

商业贸易行业

什么值得买：软文配好价，导购平台之形，广告变现之实

分析师： 洪涛



SAC 执业证号：S0260514050005

SFC CE.no: BNV287



021-60750633



hongtao@gf.com.cn

分析师： 林伟强



SAC 执业证号：S0260517090003



021-60750607



linweiqiang@gf.com.cn

请注意，林伟强并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

核心观点：

● 电商导购：价格优惠+内容种草，跨平台的中心化流量入口

电商导购具备辅助用户完成网购决策、促成交易的功能。导购平台采用价格折扣、内容营销等方式吸引用户产生购买意愿，后使用跳转等方式将消费者引导至对应电商平台/品牌站点，从中收取交易佣金。2B型导购平台的核心价值是为下游的广告交易平台、广告公司、大型品牌商提供低成本流量来源；当导购平台的佣金率低于广告平台向品牌商收取的营销佣金率时，广告平台将有意愿采购导购流量赚取价差，商业模式成立。

2015年后国内电商格局趋稳，CR3高达87%，阿里等头部平台流量优势明显；导购跨平台比价价值降低，龙头公司逐渐向内容驱动转型。从APP月活数据观察，返利网等价格驱动型网站用户增长趋缓，小红书、识货等内容型平台则快速崛起。往后看。综合电商与导购网站争夺流量、产生功能重叠，消费场景多元化，消费入口去中心化等行业趋势都导购网站带来新机遇与挑战，导购生意仍处于商业模式迭代期。

● 什么值得买：内容营销配好价，佣金+广告实现流量变现

流量的聚集：价格+内容并举，UGC提高产出，PGC保持调性。值得买“好价”主打编辑精选后的优惠信息，“好物”与“好文”则通过图文视频形式的产品测评、深度介绍实现用户种草。PGC生产专业性较强的内容，保持平台调性，由于人工成本占比大，规模效应较弱；UGC、BGC具备较强的平台特征，用户与商家天然相互吸引，2018年UGC/BGC占优惠信息收入的68%/12%，处上升通道。

流量的变现：销售佣金+展示广告，双轮驱动。根据招股书披露，佣金类业务中2018年值得买确认GMV达102.1亿元，同比增长66.5%，大幅高于同期电商龙头的GMV增速，叠加前十大客户综合佣金率提升，两因素共同推高销售佣金收入。2018年广告展示的总收入占比达60.4%，成为收入的最主要来源；广告收入的增长受益三方面：1) 价格提升：2018年广告位综合均价2.40万元/天（2016-2017为1.6/2.4万元/天）；2) 出租率逐年提升：主要广告位的售出比例约为30%/40%/42%，提高站点利用率；3) 广告位扩容：APP信息流、通栏广告位个数增加。

● 风险提示

电商及其他导购平台对流量的争夺加剧，获客成本上扬；下游客户集中度高，客户在产业链中议价权较强，核心客户的经营策略变动或引起值得买收入的大幅波动；消费偏好变化，既有导购形式对用户吸引力下降。

相关研究：

商业贸易行业：寻本溯源，存量市场的突围之道

2019-06-24

社交电商系列之云集：社交驱动，会员运营，迈向线上Costco新征程

2019-03-30

存量突围系列之一：付费会员体系——构建存量用户的升维运营之道

2019-01-09

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
南极电商	002127.SZ	CNY	11.00	2019/6/27	买入	14.3	0.51	0.67	21.57	16.42	20.06	15.37	25.1%	24.9%
苏宁易购	002024.SZ	CNY	11.40	2019/6/24	买入	16.36	1.91	0.55	5.97	20.73	27.43	17.40	18.4%	5.1%
永辉超市	601933.SH	CNY	10.05	2019/4/26	增持	10	0.25	0.31	40.20	32.42	34.35	23.39	10.9%	12.1%
天虹股份	002419.SZ	CNY	13.95	2019/4/28	买入	15.5	0.87	0.98	16.03	14.23	11.18	10.56	14.2%	13.9%
王府井	600859.SH	CNY	15.49	2019/4/30	买入	22	1.70	1.91	9.11	8.11	6.50	6.03	11.3%	11.7%
周大生	002867.SZ	CNY	34.23	2019/4/28	买入	42.8	2.13	2.66	16.07	12.87	13.89	11.07	20.9%	20.6%
老凤祥	600612.SH	CNY	44.58	2019/4/26	买入	48.8	2.71	3.13	16.45	14.24	10.78	9.24	18.5%	17.7%
爱婴室	603214.SH	CNY	36.40	2019/5/13	买入	44.4	1.48	1.81	24.59	20.11	15.80	13.00	15.2%	16.5%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、电商导购：价格优惠+内容种草，跨平台的中心化流量入口	6
（一）商业模式：提高匹配效率和成交转化的流量中介	6
（二）趋势推演：返利空间收窄，转型内容驱动	7
二、什么值得买：内容营销配好价，流量变现	9
（一）流量的聚集：价格+内容并举，UGC 提高产出，PGC 保持调性	11
（二）流量的变现：销售佣金+展示广告，双轮驱动	14
三、财务情况及公司治理	19
（一）财务分析：高毛利率广告公司特征	19
（二）股权架构：创始人控股，持股比例集中	21
四、募投项目：大数据平台的升级和改造	21

图表索引

图 1: 两类典型的导购模式与代表公司	6
图 2: 2017 年电商导购市场约 84 亿元	7
图 3: 导购的快速发展伴随电商的流量红利	7
图 4: 电商导购的三个发展阶段	7
图 5: 美国电商市场相对分散 (2018 年市占率%)	8
图 6: 中国电商呈高度垄断局面 (2018 年市占率%)	8
图 7: 返利型导购平台 MAU 较平稳 (万)	9
图 8: 内容型导购 MAU 崛起 (万)	9
图 9: 什么值得买的商业模式	10
图 10: 值得买 2018 年营收 5.1 亿元	10
图 11: 值得买 2018 年归母净利 9572 万元	10
图 12: 什么值得买“好价”主打价格, “社区”“百科”贡献内容	12
图 13: 信息推广服务为主要营收	14
图 14: 值得买的信息推广服务经营模式	15
图 15: 广告展示收入增长更快	15
图 16: MAU 长期呈上升趋势	15
图 17: 佣金类业务的 GMV 转化率呈上升趋势	15
图 18: 经调整的互联网效果营销平台服务收入情况	19
图 19: 境内收入占比提升	19
图 20: 毛利率趋降	20
图 21: 应收账款期缩短	20
图 22: 值得买 ROE 情况	21
图 23: 所得税利润占比降低	21
图 24: 值得买发行前股权结构图 (2019 年 7 月 1 日招股说明书披露)	21
图 25: 公司募投项目的运作流程	22
表 1: Ebates 和 Pinterest 扩张过程中伴随持续并购	8
表 2: 2016-2018 年前五大客户收入占比情况	10
表 3: 什么值得买的“三好”频道分类	11
表 4: 各渠道优惠信息来源对应的收入占比及成本情况	12
表 5: 值得买的流量来源情况	13
表 6: 值得买的广告推广情况	13
表 7: 值得买的用户增长情况	14
表 8: 导购业务确认 GMV 持续上升	15
表 9: 导购订单客单价分布情况	16
表 10: 导购业务收入集中度提升、综合佣金比例上升	16
表 11: 导购业务前五大客户情况 (按 2018 年收入确定前五名)	16
表 12: 展示广告平均价格和出租率均有上升	17

表 13: 各类目展示广告价格变化情况	17
表 14: 广告展示收入按定价模式分类	17
表 15: 2017-2018 年展示广告前十大客户情况.....	18
表 16: 值得买主营业务毛利率变化情况.....	20
表 17: 值得买营销费用明细	20
表 18: 募投项目资金量及规划情况 (万元)	22
表 19: 值得买研发费用持续增加.....	23
表 20: 可比公司估值表	23

一、电商导购：价格优惠+内容种草，跨平台的中心化流量入口

电商导购最初兴起于消费者在各平台间比价的“薅羊毛”与测评体验交流需求，辅助用户完成“买什么、在哪买、什么时候买”的消费决策。这一过程中，**导购网站行使流量分发角色**：平台首先通过价格优惠信息（折扣券、购物返利等）或营销内容（用户分享、商家软广告等）吸引流量，然后通过链接跳转等方式将用户引导至对应电商平台，向品牌方收取佣金实现盈利。

（一）商业模式：提高匹配效率和成交转化的流量中介

对比传统电商，导购平台吸引流量的方式主要分价格优惠和内容种草两个方向：

1) 价格优惠：①通过指定渠道购买商品可获得一定的消费返利（将广告主支付的营销费用部分返还至消费者）；②更快更简便地获取各个平台的商品比价及优惠信息（通过技术手段及用户分享实现）；③国内外商品销售差价较大的情况下提供海淘辅助。典型平台有返利网、淘粉吧、惠惠网、北美省钱快报等。

2) 内容种草：通过图文、视频、线上线下场景互动等方式进行内容营销（包括UGC、PGC等），过滤过剩信息、激发用户消费需求，促进成交转化，典型代表有什么值得买、虎扑识货、礼物说、小红书（前身香港购物指南）等。

图1：两类典型的导购模式与代表公司

	运营模式	解决的行业痛点	代表企业	模式简介	发展优势	面临挑战
偏优惠类	返利类	消费者对价格的刚需	返利网 淘粉吧 易购网	整合各热门B2C网站和商家的促销信息，精选特价产品吸引用户，用户通过链接购买获得折扣或返利。	价格优势明显，契合国内用户价格敏感度高、转化率高的特点，易引发抢购，制造爆款。	由于不触达交易，无法形成闭环，在用户体验方面存在较大的挑战，如何最大程度提升用户体验是重点。
	购物搜索类	解决用户价格敏感问题	惠惠网 慢慢买 柚子街	收录商家产品数据，结合搜索技术，增加商品展示机会，实现标准商品信息的精准推送。	有技术优势，商品覆盖范围广泛；数据化运营，自动化程度高，信息处理量大，更新速度快。	目标用户范围有限，仅限于有明确购物需求且价格敏感的用户；用户参与度较低。
偏内容类	内容推荐类	解决信息过剩帮助消费者决策	什么值得买 路口 识货	通过用户（网购达人、超级用户）分享、评价、讨论等行为，产生大量优质内容，帮助社区其他用户发现喜欢的商品。	社区氛围下，用户直接创造内容，生成海量信息，用户忠诚度高，活跃度高。	类目有限，多适用于非标准化、价格敏感度低的产品；用户需求明确后，价格敏感度提升，又开始寻求比价。
	图文社区类	解决信息过剩	半糖 爱图购 果库	主打图片导购，面向女性用户，支持用户通过搜索寻找商品，在图片引导下，刺激购物神经，最终完成导购。	视觉表现力强，风格简洁有气质，图片兴趣社交化导购。	导购性低，用户偏向图片收集和分享。
	场景类	解决信息过剩增加用户体验	礼物说 飞凡 喵街	场景类就是把推荐的商品和用户真实的使用场景结合起来，以此来激发用户的购买欲。	场景真实，需求明确，用户体验高。	商品质量和售后服务。

数据来源：艾瑞咨询，广发证券发展研究中心

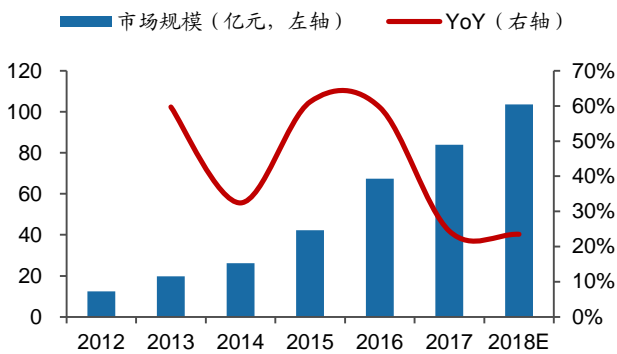
2B型导购平台的核心价值是为下游的广告交易平台、广告公司、大型品牌商提供低成本流量来源。以值得买为代表的导购平台主要对接阿里妈妈等广告交易平台、蓝标集团等大型广告公司，属2B商业模式；当导购平台的导流佣金率低于广告平台

向品牌商收取的营销佣金率时，广告平台将有意愿采购导购流量赚取价差。

我们以值得买的前五大客户之一阿里为例：根据阿里年报，FY2019（自然年2018年4月至2019年3月）天猫+淘宝整体货币化率为3.62%，2018年值得买对阿里体系的佣金率为3.48%（若考虑阿里向值得买收取技术服务费，则实际佣金率更低），阿里向品牌收取的费率高于阿里向值得买支付的佣金率，意味着值得买目前仍然是阿里低成本流量来源之一。

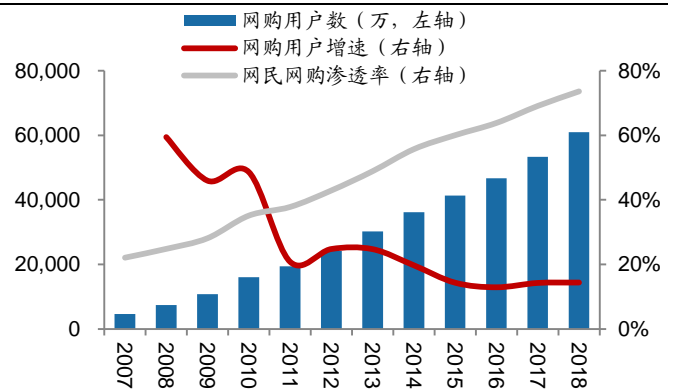
导购平台作为中心化流量纽带，通过价格优惠和内容种草的形式提高用户与商品匹配效率，在电商扩容红利阶段获得了蓬勃发展。根据中商产业研究院数据，2017年电商导购市场规模达84亿元，2012-2017年复合增速为46.6%。

图2：2017年电商导购市场约84亿元



数据来源：中商产业研究院，广发证券发展研究中心

图3：导购的快速发展伴随电商的流量红利



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

（二）趋势推演：返利空间收窄，转型内容驱动

导购作为流量中介，为产业链提供的价值随电商格局不断变化，导购行业的发展方向亦因此变化。2006-2012年，电商处于起步至快速发展阶段，动态定价机制不完善、格局相对分散，导购主要以价格驱动（比价&返利）；2013-2014年因阿里封锁导购链接，部分平台转型自营；2015年后，电商格局趋稳，头部平台流量优势明显，平台间套利空间缩小，导购逐渐向内容驱动转型获取流量。

图4：电商导购的三个发展阶段



数据来源：广发证券发展研究中心

从美国导购平台发展的经验来看，分散的电商入口更利于导购平台的成长，海淘、内容营销等附加服务的拓展帮助巩固龙头地位。Ebates和Pinterest为美国电商导购两大龙头：1) Ebates主打海淘返利，业务覆盖加拿大、中国、韩国、新加坡等

多个国家，对接3000余家在线购物平台，为各国用户提供海淘解决方案，已在规模布局上形成优势，通过持续的同业并购巩固市场地位；2) Pinterest以图片展示广告起家，后转型社交分享，并增加了应用内购买的功能，通过并购广告和技术团队辅助UGC生态。

表1: Ebates和Pinterest扩张过程中伴随持续并购

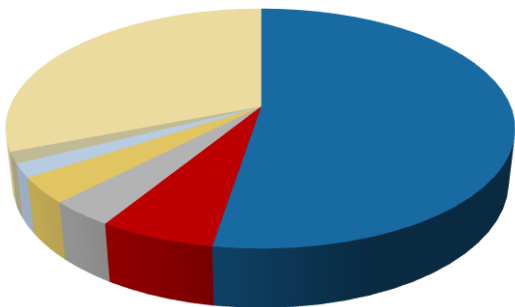
Ebates		Pinterest	
时间	被收购方	时间	被收购方
2011年	FatWallet (电商导购)	2013年	Livestar (点评App)
2011年	AnyCoupons (电商导购)	2015年	Kosei (移动广告)
2014年	Extrabux (电商导购)	2016年	URX (移动广告)
2014年	日本乐天 10亿美元收购 Ebates	2016年	tote (时尚类电商)
2016年	Shopular (电商导购)	2018年	VisualGraph (图像识别)
2017年	ShopStyle (时尚类电商导购)		
2017年	55海淘收购 Ebates 中国业务		

数据来源: Crunchbase, 广发证券发展研究中心 (灰色表示被收购)

国内电商呈寡头垄断局面且集中度持续提高，削弱了导购网站的跨平台对比价值。导购平台作为中心化流量入口，多平台对比商品是提高用户购物效率的重要职能；2018年美国电商CR3仅为62% (第一名亚马逊53%)，中国CR3则高达87% (仅阿里就占据64%)，用户由1-2个流量入口即可完成商品比较 (尤其是价格比较) 与购买行为。

图5: 美国电商市场相对分散 (2018年市占率%)

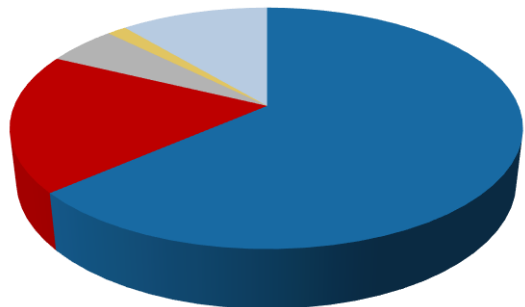
■ 亚马逊 ■ eBay ■ 沃尔玛 ■ 苹果 ■ 梅西 ■ Best Buy ■ 其他



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图6: 中国电商呈高度垄断局面 (2018年市占率%)

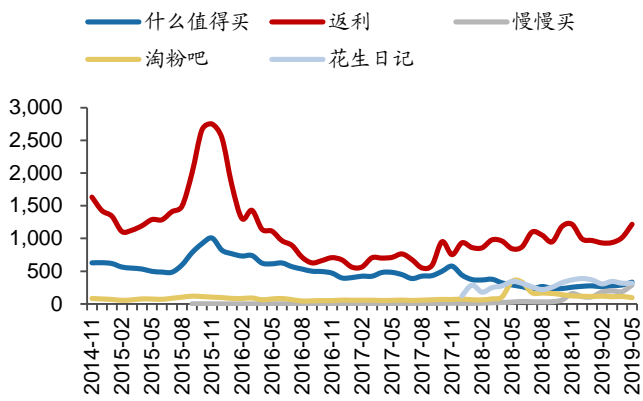
■ 阿里 ■ 京东 ■ 拼多多 ■ 唯品会 ■ 其他



数据来源: 各公司年报, wind, 广发证券发展研究中心 (阿里采用FY2019计算, 市场规模采用统计局网上商品和服务零售额)

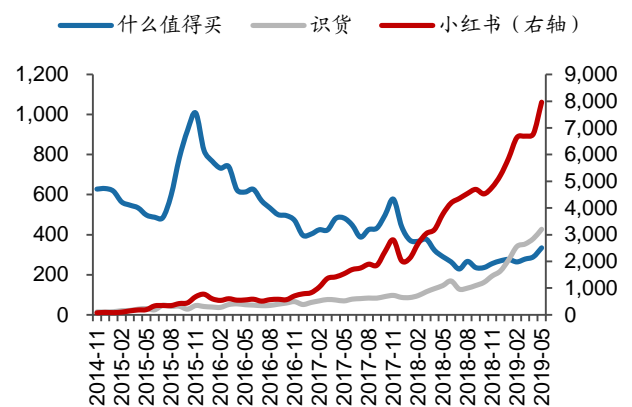
返利型网站用户增长趋缓，内容型崛起。根据QM监测的MAU数据，2014年以来价格驱动型导购未表现出明显的用户增长趋势，头部平台返利网2019年5月MAU为1217万，与2015年同期大致持平；主打用户测评和内容种草的垂直型导购平台则快速崛起，聚焦化妆品等女性商品的小红书（已转型导购+自营）MAU快速增长至7963万、专注男性的虎扑识货已增长至427万并呈加速态势。

图7: 返利型导购平台MAU较平稳(万)



数据来源: QM, 广发证券发展研究中心

图8: 内容型导购MAU崛起(万)



数据来源: QM, 广发证券发展研究中心

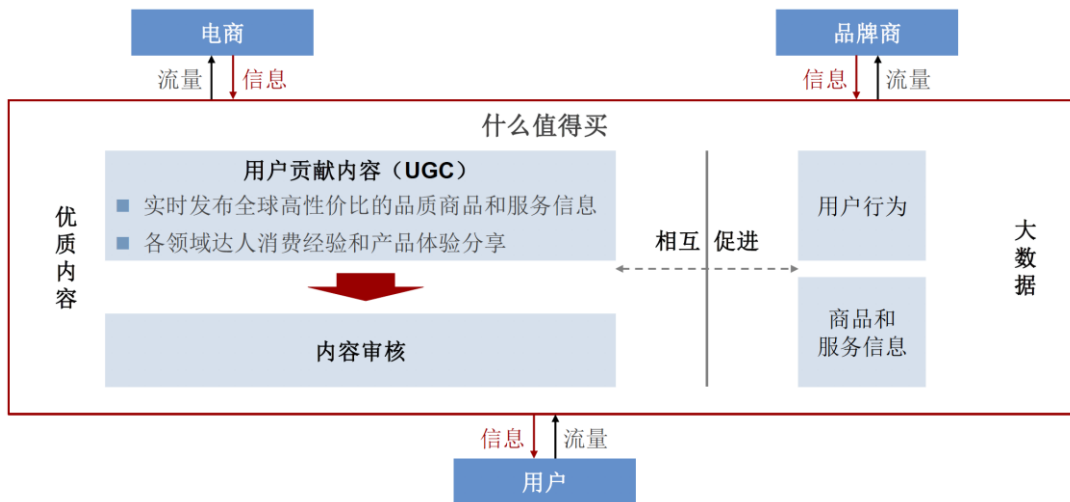
巨头自身丰富的营销玩法、完善的基础设施对导购的引流形式迭代速度提出了较高要求;消费场景多元化、电商流量去中心化趋势为导购网站带来新机遇与挑战:

- 1) 导购与电商存在流量竞争,以阿里的阿里妈妈广告联盟、京东“京X计划”与头部流量平台达成的战略合作为代表,综合电商本身具有极强的流量吸收能力,且增加直播、长评、测评、兴趣社区、大数据推荐等形式提高用户粘性,与导购平台形成了功能重叠;
- 2) 综合电商巨头的海淘直邮服务不断完善(天猫国际、京东全球购等),海淘型导购挑战加大;
- 3) 网购流量碎片化一方面可能冲击中心化的导购入口,另一方面可能在一定程度上降低电商集中度,为导购带来新的机遇。

二、什么值得买: 内容营销配好价, 流量变现

什么值得买公司成立于2011年,早期以优惠信息为主,后逐渐加入海淘、原创(原晒物、经验)、资讯、众测百科等多个频道,为用户提供性价比购物信息。目前值得买已经成长为多品类、一站式的内容类导购平台,形成基于“三好架构”(即好价、好物和好文)的内容体系。作为流量中介,值得买的商业模式可以简要概括为以优质内容和优惠信息聚集用户流量,人货匹配后将流量导入品牌商/电商平台,收取成交佣金或广告费用。

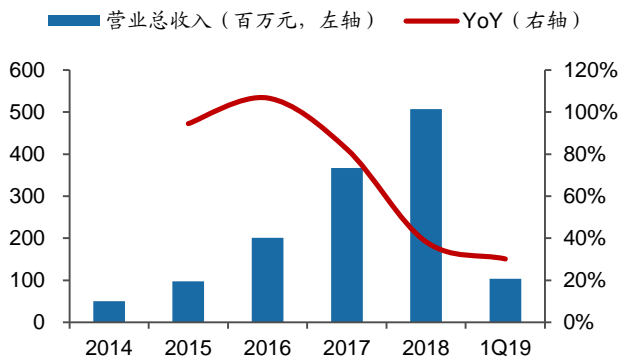
图9：什么值得买商业模式



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

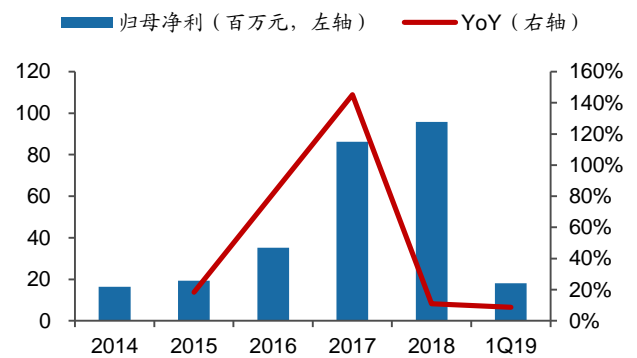
2018年公司营收同比增长38%至5.1亿元，归母净利润同比增长11%至9572万元；1Q19营收增长30%至1.0亿元，归母净利润增长9%至1814万元。根据公司招股说明书预计，2019年1-6月营业收入2.60亿元，同比增长31%；归母净利润4503万元，同比增长11%；扣非归母净利润4338万元，同比增长12%，环比略有提速。

图10：值得买2018年营收5.1亿元



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

图11：值得买2018年归母净利润9572万元



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

电商平台与广告代理市场格局决定了下游客户集中度高。导购为典型的2B型商业，值得买主要为阿里巴巴、京东等电商平台与蓝标集团等广告公司提供导购服务。由于电商和在线广告行业自身存在强马太效应、集中度持续提高，值得买下游客户呈高度集中且持续集聚的状态：根据招股书数据，2016-2018年前五大客户收入占比由56.3%提升至65.3%；蓝标集团、阿里巴巴、京东集团三大客户2018年收入占比均接近20%，议价权较强。

表2：2016-2018年前五大客户收入占比情况

客户名称	销售金额 (万元)	业务	收入占比
1 蓝标集团	9,906.79	代理苏宁、戴森、国美、博世等品牌及京东的广告投放	19.52%
2 阿里巴巴集团	9,888.55	电商导购、广告展示、互联网效果营销平台服务	19.48%

3	京东集团	9,175.73	电商导购、广告展示、互联网效果营销平台服务	18.08%
4	网易集团	2,176.95	广告展示、互联网效果营销平台服务	4.29%
5	阳狮广告	1,971.92	代理宝洁、Visa、irobot 等品牌的广告	3.88%
2018 年合计		33,119.95		65.25%
2017 年合计		22,776.92		62.06%
2016 年合计		11,324.25		56.30%

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

（一）流量的聚集：价格+内容并举，UGC 提高产出，PGC 保持调性

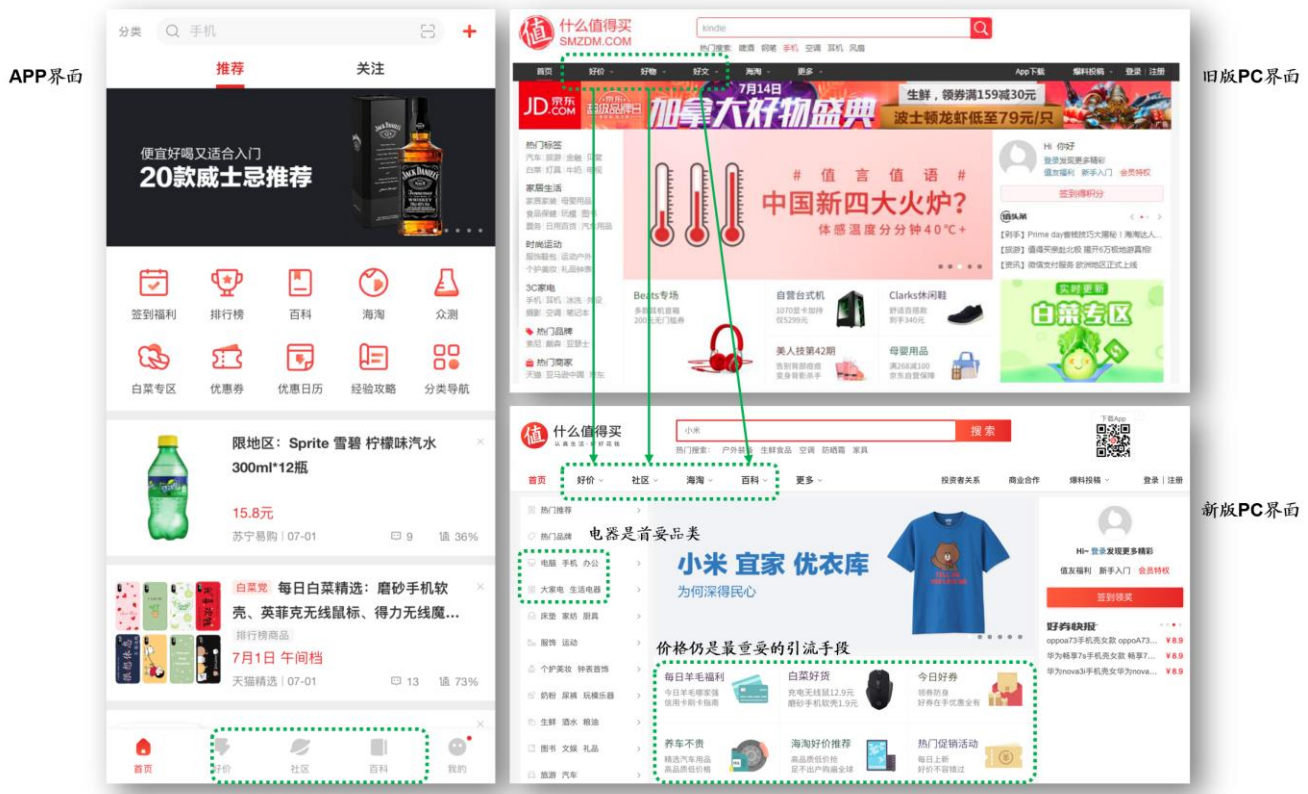
值得买采用价格+内容并举的方式聚集C端流量。PC端、APP端均拥有三个一级频道，“好价”以编辑精选后的折扣券、平台比价、促销活动等优惠信息吸引用户，“好物”（现变更为社区）与“好文”（现变更为百科）则通过图文视频形式的产品测评、深度介绍实现用户种草，促成成交。

表3：什么值得买的“三好”频道分类

一级频道	二级频道	功能
好价	精选好价	依据全部好价的每条内容热度经过编辑的挑选后展示出来
	全部好价 优惠券	机器算法审核+编辑人工审核发布全球优惠信息，日均发布超过 3000 条 以第三方身份向用户提供来自于天猫、京东、国美、苏宁等电商以及众多品牌商的优惠券
好物 (社区)	白菜	主要覆盖低价且质量比较有保证的包邮或凑单包邮商品
	消费众测	针对平台发布的商品或服务，用户可申请试用。试用用户需按照要求撰写评测报告供其他用户及品牌方阅读、参考。品牌方在众测过程中可以获得用户端高度曝光、找到目标用户，并可根据获得的用户真实意见对产品及服务的各个环节进行优化、改进
好文 (百科)	新锐品牌	关注中国“质造”，遵循价值推荐的原则，让真正拥有好产品和服务的品牌获得成长，也让用户更加高效地找到值得信赖的新兴品牌
	原创	包括开箱晒物、使用评测、购物攻略、生活记录等版块，将达人用户的分享内容沉淀、结构化和有效分发，帮助用户学习相关的消费知识
	资讯	以什么值得买编辑团队撰写的内容为主，关注各行业新品发布信息、业内动态和海淘情报

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

图12: 什么值得买“好价”主打价格,“社区”“百科”贡献内容



数据来源: 公司招股说明书, APP及网页截图, 广发证券发展研究中心

值得买优惠信息主要有四种来源: 用户贡献 (UGC)、编辑贡献 (PGC)、商家贡献 (BGC) 和机器贡献 (MGC)。UGC贡献最高, 2018年占优惠信息产生收入的68%; 编辑贡献次之, 占比16%, 环比下降12pp; 商家/机器贡献占比12%/4%。

PGC生产专业性较强的内容, 为平台初步的流量形成打下基础, 也保持平台调性。由于编辑内容需要专业人员的非标准化作业, PGC生产不具备明显的规模效应; 从单条成本看, 2018年23.7元/条的价格对比2016-2017年出现大幅上扬。以PGC带动UGC等平台化运作、更加边际经济的内容生产方式成为发展方向。

UGC、BGC具备较强的平台特征, 具备产生马太效应的潜力。1) 用户内容分享具有社交属性, 社区互动+平台奖励促进UGC的产生, 丰富的UGC进而吸引更多用户群, 形成正循环; 除去对用户的少量金钱奖励、编辑挑选审核为可变成本, 平台实际边际成本递减 (从单条价格看, 2018年1.79元比2016年1.99元下降10%)。2) 商家与用户在电商天生相互吸引, BGC数量往往随流量上升, 无需平台增加内容成本。UGC、BGC贡献比例的提高 (2018年分别同比提高8pp/3pp), 将不断加深平台护城河。

表4: 各渠道优惠信息来源对应的收入占比及成本情况

	收入占比			毛利率			单条成本 (元)		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
用户贡献	73%	62%	68%	99%	97%	97%	1.99	2.39	1.79
编辑贡献	11%	28%	16%	96%	98%	95%	12.09	10.83	23.70
商家贡献	17%	9%	12%	100%	100%	100%			

机器贡献		1%	4%		100%	100%		0.04	0.01
合计	100%	100%	100%	98%	98%	97%	4.42	2.58	1.81
收入合计 (万元)	8,797	12,389	19,418						

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心（机器贡献2017年10月1日上线；值得买通过子公司星罗创想取得的佣金收入在合并报表层面体现为互联网效果营销平台服务收入，因此表中的电商导购佣金收入的计算基础为：母公司电商导购佣金收入-母公司与星罗创想内部抵消的电商导购佣金收入+母公司作为媒体主从星罗创想获取的收入，上表中仅为优惠信息带来的电商导购佣金收入）

PC端仍为重要流量来源，免费流量占比高。根据招股书，2018年PC获取的2.9亿人中，91%为直接访问/自然搜索产生的免费流量，且免费获取用户的绝对值逐年增长；APP激活情况来看，2018年免费激活比例达68%。付费流量中主要使用效果类广告进行推广获客，从百度、手机应用商店等平台采购流量。2018年效果类广告占推广费73%，同比提升21pp。

表5：值得买的流量来源情况

	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
网站端获取用户情况 (万人)								
					占比			
直接流量	6,569	10,397	13,787	14,288	51%	54%	53%	49%
自然搜索流量	3,660	6,605	8,959	11,918	28%	34%	34%	41%
付费搜索流量	275	612	400	102	2%	3%	2%	0%
引荐流量	1,197	1,122	1,529	1,148	9%	6%	6%	4%
广告展示流量	198	239	364	52	2%	1%	1%	0%
其他流量	1,000	454	1,117	1,459	8%	2%	4%	5%
合计	12,898	19,430	26,156	28,967	100%	100%	100%	100%
从 APP 端获取用户情况 (万人)								
					占比			
免费激活	397	355	301	421	61%	59%	45%	68%
付费激活	253	245	363	199	39%	41%	55%	32%
合计	650	600	664	620	100%	100%	100%	100%

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

表6：值得买的广告推广情况

推广费用情况	2015		2016		2017		2018	
项目	金额 (万元)	比例%	金额 (万元)	比例%	金额 (万元)	比例%	金额 (万元)	比例%
广告宣传费	1,437.6	89.6	1,715.0	81.2	3,288.3	78.2	3,632.1	88.1
业务推广活动费	166.6	10.4	396.1	18.8	915.8	21.8	491.7	11.9
合计	1,604.2	100.0	2,111.1	100.0	4,204.1	100.0	4,123.8	100.0
推广对象金额占比	2015		2016		2017		2018	
项目	金额 (万元)	比例%	金额 (万元)	比例%	金额 (万元)	比例%	金额 (万元)	比例%
效果类广告	1,039.4	64.8	888.9	42.1	2,181.4	51.9	3,020.8	73.3
品牌推广类广告	564.8	35.2	1,222.2	57.9	2,022.7	48.1	1,103.1	26.8
合计	1,604.2	100.0	2,111.1	100.0	4,204.1	100.0	4,123.8	100.0

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

表7: 值得买的用户增长情况

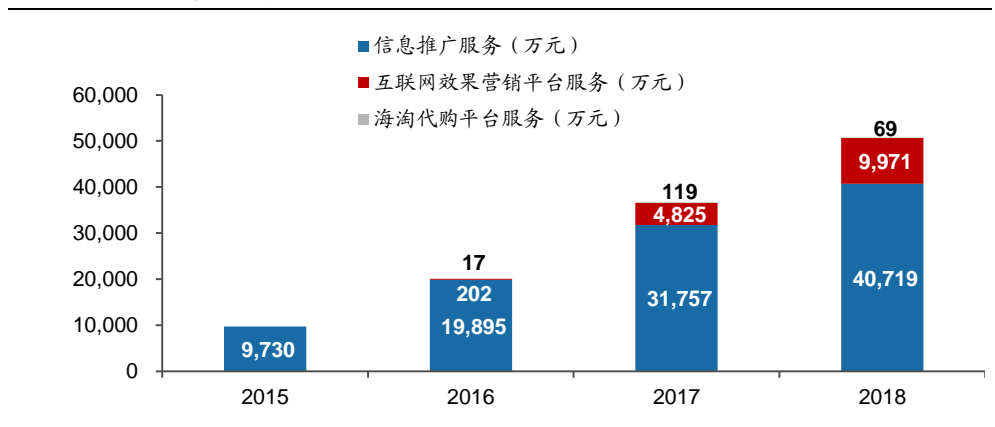
	2014	2015	2016	2017	2018
月活用户数(万人)	560.3	1,237.47	1,862.17	2,401.99	2,654.43
增长率		120.86%	50.48%	28.99%	10.51%
月注册账户数(万人)		197.24	338.95	534.49	818.76
月新增注册账户数(万人)		7.11	11.81	16.3	23.69
移动端激活量(万人)		979.68	1,580.03	2,244.48	2,864.87
电商导购交易次数(万次)		1,756.84	3,251.37	4,114.31	6,047.38
平均单次交易金额(元)		120.28	105.05	149.07	168.88

数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

(二) 流量的变现: 销售佣金+展示广告, 双轮驱动

根据招股说明书收入分拆, 值得买主业营收来自信息推广、互联网效果营销、海淘代购三项业务, 2018年占比80.2%/19.6%/0.1%, 信息推广业务为核心。

图13: 信息推广服务为主要营收

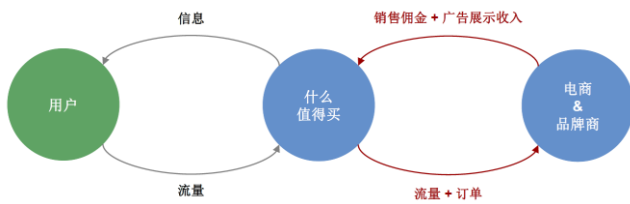


数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

信息推广服务收入进一步分为电商导购佣金收入和广告展示收入两部分。电商导购佣金来自广告主确认GMV按照约定的佣金比例付费(效果广告), 广告展示收入来自PC网页及APP的广告位展示(效果广告、品牌广告均有)。

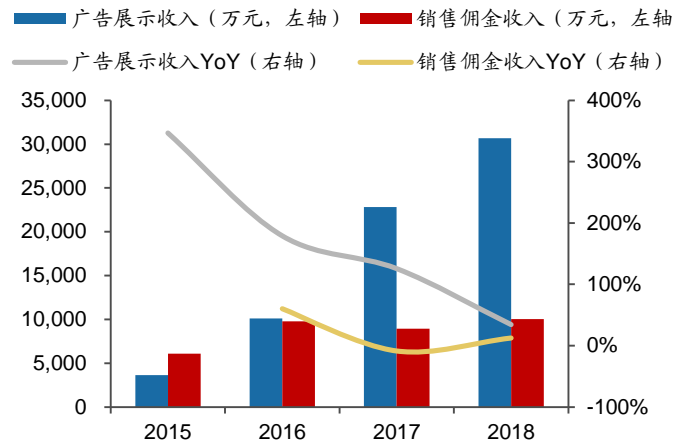
2018年值得买广告展示收入达3.1亿元, 同比增长34.4%, 佣金收入1.0亿元, 同比增长12.5%; 广告展示的总收入占比达60.4%, 为收入的主要来源。2015年以来, 广告展示收入增速始终快于销售佣金, 显示出早期以效果广告赢取口碑、中后期以品牌广告实流量变现的特征。

图14: 值得买的信息推广服务经营模式



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

图15: 广告展示收入增长更快



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

佣金类收入由确认GMV (量)、佣金率 (价) 两方面驱动:

1) 导购业务的确认GMV持续上升。2018年值得买确认GMV达102.1亿元, 同比增长66.5%, 大幅高于同期电商龙头的GMV增速(阿里FY2019 GMV增速18.8%, 京东/唯品会2018年GMV增速29.5%/20.8%)。

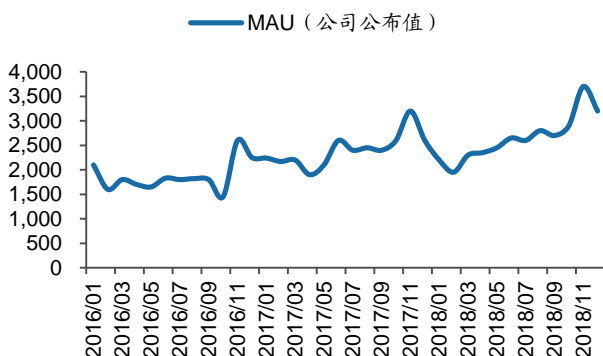
根据招股书, ①2016-2018年值得买MAU (PC+APP) 分别为1862万、2402万及2654万, 用户流量呈上升趋势; ②GMV转化率持续提高; ③客单价上涨, 平均订单消费金额从2015年的120元上升至2018年的169元; 三者共同驱动GMV上涨。

表8: 导购业务确认GMV持续上升

	2016	2017	2018
双11 导流交易额 (亿元)	4.45	6.56	9.43
净交易额 (确认 GMV) (亿元)	34.15	61.33	102.13
YoY		79.6%	66.5%
双11 全年占比	13.0%	10.7%	9.2%

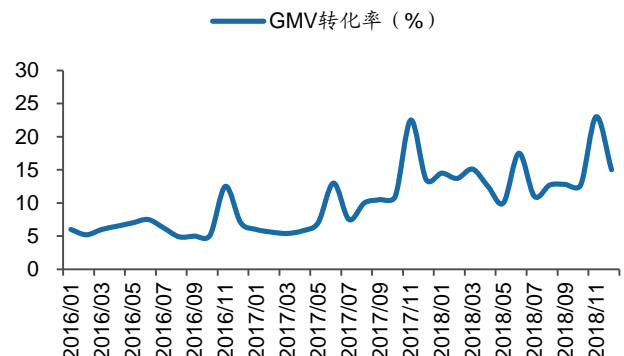
数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心 (即用户点击平台内容上所含电商链接形成的交易额)

图16: MAU长期呈上升趋势



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

图17: 佣金类业务的GMV转化率呈上升趋势



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

表9: 导购订单客单价分布情况

客单价区间	导购单次交易金额按成交订单数分布区间				导购各价格区间订单形成的交易总金额分布区间			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
1-10元	45.6%	45.7%	26.9%	26.0%	2.1%	2.2%	1.1%	0.9%
11-30元	21.6%	20.8%	26.5%	24.3%	2.9%	3.3%	3.3%	2.9%
31-100元	17.4%	17.1%	24.9%	25.3%	9.1%	9.2%	10.2%	9.6%
101-300元	10.1%	10.6%	14.1%	16.1%	19.1%	16.9%	16.9%	17.0%
301-1000元	3.7%	3.9%	5.2%	3.2%	23.7%	19.9%	19.6%	19.1%
1001-5000元	1.3%	1.4%	2.1%	2.4%	28.5%	27.1%	31.2%	30.8%
5001-10000元	0.2%	0.2%	0.3%	2.3%	7.3%	8.1%	11.2%	15.3%
10000元以上	0.2%	0.4%	0.1%	0.4%	7.3%	13.3%	6.6%	4.4%
平均单次交易金额(元)	120.28	105.05	149.07	168.88				

数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

2) 前十大客户综合佣金率提升。2015-2018年, 前十大客户的综合佣金率由3.13%提升至3.40% (2018年佣金收入前十大客户占比已高达97%, 可大致代表公司整体情况)。分客户看, 阿里妈妈2018年佣金类收入占比高达84%, 占绝对主导地位; 2018年阿里妈妈佣金率为3.48%, 2016-2018年佣金率对比2015年水平有所降低, 但导购GMV由5.4亿元增长至25.7亿元, 对冲了费率降低对收入的不利影响。

表10: 导购业务收入集中度提升、综合佣金比例上升

	2015	2016	2017	2018
电商导购佣金收入前十大客户收入(万元)	5,264	8,712	8,488	9,767
占电商导购佣金收入比例	86%	89%	95%	97%
电商导购佣金收入前十大客户导购金额(GMV)(万元)	178,018	308,166	276,775	304,072
电商导购佣金收入前十大客户综合佣金比例	3.13%	3.00%	3.25%	3.40%

数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

2018年佣金类业务毛利率下降6.5pp至76.14%, 主要受人力成本(约2pp)、IT资源成本(约2pp)、阿里妈妈技术服务费影响(约2pp)。值得买于阿里妈妈平台承接广告需求, 需向阿里缴纳技术服务费, 该费用2017-2018年占佣金收入6.0%、8.0% (阿里妈妈平台的佣金扣点率约10%), 计入营业成本使毛利率下降。

表11: 导购业务前五大客户情况(按2018年收入确定前五名)

客户名称	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
	导购金额(亿元)				收取佣金比例			
1 阿里妈妈	5.4	15.4	19.8	25.7	4.09%	3.47%	3.23%	3.48%
2 亚马逊	1.6	3.1	4.4	2.2	2.40%	2.55%	2.77%	2.34%
3 Commission Junction	0.6	0.7	0.5	0.3	7.54%	7.57%	6.98%	6.60%
4 京东海嘉	4.1	7.2	1.0	0.9	1.55%	1.44%	1.49%	1.88%
5 Digital Window		0.2	0.2	0.3		6.18%	6.25%	5.83%
	占电商导购佣金收入比例				毛利率			
1 阿里妈妈	34%	52%	67%	84%	79.3%	76.3%	79.0%	74.8%
2 亚马逊	6%	8%	13%	5%	88.9%	85.7%	87.9%	83.2%

3	Commission Junction	7%	5%	4%	2%	88.9%	85.7%	87.9%	84.4%
4	京东海嘉	10%	11%	2%	2%	88.9%	85.7%	87.9%	84.4%
5	Digital Window		1%	1%	1%		85.7%	87.9%	84.4%

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

展示广告收入提升主要来源于三方面：1) 价格提升：2016-2018年值得买广告位综合平均价格分别为1.58/2.28/2.40万元/天；2) 出租率提升：主要广告位的售出比例约为30%/40%/42%，带来广告收入的快速增加；3) 广告位扩容：APP信息流、通栏广告位个数在2017、2018年分别有明显增加，增加收费基数。

表12：展示广告平均价格和出租率均有上升

	2016	2017	2018
各位置广告展示收入平均价格（万元/天）	1.58	2.28	2.40
主要广告位售出比例	30%	40%	42%

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

表13：各类目展示广告价格变化情况

	单位时长平均展示价（万元/天）				广告位售出比例				广告位个数（个）			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
焦点图	1.8	2.3	3.0	3.5	21%	39%	42%	40%	4-12	10	12-18	10
APP 信息流	1.9	2.6	2.1	2.2	25%	28%	46%	56%	2	2-4	15-18	14-26
APP 浮层		3.7	4.1	5.3		20%	51%	17%		2	2	2
APP 通栏				2.5				42%				7-10
网站顶部通栏	0.9	1.7	2.0	1.8	22%	42%	36%	28%	0-3	4	5	4
各类矩形广告	0.6	1.2	1.3	1.2	22%	23%	28%	30%	13	14	12-16	12

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

从广告收费模式来看，2018年按天计价、按点击计价的广告分占69%/7%，占比略有下降，效果营销（按成交额提成）、消费众测（开箱测评软文营销等打包服务）占11%/13%，略有上升，整体比例变动较小，广告业务形式日趋成熟稳定。

表14：广告展示收入按定价模式分类

项目	2015		2016		2017		2018	
	金额(万元)	比例	金额(万元)	比例	金额(万元)	比例	金额(万元)	比例
按天计价	2,860	79%	7,884	78%	15,637	69%	21,100	69%
按点击次数或点击完成率	567	16%	961	10%	3,589	16%	2,263	7%
效果营销	-	0%	129	1%	896	4%	3,381	11%
消费众测等	199	5%	1,142	11%	2,705	12%	3,927	13%
合计	3,626	100%	10,116	100%	22,826	100%	30,671	100%

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

表15: 2017-2018年展示广告前十大客户情况

序号	客户名称	2017			2018			毛利率
		销售收入 (万元)	占广告展示 收入比例	毛利率	客户名称	销售收入 (万元)	占广告展示 收入比例	
1	蓝标集团	6,206	27.2%	87.8%	蓝标集团	9,907	32.3%	79.2%
2	阿里巴巴	3,451	15.1%	87.8%	阳狮集团	1,972	6.4%	55.0%
3	阳狮集团	1,381	6.1%	83.3%	上海宾谷网络	1,899	6.2%	73.6%
4	网易	847	3.7%	87.9%	OMG 集团	1,813	5.9%	7.0%
5	国美在线	700	3.1%	87.9%	网易	1,568	5.1%	81.8%
6	恒美广告	553	2.4%	86.2%	阿里巴巴	1,451	4.7%	83.3%
7	亚马逊集团	521	2.3%	87.7%	京东	1,137	3.7%	74.3%
8	北京华述网络	520	2.3%	87.9%	亚马逊集团	563	1.8%	81.5%
9	上海宾谷网络	385	1.7%	87.9%	上海络程网络	501	1.6%	74.5%
10	上海络程网络	364	1.6%	87.9%	科沃斯机器人	423	1.4%	77.2%
	合计	14,928		65.4%	合计	21,233		69.2%

数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

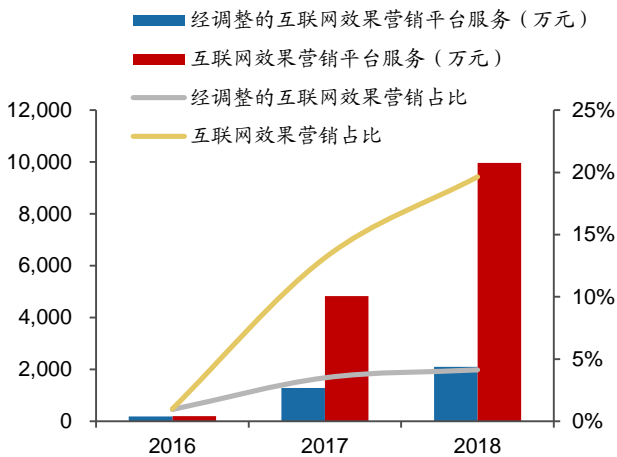
互联网效果营销平台服务依托值得买站点导购业务, 建设广告交易平台。2016年7月, 值得买推出了星罗广告联盟LinkStars, 提供互联网效果营销平台服务。LinkStars为对接流量持有者(各类联盟媒体)和流量需求者(电商、品牌商等广告主)的中介平台, 广告主可在LinkStars上发布广告需求, 并设定一定的佣金比例作为广告推广的报酬。平台抽佣10%产生盈利(2017年6月后新接入的广告主为20%), 运作模式类似淘宝客(LinkStars更多吸引B端推广者, 而淘宝客由C端进行推广)。

根据招股书披露, LinkStars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, 初步形成广告交易生态, 与值得买主站业务具备协同效应。

值得注意的是, 2016年末开始, 值得买将京东海嘉的主要导购业务转移到子公司星罗创想, 带来收入口径的明显变更。根据招股书说明, 京东于星罗创想发布的广告需求大部分由母公司承接推广(收入由信息推广口径变更为互联网效果营销平台服务), 从业务实质上看仍属于信息推广。

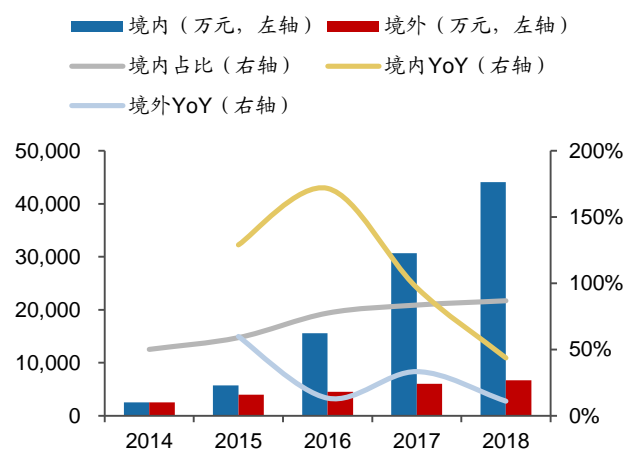
将此部分收入重分类后, 经调整的互联网效果营销平台服务实际为2097万元, 收入占比4%(公布口径为9971万元, 20%); 广告交易平台仍处于建设初期, 对整体营收贡献有限。

图18: 经调整的互联网效果营销平台服务收入情况



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

图19: 境内收入占比提升



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

海淘业务淡出视野。2016年11月, 值得买推出了海淘代购平台贝窝网; 2018年海淘代购业务收入占比仅0.1%, 对经营业绩的贡献有限。根据招股书披露, 值得买目前已经停止承接新的海淘代购业务。

境内收入占比提升。受益国内电商行业快速发展, 且平台对接流量主要为境内消费者(境内广告主付费意愿更强、导流效果更好), 值得买境内收入占比持续上升, 由2014年的59%提升至2018年的87%; 近五年境内收入复合增速达77.42%, 显著高于境外的21.81%。

三、财务情况及公司治理

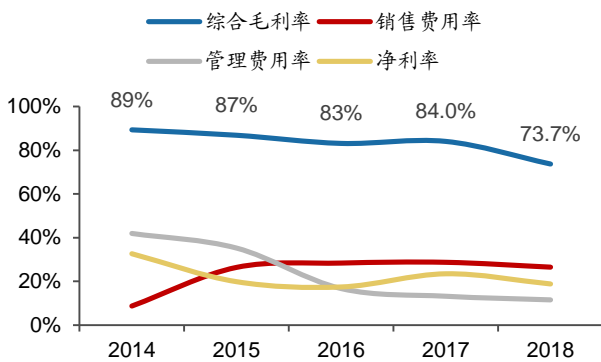
(一) 财务分析: 高毛利率广告公司特征

毛利率呈略微下降趋势。2018年综合毛利率为73.7%, 同比降10.3pp, 主要受信息推广服务毛利率下降影响, 其中: 1) 佣金类业务毛利率下降来源于第一大客户阿里妈妈技术服务费提升, 以及人力和IT资源成本提高; 2) 广告展示毛利率下降主要受专项成本影响(使毛利率降低约9%), 根据招股书披露, 专项成本仅存在于Nike、Visa、戴森等少数知名广告主, 成本主要包括配合广告宣传效果举办用户活动、给予用户奖励, 联合第三方媒体资源共同推广, 剔除上述知名广告主专项成本的影响, 广告展示业务毛利率回升至约80%。

销售费用率、管理费用率略有下降, 净利率大致在20%附近波动。2018年销售费用率为26.5%, 同比下降2.2pp。管理费用率为11.6%(包含研发, 剔除研发则为6.2%), 同比下降1.7pp。2018年值得买净利率为18.9%, 2015-2018年大致在20%附近波动。

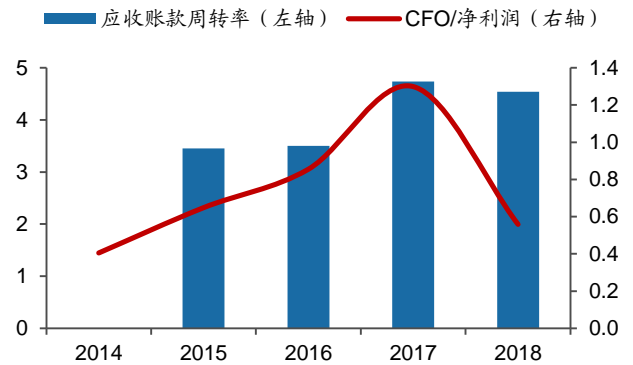
应收账款周转率提高。尽管下游客户议价权较强, 但值得买应收账款周转率整体仍呈加快趋势, 2018年为4.5, 对比2015年3.5的水平有明显提升。现金流方面, 经营性净现金流略弱于净利润; 2015-2017年趋向于提升, 2018年下降主要为应付账款增加幅度降低、应收账款周转放缓所致。

图20: 毛利率趋降



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

图21: 应收账款期缩短



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

表16: 值得买主营业务毛利率变化情况

	2015	2016	2017	2018
信息推广服务	86.8%	83.1%	85.4%	73.9%
电商导购业务	85.7%	80.9%	81.9%	76.1%
广告展示业务	88.8%	85.3%	86.7%	73.2%
其他				84.4%
互联网效果营销平台服务		84.7%	75.8%	72.9%
海淘代购平台服务		59.9%	51.4%	58.5%
合计	86.8%	83.1%	84.0%	73.7%

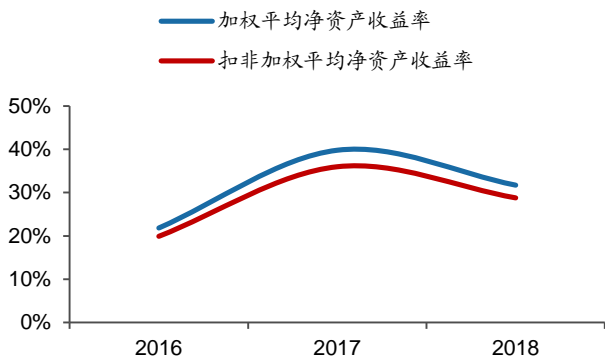
数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

表17: 值得买营销费用明细

销售费用 (万元)	2014	2015	2016	2017	2018
职工薪酬	159	662	2,200	3,402	4,848
广告宣传费	136	1,438	1,715	3,288	3,632
业务推广活动费	1	167	396	916	492
营销代理服务费	30	81	985	2,002	3,131
其中: 返点		16	718	1,622	2,943
销售服务费		65	267	380	187
金币兑换	38	148	232	669	946
办公费	11	7	11		
差旅费	23	34	94	143	168
交通费	6	10	7		
业务招待费		13	27	54	167
折旧费	2	3	14		
无形资产摊销			0		
其他	31	10	33	75	88
合计	438	2,571	5,713	10,550	13,472

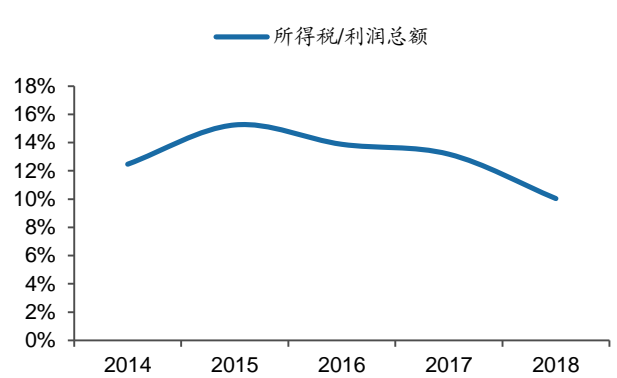
数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

图22: 值得买ROE情况



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

图23: 所得税利润占比降低

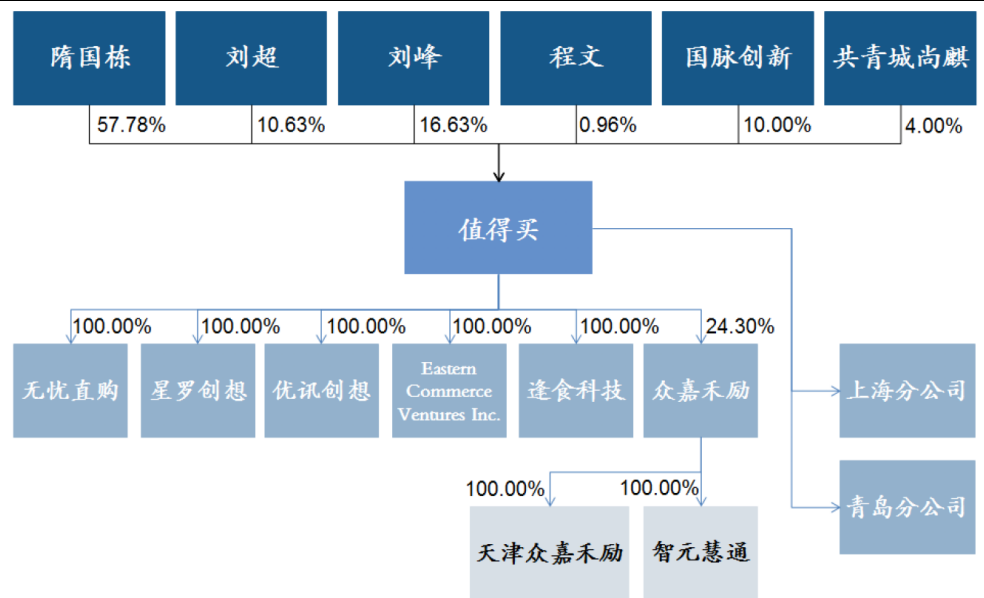


数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

(二) 股权架构: 创始人控股, 持股比例集中

管理层持股集中。董事长隋国栋先生直接持股58%、通过国脉创新间接持股10%、董事、首席技术官刘峰先生持股17%、董事、首席用户体验官刘超先生持股11% (国脉创新为上述三位高管成立的合伙投资公司, 隋国栋先生为实际控制人)。发行前的公司总股本为4000万股, 本次发行普通股1333万股, 占公司发行后总股本的25%, 隋国栋先生直接/间接持股比例将降至43.5%/7.5%, 合计51%, 仍为实际控制人。

图24: 值得买发行前股权结构图 (2019年7月1日招股说明书披露)



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

四、募投项目: 大数据平台的升级和改造

公司募集资金投资项目围绕主营业务展开, 是公司依据未来发展规划做出的战略性安排, 募集资金项目的有效实施将进一步提高公司技术研发水平, 为用户及企

业提供更有价值的内容和服务，并提高公司的盈利能力。募集资金扣除发行成本后为3.3亿元，未来三年用于投资基于大数据的个性化技术平台改造与升级项目。

表18: 募投项目资金量及规划情况 (万元)

项目名称	项目投资总额	募集资金投入	规划投资进度		
			T~T+12	T+12~T+24	T+24~T+36
基于大数据的个性化技术平台改造与升级	33,000	33,000	10,887	10,360	11,754

数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心 (T月为项目开始实施当月)

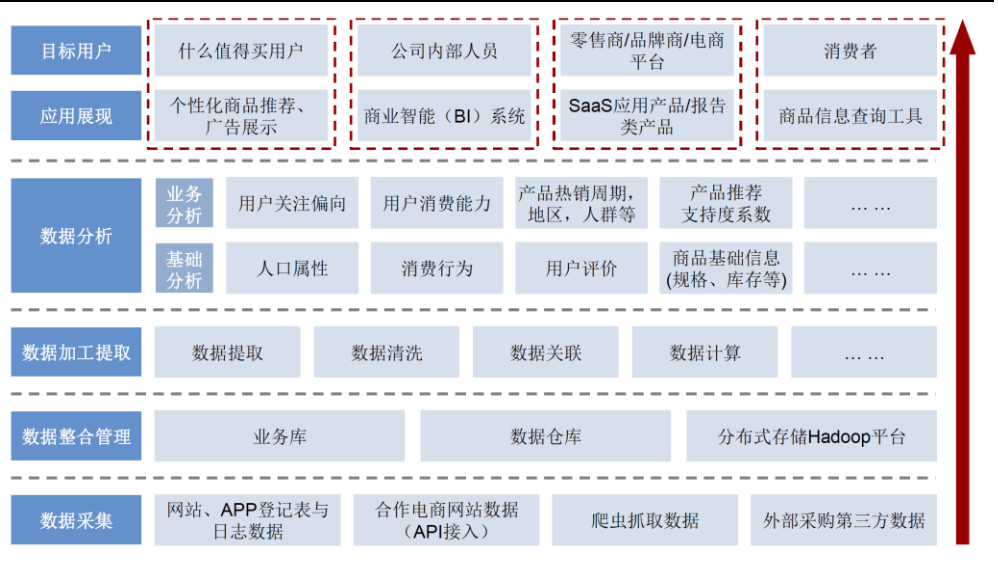
募集资金对基于大数据的个性化技术平台进行改造和升级, 将提升值得买的数据采集和应用水平, 挖掘用户个性化需求, 更精准的进行商品与广告推荐, 提升转化率与公司收入。藉此, 值得买将实现以下三个具体目标:

1) 提高个性化推荐水平, 在用户访问网站、移动端或使用插件时实现“千人千面”, 商品推荐与广告推荐的效率均有提升, 更有效地为广告主提升转化率, 从而增加值得买的两种主营收入;

2) 提高内部运营效率, 节省部分人工成本;

3) 依托大数据平台, 对外提供产品与服务, 消费者端涵盖商品价格趋势查询、各平台价格与优惠信息比较、品类/品牌/人群/地域排行榜等, 企业端为零售商、品牌商、代运营商以及电商提供SaaS类产品, 涵盖各品类、品牌的价格趋势分析、热度分析及重点用户群分析等。

图25: 公司募投项目的运作流程



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

保持研发投入力度, 加深技术壁垒。在大数据挖掘用户购买偏好的基础上, 值得买亦计划与合作伙伴一起适时拓展新导购方式, 如个性化定制、反向团购等, 适时尝试视频导购、直播导购、AR/VR导购等多样化导购形式。

表19: 值得买研发费用持续增加

研发费用: 万元	2014	2015	2016	2017	2018
工资及福利	686	1,193	2,983	4,771	6,567
IT 资源	73	159	118	393	496
研发费用合计	799	1,529	3,223	5,276	7,220
研发费 YoY		91.4%	110.8%	63.7%	36.8%
研发占比	16.0%	15.7%	16.0%	14.4%	14.2%

数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

表20: 可比公司估值表

公司名称	市值	净利润		营业收入		PE(x)		PS(x)	
	(百万人民币)	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
南极电商	27,004	1,254	1,655	4,394	5,508	21.6	16.4	6.1	4.9
宝尊电商	21,743	505	803	7,299	9,493	43.0	27.1	3.0	2.3
蘑菇街	2,065	-272	13	1,257	1,682	-	158.9	1.6	1.2

数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心 (南极电商采用广发盈利预测, 宝尊电商与蘑菇街采用 Bloomberg 一致预期, 其中蘑菇街采用经调整净利润; 美元汇率取人民币中间价 2019 年 7 月 3 日收盘价 1 美元=6.8705 人民币计算; 南极电商市值截至 2019 年 7 月 4 日收盘, 宝尊电商与蘑菇街截至 2019 年 7 月 3 日美股收盘)

风险提示

- 1、行业竞争加剧: 电商及其他导购平台对流量的争夺加剧, 造成新用户获取成本快速提高、存量用户流失;
- 2、核心电商及广告公司客户营销策略变动: 下游客户集中度高, 客户在产业链中议价权较强, 核心客户的经营策略变动或引起值得买收入的大幅波动;
- 3、消费偏好变化, 既有导购形式对用户吸引力下降。

广发商贸零售行业研究小组

- 洪涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年加入广发证券发展研究中心，曾就职于华泰联合证券、平安证券。2015-2017年新财富批零行业第四名，2017年水晶球分析师第一名，2017年金牛分析师第三名。
- 林伟强：资深分析师，上海财经大学金融学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。2015-2017年新财富批零行业第四名（团队），2017年水晶球分析师第一名（团队），2017年金牛分析师第三名（团队）。
- 高峰：分析师，上海交通大学管理科学与工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于招商证券。
- 贾雨朦：联系人，伦敦政治经济学院风险与金融硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛南街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。