

商业贸易

导购电商平台龙头，UGC 及 IT 技术建设构建护城河

值得买是内容性导购电商平台，以“商品导购”作为主打，通过图文、视频等形式向用户推介价格实惠、值得购买的商品，并附上各类优惠券、商品链接等。公司运营内容类导购平台什么值得买网站及相应的移动客户端，通过投放广告引流，通过生产内容（大部分为 UGC）为用户提供高效、精准、中立、专业的消费决策支持留住用户，通过信息推广服务（导购、广告业务）及延伸的互联网效果营销平台服务和海淘代购平台服务变现。电商平台是值得买最主要的客户和营收来源，客户主要包括以淘宝、天猫、京东、网易、国美在线、一号店、当当网等为代表的综合电商平台，同时还有大量的以亚马逊中国、ebay、考拉海购等为代表的跨境电商平台。

电商导购行业受益于整体电商行业的增长而持续增长，内容类导购电商是未来趋势。网络购物在零售市场的渗透率不断扩大，成长起一批新兴电商平台，这些平台对导购的依赖程度较高；另一方面，网购商品信息过剩，电商的流量获取重心逐渐从用户搜索转向平台推荐，推动了内容类导购和价格类导购两类电商导购模式的发展。未来内容类导购电商是趋势，一方面，网络购物行业逐渐成熟，消费者消费水平提高以及消费观念转变，价格敏感度变低，对产品的关注从价格转向品质；另一方面，电商平台获客成本逐渐变高，除借助电商导购平台获取流量，提高用户粘性成为又一关键点，而内容类导购的用户忠诚度高于价格类导购。

值得买注重用户及用户内容获取和 IT 技术建设。公司注重线上广告投放，重点依次为搜索引擎&楼宇广告、积分墙&微信贴片广告、应用商店推广。在业务推广费用的持续投放下，公司月活跃用户数和注册用户数持续增长。持续增长的用户数为优惠信息数量的贡献及其相应的收入的增加带来持续的增长动力。公司注重 IT 技术的建设，机器贡献优惠信息占比提升。

风险提示：电商行业剧变，电商消费者购物习惯变化

证券研究报告

2019 年 07 月 17 日

投资评级

行业评级

强于大市(调低评级)

上次评级

作者

刘章明

分析师

SAC 执业证书编号：S1110516060001

liuzhangming@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《商业贸易-公司专题研究:华致酒行价值思考五问五答》 2019-07-16
- 2 《商业贸易-行业深度研究:酒企的白银时代，酒类流通的黄金时代》 2019-07-16
- 3 《商业贸易-行业专题研究:鸿合 VS 视源深度对比:鸿合海外发力，视源深耕产品》 2019-07-11



内容目录

1. 内容类导购平台龙头，流量运营正当时	4
1.1. 个人博客转型内容类导购平台，丰富推荐品类，对接全渠道客户	4
1.2. 信息推广服务与互联网效果营销平台服务双轮驱动公司增长	5
1.3. 股权结构集中，高管受到充分激励	7
2. 导购&电商广告&互联网效果营销平台行业均较为集中，格局较稳定	7
2.1. 电商导购行业稳定增长，内容类导购电商占比提升，较为集中	7
2.2. 电商广告市场规模增速放缓，集中在阿里等大型互联网电商	10
2.3. 互联网效果营销平台服务行业集中度高，竞争格局基本定型	10
3. 加大 APP 端引流力度，依托用户及 IT 获取内容	11
3.1. 加大线上广告宣传力度，引流重心转移到 APP 端	11
3.2. 依托用户贡献和 IT 赋能内容运营，留存流量	13
3.3. 公司导购业务提成下滑，广告业务单价上升	16
4. 财务情况：收入业绩持续增长，ROE 近 30%	16

图表目录

图 1：公司历史发展	4
图 2：电商导购业务 CR10	6
图 3：广告展示业务 CR10	6
图 4：公司股权结构	7
图 5：中国电商导购行业市场规模	7
图 6：内容类电商导购行业	8
图 7：电商导购行业情况	8
图 8：电商导购行业集中度	8
图 9：内容类电商导购行业集中度	8
图 10：值得买信息推广业务收入情况	9
图 11：值得买电商导购行业市占率	9
图 12：中国网络电商广告市场规模	10
图 13：值得买广告展示业务收入情况	10
图 14：值得买网络广告行业市占率	10
图 15：值得买互联网效果营销平台收入情况	11
图 16：值得买互联网效果营销平台市占率	11
图 17：公司加大线上广告投放力度	12
图 18：公司月活跃用户数	12
图 19：公司注册用户数	12
图 20：优惠信息发布数量（万条）	13
图 21：优惠信息带来的收入（百万元）	13
图 22：金币兑换额/用户贡献优惠信息数量有所下降	13
图 23：3C 家电内容丰富，服装母婴日用品内容有待提升	14

图 24: 公司研发人员及其平均薪酬均有所增长.....	14
图 25: 公司机器贡献优惠信息增加.....	14
图 26: 大数据平台的运作流程.....	15
图 27: 公司月活浏览量较 17 年略微上升.....	15
图 28: 公司每注册用户 APP 年登录次数有所下滑.....	15
图 29: 公司电商导购业务收入/GMV 持续下降.....	16
图 30: 公司每浏览量贡献广告收入持续上升.....	16
图 31: 值得买营业总收入情况 (单位: 百万, %).....	17
图 32: 值得买各类服务收入占比 (单位: %).....	17
图 33: 值得买各类服务收入增速 (单位: %).....	17
图 34: 值得买综合毛利率情况 (%).....	18
图 35: 值得买期间费用率 (单位: %).....	18
图 36: 值得买净利润及同比增长 (单位: 百万, %).....	18
图 37: 值得买净利率 (单位: %).....	18
图 38: 值得买 ROE 情况 (单位: %).....	19
图 39: 值得买存货周转率及应收账款周转率 (单位: 次).....	19
图 40: 值得买经营活动现金流及同比.....	20
图 41: 值得买投资活动现金流和筹资活动现金流 (万元).....	20
表 1: 公司盈利模式.....	5
表 2: 电商导购行业主要玩家.....	9
表 3: 互联网效果营销平台行业主要玩家.....	10
表 4: 公司近三年 top5 线上推广方式.....	12
表 5: 2018 年公司研发投入和同类公司对比.....	14
表 6: 公司月活和注册用户数激活程度.....	15
表 7: 公司电商导购业务和广告展示业务情况.....	16

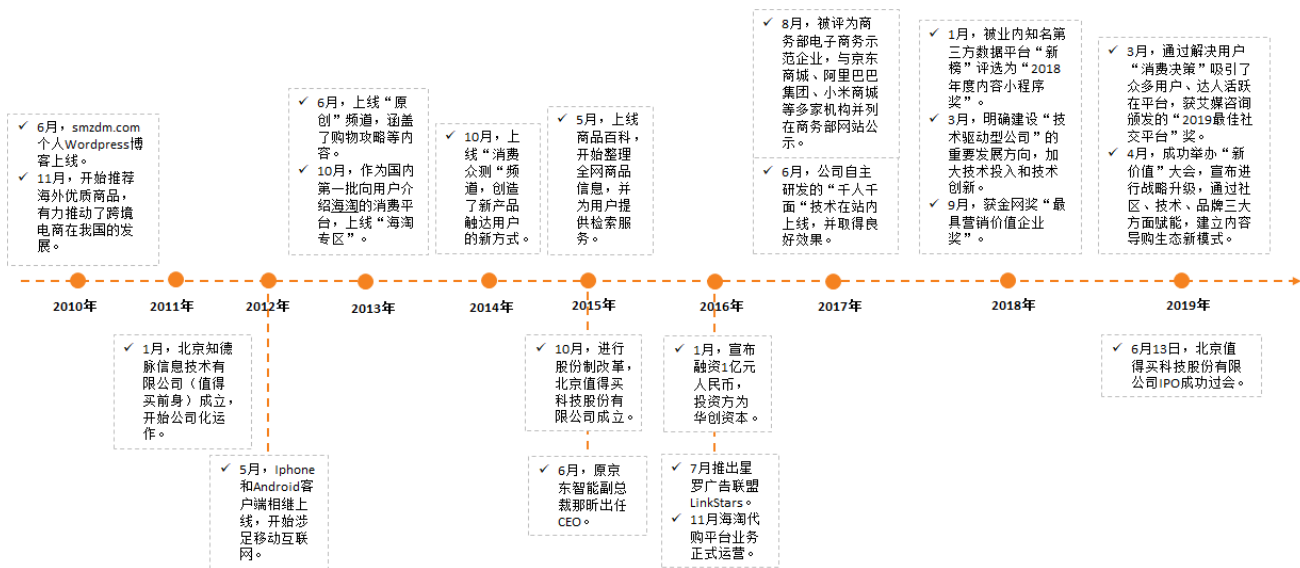
1. 内容类导购平台龙头，流量运营正当时

1.1. 个人博客转型内容类导购平台，丰富推荐品类，对接全渠道客户

公司是一家流量运营公司。公司运营内容类导购平台什么值得买网站及相应的移动客户端，通过投放广告引流，通过生产内容（大部分为UGC）为用户提供高效、精准、中立、专业的消费决策支持留住用户，通过信息推广服务（导购、广告业务）及延伸的互联网效果营销平台服务和海淘代购平台服务变现。

公司丰富推荐产品品类，对接全渠道客户，拓展海内外市场。公司涵盖的推荐产品品类涉及数码电子、家用电器、日用百货、商旅汽车等；与阿里巴巴、京东、亚马逊全球、苏宁易购等国内外电商平台或零售商、Linkshare 等联盟平台以及耐克、Visa、戴森等国内外品牌商合作。

图 1：公司历史发展



资料来源：值得买官网，天风证券研究所

公司从吸引新值友+稳固老值友两面入手。①值得买最初的原型是创始人 CEO 隋国栋的 Wordpress 博客：2010 年，创始人隋国栋以接地气的文字介绍“值得买”的商品，商品大多是“极客”的爱好，抓住“男性消费的团动力”，吸引大量网友加入推荐，网站人气走高。②2013 年，上线“海淘专区”，再次吸引一批网站核心用户：作为国内第一批向用户介绍海淘的消费平台，值得买成功吸引对海外产品极具兴趣的用户。③不断开发网站功能，值得买成功稳固老值友：2013 年上线“原创”平台，涵盖购物攻略、开箱晒物等，完善成为一个气氛良好的交流商品经验的平台。2014 年“消费众测”频道，由企业提供新产品，值友申请试用并撰写测评报告的“消费众测”成功提高用户粘性。2017 年技术赋能，值得买通过 AI 技术实现“千人千面”的精准营销。

公司业务不断扩张，引领时代。①2010 年，值得买涉足广告展示业务：什么值得买网站出现广告，为将来广告展示业务成为主要收入来源埋下伏笔。②2012 年，涉足移动互联网：值得买 iPhone 和 Android 客户端相继上线。③2015 年，五周年战略发布会提出与电商平台的深入合作，向电商导流：2015 年，原京东智能副总裁那昕出任什么值得买 CEO，负责值得买整体策略和业务，创始人隋国栋则关注于建立公司生态圈及投资事务。那昕提出从向电商导流，转向直接与品牌对接的尝试。④2016 年，抓住消费趋势，推出互联网效果营销平台服务：7 月推出星罗广告联盟 LinkStars，提供互联网效果营销平台服务，已与京东、苏宁易购、6PM 等 470 家广告主建立了合作关系；11 月海淘代购平台业务正式运营。

经过多年努力，公司取得一系列成绩。2017 年，值得买被评为商务部电子商务示范企业，与京东商城、阿里巴巴集团、小米商城等多家机构并列在商务部网站公示。2018 年，获金

网奖“最具营销价值企业奖”。2019 年，获艾媒咨询颁发的“2019 最佳社交平台”奖。

公司仅经过一轮融资即上市。①2016 年，值得买获华创资本 1 亿元投资。②2019 年 6 月，公司 IPO 成功过会。

1.2. 信息推广服务与互联网效果营销平台服务双轮驱动公司增长

表 1：公司盈利模式

业务	基本情况	2018 年收入 (百万)	2018 年收入占 比	2018 年毛利 润(百万)	2018 年毛利润占 比
信息推广服务	电商导购佣金收入	100.46	19.80%	76.49	20.45%
	广告展示收入	306.71	60.43%	224.38	60.00%
海淘代购平台服务	为用户提供海淘代购服务，并按海淘商品实际成交金额收取一定比例的服务费。	0.69	0.14%	0.40	0.11%
互联网效果营销平台服务	广告主可在 LinkStars 发布广告需求，联盟媒体通过 LinkStars 得知需求，选择是否为其推广。值得买从广告主取得佣金后，扣除 20% 的平台服务费支付给合作媒体。	99.71	19.64%	72.71	19.44%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司目前提供三种服务：信息推广服务、海淘代购平台服务、互联网效果营销平台服务。而由于海淘代购平台业务占收入不到 0.5%，对经营业绩贡献有限，公司已停止承接新的海淘代购业务。

①信息推广业务

公司通过什么值得买向电商、品牌商等提供信息推广服务，包括电商导购业务和广告展示业务。

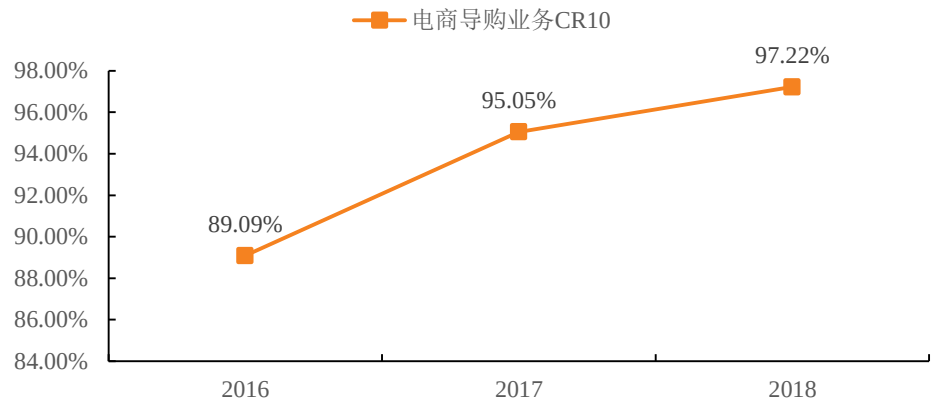
电商导购业务：公司通过什么值得买网站或移动客户端提供电商、品牌商等的相关商品或服务信息，将用户引流至电商、品牌商官网，根据用户实际完成交易金额的一定比例向电商、品牌商等获取收入。吸引用户的主要手段是优质的消费类内容，以用户贡献内容（UGC）为主。2018 年公司电商导购业务收入 100.46 亿元，占比公司总营收 19.80%，实现毛利 76.49 百万，占比公司总毛利 20.45%。

电商导购业务的合作客户呈集中趋势。2016 年、2017 年、2018 年该业务前十大客户占比分别为 89.09%、95.95%、97.22%，合作客户集中度极高，且仍在逐年增长，主要集中于阿里巴巴、亚马逊等国内外传统电商。

国外第三方联盟平台的佣金比例明显高于电商旗下联盟平台。国外第三方联盟平台客户 CJ 等的佣金比例集中在 6%-10%，阿里巴巴、亚马逊等电商旗下联盟平台的佣金比例在 1.5%-4% 左右。一方面，国外广告主更注重效果类广告的投放，值得买涉及海淘业务较早；

另一方面京东海嘉的佣金比例较低。

图 2：电商导购业务 CR10

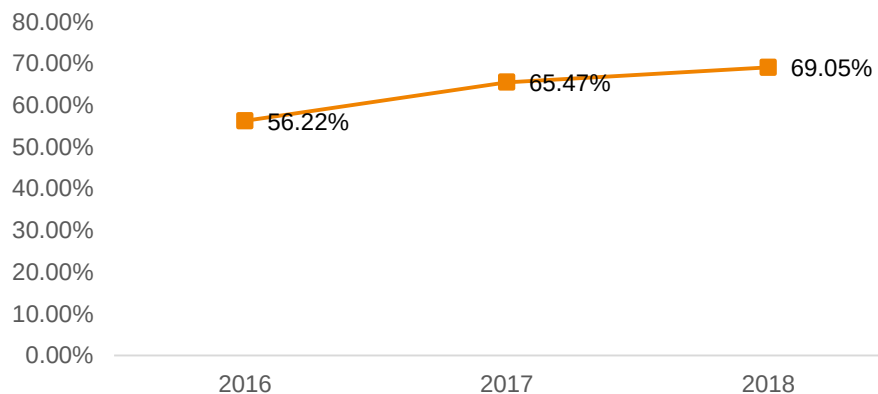


资料来源：公司公告，天风证券研究所

广告展示业务：基于什么值得买所拥有的用户群体，公司通过网站或移动客户端为电商、品牌商等提供广告展示位等营销服务，向电商、品牌商等获取收入。广告展示业务作为公司主要收入来源，2018 年占公司营业总收入 60%。近年该业务收入大幅增长，但增长速度放缓，主要系电商广告市场经过初期快速发展后进入稳定阶段，且主要客户销售推广增速放缓。

广告展示业务的合作客户也呈集中趋势。2016 年、2017 年、2018 年该业务前十大客户占比分别为 56.22%、65.47%、69.05%，合作客户集中度相对较高，逐年增长，主要集中于蓝标集团等营销公司以及阿里巴巴等传统电商。

图 3：广告展示业务 CR10



资料来源：公司公告，天风证券研究所

②互联网效果营销平台服务

公司推出星罗广告联盟 LinkStars (www.linkstars.com) 提供互联网效果营销平台服务。广告主可在 LinkStars 发布广告需求，联盟媒体通过 LinkStars 得知需求，选择是否为其推广。值得买从广告主取得佣金后，扣除 20% 的平台服务费支付给合作媒体。

互联网效果营销平台收入大幅增长，弥补信息推广业务缺口。自 2016 年 7 月推出，网站经调整优化，2018 年收入额已翻约 50 倍。主要系信息推广业务对于客户的效益趋向饱和，公司部分电商导购佣金收入客户合作主体从母公司转到子公司星罗创想，如京东、网易等

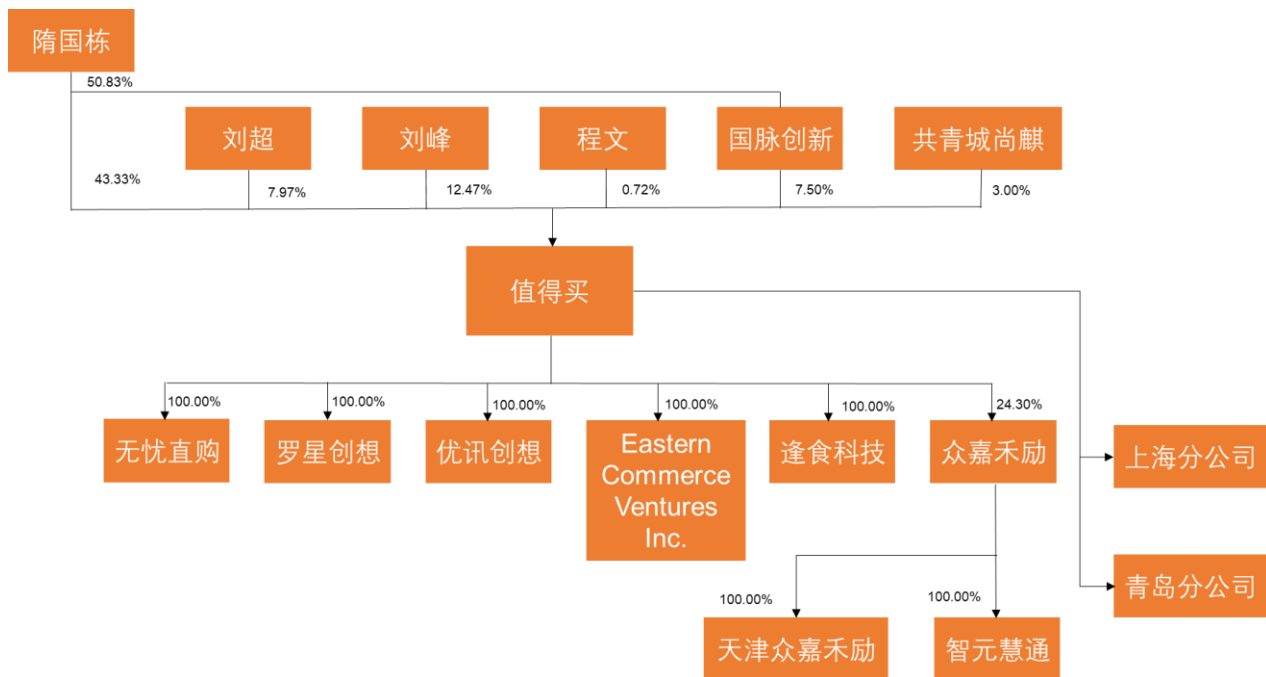
客户部分合作转移至星罗创想。

公司与 470 家广告主建立合作关系。LinkStars 是一个中间平台，一端连接拥有流量的网站、移动客户端和内容创业者等联盟媒体，一端连接电商、品牌商等广告主。公司已与京东、苏宁易购、1 号店、国美在线、中粮我买网、唯品会和 6PM 等国内外知名电商在内的约 470 家优质广告主建立了合作关系。

1.3. 股权结构集中，高管受到充分激励

公司股权结构集中清晰，且对高管激励充分，前三大自然人股东皆为公司发起人并担任高管职务。其中，第一大股东隋国栋现任公司董事长，直接持有值得买股份 43.33%，并通过 100% 持股国脉创新而间接持有值得买 7.5% 的股份，总计持股 50.83%。刘峰现任公司董事和首席技术官，持有值得买股份 12.47%，曾任青岛普通网讯科技有限公司合伙人、技术负责人并持股 6%。刘超于 2011 年起负责公司运营管理相关工作，现任公司董事兼用户首席体验官并持股 7.97%。

图 4：公司股权结构

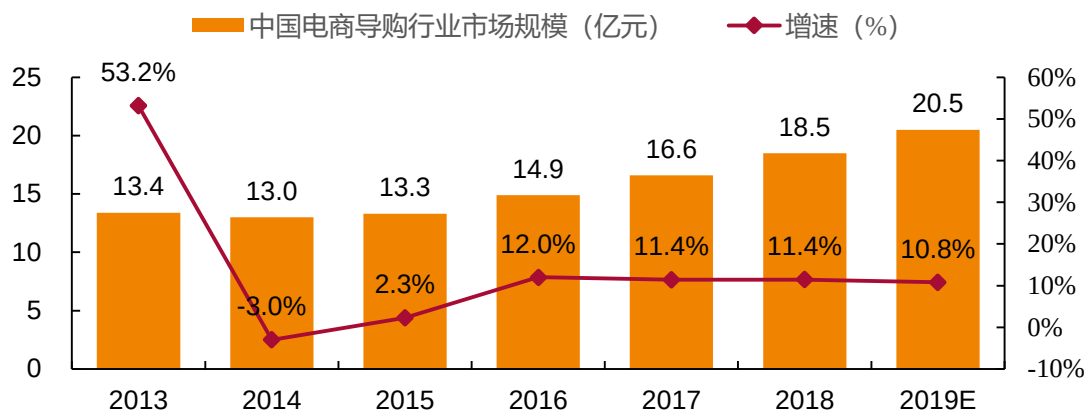


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 导购&电商广告&互联网效果营销平台行业均较为集中，格局较稳定

2.1. 电商导购行业稳定增长，内容类导购电商占比提升，较为集中

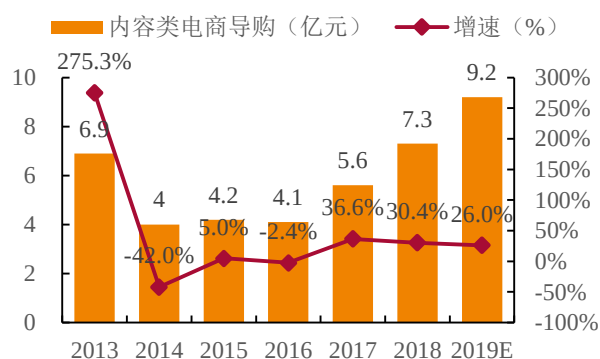
图 5：中国电商导购行业市场规模



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

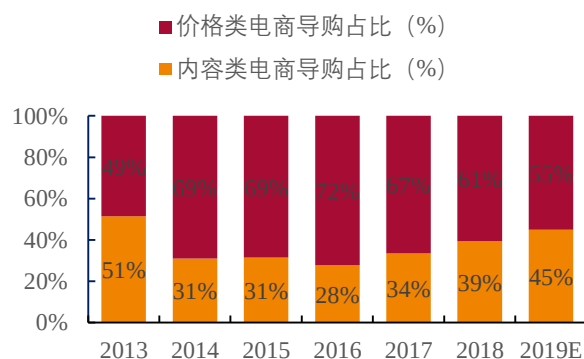
电商导购行业市场规模持续增长，增速基本稳定在 11%。2018 年电商导购行业营收规模达 18.5 亿元，同比增长 11.4%，2019 年行业营收规模有望突破 20.5 亿元。一方面，网络购物在零售市场的渗透率不断扩大，成长起一批新兴电商平台，这些平台对导购的依赖程度较高；另一方面，网购商品信息过剩，电商的流量获取重心逐渐从用户搜索转向平台推荐，推动了内容类导购和价格类导购两类电商导购模式的发展。

图 6：内容类电商导购行业



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

图 7：电商导购行业情况

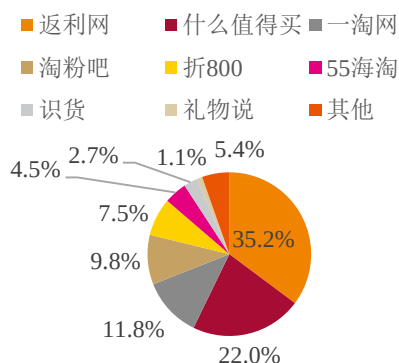


资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

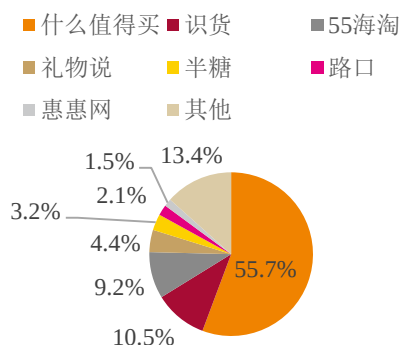
内容类电商导购市场规模稳定增长，前景良好。2018 年内容类电商导购行业营收规模达 7.3 亿元，同比增长约 30.4%，2019 年预计将达 9.2 亿元。相较于价格类电商导购，内容类电商导购市占率不断上涨，预计 2019 年市占率趋近 50%。一方面，网络购物行业逐渐成熟，消费者消费水平提高以及消费观念转变，价格敏感度变低，对产品的关注从价格转向品质；另一方面，电商平台获客成本逐渐变高，除借助电商导购平台获取流量，提高用户粘性成为又一关键点，而内容类导购的用户忠诚度高于价格类导购。

图 8：电商导购行业集中度

图 9：内容类电商导购行业集中度



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所



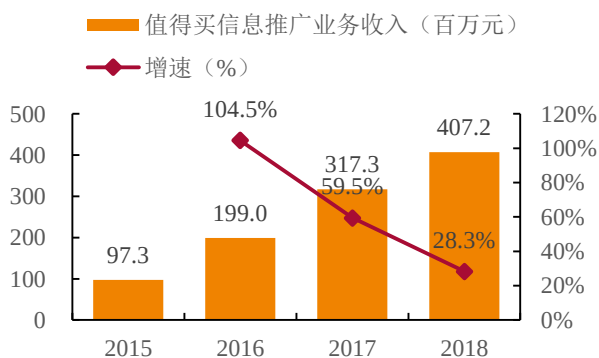
资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

表 2: 电商导购行业主要玩家

公司名称	特点	创始人背景
返利网	主要从事返利导购业务 线上电商+线下实体企业双渠道合作导购 2016 年起，从单一价格驱动转变为价格和内容双驱动 App 端用户覆盖居首位，用户数多	葛永昌：曾任美国互联网公司高级工程师，负责网站开发和项目管理
什么值得买	以内容推荐为主要模式 核心理念是基于过剩信息进行二次整理，帮助用户高效决策 PC 端用户用户浏览页面数居首位，用户粘性高 ARPU 较高	隋国栋：爱好海外产品的极客
一淘网	阿里巴巴集团旗下的导购平台，为用户提供返利、红包、优惠券等服务	马云：阿里巴巴集团创始人
识货	虎扑体育旗下导购网站，致力于为广大年轻用户提供专业网购决策指导。 ARPU 较高	杨冰：虎扑创始人兼 CEO

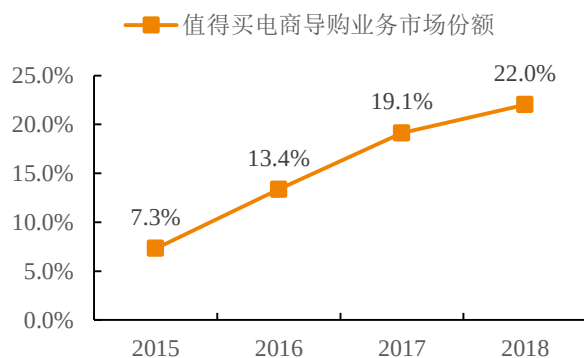
资料来源：返利网、值得买、一淘网、识货官网，天风证券研究所

图 10: 值得买信息推广业务收入情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 11: 值得买电商导购行业市场市占率



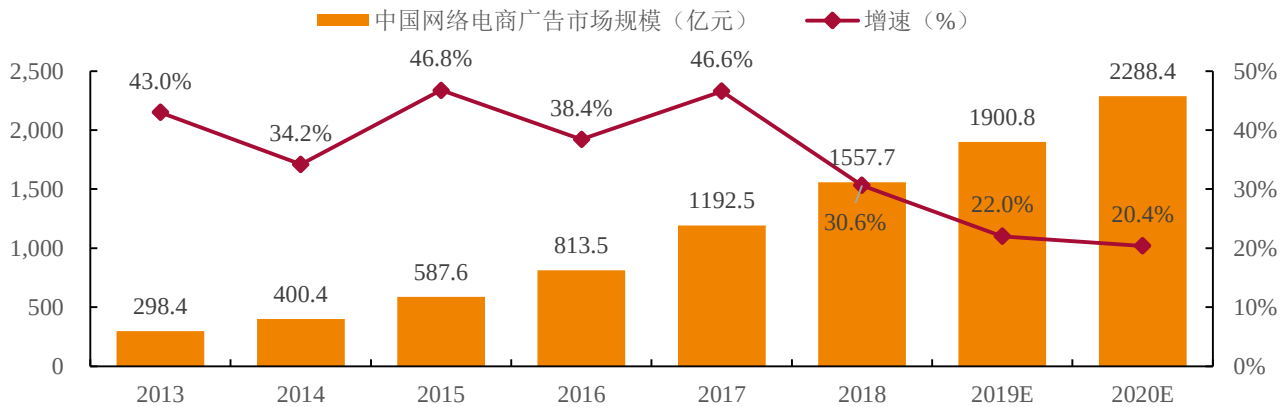
资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司电商导购业务市占率不断上升，稳居内容类电商导购行业龙头。值得买保持内容类电商导购行业市场市占率第一，整个电商导购行业市场市占率仅次于返利网。面对返利网“价格+内容”的商业模式转变，以及电商、互联网公司下属导购平台的冲击，值得买市占率仍逐年

增长，主要系其独特的 UGC 内容运营模式带来的高用户粘性。

2.2. 电商广告市场规模增速放缓，集中在阿里等大型互联网电商

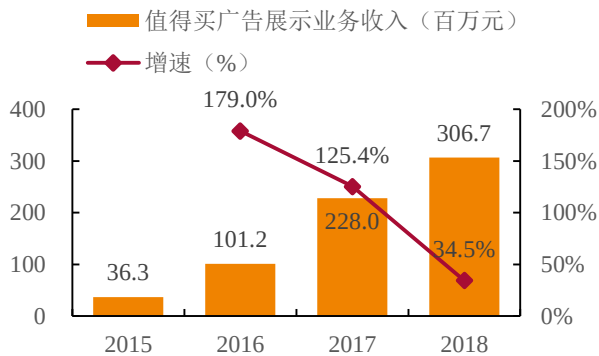
图 12：中国网络电商广告市场规模



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

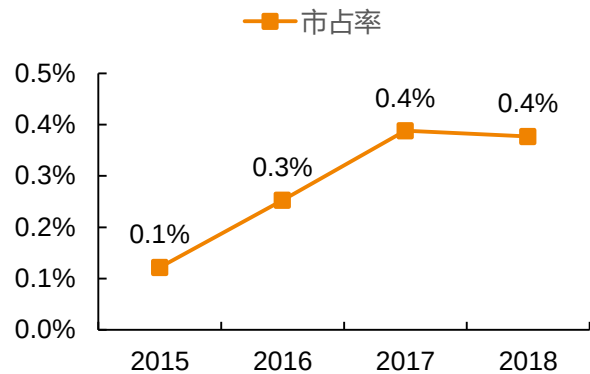
电商广告行业市场规模持续增长，增速逐年趋缓。2018 年电商广告行业营收规模达 1557.7 亿元，同比增长 30.6%，2019 年行业营收规模有望突破 1900 亿元。一方面，新消费环境下，竞争加剧，对广告营销的重视程度不断加强；另一方面，生活模式转变，网络广告模式出现较大结构性变化，传统的搜索广告因负面评价不断，市占率下降，电商广告等新型网络广告模式由于其相对较高的效用，市占率逐年上升。

图 13：值得买广告展示业务收入情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 14：值得买网络广告行业市占率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司广告展示业务市占率较低且稳定。值得买广告展示业务收入占其营业总收入 60%，但在电商广告行业市占率不到 0.5%。主要系电商广告行业主要玩家为阿里巴巴等传统的大型电商，行业集中较高，对于电商导购平台而言，瓜分该市场的壁垒较高。但值得买的广告展示业务收入不断上升，且市占率稳定在 0.4%，作为大量电商及营销公司的推广平台，该广告展示业务具有其存在价值，有望持续增长。

2.3. 互联网效果营销平台服务行业集中度高，竞争格局基本定型

表 3：互联网效果营销平台行业主要玩家

梯队	公司	具体情况
第一梯队	百度联盟	成立于 2002 年，依托百度的品牌号召力和竞价广告资源，已发展成为全国最具规模和影响的网络联盟。 广告产品主要有图文广告、搜索推广和新业务合作。

百度聚合中小网站的力量，将搜索引擎营销转变为中小网站的终端营销，完成广告主的广告由入口到展示终端的全方位覆盖。

阿里妈妈

成立于 2007 年，定位于为淘宝商家服务的广告交易平台。

作为一个广告交易平台延续了淘宝 C2C 的路线。平台的广告主是淘宝网和淘宝商家，而合作媒体可以是中小网站主也可以是个人。

第二梯队

知名网站联盟

可按网站经营性质分为两类：

一类是知名 B2C 电子商务网站联盟，代表为亚马逊联盟，这些电子商务网站以网络广告的营销方式开拓市场，逐渐被人们熟知具备了品牌效应。

第二类是迅雷、有道、搜狗等网络产品联盟，这类联盟的成立，主要是为了推广产品如迅雷下载软件、有道搜索等而聚合中小网站组成了联盟。

知名广告联盟

代表性的广告联盟有成果网、领克特、亿起发等，这些联盟平台均成立于 2000 年左右。

广告产品丰富，具备了一定的广告主积累，媒体合作伙伴众多，网络广告渠道多样。

第三梯队

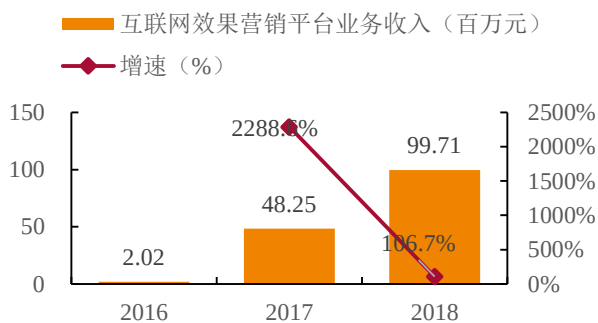
中小广告联盟

在第一、二梯队之余，存在大量中小广告联盟，约占整个行业中平台数量的 90%，但市占率偏低。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

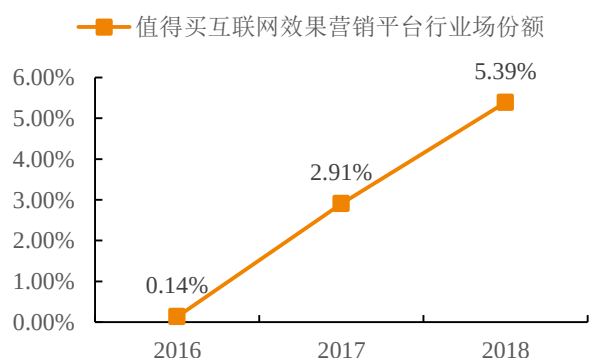
行业成熟度高，市场较集中。互联网效果营销平台行业的主要玩家如百度联盟、阿里妈妈等基本成立于 2000 年，运营时间已超 10 年，且大多作为公司衍生业务成立，引流能力较强。行业格局基本定型，新玩家进入壁垒高。

图 15：值得买互联网效果营销平台收入情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 16：值得买互联网效果营销平台市占率



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

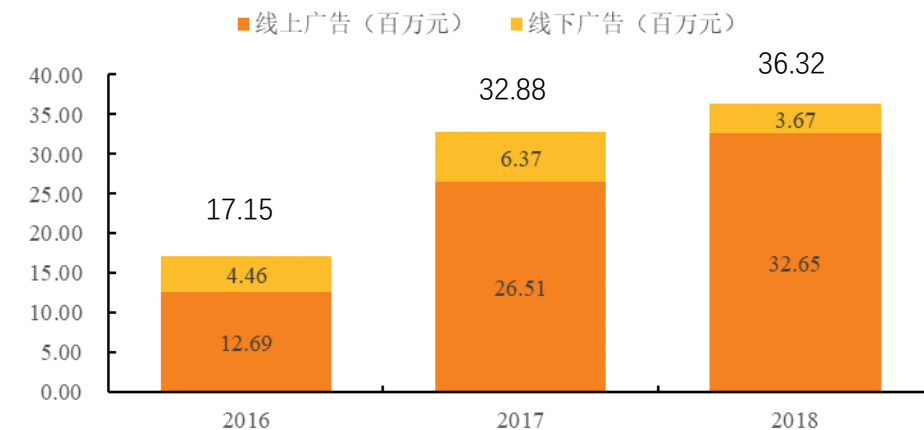
公司互联网效果营销平台服务市占率持续提高。2016 年 7 月，值得买推出互联网营销效果平台，该部分业务收入实质与信息推广业务中的电商导购佣金收入一致。主要系信息推广业务对于客户的效益趋向饱和，公司部分电商导购佣金收入客户合作主体从母公司转到子公司星罗创想，如京东、网易等客户部分合作转移至星罗创想。该业务推出后两年 CAGR 为 602.6%，随着更多电商导购佣金收入客户的合作转移，该业务收入有望持续大幅增长。

3. 加大 APP 端引流力度，依托用户及 IT 获取内容

3.1. 加大线上广告宣传力度，引流重心转移到 APP 端

公司广告宣传费用持续增长，线上广告投放持续增加。2018 年公司广告宣传费用 3632 万元，占比 89.90%，同比增长 10.46%。其中线上广告费用 3265 万元，同比增长 23.18%；线下广告费用 367 万元，同比减少 42.45%。

图 17: 公司加大线上广告投放力度



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2016-2018 年公司线上广告投放重点依次为搜索引擎&楼宇广告、积分墙&微信贴片广告、应用商店推广。2018 年，公司前五大线上推广方式依次为小米应用商店&UC 信息流、华为&OPPO&vivo&应用宝等手机应用商店推广、应用宝&腾讯广点通、今日头条推广、Facebook&Google 推广，采购金额及占广告宣传费比例依次为 620.75 万元（19.01%）、572.31 万元（17.53%）、365.70 万元（11.20%）、361.47 万元（11.07%）、323.14 万元（9.90%）。

表 4: 公司近三年 top5 线上推广方式

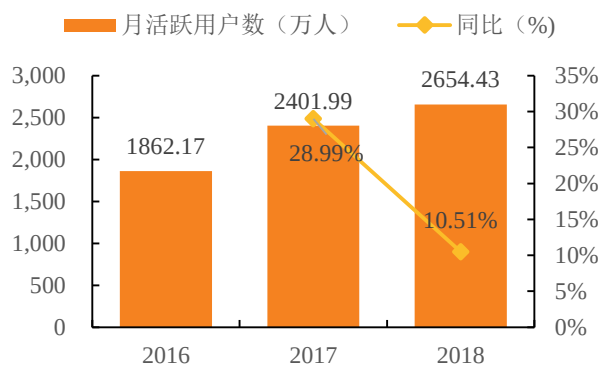
2016		2017		2018	
推广方式	采购金额 (万元) (占广告宣传费比例)	推广方式	采购金额 (万元) (占广告宣传费比例)	推广方式	采购金额 (万元) (占广告宣传费比例)
1 百度搜索引擎推广	358.73 (20.92%)	积分墙广告; InMobi 广告广告联盟平台推广	413.43 (12.57%)	小米应用商店、UC 信息流	620.75 (19.01%)
2 LCD 楼宇广告	347.17 (20.24%)	微信贴片广告	374.34 (11.38%)	华为、OPPO、vivo、应用宝等手机应用商店推广	572.31 (17.53%)
3 腾讯广点通、百度百通、搜狗搜索引擎推广、今日头条、聚效、小米应用商店推广	206.11 (12.02%)	广告联盟平台推广	339.04 (10.31%)	应用宝、腾讯广点通	365.70 (11.20%)
4 Bad Idea 视频宣传短片	166.02 (9.68%)	畅思、matomy、mobsink 及 x-mob 广告联盟平台推广	336.54 (10.23%)	今日头条推广	361.47 (11.07%)
5 积分墙广告; InMobi 广告广告联盟平台推广	136.08 (7.93%)	火车票广告	283.02 (8.61%)	Facebook、Google 推广	323.14 (9.90%)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

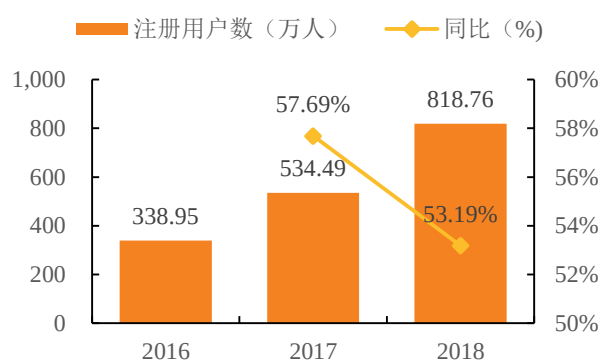
在业务推广费用的持续投放下，公司月活跃用户数和注册用户数持续增长。2018 年公司月活跃用户数 2654.43 万人，同比增长 10.51%；注册用户数 818.76 万人，同比增长 53.19%。

图 18: 公司月活跃用户数

图 19: 公司注册用户数



资料来源：公司公告，天风证券研究所

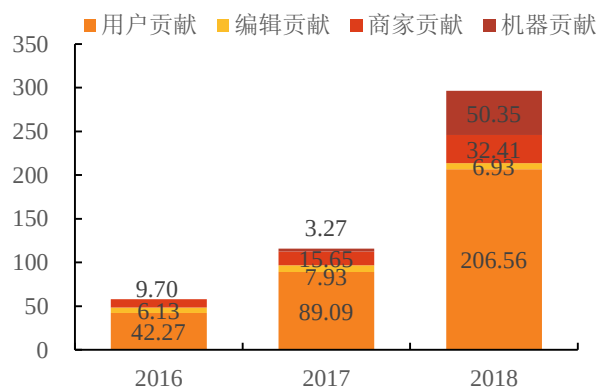


资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.2. 依托用户贡献和 IT 赋能内容运营，留存流量

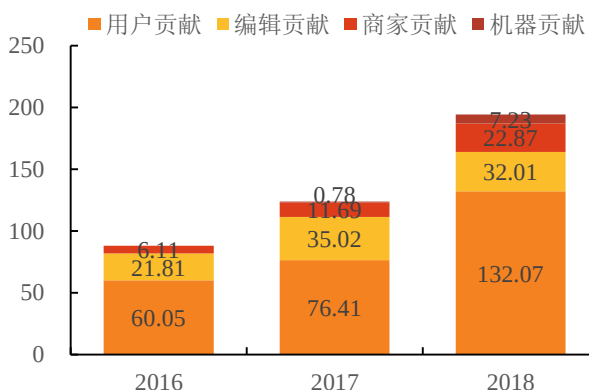
用户贡献优惠信息数量及其带来收入持续增加。2018 年用户贡献优惠信息数量 206.56 万条，占比 69.72%，同比增长 131.86%，用户贡献优惠信息带来收入 1.32 亿元，占比 68.01%，同比增长 72.84%。

图 20：优惠信息发布数量（万条）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

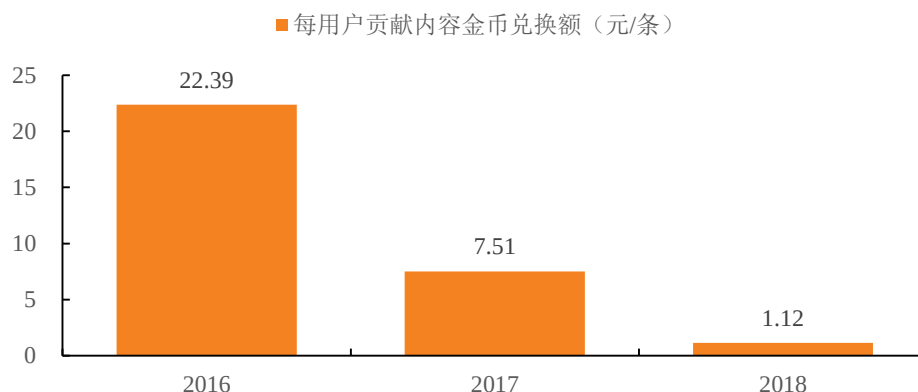
图 21：优惠信息带来的收入（百万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

用户贡献内容的自发属性越发明显。金币兑换额/用户贡献优惠信息数量持续下降，2018 年，每条用户贡献优惠信息数量获得的金币兑换额仅 1.12 元，较 2017 年减少 6.39 元，用户自发贡献内容的趋势非常明显。

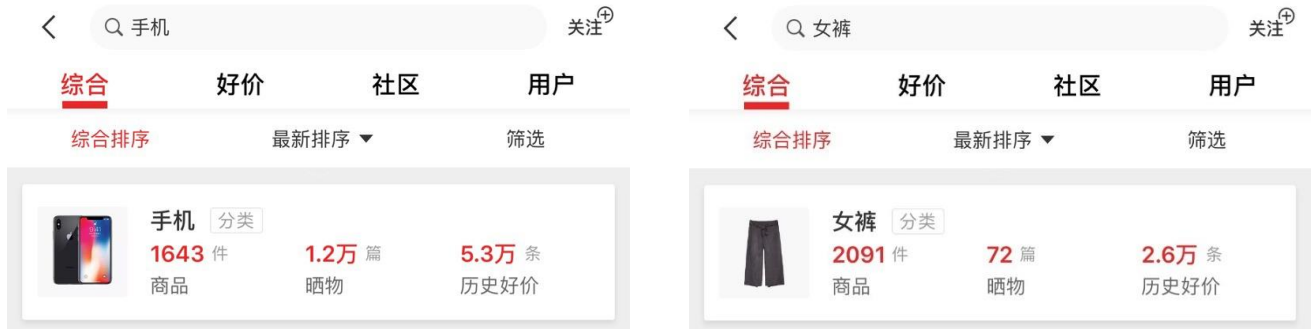
图 22：金币兑换额/用户贡献优惠信息数量有所下降



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司 3C 家电品等标品的内容更为丰富，而服装、母婴、化妆品等非标品的内容较为缺乏，主要系标品更容易通过用户提供或 IT 手段挑选出高性价比的产品，而非标品对选品能力的要求较高。截至 2019 年 7 月 6 日，公司手机商品 1643 件，对应晒物帖 1.2 万篇；而女裤商品 2091 件产品更多，但晒物帖仅 72 篇，相较手机商品数量非常少。

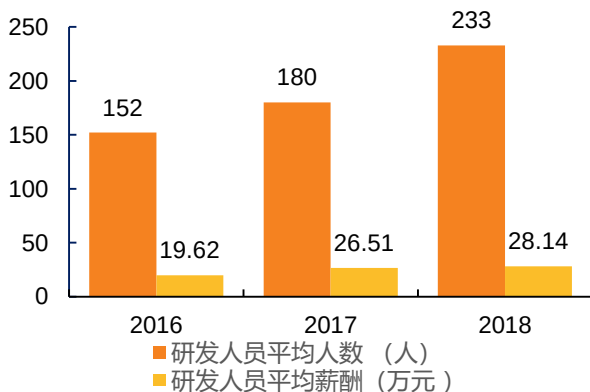
图 23：3C 家电内容丰富，服装母婴日用品内容有待提升



资料来源：什么值得买 APP，天风证券研究所

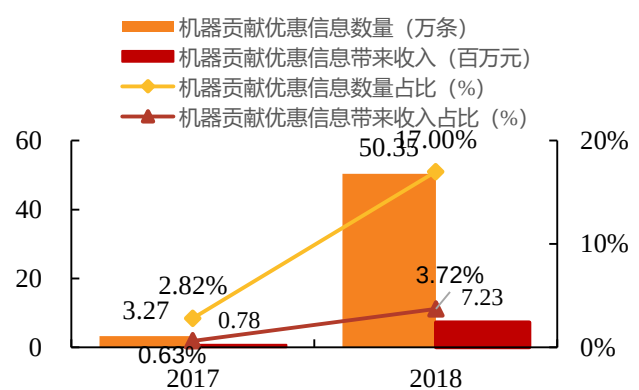
公司加强 IT 投入，有效赋能平台内容。2018 年公司研发人员平均 233 人，较 2017 年增加 53 人；平均薪酬 28.14 万元，较 2017 年增加 1.63 万元。相应结果体现为公司 2018 年机器贡献优惠信息 50 万条，占比 17%；带来收入 723 万元，占比 3.72%。

图 24：公司研发人员及其平均薪酬均有所增长



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 25：公司机器贡献优惠信息增加



资料来源：公司公告，天风证券研究所

然而，公司研发人员占公司总人数比例有提升空间，研发投入金额占比也有提升空间。2018 年公司研发人员数量占公司总人数比例为 29.39%，研发投入金额占营收比例 14.22%，显著低于同行。

表 5：2018 年公司研发投入和同类公司对比

项目	汽车之家	暴风集团	猎豹移动	微博	公司
研发人员数量 (人)	1,762	224	1,554	2,374	251
研发人员数量占公司总人数比例	40.65%	34.41%	59.95%	54.57%	29.39%
研发投入金额 (万元)	113,524.70	19,844.95	66,891.80	171,498.28	7,219.68
营业收入 (万元)	791,273.50	112,694.26	508,665.20	1,169,282.09	50,759.38

研发投入金额占营业收入比例	14.35%	17.61%	13.15%	14.67%	14.22%
---------------	--------	--------	--------	--------	--------

资料来源：公司公告，天风证券研究所

此次公司上市，募集资金对基于大数据的个性化技术平台进行改造和升级，将提升公司的数据采集和应用水平，挖掘用户个性化需求，更精准的进行商品与广告推荐，提升转化率与公司收入。大数据平台改造升级过程中，将对内开发商业智能系统，提升内部运营效率与自动化水平。同时，基于海量的数据积累、处理和分析，平台将在应用层面向企业端与消费者端输出产品以提升收入

图 26：大数据平台的运作流程



资料来源：公司公告，天风证券研究所

尽管公司加大用户贡献内容和 IT 赋能内容力度，但由于月活和会员数增长过快，月活和会员平均激活效果有所下滑。公司 2018 年每月活浏览量 18.85 次，较 2017 年增加 0.52 次，较 2016 年减少 2.27 次；每注册用户 APP 年登录 249.05 次，较 2017 年减少 41.26 次，较 2016 年减少 168.78 次，主要系用户使用平台优惠链接并不需要登录平台。

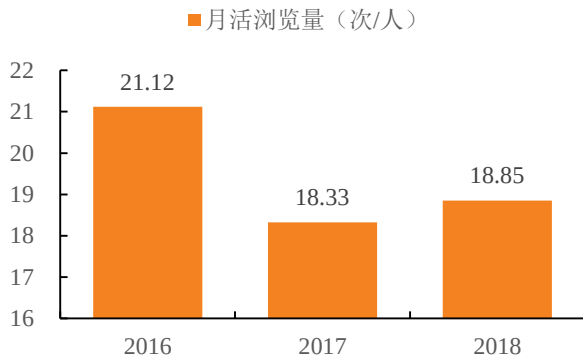
表 6：公司月活和注册用户数激活程度

	2016	2017	2018		2016	2017	2018
月活跃用户数（万人）	1862.17	2401.99	2654.43	注册用户数（万人）	338.95	534.49	818.76
浏览量（万次）	471839.61	528259.18	600428.04	App 登录次数（万次）	141624.54	155167.88	203913.76
月活浏览量（次/人）	21.12	18.33	18.85	每注册用户 APP 年登录次数（次/人）	417.83	290.31	249.05

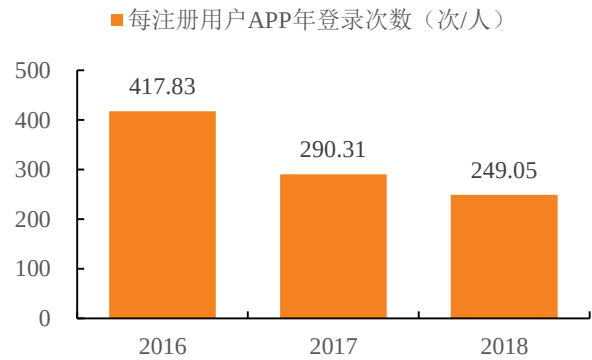
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 27：公司月活浏览量较 17 年略微上升

图 28：公司每注册用户 APP 年登录次数有所下滑



资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.3. 公司导购业务提成下滑，广告业务单价上升

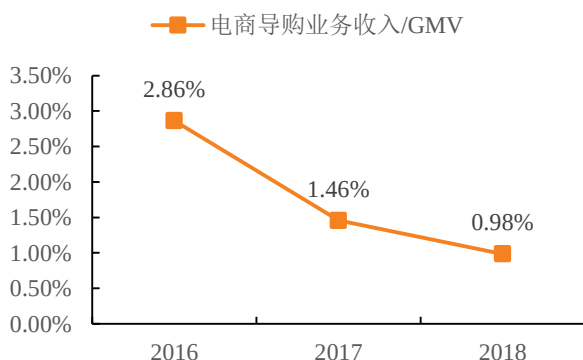
公司电商导购业务提成持续下滑，广告业务单价持续上升。2018 年公司电商导购业务收入/GMV 为 0.98%，较 2017 年下滑 0.48pct；每次浏览量贡献广告收入 0.051 元，较 2017 年增加 0.008 元。

表 7：公司电商导购业务和广告展示业务情况

	2016	2017	2018		2016	2017	2018
GMV (亿元)	34.158	61.33	102.13	浏览量 (万次)	471839.61	528259.18	600428.04
电商导购业务收入 (百万元)	97.789	89.3014	100.4647	广告展示业务收入 (百万元)	101.16	227.99	306.71
电商导购业务收入 /GMV	2.86%	1.46%	0.98%	每浏览量贡献广告收入 (元/次)	0.021	0.043	0.051

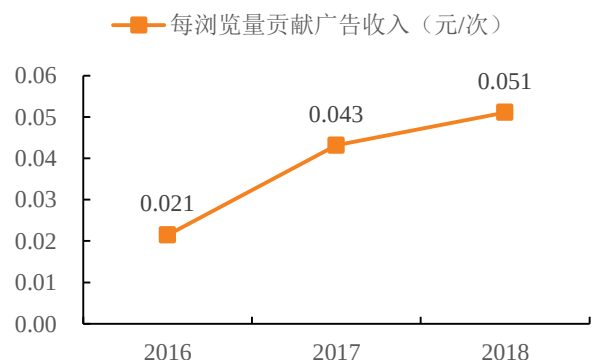
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 29：公司电商导购业务收入/GMV 持续下降



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 30：公司每浏览量贡献广告收入持续上升



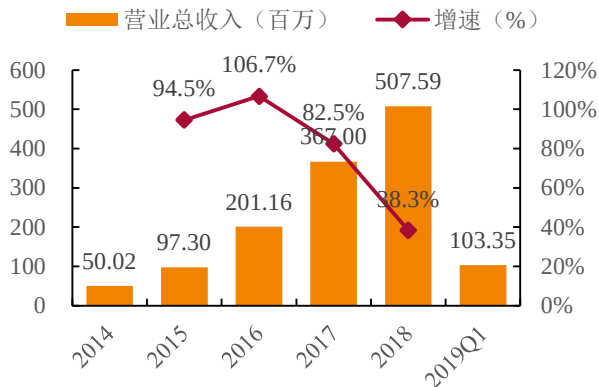
资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 财务情况：收入业绩持续增长，ROE 近 30%

公司 2018 年实现营业总收入为 5.08 亿元，同比增长 38.4%；2019 年 Q1 实现营业总收入为 1.03 亿元，同比增长 30.17%。2018 年公司收入增速有所下滑，主要系互联网效果营销平台服务增速大幅放缓。分服务：2018 年信息推广服务营收为 4.07 亿元，同比增长 28.3%，占比主营收入 80.2%，为公司主要业务；互联网效果营销平台服务收入为 9971 万元，同比

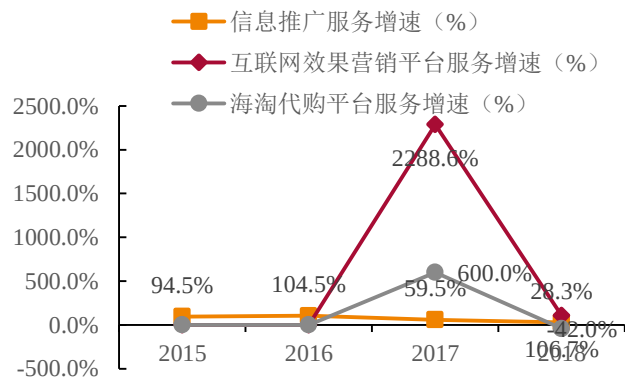
增长 106.7%，增速大幅下降，占主营业务收入的 19.6%；海淘代购平台服务营收为 69 万元，同比减少 42%。

图 31：值得买营业总收入情况（单位：百万，%）



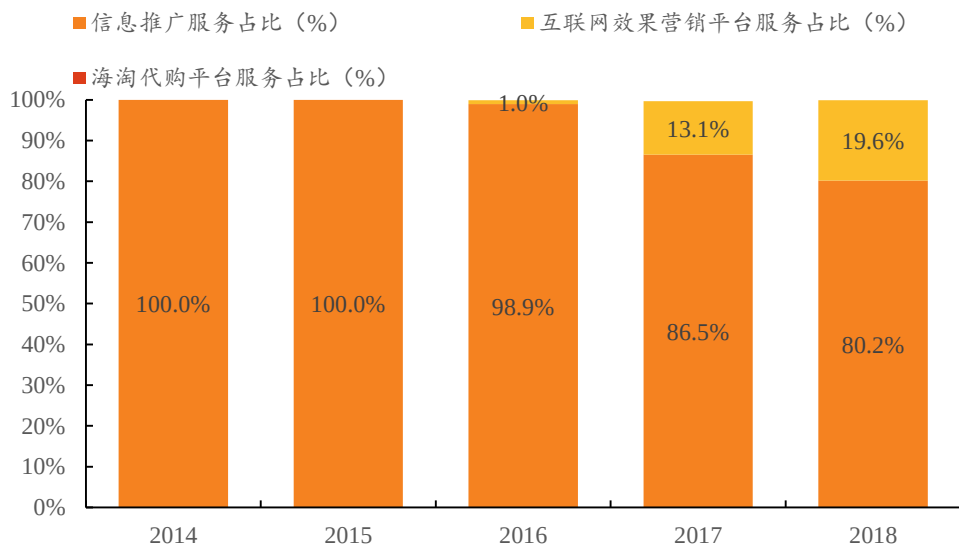
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 32：值得买各类服务收入占比（单位：%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 33：值得买各类服务收入增速（单位：%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

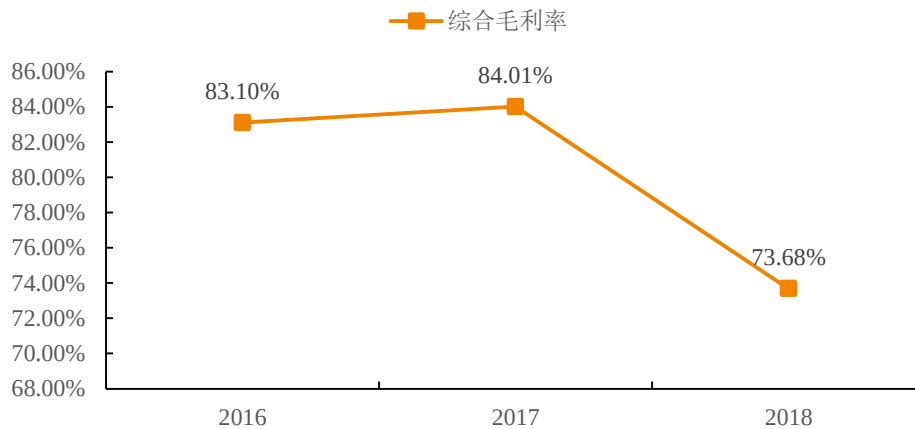
公司 2018 年综合毛利率为 73.68%，同比下降 10.33pct。公司毛利率整体呈现下降趋势，主要系公司职工薪酬增长、IT 资源采购增加及阿里妈妈技术服务费上涨：①公司扩大运营人员规模，同时员工待遇水平有所提高，职工薪酬增长；②受公司网站及 App 优惠信息发布量大幅上涨、公司“个性化推荐”服务的优化及数据统计分析需求提高等因素影响，公司 IT 资源采购额上涨较快；③客户举办活动的需求不断上升，活动成本增加；④公司“效果营销计价”收入增长较快，技术服务费上涨。

①分业务：电商导购业务毛利率为 76.14%，同比下降 6.58pct；广告展示业务毛利率为 73.16%，同比减少 13.26pct；互联网效果营销平台服务毛利率为 72.92%，同比微降 2.90%。

②分服务类别：信息推广服务毛利率为 73.89%，较 17 年减少 11.49pct；互联网效果营销

平台服务毛利率为 72.92%，较 17 年微降 2.90%；海淘代购平台服务毛利率为 58.53%，较 17 年增加 7.09pct。

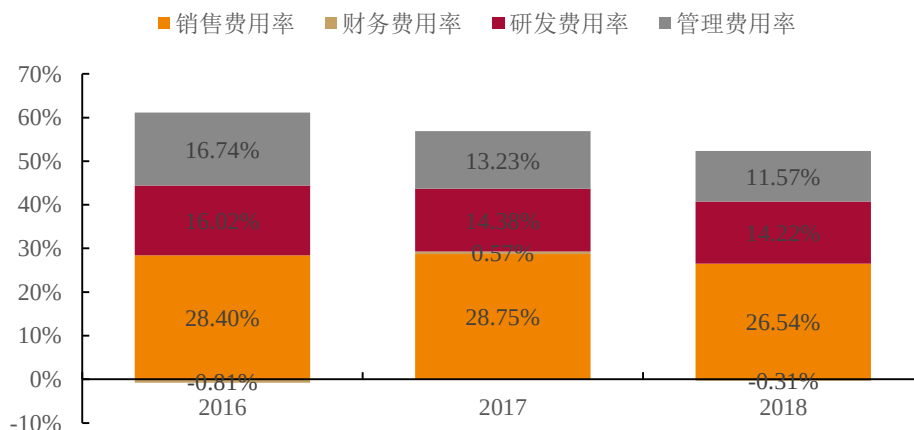
图 34：值得买综合毛利率情况（%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司 2018 年期间费用率为 52.02%，较 2017 下降 4.90pct。①销售费用率：公司 2018 年销售费用同比增长 27.70%，销售费用率为 26.54%，较 2017 减少 2.2pct，与行业水平接近；公司销售费用增长主要系公司大力招聘市场及商务人员。并增加广告宣传与业务推广活动力度所致；②管理费用率：2018 年管理费用率为 11.57%，同比减少 1.65pct，主要系公司营业收入增长带来的规模效应所致；③研发费用率：公司 2018 年研发费用同比增长 36.85%，研发费用率为 14.22%，较 17 年减少 0.15pct；研发费用增长主要系公司业务规模扩大带来的人员与 IT 资源的持续大规模投入；④财务费用率：2018 年财务费用率为 -0.31%，同比减少 0.88pct，主要系公司海外业务收入受汇率波动影响。

图 35：值得买期间费用率（单位：%）

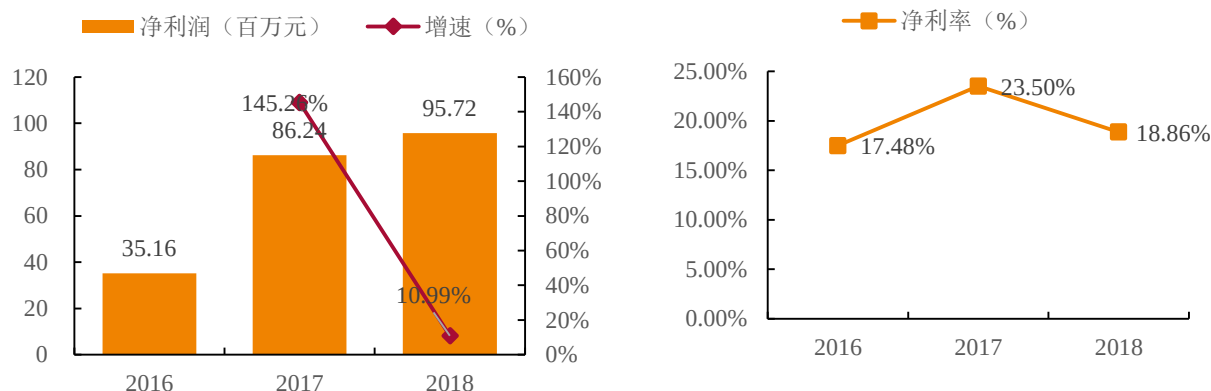


资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司 2018 年归母净利润为 9572 万元，同比增长 11%；2019Q1 归母净利润为 1814 万元，同比增长 8.77%，主要因为公司用户规模扩张收入增长及品牌知名度提升带来的收入增长。同时，公司的归母净利率为 18.86%，较 17 年下降 4.64pct；2019 年 Q1 的归母净利率为 17.6%，较 2018Q1 减少 3.4%。

图 36：值得买净利润及同比增长（单位：百万，%）

图 37：值得买净利率（单位：%）

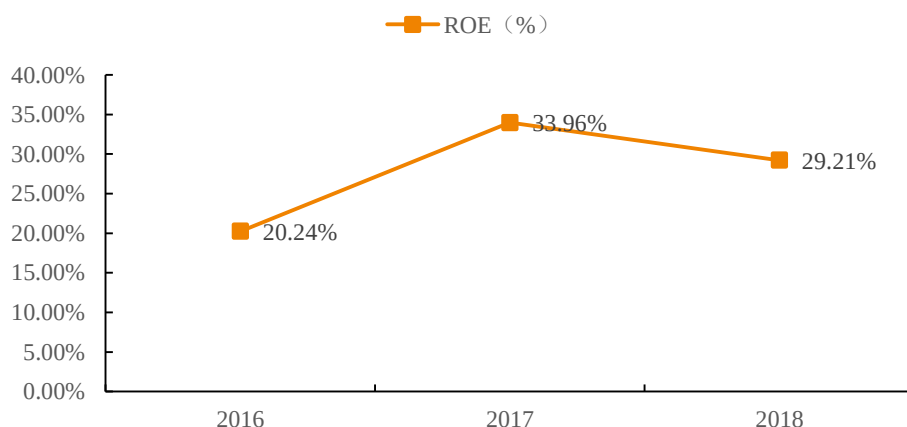


资料来源：公司公告，天风证券研究所

资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司 2018 年 ROE 为 29.21%，较 2017 年减少 4.75%。公司 ROE 下降，主要是因为销售净利率从 2017 年 23.50% 下降至 2018 年 18.86%，资产周转率从 2017 年的 109.37% 下降至 2018 年 97.97%。

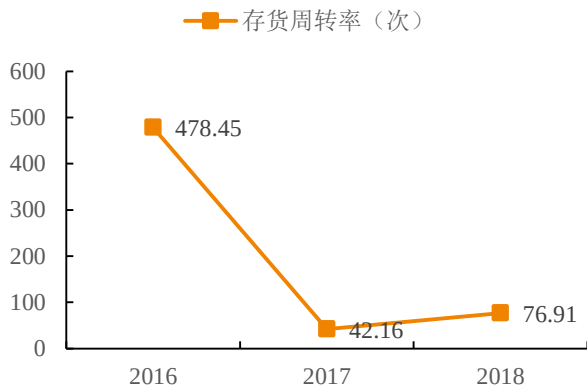
图 38：值得买 ROE 情况（单位：%）



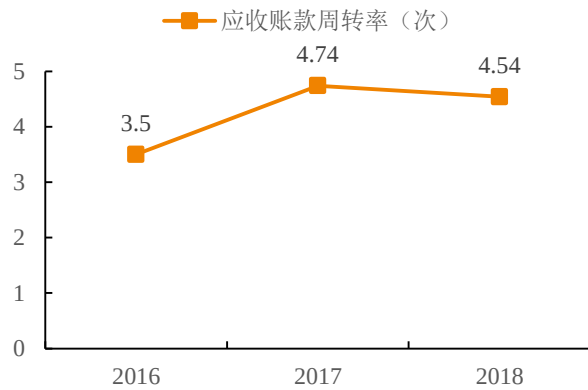
资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司 2018 年存货周转率为 76.91 次，较 2017 年增加 34.75 次；应收账款周转率为 4.54 次，与 2017 年基本持平。公司存货周转率大幅改善是因为，存货均为待发放给注册用户的金币兑换电子礼品卡，公司 17 年因开展大规模用户回馈活动而采购的礼品卡于当年年底尚未发放，转而在 18 年陆续发放。

图 39：值得买存货周转率及应收账款周转率（单位：次）



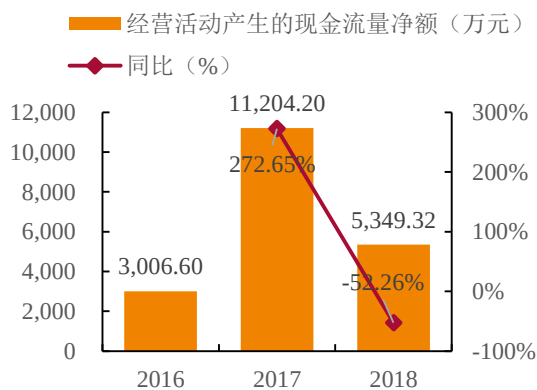
资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

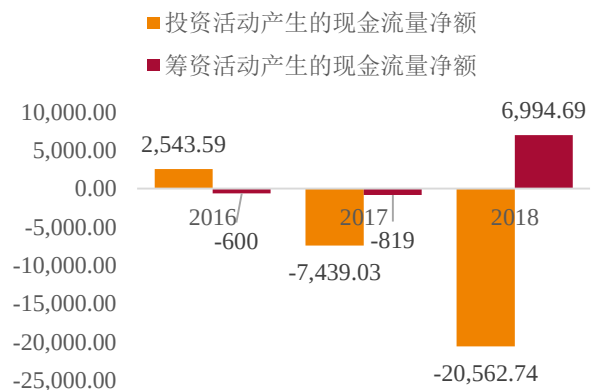
2018 年公司经营现金流入持续增长与公司业务发展保持一致，购置总部办公大楼导致了投资和筹资现金流的阶段性大幅波动。①公司 2018 年经营活动产生的现金流量净额为 5,349.32 万元，同比下降 52.26%，主要因为，随着公司业务规模的扩大，公司人员规模和人力成本相应增加，支付给职工以及为职工支付的现金大幅上涨；2019Q1 经营活动产生的现金流量净额为 -2,900.27 万元，主要因为公司收入呈现季节性，第一季度收入较低，占全年收入 15% 左右。②投资活动产生的现金流量净额同比减少 176.42%，主要系公司于 18 年度购置总部办公大楼诺德大厦，导致投资活动现金流出金额较大；③2018 年筹资活动产生的现金流量净额同比增加 7,813.69 万元，系公司向北京银行抵押贷款 9600 万元用于购置总部办公大楼诺德大厦所致。

图 40：值得买经营活动现金流及同比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 41：值得买投资活动现金流和筹资活动现金流（万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com