

迎质价比消费浪潮，品牌重塑再出发

华泰研究

2025 年 5 月 20 日 | 中国内地

首次覆盖

可选消费

投资评级(首评):

买入

目标价(人民币):

6.00

研究员

SAC No. S0570524050001
SFC No. BDO986

樊俊豪

fanjunhao@htsc.com
+(852) 3658 6000

研究员

SAC No. S0570524090006
SFC No. BSE005

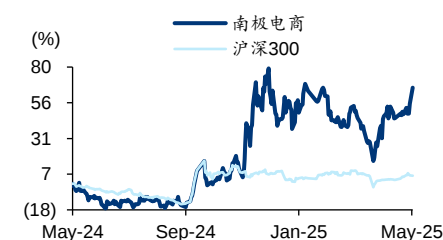
惠普

huiipu@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价(人民币)	6.00
收盘价(人民币 截至 5 月 19 日)	5.02
市值(人民币百万)	12,323
6 个月平均日成交额(人民币百万)	545.49
52 周价格范围(人民币)	2.51-5.42
BVPS(人民币)	1.72

股价走势图



资料来源: Wind

首次覆盖南极电商并给予“买入”评级，目标价 6.0 元，对应 26 年 26xPE。南极电商成立于 1998 年，拥有国民品牌南极人及国际品牌卡帝乐鳄鱼、百家好等。23-24 年公司深度调整南极人品牌，从开放性授权转变为自采+邀约制加盟，并推出轻奢系列新品，以提升商品品质、修复品牌形象、重拾用户心智。24 年公司收入增速转正，转型效果初现；未来南极人有望不断丰富 SKU、拓展货架电商和线下渠道，百家好拓宽品类布局（家居服/床品等），卡帝乐鳄鱼新增自采产品等，收入有望保持较快增长，规模效应下利润释放弹性可期。

看点一：质价比消费浪潮下，南极人精准定位重塑品牌形象

我国消费需求呈 K 型分化，“质价比”成为消费者的首要诉求。南极电商提出“轻奢品质，逆天价格”策略，24 年 9 月推出的轻奢系列实现品质与价格的平衡，助力品牌形象逐步改善，全网日销额从 9 月初的约 20 万元高增至 12 月底的约 2000 万元，随着产品 SKU 不断丰富，销售额有望延续高增势头。

看点二：供应链深度改革重塑产品力，自采+加盟双轨运营构建产业壁垒

南极电商拥有丰富的品牌及品类体系，以优衣库 SPA 模式为标杆，自采端引入优质供应商，加盟端推行白名单邀约制，产品设计方面引入奢侈品工艺团队，开发如速干、发热等功能性面料，提升产品科技含量和竞争力。同时，利用中国制造与原材料国产替代优势，提高产品性价比，满足消费者需求。

看点三：抖音+货架电商攻守兼备，全渠道共振重拾增长

1) 线上打造“抖音爆发+货架复购”模式，抖音作为推新品平台表现亮眼，24 年 12 月 GMV 同比+103%；25 年重点开拓淘系/京东等货架电商，强化复购沉淀，延长商品生命周期。2) 线下通过上海快闪店试水自营零售，销售势头较好，验证品牌势能修复；1H25 有望开拓固定店，或成为未来增长点。

我们与市场观点不同之处

市场认为南极人此前的产品力和品牌口碑下滑，此次转型成功的难度较大。而我们认为南极人主打“好货不贵”，国民品牌认知+质价比定位锁定基本盘用户，新品不断丰富和渠道拓展将带来增量利润，未来有望重回较快增长。

盈利预测与估值

我们预测公司 2025-2027 年归母净利润为 3.31/5.75/7.96 亿元，25 年有望实现扭亏，26/27 年同比分别+74.0%/+38.5%。考虑到 25 年为公司转型后首年，收入有望率先修复，26 年利润释放可期，参考可比公司 2026 年 iFind 一致预期 PE 均值 26 倍，给予公司 2026 年 26 倍 PE，目标市值 147 亿元，目标价 6.0 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧、品牌形象受损、时间互联持续稳定盈利的风险。

经营预测指标与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(人民币百万)	2,692	3,358	3,995	4,744	5,605
+/-%	(18.66)	24.75	18.94	18.75	18.15
归属母公司净利润(人民币百万)	111.58	(236.59)	330.55	575.09	796.26
+/-%	137.41	(312.04)	239.71	73.98	38.46
EPS(人民币, 最新摊薄)	0.05	(0.10)	0.13	0.23	0.32
ROE(%)	2.49	(5.38)	7.56	11.98	14.64
PE(倍)	110.45	(52.09)	37.28	21.43	15.48
PB(倍)	2.69	2.92	2.72	2.43	2.12
EV EBITDA(倍)	77.33	(35.80)	24.61	13.67	9.13

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,907	3,677	4,235	4,726	5,733
现金	2,298	2,086	2,360	2,755	3,260
应收账款	380.39	383.15	525.03	553.42	884.20
其他应收账款	31.47	27.98	42.73	41.24	57.97
预付账款	372.48	371.98	513.51	538.00	704.38
存货	33.60	114.57	100.65	145.23	133.11
其他流动资产	790.80	693.31	693.31	693.31	693.31
非流动资产	1,498	1,412	1,441	1,460	1,479
长期投资	0.96	2.33	2.58	2.83	2.38
固定投资	3.52	3.28	3.14	2.79	2.45
无形资产	941.10	938.52	968.03	987.53	1,007
其他非流动资产	552.44	467.68	467.20	466.95	466.83
资产总计	5,405	5,088	5,676	6,186	7,212
流动负债	781.02	859.96	1,142	1,124	1,430
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	49.32	257.68	263.99	331.99	342.69
其他流动负债	731.70	602.28	877.60	791.72	1,087
非流动负债	40.96	20.50	20.50	20.50	20.50
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	40.96	20.50	20.50	20.50	20.50
负债合计	821.98	880.45	1,162	1,144	1,450
少数股东权益	2.46	(6.65)	(14.32)	(27.68)	(46.16)
股本	417.33	417.33	417.33	417.33	417.33
资本公积	1,391	1,305	1,305	1,305	1,305
留存公积	3,713	3,280	3,409	3,634	3,945
归属母公司股东权益	4,581	4,215	4,528	5,070	5,807
负债和股东权益	5,405	5,088	5,676	6,186	7,212

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金	400.30	(176.53)	283.46	404.91	531.12
净利润	108.19	(243.60)	322.87	561.74	777.78
折旧摊销	22.57	16.09	11.05	16.58	12.72
财务费用	(32.18)	(29.95)	(19.51)	(22.74)	(26.94)
投资损失	(18.56)	(24.51)	(24.51)	(24.51)	(24.51)
营运资金变动	200.26	(31.53)	22.24	(109.11)	(167.60)
其他经营现金	120.03	136.97	(28.68)	(17.04)	(40.32)
投资活动现金	(114.06)	153.36	(3.37)	1.08	5.49
资本支出	(12.45)	(2.98)	(30.40)	(20.75)	(20.97)
长期投资	(108.36)	111.71	(0.25)	(0.25)	0.45
其他投资现金	6.76	44.63	27.28	22.07	26.01
筹资活动现金	157.70	(203.10)	(5.64)	(10.97)	(31.71)
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(100.45)	(85.97)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	258.15	(117.12)	(5.64)	(10.97)	(31.71)
现金净增加额	444.01	(227.14)	274.45	395.02	504.89

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,692	3,358	3,995	4,744	5,605
营业成本	2,269	2,853	3,283	3,751	4,246
营业税金及附加	8.20	4.98	5.92	7.03	8.30
营业费用	110.81	587.63	239.68	256.16	297.05
管理费用	127.55	102.80	87.88	94.87	112.09
财务费用	(32.18)	(29.95)	(19.51)	(22.74)	(26.94)
资产减值损失	(27.46)	(119.41)	(22.37)	(18.97)	(28.02)
公允价值变动收益	1.32	11.99	11.99	11.99	11.99
投资净收益	18.56	24.51	24.51	24.51	24.51
营业利润	127.48	(268.14)	380.72	652.27	926.60
营业外收入	25.24	29.55	27.40	27.40	28.12
营业外支出	22.27	15.33	18.80	18.80	17.64
利润总额	130.45	(253.92)	389.32	660.87	937.08
所得税	22.27	(10.32)	66.45	99.13	159.30
净利润	108.19	(243.60)	322.87	561.74	777.78
少数股东损益	(3.39)	(7.01)	(7.67)	(13.35)	(18.49)
归属母公司净利润	111.58	(236.59)	330.55	575.09	796.26
EBITDA	120.69	(268.94)	379.48	653.07	920.92
EPS (人民币, 基本)	0.05	(0.10)	0.13	0.23	0.32

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	(18.66)	24.75	18.94	18.75	18.15
营业利润	142.42	(310.34)	241.99	71.32	42.06
归属母公司净利润	137.41	(312.04)	239.71	73.98	38.46
获利能力 (%)					
毛利率	15.73	15.04	17.81	20.92	24.23
净利率	4.02	(7.25)	8.08	11.84	13.88
ROE	2.49	(5.38)	7.56	11.98	14.64
ROIC	5.13	(17.96)	19.67	31.83	39.00
偿债能力					
资产负债率 (%)	15.21	17.30	20.47	18.50	20.11
净负债比率 (%)	(49.92)	(49.36)	(52.28)	(54.64)	(56.58)
流动比率	5.00	4.28	3.71	4.21	4.01
速动比率	4.37	3.61	3.10	3.53	3.37
营运能力					
总资产周转率	0.51	0.64	0.74	0.80	0.84
应收账款周转率	5.45	8.80	8.80	8.80	7.80
应付账款周转率	35.80	18.59	12.59	12.59	12.59
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.05	(0.10)	0.13	0.23	0.32
每股经营现金流(最新摊薄)	0.16	(0.07)	0.12	0.16	0.22
每股净资产(最新摊薄)	1.87	1.72	1.84	2.07	2.37
估值比率					
PE (倍)	110.45	(52.09)	37.28	21.43	15.48
PB (倍)	2.69	2.92	2.72	2.43	2.12
EV EBITDA (倍)	77.33	(35.80)	24.61	13.67	9.13

正文目录

投资要点	4
关注点一：品牌授权模式是否是一门“好的生意”？	4
关注点二：南极人品牌是否能够转型成功？	5
关注点三：南极电商的成长空间有多大？	6
我们与市场观点不同之处	7
南极电商：顺应“质价比”趋势，品牌重塑再出发	8
公司概况：三次乘时代风口转型的消费品龙头	8
业务结构：时间互联贡献近 9 成收入，品牌授权综合服务贡献约 7 成毛利	11
财务分析：收入回升，营销投入加大致净利润、ROE 短期承压	12
看点一：质价比消费浪潮下，南极人精准定位重塑品牌形象	14
南极人主打“好货不贵”，契合当下理性消费趋势	14
凭借“大牌平替”崛起的优衣库，或为服装公司发展方向提供参考	15
看点二：供应链深度改革重塑产品力，自采+加盟双轨制运营构建产业壁垒	17
全品类综合竞争，全生活场景布局	17
引进优质设计团队，背靠国内供应链优势，不断推动产品升级迭代	18
看点三：抖音+货架电商攻守兼备，全渠道共振重拾增长	20
线上渠道：传统优势渠道，有望重回历史高峰	20
线下渠道：或将成为未来增长点	21
盈利预测与估值	22
投资建议	23
风险提示	24

投资要点

南极电商于 2023-2024 年持续进行经营业务的结构性调整，从原有的开放性授权转变为邀约制加盟模式，实现了对供应链与经销商的重塑；同时，引入专业设计团队并与国内外优秀供应商合作，为消费者提供高“质价比”的产品。此外，公司新增自营销售业态并逐步尝试线下业务渠道，展现出战略转型的方向和决心。2024 年公司收入增速转正，转型效果初现，但后续的持续性如何？品牌授权模式是否是一门“好的生意”？公司未来的成长空间有多大？我们针对市场关注的三大核心问题，尝试作出解答以供投资人参考。

关注点一：品牌授权模式是否是一门“好的生意”？

服装产业链涵盖了从原辅料生产到成衣生产，再到品牌经营和渠道分销的全过程。产业链主要包括生产商、品牌商和渠道商三个环节：1) 生产商，包括原辅料生产商和成衣生产商，利润率相对较低，部分采用 ODM 模式的生产商利润率较高；2) 品牌商，位于产业链中游，核心竞争力体现在品牌定位、产品设计能力、渠道建设及供应链管理方面；3) 渠道商，分为线上渠道商和线下渠道商，作为产业链末端，主要负责将产品分销至最终消费者，核心竞争力在于区域深耕和终端周转效率的控制。

不同商业模式导致企业经营效率存在差异，而没有本质的好坏之分，企业能否成功的关键在于是否能够为消费者提供高质价比产品、有无全渠道布局、以及精细化运营能力的高低。下述通过对比南极电商与安踏体育、李宁、Lululemon、迅销集团（优衣库母公司）的商业模式及转型方向，以判断行业竞争壁垒和发展趋势。服装行业大致可分成品牌授权、DTC 模式、类直营加盟、全批发模式、SPA 模式（Specialty Retailer of Private Label Apparel，指自有品牌专业零售商）。

- 1) **产品端：产品品质是品牌发展壮大的底层支撑。**研发环节，除了南极电商早期品牌授权模式，其余样本企业均重视产品研发，企业自身和供应商合作开发面料、版型、设计等。我们认为产品品质与价格定位是决定市场份额的关键。
- 2) **渠道端：线上、线下全渠道运营缺一不可。**渠道销售环节，企业线上通过电商平台进行品牌直营或经销商授权，线下通过直营店铺或经销商加盟等多种渠道进行销售。所有样本企业均由早期间的批发模式逐渐转型直营和加盟模式。直营零售模式与消费者互动更加频繁，能够对市场变化有较为迅速的反应；经销商加盟模式可以对直营门店形成有效互补，覆盖更广阔的区域。
- 3) **生产端：柔性供应链带来的运营精细化、反应快速化决定了品牌经营的上限。**生产环节，南极电商、Lululemon、迅销集团（优衣库）均采用外包生产，安踏体育、李宁采用自建工厂和外包相结合的模式。外包模式较自建工厂减少了生产环节的资本投入，降低运营风险，但企业需要制定明确的生产流程标准，并严格监督实施以保证产品质量。此外，供应链管理效率体现出了不同企业间的竞争壁垒，因此所有样本企业都将供应链管理这一环节牢牢把控，大力发展数字化供应链管理平台，沉淀数据资产，例如南极电商的“南极数云”、安踏体育的 SAP S/4HANA 平台、海澜之家的“海澜致+”等。数字化供应链管理平台使得生产、销售一体化，组织敏捷度提高。



图表1：代表性服装企业商业模式拆解对比

企业简称	商业模式名称	生产	研发	渠道销售	品牌运营和供应链管理
南极电商	品牌授权（邀约制加盟）+ 自营零售	× 品牌授权（邀约制加盟）：ODM × 自营零售：OEM	× 品牌授权（邀约制加盟）：工厂研发 ✓ 自营零售：自己研发，从产品源头的集中原料采购、设计打版、加工订单、物流仓储等进行中心化管理与投入，做高品质、高性价比的标品。	× 品牌授权（邀约制加盟）：授权经销商模式 ✓ 自营零售：线上-淘宝网、天猫商城、唯品会、京东商城等多个线上渠道和超市；线下-品牌直营店。	✓ 负责选品，定价，品控，营销和售后； ✓ 搭建数字化平台“南极数云”、“南极必选”：以数据为基础，将供应商、经销商、服务平台进行融合，以用户为中心，提供一站式生态服务，从产品研发、品质管控、大数据分析、运营计划，到视觉展示、流量推广、用户体验、活动策划及客户关系管理，以点成线，以线成面，让电商企业得到全方位的服务体验。
安踏体育	DTC模式（直营+加盟）	✓ 自建工厂和外包生产：以自建工厂代工起家，逐渐走上品牌化路途。	✓ 已主导搭建了由全球6大设计研发中心、70多所高校及科研机构、250多位专家、800多家供应商共同参与的“全球开放式创新生态网络”。	✓ 由批发模式转型为DCT模式：强化终端管控力度。FILA采用直营模式开店，并实施扁平化管理，实现对终端门店的强控制。	✓ 新一代SAP S/4HANA平台实现了订、供、产、销业务链条的贯通，通过品牌销售、供应链与鞋、服生产信息整合。
李宁	DTC模式（直营+加盟）	✓ 自建工厂和外包生产：通过代加工的方式生产大部分产品，同时也拥有自己的生产基地，生产自有品牌产品。	✓ 运动科学研究与科技研发是李宁产品创新的两大支柱，基于运动科学研究成果应用的创新是李宁公司当下及未来的重点发力方向，且目前已经具备强大的产品转化能力。	线下：构建以直营为标杆、加盟为拓展的网络； ✓ 直营门店布局核心商圈高端商场、购物中心 × 加盟体系成熟，超千家加盟店渗透二、三线城市优质地段 线上：✓ 天猫、京东等主流电商平台旗舰店运营精细。	✓ 打造前、中、后台的应用架构，中台服务层通过分布式服务框架服务于前端的应用，并建立商品中心、库存中心、订单中心、结算中心、营销中心、促销中心六大核心中台服务，集中管理统一视图，打通线上线下，实现货品通、订单通、财务通、终端通，为统一管理、精确营销打下基础
Lululemon	DTC模式（全直营）	× 全部外包：OEM，自身不生产原料或产品，主要依靠供应商和制造商供货。	✓ 其研发中心位于加拿大的Whitespace专业实验室工作，专注于特殊面料的研究，采取大量的不同情境下运动模拟实验，旨在通过舒适性与功能性打造出竞争壁垒。	✓ 全直营模式（DTC）：线上自营，线下直营	✓ 1.在库存管理上采取了“少量快速”的出货原则，以应对市场变化和消费者需求。 2.增加供应商及生产商数量的策略，以此加剧上游厂商之间的竞争，倒逼原材料及产品质量提升。 3.采取了RFID技术（一种通信技术，可通过无线电讯号识别特定目标），实时了解产品状况。
迅销集团	SPA模式	× 全部外包：将70个生产工厂视为生意伙伴，派“大师小组（master）”到现场提供技术指导。	✓ 优衣库注重商品策划、开发，通过独特的商品策划、开发和销售体系来实现店铺运作的低成本化。优衣库自己能够直接控制从设计到生产的全过程。	✓ 直营连锁、SPA模式：减少中间商，把消费者和供应商直接联系起来，进行有效的成本控制和质量的把控以及快速的应变能力。 通过线上线下多渠道、多触点触达目标消费者，并集中引流到品牌私域进行用户激活。	✓ 完整的综合制造销售包括物料采购、设计、产品的生产、配送、库存的把控和最终销售，直接面对商业零售模式。

资料来源：公司公告，公司官网，华泰研究

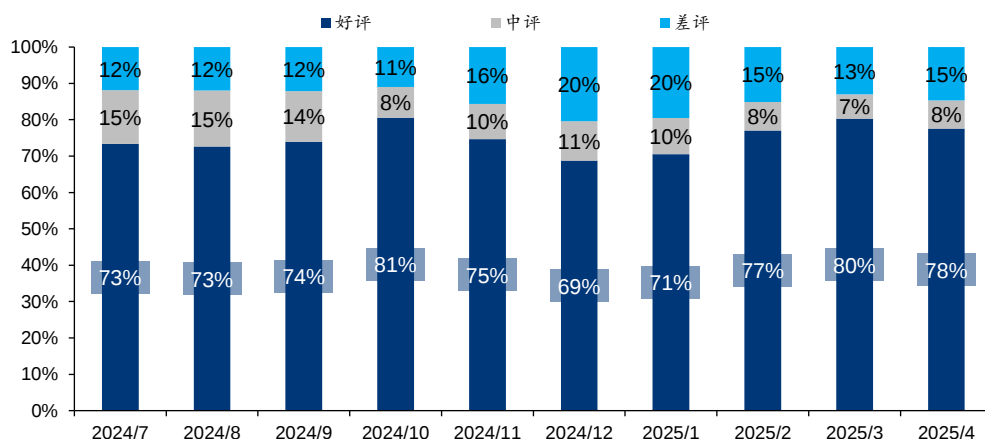
关注点二：南极人品牌是否能够转型成功？

从需求端看，当前我国消费多元化需求的程度不断提升，一方面消费者回归理性消费，更加关注产品的功能、品质和性价比等；另一方面，在满足基本的物质需求基础上，追求更高层次的精神和情感满足。

从供给端看，南极人精准抓住消费者追求“质价比”的心理，提出“轻奢品质，逆天价格”策略，引入奢侈品团队，在原材料研发、版型设计、工艺制作中不断精进，在丰富产品品类的同时平衡好价格定位，以满足消费者的多元化需求。同时，南极人以“温暖有约，科技生活”的品牌理念，围绕“舒适、好看、故事、品质、功能、价格”持续为消费者提供更好的商品、更好的价格、更好的消费体验感，满足消费者对商品价值和情绪价值的双重追求。

我们认为，南极人多年塑造的“好货不贵”的品牌定位深入人心，契合当下的理性消费趋势，并通过前两年的供应链改革，其新品在包装、商标及质量方面均获得了消费者良好的反馈，公司的产品体验感在逐步变好。未来随着产品SKU不断丰富和渠道布局的完善，业绩重回较快增长的确信性较高。

图表2： 南极人品牌在抖音渠道的销售好评率稳中有升



资料来源：飞瓜，华泰研究

关注点三： 南极电商的成长空间有多大？

分品牌看，我们认为未来南极人有望不断丰富 SKU、拓展货架电商和线下渠道，百家好拓宽品类布局（家居服/床品等），卡帝乐鳄鱼新增自采产品等，收入有望保持较快增长，规模效应下利润释放弹性可期。

- 1) 主品牌**南极人**于 2024 年底完成清退不合格的供应链和加盟商，2025 年进入净开店阶段。截至 2025 年 4 月，南极人线上的店铺数量近 1000 家，其中 400 家为 2025 年新开，公司预计年底恢复到 2000 家左右；在经销商中，与公司合作规模过亿的经销商已有 6 个，规模在 5000 万元到 1 亿元的经销商也已超 6 个，大客户合作策略将持续发力，高质量经销商逐步恢复。线下渠道方面，2025 年 4 月中旬南极人仲盛快闪店开业，截至 4 月底在该业态中的业绩位于前二，产品也受到了消费者较好的反馈；公司计划于 6 月份在上海环球港正式推出线下首个固定店铺，我们预计有助于提升消费者品牌认知与消费粘性。
- 2) **百家好**品牌定位“美学风格化 SPA 品牌零售商”，保持年上新 10 万+款式，多维度打造时尚消费矩阵，并根据消费者需求，在女装的基础上增加家居服等生活化场景货品。此外，百家好品牌 2023-2024 年以抖音平台为主要销售渠道，2025 年公司计划加强货架电商渠道的布局，提升货架平台的销售额，有望带来新的增长点。
- 3) **卡帝乐鳄鱼**品牌以休闲运动款为主，线上以鞋配箱包为主，线下则聚焦服装品类。卡帝乐鳄鱼在 2024 年同样进行了供应链及经销渠道的梳理，我们预计 2025 年有望借鉴南极人产品品质升级的经验，调整优化产品线，逐步提升男装、女装品类的自采比例，树立商品品质标杆并提升品牌调性。

从货币化率的角度来看，我们预计 2024 年南极人的货币化率为 1.5%~1.8%（vs. 2017 年约 4.9%），百家好的货币化率约 2.4%，卡帝乐鳄鱼的货币化率约 2%。未来随着公司转型调整效果显现，销售规模企稳向上，公司议价能力有望回升，叠加品类不断优化，退换货率降低带来有效出货件数增加，我们预计公司货币化率有较大提升空间，进而带动盈利能力提升。综合以上分析，我们预计 2025-2027 年公司整体实现营业收入分别 39.95/47.44/56.05 亿元，分别同比增长 18.9%/18.7%/18.2%；实现归母净利润 3.31/5.75/7.96 亿元，25 年有望实现扭亏，26/27 年同比分别+74.0%/+38.5%。

我们与市场观点不同之处

市场认为大众服饰行业竞争激烈，南极人此前的产品力和品牌口碑下滑，此次转型成功的难度较大。而我们认为南极人拥有超过 20 年的品牌积淀，消费者认知度高，品牌精准契合“质价比”消费浪潮，且此次对于供应链和加盟商进行大刀阔斧的改革——截至 2025 年 1 月，公司授权供应商中 80% 以上的工厂都是 2023 年改革之后新合作的，核心供应商精简至约 40 家 (vs. 2022 年有 1752 家)；截至 2025 年 4 月，南极人线上的店铺数量近 1000 家，其中 400 家为 2025 年新开，显示出公司战略转型的决心，且南极人新品在包装、商标及质量方面均获得了消费者良好的反馈，产品体验感在逐步变好。我们认为南极人的国民品牌认知+质价比定位，锁定基本盘用户，新品的不断丰富和渠道的拓展将为公司带来增量，未来有望重回较快增长。

南极电商：顺应“质价比”趋势，品牌重塑再出发

公司概况：三次乘时代风口转型的消费品龙头

时势造英雄，时代造南极。公司以电商渠道为主，用自营、品牌授权和产业链服务力争打造世界级消费品巨头。南极电商成立于 1998 年，总部位于上海。公司的主营业务包括品牌综合服务业务、移动互联网营销业务。公司的商业模式经历三个阶段的转型：①“卖产品”、②“卖品牌、卖服务”、③“卖产品、卖品牌、卖服务”。随之，公司的商业定位经历三个阶段的转变：①中国保暖卫衣龙头、②中国“吊牌之王”、③目标成为世界级消费品品牌公司。公司拥有国民品牌“南极人”及国际品牌“百家好”、“卡帝乐鳄鱼”、“精典泰迪”等，授权运营类目包括内衣、男装、女装、床上用品、童装及母婴、健康生活等，公司在为合作伙伴提供品牌授权服务的同时，为合作伙伴提供资源整合、数据赋能、研发设计、质量管理、流量管理等产业链服务。公司的发展历程如下：

1) 传统发展期（1998 年-2007 年）：自营+重资产运营，扎根纺织行业

2) 第一次转型期（2008 年-2014 年）：品牌授权+轻资产运营，转型电商服务平台

2008 年，全球金融危机对纺织业的冲击与内衣品类同质化严重，使得公司开启品牌商业授权模式，砍掉生产端和销售端的自营环节，开始从传统的生产销售型企业向品牌授权转型，开始“卖品牌”。2010 年，公司正式开启电商服务业务，逐步将业务重心转向线上渠道。2011 年，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。

2012 年，开启南极人共同体（简称 NGTT）商业模式，打造可持续发展的产业生态链，开始“卖服务”。对于供应商，南极人可以提供产品研发设计、工艺品质管控、生产计划优化等服务；对于经销商，南极人可以提供店铺设计、流量推广、活动策划等服务。

2013 年，以大数据为依托，重构供应链，建立生态化柔性供应链服务平台，推出柔性供应链园区服务。与此同时，天猫开启邀请制，白牌商家无法入驻，提高了品牌的入驻门槛，因此拥有更开放的全品类授权的南极人乘着东风“卖品牌”更加容易。在“卖品牌”和“卖服务”的双轮驱动下，南极人在总销售额、合作客户数上保持着快速的增长，直接授权工厂由 2012 年的 70 家增长到 2015 年上半年的 376 家，直接授权经销商由 2012 年的 213 家增长到 2015 年上半年的 863 家。2012 至 2014 年度，南极人品牌在阿里平台的销售额分别为 6.11 亿元、12.25 亿元、17.62 亿元，年均复合增长率为 69.8%。

3) 上市扩张期（2015 年-2020 年）：收购多品牌+时间互联，拓展移动互联网营销

2015 年，公司通过重大资产重组，借壳新民科技成功在中小板上市。2015 年南极人品牌 GMV 为 39.7 亿元，实现营业收入 3.89 亿元；截至 2015 年年底，南极电商的授权供应商达 422 家，授权经销商达 1053 家。上市后，一方面公司在品牌授权业务中，不断通过收购与合作扩充品牌矩阵，例如 2016 年收购卡帝乐鳄鱼品牌和经典泰迪，开发 95 后到 00 后消费市场；另一方面，收购时间互联，延伸至移动互联网营销业务——主要从手机厂商处（如华为、OPPO、小米、苹果等）采购应用商店的流量，并面向广告商和众多小 APP 进行招商和流量投放，以下载、安装或激活某款 APP 产品或游戏为推广目的，通过获得媒体资源的买卖差价以及销售服务费作为主要的收入和利润来源。

2015 年-2020 年，公司本部收入（即除了子公司时间互联的互联网广告营销业务之外的其他业务）从 3.89 亿元快速增长到 13.96 亿元，CAGR 达 29.1%。

图表3：南极电商商业模式示意图



资料来源：公司公告，华泰研究

图表4：时间互联商业模式示意图



资料来源：公司公告，华泰研究

4) 困境低谷期（2021—2022年）：品牌授权“万物皆可‘南极人’”，产品质量惹争议

2021年和2022年公司在阿里平台实现GMV分别为197.75亿元、150.41亿元，同比下滑13.2%、23.9%；公司营业收入分别为38.88亿元、33.10亿元，同比下滑6.8%、14.9%；归母净利润分别为4.77亿元（同比下滑59.8%）、-2.98亿元；股价从2020年峰值23.75元跌到4.81元（2022年12月31日）。我们认为困境原因主要有两点：一是传统优势平台阿里受到来自抖音、快手、拼多多等渠道竞争导致的流量下滑，二是前期过度开放的全品类授权导致产品质量出现问题，消费者口碑下滑。

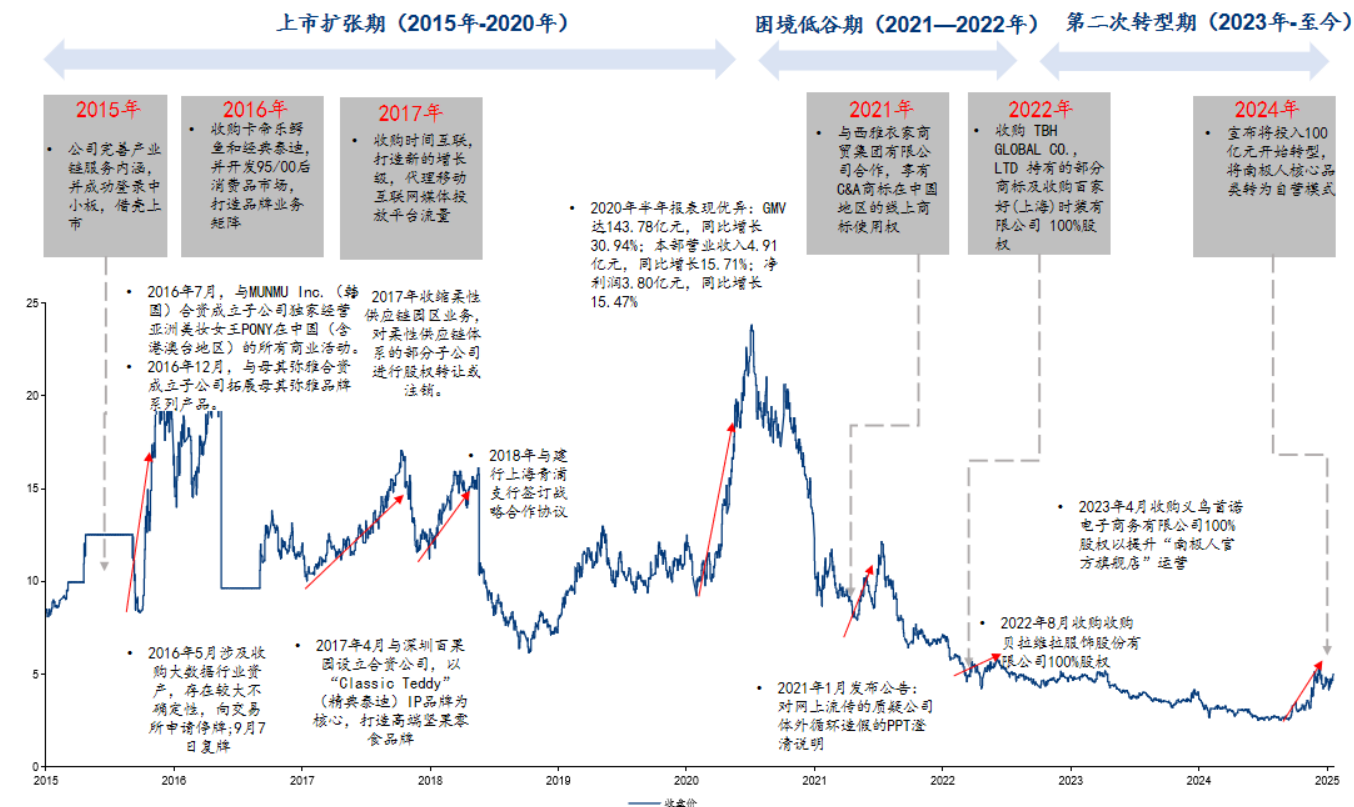
通过购买海外品牌以提升品牌高度，在供应链和品质上进行升级。2021年，公司与荷兰西雅衣家商贸集团有限公司合作，享有C&A商标在中国地区的线上商标使用权；2022年2月，收购韩国TBH GLOBAL CO., LTD持有的部分商标以及百家好（上海）时装有限公司100%股权，包含BASIC HOUSE、Mind Bridge、JUCY JUDY等品牌。2022年8月，收购服装品牌贝拉维拉。

5) 第二次转型期（2023年-至今）：自营+邀约制加盟，产品回归质价比，品牌形象重塑

2023年，公司决定从原来的开放性授权逐步过渡到邀约制加盟，并对供应链及经销商进行了大刀阔斧的改革，与不符合公司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，并提升加盟商进入门槛，只允许具备研发能力的供应商加盟，同时，采取白名单邀约制，只邀约头部加盟商，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。

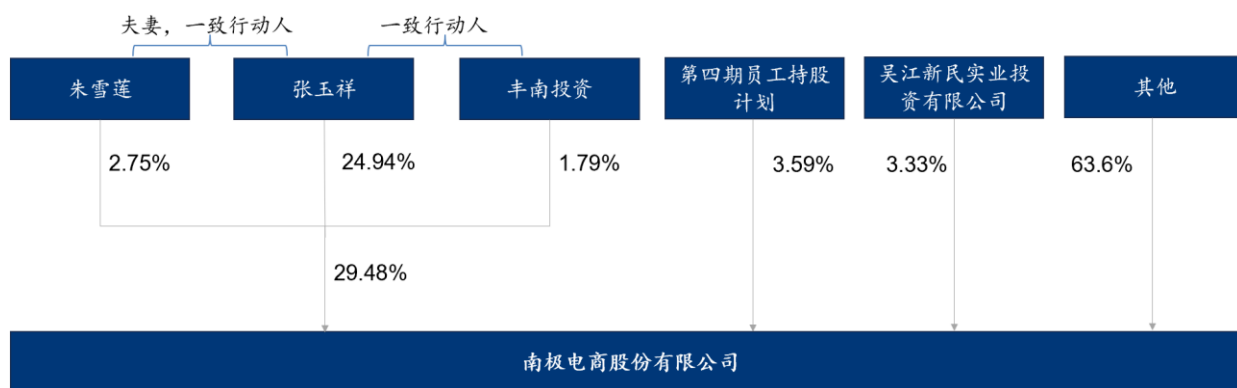
2024年，公司进一步推动转型。①供应链端，南极人品牌的男装、女装、内衣品类从原有的授权合作模式转变为自采与加盟模式。自采模式是公司负责产品源头的原料采购、设计打版、加工订单、物流等全业务链，做高品质、高性价比的标品，发挥成本优势与规模化优势；加盟模式是做个性化产品，满足消费者更多样化、个性化的需求；家纺、箱包、鞋配等品类做战略授权合作，通过邀请头部客户进行合作，减少低效“内卷”，专注提升商品品质。②品牌端，南极人品牌提出全新Slogan“轻奢品质，逆天价格”，定位“国货真香”，推出“南极人里程碑系列”即轻奢系列新品，包括防晒衣和防晒裤等，对标蕉下、SIINSIIN旗下热销产品。③营销端，南极人加大力度，2024年6月宣布与驰众广告有限公司达成合作，计划在2024年6月24日至2025年1月26日期间投入2亿元用于广告投放。根据公司年报，2024年全年南极电商实现营业收入33.58亿元，同比增长24.8%，品牌授权业务、自营销售业务和互联网营销业务均呈现良好增长趋势，初步验证公司转型成效。

图表5：南极电商股价复盘



控股股东与实际控制人为张玉祥先生，与一致行动人合计持股 **29.48%**。截至 2025 年 4 月 25 日，张玉祥直接持有公司 24.94% 的股权，其妻子朱雪莲（一致行动人）直接持有 2.75% 的股权，上海丰南投资直接持有 1.79% 的股权。因此，控股股东及其一致行动人共直接持有公司 29.48% 的股权。另外，第四期员工持股计划直接持有公司 3.59% 的股权，原借壳公司吴江新民实业投资有限公司持有南极电商 3.33% 的股权。

图表6：公司股权结构图（截至 2025 年一季报）



资料来源：公司公告，华泰研究

业务结构：时间互联贡献近 9 成收入，品牌授权综合服务贡献约 7 成毛利

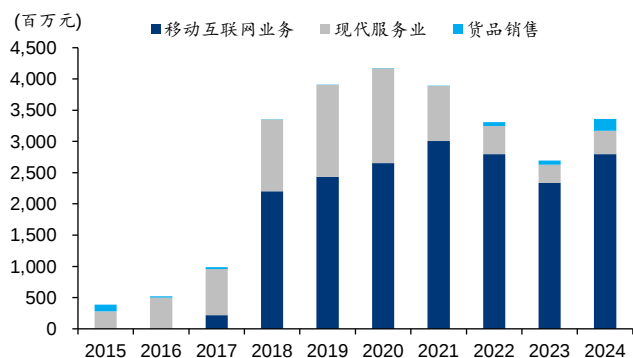
时间互联高收入、低毛利，品牌授权综合服务业务贡献主要毛利。收入端，分行业看，2024 年移动互联网业务收入 27.96 亿元，占总收入的 83.2%；现代服务业（包括品牌综合服务业务、经销商品牌授权业务、保理业务等）、货品销售收入分别为 3.74、1.89 亿元，收入占比分别为 11.1%、5.6%。毛利端，2024 年现代服务业实现毛利 3.56 亿元（毛利率为 95.2%），占毛利的 70.5%，而移动互联网业务（毛利率 4.6%）毛利占比为 25.5%。

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。时间互联主要面向移动互联网行业的广告主（主要为 APP 广告主），为其提供差异化的应用市场营销解决方案，同时时间互联通过获得媒体资源的买卖差价以及销售服务费作为主要的利润来源。时间互联是 OPPO、vivo、小米、华为、苹果等头部手机厂商内置应用市场及腾讯应用宝第三方应用市场多年的重要商业化合作伙伴，其凭借优质的内容创作和运营能力多次获得媒体和客户的荣誉奖项。

品牌授权综合服务收入包括向加盟商工厂收取的标牌使用费、品牌服务费，以及向下游经销商收取的年度授权费，与终端 GMV 正相关。具体而言，公司授权供应商使用“南极人”的商标及其辅料、生产并销售“南极人”品牌的产品，公司可收取**标牌使用费**，即南极电商准予授权生产商生产一定数量的某项产品时，会发放与之对应的标牌并收取相应金额的标牌使用费；而公司为授权生产商提供产品研发、工艺制作、品质控制、计划制定、经营数据分析等一系列增值服务所收取的服务费用，即为**品牌服务费**。公司授权经销商和分销商在授权期限和授权场所内，进行被授权产品类目的销售活动，公司可收取**年度授权费**。因此，公司品牌授权综合服务收入与其终端销售的 GMV 存在正相关关系，即货币化率（收入/GMV）。

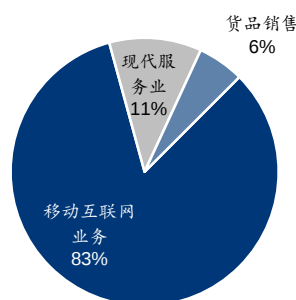
当前货币化率处于较低水平，未来有较大提升空间。分品牌来看，我们预计 2024 年南极人的货币化率为 1.5%~1.8%（vs. 2017 年约 4.9%），百家好的货币化率约 2.4%，卡帝乐鳄鱼的货币化率约 2%。未来随着公司转型调整效果显现，销售规模企稳向上，公司议价能力有望回升，叠加品类不断优化，退换货率降低带来有效出货件数增加，我们预计公司货币化率有较大提升空间。

图表7：南极电商收入拆分



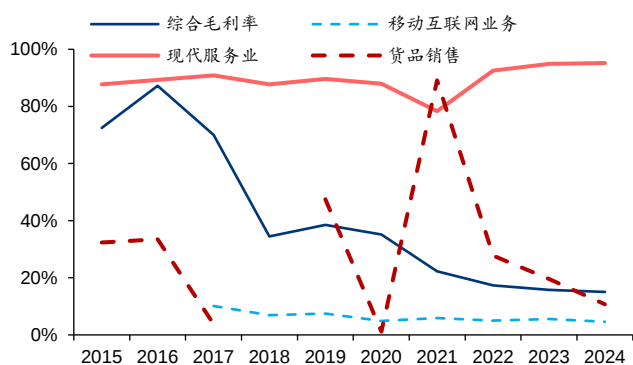
资料来源：公司公告，华泰研究

图表8：南极电商收入拆分（2024，分行业）



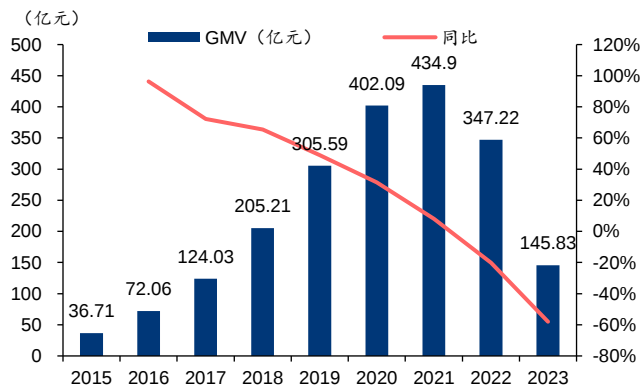
资料来源：公司公告，华泰研究

图表9：南极电商毛利率拆分



注：2018 年货品销售毛利率为负
资料来源：公司公告，华泰研究

图表10：南极电商总 GMV



注：24 年数据未披露，22-23 年下滑主要系阿里系平台流量红利消退、行业竞争加剧以及公司自 2023 年开始逐步清退原有不合格的经销商
资料来源：公司公告，华泰研究

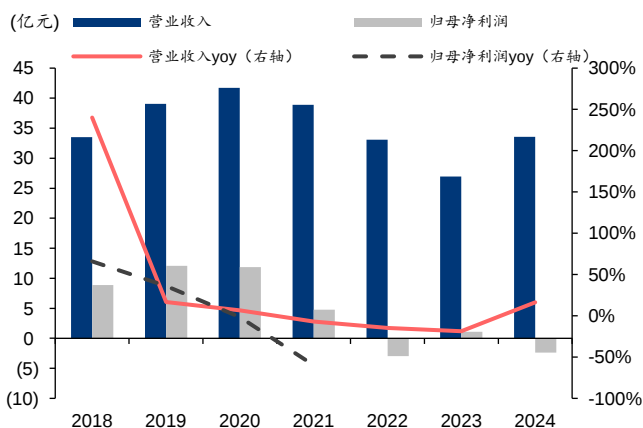
财务分析：收入回升，营销投入加大致净利润、ROE 短期承压

收入和毛利率回升。转型初期，2024 年公司营业收入 33.6 亿元，同比增长 24.7%。其中，时间互联营业收入完成 27.96 亿元，同比上升 19.8%；公司本部营业收入完成 3.74 亿元，同比上升 26.9%。营业收入回升一是源于公司轻奢系列和百家好有较好的零售额及业务结构的调整，公司在品牌授权业务收入和自营销售业务收入方面均呈现良好的增长趋势，品牌转型的效果初步显现。二是源于时间互联在传统 OPPO 和小米业务线营业收入增加，同时苹果等信息流新业务线提供增量营业收入。

转型阵痛期营销投入加大，2024 年净利润为负，ROE 短期承压。2024 年年报显示，公司归母净亏损 2.37 亿元，主要原因包括 1) 公司对收购的子公司时间互联商誉计提减值，即市场竞争加剧导致时间互联毛利率承压，2024 年计提商誉减值 1.08 亿元，计提后商誉余额为 3.26 亿元；2) 为支持公司南极人品牌的转型，增加了广告及营销推广投入。2024 年销售费用率明显提升为 17.5%，同比提升 13.4pct。展望后续，我们认为随着公司不断提升费用投放效率，净利率有望触底回升。

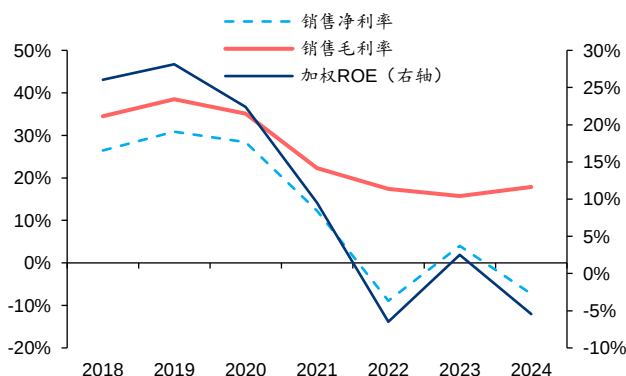
经营活动现金流有所波动。2018-2021 年公司净现比在 80% 上下；2022 年受到计提商誉减值、信用减值等净利润为负，而经营性净现金流同比+51%至 5.75 亿元，主要系移动互联网媒体投放平台业务因业务线收缩导致大量尾款收回；2023-2024 年处于转型调整期，2024 年经营性现金流转负，为-1.77 亿元，主因时间互联移动互联网业务投放及公司本部自营采购及营销推广增加，我们预计随着公司转型后逐步回归经营正轨，现金流情况有望改善。

图表11：南极电商收入、归母净利润及同比增速



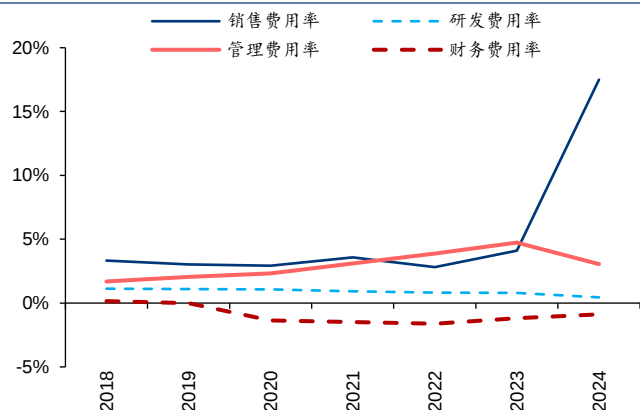
资料来源：Wind，华泰研究

图表12：南极电商销售毛利率、销售净利率及加权 ROE



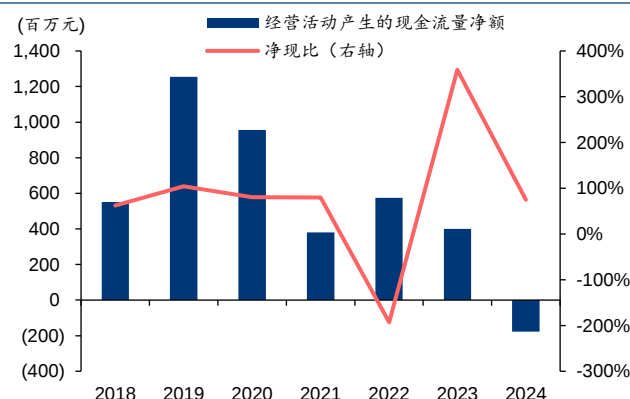
资料来源：Wind，华泰研究

图表13: 南极电商期间费用率



资料来源: Wind, 华泰研究

图表14: 南极电商经营性现金流及净现比

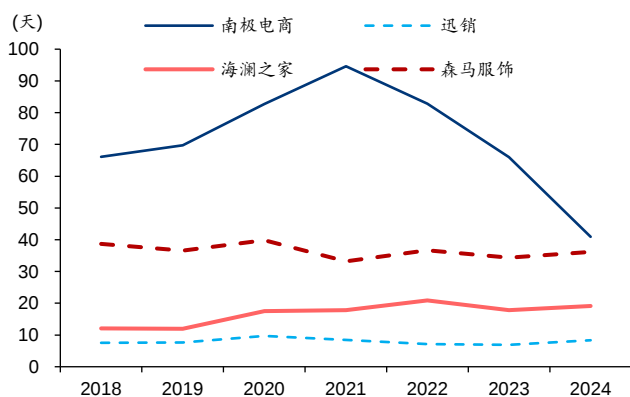


资料来源: Wind, 华泰研究

应收账款周转天数高于同行业公司, 存货周转天数低于同行业公司。

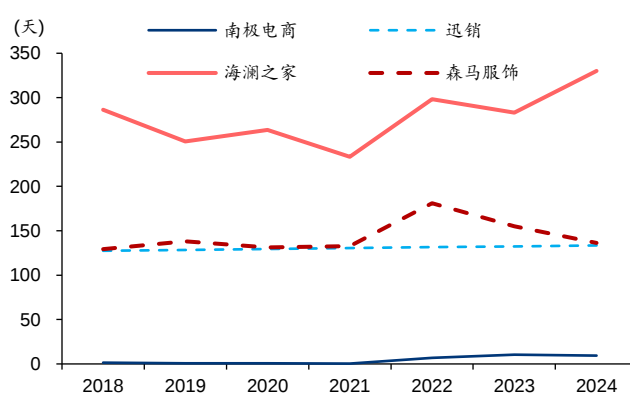
- 应收账款:** 南极电商的应收账款周转天数处于较高水平, 2024 年为 41 天, 高于同行业公司迅销 (优衣库母公司) /海澜之家/森马服饰的 8.3/19.2/36.2 天。具体来看, 应收账款主要来自品牌授权综合服务业务及时间互联业务的授信。a) 品牌综合服务业务采取分期付款的模式, 向生产商提供一定的授信额度; b) 时间互联业务为广告代理业务, 先投放后付款的模式; c) 子公司小袋融资租赁为客户向其购货方销售商品、提供劳务或其他原因产生的应收账款提供融资及相关的综合性金融服务。因此应收账款的存在具有合理性。2023 年公司进行业务改革以来, 减少对于生产商的授信, 因此应收账款周转天数从 2021 年的 94.6 天降至 2024 的 40.9 天。
- 存货:** 南极电商的存货周转天数远低于同行业公司, 主要系其生产端主要采用授权加盟模式, 存货主要为标牌辅料和少量的成品库存, 因此在轻资产运营模式下, 库存周转天数在 2018-2021 年基本处于 1 天左右。2022 年后库存周转天数小幅增加至 10 天左右, 主要因为公司 2022 年收购百家好、2023 年开始转型并新增自营模式, 这意味着未来南极电商的存货可能会更多地包含自营相关的产品库存, 但较同行业公司 130 天以上的存货周转天数而言, 南极电商的周转效率显著更高。

图表15: 南极电商/迅销/海澜之家/森马服饰应收账款周转天数



资料来源: Wind, 华泰研究

图表16: 南极电商/迅销/海澜之家/森马服饰存货周转天数



资料来源: Wind, 华泰研究

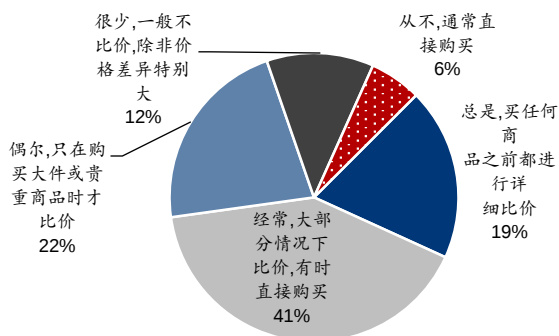
看点一：质价比消费浪潮下，南极人精准定位重塑品牌形象

随着社会发展，科技发展与信息的及时触达，以及代际变化，消费者对“情绪消费”和“可持续消费”都体现出强烈诉求。一方面，消费者希望通过消费满足自我、表达自我，既要能够满足对体验感、品质的追求，同时也需要满足对个性的表达、对情绪的释放；另一方面可持续化的消费观，让一部分消费者回归理性消费、更加有计划，关注性价比、功能、品质等。

南极人主打“好货不贵”，契合当下理性消费趋势

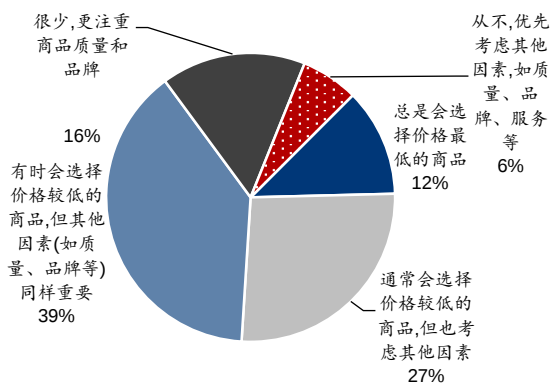
居民消费日趋追求理性，正带动理性消费和性价比消费持续崛起。新京报贝壳财经发布的《2024 中国青年消费趋势报告》数据显示，19.3%的受访者买任何商品都会进行比价，41.0%的受访者在购物时经常有比价行为，性价比消费已成为中国青年重要消费趋势。此外，在小红书、豆瓣、抖音等社交平台上，以“平替”为关键词的笔记/群组/视频等受热议，显示出消费者在追求品质的同时，更加注重性价比与理性消费。

图表17：青年消费时比价习惯



资料来源：新京报，贝壳财经《2024 年轻人消费趋势调查》，华泰研究

图表18：青年消费对低价商品的选择情况



资料来源：新京报，贝壳财经《2024 年轻人消费趋势调查》，华泰研究

南极人主打“好货不贵”，追求“轻奢品质、逆天价格”。为满足消费者对品质、功能、价格的基本需求，同时追求大牌的版型、舒适度以及商品的附加值，南极电商通过转型以优化供应链，并提高产品“质价比”，即在品类上对标优衣库，在品质上对标 Lululemon，在价格上对标迪卡侬。从业务模式来看，公司通过自营把品类做深，通过加盟授权把品类做宽：**1) 自营：**南极人通过自营模式来打造轻奢系列，以简约基础款为主，仅选择标准色如黑色、白色、蓝色和灰色等，将产品做“深”，满足消费者刚性需求，并通过产品设计、品质的提升进一步增强品牌美誉度和影响力；**2) 加盟：**南极人通过邀约制加盟模式撬动最优质的供应商和经销商，并以高标准要求合作伙伴，将产品做“宽”，即由公司商品团队对产品的工艺、版型等进行指导，使用更丰富的色彩、印花以及在基础款前提下进行版式调整，以满足消费者多样化、个性化需求，并通过严格的品质指引和产品评价机制，确保加盟产品的高标准和一致性。

图表19: “舒适、好看、故事、品质、功能、价格”的商品价值



资料来源:公司公告, 华泰研究

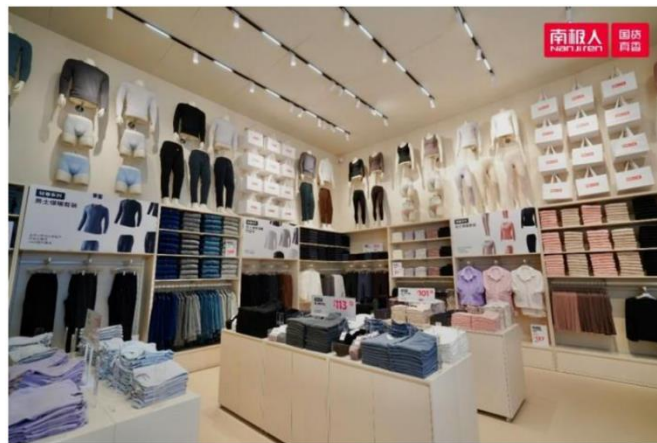
南极人以“温暖有约，科技生活”的品牌理念，满足消费者对商品价值和情绪价值的双重追求。首先，南极人通过品牌故事和店铺设计传递情感价值。例如，上海环球港首店以“温暖到家”为主题，店铺内部设计巧妙融合了现代科技元素与温馨家居风格，让消费者在寒冷的冬日中感受到归来的南极人所传递的“美好产品，创美好人生”的品牌价值。店内不仅展示高品质的产品，还通过精心设计的体验环节，增强消费者对品牌的认同感。其次，南极人围绕“舒适、好看、故事、品质、功能、价格”持续为消费者提供更好的商品、更好的价格、更好的消费体验感，满足消费者对商品价值和情绪价值的双重追求。

图表20: 南极人全球首店



资料来源:资讯中国, 华泰研究

图表21: “温暖到家”的情绪价值



资料来源:资讯中国, 华泰研究

凭借“大牌平替”崛起的优衣库，或为服装公司发展方向提供参考

1984年，优衣库首家门店“Unique Clothing Warehouse”在日本广岛开业，主打平价休闲服饰。1991年，品牌更名为“UNIQLO”（优衣库），确立“基本款+高性价比”策略，并开启日本全国性扩张。1998年，优衣库推出革命性产品摇粒绒外套（Fleece Jacket），以1900日元低价热销超200万件，成为品牌标志性单品。相应地，优衣库日本本土销售额从1990财年的52亿日元，增长至1997财年的750亿日元，年均复合增速为46.4%。至2020年，优衣库母公司迅销集团以37.9%的市场份额稳居日本服装零售企业Top1。

- 1) **成功经验一：优衣库的诞生和发展顺应日本的经济环境和消费趋势。**20 世纪 70 年代末至 80 年代初，日本居民消费趋势开始分化，高端奢侈消费和大众高性价比消费相继成为主导。在这一时期，消费者对价格敏感度增加，同时对品质的要求依然较高，这为优衣库的“高性价比”定位提供了市场基础。90 年代后，随着日本经济环境的变化，高性价比、低品牌溢价成为消费趋势，进一步巩固了优衣库的市场地位。
- 2) **成功经验二：创新商业模式，将成本压缩到极致。**优衣库借鉴美国 GAP 的 SPA 模式（即自主品牌专业零售商经营模式，指的是企业全程参与商品设计、生产、物流、销售等产业环节的一体化商业模式），通过控制全产业链成本，提供物美价廉的衣服。这种模式使优衣库能够在低迷市场中抢占份额，实现快速扩张。
- 3) **成功经验三：供应链管理严格，确保产品质量。**优衣库不设立自有工厂，而是委托海外工厂进行生产，利用中国等国家的劳动力优势降低成本。同时，优衣库实施“匠计划”，外派日本熟练技工到生产基地进行技术指导，确保产品质量。
- 4) **成功经验四：品牌定位“高性价比”，创造优质供给满足消费者需求。**90 年代后受到日本经济环境的影响，居民消费观念也随之变化，日本人的审美偏好更加倾向于简洁风格。优衣库凭借其多样、素雅、简洁、平价且得体合宜的产品特点，逐渐赢得日本消费者的青睐。其次，优衣库注重产品质量和研发，通过与东丽公司合作开发功能性产品，如 HEATTECH 发热内衣，满足了消费者对品质和功能的需求。

图表22：日本 2020 年前十大服装零售企业竞争格局

排名	企业名	销售额（亿日元）	份额
1	Fast Retailing（迅销）	22,905	37.9%
2	Shimamura（饰梦乐）	5,219	8.6%
3	ONWARD 控股（恩瓦德）	2,482	4.1%
4	World（世界）	2,362	3.9%
5	Adastria（爱德利亚）	2,223	3.7%
6	青山商事	2,176	3.6%
7	良品计划	1,875	3.1%
8	华歌尔控股	1,867	3.1%
9	AOKI 控股（青木控股）	1,802	3.0%
10	TSI 控股（TSI 控股）	1,700	2.8%

注：2019 年到 2020 年期间各企业的销售额，单位为亿日元。

资料来源：日本矢野经济研究所，华泰研究

看点二：供应链深度改革重塑产品力，自采+加盟双轨制运营构建产业壁垒

全品类综合竞争，全生活场景布局

南极电商除了拥有国民品牌“南极人”及国际品牌“卡帝乐鳄鱼”、“百家好”等知名品牌以外，旗下还包括定位婴童赛道的“精典泰迪”、定位都市轻户外的“Mind Bridge”、定位潮酷的“Jucy Judy”等，建立了丰富的品牌及品类体系，着力于打造“一超多强”、多元化、个性化的品牌矩阵。公司坚持“低频不低价、中频性价比、高频极致性价比”的定价策略，精准满足供应链、消费者多样化的生产和消费需求。

图表23：南极电商旗下品牌布局



资料来源：公司公告，华泰研究

南极人以基础款内着和可通勤的户外款外着为主。2024 年南极人是全面升级的一年，老货品箱包、鞋等衍生品类退出，自营新品轻奢系列自 9 月上线以来获得市场良好口碑，商品动销率达 90%（据公司公告的投资者关系活动记录表）。南极人自营零售的品类主要包括男装、女装、内衣，从 2024 年 10 月起，公司开始自采 15 个 SKU，主要为保暖背心、保暖裤、保暖套装等，以及一些快消品如基础款内裤、袜子。2025 年，公司进一步增加自采品类，如 3 月推出功能性的速干 T 恤、防晒衣等，在冬季有望推出羊毛系列和羽绒服。而加盟品类则规划涵盖文胸、家居服等更具四季适配性的细分品类。公司结合自营和加盟，在强势品类上以细分的二级类目去延展。

图表24：2024 年抖音平台南极人前十名销量商品

商品名	店铺名称	销售额(元)	销量(件)	均价(元)
南极人青少年 7A 抗菌内裤透气网孔冰丝春夏中大儿童初中高中男生内裤	南极人儿童服饰旗舰店	89146748	1529117	58
南极人秋冬季长袖圆领轻薄款无痕保暖修身高弹修身女士塑身美肤衣	南极人真新彩服饰专卖店	44023278	1447523	30
南极人青少年羊毛蚕丝保暖内衣套装初中高中生秋季秋裤	南极人儿童服饰旗舰店	43088760	640117	67
7A 抗菌青少年秋冬羊毛蚕丝保暖套装初中高中生男女款	南极人儿童服饰旗舰店	28046429	222262	126
南极人女士无痕保暖裤轻靠打底裤弹性高腰秋裤女修身长裤	南极人雷朋内衣专卖店	23334581	601248	39
南极人塑身打底裤裸感超自然光腿神器加厚透肤袜	南极人官网商城旗舰店	22837813	340931	67
儿童女内裤女童 7A 级抑菌冰丝少女内裤网眼裸感舒适透气不夹臀轻薄	南极人绿色森林专卖店	22048575	469183	47
儿童女内裤女童 7A 级抑菌冰丝少女内裤网眼裸感舒适透气不夹臀轻薄	南极人绿色森林专卖店	22048575	469183	47
户外保暖高腰提臀显瘦高弹鲨鱼裤秋冬加绒打底裤	南极人奥莱旗舰店	15289927	237048	65
NANJIREN/南极人男士内裤四角抑菌平角短裤	南极人母婴服饰旗舰店	14693507	486633	30

资料来源：久谦，华泰研究

百家好及其旗下品牌以时尚款为主，分别定位时尚通勤、潮酷、优雅，多维度打造穿透时尚消费场景的品牌矩阵，聚焦追求品质生活的都市中产人群，其用户画像为女装、美学、SPA 风格，年龄为 25 岁至 45 岁。其顺应时尚消费品“大品牌、有颜值、个性化、品质好、价格优、持续上新”的消费趋势，开创风格化+品类授权的新模式，基于长期发展主义理念，打造好商品、好营销、好服务。百家好的合作模式包括品牌授权、合资经营等，与产业链客户共建时尚共同体联盟。2023 年度实现全平台 GMV25 亿元，贡献收入约 6000 万元，抖音女装年度排名前 10；2024 年年实现 47 亿 GMV，我们预计贡献收入约 1 亿元。百家好品牌以女装为主，逐步向退换货率较低的品类（如家纺和内衣）进行回归和优化。目前保持年上新 10 万+款式，每月审款 1 万+商品，既满足消费者的时尚个性化需求，也保护了合作伙伴专款专利。

卡帝乐鳄鱼以休闲运动款为主，品牌定位“大牌平替、经典复古”，产品定位“运动休闲、轻量户外、都市通勤”。卡帝乐鳄鱼品牌在 2024 年同样进行了供应链及经销渠道的梳理，我们预计 2025 年有望借鉴南极人产品品质升级的经验，调整优化产品线，逐步提升男装、女装品类的自采比例，树立商品品质标杆并提升品牌调性。

图表25：2024 年抖音平台卡帝乐鳄鱼前五名销量商品

商品名	店铺名称	销售额(元)	销量(件)	均价(元)
行李箱女拉杆箱男女学生旅行箱万向轮皮箱子大 卡帝乐鳄鱼行李箱旗舰店	卡帝乐鳄鱼行李箱旗舰店	30655068	262820	117
容量密码箱登机箱包	店			
卡帝乐鳄鱼 2024 秋季新款男士休闲裤商务免 卡帝乐鳄鱼奥莱旗舰店	卡帝乐鳄鱼奥莱旗舰店	16045227	123447	130
烫抗皱直筒弹力长裤子				
CARTELO/卡帝乐鳄鱼 2024 新款运动时尚休闲 卡帝乐鳄鱼 CARTELO	卡帝乐鳄鱼 CARTELO	11366635	104130	109
鞋舒适百搭男女情侣款	户外鞋旗舰店			
行李箱女拉杆箱男女学生旅行箱万向轮密码箱飞机 卡帝乐鳄鱼行李箱旗舰店	卡帝乐鳄鱼行李箱旗舰店	10581843	61506	172
专用登机箱子大容量	店			
卡帝乐鳄鱼真皮男鞋秋冬休闲鞋高档潮鞋百搭手 卡帝乐鳄鱼鞋类奥莱旗	卡帝乐鳄鱼鞋类奥莱旗	10157711	44117	230
工防滑男士大码鞋子	舰店			

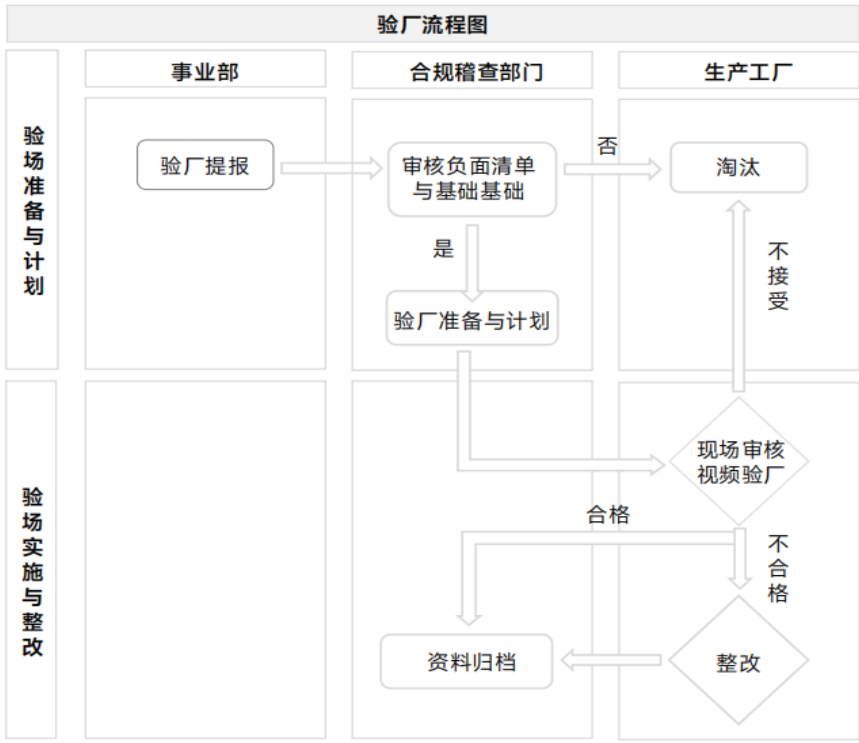
资料来源：久谦，华泰研究

引进优质设计团队，背靠国内供应链优势，不断推动产品升级迭代

自采产品方面，南极人引入奢侈品牌的核心团队，重塑产品品质标杆。南极人里程碑系列产品均由“极工坊”出品，“极工坊”主理人曾操刀世界顶级奢侈品品牌 Armani 等，核心团队共有 10+人，成员均在国际、国内 Top 男女装品牌担任首席版师和品控师。在科技创新驱动下，南极人在原材料研发、版型设计、工艺制作中不断精进，例如与头部或细分品类下的佼佼者进行合作，包括全球奢侈大牌“御用拉链供应商”YKK、缝纫线制造商英国高士（Coats）、“新材料之王”福建永荣锦江、澳洲国宝级美丽诺羊毛、棉花、意大利的面料、辅料等。南极人目前的产品研发周期不低于百天，以保障高水准的产品品质，在此基础上，轻奢系列消费者反馈的整体好评率在 95%以上。

加盟产品方面，公司对供应链进行深度改革，撬动行业优质供应商。2024 年公司从开放性授权模式逐步过渡到邀约制加盟，除了采用白名单邀约制提高准入要求以外，还对供应端实施“一款一审”及“谁开发、谁拥有”的机制，确保款式不抄袭、不“内卷”，并建立更高标准的品质指引及产品评价机制，产品须经公司专业的质检团队验收合格后才能量产，确保加盟、自采产品的高标准和一致性。此外，公司加强负面清单管理，合作期间不定期对工厂、商品进行后置式的稽查，严格对负面情况的处罚履约。公司策略从以前的追求高度分散，绝对规模的供应链系统转变至产品至上，与国内外优秀供应商合作，供应商数量由 2022 年的 1752 家大幅下降。截至 2025 年 1 月，公司授权供应商中 80%以上的工厂都是 2023 年改革之后新合作的，核心供应商精简至约 40 家。

图表26：负面清单管理制度



资料来源：公司公告，华泰研究

中国制造与优质原料的国产替代优势，助力南极人夯实品质基础。首先，中国原材料价格较低，具有国产替代优势。例如，公司 2024 年推出的自发热保暖内衣，使用的日本进口原料价格为 10 万元/吨，而国内同类原料价格仅为 2.5 万元/吨，能够在达到同样功效的基础上显著降低成本。其次，中国具有世界一流的生产工厂，南极人与云南、贵州工厂合作，把先进的制造设备引入当地产业链，实现高度机械化、智能化的生产线，制造出比肩世界奢侈品标准的服装。

图表27：南极人全球化战略供应原料



资料来源：南极人微信公众号，华泰研究

图表28：南极人里程碑系列产品均由“极工坊”出品



资料来源：南极人小红书官方账号，华泰研究

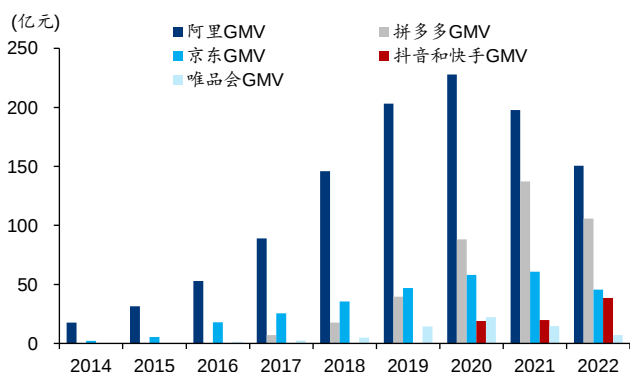
看点三：抖音+货架电商攻守兼备，全渠道共振重拾增长

线上渠道：传统优势渠道，有望重回历史高峰

2022 年以前，淘系为公司线上销售主阵地，拼多多、抖音快速崛起。具体来看，1) 阿里长期为南极电商的核心渠道，GMV 在 2020 年达到峰值 227.95 亿元，但 2020 年后增长放缓，2022 年为 150.41 亿元，同比下降 23.9%。2) 拼多多 2017 年后快速崛起，2020 年超越京东，成为南极电商第二大渠道，GMV 在 2021 年达到峰值 137.26 亿元，2022 年为 105.7 亿元，同比下降 22.99%。3) 京东为第三大渠道，2022 年 GMV 为 45.48 亿元，同比下降 25.22%。4) 抖音&快手作为主要的兴趣电商平台，2020 年后发力，2022 年 GMV 为 38.51 亿元，同比上升 94.49%。5) 唯品会 GMV 规模较小，2022 年约 7.01 亿元。

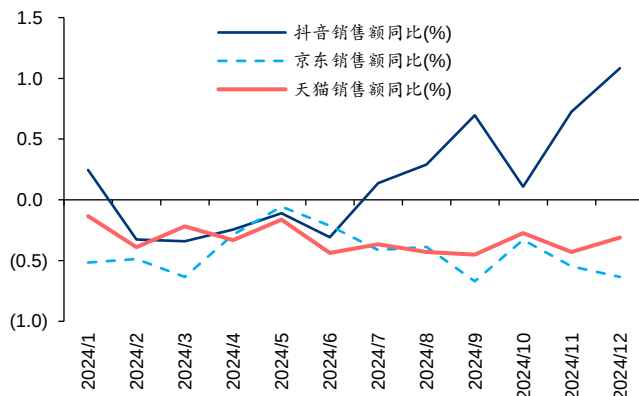
2022-2024 年，渠道结构转型，从依赖阿里转向抖音等平台。根据久谦数据，2023-2024 年南极电商旗下南极人、卡帝乐鳄鱼、精典泰迪和百家好品牌在传统电商平台 GMV 有所下滑，反映流量红利消退、行业竞争加剧等。而抖音自 2022 年后继续呈现明显上升趋势。从 2024 年全年看，在 2024 年 9 月南极人轻奢系列发布后，抖音实现较高增长，GMV 同比增速从 9 月 69.7% 上升至 12 月 108.3%，初步验证抖音推新品的成功。而天猫、京东全年 GMV 同比负增长（天猫-20%~-40%，京东-30%~-60%），主要系公司逐步清退原有不合格的经销商（至 2024 年底 100% 清退）。

图表29：南极电商按平台 GMV



注：2023 年末披露分平台 GMV 数据
资料来源：公司公告，华泰研究

图表30：2024 年南极人在天猫、抖音、京东平台的 GMV 同比变化



资料来源：久谦，华泰研究

抖音作为品效合一的平台，有助于新品曝光、获得第一波消费者。近年来公司在抖音平台的表现较为亮眼，尤其是南极人新品轻奢系列的多个类目，如男士内裤、袜子、塑身衣等，排名处于行业前列。根据抖音飞瓜数据，南极人在 2024 年 12 月的排名中，内衣在行业一级类目下的 GMV 排名第一，细分二级类目（如男士内裤、袜子、塑身衣等）排名前三。

货架电商的用户沉淀更优，2024 年底南极人完成原经销商的汰换，2025 年重回货架电商，有望延长商品生命周期。传统货架电商的消费者沉淀和复购情况更优，主要得益于淘系良好的生态机制以及南极电商坚持的“一品一特色”策略。其背后的供应链工厂均为符合标准化要求的优质工厂，产品品质一致性较高，与品牌形成了共赢合作机制。截至 2024 年底，老货品及不符合要求的老代理商已 100% 清退，目前天猫平台销售的均为新货。2025 年，我们预计公司有望重点开拓货架电商业务，包括淘系、京东、唯品会等，以及抖音、快手的货架业务，更好地沉淀品牌粉丝和用户，同时更有效地管理产品生命周期，实现复购。

尽管拼多多平台支持更多小微和非标产品，对南极电商原有的标准化和一致性产生了冲击，但南极电商通过用时两年清理小微客户，回归头部大客户策略，有效应对了这一挑战。目前，拼多多平台的市场份额仍然存在，南极电商计划在拼多多平台继续拓展，通过优化产品结构和提升服务质量，有望进一步提升在拼多多平台的市场份额。

线下渠道：或将成为未来增长点

线下门店加强消费者体验，提升品牌认知和消费粘性。南极人线下渠道分成两部分：一部分是直营门店，商品宽度涵盖自营和加盟系列；另一部分是以单品形式和线下新的零售业态合作。2025 年南极人将开拓线下百货渠道，推动自采大单品生活基本款进入优质百货如胖东来等；并尝试开设线下自营店——环球港开设的全球旗舰店（快闪店）平均面积 180 平方米，自 2024 年 12 月营业以来，保持了基本 10 天一次的上新频率，销售情况较好，羽绒、保暖内衣、羊毛衫等品类成为了该线下渠道的爆品；2025 年 4 月中旬在上海仲盛开设第二家快闪店，开业前两周在该渠道服装品类中的销售业绩排名前二。此外，公司计划于 2025 年 6 月开设线下首家固定店，将采用三盘货模式：一是集中自采的大单品；二是向加盟商工厂定制的专款；三是从加盟商现有产品中精选的部分，例如每两周挑选 10 个款式进入线下店，充分利用现有加盟供应链的快反能力。

加大梯媒等硬广投入，协同助力改善消费者心智。2024 年，为配合业务的转型，进一步提升公司品牌影响力，加强对新系列产品的宣传推广，公司加大了品牌推广相关的投入。2024 年 6 月，南极电商宣布投入 2 亿元广告费用，由分众传媒负责商业楼宇液晶电视和智能屏的广告业务，广告投放范围覆盖全国 207 个城市的电梯和楼宇。同时，还邀请谢霆锋作为品牌代言人。公司通过硬广投放，向 B 端、C 端释放品牌转型的强信号，既让消费者快速了解到南极人品牌“轻奢品质，逆天价格”的产品理念与普惠友好的价格，也让供应链、经销端能够直观了解品牌未来的发展理念，撬动行业头部的供应商和经销商。随着货盘、客户端、渠道端重塑的完成，未来公司将从商品本质出发，在广告等销售费用上的投入更理性。

盈利预测与估值

我们预计 2025-2027 年公司整体实现营业收入分别 39.95/47.44/56.05 亿元，分别同比增长 18.9%/18.7%/18.2%；实现归母净利润 3.31/5.75/7.96 亿元，25 年有望实现扭亏，26/27 年同比分别+74.0%/+38.5%。具体如下：

- 1) **移动互联网**：子公司时间互联以移动互联网营销业务为主，是 OPPO、vivo、小米、华为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，2024 年进一步开拓了苹果的业务线；客户端积累了大量的客户资源，截至 1H24 服务的广告主累计超过 9,900 个（较 2024 年底增加 2500 个）。2024 时间互联实现收入 27.96 亿元，同比+19.8%，主要系传统 OPPO 和小米业务线营业收入增加，同时苹果等信息流新业务线提供增量营业收入。毛利率方面，2024 年受到行业竞争加剧影响，上游手机厂商提高对时间互联流量代理投入的要求，同时时间互联加大对客户的招商投入，毛利空间承压。我们认为随着渠道的深耕、新客户的开发以及整体技术水平的提升，移动互联网业务收入有望保持较快增长，同时毛利率有望稳步提升，预计 2025-2027 年收入分别为 30.8/33.8/36.5 亿元；毛利率分别为 3.8%/4.0%/4.1%。
- 2) **现代服务业**：公司现代服务业包括品牌综合服务、经销商品牌授权业务、保理业务等服务业务，前两者主要为向加盟商工厂收取的标牌使用费、品牌服务费，以及向下游经销商收取的年度授权费，与公司旗下品牌在终端的 GMV 正相关，即货币化率（收入/GMV）。2021-2022 年现代服务业收入同比分别下滑 41.9%、48.7%，主要受到经济环境、疫情扰动，以及线上流量分化、公司优势平台流量下滑等影响。2023 年公司进入转型调整期，南极人品牌重塑供应链和经销商客户，清退不合格的合作方，并清理社会库存，导致 2023 年收入下滑 34.7%。随着南极人调整进入尾声，以及百家好销售趋势向好，2024 现代服务业实现收入 3.74 亿元，同比+26.9%。公司计划，2025 年南极人将全面推新轻奢系列产品；百家好会持续推出既时尚又舒适的通勤、户外、家纺，未来会围绕时尚休闲和通勤系列，进一步拓展产品线；2025 年会对卡帝乐鳄鱼的产品线做一定的调整，男装、女装品类预计会补充自采产品，趋同南极人产品升级的理念。我们认为随着公司业务模式调整理顺，产品 SKU 不断丰富，并推进渠道拓展，南极人、百家好、卡帝乐鳄鱼等品牌终端销售额有望重回快速增长，规模效应下公司议价能力提升，进而带动货币化率修复（我们预计 2025 年南极人的货币化率为 1.2%，百家好的货币化率约 2.6%，卡帝乐鳄鱼的货币化率约 2%；2026 年有望分别修复至 1.4%、2.7%、2.1%）。我们预计 2025-2027 年公司现代服务业收入分别为 5.80/8.18/11.37 亿元；毛利率预计稳定在 95.1%。
- 3) **货品销售**：货品销售业务主要为百家好的成衣销售，以及 2024 年开始新增的南极人部分品类的自营销售。2024 年 9 月南极人上新轻奢系列，至 12 月底日销额爬坡至约 2000 万元，带动 2024 年货品销售收入同比增长 191.6%至 1.89 亿元。随着自营产品种类不断丰富，我们预计 2025-2027 年公司货品销售收入分别为 3.39/5.43/8.15 亿元；经过前期投入和市场拓展期后，毛利率亦有望改善，预计毛利率分别为 12.7%/14.7%/15.7%（vs. 2024 年为 10.7%）。

期间费用拆分及预测：

- 1) **销售费用**：公司 2024 年转型期增加梯媒投放、聘请品牌代言人等，阶段性拉高销售费用率，2025-2026 年随着前期硬广投放逐步到期结束，销售费用率有望明显回落，我们预计公司 2025-2027 年销售费用率分别为 6.0%/5.4%/5.3%。
- 2) **管理费用和研发费用**：公司人员基本稳定，随着收入规模回升，我们预计公司 2025-2027 年管理费用率分别为 2.2%/2.0%/2.0%，预计 2025-2027 年研发费用率基本维持在 0.4%。

图表31： 南极电商盈利预测拆分（单位：百万元）

	2022A	2023A	2024 A	2025E	2026E	2027E
总收入	3309.68	2692.22	3358.46	3994.66	4743.61	5604.67
yoy	-14.90%	-18.70%	24.70%	18.90%	18.70%	18.20%
总成本	2734.48	2268.78	2853.22	3283.31	3751.04	4246.39
yoy	-9.50%	-17.00%	25.80%	15.10%	14.20%	13.20%
总毛利	575.19	423.44	505.24	711.35	992.57	1358.29
yoy	-33.70%	-26.40%	19.30%	40.80%	39.50%	36.80%
总毛利率	17.40%	15.70%	15.00%	17.80%	20.90%	24.20%
营业收入						
移动互联网业务	2794.74	2332.75	2795.76	3075.33	3382.86	3653.49
现代服务业	451.63	294.82	374.14	579.91	817.67	1136.56
货品销售	63.31	64.66	188.57	339.42	543.08	814.61
占比						
移动互联网业务	84.40%	86.60%	83.20%	77.00%	71.30%	65.20%
现代服务业	13.60%	11.00%	11.10%	14.50%	17.20%	20.30%
货品销售	1.90%	2.40%	5.60%	8.50%	11.40%	14.50%
营业收入增速						
移动互联网业务	-7.10%	-16.50%	19.80%	10.00%	10.00%	8.00%
现代服务业	-48.70%	-34.70%	26.90%	55.00%	41.00%	39.00%
货品销售	5116939.00%	2.10%	191.60%	80.00%	60.00%	50.00%
毛利率						
移动互联网业务	5.00%	5.60%	4.60%	3.80%	4.00%	4.10%
现代服务业	92.60%	94.90%	95.20%	95.10%	95.10%	95.10%
货品销售	27.80%	19.60%	10.70%	12.70%	14.70%	15.70%
期间费用率	5.90%	8.50%	20.10%	8.20%	7.40%	7.30%
销售费用率	2.80%	4.10%	17.50%	6.00%	5.40%	5.30%
管理费用率	3.90%	4.70%	3.10%	2.20%	2.00%	2.00%
研发费用率	0.80%	0.80%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%
财务费用率	-1.60%	-1.20%	-0.90%	-0.50%	-0.50%	-0.50%
净利率	-8.90%	4.00%	-7.30%	8.10%	11.80%	13.90%
归母净利润	-298.26	111.58	-236.59	330.55	575.09	796.26
yoy	-162.50%	n.a.	n.a.	n.a.	74.00%	38.50%

资料来源：公司公告，华泰研究

投资建议

综上，我们预计 2025-2027 年公司归母净利润 3.31/5.75/7.96 亿元，25 年有望实现扭亏，26/27 年同比分别+74.0%/+38.5%，2025-2027 年 CAGR 为 55%。我们选择主营业务同为大众服饰的海澜之家、森马服饰、迅销（优衣库母公司），和与各大品牌合作、具备丰富的电商运营经验的代运营公司若羽臣、壹网壹创作为可比公司。考虑到 2025 年为公司转型后首年，收入有望率先修复，2026 年利润释放可期，参考可比公司 2026 年 iFind 一致预期 PE 均值 26 倍，给予公司 2026 年 26 倍 PE，目标市值 147 亿元，目标价 6.0 元，首次覆盖给予“买入”。

图表32： 可比公司估值表（截至 2025 年 5 月 19 日）

股票代码	股票简称	收盘价	市值(亿)	归母净利润(当地币种 亿)						PE(倍)			
		(当地币种)	(当地币种)	2024	2025E	2026E	2027E	25-27E	CAGR	2024	2025E	2026E	2027E
600398 CH	海澜之家	7.80	375	22.9	25.4	28.8	31.7		12%	16	15	13	12
002563 CH	森马服饰	5.75	155	11.6	12.4	13.8	15.2		11%	13	12	11	10
9983 JP	迅销	48,470	154,135	3,720.0	4,081.9	4,319.4	4,726.6		8%	41	38	36	33
003010 CH	若羽臣	59.57	98	1.1	1.6	2.2	3.0		37%	92	61	45	32
300792 CH	壹网壹创	25.10	63	0.8	0.9	1.1	1.5		29%	82	69	54	41
平均										41	31	26	22

资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰研究预测

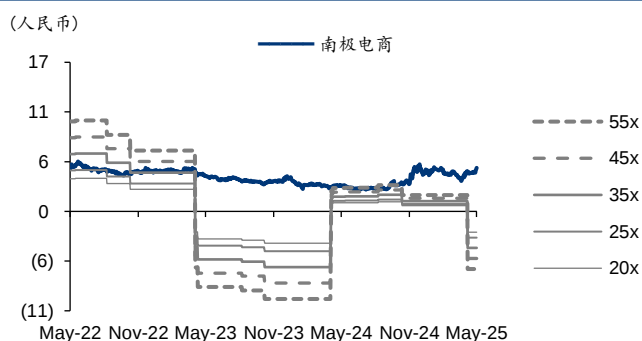
风险提示

1) 行业竞争加剧。纺织服装行业厂商及品牌数目众多，市场化竞争程度较高，国内外品牌之间的竞争愈发激烈，且不断会有新的品牌进入市场，使得行业竞争较为激烈。若未来行业竞争持续加剧，可能会影响公司盈利能力下行。

2) 品牌形象受损。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。如果未来公司在产品质量控制和品牌声誉保护等方面出现问题，可能会引起消费者权益纠纷等事件，公司的品牌形象可能会受损进而对销售造成不利影响。

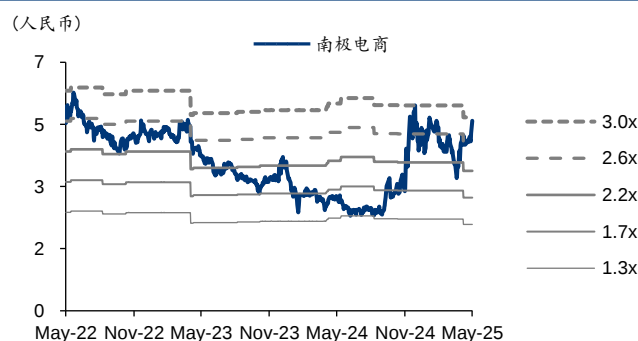
3) 时间互联持续稳定盈利的风险。时间互联存在一定程度对重要供应商依赖的风险，主要原因是腾讯应用宝、小米商店、vivo 商店等主要流量供应方在移动应用市场占据了优质稳定的流量资源，时间互联目前与腾讯、小米建立长期、紧密的合作关系，采购政策稳定。未来若不能持续拓展新的供应商、多元化发展，与重要供应商的合作政策出现不利变化的话，则会对经营造成负面影响。

图表33: 南极电商 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表34: 南极电商 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

免责声明

分析师声明

本人，樊俊豪、惠普，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师樊俊豪、惠普本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司