

南极电商（002127.SZ）

困境反转，轻装上阵

核心观点：

- **清理历史包袱，严格管控供应链和经销商。**公司历史为开放式品牌授权模式，规模快速扩张后导致产品品质下降、品牌形象受损，公司于22年起重整供应链，23年以来逐步过渡到现在的邀约制加盟，提高邀约客户门槛，与头部客户建立深度合作，供应链端实施一款一审及“谁开发、谁拥有”机制。近两年公司与不符合商品品质要求的供应链客户及过度内卷的经销端客户逐步终止合作，持续清理社会化授权商标库存，精选优质供应链和优质经销商，我们预计当前历史遗留的社会化授权标基本清理完毕，南极人品牌有望在强管控下重启新一轮成长。
- **启动自采+加盟新模式，重塑南极人品牌资产。**24年公司把南极人核心品类模式转变为自采+加盟，自采做高品质、高性价比的标品，加盟做个性化产品。我们认为在该模式下，公司可通过自营的核心品打开市场，同时通过加盟模式提升新品上新效率和业绩弹性。公司24年推出南极人轻奢系列，深耕产品主义，定位“轻奢品质”，且性价比较高，与分众合作广告投放，聘请谢霆锋为代言人，重塑大众对南极人品牌认知，当前轻奢系列GMV已在快速爬坡，品牌转型初见成效。
- **百家好为成功案例，为南极人转型提供经验基础。**百家好为公司22年收购的休闲时装品牌，收购后以严控供应链的理念进行运营，23年全年平台GMV达25亿元，为抖音女装年度TOP10；24H1GMV达25亿元、目标24全年达50亿元。百家好与南极人品牌在品类、渠道等方面具有相似之处，南极人品牌转型之路有望获百家好运营经验赋能。
- **盈利预测与投资建议：**预计24-26年公司实现归母净利润0.8/3.0/5.1亿元。参考可比公司估值，考虑到公司商业模式大幅调整，从渠道导向转为品牌导向，给予公司2025年0.7x PE/G估值，合理价值为6.14元/股，给予“买入”评级。
- **风险提示：**平台发展速度不及预期，原材料价格波动，出现质量及商标使用不规范问题。

盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3310	2692	3340	4128	5052
增长率（%）	-14.9%	-18.7%	24.0%	23.6%	22.4%
EBITDA（百万元）	130	96	81	360	610
归母净利润（百万元）	-298	112	77	301	512
增长率（%）	-162.4%	137.5%	-31.4%	293.9%	69.8%
EPS（元/股）	-0.13	0.05	0.03	0.12	0.21
市盈率（P/E）	-	82.07	149.17	37.87	22.31
ROE（%）	-6.8%	2.4%	1.6%	6.0%	9.3%
EV/EBITDA	75.12	75.99	120.60	26.41	14.78

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级

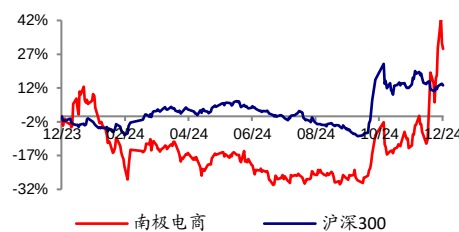
买入

当前价格	4.65 元
合理价值	6.14 元
报告日期	2024-12-04

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	2454.87/1994.70
总市值/流通市值（百万元）	11415.15/9275.37
一年内最高/最低（元）	5.13/2.51
30 日日均成交量/成交额（百万）	176.15/743.49
近 3 个月/6 个月涨跌幅（%）	79.54/64.89

相对市场表现



分析师：

嵇文欣



SAC 执证号：S0260520050001



SFC CE No. AOB364



021-38003653

jiwenxin@gf.com.cn

相关研究：

联系人：杨起帆 021-38003554

yangqifan@gf.com.cn

联系人：罗艺

shluoyi@gf.com.cn

目录索引

一、概况：坐拥国民消费品牌，战略转型进行时	4
二、复盘辉煌与困境，重识南极电商	7
三、当下南极电商有哪些积极变化？	10
（一）清理历史包袱，严格管控供应链和经销商	10
（二）启动自采+加盟新模式，重塑南极人品牌资产	11
（三）百家好为成功案例，为南极人转型提供经验基础	13
四、财务分析	15
五、盈利预测和投资建议	17
（一）业务拆分及盈利预测	17
（二）估值分析与投资建议	19
六、风险提示	20

图表索引

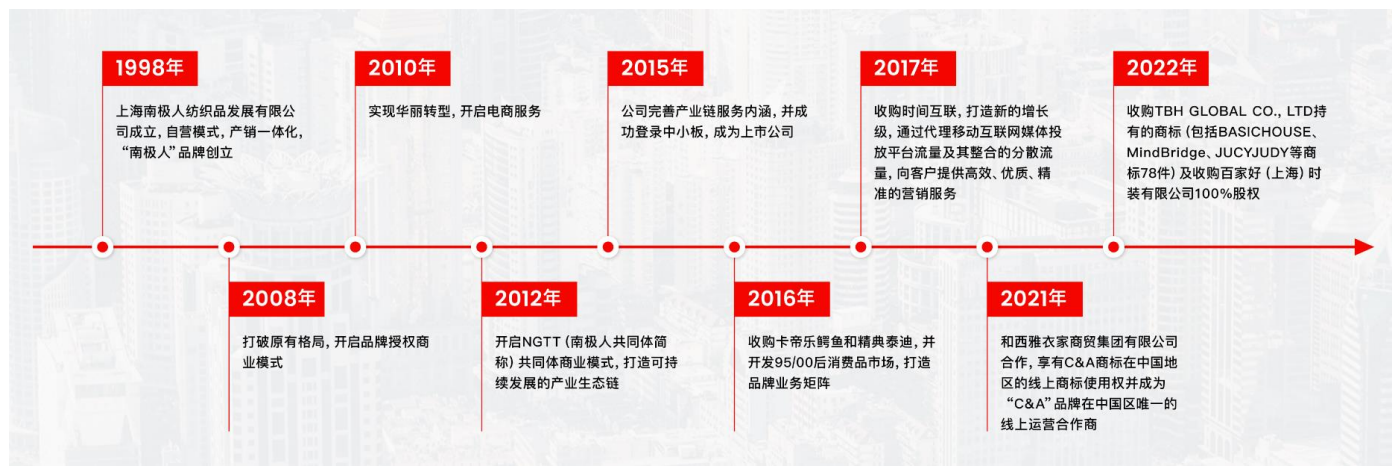
图 1: 南极电商发展历史.....	4
图 2: 南极电商主营业务.....	4
图 3: 南极电商股权结构（截至 24Q3）.....	5
图 4: 南极电商收入及增速.....	5
图 5: 南极电商归母净利润、扣非归母净利润及增速.....	6
图 6: 南极电商历史市值变化.....	6
图 7: 公司分平台 GMV 及增速（亿元）.....	7
图 8: 南极人品牌 GMV 及增速.....	7
图 9: 公司主要品类 GMV 及增速（2019 年）.....	8
图 10: 南极电商的品牌授权服务模式.....	9
图 11: 实物商品网上零售额及各主要电商平台 GMV.....	9
图 12: 2022 年起公司授权供应商数逐步下降.....	10
图 13: 2022 年起公司授权经销商数逐步下降.....	10
图 14: 2022 年起公司授权店铺数逐步下降.....	11
图 15: 近年来品牌综合服务及品牌授权收入持续下降.....	11
图 16: 南极人轻奢系列产品与国际大牌供应商合作.....	12
图 17: 公司增加销售费用投入，与分众合作加码投放力度.....	12
图 18: 南极人品牌抖音 GMV 快速提升.....	13
图 19: 百家好品牌 GMV 快速提升.....	14
图 20: 24M1-11 百家好抖音 GMV 同比+89%.....	14
图 21: 公司毛利率及净利率.....	15
图 22: 公司期间费用率.....	15
图 23: 公司应收账款及占总资产比重.....	15
图 24: 公司资产负债率及有息负债率.....	15
图 25: 公司经营性现金流及净现比.....	16
图 26: 公司年度分红总额及分红比例.....	16
表 1: 公司业务拆分及盈利预测.....	17
表 2: 公司期间费用拆分及预测.....	18
表 3: 可比公司盈利预测与估值（截至 2024 年 12 月 4 日收盘）.....	19

一、概况：坐拥国民消费品牌，战略转型进行时

公司前身南极人成立于1998年，是家喻户晓的国民消费品牌，2015年借壳上市登陆资本市场。目前公司业务包括本部和时间互联（2017年收购）两部分，据公司财报，公司本部基于品牌授权和自营零售，整合供应链上中下游资源，向产业链提供高效率的产业服务，向消费者提供高性价比的产品；时间互联是集互联网流量整合与全方位精准数字营销服务于一体的整合营销平台，业务以移动互联网营销为主。

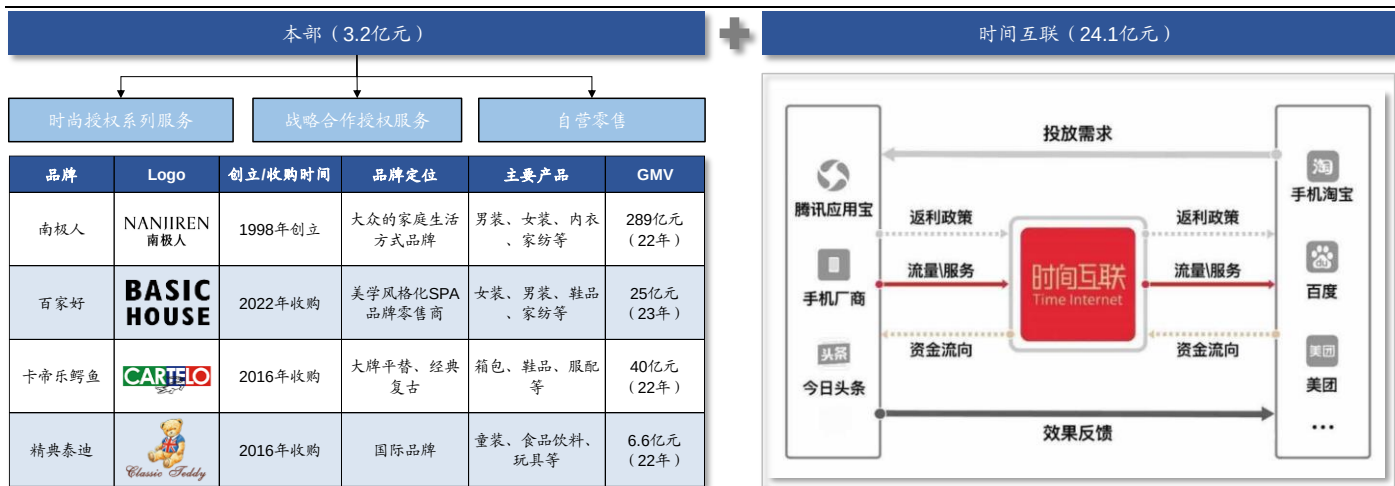
目前公司旗下拥有南极人、百家好、卡帝乐鳄鱼、精典泰迪等品牌，涉足品类包括内衣、床上用品、男装、女装、童装及母婴等，据公司财报，公司正积极推进南极人品牌业务模式转型、目前已初见成效；百家好（2022年收购）以时尚款为主，定位“美学风格化SPA品牌零售商”，为抖音平台女装品类Top5品牌；卡帝乐鳄鱼（2016年收购）以休闲运动款为主，定位“大牌平替、经典复古”，男鞋/鞋靴品类分别实现抖音/京东平台销量Top5。

图1：南极电商发展历史



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图2：南极电商主营业务



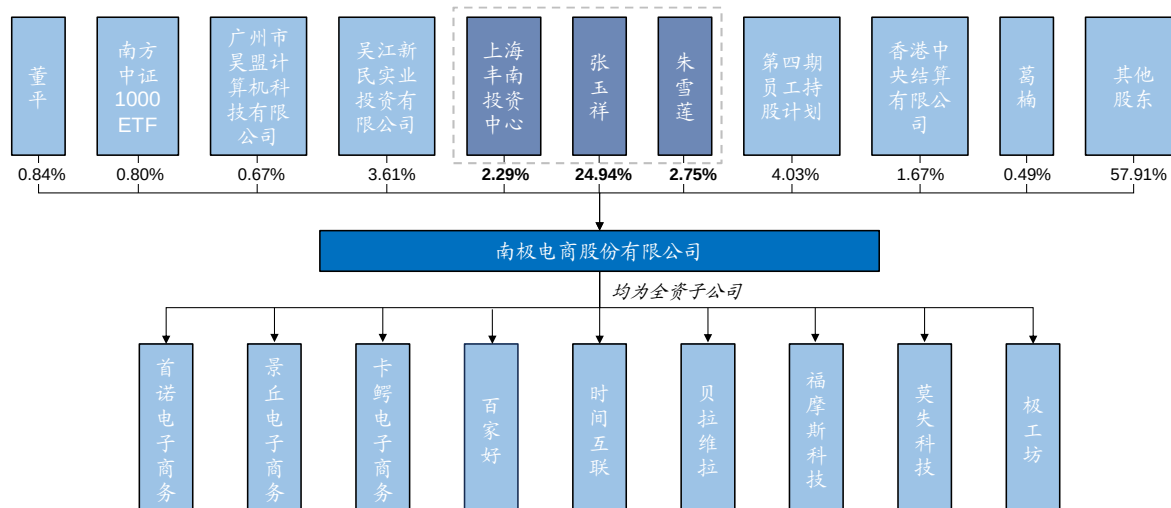
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心；备注：括号中为24Q1-3收入数据

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

据公司财报，截至24Q3，南极人品牌创始人、公司董事长兼总经理张玉祥先生持股24.94%，为公司第一大股东，与其妻朱雪莲女士、一致行动人上海丰南投资合计持股29.98%；另外，公司第四期员工持股计划持股4.03%。

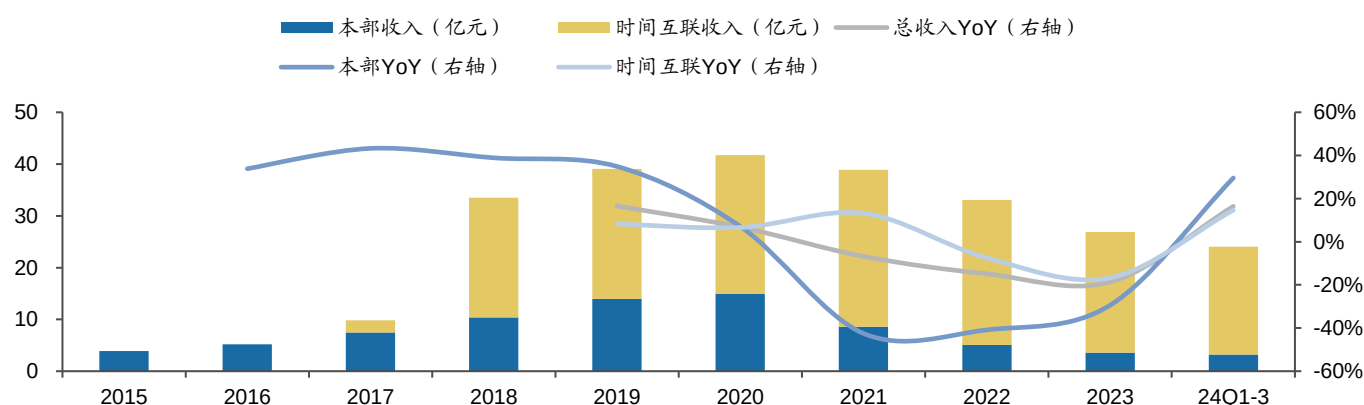
图3：南极电商股权结构（截至24Q3）



数据来源：公司财报，iFinD，广发证券发展研究中心

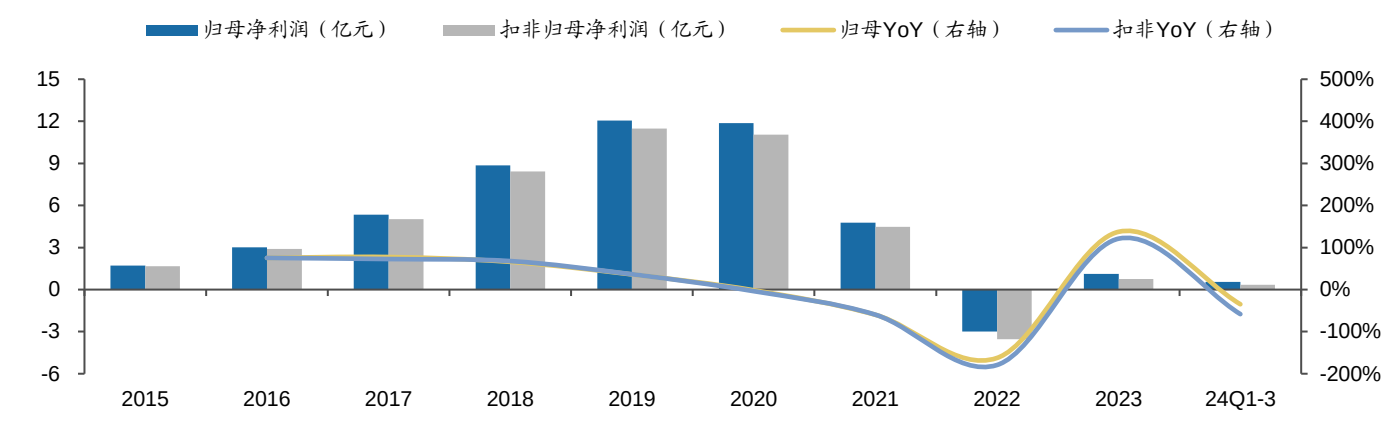
南极电商自完成借壳上市起至2019年，收入利润维持快速增长，其中本部在高效的授权服务模式，通过扩平台、拓品类持续扩大体量，15-19年本部收入由3.9亿元增长至14.0亿元，CAGR达37.7%；17年收购的时间互联自18年起每年贡献20-30亿元收入；利润端，公司归母净利润也于19年达到历史最高的12.1亿元。20年公司收入增速放缓、利润略有下滑，21年公司传统优势平台阿里GMV增速放缓，授权客户数达到历史巅峰，部分客户库存压力较大、消化不及预期，叠加快速扩张后质控管理体系运营难度加大，产品质量问题消耗品牌资产，公司收入利润均开始下滑。22年起公司主动求变，开始重整供应链，在坚定清理历史包袱的过程中业绩继续下滑。我们认为当下时点看，公司战略转型已经逐步显效，有望启动新一轮成长，本文将通过复盘南极电商的辉煌与低谷，挖掘其商业模式的核心价值与遇到的困难，并分析当下南极电商的积极变化将如何使公司逐步完成底部反转。

图4：南极电商收入及增速



数据来源：公司财报，iFinD，广发证券发展研究中心

图5：南极电商归母净利润、扣非归母净利润及增速



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

图6：南极电商历史市值变化



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

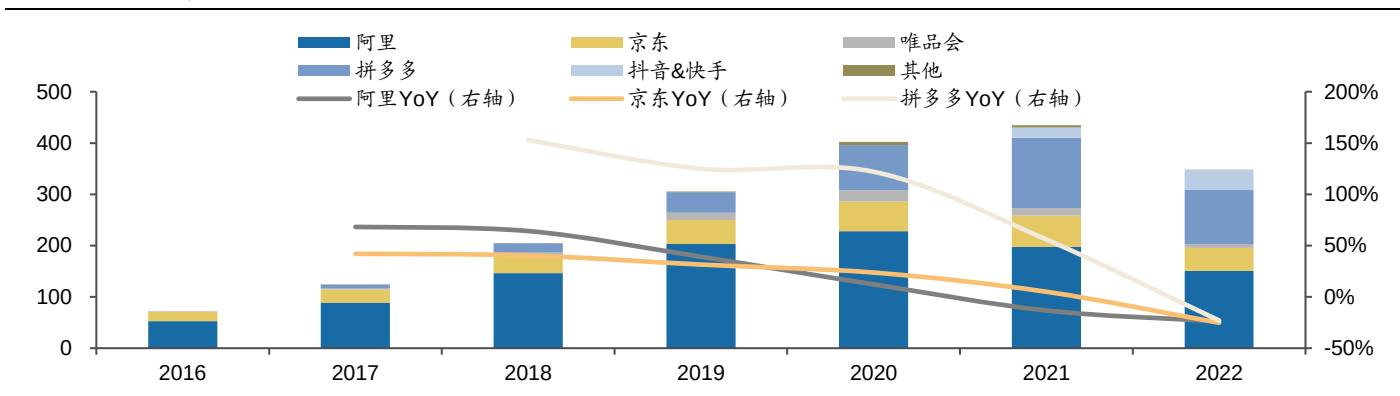
二、复盘辉煌与困境，重识南极电商

回顾南极人品牌发展历史，有三个关键战略：

（1）模式转型，从传统零售转型品牌授权服务模式：从2007年开始，南极电商从传统的服装零售商转型，剥离生产端和销售端，专注打造共享型电商服务平台。品牌授权服务是南极电商的基本商业模式，这里面包含3个关键词，**一是品牌**，相比杂牌白牌，南极人是用户认知更广、转化率更高的品牌；**二是授权**，相比传统品牌企业，南极模式借力电商平台的数字化、社会化监管机制，实现有管控的轻资产扩张；**三是服务**，相比其他贴牌企业，南极电商提供大量增值服务和协调沟通。

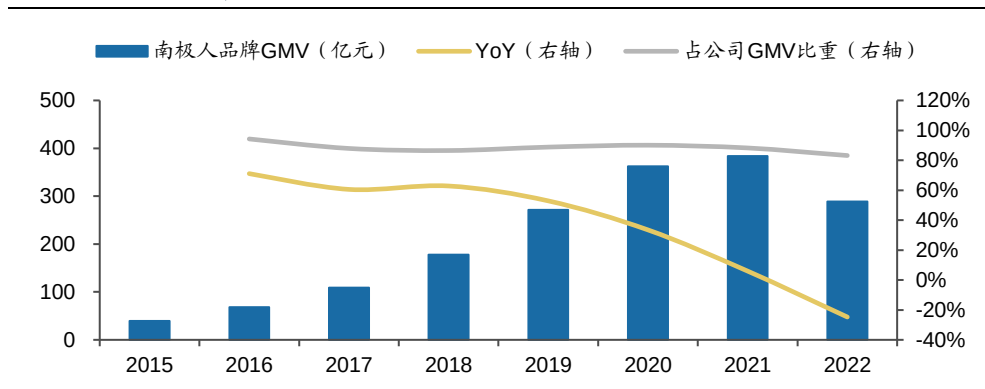
（2）渠道转型，从线下全面转型线上：1998年南极人品牌建立以来，一直主打传统线下商超渠道，2011年起南极人陆续从家乐福、麦德龙、苏果等大型商超撤出，线下直营专卖店“南极人针织馆”也逐渐淡出，全面转型电商渠道，快速搭建起庞大的线上经销网络。据公司财报，2021年公司全平台GMV达435亿元（其中南极人品牌384亿元），布局覆盖阿里（198亿元）、拼多多（137亿元）、京东（61亿元）、唯品会（15亿元）、抖音&快手（20亿元）等主流平台，截至21年底公司授权经销商数达10311家、授权店铺13258家。

图7：公司分平台GMV及增速（亿元）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

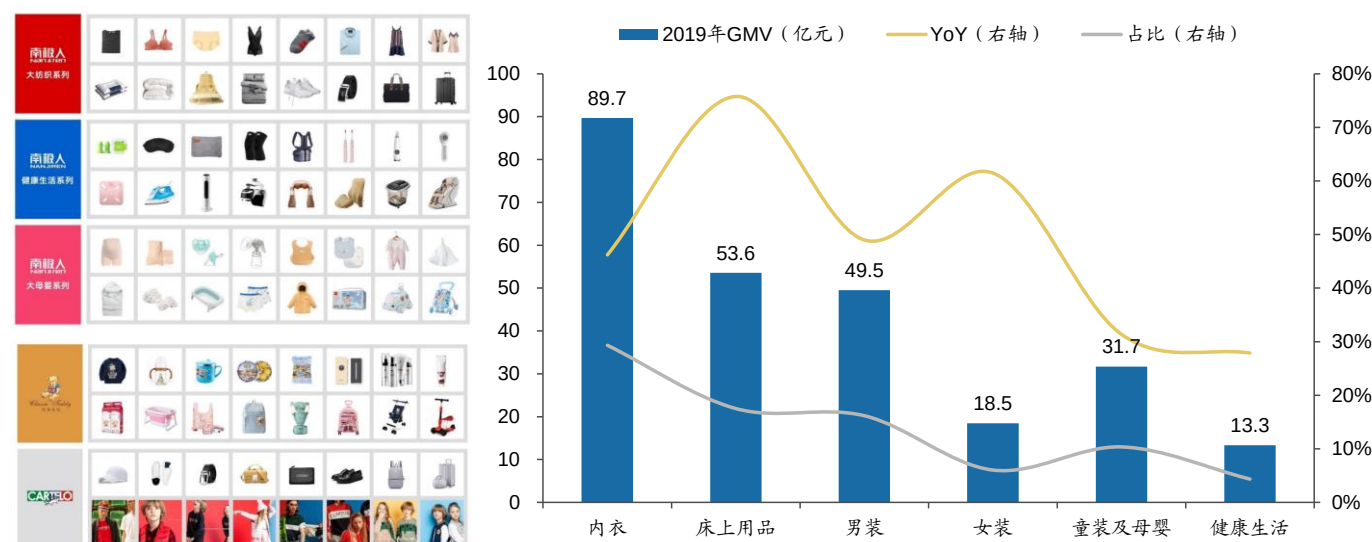
图8：南极人品牌GMV及增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

（3）品类扩张，持续拓宽产品边界：公司在内衣品类上奠定优势后，从2012年开始不断拓展产品线，延伸南极人品牌价值，打造全品类消费王国。据公司财报，2018年公司八个一级类目（包括内衣、床上用品、男装等）GMV位列阿里平台行业前十名；2020年公司各品牌在阿里渠道共有51个一级类目、超600个二级类目，在京东渠道有19个一级类目、近73个二级类目，在拼多多渠道有63个一级类目、近380个二级类目。

图9：公司主要品类GMV及增速（2019年）



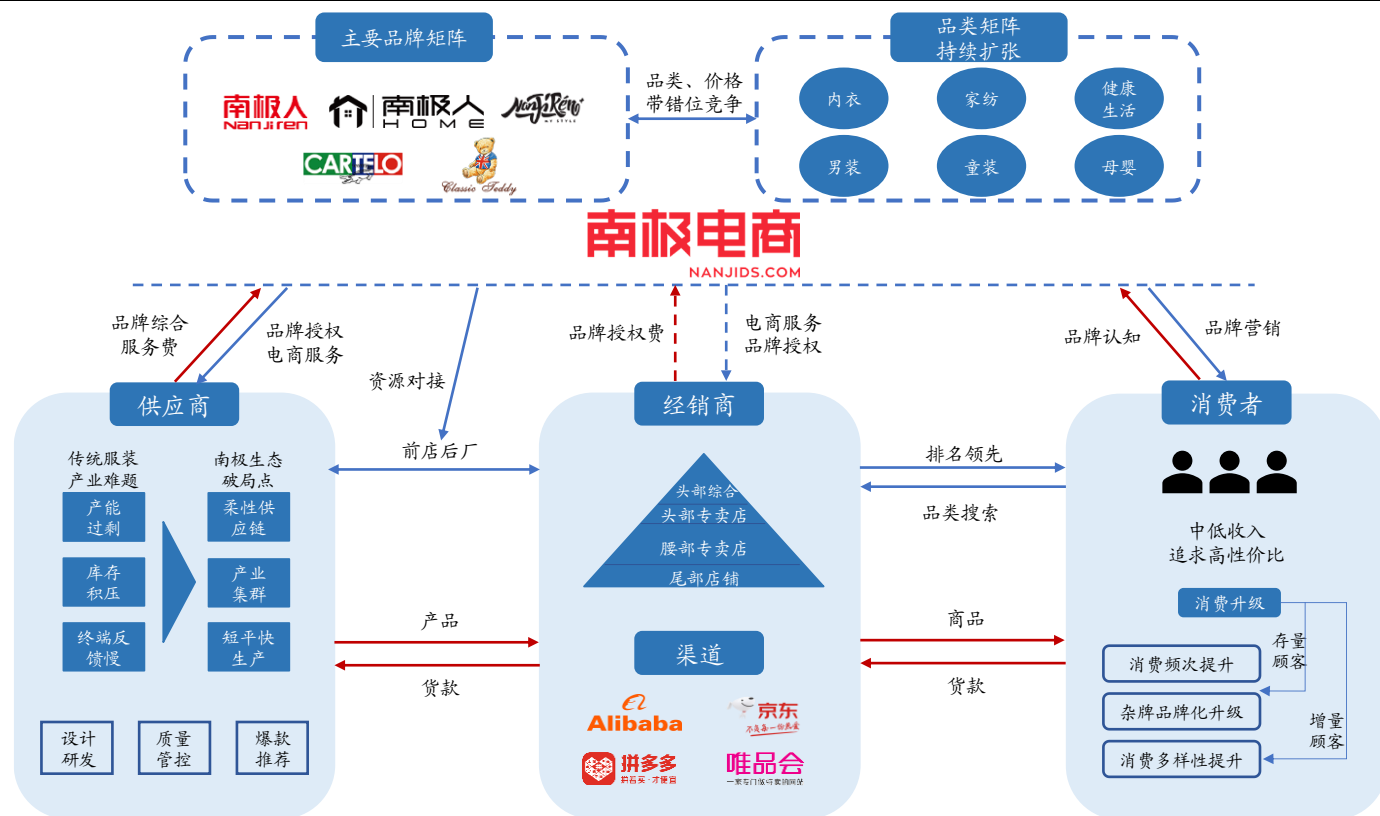
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

备注：健康生活包括个人护理/保健/按摩器材品类

从卖商品到卖标签到卖服务，从传统线下渠道全面转型电商，从单一内衣品类到全品类扩张，南极电商以品牌授权服务模式为核心，建立了完整的南极生态。在南极模式下，供应商、经销商及消费者链条流量转化效率及资金和库存周转效率提升，使得三方利益诉求共赢。品牌授权服务结合电商，利用平台搭建的社会化数字化的管控体系，是更高效更低成本的商业模式，在电商红利期，通过去中心化的生产与经销，实现了从产品到消费者的极致的周转效率及触达，供应商、经销商和品牌都实现了快速的规模化发展。

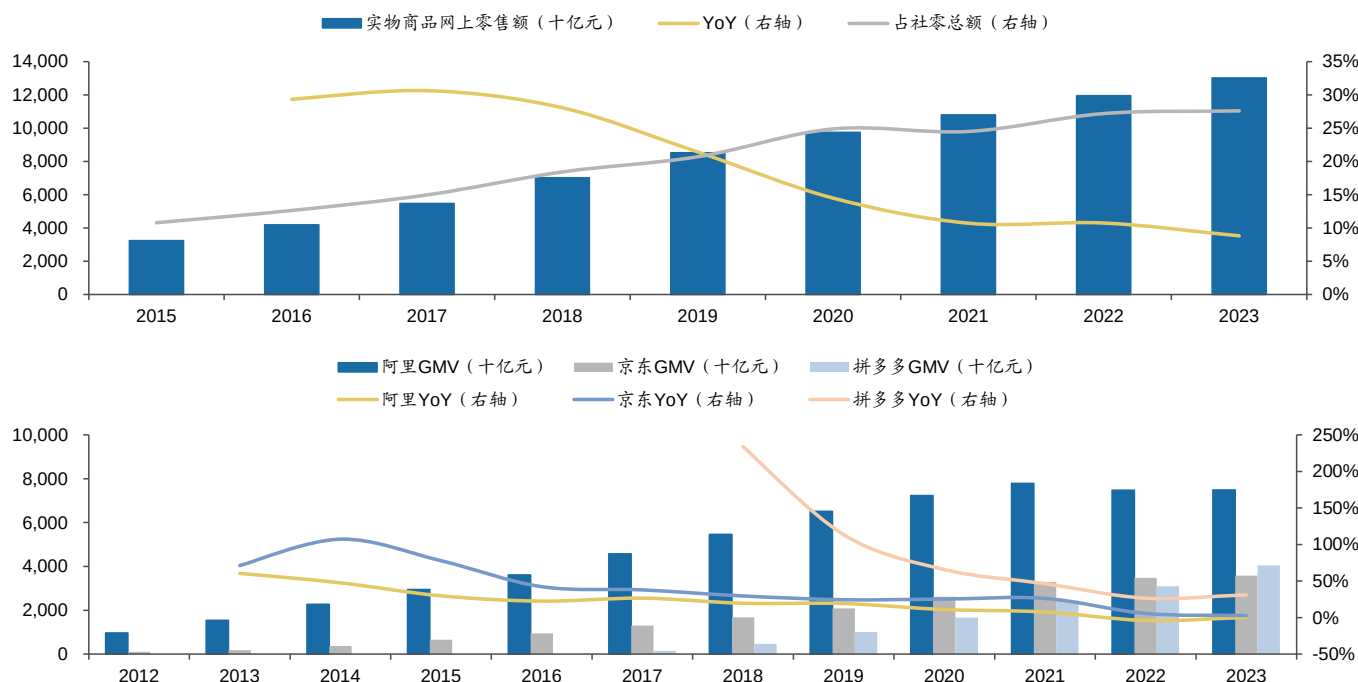
在高效的商业模式下，公司尽享电商行业发展窗口期红利，然而随着行业增速趋稳、渠道红利渐渐消退，公司经营逐步面临困境。（1）电商增速趋缓，尤其是南极电商传统优势平台阿里增速有所放缓，网购渗透率趋于稳定，消费者在价格之外对品质提出更高要求，多元化、个性化需求增加；（2）拼多多快速崛起，主打极致低价，公司顺应趋势发展拼多多平台，但一方面性价比优势被削弱，另一方面在追求极致低价的过程中对产品质量有一定损耗；（3）品牌授权服务模式下，发展速度过快，经销商、供应链规模过大，授权商标过多，难以形成有效管控，产品质量问题时有发生，逐步损耗了南极人品牌形象。

图10: 南极电商的品牌授权服务模式



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图11: 实物商品网上零售额及各主要电商平台GMV



数据来源: Wind, 各公司财报, 广发证券发展研究中心

三、当下南极电商有哪些积极变化？

（一）清理历史包袱，严格管控供应链和经销商

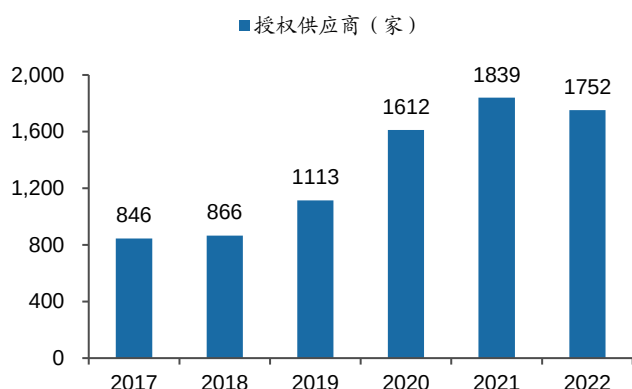
据公司财报，2021年公司授权供应商/经销商/店铺数均达到历史巅峰，分别为1839/10311/13258家，为解决规模快速发展后产品及经营质量下滑的问题，公司自22年起重整供应链，开启了大刀阔斧的改革。

（1）2022年，公司加大对授权客户的负面清单管理，帮助客户树立品牌及知识产权意识，提升产品品质，对部分低效、不符合要求的客户进行清退，存量品牌及新收购品牌新引入客户均为优质客户。

（2）2023年以来，公司调整原有的开放性授权模式，据20241120及20241122投资者关系活动记录表，经销商端，逐步过渡到现在的邀约制加盟，实施“白名单邀约”，提高邀约客户门槛，与头部客户建立深度合作，目前合作的经销商是过去在行业中至少做到10亿以上规模体量的客户；供应链端，实施“一款一审”及“谁开发、谁拥有”机制，鼓励商品做好品质、变得丰富。

近两年公司与不符合商品品质要求的供应链客户及过度内卷的经销端客户逐步终止合作，持续清理社会化授权商标库存，精选优质供应链和优质经销商，从松散管控向强管控转变，向“少量的客户+多的店铺+海量的商品”的规划迈进。受清理历史包袱影响，近年品牌授权及品牌综合服务收入（对应收入拆分部分的现代服务业）持续下降。我们预计当前历史遗留的社会化授权标基本清理完毕，南极人品牌有望在强管控下重启新一轮成长。

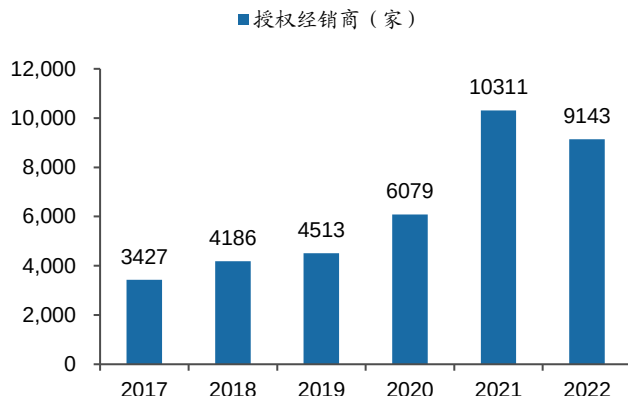
图12：2022年起公司授权供应商数逐步下降



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

备注：2022年之后数据未披露

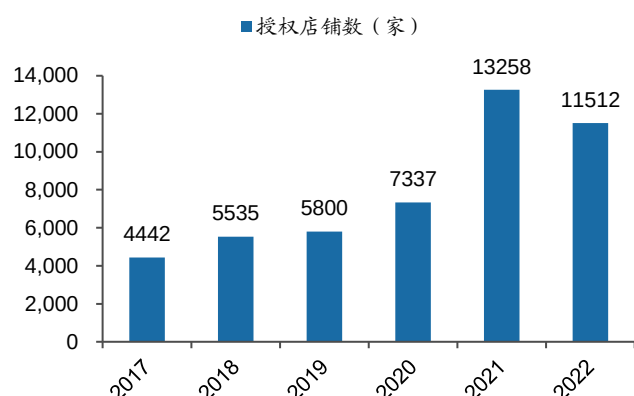
图13：2022年起公司授权经销商数逐步下降



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

备注：2022年之后数据未披露

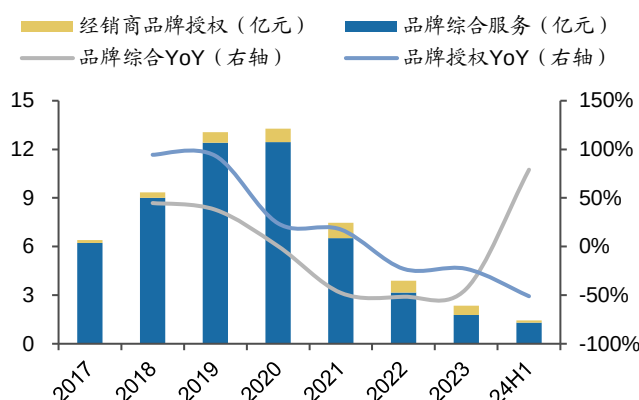
图14: 2022年起公司授权店铺数逐步下降



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

备注: 2022 年之后数据未披露

图15: 近年来品牌综合服务及品牌授权收入持续下降



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

备注: 21 年品牌综合服务下滑受部分客户库存较大、消化不及预期影响; 这两项业务属于收入拆分中的现代服务业

(二) 启动自采+加盟新模式, 重塑南极人品牌资产

严格控品的基础上, 南极人启动“自采+加盟”新模式。据20241120投资者关系活动记录表, 2024年公司把南极人品牌核心品类(男装、女装、内衣)从原有的授权合作模式转变为自采+加盟模式, (1) 自采模式做高品质、高性价比的标品: 从产品源头的原料采购、设计打版、加工订单、物流等进行中心化的管理与投入, 发挥成本优势与规模化优势; (2) 加盟模式做个性化产品、满足多样化需求: 例如家纺、箱包、鞋配等品类做战略授权合作, 邀请头部客户合作, 减少低效内卷, 专注提升商品品质。我们认为在该模式下, 公司可通过自营的核心品打开市场, 同时通过加盟模式提升新品上新效率和业绩弹性。

具体来看, 24年公司推出南极人轻奢系列, 据20241120投资者关系活动记录表, (1) 自采: 产品目前包括有防晒衣、POLO、保暖内衣、保暖背心、内裤、袜子等, 秋冬有15个左右单品(今年冬季以保暖为核心, 明年可能会新增功能性的速干T恤), 这些单品长期规划是持续做精做深, 一个品一个品地去做, 占有行业足够市场份额, 并以好的用户反馈来做新产品顶层的品质指引。(2) 加盟: 产品以宽度为主, 按照材质、价格段等细分, 加盟合作上只允许具备研发能力的供应商加盟, 采取白名单邀约制, 只邀约头部客户, 公司会对加盟商的工厂、电商服务的基础设施(商品开发能力、设备、品质、一件代发)等进行审核。

深耕产品主义, 定位“轻奢品质”, 且性价比较高。品质方面, 据公司财报及公众号, 南极人轻奢系列产品团队对标奢品, 启用曾在国际、国内Top品牌任职的版师、品控师、面料工程师、采购专家、机械维修师等, 打造具有国际化工艺价值的专业工坊, 并与国际国内头部原料、面料、辅料、加工供应商合作(例如YKK拉链、COATS高士线、美利奴羊毛等)。价格方面, 保暖套装在南极人天猫旗舰店价格为69.9元/套, 定位相对较低价格带, 性价比优势突出。

图16: 南极人轻奢系列产品与国际大牌供应商合作



数据来源：南极人公众号，广发证券发展研究中心

加大营销力度，重塑大众对南极人认知。南极人虽已为家喻户晓的品牌，但此前低质产品对南极人品牌资产有一定消耗，部分消费者仍以“低价”“低质”标签认知南极人品牌，公司在做好产品主义准备、重定位品牌后，通过加码投放力度来扭转消费者对南极人品牌的认知。据南极人公众号，公司于24年2月官宣品牌代言人谢霆锋；据20240624《关于公司签订广告合作合同的公告》，公司与驰众广告（分众传媒全资子公司）进行广告投放合作，费用合计2亿元，广告主要为宣传南极人系列（也可根据实际情况增加其他品牌），大力投放写字楼电梯、机场大屏、高铁等。我们认为随着重定位的南极人品牌持续加强品牌露出，消费者对南极人品牌有望持续改观、品牌转型有望被更多消费者熟知，南极人品牌资产亦有望持续修复，从而带动产品销售放量。

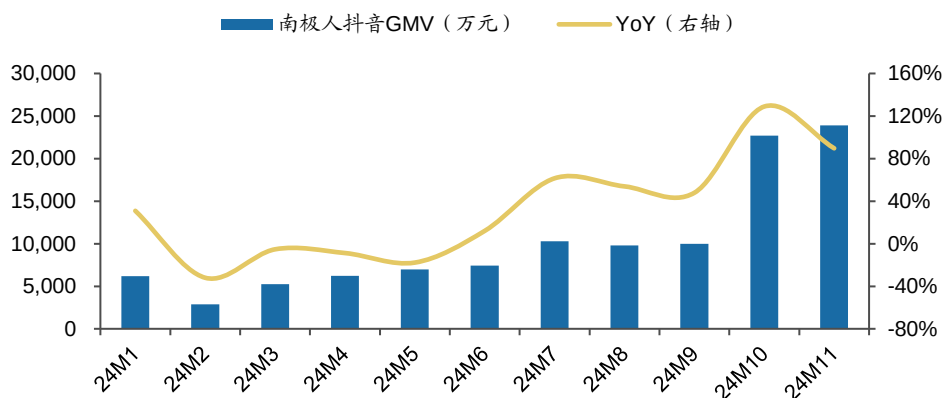
图17: 公司增加销售费用投入, 与分众合作加码投放力度



数据来源: iFinD, 20240624 《关于公司签订广告合作合同的公告》, 小红书, 广发证券发展研究中心

轻奢系列快速放量，有望带动南极人品牌GMV持续提升。渠道上，南极人轻奢通过抖音（店播为主）快速起量，再逐步发力天猫、视频号、快手、拼多多等，据20241120及20241122投资者关系活动记录表，轻奢系列今年9月上线第一个单品冰丝内裤，10月上线保暖裤，11月上线保暖套装，销量持续攀升，目前全网单日GMV已达1800+万元（其中抖音预计年维度看占比80%左右）；由于邀约制加盟为今年10月之后逐步开放，目前自采占比大于加盟，公司预计未来加盟增长空间很大；另外，目前自营轻奢系列新品抖音整体退货率在20%以内，远低于行业平均。我们认为强管控模式下南极人轻奢系列的快速爬坡已经体现品牌转型取得初步成效，未来随着高品质产品持续推出、邀约制加盟稳步铺开，南极人品牌GMV有望快速提升。

图18：南极人品牌抖音GMV快速提升



数据来源：蝉妈妈，广发证券发展研究中心

备注：24M11 数据为截至 11 月 24 日数据

（三）百家好为成功案例，为南极人转型提供经验基础

百家好（Basic House）为公司22年收购的韩国休闲时装品牌，目前定位美学风格化SPA品牌零售商，涵盖少淑、精致白领女性到运动系列、大码、时尚、法式风情、韩式等多元风格。公司完成品牌收购后，快速剥离百家好原有线下业务，并于22年底进行线上招商运营。百家好开创风格化+品类授权新模式，合作模式包括品牌授权、合资经营等，打造好商品、好营销、好服务，最终实现大而不卷，与产业链客户共建时尚共同体联盟。据公司财报，23年百家好品牌全平台GMV达25亿元，为抖音女装年度排名前10位；24H1百家好GMV达25亿元、目标24全年达50亿元，销售快速放量。

严控供应链为百家好品牌的成功奠定基础。据20241125投资者关系活动记录表，

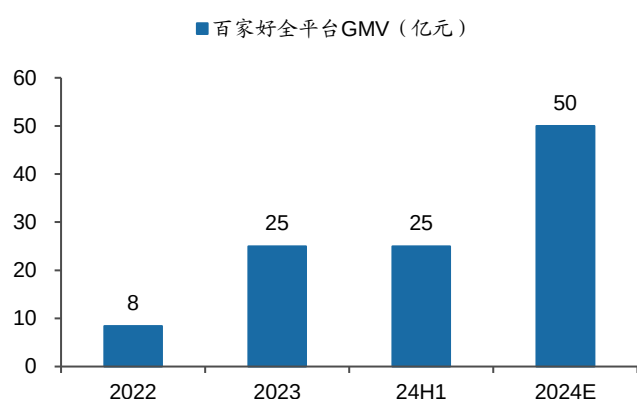
（1）严选大客户合作，“谁开发、谁拥有”理念下高频上新。公司在运营百家好的过程中，以大客户合作为起点，内部设有汰换机制；供应链合作理念为“谁开发、谁拥有”，持续上新、打造爆款，目前保持年上新10万+款式，每月审款1万+商品，满足消费者时尚个性化需求；同时，公司保护合作伙伴专款专利，通过安全感使其有动力开发好产品，公司也会严格控制商品最低零售价，使商品具有价格力。

(2) 质控体系严密，负面清单零容忍。公司在验厂上严格准入；**验品上**，产品须经公司专业质检团队验收合格后量产；**在合作期间**，公司会不定期对工厂、商品进行后置式稽查，严格处罚履约，坚持对负面清单情况零容忍的态度，打造健康、向上、大而不卷的生态环境。

渠道端，据20241122投资者关系活动记录表，百家好品牌运营的起点是在抖音渠道，抖音运营经验成熟、占比较高（我们按照蝉妈妈及公司财报数据计算，23年抖音GMV占比70%+）；抖音平台起量后，公司陆续布局阿里（目前增速较快）、唯品会（25年将重点开发）、视频号、京东、线下（目前有约120家线下授权经销店）等渠道。

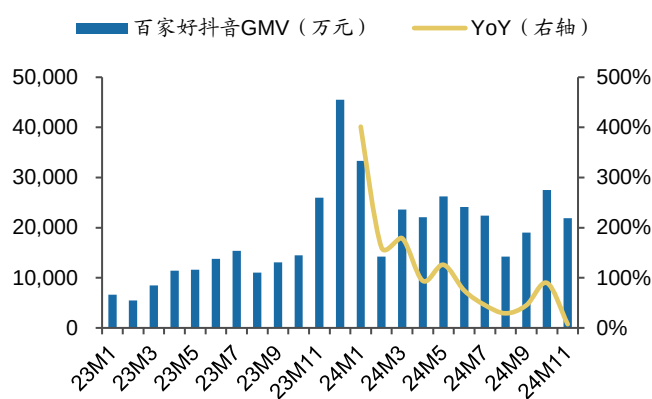
我们认为公司收购百家好品牌并成功运营，为南极人的转型提供经验基础。公司在收购百家好品牌后，也经历了快速甩掉历史包袱（切割原有线下业务）的过程，在品牌运营全生命周期中，始终贯彻强供应链管控；百家好品牌在抖音平台销量领先，拥有成熟的抖音运营经验，并逐步走向多平台、多渠道。**我们认为百家好与南极人品牌在品类、渠道等方面具有相似之处，南极人品牌转型之路有望获百家好运营经验赋能。**

图19：百家好品牌GMV快速提升



数据来源：公司财报，20241122 投资者关系活动记录表，广发证券发展研究中心

图20：24M1-11 百家好抖音 GMV 同比+89%



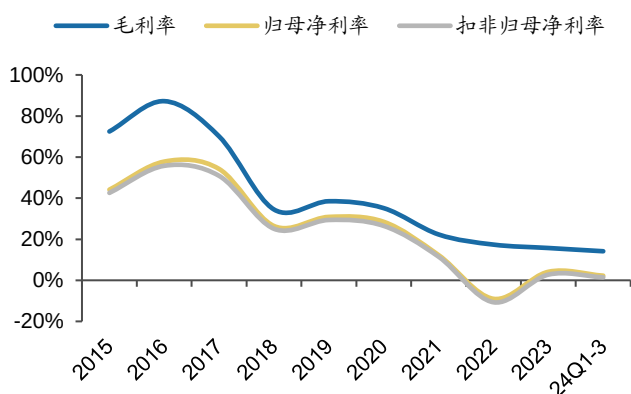
数据来源：蝉妈妈，广发证券发展研究中心
备注：24M11 数据截至 11 月 24 日

四、财务分析

业绩短期受南极人品牌转型影响。据公司财报，（1）收入端，24Q1-3公司营收24.1亿元，同比增长16.4%，其中，本部营收3.2亿元，同比增长29.5%，公司过去几年集中升级优化商业模式，变革供应链、提升品牌运营能力，同时开始试水自营销业务，收入已开始出现拐点，转型效果逐步显现；时间互联营收20.9亿元，同比增长14.6%，传统OPPO 和小米业务线，以及苹果等信息流新业务线均提供增量营业收入。（2）利润端，24Q1-3归母净利润0.5亿元，同比下降34.9%，主要系支持公司南极人品牌的转型，增加了广告及营销推广投入所致。

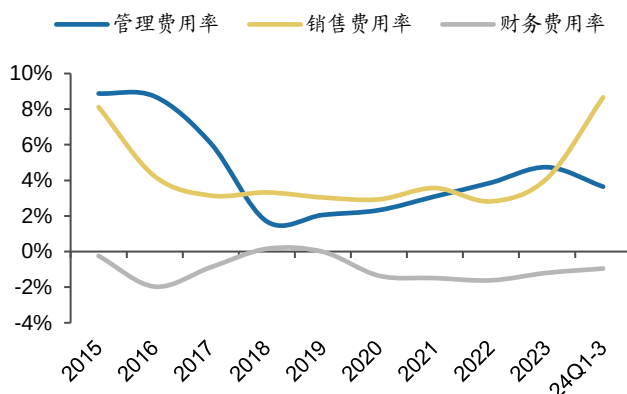
利润率及期间费用率方面，24Q1-3公司毛利率14.1%/yoy+0.1pp，管理费率3.6%/yoy-0.4pp，销售费率8.7%/yoy+5.3pp，财务费率-1%/yoy+0.1pp，综合影响下，归母净利率2.3%/yoy-1.8pp，扣非归母净利率1.4%/yoy-1.5pp。

图21：公司毛利率及净利率



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

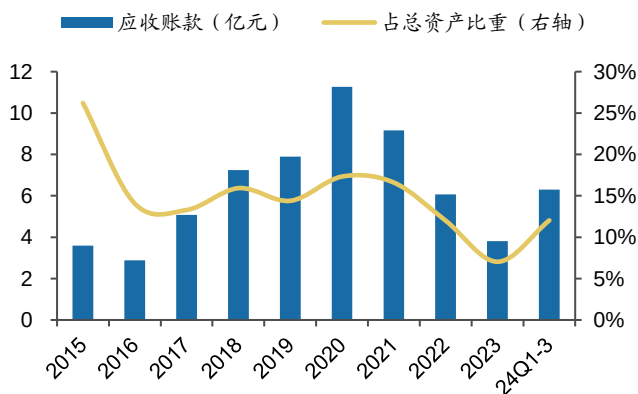
图22：公司期间费用率



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

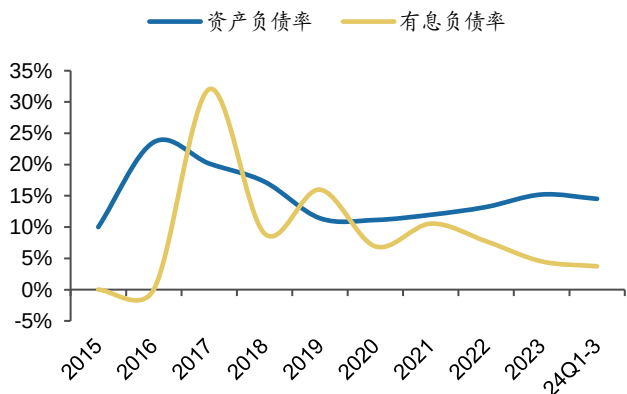
应收账款控制得当，报表质量有望持续优化。21年以前公司应收账款占总资产比重普遍在15%以上，随着保理规模控制，22年以来维持在15%以下。截至24Q3公司资产负债率/有息负债率分别为14.5%/3.7%，债务规模较小。

图23：公司应收账款及占总资产比重



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

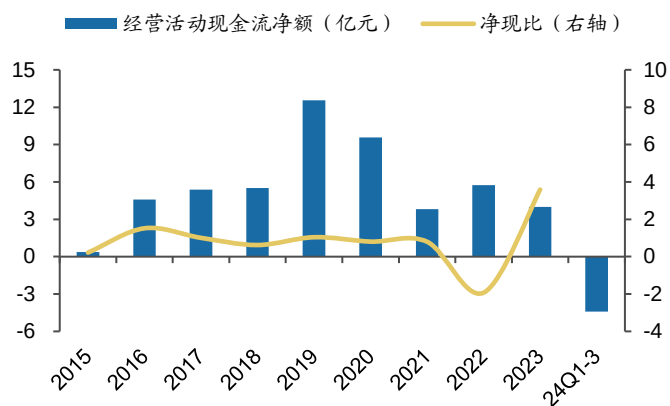
图24：公司资产负债率及有息负债率



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

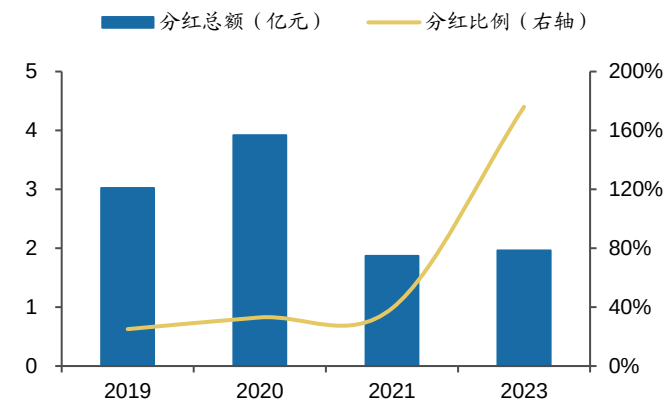
24Q1-3经营性现金流净流出4.4亿元（23年同期净流出2.5亿元），净流出额同比扩大主因报告期内时间互联移动互联网业务投放及公司本部自营采购及营销推广增加，预计后续现金流有望随着品牌转型显效而有所改善。

图25：公司经营性现金流及净现比



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

图26：公司年度分红总额及分红比例



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

五、盈利预测和投资建议

（一）业务拆分及盈利预测

公司本部主营自营零售和品牌授权业务，以电商渠道为主，整合供应链资源，提高效率的产业服务。公司收购的时间互联以移动互联网营销业务为主，为广告主提供营销策略制定、创意策划与素材制作、媒体资源整合、数据追踪分析、短视频定制、投放优化等一站式服务。

移动互联网：时间互联聚焦多行业持续深耕，为媒体不断提供商业化搭建及升级的解决方案。公司已和OPPO、VIVO、小米等头部手机厂商内置应用市场及腾讯应用宝第三方移动应用市场多年的重要商业化合作伙伴，24年取得虎牙的核心代理。随着公司的运营效率和服务质量提升，公司服务的广告主（尤其是KA客户）数量快速增长。我们预计2024-2026年公司移动互联网业务收入分别为28.0/33.0/39.0亿元。随着公司服务的客户规模提升，以及整体技术水平提升，公司运营的毛利率有进一步优化空间，我们预计2024-2026年移动互联网业务毛利率分别为5.7%/6.0%/6.2%。

现代服务业：公司现代服务业包括品牌综合服务、保理业务、经销商品牌授权业务、自媒体流量变现业务等服务业务，此前由于重整南极人供应链、严选合作客户、持续清理社会库存，收入有所承压，24年以来开始起底回升（24H1现代服务业收入同比增长33%），我们预计后续随着模式理顺、品牌重塑，在邀约制加盟下，有望重回快速增长，另外百家好持续爬坡也有望带动收入增长。我们预计2024-2026年公司现代服务业务收入分别为4.0/6.0/8.4亿元。公司现代服务业务均为轻资产商业模式，因此成本较低，毛利率较为稳定，我们预计2024-2026年现代服务业务毛利率分别为94.9%/95.2%/95.3%。

货品销售：货品销售业务源于公司收购百家好后交接货品后开始销售，以及公司开始做南极人部分品类自营销售。2023-2024年仍然是公司企划做自营产品销售的阶段，随着南极人自营销售起量，有望驱动收入增长，我们预计2024-2026年公司货品销售业务收入分别为1.4/2.3/3.2亿元。24年南极人轻奢系列尚处于商品和市场的投入期，利润率相对较低，随着未来公司自营收入持续提升，毛利端有望改善，我们预计2024-2026年货品销售业务毛利率分别为2.0%/20.0%/20.0%。

表1：公司业务拆分及盈利预测

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
移动互联网业务				
营业收入	2333	2799	3303	3898
YoY	-16.7%	20.0%	18.0%	18.0%
营业成本	2202	2640	3105	3656
毛利润	131	160	198	242
毛利率	5.6%	5.7%	6.0%	6.2%
现代服务业				
营业收入	295	398	597	836
YoY	-33.9%	35.0%	50.0%	40.0%

营业成本	15	20	29	39
毛利润	280	378	568	797
毛利率	94.9%	94.9%	95.2%	95.3%
货品销售业务				
营业收入	65	142	228	319
YoY	2.1%	120.0%	60.0%	40.0%
营业成本	52	139	182	255
毛利润	13	3	46	64
毛利率	19.6%	2.0%	20.0%	20.0%
合计				
营业收入	2692	3340	4128	5052
YoY	-18.7%	24.0%	23.6%	22.4%
营业成本	2269	2799	3316	3950
毛利润	423	540	812	1102
毛利率	15.7%	16.2%	19.7%	21.8%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

期间费用拆分及预测：

（1）销售费用：公司24-26年新做服装自营销售等业务，推销新品牌和新品牌营销费率短期提升，预计公司2024-2026年销售费用率分别为9.6%/8.0%/6.6%。

（2）管理费用和研发费用：公司人员基本稳定，我们预计公司2024-2026年管理费用率分别为4.1%/3.9%/3.8%，预计2024-2026年研发费用率分别为0.6%/0.6%/0.6%。

综上，我们预计2024-2026年公司整体实现营业收入分别**33.4/41.3/50.5**亿元，分别同比增长**24.0%/23.6%/22.4%**；归母净利润分别为**0.8/3.0/5.1**亿元，分别同比变动**-31.4%/+293.9%/+69.8%**。

表2：公司期间费用拆分及预测

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
销售费用				
销售费用额	111	321	330	333
YoY	18.9%	189.3%	3.0%	1.0%
销售费用率	4.1%	9.6%	8.0%	6.6%
费用率 YoY	1.3pp	5.5pp	-1.6pp	-1.4pp
管理费用				
管理费用额	128	137	161	192
YoY	-0.4%	7.3%	17.6%	19.3%
管理费用率	4.7%	4.1%	3.9%	3.8%
费用率 YoY	0.9pp	-0.6pp	-0.2pp	-0.1pp
研发费用				
研发费用额	21	20	25	30
YoY	-20.5%	-6.5%	23.6%	22.4%

研发费用率	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%
费用率 YoY	0.0pp	-0.2pp	0.0pp	0.0pp
财务费用				
财务费用额	-32	-27	-19	-23
YoY	-39.8%	-16.2%	-27.7%	17.0%
财务费用率	-1.2%	-0.8%	-0.5%	-0.5%
费用率 YoY	0.4pp	0.4pp	0.3pp	0.0pp
合计				
期间费用额	228	451	496	533
YoY	16.8%	98.0%	10.2%	7.3%
期间费用率	8.5%	13.5%	12.0%	10.5%
费用率 YoY	2.6pp	5.0pp	-1.5pp	-1.5pp

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

（二）估值分析与投资建议

我们选择互联网电商行业上市公司若羽臣、壹网壹创为可比公司，这两家公司主营品牌代运营，有电商运营经验，与各大电商平台、品牌客户合作。以2024年12月4日收盘价为基准，可比公司盈利预测取Wind一致预期，计算出2025年若羽臣/壹网壹创PE分别为27.0x/34.2x，PE/G分别为0.8x/7.6x（G采用26年利润增速）。

南极电商坐拥南极人、百家好等国民消费品牌，供应链运营和品牌管理经验丰富，近年来持续推动南极人品牌转型，从渠道导向转为品牌导向。参考可比公司估值，给予公司2025年0.7x PE/G估值（G采用26年利润增速），合理价值为6.14元/股，给予“买入”评级。

表 3：可比公司盈利预测与估值（截至 2024 年 12 月 4 日收盘）

公司名称	公司代码	业务类型	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE 估值水平			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
若羽臣	003010.SZ	电商代运营	38.14	0.54	1.00	1.41	1.89	70.25	38.14	27.05	20.18
壹网壹创	300792.SZ	电商代运营	52.65	1.08	1.44	1.54	1.61	48.78	36.67	34.16	32.69

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：可比公司归母净利润采用 Wind 一致预期

六、风险提示

（一）平台发展速度不及预期

消费行业的市场需求增长与经济发展存在较高的关联，目前国民消费总体增速趋缓，行业竞争进一步加剧，传统电商平台增速不及预期将给公司的业绩带来不确定因素。

（二）原材料价格波动

未来原材料的价格存在较大的不确定性，可能给公司及合作伙伴带来成本波动，进而影响公司的收入达成。

（三）出现质量及商标使用不规范问题

由于市场上存在公司授权店铺销售的商品质量未达到国家制定标准及部分商品存在偷标、漏标的行为，该类行为损害公司权益。

资产负债表

单位: 百万元

现金流量表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3,631	3,907	4,009	4,361	4,940
货币资金	2,129	2,298	1,677	1,953	2,436
应收及预付	938	753	782	832	895
存货	98	34	91	105	123
其他流动资产	467	822	1,460	1,471	1,486
非流动资产	1,427	1,498	1,524	1,539	1,555
长期股权投资	3	1	1	1	1
固定资产	4	4	4	5	6
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	871	941	976	1,011	1,046
其他长期资产	549	552	542	522	502
资产总计	5,059	5,405	5,533	5,900	6,495
流动负债	637	781	807	873	955
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	77	49	54	64	77
其他流动负债	560	732	753	809	879
非流动负债	31	41	32	32	32
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	31	41	32	32	32
负债合计	668	822	840	905	988
股本	417	417	417	417	417
资本公积	1,491	1,391	1,427	1,427	1,427
留存收益	3,601	3,713	3,786	4,088	4,599
归属母公司股东权益	4,387	4,581	4,691	4,992	5,504
少数股东权益	3	2	2	3	3
负债和股东权益	5,059	5,405	5,533	5,900	6,495

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	575	400	-5	260	472
净利润	-294	108	77	302	512
折旧摊销	31	23	16	16	16
营运资金变动	207	230	-97	-23	-23
其它	631	39	0	-35	-32
投资活动现金流	-170	-114	-640	17	11
资本支出	-321	-11	-9	-6	-13
投资变动	67	-155	-650	0	0
其他	84	52	19	23	24
筹资活动现金流	-156	158	27	-1	-1
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	0	2	37	0	0
其他	-156	155	-10	-1	-1
现金净增加额	250	444	-621	276	483
期初现金余额	1,087	1,337	1,781	1,160	1,436
期末现金余额	1,337	1,781	1,160	1,436	1,919

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-14.9%	-18.7%	24.0%	23.6%	22.4%
营业利润	-157.4%	142.4%	-44.1%	376.9%	76.9%
归母净利润	-162.4%	137.5%	-31.4%	293.9%	69.8%
获利能力					
毛利率	17.4%	15.7%	16.2%	19.7%	21.8%
净利率	-8.9%	4.0%	2.3%	7.3%	10.1%
ROE	-6.8%	2.4%	1.6%	6.0%	9.3%
ROIC	2.6%	1.3%	1.1%	5.7%	8.9%
偿债能力					
资产负债率	13.2%	15.2%	15.2%	15.3%	15.2%
净负债比率	15.2%	17.9%	17.9%	18.1%	17.9%
流动比率	5.70	5.00	4.97	5.00	5.17
速动比率	4.96	4.37	4.24	4.25	4.41
营运能力					
总资产周转率	0.63	0.51	0.61	0.72	0.82
应收账款周转率	4.34	5.45	8.67	10.44	12.29
存货周转率	53.72	34.45	44.90	33.86	34.75
每股指标 (元)					
每股收益	-0.13	0.05	0.03	0.12	0.21
每股经营现金流	0.23	0.16	0.00	0.11	0.19
每股净资产	1.79	1.87	1.91	2.03	2.24
估值比率					
P/E	-	82.07	149.17	37.87	22.31
P/B	2.69	2.08	2.43	2.29	2.07
EV/EBITDA	75.12	75.99	120.60	26.41	14.78

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3310	2692	3340	4128	5052
营业成本	2734	2269	2799	3316	3950
营业税金及附加	7	8	7	8	10
销售费用	93	111	321	330	333
管理费用	128	128	137	161	192
研发费用	27	21	20	25	30
财务费用	-53	-32	-27	-19	-23
资产减值损失	-482	-27	-10	-5	-5
公允价值变动收益	-2	1	0	0	0
投资净收益	4	19	20	23	24
营业利润	-301	127	71	340	601
营业外收支	47	3	21	24	16
利润总额	-254	130	92	363	617
所得税	40	22	16	62	105
净利润	-294	108	77	302	512
少数股东损益	3	-3	0	0	0
归属母公司净利润	-298	112	77	301	512
EBITDA	130	96	81	360	610
EPS (元)	-0.13	0.05	0.03	0.12	0.21

广发批零与社会服务行业研究小组

嵇文欣：首席分析师，南京大学经济学硕士。曾任职于西南证券。2020 年加入广发证券发展研究中心。

方心诣：联席首席分析师，北京大学硕士，曾任职于嘉实基金研究部、天风证券。2024 年加入广发证券发展研究中心。

孟鑫：资深分析师，重庆大学技术经济及管理硕士，曾任职于国盛证券、西南证券，2023 年加入广发证券发展研究中心。

包晗：资深分析师，英国伦敦玛丽女王大学财富管理硕士，2020 年加入广发证券发展研究中心。

杨起帆：高级研究员，香港大学金融硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

罗艺：研究员，武汉大学经济学硕士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部

分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。