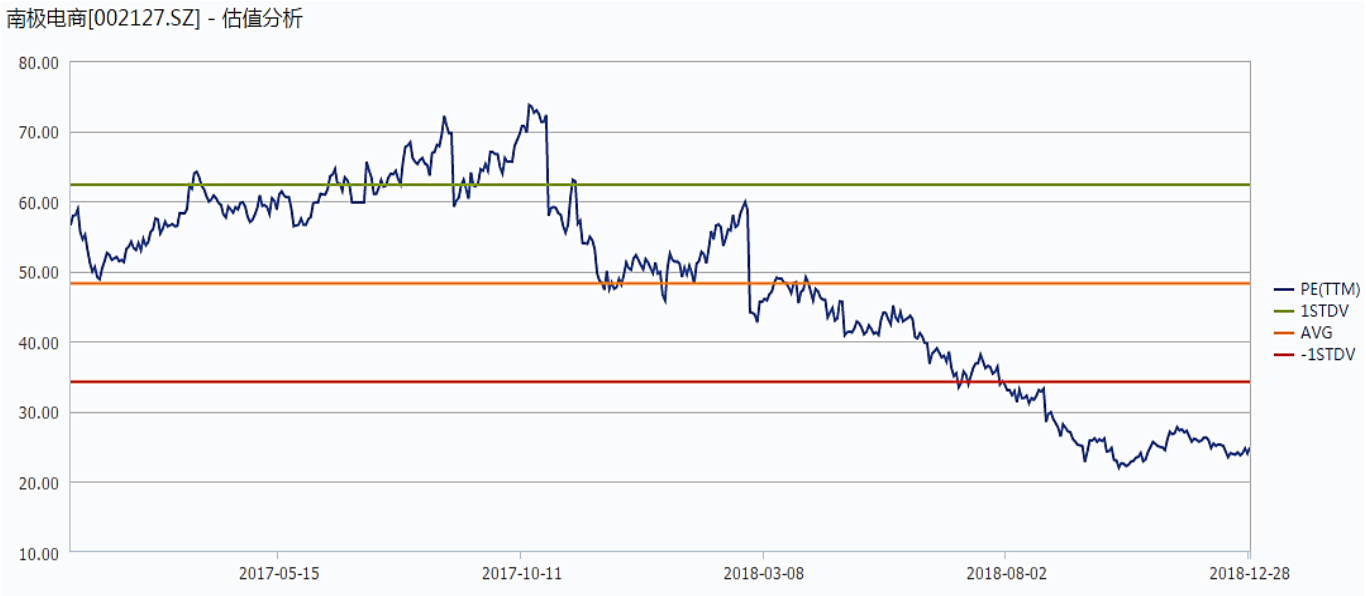
图表 40：南极电商盈利预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	520.98	985.79	2990.58	4287.04	5978.91
营业收入yoy	33.85%	89.22%	203.37%	43.35%	39.46%
归母净利润（百万元）	301.14	534.29	855.22	1202.98	1631.99
净利润增长率	75.27%	77.42%	60.07%	40.66%	35.66%
摊薄每股收益（元）	0.20	0.33	0.35	0.49	0.66
PE	44.95	26.96	25.26	17.96	13.24
PEG	0.77	0.60	0.36	0.31	0.29
每股净资产（元）	0.63	1.23	2.91	3.40	4.06
每股现金流（元）	0.19	0.22	0.75	0.77	0.86
净资产收益率	0.20	0.18	0.12	0.14	0.16
市净率	14.08	7.15	3.02	2.59	2.17

来源：公司公告 中泰证券研究所

- 品牌授权仍是南极电商的核心主营业务，时间互联业务与核心业务存在一定差异性，采用分部估值的方法更为合理。根据公司收购时间互联时达成的业绩承诺，时间互联 2018 年度、2019 年度净利润不低于 1.17/1.32 亿元。假设时间互联超额完成业绩承诺，拆分 2019 年南极电商 12.03 亿元净利润为：（1）时间互联业务净利润 1.50 亿元；（2）南极电商核心业务净利润 10.53 亿元。考虑公司历史估值情况，当前估值处于历史低位，给予南极电商核心业务 25 倍 PE，估值为 263.25 亿元，给予时间互联业务 10 倍 PE，估值为 15 亿元，预计 2019 年公司加总估值为 278.25 亿元。

图表 41：南极电商历史估值变化



来源：Wind 中泰证券研究所

风险提示

- 布局品牌/品类矩阵遇阻，品牌影响力下降，服务费率和收入下滑；
- 保理业务风控能力不足，出现大量坏账，现金流恶化；
- 渠道拓展不畅，授权产品 GMV 增速大幅放缓。

图表 42：南极电商财务预测三张表

损益表（人民币百万元）

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	**521**	**986**	**2,991**	**4,287**	**5,979**
增长率	33.8%	89.2%	203.4%	43.4%	39.5%
营业成本	-67	-295	-1,767	-2,586	-3,659
%销售收入	*12.8%*	*29.9%*	*59.1%*	*60.3%*	*61.2%*
毛利	454	691	1,224	1,701	2,320
%销售收入	*87.2%*	*70.1%*	*40.9%*	*39.7%*	*38.8%*
营业税金及附加	-4	-6	-17	-24	-34
%销售收入	*0.8%*	*0.6%*	*0.6%*	*0.6%*	*0.6%*
营业费用	-22	-31	-84	-120	-167
%销售收入	*4.2%*	*3.1%*	*2.8%*	*2.8%*	*2.8%*
管理费用	-45	-60	-105	-150	-209
%销售收入	*8.7%*	*6.1%*	*3.5%*	*3.5%*	*3.5%*
息税前利润（EBIT）	383	594	1,018	1,407	1,909
%销售收入	*73.4%*	*60.3%*	*34.0%*	*32.8%*	*31.9%*
财务费用	10	9	-18	1	1
%销售收入	*-2.0%*	*-0.9%*	*0.6%*	*0.0%*	*0.0%*
资产减值损失	51	13	29	29	29
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	10	7	7	7
%税前利润	*0.4%*	*1.6%*	*0.7%*	*0.5%*	*0.4%*
营业利润	446	626	1,037	1,444	1,946
营业利润率	*85.6%*	*63.5%*	*34.7%*	*33.7%*	*32.5%*
营业外收支	11	25	22	22	22
税前利润	**457**	**650**	**1,059**	**1,466**	**1,968**
利润率	*87.7%*	*66.0%*	*35.4%*	*34.2%*	*32.9%*
所得税	-51	-90	-143	-202	-274
所得税率	*11.2%*	*13.8%*	*13.5%*	*13.8%*	*13.9%*
净利润	303	536	857	1,206	1,636
少数股东损益	2	1	2	3	4
归属于母公司的净利润	**301**	**534**	**855**	**1,203**	**1,632**
净利率	*57.8%*	*54.2%*	*28.6%*	*28.1%*	*27.3%*

现金流量表（人民币百万元）

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	303	536	857	1,206	1,636
加:折旧和摊销	3	3	5	8	8
资产减值准备	51	13	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	-10	-9	18	-1	-1
投资收益	-2	-10	-7	-7	-7
少数股东损益	2	1	2	3	4
营运资金的变动	-218	419	977	683	481
经营活动现金净流	**457**	**538**	**1,851**	**1,889**	**2,118**
固定资本投资	1	1	-60	-60	-50
投资活动现金净流	**-666**	**-117**	**-108**	**-108**	**-98**
股利分配	0	0	0	0	0
其他	1	567	3,184	-179	1
筹资活动现金净流	**1**	**567**	**3,184**	**-179**	**1**
现金净流量	**-208**	**988**	**4,926**	**1,602**	**2,020**

资产负债表（人民币百万元）

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	474	1,461	6,387	7,989	10,009
应收款项	365	595	1,547	571	1,718
存货	57	13	2	0	0
其他流动资产	442	206	918	660	1,515
流动资产	1,337	2,274	8,854	9,220	13,242
%总资产	*65.3%*	*59.5%*	*84.2%*	*83.9%*	*87.7%*
长期投资	10	24	24	24	24
固定资产	5	4	29	52	75
%总资产	*0.2%*	*0.1%*	*0.3%*	*0.5%*	*0.5%*
无形资产	510	565	620	674	728
非流动资产	710	1,546	1,656	1,763	1,860
%总资产	*34.7%*	*40.5%*	*15.8%*	*16.1%*	*12.3%*
资产总计	**2,047**	**3,821**	**10,510**	**10,983**	**15,102**
短期借款	0	66	0	0	0
应付款项	408	407	3,038	2,484	4,967
其他流动负债	74	118	118	118	118
流动负债	483	590	3,155	2,602	5,084
长期贷款	0	179	179	0	0
其他长期负债	0	1	1	1	1
负债	**483**	**770**	**3,336**	**2,603**	**5,086**
普通股股东权益	1,534	3,021	7,143	8,346	9,978
少数股东权益	30	29	31	34	38
负债股东权益合计	**2,047**	**3,821**	**10,510**	**10,983**	**15,102**

比率分析

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
每股指标					
每股收益(元)	0.20	0.33	0.35	0.49	0.66
每股净资产(元)	0.63	1.23	2.91	3.40	4.06
每股经营现金净流(元)	0.19	0.22	0.75	0.77	0.86
每股股利(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
回报率					
净资产收益率	19.63%	17.68%	11.97%	14.41%	16.36%
总资产收益率	14.81%	14.02%	8.16%	10.98%	10.83%
投入资本收益率	59.41%	50.42%	48.43%	132.58%	505.55%
增长率					
营业总收入增长率	33.85%	89.22%	203.37%	43.35%	39.46%
EBIT增长率	69.11%	77.66%	68.33%	39.03%	36.25%
净利润增长率	75.27%	77.42%	60.07%	40.66%	35.66%
总资产增长率	49.10%	86.66%	175.10%	4.50%	37.50%
资产管理能力					
应收账款周转天数	276.3	166.3	120.0	80.0	60.0
存货周转天数	43.2	12.7	0.9	0.1	
应付账款周转天数	198.0	37.4	5.0	5.0	5.0
固定资产周转天数	3.5	1.5	2.0	3.4	3.8
偿债能力					
净负债/股东权益	-93.41%	-201.32%	-108.83%	-119.42%	-136.32%
EBIT利息保障倍数	-32.5	-68.0	56.8	-2,331.0	-3,742.0
资产负债率	23.57%	20.17%	31.74%	23.70%	33.68%

来源：公司公告 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。