

# 内容类导购平台的空间、壁垒和效率

——从值得买看内容类导购平台



行业评级	<b>看好</b> 中性 看淡 (维持)
国家/地区	中国
行业	传媒行业
报告发布日期	2019年07月16日



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师	项雯倩 021-63325888*6128 xiangwenqian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517020003
联系人	高博文 021-63325888-6089 gaobowen@orientsec.com.cn

## 核心观点

- **电商平台进入下半场，内容类导购崛起。**18年中国网络零售交易额 9.01 万亿 (yoy+23.9%)，电商行业渗透率达 24%，一方面，传统品类步入深水区，行业增速放缓；另一方面，巨头流量红利衰退，用户数提升缓慢，电商步入精细化流量运营，垂直社区受巨头追捧。电商导购平台主要包括价格类导购平台和内容类导购平台，价格类导购采取价格聚合对比，主要承担流量的再分配，竞争力弱、对流量依赖大；内容类导购构建社区生态，为用户提供购物建议，符合电商下半场趋势，保持着稳定增长。
- **四维度剖析社区生态，通过产品设计、流量分布、商品分布及用户画像对社区进行全方位分析，从而探究社区的“调性”和壁垒。**以“什么值得买”为例，其定位于高端 3C 垂直社区，通过 UGC 内容构建生态体系。值得买，产品设计方面，汇集测评达人，构建 UGC 分享生态；流量分布方面，66%浏览量来自于 UGC 攻略；商品分布方面，聚焦数码家电，占比达 50%；用户画像方面，主要聚焦一二线高端用户，男女较为均衡。
- **从流量的获取、运营及变现角度分析内容类导购平台商业模式。**以“什么值得买”为例，流量获取端，平台以免费流量为主，其中 PC 端付费流量近占 0.6%，移动端付费流量占比 32%；流量运营端，构建 UGC 内容闭环，鼓励达人分享测评攻略及推荐，流量变现端，通过 CPS 佣金及展示广告实现变现。通过“UGC 内容-优惠信息-电商平台/品牌商家”形成商业闭环。从净 GMV 角度，平均每 13 个月活用户贡献一条 UGC 优惠信息，单条优惠信息贡献 3370 元 GMV，平台 CPS 约 1.90%，单条信息的成本比率仅 2.8% (收入口径)。从广告角度，以按天数计价展示广告为主，不同广告形式单日展示价格 1.2-5.3 万，广告为出售比例 16%-56%，详细数据展示佣金/广告业务天花板。
- **财务方面，电商导购平台与电商结构相似，具有轻资产、高盈利。**收入方面：佣金和广告是电商导购平台的主要营收来源，其中导购佣金依赖于用户数、交易频率、客单价以及佣金率；广告收入依赖于展示价格 (形式、用户体量) 以及出售比例。成本费用方面：主要为职工薪酬、IT 成本、广告费用等，具有较高经营杠杆，随着营收增长呈现规模效应。净利润及现金流：保持高利润率水平，经营活动现金流与净利润相匹配。

## 投资建议与投资标的

- 互联网流量红利衰退，电商龙头用户数量见顶，细分流量崛起，具有优质流量和强运营能力的垂直电商社区具有广阔增长空间。内容类导购平台凭借自身内容生态体系搭建，实现低成本引流、高效率导流，通过 CPS 佣金和展示广告保持收入高增长。建议关注：值得买(300785，未评级)、汽车之家 (ATHM.N，未评级)。

## 风险提示

- 行业竞争加剧、社区老龄化

**相关报告**

透过 Facebook 看腾讯社交广告：	2019-06-28
大数据出海营销行业拟科创板公司：木瓜移动：	2019-06-27
正版化趋势不改，积极发挥第三方作用：	2019-06-21

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，(上表中预测结论均取自最新发布上市公司研究报告，可能未完全反映该上市公司研究报告发布之后发生的股本变化等因素，敬请注意，如有需要可参阅对应上市公司研究报告)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 目 录

行业概览：电商角逐后半场，内容类导购崛起 .....	5
导购价值：解决“买什么”、“哪里卖”、“哪家好”问题 .....	5
行业趋势：巨头流量红利衰退，垂直社区日趋重要 .....	6
空间格局：内容类导购占比提升，值得买绝对领先 .....	7
社区分析：以值得买为例，设计、流量、商品及用户 .....	9
产品设计：聚焦好价、社区，营造 UGC 推荐生态 .....	9
流量分析：移动 PC 流量 6:4，UGC 属性凸显 .....	11
商品分析：高客单价，聚焦 3C 产品 .....	12
用户画像：一二线城市中年为主，男女较为均衡 .....	13
商业模式：以值得买为例，盈利、流量与内容生态 .....	14
盈利模式：“CPS 佣金”+“按天计价广告”变现为主 .....	15
流量来源：以自然、免费流量为主 .....	18
内容生态：UGC 内容为主，兼具低成本&高效率 .....	19
财务分析：与电商平台结构相似，轻资产模式高盈利 .....	20
营收方面：用户数、客单价、交易频率三因素决定 GMV .....	20
成本费用：低成本费用率，长期具有规模效应 .....	20
净利润：高利润率，经营活动现金流与净利润匹配 .....	22
投资建议及投资标的 .....	22
风险提示 .....	22

## 图表目录

图 1：电商导购行业产业链图谱.....	5
图 2：导购形式：“买什么”VS“哪家好”.....	6
图 3：中国各品类电商渠道渗透率（%）.....	6
图 4：电商巨头年度活跃买家数（百万）.....	6
图 5：流量见顶，电商巨头加快与新兴社区“联姻”.....	7
图 6：中国电商导购营收规模（亿）.....	8
图 7：中国电商导购行业结构（%）.....	8
图 8：2016 年中国电商导购企业营收市场规模.....	8
图 9：2016 年中国内容类电商导购企业营收市场规模.....	8
图 10：什么值得买通过优质 UGC 内容为电商引流.....	9
图 11：什么值得买 PC 端网页.....	10
图 12：“好文”中达人攻略附带链接.....	11
图 13：“好价”中推荐优惠精选.....	11
图 14：值得买 PC 端主页浏览量&移动登录次数（百万）.....	11
图 15：值得买月活用户数（百万）及单用户年浏览量.....	11
图 16：订单价格 300 元以上商品占交易金额近 70%.....	12
图 17：各电商平台单价价格（元）.....	12
图 18：京东通过什么值得买销售产品分布.....	13
图 19：各电商平台品类分布.....	13
图 20：内容类电商导购平台商业模式.....	15
图 21：什么值得买确认 GMV 构成及增长（百万）.....	16
图 22：什么值得买导购佣金收入构成（百万）.....	16
图 23：什么值得买 APP 焦点图广告.....	17
图 24：什么值得买 APP 端信息流广告.....	17
图 25：什么值得买网页端流量分布.....	18
图 26：什么值得买移动端流量分布.....	18
图 27：什么值得买买量价格（元/人）.....	18
图 28：UGC 贡献优惠信息数量绝大部分（万）.....	19
图 29：UGC 贡献优惠信息贡献收入（百万）.....	19
图 30：不同类型优惠信息单条贡献收入（元/条）.....	19
图 31：不同类型优惠信息成本比率（%）.....	19
图 32：值得买营收拆分（百万）.....	20
图 33：值得买广告、佣金 ARPU 值（元）.....	20

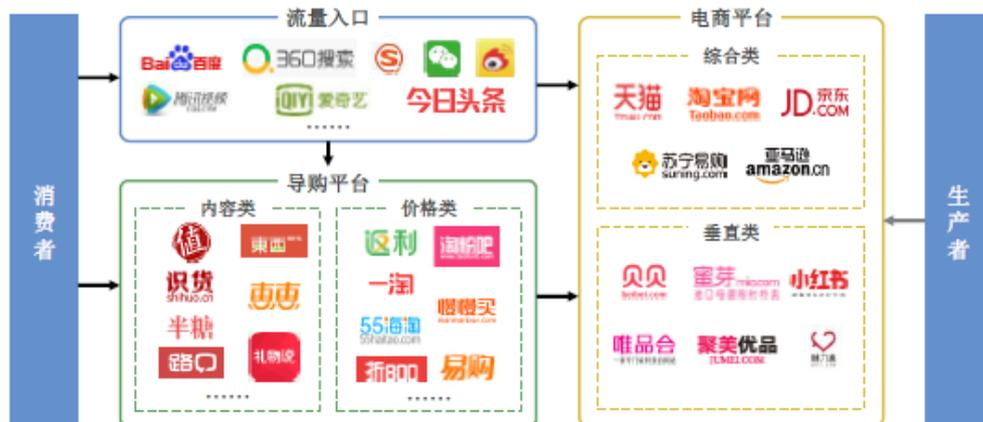
图 34：什么值得买分业务毛利率（%） .....	21
图 35：什么值得买成本拆分（百万） .....	21
图 36：什么值得买费用率（%） .....	21
图 37：什么值得买销售费用拆分（百万） .....	21
图 38：什么值得买净利润（百万） .....	22
图 39：什么值得买经营活动现金流（百万） .....	22
表 1：什么值得买各子网址流量分布 .....	12
表 2：社区电商经营数据对比（2019.05） .....	13
表 3：社区电商用户画像对比（2019.05） .....	14
表 4：各品类 CPS 佣金比例 .....	16
表 5：2018 年什么值得买展示广告形式（万） .....	17

## 行业概览：电商角逐下半场，内容类导购崛起

### 导购价值：解决“买什么”、“哪里卖”、“哪家好”问题

导购与电商行业密不可分，主要解决了“买什么”、“哪里卖”、“哪家好”三个核心问题，承担了流量创造与分配的作用。通常电商平台都拥有自己的导购模块，比如搜索、筛选、推荐，不同的电商平台侧重点不同，其中淘宝依赖于搜索形式、拼多多依赖于场景及爆款推荐，代表着不同的导购模式，内容导购除了解决三大核心问题外，还承担着“重新分配流量”、“平衡电商生态”、“获得更大利益”的作用。外部专业导购平台则更专注于“更好帮助解决用户需求”、“帮助用户选择更便宜的购物渠道”等作用。

图 1：电商导购行业产业链图谱



资料来源：艾瑞咨询，东方证券研究所

由于聚焦的问题不同，导购平台主要包括价格类导购和内容类导购两种形式。

- **价格类导购：**聚焦解决“哪家好”的问题，用户在进入导购平台前已经有了心仪的商品，导购平台仅提供“比价、返利”，典型公司包括去哪儿、返利网等。实质上，价格类导购在流量端是零和博弈，主要承担“流量重新分配”的作用；聚合比价模式下，导购平台同质化严重、缺乏核心竞争力，流量外购，盈利能力较弱。去哪儿退市前，15 年营收 41.7 亿，销售费用率 64%，足见比价平台对流量的依赖性。
- **内容类导购：**聚焦解决“买什么”的问题，用户在导购平台寻找心仪的商品，导购平台为用户提供“信息整合、商品推荐”，典型公司包括汽车之家、什么值得买、蘑菇街等。实质上，内容类导购对产业链提供增量价值，通过“优质内容创新用户需求”、“种草”；内容类的核心壁垒在于社区调性以及内容生态，如何推动用户持续产生高质量的内容，具有较强盈利能力。

图 2：导购形式：“买什么” VS “哪家好”

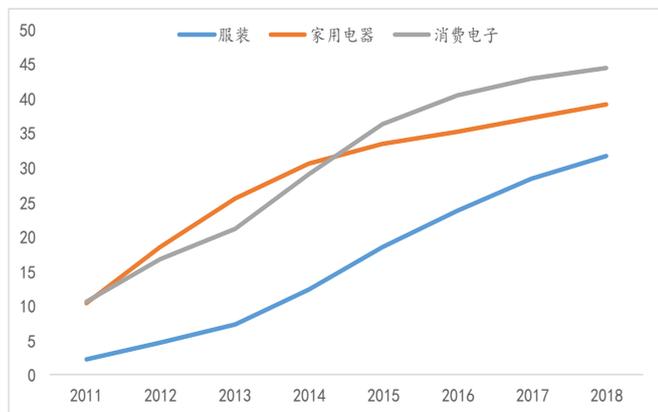


资料来源：东方证券研究所

### 行业趋势：巨头流量红利衰退，垂直社区日趋重要

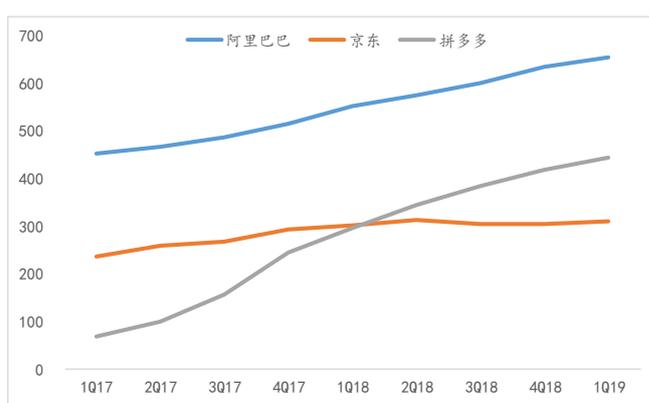
电商竞争步入后半场，用户数增速放缓。18 年中国网络零售交易额 9.01 万亿 (yoy+23.9%)，电商行业渗透率达 24%。传统品类步入深水区，其中服装品类线上渗透率 31.8%，家用电器线上渗透率 39.2%，消费电子产品线上渗透率 44.6%，行业增速放缓。巨头流量红利衰退，用户数提升缓慢。截止 19Q1，阿里巴巴年度活跃买家 6.54 亿 (qoq+2.8%)，京东年度活跃买家 3.11 亿 (qoq+1.7%)，拼多多年度活跃买家 4.43 亿 (qoq+5.8%)，流量获取难度日益加大。

图 3：中国各品类电商渠道渗透率 (%)



资料来源：欧睿数据，东方证券研究所

图 4：电商巨头年度活跃买家数 (百万)



资料来源：公司财报，东方证券研究所

流量见顶，电商巨头加快与新兴社区“联姻”。随着整个互联网进入下半场，巨头对流量渴望日益加剧。从投资角度，近两年腾讯、阿里先后共同投资小红书、哔哩哔哩、趣头条等公司，提前布局垂直社区及下沉市场流量，加快 UGC 合作速度，满足流量增长需求。从流量合作角度，淘宝、京东、拼多多合纵连横，18 年起各电商平台与垂直社区、下沉渠道进行合作，包括抖音上线“直达

淘宝”、哔哩哔哩与淘宝实现全面合作、京东拼购接入趣头条、拼多多与快手开启“内容平台+电商平台”合作，内容类社区价值日渐显现。

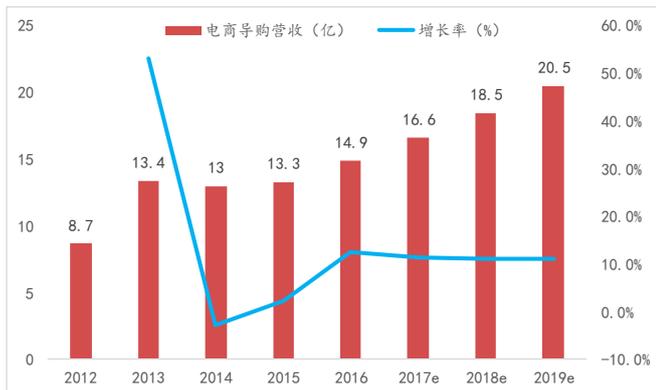
图 5：流量见顶，电商巨头加快与新兴社区“联姻”



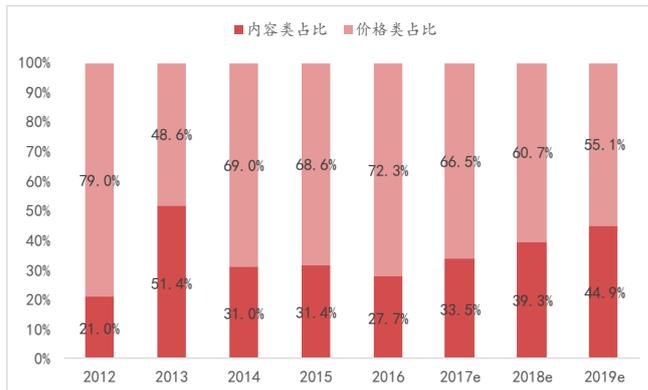
资料来源：IT 橘子，东方证券研究所

### 空间格局：内容类导购占比提升，值得买绝对领先

电商导购行业稳步增长，内容类导购占比提升。根据艾瑞咨询统计电商导购行业，营收口径仅包括线上分享网站，不包括社交及自媒体方面；包括佣金收入、营销广告收入，但不包括自营收入。18年电商导购行业营收规模 18.5 亿（yoy+11.2%），内容类导购占比持续提升，达 39.3%，内容类导购市场规模 7.3 亿（yoy+30.6%）。（导购平台指吸引客户并促使其前往第三方电商平台完成交易，故此处不包括小红书等社区电商平台）

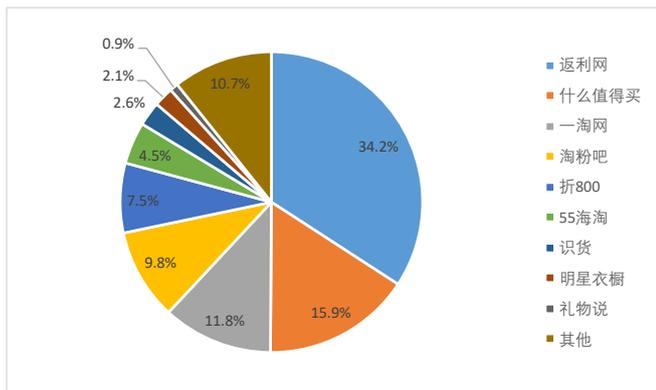
**图 6：中国电商导购营收规模（亿）**


资料来源：艾瑞咨询，东方证券研究所

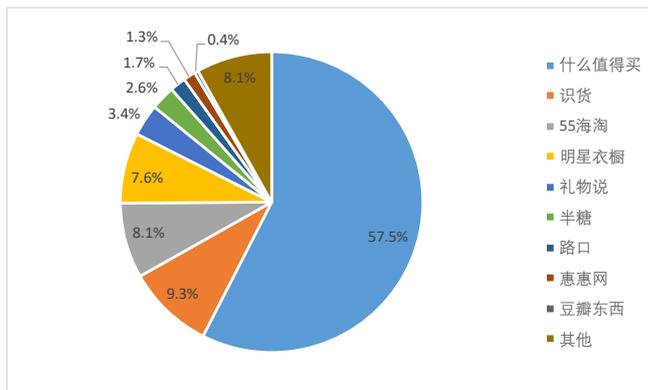
**图 7：中国电商导购行业结构（%）**


资料来源：艾瑞咨询，东方证券研究所

什么值得买占据内容类导购电商绝对领先地位。2016年，整体电商导购行业中，仍以价格类导购企业-返利网市场规模最大，占比达34.2%，什么值得买紧随其后，占比15.9%。在内容类导购行业，什么值得买占据内容类导购行业绝对领先地位，市占率从16年的57.5%提升至18年的69.2%（2018年内容类导购行业规模采用艾瑞估计值）。

**图 8：2016 年中国电商导购企业营收市场规模**


资料来源：艾瑞咨询，东方证券研究所

**图 9：2016 年中国内容类电商导购企业营收市场规模**


资料来源：艾瑞咨询，东方证券研究所

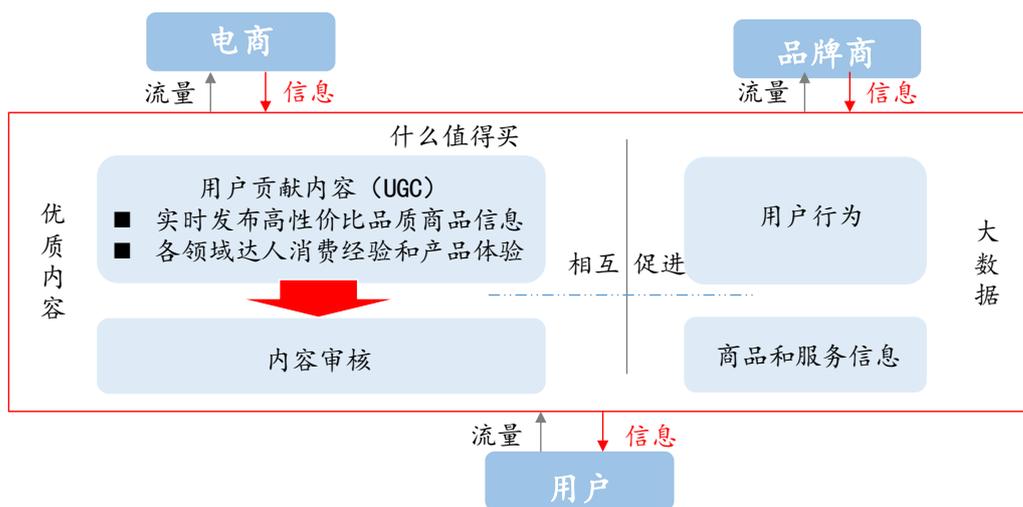
传统电商平台渗透率见顶，巨头纷纷布局垂直社区流量，电商导购平台价值凸显。导购平台主要分为价格类和内容类两种模式，内容类导购平台更加符合“新增流量”需求，竞争力更强，市场规模占比持续提升。什么值得买是内容类导购平台的绝对佼佼者，市场地位持续提升。

## 社区分析：以值得买为例，设计、流量、商品及用户

内容类导购平台的核心在于其“社区生态”，社区生态着内容产出（PGC or UGC）、用户调性（用户画像和商品特征），进一步决定其商业模式及核心壁垒。我们以“什么值得买”为例对内容类导购平台进行分析。与互联网其他产品一样，对产品设计、流量分布、商品销售及用户画像等维度分析有着重要作用。

简单介绍一下“什么值得买”，公司成立于2010年，起源于数码论坛 Hi-PAD 交易版，是国内领先的内容类导购平台，集导购、媒体、工具、社区属性于一体，以高质量消费类内容向用户提供高性价比、高口碑的商品服务信息。

图 10：什么值得买通过优质 UGC 内容为电商引流



资料来源：IT 橘子，东方证券研究所

## 产品设计：聚焦好价、社区，营造 UGC 推荐生态

产品设计是内容类导购平台的基础，决定着流量分发方式，进一步对流量、商品及用户进行筛选和推动。什么值得买聚焦于优惠信息和达人内容，分别对应“好价”、“社区”两个频道：

- **好价频道**：主要包括四个子频道，1) 全部好价，主要是编辑和机器贡献的优惠信息，日均新增 5000 条；2) 精选好价，编辑挑选“全部好价”中内容精华；3) 优惠券，包括电商、品牌商发布的优惠券；4) 白菜，主要是用户发布的优惠信息和包邮产品。
- **社区频道**：主要包括四个子频道，1) 好文，主要是 UGC 达人测评、购物攻略；2) 资讯，编辑发布的新品信息；3) 众测，用户申请新品众测，参与众测的用户需提供众测报告及攻略；4) 生活家，主要汇集知名的站内达人，可以关注相关领域的达人。

从生态角度，值得买如何留住核心用户并且促使他们分享购物攻略和产品测评？对于核心用户来说，他们需要一个获得测评体验、发布自己观点的媒介/论坛，首先，由于起源于 PC 时代数码论

坛，具备初始种子用户及内容；其次，为核心用户提供新品测评机会(已结束测评约 2466 个，涵盖书籍、数码等诸多产品)；最后，值得买为其提供针对于爱好者的交流平台，维持社区良性运转。

图 11：什么值得买 PC 端网页



资料来源：什么值得买官网，东方证券研究所

从商业模式角度，如何推动社区变现？值得买的变现模式主要包括佣金和广告，详细情况将在后文分析，其中佣金模式的关键在于“优惠信息”，主要是达人攻略、测评中的商品链接，好价中用户转发的优惠信息，实现从内容到购买的链路。在论坛形式的社区中，核心用户自愿分享测评体验，平台通过“金币”给予一定激励（约占佣金收入 2.8%），相关爱好者通过评论形成互动，通过核心用户分享的链接、优惠信息完成购买行为。总体来看，18 年平均每 13 个月活用户贡献一条 UGC 优惠信息，单条优惠信息贡献 3370 元 GMV。

图 12：“好文”中达人攻略附带链接



资料来源：什么值得买官网，东方证券研究所

图 13：“好价”中推荐优惠精选



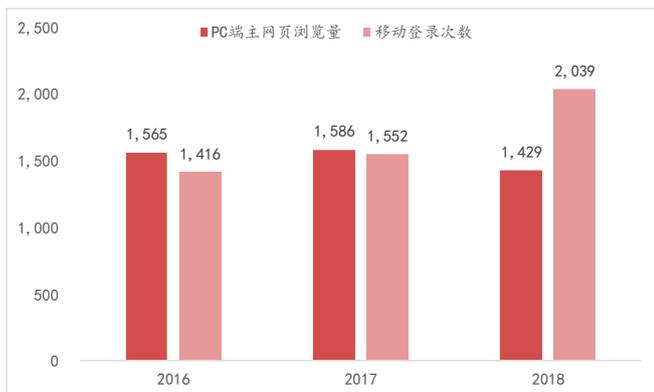
资料来源：什么值得买官网，东方证券研究所

## 流量分析：移动 PC 流量 6:4，UGC 属性凸显

对于社区分析中流量分析具有显著价值，主要分为 PGC 流量和 UGC 流量，中心化流量和去中心化流量。我们认为 UGC 流量更符合互联网发展趋势，UGC 内容依赖于良好的生态环境，用户依靠兴趣、爱好自愿发布攻略或者看法，具有低成本高效率的特征。

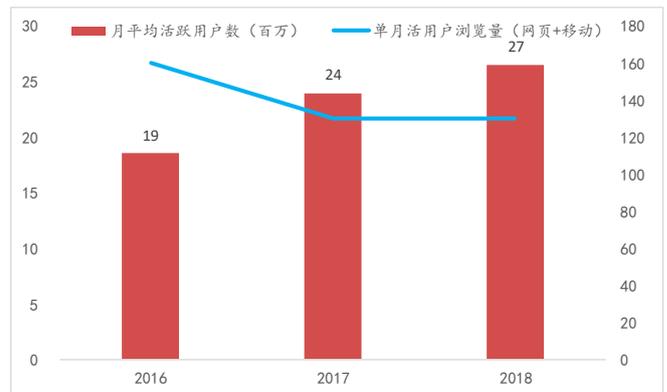
PC 端流量平稳 移动端流量稳步提升。18 年值得买“PC 端+移动”登录次数 34.7 亿(yoy+10.5%)，其中 PC 端占比 40%，移动端占比 60%。值得买月活用户数 2654 万(yoy+10.5%)，年均浏览量 131 次(同比持平)。

图 14：值得买 PC 端主页浏览量&移动登录次数(百万)



资料来源：值得买招股说明书，东方证券研究所

图 15：值得买月活用户数(百万)及单用户年浏览量



资料来源：值得买招股说明书，东方证券研究所

我们对“什么值得买”PC 端浏览量进行分析，用户流量主要集中在“好文”、“白菜”等频道，显现其高度 UGC 内容消费平台。我们剔除主站、搜索流量(占比约 64%)后，剩余页面访问分布中“好文”(达人测评、购物攻略)占比 66.0%，“白菜”、“精选”(UGC/PGC 优惠信息)占比 11.6%，“生活家”(UGC 内容达人)占比 7.8%，UGC 内容仍为用户主要消费方向。

**表 1：什么值得买各子网址流量分布**

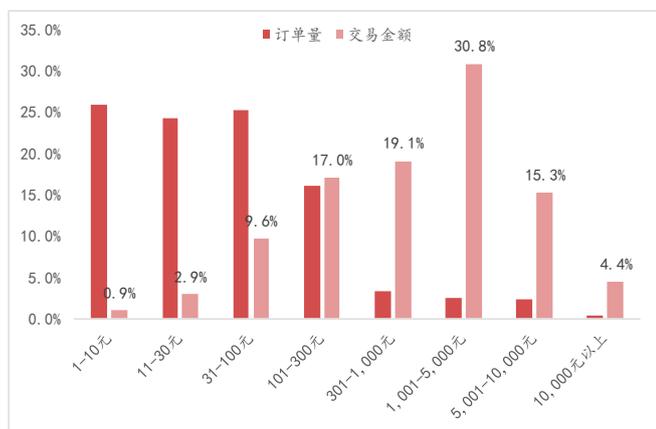
被访问网址	对应频道	最近页面访问比例	剔除主页后页面访问比例
smzdm.com	首页	43.25%	-
go.smzdm.com	-	11.72%	-
search.smzdm.com	搜索	9.00%	-
post.smzdm.com	好文	23.78%	66.0%
faxian.smzdm.com	白菜、精选	4.19%	11.6%
zhiyou.smzdm.com	生活家	2.80%	7.8%
wiki.smzdm.com	百科	0.92%	2.6%
duihuan.smzdm.com	优惠券	0.61%	1.7%
test.smzdm.com	众测	0.38%	1.1%

资料来源：Alexa，东方证券研究所

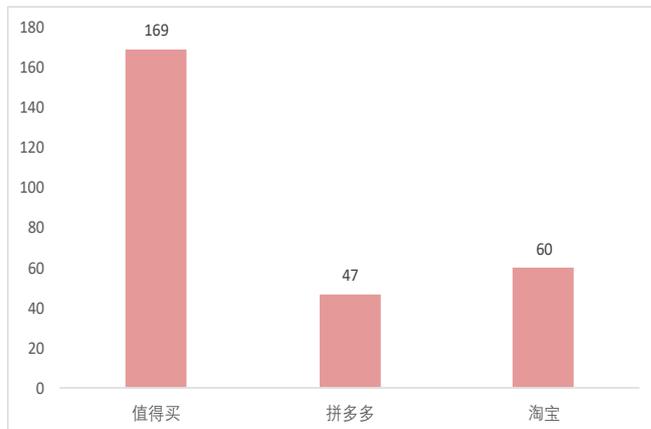
## 商品分析：高客单价，聚焦 3C 产品

对于电商平台，商品意味着用户消费能力、社区调性以及商业化能力。我们以主流商品服装、电子产品为例：其中服装品类属于非标品，客单价较低、高频、高 takerate；电子产品属于标准品，客单价较高、低频、低 takerate。

从商品角度来看，什么值得买导购方向主要聚焦于高客单价商品、电子类产品，用户消费能力强、高度标准化产品佣金率有限。根据公司披露订单分布情况，尽管 300 元以下商品占据订单量 91.6%，但 300 元以上商品占据订单金额 69.6%。从各平台比较来看，值得买客单价 169 元，显著高于其他平台，其中拼多多 47 元，淘宝 60 元（单价格 120 元，通常一个购物车含 2 个商品）。

**图 16：订单价格 300 元以上商品占交易金额近 70%**


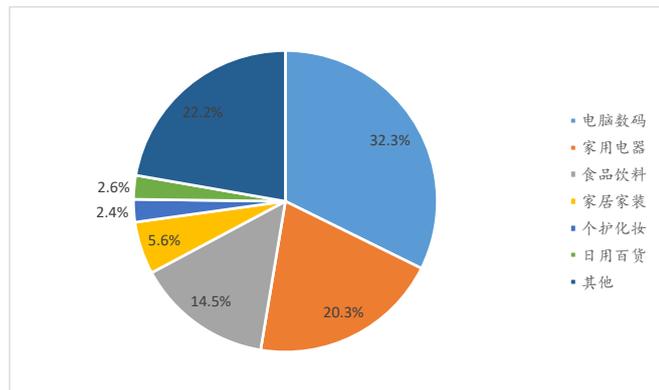
资料来源：值得买招股说明书，东方证券研究所

**图 17：各电商平台单价格（元）**


资料来源：公司财报，东方证券研究所（按照单笔计算，不考虑购物车）

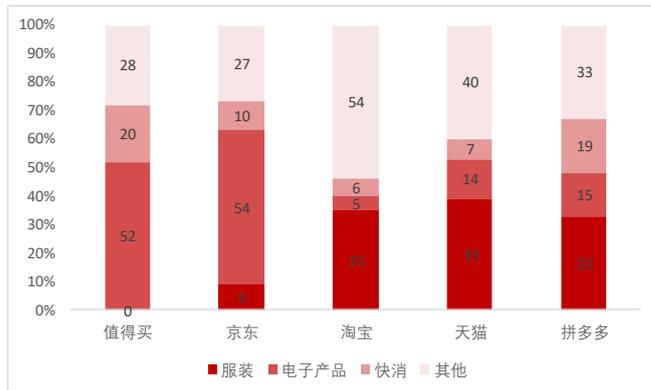
从商品分布上来看，什么值得买主要聚焦电子类产品。公司未披露全部 GMV 的产品分布情况，但根据其于京东交易来看（京东交易占其净 GMV 47%），电脑数码和家用电器合计占比 52.6%，相对最高。从各电商平台对比来看，什么值得买基本不涉及服装品类，电子产品和快消品占比较高。

图 18：京东通过什么值得买销售产品分布



资料来源：值得买招股说明书，东方证券研究所

图 19：各电商平台品类分布



资料来源：电商墨镜，东方证券研究所

## 用户画像：一二线城市中年为主，男女较为均衡

用户画像方便理解社区的调性和潜力，进一步观察其下沉或上升的空间。泛化和老龄化是社区面临的两大抉择，任何社区在不断发展的过程中都面临着成长或者消亡，不断有新的社区取代原有社区的功能、逐步蚕食原有用户。对社区用户画像的分析，可以看到社区的发展趋势以及下沉潜力。

根据 Questmobile 数据显示，什么值得买月活用户数 334 万，体量较小，但用户黏性( DAU/MAU )以及用户时长上，相比于其他垂直电商更具黏性。

表 2：社区电商经营数据对比 ( 2019.05 )

	值得买	小红书	蘑菇街	蜜芽宝贝
月活用户 ( 万 )	334	7,963	1,284	382
日活用户 ( 万 )	75	2,134	174	68
DAU/MAU	22.4%	26.8%	13.6%	17.7%
日均使用时长	25.7	31.9	14.9	24.7
日均使用次数	7.4	10.9	6.1	4.0

资料来源：Questmobile，东方证券研究所

我们从性别、年龄、地区三个维度对各垂直电商进行比较。什么值得买男性比例显著较高，达 40.4%，与“数码社区”属性相匹配；用户更偏向于 30-40 岁用户，呈现一定老龄化趋势，这样与社区属性有一定相关性，电子产品爱好者对消费能力有一定要求；用户更集中在一二线城市，北上广用户占比达 23.6%，显著高于小红书等社区电商。

表 3：社区电商用户画像对比（2019.05）

	值得买	小红书	蘑菇街	蜜芽宝贝
性别				
男	40.4%	13.3%	10.7%	23.9%
女	59.6%	86.7%	89.3%	76.1%
年龄				
24 岁以下	5.4%	22.0%	20.0%	10.3%
25-30 岁	19.4%	28.8%	29.6%	23.7%
31-35 岁	42.1%	34.2%	35.8%	38.2%
36-40 岁	26.9%	12.0%	11.7%	22.8%
41 岁以上	6.2%	3.1%	3.0%	5.1%
地区				
北上广	23.6%	14.7%	14.7%	13.3%
非北上广	76.4%	85.3%	85.3%	86.7%

资料来源：艾瑞咨询，东方证券研究所（广代表着广东省）

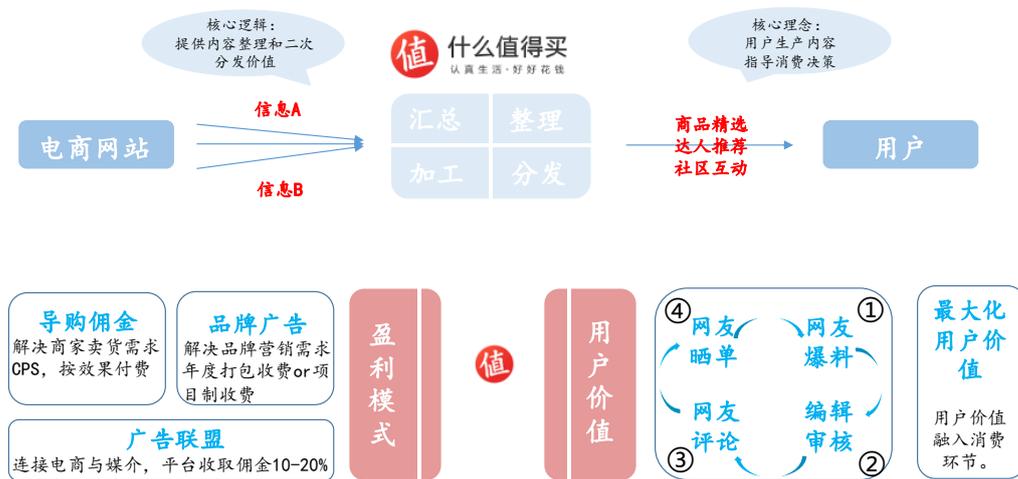
“什么值得买”产品设计上凸显 UGC 及社区属性，为用户提供分享、交流的平台。由于平台聚焦数码新品，流量端，用户聚焦于达人分享的攻略及测评；商品端，电子产品占据主要地位；用户方面，聚焦一二线中年用户。

## 商业模式：以值得买为例，盈利、流量与内容生态

通过以上社区分析，我们可以得出“内容类导购平台”的商业模式为“流量的运营与变现”，通过优质的内容吸引用户，并且通过“内容生态”实现“商品与用户”的连接，最终用户在第三方电商平台完成购买行为，实现商业闭环。

电商导购平台通过汇总、整理、加工电商信息，并通过一定的算法、内容等方式对商品信息进行二次分发，进一步指导用户消费决策。以什么值得买为例，我们主要从盈利模式、流量来源以及内容生态三维度对内容类电商导购平台的商业模式进行剖析解读。

图 20：内容类电商导购平台商业模式



资料来源：东方证券研究所

## 盈利模式：“CPS 佣金” + “按天计价广告” 变现为主

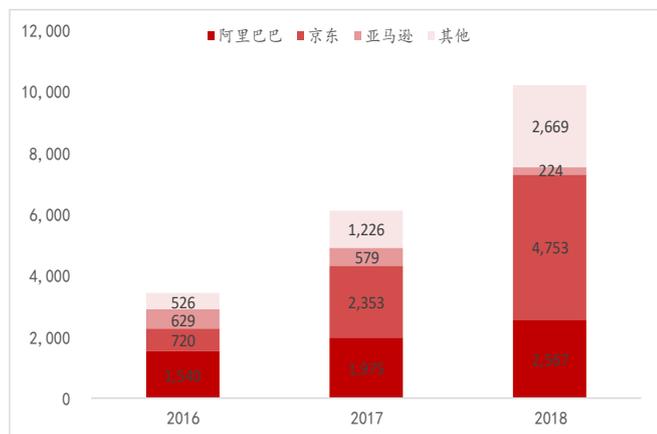
电商导购平台的盈利模式主要包括交易佣金、联盟佣金抽成及广告营销三种方式(此处不考虑自营电商情况)。

### 佣金模式：

- 1) **CPS 计费模式**：导购平台通过“链接”连接电商平台与用户，社区用户通过“链接”完成的相关交易，导购平台按照实际交易金额收取佣金（类似于淘宝客的媒介方），根据品类不同收取 1-3.5%佣金。
- 2) **广告联盟**：通过汇集海量媒介，帮助其对接电商平台，积少成多，联盟通过收取媒介导购佣金收入的 10%-20%作为平台服务费。

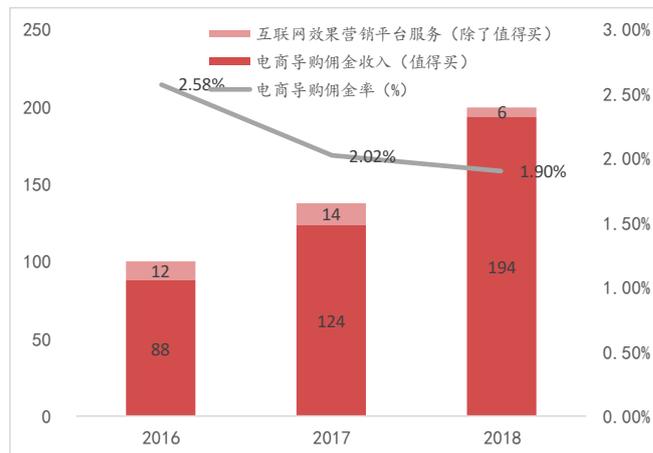
从什么值得买来看，由于下游电商平台处于寡头垄断，客户集中度较高，其中 18 年阿里巴巴 GMV 25.7 亿（占比 25%）、京东 GMV 47.5 亿（占比 47%），其中阿里巴巴佣金率约 3.3%、京东佣金率约 1.7%，什么值得买综合佣金率约 1.9%。

图 21：什么值得买确认 GMV 构成及增长（百万）



资料来源：值得买招股说明书，东方证券研究所

图 22：什么值得买导购佣金收入构成（百万）



资料来源：值得买招股说明书，东方证券研究所

佣金收入主要来源于两个方面：GMV 和佣金率。其中 GMV 主要由导购平台的用户体量、转化情况决定，而佣金率则主要由品类所决定。从什么值得买披露的不同品类交易佣金上，我们可以发现，标准品的佣金率偏低，而什么值得买聚焦电子产品，所以整体佣金率较低。

表 4：各品类 CPS 佣金比例

电脑数码	家用电器	食品饮料	家居家装	个护化妆	日用百货	其他
1%	1-2%	1.5-3.5%	2%	2%	1.5-2%	1-8%

资料来源：值得买招股说明书，东方证券研究所

### ➤ 广告模式：

- 1) 展示广告：导购平台主要以展示类广告为主，其中“什么值得买”约 70% 的广告收入来自于展示广告，主要形式包括聚焦图、信息流、通知栏等形式，主要采用“按天计费模式”。
- 2) 其他：包括按点击次数计价模式、按效果营销计价模式（类似于佣金模式，客户主要为广告代理公司和品牌商）、消费众测。

图 23：什么值得买 APP 焦点图广告



资料来源：值得买 APP，东方证券研究所

图 24：什么值得买 APP 端信息流广告



资料来源：值得买 APP，东方证券研究所

以“什么值得买”为例，展示广告占比约 69%，其中信息流占比最大，达 31%；焦点图广告其次，达 17%；通知栏广告占比 11%。从广告位出售比例情况看，信息流广告为接受度最高的广告形式，出售比例达 56.5%，远高于其他展示广告形式。

展示价格与用户体量相关，实际展示天数与广告展示形式等相关。从 16-18 年，“什么值得买”平均展示价格 1.94 万/天、2.28 万/天、2.34 万/天，复合增速 9.8%，主要由于低单价信息流广告占比提升，对价格略有拖累；年平均实际展示天数 3665 天、7533 天、8735 天，复合增速 54.4%，信息流广告占比从 8% 上升至 47%。

表 5：2018 年什么值得买展示广告形式（万）

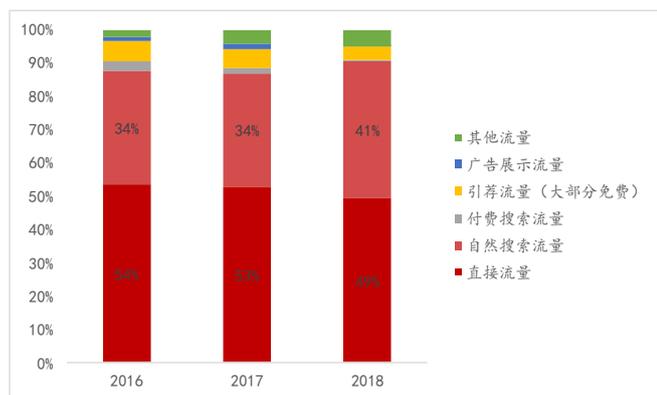
广告名称	平均展示价格 (万/天)	实际价格(万)	广告位个数 (个)	可展示天数 (天)	实际展示天数 (天)	广告位 出售比例
焦点图广告	3.47	5,038	10	3,650	1,452	39.8%
APP 信息流广告	2.23	9,217	14-26	7,318	4,133	56.5%
APP 浮层广告	5.28	644	2	730	122	16.7%
APP 通知栏广告	2.46	3,210	7-10	3,107	1,305	42.0%
网站通知栏广告	1.79	739	4	1,460	413	28.3%
各类矩形广告	1.24	1,624	12	4,380	1,310	29.9%

资料来源：值得买招股说明书，东方证券研究所

## 流量来源：以自然、免费流量为主

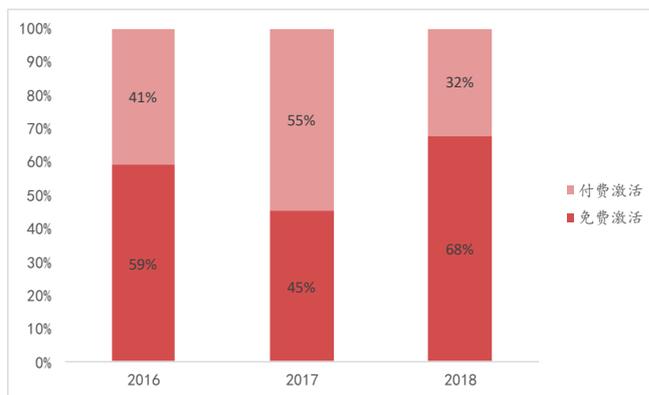
与价格类导购平台不同，内容类导购平台主要依靠内容吸引用户，主要以自然、免费流量为主。以“什么值得买”为例，PC 端流量中直接流量和自然搜索流量占比 90%，付费流量（付费搜索、广告展示）占比达 0.6%；移动端流量中付费激活约 200 万（占比 32%）显著下降，付费激活 420 万（占比 68%）。

图 25：什么值得买网页端流量分布



资料来源：值得买招股说明书，东方证券研究所

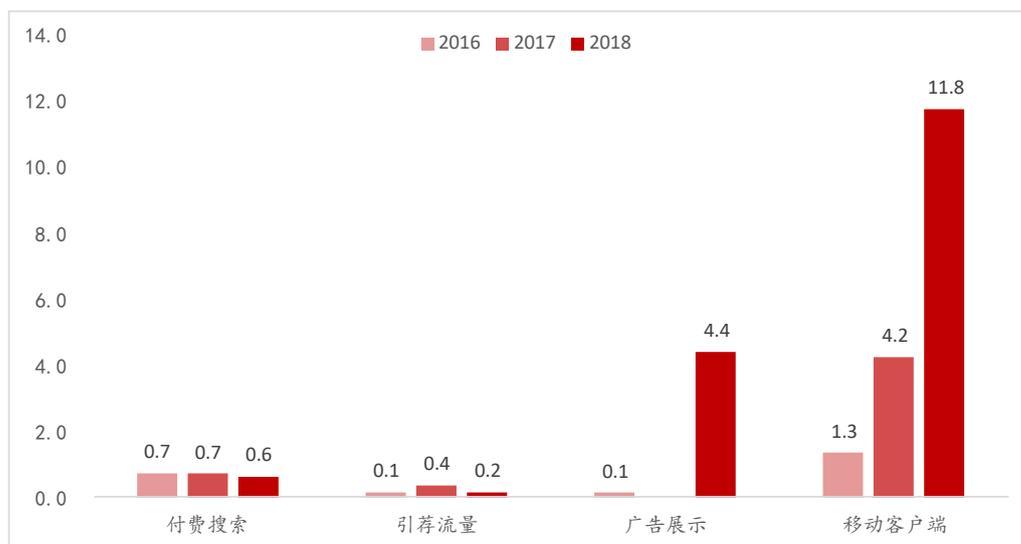
图 26：什么值得买移动端流量分布



资料来源：值得买招股说明书，东方证券研究所

**互联网红利衰退，买量价格上升，内容类导购平台保持竞争力。**根据什么值得买披露，其移动端单用户激活价格从 1.3 元/设备上升至 11.8 元/设备，买量价格持续增长。由于内容类导购平台主要来自于自然流量，仍可保持较强竞争力和盈利能力。

图 27：什么值得买买量价格（元/人）

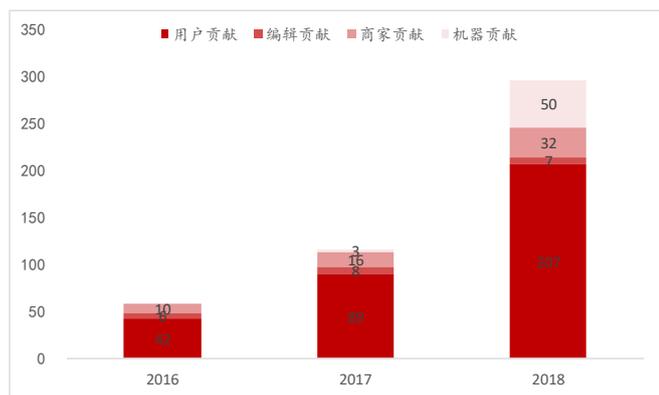


资料来源：值得买招股说明书，东方证券研究所（付费搜索以 CPC 计费，移动端以 CPA 计费）

## 内容生态：UGC 内容为主，兼具低成本&高效率

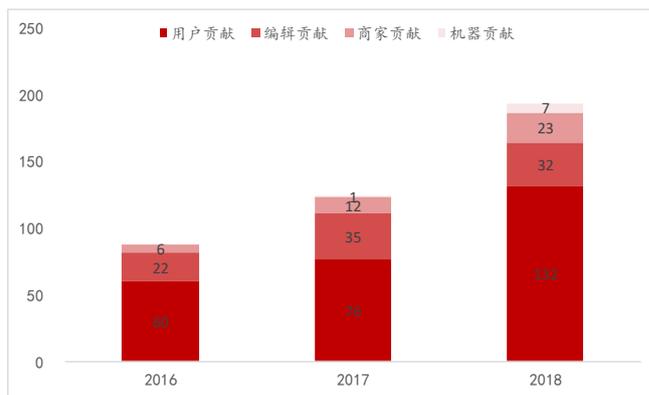
优惠信息是商业化的入口，“什么值得买”中 UGC 的优惠信息、购物攻略及分享文章占 80%以上，平均每 13 个用户年贡献一条优惠信息。内容是导购平台引流和变现的关键，18 年值得买发布优惠信息 296 万条（yoy+156%），对应导购佣金 1.94 亿（yoy+57%）；其中 UGC 信息 207 万条（占比 70%，yoy+132%），对应导购佣金 1.32 亿（占比 68%，yoy+73%）。

图 28：UGC 贡献优惠信息数量绝大部分（万）



资料来源：值得买招股说明书，东方证券研究所

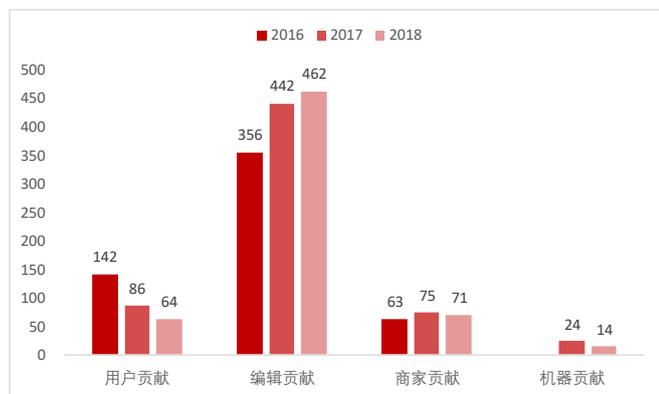
图 29：UGC 贡献优惠信息贡献收入（百万）



资料来源：值得买招股说明书，东方证券研究所

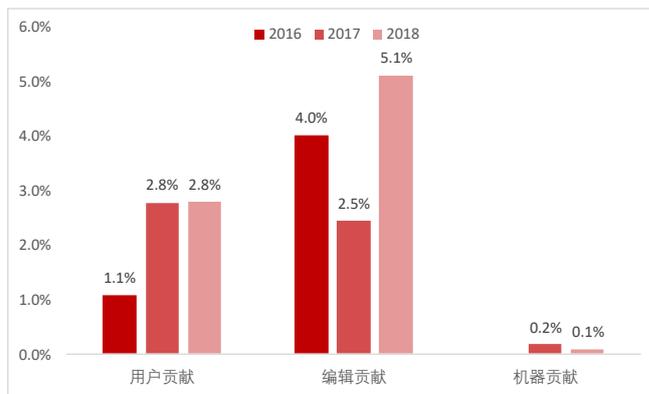
UGC 优惠信息具有低成本、高效率的特征。从单条优惠信息贡献收入角度，单条 UGC 优惠信息贡献收入 64 元，对应净 GMV 3370 元（PGC 贡献收入 462 元，对应净 GMV 2.4 万），具有较高效率。从单条优惠信息成本角度，单条 UGC 优惠信息成本比例 2.8%（收入口径，主要为金币奖励），PGC 优惠信息成本比例 5.1%（主要为编辑人员薪酬），具有较低成本。

图 30：不同类型优惠信息单条贡献收入（元/条）



资料来源：值得买招股说明书，东方证券研究所

图 31：不同类型优惠信息成本比率（%）



资料来源：值得买招股说明书，东方证券研究所（成本比率对应营收）

内容类导购平台商业模式成熟，以优质内容吸引用户，通过 CPS 佣金和展示广告实现变现。由于社区属性，大量 UGC 提供免费内容，进一步达到推荐平台用户购买的效果，形成商业闭环。

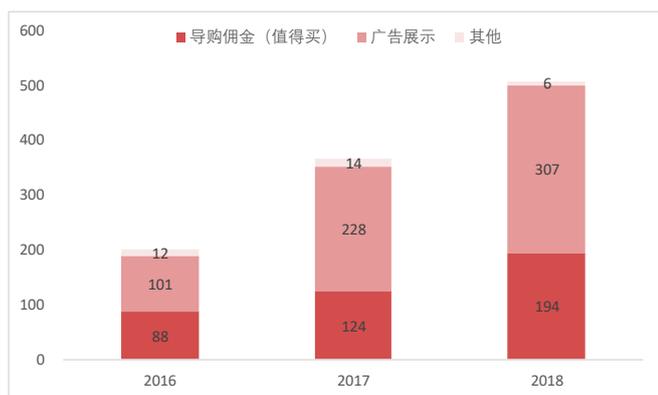
## 财务分析：与电商平台结构相似，轻资产模式高盈利

电商导购平台与平台型传统电商财务结构相似。由于内容主要依赖于 UGC 产出，成本相对较低，值得买与电商平台财务结构相似，呈现出轻资产高盈利。收入端，主要依赖于 GMV 和佣金率、广告填充率；成本端，主要为运营人员、IT 成本、技术服务费等；费用端，主要是运营人员、广告支出、营销返点等；经营杠杆较高，随着营收增长长期具有规模效应。

### 营收方面：用户数、客单价、交易频率三因素决定 GMV

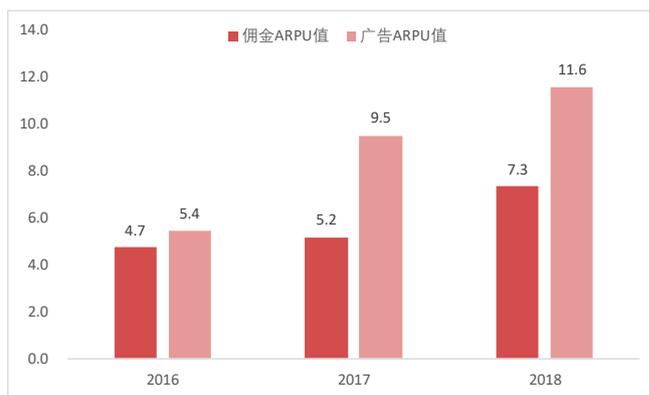
佣金和广告是电商导购平台的主要营收来源，其中导购佣金依赖于用户数、交易频率、客单价以及佣金率；广告收入依赖于展示价格（形式、用户体量）以及出售比例。以“什么值得买”为例，18 年营收 5.08 亿（yoy+38%），其中导购 GMV 102 亿、贡献收入 1.94 亿，占比 39%；广告展示收入 3.07 亿，占比 61%。佣金收入增长主要由于 GMV 提升贡献，月活用户数 2654 万（yoy+10.5%）、购买频次 2.28 次/年（yoy+33%）、客单价 169 元（yoy+13.4%）、佣金率保持 1.90%。

图 32：值得买营收拆分（百万）



资料来源：值得买招股说明书，东方证券研究所

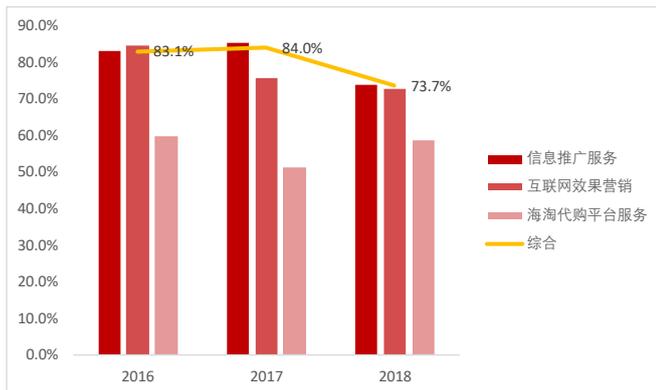
图 33：值得买广告、佣金 ARPU 值（元）



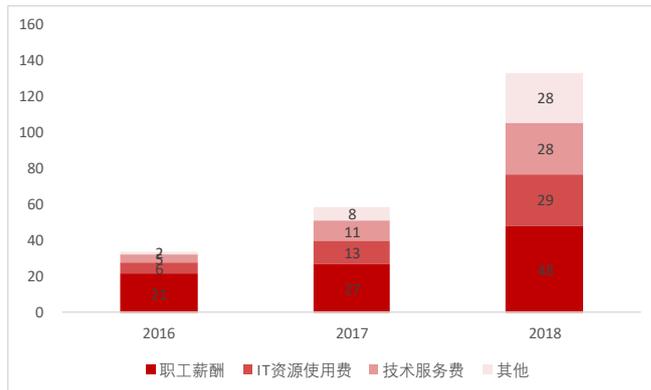
资料来源：值得买招股说明书，东方证券研究所

### 成本费用：低成本费用率，长期具有规模效应

内容类导购平台成本费用较为固定，长期具有规模效应。值得买 18 年毛利率 73.7%（yoy-10.3pct），保持较高水平，其中佣金与广告业务毛利率水平相近。成本端主要包括职工薪酬、IT 使用费用（宽带等）、技术服务费（淘宝技术服务费、阿里妈妈按佣金收取 10%）。

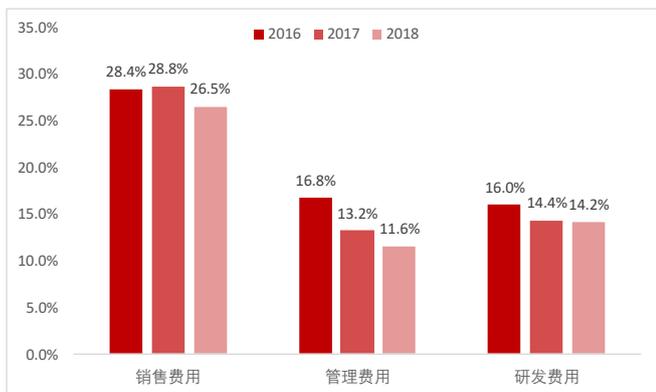
**图 34：什么值得买分业务毛利率（%）**


资料来源：值得买招股说明书，东方证券研究所

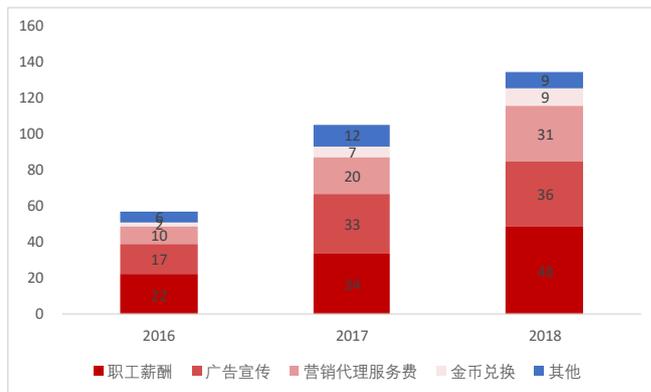
**图 35：什么值得买成本拆分（百万）**


资料来源：值得买招股说明书，东方证券研究所

内容类电商导购平台费用率较低。18 年值得买销售费用率 26.5%，管理费用率 11.6%，研发费用率 14.2%，随着收入增长均呈现不同程度下降。其中销售费用占比最高，包括职工薪酬、广告宣传、营销代理服务（代理广告收入的 15%）、金币兑换（UGC 内容激励），由于内容生态体系，广告宣传 and 金币兑换占比较低。

**图 36：什么值得买费用率（%）**


资料来源：值得买招股说明书，东方证券研究所

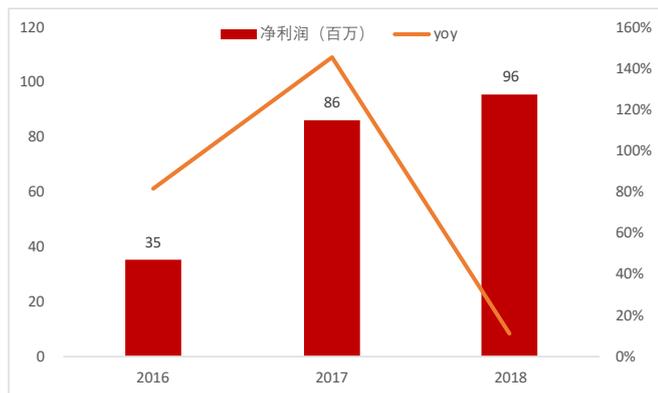
**图 37：什么值得买销售费用拆分（百万）**


资料来源：值得买招股说明书，东方证券研究所

## 净利润：高利润率，经营活动现金流与净利润匹配

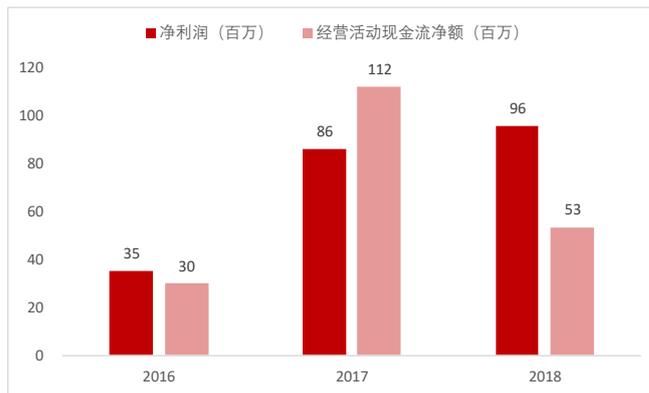
整体上看，内容类电商导购平台保持着高利润率，现金流良好。18 年值得买实现净利润 9600 万，净利润率 19%（相较于汽车之家 39.7%、宝宝树 38.0%仍有较大差距，主要由于收入体量较小，规模效应尚未完全显现所致），保持高利润率水平。从经营活动现金流净额角度，基本与净利润匹配，作为广告媒介，现金流表现良好。

图 38：值得买净利润（百万）



资料来源：值得买招股说明书，东方证券研究所

图 39：值得买经营活动现金流（百万）



资料来源：值得买招股说明书，东方证券研究所

## 投资建议及投资标的

互联网流量红利衰退，电商龙头用户数量见顶，细分流量崛起，具有优质流量和强运营能力的垂直电商社区具有广阔增长空间。内容类导购平台凭借自身内容生态体系搭建，实现低成本引流、高效率导流，通过 CPS 佣金和展示广告保持收入高增长。**建议关注**：值得买(300785，未评级)、汽车之家（ATHM.N，未评级）。

## 风险提示

- 行业竞争加剧

电商流量争夺加剧，新用户获取成本提升；其他形式社区加大品类扩张，存量用户争夺。

- 社区老龄化

社区/论坛具有明显的时代和社群属性，随着社会发展，社区存量用户老龄化，新用户吸引困难，可能导致社区老龄化问题。

## 分析师申明

### 每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

