

南极电商 (002127)

证券研究报告
2018年02月01日

“低端”商业革命催生电商业态上的“精品生活电商”平台

“低端”商业革命是消费趋势之一，南极电商受益于低线城市人群的消费升级以及对高性价比产品的追求。

(1) 二三线城市乃至三四线城市开始成为消费升级的主力军，价格低、购买频次高、性价比高的产品在逐渐占领市场。

(2) 南极电商品牌定位上定位于国民品牌；品类上涵盖高频、标准化产品，有利于规模效应及高周转；客户群上以二线以低线城市人群为主。公司显著受益“低端”商业革命浪潮，顺应消费趋势，有望成为 A 股最具代表性的高成长新零售公司。

电商平台缺少供应链资源，我们认为南极电商可在各大电商平台上充当“小米生态链”模式中小米的角色，对供应商赋能，不断推出高品质产品，在电商平台上打造出类似小米“米家有品”的精品生活电商平台。

电商平台的优势在于渠道及流量，但是缺乏供应链资源，南极电商则具备多品类的供应链资源，南极电商可以通过整合优势供应链资源，在各大电商平台上提供更好的产品及服务。

对供应商赋能：南极电商类似小米，可以给供应商赋能，提供品牌背书、销售渠道及流量、电商运营等支持。

对供应商投资：预计南极电商 2018 年也会与小米投资生态链公司类似，与供应商共同持股形成深度绑定，拓展更多优质品类。

推出新品牌：小米在生态链业务逐渐壮大之际，推出了“有品”品牌，预计 2018 年南极电商会在各大电商平台上推出类似品牌，本文中我们称之为“南极严选”。

南极电商由于可以给供应商赋能，更容易拓展新品类，突破品牌界限。

品类外延是南极电商未来增长的主要来源之一。截至 2017 年前三季度，成熟品类中内衣 GMV 仍有 66% 增长，家纺 83% 增长，成熟品类通过细分品类保持高增长；同时生活小电器、居家日用分别同增 321%、290%。南极电商能找到供应商合作，是因为独特的赋能机制和规模效应的示范作用；南极人品牌能承受这么多品类，是因为能找到的好的供应链资源，生产并经销好产品。

南极电商由于具备电商平台不具有的供应链资源，对于电商平台仍然具有“利用”价值，因此，我们认为电商平台未来仍会支持南极电商。

(1) 无论是线上还是线下品牌，能给电商平台带来增量 GMV 的品牌就是好品牌。南极电商可以给电商平台提供好产品（比小企业在电商平台上卖货，产品及服务都更好），对于电商平台来说，无论从 GMV 扣点及广告业务收入来看，还是给顾客提供好产品上看，南极电商仍然具备“利用”价值。

(2) 南极电商的增长主要来源于扩品类以及扩品牌，而这些品类往往缺乏成熟线下品牌，南极电商的专业化运作，更有利于电商平台把相关品类规模做大。

投资建议：预计 2017-2019 净利润为 5.17/8.69/12.51 亿，对应 EPS 为 0.32/0.53/0.76 元，给予公司 2018 年 35 倍估值，目标价 18.6 元。

风险提示：扩张速度低，服务费率下降，平台规则变化，应收账款风险。

投资评级

行业	商业贸易/专业零售
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	13.33 元
目标价格	18.6 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,636.58
流通 A 股股本(百万股)	968.15
A 股总市值(百万元)	21,815.61
流通 A 股市值(百万元)	12,905.49
每股净资产(元)	1.16
资产负债率(%)	20.28
一年内最高/最低(元)	17.19/10.26

作者

郭彬 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517120001
guobin@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	389.23	520.98	999.45	2,472.22	3,307.45
增长率(%)	(75.26)	33.85	91.84	147.36	33.78
EBITDA(百万元)	199.19	335.64	599.37	973.54	1,406.34
净利润(百万元)	171.82	301.14	517.15	869.11	1,251.49
增长率(%)	1,549.34	75.27	71.73	68.06	44.00
EPS(元/股)	0.10	0.18	0.32	0.53	0.76
市盈率(P/E)	129.73	74.02	43.10	25.65	17.81
市净率(P/B)	18.07	14.53	6.81	5.38	4.13
市销率(P/S)	57.27	42.79	22.30	9.02	6.74
EV/EBITDA	35.44	12.70	34.25	18.78	12.91

资料来源：wind，天风证券研究所



内容目录

1. 南极电商：“低端”商业革命催生电商业态上的“精品生活电商”平台	6
2. “低端”商业革命：注重高性价比的理性消费观念逐渐下沉到三四线等低线消费群体	7
2.1. 需求端：三四线城市消费群体扩大、消费能力提升以及消费观念向高频高性价比转变	8
2.1.1. 一线城市人口回流表明三四线城市的消费市场不断壮大	9
2.1.2. 国家政策推动三四线城市居民可支配收入提高和城镇化率不断提升	9
2.1.3. 一二线城市消费观念流入至三四线消费观念向高频高性价比转变，推动消费升级	10
2.1.4. 标准品：消费者日趋理性，准求高性价比，品牌观念淡化。	10
2.1.5. 时尚品：消费者追求个性和小众品牌。	10
2.2. 供给端：效率提高、成本下降使企业更有能力也更关注性价比的提升	11
2.2.1. 效率提高：商流、物流、信息流、资金流、服务流、数据流六流合一。	11
2.2.2. 成本降低：以产品品质为导向，砍掉不必要的中间环节，给消费者做出精简SKU的极致性价比产品。	11
2.2.3. 相对于时尚品而言，高性价比带来的巨大竞争力在标准品市场中更为显著。	12
2.3. 企业发展趋势：定位极致性价比，推动消费频率提高，关注三四线城市消费群体。	12
2.3.1. 拼多多：定位极致性价比，充分利用社交导流，推动标准品低频向高频转变。	12
2.3.2. 名创优品：以优质低价为核心竞争力，结合低成本制造和高水平设计，打造新型零售网络。	13
2.3.3. 喜茶、三只松鼠、永辉超市等知名企业：起源三四线城市，把握消费者需求，再输出至全国市场。	14
3. 南极电商：“低端”商业革命背景下崛起的轻资产电商生态	15
3.1. 品牌授权：品牌运营核心，类目发展顺应“低端”商业革命方向	19
3.2. 电商服务业务：为授权经销商提供支持，实现商品销售增长	22
3.3. 个人/网红品牌业务：积累流量，蓄势待发	23
3.4. 柔性园区业务：支持供应链发展，提升商业效率	23
3.5. 经营数据：轻资产高毛利，营运质量逐年向好	24
3.5.1. 营收净利高增长，应收等重要指标逐步改善	24
3.5.2. 渠道仍以阿里系为主，新品类潜力大	25
4. 18年：“低端”商业革命中再升级，精品电商平台呼之欲出	27
4.1. 18年将推出南极严选，对标网易严选等渠道品牌	27
4.1. 从业务、管理赋能到深度合作，结合优质供应链打造南极共同体	28
5. 市场对南极重点疑问的回答：从商业模式，成长逻辑，成长空间和竞争壁垒说起	29
5.1. 南极电商的主品牌的品牌边界在哪？	29
5.2. 阿里平台是否会持续地支持南极电商？	30
5.3. “低端”商业革命趋势下，如何理解南极电商的商业模式？	31
5.3.1. 收入&GMV增速差异的原因？	32
5.3.2. 市场上简单的品牌授权竞品品牌和南极电商模式的区别在哪里？	32

5.4. 低端” 商业革命背景下，怎样理解南极电商的成长逻辑和成长空间？	33
5.4.1. 成长的逻辑链：在合适的细分领域完成商业模式的复制	33
5.4.2. 低端商业革命的特征：消费习惯变化，部分耐用品演化为快消标准品	33
5.4.3. 行业端：电商业态基础增速 30%， “低端” 商业革命趋势红利释放空间	34
5.4.4. 品类端：赋能带来的优质供应链资源为品类端打开界限	35
5.4.5. 品牌端：卡帝乐优秀表现彰显潜力，未来有望外延更多品牌	37
5.4.6. 中期战略：完善品牌，提升品质、品牌调性和管理能力	37
5.5. 南极电商的竞争壁垒是什么？	38
6. 盈利预测与估值	41
7. 风险提示	42

图表目录

图 1：南极电商模式与小米生态链有诸多相似之处	7
图 2：“低端” 商业革命引导企业发展趋势	8
图 3：三四线城市中产阶级增长最为显著	8
图 4：三四线城市汽车销量占比逐年上升	8
图 5：一线城市常住外来人口变化（单位：万人）	9
图 6：本地农民工增长显著高于外出农民工增长 单位：%	9
图 7：三四线城市居民人均可支配收入提高	10
图 8：城镇化率不断提升推动消费支出扩张	10
图 9：2016 年底，三四线城市消费意愿甚至超过二线城市（单位：%）	10
图 10：网易邮箱庞大用户基数为网易严选提供流量	12
图 11：拼多多导流款	13
图 12：拼多多低价商品	13
图 13：拼多多用户城市等级分布	13
图 14：京东用户城市等级分布	13
图 15：名创优品加快开店速度，积极开拓全球市场	14
图 16：规模效应下名创优品创造营收增长迅猛 单位：亿	14
图 17：喜茶店铺集中在广东省	15
图 18：喜茶店铺常年排队	15
图 19：三只松鼠开创线上销售食品先河	15
图 20：永辉超市把生鲜农产品引进现代超市	15
图 21：南极电商发展历程	16
图 22：南极电商品牌体系逐步扩张	16
图 23：南极电商主要业务板块（截止 2017H1 数据）	17
图 24：品牌授权、电商服务、个人/网红品牌业务继续扩张	17
图 25：柔性供应链园区、货品销售业务战略收缩中	17
图 26：南极电商利用品牌授权向上游收服务费，向下游收授权费	18
图 27：南极人主要收入来源及其影响要素拆分	18

图 28: 截止 2017H1, 品牌服务费占公司收入来源 75%	19
图 29: 南极人现有品牌矩阵及其对应目标人群	19
图 30: 目前不同品牌对应的商品类目, 多数有明显的“低端”消费特征	20
图 31: 南极人品牌覆盖多种生活日用品	21
图 32: 卡帝乐鳄鱼定位高于南极人, 形成互补	21
图 33: 精典泰迪的线下店形象	21
图 34: 喜恩恩旗下知名的轻松熊形象	21
图 35: 综合服务费率/GMV 约在 6.3%–7.5%之间	22
图 36: 南极电商授权经销商数量不断提升	22
图 37: 南极电商为经销商提供服务主要侧重于两方面	23
图 38: 近五年营业收入不断增长(单位: 万元)	24
图 39: 2016 年公司净利润超过 3 亿(14 年净利润受资产减值和营业外收入影响略有下降)	24
图 40: GMV 数据保持高增长	24
图 41: 综合服务费率/GMV 比率在 6.3%–7.5%之间	24
图 42: 毛利率, 净利率维持较高水平	25
图 43: 整体费用率有下降趋势	25
图 44: 截止 2017Q3, 应收账款总额稳定, 占总资产比重略有下降(单位: 万元, %)	25
图 45: 各个品牌 GMV 占比, 南极人占比最高 单位: 万元	26
图 46: 2015–2017 前三季度同期 GMV 对比 单位: 亿元	26
图 47: 各个平台 GMV 分布情况, 阿里系居首 单位: 亿	26
图 48: 2016 年公司各事业部情况占比, 内衣居首	27
图 49: 2016 年公司各事业部 GMV 增速	27
图 50: 2017 年前三季度公司各事业部 GMV 占比, 内衣居首	27
图 51: 2017 年前三季度公司各事业部 GMV 增速	27
图 52: 网易邮箱庞大用户基数为网易严选提供流量	28
图 53: 网易严选等电商业务成为网易的第二大营收主力	28
图 54: 小米对生态链企业奉行“投资不控股、只建议不决策、只帮忙不添乱”的原则, 更好地实现互惠共赢	28
图 55: 公司有可能跟重要的合作伙伴分享南极的成长红利	28
图 56: 2017Q1 南极电商各个品类销售额(单位: 亿元)	30
图 57: 南极电商主品牌品类矩阵	30
图 58: GMV&收入增速差异的三方面原因	32
图 59: 公司模式决定了收入分期确认	32
图 60: 南极电商的品牌授权模式主要依靠品牌资源的共享和赋能上下游	33
图 61: 以电动剃须刀为代表的耐用品正逐步变为快消品, 月销量超过 25 万台	34
图 62: 双十一支付宝总交易额创历史新高 单位: 亿元	35
图 63: 近年来网络零售规模稳步上升及同比增速 单位: 亿元	35
图 64: 电商产业规模同比增速 单位: %	35
图 65: 2017 年 B2C 网络零售市场规模同比增速稳定 单位: %	35
图 66: 南极电商一直走在快速扩展品类的道路上	36

图 67: 卡帝乐鳄鱼 logo 样式	37
图 68: 卡帝乐鳄鱼主要针对男装、皮具类市场	37
图 69: 南极电商战略方向以完善品牌和提升管理为主	38
图 70: 南极电商竞争壁垒	38
图 71: 天猫部分开店规则整理, 开店难度较大	39
图 72: 天猫店铺数量南极人领先同模式品牌	39
图 73: 阿里-内衣类目-行业 TOP10 品牌排行 (2017.1.-2017.11), 南极人销售额和转化率居高 单位: 万元, %	40
图 74: 阿里-床上用品-行业 TOP10 品牌排行 (2017.1-2017.11), 南极人销售额和转化率居高 单位: 万元, %	40
图 75: 阿里-女装类目-行业 TOP10 品牌排行 (2017.1-2017.11), 南极人销售额和转化率居高单位: 万元, %	41
图 76: 南极电商事业部 GMV 拆分及预测 (单位: 亿元)	41
图 77: 收入拆分及盈利预测 (单位: 百万元)	42
表 1: 阿里平台内衣销售情况统计 (单位: 亿元)	30
表 2: 阿里平台家纺销售情况统计 (单位: 亿元)	30
表 3: 纺织服装类天猫扣点收入	31
表 4: 可比公司估值表	42

1. 南极电商：“低端”商业革命催生电商业态上的“精品生活电商”平台

“低端”商业革命是消费趋势之一，南极电商受益于低线城市人群的消费升级以及对高性价比产品的追求。

- 二三线城市乃至三四线城市开始成为消费升级的主力军，价格低、购买频次高、性价比高的产品在逐渐占领市场。
- 南极电商从品牌定位上定位于国民品牌；品类上涵盖高频、标准化产品，有利于规模效应及高周转；客户群上看以二线及以下的低线城市人群为主。公司显著受益于“低端”商业革命浪潮，且顺应消费趋势，有望成为 A 股最具代表性的高成长新零售公司。

电商平台缺少供应链资源，我们认为南极电商可在各大电商平台上充当“小米生态链”模式中小米的角色，对供应商赋能，不断推出高品质产品，在电商平台上打造出类似小米：“米家有品”的精品生活电商平台。

- 电商平台的优势在于渠道及流量，但是缺乏供应链资源，南极电商则具备多品类的供应链资源，南极电商可以通过整合优势供应链资源，在各大电商平台上提供更好的产品及服务。
- **对供应商赋能：**预计南极电商 2018 年也会与小米投资生态链公司类似，存在与供应商共同持股形成深度绑定，拓展更多优质品类的可能性。
- **对供应商投资：**预计南极电商 2018 年也会与小米投资生态链公司类似，存在参股部分优势供应商，或者以供应商入股公司子公司的形式，绑定与供应商的利益，拓展更多优质品类的可能性。
- **推出新品牌：**小米在生态链业务逐渐壮大之际，推出了“有品”品牌，预计 2018 年南极电商会在各大电商平台上推出类似品牌，本文中我们称之为“南极严选”。

南极电商由于可以给供应商赋能，更容易拓展新品类，突破品牌界限。

- **品类外延是南极电商未来增长的主要来源之一。**截至 2017 年前三季度，成熟品类中内衣 GMV 仍有 66%增长，家纺 83%增长，成熟品类通过细分品类保持高增长；同时生活小电器、居家日用分别同增 321%、290%。南极电商能找到供应商合作，是因为独特的赋能机制；南极人品牌能承受这么多品类，是因为能找到好的供应链资源，生产并经销好产品。

南极电商由于具备电商平台不具有的供应链资源，对于电商平台仍然具有“利用”价值，因此，我们认为电商平台未来仍会支持南极电商。

- 无论是线上还是线下品牌，能给电商平台带来增量 GMV 的品牌就是好品牌。南极电商可以给电商平台提供好产品（比小企业在电商平台上卖货，产品及服务都更好），对于电商平台来说，无论从 GMV 扣点及广告业务收入来看，还是给顾客提供好产品上看，南极电商仍然具备“利用”价值。
- 南极电商的增长主要来源于扩品类以及扩品牌，而这些品类往往缺乏成熟线下品牌，南极电商的专业化运作，更有利于电商平台把相关品类规模做大。

投资建议：预计 2017-2019 净利润为 5.17 亿，8.69 亿，12.51 亿，对应 EPS 为 0.32，0.53，0.76 元，给予公司 2018 年 35 倍估值，目标价 18.6 元

图 1：南极电商模式与小米生态链有诸多相似之处

南极电商的模式与小米生态链模式有众多相似之处		
	小米生态链	南极电商（以在天猫平台为例）
给供应商提供渠道	米系渠道：小米商城、米家有品、小米天猫、小米京东、小米之家	千家天猫店，新品类可以再开新店
给供应商提供流量	逾2.5亿粉丝	熟悉天猫运营，能高速获取天猫流量
给供应商提供品牌	小米品牌背书，米家	南极人、卡帝乐、南极严选等
与供应商股权合作	参股不控股	供应商共同持股形成深度绑定
产品类别	精品生活消费品	精品生活消费品
产品特色	高性价比、爆款	高性价比、爆款、高频、标准化

资料来源：小米官网，天猫，天风证券研究所

2. “低端”商业革命：注重高性价比的理性消费观念逐渐下沉到三四线等低线消费群体

“低端”商业革命是什么？我们认为是在商品零售中注重高性价比的理性消费观念逐渐下沉到三四线等低线消费群体的趋势，具体表现在产品和市场两方面逐渐走向“低端”。之所以加引号，是因为我们认为不是真的低端，而是消费升级的一种体现，是区别于统一追求品牌化、高端化的消费“升级”，是消费观念的转变，对于大众标准的消费品，消费者观念上逐渐趋于理性，更注重性价比，提高消费频率；而受到这种消费理念影响的市场我们认为也逐渐从一二线逐渐走向更为广大的三四线消费群体，体现为理性消费的下沉。

“低端”商业革命从何而来？我们认为是在注重性价比的理性消费观念经历海外（日本为主）-国内一二线-国内三四线逐渐演变而来；目前我国正在经历这场“低端”商业革命，我们认为可以借鉴日本等发达海外市场消费偏好的变化趋势来研究国内消费观的变迁。日本作为亚洲邻国，在消费习惯等方面与中国有诸多相似之处，上世纪 60 年代以来日本消费偏好先后经历大众-个性-理性-简约四个阶段，影响其中的最主要因素是日本居民的收入水平。中国当前人均 GDP 水平与日本 1980 年代相似，当时日本正处于“个性”向“理性”过度的阶段，因此大概率是中国消费正在或即将经历的变化。

日本等发达海外市场的消费理念流入中国，一二线城市已逐渐开始奉行性价比为王、高频次购买的消费策略，预计对三四线城市消费者将紧跟其后。

- 优衣库、无印良品的成功正是日本“理性”消费理念开始流入中国一二线的例证。国内一二线消费者已经变得更加理性，注重产品本身价值品质与设计实用性。网易严选和小米生态链的迅速发展同样与“低端”商业革命密不可分。小米生态链以产品品质为导向，砍掉不必要的中间环节，给消费者做出少 SKU 的极致性价比产品；网易严选的商品性价比较高，均价 130+元，爆款 20-80 元，高频商品低价获客、低频商品高价获利。二者的产品深受一二线城市消费者的喜爱，可见消费者在逐渐趋于“性价比高+高频”的购买方式。
- 拼多多的成功显示了三四线消费者开始注重性价比，而非一味高端昂贵名牌和低端劣质无品牌的两极分化。拼多多在三四线蔚然成风，除了平台本身通过拼团方式的成功营销外，背后反映的是三四线消费群体随收入的提升对于产品本身价值和品牌的理解在提升，先从低价入手，打破“便宜没好货”的观念，逐渐回归到产品价值本身，给与合理的品牌溢价，提升消费频次，最终对大众消费品重新定价并进行购买。

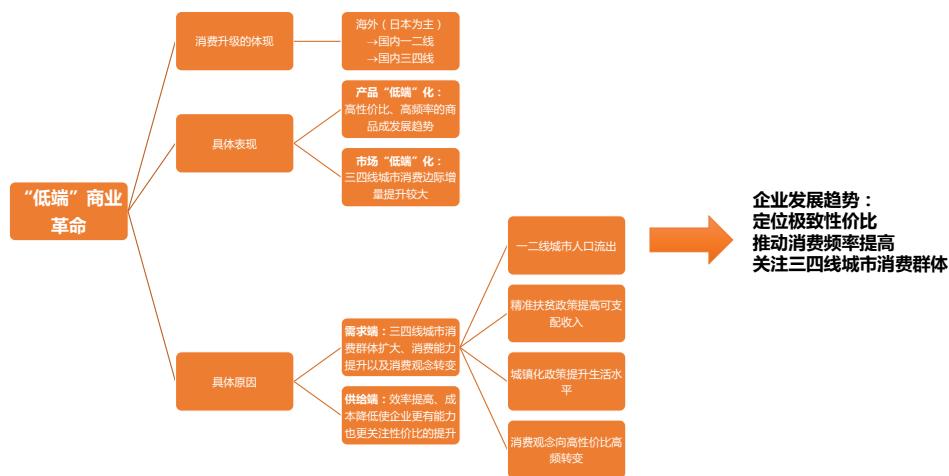
“低端”商业革命具体表现和原因？产品和市场两大方面。

- 产品走向“低端”主要是因为，在消费牵引生产的新模式下，产品、价格导向替代了渠道、营销导向，形成性价比为王的新局面。过去商品经济不发达，生产力落后，商品供不应求，导致出现卖方市场；在商品流通环节，由于信息传递速度慢且成本高，造成商品又贵又差，性价比低。现在商品经济发达，信息扁平化、价格透明化、选择

多样化、竞争白热化是商品过剩时代的四大特点，体现为买方市场；在商品流通过程，互联网的渗透使信息传递不可同日而语，产品成为决定性因素。二者的不同促进了企业效率提高，成本下降，性价比成为企业能否脱颖而出的核心竞争力。

- 市场走向“低端”表现为三四线城市的消费边际增量提升较大，这是由于三四线城市的消费升级和消费群体本身基数大较一二线城市更为明显，同时国家政策支持与品牌渠道商的战略下沉也提供了催化与供给。一二线城市人口逐渐流出，北京上海常住外来人口下降，本地农民工人数增速较高，证明三四线城市消费群体扩大。2014 年以来国家全面推进精准扶贫的工作，通过帮助发展生产和直接补贴资金的方式，促进了三四线城市居民可支配收入的不断提高，同时城镇化率不断提升。另外，随着互联网的发展，大量外部信息和文化涌入三四线城市，居民的消费观念也在不断变化，原来的耐用品已经转变为了消费品，消费频次在不断提高。

图 2：“低端”商业革命引导企业发展趋势

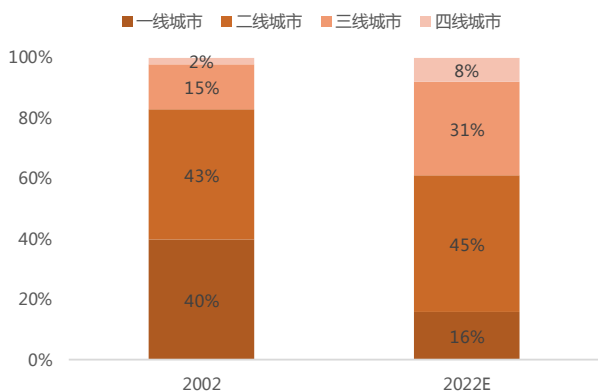


资料来源：天风证券研究所

2.1. 需求端：三四线城市消费群体扩大、消费能力提升以及消费观念向高频高性价比转变

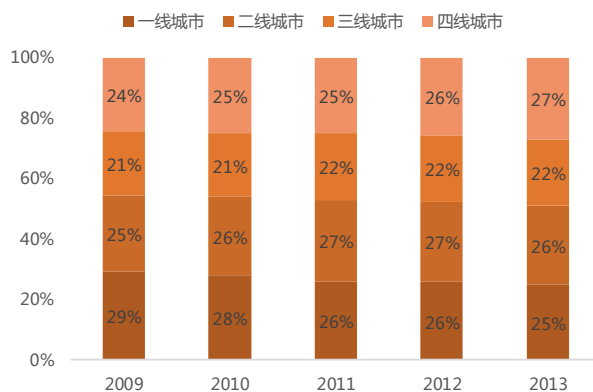
市场“低端”化是来源于需求端的变化，消费人群的扩大与个人消费力量的增加使得三四线城市的消费边际增量提升较大。一线城市人口回流，本地农民工人数增速逐渐超过外出农民工人数增速，足以证明三四线城市的消费群体在不断扩大。人均可支配收入的提高，城镇化率的上升，消费观念的转变，促使三四线城市每个消费者的贡献额不断上升。二者结合使得在整个消费者群体中，三四线城市消费者所占份额不断上升。以汽车销量为例，三四线城市的汽车销量增速明显高于一、二线城市。

图 3：三四线城市中产阶级增长最为显著



资料来源：联商网，天风证券研究所

图 4：三四线城市汽车销量占比逐年上升



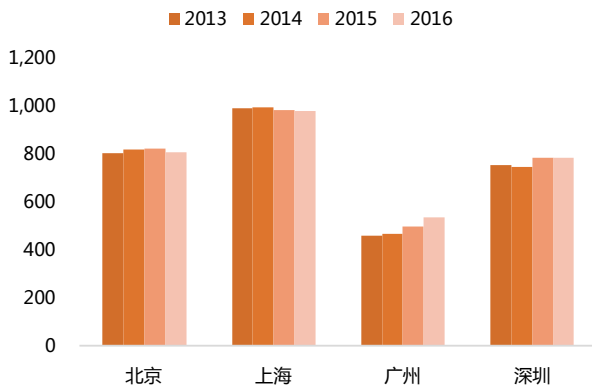
资料来源：联商网，天风证券研究所

2.1.1. 一线城市人口回流表明三四线城市的消费市场不断壮大

大城市生活成本攀升带来人口从一二线城市的逐渐流出，北京、上海常住外来人口数据于近 2 年首次出现下降。最新各地人口统计数据表明，一线城市人口增长迎来拐点，到 2016 年末，北京市常住人口 2172.9 万人(+2.4w)，上海 2419.7 万人(+4.4w)，广州 1404.4 万人(+54.3w)，深圳 1190.8 万人(+52.9w)。尽管仍然有小幅增加，但是从常住外来人口数据看，上海已经连续 2 年下降，而北京则是 18 年来首次出现常住外来人口减少，减少幅度为 15.1 万人。京沪外来人口数量的下降与城市人口调控政策相关（2020 年城市常住人口目标：京 2300w，沪 2500w），严控、疏解人口或是短期内人数下降的主因。

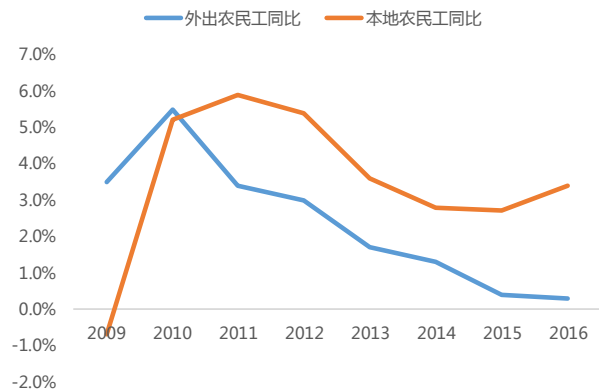
本地农民工人数增速高于外出农民工人数增速超 2 个百分点，说明三四线城市是农民工流出一二线大城市的主要目的地。根据统计局数据，外出农民工增速已经连续两年保持在 0.3%-0.4% 区间，而 2016 年本地农民工增速为 3.44%。越来越多的农民工选择在就近的低线城市中就业。目前市场上对于流出一线城市的人口是否就是回到三四线城市存在疑虑，农民工增速数据证明三四线城市人口承接潜力仍然十分巨大。另外，也存在非典型人口回流现象，即虽然一二线城市农民工未回流三四线，但较高的收入水平和改善生活品质、教育需求的驱动下，其父母子女大量迁移至三四线城市。

图 5：一线城市常住外来人口变化（单位：万人）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 6：本地农民工增长显著高于外出农民工增长 单位：%



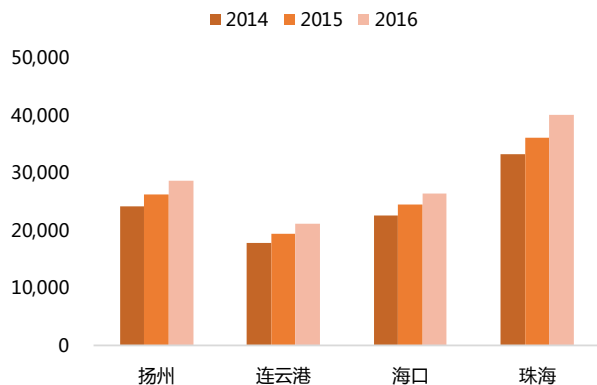
资料来源：国家统计局，天风证券研究所

2.1.2. 国家政策推动三四线城市居民可支配收入提高和城镇化率不断提升

国家精准扶贫的政策提高三四线城市消费者的可支配收入。2014 年 5 月 12 日，国务院扶贫开发领导小组印发《建立精准扶贫工作机制实施方案》，全面推进精准扶贫工作的进行。政府通过进村入户，分析掌握致贫原因，逐户落实帮扶责任人、帮扶项目和帮扶资金。在项目方面，按照缺啥补啥的原则宜农则农、宜工则工、宜商则商、宜游则游，实施水、电、路、气、房和环境改善“六到农家”工程，切实改善群众生产生活条件；帮助发展生产，增加收入。在资金方面，技能培训、创业培训等补助资金可以直补到人；对读中、高职学生的生活补贴、特困家庭子女上大学的资助费用，可通过“一卡通”等方式直补到受助家庭。

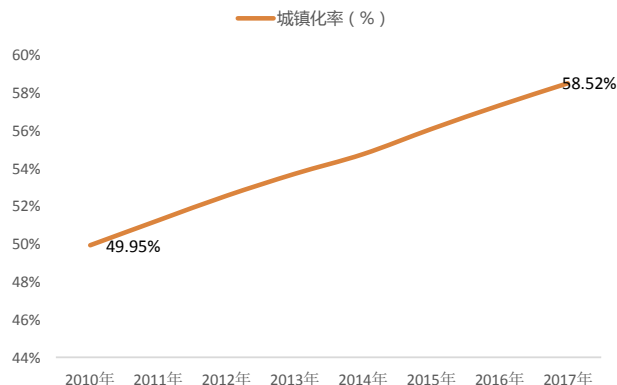
国家重视城镇化进程，出台政策推动城镇化率不断提升。城镇化提高了过去农村人民的生活水平，进一步缩小了城乡差距。国家统计局的数据显示，我国的城镇化率从 2010 年的 49.95% 上升至 2017 年的 58.52%，平均每年增长 1.22%，正处于高速增长期。2014 年新华社发布《国家新型城镇化规划（2014—2020 年）》，提出要有序推进农业转移人口市民化、优化城镇化布局和形态、提高城市可持续发展能力、推动城乡发展一体化、改革完善城镇化发展体制机制等。参照联合国预期，2026 年中国城市化率有望提升至 66.14%，可见未来仍会高速增长。

图 7：三四线城市居民人均可支配收入提高



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：城镇化率不断提升推动消费支出扩张

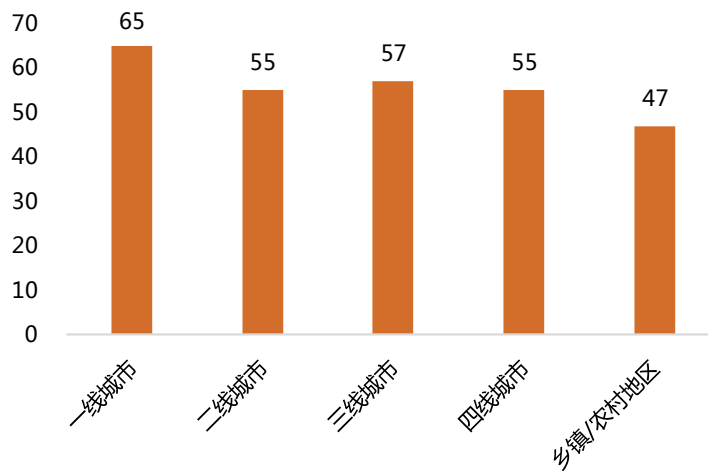


资料来源：国家统计局，天风证券研究所

2.1.3. 一二线城市消费观念流入至三四线消费观念向高频高性价比转变，推动消费升级

三四线城市居民消费观念逐渐转变，由耐用品转向消费品，由低频消费转向高频消费。目前一二线城市已表现出明显的“理性”消费趋势，这种消费观念的变化通过农民工返乡、城镇化率提升以及互联网的飞速发展，传导到了三四线城市。主要表现为原来在认知中为耐用品的商品，逐渐过渡为消费品；原来应当质量高、长时间使用、购买频率极低的商品，变为具有极致性价比、可以高频购买更换的商品。比如剃须刀原来是低频的耐用品，现在大量的男人在家里面、在出差、在办公室都会备一台，甚至有一些人 3 到 4 个月就随手扔了。数据表明，2016 年底，三、四线城市的消费意愿呈增长态势，甚至已超过二线城市的消费意愿水平。

图 9：2016 年底，三四线城市消费意愿甚至超过二线城市（单位：%）



资料来源：联商网，天风证券研究所

2.1.4. 标准品：消费者日趋理性，准求高性价比，品牌观念淡化。

针对标准品，消费者更注重比较性价比，品牌附加价值日益降低，更适合大规模发展。标准品比如袜子、裤子、内衣等，同质性较高，在款式上差别不大，很难有脱颖而出的品牌。因此，面对标准品，消费者更注重其功能，同类产品倾向于比较性价比，选择相对性价比比较高的产品。不再盲目追逐名牌，即便品牌名气较大，但其附加价值远远超过自身价值的情况下，消费者更倾向于选择同质低价的非品牌产品。

2.1.5. 时尚品：消费者追求个性和小众品牌。

针对时尚品，消费者更加注重新颖独特的设计与舒适丰富的体验，品牌附加价值较大。消费者选择时尚品首先考虑的不是其功能性，而是其时尚性，比如设计是否符合自己的审美，是否独特具有个性化。在时尚品市场，品牌可以凭借其奢侈品的价格定位和独一无二的设计风格，提高知名度，满足消费者的个性化需求。另外，舒适丰富的体验同样是消费者在选择时尚品时会考虑的，除了商品本身，他们也会注重商店装修风格、店员服务等等其他方面，并将其附加在商品价值中。

2.2. 供给端：效率提高、成本下降使企业更有能力也更关注性价比的提升

产品“低端”化与供给端密切相关。买方市场下，企业更多地关注产品本身和消费者需求，奉行性价比为王战略。信息透明化、大数据等等提高了企业生产产品的效率，供应链的整合和营销费用的降低减少了企业成本。这些新零售下的优势为企业提供了更优质的条件，使得企业能够提供比以前性价比更高的产品，让更多的人以更便宜的价格、更便捷的方式、更好的体验买到更丰富的商品。另外，由于标准品的同质化程度较高，消费者对标准品的性价比关注程度更高，企业倾向于在标准品市场采用性价比战略。

2.2.1. 效率提高：商流、物流、信息流、资金流、服务流、数据流六流合一。

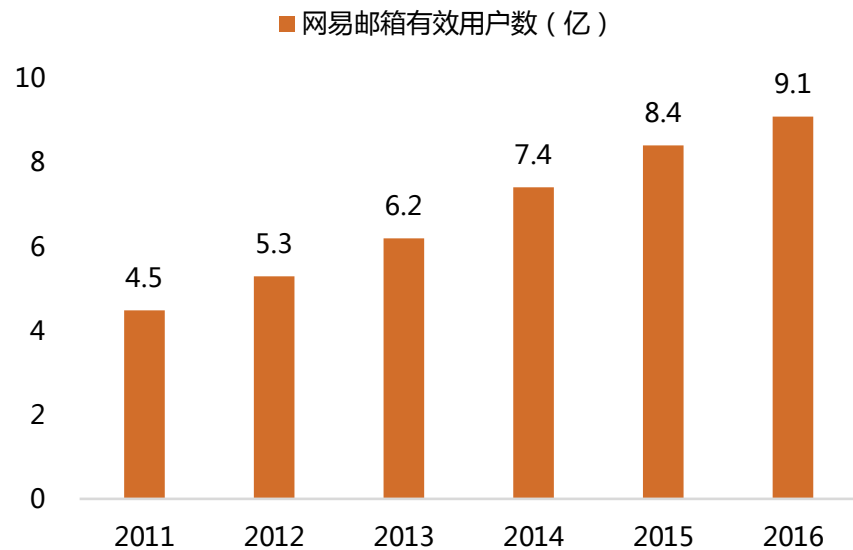
新零售模式带来企业效率的提高，构建一套以消费者需求为出发点，以产品性价比为核心，以信息化为管理手段，以现代仓储物流系统为支撑，极其充满张力的商业模式。

- 1) 商流体现的是产品定位于消费者需求，对于商品过剩时代，优质低价追求性价比是消费者最主流的需求；
- 2) 物流承载了资金和信息，是提高效率的重要环节，越来越多的企业注重现代物流系统的建立，如名创优品在国内布局 7 大物流仓储中心、京东建立高效的物流体系；
- 3) 高效 IT 系统的建立体现的信息流和数据流的统一，企业实现终端动销实时跟踪管理，分析爆品和市场需求，极大的降低企业库存和经营风险；
- 4) 资金流加速运转，带动产品加价倍率不断下降，终端高性价比产品受消费者追捧，薄利多销的模式加快资金周转率，提升企业经营质量；
- 5) 服务流体现在线下零售企业为消费者提供更加优质的购物体验与场景。

2.2.2. 成本降低：以产品品质为导向，砍掉不必要的中间环节，给消费者做出精简 SKU 的极致性价比产品。

对于上游 OEM/ODM 生产制造商，将其过剩产能进行供应链整合，降低生产成本。传统 ODM 企业转型自主品牌往往面临大量的品牌推广与渠道建设成本，而且还有 3-5 年以上的高昂时间成本。而新零售模式下，OEM/ODM 生产制造商可以借助知名企业迅速完成转型。比如网易严选于 2016 年 4 月正式上线，是国内首家 ODM 模式电商。凭借网易邮箱和用户规模的巨大自由流量优势，迅速实现低成本扩张。

图 10：网易邮箱庞大用户基数为网易严选提供流量



资料来源：网易邮箱，天风证券研究所

对于下游消费者，替代中游的品牌商与渠道商，取消流通与营销环节，降低营销成本。新零售模式下，企业抢占了传统由于线下渠道与品牌溢价造成产品虚高价值的市场份额，打通了工厂到消费者的直接流通环节，专注于产品品质，打造极致性价比。并且有了大数据的支撑，企业更能直观地了解到消费者真正的需求，对症下药，避免过去盲目投入广告、宣传成本，却收效甚微的情况出现。

2.2.3. 相对于时尚品而言，高性价比带来的巨大竞争力在标准品市场中更为显著。

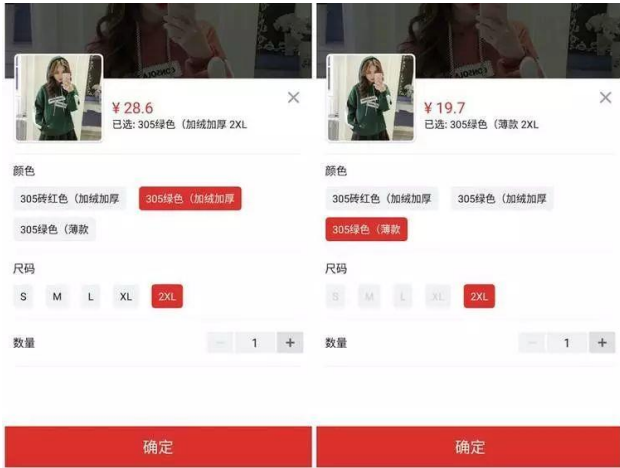
标准品同质化程度较高，设计、功能等方面差异微小，高性价比成为企业争取到消费者的最佳手段。时尚品同质化程度很低，比如服装在设计上差异很大，谁的设计更独特更符合消费者审美，谁就能取胜。再比如电子产品差异主要集中在功能，谁的功能更全面更具吸引力，即便价格偏高，消费者也愿意买单。而标准品则不一样，在设计和功能上很难有所突破，比如内衣、裤子等，各个企业生产出来的产品大同小异，这个时候高性价比的作用就无比重要。因此，伴随着效率提高、成本下降带来的产品性价比不断极致化，企业更愿意在标准品市场中采用性价比战略。

2.3. 企业发展趋势：定位极致性价比，推动消费频率提高，关注三四线城市消费群体。

2.3.1. 拼多多：定位极致性价比，充分利用社交导流，推动标准品低频向高频转变。

拼多多依靠 C2B 产业链的反向极致优化，打造出极致性价比的产品。比如在卫生纸这类日常消费品方面，供货商工厂专门为拼多多设立了生产线，商品一经生产后直接通过拼多多送达消费者手中，打掉中间所有层级与冗余环节，因此用户能享受到近乎于成本价的商品。另外拼多多还存在部分引流款，如 3 元的抹胸，7.7 元 10 条的内裤，8.8 元的加绒打底裤，44 元的冬季羽绒服……这类商品利润空间极小，甚至没有利润空间，但可以吸引用户购买页面中推荐店铺相关商品。尽管拼多多的低价商品质量不如其他电商，但用一段时间就可以换，甚至买 5 次都比去其它电商便宜，这正是契合了低频消费向高频消费转变的消费级。

图 11：拼多多导流款



资料来源：拼多多，天风证券研究所

图 12：拼多多低价商品

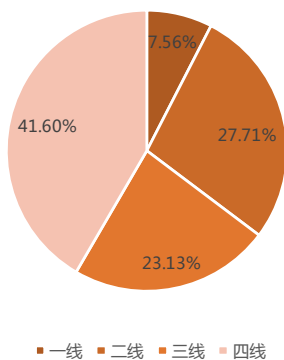


资料来源：拼多多，天风证券研究所

将社交与电商深度结合，享受移动互联网和微信红利，触及其他电商不易渗透的增量用户。过去的电商主要是以搜索为导向的模式，是‘物以类聚’的模式，拼多多 CEO 黄峥认为新的模式则应该是“人以群分”，关注的不光是购物的效率，还要注重消费者在购物过程中是否能够得到快乐。拼多多模式简单来说，就是让用户通过发起和朋友、家人、邻居等的拼单，以更低的价格购买优质商品。通过沟通分享形成的社交理念，就构成了拼多多独特的新社交电商思维。社交化是一个大的趋势，基于人与人的连接而产生的价值已经凸显。

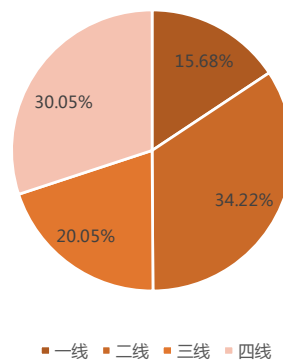
目标三四线城市消费人群，契合低频消费向高频消费转变的消费升级趋势。拼多多的目标人群是为低价商品愿意付出时间在微信分享、拼团的消费者，大数据显示，这些用户 65% 来自三四线城市，来自一线城市的用户仅有 7.56%，与京东形成了鲜明对比。尽管拼多多的商品质量一般，但用户可以用一段时间就更更换，即便买 5 次都比其它电商的商品便宜。这就推动了商品消费频率由低频向高频转变，契合三、四线城市的消费升级趋势。

图 13：拼多多用户城市等级分布



资料来源：极光大数据 iAPP 监测平台，天风证券研究所

图 14：京东用户城市等级分布



资料来源：极光大数据 iAPP 监测平台，天风证券研究所

2.3.2. 名创优品：以优质低价为核心竞争力，结合低成本制造和高水平设计，打造新型零售网络。

“要用互联网手段改造传统零售业——结合中国低成本制造能力、日本高水平设计能力，在全世界寻找最好资源进行规模化配置，打造新型零售网络为消费者提供优质低价的商品。”这正是名创优品创始人叶国富的理念。基于此理念，名创优品将其核心竞争力定义

为优质低价，通过生产关系的创新，一方面通过现代化 IT 技术与高效的仓储物流系统升级供应链，提升经营效率；另一方面引入共赢的合作机制，降低边际成本，引发规模效应，最终实现品质和价格的和谐统一。

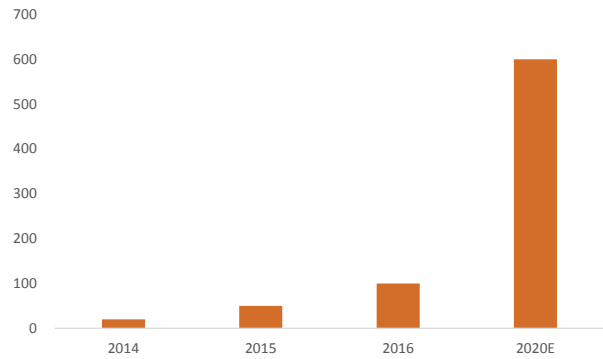
数据证明，规模效应下名创优品营收增长迅猛，“优质低价”带来强大竞争力。名创优品自成立起就以一种病毒式的速度席卷，截止到 17 年底，店铺数量已接近 2000 家，遍布全球各地，年销售额约 200 亿元，在这样的大体量下，企业增速仍保持 60%以上。目前已与 150 多个国家地区达成战略合作，平均每月开店 80-100 家，预计 20 年在全球开店 6000 家。

图 15：名创优品加快开店速度，积极开拓全球市场



资料来源：名创优品官网，天风证券研究所

图 16：规模效应下名创优品创造营收增长迅猛 单位：亿



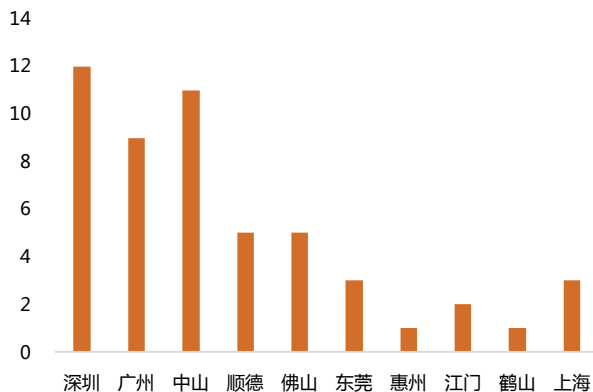
资料来源：名创优品官网，天风证券研究所

2.3.3. 喜茶、三只松鼠、永辉超市等知名企业：起源三四线城市，把握消费者需求，再输出至全国市场。

三四线城市消费价格的接受能力、消费口味、供应链的成熟程度等方面，决定了它们是最好的品牌实验室。尽管一线城市人口聚集多，信息传播快，示范作用好，但我们不难发现近些年许多热门公司都出身于三四线城市，比如喜茶诞生于江门，海底捞来自简阳，三只松鼠起源于芜湖，永辉超市出身于福州等等。这与中国的人口结构息息相关，绝大多数人还生活在二、三、四线城市，消费群体的庞大决定了这些地区的消费者更有代表性。在三四线城市取得成功的企业，说明他们满足了大量消费者的需求，因而在这些地方打造出来的品牌再输出到一二线城市，甚至全球都有可能。

喜茶于 2012 年诞生于广东省江门市，随后五年在各个小城市发展成长，逐渐闻名全国，五年后才进入上海。喜茶主要分两代产品，第一代是于江门创立的奶盖茶。在江门市开设了喜茶的第一家门店之后，成功吸引到了不少忠实客户。随后喜茶并没有直接打入一线城市，而是选择在江门的旁边小榄镇开了第二家门店，这是因为地理因素使得不少小榄镇居民曾到过江门喝过喜茶。第二代产品是于中山改良沿用至今的芝士茶。中山的门店是在小榄之后开设的，观察了消费者的喜好之后，研发出芝士茶，并在多个城市反响良好之后，喜茶才进入一线城市，并取得了不俗的成就。

图 17：喜茶店铺集中在广东省



资料来源：喜茶官网，天风证券研究所

图 18：喜茶店铺常年排队



资料来源：喜茶官网，天风证券研究所

三只松鼠开创了食品利用互联网进行线上销售的先河，永辉超市首次尝试把生鲜农产品引进现代超市，二者的成功与创始人身在三四线城市有不可分割的关系。三四线城市有着庞大的消费群体，相比一线基数更大，在消费需求和心理上就更有代表性，这二者均是利用地理位置直击消费需求的成功代表。三只松鼠的核心思想是使企业离消费者更近，其创始人兼 CEO 章燎原先生的草根背景帮助他迅速地掌握了消费者的心理。2001 年永辉超市创始人张轩松积极响应省、市政府“杜绝餐桌污染，改善社区生活，建设放心市场”的号召，开设了福州市首家“农改超”超市。这种经营业态刚一出现，就以其独特的经营模式，准确地抓住消费者需求，得到百姓的广泛认可。

图 19：三只松鼠开创线上销售食品先河



资料来源：京东网，天风证券研究所

图 20：永辉超市把生鲜农产品引进现代超市

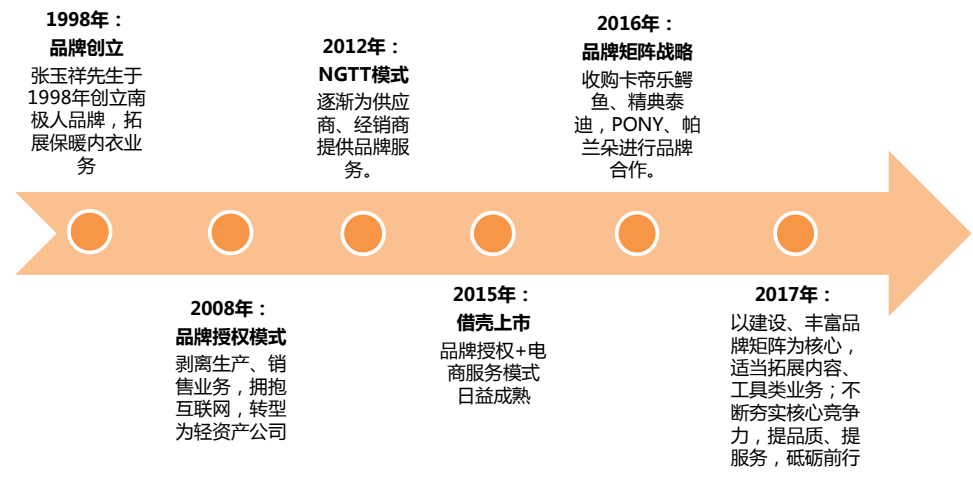


资料来源：永辉官网，天风证券研究所

3. 南极电商：“低端”商业革命背景下崛起的轻资产电商生态

南极电商前身为南极人，成立于 1998 年，总部位于上海，是一家专注品牌授权、且拥有一站式电商生态服务、供应链管理业务的上市公司。2015 年通过重大资产重组，借壳新民科技上市，公司主营业务为向千万家小微电商及供应商提供品牌授权服务、电商生态综合服务、柔性供应链园区服务，并经营货品销售业务。坚持“互联网思维颠覆传统”的理念，提供品牌授权服务，打造专业的电商生态综合服务平台、一站通柔性供应链平台，并积极开拓专业电商增值服务。

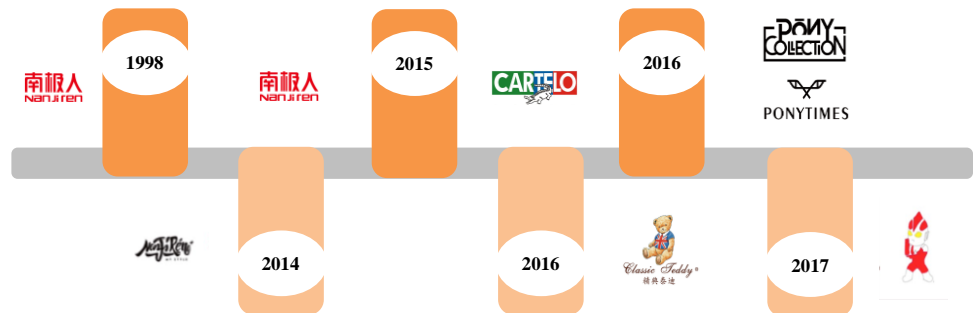
图 21：南极电商发展历程



资料来源：公司官网、天风证券研究所

目前，公司旗下品牌体系拥有南极人，卡帝乐鳄鱼，精典泰迪，奥特曼，PONY (COLLECTION/TIMES)，等多个品牌。

图 22：南极电商品牌体系逐步扩张



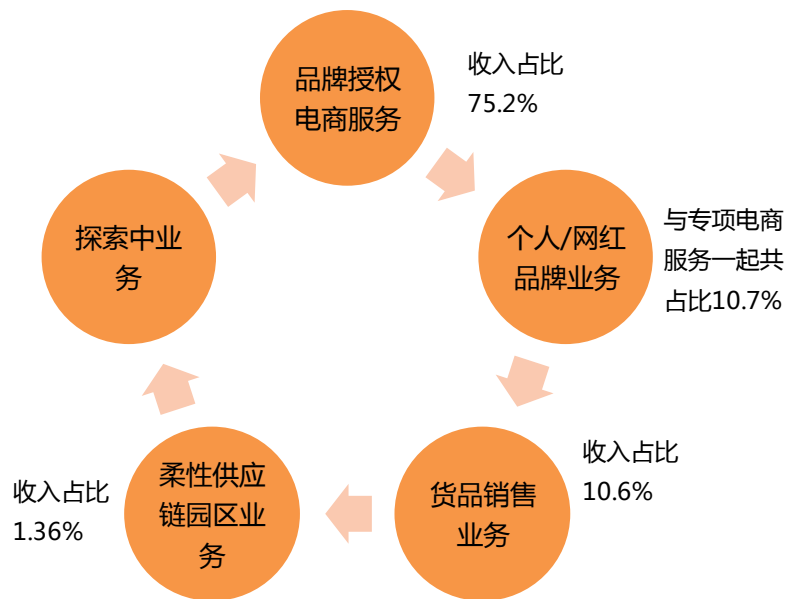
资料来源：公司公告整理，天风证券研究所

公司的业务分为品牌授权&电商服务业务、个人网红/网红品牌业务、柔性供应链园区业务，货品销售业务。其中品牌授权业务贡献公司主要的收入来源，是业务核心。

- **品牌授权业务：**公司对符合授权资质的供应商、经销商授予公司旗下某一个或多个品牌、特定产品类目的生产、经营权。公司对授权供应商、经销商进行资信评级、授信管理、最低限价管理等。
- **电商服务业务：**公司为授权供应商、经销商提供质量管控、设计研发、爆款推送、经销资源推介、电商渠道资源推介、协助开店、辅导吸引流量及提升转化率等服务。
- **个人/网红品牌业务：**公司根据不同个人的特点及风格规划对应品牌的经营品类及运作模式，灵活采用自营、合作运营、委托运营等方式拓展实体产品经营、广告等业务，充分挖掘内容建设、社交营销、粉丝经济的空间，创立高品质内涵的时尚品牌。
- **柔性供应链园区业务：**公司根据产业聚集地分布情况，因地制宜地集中产业资源和自身的供应商、经销商资源，在当地开设供应链平台，为加入供应链平台体系的供应商、经销商提供仓储、物流、代销货品等服务。目前园区业务不断收缩，
- **货品销售业务：**公司发展进程中的历史遗留业务，即自采、自销南极人品牌部分类目的产品，通过售卖取得收入。公司发展战略是围绕品牌授权发展相关业务，货品销

售业务将持续收缩。

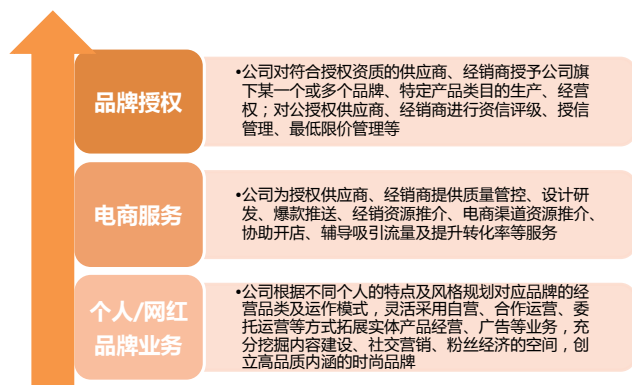
图 23：南极电商主要业务板块（截止 2017H1 数据）



资料来源：Wind、天风证券研究所

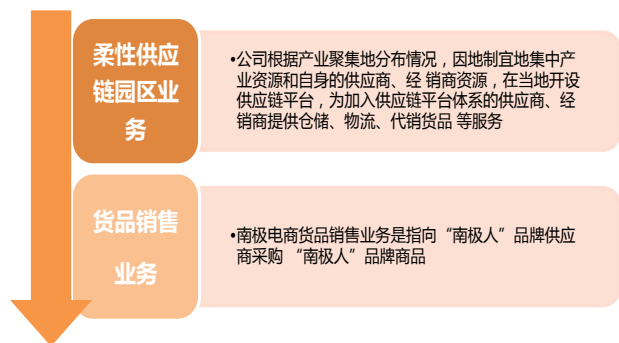
在南极目前的业务板块中，品牌授权、电商服务、个人/网红品牌业务处于战略扩张期。柔性供应链园区，货品销售两部分业务战略收缩中。截止 2017 中报数据，品牌授权和服务费共占 77%，货品销售占比 10%，柔性供应园区占比 1%，其他服务收入占比 10%。

图 24：品牌授权、电商服务、个人/网红品牌业务继续扩张



资料来源：公司公告，天风证券研究所

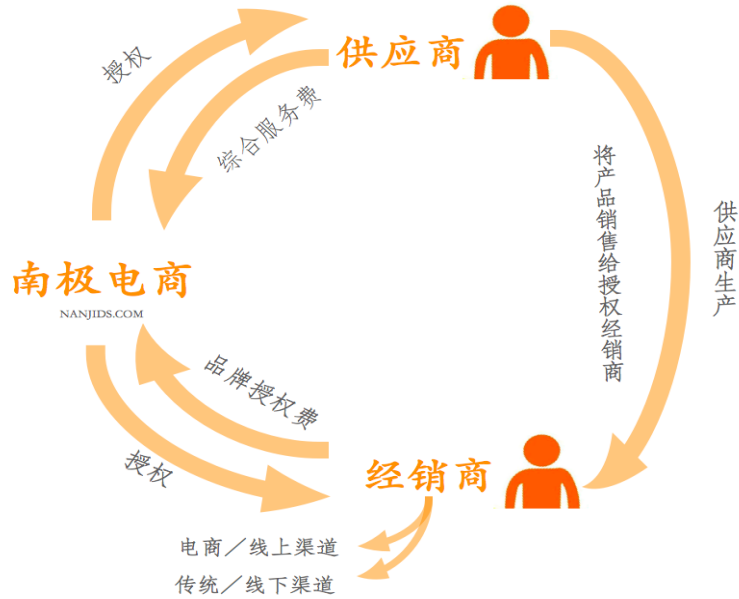
图 25：柔性供应链园区、货品销售业务战略收缩中



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司主要收入来源分为**综合服务费**（向上游生产商收取，使用南极人旗下品牌的费用，17H1 占比 75%）、**经销商品牌授权费**（向下游经销商收取，经销商以南极人名义开店销售南极电商商品的费用，占比较小，17H1 占比约 2%）和**货品销售**（自营业务，占比较小，17H1 占比 10%，未来将逐步战略收缩）。公司主要收入来源于上游生产商，其商业模式暨南极电商的品牌授权模式的成立主要依靠品牌资源的共享和上下游资源对接。

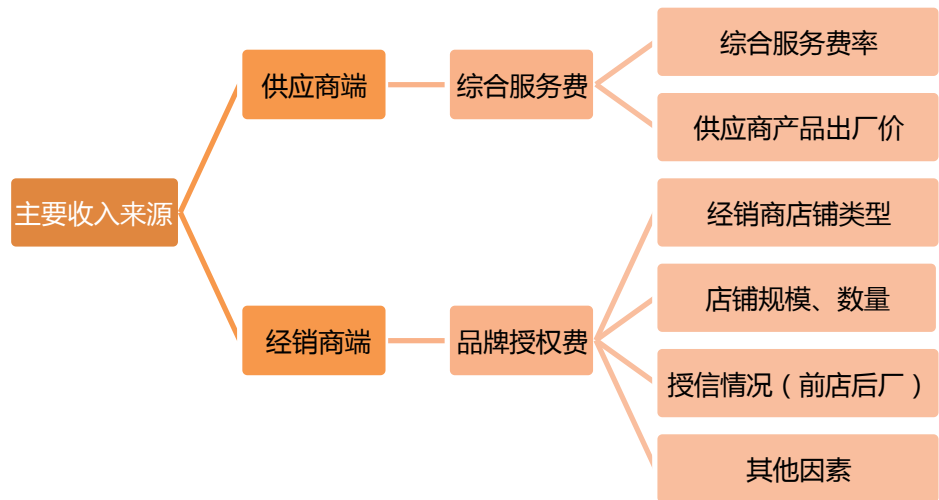
图 26：南极电商利用品牌授权向上游收服务费，向下游收授权费



资料来源：公司公告、天风证券研究所（注：渠道以电商渠道为主）

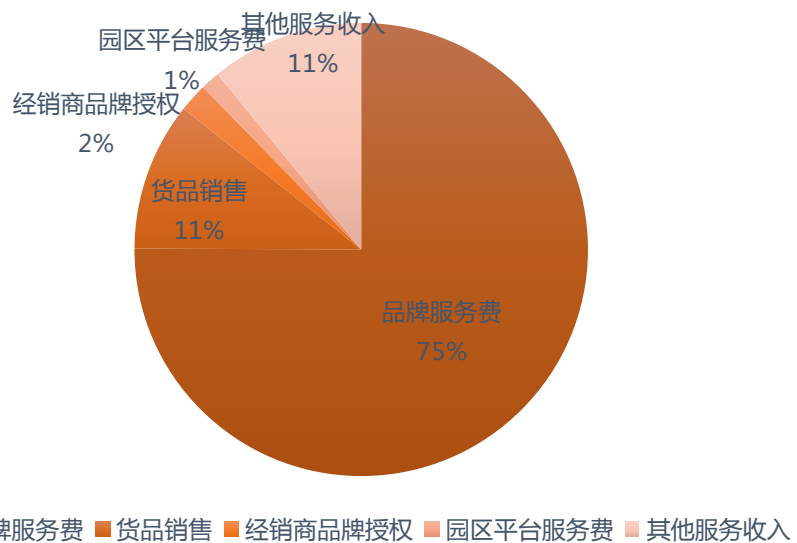
从主要收入拆分角度看，综合服务费率主要受公司相关产品综合服务费率和供应商产品的出厂价格来决定。品牌授权费主要受经销商的店铺类型，店铺规模、数量，授信情况（前店后厂模式）等因素决定。

图 27：南极人主要收入来源及其影响要素拆分



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 28：截止 2017H1，品牌服务费占公司收入来源 75%



资料来源：Wind、天风证券研究所

3.1. 品牌授权：品牌运营核心，类目发展顺应“低端”商业革命方向

公司自 2008 年起开始运营品牌授权模式，通过向生产商共享品牌的使用来收取综合服务费。公司的品牌矩阵以内生孵化、外延收购、投资合作等多种方式将卡帝乐等多个优质品牌纳入版图，打造了以南极人为基础品牌，卡帝尔鳄鱼、PONY、母其弥雅和精典泰迪等为辅的品牌体系。

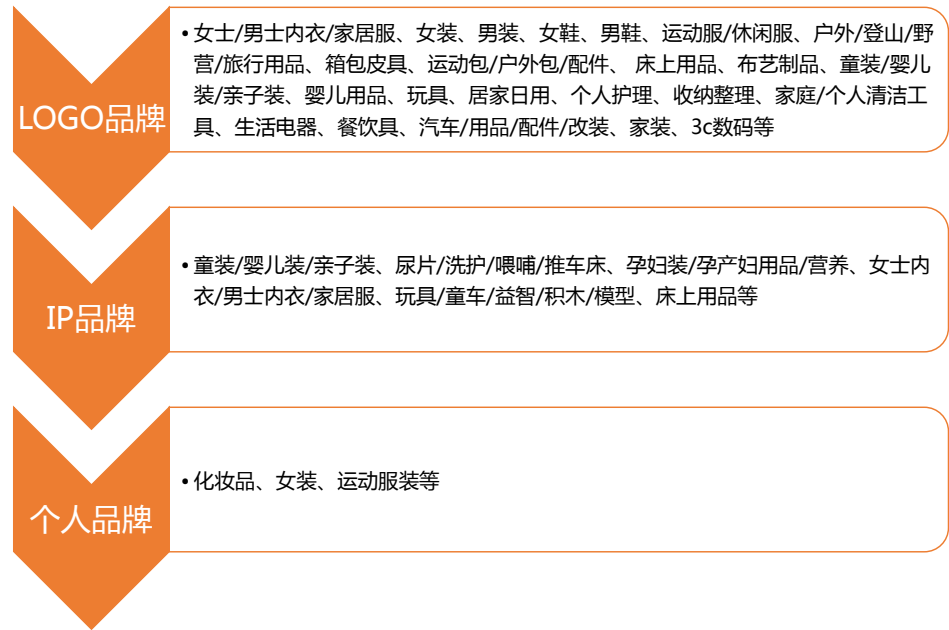
图 29：南极人现有品牌矩阵及其对应目标人群



资料来源：公司公告、天风证券研究所

目前南极电商的品牌主要分为三类：一类是以南极人、卡帝乐系列为代表传统品牌，主要是大众化标准化的普通消费品，基本特点是大众化，高性价比。第二类是以精典泰迪等为代表的 IP 品牌，以动漫形象和卡通形象为原形，主要面对年轻群体和儿童群体。第三类是以 PONY 和母其弥雅为代表的个人网红品牌，利用网红资源培育个人品牌，对现在粉丝经济热衷群体进行商品变现，主要面对 95 后及 00 后。

图 30：目前不同品牌对应的商品类目，多数有明显的“低端”消费特征

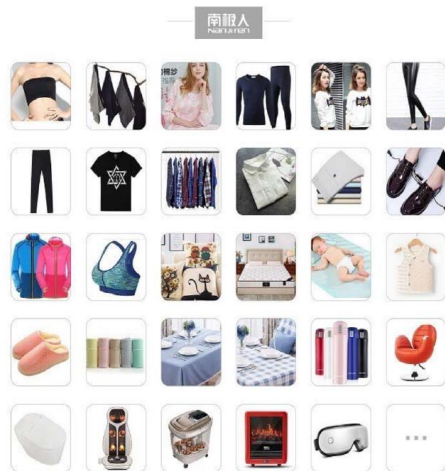


资料来源：公司公告、天风证券研究所

公司旗下 LOGO 品牌目前主要包括南极人和卡帝乐鳄鱼。南极人是公司的基础品牌，主要面向大众化提供偏标准化的消费品。卡帝乐鳄鱼是公司 2016 外延收购的男性品牌，主要面向男性消费者提供内衣，袜子，箱包皮具等产品。

- 南极人：**南极人主品牌运营多年，以内衣为主阵地发展壮大覆盖生活日用大多数品类；**副品牌南极人+**脱胎于国民品牌南极人，以 18—25 岁年轻人群为目标客户，涵盖男装、女装、内衣、家纺、鞋品等。**南极人 Home** 自 2015 年开始筹备，2016 年下半年正式开展，品牌主营床品、布艺、内衣、母婴等品类，致力于打造不同纬度的居家生活品牌。这些 LOGO 品牌运营模式与“南极人”品牌相同，有效补充“南极人”品牌的空白市场。
- 卡帝乐鳄鱼：**卡帝乐鳄鱼（CARTELO）品牌创始于新加坡，于 1993 年成功地在上海市开设了第一家卡帝乐鳄鱼专卖店，2013 年底在淘宝网开设官方旗舰店并于当年投资成立了上海东方鳄鱼服饰有限公司。2016 年，公司以 5.93 亿收购 Cartelo Crocodile Pte Ltd（卡帝乐鳄鱼）95% 的股权。卡帝乐鳄鱼品类丰富，主要涉及男女及儿童服装、鞋、帽，还增加了眼镜、男女手表、挂钟、闹钟、文具、旅行包、运动器材、皮件制品等，公司获得“CARTELO”品牌及相关商标共 168 项。交接品牌一年以来，卡帝乐鳄鱼运作成绩优异，截止 2017 年 12 月底，卡帝乐商品 GMV 约为 10-12 亿人民币，成功开发了男装、箱包皮具等优势品类。

图 31：南极人品牌覆盖多种生活日用品



资料来源：公司官网、天风证券研究所

图 32：卡帝乐鳄鱼定位高于南极人，形成互补



资料来源：公司官网、天风证券研究所

IP 品牌主要包括精典泰迪及参股公司广州喜恩恩旗下 IP 等，主要侧重童装，食品等品类。

- **精典泰迪 (Classic Teddy)** 品牌形象来源于英国，与美国哈帝 (Hearty)、法国三宝贝 (Triples) 同为台湾龙巧国际有限公司旗下品牌 IP，在童装、食品等消费品领域具有较高知名度与美誉度，过去商业模式主要以授权业务和产品生产与推广业务为主。其代表性的泰迪熊形象深入人心，IP 品质优秀。以泰迪熊为代表的 IP 形象在海外起源于二战时期，知名度高，一度成为欧美家庭的儿童必备玩具。进入中国市场后也广受喜爱。其形象特点遵循可爱、温和路线，因此大众人群易于接受，IP 适配度较高。
- **喜恩恩**：喜恩恩主业为 IP 授权及个人护理产品(卫生棉签、面膜纸等)研发设计，拥有 RILAKKUMA (轻松小熊)、精典泰迪、迪莫、Red chilli 等优质 IP 授权，有助于公司丰富现有 IP 品牌群，深入 IP 运营；喜恩恩拥有屈臣氏、Mannings 等线下合作渠道，有望与公司成熟的线上销售渠道实现流量对接，共享优质资源；喜恩恩具备出色的个人护理产品研发、设计能力，符合公司切入时尚美妆领域愿景，公司计划将美妆授权业务、个人护理线下销售业务、个人护理 生产业务、商场跨界业务、IP 形象授权业务授权委托喜恩恩运营操作。

图 33：精典泰迪的线下店形象



资料来源：公司官网、天风证券研究所

图 34：喜恩恩旗下知名的轻松熊形象



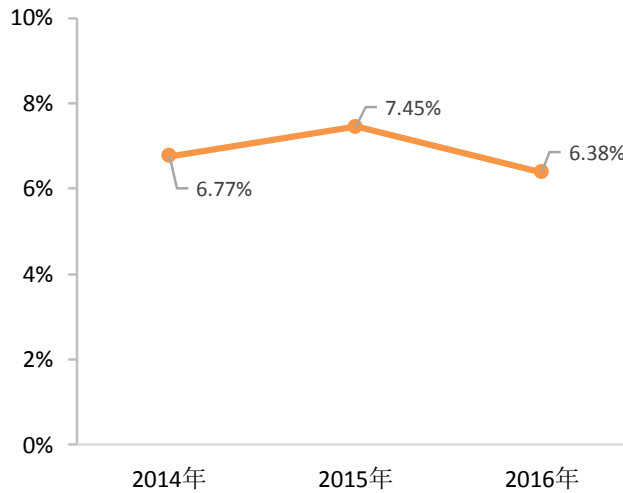
资料来源：公司官网、天风证券研究所

综合服务费的收费过程与方式：

- 综合服务费仅向供应商收取，一般给予每个供应商 1-2 个类目商品的生产权利。当供应商下订单时，根据订单日期和品类生产数量、服务周期向南极电商缴纳综合服务费，该费用在做生产计划就产生收入，之后按生产完毕出厂后分期确认。目前综合服务费收入占主营收入绝大部分。

- 综合服务费率:按照不同品类公司制定的费率乘以出厂价格(如在内衣 12-15%左右),对于处于开拓期的品类会有一些优惠。出厂价主要由经销商报送,包含成本+税,公司有专人核实该价格的准确性。

图 35: 综合服务费率/GMV 约在 6.3%-7.5%之间

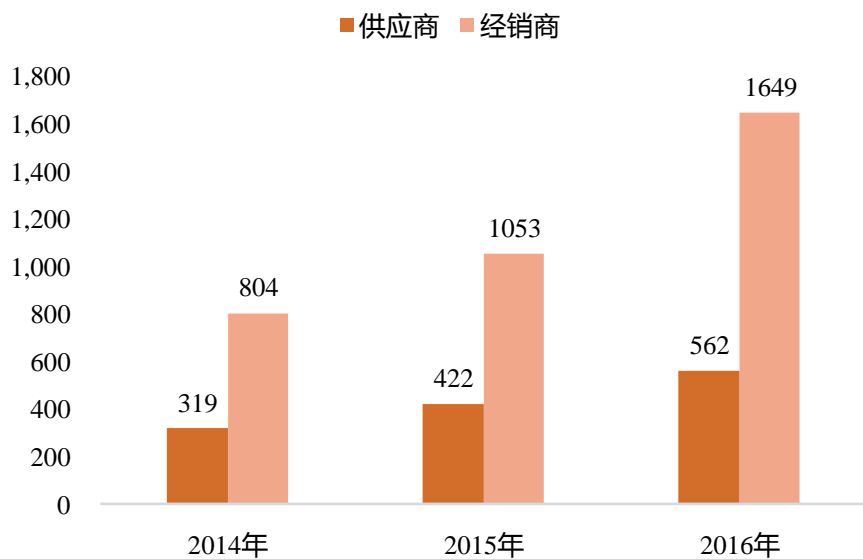


资料来源:公司公告、天风证券研究所

3.2. 电商服务业务: 为授权经销商提供支持, 实现商品销售增长

根据公司 2016 年报披露,南极人品牌拥有授权供应商达 562 家,授权经销商达 1649 家。经销商主要角色是销售南极人的商品,每年会向南极电商缴纳一定数量的品牌授权费,但整体占比并不高。经销商的主要定位还是在南极的服务帮助下,扩大南极商品的销售规模,做大蛋糕。

图 36: 南极电商授权经销商数量不断提升

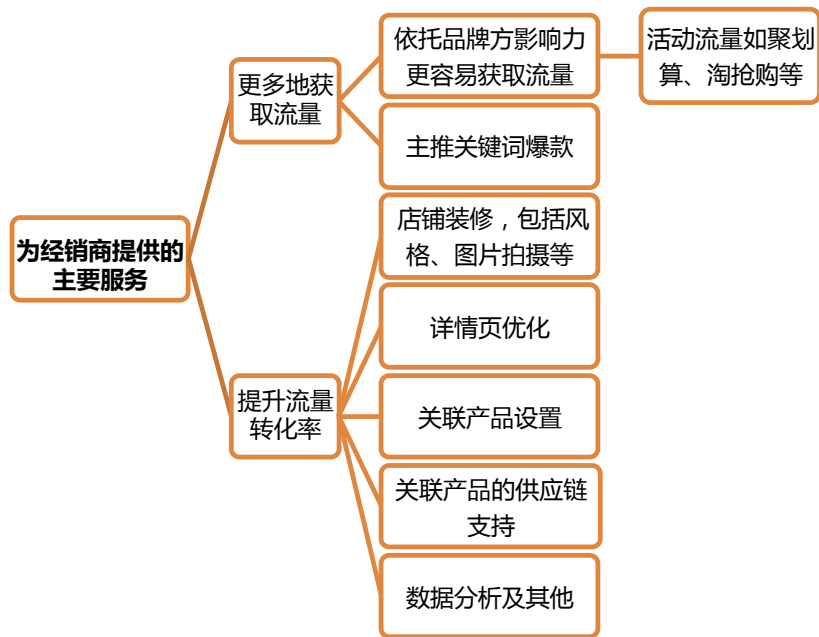


资料来源:公司公告、天风证券研究所

南极电商绝大多数经销商为线上经销商。南极电商为其提供的服务主要有两个方面,一方

面是为其在电商平台上获得更多流量；另一方面是提升流量的转化率，在拥有流量的同时创造更多订单。

图 37：南极电商为经销商提供服务主要侧重于两方面



资料来源：天风证券研究所

3.3. 个人/网红品牌业务：积累流量，蓄势待发

网红/个人品牌目前主要包括 PONY 和母其弥雅两个系列。未来网红个人品牌发展锁定美妆、运动、休闲零食等领域。个人品牌目标人群多为 95、00 后，且与生活方式相关，消费者对这些品牌的价格敏感度较低，能够实现较高的品牌溢价。未来有望拓展重要品类——例如化妆品品类，国家对海外进口产品有一定限制，而客户对产品品质要求较高，网红是推广化妆品的重要流量渠道，公司在供应链资源方面较强，未来有望结合资源形成机会。目前仍处于流量积蓄阶段，运营情况良好，PONY 粉丝数目已由合作初期的 150 万粉丝增加至 600 万粉丝，未来方向主要是基于已有网红发展个人生活方式相关产品。

3.4. 柔性园区业务：支持供应链发展，提升商业效率

柔性园区提供产品流、数据流、信息流、物流、资金流、服务流的整合，提高整个电商生态效率。柔性供应链园区“六流”合一，打造“没有坏账的供应商、没有库存的经销商”。柔性供应链园区是由产业带园区组成，由南极电商主导，具有供应链资源的供应商及具有分销能力的销售商协助，利用大数据系统平台整合产品流、数据流、信息流、物流、资金流、服务流，六流合一管理，围绕电商产业特点对供应链进行有效重构，将传统以经销商需求为核心的刚性供应链变为以用户需求为中心的柔性供应链，目前主要服务于以天猫、京东等为销售渠道的上下游客户。

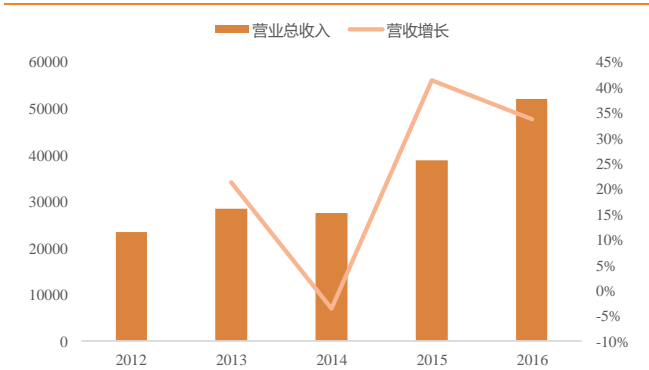
- 针对供应商端的服务：南极电商依托互联网平台，进行大数据分析，根据数据分析结果制定优化方案，为供应商提供仓储物流管理、支付模式优化等服务，帮助供应商降低潜在的坏账风险。
- 针对经销商端的服务：南极电商提供商品代发、增值服务、售后服务等，帮助经销商降低潜在的库存积压、资金周转不畅的风险。

3.5. 经营数据：轻资产高毛利，营运质量逐年向好

3.5.1. 营收净利高增长，应收等重要指标逐步改善

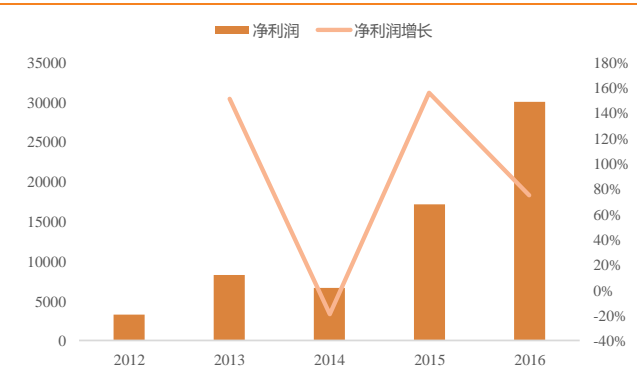
公司近五年来营收、利润体量不断增长，上市以来进入高速发展期。截止 2017 前三季度，公司收入规模 4.02 亿 (+32.6%)；归母净利润 2.43 亿 (+68.4%)。受益上市后的融资支持和迅速扩张，公司 GMV 从 2014 年 19.9 亿左右增长到 2017 年预计额 124 亿以上。带动公司营收和盈利都呈现高速增长的态势。

图 38：近五年营业收入不断增长（单位：万元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

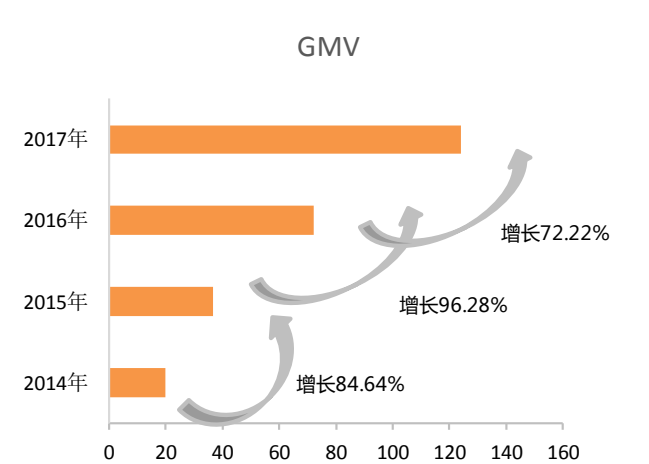
图 39：2016 年公司净利润超过 3 亿（14 年净利润受资产减值和营业外收入影响略有下降）



资料来源：Wind、天风证券研究所

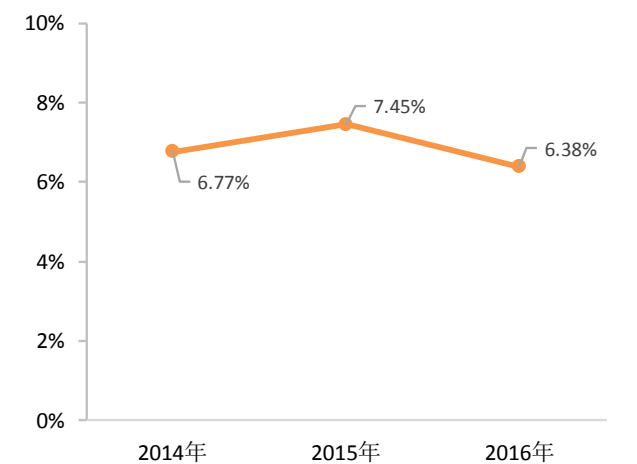
根据淘宝生意参谋数据，2017 年，南极电商 GMV 约为 124 亿，2014-2017 年 GMV 年复合增长率 85%。公司综合服务费收入/GMV 比率基本稳定在 6.3%-7.5%之间。

图 40：GMV 数据保持高增长



资料来源：公司公告、天风证券研究所（2017 年 GMV 数据为估算值）

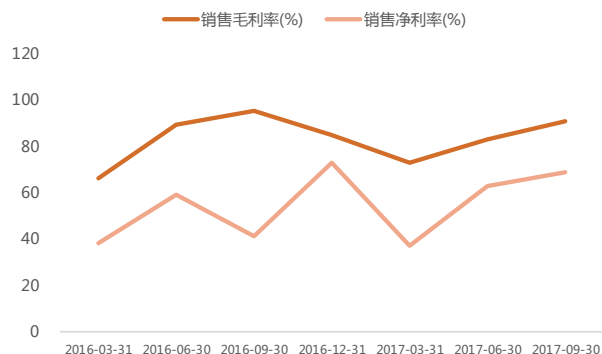
图 41：综合服务费/GMV 比率在 6.3%-7.5%之间



资料来源：Wind、天风证券研究所

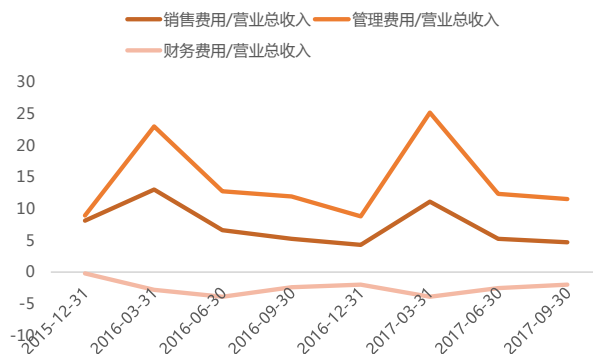
从盈利能力来看，公司整体毛利率、净利率水平较高，整体费用率稳中有降。截止 2017 年三季报公告数据，基于公司轻资产品牌运营的模式，公司销售毛利率较高为 84.22%，销售净利率为 60.65%。费用方面，公司费用整体平稳，销售费用率 4.68%，管理费用率 11.47%，整体三费较同期略有下降，属于稳定区间。

图 42: 毛利率, 净利率维持较高水平



资料来源: Wind、天风证券研究所

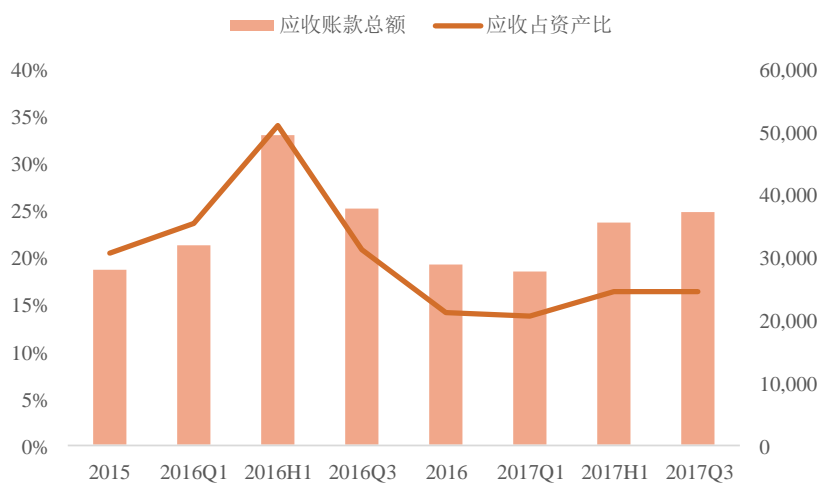
图 43: 整体费用率有下降趋势



资料来源: Wind、天风证券研究所

应收账款基于公司模式原因相对较高, 动态来看持续改善, 体现营运质量提升。由于南极电商的品牌授权模式是生产商领取商标时确认收入, (而此时商品未生产售出, 生产商存在回款压力), 因此会产生一个月到几个月不等的账期, 形成应收账款, 因此公司应收账款静态来看对比其他服装类公司相对较高。公司上市之后, 经营话语权增加, 也逐渐加强了应收账款管控, 剔除了部分回款不及时质量较差的生产商, 增加应收账款的考核权重。动态来看, 截止 2017 年三季报期末数据, 公司应收账款 3.7 亿元, 应收账款占资产比 16.39% (-4.4pct) 下降明显, 环比亦有下降, 体现应收账款情况持续改善。

图 44: 截止 2017Q3, 应收账款总额稳定, 占总资产比重略有下降 (单位: 万元, %)

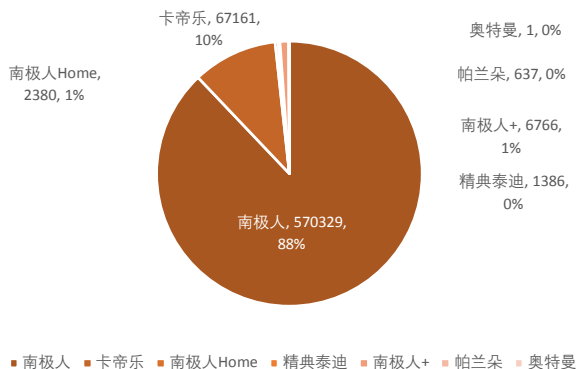


资料来源: Wind、天风证券研究所

3.5.2. 渠道仍以阿里系为主, 新品类潜力大

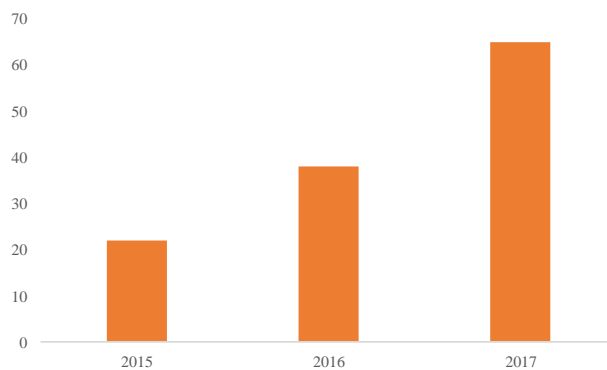
GMV 主品牌占比七成, 渠道仍以阿里系为主。截止 2017 年三季报公告数据, 南极电商全品牌电商渠道 GMV 64.87 亿(+79.14%)。品牌端, 南极人实现 GMV 57.03 亿(+70%); 卡帝乐实现 GMV 6.7 亿; 平台端, 阿里、京东、拼多多、唯品会四个主要电商平台实现 GMV 45.13 亿(+72%)、15.44 亿(+72.18%)、2.99 亿、1.28 亿。非阿里平台 GMV 占比上升至 30.4%(去年同期 27.6%; 2016 年底 29.5%)。根据淘宝生意参谋数据, 2017 年度 GMV 估测在 124 亿左右, 同比增长 72%。整体 GMV 维持在高增速区间。

图 45：各个品牌 GMV 占比，南极人占比最高 单位：万元



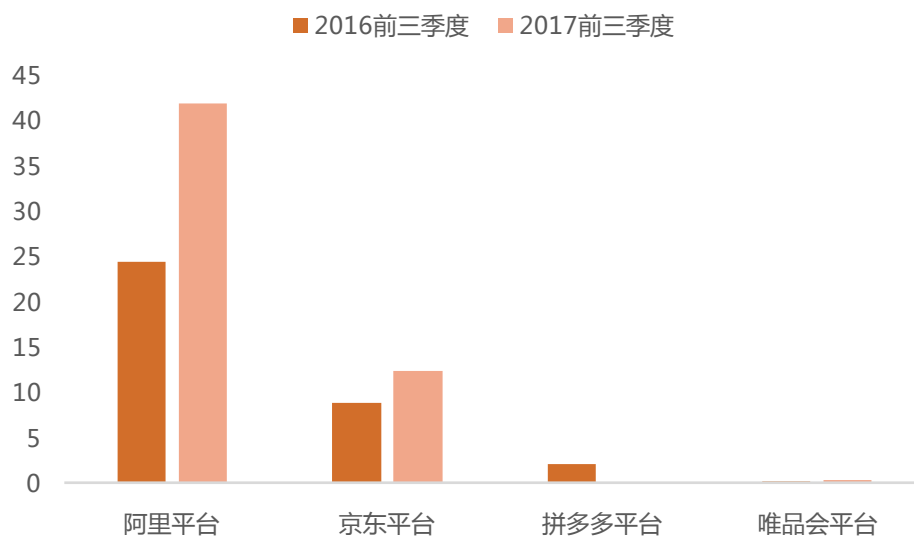
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 46：2015-2017 前三季度同期 GMV 对比 单位：亿元



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 47：各个平台 GMV 分布情况，阿里系居首 单位：亿

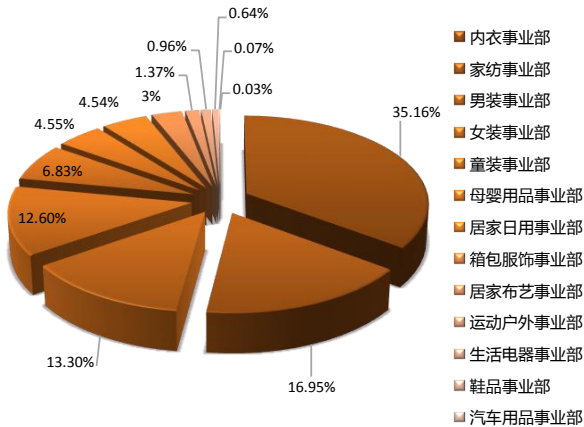


资料来源：公司公告，天风证券研究所

具体事业部细分经营情况如下图，根据公司公告披露数据，从 2016 年到 2017 年，我们可以看出：

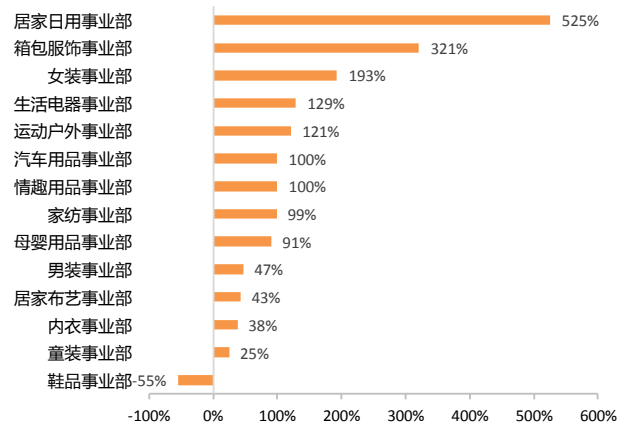
- (1) 内衣和家纺两大传统品类的占比稳固，始终占据第一和第二的位置，合计占比在 50%左右。
- (2) 近两年，居家日用事业部和生活电器事业部增速较快，这将是南极短期内的重点潜力品类。
- (3) 全品类增速较快，绝大多数事业部增速均在 40%以上，基数较低品类增速均超过 100%。

图 48：2016 年公司各事业部情况占比，内衣居首



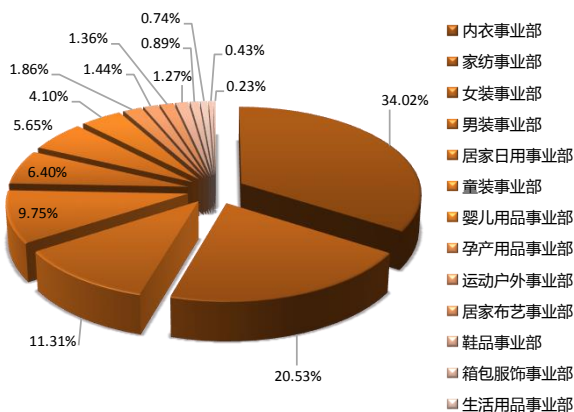
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 49：2016 年公司各事业部 GMV 增速



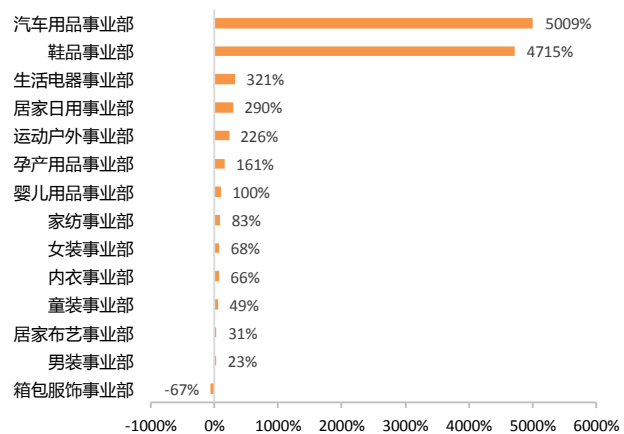
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 50：2017 年前三季度公司各事业部 GMV 占比，内衣居首



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 51：2017 年前三季度公司各事业部 GMV 增速



资料来源：公司公告、天风证券研究所

4. 18 年：“低端”商业革命中再升级，精品电商平台呼之欲出

4.1. 产品不断升级，或将推出对标网易严选的渠道品牌

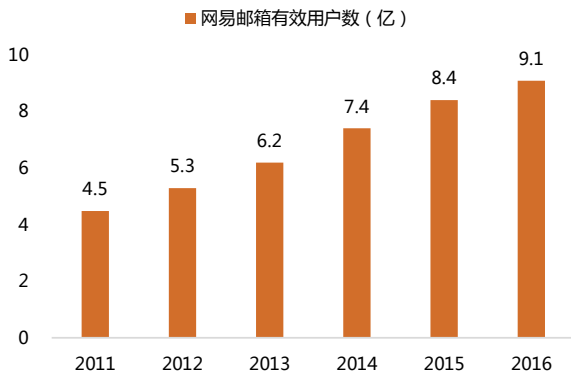
电商平台缺少供应链资源，我们认为南极电商可在各大电商平台上充当“小米生态链”模式中小米的角色，对供应商赋能，不断推出高品质产品，在电商平台上打造出类似小米“米家有品”的精品生活电商平台。小米在生态链业务逐渐壮大之际，推出了“有品”品牌，预计 2018 年南极电商会在各大电商平台上推出类似品牌，本文中我们称之为“南极严选”。

电商整体增速趋缓、结构分化。“低端”商业革命中性价比需求再升级，以小米生态链、网易严选等为代表的“生活电商”崛起，发展迅猛。生活电商的商业模式：整合上游过剩供应链，且提供品牌、渠道与用户流量，抢占具有溢价造成虚高的线下品牌市场份额，实现制造商到用户的直通，强调产品极致性价比。生活电商概念宽泛，具备通过数字化工具打通营销链和供应链功能的此类发展迅速。我们认为，南极电商在拥有优质供应链资源和基数流量的情况下，有望实现南极严选在生活电商领域的突破。

以网易严选为代表的性价比高调性渠道品牌崛起，为南极严选提供对标。2015 年始创的渠道电商品牌网易严选发展迅速，月均流水快速攀升，2017 年 GMV70 亿元目标已实现，

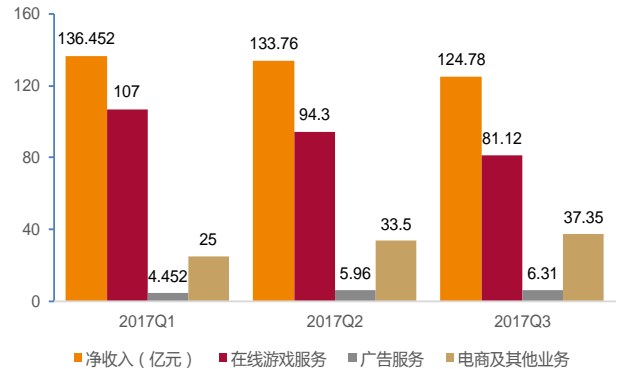
所属的电商业务成网易第二大营收主力。网易 2017 第三季度财报显示，网易电商业务净收入为 37.15 亿元，同比增幅达到 79.5%，成为网易继游戏之后的第二大营收主力。CEO 张磊在 2017 网易财报会议上做出了“2018 年达到 200 亿 GMV”的预期。

图 52：网易邮箱庞大用户基数为网易严选提供流量



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 53：网易严选等电商业务成为网易的第二大营收主力



资料来源：公司公告、天风证券研究所

南极严选将成为公司提升品牌调性和定位的重要一步。我们认为，未来南极人的品牌定位将有望做成一个中国 13 亿老百姓喜闻乐见的生活必需品品牌。长期来看，公司最终对标的品牌就是优衣库+无印良品，成为一个“穷人买得起，富人看得起”的国民品牌。南极严选的品牌定位高于传统的南极人品牌，将会成为公司提升品牌调性和定位的重要一步。

4.1. 从业务、管理赋能到深度合作，结合优质供应链打造南极共同体

未来存在跟供应商、生产商分享股权的空间和可能性。过去南极电商对于上下游的赋能主要是业务和管理上，包括数据支持，质量控制、用户体验、产品评价反馈等。未来，我们认为随着公司和上下游产业链合作伙伴的关系的继续深化，考虑到小米生态链的发展模式，我们认为公司也有跟供应商、生产商分享股权的空间和可能性，即南极电商通过一定的形式将股权分享给经销商和供应商，打造南极共同体，分享长期成长红利。

坐拥优质供应链资源，未来公司也存在以类似“小米生态链”的模式投资合作伙伴的可能性。公司目前成立了三家有限股份合作公司，包括卡帝乐鳄鱼、健康生活和大家纺公司。根据公司投资者关系记录透露，公司有让优质经销商、供应商通过股权共享发展红利的计划。另外，我们认为，给予合作伙伴小部分的股权投资，采取类“小米生态链”的模式，实行投资不控股，分享资源帮助发展的模式，是一种更好的实现互惠共赢的方式，对于公司而言，也是未来可以考虑的方式。

图 54：小米对生态链企业奉行“投资不控股、只建议不决策、只帮忙不添乱”的原则，更好地实现互惠共赢

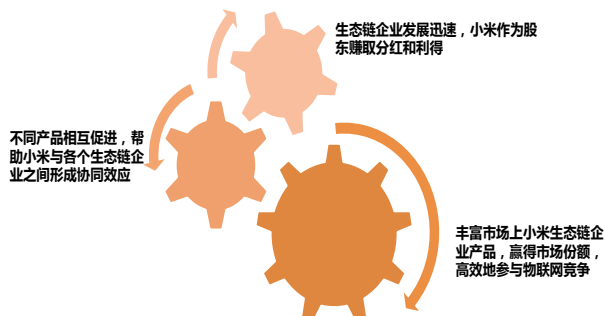
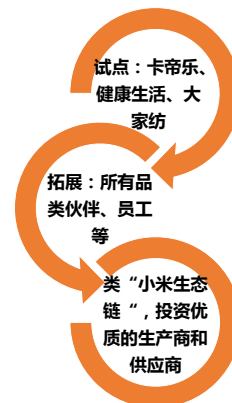


图 55：公司有可能跟重要的合作伙伴分享南极的成长红利



资料来源：《谷仓学院》，天风证券研究所

资料来源：公司公告、天风证券研究所

我们认为，未来通过以上有可能的合作方式，南极与上下游之间的关系从深度赋能走向共同成长。南极将在优质的供应链端，锁定优质供应链资源；在经销商端，锁定有流量运营能力和爆款打造能力的优质经销商，实现生态共赢。

5. 市场对南极重点疑问的回答：从商业模式，成长逻辑，成长空间和竞争壁垒说起

5.1. 南极电商的主品牌的品牌边界在哪？

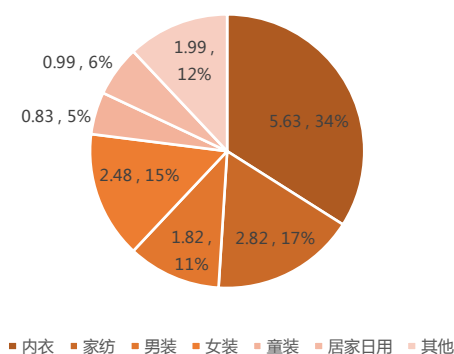
2017 年预计南极电商主品牌 GMV110 亿，面对如此大的体量和如此丰富的品类，市场上普遍忧虑主品牌是否即将达到瓶颈期。我们认为品牌边界还远远未到，未来增长主要来源于成熟品类的规模优势和细分品类开发、成长品类的高速扩张以及新品类的成功孵化开发将会推动南极电商 GMV 持续增长。

- **成熟品类的增长来源于存量市场的规模优势和增量市场的细分品类开发：**成熟品类包括内衣、家纺等，从数据来看，预计 2017 年内衣 GMV（37.5 亿）占比 34%，家纺 GMV（22.6 亿）占比 20%，二者相加超过 50%，南极人分别位居两个品类第一。1）**规模优势建立，成熟市场中市占率仍有提高空间。**南极人在内衣和家纺两个品类市占率分别为 5.31%、5.1%，GMV 是目前 2-4 名的总和，规模优势确立明显，流量、供应链及管理服务优势确立价格利润率壁垒，强者恒强，市占率和集中度有望进一步提升。2）**细分需求，成熟品类中开拓新品类。**南极人传统优势品类在保暖内衣，随后拓展到一般内衣；家纺也从传统四件套拓展到棉被等，由于内衣和家纺品类足够广，公司可以根据细分需求不断在成熟品类中开拓新产品。
- **未成熟品类目前处于高速成长期，预计短期内享受增长红利：**未成熟的男装、女装、童装 17 年初具规模。17 年二级类目处于不断调整，完成后持续保持高速扩张，特别是相对标准品的男装、童装，规模预计会迅速增加。
- **新品类成功孵化及持续开发：**目前包括居家日用、母婴用品、个护健康、鞋品等，此类销售额占比较小，2018 年预计会持续孵化和开发新品类。孵化方面，南极电商给予供应商费率优惠通过性价比快速打开市场，GMV 迅速增长占领市场份额，随后通过服务体系维持并扩大市占率；对于新品类开发，公司优先选择线下尚未成熟的强势品类、标准品、爆品，并且凭借规模效应加强与优质供应商的合作，为新品类的成功开发和迅速起步提供保障。

那么为什么南极电商能不断扩大品类呢？归根结底还是能找到好的供应商、能生产出好的产品。南极电商能够对供应商赋能（提供品牌、渠道、资金、设计支持、电商运营支持等），未来还可能通过更加深度的方式绑定利益，这种商业模式让南极电商更容易找到优质供应商，生产出好的产品，不断获取新用户，形成正向循环。只要一直有好的产品，那么南极人品牌就不会遇到天花板。就像小米从做手机开始，已经覆盖到了生活 消费品各个品类。

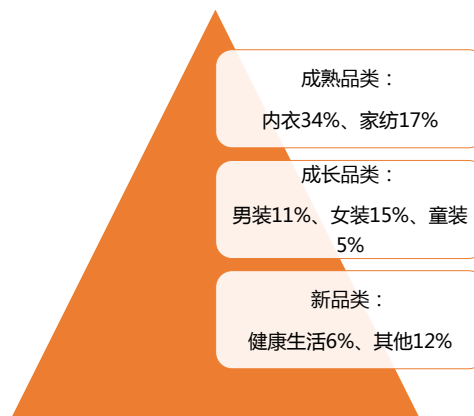
综上所述，我们认为保证主品牌持续高速增长的是南极电商服务授权平台化运作的成功商业模式（生态）的复制，包括选择新品类、孵化新品类、运营服务和细分品类开发、管理掌控供应链和经销商等一系列能力，这也是公司核心竞争力之一。这种模式有望将主品牌发展为跨品类的渠道品牌（品类杀手），因此只要模式和能力不出现问题，目前讨论品牌边界我们认为为时尚早。

图 56：2017Q1 南极电商各个品类销售额（单位：亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 57：南极电商主品牌品类矩阵



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 1：阿里平台内衣销售情况统计（单位：亿元）

品牌	截至 11.14 累计	2016 年同期	同比增速	排名
南极人	22.28	14.14	57.57%	1
浪莎	10.37	7.96	30.28%	2
七匹狼	6.19	5.62	10.14%	3
花花公子	6.11	4.99	22.44%	4
芬腾	5.31	5.50	-3.45%	5
优衣库	4.67	/	/	6
曼妮芬	4.50	3.91	15.09%	7
北极绒	4.47	5.10	-12.35%	8

资料来源：淘数据，天风证券研究所

表 2：阿里平台家纺销售情况统计（单位：亿元）

品牌	截至 17 双 11 累计销售额	累计同比	累计排名
南极人	11.38	88.40%	1
水星	6.82	27.80%	2
北极绒	4.36	28.60%	3
恒源祥	4.01	13.70%	4
富安娜	3.36	6.70%	5
LOVO	3.17	2.10%	6
罗莱	2.29	-24.50%	7
多喜爱	1.73	7.10%	8
博洋	1.60	9.00%	9
梦洁	1.36	2.20%	10

资料来源：淘数据，天风证券研究所

5.2. 阿里平台是否会持续地支持南极电商？

我们认为阿里平台将会持续支持南极电商。南极电商能持续为阿里带来较多收入，其优质产品符合阿里品牌化趋势，与阿里的利益诉求一致。

南极电商持续高速增长 GMV 为阿里带来较多扣点收入，多店专卖模式比起单店模式能提供更多的推广收入。阿里天猫的收入主要分为 30% 的扣点收入和 70% 的推广收入。扣点收入与品牌自身的收入息息相关，目前南极电商已经拥有 120 亿+ 的 GMV，并且仍处于高速增长期，阿里能赚取大量的扣点收入。阿里的推广收入主要分为展示流量和搜索流量，展示流量数量相对固定，而搜索流量有很大的上升空间。南极电商的多店专卖模式，使得每个店都有专属关键词，相比单店模式愿意也需要支付更多的搜索流量费用。

表 3： 纺织服装类天猫扣点收入

天猫经营大类	一级类目	技术服务费费率	技术服务费年费 (元)	返 50% 年费对应年销售额 (元)	返 100% 年费对应年销售额 (元)
服饰	服饰配件/皮带/帽子/围巾	5%	30,000	180,000	600,000
	女装/女士精品	5%	60,000	360,000	1,200,000
	男装	5%	60,000	360,000	1,200,000
	女士内衣/男士内衣/家居服	5%	60,000	180,000	600,000
	鞋类箱包	箱包皮具/热销女包/男包	5%	60,000	180,000
	女鞋	5%	60,000	180,000	600,000
	流行男鞋	5%	60,000	180,000	600,000

资料来源：天猫，天风证券研究所

南极电商能提供优质产品，保证阿里的口碑，符合阿里品牌化趋势。目前阿里正在推动品牌化趋势，相比于一些杂牌，南极电商已经积累了一定的品牌知名度，尤其是在内衣、家纺行业处于领先地位，符合阿里目前对商家的需求。另外，相比于一些高端品牌、奢侈品牌，南极电商主打优质低价，能够吸引到三四线消费者，与高端品牌的目标客群形成互补，有利于阿里构筑全面的客户基础。

同时我们认为能否得到阿里的支持取决于能否给阿里带来收入与口碑，是否与阿里的利益诉求一致，而与线上线下的形式无关。阿里不支持的品牌客户主要有两类，一是付费能力和意愿较弱的品牌，能带给阿里的收入较少；二是产品质量较差，性价比较低，口碑较差，不符合阿里对口碑和品牌调性的要求。南极电商既能为阿里创造较多收入，也具有优质品牌和较好口碑，我们预期会得到阿里较长时间的支持。

5.3. “低端”商业革命趋势下，如何理解南极电商的商业模式？

简单来说，南极人通过授权品牌，提供服务获取收入来源，其中收入大部分来自于供应商，即需要贴南极人品牌的进行产品销售的生产者。供应商将南极人商品销售给线上南极人的授权经销商，经销商再给消费者。因此整个商业业态的运转的最终动力还是需要让南极人商品好卖，只有产品销售（也就是 GMV）有不断的提高，消费者愿意买南极人的商品，经销商才能够赚钱，进而传导到供应商（即南极人的最核心客户）赚钱。在低端消费革命的发展趋势下，虽然南极人的商品属于高性价比低毛利，但是高频次的消费最终让产业链有高 ROE 的空间，而实现以上正循环的核心动力就是 GMV 的不断增长。

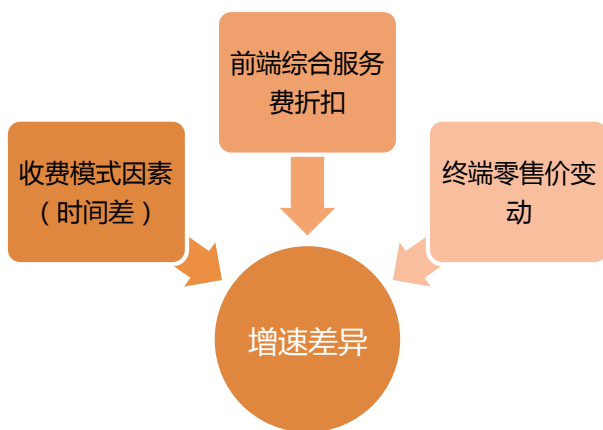
公司是一家以品牌授权运营为核心的国民品牌电商公司。公司的竞争力体现在不断扩张的优质品牌矩阵，对电商和消费品的深度理解和强大赋能上下游的能力：包括供应链管理服务，延伸的设计服务，渠道终端促销策划服务等一系列围绕供应链的上游、下游的服务。南极人品牌的成功即体现了其商业模式的竞争力和公司的运营实力。借助“低端”消费革命的东风，我们认为其长期的增长空间来自于其商业模式在合适的细分领域中，跨品类和品牌的不断复制，以及公司管理资源、流量资源和运营上的高度共享。

5.3.1. 收入&GMV 增速差异的原因?

17年三季报以来,困扰投资者的一个问题就是GMV与收入不匹配,公司GMV与收入不匹配,主要有以下三个原因:

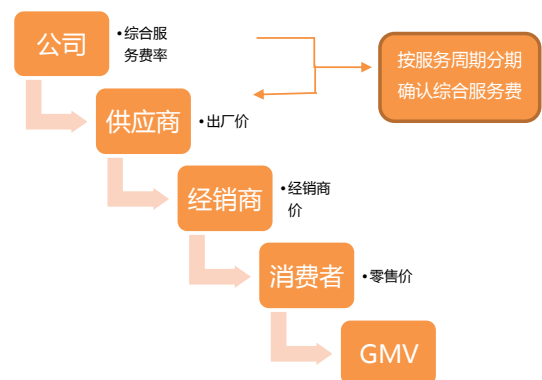
- **收费模式的原因:** 由于综合服务费是向供应商按照服务周期分期确认收入,与货品销售的时间一致性不强。根据商品的不同类目分期确认,在供应商准备或正在生产时,分期取得收入,但还没产生GMV。所以GMV会滞后1-3个月。
- **服务费率折扣原因:** 推广期品牌及新增品类由于开拓市场原因,服务费率存在优惠折扣,在一定程度上会拉低整体服务费率。
- **终端零售价格变化:** 终端零售价格上涨时,会造成GMV上升。但由于公司与供应商结算时按照出厂价结算,所以并不能享受到零售价提价带来的增长。

图 58: GMV&收入增速差异的三方面原因



资料来源:公司公告,天风证券研究所

图 59: 公司模式决定了收入分期确认



资料来源:公司公告,天风证券研究所

5.3.2. 市场上简单的品牌授权竞品品牌和南极电商模式的区别在哪里?

南极电商模式与一般的品牌授权经营模式的重大区别就在于,南极电商侧重对于整个商业生态的维护,方向是做大整个蛋糕,再与生产商和经销商共享。而其他一般的品牌授权经营,只需要将品牌给客户使用,其他的品牌运营、电商管理环节均不参加,无法为上游和下游赋能,也无法将整个蛋糕做大。

公司商业模式的特别之处来源于对于上下游的强大赋能能力。公司通过品牌授权为纽带,围绕供应链做的生产侧的改造,给生产商提供品牌授权、渠道和服务,在这个过程中,通过自身在电商数据、营销、品类开发方面的优势与资源,完美的对接上下游,给下游经销商解决上游供应链问题,找到甚至塑造上游合适的供应链资源,同时也引导生产商去做好品牌和产品。在这一点与小米生态链模式类似,都是起到了对供应链企业的放大器的作用,赋能供应链企业,完成价值观、方法论和资源的共享。

图 60：南极电商的品牌授权模式主要依靠品牌资源的共享和赋能上下游



资料来源：天风证券研究所

5.4. 低端”商业革命背景下，怎样理解南极电商的成长逻辑和成长空间？

5.4.1. 成长的逻辑链：在合适的细分领域完成商业模式的复制

静态来看，2017 年，根据淘宝生意参谋数据，南极电商已经完成全品牌 124 亿左右的 GMV。对于这样一个相当体量的线上品牌，投资者关注的是其成长的逻辑和空间能否持续？我们认为，是可以持续的。

从中期的角度来看，南极电商的目标细分领域与低端商业革命的大趋势密不可分，一定是：

- （1）标准品属性强，且能通过电商渠道上量。
- （2）能够实现性价比商品竞争属性的领域。
- （2）领域内暂无垄断性的头部品牌，甚至可以说是杂牌市场。
- （3）有一定体量，能够规模化，从而体现规模优势的市场。

而根据上述的四个标准，在纺织品和生活用品类，其尚未挖掘的细分市场还有很多（例如日用小家电、电子秤、按摩器、保温杯等），这些市场符合南极电商商业模式的复制要求，我们认为，未来这些市场将支持南极电商的发展空间。

从上文我们解释的南极电商的商业模式和成长逻辑中，就可以看出，南极人不仅仅是一个品牌，而是一种商业模式。我们在预测和判断南极电商成长空间时，不能仅仅以单个品牌的空间去审视这个问题，而是需要以一个商业生态的成长去看，我们从行业端，品牌端，品类端，成长持续性等几个方面来探究南极成长的延展性。

5.4.2. 低端商业革命的特征：消费习惯变化，部分耐用品演化为快消标准品

消费升级的重要特征是对品质和性价比的诉求。消费升级的一个重要变化是，消费者并不是买贵的，而是买对的，买品质和层次符合自己的产品。很多低频高单价的消费转化为了高频低单价的消费。因此，南极电商抓住的是从传统低频消费转化为高频消费的机会。而具体到运营电商业态，标准化、性价比高、高频交易的产品是网上交易的大趋势。公司未来的方向，也将是标准化，性价比，高频的路线。

耐用品转为快消品，快消品的疆域不断扩大。传统的快消品，一般意义上的理解即为食品，纸尿裤，纸巾等等。而现在消费者消费习惯的变化，会将很多耐用品会转化为快消品。例如袜子、内裤、电动剃须刀等。以电动剃须刀为例，淘宝爆款的销量可以超过 25 万台每月，全年超过 400 万台，其原因就是随着产品性价比提高（80-200 元每台），大量的男士在家里面、在出差、在办公室都会备一台，甚至有的消费者三到四个月就随手丢弃了。传统的耐用品剃须刀在性价比产品革新下，改变了用户的消费习惯。而南极正是坚决地选择做各个品类的标准化、有特色、性价比、高频交易快消品的运营。我们认为，未来随着耐用品快消化的趋势的继续推进，为南极人的品类扩展提供了空间。

图 61：以电动剃须刀为代表的耐用品正逐步变为快消品，月销量超过 25 万台



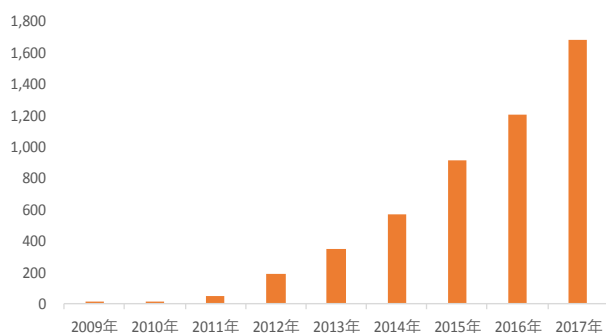
资料来源：淘宝网，天风证券研究所

5.4.3. 行业端：电商业态基础增速 30%，“低端”商业革命趋势红利释放空间

从行业端来看，电商业态近年仍将保持 30%左右的基础增速。根据电子商务研究中心数据，2016 年 10 月至 2017 年 9 月的十二个月时间，我国网络零售额达到近 6.6 万亿元，相比上一周期增长 38%，为中国电商零售额同期的最高纪录。其中，实物商品网上零售额近 5.08 万亿元，服务网上零售额近 1.49 万亿元。在社会商品总零售额中占比达到 13.6%，同比提高近 3 个百分点。

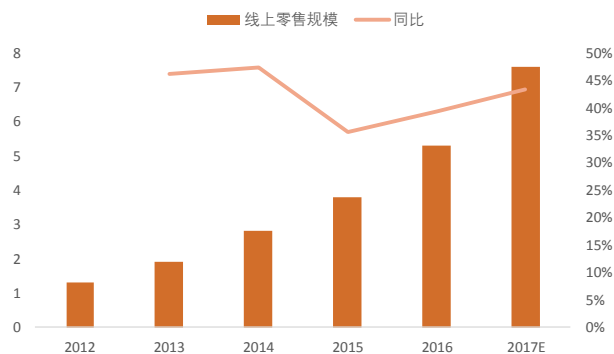
2017 年电商零售增速回升，预计未来将保持稳定增长。根据 ECCN 数据，2006 年-2013 年间，网上零售增速一直保持高增长（CAGR 50%+）。从 2013 年开始，网上零售增速开始降至 50%以下，2015 年，增速首次低于 40%，2016 年增速下降至 26.2%，这一方面是由于宏观经济形势变化，消费整体受到影响，另一方面也代表着整个线上野蛮生长的电商业态在逐步规范化发展下有所降温，截止 2017 年前三季度，同期网上零售增速增长 38%，代表了线上电商业态逐步稳定。随着网络渗透率的提升，线上支付、移动支付、农村电商、共享经济等业态的发展，根据瑞信预测，预计到 2025 年，中国线上零售规模有望超过 2 万亿美元，占全国零售业消费总额的 25%，未来行业端红利仍有释放空间，南极电商作为依托电商生态的品牌授权服务公司，未来将有望持续享受行业发展红利。

图 62：双十一支付宝总交易额创历史新高 单位：亿元



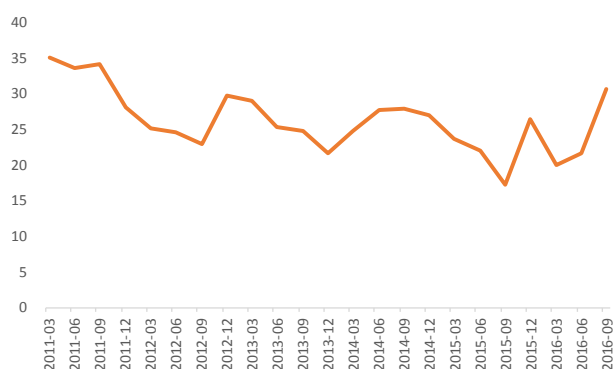
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 63：近年来网络零售规模稳步上升及同比增速 单位：亿元



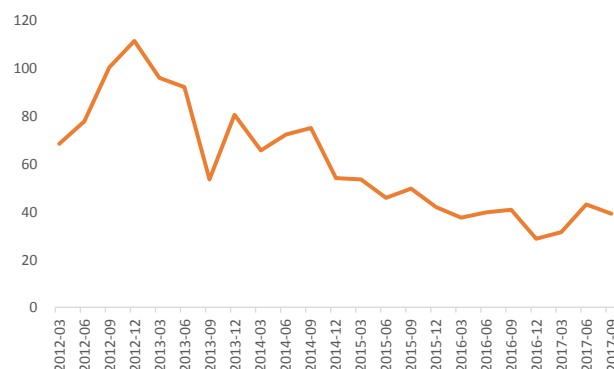
资料来源：ECCN、天风证券研究所

图 64：电商产业规模同比增速 单位：%



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 65：2017 年 B2C 网络零售市场规模同比增速稳定 单位：%



资料来源：Wind、天风证券研究所

低线城市，农村电商行业增速高于电商行业整体，仍有渗透空间。 南极电商的主要目标群体是由无品牌升级到性价比品牌的低线城市、城镇以及农村消费者。而相比一线城市已经相对饱和的网民渗透率和电商市场规模，低线城市和县城、农村的电商渗透空间更大。据中国电子商务研究中心(100EC.CN)监测数据显示，2017 年上半年，中国农村电商交易规模达到 4402 亿元，与 2016 年上半年的 3120 亿元，同比增长 41.1%。

5.4.4. 品类端：赋能带来的优质供应链资源为品类端打开界限

南极电商由于可以给供应商赋能，更容易拓展新品类，突破品牌界限。

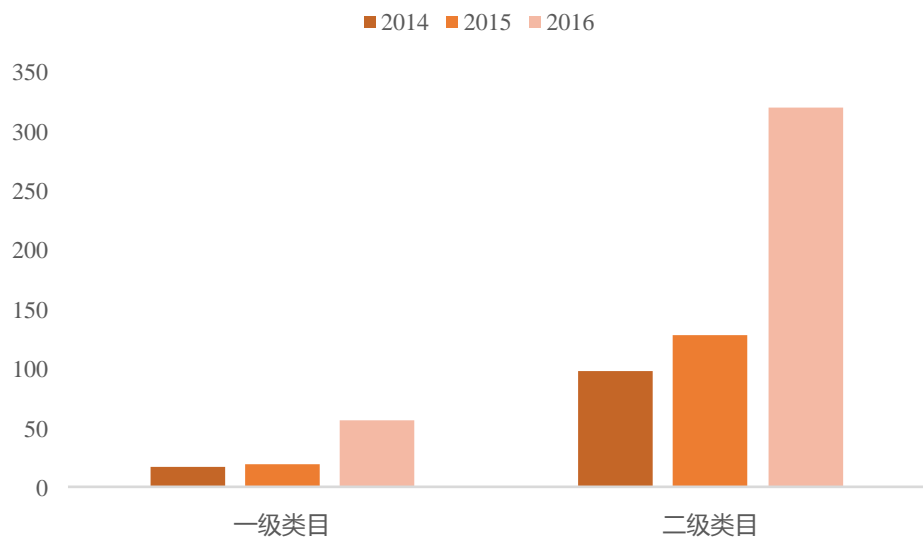
品类外延是南极电商未来增长的主要来源之一。截至 2017 年前三季度，成熟品类中内衣 GMV 仍有 66% 增长，家纺 83% 增长，成熟品类通过细分品类保持高增长；同时生活小电器、居家日用分别同增 321%、290%。南极电商能找到供应商合作，是因为独特的赋能机制；南极人品牌能承受这么多品类，是因为能找到好的供应链资源，生产并经销好产品。

赋能能力让公司对优质供应链资源有聚集效应。 公司通过品牌授权为纽带，围绕供应链做的生产侧的改造，给生产商提供品牌授权、渠道和服务，在这个过程中，通过自身在电商数据、营销、品类开发方面的优势与资源，完美的对接上下游，给下游经销商解决上游供应链问题，找到甚至塑造上游合适的供应链资源，同时也引导生产商去做好品牌和产品。在这一点与小米生态链模式类似，都是起到了对供应链企业的放大器的作用，赋能供应链企业，完成价值观、方法论和资源的共享。因此优质的生产端资源愿意加入到大南极的生态中来。

依托赋能带来的优质供应链资源，未来扩品类空间广阔。 截止 2016 年年报，公司主品牌

南极人品牌的一级类目增至 57 个,二级类目增至 320 个,同比增加了 37 个、191 个。一级类目包含:女士/男士内衣/家居服、女装、男装、女鞋、男鞋、运动服/休闲服、户外/登山/野营/旅行用品、箱包皮具、运动包/户外包/配件、床上用品、布艺制品、童装/婴儿装/亲子装、婴儿用品、玩具、日用家居、个人护理、收纳整理、家庭/个人清洁工具、生活电器、餐饮具、汽车/用品/配件/改装、家装、3C 数码等。不同的品类按照属性分别属于 17 个事业部,其中 GMV 增幅超过 90%的有居家日用事业部(525%)、箱包服饰事业部(321%)、女装事业部(193%)、生活电器事业部(129%)、运动户外事业部(121%)、家纺事业部(99%)、和母婴用品事业部(91%)。绝大多数生活日用品类都适用目前主要的 LOGO 品牌暨南极人及卡帝乐品牌进行开发。

图 66: 南极电商一直走在快速扩展品类的道路上



资料来源:公司公告、天风证券研究所

传统品类仍能保持较高增长。在内衣家纺等南极人传统类目 GMV 仍然能够保持 60%以上高增速。根据淘宝生意参谋数据,截止 2017 年双十一过后,传统内衣品类方面,阿里系平台内衣品牌 GMV 前十及增速分别为:南极人总共 22.28 亿(+67.57%);浪莎 10.37 亿(+30%);七匹狼 6.19 亿(+10%);花花公子 6.11 亿(+22%);芬腾 5.3 亿(-34%);优衣库 4.67(0%);曼妮芬 4.49 亿(+14.86%);北极绒 4.47 亿(-12%);恒源祥 4.09 亿(+50%);猫人 3.95 亿。家纺品牌 GMV 前十及增速前十:南极人 11.37 亿(+88.4%);水星 6.8 亿(+21.8%);北极绒 4.3 亿(+28.6%);恒源祥 4 亿(+13.7%);富安娜 3.3 亿(+6.7%);LOVO 3.17 亿(+2.1%);罗莱 2.29 亿;多喜爱 1.7 亿;博洋 1.6 亿;梦洁 1.36 亿。传统类目的高增速,体现了南极的电商运营能力,品牌的竞争力和产品的认可度。在内衣和家纺行业中,整体市场还相对分散,未来集中度提升仍有空间。

以健康小家电为代表的新生类目增长亮眼。根据线上可追踪数据,南极新开发的健康生活类目增速可观,以足浴盆,按摩器等为代表的新品类增速普遍超过 100%+,大纺织类中,童装、纸尿裤等新兴品类也有较高增速,新生类目空间增速均较为亮眼。新品类主要依托品牌影响力和线上搜索热度,实现快速上量,这两部分的能力未来均可以复制到其他新品类中。

健康小家电迎来快速发展,健康生活品类将是南极人扩品类的重要方向。居家健康生活主要是小家电品类,典型特征是细分领域增速快,以标准化属性为主,品牌化属于起步阶段,集中度不高,适合以性价比路线迅速占领市场。根据赢丰电商数据,各项小家电市场规模在 10-20 亿左右(如电动牙刷 20 亿,电子秤 10 亿等)。预计未来三年到五年整体健康生活品类规模有望达到 100 亿。预计其定价价格带更宽。小家电产品价格带有望覆盖从

100 多元到上千元，面向的消费层级更广。2018 年，健康生活事业部发展预计进入快车道，它的所有包装、店铺形象都由公司统一规范。预计 2018 年健康生活事业部 GMV20 亿元。

5.4.5. 品牌端：卡帝乐优秀表现彰显潜力，未来有望外延更多品牌

外延品牌卡帝乐成长优秀，验证品牌扩张逻辑。公司 2016 年以 5.93 亿收购 Cartelo Crocodile Pte Ltd（卡帝乐鳄鱼）95% 的股权。卡帝乐鳄鱼品牌拥有 70 多年历史，品类丰富，主要涉及男女及儿童服装、鞋、帽，还增加了眼镜、男女手表、挂钟、闹钟、文具、旅行包、运动器材、皮件制品等，公司获得“CARTELO”品牌及相关商标共 168 项。交接品牌一年以来，卡帝乐鳄鱼运作成绩优异，截止 2017 年 12 月底，卡帝乐商品 GMV 约为 10-12 亿人民币。成功开发了男装、箱包皮具等优势品类。随着卡帝乐鳄鱼的运营成功，预计未来南极人有望将更多品牌纳入到自身体系。

图 67：卡帝乐鳄鱼 logo 样式



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 68：卡帝乐鳄鱼主要针对男装、皮具类市场



资料来源：公司官网，天风证券研究所

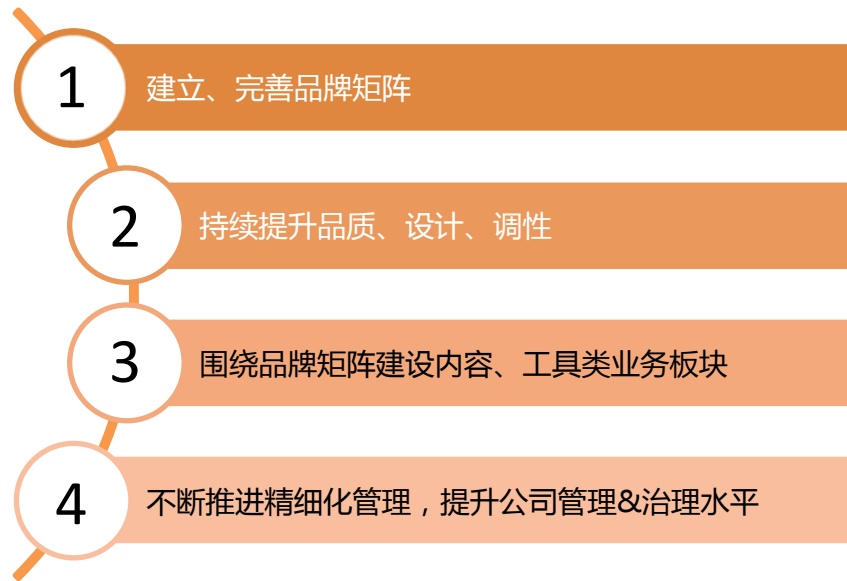
卡帝乐的成功一定程度上验证了公司扩品牌的商业逻辑。2017 年，预计卡帝乐鳄鱼商品 GMV 约为 10-12 亿元，对比 2016 年全年其销售额仅为 3 亿元，增速超过 300%。显示了卡帝乐品牌与公司模式的无缝对接和良好运营现状。卡帝乐鳄鱼品牌的成功运营对于快速扩张品类及构建品牌 IP 生态有巨大的推动作用，也将会给南极人的商业模式带来更大的认可，未来在成熟商业模式运作下公司将进行品牌和用户目标群体差异化竞争。基于卡帝乐的成功案例，预计未来公司将持续收购成熟 LOGO 品牌，增加可授权的 LOGO 品牌数量。

5.4.6. 中期战略：完善品牌，提升品质、品牌调性和管理能力

中期来看，公司的战略主要侧重四个方面：

- (1) 建立、完善品牌矩阵：覆盖低、中、高定位梯度及消费人群；沉淀经典网红 / 个人品牌；丰富品牌梯度。
- (2) 持续提升品质、设计和品牌调性：不断增加忠实用户、提升品牌形象。
- (3) 围绕品牌矩阵建设内容、工具类板块：为品牌矩阵的发展提供支持；逐渐实现业务多元化。
- (4) 不断推进精细化管理：进行更精细的团队建设和 IT 建设；建立更精细化的绩效考核关键数据跟踪管理体系，供应商和经销商管理体系。

图 69：南极电商战略方向以完善品牌和提升管理为主



资料来源：天风证券研究所

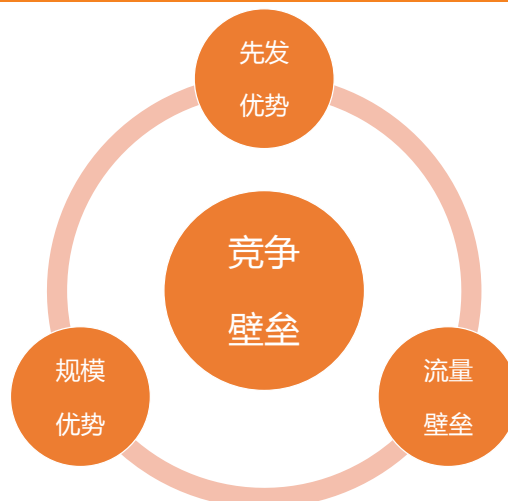
2018 年将是公司广告投入的元年。预计 2018 年南极人将大幅度的提升广告投入。主要以自媒体和户外广告的形式，预计费用 1 个亿到 2 个亿。在公司产品做更多、品质做更好、规模做更大的前提下，提高广告投入，对品牌进行再造。

管理上，提升精细化管理空间，严控投标漏标。18 年针对历史上出现的偷标、漏标以及刻意压低出厂价等行为进行精细化管理，成立专门核价小组，严密跟踪终端零售情况。估计 17 年受偷标漏标等损失逾亿元收入。另外，提升领标预付款比例，继续严控应收账款。

5.5. 南极电商的竞争壁垒是什么？

我们认为，南极电商的竞争壁垒主要是规模优势、流量壁垒和先发优势。

图 70：南极电商竞争壁垒



资料来源：天风证券研究所

流量壁垒主要体现在公司在电商渠道（尤其是阿里系平台）方面的流量壁垒高。

- 海量流量可以提高公司在阿里体系上的地位。目前在各大平台包括天猫、京东、淘宝上共有上万家店铺。公司的流量优势缘于 2008 年开始公司与天猫一起成长，曾享受到天猫早期给予过的诸多流量红利。这些红利期培养起来的成熟门店和流量都是公司

的既有财富。目前天猫开店规则变严，新进入者很难在天猫上开连锁店。

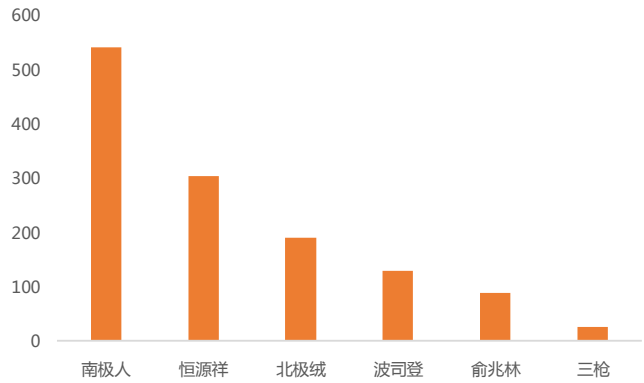
图 71：天猫部分开店规则整理，开店难度较大

一、招商说明

- 1、“女装/女士精品”类目 **专卖店、专营店暂停接受入驻**；
- 2、“女装/女士精品”类目接受指定品牌入驻（[点此详见](#)）或自荐品牌入驻；
- 3、“女装/女士精品”类目卖场型旗舰店接受自荐品牌入驻，并且自荐品牌需提供商标注册证（即R标）；
- 1、“男装”类目 **专卖店、专营店暂停接受入驻**；
- 2、“男装”类目仅接受自荐品牌入驻；
- 3、“男装”类目卖场型旗舰店接受自荐品牌入驻，并且自荐品牌需提供商标注册证（即R标）；
- 1、“女士内衣/男士内衣/家居服”类目 **专营店暂停接受入驻**；
- 2、“女士内衣/男士内衣/家居服”类目接受指定品牌入驻（[点此详见](#)）或自荐品牌入驻；

资料来源：天猫，天风证券研究所

图 72：天猫店铺数量南极人领先同模式品牌



资料来源：天猫，天风证券研究所

- **流量大可以为公司提高线上资源的分配效率。**在天猫各个品类（尤其是内衣等传统类目）开店政策趋严的情况下，公司拥有的流量和店铺资源价值不断提升。2016 年 6 月成为阿里倚天会成员，将享受阿里全系资源支持以及专属团队服务，进一步加剧了公司线上渠道壁垒。另外，大流量带来的直通车和钻展等活动资源也更容易共享和分配给经销商。

规模优势，主要是通过强大的 GMV 规模，减少各个环节的摩擦成本，体现竞争优势。

- **规模优势带来背书效应，提高市场认可度。**极大的商品销售规模对于南极人的品牌能力和运营实力本身就是一种背书。首先可以对生产商建立遴选机制，选择更好的更能适应公司模式的生产商。另外，这一点在进行新品类开发是尤其重要，新品类的生产商一定程度上正是基于过去的成功案例才会有跟公司切入合作新品类的动力。
- **降低单位成本和投入。**另外，在其他方面（如研发）等，大规模将这些投入的机会成本降低，如 2016 年南极人的在做一些生活电器，如足浴盆等生活小家电品类，公司投入 337 万元进行研发，而一般的同模式竞争对手在没有规模优势的情况下，很难花费数百万进行研发，相对高的 GMV 意味着单品的投入成本更低，公司可以对产品进行更好运营升级。大规模的商品 GMV 保证了供应商与经销商保持稳定快速增长，因此其上下游供应链资源能够形成壁垒。当达到一定程度后，对于生产企业、线上经销商来讲，“借用”南极人品牌，比无品牌和自建品牌销售产品更容易盈利。

公司的先发优势体现在公司在 2008 年开始经营品牌授权运营模式，后来进入电商业态，将品牌运营和电商规则融合运营多年，有一批优秀的管理层熟悉电商运营规则，可以让公司为上下游提供专业化的电商运营服务，并且可以利用先发的成功商业案例进行延展。具体体现在：

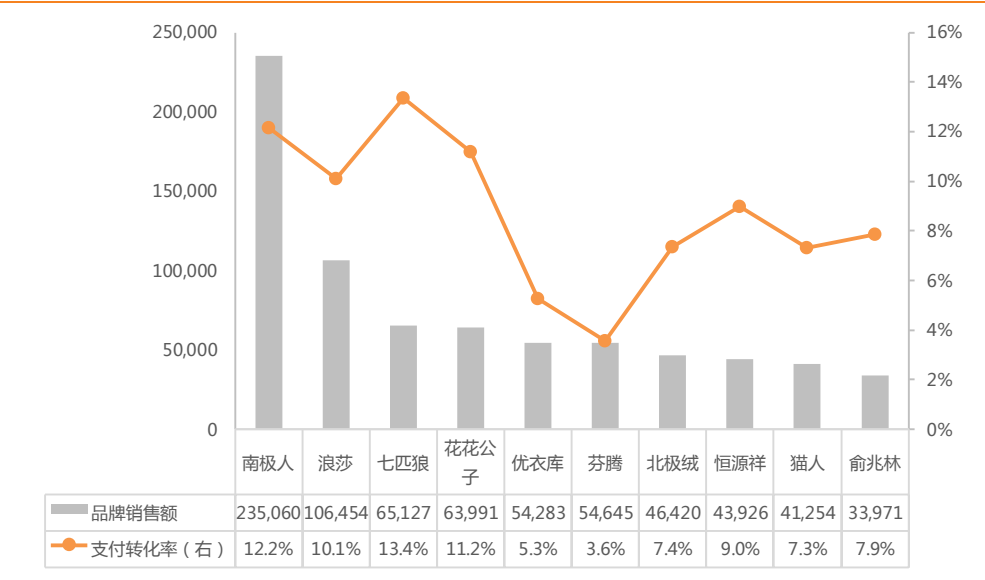
- **先发优势让公司熟悉电商行业的规则和玩法，会做电商。**多年的经验使公司积累的电商业态的数据运营能力和品牌延展能力。公司了解天猫及淘宝的营销规则，擅长打造爆款产品。
- **先发优势带来的运营经验让公司可以帮经销商提高转化率。**针对经销商，教会他们淘宝做的是商业搜索，广告展示位、如何有效利用淘宝直通车进行爆款打造，结合出价、时间段和所选关键词决定展示信息。另外同时公司还会选择免费流量方式推广，如进行产品促销，例如上团购和聚划算，算作淘宝站内促销，可以在搜索中占一定权重。通过活动积累的流量及广告，能够快速达到销量靠前。
- **多年经验带来的是优质的质量管控能力。**保持产品的品质不出问题，才能延续性价比

产品的生命力，保持乃至提高品牌的调性。

综上，南极在电商运营上的核心能力都是单纯的品牌授权所给予不了的，公司打造的是围绕电商和品牌授权的整体能力。运营能力转化为流量和转化率，最终转化为 GMV。

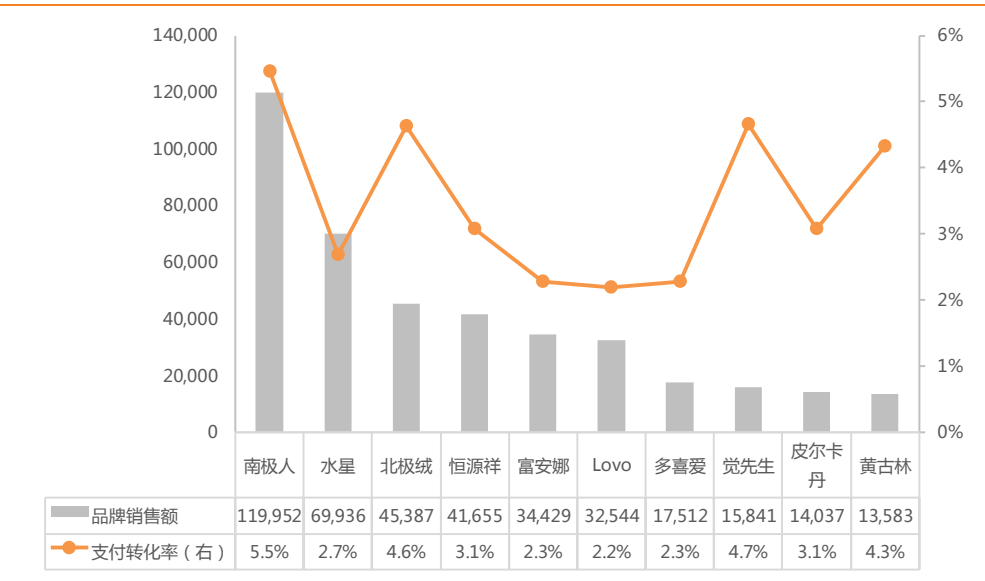
以南极人相对较成熟的内衣、家纺和女装类目为例，我们选取了 2017 年 1 月到 2017 年 11 月的数，可以看出，南极人品牌整体的转化率高于大多数竞品品牌。

图 73：阿里-内衣类目-行业 TOP10 品牌排行（2017.1.-2017.11），南极人销售额和转化率居高 单位：万元，%



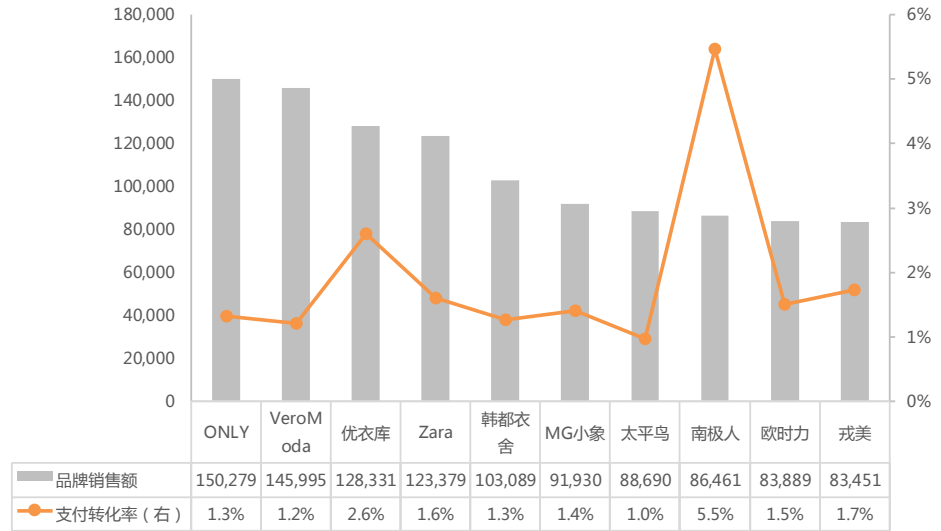
资料来源：淘宝网，天风证券研究所

图 74：阿里-床上用品-行业 TOP10 品牌排行（2017.1.-2017.11），南极人销售额和转化率居高 单位：万元，%



资料来源：淘宝网，天风证券研究所

图 75: 阿里-女装类目-行业 TOP10 品牌排行 (2017.1-2017.11), 南极人销售额和转化率居高单位: 万元, %



资料来源: 淘宝网, 天风证券研究所

6. 盈利预测与估值

综合南极电商历史 GMV 及其增长情况, 我们判断未来两年内公司依托在品牌和品类两个维度的商业模式复制仍能够保持较快速的增长。我们按照不同商品类目事业部的 GMV 进行了拆分和预测, 预计 2018 年公司 GMV 规模将达到 202 亿, 2019 年 GMV 规模将达到 298 亿元, 同比增幅分别为 63%/47%。考虑到新品类的扩张, 假设综合服务费率水平维持在 6.2%/6.3%/6.5%水平。

图 76: 南极电商事业部 GMV 拆分及预测 (单位: 亿元)

事业部类别	2016	2017E	2017增速E	2018	2018增速E	2019	2019增速E
内衣事业部	25.32	37.52	48%	56.27	50%	75.97	35%
家纺事业部	12.20	22.64	86%	37.36	65%	52.30	40%
女装事业部	9.07	12.47	37%	18.71	50%	25.26	35%
男装事业部	9.58	10.75	12%	13.98	30%	17.47	25%
居家日用事业部	3.27	7.06	116%	15.53	120%	26.40	70%
童装事业部	4.92	6.23	27%	8.10	30%	10.53	30%
婴儿用品事业部	2.27	4.52	99%	9.04	100%	15.37	70%
孕产用品事业部	1.00	2.05	105%	4.10	100%	6.97	70%
运动户外事业部	0.69	1.59	130%	3.18	100%	5.40	70%
居家布艺事业部	0.99	1.50	52%	2.25	50%	2.92	30%
鞋品事业部	0.05	1.40	2679%	3.50	150%	5.95	70%
箱包服饰事业部	2.16	0.98	-55%	1.28	30%	1.66	30%
生活用品事业部	0.46	0.82	77%	1.63	100%	3.26	100%
汽车用品事业部	0.02	0.47	2095%	1.19	150%	2.37	100%
其他		0.29		0.57	100%	1.03	80%
卡帝乐	3.00	12.00	300%	21.60	80%	36.72	70%
精典泰迪、奥特曼		1.70		4.25	150%	8.50	100%
总计	74.99	123.99	65%	202.53	63%	298.08	47%

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 77：收入拆分及盈利预测（单位：百万元）

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	389.2	521.0	999.4	2472.2	3307.4
品牌服务费	172.6	459.6	765.4	1280.7	1951.4
货品销售	107.2	19.3	30	25	20
经销商品牌授权业务		6.5	10	14	21
园区平台服务费	7.7	16.2	18	20	25
标牌使用费	101.0				
其他服务收入(含PONY)	0.7	18.9	40	60	80
时间互联			136	1072.5	1210
GMV增速	——	96%	65%	63%	47%
收入增速	——	34%	92%	147%	34%
净利润	171.8	301.1	517.2	869.1	1251.5
YOY	1549%	75%	72%	68%	44%

资料来源：Wind，天风证券研究所

给予“买入”评级。公司核心指标 GMV 维持高增长，南极人主品牌增长区间依然宽广，未来扩品类扩品牌逻辑持续，预测 2017-19 年 EPS 盈利预测 0.32/0.53/0.76 元，公司商业模式较难复制，对照可比电商公司估值，我们参考 A 股可对标的电商概念公司开润股份、跨境通和苏宁云商，以及美股的京东，给予 2018 年 35x 估值，目标价 18.6 元，“买入”评级。

表 4：可比公司估值表

公司	预测 2018 年净利润 (亿)	总市值 (亿)	预测 PE (2018)
京东	156.30	4440.14	28
开润股份	1.96	77.00	39
跨境通	12.09	273.32	23
苏宁云商	15.88	1253.13	79
平均值			42

资料来源：Wind，天风证券研究所

7. 风险提示

品牌与品类扩张速度不达预期。公司 GMV 增长一定程度上依靠品牌和品类的扩张速度，未来多品牌授权的发展和多品类的开发速度不达预期将影响 GMV 增速。

服务费率长期低于预期。公司收入依靠 GMV 乘以服务费率，授权商品市场竞争激烈等因素或将导致服务费率低于预期，从而影响公司收入。

平台规则变化风险。公司主要渠道是电商渠道，大型电商平台如天猫、京东等规则变化将对公司的业务产生影响。

应收账款风险。公司应收账款占收入比较高，可能出现坏账等经营性风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	682.23	473.63	1,704.23	3,961.79	4,097.70
应收账款	449.31	350.52	876.57	2,158.77	1,902.05
预付账款	4.78	4.97	20.37	101.41	52.32
存货	68.26	56.73	141.75	783.63	313.97
其他	87.92	450.83	209.15	277.15	341.67
流动资产合计	1,292.51	1,336.69	2,952.07	7,282.75	6,707.71
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	5.54	4.57	27.09	69.69	111.35
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	1.37	510.29	509.51	508.72	507.94
其他	73.36	195.25	198.99	195.90	196.51
非流动资产合计	80.28	710.11	771.59	843.92	887.56
资产总计	1,372.79	2,046.80	3,723.67	8,126.67	7,595.27
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	67.74	381.37	187.80	3,138.81	1,741.58
其他	67.89	101.15	230.86	808.44	415.29
流动负债合计	135.63	482.52	418.67	3,947.25	2,156.87
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1.80	0.00	1.06	0.95	0.67
非流动负债合计	1.80	0.00	1.06	0.95	0.67
负债合计	137.43	482.52	419.73	3,948.21	2,157.54
少数股东权益	2.12	29.90	33.01	38.43	46.20
股本	417.33	417.33	1,636.58	1,636.58	1,636.58
资本公积	528.34	528.34	528.48	528.48	528.48
留存收益	815.91	1,117.06	1,634.35	2,503.45	3,754.94
其他	(528.34)	(528.34)	(528.48)	(528.48)	(528.48)
股东权益合计	1,235.36	1,564.28	3,303.94	4,178.47	5,437.73
负债和股东权益总	1,372.79	2,046.80	3,723.67	8,126.67	7,595.27

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	172.27	303.06	517.15	869.11	1,251.49
折旧摊销	2.20	2.57	2.26	4.58	6.97
财务费用	(0.98)	(10.48)	(20.45)	(53.20)	(75.67)
投资损失	(1.10)	(1.80)	(20.00)	(20.00)	(20.00)
营运资金变动	(140.57)	(218.19)	(451.18)	1,458.46	(1,080.33)
其它	5.26	382.20	3.28	5.51	7.95
经营活动现金流	37.08	457.36	31.06	2,264.46	90.41
资本支出	(77.88)	622.22	58.94	80.11	50.28
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	570.52	(1,288.66)	(99.08)	(140.11)	(80.28)
投资活动现金流	492.64	(666.43)	(40.14)	(60.00)	(30.00)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	197.12	10.26	1,239.84	53.20	75.67
其他	(196.12)	(9.41)	(0.16)	(0.09)	(0.18)
筹资活动现金流	1.00	0.85	1,239.68	53.11	75.49
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	530.72	(208.23)	1,230.60	2,257.57	135.91

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	389.23	520.98	999.45	2,472.22	3,307.45
营业成本	107.19	66.55	217.84	1,015.66	1,204.68
营业税金及附加	2.18	4.41	4.92	15.65	21.74
营业费用	31.59	22.03	54.97	160.69	231.52
管理费用	34.55	45.39	109.94	296.67	429.97
财务费用	(0.95)	(10.26)	(20.45)	(53.20)	(75.67)
资产减值损失	17.83	51.27	34.67	34.59	40.18
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.10	1.80	20.00	20.00	20.00
其他	(2.20)	(3.61)	(40.00)	(40.00)	(40.00)
营业利润	197.95	343.39	617.55	1,022.16	1,475.03
营业外收入	7.37	11.12	2.98	7.16	7.09
营业外支出	0.12	0.33	0.60	0.35	0.43
利润总额	205.20	354.18	619.93	1,028.96	1,481.69
所得税	32.94	51.12	99.50	154.34	222.25
净利润	172.27	303.06	520.43	874.62	1,259.44
少数股东损益	0.45	1.92	3.28	5.51	7.95
归属于母公司净利润	171.82	301.14	517.15	869.11	1,251.49
每股收益(元)	0.10	0.18	0.32	0.53	0.76

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	-75.26%	33.85%	91.84%	147.36%	33.78%
营业利润	-220.22%	73.47%	79.84%	65.52%	44.31%
归属于母公司净利润	1549.34%	75.27%	71.73%	68.06%	44.00%
获利能力					
毛利率	72.46%	87.23%	78.20%	58.92%	63.58%
净利率	44.14%	57.80%	51.74%	35.15%	37.84%
ROE	13.93%	19.63%	15.81%	20.99%	23.21%
ROIC	79.78%	59.41%	49.86%	54.52%	909.83%
偿债能力					
资产负债率	10.01%	23.57%	11.27%	48.58%	28.41%
净负债率	-9.10%	-34.83%	0.27%	-30.74%	-0.25%
流动比率	9.53	2.77	7.05	1.85	3.11
速动比率	9.03	2.65	6.71	1.65	2.96
营运能力					
应收账款周转率	1.15	1.30	1.63	1.63	1.63
存货周转率	4.72	8.34	10.07	5.34	6.03
总资产周转率	0.34	0.30	0.35	0.42	0.42
每股指标(元)					
每股收益	0.10	0.18	0.32	0.53	0.76
每股经营现金流	0.02	0.28	0.02	1.38	0.06
每股净资产	0.75	0.94	2.00	2.53	3.29
估值比率					
市盈率	129.73	74.02	43.10	25.65	17.81
市净率	18.07	14.53	6.81	5.38	4.13
EV/EBITDA	35.44	12.70	34.25	18.78	12.91
EV/EBIT	35.83	12.79	34.38	18.87	12.97

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com