

纺织服装业/可选消费品

新民科技 (002127)

共享经济打开空间，网红经济迎来新机

——新民科技更新报告

	吕明 (分析师)	汲肖飞 (研究助理)
	0755-23976166	0755-23976177
	lvming@gtjas.com	jixiaofei@gtjas.com
证书编号	S0880514080005	S0880115100006

本报告导读:

南极电商模式是基于共享经济的电商运营平台，可以为多品牌、多品类公司提供电商一站式解决方案；公司计划布局网红经济，借助淘品牌运营经验，有望成为行业龙头。

投资要点:

- 维持“增持”评级，目标价 26 元。维持预测 2015-17 年 EPS 为 0.22/0.35/0.50 元，参考苏宁云商、快乐购和跨境通的估值，给予公司 200 亿目标市值，目标价 26 元，对应 2016 年 74 倍 PE。
- 共享经济打开公司市值想像空间。目前市场对南极电商的认识还停留在南极人品牌的增长空间是否有限，公司商业模式实际上是基于共享经济的多行业、多品牌的电商综合服务平台：1) 南极人品牌可以向其他行业外延；2) 南极电商平台可以为多行业、多品牌公司服务。
- 加速电商园区建设，打造多渠道、多行业一站式电商解决方案。1) 目前柔性供应链园区主要服务于以淘宝等为渠道的电商客户，预计 2016 年园区数量达 20 个，园区服务费将逐步贡献利润。2) 我们认为园区模式可以复制到跨境电商，拓展以亚马逊等海外电商为渠道的客户。3) 现有模式可以为多行业公司提供包括电商咨询、供应链、代运营等全套解决方案，解决传统企业销售渠道向线上转移的问题。
- 网红经济迎来新机。1) 提出通过“明星港商城”打造网红经济，预计会布局网红经纪公司孵化网红及网红品牌。2) 网红龙头公司如涵由淘品牌发展而来，公司经营最大的淘品牌之一南极人，具有供应链、电商运营、品牌管理等经验，一个网红品牌只是相当于在南极电商平台多运营一个淘品牌，预计公司可凭此优势成为网红经纪龙头公司。3) 预计公司可通过网红进入电竞、影视娱乐等多个可变现 IP 行业。
- 风险提示：多品类、多品牌扩张不达预期，网红经济布局不达预期等。

财务摘要 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	4,135	1,573	407	555	743
(+/-)%	21%	-62%	-74%	36%	34%
经营利润 (EBIT)	-224	-113	191	283	398
(+/-)%	-71%	50%	269%	49%	41%
净利润	-521	10	171	269	385
(+/-)%	-191%	102%	1544%	57%	43%
每股净收益 (元)	-0.68	0.01	0.22	0.35	0.50
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.10	0.10	0.20

利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率 (%)	-5.4%	-7.2%	46.8%	51.0%	53.6%
净资产收益率 (%)	-118.0%	2.4%	5.7%	8.4%	11.3%
投入资本回报率 (%)	-14.4%	-32.8%	66.1%	82.7%	149.7%
EV/EBITDA	-331.1	237.2	58.0	39.7	27.7
市盈率	-23.3	1,166.5	70.9	45.3	31.6
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.6%	0.6%	1.3%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 26.00

上次预测: 26.00

当前价格: 15.80

2016.01.24

交易数据

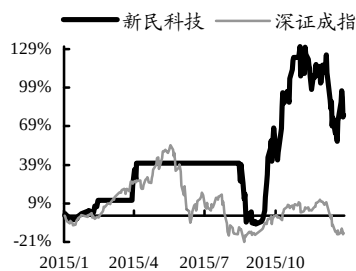
52 周内股价区间 (元)	8.03-21.78
总市值 (百万元)	12,152
总股本/流通 A 股 (百万股)	769/446
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	58%
日均成交量 (百万股)	1586.33
日均成交值 (百万元)	273.25

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	449
每股净资产	0.58
市净率	27.1
净负债率	-21.18%

EPS (元)	2014A	2015E
Q1	-0.13	0.01
Q2	-0.11	0.00
Q3	0.26	0.00
Q4	-0.01	0.21
全年	0.01	0.22

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-15%	16%	84%
相对指数	8%	27%	96%

相关报告

《纺织行业 Uber 助力行业供给侧改革》
2016.01.17

模型更新时间: 2016.01.24

股票研究

 可选消费品
 纺织服装业

新民科技 (002127)
评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **26.00**

上次预测: 26.00

当前价格: 15.80

公司网址

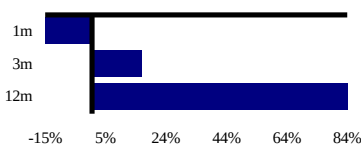
www.xmtex.com

公司简介

公司原是以化纤纺丝、织造为主业, 印染、服装、纺织助剂、贸易等多元发展的综合性股份制企业。

2015 年通过重大资产重组, 公司将原有盈利能力较弱、未来增长乏力的织造业务出售, 注入盈利能力较强、发展前景广阔的电商生态综合服务业务, 公司主营业务转变为向千万家小微电商及供应商提供品牌授权服务、电商生态综合服务、柔性供应链园区服务, 并经营货品销售业务。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

8.03-21.78

市值 (百万)

12,152

财务预测 (单位: 百万元)
损益表
营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润
资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)
现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额
财务指标
成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

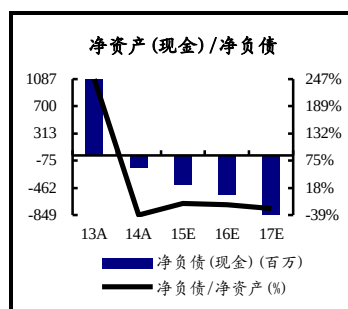
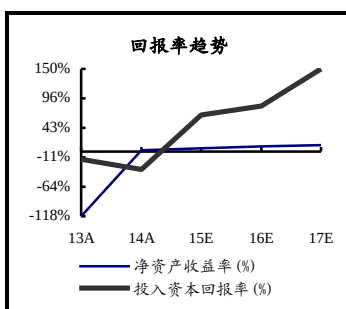
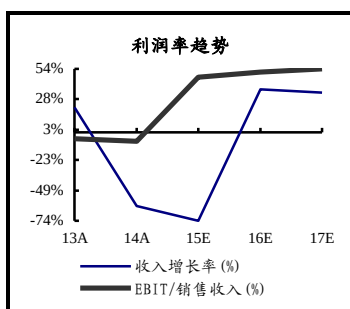
PB

EV/EBITDA

P/S

股息率

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
损益表					
营业总收入	4,135	1,573	407	555	743
营业成本	4,103	1,502	141	172	211
税金及附加	1	1	1	2	2
销售费用	109	42	50	68	91
管理费用	146	141	24	31	41
EBIT	-224	-113	191	283	398
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	73	2	3	3
财务费用	78	90	-2	-10	-14
营业利润	-541	-165	190	294	415
所得税	0	2	23	30	34
少数股东损益	-16	2	1	1	1
净利润	-521	10	171	269	385
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	422	370	414	552	848
其他流动资产	0	46	100	100	100
长期投资	0	0	2,344	2,344	2,344
固定资产合计	1,648	79	49	52	54
无形及其他资产	138	95	86	87	88
资产合计	2,845	923	3,171	3,382	3,713
流动负债	1,852	455	160	177	276
非流动负债	525	1	0	0	0
股东权益	441	443	2,988	3,179	3,410
投入资本(IC)	1,555	295	254	308	245
现金流量表					
NOPLAT	-224	-97	168	255	366
折旧与摊销	200	142	12	9	10
流动资金增量	697	-253	-23	-53	-11
资本支出	-53	-44	32	-8	-8
自由现金流	620	-252	188	204	357
经营现金流	609	-79	109	220	378
投资现金流	-50	235	-2,309	-5	-5
融资现金流	-404	-222	2,244	-77	-77
现金流净增加额	154	-67	44	138	296
财务指标					
成长性					
收入增长率	21.2%	-61.9%	-74.1%	36.4%	33.9%
EBIT 增长率	-70.5%	49.6%	268.6%	48.7%	40.6%
净利润增长率	-191.2%	102.0%	1544.2%	56.8%	43.3%
利润率					
毛利率	0.8%	4.5%	65.4%	69.0%	71.6%
EBIT 率	-5.4%	-7.2%	46.8%	51.0%	53.6%
净利率	-12.6%	0.7%	42.1%	48.4%	51.8%
收益率					
净资产收益率(ROE)	-118.0%	2.4%	5.7%	8.4%	11.3%
总资产收益率(ROA)	-18.3%	1.1%	5.4%	7.9%	10.4%
投入资本回报率(ROIC)	-14.4%	-32.8%	66.1%	82.7%	149.7%
运营能力					
存货周转天数	37	51	200	140	135
应收账款周转天数	6	32	140	80	75
总资产周转天数	305	437	1836	2155	1743
净利润现金含量	-1.17	-7.61	0.64	0.82	0.98
资本支出/收入	1%	3%	-8%	1%	1%
偿债能力					
资产负债率	83.6%	49.5%	5.0%	5.3%	7.4%
净负债率	246.5%	-38.7%	-13.9%	-17.4%	-24.9%
估值比率					
PE	-23.3	1,166.5	70.9	45.3	31.6
PB	16.0	15.9	4.1	3.8	3.6
EV/EBITDA	-331.1	237.2	58.0	39.7	27.7
P/S	1.7	4.5	29.9	21.9	16.4
股息率	0.0%	0.0%	0.6%	0.6%	1.3%



目 录

1. “共享经济”模式打开公司想像空间	4
1.1. “南极人”品牌本身空间并不构成南极电商发展瓶颈	4
1.2. 南极电商模式通过“共享经济”模式提高供应链效率	4
2. 加速电商园区建设，打造一站式电商解决方案	7
2.1. 通过柔性供应链园区构建南极电商“园区生命共同体”	7
2.2. 预计供应链园区模式会向跨境电商和其他品牌扩张	8
3. “网红经济”使公司迎来新机遇	8
3.1. 佳人有价，“网经经济”市场空间巨大	8
3.2. 网红经纪公司起源于“淘品牌”，南极电商可复制	10
3.2.1. 如涵：网红张大奕的蜜巢，起源于淘品牌	10
3.2.2. 如涵商业模式：经纪人+供应链+代运营三重角色	11
3.3. 南极电商具有打造“网红经济”的基因和优势	12
4. 盈利预测与投资建议	12
5. 风险提示	12

图表目录

图 1: 电商代运营公司宝尊主要业务模块	6
图 2: 柔性供应链园区打造没有库存的经销商	7
图 3: 南极电商柔性供应链服务平台模式图	7
图 4: 2015 年淘宝女装品类中网红店铺排名靠前	8
图 5: 网红模式缩短了供应链反应时间，实现快速周转	10
图 6: 如涵电商发展历程	10
图 7: 如涵第一位签约网红张大奕及其网店	10
图 8: 如涵商业模式：供应链+代运营+经纪人	11
图 9: 如涵电商运营方式	11
表 1: 宝尊主要服务线下渠道成熟的大客户	6
表 2: 网红店铺的盈利能力较强	9

1. “共享经济”模式打开公司想像空间

1.1. “南极人”品牌本身空间并不构成南极电商发展瓶颈

“南极人”品牌本身承载的市场空间并不构成南极电商发展瓶颈。目前市场对南极电商的认识和分歧有：1）“南极人”主销品类内衣增速放缓；2）“南极人”品牌进行品类扩张不容易，南极人内衣是先有品牌才发展起来的，进入其他品类没有优势；3）南极电商壁垒不高，其他电商代运营公司可以复制。这些疑问仍没有跳开过于关注“南极人”品牌本身对于公司业绩的影响，没有看到公司商业模式的创新和突破。

公司基于“共享经济”的多品类、品牌的电商一站式解决方案可跳开南极人品牌束缚。南极电商商业模式实际上是“共享经济”的一种，我们认为公司商业模式的发展潜力有望超出市场预期。

1.2. 南极电商模式通过“共享经济”模式提高供应链效率

共享经济的实质是平台调度，精准匹配供给和需求，降低信息不对称，提高社会效率。南极电商目前主业有：品牌授权服务、综合电商服务、柔性供应链园区服务等，实际上均属于“共享经济”模式。Uber是大家最熟悉的共享经济模式之一，我们套用大家熟悉的Uber模式。Uber作为平台实现了上游闲置车辆资源与下游打车乘客乘车需求的精准匹配，南极电商作为平台实现了上游供应商闲置生产能力和下游经销商闲置分销能力的精准匹配，并通过向上下游客户提供一站式电商解决方案，提高整体供应链效率。

通过“柔性供应链”做到供应商需求与供应商的生产更精准匹配。通过南极电商平台，可以让众多经销商共享C端用户数据、供应商、电商平台流量、物流、库存、金融服务、电商综合服务等，也可以让供应商共享客户需求数据、经销商、物流、金融服务等。

- **刚性供应链模式问题多。**传统供销是以经销商需求为核心的刚性供应链模式，经销商的需求并不代表C端用户需求，经销商根据自己的主动判断去找供应商生产，由于资金和销量有限，只能生产较少品类产品，并且容易产生销量不畅、库存积压问题；
- **柔性供应链以用户需求为核心。**南极电商通过大数据系统平台整合产品流、数据流、信息流、物流、资金流、服务流，进行六流合一管理，围绕电商产业特点对供应链进行有效重构，可以更好地掌握C端客户需求。在此模式下，南极电商可以给经销商提供销售产品建议，并汇集经销商需求，统一寻找供应商，使经销商可以销售更多品类贴近C端用户的产品。

通过柔性供应链园区可以解决信息不对称、彼此不信任问题。

- **传统供销模式供应商和经销商存在不信任问题：**供应商担心经销商拖欠货款，往往需要经销商先预付一定比例货款才能生产，经销商则担心供应商不及时发货且不愿意预付。

- **南极电商通过柔性供应链园区可以解决信任问题。**南极电商作为整合上下游供应链的调度平台，与上下游均建立了信任关系。供应商生产完货品后先放在园区里，供应商如果实现产品销售，由南极电商直接发货给C端用户，资金流则由南极电商与经销商的共管帐户流向供应商。由于货品不直接流向经销商，减少了经销商拿到货款不给钱的风险。通过南极电商平台，解决了信息不对称和信任问题。

南极电商的“共享经济”模式可以复制到多品类、多品牌，从经营“南极人”品牌走向为其他公司提供一站式电商解决方案。南极电商品类和品牌外延可分为两个层次：

- “南极人”品牌本身的品类外延；
- **其他品类、其他品牌的外延。**即为其他公司提供电商解决方案，包括供应链搭建、共享经销商、品牌营销、店铺运营、数据支持、仓储及物流等，把公司经营“南极人”品牌的经验，复制给其他品牌。

只要存在行业产能过剩、产品标准化程度高的行业均适用此模式。

- **大消费行业：**如大纺织服装行业（男装、女装、内衣、户外服饰、体育服饰、家纺、鞋子、珠宝首饰、化妆品等）、家电行业、轻工行业、消费电子行业等。
- **部分周期性行业：**例如钢铁、有色、煤炭等行业，找钢网的成功证明“共享经济”适用周期性行业。
- **预计外延并购是南极电商进入其他行业的主要手段。**南极电商在互联网公司运营管理上积累的经验是可以输出的，且拥有融资能力。南极电商在非消费品行业并无经验，但可以通过收购利用原有公司的行业经验，再输出自己电商公司运营管理经验进入其他行业，未来想像空间巨大。

“南极人”品牌的成功是最有说服力的佐证。南极电商潜在的竞争对手可以分为三类：1）行业类似模式的公司；2）电商代运营公司；3）线下品牌公司，我们认为南极电商经营“南极人”品牌获得了巨大成功，积累了丰富电商品牌运营经验，这是吸引其他品牌加入南极电商平台最有说服力的佐证。

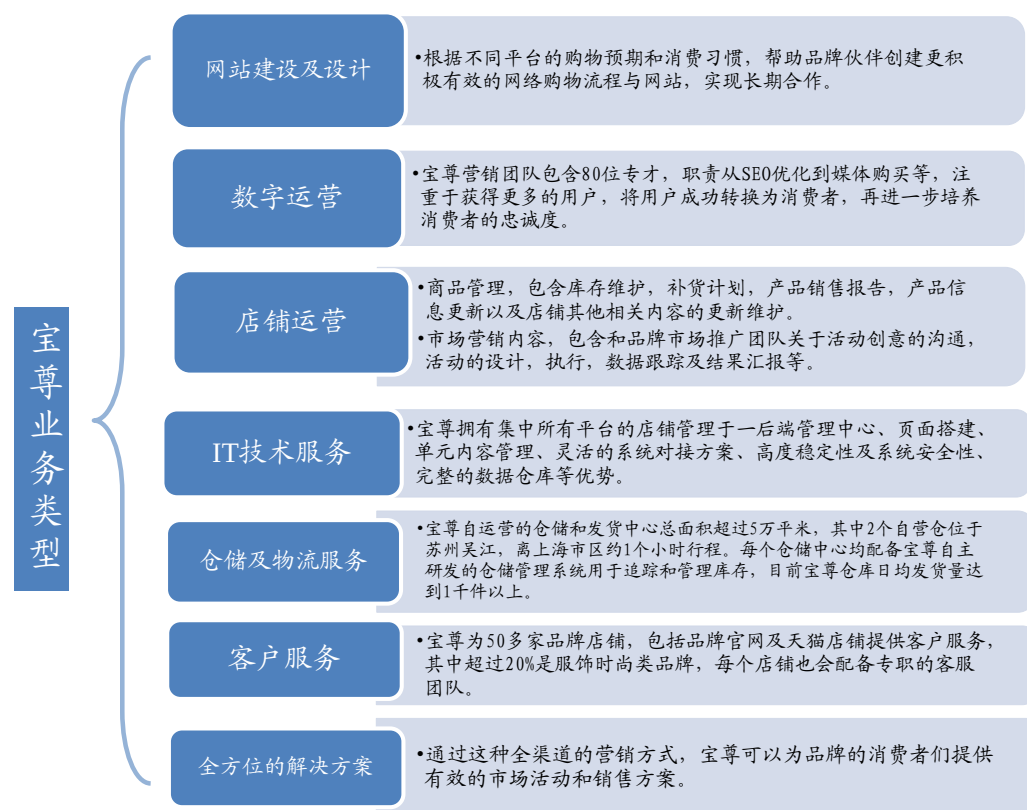
- **现有模式下的行业领跑者。**现有模式主要竞争对手有恒源祥、北极绒、俞兆林等。公司优势有：1）“综合电商服务”帮助上下游客户提供互联网运营服务，服务广度深度优于竞争对手；2）柔性供应链园区以轻资产模式快速复制，预计比竞争对手能更快切入新品类，由于互联网公司先发优势非常重要，如果公司能率先抢占内衣及纺织服装以外的品类，则竞争对手较难超越。3）登陆资本市场强化先发优势。互联网企业在初创期需要投入大量资金，管理经验不足，没有登陆资本市场的公司融资能力差、掣肘发展。南极电商已成功登陆资本市场，获得强大的再融资能力，预计未来会通过增扩主业以及外延并购加快行业整合，巩固行业龙头地位。
- **整合供应链能力是相较于电商代运营公司最大的竞争优势，更适合服务微小电商。**

1) 南极电商更适合电商品牌。通过分享经济思维整合上下游供应

链是南极电商核心竞争力之一，这也是公司多年经营“南极人”品牌积累下来的资源，以线上渠道为主的电商品牌对于供应链整合的需求非常强烈，而电商代运营公司大多数在这方面稍逊。

2) 电商代运营公司更适合线下渠道较为成熟的客户。纳斯达克上市的宝尊，是国内领先的数字服务和电子商务服务商，提供从前端到后端的全套电商服务，包括网站建设、更新及托管，IT 设施搭建，客户服务，仓储物流服务以及数字营销等，宝尊已经与 100 多个国际品牌合作，帮助他们运营官方品牌网站与天猫旗舰店。宝尊的模式更适合线下渠道成熟的大客户，这些客户本身对于供应链管理的需求不明显，主要是想通过电商代运营公司获得网上销售经验，模式与南极电商不同。

图 1：电商代运营公司宝尊主要业务模块



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

表 1：宝尊主要服务线下渠道成熟的大客户

服饰品牌	Jack Wolfskin、HASKI、NAUTICA、NBA、NIKE、NINE WEST、STEVE MADDEN、TOMS、ZARA、GYMBOREE、GUESS、GEOX、Folli Follie、SPRIT、Etam、EQ:IQ、converse、COACH、easyspirit、Cath Kidston、cache cache、BONDS、blue Nile、AMERICAN EAGLE、Hollister、CK、LEVI'S、BURBERRY
家电品牌	POVOS、BRITA、PHILIPS AVENT、OSIM、Electrolux、Panasonic、SHARP、PHILIPS
汽车品牌	SUBARU、YOKOHAMA、HONDA、LUXGEN、GEELY、MITSUBISHI、FIAT、TOYOTA
化妆品和食物品牌	大宝、Neutrogena、哈根达斯、SHISEIDO、HOLLAND BARRETT、GODIVA、GNC、COLD STONE、BORGHESE、ReFa、GLAMOUR BAR、PEPSI
家居建筑品牌	American Standard、Dulux、Pattex、Schneider、legrand、GULI、ENZO RODI、DELTA、ezviz
保险品牌	Allianz、阳光保险、中国太平洋保险、中国人寿、中国太平、TP

技术品牌 MISFIT、hiti、中国联通、belkin、acer、Microsoft、GoPro

资料来源：宝尊官网，国泰君安证券研究

线下渠道为主的公司掣肘于线下渠道，较难复制南极电商模式。南极电商模式下销售的产品具有标准化程度高、易于线上销售、不用管控线上线下价格体系的特点，所以会对线下销售造成致命冲击，对于传统以线下渠道为主的品牌，较难采用南极电商模式。

2. 加速电商园区建设，打造一站式电商解决方案

2.1. 通过柔性供应链园区构建南极电商“园区生命共同体”

柔性供应链园区“六流”合一，打造“没有坏账的供应商、没有库存的经销商”。柔性供应链园区是由产业带园区组成，由南极电商主导，具有供应链资源的供应商及具有分销能力的销售商协助，利用大数据系统平台整合产品流、数据流、信息流、物流、资金流、服务流，六流合一管理，围绕电商产业特点对供应链进行有效重构，将传统以经销商需求为核心的刚性供应链变为以用户需求为中心的柔性供应链，目前主要服务于以天猫、京东等为销售渠道的上下游客户。公司规划未来3年有望建逾30个柔性供应链园区。

- **针对供应商端的服务：**南极电商依托互联网平台，进行大数据分析，根据数据分析结果制定优化方案，为供应商提供仓储物流管理、支付模式优化等服务，帮助供应商降低潜在的坏账风险。
- **针对经销商端的服务：**南极电商提供商品代发、增值服务、售后服务等，帮助经销商降低潜在的库存积压、资金周转不畅的风险。

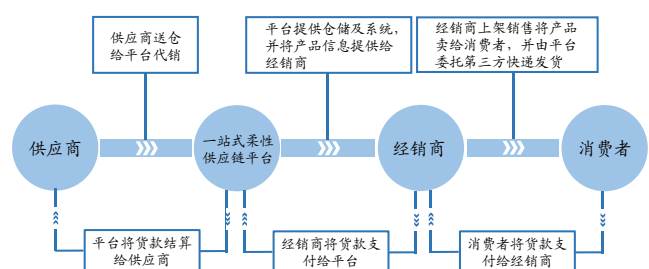
盈利模式为收取园区平台服务费。南极电商通过对体系内参与者收取相应的服务费用，获取收益，2014年其主营业务收入中园区品牌服务费为272.03万元，占总收入0.99%，目前仍处在发展初期。

南极电商“园区生命共同体”雏形初现。柔性供应链服务体系也将全面对外开放，服务于“南极人”品牌体系外的多个品牌，实现服务对象的大幅增长，实现规模效益。

图 2：柔性供应链园区打造没有库存的经销商



图 3：南极电商柔性供应链服务平台模式图



2.2. 预计供应链园区模式会向跨境电商和其他品牌扩张

电商园区多品类扩张，打造多渠道、多行业一站式电商解决方案。预计公司供应链电商园区会朝着多品类发展：

- **国内电商园区。**目前柔性供应链园区主要服务于以淘宝、京东等为销售渠道的电商客户，公司规划未来 3 年有望建逾 30 个柔性供应链园区。我们预计 2016 年园区数量可能达到 20 个，超出市场预期，园区服务费将逐步贡献利润。
- **跨境电商园区。**我们认为园区模式可以复制到跨境电商，拓展以亚马逊等海外电商为销售渠道的客户。近几年跨境电商快速发展，2014 年我国进出口贸易总额达 26.74 万亿元，跨境电商占比 14.96%，约为 4 万亿。跨境电商贸易额占进出口贸易总额比例逐年提升，进出口贸易向线上转移趋势明显。跨境电商园区可以使南极电商业务国际化，打开想象空间。
- **专门的非“南极人”品牌园区。**南极电商一站式电商解决方案不断成熟，预计非“南极人”品牌贡献的利润占比会不断提升。

3. “网红经济”使公司迎来新机遇

3.1. 佳人有价，“网经济”市场空间巨大

网红经济迅速崛起，淘宝上趋势显现。与淘品牌的崛起类似，网红们自发在淘宝、天猫上发展起来。2014 年“双十一”活动中，销量前十名的淘宝女装店铺中红人店铺占据七席，部分店铺销售额超千万。2015 年 12 月阿里巴巴 CEO 张勇表示，在淘宝平台上有着数百位网红，拥有超过 5,000 万粉丝，他们依靠微博、QQ 等社交平台快速引进时尚风潮，在淘宝上进行预售、定制，配上淘宝商家强大的生产链形成网红经济的商业模式。2015 年 9 月起淘宝为网红开设 iFashion 平台。2015 年在淘宝女装店铺中网红店铺占了绝大部分。

图 4：2015 年淘宝女装品类中网红店铺排名靠前

排名	店铺	排名	店铺
1	戎美	11	ALU
2	张大奕	12	MALI
3	毛菇小象	13	笑涵阁
4	CC皮草	14	茉莉雅集
5	小虫米子	15	妍儿家
6	大喜	16	vcruan
7	于MOMO	17	林珊珊
8	dimplehsu	18	云上生活
9	LIN	19	BOB
10	MIUCO	20	Titi小静

数据来源：淘宝，国泰君安证券研究

不仅是服装，网红经济空间巨大。人们的生活包罗万象，互联网时代有一技之长且在某些领域有影响力的人都有可能成为网红。除了美女，游戏高手、摄影达人、职业驴友都有特定的粉丝群体，均有潜力影响粉丝消费行为并变现。因此除了服装，网红经济还包括电子竞技、视觉素材、旅游、母婴用品等行业，影响巨大。2014 年中国服装网购交易规模可达 6,153 亿元，我们保守估计网红服装市场规模有望超过 1,000 亿，考虑到电竞、旅游、整容等相关行业网红经济的空间巨大。

暴利吸引新进入者，网红经济还有增长空间。凭借漂亮的脸蛋、姣好的身材、独特的时尚眼光与选款能力，知名网红的服装生意“令人眼红”。他们利用微博、微信等数量庞大的粉丝群体，通过淘宝、微卖等平台实现流量变现。例如知名模特、网红张大奕拥有 377 万名粉丝，当其淘宝店铺上新时，店铺的当日销售额常常是淘宝女装类目的第一名，月销售额在百万级别。另一知名网红雪梨吸金能力不逊一线女星，据统计其淘宝店年销售额可超 2 亿，估算净收入达 1 亿人民币以上。如此丰厚的回报将吸引众多气质接近的网红投身行业中，带动网红经济进一步扩张。

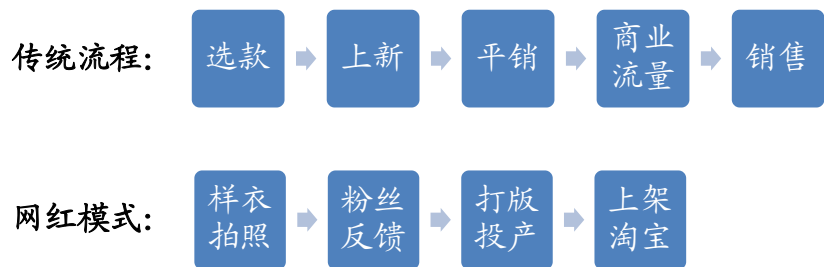
表 2: 网红店铺的盈利能力较强

网红	淘宝店铺情况
张大奕	知名模特、微博网红张大奕拥有 377 万名粉丝，其淘宝店铺于 2014 年 5 月份开张，不到一年即达到五颗皇冠。每当店铺上新，其当日销售额常常是淘宝女装类目的第一名。
雪梨	据淘宝后台数据显示，截至 2015 年 8 月份雪梨的淘宝店当年有评价的成交单超过 87 万，产品单价在 220-240 元之间，销售额超 2 亿元。按照服装零售 50% 的利润率全年可净赚 1.5 亿元。
赵大喜	大学时开始开网店，每天花大量时间在微博与用户互动，挑选受欢迎的款式打版投产上架淘宝店。2013 年毕业后她已经拥有一个 100 多人的工厂。
张林超	张林超开的红人店铺 LIN 家，在 2015 年 4 月的一次上新中，仅仅 1 一分钟就有数万人进店抢购，15 款新品现货被抢购一空，平均客单价超千元。
金怜佳	签约莉家后粉丝迅速扩张，供应链得到改善，店铺年销售额少则百万，多则过亿。

数据来源：中国经济网，站长之家，国泰君安证券研究

线上“Zara”符合服饰消费潮流，未来有望进一步扩张。传统服饰企业的运作流程是设计师设计产品、厂家生产、实体店上货，商品周转时间长。以 Zara 等为代表的快时尚品牌采用买手模式，将品牌店畅销的款式下单生产，快速配送上货，迎合了消费者快速变化的时尚需求。网红店铺采用类似的模式，通过线上粉丝评论反馈进一步压缩了挑选款式的时间，在有现成面料的情况下最快一周时间粉丝即可穿上网红同款。快速的周转满足了年轻消费者冲动消费和感性消费的特质，未来网红模式将快速发展。

图 5：网红模式缩短了供应链反应时间，实现快速周转



数据来源：国泰君安证券研究

3.2. 网红经纪公司起源于“淘品牌”，南极电商可复制

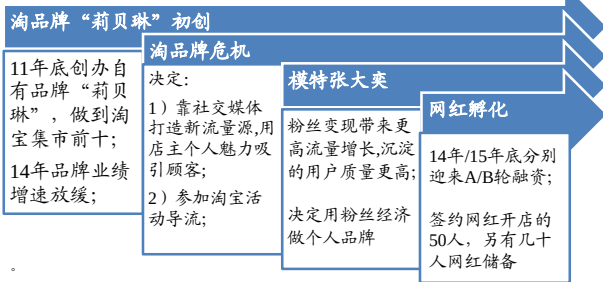
专业孵化网红的经纪公司兴起，为行业壮大提供新血液。网红成名并非易事，需要通过相片、视频、旅行、才艺、话题等各种手段包装，展示与众不同的个性，才能吸引到足够多的粉丝，目前国内网红经济愈发专业化，已经产生众多孵化网红的专业公司，如涵、莉家等是其中的代表。

3.2.1. 如涵：网红张大奕的蜜巢，起源于淘品牌

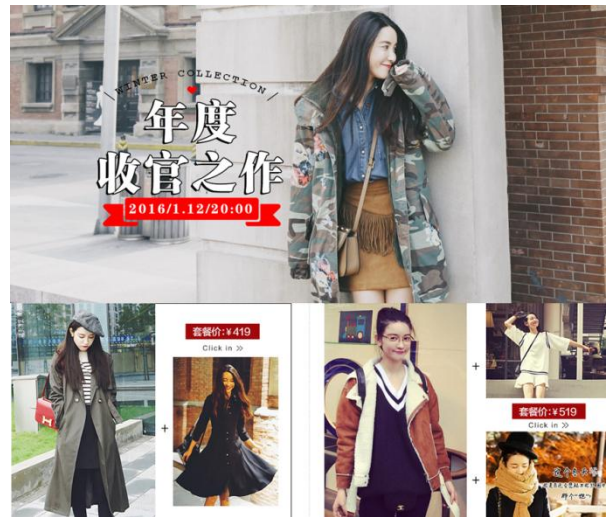
如涵成为网红经纪龙头公司，起源于淘品牌。杭州如涵电商是国内领先的网络红人电商平台综合服务商和红人孵化器，目前已获得君联资本数千万元级别的 B 轮融资。公司创业团队 2012 年起从事自有淘品牌“莉贝琳”的设计、制作和销售，2014 年为模特张大奕打造独立品牌后，逐渐退出淘品牌运营。如涵电商曾创造出一个月内从建店到月销售过百万的行业领先速度，部分红人店铺 2015 年销售额增长超过 500%。

图 6：如涵电商发展历程

图 7：如涵第一位签约网红张大奕及其网店



数据来源: 国泰君安证券研究



数据来源: 新浪微博, 国泰君安证券研究

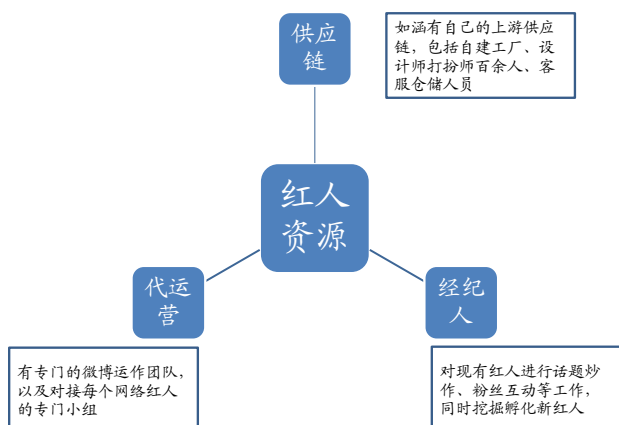
如涵模式一方面把网红人气做高, 为其谋划最佳变现方向; 另一方面寻找有潜质的新人, 助其成为网红。目前如涵签约网络红人中, 已经开店的人数近 50 位, 另有同等数量级的未开店网络红人储备。预计到 2016 年底, 如涵电商将运营逾百家红人网上店铺, 并积累过 2 亿社交媒体粉丝, 成为国内社交电商的领导者。

3.2.2. 如涵商业模式: 经纪人+供应链+代运营三重角色

如涵的商业模式简而言之可称为“经纪人+供应链+代运营”三重功能。三重功能分别对应“制造网红 IP”、“服装生产”、“服装线上销售”三部分。

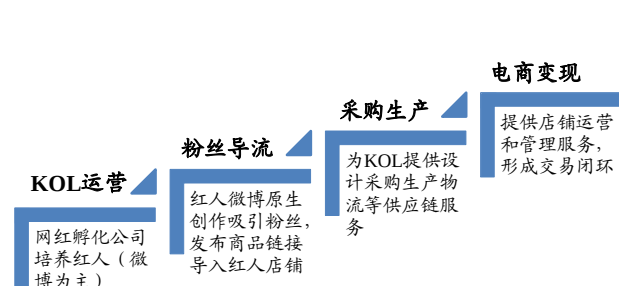
- **制造网红 IP:** 在网红孵化和红人营销方面所做的工作, 主要还是为了进一步促使现有红人资源变现, 并培育下一批有商业价值的红人。
- **服装生产:** 如涵自身建有代工厂等服装供应链体系, 能够对接网红的品牌, 直接输出产品。
- **服装线上销售:** 即代运营, 指如涵在店铺经营、ERP 管理、产品上新等方面对红人店铺提供的支持。

图 8: 如涵商业模式: 供应链+代运营+经纪人



数据来源: 网易, 国泰君安证券研究

图 9: 如涵电商运营方式



数据来源: 网易, 国泰君安证券研究

如涵早期利用“莉贝琳”淘品牌优势，帮助网红进行供应链整合。网红常用的变现手段主要是通过做自媒体社会化的电商品牌，而如涵是做服装电商品牌出身，资源上与此完美对接。公司坚持自建一定的产能，因而拥有从设计、打样、生产到仓储的各环节资源，为网红提供上游的配套服务。南极电商在服装供应链和电商品牌运营上更具经验，我们认为南极电商有能力复制如涵模式。

3.3. 南极电商具有打造“网红经济”的基因和优势

具有网红经济基因，服装供应链和电商品牌运营经验无与伦比。每增加一个网红品牌相当于在南极电商平台增长一个新品牌，有望成为网红经济行业龙头公司。

- “网红经纪”公司起源于淘品牌。目前最大的网红经纪公司如涵即利用“莉贝琳”积累了服装供应链和电商品牌运营经验，通过利用网红引流不断做大规模，最后转型成网红经纪公司。
- 南极电商实际上经营着最大的“淘品牌”之一。南极人已成为最大的“淘品牌”之一，南极电商在服装上下游供应链、电商品牌运营上均更具经验，每增加一个网红品牌只相当于在南极电商平台增加一个新品牌，复制如涵模式并非难事。

南极电商有望通过网红进入可变现 IP 的其他领域。网红变现的渠道除了服装以外，还包括化妆品、电竞、体育、影视娱乐等方式，南极电商有可能通过网红进入可变现 IP 的其他领域，并在这些领域的互联网上有所突破。

4. 盈利预测与投资建议

维持“增持”评级，目标价 26 元。维持预测 2015-17 年 EPS 为 0.22/0.35/0.50 元，参考苏宁云商、快乐购和跨境通的估值，给予公司 200 亿目标市值，目标价 26 元，对应 2016 年 74 倍 PE。

5. 风险提示

多品类、多品牌扩张不达预期。南极电商目前业绩主要来自于“南极人”品牌及由此衍生的电商服务，多品类、多品牌是未来业绩增长的主要来源，目前仍处在拓展期，存在不确定性。

网红经济布局不达预期。公司布局网红经济只是停留在规划中，未来具体实施可能会不达预期。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		