

2018年12月13日

证券研究报告·公司研究报告

南极电商 (002127) 商业贸易

增持 (首次)

当前价: 7.59元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

品牌竞争力持续加强，领跑电商主赛道

投资要点

- **推荐逻辑:** 2008年南极人转型为“品牌授权”的商业模式，砍掉生产端和销售端的自营环节，其独特的“贴牌+供应链服务”轻资产运营使得其毛利率、资产负债率、周转率均高于同行；公司在电商渠道聚焦“标品、新快消品”，转型以来GMV增长迅速，2016、2017年报、2018年三季报公司GMV增速分别为82%、72%、63%；公司收购移动互联网营销企业时间互联，显著增强公司在商业领域及消费领域的变现能力，同时拓宽了公司在移动端的品牌营销能力。
- **轻资产模式赋能，电商新赛道的领跑者。**为了解决重资产等痛点，南极人大胆创新，提出“品牌授权”的商业模式，通过关闭自营工厂，签约并授权供应商合作工厂生产“南极人”品牌的产品，同时签约合作经销商，授权其销售“南极人”品牌产品。“品牌授权”的商业模式保留了“南极人”品牌这一核心价值，摆脱了生产端和销售端的自营环节，从服装品牌升级为产业生态服务。
- **坚持“品牌+品类+渠道”多维度扩张与发展路径。**(1) **品牌扩张:** 2016年公司以5.9亿元收购卡帝乐鳄鱼，扩充了鞋品、箱包皮具等运营品类；2017年公司收购知名IP品牌精典泰迪，弥补“南极人”品牌在儿童群体中影响力的短板，目前公司品牌建设已见成效，形成了“传统品牌+IP品牌+IC品牌”的品牌矩阵。(2) **品类扩张:** 公司从保暖内衣起家，从内衣、家纺，延伸到男装、女装、母婴、健康等多品类。(3) **渠道扩张:** 目前阿里平台GMV占比为70%，京东为18.5%，拼多多为8.8%，唯品会为2.4%，总体来看阿里平台占到公司各品牌GMV销售的大半壁江山。不过从增速来看，拼多多平台发展迅速，2018年前三季度拼多多的GMV增速达到了210.4%。
- **收购时间互联，完善生态圈。**2017年公司收购移动互联网营销领域的优质企业时间互联，通过融合时间互联的移动互联网基因，显著增强公司在商业领域及消费领域的变现能力；同时借助时间互联丰富且优质的媒体资源，拓宽了公司在移动端的品牌营销活动，从而实现公司“造品牌、建生态”的战略思想。
- **盈利预测与投资建议。**预计2018-2020年归母净利润增长率分别为60%、33.1%、26.6%，EPS分别为0.35/0.46/0.59元，对应PE分别为22/17/13倍，公司品牌竞争力加强、GMV增长迅速，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:** 品牌GMV发展或不及预期；电商平台整体收入增速或不及预期；时间互联经营或不达预期。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	985.79	2986.39	4113.47	5327.04
增长率	89.22%	202.94%	37.74%	29.50%
归属母公司净利润(百万元)	534.29	855.06	1138.38	1440.91
增长率	77.42%	60.04%	33.13%	26.58%
每股收益EPS(元)	0.22	0.35	0.46	0.59
净资产收益率ROE	17.56%	17.07%	19.04%	20.03%
PE	35	22	17	13
PB	6.25	3.78	3.17	2.63

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣
 执业证号: S1250517080002
 电话: 023-67511807
 邮箱: cxin@swsc.com.cn

联系人: 嵇文欣
 电话: 021-58351812
 邮箱: jwx@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	24.55
流通A股(亿股)	14.80
52周内股价区间(元)	6.16-16.12
总市值(亿元)	186.32
总资产(亿元)	40.47
每股净资产(元)	1.37

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 二十年品牌运营经验塑造优质电商服务商	1
1.1 业绩状况：自上市以来业绩高速增长	2
1.2 分业务状况：南极人为公司主力品牌，拼多多快速崛起	2
1.3 股权结构：实控人品牌运营经验丰富	4
2 线上增速依然高于线下，新消费升级引发消费理念改革	5
2.1 电商渠道增速依旧高于线下，龙头企业马太效应明显	5
2.2 消费理念改观引领消费能力升级	6
3 轻资产模式赋能，电商新赛道的领跑者	7
3.1 品牌授权模式改善资产结构	7
3.2 品牌建设见成效，南极人稳居行业龙头	8
3.3 聚焦新快消战略，紧跟高频交易市场趋势	10
3.4 品类扩张打造独角兽，收购合作完善生态圈	11
4 盈利预测与估值	12
5 风险提示	13

图 目 录

图 1: 南极电商发展情况.....	1
图 2: 旗下部分品牌.....	1
图 3: 品牌授权及供应链服务模式.....	1
图 4: 营业收入及增速.....	2
图 5: 归母净利润及增速.....	2
图 6: 毛利率变化情况.....	2
图 7: 公司各细分板块毛利率.....	2
图 8: 公司收入构成 (2018 年中报).....	3
图 9: 公司毛利构成 (2018 年中报).....	3
图 10: 公司各年度 GMV 状况.....	3
图 11: 各品牌 GMV 占比 (2018 年三季报).....	3
图 12: 各平台 GMV 占比 (2018 年三季报).....	4
图 13: 2018 半年度旗下品牌各平台 GMV 同比情况.....	4
图 14: 部分股东持股情况.....	4
图 15: 实物商品网上零售额、占比.....	5
图 16: B2C 网络购物市场规模及增长率.....	5
图 17: 网络购物规模构成变化趋势.....	5
图 18: B2C 网络购物市场份额.....	5
图 19: 全国居民人均可支配收入 (元, 累计值).....	6
图 20: 消费者信心指数变化趋势.....	6
图 21: 不同平台移动 APP 活跃用户数趋势.....	7
图 22: 小米商城活跃用户数趋势.....	7
图 23: 南极电商生产商和经销商数量.....	8
图 24: 公司货币化率.....	8
图 25: 2017 年天猫淘宝“内衣/家居服”类目各品牌分布.....	9
图 26: 2017 年天猫淘宝“床上用品”类目各品牌分布.....	9
图 27: 袜子品类销售量 (按双数分, 单位: 万件).....	10
图 28: 袜子品类销售量占比变化趋势 (按双数分).....	10

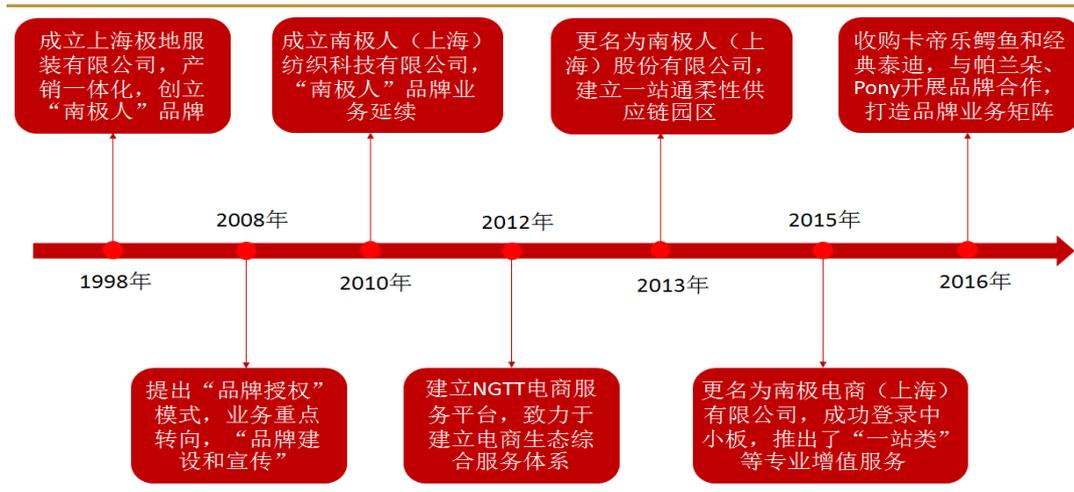
表 目 录

表 1: 部分公司财务比率比较.....	8
表 2: 公司品牌授权产品类目占阿里行业前十名明细.....	9
表 3: 2017 年女士内衣/男士内衣/家居服一级类目下的品牌销售额 TOP10.....	9
表 4: 2017 年床上用品一级类目下的品牌销售额 TOP10.....	10
表 5: 公司当前品牌矩阵.....	11
表 6: 营业收入及成本预测.....	12
表 7: 可比公司估值.....	13
附表: 财务预测与估值.....	14

1 二十年品牌运营经验塑造优质电商服务商

南极电商成立于 1998 年，总部位于上海，经过十多年的成长，于 2015 年重组上市。公司的主营业务为品牌授权及电商服务，基于拥有的品牌矩阵、丰富的电商服务暨供应链服务经验为供应商、经销商提供授权及服务，授权生产、经销的产品主要通过电商渠道进行销售。目前，公司的品牌矩阵包括自有品牌及合作品牌，前者包括南极人、南极人+、南极人 home、卡帝乐鳄鱼、经典泰迪、PONYTIMES 系列商标；后者包括帕兰朵、奥特曼。

图 1：南极电商发展情况



数据来源：西南证券整理

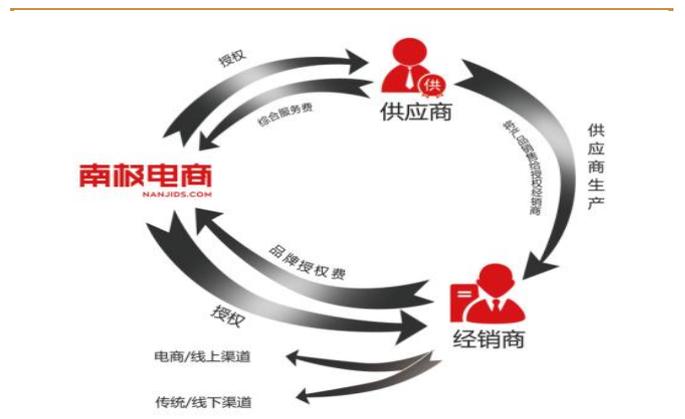
公司的业务模式为：(1) 对符合授权标准的供应商授予其生产旗下品牌特定类目产品的权利，并向其收取综合服务费；(2) 对符合授权标准的经销商授予其销售旗下品牌特定类目产品的权利，并向其收取经销商品牌授权费；(3) 根据授权供应商、授权经销商需求及业务发展需要向其提供资源推介、质量管控、研发设计、流量管理、数据分析与应用等多项有效的供应链服务，提升合作伙伴的经营能力、盈利水平，进而增加合作伙伴对公司品牌及服务的粘性。

图 2：旗下部分品牌



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 3：品牌授权及供应链服务模式

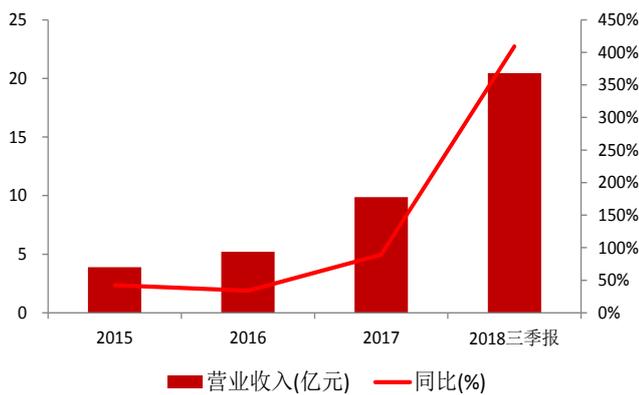


数据来源：公司公告，西南证券整理

1.1 业绩状况：自上市以来业绩高速增长

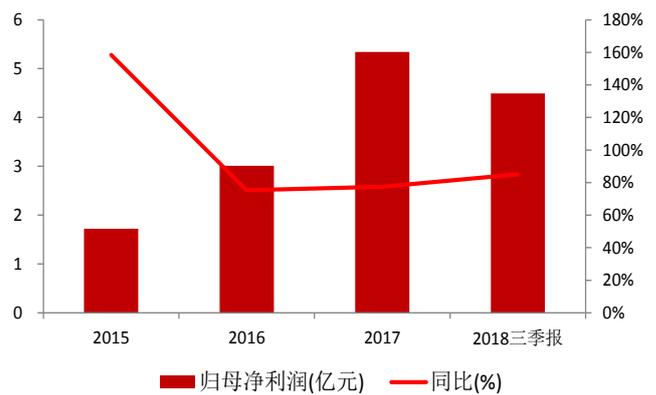
自 2015 年上市以来，公司营收和归母净利润均保持较高的增长速度，2015-2017 年三年营收复合增速为 53.2%，归母净利润复合增速为 99.8%。2018 年前三季度公司实现营业收入 20.5 亿元，同比增长 409.2%，归母净利润 4.5 亿元，同比增长 85%，扣非后归母净利润同比增长 90.5%，公司收入与利润的大幅增长主要源于收购时间互联后新增移动互联网业务，扣除时间互联的业绩影响，预计公司 2018 年营收同比增长在 30% 左右。

图 4：营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：归母净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

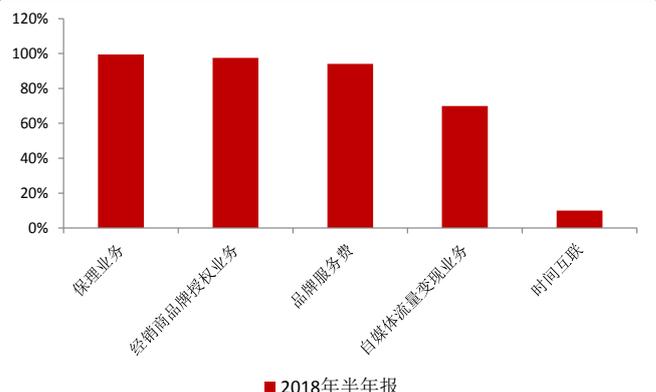
轻资产运营致使毛利率保持较高水平。2014-2016 年公司毛利率持续上升，分别为 58%、72%、87%，而 2017、2018 年三季度报公司毛利逐渐下滑，主要因新增移动互联网业务毛利水平相对较低，扣除移动互联网业务影响，公司主营业务毛利率在 90% 以上。

图 6：毛利率变化情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：公司各细分板块毛利率



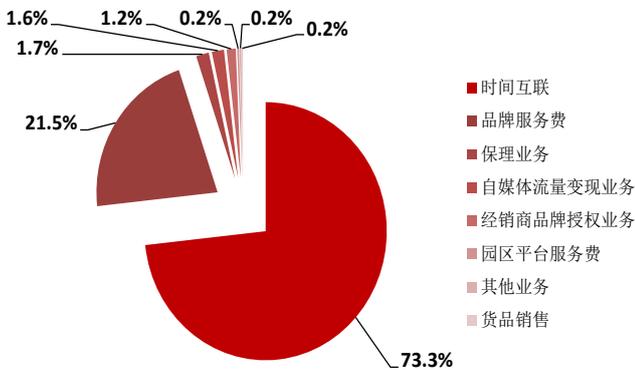
数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 分业务状况：南极人为公司主力品牌，拼多多快速崛起

分业务看，时间互联营收占比较大，品牌服务业务毛利贡献较大。随着时间互联的并表，时间互联已经为公司贡献了较大部分营收，18 年上半年时间互联实现营收 9.0 亿元，占总收入的 73.3%，除此以外，品牌服务费占比 21.5%、保理业务占比 1.7%、自媒体流量变现 1.6%、

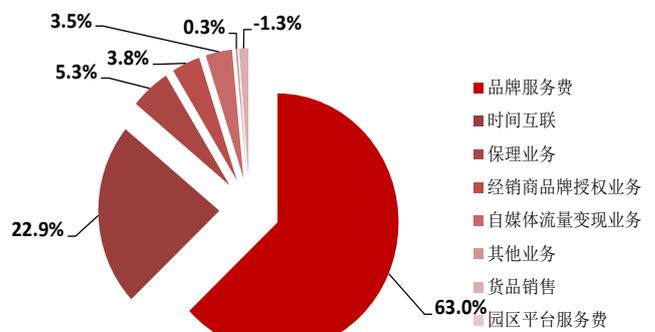
经销商品牌授权 1.2%，而园区平台服务和货品销售都是目前公司正在收缩的业务。但从毛利构成来看，时间互联只贡献了 22.9%的毛利，品牌服务费贡献了 63%，除此以外，保理业务贡献 5.3%、经销商品牌授权贡献 3.8%、自媒体流量贡献 3.5%。

图 8：公司收入构成（2018 年中报）



数据来源：公司公告，西南证券整理

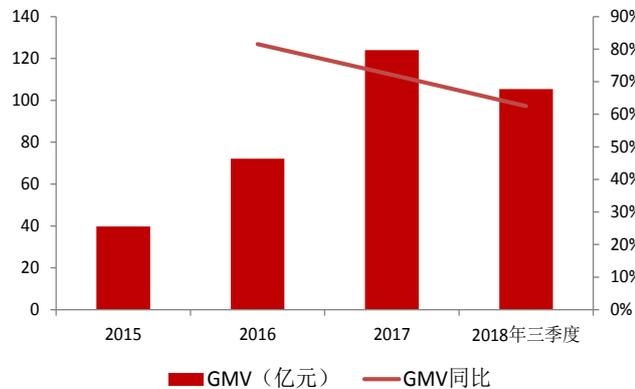
图 9：公司毛利构成（2018 年中报）



数据来源：公司公告，西南证券整理

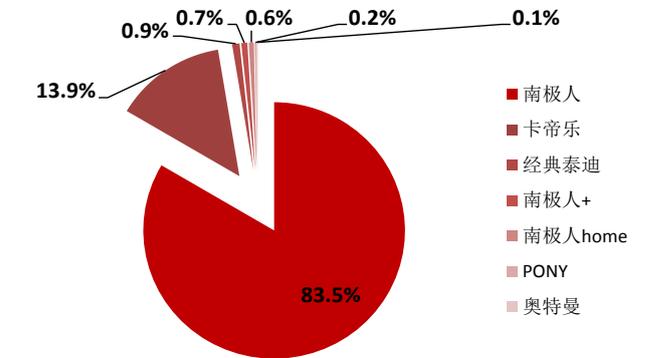
分品牌看，南极人、卡帝乐为公司主力品牌。2015 年来公司 GMV 均保持较高增速，2016、2017、2018 年三季度公司 GMV 增速分别为 82%、72%、63%，截至 2018 年三季度公司授权品牌产品的 GMV 达到 105.4 亿元，其中，南极人品牌实现 GMV88 亿元，占公司整体 GMV 的 83.5%，卡帝乐品牌实现 GMV14.7 亿元，占公司整体 GMV 的 13.9%。

图 10：公司各年度 GMV 状况



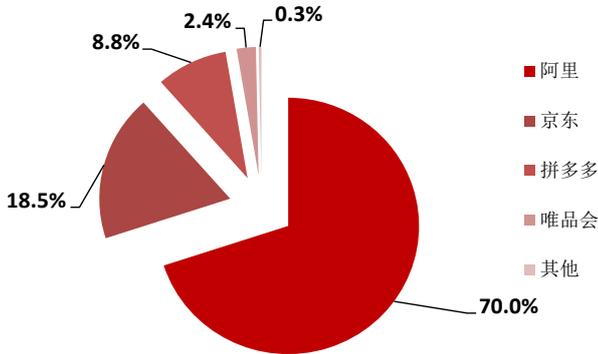
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 11：各品牌 GMV 占比（2018 年三季度）

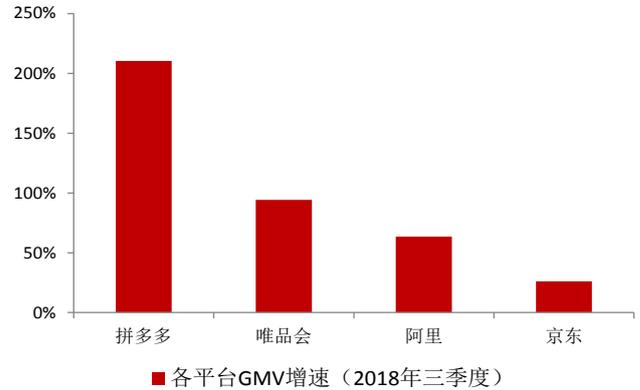


数据来源：公司公告，西南证券整理

分平台看，阿里占比大半壁江山，拼多多平台业务正快速成长。2018 年前三季度公司在阿里、京东、拼多多的 GMV 分别为 73.8 亿元、19.5 亿元和 9.3 亿元，阿里平台 GMV 占比为 70%，京东为 18.5%，拼多多为 8.8%，唯品会为 2.4%，总体来看阿里平台占到公司各品牌 GMV 销售的大半壁江山。不过从增速来看，拼多多平台发展迅速，2018 年前三季度公司阿里、京东、拼多多的 GMV 增速分别为 63.5%、26.1%、210.4%。

图 12: 各平台 GMV 占比 (2018 年三季度)


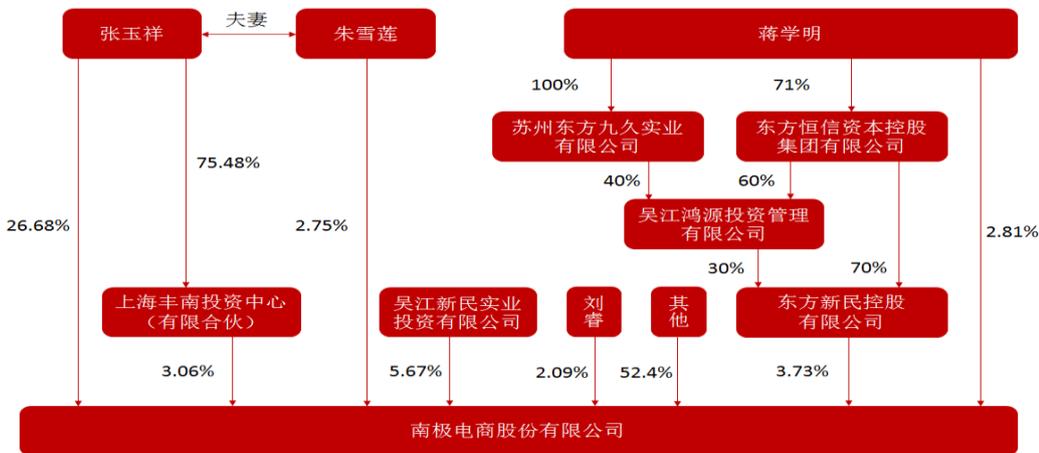
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 13: 2018 半年度旗下品牌各平台 GMV 同比情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

1.3 股权结构: 实控人品牌运营经验丰富

公司实际控制人为张玉祥。张玉祥 1998 年创立南极人品牌, 具备 20 多年品牌经营经验。截至 2018 年三季度, 张玉祥与其妻子共同持有公司 29.4% 的股权, 并通过上海丰南间接持有公司 2.3% 的股权, 合计持有股权 31.7%。东方新民控股有限公司为原借壳企业新民科技的原控股股东, 持有公司 3.7% 股权, 蒋学明为原实控人。

图 14: 部分股东持股情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2 线上增速依然高于线下，新消费升级引发消费理念改革

2.1 电商渠道增速依旧高于线下，龙头企业马太效应明显

我国网上商品零售额虽然增速放缓，但依然高于线下销售。国家统计局数据显示，2018年1-9月我国实物商品网上零售额达4.8万亿元，占社会消费品零售总额的17.5%，同比增长27.7%，而同期社会消费品零售总额同比增长率为9.3%，虽然近年来我国电商增速放缓，但网上零售的发展速度依然高于社会整体消费品零售的发展速度。

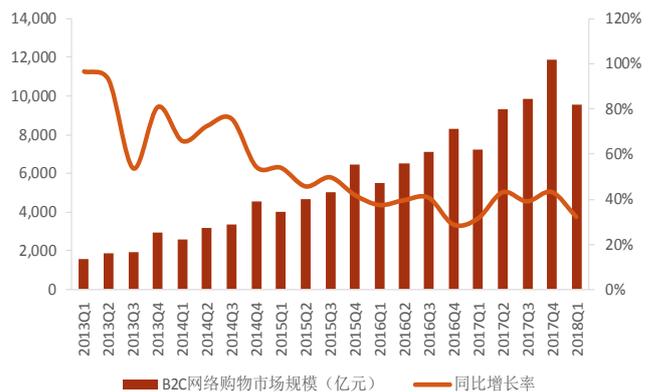
B2C成为网购主流方式，天猫保持行业第一。易观数据显示，2018年一季度我国B2C网络购物市场规模为9528.5亿元，同比增长32.2%，与之前几年相比，增速有所放缓，但依然保持较快增长速度。2013-2017年B2C占网络购物市场份额不断提升，超过C2C成为网购主流方式。其中B2C市场中天猫占59.6%的份额位居行业第一，京东、苏宁易购分别占据25.3%、5%的市场份额，位居第二、第三，行业内前5大企业占据了95.3%的份额，可见市场被几大巨头公司所垄断，天猫占据着一大半市场份额。

图 15: 实物商品网上零售额、占比



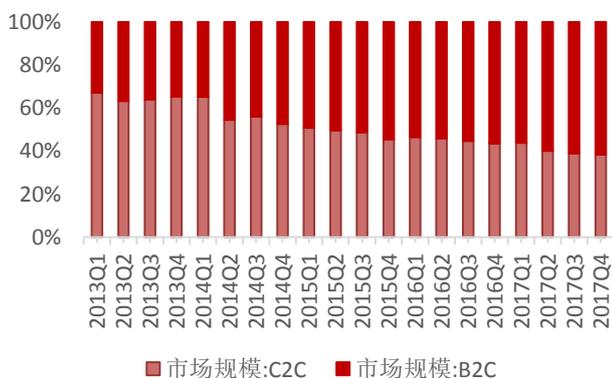
数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

图 16: B2C 网络购物市场规模及增长率



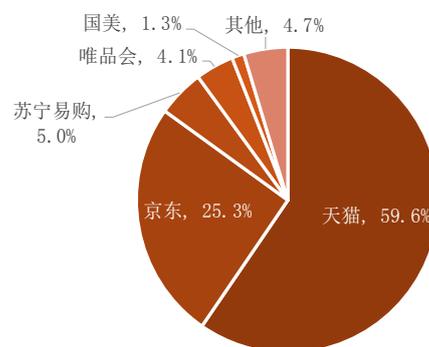
数据来源: Analysys 易观, 西南证券整理

图 17: 网络购物规模构成变化趋势



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 18: B2C 网络购物市场份额



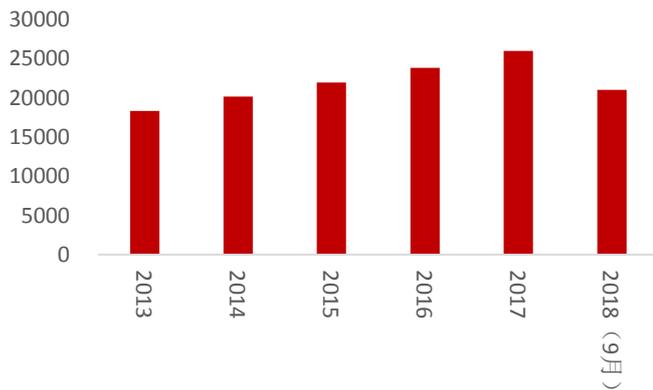
数据来源: Analysys 易观, 西南证券整理

电商资源向头部倾斜，龙头企业马太效应明显。相较于线下实体店，电商平台最大的竞争优势就在于拥有巨大的流量，而如今流量的获取成本水涨船高，很多中小企业在激烈的流量争夺中被逐渐淘汰，而相比普通经销商，核心商家能够享受阿里平台的固定排期、额外资源、流量爆发、品牌联合、活动定制、高端培训与高层圆桌等确定性资源以及品牌曝光，大大提升流量资源，形成品牌营销矩阵。因此龙头企业能够以较低的成本获得高效的转化率，自然形成头部资源集中，马太效应日益明显。

2.2 消费理念改观引领消费能力升级

农村人口购买力逐步增强，消费者信心指数逐步提升。国家统计局数据显示，2018 年前三季度全国居民人均可支配收入 21035 元。其中，城镇居民人均可支配收入 29599 元，增长 7.9%，扣除价格因素，实际增长 5.7%；农村居民人均可支配收入 10645 元，增长 8.9%，扣除价格因素，实际增长 6.8%。农村居民人口虽然暂时人均可支配收入低于城镇人口，但是增长保持较高水平，可以看到农村人口的购买力正在逐步增强，未来不容忽视农村市场及三四线城市的商业价值。与此同时，2018 年 10 月份，消费者信心指数为 119.1，比上月上升 0.6 点。其中，体现消费者对当前形势看法的满意指数为 114.4，比上月上升 0.9 点。

图 19：全国居民人均可支配收入（元，累计值）



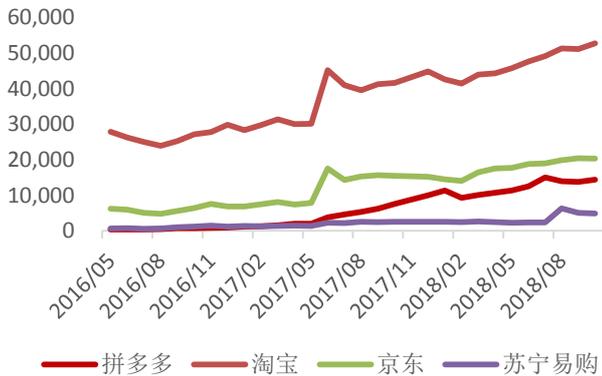
数据来源：Wind，西南证券整理

图 20：消费者信心指数变化趋势



数据来源：Wind，西南证券整理

消费者愈加重视高性价比，消费理念逐步改变。小米生态链以产品品质为导向，提供少 SKU 的高性价比产品；网易严选也是主攻高频次和低价产品。两者商品深受消费者喜爱，可以由此窥见消费者愈加重视高性价比。拼多多也在三四线城市风靡，反映了消费者对于商品品牌价值溢价的期望值趋于合理，大众消费品更加重视性价比。

图 21: 不同平台移动 APP 活跃用户数趋势


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 22: 小米商城活跃用户数趋势


数据来源: Wind, 西南证券整理

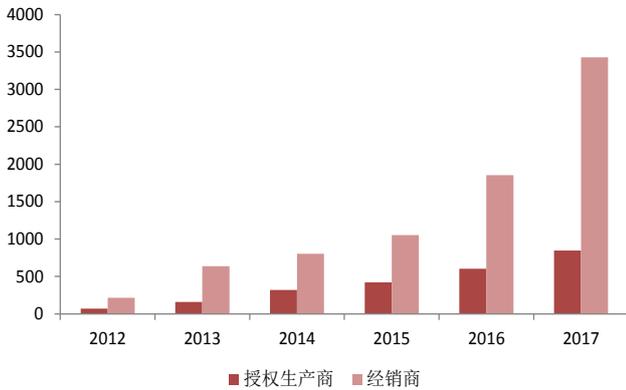
消费从高端化、品牌化升级转为高频次更新换代升级。随着生活水平的提高,很多商品从耐用品转为高频消费品,也就是曾经购买质量高、更换频率极低的产品,转为购买性价比高且购买频率也高的产品。随着日常更换、洗涤的频次增加,以及由补到换的消费习惯转变,这些传统消费品的市场容量在扩大。比如袜子、内裤等产品同质性高,但是款式差别不大,很难有品牌可以将款式创新做到极致,且产品自身价值类似但是品牌附加价值更高的情况下,消费者在购买时更加倾向于购买性价比更高的产品。

3 轻资产模式赋能, 电商新赛道的领跑者

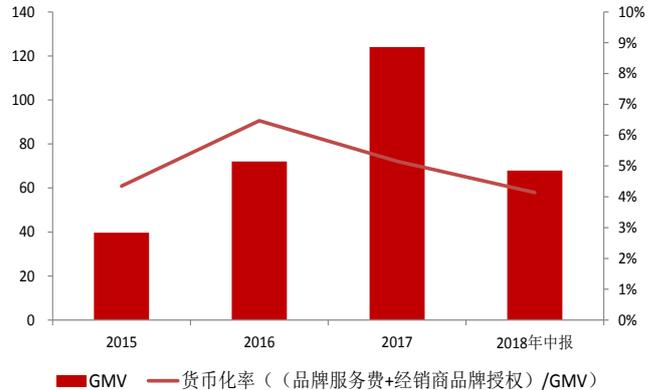
3.1 品牌授权模式改善资产结构

从服装品牌升级为产业生态服务。南极电商前身为南极人,成立于 1998 年,是国内知名内衣品牌,在中国内衣市场占有率和销售量名列前茅,然而风光之后,遭遇市场供求失衡,南极人也陷入了产品体系单一、款式老化、价格混乱、供应链低效等问题。2008 年为了解决重资产等痛点,南极人作出大胆创新,提出了“品牌授权”的商业模式,通过关闭自营工厂,签约并授权供应商合作工厂生产“南极人”品牌的产品,整合过剩的供应链;同时签约合作经销商,授权其销售“南极人”品牌产品。“品牌授权”的商业模式保留了“南极人”品牌这一核心价值,摆脱了生产端和销售端的自营环节,从服装品牌升级为产业生态服务。

南极人紧抓价值链的最高端,降低产能过剩的行业痛点。服装电商产业链中,上下游均存在不同的痛点。对于上游生产厂商而言,存在数量多、竞争激烈、信息不对称、产能过剩等各种问题,因此需要品牌赋能提升竞争力,从而消化库存,提高周转,南极电商基于大数据向供应商推送爆款、提供自主设计产品,使供应商更迅速地感知市场需求,另一方面能够精准嫁接二者供需;而对于下游经销商而言,同样存在产品层次不齐、竞争激烈等问题,南极电商通过大数据分析、线上店铺装修、客服服务培训等使经销商更好地了解电商运营,以较低的成本获得更高效的转化率。南极电商抓住价值链最高端,解决了上游供应商闲置生产能力和下游经销商闲置分销能力的问题,品牌授权提高其核心竞争力,并通过向上下游客户提供“电商综合服务”,提高了整个供应链效率。

图 23: 南极电商生产商和经销商数量


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 24: 公司货币化率


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

南极电商独特的“贴牌+供应链服务”打法获得了高毛利、高周转。扣除移动互联网业务影响, 2018 年上半年公司主营业务毛利率为 90.6%, 其中品牌综合服务业务毛利率高达 94.1%, 对比同样开展品牌授权与线上业务的服装企业海澜之家, 因其仍有自产环节, 2018 年上半年毛利率仅为 40.6%。同时, 轻资产模式使得南极电商现金持有较高、存货与负债较少, 2018 年上半年现金比率为 1.36, 流动比率、速动比率均处于同行较高水平。

表 1: 部分公司财务比率比较

公司名称	毛利率	资产负债率	总资产周转率 (次)	流动比率 (倍)	速动比率 (倍)
南极电商	90.6%	20.7%	0.3	3.0	3.0
报喜鸟	63.0%	34.4%	0.3	1.2	0.7
朗姿股份	57.0%	48.5%	0.2	1.0	0.8
太平鸟	55.5%	40.8%	0.5	2.2	1.2
海澜之家	40.2%	55.1%	0.4	1.4	0.6
森马服饰	38.0%	23.3%	0.4	3.2	2.2
七匹狼	37.5%	31.1%	0.2	2.2	1.8

数据来源: 各公司公告 (数据均以 2018 年半年报财务数据计算, 其中南极电商毛利率为排除时间互联并表影响后数据), 西南证券整理

3.2 品牌建设见成效, 南极人稳居行业龙头

南极电商旗下主要有三类品牌: 一是传统品牌, 如南极人系列 (南极人、南极人+、南极人 home)、卡帝乐鳄鱼; 二是 IP 品牌, 主要为精典泰迪; 三是 CP 品牌, PONY 系列, 主要包括 PONYTIMES、PONYCOLLECTION 等。南极电商借用“传统品牌+IP 品牌+IC 品牌”的品牌矩阵, 采用低价策略, 以较少的推广费用抢占淘宝的白牌市场。

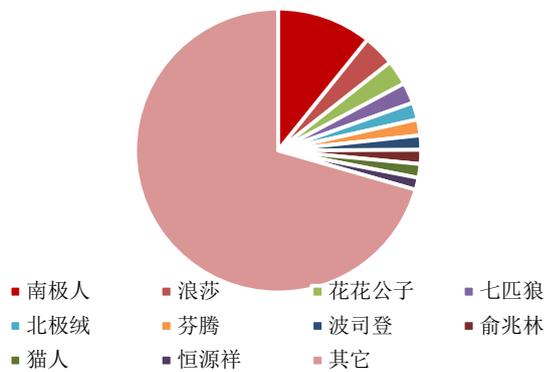
公司品牌采用多品类发展策略, 追求覆盖不同的消费人群、满足大部分日常生活的基本需求的目标。目前, 公司品牌建设已见成效, 南极人、卡帝乐等优秀品牌在各细分领域中均处于领先地位。以阿里平台为例, 公司多达 53 个细分产品类目的 GMV 居行业前十名, 其中 16 个二级类目中排名第一, 9 个二级类目排名第二、5 个二级类目排名第三; 前十名类目中南极人 48 个, 卡帝乐鳄鱼 6 个。南极人的内裤、文胸、休闲裤、衬衣、床单、蚊帐、枕芯、被套、手套、儿童居家服、儿童内衣; 卡帝乐鳄鱼的拉杆箱、钱包、低帮鞋、帆布鞋等产品持续保持细分类目的优势地位。

表 2: 公司品牌授权产品类目占阿里行业前十名明细

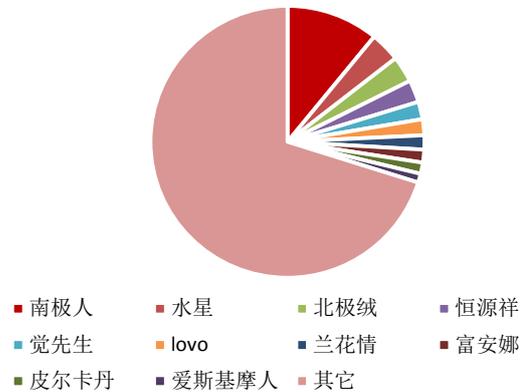
品牌	第一名	第二名	第三名	第四-第十名
南极人	床品用品、手套、内衣内裤、裤子、抹胸、电热毯、热水袋、保健护具	抱枕、床垫、凉席、儿童裤子、孕妇用内衣内裤、袜子、家居服、保暖用品、家用保健器材	儿童内裤、床上用品、针织衫/毛衣、吊带/背心/T恤、防护用品	坐垫、毛巾、毛毯、鞋包皮带配件、儿童家居服、婴儿礼盒、罩衣、袜子、家居服、孕妇裤、裤子、T恤、衬衣、背心、卫衣、文胸、毛球修剪
卡帝乐鳄鱼	-	-	-	低帮鞋、帆布鞋、凉席、腰带、拉杆箱、钱包

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

内衣和家纺是公司最大、也是最强的两个品类, 我们选取了内衣/家居服、床上用品两个一级类目对南极人品牌在阿里平台的业务排名进行进一步分析。

图 25: 2017 年天猫淘宝“内衣/家居服”类目各品牌分布


数据来源: IBBB 数据雷达, 西南证券整理

图 26: 2017 年天猫淘宝“床上用品”类目各品牌分布


数据来源: IBBB 数据雷达, 西南证券整理

(1) IBBB 数据雷达数据显示, 内衣/家居服品类中, 2017 年南极人品牌销售额为 85.9 亿元, 占比 10.7%, 位居全品牌第一, 是第二名浪莎的 3 倍, 处绝对领先地位。该类目中销售额排行前五的细分品类分别为内裤、睡衣/家居服、袜子、文胸、保暖套装, 销售占比为 21.3%、18.7%、16.1%、16.0%、9.8%。在二级类目-内裤市场, 2017 年南极人品牌销售额为 45.6 亿元, 占全网销售额的 23.2%, 位居第一; 睡衣/家居服套装市场, 2017 年南极人品牌销售额为 3.2 亿元, 位居全网第三; 袜子市场, 2017 年南极人品牌销售额 11.4 亿元, 位居全网第二; 文胸市场, 2017 年南极人品牌销售额 2.4 亿元, 位居全网第四; 保暖套装市场, 2017 年南极人品牌销售额 18.7 亿元, 位居全网第一。

表 3: 2017 年女士内衣/男士内衣/家居服一级类目下的品牌销售额 TOP10

品类	第一名	第二名	第三名	第四-第十名
内衣/家居服	南极人	浪莎	花花公子	七匹狼、北极绒、芬腾、波司登、俞兆林、猫人、恒源祥
内裤	南极人	花花公子	七匹狼	浪莎、美·雅·挺、猫人、健丹鸟、彼尔丹、dfhru·htdryu、红豆
睡衣/家居服	芬腾	汀伊兰	南极人	向薇、贝妍、顶呱呱、好福份、北极绒、法黛琪、依鹭鑫
袜子	浪莎	南极人	梦娜	宝娜斯、花花公子、品彩、悠素、S 你、七匹狼、朵婷
文胸	曼妮芬	珀依兰	古今	南极人、伊卓蒂、都市丽人、玫瑰柏拉图、夏娃之秀、千奈美、润微
保暖套装	南极人	波司登	猫人	北极绒、花花公子、恒源祥、七匹狼、俞兆林、顶呱呱、三枪

数据来源: IBBB 数据雷达, 西南证券整理

(2) IBBB 数据雷达数据显示, 床上用品品类中, 2017 年南极人品牌销售额为 45.7 亿元, 占比 10.9%, 位居全品牌第一。该类目中销售额排行前五的细分品类分别为床品套件、枕头、蚊帐、凉席、床垫, 销售占比分别为 43.4%、11.8%、9.4%、8.6%、7.5%, 而南极人品牌在这五类细分市场中, 销售额均位居全网第一。

表 4: 2017 年床上用品一级类目下的品牌销售额 TOP10

品类	第一名	第二名	第三名	第四-第十名
床上用品	南极人	水星	北极绒	恒源祥、觉先生、lovo、兰花情、富安娜、皮尔卡丹、爱斯基摩人
床品套件	南极人	水星	北极绒	lovo、觉先生、富安娜、炫耀水星、沃尔梦、恒源祥、多喜爱
枕头	南极人	紫罗兰	佳奥	北极绒、睡眠博士、艾唯美、福满园、富安娜、dayjoy、厚道
蚊帐	南极人	金喜路	觉先生	艳阳天、圣香阁、盛夏缙舞、美朵嘉、欧拉朵、北极绒、皮尔卡丹
凉席	南极人	觉先生	老席匠	恒源祥、雅星、水星、朵罗塔家纺、简森、黄古林、爱斯基摩人
床垫	南极人	名莎	北极绒	歌林施、royallatex、喜兹、爱斯基摩人、throyal、朵罗塔家纺、俏英娜

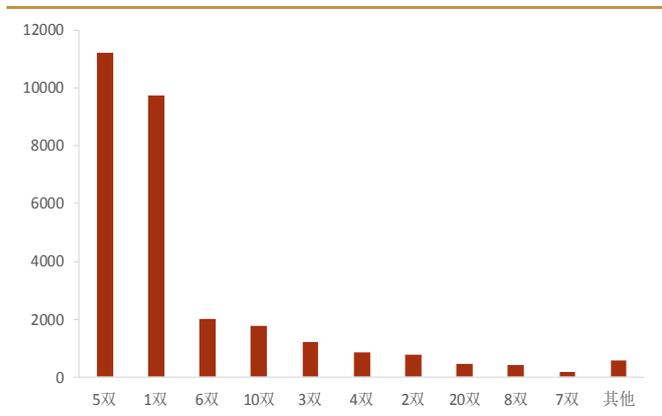
数据来源: IBBB 数据雷达, 西南证券整理

3.3 聚焦新快消战略, 紧跟高频交易市场趋势

低价抢占电商的白牌市场。“新快消品”是指随着民众对于卫生保健的需求上升, 过去低频购买转变为中、高频购买的消费品。公司在电商渠道聚焦标品、新快消品, 在“中频消费、高频消费”的标准品领域打造优质低价的国产好货标杆。公司部署“新快消品战略”主要体现在两个方面: 1) 选品, 公司放弃个性化产品, 选取以家纺、内衣等消费频次较高的大众化、标准化产品为主, 从而获取规模效应。2) 定价, 将产品价格卡位该品类消费最集中的价格带, 凭借自己的品牌优势, 采用低价策略以较少的推广费用抢占白牌/杂牌市场。

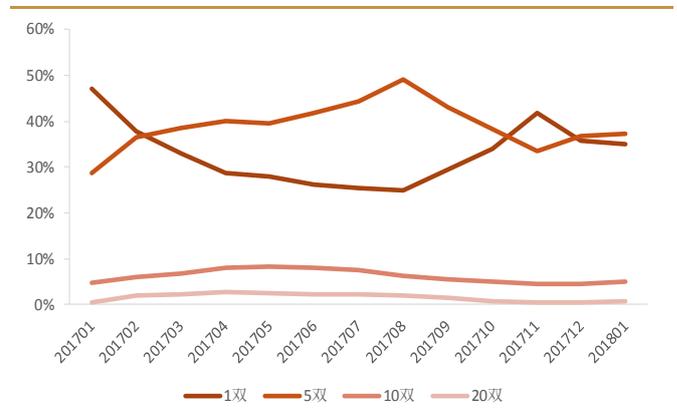
高频消费是市场发展的趋势。以阿里平台的袜子为例, 2016 年 1 双为 1 单的商品销售量最高, 占全网销量的 45.5%; 而 2017 年销量最高的商品为 5 双 1 单, 占全网销量的 38.5%。与此同时, 10 双、20 双为 1 单的商品销量也正快速上升, 2018 年 1 月销量分别为 119 万单、16 万单, 同比增长 79%、103.5%。公司抓住高频的消费趋势, 强调商品的快消属性。我们通过淘宝网调查发现, 目前南极人品牌销量排行前 50 的袜子品类宝贝中 72% 是 10 双或以上为一单。

图 27: 袜子品类销售量 (按双数分, 单位: 万件)



数据来源: IBBB 数据雷达, 西南证券整理

图 28: 袜子品类销售量占比变化趋势 (按双数分)



数据来源: IBBB 数据雷达, 西南证券整理

3.4 品类扩张打造独角兽，收购合作完善生态圈

经营品类持续拓展。近年来公司一边深耕“南极人”品牌，打造电商服务平台，一边不断扩充品类，通过收购知名品牌完善产品生态。2016 年公司以 5.9 亿元收购卡帝乐鳄鱼，扩充了鞋品、箱包皮具等多个运营品类；2017 年公司收购知名 IP 品牌经典泰迪，弥补“南极人”品牌在儿童群体中影响力的短板。通过品牌收购，公司在更多品类实现品牌布局，持续增强南极电商品牌影响力。未来，公司将继续坚定不移地对细分市场龙头品牌采取合资并购，计划用 3-5 年的时间打造 5-6 个中国生活百货用品的百亿级独角兽。

表 5：公司当前品牌矩阵

	南极人	南极人+	南极人 Home	卡帝乐	经典泰迪	PONYTIMES	帕兰朵	奥特曼
生活小电器	√							
居家日用	√							
汽车用品	√							
男装	√	√		√				
床上用品	√		√	√				
内衣	√			√				
鞋品				√				√
箱包服饰				√				
童装	√				√		√	√
母婴	√				√			
寝居服饰					√			
彩妆						√		
护肤						√		
美妆工具						√		
饰品						√		
女装	√						√	
户外							√	
家纺							√	

数据来源：公司公告，西南证券整理

收购时间互联提升公司品牌价值。南极电商作为一家现代综合服务提供商，其业务主要涉及品牌授权服务、电商生态综合服务、柔性供应链园区服务、专业增值服务、货品销售业务等。其中，品牌价值是品牌授权的基础，因此公司坚持与推行多种营销方案，积极致力于提高品牌知名度和价值。而广告投放效率对提升上市公司品牌知名度，节约营销成本而言十分关键。2017 年公司收购移动互联网营销领域的优质企业时间互联，通过融合时间互联的移动互联网基因，显著增强公司在商业领域及消费领域的变现能力；同时借助时间互联丰富且优质的媒体资源，拓宽了公司在移动端的品牌营销活动，从而实现公司“造品牌、建生态”的战略思想，提高了南极电商品牌影响力与品牌价值，增强了品牌授权服务的盈利能力。2018 年上半年公司品牌综合服务业务实现营收 2.7 亿元，同比增长 40.4%，增长率比上年同期高出 2.3pp。

4 盈利预测与估值

假设 1: 公司占比较高的业务分别为品牌综合服务费、时间互联、经销商品品牌授权业务。预计品牌综合服务业务 2018-2020 年销量增速分别为 30%、25%、20%，毛利率保持稳定；经销商品品牌授权业务 2018-2020 年销量增速分别为 200%、150%、100%，毛利率保持稳定。

假设 2: 公司货品销售、园区平台服务业务因经营战略调整，将是公司逐步收缩的业务。

假设 3: 时间互联主营业务发展稳定，增长迅速，考虑并表因素（2017 年只并进来 2 个月），2018 年给公司带来的营收增速会较大，2019、2020 年收入增速符合收购时预期，预计 2019-2020 年的销量增速分别为 40%、30%，毛利率保持稳定。

表 6: 营业收入及成本预测

业务	项目	2017	2018E	2019E	2020E
品牌综合服务业务	营业收入 (百万元)	621.8	808.3	1,010.4	1,212.5
	YoY	35.3%	30.0%	25.0%	20.0%
	营业成本 (百万元)	32.0	48.5	60.6	72.7
	毛利率	94.9%	94.0%	94.0%	94.0%
时间互联	营业收入 (百万元)	239.4	2,000.0	2,800.0	3,640.0
	YoY			40.0%	30.0%
	营业成本 (百万元)	206.6	1,726.4	2,417.0	3,142.1
	毛利率	13.7%	13.7%	13.7%	13.7%
货品销售	营业收入 (百万元)	31.5	2.0	0.0	0.0
	YoY	63.0%	--	---	--
	营业成本 (百万元)	30.3	7.0	0.0	0.0
	毛利率	3.8%	--	--	--
自媒体流量变现业务	营业收入 (百万元)	30.6	61.2	91.8	119.4
	YoY	3150.2%	100.0%	50.0%	30.0%
	营业成本 (百万元)	17.1	30.6	45.9	59.7
	毛利率	44.0%	50.0%	50.0%	50.0%
保理业务	营业收入 (百万元)	25.4	43.2	60.4	72.5
	YoY	97.2%	70.0%	40.0%	20.0%
	营业成本 (百万元)	0.3	0.4	0.6	0.7
	毛利率	99.0%	99.0%	99.0%	99.0%
经销商品品牌授权业务	营业收入 (百万元)	17.4	52.3	130.7	261.3
	YoY	168.4%	200.0%	150.0%	100.0%
	营业成本 (百万元)	1.5	4.2	10.5	20.9
	毛利率	91.2%	92.0%	92.0%	92.0%
园区平台服务业务	营业收入 (百万元)	7.5	6.0	5.4	5.1
	YoY	-53.7%	-20.0%	-10.0%	-5.0%
	营业成本 (百万元)	1.0	0.6	0.5	0.5
	毛利率	86.2%	90.0%	90.0%	90.0%

业务	项目	2017	2018E	2019E	2020E
其他服务	营业收入 (百万元)	12.2	13.4	14.8	16.3
	YoY	122.9%	10.0%	10.0%	10.0%
	营业成本 (百万元)	6.3	9.4	10.3	11.4
	毛利率	48.5%	30.0%	30.0%	30.0%
合计	营业收入 (百万元)	985.8	2,986.4	4,113.5	5,327.0
	YoY	89.2%	202.9%	37.7%	29.5%
	营业成本 (百万元)	295.2	1,827.2	2,545.5	3,308.1
	毛利率	70.1%	38.8%	38.1%	37.9%

数据来源: wind, 西南证券

预计公司 2018-2020 年归母净利润增长率分别为 60%、33.1%、26.6%，EPS 分别为 0.35/0.46/0.59 元,当前股价对应 PE 分别为 22/17/13 倍,考虑到公司品牌竞争力持续加强、GMV 增长迅速,首次覆盖给予“增持”评级。

表 7: 可比公司估值

代码	证券简称	总市值 (亿元)	市盈率 PE		
			TTM	18E	19E
002024.SZ	苏宁易购	987.80	10.22	14.28	31.22
002640.SZ	跨境通	195.53	18.04	15.95	11.57
000564.SZ	供销大集	172.42	15.01	7.79	6.43
002419.SZ	天虹股份	140.56	15.62	15.59	13.32
002127.SZ	南极电商	188.78	25.48	20.83	15.24
平均		--	16.87	14.89	15.56

数据来源: wind, 西南证券整理

5 风险提示

品牌 GMV 发展或不及预期; 电商平台整体收入增速或不及预期; 时间互联经营或不达预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	985.79	2986.39	4113.47	5327.04	净利润	535.61	856.66	1140.38	1442.91
营业成本	295.20	1827.17	2545.51	3308.09	折旧与摊销	2.97	7.36	7.36	7.36
营业税金及附加	5.61	17.00	23.42	30.33	财务费用	-8.70	7.96	5.21	3.78
销售费用	31.00	59.73	102.84	159.81	资产减值损失	12.51	24.00	30.00	35.00
管理费用	59.98	89.59	123.40	159.81	经营营运资本变动	111.10	-1131.04	-512.58	-521.64
财务费用	-8.70	7.96	5.21	3.78	其他	-115.70	-34.00	-38.28	-44.75
资产减值损失	12.51	24.00	30.00	35.00	经营活动现金流净额	537.79	-269.06	632.09	922.65
投资收益	10.34	7.00	8.00	9.00	资本支出	-1288.37	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	1171.72	7.00	8.00	9.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-116.65	7.00	8.00	9.00
营业利润	600.38	967.94	1291.10	1639.22	短期借款	65.50	-65.50	0.00	0.00
其他非经营损益	24.79	31.97	39.97	44.97	长期借款	179.42	0.00	0.00	0.00
利润总额	625.17	999.91	1331.07	1684.19	股权融资	2171.75	0.00	0.00	0.00
所得税	89.56	143.25	190.69	241.27	支付股利	0.00	-106.86	-171.01	-227.68
净利润	535.61	856.66	1140.38	1442.91	其他	-1850.09	1209.36	-5.21	-3.78
少数股东损益	1.32	1.60	2.00	2.00	筹资活动现金流净额	566.58	1037.00	-176.22	-231.45
归属母公司股东净利润	534.29	855.06	1138.38	1440.91	现金流量净额	987.57	774.94	463.87	700.20
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1461.20	2236.14	2700.01	3400.21	成长能力				
应收和预付款项	729.38	1980.92	2654.92	3388.42	销售收入增长率	89.22%	202.94%	37.74%	29.50%
存货	12.61	-1.67	-0.45	1.31	营业利润增长率	74.84%	61.22%	33.39%	26.96%
其他流动资产	71.12	89.59	123.40	159.81	净利润增长率	76.73%	59.94%	33.12%	26.53%
长期股权投资	13.80	13.80	13.80	13.80	EBITDA 增长率	77.14%	65.35%	32.59%	26.59%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	3.82	1.95	0.08	-1.79	毛利率	70.05%	38.82%	38.12%	37.90%
无形资产和开发支出	1455.26	1449.87	1444.48	1439.09	三费率	8.35%	5.27%	5.63%	6.07%
其他非流动资产	73.33	73.24	73.14	73.04	净利率	54.33%	28.69%	27.72%	27.09%
资产总计	3820.52	5843.84	7009.38	8473.89	ROE	17.56%	17.07%	19.04%	20.03%
短期借款	65.50	0.00	0.00	0.00	ROA	14.02%	14.66%	16.27%	17.03%
应付和预收款项	221.12	461.32	636.57	824.84	ROIC	34.90%	33.30%	31.88%	34.24%
长期借款	179.42	179.42	179.42	179.42	EBITDA/销售收入	60.32%	32.92%	31.69%	30.98%
其他负债	304.43	183.99	204.91	265.92	营运能力				
负债合计	770.47	824.73	1020.90	1270.18	总资产周转率	0.34	0.62	0.64	0.69
股本	1636.58	2454.87	2454.87	2454.87	固定资产周转率	235.03	1035.23	4055.31	-6222.65
资本公积	1480.83	662.54	662.54	662.54	应收账款周转率	2.48	3.23	2.64	2.66
留存收益	1123.01	1871.21	2838.58	4051.82	存货周转率	5.63	168.88	1164.28	1130.28
归属母公司股东权益	3021.17	4988.63	5955.99	7169.23	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.28%	—	—	—
少数股东权益	28.89	30.49	32.49	34.49	资本结构				
股东权益合计	3050.05	5019.11	5988.48	7203.72	资产负债率	20.17%	14.11%	14.56%	14.99%
负债和股东权益合计	3820.52	5843.84	7009.38	8473.89	带息债务/总负债	31.79%	21.76%	17.57%	14.13%
					流动比率	3.86	6.68	6.52	6.38
					速动比率	3.83	6.69	6.52	6.38
					股利支付率	0.00%	12.50%	15.02%	15.80%
业绩和估值指标					每股指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	594.65	983.25	1303.66	1650.35	每股收益	0.22	0.35	0.46	0.59
PE	35.33	22.08	16.58	13.10	每股净资产	1.23	2.03	2.43	2.92
PB	6.25	3.78	3.17	2.63	每股经营现金	0.22	-0.11	0.26	0.38
PS	19.15	6.32	4.59	3.54	每股股利	0.00	0.04	0.07	0.09
EV/EBITDA	19.00	17.03	12.49	9.44					
股息率	0.00%	0.57%	0.91%	1.21%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	15558686883	15558686883	ybz@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄(广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn