

2021年开市，A股迎来开门红，上证指数站上3500点，可南极电商（002127）却“开门黑”，股价已经连续两日跌停。

1月6日，南极电商发布公告，拟使用自有资金通过集中竞价的方式回购公司部分股份，回购总金额不低于5亿元、不超过7亿元，回购价格不超过15元/股。

这是南极电商上市以来规模最大的回购计划。南极电商2015年借壳新民科技之后，只实施过一次回购，时间为2018年10月至2019年10月，回购金额为1.5-3亿元。本次5-7亿元的规模有望达到上次的3倍以上。

南极电商手里的现金也较为充裕，三季报显示其手上拥有现金25.9亿元，此时回购股份更像是试图稳住下跌的股价。

不过回购来的股份并不会注销，用于股权激励和员工持股计划，某种程度上说，是在属于用全体股东的钱来补贴高管。

回购公告一出，收效甚微，南极电商股票仍然在下跌。截至1月6日收盘，股价为10.37元，下跌6.49%。

从2020年3月开始，南极电商股价从10元左右开启上涨，7月份涨到24.41元涨幅超过140%，市值一度高达600亿元。此后一路下跌，如今仅剩255亿，可谓一夜回到解放前。

为何南极电商股价崩得如此之快？就连规模最大回购公告也止不住下跌？

## 从卖产品到卖商标

南极电商此前广为人知的是南极人保暖内衣，然而该公司早已不再是生产内衣的品牌，而是转型卖“吊牌”，公司产品涉及到方方面面，热销产品包括家纺、布艺、男装、女装、内衣、鞋品、婴儿用品、户外等等，被人戏称“万物皆可南极人”，虽然都不是自己生产的。

南极人在早期做出一定口碑后，老老实实做产品卖货太辛苦，卖商标更赚钱。于是不再自己生产产品了，转做品牌授权。既能赚经销商的钱，又能赚供应商的钱，南极电商只需要保障品牌与质量。

这种模式可以两头收费。供应商需要向南极电商申请授权，产品才能贴上南极人的商标，经销商需要南极电商授权，店铺才能挂南极人的牌子，销售南极人的产品。

只要产品畅销，消费者愿意为南极人品牌买单，就能一直玩下去。刚开始销售大幅增长，但近年弊端逐渐显现，消费者吐槽产品质量大不如前。

品牌的作用就是信任背书。消费者选择你的品牌是信任品牌背后一以贯之的产品品质，一旦品牌受到影响，南极电商核心的竞争力就受到威胁。

要做大规模，就得有更多供应商，而更多供应商又会加大品控的难度，品质把控在南极人手里，如何做好是关键，规模扩大与质量把控之间存在一定的矛盾。

财务造假甚嚣尘上

1月6日，南极电商发布了股价异动公告，表示“没有未披露的重大信息，公司经营一切正常”。

市场猜测，南极电商的模式一直遭到质疑，更有券商研究员指出南极电商有财务造假嫌疑。

2019年5月，兴业证券在机构间路演，一名研究员谈体外循环造假的识别，举南极电商为案例分析。兴业证券举出了南极电商的6大疑点，包括净利率非常高而无明显壁垒；无明显的竞争对手；非常轻资产的运营模式；财务数据质量差；经营规模翻倍增长，员工数量反而下降；供应商和客户高度重叠。

南极电商可能存在的资金体外循环情形一直受到半公开质疑，高速增长的GMV背后隐患重重。

2016年以来，南极电商GMV每年以超高增速增长。由于南极电商是做贴牌生意的，自己不生产产品，因此GMV是指南极电商经销商(南极共同体)在电商平台销售该品牌产品的成交总额。

南极共同体GMV从2016年72.06亿元，增长到2019年的305.59亿元，三年年均复合增长率达到62%。在各电商平台增速放缓的2019年，南极共同体GMV也实现了49%的增长。而与此相对应的是，阿里巴巴2019年财年总GMV的增速为19%。

从最新的2020年三季报来看，增速有所放缓，各电商渠道可统计的GMV达228.53亿元，同比增长35.96%。其中南极人品牌GMV为203.29亿元，同比增长40.00%

。

而GMV直接与南极电商的收入相关，经销商根据GMV乘以品牌费率，向南极电商缴纳品牌服务费，因此越高的GMV意味着越高的品牌服务费收入。

营业收入构成中可以看到，大头为移动互联网业务，增长最快的是经销商品牌授权业务，其增速达到93.31%。

高速增长GMV背后，营业成本和员工数量却没有多少增长，简直让人惊叹。

营业成本里也就采购成本增长了1.34%，其他成本基本上没有变化。

员工数量方面，2019年年报显示，南极电商的在职人员数量合计646人，2018年为584人，2019年应付职工薪酬为3735万，2018年为2839万，增长比例远低于公司的业绩增长。

如此“优异”的财务数据，不得不让人生疑，在某种程度上，似乎也符合此前券商所说的“体外循环”。

根据其商业模式可以推断，增加成本主要在供应商和经销商，因此不在南极电商的财报中体现。

南极电商的股东结构来看，还有不少机构抱团。根据最新的持仓数据，机构数量和累计持有股数大幅下降，2020年6月30日，有432家机构累计持有其99446万股，至2020年9月30日，100家机构累计持有其74829万股。机构持股数量减仓幅度达25%。

三季度，北向资金大幅增持，股东数量大幅增加，散户接盘。2020年3月31日，南极电商的股东户数为1.84万户，户均持有流通股10.3万股；至2020年6月30日，股东户数升至2.56万户；2020年9月30日，股东户数继续上升，达到3.54万户，较半年前接近翻倍。

1月6日，第一财经记者电话采访南极电商董事长张玉祥，当被问到这两日股票为何跌停时，张玉祥表示，“我是做生意的，不关心股票。我们要老关心股票，这个公司搞不好了。他们(投资者)的心理我没有精力去研究。”