

# 南极电商 (002127)

## 国民品牌，反转换新

### 买入 (首次)

2025年01月24日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

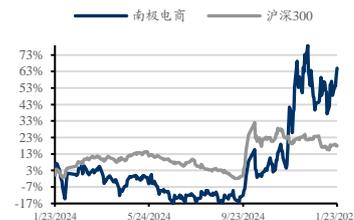
证券分析师 阳靖

执业证书: S0600523020005

yangjing@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	3310	2692	3239	4913	6164
同比 (%)	(14.88)	(18.66)	20.31	51.69	25.45
归母净利润 (百万元)	(297.62)	111.58	(211.90)	299.32	596.68
同比 (%)	(162.39)	137.49	(289.91)	241.26	99.34
EPS-最新摊薄 (元/股)	(0.12)	0.05	(0.09)	0.12	0.24
P/E (现价&最新摊薄)	(40.33)	107.59	(56.65)	40.11	20.12

### 股价走势



### 投资要点

- “南极人轻奢”发力，国民品牌有望重塑：**南极人品牌始于1998年，是中国最早成立的内衣企业之一。2008年，公司开始品牌授权模式，目前旗下拥有国民品牌“南极人”以及国际品牌“卡帝乐鳄鱼”、“百家好”等十余项知名品牌。公司传统主力南极人品牌2020年以来由于体系内工厂无序内卷导致产品品质下降，进而导致GMV、货币化率和业绩的下滑。2024年公司开始发力南极人轻奢系列，通过自营模式严控品质有望实现品牌重塑。2024年12月31日，公司完成老货品以及不符合要求的老代理商100%强清退，目前主流平台均为南极人轻奢系列新产品。
- “南极人轻奢”，产品&管理模式上都有较大革新和改善：**南极人品牌核心品类从原有的授权合作模式转变为自采与加盟模式。增强对产品质量和供应商资质的把控。目前南极人轻奢里程碑系列由公司内专门的设计团队打造，主理人曾操刀世界顶级奢侈品品牌，设计团队成员来自国内外top品牌；原料也由公司自采并进行深度把控。2024年10月，南极人抖音销售额环比实现翻倍以上增长，至2024年12月底南极人轻奢系列全网日均GMV已超2000万元。
- 百家好品牌实现稳健增长：**百家好是公司2022年完成收购的韩国女装品牌。公司完成收购后关停了原有线下门店，转为以供应链工厂加盟模式，以抖音渠道为主。根据第三方数据统计，2024年9-12月百家好销售额在抖音女装大类中均处于前11名。根据公司投关活动记录，2023年百家好已完成25亿元GMV（2022年以前百家好以线下为主，几乎全是增量）；2024年公司完成47亿元GMV，同比+88%。
- 看好南极人轻奢&百家好的强管控模式，达到比传统品牌授权更高的高度：**我国是世界上最大的服装生产国和出口国，具备世界领先的服装供应链。然而，如何把商品卖给消费者，才是真正的难点所在。因此，品牌是目前整个产业链的稀缺环节，也是壁垒和持续盈利能力之所在。消费者之所以愿意为了品牌支付溢价，是因为相信这个品牌能提供质量靠谱的产品。而相比传统南极人，南极人轻奢最大的变化在于品质大幅提升。品质和长远发展的角度上看，南极人轻奢模式是个比传统南极人更好的模式。
- 盈利预测与投资评级：**公司预计2024年全年实现收入32至35亿元，同比+19~30%；归母净利润-1.9至-2.5亿元。亏损主要来自商誉减值和南极人轻奢的前期营销投放费用。我们预计公司2024-26年归母净利润为-2.1/3.0/6.0亿元，2025年实现扭亏，2026年归母净利润增长99%。1月22日收盘价对应2025/26年P/E为40/20倍。考虑到南极人作为国民品牌具备广泛知名度、轻奢系列的品牌升级有望提升品牌价值和盈利能力，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**行业需求波动，行业竞争加剧，营销费用控制，新品牌/新模式的发展目前仍然存在不确定性。

### 市场数据

收盘价(元)	5.00
一年最低/最高价	2.48/5.61
市净率(倍)	2.74
流通A股市值(百万元)	9,973.52
总市值(百万元)	12,274.35

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	1.82
资产负债率(% ,LF)	14.52
总股本(百万股)	2,454.87
流通A股(百万股)	1,994.70

### 相关研究

《南极电商(002127): 发布员工持股计划, 助力战略转型推进》

2023-10-10

《南极电商(002127): 2021年三季报点评: 拼多多&抖快渠道GMV持续增长, 静待货币化率改善》

2021-10-29

## 内容目录

1. “南极人轻奢”发力，国民品牌有望重塑 .....	4
1.1. 主业为品牌授权，“南极人轻奢”及“百家好”向上势能明确.....	4
1.2. 2023 年完成股权激励，新团队完成利益绑定.....	6
1.3. 供应链调整及轻奢品牌塑造投入影响短期利润，关注后续经营拐点.....	7
2. 旗下品牌拆解：南极人轻奢启程，百家好持续发力 .....	10
2.1. 南极人轻奢：摆脱历史包袱，注重品质打造全新品牌形象.....	10
2.2. 百家好：加盟模式女装品牌，目前处于高速增长阶段.....	13
2.3. 卡帝乐鳄鱼：男士运动正装潜力股.....	16
3. 思辨 .....	17
3.1. 为什么行业需要“南极人”？ .....	17
3.2. 如何看待“南极人轻奢”相比传统品牌授权模式的优势？ .....	18
4. 盈利预测 .....	19
4.1. 核心假设.....	19
4.2. 盈利预测与投资评级.....	19
5. 风险提示 .....	20

## 图表目录

图 1: 南极电商业务构成.....	4
图 2: 南极人轻奢“极工坊”，改进设计版型.....	5
图 3: 轻奢系列提升做工用料.....	5
图 4: 南极人轻奢邀请谢霆锋作为代言人.....	5
图 5: 南极人轻奢在梯媒、交通枢纽进行广告投放.....	5
图 6: “百家好”品牌在抖音渠道持续发力.....	6
图 7: 南极电商股权结构（截至 2024Q3）.....	6
图 8: 公司第四期（2023 年）员工持股计划授予对象.....	7
图 9: 公司第四期（2023 年）员工持股计划解锁条件.....	7
图 10: 公司收入及增速.....	8
图 11: 公司归母净利润及增速.....	8
图 12: 公司利润率变化.....	8
图 13: 公司费用率变化.....	8
图 14: 公司本部收入及增速（不含分部间抵消）.....	9
图 15: 公司本部利润及增速（不含分部间抵消）.....	9
图 16: 时间互联收入及增速（不含分部间抵消）.....	9
图 17: 时间互联利润及增速（不含分部间抵消）.....	9
图 18: 公司本部&时间互联：毛利率对比.....	9
图 19: 公司本部&时间互联：净利率对比.....	9
图 20: 南极电商历史 gmV 及增速.....	10
图 21: 2020 年之后公司货币化率下降.....	10
图 22: 南极人品牌抖音 gmV（注：抖音上主要以轻奢新货盘为主）.....	10
图 23: 南极人轻奢邀请谢霆锋作为代言人.....	11
图 24: 南极人轻奢在梯媒、交通枢纽进行广告投放.....	11
图 25: 南极人轻奢“极工坊”，改进设计版型.....	12
图 26: 轻奢系列提升做工用料.....	12
图 27: 南极人 2024 年 12 月抖音销售额 top10 单品.....	12
图 28: 百家好品牌抖音 gmV（注：抖音上主要以轻奢新货盘为主）.....	13
图 29: 抖音女装品类品牌销售额排行：百家好稳定在大类前 10 名左右，平销比大促表现更好.....	14
图 30: 百家好 2024 年 12 月抖音销售额 top10 单品.....	15
图 31: 卡帝乐品牌抖音 gmV（注：抖音上主要以轻奢新货盘为主）.....	16
图 32: 卡帝乐鳄鱼 2024 年 12 月抖音销售额 top5 单品.....	17
图 33: 2023 年品牌、渠道、供应链企业毛利率对比.....	18
图 34: 2023 年品牌、渠道、供应链企业净利率对比.....	18
图 35: 核心假设.....	19
表 1: 行业公司估值表（更新至 2025.01.22）.....	20

## 1. “南极人轻奢”发力，国民品牌有望重塑

### 1.1. 主业为品牌授权，“南极人轻奢”及“百家好”向上势能明确

南极人目前主业为品牌授权业务。南极人品牌始于 1998 年，是中国最早成立的内衣企业之一。公司早期是电视广告的受益者之一，伴随“南极人，不怕冷”的广告词一度火遍大江南北。2008 年，公司开始品牌授权模式，目前旗下拥有国民品牌“南极人”以及国际品牌“卡帝乐鳄鱼”、“百家好”等十余项知名品牌。公司于 2015 年借壳上市，2017 年公司并购时间互联，进入互联网媒体投放平台业务。目前时间互联贡献主要的收入，但利润仍主要来自南极电商本部的品牌授权板块。

图1：南极电商业务构成



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司近期的重要变化来自南极人轻奢。公司传统主力南极人品牌，自 2020 年来遭遇 GMV 及货币化率下滑，这也使公司的业绩连年下滑。这是因为传统的品牌授权模式缺乏对供应链工厂的把控，导致工厂之间出现恶性竞争、劣币驱逐良币，进而造成优质工厂流失、品牌口碑恶化、体系内只剩下一些低质工厂；到最后消费者群体对于老南极人品牌的定位已经是“便宜没好货”。此外，对于吊牌较为粗放的管理，也加剧了公司货币化率下滑的速度，徒有高 gmV 但收入快速下滑。

根据公司投资者交流，2024 年 12 月 31 日，老货品以及不符合要求的老代理商 100% 强清退，目前完成度较高，主流平台均为南极人轻奢系列新产品。

南极人轻奢的产品&管理模式上都有较大革新和改善。

Logo 方面，南极人轻奢采用更现代、更纤细的极简设计（见图 1 左下），一改老 logo（图 1 左上）较为传统的观感，提升品牌整体品质感。

模式上，加强对供应链的把控。公司将南极人品牌的男装、女装、内衣品类从原有

的授权合作模式转变为自采与加盟模式，自采产品是“大单品大爆款”的策略；从产品源头的原料采购、设计打版、加工订单、物流等进行中心化的管理与投入，做高品质、高性价比的标品，发挥成本优势与规模化优势；加盟模式是“小单品小爆款”策略。邀请头部客户合作，做个性化产品，满足消费者更多样化、个性化的需求。家纺、箱包、鞋配等品类做战略授权合作。

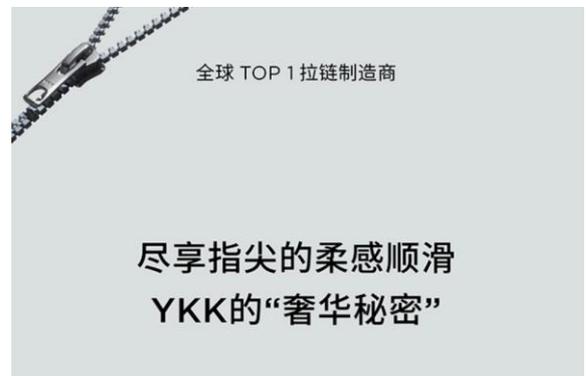
**产品方面，南极人轻奢系列的设计和用料都有较大突破。**设计方面，里程碑系列产品均由自营“极工坊”出品，主理人曾操刀世界顶级奢侈品品牌，设计团队成员来自国内外 top 品牌，剪裁设计和管理水准对标奢侈品品牌。用料方面，自营里程碑系列的产品用料由公司深度把控，采用诸如 YKK 拉链等高品质原料。得益于产品质量改善，轻奢系列消费者反馈的整体好评率在 95% 以上。

图2: 南极人轻奢“极工坊”，改进设计版型



数据来源：公司微博，东吴证券研究所

图3: 轻奢系列提升做工用料



数据来源：官方公众号，东吴证券研究所

**加大硬广投入，南极人轻奢进入起势阶段。**南极人轻奢邀请谢霆锋作为代言人，并在梯媒、交通枢纽等场所进行硬广投入。硬广投入影响了公司短期利润，但加快了轻奢系列的成长速度。短期广告投放加大了公司的费用开支，未来随轻奢系列进入正循环，硬广投放逐渐淡出之后，有望兑现业绩。

图4: 南极人轻奢邀请谢霆锋作为代言人



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图5: 南极人轻奢在梯媒、交通枢纽进行广告投放



数据来源：网络图片，东吴证券研究所

公司旗下“百家好”品牌近期也有亮眼表现。百家好是公司 2022 年完成收购的韩国女装品牌。公司完成收购后关停了原有线下门店，转为以抖音为主的线上供应链工厂加盟模式。目前百家好在抖音渠道快速成长，已经稳居抖音女装 top 品牌行列。根据公司投关活动记录表，2023 年百家好已完成 25 亿元 GMV（2022 年以前百家好以线下为主，几乎全是增量）；2024 年公司完成 47 亿元 GMV，同比+88%。

图6：“百家好”品牌在抖音渠道持续发力

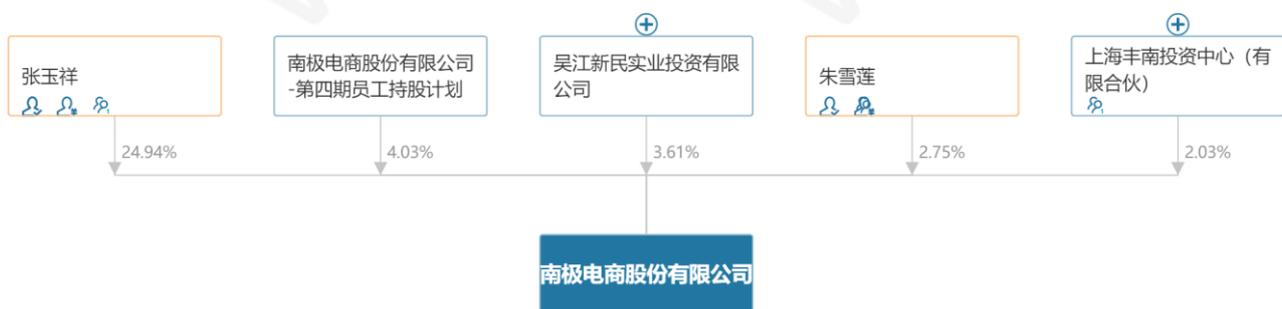


数据来源：抖音，东吴证券研究所

## 1.2. 2023 年完成股权激励，新团队完成利益绑定

南极电商股权架构清晰。截至 2024Q3，公司创始人张玉祥先生持有 25% 股份，是公司的实控人。张玉祥先生曾任上海内衣协会理事会理事、上海服装行业协会第五届理事会副会长。现任上海强祥机械设备有限公司执行董事兼总经理，2020 年 9 月至 2021 年 7 月、2022 年 3 月至 2022 年 8 月兼任公司董事会秘书，2016 年 2 月至今任公司董事长、总经理。

图7：南极电商股权结构（截至 2024Q3）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2023 年公司对“轻奢”等团队核心成员完成了股权绑定。在南极人品牌形象焕新的背后，公司团队也有所更新，在产品供应链等环节都有新骨干加入（如上文提到的产品主理人等）。2023 年公司完成第四期员工持股计划，对团队核心骨干完成股份授予。

图8：公司第四期（2023年）员工持股计划授予对象

序号	持有人	职务	拟持有份额上限 (万份)	拟持有份额占本 持股计划比例	拟持有股数上限 (万股)
1	张玉祥	董事长、总经理	1,080	10.00%	600
2	虞晗青	董事	432	4.00%	240
3	毛东芳	董事	90	0.83%	50
4	胡向怀	监事	72	0.67%	40
5	沈佳茗	财务负责人	126	1.17%	70
6	朱星毓	董事会秘书	72	0.67%	40
中层管理人员及核心骨干（64人）			6,768	62.67%	3,760
小计（70人，不含预留份额）			8,640	80.00%	4,800
预留份额			2,160	20.00%	1,200
合计			10,800	100.00%	6,000

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图9：公司第四期（2023年）员工持股计划解锁条件

解锁期	考核年度	解锁条件
第一个解锁期	2023	净利润1亿元以上；或营业收入25亿元以上。
第二个解锁期	2024	净利润较2023年度同比增长达到50%以上（含50%）； 或营业收入较2023年度同比增长达到10%以上（含10%）。
第三个解锁期	2025	净利润较2024年度同比增长达到30%以上（含30%）； 或营业收入较2024年度同比增长达到10%以上（含10%）。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 1.3. 供应链调整及轻奢品牌塑造投入影响短期利润，关注后续经营拐点

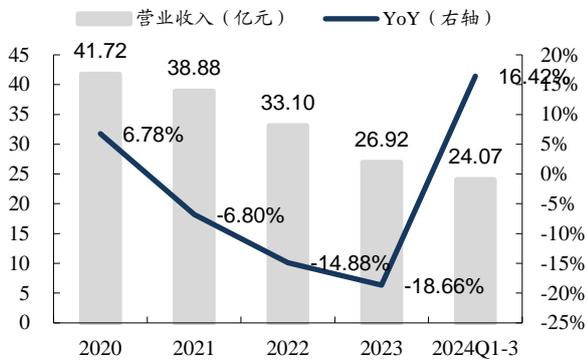
根据业绩预告，公司预计2024年全年实现收入为32至35亿元，同比+19~30%；归母净利润-1.9至-2.5亿元，2023年同期为盈利1.1亿元；扣非净利润为-2.3至-2.9亿元，2023年同期为盈利0.74亿元。对应2024Q4，公司预计实现收入7.9至10.9亿元，同比+27~75%。归母净利润-2.44亿元至-3.04亿元，2023年同期为盈利0.28亿元；扣非净利润预计为-2.65至-3.25亿元，2023年同期为盈利0.13亿元。

公司历史上的收入和利润下降，主要是因为老南极人的 gmV 和货币化率下降。2024Q1-3 收入实现 16% 同比增长，2024Q4 增速加速，我们认为主要受益于南极人里程碑系列自营产品销售额实现“从 0 到 1”的增长。

2024Q1-3 公司利润下降的原因，我们认为主要是公司硬广、代言人等方向的营销投

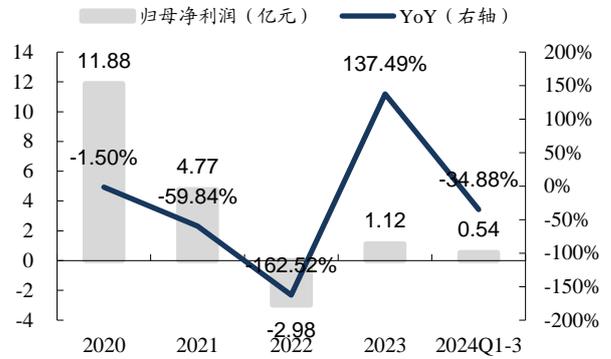
放。2024Q4 亏损扩大原因：①约 1 亿元经营亏损，主要是加大硬广、梯媒、代言人等投入，打造南极人轻奢品牌；②时间互联商誉减值约 1 亿元。

图10: 公司收入及增速



数据来源：公司公告，wind，东吴证券研究所

图11: 公司归母净利润及增速



数据来源：公司公告，wind，东吴证券研究所

公司历史上的利润率波动和业务结构变化有关。公司本部收入低但利润率高，而时间互联业务收入高但利润率低。近年来由于老南极人衰退、本部业绩占比下降，使得报表端利润率下降。

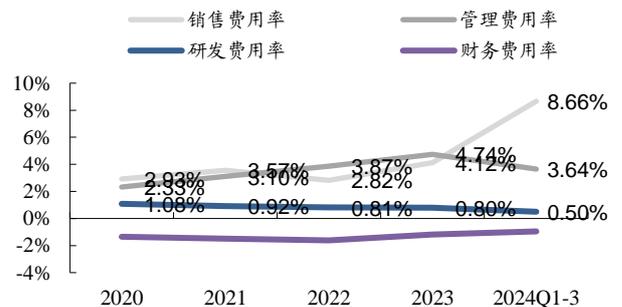
2024Q1-3 比较明显的变化是销售费用率提升，这主要和公司硬广、代言人等一系列营销投放相关。2023 年管理费用率较高，我们认为主要是和员工持股计划等团队搭建开支相关。

图12: 公司利润率变化



数据来源：公司公告，wind，东吴证券研究所

图13: 公司费用率变化



数据来源：公司公告，wind，东吴证券研究所

公司业务主要分为：①南极人本部，②时间互联业务。本部业务主要是品牌授权及经销商授权业务，是公司的主要利润来源。本部品牌授权业务的利润率较高，因此本部的毛利率常年保持在 80% 以上。时间互联互联网媒体投放平台业务素有低利润率的特征，近 5 年来毛利率不高于 10%，净利率不高于 5%。未来随着其在苹果等新业务线的拓展，时间互联的盈利能力或将有所恢复。

图14: 公司本部收入及增速 (不含分部间抵消)



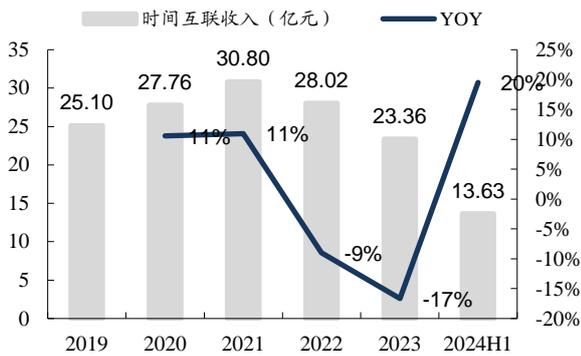
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图15: 公司本部利润及增速 (不含分部间抵消)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图16: 时间互联收入及增速 (不含分部间抵消)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图17: 时间互联利润及增速 (不含分部间抵消)



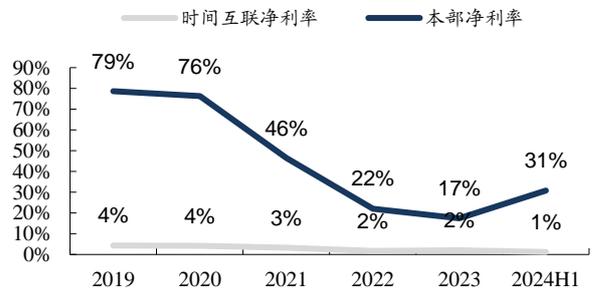
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图18: 公司本部&时间互联: 毛利率对比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图19: 公司本部&时间互联: 净利率对比



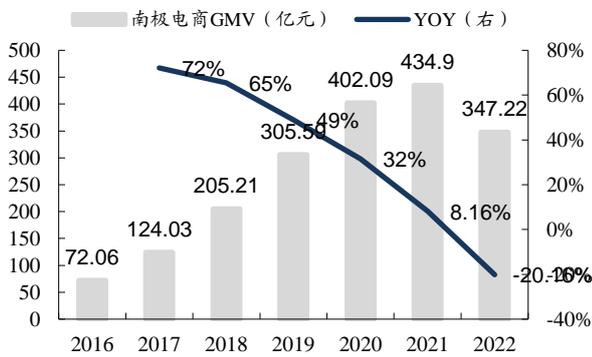
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 2. 旗下品牌拆解：南极人轻奢启程，百家好持续发力

### 2.1. 南极人轻奢：摆脱历史包袱，注重品质打造全新品牌形象

公司传统主力品牌南极人，自 2020 年来遭遇 GMV 及货币化率下滑。这是因为传统的品牌授权模式缺乏对供应链工厂的把控，导致工厂之间出现恶性竞争、劣币驱逐良币，进而造成优质工厂流失、品牌口碑恶化、体系内只剩下一些低质工厂；到最后消费者群体对于老南极人品牌的定位已经是“便宜没好货”。此外，对于吊牌较为粗放的管理，也加剧了公司货币化率下滑的速度，徒有高 gmV 但收入快速下滑。

图20：南极电商历史 gmV 及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

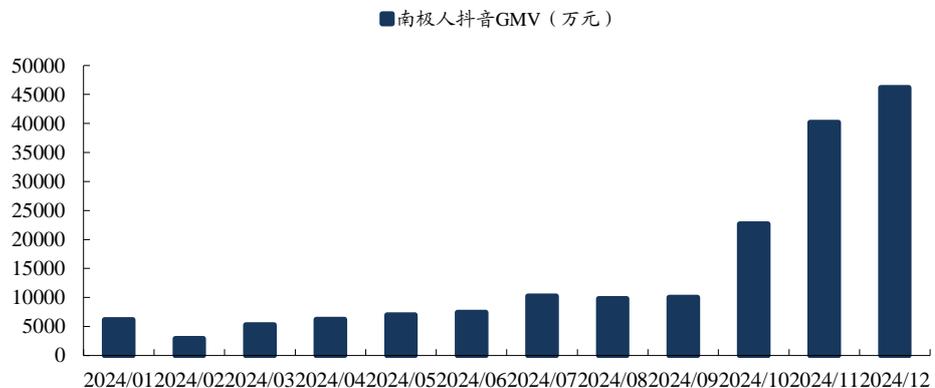
图21：2020 年之后公司货币化率下降



数据来源：公司公告，东吴证券研究所。注：货币化率=(品牌综合服务收入+经销商授权收入)/GMV

在品质升级+营销投放的组合拳之下，南极人轻奢的销售额在 2024Q4 实现突破。2024 年南极人轻奢系列产品主要在抖音渠道销售。2024 年 10 月南极人抖音销售额环比实现翻倍以上增长，至 2024 年 12 月底南极人轻奢系列全网日均 GMV 已超 2000 万元。

图22：南极人品牌抖音 gmV（注：抖音上主要以轻奢新货盘为主）



数据来源：第三方数据库，东吴证券研究所

**2025 年南极人轻奢有望实现更快速的增长。**①产品供给方面，随着加盟模式磨合推进，将会有更多加盟商退出产品，加盟产品占比提升；②品牌&渠道方面：老南极人将于 2024 年底授权到期退出流通，新的南极人轻奢将迎来更好的发展环境，并进入天猫等渠道实现进一步扩张。

**南极人轻奢的产品&管理模式上都有较大革新和改善。**

**模式上，加强对供应链的把控。**公司将南极人品牌的男装、女装、内衣品类从原有的授权合作模式转变为自采与加盟模式，自采产品是“大单品大爆款”的策略；从产品源头的原料采购、设计打版、加工订单、物流等进行中心化的管理与投入，做高品质、高性价比的标品，发挥成本优势与规模化优势；加盟模式是“小单品小爆款”策略。邀请头部客户合作，做个性化产品，满足消费者更多样化、个性化的需求。家纺、箱包、鞋配等品类做战略授权合作。

**产品方面，南极人轻奢系列的设计和用料都有较大突破。**设计方面，里程碑系列产品均由自营“极工坊”出品，主理人曾操刀世界顶级奢侈品品牌，设计团队成员来自国内外 top 品牌，剪裁设计和管理水准对标奢侈品品牌。用料方面，自营里程碑系列的产品用料由公司深度把控，采用诸如 YKK 拉链等高品质原料。得益于产品质量改善，轻奢系列消费者反馈的整体好评率在 95%以上。

图23: 南极人轻奢邀请谢霆锋作为代言人



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图24: 南极人轻奢在梯媒、交通枢纽进行广告投放



数据来源：网络图片，东吴证券研究所

**加大硬广投入，南极人轻奢进入起势阶段。**南极人轻奢邀请谢霆锋作为代言人，并在梯媒、交通枢纽等场所进行硬广投入。硬广投入影响了公司短期利润，但加快了轻奢系列的成长速度。短期广告投放加大了公司的费用开支，未来随轻奢系列进入正循环、硬广投放逐渐淡出之后，有望兑现业绩。

图25: 南极人轻奢“极工坊”，改进设计版型



数据来源：公司微博，东吴证券研究所

图26: 轻奢系列提升做工用料



数据来源：官方公众号，东吴证券研究所

南极人轻奢以基础品为主，自采产品有一定占比，TOP10 单品集中度较高。南极人品牌 2024 年 12 月抖音 TOP10 单品中，基本都由轻奢系列新产品构成。其中品类上主要是内衣、打底裤、保暖衣等刚需性质的衣服。值得注意的是，作为基础款功能性服装，其 TOP10 产品的销售额集中度要高于更看重时尚性的百家好和卡帝乐鳄鱼。

图27: 南极人 2024 年 12 月抖音销售额 top10 单品

序号	产品图	产品名	店铺名称	售价 (元)	销售额 (万元)
1		南极人秋冬季长袖圆领轻薄款无痕保暖紧身高弹修身女士塑身美肤衣	南极人塑身美体旗舰店	32.91	3430
2		【董璇同款买 1 送 1】南极人塑身打底裤裸感超自然光腿神器加厚透肤袜	南极人官网商城旗舰店	69.05	3429
3		NANJIREN/南极人女款内穿秋冬季保暖内衣套装含羊绒圆领秋衣秋裤	南极人时尚旗舰店	78.58	3117
4		【轻奢男款保暖套】男士内穿秋冬季保暖内衣套装含羊绒圆领秋衣秋裤	南极人服饰旗舰店	72.14	2787
5		【董璇同款】户外保暖高腰提臀显瘦高弹鲨鱼裤秋冬加绒加厚打底裤	南极人奥莱旗舰店	85.14	2446
6		南极人女士无痕保暖裤【7A 抗菌】轻奢打底裤弹性高腰秋裤女修身长裤	南极人雷朋内衣专卖店	48.93	2176

7		唤醒野兽真按摩颗粒男性生殖物理养护 10A 抗菌南极人生蚝内裤	南极人百鑫胜内衣专卖店	68.72	1404
8		南极人【两套更优惠】秋冬季无痕保暖紧身高弹修身女士塑身美肤衣	南极人塑身美体旗舰店	73.7	1015
9		【100%羊毛填充】升级款保暖背心男士无痕打底加厚贴身护肚护腰暖胃	南极人德荣顺内衣店	70.23	885
10		【长袖】南极人石墨烯保暖内衣百搭无痕秋冬季上衣秋冬打底无钢圈	南极人健鼎内衣专卖店	46.69	872

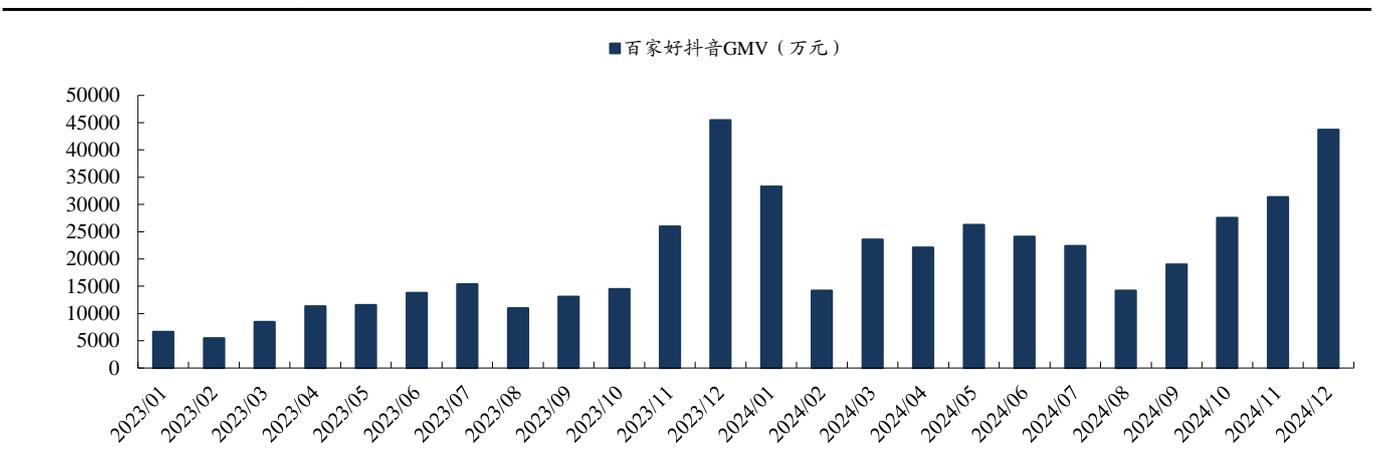
数据来源：第三方数据库，东吴证券研究所

## 2.2. 百家好：加盟模式女装品牌，目前处于高速成长阶段

公司旗下“百家好”品牌近期表现亮眼。百家好是公司 2022 年完成收购的韩国女装品牌。公司完成收购后关停了原有线下门店，转为以供应链工厂加盟模式，以抖音渠道为主。根据公司投关活动记录表，2023 年百家好已完成 25 亿元 GMV（2022 年以前百家好以线下为主，几乎全是增量）；2024 年公司完成 47 亿元 GMV，同比+88%。

目前百家好已经稳定跻身抖音女装 top 品牌行列。百家好主要经营时尚女装，产品以外套为主。根据第三方数据统计，2024 年 9-12 月百家好销售额在抖音女装大类中均处于前 11 名的位置；而如果看百家好主要做的女时装外衣类目，其排名或许更高。值得注意的是百家好在平销为主的 9、12 月，排名要好于双 11 大促的 10-11 月。南极人旗下品牌整体上都更注重平销（而非大促）。

图28：百家好品牌抖音 gmv（注：抖音上主要以轻奢新货盘为主）



数据来源：第三方数据库，东吴证券研究所

图29: 抖音女装品类品牌销售额排行: 百家好稳定在大类前 10 名左右, 平销比大促表现更好

排名	2024-09	2024-10	2024-11	2024-12
1	Alessandro Paccuci	YAYA/鸭鸭	YAYA/鸭鸭	YAYA/鸭鸭
2	YAYA/鸭鸭	Alessandro Paccuci	波司登	波司登
3	MieleKohler	波司登	Alessandro Paccuci	SNOW FLYING/雪中飞
4	Say nono	MieleKohler	Goldfarm/高梵	Goldfarm/高梵
5	波司登	Say nono	COCO ZONE	V/雅鹿
6	美洋	美洋	ERAL/艾莱依	Alessandro Paccuci
7	<b>Basic House/百家好</b>	COCO ZONE	V/雅鹿	TANBOER/坦博尔
8	LucasEmilyLouie	JCSO	SNOW FLYING/雪中飞	ERAL/艾莱依
9	MO&Co./摩安珂	SNOW FLYING/雪中飞	ME HOME YANG	<b>Basic House/百家好</b>
10	我是摩羯	Goldfarm/高梵	TANBOER/坦博尔	MERRYCHENG/美力城
11	COCO ZONE	<b>Basic House/百家好</b>	<b>Basic House/百家好</b>	COCO ZONE
12	UR	ROMI STUDIO	美洋	ME HOME YANG
13	ROMI STUDIO	TEENIE WEENIE	ROMI STUDIO	ROBINHOOD/罗宾汉
14	NIANN NIANN	ME HOME YANG	我是摩羯	MieleKohler
15	GIRDEAR/哥弟	我是摩羯	JILYUMA/几里与麻	我是摩羯

数据来源: 第三方数据库, 东吴证券研究所

百家好 top 单品均为女外套, 客单价高达 500 元以上。百家好在被南极人收购前线下销售均价在 1000 元以上, 拥有良好的基础, 因此现在能站住 500 元及以上的价格带。整体上看, 百家好 TOP10 产品集中度要低于南极人轻奢, 这是时装的特性所决定的。

百家好主要采用加盟模式。女装作为一个对设计和个性化要求更高的品类, 加盟模式有利于多种款式开发、满足个性化需求。百家好的加盟模式对产品质量的把控更为严格, 并做到一款一审, 杜绝供应商相互抄款, 保证原创活力。

目前百家好主要开发了女装外着品类, 根据消费者需求, 将考虑开发家居生活场景等, 比如家居服、床品等。

图30: 百家好 2024 年 12 月抖音销售额 top10 单品

序号	产品图	产品名	店铺名称	售价 (元)	销售额 (万元)
1		Basic House/百家好 YL2024 年冬季新款连帽长款时尚保暖加厚羽绒服	百家好 Basic House 小木头专卖店	789.10	1203
2		Basic House/百家好秋冬季立领带帽时尚气质高级羊羔毛大衣女 A	Basic House 百家好金选专卖店	797.02	869
3		【现货】Basic House/百家好韩版宽松保暖毛领棉服-B0624516902	百家好 Basic House 服饰奥莱旗舰店	599.79	680
4		B 长款立领羽绒服保暖面包服休闲网红款羽绒服	Basic House 百家好金选专卖店	699.02	669
5		Basic House/百家好秋冬季立领时尚气质高级羊羔毛大衣女 A	Basic House 百家好金选专卖店	730.14	623
6		Basic House/百家好秋冬季立领时尚气质高级羊羔毛大衣女 C	Basic House 百家好金选专卖店	762.75	611
7		【现货】Basic House/百家好冬立领显瘦爆款洋气羽绒服-B0624511062	百家好 Basic House 官方旗舰店	702.00	536
8		Basic House/百家好保暖休闲简约连帽宽松好羽绒服女-B06245S6452	百家好 Basic House 服饰奥莱旗舰店	719.15	532

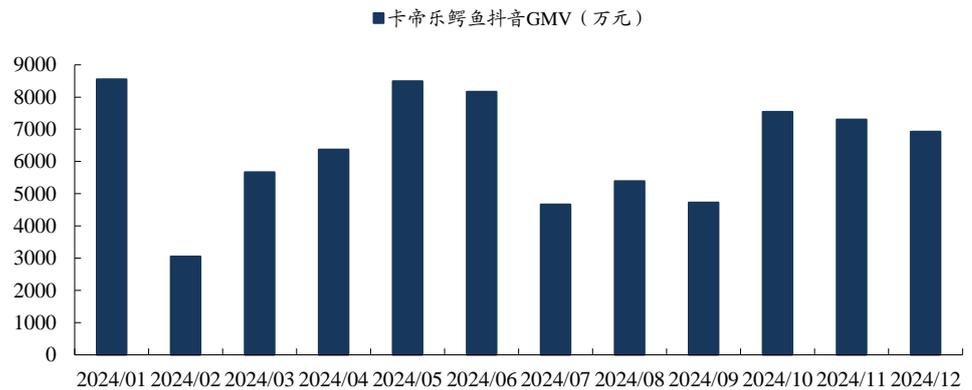
9		Basic House/百家好 MLS 冬季新款中长款 90 白鸭绒羽绒服女狐狸毛领	百家好 Basic House 小木头专卖店	589.19	530
10		Basic House/百家好 100 绵羊毛秋冬新款韩版显瘦气质戴帽大衣	Basic House 百家好嘉柒专卖店	805.26	503

数据来源：第三方数据库，东吴证券研究所

### 2.3. 卡帝乐鳄鱼：男士运动正装潜力股

卡帝乐鳄鱼目前仍以传统的品牌授权模式经营，近年来 GMV 表现比较稳定，并没有特别明显的增长，整体的 GMV 量级也低于南极人轻奢和百家好品牌。

图31：卡帝乐品牌抖音 gmv（注：抖音上主要以轻奢新货盘为主）



数据来源：第三方数据库，东吴证券研究所

卡帝乐鳄鱼品牌以休闲运动款为主，品牌定位“大牌平替、经典复古”，产品定位“运动休闲、轻量户外、都市通勤”。根据公司投关活动记录，2025 年会对卡帝乐鳄鱼的产品线做一定的调整，会推出部分自营产品，趋同南极人的策略，但定位上相对运动休闲。卡帝乐鳄鱼是公司品牌矩阵中的潜力股，如若后续效仿南极人轻奢或百家好的成功经验进行模式升级，或有望重启营业额增长。

图32: 卡帝乐鳄鱼 2024 年 12 月抖音销售额 top5 单品

序号	产品图	产品名	店铺名称	售价 (元)	销售额 (万元)
1		行李箱女拉杆箱男女学生旅行箱万向轮皮箱子大容量密码箱登机箱包	卡帝乐鳄鱼行李箱旗舰店	107.94	1043
2		CARTELO/卡帝乐鳄鱼男士时尚休闲软底潮流运动舒适百搭男女情侣款	卡帝乐鳄鱼 CARTELO 户外鞋靴旗舰店	198.72	359
3		卡帝乐鳄鱼户外休闲真皮皮鞋男冬季防滑百搭旅游徒步牛皮运动鞋鞋子	卡帝乐鳄鱼巴恩鞋类专卖店	267.99	289
4		CARTELO/卡帝乐鳄鱼男鞋真皮牛皮系带圆头加绒保暖德比鞋休闲皮鞋	卡帝乐鳄鱼云舟鞋类专卖店	167.89	197
5		行李箱女拉杆箱男学生旅行箱万向轮密码箱飞机专用登机箱子大容量	卡帝乐鳄鱼行李箱旗舰店	128.74	185

数据来源: 第三方数据库, 东吴证券研究所

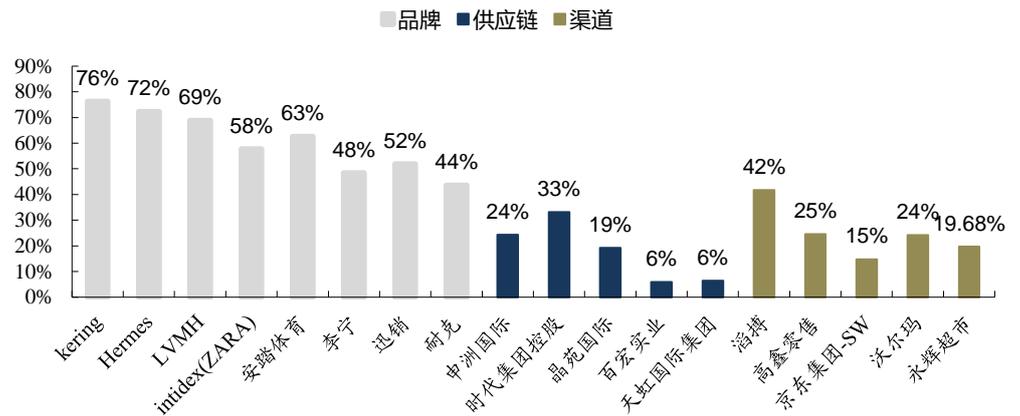
### 3. 思辨

#### 3.1. 为什么行业需要“南极人”？

我国拥有全球领先的消费品供应链。就服装产业而言,我国是世界上最大的服装生产国和出口国,拥有一系列头部供应链工厂,源源不断为各种国际大牌输出产品。此外“快反”能力也领先全球,并催生 SheIn 等一系列跨境快时尚品牌/平台。

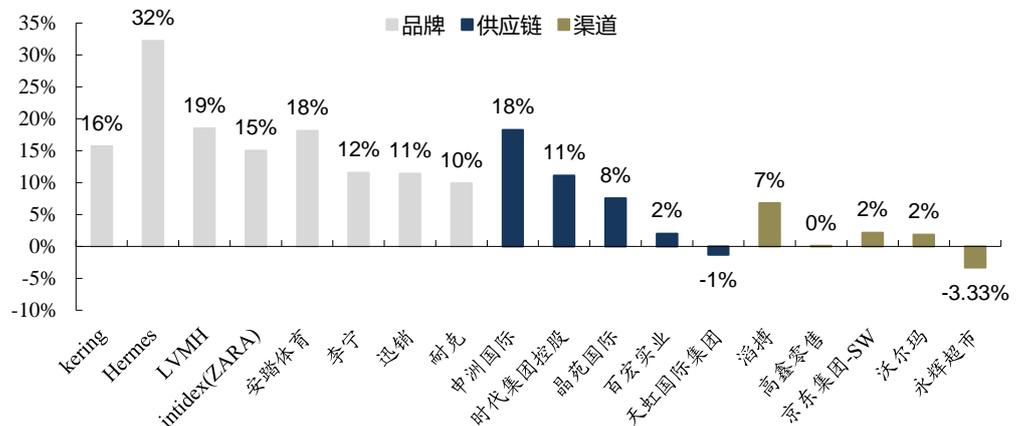
然而,如何把商品卖给消费者,才是真正的难点所在。因此我们能够看见,品牌、渠道环节的企业,往往比供应链企业具备更强的利润率和盈利能力。因此,品牌是目前整个产业链的稀缺环节,也是壁垒和持续盈利能力之所在。

图33: 2023年品牌、渠道、供应链企业毛利率对比



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图34: 2023年品牌、渠道、供应链企业净利率对比



数据来源: wind, 东吴证券研究所

服装产业链加价倍率高，这是南极人的机会所在。从品牌和渠道环节的高利润率，我们不难推断出产业链整体加价倍率是很高的，事实上行业普遍加价率水平在5~10倍。

南极人总体思路：通过规模和供应链资源整合，撬动更好的商品、更高效的流通，和更低的加价倍率。我们认为这是行业当前供需关系下的一个很好的突破方向，而也只有少数具备广泛认知的国民品牌，才具备如此突围的可能性。

### 3.2. 如何看待“南极人轻奢”相比传统品牌授权模式的优势？

相比传统南极人，南极人轻奢最大的变化在于品质大幅提升。而对于消费者，质量背书是品牌的一个重要作用。消费者之所以愿意为了品牌支付溢价，是因为相信这个品牌能提供质量靠谱的产品。对于大众类消费品而言，品牌起到节约挑选时间成本的作用。老南极人的衰落很大程度上是因为产品品质的劣化，而新的南极人轻奢系列通过自采+加盟模式，有望在压低加价倍率的同时高效管控产品品质。因此我们认为，品质和长远发展的角度上看，南极人轻奢模式是个比传统南极人更好的模式。

## 4. 盈利预测

### 4.1. 核心假设

- 随着南极人轻奢模式的突破，以及百家好的持续成长，我们预计 2025 年公司品牌授权业务和经销商授权业务收入将高增，从而公司本部收入将加速成长。但由于南极人轻奢新增“里程碑系列”自采产品作为品质标杆，且自采产品成本入表，毛利率较以往品牌授权模式 80%+的水平略低，因此本部毛利率将有所下降。
- 时间互联之后仍然不会是公司的主要利润来源，但经历 2024 年的调整之后，2025~26 年收入有望实现小幅增长；远期毛利率维持在 2023 年左右水平。

图35: 核心假设

年度	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>本部</b>								
本部收入 (亿元)	13.98	13.97	8.12	5.07	3.57	9.03	24.61	35.89
YOY	35%	0%	-42%	-37%	-30%	153%	172%	46%
毛利率	93%	93%	84%	85%	82%	37%	29%	32%
<b>时间互联</b>								
时间互联收入 (亿元)	25.10	27.76	30.80	28.02	23.36	23.36	24.52	25.75
YOY	8.3%	11%	11%	-9%	-17%	0%	5.00%	5.00%
毛利率	8%	6%	6%	5%	6%	6%	6%	6%

数据来源：wind，东吴证券研究所预计

### 4.2. 盈利预测与投资评级

我们预计公司 2024-26 年归母净利润为-2.1/ 3.0/ 6.0 亿元，2025 年实现扭亏，2026 年归母净利润增长 99%。1 月 22 日收盘价对应 2025/26 年 P/E 为 40/ 20 倍。

我们选取蓝色光标作为公司旗下时间互联的可比对象，海澜之家、森马服饰作为南极电商的可比公司。整体上看可比公司估值差异较大，其中森马服饰、海澜之家作为盈利较为稳定的公司，估值倍数在 15 倍左右；蓝色光标成长性较好因此具备一定的估值溢价。我们认为如果轻奢系列取得成功，南极电商的业绩将具备成长性，应有估值溢价。

表1: 行业公司估值表 (更新至 2025.01.22)

代码	简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)			P/E			投资 评级
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
300058.SZ	蓝色光标	236	9.33	1.17	3.85	6.09	202	61	39	未评级
600398.SH	海澜之家	415	8.64	29.52	25.08	31.27	14	17	13	买入
002563.SZ	森马服饰	159	5.89	11.22	12.01	13.36	14	13	12	买入
可比公司均值							77	30	21	
002127.SZ	南极电商	120	4.89	1.12	-2.12	2.99	108	-	40	增持

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 表中已评级标的的净利润预测为东吴证券研究所预测; 未评级标的采用 Wind 一致预期;

考虑到南极人作为国民品牌具备广泛知名度、轻奢系列的品牌升级有望提升品牌价值 and 盈利能力, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

## 5. 风险提示

**行业需求波动:** 公司属于可选消费品行业, 如果消费需求波动, 可选品的需求波幅会比必选品更大。

**行业竞争加剧:** 服装行业行业竞争程度较高, 可能使公司自采产品库存周转放慢, 或者使公司广告开支提高。

**营销费用投放较高:** 目前公司轻奢系列仍然处于起步阶段, 会使用较多的广告投入。

**新品牌/新模式存在不确定性:** 轻奢系列的加盟模式货币化率, 以及后续产品品质稳定性仍需观察。

## 南极电商三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>3,907</b>	<b>3,936</b>	<b>4,680</b>	<b>5,587</b>	<b>营业总收入</b>	<b>2,692</b>	<b>3,239</b>	<b>4,913</b>	<b>6,164</b>
货币资金及交易性金融资产	3,004	2,870	3,130	3,701	营业成本(含金融类)	2,269	2,777	4,054	4,857
经营性应收款项	753	902	1,348	1,656	税金及附加	8	10	15	19
存货	34	41	60	72	销售费用	111	405	295	321
合同资产	0	0	0	0	管理费用	128	123	177	222
其他流动资产	117	123	143	157	研发费用	21	16	25	31
<b>非流动资产</b>	<b>1,498</b>	<b>1,403</b>	<b>1,399</b>	<b>1,397</b>	财务费用	(32)	(21)	1	1
长期股权投资	1	1	1	1	加:其他收益	16	0	0	0
固定资产及使用权资产	39	38	36	36	投资净收益	19	22	34	42
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	1	0	0	0
无形资产	941	939	937	935	减值损失	(98)	(112)	0	0
商誉	434	334	334	334	资产处置收益	2	3	0	0
长期待摊费用	1	1	1	1	<b>营业利润</b>	<b>127</b>	<b>(159)</b>	<b>380</b>	<b>756</b>
其他非流动资产	81	89	89	89	营业外净收支	3	(19)	(2)	(2)
<b>资产总计</b>	<b>5,405</b>	<b>5,338</b>	<b>6,079</b>	<b>6,984</b>	<b>利润总额</b>	<b>130</b>	<b>(178)</b>	<b>378</b>	<b>753</b>
<b>流动负债</b>	<b>781</b>	<b>940</b>	<b>1,378</b>	<b>1,680</b>	减:所得税	22	36	76	151
短期借款及一年内到期的非流动负债	10	10	10	10	<b>净利润</b>	<b>108</b>	<b>(214)</b>	<b>302</b>	<b>603</b>
经营性应付款项	49	60	88	106	减:少数股东损益	(3)	(2)	3	6
合同负债	321	387	586	736	<b>归属母公司净利润</b>	<b>112</b>	<b>(212)</b>	<b>299</b>	<b>597</b>
其他流动负债	400	483	694	829	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.05	(0.09)	0.12	0.24
非流动负债	41	32	32	32	EBIT	73	(199)	379	755
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	96	(196)	383	757
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	15.73	14.25	17.48	21.20
租赁负债	27	27	27	27	归母净利率(%)	4.14	(6.54)	6.09	9.68
其他非流动负债	14	6	6	6	收入增长率(%)	(18.66)	20.31	51.69	25.45
<b>负债合计</b>	<b>822</b>	<b>972</b>	<b>1,411</b>	<b>1,712</b>	归母净利润增长率(%)	137.49	(289.91)	241.26	99.34
归属母公司股东权益	4,581	4,366	4,665	5,262					
少数股东权益	2	0	3	9					
<b>所有者权益合计</b>	<b>4,583</b>	<b>4,366</b>	<b>4,669</b>	<b>5,271</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,405</b>	<b>5,338</b>	<b>6,079</b>	<b>6,984</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	400	(127)	229	533	每股净资产(元)	1.87	1.78	1.90	2.14
投资活动现金流	(114)	6	32	40	最新发行在外股份(百万股)	2,455	2,455	2,455	2,455
筹资活动现金流	158	(10)	(1)	(1)	ROIC(%)	1.34	(5.29)	6.66	12.06
现金净增加额	444	(134)	260	572	ROE-摊薄(%)	2.44	(4.85)	6.42	11.34
折旧和摊销	23	3	3	2	资产负债率(%)	15.21	18.21	23.21	24.52
资本开支	(11)	(17)	(2)	(2)	P/E(现价&最新股本摊薄)	107.59	(56.65)	40.11	20.12
营运资本变动	230	(16)	(46)	(33)	P/B(现价)	2.62	2.75	2.57	2.28

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>