

南极电商 (002127.SZ) 2020 年拼多多渠道高增, 2021 年货币化率有望提升

2021 年 04 月 19 日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

吕明 (分析师)

lvming@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

日期	2021/4/19
当前股价(元)	8.93
一年最高最低(元)	24.41/8.65
总市值(亿元)	219.22
流通市值(亿元)	175.69
总股本(亿股)	24.55
流通股本(亿股)	19.67
近 3 个月换手率(%)	294.25

● 2020 年业绩基本符合预期, 维持公司“买入”评级。

2020 年公司实现营收 41.72 亿元 (+6.78%)、净利润 11.88 亿元 (-1.5%), 净利润下降主要系货币化率较低的拼多多渠道占比加大、新品类推广及标签去库存导致货币化率不及预期。我们调整 2021-2022 年盈利预测及新增 2023 年盈利预测: 预计 2021-2023 年公司净利润分别为 15.4 (-0.1)、20.9 (+1.0) 和 27.0 亿元, 对应 EPS 分别为 0.63 (0)、0.85 (+0.04) 和 1.1 元, 当前股价对应的 PE 分别为 14.2、10.5 和 8.1 倍, 维持公司“买入”评级。

● 收入拆分: 本部业务收入增速放缓, 时间互联业务盈利能力提升

本部业务收入同比基本持平, 净利润有所下降, 2020 年实现营收 13.96 亿元 (-0.03%)、净利润 10.72 亿元 (-2.34%), 其中 2020Q4 实现营收 5.84 亿元 (-18.25%)、净利润为 4.45 亿元 (-24.26%)。时间互联业务不断拓展优质客户资源, 盈利能力提升, 2020 年实现营收 27.76 亿元 (+10.6%)、净利润 1.16 亿元 (+6.98%)。

● GMV 拆分: 阿里增速放缓、拼多多持续高增, 整体货币化率有所下降

2020 年全年实现 GMV 为 402.09 亿元 (+31.58%), 2020Q4 整体 GMV 增速明显放缓, 分渠道: 阿里/拼多多/京东/唯品会/其他渠道全年 GMV 增速分别为 12%/122%/24%/54%/298%, 占比分别为 57%/22%/14%/6%/1%, 2020Q4 增速分别为 -0.08%/+132.84%/+27.39%/+51.36%/+809.09%。货币化率: 2020 年货币化率下降至 3.3% (-0.97pct), 其中 2020Q4 货币化率为 3.27% (-1.77pct)。

● 2021 年看拼多多高增及货币化率提升、多品类效应释放、时间互联协同作用长期看, 在规模、供应链和数字化护城河下, 信息化投入、业务创新、丰富品牌品类、从低价赛道走向品质和研发为导向的价值赛道将提高公司竞争力; 短期看, 拼多多渠道高增长且规模效应显现, 预计至 2022 年将成为公司第一大渠道, 且拼多多货币化率的逐步提升将逆转阿里为主渠道时市场对公司整体 GMV 增速放缓、货币化率持续下降的预期。同时期待 2021 年时间互联与公司的协同效应。

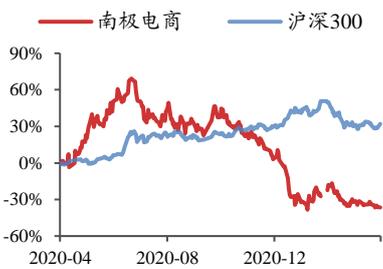
● 风险提示: 平台竞争格局变化; 品类扩张不及预期、货币化率提高不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,907	4,172	4,771	5,566	6,554
YOY(%)	16.5	6.8	14.4	16.7	17.8
归母净利润(百万元)	1,206	1,188	1,544	2,088	2,701
YOY(%)	36.1	-1.5	30.0	35.2	29.4
毛利率(%)	38.5	35.1	38.7	43.6	47.7
净利率(%)	30.9	28.5	32.4	37.5	41.2
ROE(%)	24.8	20.5	21.3	23.4	24.1
EPS(摊薄/元)	0.49	0.48	0.63	0.85	1.10
P/E(倍)	18.2	18.5	14.2	10.5	8.1
P/B(倍)	4.5	3.8	3.0	2.5	2.0

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

股价走势图



数据来源: 贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-Q3 净利润超预期, 货币化率降幅收窄》- 2020.10.24

《公司信息更新报告-GMV 逆势高增长, 2020Q2 现金流显著改善》- 2020.8.23

《公司信息更新报告-一季报本部业绩符合预期, 疫情下仍实现稳健增长》- 2020.4.30

目 录

1、 2020 年业绩基本符合预期	3
2、 GMV 增速放缓、货币化率有所下降	4
2.1、 分品牌/品类：精典泰迪 Q4 增速环比提升，非纺织品类占比提升	4
2.2、 按渠道拆分：阿里渠道增速放缓，拼多多渠道持续高增	5
2.3、 新品类推广、货币化率较低的新平台占比提高导致货币化率下降	6
3、 时间互联不断扩展客户资源，盈利能力提高	7
4、 盈利能力、营运能力	8
4.1、 盈利能力	8
4.2、 营运能力	8
5、 公司的数字化优势和供应链优势显著	9
6、 未来看点	10
7、 盈利预测与投资建议	10
8、 风险提示	10
附： 财务预测摘要	11

图表目录

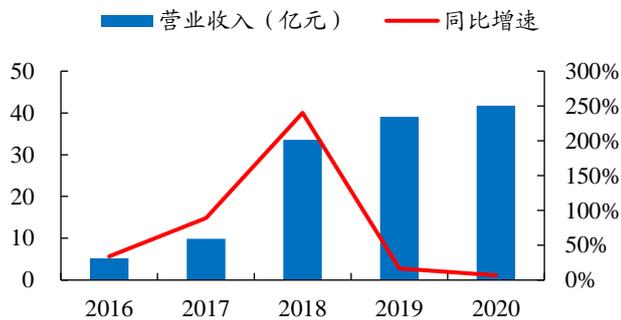
图 1： 公司 2020 年收入同比增长 6.78%	3
图 2： 公司 2020 年归母净利润同比增长-1.5%	3
图 3： 公司 2020 年单季度营业收入同比增速略有下滑	3
图 4： 公司 2020Q4 归母净利润增速放缓	3
图 5： 公司 2020 年拼多多渠道 GMV 持续高速增长，全年增速为 121.98%	6
图 6： 公司 2020 年货币化率下降至 3.3%，2020Q4 货币化率为 3.27%	7
图 7： 2020 年公司单季度毛利率环比回暖	8
图 8： 2020 年公司单季度净利率环比回暖	8
图 9： 业务规模增长导致 2020 年公司应收账款有所增加	9
表 1： 公司 2020 年整体收入同比增长 6.78%，时间互联收入增长稳定	4
表 2： 公司整体归母净利润同比增长-1.5%，时间互联 2020H2 净利润增速较高	4
表 3： 2020 年拼多多渠道 GMV 保持快速增长	5
表 4： 2020 年公司在拼多多渠道的供应商数量超过阿里渠道	9
表 5： 2020 年公司在拼多多渠道的经销商数量超过阿里渠道	9

1、2020 年业绩基本符合预期

2020 年公司实现营收 41.72 亿元(+6.78%)，实现归母净利润 11.88 亿元(-1.5%)，扣非归母净利润为 11.05 亿元(-3.74%)，业绩基本符合预期。公司净利润下降主要系货币化率较低的拼多多渠道占比加大、新品类推广、标签去库存导致货币化率下降。

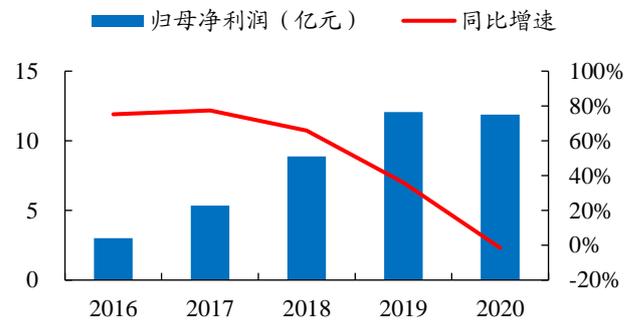
(1) 分季度看：2020 年 Q1-Q4 分别实现单季度收入为 6.72 亿元(-18.51%)、9.55 亿元(+17.85%)、11.46 亿元(+13.14%)、14.00 亿元(+11.11%)；归母净利润为 1.28 亿元(+5.28%)、3.02 亿元(+14.29%)、2.91 亿元(+34.9%)、4.66 亿元(-22.8%)。2020Q4 净利润大幅下降主要系标签去库存力度加大。

图1：公司 2020 年收入同比增长 6.78%



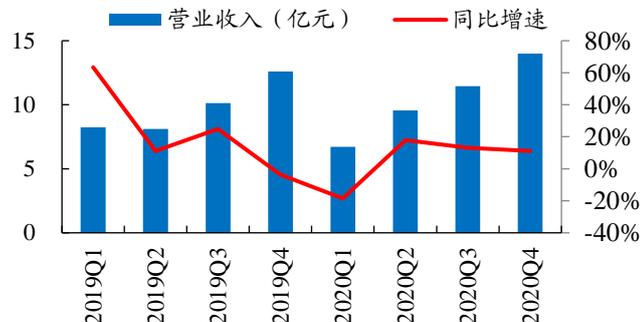
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2：公司 2020 年归母净利润同比增长-1.5%



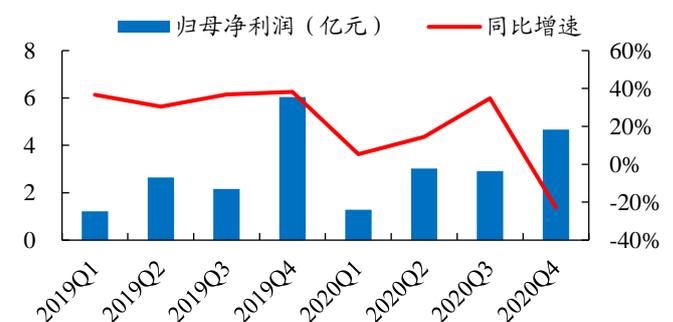
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：公司 2020 年单季度营业收入同比增速略有下滑



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：公司 2020Q4 归母净利润增速放缓



数据来源：公司公告、开源证券研究所

(2) 分业务看：2020 年公司本部业务收入同比持平，时间互联业务增长稳定

2020 年公司本部业务实现营收 13.96 亿元(-0.03%)，归母净利润 10.72 亿元(-2.34%)，其中品牌综合服务业务收入为 12.46 亿元(+0.38%)，经销商品牌授权业务实现收入 0.81 亿元(+23.82%)且同比增速稳定，自媒体流量变现业务收入为 1.29 亿元(+176.91%)，保理业务收入为 0.31 亿元(-13.96%)。本部业务收入同比 2019 年基本持平，净利润同比下滑主要系 2020H2 品牌服务费增速下滑、经销商品牌授权业务同比增速放缓。

时间互联业务 2020 年实现营收 27.76 亿元(+10.6%)，归母净利润 1.16 亿元(+6.98%)，其中 2020H2 业务恢复弹性较大，实现收入 16.41 亿元、净利润 0.65 亿

元，收入端与利润端增速由 2020H1 的-6.18%/-11.19%提升至+26.15%/+27.44%。

表1: 公司 2020 年整体收入同比增长 6.78%，时间互联收入增长稳定

单位: 亿元	2017	2018	2019	2020	2020H1	2020H2
公司本部业务	7.46	10.37	13.98	13.96	4.91	9.05
占比 (%)	75.72%	30.92%	35.77%	33.47%	30.21%	35.55%
YOY (%)	43.38%	38.91%	34.79%	-0.03%	15.71%	-7.00%
--品牌服务费	6.22	9.00	12.41	12.46	4.19	8.27
占比 (%)	63.06%	26.84%	31.76%	29.86%	25.75%	32.48%
YOY (%)		44.74%	37.89%	0.38%	19.14%	-7.03%
--经销商品牌授权	0.17	0.34	0.65	0.81	0.37	0.45
占比 (%)	1.77%	1.01%	1.68%	1.94%	2.25%	1.75%
YOY (%)		94.37%	93.29%	23.82%	23.40%	24.18%
时间互联业务	2.39	23.16	25.1	27.76	11.35	16.41
占比 (%)	24.28%	69.08%	64.25%	66.54%	69.79%	64.45%
YOY (%)	80.16%	867.54%	8.38%	10.57%	-6.18%	26.15%
合计	9.86	33.53	39.07	41.72	16.26	25.46
YOY	89.22%	240.12%	16.52%	6.78%	-0.49%	12.02%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

表2: 公司整体归母净利润同比增长-1.5%，时间互联 2020H2 净利润增速较高

单位: 亿元	2017	2018	2019	2020	2020H1	2020H2
公司本部业务	5.07	7.59	10.99	10.72	3.8	9.05
占比 (%)	94.94%	85.67%	91.05%	33.46%	88.17%	91.41%
YOY (%)	68.44%	49.70%	44.81%	-2.34%	15.50%	-10.13%
时间互联业务	0.27	1.27	1.08	1.16	0.51	0.65
占比 (%)	5.06%	14.33%	8.95%	9.76%	11.83%	8.59%
YOY (%)	52.30%	370.37%	-14.96%	6.98%	-11.19%	27.44%
公司归母净利润	5.34	8.86	12.06	11.88	4.31	7.57
YOY (%)	77.42%	65.92%	36.06%	-1.50%	11.66%	-7.80%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

2、GMV 增速放缓、货币化率有所下降

2020 年全年实现 GMV 为 402.09 亿元 (+31.58%)，2020Q1-Q4 的 GMV 分别为 57.29/86.49/84.75/173.56 亿元，分别同比增长 11.13%/48.49%/45.42%/26.22%，2020Q4 GMV 增速明显放缓，环比 2020Q3 下降 19.2pct。

2.1、分品牌/品类: 精典泰迪 Q4 增速环比提升，非纺织品类占比提升

分品牌: 南极人/卡帝乐鳄鱼/精典泰迪 2020 年实现 GMV 为 362.19/33.72/3.93 亿元，同比增速为+33.26%/+12.93%/+72.39%，占比为 90%/8.39%/0.98%。2020Q4 的 GMV 分别为 158.9/12.19/1.61 亿元，同比 2019Q4 增速为+5.94%/+24.64%/+103.8%，增速环比 2020Q3 分别-22.68pct、+6.85pct、-13.56pct。未来公司将继续丰富品牌矩阵，保持现有品牌数量的同时考虑并购有文化背景的老品牌，通过品牌转型与重新定义赋予品牌时尚感增加品牌收益。

分品类：2020 年公司非纺织品类目 GMV 占比由 2018 年近 20%提升至近 50%，预计随着扩品类步伐加快，多品类覆盖的品类优势将逐渐凸显。

2.2、按渠道拆分：阿里渠道增速放缓，拼多多渠道持续高增

阿里平台的增速放缓但其他渠道多点开花、低开高走，公司凭借好货不贵的理念、去中心化的商业模式，全年 GMV 总量依然保持增长。按渠道拆分，2020 年阿里/拼多多/京东/唯品会/其他渠道 GMV 增速分别为 12%/122%/24%/54%/298%，占比分别为 57%/22%/14%/6%/1%。

（1）阿里渠道：受流量规则改变影响，2020Q4 阿里渠道增速放缓

2020 年阿里渠道实现 GMV227.95 亿元 (+12.2%)，2020Q4GMV 为 91.74 亿元 (-0.08%)，增速环比 Q3 下降 27.32pct。2020Q4 增速放缓主要系阿里平台的流量规则有所调整所致。为避免社交电商平台的进一步分流，阿里提高了淘宝平台的信息流推荐和内容营销占比，以争夺 Z 世代消费者为目的扶持新兴品牌。而公司在阿里平台上围绕爆款逻辑，以天猫为主渠道、搜索为主形式，因此受流量规则影响程度较大。

公司未来在阿里渠道将继续坚持精细化运营，目标将 2021 年退货率从 2020 年的 0.3%降至 0.2%-0.25%，预计未来阿里平台的增速将维持在 10-20%水平。

表3：2020 年拼多多渠道 GMV 保持快速增长

单位：亿元	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q1-Q3	2020Q4	2020
阿里	35.7	52.49	48.02	136.21	91.74	227.95
占比 (%)	62.31%	60.69%	56.66%	59.65%	52.86%	56.69%
YOY (%)	-0.9%	39.62%	27.24%	22.40%	-0.08%	12.20%
拼多多	8.41	17.97	19.44	45.82	42.19	88.01
占比 (%)	14.68%	20.78%	22.94%	20.05%	24.31%	21.89%
YOY (%)	62.85%	112.99%	145.15%	112.77%	132.84%	121.98%
京东	9.33	11.14	11.68	32.15	25.77	57.92
占比 (%)	16.29%	12.88%	13.78%	14.07%	14.85%	14.41%
YOY (%)	11.05%	20.87%	30.21%	20.93%	27.39%	23.72%
唯品会	2.82	4.21	4.59	11.62	10.58	22.20
占比 (%)	4.93%	4.87%	5.42%	5.08%	6.10%	5.52%
YOY (%)	68.08%	56.54%	48.54%	55.65%	51.36%	53.68%
其他	1.03	0.68	0.93	2.64	3.36	6.00
占比 (%)	1.79%	0.79%	1.10%	1.15%	1.94%	1.49%
YOY (%)	261.99%	-	-	131.94%	809.09%	298.03%
GMV 合计	57.29	86.49	84.75	228.53	173.56	402.09
YOY	11.13%	48.49%	45.42%	35.96%	26.22%	31.58%

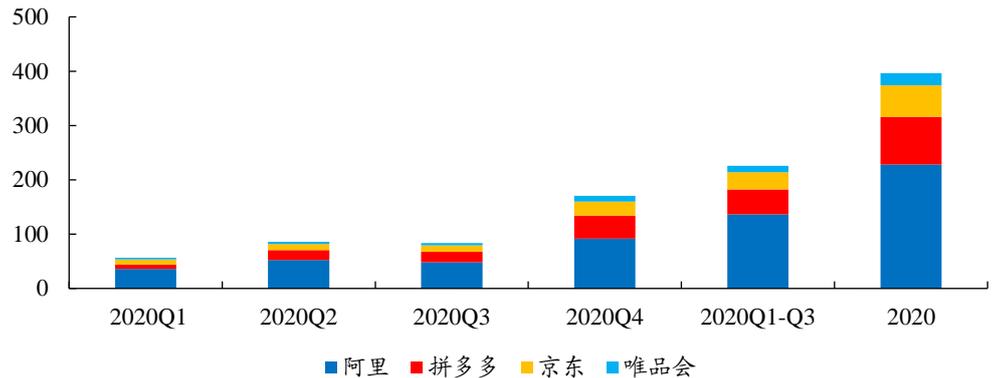
数据来源：公司公告、开源证券研究所

（2）拼多多渠道：拼多多渠道持续高增

2020 年拼多多渠道实现 GMV88.01 亿元，同比增速达 121.98%，占比自 2019 年的 12.97%提升 8.92pct 至 21.89%，未来拼多多有望超越阿里平台成为公司的第一大渠道。分季度看，拼多多渠道 GMV 持续高增长，2020Q1-Q4 分别实现 GMV8.41/17.97/19.44/41.29 亿元，同比+62.85%/+112.99%/+145.15%/+132.84%。

拼多多渠道业绩亮眼的原因主要系：(1) 拼多多平台细化商品底层标签，长尾词标签下各关键词均可促进销量，较大程度避免了有限赛道的价格竞争；(2) 拼多多打通平台内广告、活动、搜索及推荐等流量渠道，相较于阿里具有较高的投资效率，对经销商更有吸引力；(3) 拼多多的使用人群多为价格敏感型用户，而公司主打高性价比产品，目标客群与拼多多用户高度重合，促进了销量增长。凭借好货不贵、多样性、可持续的供应链特征，预计公司在拼多多渠道的生长具有长期确定性。

图5：公司 2020 年拼多多渠道 GMV 持续高速增长，全年增速为 121.98%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

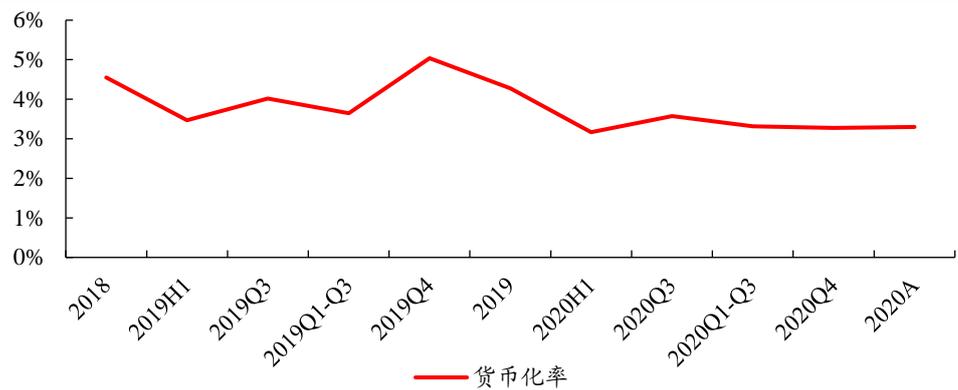
(3) 抖音、快手及其他渠道：采用品类授权的合作模式以实现品效合一

公司在抖音、快手以及其他电商平台均采用品类授权的合作模式，即每个品类都对应战略合作伙伴，由指定工厂和合作伙伴为抖音、快手经销商量身定制产品的同时免费代发，保证了品牌、价格、货品质量的有序性。抖音、快手等渠道实现了用户兴趣标签与商品标签之间的联通，提高了交互效率，预计伴随着渠道逐渐成熟，渠道的坪效将具有持续性。

2.3、新品类推广、货币化率较低的新平台占比提高导致货币化率下降

根据品牌服务及授权业务口径计算，公司 2020 年货币化率下降至 3.3% (-0.97pct)，其中 2020Q4 货币化率为 3.27% (-1.77pct)，货币化率低于预期主要系新品类推广、新平台货币化率较低所致。

短期来看，由于公司的货币化率在同行业偏低，有较大提升空间，预计随着拼多多渠道规模化效应的凸显，公司货币化率将稳步提升，但货币化率目标在满足股东需求的同时也将兼顾经销商经营稳定性与盈利性，实现二者良好匹配与增长，预计 2021 年总体服务费单价的提升不低于 20%。**长期来看**，货币化率持续增长将成为常态，公司以好货不贵为发展方向，从低价赛道走向品质、研发为导向的价值赛道将提高公司竞争力。

图6: 公司 2020 年货币化率下降至 3.3%，2020Q4 货币化率为 3.27%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、时间互联不断扩展客户资源，盈利能力提高

时间互联实现应用商店、短视频广告媒体、主流新媒体等全类型媒体覆盖，各类型媒体服务经验提升。2020 年时间互联业务营收为 27.76 亿元，同比增长 10.57%，实现净利润为 1.16 亿元，同比增长 6.98%。

(1) 时间互联不断拓展优质客户资源，信息流板块广告投放持续增长。2020 年时间互联继续保持在应用商店细分领域的头部优势，延续与国内头部手机厂商（OPPO、vivo、小米、华为等）的合作的同时不断拓展代理品类，取得小米效果电商类、vivo 电商金融类、OPPO 网服行业的核心代理，公司未来会在抖音和快手为主的信息流板块继续推动创新发展。

(2) MCN 业务表现良好，时间互联自主孵化和签约红人打造 KOL 矩阵、供应链和媒体整合平台，通过广告和内容电商等方式实现商业变现。2020 年 MCN 整体营收规模近 1 亿元，同比增长较高。2021 年时间互联获快手的核心代理商资质，在深耕 MCN 业务的同时将增加对快手平台达人及广告拓展的投入。

小红书端：已孵化了场均 GMV 超百万的带货达人，2020 年公司在小红书内重点发力带货的同时持续搭建女性达人号矩阵。

抖音端：依托于优秀的广告服务能力，公司帮助抖音体系内有品效合一需求、新媒体营销需求的客户进行了达人广告、整合营销的业务拓展。2020 年时间互联短视频营销额处于行业前端，是抖音重要的代理公司之一。

(3) 与南极电商协同发展：时间互联也与南极电商协同了电商内容营销服务模式，将站内直播、短视频等内容与数字媒体应用相结合，并在公司内部搭建了直播间，不断进化自有达人孵化体系。由于公司与时间互联客户群体不同，MCN 机构合并后将发挥协同效应，通过时间互联在移动端流量应用的渠道、经验优势挖掘授权品牌或产品的移动端流量有效应用方式，提升支付转化率，推动公司实现稳健、可持续的发展。

4、盈利能力、营运能力

4.1、盈利能力

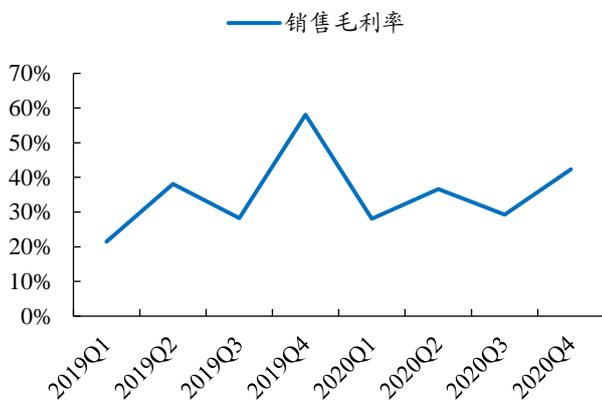
(1) **毛利率**: 2020 年公司毛利率为 35.14% (-3.36pct), 分季度来看, 2020Q1-2020Q4 的毛利率分别为 28.03%、36.64%、29.23%、42.36%。

分行业来看, 现代服务业的毛利率为 88.67%, 移动互联网业务的毛利率为 5.16%。分产品来看, 品牌综合服务业务的毛利率为 93.26%, 移动互联网媒体投放平台业务的毛利率为 4.92%。

(2) **费用端**: 2020 年公司期间费用率为 4.99% (-1.21%), 略有下降。其中销售费用率为 2.93% (-0.11pct), 管理费用率为 2.33% (+0.27pct), 研发费用率为 1.08% (-0.02pct), 财务费用率为 -1.35% (-1.34pct)。管理费用增加主要系人力成本增加、股权激励及本期新搬迁办公楼导致租赁增加所致, 财务费用增加主要系本期公司经营积累货币资金增加, 本期新购买大量定存增加, 对应利息收入增加所致。

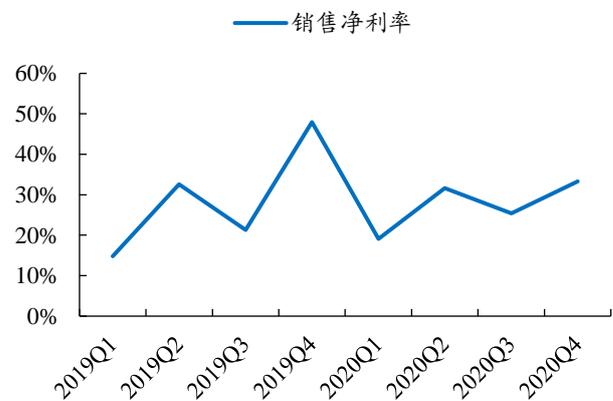
(3) **净利率**: 2020 年公司归母净利率为 28.48% (-2.4pct), 同比有所下滑, 主要系 2020Q4 净利率同比较大幅度下降影响。2020Q1-2020Q4 的归母净利率分别为 15.41% (+0.98pct)、31.17% (+1.22pct)、22.77% (+2.61pct)、31.65% (-14.57pct), 2020Q4 净利率同比下降主要系标签去库存。

图7: 2020 年公司单季度毛利率环比回暖



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图8: 2020 年公司单季度净利率环比回暖

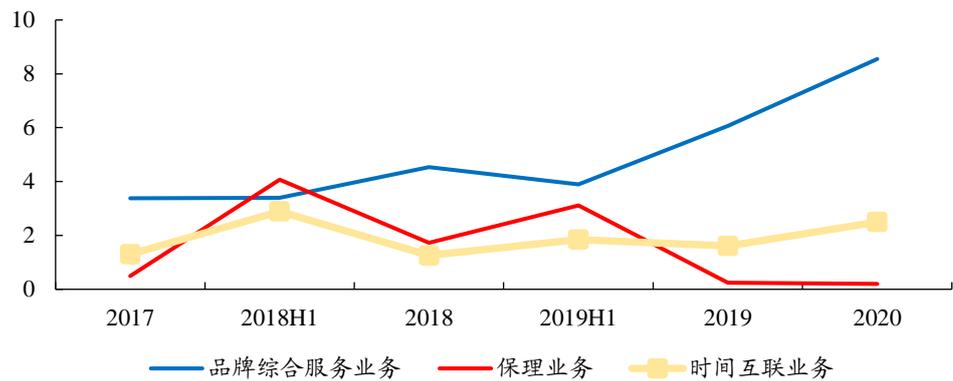


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

4.2、营运能力

(1) **存货**: 截至 2020 年底, 公司存货为 300.69 万元, 占总资产比例为 0.1%。

(2) **应收账款**: 应收票据及应收账款为 11.83 亿元, 占总资产比例为 17.33% (+2.93pct), 主要系报告期业务规模增长导致应收账款增加所致。

图9：业务规模增长导致 2020 年公司应收账款有所增加


数据来源：公司公告、开源证券研究所

(3) 现金流：公司经营活动现金流入 42.02 亿元 (+8.22%)，经营活动现金流出小计为 32.45 亿元 (+23.50%)。公司经营活动产生的现金流量净额为 9.56 亿元 (-23.79%)，主要系公司本期购买商品、接受劳务支付的现金增加所致。

5、公司的数字化优势和供应链优势显著

公司的**数字化优势**主要体现在以下几个方面：(1) 拥有庞大的消费者数据、品牌数据和工厂数据；(2) 以较低成本帮助服装工厂进行数字化转型，提高劳动生产率的同时，质量问题也能够溯源；(3) 不断提高具有代发货业务的店铺占比，2021 年店铺占比预计超 50%，未来的目标是一个店铺能销售所有工厂的货，一个工厂生产的货能被所有店铺所分销；(4) 公司已开发的“南极研设”平台能够让公司工厂每天实时监控每天的热销产品类型（面料、款式、价格、品牌等），助力工厂精准而及时地进行开发。

供应链优势：报告期内公司合作供应商为 1612 家（已合并渠道重复数），合作经销商总数为 6079 家（已合并渠道重复数），授权店铺 7337 家，其中拼多多渠道的供应商和经销商分别为 1094 家和 3816 家，均多于阿里渠道。

表4：2020 年公司在拼多多渠道的供应商数量超过阿里渠道

	阿里	拼多多	京东	唯品会/礼购/电购	其他
数量	928	1094	31	125	10
占比	42.41%	50%	1.42%	5.71%	0.46%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

表5：2020 年公司在拼多多渠道的经销商数量超过阿里渠道

	阿里	拼多多	京东	唯品会/礼购/电购	其他
数量	1715	3816	1068	87	1038
占比	22.20%	49.40%	13.83%	1.13%	13.44%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

随着公司数字化升级的进程稳步推进，供应链的数字化程度也在不断提高，将与不断增加的供应商和经销商数量产生协同效应，供应链的效率将稳步提升，公司供应链的优势将进一步扩大。

6、未来看点

(1) **拼多多渠道持续高增长且规模效应逐渐显现，预计未来货币化率将逐步提升。**我们认为，南极电商的投资逻辑正逐渐从受益于阿里平台红利转变成受益于拼多多平台红利。预计至 2022 年，公司在拼多多渠道的 GMV 将超越阿里，成为公司第一大渠道，且随着拼多多货币化率的逐步提升，以拼多多为主渠道后可有效逆转以阿里为第一大渠道时市场对公司整体 GMV 增速放缓、货币化率持续下降的预期。

(2) **进一步丰富品牌及品类矩阵，并继续发挥时间互联与公司业务的协同优势。**公司在保持现有品牌数量的同时适当增加适合公司运营的品牌，横向和纵向丰富产品类目内涵，进一步提升产品的性价比；充分发挥时间互联在移动端的渠道、经验优势，发挥业务协同优势，在 MCN 板块和信息流板块继续进行发展和创新。

(3) **进军直播电商渠道，并继续加大信息化投入。**直播电商渠道是流量瓶颈下挖掘存量市场的重要手段，公司已设立子公司布局品牌直播业务；公司将继续加大信息化投入，持续提高供应链效率，打造产业链服务加授权的 2.0 版。

7、盈利预测与投资建议

长期看，公司坚持好货不贵理念，在规模、供应链和数字化护城河下，持续业务创新、丰富品牌品类、从低价赛道走向品质和研发为导向的价值赛道将提高公司竞争力；**短期看**，随着拼多多渠道规模化效应凸显、时间互联与本部业务协同效应释放，货币化率与支付转化率均将稳步提升。我们调整 2021-2022 年盈利预测及新增 2023 年盈利预测：预计 2021-2023 年公司净利润分别为 15.4 (-0.1)、20.9 (+1.0) 和 27.0 亿元，对应 EPS 分别为 0.63 (0)、0.85 (+0.04) 和 1.1 元，当前股价对应的 PE 分别为 14.2、10.5 和 8.1 倍，维持公司“买入”评级。

8、风险提示

平台竞争格局变化；品类扩张不及预期、货币化率提高不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4011	5021	8696	10282	12735
现金	1281	2974	6463	7983	10550
应收票据及应收账款	863	1183	1100	931	877
其他应收款	88	61	109	89	145
预付账款	229	248	298	338	411
存货	5	3	6	3	7
其他流动资产	1544	554	719	937	746
非流动资产	1474	1485	1487	1486	1488
长期投资	0	6	11	15	20
固定资产	7	7	7	5	6
无形资产	560	560	558	556	554
其他非流动资产	907	912	911	909	907
资产总计	5485	6506	10182	11768	14223
流动负债	626	724	888	793	955
短期借款	100	50	75	63	69
应付票据及应付账款	69	150	86	168	109
其他流动负债	457	524	726	563	776
非流动负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	626	724	888	793	955
少数股东权益	0	-0	-0	-0	-0
股本	417	417	2455	2455	2455
资本公积	1479	1487	1487	1487	1487
留存收益	3114	4000	5486	7502	10086
归属母公司股东权益	4859	5782	9294	10975	13268
负债和股东权益	5485	6506	10182	11768	14223

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1255	956	1584	2046	2632
净利润	1206	1185	1544	2088	2701
折旧摊销	46	3	4	4	3
财务费用	-0	-57	-57	-96	-115
投资损失	-35	-22	-23	-23	-23
营运资金变动	38	-209	117	73	67
其他经营现金流	0	56	-0	-0	-0
投资活动现金流	-1596	-225	-145	-202	221
资本支出	15	6	-4	-5	-3
长期投资	-1554	-299	-5	-5	-5
其他投资现金流	-3135	-518	-154	-212	213
筹资活动现金流	-61	-334	2051	-324	-286
短期借款	30	-50	25	-13	6
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	2038	0	0
资本公积增加	-2	8	0	0	0
其他筹资现金流	-89	-292	-12	-311	-292
现金净增加额	-402	398	3490	1520	2567

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3907	4172	4771	5566	6554
营业成本	2403	2706	2922	3141	3425
营业税金及附加	10	10	12	14	17
营业费用	119	122	157	178	210
管理费用	80	97	119	134	164
研发费用	43	45	52	61	72
财务费用	-0	-57	-57	-96	-115
资产减值损失	-1	-2	-2	-2	-3
其他收益	5	20	12	16	14
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	35	22	23	23	23
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	1248	1228	1602	2175	2822
营业外收入	31	22	26	26	26
营业外支出	0	1	0	0	0
利润总额	1278	1249	1628	2201	2848
所得税	72	64	84	113	147
净利润	1206	1185	1544	2088	2701
少数股东损益	0	-3	0	0	0
归母净利润	1206	1188	1544	2088	2701
EBITDA	1321	1228	1590	2140	2764
EPS(元)	0.49	0.48	0.63	0.85	1.10

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	16.5	6.8	14.4	16.7	17.8
营业利润(%)	33.2	-1.5	30.4	35.8	29.7
归属于母公司净利润(%)	36.1	-1.5	30.0	35.2	29.4
获利能力					
毛利率(%)	38.5	35.1	38.7	43.6	47.7
净利率(%)	30.9	28.5	32.4	37.5	41.2
ROE(%)	24.8	20.5	21.3	23.4	24.1
ROIC(%)	24.3	19.9	20.5	22.5	23.2
偿债能力					
资产负债率(%)	11.4	11.1	8.7	6.7	6.7
净负债比率(%)	-24.3	-50.6	-88.0	-88.6	-93.3
流动比率	6.4	6.9	9.8	13.0	13.3
速动比率	5.9	6.5	9.4	12.5	12.8
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5
应收账款周转率	4.8	4.1	4.2	5.5	7.3
应付账款周转率	39.8	24.7	24.7	24.7	24.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.49	0.48	0.63	0.85	1.10
每股经营现金流(最新摊薄)	0.51	0.39	0.65	0.83	1.07
每股净资产(最新摊薄)	1.98	2.36	2.96	3.64	4.57
估值比率					
P/E	18.2	18.5	14.2	10.5	8.1
P/B	4.5	3.8	3.0	2.5	2.0
EV/EBITDA	14.6	15.1	9.4	6.2	3.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn