

南极电商（002127）：屡创新高之后怎么看商业模式的本质

2020 年 05 月 14 日

强烈推荐/维持

南极电商

公司报告

公司 2019 年全年主业高速增长，2020 年一季度虽然业绩增速有所下降，但本部依然保持稳定增长的态势。公司股价屡创新高的背后有业绩高速增长、品类持续扩张等逻辑，站在当前时点，如何看待公司长期的商业模式是市场关注的焦点。我们认为，公司商业模式的本质是通过品牌授权和低价抢占白牌市场的供给和需求。

1. 近年财报印证盈利模式中期可行

盈利模式为品牌授权，为供应商提供订单，为经销商提供流量。自 2008 年纺织业增速变缓开始，公司的商业模式开始转型为品牌授权，把生产端和销售端的自营环节全部剥离，转变为一家电商服务型企业。公司的两大业务是品牌授权和产业链服务，处于产业链中游。**一方面，为上游供应商提供稳定的订单。**很多上游供应商缺少品牌、渠道和电商经验，公司通过品牌授权和供应链服务的形式帮助没有品牌势能支撑的供应商提高议价权，同时提供分销渠道，带来稳定的订单；**另一方面，为下游经销商引入更多的流量。**很多下游经销商缺乏优质的产品和品牌，公司通过品牌授权的形式帮助经销商拓展下游消费群体，提供上游高性价比的产品从而改善经销商的利润空间，同时提供电商运营经验帮助经销商提高店铺排名等。

业绩增长、品类扩张、渠道拓展印证盈利模式中期可行。业绩高速增长，且持续超预期。公司 2015 年至 2019 年品牌服务费收入年化 CAGR 高达 63.76%；**品类快速扩张的同时保持较低扩张成本和营销费用，且优势品类市占率持续提升。**截止到 2019 年底南极人官方旗舰店约有 6500 个 SKU，同比增加 35.42%，2019 年直接推广费占 GMV 比例约为 0.87%，2018 年同期直接推广费占比约为 1.04%，同比降低 16.35%。而南极人优势品类“女士内衣/男士内衣/家居服”GMV 为 64.95 亿元（+39.47%），市场占有率为 8.42%（+1.73pct），位列行业第一；**渠道拓展效果较好。**公司品牌在各电商渠道合计约有 10 万个产品链接，2019 年，公司在阿里平台的店铺的支付件数近 3.35 亿件，支付人次超过 2.88 亿人次。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3,352.86	3,906.85	4,723.63	5,573.24	6,513.65
增长率（%）	240.12%	16.52%	20.91%	17.99%	16.87%
净利润（百万元）	886.47	1,206.14	1,477.36	1,864.26	2,325.40
增长率（%）	65.92%	36.06%	22.49%	26.19%	24.74%
净资产收益率（%）	23.71%	24.82%	23.48%	23.58%	23.43%
每股收益（元）	0.36	0.49	0.60	0.76	0.95
PE	43.14	31.69	25.81	20.45	16.39
PB	1.73	1.33	1.03	0.82	0.65

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

公司原是以化纤纺丝、织造为主业，印染、服装、纺织助剂、贸易等多元发展的综合性股份制企业。2015 年通过重大资产重组，公司将原有盈利能力较弱、未来增长乏力的织造业务出售，注入盈利能力较强、发展前景广阔的电商生态综合服务业务，公司主营业务转变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。

未来 3-6 个月重大事项提示：

暂无

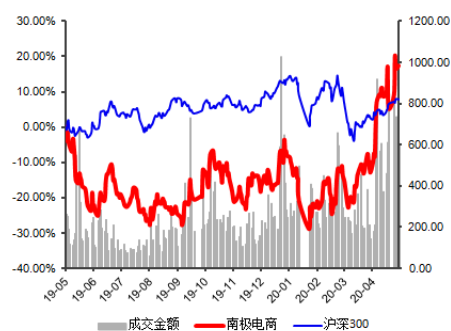
发债及交叉持股介绍：

暂无

交易数据

52 周股价区间（元）	9.12-15.90
总市值（亿元）	381.00
流通市值（亿元）	303.00
总股本/流通 A 股（万股）	245,500/195,400
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.45

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

研究员：王习

010-66554088

wangxi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480518010001

研究助理：赵莹

010-66555446

zhaoying_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

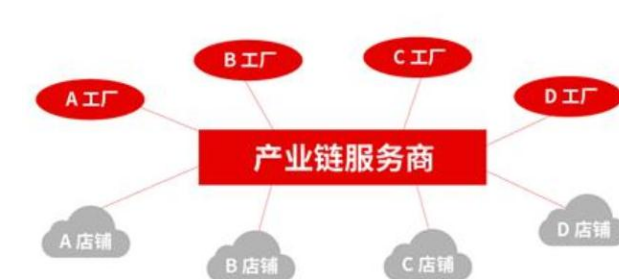
S1480118120009

图 1：南极电商商业模式



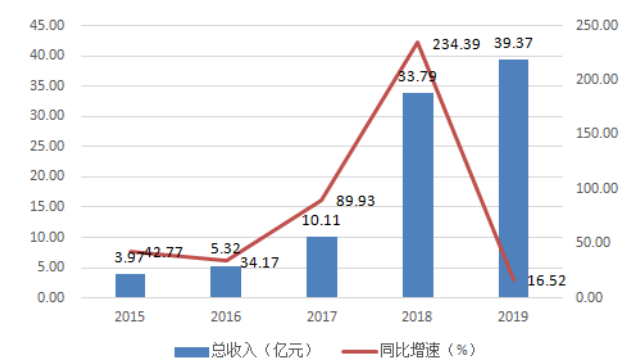
资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图 2：南极电商服务模式



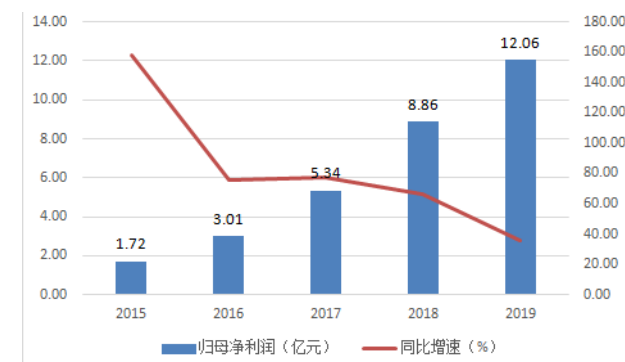
资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图 3：公司营收快速增长（亿元）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 4：公司归母净利润快速增长（亿元）

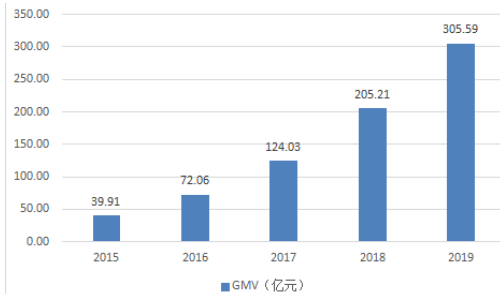


资料来源：Wind，东兴证券研究所

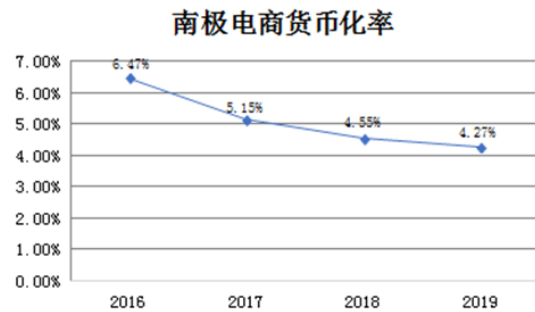
2. 公司的竞争壁垒是规模和先发优势

护城河在于规模壁垒和电商运营经验。一方面，公司的规模壁垒足够高。公司目前有大量的上游供应商和下游经销商，2019 年公司合作供应商总数为 1113 家，合作经销商总数为 4513 家，授权品牌产品的可统计 GMV 实现 305.59 亿元。无论从渠道资源，还是交易规模和用户基数上来看，都足够大。

另一方面，公司的电商运营经验较为丰富。公司布局电商业态时间较早，有丰富的品牌电商运营经验，能够赋能供应商和渠道商。公司的店铺分工可以更好地适应电商渠道流量的变化，同时推行的大店策略会强化自身马太效应。举例来说，公司各层级店铺分工更明确，综合大店做“爆款及爆款群”，腰部店铺依托供应链体系做分销，小店铺进行种草，这种分工更充分地体现了电商渠道流量规则变化下，综合大店兴起的趋势。

图 5：南极电商 GMV 变动（亿元）


资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 6：南极电商货币化率变动


资料来源：Wind，东兴证券研究所

3. 屡创新高之后怎么看公司的商业模式本质

公司商业模式的本质是通过品牌授权和低价抢占白牌市场的供给和需求。

第一，需求端白牌市场空间巨大，供给端产能较大的代工厂需要品牌。从需求上来看，一方面，中国拥有复杂的城市分级，消费需求的分化较为明显，由于很多商品的定价中包含了较高的品牌溢价，低线城市人们往往对于产品价格的重视程度要高于对于产品品牌的重视程度。另一方面，公司的产品定位是高频、标品和低价，非常贴合白牌市场，拼多多成功的案例已经告诉我们，不只是低线城市用户，一二线城市用户同样对于价格低、消费频次高的低价产品（比如快消品、服装）存在大量需求；而从供给角度看，国内拥有生产优质商品能力的代工厂较多，有丰富的生产能力但是缺乏品牌，公司正是通过为这些零散且分散的优质供应商提供品牌、渠道和订单来实现盈利。

第二，公司利用低价迅速抢占白牌市场的客户需求，且目前累积的规模优势已遥遥领先。如果在淘宝上搜索按照销量排序，排名靠前的流量一直都被白牌商品所占据，公司正在依靠低价和品牌授权来取代价格友好且销量巨大的白牌商品。内衣这个品类的商品由于单价相对较低且消费比率较高，消费者触达内衣品类的路径一般都是通过直接搜索再按照销量排序，选购过程简单且迅速，消费者对于品牌的关注度本身就较低，如果搜索之后按照销量排名能看到南极人的店铺，则出现会产生一种“销量高+品牌货+占到便宜”的直观感受，而购买转化率的提高和复购率的提升又会反过来强化南极人的规模优势。目前在淘宝各个类目按销量排序，第一页基本都能看到南极人的商品，且很多南极人商品的排名都较为靠前，比如在淘宝上搜索内衣同时按照销量排名，会看到南极人弘长专卖店排名第一，在淘宝上搜索床上用品按照销量排名，同样会发现南极人微昊专卖店排名第一。

图 7：床上用品品类中按照销量排序南极人商品排名第一
图 8：内衣品类中按照销量排序南极人商品排名第一



资料来源：淘宝APP，东兴证券金融研究所



资料来源：淘宝APP，东兴证券金融研究所

第三，公司已经在重视品类扩张速度过快和质量管控之间的平衡，同时南极人本身的用户对于产品质量的容忍度要更高。目前市场诟病公司较多的地方是品类扩张是否会导致产品质量和口碑下滑，透支未来的品牌价值。南极电商近年来 SKU 扩张速度确实迅猛，根据公开资料，截止至 2019 年底南极人官方旗舰店约有 6500 个 SKU，而位于浙江诸暨的南极电商园区目前 SKU 超过 1 万，我们推断目前南极电商的 SKU 总数或已超过 4 万。品类快速扩张确实意味着品类管理难度的提高，但是南极人与过去的由于品类扩张而忽略用户体验和质量把控的公司（比如凡客）相比，最大的不同就在于本身就是轻资产运营，不用承担资金占用风险和库存风险，而公司目前在产品质量管理方面极为重视。比如，签约第三方质量检测机构、优化组织结构、调研和指导供应商、完善供应链合作伙伴的准入和退出机制以及制定和实施“神秘买家”计划等等。与此同时，购买南极人相关产品的消费者对于质量的容忍度更高。购买南极人的消费者对于产品的基础功能和性价比更为关注，以相对便宜的价格满足一定的基础功能是可以接受的，而产品是否带来额外的体验预期差并不是消费者较为看中的，所以对于产品质量的容忍度相对较高。

4. 投资建议：

中期来看，公司仍将大概率受益于我国白牌市场线上渗透率的提高、公司自身的品类扩张和渠道扩张，且确

定性较强。我们预测公司 2020-2022 年的 EPS 分别为 0.6 元、0.76 元和 0.95 元，对应当前股价的 PE 分别为 26 倍、20 倍和 16 倍，维持“强烈推荐”评级。

5.风险提示:

品类扩张速度不及预期，时间互联业务业绩波动风险等。

附表：公司盈利预测表

资产负债表			单位:百万元			利润表			单位:百万元		
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	3058	4011	5490	7037	9052	营业收入	3353	3907	4724	5573	6514
货币资金	1190	1281	3147	5089	7542	营业成本	2197	2403	2855	3238	3622
应收账款	725	790	955	1127	1317	营业税金及附加	10	10	12	15	17
其他应收款	60	88	106	126	147	营业费用	111	119	142	167	195
预付款项	553	229	309	399	500	管理费用	57	80	94	111	130
存货	3	5	7	7	8	财务费用	5	0	-19	-41	-63
其他流动资产	487	35	-632	-1326	-2093	资产减值损失	38	43	47	56	65
非流动资产合计	1492	1474	1470	1471	1477	公允价值变动收益	21.41	-1.14	-1.14	-1.14	-1.14
长期股权投资	14	0	0	0	0	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	3	7	16	28	41	营业利润	22.93	35.20	35.20	35.20	35.20
无形资产	563	560	527	495	465	营业外收入	0.34	4.86	4.86	4.86	4.86
其他非流动资产	15	2	2	2	2	营业外支出	937	1248	1633	2069	2588
资产总计	4549	5485	6960	8508	10529	利润总额	26.48	30.62	30.62	30.62	30.62
流动负债合计	784	626	668	600	605	所得税	0.30	0.23	0.23	0.23	0.23
短期借款	70	100	0	0	0	净利润	963	1278	1664	2099	2618
应付账款	52	69	81	91	102	少数股东损益	76	72	186	235	293
预收款项	370	201	253	164	148	归属母公司净利润	887	1206	1477	1864	2325
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0						
非流动负债合计	1	0	0	0	0	主要财务比率					
长期借款	0	0	0	0	0		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
应付债券	0	0	0	0	0	成长能力					
负债合计	785	626	668	600	605	营业收入增长	240.12	16.52%	20.91%	17.99%	16.87%
少数股东权益	26	0	0	0	0	营业利润增长	56.04%	33.17%	30.90%	26.68%	25.10%
实收资本(或股本)	417	417	417	417	417	归属于母公司净利润增长	22.49%	26.19%	22.49%	26.19%	24.74%
资本公积	1481	1479	1479	1479	1479	获利能力					
未分配利润	1776	2941	4170	5722	7658	毛利率(%)	34.47%	38.50%	39.56%	41.90%	44.39%
归属母公司股东权益	3739	4859	6291	7908	9924	净利率(%)	26.46%	30.87%	31.28%	33.45%	35.70%
负债和所有者权益	4549	5485	6960	8508	10529	总资产利润率(%)	19.49%	21.99%	21.23%	21.91%	22.08%
现金流量表						ROE(%)	23.71%	24.82%	23.48%	23.58%	23.43%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	偿债能力					
经营活动现金流	551	1255	1987	2150	2704	资产负债率(%)	17%	11%	10%	7%	8%
净利润	887	1206	1477	1864	2325	流动比率	3.90	6.41	8.21	11.72	14.95
折旧摊销	564.06	603.42	0.00	2.30	3.82	速动比率	3.89	6.40	8.20	11.71	14.94
财务费用	5	0	-19	-41	-63	营运能力					
应收账款减少	0	0	-165	-172	-190	总资产周转率	0.80	0.78	0.76	0.72	0.68
预收帐款增加	0	0	52	-90	-16	应收账款周转率	5	5	5	5	5
投资活动现金流	-464	-1596	4	-1	-6	应付账款周转率	88.36	64.69	63.28	64.84	67.31
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.36	0.49	0.60	0.76	0.95
投资收益	23	35	35	35	35	每股净现金流(最新摊薄)	-0.65	-0.96	4.47	4.65	5.88
筹资活动现金流	-358	-61	-126	-207	-246	每股净资产(最新摊薄)	8.96	11.64	15.08	18.95	23.78
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/E	43.14	31.69	25.81	20.45	16.39
普通股增加	0	0	0	0	0	P/B	1.73	1.33	1.03	0.82	0.65
资本公积增加	0	-2	0	0	0	EV/EBITDA	3.56	2.86	2.02	0.68	-0.41
现金净增加额	-271	-402	1866	1943	2452						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

王习

中央财经大学学士，香港理工大学硕士，六年证券从业经验，曾就职于长城证券，2017 年加盟东兴证券研究所。

研究助理简介

赵莹

澳大利亚国立大学会计学硕士，曾任职于德勤华永会计师事务所。2018 年加入东兴证券研究所，从事商贸零售行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526