

新民科技(002127.SZ)

管理体系构建壁垒，柔性供应链助力腾飞

评级： 买入 **前次： 买入**
目标价(元)： 29.92—29.92
 齐鲁互联网零售团队 分析师
 彭毅 胡彦超
 pengyi@r.qlzq.com.cn S0740512070001
 冯晨阳 021-20315176
 fengcy@r.qlzq.com.cn huyc@r.qlzq.com.cn
 2015年12月29日

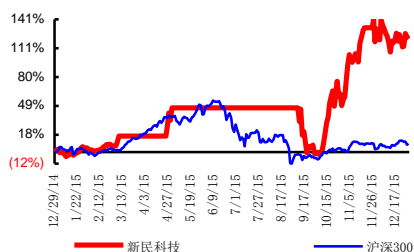
基本状况

总股本(百万股)
 流通股本(百万股)
 市价(元)
 市值(百万元)
 流通市值(百万元)

业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	280	274	425	672	954
营业收入增速	-91.80%	-2.22%	55.50%	57.88%	42.06%
净利润增长率	144.79	-16.97%	169.33	77.72%	60.82%
摊薄每股收益(元)	0.51	0.42	1.13	2.01	3.24
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	8.95	5.04	3.13
PEG	0.09	—	0.05	0.06	0.05
每股净资产(元)	1.51	1.93	3.07	5.08	8.32
每股现金流量	3.85	-0.50	1.04	1.35	2.41
净资产收益率	33.49%	21.76%	36.95%	39.64%	38.93%
市净率	4.39	4.54	3.31	2.00	1.22
总股本(百万股)	158.00	158.00	158.00	158.00	158.00

股价与行业-市场走势对比



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

电话会议时间：2015年12月29日下午3:00-4:00

参会嘉宾简介：蔡明明，电商运营专家 2006年加入南极电商，拥有8-9年南极电商公司工作经验，曾任南极电商销售总监，目前任上海兰魅电子商务有限公司（南极电商最大经销商之一）总经理。

核心要点：

■ 南极电商成功实现品类拓展(0-1的过程)，打造南极人共同体，源自于其成熟的综合服务体系。

南极电商的有很多综合服务体系：活动对接部门，数据研究部门等配套部门。许多经销商原来不知道互联网怎么玩，或者只会玩一部分，缺乏竞争数据、行业资讯。从资讯、操作手法、配套服务等角度看，南极人把控了整个体系，会教合作商怎么玩，经销商不会走弯路，从而帮助经销商成长；另外，竞争对手学习南极电商这套体系，起步比南极电商晚，成熟度要低。

■ 柔性供应链园区助力南极电商业务(1-N)，例如：供应链金融、电商代运营服务等等。

园区能够帮助企业建立一体化产销系统，将经销商、供应商通通聚集到一起，建立起统一的ERP系统，将供应商、网络经销商、网络销售平台、消费者整合在一起，商品的流动和资金的流通能够在体系内解决。同时，园区建立起了统一的共管账户，财务信息相对透明化，能够帮助解决供应商应收账款账期过长、坏账过多的顾虑；另外，在园区模式，经销商不承担库存风险，园区统一发货，可大幅减少经销商的运营成本。

■ 盈利预测及估值。

根据调研，我们调整南极电商 2015-2017 年的盈利预测，2015 年至 2017 年，南极电商收入有望实现 4.25 亿元、6.72 亿元、9.54 亿元，年复合增速约为 49.8%，2015 年-2017 年净利润分别为 1.79 亿元、2.88 亿元、5.77 亿元，年复合增速约为 79.5%（重组交易中大股东承诺 2016-2018 年净利润分别不低于 2.3 亿元、3.2 亿元、3.8 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 29.92 元，给予“买入”评级。

图表 1：盈利及估值预测表（调整后）

盈利及估值预测表	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
品牌授权模式盈利预测							
南极电商全品类终端销售额（亿元）		6.5	13	20	45	67.5	122.85
YOY			100.0%	53.8%	125.0%	50.0%	40%
收入		0.39	0.78	1.2	2.70	4.05	5.67
成本					0.27	0.41	0.57
南极电商品牌授权模式下，净利润约为终端交易额的3.5%	3.50%						
净利润（单位：亿元）		0.23	0.46	0.70	1.58	2.36	3.31
货品销售业务盈利预测							
货品销售收入（单位：万元）		11,390.84	13,209.18	13,614.75	12,779.64	14,299.76	16,049.74
货品销售成本（单位：万元）					9,584.73	10,724.82	12,037.31
YOY			16.0%	3.1%	-6.1%	11.9%	12%
参照服装行业的净利率水平	10.00%						
货品销售业务贡献净利润（单位：万元）					1,277.96	1,429.98	1,604.97
电子商务园区业务盈利预测							
电子商务园区收入（单位：万元）			272.03	2,753.11	12,351.95	22,644.24	43,233.75
电子商务园区成本（单位：万元）				1,101.24	4,940.78	9,057.70	17,293.50
YOY				912.1%	348.7%	83%	91%
电商园区净利率	30.00%						
电子商务园区贡献净利润（单位：万元）				825.93	3,705.58	6,793.27	12,970.13
收入求和（单位：万元）				42,532.75	67,151.71	95,393.98	134,529.47
YOY					57.88%	42.06%	41.03%
成本求和（单位：万元）				13,385.97	19,715.60	26,765.00	37,853.79
YOY					47.29%	35.76%	41.43%
毛利率				68.53%	70.64%	71.94%	71.86%
净利润求和（单位：亿元）		0.32	0.80	0.70	1.79	2.88	4.15
YOY			150.00%	-12.50%	155.06%	61.09%	44.20%
估值							
PE参照同类可比公司	2016年	80					
对应市值（亿）		230					
股本（亿）		7.7					
目标价（元）		29.88					

来源：中泰证券研究所

附录：调研纪要

1. 经销商为什么愿意转入南极人体系？

南极人是传统企业做互联网销售的最好公司之一。在纺织行业中，工厂和经销商是过剩的，名气大销售好的品牌会吸引合作商进来，南极人想的多规划的好，能跟随互联网发展做产业链的升级，这些动作和生态体系都是同业竞争者所不具备的，他们都在学南极人。

再看今年业绩情况，内衣的规模很大的情况下提升仍然很高，稳稳第一，比第二高很多。其他品类男装、女装、家纺是南极人最近一两年刚开发的，已经做到行业前十，11月更是升至前五，让人眼前一亮。男女装销售好，并不是因为南极人品牌名气大，而是依靠南极人的生态体系（公司结构），加入南极人体系虽然成本提高了，但盈利状况反而比原来好。

南极人有很多综合服务体系：活动对接部门，数据研究部门等配套部门。许多经销商原来不知道互联网怎么玩，或者只会玩一部分，缺乏竞争数据、行业资讯。从资讯、操作手法、配套服务等角度看，南极人把控了整个体系，会教合作商怎么玩，经销商不会走弯路，在这些方面其他品牌同南极人差距比较大。

2. 同业竞争者有没有类似南极人的数据分析部等配套体系？

恒源祥几乎没有，不管经销商死活，不告诉他们互联网怎么玩。北极绒、俞兆林有，只是跟着南极人学，成熟度要低很多。

3. 南极人园区的经营状况如何？

目前有童装、女装、内衣、羊毛衫四个园区。最成熟是童装，做的比较早，发单量稳定，每年销售稳步上升（具体金额不详），工厂送货积极性高。

女装目前是盈利的，刚开半年时间左右，发单量2-3万件，供应商送货积极性特别高，经营女装的大部分经销商都是和这个园区合作的。

4. 入园的供应商经销商，是之前已授权的转入园区还是之前未授权而新增的？

两方面都有。一些服务大客户的供应商为了提升销售额入驻园区。新加入南极人体系的工厂更偏好入驻园区，因为更稳定。

5. 供应商、经销商的平均销售规模是多少？

女装单店每天4-5万，做的最好的30万一天，含税。

6. 南极人如何管控品质？

公司有专门的检查部门，所有的供应商都要接受检查。产品出来有严格的检测报告后，南极人才会给发防伪标，生产过程中有抽查、评比等活动。同时，售后有消费者的评分，评分若达不到某一水平，会有相应的处罚整改动作。

7. 韩都衣舍、茵曼等纯淘品牌未来发展前景？

2005年开始，出现了很多淘品牌，男装女装最高上万家，去年就剩几家了。女装做的最好的典范是韩都衣舍、茵曼，他们能存活下来的原因是投资商特别多，前景不看好。

淘品牌死掉的原因是，传统品牌未做电子商务时，淘品牌先入为主，淘品牌不具有传统品牌长年累积的经验。研发时点、市场调研时点、推广方式等整个体系不是淘品牌一两年能完成，需要很长时间去建立。某年款式比较好可能销售不错，但不能保证每年都做的比较好。传统品牌做电子商务后，淘品牌就做不过了，现在做的好的都是传统品牌。

8. 南极人在智能家电、汽车、农产品等其他品类的拓展能否成功？成功要素是什么？

以布艺家具类为例，和南极人原体系关系不大，但现在也能做到一天几十万销售，这就是互联网的魅力。一个项目做好后，能用这个体系承载其他品类，相信南极人优秀的团队体系能把户外产品、3C等品类做起来。

9. 传统服装行业，经销商垫一部分钱给供应商。在南极人体系下，经销商没有库存，供应商没有经销商垫款，为什么供应商给经销商这么多授信？

服装行业利润偏低，不可能拿很多钱进货，需要供应商给经销商授信支持。互联网时代回款速度快，传统需要至少三个月，互联网下可能只需要7天、最晚一个月就能回款，这是供应商给经销商授信支持的一个原因。

传统模式存在生态平衡问题，一方面若经销商亏损，供应商拿不到钱的风险。另一方面，中小型经销商一年只有500万规模，虽然小但五脏俱全，需要从10几个20几个工厂进货，经营不同品类，给单个工厂打款太少因而无法进行深度合作。

南极人园区就是解决这两个问题。一方面，中小型经销商不用担心库存问题，园区内货品齐全、不用垫款。另一方面，工厂可以放心，因为货在园区内，有南极人做背书（园区51%是南极人的）；同时南极人对经销商把控更大，经销商不会从园区把钱挪移走。

10. 南极电商已控制供应链、货源等资源，现在网红比较火，双方合作能否促进前端发展？

一些大鳄已在找网红合作，比如聚美优品的陈欧。网红有它的效益，即免费的流量，现在互联网的红利很少了，很多资源流量都需要花钱买。网红可以带进很多流量，合作是很有必要的，没有流量有产品也卖不出去，现在新网站引进新客户注册并成交的广告成本200块。如何充分利用网红要看具体怎么操作。同网红合作的话南极人还是比较适合的，网红适合做服装品类，我认为从产品时尚度、舒适度下手比较好，即服装的本质。

11. 国内企业与国际品牌优衣库、zara供应链的差距在哪里？

优衣库做标品，供应链十分稳定。zara讲究“快时尚”，以时尚度为主，其产品的工艺、质量一般，从产品供应看同优衣库没法比，国内很多供应商产品的品质都比zara要好。Zara最大特点是供应速度特别快，不仅从产品开发到生产出来，还包括运输网络、IT系统。

国内品牌缺少标准和产品运作，生态环境较差，很多外贸工厂优先服务国外品牌，剩下的才为国内品牌供应。若想做好国内供应链，需要出现一两个超大规模企业，能达到优衣库、zara规模。

12. 南极人园区定义“一处货品供全国”，做跨境业务的可行性？

不论卖到国外，还是从国外进来卖国内，从物流等角度来说差不多，软件用起来也类似，操作很简单。

13. 采用园区模式后，供应商利益有何变化？之前有预付款，现在卖多少给多少钱，回款是否不及当初？

首先，之前的预付款其实很少，经销商没有很多闲置资金。互联网回款速度快，园区模式下货在园区，如果货到经销商手里回款可能就慢了。同时，园区采取标准化管理模式，多长时间收到款是有一套制度的，这是南极人的保障体系。

其次，在生产这方面，南极人做标准化产品，生产速度快，资金流转得快的话，资金生产就不会有问题。

14. 之前订单生产，现在园区模式，平均回款周期各是多少？

放在园区更快。之前，一个供应商对应10几个20几个经销商，每个经销商都有库存，经销商之间无法共享，到年底加在一起很庞大，经销商无法给供应商很多钱，自己也不会买库存。

现在园区内，一盘货对应多个经销商，许多经销商共享一份库存，库存小，尺码颜色共享，对工厂来说好很多。同时园区无线辐射，能和所有南极人经销商合作，拓展了产品的销售渠道。

15.之前订单生产，现在园区模式，售净率、存货比率各是多少？

纺织行业利润低，经销商买不起库存；同时内衣是标准化产品，今年卖不了明年卖，也不会跌价，因而经销商经常欠供应商的钱；也不排除钱在经销商手上、不及时还款，供应商赚钱比较辛苦。货到园区后，库存少很多，等于说是为工厂腾出了很多资金，同时，园区中实行标准的周转方式。

16.供应商、经销商各自的加价比例是多少？

对供应商来说，南极人有指导定价。定价应当适合市场消费者需求及供应商利润需求，不会给供应商很高利润。供应商利润率状况是，爆款（一年100万套以上）的利润率低，利润可能只有两三块钱，若是个性化产品，利润更高。

对经销商来说，终端价格没有指导。这是天猫京东体系原因，网站有排名搜索体系。经销商刚开始亏本推产品，推好后根据销售数据来涨价，定价根据市场来，价格波动比较大。以我自己卖的产品举例，成本价34.7，每年几十万套，促销时候是最低价48、49，小活动卖59，平销卖69、79。销售数量中，低价大促占比40-50%。

17. 北极绒南通园区13万平米，号称投资10多个亿，模式比较重。相对来说，南极人园区模式比较轻，那种模式更好？

北极绒等于自己一家玩，很难玩，其园区空闲率很高，投资实际没有这么多，类似第三方仓储，看不出太大核心价值。互联网是个分享的行业，南极人51%控股，以合作分享的心态，做起来速度很快。

以下是12月18日调研纪要

18.为什么服装行业大多采用轻资产模式？

以前整个行业都面临着库存的问题，老板们发现不赚钱，赚钱了买不起库存，因而寻求模式的转变。最早进行转型的是恒源祥，其对品牌的投入特别大，比如奥运会，而自己不做生产。南极人发现这种模式比较好，并且对这个模式做了升级，而北极绒、俞兆林只是单纯的模仿。现在南极人行业第一，北极绒相当于南极人60%，俞兆林只有南极人30%、40%，第一、第二名差距已经很大。差距大的原因是南极人更加创新，由自己掌握大数据。

19.做南极电商经销商的人是不是公司以前的熟人？

不是。以前做南极人线下经销商的人中，大部分没有转变到线上。现在南极人大多数线上经销商是最早做电子商务、开网店的那些人，这些人要么是自己乱做的要么是做类似品类。经销商发现，在南极人体系中，电商管理要比其他绝大多数品牌好，经销商对电商数据、策略的需求基本可以得到满足。任何品牌刚做电商都会有一定红利，但若不加以运营、管理，肯定会走下坡路。

20.阿里巴巴提高天猫招商门槛的影响？

天猫已经涵盖了国内绝大部分的品牌，同时可以进行反向招商。南极人理论上也开不了店，但优势是前期开的店很多，南极人若想再开一家店，需要淘汰原有的一家店。去年开始，天猫亏损的商家比较多，在天猫独有的排名体系中，商家可能要花100万去提升一个主类目产品的排名，线上引流成本过高，和线下比没有优势。

女装淘品牌竞争惨烈，淘品牌最大缺点是公司架构有缺陷，在研发团队、质量监控、品牌运作等方面没有传统品牌有经验积累。对于时尚度比较高的品类，只要有一年没做好，公司就得倒闭，韩都衣舍已不赚钱，茵曼库存较高。

对于内衣品类这种标准品，风险则相对较小。现在储存条件好，纯棉材质放三年都没问题。坏处是利润率低，门槛低，这就要看谁的细节做得好、组合拳做得好，一旦规模做大就比较厉害。现在有个现象，以代理商为主的品牌公司，还未出现在天猫、京东同时做得很好的店，能把网店做好的人才很少，经销商中能做好网店的老板就是老板本人。

21.运营是南极人主导还是经销商主导？

双方结合。举例来说，之前做女装淘品牌的客户转入南极人体系，同样的产品贴上南极人标牌，价格高了反而卖的更好。并不是因为品牌效应，南极人比北极绒、俞兆林做得更好依靠的是大数据体系，店家自己做可能会懒惰、不愿意去分析，但是在南极人体系中会获取别人的数据，大家都能够看到自己的排名，做的好还有奖励，从而激励店家。

08、09年时候，一个省的经销商最高做到900万，当时线上渠道刚刚兴起，一些经销商偷偷摸摸去做，但张总并没有去打压。现在南极人直接授权的经销商有几千个，做到1个亿以上的经销商不会超过5个，我们是其中一个，只做南极人。现在的渠道绝大部分在线上，线上对线下的冲击早已过去。

22.南极人预计增速为什么这么快？

源于原有业务增长，竞争对手因没有规模优势而衰败以及品类的扩展慢。经销商的体系成熟后，若与品牌关系不大，做其他品类很容易成功，今年南极人男装女装比去年翻了几番。

23.如何看待南极人经销商的内部竞争？

在份额不够时，不会对价格体系等进行管控，现在还远未到管控的阶段。如何定义优质供应商资源？我认为好的供应商资源意思是同经销商配合的比较好的供应商，大家的生产能力都比较同质化，很少出现争夺供应商资源的情况。

南极人会经常撮合供应商、经销商开会，例如南极人有一个供应商资源，经评估认可后，会邀请经销商来了解洽谈。经销商的某个品类可能是有多个供应商生产的。正常买卖合同不通过南极人，只有遇到难题时南极人才会参与。我们在目前盈利状况下，若想要多做销售，一定是横向发展扩充品类，我们今年销售额中，总体来看25%是童装，剩余是内衣。我们的童装数据和去年持平，内衣仍然增长，南极人总体增长最快的应该是服装、家纺类。

24.经销商盈利如何分成？

南极人体系下是轻资产模式，工厂生产出产品即使没有卖，也要交标牌使用费，而工厂和经销商直接对接，产品定价也是由经销商自己决定。每年公司会推出几个重点产品，这些产品会进行价格管控，未来标准化、价格管控是趋势。南极电商盈利最大来源是品牌使用费，其他还有辅料费等。

25.作为经销商，财务状况如何？

净利润率很低，比生产商低，为了做大规模、助力电商平台发展从而损失了一些短期利润。

26.现阶段不进行价格管控为什么是可行的？

南极人还没做到足够大，很少有消费者在各个渠道都买南极人产品。同时，经销商做大后会去定制产品，即使衣服一样，包装、货号也是不一样的，产品之间还是存在差异性的，因而消费者很难感知。

27.南极人企业发展的几个阶段

第一，13、14年保暖内衣、内裤、袜子等基础品类已经做得很扎实了。

第二，去年开始，男女装等衍生品类开始爆发，11月天猫销售数据中，南极人在男装中排名第四、女装第五、家纺第一。在男女装中，南极人时尚度并不高，实际上还是贴近标准品，比如女装中的打底裤，以稳定为主。我们选择女装作为品类扩展对象，在女裤小类目里排名第一，家纺也是扩展的对象。

第三，打造柔性供应链，电商生态平衡。

28.做柔性供应链管理对经销商有什么影响？

第一家是14年9月份开始的合肥童装园区。目前存在的问题是，

一方面，一些经销商在电商平台利用超低价等手法进行恶性竞争，经销商资金风险加大，因而许多供应商不敢供货；

另一方面，电商市场虽大，但利润率低，经销商不敢进货。

园区要解决的问题是，一是账款的绝对安全，供应商可以看到，因而能够放心供货；

二是解决了经销商的进货问题，在园区内各个品类几乎都有；

三是提供了仓储、IT系统等服务。

我认为只要有一天几千单、一年1个亿的流水的体量就可以形成一个园区，这种园区会越做越大。园区选址靠近工厂所在地。我们作为大的经销商，大部分货是自己发，不进园区的理由是成本不高，货在自己手上更好控制一些，园区做补充作用。因为园区不留库存，谁先卖货先给谁。入住园区，大经销商不一定省钱，更利好中小经销商，但初期大经销商也会参与帮助园区的发展壮大以期获得未来的渠道资源倾斜。经销商同南极人的谈判议价能力较弱。与恒源祥比，南极人服务费并不高，在京东上不少恒源祥经销商亏钱。

29.园区流水能做多大？

园区未来流水可以做很大，可以建成第三方的服务平台。园区投入主要是设备、IT系统，租金方面政府有补贴，仓储体系不用建的高大上、功能性为主。未来服装销售做到100亿流水是有可能的。

30.园区未来能做多少个？

用3-5年做100个园区，可以服务非南极人品牌。园区全部都由南极人控股，工厂入股，大家一起玩，园区控制了工厂资源、货源后，可以延伸的领域很广，例如：跨境业务。

31.南极人做园区同京东、天猫的竞争关系？

京东自己做物流、仓储体系，费率均较高，天猫以第三方为主同时发力菜鸟网络。作为经销商，不可能都和京东天猫合作，体量太大无法承载，京东做的大品牌，很多中小企业覆盖不了。南极人做园区同京东不存在竞争关系，南极电商赚的只是操作的服务费，不会自己做快递。可能是南极人某个大店同京东合作，不可能是全部，园区少一个大客户则无所谓。

32.终端销售额未来增速预测？

不好预测，横向其他品类的增长可能会超预期，原有品类最少30%以上增长。南极人最大的竞争力不是价格，也不是经销商能力，而是它的整个管理激励体系，北极绒、俞兆林之类要落后一两年。

33.代运营行业状况？

国际品牌进来，首先和宝尊合作。宝尊最大的缺陷是没有运营，只适合平台上只开旗舰店的品牌，不适合南极人这种专卖店众多的品牌。南极人做代运营的运营能力肯定比宝尊要强，但未来能否抢到大牌客户还不确定。统品牌。我预计，南极人销售额增长30%，利润就能增长50%。净利未来50%复合增长不成问题，甚至可能超预期。园区会间接贡献利润增长，供应商、经销商都很支持，今年业绩很好，会吸引更多客户参与进来（互联网强者恒强），这就是服装行业的现象。

34.南极人未来盈利预测？

南极人作为传统品牌转线上算是比较早的了，具有先发优势，纯粹线上品牌很难超越

35.南极人向经销商收费，经销商会不会有异议？

传统服装行业都会收些保证金等，前几年南极人为了支持经销商不收取相关费用。现在经销商异议不大，因为一个经销商也就交几千块、几万块，相比于几百万、几千万的销量不大；另外，南极人体系已经很大

了，单个经销商有异议，离开南极人，南极电商的损失不大。

36.没有园区之前，经销商的销售额是否被低估？

没有园区之前，经销商需要进货过来，卖不出去风险很大，所以销售会比较谨慎，有了园区之后，经销商不承担库存风险，可以肆无忌惮的卖商品，这样店的人气会持续旺。

37.南极电商园区为第三方企业提供服务的空间大吗？

中小企业一般都需要南极电商园区的服务，在园区内，资金账户比较透明，原来供应商对经销商的财务情况不了解，出现违约的风险，在园区体系内，这种风险较小。与此同时，南极人有较好的仓储条件、系统、发货经验，能够节省中小企业的库存成本、发单成本。还能够为它们提供数据信息服务。理论空间应该很大。未来可通过园区提供企业级软件，目前SAAS软件服务不令人满意，还是电商的跟随者，用起来不得心应手，做好这个服务还需要一个过程。

损益表 (人民币万元)

	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	27,352	42,533	67,152	95,394
增长率	-2.2%	55.5%	57.9%	42.1%
营业成本	-11,363	-13,386	-19,716	-26,765
% 销售收入	41.5%	31.5%	29.4%	28.1%
毛利	15,989	29,147	47,436	68,629
% 销售收入	58.5%	68.5%	70.6%	71.9%
营业税金及附加	-107	-208	-329	-471
% 销售收入	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-4,539	-3,488	-6,044	-8,585
% 销售收入	16.6%	8.2%	9.0%	9.0%
管理费用	-2,273	-4,466	-7,722	-11,447
% 销售收入	8.3%	10.5%	11.5%	12.0%
息税前利润 (EBIT)	9,070	20,985	33,341	48,125
% 销售收入	33.2%	49.3%	49.7%	50.4%
财务费用	59.61	37.73	66.16	82.80
% 销售收入	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-991	-202	-131	-168
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	20,820	37,003	59,507
营业利润率	30.6%	49.0%	51.0%	53.1%
营业外收支	415	0	0	0
税前利润	8,784	20,820	37,003	59,507
利润率	32.1%	49.0%	51.0%	53.1%
所得税	-2,136	-2,915	-5,180	-8,331
所得税率	24.3%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	6,649	17,906	31,823	51,176
少数股东损益	-2	-5	-9	-14
归属于母公司的净利润	6,650.09	17,910.42	31,831.08	51,190.13
净利率	24.3%	42.1%	43.9%	45.7%

现金流量表 (人民币万元)

	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	1,192.6	17,905.6	31,822.6	51,176.4
少数股东损益	0.0	-4.8	-8.5	-13.7
非现金支出	17,695.4	137.4	179.2	739.5
非经营收益	-13,133.0	0.0	0.0	0.0
营运资金变动	-13,686.3	-1,598.5	-10,595.5	-13,875.4
经营活动现金净流	-7,931.3	16,439.7	21,397.7	38,026.8
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	18,939.7	11,097.7	27,526.8

资产负债表 (人民币万元)

	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	15,151	34,096	45,202	72,743
应收款项	17,534	18,772	29,638	42,103
存货	5,636	6,235	9,434	13,246
其他流动资产	302	707	960	1,242
流动资产	38,623	59,809	87,639	136,788
% 总资产	96.4%	101.7%	90.4%	87.7%
长期投资	0	0	0	0
固定资产	522	-2,380	7,617	17,115
% 总资产	1.3%	-4.0%	7.9%	11.0%
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%	-1.7%	9.6%	12.3%
资产总计	40,083	58,834	96,916	155,994
短期借款	0	0	0	0
应付款项	5,152	5,060	7,728	10,674
其他流动负债	4,297	5,235	7,950	11,057
流动负债	9,449	10,295	16,554	24,455
长期贷款	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0
负债	9,449	10,295	16,554	24,455
普通股股东权益	30,566	48,477	80,308	131,498
少数股东权益	67	63	54	40
负债股东权益合计	40,083	58,834	96,916	155,993

比率分析

	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标				
每股收益 (元)	0.421	1.134	2.015	3.240
每股净资产 (元)	1.935	3.068	5.083	8.323
每股经营现金净流 (元)	-0.502	1.041	1.355	2.408
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率				
净资产收益率	21.76%	36.95%	39.64%	38.93%
总资产收益率	16.59%	30.44%	32.84%	32.82%
投入资本收益率	44.34%	124.95%	90.67%	87.17%
增长率				
营业总收入增长率	-2.22%	55.50%	57.88%	42.06%
EBIT 增长率	-9.76%	131.36%	59%	44%
净利润增长率	-16.97%	169.33%	78%	61%
总资产增长率	33.89%	46.78%	64.73%	60.96%
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	-8.0	0.6	18.6
偿债能力				
净负债/股东权益	-49.46%	-70.24%	-56.25%	-55%
EBIT 利息保障倍数	-152.2	-556.2	-560.3	-719.7
资产负债率	23.57%	17.50%	17.08%	15.68%

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。