

业绩大幅提升,“造品牌、建生态”初见成效,成功转型 电商服务

■**营收增长 42.30%, 归母净利增长 158.37%。**公司发布年报, 2015 年实现营收 3.89 亿, 同比增长 42.30%, 归母净利 1.72 亿, 同比增长 158.37%, EPS 为 0.59 元, 以资本公积向全体股东每 10 股转增 10 股。其中, 15Q4 实现营收 1.42 亿, 归母净利 8565.14 万。**业绩提升主要系公司“造品牌、建生态”战略取得初步成效, 各业务板块均取得较好增长。**公司预计 16Q1 归母净利为 1500 万—1700 万, 同比增长 259.51%—307.45%, 业绩大幅增长主要系公司类目有效扩张、授权供应商和经销商增加及电商生态服务品质提升的带动效应所致。

■**品牌服务贡献主要收入。**年报显示, 分产品来看, 品牌服务费收入 1.73 亿 (占比 44.33%), 同比增长 60.95%, 主要系不断提高电商服务质量, 赢得良好用户口碑所致; 标牌使用费收入 1.01 亿 (占比 25.96%), 同比增长 268.42%, 主要系不断丰富产品类目所致; 货品销售收入 1.07 亿 (占比 27.53%), 同比下降 21.29%; 园区平台服务费收入 774.27 万 (占比 1.99%), 同比增长 184.63%, 主要系不断建设供应链平台所致。

■**毛利率、净利率双增, 费用管控合理。**年报显示, 公司全年销售毛利率为 72.46%, 同比增加 13.99 个百分点, 主要系成本管控相对合理所致。期间费用率为 16.75%, 同比减少 7.94 个百分点。其中, 销售费用为 3158.85 万, 同比下降 30.41%, 主要系上半年关闭所有线下超市、商场店致销售服务费大幅下降; 管理费用为 3455.23 万, 同比增长 52%, 主要系本期公司业务规模迅速增长, 相应管理费用开支大幅增加所致; 财务费用为 -95.36 万, 同比增长 59.99%, 主要系公司货币资金较为充裕, 利息收入持续增长所致。本期净利率为 44.26%, 同比增加 19.95 个百分点。

■**立足品牌优势, 打造电商生态, 重构产业链, 提升公司治理。**第一, 深耕“南极人”品牌, 构建多梯度产品体系。“南极人”品牌创立于 1998 年, 积累了良好的市场基础。公司基于品牌优势, 不断扩张产品类目, 南极人共同体队伍不断壮大, 持续扩张的合作范围与日益丰富的产品体系助力品牌授权业务快速增长。第二, 电商平台运营优势凸显, 不断丰富电商生态服务内涵。公司凭借在电商服务领域积累的丰富经验, 为 NGTT 提供一站式生态服务。根据年报, 报告期内, “南极人”品牌产品在主要销售平台阿里及京东的销售额分别达 31.36 亿、5.35 亿, 同比分别增长 77.95%、136.79%, 充分体现服务成效。第三, 打通行业壁垒, 构建供应链平台体系。公司因地制宜集中产业资源和供应商、经销商资源, 打造供应链平台, 提供库存管理、分销、物流配送等一站式服务。第四, 推出员工持股计划, 不断提升公司治理。公司管理初具阿米巴模式, 最小化经营单位, 有效增强各部门的主体意识和进取精神。3 月 22 日公告, 公司拟推出 16 年第一期员工持股计划, 进一步健全激励约束机制。

■**首次覆盖, 给予“买入-B”评级。**公司深耕“南极人”核心品牌, 打造全品类消费品王国。拓展电商平台, 构建生态闭环。搭建柔性供应链, 有效整合产业资源。管理模式持续创新, 奠定长远发展基础。若考虑定增影响, 我们预计 16-18 年摊薄后 EPS 分别为 0.35 元, 0.47 元, 0.63 元, 当前股价对应 PE 分别为 56 倍, 42 倍, 31 倍, 6 个月目标价为 25.61 元。

■**风险提示:** 平台依赖风险等

摘要(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	1,573.3	389.2	525.5	735.6	1,029.9
净利润	10.4	171.8	268.0	359.1	487.0
每股收益(元)	0.01	0.22	0.35	0.47	0.63
每股净资产(元)	0.58	1.60	2.41	2.88	3.51

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	1,454.5	88.2	56.5	42.2	31.1
市净率(倍)	34.2	12.3	8.2	6.8	5.6
净利润率	0.7%	44.1%	51.0%	48.8%	47.3%
净资产收益率	2.4%	13.9%	14.5%	16.2%	18.0%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	-0.4	7.6	5.2	23.2	9.7

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

投资评级 **买入-B**

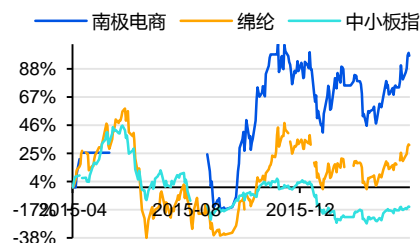
首次评级

6 个月目标价: **25.61 元**
 股价 (2016-04-15) **19.70 元**

交易数据

总市值(百万元)	15,151.86
流通市值(百万元)	8,795.13
总股本(百万股)	769.13
流通股本(百万股)	446.45
12 个月价格区间	8.31/20.55 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	14.68	20.31	111.97
绝对收益	24.06	26.04	100.2

刘章明

分析师

SAC 执业证书编号: S1450515050001
 liuzm@essence.com.cn
 021-35082336

张璐芳

报告联系人

zhanglf2@essence.com.cn
 021-68766135

吴晓楠

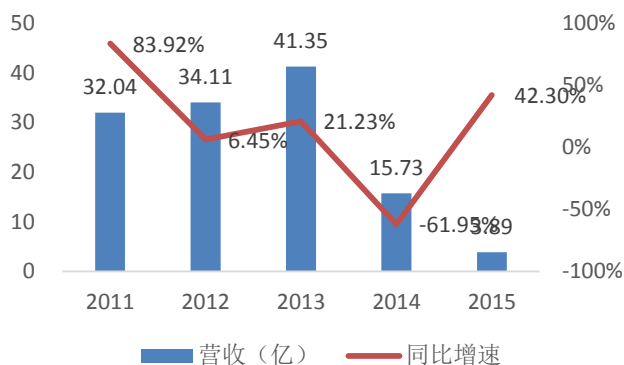
报告联系人

wuxn@essence.com.cn
 021-68762890

相关报告

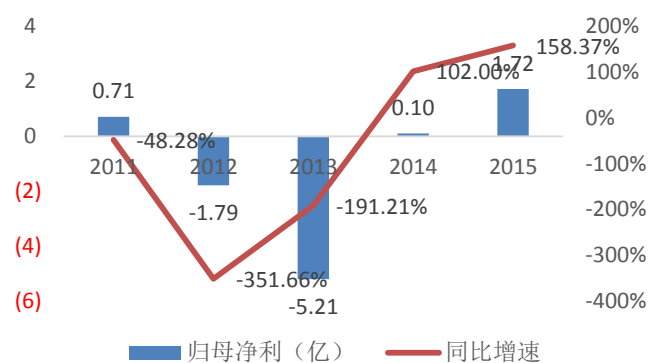
营收增长 42.30%，归母净利增长 158.37%。公司发布年报，2015 年实现营收 3.89 亿，同比增长 42.30%，归母净利 1.72 亿，同比增长 158.37%，EPS 为 0.59 元，以资本公积向全体股东每 10 股转增 10 股。其中，15Q4 实现营收 1.42 亿，归母净利 8565.14 万。**业绩提升主要系公司“造品牌、建生态”战略取得初步成效，各业务板块均取得较好增长。**公司预计 16Q1 归母净利为 1500 万—1700 万，同比增长 259.51%—307.45%，业绩大幅增长主要系公司类目有效扩张、授权供应商和经销商增加及电商生态服务品质提升的带动效应所致。

图 1：2011-2015 公司营收及增长率



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 2：2011-2015 公司归母净利及增长率

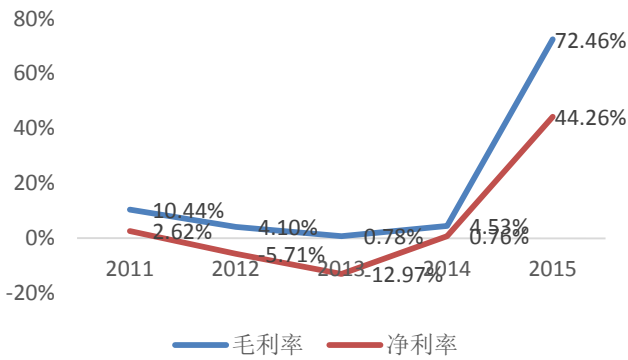


资料来源：wind，安信证券研究中心

品牌服务贡献主要收入。年报显示，报告期内公司实现营收 3.89 亿，同比增长 42.30%。**分行业来看**，现代服务业收入 2.82 亿(占比 72.47%)，同比增长 105.32%；服装销售收入 1.07 亿(占比 27.53%)，同比下降 21.29%，主要系报告期内公司主动关闭线下超市、商场等自营渠道，导致服装销量下滑所致。**分产品来看**，品牌服务费收入 1.73 亿（占比 44.33%），同比增长 60.95%，主要系公司不断提高电商服务质量，赢得良好用户口碑所致；标牌使用费收入 1.01 亿（占比 25.96%），同比增长 268.42%，主要系公司不断丰富产品类目所致；货品销售收入 1.07 亿(占比 27.53%)，同比下降 21.29%；园区平台服务费收入 774.27 万(占比 1.99%)，同比增长 184.63%，主要系公司不断建设供应链平台所致；其他服务收入 73.55 万（占比 0.19%），同比增长 2851.69%。

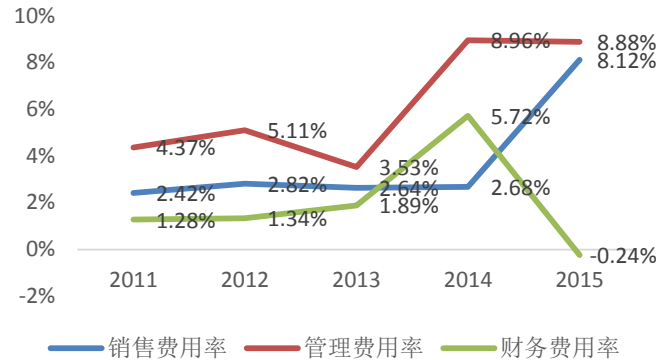
毛利率、净利率双增，费用管控合理。年报显示，公司全年销售毛利率为 72.46%，同比增加 13.99 个百分点，主要系成本管控相对合理所致。其中，品牌服务费毛利率 96.76%，同比增加 4.51 个百分点；标牌使用费毛利率 74.99%，同比增加 5.55 个百分点；货品销售毛利率 32.33%，同比增加 2.64 个百分点。报告期内费用管控较为合理，期间费用率为 16.75%，同比减少 7.94 个百分点。其中，销售费用为 3158.85 万，同比下降 30.41%，主要系上半年关闭所有线下超市、商场店致销售服务费大幅下降，销售费用率 8.12%，同比减少 8.48 个百分点；管理费用为 3455.23 万，同比增长 52%，主要系本期公司业务规模迅速增长，相应管理费用开支大幅增加所致，管理费用率 8.88%，同比增加 0.57 个百分点；财务费用为 -95.36 万，同比增长 59.99%，主要系公司货币资金较为充裕，利息收入持续增长所致，财务费用率 -0.25%，同比减少 0.03 个百分点。本期净利率为 44.26%，同比增加 19.95 个百分点。

图 3：2011-2015 公司毛利率、净利率



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 4：2011-2015 公司销售、管理、财务费用率



资料来源：wind，安信证券研究中心

立足品牌优势，打造电商生态，重构产业链，提升公司治理。报告期内公司通过实施重大资产重组，剥离原丝织品织造业务，实现南极电商的借壳上市，完成由传统制造业向电商服务企业的华丽转型。**第一，深耕“南极人”品牌，构建多梯度产品体系。**“南极人”品牌创立于 1998 年，在十几年的发展历程中，公司经历了从卖商品、到卖标牌再到卖服务的轻资产模式升级，积累了良好的市场基础。公司基于品牌优势，结合市场需求点，不断扩张产品类目，根据年报，报告期内“南极人”产品一级类目新增 3 个，二级类目新增 31 个、三级类目新增 25 个，涵盖基础内衣、床上用品、男女装、户外运动等。未来或将启动网红项目，制定个性化推广方案，开发更多自有品牌。此外，南极人共同体 (NGTT) 队伍不断壮大，根据年报，截至 15 年末，授权供应商达 422 家，经销商达 1053 家，持续扩张的合作范围与日益丰富的产品体系助力品牌授权业务快速增长。**第二，电商平台运营优势凸显，不断丰富电商生态服务内涵。**针对众多中小电商在品牌管理、渠道开拓等方面的经营痛点，公司凭借在电商服务领域积累的丰富经验、出色的运营能力与优秀的专业人才，为 NGTT 提供一站式生态服务。报告期内公司创建一站美、匠人之心、南未来、小袋等专业增值服务子公司，为授权供应商与经销商提供摄影、品质检验、推广、设计、大数据分析、供应链金融等服务。根据年报，报告期内，公司合作电商平台共 32 个，“南极人”品牌产品在主要销售平台阿里及京东的销售额分别达 31.36 亿、5.35 亿，同比分别增长 77.95%、136.79%，充分体现服务成效。**第三，打通行业壁垒，构建供应链平台体系。**为应对日用消费品行业产能增速过快、生产成本日益提升的困境，公司因地制宜集中产业资源和供应商、经销商资源，打造供应链平台，提供库存管理、分销、物流配送等一站式服务。自首个供应链平台——合肥南极人电子商务服务有限公司于 14 年 9 月设立以来，柔性供应链园区服务模式已渐趋成熟。报告期内，公司新设 3 家供应链平台，根据年报，四大平台全年发单量达 372.95 万件，GMV 达 1.28 亿，同比增长 389%，16 年计划新增 10-15 个一站通供应链平台，辐射各产业带，进一步分享下游行业快速增长红利。**第四，推出员工持股计划，不断提升公司治理。**公司管理初具阿米巴模式，最小化经营单位，将产品研究院、业务增值部、财务中心等部门融合进事业中心，有效增强各部门的主体意识和进取精神。3 月 22 日公告，公司拟推出 16 年第一期员工持股计划，进一步健全激励约束机制，有效增强员工凝聚力与公司发展活力。

首次覆盖，给予“买入-B”评级。公司剥离亏损主业，收购南极电商成功转型电商服务提供商。深耕“南极人”核心品牌，打造全品类消费品王国。拓展电商平台，构建生态闭环。搭建柔性供应链，有效整合产业资源。管理模式持续创新，奠定长远发展基础。若考虑定增影响，我们预计 16-18 年摊薄后 EPS 分别为 0.35 元，0.47 元，0.63 元，当前股价对应 PE 分别为 56 倍，42 倍，31 倍，6 个月目标价为 25.61 元。首次覆盖，给予“买入-B”评级。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,573.3	389.2	525.5	735.6	1,029.9	成长性					
减:营业成本	1,502.0	107.2	131.4	183.9	257.5	营业收入增长率	-61.9%	-75.3%	35.0%	40.0%	40.0%
营业税费	1.1	2.2	2.6	3.7	5.1	营业利润增长率	-69.6%	-220.2%	55.1%	40.0%	39.8%
销售费用	42.2	31.6	42.0	58.9	82.4	净利润增长率	-102.0%	1549.3%	56.0%	34.0%	35.6%
管理费用	141.0	34.6	44.7	62.5	87.5	EBITDA 增长率	-121.6%	246.3%	54.7%	39.5%	39.7%
财务费用	90.0	-1.0	-2.2	-3.2	-3.6	EBIT 增长率	-83.9%	-364.0%	54.7%	40.0%	40.0%
资产减值损失	34.9	17.8	-	-	-	NOPLAT 增长率	-86.2%	-359.0%	56.6%	35.1%	36.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-86.6%	131.4%	-70.0%	225.9%	8.6%
投资和汇兑收益	73.3	1.1	-	-	-	净资产增长率	-0.3%	164.9%	50.2%	19.4%	22.0%
营业利润	-164.7	197.9	307.0	429.8	600.9	利润率					
加:营业外净收支	178.6	7.3	9.1	9.2	9.4	毛利率	4.5%	72.5%	75.0%	75.0%	75.0%
利润总额	13.9	205.2	316.1	439.1	610.3	营业利润率	-10.5%	50.9%	58.4%	58.4%	58.3%
减:所得税	2.0	32.9	47.4	79.0	122.1	净利润率	0.7%	44.1%	51.0%	48.8%	47.3%
净利润	10.4	171.8	268.0	359.1	487.0	EBITDA/营业收入	3.7%	51.2%	58.7%	58.5%	58.3%
						EBIT/营业收入	-4.7%	50.6%	58.0%	58.0%	58.0%
资产负债表						运营效率					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	固定资产周转天数	197	39	3	0	-1
货币资金	370.4	682.2	1,721.8	1,696.5	2,156.6	流动营业资本周转天数	-8	276	215	154	174
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	207	944	1,135	1,077	950
应收账款	226.9	449.3	171.4	460.4	654.8	应收账款周转天数	34	313	213	155	195
应收票据	3.9	-	55.6	21.8	38.3	存货周转天数	48	76	30	37	46
预付账款	5.6	4.8	7.6	10.6	14.3	总资产周转天数	431	1,062	1,182	1,109	974
存货	96.6	68.3	20.2	132.4	128.6	投资资本周转天数	201	318	214	150	171
其他流动资产	45.7	87.9	44.5	59.4	64.0	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	2.4%	13.9%	14.5%	16.2%	18.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	1.3%	12.5%	12.9%	14.7%	15.7%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	-4.1%	79.8%	54.0%	243.1%	101.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	79.4	5.5	2.2	-1.2	-4.5	销售费用率	2.7%	8.1%	8.0%	8.0%	8.0%
在建工程	-	-	-	-	-	管理费用率	9.0%	8.9%	8.5%	8.5%	8.5%
无形资产	7.2	1.4	1.2	1.1	1.0	财务费用率	5.7%	-0.2%	-0.4%	-0.4%	-0.3%
其他非流动资产	87.4	73.4	53.6	71.5	66.1	三费/营业收入	17.4%	16.7%	16.1%	16.1%	16.2%
资产总额	923.1	1,372.8	2,078.2	2,452.5	3,119.3	偿债能力					
短期债务	198.8	-	-	-	-	资产负债率	49.5%	10.0%	10.7%	9.7%	13.3%
应付账款	57.1	67.7	20.2	90.9	102.3	负债权益比	98.0%	11.1%	12.0%	10.7%	15.4%
应付票据	171.3	-	111.8	72.5	223.7	流动比率	1.64	9.53	9.68	10.30	7.49
其他流动负债	28.3	67.9	76.8	67.7	82.2	速动比率	1.43	9.03	9.59	9.73	7.17
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-0.83	-206.57	-136.47	-134.37	-166.89
其他非流动负债	1.4	1.8	13.7	5.6	7.0	分红指标					
负债总额	456.8	137.4	222.4	236.7	415.2	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	23.4	2.1	2.8	3.7	4.9	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	446.5	417.3	769.1	769.1	769.1	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	-3.5	815.9	1,083.9	1,443.0	1,930.0						
股东权益	466.3	1,235.4	1,855.8	2,215.8	2,704.1						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	EPS(元)	0.01	0.22	0.35	0.47	0.63
净利润	11.9	172.3	268.0	359.1	487.0	BVPS(元)	0.58	1.60	2.41	2.88	3.51
加:折旧和摊销	142.0	2.2	3.5	3.5	3.5	PE(X)	1,454.5	88.2	56.5	42.2	31.1
资产减值准备	34.9	17.8	-	-	-	PB(X)	34.2	12.3	8.2	6.8	5.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	402.3	-50.6	22.7	-1,816.2	33.4
财务费用	86.0	-1.0	-2.2	-3.2	-3.6	P/S	9.6	38.9	28.8	20.6	14.7
投资损失	-73.3	-1.1	-	-	-	EV/EBITDA	64.1	35.4	43.6	31.2	21.6
少数股东损益	1.5	0.4	0.7	0.9	1.3	CAGR(%)	211.4%	41.5%	-179.4%	211.4%	41.5%
营运资金的变动	-224.9	-140.6	352.1	-346.4	-38.7	PEG	6.9	2.1	-0.3	0.2	0.7
经营活动产生现金流量	-79.3	37.1	622.1	13.9	449.5	ROIC/WACC	-0.4	7.6	5.2	23.2	9.7
投资活动产生现金流量	234.6	492.6	-	-	-	REP	-45.0	1.9	18.1	1.2	2.6
融资活动产生现金流量	-222.0	1.0	417.5	-39.2	10.6						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

刘章明声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	张青	0755-82821681	zhangqing2@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn
	邹玲玲	0755-82558183	zoull@essence.com.cn
范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 楼

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区西直门南小街 147 号国投金融大厦 15 层

邮编：100034