

2017年12月08日

南极电商 (002127.SZ)

深度分析

乘电商东风，以“品牌+运营”为核心竞争力， 打造南极电商生态圈

投资要点

- ◆ **品牌授权商+电商服务商**：凭借南极人、卡帝乐鳄鱼等品牌，公司已建立连接中小服装厂商与中小卖家的产业平台，依托为各厂商、经销商提供品牌、质量控制、产业园区、流量推广、供应链金融等服务，成功从卖商品转向卖服务。依托该商业模式，南极电商在2015至2017上半年实现了约80%的GMV年复合增速，以及41.7%的营收年复合增速，其中占支柱地位的品牌综合服务业务年增速逾80%，同时保持着约90%的毛利率。而在2017年前三季度，南极电商GMV达64.87亿元。
- ◆ **为什么是品牌授权商与电商服务商**：品牌授权是传统服装业务的延续，服装家纺公司往往使用OEM或ODM模式，将部分或全部生产环节外包，从而专注高附加值环节。同时，2010年至2016年，服装网络零售年复合增长率达45.90%，网络购物逐步成为全国服装商品的重要消费渠道，南极电商抓住消费转型大势，大规模转型线上模式。而就电商的发展来看，电商模式需要类似百秋电商的服务商。
- ◆ **电商服务重塑品牌授权模式**：2008年起，凭借受广泛认可的品牌，南极电商连接了一批中小供应商与中小经销商，并通过品牌授权业务，减少了商品流通的中间环节。2010年转型线上模式后，南极电商实现数据积累，并在2012、2013年开启电商服务业务、建设柔性供应链平台，通过为经销商提供数据分析、视觉设计等服务，以及对线上模式进一步降本增效，南极电商实现了线上线下各渠道的扁平化运转，并在对大数据的运用中逐步趋近新零售的拉式供应链。如今，电商提供数据基础、提供便捷销售渠道，品牌提供影响力基础、实践大数据结果，扁平化供应链实现高效运转，这一良性循环为南极电商的高性价比夯实基础。
- ◆ **品牌授权紧握高附加值的两端**：在研发环节，南极电商着重对主品牌核心产品保暖内衣，以及新增长点电商服务模式的投入，且2016年研发人员数量增长79%至总员工数的54%。而就品牌营销，南极电商精耕广告投放对象与投放时间，实现对商品的高效引流，在京东双十一期间，广告直投的有效转化率、平均投资回报率分别高出类目平均173%、385%。2017年11月，收购时间互联交割，将在流量渠道方面形成实现较好的协同，拓展南极电商流量渠道。
- ◆ **核心竞争力：高性价比**：凭借电商服务模式，以及品牌授权模式上的独特发展，南极电商实现了其高效产业链带来的高性价比。据估计，南极电商加价率位于快销模式2~4倍加价率的底部。低加价率使南极电商产品在中低端平价服装方面具有较强竞争力。其中，南极人品牌在保暖内衣、家居服、男袜、打底裤、背心等类目方面具有较大销量优势，且在淘宝平台保暖内衣类目占据约30%的市场份额，预计该平台该品类可覆盖至少5000万消费者。随着电商对消费的持续渗透，南极人市场份额有望持续扩张，强者恒强。
- ◆ **南极电商发展前景可期待**：南极电商发展空间主要在于其商业模式具有高度可拓展

商贸零售 | 连锁 III

投资评级

买入-B(首次)

6个月目标价

15.51元

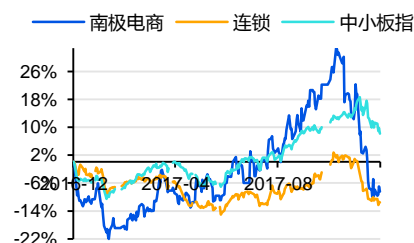
股价(2017-12-07)

11.76元

交易数据

总市值(百万元)	19,246.18
流通市值(百万元)	11,385.49
总股本(百万股)	1,636.58
流通股本(百万股)	968.15
12个月价格区间	9.66/17.19元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-13.92	-18.13	-14.66
绝对收益	-20.11	-18.22	-6.74

分析师

 王冯
 SAC 执业证书编号：S0910516120001
 wangfeng@huajinsec.cn
 021-20377089

报告联系人

 齐莉娜
 qilina@huajinsec.cn
 021-20377037

相关报告

性以及灵活的个性化定制。

高拓展性：多类目战略持续增长：南极电商的商业模式可在其他品牌、品类上进行有效拓展，南极人品牌的多类目呈现快速拓展格局，供应商、经销商数量也随着增长。目前，供应商、经销商平均 GMV 仍持续增长，且愿意接受此多类目战略。南极电商该商业模式料可持续。2016 年占南极人 GMV 约 13% 的南极人女装 GMV 增速达 193%，而占 17% 的家纺增速近 100%，为南极电商的类目拓展的持续增长做出贡献。

高拓展性：多品牌战略已见曙光：品牌是南极电商业务的核心支柱，在南极人品牌外，公司也进行了多品牌布局。对此，南极电商不断地进行品牌购买与合作。通过收购卡帝乐鳄鱼品牌、精典泰迪品牌，代理帕兰朵品牌，并与 PONYTIMES、PONY COLLECTION 等个人品牌合作，打造 LOGO+IP+CP 品牌矩阵，逐步实现南极电商的多类目、多品牌产品战略。今年三季度卡帝乐鳄鱼 GMV 同比增长 135%，多品牌战略已见曙光。

灵活的个性化定制：随着我国消费升级，服装定制品类以出现 260% 的增长。而个性化定制十分考验供应链的灵活性。南极电商凭借合作的大批小而美的供应商，凭借正在研发的 B2C 定制开发项目，可实现按单设计、按单制造，完成厂商与消费者的直接对接，为未来抢占个性化市场打下基础。

◆ **投资建议：**南极电商通过品牌、电商模式、供应链的良性循环，凭借对大数据的良好运用，打造高性价比护城河，对同类商品取得较大竞争优势，并有望在多品牌多类目发展中更上一层楼。我们预测 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.30、0.47 和 0.62 元。净资产收益率分别为 11.9%、15.7% 和 17.4%，给予“买入-B”建议，6 个月目标价为 15.51 元，相当于 2018 年 33 倍的动态市盈率。

◆ **风险提示：**1. 阿里京东推广新零售模式，与海澜之家等服饰企业成为战略合作伙伴，或对行业竞争、公司运营以及品牌营销带来压力；2. 公司的供应商数量迅速增长，质量管控能力受到挑战；3. 公司培育的新品牌与品牌的新品类的成长具有较大不确定性。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	389.2	521.0	829.5	2,003.2	2,596.5
同比增长(%)	-75.3%	33.8%	59.2%	141.5%	29.6%
营业利润(百万元)	197.9	343.4	566.3	898.5	1,207.1
同比增长(%)	-220.2%	73.5%	64.9%	58.7%	34.3%
净利润(百万元)	171.8	301.1	487.7	761.2	1,021.7
同比增长(%)	1549.3%	75.3%	61.9%	56.1%	34.2%
每股收益(元)	0.10	0.18	0.30	0.47	0.62
PE	112.0	63.9	39.5	25.3	18.8
PB	15.6	12.5	4.7	4.0	3.3

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、品牌授权商+电商服务商	6
二、为什么是品牌授权商与电商服务商	8
(一) 品牌授权：传统服装业务的延续	8
(二) 电商渠道：高速发展的增长点	9
(三) 电商服务：电子商务需要服务商	9
三、电商服务重塑品牌授权模式	10
(一) 品牌授权：基础是品牌.....	10
(二) 品牌授权：不一样的 OEM 模式	11
(三) 电商渠道：进行数据原始积累	13
(四) 电商服务：数据分析强化品牌授权.....	13
(五) 电商服务：园区服务降本增效	14
(六) 电商服务：类似百秋电商	15
(七) 品牌授权：扁平化的商业模式	16
(八) 大数据：趋近新零售模式的良性循环	16
四、品牌授权紧握高附加值两端	18
(一) 研发投入：强化品牌、电商模式	18
(二) 品牌营销：精准营销、降本增效	19
(三) 收购时间互联，拓宽流量渠道	20
五、核心竞争力：高性价比	21
六、未来发展空间	23
(一) 高拓展性：多类目战略持续增长	23
(二) 高拓展性：多品牌战略已见曙光	25
(三) 灵活的个性化定制	27
七、财务分析与盈利预测	28
(一) 实际控制人稳定	28
(二) 主营业务态势良好	29
(三) 第三季度季节性波动	30
(四) 期间费用保持稳定	30
(五) 资产减值损失恢复常态	31
(六) 杜邦分析	31
(七) 募投项目	32
(八) 盈利预测	32
五、风险提示	33

图表目录

图 1：南极电商发展历程示意图	6
图 2：2017 前三季度各品牌 GMV (亿元)	6
图 3：南极电商的产业链盈利模式	7
图 4：南极电商 2017H1 各业务营收占比.....	8
图 5：南极电商线上线下渠道营收占比	8
图 6：微笑曲线理论	8
图 7：生产与外包生产的毛利率	8

图 8：社会消费品零售及网络购物情况	9
图 9：中国服装网购市场规模	9
图 10：百秋电商合作品牌	10
图 11：百秋网络营业收入	10
图 12：百秋网络净利润及预期	10
图 13：传统一、二级经销商 OEM、ODM 模式示意图	12
图 14：南极电商品牌授权业务模式示意图	13
图 15：电商服务强化品牌授权业务示意图	14
图 16：柔性供应链园区运转示意图	15
图 17：南极电商电商服务等业务收入	16
图 18：南极电商电商服务等业务毛利率	16
图 19：扁平化商业模式示意图	16
图 20：新零售拉式供应链示意图	17
图 21：南极电商的新零售良性循环	18
图 22：南极电商研发投入	19
图 23：南极电商研发人员	19
图 24：淘宝搜索保暖内衣第一页	19
图 25：南极电商等广告支出（万元）	19
图 26：南极人直投广告引流指标	20
图 27：南极人直投广告转化指标	20
图 28：时间互联营业收入及毛利率	21
图 29：时间互联净利润及预期	21
图 30：保暖内衣部分品牌淘宝销量前 5 商品统计	22
图 31：家居服部分品牌淘宝销量前 5 商品统计	22
图 32：男袜部分品牌淘宝销量前 5 商品统计	22
图 33：打底裤部分品牌淘宝销量前 5 商品统计	22
图 34：保暖内衣销量前 200 市场份额	23
图 35：男袜销量前 200 市场份额	23
图 36：南极电商品牌类目（个）	23
图 37：授权供应商及经销商（家）	23
图 38：授权供应商平均 GMV	24
图 39：授权经销商平均 GMV	24
图 40：部分公司 SKU 数量估计（个）	24
图 41：部分公司单 SKU 年平均 GMV/营收（万元）	24
图 42：南极人主要品类 GMV 占比	25
图 43：2016 年南极人主要品类 GMV 增速	25
图 44：卡帝乐鳄鱼主要品类 GMV 占比	25
图 45：南极电商品牌矩阵	26
图 46：休闲鞋部分品牌淘宝销量前 5 商品统计	26
图 47：皮鞋部分品牌淘宝销量前 5 商品统计	26
图 48：T 恤部分品牌淘宝销量前 5 商品统计	27
图 49：夹克部分品牌淘宝销量前 5 商品统计	27
图 50：城镇农村居民人均年可支配收入	28
图 51：南极电商个性化定制示意图	28
图 52：公司主营业务构成（亿元）	29

图 53 : 各主营业务构成占比 (%)	29
图 54 : 各主营业务增速 (%)	30
图 55 : 各主营业务毛利率 (%)	30
图 56 : 南极电商资产减值损失情况	31
图 57 : 南极电商单季度资产减值损失情况.....	31
图 58 : 南极电商 ROA、ROE 情况.....	32
图 59 : 南极电商销售净利率及资产周转率.....	32
表 1 : 淘宝网排行榜服装部分项目品牌热度排名	11
表 2 : 与部分服装家纺公司开拓电商渠道时间对比	13
表 3 : 南极电商加价率估计	21
表 4 : 卡帝乐鳄鱼 2017 全年营收预测 (亿元)	27
表 5 : 前十大股东明细 (2017/11 月)	28
表 6 : 部分电商类公司分季度营收增速	30
表 7 : 借壳上市后公司的募投项目	32
表 8 : 南极电商主营业务拆分及预测 (万元)	33

一、品牌授权商+电商服务商

南极电商 (002127) 成立于 1998 年,最初是一家自产自销、重资产、以保暖内衣起家的服装家纺公司。通过不断地业务转型与商业模式创新,如今,南极电商已成为轻资产运营的品牌商、电商服务商。

随着 2008 年纺织业走缓,南极电商运用积累的品牌价值,转型“品牌授权”商业模式,授权供应商与经销商进行“南极人”等公司所持品牌的生产和销售,同时剥离自身服装生产业务,着重保留品牌的核心价值。

2012 年及 2013 年,公司开启南极人共同体模式,重构供应链,不断丰富品牌产品类目,并吸纳众多供应商、经销商,并通过大数据分析、生产管控优化等服务增强供应商、经销商粘性,打造可持续发展的产业生态链。另外,公司也不断横向拓展其业务,在供应链上提供诸如产业园区的仓储、物流、供应链金融等增值服务。

2016 年,公司通过对新民纺织的借壳上市,成功登陆中小板。同年,公司开始进行其多品牌拓展战略,收购卡帝乐鳄鱼,购买精典泰迪中国商标,以及与帕兰朵、PONYTIMES、PONY COLLECTION 等合作,构建南极电商品牌矩阵。

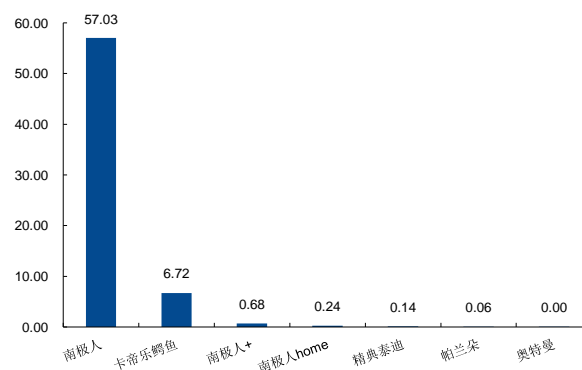
依托该商业模式,南极电商在 2015 至 2017 上半年实现了约 80% 的 GMV 年复合增速,以及 41.7% 的营收年复合增速,其中占支柱地位的品牌综合服务业务年增速逾 80%,同时保持着约 90% 的毛利率。而在 2017 年前三季度,南极电商 GMV 达 64.87 亿元,其中南极人品牌贡献 57.03 亿元,占 GMV 的 88%,卡帝乐鳄鱼品牌 GMV 达 6.72 亿元,占 10%,其余品牌交易额均不超过 1 亿元。

图 1：南极电商发展历程示意图



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 2：2017 前三季度各品牌 GMV (亿元)



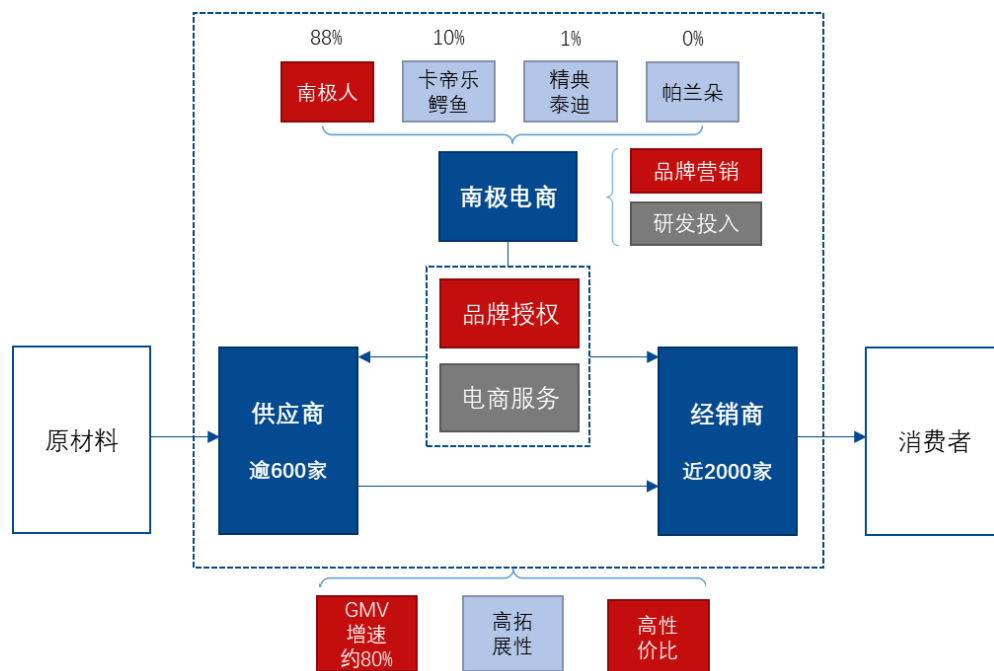
资料来源：公司公告，华金证券研究所

凭借南极人、卡帝乐鳄鱼等品牌,公司已建立连接中小服装厂商与中小卖家的产业平台,依托为各厂商、经销商提供品牌、质量控制、产业园区、流量推广、供应链金融等服务,成功从卖商品转向卖服务,打造了南极人共同体电商生态闭环。

就产业链来看,供应商在南极电商的研发设计、工艺规范的指导下,生产南极电商旗下品牌产品,并在将产品销售给经销商后,获取部分利润,并结算南极电商的品牌综合服务费(包括品牌服务费和标牌使用费)。经销商从供应商处获取品牌产品后,在南极电商的电商服务帮助下,

对客户进行产品销售，并结算南极电商服务费与授权费。而南极电商则负责提供具有影响力的品牌，负责把控研发投入与部分品牌营销的高附加值环节，从而撬动整个产业链的发展。

图 3：南极电商的产业链盈利模式



资料来源：华金证券研究所整理

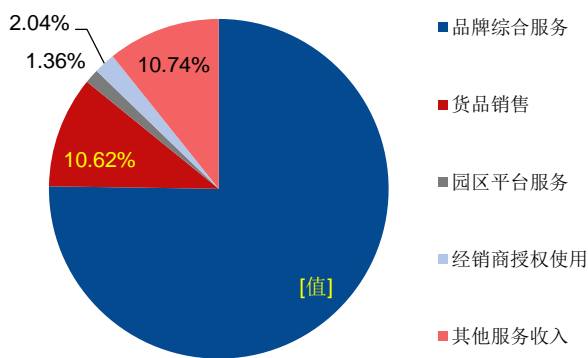
因此，南极电商主要收入来源在于品牌授权业务。对经销商，南极电商收取品牌综合服务费，该服务费大致与商品出厂价成比例关系；对供应商，南极电商收取品牌授权与相关服务费用。

而电商服务业务方面，南极电商主要对为经销商提供的店铺诊断、运营规划、营销策划、大数据分析等收取经销商授权使用费用，并就柔性供应链园区平台的使用，分别对供应商、经销商收取一定费用。另外，南极电商也就提供供应链金融、线上广告服务收取费用。

最后，南极电商仍然保留有小部分的自营线上渠道，主要销售对象为唯品会。就这一渠道，南极电商主要赚取商品购买与销售的差价。

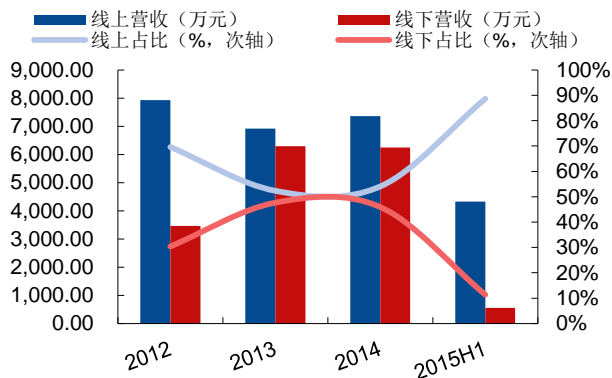
整体来看，南极电商 2015 年开始再次主动削减大部分的线下商超渠道，使线下渠道占比快速削减。2015 年上半年，线上渠道收入占总收入达近 90%。而 2016 年收购卡帝乐鳄鱼后，下线渠道有所拓展，但就经销商数量来看，百度地图显示全国南极人、卡帝乐鳄鱼品牌实体店约 648 家，约占 2016 年末经销商数量的 35%。因此，南极电商的主要收入来源，仍然为线上渠道。

图 4：南极电商 2017H1 各业务营收占比



资料来源：wind，华金证券研究所

图 5：南极电商线上线下渠道营收占比



资料来源：公司公告，华金证券研究所

二、为什么是品牌授权商与电商服务商

(一) 品牌授权：传统服装业务的延续

传统的 OEM 模式，主要是将低附加值的生产、组装环节外包给第三方公司，从而实现生产规模的扩大与毛利率的提升，并通过对产品核心部件，如专利、材料、标签等方面的控制，实现对 OEM 厂商的制约。

对于现实而言，通过比较外包生产的毛利率与仅进行服装服饰生产的公司业务的毛利率，不难发现，微笑曲线确实存在。SW 服装家纺的毛利率约 35%，一直高于 SW 服装家纺 18% 的毛利率。同时，作为中国最大的服饰生产企业，为优衣库、NIKE 等品牌进行生产外包的申洲国际，其毛利率大致维持在 30% 左右，一直低于海澜之家、七匹狼等不含生产，仅包含成品销售等业务的整体毛利率。

因此，将产品生产外包给 OEM 厂商，能够让公司专注于高附加值的研发设计、销售、品牌营销等部分，从而实现公司效率的最大化。而对南极电商而言，将生产与大部分销售授权外包，的确实现了公司毛利率的最大化，品牌综合服务毛利率一直大于 80%。同时，也使得南极电商能够轻装上阵，专注维系产业链高附加值的研发设计与品牌营销，保持品牌与商业模式的活力。

图 6：微笑曲线理论

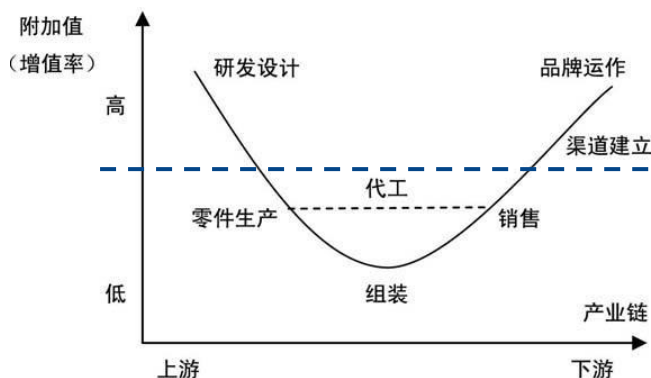
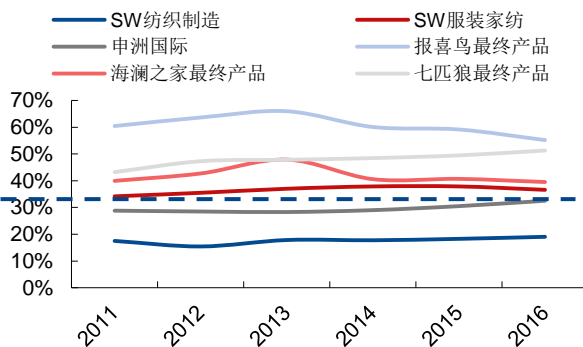


图 7：生产与外包生产的毛利率



资料来源：网络资料，华金证券研究所整理

资料来源：公司公告，wind，华金证券研究所

（二）电商渠道：高速发展的增长点

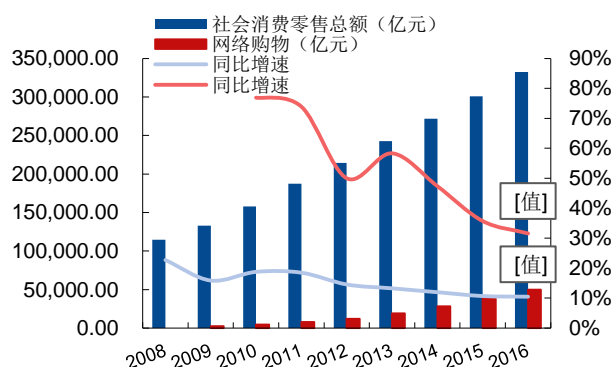
随着中国经济快速发展，人民生活水平也在逐步上升，根据统计局，2016 年城镇居民人均可支配收入较 2008 年翻了一番，消费能力不断上升。

而随着互联网技术的不断发展、电子商务法律法规的不断完善，中国网上购物继续飞速发展。据艾瑞咨询，2009 年至 2016 年，网络购物规模年复合增长率达 52.56%，远高于社会消费品零售总额年复合增速 13.98%，网络购物正逐步成为全国零售商品的重要部分。而服装网购市场也随之快速增长，2010 至 2016 年年复合增长率达 45.90%。

同时，2012 年至 2016 年，中国主要网络购物平台交易金额增长迅速，阿里巴巴 GMV 累计增长逾 2 倍，而京东 GMV 累计增长约 8 倍。

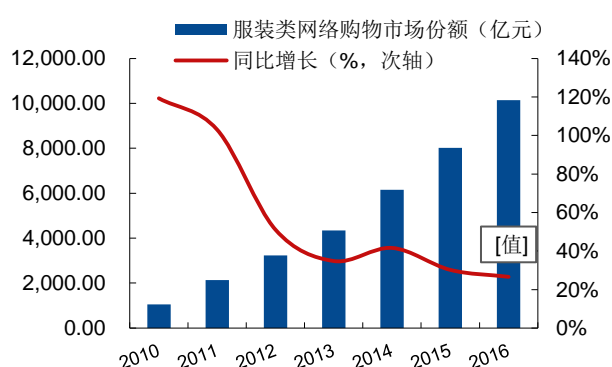
南极电商于 2010 年开始向电商大规模转型。紧跟电商快速发展的步伐，南极电商成功地抓住了此次消费渠道转型的大势。而公司将“南极人”定位为中低端高性价比品牌。通过削减实体门店，南极电商成功降低其产品销售成本与管理成本，在线上平价市场取得较好成果。

图 8：社会消费品零售及网络购物情况



资料来源：国家统计局、wind、艾瑞咨询，华金证券研究所

图 9：中国服装网购市场规模



资料来源：艾瑞咨询，华金证券研究所

（三）电商服务：电子商务需要服务商

电子商务在我国进行快速发展，但就整个电商市场而言，仍然存在激烈的竞争与残酷的淘汰。而针对电子商务的服务商应运而生。百秋电商是专业从事电子商务代运营业务的服务公司，目前专注于中高端国际时尚品牌电子商务一站式代运营服务。

百秋电商同样抓住了我国电商发展的高峰时期，在过去的 5 年内百秋业绩斐然。2011 年百秋与 ELLE 箱包合作，3 个月内使店铺业绩提升了 10 倍，并使 ELLE 品牌在双十一箱包类目中保持销售第一的业绩。同时，百秋电商分别于 2012 年、2013 年与法国雅氏、英国 Clarks 建立合作关系，确立百秋在鞋类代运营的标杆地位。其后，百秋启动跨境电商计划，并与 2016 年与 Maje、Sandro 等法国轻奢品牌携手前进，迈入服饰类产品代运营板块。

图 10：百秋电商合作品牌



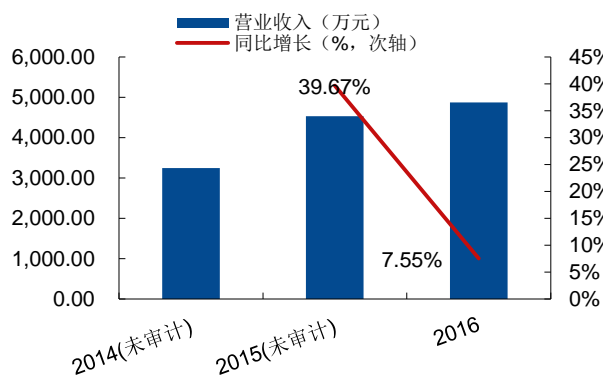
资料来源：百秋电商官网，华金证券研究所

从财务方面来看，百秋电商母公司百秋网络未能完成收购中对 2016 年净利润的承诺，或之前数年业绩未经审计有关。但 2017 年上半年，百秋网络利润同比增长 127.3%，发展趋势良好。

总的来看，百秋电商的业绩主要来源于电商代运营。凭借公司自行研发的 ERP、CRM 系统、公司与天猫、京东等电商平台的战略级合作关系以及公司自有的现代化仓库，百秋电商有效地为海外品牌提供进入中国市场的一站式运营服务，成功地进行了箱包鞋履等类品牌的营销，并实与品牌的合作共赢。

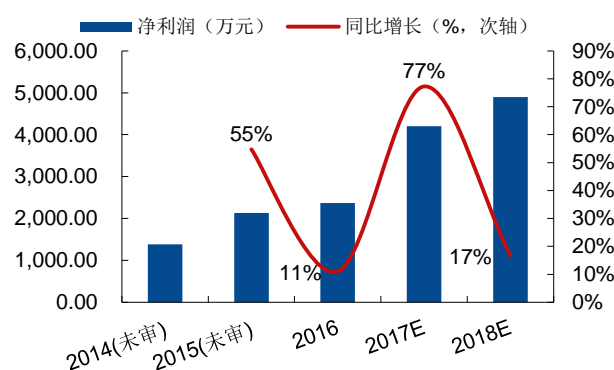
百秋电商主要针对轻奢这一小品类，而其营业收入已经达到 3000 万元以上，说明我国电子商务的确需要服务商，而南极电商针对拥有更大市场规模的中低端服装，其电商服务业务具有较大潜力。

图 11：百秋网络营业收入



资料来源：歌力思公司公告，华金证券研究所

图 12：百秋网络净利润及预期



资料来源：歌力思公司公告，华金证券研究所

三、电商服务重塑品牌授权模式

(一) 品牌授权：基础是品牌

在核心业务品牌授权中，南极电商的品牌便是其核心价值。品牌认可度与品牌的产品类目是其业务拓展的基础。

南极电商主品牌“南极人”创立于1997年，以更薄、更暖、更舒适的保暖内衣在全国畅销，“南极人不怕冷”的宣传传遍大江南北。之后的十年里，“南极人”先后签约葛优、刘德华等一线明星，在央视等主流媒体支付巨额广告费用，在内衣方面，打出了全国知名度。到2004年，南极人连续6年中国市场占有率和销售量名列前茅，在市场资源上拥有约1500万消费者、2万个终端，累计实现销售额10亿元。

在品牌认可度方面，淘宝网排行榜数据显示，在内衣与家居服、男装、女装方面，主品牌南极人在多类目中保持高影响力。在内衣/家居服方面，南极人品牌多数类目保持热度前三，女装部分类目保持热度第一，而男装方面，部分类目进入热度前十。

客户与潜在客户的高度关注，为南极电商GMV增长提供保障。

表1：淘宝网排行榜服装部分项目品牌热度排名

类别	子类别	南极人排名	类别	子类别	南极人排名
内衣/家居服	保暖套装	1	女装	打底裤	1
	内裤	1		裤子	1
	吊带/背心	2		皮衣	7
	家居服套装	2	背心	8	
	袜子	2	男装	休闲裤	9
抹胸	3	衬衫		10	
睡裤	5	T恤		11	

资料来源：淘宝网排行榜（2017/10/17），华金证券研究所

（二）品牌授权：不一样的OEM模式

传统OEM、ODM模式库存流动成本高，时效性低。在传统的OEM、ODM模式中，由于实体店往往存在地域限制，为了更广泛地覆盖更多的消费群体以及较大程度地运用经销商的本地资源，品牌商经常使用一、二级经销商模式。该模式存在一级经销商，可能存在二级经销商，其经销商可以直营，也可以加盟。

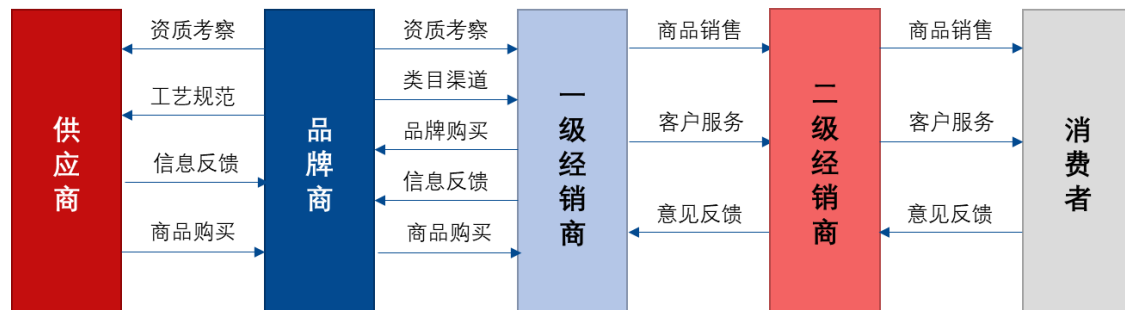
一、二级经销商模式虽然能够达到全国覆盖的实体店，但也存在不少缺陷。首先便是库存存留过多。由于该模式下存在供应商、品牌商、一级经销商、二级经销商、消费者的流通环节，且无法确认下一环节的商品需求是否会有所波动，因此，品牌商、一级经销商、二级经销商都必须备有存货，以时刻应对下一环节的区域性应急需求。但在更大的区域范围来看，小范围的突发需求可被另一范围的库存覆盖，因而并不需要每个一级经销商均备有可完全覆盖该区域应急需求的库存。因此，一、二级经销商模式下，库存量往往超过需要，占用过多资金。

同时，由于该模式下，中间环节有三层，每一层环节之间均需要物流连接，因而成本上来看，中间环节层数越多，库存流动的成本越高，时效性越低。

存在二级经销商的典型代表为森马服饰。森马服饰上市以来，其休闲服饰板块历经数次供应链清理与库存清理，但由于这种商业模式的拖累，目前来看，其休闲服饰业务仍然存在较多库存

未能清理。而仅拥有品牌商与一级经销商中间环节的海澜之家，需要依赖大量的广告投放，在如今的激烈竞争下，其增速已有所放缓。

图 13：传统一、二级经销商 OEM、ODM 模式示意图



资料来源：华金证券研究所整理

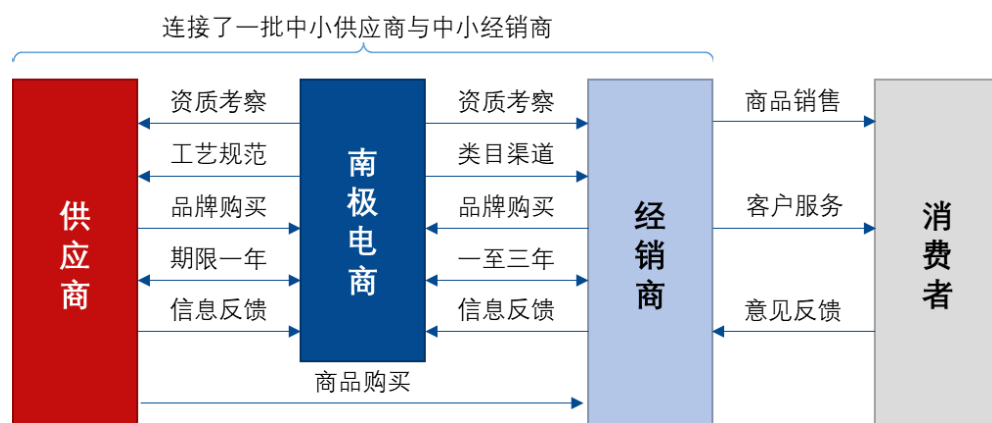
南极电商通过平台化运营，改进 OEM 模式，提高商业模式运转效率。2008 年起，南极电商依托南极人品牌，连接一批中小供应商与经销商。而 2010 年开始进行品牌授权业务后，南极电商的商业模式与传统的 OEM 模式，有不小区别。

首先，非直营模式下，南极电商向供应商授权其产品，供应商通过南极电商提供的平台直接与经销商进行对接，从而在商品流通中减少了品牌商的中间环节。其次，直营模式下，南极电商自身成为经销商，向唯品会等渠道进行销售，由于唯品会为限时限量抢购，可根据订单量向供应商下达订单，库存量仍然较低。中间环节的大幅削减，为成本降低与流通提速提供契机。

而就模式细节方面，南极电商会对供应商资质进行考察，并要求供应商产品严格按照南极电商提供工艺规范制作，其授权期限一般为一年。对经销商而言，类似的资质考察后，南极电商要求经销商按照授权场所、产品类目、渠道进行销售，其授权期限一般为一至三年。通过对供应商、经销商的授权，南极电商凭借供应商对商标及其授权辅料的购买、经销商对授权和服务的购买而获益。

依托品牌授权，南极电商连接了一批中小供应商与中小经销商，凭借客户对“南极人”等品牌的认可，提升最终产品的价值，并从溢价中获益。通过回归估计，公司品牌授权类业务的提成占 GMV 约 6.18%。

图 14：南极电商品牌授权业务模式示意图



资料来源：公司公告，华金证券研究所

（三）电商渠道：进行数据原始积累

与其他服装家纺公司对比来看，南极电商转型线上更为彻底，且积累的数据更受重视，在电商渠道快速发展的浪潮中占得先机。2010年，南极电商开始将销售渠道大规模转型至电商，获取数据的原始积累，就2012年数据看，南极人产品销售约70%的营收来源于线上渠道。

对南极电商而言，进入线上渠道的原因或许是由于不需要门店支撑，在供应链成本上具有优势，能够使南极人品牌在保暖内衣的恶性价格战中优势幸存，但从结果来看，南极电商大规模转型线上模式，提供了较多的数据积累，为之后的电商服务打下基础。

表 2：与部分服装家纺公司开拓电商渠道时间对比

公司名称	开拓电商渠道时间	电商渠道初始意义
七匹狼	2008年	库存清理
南极电商	2010年	大规模转型线上模式
红蜻蜓	2011年	-
歌力思	2011年	前期库存清理，后期有专供品及线上独有品牌
森马服饰	2012年	库存清理、后期有专供品和电商品牌
报喜鸟	2012年	-
浪莎股份	2012年	库存清理
海澜之家	2014年	同时同款同价

资料来源：公司公告，华金证券研究所

（四）电商服务：数据分析强化品牌授权

南极电商于2012年开拓电商业务，强化了其品牌授权模式。之后的模式中，南极电商仍然为授权供应商提供产品研发设计、工艺品质管控及生产优化等服务，但产品研发开始依赖由电商渠道积累的数据的统计分析结果。同时，公司为授权经销商额外提供大数据分析、运营计划、线上视觉展示设计、流量推广、客户关系系统（CRM）等服务。

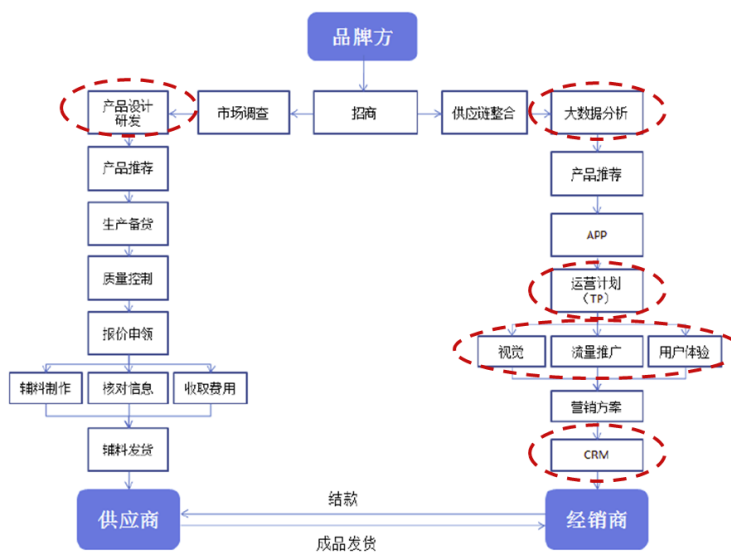
对经销商的电商服务流程，主要由经销商提出销售目标，公司将其目标进行拆解分析，寻找合适的供应商进行匹配，同时设计对应运营计划。在之后的环节中，经销商对点击率、转化率等指标实施跟踪，快速反应，及时补单更新，从而完成销售目标。而通过南极电商的电商服务，经销商节省了广告投放、活动策划等的试错成本，同时获得专业运营团队对店铺综合竞争力的提升。而在销售端，南极电商也对经销商品类、价格进行调控，使经销商精耕自身优势领域，并避免经销商之间的恶性竞争。

而就供应商方面，对于前店后厂的供应商，南极电商将根据大数据分析，为其推荐热门产品、款式，以消化供应商过剩产能；而对只进行生产的供应商，南极电商将经销商需求打包后，集中调配合适供应商，发挥厂家优势项目，保障产品品质，集约化管理将带来生产平均成本的降低。另外，公司通过经销商销售数据对消费者偏好进行定位，挖掘卖点，由此向供应商推荐产品品类、款式、用料，最终产品将更加贴近消费者喜好和购买习惯，从而降低产生的坏账风险。

因此，经电商服务强化品牌授权后，南极电商的平台化运营，解决了供应商产能过剩、款式创新不足、缺乏线上运营，以及经销商资金欠缺、缺少供应链支持、库存压力大等行业痛点，全面提升合作伙伴的盈利能力。

另外，南极电商开始向经销商提供各经销商的销售情况，激励经销商提高销售业绩。而公司有股权共享红利计划，用以激励优质供应商、经销商，但截至目前，公司未有现金分红。

图 15：电商服务强化品牌授权业务示意图



资料来源：公司公告，华金证券研究所

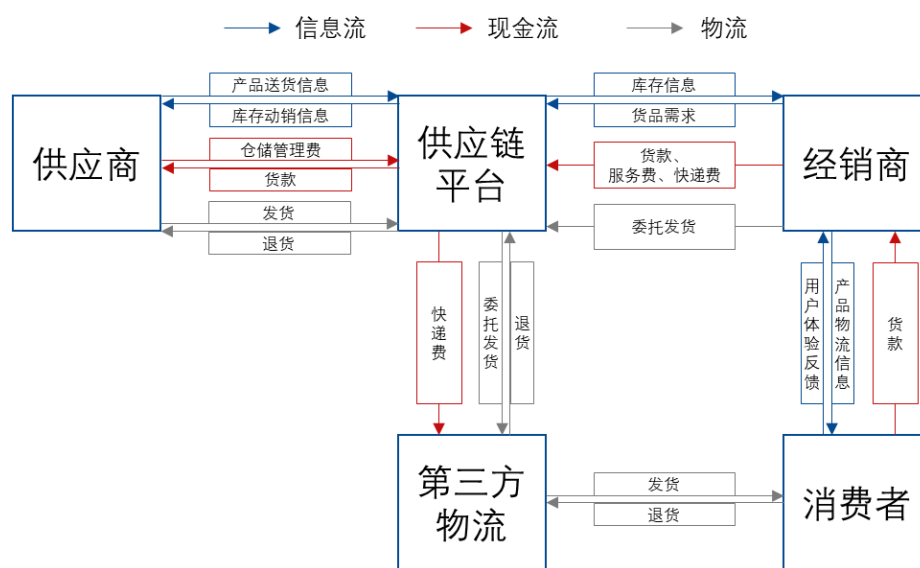
（五）电商服务：园区服务降本增效

柔性供应园区为线上业务提供了双向互信推动与数据搜集的作用，在公司的运营中不可或缺。2013年起，公司投资至少 1408 万元，集中产业资源，经销商资源，于合肥、诸暨、桐乡、义乌等地开设柔性供应链园区，为供应商与经销商提供仓储、物流、代销商品等服务。同时，公司也设立子公司，为合作伙伴提供供应链融资业务、线上渠道广告业务等。

对中小供应商及中小经销商而言，这些生产经营活动所必须的增值服务呈现碎片化的特点，而南极电商打造的产业链平台可提供一站式服务，降低了供应商与经销商的搜寻成本与谈判成本。在园区内，南极电商建立统一的共管账户，财务信息相对透明，对降低供应商坏账风险及回款时间产生有利影响。而由于经销商接到消费者订单后，可直接向供应链平台订购产品并发货，经销商可大幅削减库存，从而再次减少线上模式中经销商这一商品流通环节，实现降本增效。

同时，南极电商可运用历史销售数据，预计未来的商品需求，从而引导供应商生产、库存，而供应商与供应链平台的合作，也为多样式、多批次、少单次产量的快销模式打下基础。另外，南极电商也提供供应链融资、线上广告推广等业务，为经销商、供应商提供一站式服务。

图 16：柔性供应链园区运转示意图



资料来源：公司公告，华金证券研究所

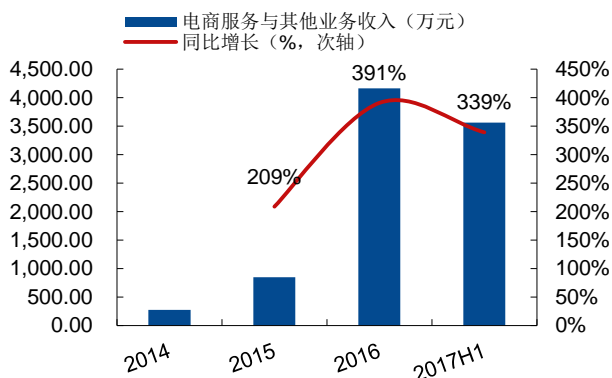
（六）电商服务：类似百秋电商

与百秋电商类似，南极电商在电商服务业务方面，依托自行设计的供应链生态平台、合同管理系统，柔性产业链平台，与天猫、京东、唯品会等电商平台的合作，为授权供应商与授权经销商提供良好的支撑，并为授权经销商提供客户服务、IT 服务、大数据服务、流量推广、代运营、供应链金融等多种业务，提供电商一站式服务。

分业务来看，由于南极电商的自有品牌授权供应商是其电商服务业务的稳定客户群，南极电商的电商服务业务呈现快速增长趋势。2015 年至 2017 年上半年，包含电商服务平台业务的经销商授权使用、园区服务收入与其他服务收入的同比增长率均超过 200%。同时，其电商业务毛利率保持在 50%以上，为南极电商提供了较稳定的利润保障。

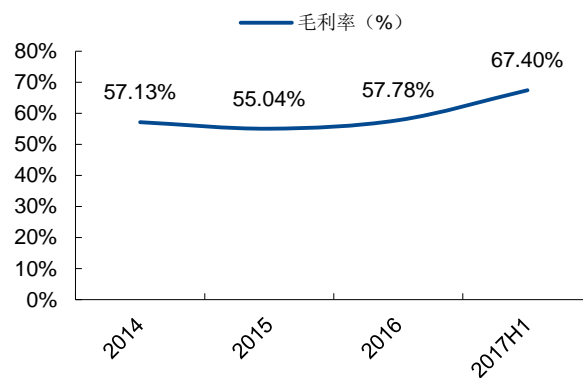
而南极电商通过对自有品牌授权经销商的服务，展示了自身数据分析实力。加上对品牌服饰的理解，南极电商有望在电商服务方面吸引其他电商加入，从而拓展收入来源与品牌影响力。

图 17：南极电商电商服务等业务收入



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 18：南极电商电商服务等业务毛利率



资料来源：公司公告，华金证券研究所

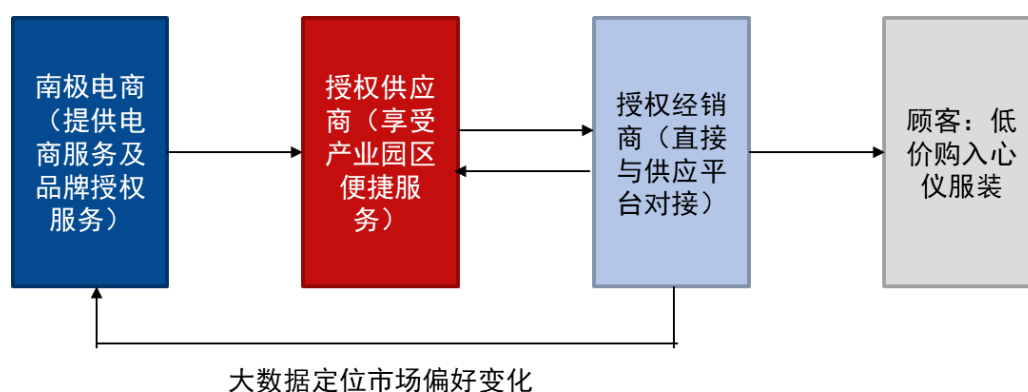
（七）品牌授权：扁平化的商业模式

通过南极电商自身对 OEM 模式的变化、电商渠道所积累的原始数据、电商服务与柔性供应链平台提供地降本增效，南极电商最终实现了品牌授权业务的扁平化运转。

就线下渠道，供应商（或供应链平台）可与经销商直接连接，减少了品牌商、二级经销商等环节，从而实现了库存、管理费用等的降低。而对线上模式，柔性供应链平台为经销商去掉库存需求，在发货方面实现供应商与消费者直接对接，同时根据历史销量为供应商提供预计需求，引导库存。

而在数据获取上，生产、销售数据可从南极电商提供地合同管理系统、客户关系系统等软件中获取。而销售数据的统计分析又能够指导品牌研发设计、品牌营销，并使产业链能为可预计需求做针对性处理。整个扁平化的商业模式，可在南极电商的数据服务下实现高效运转。

图 19：扁平化商业模式示意图



资料来源：公司公告，华金证券研究所

（八）大数据：趋近新零售模式的良性循环

随着互联网的发展与居民消费升级，“以为人本”的新零售应运而生。商务部流通产业促进中心称，新零售情形下，组织商品交易的顺利完成只是零售主题的部分角色，零售主体“组织者”更在于成为消费者大数据资源的开发者，并利用强大的大数据分析处理能力，为产业活动的参与者提供一体化的服务。

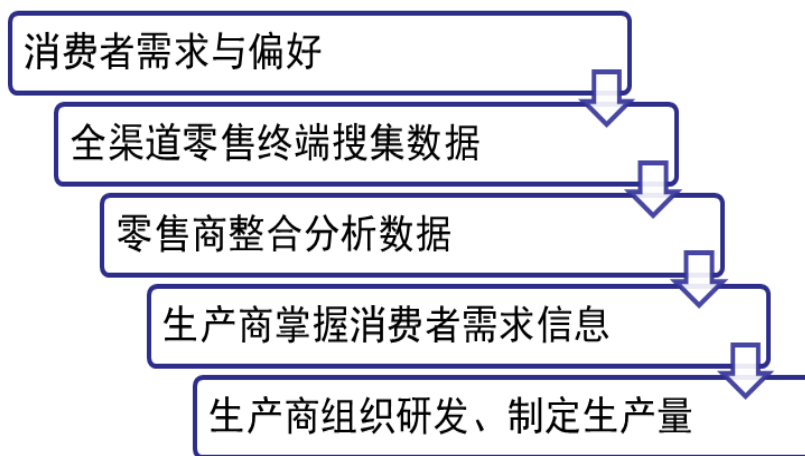
而南极电商的商业模式，已经较好地符合新零售模式的理念。通过电商、门店销售的数据，统计分析出市场需求的偏好和趋势，从而指导服装款式、尺寸、材质等的设计，进而指导南极电商品牌的生产经营。

同时，作为一个既了解产业链又了解新零售的品牌、电商服务商，南极电商对大数据的运用是其供应链运转的核心。对不同品类产品，南极电商首先对历史交易数据进行分析，并对其未来市场发展做出预测，第一大股东张玉祥称，现在的南极电商是“跑好了数据再跑工厂”。

其次，南极电商重视市场的迅速反馈。降本增效的柔性供应链园区的设立，使南极电商得以运用类似快销品牌的多样式、多批次、少单次产量的方法，进而对市场消费的变化做出快速的反应，及时修正产品设计和销售模式。

这样的数据分析+快销模式，在柔性供应链园区的支持下，得以快速推广至其他品类，使得南极电商能够依托重点类目的影响力，推动其他品牌、类目的拓展，最终实现多品牌、多类目的快速发展。

图 20：新零售拉式供应链示意图



资料来源：商务部流通产业促进中心，华金证券研究所

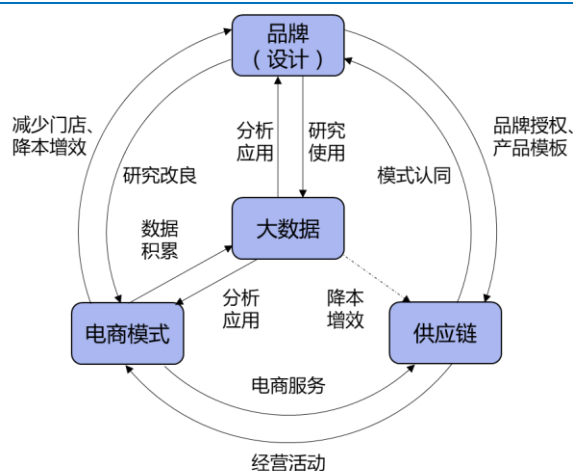
同时，对平价服装品牌而言，供应链是品牌生存的关键之一。谁能更好地提升产业链的效率，就能够压低生产成品，从而在价格竞争中取得优势。

而南极电商，则通过更加便利、贴近消费者的电商平台，凭借已经建立良好影响力、定位于高性价比的品牌，以及可以降本增效并快速反应的柔性供应链平台，南极电商已然形成了电商提供数据基础、提供便捷销售渠道，品牌提供影响力基础、实践大数据结果，扁平化供应链实现高效运转，最终成就南极电商旗下品牌产品的高性价比，并以此性价比扩大其在平价服装中的影响力。

这一电商模式、品牌模式、高效供应链的良性循环，便是南极电商高性价比的基础。

未来，南极电商将继续打造集成的信息系统，将供应商、经销商管理系统供应商商标库存、经销商终端售卖情况打通，能够更精准的把握市场变化，并进一步提升品牌授权业务的管理效率。

图 21：南极电商的新零售良性循环



资料来源：华金证券研究所整理

四、品牌授权紧握高附加值两端

（一）研发投入：强化品牌、电商模式

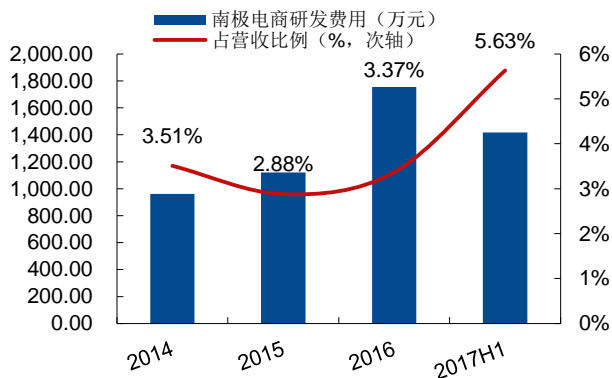
大量的研发投入，为南极电商电商服务与未来发展提供契机。

南极电商的研发投入可以分为两个部分。一个部分是对服装生产的材料、样式等的研发投入，这部分是维持品牌竞争力，保障现有市场份额的重要部分。2015年起，南极电商投入 200 万元研发多功能舒适面料，投入 423 万元研发发热面料，为南极人等品牌在保暖内衣的核心地位，以及多品类的开拓奠定基础。

另一部分是提高电商服务能力。较传统的服装公司而言，由于南极电商发展依赖新兴的电商业务与大数据分析，公司在研发上的投入更为积极。2017 上半年，南极电商的研发投入占营业收入提升至约 5%，研发人员增长 79% 达到 118 人，占比达到 54%。

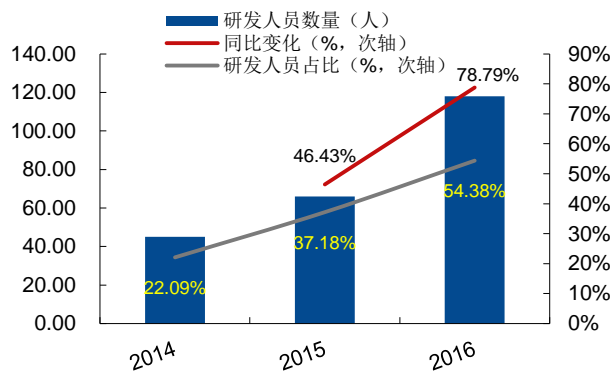
大量的研发投入，带来的是南极电商自有的店铺诊断工具、B2C 定制工具、数据仓库工具、云平台工具等众多电商服务商所需要的产品，它们将为南极电商的电商服务业务打下坚实的基础，并为新零售情境下，南极电商的高速发展提供了机遇。

图 22：南极电商研发投入



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 23：南极电商研发人员



资料来源：公司公告，华金证券研究所

（二）品牌营销：精准营销、降本增效

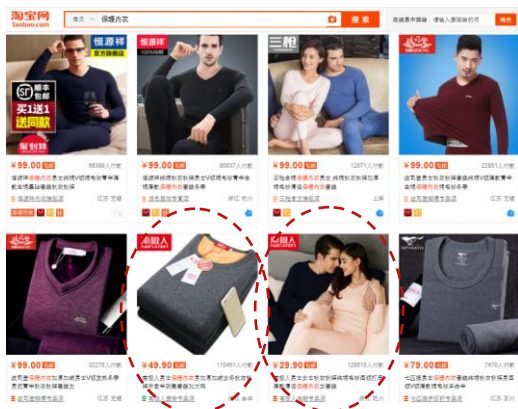
较类目平均水平更高的营销效率，构成南极电商的品牌高性价比的坚实基础。

南极电商的核心竞争力，是其持有、合作的各品牌。而品牌营销，便是实现品牌受消费者认可的核心环节。

由于南极电商的核心品牌南极人在内衣、家居服类目的销量和关注度均位居品牌类目前列，在日常的搜索中，南极人品牌服饰在淘宝部分品类可以出现在首页。再加上与电商的合作关系，南极人品牌服饰可以从阿里、京东等电商平台获得免费的流量渠道，从而降低南极电商的整体推广费用。

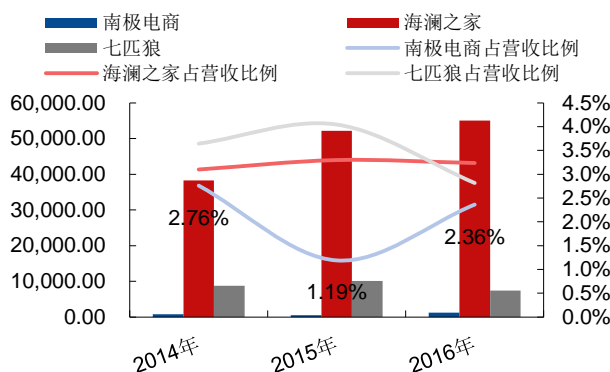
而整体来看，由于经销商为增加销售额而自行承担一部分广告费用，南极电商的广告支出占营业收入约 2%左右，低于海澜之家、七匹狼等典型服装公司，而若是以占产业链收入的 GMV 计，南极电商的广告支出占比约 0.2%。

图 24：淘宝搜索保暖内衣第一页



资料来源：淘宝网 (2017/10/17)，华金证券研究所

图 25：南极电商等广告支出 (万元)



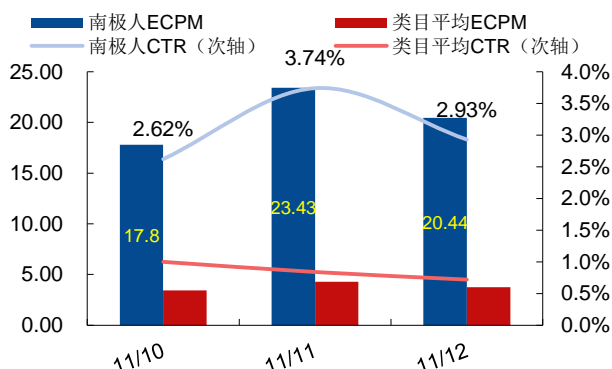
资料来源：公司公告，华金证券研究所

同时，凭借南极电商受消费者青睐的品牌，依靠南极电商自身对大数据的理解与分析，精耕广告投放对象与投放时间，加上优良的选品和素材，南极电商的品牌营销实现对特定商品进行高效引流，并吸引消费者关注其他商品，从而保证广告宣传的高效高质运营。

根据京准通南极人案例,南极电商在京东双十一大促时的广告直投引流数据与直投转化数据均优于类目平均水平。双十一大促期间,南极人以平均 0.67 元,引入流量 30.5 万,广告曝光成本仅 0.02 元。并且其点击通过率 (CTR) 达 3.04%,比类目平均值 0.84%高出 263%,千次展示广告收入 (ECPM) 达到 20.8 元,比类目平均值 3.85 元高 426%。

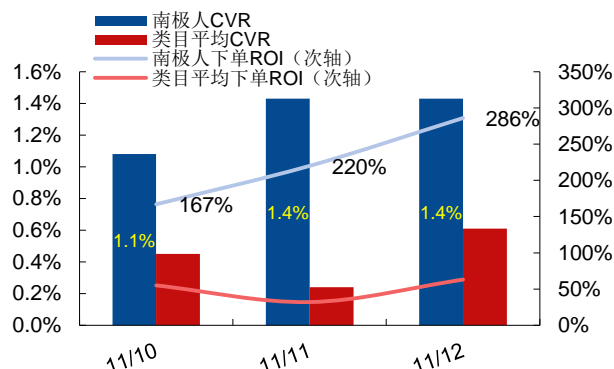
就广告直投转化数据而言,大促期间有效转化率 (CVR) 达 1.16%,比类目平均水平高 173%,而平均投资回报率 (ROI) 达 2.24,比类目平均水平 0.49 高出 385%。

图 26: 南极人直投广告引流指标



资料来源:京准通,华金证券研究所

图 27: 南极人直投广告转化指标



资料来源:京准通,华金证券研究所

(三) 收购时间互联, 拓宽流量渠道

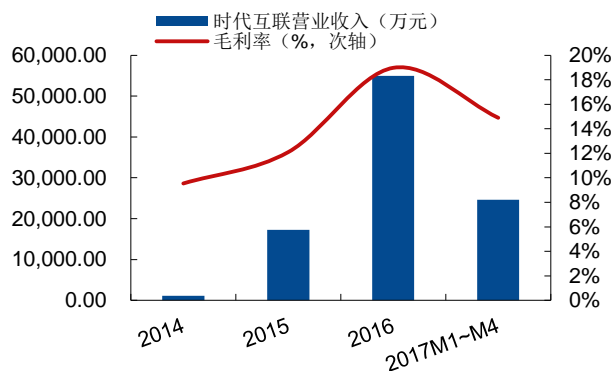
2017 年 11 月 8 日收购时间互联交割。此次收购价格为 9.56 亿元,收购 PE 约 14.06,与光环新网收购无双科技、利欧股份收购微创时代等可比交易的约 14 倍 PE 相近,价格合理。

时间互联是一家互联网营销服务公司,其主营业务为移动互联网平台推广及整合营销。时间互联的流量供应商为应用宝、百度手机助手、今日头条、小米、阿里云等手机软件,而其推广客户包含 58 同城、唯品会、淘宝网、天猫网、新浪网、网易新闻、支付宝、宝马等国内外知名网站。

2014 年至今,时间互联维持低毛利率以快速拓展其网络营销业务,2015 年、2016 年时间互联营业收入增速分别逾 14 倍与 2 倍,业务规模快速扩张。2016 年,净利润随营业收入一同大幅增长,净利润增长逾 5 倍。根据评估报告,时间互联 2017、2018 年净利润增长均高于 20%,2017 至 2021 年,净利润年复合增长率将达到 13.57%。

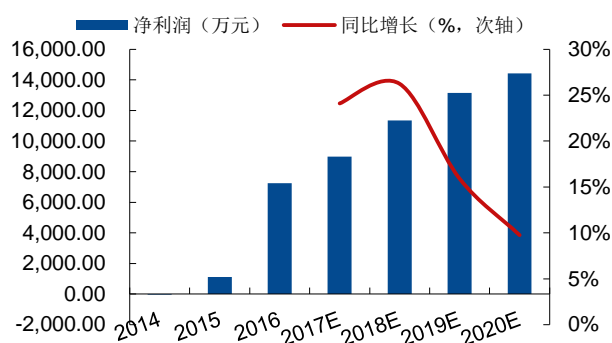
时间互联稳定的净利润和快速的增长,将为南极电商带来可靠的利润保障与新的增长点。同时,时间互联的加盟可增强电商服务业务的影响力,能更好的针对旗下品牌和其他品牌,提供定制化的品牌营销,助力南极电商的业务发展。

图 28：时间互联营业收入及毛利率



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 29：时间互联净利润及预期



资料来源：公司公告，华金证券研究所

五、核心竞争力：高性价比

通过高效运转的产业链，南极电商成功实现了其高性价比，将南极人服装加价率降低至 2.1 至 2.5 左右，位于快时尚品牌的 2 至 4 倍加价率底部，远低于传统服装品牌的 4 至 8 倍加价率。为品牌在中低端平价服饰中的高竞争力奠定基础。

表 3：南极电商加价率估计

费用	情形一		情形二		情形三	
商品价格	30.00	100.00%	70.00	100.00%	150.00	100.00%
平台扣点	1.50	5.00%	3.50	5.00%	10.00	5.00%
南极电商服务	2.17	7.23%	5.06	7.23%	10.85	7.23%
商品成本	12.07	40.23%	29.73	42.47%	71.54	47.70%
增值税（标准）	2.73	9.10%	6.13	8.76%	11.95	7.97%
增值税（小规模）	0.20	0.67%	0.47	0.67%	1.01	0.67%
其他价内税	0.30	0.98%	0.69	0.98%	1.48	0.98%
包装及物流	3.50	11.67%	7.00	10.00%	7.00	4.67%
人工	2.16	7.20%	5.04	7.20%	10.80	7.20%
退货	0.50	1.67%	1.00	1.43%	1.00	0.67%
平均所得税	0.98	3.25%	2.28	3.25%	4.88	3.25%
估计利润	3.90	13.00%	9.10	13.00%	19.50	13.00%
估计加价率		2.49		2.35		2.10

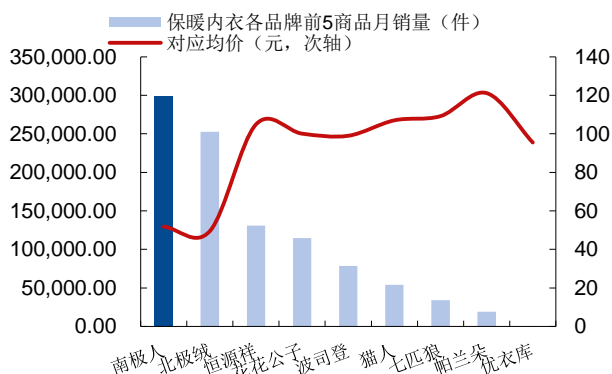
资料来源：华金证券研究所

根据《尼尔森：2017 中国新零售白皮书》，中国线上消费者最关心的便是价格实惠。南极电商所能提供的高性价比，使南极人品牌服装较同类目其他商品更受欢迎。

再加上在平价服装市场，品牌有无是零和一的区别，凭借此前广泛的品牌知名度与良好的品牌口碑，“南极人”迅速挤占平价市场中的无品牌市场份额，扩大线上销量，成为平价服装市场的有力竞争者。

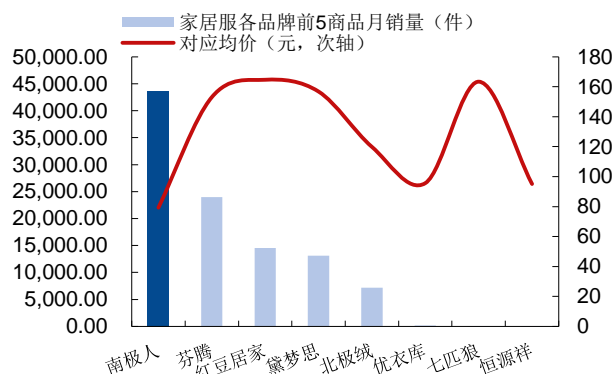
目前，南极电商旗下品牌“南极人”品牌在保暖内衣、家居服、打底裤、男袜等方面品类具有较大的销量优势。这种优势使南极电商品牌在平价服饰市场的竞争中处于有利地位，并带动其他品类的快速增长。

图 30：保暖内衣部分品牌淘宝销量前 5 商品统计



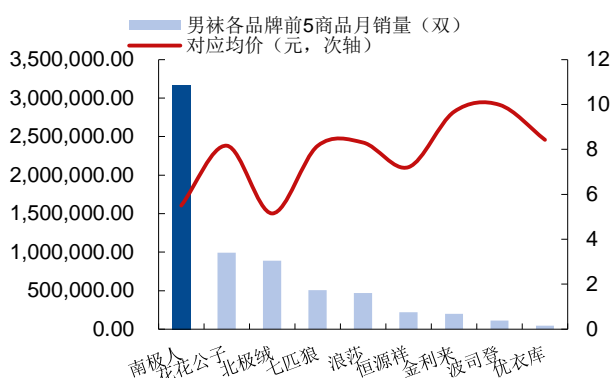
资料来源：淘宝网(2017/10/11)，华金证券研究所

图 31：家居服部分品牌淘宝销量前 5 商品统计



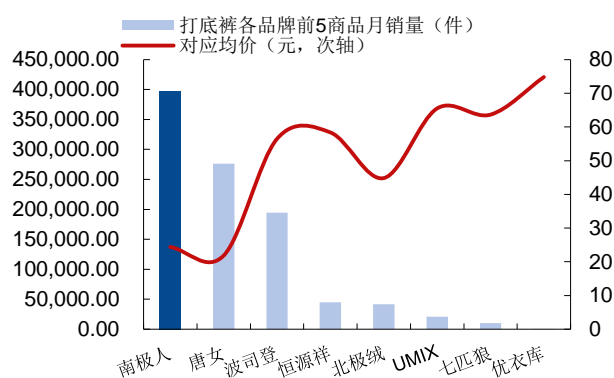
资料来源：淘宝网(2017/10/11)，华金证券研究所

图 32：男袜部分品牌淘宝销量前 5 商品统计



资料来源：淘宝网(2017/10/11)，华金证券研究所

图 33：打底裤部分品牌淘宝销量前 5 商品统计



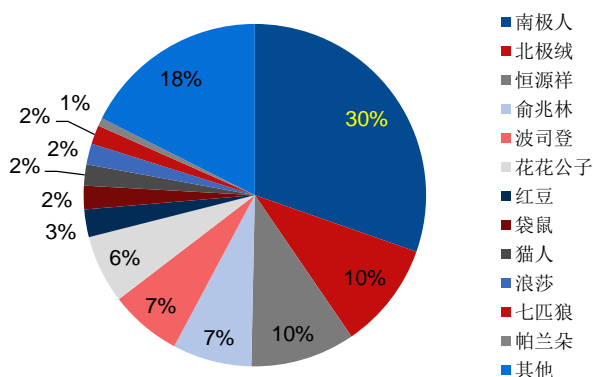
资料来源：淘宝网(2017/10/11)，华金证券研究所

其中，保暖内衣是南极人的核心品类，公司也在这个市场投入了较大的资金与精力。按**淘宝搜索保暖内衣销量前 200 商品的品牌的月销量市场份额统计来看，南极人品牌在保暖内衣市场上占有约 30% 的市场份额**，即完成 8611.93 万元的销售额，是毋庸置疑的市场的龙头。南极人品牌保暖内衣月销量达 117.85 万件，客单价为 73.07 元，位于最受淘宝消费者欢迎的价格区间。根据淘数据，南极人保暖内衣近 12 月（TTM）销售额达 8.22 亿元，销量超 1072 万套，按照保暖内衣约 1~2 年的使用寿命，可覆盖超 1000 万消费者。而这仅仅是淘宝、天猫平台的数据。

同时，南极人品牌在差异化小、激烈竞争的男袜市场也拥有较强竞争力，按照**淘宝销量前 200 商品数据，南极人品牌男袜月销量达 93.19 万件，完成 2734.57 万元销售额，占据约 16% 的市场份额**。客单价 29.35 元。按年推算，南极人男袜销量预计可超 600 万件。

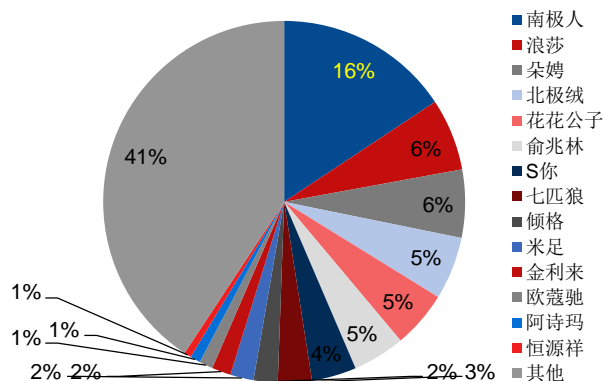
由电商、品牌与供应链良性循环带来的高性价比，为南极人的品牌竞争力提供了充分的保障。随着电商对传统消费市场的继续渗透，马太效应持续，南极人品牌市场份额有望继续扩大，强者恒强。

图 34：保暖内衣销量前 200 市场份额



资料来源：淘宝网（2017/10/18），华金证券研究所

图 35：男袜销量前 200 市场份额



资料来源：淘宝网（2017/10/23），华金证券研究所

六、未来发展空间

（一）高拓展性：多类目战略持续增长

由于南极电商商业模式具有较高性价比，其主品牌南极人又拥有较强品牌影响力，南极电商可运用高效运转的产业链，在不同类目上复制其商业模式的成功。因此，南极电商逐步进行多类目扩张战略。

在品牌类目方面，公司继续开展所持品牌的横向、纵向拓展。截至 2016 年末，南极人品牌一级、二级类目分别达 57 个、320 个，分别增加 37 个、191 个。通过并购获得卡帝乐鳄鱼一级；类目 10 个，二级类目 184 个。目前已涵盖保暖内衣、基础内衣、家居服、泳装、棉袜、床上用品、居家布艺、箱包配饰等，实现了南极电商的全品类布局。

伴随品牌的扩张与类目的增加，公司授权供应商、经销商数量也随之增加。2016 年末，公司共计授权供应商 602 家、授权经销商 1854 家，分别同比增长 43%、76%。

同时，授权供应商、经销商平均 GMV 保持增长，商业模式料可持续。2014 年至 2016 年，授权供应商平均 GMV 由 623 万元增至 1197 万元，年复合增长约 39%，授权经销商平均 GMV 由 247 万元增至 388 万元，两年分别增长 41%与 11%。

图 36：南极电商品牌类目（个）

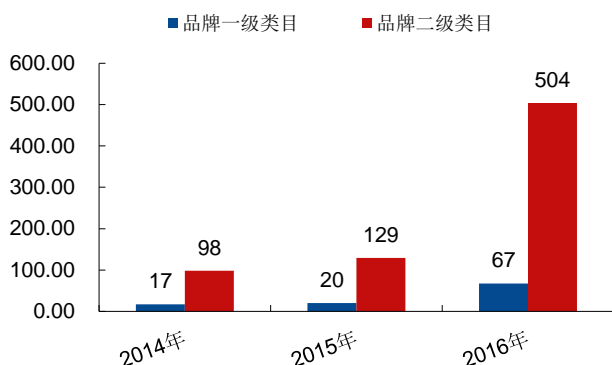
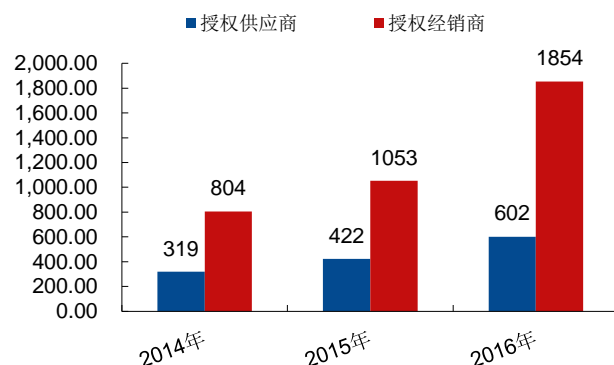


图 37：授权供应商及经销商（家）

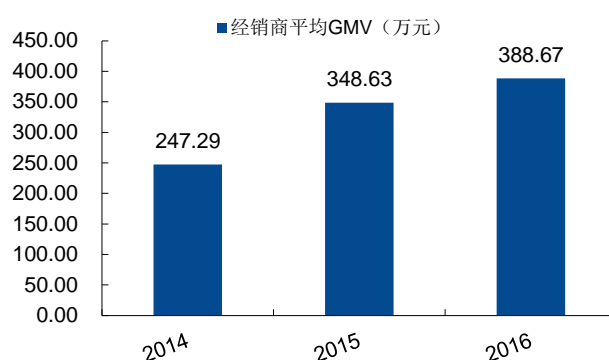
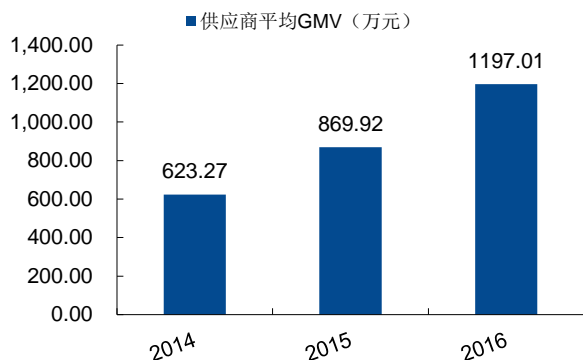


资料来源：公司公告，华金证券研究所

资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 38：授权供应商平均 GMV

图 39：授权经销商平均 GMV



资料来源：公司公告，华金证券研究所

资料来源：公司公告，华金证券研究所

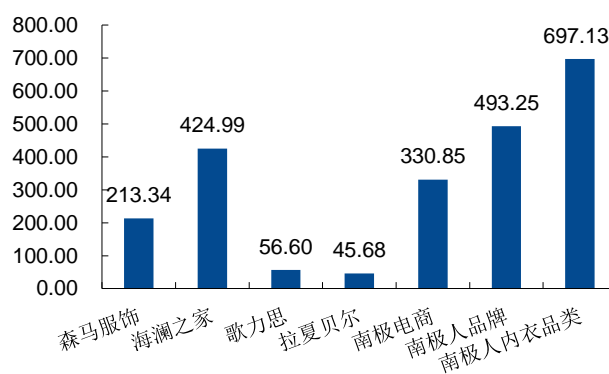
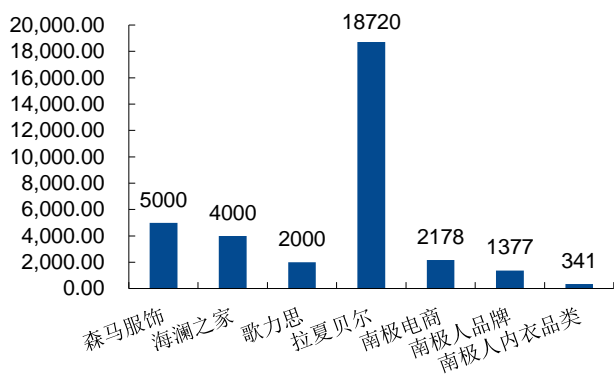
而对供应商和经销商而言，也愿意接受南极电商的多类目战略。

经销商会欢迎小范围的多类目战略，因为小范围的多类目销售可以有效地在类目之间共享流量，比如买保暖内衣的顾客有可能去浏览本店的袜子，可在近乎零成本的情况下实现销售额的增长。而对大范围的多类目来说，由于或许存在着不同大品类的授权费，以及每一经销商都有擅长的品类，经销商可能对多类目战略持中立态度。

而对供应商而言，虽然南极电商不少品牌、类目处于成长期，但整体来看，南极电商 SKU 较少，单 SKU 平均 GMV 较高，规模效应仍在，特别是南极人品牌、南极人内衣品类。再加上不少类目正处于高速增长阶段，未来市场份额可期待，南极电商也开始为这些成长中的品牌、类目提供扶持，供应商也愿意接受南极电商的多类目战略。

图 40：部分公司 SKU 数量估计（个）

图 41：部分公司单 SKU 年平均 GMV/营收（万元）



资料来源：网络资料，淘宝网（2017/11/20），华金证券研究所

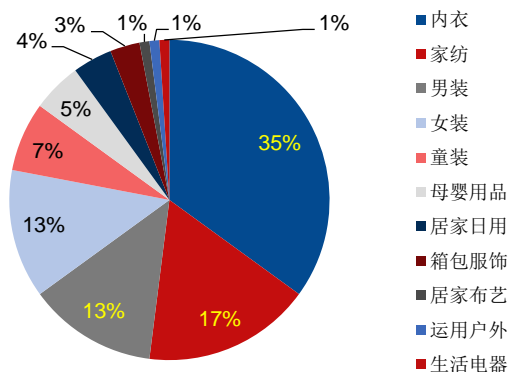
资料来源：wind，网络资料，淘宝网（2017/11/20），华金证券研究所

随着品牌类目的拓展，公司的多品类战略初见成效。2016 年，南极人品牌内衣品类为其核心支柱，占品牌总 GMV 的 35%，家纺、男装、女装紧随其后，分别占据 17%、13%、13%。而卡帝乐鳄鱼品牌则由鞋品、男装、内衣三分天下，各自占据 37%、33%、21% 的品牌总 GMV。

同时，2016 年占南极人 GMV 约 13% 的南极人女装 GMV 增速达 193%，而占 17% 的家纺增速近 100%。另有居家用品、箱包服饰增速逾 300%，为南极电商的类目拓展的成功拓展做出贡献。

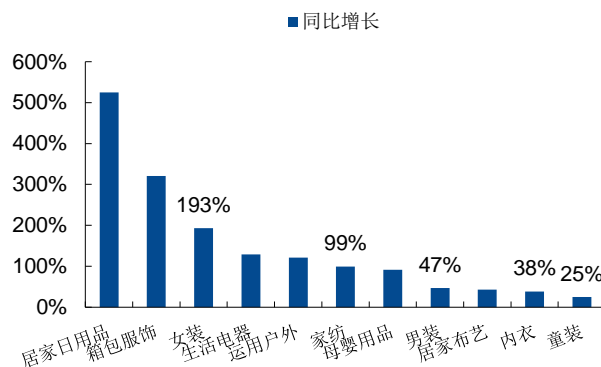
另外,10月17日南极电商投资1000万至健康生活小家电品类,打造高性价比日用小家电,服务家庭品质生活。目前,小家电细分领域各项规模在10~20亿元左右,且增速较快,品牌化处于发展阶段,集中度不高,适合以高性价比占领市场份额,南极电商的商业模式具有优势。

图 42：南极人主要品类 GMV 占比



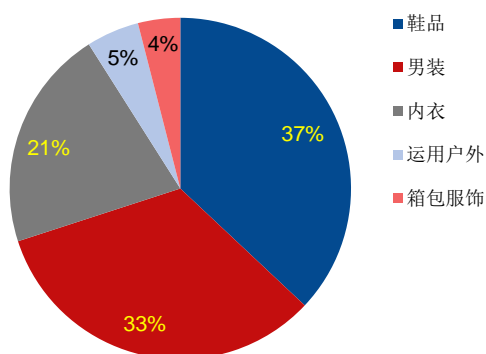
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 43：2016 年南极人主要品类 GMV 增速



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 44：卡帝乐鳄鱼主要品类 GMV 占比



资料来源：公司公告，华金证券研究所

（二）高拓展性：多品牌战略已见曙光

品牌是南极电商业务的核心支柱,在南极人品牌外,公司也进行了多品牌布局。对此,南极电商不断地进行品牌购买与合作。通过收购卡帝乐鳄鱼品牌、精典泰迪品牌,代理帕兰朵品牌,并与 PONYTIMES、PONY COLLECTION 等个人品牌合作,打造 LOGO+IP+CP 品牌矩阵,逐步实现南极电商的多类目、多品牌产品战略。

图 45：南极电商品牌矩阵



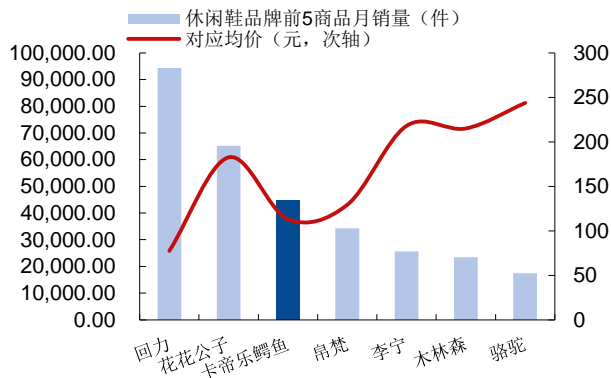
资料来源：公司公告，华金证券研究所

对于传统 LOGO 品牌，类似卡帝乐鳄鱼等，南极电商可以运用其在南极人品牌上获取的经验，通过品牌、电商、供应链优势的可拓展性，快速取得品牌红利。而借助精典泰迪，开拓高端童装、母婴市场。PONYTIMES、PONY COLLECTION 提供进入化妆品和粉丝经济圈的渠道。

但是，除南极人以外的其他品牌产品 GMV 占比，仅占南极电商各品牌 GMV 的大约 12%。其中，2017 前三季度 GMV 达约 6.72 亿元的卡帝乐鳄鱼品牌占有 12pct 中的 10pct。

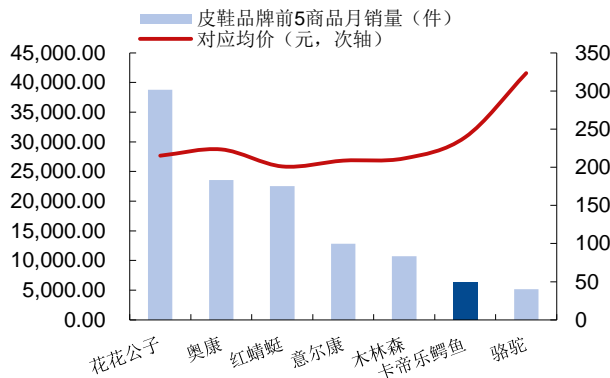
就目前来看，卡帝乐鳄鱼等品牌尚未取得市场领先地位。其中，卡帝乐鳄鱼在主阵地鞋品方面，仅在休闲鞋类目达到统计品牌中的第三。而其他品牌 GMV 尚未上亿元。南极电商多品牌发展仍有很大成长空间。

图 46：休闲鞋部分品牌淘宝销量前 5 商品统计



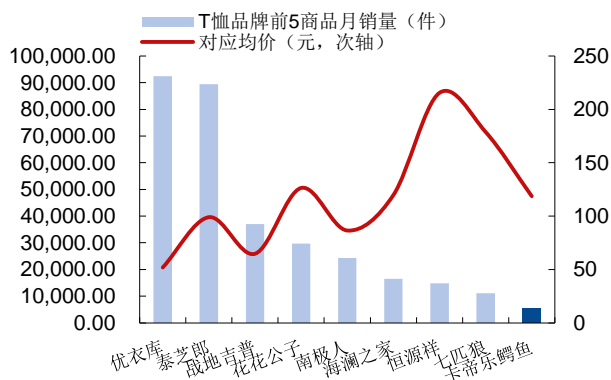
资料来源：淘宝网 (2017/10/18)，华金证券研究所

图 47：皮鞋部分品牌淘宝销量前 5 商品统计



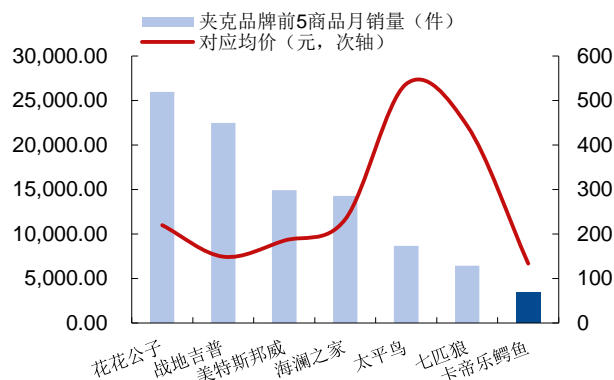
资料来源：淘宝网 (2017/10/18)，华金证券研究所

图 48：T 恤部分品牌淘宝销量前 5 商品统计



资料来源：淘宝网（2017/10/18），华金证券研究所

图 49：夹克部分品牌淘宝销量前 5 商品统计



资料来源：淘宝网（2017/10/18），华金证券研究所

不过，被南极电商收购一年后，卡帝乐鳄鱼的经营状况较收购前已有较大改善。卡帝乐鳄鱼在收购前年度的营业收入约 3500 万左右，而该品牌在 2017H1 取得 4.23 亿元的 GMV。一般而言，由于双十一等促销活动的存在，下半年的网购交易额将高于上半年，若按照南极电商 2016 年上半年下半年情况进行参照，上下半年交易额比例约 30:70。但由于 2017 年新增 618 活动，上半年占比将提高。因此，若分别按照 35:65、40:60 的情景进行估计，卡帝乐鳄鱼全年 GMV 将分别达 12.1、10.6 亿元，若按照 2016 年南极电商营收占全品牌 GMV 的 7.23%，卡帝乐预计 2017 年可至少实现 7635 万元，营收较收购前提高 118%。

另外，今年第三季度，卡帝乐鳄鱼 GMV 同比增幅达 135%，实现了品牌拓展后的快速增长。

表 4：卡帝乐鳄鱼 2017 全年营收预测（亿元）

收购前	2017H1 GMV	上下半年情况	占比构成	GMV 预计	营业收入预计	增长率
0.35	4.23	2016 实际	30:70	14.09	1.02	191.06%
		预计（情景一）	35:65	12.08	0.87	149.48%
		预计（情景二）	38:62	11.12	0.80	129.79%
		预计（情景三）	40:60	10.57	0.76	118.30%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

目前，卡帝乐、精典泰迪正常推进，Pony 项目发展较好，粉丝数量自合作以来有了大幅增长，且服饰、化妆品及广告业务进展较为顺利。凭借电商、品牌与供应链良性循环带来的高性价比，南极电商有望加速释放卡帝乐鳄鱼、精典泰迪、PONYTIMES 等多品牌的成长潜力，以运营效率的提升带来品牌竞争力的提升，从而完成南极电商多品牌多类目发展的格局。

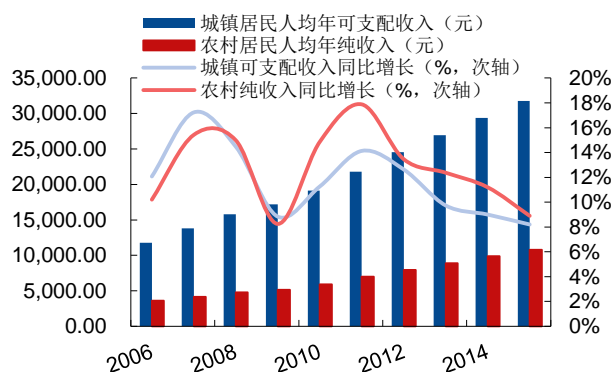
（三）灵活的个性化定制

随着我国居民收入水平的不断提高，消费升级也逐步展开，不同于消费逐步向中高端产品进军的方向，另一个方向便是个性化定制。如今，越来越多的人更愿意为个性化服饰与量体裁衣买单，而非直接购买品牌既定样式和版型的服饰。京东称，今年“双十一”中，服饰定制品类迎来 260% 的增长。

而个性化定制则非常考验品牌供应链的能力，需要供应链的全流程配合。就南极电商而言，个性化定制并不是遥不可及的梦想。柔性供应链下，灵活的拉式供应链保留了一大批小而美的供应商，可以随时对市场变动作出反应。这种灵活性，为个性化定制提供便利。

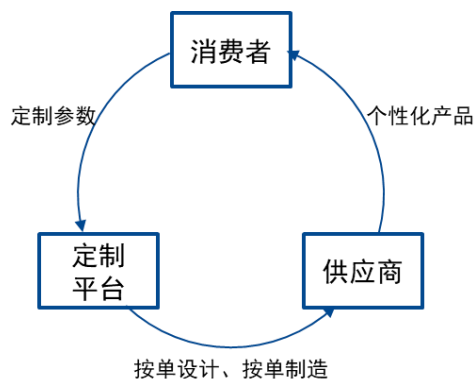
而 2016 年，公司投入 261 万元研究 B2C 定制开发项目，旨在开发引导消费者进行个性化定制，帮助公司在个性化定制领域赢的优势的软件。同时公司正在研究的云平台项目也能够实现接单设计、接单制造，完成厂商与消费者的直接对接。虽然目前还尚未有南极人等品牌的个性化定制渠道，但前期的投入预计将在消费升级的大势中有所斩获。

图 50：城镇农村居民人均年可支配收入



资料来源：wind，华金证券研究所

图 51：南极电商个性化定制示意图



资料来源：华金证券研究所整理

七、财务分析与盈利预测

（一）实际控制人稳定

2016 年 1 月 20 日南极电商借壳上市正式交割，张玉祥成为公司实际控制人。之后，南极电商大股东张玉祥，及其一致行动人朱雪莲、上海丰南投资中心（有限合伙）持股保持稳定。2016 年 1 月 20 日至 2017 年 11 月 8 日，张玉祥持股 26.78%，朱雪莲持股 2.93%，上海丰南投资中心（有限合伙）持股 3.25%。

近期的实际控制人及其一致行动人持股比例略有下降是由于发行股份购买时间互联交割。2017 年 11 月 9 日起，张玉祥持股 26.62%，朱雪莲持股 2.75%，上海丰南投资中心（有限合伙）持股 3.06%。

而原上市公司股东蒋学明、东方新民控股出于自身资金需要，于 9 月 1 日起的六个月内减持不超过总股本的 4% 预计不会对公司经营造成影响。上述股东已于 9 月 29 日减持南极电商约总股本 1.96% 的股份。

表 5：前十大股东明细（2017/11 月）

股东名称	持有股份（股）	占总股本比例（%）
张玉祥	435,739,305	26.6200
吴江新民实业投资有限公司	94,142,614	5.7500
蒋学明	89,900,000	5.4900

股东名称	持有股份 (股)	占总股本比例 (%)
东方新民控股有限公司	85,162,020	5.2000
上海丰南投资中心(有限合伙)	50,079,220	3.0600
朱雪莲	45,071,298	2.7500
招商银行股份有限公司-富国低碳环保混合型证券投资基金	45,064,857	2.7500
江苏高投成长价值股权投资合伙企业(有限合伙)	34,874,388	2.1300
刘睿	34,235,524	2.0900
中国工商银行-汇添富成长焦点混合型证券投资基金	30,549,861	1.8700
合计	944,819,087	57.7100

资料来源：wind，华金证券研究所

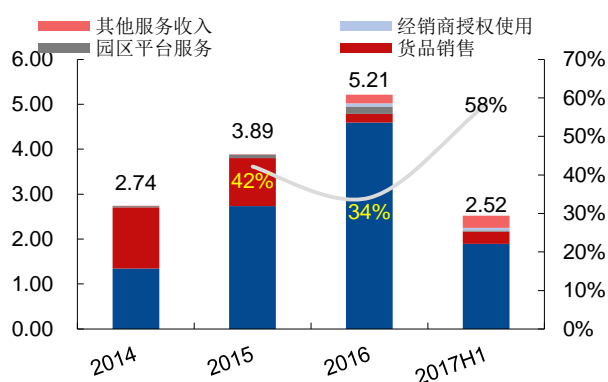
(二) 主营业务态势良好

就财务状况来看，南极电商上市后，营业收入增长态势良好，年同比增长速度均超过 30%，其中 2016 年，营业收入增长 34%，达 5.21 亿元。2017 年上半年，营业收入同比增长 58%，达 2.52 亿元。

保持着 80%以上毛利率的品牌综合服务是南极电商的营收支柱。2014 年至 2016 年，同比增速由 103%降至 69%，占比由 49%逐步上升至 88%。2017 上半年，品牌综合服务同比增长 38%，达 1.89 亿元。近年来，品牌综合服务收入增速低于 GMV 收入，是由于南极电商对新兴品牌、类目的供应商进行扶持，收入确认滞后。

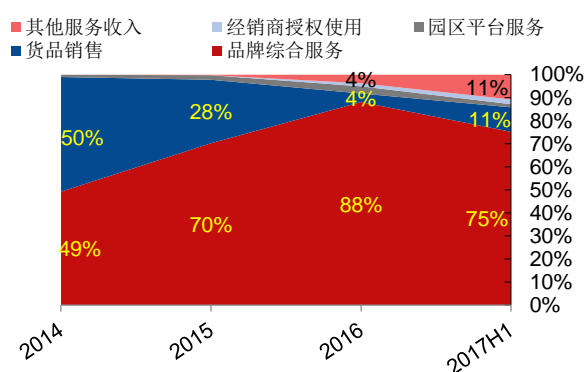
南极电商发展过程中，自营货品销售比重逐步下降，由 2014 年的 1.36 亿元下降至 2016 年上半年的 0.19 亿元，而占比则由 50%下降至 4%，不过在 2017 年上半年销售有所复苏，但毛利率从 33%降至 5%。此次毛利率下降或为“6·18”大促的库存清理所致，存货由年初的 5673 万元降至二季度末的 2362 万元。

图 52：公司主营业务构成 (亿元)



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 53：各主营业务构成占比 (%)

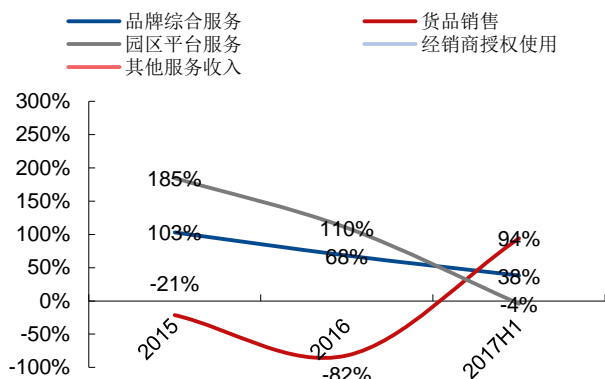


资料来源：公司公告，华金证券研究所

园区平台服务是另一快速增长的收入来源，但其整体比重仍然较小，2016 年营收达 0.16 亿元。2017 年的小幅下滑，是在于公司剥离了开始亏损的桐乡一站通园区平台，保持整体资产的健康运营。

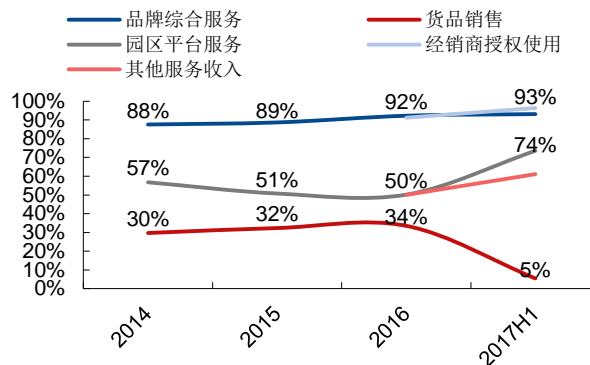
2015 年至今，主要由供应链金融业务及线上渠道广告服务构成的其他服务收入快速增长。2015、2016 年及 2017 上半年，同比增长分别逾 28 倍、25 倍和 6 倍。2017 年上半年，其他服务已占据营业收入的 10.7%，并有继续上涨趋势。

图 54：各主营业务增速（%）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 55：各主营业务毛利率（%）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

（三）第三季度季节性波动

2017 前三季度，南极电商营业收入同比增长低于预期。其中，2017 年 Q1、Q2、Q3 营收分别同比增长 64.57%、56.06%、4.10%。

不过，由于消费中占比较大的计划消费受促销活动影响大，而年中“6·18”大促和年末“双十一”大促的存在，三季度消费向二四季度转移。于是，第三季度营业收入较低，增速同样较低是电商类公司的常态。

表 6：部分电商类公司分季度营收增速

电商类公司营收同比增长	第四季度	第一季度	第二季度	第三季度
京东 2015~2016	57.28%	47.29%	42.04%	37.67%
京东 2016~2017	46.96%	41.24%	42.87%	37.91%
当当网 2014~2015	27.03%	27.74%	17.93%	18.43%
唯品会 2015~2016		41.29%	49.03%	38.42%
南极电商 2015~2016		28.06%	44.09%	8.05%
南极电商 2016~2017	53.58%	64.57%	56.06%	4.10%

资料来源：wind，上市公司财报，相关上华金证券研究所

除此之外，南极电商三季度营收不及预期，还受到今年加大对新兴品牌、类目供应商的扶持力度，收入确认滞后影响。

最后，虽然近期非公开发行股票募集配套资金定价基准日为 9 月 4 日至 9 月 29 日均价的 90%，即 13.44 元，但出资方为实际控制人张玉祥及第二期员工持股计划，估计不存在二季度去库存冲业绩的动机。

（四）期间费用保持稳定

就期间费用来看，前三季度期间费用率较去年同期下降 0.51pct 至 14.18%。其中，管理费用占比下降 0.43pct 至 11.47%，财务费用上升 0.49pct 至-1.98%。

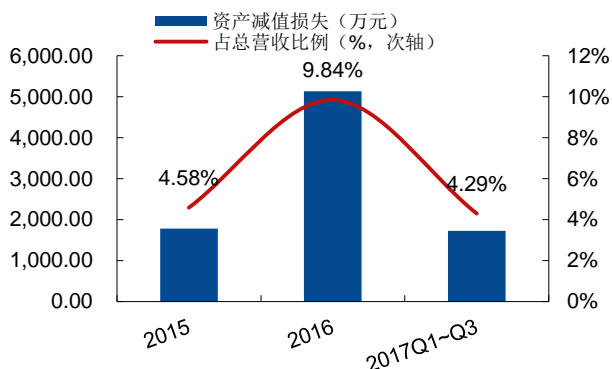
2016 年来，由于减少了大型商超及直营店的销售，销售费用保持在 4%左右，而 2017 前三季度，销售费用占总营收下降 0.58pct 至 4.68%。管理费用大致保持在 9%左右，而 2017 年前三季度管理费用上升，是由于公司对研发的更加重视，以及对电商颇为重要的四季度营收尚未计入。

（五）资产减值损失恢复常态

2016 年三季度，确认了南极电商借壳上市以来的最大资产减值损失，这或与收购卡帝乐鳄鱼有关。但通过供应链梳理，2016 年四季度有所冲回。同时，2017 年各报告期资产减值损失占营业利润保持在 7%左右，占营收比例恢复了 2015 年末的 4.5%左右，且占 GMV 仅 0.3%以内。2017 年三季度资产减值损失同比减 90%，占营业利润比例由去年同期的 41.76%下降至 6.14%，为营业利润同比增长 81%提供保障，并为后续的发展做出贡献。

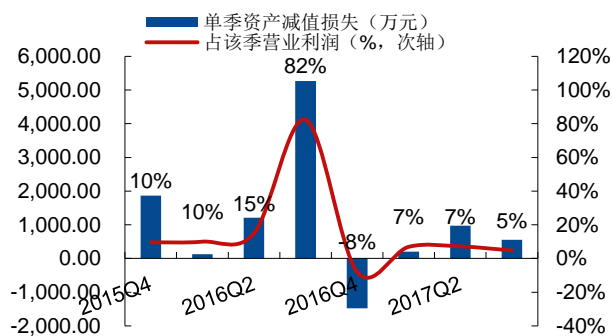
而由于公司的 1~3 个月结算一次的品牌授权业务，和大量贷出资金的供应链金融等业务，公司应收账款保持高位，但自 2016 年年中应收账款达到峰值以来，应收账款占比高但较为平稳，资产减值损失正常，预计也将保持正常发展状态。

图 56：南极电商资产减值损失情况



资料来源：wind，华金证券研究所

图 57：南极电商单季度资产减值损失情况



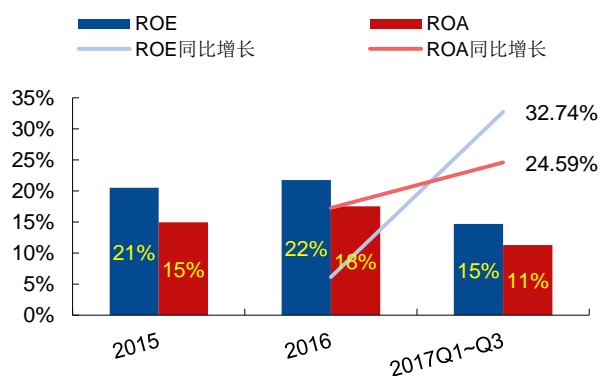
资料来源：wind，华金证券研究所

（六）杜邦分析

2015 年借壳上市以来，南极电商 ROA、ROE 保持增长趋势。2016 年度，南极电商实现总资产回报率 17.55%，净资产回报率 21.76%。2017 年前三季度，ROA 同比增长 24.59%至 11.28%，而 ROE 增长 32.74%至 14.67%。

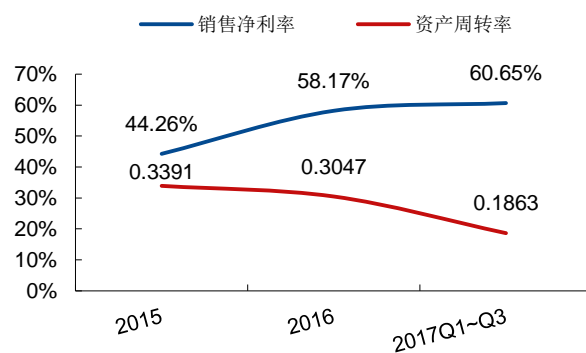
其中，销售净利率持续提升，自 2015 年的 44.26%提升至 2017 前三季度的 60.65%，同比增长 12.87pct。而资产周转率有所下降，2016 年、2017 前三季度分别为 0.3047、0.1969，较去年同期分别降低 0.0344、0.0038。资产周转受卡帝乐鳄鱼及其他品牌经营尚未成熟影响。

图 58：南极电商 ROA、ROE 情况



资料来源：wind，华金证券研究所

图 59：南极电商销售净利率及资产周转率



资料来源：wind，华金证券研究所

（七）募投资项目

借壳上市以来，南极电商进行了两次定向增发。2016 年，公司为电商生态服务平台、柔性供应链服务平台及品牌建设项目募资。2017 年，公司为收购时间互联 100% 股权募资。

募集资金投入项目存在变化，但符合公司经营实际与经营逻辑。电商生态服务平台更新迭代快，且供应链数据尚未使用同一系统整合。此项目不宜一次投入过多，以免换代成本过高。柔性供应链服务平台建设周期长，而投资成本低于预期，已根据公司实际运营情况进行调整。

而品牌建设项目正按计划进行，收购时间互联已完成。

表 7：借壳上市后公司的募投资项目

年度	募投资项目	计划投资额 (万元)	调整后总投资额 (万元)	已投入募集资金 (万元)	说明
2016	电商生态服务平台建设	4000.00	0.00	0.00	由于电商生态服务平台更新迭代加快，不宜投资过多。
2016	柔性供应链服务平台建设	5000.00	0.00	28.58	根据实际需求及运营情况进行建设，投资成本低于预期
2016	品牌建设项目	18255.87	23453.55	4157.05	收购精典泰迪中文商标，投资 New Universe Limited
2017	北京时间互联网络科技有限公司的 100% 股权	57360.00	57360.00	57360.00	收购时间互联，互联网广告与公司业务相辅相成
合计	-	84615.87	80813.55	61545.66	-

资料来源：公司公告，wind，华金证券研究所

（八）盈利预测

凭借早期的电商转型，南极电商得以通过电商模式及柔性供应链平台优化其品牌授权类业务，提高品牌营销效率，打造高性价比、高拓展性商业模式，并取得近三年 GMV 增速约 80%，主营业务增速约 50% 的成就。未来，打通产业链数据、巩固及扩展品牌类目、将品牌授权费用与最终销售价而非出厂价挂钩，将为南极电商的利润增长铺平道路。

就 SW 服装家纺公司来看，服装家纺公司目前 PE(TTM)平均为 72.78 倍，2017 年、2018 年存在一致预期的公司的 PE 预测值平均分别约 29.56 倍、24.67 倍。而对于电子商务概念板块，目前 PE(TTM)约 81.19 倍，2017 年、2018 年存在一致预期的公司的 PE 预测值平均分别约 49.41 倍、39.77 倍。由于南极电商主要行业仍为纺织服装，次要业务为电商服务，再加上南极电商的细分类目龙头地位和未来的高成长性，预计未来 2018 年能够达到 33 倍的市盈率水平。

因此，我们预测，凭借各项业务在 2017 至 2019 年中的持续快速增长，南极电商于 2017 年至 2019 年分别实现每股收益 0.30、0.47 和 0.62 元。净资产收益率分别为 11.9%、15.7% 和 17.4%，给予“买入-B”建议，6 个月目标价为 15.51 元，相当于 2018 年 33 倍的动态市盈率。

表 8：南极电商主营业务拆分及预测（万元）

		2014A	2015A	2016A	2017H1	2017Q1~Q3	2017E	2018E	2019E
品牌综合服务业务	营业收入	13462.83	27358.26	45962.70	18943.19		64347.78	90086.89	121617.30
	YOY		103.21%	68.00%	38.13%		40.00%	40.00%	35.00%
	毛利率	93.77%	88.72%	92.30%	93.17%		93.00%	93.00%	93.00%
货品销售	营业收入	13614.75	10716.83	1932.81	2674.29		2705.93	3653.01	4748.91
	YOY		-21.29%	-81.96%	94.15%		40.00%	35.00%	30.00%
	毛利率	29.69%	32.33%	33.52%	5.45%		7.00%	9.00%	10.00%
园区平台服务业务	营业收入	272.03	774.27	1624.10	343.51		1575.38	1654.15	1736.85
	YOY		184.63%	109.76%	-4.30%		-3.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	56.74%	50.77%	50.17%	73.58%		75.00%	70.00%	68.00%
经销商授权使用业务	营业收入			649.31	513.51		909.03	1272.65	1718.07
	YOY				461.37%		40.00%	40.00%	35.00%
	毛利率			91.22%	96.43%		95.00%	93.00%	93.00%
其他服务收入	营业收入	2.49	73.55	1929.23	2704.90		7716.94	15433.88	24694.21
	YOY		2851.44%	2523.02%	650.34%		300.00%	100.00%	60.00%
	毛利率			50.04%	61.11%		63.00%	61.00%	60.00%
移动互联网媒体投放平台业务	营业收入						4675.67	72379.44	86131.53
	YOY							1448.00%	19.00%
	毛利率						14.00%	13.00%	12.00%
移动互联网流量整合业务	营业收入						1023.18	15838.82	19006.58
	YOY							1448.00%	20.00%
	毛利率						46.00%	45.00%	45.00%
总计	营业收入	27352	38923	52098	25179	40160	82954	200319	259653
	YOY		42.30%	33.85%	58.34%	32.57%	59.23%	141.48%	29.62%
	毛利率	61.51%	72.46%	87.23%	80.21%	84.22%	82.05%	56.11%	57.79%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

五、风险提示

1. 阿里京东推广新零售模式，与海澜之家等服饰企业成为战略合作伙伴，或对行业竞争、公司运营以及品牌营销带来更大压力；
2. 公司的供应商数量迅速增长，质量管控能力受到挑战；

3.公司培育的新品牌与品牌的新品类的成长具有较大不确定性。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	389.2	521.0	829.5	2,003.2	2,596.5	年增长率					
减:营业成本	107.2	66.5	148.9	879.2	1,095.9	营业收入增长率	-75.3%	33.8%	59.2%	141.5%	29.6%
营业税费	2.2	4.4	4.2	8.7	11.3	营业利润增长率	-220.2	73.5%	64.9%	58.7%	34.3%
销售费用	31.6	22.0	37.3	62.1	85.7	净利润增长率	1549.3	75.3%	61.9%	56.1%	34.2%
管理费用	34.6	45.4	66.4	144.2	187.0	EBITDA 增长率	246.3%	68.5%	66.9%	59.4%	34.3%
财务费用	-1.0	-10.3	-10.5	-11.1	-11.5	EBIT 增长率	-364.0	69.1%	66.8%	59.7%	34.7%
资产减值损失	17.8	51.3	25.0	30.0	30.0	NOPLAT 增长率	-359.0	72.4%	67.3%	57.4%	34.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	131.4%	109.6%	77.4%	-12.2%	-13.6%
投资和汇兑收益	1.1	1.8	8.1	8.5	8.9	净资产增长率	164.9%	26.6%	163.8%	18.5%	20.9%
营业利润	197.9	343.4	566.3	898.5	1,207.1	盈利能力					
加:营业外净收支	7.3	10.8	3.3	3.3	3.3	毛利率	72.5%	87.2%	82.1%	56.1%	57.8%
利润总额	205.2	354.2	569.6	901.9	1,210.4	营业利润率	50.9%	65.9%	68.3%	44.9%	46.5%
减:所得税	32.9	51.1	80.7	138.7	186.2	净利润率	44.1%	57.8%	58.8%	38.0%	39.3%
净利润	171.8	301.1	487.7	761.2	1,021.7	EBITDA/营业收入	51.2%	64.4%	67.5%	44.6%	46.2%
						EBIT/营业收入	50.6%	63.9%	67.0%	44.3%	46.0%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	10.0%	23.6%	12.3%	35.1%	21.3%
货币资金	682.2	473.6	2,323.7	3,426.7	4,661.6	负债权益比	11.1%	30.8%	14.0%	54.1%	27.1%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	9.53	2.77	5.46	2.39	4.13
应收帐款	528.9	350.5	432.9	1,459.0	776.9	速动比率	9.03	2.65	5.37	2.14	4.02
应收票据	-	14.1	9.0	46.7	11.0	利息保障倍数	-206.57	-32.47	-52.80	-79.97	-103.98
预付帐款	4.8	5.0	13.2	94.2	33.6	营运能力					
存货	68.3	56.7	50.8	633.0	158.5	固定资产周转天数	39	3	2	0	0
其他流动资产	8.3	436.7	240.0	240.0	240.0	流动营业资本周转天数	276	295	132	21	-13
可供出售金融资产	-	10.0	10.2	10.3	10.5	流动资产周转天数	944	908	956	806	817
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	350	304	170	170	155
长期股权投资	-	-	51.7	51.7	51.7	存货周转天数	76	43	23	61	55
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	1,062	1,181	1,465	1,100	1,043
固定资产	5.5	4.6	3.5	1.2	0.8	投资资本周转天数	318	513	605	301	202
在建工程	-	-	-	-	-	费用率					
无形资产	1.4	510.3	511.2	512.2	513.1	销售费用率	8.1%	4.2%	4.5%	3.1%	3.3%
其他非流动资产	73.4	185.2	1,059.3	1,059.3	1,059.2	管理费用率	8.9%	8.7%	8.0%	7.2%	7.2%
资产总额	1,372.8	2,046.8	4,705.5	7,534.2	7,516.9	财务费用率	-0.2%	-2.0%	-1.3%	-0.6%	-0.4%
短期债务	-	-	40.0	-	-	三费/营业收入	16.7%	11.0%	11.2%	9.7%	10.1%
应付帐款	67.7	381.4	354.8	2,209.4	1,169.6	投资回报率					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	13.9%	19.6%	11.9%	15.7%	17.4%
其他流动负债	67.9	101.1	167.0	255.2	255.2	ROA	12.5%	14.8%	10.4%	10.1%	13.6%
长期借款	-	-	14.9	177.5	175.5	ROIC	79.8%	59.4%	47.4%	42.1%	64.6%
其他非流动负债	1.8	-	2.1	2.1	2.1	分红指标					
负债总额	137.4	482.5	578.8	2,644.2	1,602.4	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	2.1	29.9	31.1	33.0	35.6	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	417.3	417.3	1,636.6	1,636.6	1,636.6	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	815.9	1,117.1	2,459.1	3,220.5	4,242.3						
股东权益	1,235.4	1,564.3	4,126.8	4,890.1	5,914.5						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	172.3	303.1	487.7	761.2	1,021.7	EPS(元)	0.10	0.18	0.30	0.47	0.62
加:折旧和摊销	2.2	2.6	4.4	5.7	3.8	BVPS(元)	0.75	0.94	2.50	2.97	3.59
资产减值准备	17.8	51.3	-	-	-	PE(X)	112.0	63.9	39.5	25.3	18.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	15.6	12.5	4.7	4.0	3.3
财务费用	-1.0	-10.5	-10.5	-11.1	-11.5	P/FCF	-64.3	-85.7	-82.2	17.5	15.6
投资损失	-1.1	-1.8	-8.1	-8.5	-8.9	P/S	49.4	36.9	23.2	9.6	7.4
少数股东损益	0.4	1.9	1.2	1.9	2.6	EV/EBITDA	20.9	13.0	30.2	17.9	12.3
营运资金的变动	-60.9	-297.8	166.0	215.8	213.1	CAGR(%)	64.2%	50.1%	244.8%	64.2%	50.1%
经营活动产生现金流量	37.1	457.4	640.7	965.1	1,220.8	PEG	1.7	1.3	0.2	0.4	0.4
投资活动产生现金流量	492.6	-666.4	-931.6	4.0	4.4	ROIC/WACC	7.6	5.7	4.5	4.0	6.2
融资活动产生现金流量	1.0	0.8	2,140.9	133.8	9.7						

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn