

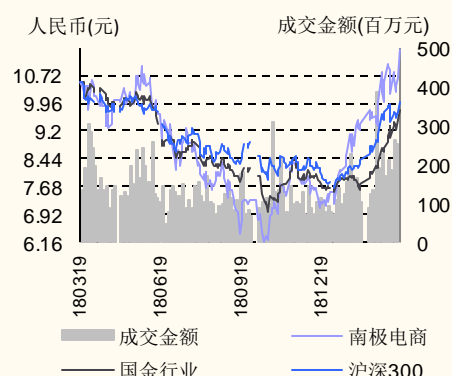
南极电商 (002127.SZ) 买入 (维持评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 11.45 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	16,917.99
总市值 (百万元)	198,146.55
年内股价最高最低 (元)	11.72/8.57
沪深 300 指数	4006.72
深证成指	11367.62



相关报告

- 1.《核心竞争力持续凸显，全年归母净利润同增 66%，符合业绩指引...》，2019.2.28
- 2.《南极电商：18Q1-Q3 归母净利润 +85.0%YOY, GMV...》，2018.10.21
- 3.《南极电商拟回购部分股份用于股权激励，彰显公司长期发展信心-南...》，2018.9.18
- 4.《南极电商 18 半年报点评：净利 +109%YOY, GMV+62%...》，2018.8.24
- 5.《南极电商一季报点评：营收 GMV 双高增长，货币化率企稳，品牌力...》，2018.4.26

吴劲草 分析师 SAC 执业编号: S1130518070002
wujc@gjzq.com.cn

郑慧琳 联系人
zhenghui@gjzq.com.cn

南极电商——从“中国制造”到“中国品牌”，整合巨量白牌市场，星辰大海还在前方——国金“国牌崛起”系列报告之二

公司基本情况 (人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益 (元)	0.196	0.327	0.363	0.496	0.664
每股净资产 (元)	3.68	7.24	9.38	12.29	16.20
每股经营性现金流 (元)	1.10	1.29	1.26	2.05	2.97
市盈率 (倍)	58.64	37.33	31.54	23.09	17.25
净利润增长率 (%)	75.27%	77.47%	66.77%	36.56%	33.86%
净资产收益率 (%)	19.63%	17.69%	22.78%	23.73%	24.11%
总股本 (百万股)	1,538.26	1,636.58	2,454.87	2,454.87	2,454.87

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 中国商业文化有着非常特殊的地方，南极能够高效地借助这些商业文化而崛起。零散的供给和零散的需求，复杂的城市层级，世界上最普及的电商系统，是中国商业文化最特殊的几点，而南极电商作为定位省心型用户的国民大品牌，也是能够最高效的吃透这些特殊商业文化，从而实现崛起的。
- 从“中国制造”到“中国品牌”，国牌崛起，标品先行。中国巨量的人口，保证了其足够的需求和足够强的供给，“中国制造”世界闻名，但很多优质产能却因为没有良好的品牌合作，形成了非常特殊的“白牌市场”，而南极电商通过去中心化电商的模式，非常高效地对接零散的供给与需求，国牌崛起，标品先行，白牌市场的整合，是“中国品牌”崛起的重要机会。
- 头部品牌获得的搜索加权优势会持续增强，去中心化高效的反馈机制，持续快速的发展。南极电商至 2018 年全年已经超过 200 亿的 GMV，仍处在快速发展的道路上，作为多个品类的头部品牌，南极获得的电商搜索加强优势资源会持续增强，加上去中心化的高效反馈机制，也保证了体系内低存货风险运行，降低了整个体系快速扩张的风险。我们认为，未来南极电商将会持续快速发展。从增长动力来看，主要是三部分——①电商基础平台的增长，②优势品类市占率的提升，③新品类的扩张。
- 电商品牌具有更强的马太效应，优秀的规模和广泛的社会认知度，国民品牌价值持续凸显。南极电商不是一个营销公司，也不是平台渠道商，其本质上是和耐克，优衣库一样的品牌商。而电商品牌的马太效应是强于线下品牌的，大众和中端产品的线上渗透率和集中度还会进一步增长，购买频率也有望继续提升。作为品牌商，优秀的规模和广泛的社会认知度，是南极作为国民快消品牌重要壁垒，其价值会在未来持续凸显。

投资建议

- 我们认为，现在 200 亿 GMV 仅仅是南极电商征程的前半程，未来南极电商还有更为广阔的空间。预计未来 2-3 年，南极电商 GMV 复合增长率超过 35%，预计 2018-2020 年，公司归母净利润分别为 8.9/12.2/16.3 亿，对应 PE 分别为 32/23/17x 维持买入评级，目标价 15 元。
- 风险提示：阿里巴巴的搜索权重规则改变可能会对其经营产生影响，单季度增长有可能会慢于预期，整体电商增速可能会放缓。

内容目录

1.什么是新零售？对接零散的供给和需求，这就是新零售！广阔的白牌市场是星辰大海	4
1.1 中国商业文化的基本盘有怎样的特殊性？	4
1.2 巨量的零散需求和零散供给，对接零散的供给和需求就是新零售，孕育着巨大投资机会	5
1.3“白牌市场”前方是星辰大海，是“中国制造”转向“中国品牌”的重要土壤.....	7
2.电商，是一场思维和逻辑方式的变革，这场变革的影响是极其深远的——零散需求的整合	9
2.1 电商是改变中国消费的核心变量，依然有着快速的增速	9
2.2 电商，不仅仅是渠道变革，而是一场思维和逻辑上的变革，品类和集中度也会随之变革	9
3.南极电商的模式——去中心化的“品牌联盟”，最大效率发挥电商的优越性	11
3.1 模式的变革是第一步，最大效率发挥电商品牌的优越性	11
3.2 规模和认知度，是南极重要的壁垒.....	13
4.星辰大海，还在前方——论南极电商未来的增长空间.....	16
5.国牌崛起，标品先行，“日本优衣库”和“中国南极人”	18

图表目录

图表 1：我国有近 3000 个县级行政区，约 40000 个乡镇级行政区	4
图表 2：中国线上商品零售额占社零总额比.....	5
图表 3：美国网络零售额占比.....	5
图表 4：全国 75%地区的居民，月人均可支配收入没有超过 2500 元.....	5
图表 5：部分仿造鞋在质量测试中指标表现甚至好于正品鞋.....	6
图表 6：淘宝一条街，整条街都是给网店供货的，没有固定品牌的工厂店.....	7
图表 7：也有部分工厂店直接向消费者发货.....	8
图表 8：社零线上部分增速迅猛.....	9
图表 9：中国线上商品零售额占社零总额比.....	9
图表 10：电商不仅仅会改变渠道，还会改变品类和集中度.....	10
图表 11：南极电商商业模式——“品牌聚合联盟”	11
图表 12：电商卖家希望找到强有力的品牌进行合作.....	12
图表 13：传统中心化品牌运营模式.....	13
图表 14：南极电商 GMV 持续高增长.....	13
图表 15：悦己型消费者 vs 省心型消费者.....	14
图表 16：过去 13 个月“内衣”品类前十名品牌排名.....	14
图表 17：过去 13 个月“床上用品”品类前十名品牌排名.....	15
图表 18：过去 13 个月“电热毯”品类前十名品牌排名.....	15

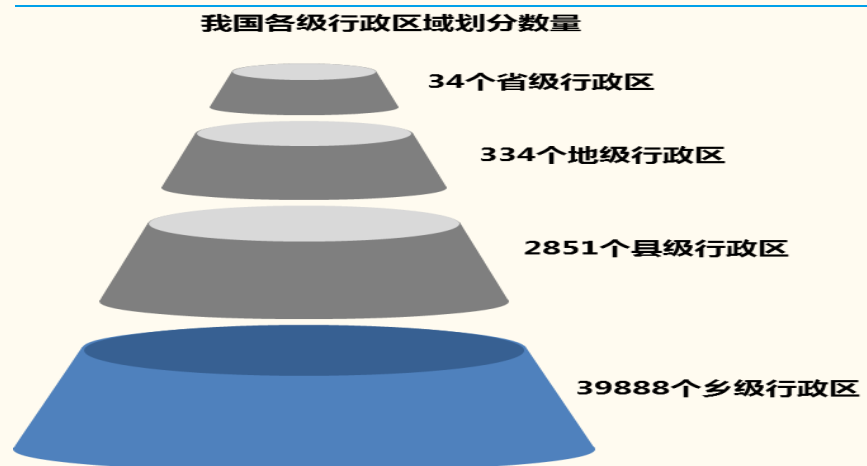
图表 19: 过去 13 个月“男装”品类前十名品牌排名.....	15
图表 20: 过去 13 个月“旅行箱”品类前十名品牌排名.....	16
图表 21: 小米, 严选, 南极覆盖 IP 数.....	16
图表 22: 线上社零增速快, 而南极电商的整体增速显著快线上于社零增速...	17
图表 23: 南极人内衣相关品类市占率变化情况.....	18
图表 24: 南极人电热毯市占率变化情况.....	18
图表 25: 卡帝乐鳄鱼行李箱市占率变化情况.....	18
图表 26: 卡帝乐行李箱.....	18

1.什么是新零售？对接零散的供给和需求，这就是新零售！广阔的白牌市场是星辰大海

1.1 中国商业文化的基本盘有怎样的特殊性？

- 所有伟大的消费品公司，都一定是吃透了某种商业文化的公司。如果说中国最重要的商业文化特殊性，我们认为是四点：①庞大的人口所支撑的巨量的需求，②复杂无比的城市层级和需求层级，③全世界最普及的电商文化，④现阶段还是一个发展中国家。理解并顺应这些商业文化特点，是一个伟大消费品公司的基础特质。
- ①人口最多的国家，需求足够充足。中国是世界上人口最多的国家，有 13 亿以上的人口，巨量的人口保证了中国的消费需求基础。中国的消费需求是足够的，无数巨头，不论是海外宝洁，可口可乐等公司，国内的格力，茅台等公司，都证明过中国市场是可以取得巨大成功的。根本性的问题，在于如何挖掘这些消费需求。
- ②复杂无比的城市层级。中国广袤的土地上的城市层级结构，是无比复杂的，34 个省级行政区，334 个地级行政区，2851 个县级行政区，39888 个乡级行政区。这也是让很多很早就进入中国的国际品牌头疼的问题，从经销，存货管理，人员管理上，在低线城市，总有力所不逮的地方。

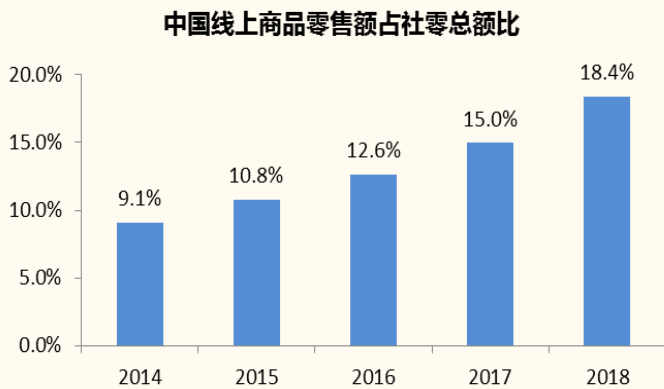
图表 1：我国有近 3000 个县级行政区，约 40000 个乡级行政区



来源：国家统计局，国金证券研究所

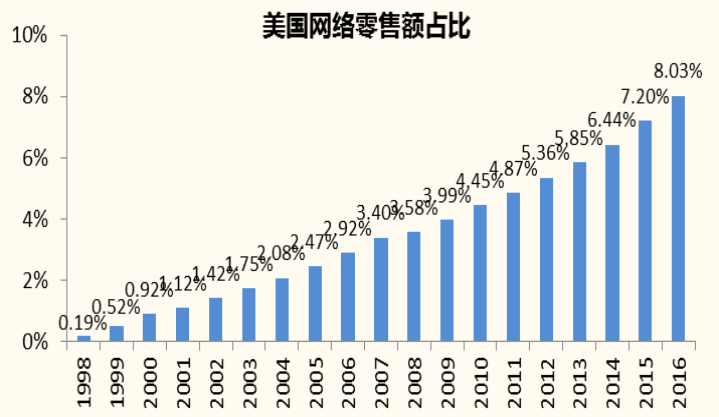
- ③全世界最普及的电商文化。很多人可能没有意识到，中国的电商行业，现在就是世界 No.1。至 2018 年底，中国的整体电商渗透率为 18.4%，而相比而言，美国的电商渗透率，在 2016 年，仅为 8%，预计至 2018 年底还不到 10%。

图表 2：中国线上商品零售额占社零总额比



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 3：美国网络零售额占比



来源：wind，国金证券研究所

- ④中国现在依然是一个发展中国家。尽管近年来，我国人民生活水平有了很大的提升，但是必须承认，现在我们依然是一个发展中国家。75%地区的居民，月人均可支配收入没有超过 2500 元。2018 年，全国人民可支配收入为 2352 元，可以简化地认为：月收入超过 2500 元的群体，已经属于中国较高收入的群体。

图表 4：全国 75%地区的居民，月人均可支配收入没有超过 2500 元

2017 人均年可支配收入	2017 人均月可支配收入	省及直辖市名称	常住人口数 (万人)	占总人口比例
5万以上	4167元以上	北京、上海	4589	3%
4-5万	3333-4167元	浙江	5657	4%
3-4万	2500-3333元	天津、江苏、广东、福建	24666	18%
2-3万	1667-2500元	辽宁、山东、内蒙古、重庆、湖北、湖南、海南、江西、安徽、河北、吉林、黑龙江、陕西、四川、宁夏、山西、河南	84650	61%
1-2万	833-1667元	新疆、广西、青海、云南、贵州、甘肃、西藏	19272	14%

2017 城镇人均年可支配收入	2017 城镇人均月可支配收入	省及直辖市名称	常住城镇人口数 (万人)	占城镇总人口比例
6万以上	5000元以上	北京、上海	3999	5%
5-6万	4167-5000元	浙江	3847	5%
4-5万	3333-4167元	江苏、广东、天津	14614	18%
3-4万	2500-3333元	福建、山东、内蒙古、辽宁、湖南、重庆、湖北、安徽、江西、云南、海南、陕西、新疆、四川、西藏、河北、广西	45225	55%
2-3万	1667-2500元	河南、宁夏、青海、山西、贵州、吉林、甘肃、黑龙江	14285	17%

2017 农村人均年可支配收入	2017 农村人均月可支配收入	省及直辖市名称	常住农村人口数 (万人)	占农村总人口比例
2万以上	1667元以上	上海、浙江、北京、天津	2666	5%
1.5-2万	1250-1667元	江苏、福建、广东、山东	11196	20%
1-1.5万	833-1250元	湖北、辽宁、江西、吉林、湖南、海南、河北、安徽、河南、黑龙江、重庆、内蒙古、四川、广西、新疆、山西、宁夏、西藏、陕西	36820	65%
1万以下	833元以下	云南、青海、贵州、甘肃	6180	11%

来源：国家统计局，国金证券研究所

1.2 巨量的零散需求和零散供给，对接零散的供给和需求就是新零售，孕育着巨大投资机会

- 巨量的人口，不仅仅意味着充足的消费需求，也意味着充足的供给。上文说到，中国有着巨量的人口，消费需求是十分充足的，但由于复杂的城市层级和分化的人群，中国的消费实际上零散程度是很高的。而另一方面，因为巨量的人口，中国的生产供给同样是充足的，有着“世界工厂”的称号。以纺织服装，家电为代表“中国制造”轻工业商品，销往世界各个角落。
- 中国的优质生产供应商，很大程度上没有发挥出其应有的价值，需要“中国品牌”。“中国制造”闻名世界，但很大程度上，中国制造现在的附加值还比较低，没有良好的“中国品牌”让其发挥出其应有的价值。很多中国制造的产品，产品质量很好，但只能给外国品牌做代工或者做一些所谓山

寨产品。以著名的“莆田鞋”为例，在中国仿造的鞋，在质量测试中，在翻折，磨损等各项指标中，有一部分仿造鞋质量指标甚至好于正品鞋。充分说明，中国的生产供应商是优质的，但还没有找到合适的出口，于是走偏到了山寨，仿造这种路上。强大的“中国制造”需要同样强大的“中国品牌”，这其中孕育着巨大的机会。

图表 5：部分仿造鞋在质量测试中指标表现甚至好于正品鞋



来源：BING，国金证券研究所

- 零散的供给，有着强烈的整合倾向，电商是最重要的整合方式之一，对接零散供给和需求就是新零售。很多优质的中国供应商，并没有找到合适的品牌出口，尤其是一些较为零散的供应商，他们形成了一定的产业集群，形成了规模巨大的“白牌市场”，即那些没有明确品牌的产品。这些零散的供给，具有强烈的整合倾向，而电商是其最重要的整合方式之一，电商销售具有及时性，便利性，准入门槛也相对线下更低一些。我们认为，新零售，本质上，就是让供给和需求更高效，更少损耗的对接，而如果能够将白牌市场的供给和需求，以一种更系统化，更品牌化的方式对接起来，这就是新零售非常好的一种体现。

1.3 “白牌市场”前方是星辰大海，是“中国制造”转向“中国品牌”的重要土壤

- “白牌市场”产品的线上化，集中化，是几乎不可阻挡的趋势，电商的变革是巨大的，同时又是润物细无声的。大部分人已经慢慢习惯在线上购物，线上购物的渗透率在不断提升，越来越习惯在线上购物，线上购物的频次也在提升。但大部分人没有关注到的，是产业链层面的变化。我们近期草根调研了中国某家纺产业集群市，发现，线上的变革，是直接作用于工厂端的。该市有一个镇子，方圆几公里，都是从事家纺相关制造的，从背壳，被套，被芯，四件套，染色，到标签，到模特牌照，一应俱全。而让我们觉得最有趣的，就是其“淘宝一条街”——整条街都是给电商供货的没有固定品牌的工厂店，主要销往淘宝，也有销往京东和拼多多的，这每一个店都是一个工厂的门面，工厂将其产品摆放在店里做展示，全国各地的经销商老板（大部分是运营天猫淘宝店的店主），来这里看货。有直接进货再卖的，也有直接由工厂发货的，经销商仅负责运营店铺。

图表 6：淘宝一条街，整条街都是给网店供货的，没有固定品牌的工厂店



来源：国金证券研究所

图表 7：也有部分工厂店直接向消费者发货



来源：国金证券研究所

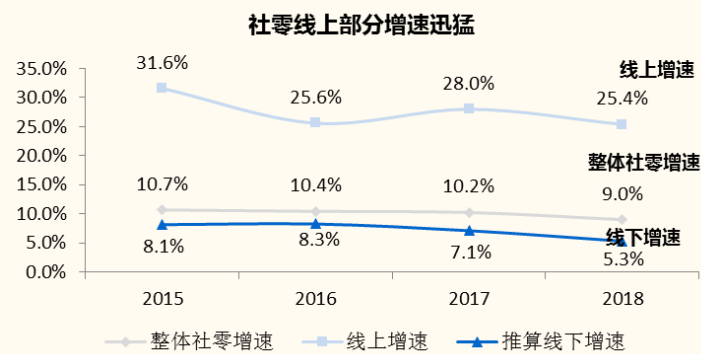
- 现在中国还有大量优质的工厂，却没有合适的品牌和渠道的，形成了特殊的“白牌市场”，这个市场有巨大的整合机会。中国还有大量类似这样的优质产能，却还没有合适的品牌和渠道，期间演化出了“山寨”这种畸形模式，这种模式长期来看，是没有长久生命力的，这些白牌工厂，是很好的“中国制造”代表，而现在，需要“中国品牌”，来整合这个特殊的市场，在整合过程中，有巨大的机会。

2. 电商，是一场思维和逻辑方式的变革，这场变革的影响是极其深远的——零散需求的整合

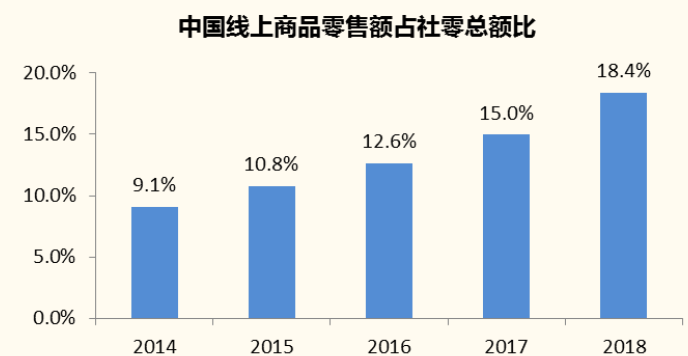
2.1 电商是改变中国消费的核心变量，依然有着快速的增速

- 上文说到，电商文化是非常具有中国特色的一个商业文化。中国的电商渗透率是世界上最高的。电商，也是改变中国消费的核心变量。
- 线上依然是拉动中国消费的核心变量。从社零增速来看，2018年，社零整体增速大约 9.0%，而线上的增速达 25.4%，线下增速推算仅为 5.3%。线上商品社零占比约 18.4%，虽然已经是世界上最高的了，但是显然还有线上渗透率继续提升的空间。

图表 8：社零线上部分增速迅猛



图表 9：中国线上商品零售额占社零总额比



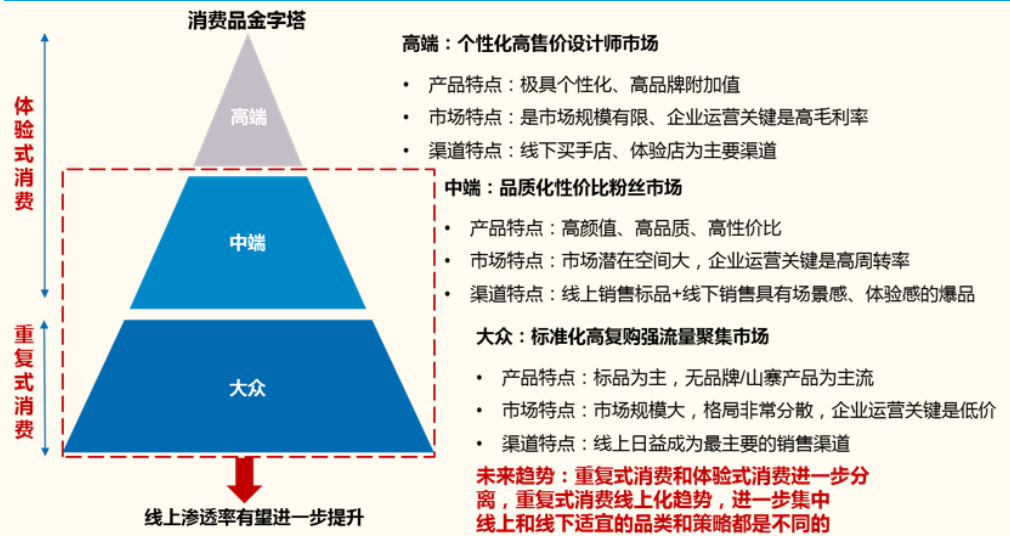
来源：国家统计局，国金证券研究所

来源：国家统计局，国金证券研究所

2.2 电商，不仅仅是渠道变革，而是一场思维和逻辑上的变革，品类和集中度也会随之变革

- 电商不仅仅是渠道变革，会在品类和思维上也发生变革。很多人认为电商只是一种渠道变革，只是把交易场景从线下搬到线上了，省去了一些地租费用，并使覆盖范围变广了而已。实际上这只是表象，电商变革的是整个交易思维和逻辑，在品类和集中度上也会发生相应的变化。
- 线上线下的适宜的品类，会变得不同。如果把消费品粗分为高端，中端，大众三种类型。那么，越偏高端的商品，越是个性化的商品，而中端和大众商品，更偏标准化。而越偏高端的商品，越偏体验式消费，注重场景感，越偏中端大众的商品，越偏重复式消费，注重便利性。所以，未来电商改变的不仅仅是渠道，并不是所有商品，都一样拿 18%到线上去卖，而是有一部分商品，可能超过 50%都会去线上卖。低值易耗的商品，线上化的程度更高，未来重复式消费的商品，如纺织品，日用品，小家电等，线上的渗透率可能会持续提升。

图表 10：电商不仅仅会改变渠道，还会改变品类和集中度



来源：国金证券研究所绘制

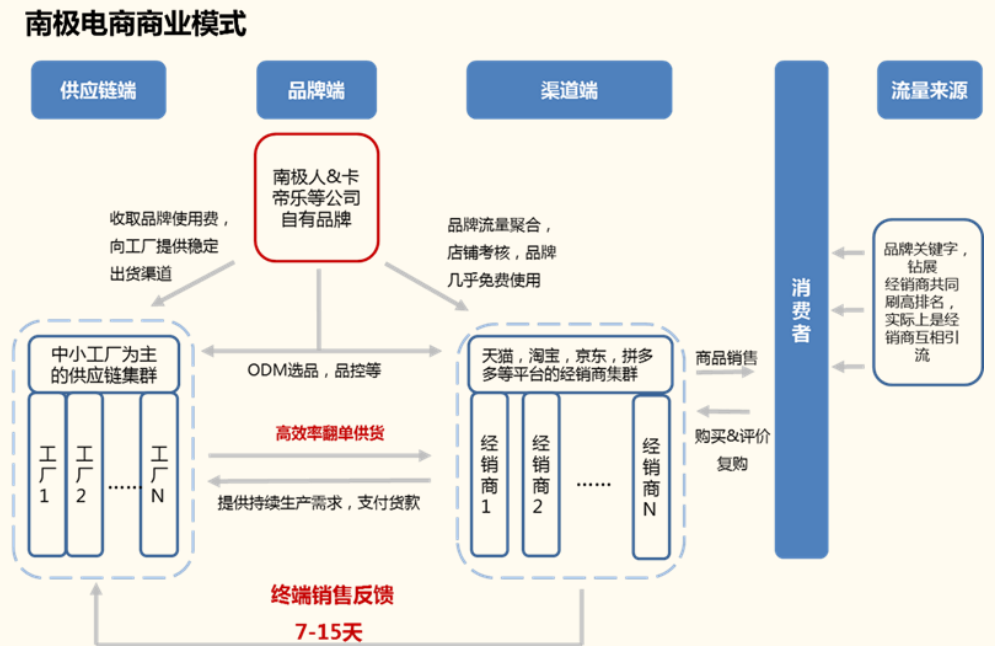
- **线上类商品消费频次会提升。** 低值易耗的商品，更适用于线上的商品，消费频次会显著提升，更换频率也在提升。我们进行了草根调研，大致结果显示，30岁左右的青年男性，10年前2009年，一年购买内裤大约3-4条，而2019年，同龄男士一年购买内裤数量平均超过10条。此类线上化程度逐渐变高的商品，因为电商的购物便利性，购物频次显著提升。
- **边界会变得不一样，线上商家马太效应会越来越强。** 不同于线下商业是一种“区域竞争”，A店在A地，B店在B地，A店再大，其辐射范围也是有限的，对B地的消费者，B店总有地缘优势。线上是一种“全域竞争”，每一个网店距离每一个消费者的距离是一样的，线上的搜索加权是具有顶端优势的，头部的店铺，会吸引更多的流量。所以，线上商家的马太效应会越来越强，易耗品，尤其是标准化程度较高的消耗品，线上不仅渗透率会越来越高，头部集中度也会越来越高。

3. 南极电商的模式——去中心化的“品牌联盟”，最大效率发挥电商的优越性

3.1 模式的变革是第一步，最大效率发挥电商品牌的优越性

- **10年前全力转型电商品牌，决断力彰显战略能力。**南极电商历史有二十余年了，也是最早的一批投入明星电视广告的品牌，早在其全面转型电商品牌前，“南极人”品牌就已经是知名品牌了。而在2008年左右，公司管理层认识到电商发展的不可阻挡，在清晰的预判了未来电商的格局和路径之后，将生产部门和经销部门逐渐剥离，实现模式变革，全力转型电商品牌运营，达到如今200亿+GMV的规模，其决断力彰显了其极强的战略能力。
- **模式变革，最大化电商品牌效率。**南极电商的商业模式，简单的说，是构建一个“品牌联盟共同体”。这是有一定行业背景基础的，即我们上文说到的——电商行业本身是中心化的，而中心化的模式下，必然会导致流量成本越来越高。很多具有优质产能的生产商，有好的产品，但无法让更多消费看到，也就更谈不上能卖出去了。流量成本是越来越高的，大量的供应商无奈，只能选择山寨或者不稳定的代工。而南极电商，就是把零散的供应商和经销商对接起来的桥梁。让超过3000家经销商，共同使用南极人&卡帝乐品牌，品牌本身具有全民辨识度，同时所有经销商是共享品牌势能的，使得每个经销商购买的钻展，直通车等，在电商平台上形成的品牌势能可以共享，而已经实现的销售量规模，本身就形成壁垒，将流量虹吸至头部。另一方面，大量的终端经销商销售，给供应商提供了稳定了订单，并实现快速反馈，使得整个系统是有活力，稳定，且快速反应的。

图表 11：南极电商商业模式——“品牌聚合联盟”



来源：国金证券研究所绘制

- **南极电商是一种基于品牌的共同体联盟。**在流量成本越来越高，单个商家没有品牌越来越难做的背景下，南极把经销商聚集在一起，非常有效的提升了整个联盟的搜索排名和知名度，并通过整合，品控，反馈，选品等，让经销效率更高。对于供应商工厂来说，南极为他们提供了充足稳定的订单。
- **南极电商的模式，解决了三个问题：①经销商的流量焦虑，②供应商的订单焦虑，③销售的翻单与反馈效率。**
- **①对于经销商来说，流量成本上升，中小卖家寻找合作品牌商诉求强。**对于经销商来说，近年来流量成本显著上升，让中小卖家的生意越来越难

做，而自己做一个品牌，投入巨大，且难以见到规模效应。根据我们在一些电商群中的草根调研，中小卖家对于经销商友好的品牌商的诉求变得越来越强。本身高认知度的品牌+已有的销售规模和店面规模+紧跟行业变化的品牌运营+各个经销商共享的品牌势能，使得南极电商对各类电商平台卖家（经销商）有着很大的吸引力和聚集力。

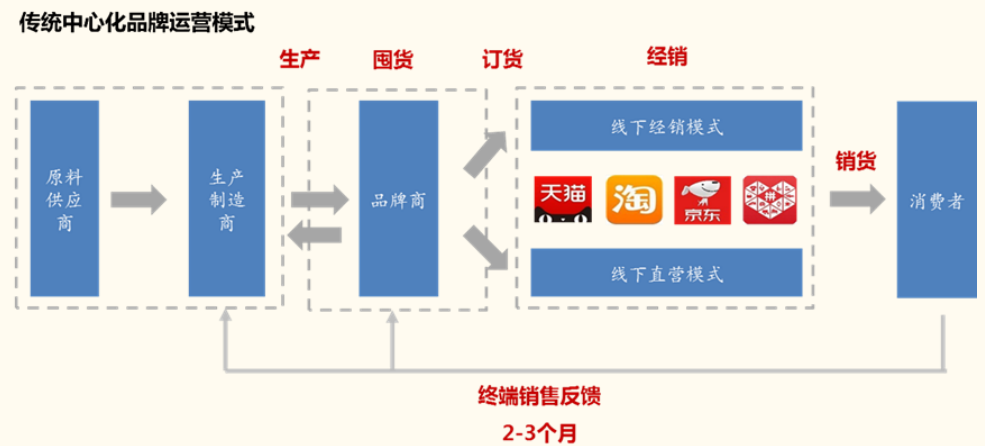
图表 12：电商卖家希望找到强有力的品牌进行合作



来源：国金证券研究所

- ②对于工厂（供应商），尤其是中小工厂，稳定的订单是其生命线。对于工厂来说，工厂的关键词是“焦虑”，因为工厂的厂房，人员是有闲置成本的，如果出现断单，或者上下两单产能不匹配，对于本来利润已经较薄工厂来说，无疑是雪上加霜。而广泛存在的中小工厂，对于稳定持续订单的渴望程度是更高的，他们希望与品牌商能够长期合作，以获取稳定的订单。而因为南极共同体内经销商端大量且快速增长的销售，使得体系内的工厂，有着持续且稳定的订单，南极电商授权工厂生产其品牌的商品，向工厂收取品牌授权费，并使其获得其持续且稳定的订单，和工厂端也形成了稳定长久互利的合作关系。
- ③去中心化快速反馈的体系，减小了体系内的存货风险，并使其产品更快速的翻单反映以符合市场需求。传统的中心化品牌运营模式内，品牌商是中心，需要经历 OEM&ODM 生产，拿货，订货会，经销等环节，还需要在品牌商和经销商处囤货以备经销，在这样的体系下，终端的销售情况反馈回品牌商和制造端，至少需要 2-3 个月的时间，反馈效率较低，存货的风险也相对大。而南极共同体的体系内，供应商和经销商是直接联系的，那么，终端的销售情况，7-15 天就可以反馈回工厂&供应商，以决策进行翻单或者改变样式，或者减产，快速的反馈，使得其产品可以更符合市场的需求，也使得体系内的存货风险减小。

图表 13：传统中心化品牌运营模式



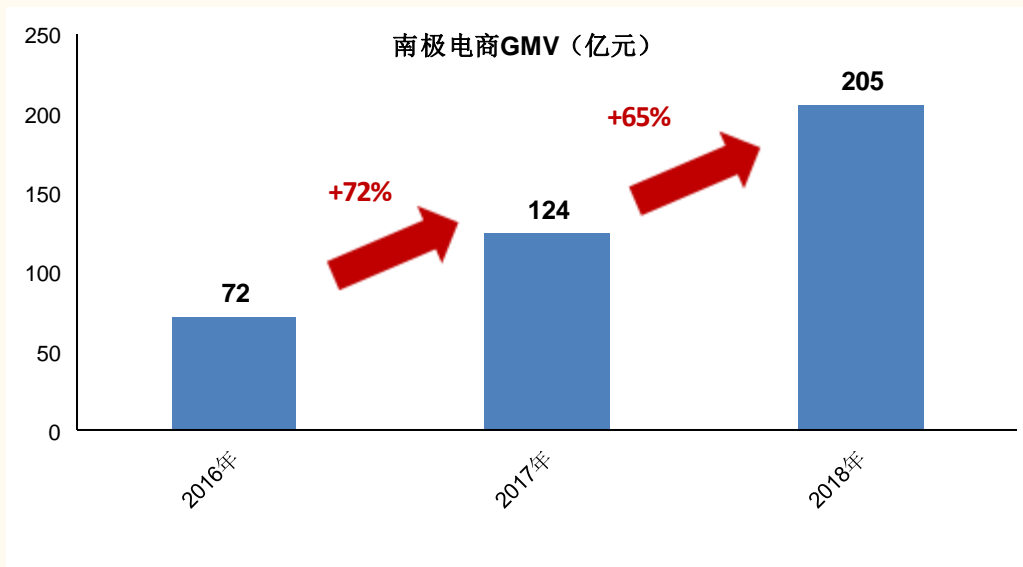
来源：国金证券研究所绘制

- 电商维持快速增长，头部效应聚集，焦虑的供应商与经销商催生了南极电商的迅速发展做大。南极电商的发展，完全顺应电商发展大潮，而在电商格局的今天，南极联合广泛的供应商和经销商，形成极具效率和生命力的“南极人共同体”，并保持快速的增长。

3.2 规模和认知度，是南极重要的壁垒

- 规模本身就是重要的壁垒。南极电商各品牌各平台 2018 年总 GMV 达到 205 亿元，同比增长 65%。在公司终端零售体量不断增长的同时，公司授权品牌（主要是南极人及卡帝乐），保持着终端 GMV 的高增速，2017 年，公司 GMV 达 124 亿元，同比增长 72%。在公司体量增长的同时，能够保持增速，体现出公司品牌力在电商模式下的头部虹吸效应。200 亿元的 GMV，在全中国所有服饰品牌里，也是名列前茅。规模本身就是重要的壁垒，因为正如我们上文所述，电商的环境中，品牌搜索加权是有倾向性的，头部的品牌会自然获得更多资源。

图表 14：南极电商 GMV 持续高增长



来源：公司公告，国金证券研究所

- 对于国民品牌来说，认知度更是最重要的壁垒——“悦己型”消费者与“省心型”消费者。我们将消费者分为两种——“悦己型”消费者与“省心型”消费者。①悦己型消费者的特点是——具有一定的挑剔性，对产品本身有较强要求，在这个基础上追求性价比，购买思路通常是“这个产品看起来不错-买了几次反馈不错-会专门找这个牌子产品再买”，②省心型消

费者的特点是——对产品的要求较为基础，关注性价比和产品的基础质量，在基础质量过关的前提下，买便宜的，好用的产品，但是其最大的特点是“不爱选”，以最便利的方式买到他们想要的商品，就是他们所追求的。省心型消费者购买思路通常是“打开淘宝-搜某品类（如袜子）-列一下销量&评价-找一个有印象的牌子-买销量最高的&智能排序最高的商品”。悦己型品牌和省心型品牌均走出过让投资人收益百倍的巨型公司，ZARA 就是经典的“悦己型”品牌，优衣库就是经典的“省心型”品牌。悦己型消费者最重要的诉求是“购物体验”，而省心型消费者最重要的诉求是“便利性”，在满足基础质量的基础上，对商品的要求是有知名度且容易买到。而南极作为国民品牌，其调性和定位，比起 ZARA，是更接近优衣库的，全民认知度是其重要的壁垒之一。

图表 15：悦己型消费者 vs 省心型消费者

	悦己型	省心型
对产品要求	质量好，有一定设计感，挑剔	满足基础质量，有知名度，容易买到
性价比要求	中	强
最主要诉求	购物体验	便利性
消费者特点	中产，追求性价比，但挑剔	中产和中产以下人群，不爱选择
常见购买流程	这个产品看起来不错-买了几次反馈不错-会专门找这个牌子产品再买	打开淘宝-搜某品类（如袜子）-列一下销量&评价-找一个有印象的牌子-买销量最高的&智能排序最高的商品
经典品牌	ZARA	优衣库
新兴品牌	网易严选	南极人

来源：国金证券研究所绘制

- **南极电商多项品类排名前列甚至稳居第一：**从不同品类下品牌排名情况来看，根据国金证券研究创新中心监测，南极电商旗下品牌南极人和卡帝乐在多个品类位居前列，甚至稳居第一。体现了其模式下，品类头部效应（包括搜索关键词等）确实体现出了聚合力，而电商的虹吸效应在南极的去中心化高效模式下会进一步放大优势，保持头部优势。内衣等品类是南极电商的传统强势品类，多年前已稳居线上市占率第一，并实现市占率持续提升，而家纺品类也于 2016 年超越一些传统家纺品牌，成为市占率第一，近年来小家电品类也迅速发展，南极人电热毯，足浴盆等品类也跃居市场前列，男装品类也在激烈的竞争中多个月份进入市占率前三。而根据品牌定位不同，南极电商旗下卡帝乐品牌的旅行箱品类增长迅速，卡帝乐品牌在 2018 年下半年进入旅行箱市占率前三。

图表 16：过去 13 个月“内衣”品类前十名品牌排名

	排名	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
内衣	201803	南极人	荷魅	浪莎	七匹狼	花花公子	芬腾	曼妮芬	北极绒	猫人	优衣库
	201804	南极人	荷魅	浪莎	优衣库	七匹狼	花花公子	北极绒	芬腾	猫人	宝娜斯
	201805	南极人	荷魅	浪莎	七匹狼	花花公子	芬腾	猫人	优衣库	北极绒	曼妮芬
	201806	南极人	浪莎	曼妮芬	优衣库	七匹狼	芬腾	猫人	花花公子	coyeee/加一岸	歌瑞尔
	201807	南极人	荷魅	浪莎	七匹狼	优衣库	猫人	花花公子	北极绒	芬腾	曼妮芬
	201808	南极人	荷魅	浪莎	七匹狼	猫人	花花公子	北极绒	华歌尔	恒源祥	彩纹卡尼
	201809	南极人	荷魅	浪莎	北极绒	猫人	七匹狼	恒源祥	花花公子	芬腾	俞兆林
	201810	南极人	荷魅	恒源祥	浪莎	北极绒	花花公子	七匹狼	猫人	俞兆林	芬腾
	201811	南极人	优衣库	恒源祥	浪莎	北极绒	七匹狼	曼妮芬	猫人	花花公子	芬腾
	201812	南极人	优衣库	恒源祥	北极绒	七匹狼	浪莎	花花公子	猫人	荷魅	俞兆林
	201901	南极人	恒源祥	浪莎	北极绒	七匹狼	花花公子	猫人	优衣库	荷魅	彩纹卡尼
	201902	南极人	浪莎	北极绒	恒源祥	花花公子	七匹狼	猫人	芬腾	优衣库	红豆
	201903	南极人	曼妮芬	浪莎	北极绒	优衣库	爱慕	歌瑞尔	古今	tiiszie/侗姿	七匹狼

来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

注：2019 年 3 月数据约截止 16 日

图表 17: 过去 13 个月“床上用品”品类前十名品牌排名

排名	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
床上用品	201803 南极人	水星	北极绒	lovo	恒源祥	royallatex	mr . sleep/富安娜	kimhiro/金碧博洋		
	201804 南极人	北极绒	水星	royallatex	lovo	恒源祥	富安娜	mr . sleep/富安娜	kimhiro/金碧博洋	艳阳天
	201805 南极人	royallatex	北极绒	水星	恒源祥	lovo	黄古林	mr . sleep/富安娜	老席匠	
	201806 南极人	水星	lovo	royallatex	北极绒	恒源祥	富安娜	黄古林	俏精灵	老席匠
	201807 南极人	royallatex	北极绒	水星	lovo	恒源祥	黄古林	俏精灵	佐诗妮	ventry
	201808 南极人	royallatex	北极绒	水星	恒源祥	lovo	俏精灵	富安娜	ventry	mr . sleep/富安娜
	201809 南极人	royallatex	水星	北极绒	恒源祥	富安娜	lovo	mr . sleep/富安娜	俏精灵	mlof/麦丽芙
	201810 南极人	北极绒	royallatex	恒源祥	水星	mr . sleep/富安娜	lovo	水星梦	俏精灵	雅鹿
	201811 南极人	水星	lovo	罗莱	富安娜	多喜爱	北极绒	恒源祥	royallatex	梦洁
	201812 南极人	水星	北极绒	恋人水星	恒源祥	royallatex	雅鹿	富安娜	罗莱	ubauba/优八
	201901 南极人	水星	恒源祥	北极绒	royallatex	富安娜	罗莱	lovo	qingmei tex	ubauba/优八
	201902 南极人	水星	royallatex	北极绒	恒源祥	北极绒	富安娜	lovo	罗莱	艳阳天
	201903 南极人	水星	富安娜	北极绒	恒源祥	lovo	罗莱	royallatex	多喜爱	北极绒

来源: 国金证券研究创新中心, 国金证券研究所

注: 2019 年 3 月数据约截止 16 日

图表 18: 过去 13 个月“电热毯”品类前十名品牌排名

排名	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
电热毯	201803 彩虹	南极人	morita	舒棉	冬情(生活电器)	三顺暖润	小绵羊	kungchung/公京韵	恒源祥	
	201804 彩虹	morita	南极人	kungchung/公暖福佳	京韵	舒棉	恒源祥	嘉岩彭	总帅	
	201805 彩虹	南极人	kungchung/公暖福佳	总帅	舒棉	圣梵龙	a . o . smith/比扣	fuguimao/富		
	201806 彩虹	南极人	暖福佳	fuguimao/富	a . o . smith/梦蓄	u-bossinc/尤	金百合(电器)	比扣	beurer	
	201807 彩虹	南极人	梦蓄	比扣	u-bossinc/尤	fuguimao/富	kungchung/公智诺	总帅	荣事达	
	201808 南极人	彩虹	裕民	比扣	u-bossinc/尤	梦蓄	人民国际电工	佳阳	荣事达	kungchung/公
	201809 南极人	彩虹	长城(电器)	裕民	荣事达	佳阳	水星(电器)	波斯猫	kungchung/公恩特思	
	201810 南极人	彩虹	荣事达	长城(电器)	彩阳	kungchung/公裕民	圣梵龙	总帅	chigo/志高	
	201811 南极人	彩虹	荣事达	a . o . smith/总帅	beurer	kungchung/公环鼎	长城(电器)	圣梵龙		
	201812 南极人	彩虹	荣事达	北冰熊	总帅	圣梵龙	a . o . smith/裕民	chigo/志高	悠派	
	201901 南极人	彩虹	圣梵龙	荣事达	北冰熊	chigo/志高	彩阳	环鼎	悠派	总帅
	201902 南极人	彩虹	荣事达	北冰熊	总帅	圣梵龙	a . o . smith/裕民	chigo/志高	悠派	
	201903 南极人	彩虹	总帅	彩迪	荣事达	环鼎	chigo/志高	u-bossinc/尤	裕民	a . o . smith/

来源: 国金证券研究创新中心, 国金证券研究所

注: 2019 年 3 月数据约截止 16 日

图表 19: 过去 13 个月“男装”品类前十名品牌排名

排名	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
男装	201803 花花公子	森马	马克华菲	太平鸟	meters bonwe	南极人	杰克斯	优衣库	fgn/富贵鸟	花花公子贵宾
	201804 花花公子	花花公子贵宾	优衣库	森马	fgn/富贵鸟	南极人	meters bonwe	太平鸟	马克华菲	gxg
	201805 花花公子	花花公子贵宾	南极人	恒源祥	fgn/富贵鸟	优衣库	森马	太平鸟	gxg	马克华菲
	201806 花花公子贵宾	花花公子	优衣库	likoviton/林	南极人	森马	wroadlop/沃	恒源祥	fgn/富贵鸟	ll&qq
	201807 花花公子贵宾	花花公子	wroadlop/沃	likoviton/林	裳布齐	南极人	fgn/富贵鸟	优衣库	森马	肯登图
	201808 花花公子贵宾	花花公子	南极人	fgn/富贵鸟	森马	裳布齐	马克华菲	优衣库	champion	liewei/猎威
	201809 花花公子	花花公子贵宾	南极人	fgn/富贵鸟	恒源祥	马克华菲	森马	裳布齐	太平鸟	优衣库
	201810 花花公子	南极人	花花公子贵宾	恒源祥	优衣库	森马	马克华菲	nianjeep/吉	gxg	太平鸟
	201811 南极人	花花公子	优衣库	gxg	森马	太平鸟	yaloo/雅鹿	马克华菲	恒源祥	花花公子贵宾
	201812 南极人	花花公子	yaloo/雅鹿	优衣库	波司登	花花公子贵宾	恒源祥	plover	马克华菲	森马
	201901 南极人	花花公子	恒源祥	波司登	yaloo/雅鹿	太平鸟	plover	花花公子贵宾	优衣库	威绒
	201902 南极人	花花公子	花花公子贵宾	初策	啄木鸟	优衣库	plover	gxg	马克华菲	纽卡森
	201903 花花公子	优衣库	南极人	太平鸟	gxg	马克华菲	dourexii/独	杰克斯	森马	tonlion/唐狮

来源: 国金证券研究创新中心, 国金证券研究所

注: 2019 年 3 月数据约截止 16 日

图表 20：过去 13 个月“旅行箱”品类前十名品牌排名

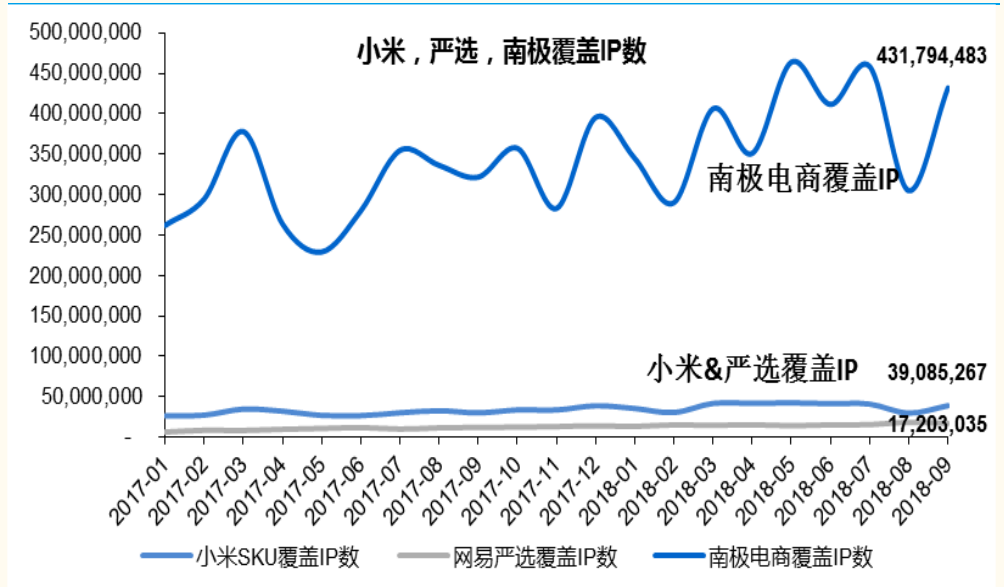
旅行箱	排名	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
201803	佐斯登	昕辰	90分	珂罗诗	梦旅者	北爱	新秀丽	日默瓦	卡帝乐鳄鱼	汉客	
201804	佐斯登	90分	珂罗诗	昕辰	日默瓦	新秀丽	梦旅者	美旅	北爱	卡帝乐鳄鱼	
201805	佐斯登	90分	卡帝乐鳄鱼	昕辰	日默瓦	珂罗诗	新秀丽	北爱	梦旅者	卡缇	
201806	卡帝乐鳄鱼	佐斯登	昕辰	游乐者	90分	新秀丽	美旅	日默瓦	梦旅者	爱华仕	
201807	卡帝乐鳄鱼	游乐者	90分	佐斯登	北爱	日默瓦	新秀丽	玛彬丽	不莱玫	梦旅者	
201808	游乐者	卡帝乐鳄鱼	北爱	90分	佐斯登	uldum	卡缇	不莱玫	新秀丽	美旅	
201809	卡帝乐鳄鱼	游乐者	90分	uldum	新秀丽	佐斯登	慕途	梦旅者	zso	日默瓦	
201810	北爱	卡帝乐鳄鱼	uldum	奴比格	玛彬丽	佐斯登	瑞曼	登美步	90分	游乐者	
201811	90分	美旅	卡帝乐鳄鱼	新秀丽	delsey	uldum	ito	奴比格	diplomat	佐斯登	
201812	卡帝乐鳄鱼	uldum	90分	佐斯登	游乐者	新秀丽	奴比格	美旅	ito	慕途	
201901	卡帝乐鳄鱼	uldum	90分	尚层	佐斯登	游乐者	慕途	新秀丽	开甲	卡缇	
201902	卡帝乐鳄鱼	uldum	尚层	薇娜斯	佐斯登	游乐者	90分	开甲	卡缇	梦旅者	
201903	卡帝乐鳄鱼	uldum	尚层	90分	佐斯登	ito	美旅	新秀丽	汉客	游乐者	

来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

注：2019 年 3 月数据约截止 16 日

- 白牌市场的空间很大，但相比起其他玩家，南极电商的认知广泛度优势明显。“对接中国零散产能和零散需求，整合中国白牌市场”是一个巨大的市场，不光南极，还有很多玩家进入这个市场，小米和网易严选也是其中的代表。南极电商，小米生活，网易严选，本质上都是运营品牌的企业，模式有所差异，但在认知广泛度上，南极是有着显著的优势的。国金证券研究创新中心监测小米，网易严选，南极电商的全平台覆盖 IP 数（可以理解为商品总点击次数），可以看到，南极电商的商品总点击次数，10 倍于小米，20 倍于严选，这当然和南极电商商品品类更高频有一定关系，但是很明显，南极电商的认知广泛程度，是显著高于小米，网易严选等其他白牌市场玩家的，这是一个重要的壁垒。

图表 21：小米，严选，南极覆盖 IP 数



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

3.3 品牌本身，是南极电商最重要的资产和壁垒

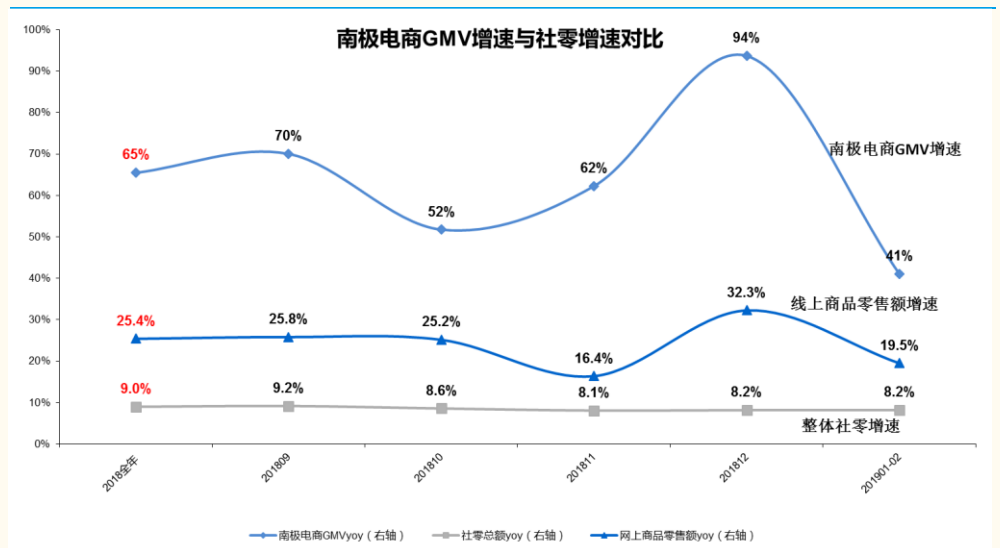
- “品牌”在电商时代会发生很大的结构性变化，但本质还是认知的集成。“品牌”究竟是什么？从定义上来说，品牌是给拥有者带来溢价、产生增值的一种无形的资产，它的载体是用于和其他竞争者的产品或劳务相区分的名称、术语、象征、记号或者设计及其组合，增值的源泉来自于消费者心智中形成的关于其载体的印象。电商时代，品牌的运营和结构都会发生很大的变化，但本质上，不是单纯的产品，渠道或者营销，而是消费者综合的认知的集成，渠道，产品，营销都会发生剧变，但品牌是可以跨越百年的。

- **品牌本身就是企业最重要的资产和价值所在。**作为国民品牌，二十余年的品牌建设+十余年的电商品牌建设，南极电商的影响力，认知度和规模，都已经位列国内品牌翘楚，这需要战略能力，团队能力，合作伙伴的长期认可，而消费者的认可更需要时间的沉淀。现在南极电商已经在内衣，家纺，童装，男装，母婴产品，女装，小家电，箱包等多个一级类目下的二级类目名列前茅，这也是品牌影响力的一个体现。**品牌本身就是企业最重要的资产和价值所在，对于南极电商，这样一个很有特色的品牌运营商，更是如此。**

4.星辰大海，还在前方——论南极电商未来的增长空间

- 2018 年南极电商 GMV 已超过 200 亿。但这可能只是南极电商征程的前半程，星辰大海，还在前方。上文我们有提到，电商的特性和传统商业逻辑上是有区别的，电商的品牌影响力不是线性增长，而是幂次增长的，因为电商品牌的搜索权重算法，电商品牌是具有很强马太效应的。现在 200 亿 GMV 的南极电商，充满活力，征程可能才到前半程。未来南极电商的增长，依然是广阔空间，具体而言，主要是三个方面：①整个电商行业依然在快速增长，②核心品类市占率的提升，③新品类的扩张。这个主基调一直没有变过，过去几年，南极电商也一直有兑现。
- **电商基础平台的增长依然很快，而南极电商整体 GMV 增速显著快于电商平台整体。**上文中我们有提到，电商基础平台的增速依然很快，远高于线下零售的增长，线上零售整体增速在 25%+，这是电商品牌增速的基底。南极电商的 GMV 增速和电商基础平台增速有一定关系，但显著快于线上零售增速，更快于整体社零增速。

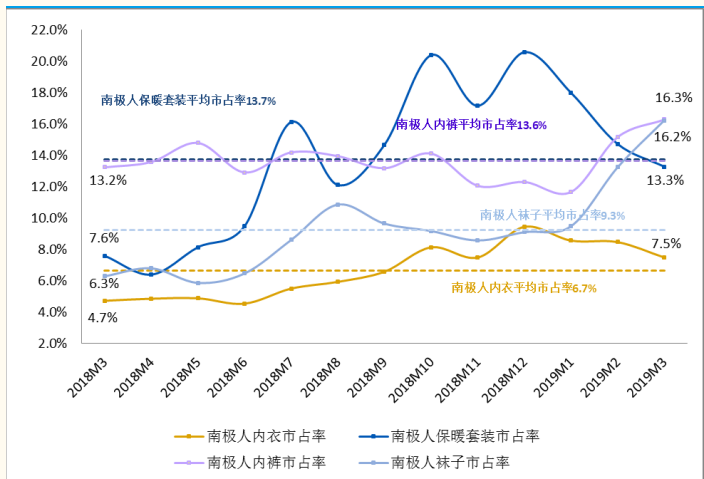
图表 22：线上社零增速快，而南极电商的整体增速显著快于线上社零增速



来源：国家统计局，阿里巴巴，国金证券研究所

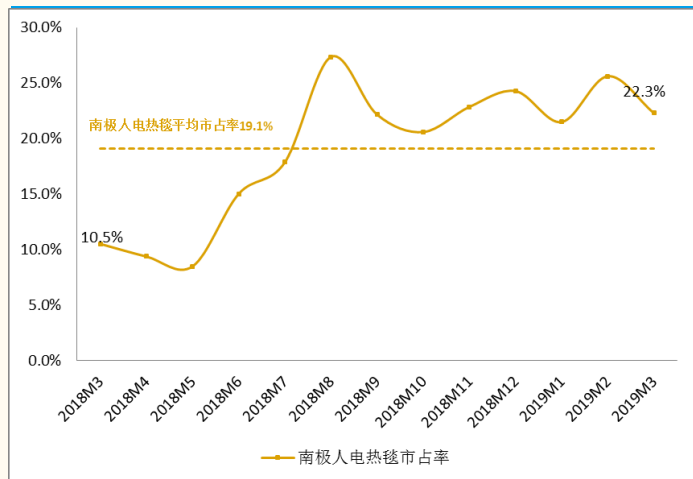
- **市占率的持续提升。**南极电商的不少品类已经做到行业前列甚至已经稳居第一了，但电商的头部效应，使得其市占率还在持续提升。根据国金证券研究创新数据对于阿里平台（天猫+淘宝）的监测，以一级品类内衣（大内衣，包括二级品类内裤，袜子，保暖内衣等）为例，近年来，南极电商内衣品类的市占率有着显著的提升，2018M3-2019M3，南极人大内衣品类市占率由 4.7%同比增长至 7.5%，再以二级品类电热毯为例，南极人电热毯市占率也呈持续上升趋势，2018M3-2019M3，南极人电热毯品类市占率由 10.3%增长至 22.3%。在南极电商相对优势的行业，市占率也仍有持续提升的空间。

图表 23：南极人内衣相关品类市占率变化情况



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

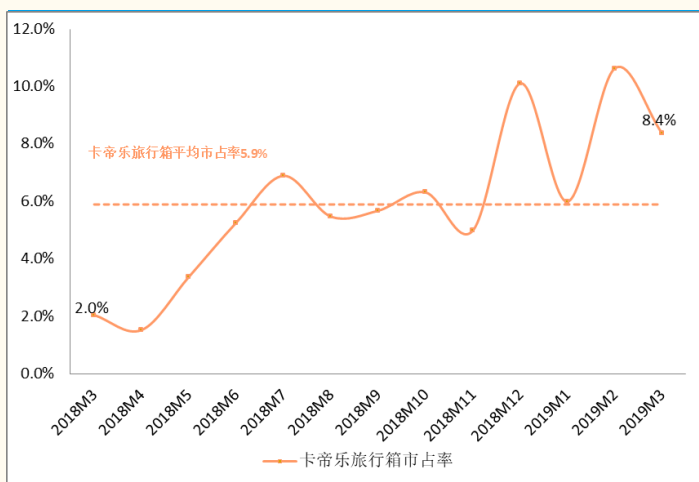
图表 24：南极人电热毯市占率变化情况



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

- 新品类的扩张。**系统性的打法，高认知度的品牌，充满活力的团队。南极电商在新品类扩张上时有惊喜。2018 年，旅行箱品类的突破，就是南极电商新品类扩张的一个典型案例，南极电商以卡帝乐品牌实现了旅行箱品类迅速的增长，此前旅行箱对于整个南极电商来说，并不算强势品类。近年来，南极电商在箱包，小家电，童装，男装等一级品类的二级品类下，时有突破，新品类的扩张也是南极电商发展的一个重要路径。

图表 25：卡帝乐鳄鱼行李箱市占率变化情况



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

图表 26：卡帝乐行李箱



来源：国金证券研究所拍摄

- 不仅是量，还有质，量变引起质变。**南极电商发展轨迹和日本企业优衣库有一定相似之处，同样作为定位大众化的省心型国民品牌，一开始都是靠模式变革兴起，也不从事生产的品牌运营企业。而优衣库到达一定规模，尤其是其作为一个在关西起家的企业，去东京开店的时候，被认为“质量比不上东京的品牌”，但在小珞商社正式变革为优衣库，发展 10-15 年之后，优衣库发生了“量变引起质变”，即因为其强大的终端销量和订货量，具有更强议价权，可以反过来影响供应链，加强质量，到今天的形态。而南极电商现在也处于类似的阶段，销量增长到一定阶段后，在不断加强质量管控，质量管控包括三部分——①店铺反馈：包括钻级，投诉，评论等直接管控，②巡检：公司联合质检专家，走访合作工厂，进行产品质检，③抽检：公司匿名在各电商平台购买南极电商的产品，检测其质量，若有不合格，需要责令相关供应商整改。我们认为，随着销量提升，对于质量要求的显著增强，南极电商的产品质量提升，几乎是一个必然的趋势。

5. “日本优衣库”和“中国南极人”，国牌崛起，标品先行

- **头部品牌获得的搜索加权优势会持续增强，去中心化高效的反馈机制，持续快速的发展。**南极电商至 2018 年全年已经超过 200 亿的 GMV，仍处在快速发展的道路上，作为多个品类的头部品牌，南极获得的电商搜索加强优势资源会持续增强，加上去中心化的高效反馈机制，也保证了体系内低存货风险运行，降低了整个体系快速扩张的风险。**我们认为，未来南极电商将会持续快速发展。从增长动力来看，主要是三部分——①电商基础平台的**增长，②**优势品类市占率的提升，③新品类的扩张。**
- **电商品牌具更强马太效应，优秀的规模和广泛的社会认知度，国民品牌价值持续凸显。**南极电商不是一个营销公司，也不是平台渠道商，其本质上是和耐克，优衣库一样的品牌商。而电商品牌的马太效应是强于线下品牌的，大众和中端产品的线上渗透率和集中度还会进一步增长，购买频率也有望继续提升。作为品牌商，优秀的规模和广泛的社会认知度，是南极作为国民快消品牌重要壁垒，其价值会在未来持续凸显。
- **从“中国制造”到“中国品牌”，国牌崛起，标品先行，数量引起质量变革。**南极电商的发展轨迹和日本企业优衣库有一定相似之处，同样作为模式变革兴起的品牌企业，在发展中前期，都经历过对大城市消费者对其产品质量的质疑。但随着销量的增长，优衣库对上游议价能力的增强，使其质量也迎来了提升，最终其销量超过了早年在日本流行的欧美品牌，成为日本的国民品牌。而南极电商，现在也走在质量不断提升的路上。**我们认为，国牌崛起，标品先行，南极电商是现在巨大的白牌市场下，从“中国制造”到“中国品牌”，国牌崛起的重要力量。**
- **中国商业文化有着非常特殊的地方，南极能够高效地借助这些商业文化而崛起。**零散的供给和零散的需求，复杂的城市层级，世界上最普及的电商系统，是中国商业文化最特殊的几点，而南极电商作为定位省心型用户的国民大品牌，也是能够最高效的吃透这些特殊商业文化，从而实现崛起的。**我们认为，现在 200 亿 GMV 仅仅是南极电商征程的前半程，未来南极电商还有更为广阔的空间。预计未来 2-3 年内，公司营收复合增长率超过 35%，预计 2018-2020 年，公司归母净利润分别为 8.9/12.2/16.3 亿，对应 PE 分别为 32/23/17x 维持买入评级，目标价 15 元。**
- **风险提示：阿里巴巴的搜索权重规则改变可能会对其经营产生影响，单季度增长有可能会慢于预期，整体电商增速可能会放缓**

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	389	521	986	3,329	4,120	5,011	货币资金	682	474	1,461	1,754	2,634	3,902
增长率		33.8%	89.2%	237.7%	23.8%	21.6%	应收账款	529	365	595	898	1,226	1,561
主营业务成本	-107	-67	-295	-2,008	-2,308	-2,629	存货	68	57	13	11	13	14
%销售收入	27.5%	12.8%	29.9%	60.3%	56.0%	52.5%	其他流动资产	13	424	206	674	879	1,123
毛利	282	454	691	1,320	1,812	2,382	流动资产	1,293	1,318	2,274	3,336	4,752	6,599
%销售收入	72.5%	87.2%	70.1%	39.7%	44.0%	47.5%	%总资产	94.2%	65.0%	59.5%	68.2%	75.4%	80.9%
营业税金及附加	-2	-4	-6	-22	-27	-33	长期投资	0	10	24	24	24	24
%销售收入	0.6%	0.8%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	6	5	4	3	2	2
营业费用	-32	-22	-31	-116	-144	-175	%总资产	0.4%	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
%销售收入	8.1%	4.2%	3.1%	3.5%	3.5%	3.5%	无形资产	1	621	1,456	1,464	1,465	1,466
管理费用	-35	-45	-60	-166	-227	-276	非流动资产	80	710	1,546	1,554	1,554	1,554
%销售收入	8.9%	8.7%	6.1%	5.0%	5.5%	5.5%	%总资产	5.8%	35.0%	40.5%	31.8%	24.6%	19.1%
息税前利润 (EBIT)	214	383	594	1,016	1,414	1,899	资产总计	1,373	2,029	3,821	4,890	6,306	8,154
%销售收入	54.9%	73.4%	60.3%	30.5%	34.3%	37.9%	短期借款	0	0	67	0	0	0
财务费用	1	10	9	25	39	59	应付款项	78	408	407	695	838	996
%销售收入	-0.2%	-2.0%	-0.9%	-0.8%	-1.0%	-1.2%	其他流动负债	58	74	116	252	302	356
资产减值损失	-18	-51	-13	0	0	0	流动负债	136	483	590	947	1,140	1,352
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	179	0	0	0
投资收益	1	2	10	5	5	5	其他长期负债	2	0	1	0	0	0
%税前利润	0.5%	0.5%	1.7%	0.5%	0.3%	0.3%	负债	137	483	770	947	1,140	1,352
营业利润	198	343	601	1,046	1,459	1,963	普通股股东权益	1,233	1,534	3,021	3,912	5,130	6,759
营业利润率	50.9%	65.9%	60.9%	31.4%	35.4%	39.2%	少数股东权益	2	30	29	31	36	43
营业外收支	7	11	25	19	19	25	负债股东权益合计	1,373	2,047	3,821	4,890	6,306	8,154
税前利润	205	354	625	1,065	1,478	1,988	比率分析						
利润率	52.7%	68.0%	63.4%	32.0%	35.9%	39.7%		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税	-33	-51	-90	-172	-256	-352	每股指标						
所得税率	16.1%	14.4%	14.3%	16.1%	17.3%	17.7%	每股收益	0.385	0.196	0.327	0.363	0.496	0.664
净利润	172	303	536	894	1,222	1,636	每股净资产	2.955	3.677	7.239	9.375	12.292	16.196
少数股东损益	0	2	1	2	5	7	每股经营现金净流	0.089	1.096	1.288	1.264	2.055	2.967
归属于母公司的净利润	172	301	534	891	1,217	1,629	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	44.1%	57.8%	54.2%	26.8%	29.5%	32.5%	回报率						
							净资产收益率	13.93%	19.63%	17.69%	22.78%	23.73%	24.11%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	12.52%	14.71%	13.99%	18.23%	19.30%	19.98%
净利润	172	303	536	894	1,222	1,636	投入资本收益率	14.52%	20.93%	15.43%	21.61%	22.64%	22.98%
少数股东损益	0	2	1	2	5	7	增长率						
非现金支出	20	54	15	1	1	1	主营业务收入增长率	-75.26%	33.85%	89.22%	237.65%	23.79%	21.61%
非经营收益	-2	-17	-12	-22	-24	-30	EBIT增长率	N/A	79.02%	55.25%	71.03%	39.22%	34.25%
营运资金变动	-153	117	-1	-345	-342	-368	净利润增长率	1549.34%	75.27%	77.47%	66.77%	36.56%	33.86%
经营活动现金净流	37	457	538	528	858	1,238	总资产增长率	48.71%	49.10%	86.66%	28.00%	28.95%	29.30%
资本开支	-2	-2	-2	10	18	24	资产管理能力						
投资	-80	-677	-137	0	0	0	应收账款周转天数	268.6	226.9	147.3	90.0	100.0	105.0
其他	575	12	23	5	5	5	存货周转天数	280.6	342.8	42.9	2.0	2.0	2.0
投资活动现金净流	493	-666	-117	15	23	29	应付账款周转天数	152.1	200.7	38.0	12.0	12.0	12.0
股权募资	1	1	394	0	0	0	固定资产周转天数	5.2	3.2	1.4	0.3	0.2	0.1
债权募资	0	0	191	-247	0	0	偿债能力						
其他	0	0	-18	-4	0	0	净负债/股东权益	-55.23%	-30.28%	-39.81%	-44.46%	-50.99%	-57.36%
筹资活动现金净流	1	0	566	-250	0	0	EBIT利息保障倍数	-224.1	-37.3	-68.3	-40.1	-35.8	-32.3
现金净流量	531	-209	987	292	881	1,267	资产负债率	10.01%	23.57%	20.17%	19.35%	18.08%	16.58%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	9	11	15	24
增持	0	4	5	6	15
中性	0	1	1	2	5
减持	0	0	0	0	1
评分	1.00	1.43	1.41	1.43	1.62

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

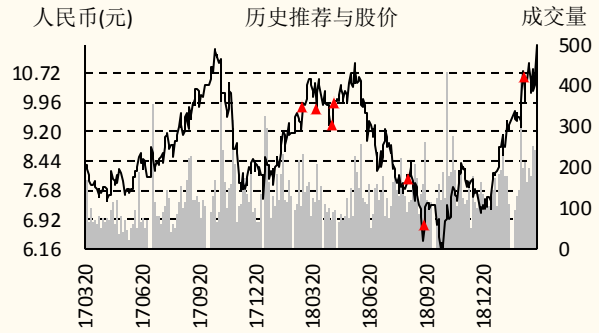
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-03-07	买入	14.81	20.40~20.40
2	2018-03-28	买入	15.72	N/A
3	2018-04-23	买入	13.95	20.40~20.40
4	2018-04-26	买入	14.91	N/A
5	2018-08-24	买入	8.10	N/A
6	2018-09-18	买入	6.39	11.50~11.50
7	2018-10-21	买入	6.28	11.50~11.50
8	2019-02-28	买入	9.99	13.50~13.50

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH