

2021Q1 点评：扣非净利润+23.73%，拼多多渠道拉动 GMV 高增 买入（维持）

2021 年 04 月 29 日

证券分析师 吴劲草
执业证号：S0600520090006
wujc@dwzq.com.cn

研究助理 阳靖
yangjing@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	4,172	4,463	4,938	5,511
同比 (%)	6.8%	7.0%	10.6%	11.6%
归母净利润 (百万元)	1,188	1,252	1,462	1,679
同比 (%)	-1.5%	5.4%	16.8%	14.9%
每股收益 (元/股)	0.48	0.51	0.60	0.68
P/E (倍)	16.70	15.85	13.57	11.81

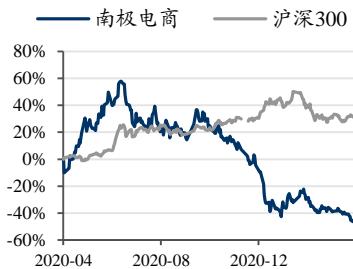
业绩简评

- 4月27日公司发布2021一季报。2021Q1公司实现收入8.13亿元，同比+20.99%；归母净利润1.34亿元，同比+4.28%；扣非净利润1.28亿元，同比+23.73%。

经营分析

- **2021年Q1公司本部与时间互联业务的收入、利润均实现增长：**一季度公司本部实现收入1.53亿元，同比+0.62%；归母净利1.05亿元，同比+5.43%；时间互联实现收入6.60亿元，同比+26.95%，归母净利0.29亿元，同比+5.43%。时间互联重点加大短视频营销业务布局，快速与头部短视频营销媒体加深合作，实现高速增长。
- **拼多多渠道推动整体GMV加速增长：**2021Q1，公司GMV为91.24亿元，同比+59.25%，创2019Q3以来最高季度增速。我们认为GMV高增主要原因包括：①去年Q1基数较低；②拼多多GMV高增趋势的持续。分渠道来看：阿里GMV为45.92亿元/+28.64%YoY，京东GMV为14.84亿元/+58.97%YoY，拼多多GMV为25.75亿元/+206.27%YoY；唯品会GMV为4.73亿元，同比+67.46%。
- **多品牌齐头并进，未来将持续丰富品牌矩阵：**分品牌看，2021年一季度，公司旗下南极人/卡帝乐鳄鱼/精品泰迪GMV分别为82.88/7.10/0.70亿元，同比增长58.68%/57.19%/110.33%，各个品牌均保持持续增长。公司计划持续丰富品牌矩阵内涵，保持现有品牌的同时适当增加公司运营的品牌数量，横向和纵向丰富产品类目内涵，进一步提升产品覆盖面积和性价比。
- **期待拼多多货币化率提升及社交电商新渠道开拓：**2021Q1，公司品牌综合服务货币化率为1.68%，同比-0.72pct。我们认为货币化率下降的主要原因包括①传统货币化率较高的阿里渠道占比下降及流量规则变更；②拼多多货币化率不高。未来随公司在拼多多的影响力不断扩大以及拼多多平台的品牌化程度不断加深，我们看好拼多多渠道货币化率提升前景。近期公司宣布与值得买旗下有助科技签署合作协议，布局抖音电商，有望成为新的业绩增长点。
- **盈利预测与投资评级：**阿里渠道增速放缓一定程度上影响公司中短期内的货币化率和利润增速。公司积极布局拼多多、社交电商等新渠道，整体GMV仍有望保持强劲增长。我们预测公司2021-23年归母净利润为12.5/14.6/16.8亿元。4月29日收盘价对应21-23年PE为16/14/12x，维持“买入”评级。
- **风险提示：**平台政策变更，品类拓展不及预期，供应商质控问题等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	8.08
一年最低/最高价	7.86/24.41
市净率(倍)	3.85
流通A股市值(百万元)	15896.52

基础数据

每股净资产(元)	2.10
资产负债率(%)	10.34
总股本(百万股)	2454.87
流通A股(百万股)	1967.39

相关研究

- 《**南极电商(002127)：2020年年报点评：阿里渠道增速有所放缓，整体GMV仍保持高增**》
2021-04-19
- 《**南极电商(002127)：启动上市以来规模最大的回购计划，拟现金回购5-7亿元，坚定长期发展信心**》
2021-01-06
- 《**南极电商(002127)：Q3归母净利+34.9%，Q4“早冬”+“报复消费”双重利好，复苏加速后续可期**》
2020-10-23

南极电商三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)		2020A	2021E	2022E	2023E
					营业收入	营业成本				
流动资产	5,021	8,120	9,244	10,530	减:营业成本	2,706	4,172	4,463	4,938	5,511
现金	2,974	5,944	6,857	7,869	营业税金及附加	10	11	12	14	3,631
应收账款	1,183	1,256	1,449	1,655	营业费用	122	125	137	152	
存货	3	4	5	5	管理费用	97	89	99	110	
其他流动资产	862	915	933	1,001	研发费用	45	29	40	50	
非流动资产	1,485	1,600	1,636	1,669	财务费用	-57	-100	-157	-182	
长期股权投资	6	12	17	23	资产减值损失	2	0	0	0	
固定资产	7	6	4	4	加:投资净收益	22	23	26	26	
在建工程	0	0	0	0	其他收益	20	6	8	10	
无形资产	560	671	702	729	资产处置收益	0	0	0	0	
其他非流动资产	912	912	912	912						
资产总计	6,506	9,720	10,880	12,199	营业利润	1,228	1,340	1,543	1,771	
流动负债	724	714	818	864	加:营业外净收支	21	26	26	26	
短期借款	50	0	0	0	利润总额	1,249	1,366	1,569	1,797	
应付账款	150	165	182	200	减:所得税费用	64	113	105	116	
其他流动负债	524	549	637	663	少数股东损益	-3	1	1	2	
非流动负债	0	2	2	2	归属母公司净利润	1,188	1,252	1,462	1,679	
长期借款	0	2	2	2	EBIT	1,163	1,233	1,377	1,576	
其他非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	1,167	1,237	1,381	1,578	
负债合计	724	717	821	866	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	
少数股东权益	-0	1	3	4	每股收益(元)	0.48	0.51	0.60	0.68	
归属母公司股东权益	5,782	9,002	10,057	11,329	每股净资产(元)	2.36	2.84	3.27	3.78	
负债和股东权益	6,506	9,720	10,880	12,199	发行在外股份(百万股)	2455	2455	2455	2455	
					ROIC(%)	47.0%	224.0%	200.1%	164.6%	
					ROE(%)	20.5%	18.0%	18.2%	18.1%	
现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	35.1%	32.8%	33.2%	34.1%	
经营活动现金流	956	1,046	1,177	1,247	销售净利率(%)	28.5%	28.0%	29.6%	30.5%	
投资活动现金流	-225	-97	-14	-9	资产负债率(%)	11.1%	7.4%	7.5%	7.1%	
筹资活动现金流	-334	2,021	-250	-226	收入增长率(%)	6.8%	7.0%	10.6%	11.6%	
现金净增加额	398	2,971	913	1,012	净利润增长率(%)	-1.5%	5.4%	16.8%	14.9%	
折旧和摊销	3	4	4	2	P/E	16.70	15.85	13.57	11.81	
资本开支	6	110	30	27	P/B	3.43	2.85	2.47	2.13	
营运资本变动	-209	-88	-108	-228	EV/EBITDA	14.07	10.83	9.04	7.27	

数据来源：贝格数据，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、意见及推測不一致的报告。

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，并注明出自为东吴证券研究所，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：

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。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

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>