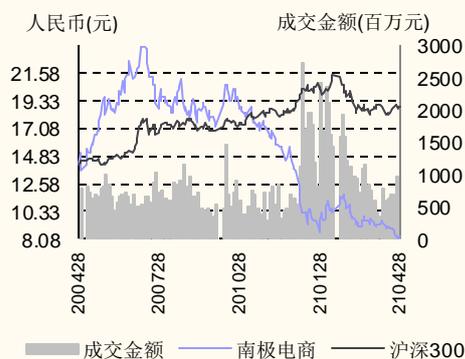


市场价格 (人民币): 8.36 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	24.55
已上市流通 A 股(亿股)	19.67
总市值(亿元)	205.23
年内股价最高最低(元)	23.81/8.08
沪深 300 指数	5119
深证成指	14398



相关报告

1. 《南极电商 2020 年报点评-拼多多拉动 GMV 高增, 货币化率下...》, 2021.4.19
2. 《Q3 主业净利同增 35%, GMV 同增 45%-Q3 主业净利同增...》, 2020.10.23
3. 《H1 核心业务营收同增 19%, GMV 同增 31%-H1 核心业务营收...》, 2020.8.23
4. 《疫情期间主业维持正增, 供应链能力持续升级-疫情期间主业...》, 2020.4.29

李婕 分析师 SAC 执业编号: S1130520110003
lijie6@gjzq.com.cn

GMV 增速环比提升, 货币化率继续下滑

公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,907	4,172	4,712	5,400	6,170
营业收入增长率	16.52%	6.78%	12.94%	14.60%	14.27%
归母净利润(百万元)	1,206	1,188	1,415	1,753	2,166
归母净利润增长率	36.06%	-1.50%	19.10%	23.87%	23.58%
摊薄每股收益(元)	0.491	0.484	0.576	0.714	0.882
每股经营性现金流净额	0.51	0.36	2.56	4.09	4.65
ROE(归属母公司)(摊薄)	24.82%	20.55%	19.44%	19.53%	19.82%
P/E	22.21	28.27	14.51	11.71	9.48
P/B	5.51	5.81	2.82	2.29	1.88

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- **事件:** 公司 4 月 27 日发布 1Q21 业绩, 实现收入 8.13 亿元 (+20.99%), 归母净利润 1.34 亿元 (+4.28%), 扣非归母净利润 1.28 亿元 (+23.73%), 业绩符合预期。**按业务分析:** 本部业务实现营收 1.53 亿元 (+0.62%), 其中品牌授权及综合服务业务实现收入 1.37 亿元 (+0.15%), 归母净利润 1.05 亿元 (+5.43%); 时间互联继续保持头部优势, 实现营收 6.60 亿元 (+26.95%), 归母净利 0.29 亿元 (+0.35%)。
- **拼多多带动 GMV 增速提升, 货币化率有所下滑。** 1) 1Q21 GMV 为 91.24 亿元 (+59.25%), 增速环比 4Q20 提升 33pct。分渠道看, 拼多多增速持续领跑, 阿里、京东、拼多多、唯品会 GMV 分别同增 28.64%、58.97%、206.27%、67.46%; 分品牌看, 南极人/卡帝乐鳄鱼/精典泰迪 GMV 分别同增 58.68%/57.19%/110.33%, 各品牌均保持快速增长。2) 按照品牌授权及综合服务业务口径计算, 1Q21 公司货币化率 1.5%, 同降 0.89pct, 主要系货币化率较高的阿里渠道增速放缓, 新平台、新品类占比提升所致。
- **毛、净利率均有下滑, 应收账款上升。** 1Q21 毛利率 23.4% (-4.6pct)、净利率 16.39% (-2.7pct), 主要系高毛利本部业务占比下滑 (-3.95pct) 所致。1Q21 应收账款 12.65 亿元、相比年初增 12.25%, 主要系保理业务本期新增放款所致, 但由于公司积极加强对应收账款的催收, 信用减值损失同比减少 110.35%至 267.5 万元。
- **与值得买签署协议, 推进直播电商布局。** 3 月 17 日公司与值得买旗下有助科技签署合作协议, 授权其在抖音电商 (抖音小店、精选联盟等) 等渠道使用南极人商标, 有助科技将向公司支付不超 8000 万元的第一期授权费。我们认为, 此次合作加快了公司直播电商业务布局, 为公司新添了业绩增量。

投资建议与风险提示

- **投资建议:** 公司新渠道、新品类快速上量后运营效率预计将增强, 毛、净利率有望提升, 将拉动公司业绩增长。考虑到 1Q21 货币化率恢复不及预期, 将 2021-23 年盈利预测下调 8%, EPS 分别为 0.58/0.71/0.88 元, 对应 PE15/12/9 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 阿里平台流量规则变化公司股份降低, 货币化率提升不及预期。

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)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	3,353	3,907	4,172	4,712	5,400	6,170	货币资金	1,190	1,281	2,974	4,006	5,596	7,272
增长率		16.5%	6.8%	12.9%	14.6%	14.3%	应收款项	825	951	1,244	1,431	1,640	1,874
主营业务成本	-2,197	-2,403	-2,706	-2,866	-3,048	-3,345	存货	3	5	3	16	17	18
%销售收入	65.5%	61.5%	64.9%	60.8%	56.5%	54.2%	其他流动资产	1,040	1,773	801	828	854	891
毛利	1,156	1,504	1,466	1,846	2,352	2,826	流动资产	3,058	4,011	5,021	6,280	8,107	10,055
%销售收入	34.5%	38.5%	35.1%	39.2%	43.5%	45.8%	%总资产	67.2%	73.1%	77.2%	81.0%	84.6%	87.2%
营业税金及附加	-10	-10	-10	-12	-24	-40	长期投资	14	0	6	16	18	19
%销售收入	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%	0.5%	0.7%	固定资产	3	7	7	8	12	13
销售费用	-111	-119	-122	-146	-173	-201	%总资产	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
%销售收入	3.3%	3.0%	2.9%	3.1%	3.2%	3.3%	无形资产	1,453	1,457	1,453	1,454	1,444	1,437
管理费用	-57	-80	-97	-131	-178	-222	非流动资产	1,492	1,474	1,485	1,478	1,473	1,469
%销售收入	1.7%	2.1%	2.3%	2.8%	3.3%	3.6%	%总资产	32.8%	26.9%	22.8%	19.0%	15.4%	12.8%
研发费用	-38	-43	-45	-47	-70	-74	资产总计	4,549	5,485	6,506	7,758	9,580	11,524
%销售收入	1.1%	1.1%	1.1%	1.0%	1.3%	1.2%	短期借款	70	100	50	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	940	1,251	1,191	1,511	1,906	2,289	应付款项	219	188	306	262	274	293
%销售收入	28.0%	32.0%	28.6%	32.1%	35.3%	37.1%	其他流动负债	495	338	368	219	334	302
财务费用	-5	0	57	71	99	133	流动负债	784	626	724	480	608	595
%销售收入	0.2%	0.0%	-1.4%	-1.5%	-1.8%	-2.2%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-21	44	61	44	42	58	其他长期负债	1	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	785	626	724	480	608	595
投资收益	23	35	22	0	0	0	普通股股东权益	3,739	4,859	5,782	7,278	8,972	10,929
%税前利润	2.4%	2.8%	1.7%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	417	417	417	417	417	417
营业利润	937	1,248	1,228	1,625	2,047	2,481	未分配利润	1,776	2,941	3,798	5,171	6,866	8,823
营业利润率	27.9%	31.9%	29.4%	34.5%	37.9%	40.2%	少数股东权益	26	0	0	0	0	0
营业外收支	26	30	21	0	0	0	负债股东权益合计	4,549	5,485	6,506	7,758	9,580	11,524
税前利润	963	1,278	1,249	1,625	2,047	2,481	比率分析						
利润率	28.7%	32.7%	30.0%	34.5%	37.9%	40.2%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-76	-72	-64	-210	-295	-315	每股指标						
所得税率	7.9%	5.6%	5.2%	13.0%	14.4%	12.7%	每股收益	0.361	0.491	0.484	0.576	0.714	0.882
净利润	887	1,206	1,185	1,415	1,753	2,166	每股净资产	1.523	1.979	2.355	2.965	3.655	4.452
少数股东损益	1	0	-3	0	0	0	每股经营现金净流	0.225	0.510	0.364	2.555	4.089	4.652
归属于母公司的净利润	886	1,206	1,188	1,415	1,753	2,166	每股股利	0.000	0.120	0.100	0.100	0.140	0.500
净利率	26.4%	30.9%	28.5%	30.0%	32.5%	35.1%	回报率						
							净资产收益率	23.71%	24.82%	20.55%	19.44%	19.53%	19.82%
							总资产收益率	19.49%	21.99%	18.26%	18.24%	18.29%	18.79%
							投入资本收益率	22.59%	23.82%	19.37%	18.07%	18.19%	18.29%
							增长率						
							主营业务收入增长率	240.12%	16.52%	6.78%	12.94%	14.60%	14.27%
							EBIT增长率	58.29%	33.11%	-4.83%	26.84%	26.16%	20.09%
							净利润增长率	65.92%	36.06%	-1.50%	19.10%	23.87%	23.58%
							总资产增长率	19.07%	20.57%	18.62%	19.24%	23.48%	20.30%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	67.1	70.7	83.9	95.0	95.0	95.0
							存货周转天数	1.3	0.7	0.6	2.0	2.0	2.0
							应付账款周转天数	6.3	9.2	14.8	13.0	12.0	11.0
							固定资产周转天数	0.3	0.6	0.6	0.7	1.1	1.1
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-29.74%	-54.97%	-59.21%	-61.91%	-67.95%	-71.11%
							EBIT利息保障倍数	180.6	-2,702.5	-21.1	-21.4	-19.2	-17.2
							资产负债率	17.26%	11.41%	11.13%	6.19%	6.35%	5.16%

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	3	12	17	22	57
增持	2	3	3	3	2
中性	1	2	2	2	2
减持	0	0	0	0	0
评分	1.67	1.41	1.32	1.26	1.10

来源：聚源数据

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	2019-10-18	买入	11.43	15.00~15.00
2	2019-12-15	买入	10.81	N/A
3	2020-03-01	买入	9.77	N/A
4	2020-04-16	买入	11.88	18.00~18.00
5	2020-04-29	买入	14.27	18.00~18.00
6	2020-08-23	买入	21.01	N/A
7	2020-10-23	买入	20.20	N/A
8	2021-04-19	买入	8.95	10.90~10.90

来源：国金证券研究所



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,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402