

南极电商（002127）公司深度报告

稀缺品牌运营服务商，乘网红经济之风，享 IP 品牌运营红利

买入（首次）

2016年8月10日

盈利及估值重要数据	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入（百万元）	389.23	705.00	1253.00	2120.00
(+/-) (%)	-75.26	81.13	77.73	69.19
净利润（百万元）	171.82	361.03	654.51	1189.97
(+/-) (%)	1549.34	110.12	81.29	81.81
EPS（元）	0.21	0.23	0.43	0.77
P/E	45.47	41.03	22.63	12.45

首席证券分析师 张良卫
 执业资格证书号码：S0860514040001
 zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 唐思思
 执业资格证书号码：S1220116020111
 tangss@dwzq.com.cn

投资要点

- **稀缺品牌授权管理运营模式，柔性供应链园区及电商生态服务平台不断完善。**南极电商主要收入来源为品牌服务费、标牌使用费，园区平台服务费收入占比稳步提升。
- **依托自身优势，多渠道、多品类、多品牌布局，业绩可期。**公司积极拓展探索阿里平台之外的销售渠道，构建包括京东、唯品会、电视购物、移动端购物的多样化销售渠道体系；扩张品类，打造全品类消费品王国；将南极人品牌运营经验复制，再造下一个南极人。
- **综合服务电商，卡位网红经济优势明显，打造可持续网红经济变现。**公司7月签约亚洲美妆女王 PONY 所属公司，大力培育网红项目，开发、签约具有市场潜力的网红，并制定个性化的产品推广方案，提升消费者对品牌的时尚认知，拓展年轻的消费群体。长期来看，南极电商从单纯输送网红慢慢养成自身孵化能力并建立完整的孵化体系，从而摆脱对外部环境的依赖。南极电商将成功卡位网红经济孵化领域，打造可持续的网红经济变现模式，同时公司有望切入时尚美妆领域及艺人经纪运营服务，布局粉丝经济。
- **公司有望成为动漫、游戏等 IP 相关衍生品综合运营服务商。**公司收购卡帝乐鳄鱼，将品牌纳入到电商生态服务体系，发挥线上运营及综合服务能力，提升业绩。公司有望从传统品牌运营向动漫、游戏等 IP 品牌延伸，提供一站式电商综合服务，业绩可期。

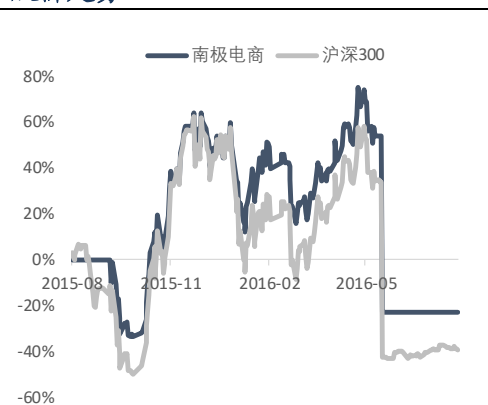
投资建议

看好公司未来多品类、多品牌、多平台的策略。考虑公司商业模式稀缺性及未来成长性，给予“买入”评级。

风险提示

- 新品牌运营低于预期
- 柔性供应链建设低于预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.63
一年最低价/最高价	4.02/11.20
市净率(倍)	22.46
流通 A 股市值(亿元)	148.06

基础数据

每股净资产(元)	1.62
资本负债率(%)	6.95
总股本(百万股)	1538
流通 A 股(百万股)	893

相关研究

目录

1. 不断创新，轻资产运营，打造品牌授权管理及柔性供应链园区服务	5
1.1. 品牌授权服务	6
1.2. 电商生态综合服务平台业务	7
1.2.1. 电商生态服务平台内容不断丰富	8
1.2.2. 电商生态服务平台结构完善，形成生态闭环	9
1.3. 柔性供应链园区服务	10
1.4. 专业增值服务	11
1.5. 货品销售业务	12
2. 电商运营及品牌授权管理经验丰富构筑优势	12
2.1. 从网购高渗透率服装行业切入，南极电商具有先发优势	13
2.2. 高性价比产品受宠，国民平价品牌崛起正当时	14
2.3. 电商运营经验丰富，倚天会成员身份凸显优势	15
3. 发展良好：跨品类扩张，打造柔性供应链园区 ..	15
3.1. 继续跨品类扩张，打造消费品王国	15
3.1.1. 全品类战略推动生态体系茁壮成长，线上大店规模进一步壮大	16
3.1.2. 重视产品质量监控，打造高性价比全品类消费王国	17
3.2. 借助园区模式，打造供应链一站式平台	17
3.2.1. 打通生产和销售的数据平台，实现柔性供应链管理	17
3.2.2. 与优质供应商、经销商成立合资公司，多方共赢	18
3.2.3. 对供应商做质量管控，对经销商做价格管控	18
4. 受益于网红经济及 IP 授权管理服务，南极人未来增长空间巨大	19
4.1. 发挥品牌运维能力，打造下一个南极人	19
4.2. 综合服务电商品牌运营经验丰富，嫁接网红经济优势明显	

- 4.3. 卡位网红孵化领域，打造可持续网红经济变现.....20
- 4.4. 与现有 IP 合作获得授权，掘金粉丝经济22
- 4.5. 通过外延并购，切入时尚美妆领域及艺人经纪运营服务22

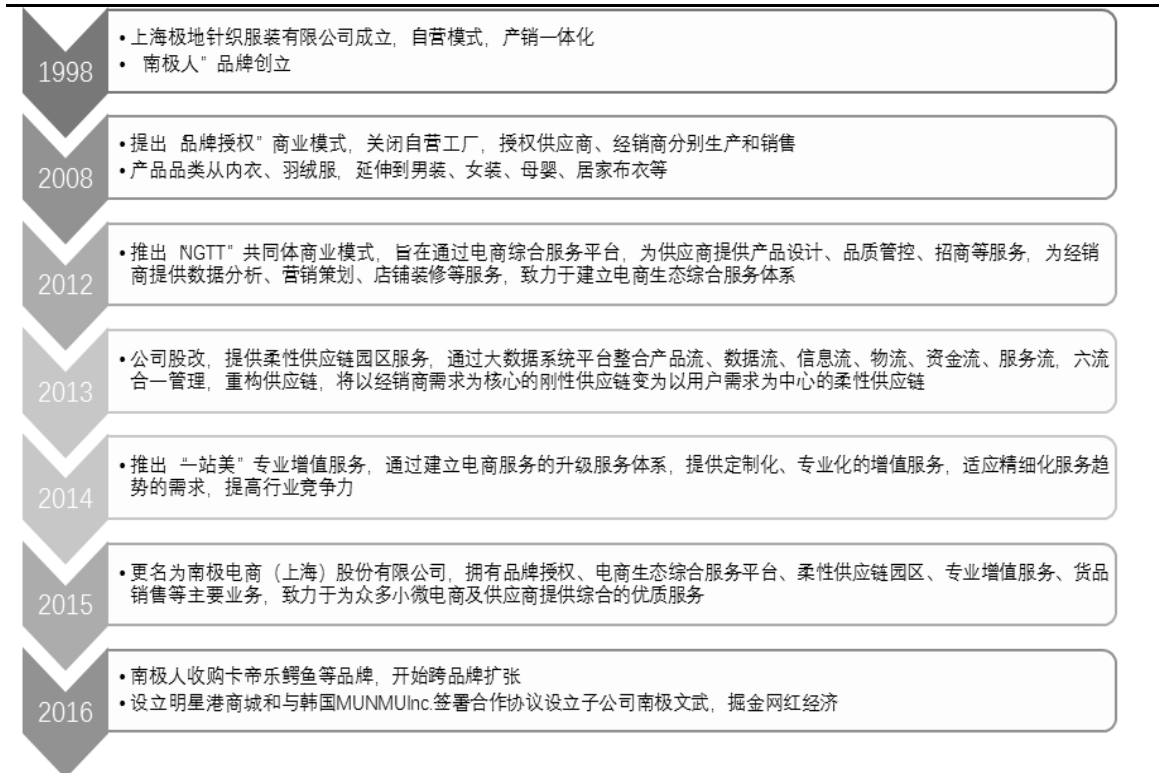
图表目录

图表 1：南极人打造全新轻资产运营模式.....	5
图表 2：品牌服务费及标牌使用费是南极电商主要营收来源.....	6
图表 3：南极电商品牌授权服务模式.....	6
图表 4：南极电商以“南极人”品牌为基础，提供一站式生态服务.....	7
图表 5：供应商服务模式.....	8
图表 6：经销商服务模式.....	8
图表 7：南极电商服务平台内容不断丰富.....	9
图表 8：南极电商综合服务集团构成.....	9
图表 9：南极人生态服务组织结构.....	10
图表 10：柔性供应链流程图.....	10
图表 11：电商生态服务体系更好服务上下游企业.....	11
图表 12：南极电商对单一阿里平台依赖性逐步降低.....	12
图表 13：网购市场规模、用户规模及增速.....	13
图表 14：服装网购市场规模、增速及渗透率.....	13
图表 15：服装行业毛利率对比.....	14
图表 16：“南极人”继续跨品类扩张，落实全品类王国战略.....	16
图表 17：NGTT 共同体直接授权供应商、经销商规模不断扩大.....	16
图表 18：高 GMV 店铺数量大幅增加，南极电商服务成效显著.....	17
图表 19：南极人 12 个类目优秀经销商店铺.....	17
图表 20：卡帝乐线下旗舰店.....	20
图表 21：卡帝乐鳄鱼标识.....	20
图表 22：韩国美妆女王 PONY 微博账户.....	21
图表 23：中国美妆市场达 5000 亿市值并高速增长（单位：亿元）.....	22
图表 24：南极电商营收拆分及预测.....	23

1. 不断创新，轻资产运营，打造品牌授权管理及柔性供应链园区服务

南极人品牌创立于1998年，是中国成立最早的内衣企业之一，依靠其更薄、更暖、更舒适的功能性保暖内衣，迅速风靡全国。公司自建生产基地，更是开发了全棉保暖内衣、莱卡贴身弹力等高科技面料，一举成为国内内衣第一品牌。这一阶段的南极人以商品销售为主要盈利模式。然而在南极人获得全面成功之后，一时间涌现了诸多保暖内衣竞争品牌，竞争中价格不断被压低，利润缩减，整个行业也面临着诸如产品体系单一、款式老化、价格混乱、供应链过剩等问题。到了2008年，南极人提出了品牌授权的模式，关闭自营工厂，签约并授权供应商合作工厂生产品牌产品。

图表 1：南极人打造全新轻资产运营模式



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

自2012年起，南极人开始探索并制定了全新的品牌定位，核心即：**南极人要用无印良品的品质，卖优衣库的价格。**并推出“NGTT”共同体模式，即集消费者、供应商、经销商、平台和品牌商五位一体，共享资源，由最初的自产自销模式转型成为轻资产运营的品牌输出者与服务商。公司盈利模式也经历了从卖商品到卖标签到卖服务的升级，这一模式也被业内纷纷效仿。如果说阿里巴巴建立了中小卖家和消费者之间的平台，那南极电商更多建立的是中小厂家和中小卖家之间的平台，提供相关的服务支持。南极电商是传统企业成功转型“互联网+”企业的典型代表，主要产品则包括品牌授权服务、电商生态综合平台服务、柔性供应链平

台园区服务、专业增值服务以及货品销售服务。

图表 2：品牌服务费及标牌使用费是南极电商主要营收来源

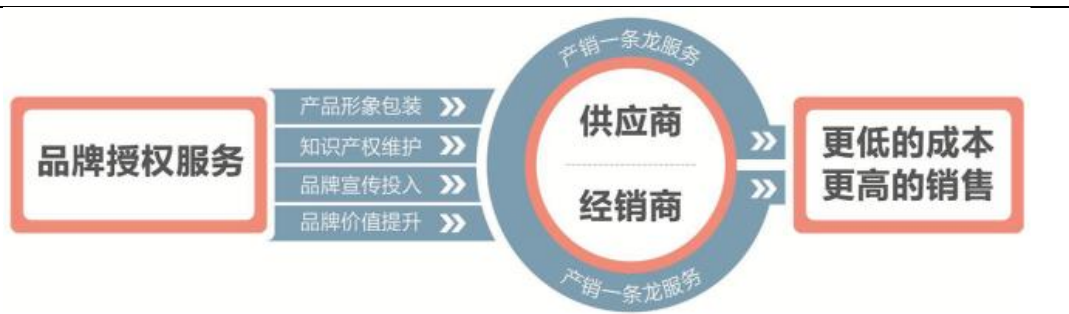
项目	2012年		2013年		2014年		2015年	
	金额 (百万)	占营业收入占比%	金额 (百万)	占营业收入比重%	金额 (百万)	占营业收入%	金额 (百万)	占营业收入比重
品牌服务费	115.55	49.45	128.3	45.86	107.21	39.2	172.55	44.33
标牌使用费	4.22	1.81	19.35	6.92	27.42	10.03	101.03	25.96
货品销售	113.91	48.74	132	47.22	136.15	49.78	107.17	27.53
园区平台服务费	—	—	—	—	2.72	0.99	7.74	1.99
其他服务收入	—	—	—	—	0.25	0.01	0.74	0.0019
合计	233.68	100	279.74	100	273.52	100	389.23	100

资料来源：2015 公司年报，东吴证券研究所

1.1. 品牌授权服务

品牌授权，即南极电商将拥有的“南极人”品牌以合同的形式授予被授权者使用，被授权者按合同规定从事生产、销售“南极人”品牌产品及提供某种服务。

图表 3：南极电商品牌授权服务模式



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

(1) 供应商：授权期限一般为一年。在对供应商的授权环节，南极电商将会对供应商的基本资质进行考察，要求供应商的产品须符合《国家纺织产品基本安全技术规范》检验要求及标准化的商标；按照南极电商的标准提供辅料信息；供应商的产品尺寸规格严格按照南极电商提供的工艺规范单制作。在后续管理中，还将考核供应商的货品销售、品质、价格等因素，对其进行优胜劣汰。

(2) 经销商：对经销商授权一般为 1 年-3 年，授权内容包括授权经销商和分销商销售“南极人”品牌的产品，同时为其提供品牌附加值服

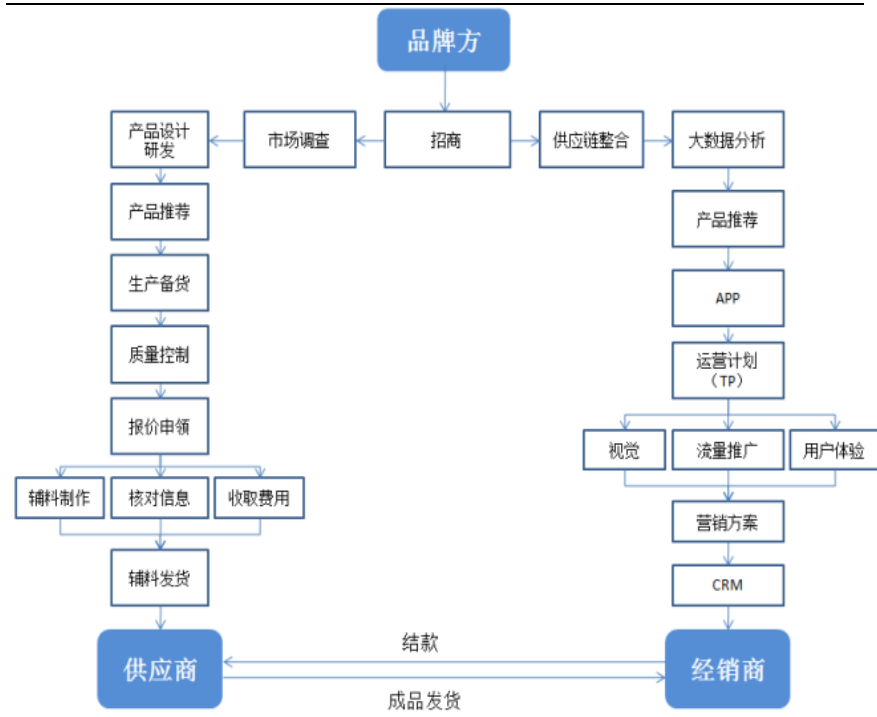
务。在授权环节，南极电商将考察经销商的基本资质，要求授权场所、授权产品类目、经销渠道在授权的范围内进行销售。其授权管理包括代言人形象使用、价格政策、销售品类及质量。同时，以保证金的方式保证授权经销商对合同的履行。

(3) 盈利模式：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。

1.2. 电商生态综合服务平台业务

公司基于互联网营销的特质，把握行业增长点及痛点，连接授权供应商和授权经销商，提供一站式生态服务，2015 南极电商的生态综合服务平台以数据和品牌营销为基础，将供应商、经销商、服务平台进行融合。现阶段，主要以“南极人”品牌为营销基础，未来将会把更多市场知名品牌融入电商生态综合服务体系。

图表 4：南极电商以“南极人”品牌为基础，提供一站式生态服务



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

以南极电商品牌为例：

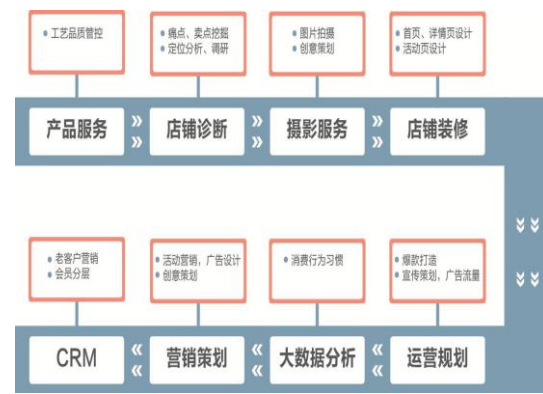
(1) 南极电商：对整个体系提供综合服务。针对经销商，提供品牌授权服务、品牌文化管理、供应链整合、大数据分析、运维提升等服务；针对供应商，提供品牌授权服务、产品设计研发、质量控制、新客户推荐等服务。

图表 5：供应商服务模式



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 6：经销商服务模式



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

(2) 供应商：一方面，基于大数据，向供应商推送爆款、提供自主设计产品，使供应商更迅速地感知市场需求，避免库存积压；另一方面，根据平台经销商的直接订货需求，负责生产品牌的相应产品，并发货与经销商进行货款结算。

(3) 经销商：根据市场情况，一方面通过大数据分析、线上店铺装修、客服服务培训等使经销商更好地了解电商运营，逐步实现精准营销并提升产业链运行效率；另一方面向平台内供应商提交订货需求，与供应商进行货款结算，同时，进行品牌商品的销售。

(4) 盈利模式：目前，南极电商的电商生态综合服务收入主要来自于向授权供应商收取的标牌使用费和品牌服务费。对向授权经销商提供的产品设计、营销策划、数据分析、运维提升等电商生态综合服务，暂不收取服务费用。

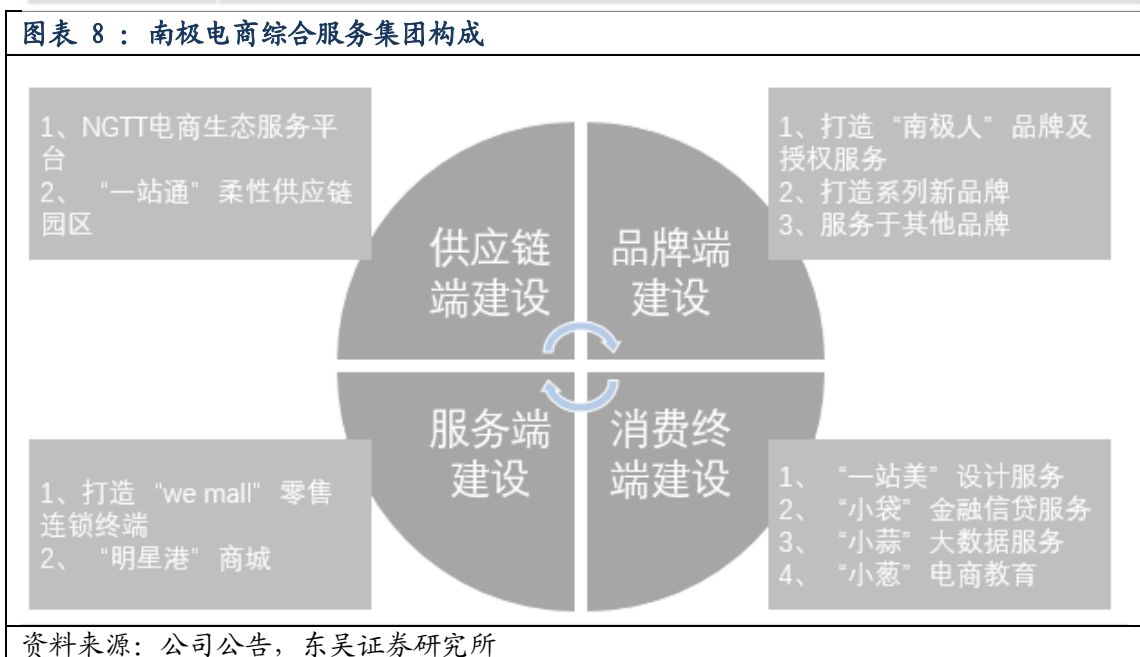
1.2.1. 电商生态服务平台内容不断丰富

2015 年公司创建了一站美、匠人之心、南未来、小袋等提供专业增值服务的子公司。其中，一站美为经销商提供更全面的定位和视觉设计服务，提升店铺整体形象，促使整店转化率提升；匠人之心是为授权生产商提供一站式的品质检验、质量过程管理服务，并提供各类质量咨询、品质培训；南未来提供专业的设计服务，包括产品设计、外包装、辅料设计、企业 LOGO 等；微道魔方为客户提供平台运营推广服务、平台创意视觉服务、独立平台服务、数据挖掘服务、社交电商服务、SCRM 服务等；小袋主要为南极人共同体内的客户提供供应链金融服务，帮助解决日用消费品行业竞争激烈、融资困难等问题。电商服务平台的内涵不断延伸。

图表 7：南极电商服务平台内容不断丰富

项目	服务内容
一站美	更全面的定位及视觉服务提升店铺整体形象，更符合用户浏览习惯的设计页面，促使整店转化率提升
匠人之心	为授权生产商提供一站式的品质检验、质量过程管理服务，并提供各类质量咨询、品质培训
微道魔方	为客户提供平台运营推广服务、平台创意视觉服务、独立平台服务、数据挖掘服务、社交电商服务、SCRM服务等
南未来	提供专业的设计服务，包括产品设计、外包装设计、辅料设计、企业LOGO等
小贷	为南极人共同体内的客户提供供应链金融服务，解决日用消费品行业竞争激烈、融资困难等问题。

图表 8：南极电商综合服务集团构成



1.2.2. 电商生态服务平台结构完善，形成生态闭环

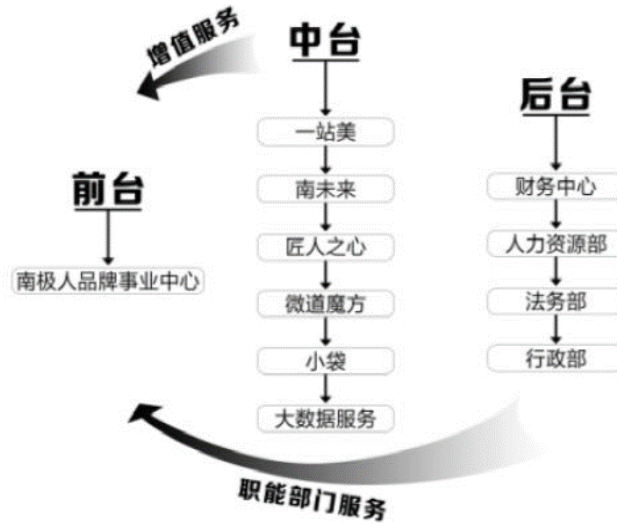
前台品牌事业中心按类目管理，独立核算，管理体系成熟。公司在适当开发新类目的同时，会针对在不同发展阶段的品类制定不同的发展策略——对于启动期类目，加大招商力度，在保证品质的同时增加授权供应商、经销商数量，充分利用体系内电商服务资源增加销售额、扩大市场份额；对于成长期类目，考量已有类目的可盈利性，具有市场潜力的重点扶持，市场反响较差的及时转变业务方向；对于成熟期类目，循序渐进开发子类目、升级供应商品质及格调，逐渐丰富价格层次，扩大消费群体。

中台各增值服务部门各环节形成闭环，支持前台品牌事业中心开展业务，相当于矩阵式的管理机制。各子公司未来将采用全资控股的股权结构意在吸引优秀人才完善公司服务体系。

由于公司瞄准行业痛点，在电商服务上的不懈努力及多样化尝试，使得 2015 年品牌服务费收入同比增加 60.95%，并赢得了良好的用户口

碑。在电商服务体系拓展之初，客户主要集中在南极人共同体系内部，公司将在2016年大力拓展体系外客户，让市场熟知、认可公司作为电商生态服务提供商的形象。

图表 9：南极人生态服务组织结构

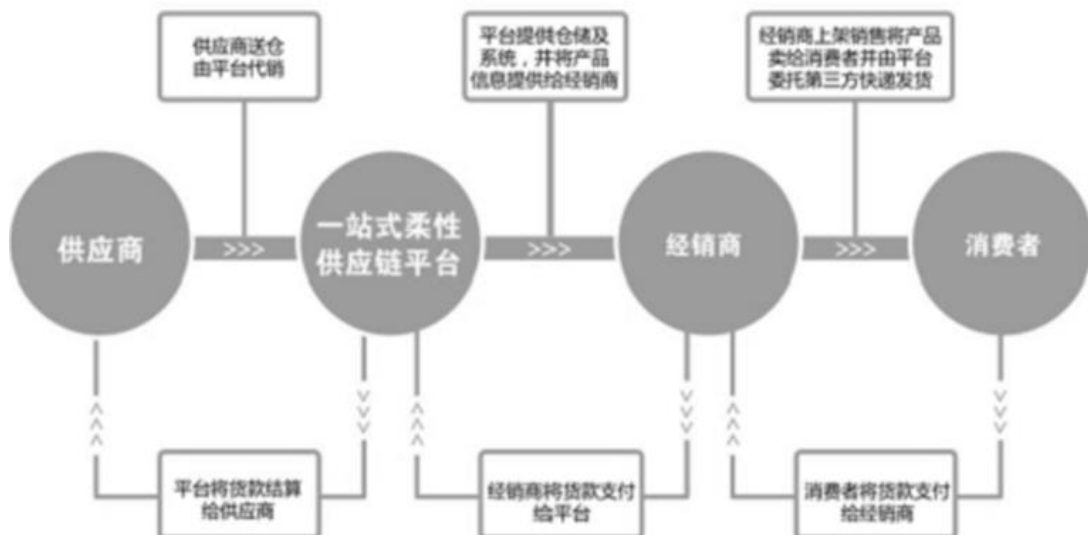


资料来源：公司年报，东吴证券研究所

1.3. 柔性供应链园区服务

互联网行业高速发展，线上成为越来越重要的销售渠道。精准营销、品牌代运营等模式在供应链整合的过程中逐渐凸显其价值。公司积极打造供应链柔性供应链园区，为客户提供包括库存管理、分销、物流配送、大数据分析等一站式服务。

图表 10：柔性供应链流程图



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

(1) 南极电商：针对供应商端，提供汇总分类后的经销商商品需求信息、商品消费反馈信息、动态的销售及库存仓储信息，以及款项结算

等服务；针对经销商端，提供汇总整理后的供应商产品信息、动态的库存仓储信息、物流配送信息，以及款项结算等服务；保证体系内现金流、物流、信息流的正常流转。

(2) 供应商：根据南极电商供应链平台提供的商品消费反馈信息，进行商品的偏好分析和设计调整。

(3) 经销商：根据供应链平台提供的供应商产品信息进行产品订购，同时了解动态的库存信息和物流配送信息。

(4) 物流供应商：加入服务体系后，将根据南极电商供应链平台的安排，提供物流派送服务，并与供应链平台进行款项结算。

(5) 盈利模式：目前园区的收入预计主要来自三方面，一方面是仓管物流服务费，包括向客户提供仓储系统的存储保管、货品打包、配送、物流代理等服务而收取的费用；第二方面是物流价差，比如以快递为例，经销商快递量小，快递每单 8 元左右，产业园区快递量大，可以和四通一达谈到 5 元，产业园区收费 6 元赚 1 元快递服务费，经销商降低 2 元快递成本，第三方面是为有需要的品牌商提供代销收取服务费等。代销服务费，包括向客户提供销售帮助、产品招商、促销活动等服务而收取的费用。

1.4. 专业增值服务

南极电商专业增值服务，是指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，旨在帮助客户在最短的时间内，以较低的成本提高客户流量，从而增加收入，实现盈利。2015 年公司创建了一站美、匠人之心、小袋等提供专业增值服务的子公司。提供电商增值业务，有利于形成生态闭环，打造电商平台运营优势。

图表 11：电商生态服务体系更好服务上下游企业



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

其中“美吗”提供电商视觉设计服务。南极电商设计服务包括店铺定位、拍摄创意方案制定、店铺页面策划、跟踪设计方案收集数据反馈，以数据分析与市场调研结果为依据，以差异化策略帮助客户打造特色优秀店铺，实现其单价及整体效益提升；“小袋”提供金融信贷服务。借助大数据分析，以销定贷，通过担保为产业链上下游合作伙伴提供金融信贷服务，帮助客户整合资源并扩大规模；同时通过一站通柔性供应链园区内货品建立风险控制，对业务开展过程中的现金流进行合理的投资管理；“小蒜”提供大数据服务。建立强大数据平台，提供专业化数据分析，通过总体体系设计、数据整合、标签化分析、业务实际应用挖掘、应用结果反馈，为客户提供全方位数据服务，帮助其以数据化管理与营销手段加速业务增长；“小葱”提供电商培训服务。聘请资深电商实战培训师打造课程，为学员解决各种电商运营难题，从客户体验、产品包装、行为心理学、精准营销等多板块深入培训，为电商企业提供高效咨询服务。

1.5. 货品销售业务

南极电商货品销售业务的主要产品是“南极人”品牌商品，选择的供应商均是经过严格筛选的生产商；选择的款式为当季热销款及下一季订货热门款式；与此同时积极开拓经销渠道，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，以直营模式以及经销商模式为主。

根据阿里淘宝数据魔方和京东数据罗盘的统计（其他渠道暂无公开数据），2013年以前阿里平台占公司销售比例达到95%。截至2015年底，公司拥有近千家天猫授权旗舰店和10000家淘系店铺，同时与唯品会、京东、聚美、苏宁、一号店等主流电商平台也开展广泛合作，实现了全网覆盖。截至2015年下降至85%（考虑全渠道，我们预计阿里系GMV占比已经降至70%）。南极电商的核心能力在于，整合优质供应链资源，提供高性价比商品，具备对接除传统电商外的各种新渠道的能力。在移动互联网去中心化的大背景下，把握各种新兴渠道（如跨境电商、社交电商、微商等）的流量红利是业务扩大的重要推力。随着前端渠道多元化，我们预计未来阿里平台占比有望下降至50%，市场担忧的经营集中风险有望化解。

图表 12：南极电商对单一阿里平台依赖性逐步降低

电商平台	2012		2013		2014		2015	
	销售额 (百万元)	占比	销售额 (百万元)	占比	销售额 (百万元)	占比	销售额 (百万元)	占比
阿里平台	611	94%	1225	95%	1762	89%	3136	85%
京东商城	36	6%	66	5%	226	11%	535	15%
合计	647	100%	1291	100%	1988	100%	3671	100%

资料来源：2015 年报，东吴证券研究所

2. 电商运营及品牌授权管理经验丰富构筑优势

2.1. 从网购高渗透率服装行业切入，南极电商具有先发优势

和其他品类相比，服装类网购占比较大，复购率高，尤其对于内衣裤，保暖内衣裤，袜子等产品，有品牌背书的高性价比产品是消费者重要选择。从2009年至2015年度，贴身内衣年度增长率均保持在10%左右，随着消费理念的升级，未来我国贴身内衣市场将继续扩大。在电子商务领域，内衣是网购渗透率较高的品类之一，未来线上交易规模有望进一步提升。

图表 13：网购市场规模、用户规模及增速



资料来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

图表 14：服装网购市场规模、增速及渗透率



资料来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

南极人全面转型电商渠道后的几年，正是网购流量红利充分释放的黄金时期。根据艾瑞咨询发布的数据，2015年中国服装网购市场整体规模为8165亿元，同比增长33.9%，占全国网购市场规模的21.3%。对比2014年，中国服装网购市场交易规模为6099亿元，同比增长33.9%，占整个网购市场的21.8%。随着网购用户红利的褪去，线上运营成本的攀升，使得中小卖家独立生存压力加大，而依附于南极电商体系下能获得更好的经营效益，另一方面重新培育线上经销商体系的门槛加大，南极电商过去积累的近千家授权天猫旗舰店以及万家淘系店铺成为强有力的竞争壁垒。

图表 15：服装行业毛利率对比

项目	2015 年	2014 年	差异
森马服饰	18.31%	17.36%	0.96%
金发拉比	25.43%	31.04%	-5.61%
探路者	7.21%	18.74%	-11.53%
海澜之家	24.85%	25.33%	-0.48%
九牧王	18.67%	17.31%	1.36%
维格娜丝	15.58%	21.11%	-5.53%
贵人鸟	18.98%	19.33%	-0.35%
歌力思	23.73%	23.90%	-0.17%
平均	19.10%	21.76%	-2.67%
南极电商货品销售业务	32.33%	29.69%	2.64%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

由上表可知，服装行业上市公司之间的毛利率差异较大，南极电商货品销售业务的毛利率高于服装行业上市公司的平均水平，主要原因是**南极电商的货品销售业务是品牌授权服务和电商生态综合服务平台服务业务的有机补充，且南极电商对于货品销售业务并不盲目追求规模扩大，会在品牌推广的基础上追求利润**，南极电商在选择经营货品时会考虑货品的定位、盈利空间、销售渠道等因素，选择易于销售、盈利空间较大的服装产品，故货品销售业务的毛利率要高于服装行业上市公司的平均水平。

2.2. 高性价比产品受宠，国民平价品牌崛起正当时

在经济转型的背景下，消费者特别是 80、90 后的年轻人更加注重着装的搭配性及时尚性，购买服装的频率将逐步加快，因此对于产品的价格较为敏感，但在寻求低价服装的同时也希望能够兼顾质量及时尚，因此像南极电商这样定位大众且性价比高的服装品牌将脱颖而出。国内的消费习惯也正从“不贵不买”、“耐用消费”向“快消品化”转变。只有定位大众市场并且平衡好价格、质量和时尚三者之间关系的品牌才能够获得消费者的认可。

国内服装零售经过几年的调整，在 2015 年出现价跌但量升的趋势，追求简单、朴素、高性价比的品牌逐渐成为主流选择。在前 30 名的品牌中超过半数均为海外品牌，而其中领先的优衣库、ZARA、H&M 等都是具备供应链优势、加价率合理、受众面广的典型快时尚品牌。

回顾日本国民品牌无印良品和优衣库的发展历程：无印良品在 20 世纪 70-80 年代经济萧条的背景下崛起，当时市场普遍生产过剩、物价高涨，而无印良品秉承“品质绝不低于品牌产品，价格低三成”的理念，一举成为最受欢迎的“无品牌”品牌。其供应链改革的重要措施包括：基于明确的数字推行生产的最合理化、基于明确的准则提高工作效率等。优衣库崛起于通货紧缩、日本大地震时期，日本人的服装消费理念回归到追求简单、合理、朴素、休闲。通过严格奉行 SPA 的商业模式，以超高

效的供应链提供高性价比产品，同时实现了惊人的高毛利。

和上述两个品牌一样，南极人正是基于强大的供应链整合能力，打造性价比高、受众广、全品类覆盖的国民品牌。

南极电商产品的精髓，在于遵循“有个性的基础款”原则，主打高性价比的放量爆款。其涉足的品类大多拥有以下特点：1) 无明显领先品牌；2) 有较大的利润率压缩空间；3) 产品受众广。南极人在每个类目中挖掘受众面广、普适性强的基本款，严格控制成本，追求单品销量和效率最大化。南极电商品牌授权的核心在于通过其在产品形象包装、知识产权维护、品牌宣传、品牌价值提升等方面的投入，帮助客户实现更低的成本和更高的销售。

2.3. 电商运营经验丰富，倚天会成员身份凸显优势

南极电商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较大的优势。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。

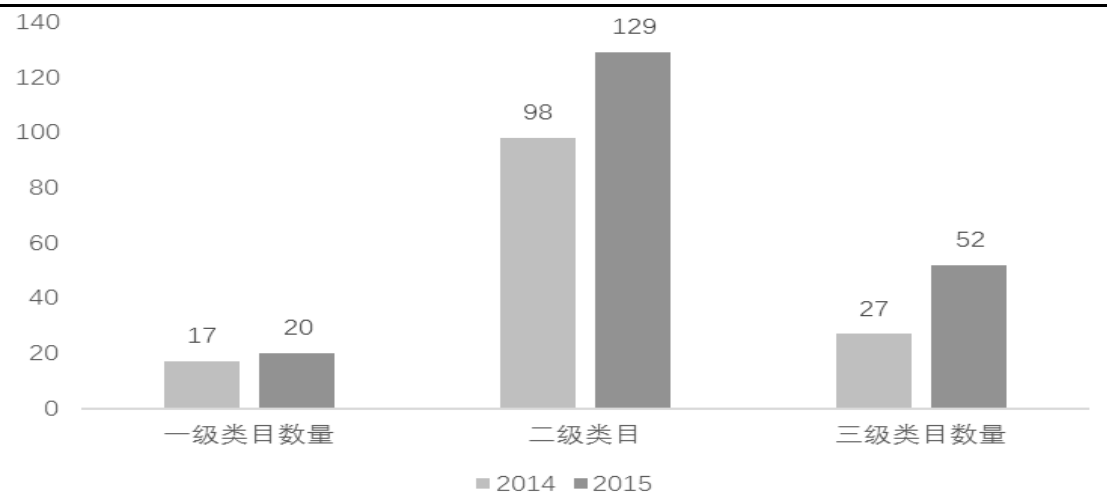
同时南极电商吸引大批供应商及经销商加入南极人 NGTT 共同体，通过产品设计、品质管控、招商、数据分析、营销策划、店铺装修等服务，建立电商生态综合服务体系。在入口方面，南极电商与淘宝网、唯品会、京东等多家第三方电子商务平台建立了长期合作关系，以品牌为依托，已经形成较为成熟的电商生态综合服务体系，为千万小微电商提供从产品规划、市场定位、摄影、设计、推广、营销、大数据分析等一站式综合服务，打造生态闭环，最大化服务对象的成效。无论从品牌还是渠道，南极人都拥有先发优势，其品牌声誉、技术积累、行业经验和平台价值共同构成未来核心竞争力，未来市场前景广阔。

3. 发展良好：跨品类扩张，打造柔性供应链园区

3.1. 继续跨品类扩张，打造消费品王国

目前“南极人”产品共有20个一级类目、129个二级类目，分别比2014年增加3个、31个。新增类目的领域涵盖优势类目、发展中类目及萌芽期类目，包括基础内衣、床上用品、男装、女装、户外运动、儿童玩具、儿童用品、居家日用、个人护理/保健/按摩器材等。

图表 16：“南极人”继续跨品类扩张，落实全品类王国战略

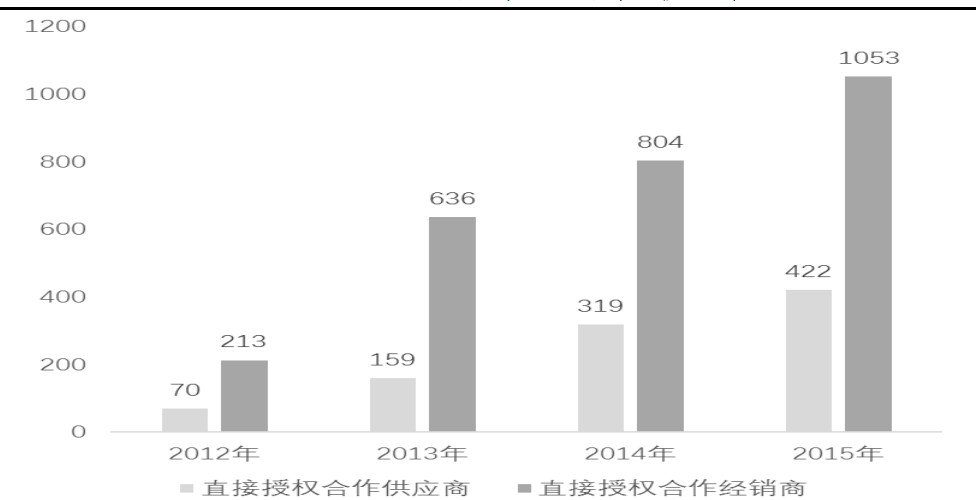


资料来源：2015 年公司年报，东吴证券研究所

3.1.1. 全品类战略推动生态体系茁壮成长，线上大店规模进一步壮大

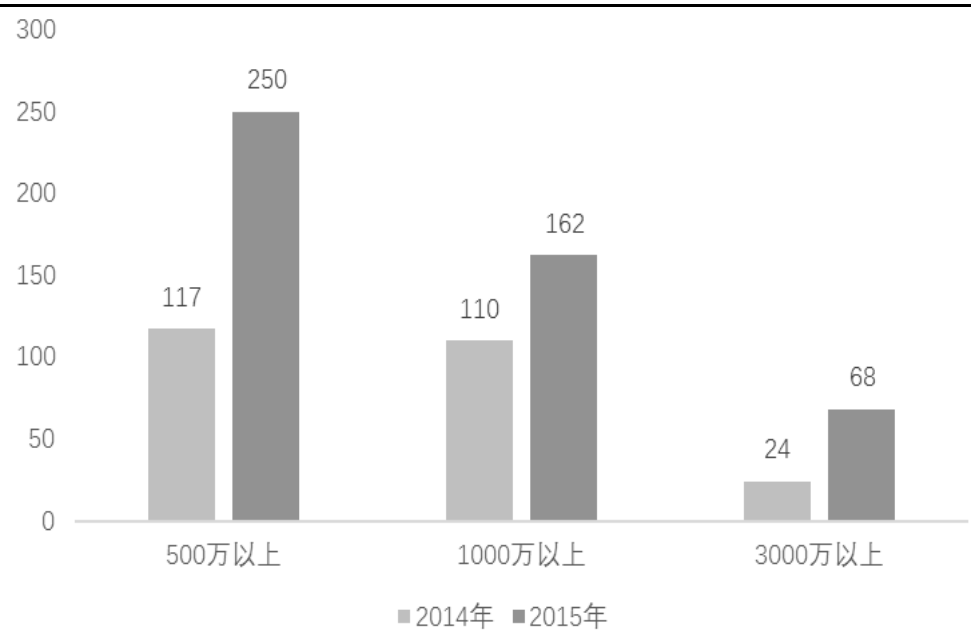
截至 2015 年 12 月 31 日，南极人共同体 (NGTT) 内的授权供应商达 422 家，授权经销商达 1,053 家，相比 2014 年分别增加 103 家及 249 家，在极大地丰富了“南极人”产品类目、增加了授权供应商和授权经销商范围、提升了服务能力的同时，也使南极电商的品牌授权业务收入实现了快速增长。公司积极培育线上大店，2015 年，仅在阿里平台（根据数据魔方中可查的数据），授权“南极人”品牌店铺营业额 500 万以上的有 250 家，1,000 万以上的有 162 家，3,000 万以上的有 68 家，较上年同期分别增加 133 家、52 家、44 家，充分体现了公司 2015 年的服务成效。从品牌运营到渠道管理再到一站式策划推广，南极电商的新模式可以帮助自身加速跨品类扩张。

图表 17：NGTT 共同体直接授权供应商、经销商规模不断扩大



资料来源：2015 年公司年报，东吴证券研究所

图 18：高 GMV 店铺数量大幅增加，南极电商服务成效显著



资料来源：2015 年公司年报，东吴证券研究所

3.1.2. 重视产品质量监控，打造高性价比全品类消费王国

在品类扩张的同时，南极电商也做好了产品质量监控，其按照品类在产品研究院下设内衣、母婴、服装等多个品控团队，对“南极人”品牌的市场反映进行质量监控。品质团队管理所有生产商提交的质量检验报告，对应合同基础数据库，实现基础数据标准统一；通过管理系统软件对项目主要指标进行质量控制测试，以控制每项业务的服务水准。

图 19：南极人 12 个类目优秀经销商店铺

基础内衣	服装
<ul style="list-style-type: none"> 南极人官方旗舰店 南极人京东自营旗舰店 南极人苏省专卖店 南极人精品内衣旗舰店 南极人好又旺专卖店 南极人淘阳专卖店 南极人羽城旗舰店 南极人淘宇专卖店 南极人羽城旗舰店 南极人大汉堂专卖店 南极人户外旗舰店 	<ul style="list-style-type: none"> 南极人特德专卖店 南极人女装旗舰店 南极人红叶专卖店 南极人男装旗舰店 南极人卡奇专卖店 南极人马服饰专营店
美体文胸	裤装
<ul style="list-style-type: none"> 南极人文胸旗舰店 南极人美体专卖店 南极人官方旗舰店 南极人品牌官方旗舰店 南极人美体专卖店 南极人三益专卖店 南极人品牌官方旗舰店 南极人聚新专卖店 	<ul style="list-style-type: none"> 南极人言慧专卖店 南极人品牌官方旗舰店 南极人服装官方旗舰店 南极人永信专卖店 南极人男装旗舰店 南极人艾尔专卖店 南极人男装旗舰店 南极人供货专卖店 南极人男装旗舰店
内裤丝袜	毛衫
<ul style="list-style-type: none"> 南极人特德专卖店 南极人任之琦专卖店 南极人富士专卖 南极人皮亚专卖店 南极人天帽专卖店 南极人天帽专卖店 	<ul style="list-style-type: none"> 南极人品牌官方旗舰店 南极人品牌官方旗舰店 南极人品牌官方旗舰店 南极人品牌官方旗舰店 南极人品牌官方旗舰店 南极人品牌官方旗舰店
棉袜	配件箱包
<ul style="list-style-type: none"> 南极人品牌官方旗舰店 露士内衣专卖店 南极人伊登专卖店 南极人品牌官方旗舰店 南极人品牌官方旗舰店 南极人品牌官方旗舰店 	<ul style="list-style-type: none"> 南极人品牌官方旗舰店 南极人品牌官方旗舰店 南极人品牌官方旗舰店 南极人品牌官方旗舰店 南极人品牌官方旗舰店 南极人品牌官方旗舰店
儿童	家居家纺
<ul style="list-style-type: none"> 南极人品牌官方旗舰店 南极人品牌官方旗舰店 南极人品牌官方旗舰店 南极人品牌官方旗舰店 南极人品牌官方旗舰店 南极人品牌官方旗舰店 	<ul style="list-style-type: none"> 南极人品牌官方旗舰店 南极人品牌官方旗舰店 南极人品牌官方旗舰店 南极人品牌官方旗舰店 南极人品牌官方旗舰店 南极人品牌官方旗舰店
母婴	家电
<ul style="list-style-type: none"> 南极人品牌官方旗舰店 南极人品牌官方旗舰店 南极人品牌官方旗舰店 南极人品牌官方旗舰店 南极人品牌官方旗舰店 南极人品牌官方旗舰店 	<ul style="list-style-type: none"> 南极人品牌官方旗舰店 南极人品牌官方旗舰店 南极人品牌官方旗舰店 南极人品牌官方旗舰店 南极人品牌官方旗舰店 南极人品牌官方旗舰店
孕婴装	孕婴装
<ul style="list-style-type: none"> 南极人品牌官方旗舰店 南极人品牌官方旗舰店 南极人品牌官方旗舰店 南极人品牌官方旗舰店 南极人品牌官方旗舰店 南极人品牌官方旗舰店 	<ul style="list-style-type: none"> 南极人品牌官方旗舰店 南极人品牌官方旗舰店 南极人品牌官方旗舰店 南极人品牌官方旗舰店 南极人品牌官方旗舰店 南极人品牌官方旗舰店

资料来源：新民科技答证监会，东吴证券研究所

3.2. 借助园区模式，打造供应链一站式平台

3.2.1. 打通生产和销售的数据平台，实现柔性供应链管理

南极电商率先布局产业园区，为入驻生产厂家提供统一的仓储物流

管理，实现如一键代发等服务。其核心本质在于建立打通工厂和经销商的数据信息平台，深度整合“六流”（产品流、数据流、信息流、物流、资金流、服务流），实现“经销商无库存，厂家无坏账”。

同时，园区投入不多，公司更多地选择有政府优惠政策或具备一定实力的供应商，办公、仓储成本较少，目前最大投入是系统，约为 20~30 万元。盈利模式为向供应商收取仓储物流费和向经销商收取发货费（规模效应下成本降低 20~30%）。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，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。

3.2.2. 与优质供应商、经销商成立合资公司，多方共赢

公司与优质供应商或经销商成立合资公司，合作成立园区选择优质产品。园区定位一站通供应链平台、提供供应链服务，帮助经销商找货、帮助供应商卖货、帮助增值服务商和品牌商找到供应商和经销商客户，从而实现四方共赢。公司 2015 年已成立 4 家园区，今年预计新增不少于 10 家，新增园区正在调试阶段、预计 2016 年 9 月上线。

2015 年，四家供应链平台全年发单量达 372.95 万件，GMV 达 12,809.78 万元，同期增长 389%。园区工厂产销率普遍超过 75%，高于行业平均水平；园区经销商补货速度也在能够实现盈利的前提下，从 45 天减少至 15 天。未来柔性供应链体系将进一步对外开放，标准化和定制化相结合，服务于“南极人”品牌外的多个品牌，通过服务对象的大幅增加，实现收入盈利的上升。

园区模式的意义在于：

（1）对于供应商来说，相较于经销商结算来说，与公司园区结算坏账风险更低，公司一般有 10~15 天账期。同时能以货品抵押享受供应链金融融资。

（2）对于经销商来说：货品 SKU 更为齐全，缺货风险降低，未来也将有更多新品类和新品牌入园，产品将更加丰富。同时也降低备货带来的库存风险，园区内运营厂商在销售旺季前先进行爆款打样、小批量生产，继而园区进行批量化测算，再由供应商生产出来试销，消费者付款后才从园区提货。公司供货会有底价要求，即要求经销商终端吊牌价不低于该指导价。估计经销商毛利率不低于 20%，净利率则取决于自身经营及产品选择，目前公司 70%的经销商是盈利的。

3.2.3. 对供应商做质量管控，对经销商做价格管控

南极电商在与给经销商和供应商合作方面，给两者有极大的自由度，一般不参与双方的买卖合作，只有遇到问题时才会参与进来。南极电商对经销商有经营指导，但不会承诺盈利水平，完全市场化，优胜劣汰。

在供应商选择上，公司合作的目标供应商大致分为 3 类。一类是有内销品牌，做过品牌运营但做得不好，有自己品牌的备货，订单获取能力越来越弱的供应商，其诉求和园区是匹配的；第二类是产品有特色、

小而美，但单独成为体系较难（如蕾丝款打底裤），需要有一个系统平台具备终端测试能力的供应商；第三类是想转做经销商的供应商。公司现阶段优先与一级供应商合作。

在对供应商的质量管控方面，园区质检大体分为3个环节。第一个环节是新品送到公司抽样；第二个环节是公司派人去工厂指导；第三商品到达园区，各个园区有质检部门进行质检。

在经销商选择方面，公司靠原有经销商介绍比较多未采取地推式招商。在经销商价格管控上，有经销商分层规则，分为综合类店铺（整店营销一站式购物）和单品类店铺（根据爆款规划，选择20个经销商）。未来随着物流园区集中化之后，更有利于公司利用发货话语权进行价格管控。

4. 受益于网红经济及 IP 授权管理服务，南极人未来增长空间巨大

4.1. 发挥品牌运维能力，打造下一个南极人

未来南极人有望复制现有商业、再造“南极人”品牌。2015年以前，南极电商的生态综合服务平台是以数据和品牌营销为基础，将供应商、经销商、服务平台进行融合。主要以“南极人”品牌为营销基础，未来将会把更多市场知名品牌融入电商生态综合服务体系。

以2016年6月南极人以5.93亿收购Cartelo Crocodile Pte Ltd 95%的股权为例，CCPL卡帝乐鳄鱼品牌拥有70多年历史，品类丰富，主要涉及男女及儿童服装、鞋、帽，还增加了眼镜、男女手表、挂钟、闹钟、文具、旅行包、运动器材、皮件制品等。CCPL卡帝乐鳄鱼这类海外成熟品牌进入中国较早，其目前销售偏线下，目前发展遇到阻碍，类似南极人早期转型方向。南极电商在南极人品牌的线上运营上显示出了巨大的优势，以此积累的经验可以复制到本次收购的卡帝乐鳄鱼。同时，卡帝乐鳄鱼品牌线上占比较小，南极电商对其边际改善明显。通过整合其高效的品牌运营相关服务，优化卡帝乐鳄鱼单纯依靠授权获取收入的营收结构，拓展盈利空间，下一个“南极人”指日可待。

通过收购并运营Cartelo品牌，能够较好地丰富公司的品牌体系，为拓展男装等新品类提供强有力的品牌支撑。有利于充分发挥公司的品牌运维能力，进一步拓宽公司的产品层次、提升公司的品牌形象。CCPL作为CARTELO品牌及相关商标的所有者，其收入主要为授权CARTELO品牌的权利金，2014-2015年收入规模分别为3541和3798万元，净利润分别为3335和3545万元。未来CCPL的品牌授权模式会逐渐向南极电商模式倾斜，同时拓展女装、童装等未授权品类，有巨大的发展空间，将为上市公司带来较高回报，预计年收入在3000-10000万元人民币。未来公司可能持续对海外成熟品牌进行并购，将其供应链能力向其他品牌输出。

图表 20：卡帝乐线下旗舰店



资料来源：互联网整理，东吴证券研究所

图表 21：卡帝乐鳄鱼标识



卡 帝 乐 鳄 鱼

思享时空

资料来源：互联网整理，东吴证券研究所

4.2. 综合服务电商品牌运营经验丰富，嫁接网红经济优势明显

自 2015 年下半年开始，网红经济爆发，2015 年被视为网红元年。2015 年“双 11”期间，数十家网红店铺实现了 2000 万~5000 万元的销售额。部分店铺在上新日可达成 500 万~1000 万元的销售额。2015 年淘宝女装类排名前十的店铺中有六家为网红店。

在运营模式上，南极电商作为一家电商综合服务商，解决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问题，并通过向上下游客户提供电商综合服务，提高整体供应链效率，因而嫁接“网红经济”优势明显。

嫁接网红经济本质只是现有商业模式的一个品类扩张。一方面网红的优势是拥有数量庞大的粉丝和影响力，但是不具备产品设计、生产等能力，网红可以将电商运营环节都交给南极电商的“电商生态综合服务”，南极电商则可以从中获得综合电商服务费。另一方面，南极电商具有丰富的互联网运营、营销经验，深谙消费者心理，有优势孵化有潜力的各领域达人成为网红，继而打造自己体系下的网红品牌，因而能够低成本、批量孵化网红品牌

4.3. 卡位网红孵化领域，打造可持续网红经济变现

网红相当于个人 IP，根据公司 2015 年年报披露，2016 年公司将启动网红项目，目前直属网红团队约 20 人，签约 10 个左右网红。预计 2016 年将会大力培育网红项目。由于公司优势多集中在产业链下游，预计将会与位于前端数字营销、数据分析、网红孵化等公司进行合作或外延并购。

南极电商在 2016 计划投资 1 亿元，开发“明星港商城”项目。“明星港商城”项目是集明星交流与明星商品购买于一体的综合平台，以明星和高颜值红人为吸引点建立 PC 端和 APP 移动端商城。通过明星、高颜值红人的产品售卖、分享及互动，实现和广大粉丝交流、互动并打通购

物渠道的一站式大众服务体系。该项布局符合市场的现状，满足了消费者需求，并应用公司本身的供应链生态管理、技术和运营优势，打造中国第一个以明星及高颜值红人为定位的社区和精准独立商城，是公司进军网红经济领域的重要战略布局。明星港商城项目是中国目前尚处于市场空缺的一个精准购买平台体系，拥有巨大的商业价值。

南极电商 2016 年 7 月发布公告，与 MUNMU Inc. (韩国) 签订合同，双方约定以 55%、45% 的比例出资成立子公司南极文武，注册资本为 300 万元。南极电商与 PONY 所属 MUNMU Inc. 公司合作是掘金网红经济实质性的一步。对比中国和韩国的网红，韩国的网红在垂直领域的专业度上显著高于国内的卖颜值网红。南极电商致力于推动网红从单纯的卖颜值 1.0 版本到卖技能的 2.0 版本，利用 MUNMUNMU Inc. 的专业能力搭建自身的网红孵化器，预计通过输送国内的准网红至韩国接受专业培训和包装，再回到国内变身技能出众的垂直领域网红达人。双方合作可充分发挥协同效应，抓住韩流粉丝、年轻消费者，切入美妆时尚、艺人经纪领域，并逐步构建自身网红孵化生态体系，持续性变现。

长期来看，南极电商从单纯输送准网红慢慢养成自身孵化能力并建立完整的孵化体系，从而摆脱对外部环境的依赖。南极电商将成功卡位网红经济孵化领域，打造可持续的网红经济变现模式。

图表 22：韩国美妆女王 PONY 微博账户



资料来源：互联网整理，东吴证券研究所

4.4. 与现有 IP 合作获得授权，掘金粉丝经济

目前 IP 商品变现仍然有一定困难，其主要难度是在于图档，不同品类的商品并不能用同一个图档。而公司在这方面有优秀的合作伙伴。在早期，公司优先选择那些在国外比较知名但是还没进入大陆 IP，公司会优先考虑发展这一类 IP；同时对于那些本身拥有知名 IP 版权的作者，将与其合作原创 IP，这一块以 logo 化，图档这一块为主。公司与现有 IP 合作优势在于现在的 IP 商品变现比较困难，而公司能提供变现供应链，像迪斯尼在找合作伙伴的时候就是找供应商，南极人能将供应商、经销商分离，从而达到优秀供应商生产，专业的经销商推广这样分工。同时公司能利用在互联网推广上优势，使产品 IP 提高知名度，迅速变现。

IP 形象主要通过日常生活用品变现，例如 Hello Kitty 或迪士尼授权的消费品 SKU 有上万个。南极电商有望利用原来的上游供应链资源以及下游线上渠道资源，把合作的 IP 形象放到现有产品上，相当于创造了一个新的 IP 品牌，目前公司与日本、韩国、国漫的版权方在谈，后期会有合作与收购。通过做 IP 衍生可以挖掘 90 后新消费者，市场空间巨大。

4.5. 通过外延并购，切入时尚美妆领域及艺人经纪运营服务

南极电商在品牌电商运营以及供应链管理上有着丰富的经验，而这些宝贵的经验是可以输出至其他新品类以及嫁接给其他新领域。南极电商产品品类更多集中在服饰、家居等，打造了国民服装品牌。消费升级的大背景下，颜值经济日益火热，美妆产业市场空间在 5 千亿级以上，尤其是在彩妆市场，日韩、欧美品牌更是深受国内消费者欢迎，全行业仍处于快速发展期。运用网红经济的运作方式销售美妆产品、精准定位消费群体，有良好的发展前景。

图表 23：中国美妆市场达 5000 亿市值并高速增长（单位：亿元）



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

同时，利用南极电商上市公司平台的再融资能力，通过投资、收购或与其他公司成立子公司的方式，结合自己原主业的核心竞争力，可以

打开新的成长空间，摆脱对单一品类以及单一业务的依赖，未来的想像空间巨大。2016年7月28日，南极电商与韩国 MUNMU Inc. 的合作正是南极电商切入其他领域首次尝试，此次合作是公司进入美妆、演艺经纪、时尚服饰与用品等领域的良好契机，有利于公司把握消费升级，个性化需求等时代机遇、提升公司的综合竞争力，进而增加广大股东的利益。

图表 24：南极电商营收拆分及预测

	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入 (百万)	233.7	279.7	273.5	389	704.6	1253.077	2119.961
YOY		11%	-16.40%	42.20%	81.13%	77.84%	69.18%
品牌服务费收入 (百万)	115.5	128.3	107.2	180.3	378.63	643.671	1029.874
占比 (%)	49.4	45.90%	39.2	46.40%	53.74%	51.37%	48.58%
YOY		11%	-16.40%	68.20%	110%	70%	60%
标牌使用费收入 (百万)	4.2	19.4	27.4	69.4	138.8	235.96	353.94
占比 (%)	1.8	6.90%	10%	17.80%	19.70%	18.83%	16.70%
YOY		358.10%	41.70%	153%	100%	70%	50%
货品销售收入 (百万)	113.9	132.10%	136.1	130.6	156.72	282.096	507.7728
占比 (%)	48.7	47.20%	49.80%	33.60%	22.24%	22.51%	23.95%
YOY		16%	3.10%	-4.10%	20%	18%	15%
园区服务费收入 (百万)			2.7	8.7	30.45	91.35	228.375
占比 (%)			1%	2.20%	4.32%	7.29%	10.77%
YOY				219%	250%	200%	150%

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

附：南极电商财务预测表

资产负债表 (百万)					利润表 (百万)				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1292.5	11381.	12108.	13367.	营业收入	389.23	705.00	1253.0	2120.0
现金	682.23	10634.	10860.	11390.	营业成本	107.19	150.00	249.00	320.00
应收账款	280.20	386.30	686.58	1161.6	营业税金及附加	2.18	2.18	4.42	7.91
其它应收款	169.11	164.18	291.79	493.70	营业费用	31.59	56.40	100.24	169.60
预付账款	4.78	6.75	11.21	14.40	管理费用	34.55	63.45	112.77	190.80
存货	68.26	102.74	170.55	219.18	财务费用	-0.95	0.00	0.00	0.00
其他	87.92	87.92	87.92	87.92	资产减值损失	17.83	0.00	0.00	0.00
非流动资产	80.28	80.53	80.69	80.77	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	1.10	2.00	2.00	2.00
固定资产	5.54	5.51	5.46	5.41	营业利润	197.95	434.97	788.57	1433.6
无形资产	1.37	1.66	1.86	2.00	营业外收入	7.37	10.00	10.00	10.00
其他	73.36	73.36	73.36	73.36	营业外支出	0.12	0.00	0.00	0.00
资产总计	1372.7	11462.	12189.	13447.	利润总额	205.20	434.97	788.57	1433.6
流动负债	135.63	119.32	191.90	260.38	所得税	32.94	73.95	134.06	243.73
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	172.27	361.03	654.51	1189.9
应付账款	35.63	61.64	102.33	131.51	少数股东损益	0.45	0.00	0.00	0.00
其他	100.00	57.68	89.57	128.88	归属母公司净利润	171.82	361.03	654.51	1189.9
非流动负债	1.80	1.80	1.80	1.80	EBITDA	215.92	433.92	787.61	1432.8
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	0.41	0.23	0.43	0.77
其他	1.80	1.80	1.80	1.80					
负债合计	137.43	121.12	193.70	262.18					
少数股东权益	2.12	2.12	2.12	2.12	主要财务比率				
股本	417.33	1538.2	1538.2	1538.2	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
资本公积	528.34	9152.3	9152.3	9152.3	成长能力				
留存收益	287.57	648.60	1303.1	2493.0	营业收入	-0.75	0.81	0.78	0.69
归属母公司股东	1233.2	11339.	11993.	13183.	营业利润	2.20	1.20	0.81	0.82
负债和股东权益	1372.7	11462.	12189.	13447.	归属于母公司净利	15.49	1.10	0.81	0.82
					获利能力				
					毛利率	0.72	0.79	0.80	0.85
					净利率	0.27	0.44	0.51	0.52
					ROE (%)	0.14	0.03	0.05	0.09
					ROIC (%)	0.32	0.51	0.58	0.66
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	0.10	0.01	0.02	0.02
					净负债比率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00
					流动比率	9.53	95.39	63.10	51.34
					速动比率	8.99	94.47	62.15	50.44
					营运能力				
					总资产周转率	0.34	0.11	0.11	0.17
					应收账款周转率	231.27	200.00	200.00	200.00
					应付账款周转率	152.08	150.00	150.00	150.00
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊)	0.41	0.23	0.43	0.77
					每股经营现金流	0.09	0.13	0.15	0.34
					每股净资产 (最新)	2.96	7.37	7.80	8.57
					估值比率				
					P/E	45.47	41.03	22.63	12.45
					P/B	6.33	1.31	1.24	1.12
					EV/EBITDA	33.02	9.63	5.02	2.39

数据来源：Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>