

值得买 (300785.SZ)

买入(首次评级)

当前价格: 22.87 元
 目标价格: 28.22 元

多元成长曲线拓展中, AI 助力主站长期成长

投资要点:

➤ **公司是以消费内容为核心的科技集团。**公司运营消费内容社区“什么值得买”，2021年起积极推进战略转型升级，“消费内容+营销服务+消费数据”三驾马车齐发力。2022年，受疫情反复对电商/物流行业和居民消费水平影响，公司业绩暂时承压。

➤ **消费内容：电商导购龙头行稳致远，积极拥抱AI打开新时代。**近年来消费者行为和观念，科学消费/推荐平台的重要性和必要性将持续凸显。2022年，公司旗下的“什么值得买”平台MAU仍保持小幅增长，UGC和MGC双管齐下，优质内容持续丰富，社区或已形成良性循环，龙头地位稳固。更重要的是，AIGC新技术的出现为平台以更低成本、更高效率生产更多优质内容提供可能性，通过积累的海量消费数据训练自己的消费大模型，或推出AI决策助手，实现显著降本增效，未来亦有望将国内成功的模式复制到海外，贡献增量。

➤ **营销服务：空间广阔，星罗已崭露头角。**直播电商仍处于发展快车道，店播或为大势所趋，持续催生服务商需求。子公司星罗已跻身头部电商服务商行列，星罗创想2022年GMV超60亿，日晟星罗成为抖音钻石服务商（美妆个护类唯一一家）。未来，星罗将积极探索AI在抖音内容中的应用，助力提升匹配和分发效率，进一步增强核心竞争力。

➤ **消费数据：拓展对外服务增量，反哺其他板块。**公司旗下两大子公司承接对外业务，同时依托所沉淀的消费数据，公司能对消费产业形成更深层次的理解，反哺消费内容和营销服务两大业务板块。

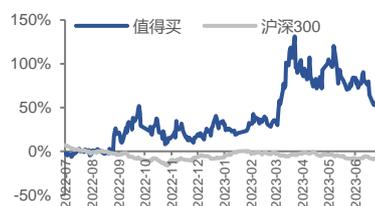
➤ **盈利预测与投资建议：**我们预期公司2023-2025年归母净利润分别为1.65/2.28/2.85亿元，EPS分别为0.83/1.14/1.44元，采用可比公司PE估值法给予公司2023年34倍PE，对应2023年目标市值为56.16亿元，目标价为28.22元，首次覆盖，给予“买入”评级。

➤ **风险提示：**宏观经济变动风险、“什么值得买”GMV增长不及预期、直播电商行业发展放缓、AIGC技术落地不及预期等。

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	199/114
总市值/流通市值(百万元)	4548/2603
每股净资产(元)	8.90
资产负债率(%)	18.11
一年内最高/最低(元)	39.16/16.44

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 陈泽敏
 执业证书编号: S0210522050002
 邮箱: czm3779@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,403	1,228	1,393	1,567	1,721
增长率	54%	-12%	13%	12%	10%
净利润(百万元)	180	85	165	228	285
增长率	15%	-53%	94%	38%	25%
EPS(元/股)	0.90	0.43	0.83	1.14	1.44
市盈率(P/E)	25.3	53.6	27.5	20.0	15.9
市净率(P/B)	2.6	2.5	2.3	2.1	1.9

数据来源:公司公告、华福证券研究所

投资要件

关键变量

变量 1: 预计 2023-2025 年营业收入分别同比增长 13.4%、12.5%和 9.8%。(1) **信息推广:** 随着疫情影响因素消除, 电商和广告行业均有望迎来复苏, 该业务收入或重回正增长, 因此预期 2023-2025 年该业务收入分别为 6.82/7.64/8.41 亿元, 分别同比增长 14.5%/12%/10%。(2) **互联网效果营销平台:** 直播电商市场规模预计仍保持高速增长, 星罗人货匹配业务有望获得增量; 同时, 星盟网络效果营销收入预计随着消费者电商消费热情提升而增加; 因此预期 2023-2025 年该业务收入分别为 4.49/4.98/5.43 亿元, 分别同比增长 13%/11%/9%。(3) **运营服务费:** 抖音代运营需求旺盛, 星罗已成为抖音美妆赛道头部代运营商, 未来有望持续提升市场份额, 因此预期 2023-2025 年该业务收入分别为 1.83/2.25/2.55 亿元, 分别同比增长 30%/22.5%/13.5%。

变量 2: 预期 2023-2025 年毛利率分别为 56.5%/58.4%/59.4%。(1) **信息推广:** 随着疫情结束和消费复苏, 广告业务毛利率有望逐渐回归正常水平; 同时公司积极投入 AIGC 技术研发和应用, 或帮助“什么值得买”网站提效, 导购业务毛利率亦有望提升; 因此预计 2023-2025 年该业务毛利率分别为 60.5%/63%/65%。(2) **互联网效果营销平台:** 预计伴随星罗服务商地位提升, 人货匹配业务毛利率有望上行, 星盟业务或保持相对稳定; 整体毛利率有望逐步回升至往年正常水平, 预期 2023-2025 年分别为 68.5%/70%/70%。(3) **运营服务费:** 日晟星罗作为头部企业有望受益于中小玩家出清而提高市占率, 因此预期 2023-2025 年该业务毛利率分别为 31%/33%/33%。

变量 3: 预期 2023-2025 年三大期间费用率分别为 42.4%、41.2%和 39.9%。(1) **销售费用率:** 公司或不会进行激进的大规模广告投放, 因此预期未来销售费用率亦会随着规模效应逐渐下降, 2023-2025 年预计分别为 19%、18.5%和 18%。(2) **管理费用率:** 2022 年起, 公司开始优化人员结构; 同时, 公司将构建“员工+AI 助理”的新型模式, 并使得 AI 嵌入公司的管理和运营流程中, 实现降本增效, 因此预期未来管理费用率将逐步减少, 2023-2025 年预计分别为 11.7%、11.2%和 10.8%。(3) **研发费用率:** 公司积极投入 AIGC 相关新技术的研发, 2023 年研发费用率或小幅提升, 随后逐渐下降, 2023-2025 年预计分别为 11.7%、11.5%和 11.1%。

我们区别于市场的观点

市场认为主站“什么值得买”成长潜力有限。我们认为, 过去限制主站发展的主要因素或为如何以更低成本、更高效生产更多优质内容, 但在新技术 AIGC 出现后, AI 为突破这一瓶颈提供了可能性。AI 不仅能辅助创作者创作, 还能快速生产各领域的大量优质内容, 并提升了内容审核、组织分发等环节的效率。此外, “什么值得买”积累了海量的消费数据, 公司有望通过训练自己的消费大模型, 打造出 AI 消费决策助手, 进一步增强平台优势。

股价上涨的催化因素

电商行业需求恢复超预期; 代运营子公司星罗市占率增加; 推出 AI 相关产品助力“什么值得买”降本增效。

估值和目标价

采用可比公司 PE 估值法, 可比公司为电商服务行业中的壹网壹创等公司和同拥有达人平台业务的遥望科技等公司。根据同花顺 iFinD 数据, 调整后 2023 年可比公司平均 PE 为 27.25 倍。考虑到公司旗下主站“什么值得买”受益于 AIGC 新技术将大幅降本增效, 子公司星罗在蓬勃发展的抖音代运营赛道已崭露头角, 多业务竞争力持续加强, 给予公司 2023 年 34 倍 PE, 目标价 28.22 元, 目标市值 56.16 亿元。首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示

宏观经济变动风险、“什么值得买”GMV 增长不及预期、直播电商行业发展放缓、AIGC 技术落地不及预期等。

正文目录

1	值得买：主业稳健，新业务多点开花	5
1.1	公司概况：新征程启航，三大业务板块协同共进	5
1.2	股权情况：相对集中、结构简单	8
1.3	财务分析：多元成长曲线开拓中	8
2	消费内容：电商导购龙头行稳致远，积极拥抱 AI 打开新时代	10
2.1	AI 赋能“什么值得买”降本增效，海外市场或再造成长曲线	10
2.1.1	科学消费决策至关重要，电商导购平台稀缺性凸显	10
2.1.2	用户群体和优质内容持续丰富，龙头地位稳固	12
2.1.3	AIGC 新技术突破创作瓶颈，出海计划值得期待	14
2.2	站外消费类 MCN 初具规模，垂类应用持续拓展	15
3	营销服务：空间广阔，星罗已崭露头角	16
3.1	直播电商仍处发展快车道，店播方兴未艾	16
3.2	星罗跻身头部电商服务商行列	19
4	消费数据：拓展对外服务增量，反哺其他板块	21
5	盈利预测与投资建议	21
5.1	收入与成本端	21
5.2	费用端	23
5.3	投资建议	23
6	风险提示	24

图表目录

图表 1：公司的发展历程	5
图表 2：目前公司的三大业务板块：消费内容、营销服务和消费数据	6
图表 3：“什么值得买”的盈利模式	7
图表 4：子公司多元通道的盈利模式	7
图表 5：星罗旗下好货网站实现货与流量的精准匹配	8
图表 6：星罗帮助商家进行直播电商店铺的代运营	8
图表 7：公司的股权结构	8
图表 8：2018-2022 年公司营业收入及同比增速	9
图表 9：2018-2022 年公司归母净利润及同比增速	9
图表 10：2019-2022 年公司分业务营业收入	10
图表 11：2019-2022 年公司分业务毛利率	10
图表 12：2018-2023Q1 公司毛利率及净利率	10
图表 13：2018-2023Q1 公司三大费用率	10
图表 14：16%/11%的消费者认为购买真实需要的/性价比高的产品是最重要的	11
图表 15：“什么值得买”直接挂置电商网站购物跳转链接，为导购性质	11
图表 16：2022 年“什么值得买”再次进行产品迭代	12
图表 17：“什么值得买”MAU 稳步增长	13
图表 18：多数消费者乐于为他人提供购物信息参考	13
图表 19：“什么值得买”社区的 UGC 和 MGC 快速提升	13
图表 20：2016-2022 年“什么值得买”GMV	14
图表 21：2019-2022 年“什么值得买”收入/GMV	14
图表 22：“什么值得买”的 AI 相关应用	15
图表 23：公司拥有多元 IP 矩阵	16
图表 24：子公司华夏风物有华夏有物 APP	16

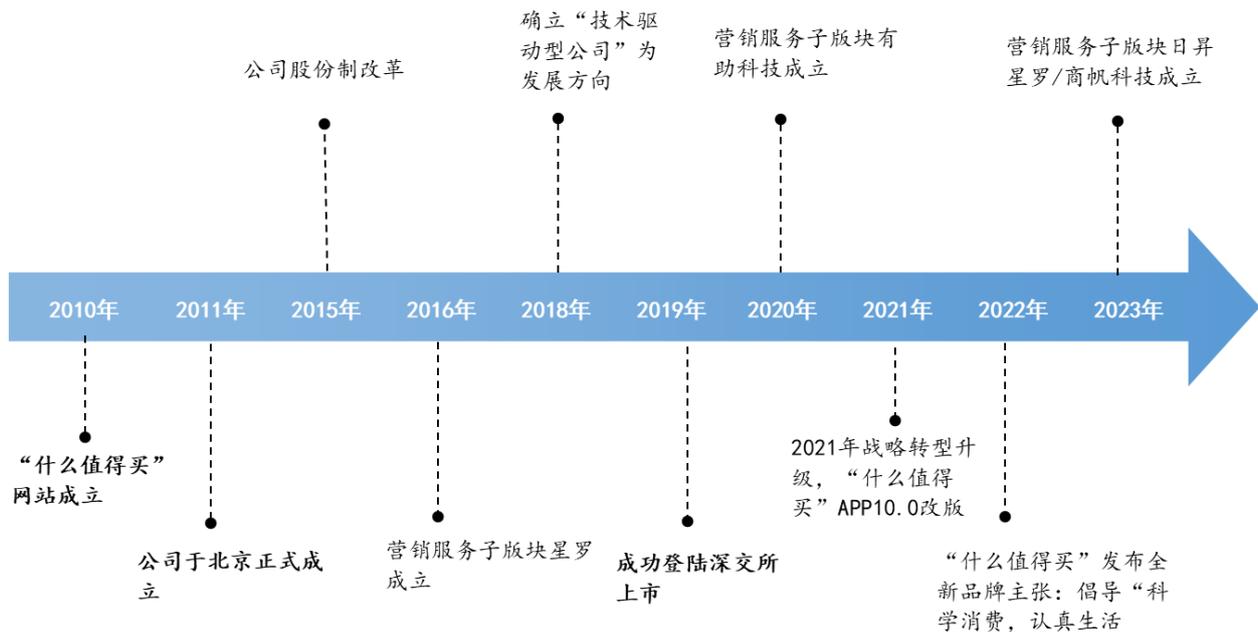
图表 25: 2018-2022 年中国直播电商行业市场规模	17
图表 26: 2022 年中国直播电商渗透率达 25.3%	17
图表 27: 中国直播电商产业图谱	17
图表 28: 2022 年中国品牌电商服务商的客户行业	18
图表 29: 达人播和店播的对比	18
图表 30: 众多知名企业均已开启抖音店播	19
图表 31: 星罗获得多平台实力资质认证	20
图表 32: 日晟星罗为众多商家提供代运营服务	20
图表 33: 有助的客户包括青岛啤酒等企业	20
图表 34: 值数科技的部分合作客户	21
图表 35: 2022-2025E 公司分业务营业收入/毛利率及三大费用率情况	23
图表 36: 值得买可比公司 PE 估值情况	24
图表 37: 财务预测摘要	25

1 值得买：主业稳健，新业务多点开花

1.1 公司概况：新征程启航，三大业务板块协同共进

公司为以消费内容为核心的科技集团。公司于 2011 年正式成立，2019 年登陆深交所上市，是一家专注于消费产业的科技集团。公司运营消费内容社区“什么值得买”，用户在社区中可通过图文、短视频等多种方式分享高性价比、好口碑的商品及服务，为更多用户提供高效、精准、专业的消费决策支持，并基于此形成深层次的互动关系。2021 年起，公司积极推进战略转型升级，在坚持以消费内容为核心的基础上，深入布局消费内容、营销服务、消费数据三大核心业务板块，即：凭借消费内容为全网用户提供高效、精准、专业的消费决策支持；通过营销服务帮助电商、品牌商获取用户，扩大品牌影响力；沉淀来自于消费内容和营销服务业务的数据资源，形成涵盖人、货、场、媒等多种维度的底层数据体系，在助力业务发展的同时也对外输出各类数据产品和服务。

图表 1：公司的发展历程



数据来源：公司官网，公司年报，华福证券研究所

图表 2：目前公司的三大业务板块：消费内容、营销服务和消费数据



数据来源：公司年报，华福证券研究所

● 消费内容

(1) “什么值得买”：通过提供连接消费者和电商平台服务，合理、精准提取和推送消费者需要的商品。根据收费方式的不同，“什么值得买”收入分为电商导购佣金收入和广告展示收入两部分。其中，电商导购佣金收入为通过公司网站和移动应用直接展示电商平台、品牌商等客户的相关商品或服务信息，将用户引流至电商平台、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平台、品牌商等获取的收入；广告展示收入为通过在公司网站和移动应用为电商平台、品牌商等客户提供广告展示等营销服务，向电商平台、品牌商等客户获取的收入。

(2) 消费类 MCN：该业务通过旗下子公司多元通道开展，即通过孵化、签约等模式，在抖音、Bilibili、小红书、快手等外部平台打造有影响力的专业消费类 IP 账号矩阵，扩大公司消费内容在全网的影响力。该类收入体现为品牌营销收入。

(3) 拓展垂直类应用：深耕垂直领域内容生态，持续满足消费者在细分领域的消费决策需求。

图表 3：“什么值得买”的盈利模式



数据来源：公司年报，华福证券研究所

图表 4：子公司多元通道的盈利模式



数据来源：公司年报，华福证券研究所

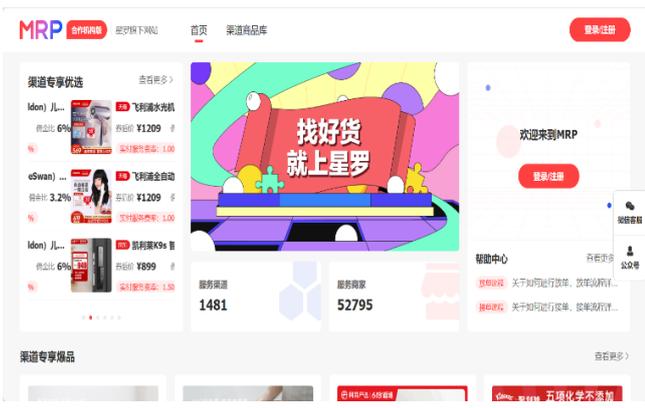
● 营销服务

(1) 商品与媒体匹配的全链路服务：子公司星罗创想收录了来自于天猫、京东、抖音等平台的众多商家资源，并通过对接海量的媒体资源，实现精准的人货匹配，助力商家的高效推广和媒体的高效变现。此外，致力于打造基于技术驱动的商品与媒体匹配的全链路服务平台，为品牌及商家提供过包括抖音、快手、微博、社群、导购 APP 在内的全渠道带货服务。公司通过收取服务费获得收入。

(2) 代运营服务：包括为入驻抖音的品牌商提供包括营销策划、品牌旗舰店运营等全链路服务和为品牌提供天猫、京东、拼多多等主流电商平台的全域电商运营，主要由子公司星罗和有助负责。公司的代运营服务可以分为服务费模式和商品零售模式。服务费模式下，收入体现为运营服务费收入；商品零售模式下，公司在第三方电商平台开立店铺，收入体现为商品销售收入。

(3) 品牌营销服务：为品牌商提供从品牌咨询、营销策划、互动营销、KOL 对接、内容种草、专业测评、流量投放、私域运营等覆盖线上线下的定制化营销解决方案，帮助品牌商在消费者决策链路的每个关键节点建立交互触点，实现营销闭环。

图表 5: 星罗旗下好货网站实现货与流量的精准匹配



数据来源: 好货官网, 华福证券研究所

图表 6: 星罗帮助商家进行直播电商店铺的代运营



数据来源: 星罗官网, 华福证券研究所

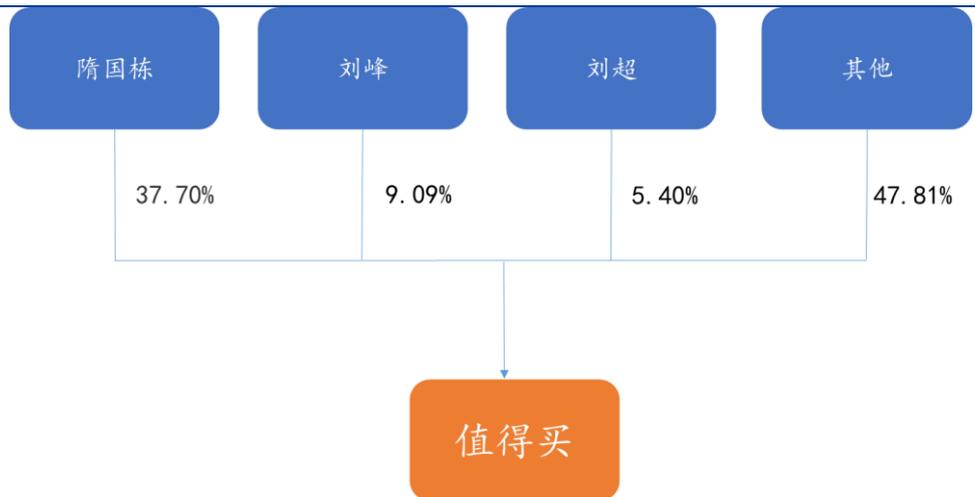
● 消费数据

公司已形成涵盖人、货、场等多种维度的底层数据体系。截至 2022 年底, 公司商品数据库已经收录超 21 万品牌、超 978 万聚合商品, 有助于提升“什么值得买”平台结构化展示商品信息的能力、平台搜索与推荐内容分发的效率、营销服务业务的运营效率。

1.2 股权情况: 相对集中、结构简单

股权相对集中、结构简单, 公司董事长持股最多。截至 2023 年 6 月 5 日, 公司董事长&创始人隋国栋持股 37.70%, 两大联合创始人刘峰和刘超分别持股 9.09%和 5.40%, 前三大自然人股东持股超 50%。

图表 7: 公司的股权结构



数据来源: Choice, 华福证券研究所 (截至 2023 年 6 月 5 日)

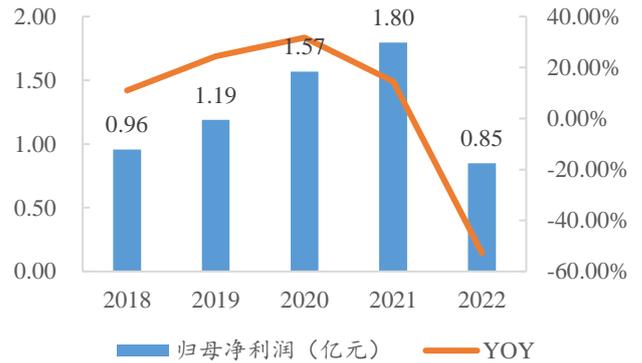
1.3 财务分析: 多元成长曲线开拓中

2018-2021 年公司业绩高速增长, 2022 年受疫情反复及消费行业疲软影响略微

承压。2018-2021 年，公司的营业收入 CAGR 为 40.30%，归母净利润 CAGR 为 23.32%，处于发展快车道。2022 年，我国社零总额同比下降 0.2%，居民消费意愿或较低，“什么值得买”作为电商导购平台，业绩亦承压，公司整体营业收入和归母净利润均同比下滑。2023Q1，公司逐渐恢复正常经营，营业收入为 2.54 亿元，实现同比正增长，归母净亏损为 68.76 万元，同比收窄 96.84%。

图表 8：2018-2022 年公司营业收入及同比增速

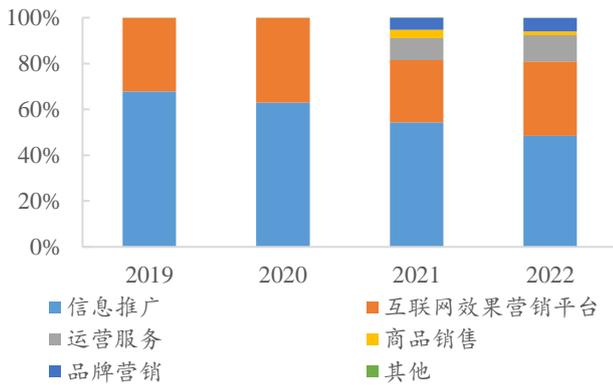

数据来源：同花顺 iFinD，华福证券研究所

图表 9：2018-2022 年公司归母净利润及同比增速


数据来源：同花顺 iFinD，华福证券研究所

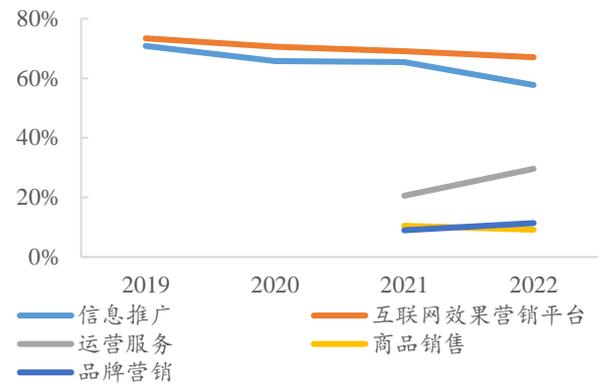
传统主业贡献绝大部分收入，新业务毛利率暂时较低。2021 年起，公司进行全面战略升级，在原有的两大主业的基础上，新增品牌营销、商品销售和运营服务三项业务收入。**(1) 信息推广：**为公司的第一大业务，但随着多元业务曲线的开拓，2019 年起该业务的收入占比持续下降。2022 年，由于品牌商广告投放预算减少或延迟投放，高毛利率的广告展示业务规模下降，业务整体毛利率略微下降至 57.73%。**(2) 互联网效果营销平台：**子公司星罗提供的商品与媒体匹配的全链路服务贡献业绩增量，即使在 2022 年宏观经济承压情况下，营业收入仍实现同比增长，毛利率保持相对稳定高水平，2022 年达 67.04%。**(3) 三大新业务：**目前毛利率远低于传统主业，均处于较低水平，但 2022 年运营服务的毛利率已显著提升，新业务接近盈亏平衡状态。

图表 10: 2019-2022 年公司分业务营业收入



数据来源: 同花顺 iFinD, 华福证券研究所

图表 11: 2019-2022 年公司分业务毛利率



数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

业务结构调整, 盈利能力略微下降。2021 年起, 公司的盈利能力下滑明显, 主要系毛利率较低的新业务的收入占比增加, 业务结构性调整拉低整体毛利率, 进而影响净利率。2022 年, 公司的三大费用率同比保持相对稳定, 销售/管理/研发费用率分别为 19.66%、12.24%、11.65%。由于公司业务存在季节性, 一季度无大型电商促销活动, 且适逢春节物流停运, 因此 2023Q1, 三大费用率均环比小幅增长, 净利率处于低位。

图表 12: 2018-2023Q1 公司毛利率及净利率



数据来源: Choice, 华福证券研究所

图表 13: 2018-2023Q1 公司三大费用率



数据来源: 同花顺 iFinD, 华福证券研究所

2 消费内容: 电商导购龙头行稳致远, 积极拥抱 AI 打开新时代

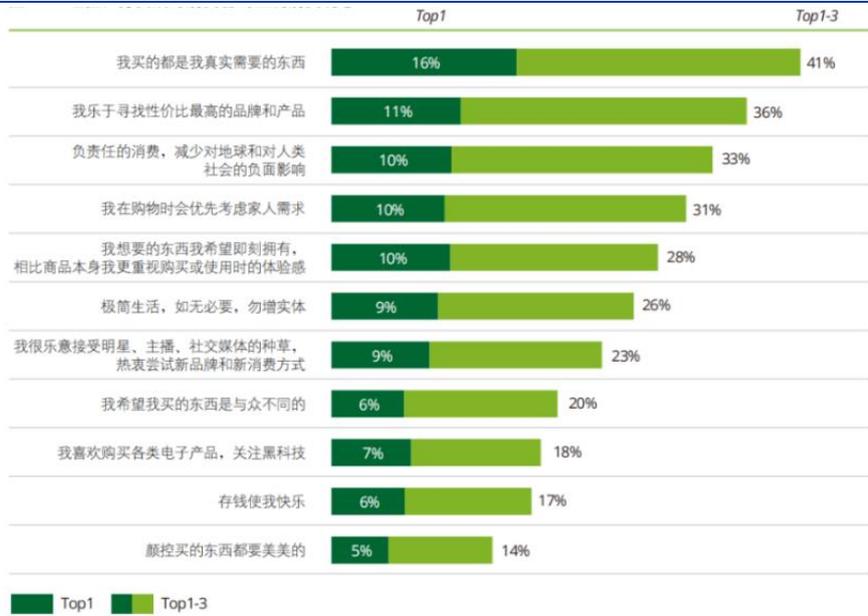
2.1 AI 赋能“什么值得买”降本增效, 海外市场或再造成长曲线

2.1.1 科学消费决策至关重要, 电商导购平台稀缺性凸显

理性消费为大势所趋。近年来, 由于宏观经济承压, 经济压力和生活不确定性的增加, 消费者的消费观念和行为越来越趋于务实和理性。消费者或更加注重产品品质、追求性价比, 在购买行为上善用各类促销活动, 且乐于“货比多家”。根据德勤《2023 中国消费者洞察与市场展望》的数据, 16%和 11%的消费者认为购买真实需要的/性

价比高的产品是最重要的。在互联网时代海量信息面前，消费者对各类推荐持审慎态度，更加注重科学消费，多数会在充分考察、比较之后做出选择，拒绝盲目跟风。因此我们认为，科学消费/推荐平台的重要性和必要性将持续凸显。

图表 14：16%/11%的消费者认为购买真实需要的/性价比高的产品是最重要的

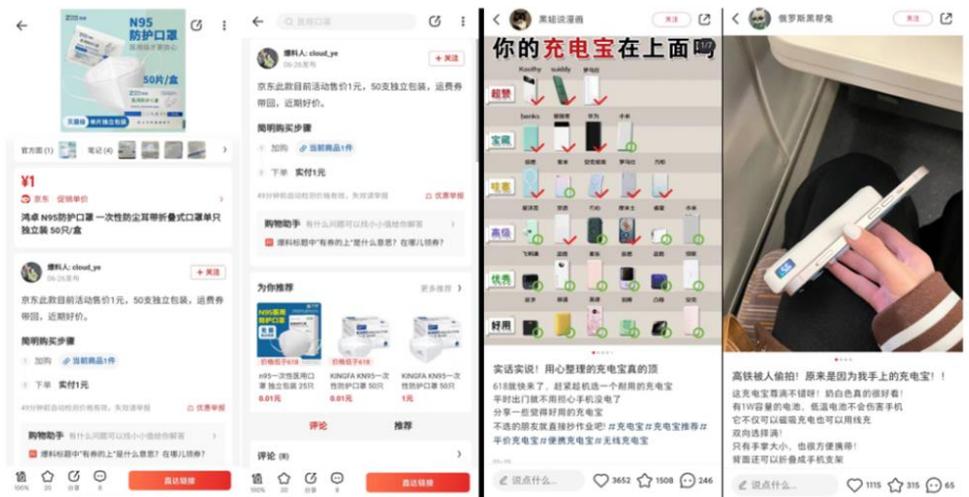


来源：德勤问卷：以下这些描述，哪1-3项最符合您的消费观念？请按第一符合、第二符合、第三符合的顺序点选相应的描述。【排序】

数据来源：德勤《2023 中国消费者洞察与市场展望》，数局网号，华福证券研究所

“什么值得买”以内容为核心提供消费决策，是直接导购平台。“什么值得买”与小红书均以 UGC 为核心为消费者提供消费决策，但小红书为内容分享社区，非直接导购性，且倾向于发展自有商城。“什么值得买”明确产出消费内容，直接将“好物”链接挂置在内容中，推荐性价比好物，为直接导购平台，转化效率高。

图表 15：“什么值得买”直接挂置电商网站购物跳转链接，为导购性质



数据来源：什么值得买 APP，小红书 APP，华福证券研究所

“科学消费”品牌定位升级，用户体验进一步提升。2022年9月，“什么值得买”的品牌定位升级为科学消费指南，提出“科学消费，认真生活”的全新消费主张，并进行产品形态的重构和迭代。首先，新版“什么值得买”将内容创作的“+”入口置于底栏中间位置，创作格式由原有的“晒物”升级为“笔记”，配合上线新的编辑器，方便用户创作、分享消费心得体验。其次，原“百科”频道成为内容创作和分发的底层“消费百科数据库”，实现与站内文章、笔记进行关联，或有助于提升用户与商品、内容的匹配效率和精准性。最后，上线全新的“选购指南”频道，集合19个综合消费品类，提供一站式消费指南、打造Wiki式消费内容社区。

图表 16：2022 年“什么值得买”再次进行产品迭代



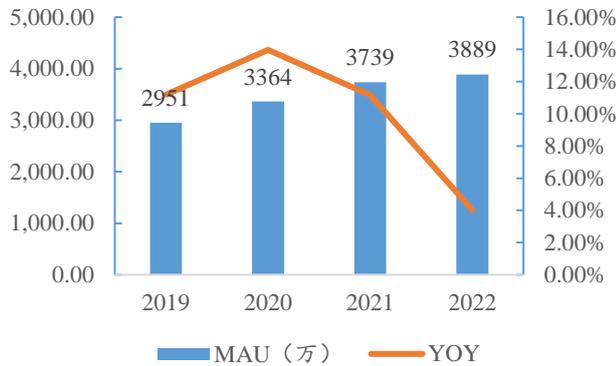
数据来源：公司年报，华福证券研究所

2.1.2 用户群体和优质内容持续丰富，龙头地位稳固

社区或已形成良性循环，用户群不断扩大。目前，社交属性已深嵌至消费者购物旅途全链条中，直播间、公众号/视频号、短视频平台等强社交属性平台成为消费者获取消费信息、影响购买决策和分享购物体验的主要渠道。根据德勤《2023 中国消费者洞察与市场展望》，35%的消费者分享购物体验/心得是为了给其他需要相关信息的用户提供参考。用户在“什么值得买”上分享实用的购物攻略、专业评测报告、真实的晒物体验、开箱视频以及精选的新品资讯等内容，平台则依此开展导购业务，连接消费者和各电商平台。通过用户的消费经验分享和互动，让来自用户的真实声音帮助用户理性、高效决策，实现良性循环，“什么值得买”保留了大量用户。2022年，“什么值得买”用户数继续保持稳健增长态势，MAU 达 3889 万人，同比增长 4.02%；平台注册用户数达 2639 万，同比增长 17.41%；APP 激活量为 6439 万，同比增长 12.95%。我们认为，公司或采用相对稳健的用户获取策略，聚焦新用户增长效率提

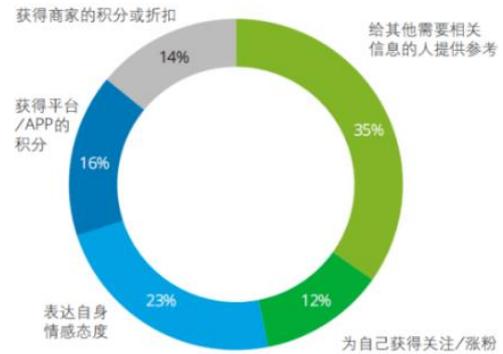
升、重点关注获客的质量和留存，未来用户数有望保持自然稳健的小幅增长。

图表 17：“什么值得买” MAU 稳步增长



数据来源：公司年报，华福证券研究所

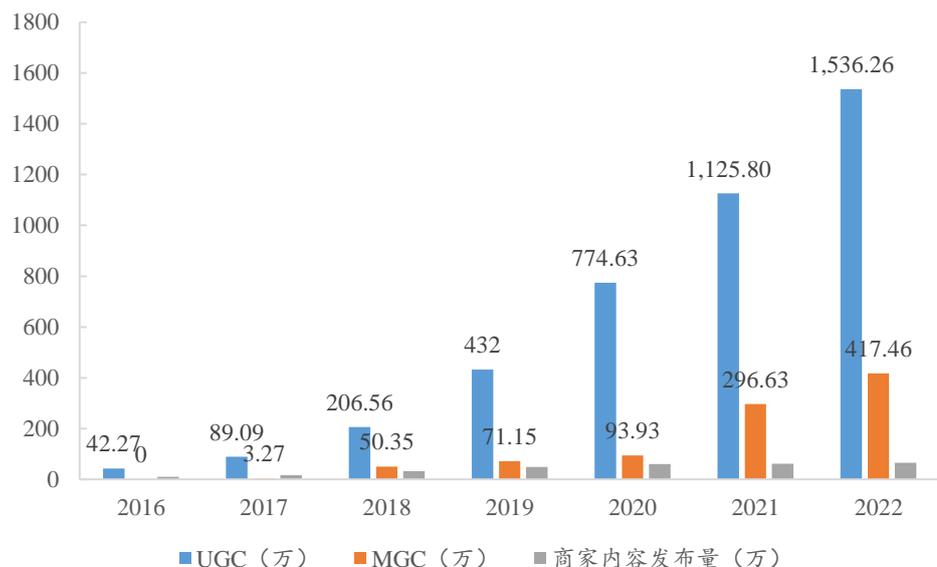
图表 18：多数消费者乐于为他人提供购物信息参考



数据来源：德勤《2023 中国消费者洞察与市场展望》，数局网易号，华福证券研究所

UGC 和 MGC 双管齐下，社区内容丰富度持续提升。公司通过“创作任务”、“众测派样”等运营工具和活动提升用户在“什么值得买”社区内内容创作的积极性，2022 年 UGC 已达 1536 万。此外，AIGC 技术的发展进一步保证消费内容的增量，MGC 亦保持快速增长态势，2022 年突破 400 万。2022 年，“什么值得买”内容发布量为 2055.84 万，同比增长 31.50%。根据“什么值得买”公众号数据，2023 年“618”期间，UGC 与 MGC 内容分别同比增长 13.79%和 87.07%。

图表 19：“什么值得买”社区的 UGC 和 MGC 快速提升



数据来源：公司年报，华福证券研究所

2022 年“什么值得买”GMV 因公司战略调整和疫情反复略有下降。2022 年，“什么值得买”及相应的移动应用共确认 GMV206.63 亿元，同比下降 5.37%；“什

么值得买”收入/GMV 为 4.29%，同比下降 0.5pcts；全年完成订单量为 1.80 亿单，同比增长 11.65%。将 GMV 拆解来看，GMV=MAU*平均消费金额，2022 年 MAU 仍保持同比增长，则说明平均消费金额同比下降。我们认为，一方面由于公司推进多元化产品战略，提升母婴用品、日用百货等产品占比，而这部分产品客单价相比较数码产品较低；另一方面系疫情反复导致的经济增速放缓和消费疲软，消费者的平均消费金额或下降。

图表 20：2016-2022 年“什么值得买”GMV



数据来源：公司年报，华福证券研究所

图表 21：2019-2022 年“什么值得买”收入/GMV



数据来源：公司年报，华福证券研究所

2.1.3 AIGC 新技术突破创作瓶颈，出海计划值得期待

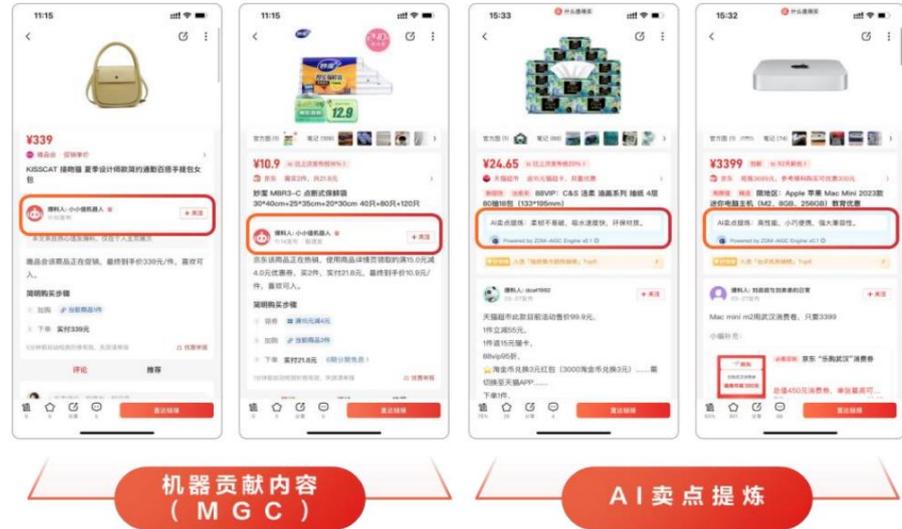
AIGC 或助力主站大幅降本增效。 ChatGPT 实现革命性突破，AIGC 技术或正式推进到场景化应用阶段，“AIGC+选品”、“虚拟货场”、“智能客服”逐渐在电商领域落地。公司自 2017 年起就已发展 MGC，目前正加强在 AIGC 领域的探索。2022 年第四季度起，“什么值得买”开始更多地尝试通过 AIGC 产生图片、进行商品亮点提炼等多内容场景应用。公司将 AIGC 列入 2023 年度重点战略项目，并尝试构建对话式用户决策场景，即希望在未来通过引入对话式机器人助手的方式提供高匹配度的商品、内容推荐结果，提高用户消费决策的效率。

公司在 AI 领域采用“M+10+10+叁”战略：M 即是和全国领先的大模型公司进行战略合作，充分利用当前的大模型底座，训练公司自己的消费领域大模型；“10+10”则是指公司拥有超过 10 年的消费内容和用户交互数据积累，以及超过 10 万小时的直播和短视频内容数据积累，具备庞大的基础数据库；叁是 AI 技术或充分应用在内容、营销、数据三大场景。

我们认为，通过使用 AI 审核可以净化社区环境氛围，优化社区互动体验，大量节省人力成本，提高效益；且通过 AIGC 可以快速批量产出优质内容，在丰富社区内

容的同时，大幅降低内容产出的整体成本。未来，公司亦有望将 AIGC 能力开放给用户，持续提升用户创作内容的数量和质量，扩大平台创作者的规模。

图表 22：“什么值得买”的 AI 相关应用



数据来源：公司年报，华福证券研究所

出海计划明确，有望创造新业绩增长点。公司已明确“什么值得买”作为出海产品，或优先选择对中国企业友好的国家/目前跨境电商落地比较成功的国家/有大量中国卖家的国家/用户愿意为流量或优质内容付费的国家。我们认为，公司积极将国内成功的商业模式复制到海外商业环境合适的国家，在 AIGC 技术的加持之下，或能更快建站、生产内容并获取用户，有望打造出一条新的增长曲线。

2.2 站外消费类 MCN 初具规模，垂类应用持续拓展

多平台成功打造规模可观的 IP 矩阵账号，促进消费内容横向传播。通过整合公司内部外部红人 IP 资源，依托抖音、快手、B 站、小红书等站外流量体系孵化和运营的账号，目前公司已形成一定规模的 IP 矩阵，根据公司公告，截至 2022 年底，覆盖粉丝数量累计超过 4 亿；内部孵化的 IP 账号达 55 个，覆盖数码、个护、家居家电、艺术收藏、宠物等多个领域。我们认为，公司的账号矩阵立足于满足用户丰富的消费需求 and 多元化的消费场景，且为达人提供内容创意及制作、商业内容生产变现等服务支持，帮助其在抖音等平台进行内容推广、扩大粉丝规模，未来有望形成规模优势，贡献一定业绩增量。

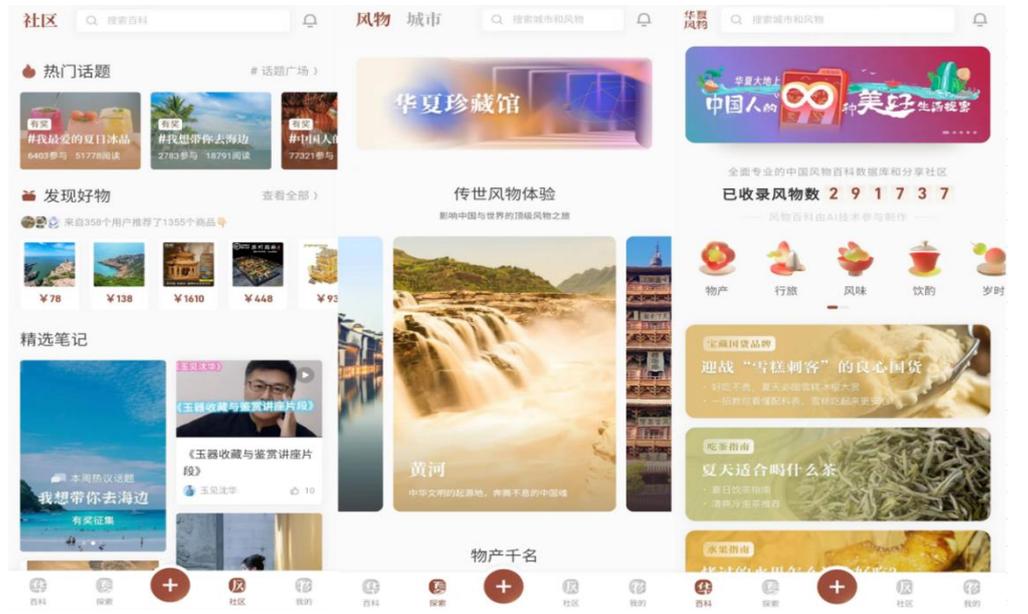
图表 23: 公司拥有多元 IP 矩阵



数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

在导购业务方面, 公司配套拓展垂类应用, 有效促进内容生产和传播。为持续满足消费者在细分领域的消费决策需求, 公司投资设立海报沃斯、华夏风物、好有言周等子公司, 配套拓展垂类应用。例如, 独立测评媒体有调于 2022 年加入公司, 其以客观、专业的消费产品评测内容, 帮助用户找到拥有高品质、低价格、有调性的好货, 或进一步补足“什么值得买”空缺。

图表 24: 子公司华夏风物有华夏有物 APP



数据来源: 华夏有物 APP, 华福证券研究所

3 营销服务: 空间广阔, 星罗已崭露头角

3.1 直播电商仍处发展快车道, 店播方兴未艾

直播电商渗透率快速增长。随着传统货架电商流量逐渐见顶, 直播电商已成为重要增量支柱, 仍处于发展快车道。根据网经社的数据, 2022 年, 中国直播电商行业

市场规模达 3.5 万亿,同比增长 40.79%,仍维持高速增长,且渗透率已提升至 25.3%。

图表 25: 2018-2022 年中国直播电商行业市场规模



数据来源: 网经社, 电数宝, 华福证券研究所

图表 26: 2022 年中国直播电商渗透率达 25.3%



数据来源: 网经社, 电数宝, 华福证券研究所

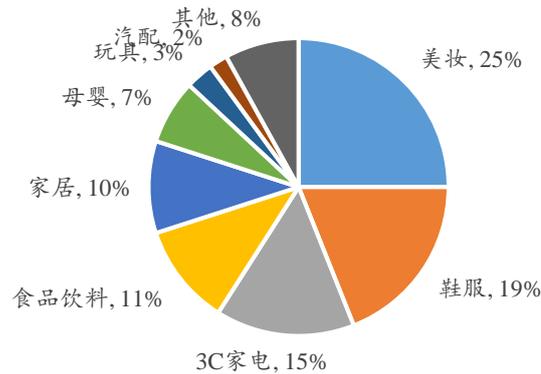
直播服务商为至关重要的一环。在中国直播电商产业链中,直播服务商连接生产商&品牌商和渠道平台,其包括 MCN 机构(负责达人播)、企业播代运营机构(负责店播)、流量服务商、工具服务商等。根据艾瑞咨询的数据,预计到 2023 年,中国直播电商服务商的营收规模将突破 1.2 万亿,2020-2023 年 CAGR 达 72.2%,空间广阔。此外,根据艾媒咨询的数据,美妆为 2022 年中国品牌电商服务商的最大客户赛道,占比达 25%。

图表 27: 中国直播电商产业图谱



数据来源: 阿里V任务, 抖音官网, 快手官网, 公开资料, 艾瑞咨询, 网经社, 华福证券研究所

图表 28: 2022 年中国品牌电商服务商的客户行业



数据来源: 艾媒咨询, 华福证券研究所

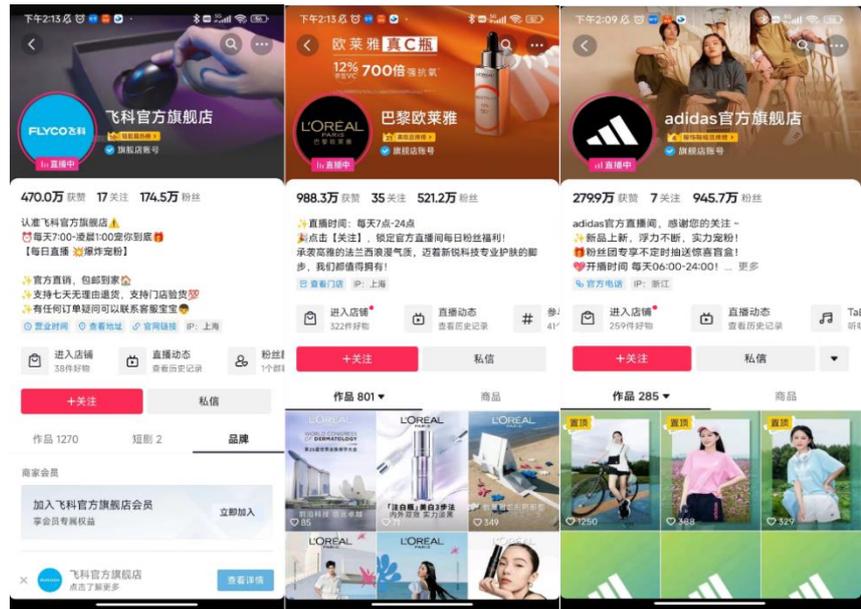
店播 ROI 或相对更高, 有望成为品牌方更青睐的方式, 进而带来旺盛的代运营需求。在直播带货发展早期, 达人播因拥有较高的流量和转化率, 为市场主流形式。但对于品牌商而言, 达人播无法沉淀品牌自己的私域流量, 且仅为阶段性的销量提升, 因此能够积累自有粉丝、ROI 更高的店播逐步崛起, 越来越多知名企业开启常态化店播。根据艾瑞咨询的数据, 预计至 2023 年, 店播的成交额占比将超 50%。我们认为, 直播电商平台的流量规则复杂, 随着店播趋势的推进, 越来越多的品牌方需要专业的代运营机构帮助其运营店铺, 进而持续催生海量需求。

图表 29: 达人播和店播的对比

直播达人播与店播对比分析		
	达人播	店播
ROI	一般略低于店播 : 高坑位费 低佣金	一般略高于达人播 : 低服务费 高佣金
合作形式	短期合作, 频次较低。达人播按场次收坑位费+销售佣金, 是否保证销售额, 以及上播时间与顺序的主导权视不同情况而定。	季度/半年度/年度合作, 全年高频直播。涉及全年运营规划, 会开展更深度的沟通合作。
差异性	<ul style="list-style-type: none"> 强IP人设 转化率高 退货率高 	<ul style="list-style-type: none"> 店铺消费者 转化率低 退货率低
盈利模式	按场次收坑位费+销售佣金, 一般收费高于店播	① 按场次收固定服务费+销售佣金 ② 按小时收费 一般单场收费低于达人播
现阶段竞争环境	<ul style="list-style-type: none"> 达人播CR5略高于店播, 但是两市场均较为分散 现阶段入局已晚, 多数头部机构至少有一名年销售额 > 10亿的头部主播 	<ul style="list-style-type: none"> 达人播CR5略高于店播, 但是两市场均较为分散 2020H2-2021H1, 众多MCN机构拓展店播业务, 竞争激烈, 市场有压价与盈利性下降的趋势

数据来源: 艾瑞咨询, 网经社, 华福证券研究所

图表 30：众多知名企业均已开启抖音店播



数据来源：抖音 APP，华福证券研究所

3.2 星罗跻身头部电商服务商行列

星罗创想提供商品与达人匹配的全链路服务，在聚合资源方面更具灵活性和多样性。相较于抖音、快手等平台自有的 KOL 对接平台，星罗创想作为独立第三方平台，收录了自于天猫、京东、苏宁、拼多多、抖音等多平台的商家资源，使得达人在单平台上即可对接大部分主流电商平台的商家，帮助其寻找到高品质商品并提供高效直播运营服务，同时也为商家提供全渠道整合营销。根据公司公告，2022 年，星罗创想服务的年商家超 2.1 万家，合作达人超 4000 人；实现 GMV 超 60 亿，是天猫 CPS 营销业务 TOP5，京东 CPS 营销业务 TOP1，抖音精选联盟业务 TOP10。2023 年，星罗创想将致力于建立百万 SKU 级别商品库，并在产品、技术上加大投入以提升分发效率；同时扩大流量库，从带货流量提升扩展至多样流量体，并持续使用 AI 助力提升匹配和分发效率。

图表 31：星罗获得多平台实力资质认证



数据来源：星罗官网，华福证券研究所

代运营业务表现亮眼。(1) 日晟星罗专注抖音全链路营销闭环，为抖音钻石服务商。依托公司在消费领域和内容创作方面的积累，日晟星罗将电商代运营和内容代运营两种能力结合，更好帮助品牌商同步实现品牌营销和电商交付。目前日晟星罗已在抖音 DP 领域崭露头角，服务宝洁集团、欧莱雅集团等头部客户，荣获首批 FACTOR 认证服务商、抖音电商钻石服务商。未来，日晟星罗将持续强化达人带货、品牌自播直播间和抖音商城三个主要运营节点的能力，同时，除优势赛道美妆、个护外，还会持续拓展高端食品、男装、大健康等领域，有望贡献业绩增量。此外，日晟星罗也将积极探索 AI 在抖音内容中的应用，母公司的 AI 能力和消费大模型均有望对其赋能，实现其在抖音上大规模帮助品牌主创作高效、准确的直播和短视频内容。(2) 有助科技服务产业带企业和品牌商。2022 年，有助帮助 60 多个国内外品牌和产业带源头工厂推进平台型电商和新媒体电商的数字化营销服务，持续强化代运营服务能力，已成为抖音和快手官方认证服务商和官方广告代理商。

图表 32：日晟星罗为众多商家提供代运营服务



数据来源：公司年报，华福证券研究所

图表 33：有助的客户包括青岛啤酒等企业



数据来源：公司年报，华福证券研究所

4 消费数据：拓展对外服务增量，反哺其他板块

目前消费数据板块业务主要由两大子公司承接。(1)值数科技：于2021年成立，是一家充分应用全域消费数据，帮助企业提升数据驱动能力的科技公司，提供全域消费数据应用及解决方案、消费洞察平台、共享交换平台和商业报告服务，目前已与小米有品、京东物流、海尔等知名企业达成合作。(2)世研指数：成立于1999年，值得买创始人&董事长隋国栋为世研智库理事长；目前该公司已形成包括智库、指数发布平台和企业服务整体解决方案在内的三位一体的业务架构，是一家专注于指数型产品解决方案的科技企业。

图表 34：值数科技的部分合作客户



数据来源：值数科技官网，华福证券研究所

我们认为，优质数据积累将为降本增效、对外服务发挥重要作用。目前随着公司逐步沉淀来自于消费内容业务板块和营销服务业务板块的数据资源，已形成能够涵盖人、货、场等多种维度的底层数据体系。我们认为，首先，数据资源能够用于多场景的用户群体细分，从而精准分发内容以提高运营效率。其次，以数字化技术为引擎，整合公司数据资源，从行业、品牌、店铺、商品、口碑等多维度视角，为电商平台、品牌商和政府机构提供可视化数据平台服务。最后，公司依托所沉淀的消费数据对消费产业能够形成更深层次的理解，反哺消费内容和营销服务两大业务板块。

5 盈利预测与投资建议

5.1 收入与成本端

营业收入：

(1) 信息推广：随着2023年疫情影响因素消除，电商和广告行业均有望迎来复苏，公司的电商导购佣金和广告展示收入或重回正增长，因此预期2023-2025年该业务收入分别为6.82、7.64和8.41亿元，分别同比增长14.5%、12%和10%。

(2) 互联网效果营销平台：直播电商市场规模预计仍保持高速增长，星罗的人货匹配业务有望持续获得增量；同时，星盟网络效果营销收入预计随着消费者电商消费热情提升而增加；因此预期 2023-2025 年该业务收入分别为 4.49、4.98 和 5.43 亿元，分别同比增长 13%、11%和 9%。

(3) 运营服务费：随着店播占比不断提升，抖音代运营需求旺盛，星罗已成为抖音美妆赛道的头部代运营商，未来有望吞并亏损的中小玩家的市场份额，因此预期 2023-2025 年该业务收入分别为 1.83、2.25 和 2.55 亿元，分别同比增长 30%、22.5%和 13.5%。

(4) 品牌营销：2023 年预期随着品牌方营销需求回暖，该业务收入恢复正增长，预计 2023-2025 年该业务收入分别为 0.75、0.77 和 0.79 亿元，分别同比增长 4%、3%和 3%。

(5) 商品销售：非公司的重点发展业务，预计在降本的大趋势下，公司将自 2023 年起将暂停发展该业务，因此预计 2023-2025 年该业务收入分别为 0.01、0 和 0 亿元，分别同比下降 95%、100%和 0%。

(6) 其他：非公司主要业务，预期 2023-2025 年收入分别为 0.02、0.02 和 0.02 亿元，分别同比增长 3%、3%和 3%。

毛利率：

(1) 信息推广：随着疫情影响因素消除和消费复苏，广告业务毛利率有望逐渐回归正常水平；同时公司积极投入 AIGC 技术研发和应用，或帮助“什么值得买”网站提效，导购业务毛利率亦有望提升；因此预计 2023-2025 年该业务毛利率分别为 60.5%、63%和 65%。

(2) 互联网效果营销平台：人货匹配业务方面，预计随着星罗服务商地位的提升，议价能力增强，毛利率有望上行；星盟业务方面，预计保持相对稳定毛利率；整体来看，该业务毛利率自 2023 年起有望逐步回升至往年正常水平，预期 2023-2025 年分别为 68.5%、70%和 70%。

(3) 运营服务费：随着抖音代运营行业内亏损的中小玩家逐步退出，日晟星罗作为头部企业有望进一步提高市占率，议价权或得以提升，因此预期 2023-2025 年该业务毛利率分别为 31%、33%和 33%。

(4) **品牌营销**: 保持相对稳定, 预期 2023-2025 年分别 12%、12%和 12%。

(5) **商品销售**: 非公司的重点发展业务, 预计在降本的大趋势下, 公司将自 2023 年起将暂停发展该业务, 2023 年毛利率进一步下降, 因此预期 2023-2025 年该业务毛利率分别为 7%、0%和 0%。

(6) **其他**: 保持相对稳定, 预期 2023-2025 年分别为 54%、54%和 54%。

5.2 费用端

(1) **销售费用率**: 公司或更为注重主站内容质量的提升, 从而吸引自然流量, 不会进行激进的大规模广告投放, 因此预期未来销售费用率亦会随着规模效应逐渐下降, 2023-2025 年预计分别为 19%、18.5%和 18%。

(2) **管理费用率**: 2022 年起, 公司开始优化人员结构; 同时, 公司将构建“员工+AI 助理”的新型模式, 并使得 AI 嵌入公司的管理和运营流程中, 实现降本增效, 因此预期未来管理费用率将逐步减少, 2023-2025 年预计分别为 11.7%、11.2%和 10.8%。

(3) **研发费用率**: 公司积极投入 AIGC 相关新技术的研发, 2023 年研发费用率或小幅提升, 随后逐渐下降, 2023-2025 年预计分别为 11.7%、11.5%和 11.1%。

图表 35: 2022-2025E 公司分业务营业收入/毛利率及三大费用率情况

	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (亿元)	12.28	13.93	15.67	17.21	公司毛利率	53.98%	56.53%	58.40%	59.37%
YoY	-12.45%	13.38%	12.48%	9.83%	信息推广	57.73%	60.50%	63.00%	65.00%
信息推广	5.96	6.82	7.64	8.41	互联网效果营销平台	67.04%	68.50%	70.00%	70.00%
YoY	-21.75%	14.50%	12.00%	10.00%	运营服务费	29.61%	31.00%	33.00%	33.00%
互联网效果营销平台	3.97	4.49	4.98	5.43	商品销售	9.15%	7.00%	0.00%	0.00%
YoY	4.16%	13.00%	11.00%	9.00%	品牌营销	11.38%	12.00%	12.00%	12.00%
运营服务费	1.41	1.83	2.25	2.55	其他	53.12%	53.00%	53.00%	53.00%
YoY	4.79%	30.00%	22.50%	13.50%					
商品销售	0.21	0.01	0.00	0.00					
YoY	-59.26%	-95.00%	-100.00%	0.00%	三大费用率	43.55%	42.40%	41.20%	39.90%
品牌营销	0.72	0.75	0.77	0.79	销售费用率	19.66%	19.00%	18.50%	18.00%
YoY	-2.92%	4.00%	3.00%	3.00%	管理费用率	12.24%	11.70%	11.20%	10.80%
其他	0.02	0.02	0.02	0.02	研发费用率	11.65%	11.70%	11.50%	11.10%
YoY	73.02%	3.00%	3.00%	3.00%					

数据来源: 同花顺 iFinD, 华福证券研究所

5.3 投资建议

我们采用可比公司 PE 估值法, 选择同为电商服务行业中的壹网壹创 (300792.SZ)、丽人丽妆 (605136.SH)、若羽臣 (003010.SZ) 和同拥有达人平台业务的遥望科技 (002291.SZ) 和天下秀 (600556.SH) 作为可比公司。根据同花顺

iFinD 数据，我们剔除 2023 年可比公司 PE 中的最高值和最低值，调整后 2023 年可比公司的平均 PE 为 27.25 倍。考虑到值得买公司旗下主站“什么值得买”受益于 AIGC 新技术将大幅降本增效，子公司星罗在蓬勃发展的抖音代运营赛道已崭露头角，多业务竞争力持续加强，因此给予公司 2023 年 34 倍 PE，对应得出目标价 28.22 元，目标市值 56.16 亿元。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 36：值得买可比公司 PE 估值情况

证券代码	公司名称	收盘价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
300792.SZ	壹网壹创	24.99	1.10	1.32	1.47	22.72	18.93	17.00
605136.SH	丽人丽妆	11.05	0.63	0.76	0.93	17.54	14.54	11.88
003010.SZ	若羽臣	19.92	0.30	0.47	0.63	66.40	42.38	31.62
002291.SZ	遥望科技	10.85	0.57	0.83	1.12	19.04	13.07	9.69
600556.SH	天下秀	6.80	0.17	0.22	0.28	40.00	30.91	24.29
调整后平均值（去掉最高/最低值）						27.25	21.46	17.72
值得买（300785.SZ）2023年预期情况								
EPS（元）			0.83					
PE（倍）			34.00					
对应目标价（元）			28.22					
股本（亿）			1.99					
总市值（亿元）			56.16					

数据来源：同花顺 iFinD，华福证券研究所（收盘日为 2023 年 8 月 21 日）

6 风险提示

(1) 宏观经济变动风险：若宏观经济承压，品牌商的广告投放预算减少、消费者线上购物意愿及消费力下降，那么则影响公司的业务发展。

(2) “什么值得买” GMV 增长不及预期：若“什么值得买”竞争力受小红书等竞品冲击，GMV 增长不及预期，则影响收入规模。

(3) 直播电商行业发展放缓：若直播电商行业发展放缓，则影响子公司星罗的人货匹配和代运营业务需求，进而影响公司业绩。

(4) AIGC 技术落地不及预期：若公司的 AIGC 技术发展不及预期，可能无法对主站进行降本增效且导致海外业务拓展受影响。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn