

南极电商 (002127.SZ) 新南极：渠道更迭，需求不灭；品牌外延，模式升级

2021年07月06日

——公司深度报告

投资评级：买入（维持）

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

日期	2021/7/6
当前股价(元)	10.38
一年最高最低(元)	24.02/7.66
总市值(亿元)	261.93
流通市值(亿元)	209.92
总股本(亿股)	24.55
流通股本(亿股)	16.90
近3个月换手率(%)	243.35

● 多渠道、多品类、多品牌助力长期增长，维持“买入”评级

拼多多成为过去两年公司增长最快的渠道后，抖音电商也逐渐成为公司业绩新的驱动力；食品等新品类有望在2021年突破；获得国际快时尚C&A中国区线上运营权，品牌矩阵更加丰富，长期增长动能充足。我们维持盈利预测不变，预测2021-2023年归母净利润为15.4、20.9、27.0亿元，对应EPS分别为0.63、0.85和1.10元，当前股价对应PE为16.5、12.2、9.4倍，维持“买入”评级。

● 商业逻辑本质：掌握核心优势供应商、经销商，打造“好货不贵”的产品

我们认为不论电商平台如何变化，好货不贵的需求不灭，品牌之间的竞争最后会回归到比拼供应链的维度上，南极电商掌握着各行业优质的供应链以及庞大稳定的客群，长期来看公司发展并不会受限于不同平台的兴起和衰落。公司业务模式能够有效地解决传统零售模式下的资源错配问题，实现高周转、低库存、高ROE并产出“好货不贵”的产品。价值链连接着消费者、供应商、经销商和平台，合理的价值链可以使交互过程中的各方都能获利，使价值链长期稳定。公司本身具备品牌、渠道等资源，且能有效调动、共享优质供应链资源。

● 把握拼多多、抖音等新平台红利，品牌矩阵进一步完善

(1) 2020年公司在拼多多渠道实现GMV88.01亿元，同比增速达121.98%，占比提升8.92pct至21.89%，拼多多有望在2022年成为公司第一大渠道。拼多多的货币化率较低，伴随拼多多渠道的高速增长和渠道内供应商逐渐成熟，公司将逐步取消部分品类、部分店铺的折扣，预计成熟阶段各渠道的货币化率将会趋向一致，带动整体货币化率稳步上升。(2) 公司在抖音等新渠道也同样增长迅速。依托南极电商掌握的大量优质供应链资源，公司解决了达人和平台缺乏优质供应链的痛点，结合抖音平台算法推荐优势，南极小店在众多品牌小店中成功突围，4-6月登顶销量榜。(3) 2021年7月，南极电商成为国际快时尚品牌C&A线上业务唯一合作伙伴，南极电商的供应链、电商运营优势与C&A的品牌力共振，有望复制相似SHEIN的商业模式。

● 风险提示：品类拓展不及预期，新渠道拓展不及预期。

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-2021Q1 扣非净利润超预期，预计 Q2 业绩恢复较快增长》-2021.4.27

《公司信息更新报告-2020 年拼多多持续高增，2021 年货币化率有望提升》-2021.4.19

《公司信息更新报告-Q3 净利润超市场预期，货币化率降幅收窄》-2020.10.24

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,907	4,172	4,771	5,566	6,554
YOY(%)	16.5	6.8	14.4	16.7	17.8
归母净利润(百万元)	1,206	1,188	1,544	2,088	2,701
YOY(%)	36.1	-1.5	30.0	35.2	29.4
毛利率(%)	38.5	35.1	38.7	43.6	47.7
净利率(%)	30.9	28.5	32.4	37.5	41.2
ROE(%)	24.8	20.5	21.3	23.4	24.1
EPS(摊薄/元)	0.49	0.48	0.63	0.85	1.10
P/E(倍)	21.1	21.4	16.5	12.2	9.4
P/B(倍)	5.2	4.4	3.5	2.8	2.2

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目录

1、前言：复盘与展望.....	5
2、本轮股价调整复盘：电商平台流量多样化、内容化，阶段性受影响.....	5
2.1、电商平台流量逐渐多元化，线上购物路径发生改变.....	5
2.2、阿里渠道增速放缓为主因，引发本轮股价调整.....	7
3、商业逻辑本质：掌握核心优势供应商、经销商，打造“好货不贵”的产品.....	8
3.1、供应商：发挥生产端比较优势，共享 C2M 模式红利.....	8
3.1.1、工厂的痛点：品牌、渠道缺乏，订单不稳定.....	8
3.1.2、工厂的优势：产业集群、产品差异化.....	8
3.1.3、从短期看：借南极电商之势，工厂补短扬长.....	9
3.1.4、从长期看：C2M 模式赋能工厂良性发展.....	9
3.1.5、从经营情况看：工厂实现高周转、低库存、高 ROE.....	12
3.2、经销商：品牌赋能，产销结合，店群策略显成效.....	12
3.2.1、以品牌形象背书，有力保障销售额.....	12
3.2.2、借产销优势共享，打造新型产业链.....	13
3.2.3、占流量先发优势，店群策略显成效.....	14
3.3、品质把控严格，完善质检网络.....	15
3.4、模式特点：好货不贵、多样性、可持续.....	16
3.5、加强数字化平台建设，推进数字化转型.....	17
3.6、注重品牌形象打造，实现商品品牌与渠道品牌合二为一.....	18
4、把握拼多多渠道机遇.....	19
4.1、拼多多平台高速增长.....	19
4.2、公司在拼多多渠道增长快、规模大，GMV 有望继续维持高增速.....	20
4.2.1、机遇一：流量分配与阿里早期搜索模式相同，单品爆款获充足流量支撑.....	21
4.2.2、机遇二：拼多多提质扩容，南极电商乘风而上.....	23
4.2.3、机遇三：开店成本低、不设限，店群效应利好南极电商.....	25
4.3、拼多多渠道体系内供应商逐渐成熟，拼多多货币化率有望显著提升.....	27
5、抖音快手等抖音平台的机会.....	28
5.1、抖音电商渠道已步入正轨并快速增长.....	28
5.2、抖音电商供应链未来将更加包容.....	28
5.3、抖音电商的流量规则、工具基本成熟，商品可精准触达消费者.....	28
5.4、南极电商在抖音的模式已经逐渐跑通.....	29
6、扩品类的同时打造多品牌矩阵.....	31
6.1、积极扩充品类矩阵，逐步降低纺织类占比.....	31
6.2、积极合作海外品牌，进一步打造多品牌矩阵.....	32
7、盈利预测与投资建议.....	33
8、风险提示.....	33
附：财务预测摘要.....	34

图表目录

图 1：旧版手淘界面（2020 年 9 月改版前）.....	6
图 2：新版手淘界面（2020 年 10 月改版后）.....	6
图 3：内容型社区“逛逛”将成为淘宝的内容中心.....	6
图 4：南极电商 GMV 在 2021 年 10 月放缓.....	7
图 5：公司在淘系平台 GMV 增速明显放缓.....	7
图 6：南极电商的淘系平台 GMV 占比逐渐降低（2020 年 9 月至 2021 年 5 月）.....	7
图 7：工厂的痛点和优势.....	9

图 8: 2015-2020 年, 南极电商体系内供应商和经销商数量逐年稳步增长	10
图 9: 南极电商通过聚水潭系统串联上下游	11
图 10: 南极电商通过分众传媒进行广告投放	12
图 11: 南极电商赞助天猫双 11 晚会	12
图 12: 传统零售业态下经销商接触供货商范围有限	13
图 13: 南极电商借助聚水潭系统及社交软件, 打造信息实时共享的新型产业链模式	14
图 14: 电商零售额规模增速逐年下降 (万亿元, %)	15
图 15: 天猫电商平台开店规则收紧	15
图 16: 第三方质量检测机构对公司产品进行质量检测	16
图 17: 公司内部进行产品抽检与巡检	16
图 18: 南极电商对存在质量问题的产品进行严格下架召回处理	16
图 19: 传统电商模式下小品牌商易形成恶性循环	17
图 20: 南极优选接入优质供应商资源	18
图 21: 南极优选接入优质经销商资源	18
图 22: 公司建立丰富产品图库, 满足合作伙伴个性化需求的同时维护品牌形象统一	19
图 23: 拼多多 GMV 增速显著高于阿里、京东	20
图 24: 拼多多 GMV 保持快速增长	20
图 25: 拼多多平台活跃买家数超越阿里平台	20
图 26: 拼多多用户 ARPU 持续增长	20
图 27: 南极电商拼多多渠道占比稳步增加	21
图 28: 南极电商拼多多渠道 GMV 高速增长	21
图 29: 搜索栏目在拼多多首页流量入口顶端	22
图 30: 拼多多流量分配以搜索为主	22
图 31: 拼多多榜单入口及规则以打造爆款为主逻辑	22
图 32: 拼多多用户购买方式以折扣商品为主	25
图 33: 公司在拼多多渠道供应商和经销商数量多于其他渠道	25
图 34: 拼多多店铺数量高速增长	27
图 35: 淘系店铺数量增速放缓	27
图 36: 拼多多货币化率有望稳步提升	28
图 37: 部分小家电产品在抖音累计销量超 10 万件	32
图 38: 部分食品品类累计销量已超 10 万件	32
图 39: 部分电动车款式销量已过万且在销量榜排名靠前	32
图 40: 部分母婴产品在拼多多累计销量已超 10 万件	32
图 41: 部分个护产品在拼多多累计销量已超 10 万件	32
图 42: 南极电商多品牌矩阵已初步打造完成	33
表 1: C2M 模式相较传统模式更易满足消费者需求	10
表 2: 2020 年公司在拼多多渠道的供应商数量超过阿里渠道	10
表 3: 2020 年南极电商授权的店铺在各电商平台实现 GMV402.09 亿元	10
表 4: 聚水潭系统的核心功能包括订单管理、仓储管理、供应链管理和分销管理	11
表 5: 2020 年公司在拼多多渠道的经销商数量超过阿里渠道	13
表 6: 2020-2021Q1 拼多多渠道 GMV 保持快速增长	21
表 7: 拼多多流量商品排序权重规则重视千人千面	23
表 8: 南极电商部分授权店铺的爆款及 SKU 数量	23
表 9: 百亿补贴适用的产品多属于白牌众多的子行业	24
表 10: 天猫暂停招商的产品共涉及 13 个大类及 45 个一级类目	26
表 11: 与天猫商城开店规则对比, 拼多多开店成本更低	26

表 12: 抖音电商流量分配规则	29
表 13: 抖音电商商业化工具逐渐成熟	29
表 14: 南极电商恒欧专卖店连续 3 周上榜抖音小店, 排名分别为 3/3/1 名	30
表 15: 南极人品牌持续 4 个月上榜品牌周榜 (按销量排名), 排名分别为 19/1/1/1 名	30

1、前言：复盘与展望

自 2020 年 10 月，南极电商由于在阿里渠道 GMV 增速放缓，引发市场对南极电商受电商平台流量规则影响未来增速的担忧，对于公司能否适应新电商玩法存在分歧，引发了股价较大幅度的调整。

本文将从南极电商股价调整复盘、南极电商商业模式和壁垒的本质、南极电商如何在拼多多渠道获得成功、如何在 2021 年在抖音电商上实现突破以及未来扩品类、扩品牌的逻辑上深入分析，希望向市场传达一个新南极：在“好货不贵”这种需求不灭的背景下，通过让供应链上的供应商、经销商能持续赚钱的商业模式，不断适应新电商平台，以获得业绩持续稳健增长。

我们认为不论电商平台如何变化，品牌之间的竞争最后会回归到比拼供应链的维度上，南极电商掌握着各行业最优质的供应链以及庞大稳定的客群，长期来看公司的发展并不会受限于不同平台的兴起和衰落。我们建议投资人理性看待公司在阿里渠道 GMV 增速的放缓，多关注公司拼多多、抖音电商等新渠道的快速崛起，多关注食品等新品类，以及新品牌的进展。随着国民消费升级带来消费行业的总量逐渐提高，通过多平台、多品类、多品牌，南极电商有望不断收获红利，在成为国民消费品牌的竞争中不断乘风破浪。

2、本轮股价调整复盘：电商平台流量多样化、内容化，阶段性受影响

2.1、电商平台流量逐渐多元化，线上购物路径发生改变

消费者从电商平台购物主要有用户搜索、平台推送、平台展现 3 种路径，各平台 3 种路径占比各不相同。搜索主要解决消费者的刚需，用户通过在平台搜索自己需要购买的商品进店购买；平台推送系平台根据用户过往搜索内容，给用户贴上标签，推送与用户标签相关联的产品；平台展现则是平台通过促销活动和各种营销手段，让消费者见到与自身标签不相关联的产品，对消费者进行教育，使其购买新类型的产品。

流量市场内内容流量，社交流量和搜索流量并存。以抖音、快手、小红书、微信公号等为代表的渠道流量增长迅速。阿里等大平台流量增速逐渐放缓。随着淘系电商平台流量规则变化，品牌方在淘系平台运营难度进一步提升。

2020 年 9 月，手淘首页进行了大改版，主要涉及以下方面：（1）首页的首屏删除部分腰部流量，比如原来的“天天特卖”，只留下淘宝直播、聚划算、百亿补贴的入口，“猜你喜欢”位置上移并且扩大。（2）2020 年 10 月，淘宝宣布再次改版，首页下方工具栏中的“微淘”升级为首页上方与“推荐”并列的“订阅”。“订阅”主要内容为用户关注店铺的上新以及店铺营销活动的发布。（3）手淘新增加内容型社区逛逛，逛逛的内容主要由两部分组成，一部分是此前分散在商品页面的达人买家秀，另一部分是淘宝用户以及商家产出原创内容，逛逛将逐渐成为淘宝的内容中心，淘宝希望消费者形成消费内容型产品的习惯，将逛逛打造成淘系内部流量池，反哺淘系平台。

图1: 旧版手淘界面 (2020年9月改版前)



资料来源: 手机淘宝

图2: 新版手淘界面 (2020年10月改版后)



资料来源: 手机淘宝

图3: 内容型社区“逛逛”将成为淘宝的内容中心



资料来源: 手机淘宝

从淘宝首页的进化可以看出淘宝对于内容的重视程度，更多的流量分配给直播，给社交推荐，给私域内容。搜索流量的下降，弱化了消费者比价的过程，使得商品性价比的重要性下降，卖点的重要性上升。

整体来看，手淘首页从原先的货品货架变成了信息流化，从原来的图文短视频变成进一步的个性化视频内容，有更多达人入驻。淘系平台流量分配机制的变化是因为背后的战略意图。目前主力新消费力量来自 95 后和 00 后消费群体，平台在人货匹配方面从货品的逻辑转为人的逻辑，从商品和营销端迎合新消费主力的偏好。以上调整是内容化、视频化的闭环，鼓励商家和内容达人产生相应内容，做成种草并进行转化。平台流量规则变化对品牌商和供应商提出了更高的要求。

平台流量多元化: 过去电商平台的流量以阿里和京东两家寡头占据着绝对的份额，随着新的电商巨头拼多多以及以快手和抖音为代表的直播电商的崛起，电商平台呈现多元化的局面。过去南极电商绝大多数的流量来自阿里系。随着电商平台的逐渐多元化，许多阿里系平台的流量被拼多多等平台分流。

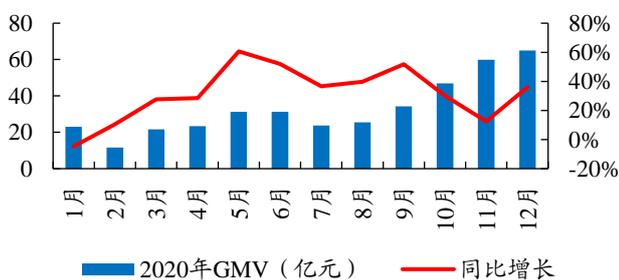
平台流量内容化: 以快手和抖音为代表的直播电商是以内容来获取流量的，不同于过去的搜索关键词，直播电商通过输出内容来获取流量和粉丝，从而带来销售，电商平台的内容化趋势逐渐明显。天猫和淘宝这两个阿里系平台为了应对其他平台分流流量，也开始了向内容化的转型。

过去南极电商在淘系平台的战略为打造爆款，消费者在搜索相应关键词时，公司产品的链接在搜索结果的排名会非常靠前。产品在搜索结果页面的排名主要受好评率、销量、店铺转化率这些指标影响，淘宝商家往往在改善这几个指标上下功夫。可以使用的方式主要有：（1）购买“直通车”、“钻展”和“超级推荐”这些淘系平台为商家准备的付费营销工具，（2）店铺做营销活动、低价走量冲销量打造爆款，（3）商家聘请客服团队，鼓励更多的客户给商品好评，对商品的好评率进行维护，商家重视好评率是因为用户一旦给出差评，商家店铺会被平台降权，商品在搜索结果中也会靠后，消费者见到该店铺商品的概率便会降低，以上三种途径均有利于商品链接在搜索结果中更加靠前。过去的电商模式可以称为“人找货”模式。南极电商非常熟悉天猫的运营规则，在天猫“人找货”的时代脱颖而出，实现了阿里渠道的高增长。

2.2、阿里渠道增速放缓为主因，引发本轮股价调整

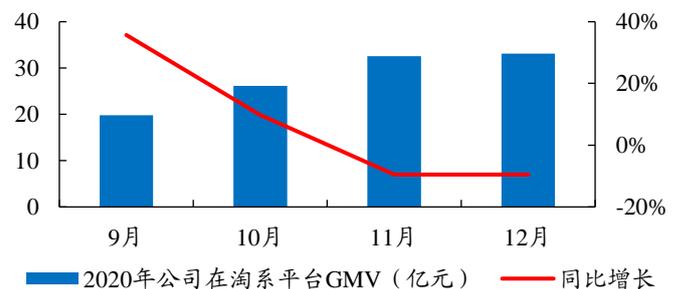
南极电商 GMV 主要以阿里渠道为主，占比超 50% 以上，造成南极电商 GMV 增速放缓的主要原因系阿里平台的自身流量被其他平台分流，2020 年 9 月-12 月，南极电商在阿里平台的 GMV 的同比增速分别为 35.7%、9.8%、-9.5%、-9.5%。市场对于南极电商适应新流量规则的能力产生了担心，并且引发了股价较大幅度的调整。

图4：南极电商 GMV 在 2021 年 10 月放缓



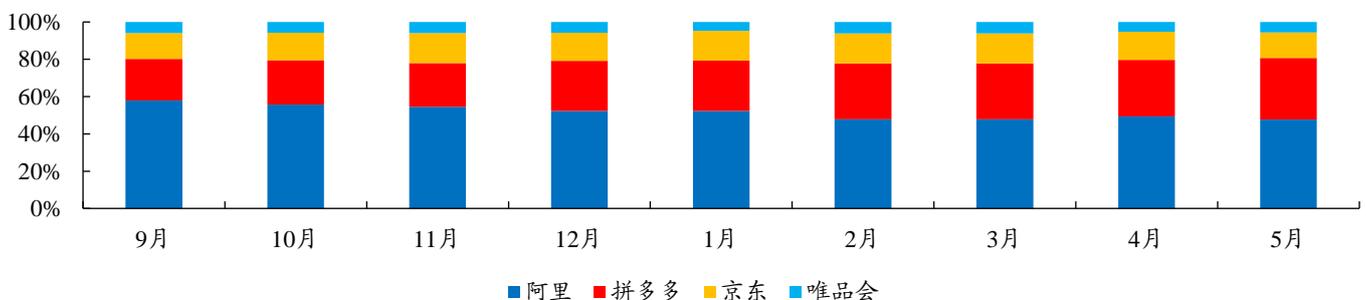
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图5：公司在淘系平台 GMV 增速明显放缓



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6：南极电商的淘系平台 GMV 占比逐渐降低（2020 年 9 月至 2021 年 5 月）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、商业逻辑本质：掌握核心优势供应商、经销商，打造“好货不贵”的产品

南极电商的模式特点为：**好货不贵、多样性、可持续**。公司主要业务为品牌授权与电商综合服务，通过打造价值链生态实现低成本扩张。价值链连接着消费者、供应商、经销商和平台，合理的价值链可以使得在交互过程中各方都能得到利益，使得价值链长期稳定。**公司本身具备品牌、渠道资源，且能够有效调动、共享优质供应链资源**。公司业务模式能够有效地解决传统零售模式下的资源错配问题，实现**高周转、低库存、高性价比、高 ROE**。

无论电商平台规则如何变化，好货不贵的需求端，供应链持续盈利的供应端都是零售业态的核心要素，本章节将重点分析需求端和供给端这两核心要素的来源。

3.1、供应商：发挥生产端比较优势，共享 C2M 模式红利

3.1.1、工厂的痛点：品牌、渠道缺乏，订单不稳定

单个中小型工厂视角下的痛点包括：

品牌缺乏：中小型工厂打造自有品牌需要承担较高的资金和时间成本，即使部分工厂拥有自有品牌，其影响力也比较微弱，不能为工厂产品提供品牌势能支撑。

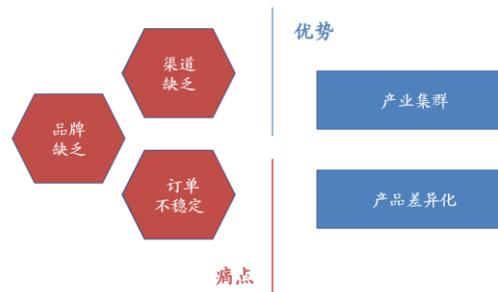
渠道缺乏：从自建经销体系来看，由于产品没有品牌势能支撑，工厂销售渠道扩张难度较大，且开拓成本较高。从**第三方经销商渠道**看来，大型经销商拥有较多优质销售渠道资源，与工厂合作时占据主导地位，因此工厂利润空间被压缩。此外，经销商通常采用“压货”策略，即商品完成销售后再与工厂进行收入核算，导致工厂应收账款项目承受较大压力，且账龄较长，存在一定坏账风险。

订单不稳定：对比大型工厂，中小型工厂由于拥有较弱的品牌力与渠道力，对经销商的议价能力较弱。经销商一般倾向于选择与产品品类较多、款式新颖、产能充足的优质工厂合作。

3.1.2、工厂的优势：产业集群、产品差异化

产业集群：对比分散的产业发展模式，生产同品类的工厂在空间上集聚能实现规模效益与集聚效应，降低生产成本与交易成本。此外，产业集群还能促进生产工厂之间的竞争以促进产品创新；同时也利于工厂之间的合作以应对产品需求快速增长时单个工厂的产能不足。

产品差异化：工厂拥有一定的研发能力，在产品款式设计、生产上积累了一定的经验，在一定程度上能促进产品迭代与新品推出，做到与其他工厂保持产品差异化。

图7：工厂的痛点和优势


资料来源：开源证券研究所

3.1.3、从短期看：借南极电商之势，工厂补短扬长

补短：借南极电商之势直击痛点

(1) 借南极电商强大的品牌力，工厂产品可获品牌势能支撑。南极电商拥有南极人、卡帝乐鳄鱼、C&A（中国地区线上业务）等较多优质品牌资源，且可授权品牌经过几十年的沉淀已具备一定的品牌影响力和顾客粘性。工厂进入南极电商体系后，可购买南极电商旗下品牌商标，为产品冠名。

(2) 借南极电商优质的供应链服务，工厂销售渠道多元化。**线上直营方面**，工厂可借助南极电商线上已培育成熟的渠道，借鉴其电商运营经验，开展自有店铺，即“前店后厂”模式，直接通过线上渠道分销产品，以提升利润空间。**第三方经销渠道方面**，由于产品经南极电商品牌冠名提升了工厂对下游经销商的议价能力，工厂可选择第三方经销商、南极电商自有渠道、第三方销售渠道等进行良好的产品销售。

(3) 借南极电商动态供应链体系，工厂订单预期相对柔性可控。南极电商拥有“N对N”的动态供应链体系，单个工厂可对接多家经销商且双方可建立长期的合作关系分散了订单风险；供销双方通过实时同步订单信息，使工厂对订单的预期更加合理有据，这给工厂实现“以销定产”创造了条件，利于降低库存风险。

扬长：产业集群与产品差异化助力打造极致的产品性价比

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。产业集群赋能工厂以较低成本生产同品质产品，为终端销售争取了一定的降价空间；同时产品差异化能覆盖消费者特殊的需求，为产品创造一定的竞争优势。

3.1.4、从长期看：C2M 模式赋能工厂良性发展

C2M 是一种反向定制电商模式，电商平台通过分析消费者的需求，将信息传递给上游供应商，从而制造出更加符合市场需求的产品，并且直达消费者手中。

表1: C2M 模式相较传统模式更易满足消费者需求

流程	C2M 模式	传统模式
设计	个性化	同质化
产销	按用户需求进行生产	先产后销
库存	库存较低	库存较高
渠道	经销商直连工厂	中间环节多、层层加价
成本	综合成本低, 利润空间大	综合成本高, 利润空间小
客户	用户粘性高, 维护成本低	用户粘性低, 维护成本高

资料来源: 开源证券研究所

C2M 模式作为电商向下沉市场渗透的渠道, 要求电商有大量的 C 端数据、智慧化的供应链体系与高性价比的产品。我们认为南极电商满足要求, 具体体现在:

(1) 从上下游客户群看, 南极电商持续地积累与拓展: 南极电商通过早期的品牌电商红利积累了大量的渠道、流量资源, 能利用 GMV 规模效应吸引更多的上下游客户。截至 2020 年底, 南极电商体系内供应商数量为 1612 家 (已合并渠道重复数), 同比净增 499 家, 同期经销商数量为 6079 家 (已合并渠道重复数), 同比净增 1566 家, 下游大量的供应商及店铺能获取大量的 C 端数据, 利于 C2M 模式的推进。

表2: 2020 年公司在拼多多渠道的供应商数量超过阿里渠道

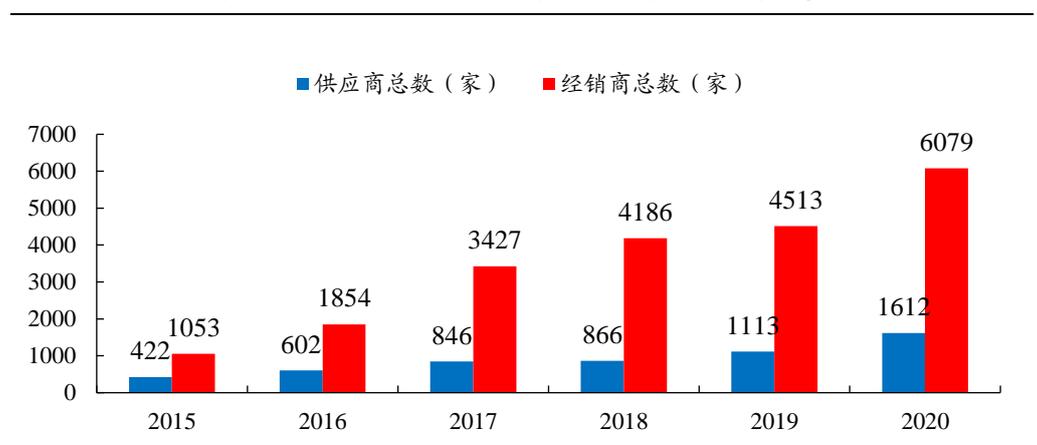
	阿里	拼多多	京东	唯品会/礼购/电购	其他
数量	928	1094	31	125	10
占比	42.41%	50%	1.42%	5.71%	0.46%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

表3: 2020 年南极电商授权的店铺在各电商平台实现 GMV402.09 亿元

电商渠道划分	GMV (单位: 亿元)	同比增长 (%)	占比 (%)
阿里	227.95	+12.20	56.69
京东	57.92	+23.72	14.41
拼多多	88.01	+121.98	21.89
唯品会	22.20	+53.68	5.52
其他	6.00	298.03	1.49

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图8: 2015-2020 年, 南极电商体系内供应商和经销商数量逐年稳步增长


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

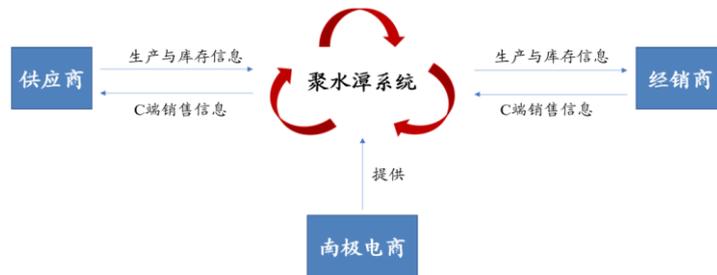
(2) 从上下游客户的连接看，南极电商体系内工厂采用聚水潭系统串联供应链上下游，打造智慧供应链体系。聚水潭系统是以 SaaS ERP (Enterprise Resource Planning) 为核心，集多种商家服务为一体的 SaaS 协同平台，专为国内电商企业提供综合的信息化解决方案。该系统集合了订单管理、仓储管理、供应链管理、分销管理等多个子系统，支持多平台电商渠道的订单和库存同步对接，通过流程化、标准化的订单处理，高效协同客服、财务、仓储、采购、售后等各个业务模块，利于商家实现内部管理的精准化和智能化。通过聚水潭系统，供销两端的信息流转地更快速、更精准，使得整体供应链更扁平、更智慧，有利于实现产品的“快速反应”。

表4: 聚水潭系统的核心功能包括订单管理、仓储管理、供应链管理和分销管理

订单管理 (OMS)	仓储管理 (WMS)
订单实时同步，多平台方便管理	多平台、多店铺库存，实时同步
订单批量审核，智能甄别异常订单	精准库存，缺货预警不超卖
同步更新修改订单，及时拦截异常	进销库存一目了然
自动拆分、合并订单	手持 PDA 全仓无纸化操作
赠品配送	拣货路径合理化
智能匹配快递	支持员工绩效考核
供应链管理 (SCM)	分销管理 (DRM)
利用已售采购建议科学制定采购计划	不限分销商数量和开店数量
在途库存、采购到货精细管控	线上分销与线下分销并存
采购入库快速、精准无误	支持自行发货和一件代发
支持库存一键平移、越库直发	支持自营、经销与代销并存
实现经销商、供应商、生产厂家零障碍协同	支持供销分销价格体系管控

资料来源：聚水潭官网、开源证券研究所

图9: 南极电商通过聚水潭系统串联上下游



资料来源：聚水潭官网、开源证券研究所

(3) 南极电商积极引导工厂打造高性价比产品、注重产品差异化。对同品类，南极电商会引入多个厂商（比如，截至 2020 年 9 月，与南极人缘之恋工厂生产同品类的内衣厂家数有 20 多家），在保证货源的同时促进工厂之间的竞争，以提升产品的性价比。当工厂推出新品时，南极电商会在商标销售上给予一定的优惠，且该优惠一般正比于产品商标购买量。

(4) C2M 模式赋能工厂良性发展。C2M 模式使 C 端信息及时到达工厂端，拉近了消费者和工厂的距离，在满足消费者个性化与产品性价比需求的同时，也能促进工厂的良性发展：

工厂专业从事生产和发货服务，利于发挥比较优势。工厂将产品销售交予经验

和资源更加优质的经销商，自己只负责生产和发货服务，能将节省出来的资金用在产品研发与技术升级等，利于发挥比较优势。此外，南极电商推出的爆品计划提升了工厂的积极性。工厂为提升自身竞争力，除加大研发投入外，会注重培养外包工厂、升级仓储物流系统等，以应对产品销售快速增长时的产能不足和发货不及时等情况。

工厂产品研发更加符合市场需求。工厂可共享 C 端销售数据，利于及时把握消费者需求，以市场为导向研发出更有市场价值的产品。

工厂的综合成本得以下降，主要受益于智慧化供应链体系，工厂的仓库作业效率提升以降低人工成本，发货准确率提升以降低错发漏发成本，信息化程度提升以降低耗材成本。

3.1.5、从经营情况看：工厂实现高周转、低库存、高 ROE

在共享经济和 C2M 模式的加持下，工厂在经营上可实现高周转、低库存，主要系南极电商打通了上下游，联动供销双方共享各自优势资源，渗透下沉市场，让产品更贴需求、生产更有效率、发货更加快捷、销售更有信心。根据杜邦公式，在销售净利率、杠杆比不变的基础下，工厂货物周转率显著提升可带动其 ROE 的提升。

3.2、经销商：品牌赋能，产销结合，店群策略显成效

传统零售业态下经销商同质化竞争激烈。经销商受限于品牌力、供应链、线上店铺和流量资源等因素，在如今快时尚潮流兴起、线上为王的时代举步维艰。南极电商作为早期转型进入线上的淘品牌，以品牌授权业务为桥梁，打造出上下游优势共享的新型产业链模式，并依托自身强大的品牌力和电商流量优势充分赋能经销商。

3.2.1、以品牌形象背书，有力保障销售额

零售行业中品牌力薄弱会造成经销商销售难度高，库存风险大等问题。南极电商运营自身品牌 20 余年，品牌知名度高，能够为冠名产品提供有力的销售保障。

南极人通过与时俱进的营销成功夺取消费者心智，力图将“南极人”打造成 4 亿人选择的家庭品牌。自 2020 年 9 月起，南极电商与分众传媒进行广告投放工作，在分众屏幕布局中最重要的 10 大城市进行了高频次广告投放，强化南极人主打家庭生活方式的品牌形象。此外，南极人先后聘请刘德华、葛优、徐帆、海清、叶梓萱、陈思远等当红大牌明星作为形象代言人，并赞助了 2019 年天猫双 11 晚会，与时俱进地结合综艺、直播等新兴营销手段不断扩大品牌影响力。

图10：南极电商通过分众传媒进行广告投放



资料来源：公司官网

图11：南极电商赞助天猫双 11 晚会

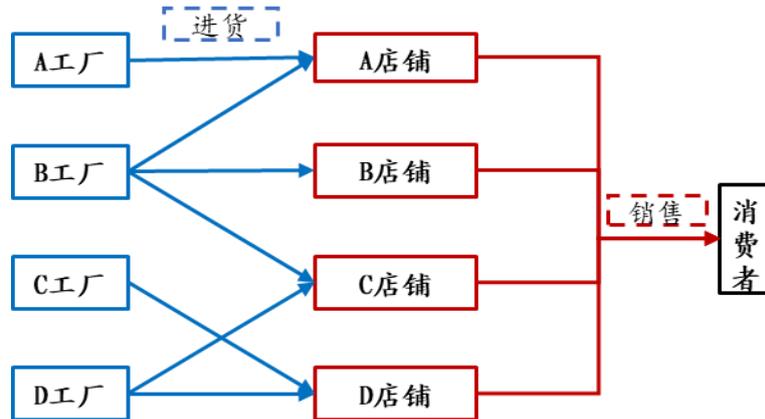


资料来源：公司公告

3.2.2、借产销优势共享，打造新型产业链

传统零售业态中，经销商接触到的供应链资源有限，导致产品同质化竞争严重且不具成本优势，店铺发展严重受限；同时经销商与供应商信息沟通效率低下，以预订单的订货模式为主，产品的生产超前于销售，对市场潮流变化缺乏把控能力，容易出现销售不利、库存积压等问题。

图12: 传统零售业态下经销商接触供货范围有限



资料来源：公司公告、开源证券研究所

依托南极电商平台，经销商和厂商通过联手打造“以销定产，产销结合”新型产业链模式。凭借体系内优质的供货商以及实时有效的信息共享系统，经销商可以轻松掌握市场主动权，实现“低库存、高周转、高性价比、高ROE”的经营模式。

(1) 供应商优势显著：中国的制造业产业带聚集现象显著，南极电商于各细分品类优势产业带中，通过验厂、背调等方式挑选出头部工厂作为供货商。截至2020年底，南极电商已同1,612家优质供应商达成合作。以天猫南极人官方旗舰店为例，其一家店铺供货商便多达200余家；体系内工厂实力强大，具备一定研发能力，能够为经销商提供差异化的产品，提高市场竞争力。

表5: 2020年公司在拼多多渠道的经销商数量超过阿里渠道

	阿里	拼多多	京东	唯品会/礼购/电购	其他
数量	1715	3816	1068	87	1038
占比	22.20%	49.40%	13.83%	1.13%	13.44%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

(2) 产业链模式先进：借助聚水潭系统以及微信等社交软件，经销商和工厂可以进行实时高效的信息共享，打造经销商无库存、供应商无坏账，产业带优质产品效率最大化发挥的新型产业链模式。

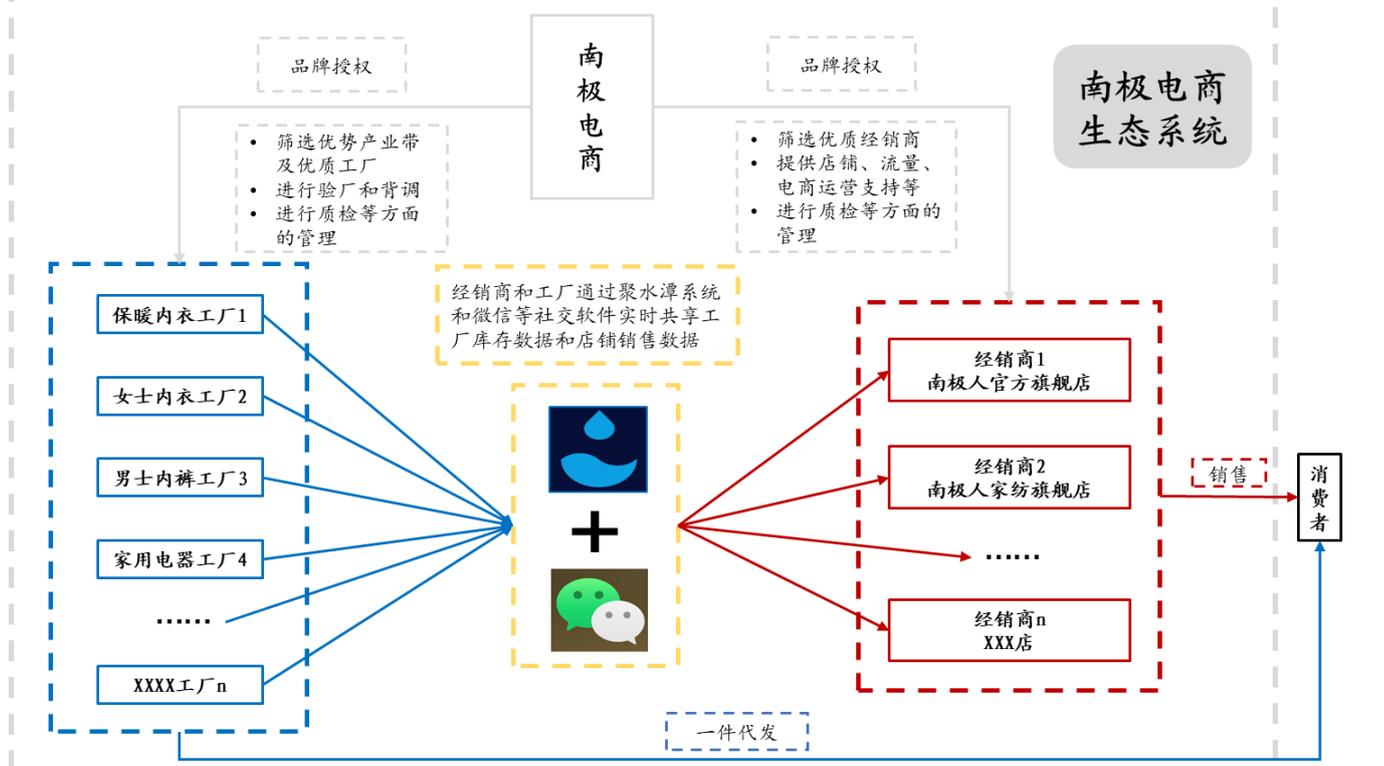
易于打造爆款：经销商通过聚水潭系统实时反馈店铺销售数据作为工厂生产的指导依据。结合工厂强大的研发、生产能力，一方面快速把握市场潮流动向，配合相应的营销手段轻松打造爆款，进而实现低库存、高周转；另一方面针对市场反馈不佳的产品进行改良或减少生产，避免滞销和损害品牌形象。

实现高周转：经销商通过聚水潭系统实时监控工厂库存数据并据以调整营销策略，实现对库存的良好管控，避免因出现备货不足或库存积压等问题影响店铺运营；同时凭借工厂的一件代发业务，产品周转速度获得进一步提升。

实现高性价比：南极人生态系统实行“一品一厂”模式，单个工厂只生产某一

SKU 或某一品类产品的爆款，从而实现产能利用率的最大化，并有效降低成本，为公司旗下的店铺提供极具性价比优势的产品。例如南极人家纺旗舰店的货源同综合品类品牌商水星家纺位于相同产业带，但却依托先进的产业链模式，在取得显著性价比优势的同时实现 1.5-2 倍的加价倍率。

图13: 南极电商借助聚水潭系统及社交软件，打造信息实时共享的新型产业链模式



资料来源：公司公告、开源证券研究所

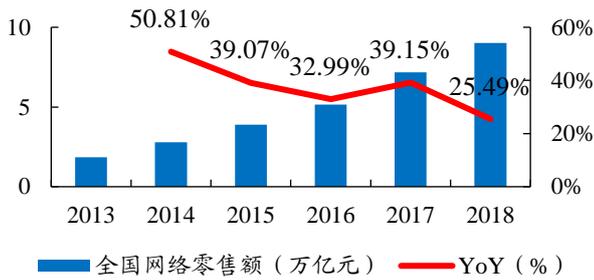
3.2.3、占流量先发优势，店群策略显成效

电商业态流量为王，但近年来主流电商红利开始消退，平台流量增速放缓，拼多多、抖音等新渠道的崛起使得各平台竞争加剧。同时马太效应显现，各平台的流量开始向平台内头部品牌和店铺集中，新兴品牌发展潜力受限。

(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。2013 至 2020 年我国电商零售额自 1.85 万亿元逐年稳步提升至 11.76 万亿元，然而值得注意的是电商零售额的同比增速总体呈现放缓趋势，自 2014 年 50.81% 下滑至 2018 年 10.9%。

(2) 天猫等电商平台开店政策收紧，自营淘品牌店铺规模严重受限。例如 2015 年 3 月 31 日起天猫开始限制平台新开店审批。为应对流量增速放缓和天猫开店政策收紧，南极电商在除天猫以外的平台积极开店，通过店群进一步获取流量。

图14: 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15: 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

南极电商自 2010 年起即转型开展电商业务, 同电商平台共同成长并享受了电商发展的红利期, 在店铺、流量等方面占据先发优势, 同时公司顺应电商渠道的流量规则, 推行店群策略并已初步取得成效。

(1) 店铺数量规模庞大: 南极电商早期在电商平台流量红利期积极发展经销商, 门店数量众多且增长较为迅速。截至 2020 年年底公司已拥有合作经销商 6079 家, 品牌授权店铺 7337 家。庞大的店铺规模大幅提升旗下门店在销售端的展示机会。

(2) 店群策略初显成效: 南极人品牌获客成本较低, 访问人次、购买人次、复购人次众多且转换率较高, 为店群策略的推行奠定了良好的基础。2020 年南极电商全平台的用户购买为 7.5 亿人次, 预计 2021 年购买人次将突破 10 亿人次。店群策略使得公司产品得到更多的展示机会, 为公司积累了庞大的客群。

(3) 此外, 南极电商能够为经销商在店铺运营方面提供有力支持。在经销商同天猫小二进行商业谈判时将会出面提供协助和支持。作为最早入驻阿里平台的淘品牌, 南极电商凭借其庞大的店铺、流量规模具有较高的话语权, 可以帮助经销商在谈判中获得更高的议价权。

3.3、品质把控严格, 完善质检网络

为了进一步落实公司好货不贵的政策, 公司通过抽检、巡检、与第三方质检机构合作、平台抽检等方式, 严格把控产品质量, 进一步完善公司质量检测网络。截至 2020 年底, 公司已与 13 家第三方质量检测机构建立战略合作关系, 为供应商提供产品质量咨询、质量培训、抽送承检产品质量与合格判定等服务。

公司品牌授权业务模式并不承担存货风险。若产品出现重大质量问题将为市场所淘汰, 并最终影响工厂盈利, 故工厂具有严控品质的动机; 工厂在产品生产的各环节均具有相应的质控标准、流程并严格执行; 公司和电商平台均会对产品进行抽检, 抽检不合格产品将采取下架、召回等处理方式, 同时依严重程度对工厂进行警告、罚款、取消合作等处罚。

图16: 第三方质量检测机构对公司产品进行质量检测



资料来源: 开源证券研究所

图17: 公司内部进行产品抽检与巡检



资料来源: 开源证券研究所

图18: 南极电商对存在质量问题的产品进行严格下架召回处理

消费品召回计划

生产者名称: 南极电商(上海)有限公司, 产品名称: 五面取暖器, 品牌: 南极人, 型号规格: YS-400, 生产起止日期: 2018年11月22日至2018年12月31日, 涉及数量: 1000, 生产批号/批次: 2018年11月22日, 产品描述: 产品机身主色为白色, 尺寸为长22"宽22"高39cm; 底部万向轮用于支撑机身, 存在的缺陷: 产品底部的万向轮缺少固定片及膨胀螺丝, 存在产品可能发生侧倒的风险, 可能导致的后果: 存在起燃的安全隐患, 避免损害发生的应急处置方式: 暂停使用该型号五面取暖器, 具体召回措施: 通过安排免费寄送配件包和产品安装说明书形式进行召回, 召回负责机构: 南极电商(上海)有限公司, 召回联系方式: 021-63461118-8050, 召回进度安排: 将于2020年9月1日发布召回信息, 预计于2020年11月30日完成召回工作, 其他信息: 相关用户可以登录缺陷产品管理中心网站(dpac.samr.gov.cn)以及关注微信公众号(SAMRDPAC), 或登陆上海市市场监督管理局网站(http://scgj.sh.gov.cn/), 也可以拨打热线电话: 010-59799616, 021-12315反映更多缺陷信息。

资料来源: 公司官网

3.4、模式特点: 好货不贵、多样性、可持续

好货不贵: 好货不贵并不意味着所有好货都低价, 而是低频不低价, 中频性价比, 高频极致性价比, 使得价值链中的消费者、经销商和供应商都能长期稳定。

多样性: 用户可能最初只是想进来挑选袜子、内裤等低价产品, 但最后挑选了很多商品, 公司产品客单价低但消费者总的货单价高。

可持续: 公司在打造的价值链使得各个环节都可以满意, 不论是消费者、工厂、经销商和平台。对于消费者来说, 可以挑选不贵的好货; 对于工厂来说, 有大量的店铺帮助其分销, 几乎无库存风险生活必需品的产品性质也决定了工厂不必担心订单的不平稳; 对于经销商来说, 一件代发功能使得店铺可以上架来自海量供应商的不同商品, 零库存风险的同时, 顾客生命周期更长, 复购率更高; 对于平台来说, 也同样受益于南极稳定的客流。合理价值链的打造有利于公司的供应链和客群长期稳定, 降低对于平台的依赖程度。公司有十多年的供应商信誉且在各平台累计拥有超过10亿的用户, 这是公司拥有的独一无二的优势。

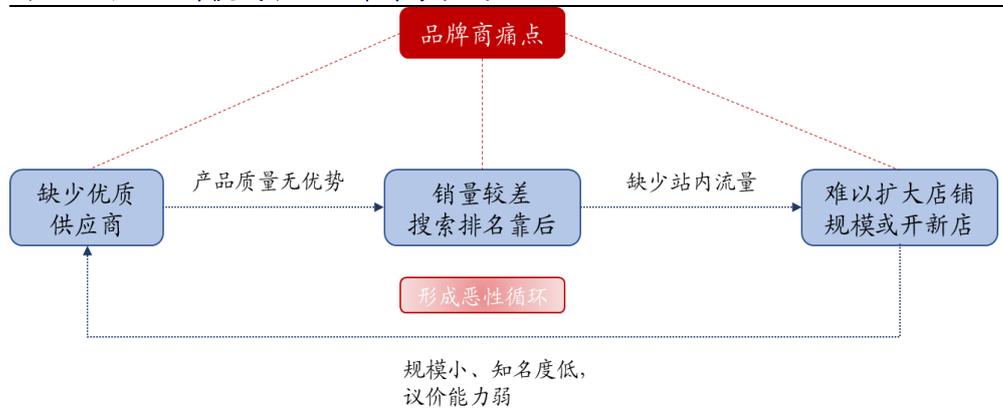
在产品结构上, 产品主要是日常必需品, 可以保证店铺销量和工厂订单都较为平稳, 用户也更容易形成购物习惯。只有刚需产品才能做到可持续, 非冲动非刚需消费的交互效率并不高。新的电商平台刚推出的时候往往需要品牌进行力度较大地打折, 进行补贴或者是销售新奇特的产品, 短期来看引流效果显著, 但长期看不可持续, 顾客并没有在新的平台形成购物习惯, 一旦补贴减少或者是新奇特产品失去

竞争力，客户流失率会较大，平台如果想稳定发展，热销产品最后依然会回归刚需产品，这是一个新平台逐渐成熟的表现。

充分赋能上下游，利用 C2M 模式提升利润空间。经销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，享受公司优质货源，能够在 C2M 模式下直接通过线上渠道分销供应商产品，提升利润空间，提高周转速度。

与传统电商模式相比，南极电商的模式具有明显优势。在传统电商模式下，（1）**对工厂端来说**，由于订单相对不稳定，供应商面临着时而库存积压时而产能不足的问题，且缺少品牌和渠道，较为依赖下游客户订单。（2）**对经销商来说**，由于缺少影响力和知名度，在电商平台规则限制下开店数量有限。且由于销量较低，搜索排名靠后，难以获取站内流量；同时又由于品牌商规模太小，难以找到优质的工厂代工，产品质量缺少优势，导致销量不理想，形成恶性循环。

图19：传统电商模式下小品牌商易形成恶性循环



资料来源：开源证券研究所

同时，线上销售本身面临电商平台流量增速放缓的痛点，且流量向头部品牌和头部店铺集中，马太效应明显，小规模、低知名度的淘品牌难以成功；线下销售方面，商家面临着周转慢、流通渠道费用高的痛点，难以做到高周转、低库存和高性价比。

在南极电商的模式下，通过共享工厂的优质产品给经销商，共享经销商优势店铺资源和流量给工厂，工厂与经销商得以“扬长补短”。工厂端获取了稳定的订单来源，解决了库存与产能不足的问题；而经销商获得了优质的货源及南极电商丰富的店铺资源，从根本上打破了恶性循环，在南极电商体系下产生飞轮效应。

解决线下零售痛点。以服装行业为例，品牌方通常进行提前订货。但在订货时，由于距离实际销售时间较远，无法预知天气及流行趋势，极易带来存货问题。完成铺货、运输到店、在门店销售等过程都需要时间，流转的速度比较慢。且线下渠道费用高，有一批商、二批商，商场收租金、扣点等中间成本，如果价格压低较难盈利，难以做到高性价比。

解决线上平台流量增速放缓及向头部集中的问题。店铺集中，小型淘品牌很难获取好的流量、优质货源资源。通过聚水潭系统连接工厂端和经销商端，实时查看前台销售数据，根据销量备货，避免存货积压；经销商可以看到库存，可以让工厂把销量好、库存不足的产品提前生产。

3.5、加强数字化平台建设，推进数字化转型

(1) 公司从 2019 年开始一件代发模式，该模式致力于实现经销商无库存，工厂无坏账。对于营销做得好的店铺，公司可以通过自身打造的数字化平台迅速帮店铺上架来自公司合作的优质供应商的大量品类，解决了经销商难以获得优质供应链的痛点；对于生产能力强的工厂，公司通过数字化平台匹配大量合作店铺进行分销，充分利用产能的同时还能对销售数据进行实时监控，大幅降低库存风险。对于业绩不好的店铺和工厂，公司可通过数据服务提出建议帮助其及时止损，让其低成本推出，保持公司价值链生态平衡。

过去分销的特点在于，其卖货本质不变，每家店卖的货都相同。未来分销将变成卖内容，单个商品可以配套多个图库短视频，配合不同场景偏好做内容和个性分发，用户也将产生更多的新鲜感。在内容满足的前提下，公司获得新流量的能力将更强。因此，借助产品相对标准化，内容场景搭配更加多元，南极电商将有很大可能性抓取到新流量红利（流量更加碎片化，但总量更大）。

(2) 公司的供应链分销平台南极优选已经上线，从 2021 年 5 月起，平台已支持拼多多经销商和供应商入驻。

商家角度：公司可以为商家提供全流程服务，帮助商家围绕各个品类进行开发，节省时间、金钱等成本，且价格公开、统一，并提供代发发货服务，实现商家：“进新货、卖多货”，风险与投入基本为零。

工厂角度：公司可以帮助工厂扩大销售渠道，并且不断提高信息传递效率，不断完善基础建设。工厂存货储存位置虽然不变，但可实现全球营销，不同于以往的自营，现在所有成员都变成彼此的分销渠道。在该模式下，公司全品类、多场景满足商品多样性，兼具供货、代发发货的生态，应该是业内独一无二的。同时，数字化升级使得工厂能够实时看到销售数据，使其进行自我驱动。

图20: 南极优选接入优质供应商资源



资料来源：南极优选网

图21: 南极优选接入优质经销商资源



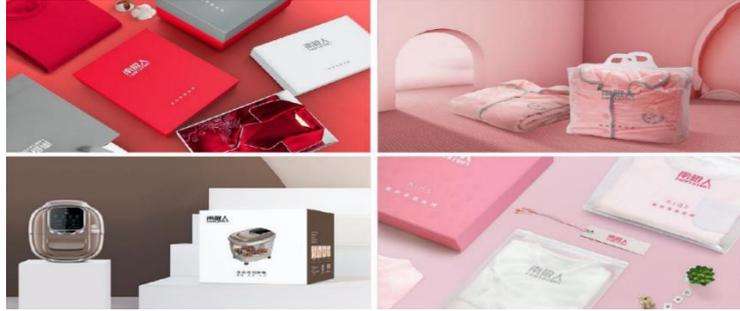
资料来源：南极优选网

3.6、注重品牌形象打造，实现商品品牌与渠道品牌合二为一

(1) 未来公司会进一步提高准入门槛，并且在品牌形象建设方面进行发力。南极电商为旗下店铺提供统一的品牌形象管理，满足经销商运营需求，助其聚焦产品营销。信息不对称的年代已经过去，能存活下来的品牌都是品质优良且营运效率高的品牌，公司目前的产品质量与品牌形象并不匹配，虽然在各大平台销量持续高增且维持着极低的退款率，品牌形象的建设却未同步跟上，不少消费者愿意购买公司产品却难以对外承认。公司在天猫的退款率为 0.4% 左右，在抖音的退款率为 1% 左右。为解决这一现象，公司将在 2021 年下半年开始发力品牌形象的提高，聘请海外

专业机构进行助力，在未来将南极人打造成消费者愿意大方购买且乐于分享的品牌。

图22: 公司建立丰富产品图库, 满足合作伙伴个性化需求的同时维护品牌形象统一



资料来源: 公司公告

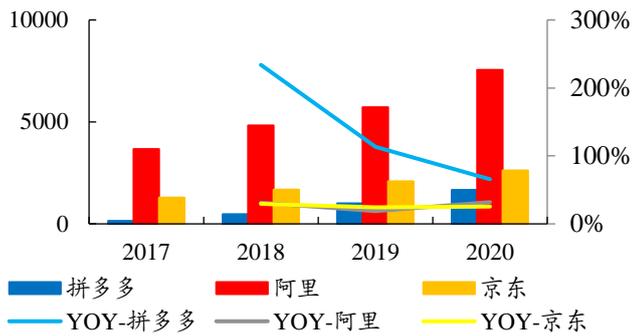
(2) 公司未来将实现商品品牌与渠道品牌合二为一, 同时享受商品与渠道带来的红利。在商品品牌的公司主赛道上, 减少投资的比例, 不断寻求高质量的合作, 不断提高商品附加值; 在渠道品牌方面, 增加投入的比例, 时机成熟时会考虑开拓线下渠道。

南极电商与英国零售商玛莎 (Mark&Spencer) 百货的“为消费者提供其有能力购买的高品质商品”这一理念不谋而合。玛莎百货有超 100 年的经营历史, 在英国及全球四十多个国家与地区拥有超过 600 家门店, 拥有“玛莎”等自有品牌及众多子品牌。玛莎门店内商品超过 80% 为自有品牌, 主要商品为成衣和食品。商品由玛莎自有销售部设计再委托供应商生产, 与供应商长期合作紧密, 为消费者提供便宜好货享受商品红利的同时, 自身渠道也享受红利, 成为了英国盈利能力最高的零售商。

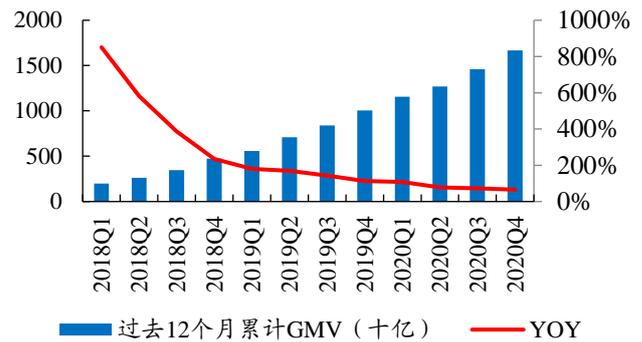
4、把握拼多多渠道机遇

4.1、拼多多平台高速增长

(1) 拼多多 GMV 规模持续增长, 增速显著高于阿里巴巴、京东。2017-2020 年拼多多 GMV 规模分别为 14.12、47.16、100.66、166.76 百亿元, 增速分别为 233.99%、113.44%、65.67%, CAGR 为 127.73%, 显著高于阿里巴巴 (27.16%)、京东 (26.36%)。分季度看, 2020Q1-Q4, 拼多多 12 个月累计 GMV 不断增长, 季度平均增速达 81.42%, 预计产品品牌化提升及用户渠道上行将继续支撑其 GMV 增长。

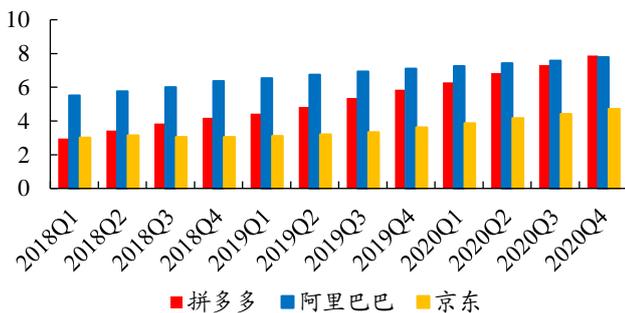
图23: 拼多多 GMV 增速显著高于阿里、京东


数据来源: 拼多多公告、开源证券研究所

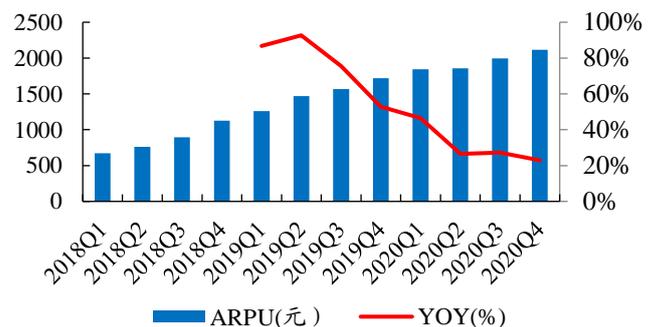
图24: 拼多多 GMV 保持快速增长


数据来源: 拼多多公告、开源证券研究所

(2) 活跃用户数量超越阿里巴巴, ARPU 保持良好增长势头。在电商核心指标活跃买家上, 拼多多一直保持着高速增长。截至2020年底, 拼多多年活跃用户数增长至 7.88 亿, 同比增速为 34.7%, 超越阿里成为用户规模第一的电商平台(2020Q4 为 7.79 亿)。从电商平台的增长质量指标看, 拼多多 ARPU 不断提升, 2018-2020年拼多多 ARPU 的 CAGR 达 51.61%, 截至2020Q4人均花费金额为 2115.17 元。

图25: 拼多多平台活跃买家数超越阿里平台


数据来源: 拼多多公告、开源证券研究所

图26: 拼多多用户 ARPU 持续增长


数据来源: 拼多多公告、开源证券研究所

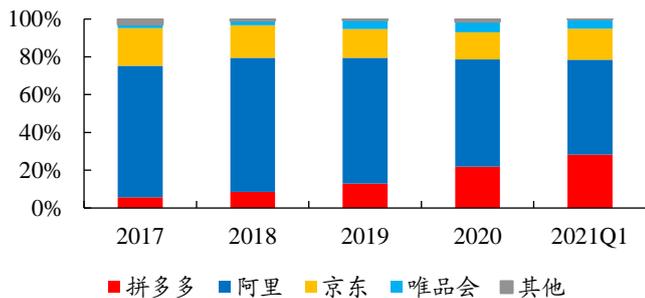
4.2、公司在拼多多渠道增长快、规模大, GMV 有望继续维持高增速

2020 年公司在拼多多渠道实现 GMV88.01 亿元, 同比增速达 121.98%, 占比自 2019 年的 12.97% 提升 8.92pct 至 21.89%。分季度看, 拼多多渠道 GMV 持续高增长 2020Q1-2021Q1 分别实现 GMV8.41/17.97/19.44/41.29/25.75 亿元, 同比 +62.85%/+112.99%/+145.15%/+132.84%/+206.67%, 拼多多渠道高增长且规模效应显现, 预计至 2022 年将成为公司第一大渠道。

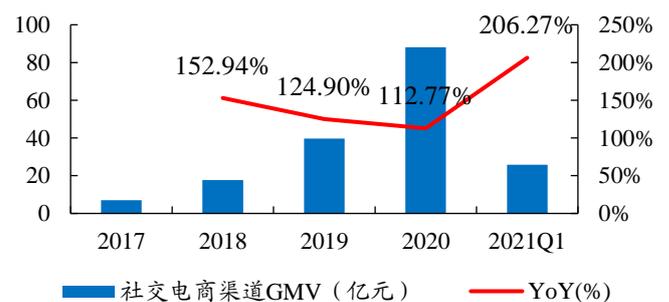
表6: 2020-2021Q1 拼多多渠道 GMV 保持快速增长

单位: 亿元	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2020	2021Q1
阿里	35.7	52.49	48.02	91.74	227.95	45.92
占比 (%)	62.31%	60.69%	56.66%	52.86%	56.69%	50.33%
YOY (%)	-0.9%	39.62%	27.24%	-0.08%	12.20%	28.64
拼多多	8.41	17.97	19.44	42.19	88.01	25.75
占比 (%)	14.68%	20.78%	22.94%	24.31%	21.89%	28.22%
YOY (%)	62.85%	112.99%	145.15%	132.84%	121.98%	206.27%
京东	9.33	11.14	11.68	25.77	57.92	14.84
占比 (%)	16.29%	12.88%	13.78%	14.85%	14.41%	16.26%
YOY (%)	11.05%	20.87%	30.21%	27.39%	23.72%	58.97%
唯品会	2.82	4.21	4.59	10.58	22.20	4.73
占比 (%)	4.93%	4.87%	5.42%	6.10%	5.52%	5.18%
YOY (%)	68.08%	56.54%	48.54%	51.36%	53.68%	67.46%
其他	1.03	0.68	0.93	3.36	6.00	/
占比 (%)	1.79%	0.79%	1.10%	1.94%	1.49%	/
YOY (%)	261.99%	-	-	809.09%	298.03%	/
GMV 合计	57.29	86.49	84.75	173.56	402.09	91.24
YOY	11.13%	48.49%	45.42%	26.22%	31.58%	59.25%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图27: 南极电商拼多多渠道占比稳步增加


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图28: 南极电商拼多多渠道 GMV 高速增长


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

4.2.1、机遇一: 流量分配与阿里早期搜索模式相同, 单品爆款获充足流量支撑

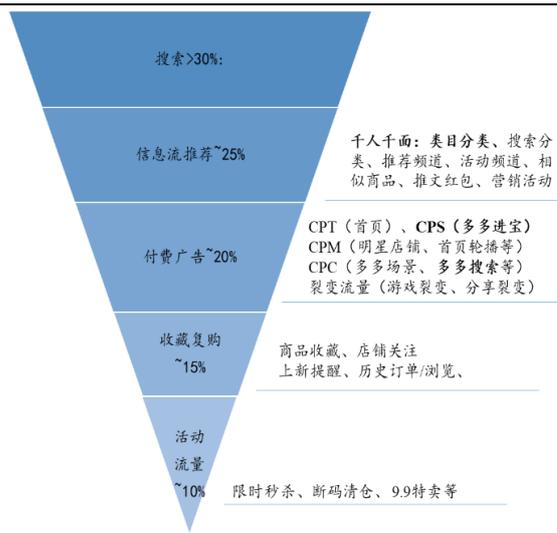
拼多多商品的流量来源有 6 个维度: 搜索 (>30%)、推荐 (~25%)、付费广告 (20%)、收藏复购 (15%)、活动流量 (10%)，本质上是单品运营的搜索路径与推荐路径: 搜索路径专注爆款，推荐路基于信息流。例如: 某产品上线时依靠自然流量放大销量后，平台会将该产品推荐至更大的流量池中展示 (通过榜单、信息流推荐等方式)，如果销量持续增长，平台会进一步给予流量倾斜，这是使得拼多多上单款产品销量远高于淘系的单品运营模式。

图29: 搜索栏目在拼多多首页流量入口顶端



资料来源: 拼多多、开源证券研究所

图30: 拼多多流量分配以搜索为主



资料来源: 多多大学、开源证券研究所

(1) 物以类聚的“人找货”搜索模式: 有明确消费需求的消费者围绕关键词进行搜索, 在精准定位店铺/商品的同时算法也会根据用户标签匹配商品, 展现千人千面的搜索结果。商品在搜索流量中排名影响因素中占比最大的是关键词匹配度+UV 价值稳定性, 因此搜索模式下爆款独占鳌头。

(2) 人以群分的“货找人”推荐模式: 对于没有明确消费需求的消费者, 拼多多一方面通过社交拼团模式建立了有相似需求的用户群, 另一方面通过机器学习用户行为数据 (仔细浏览>收藏关注>购买>评价>其他行为), 并根据用户行为数据匹配商品标签, 从而进行更精准地推荐, 提升商品流和信息流效率, 增加用户的留存时间和复购率。

(3) “入口多、类目全”的榜单机制, 助力打造超级爆款: 与主流平台的推荐机制类似, 拼多多在每个类目下都设置了榜单机制, 包括畅销榜、好评榜、新品榜、降价榜, 进入拼多多类目榜单的爆款商品将获得持续流量加成, 形成流量与销量正循环。

图31: 拼多多榜单入口及规则以打造爆款为主逻辑



资料来源: 多多大学、开源证券研究所

拼多多与淘宝“千人千面”的区别: 尽管阿里的用户标签、消费行为数据更为充足, 但千人千面更多围绕着八大人群策略展开, 同时通过“猜你喜欢”为商家引流, 扶持新锐品牌, 实现八大人群的千人千面; 拼多多推荐逻辑则为提高成交转化, 因此以 UV 价值为核心尺度为用户推荐的同类及邻类单品大多为销量高的爆款。

表7: 拼多多流量商品排序权重规则重视千人千面

经营大类	特点	排名顺序的权重因素
搜索	精准定位店铺/商品的同时体现千人千面	1、产品的类目、标题、属性和关键词的适配度+产品对应关键词的1日/3日/7日/15日UV价值稳定性; 3、商品评分、回购率、跳失率、退款率; 4、非关键词成交GMV。
类目	一级排名为个性化展示(千人千面)但TOP多为固定、二/三级均为固定排序	1、单品在最近数目的全维度有效GMV(搜索/分享/活动/推广/多多进宝成交等成交方式),即使千人千面也需根据画像需求登GMV顶款; 2、UV价值稳定性
推荐	千人千面,更精确满足个性化匹配需求	1、用户行为动作 2、UV价值,核心在于店铺的点击率(价格/主图/标题)、转化率(销量>评价>价格>SKU详情与设计图)
活动	店铺/商品前期倒流渠道,但资源为有限、占比逐步弱化,	UV价值(部分低价冲量的坑位考察全维度有效GMV)
收藏&复购	提高用户复购率	/
付费广告	商家自主运营,快速助力破量,打造爆款	1、质量分(点击率/转化率等),核心在于销量; 2、商家出价。

资料来源: 电霸拼多多、开源证券研究所

注: 千次曝光产值(UV价值)=1000*点击率*转化率*客单价; UV价值=GMV/访客数

爆款策略支撑起公司在拼多多渠道的高速增长, 品类势能释放迎来新阶段增长。公司依托“低价、爆款、高性价比”的品牌属性,一直积极布局拼多多渠道,从店铺单品销量角度,我们定义30天内月销>1千的单品为爆款,目前公司在拼多多上已有3500家授权店铺,每家店铺至少含1个爆款链接。2020年优势品类如内衣、家居GMV分别实现了120%、170%的增长,健康生活类目增长高达300%,各大品类中已有单品爆款的成功案例,表明公司擅长的爆款策略在拼多多上依然适用。伴随着品类的丰富度提升,以及单一品类内的爆款持续挖掘,各大品类均有较强的增长空间释放。

表8: 南极电商部分授权店铺的爆款及SKU数量

经营大类	爆款个数/SKU个数
南极人家居服旗舰店	9/48个,其中>1W的有4个
南极人办公用品旗舰店	3/8个
南极人优思弗专卖店	2/4个
南极人欧维萨专卖店	1/3个
南极人健川专卖店	1/5个
卡帝乐鳄鱼尚荟潮专卖店	2/57个
卡帝乐鳄鱼祥伊盛专卖店	2/12个
卡帝乐鳄鱼钰米专卖店	3/83个

数据来源: 拼多多、开源证券研究所

4.2.2、机遇二: 拼多多提质扩容, 南极电商乘风而上

目前拼多多正通过多种方式提升中小品牌形象、提高渠道品牌力。(1) 2018年推出“新品牌计划”进军品牌市场: 从拼多多的“新品牌计划”的合作商家看,拼多多更倾向与优质的代工厂合作,一方面他们的质量已经过品牌方的检验,另一方面他们缺少线上营销经验,因此可以与拼多多优势互补;(2) 2019年推出“百亿补贴”发力头部品牌营销,向高线用户渗透: Z时代消费者的消费习惯逐渐转变为在

刚需消费品上追求高性价比，节约的资金用于悦己式消费品的消费。而百亿补贴通过补贴“悦己式消费品”（大牌，IP，设计感）提升用户粘性从而提升“基本款消费品”（白牌，刚需，高性价比产品）的复购率；**(3) 2020年升级“百亿补贴”发力中腰部品牌，深化平台性价比标签：**由于品牌方的SKU数远大于经销商，为进一步丰富品牌和SKU供给，“百亿补贴2.0”针对中腰部品牌，采取对商户流量补贴形式吸引品牌方入驻，以增加用户的黏性、复购率。

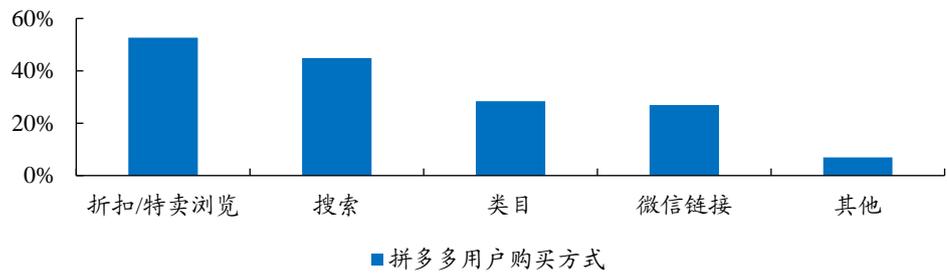
根据百亿补贴的种类分布情况，百亿补贴适用的产品多属于竞争格局分散、无巨头品牌的子行业（小家电、美容个护）或需求量大、品牌集中度低的刚需产品（日化、家纺等）。这些产品所属市场门槛低、竞争分散，更容易扶持白牌，是南极电商未来有望发力的领域，有望推动拼多多渠道进一步增长。

表9：百亿补贴适用的产品多属于白牌众多的子行业

种类	2019年 SKU数量	2020年8月 SKU数量	变化	2019年 品牌占比	2020年8月 品牌占比	变化
上新	38	42	4↑	16%	17%	↑
办公	66	453	387↑	27%	14%	↓
医药	87	924	837↑	34%	35%	↑
大家电	707	840	133↑	6%	6%	→
小家电	496	993	497↑	12%	8%	↓
手机	89	106	17↑	15%	10%	↓
数码	487	905	418↑	10%	11%	↑
母婴	602	967	365↑	20%	15%	↓
海淘	195	1414	1219↑	21%	31%	↑
鞋	77	260	183↑	9%	11%	↑
电脑	496	819	323↑	9%	10%	↑
日用	663	1297	634↑	19%	18%	↓
精选	999	1132	133↑	24%	25%	↑
美妆	392	1558	1166↑	24%	19%	↓
美家	286	1054	768↑	16%	17%	↑
车品	74	511	437↑	34%	16%	↓
运动	2009	1008	-1001↓	2%	9%	↑
食品	420	1278	858↑	28%	30%	↑

数据来源：超对称技术、开源证券研究所

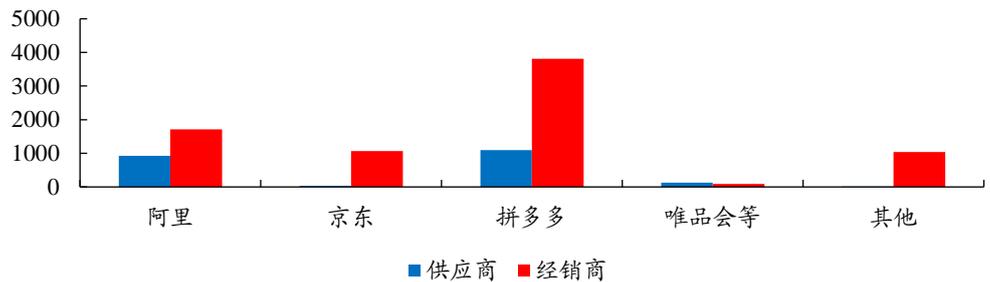
南极电商客户群与拼多多用户调性一致，在平台消费者升级和品牌升级过程中有望再上一层。拼多多依靠低价爆款吸引大部分下沉市场的低收入群体，该用户群体对价格敏感度高、购买方式以折扣商品为主。南极电商的产品属性和拼多多的客户群高度契合，从南极电商旗下品牌南极人的用户群体看，依托销量排序和评价做购买决策是该用户群体的主要购物习惯。在追求相对低价、质量过关时，南极人“高性价比”的品牌定位会在用户决策中起一定的诱导作用，因此是拼多多理想的合作品牌。

图32: 拼多多用户购买方式以折扣商品为主


数据来源: 企鹅智酷、开源证券研究所

4.2.3、机遇三：开店成本低、不设限，店群效应利好南极电商

一方面拼多多给予商家充足入驻支持，开店难度远小于淘系，截至 2020 年底公司在拼多多渠道的供应商、经销商数量分别为 1094、3816 家，分别占比 50%、49%，超越阿里巴巴的 42%、22%；另一方面拼多多逐步转向店铺运营，大店化趋势明显，公司店铺势能的释放将发挥品牌效应和店群效应，实现南极电商在拼多多渠道的进一步增长。

图33: 公司在拼多多渠道供应商和经销商数量多于其他渠道


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

拼多多开店空间大、限制少：2008 年阿里推出淘宝商城（天猫商城前身），南极电商抓住流量快速增长时期不限制开店的规则，仅家纺类店铺规模即达上千家，迅速形成店群效应。但为了防止店铺饱和，天猫平台的商家入驻管控规则日渐严格，主要变化为：（1）暂停大量类目的招商入驻，共涉及 13 个大类及 45 个一级类目；（2）限制同一主体开多家店铺，同一主体的店铺间经营的的品牌及商品不得重复且一个经营大类下专营店只能申请一家。根据多多参谋数据，2019 年末拼多多店铺数量仅为 510 万，2020 年拼多多平台年活跃商家数为 726 万，有销量店铺为 112 万，同比增长 41.7%；而淘宝、天猫平台分别拥有 1061、29.2 万家店铺，拼多多的店铺数量仍有较大增长空间，且拼多多平台正处在流量快速增长期，几乎不设开店限制，同一主体在同一经营大类下可开设 5 家店铺，最多可开 25 家店铺。

表10: 天猫暂停招商的产品共涉及 13 个大类及 45 个一级类目

经营大类	涉及一级类目	个数
服饰	女装/女士精品、男装、女士内衣/男士内衣/家居服	4 个
母婴	奶粉/辅食/营养品/零食、童装/婴儿装/亲子装、童鞋/婴儿鞋/亲子鞋、模玩/动漫/周边/cos/桌游、婴童尿裤	5 个
化妆品	彩妆/香水/美妆工具、美容护肤/美体/精油、美发护发/假发、美容美体仪器	4 个
食品	生鲜提货券类目/原酒进口后分装的葡萄酒/乌龙茶、绿茶、黑茶、红茶	3 个
家装家具	住宅家具、床上用品、鲜花速递/花卉仿真/绿植园艺家居饰品特色手工艺商业/办公家具居家布艺	7 个
鞋类箱包	流行男鞋女鞋箱包皮具热销女包/男包	3 个
居家日用	厨房/烹饪用具、洗护清洁剂/卫生巾/纸/香薰、节庆用品/礼品、收纳整理	4 个
家用电器	厨房电器、生活电器、个人护理/保健按摩器材清洗食品/商业设备	4 个
珠宝配饰	珠宝钻石/翡翠/黄金、ZIPPO/瑞士军刀/眼镜、饰品流行首饰时尚饰品、手表	4 个
汽车及配件	摩托车/装备/配件	1 个
运动户外	运动瑜伽/健身/球迷用品、运动服、休闲服装、户外/登山野营/旅行用品、运动鞋 new、运动包/户外包配件、自行车/骑行装备/零配件	6 个
3C	3C 数码配件、闪存卡/U 盘/存储/移动硬盘	2 个
图数音像	书籍/杂志/报纸、数字阅读	2 个
13 个		45 个

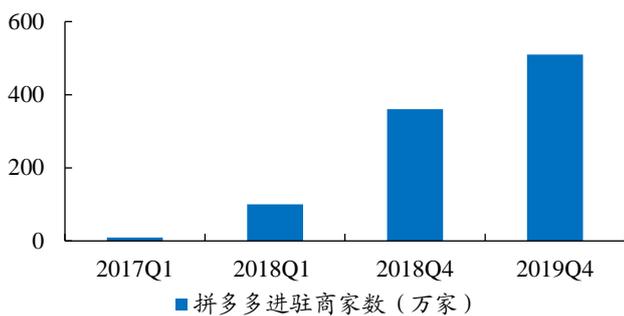
资料来源：天猫商家招商信息、开源证券研究所

拼多多开店成本低：拼多多商家入驻门槛低，费用低，更加适合中小商家入驻。与阿里相比，拼多多采用 0 元入驻的政策可以降低平台商家经营成本，付费流量占比低可以节约营销成本，使商家愿意让利，进一步压低价格形成价格优势。

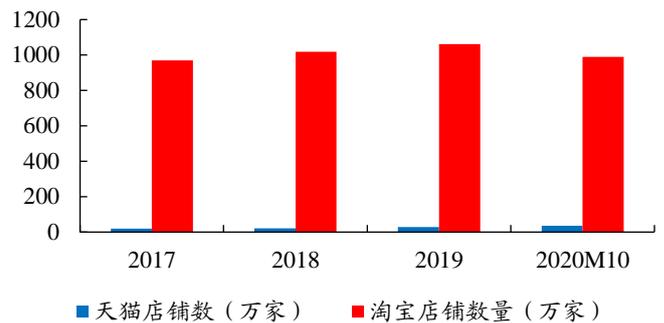
表11: 与天猫商城开店规则对比，拼多多开店成本更低

电商平台	开店数量规则	开店成本
拼多多	(1) 个人店：同一张身份证可开 2 家； (2) 普通企业店/专卖店/专营店：同一个营业执照可开普通商品、虚拟商品、医药健康店铺各 5 家，共计 25 家； (3) 旗舰店：同一品牌旗舰店 1 家。	(1) 保证金：1000/2000/3000 三档 (2) 交易佣金（第三方支付平台）：0.6%
天猫	(1) 多个天猫店铺之间不得重复有产品或者品牌重复； (2) 同一主营业务类目下只能申请入驻 1 家天猫专营店； (3) 同一主体不支持重复入驻同一类店。	(1) 保证金：5-15 万 (2) 软件服务年费：3 万/6 万两档 (3) 交易佣金：0.5%-5%

资料来源：拼多多官网、天猫官网、开源证券研究所

图34: 拼多多店铺数量高速增长


数据来源: 多多参谋、开源证券研究所

图35: 淘系店铺数量增速放缓


数据来源: 阿里巴巴公司公告、开源证券研究所

拼多多大店化趋势: 2020年拼多多展示中增加用户界面店铺的露出, 有意识的向大店化过渡; 商家侧增加对店铺指标的考核, 希望商家从单品运营转向店铺运营。店铺运营有利于发展品牌及大商家, 提高品牌和头部商家集中度, 优化平台 UV 价值。

拼多多公司未来看点: (1) **店铺势能的释放:** 南极电商目前在拼多多渠道上的开店数量达到3000多家, 其中一半以上店铺仍处于爬坡期, 伴随着店铺评分及产品销量的提升, 单店规模仍将持续增长, 同时公司还将不断拓展新店, 预计未来在拼多多渠道上的店铺可能突破一万家。(2) **店群效应的发挥:** 南极电商在拼多多上基本实现了普惠的店群模式, 例如: 男装 T 恤品类下, 公司在义乌的客户通过自己开店+分销的模式直接实现 F2C (Factory to customer), 形成店群效应, 预计未来在店铺势能释放的驱动下各个品类都将实现店群效应。

4.3、拼多多渠道体系内供应商逐渐成熟, 拼多多货币化率有望显著提升

拼多多平台货币化率逐步上行。 由于拼多多平台主打低价产品且扶持商家力度较大, 其货币化率长期维持在 3%, 低于阿里渠道。分季度看, 货币化率呈现逐季改善的态势, 2020Q3-Q4 的货币化率分别为 3.24%、3.65%。

公司整体货币化率下降系拼多多渠道占比提升, 随着拼多多平台货币化率提升, 公司在拼多多渠道的货币化率有望稳定提升。 (1) 南极电商在拼多多渠道的货币化率低主要系公司给予拼多多渠道体系内的供应商较深折扣, 使其迅速成长。目前公司货币化率在客户接受范围内, 同时适配公司市场服务能力及规模, 具有可持续性。(2) 伴随拼多多渠道的高速增长和渠道内供应商逐渐成熟, 公司将逐步取消部分品类、部分店铺的折扣, 预计成熟阶段各渠道的货币化率将会趋向一致, 带动整体货币化率稳步上升。

图36: 拼多多货币化率有望稳步提升


数据来源: 拼多多公司公告、开源证券研究所

5、抖音快手等抖音平台的机会

5.1、抖音电商渠道已步入正轨并快速增长

抖音电商发展迅速, 2021年6月初, 字节跳动完成一轮针对抖音电商业务的组织架构的调整, 电商业务正式成为一级业务部门。据彭博社数据, 2020年抖音电商的总成交额为260亿美元(合1,860亿元), 2022年目标1850亿美元(合12,000亿元)。为此, 抖音电商2021年计划再招募超1,000名产品和运营员工。2021年4月8日, 抖音电商总裁康泽宇提出“兴趣电商”概念, 同时以“强参与”的姿态积极参与了618。

5.2、抖音电商供应链未来将更加包容

2020年10月, 抖音收购线上支付牌照, 解决了用户在抖音电商购物的支付问题, 并且通过打造自身供应链实现闭环。抖音电商业务起步时大部分交易通过第三方外链, 主要依靠淘宝、京东强大的供应链快速成长。为实现电商业务的闭环, 抖音电商从2020年开始大力发展自身供应链, 2021年在供应链/物流体系方面引进多位阿里供应链/物流相关的高P级别人才, 目前已积累了大量品牌方和产业链商家, 未来将继续扩展品牌商家矩阵、发展优质白牌和工厂货, 使得平台的包容性更强。

5.3、抖音电商的流量规则、工具基本成熟, 商品可精准触达消费者

虽然抖音电商的供应链短时间内还无法与天猫、拼多多、京东比拼, 但其优势在于基于兴趣推送, 用户触达更加精准, 其用户画像的塑造相较于天猫和拼多多颗粒度更小。抖音用户使用抖音一定时长后就会带上约250个标签, 抖音电商会推送标签匹配程度最高的商品, 通过精准的算法推荐配合优质的白牌货与工厂货, 可以为消费者提供好货不贵的购物体验。目前抖音日均VV(Video View--视频播放量)约1000亿, 电商好物推送占整体推送的4.8%, 排名第一, 同时商品榜单SKU超4万个, 细化程度远超天猫和拼多多。

表12: 抖音电商流量分配规则

内容分发种类	默认推送	兴趣推送
分发规则	单个用户约 250 个标签 (人群、性别、年龄、地域等), 广告系统会根据用户标签和广告的关键词将广告定向推给用户	关注、点赞、完播率形成用户的兴趣标签
推送占比	上限 8 条, 基于今日头条的智能推送引擎默认分发 分发给老用户的广告推送占比为 35%-40%, 新用户由于缺少兴趣标签, 系统默认推送占比略有提升	标签实时变化, 当兴趣标签不足时会用系统默认矩阵进行推送 分发给老用户的兴趣推送占比为 60%-65%、新用户占比略有下降
电商广告推送占比	4.8%	3.2%

资料来源: 抖音电商、开源证券研究所

抖音电商体系内各种商业化工具的完善进一步促进商品精确触达消费者。为了实现抖音电商生态的闭环, 抖音电商在产品展示、广告工具、电商辅助工具等多方面完善商业化工具, 2021 年推出的巨量千川融入鲁班、直播间、电商引流、短视频电商、DOU+、小黄车, 将整体电商广告一体化, 通过系统的分流可以明确如何将合适的流量分配给对应商品。凭借兴趣电商的特色和流量红利, 抖音电商有望对其他平台实现弯道超车。

表13: 抖音电商商业化工具逐渐成熟

操作	描述
商品橱窗	发布 10 条抖音视频, 账号通过实名认证即可开通
抖音小店	经营阵地, 全部货物端口由抖音小店产出
巨量星图	掌握达人, 为实现去工会话目的, 抖音增设达人运营部门, 商家可通过“巨量星图”选择达人带货, 抖音通过星图、MCN 机构、抖音直播基地, 完全掌握平台的达人
巨量千川	智能营销, 融合所有电商广告工具的同时叠加其他模式, 通过系统分流准确了解商品适合的流量广告种类
抖音罗盘	辅助性数据工具, 提供经营分析和诊断功能, 通过打通交易数据和内容数据, 为平台内的各种角色提供数据解决方案
巨量百应	生态链接, 为商家、达人、机构打造的综合服务平台

资料来源: 抖音电商、开源证券研究所

5.4、南极电商在抖音的模式已经逐渐跑通

随着抖音的月活用户不断增加, 用户使用时长不断延长, 消费者和商家都初具规模, 为南极电商进军抖音平台提供了良好的土壤。南极电商积极布局抖音渠道, 根据第三方平台数据, 截至 2021 年 6 月 30 日, 南极人共有约 80 家店铺。(1) 按销量排名, 3-6 月在品牌排行榜上排名分别为第 19/1/1 名, 月均销售量超 540 万件; (2) 根据抖音小店的销量排行数据, 南极人恒欧专卖店连续 3 周上榜抖音小店, 排名分别为 3/3/1 名; 南极人安广专卖店销量排名连续 6 周上榜, 且最新一周销量相较于首次上榜提升近 1 倍至 62.2 亿件。

表14: 南极电商恒欧专卖店连续3周上榜抖音小店, 排名分别为3/3/1名

日期	南极人恒欧专卖店			南极人安广专卖店			南极人豫农专卖店			南极人正博专卖店		
	排名	销量	销售额									
5.10-5.16	3	30	30	10	32.7	30	-	-	-	-	-	-
5.17-5.23	3	42.8	42.8	8	39.7	42.8	-	-	-	-	-	-
5.24-5.30	1	55.5	55.5	2	51.4	55.5	4	43.7	34.1	2	72.9	68.1
6.07-6.13	-	-	-	4	60.3	97.5	-	-	-	-	-	-
6.14-6.20	-	-	-	7	43.5	68.4	5	62.3	43.7	2	67.8	140.7
6.21-6.27	-	-	-	4	62.2	89.4	-	-	-	-	-	-

数据来源: 蝉妈妈、开源证券研究所

表15: 南极人品牌持续4个月上榜品牌周榜(按销量排名), 排名分别为19/1/1/1名

抖音商品品牌月榜			
月份	排名	月销量(万件)	月销售额(万元)
3月	19	44.6	1,028.7
4月	1	342.4	827.6
5月	1	887.9	1,159.3
6月	1	893.1	2,153.1

数据来源: 蝉妈妈、开源证券研究所

公司在抖音的战略与过去在淘宝的战略有所区别, 主要区别为**独家品类授权**以及大量**达人账号做分销**。

独家品类授权: 进入新平台以后, 由于新平台规模有限, 公司不会像淘宝拼多多等大平台一样进行全品类销售, 而是筛选已经在新平台做到单品类前3的商家进行合作, 做独家品类授权。新平台竞争更加激烈, 往往只有头部商家能长期盈利, 公司的供应链资源和数字化平台可以助其进一步巩固在新平台的竞争优势。新平台的供应链中有一定比例是新引入的, 不完全来自淘系和拼多多的供应链。

达人分销: 公司在抖音除了开旗舰店以外, 还会和大量的 KOC 进行合作, 根据不同 KOC 所具有的不同标签, 匹配不同类型的商品, 做到达人过去生产的内容与商品协同。

品类独家: 随着抖音快手等直播电商的新平台崛起, 公司成立了子公司去负责新平台的开拓。除了抖音快手以外, 公司计划进入所有能进入的电商平台, 如什么值得买、蘑菇街等, 初步统计大概为60个左右。与天猫平台的大店策略不同, 针对较小的平台, 公司的策略是进行品类独家。如在某平台进行男装品类独家, 公司会选取该平台男装前三的商家进行合作。并且提供完整的供应链。相较于天猫大平台, 小平台能赚钱的商家个数更少, 因此公司会筛选更加头部的商家进行合作。

公司在直播电商领域相较于别的品牌也有优势, 公司产品大多是生活必需品, 可以每天不间断进行直播, 持续给供应商带来稳定订单。别的品牌的带货产品更多是生活非必需品以及购买频次较低产品, 虽然单场直播的 GMV 会更高, 但如果要提高直播次数, 则需要不断变换直播品类或者对客户进行大规模拉新。不断变换直播品类会使得供应商没有长期稳定订单, 不利于供应商的长期生存以及公司长期和

供应商的关系。

在供应商方面，原有的淘系供应商会对淘系渠道产生一定的依赖，当原有供应商在新平台的投入产出比没有原有平台高时，供应商的积极性会较低，因此进入新平台后，公司会寻找已经在新平台做得好的供应商纳入公司的供应商体系当中。公司在新平台的策略是控货控价，避免供应商过度竞争导致亏损。

价值链的健康发展是消费者，供应商，经销商，平台都能够持续获利的，公司在发展新事业时，将会深入的投入，但不会采用大规模补贴、亏损策略。假如这个模式真正做到了可持续，公司才会持续加大投入。南极电商是好货不贵与货品多样性的代名词，合理价值链的打造可以真正的帮助所有的达人、MCN 机构与代理公司，让他们可以以最快速度拿到用户所喜欢的商品。

6、扩品类的同时打造多品牌矩阵

6.1、积极扩充品类矩阵，逐步降低纺织类占比

目前公司产品品类方面主要集中在 4 大板块，分别是纺织类、母婴类、以生活电器和个人护理为主的非纺织类，以及食品类。针对不同的品类，公司将会采取不同的孵化方式。

(1) 食品类是公司未来重点发展的方向之一。公司计划挑选几十种细分的食品品类，并联系头部供应商进行独家合作。进行独家合作的工厂公司会在分销管理和设计方面进行助力，部分高毛利的品类公司会自己投资进行生产。在积累了大量优质的食品供应链以后，使用公司成熟的分销代发模式，经营效率相比线下便利店提高很多，帮助经销商解决缺乏优质食品供应链的痛点，快速上架大量优质新品。

(2) 生活电器和个人护理方面以及食品类预计在未来 3-5 年会孵化成功，从孵化门槛来看，孵化食品的门槛最高，难度将会大于母婴、生活电器和个人护理，因此公司会对工厂以及营销提出更高的要求，只选取每个细分市场头部的工厂进行合作。对于部分高毛利的品类，公司会进行自主生产。目前生活电器品类孵化顺利，已有部分产品销量超 10 万件，其中手持挂烫机登顶抖音 6 月销量榜。

除了积极扩品类以外，公司还会在进行一些新品牌的孵化。孵化新品牌的工作将会在扩充品类的过程中进行，当扩充的品类孵化效果良好时，可将其作为一个独立类目。

图37: 部分小家电产品在抖音累计销量超 10 万件



资料来源: 南极电商抖音小店

图38: 部分食品品类累计销量已超 10 万件



资料来源: 南极电商拼多多小店

图40: 部分母婴产品在拼多多累计销量已超 10 万件



资料来源: 南极电商拼多多小店

图39: 部分电动车款式销量已过万且在销量榜排名靠前



资料来源: 南极电商拼多多小店

图41: 部分个护产品在拼多多累计销量已超 10 万件



资料来源: 南极电商拼多多小店

6.2、积极合作海外品牌，进一步打造多品牌矩阵

除了尝试进行子品牌孵化，公司还积极与外部高美誉度品牌进行合作。2021年7月2日，南极电商与 C&A（中国）达成合作，南极电商成为 C&A 线上业务唯一合作伙伴，此次合作给公司带来品牌力方面的提升，且进一步丰富公司的品牌矩阵。至此，公司品牌矩阵已拥有南极人、卡帝乐鳄鱼、精典泰迪、PONY、C&A，品牌矩阵初具规模。

除了尝试进行子品牌孵化，公司还积极与外部高美誉度品牌进行合作。2021年7月2日，南极电商与 C&A（中国）达成合作，南极电商成为 C&A 线上业务唯一

合作伙伴，此次合作给公司带来品牌力方面的提升，且进一步丰富公司的品牌矩阵。至此，公司品牌矩阵已拥有南极人、卡帝乐鳄鱼、经典泰迪、PONY、C&A，品牌矩阵初具规模。

品牌契合公司定位，供应链和数字化优势助力品牌成长。C&A 中文名为西雅衣家，是成立于 1841 年的欧洲快时尚品牌，聚焦用户全身、全家、全季的需求，与南极电商的“4 亿人选择的家庭品牌”定位相契合。在未来的合作中，由于 C&A 已经是商品、渠道的品牌，将主要负责品牌文化、品牌价值观的输出，而南极电商将凭借自身高效的供应链优势，围绕研、产、销的一条龙服务为 C&A 提供数据赋能、公共关系赋能，建立 C&A 每件商品的竞争力。

为了促进与 C&A 合作的进一步成功，南极电商未来可能在江苏成立南极电商供应链科学中心，旨在帮助工厂开展研发、数据管理以及发货等多项业务；帮助 C&A 赋能供应链，打通全球的原材料、面辅料和设备；同时打造智能版型、智能样品检验和工艺流程制定等。

图 42: 南极电商多品牌矩阵已初步打造完成



资料来源：南极电商官网、开源证券研究所

7、盈利预测与投资建议

我们认为不论电商平台如何变化，好货不贵的需求不灭，品牌之间的竞争最后会回归到比拼供应链的维度上，南极电商掌握着各行业优质的供应链以及庞大稳定的客群，长期来看公司发展并不会受限于不同平台的兴起和衰落。短期来看，拼多多成为过去两年公司增长最快的渠道后，抖音电商也逐渐成为公司业绩新的驱动力；食品等新品类有望在 2021 年突破；获得国际快时尚 C&A 中国区线上运营权，品牌矩阵更加丰富，长期增长动能充足。维持盈利预测不变，我们预测 2021-2023 年归母净利润为 15.4、20.9、27.0 亿元，以当前股本计算 EPS 为 0.63、0.85 和 1.10 元，当前股价对应 PE 为 16.5、12.2、9.4 倍，维持“买入”评级。

8、风险提示

品类拓展不及预期，新渠道拓展不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4011	5021	8696	10282	12735
现金	1281	2974	6463	7983	10550
应收票据及应收账款	863	1183	1100	931	877
其他应收款	88	61	109	89	145
预付账款	229	248	298	338	411
存货	5	3	6	3	7
其他流动资产	1544	554	719	937	746
非流动资产	1474	1485	1487	1486	1488
长期投资	0	6	11	15	20
固定资产	7	7	7	5	6
无形资产	560	560	558	556	554
其他非流动资产	907	912	911	909	907
资产总计	5485	6506	10182	11768	14223
流动负债	626	724	888	793	955
短期借款	100	50	75	63	69
应付票据及应付账款	69	150	86	168	109
其他流动负债	457	524	726	563	776
非流动负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	626	724	888	793	955
少数股东权益	0	-0	-0	-0	-0
股本	417	417	2455	2455	2455
资本公积	1479	1487	1487	1487	1487
留存收益	3114	4000	5486	7502	10086
归属母公司股东权益	4859	5782	9294	10975	13268
负债和股东权益	5485	6506	10182	11768	14223

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1255	956	1584	2046	2632
净利润	1206	1185	1544	2088	2701
折旧摊销	46	3	4	4	3
财务费用	-0	-57	-57	-96	-115
投资损失	-35	-22	-23	-23	-23
营运资金变动	38	-209	117	73	67
其他经营现金流	0	56	-0	-0	-0
投资活动现金流	-1596	-225	-145	-202	221
资本支出	15	6	-4	-5	-3
长期投资	-1554	-299	-5	-5	-5
其他投资现金流	-3135	-518	-154	-212	213
筹资活动现金流	-61	-334	2051	-324	-286
短期借款	30	-50	25	-13	6
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	2038	0	0
资本公积增加	-2	8	0	0	0
其他筹资现金流	-89	-292	-12	-311	-292
现金净增加额	-402	398	3490	1520	2567

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3907	4172	4771	5566	6554
营业成本	2403	2706	2922	3141	3425
营业税金及附加	10	10	12	14	17
营业费用	119	122	157	178	210
管理费用	80	97	119	134	164
研发费用	43	45	52	61	72
财务费用	-0	-57	-57	-96	-115
资产减值损失	-1	-2	-2	-2	-3
其他收益	5	20	12	16	14
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	35	22	23	23	23
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	1248	1228	1602	2175	2822
营业外收入	31	22	26	26	26
营业外支出	0	1	0	0	0
利润总额	1278	1249	1628	2201	2848
所得税	72	64	84	113	147
净利润	1206	1185	1544	2088	2701
少数股东损益	0	-3	0	0	0
归母净利润	1206	1188	1544	2088	2701
EBITDA	1321	1228	1590	2140	2764
EPS(元)	0.49	0.48	0.63	0.85	1.10

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	16.5	6.8	14.4	16.7	17.8
营业利润(%)	33.2	-1.5	30.4	35.8	29.7
归属于母公司净利润(%)	36.1	-1.5	30.0	35.2	29.4
获利能力					
毛利率(%)	38.5	35.1	38.7	43.6	47.7
净利率(%)	30.9	28.5	32.4	37.5	41.2
ROE(%)	24.8	20.5	21.3	23.4	24.1
ROIC(%)	24.3	19.9	20.5	22.5	23.2
偿债能力					
资产负债率(%)	11.4	11.1	8.7	6.7	6.7
净负债比率(%)	-24.3	-50.6	-88.0	-88.6	-93.3
流动比率	6.4	6.9	9.8	13.0	13.3
速动比率	5.9	6.5	9.4	12.5	12.8
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5
应收账款周转率	4.8	4.1	4.2	5.5	7.3
应付账款周转率	39.8	24.7	24.7	24.7	24.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.49	0.48	0.63	0.85	1.10
每股经营现金流(最新摊薄)	0.51	0.39	0.65	0.83	1.07
每股净资产(最新摊薄)	1.98	2.36	2.96	3.64	4.57
估值比率					
P/E	21.1	21.4	16.5	12.2	9.4
P/B	4.2	3.5	2.8	2.3	1.8
EV/EBITDA	13.4	13.8	8.4	5.4	3.4

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人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的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

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	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	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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn