



值得买(300785.SZ)

【联讯传媒】值得买 (300785.SZ)
内容类电商导购市场领导者

2019年08月02日

投资要点

无评级(不评级)

当前价: 141.25 元

目标价:

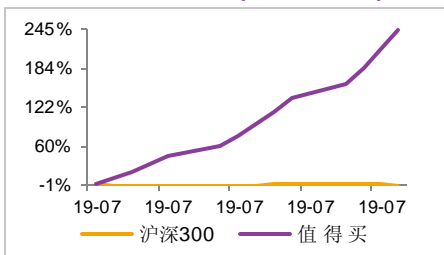
分析师: 陈铮娴

执业编号: S0300516090001

电话: 021-51759911

邮箱: chenzhengxian@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	508	618	756	927
(+/-)	38.3%	21.8%	22.3%	22.6%
归母净利润	91	112	140	178
(+/-)	12.2%	23.1%	24.5%	27.4%
EPS(元)	2.4	2.3	2.8	3.3
P/E	62	51	41	32

资料来源: 联讯证券研究院

内容类电商导购平台价值凸显

电商导购行业依托网购市场的繁荣而稳定发展,内容类电商导购平台价值凸显,是电商导购行业未来的发展方向。网购市场已进入品质竞争时代,一方面各大电商平台及品牌商的获客成本上升,另一方面消费者更注重品质,因此内容成为目前网购行业的稀缺资源。以优质内容为特色的内容类电商导购平台迎来高速发展的机会点,其为电商平台及品牌商引流、提高用户粘性的价值得到凸显。

商业模式

值得买的主营业务是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,为电商、品牌商等提供电商导购、广告展示服务,并以此为延伸提供海淘代购平台服务和互联网效果营销平台服务。

作为电商导购平台,值得买处于行业产业链的中游,连接上游的电商平台、品牌商和下游的消费者。通过筛选、优化上游电商及品牌商的信息并将其传递给消费者,使得消费者完成消费转化,为上游企业带来用户流量及购买订单。一方面,为上游电商及品牌商解决产品销售需求及营销需求;另一方面,为消费者解决信息过剩问题,帮助消费者高效决策。

核心竞争力

值得买经过 9 年成长为内容类电商导购龙头企业,在整个电商导购行业仅次于返利网。公司凭借独特的 UGC 运营模式,积累一大批忠诚、高质量的用户群体,为用户提供优质内容,成为公司有别于同行业公司的核心竞争力,在业内形成良好的品牌效应。

公司抓住电商广告行业呈上行趋势的机会,以电商导购平台积累的忠实用户资源及口碑效应为驱动力,积极发展广告业务。

盈利预测及投资评级

我们预估 2019-2021 年的营收分别为 6.18 亿元、7.56 亿元和 9.27 亿元,分别同比增长均为 21.8%、22.3%和 22.6%;归母净利润分别为 1.12 亿元、1.40 亿元和 1.78 亿元,分别同比增长 23.1%、24.5%和 27.4%。

风险提示

内容类电商行业竞争加剧、电商行业政策变化、对大电商平台的客户依赖性过高。



目 录

投资案件	4
投资评级与估值	4
关键假设点	4
有别于大众的认识	4
股价表现催化剂	4
核心风险提示	4
一、公司概况	5
二、什么值得买：内容类导购平台龙头	7
（一）电商导购行业分析	7
1、电商导购行业规模：依托于网购市场，稳定发展	7
2、电商导购行业产业链：	8
3、电商导购行业结构：内容类电商导购发展前景良好，各大平台崛起	9
（二）值得买电商导购业务分析	12
三、什么值得买：广告业务	14
（一）电商广告行业：生命力旺盛，未来发展空间可期	14
（二）值得买广告收入：广告展示收入为主要来源	15
四、公司竞争优势：UGC 运营模式带来优质内容和用户优势	17
（一）优质内容优势	17
（二）优质用户群体	18
（四）公司财务状况： 收入稳定增长	19
五、财务假设及盈利预估	21
六、风险提示	22

图表目录

图表 1： 值得买三大业务模式	5
图表 2： 值得买发行前后股本结构	6
图表 3： 值得买控股子公司	6
图表 4： 值得买前五大客户营收情况	7
图表 5： 中国网络购物市场规模	7
图表 6： 中国电商导购市场规模	8
图表 7： 中美互联网网民规模对比	8
图表 8： 中美互联网网民渗透率对比	8
图表 9： 电商导购行业产业链	9
图表 10： 中国网购市场生命周期图	10
图表 11： 2017 年中国消费者在消费时考虑的因素	10
图表 12： 2017 年网络消费参考因素排名	10
图表 13： 价格类、内容类导购对比	11



图表 14: 中国电商导购行业市场结构	11
图表 15: 中国内容类导购市场规模	11
图表 16: 社交+内容导购为行业未来发展趋势	12
图表 17: 值得买电商导购业务流程图	12
图表 18: 什么值得买“好文”板块	13
图表 19: 什么值得买“消费众测”板块	13
图表 20: 什么值得买“生活家”板块	13
图表 21: 什么值得买“资讯中心”板块	13
图表 22: 值得买电商导购业务市占率	14
图表 23: 2018 年电商导购企业市占率	14
图表 24: 2018 年内容类电商导购企业市占率	14
图表 25: 中国网络广告市场规模	15
图表 26: 中国网络广告市占率	15
图表 27: 中国电商广告市场规模	15
图表 28: 中国电商广告市占率	15
图表 29: 值得买各类定价模式广告展示收入	16
图表 30: 值得买各类广告展示 CPD	16
图表 31: 值得买各类广告展示位售出比例	16
图表 32: 值得买来自 APP 端的广告展示收入比例不断提升	17
图表 33: UGC 优惠信息发布数量	18
图表 34: UGC 优惠信息收入占比	18
图表 35: 值得买注册用户数	18
图表 36: 值得买月活跃用户数	18
图表 37: 值得买 APP 登录次数及网站浏览量	18
图表 38: 值得买营业收入及同比增速	19
图表 39: 值得买各类业务同比增速	19
图表 40: 值得买营业收入结构	19
图表 41: 值得买综合毛利率	20
图表 42: 值得买净利润	20
图表 43: 值得买期间费用率	21
图表 44: 值得买 ROE	21
图表 45: 可比公司估值表（以 7 月 31 日收盘价为准）	22
图表 46: A 股传媒互联网部分公司估值一览	23



投资案件

投资评级与估值

我们预估 2019-2021 年的营收分别为 6.18 亿元、7.56 亿元和 9.27 亿元，分别同比增长均为 21.8%、22.3%和 22.6%；归母净利润分别为 1.12 亿元、1.40 亿元和 1.78 亿元，分别同比增长 23.1%、24.5%和 27.4%。

公司的主营业务为信息推广服务，包括电商导购及广告展示业务，2018 年占比达 80%。公司以“内容”作为电商导购的核心竞争力，成功成为国内内容类电商导购龙头企业，积累大量忠实用户，并以此发展电商广告业务，丰富业务收入来源。

关键假设点

值得买的主营业务收入主要来自于电商导购服务、广告展示业务。

- (1) 电商导购佣金收入占公司总收入的 20%。我们假设：电商行业不发生重大政策变化，电商导购市场保持稳定的增长态势，预估 2019-2021 年电商导购市场规模增速分别为 10.8%、11%和 11.4%。
- (2) 广告展示收入占公司总收入的 60%。我们假设：互联网技术短期内不发生巨大变化，电商广告行业呈上行趋势，预估 2019-2021 年电商广告规模增速分别为 28%、26.2%和 20%。

有别于大众的认识

内容类电商导购平台是电商行业的未来趋势，用户粘性、活跃度更高，流量变现更容易且模式多样。公司以用户贡献内容（UGC）的运营模式打造极致内容壁垒，提高用户粘性，形成良好的品牌效应，并以此优势推动公司在广告业务的发展潜力。

股价表现催化剂

内容类电商导购平台受消费者青睐；电商广告行业呈上行趋势。

核心风险提示

内容类电商行业竞争加剧、电商行业政策变化、对大电商平台的客户依赖性过高。



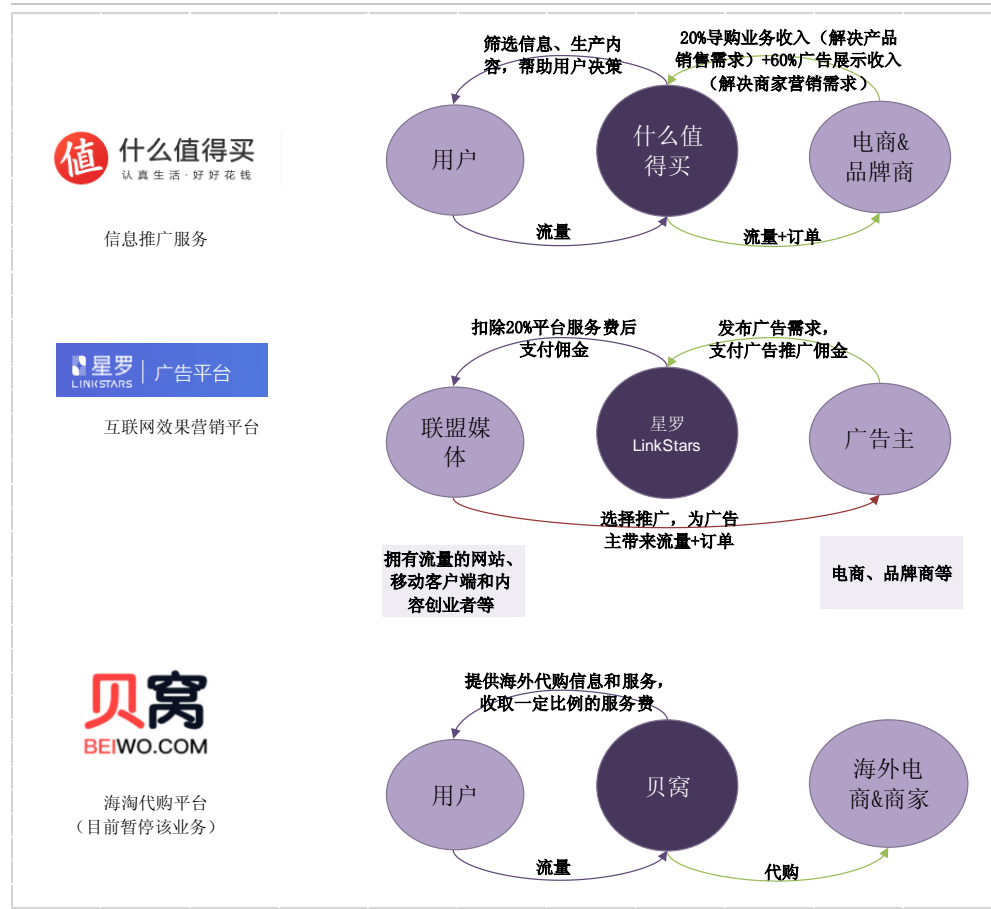
一、公司概况

值得买于 2011 年成立,2019 年 7 月在深圳证券交易所创业板上市。公司是一家集导购、媒体、工具、社区属性为一体的消费领域门户型网站服务平台,主营业务是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,为电商、品牌商等提供信息推广服务,并以此为延伸提供海淘代购平台服务和互联网效果营销平台服务。

信息推广服务占据公司近八成的营业收入。公司通过导购平台——“什么值得买”将电商及品牌商的商品或服务信息提供给用户,并将用户引流至电商或品牌商,促成交易,以此收取导购佣金及广告展示收入。对于用户来说,公司为其筛选海量网购信息,帮助其高效地进行消费决策。对于电商和品牌商来说,公司为其提供新的销售渠道,解决产品销售需求,带来用户流量和订单,获取电商导购佣金收入;同时为电商及品牌商打开市场知名度,解决市场营销需求,向其收取广告展示业务收入。2018 年,公司的电商导购业务营收约占 20%,广告展示业务收入约占 60%。

互联网效果营销平台营收约占 20%。公司通过旗下子公司的 LinkStars 平台为广告主和联盟媒体提供一个中间平台,广告主在平台上发布广告需求,联盟媒体从中选择是否为其推广,公司从广告主的佣金中收取 20%的平台服务费。公司已与京东、苏宁易购等电商建立了良好的合作关系。2013 年公司建立贝窝网这一海淘代购平台,2018 年海淘代购业务收入仅占 0.2%,目前公司已暂停承接新的海淘代购业务。

图表1: 值得买三大业务模式



资料来源: 联讯证券研究院



2019年7月公司顺利完成上市，公开发行1333万股（占总股本的25%），发行后总股本由4000万股增加至5333万股。发行后，公司实际控制人仍为隋国栋，直接持股比例43.33%，间接持有国脉创新7.5%的股权，合计控股50.83%。公司第二、第三大股东分别为刘峰、刘超，分别持有12.47%、7.97%的股份，且均为公司董事并担任高管，体现公司对高管的股权激励较为充分。

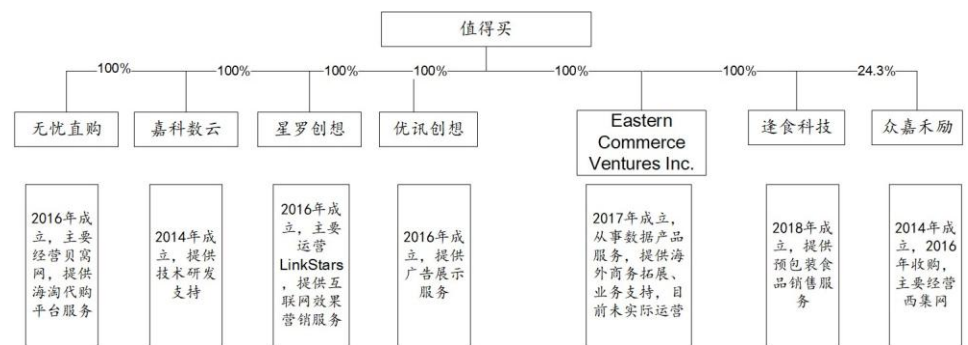
图表2：值得买发行前后股本结构

股东名称	发行前	发行后	说明
	持股比例（百分比）	持股比例（百分比）	
一、有限期限的流通股股东			
隋国栋	57.78	43.33	控股股东，实际控制人，现任本公司董事长 国脉创新的普通合伙人，间接拥有国脉创新的股权，发行后合计控制本公司50.83%的股份
刘峰	16.63	12.47	现任本公司董事和首席技术官
刘超	10.63	7.97	现任本公司董事和首席用户体验官
程文	0.96	0.72	未在本公司任职
国脉创新	10	7.5	实际控制人为隋国栋，主营业务为股权投资，与本公司无同业竞争关系
共青城尚麒	4	3	
二、社会公众股			
合计	100	100	

资料来源：招股说明书，联讯证券研究院研究院

公司旗下共有7家子公司，其中6家为100%控股子公司，均与其主营业务相关，为海淘、信息推广、互联网效果营销服务提供支持。2016年公司收购众嘉禾励24.3%的股份，主要经营西集网，以丰富公司海淘产品及服务。

图表3：值得买控股子公司



资料来源：招股说明书，联讯证券研究院研究院

值得买客户集中度较高，对头部客户依赖性较高。2018年值得买前五大客户营收占比为65.3%，阿里巴巴贡献的营收占比较往年有所下降，京东集团贡献的营收占比上升；蓝色光标集团成为公司最大客户，公司与蓝标集团的合作主要在广告业务上，反映公司开展广告业务的积极性。



图表4：值得买前五大客户营收情况

	2016年		2017年		2018年				
	营业收入（百万）	比重（%）	营业收入（百万）	比重（%）	营业收入（百万）	比重（%）			
1	阿里巴巴集团	55.3	27.5	阿里巴巴集团	95	25.8	蓝标集团	99	19.5
2	亚马逊集团	20.5	10.2	蓝标集团	62	16.9	阿里巴巴集团	99	19.5
3	北京派瑞威行广告有限公司	15.1	7.5	京东集团	37	10.0	京东集团	92	18.1
4	蓝标集团	11.5	5.7	亚马逊集团	20	5.5	网易集团	22	4.3
5	京东集团	10.8	5.4	阳狮集团	14	3.8	阳狮集团	20	3.9
	TOP5合计	113.2	56.3	TOP5合计	228	62.1	TOP5合计	331	65.3

资料来源：招股说明书，联讯证券研究院研究院

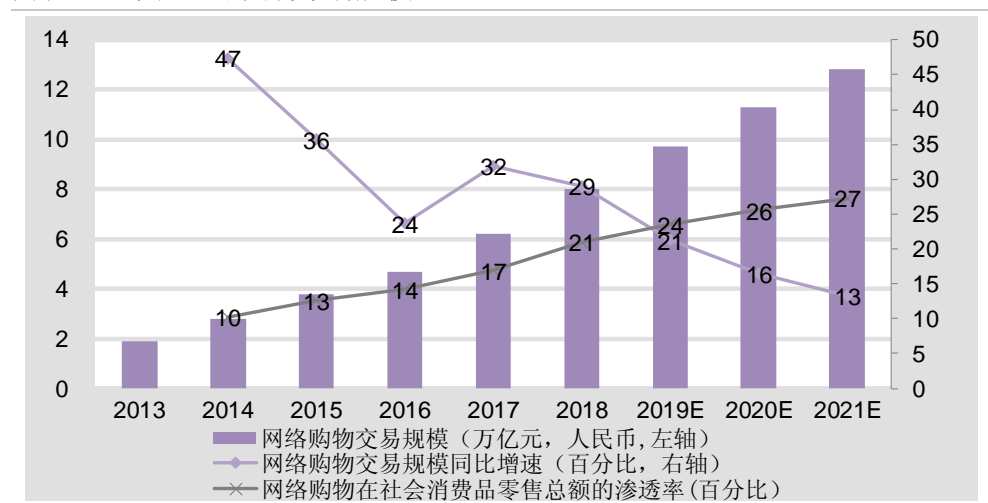
二、什么值得买：内容类导购平台龙头

（一）电商导购行业分析

1、电商导购行业规模：依托于网购市场，稳定发展

网购市场是电商导购行业发展的依托。电商导购行业背靠网络购物市场的繁荣应运而生，基于电商平台及品牌商的产品营销需求，通过为其提供流量和广告营销活动盈利。随着电商渗透率的上升，网络购物市场规模持续扩大，2018年网购市场规模为8万亿元，增速为29%。随着网购市场趋于成熟，网购市场增速有所放缓，主要是由于各大电商平台线上获客成本日益升高。由此，众多电商行业的玩家也在纷纷探寻新的增量市场：一方面丰富玩法，通过营销社交化、内容化；界面内容化、定制化来吸引更多消费者的注意力；另一方面通过全品类、全渠道、全场景，探寻线下流量入口。与此同时，2018年网络购物在社会消费品零售总额的渗透率突破20%。根据艾瑞咨询，预计未来三年网购规模占社会消费品零售总额的份额将不断提升，网购市场仍为中国消费增长的强力引擎。

图表5：中国网络购物市场规模

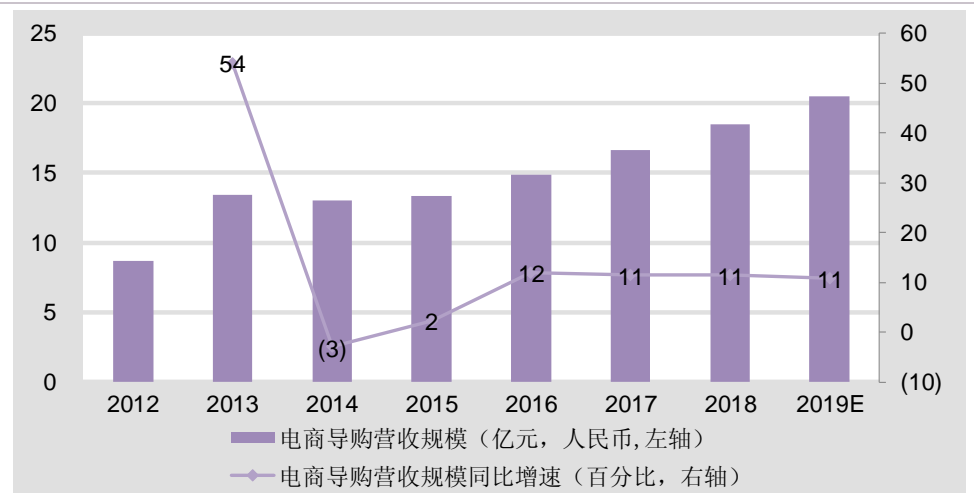


资料来源：艾瑞咨询，联讯证券研究院



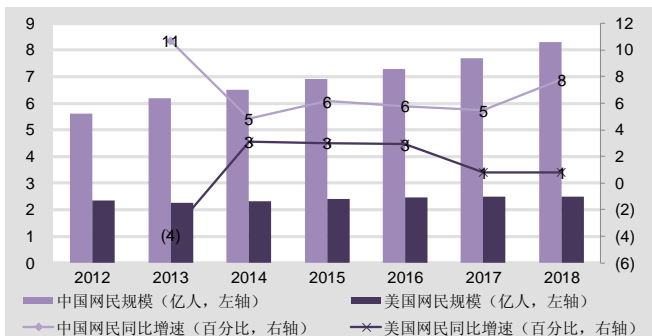
电商导购行业市场规模保持稳定增长。2018 年中国电商导购营收规模达到 18.5 亿元，同比增长 11%。电商导购行业的稳定增长得益于互联网网民的人口红利。中国互联网网民数量快速增长，2012-2018 年网民数量十年复合增长率达到 6.8%，远超美国网民数量同期 1.1%的复合增长率。随着网民数量的增长，中国互联网网民渗透率也在逐年增加，由 2012 年的 42.1%提升至 2018 年的 59.6%，若参考美国 76.8%的渗透率，中国互联网渗透率尚有 18.3% 可以提升。由此，中国的人口红利在互联网领域尚未完全消化，网民用户规模和增量空间将成为电商导购行业发展的重要驱动力之一。因此，根据艾瑞咨询，预计未来中国电商导购市场规模仍会保持 11%的增速，2019 年导购市场规模将突破 20 亿元。

图表6： 中国电商导购市场规模



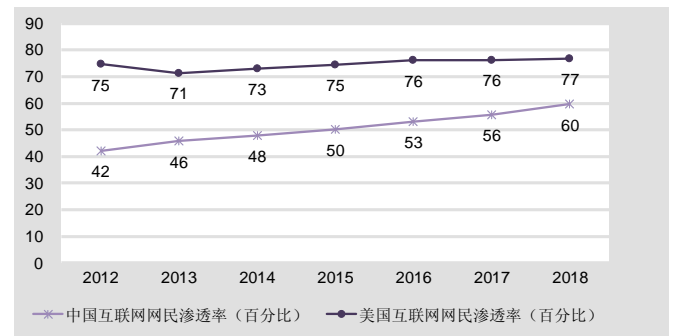
资料来源： 艾瑞咨询， 联讯证券研究院

图表7： 中美互联网网民规模对比



资料来源： 中国互联网络信息中心， 艾瑞咨询， 联讯证券研究院

图表8： 中美互联网网民渗透率对比



资料来源： 艾瑞咨询， 联讯证券研究院

2、电商导购行业产业链：

电商导购平台处于产业链的中游，连接上游的电商平台、商家和下游的消费者、流量入口。导购平台主要通过将上游电商、品牌商的信息传递给下游的搜索引擎等流量入口、消费者，吸引消费者前往电商平台、商家进行消费，为上游带来流量及订单。

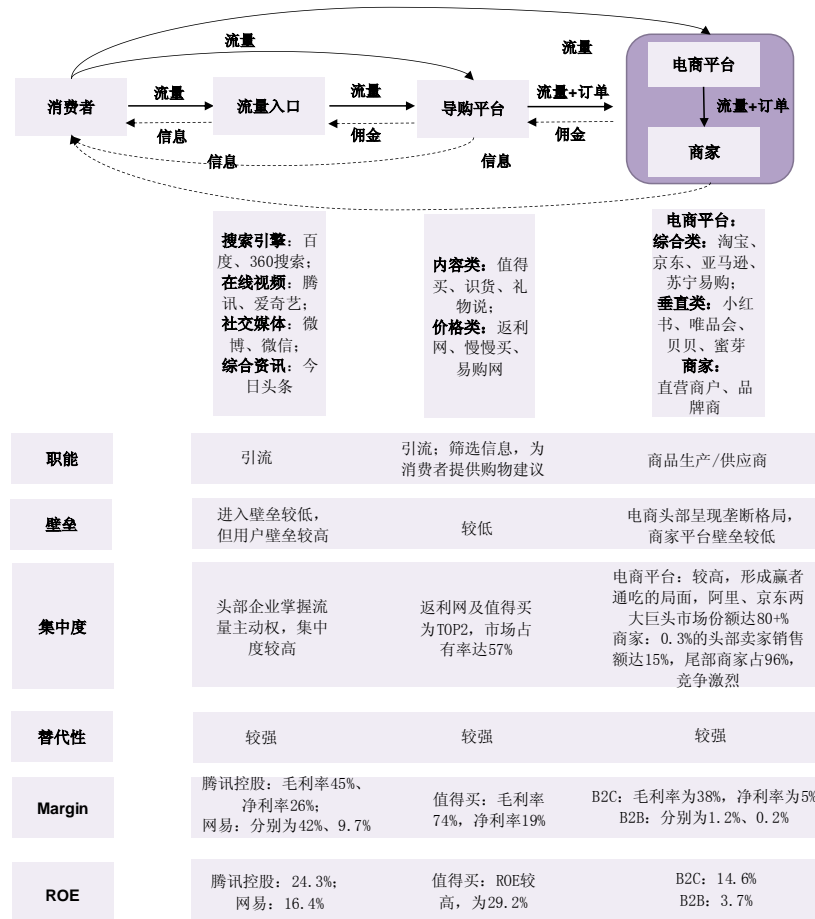
电商导购平台的价值主要体现在：（1）相比上游电商平台、商家，电商导购平台为下游消费者解决上游企业提供的信息过剩问题，帮助消费者更高效地进行消费决策。（2）随着电商行业日趋成熟，电商平台及商家面临着获客成本较高、引流困难的痛点，电商导购平台通过各自的运营模式吸引用户，为上游企业带来流量和消费转化，解决产品销售



需求和营销需求。

电商导购平台可以细分为价格类、内容类，返利网、值得买分别为价格类、内容类导购平台的两个代表企业。返利网和值得买为导购平台目前的两大巨头，市场占有率达到57%，集中度较高。由于电商导购平台属于轻资产企业，毛利率和ROE相对较高。

图表9： 电商导购行业产业链



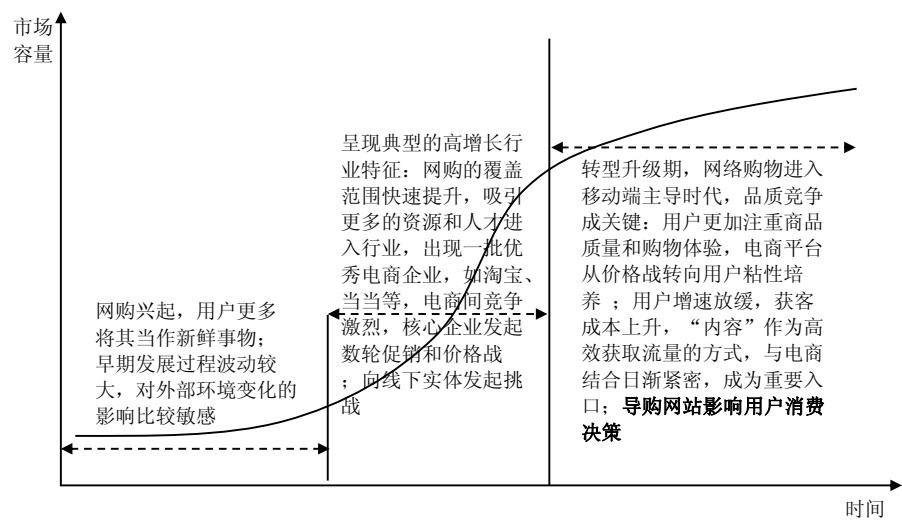
资料来源: 艾瑞咨询, Wind, 联讯证券研究院

3、电商导购行业结构：内容类电商导购发展前景良好，各大平台崛起

网络购物步入品质竞争时代，导购网站是现阶段发展热点。中国网络市场从20世纪初的探索期，经历过各大电商平台发起“价格战”的快速扩张期，直至现阶段的转型升级期，“品质”、“内容”成为各大电商平台及品牌商增加用户粘性的方式。面临互联网的海量信息，导购网站与电商结合，成为用户导流的重要入口，影响用户消费决策。



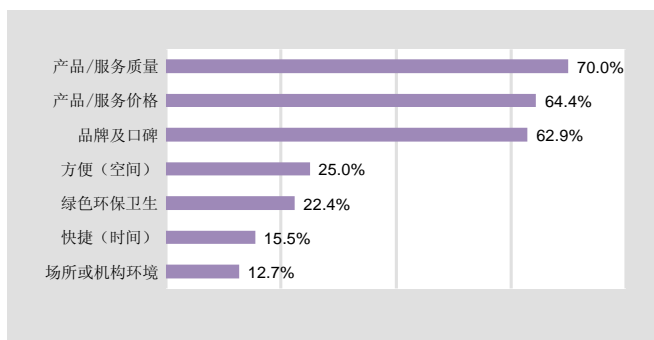
图表10：中国网购市场生命周期图



资料来源：联讯证券研究院

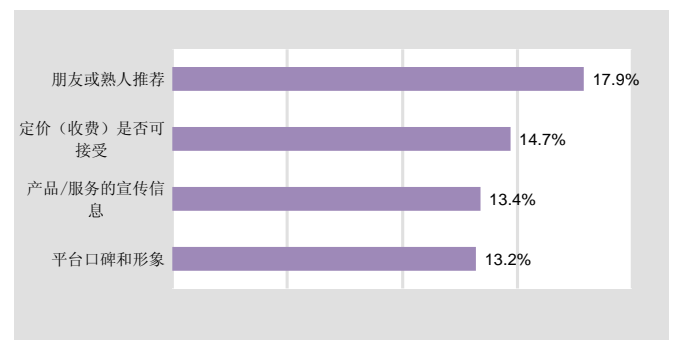
中国消费者是理性的实惠主义者。根据消费者协会对中国消费者行为的调查，产品或服务的质量为消费者消费时的第一参考因素，中国消费者对品质的需求提升；同时价格敏感依然是中国消费者的主要特征，品牌及口碑也是中国消费者的关键关注点。而针对网络购物，超半数受访者认为网上评论有较高可信度；约四成消费者认为网上评论不置可否，对此持保留意见；由此可见，普通网络消费者所形成的意见结果，口碑效应明显。由此催生出以图文、视频、直播等内容类社交电商及导购平台的发展。

图表11：2017年中国消费者在消费时考虑的因素



资料来源：中国消费者协会2017年《网购诚信与消费者认知调查报告》，联讯证券研究院

图表12：2017年网络消费参考因素排名

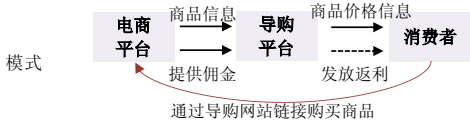
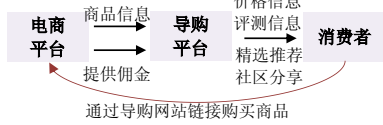


资料来源：中国消费者协会2017年《网购诚信与消费者认知调查报告》，联讯证券研究院

导购电商行业按照驱动因素可以分为价格类和内容类。价格类模式下，导购网站整合各热门电商平台促销信息，精选特价产品吸引用户，用户通过导购平台下单可以以更便宜的价格获得商品。内容类是指用户在导购平台获取商品的推荐和评价信息，或通过与他人或其他用户的讨论进行购买决策的模式。



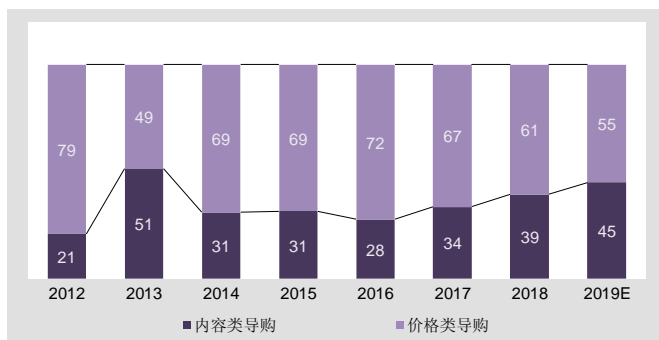
图表13： 价格类、内容类导购对比

	价格类导购	内容类导购
模式		
核心价值	解决价格敏感问题，帮助消费者购买更便宜的商品	解决信息过剩问题，提供更多维丰富的导购信息
折扣类	导购企业运营团队专业砍价	UGC：用户生产内容，KOL引导用户购买
种类	返利类：用户通过导购平台购买获得返利 比价类：用户可以搜索商品在各大电商的价格，通过比价购买到更便宜的商品。	PGC：专业生产内容，编辑推荐用户购买
代表企业	返利网、淘粉吧等	什么值得买、识货等
价格优势	价格优势明显，易引发抢购，制造爆款	以产品优质为主要聚焦维度，价格优势相对较小
商品丰富度	商品类目覆盖范围广泛，尤其是标准商品	适合类目有限，多适用于价格敏感度低的产品
商品品质保障	聚焦价格维度，商家筛选不够严格，商品与服务质量不能得到保障	精选推荐，产品质量有保证
用户转化率	契合国内用户价格敏感度高的特点，转化率高	只做内容的转化率有限，一般需要与价格相结合
用户忠诚度	客户为价格敏感型，忠诚度有限	社区用户忠诚度高，活跃度高；一些活跃用户还参与到内容制作中，用户价值最大化体现

资料来源：艾瑞咨询，联讯证券研究院

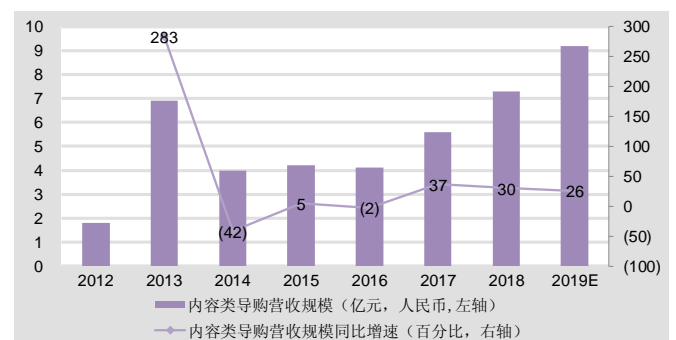
内容类电商导购前景较好。2018年中国内容类电商导购行业营收规模约为7.3亿元，艾瑞咨询预计2019年该数字将达到9.2亿元，且占比将近45%。2013年由于中国网络购物处于发展红利期，增速较快，大量导购玩家涌入，行业发展繁荣，内容类电商导购达到一个小高峰，营收规模接近7亿元；2013年下半年，由于淘宝政策收紧，停止向部分导购平台开放，蘑菇街、美丽说等最初的导购企业纷纷转型，内容类导购电商营收规模减少。但随着流量成本的提高，内容的引流作用越来越强。我们认为，内容是目前网络购物行业的稀缺资源，以优质内容为特色的电商将迎来高速发展的机会点。在没有大的政策影响下，未来内容类电商导购行业将保持较为稳定的增长。

图表14： 中国电商导购行业市场结构



资料来源：艾瑞咨询，联讯证券研究院

图表15： 中国内容类导购市场规模

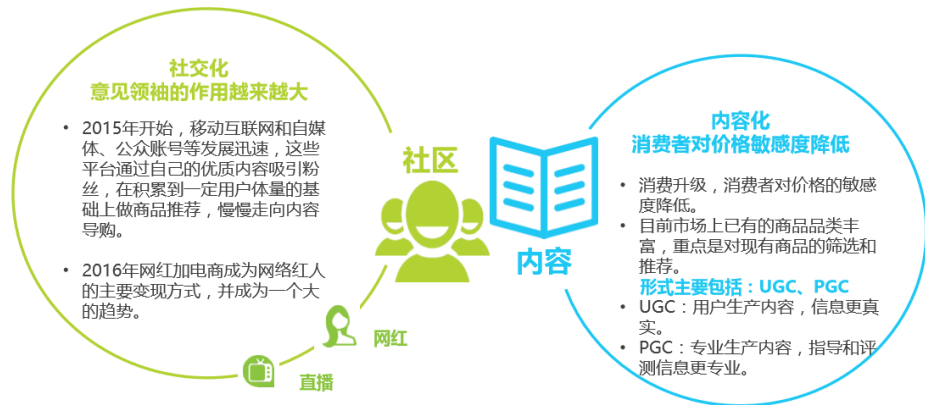


资料来源：艾瑞咨询，联讯证券研究院

社区+内容是导购2.0阶段的重要发展驱动。导购1.0阶段，网站发展是基于商品的价格驱动，解决消费者价格敏感问题，涌现出诸如返利网等价格导购平台；导购2.0阶段，消费者对品质生活追求越来越高，达人或者网红主导的信任关系推荐成为重要的驱动。导购主导方向由物转移到人。从价格走向内容导向之后，形式也更加多样，包括图文、视频、直播等。



图表 16: 社交+内容导购为行业未来发展趋势

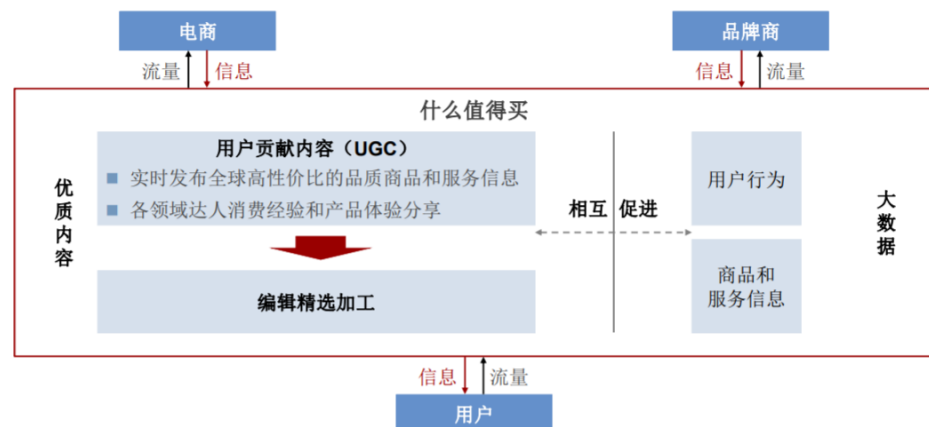


资料来源:艾瑞咨询,联讯证券研究院

(二) 值得买电商导购业务分析

电商导购业务中,什么值得买吸引用户的主要手段是优质的消费类内容。这部分内容以用户贡献内容(UGC)为主,主要包括用户在什么值得买分享的商品和服务的优惠信息、购物攻略及购物分享类原创文章等。

图表 17: 值得买电商导购业务流程图



资料来源:公司招股说明书,联讯证券研究院

什么值得买主要分为好价、社区、海淘三大版块,从不同维度和层面向消费者介绍高性价比、好口碑的商品和服务。其中社区版块由好文、消费众测、生活家及资讯中心构成,由众多乐于分享和交流的值友不断在平台上撰写实用购物攻略、产出专业评测报告,记录趣味生活经历,吸引更多“新值友”,为购物消费提供决策帮助。“什么值得买”单独开辟生活家栏目,由各个领域的极客、达人等意见领袖(KOL)产出优质内容,优势在于KOL影响力较一般用户更大,拥有粉丝效应,目前已有超过1000位生活家入驻。

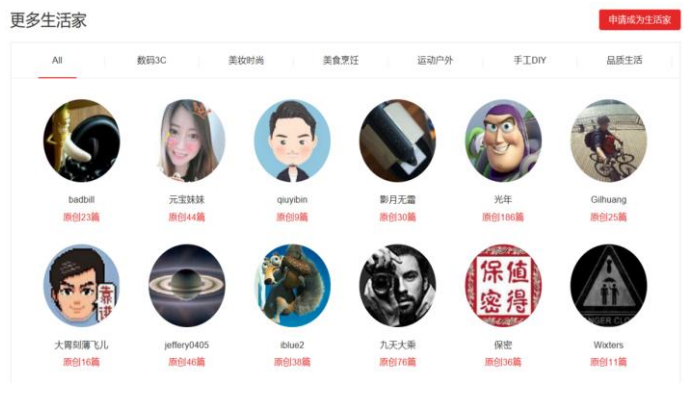


图表18: 什么值得买“好文”板块



资料来源: 公司网站, 联讯证券研究院

图表20: 什么值得买“生活家”板块



资料来源: 公司网站, 联讯证券研究院

图表19: 什么值得买“消费众测”板块



资料来源: 公司网站, 联讯证券研究院

图表21: 什么值得买“资讯中心”板块

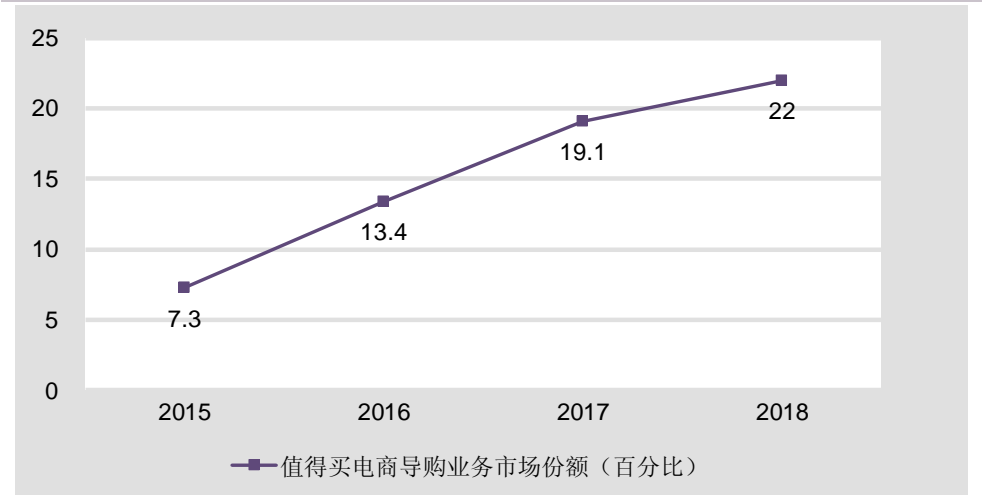


资料来源: 公司网站, 联讯证券研究院

值得买稳居内容类电商导购行业 TOP1。公司电商导购业务市占率逐年上升, 从 2015 年 7% 增长至 2018 年的 22%, 成为内容类电商导购行业龙头, 且在整个电商导购行业市占率仅次于返利网。

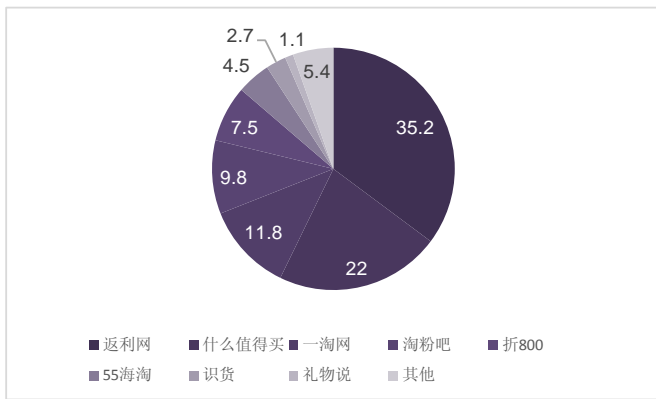


图表22: 值得买电商导购业务市占率



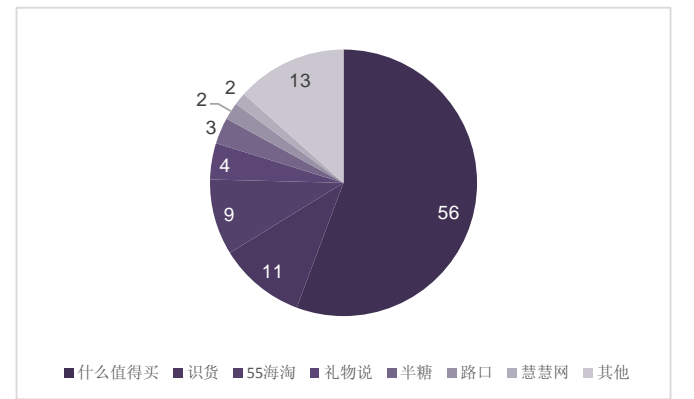
资料来源: 艾瑞咨询, 联讯证券研究院

图表23: 2018年电商导购企业市占率



资料来源: 艾瑞咨询, 联讯证券研究院

图表24: 2018年内容类电商导购企业市占率



资料来源: 艾瑞咨询, 联讯证券研究院

三、什么值得买: 广告业务

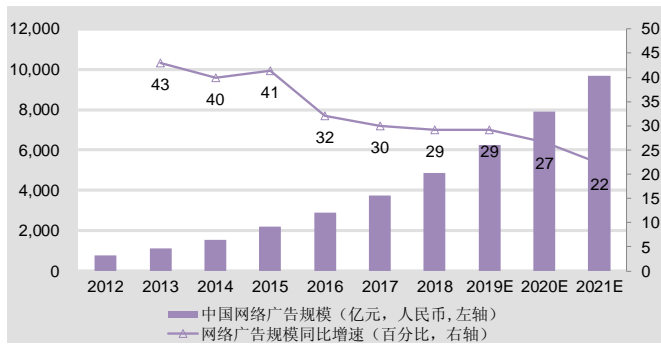
(一) 电商广告行业: 生命力旺盛, 未来发展空间可期

中国电商导购行业存在的逻辑是基于互联网各类商家网络营销的需求, 通过为其提供流量和广告营销活动盈利, 持续增长的空间是互联网网络广告市场。

网络广告产业生命力旺盛, 大数据、AI、云计算等技术使得营销成为企业战略的重要一环。2018年中国网络广告市场规模达到4,844亿元, 同比增长29%。从绝对值来看, 中国网络广告产业的生命力依然旺盛, 艾瑞咨询预计在2021年市场规模将达到近万亿。从市占率来看, 随着越来越多的公司开始重视利用互联网拓展业务、传播品牌, 网络广告在整体广告市场中占比从2013年的22%不断提升至2018年的61%, 占据广告市场绝对核心地位。

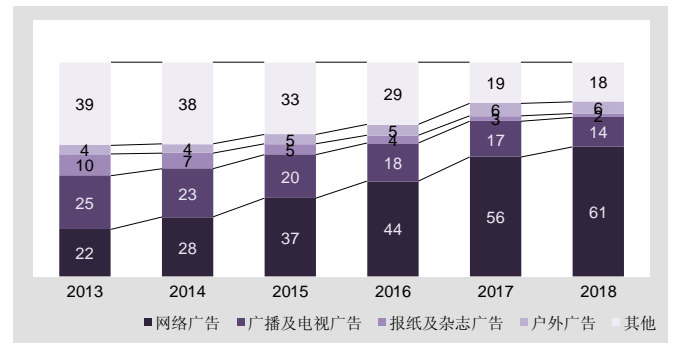


图表25: 中国网络广告市场规模



资料来源: 艾瑞咨询, 联讯证券研究院

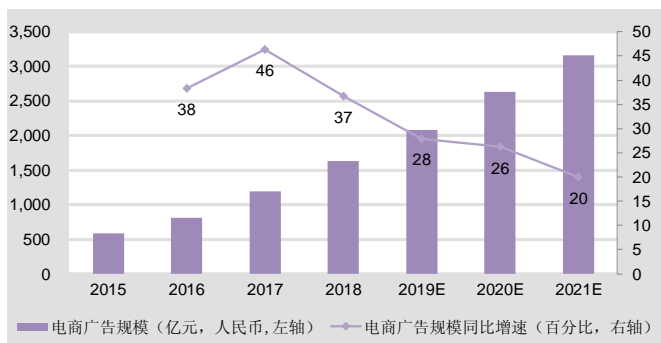
图表26: 中国网络广告市占率



资料来源: 艾瑞咨询, 联讯证券研究院

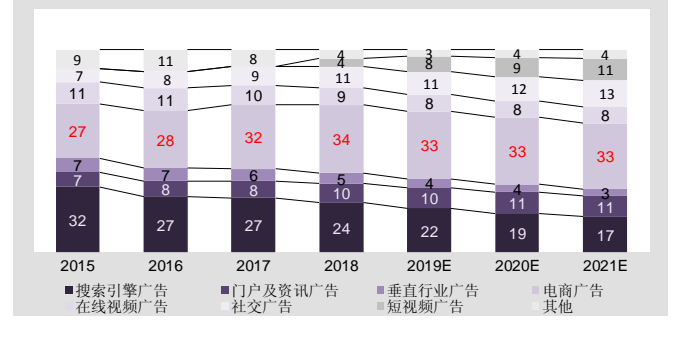
电商网站广告份额稳定增长。2018年电子商务(以网络购物为主)广告营收达到1,628.5亿元,同比增长37%,在整体广告市场中占比34%。在当下阶段,越来越多的广告主提出了“品效合一”的诉求,品效合一中的“品”是内容带来的品牌认知度和好感度,而“效”则是商品转化。电商平台中天生具备购买转化的基因,再加上近些年电商平台对内容持续的精细化运营,成为广告主实现品效合一需求的最优表达。未来,来自不同渠道的内容会和电商平台达成深度的连接和绑定,如内容类电商导购平台的崛起,将成为电商广告保持份额增长的动力。

图表27: 中国电商广告市场规模



资料来源: 艾瑞咨询, 联讯证券研究院

图表28: 中国电商广告市占率



资料来源: 艾瑞咨询, 联讯证券研究院

(二) 值得买广告收入: 广告展示收入为主要来源

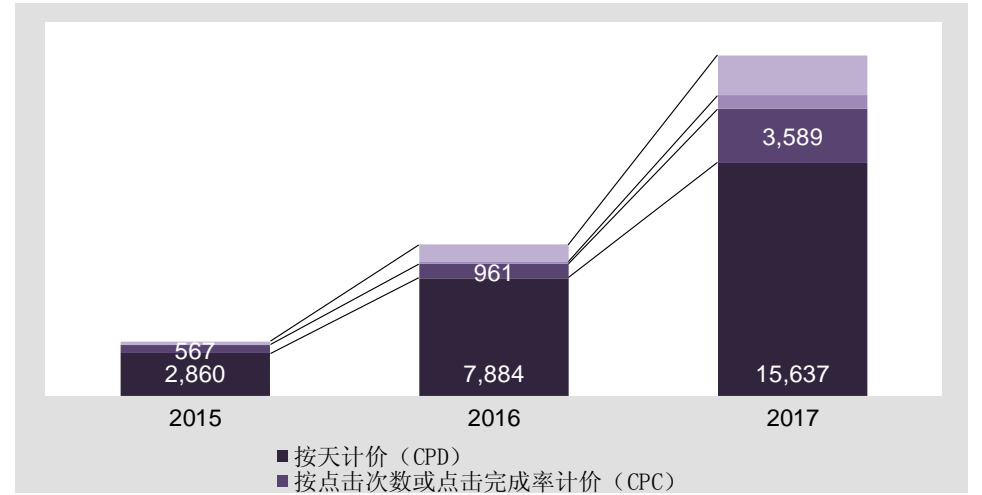
值得买的广告收入有两个来源: 导购平台的广告展示收入和 LinkStars 营销效果广告, 2018年公司广告收入占比分别为60%、20%。

广告展示业务中, 基于什么值得买所拥有的庞大且高质量的用户群体, 公司通过在网站或移动客户端提供广告展示位, 帮助电商、品牌商等获取用户、扩大品牌影响力。

公司的广告展示收入的计费模式主要以按天计价(CPD)为主。从广告展示收入的定价模式来看, 公司广告展示收入主要包括按天计价(CPD)、按点击次数(CPC)或点击完成率计价、按实际成交订单金额的一定比例计价的效果营销计价方式、消费众测等打包计价服务等。公司各类定价模式的占比总体保持稳定, 2017年按天计价模式(CPD)的广告展示收入为15,637万元, 占整体广告展示收入比例为69%, 按点击次数(CPC)的广告展示收入为3,589万元, 占整体广告展示收入比例为16%。



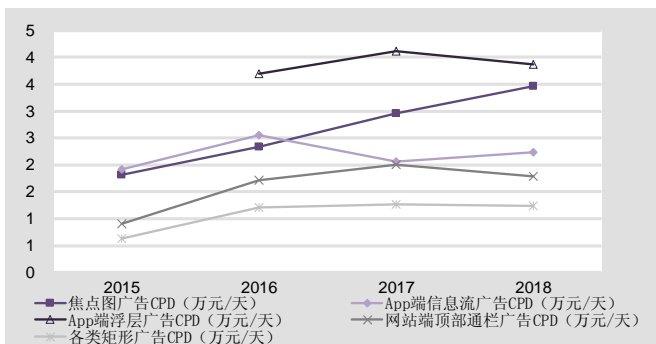
图表29：值得买各类定价模式广告展示收入



资料来源：招股说明书，联讯证券研究院

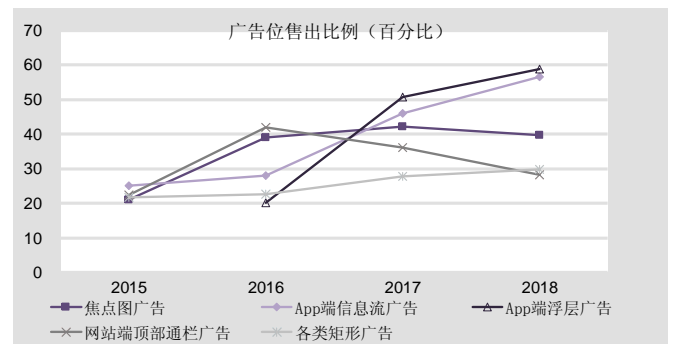
公司广告位 CPD、售出比例稳定增长。公司目前广告展现形式主要以焦点图广告、App 端信息流广告、App 端浮层广告、网站端顶部通栏广告、各类矩形广告为主，上述广告位产生的广告展示收入占广告展示收入的 60%-70%。随着经营规模和用户规模的稳定增长，公司各主要广告位的平均展示价格和广告位售出比例均较 2015 年明显上升，总体呈现增长趋势，说明广告展示客户对公司媒体价值认可度越来越高。

图表30：值得买各类广告展示 CPD



资料来源：招股说明书，联讯证券研究院

图表31：值得买各类广告展示位售出比例

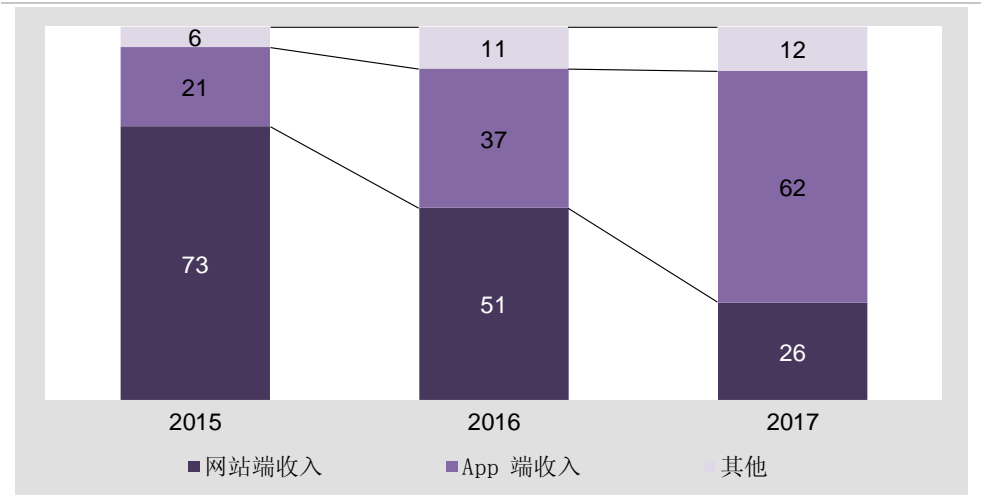


资料来源：招股说明书，联讯证券研究院

公司 APP 端广告投放点更受广告主青睐。值得买来自于 App 端的广告展示收入从 2015 年的 765.54 万元增长至 2017 年的 1.4 亿元，占广告展示收入的占比呈逐年上升态势，2017 年已超过网络端的广告展示收入，达到 62%。这表明了广告主在公司移动端 App 上投放广告意愿不断增强，具体原因如下：手机网民规模持续增长，手机设备已成为最主要网络接入方式；互联网营销正从网站端向移动端迁移。



图表32: 值得买来自 APP 端的广告展示收入比例不断提升



资料来源: 招股说明书, 联讯证券研究院

值得买通过旗下子公司 LinkStars 平台, 主要为存在营销需求的电商和品牌商提供广告推广、广告发布中数据监测、数据统计等专业的互联网效果营销平台服务, 同时为联盟媒体提供了一个长期、诚信和安全的广告营收平台。互联网效果营销平台服务的计费模式为从广告主的佣金中抽取 20% 的服务费, 阿里巴巴集团、京东集团等知名集团均为该业务主要客户。

四、公司竞争优势: UGC 运营模式带来优质内容和用户优势

UGC 主要指值得买网站和 App 中用户自发贡献的内容。经过多年发展, 公司积累了一群活跃度、参与感和消费能力都很强的核心用户群体, 他们是各个领域内的消费“达人”, 乐于分享和交流, 在平台上贡献商品和服务的优惠信息, 撰写购物攻略、产品评测等深度文章, 公司会向贡献用户赠送金币或优惠券作为奖励。

随着公司业务规模的不断扩张, 越来越多的用户通过网站及 App 抢购到优质低价的商品, 这也吸引他们在购物过程中发现的优质商品促销信息爆料给网站。这一良性循环系统使得用户贡献信息的数量持续提升, 带来更多的优质内容, 并且形成良好的社区氛围, 在吸引“新值友”的同时, 提高“旧值友”留存度和忠诚度, 形成高用户粘性群体优势。

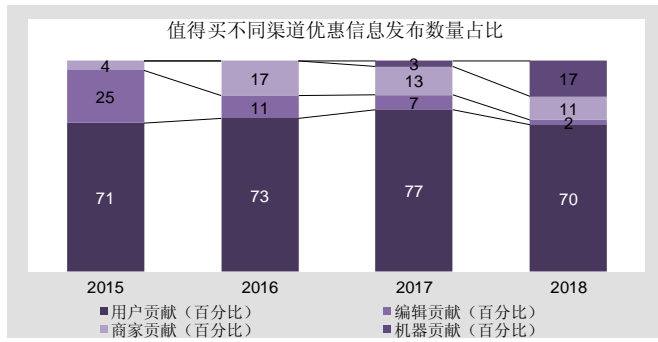
(一) 优质内容优势

UGC 的运营模式不仅保证了内容的数量和丰富度, 而且从内容的立场和角度上而言, 也更贴近普通用户的需求, 更容易赢得用户的信任与认同。相比目前大多数内容类导购平台采用的 PGC 模式 (编辑贡献内容), 什么值得买上 2015-2018 年约 70% 的内容均源自用户贡献 (UGC 模式), 且 UGC 带来的优惠信息收入持续增长, 2018 年突破亿元大关, 同比增长 73%, 占整体收入比例为 68%。

什么值得买独特的 UGC 内容运营模式和海量的优质内容成为公司区别于其他竞争对手的核心优势。

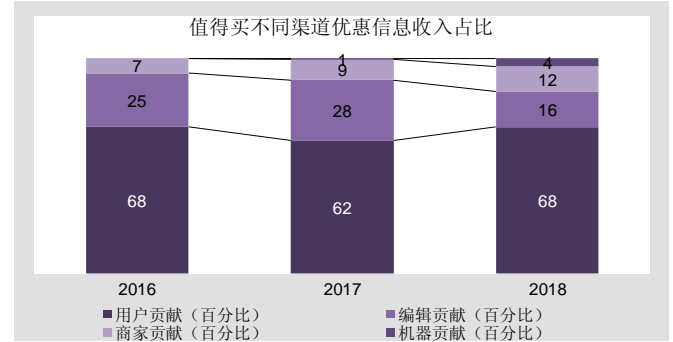


图表33: UGC 优惠信息发布数量



资料来源: 招股说明书, 联讯证券研究院

图表34: UGC 优惠信息收入占比



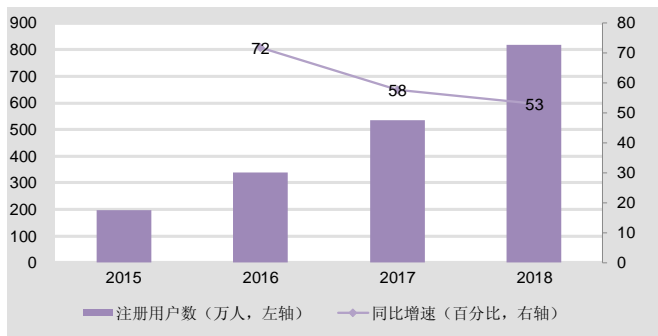
资料来源: 招股说明书, 联讯证券研究院

(二) 优质用户群体

值得买用户体量、活跃度、留存率保持稳定增长。2018 年什么值得买网站及其各类移动客户端注册用户数达到 819 万人, 保持 53% 的高速增长率; 平均月活跃用户数达到 2,654 万, 同比增长 11%; 值得买网站及移动端浏览量达到 80 万次, 同比增长 18%。2018 年, 公司移动客户端单个用户平均每日启动次数达到 7 次, 每月新增用户的次月留存率最高达 47%。

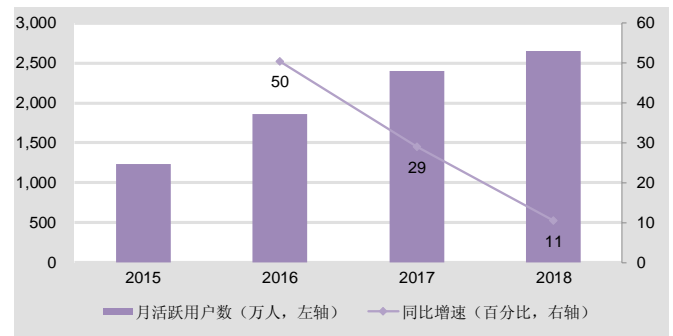
因此, 我们认为, 什么值得买所拥有的庞大且高质量的用户群体, 以及领先的用户忠诚度、活跃度和互动性已经成为公司的核心竞争优势之一, 这一优势将继续推动公司的高速发展以及在各个业务布局上的不断完善。

图表35: 值得买注册用户数



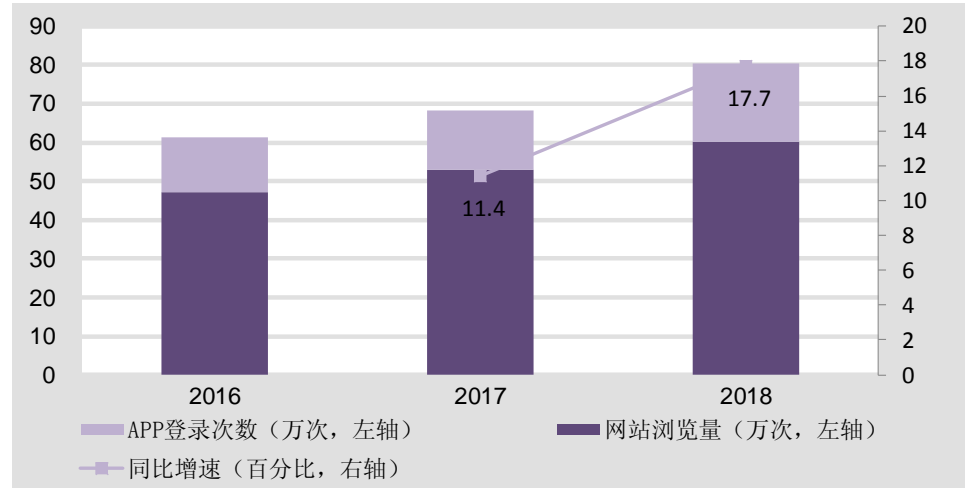
资料来源: 招股说明书, 联讯证券研究院

图表36: 值得买月活跃用户数



资料来源: 招股说明书, 联讯证券研究院

图表37: 值得买 APP 登录次数及网站浏览量

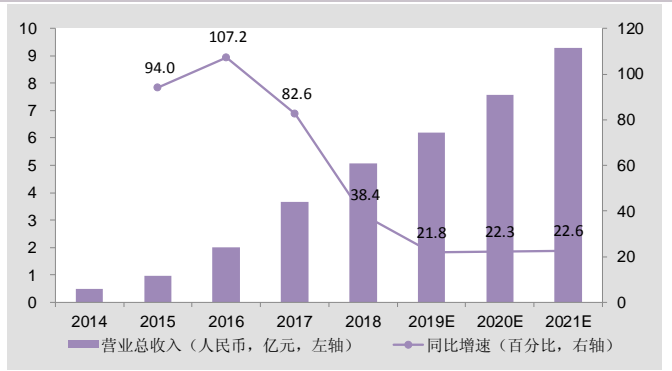


资料来源: 招股说明书, 联讯证券研究院

(四) 公司财务状况: 收入稳定增长

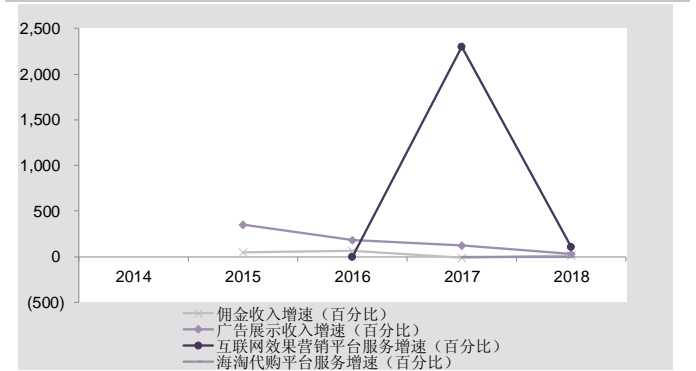
值得买 2018 年营业总收入达近 5 亿元, 同比增长 38%; 2019 年第一季度营业总收入为 1 亿元, 同比增长 30%。营业收入增速有所放缓, 主要原因是 2018 年互联网效果营销平台服务增速大幅下降, 营收达到约 1 亿元, 同比增长 108%。从营业收入结构来看, 广告展示收入为公司主要业务, 仍保持较高的占比; 佣金收入占比收缩, 主要是由于各大电商平台的佣金比例有所下调。艾瑞咨询预计, 未来三年公司的营业收入将继续保持稳定增长, 同比增长约 22%。

图表38: 值得买营业收入及同比增速



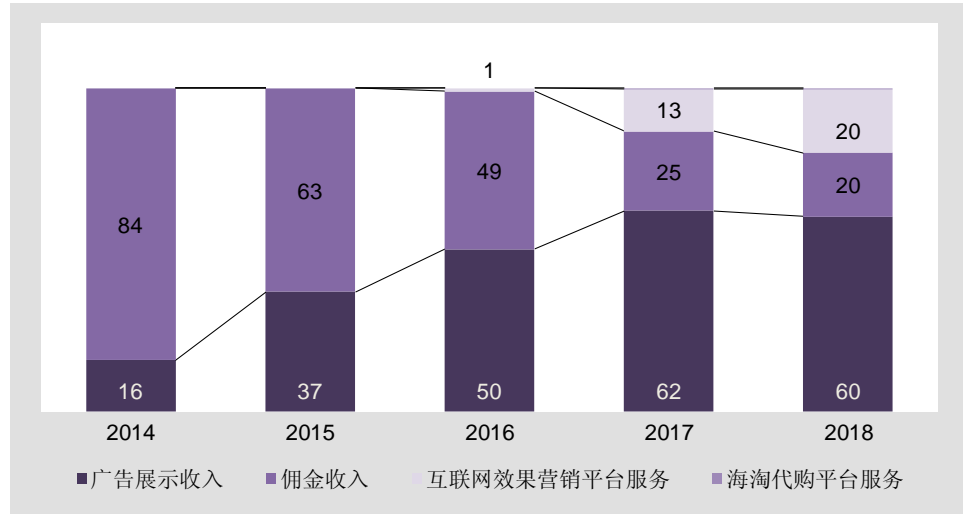
资料来源: wind, 联讯证券研究院

图表39: 值得买各类业务同比增速



资料来源: wind, 联讯证券研究院

图表40: 值得买营业收入结构

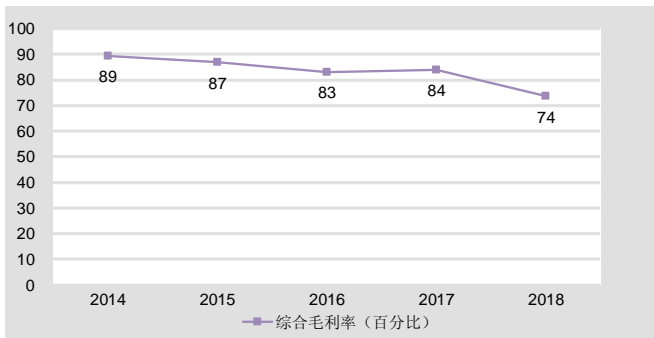


资料来源: wind, 联讯证券研究院

2018 年公司综合毛利率为 74%，同比下降 10 个百分点。其中，广告展示毛利率为 73%，同比下降 13 个百分点；导购佣金毛利率为 76%，同比下降 7 个百分点；互联网效果营销平台服务毛利率为 73%，同比下降 3 个百分点。公司毛利率呈现微降趋势，主要是由于：（1）受公司运营规模扩张而导致职工薪酬增长（2）基于公司网站及移动端精准营销服务及数据统计分析的需要，公司 IT 资源采购增加（3）公司效果营销计价的广告需求及收入增长较快，使得技术服务费上涨。

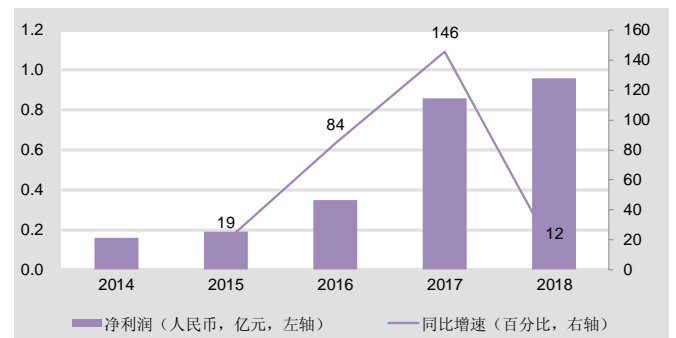
2018 年公司净利润为 0.96 亿元，同比增长 12%；2019 年第一季度净利润为 0.18 亿元，同比增长 5.9%。净利润同比增速有所回落，但仍保持在一个理性的范围内。

图表41：值得买综合毛利率



资料来源: wind, 联讯证券研究院

图表42：值得买净利润

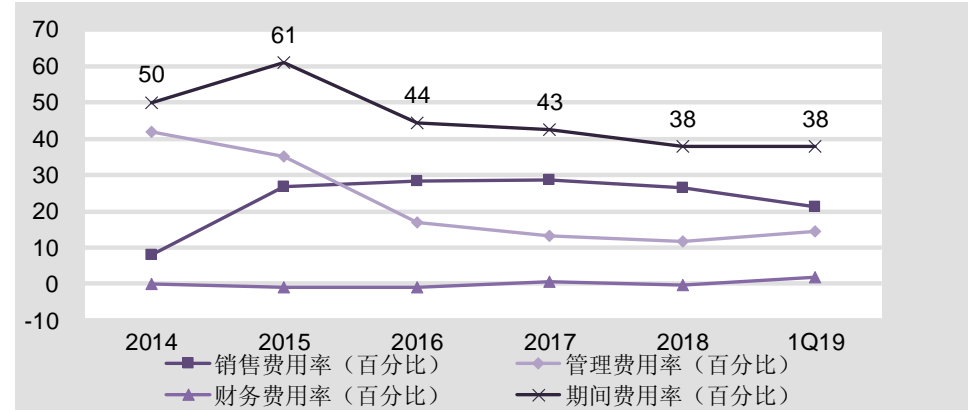


资料来源: wind, 联讯证券研究院

2018 年公司期间费用率为 38%，同比下降 5 个百分点；2019 年第一季度期间费用率保持稳定，为 38%。销售费用率为 27%，同比下降 2 个百分点，与行业水平相近；管理费用率为 12%，同比下降 1 个百分点，受规模效应影响；财务费用率为-0.4%，同比下降 0.94 个百分点，受海外业务收入汇率波动影响。



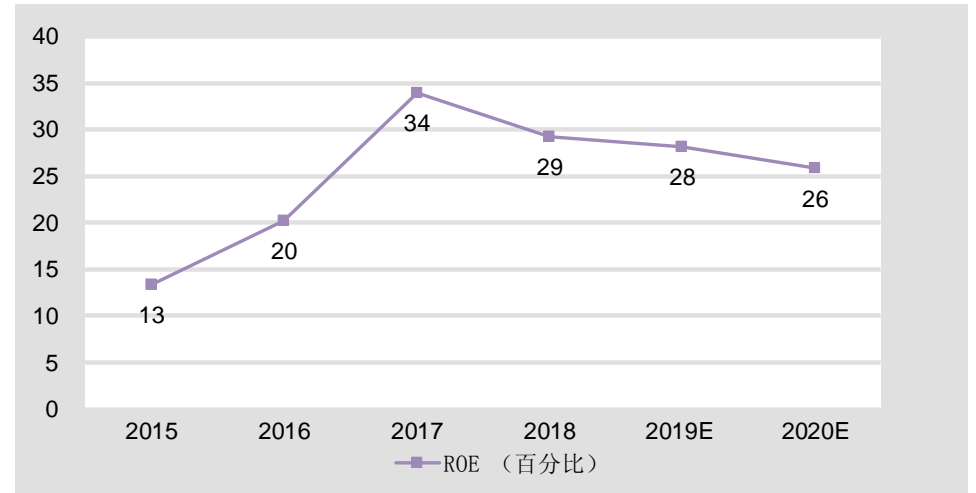
图表43: 值得买期间费用率



资料来源: wind, 联讯证券研究院

2018 年公司 ROE 为 29%, 同比下降 5 个百分点, 主要由于 2018 年公司净利率为 19%, 同比下降 5 个百分点。

图表44: 值得买 ROE



资料来源: wind, 联讯证券研究院

五、财务假设及盈利预估

2018 年, 值得买的营业收入近 80%来自于电商导购佣金收入及电商广告展示收入。因此, 我们对值得买的业绩预测主要基于以下假设:

- (1) 电商行业不发生重大政策变化, 电商导购市场保持稳定的增长态势, 我们预估 2019-2021 年电商导购市场规模增速分别为 10.8%、11%和 11.4%。
- (2) 互联网技术短期内不发生巨大变化, 电商广告行业呈上行趋势, 我们预估 2019-2021 年电商广告规模增速分别为 28%、26.2%和 20%。

我们预估 2019-2021 年的营收分别为 6.18 亿元、7.56 亿元和 9.27 亿元, 分别同比增长均为 21.8%、22.3%和 22.6%; 归母净利润分别为 1.12 亿元、1.40 亿元和 1.78 亿元,



分别同比增长 23.1%、24.5%和 27.4%。

由于值得买为国内电商导购第一股，目前尚无主要经营导购业务的其他上市公司，因此我们选取互联网行业中具有媒体、广告属性的上市公司作为可比对象，目前行业平均估值对应 2019 年约为 37 倍。

图表45：可比公司估值表（以 7 月 31 日收盘价为准）

证券代码	证券简称	EPS (元)				PE (倍)				总市值 (亿元)
		2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	
300413.SZ	芒果超媒	0.92	1.13	1.44	1.71	42.39	34.51	27.01	22.75	408.44
002027.SZ	分众传媒	0.40	0.23	0.30	0.36	12.65	21.66	16.73	13.90	742.70
300785.SZ	值得买	2.39	2.26	2.79	3.34	53.73	56.83	45.96	38.47	68.49
000681.SZ	视觉中国	0.46	0.58	0.74	0.92	44.36	35.06	27.60	22.23	142.50
603533.SH	掌阅科技	0.35	0.40	0.48	0.55	43.37	37.68	31.84	27.67	60.87

资料来源：wind，联讯证券研究院

六、风险提示

内容类电商行业竞争加剧、电商行业政策变化、对大电商平台的客户依赖性过高。



图46: A股传媒互联网部分公司估值一览

证券代码	证券简称	股价 (元)	总股本 (亿股)	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE (倍)				PB (倍)	PS (倍)	PEG (倍)
					2018	2019F	2020F	2021F	2018	2019F	2020F	2021F			
内容															
300251.SZ	光线传媒	8.64	29.3	258	0.47	0.28	0.33	0.37	18.4	30.3	26.1	23.1	2.7	12.3	(4.1)
300027.SZ	华谊兄弟	4.61	27.9	131	(0.39)	0.20	0.26	0.25	(11.8)	23.2	17.6	18.2	1.4	2.7	(0.1)
300133.SZ	华策影视	6.63	17.6	115	0.12	0.31	0.35	0.42	55.3	21.3	18.7	16.0	1.5	1.8	0.4
000802.SZ	北京文化	9.05	7.2	66	0.45	0.58	0.67	0.75	20.0	15.7	13.5	12.1	1.2	4.3	0.9
002343.SZ	慈文传媒	7.75	4.7	37	(2.30)	0.41	0.57	N.A.	(3.4)	18.8	13.6	N.M.	2.2	2.5	N.M.
000892.SZ	欢瑞世纪	3.86	9.8	39	0.33	0.55	0.65	N.A.	11.7	7.0	6.0	N.M.	1.1	2.4	N.M.
内容平均									26.3	19.4	15.9	17.3	1.7	4.3	0.6
院线															
002739.SZ	万达电影	16.29	20.8	346	0.74	0.77	0.91	0.99	22.2	21.2	17.9	16.5	2.3	2.1	2.0
600977.SH	中国电影	14.11	18.7	271	0.80	0.79	0.85	0.93	17.6	17.8	16.7	15.2	2.1	2.4	3.5
603103.SH	横店影视	13.86	6.3	90	0.71	0.54	0.61	0.69	19.5	25.5	22.9	20.1	3.5	2.9	(25.7)
601595.SH	上海电影	15.87	3.7	59	0.63	0.71	0.85	N.A.	25.2	22.4	18.7	N.M.	2.4	4.4	N.M.
002905.SZ	金逸影视	14.41	2.7	40	0.59	0.66	0.84	0.99	24.4	21.9	17.1	14.6	1.8	1.8	1.2
院线平均									21.8	21.7	18.7	16.6	2.4	2.7	2.2
游戏															
002602.SZ	世纪华通	9.30	59.6	573	0.43	0.51	0.63	0.66	21.6	18.1	14.8	14.0	2.8	4.7	1.2
002624.SZ	完美世界	26.65	13.1	346	1.30	1.64	1.89	2.11	20.5	16.3	14.1	12.6	3.2	3.9	0.9
002555.SZ	三七互娱	14.12	21.1	300	0.47	0.88	1.04	1.18	30.0	16.1	13.5	11.9	4.0	2.9	0.4
600373.SH	中文传媒	12.67	13.8	178	1.18	1.31	1.47	1.63	10.7	9.7	8.6	7.8	1.2	1.4	0.9
603444.SH	吉比特	216.92	0.7	159	10.06	11.64	13.21	15.23	21.6	18.6	16.4	14.2	4.6	8.1	1.3
002174.SZ	游族网络	14.64	8.9	132	1.15	1.36	1.66	1.91	12.7	10.7	8.8	7.7	2.3	2.9	0.6
300418.SZ	昆仑万维	12.81	11.5	153	0.88	1.14	1.34	1.52	14.6	11.3	9.6	8.4	2.4	3.4	0.6
300113.SZ	顺网科技	16.17	6.9	115	0.46	0.78	0.95	1.04	35.2	20.8	17.1	15.5	3.2	5.0	0.7
002425.SZ	凯撒文化	6.02	8.1	50	0.34	0.61	0.80	0.95	17.7	9.8	7.5	6.3	1.1	3.4	0.2
300031.SZ	宝通科技	11.92	4.0	48	0.69	0.90	1.13	1.37	17.2	13.3	10.6	8.7	1.8	1.8	0.5
300467.SZ	迅游科技	17.50	2.2	40	(3.49)	0.99	1.30	N.A.	(5.0)	17.7	13.5	N.M.	1.8	4.1	N.M.
游戏平均									20.2	14.8	12.2	10.7	2.6	3.8	0.7
互联网															
300413.SZ	芒果超媒	38.50	10.5	404	0.92	1.13	1.44	1.71	41.8	34.1	26.7	22.5	5.0	3.5	1.5
002027.SZ	分众传媒	4.99	146.8	741	0.40	0.23	0.30	0.36	12.5	21.4	16.5	13.8	3.6	5.2	(6.4)
300785.SZ	值得买	144.03	0.5	75	2.39	2.26	2.79	3.34	60.3	63.7	51.6	43.2	17.1	11.4	5.4
000681.SZ	视觉中国	19.94	7.0	141	0.46	0.58	0.74	0.92	43.5	34.4	27.1	21.8	4.3	13.5	1.3
603533.SH	掌阅科技	14.73	4.0	60	0.35	0.40	0.48	0.55	42.1	36.6	30.9	26.9	4.8	2.6	2.3
互联网平均									40.0	38.0	30.5	25.6	7.0	7.2	2.6
出版															
601098.SH	中南传媒	12.27	18.0	222	0.69	0.75	0.80	0.91	17.8	16.4	15.3	13.6	1.5	2.1	1.7
603000.SH	人民网	16.35	11.1	184	0.19	0.28	0.37	0.48	86.1	57.6	44.2	34.2	5.9	8.0	1.6
601801.SH	皖新传媒	5.71	19.9	115	0.55	0.44	0.48	0.52	10.4	13.0	11.9	11.0	1.1	1.0	(6.6)
601900.SH	南方传媒	9.29	9.0	83	0.73	0.80	0.89	0.98	12.7	11.6	10.4	9.5	1.4	1.4	1.1
600757.SH	长江传媒	6.72	12.1	83	0.60	0.70	0.78	0.86	11.2	9.6	8.6	7.8	1.1	0.8	0.7
603096.SH	新经典	56.30	1.4	78	1.77	2.09	2.55	3.02	31.8	26.9	22.1	18.7	3.8	7.0	1.4
600088.SH	中视传媒	13.00	4.0	52	0.29	0.42	0.62	N.A.	45.1	31.2	21.0	N.M.	3.9	4.7	N.M.
600229.SH	城市传媒	7.02	7.0	50	0.50	0.55	0.61	0.68	14.2	12.8	11.5	10.4	1.7	2.0	1.2
出版平均									28.7	22.4	18.1	15.0	2.6	3.4	1.3
广电															
600637.SH	东方明珠	9.66	34.3	338	0.59	0.62	0.64	0.65	16.4	15.6	15.1	15.0	1.1	2.4	5.1
600037.SH	歌华有线	9.63	13.9	136	0.50	0.52	0.54	N.A.	19.3	18.5	17.9	N.M.	1.0	4.7	N.M.
300770.SZ	新媒股份	76.27	1.3	100	2.13	2.28	3.02	3.76	35.8	33.4	25.3	20.3	6.6	11.6	1.6
603888.SH	新华网	18.00	5.2	95	0.55	0.65	0.74	0.82	32.8	27.8	24.5	21.9	3.1	5.0	1.9
广电平均									26.1	23.8	20.7	19.1	2.9	5.9	2.9

资料来源: Wind, 联讯证券研究院



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	249.9	331.5	409.0	537.5	经营活动现金流	51.4	188.7	147.3	288.9
货币资金	6.8	31.1	42.3	157.9	税后经营利润	91.1	112.1	139.5	177.8
应收账款	138.1	136.7	207.0	214.3	折旧摊销	8.3	59.8	79.8	104.8
其它应收款	2.0	1.4	2.0	2.0	利息费用	(1.6)	5.0	4.0	2.6
预付账款	2.7	4.1	2.3	4.5	资产减值损失	2.3	0.0	0.0	0.0
存货	0.8	4.2	1.2	4.6	营运资金变动	(48.5)	15.2	(79.0)	7.2
其他	99.4	154.2	154.2	154.2	存货的减少	1.9	(3.4)	3.0	(3.5)
非流动资产	211.2	231.4	251.5	274.8	投资活动现金流	(205.6)	(80.0)	(100.0)	(128.0)
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	资本支出	(205.6)	(80.0)	(100.0)	(128.0)
固定资产和在建工程	199.8	221.4	242.9	266.8	长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0
无形资产和开发支出	5.2	4.5	3.8	3.1	其他	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	6.2	5.5	4.8	4.8	筹资活动现金流	69.9	(29.7)	(36.1)	(45.2)
资产总计	461.1	562.9	660.5	812.3	短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
流动负债	38.3	52.8	42.9	59.6	长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	支付普通股股利	0.0	(24.7)	(32.1)	(42.7)
应付账款	22.7	33.0	25.7	38.2	偿付利息	0.0	(5.0)	(4.0)	(2.6)
预收账款	1.0	5.1	2.5	6.7	其他	69.9	0.0	0.0	0.0
其他应付款	5.1	5.1	5.1	5.1	现金净增加额	(81.9)	79.0	11.2	115.6
其他流动负债	9.6	9.6	9.6	9.6					
非流动负债	95.1	95.1	95.1	95.1					
长期借款	84.0	84.0	84.0	84.0	主要财务比率	2018A	2019E	2020E	2021E
其他	11.1	11.1	11.1	11.1	成长能力				
负债合计	133.4	147.8	138.0	154.7	营业收入	38.3%	21.8%	22.3%	22.6%
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	8.5%	31.4%	24.5%	27.4%
归属母公司股东权益	327.7	415.1	522.5	657.6	归属母公司净利润	12.2%	23.1%	24.5%	27.4%
负债和股东权益	461.1	562.9	660.5	812.3	获利能力				
					毛利率	73.7%	68.5%	73.6%	76.2%
利润表	2018A	2019E	2020E	2021E	净利率	17.9%	18.1%	18.5%	19.2%
营业收入	507.6	618.2	756.1	927.0	ROE	27.8%	27.0%	26.7%	27.0%
营业成本	133.6	194.7	199.6	220.6	ROIC	41.5%	28.3%	30.1%	31.5%
营业税金及附加	12.0	14.6	17.9	21.9	偿债能力				
营业费用	134.7	185.5	249.5	315.2	资产负债率	28.9%	26.3%	20.9%	19.0%
管理费用	58.7	86.6	121.0	157.6	流动比率	6.5	6.3	9.5	9.0
财务费用	(1.6)	5.0	4.0	2.6	速动比率	2.5	3.3	5.9	6.3
资产减值损失	2.3	0.0	0.0	0.0	营运能力				
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	总资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.1
投资收益	4.7	0.0	0.0	0.0	应收账款周转率	3.7	4.5	3.7	4.3
其他经营损益	(72.2)	0.0	0.0	0.0	存货周转率	174.3	46.8	172.2	47.5
营业利润	100.3	131.8	164.1	209.1	每股指标(元)				
加：其他非经营损益	0.2	0.0	0.0	0.0	每股经营现金	1.0	3.5	2.8	5.4
利润总额	100.5	131.8	164.1	209.1	每股净资产	6.1	7.8	9.8	12.3
所得税	9.5	19.8	24.6	31.4					
净利润	91.0	112.1	139.5	177.8					
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0					
归属母公司净利润	91.0	112.1	139.5	177.8					
EBITDA	109.4	196.7	248.0	316.5					
EPS（元）	2.4	2.3	2.8	3.3					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

陈净娴，2016 年加入联讯证券，现任传媒互联网组长。证书编号：S0300516090001。

研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com