

南极电商 (002127.SZ) 产业链赋能构建多品类新零售品牌巨头

2020 年 04 月 14 日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)
吕明 (分析师)
周嘉乐 (联系人)
孟昕 (联系人)

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

mengxin@kysec.cn

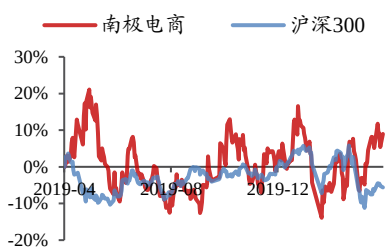
证书编号: S0790520030002

证书编号: S0790120030019

证书编号: S0790120040004

日期	2020/4/13
当前股价(元)	11.68
一年最高最低(元)	13.18/9.12
总市值(亿元)	286.73
流通市值(亿元)	221.48
总股本(亿股)	24.55
流通股本(亿股)	18.96
近 3 个月换手率(%)	83.82

股价走势图



数据来源: 贝格数据

● 产业链赋能构建新零售品牌巨头, 首次覆盖给予“买入”评级

南极电商作为以品牌授权和产业链服务为主的消费品创新型公司, 依靠独特的商业模式与先发优势形成了规模及流量护城河。未来公司南极人主品牌增长空间依然宽广, 新品类新渠道有望带来新流量, 推动公司持续稳定高增长。我们预计公司 2019-2021 年归母净利润为 12.1/15.5/19.9 亿元, 对应 EPS 分别为 0.49/0.63/0.81 元, 当前股价对应 PE 为 23.8/18.5/14.4 倍。首次覆盖, 给予“买入”评级。

● “既不生产, 也不销售”, 用品牌授权和产业链服务打造南极人共同体平台

公司的商业模式链条中分为南极电商 (品牌方)、上游供应商和下游经销商。公司拥有品牌、流量资源以及电商运营经验, 为拥有优秀制造资源的供应商提供品牌、渠道流量; 为拥有电商销售经验和资源的经销商提供品牌、高性价比和契合消费者需求的好产品, 并提供电商运营服务支持。该商业模式下, 公司可以剥离存货风险, 凭借品牌授权和产业链服务, 借助上下供应链资源, 打造出具有平台属性的新零售品牌。公司早期借助电商平台的成长红利, 建立了较难超越的规模和流量壁垒, 在电商红利逐渐褪去的今天, 很难再产生能与之匹敌的竞争对手。

● 扩品类、扩渠道是南极电商未来持续增长的主要来源

1) 扩品类: 截至 2019 年 6 月 30 日, 公司授权品类覆盖约 320 个子类目, 其中内衣、家居服以及床上用品等市占率较高。对于成熟品类, 公司将主要通过现有优势类目基础上扩展二、三级类目, 全方位覆盖消费者需求。同时公司还不断加大力度去开拓健康生活、化妆品等细分赛道成长性高的新品类。

2) 扩渠道: 2019 年阿里、京东、唯品会及主要社交电商可统计 GMV 分别为 203.17 (+39.13%)、46.82 (+31.50%)、14.45 (+200.35%)、39.65 (+124.89%) 亿元, 拼多多渠道发展迅速, 南极人的品牌定位与拼多多渠道的客群高度匹配, 预计未来仍有较大发展空间。同时, 公司积极拥抱直播电商等新兴渠道, 成立了直播事业部, 陆续开展直播带货。南极优选线下店也为未来拓展线下渠道提供想象空间。

● **风险提示:** 品类扩张速度不及预期; 货币化率下降; 时间互联业绩波动风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	986	3,353	3,908	4,457	5,226
YOY(%)	89.2	240.1	16.6	14.0	17.3
净利润(百万元)	534	886	1,206	1,550	1,987
YOY(%)	77.4	65.9	36.1	28.5	28.2
毛利率(%)	70.1	34.5	38.0	42.3	46.5
净利率(%)	54.2	26.4	30.9	34.8	38.0
ROE(%)	17.6	23.6	24.3	23.9	23.6
EPS(摊薄/元)	0.22	0.36	0.49	0.63	0.81
P/E(倍)	53.7	32.3	23.8	18.5	14.4
P/B(倍)	9.5	7.7	5.8	4.4	3.4

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、	用品牌授权和产业链服务构建多品类新零售品牌巨头	4
1.1、	发展历史：顺应时代，从传统企业转型为品牌授权和产业链服务的消费品创新公司	4
1.2、	业绩持续高增长，2015-2019 年本部收入 CAGR 达 37.66%	4
1.3、	主营业务拆分：本部主业持续高增长，时间互联业绩质量提升	5
1.3.1、	本部业务拆分：品牌综合服务和经销商品牌授权业务保持高增长，保理业务持续收缩	5
1.3.2、	时间互联业绩质量有所提升	7
1.4、	股权结构：实际控制人品牌运营经验丰富	7
2、	商业模式解析：“既不生产，也不销售”，用品牌授权和产业链服务打造南极人共同体平台	8
2.1、	品牌授权与综合服务，强力赋能上下游客户	8
2.1.1、	南极电商的主要资源：品牌、流量资源以及电商运营经验	8
2.1.2、	南极电商为上下游客户提供品牌、流量资源以及电商运营经验	9
2.2、	先发优势、规模壁垒及流量积累，深挖商业模式护城河	10
2.3、	供应商生产劣质产品意愿低，公司以多维度检查保证产品质量	12
3、	未来收入增长来源：扩品类、扩渠道持续提供增长动力	12
3.1、	现有品类拆分：多品牌多品类优势明显	12
3.2、	扩品类方式：成熟品牌开拓二、三级类目，发力健康生活、化妆品等成长性高的新品类	13
3.3、	赋能产业链的商业模式决定南极电商扩品类的成功率更高	16
3.4、	扩渠道：线上新零售，线下新平台	16
4、	保理业务规模逐步收缩，应收账款规模有所减小	17
5、	时间互联业绩趋于平稳，规模预计收缩	19
6、	盈利预测与投资建议	19
7、	风险提示	20
附：	财务预测摘要	21

图表目录

图 1：	公司发展不断实现突破革新	4
图 2：	公司营收总体呈快速增长（亿元，%）	5
图 3：	公司归母净利润增长较为稳健（亿元，%）	5
图 4：	GMV 整体呈高速增长（亿元，%）	5
图 5：	可统计 GMV 渠道逐步扩张（%）	5
图 6：	公司本部业务增长较稳健（亿元，%）	6
图 7：	本部核心业务为品牌综合服务业务（亿元）	6
图 8：	品牌综合服务业务稳健增长（亿元，%）	6
图 9：	经销商品牌授权业务稳健增长（亿元，%）	6
图 10：	时间互联主要以投放移动互联网广告业务实现盈利	7
图 11：	公司实际控制人为张玉祥、朱雪莲夫妇	8
图 12：	公司自有可授权品牌较多	9
图 13：	公司通过品牌授权及综合服务为价值链上下游赋能	10
图 14：	近 30 天南极人品牌销量为天猫平台第一（万件）	11
图 15：	南极人内衣类近 30 天销量天猫平台第一（万件）	11
图 16：	电商零售额规模增速逐年下降（万亿元，%）	12
图 17：	天猫电商平台开店规则收紧	12

图 18: 南极电商品类涵盖成熟型与成长型.....	13
图 19: 公司积极扩展文胸、家居服等产品类目	14
图 20: 近年来化妆品、食品零售行业增速较快（单位：%）	14
图 21: 公司品类筛选过程精准严格	15
图 22: 南极人洗衣机价格显著低于同类产品.....	15
图 23: 南极人迷你电饭煲解决了“大锅煮少米”的痛点	15
图 24: 公司广告及宣传费用增速显著低于 GMV 增速	16
图 25: 社交电商渠道 GMV 呈现高速增长（亿元，%）	17
图 26: 南极人淘宝店铺直播带货	17
图 27: 应收账款增速下滑明显（亿元，%）	18
图 28: 应收账款账龄结构持续优化（%）	18
图 29: 保理业务产生应收款项有所减小（亿元，%）	18
图 30: 保理业务应收账款规模逐步收缩（亿元）	18
图 31: 互联网媒体投放供应商及客户集中度高（%）	19
图 32: 互联网流量整合供应商及客户集中度高（%）	19
 表 1: 各品牌覆盖品类多样（截至 2019 年前三季度）	 13
表 2: 部分可比公司估值情况；南极电商估值上升空间明显	20

1、用品牌授权和产业链服务构建多品类新零售品牌巨头

南极电商主业主要包括品牌综合服务、经销商品牌授权服务、移动互联网营销业务。南极电商前身于1998年成立于上海，初期以生产销售保暖内衣产品为主，后期逐步剥离生产销售业务模式，开启品牌授权业务，并为客户提供电商综合服务。2015年通过重大资产重组，借壳新民科技于2016年初成功上市。2017年完成对时间互联的收购后，增加了移动互联网营销业务。

1.1、发展历史：顺应时代，从传统企业转型为品牌授权和产业链服务的消费品创新公司

回顾南极电商的发展历史，可以分为四个阶段：

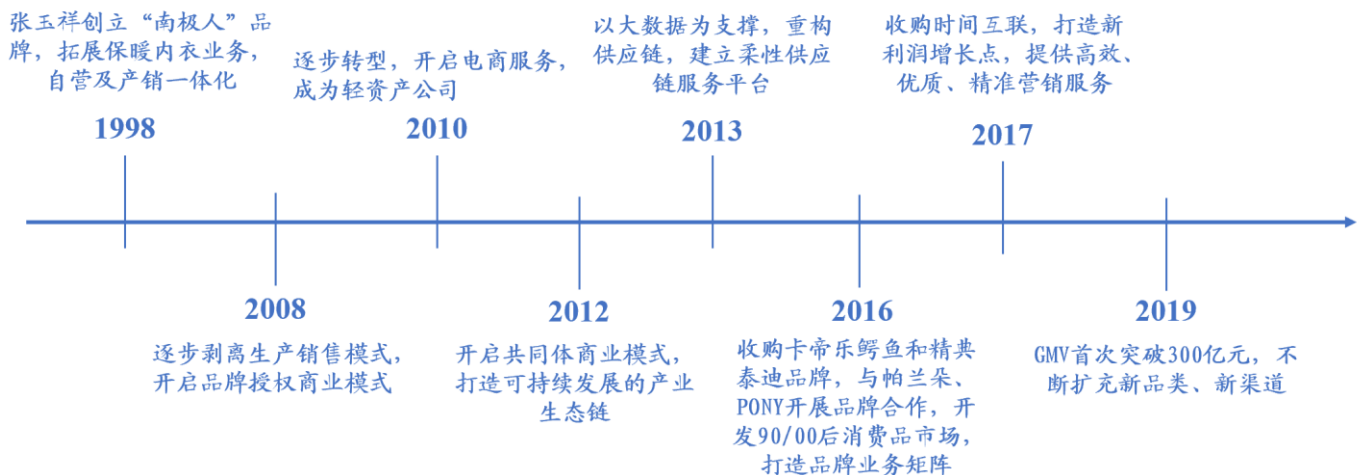
第一阶段：传统保暖内衣生产销售公司。

第二阶段：放弃生产，转型品牌授权及产业链服务公司。

第三阶段：通过收购，扩充公司品牌和业务。

第四阶段：聚焦主业，扩品类、扩渠道阶段。

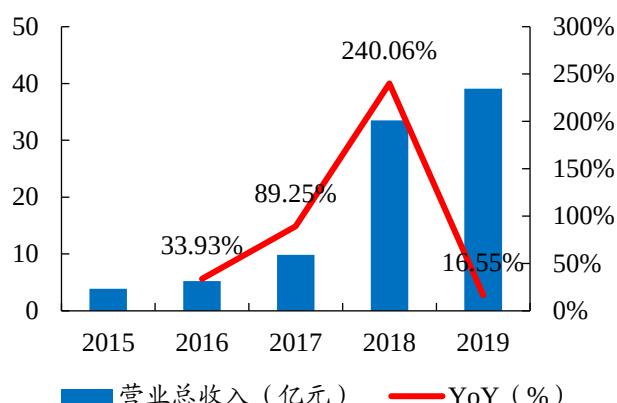
图1：公司发展不断实现突破革新



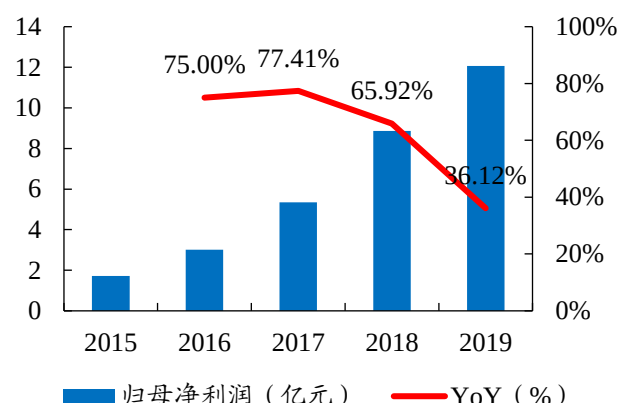
资料来源：公司官网、开源证券研究所

1.2、业绩持续高增长，2015-2019年本部收入CAGR达37.66%

公司业绩持续高增长。根据公司披露的业绩快报，2019年公司实现营业总收入39.08亿元（+16.55%），其中本部主营业务收入为13.97亿元（+34.71%），时间互联收入为25.11亿元（+8.33%）。2015-2019年营业总收入CAGR为78.03%，本部主营业务收入CAGR为37.66%。根据公司披露的未经审计数据，2019年公司实现归母净利润为12.06亿元（+36.12%），增速伴随营收有所放缓，其中本部主业归母净利润为10.95亿元（+44.40%），时间互联归母净利润为1.10亿元（-13.57%）。2015-2019年归母净利润CAGR为62.73%。整体来看，公司先发优势及规模效应逐步凸显，品牌影响力不断提升，品类及渠道不断完善，营收及净利润总体呈高速增长趋势。

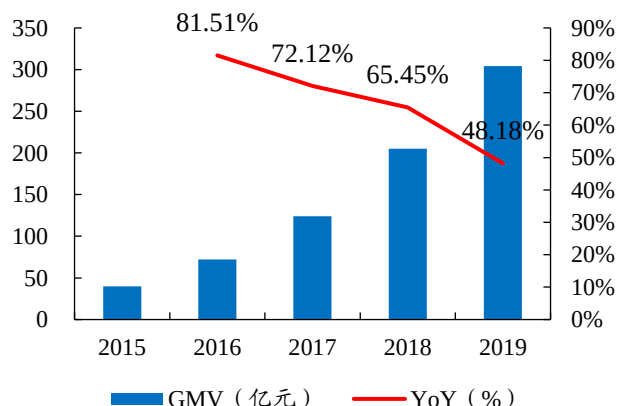
图2: 公司营收总体呈快速增长 (亿元, %)


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

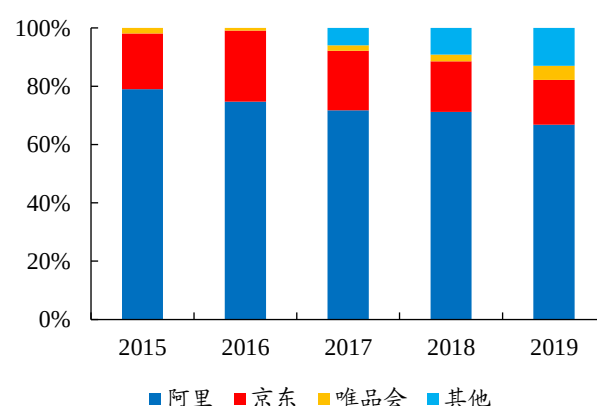
图3: 公司归母净利润增长较为稳健 (亿元, %)


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

从GMV持续高增长,货币化率逐渐稳定。2019年公司实现各渠道可统计GMV为305.59亿元(+48.92%),2015-2019年CAGR为66.36%。分各个渠道来看,2019年阿里、京东、唯品会及主要社交电商可统计GMV分别为203.17(+39.13%)、46.82(+31.50%)、14.45(+200.35%)、39.65(+124.89%)亿元,分别占比为66.48%(-3.96pct)、15.32%(-1.85pct)、4.73%(+2.41pct)、12.97%(+3.92pct)。近年来拼多多及唯品会渠道GMV增速较快,渠道逐步扩张,多元化趋势较为明显。按照主业收入估算,我们预计2019年货币化率接近4.3%左右,较2019Q3提升0.65pct,较2018年同期略低0.25pct,预计2020年货币化率继续保持稳定。

图4: GMV整体呈高速增长 (亿元, %)


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图5: 可统计GMV渠道逐步扩张 (%)


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

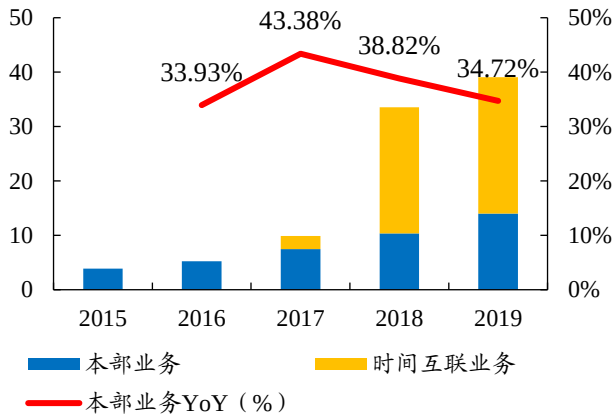
1.3、主营业务拆分: 本部主业持续高增长, 时间互联业绩质量提升

1.3.1、本部业务拆分: 品牌综合服务和经销商品牌授权业务保持高增长, 保理业务持续收缩

本部业务主要分为品牌综合服务业务、经销商品牌授权业务、自媒体流量变现业务以及保理业务等。其中,品牌综合服务业务为公司主要收入来源的核心业务。2019年公司本部业务实现营收13.97亿元(+34.72%),2015-2019年CAGR为37.66%,保持较快增长趋势。本部主业拆分来看,2018年品牌综合服务业务、经销商品牌授权业务、自媒体流量变现业务、保理业务分别实现营收9.00(+44.69%)、0.34(+100%)、

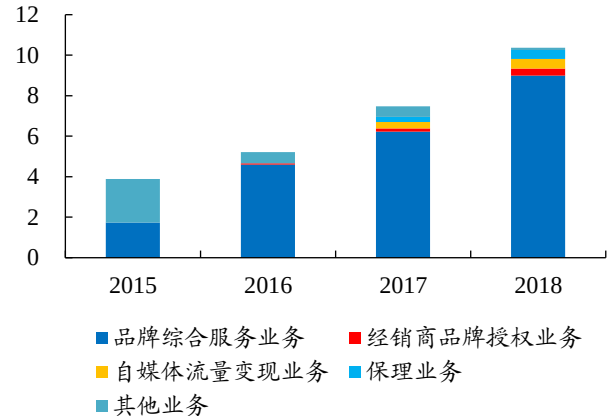
0.47(+51.61%)、0.45(+80%)亿元,收入占比分别为87.72%、3.31%、4.58%、4.39%。

图6: 公司本部业务增长较稳健(亿元, %)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图7: 本部核心业务为品牌综合服务业务(亿元)

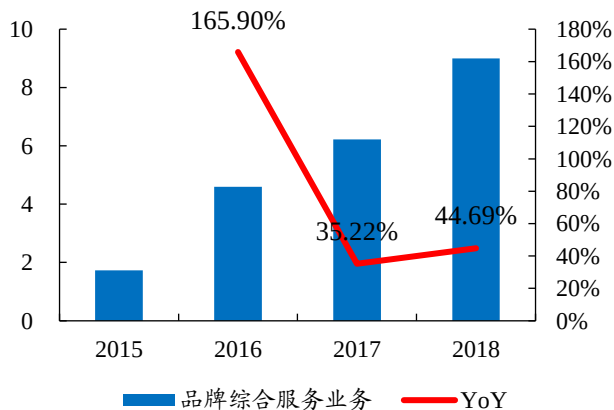


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

1) 本部业务:

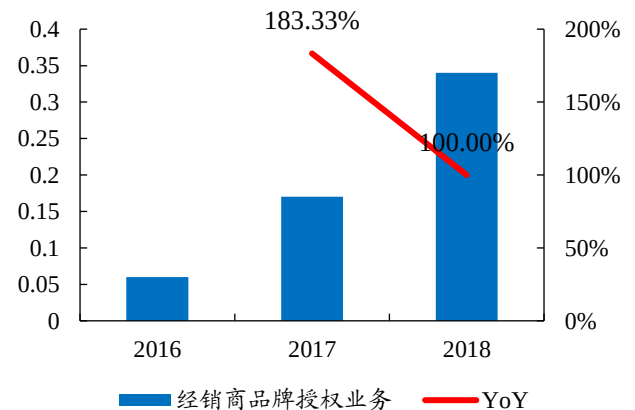
- **品牌综合服务业务:** 公司按发放商标辅料的批次为授权生产商提供品牌授权、供应链服务等综合服务,并向生产商根据出厂价的一定比例收取品牌综合服务费。2018年实现营业收入9亿元(+44.69%),增速提升9.47pct,收入占比为87.72%(-1.78pct),2015-2018年CAGR为73.27%,品牌综合服务业务为公司核心业务,保持较快增长。
- **经销商品牌授权业务:** 公司向授权经销商提供品牌授权及电商服务,并向经销商收取经销商品牌授权费。经销商主要来自阿里、京东、拼多多、唯品会等电商平台,将产品销售给消费者。2018年实现营业收入0.34亿元(+100%),收入占比为3.31%(+0.86pct),实现快速增长。

图8: 品牌综合服务业务稳健增长(亿元, %)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图9: 经销商品牌授权业务稳健增长(亿元, %)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

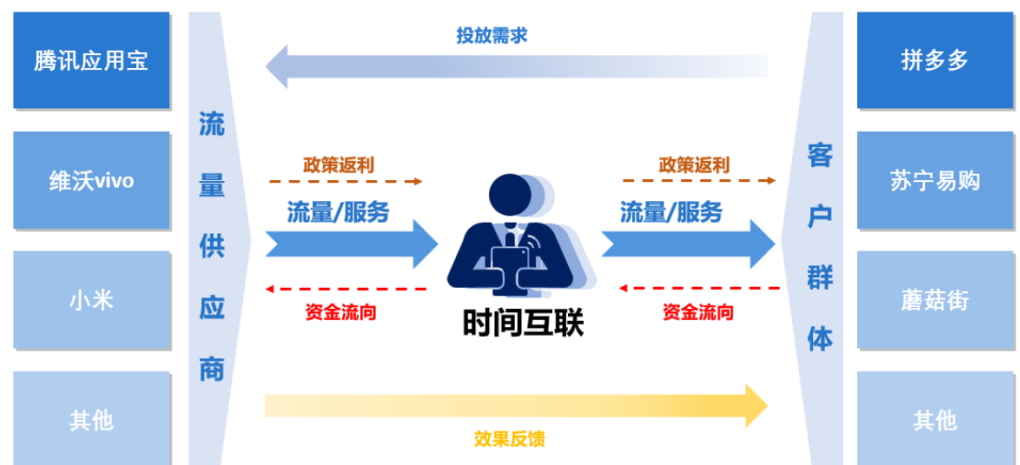
- **自媒体流量变现业务:** 公司通过合作品牌的影响力,在互联网移动端的增值服务所收取的费用。主要基于“亚洲美妆天后”Pony的人气与品牌价值,主营彩妆、护肤、美妆工具、饰品等类目的产品业务及内容营销的广告业务。公司于2017年创立该业务,2018年自媒体流量变现业务实现营业收入0.47亿元(+51.61%),收入占比为4.58%(+0.12pct)。

- **保理业务：**即供应链金融服务，指公司为客户向其购货方销售商品、提供劳务或其他原因产生的应收账款提供融资及相关的综合性金融服务。公司于 2017 年起开展此项业务，2018 年保理业务实现营业收入 0.45 亿元（+80%），收入占比为 4.39%（+0.79pct）。根据公司 2019 年业绩快报，保理业务应收账款规模为 0.24 亿元（-85.45%），大幅下降。保理业务对公司应收账款项目影响较大，随着业务的开展应收账款周转率可能降低，未来有望持续缩减该业务规模。

1.3.2、时间互联业绩质量有所提升

时间互联业务：公司于 2017 年收购全资子公司时间互联，其主营业务为移动互联网广告业务。主要通过代理移动互联网媒体投放平台流量及其整合的分散流量，提供高效、优质、精准的营销服务。受客户委托在 VIVO、小米、腾讯应用宝、今日头条等移动媒体投放平台采购流量资源，投放客户 APP、产品等推广信息。同时提供移动互联网流量整合及营销方案设计等定制化服务。2019 年时间互联预计实现营业收入 25.11 亿元（+8.42%），收入占比为 64.25%（-4.82pct）。我们预计 2019 年时间互联应收帐款规模和经营净现金流均会明显改善。

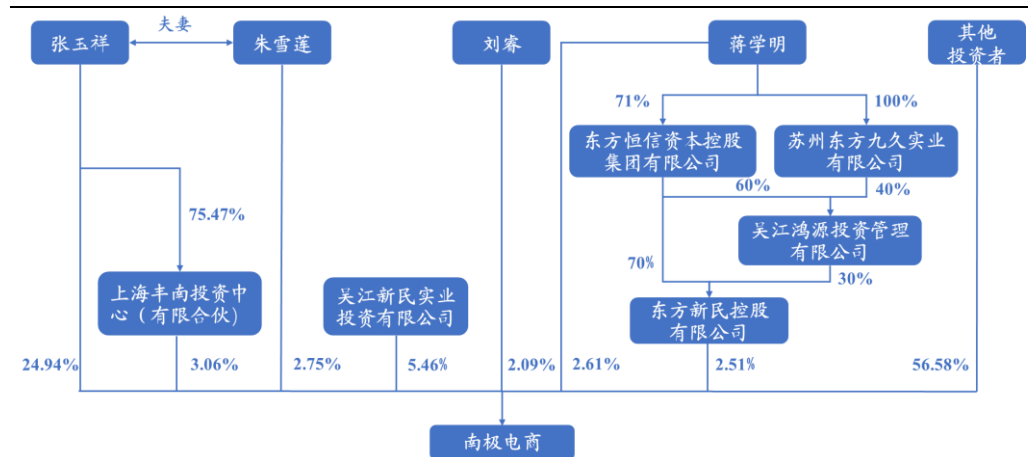
图 10：时间互联主要以投放移动互联网广告业务实现盈利



资料来源：公司公告

1.4、股权结构：实际控制人品牌运营经验丰富

公司实际控制人为张玉祥、朱雪莲夫妇，拥有较丰富的零售品牌管理经验。公司实际控制人张玉祥为南极人品牌创始人，该品牌 1998 年创立于上海，为中国最早成立的内衣企业之一。根据公司 2019 年三季报，张玉祥、朱雪莲夫妇直接拥有南极电商 27.69% 股权，并通过丰南投资公司间接持有南极电商 3.06% 股权，合计持有 30.75% 股权。创始人张玉祥凭借二十余年的品牌运营经验，运用创新商业模式，以移动互联网发展为契机，打造南极人共同体平台。2019 年多个股东减持计划已基本结束，我们预计 2020 年减持压力将大幅减小。

图11：公司实际控制人为张玉祥、朱雪莲夫妇


资料来源：公司公告、开源证券研究所（数据更新日期为截至 2019 年三季度）

2、商业模式解析：“既不生产，也不销售”，用品牌授权和产业链服务打造南极人共同体平台

公司主要业务为品牌授权与电商综合服务，即为上游品牌商提供品牌授权、授权在电商平台开店（前店后厂）、对接下游经销商等电商综合服务，同时服务下游经销商寻找合适的供应商。“既不生产，也不销售”的盈利模式为公司剥离存货风险。此外，公司具有渠道先发优势，并形成较大销售规模，对上下游客户赋能较强，已铸就较高壁垒，短时间内其他同类竞争者或较难超越。同时，近年来公司正逐步严抓品控，通过内部抽查、外部第三方质检等方式，使品类的不断扩充进一步得到质量上的保证。

2.1、品牌授权与综合服务，强力赋能上下游客户

2.1.1、南极电商的主要资源：品牌、流量资源以及电商运营经验

公司品牌及品类较为完善，覆盖消费群体不断扩充。公司目前自有可授权品牌包括：南极人、南极人+、南极人 Home、卡帝乐鳄鱼、精典泰迪等。品类包括服装、家纺、鞋类、母婴、生活小电器、运动户外等多个子品类。近年来，品牌定位差异化逐步明确，品类不断得到扩充，覆盖消费群体持续扩大，基本满足大部分日常生活用品的需求。2019H1 授权品类已经覆盖 320 个子类目，价格仍以高性价比为主，零售加价率维持较低水平。

公司已拥有较大电商流量资源，并积攒多年电商运营经验。早期在电商平台流量红利期积极发展经销商，门店数量增长较为迅速，2018 年公司已拥有经销商 4186 家，线上门店 5535 个，具备较大优势在销售端大幅增加公司品牌的展示机会。此外，公司将品牌运营和电商规则融合多年，熟悉并了解电商运营规则，能够为价值链上下游提供专业化电商运营服务及经验，并且可以利用先发的成功商业案例进行延展。

图12: 公司自有可授权品牌较多



资料来源: 公司官网

2.1.2、南极电商为上下游客户提供品牌、流量资源以及电商运营经验

公司主营业务的开展位于上下游两端之间，通过品牌授权与电商综合服务，赋能两端客户，为上游供应商及下游经销商打造良好的沟通及服务桥梁。公司核心资产为较多优质品牌资源，且公司拥有的可授权品牌经过几十年的沉淀，已具备一定的品牌势能及品牌影响力。2008 年受限于自身规模影响，开展品牌授权业务，随后紧跟电商平台崛起步伐，在阿里、京东等知名电商平台逐步扩展零售渠道，目前已积累较多电商流量资源。此外，经过十几年电商平台的发展，已具备较强品牌电商运营经验。综上所述，从价值链角度来看，公司能够为上游供应商提供品牌、渠道及电商运营经验，同时，也能够为下游经销商提供高性价比产品及品牌势能。

从价值链拆分来看：涉及上游供应商、下游经销商及南极电商公司三方：

1.上游供应商痛点：上游产品供应商主要由众多产品生产厂商组成，其特点在于拥有一定规模的产能及各类产品生产线。通常情况下，上游供应商需要通过自行建立分销渠道或通过第三方经销商渠道销售商品。1) 从自建经销体系来看，产品没有品牌势能支撑，销售渠道扩展难度较大，且开拓渠道成本较高。2) 从第三方经销商渠道看来，大型经销商拥有较多优质销售渠道资源，与供应商合作时占据主导地位，因此供应商利润空间被压缩。此外，经销商通常采用“压货”策略，即商品完成销售后再与供应商进行收入核算，供应商应收账款项目承受较大压力，且账龄较长，存在一定坏账损失。

2.下游经销商痛点：下游产品经销商主要由众多线上或线下区域或个体经营商户组成，其特点在于拥有较多条产品分销渠道资源。通常情况下，经销商希望批发购买有品牌势能保证、性价比较高的产品，以薄利多销的策略进行大量商品销售。而此类产品通常通过供应商的自营销售渠道或大型第三方经销商授权渠道进行分销。体量较小的经销商对好产品的供应商几乎没有吸引力，此外，此类经销商也需要通过好的品牌势能、性价比高的产品提升消费者的关注，从而提升自有体量并持续扩展销售渠道，提升经营业绩。

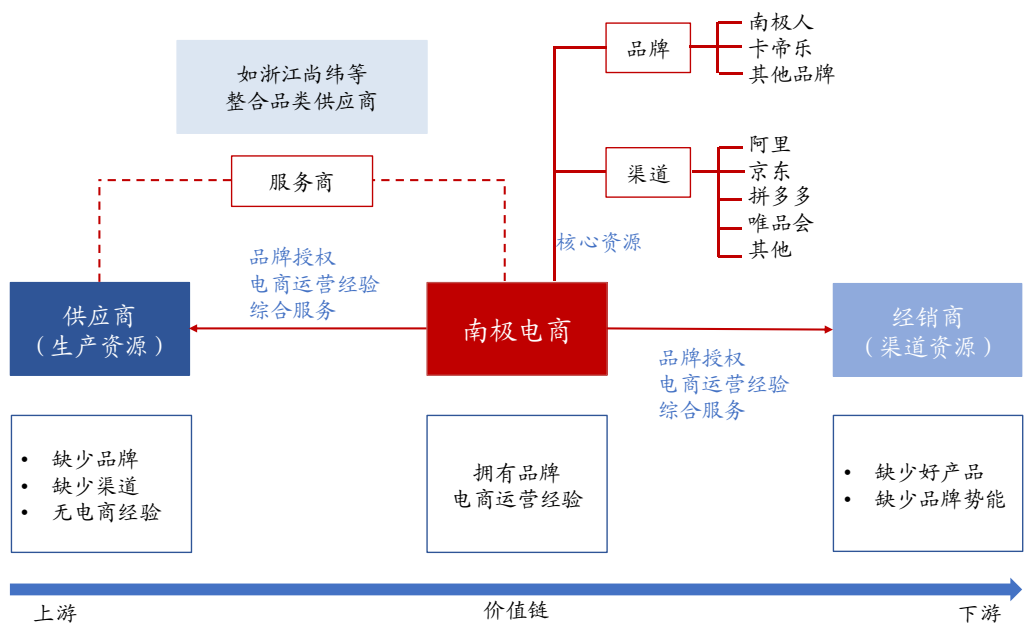
3.南极电商的资源：公司自 2010 年以来深耕电商业务，与阿里、京东、唯品会等网络电商平台拥有较好的长期合作，已积累较丰富的品牌电商运营经验。此外，南极人系列品牌已经过 20 余年的品牌发展，加上其他收购的各品牌等，已具备一定的品牌势能和顾客粘性。公司通过品牌授权与综合服务赋能价值链上下游两端客户，较为有效地解决其存在的困顿局面：

- **品牌综合服务业务：**主要为价值链上游的产品供应商提供各品牌授权、供

供应链服务等综合服务。供应商主要通过两种模式开展业务：**1) B2M**：上游供应商拥有公司所授权的品牌后，产品销售均冠名公司发展较为成熟的品牌，供应商具备一定的议价能力，能够通过第三方经销商或公司提供的自有或第三方销售渠道进行良好的产品销售。**2) C2M**：供应商借助公司线上已培育成熟的渠道，借鉴公司电商运营经验，开展自有店铺，即“前店后厂”模式，直接通过线上渠道分销供应商产品，提升供应商利润空间。

- **经销商品牌授权业务**：主要为价值链下游的产品经销商提供各品牌授权、电商服务及高性价比产品。下游经销商拥有公司所授权品牌后，经销商线上店铺可冠名公司发展较为成熟的品牌，在具备产品势能的品牌支持后，经销商能够吸引更广泛的消费群体。此外，公司也可以通过符合品牌电商规则的方式，提升店铺排名、销量等，吸引消费者关注。同时公司也能够为经销商提供上游供应商高性价比的产品，改善店铺销量并提升利润空间。

图13：公司通过品牌授权及综合服务为价值链上下游赋能



资料来源：公司公告、开源证券研究所

2.2、先发优势、规模壁垒及流量积累，深挖商业模式护城河

我们认为，公司的主要竞争优势在于先发优势、规模壁垒以及流量累积三个维度，同类竞争者短期内难以超越或打破壁垒，公司仍有提升市场份额的空间。

1) 先发优势：早期布局电商业态，沉淀良好品牌电商运营经验。公司自 2008 年起开始涉足品牌授权业务，2010 年布局电商业态，是最早一批进行网络电商运营的公司。经过十年与品牌电商的合作发展，公司已熟悉各大品牌电商的运营规则，并能够灵活运用规则为上下游客户提供专业化电商服务。

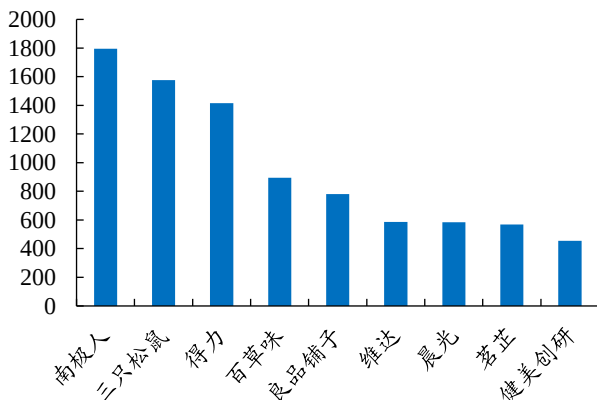
- **公司熟悉电商行业的规则与玩法，能够快速赋能没有电商运营经验的供应商。**经过多年时间沉淀与积累，公司能够捕捉市场动向及潮流，拥有较为敏锐的行业嗅觉，通过公司专业的电商团队，擅长打造全网爆款产品。
- **公司根据多年积累的品牌电商运营经验，能够为下游经销商提升转化率。**

通过品牌电商购买产品首先需要进行商品搜索，而搜索结果排序首位通常为广告展示位，其余排名则通过品牌电商综合算法得出。公司对品牌电商平台规则较为了解，能够抢占首页产品展示位，并通过流量、点击率等方式结合价格及时间段，有效提升经销商店铺及所售商品的曝光率。

2) 规模壁垒：早期享受品牌电商红利积累大量渠道资源，GMV 规模效应吸引更多上下游客户。公司的核心资产在于品牌及销售渠道，经过多年销售渠道的累积，已吸引大量上游供应商、下游经销商与公司开展业务，GMV 逐年提升，马太效应逐步显现，未来仍有望继续扩大客户群体。

- **公司积累的渠道资源已具备较大规模。**公司在初期与品牌电商合作，积极发展经销商，同时店铺数量增长迅速。2018 年经销商数量为 4,186 家，较 2014 年净增加 3382 家；2018 年线上店铺数量为 5,525 个，同比 2017 年净增加 1,093 个。公司已具备较大渠道规模优势，能够吸引供应商与之合作。
- **规模优势在供应端逐步形成规模经济。**2019 年公司 GMV 约为 305.59 亿元，2015-2019 年 CAGR 为 66.36%。较高的 GMV 意味着单品的投入成本更低，公司可以对产品进行更好的改善升级。此外，公司 2018 年拥有合作供应商 866 家，较 2014 年净增 547 家。通过供应商、经销商及公司间紧密合作，从而实现产品的“优质低价”和“快速反应”，以应对快速变化的市场环境。

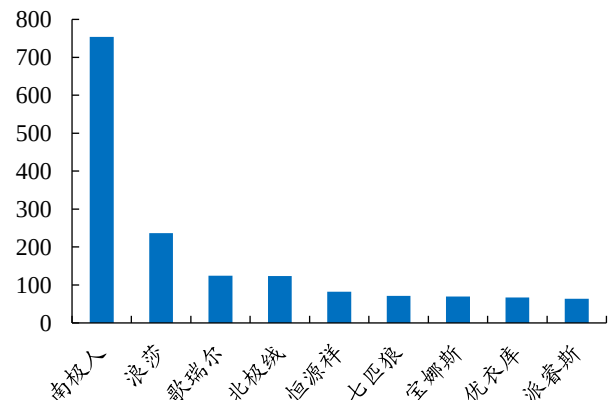
图14：近 30 天南极人品牌销量为天猫平台第一（万件）



数据来源：淘数据，开源证券研究所

注：数据截止至 2020 年 3 月 25 日

图15：南极人内衣类近 30 天销量天猫平台第一（万件）

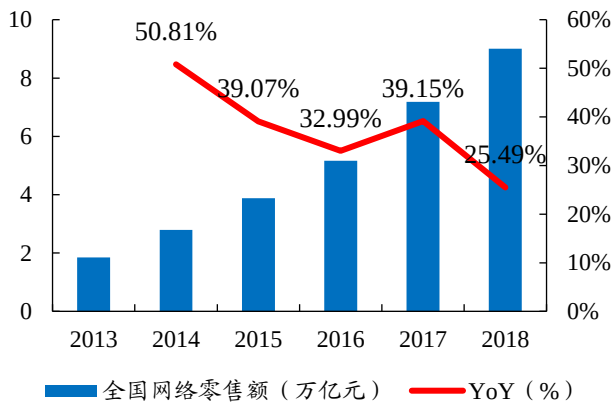


数据来源：淘数据，开源证券研究所

注：数据截止至 2020 年 3 月 25 日

3) 流量累积：品牌电商早期能够赋予的流量红利已褪去。公司自 2010 年开展电商业务后，与电商平台一同成长，享受到天猫等平台早期给予的诸多流量红利或支持性政策，例如单一品牌可以开设多家店铺，从而积累大量消费者资源。当下电商业态流量为王，而平台已无法赋予运营初期的流量红利，主要系：1) 电商零售额增速逐年放缓，未来难以培育较大规模的电商品牌。2) 天猫等电商平台开店政策收紧，单一品牌的单一品类目前无法在同一家电商平台开设多家店铺。

图16: 电商零售额规模增速逐年下降(万亿元, %)



数据来源: 产业信息网、开源证券研究所

图17: 天猫电商平台开店规则收紧

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;
- 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;
- 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”类目专卖店仅接受自荐品牌入驻;

资料来源: 天猫

2.3、 供应商生产劣质产品意愿低, 公司以多维度检查保证产品质量

生产质量较差产品或将对供应商造成较大损失。公司的商业模式以品牌授权及综合服务为主业为供应链赋能, 已剥离生产销售环节, 并不承担库存风险, 产品库存风险均由上游供应商和经销商承担。从终端零售角度来看, 消费者购买质量较差产品后, 店铺评分和复购率将有所下滑, 产品将逐渐被市场拒绝接受。因此上游供应商如大量生产质量较差产品, 将大量增加库存积压风险, 对供应商营收及业绩负面影响较大。

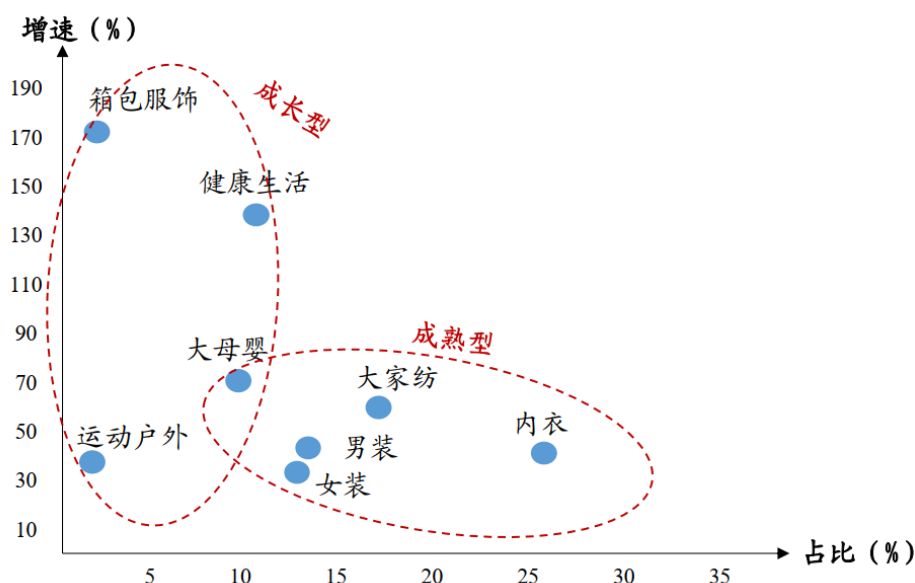
公司从多维度进行产品质量管控, 有效保证产品质量。从产品上市前来看, 各大品牌电商销售产品均有相应的国家标准检测报告, 在满足标准后才可以上线销售。从产品上市后来看, 公司能够根据消费者对产品差评率判断是否为劣质产品, 通过下架的方式阻断产品上市流通。此外, 公司通过抽检、巡检、与第三方质检机构合作及平台抽检等方式, 严格把控产品质量。发现劣质产品, 可以通过渠道追溯到相应的供应商, 并对供应商质量流程再造和组织再造, 实现多方互惠共赢。

3、 未来收入增长来源: 扩品类、扩渠道持续提供增长动力

3.1、 现有品类拆分: 多品牌多品类优势明显

南极电商现有品类丰富, 且兼具成熟性与成长性。截至2019年6月30日, 公司授权品类覆盖约320个子类目, 其中包括了内衣、家居服以及床上用品等市占率较高、已形成较强竞争优势的成熟品类, 也包括健康生活、箱包服饰、母婴产品等增速较快、未来增长潜力较大的成长型品类。

图18: 南极电商品类涵盖成熟型与成长型



数据来源：公司公告、开源证券研究所

按品牌拆分，南极人品牌定位为全品类的新快消品，覆盖品类较多，且主要围绕大纺织、健康生活、大母婴等系列，其中“女士内衣/男士内衣/家居服”和“床上用品”品类市占率位列行业第一，竞争优势明显，增长稳定；卡帝乐鳄鱼主要覆盖运动时尚服饰产品，包括箱包、服装配饰等，增长趋势良好；经典泰迪定位大母婴产品，包括童装、儿童用品等，增速仅次于南极人品牌。

表1: 各品牌覆盖品类多样（截至2019年前三季度）

品牌	主要覆盖品类	GMV 占比	GMV 同比增速
南极人	内衣、家纺、居家布艺、女装、男装、童装、母婴、生活小电器、居家日用、鞋品、运动户外等	86.39%	65.03%
卡帝乐鳄鱼	鞋品、男装、箱包皮具、服饰配件、家纺、内衣/家居服、运动户外、童装、汽车用品等	11.95%	37.11%
经典泰迪	童装、婴装、亲子装、尿片/洗护等婴童用品、孕妇装、孕产妇用品、内衣/家居服、童车童床、玩具、箱包皮具等	0.89%	54.43%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.2、扩品类方式：成熟品牌开拓二、三级类目，发力健康生活、化妆品等成长性高的新品类

公司根据各品类的成熟度与增速采取了不同的扩张策略。对于成长期类目，公司主要考量已有类目的可盈利性，具有市场潜力的重点扶持，市场反响较差的及时转变业务方向；对于成熟期类目，循序渐进开发子类目、升级供应商品质及格调，逐渐丰富价格层次，扩大消费群体。

成熟品类方面，公司将主要通过现有优势类目基础上扩展二、三级类目，全方位覆盖消费者需求。例如家纺事业部成立于2014年，截至2019年已建立了床品类、布艺类两大成熟品类，分别占据了所在行业第一名、第二名的优势市场地位。因此，公司充分发挥优势，背靠内衣这一核心大类扩展了文胸及家居服，此外男装、女装也会增加三级子类目，例如女装将提升牛仔裤、休闲裤、T恤等，从而实现覆盖更多的消费需求，进一步提升客户粘性，扩大南极人品牌的市场份额。

图19: 公司积极扩展文胸、家居服等产品类目



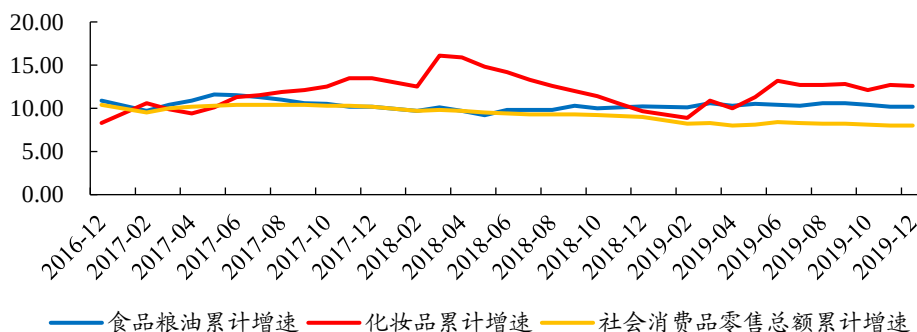
数据来源: 南极人天猫官方旗舰店

尽管部分成熟品类市场排名较高, 已取得领先优势, 但其市场覆盖率仍有较大上升空间。例如母婴事业部截至 2019 年底共有 10 个二级类目进入行业前十, 但由于母婴市场类目多且品牌分散, 公司母婴事业部多数二级类目在其所属细分市场覆盖率不足 1%。因此, 通过持续扩展三级类目, 拓宽产品线, 并做好品类之间的击穿和打通, 各品类 GMV 有望持续高速提升。

同时, 公司也时刻把握新消费趋势, 结合品牌定位, 利用大数据挖掘热款爆款, 进一步扩充有潜力的品类。我们预计 2020 年公司将重点拓展化妆品、食品与健康生活等新品类。

- **化妆品:** 2020 年 2 月南极电商与浙江尚纬成立了合资公司, 正式切入化妆品品类。化妆品是近年来增长最快的消费品品类之一, 且非常适合传统电商以及直播电商等新零售模式销售, 市场空间大。公司预计将尝试线上直营销模式, 早期从基础护肤中的个别爆款产品入手逐渐扩展品类, 推动南极人化妆品品牌的影响力, 不断累积品牌势能。
- **食品:** 公司预计将与优质食品行业供应商合作推出食品品类, 预计以休闲零食为主。

图20: 近年来化妆品、食品零售行业增速较快 (单位: %)



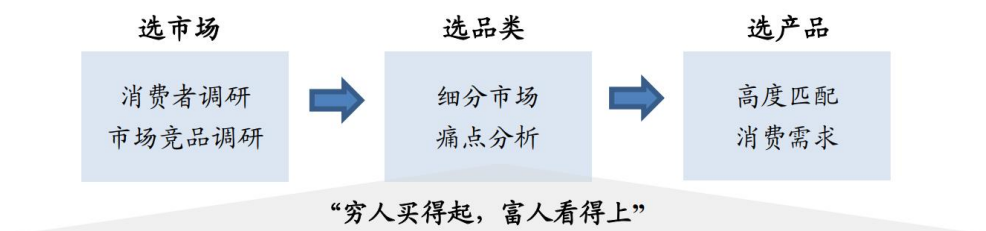
数据来源: Wind、开源证券研究所

- **健康生活产品：**疫情影响下人们的消费意识发生了变化，防疫类产品销售更为常态化，近期需求上升的幅度比较大，尤其抗菌类、健康类产品已成为消费热点。2020年2月公司洗护类产品月销量已过百万，公司预计下半年会有更完善的布局，在商品的结构、质量方面会有较大的提升。

在拓展品类之前公司进行了审慎的选择，品类筛选标准与整体定位一致，即打造“穷人买得起，富人看得上”的产品。在市场方面，公司主要选取没有强势对手的“蚂蚁市场”；在品类方面，公司优先选择高频、低价、标准化的品类，此类产品适合电商销售，且易规模化。

因此，公司需要进行一系列的筛选流程。在**市场选择层面**，首先进行消费者的调研，并加强市场竞品调研，聚焦特定细分市场；在**品类选择层面**，对所属细分市场进行痛点分析，充分考虑到消费人群的年龄、场景、购买用途、风格等；在**产品选择层面**，将产品与消费需求进行高度匹配，并精细化管理运营，充分结合新潮流、新科技、新面料、新工艺、新功能等元素。

图21：公司品类筛选过程精准严格



资料来源：开源证券研究所

通过精准扩张品类，公司真正树立了“好货不贵”的品牌形象。以大健康业务部为例，传统的波轮洗衣机价格在800-1000元左右，而南极人品牌推出了389元带烘干和除菌功能的洗衣机产品，性价比突出，广受市场好评；2019年，结合单身经济这一热点，公司推出了“一个人的电饭煲”等系列小厨电产品，在红海市场里找到了独特的细分市场切入之路。

图22：南极人洗衣机价格显著低于同类产品

美的（Midea）波轮洗衣机全自动 5.5公斤 迷你洗衣机 一键桶自洁 品质电机 不锈钢 已有20万+人评价 选购指数 6.4

南极人 全自动洗衣机波轮式宿舍家用健康 简约百搭甩干脱水快洗 5.2KG 智能风干 已有1.4万+人评价 选购指数 7.7

资料来源：京东

图23：南极人迷你电饭煲解决了“大锅煮少米”的痛点

精心定制迷你容量 饭菜要快更要美味

1.0L精心烹煮，每粒米都是全力以赴，香甜软糯
1.0L≈2-3碗饭，好吃不浪费

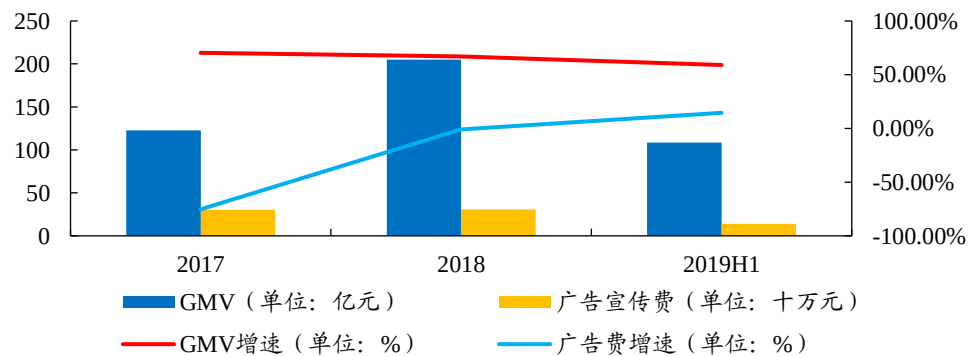
资料来源：京东

3.3、赋能产业链的商业模式决定南极电商扩品类的成功率更高

南极电商特殊的商业模式决定了它可以通过不断拓展品类，逐渐增加品牌价值。在“既不生产，也不销售”的模式下，公司上游方面通过与众多优质的供应商合作，可以在丰富品类的同时保证产品品质；下游方面与拥有卖货经验和渠道资源的专业经销商合作，公司可以通过销售新品类产品为品牌吸引新流量和新用户，而不会面临其他品牌常见的快速扩张导致品牌价值被透支的问题。

同时，公司拓展品类的边际成本与营销成本也相对较低。由于南极人品牌的流量稳定，用户众多，复购率高，其获取流量的边际成本增速显著低于整体 GMV 增速。以南极人官方旗舰店为例，截至 2019 年 6 月 30 日其 GMV 约 4.04 亿元，相较 2018 年同期增长 242.31%；约有 6,500 个 SKU，同比增加 44.44%；而直接推广费占 GMV 比例仅为 0.86%，相较 2018 年同比降低 36.30%。

图24：公司广告及宣传费用增速显著低于 GMV 增速



数据来源：Wind、开源证券研究所

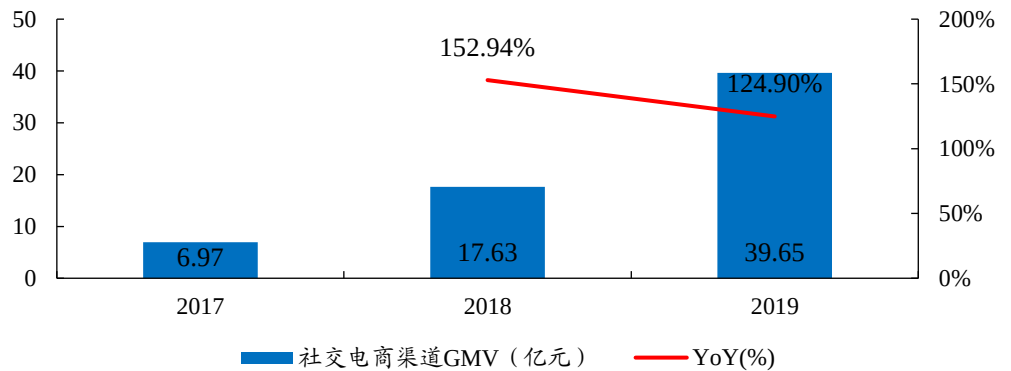
南极电商无需参与复杂漫长的产品研发过程，因此有望长期维持较快的品类扩张节奏。公司所选择的供应商均相对优质，自身供应研发能力较强，能够保质保量地维持产品供应。因此，公司的品类扩张频率较高，节奏较快，例如仅母婴事业部 2019 全年增添的新品类即高达 22 个，且新品快速上量，带动公司 GMV 持续上升。

3.4、扩渠道：线上新零售，线下新平台

除品类拓展外，扩渠道也是公司重要的未来增长点之一。未来公司将重点拓展现有线上社交电商渠道、开发新兴直播带货渠道和线下渠道。

社交电商渠道流量天花板尚远，GMV 有望继续维持高增速。2019 年公司社交板块业务 GMV39.65 亿，同比增长 124.89%，增速较快。该板块以拼多多电商平台为主，其平台主要消费人群与南极人品牌自身目标人群较为契合，销售成绩亮眼。目前拼多多平台 GMV 与 MAU（月活跃用户）都呈持续高增长态势，鉴于社群电商行业仍处于早期起步阶段，其后期增长潜力可观，有利于公司社交板块业务的扩大。

图25: 社交电商渠道 GMV 呈现高速增长 (亿元, %)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

在拓展线上新渠道方面, 公司成立了直播事业部, 天猫和部分京东店铺陆续开始利用直播卖货带动销量。线上直播渠道可以更生动全面地展示商品, 提高流量转化率。因此, 公司要求绝大部分阿里店铺在疫情结束后开展店铺直播, 举行了主播培训, 同时也布局了抖音和快手等短视频平台, 以大爆款作为营销工具加大线上宣传。

图26: 南极人淘宝店铺直播带货



资料来源: 淘宝

线下渠道方面, 公司于 2019 年启动了线下版南极电商——“南极优选”, 预计将于 2020 年推出第一家店铺。南极优选主打高性价比国货零售店, 我们预计其货品品类将会覆盖大纺织、母婴等公司现有强势品类, 也会囊括食品、化妆品等公司即将拓展的新品类。新线下渠道将助推新品类的拓展, 为品牌带来新流量, 长期来看有望对公司经营发挥积极作用。

4、保理业务规模逐步收缩, 应收账款规模有所减小

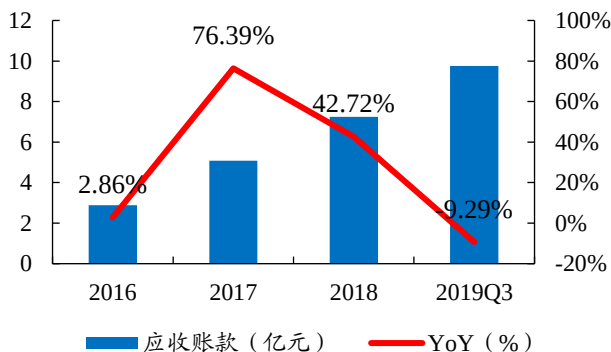
保理业务增厚应收账款并消耗现金流, 公司近年控制规模, 业务处于收缩状态。公司自 2017 年起开展保理业务, 其本质为供应链金融服务, 主要为上游供应商通过销售产品、提供劳务或其他原因产生的应收账款提供融资服务。公司通过自有自有

资金, 先行垫付供应商部分应收账款, 供应商根据与公司签订的合同到期还本付息, 从而赋能供应商短期内现金流短缺问题。随着保理业务的开展, 公司应收账款项目逐渐累积, 增加公司现金流净流出, 对公司现金流状况构成挑战。2019 年公司控制保理业务规模, 逐步处于收缩状态, 营运能力及现金流有所改善。

● **从应收账款规模来看: 应收账款规模增速有所放缓, 账龄结构持续改善。**

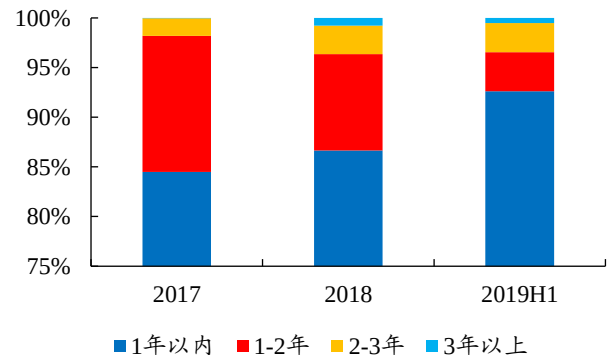
自公司开展保理业务以来, 应收账款大规模增加, 2017 年公司应收账款为 5.08 亿元 (+76.39%), 增速大幅增加 73.53pct。后期经公司策略调整, 通过提升供应商管理水平、完善业务人员绩效考核体系等方式, 使应收账款问题较大程度得到改善。2019Q3 公司应收账款为 9.76 亿元 (-9.29%), 应收账款规模较同期收敛。从账龄结构来看, 2019H1 一年内应收账款占比为 92.63% (+5.97pct), 账龄结构持续优化, 坏账风险有所降低。

图27: 应收账款增速下滑明显 (亿元, %)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

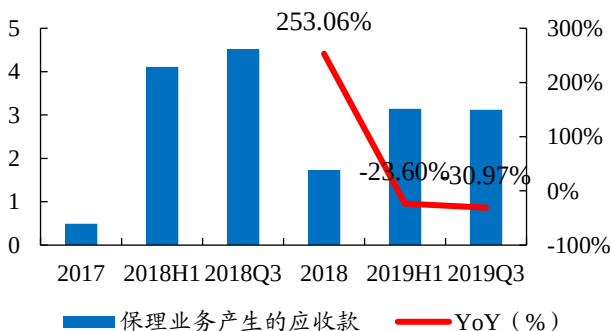
图28: 应收账款账龄结构持续优化 (%)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

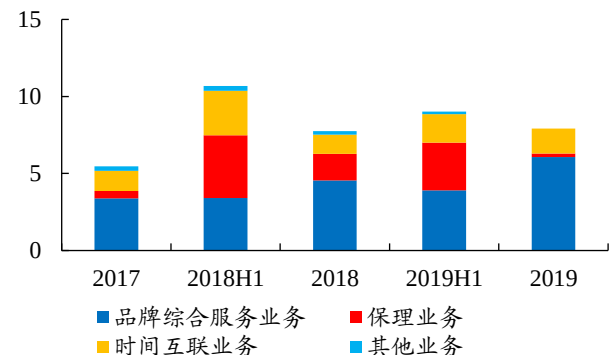
- **从保理业务产生的应收账款来看: 保理业务规模逐步收缩, 公司现金流有所改善。**公司 2019 年以来开始缩减保理业务的规模, 对于公司报表质量的影响减小。根据 2019 年业绩快报, 保理业务产生应收账款为 0.24 亿元 (-85.45%)。2019Q3 因保理业务产生的应收账款余额为 3.12 亿元(-30.97%), 增速环比 2019Q2 减少 7.37pct。公司通过常态化的应收账款跟踪管理最大限度确保应收账款的良性回款。此外, 伴随保理业务规模收缩, 公司经营性现金流有所改善。2019Q3 经营性现金流净额为 1.42 亿元, 同比增加 0.43 亿元, 未来有望持续改善。

图29: 保理业务产生应收款项有所减小 (亿元, %)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图30: 保理业务应收账款规模逐步收缩 (亿元)

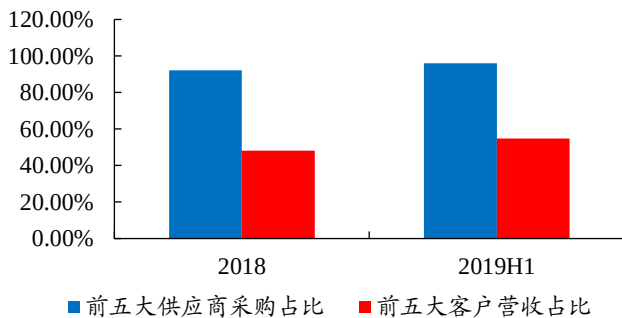


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

5、时间互联业绩趋于平稳，规模预计收缩

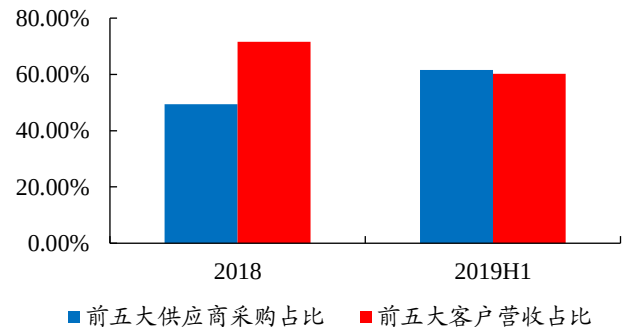
由于时间互联供应商及客户集中度较高，市场地位稳固，业绩趋于平稳，其业务对报表影响有所减弱。时间互联对南极电商报表的影响主要体现在现金流和应收账款上。2019 年前三季度时间互联业务经营性净现金流为 1,470.96 万元，相较 2018 年同期的负 1.03 亿元大幅改善。应收账款方面，2019 年前三季度时间互联业务应收账款为 2.47 亿元，同比减少 9.54%，整体对公司报表质量影响减弱。

图31：互联网媒体投放供应商及客户集中度高（%）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图32：互联网流量整合供应商及客户集中度高（%）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2019 年，在原有大媒体广告投放业务基础上，新客户、新业务为时间互联业务带来了新的增长点。2019 年 4 月，时间互联以小红书为切入点，正式进入了 MCN 行业；2019 年 11 月，公司正式与淘宝联盟合作，2019 年 12 月，时间互联独家签约账号突破 50 个，合作广告品牌客户突破 100 家。公司签约的达人矩阵覆盖了时尚穿搭、旅游出行等多方面内容。

目前时间互联业务的发展分为两部分：1) 在公司原有大媒体广告业务上持续夯实优势。公司会维护好与应用宝、小米应用商城、VIVO 应用商城等平台的合作关系，并积极拓展新的合作伙伴，持续在泛媒体广告领域追求精益求精，保持优势。2) 在 MCN 业务上做到创新突破，继续扩大达人覆盖领域，通过高效率的广告和带货变现来实现达人的商业价值。

我们预计，为持续优化公司整体商业模式，保证公司报表质量的健康，降低应收账款回款风险，时间互联业务未来将会逐渐收缩，营收占比减小。

6、盈利预测与投资建议

作为以品牌授权和产业链服务为主的消费品创新型公司，南极电商依靠独特的商业模式与先发优势形成了规模及流量护城河，竞争优势明显。近年来，公司顺应电商流量趋势推行大店政策成效显著，主营业务收入及核心指标 GMV 维持高增长，保理业务持续收缩，时间互联业绩质量逐渐改善，整体发展趋势良好。未来公司南极人主品牌增长空间依然宽广，新品类新渠道有望带来新流量，推动公司持续稳定高增长。

我们预计，2019-2021 年：1) 主业 GMV 增速分别为 48%、35%、40%；2) 货币化率为 4.3%、4.2%、4.1%；3) 品牌服务费及经销商品牌授权费合计收入增速依次为 39.87%、31.86%、36.67%。

我们从不同角度选取南极电商的可比公司。开润股份自有品牌与南极电商类似，

皆以电商渠道销售为主；壹网壹创是电商代运营行业的翘楚，与南极电商类似，深耕电商渠道运营。与两家可比公司的估值比较，南极电商目前估值具备优势。

由此，我们预计公司 2019-2021 年归母净利润为 12.1/15.5/19.9 亿元，对应 EPS 分别为 0.49/0.63/0.81 元，当前股价对应 PE 为 23.8/18.5/14.4 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

表2：部分可比公司估值情况；南极电商估值上升空间明显

证券简称	收盘价	归母净利润增速（%）			PE（倍）		
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
开润股份	26.1	30.2	10.3	35.0	25.1	22.7	16.8
壹网壹创	279.0	34.3	35.4	34.9	64.7	75.6	56.1
均值		32.3	22.9	34.9	44.9	49.1	36.4
南极电商	11.7	36.1	28.5	28.2	23.8	18.5	14.4

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：收盘日为 2020/04/13；壹网壹创采用 Wind 一致预期

7、风险提示

品牌与品类扩张速度不及预期；服务费率下降及平台规则变化；时间互联业绩波动风险等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2274	3058	6212	7797	9588
现金	1461	1190	4152	5710	7441
应收票据及应收账款	542	765	1132	941	1237
其他应收款	53	60	71	78	97
预付账款	135	553	248	665	406
存货	13	3	9	5	8
其他流动资产	71	487	600	398	400
非流动资产	1546	1492	1582	1710	1864
长期投资	14	14	15	16	17
固定资产	4	3	9	10	10
无形资产	565	563	648	775	928
其他非流动资产	963	912	910	909	909
资产总计	3821	4549	7794	9506	11453
流动负债	590	784	784	982	986
短期借款	66	70	150	200	250
应付票据及应付账款	24	52	32	57	39
其他流动负债	500	662	602	724	696
非流动负债	181	1	1	1	1
长期借款	179	0	0	0	0
其他非流动负债	1	1	1	1	1
负债合计	770	785	784	982	986
少数股东权益	29	26	28	30	33
股本	417	417	2455	2455	2455
资本公积	1481	1481	1481	1481	1481
留存收益	1123	1908	3102	4630	6583
归属母公司股东权益	3021	3739	6982	8494	10434
负债和股东权益	3821	4549	7794	9506	11453

现金流量表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	538	551	885	1597	1787
净利润	536	887	1208	1552	1990
折旧摊销	3	5	4	6	7
财务费用	-9	5	-31	-60	-81
投资损失	-10	-23	-23	-23	-23
营运资金变动	-1	-343	-273	121	-107
其他经营现金流	20	21	0	0	0
投资活动现金流	-117	-464	-72	-111	-139
资本支出	3	1	90	127	153
长期投资	342	-392	-1	-1	-1
其他投资现金流	227	-855	17	15	14
筹资活动现金流	567	-358	2148	72	83
短期借款	66	5	80	50	50
长期借款	179	-179	0	0	0
普通股增加	0	0	2038	0	0
资本公积增加	952	0	0	0	0
其他筹资现金流	-631	-184	31	22	33
现金净增加额	988	-271	2962	1558	1731

利润表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	986	3353	3908	4457	5226
营业成本	295	2197	2422	2571	2796
营业税金及附加	6	10	17	16	20
营业费用	31	111	78	103	123
管理费用	60	57	117	147	183
研发费用	0	38	39	45	78
财务费用	-9	5	-31	-60	-81
资产减值损失	13	21	0	0	0
其他收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	10	23	23	23	23
资产处置收益	-0	0	0	0	0
营业利润	600	937	1289	1658	2129
营业外收入	25	26	17	20	22
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	625	963	1306	1678	2151
所得税	90	76	98	126	161
净利润	536	887	1208	1552	1990
少数股东损益	1	1	2	2	3
归属母公司净利润	534	886	1206	1550	1987
EBITDA	628	955	1279	1624	2078
EPS(元)	0.22	0.36	0.49	0.63	0.81

主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	89.2	240.1	16.6	14.0	17.3
营业利润(%)	74.8	56.0	37.6	28.7	28.4
归属于母公司净利润(%)	77.4	65.9	36.1	28.5	28.2
获利能力					
毛利率(%)	70.1	34.5	38.0	42.3	46.5
净利率(%)	54.2	26.4	30.9	34.8	38.0
ROE(%)	17.6	23.6	24.3	23.9	23.6
ROIC(%)	16.4	23.0	23.1	22.5	22.2
偿债能力					
资产负债率(%)	20.2	17.3	10.1	10.3	8.6
净负债比率(%)	-39.8	-29.7	-80.5	-84.9	-85.3
流动比率	3.9	3.9	7.9	7.9	9.7
速动比率	3.5	2.6	6.8	6.9	8.9
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.8	0.6	0.5	0.5
应收账款周转率	2.3	5.1	4.1	4.3	4.8
应付账款周转率	9.6	57.9	57.9	57.9	57.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.22	0.36	0.49	0.63	0.81
每股经营现金流(最新摊薄)	0.22	0.22	0.36	0.65	0.73
每股净资产(最新摊薄)	1.23	1.52	2.01	2.63	3.42
估值比率					
P/E	53.7	32.3	23.8	18.5	14.4
P/B	9.5	7.7	5.8	4.4	3.4
EV/EBITDA	43.8	28.9	19.3	14.3	10.4

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5%～+ 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835