

南极电商 (002127.SZ)

纺织行业

评级：增持 首次覆盖

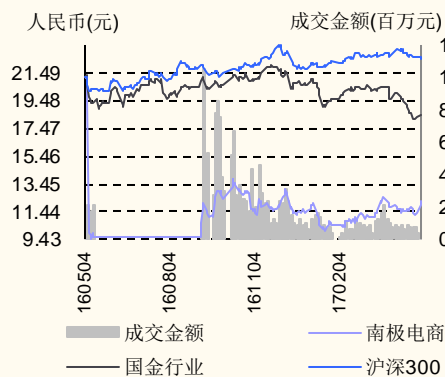
公司深度研究

市场价格 (人民币): 12.29 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	968.15
总市值(百万元)	18,905.21
年内股价最高最低(元)	21.15/9.43
沪深 300 指数	3413.13
深证成指	10184.14



“内生式”逻辑，品牌矩阵+产品类目拓展夯实，高速增长可持续

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.385	0.196	0.329	0.471	0.649
每股净资产(元)	2.96	3.68	4.89	6.62	9.01
每股经营性现金流(元)	0.09	1.10	0.47	1.55	3.05
市盈率(倍)	48.64	58.64	37.34	26.12	18.95
行业优化市盈率(倍)	20.80	20.80	20.80	20.80	20.80
净利润增长率(%)	1549.34%	75.27%	68.11%	42.98%	37.81%
净资产收益率(%)	13.93%	19.63%	24.81%	26.18%	26.52%
总股本(百万股)	446.46	1,538.26	1,538.26	1,538.26	1,538.26

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- “内生式”逻辑，成熟模式的复制，盈利高增长可持续：我们认为公司的增长逻辑并不是靠外延式的并购去收购新的品牌做不同的渠道来增厚利润，而是复制成熟的南极人共同体模式到新增的产品品类以及到新整合的品牌，夯实公司的品牌服务和授权业务，依靠运维等核心能力，实现持续“内生式”的长期增长。
- 增长关键是高性价比定位+传统品牌流量红利+高壁垒运维经验能力：我们认为南极人成功的关键是高性价比、可靠品质基本款的准确线上产品定位；传统成熟品牌自带流量优势明显，对中小微经销商吸引力极大，依靠品牌知名度红利来抢占市场；再加之公司多年积累的运营数据以及服务经验，对天猫/淘宝体系的流量的深刻理解，擅长打造爆款提升销量。
- 高增长业绩后验证公司战略方向及核心能力：公司 2016 年收入总额 5.21 亿元，归属于上市公司股东净利 3.01 亿元，同比分别增长 33.85%、75.27%。2017Q1 营收 7007.2 万元，归属于上市公司股东净利 2581.9 万元，同比增长 64.57%、58.82%。持续高增长验证公司战略方向及核心能力。
- 应收账款等经营指标改善，对阿里平台依赖度降低。阿里平台从 2012 的 94.45%GMV 贡献比例下降到 2016 年的 74.71%，应收账款及其周转天数、经营性现金流改善。
- 看未来：流量红利后时代，精耕细作者异军突起，传统、IP 品牌品类扩展仍存巨大空间。公司的快速转型反应了管理层对于业态变迁、渠道变革升级、供应链改革和互联网电商生态的深刻理解，管理层的学习能力和快速反应能力带领公司以轻资产的模式快速扩张，未来品牌品类扩展仍存空间。

投资建议

- 公司产品高性价比的定位、传统品牌流量红利和公司核心的运维能力经验突出，公司成熟模式的复制使品牌和品类拓展夯实，保证业绩持续高速增长。公司实际控制人和员工持股计划参与定增彰显管理层信心。预测 17-19 年公司净利润增速为 68%、43%、38%，EPS（不考虑定增）为 0.32 元、0.47 元、0.65 元，对应 PE 为 37X、26X、19X，首次覆盖给予“增持评级”。

相关报告

- 1.《商业模式复制助推业绩成长，投资喜恩思完善 IP 经济布局-南极电...》
- 2.《把握渠道变革和流量风口，构建移动互联网消费生态圈-南极电商公...》

张斌

分析师 SAC 执业编号：
S1130511030002
(8621)60230230
zhangbin@gjzq.com.cn

联系人姜琳

(8621)61038264
Jiang_lin@gjzq.com.cn

估值

- 我们给予公司未来 6-12 个月目标价 12.8 元~14.72 元（对应 2017 年 40X-46X 倍）。

风险

- 应收账款情况不能得到有效改善，影响到公司经营性现金流；时间互联后续审批存在不确定性；IP 品牌的变现、传统品牌 GMV 增长不及预期；网易严选等品牌如果能进一步降低加价倍率，会对南极人这一类品牌份额形成影响。

内容目录

一、“内生式”增长：品牌矩阵+产品类目拓展夯实，模式复制、核心能力不断被验证.....	4
1. 模式快速复制推动长期内生盈利，营收/净利润持续增长。.....	4
2. 高性价比定位+传统品牌流量红利+核心运维能力，GMV持续高速增长.....	4
3. 收购整合优质品牌+产品类目拓展夯实，核心运维能力不断被验证.....	5
二、多项经营指标改善，对阿里平台依赖度降低.....	8
1. 对阿里平台依赖度略下降，多平台多渠道共同提升销售业绩.....	8
2. 应收账款及周转天数等多项指标有所改善.....	8
三、看未来：高速增长是否能持续？.....	9
1. 早期电商布局尽享高速增长，流量红利后时代精耕细作者异军突起，聚焦价值链核心环节，品牌类目扩展仍存巨大空间.....	9
2. 布局移动互联网，IP品牌上量变现在即，互联网营销加码.....	10
3. 管理层的前瞻性战略及快速反应能力引领公司快速成长.....	11
四、盈利预测与投资建议.....	11
1. 核心假设.....	11
2. 盈利预测.....	11
3. 估值及投资建议.....	12
五、风险提示.....	12

图表目录

图表 1：南极电商品牌授权及服务模式.....	4
图表 2：2016 年公司旗下品牌在各销售平台 GMV 数据.....	5
图表 3：“南极人”品牌在各品台可统计 GMV.....	5
图表 4：公司目前品牌矩阵.....	6
图表 5：南极人一级、二级类目扩张.....	6
图表 6：南极人产品类目.....	7
图表 7：卡帝乐产品类目.....	7
图表 8：2016 南极人品牌各事业部 GMV 占比.....	7
图表 9：2016 南极人品牌各事业部 GMV 增幅.....	8
图表 10：南极人品牌平台 GMV 占比.....	8
图表 11：2017Q1 “卡帝乐”品牌在各品台可统计 GMV.....	8
图表 12：网络购物市场规模占社会消费品零售总额比重.....	9
图表 13：网络购物市场规模及增速（单季）.....	9
图表 14：移动电子商务用户规模(万人).....	10
图表 15：中国移动购物市场规模（单季）.....	11
图表 16：业务拆分（单位：百万元）.....	12

一、“内生式”增长：品牌矩阵+产品类目拓展夯实，模式复制、核心能力不断被验证

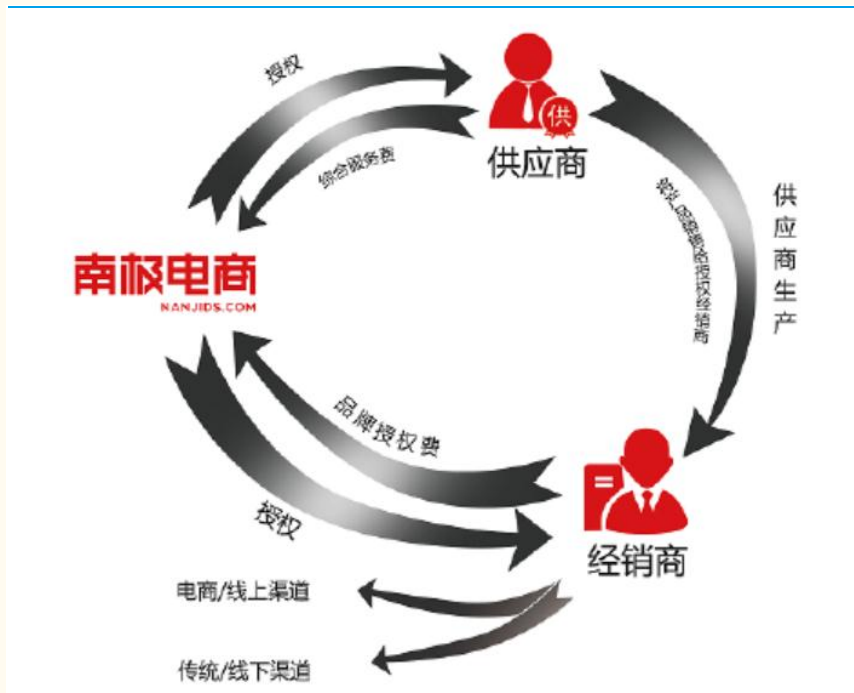
1. 模式快速复制推动长期内生盈利，营收/净利润持续增长

我们认为南极电商的增长逻辑并不是靠外延式的并购去收购新的品牌做不同的渠道来增厚利润，而是复制已被初步验证的南极人共同体模式到新增的产品品类以及到新整合的品牌，夯实公司的品牌服务和授权业务，依靠运维等核心能力持续“内生式”的长期增长。

根据公司 2016 年报及 2017 年一季报，公司 2016 年实现收入总额 5.21 亿元，实现归属于上市公司股东净利润 3.01 亿元，同比分别增长 33.85%、75.27%。2017 年一季度营业收入 7007.2 万元，归属于上市公司股东净利润 2581.9 万元，同比分别增长 64.57%、58.82%。

公司 2012 年推出“NGTT”共同体商业模式，以小微电商以及供应商为对象，旨在为供应商提供产品设计、品质管控、招商等服务。2016 年公司继续推进品牌授权、电商服务、个人品牌业务及柔性供应链园区业务等业务。传统品牌、IP 品牌、个人品牌组成的品牌矩阵是公司业务的核心。品牌授权即公司对符合授权资质的供应商、经销商授予公司旗下某一个或多个品牌的生产、经营权利。电商服务包括一般电商服务及专项电商服务。品牌授权与一般电商服务紧密相连，一般电商服务即公司根据不同的品牌及合作伙伴的需求为其提供质量管控、设计研发、爆款推送、经销资源推介、电商渠道资源推介、协助开店、辅导吸引流量及提升转化率等服务。

图表 1：南极电商品牌授权及服务模式



来源：公司公告、国金证券研究所

2. 高性价比定位+传统品牌流量红利+核心运维能力，GMV 持续高速增长

我们认为南极电商在电商产品成功的关键在于：

2.1 高性价比、基本款的产品定位：公司凭借高性价比的产品定位，依靠供应商产品品质把握和供应链能力，为网购用户提供性价比高的基础内衣、美体内衣、内裤丝袜、家居家纺等基本款产品。基础款个性化程度较低、容易出爆款

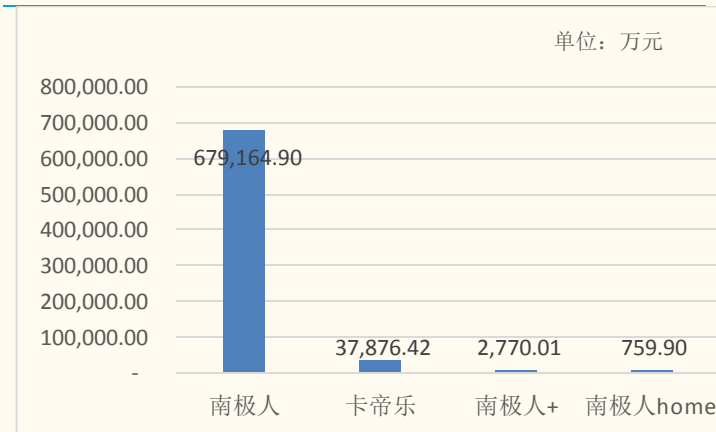
快速上量，且其对设计能力要求低、供应链更为标准化、品牌属性较弱，适合电商品牌抢占市场。

2.2 传统高知名度品牌的流量红利：传统成熟品牌自带流量红利，这一优势对中小微电商吸引力极大。在流量成本高昂的背景下，很多中小淘宝卖家非常希望拥抱成熟品牌，通过供应链共享、规模增长来降低成本。凭借早期明星代言、媒体广告轰炸、渠道全面铺货，“南极人”已经具备很强的品牌知名度。随着网购人群开始重视品牌、品质，公司再做线上扩张则水到渠成，优势明显。

2.3 公司深谙电商平台规则，打造爆款：自 2012 年开始，公司开始为经销商提供数据分析、营销策划、店铺装修等服务，凭借多年积累的运营数据以及服务经验，公司对天猫/淘宝体系的流量法则有着深刻的理解，积极参与淘宝聚划算、直通车等营销活动，并打造产品研究院对产品设计、包装、营销等多方面进行全程跟踪，创造非凡的用户体验，通过打造爆款产品聚揽人气。

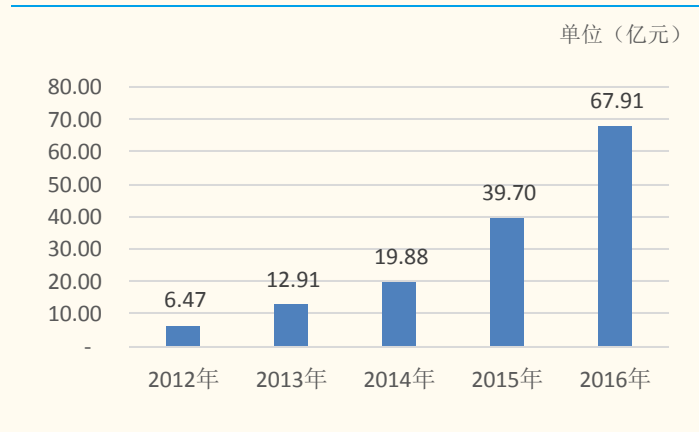
2016 年报报告期内，因品牌增多、类目的横向及纵向扩展、公司旗下品牌在电商渠道取得了较好业绩，旗下各品牌在阿里、京东、唯品会可统计 GMV 达 72.06 亿元，同比增长 71.08%。其中，南极人品牌在上述三个平台的可统计销售金额达 67.92 亿元、卡帝乐鳄鱼在上述以上三个平台的可统计销售金额达 3.79 亿元。

图表 2：2016 年公司旗下品牌在各销售平台 GMV 数据



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：“南极人”品牌在各平台可统计 GMV



来源：公司公告，国金证券研究所

3. 收购整合优质品牌+产品类目拓展夯实，核心运维能力不断被验证

3.1 收购整合优质品牌，深耕品牌授权，初步实现多元化高性价比品牌矩阵

公司在报告期内通过收购、合作、新设等方式较好地丰富了包含 LOGO、IP 及个人品牌在内的品牌矩阵，初步实现了多元定位的高性价比品牌王国，并为既有的品牌授权业务及围绕品牌授权展开的电商服务、内容建设、工具建设及渠道建设提供了稳固的根基。目前，LOGO 品牌包括南极人系列品牌（南极人、南极人 discover、南极人 home）、卡帝乐鳄鱼、帕兰朵（代运营女装、童装、家纺、户外四个类目）；IP 品牌包括精典泰迪等；个人品牌包括 PONYTIMES、PONY COLLETION、miyalife 等。

图表 4：公司目前品牌矩阵



来源：公司公告、国金证券研究所

公司于 2016 年 6 月协议收购 CCPL95% 股权，并于 2016 年 7 月完成交割，拥有包含 CARTELO 及鳄鱼图、卡帝乐、卡帝乐鳄鱼、卡帝乐及图等在内的“CARTELO”品牌及完整的商标权利。卡帝乐的品牌定位及优势类目对公司原有“南极人”品牌是较好的定位及类目补充，使公司的中高阶品牌布局初步落地。在 IP 品牌方面，于 2016 年 11 月收购精典泰迪系列中文及图形商标第 1-35 类，为公司开拓高端童装、母婴、家纺等提供了品牌空间。在个人品牌方面，公司于 2016 年 6 月签约亚洲美妆天后 Pony，并于 2016 年第四季度落地 PONYTIMES 美妆及 PONY COLLECTION 服装项目。于 2016 年 12 月与“亚洲最美瑜伽教练”母其弥雅签订合作协议，拟开拓休闲户外、瑜伽用品类目。

公司目前拥有“南极人”系列商标 393 件（其中 216 件已注册，177 件申请中），“Cartelo”（即卡帝乐）系列商标 212 件（其中 147 件已注册，65 件申请中），“精典泰迪”系列商标 82 件（其中 14 件已注册，68 件申请中），被许可使用帕兰朵系列商标 9 项；公司拥有发明专利 2 项、实用新型专利 2 项、外观设计专利 25 项，拥有的著作权合计 21 件。公司历来重视知识产权的管理，持续根据经营需要而申请、维护各品牌的商标、专利及著作权等，以保证公司品牌授权相关业务的顺利开展。

3.2 产品类目拓展夯实，高性价比定位低倍率产品销售持续提升

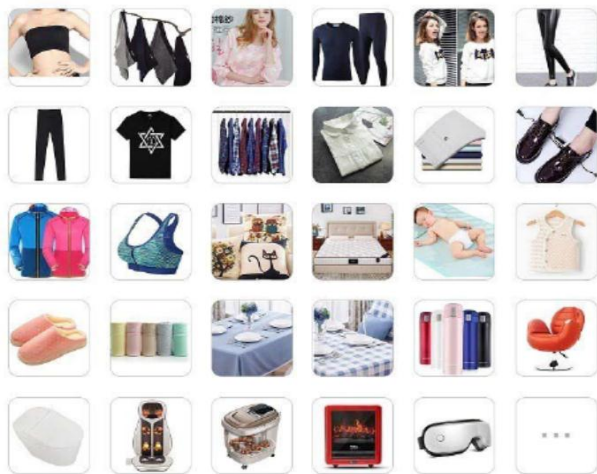
在报告期内南极人品牌和卡帝乐品牌均实现了一级二级类目的提升。从品类角度来讲，公司已经将成熟的商业模式扩展到乐南极人的不同品类上，并取得了较好的成效。南极人品牌相比 2015 年一级二级类目分别增加了 37 个、191 个，新增唐装、婚纱、3C 数码、生活电器、餐饮具、家装等类目，一级类目下拓展了移动电源、手机壳、毛绒玩具、取暖器、茶具等二级类目。卡帝乐鳄鱼一级类目 10 个，二级类目 184 个，包括男装、内衣、鞋品、箱包皮具、运动户外等。

图表 5：南极人一级、二级类目扩张

	一级类目数量	二级类目数量
2014 年	17	98
2015 年	20	129
2016 年 H1	57	320

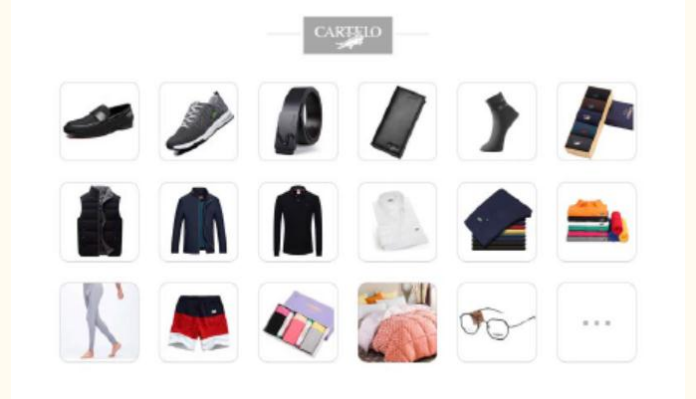
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：南极人产品类目



来源：公司公告，国金证券研究所

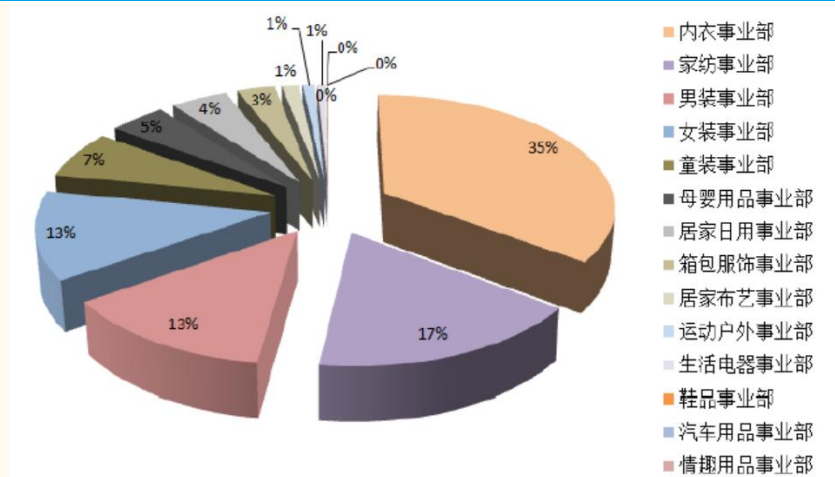
图表 7：卡帝乐产品类目



来源：公司公告，国金证券研究所

公司品牌授权业务及一般电商服务业务采用事业部制，事业部负责特定产品类目的全业务流程，可以为人才储备和公司长远发展打下坚实基础，该模式能提高运营效率，减少不必要的沟通成本。在报告期内共有 17 个事业部，已运营的事业部 GMV 占比如下图。

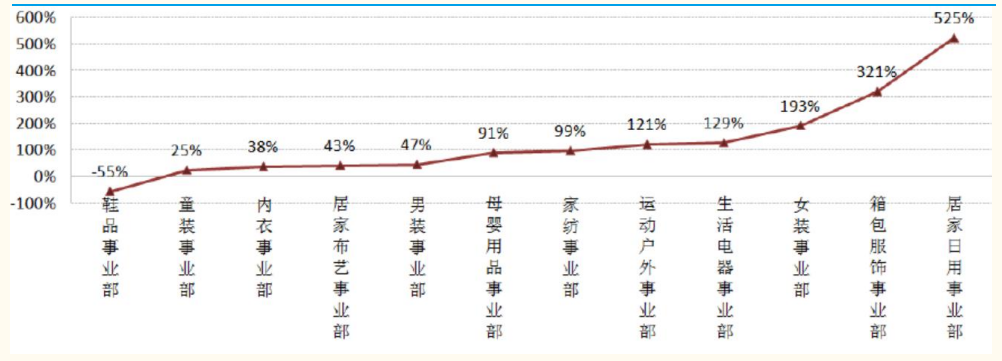
图表 8：2016 南极人品牌各事业部 GMV 占比



来源：公司公告，国金证券研究所

在报告期内南极人品牌实现 100%以上 GMV 增幅的事业部达 5 个，包括居家日用事业部、箱包服饰事业部、女装事业部、生活电器事业部、运动户外事业部。

图表 9：2016 南极人品牌各事业部 GMV 增幅



来源：公司公告、国金证券研究所

高性价比、可靠品质的品牌形象，再加上南极电商成熟的电商运营经验，NGTT 模式能够快速复制到公司新的产品事业部，经营情况进一步验证公司的战略和运维能力。南极人品牌的类目仍存在很大的扩展空间，存量类目也有很大的提升空间，新增加的事业部都处于快速上升期。依靠传统品牌的流量优势，抢占无品牌电商市场份额，可靠品牌形象在各类目间形成协同效应，共同实现高速增长。

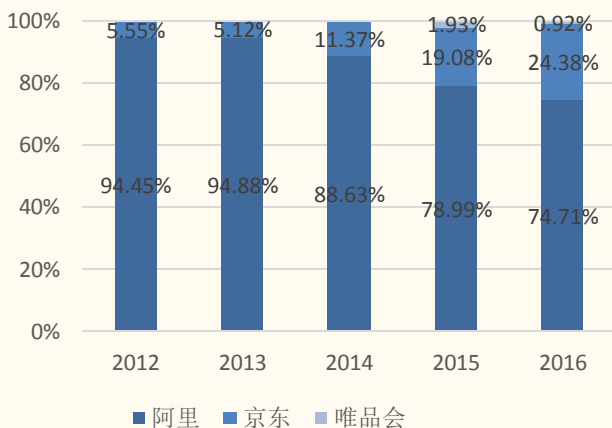
二、多项经营指标改善，对阿里平台依赖度降低

1. 对阿里平台依赖度略下降，多平台多渠道共同提升销售业绩

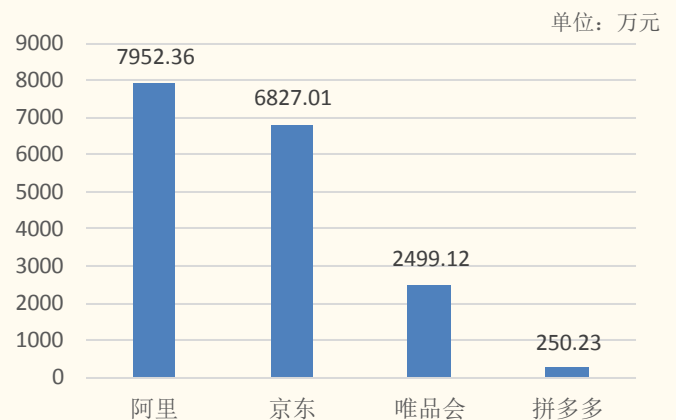
公司近几年对于阿里平台的依赖程度有所下降，以南极人品牌为例，阿里平台从 2012 年的 94.45%GMV 贡献比例下降到 2016 年的 74.71%。2016 年南极人品牌在京东平台实现 GMV16.56 亿元，同比增长 118.62%。2017 年 Q1 季度报，卡帝乐鳄鱼在卡帝乐品牌共有 19 个事业部，在阿里、京东、唯品会的可统计销售金额达 1.75 亿元，京东平台的占比较高。另外，公司还拓展了拼多多等平台，减少对单一平台的依赖程度。

目前移动端互联网占据人们碎片化时间，用户可以随时随地利用碎片化时间浏览网络，互联网流量规模成倍放大，流量的入口也更为分散和多元化。多元化的销售渠道，更有利于公司提升销售业绩，降低经营风险。

图表 10：南极人品牌平台 GMV 占比



图表 11：2017Q1 “卡帝乐”品牌在各平台可统计 GMV



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

2. 应收账款及周转天数等多项指标有所改善

因为业务模式的问题再加上公司对于供应商的支持，公司应收账款和周转天数一直处于比较高的水平，公司 2015 年应收账款 2.80 亿（经过重述调整后的应收账款），2016 年应收账款 2.87，金额略有上升，同比增幅但是占总资产

比例分别为 20.41%，14.06%，比重下降了 6.35%。另外公司在报告期内，营收同比增长了 33.85%，旗下品牌 GMV 同比增长 71.08%，应收账款仅有小幅增长。

2015 报告期内应收账款周转天数为 228 天，2016 年报告期周转天数为 196 天，略有改善。公司 2015 年经营性现金流为 37,080,935.68 元，2016 年公司经营性现金流为 457,357,673.45 元，同比增长 1133.40%。

由于公司模式的问题，应收账款指标很难短期内有大幅提升，需要公司控制应收账款风险。随着公司品牌矩阵建设、类目的增加、供应商的增加、品牌效应的提升，相信公司在供应商方面的议价能力能有不断的提升，应收账款的情况能得到持续改善。

三、看未来：高速增长是否能持续？

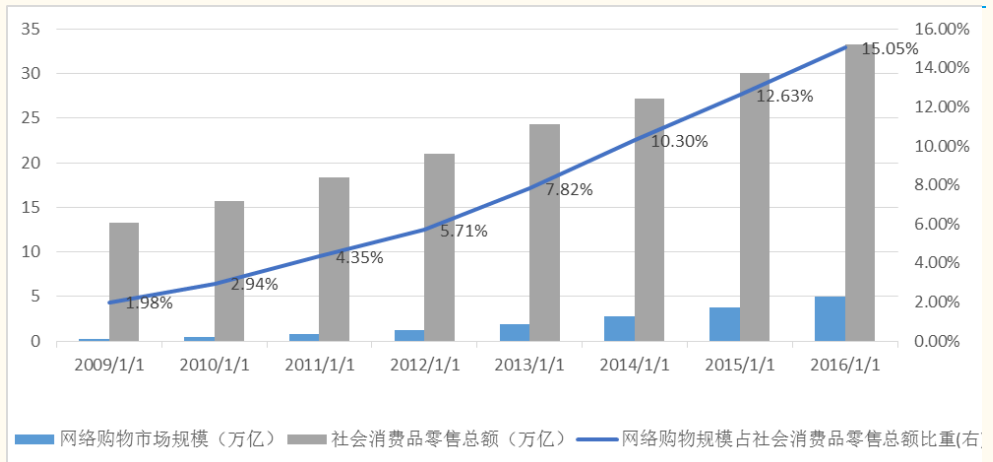
在南极电商的发展过程中，公司的转型反应了管理层对于行业业态变迁、渠道变革升级、供应链改革和互联网电商生态的深刻理解，管理层的学习能力和快速反应能力带领公司以轻资产的模式快速扩张。

1. 早期电商布局尽享高速增长，流量红利后时代精耕细作者异军突起，聚焦价值链核心环节，品牌类目扩展仍存巨大空间

1.1 前期粗放高速增长积累运维经验、深刻理解互联网电商业态

2007 年到 2014 年是流量红利的黄金时代，互联网流量红利推动电商迅速发展，网络购物规模保持高速增长，且占社会消费品零售总额比重不断提高，2014 年网购规模达 2.8 万亿（2016 年规模达 5 亿）。从网购规模增速上看，这几年都保持较高增速，两大平台型电商淘宝和京东不断改变消费者行为、改善网上消费体验，网络购物经历了粗放的高速增长，南极人 GMV 增速基本保持每年翻倍。

图表 12：网络购物市场规模占社会消费品零售总额比重



来源：wind、国金证券研究所

图表 13：网络购物市场规模及增速（单季）



来源：wind、国金证券研究所

1.2 流量红利后时代，精耕细作者异军突起

从图上看网购增速自 2012 年后开始放缓，电商度过了最初的粗放成长期，这期间网购人群已经由单纯追求新奇、追求低倍率走向兼顾品质、品牌，线上流量红利的逐步衰减、竞争加剧也使得中小微电商、新品牌突围艰难。消费者回归理性，在线上消费更倾向于追求高性价比和可靠品质。

南极人品牌相比 2015 年一级二级类目分别为 57 个、320 个，在报告期内南极人品牌实现 100% 以上 GMV 增幅的事业部达 5 个。公司凭借传统品牌的强大认可度、供应链优势、前期积累的运维经验，具有优势明显的成本优势、倍率优势和传统品牌的流量红利，公司产品类目和后续新收购整合的品牌仍存在巨大的扩展空间，持续内生式增长。

1.3 聚焦价值链核心，打造精细化综合服务平台

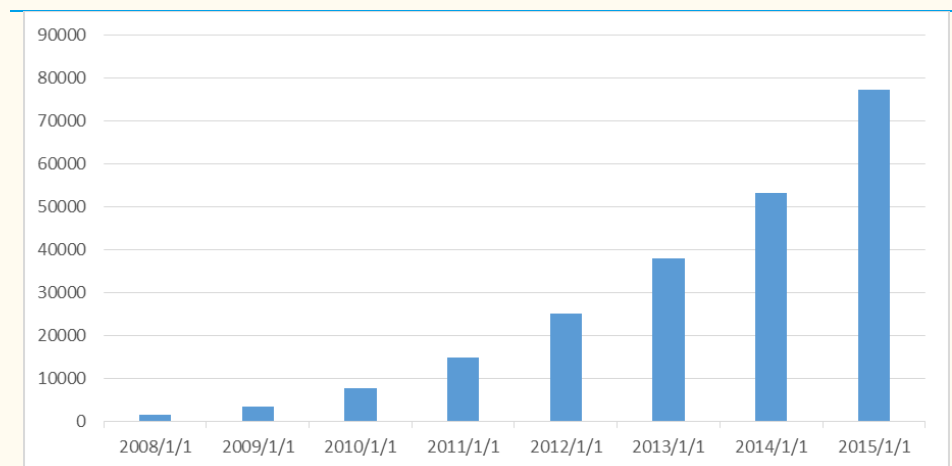
公司聚焦在电商价值链附加值最高的设计、品牌及渠道运营等环节。公司于 2015 年创建了一站美、匠人之心、南未来、小袋等子公司，提供店铺设计、质量服务、供应链服务、金融支持等丰富的电商增值服务内容。未来，公司将以服务和品牌授权业务为依托，在现有客户群体上进行延伸、拓展，为公司发展打造新的利润增长点，打造精细化综合服务平台。

2. 布局移动互联网，IP 品牌上量变现在即，互联网营销加码

移动互联网催生碎片化时间，移动电子商务用户迅速增加，。消费者可以随时利用碎片时间应用移动互联网服务，移动互联网渗透率大幅提升，消费也呈现碎片化、去中心化，在这种趋势下，人们需要意见领袖去帮助筛选推荐信息。在不同的细分人群中，逐渐出现这个群体的意见领袖，这部分 IP 的商业价值很大，存在巨大的变现潜力。

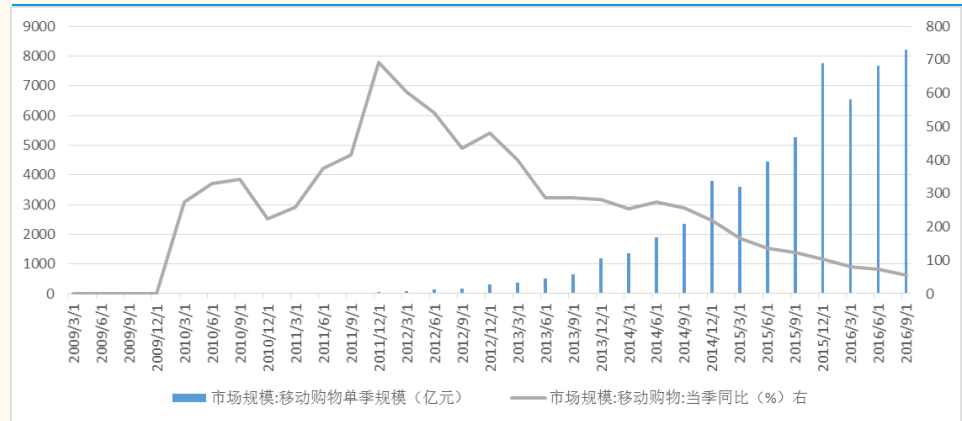
IP 经济对于传统渠道和传统营销方式产生冲击，电商以传统的流量广告获利的空间被挤压，传统的电商平台上，消费者以搜索、分类导航、流量广告来获取商铺、产品信息，需要去买流量买排名，而 IP 改变了这一逻辑。IP 营销向更细分的人去推广，更细分、更精准，投入成本更低。以女装为例，网红女装店呈现的特点是店铺流量大、流量成本低、消费者忠诚度高、采取预售模式库存极低，市场反应迅速。

图表 14：移动电子商务用户规模(万人)



来源：wind、国金证券研究所

图表 15：中国移动购物市场规模（单季）



来源：wind、国金证券研究所

公司以 Pony、母其弥雅为切入点，开始打造 IP 品牌矩阵。公司于 2015 年重组预案中披露自筹资金 1.02 亿元开发“明星港商城”项目，建设集明星交流与明星商品购买于一体的综合平台。项目以明星和高颜值红人为吸引点，建立 PC 端和 APP 移动端商城，并通过明星、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。

2016 年 8 月 15 日公司公告拟作价收购 9.56 亿收购时间互联。时间互联的收购，并不仅仅是增厚公司的利润，更多是业务协同的角度强化公司运营营销能力。时间互联是一家移动互联网营销服务商，通过代理移动互联网媒体投放平台流量以及整合分散流量，向客户提供高效、优质、精准的营销服务，主营业务包括移动互联网媒体投放平台营销和移动互联网流量整合营销。

公司除了传统品牌在电商平台的运营经验可以不断复制带来增长，IP 品牌矩阵的布局也为公司持续增长储备动力，时间互联的移动互联网营销服务是公司电商生态系统上的重要一环。借助时间互联的营销能力，公司能够更加精细化的运营品牌和产品，加强 IP 变现能力。

3. 管理层的前瞻性战略及快速反应能力引领公司快速成长

公司早期线下保暖内衣品牌商，随着行业竞争加剧、服装各细分行业面临产能过剩的困境。公司于 2008 年提出了“品牌授权”商业模式，转型品牌运营和供应链管理，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；同时签约合作经销商，授权其销售“南极人”品牌产品。同年，公司将目光转移至线上，鼓励经销商加入淘宝等电商平台开店，并逐步退出线下渠道。依托较高的品牌知名度、电商黄金发展期，“南极人”品牌产品的市场销量持续增长。

随着移动互联网用户的迅速增长，人们碎片化时间增加，意识到 IP 经济对于营销模式的重构，公司积极布局 IP 及移动互联网购物。公司战略性收购时间互联，凭借时间互联移动互联网流量整合分析能力和营销能力，助力公司运营的品牌、产品营销，为网红 IP 提供定制化营销服务，在加上公司事业部制的强大之行能力，管理层带动公司自上而下以轻资产模式快速成长。

四、盈利预测与投资建议

1. 核心假设

1.1 不考虑时间互联和潜在新品牌的收购

1.2 不考虑 IP 变现包括 pony、母其弥雅和后续潜在 IP 收购

1.3 新增品牌 1-2 个，成长期约 1-2 年，后期只收取综合品牌服务费，不再收取标牌使用费。

2. 盈利预测

考虑公司产品高性价比的定位、传统品牌的流量红利和公司核心的运维能力，以及已经过验证的可复制模式，预计公司在未来 2-4 年内将保持高速增长。不考虑时间互联的利润增厚和业务协同效应，我们预测 17-19 年公司净利润增速为 68%、43%、38%，EPS（不考虑定增）为 0.32 元、0.47 元、0.65 元，对应 PE 为 37X、26X、19X。

图表 16：业务拆分（单位：百万元）

构成	项目	2016	2017E	2018E	2019E
品牌服务费	销售收入	459.63	830.31	1137.61	1462.87
	销售成本	35.39	83.03	113.76	146.29
	毛利率	92%	90%	90%	90%
标牌使用费	销售收入	6.49	0.00	0.00	0.00
	销售成本	0.57	0.00	0.00	0.00
	毛利率	77%	0%	0%	0%
货品销售	销售收入	19.32	19.71	20.10	20.50
	销售成本	12.84	14.19	14.47	14.76
	毛利率	28%	28%	28%	28%
园区服务费	销售收入	16.23	27.59	41.39	53.80
	销售成本	8.09	13.93	20.90	27.17
	毛利率	50%	50%	50%	50%

来源：公司公告、国金证券研究所

3. 估值及投资建议

公司的增长逻辑并不是靠外延式的并购去收购新的品牌做不同的渠道来增厚利润，而是复制成熟的南极人共同体模式到新增的产品品类以及到新整合的品牌，夯实公司的品牌服务和授权业务，依靠运维等核心能力，实现持续“内生式”的长期增长。高增长业绩后验证公司战略方向及核心能力，公司产品高性价比的定位、传统品牌的流量红利和公司核心的运维能力经验，公司实际控制人和员工持股计划参与定增彰显管理层信心。预测 17-19 年公司净利润增速为 68%、43%、38%，EPS（不考虑定增）为 0.32 元、0.47 元、0.65 元，对应 PE 为 37X、26X、19X。首次覆盖给予“增持评级”，目标价 12.8 元~14.72 元（对应 2017 年 40X-46X 倍）。

五、风险提示

1. 应收账款情况不能得到有效改善，影响到公司经营性现金流。
2. 时间互联后续审批存在不确定性
3. IP 品牌的变现、传统品牌 GMV 增长不及预期
4. 网易严选等品牌如果能进一步降低加价倍率，会对南极人这一类品牌份额形成影响

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	1,573	389	521	890	1,223	1,562	货币资金	370	682	474	775	1,426	2,201
增长率		-75.3%	33.8%	70.8%	37.5%	27.7%	应收账款	231	529	365	634	804	599
主营业务成本	-1,502	-107	-67	-199	-248	-233	存货	97	68	57	120	68	115
%销售收入	95.5%	27.5%	12.8%	22.4%	20.3%	14.9%	其他流动资产	51	13	424	111	113	113
毛利	71	282	454	690	975	1,329	流动资产	749	1,293	1,318	1,640	2,412	3,027
%销售收入	4.5%	72.5%	87.2%	77.6%	79.7%	85.1%	%总资产	81.2%	94.2%	65.0%	73.1%	80.2%	73.8%
营业税金及附加	-1	-2	-4	-4	-6	-8	长期投资	0	0	10	21	21	21
%销售收入	0.1%	0.6%	0.8%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	79	6	5	4	4	491
营业费用	-42	-32	-22	-40	-48	-61	%总资产	8.6%	0.4%	0.2%	0.2%	0.1%	12.0%
%销售收入	2.7%	8.1%	4.2%	4.5%	3.9%	3.9%	无形资产	7	1	621	504	496	489
管理费用	-141	-35	-45	-80	-110	-141	非流动资产	174	80	710	603	596	1,076
%销售收入	9.0%	8.9%	8.7%	9.0%	9.0%	9.0%	%总资产	18.8%	5.8%	35.0%	26.9%	19.8%	26.2%
息税前利润 (EBIT)	-113	214	383	566	811	1,120	资产总计	923	1,373	2,029	2,243	3,007	4,103
%销售收入	n.a	54.9%	73.4%	63.6%	66.3%	71.7%	短期借款	199	0	0	0	0	0
财务费用	-90	1	10	13	23	38	应付款项	239	78	408	136	166	179
%销售收入	5.7%	-0.2%	-2.0%	-1.5%	-1.9%	-2.4%	其他流动负债	18	58	74	35	45	129
资产减值损失	-35	-18	-51	0	0	0	流动负债	455	136	483	171	211	307
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	73	1	2	1	1	1	其他长期负债	1	2	0	0	0	0
%税前利润	526.2%	0.5%	0.5%	0.2%	0.1%	0.1%	负债	457	137	483	171	211	308
营业利润	-165	198	343	580	835	1,158	普通股股东权益	443	1,233	1,534	2,041	2,764	3,762
营业利润率	n.a	50.9%	65.9%	65.2%	68.3%	74.1%	少数股东权益	23	2	30	31	32	33
营业外收支	179	7	11	10	8	3	负债股东权益合计	923	1,373	2,047	2,243	3,007	4,103
税前利润	14	205	354	590	843	1,161							
利润率	0.9%	52.7%	68.0%	66.3%	68.9%	74.3%	比率分析						
所得税	-2	-33	-51	-83	-118	-163		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税率	14.4%	16.1%	14.4%	14.0%	14.0%	14.0%	每股指标						
净利润	12	172	303	507	725	999	每股收益	0.023	0.385	0.196	0.329	0.471	0.649
少数股东损益	2	0	2	1	1	1	每股净资产	0.992	2.955	3.677	4.890	6.624	9.015
归属于母公司的净利润	10	172	301	506	724	998	每股经营现金净流	-0.200	0.089	1.096	0.468	1.546	3.049
净利率	0.7%	44.1%	57.8%	56.9%	59.2%	63.9%	每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	2.35%	13.93%	19.63%	24.81%	26.18%	26.52%
净利润	12	172	303	507	725	999	总资产收益率	1.13%	12.52%	14.71%	22.58%	24.07%	24.31%
少数股东损益	2	0	2	1	1	1	投入资本收益率	-14.54%	14.52%	20.93%	23.49%	24.94%	25.37%
非现金支出	167	20	54	10	10	23	增长率						
非经营收益	-131	-2	-17	-10	-9	-4	主营业务收入增长率	-61.95%	-75.26%	33.85%	70.76%	37.49%	27.72%
营运资金变动	-137	-153	117	-312	-81	255	EBIT增长率	-49.58%	-289.09%	79.02%	47.91%	43.32%	38.04%
经营活动现金净流	-89	37	457	195	645	1,272	净利润增长率	-102.00%	1549.34%	75.27%	68.11%	42.98%	37.81%
资本开支	-44	-2	-2	117	5	-500	总资产增长率	-67.55%	48.71%	49.10%	9.56%	34.10%	36.44%
投资	273	-80	-677	-12	0	0	资产管理能力						
其他	6	575	12	1	1	1	应收账款周转天数	32.0	268.6	226.9	220.0	200.0	100.0
投资活动现金净流	235	493	-666	106	6	-499	存货周转天数	50.9	280.6	342.8	220.0	100.0	180.0
股权募资	0	1	1	0	0	0	应付账款周转天数	28.5	152.1	200.7	102.0	90.0	80.0
债权募资	-93	0	0	0	0	1	固定资产周转天数	18.4	5.2	3.2	1.8	1.2	114.8
其他	-128	0	0	0	0	0	偿债能力						
筹资活动现金净流	-222	1	0	0	0	1	净负债/股东权益	-36.80%	-55.23%	-30.28%	-37.41%	-51.00%	-57.96%
现金净流量	-76	531	-209	301	651	774	EBIT利息保障倍数	-1.3	-224.1	-37.3	-43.8	-35.6	-29.9
							资产负债率	49.48%	10.01%	23.57%	7.62%	7.01%	7.51%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	2	12
增持	0	0	0	0	2
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.00	1.14

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

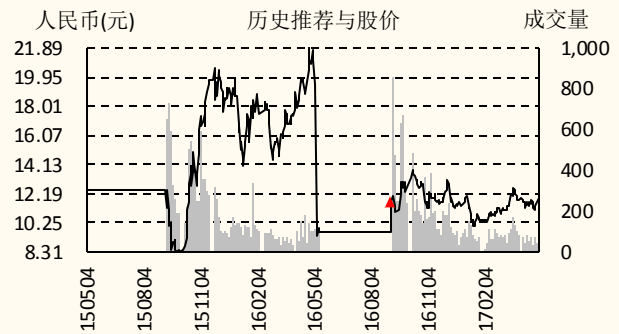
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-09-08	增持	10.59	12.88~14.49
2	2016-10-30	增持	12.74	N/A

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 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%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD