

## 方正证券研究所证券研究报告

南极电商(002127)

公司研究

化工行业

公司深度报告

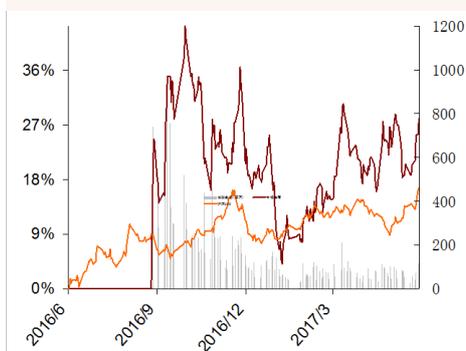
2017.06.12/强烈推荐(维持)

首席分析师 韩振国  
 执业证书编号: S1220515040002  
 TEL: 010-68584800  
 E-mail hanzhenguo@foundersec.com

联系人: 倪华

TEL:  
 E-mail: nihua@foundersec.com

### 历史表现:



数据来源: wind 方正证券研究所

### 相关研究

《新民科技—南极电商，开启品牌运营的超轻模式》2015.11.12

请务必阅读最后特别声明与免责条款

公司前身为驰名全国的南极人品牌，早期主营保暖内衣。而今公司已经全面完成轻资产转型，从“卖商品”转为“卖服务”，成为一家专注于线上电商品牌服务的公司。通过向体系内庞大的经销商、供应商提供品牌电商综合服务、品牌授权服务来实现盈利。

公司 2015 年登陆资本市场，在短短两年实现了爆发式成长：2016 年 GMV 突破 72 亿（同比增 60%），营收 5.2 亿元（同比增 34%），净利润 3.01 亿同比增长 75%。经销商 1649 家（+57%），供应商 562 家（+33%），经营范围横跨至 320 个二级类目。公司借资本之力搭建了“传统品牌+IP/CP 品牌”的多层次品牌矩阵，销售渠道亦从阿里向京东、唯品会、拼多多等全面发力。在电商行业整体增速不断放缓的大背景下，公司在存量市场中发掘蓝海，通过深耕精细化电商服务的利基市场，快速收割市场份额，马太效应凸显。

公司核心竞争力不断强化：1) 深谙电商平台运营擅长打造爆款 SKU，通过合理配置流量资源，优胜劣汰的机制孵化各品类优质大店，为体系内千家经销商、供应商搭建良性生态。2) 错位竞争，通过自身品牌影响力为质量背书，同时提供超高性价比产品。和同一价格带商品相比产生品牌、质量优势明显，通过生态体系内良性竞争深化性价比优势。3) 阿米巴事业部模式，团队小型化、独立核算、充分赋权，激发团队活力为公司长期可持续发展储备坚实人才力量。

预计 2017-2019 年实现归属净利润分别为 4.8 亿元、7.0 亿元、9.9 亿元（对应 EPS 为 0.31 元、0.45 元、0.64 元），分别对应同比增长 60%、45%、40%，分别对应 2017-2019 年 39X、27X、19X PE，维持“强烈推荐”评级！

**风险提示：**时间互联收购进程不达预期，品类拓展、品牌孵化效果低于预期

### 盈利预测:

单位/百万	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	520.98	812.49	1199.18	1667.04
(+/-) (%)	33.85	55.95	47.59	39.01
净利润	301.14	481.02	696.71	978.79
(+/-) (%)	75.27	59.73	44.84	40.49
EPS(元)	0.20	0.31	0.45	0.64
P/E	58.64	39.43	27.22	19.38

数据来源: wind 方正证券研究所

## 目录

1	南极电商的轻资产转型：从卖产品到卖服务	4
1.1	收入构成和盈利模式	4
1.1.1	收入和 GMV 关系及其影响因素	5
2	南极电商的成长性分析：三个维度的扩张	6
2.1	品类扩张是南极电商成长的第一步	7
2.2	丰富品牌矩阵，助力品类拓扩张	8
2.2.1	传统品牌：南极人系列+卡帝乐鳄鱼+精典泰迪	8
2.2.2	IP/CP 品牌：亚洲美妆天后 Pony + 瑜伽女神母其弥雅	10
3	南极电商核心竞争力	11
3.1	搭建电商生态，分配流量资源，夯实竞争壁垒	11
3.2	错位竞争：超高性价比+品牌背书	12
3.3	阿米巴事业布置：激发团队活力，储备后备人才	12
4	经营指标分析	13
4.1	成本、毛利率、费用分析	13
4.2	应收账款分析	14
4.3	盈利分析和投资建议	15
5	风险提示：	16

## 图表目录

图表 1:	分业务收入 (万元)	4
图表 2:	分业务毛利率	4
图表 3:	分业务收入占比	4
图表 4:	分业务毛利润占比	4
图表 5:	品牌服务费、标牌收费明细	5
图表 6:	电商服务园区模式	5
图表 7:	电商增值服务环节不断延伸	5
图表 8:	2016 年南极人 GMV 同比增长 60%	6
图表 9:	2016 年南极人收入增长 42%	6
图表 10:	南极人经销商、供应商增长情况	6
图表 11:	2016H1 其他品牌经销商、供应商增长	6
图表 12:	南极人品牌下品类增长	7
图表 13:	从传统渠道转型线上, 全渠道发力	7
图表 14:	2016 年南极人各品类 GMV (亿元)	7
图表 15:	2016 年南极人各品类 GMV 占比	7
图表 16:	多个梯次的品类共同发展	8
图表 17:	2016 年各品牌 GMV (亿元)	8
图表 18:	传统品牌矩阵	8
图表 19:	卡帝乐鳄鱼经营品类	9
图表 20:	2016 年卡帝乐各品类 GMV (亿元)	9
图表 21:	2016 年卡帝乐各渠道 GMV (亿元)	9
图表 22:	精典泰迪品牌	9
图表 23:	Pony 在主流媒体平台粉丝规模	10
图表 24:	PonyTimes 主营产品	10
图表 25:	公司合作签约母其弥雅	11
图表 26:	母其弥雅主演电影功夫瑜伽	11
图表 27:	标准品搜索结果近百万, 经销商竞争白热化	11
图表 28:	在各大品类培育优质高分大店	12
图表 29:	南极人商品性价比突出 (单位: 元)	12
图表 30:	南极电商各项业务收入、毛利率情况	13
图表 31:	主要费用率和变化	14
图表 32:	主要费用率-分性质	14
图表 33:	应收账款额度 (百万元)	14
图表 34:	公司应收账款计提比例	15
图表 35:	收入和盈利指标预测	15
图表 36:	同类公司利润和估值对比	16

## 1 南极电商的轻资产转型：从卖产品到卖服务

南极电商前身为驰名全国的南极人品牌，主营保暖内衣的销售。而今公司已经全面完成轻资产转型，从“卖商品”转为“卖服务”，成为一家专注于线上电商品牌服务的公司。

公司 2015 年登陆资本市场，经过两年的迅速扩张，目前经营品类横跨内衣、男女装、家纺床品、母婴、百杂等近 60 个大类，500 多个细分类目。体系内的经销商超过千家，供应商 500 余家，通过向体系内庞大的经销商、供应商提供品牌电商综合服务、品牌授权服务来实现盈利。

### 1.1 收入构成和盈利模式

公司收入的主要由品牌综合服务业务构成，收入占比为 89.5%，其中包括品牌服务费、标牌使用费两大收入。

**品牌服务费**是指公司为体系内的授权经销商提供一系列的品牌线上服务（包括产品研发、经营计划制定、数据分析、工艺和品质控制等），从而按经销商的 GMV 收取一定比例的服务费，2016 年毛利率为 88%。**标牌使用费**是指公司授权供应商生产产品，为其发放产品全套标牌并按照数量收取标牌费，2016 年毛利率为 88%。上述两项收入和经销商、生产商的销售规模基本成比例增长。

图表1：分业务收入（万元）

单位：万元	2014	2015	2016
营业总收入	27349.61	38922.91	52098.39
YoY	-2.23%	42.32%	33.85%
品牌服务费	10720.54	17255.09	45962.99
标牌使用费	2742.29	10103.17	649.30
园区平台服务	272.03	774.27	1624.10
货品销售	13614.75	10716.83	1932.80
其他	-	73.55	1929.2

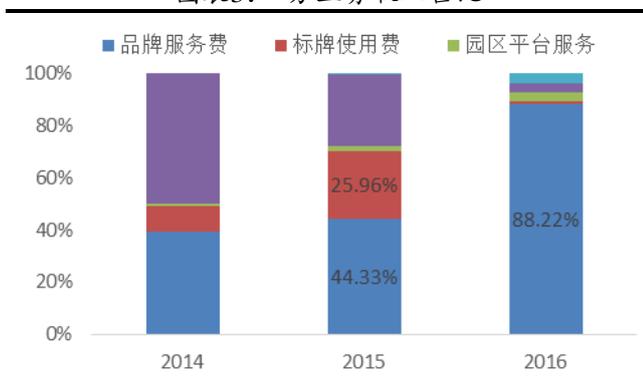
资料来源：公司年报，方正证券研究所

图表2：分业务毛利率

毛利率	2014	2015	2016
综合毛利率	59.84%	72.46%	87.23%
品牌服务费	99.22%	96.76%	92.30%
标牌使用费	69.44%	74.99%	91.22%
园区平台服务	56.74%	50.77%	50.17%
货品销售	26.96%	32.33%	33.52%
其他	-	100.00%	50.04%

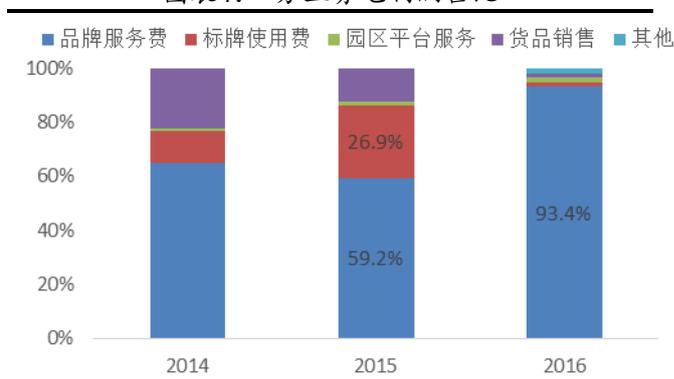
资料来源：公司年报，方正证券研究所

图表3：分业务收入占比



资料来源：公司年报，方正证券研究所

图表4：分业务毛利润占比



资料来源：公司年报，方正证券研究所

此外公司为体系内的经销商提供**柔性供应链服务**（即产业园区的供应链服务），毛利率为 50%，对利润贡献较小。早期**直销业务（货品销售业务）**正在不断剥离，目前货品销售收入占比降低至 3.7%。

1.1.1 收入和 GMV 关系及其影响因素

用“扣点率”代表“收入/GMV”比例, 2015 年公司转化率为 8.65% (品牌服务费 3.8%、标牌使用费 2.25%, 其他 2.6%), 2016 年转化率为 7.23% (品牌服务费 6.4%、标牌服务费 0.09%, 其他 0.8%)。

公司正处于快速拓展期间, 品类快速丰富, 经销商不断壮大。在扩张期间, 公司对“育商”理念对新品类、新经销商基于一定的扶持和优惠力度和价格优惠, 是公司转化率有所降低的原因。而当经销商达到一定规模之后可以适当提升扣点率。

**品牌服务费、标牌服务费收费明细:** 根据回复深交所问询函文件, 公司对不同品类的经销商的具体经营情况制定收费标准: 品牌服务费率整体水平在 7-8% 左右(收费比率在经销商终端销售规模中的占比), 标牌按件数收费, 标牌单价和商品客单价有关, 家纺、成人服装在 1.2 元/件左右, 小件商品在 0.6 元/件左右。

图表5: 品牌服务费、标牌收费明细

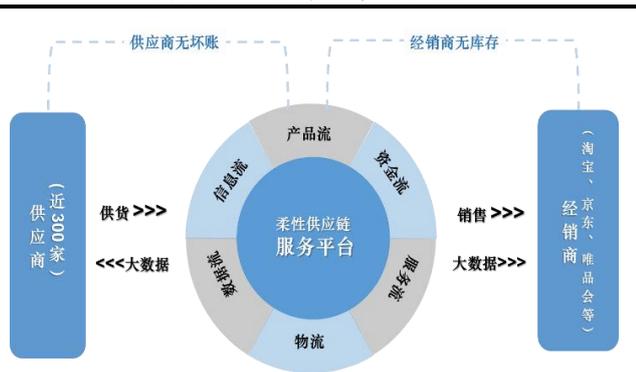
二级类目	2014年		2015年	
	品牌服务费率	标牌使用费单价	品牌服务费率	标牌使用费单价
内衣类	7.50%	0.44	6.00%	0.69
家纺类	7.00%	0.8	8.00%	1.26
童装类	9.33%	0.39	8.33%	0.64
成人服装	8.33%	0.82	5.33%	1.22
均价	8.04%	0.61	6.92%	0.95

资料来源: 公司答证监会问询函, 方正证券研究所

从收入结构来看, 公司标牌收入占比降低, 品牌综合服务费占比不断提升, 得益于公司不断完善的电商供应链服务平台的内容和环节。公司瞄准电商服务行业的痛点, 在产业园区建立柔性供应链仓库, 获得政府和上下游的土地资金支持从而以轻资产模式运营, 降低业务风险。产业园区业务, 主要是通过大数据平台整合物流、资金流、信息流, 同时收取服务费, 最终解决“经销商无库存、供应商无坏账”的电商行业痛点。目前公司在诸暨(一站通)、桐乡(一站通子公司)、合肥(女装园区)等设立了多个产业园区。

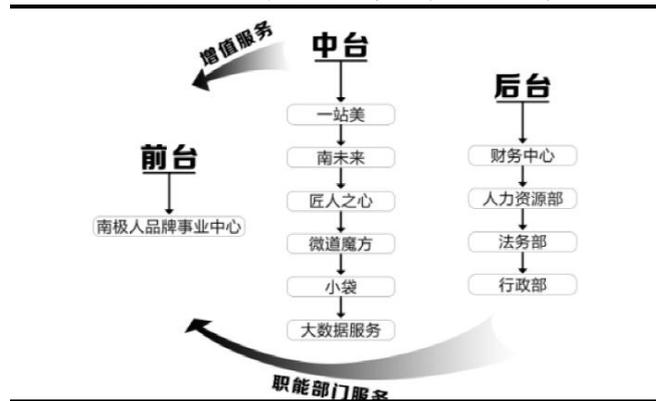
公司电商工具增值服务(即公司中台)已经搭建了六大工具: 匠人之心(一站式质检平台)、微道魔方(营销大数据分析、SCRM 服务、视觉创意服务)、南未来(产品包装、Logo 及企业形象设计)、小袋融资租赁(供应链金融)。带动平台电商服务收入快速增加, 其中供应链金融业务发展尤其迅速, 2016 年应收保理款余额增加至 1819 万元, 后台服务未来有望向第三方开放成为独立盈利部门。

图表6: 电商服务园区模式



资料来源: 公司年报, 方正证券研究所

图表7: 电商增值服务环节不断延伸



资料来源: 公司年报, 方正证券研究所

## 2 南极电商的成长性分析：三个维度的扩张

在电商行业整体增速不断放缓的大背景下，公司在存量市场中发掘蓝海，通过深耕精细化电商服务快速收割市场份额，短短两年实现了规模的爆发式成长，马太效应呈现。总结南极电商过去两年的成长，是沿着“品类+品牌+渠道”3个维度共同发力的结果。

**GMV 向百亿进军，马太效应凸显：**2016 年突破 72 亿，同比增长 60%。2016 年营收达 5.2 亿元同比增 34%，净利润 3.01 亿同比增 75%。

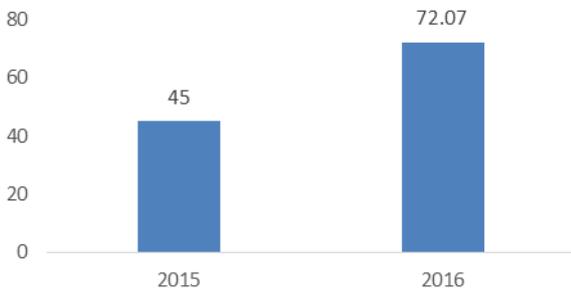
**服务客户超两千家，经销商、供应商体系茁壮成长：**2016 年服务经销商 1649 家 (+57%)，供应商 562 家 (+33%)。

**(1) 品类：从内衣起步涉足全品类，品类横跨至 320 个类目。**南极电商已经从单纯的保暖内衣，横跨至 57 个一级类目。2016 年公司涉猎了 320 个细分二级类目，较 2015 年增加了 191 个细分品类。

**(2) 品牌：借资本之力，快速丰富多层次的品牌矩阵。**上市后公司借资本之力加速布局，已经构建了“传统品牌+IP/CP”的品牌矩阵。传统品牌包括南极人、南极人+、帕兰朵、卡帝乐鳄鱼、精典泰迪，IP/CP 品牌合作方包括韩国美妆天后 Pony，瑜伽红人母其弥雅。各个品牌在价格带、主打产品、目标客群上形成良性的互补。

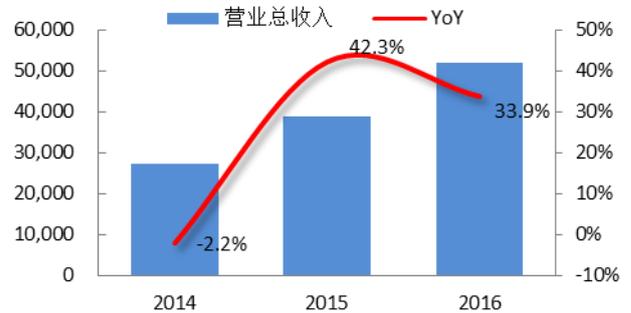
**(3) 渠道：适应各类电商平台流量运营经验，销售渠道日渐丰富。**公司再电商崛起的时间点，逐渐剥离大卖场自营业务，在阿里、天猫平台了万家客户，并且不断熟悉其他电商、社交、跨境电商平台的流量运营经验，减少对阿里渠道的依赖。从单一的阿里渠道拓展到京东、唯品会、拼多多等几大平台

图表8： 2016 年南极人 GMV 同比增长 60%



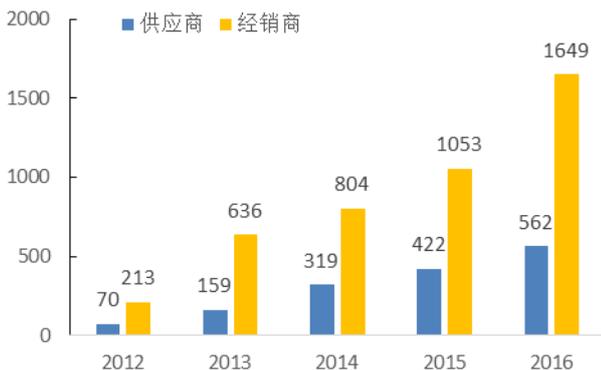
资料来源：公司年报，方正证券研究所

图表9： 2016 年南极人收入增长 42%



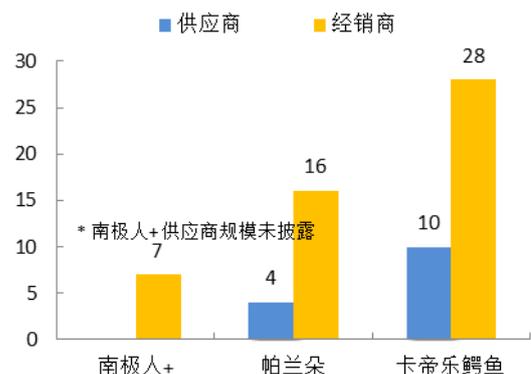
资料来源：公司年报，方正证券研究所

图表10： 南极人经销商、供应商增长情况



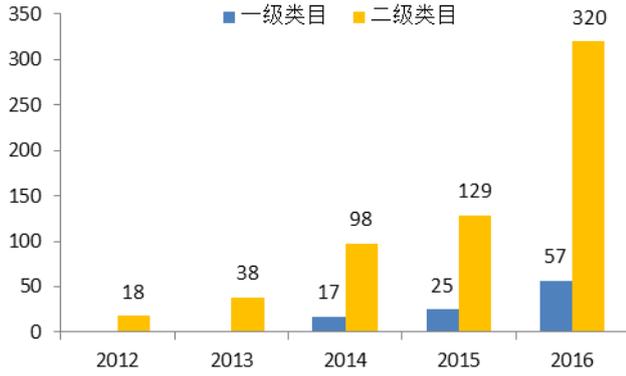
资料来源：公司年报，方正证券研究所

图表11： 2016H1 其他品牌经销商、供应商增长



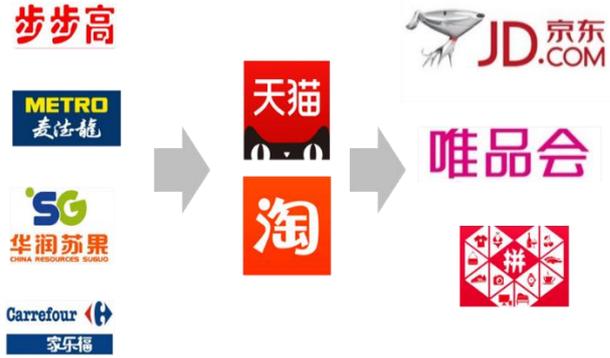
资料来源：公司年报，方正证券研究所

图表12: 南极人品牌下品类增长



资料来源: 公司年报, 方正证券研究所

图表13: 从传统渠道转型线上, 全渠道发力



资料来源: 公司年报, 方正证券研究所

### 2.1 品类扩张是南极电商成长的第一步

成立初期公司主打无领导品牌、产能过剩的标品, 通过高性价比、流量运营实力取得规模优势, 并快速将成功经营复制到男女装、居家布艺等其他品类。随着品牌矩阵不断丰富, 公司拓展至新价格带、新客群, 尝试新的产品风格, 形成多梯次的品类格局, 并在大类中不断开发高效的类目、爆款。

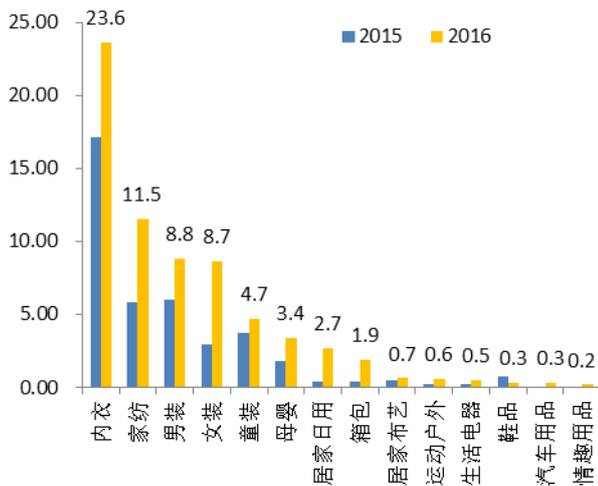
截止 2016 年末南极人品牌下品类销售规模:

(1) 第一梯队包括内衣 (24 亿)、家纺 (12 亿)、男装 (8.8 亿)、女装 (8.7 亿);

(2) 第二梯队品类包括童装 (4.7 亿)、母婴 (3.4 亿)、居家日用 (2.7 亿), 除童装更多通过 Classis Teddy 拓展之外, 第二梯队品类均在高速发展阶段。

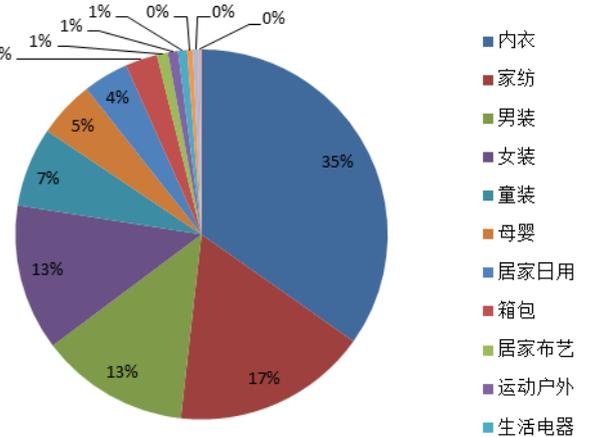
(3) 第三梯队试水新品类, 包括居家布艺、运动户外、生活电器、鞋品、汽车用品、情趣用品等, 合计贡献 2.6 亿 GMV, 其中运动户外、生活电器增长强劲, 有望成为下一个规模接近 5 亿的类目。

图表14: 2016 年南极人各品类 GMV (亿元)



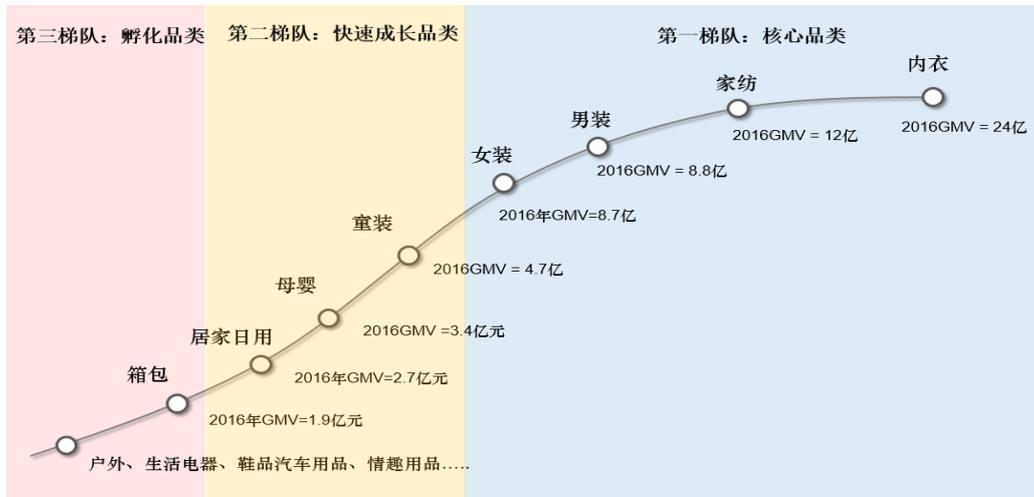
资料来源: 公司年报, 方正证券研究所

图表15: 2016 年南极人各品类 GMV 占比



资料来源: 公司年报, 方正证券研究所

图表16: 多个梯次的品类共同发展

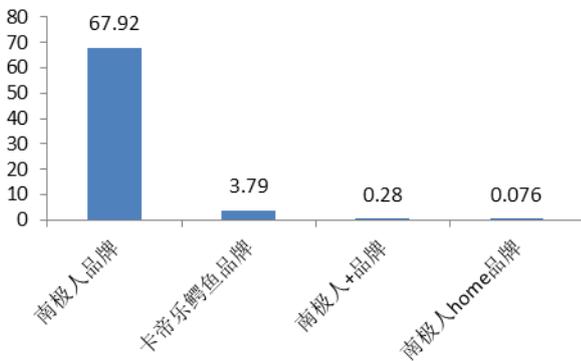


资料来源: 公司年报, 方正证券研究所

## 2.2 丰富品牌矩阵, 助力品类拓扩张

上市后公司加快品牌矩阵的构建, 通过内部孵化、外延收购、投资合作构建了“传统 + IP/CP”品牌的矩阵。除了南极人品牌外, 公司新品牌系列包括南极人+、帕兰朵、卡帝乐鳄鱼、经典泰迪, 以及IP/CP 品牌 Pony、母其弥雅。

图表17: 2016年各品牌GMV(亿元)



资料来源: 公司年报, 方正证券研究所

图表18: 传统品牌矩阵



资料来源: 公司年报, 方正证券研究所

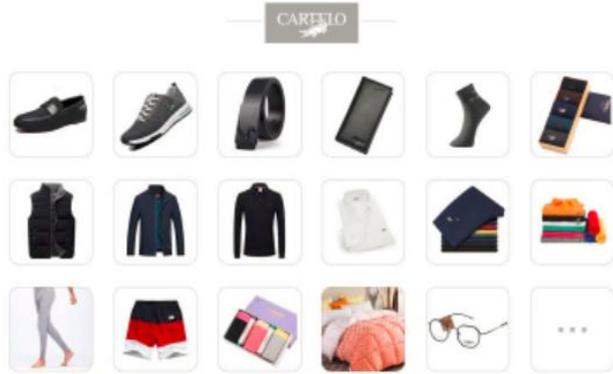
### 2.2.1 传统品牌: 南极人系列+卡帝乐鳄鱼+经典泰迪

“南极人+、南极人 home”品牌: 是围绕南极人自主孵化的两个新品牌, 主打男女装, 二级类目超过 30 个, 包括衬衫、羽绒服、外套、大衣风衣、裙装、针织衫等。南极人+ 2016 年实现 GMV 4.34 亿元, 同比增长 113%。其中在阿里、京东、唯品会上 GMV 分别为 2.46 亿元/1.1 亿元/0.78 亿元。南极人 Home 2016 年实现 GMV 总额 1.6 亿元, 同比增长 162%, 其中重要品牌包括为“帕兰朵”, 其授权类目女装、童装、家纺和户外, 二级类目多达 71 个。

卡帝乐鳄鱼品牌: 2016 年 6 月以 5.93 亿元收购知名男装品牌卡帝乐鳄鱼 95% 股权。截止 2016 年末已有 40 家授权供应商、205 个经销商, 1H16 年中仅 10 家授权供应商和 28 家授权经销商。**2016 年创造 GMV 3.8 亿元, 大幅超市场预期。**三大渠道的同步拓展是最大亮点,

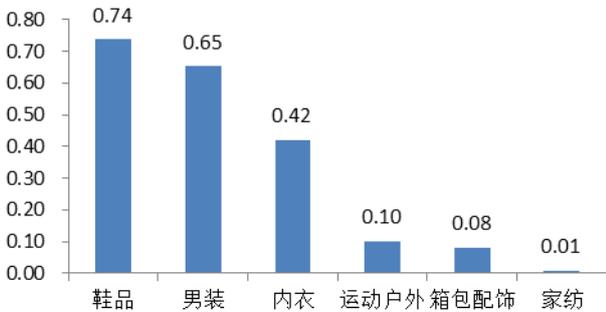
在阿里/京东/唯品会分别实现 GMV 2.0/1.1/0.7 亿元。鞋品 (0.74 亿)、男装 (0.65 亿)、内衣 (0.42 亿)、运动户外 (0.08 亿) 为最畅销品类。

图表19：卡帝乐鳄鱼经营品类



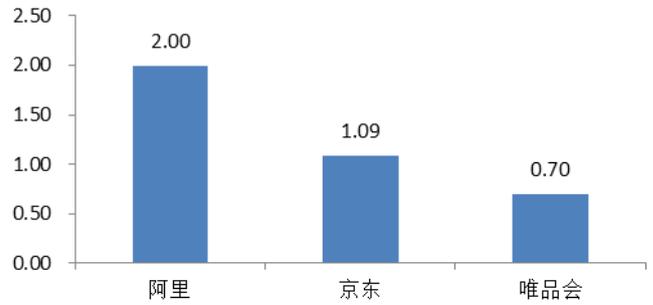
资料来源：公司年报，方正证券研究所

图表20：2016年卡帝乐各品类 GMV (亿元)



资料来源：公司年报，方正证券研究所

图表21：2016年卡帝乐各渠道 GMV (亿元)



资料来源：公司年报，方正证券研究所

**Classic Teddy 精典泰迪品牌:** 公司 2016 年 12 月出资 5000 万收购 IP 品牌 Classic Teddy (精典泰迪)，以英伦时尚和贵族品味为特色，商标涵盖范围包括服装、食品饮料、玩具、家居用品、化妆品、食品、配件、按摩器械、母婴、文具、出版物等。随后 2017 年 4 月公告，出资 1500 万元与深圳百果园共同投资设立新公司，南极电商/百果园出资比例分别为 50%/25%。新公司将以“Classic Teddy”(精典泰迪) IP 品牌为核心，打造线上线全渠道高端坚果零食品牌。

图表22：精典泰迪品牌

**精典泰迪品牌故事 | BRAND STORY**

英国的古典文化气息向来是所有艺术爱好者所追求的，文质彬彬的皇家风范是英国的独特传承，也是精典泰迪的最佳诠释。

精典泰迪具备皇家贵族的气质与涵养，举手投足与穿着打扮总是多一份优雅与品味。强调高级质感，精致剪裁，一如皇家贵族手工量身定制之独一无二。创造出专属于小公主与小王子的个性魅力。

Britain has always been a center of culture with a refined atmosphere for art-lovers. The best way to describe Classic Teddy is a unique example of British heritage and style.

Classic Teddy possesses royal quality and elegant taste which you can see in his noble bearing. Classic Teddy apparel is one of a kind, making it seem as if tailor-made for royalty. Wearing it will make your children shimmer, just like a little Prince or Princess.

中性童卡其帽鞋履 RMB:498 (原RMB:698)

中性童智慧熊大礼包 RMB:258 (原RMB:398)

4 男童米白POLO衫 RMB:76 (原RMB:298)

资料来源：Classis Teddy 官网，方正证券研究所

### 2.2.2 IP/CP 品牌：亚洲美妆天后 Pony + 瑜伽女神母其弥雅

**合作亚洲美妆天后 Pony。**2016 年 7 月与韩国网红公司 MUNMU 成立合资子公司，公司控股比例 55%，牵手 Pony 等顶级网红资源切入粉丝经济。独家经营亚洲美妆女王 PONY 在中国（含港澳台）所有商业活动，包括但不限于粉丝经济变现、广告代言、商业活动、演艺经纪等。

Pony 在 Youtube 和 Instagram 上累积近 400 万粉丝，2016 年 3 月登陆新浪微博至今 420 万粉丝。通过合作 Pony 来强化品牌矩阵，对于南极电商探索化妆品、潮流服装等品类具有重要意义。

图表23： Pony 在主流媒体平台粉丝规模



资料来源：新浪，Youtube，Instagram，方正证券研究所

图表24： PonyTimes 主营产品



资料来源：公司年报，方正证券研究所

**“亚洲最美瑜伽教练”母其弥雅：**公司 12 月 31 日签约母其弥雅，和其项目投资人胡美珍达成协议成立新公司，公司出资 180 万元，新公司将通过运营自媒体平台、拓展营销渠道等方式开发、拓展母其弥雅品牌系列产品。母其弥雅目前官方拥有 338 万粉丝，自创了弥雅式美体瑜伽，被誉为瑜伽第一美女，并获得中银瑜伽亲善大使称号，参演的影视作品包括《西游记之孙悟空三打白骨精》、《功夫瑜伽》等，后者于 2017 年 1 月上映。

图表25: 公司合作签约母其弥雅



资料来源: 公司新闻, 方正证券研究所

图表26: 母其弥雅主演电影功夫瑜伽



资料来源: 百度百科, 方正证券研究所

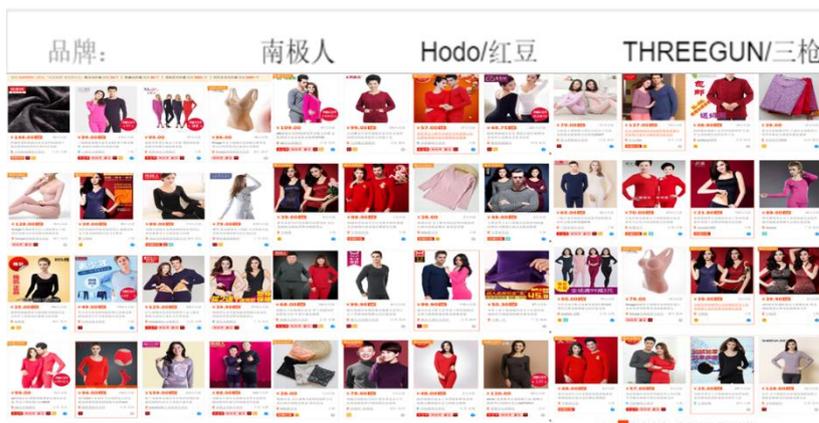
### 3 南极电商核心竞争力

#### 3.1 搭建电商生态, 分配流量资源, 夯实竞争壁垒

公司熟谙各大电商平台的流量运行规则, 积累了丰富的电商平台运作经验, 与上下游合作关系良好。擅长充分利用关键词搜索、页面展示、聚划算活动等, 为旗下经销商体系导流, 同时建立良好的竞和生态, 合理配置流量优化体系内利益相关者的经营效率。当前在阿里、京东等大型电商平台中, 服装、百杂等品类的经销商数量不断增加、竞争环境日趋恶化。以保暖内衣为例, 搜索结构有万个以上, 且产品高度同质化, 只有排名居于前页的产品、关键词具有差异化的产品具曝光的可能性才会更高。

图表27: 标准品搜索结果近百万, 经销商竞争白热化

所有分类 > 共 68.14万 件宝贝



资料来源: 淘宝, 方正证券研究所

公司擅长打造“有个性的基础款”, 帮助经销商打造了大量热销SKU, 同时对体系内的经销商进行良性的生态管理和合理的资源配置, 施行优胜劣汰机制。鼓励体系内的经销商寻找合适的爆款引流商品, 在各大类目培育高分大店, 引导强、弱经销商配合, 建立了有序、健康的经销商体系。



公司在业务层面践行“阿米巴”事业部划分机制，事业布置小团体化，推进部门的精细化管理，对事业部门实施彻底的独立核算，同时对各个事业部充分赋能，事业部负责“招商、提供服务与客户维护、内部流程管理”等全部环节。“阿米巴”经营模式充分激发团体的经营活力，更好地为授权供应商及经销商提供有效的服务，同时为公司储备培养了熟悉全套业务流程的中坚力量。

#### 4 经营指标分析

##### 4.1 成本、毛利率、费用分析

公司主营收入毛利率基本保持稳定。2016 年综合毛利率为 84%，与 2015 年基本持平。

其中，收入占比最大的品牌服务费收入、标牌使用费毛利率均在 90%左右，属于低成本、轻资产的服务业务，上述两项业务的成本主要为员工工资、广告宣传费、固定资产折旧、标牌物料使用费。而经销商流量成本由其自行向阿里等电商服务平台支付，不包含在公司成本项目中。

此外，公司基本完成剥离自营业务（即商品销售业务，向大型超市提供南极人商品），自营业务毛利率较低在 33%左右，目前在收入中占比降低到 3%左右。

图表30： 南极电商各项业务收入、毛利率情况

业务	项目	2014	2015	2016
总收入	合计	27349.61	38922.91	52098.39
	综合毛利率	85.84%	84.36%	84.48%
品牌服务费	营业收入	10720.54	17255.09	45962.99
	毛利率	99.22%	96.76%	92.30%
标牌使用费	营业收入	2742.29	10103.17	649.30
	毛利率	69.44%	74.99%	91.22%
园区平台服务费	营业收入	272.03	774.27	1624.1
	毛利率	56.74%	50.77%	50.17%
货品销售	营业收入	13614.75	10716.83	1932.80
	毛利率	26.96%	32.33%	33.52%
其他	营业收入	-	73.55	1929.2
	毛利率	-	100%	50.04%

资料来源：公司年报，方正证券研究所

**费用分析：**2016 年公司综合费用为 5716 万元，较去年同期减少 12%，综合费率为 11%，较去年同期减少 5.8pp。

其中：

**销售费用** 2202 万元，较去年同期减少 30%，销售费率为 4.23%，较去年同期减少-3.9pp。销售费用的降低主要和公司剥离自营业务（商品销售）有关。

**管理费用** 为 4540 万元，较去年同期增加 31%，管理费率 8.71%，较去年同期基本持平；**财务费用** 为-1025 万元，财务收入较去年同期增加 930 万元。主要包括利息收入 1085 万元，较去年同期增加 1020 万元。

**分性质来看**，2016 年薪酬费率 5.46%，同比降低 0.76pp，租赁和

运输费用率降低 1.37pp, 销售和管理服务费率降低 0.49pp, 办公费率降低 1.34pp, 均体现规模效应带来的人工成本优势。

图表31: 主要费用率和变化

单位: 万元	2014	2015	2016
销售费用	4539.27	3158.85	2202.87
%	16.6%	8.1%	4.2%
管理费用	2638.75	3089.70	4539.45
%	9.6%	7.9%	8.7%
财务费用	(95.36)	(59.61)	(1025.91)

资料来源: 公司年报, 方正证券研究所

图表32: 主要费用率-分性质

主要费率	2014	2015	2016	变化
薪酬	6.92%	6.22%	5.46%	-0.76%
租赁和运输	5.92%	2.23%	0.85%	-1.37%
销售和管理服务	3.38%	1.33%	0.85%	-0.49%
研发费用	3.51%	2.88%	3.37%	0.49%
会议、劳务、办公	3.47%	2.28%	0.94%	-1.34%
其他运营费用	3.04%	1.11%	1.47%	0.36%

资料来源: 公司年报, 方正证券研究所

#### 4.2 应收账款分析

公司应收账款控制在较好水平, 2016H1 应收账款增加较多主要系“小袋”融资租赁公司增加较多应收融资租赁款和应收保理款所致。2016 年末应收账款和年初水平基本持平 (GMV 快速增长的情况下应收账款基本不变表面公司应收账款质量在改善)。

图表33: 应收账款额度 (百万元)

单位: 百万元	2015	2016H1	2016
应收账款	280.20	493.87	287.85
应收融资租赁款	78.60	-	0.00
应收保理款	0.99	-	18.20

资料来源: 公司年报, 方正证券研究所

**账龄和坏账计提分析**, 除小贷的金融性应收外, 应收账款的账龄基本在 1 年以内, 2016 年末账龄 2 年及以上的应收占比为 10%。合计坏账准备为 1812 万元, 较 2016 年中坏账准备减少 656 万元。小袋融资的应收融资租赁款的坏账计提比例分别为: 信用期内 0.5%、超信用期 1-2 年 (30%)、超信用期 2-3 年 (60%)、超信用期 3 年 (100%)。

图表34： 公司应收账款计提比例

账龄	2014	2015	2016	2016 坏账计提	2016 计提比例	2016H1	2016H1 坏账计提	2016H1 计提比例
1年以内	116.20	255.10	274.43	13.72	5.0%	428.29	16.97	4.0%
1至2年	26.66	37.46	28.57	2.86	10.0%	62.65	6.27	10.0%
2至3年	3.36	5.49	2.04	0.61	30.0%	2.11	0.63	30.0%
3年以上	0.35	0.02	0.93	0.93	100.0%	0.82	0.82	100.0%
合计	146.58	298.07	305.98	18.12	5.9%	493.87	24.69	5.0%
流动资产	386.23	1,292.51	1,336.69			1,371.16		
应收账款/流动资产比例	38.0%	23.1%	22.9%			36.0%		

资料来源：公司年报，方正证券研究所

### 4.3 盈利分析和投资建议

**收入预测：**预计 2017-2019 年公司分别实现收入总额为 8.1 亿元 (+56%)、12.0 亿元 (+48%)、16.7 亿元 (+39%)。

**其中分业务来看，**预计 2017-2019 年：品牌服务费分别为 7.4 亿元 (+60%)、11.0 亿元 (+50%)、15.4 亿元 (+40%)；标牌使用费分别为 1038 万 (+60%)、1360 万 (31%)、1701 万 (+25%)；园区服务费收入分别为 2923 万元(+80%)、3947 万元(+35%)、5328 万元(+35%)。货品销售收入预计逐年减少。

**毛利率分析和费用估计：**预计公司未来毛利率、费用率整体保持平稳，费用率，预计 2017-2019 年毛利率分别为 86%、84%、85%，费用率分别为 14.4%、14.6%、14.1%。

图表35： 收入和盈利指标预测

单位：万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	38922.91	52098.39	81248.80	119918.45	166703.90
YoY	42.32%	33.85%	55.95%	47.59%	39.01%
品牌服务费	17255.09	45962.99	73540.78	110311.18	154435.65
标牌使用费	10103.17	649.30	1038.88	1360.93	1701.17
园区平台服务	774.27	1624.10	2923.38	3946.56	5327.86
货品销售	10716.83	1932.80	966.40	676.48	676.48
其他	73.55	1929.2	2779.36	3623.30	4562.74
综合毛利率	72.5%	87.2%	85.7%	84.3%	84.5%
综合费用率	16.7%	11.0%	14.4%	14.6%	14.1%

资料来源：公司年报，方正证券研究所

**盈利预测和投资建议：**公司转型后专注于电商品牌综合服务，在电商行业整体增速放缓的大背景下开辟蓝海市场。登陆资本市场以来打造品牌生态圈，GMV 和收入规模快速增长，丰富的品牌矩阵支持全品类扩张马不停蹄，经销商和供应商体系不断壮大，体系内的生态形成良性循环，在电商服务这一强者恒强的行业领域中凸显马太效应。

预计 2017-2019 年实现归属净利润分别为 4.8 亿元、7.0 亿元、9.9 亿元（对应 EPS 为 0.31 元、0.45 元、0.64 元），分别对应同比增长 60%、45%、40%，分别对应 2017-2019 年 39X、27X、19X PE，维持“强烈推荐”评级！

图表36: 同类公司利润和估值对比

代码	净利润(亿元)	2015	2016	2017E	2017E yoy	2016年 PE	2017年PE
002127.SZ	南极电商	1.7	3.0	4.8	60%	58.6	39.4
600398.SH	海澜之家	29.56	31.23	35	12%	13.3	12
BZUN.O	宝尊电商	0.23	0.87	2.7	210%	68	-
002183.SZ	怡亚通	4.69	5.23	11.2	114%	33.5	16.1
002640.SZ	跨境通	1.66	4.28	7.6	78%	59.6	36.5

资料来源: WIND, 方正证券研究所

## 5 风险提示:

时间互联收购进程低于预期, 品类拓展效果不达预期



## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论, 但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

方正证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放, 并仅为提供信息而发放, 概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料, 本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 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。

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。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此, 投资者应注意, 在法律许可的情况下, 本公司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。在法律许可的情况下, 本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险, 投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“方正证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 公司投资评级的说明:

强烈推荐: 分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅;

推荐: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅;

中性: 分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动;

减持: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

## 行业投资评级的说明:

推荐: 分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数;

中性: 分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平;

减持: 分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址:	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址:	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>
E-mail:	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com