

南极电商 (002127.SZ)

多维度重识南极，估值体系有望重构

核心观点:

- 电商仍然是最具红利的赛道，而南极人是过去 5 年成长速度最快的品牌之一。过去市场的诸多质疑，主要来自于对南极电商认知的偏差，实际上今天的南极人无论是品类，区域还是年龄层，都已经实现出圈。本篇报告将从五个方面重新探讨南极生态的特点和价值。
- **再谈南极电商的商业模式及核心竞争力。**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。南极人的介入，提升了整合产业链的流量转化和资金周转效率，从而使得经销商、供应商和消费者实现共赢。**南极人独有的特点：**庞大的用户基数和活跃度；高性价比带来高复购率；平销为主保证工厂稳定持续经营；匹配平台流量规则持续享受红利。
- **南极的品类扩张路径和大店化红利。**南极人已经成为年轻化、高性价比的国民家庭大品牌，全品类覆盖：(1)成熟品类享受马太效应，市占率持续提升；(2)成熟品类下积极渗透三级细分品类，实现更多细分搜索词的占领；(3)涉足新品类，加强与头部伙伴合作，实现白牌品牌化。大店化是阿里现阶段的流量红利，其本质是持续的大爆款孵化能力叠加中长尾小爆款组合，对供应链的深度和宽度都有极高的要求。
- **盈利预测与投资建议。**南极电商目前已经形成一套全流程、多层次的质控管理体系，不断提升商品颜值、品质和服务。我们认为历史上压制公司估值的因素正在逐步减弱，预计公司 20-22 年归母净利润分别为 15.9 亿、20.5 亿和 27.4 亿，结合可比公司估值，我们采取分部估值法，给予 20 年核心主业 40X PE，时间互联 15X PE 估值，对应合理价值 24.64 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示：**高速扩张过程中的人才瓶颈；阿里流量的获取成本增加；多品牌、多渠道的扩张战略受阻；未能把握到新兴电商平台的崛起红利。

盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,353	3,907	4,695	5,625	6,792
增长率(%)	240.1	16.5	20.2	19.8	20.7
EBITDA(百万元)	945	1,299	1,738	2,275	3,065
归母净利润(百万元)	886	1,206	1,585	2,049	2,738
增长率(%)	65.9	36.1	31.4	29.3	33.6
EPS(元/股)	0.36	0.49	0.65	0.83	1.12
市盈率(P/E)	20.82	22.20	25.70	19.87	14.87
市净率(P/B)	4.94	5.51	6.32	4.80	3.63
EV/EBITDA	18.35	19.70	22.45	16.84	12.38

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

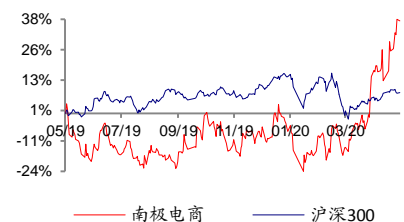
买入

当前价格	16.59 元
合理价值	24.64 元
前次评级	买入
报告日期	2020-05-19

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	2454.87/1953.64
总市值/流通市值(百万元)	40726.30/32410.92
一年内最高/最低(元)	16.67/9.23
30 日日均成交量/成交额(百万)	38.78/579.11
近 3 个月/6 个月涨跌幅(%)	56.66/58.00

相对市场表现



分析师:

洪涛



SAC 执证号: S0260514050005

SFC CE No. BNV287



021-60750633



hongtao@gf.com.cn

分析师:

嵇文欣



SAC 执证号: S0260520050001



jiwenxin@gf.com.cn

请注意，嵇文欣并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

南极电商 (002127.SZ):GMV 稳健增长，货币化率企稳	2020-04-30
南极电商 (002127.SZ):报表质量显著优化，现金分红彰显信心	2020-04-16
南极电商 (002127.SZ):业绩快报符合预期，关注疫情恢复进度	2020-03-05

目录索引

投资聚焦	5
一、再谈南极电商的商业模式及核心竞争力	6
（一）契合消费升级需求，坐拥庞大用户基数	7
（二）聚焦最主流价格带，匹配主流消费人群	8
（三）高性价比带来高转化率、高复购率，以及低成本扩张能力	9
二、南极电商如何顺应阿里流量规则变化？	10
（一）成长初期受益于店群模式，腰部店铺成为中流砥柱	10
（二）顺应精准推荐规则，“大店”+“爆款”模式推动单店规模增长	11
三、南极人品类的扩张边界在哪里？	13
（一）成熟品类市占率优势明显，马太效应得到体现	14
（二）借助成熟品类的强势地位，积极渗透细分品类	15
（三）踏足新品类，极致供应链可复制性得到验证	16
四、南极电商的质控管理体系	17
五、负面因素逐步褪去，估值体系有望重构	18
六、风险提示	23

图表索引

图 1: 一图看懂南极电商商业模式.....	6
图 2: 三四线及以下城市人口基数大, 市场规模更大 (2017 年)	7
图 3: 近 30 天阿里头部品牌的销量排名 (万件)	7
图 4: 19 年 11 月阿里头部品牌的销量排名 (万件)	7
图 5: 卡帝乐旅行箱均价与整体均价吻合 (元)	8
图 6: 卡帝乐旅行箱价格带贴合阿里主流价格带	8
图 7: 瞄准消费集中价格带——内裤 (2019 年)	8
图 8: 瞄准消费集中价格带——保暖套装 (2019 年)	8
图 9: 南极电商背后的消费升级逻辑	9
图 10: 南极人与竞争品牌近 30 天销量对比 (万)	9
图 11: 南极人与竞争品牌近 30 天收藏数对比 (万次)	9
图 12: 南极电商总体与细分类目前端店铺销售占比	11
图 13: 销售前 100 店铺的区间分布 (万)	11
图 14: 南极人 Top10 店铺销量占 Top100 的比例提升	12
图 15: 悠选专卖店的床上用品销售额市占率稳步提升	12
图 16: 悠选专卖店的产品数加速扩充	12
图 17: 悠选专卖店的中小爆款数量快速提升	12
图 18: 南极人各店铺的 SKU 数均自 8M18 快速增加	13
图 19: 南极人官方旗舰店的中小爆款数量持续增加	13
图 20: 公司两大成熟品类依然保持快速增长 (%)	14
图 21: 南极人内衣品类市占率与其他品牌的对比	14
图 22: 南极人家纺品类市占率与其他品牌的对比	14
图 23: 南极人在内裤、保暖内衣市占率高于新品类	15
图 24: 南极人成熟品类枕头、被子市占率超过四件套	15
图 25: 内衣品类的增长来自新品类的驱动	15
图 26: 各品类增速均快于行业, 但新品类增速更快	15
图 27: 2019 年南极电商主要品类的 GMV 增速	16
图 28: 南极人在多个非纺织品类的销量位于行业前列	17
图 29: 南极电商目前各环节品质控制体系和制度	17
图 30: 南极电商历史上不同阶段的股价压制因素	18
图 31: 应收账款及占总资产的比例情况	20
图 32: 应收账款拆分情况	20
图 33: 经营性净现金流与扣非净利润 (年度)	20
图 34: 经营性净现金流与扣非净利润 (季度)	20
图 35: 公司品牌服务费的货币化率情况 (年度)	21
图 36: 公司品牌服务费的货币化率情况 (季度)	21
图 37: 时间互联的收入增长情况 (年度)	21
图 38: 时间互联新媒体网红经济发展历程	21

表 1: 南极人店铺数目和商业模式与竞争对手对比	10
表 2: 南极人多个细分类目在阿里 GMV 排名前列	13
表 3: 南极电商收入及利润拆分 (百万元)	22
表 4: 可比公司估值 (截止 2020 年 5 月 18 日)	23

投资聚焦

在很长一段时间里，南极电商饱受质疑，有认为其是保暖内衣品牌，品类扩张边界有限；有认为其品牌授权模式太轻，缺乏品控管理；有认为贴牌不等于品牌，最终会被真正的“品牌”替代；有认为拼多多和淘宝特价版崛起会取代南极电商等等。但事实是从2015年9月借壳至今，南极电商交出了一份又一份持续高质量高增长高回报的业绩表现。2015年南极电商GMV约45亿，收入3.89亿，归母净利润1.72亿，经营性净现金流入0.37亿；而2019年南极电商GMV约306亿，本部主业收入14亿，本部主业归母净利润11亿，经营性净现金流入12.5亿。

今天的南极人，早已不是我们过去刻板印象下的南极人。从品类上看，2019年南极人内衣占比低于30%（其中保暖套装占比约5-10%），家纺、男装、女装、母婴、生活健康等均是涉足的领域；从用户上看，南极人并非中老年品牌，在阿里研究院的最新数据统计中，南极人是仅次于小米和华为，95年用户最喜欢的品牌；从渠道上看，南极人并非仅依赖于阿里渠道，2019年阿里渠道占比66%，并实现拼多多、京东、唯品会等电商全平台覆盖。

南极电商2019年报中有不少观点值得细细品味，反复思考。电商的本质是流量，零售的本质是效率，这是理解南极商业模式及核心竞争壁垒最重要的突破口。如何低成本被用户看到并转化为销售，是品牌最需要思考并解决的痛点。品牌授权服务的商业模式并不稀缺，品牌的定位和品类的扩张也能模仿，但庞大的用户基数、用户活跃度（搜索热度及平销）、高用户复购率却是不可复制的稀缺资源，而离开用户基数探讨假想敌竞争是没有意义的。在原有的供应商、经销商以及消费者链条中，因为南极人的介入提高了流量转化效率和资金、库存周转效率，使得三方利益诉求共赢的情况下，南极电商也因此实现其价值。

低频不低价、中频性价比、高频极致性价比，这是南极电商的定价策略，也是对商业规律的尊重。高频极致性价比的本质在于规模化带来的寡头垄断格局，这是大众消费市场的终局；低频不低价是对供应商和经销商的负责，留足利润空间应对库存和资金压力。南极生态让工厂经营者懂数据、运用数据，帮助工厂精准生产、提升品质、降低成本，提高周转、降低库存，从而实现更高的生产运营效率。

这篇报告我们通过一些品类案例，以通俗易懂的方式向大家阐述南极的商业模式，竞争壁垒，品类扩张和流量红利。

风险提示：高速扩张过程中的人才瓶颈；阿里流量的获取成本增加；多品牌、多渠道的扩张战略受阻；未能把握到新兴电商平台的崛起红利。

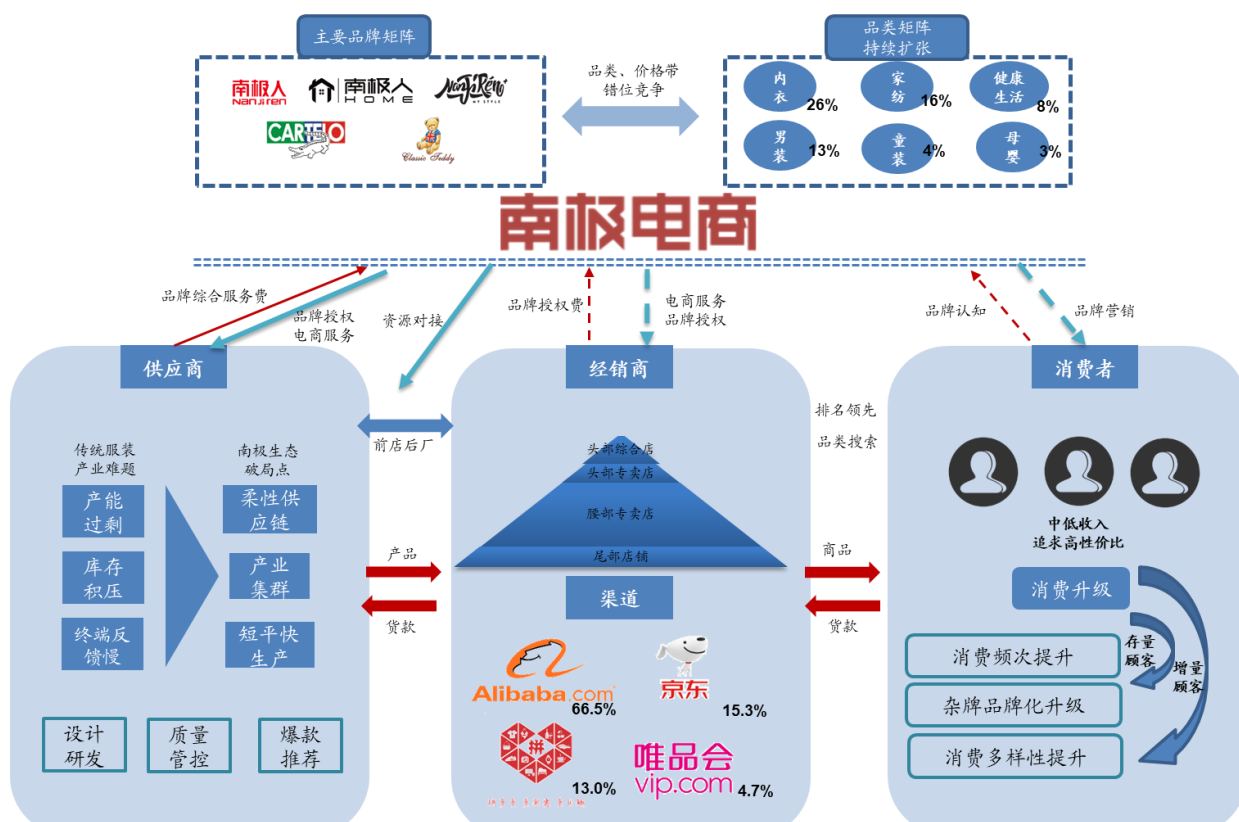
一、再谈南极电商的商业模式及核心竞争力

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：品牌、授权、服务。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；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；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，其员工数也数倍于同行。

南极电商作为品牌授权方，连接供应商、经销商和消费者三方。2019年，南极生态共有合作供应商1113家（其中主要合作供应商约500家），合作经销商4513家，授权店铺5800家，阿里平台支付人次超过2.88亿（考虑阿里占整体GMV比例66%，推算全网支付人次超过4亿）。供应商希望获得稳定且持续的订单，经销商希望低成本获客和低库存经营，消费者希望获得优质低价的靠谱商品，而这三者的利益诉求在南极模式中实现了共赢，最核心的原因在于南极人的介入提升了产业链效率，体现在流量转化和供应链周转。

品牌授权服务模式并不难效仿，但南极人品牌长时间、多维度在正确道路上的积累，这是竞品很难轻易追赶和挑战的。今天我们看到的高转化率是结果，其原因在于庞大的用户基数、稳定持续的平销、深刻的互联网流量理解、不断进步的品质形象等等。我们后文将以多个案例来说明南极电商的竞争壁垒。

图1：一图看懂南极电商商业模式



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心（品类占比、渠道占比取自 2019 年度数据）

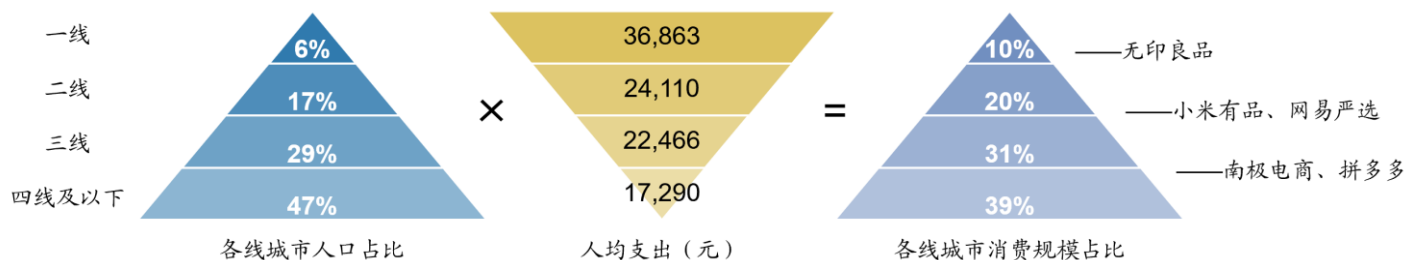
（一）契合消费升级需求，坐拥庞大用户基数

中国消费市场具有多维需求、多种业态的分层特征。一二线城市由品牌消费时代向理性消费时代转型，而聚集77%人口和70%消费市场的三四线及以下城市则由大众消费时代向品牌消费时代转型。这部分消费群体在追求性价比的同时，也满足了杂牌白牌品牌化的消费升级需求。

南极人聚焦大众消费升级，构筑强大的流量壁垒。电商的本质是流量，南极人以高性价比、高复购率、稳定平销的特点，快速成长为电商平台稀缺的大众消费品牌。2019年南极人在阿里平台的店铺支付件数近3.4亿件，支付人次超过2.88亿。根据淘数据平台近30天品牌的统计，南极人品牌的销量为2861万，排名全网第一，即便是以双十一活动所在的11月为例，南极人2019年11月销售量为5385万，仍然遥遥领先（南极人更注重平销，因此11月数据低估了其竞争优势）。庞大的用户基数，叠加高复购率，意味着南极人拥有庞大且免费的老客户流量，也是其在流量成本激增的电商环境下建立的强大竞争壁垒。

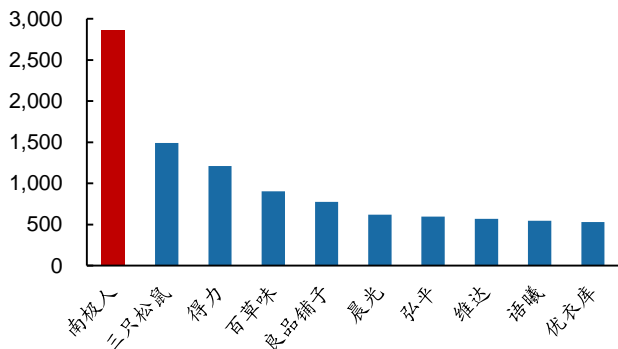
值得一提的是，南极人不仅用户基数大，还积极打造年轻化品牌形象，在捕捉年轻群体方面取得显著成果。根据阿里研究院近日发布的《2020中国消费品牌发展报告》，南极人入选95后最喜欢的国货品牌TOP3（前两名分别为小米和华为）。

图2：三四线及以下城市人口基数大，市场规模更大（2017年）



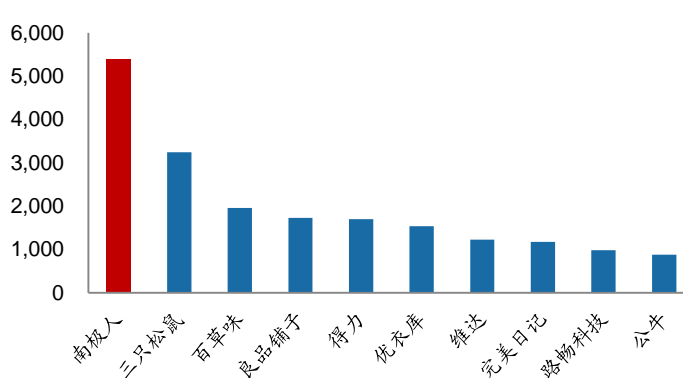
数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

图3：近30天阿里头部品牌的销量排名（万件）



数据来源：淘数据，广发证券发展研究中心（截至5月14日）

图4：19年11月阿里头部品牌的销量排名（万件）



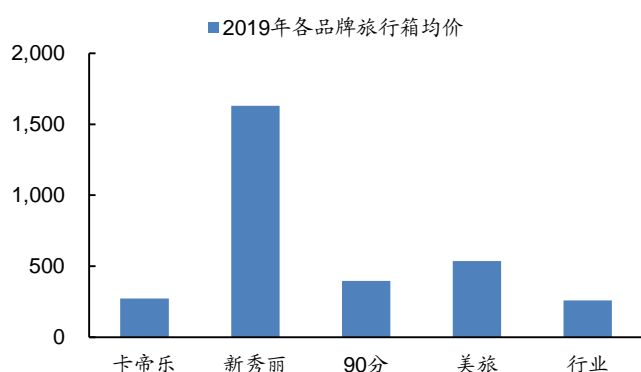
数据来源：淘数据，广发证券发展研究中心

(二) 聚焦最主流价格带，匹配主流消费人群

我们在2019年1月7日的专题研究《从卡帝乐鳄鱼旅行箱看南极新品类突围》中，提到卡帝乐鳄鱼在短短半年时间逆袭成为旅行箱第一品牌的策略之一，就是精准聚焦阿里旅行箱的最主流需求，其旅行箱定价基本锁定100-300元价格带，均价在270元，与平台260元的均价基本吻合。实际上，聚焦主流价格带不是旅行箱特有策略，而是南极电商一贯的产品定价策略。更广的受众群体，更大的销售规模，带来更低的生产运营成本，从而实现高性价比满足大众需求。

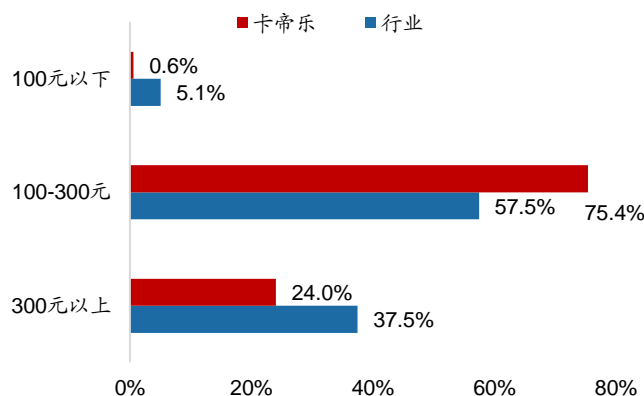
杂牌品牌化带来的集中度提升，是南极电商正在享受的行业红利。更低价的白牌、杂牌在品质和形象上难以与南极人抗衡，更高端品牌难以摆脱线下定价体系，在性价比上难以与南极人直面竞争。南极人主打高频标准化商品，占据最集中价格带，便于消费者做购买决策，也更容易形成规模优势。

图5：卡帝乐旅行箱均价与整体均价吻合（元）



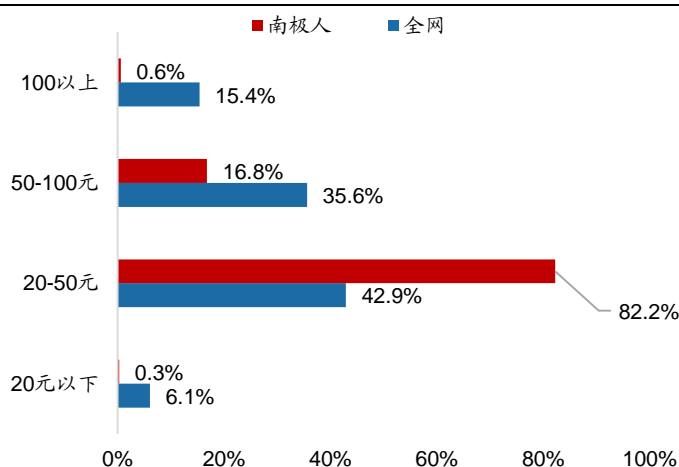
数据来源：淘数据，广发证券发展研究中心

图6：卡帝乐旅行箱价格带贴合阿里主流价格带



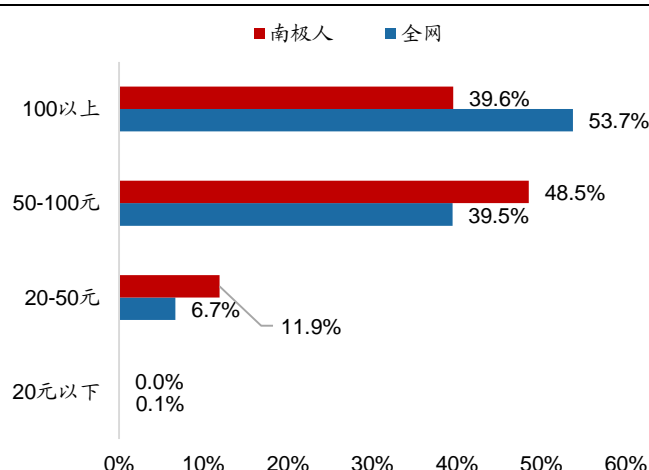
数据来源：淘数据，广发证券发展研究中心

图7：瞄准消费集中价格带——内裤（2019年）



数据来源：淘数据，广发证券发展研究中心

图8：瞄准消费集中价格带——保暖套装（2019年）



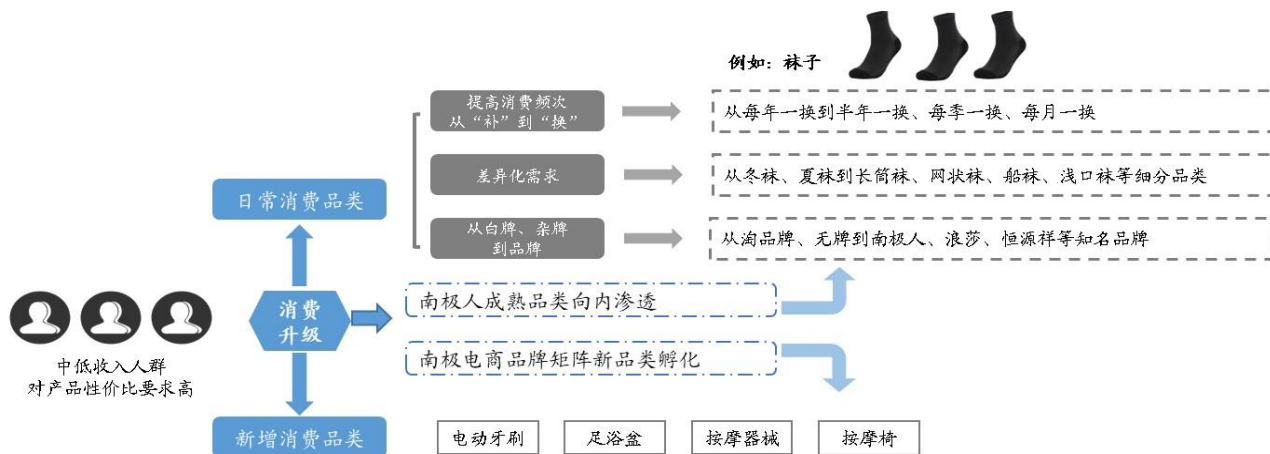
数据来源：淘数据，广发证券发展研究中心

（三）高性价比带来高转化率、高复购率，以及低成本扩张能力

高周转率带来极致性价比。南极生态的赋能下，合作伙伴的资金周转效率和存货周转率均高于传统品牌。2019年报中关于棉袜的一个例子很好地诠释了这一点，过去3双装19.9元，如今10双装16.8元，资金周转从5-10次/年提升到30-40次/年，棉袜也从耐用品转变为了快消品，在这一转变过程中，尽管一双袜子的利润下降，但资金周转效率大幅提升，即便在毛利率较低的情况下，仍能实现让合作伙伴满意的投资回报率，因此能够长期维持产品的“极致性价比”。

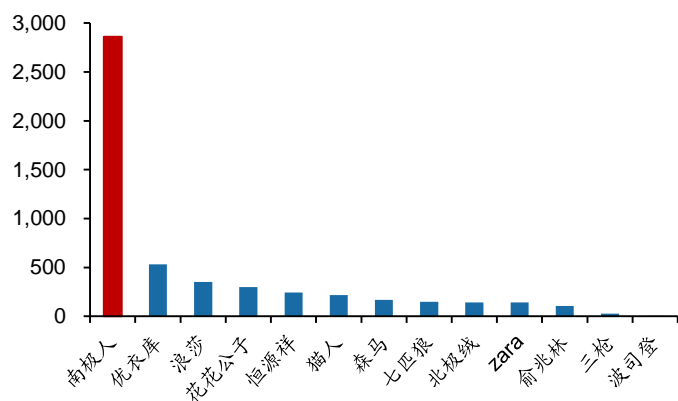
极致性价比也相继带来了高用户粘性、高支付转化率、高复购率。相对于竞争对手，南极人累积了大量的老客群体，在线上流量成本持续攀升的背景下，稳定的老客群体为南极人构建了极高的竞争壁垒。与此同时，南极人的新粉丝群体也在不断扩大，近30天数据显示，南极人品牌销量约为竞争品牌的5.4倍，新增收藏量约为行业第二名的2.4倍。根据年报信息，以南极人官方旗舰店为例，2019年约有6500个SKU，2018年同期约有4800个SKU，同比增加35.4%，2019年直接推广费占GMV比例约为0.87%，2018年同期直接推广费占比约为1.04%。

图9：南极电商背后的消费升级逻辑



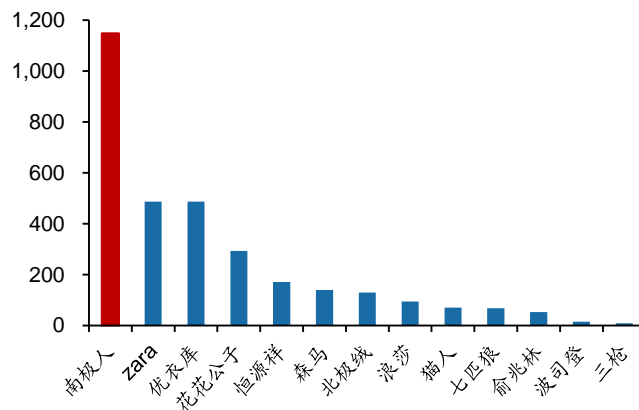
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图10：南极人与竞争品牌近30天销量对比（万）



数据来源：淘数据，广发证券发展研究中心（截至5月14日）

图11：南极人与竞争品牌近30天收藏数对比（万次）



数据来源：淘数据，广发证券发展研究中心（截至5月14日）

二、南极电商如何顺应阿里流量规则变化？

（一）成长初期受益于店群模式，腰部店铺成为中流砥柱

多店专卖模式匹配搜索红利，符合阿里利益。阿里的广告收入主要来自展示广告与搜索广告。8M18以前，主动搜索仍是最主流的购物行为，搜索广告占据核心地位，其增长驱动力来自关键词的扩展和细分。南极人的多店专卖模式使得单店将资源集中在少量关键词上，相比其他店铺有更强的付费能力和转化率。

在阿里搜索环境中，店铺资源具有稀缺价值。店铺数量的优势体现在两个方面：（1）品牌内部错位竞争，单店宝贝数适中，店铺间形成商品差异化，构建良性竞争；（2）品牌外部形成集群效应，领先的店铺数量提高品牌出现在搜索结果前列的概率，实现品牌销售领先。以内衣品类为例，品牌内差异化竞争体现在，雷朋旗舰店主打“纯棉”，爱缙专卖店主打“加厚”，兴特专卖店主打中老年，品牌间集团军作战体现在，当搜索内衣且无明显品牌倾向时，较多的南极人呈现使消费者优先南极人。

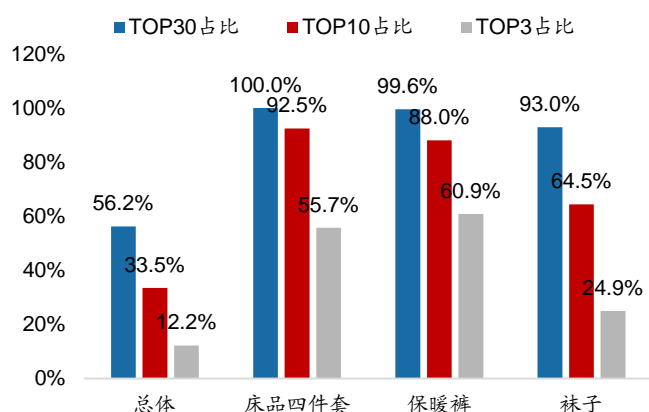
表1：南极人店铺数目和商业模式与竞争对手对比

品牌	近 30 天销售额（万）	近 30 天成交均价（元）	宝贝数（个）	店铺数（个）	单店宝贝数（个）	模式
南极人	130,112	45.48	256,791	630	408	授权
花花公子	38,940	129.44	430,514	456	944	授权
北极绒	10,807	76.30	7,064	27	262	授权
恒源祥	22,127	90.25	156,845	313	501	授权
波司登	1,065	317.25	36,575	43	851	授权
七匹狼	15,834	107.49	63,648	153	416	授权
俞兆林	4,844	45.40	26,725	103	259	授权
猫人	11,801	54.42	17,992	90	200	授权
浪莎	12,750	36.08	20,069	103	195	授权
三枪	2,287	82.98	10,649	27	394	直营
优衣库	53,748	100.98	10,436	1	10,436	直营
森马	14,303	85.10	38,318	18	2,129	直营
zara	22,848	161.87	40,657	1	40,657	直营

数据来源：淘数据，广发证券发展研究中心（选取天猫 2020 年 4 月店铺数据，月度数据不能代表全部，但可以作为参考因子）

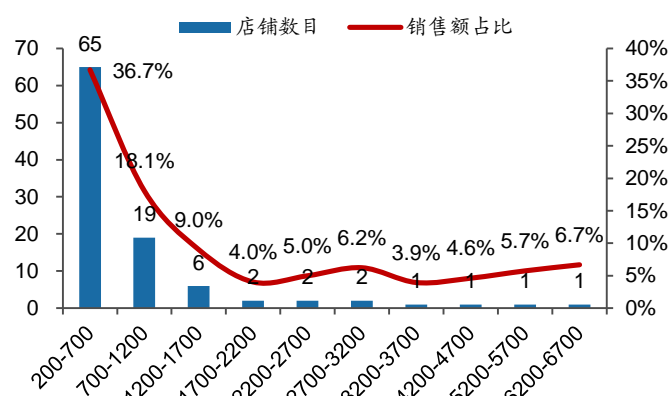
由于单个关键词市场的马太效应明显，单个店铺难以在诸多品类的竞争中都拔得头筹，更有效率的方式是以专卖店的形式主攻特定品类。在店群模式下，南极电商店铺群的核心力量是月销售额在200-1200万的腰部专卖店，这些腰部专卖店是终端销售的中流砥柱，丰富的店铺资源使得南极电商可以通过专卖店的方式承载大量腰部经销商的需求。相反，许多竞争品牌由于店铺储备不足，单个店铺承载大量品类和单品，难以兼顾多个关键词市场的竞争，在马太效应明显的电商市场中处于劣势。如今，店群模式依然对南极电商的店铺结构产生影响，腰部店铺依然是南极电商店铺群的重要组成，根据淘数据显示，2020年4月，南极人品牌200-700万销售额的店铺合计销售占比32.3%，700-1200万销售额的店铺合计销售占比19.3%。

图12: 南极电商总体与细分类目前端店铺销售占比



数据来源: 淘数据, 广发证券发展研究中心 (选取天猫渠道
2020年4月店铺数据)

图13: 销售前100店铺的区间分布 (万)



数据来源: 淘数据, 广发证券发展研究中心 (选取天猫渠道
2020年4月店铺数据)

(二) 顺应精准推荐规则, “大店” + “爆款” 模式推动单店规模增长

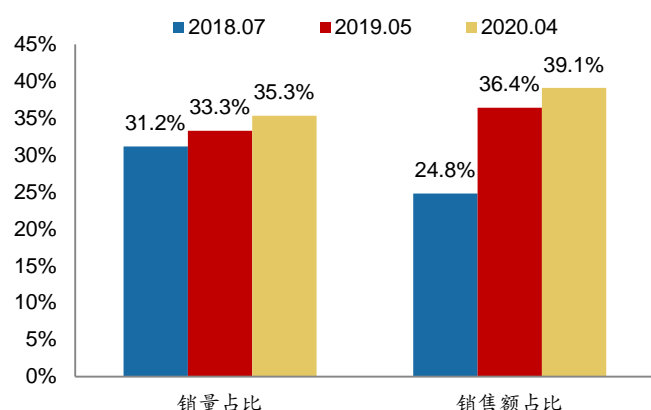
随着流量获取的难度加大, 8M18起, 淘宝将首页中“猜你喜欢”前移, 跃升至首页第二屏。实行精准推荐, 意味着阿里开始向存量要流量, 致力提高客单价, 并加大店铺内部留存和连带率考核。这一举措体现了阿里以用户为中心, 搭建消费场景, 尝试人与货的精准匹配以提升连带率的思路变化。在此背景下, 南极人积极顺应阿里趋势, 鼓励连带消费、鼓励大店做强, 实现单店规模的大幅增长。

南极顺应“大店化”的逻辑在于, 阿里平台的头部店铺拥有更高销量 (存量用户多)、更高评分 (转化率和复购率更优), 再辅以产品宽度的拓展, 电商马太效应将会进一步增强, 头部店铺将在阿里精准推送的趋势下, 实现销售额占比持续提升。需要强调的是, 大店化红利的本质是持续的大爆款孵化能力叠加中长尾小爆款组合, 对供应链的深度和宽度都有极高的要求, 因此并非所有大店都受益, 而是具备爆款组合能力的大店会受益。

市场担心大店化是对南极原有店群模式的冲击, 但实际上南极各层级店铺分工明确, 综合大店做“爆款及爆款群”, 腰部店铺依托供应链体系做分销, 小店铺进行种草, 这种分工更充分地体现了电商渠道流量规则变化下, 综合大店兴起的趋势。

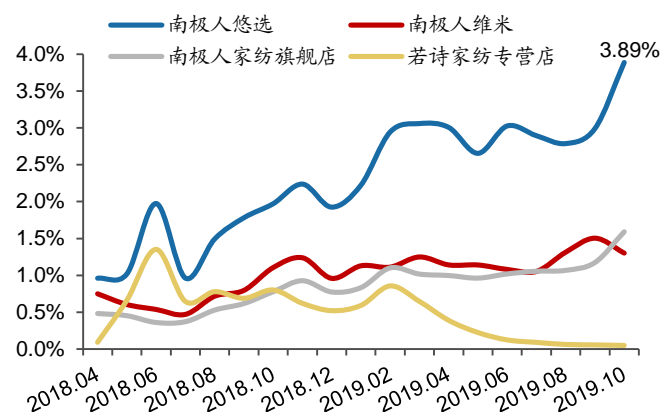
(1) 以悠选家纺专卖店为例, 店铺积极优化产品结构追求消费连带率。在阿里流量规则调整的引导下, 南极人悠选专卖店实现了SKU数量的快速提升, 并逐步完善“大爆款+中小爆款”的爆款矩阵, 其中大爆款作引流, 不盈利甚至略有亏损, 中小爆款作连带。从爆款数量来看, 悠选专卖店始终拥有至少一个大爆款, 而中爆款和小爆款的数量亦自8M18起快速增长 (注: 从店铺单品销量角度, 我们定义月销10万个以上的单品为大爆款, 月销1万-10万的单品为中爆款, 月销1千-1万的单品为小爆款), 其背后体现了南极人家纺的供应链深度和广度, 这也是淘品牌和传统线下品牌所不具备的能力。

图14: 南极人Top10店铺销量占Top100的比例提升



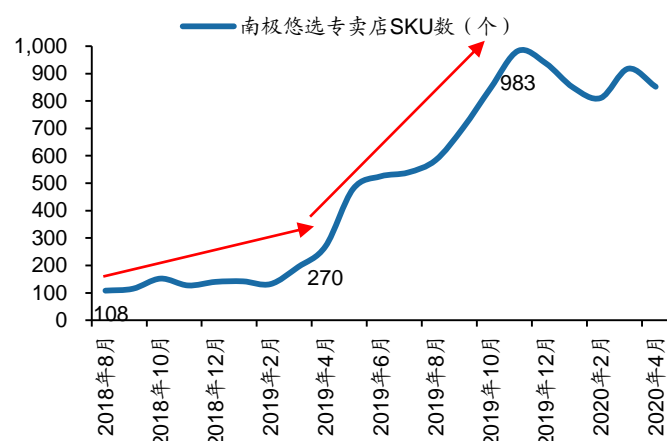
数据来源: 淘数据, 广发证券发展研究中心

图15: 悠选专卖店的床上用品销售额市占率稳步提升



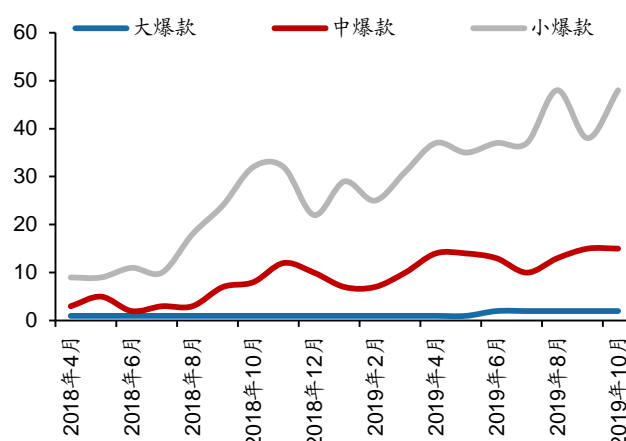
数据来源: 淘数据, 广发证券发展研究中心

图16: 悠选专卖店的产品数加速扩充



数据来源: 淘数据, 广发证券发展研究中心

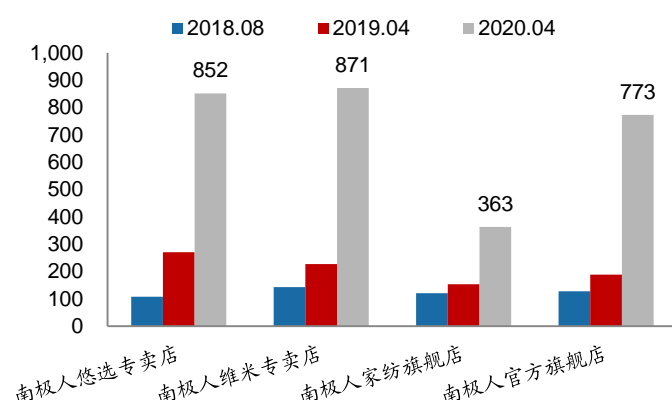
图17: 悠选专卖店的中小爆款数量快速提升



数据来源: 淘数据, 广发证券发展研究中心

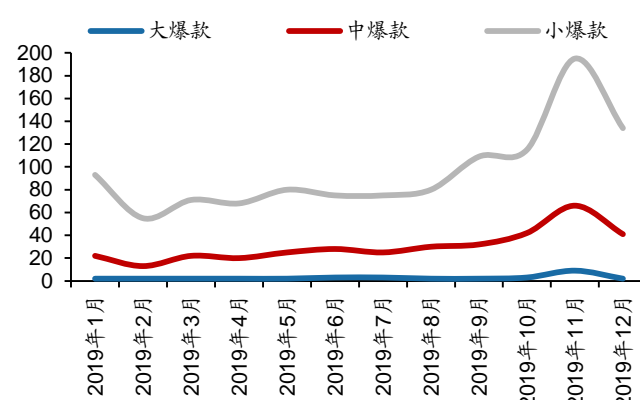
(2) 以南极人官方旗舰店为例, 南极大店享受较低的品类扩张边际成本和营销成本。在阿里加大精准推送和连带销售的权重后, 店铺内SKU数量快速提升。官方旗舰店2019年实现GMV约12亿元, 同比增长107%, 约6500个SKU, 同比增长35%; 直接推广费占GMV比例约为0.87%, 同比下降0.17个百分点。据淘数据统计, 4M20南极人官方旗舰店拥有销售数据的SKU数已超过700个, 且店铺内已开通男装、女装、童装等跨品类销售(阿里对天猫店内销售的品类有所限定, 目前有放开的趋势, 部分头部店铺已实现跨品类销售)。综合大店策略下, 官方旗舰店的爆款矩阵逐步形成。1M19起, 官方旗舰店始终拥有2-3个大爆款(如内裤和袜子各拥有一个爆款, 分别对各自相关品类进行连带), 同时中小爆款数量大幅增加。

图18: 南极人各店铺的SKU数均自8M18快速增加



数据来源: 淘数据, 广发证券发展研究中心

图19: 南极人官方旗舰店的中小爆款数量持续增加



数据来源: 淘数据, 广发证券发展研究中心

三、南极人品类的扩张边界在哪里?

南极人品类的延展性, 持续突破市场认知边界, 从最早的内衣、家纺, 逐步拓展到男装、女装、母婴等纺织类, 并进而渗透至大健康、小家电等非纺织类, 完成了多品类、多渠道、多人群覆盖。市场仍然会担心其成熟品类的成长天花板, 或是怀疑其新品类扩张持续性。从2019年报来看, 南极人品牌在维持成熟品类(如内衣、家纺)增长势头的前提下, 实现多个新品类的高速增长, 多个类目增速位居行业前列。这一部分我们将探讨南极人的品类扩张策略和边界。

表2: 南极人多个细分类目在阿里GMV排名前列

一级类目	细分类目	阿里 GMV 排名
内衣品类	内裤、保暖内衣、袜子、家居服	第一
	文胸	第五
床上用品	床品套件、被子、床垫、枕头	第一
男装品类	男士休闲裤、牛仔裤、衬衫、棉衣	第二
	男士T恤、针织衫/毛衣、卫衣、背心/马甲、羽绒裤	第三
女装品类	打底裤	第一
	女士羽绒裤、半身裙	第一(月度最佳排名)
	女士休闲裤	第四(月度最佳排名)
	女士毛衣	第六(月度最佳排名)
童装及母婴品类	儿童内衣裤、儿童袜子、孕妇家居服/哺乳装/秋衣裤	第一
	儿童裤子、儿童家居服、婴儿睡袋/凉席/枕头/床品、哺乳文胸/内裤/产检裤、孕妇裤/托腹裤	第二
	儿童背心吊带	第三
	儿童卫衣/绒衫	第四
	儿童T恤	第五
健康生活品类	电热毯、干鞋器、热水袋、电热毯	第一
	毛球修剪器、保暖贴/怀炉/保暖用品	第二
	防护用品、鞋用品	第三
	个人护理/保健/按摩器材	第六

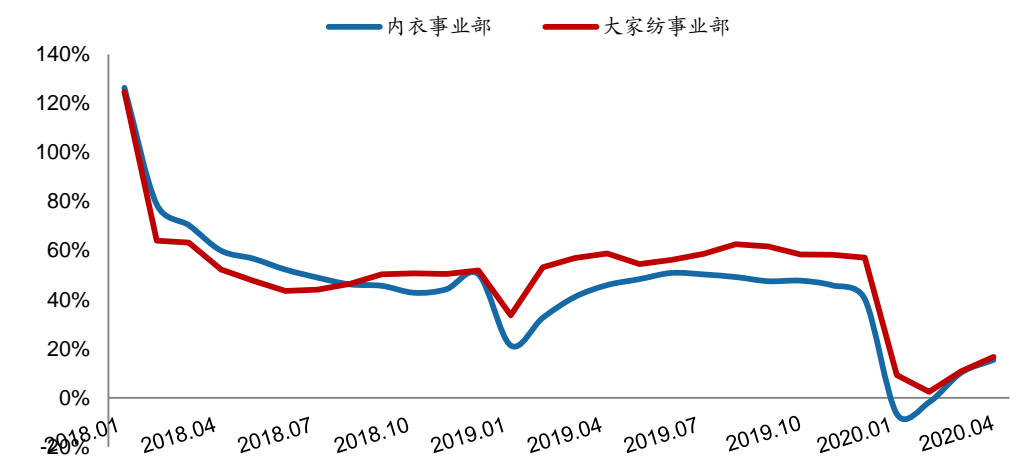
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心(2019年数据)

（一）成熟品类市占率优势明显，马太效应得到体现

南极人在成熟品类充分享受马太效应。以内衣、家纺为例，2019年两大成熟品类销售占比分别为26%和16%，单月销售同比增速仍达到40%左右的水平。4M20南极人内衣在阿里的市占率为7.84%，同比提升0.62pp；南极人家纺在阿里的市占率为9.38%，同比提升0.42pp。成熟细分类目市占率优势更大，如内衣大类目下的内裤、保暖套装市占率高于家居服、文胸；家纺类目下的被子、枕头市占率高于四件套。

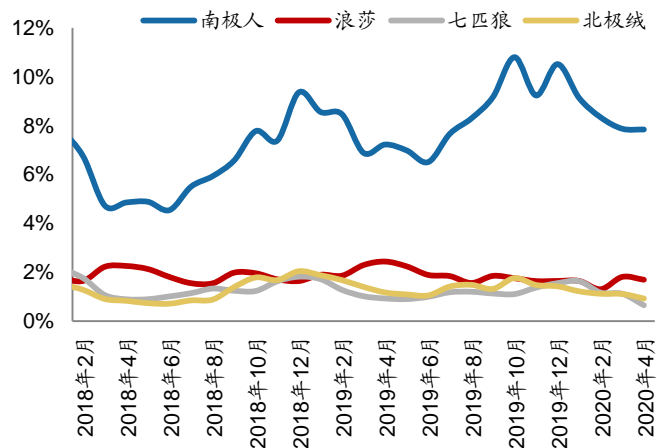
南极人以关键词为中心拓展三级类目，多个细分领域存在突围机遇。目前公司已监控600余个关键词，而针对所有的关键词，阿里平台的搜索结果显示，销量排在前列且属于知名品牌的不超过1/10，这意味着南极电商在多个品类存在渗透空间。

图20：公司两大成熟品类依然保持快速增长（%）



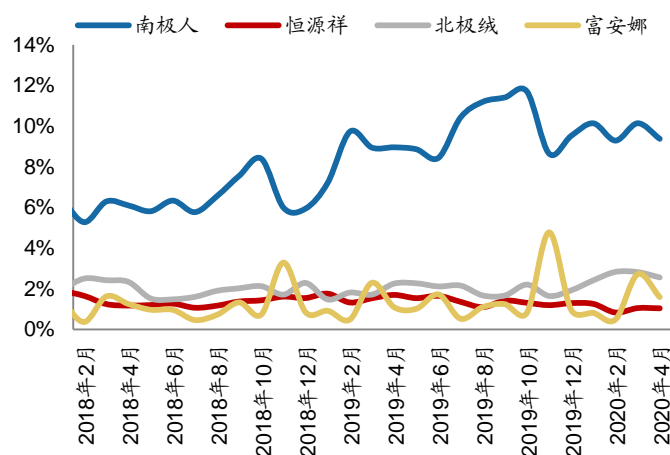
数据来源：淘数据，广发证券发展研究中心

图21：南极人内衣品类市占率与其他品牌的对比



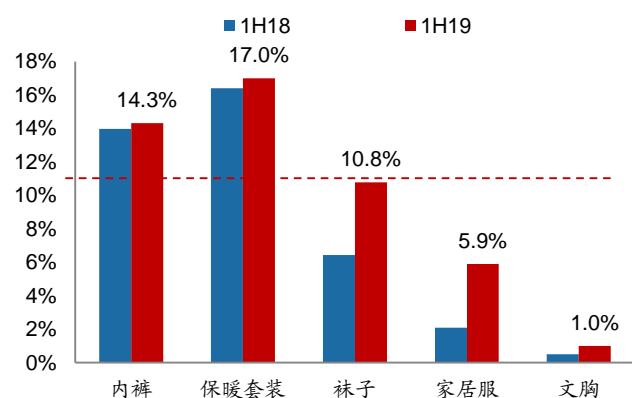
数据来源：淘数据，广发证券发展研究中心

图22：南极人家纺品类市占率与其他品牌的对比



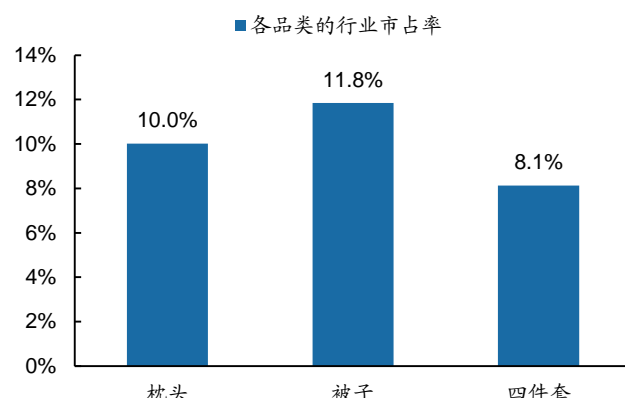
数据来源：淘数据，广发证券发展研究中心

图23：南极人在内裤、保暖内衣市占率高于新品类



数据来源：淘数据，广发证券发展研究中心

图24：南极人成熟品类枕头、被子市占率超过四件套



数据来源：淘数据，广发证券发展研究中心

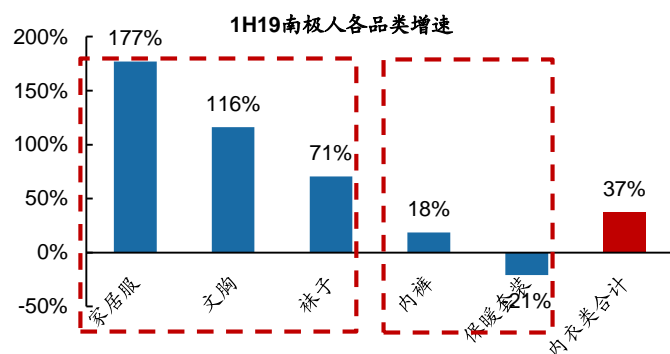
（二）借助成熟品类的强势地位，积极渗透细分品类

南极积极开拓细分品类，增强成熟品类造血功能。即便是成熟老品类，市场规模也随着多元化细分需求的产生而不断扩大，南极人主动顺应市场趋势，在经典产品迭代升级的同时，切入其他细分品类，打造成熟品类新一轮增长。以袜子为例，过去袜子品类少、搭配需求低，现在市场诞生了长筒袜、船袜、网状袜等不同细分品类，以对应不同的搭配场景。在其他二级类目，均有大量的三级类目和关键词可做加密拓展，以迎合年轻群体追求潮流的消费偏好。以男装夹克为例，南极人拓展了连帽夹克、皮夹克、衬衫领夹克、棒球领夹克等大量细分品类。

细分品类表现出色，驱动南极电商成熟品类高速增长。细分品类的拉动作用体现在：（1）**三级新增类目增速高于二级类目。**针对投资者关于南极人拓展新类目能力的质疑，我们整理了南极内衣细分品类的增速情况，可以看出家居服、文胸、袜子的增长势头强于内裤、保暖套装等传统类目；（2）**各细分品类增速快于行业整体。**针对投资者关于传统品类增速放缓的担忧，我们引入“南极人增速-行业增速”指标，以内衣为例，可以看出无论是成熟还是新增的品类，南极人的增速均快于行业整体。

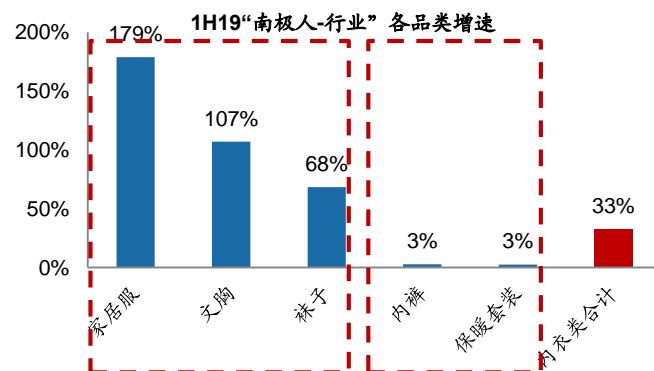
2020年，南极人将加大三级细分品类布局，实现二、三级品类的全面渗透，同时推出高品质个性化单品，实现中高价值产品降维渗透，为成熟品类持续赋能。

图25：内衣品类的增长来自新品类的驱动



数据来源：淘数据，广发证券发展研究中心

图26：各品类增速均快于行业，但新品类增速更快



数据来源：淘数据，广发证券发展研究中心

（三）踏足新品类，极致供应链可复制性得到验证

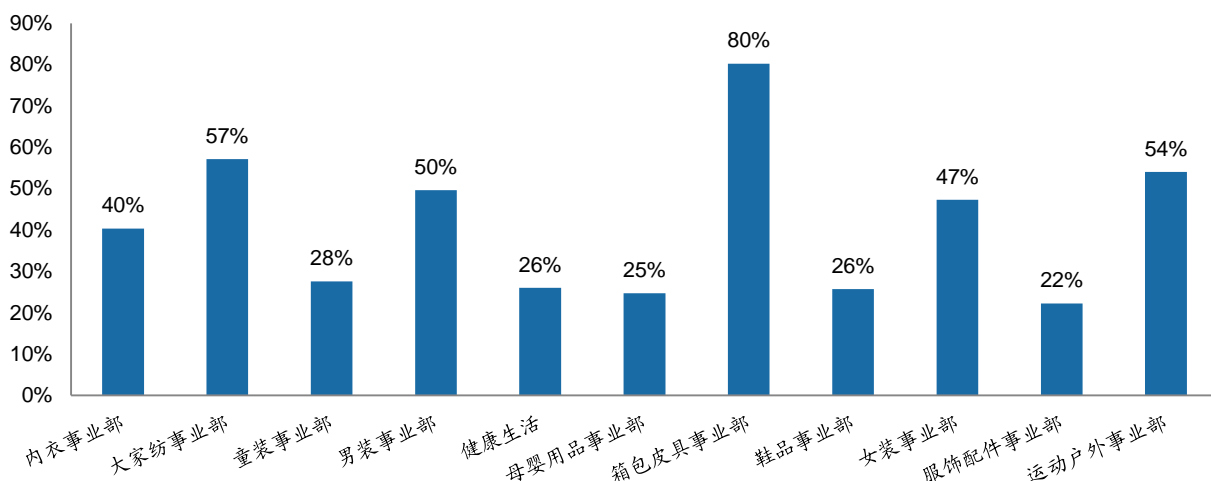
投资者对于南极电商的传统强势品类（如内衣、家纺等）普遍表示认可，但对于南极电商新品类的孵化和运营能否成功表示怀疑，主要的质疑如：南极人在新品类认知度不足；南极人在过去成功的品类都是因为店多，但新品类对开店数有限制；南极人缺少非服饰类供应链基础；南极人擅长做高频标品，而对于非标品没有优势。

我们认为投资者之所以有这样的担心和质疑，更多是以传统品牌的标准来衡量南极电商，而忽视了品牌授权模式在电商环境下的灵活性以及南极赋能供应链的生态价值。正是受益于轻资产品牌授权模式以及扁平化的组织架构，南极电商才能充分调动供应商和经销商的积极性，捕捉细分空白品类的机会。在新品类的拓展中，南极往往与各个细分类目的头部经销商合作，而这些头部玩家大多自带供应商资源。随着越来越多的优秀经销商和供应商进入南极体系，越来越多的细分类目成为品类冠军，南极生态的稳定性正不断得到巩固和强化。

今天，南极电商坐拥300亿终端GMV，超过4亿购买人次，在男装、女装、童装等成长品类，箱包、健康生活（生活电器、个人护理、居家日用、大家电）等新品类上实现突围，体现了**南极较强的品牌延展性，以及对细分品类供应链的控制力**。其中，2019年健康生活事业部GMV同比增长26%，也证明了**南极的极致供应链在非纺织品类的可复制性**。当我们在手机淘宝搜索关键词并用销量排序时，可以在很多生活用品的搜索结果中看到南极人的身影，而一些关键词并非南极传统的纺服类目，比如洗衣机、鞋胶、电蚊香、酒精湿巾、按摩椅等。

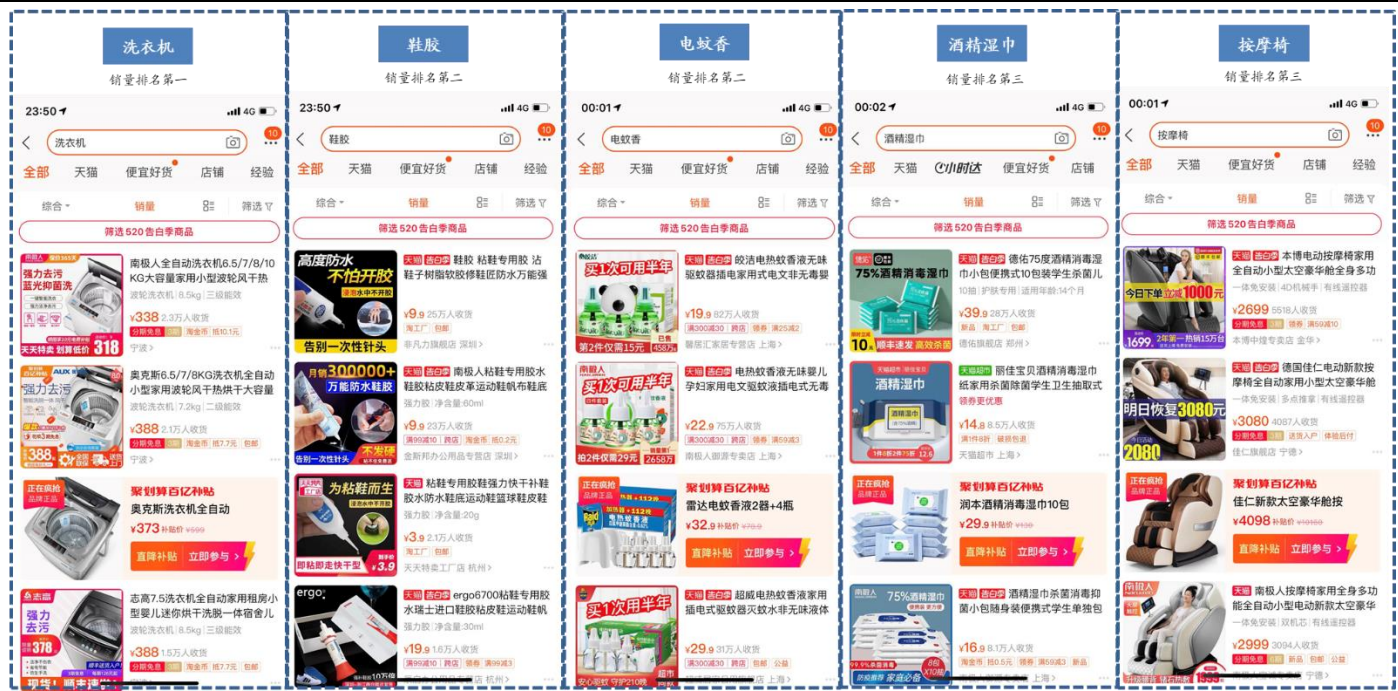
从以商品为中心的思维，转向以人为中心的思维，南极人也完成了从品类品牌向生活方式品牌的转型，国民家庭大品牌是南极人全新的品牌定义。2020年，公司将加大在生活电器、医疗保健品方面的布局，积极探索宠物食品、化妆品等，从而应对消费环境、人群结构、生活方式的变化。

图27：2019年南极电商主要品类的GMV增速



数据来源：公司财报，淘数据，广发证券发展研究中心

图28：南极人在多个非纺织品类的销量位于行业前列

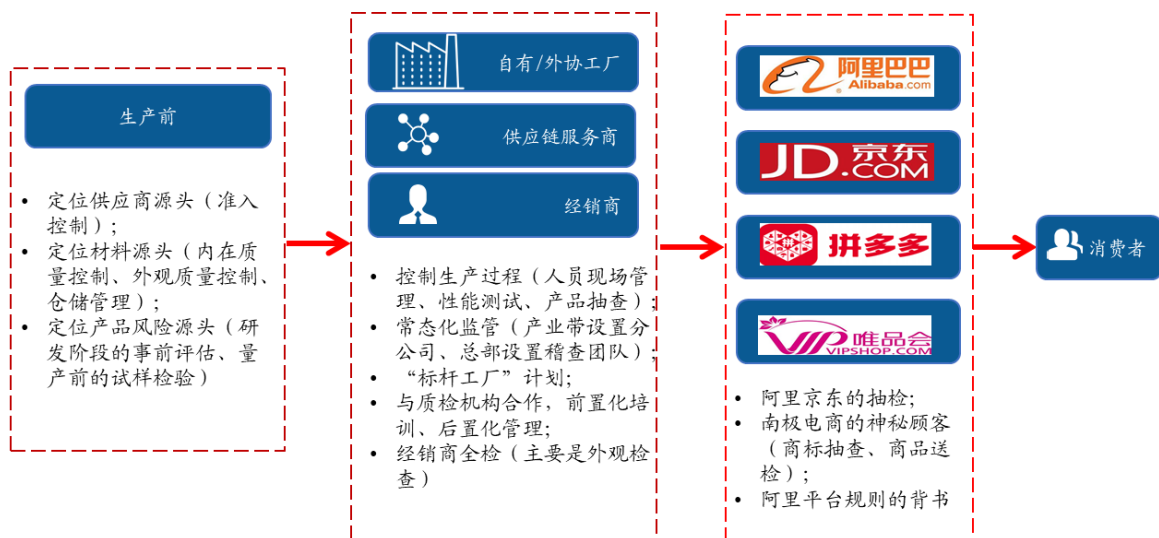


数据来源：淘宝，广发证券发展研究中心

四、南极电商的质控管理体系

质控是任何一个消费品牌都绕不开的话题。市场对南极电商的质疑，部分来自于其轻资产的品牌授权模式，供应商数量众多且规模不一，难以从源头上保证产品输出质量。我们认为南极电商所依赖的是一套社会化数字化的监管体系，电商平台持续加强对店铺和品牌的考核，鼓励好的行为，惩罚恶的行为，产业链各个环节是利益共同体。除此之外，南极电商也同样重视品质提升和客户质量管理，不断加强对于其合作伙伴品质、颜值和服务水平。

图29：南极电商目前各环节品质控制体系和制度



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

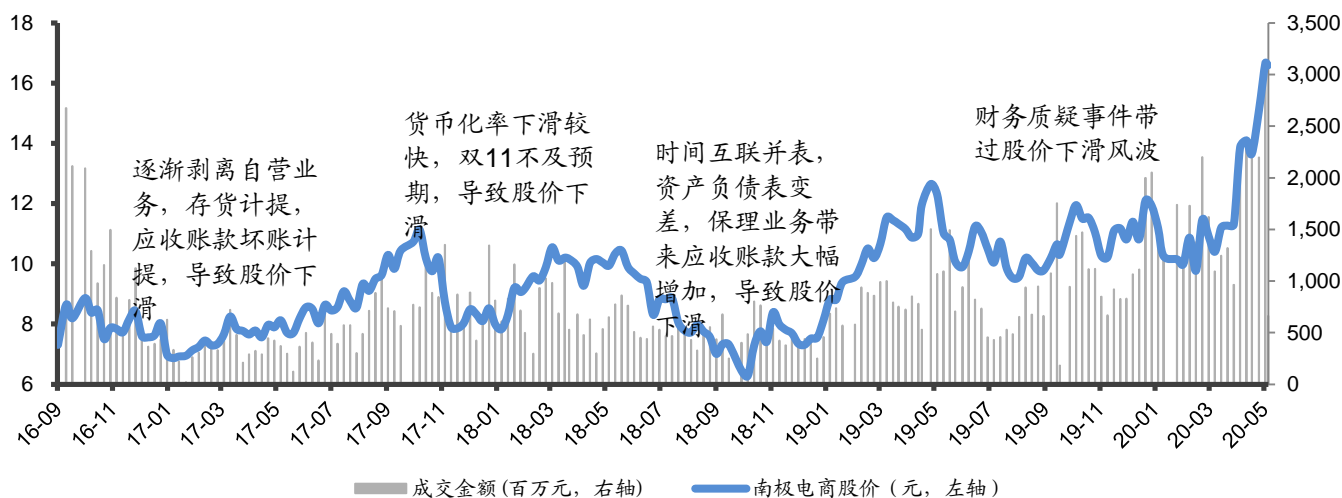
南极内部将继续强化供应链管理力度。对于南极电商，持续变化的是电商平台流量规则，不变的是后端供应链的支撑。公司把握变与不变，持续夯实后端供应链，优胜劣汰，不断提升货品品质。**从组织结构来看，公司正在借助组织下沉对供应商形成更好的管理输出。**体现为：（1）公司总部设置稽查团队，对供应商的生产规范，产品质量进行巡查监控；（2）2019年，公司在产业带设置分公司进行垂直化管理；（3）公司在生产环节配置专业生产管理人员进行现场管理。**分产品生命周期来看，**（1）生产前，南极聚焦供应商、材料、产品三大源头，充分评估产品风险，确保手续规范齐全；（2）在生产的前期中期尾期，公司均严格进行质量抽查。目前，南极已联合十几家检测公司进行后置化检测，还委托质检机构对公司员工和供应商进行前置化培训。此外，2020年公司计划打造30个标杆工厂，希望在产品形象、质量方面树立标杆。

南极外部将持续接受社会监督平台监管。阿里、京东等电商平台的数据化监管评价体系，成为南极商品质控建设的重要构成，也为南极电商提供了良好的监管背书。平台持续打压刷单、假货、劣货，在搜索排序中除了价格、销量等指标外，更是引入复购率、评分、消费者价值等综合KPI，对于违规店铺的严厉惩罚，使得品牌授权模式的双刃剑效果越发凸显，即经营不善者主动或被动淘汰，而经营优异者持续获得流量支持。

五、负面因素逐步褪去，估值体系有望重构

从2016年4月完成借壳至2020年初，南极电商GMV、收入和盈利持续高增长，但估值不断下移。我们认为压制南极电商估值的主要因素包括：商业模式认知差异、财务数据季度扰动、货币化率下滑、时间互联收购质疑、小非解禁压力等，而目前这些负面因素正逐步褪去，尤其是强劲的基本面重新获得市场认可。

图30：南极电商历史上不同阶段的股价压制因素



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

1. 商业模式的核心竞争力被不断认知

轻资产商业模式的背后，南极深度连接供应端、经销端、消费端，通过平台化模式对产业链条进行整合赋能，锻造高效供应链，有效输出南极价值观。公司聚焦“标品、新快消品”，实现品类的稳步扩张，依靠高转化率和高复购率等优势，为合作伙伴提供稳定而低成本的流量资源。南极店铺体系分工明确，综合大店做“爆款及爆款群”，腰部店铺依托供应链体系做分销，小店铺进行种草，充分体现了电商渠道流量规则变化下，南极顺应大店兴起的趋势，马太效应不断加强。未来三年公司仍将持续享有以下红利：

电商红利：南极经销商主战场聚焦电商（定位最主流价格带，约70%的客群来自三四线及以下用户），充分享受各品类线上渗透率提升及头部品牌的马太效应。

品牌边界扩张红利：南极电商从品类品牌转型为生活方式品牌，规模化带来的高性价比是大众消费品实现寡头垄断的基础，而庞大的用户基数和购买频次（阿里渠道，南极人店铺年进客人次超过40亿，购买人次超过4亿），使得南极人相比竞品有更高的店铺转化率（平均高2-3pp），支撑其持续的品类扩张。

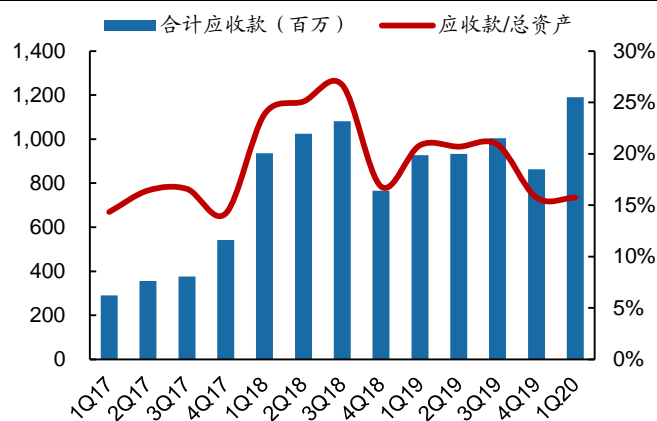
供应链红利：阿里大店化趋势下，对店铺的供应链深度和宽度提出更高要求，南极电商以代发货模式整合中小供应链资源，大幅提升商品周转和信息周转效率，更匹配电商销售趋势，供应链模式转型领先于竞品。

2. 财务数据持续优化

随着保理规模收缩，时间互联健康发展，财务指标的扰动逐步消减，报表质量有望持续优化。（1）应收账款方面，4Q18以来，公司应收账款占总资产比重维持在20%左右，4Q19以来，该比重降至15%左右。分业务来看，2019年主业应收款6.1亿，同比增长38.3%（与主业增速匹配）；保理应收款曾在1-3Q18出现较大扰动，间接打压公司估值，2019年保理应收款2400万，同比减少85.5%，2020年公司将持续压缩保理规模，有望带动整体应收款表现好转；2019年时间互联应收款1.6亿元，同比增加33.5%，1Q20时间互联应收款同比增加，系疫情期间客户回款延期所致。

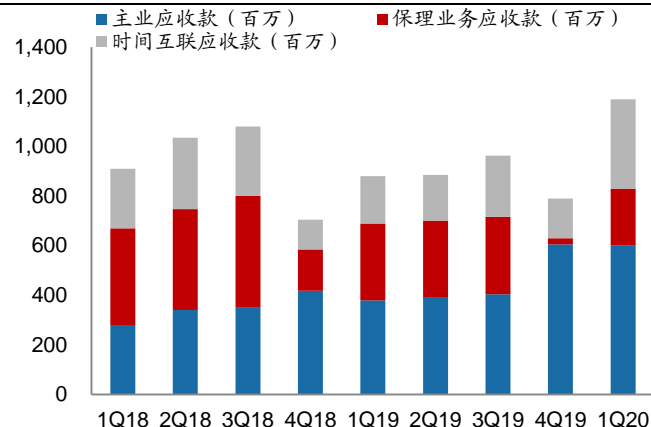
（2）经营性净现金流方面，2019年公司经营性现金流净额12.5亿元，高于扣非净利润，同比增长128%，其中，时间互联经营性现金流净额1.8亿元，由负转正。1Q20经营性现金流出主要由于保理业务会计政策调整以及时间互联业务新增渠道支付预付款。

图31: 应收账款及占总资产的比例情况



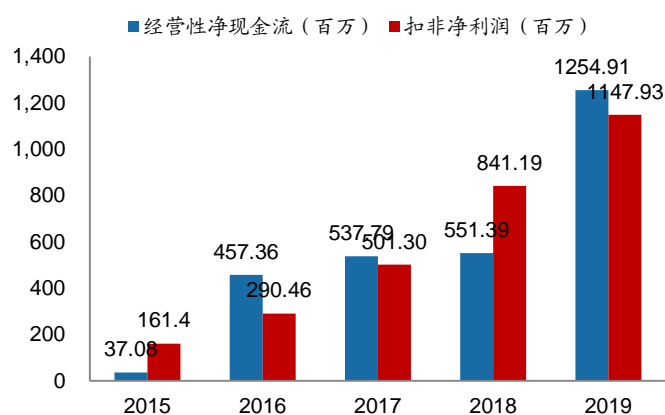
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图32: 应收账款拆分情况



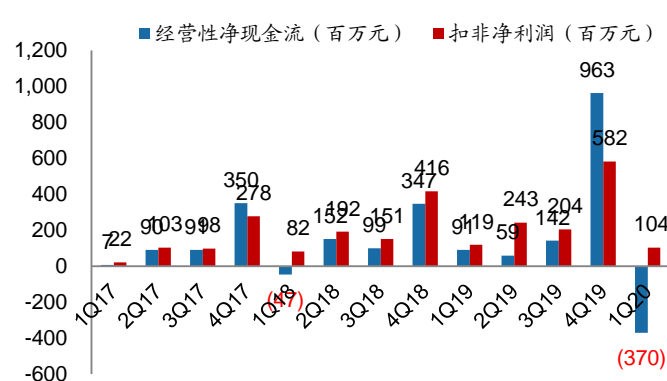
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图33: 经营性净现金流与扣非净利润 (年度)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图34: 经营性净现金流与扣非净利润 (季度)

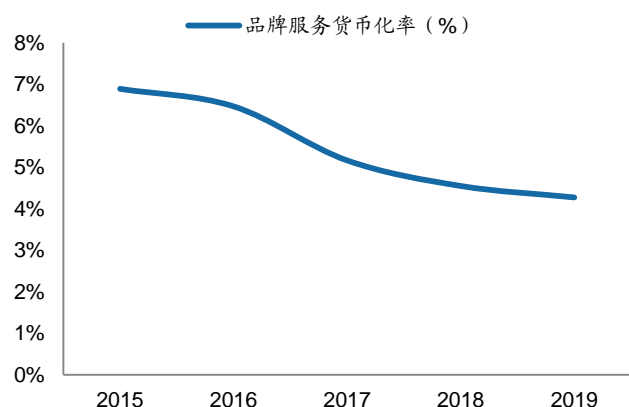


数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

3. 随着品牌力的不断增强, 货币化率逐步企稳

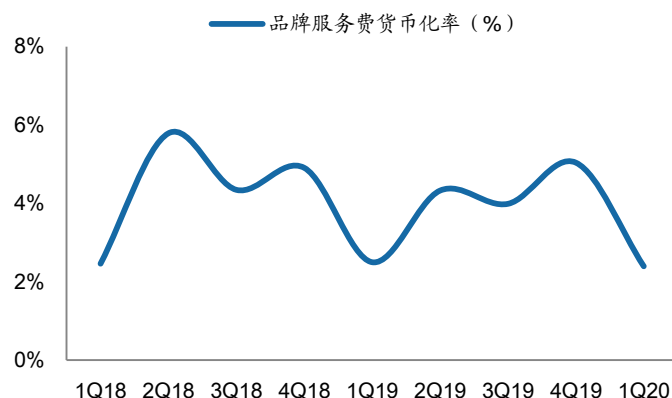
2015年以来, 南极货币化率呈现降低趋势, 表现为收入增幅低于GMV增幅。具体来看, 2019年公司品牌服务费货币化率为4.3%, 同比下滑0.27pp, 主要源于: (1) 2019年公司加大新品类扩充; (2) 拼多多等社交电商平台占比提升。其中, 4Q19单季度货币化率为5.1%, 与去年同期基本持平。我们认为, 公司扶持新品类发展的让利是短期行为, 从长期来看, 公司将兼顾行业生态, 实现平台流量间的平衡, 预计未来货币化率有望逐步趋稳。

图35: 公司品牌服务费的货币化率情况 (年度)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图36: 公司品牌服务费的货币化率情况 (季度)

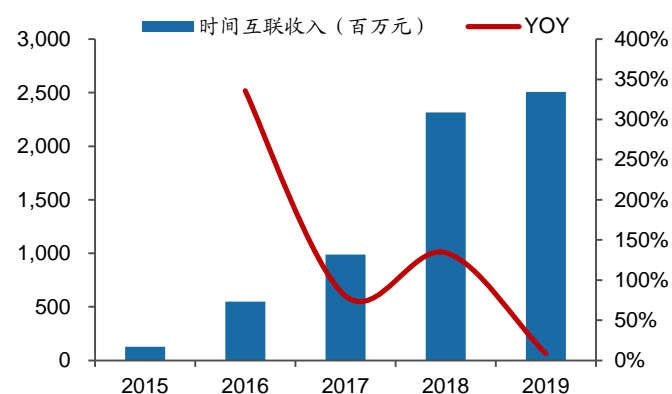


数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

4. 时间互联积极寻求突破

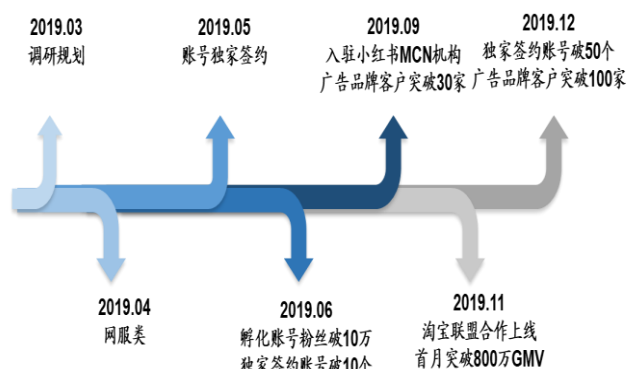
时间互联正在积极顺应行业趋势，在传统业务上精益求精，在创新业务上寻求突围。传统业务方面，2019年，公司大媒体广告业务的客户达到1300家，客户结构健康并且实现全行业覆盖。随着行业增速放缓以及上下游客户向头部集中，时间互联对客户和平台的选择更慎重，保证增长质量，放缓业务增速；创新业务方面，2019年，公司把握直播流量快速崛起的红利，切入网红直播流量运营业务，成为头条拼音系媒体的核心代理商。子公司亨利嘉业目前已获得MCN资格认证并开展相关业务。截至2019年12月，时间互联独家孵化的签约达人突破50个，合作的广告品牌突破100家，2020年，时间互联将继续扩大达人覆盖，通过高效率的广告变现、带货变现来实现达人的商业价值，不断加强与其母公司直播电商事业部、红人事业部的协同效应。

图37: 时间互联的收入增长情况 (年度)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图38: 时间互联新媒体网红经济发展历程



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

基于以上可以看出，南极电商模式的优越性被越来越多的认识，报表质量不断优化，货币化率逐渐企稳，过去压制南极电商估值的几大因素都在不断改善，估值重塑有待开启。与此同时对于南极电商成长性，我们基于几个核心判断：

(1) 高性价比成为大众消费品最重要的购买决策因子，而规模化生产和销售是实现高性价比的前提；

(2) 消费升级不是简单买贵，而是消费理念和习惯的升级，在高性价比的推动下，很多商品的购买频次将提升，逐渐从低频走向高频；

(3) 互联网环境下大众消费品的马太效应不断强化，品牌集中度持续提升，用户黏性强、支付转化率高的品牌，具备抵御高流量成本的能力；

(4) 公司未来将加大投入提升品牌调性，也将加大在系统、数据层面的开发投入。而营销投入的加大，会带来销售规模的增长以及品牌服务费率率的上升，对公司整体盈利形成正面影响。

表3：南极电商收入及利润拆分（百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	986.0	3352.9	3909.8	4695.0	5625.2	6792.1
		240.0%	16.6%	20.1%	19.8%	20.7%
合并净利润	534.3	886.5	1206.0	1584.6	2049.1	2737.8
YoY		65.9%	36.0%	31.4%	29.3%	33.6%
本部						
主业收入	746.4	1036.8	1398.7	1932.8	2586.8	3449.9
YoY		38.9%	34.9%	38.2%	33.8%	33.4%
品牌标签服务费收入	639.2	933.8	1306.4	1802.8	2451.8	3309.9
YoY		46.1%	41.0%	38.0%	36.0%	35.0%
货品销售收入	31.5	1.7	2.8	0.0	0.0	0.0
YoY	90%	-95%	67%	-100%	0%	0%
园区服务费收入	7.5	3.1	0.0	2.0	2.0	2.0
其他收入	68.2	98.3	89.5	128.0	133.0	138.0
YoY		44.2%	-8.9%	43.0%	3.9%	3.8%
自媒体业务	31.0	47.2	46.6	85.0	90.0	95.0
YoY		52.4%	-1.3%	82.4%	5.9%	5.6%
保理业务	25.0	44.7	35.9	25.0	25.0	25.0
YoY		78.9%	-19.7%	-30.4%	0.0%	0.0%
其他业务	12	6	7	18	18	18
本部归母净利润	507.4	756.4	1095.5	1468.6	1921.5	2597.4
YoY			44.8%	34.1%	30.8%	35.2%
时间互联						
时间互联收入	237.8	2316.0	2511.1	2762.2	3038.4	3342.2
YoY			8.4%	10.0%	10.0%	10.0%
时间互联归母净利润	26.85	129.74	110.49	116.01	127.61	140.37
YoY			-14.8%	5.0%	10.0%	10.0%
时间互联净利率		5.6%	4.4%	4.2%	4.2%	4.2%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

我们预计公司20-22年归母净利润分别为15.9、20.5和27.4亿元，其中预计20-22年时间互联净利率维持在4.2%水平，则20-22年时间互联归母净利润分别为1.2、1.3、1.4亿元；预计本部20-22年归母净利润分别为14.7、19.2、26亿元。其考虑到两部分业务有着不同的成长性和财务特征，我们采取分部业务估值法。

本部核心主业：南极人作为电商头部品牌，享受流量马太效应，链接多品类供应链，三只松鼠和小熊电器虽然属于不同行业，但其商业模式和竞争壁垒本质上与南极电商类似。三只松鼠目前处于战略性牺牲盈利，快速做大规模阶段，因此PE估值有所失真，而小熊电器收入、盈利同步平稳增长，与南极电商更具可比性。参考其2020年动态PE估值约42X PE，我们给予南极电商核心主业20年40X PE估值。

时间互联业务：时间互联为互联网营销代理，链接小米、华为、腾讯等广告主和小红书、苏宁等品牌主，其商业模式和财务特点与华扬联众、蓝色光标类似。参考对标公司2020年动态PE估值约22X PE，考虑到时间互联并非南极核心主业，给予一定的折价，我们给予2020年15X PE估值。

综上，我们上调公司合理价值至24.64元/股，对应604.8亿市值，维持“买入”评级。

表4：可比公司估值（截止2020年5月18日）

证券代码	证券简称	归母净利润（亿元）		当前 (TTM)	市盈率	
		2020 年预测归母净利润	2021 年预测归母净利润		2020 年	2021 年
603825.SH	华扬联众	3.0	4.1	29.9	20.6	14.9
300058.SZ	蓝色光标	6.9	8.3	23.1	23.2	19.2
300783.SZ	三只松鼠	3.2	4.2	201.2	112.9	84.3
002959.SZ	小熊电器	3.5	4.3	46.4	42.1	33.7

数据来源：wind 一致预期，广发证券发展研究中心

六、风险提示

1. 高速扩张过程中的人才瓶颈；
2. 阿里流量的获取成本增加；
3. 多品牌、多渠道的扩张战略受阻；
4. 未能把握到新兴电商平台的崛起红利。

资产负债表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
流动资产	3,058	4,011	5,595	7,566	10,022	
货币资金	1,190	1,281	1,738	2,473	2,862	
应收及预付	1,318	1,093	1,562	1,768	1,999	
存货	3	5	37	42	47	
其他流动资产	547	1,632	2,257	3,283	5,114	
非流动资产	1,492	1,474	1,595	1,765	2,138	
长期股权投资	14	0	100	300	700	
固定资产	3	7	7	7	7	
在建工程	0	0	0	0	0	
无形资产	563	560	532	504	476	
其他长期资产	912	907	956	954	955	
资产总计	4,549	5,485	7,189	9,331	12,160	
流动负债	784	626	711	767	821	
短期借款	70	100	0	0	0	
应付及预收	422	270	430	449	458	
其他流动负债	292	256	282	319	363	
非流动负债	1	0	30	60	90	
长期借款	0	0	30	60	90	
应付债券	0	0	0	0	0	
其他非流动负债	1	0	0	0	0	
负债合计	785	626	741	827	911	
股本	417	417	417	417	417	
资本公积	1,481	1,479	1,479	1,479	1,479	
留存收益	1,908	3,114	4,699	6,748	9,486	
归属母公司股东权益	3,739	4,859	6,443	8,492	11,230	
少数股东权益	26	0	5	11	19	
负债和股东权益	4,549	5,485	7,189	9,331	12,160	

利润表	单位：百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,353	3,907	4,695	5,625	6,792
营业成本	2,197	2,403	2,698	3,052	3,402
营业税金及附加	10	10	23	28	34
销售费用	111	119	141	163	170
管理费用	57	80	75	79	82
研发费用	38	43	47	56	68
财务费用	5	0	-42	-79	-84
资产减值损失	21	1	12	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	23	35	20	20	20
营业利润	937	1,248	1,761	2,341	3,137
营业外收支	26	30	25	21	19
利润总额	963	1,278	1,786	2,362	3,156
所得税	76	72	196	307	410
净利润	887	1,206	1,589	2,055	2,746
少数股东损益	1	0	5	6	8
归属母公司净利润	886	1,206	1,585	2,049	2,738
EBITDA	945	1,299	1,738	2,275	3,065
EPS（元）	0.36	0.49	0.65	0.83	1.12

现金流量表			单位：百万元		
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	551	1,255	1,034	1,467	1,725
净利润	887	1,206	1,589	2,055	2,746
折旧摊销	5	48	28	28	28
营运资金变动	-343	38	-553	-584	-1,018
其它	3	-37	-31	-33	-31
投资活动现金流	-464	-1,596	-504	-758	-1,361
资本支出	-1	-15	25	21	19
投资变动	-492	-1,622	-500	-800	-1,400
其他	28	41	-29	21	20
筹资活动现金流	-358	-61	-73	27	25
银行借款	-176	30	-70	30	30
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-182	-91	-3	-3	-5
现金净增加额	-271	-402	458	735	389
期初现金余额	1,461	1,190	1,281	1,738	2,473
期末现金余额	1,190	788	1,738	2,473	2,862

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	240.1%	16.5%	20.2%	19.8%	20.7%
营业利润增长	56.0%	33.2%	41.1%	33.0%	34.0%
归母净利润增长	65.9%	36.1%	31.4%	29.3%	33.6%
获利能力					
毛利率	34.5%	38.5%	42.5%	45.7%	49.9%
净利率	26.5%	30.9%	33.9%	36.5%	40.4%
ROE	23.7%	24.8%	24.6%	24.1%	24.4%
ROIC	32.8%	54.0%	53.4%	54.3%	53.0%
偿债能力					
资产负债率	17.3%	11.4%	10.3%	8.9%	7.5%
净负债比率	1.5%	1.8%	0.4%	0.6%	0.7%
流动比率	3.90	6.41	7.87	9.86	12.21
速动比率	3.19	6.03	7.24	9.21	11.53
营运能力					
总资产周转率	0.80	0.78	0.74	0.68	0.63
应收账款周转率	5.13	4.80	4.06	4.29	4.56
存货周转率	275.15	543.99	73.00	73.00	73.00
每股指标 (元)					
每股收益	0.36	0.49	0.65	0.83	1.12
每股经营现金流	1.32	3.01	2.48	3.51	4.13
每股净资产	1.52	1.98	2.62	3.46	4.57
估值比率					
P/E	20.82	22.20	25.70	19.87	14.87
P/B	4.94	5.51	6.32	4.80	3.63
EV/EBITDA	18.35	19.70	22.45	16.84	12.38

广发商贸零售行业研究小组

洪涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年加入广发证券发展研究中心，曾就职于华泰联合证券、平安证券。2019年II China 纺织、服装和零售（大陆）第一名，2019年新财富批零和社会服务业第四名，2019年上证报最佳批零和社会服务分析师第一名。

嵇文欣：资深分析师，硕士，毕业于南京大学。曾任职于西南证券。2020年加入广发证券发展研究中心。

嵇文欣：资深分析师，硕士，毕业于南京大学。曾任职于西南证券。2020年加入广发证券发展研究中心。

贾雨朦：联系人，伦敦政治经济学院风险与金融硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。2019年II China 纺织、服装和零售（大陆）第一名（团队），2019年新财富批零和社会服务业第四名（团队），2019年上证报最佳批零和社会服务分析师第一名（团队）。

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 35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	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
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。

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。