

新民科技 (002127.SZ)

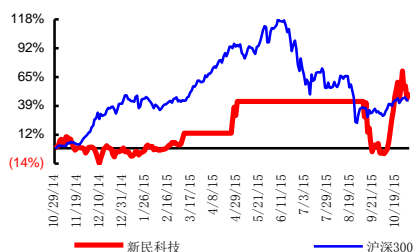
深耕“南极人”品牌，打造电商服务平台

评级: 买入 **前次:**
目标价(元): 23.90—23.90
 联系人 分析师
 彭毅 胡彦超
 互联网零售团队 S0740512070001
 021-20315010 021-20315176
 pengyi@r.qlzq.com.cn huyc@r.qlzq.com.cn
 2015年10月29日

基本状况

| | |
|-----------|-------|
| 总股本(百万股) | 446 |
| 流通股本(百万股) | 446 |
| 市价(元) | 13.25 |
| 市值(百万元) | 5,916 |
| 流通市值(百万元) | 5,916 |

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

| 指标 | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|---------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 280 | 274 | 381 | 646 | 919 |
| 营业收入增速 | 19.73% | -2.22% | 39.14% | 69.77% | 42.30% |
| 净利润增长率 | 151.8% | -16.97% | 119.17 | 57.03% | 52.00% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.51 | 0.42 | 0.92 | 1.45 | 2.20 |
| 前次预测每股收益(元) | | | | | |
| 市场预测每股收益(元) | | | | | |
| 偏差率(本次-市场/市场) | | | | | |
| 市盈率(倍) | 13.12 | 20.86 | 11.00 | 7.01 | 4.61 |
| PEG | 0.09 | — | 0.09 | 0.12 | 0.09 |
| 每股净资产(元) | 1.51 | 1.93 | 2.50 | 3.59 | 5.43 |
| 每股现金流量 | 3.85 | -0.50 | 0.92 | 0.87 | 1.62 |
| 净资产收益率 | 33.49% | 21.76% | 36.94% | 40.40% | 40.57% |
| 市净率 | 4.39 | 4.54 | 4.06 | 2.83 | 1.87 |
| 总股本(百万股) | 158.00 | 158.00 | 158.00 | 158.00 | 158.00 |

备注: 因合并备考数据不足, EPS 测算以南极人电商公司原 1.58 亿股本为依据

投资要点

- 传统服装业务起家，成功转型电商服务型企业。** 南极人品牌创立于 1998 年，依靠明星代言及大量广告投放，在全国范围内迅速建立品牌知名度。历经多年发展后，2008 年转型“品牌授权”商业模式，保留“南极人”品牌核心价值，摆脱生产端和销售端的自营环节，轻资产平台化运作，随着电子商务的快速发展，“南极人”品牌产品品类不断延伸，从内衣、羽绒服，延伸到男装、女装、母婴、居家布衣等多品类，围绕“南极人”品牌的上下游合作供应商和经销商数量快速增长，实现成功转型。2012-2015 年，南极人在原有商业模式的基础上陆续推出“NGTT”共同体商业模式、柔性供应链园区服务、“一站美”电商增值服务等，均取得非常好的效果，成为传统企业成功转型“互联网+”企业的典型代表。目前，南极人的主要产品包括品牌授权服务、电商生态综合平台服务、柔性供应链平台园区服务、专业增值服务、货品销售等。
- 商业模式优越，助推品类快速扩张。** 根据艾瑞预测数据显示，未来几年中国网络购物市场将维持 30% 以上的复合增长，服装类产品网络交易规模仍有望维持中高速增长；南极人商业模式优越，在纺织服装行业景气度低的背景下，公司利用南极人品牌知名度以及与阿里强大的合作关系（倚天会成员之一），以标准品（高性价比）为切入口扩张品类，聚集供应商、经销商，结合“一站美”、小微金融等电商增值服务建立经销商、供应商的黏性，成功实现南极人品类的延伸（2012-2014 年公司新推出品类销售额爆发性增长，以及竞争对手的调研验证了公司商业模式的优越性），南极人产品销售额将保持高速增长，从而带动品牌服务费和标牌使用费收入快速增长。

■ **选准产业风口，打造柔性供应链电商服务园区。**在政策推动，产业转型的背景下，电子商务园区成为市县级政府最重要的政府工作之一，据阿里研究院不完全统计，截至 2015 年 3 月，全国电子商务园区超过 510 个，南极电商旗下拥有经销商、供应商数量已达到 1000 家以上，2014 年推出第一家柔性供应链服务园区，至今加盟的供应商已有 30 家、经销商已有 47 家，累计发货 114 万余件、销量 181.65 万件，累计实现销售收入 467.52 万元，实现了销售额的快速增长，至 2018 年，公司柔性供应链园区数量有望达到 30 家，在生态圈内供应商和经销商不断增加背景下，园区发单量将不断增长，公司的增值服务收入有望迎来爆发性增长，我们预计电商园区业务 2016-2018 年将分别为南极电商分别带来 1.2 亿元、2.3 亿元、4.3 亿元的收入。

■ **财务分析：轻资产平台运营，盈利能力强。**

通过深耕“南极人”核心品牌，关闭自营工厂，签约并授权供应商合作工厂生产“南极人”品牌的产品，整合过剩的供应链；同时签约合作经销商，授权其销售“南极人”品牌产品，实现轻资产平台化运营。盈利能力方面，公司历史毛利率基本维持在 50% 左右，净利率高达 25% 以上，随着品牌授权、柔性供应链园区等高毛利业务占比提升，未来公司综合毛利率有望提升至 60% 以上，净利率提升至 30% 以上；

■ **估值、盈利预测及投资建议：低估值高弹性品种，首次覆盖给予“买入”评级**

根据我们的财务预测，2015-2017 年，南极人电商收入有望实现 3.8 亿元、6.5 亿元、9.2 亿元，年复合增速约为 55%，实现净利润 1.5 亿元、2.3 亿元、3.5 亿元，年复合增速约为 53%（重组交易中大股东承诺 2015-2017 年净利润分别不低于 1.5 亿元、2.3 亿元、3.2 亿元），我们参考可比公司估值，考虑公司商业模式的优越性，较高的成长性，给予公司 2016 年 PEX80，以公司重组且增发成功后的股本 7.7 亿计算，目标价 23.90 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示**

南极人借壳上市未通过证监会审批；公司增发募资失败，电子商务园区无法按照正常进度开展；公司与阿里平台关系恶化，无法获取阿里在流量、技术方面的支持。

内容目录

| | |
|------------------------------------|---------------|
| 传统服装业务起家，成功转型电商服务型企业 | - 5 - |
| 南极电商借壳，上市公司由化工化纤转变为互联网零售 | - 5 - |
| 南极电商从传统服装业起家，成功实现“互联网+”转型 | - 6 - |
| 业务协同，打造服务小微电商及供应商的现代综合服务商 | - 7 - |
| 商业模式优越，助推品类扩张 | - 11 - |
| 整体网购市场中高速增长，网购服装品类市场空间广阔 | - 11 - |
| 南极人电商品牌运营经验丰富，由保暖内衣成功延伸至多服装品类可期 .. | - 12 - |
| 选准产业风口，打造柔性供应链电商服务园区 | - 18 - |
| 电商园区处于产业风口，前景十分广阔 | - 18 - |
| 打造电子商务园区，为业绩增长注入强劲动力 | - 19 - |
| 财务分析：轻资产平台运营，盈利能力强 | - 21 - |
| 深耕“南极人”核心品牌，轻资产运营 | - 21 - |
| 估值及盈利预测 | - 24 - |
| 盈利预测 | - 24 - |
| 互联网零售板块低估值高弹性稀缺标的 | - 26 - |
| 风险提示 | - 27 - |

图表目录

| | |
|--|---------------|
| 图表 1：新民科技资产重组概述（计划中） | - 5 - |
| 图表 2：本次交易及定增完成后公司的股权结构（计划中） | - 5 - |
| 图表 3：募集资金投向 | - 6 - |
| 图表 4：南极电商历史发展历程 | - 7 - |
| 图表 5：南极电商未来的业务规划 | - 7 - |
| 图表 6：“南极人”授权模式详细解读图 | - 8 - |
| 图表 7：品牌授权服务图 | - 8 - |
| 图表 8：电商生态综合服务平台模式图解 | - 8 - |
| 图表 9：南极电商直接授权合作的供应商和经销商数量 | - 9 - |
| 图表 10：柔性供应链园区服务图解 | - 9 - |
| 图表 11：中国网络购物市场交易规模（单位：亿元） | - 11 - |
| 图表 12：服装行业网购购物交易规模及其增速（单位：亿元） | - 12 - |
| 图表 13：服装品类网购交易额占网购购物交易规模的比例 | - 12 - |
| 图表 14：南极人品牌产品线 | - 13 - |

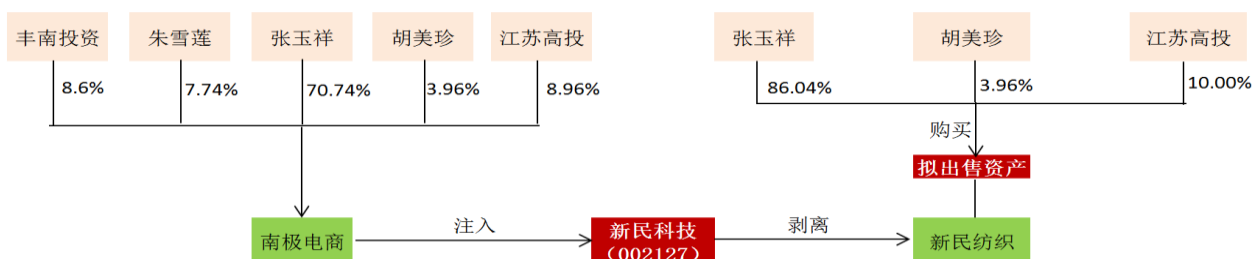
| | |
|---|--------|
| 图表 15: 天猫搜索童装按销量排名图 (前十名) | - 13 - |
| 图表 16: 天猫搜索羽绒服按销量排名图 (前十名) | - 13 - |
| 图表 17: 纺织服装日用品经营单位分类 | - 14 - |
| 图表 18: 企业景气指数:纺织服装、服饰业 | - 14 - |
| 图表 19: 纺织服装、服饰业出口交货值及其增速 | - 14 - |
| 图表 20: 淘宝指数中南极人类目细分 | - 15 - |
| 图表 21: 数据魔方统计南极电商在阿里平台上销售额 (单位: 万元) | - 15 - |
| 图表 22: 三家竞争对手淘宝 PC 端搜索指数 | - 17 - |
| 图表 23: 三家竞争对手淘宝 PC 端搜索指数对比 | - 17 - |
| 图表 24: 全国电子商务园区概况 | - 18 - |
| 图表 25: 不同形态电子商务园区比较 | - 19 - |
| 图表 26: 南极电商产业园区企业生态化形态 | - 19 - |
| 图表 27: 南极电商电子商务园区收入预测 (假设未来公司逐年推进园区建设, 至 2018 年达到 30 家) | - 20 - |
| 图表 28: 流动资产/总资产比例 | - 21 - |
| 图表 29: 南极电商未来各项业务收入占比变化 | - 21 - |
| 图表 30: 品牌使用费收入及增速、毛利率 | - 22 - |
| 图表 31: 标牌使用费收入及增速、毛利率 | - 22 - |
| 图表 32: 货品销售收入及增速、毛利率 | - 22 - |
| 图表 33: 供应链园区收入及增速、毛利率 | - 22 - |
| 图表 34: 南极电商毛利率 | - 23 - |
| 图表 35: 南极电商净利率 | - 23 - |
| 图表 36: 应收账款周转天数 | - 23 - |
| 图表 37: 存货周转天数 | - 23 - |
| 图表 38: 南极电商收入预测表 | - 24 - |
| 图表 39: 成本及费用预测 (单位: 万元) | - 25 - |
| 图表 40: 公司的估值对标公司选择 | - 26 - |
| 图表 41: 对标的 EPS 增速比较 (EPS 为预测值) | - 26 - |

传统服装业务起家，成功转型电商服务型企

南极电商借壳，上市公司业务由化工化纤转变为互联网零售

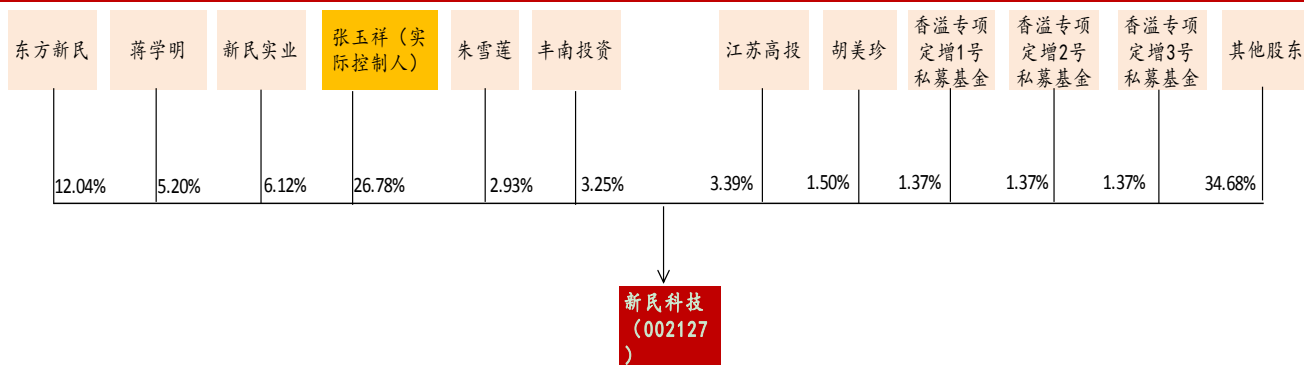
- **南极电商通过借壳新民科技登陆 A 股。**新民科技传统业务为为丝织品织造业务，属于传统制造业。由于近年国际经济复苏缓慢、国内经济增速放缓，以及纺织行业产能过剩且需求低迷等不利因素影响，上市公司经营持续低迷，面临退市风险。而电子商务产业迅猛发展，南极电商作为电商生态综合服务商，在行业内的竞争优势明显，通过借壳新民科技上市，其中，新民科技拟设立全资子公司苏州新民纺织有限公司，将其全部拟出售资产、负债、业务整合至新民纺织，新民科技在交割日将新民纺织 100%股权转让给张玉祥、江苏高投及胡美珍；同时，**新民科技拟向南极电商全体股东张玉祥、朱雪莲、胡美珍、丰南投资、江苏高投以 8.05 元/股的价格非公开发行 291,158,259 股，购买其共同持有的南极电商 100%股权。**
- **发行股份募集配套资金，提高重组绩效。**为增强重组完成后上市公司的盈利能力和可持续发展能力，**上市公司拟向香溢融通（浙江）投资有限公司管理的香溢专项定增 1-3 号私募基金以 9.52 元/股的价格非公开发行股份募集配套资金，总金额不超过 30,000 万元，投入电商生态服务平台建设、柔性供应链服务平台建设、品牌建设等三个项目。**

图表 1: 新民科技资产重组概述 (计划中)



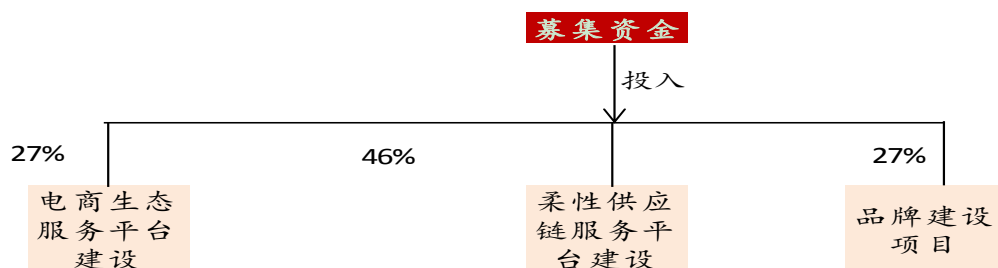
来源：中泰证券研究所 公司公告

图表 2: 本次交易及定增完成后公司的股权结构 (计划中)



来源：中泰证券研究所 公司公告

图表 3: 募集资金投向

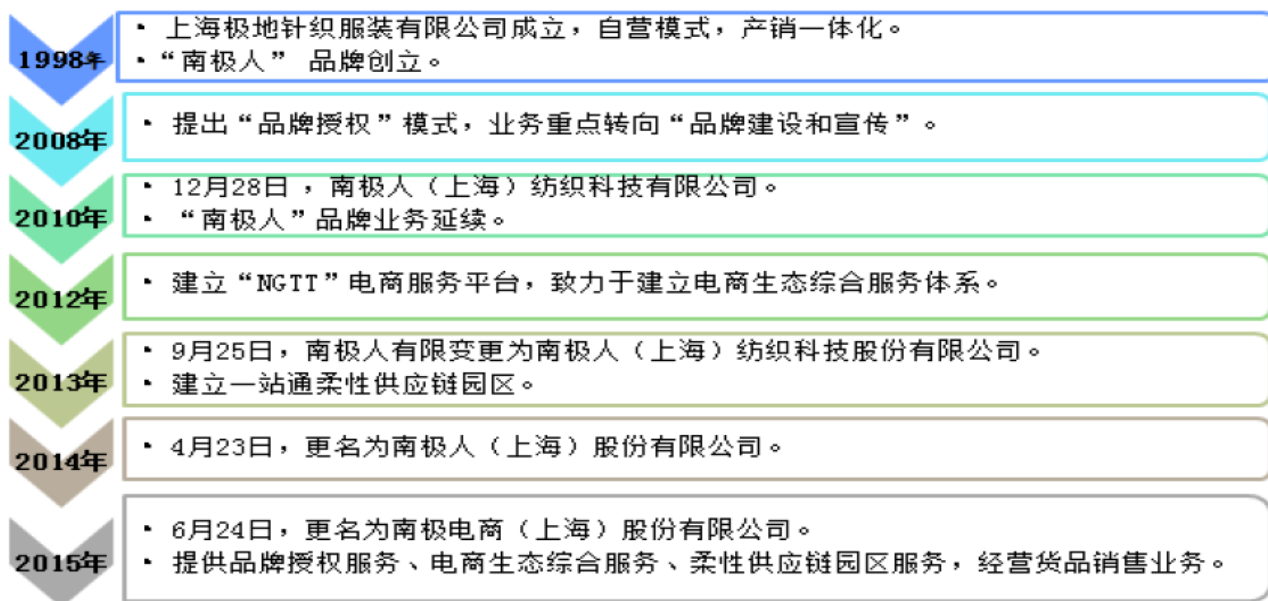


来源：中泰证券研究所 公司公告

南极电商从传统服装业起家，成功实现“互联网+”转型

- 公司从传统服装业起家，实现重资产传统企业向“品牌授权”商业模式转型。南极人品牌创立于 1998 年，依靠明星代言优势及大量的广告投放，在全国范围内迅速建立品牌知名度。历经多年发展后，2008 年转型“品牌授权”商业模式，保留“南极人”品牌核心价值，摆脱生产端和销售端的自营环节，轻资产平台化运作，随着电子商务的快速发展，“南极人”品牌的产品品类不断延伸，从内衣、羽绒服，延伸到男装、女装、母婴、居家布衣等多品类，围绕“南极人”品牌的上下游合作供应商和经销商数量快速增长，实现成功转型。
- 2012-2015 年，南极人在原有商业模式的基础上陆续推出“NGTT”共同体商业模式、柔性供应链园区服务、“一站美”专业增值服务等等，均取得非常好的效果，成为传统企业成功转型“互联网+”企业的典型代表。
- 本次重组完成后，公司将把并购、整合、寻求战略业务合作作为发展壮大的重要途径，充分利用上市所带来的品牌和资金等优势，围绕产业链的各个环节寻求拓展业务领域、品牌合作的发展机会。通过增发、发行债券、银行信贷等多种融资方式，为公司业务的发展提供资金支持，并适时进行产业扩张，收购、兼并与公司战略相契合、具备一定实力和前景的企业，与优势企业进行战略业务合作，不断提高企业规模效益以及竞争实力。

图表 4: 南极电商历史发展历程



来源：中泰证券研究所 公司公告

图表 5: 南极电商未来的业务规划



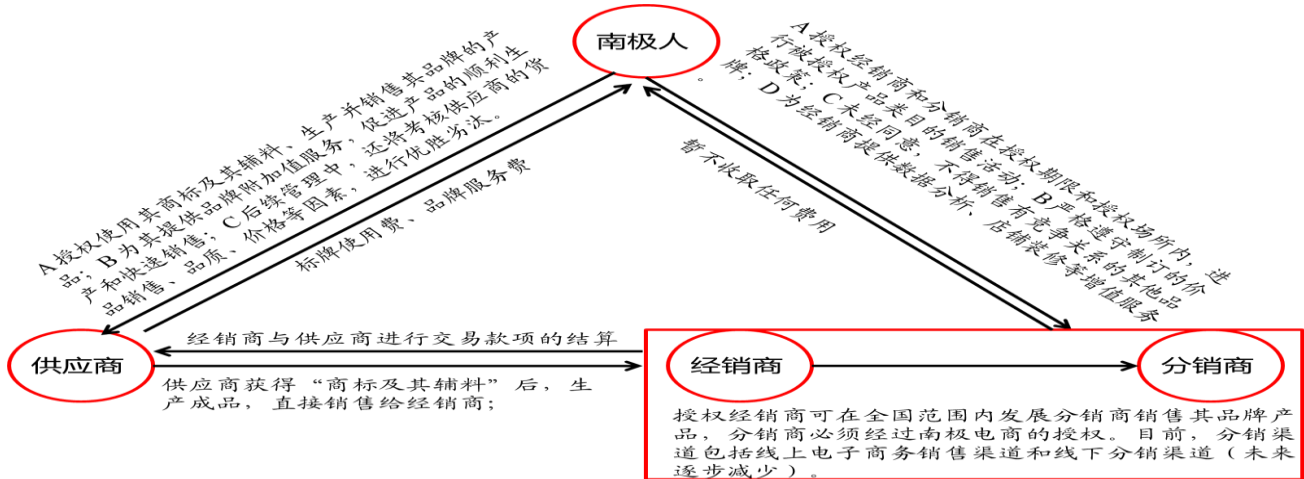
来源：中泰证券研究所 公司公告

业务协同，打造服务小微电商及供应商的现代综合服务商

- 南极电商主要产品包括品牌授权服务、电商生态综合平台服务、柔性供应链平台园区服务、专业增值服务、货品销售等。

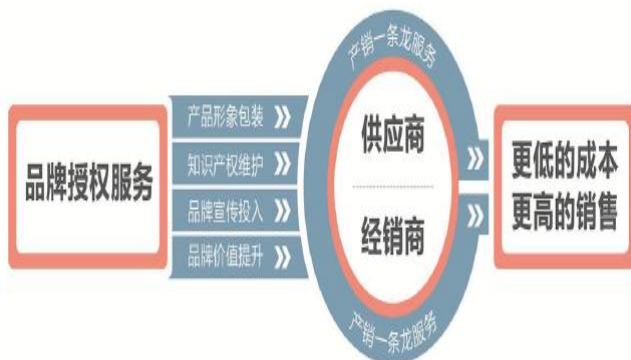
- **品牌授权服务:** 针对“南极人”品牌的经营,其品牌授权主要体现在两个方面:授权供应商使用“南极人”的商标及其辅料、生产并销售“南极人”品牌的产品;授权经销商和分销商在授权期限和授权场所内,进行被授权产品类目的销售活动。盈利模式为:通过品牌授权使合格的供应商和经销商进入电商生态综合服务体系,当被授权方向南极电商采购“商标及其辅料”或接受电商服务时,南极电商向其收取标牌使用费、品牌服务费等服务费用。
- **电商生态综合服务平台:** 以数据为基础,将供应商、经销商、服务平台进行融合,以服务对象为中心,提供一站式生态服务,从产品研发、品质管控、大数据分析、运营计划,到视觉展示、流量推广、用户体验、活动策划及客户关系管理,为服务对象提供全方位服务。盈利模式:通过为平台内的服务对象提供有针对性、高附加值的优质服务,最终向授权供应商收取标牌使用费、品牌服务费等服务费用。近几年来,南极电商生态圈内经销商和供应商数量呈现上升趋势。

图表 6: “南极人”授权模式详细解读图



来源: 中泰证券研究所根据公司公告绘制

图表 7: 品牌授权服务图



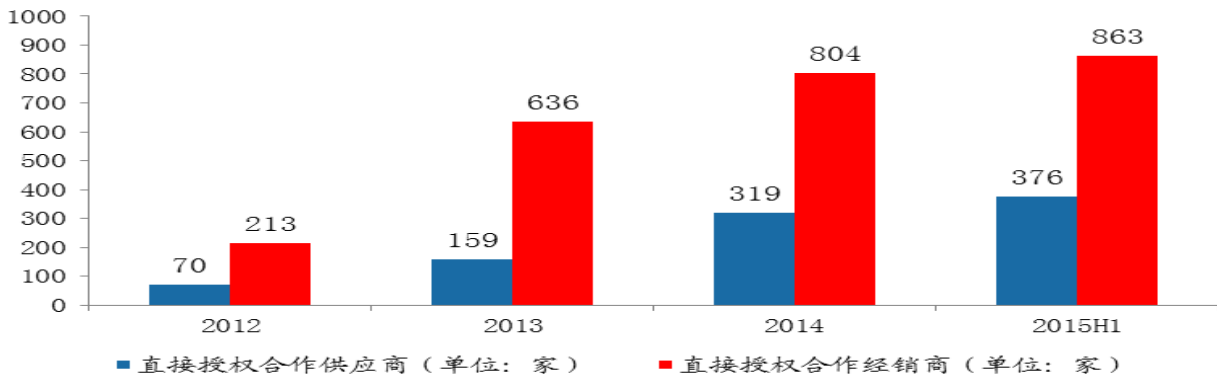
来源: 中泰证券研究所 公司公告

图表 8: 电商生态综合服务平台模式图解



来源: 中泰证券研究所 公司公告

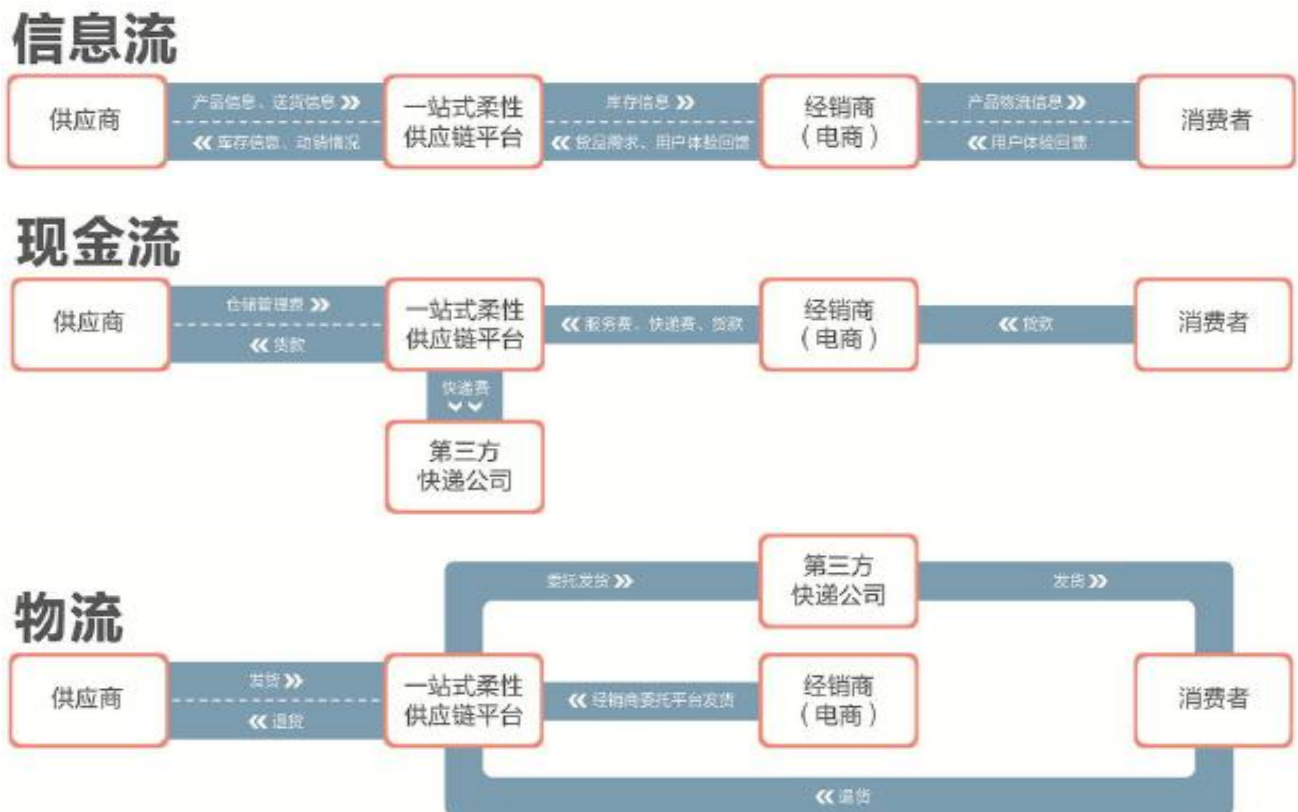
图表 9：南极电商直接授权合作的供应商和经销商数量



来源：中泰证券研究所 公司公告

- 柔性供应链园区服务：**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，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。盈利模式：通过为供销两端提供其所需要的服务，向供应商及经销商收取相应的服务费用。

图表 10：柔性供应链园区服务图解



来源：中泰证券研究所 公司公告

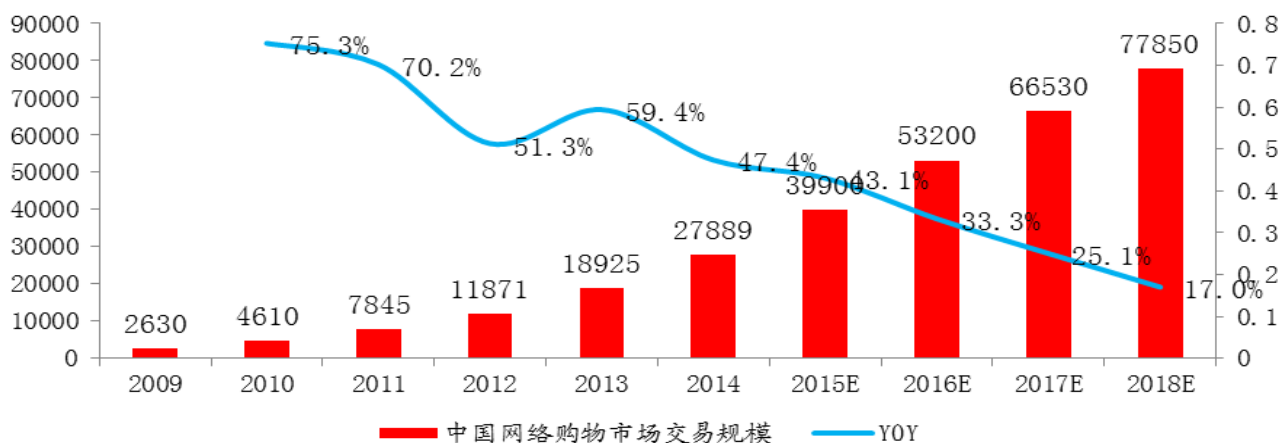
- **专业增值服务:** 针对特定客户或特定的需求, 在基本服务基础上提供的一系列定制化服务。其主要服务对象是线上渠道的小微电商经销商, 服务涉及店铺视觉设计、图片摄影、品牌营销推广、数据分析等多项内容。目前, 南极电商开展的专业增值服务主要包括“一站美”服务。盈利模式: 通过客户提供定制化的专业服务, 从而获取相应的服务费。
- **货品销售业务:** 南极电商货品销售业务的主要采购对象是“南极人”品牌商品, 选择可靠供应商及当季热销款及下一季订货热门款式, 积极开拓经销渠道, 包括淘宝网、天猫商城、唯品会、京东商城等多个线上渠道和超市、品牌直营店等线下渠道, 主要以直营模式、经销商模式等模式, 保证其采购的商品正常销售。

商业模式优越，助推品类扩张

整体网购市场中高速增长，网购服装品类市场空间广阔

- 2014年，中国网络购物市场交易规模达到2.8万亿，增长47.4%，依然维持较高的增长水平。根据国家统计局社零总额数据，2014年，网络购物交易规模大致相当于社会消费品零售总额的10.6%，我们认为，随着移动端购物、农村电商、跨境电商进一步发展，未来几年中国网络购物市场将维持30%以上的复合增长。

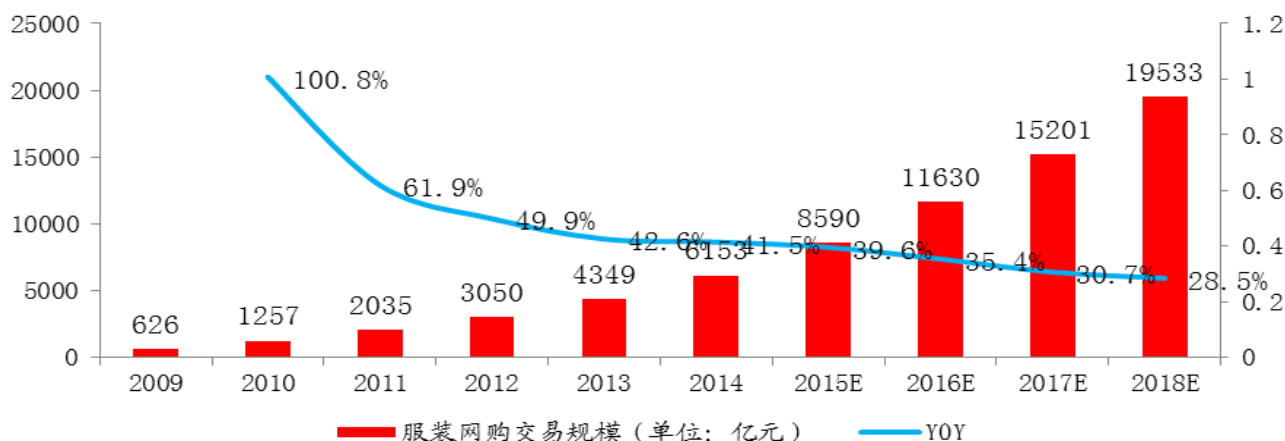
图表 11: 中国网络购物市场交易规模 (单位: 亿元)



来源: 中泰证券研究所 艾瑞咨询

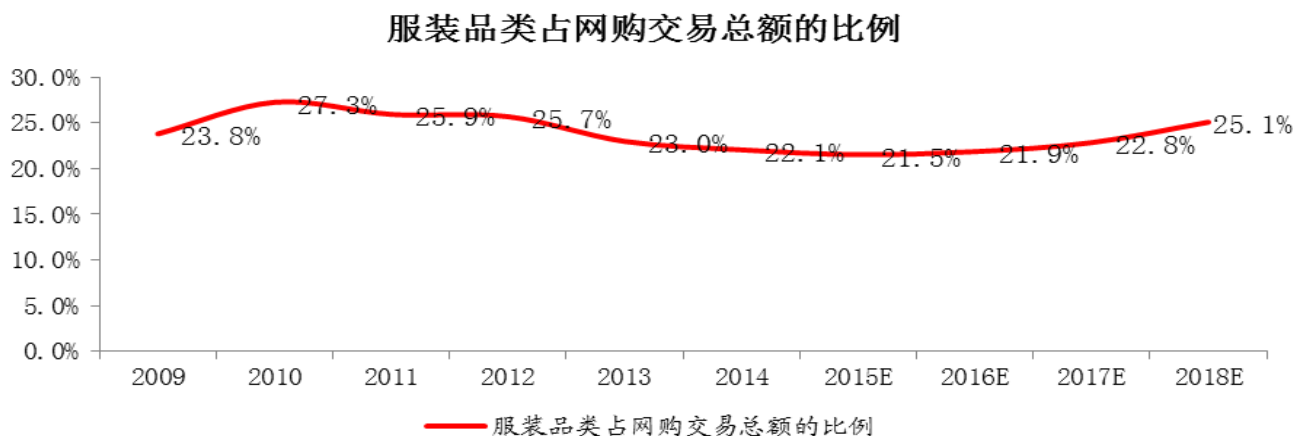
- 根据国家统计局数据,我国国内服装类商品零售额在2008年至2014年间增加了约6280亿,从2009年至2013年年度增长率均保持在10%以上。截至2014年底,国内服装类商品零售额8935.8亿,相比2013年增长9.24%。随着消费群体人数的增长和消费理念的升级,未来我国服装市场规模将继续扩大,但受国内宏观经济调整的影响,增长速度将略有减缓,但整体规模呈现增长的态势。但在电子商务领域,服装品类占据重要地位,网购渗透率达到20%以上,为网购渗透率较高的品类之一,在线上线下融合的背景下,服装品类未来线上交易规模有望进一步提升。

图表 12: 服装行业网购购物交易规模及其增速 (单位: 亿元)



来源: 中泰证券研究所 艾瑞咨询 前瞻研究院

图表 13: 服装品类网购交易额占网购购物交易规模的比例



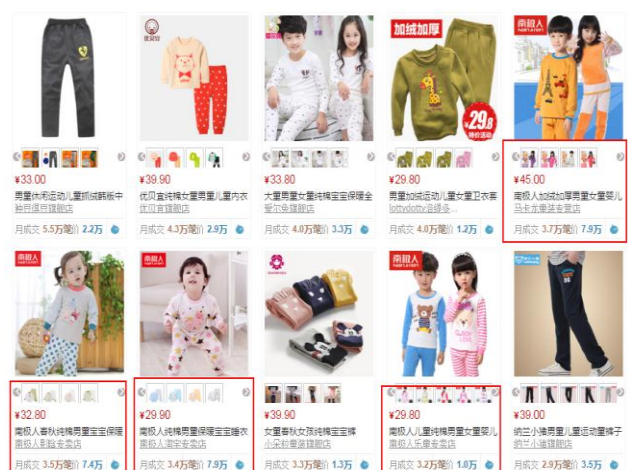
来源: 中泰证券研究所 艾瑞咨询 国家统计局 前瞻研究院

南极人电商品牌运营经验丰富, 由保暖内衣成功延伸至多服装品类可期

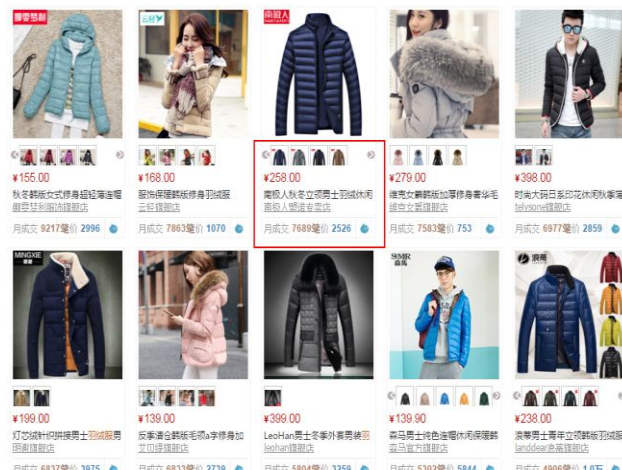
- 南极人从保暖内衣起家, 通过深耕“南极人”品牌, 目前, “南极人”品牌已经形成较大知名度, 在品牌授权商业模式扩张中, 选择标准品, 利用供应链优势, 找到成交量最大的品类中最优质的工厂, 说服他们采用南极人的品牌授权商业模式, 找到该品类中最优秀的经销商, 给予其更大的利润空间, 成功将“南极人”品牌类型延伸其他品类。公司目前的产品线已经延伸至家纺、童装等多个领域, 拥有上千家的供应商。从天猫、淘宝的销量数据显示, 南极人的各项品类均排名靠前。

图表 14: 南极人品牌产品线


来源: 中泰证券研究所 公司官网

图表 15: 天猫搜索童装按销量排名图 (前十名)


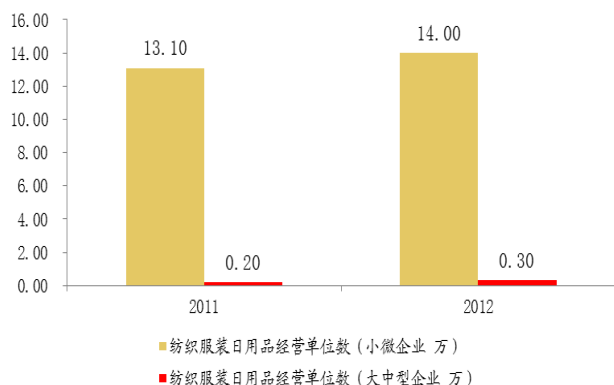
来源: 中泰证券研究所 天猫平台

图表 16: 天猫搜索羽绒服按销量排名图 (前十名)


来源: 中泰证券研究所 天猫平台

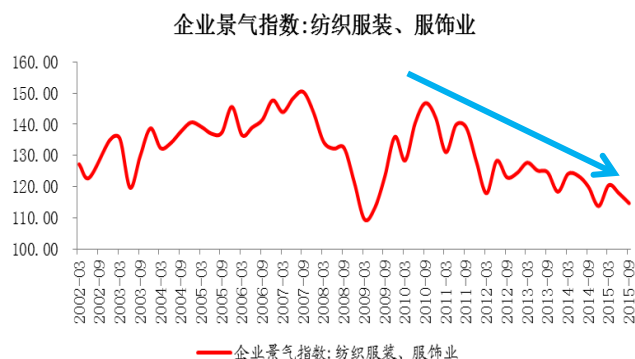
- 供应商、经销商之所以愿意加入到南极电商生态圈中来, 首先, 纺织服装行业的参与者以小微供应商为主, 具备较强的生产制造能力, 但随着纺织服装行业景气度日益低迷, 出口大幅下滑, 经营陷入困境; 其次, 南极电商的品牌知名度高, 具有丰富的互联网品牌销售经验, 推出产品量大, 可满足供应商对规模经济的要求, 带来更高的回报, 这对处于经营困境期的供应商极其具有吸引力; 最后, 南极人可通过“一站美”等服务为产业链条上的经销商和供应商提供店铺视觉设计、图片摄影、品牌营销推广、数据分析等多项增值服务, 经销商、供应商的互联网电商专业运营经验缺乏, 迫切需要品牌商提供该类服务。

图表 17: 纺织服装日用品经营单位分类



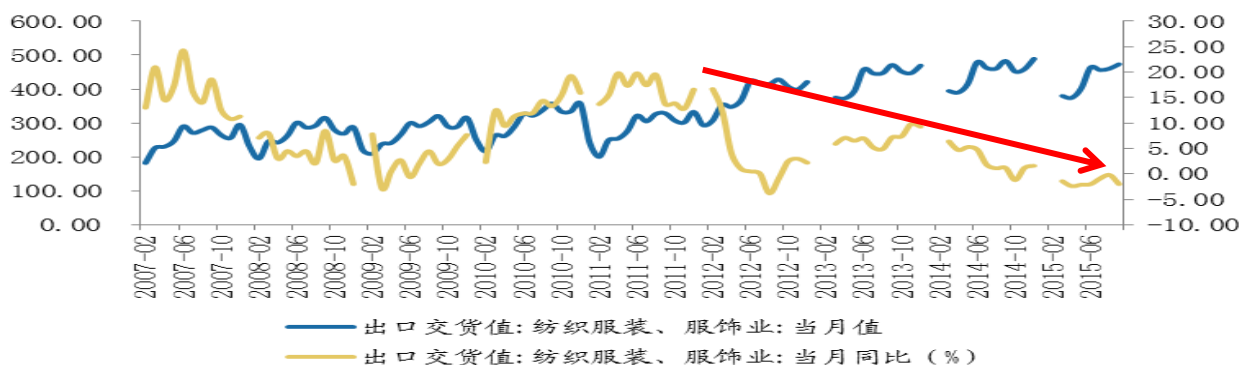
来源: 中泰证券研究所 商务部

图表 18: 企业景气指数: 纺织服装、服饰业



来源: 中泰证券研究所 国家统计局

图表 19: 纺织服装、服饰业出口交货值及其增速



来源: 中泰证券研究所 国家统计局

- 南极人电商品牌运营经营丰富, 且与阿里合作关系紧密, 作为阿里聚划算平台“倚天会”成员之一, 加入倚天会的成员在品牌曝光和市场竞争当中享受极大的优势。首先, 在该俱乐部中, 商家享有聚划算给出的确定性资源和品牌曝光机会, 如固定的排期和稳定的流量资源。其次, 聚划算方面将帮助品牌商共同拓展市场, 参与到市场竞争中去。最后, 聚划算针对这部分商家给予了更大程度的权益, 如参与阿里巴巴高端培训、聚划算团队活动, 以及整个阿里系资源整合专供的支持和高级别优质品牌合作全程建立联系。目前倚天会的成员为 42 家, 倚天会成员每年可获得价值 10 亿元的阿里平台免费流量。根据我们的调研了解到, 目前公司已经获得阿里在流量、技术等多方面的支持。我们认为, 南极人在阿里平台技术、数据、流量推动下, 其品牌旗下各品类整体销售有望保持中高速增长, 进而带动南极人品牌服务费、标牌使用费收入的提升。

图表 20: 淘宝指数中南极人类目细分



来源: 中泰证券研究所 淘宝指数

图表 21: 数据魔方统计南极电商在阿里平台上销售额 (单位: 万元)

| 时间 | | 2012 | 2013 | 2014 | 2015H1 |
|---------------|----------|------------|------------|------------|------------|
| 女士内衣/男士内衣/家居服 | 行业 TOP10 | 199,713.00 | 377,948.74 | 439,031.01 | 216,676.63 |
| | YOY | | 89.2% | 16.2% | |
| | 南极人 | 52,832.77 | 89,977.08 | 101,571.95 | 41,803.85 |
| | YOY | | 70.3% | 12.9% | |
| | 占比 | 26.45% | 23.81% | 23.14% | 19.29% |
| 童装/婴儿装/亲子装 | 行业 TOP10 | 55,044.91 | 122,704.13 | 188,467.53 | 91,236.07 |
| | YOY | | 122.9% | 53.6% | |
| | 南极人 | 118.48 | 6,675.47 | 22,611.22 | 8,491.16 |
| | YOY | | 5534.3% | 238.7% | |
| | 占比 | 0.22% | 5.44% | 12.00% | 9.31% |
| 女装/女士精品 | 行业 TOP10 | 225,617.89 | 557,351.46 | 719,725.57 | 364,716.59 |
| | YOY | | 147.0% | 29.1% | |
| | 南极人 | 884.96 | 4,255.22 | 9,908.01 | 5,052.97 |
| | YOY | | 380.8% | 132.8% | |
| | 占比 | 0.39% | 0.76% | 1.38% | 1.39% |
| 男装 | 行业 TOP10 | 257,837.29 | 762,586.56 | 988,905.40 | 549,361.17 |
| | YOY | | 195.8% | 29.7% | |
| | 南极人 | 1,338.63 | 6,955.67 | 18,395.04 | 9,135.62 |
| | YOY | | 419.6% | 164.5% | |
| | 占比 | 0.52% | 0.91% | 1.86% | 1.66% |
| 床上用品 | 行业 TOP10 | 4,732.41 | 7,570.39 | 310,093.09 | 156,161.25 |
| | YOY | | 60.0% | 3996.1% | |
| | 南极人 | | | 16,735.44 | 15,956.75 |
| | YOY | | | | |
| | 占比 | 0.00% | 0.00% | 5.40% | 10.22% |
| 尿片/洗护/喂哺/推车床 | 行业 TOP10 | 109,334.36 | 306,394.32 | 435,336.20 | 238,920.22 |
| | YOY | | 180.2% | 42.1% | |

| | | | | | |
|-------------------|----------|-----------|------------|------------|------------|
| | 南极人 | | 1.65 | 2,326.58 | 3,187.98 |
| | YOY | | | 140904.8% | 37.0% |
| | 占比 | 0.00% | 0.00% | 0.53% | 1.33% |
| 户外/登山/野营/旅行用品 | 行业 TOP10 | 85,146.09 | 215,692.94 | 228,184.74 | 113,369.76 |
| | YOY | | 153.3% | 5.8% | |
| | 南极人 | | | 246.98 | 395.59 |
| | YOY | | | | |
| | 占比 | 0.00% | 0.00% | 0.11% | 0.35% |
| 南极电商在阿里平台上 GMV 合计 | | 55,174.84 | 107,865.09 | 171,795.22 | 84,023.92 |

来源：中泰证券研究所 数据魔方 公司公告

从上表可知，南极电商通过领先的商业模式，以及背后强大的资源，在推出服装服饰等新品类之后，可以快速上量；同时，通过调研，采用相同商业模式的竞争对手销售额同样呈现爆发性增长，这进一步验证了南极电商商业模式的优越性。

从具体类目来分析：

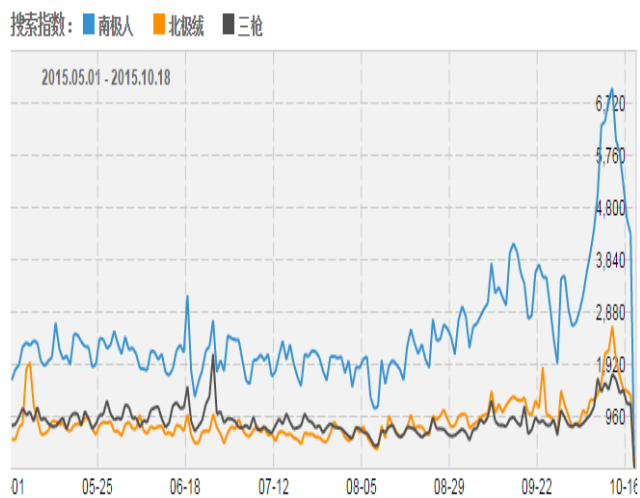
对于女士内衣/男士内衣/家居服类目，年增长率与整个内衣类目基本保持一致，占据了行业 TOP10 的 20% 市场份额，南极人品牌产品销售量排名行业前列。

对于童装/婴儿装/亲子装、女装/女士精品、男装三个类目，2012 年 7 月-2015 年 6 月，南极人品牌总销量增长幅度远远大于阿里网同类目的增长幅度，占比逐年提高。

对于床上用品、尿片/洗护/喂哺/推车床、户外/登山/野营/旅行用品三个类目以及箱包、男鞋、女鞋等多个正处于启动期和成长期的类目，根据南极电商历史销售经验，新增类目产品在互联网启动期，一般为 3-6 个月，成长期约 1-2 年，成熟期约 3 年，所以随着新增类目销售市场的逐渐成熟，南极电商在此阶段会有较大的增长幅度。

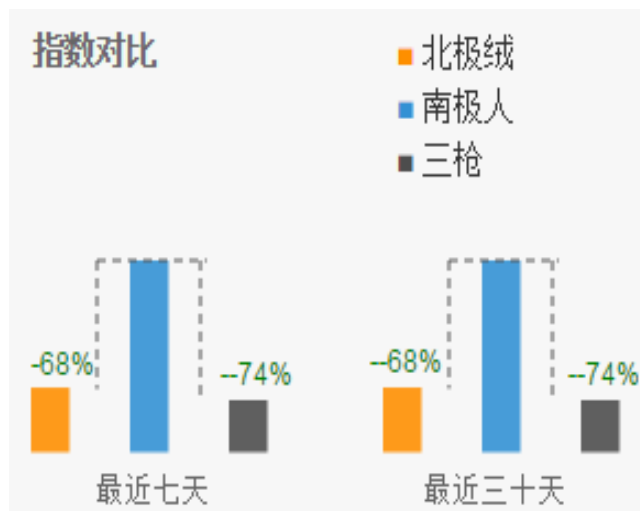
- 南极人目前主要的竞争对手包括北极绒、三枪等，从淘宝指数来看，南极人的情况远远好于竞争对手。另外，南极人相比竞争对手拥有专业的电商增值服务能力、产业园区运营能力，可以为生态圈内经销商、供应商提供前期免费增值服务，后续配套基础服务（包括金融、仓储、园区等），提高经销商的黏性，培育其忠诚度。我们预计，随着南极人借壳上市，电商服务平台的建立，其竞争实力将会进一步领先竞争对手。

图表 22: 三家竞争对手淘宝 PC 端搜索指数



来源: 中泰证券研究所 淘宝指数

图表 23: 三家竞争对手淘宝 PC 端搜索指数对比



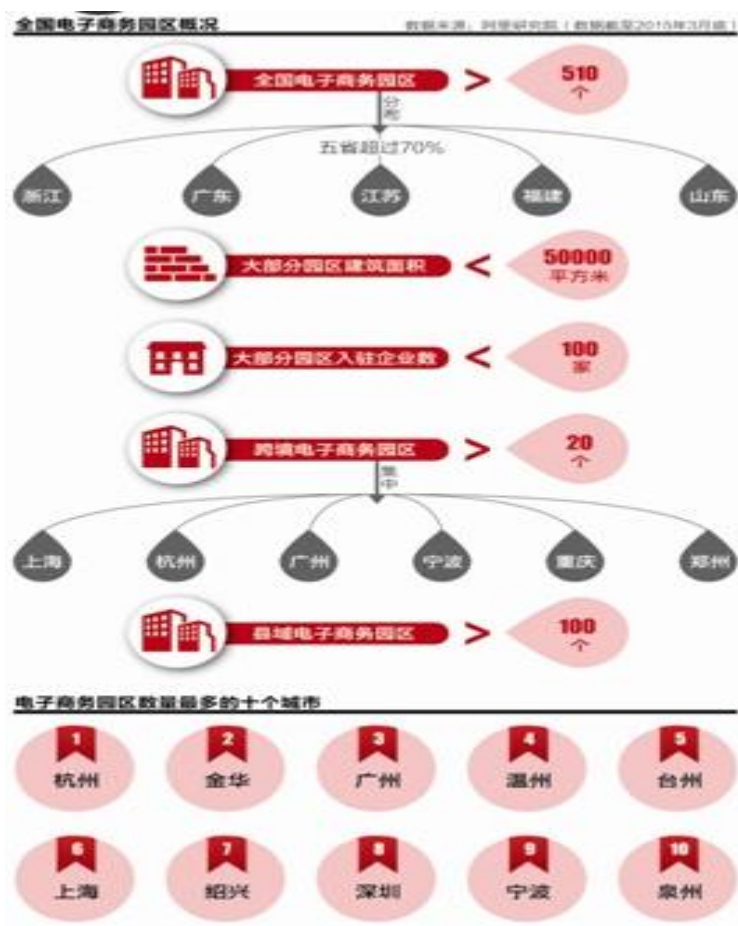
来源: 中泰证券研究所 淘宝指数

选准产业风口，打造柔性供应链电商服务园区

电商园区处于产业风口，前景十分广阔

- 在政策推动，产业转型的背景下，电子商务园区成为市县级政府最重要的政府工作之一，据阿里研究院不完全统计，截至 2015 年 3 月，全国电子商务园区¹超过 510 个；从入驻企业数量来看，大部分电子商务园区入驻企业少于 100 家，约占 60%，其中以低于 50 家居多，大部分建筑面积低于 5 万平方米。

图表 24：全国电子商务园区概况



来源：中泰证券研究所 阿里研究院

1

电子商务园区有狭义和广义之分，本报告认为：狭义的电子商务园区指专门服务于网商或电子商务服务商的园区，即入驻企业是应用电子商务开展商务活动的企业或提供电子商务服务的企业。广义的电子商务园区指既服务于网商或电子商务服务商，也服务于其他类型企业的园区。本报告中“电子商务园区”指的狭义电子商务园区。

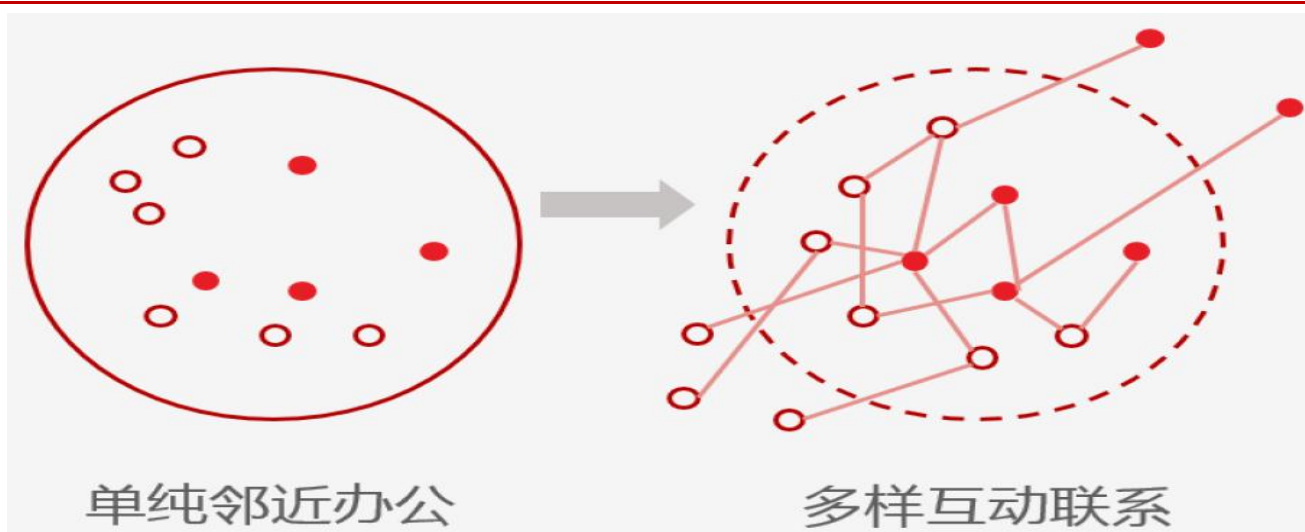
- 从商业模式来看，主流的盈利模式有三种，分别为租金收入、政府补贴、增值服务收入等，企业主导的园区收入主要来源于租金和增值服务，政府主导的园区前期对入驻企业减免租金，园区收入主要来源于政府补贴，目前，个别园区（如：南极电商搭建的园区）探索按照租金免费，按照服务收费或按照网购成交额提成的新模式。

图表 25：不同形态电子商务园区比较

| 形态 | 网商集聚 | 服务聚合 | 创新整合（南极电商园区模式） |
|-------|---------------------|---------------------------|------------------------------|
| 入驻企业 | 网商为主 | 网商、服务商等 | 网商、服务商等 |
| 企业间关系 | 入驻企业相对独立，园区与企业间关系较弱 | 入驻企业之间建立多样联系，园区与入驻企业间关系较弱 | 入驻企业之间建立多样联系，园区与入驻企业间关系较强 |
| 配套服务 | 生活服务为主 | 生活服务、商务服务，部分园区还引入政府服务 | 生活服务、商务服务，园区创新整合部分服务（如仓储、IT） |
| 重点工作 | 招商 | 招商、运营 | 运营、服务 |
| 盈利模式 | 租金收入、政府补贴 | 租金收入、政府补贴、增值服务 | 增值服务、租金收入等 |

来源：中泰证券研究所、阿里研究院、公司调研

图表 26：南极电商产业园区企业生态化形态



来源：中泰证券研究所 阿里研究院

打造电子商务园区，为业绩增长注入强劲动力

- 在电子商务园区持续火热的背景下，南极电商找准产业风口，结合自身强大的供应链体系，自 2014 年 9 月开始打造柔性供应链电子商务园区，成立至今加盟的供应商已有 30 家、经销商已有 47 家，累计发货 114 万余件、销量 181.65 万件，累计实现销售收入 467.52 万元，实现了销售额的快速增长。2015 年，南极电商将建成 6 座电子商务园区，未来 3 年，南极电商将会陆续建立 30 个各产品类别的物流园区，目前，

南极电商旗下拥有经销商、供应商数量之和已达到 1000 多家，通过电子商务园区实现南极电商生态圈内物流、资金流、信息流的统一，有望为公司业绩增长注入强劲动力。

图表 27: 南极电商电子商务园区收入预测 (假设未来公司逐年推进园区建设, 至 2018 年达到 30 家)

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E |
|------------------|------|------|---------|-----------|------------|------------|------------|
| 区平台服务费收入合计 | | | 272.03 | 2,753.11 | 12,351.95 | 22,644.24 | 43,233.75 |
| YOY | | | | 912.06% | 348.65% | 83.33% | 90.93% |
| 发单量 | | | 520,929 | 3,646,500 | 16,400,381 | 30,038,941 | 56,942,037 |
| 每单平均经销商服务费收入 (元) | | | 2 | 2 | 2 | 2 | 3 |
| YOY | | | | | 8.0% | 8.0% | 8.0% |
| 每单平均增值服务收入 (元) | | | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| YOY | | | | | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 每单产品差价收入 (元) | | | 3 | 3 | 2 | 2 | 2 |
| YOY | | | | | -7.0% | -7.0% | -6.0% |
| 每单平均供应商服务费收入 (元) | | | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| YOY | | | | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |

2

来源: 中泰证券研究所 公司公告

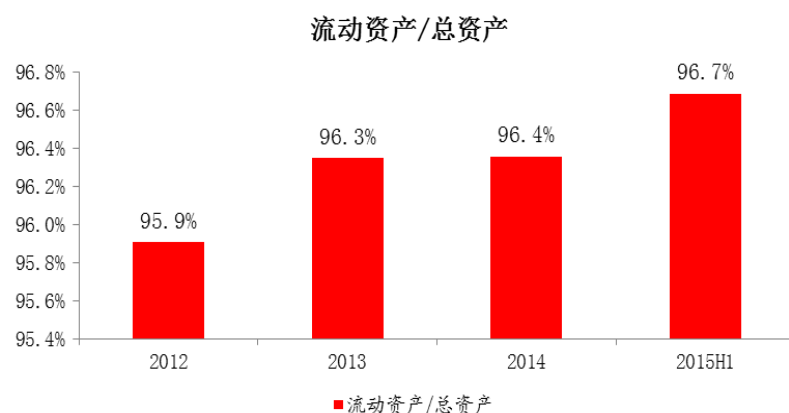
² 经销商服务费收入指经销商仓储系统, 包括货品打包、配送等收取的费用;
 增值服务收入指提供增值服务, 包括产品设计、摄影服务、淘宝店铺设计等收取的费用;
 产品差价收入指南极电商为供应商经销商提供销售帮助, 包括产品招商、促销活动等收取的费用。收取产品差价费用的总单量不等于总发单量;
 供应商服务费收入指供应商使用仓储系统, 包括货品存储保管、质检等收取的费用。

财务分析：轻资产平台运营，盈利能力强

深耕“南极人”核心品牌，轻资产运营

- 在通过深耕“南极人”核心品牌，关闭自营工厂，签约并授权供应商合作工厂生产“南极人”品牌的产品，整合过剩的供应链；同时签约合作经销商，授权其销售“南极人”品牌产品，实现轻资产运营。通过建设电子商务园区搭建柔性供应链体系，整合产业带供应链资源及销售端分销商资源，实现平台化运作。从历史财务数据来看，公司非流动资产占比非常低，属于典型的轻资产平台化运营模式。

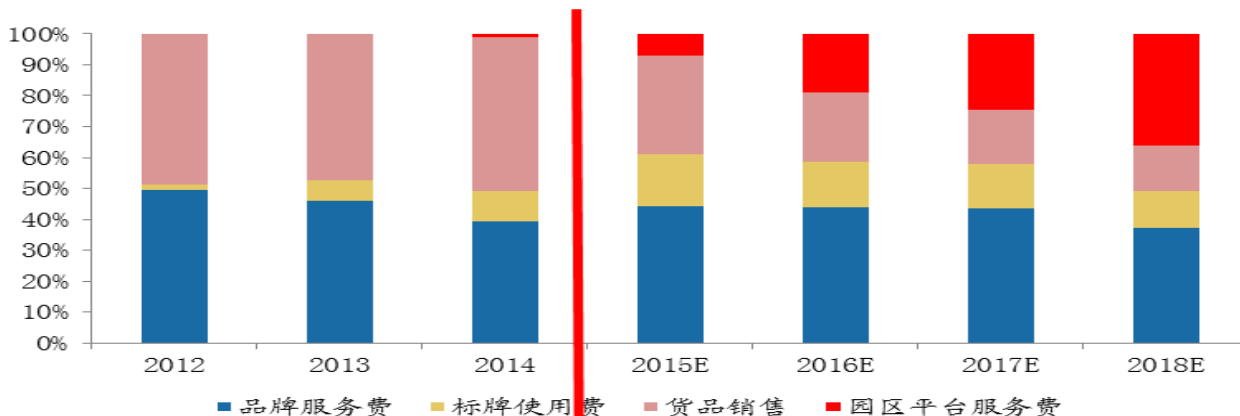
图表 28：流动资产/总资产比例



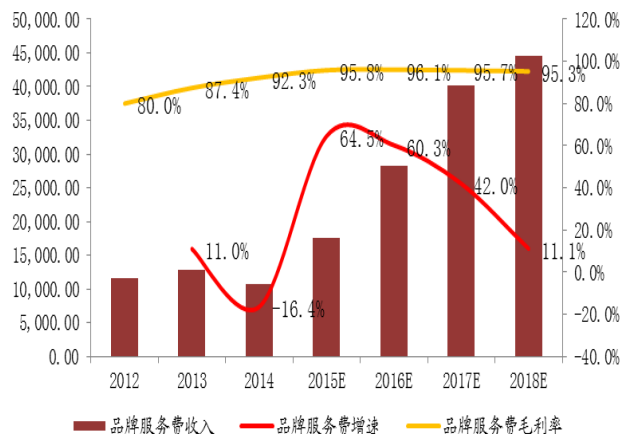
来源：中泰证券研究所 公司公告

- 从各个业务发展情况来看，2015 年之前，公司的收入主要以货品销售为主，品牌服务费与标牌使用费为辅，园区平台服务费几乎可忽略。我们预计随着南极电商电子商务园区建设加速，园区服务费将迎来爆发性的增长，占整体收入的比重快速提升；品牌服务费及标牌使用费将随着南极电商服务平台转型成功，销售规模提升而不断扩大；此外，公司传统的货品销售业务增速将进一步放缓，占整体收入的比重下降。

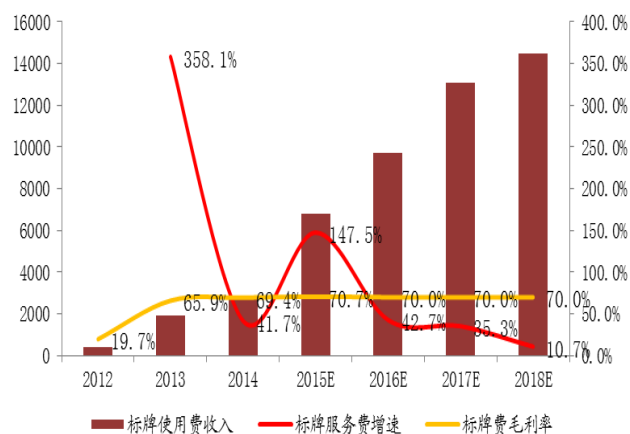
图表 29：南极电商未来各项业务收入占比变化



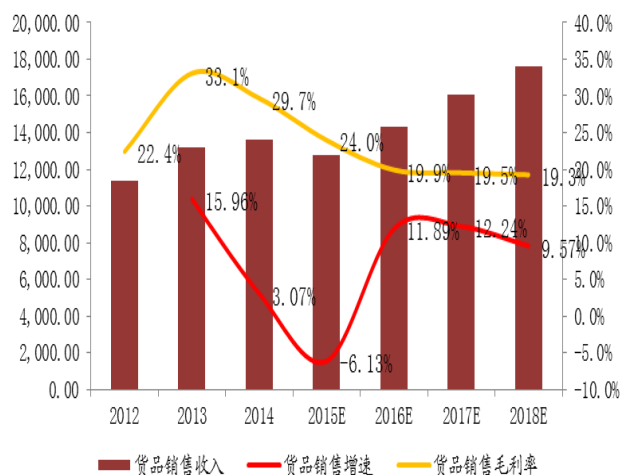
来源：中泰证券研究所 公司公告

图表 30: 品牌使用费收入及增速、毛利率


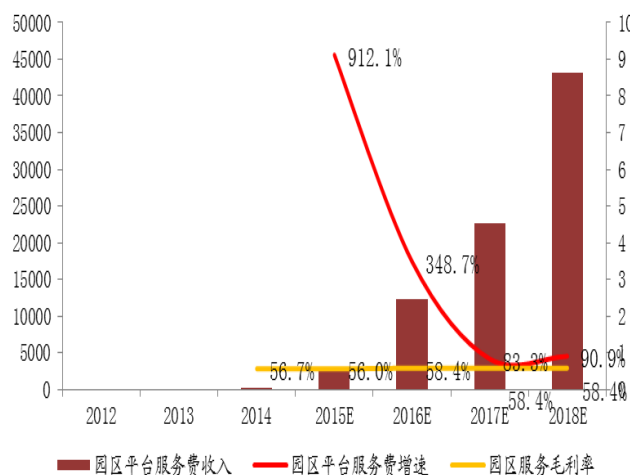
来源: 中泰证券研究所 公司公告

图表 31: 标牌使用费收入及增速、毛利率


来源: 中泰证券研究所 公司公告

图表 32: 货品销售收入及增速、毛利率


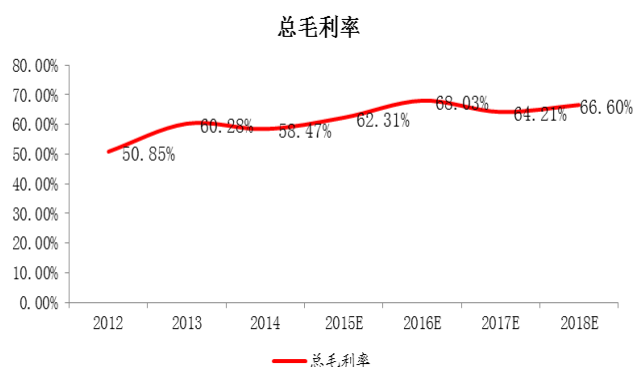
来源: 中泰证券研究所 公司公告

图表 33: 供应链园区收入及增速、毛利率


来源: 中泰证券研究所 公司公告

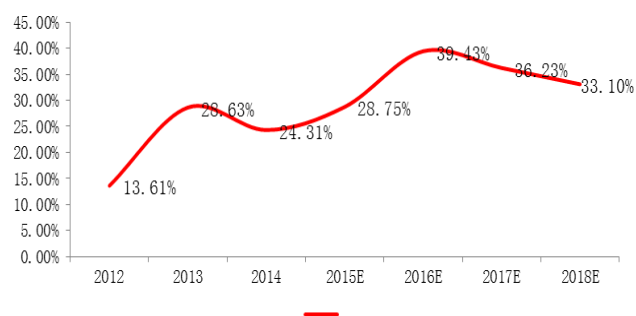
- 盈利能力强, 公司历史毛利率基本维持在 50% 以上, 净利率高达 25% 以上, 我们预计, 随着品牌服务、标牌使用等高毛利业务延续, 柔性供应链园区业务占比扩大 (该类业务毛利率约为 58%), 货品销售规模占比逐步下降。公司综合毛利率在未来仍有望提升至 60% 以上, 净利率提升至 30% 以上。

图表 34: 南极电商毛利率



来源: 中泰证券研究所 公司公告

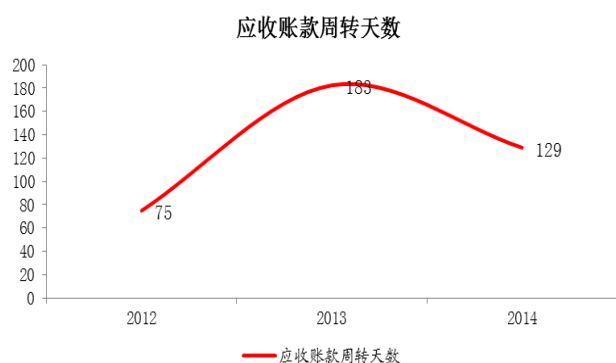
图表 35: 南极电商净利率



来源: 中泰证券研究所 公司公告

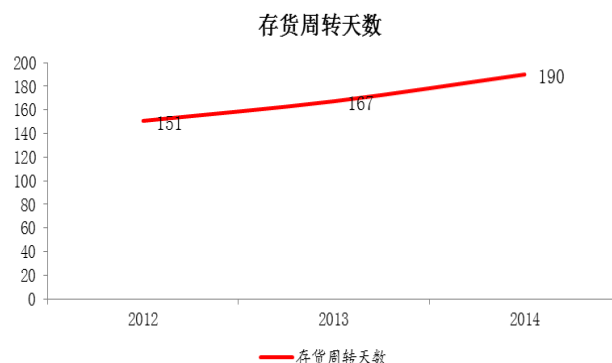
- 运营能力方面, 2013 年应收账款周转天数达到近三年最高, 2014 年有所下降, 但仍然维持较高水平, 主要原因系南极电商的应收账款大部分来自于电商生态服务平台业务, 由于目前尚处于业务拓展期, 故给予合作方的信用期相对较长, 导致期末应收账款余额较高、回款周期较长。存货周转天数较高, 且呈现进一步上升的趋势, 主要原因系报告期内的收入主要由电商生态服务平台业务和货品销售业务组成, 虽然电商生态服务平台业务中的存货很少, 但是货品销售业务需要大量的成衣备货, 公司逐步增加了成衣备货量。

图表 36: 应收账款周转天数



来源: 中泰证券研究所 公司公告

图表 37: 存货周转天数



来源: 中泰证券研究所 公司公告

估值及盈利预测

盈利预测

■ 南极电商盈利预测

图表 38: 南极电商收入预测表

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E |
|------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|
| 收入预测 | | | | | | | |
| 品牌服务费 | 11,554.92 | 12,829.83 | 10,720.54 | 17,639.80 | 28,268.47 | 40,139.70 | 44,604.03 |
| YOY | | 11.03% | -16.44% | 64.54% | 60.25% | 41.99% | 11.12% |
| 标牌使用费 | 422.40 | 1,935.18 | 2,742.29 | 6,788.17 | 9,687.45 | 13,102.86 | 14,506.09 |
| YOY | | 358.14% | 41.71% | 147.54% | 42.71% | 35.26% | 10.71% |
| 货品销售 | 11,390.84 | 13,209.18 | 13,614.75 | 12,779.64 | 14,299.76 | 16,049.74 | 17,585.72 |
| YOY | | 15.96% | 3.07% | -6.13% | 11.89% | 12.24% | 9.57% |
| 园区平台服务费收入合计 | | | | | | | |
| | | | 272.03 | 2,753.11 | 12,351.95 | 22,644.24 | 43,233.75 |
| YOY | | | | 912.06% | 348.65% | 83.33% | 90.93% |
| 发单量 | | | 520,929 | 3,646,500 | 16,400,381 | 30,038,941 | 56,942,037 |
| 每单平均经销商服务费收入(元) | | | 2 | 2 | 2 | 2 | 3 |
| YOY | | | | | 8.0% | 8.0% | 8.0% |
| 每单平均增值服务收入(元) | | | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| YOY | | | | | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 每单产品差价收入(元) | | | 3 | 3 | 2 | 2 | 2 |
| YOY | | | | | -7.0% | -7.0% | -6.0% |
| 每单平均供应商服务费收入(元) | | | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| YOY | | | | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 主营业务收入合计(单位:万元) | 23,368.16 | 27,978.04 | 27,349.89 | 38,056.56 | 64,608.78 | 91,937.43 | 119,929.90 |
| YOY | | 19.7% | -2.2% | 39.1% | 69.8% | 42.3% | 30.4% |

来源: 中泰证券研究所、公司公告、业内调研

图表 39: 成本及费用预测 (单位: 万元)

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 主营业务成本预测 | | | | | | | |
| 品牌服务费 | 2,309.2 | 1,613.7 | 830.5 | | 1,107.0 | 1,709.4 | 2,108.0 |
| 标牌使用费 | 339.2 | 660.4 | 838.2 | | 2,906.2 | 3,930.9 | 4,351.8 |
| 货品销售 | 8,836.9 | 8,838.7 | 9,572.3 | | 11,449.8 | 12,914.8 | 14,200.0 |
| 园区平台服务费 | | | 117.7 | 1,173.7 | 6,118.7 | 10,424.5 | 13,959.3 |
| 合计 | 11,485.25 | 11,112.74 | 11,358.65 | 13,619.32 | 21,581.74 | 28,979.61 | 34,619.12 |
| YOY | | -3.2% | 2.2% | 19.9% | 58.5% | 34.3% | 19.5% |
| 毛利率水平 | 50.9% | 60.3% | 58.5% | 64.2% | 66.6% | 68.5% | 71.1% |
| 品牌服务费 | 80.0% | 87.4% | 92.3% | | 96.1% | 95.7% | 95.3% |
| 标牌使用费 | 19.7% | 65.9% | 69.4% | | 70.0% | 70.0% | 70.0% |
| 货品销售 | 22.4% | 33.1% | 29.7% | | 19.9% | 19.5% | 19.3% |
| 园区平台服务费 | | | 56.7% | | 50.5% | 54.0% | 67.7% |
| | | | | | | | |
| 销售费用的预测 | | | | | | | |
| 职工薪酬 | | | | | 2,000.0 | 3,000.0 | 4,000.0 |
| 折旧费 | | | | | 600.0 | 700.0 | 800.0 |
| 广告费 | | | | | 400.0 | 600.0 | 800.0 |
| 运输费 | | | | | 791.5 | 888.4 | 973.4 |
| 办公性费用 | | | | | 658.1 | 866.8 | 958.6 |
| 材料费 | | | | | 167.2 | 221.7 | 245.4 |
| 差旅费 | | | | | 88.4 | 115.3 | 127.4 |
| 其他费用 | | | | | 34.2 | 43.8 | 48.1 |
| 合计 | 3,845.7 | 4,621.6 | 4,539.3 | 3069.1 | 7,395.9 | 10,837.7 | 13,773.6 |
| 占收入比重 | 16.5% | 16.5% | 16.6% | 8.1% | 11.4% | 11.8% | 11.5% |
| 管理费用的预测 | | | | | | | |
| 房屋租赁费 | | | | | 491.8 | 506.34 | 521.56 |
| 职工薪酬 | | | | | 2,000.00 | 2,600.00 | 3,200.00 |
| 研发支出 | | | | | 1,800.00 | 2,200.00 | 3,000.00 |
| 折旧费及摊销 | | | | | 700 | 1000 | 1300 |
| 税费 | | | | | 49.71 | 66.59 | 73.65 |
| 办公性费用 | | | | | 299.64 | 395.01 | 436.89 |
| 差旅费 | | | | | 31.14 | 40.35 | 44.52 |
| 商标维护费 | | | | | 15.68 | 20.79 | 23.01 |
| 其他费用 | | | | | 41.94 | 53.61 | 58.92 |
| 合计 | 2,868.51 | 2,106.55 | 2,273.22 | 4087.6 | 8617.68 | 11150.17 | 12926.03 |
| 占收入比重 | 12.3% | 7.5% | 8.3% | 10.7% | 13.3% | 12.1% | 10.8% |

来源: 中泰证券研究所 公司公告

互联网零售板块低估值高弹性稀缺标的

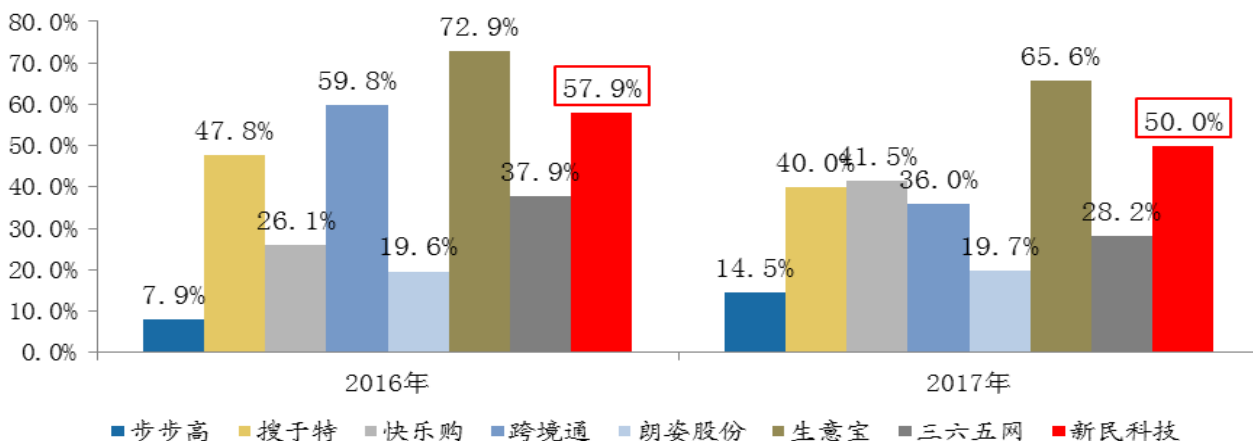
- 南极电商借壳新民科技上市，上市公司由传统化工化纤转变为互联网零售公司，我们参照同类可比公司估值、对标行业估值水平选取新民科技的估值中枢，选取的可比公司标的分别为步步高、跨境通、快乐购、三六五网、朗姿股份、生意宝、搜于特等 7 家公司³，选取的对标行业板块分别为中信品牌服饰板块（CI005186）、互联网板块（H30535.CSI）。

图表 40: 公司的估值对标公司选择

| A股对标电商概念标的 | 公司代码 | PE(2015/10/20) | EPS | | | 动态PE | | | 电商相关性 |
|------------|-----------|----------------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|----------------------------------|
| | | | 2015年E | 2016年E | 2017年E | 2015年 | 2016年 | 2017年 | |
| 步步高 | 002251.SZ | 39 | 0.55 | 0.59 | 0.68 | 32 | 29 | 26 | 线下商业连锁+云猴全球购 |
| 搜于特 | 002503.SZ | 118 | 0.24 | 0.35 | 0.49 | 60 | 40 | 29 | 投资汇美集团（旗下有茵曼等知名互联网品牌）+线上线下共同推进 |
| 快乐购 | 300413.SZ | 113 | 0.43 | 0.55 | 0.77 | 101 | 80 | 56 | 电商购物，探索社交+娱乐+购物模式 |
| 跨境通 | 002640.SZ | 672 | 0.27 | 0.43 | 0.59 | 131 | 82 | 60 | 跨境电商稀缺标的 |
| 朗姿股份 | 002612.SZ | 65 | 0.63 | 0.75 | 0.90 | 63 | 53 | 44 | 投资多个互联网标的、布局泛时尚生态圈 |
| 生意宝 | 002095.SZ | 552 | 0.18 | 0.30 | 0.51 | 413 | 239 | 144 | 国内专业B2B电子商务 |
| 三六五网 | 300295.SZ | 62 | 2.00 | 2.75 | 3.53 | 49 | 35 | 28 | 地产领域专业的互联网零售公司 |
| 新民科技 | 002127.SZ | | 0.19 | 0.30 | 0.45 | | | | 互联网电商运营平台（EPS计算考虑重组及增发后的股本为7.7亿） |

来源：中泰证券研究所

图表 41: 对标标的 EPS 增速比较 (EPS 为预测值)



来源：中泰证券研究所

- 根据我们的财务预测，2015-2017 年，南极人电商收入有望实现 3.8 亿元、6.5 亿元、9.2 亿元，年复合增速约为 55%，实现净利润实现 1.5 亿元、2.3 亿元、3.5 亿元，年复合增速约为 53%（重组交易中大股东承诺 2015-2017 年净利润分别不低于 1.5 亿元、2.3 亿元、3.2 亿元），我们参考可比公司估值以及公司商业模式的优越性，较高的成长性，给予公

³ 对标标的的 PE 选择的静态 PE

司 2016 年 PEX80,，以公司重组且增发成功后的股本 7.7 亿计算，目标价 23.90 元，首次覆盖，给予“买入”评级

风险提示

- 1, 南极人能否借壳上市存在一定的不确定性，如果未通过证监会审批，将对公司股价造成负面影响；
- 2, 公司增发募资失败，影响后续业务的开展；
- 3, 公司与各大电商平台关系恶化，致使公司原来的商业模式遭受较大打击。

损益表 (人民币万元)

| | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|--------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|
| 营业总收入 | 27,352 | 38,057 | 64,609 | 91,937 |
| 增长率 | -2.2% | 39.1% | 69.8% | 42.3% |
| 营业成本 | -11,363 | -13,619 | -21,582 | -28,980 |
| %销售收入 | 41.5% | 35.8% | 33.4% | 31.5% |
| 毛利 | 15,989 | 24,437 | 43,027 | 62,958 |
| %销售收入 | 58.5% | 64.2% | 66.6% | 68.5% |
| 营业税金及附加 | -107 | -186 | -337 | -454 |
| %销售收入 | 0.4% | 0.5% | 0.5% | 0.5% |
| 营业费用 | -4,539 | -3,069 | -7,396 | -10,838 |
| %销售收入 | 16.6% | 8.1% | 11.4% | 11.8% |
| 管理费用 | -2,273 | -4,088 | -8,618 | -11,150 |
| %销售收入 | 8.3% | 10.7% | 13.3% | 12.1% |
| 息税前利润 (EBIT) | 9,070 | 17,094 | 26,677 | 40,516 |
| %销售收入 | 33.2% | 44.9% | 41.3% | 44.1% |
| 财务费用 | 59.61 | 37.73 | 63.22 | 68.33 |
| %销售收入 | -0.2% | -0.1% | -0.1% | -0.1% |
| 资产减值损失 | -991 | -189 | -124 | -124 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 230 | 0 | 0 | 0 |
| %税前利润 | 2.6% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 营业利润 | 8,369 | 16,943 | 26,615 | 40,460 |
| 营业利润率 | 30.6% | 44.5% | 41.2% | 44.0% |
| 营业外收支 | 415 | 0 | 0 | 0 |
| 税前利润 | 8,784 | 16,943 | 26,615 | 40,460 |
| 利润率 | 32.1% | 44.5% | 41.2% | 44.0% |
| 所得税 | -2,136 | -2,372 | -3,726 | -5,664 |
| 所得税率 | 24.3% | 14.0% | 14.0% | 14.0% |
| 净利润 | 6,649 | 14,571 | 22,889 | 34,795 |
| 少数股东损益 | -2 | -4 | -6 | -9 |
| 归属于母公司的净利润 | 6,650.09 | 14,575.25 | 22,895.33 | 34,804.75 |
| 净利率 | 24.3% | 38.3% | 35.4% | 37.9% |

现金流量表 (人民币万元)

| | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|
| 净利润 | 1,192.6 | 14,571.3 | 22,889.2 | 34,795.4 |
| 少数股东损益 | 0.0 | -3.9 | -6.1 | -9.3 |
| 非现金支出 | 17,695.4 | 123.7 | 172.9 | 695.5 |
| 非经营收益 | -13,133.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 营运资金变动 | -13,686.3 | -209.4 | -9,348.2 | -9,889.6 |
| 经营活动现金净流 | -7,931.3 | 14,481.8 | 13,707.8 | 25,592.1 |
| 资本开支 | 298.1 | -2,500.0 | 10,300.0 | 10,500.0 |
| 投资 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 其他 | 292.7 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 投资活动现金净流 | -5.4 | 2,500.0 | -10,300.0 | -10,500.0 |
| 股权募资 | 69.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 债权募资 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 其他 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 筹资活动现金净流 | 69.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 现金净流量 | -7,867.6 | 16,981.8 | 3,407.8 | 15,092.1 |

资产负债表 (人民币万元)

| | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| 货币资金 | 15,151 | 32,137 | 35,551 | 50,652 |
| 应收款项 | 17,534 | 16,796 | 28,515 | 40,577 |
| 存货 | 5,636 | 6,343 | 10,052 | 13,497 |
| 其他流动资产 | 302 | 716 | 1,035 | 1,331 |
| 流动资产 | 38,623 | 55,993 | 75,153 | 106,057 |
| %总资产 | 96.4% | 101.8% | 89.0% | 84.7% |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 522 | -2,380 | 7,617 | 17,115 |
| %总资产 | 1.3% | -4.3% | 9.0% | 13.7% |
| 无形资产 | 160 | 627 | 881 | 1,312 |
| 非流动资产 | 1,460 | -975 | 9,277 | 19,205 |
| %总资产 | 3.6% | -1.8% | 11.0% | 15.3% |
| 资产总计 | 40,083 | 55,018 | 84,429 | 125,263 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 5,152 | 5,016 | 8,564 | 11,573 |
| 其他流动负债 | 4,297 | 4,797 | 7,771 | 10,800 |
| 流动负债 | 9,449 | 9,813 | 16,335 | 22,373 |
| 长期贷款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债 | 9,449 | 9,813 | 16,335 | 22,373 |
| 普通股股东权益 | 30,566 | 45,142 | 68,037 | 102,842 |
| 少数股东权益 | 67 | 64 | 57 | 48 |
| 负债股东权益合计 | 40,083 | 55,018 | 84,429 | 125,263 |

比率分析

| | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|---------------|---------|---------|---------|--------|
| 每股指标 | | | | |
| 每股收益 (元) | 0.421 | 0.922 | 1.449 | 2.203 |
| 每股净资产 (元) | 1.935 | 2.857 | 4.306 | 6.509 |
| 每股经营现金净流 (元) | -0.502 | 0.917 | 0.868 | 1.620 |
| 每股股利 (元) | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| 回报率 | | | | |
| 净资产收益率 | 21.76% | 32.29% | 33.65% | 33.84% |
| 总资产收益率 | 16.59% | 26.49% | 27.12% | 27.79% |
| 投入资本收益率 | 44.34% | 112.50% | 70.50% | 66.70% |
| 增长率 | | | | |
| 营业总收入增长率 | -2.22% | 39.14% | 69.77% | 42.30% |
| EBIT增长率 | -9.76% | 88.47% | 56% | 52% |
| 净利润增长率 | -16.97% | 119.17% | 57% | 52% |
| 总资产增长率 | 33.89% | 37.26% | 53.46% | 48.36% |
| 资产管理能力 | | | | |
| 应收账款周转天数 | 170.1 | 120.0 | 120.0 | 120.0 |
| 存货周转天数 | 172.6 | 170.0 | 170.0 | 170.0 |
| 应付账款周转天数 | 52.9 | 60.0 | 60.0 | 60.0 |
| 固定资产周转天数 | 7.1 | -8.9 | 0.7 | 19.3 |
| 偿债能力 | | | | |
| 净负债/股东权益 | -49.46% | -71.09% | -52.21% | -49% |
| EBIT利息保障倍数 | -152.2 | -453.1 | -422.0 | -593.0 |
| 资产负债率 | 23.57% | 17.84% | 19.35% | 17.86% |

投资评级说明

买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有: 预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供中泰证券股份有限公司（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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。