

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

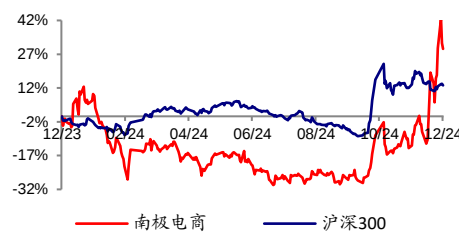
买入

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。

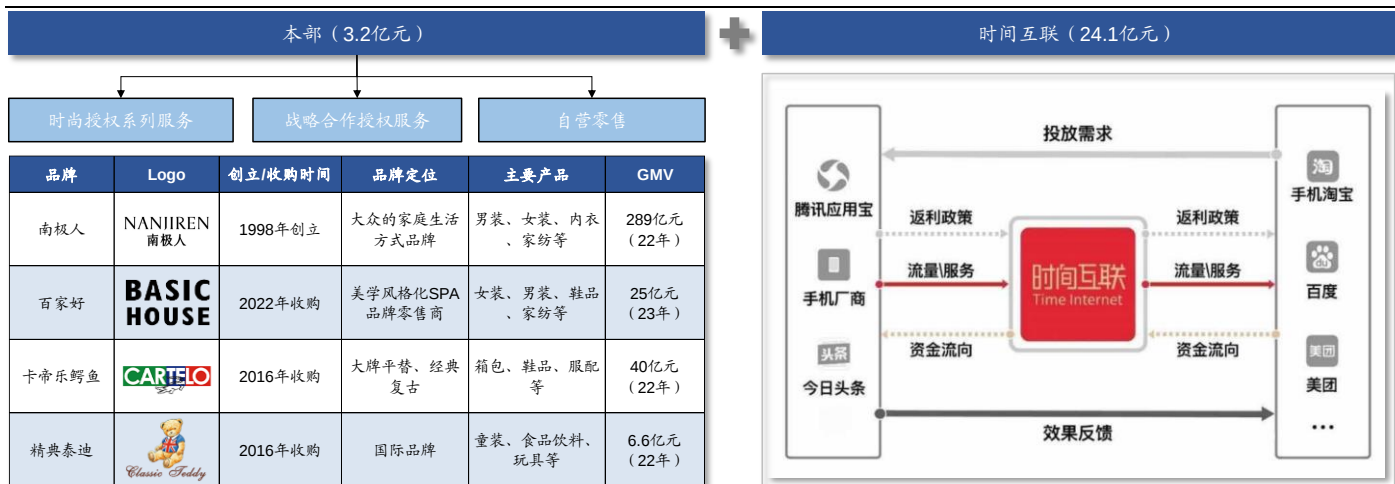
目前公司旗下拥有南极人、百家好、卡帝乐鳄鱼、精典泰迪等品牌，涉足品类包括内衣、床上用品、男装、女装、童装及母婴等，据公司财报，公司正积极推进南极人品牌业务模式转型、目前已初见成效；百家好（2022年收购）以时尚款为主，定位“美学风格化SPA品牌零售商”，为抖音平台女装品类Top5品牌；卡帝乐鳄鱼（2016年收购）以休闲运动款为主，定位“大牌平替、经典复古”，男鞋/鞋靴品类分别实现抖音/京东平台销量Top5。

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

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/866042225013011005>