

南极电商 (002127.SZ) 2021H1 库存商标去化顺利, 期待下半年业绩修复

2021年08月30日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

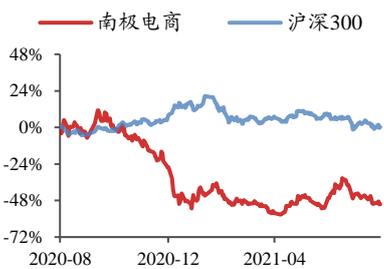
吕明 (分析师)

lvming@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

日期	2021/8/27
当前股价(元)	9.04
一年最高最低(元)	21.00/7.78
总市值(亿元)	221.92
流通市值(亿元)	177.11
总股本(亿股)	24.55
流通股本(亿股)	19.59
近3个月换手率(%)	257.41

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《公司深度报告-新南极: 渠道更迭, 需求不灭; 品牌外延, 模式升级》-2021.7.6

《公司信息更新报告-2021Q1 扣非净利润超预期, 预计 Q2 业绩恢复较快增长》-2021.4.27

《公司信息更新报告-2020 年拼多多持续高增, 2021 年货币化率有望提升》-2021.4.19

● 2021H1 业绩基本符合预期, 阿里渠道库存去化顺利, 维持“买入”评级

2021H1 公司收入 16.61 亿元 (+2.15%), 归母净利润 2.46 亿元 (-42.85%), 收入同比略增长主要系时间互联收入冲抵了阿里渠道增速放缓导致的本部收入下降。考虑新项目持续投入可能稀释部分利润, 我们下调 2021-2023 年盈利预测, 预测 2021-2023 年归母净利润为 8.0/13.1/18.4 亿元 (此前为 15.4/20.9/27.0 亿元), 对应 EPS 为 0.3/0.5/0.8 元, 当前股价对应 PE 为 32.0/19.4/13.9 倍, 预计公司渠道结构常态化、货币化率提升趋势下, GMV 与收入将同步修复, 继续维持“买入”评级。

● 收入拆分: 本部业务收入受标签库存去化影响, 时间互联业务增长稳定

2021H1 本部业务收入 3.17 亿元 (-35.49%), 净利润 1.93 亿元 (-49.55%), 分渠道看, 拼多多渠道收入超 7,000 万元, 增速超 60%; 直播业务收入超 2,000 万元, 本部收入下降主要系公司主动调整阿里渠道收入目标以降低阿里渠道客户的商标库存压力, 目前库存去化顺利, 预计 2021H2 收入将大幅改善。2021H1 时间互联收入 13.44 亿元 (+20.43%), 广告板块拓展老客户合作渠道的同时新增了百度系客户和 Soul、陌陌、探探等社交型大客户, 预计未来盈利能力将稳步提升。

● GMV 拆分: 传统搜索渠道增速趋缓, 拼多多渠道转向中速, 抖音等渠道亮眼

2021H1 GMV 为 191.03 亿元 (+32.87%), 增速符合预期。分渠道看, 阿里/拼多多/京东/唯品会渠道 GMV 增速分别为 3.72%/115.94%/39.41%/40.9%, 占比为 48%/30%/15%/5%; 抖音及快手渠道 GMV 为 4.15 亿元, 占比 2%。货币化率: 2021H1 品牌综合服务的平均收费标准增长超 8%, 货币化率 1.49% 主要系去库存所致。

● 盈利能力短期承压, 营运能力良好, 看好五年规划释放多品牌品类、协同效应

2021H1 公司毛利率为 22.91% (-10.17pct), 期间费用率为 6.83% (+0.69pct) 主要系公司新增的跨境和食品业务对应的人力费用增加, 净利率为 14.81% (-11.67pct), 截至 2021H1 公司存货为 271.58 万元, 同比基本持平。看好公司未来的五年规划, 我们认为在规模、供应链和数字化护城河下, 公司持续业务创新、扩展品牌/品类/渠道广度将巩固竞争优势, 同时跨境业务有望成为新增增长点。

● 风险提示: 平台竞争格局变化; 新业务拓展、品类扩张不及预期。

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	4,205	5,244	6,227
YOY(%)	16.5	6.8	0.8	24.7	18.8
归母净利润(百万元)	1,206	1,188	795	1,311	1,838
YOY(%)	36.1	-1.5	-33.0	64.8	40.2
毛利率(%)	38.5	35.1	27.2	34.9	40.0
净利率(%)	30.9	28.5	18.9	25.0	29.5
ROE(%)	24.8	20.5	12.2	17.7	20.8
EPS(摊薄/元)	0.49	0.48	0.32	0.53	0.75
P/E(倍)	21.1	21.4	32.0	19.4	13.9
P/B(倍)	5.2	4.4	3.9	3.4	2.9

数据来源: 聚源、开源证券研究所

目 录

1、 2021H1 业绩基本符合预期，阿里渠道库存去化顺利.....	3
2、 GMV 增速符合预期、货币化率同比基本持平	5
2.1、 按渠道拆分：传统搜索渠道 GMV 增速趋缓，其他渠道多点开花.....	5
2.2、 2021H1 品牌服务的平均收费标准增长超 8%，货币化率同比持平	6
3、 时间互联稳健发展并持续创新和突破，盈利能力稳步提升.....	7
4、 盈利能力短期承压、营运能力维持良好.....	7
4.1、 盈利能力受阿里渠道去库存商标、新项目投入影响.....	7
4.2、 营运能力良好，经营性净现金流受回购和分红影响.....	8
5、 五年规划：围绕“品牌+消费品”拓展六大业务线.....	8
6、 盈利预测与投资建议	9
7、 风险提示	9
附： 财务预测摘要	10

图表目录

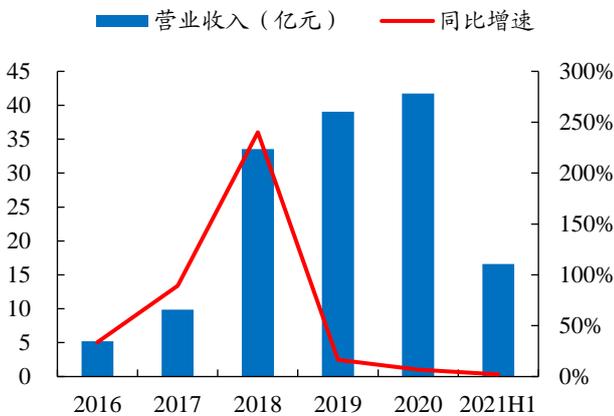
图 1： 公司 2021H1 实现营收 16.61 亿元（+2.15%）	3
图 2： 公司 2021H1 实现归母净利润 2.46 亿元（-42.85%）	3
图 3： 公司 2021Q2 整体收入下降 11.1%	3
图 4： 公司 2021Q2 整体净利润下降 62.9%	3
图 5： 2021Q2 拼多多渠道 GMV 稍有回落，抖音渠道表现亮眼.....	6
图 6： 公司 2021H1 货币化率为 1.49%	7
图 7： 2021H1 毛利率为 22.91%，同比-10.17pct	8
图 8： 2021Q1-Q2 毛利率分别为 23.44%、22.40%	8
图 9： 2021H1 期间费用率为 6.83%，同比+0.69pct	8
图 10： 2021Q1-Q2 期间费用率分别为 6.36%、7.28%	8
表 1： 2021H1 公司整体收入同比增长 2.13%，本部业务/时间互联分别增长-35.49%/+18.41%	4
表 2： 2021H1 公司整体净利润同比增长-42.92%，预计未来时间互联业务稳定增长.....	4
表 3： 2021Q1-Q2 拼多多渠道占比逐步提高、阿里渠道增速持续放缓、抖音渠道表现亮眼	5

1、2021H1 业绩基本符合预期，阿里渠道库存去化顺利

2021H1 公司实现营收 16.61 亿元(+2.15%)，实现归母净利润 2.46 亿元(-42.85%)，业绩基本符合预期。收入同比略有增长主要系时间互联业务收入冲抵了阿里渠道增速放缓导致本部收入的下降，净利润下降主要系阿里渠道客户收入显著下降的同时公司新项目投入导致费用率上升。

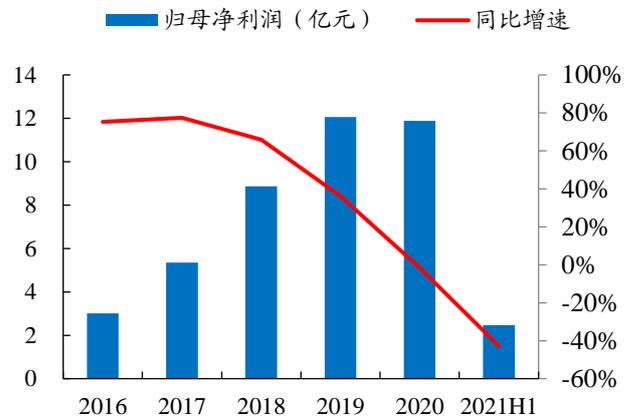
(1) 分季度看：2021Q1-Q2 分别实现单季度收入为 8.13 亿元(+20.99%)、8.49 亿元(-11.1%)；归母净利润为 1.34 亿元(+4.28%)、1.12 亿元(-62.9%)，2021Q2 净利润大幅下降主要系标签去库存力度加大，目前阿里渠道库存商标去化顺利，预计 2021H2 随着旺季到来，收入将有大幅提升。

图1：公司 2021H1 实现营收 16.61 亿元(+2.15%)



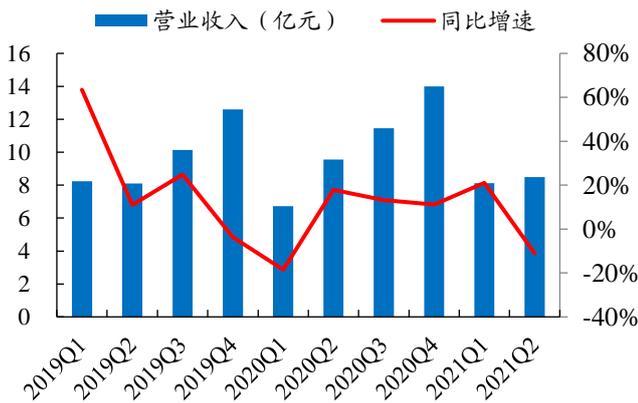
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2：公司 2021H1 实现归母净利润 2.46 亿元(-42.85%)



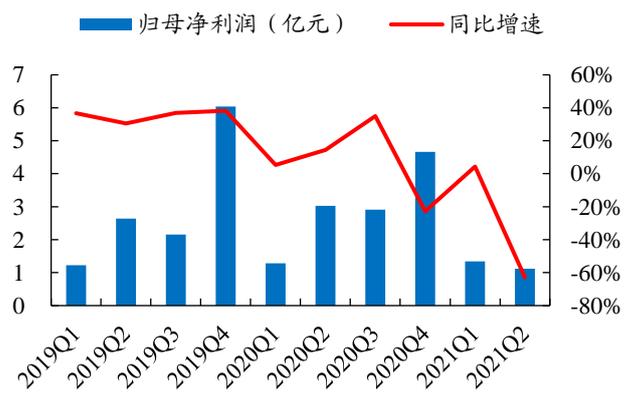
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：公司 2021Q2 整体收入下降 11.1%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：公司 2021Q2 整体净利润下降 62.9%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

拆分业务：2021H1 本部业务收入同比下降，时间互联业务增长稳定

(1) 2021H1 公司本部业务实现营收 3.17 亿元(-35.49%)，分渠道看，拼多多渠道收入超 7,000 万元，保持 60%+ 的高速增长；直播业务收入超 2,000 万元，本部收入下降主要系阿里渠道增速放缓，公司主动调整阿里渠道收入目标以降低阿里渠

道客户的商标库存压力，导致阿里渠道客户收入显著下滑。分业务看，品牌综合服务业务收入为 2.40 亿元（-42.58%），经销商品牌授权业务实现收入 0.44 亿元（+20.43%），自媒体流量变现业务收入为 0.50 亿元（+59.56%），保理业务收入为 0.15 亿元（-4.28%）。

2021H1 本部业务实现净利润 1.93 亿元（-49.55%），净利润同比下滑主要系 2021H1 阿里渠道的品牌授权服务业务收入下降而新项目投入带来的费用率上升所致。

（2）2021H1 时间互联业务实现营收 13.44 亿元（+18.41%），收入增长主要系广告和 MCN 板块稳健发展并持续创新突破，其中广告板块拓展老客户合作渠道的同时新增了百度系客户和 Soul、陌陌、探探等社交型大客户；MCN 板块延展多元化收入模式。

2021H1 时间互联实现净利润为 0.52 亿元（+1.68%），预计未来保持稳定增长。

表1：2021H1 公司整体收入同比增长 2.13%，本部业务/时间互联分别增长-35.49%/+18.41%

单位：亿元	2017	2018	2019	2020	2020H1	2021H1
公司本部业务	7.46	10.37	13.98	13.96	4.91	3.17
占比（%）	75.72%	30.92%	35.77%	33.47%	30.21%	19.08%
YOY（%）	43.38%	38.91%	34.79%	-0.03%	15.71%	-35.49%
--品牌服务费	6.22	9.00	12.41	12.46	4.19	2.40
占比（%）	63.06%	26.84%	31.76%	29.86%	25.75%	14.47%
YOY（%）		44.74%	37.89%	0.38%	19.14%	-42.58%
--经销商品牌授权	0.17	0.34	0.65	0.81	0.37	0.44
占比（%）	1.77%	1.01%	1.68%	1.94%	2.25%	2.65%
YOY（%）		94.37%	93.29%	23.82%	23.40%	20.43%
时间互联业务	2.39	23.16	25.1	27.76	11.35	13.44
占比（%）	24.28%	69.08%	64.25%	66.54%	69.79%	80.92%
YOY（%）	80.16%	867.54%	8.38%	10.57%	-6.18%	18.41%
收入合计	9.86	33.53	39.07	41.72	16.26	16.61
YOY	89.22%	240.12%	16.52%	6.78%	-0.49%	2.13%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

表2：2021H1 公司整体净利润同比增长-42.92%，预计未来时间互联业务稳定增长

单位：亿元	2017	2018	2019	2020	2020H1	2021H1
公司本部业务	5.07	7.59	10.99	10.72	3.8	1.93
占比（%）	94.94%	85.57%	91.13%	90.24%	88.17%	78.46%
YOY（%）	68.44%	49.70%	44.81%	-2.34%	15.50%	-49.55%
时间互联业务	0.27	1.27	1.08	1.16	0.51	0.52
占比（%）	5.06%	14.32%	8.96%	9.76%	11.83%	21.14%
YOY（%）	52.30%	370.37%	-14.96%	6.98%	-11.19%	1.68%
公司归母净利润	5.34	8.87	12.06	11.88	4.31	2.46
YOY（%）	77.42%	66.10%	35.96%	-1.49%	-63.72%	-42.92%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、GMV 增速符合预期、货币化率同比基本持平

公司凭借好货不贵的理念、去中心化的商业模式，GMV 总量依然保持增长，增速符合预期。2021H1 实现 GMV 为 191.03 亿元 (+32.87%)，分季度看，2021Q1-Q2 的 GMV 分别为 91.24/99.79 亿元，分别同比增长 59.25%/15.38%。

2.1、按渠道拆分：传统搜索渠道 GMV 增速趋缓，其他渠道多点开花

阿里平台的增速放缓但其他渠道多点开花，2021H1 阿里/拼多多/京东/唯品会 GMV 增速分别为 3.72%/115.94%/39.41%/40.9%，占比分别为 48%/30%/15%/5%，抖音及快手渠道 GMV 为 4.15 亿元，占比 2%，阿里渠道占比下降，拼多多渠道高增，抖音&快手渠道低开高走。

(1) 阿里渠道：2021H1GMV 同比增长 3.72%，2021Q1-Q2 占比持续下降

2021H1 阿里渠道实现 GMV91.47 亿元 (+3.72%)，其中 2021Q2GMV 为 45.55 亿元 (-13.22%)，2021Q2 增速放缓主要系阿里渠道流量规则改变，搜索流量占比下降，信息流推荐和内容营销占比提高所致，但公司未来在阿里渠道将继续坚持精细化运营，且仍然保持传统搜索渠道的销售和排名方面的竞争优势，预计 2021Q3、Q4 阿里渠道将有正向增长。

表3: 2021Q1-Q2 拼多多渠道占比逐步提高、阿里渠道增速持续放缓、抖音渠道表现亮眼

单位: 亿元	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q1-Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021H1
阿里	35.7	52.49	48.02	136.21	91.74	45.92	45.55	91.47
占比 (%)	62.31%	60.69%	56.66%	59.65%	52.86%	50.33%	45.65%	47.88%
YOY (%)	-0.9%	39.62%	27.24%	22.40%	-0.08%	28.64%	-13.22%	3.72%
拼多多	8.41	17.97	19.44	45.82	42.19	25.75	31.21	56.96
占比 (%)	14.68%	20.78%	22.94%	20.05%	24.31%	28.22%	31.28%	29.83%
YOY (%)	62.85%	112.99%	145.15%	112.77%	132.84%	206.27%	73.68%	115.94%
京东	9.33	11.14	11.68	32.15	25.77	14.84	13.70	28.54
占比 (%)	16.29%	12.88%	13.78%	14.07%	14.85%	16.26%	13.73%	14.94%
YOY (%)	11.05%	20.87%	30.21%	20.93%	27.39%	58.97%	22.99%	39.41%
唯品会	2.82	4.21	4.59	11.62	10.58	4.73	5.18	9.91
占比 (%)	4.93%	4.87%	5.42%	5.08%	6.10%	5.18%	5.19%	5.19%
YOY (%)	68.08%	56.54%	48.54%	55.65%	51.36%	67.46%	23.03%	40.90%
其他	1.03	0.68	0.93	2.64	3.36	/	4.15	4.15
占比 (%)	1.79%	0.79%	1.10%	1.15%	1.94%	/	4.16%	2.17%
YOY (%)	261.99%	-	-	131.94%	809.09%	/	/	/
GMV 合计	57.29	86.49	84.75	228.53	173.56	91.24	99.79	191.03
YOY	11.13%	48.49%	45.42%	35.96%	26.22%	59.25%	15.38%	32.87%

数据来源：公司公告、开源证券研究所，注：2021H1 其他渠道包括抖音与快手平台

(2) 拼多多渠道: 2021Q2 GMV 稍有回落, 未来将转入中速增长阶段

2021H1 拼多多渠道实现 GMV56.96 亿元, 同比增长 115.94%, 占比自 2020 年底的 21.89% 提升至 29.83%, 有望超越阿里平台成为公司的第一大渠道。

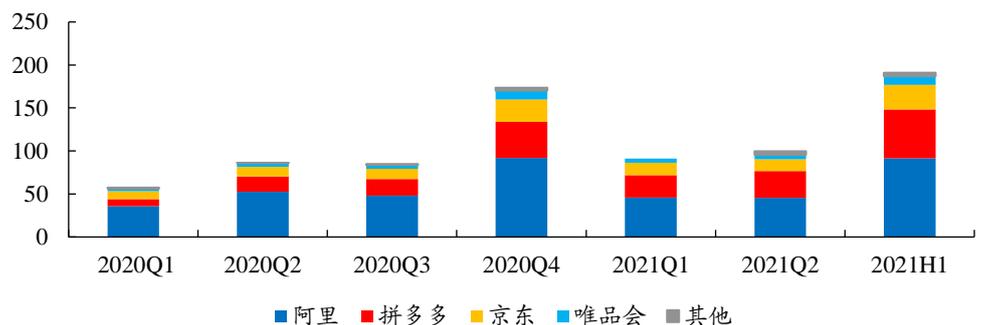
分季度看, 拼多多渠道 2021Q1-Q2 分别实现 GMV25.75/31.21 亿元, 同比 +206.27%/+73.68%, 2021Q2 增速环比 2021Q1 有所回落主要系线上服装总量增长有限, 而目前抖音、快手渠道增长较快所致, 预计未来将从高速转向中速增长。

(3) 抖音、快手渠道: 2021H1 表现亮眼, 预计将进入高速增长阶段

2021H1 抖音、快手渠道实现 GMV4.15 亿元, 占比为 2.17%。

公司在抖音的机遇为: ①各电商平台的角逐最终将落点至供应链的争夺, 南极电商拥有庞大的优质供应商资源和数字化管理能力; ②抖店垂直化经营可获流量倾斜, 南极电商多品类策略形成店群效应, 拓宽流量入口; ③抖音电商的搜索功能有望成为新发力点, 南极电商掌握在搜索规则主导的货架电商上打造单品爆款的逻辑, 搜索趋势下仍保持优势。目前南极电商“独家品类授权+大量达人分销”的策略起效, 南极人品牌在抖音电商的模式已经跑通, 叠加南极电商握有抖音电商重视的优质供应链资源, 有望充分享受抖音电商增长红利, 预计未来抖音渠道将进入高速成长阶段。

图5: 2021Q2 拼多多渠道 GMV 稍有回落, 抖音渠道表现亮眼

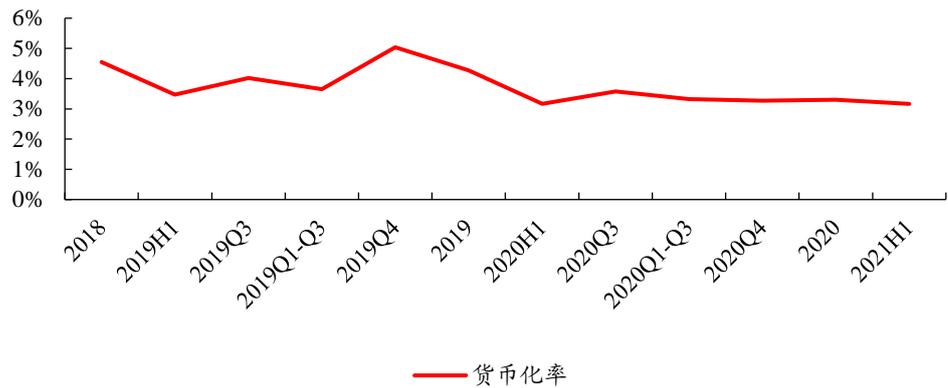


数据来源: 公司公告、开源证券研究所, 注: 2021H1 其他渠道包括抖音与快手平台

2.2、2021H1 品牌服务的平均收费标准增长超 8%, 货币化率同比持平

根据品牌服务及授权业务口径计算, 公司 2021H1 货币化率为 1.49%, 同比 2020H1 的 3.17% 下降 1.68pct, 其中淘宝、京东渠道货币化率下降占比高主要系渠道客户仍在去化库存阶段, 供应商未领取新的商标。

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, 2021H1 公司改变阿里渠道搜索逻辑下的无序竞价逻辑, 品牌综合服务费的平均收费标准增长超 8%, 预计在渠道扩充、品牌和品类扩充的趋势下, 收费费率将逐渐向上, 与品牌力共同增长; 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 2021H1 货币化率为 1.49%


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

3、时间互联稳健发展并持续创新和突破, 盈利能力稳步提升

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。2021H1 时间互联业务营收为 13.44 亿元, 同比增长 18.41%, 实现净利润为 0.52 亿元, 同比增长 1.68%。

(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。

①**老客户方面:** 阿里系客户的合作渠道从单一渠道覆盖至目前的 3-4 条渠道; 小红书、快手客户同样新增了渠道合作; ②**新客户方面:** 新增 Soul、探探、陌陌等良性的社交型大客户, 同时持续开拓大厂客户, 新增百度系大厂客户。大客户开拓思路为严格风控, 目前广告板块拥有完善的风控体系, 独立监管客户财务并进行账期、应收账款管理。

(2) **MCN 板块稳健发展并持续创新和突破,** 2021 年开始直播带货业务, 获快手 KA 渠道的核心代理商资质, 在深耕 MCN 业务的同时增加对快手平台达人及广告拓展的投入, 进红人获取流量并变现, 不断实现 MCN 收入的多元化。

4、盈利能力短期承压、营运能力维持良好

4.1、盈利能力受阿里渠道去库存商标、新项目投入影响

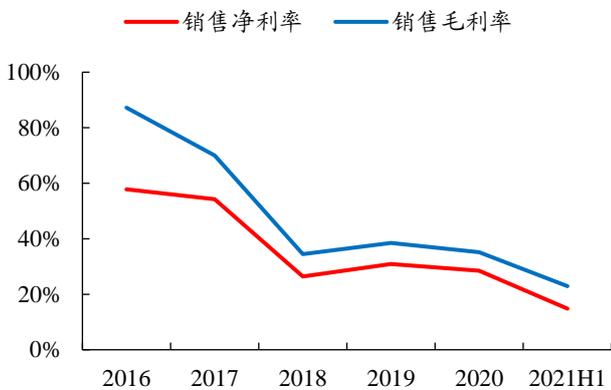
(1)**毛利率:** 2021H1 公司毛利率为 22.91% (-10.17pct), 分季度来看, 2021Q1-Q2 的毛利率分别为 23.44%、22.40%, 同比-4.59pct、-14.24pct。

分行业来看, 现代服务业的毛利率为 83.50%, 移动互联网业务的毛利率为 6.61%。**分产品来看,** 品牌综合服务业务的毛利率为 91.95%、经销商品牌授权业务毛利率为 96.31%, 移动互联网媒体投放平台业务的毛利率为 6.4%。

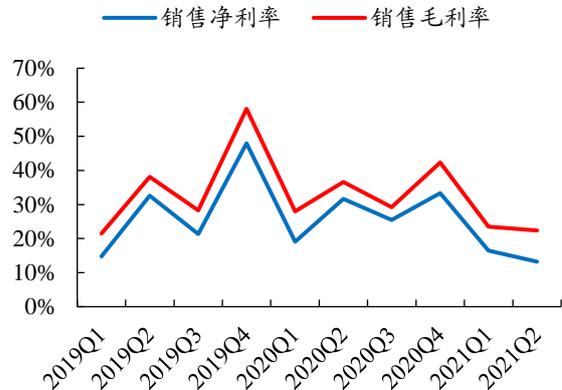
(2) **费用端:** 2021H1 公司期间费用率为 6.83% (+0.69pct), 略有上升, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.66%/3.82%/1.19%/-1.84%, 同比+0.86pct/+0.5pct/-0.44pct/-0.23pct, 销售费用率上升主要系公司新增的跨境和食品业务对应的人力费用增加。

(3) **净利率:** 2021H1 公司净利率为 14.81% (-11.67pct), 分季度看, 2021Q1-Q2

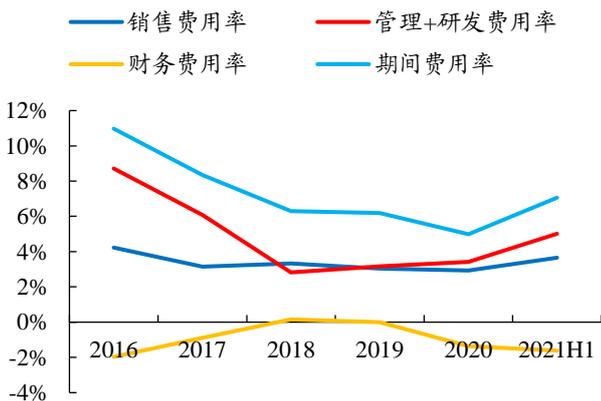
的净利率分别为 16.49% (-2.64pct)、13.21% (-18.44pct)，2021Q2 净利率同比下降主要系标签去库存且费用率提高。

图7: 2021H1 毛利率为 22.91%，同比-10.17pct


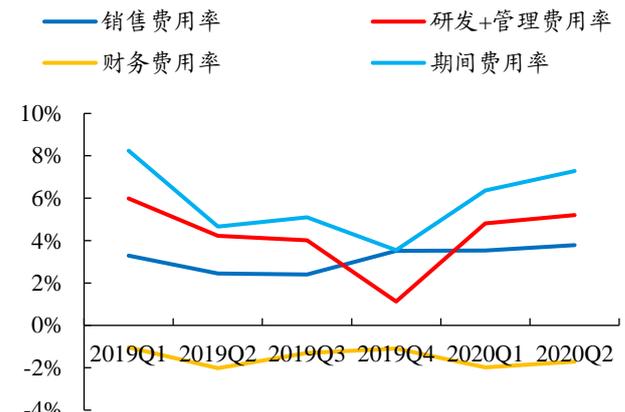
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图8: 2021Q1-Q2 毛利率分别为 23.44%、22.40%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图9: 2021H1 期间费用率为 6.83%，同比+0.69pct


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图10: 2021Q1-Q2 期间费用率分别为 6.36%、7.28%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

4.2、营运能力良好，经营性净现金流受回购和分红影响

(1) **存货**：截至 2021H1 公司存货为 271.58 万元，占总资产比例 0.05%。

(2) **应收账款及应收票据**：应收票据及应收账款为 13.59 亿元 (+19.28%)，应收账款周转天数为 138 天 (+27 天)。

(3) **经营性现金流**：截至 2021H1 公司经营活动净现金流为-2.65 亿元 (2020H1 为-0.26 亿元)，持有货币资金 17.98 亿元 (-11.11%)，主要系回购股份和分红导致现金支出增加。

5、五年规划：围绕“品牌+消费品”拓展六大业务线

公司未来五年将重点围绕“品牌+消费品”两条主线，结合“数字+供应链”，触达“用户+渠道”，重点拓展六大业务线，力争五年内实现 GMV 约 3,000 亿（零售端约 2,000 亿，供应链服务端约 1,000 亿）的目标，且营业收入大幅度提升。

(1) 品牌授权+服务: 通过合作及购买多种模式和国外优质品牌合作, 打造约 20 个世界级品牌, 加大对品牌、产品质量的管理力度, 并拓展渠道及品牌广度。

2021H1 公司宣布与 C&A 达成合作, 凭借 C&A 的品牌力, 在唯品会渠道迅速开出 6-9 个端口。由于国际品牌授权管理较严格, 对材料、可持续发展、用人、场景等方面需要透明且可溯源, 商标及吊牌印刷需指定单位, 公司未来将持续提高标准以合作更多优质品牌。

(2) 跨境独立平台: 通过自营模式, 创建女装 (Fommos)、童装 (母婴)、家装家电等多个境外销售平台。 目前在营销团队方面, 与飞书和蓝色光标 (跨境广告公司) 签订合同的人员已达 50 位; 技术方面, 聘请跨境行业资深人员为 CTO; 供应链管理方面, 持续吸纳行业内资深人才加盟。预计在深度打磨供应商标签、研发、策划、跨境退货及配送管理等环节后, 2021H2 有望上线跨境独立平台, 帮助国内优质供应链出海。

(3) 时尚产业品牌矩阵: 公司希望建立时尚品牌矩阵, 通过自营模式, 对国牌进行升级创新、对海外知名品牌进行本土化改造, 提高市场份额。

(4) 功能性营养食品矩阵: 一方面, 南极人品牌主要针对红海的商品, 例如南极人品牌的咖啡在抖音和拼多多渠道上已经处于领先地位, 目前已经和 100 家左右的战略合作伙伴形成南极人的食品联盟, 更多做品牌、数据、综合服务, 形成生态。另一方面, 公司将投资以功能营养性的品类为主的赛道宽、有创新性的新品类, 预计 2021 年底或 2022 年初单品将推出并销售。

(5) 南极产业网: 定位产业服务商, 通过建立南极产业网, 联合数百家各类服务商、原材辅料制造商, 为数千家已合作工厂及数万家行业工厂, 提供原料、辅料、面料、包装包材、设备、配件等的采购撮合服务, 以及“人财法”、质量检验检测等各种专业服务, 赋能中小企业, 降本增效, 实现可持续发展。

(6) 数字广告+红人, 长期看, 时间互联的数字广告、红人业务将与公司各品牌发挥协同效应。

6、盈利预测与投资建议

长期看, 看好公司未来的五年规划, 我们认为在规模、供应链和数字化护城河下, 公司持续业务创新、扩展品牌/品类/渠道广度将巩固竞争优势, 同时跨境业务有望成为新增长点; **短期看,** 考虑新项目持续投入可能稀释部分利润, 我们下调 2021-2023 年盈利预测, 预测 2021-2023 年归母净利润为 8.0/13.1/18.4 亿元 (此前为 15.4/20.9/27.0 亿元), 对应 EPS 为 0.3/0.5/0.8 元, 当前股价对应 PE 为 32.0/19.4/13.9 倍, 预计公司渠道结构常态化、货币化率提升趋势下, GMV 与收入将同步修复, 继续维持“买入”评级。

7、风险提示

平台竞争格局变化; 新业务拓展、品类扩张不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4011	5021	7966	8797	10393	营业收入	3907	4172	4205	5244	6227
现金	1281	2974	5201	5614	6930	营业成本	2403	2706	3061	3413	3736
应收票据及应收账款	863	1183	1717	1779	2239	营业税金及附加	10	10	11	13	16
其他应收款	88	61	89	98	124	营业费用	119	122	156	262	311
预付账款	229	248	233	366	345	管理费用	80	97	210	262	311
存货	5	3	7	3	8	研发费用	43	45	46	57	68
其他流动资产	1544	554	719	937	746	财务费用	-0	-57	-50	-77	-84
非流动资产	1474	1485	1485	1485	1487	资产减值损失	-1	-2	-2	-2	-3
长期投资	0	6	11	15	20	其他收益	5	20	12	16	14
固定资产	7	7	5	5	5	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	560	560	558	556	554	投资净收益	35	22	28	25	27
其他非流动资产	907	912	911	909	907	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	5485	6506	9451	10282	11880	营业利润	1248	1228	813	1356	1912
流动负债	626	724	906	833	1001	营业外收入	31	22	26	26	26
短期借款	100	50	57	69	69	营业外支出	0	1	0	0	0
应付票据及应付账款	69	150	97	179	124	利润总额	1278	1249	839	1382	1937
其他流动负债	457	524	751	586	808	所得税	72	64	43	71	100
非流动负债	0	0	0	0	0	净利润	1206	1185	795	1311	1838
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	-3	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0	归母净利润	1206	1188	795	1311	1838
负债合计	626	724	906	833	1001	EBITDA	1321	1228	806	1338	1883
少数股东权益	0	-0	-0	-0	-0	EPS(元)	0.49	0.48	0.32	0.53	0.75
股本	417	417	2455	2455	2455						
资本公积	1479	1487	1487	1487	1487	主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
留存收益	3114	4000	4766	6031	7789	成长能力					
归属母公司股东权益	4859	5782	8546	9449	10879	营业收入(%)	16.5	6.8	0.8	24.7	18.8
负债和股东权益	5485	6506	9451	10282	11880	营业利润(%)	33.2	-1.5	-33.8	66.8	40.9
						归属于母公司净利润(%)	36.1	-1.5	-33.0	64.8	40.2
						获利能力					
						毛利率(%)	38.5	35.1	27.2	34.9	40.0
						净利率(%)	30.9	28.5	18.9	25.0	29.5
						ROE(%)	24.8	20.5	12.2	17.7	20.8
						ROIC(%)	24.3	19.9	11.6	16.9	20.0
						偿债能力					
						资产负债率(%)	11.4	11.1	9.6	8.1	8.4
						净负债比率(%)	-24.3	-50.6	-79.0	-74.8	-77.6
						流动比率	6.4	6.9	8.8	10.6	10.4
						速动比率	5.9	6.5	8.5	10.1	10.0
						营运能力					
						总资产周转率	0.8	0.7	0.5	0.5	0.6
						应收账款周转率	4.8	4.1	2.9	3.0	3.1
						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	0.32	0.53	0.75
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.51	0.39	0.14	0.38	0.58
						每股净资产(最新摊薄)	1.98	2.36	2.65	3.02	3.60
						估值比率					
						P/E	21.1	21.4	32.0	19.4	13.9
						P/B	5.2	4.4	3.9	3.4	2.9
						EV/EBITDA	17.3	18.0	24.4	14.2	9.5

数据来源：聚源、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（underperform）	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（underperform）	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。

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