

南极电商(002127)

4 年时间阿里平台家纺销售额第一，多点开花，快速成长，估值存在修复空间

买入(维持)

投资要点

- 我们仍较为看好南极电商的商业模式及其未来成长性,认为公司 **GMV** 及收入仍有望保持高速增长,货币化率(收入/GMV)有望保持相对稳定,终端 **GMV** 有望保持快速增长从而驱动营收利润增长。
- 南极电商的核心竞争力在于提升了整条产业链的效率。南极电商充分挖掘电商平台流量红利,利用自身品牌知名度,对供应商在产品生产、供应链服务上予以支持,对经销商在店铺运营、平台导流上予以支持,迅速建立起了连通供应商与经销商的生态体系,以线上超低加价倍率(1.5-2.5 倍)高效运转,依靠高性价比产品实现了快速的扩张。
- 南极电商 14 年切入家纺行业,用 4 年时间将家纺类目做到近 20 亿线上销售额,进一步验证了公司模式高效率、产品高性价比的优势,为其未来其它类目及品牌的增长做出了示范作用。我们认为家纺品类的强势增长,验证了南极电商模式在除了内衣行业外的可复制性。目前,南极电商在母婴、童装、小家电、个人护理等类目亦增长迅速,不断打开市场空间。同时,在品类拓展的基础上,其在新平台上如京东、拼多多等平台也保持快速增长;另外,新品牌如卡帝乐在 18、19 年 GMV 增速仍有望在 50%以上。多品类基础上,多平台、多品牌的发展,保证了公司未来的增长空间。
- 针对市场担忧的 **GMV** 与收入匹配度不够问题,我们认为 **GMV** 的快速增长反应了公司的竞争力及优势,有望拉动公司营收及利润的增长,**GMV** 与公司收入长期趋势保持一致,货币化率有望维持相对稳定。由于受到季节性、工厂领标、营销策略等多种因素的影响,GMV 与收入不存在严格的照应关系,尤其是季度报表。南极电商 GMV 由经销商销售额直接决定,而南极电商的收入则主要来自于向工厂征收的品牌综合服务费。
- 盈利预测与估值:在电商行业以及阿里平台 **GMV** 仍维持高速增长的情况下,南极电商凭借高效产业链组织,打造高性价比产品,挖掘流量红利,多类目多品牌多平台快速扩张,未来成长性较好。我们预计南极电商原业务 17-19 年可实现净利润 5 亿、7.5 亿、10.5 亿,同比增长为 66%、50%、40%。考虑到时间互联的并表,我们预计 18、19 年公司整体净利润分别为 8.7 亿、11.9 亿,同比增长 47%、36%;对应 18、19 年估值分别为 24 倍、17 倍。考虑到南极电商未来持续成长性良好,存在估值修复的空间,维持“买入”评级。
- 风险提示:新品牌运营低于预期的风险,第三方平台政策风险,商誉减值损失风险及并购标的的时间互联业绩不达预期风险,股东减持等可能对股价的不利影响。

2018 年 01 月 22 日

证券分析师 马莉

执业证书编号: S0600517050002
01066573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证书编号: S0600517070001
02160199793

chentx@dwzq.com.cn

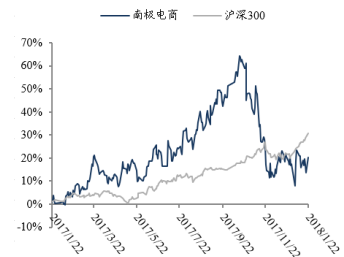
证券分析师 林骥川

执业证书编号: S0600517050003
linjch@dwzq.com.cn

研究助理 张娴静

zhangxj@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	12.49
一年最低/最高价	9.66/17.19
市净率(倍)	10.77
流通 A 股市值(百万元)	12090

基础数据

每股净资产(元)	1.16
资产负债率(%)	20.27
总股本(百万股)	1,637
流通 A 股(百万股)	968

相关研究

- 1、董事长拟增持股份,仍保持对公司 GMV 及收入成长性乐观预期 -20171130
- 2、南极电商:多类目多品牌多平台运营卓有成效,竞争优势强化有望加速扩张 -20170826
- 3、用互联网思维提升产业链效率,赋能供应链与经销商,连接消费者,构筑南极生态 -20170626

目录

一、核心竞争力突出，赋能供应商及经销商	4
二、从家纺行业看南极电商竞争力及优势	5
2.1 市场分割较为明显，精确针对线上性价比市场.....	5
2.2 突破创新，南极电商家纺类目 4 年时间做到近 20 亿，彰显竞争力....	6
2.2.1 在线上与传统品牌寻找差异化市场.....	6
2.2.2 赋能供应链，加快库存周转，构建竞争力.....	6
2.2.3 同一类目多家授权经销商、供应商，分散经营风险，激发体系活力，应对外部竞争.....	7
2.3 如何看南极人家纺类目未来发展？.....	7
2.3.1 如何看待南极人品牌家纺与传统家纺品牌及电商新模式的对比？.....	7
2.3.2 高效运营挤占杂牌商品空间，看好其成长前景.....	8
三、多点开花，亮点纷呈，打开成长空间，积极开拓男女装、母婴、健康生活等品类	9
3.1 突破纺服行业边界，小家电类目突破式成长.....	9
3.2 高性价比属性品牌，成长空间广阔；存量消费者规模大，价值较高..	10
四、GMV 有望保持高速增长，提升整体营收利润	10
4.1 阿里天猫平台相关类目增速在 30%以上，南极电商 GMV 增速跑赢大盘概率较大.....	10
4.2 收入主要来源于向工厂收取品牌综合服务费，收入与 GMV 增长长期趋势保持一致.....	11
4.3 名义扣点率/货币化率有望保持相对稳定，仍有提升空间.....	11
五、看好公司基本面及未来成长性，估值存在修复空间	11
六、风险提示	13

图表目录

图表 1 : 南极电商流量运营及供应链组织	4
图表 2 : 罗莱、富安娜历史经营情况分析	5
图表 3 : 四件套典型产品示意图: 南极人、富安娜、网易严选、米家有品	6
图表 4 : 南极电商线上销售模式以分销为主	7
图表 5 : 主要家纺品牌产品定位、渠道及优势比较	8
图表 6 : 南极人家纺类目市场空间及前景测算	8
图表 7 : 南极人童装个护等类目排名靠前	10
图表 8 : 南极人品牌在个人护理行业销售额排天猫前 10	10
图表 9 : 天猫平台 GMV 增速	10
图表 10 : 天猫平台分品类 GMV	10
图表 11 : 南极电商分事业部 GMV 估算	12
图表 12 : 南极电商业务分拆	13

引言

南极电商 17 年经营相较稳健，我们预计公司全年 GMV 约 124 亿，相较 16 年 72 亿的 GMV 约有 70%+ 的增长。我们在 17 年 6 月深度报告《用互联网思维提升产业链效率，赋能供应商与经销商，构筑南极生态》中，对公司商业模式、发展空间，在整个电商生态系统及商品生产流通产业链所处的位置有深刻的探讨。三季报及股东增特点评中也对公司 GMV 与收入增长匹配、阿里平台规则对公司影响有了详细的说明。

本报告主要是基于对公司的密切追踪，对电商行业及纺服、零售行业的深刻理解，具体阐述下公司的核心竞争力，以对公司基本面及未来发展前景有更清晰的阐释。

一、核心竞争力突出，赋能供应商及经销商

南极电商核心竞争力在于提升了整条产业链的效率。对南极电商来说，其充分挖掘电商平台流量红利，利用自身品牌知名度，通过对供应商在产品生产、供应链服务支持以及对经销商在店铺运营、平台导流上的支持，迅速建立起了连通供应商与经销商的生态体系，挖掘调动了供应商与经销商的积极性，以线上超低加价倍率（1.5-2.5 倍）高效运转，依靠高性价比产品实现了快速的扩张。

图表1：南极电商流量运营及供应链组织



数据来源：东吴证券研究所

更进一步分析，我们认为公司运行机制的核心竞争力在于：

- 1) 以董事长张玉祥为代表的管理层极具战略眼光，顺应消费趋势，大胆布局。
- 2) 组织及人才优势：灵活的事业部组织及有效的产业链合作激励机制。
- 3) 外部合作优势：良好的工厂及经销商合作关系，合作工厂及经销商数量不断增长，单工厂及经销商对应 GMV 呈现上升趋势。
- 4) 消费者认知优势：已购买消费群体数量庞大，品牌知名度较高。

南极电商对工厂及经销商的效率提升主要体现在：

- 1) 战略赋能：对体系内工厂、经销商整体战略上的引导及规划，提升其抗风险能力；对具体类目及细分产品定位的规划，协助其更好打造竞争能力，快速发展。
- 2) 品牌及流量赋能：南极人品牌知名度较高，我们预计有近 1 亿已购买消费者；

同时，南极电商对平台规则更为熟悉，更容易与平台沟通，获得活动流量支持等。

3) 激励机制：引入品牌内部竞争机制，奖励先进，激发体系活力。

南极电商传统优势类目为内衣品类，16年GMV24亿，除了内衣外，南极电商在家纺、个人护理、母婴、童装等多个类目也取得了巨大的成功，我们将通过对家纺行业竞争状况、各类模式的对比，来更好说明南极电商的核心竞争力及优势。

二、从家纺行业看南极电商竞争力及优势

2.1 市场分割较为明显，精确针对线上性价比市场

从行业空间角度，根据欧睿数据，行业整体空间大致在2000亿左右，剔除中间可能出现的工业产值和零售值的重复以及出口，行业空间在1500亿~2000亿之间，行业增速基本匹配GDP增长。

家纺行业中高端市场与大众市场割裂明显。包括富安娜、罗莱生活在内的上市公司主营中高端市场（加价倍率5~8倍），其35-50亿的零售规模虽然相较行业整体集中度较低，但是在500亿左右的中高端市场市占率在10%左右。另一方面，在剩下将近1000亿的大众市场，传统上市公司涉及较少，小品牌众多，市场分散，并没有出现具有垄断优势的品牌。

线上市场成为家纺大众市场的新渠道。家纺品类由于相对标品化的特征，相较其它服装品类更适合在线上售卖。另一方面，线上渠道在发展初期由于需要依靠低价吸引流量，性价比较高的大众档次家纺产品成为较受欢迎的品类。几家龙头公司也纷纷在线上开发出加价倍率低于线下的产品（线上加价倍率2-3倍），这些产品近年来在线上获得了快速的发展。

南极电商针对线上家纺市场正是基于该档位产品：一方面传统龙头并无绝对优势，市场较为分散；另一方面线上市场对性价比要求较高，有利于其效率较高的优势得以发挥。

图表2：罗莱、富安娜历史经营情况分析

(单位：百万元)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
罗莱收入	1,145	1,819	2,382	2,725	2,524	2,761	2,916	3,152
YOY		58.8%	31.0%	14.4%	-7.4%	9.4%	5.6%	8.1%
其中，线下收入	1,145	1,783	2,282	2,525	2,224	2,341	2,370	2,499
YOY		55.7%	28.0%	10.6%	-11.9%	5.3%	1.2%	5.5%
渠道数量	1,819	2,085	2,371	2,737	2,849	2,837	2,640	2,442
+/-		266	286	366	112	-12	-197	-198
线上收入（估算）		36	100	200	300	420	546	653
YOY			177.8%	100.0%	50.0%	40.0%	30.0%	19.6%
毛利率	37.8%	42.2%	42.2%	42.2%	44.0%	44.9%	49.0%	48.5%
营业利润	189	272	417	420	373	432	482	391
YOY		43.8%	53.2%	0.6%	-11.1%	15.8%	11.5%	-18.8%
富安娜收入	791.79	1,067.30	1,453.42	1,777	1,864	1,970	2,093	2,312
YOY		34.8%	36.2%	22.3%	4.9%	5.7%	6.2%	10.5%
其中，线下收入				1,658	1,583	1,636	1,717	1,807
YOY					-4.5%	3.3%	4.9%	5.2%
线上收入				119	281	334	376	505
YOY					136.1%	18.9%	12.6%	34.3%
渠道数量				2,273	2,210	2,015	1,704	
直营渠道				564	596	566	609	
+/-					32	-30	43	
加盟渠道				1,709	1,614	1,449	1,095	
+/-					-95	-165	-354	
毛利率	43.0%	46.1%	47.0%	48.4%	51.4%	51.3%	51.1%	50.2%
营业利润	101	161	267	350	411	485	481	537
YOY		59.7%	65.5%	30.8%	17.6%	18.0%	-0.9%	11.6%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2 突破创新，南极电商家纺类目 4 年时间做到近 20 亿，彰显竞争力

南极电商 14 年切入家纺行业，用 4 年时间，17 年家纺类目做到近 20 亿¹线上销售额，南极人成为线上销量第一家纺品牌；在强调性价比的线上市场获得成功，进一步显示了公司的核心竞争力及优势。具体原因分析如下：

2.2.1 在线上与传统品牌寻找差异化市场

南极人家纺的合作伙伴主要集中在南通一带，南通是中国重要的家纺产业集群园区，南极人有多个合作伙伴，包括行业排名靠前的经销商及工厂。从整体定位上来看，以四件套产品为例，南极人单价在 150 元左右，该价格段是阿里上市场容量及规模最大的价格段。按照销量及销售额排行，南极人品牌均排在前列。对比而言，水星、罗莱等家纺品牌客单价在 300 元甚至更高，各品牌四件套产品在设计风格、价位、材料上都有较大区别。

图表3：四件套典型产品示意图：南极人、富安娜、网易严选、米家有品



数据来源：淘宝网，网易严选，米家有品，东吴证券研究所

2.2.2 赋能供应链，加快库存周转，构建竞争力

公司利用高效灵活的机制，强调薄利多销，快速周转：

- 1) 前端有足够的销量，打造爆款。工厂可以专注生产一个款式的产品，熟练度大大提高，规模效应明显，可以更好备货生产。
- 2) 更快的产业链反应及协调能力：销售预测及对公司生产指引精确到天，极为灵活，过往订货会模式下经销商更多要提前几个季度订货，容易出现滞销品或积压存货，个别爆款容易断货；ERP 及相关硬件支持，更高的仓储、发货效率；经销运营中心距离工厂较近，更好的协调。
- 3) 更灵活、高效的组织管理及激励机制。产业链上的工厂、经销商等是相对独立而又互相联系的整体，彼此之间也有一定的竞争，最大程度地保证了体系的活

¹ 数据来源：东吴证券研究所估算

力。

2.2.3 同一类目多家授权经销商、供应商，分散经营风险，激发体系活力，应对外部竞争

以南极人家纺产品为例，参考阿里的数据，南极人家纺产品月销量过千的店铺超过30家，南极人品牌采用的是分销模式；而富安娜产品则是官方旗舰店经销模式，天猫主要销售路径为富安娜官方旗舰店、富安娜艺术生活馆、富安娜家具旗舰店3家店铺。

我们认为，单一官方旗舰店直销的模式更适合高端品牌，可以更好保证产品及服务质量，提升消费者体验。而以南极电商为代表的分销模式，可以充分利用店铺资源，有利于快速扩张。在13、14年天猫发展早期，南极电商充分挖掘店铺资源，目前，南极人存量天猫店铺在500家以上，授权经销商超过1500家。对于公司来讲，同一类目多家授权经销商、供应商，可以有效促进内部竞争，激发体系活力，以更好应对外部竞争。参考云观咨询的数据，17年天猫渠道男女装、童装、内衣家居的类目的销售，优衣库约为41亿，ZARA为22亿，南极人则有42亿的销售额。多经销

商多店铺的分销模式调动了产业链合作者工厂、经销商的活力，促进了南极电商类目、销售渠道的快速扩张。

图表4：南极电商线上销售模式以分销为主



数据来源：数据威，东吴证券研究所

2.3 如何看南极人家纺类目未来发展？

2.3.1 如何看待南极人品牌家纺与传统家纺品牌及电商新模式的对比？

我们认为，南极人具有较强的供应链管理组织能力，压缩了加价倍率，提升了产业链效率。南极人的成长更多来自于挤占阿里无品牌、杂牌、弱小品牌的市场空间。杂牌、无牌家纺缺乏组织体系、抗风险能力差，供应链也难以支撑大体量的销量。传统家纺品牌的供应链可以有效支撑线下上千家门店的销售，产品质量及体验都比较有保证，相对较为高端。

传统中高端家纺品牌设计风格各有特色，线下销售渠道不同区域各有侧重，龙头将持续受益于市场集中度提升；中低端家纺产品，核心竞争力就是性价比，而支撑性价比

的是背后产业链的效率,马太效应更为明显,南极电商与跟随者北极绒、恒源祥等相比,销量大幅领先,且增速更快,有望持续扩大市场份额。网易严选、米家有品的核心优势在于前端流量资源及自有销售渠道,未来发展取决于其供应链整合能力。

图表5: 主要家纺品牌产品定位、渠道及优势比较

	产品定位、渠道及优势	未来成长性
传统家纺品牌: 富安娜、水星、罗莱、梦洁等	中高端产品,平均客单价 400-600 元,零售额平均在 35-50 亿,高端市场市占率在 10%左右。拥有优秀的配套工厂及完善的线下经销商体系。	受益于集中度提升,略高于行业增速。线下市场地域性较强,快速扩张压力较大;线上基数低,增速较快。
线上分销品牌: 南极人、北极绒、恒源祥等	偏向中低端产品,大众消费群体,价格段市场容量最大,在千亿级别。客单价 100-250 元,SKU 极为丰富,阿里为主要渠道;将周转率及加价倍率做到极致,构筑优势。较为社会化、更加灵活的产业链组织。	南极人销量遥遥领先(销量高于北极绒+恒源祥),且增速高于竞争者。南极人供应链及经销商体系更为完善,销量、转化率较高,市场份额有望不断提升。
电商新模式: 网易严选、米家有品	中端产品,定位城市中产阶级,客单价 200-500 元,精选几十个 SKU。自有独立网站及 APP 销售,合作优质工厂。	流量资源得天独厚,未来成长性取决于供应链整合能力。
无品牌、杂牌家纺产品	话语权极弱,供应链及相关体系难以承载较大销量。线上以拼多多、淘宝为主;线下渠道包括超市、杂货店、街边店等。	空间不断被挤占,被逐步整合淘汰

数据来源: 东吴证券研究所整理

2.3.2 高效运营挤占杂牌商品空间,看好其成长前景

参考数据威、Euromonitor 等数据,我们认为家纺基础类目线上市场空间在 2020 年有望达到 1000 亿,按照 10%-20%的市场份额计算,为 100 亿-200 亿,南极人家纺类目成长空间尤大。具体估算如下:

图表6: 南极人家纺类目市场空间及前景测算

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
南极人家纺GMV/亿元	2.2	5.8	11.5	20	32	48	67
yoy	NA	164%	98%	74%	60%	50%	40%
市场总体规模/亿元	1796	1918	2036	2113	2204	2310	2414
yoy	8.1%	8.8%	6.2%	3.8%	4.3%	4.8%	4.5%
线上渗透率	30%	32%	34%	36%	38%	40%	42%
线上市场规模/亿元	539	614	692	761	838	924	1014
南极人市场份额	0.4%	0.9%	1.7%	2.6%	3.8%	5.2%	6.6%

数据来源: Euromonitor, 东吴证券研究所测算

综合考虑竞争格局、南极电商的情况,对家纺类目未来 GMV 增速的判断如下: 我们预计南极人大家纺事业部 GMV 在 18-20 年仍有望保持 40%+的复合增速,品牌服务费率有望保持相对稳定。

- 1) 南极人品牌有相对较强的竞争力,家纺的增速有望略高于阿里平台的平均水平,30%以上的增速比较有保证。

- 2) 从类目空间上，家纺类目的增速南极人成长空间主要来源于进一步挤占阿里平台相对弱势品牌的空间。
- 3) 从销售渠道上，除了阿里平台、京东、拼多多等多平台销售将进一步提升南极电商整体销售额。
- 4) 从店铺及经销商管理、运营商上来看，优秀经销商被赋予更多资源和支持，排名靠前店铺仍保持高速增长，盘活销量靠后店铺，提升整体销量。
- 5) 从具体细分类目上来看，除了四件套、各种被子、枕头、枕芯等基础产品外，拓展更加细分品类，如蚊帐、床垫、盖毯、窗帘、靠枕、沙发垫、桌垫等。

南极人家纺的成长更多是依赖高效运营及供应链管理挤占中低端杂牌商品空间。公司从14年切入家纺行业，用4年时间将家纺类目做到近20亿线上销售额，进一步验证了公司模式高效率、产品高性价比的优势，为其未来其它类目及品牌的成长做出了示范作用。南极人单品牌、单类目、单一阿里渠道的销售市场空间在百亿量级，公司拓展了多品牌、多类目、多渠道，离天花板尚远。

三、多点开花，亮点纷呈，打开成长空间，积极开拓男女装、母婴、健康生活等品类

南极人家纺类目的成功不是个例，除了纺织服装行业的男女装、鞋品箱包等类目，在小家电（健康生活事业部）、母婴等多个类目亦增长迅速。

3.1 突破纺服行业边界，小家电类目突破式成长

参考云观咨询的数据，南极人内衣、童装、个人护理等类目在天猫平台销售额位于前10，双12的增速都超过了140%。个人护理类目，南极电商在按摩披肩、足浴盆等细分品类销售额位于全网第一名；按摩椅，产品平均单价在数千元，南极人也在逐步用授权模式切入，销量良好；南极电商甚至可以与奥佳华、荣盛健康等传统按摩电器公司在一些品类上竞争。电动牙刷产品，南极人从17年11月份开始涉足，也有了约3万只的销量²。

以个人护理品类为例，17年天猫平台增速在50%以上，南极人在天猫平台上的销售额超过了高端品牌戴森，销售量仅次于飞科、飞利浦。南极人未来有望进一步提升个人护理类目产品销量，拓展二级类目及细分产品，提升整体销售额。

² 数据来源：数据威，云观咨询，东吴证券研究所

图表7: 南极人童装个护等类目排名靠前

南极人 - 天猫2017年年度销售各类目排名						
类目	排名	销售额(亿)	销售量(万)	市占率	天猫平台销售额	天猫类目17年增速
内衣家居服	1	25.8	6,063	6.9%	370亿	31.70%
童装	2	4.84	1,385	1.8%	267亿	35.50%
个人护理	7	2.90	461	1.9%	148亿	51.50%
女装	13	5.1	1,288	0.4%	1312亿	42.30%
男装	14	6.28	620	0.8%	788亿	40.50%

南极人天猫平台2017年双12销售各类目排名				
类目	排名	17年(万)	16年(万)	同比
内衣家居服	2	8,359	3,133	166.8%
童装	11	1,326	544	143.8%
个人护理	11	653	172	279.7%
男装	14	2,401	834	187.9%

备注: 类目及南极人销售数据来源于云观咨询, 不包含淘宝数据
数据仅供参考趋势, 南极电商具体销售情况请以公司公告为准
南极电商年报公布的类目口径GMV与之略有差别

数据来源: 云观咨询, 东吴证券研究所

图表8: 南极人品牌在个人护理行业销售额排天猫前10

天猫2017年年度数据报告 - 个人护理				
行业年度同比				
销售额	2017年	2016年	同比	
	148亿	98亿	51.5%	
行业年度TOP品牌榜				
排名	品牌	销售额(亿)	销售量(万)	市占率
1	飞利浦	20.00	822	13.4%
2	飞科	15.90	2,166	10.6%
3	松下	3.77	145	2.5%
4	欧乐B	3.30	146	2.2%
5	Le Kr Kang	3.23	67.4	2.2%
6	本博	3.16	177	2.1%
7	南极人	2.90	461	1.9%
8	戴森	2.83	9.5	1.9%
9	康夫	2.54	455	1.7%
10	博朗	2.29	64.8	1.5%

数据来源: 云观咨询, 东吴证券研究所

3.2 高性价比属性品牌, 成长空间广阔; 存量消费者规模大, 价值较高

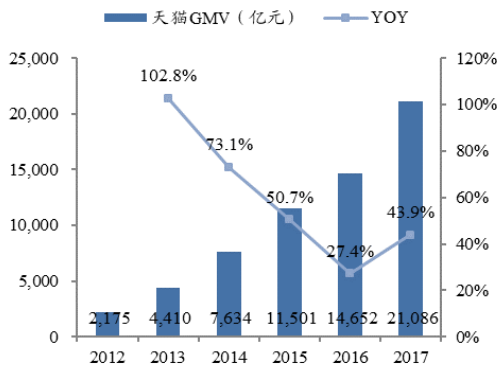
南极人品牌更多意味着高性价比的属性品牌, 从这个点上来看, 南极人品类与小米、网易严选、名创优品有一定相似性, 而非单一类目的产品品牌, 可以实现类目快速扩充, 有广阔的成长空间。而南极电商快速扩张的基础是产品的高性价比、优质的供应链服务及较高的产品知名度。按照17年124亿GMV、45元客单价、单人年购买2次的话, 意味着南极人有超过1亿的存量消费者, 在流量成本日趋昂贵的今天, 1亿的存量消费者价值较高。

四、GMV有望保持高速增长, 提升整体营收利润

4.1 阿里天猫平台相关类目增速在30%以上, 南极电商GMV增速跑赢大盘概率较大

南极电商有70%以上的收入来自于阿里平台, 以天猫店为主。阿里天猫GMV增速17年为43.9%, 17年天猫女装、男装、个人护理等类目的增速都超过了40%。整体电商市场仍保持了较高的增速, 参考统计局数据, 17年网络商品零售总额增幅高达32%。南极电商在多个类目GMV遥遥领先, 有望积累竞争优势, 跑赢大盘增速, 叠加京东、拼多多等平台的销售, 卡帝乐线上的销售, 我们预计18年南极电商的GMV增速仍有望在50%以上, 19年GMV增速有望达到40%。

图表9: 天猫平台GMV增速



数据来源: 云观咨询, 东吴证券研究所

图表10: 天猫平台分品类GMV



数据来源: 云观咨询, 东吴证券研究所

4.2 收入主要来源于向工厂收取品牌综合服务费，收入与 GMV 增长长期趋势保持一致

GMV 的快速增长反应了公司的竞争力及优势，有望拉动公司营收及利润的增长，公司收入与 GMV 长期趋势保持一致，货币化率有望维持相对稳定。工厂领标时南极电商即确认了销售收入，而 GMV 是在经销商售出商品后，并且由于受到季节性、工厂领标情况、类目营销及竞争策略等多种因素的影响，GMV 与收入不存在严格的照应关系，尤其是季度数据。

南极电商 GMV 即经销商销售额，而南极电商的收入则主要来自于基于出厂价向工厂征收的品牌综合服务费，未来公司有望向经销商收取更多授权使用费。16 年及 17 年上半年，公司来自于经销商的收入分别为 649 万、514 万，占比总收入分别为 1.25%、2.04%。综合服务费主要是基于出厂价向工厂征收，经我们测算，大概是 8%-15% 的费率，具体的费率与类目、工厂大小及合作年限、一次领标数量及付款条件等多种因素有关，售罄率反应了经销商的销售情况。举例来讲，假如经销商批发了 10 件商品，每件售价 100 元，卖出了 8 件，售罄率为 80%，GMV 为 80 元。更进一步，假设该商品加价倍率为 2 倍，即商品进价/出厂价为 50 元，南极电商依照出厂价收取了 10.4% 的费率，即 5.2 元，那么最终的名义扣点率就是 5.2 元/80 元=6.5%。

$$\begin{aligned} \text{名义扣点率（货币化率）} &= \frac{\text{公司收入}}{\text{GMV}} = \frac{\text{出厂额} \times \text{出厂价综合服务费率}}{\text{出厂额} \times \text{加价倍率} \times \text{售罄率}} \\ &= \frac{\text{出厂价综合服务费率（8\%—15\%）}}{\text{加价倍率（1.5—2.5 倍）} \times \text{售罄率}} \end{aligned}$$

4.3 名义扣点率/货币化率有望保持相对稳定，仍有提升空间

公司整体收入的增长受到 3 个因素的影响：综合服务费率、出厂价、订单数，需要平衡收入与 GMV 的增长。对于新开拓类目、新的工厂等，为了快速抢占市场份额等，会有一些的费率折扣。在内衣、家纺等类目，南极人占有绝对优势，对工厂、经销商有较强的议价能力，有望逐步提升该类目综合服务费率，对整体货币化率的提升有正向影响。小家电、母婴等类目南极人品牌尚处于快速扩大市场份额的阶段，综合服务费率会有一些折扣。我们预计 18、19 年 GMV 增长仍然是驱动公司收入、利润增长的核心因素。

阿里作为销售平台，连接的是经销商与消费者，阿里 16、17 财年收入的增速均高于 GMV 的增速；南极电商则更多的是联系工厂与经销商，做供应链服务。随着公司的发展，南极人品牌有望在多个类目处于较为领先地位，同时为工厂、经销商提供更多的增值服务，提升整体的货币化率。

五、看好公司基本面及未来成长性，估值存在修复空间

在电商行业以及阿里天猫平台 GMV 仍维持高速增长的情况下，南极电商凭借高效

产业链组织，打造高性价比产品，挖掘流量红利，多类目多品牌多平台快速扩张，未来成长性较好。

分类目来看公司的 GMV，我们认为：内衣、大家纺事业部相较成熟，合计仍将贡献超过 30% 的 GMV；母婴及健康生活事业部处于高速成长期，市场份额有望不断提升，未来两年 GMV 增速在 50% 以上；南极人男装、女装事业部公司更专注于打造基础款产品，如打底裤、牛仔裤、中老年毛衫等产品，未来增速相较稳定；卡帝乐品牌在鞋品箱包、男装等类目更有优势，有望复制南极人品牌授权模式，GMV 快速成长。精典泰迪品牌、网红 Pony 品牌亦有望逐步贡献 GMV。对南极电商 GMV 的测算如下：

图表11：南极电商分事业部 GMV 估算

事业部及品牌 GMV/亿元	2016	2017E	2018E	2019E
南极人内衣事业部	23.78	31	39	46
占比	33%	25%	21%	18%
yoy	38%	30%	25%	18%
大家纺事业部	11.55	20	32	48
占比	16%	16%	17%	18%
yoy	99%	73%	60%	50%
大母婴事业部	3.40	13	23	37
占比	5%	10%	13%	14%
yoy	91.0%	283%	80%	60%
健康生活事业中心	2.73	11	19	30
占比		9%	10%	12%
yoy		303%	70%	60%
南极人男装事业部	8.83	9	11	12
占比		7%	6%	5%
yoy			20%	15%
南极人女装事业部	8.83	11	13	15
占比		9%	7%	6%
yoy			20%	15%
卡帝乐、泰迪等品牌	3.79	14	27	43
占比		11%	15%	17%
yoy		269%	93%	65%
其它	9	15	22	28
占比	13%	12%	12%	11%
总 GMV/亿元	72.06	124	186	260
yoy	96.0%	72%	50%	40%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

注：其它类目包括鞋品箱包、运动户外、汽车用品等，由于公司事业部对应细分类目可能有所调整，仅供参考大致趋势。

我们认为 GMV 的增长仍是拉动公司收入利润增长的重要因素，收入增速略慢于

GMV 增速，长期趋势保持一致。对南极电商原业务及时间互联业务整体收入、利润的估算如下：

图表12：南极电商业务分拆

	2016	2017E	2018E	2019E	
南极电商原业务	GMV	72.06	124	186	260
	yoy	96%	72%	50%	40%
	收入	521	801	1199	1598
	yoy	34%	54%	50%	33%
	归母净利润	301	500	753	1054
	yoy	75%	66%	50%	40%
时间互联业务	收入	549	705	907	1051
	yoy	-	28%	29%	16%
	归母净利润	72	90	117	132
	yoy	-	24%	30%	13%
南极电商备考	收入	1070	1506	2106	2649
	yoy	-	41%	40%	26%
	归母净利润	374	590	870	1186
	yoy	-	58%	47%	36%

数据来源：Wind, 东吴证券研究所

我们预计南极电商原业务 17-19 年可实现净利润 5 亿、7.5 亿、10.5 亿，同比增长为 66%、50%、40%；考虑到时间互联的并表，18、19 年公司整体净利润分别为 8.7 亿、11.9 亿，同比增长 47%、36%；对应 18、19 年估值分别为 24 倍、17 倍。考虑到南极电商未来持续成长性良好，存在估值修复的空间，维持“买入”评级。

六、风险提示

新品牌运营低于预期的风险。公司的传统优势在南极人高性价比品牌，卡帝乐品牌与南极人定位有一定差异性，运营可能低于预期。

第三方平台政策风险。公司的主要销售渠道为第三方电商平台，阿里、京东、拼多多、唯品会等，若平台政策出现大幅调整，公司未能适应平台规则变化，将会对公司产生不利影响。

商誉减值损失风险及并购标的的时间互联业绩不达预期风险。公司收购时间互联已完成，时间互联业绩有可能达不到预期。

股东减持等可能对股价的不利影响。公司于 17 年 9 月 2 日公告，蒋学明及其一致行动人在未来 6 个月内计划减持不超过 6000 万股，公告后已减持 3200 万股，未来有可能减持数量为 2800 万股。

附：南极电商财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1542.5	3338.7	4309.5	5636.1	营业收入	1070.3	1505.6	2106.4	2648.7
现金	491.6	2255.4	3131.1	4398.3	营业成本	511.6	709.3	953.4	1100.9
应收款项	376.4	424.7	496.5	556.9	营业税金及附加	5.5	7.8	11.5	15.1
存货	56.7	90.5	95.2	76.8	销售费用	23.1	36.6	54.4	72.2
其他	438.8	438.8	438.8	438.8	管理费用	53.5	85.6	119.5	154.6
非流动资产	1604.0	2765.7	2764.9	2764.9	财务费用	(10.0)	(48.0)	(66.8)	(92.7)
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	1.8	1.8	1.8	1.8
固定资产	4.8	3.5	2.3	1.8	其他	51.9	15.8	1.9	(9.8)
无形资产	518.5	518.6	518.2	517.8	营业利润	432.9	696.7	1030.6	1406.6
其他	62.0	62.8	63.1	63.3	营业外净收支	10.8	7.4	8.5	8.9
资产总计	3146.5	6104.5	7074.4	8401.1	利润总额	443.7	704.1	1039.1	1415.5
流动负债	601.5	461.9	623.3	757.7	所得税费用	68.2	110.7	164.9	223.3
短期借款	20.0	8.0	8.0	8.0	少数股东损益	1.9	2.9	4.4	5.9
应付账款	53.5	131.2	155.1	170.4	归属母公司净利润	373.6	590.5	869.8	1186.3
其他	15.5	10.8	10.8	12.4	EBIT	482.1	674.1	979.1	1321.1
非流动负债	2.1	2.1	2.1	2.1	EBITDA	484.7	677.0	982.0	1323.2
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
负债总计	603.5	463.9	625.3	759.8	每股收益(元)	0.24	0.36	0.53	0.72
少数股东权益	29.9	32.8	37.3	43.1	每股净资产(元)	1.63	3.43	3.92	4.64
归属母公司股东权益	2513.1	5607.7	6411.8	7598.2	发行在外股份(百万股)	1538.3	1636.6	1636.6	1636.6
负债和股东权益总计	3146.5	6104.5	7074.4	8401.1	ROIC(%)	16.1%	10.1%	12.9%	14.7%
					ROE(%)	21.3%	16.4%	15.7%	17.8%
					毛利率(%)	52.2%	52.9%	54.7%	58.4%
					EBIT Margin(%)	45.0%	44.8%	46.5%	49.9%
					销售净利率(%)	35.1%	39.4%	41.5%	45.0%
					资产负债率(%)	19.2%	7.6%	8.8%	9.0%
					收入增长率(%)	90.6%	40.7%	39.9%	25.7%
					净利润增长率(%)	104.6%	58.0%	47.3%	36.4%
					P/E	54.6	34.5	23.5	17.2
					P/B	12.34	4.29	3.67	3.02
					EV/EBITDA	42.3	30.4	21.1	15.8

数据来源：Wind，东吴证券研究所（为保持数据可比性，假设对时间互联的合并已于2016年1月1日完成，16年备考报表参考公司17年9月《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》，由于涉及到反向收购，使用母公司报表）

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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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>

