

南极电商 (002127.SZ)

打造“品牌/品类/IP+工具型服务+渠道+内容”

矩阵生态圈，业绩持续爆发可期

评级：**买入** 前次：**买入**

目标价(元)：**14.4-14.4**

分析师

彭毅

S0740515100001

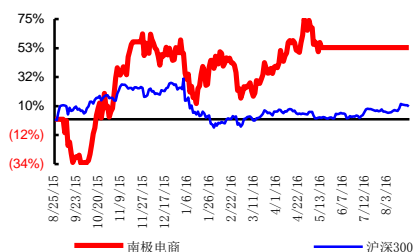
pengyi@r.qlzq.com.cn

2016年09月06日

基本状况

总股本(百万股)	1,538
流通股本(百万股)	893
市价(元)	9.63
市值(百万元)	14,813
流通市值(百万元)	8,599

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	273.52	389.23	521.09	1,812.81	2,606.25
营业收入增速	-93.38%	42.30%	33.88%	247.89%	43.77%
归属于母公司的净利润	66.50	171.82	315.46	596.53	950.92
净利润增长率	112.77	158.37%	83.60%	89.10%	59.41%
摊薄每股收益(元)	0.42	0.41	0.21	0.36	0.57
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
市盈率(倍)	20.86	45.47	71.21	40.53	25.43
PEG	0.18	0.29	0.85	0.45	0.43
每股净资产(元)	1.93	2.96	1.01	1.87	2.45
每股现金流量	0.26	0.09	0.40	0.03	0.3
净资产收益率	21.76%	13.93%	20.37%	19.25%	23.48%
市净率	4.54	6.33	14.51	7.80	5.97
总股本(百万股)	158.00	417.33	1,538.65	1,656.10	1,656.10

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 停牌事件概览：**2016年5月16日南极电商公告拟收购某主营移动互联网营销业务的企业股权并募集配套资金，时间互联2016-2018年业绩承诺为0.68/0.90/1.17亿元。公司拟以现金及发行股份方式收购时间互联100%股权，标的作价9.56亿元，现金支付40%，以8.29元/股价格发行股份支付对价的60%。同时，拟向张玉祥、陈佳莹、第二期员工持股计划以9.05元/股募集配套资金不超过4亿元，用于支付交易现金对价及其他中介服务费用。本次发行股份以及支付现金购买资产资金预案尚需股东大会审议以及证监会批准。考虑本次增发以及配套融资，总股本数为16.56亿，停牌价格对应市值为159亿元。
- 核心观点：“品牌/品类/IP+服务型工具+新兴渠道+内容”矩阵生态圈雏形显现，南极电商拥抱黄金增长期。**南极电商上市后，其资本运作能力持续提升，2016年初以来，公司从品牌/品类、工具型服务以及内容上持续布局，首创全新电商服务模式，构建“品牌/品类/IP+渠道+内容+工具型服务”的2X2矩阵生态圈。相较于传统服装品牌而言，“南极电商矩阵生态圈+品牌”模式建立了公司核心的护城河，依托于柔性供应链，品牌盘活更奏效，品类拓展更具灵活性。承接南极品类拓展第一阶段，南极电商进入单极品牌驱动到多极品牌驱动的第二阶段，成长动力更足。本次收购卡帝乐鳄鱼，从品类、品牌影响力以及生产经营模式维度来看，南极电商矩阵生态圈有望大幅提升卡帝乐鳄鱼竞争力，复制南极人品牌成功路径，大幅增厚公司业绩可期。**考虑收购及增发的股本后目前市值为159亿，且未来三至五年净利润内生复合增速达到50%以上，参考可比公司估值，给予2017年PEX40倍，对应目标价14.4元，维持“买入”评级。**
- 深耕“南极人”品牌，阿米巴经营提升运营效率，打造全新电商服务模式。**2012年南极电商建立NGTT电商服务平台，致力于建立电商生态综合服务体系，营业模式上利用南极人品牌知名度、前期电商运营

经验以及阿里等电商平台强大的合作关系，建立汇集经销商、供应电商代运营平台。公司践行阿米巴经营模式，经营单位最小化模式增强内部激励以及协同效应，为南极整体业务以及战略推进做基石。2012-2014 年南极电商品类增长率达到 116.67%、171.89%，经销商数量复合增长率高达 113.47%，显示南极电商品牌运营以及服务管理方面丰富经验，彰显全新电商服务模式优越。

- **收购时间互联股权，补缺大数据营销服务型工具短板，二者具备强协同效应。**当前移动数字营销呈高速发展态势，阿里体系内 70%以上的销售在移动端完成，占领移动营销高点，对于把握用户画像，实现精准销售具有重要的意义，未来移动数字营销有望迎来爆发式增长。而南极电商此次收购时间互联，从战略布局上来看，可作为南极电商服务型工具的重要补充，有助于南极电商卡位线上以及移动端营销推广、运营碎片化以及提升大数据分析服务，享受移动端广告的快速增长红利。配合时间移动营销服务，有助于更好的在移动端提升南极电商整体品牌矩阵的响力，最终实现降低销售费用，实现二者协同。
- **打造“品牌/品类/IP+工具型服务+渠道+内容”矩阵生态圈，南极电商拥抱黄金增长期。**南极电商资本运作能力持续提升，品牌上收购卡帝乐鳄鱼、工具型服务上收购时间互联、内容上切入网红产业链、渠道上跨境电商存在拓展预期，加速“品牌/品类+工具型服务+渠道+内容”的矩阵生态圈建设，按照产业与市值共振的轨迹，承接基于“南极人”品牌品类拓展的第一阶段，南极电商正进入产业发展第二阶段，“矩阵生态圈+多品牌”。与传统服装品牌相比，南极电商差异化的核心竞争力已然成形，“矩阵生态圈+品牌”可快速切入其他品牌品类，依托于南极电商生态圈体系，纳入柔性供应链体系的品牌品类可实现爆发式增长。从产业以及发展潜力角度判断，我们认为南极电商进入黄金增长期。
- **“1”到“N”，品牌拓展再下一城，南极电商矩阵生态圈盘活卡帝乐鳄鱼。**2016 年 6 月，南极电商公告收购卡帝乐鳄鱼，延伸“南极人”品牌集到知名外资品牌“卡帝乐鳄鱼”，卡帝乐鳄鱼产品矩阵集主要包括商务装、休闲装、包以及眼镜等。受制于公司管理层“水土不服”、产品定位以及线上冲击等影响，卡帝乐鳄鱼线下门店数量增长乏力，线上产品定位偏老龄化，卡帝乐鳄鱼市场整体销售额达到 3 亿元，营收以及净利润规模基本处于停滞状态。而接入南极电商体系后，南极电商矩阵生态圈有望盘活卡帝乐鳄鱼，品类上将大幅拓展，借助于工具型服务提升品牌形象以及影响力，拓展线上渠道，业绩有望大幅增加，我们预计 2016-2018 年净利润复合增长率 55%以上，大幅提升南极电商盈利能力。
- **盈利预测以及投资建议：目标价 14.4 元，维持“买入”评级。**“IP/品牌+内容+渠道+服务型工具”矩阵生态圈框架已经完成，A 股新商业模式最佳标的，有题材（园区经济、网红、电商运营、IP 消费品、供应链服务、大数据），有业绩且高成长，PEG 低于 0.8。完成收购之后我们预计南极电商 2016-2018 的营业收入 5.21、18.21、26.06 亿元，同比增长 33.88%、247.89%、43.77%，归属于母公司净利润 3.15、5.97、9.51 亿元，同比增长 83.60%、89.10%、59.41%，摊薄每股收益为 0.21、0.36、0.57 元。考虑收购及增发的股本后目前市值为 159 亿，且未来三至五年净利润内生复合增速达到 50%以上，参考可比公司估值，给予 2017 年 PEX40 倍，对应目标价 14.4 元。
- **风险提示：线上增速放缓；时间互联收购不及预期；**

内容目录

“品牌/品类/IP+服务型工具+新兴渠道+内容”矩阵生态圈雏形显现，南极电商拥抱黄金增长期.....	5 -
深耕“南极人”品牌，阿米巴经营提升运营效率，打造全新电商服务模式 - 5 -	
收购时间互联股权，补缺大数据营销服务型工具短板，二者具备强协同效应 - 8 -	
打造“品牌/品类+工具型服务+渠道+内容”矩阵生态圈，南极电商拥抱黄金增长期.....	10 -
南极电商矩阵生态圈护城河保证持续增长，核心竞争力已然成形	12 -
“1”到“N”，品牌拓展再下一城，南极电商矩阵生态圈盘活卡帝乐鳄鱼.....	14 -

收购卡帝乐鳄鱼，品牌生态圈构建再下一城 - 14 -

管理团队“水土不服”、渠道推进不及时以及营销效率低是过去卡帝乐停滞主因 - 15 -

南极电商矩阵生态圈盘活卡帝乐鳄鱼，品牌/品类拓展再提速 - 18 -

盈利预测及投资建议：目标价 14.4 元，维持“买入”评级 - 20 -

 盈利预测 - 20 -

 投资建议：目标价 14.4 元，维持“买入”评级 - 20 -

图表目录

图表 1：南极电商依托于阿里以及京东，建立电商服务生态圈 - 5 -

图表 2：2012 年开始，南极电商建立 NGTT 服务平台，致力于建立电商生态综合服务体系 - 5 -

图表 3：南极电商理顺公司治理，推进阿米巴管理模式 - 6 -

图表 4：南极人品牌产品线持续不断丰富 - 7 -

图表 5：2015 年南极电商阿里平台销售额同比增长 77.8% - 7 -

图表 6：2016 年 H1 供应商和经销商数量较 2015 年底同比增加 24%和 35.2% - 7 -

图表 7：2016 年 H1 南极电商二级品类相较于 2015 年同比增加 45% - 8 -

图表 8：时间互联移动互联的主要业务流程 - 8 -

图表 9：时间互联广告主要的应用场景图 - 8 -

图表 10：公司主要的业务流程大致包括销售、采购、实施以及结算四个阶段 .. - 9 -

图表 11：公司拥有精准营销的绝对优势 - 9 -

图表 12：公司移动营销主要的业务构成以及内容 - 9 -

图表 13：时间互联移动端营业收入占比达到 90%以上 - 10 -

图表 14：预测未来三年国内移动广告收入的复合增长率达到 53.1% - 10 -

图表 15：时间互联承诺未来三年净利润复合增长率达到 31.2% - 10 -

图表 16：2016 年 Q1 阿里巴巴移动端 GMV 占比达到 73% - 10 -

图表 17：南极电商已初步搭建“品牌/品类/IP+服务型工具+渠道+内容”的矩阵生态圈 - 11 -

图表 18：韩国知名的美妆网红 Pony 半年的粉丝数高达 197 万人 - 11 -

图表 19：Pony 与南极电商合作模式主要分为六点 - 11 -

图表 20：南极电商存货周转率与传统品牌商相比仍处于良性运行轨道 - 12 -

图表 21：南极电商应收账款占比仍处于合理位置 - 12 -

图表 22：南极电商建立具有核心竞争力的柔性供应链电商园区 - 13 -

图表 23：“品牌/品类+工具型服务+渠道+内容”打造矩阵生态圈，逐步拥抱黄金增长期 - 13 -

图表 24：卡帝乐鳄鱼近两年营业收入保持稳定 - 14 -

图表 25：卡帝乐鳄鱼主要的产品矩阵 - 14 -

图表 26：卡帝乐鳄鱼自 1947 年成立主要发展轨迹图 - 15 -

图表 27：卡帝乐鳄鱼在线上关注度方面显著落后于海澜之家和 Playboy - 15 -

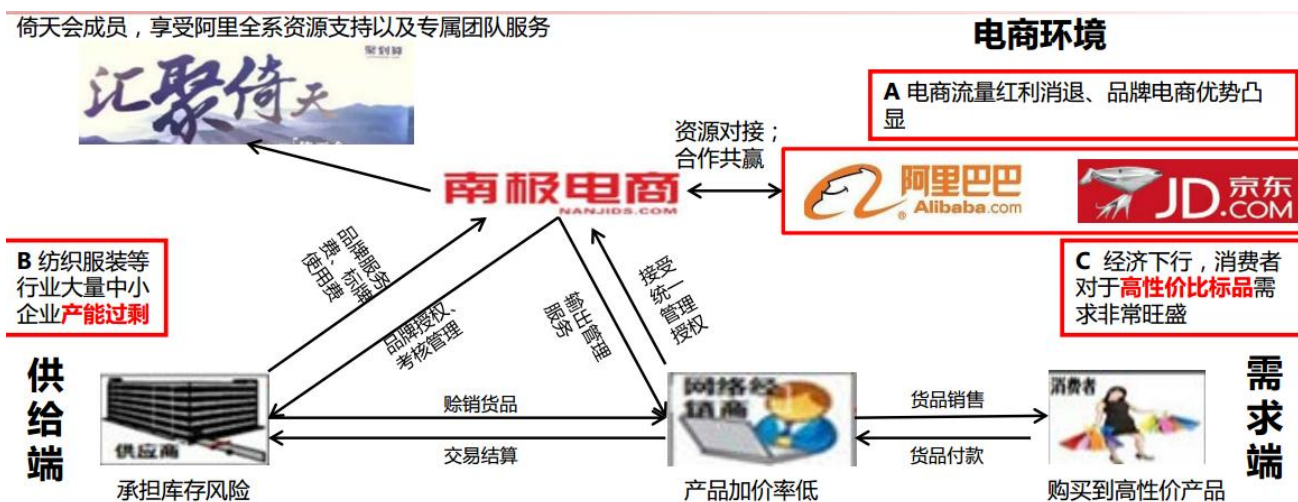
图表 28: 卡帝乐在产品方面偏向于成熟, 产品定位显著落后于海澜之家	- 16 -
图表 29: 卡帝乐鳄鱼产品 30-39 岁人群消费占比较高	- 16 -
图表 30: 卡帝乐鳄鱼与 Playboy、海澜之家主要面对的是男性群体	- 16 -
图表 31: 年轻群体购买卡帝乐男装品牌主要是用于孝敬父亲	- 17 -
图表 32: 卡帝乐鳄鱼产品主要定位于中低端	- 17 -
图表 33: 公司开展的线下 HI-T 彩虹墙	- 17 -
图表 34: 卡帝乐鳄鱼产品定位主要集中于商务休闲装	- 18 -
图表 35: 国内商务正装与商务休闲男装市场占有率达到 60%以上	- 18 -
图表 36: 国内男装市场整体市场集中度不高	- 18 -
图表 37: 预测至 2017 年国内男装整体市场规模达到 1.1 万亿	- 19 -
图表 38: 收购卡帝乐鳄鱼后, 将复制南极人品类拓展路径	- 19 -
图表 39: 南极人定位专业产业升级综合服务平台	- 19 -
图表 40: 纳入南极电商生态圈矩阵后, 卡帝乐鳄鱼有望大幅改善	- 20 -
图表 41: 预测 2015-2018 卡帝乐鳄鱼净利润 CAGR 为 40%以上	- 20 -
图表 42: 南极电商可比公司估值	- 20 -
图表 43: 三项费用率预测	- 21 -
图表 44: 南极电商财务预测三张表	- 22 -

“品牌/IP+服务型工具+新兴渠道+内容”矩阵生态圈雏形显现，南极电商拥抱黄金增长期

深耕“南极人”品牌，阿米巴经营提升运营效率，打造全新电商服务模式

- 结合“一站美”电商运营增值服务，实现南极品类延伸。2012 年南极电商建立 NGTT 电商服务平台，致力于建立电商生态综合服务体系，2013 年公司进一步深化供应链服务体系，建立一站通柔性供应链园区服务体系。营业模式上来看，南极电商利用南极人品牌知名度、前期电商运营经验积累以及与阿里等电商平台强大的合作关系（倚天会成员之一），以标准品（高性价比）为切入口扩张品类，聚集供应商、经销商，结合“一站美”等电商代运营增值服务建立经销商、供应商的黏性，成功实现南极人品类延伸。

图表 1：南极电商依托于阿里以及京东，建立电商服务生态圈



来源：公司资料整理 中泰证券研究所

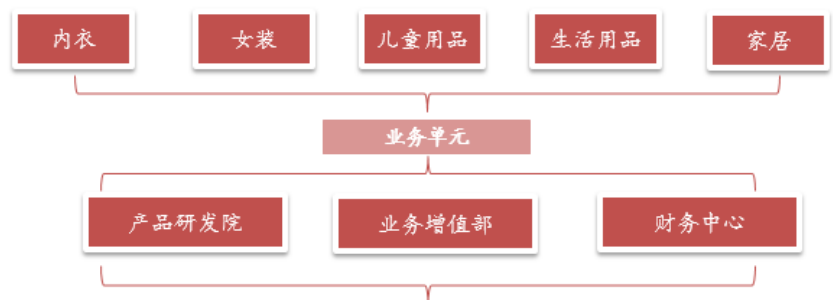
图表 2：2012 年开始，南极电商建立 NGTT 服务平台，致力于建立电商生态综合服务体系

1998	<ul style="list-style-type: none"> •上海极地针织服装有限公司成立，自营模式，产销一体化 •南极人品牌创立
2008	<ul style="list-style-type: none"> •推出“品牌授权”模式，业务重点转向“品牌建设和宣传”
2010	<ul style="list-style-type: none"> •12月28日，南极人（上海）纺织科技有限公司 •”南极人“品牌业务延续
2012	<ul style="list-style-type: none"> •建立”NGTT““电商平台，致力于建立电商生态综合服务体系
2013	<ul style="list-style-type: none"> •9月25日，南极人有限公司变更为南极人（上海）纺织科技股份有限公司
2014	<ul style="list-style-type: none"> •4月23日，更名为南极人（上海）股份有限公司
2015	<ul style="list-style-type: none"> •6月24日，更名为南极电商（上海）股份有限公司 •提供品牌授权服务，电商生态综合服务，柔性供应链园区，经营货品销售业务
2016	<ul style="list-style-type: none"> •5月28日宣布收购互联网营销公司时间互联 •7-8月收购外国品牌卡帝乐鳄鱼，停牌期间与PONY签署战略合作协议

来源：公司公告 中泰证券研究所

- **践行阿米巴模式提升公司治理，事业部制增强内部激励以及协同效应。**南极电商推行阿米巴经营模式、实践单位效益最大化，采取经营单位最小化模式，增进产品研究院、业务增值部、财务中心等部门融合，提升业务部门整体的经营意识以及进取意识。南极电商发展至今，品牌品类已初具规模，理顺管理模式、提升效率是南极电商可持续发展所要解决的问题。公司实践阿米巴经营模式，符合南极电商整体业务发展方向，有利于提升“品牌/品类+渠道+内容+工具型服务”生态圈矩阵建设，同时阿米巴事业部制的管理模式将大幅提升各大业务部门的运营效率，为南极电商整体业务协同以及战略推进做基石。

图表 3：南极电商理顺公司治理，推进阿米巴管理模式



南极电商阿米巴经营模式：增进各个业务部门的协同，并提升各个业务部门的积极性，有利于增强主题意识与进取。

来源：公司公告 中泰证券研究所

- **高爆发性增长持续验证公司优越模式，高盈利性彰显公司掌控力。**从品

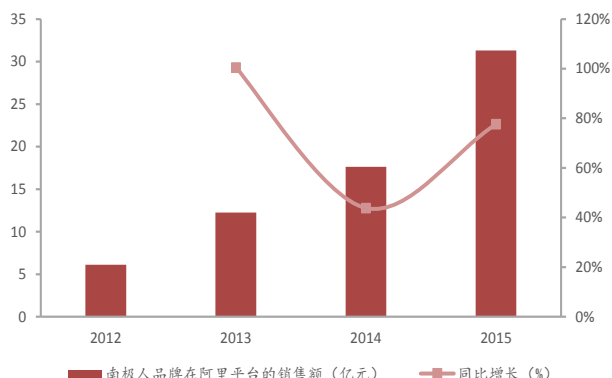
类拓展、经销商数量以及收入增长情况来看，深耕供应链服务的南极电商持续验证其成长的优越性以及可持续性。2012年度至2014年，南极电商品类年增长率分别为116.67%、171.79%，2016年H1相比2015年度同比增长45%，进入了更广泛的消费品领域，品类范围快速扩张。2012年度至2016年度H1，南极电商的直接授权合作供应商数量的复合增长率为65.5%；南极电商的直接授权合作经销商数量的复合增长率为60.83%。南极电商授权供应商及经销商队伍的日趋壮大是传统制造业和线上零售行业竞争日益加剧的结果，显示出南极电商在品牌运营和服务管理方面的丰富经验，及其电商服务平台的凝聚力。最近四年（2012年至2015年）的1-9月销售额分别为1.05亿元、3.69亿元、6.46亿元和14.68亿元，复合增长率为140.90%。

图表 4：南极人品牌产品线持续不断丰富



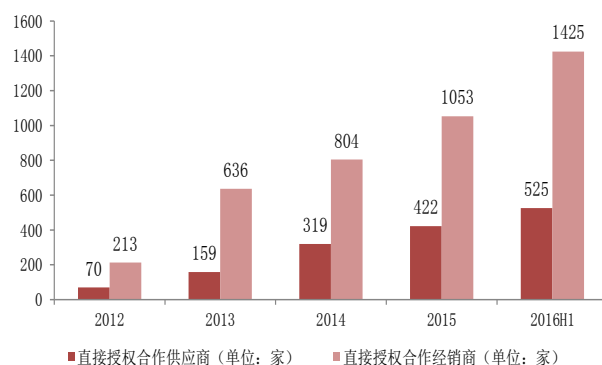
来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 5：2015 年南极电商阿里平台销售额同比增长 77.8%



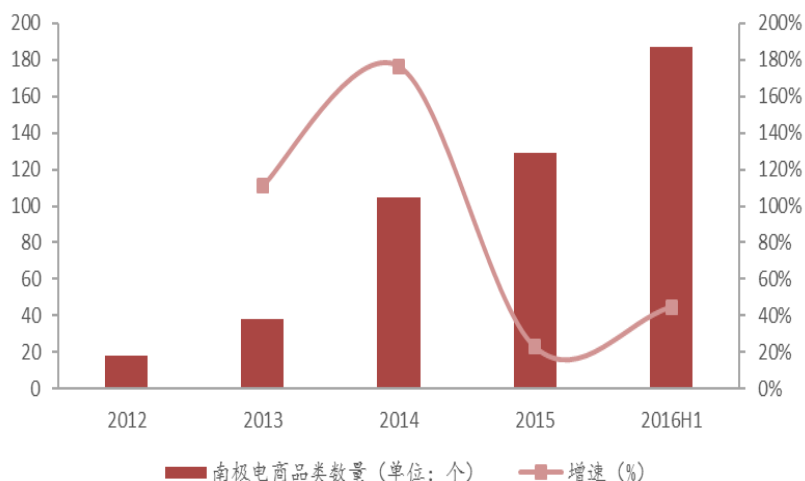
来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 6：2016 年 H1 供应商和经销商数量较 2015 年底同比增加 24%和 35.2%



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 7: 2016 年 H1 南极电商二级品类相较于 2015 年同比增加 45%



来源: 公司公告 中泰证券研究所

收购时间互联股权，补缺大数据营销服务型工具短板，二者具备强协同效应

- **切入互联网营销，卡位碎片化流量运营与大数据服务，扩大南极电商品牌矩阵影响力。**2016 年公司 8 月 14 日公告，公司拟以现金及发行股份方式收购时间互联 100% 股权，标的作价 9.56 亿元，现金支付 40%，以 8.29 元/股价格发行股份支付对价的 60%。同时，拟向张玉祥、陈佳莹、第二期员工持股计划以 9.05 元/股募集配套资金不超过 4 亿元，用于支付交易现金对价及其他中介服务费用。时间互联是阿里巴巴的官方供应商，主要为阿里巴巴旗下淘宝、天猫等产品做推广服务，南极电商收购时间互联符合公司布局服务型工具的战略方向，能够提升南极电商的品牌形象，减少品牌维护成本，有利于公司卡位碎片化流量运营与大数据分析服务，后期品牌集群化规模扩大后，将大幅增强南极电商与时间互联的协同效应，扩大整个品牌矩阵的影响力。

图表 8: 时间互联移动互联网的主要业务流程



来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 9: 时间互联广告主要的应用场景图



来源: 公司公告 中泰证券研究所

- **移动营销和精准营销符合数字营销趋势，上游资源的绝对优势建立盈利**

护城河，公司内生增长潜力十足。2015年6月时间互联通过现金收购亨利嘉业100%股权，公司业务重心由传统品牌整合营销转向数字营销领域。根据推广渠道的不同，业务分为移动应用市场营销、移动互联效果营销、优质APP流量营销，客户类型包括行业广告主以及品牌广告主两类，根据展示时间、展示效果以及展示次数实现收费。公司已成为腾讯广点通、应用宝、QQ浏览器、百度手机助手等核心服务商，在拥有上游绝对资源优势的大背景下，公司开拓下游客户具有相对优势，目前已有的优质客户主要包括阿里巴巴集团、美图秀秀、美丽说以及爱奇艺等，盈利模式主要通过品牌整合营销以及品牌宣传赚取收入。**在数字营销特别是移动数字营销景气度较好的背景下，公司拥有上游移动端优势，且能够实施监控广告整体投放的效果，上游资源优势明显以及精准营销建立公司自身护城河。**

图表 10：公司主要的业务流程大致包括销售、采购、实施以及结算四个阶段

销售	采购	实施	结算
客户开拓	资源方接洽	预付定金或全款	采购、销售双方月度结算单对账
了解客户需求	签订采购协议	广告上线	收取销售款，支付采购款
市场资源匹配		持续优化	
形成推广方案			
签订合作协议			

来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 11：公司拥有精准营销的绝对优势



来源：公司公告 中泰证券研究所

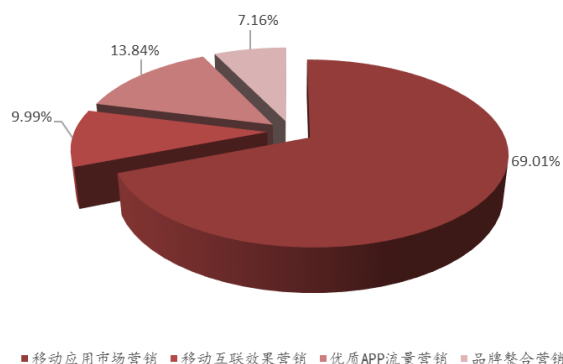
图表 12：公司移动营销主要的业务构成以及内容

项目	内容
移动互联数字营销	面向移动互联网行业广告主（主要为APP广告主），以下载、安装或激活某款APP产品或游戏为推广目的的推广渠道不同，又分为 移动应用市场营销、移动营销、APP流量营销 三个子类别。
收取APP推广费用	为市场开拓及咨询、签署合作协议、广告投放、与媒体月度结算、与客户月度结算、收取广告推广费、支付广告推广费等
APP推广及流量资源提供服务	公司合作方包括QQ浏览器，腾讯手机管家、百度手机卫士、360手机卫士、快牙、天气通、GO桌面等用户量过亿的大型APP；也包括半糖、多多计算器、文字锁屏等中小型APP及小型APP联盟渠道。将客户自身推广需求和流量变现需求结合做出高效率且精准的解决方案，并以媒体购价差和提供解决方案的服务费作为主要利润来源。
开展精准营销策略	公司对现有的资源进行全方面的整合，通过主流应用市场投放，效果类广告投放，优质APP流量投放，配合视频等平台的品牌资源推广，为广告主提供移动互联网的精准营销方案。

来源：公司公告 中泰证券研究所

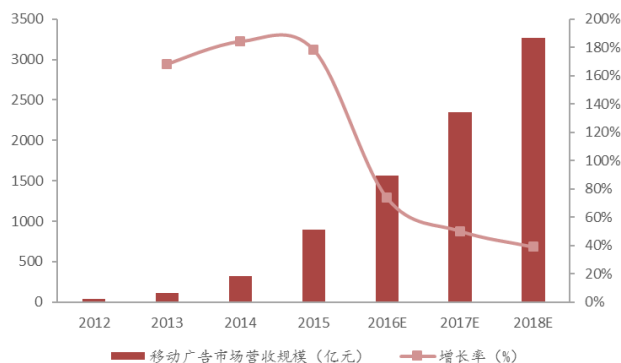
- **补缺数字化营销短板，二者具有强协同效应。**国内移动端占比持续提升，阿里巴巴2016年Q1财报显示，公司移动端季度GMV占比达到73%，移动端占比呈高速发展态势，国内购物正朝碎片化以及移动化趋势发展，且在行业整体流量成本不断攀升的大背景下，成本攀升催化南极电商布局移动营销类公司，补缺数字营销的短板，提升品牌宣传渠道。收购时间互联与南极电商的战略相符，依托于供应链服务，持续布局工具型服务，建立多种类型的工具型服务，持续看好二者的协同效应以及时间互联内生增长。

图表 13: 时间互联移动端营业收入占比达到 90% 以上



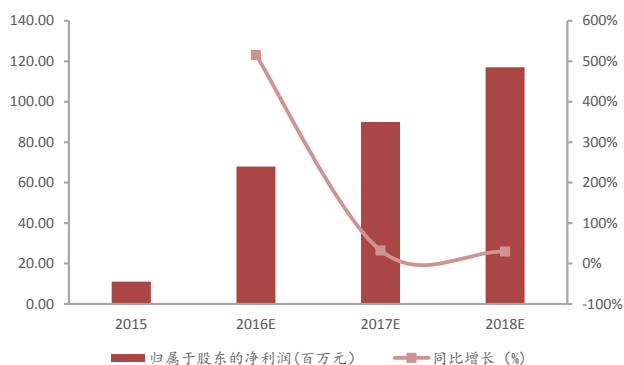
来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 14: 预测未来三年国内移动广告收入的复合增长率达到 53.1%



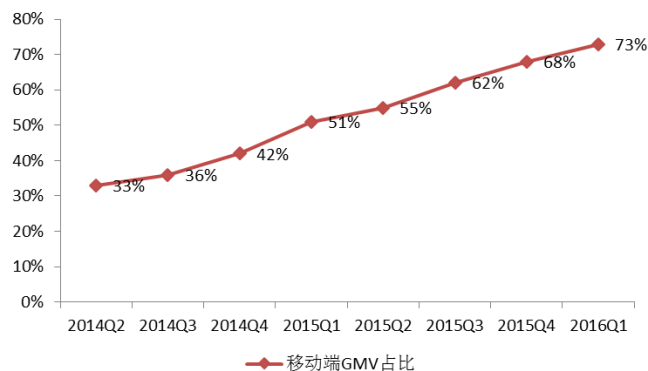
来源: 艾瑞咨询 中泰证券研究所

图表 15: 时间互联承诺未来三年净利润复合增长率达到 31.2%



来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 16: 2016 年 Q1 阿里巴巴移动端 GMV 占比达到 73%

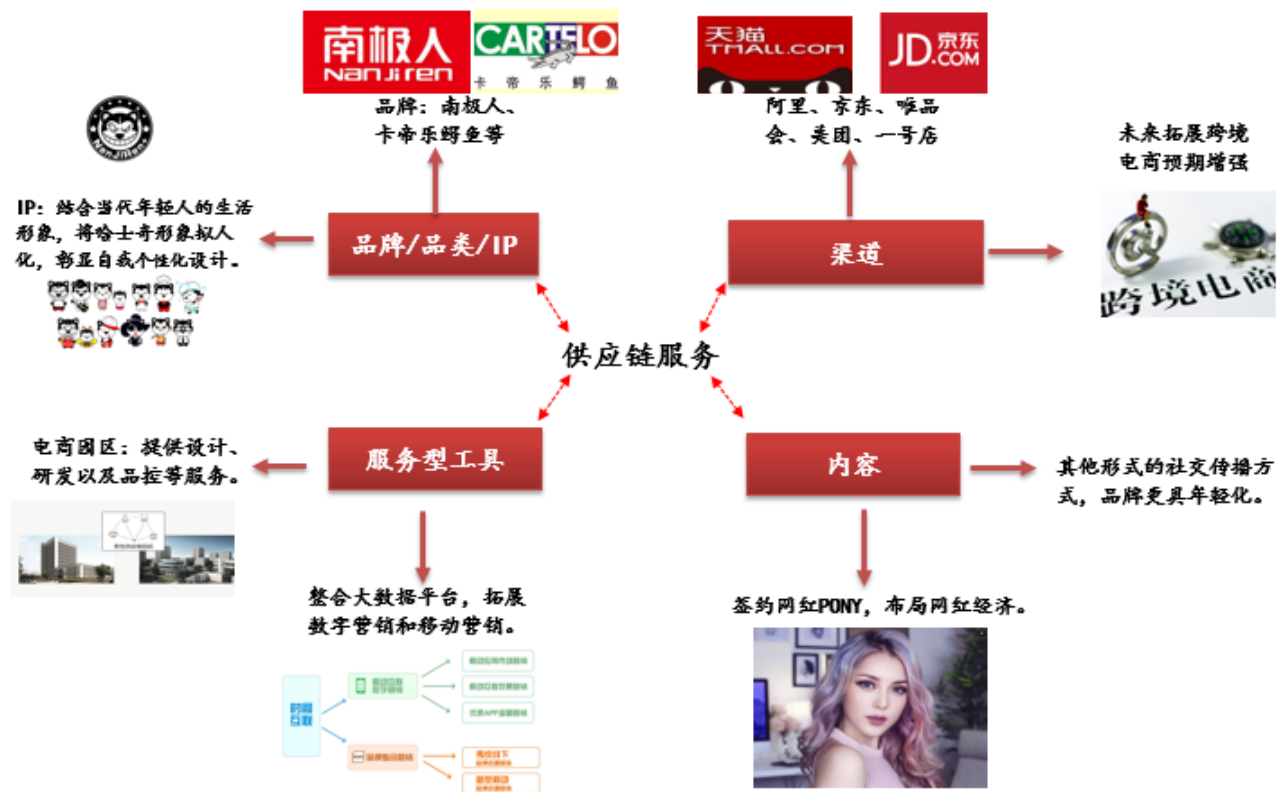


来源: 公司公告 中泰证券研究所

打造“品牌/品类+工具型服务+渠道+内容”矩阵生态圈，南极电商拥抱黄金增长期

- 构建“品牌/品类/IP+工具型服务+渠道+内容”电商服务生态圈，持续增强园区吸引力与粘性。前端拓展多品牌多品类，南极电商致力于实现“1”到“N”的品牌转化，基于“南极人”品牌运营经验并复制到其他品牌，如近期公司收购卡帝乐鳄鱼，避免“南极人”品牌遭遇天花板，实施前端“多品牌+多品类”的战略，以“南极人”品牌探索出了“IP 授权+服务”的模式。南极电商工具性服务持续升级，初期构建电子商务园区，为授权供应商提供产品研发设计、工艺品质管控、生产计划优化、质量控制、供应链培训等服务，打造一站式服务平台，而后逐步丰富工具性服务，提升运营效率与体验，如收购时间互联打造互联网大数据与营销。渠道上拓展海外布局跨境电商预期增强，公司与 Pony 合作，正式切入粉丝供应链经济，拓展流量入口渠道，将有利于立足国内线上渠道，拓展跨境电商。内容上，与知名网红 Pony 签约，切入网红经济，有助于南极电商流量变现。

图表 17：南极电商已初步搭建“品牌/品类/IP+服务型工具+渠道+内容”的矩阵生态圈



来源：公司公告 中泰证券研究所

- 南极电商牵手 Pony，有助于南极电商流量变现。南极电商的成长逻辑为“品牌/品类/IP+工具+渠道+内容”，公司牵手 MUNMU，签约功能型网红 Pony，有助于南极电商的流量变现新渠道，且个人 IP 品牌有助于提升原有品牌影响力，孵化更多品牌，以及拓展品类。功能型网红与传统颜值型网红相比，具有更高的经济附加值。网红是零售的最大变革，个性化消费大环境下，消费群体需要诸如 Pony 的意见领袖，零售将逐渐去中心化，并逐步过渡到内容化以及社交化，个人 IP 品牌成长更具动力。网红时代内容为王，流量变现是其本质。国内网红正由“颜值引流模式”向“功能性变现模式”升级。功能型网红具有天然的电商基因。在流量成本与日俱增的背景下，功能型网红可以实现特定垂直圈子的精准营销，解决了中小卖家的痛点。网红电商运营具有以下几个优势：**1) 推广成本低，具有精准营销的特点；2) 选款能力强；3) 测款成本低。**

图表 18：韩国知名的美妆网红 Pony 半年的粉丝数高达 197 万人



图表 19：Pony 与南极电商合作模式主要分为六点

序号	内容
1	Pony 为国内外知名化妆品品牌推广；
2	搭建化妆品视频等内容平台；
3	制作 Pony 化妆视频内容并在各大网站分发；
4	Pony 的个人服装服饰品牌开发及销售；
5	Pony 的生活用品品牌开发及销售；
6	独家运营 Pony 的广告代言、演艺经纪、商业活动等一切在中国境内的商业行为；

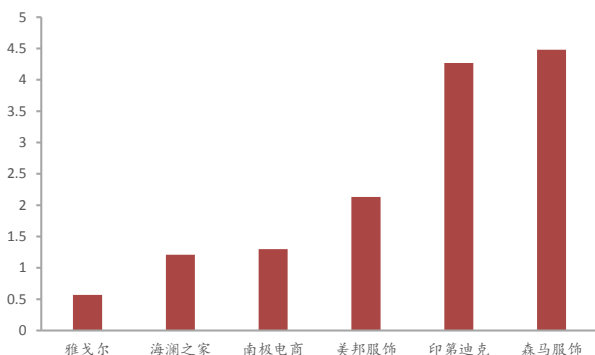
来源：网络资料整理 中泰证券研究所

来源：公司公告 中泰证券研究所

南极电商矩阵生态圈护城河保证持续增长，核心竞争力已然成形

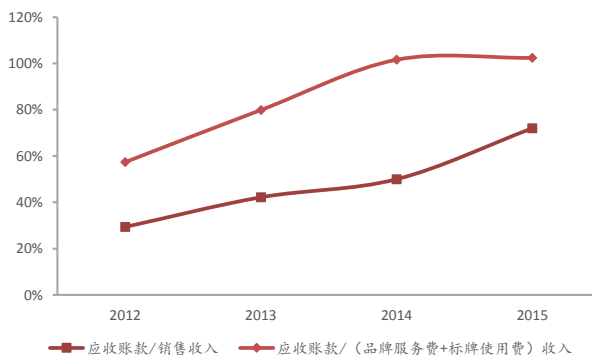
- 对比传统品牌经营指标来看，南极电商受困于发展前期，矩阵生态圈适合这样的经营数据。对比传统服装企业的存货周转率来看，当前南极电商整体优势不大，且公司应收账款周转率在持续下降，经营数据表面上来看并不是那么完美，但复盘公司整体发展方向以及发展轨迹来看，公司当前正处于产业第二阶段发展的初期，“品牌/品类/IP+渠道+内容+服务型工具”矩阵生态圈刚刚建立起来，而品类/品牌拓展前期必然要开发一定数量的新品，前期的市场培养必然要致使存货数量的增加，最终反映在报表上就是存货周转率相对于传统品牌尚无较大优势。但考虑到南极电商在持续扩品牌以及品类，而对应的存货周转率却没有出现大幅下滑的现象，间接公司在未来品类品牌拓展上，公司能够较好的控制存货数量，南极电商在存货周转率方面具有相对优势。归根到底，南极电商正处于布局阶段，财务报表的不完美正反映公司正持续建设生态圈。我们认为生态圈搭建和规模跑起来是当前南极电商当前阶段发展所要完成的首要任务。

图表 20: 南极电商存货周转率与传统品牌商相比仍处于良性运行轨道



来源：公司公告 中泰证券研究所（2015 年年报）

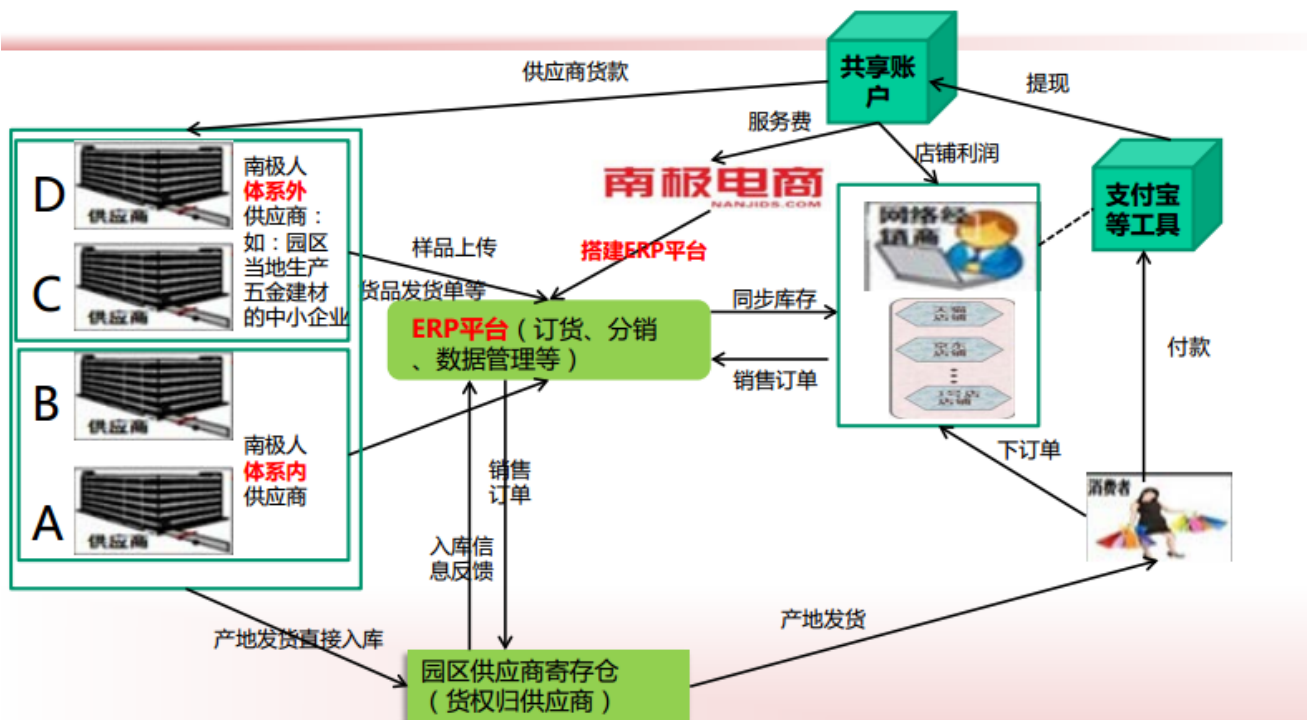
图表 21: 南极电商应收账款占比仍处于合理位置



来源：公司公告 中泰证券研究所

- “南极电商矩阵生态圈+”可复制性不强，有别于传统品牌，南极电商品牌融合性较高，爆发性较强。有别于传统服装品牌的生产模式，南极电商矩阵生态圈配合柔性供应链凭借线上渠道可快速实现横向品牌的扩展，品牌融合南极电商矩阵生态圈，实现多品牌多品类拓展。而我们看到过去南极人品牌借助这样的矩阵生态圈实现了规模的迅速扩张，验证了公司矩阵生态圈的优越性，2015 年阿里平台的南极电商销售额达到 31.3 亿元，同比增长 77.8%，显示南极电商矩阵生态圈正在持续发力。我们认为南极电商主要的核心竞争力正在形成，以“品牌/品类/IP+渠道+工具型服务+内容”矩阵生态圈框架基本搭建完毕，建立盈利的护城河，相较于其他新进入者具有先发优势。工具型服务、内容以及渠道的拓展将大幅提升前端入口流量，增强品牌影响力，而反过来前端入口流量以及品牌影响力提升可以增强公司对供应商、经销商的话语权，增强公司对上下游掌控力，整体形成生态圈的良性循环。

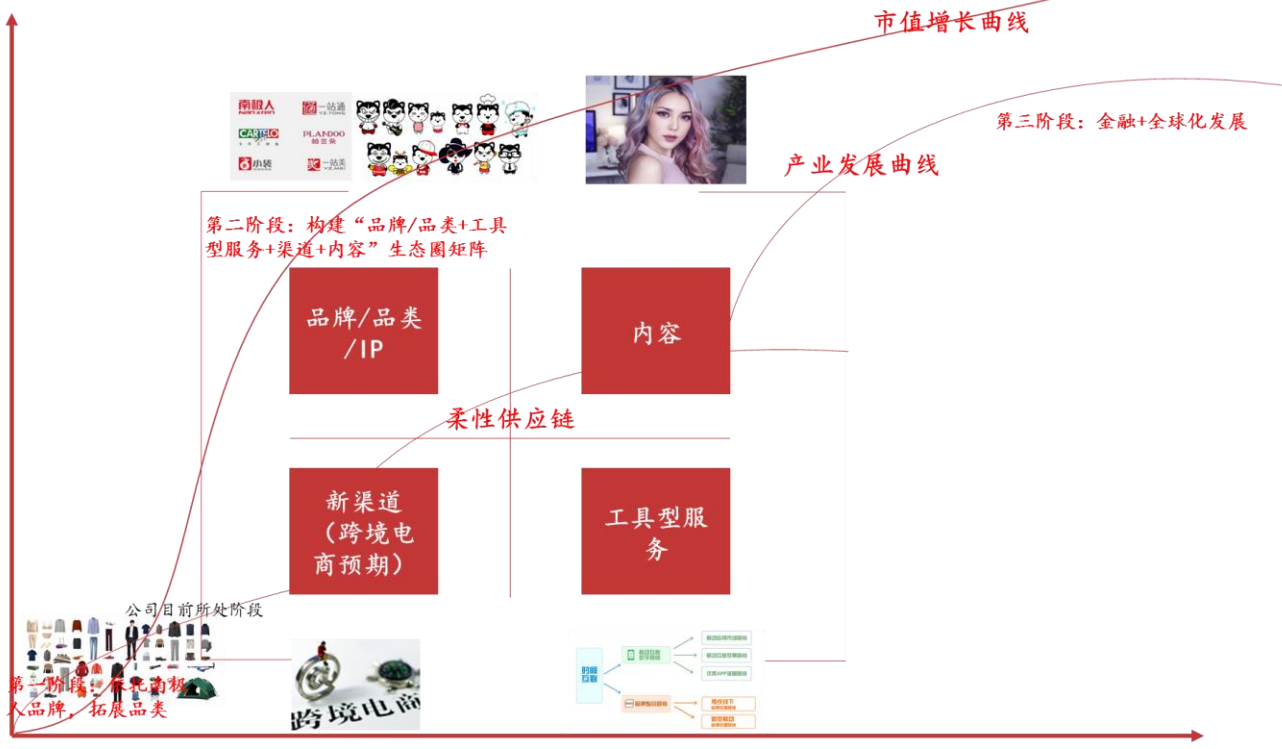
图表 22：南极电商建立具有核心竞争力的柔性供应链电商园区



来源：公司资料整理 中泰证券研究所

- “品牌/品类+工具型服务+渠道+内容”打造矩阵生态圈，逐步南极电商 2.0 增长阶段。南极电商起家于传统保暖内衣，拓展至家纺、童装等品类，后延续至其他多品类，实现第一阶段品类扩张发展，持续高增长验证了南极电商从“0”到“1”模式的成功以及可持续性。按照公司产业发展路径与市值增长曲线共振轨迹，我们认为当前南极电商正逐步进入产业第二增长阶段，即电商服务的“品牌/品类+工具型服务+渠道+内容”的矩阵生态圈构建，而新品牌或新品类将依托于工具型服务、新型渠道以及内容，实现盘活与快速发展。后期，南极电商建立信息流、物流以及资金流规模优势，实现“金融+全球”的第三阶段的发展。

图表 23：“品牌/品类+工具型服务+渠道+内容”打造矩阵生态圈，逐步拥抱黄金增长期



来源：中泰证券研究所

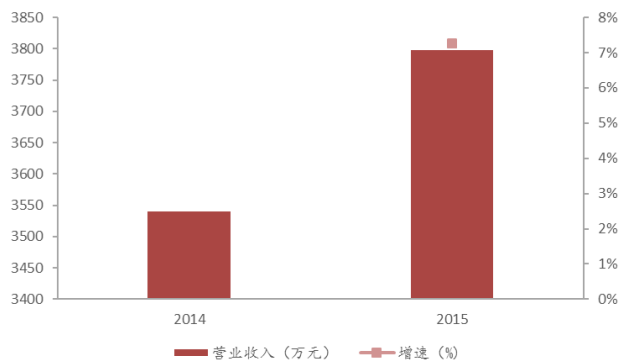
“1”到“N”，品牌拓展再下一城，南极电商矩阵生态圈盘活卡帝乐鳄鱼

收购卡帝乐鳄鱼，品牌生态圈构建再下一城

- 以自有资金或自筹资金，现金约 6 亿元收购卡帝乐鳄鱼（Carelo Crocodile Pte Ltd）。2016 年 6 月公司公告，南极电商拟通过设立孙公司的方式，以现金约 6 亿元人民币收购 Cartelo Crocodile Pte Ltd 95% 的股权，所有收购款项通过自有资金或自筹资金解决。1947 年，卡帝乐鳄鱼成立于新加坡，1993 年正式进入中国大陆，公司拥有“CARTELO”品牌及相关商标共 168 项，包含 CARTELO 及鳄鱼图、卡帝乐、卡帝乐鳄鱼及图等。公司产品矩阵从最初的商务男装（其中以 T 恤衫为主）、鞋帽扩充至女性及儿童市场，还增加了旅行包、皮件制品等服装配饰，实现产品多元化。**2015 年卡帝乐鳄鱼实现营业收入 0.40 亿元，同比增长 7.27%，全国总销售额超 3 亿元，净利润为 0.35 亿元，同比增长 6.28%。**

图表 24：卡帝乐鳄鱼近两年营业收入保持稳定

图表 25：卡帝乐鳄鱼主要的产品矩阵



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 26：卡帝乐鳄鱼自 1947 年成立主要发展轨迹图

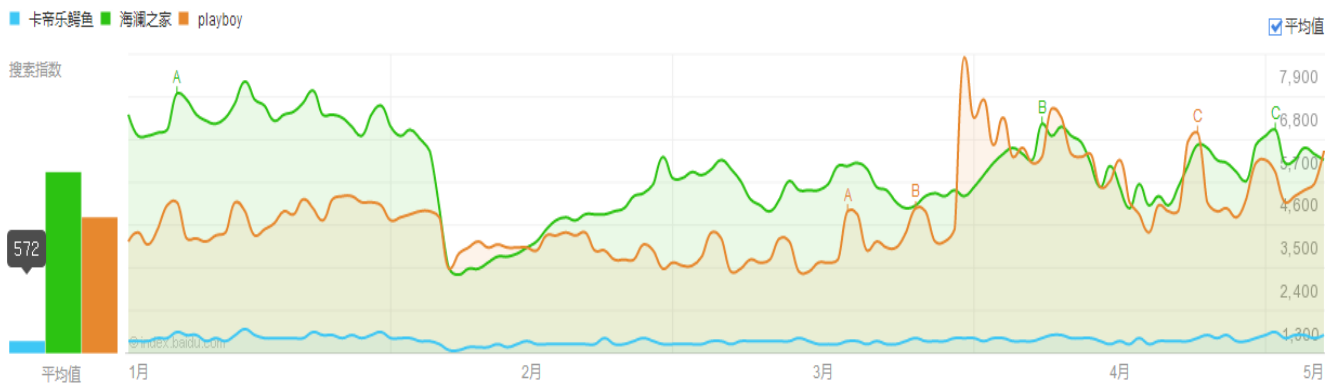
- 1 1947年，卡帝乐鳄鱼在新加坡成立，创始人陈贤进博士。
- 2 1983年，卡帝乐鳄鱼全球门店突破300家，产品销往欧美。
- 3 1993年，卡帝乐鳄鱼于正式进入中国大陆，在上海市开设了第一家卡帝乐鳄鱼专卖店。
- 4 1983年，卡帝乐鳄鱼全球门店突破300家，产品销往欧美。
- 5 1998年~2003年，卡帝乐鳄鱼T恤衫荣获全国销量第一位。
- 6 2011年，卡帝乐鳄鱼在中国的门店已超过500家。
- 7 2013年底，在淘宝网开设官方旗舰店，卡帝乐鳄鱼品牌正式开启电商零售行业。
- 8 2013年，卡帝乐鳄鱼投资成立上海东方鳄鱼服饰有限公司，授权其在国内生产和销售卡帝乐鳄鱼CARTELO品牌服饰及其系列产品，中国逐渐成为卡帝乐今后发展的重心。

来源：公司资料整理 中泰证券研究所

管理团队“水土不服”、渠道推进不及时以及营销效率低是过去卡帝乐停滞主因

- **线上持续冲击，卡帝乐鳄鱼线下增长停滞。**卡帝乐鳄鱼的零售网络由百货公司品牌专柜、街铺专卖店、主力旗舰店以及网店经营等多种形式组成，线下门店已经遍及全国各大城市和地区。截止 2015 年底，卡帝乐鳄鱼 CARTELO 品牌在全国已经设有 3000 多家的各类专卖店铺。从门店数量和盈利能力的角度来看，成立了半个世纪的卡帝乐鳄鱼在近些年的发展速度远远不及创立于 2002 年的海澜之家。2015 年“海澜之家”新开门店近 400 家，期末门店总数 3990 家，而卡帝乐在国内门店几乎处于停滞状态，2015 年底预计在 3000 家左右。反映在公司经营上，公司销售、营收以及净利润增长幅度缓慢，年销售额保持在 3 亿元、营业收入以及净利润保持在 0.3 亿元左右，公司整体发展停滞。

图表 27：卡帝乐鳄鱼在线上关注度方面显著落后于海澜之家和 Playboy



来源：百度指数 中泰证券研究所

- **原因一：管理团队“水土不服”，卡帝乐对市场需求反应不敏感。**卡帝乐对市场需求变化反应不敏感，产品定位调整不及时，偏商务、偏成熟的产品定位阻碍公司进一步发展。新一代年轻消费群体的兴起，潜在消费群体对服装的消费需求发生较大的改变，时尚化、年轻化成为主流，海澜之家正是抓住这一变化，在男士商务装中添加了更多的年轻元素，契合消费需求，不断开拓和维持客户。而这归根结底属于外来品牌“水土不服”现象，卡帝乐作为新加坡国际品牌，管理层和设计团队对于国内消费需求的变化存在一定的滞后性。

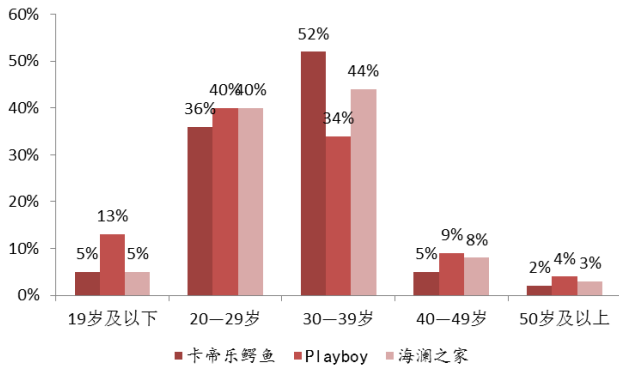
图表 28：卡帝乐在产品外观设计方面偏向于成熟，产品定位显著落后于海澜之家



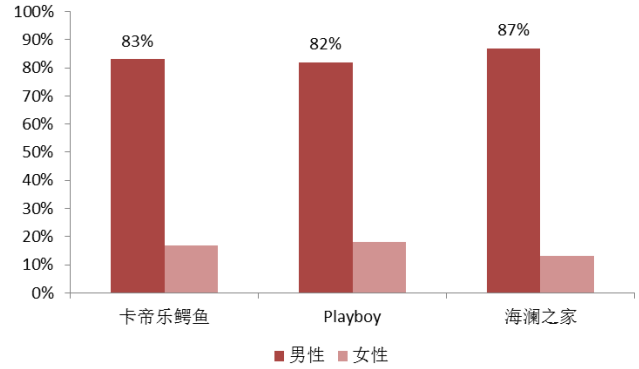
来源：天猫商城 中泰证券研究所

图表 29：卡帝乐鳄鱼产品 30-39 岁人群消费占比较高

图表 30：卡帝乐鳄鱼与 Playboy、海澜之家主要面对的是男性群体



来源：百度指数 中泰证券研究所



来源：百度指数 中泰证券研究所

图表 31：年轻群体购买卡帝乐男装品牌主要是用于孝敬父亲



来源：天猫商城 中泰证券研究所

- **原因二：随着男装市场竞争的不断激烈，“互联网+模式”开始不断冲击卡帝乐以授权为主的商业模式。以海澜之家为例，运用互联网思维，海澜之家在产品的设计、供应链管理以及营销传播方面做的很到位。在产品销售过程中，海澜之家还特别注重与消费者在线上线下的互动，其举办的一些线下活动通过在线上的传播，以及线上活动对线下的影响，都对海澜之家的产品销售产生了不小的影响。而卡帝乐鳄鱼在拥抱互联网方面显然做的不足，主要体现在品类上面单一、营销策略存在欠缺，而互联网整体消费偏向年轻化趋势的大背景下，卡帝乐鳄鱼主要面向的人群为30-39岁，年龄中枢偏大，品牌偏向于商务，“线上渠道+营销”存在较大的改善空间。深层次分析来看，卡帝乐鳄鱼在品类拓展方面以及营销较差的主因还是公司整体的生产模式问题（第三方生产），供应商以及经销商掌控力不足。**

图表 32：卡帝乐鳄鱼产品主要定位于中低端

图表 33：公司开展的线下 HI-T 彩虹墙

	卡帝乐鳄鱼	Playboy	海澜之家
商务男鞋	299~399	288~468	458~498
商务T恤衫	99~148	139~159	128~198
男士手包	89~119	109~198	
男士皮带	59~139	118~259	128~168

来源：天猫商城 中泰证券研究所



来源：网上资料整理 中泰证券研究所

南极电商矩阵生态圈盘活卡帝乐鳄鱼，品牌/品类拓展再提速

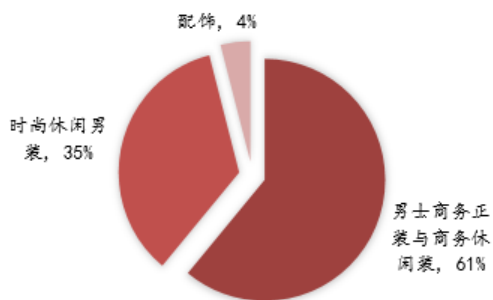
- 男装行业市场规模增长潜力足够大，且品牌零散化提升卡帝乐鳄鱼可拓展天花板。国内男装市场规模足够大，随着国内消费升级以及大学生进入职场规模扩大，未来 CAGR 保持在 15% 以上可期，预测至 2017 年国内男装市场规模整体达到万亿。国内商务正装以及商务休闲男装市场整体占比在 60% 以上，随着整体市场规模的扩大，商务男装行业空间潜力较大。在市场竞争格局方面，国内男装品牌较为零散化，品牌占比不足 20%，其他品牌可进入性较高，增长空间天花板足够高。

图表 34：卡帝乐鳄鱼产品定位主要集中于商务休闲装

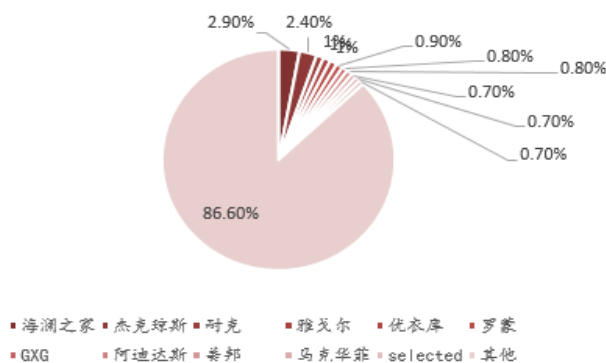
类别	定义	代表品牌
商务装	正装 男士西装套装、男士西裤和那是正式的衬衫等	Armani、Dunhill、雅戈尔
商务休闲装	与正装相比，商务休闲通常面料比较舒适，式样较为休闲，适合上班的个性需求	Polo by Ralph Lauen, 利郎, 卡帝乐鳄鱼
非商务装	时尚休闲装 穿着舒适、强调个性、适合非正式场合穿着 运动装 强调功能性，适合运动穿着	Zara, 美特斯邦威 Nike、李宁

来源：尚普咨询 中泰证券研究所

图表 35：国内商务正装与商务休闲男装市场占有率达到 60% 以上



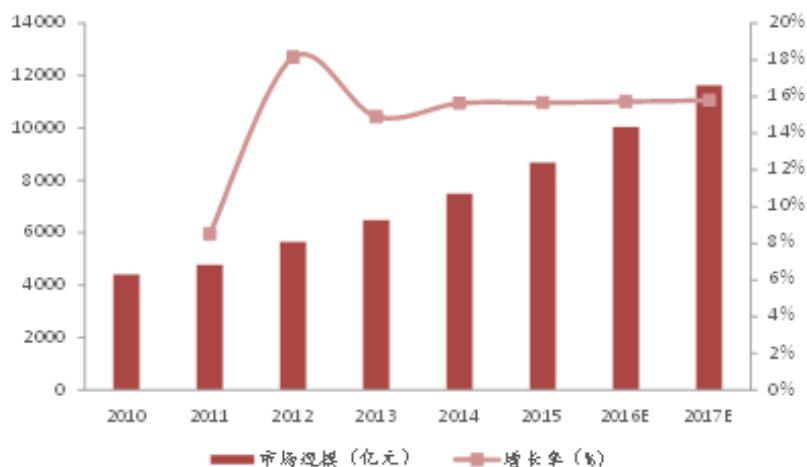
图表 36：国内男装市场整体市场集中度不高



来源: Frost&Sullivan 中泰证券研究所

来源: 公司公告 网上资料整理 中泰证券研究所

图表 37: 预测至 2017 年国内男装整体市场规模达到 1.1 万亿



来源: 高普咨询 中泰证券研究所

- 纳入“品牌/品类/IP+渠道+内容+工具型服务”矩阵生态圈，南极电商盘活卡帝乐鳄鱼。参考南极人品牌模式，南极电商收购 Cartelo 鳄鱼品牌后，将取消先期独家总代授权，用大客户群授权模式替代。卡帝乐鳄鱼所有的供应商和经销商须经南极电商统一发放授权，一切平台资源将由南极电商总部统筹。此外，对于今后与 Cartelo 鳄鱼品牌合作的商家，讲求销量的同时，更注重品质管控、设计研发、跨界合作等服务，将卡帝乐鳄鱼品牌纳入南极电商“品牌/品类/IP+工具型服务+渠道+内容”的生态圈，充分发挥南极电商品牌运营及维护能力，卡帝乐鳄鱼品牌将在整体产品层次拓展、营销能力提升、渠道以及产品人群覆盖等方面全面提升。

图表 38: 收购卡帝乐鳄鱼后，将复制南极人品类拓展路径

宠物用品	女装	童装	美妆	箱包皮具
母婴用品	男装	童装	内衣	服饰配件
运动户外	CARTELO			鞋品
眼镜	床品	保健按摩器材	汽车用品	情趣用品
文具	布艺	居家日用	建材	食品

来源: 公司资料整理 中泰证券研究所

图表 39: 南极人定位专业产业升级综合服务平台



来源: 公司资料整理 中泰证券研究所

- 依托原有品牌影响力以及爆款拓展其他品类，“南极电商矩阵生态圈+卡帝乐鳄鱼”，卡帝乐鳄鱼在横向发展上存在爆发式增长预期。参考南极

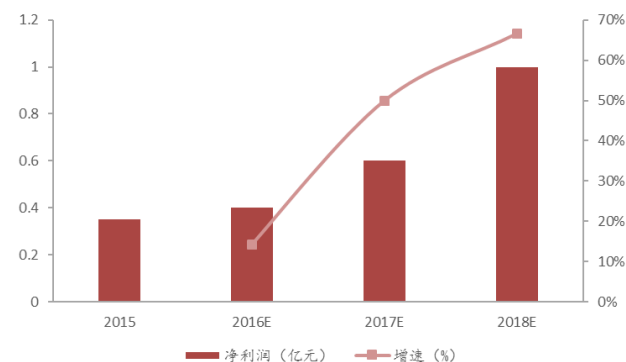
人增长阶段，卡帝乐鳄鱼前期主要运营将依托于其原有的品牌影响力，从产品品类拓展、营销以及渠道上改变公司原有的品牌形象，“**南极电商矩阵生态圈+卡帝乐鳄鱼**”，实现卡帝乐鳄鱼品牌融合于南极电商体系，未来将在横向发展上存在爆发式增长预期。**考虑到南极电商收购卡帝乐鳄鱼落地，我们预测未来卡帝乐 2017-2018 年将实现净利润 0.6 亿元、1 亿元，2015-2018 年 CAGR 为 40%以上。**

图表 40：纳入南极电商生态圈矩阵后，卡帝乐鳄鱼有望大幅改善

对比类别	纳入前	纳入后
授权方	卡帝乐鳄鱼	南极电商统一发放
授权方式	独家总代授权	大客户授权
生产模式	第三方代理生产	纳入柔性供应链体系
品类	商务装为主	男装、儿童装、女装等
面向人群	年龄中枢30-39	年龄中枢18-35岁
渠道	以线下门店为主	线上线下载联动式发展
营销	营销体系不完善	服务型工具提升营销能力

来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 41：预测 2015-2018 卡帝乐鳄鱼净利润 CAGR 为 40%以上



来源：公司公告 中泰证券研究所

盈利预测及投资建议：目标价 14.4 元，维持“买入”评级

盈利预测

- 我们假设时间互联收购成功，并在 2017 年年报中实现财务并表。我们预计 2016-2018 年南极电商营业收入为 5.21、18.21、26.06 亿元，同比增长 33.88%、247.89%、43.77%，归属于母公司净利润为 3.15、5.97、9.51 亿元，同比增长 83.60%、89.10%、59.41%，摊薄每股收益为 0.21、0.36、0.57。

投资建议：目标价 14.4 元，维持“买入”评级

- IP/品牌+内容+渠道+工具+供应链服务，A 股新商业模式最佳标的，有题材（园区经济、网红、电商运营、IP 消费品、供应链服务、大数据），有业绩且高成长，PEG 低于 0.8，完成收购之后我们预计南极电商 2017-2018 的净利润分别为 6 亿（内生 4.5 亿+卡帝乐 0.6 亿+时间互联 0.9 亿）、8 亿（内生 5.7 亿+时间互联网 1.3 亿+卡帝乐 1 亿）。**考虑收购及增发的股本后目前市值为 159 亿，且未来三至五年净利润内生复合增速达到 50%以上，参考可比公司估值，如给予 2017 年 PE40 倍，目标价 14.4 元**

图表 42：南极电商可比公司估值

	EPS			PE			PEG		
	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
跨境通	0.26	0.25	0.39	63.07	64.63	41.99	0.31	0.68	0.78
快乐购	0.24	0.24	0.28	102.45	99.59	86.44	-4.36	15.52	5.68

来源：WIND 中泰证券研究所

图表 43：三项费用率预测

项目	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业费用	2.64%	16.60%	8.12%	8.00%	6.00%	5.00%
管理费用	3.53%	8.31%	8.88%	8.00%	6.50%	5.50%
财务费用	1.89%	-0.22%	-0.25%	-1.58%	-0.94%	-0.93%

来源：WIND 中泰证券研究所

图表 44： 南极电商财务预测三张表

损益表 (人民币万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销货净收入	413,481	27,352	38,923	52,109	181,281	260,625
增长率	21.23%	-93.4%	42.3%	33.9%	247.9%	43.8%
销货成本	-390,312	-11,175	-10,499	-6,988	-89,399	-123,133
%收入	94.4%	40.9%	27.0%	13.4%	49.3%	47.2%
毛利	23,169	16,178	28,424	45,120	91,881	137,491
%收入	5.6%	59.1%	73.0%	86.6%	50.7%	52.8%
销售及行政费用	-25,628	-6,919	-6,832	-9,114	-23,548	-28,643
%收入	6.2%	25.3%	17.6%	17.5%	13.0%	11.0%
EBITDA	-2,459	9,258	21,592	36,007	68,333	108,849
%收入	-0.6%	33.8%	55.5%	69.1%	37.7%	41.8%
折旧与摊销	-19,959	-188	-220	-237	-651	-1,173
%收入	4.8%	0.7%	0.6%	0.5%	0.4%	0.5%
EBIT	-22,418	9,070	21,372	35,769	67,682	107,675
%收入	-5.4%	33.2%	54.9%	68.6%	37.3%	41.3%
利息费用	-7,814	60	95	1,023	1,892	3,232
投资收益	-21	230	110	0	0	0
税前经营收益	-30,252	9,360	21,577	36,793	69,574	110,907
%收入	-7.3%	34.2%	55.4%	70.6%	38.4%	42.6%
其他非经营收益	-23,384	-576	-1,057	0	0	0
税前利润	-53,636	8,784	20,520	36,793	69,574	110,907
%收入	-13.0%	32.1%	52.7%	70.6%	38.4%	42.6%
所得税	-10	-2,136	-3,294	-5,151	-9,740	-15,527
所得税率	0.0%	24.3%	16.1%	14.0%	14.0%	14.0%
少数股东损益	-1,575	-2	45	96	181	288
归属于普通股股东净利润	-52,071	6,650	17,182	31,546	59,653	95,092
净利率	-12.6%	24.3%	44.1%	60.5%	32.9%	36.5%

现金流量表 (人民币万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	-53,646	6,649	17,227	31,642	59,834	95,380
少数股东损益	0	0	0	96	181	288
非现金支出	43,820	1,179	2,003	237	651	1,173
非经营收益	7,170	-560	-224	0	0	0
营运资金变动	63,515	-3,113	-15,298	29,506	-56,235	-32,185
经营活动现金净流	60,859	4,164	3,708	61,481	4,430	64,657
资本开支	5,269	298	231	3,500	10,300	10,500
投资	-271	0	-8,034	0	0	0
其他	512	293	57,530	0	0	0
投资活动现金净流	-5,028	-5	49,264	-3,500	-10,300	-10,500
股权募资	0	69	106	0	95,391	0
债权募资	-25,237	0	0	0	0	0
其他	-15,303	0	-6	0	0	0
筹资活动现金净流	-40,540	69	100	0	95,391	0
现金净流量	15,292	4,228	53,072	57,981	89,521	54,157

资产负债表 (人民币万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	42,222	15,151	68,223	126,109	215,449	269,318
应收款项	16,072	17,534	52,895	22,998	80,009	115,028
存货	32,265	5,636	6,826	3,365	41,941	57,896
其他流动资产	15,316	302	1,307	1,118	4,431	5,801
流动资产合计	105,876	38,623	129,251	153,590	341,830	448,043
%总资产	37.2%	96.4%	94.2%	93.2%	94.2%	93.7%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	164,816	522	554	3,349	12,744	21,638
无形资产	13,785	160	137	605	860	1,292
非流动资产合计	178,601	1,460	8,028	11,290	20,940	30,266
%总资产	62.8%	3.6%	5.8%	6.8%	5.8%	6.3%
资产总计	284,477	40,083	137,279	164,881	362,770	478,310
短期借款	102,256	0	0	0	0	0
应付款项	89,337	5,152	7,780	3,383	29,818	40,673
其他流动负债	-6,386	4,297	5,783	6,140	22,371	31,675
流动负债	185,207	9,449	13,563	9,523	52,188	72,348
长期贷款	48,702	0	0	0	0	0
其他长期负债	3,780	0	180	180	180	180
负债	237,688	9,449	13,743	9,703	52,368	72,528
普通股股东权益	44,113	30,566	123,324	154,870	309,913	405,005
少数股东权益	2,676	67	212	307	488	777
负债股东权益合计	284,477	40,083	137,279	164,881	362,770	478,310

比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益(元)	-1.166	0.421	0.412	0.205	0.360	0.574
每股净资产(元)	0.988	1.935	2.955	1.007	1.871	2.446
每股经营现金净流(元)	1.363	0.264	0.089	0.399	0.026	0.389
每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	-118.04%	21.76%	13.93%	20.37%	19.25%	23.48%
总资产收益率	-18.30%	16.59%	12.52%	19.13%	16.44%	19.88%
投入资本收益率	-14.42%	44.34%	32.44%	105.82%	61.30%	67.86%
增长率						
主营业务收入增长率	21.23%	-93.38%	42.30%	33.88%	247.89%	43.77%
EBIT增长率	-70.54%	140.46%	135.62%	67.37%	89.22%	59.09%
净利润增长率	-191.21%	112.77%	158.37%	83.60%	89.10%	59.41%
总资产增长率	-29.94%	-85.91%	242.49%	20.11%	120.02%	31.85%
资产管理能力						
应收账款周转天数	5.6	133.3	232.9	120.0	120.0	120.0
存货周转天数	37.3	608.7	212.2	170.0	170.0	170.0
应付账款周转天数	20.6	324.7	96.9	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	151.3	1,100.2	5.0	13.7	11.2	13.6
偿债能力						
净负债/股东权益	232.40%	-49.46%	-55.23%	-81.27%	-69.41%	-66.37%
EBIT利息保障倍数	-0.3	-155.3	-226.4	—	—	—

来源：中泰证券研究所

投资评级说明

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%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

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。