

2025 年 01 月 15 日

品牌电商服务领导者，深度改革、蓄势待发

南极电商 (002127)

公司是品牌电商服务领导者

南极电商是品牌授权+电商模式的开拓者和引领者，20 年之前受益于行业红利及自身强大的渠道及供应链扩张能力，保持了持续性高增长，2020 年收入及归母净利润高达 41.72 亿元和 11.88 亿元。高峰时期，公司管理经销商数量高达 10311 家，产品涉及服装、家居生活等多品类。品牌端包括南极人、百家好、卡帝乐鳄鱼等多品牌矩阵。在渠道管理、品类筛选、品牌运营等方面积累了深厚的经验和壁垒。

深度改革、蓄势待发

由于电商格局的深度变化，以及公司渠道盲目扩张的反噬效应，2021 年后，公司品牌授权 GMV 及货币化率水平呈现显著下滑态势，由此公司业绩也出现了较大幅度的下滑。2023 年，公司再创业，摒弃过去“卖吊牌”的粗放式增长模式，重新聚焦品牌、品类和渠道高质量发展。营销端，23-24 年在品牌营销端投入明显加大，并计划未来 3 年投入 5 亿元用于品牌营销。产品端，未来致力于打造“迪卡侬的价格、优衣库的品类、lululemon 的品质”，全面上新南极人轻奢系列，短期 GMV 数据表现亮眼（24 年底日均 GMV 超 1600 万元）。轻奢系列 25 年计划推出 3-5 个新品，百家好新增家居品类。渠道端，采取邀约模式，强调经销商强管控。我们预期公司深度改革或将有助于 25 年产品端持续放量，公司经营及业绩有望迎来拐点向上趋势。

盈利预测及投资建议

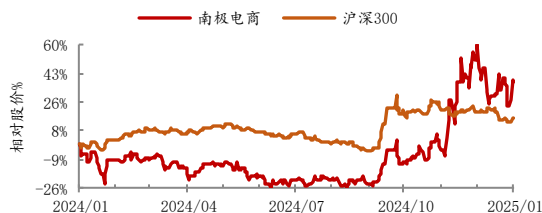
我们预计公司 24-26 年实现收入分别为 32.58 亿、38.33 亿和 44.80 亿元，实现归母净利润分别为 0.64 亿、3.10 亿和 6.42 亿元，EPS 分别为 0.03、0.13、0.26 元，结合最新股价 4.7 元/股（25 年 1 月 15 日收盘价），对应 PE 分别为 178X、37X、18X。首次覆盖公司，给予“增持”评级。

风险提示

渠道及货盘改革不及预期；货币化率提升不及预期；宏观经济压力加大。

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	4.70
股票代码：	002127
52 周最高价/最低价：	5.61/2.48
总市值(亿)	114.64
自由流通市值(亿)	93.15
自由流通股数(百万)	1,994.70



分析师：许光辉

邮箱：xugh@hx168.com.cn

SAC NO：S1120523020002

联系电话：

分析师：刘文正

邮箱：liuwz1@hx168.com.cn

SAC NO：S1120524120007

联系电话：

相关研究

盈利预测与估值

财务摘要	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,310	2,692	3,258	3,833	4,480
YoY (%)	-14.9%	-18.7%	21.0%	17.7%	16.9%
归母净利润(百万元)	-298	112	64	310	642
YoY (%)	-162.4%	137.5%	-42.2%	381.0%	107.1%
毛利率 (%)	17.4%	15.7%	16.6%	21.7%	29.2%
每股收益 (元)	-0.13	0.05	0.03	0.13	0.26
ROE	-6.8%	2.4%	1.4%	6.3%	11.5%
市盈率	-36.74	98.52	177.76	36.96	17.85

资料来源：wind，华西证券研究所

正文目录

1. 品牌电商服务领导者，触底反弹、蓄势待发	4
1.1. 公司发展历程	4
1.2. 公司股权结构	8
1.3. 财务分析	9
1.4. 股价历史复盘	10
2. 产品、渠道、品牌全面升级，有望迎来新成长机遇	11
2.1. 品类全面升级，打造新货盘、优化新渠道	11
2.2. 25年新品放量值得期待	13
2.3. 优衣库、迪卡侬、lululemon 对比分析	14
2.4. 时间互联经营改善，预期未来平稳发展	15
3. 盈利预测及投资建议	16
3.1. 盈利预测	16
3.2. 投资建议	18
4. 风险提示	19

图表目录

图 1 公司发展历程	4
图 2 公司品牌授权模式示意图	5
图 3 品牌授权产品 GMV 增长变化	5
图 4 21 年公司电商业务渠道分别（按 GMV）	5
图 5 现代服务业务 15-20 年高增长	6
图 6 品牌授权货币化率变化	6
图 7 21 年公司品牌授权 GMV、渠道、消费人次等规模	6
图 8 14-21 年经销商数量快速扩张	7
图 9 拼多多平台占比（GMV）持续提升	7
图 10 24 年 1-3Q 公司销售费用显著增长	7
图 11 公司股权结构（截止 2024 年 9 月底）	8
图 12 公司高管团队	8
图 13 公司主营业收入及增长情况	9
图 14 公司归母净利润表现	9
图 15 毛利率拆分及趋势	9
图 16 费用率表现及趋势	9
图 17 公司 ROE 水平	10
图 18 经营性净现金流表现	10
图 19 公司股价表现	11
图 20 公司产品体系	12
图 21 谢霆锋为公司最新代言人	13
图 22 公司全球首家线下门店	13
图 23 线下门店产品具备较高性价比	13
图 24 公司产品渠道、新品变化	14
图 25 公司与优衣库、迪卡侬、lululemon 对比	15
图 26 时间互联商业模式	16
图 27 时间互联收入及利润表现	16
图 28 公司收入、毛利率拆分及预测	17
表 1 可比公司估值	18

1. 品牌电商服务领导者，触底反弹、蓄势待发

1.1. 公司发展历程

公司前身为南极人，成立于 1998 年。2008 年，公司转型品牌授权业务，并聚焦于电商服务，2015 年公司借壳上市。上市后，公司持续通过外延丰富品牌矩阵及业务布局，分别于 16 年和 22 年收购卡帝乐鳄鱼、精典泰迪和 BASICHOUSE（百家好）等品牌，拓展时尚女装、休闲运动男装等细分品类。此外，公司于 2017 年收购时间互联，开辟移动互联网营销第二主业。目前公司主营业务主要包括现代服务业务（核心为品牌综合服务、经销商品牌授权服务等）、移动互联网业务、其他（包括部分自营销售业务）等。

图 1 公司发展历程



资料来源：公司官网，华西证券研究所

品牌综合服务及经销商品牌授权服务，主要为公司向授权供应商、经销商品牌授权及综合服务，分别收取品牌综合服务费、经销商品牌授权费等。根据人民网报道，由于品牌综合服务业务是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，而成本端主要为采购的辅料成本和人工成本，因此该业务毛利率较高。根据 2023 年公司财报披露，现代服务业务（核心为品牌综合服务、经销商品牌授权服务等）、移动互联网业务毛利率分别为 94.89%和 5.62%，从毛利角度来看，现代服务业务贡献了公司主要毛利，是公司业务发展及业绩贡献的核心部分。

图 2 公司品牌授权模式示意图



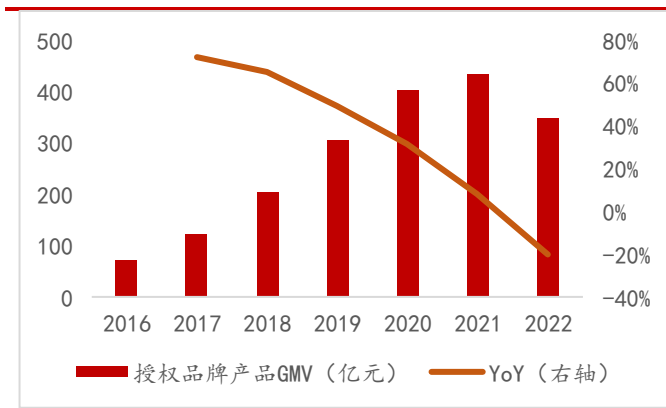
资料来源：公司财报，华西证券研究所

1.1.1. 15-20 年，开辟品牌授权模式，公司迎来高速发展期

2010 年前后，公司转型聚焦电商品牌授权业务模式，15 年上市后，迎来互联网电商的快速发展红利期，叠加公司在渠道经销商拓展方面相对激进的策略，公司业务迎来快速增长阶段。品牌授权及经销商授权产品终端销售 GMV 规模从 16 年的 72.06 亿元快速增长至 20 年的 402.09 亿元，CAGR 高达 41.03%。从渠道分别来看，21 年阿里、拼多多、京东等占据核心地位，占比（按 GMV）分别为 45.47%、31.56%、13.98%。

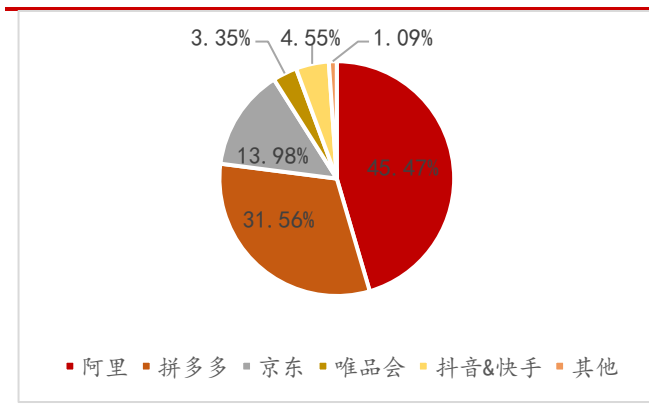
受 GMV 高增长带动，公司现代服务业务收入（主要为品牌综合服务、经销商授权服务等）从 16 年的 5.02 亿元增长至 20 年的 14.97 亿元，CAGR 达 31.4%。从货币化率（货币化率=现代服务收入/GMV）角度来看，公司品牌授权业务货币化率水平 16-20 年有所下滑，我们认为主要为新渠道结构变化及行业竞争加剧所致，拼多多渠道 GMV 占比从 17 年的 5.6%提升至 2022 年的 31%，由于新渠道以低价策略为主，我们认为其货币化率水平或显著低于传统淘系平台，综合导致了公司货币化率的持续走低。

图 3 品牌授权产品 GMV 增长变化



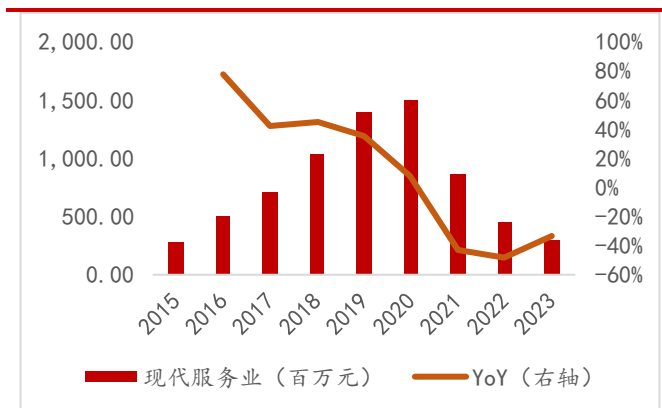
资料来源：公司财报，华西证券研究所

图 4 21 年公司电商业务渠道分别（按 GMV）



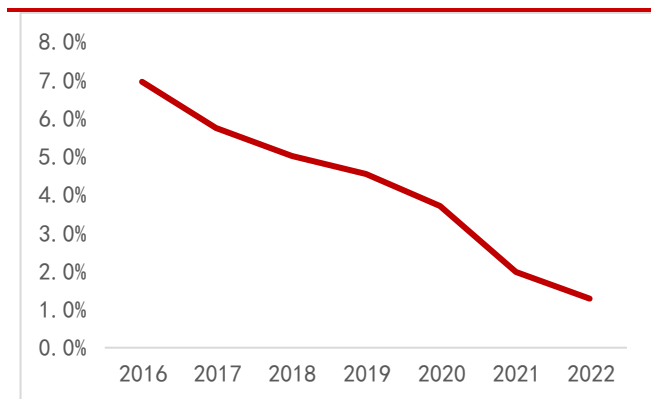
资料来源：公司财报，华西证券研究所

图 5 现代服务业务 15-20 年高增长



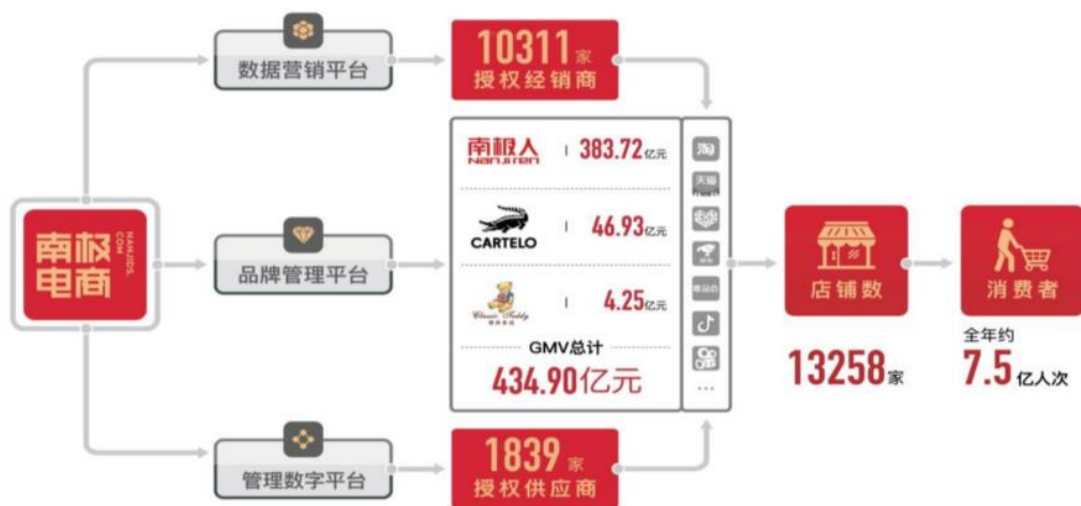
资料来源：公司财报，华西证券研究所，注：现代服务业务主要包含品牌综合服务、经销商授权服务等。

图 6 品牌授权货币化率变化



资料来源：公司财报，华西证券研究所，货币化率=现代服务业务收入/GMV

图 7 21 年公司品牌授权 GMV、渠道、消费人次等规模



资料来源：公司财报，华西证券研究所

1.1.2. 21-23 年，品牌授权模式受挫，公司发展进入低谷期

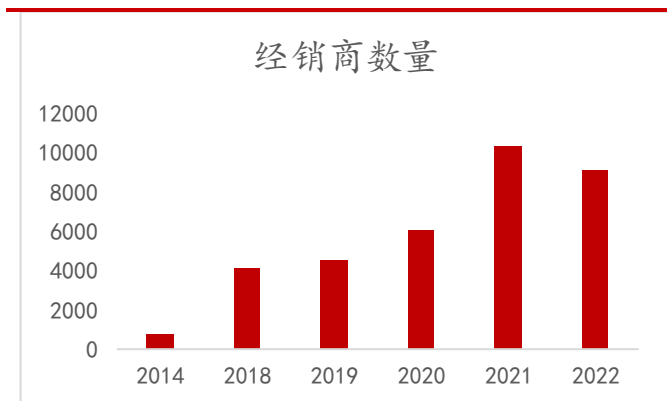
21 年后，公司现代服务业务收入呈现大幅下滑趋势，从 20 年高峰的 14.97 亿元下滑至 23 年的 2.94 亿元。现代服务业的大幅下滑主要受 GMV 下滑及货币化率大幅降低影响，公司品牌授权业务模式受挫，公司发展进入一个明显低谷期。

根据公司 21 年财报披露，21 年公司收入下滑尤其是现代服务业务收入下滑，主要系传统搜索渠道客户受环境、疫情反复等影响，盈利水平下降，阿里平台 GMV 下滑，部分客户库存压力较大，消化不及预期，导致品牌综合服务收入下滑显著。

我们认为，除了外部环境的变化之外，公司过去激进的经销商扩张策略也是导致其后续出现显著下滑的重要因素，公司经销商数量从 14 年的 804 家快速增长至 2021 年的 10311 家，我们认为经销商规模的粗放式增长带来了经销队伍质量的参差不齐以及管理难度的加大，引发了产品质量问题以及价盘的混乱。

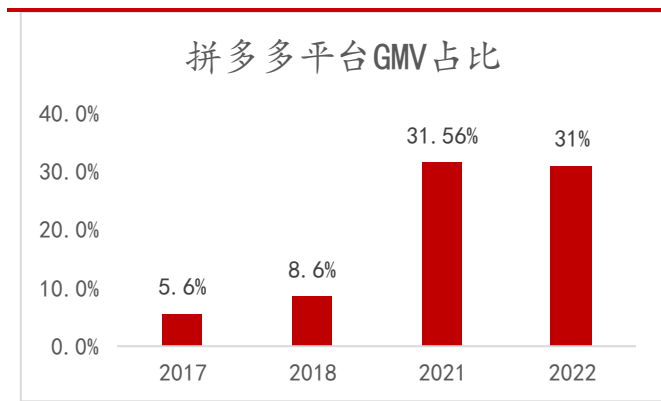
拼多多等低价渠道的规模持续扩张，虽然顺应了阶段性消费降级的变化趋势，但我们认为客观上也导致了其产品及价格体系的混乱，冲击了其传统阿里、京东平台的货盘，也导致了其货币化率加速下滑。

图 8 14-21 年经销商数量快速扩张



资料来源：公司财报，华西证券研究所

图 9 拼多多平台占比（GMV）持续提升

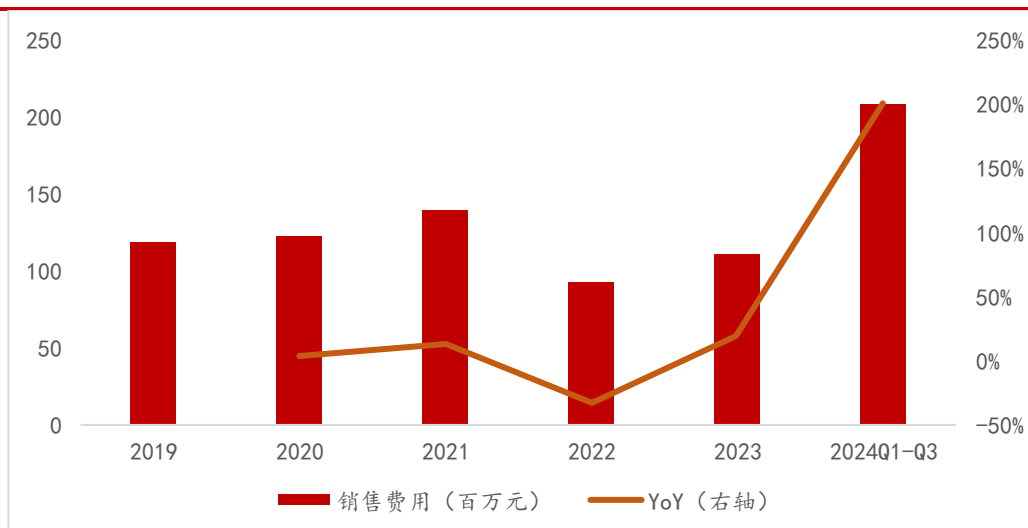


资料来源：公司财报，华西证券研究所

1.1.3. 23 年后，公司产品、渠道全面改革升级，蓄势待发

2023 年以来，公司积极求变，根据 23 年年报披露，公司本部品牌进行了结构优化与转型，确立了时尚系列授权服务、战略合作授权服务以及自营零售三大业务板块。此外，根据北京商报的相关报道，公司 2024 年以来加快转型步伐，在产品升级、品牌营销、渠道变革优化等方面进行了大刀阔斧的改革。2024 年 1-3Q，公司销售费用规模达 2.08 亿元，同比增长 200.2%，24 年公司在品牌营销推广方面的投入力度明显加大。

图 10 24 年 1-3Q 公司销售费用显著增长

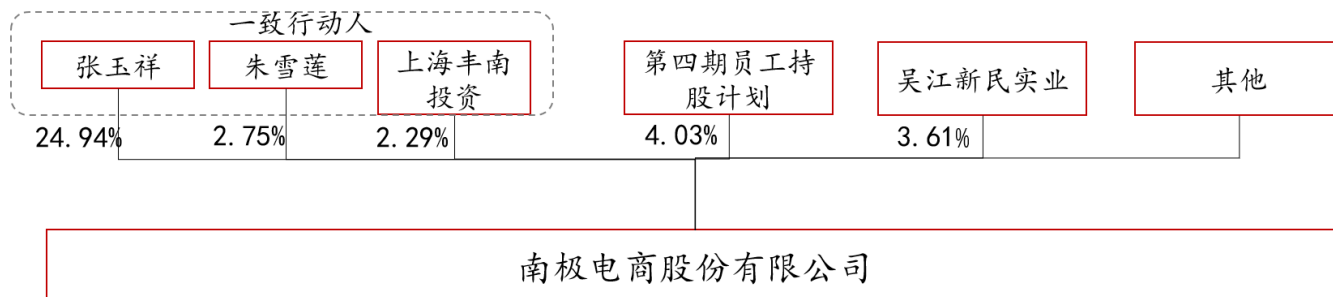


资料来源：公司财报，华西证券研究所

1.2. 公司股权结构

公司实际控制人为张玉祥，直接持股比例为 24.94%，一致行动人包括朱雪莲（张玉祥妻子）和上海丰南投资，持股比例分别为 2.75%和 2.29%，第四期员工持股计划持股比例为 4.03%。此外，借壳公司前大股东吴江新民实业持股比例达 3.61%。

图 11 公司股权结构（截止 2024 年 9 月底）



资料来源：wind，华西证券研究所

图 12 公司高管团队

姓名	职务	性别	年龄	职业简介
张玉祥	董事长、总经理	男	61	1998年创建“南极人”品牌，并于2010年12月成立南极人(上海)纺织品科技有限公司后，担任公司董事长兼总经理。
陈虹宇	副总经理	女	33	本科学历，自2013年10月至今在公司任职，历任公司活动部负责人，南极人品牌母婴童装类目负责人，精典泰迪品牌总监，百家好品牌总经理及大中台总经理。
虞晗青	副总经理	女	34	本科学历，2012年7月至2013年6月，金山词霸市场部任商务经理；2013年7月至2014年1月，在小米MIUI商务部任商务经理；2014年2月至2014年6月，在北京问日科技商务部任商务总监；2014年7月至2015年5月，北京时连天下商务部任商务总监；2015年11月至今，任北京时间互联网络科技有限公司副总经理。
沈佳茗	财务负责人	女	41	上海财经大学管理学学士，中国注册会计师。2006年8月至2016年7月在安永华明会计师事务所(特殊普通合伙)上海分所任审计高级经理；2016年7月至2020年3月在上海拉夏贝尔服饰股份有限公司任首席财务官；2020年3月至今，在公司任财务总监。
朱星毓	董事会秘书	女	38	研究生学历，曾任新疆巨潮融创投资管理有限公司项目经理；2016年4月至2022年4月历任光正眼科医院集团股份有限公司证券专员、证券事务代表兼证券部经理、董事会秘书、副总经理。2022年4月至今任公司董事会秘书。

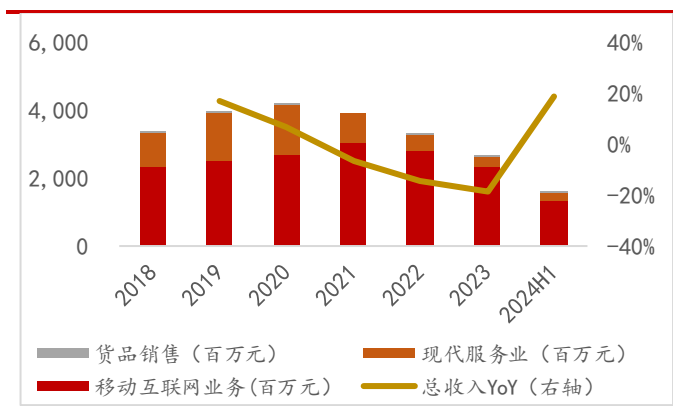
资料来源：wind，华西证券研究所

1.3. 财务分析

公司主营业务收入主要由移动互联网业务、现代服务业务（主要为品牌综合管理、加盟商品品牌授权业务）、其他三部分构成，2023 年收入占比分别为 86.6%、11.0%、2.4%。

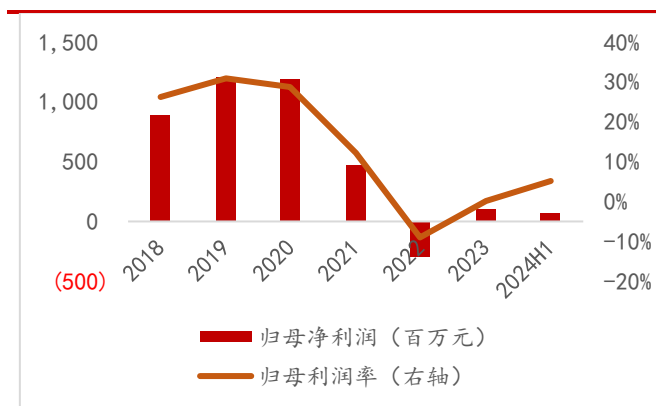
毛利率方面，现代服务业务尤其是轻资产运用模式，毛利率高达 90%以上；而移动互联网业务毛利率水平则相对较低，仅为个位数。从 2023 年数据来看，从毛利占比角度来看，现代服务业务、移动互联网业务、其他毛利占比分别为 63.4%、31.1%和 5.5%，现代服务业务占毛利的主要部分。

图 13 公司主营业收入及增长情况



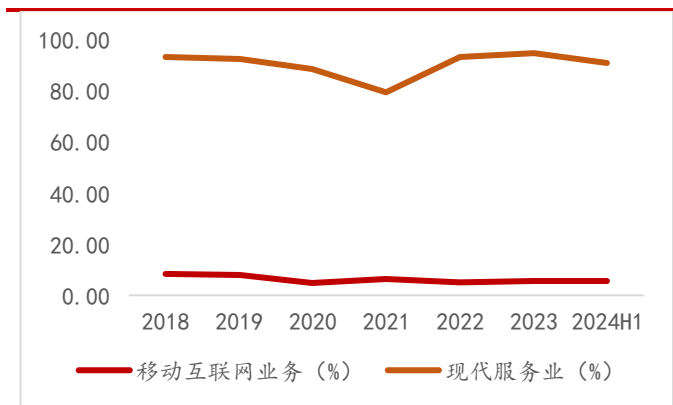
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 14 公司归母净利润表现



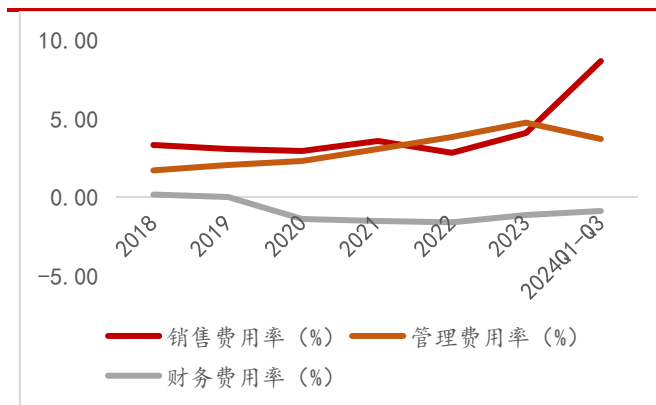
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 15 毛利率拆分及趋势



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 16 费用率表现及趋势

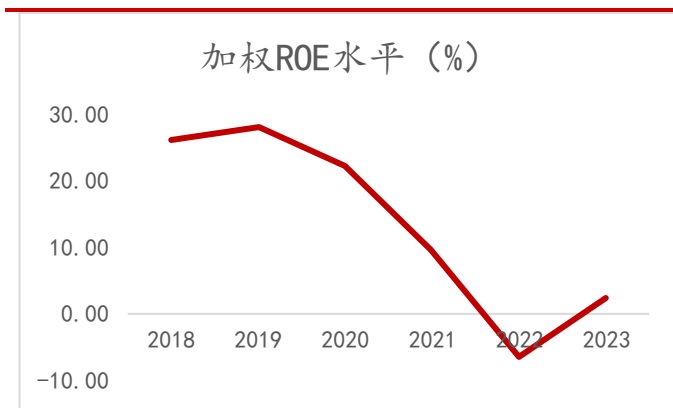


资料来源: wind, 华西证券研究所

费用率方面，23 年公司销售费用率和管理费用率分别为 4.12%和 4.74%。销售费用近年来呈现显著上升趋势，结合全文分析，主要系公司显著加大了品牌营销投放力度。

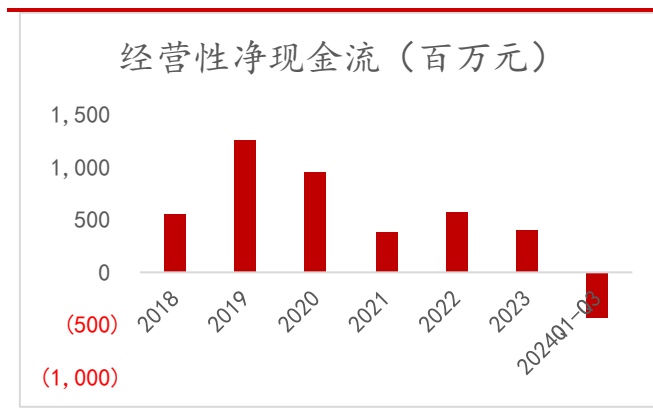
归母净利润方面，2022 年公司出现首次亏损，主要系品牌授权业务呈现了持续下滑的态势。此外时间互联由于业绩不达预期，计提了商誉减值 4.56 亿元。2023 年、2024Q1-Q3 公司盈利有所改善，但由于公司处于转型投入期，业绩表现较高峰时期仍有较大差距。

图 17 公司 ROE 水平



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 18 经营性净现金流表现



资料来源: wind, 华西证券研究所

1.4. 股价历史复盘

我们复盘公司历史股价表现, 认为可以大致分为四个阶段:

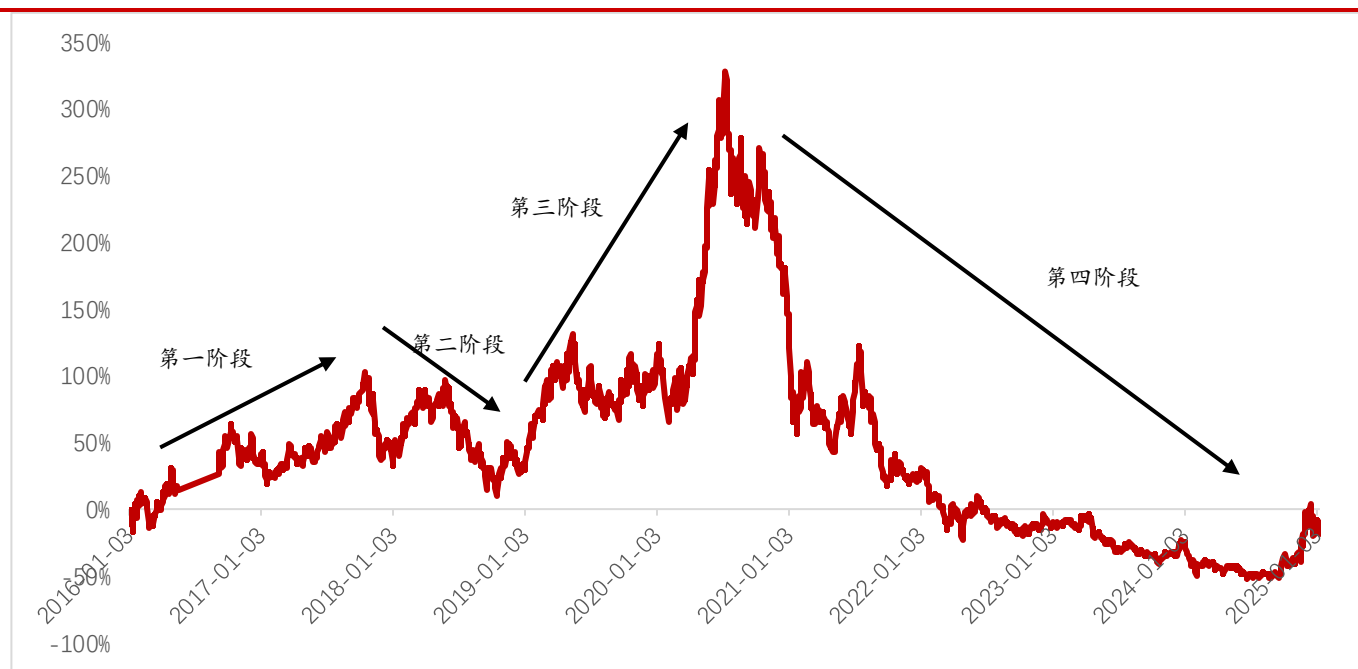
(1) 16 年初-17 年 10 月, 期间公司股价上涨幅度近 100%。期间主要受益于电商品牌授权新商业模式的快速发展, 随着公司经销商渠道的持续加速扩张, 公司品牌授权业务收入增速迅速, 带动业绩端的显著增长, 归母净利润从 15 年 1.71 亿增长至 17 年的 5.34 亿元。

(2) 17 年 10 月至 18 年 10 月, 期间公司股价最大跌幅近 50%。我们认为一方面主要受大盘低迷影响; 另一方面, 品牌授权模式也引发了市场的争议, 产品质量问题、竞争壁垒等问题引发市场关注和争议。

(3) 18 年 12 月至 2020 年 7 月, 期间股价最大涨幅近 200%。我们认为一方面主要受消费牛市行情驱动; 另一方面, 公司业绩继续保持快速增长态势, 部分打消了市场此前相关顾虑。

(4) 2020 年 7 月至今, 期间股价最大跌幅近 90%。我们认为主要是公司品牌授权商业模式受到重大冲击, 收入端及利润端显著下滑, 利润从 20 年的 11.87 亿元大幅下滑至 23 年的 1.12 亿元。

图 19 公司股价表现



资料来源：wind，华西证券研究所

2. 产品、渠道、品牌全面升级，有望迎来新成长机遇

2.1. 品类全面升级，打造新货盘、优化新渠道

2.1.1. 产品升级，增加自营品类

在产品定位方面，根据北京商报的报道，公司创始人张玉祥提到，公司正在重回自营模式，要打造“迪卡侬的价格、优衣库的品类、lululemon 的品质”的商品。根据投资者关系活动记录表，公司确立南极人基础款为主，打造“温暖有约、科技生活”的理念；百家好以时尚款为主，定位“美学风格化 SPA 品牌零售商”；卡帝乐鳄鱼以休闲运动款为主，定位“大牌平替、经典复古”。

南极人产品，公司于 2024 年全面推出南极人轻奢系列，在产品定价及品质方面全面升级，根据投资者关系活动记录表，目前轻奢系列主要包括自采商品+加盟商品，目前自采部分（秋冬款）包括保暖内衣、保暖背心、内裤、袜子等 15 个 SKU，2024 年底加盟产品约 1000+SKU，目前销售端自采、加盟占比大约为 3:7，目前（2025 年 1 月 3 日投资者活动记录表）南极人轻奢系列和百家好品牌在各平台均处于 top10 位置，南极人轻奢日销 GMV 达 1600 万元左右，自采产品线上销售超 900 万件，线下快闪店销售约 1.8 万件。根据投资者关系活动记录表，南极人轻奢系列产品消费者反馈的整体好评率在 95%以上。

百家好产品，根据投资者关系活动记录表，公司自 22 年收购以来，快速将百家好原有线下直营业务进行剥离，2022 年底进行线上招商运营。2023 年全平台实现 GMV25 亿元，预计 24 年百家好事业部实现 47 亿元 GMV 成绩。

卡帝乐鳄鱼产品，根据投资者关系活动记录表，2024 年公司对其供应链及经销进行了全面的复盘和梳理，预计 2025 年会在业务结构上做一定调整，增加部分自营商品。

25 年新品推广方面，根据投资者关系活动记录表，南极人轻奢将会在 25 年增加 3-5 个新的大单品，目前倾向于开发速干衣、速干裤、自发热纤维、羽绒类等大单品。百家好则会考虑开发家居生活类货品，如家居服、床品等。

图 20 公司产品体系



资料来源：公司财报，投资者关系活动记录表，华西证券研究所

2.1.2. 品牌营销投入持续加大，重塑品牌形象

23 年以来，公司持续加大品牌营销力度，重塑品牌形象。根据北京商报、投资者关系记录表等报道，2024 年公司邀请谢霆锋担任公司品牌代言人，并在上海虹桥和浦东机场包下大屏广告。此外，2024 年公司开始在微博、小红书、抖音等多平台开展社交媒体营销。品牌 LOGO 方面，公司将原来的红底白字的“南极人”换成了白底黑字的“NANJIREN”，突出年轻时尚、“国货真香”。根据北京商报报道，公司董事长张玉祥提出，未来三年将投入 5 亿元用于广告投放，重塑品牌形象。

根据半两财经报道，公司于 24 年 12 月在上海环球港开业全球首家线下门店，产品相对聚焦，主要以保暖产品为主，作为旗下品牌的首家门店，公司营销端持续发力，推出全场 6 折促销活动，产品具备较高性价比。

图 21 谢霆锋为公司最新代言人



资料来源：商业深度观察，华西证券研究所

图 22 公司全球首家线下门店



资料来源：北京商报，华西证券研究所

图 23 线下门店产品具备较高性价比



全场六折

女款羊毛打底衣：
折后125元

女士无痕暖裤：
折后41元

男士轻量羽绒服：
折后256元

资料来源：上海环球港线下门店，华西证券研究所

2.1.3. 经销商体系变革，推倒重来

公司对旧货盘经销商体系进行了重大调整，将采取白名单邀约制度严格管控经销商体系。根据公司投资者关系记录表，2024 年底是公司新老客户接棒期，2025 年对不符合“负面清单管理”标准的客户不再续约，进行闭店。对符合公司管理要求客户进行续约，同步新客户开新店。目前，轻奢系列全渠道有 170 多家店铺，2025 年 1 季度预计新增 200 家店铺。

2.2.25 年新品放量值得期待

结合上文分析，公司 23-24 年针对渠道、品牌、产品进行全方位调整变革，产品端南极人轻奢系列、百家好系列终端销售良好，25 年将增加更多时尚化、户外运动类大单品，渠道端也将重回扩张，或将有助于公司产品端的持续放量，建议重点关注 25 年春夏新品的终端销售趋势。

图 24 公司产品渠道、新品变化

	GMV表现	2025年渠道变化	2025年新品
 NANJIREN 南极人轻奢	25年初日均GMV在1600万左右	2025年初，轻奢系列全渠道有 170 多家店铺，2025 年第一季度预计新增 200 家店铺。	2025年预计增加速干系列、羊毛系列、羽绒系列产品等
 BASIC HOUSE 百家好	23年GMV达25亿元，24年GMV达47亿元	2025年将继续开发平台经销端	2025年预计增加家居服、床品等
 CARTELO 卡帝乐鳄鱼	20年GMV达33.7亿元		2025年预计增加部分自营品类

资料来源：公司财报，公司官网，淘宝旗舰店，华西证券研究所

2.3. 优衣库、迪卡侬、lululemon 对比分析

公司提出要打造“迪卡侬的价格、优衣库的品类、lululemon 的品质”的商品，我们对比分析公司与优衣库、迪卡侬、lululemon 品牌，公司在线上渠道、产品价格等方面具备一定优势，未来若在品牌营销、线下渠道布局等方面进一步优化，我们认为未来在相同品类方面或有望占据一定市场份额，国货替代的潜力较大。

图 25 公司与优衣库、迪卡侬、lululemon 对比

	南极电商	优衣库（中国）	迪卡侬（中国）	lululemon（中国）
销售额	2022年GMV347.22亿元，我们预计23年GMV下滑幅度较大	2024财年，中国市场收入6770亿日元（人民币313亿元）	2023年销售额突破100亿元	2023年中国地区销售额9.64亿美元
渠道	目前主要以线上渠道为主，包括淘系、拼多多、抖音、京东等，线下开设快闪店	内地线下直营门店数926家（截止24年8月），线上淘系、京东等	中国线下直营门店数199家（截止24年4月），线上淘宝、京东等旗舰店	内地线下直营门店数162家（截止24年12月），线上淘宝、京东等旗舰店
品类	内衣、羊绒衫、卫衣、羽绒服、防晒衣、时尚女装、男鞋等	女装、男装、童装以及配饰，SKU在1000个左右	运动服装、器械、户外产品等，SKU较多	男装、女装、瑜伽服、卫衣等，每年推出约 6000 多个SKU，每个季度上架约 4000 个SKU
价格（部分例举）	保暖内衣：70元左右； 防晒衣：99-160元； 轻薄羽绒服：250-300元；	内衣：99-150元； 防晒衣：150-300元； 轻薄羽绒服：299-399元	内衣：50-200元； 防晒衣：100-200元； 轻薄羽绒服：300-400元	内衣：300-350元； 连帽衫：850-1300； 轻薄夹克价格：1000-1500
竞争优势	价格一般为优衣库的6-7折水平，性价比较为突出，线上渠道布局较深，逐步拓展线下渠道	产品具备性价比，线下门店体验丰富，网点布局广泛，产品设计简约、舒适，受年轻人喜欢	主打运动、户外类产品，专业性品牌心智突出	品牌定位较为高端，产品设计时尚，产品推新速度快

资料来源：淘宝，新浪、网易等公开渠道整理，华西证券研究所

2.4. 时间互联经营改善，预期未来平稳发展

公司于 2017 年通过现金+股票方式收购时间互联，对价为 9.56 亿元，由此产生的商誉为 7.8 亿元。公司主营业务为移动互联网端的广告营销。结合界面新闻的报道，公司传统商业合作伙伴为 OPPO、VIVO、小米等头部手机厂商，由于近年来 OPPO、VIVO 手机市占率的下降，叠加移动营销市场竞争的加剧，2021 年之后公司经营相对承压，2022 年由于业绩不达预期，公司计提了 4.56 亿元的商誉减值（目前上市公司商誉为 4.34 亿元（包含收购卡帝乐鳄鱼 1.1 亿元商誉））。

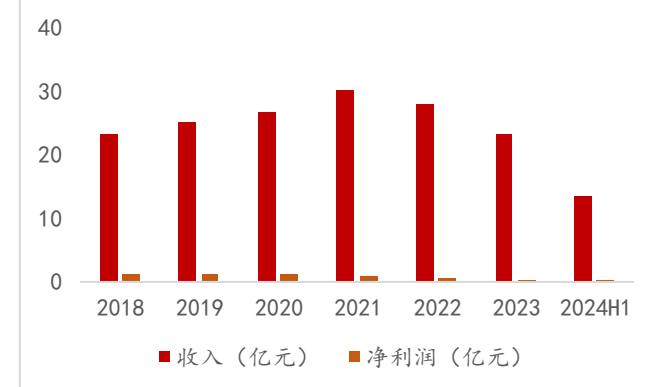
2024 年上半年，时间互联营收 13.63 亿元，同比增长 18.5%，营收恢复正增长态势。根据公司财报披露，24H1 公司业绩增长主要系传统 OPPO、小米业务线收入增加，同时苹果 ASA 和华为 ADS 新业务提供增量收入。整体而言，我们预计时间互联经营正逐步触底回升，预期未来有望实现平稳增长态势。

图 26 时间互联商业模式



资料来源：公司财报，华西证券研究所

图 27 时间互联收入及利润表现



资料来源：公司财报，华西证券研究所

3. 盈利预测及投资建议

3.1. 盈利预测

核心假设

收入端：

现代服务业务：现代服务业务收入=GMV*货币化率，我们预期随着公司新货盘的不断推出、渠道调整变革的完成，包括南极人轻奢系列、百家好新品或有望逐步进入放量快速增长周期，同时，随着规模效应及品牌议价能力的改善提升，我们预计未来2-3年公司货币化率水平也有望逐步改善回升。综上，我们预期公司品牌授权及服务业务24-26年GMV规模分别为197亿、276亿和358亿元，货币化率水平分别为2.0%、2.5%、3.3%。预期公司现代服务业务24-26年收入水平分别为3.94亿、6.89亿和11.82亿元。

移动互联网业务：24H1移动互联网业务增速改善，我们预期该业务后续或有望维持平稳增长态势，预计24-26年移动互联网业务收入水平分别为27.99亿、30.79亿和32.33亿元。

毛利率端：

我们预计公司各项业务毛利率水平将保持平台态势，24-26年预计现代服务业务毛利率分别94.0%、94.1%、94.2%，移动互联网业务毛利率分别为5.6%、5.6%、5.6%。

费用率端：

我们预计24-26年将是公司在品牌营销端持续加大投入的周期，预计费用率水平将有显著提升，预计24-26年公司销售费用率分别为10%、8%、8%，管理费用率分别为4.5%、4.3%、4.2%。

图 28 公司收入、毛利率拆分及预测

单位：百万元	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入拆分									
现代服务业务	1,035.15	1,395.90	1,497.58	861.36	446.14	294.82	393.75	689.06	1,182.42
YoY		34.9%	7.3%	-42.5%	-48.2%	-33.9%	33.6%	75.0%	71.6%
GMV (亿元)	205.21	305.59	402.09	434.90	347.22	145.83	196.87	275.62	358.31
YoY		48.9%	31.6%	8.2%	-20.2%	-58.0%	35%	40%	30%
货币化率	5.0%	4.6%	3.7%	2.0%	1.3%	2.0%	2.0%	2.5%	3.3%
移动互联网业务	2,316.02	2,508.14	2,673.83	3,026.74	2,800.23	2,332.75	2,799.30	3,079.23	3,233.19
YoY		8.3%	6.6%	13.2%	-7.5%	-16.7%	20%	10%	5%
其他	1.69	2.81	0.50	-0.01	63.31	64.65	64.65	64.65	64.65
YoY		66.3%	-82.2%	-102.0%	-633200.0%	2.1%	0%	0%	0%
合计	3,352.86	3,906.85	4,171.91	3,888.09	3,309.68	2,692.22	3,257.70	3,832.94	4,480.27
YoY									
成本拆分									
现代服务业务	68.54	102.04	169.67	176.27	30.09	15.08	23.62	40.65	68.58
YoY		48.9%	66.3%	3.9%	-82.9%	-49.9%	56.7%	72.1%	68.7%
移动互联网业务	2,122.24	2,299.18	2,535.83	2,844.00	2,658.69	2,201.72	2,642.54	2,906.79	3,052.13
YoY		8.3%	10.3%	12.2%	-6.5%	-17.2%	20.0%	10.0%	5.0%
其他	6.36	1.48	0.51	0.00	45.70	51.98	51.98	51.98	51.98
YoY		-76.7%	-65.5%	-100.0%	#DIV/0!	13.7%	0.0%	0.0%	0.0%
合计	2,197.14	2,402.70	2,706.01	3,020.27	2,734.48	2,268.78	2,718.14	2,999.43	3,172.69
YoY									
毛利率拆分									
现代服务业务	93.4%	92.7%	88.7%	79.5%	93.3%	94.9%	94.0%	94.1%	94.2%
YoY									
移动互联网业务	8.4%	8.3%	5.2%	6.0%	5.1%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%
YoY									
其他	-276.3%	47.3%	-2.0%	100.0%	27.8%	19.6%	19.6%	19.6%	19.6%
YoY									

资料来源：wind，华西证券研究所

收入及利润预测

我们预计公司 24-26 年实现收入分别为 32.58 亿、38.33 亿和 44.80 亿元，实现归母净利润分别为 0.64 亿、3.10 亿和 6.42 亿元，EPS 分别为 0.03、0.13、0.26 元。

3.2. 投资建议

结合上文分析，我们预计公司 24-26 年实现收入分别为 32.58 亿、38.33 亿和 44.80 亿元，实现归母净利润分别为 0.64 亿、3.10 亿和 6.42 亿元，结合最新股价 4.7 元/股（2025 年 1 月 15 日收盘价），对应 PE 分别为 178X、37X、18X。我们考虑到公司正处于经营变革的关键时期，看好 25-26 年新产品、新渠道的放量增长前景，预计 25-26 年业绩有望在低基数背景下实现高速增长。我们首次覆盖公司，给予“增持”评级。

表 1 可比公司估值

代码	证券简称	市值（亿元）	收盘价（元）	EPS（元）			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
300792.SZ	壹网壹创	61.87	26.11	0.61	0.65	0.68	43.09	40.14	38.42
301110.SZ	青木科技	59.50	64.30	1.58	2.19	2.77	40.65	29.34	23.22
003010.SZ	若羽臣	42.53	25.93	0.62	0.86	1.16	41.70	30.27	22.44
平均							41.82	33.25	28.03

资料来源：wind 一致预期，华西证券研究所 注：截止时间为 2025 年 1 月 15 日收盘价

4. 风险提示

- (1) 新货盘、新渠道变革放量不及预期；
- (2) 公司电商业务货币化率提升不及预期；
- (3) 宏观经济下滑超预期。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,692	3,258	3,833	4,480	净利润	108	64	310	642
YoY (%)	-18.7%	21.0%	17.7%	16.9%	折旧和摊销	23	9	11	11
营业成本	2,269	2,718	2,999	3,173	营运资金变动	230	985	-695	786
营业税金及附加	8	10	11	13	经营活动现金流	400	1,032	-404	1,404
销售费用	111	326	307	358	资本开支	-11	1	1	1
管理费用	128	147	165	188	投资	-155	0	0	0
财务费用	-32	0	0	0	投资活动现金流	-114	24	28	32
研发费用	21	26	31	36	股权募资	2	0	0	0
资产减值损失	-27	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
投资收益	19	23	27	31	筹资活动现金流	158	0	0	0
营业利润	127	74	370	770	现金净流量	444	1,056	-376	1,437
营业外收支	3	4	4	4	主要财务指标				
利润总额	130	78	374	774	成长能力				
所得税	22	13	64	132	营业收入增长率	-18.7%	21.0%	17.7%	16.9%
净利润	108	64	310	642	净利润增长率	137.5%	-42.2%	381.0%	107.1%
归属于母公司净利润	112	64	310	642	盈利能力				
YoY (%)	137.5%	-42.2%	381.0%	107.1%	毛利率	15.7%	16.6%	21.7%	29.2%
每股收益	0.05	0.03	0.13	0.26	净利率	4.1%	2.0%	8.1%	14.3%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	2.1%	1.2%	5.4%	9.9%
货币资金	2,298	3,354	2,977	4,414	净资产收益率 ROE	2.4%	1.4%	6.3%	11.5%
预付款项	372	27	30	32	偿债能力				
存货	34	117	49	127	流动比率	5.00	5.40	5.67	5.96
其他流动资产	1,203	424	1,211	433	速动比率	4.37	5.08	5.45	5.66
流动资产合计	3,907	3,923	4,267	5,006	现金比率	2.94	4.62	3.96	5.25
长期股权投资	1	1	1	1	资产负债率	15.2%	14.2%	13.8%	13.6%
固定资产	4	5	6	6	经营效率				
无形资产	941	938	934	930	总资产周转率	0.51	0.60	0.69	0.73
非流动资产合计	1,498	1,492	1,484	1,476	每股指标 (元)				
资产合计	5,405	5,415	5,751	6,482	每股收益	0.05	0.03	0.13	0.26
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	1.87	1.89	2.02	2.28
应付账款及票据	49	102	65	111	每股经营现金流	0.16	0.42	-0.16	0.57
其他流动负债	732	625	688	729	每股股利	0.08	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	781	726	753	841	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	98.52	177.76	36.96	17.85
其他长期负债	41	41	41	41	PB	2.08	2.20	2.06	1.82
非流动负债合计	41	41	41	41					
负债合计	822	767	793	882					
股本	417	417	417	417					
少数股东权益	2	2	2	2					
股东权益合计	4,583	4,648	4,958	5,600					
负债和股东权益合计	5,405	5,415	5,751	6,482					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。