

日期: 2019年09月03日

行业: 传媒



## 内容型电商导购平台, 平台交易额、用户规模持续增长

分析师: 胡纯青  
Tel: 021-53686150  
E-mail: huchunqing@shzq.com  
SAC 证书编号: S0870518110001

### 基本数据 (截止 2019 年 8 月 30 日)

报告日股价 (元)	91.20
12mth A 股价格区间 (元)	34.10/149.98
总股本 (百万股)	53.33
无限售 A 股/总股本	25%
流通市值 (亿元)	12.16
每股净资产 (元)	8.72

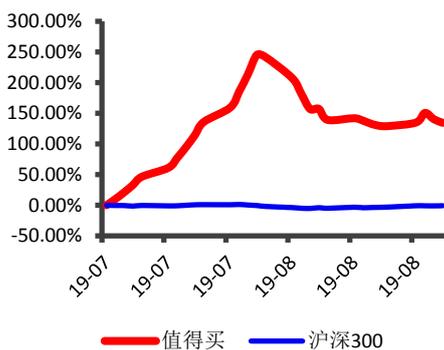
### 主要股东 (2019H1)

隋国栋	43.33%
刘峰	12.47%
刘超	7.97%
北京国脉创新投资管理中信 (有限合伙)	7.5%

### 收入结构 (2019H1)

信息推广服务	68.55%
互联网效果营销平台服务	31.41%

### 上市后月股票与沪深 300 比较



### 公司动态事项

值得买公布了2019年半年报, 公司实现营业收入2.73亿元, 同比增长37.96%; 实现归母净利润4,680.84万元, 同比增长15.09%; 实现扣非后归母净利润4,533.38万元, 同比增长16.81%。

### 事项点评

#### 上半年净交易额同比高增, 618 大促期间公司平台 GMV 增速超 60%

公司主要经营内容型电商导购网站“什么值得买”及同名 App。上半年, “什么值得买”导向电商及品牌商的净交易额(确认 GMV)达到 60.10 亿元, 同比增长 67.04%; 与之对应的订单量为 3,991.35 万, 同比增长 62.95%。618 大促期间, 公司站内电脑数码、家用电器等传统优势品类持续健康增长, 净交易额同比增幅均超过 60%; 公司新兴优势品类同样增长强劲, 办公设备、个护化妆以及食品生鲜作为大促期间增速最高的三个品类, GMV 同比增速均超过 100%。考虑到下半年各大电商、品牌商在国庆节、双 11、圣诞购物季、年终等时间点有着更为丰富的促销活动, 公司下半年净交易额一般高于上半年。

#### 高度重视内容建设, 用户数稳定增长

公司高度重视内容体系建设, 公司“好价”、“社区”、“百科”三大频道均推出了一系列创新举措, 加固公司在内容导购领域的护城河。“好价”频道推出多个子频道, 同时针对频道内的优惠信息, 确立了基于热度的动态奖励机制。“社区”频道鼓励用户围绕兴趣场景构建话题, 从主题征稿、话题聚合、文章整理三个主要角度切入, 保证有持续稳定的高质量内容产出。“百科”频道联动多家电商平台、垂直媒体以及广大用户共同建设百科词条内容, 充实公司基础底层数据。受益于公司围绕用户生命周期开展的一系列工作, 公司平台老用户质量持续提升, 新用户注册量和激活量均实现了稳定增长。上半年公司月平均活跃用户数为 2,560.13 万, 同比增长 10.47%。截至 6 月 30 日, 公司累计注册用户数达 966.99 万, 较去年同期新增用户超 300 万; 移动客户端 App 激活量达 3,190.95 万, 较去年同期新增约 700 万。

#### 信息推广收入平稳, 互联网效果营销收入增幅大

公司上半年营业收入同比增长 37.96%, 维持较高增速。分业务来看, 公司的互联网效果营销平台业务贡献了主要增量。上半年公司信息推广服务收入为 18,747 万元, 占营业收入的 68.55%, 同比增长 14.73%; 互联网效果营销平台收入为 8,590 万元, 占营业收入的 31.41%, 同比增

长151.61%。互联网效果营销平台业务收入高速增长一方面受益于网络广告市场规模的持续增长；另一方面，由于公司互联网效果营销平台业务的经营主体、子公司新罗创想于2016年后负责承接京东海嘉（京东电商广告联盟的结算主体）的电商导购需求，公司对京东的业务收入大多数被纳入互联网效果营销平台业务。2018年，京东贡献了公司该业务收入的约80%。受益于京东在国内电商市场份额的持续提升，618大促交易额屡创新高，叠加公司导流的强势品类数码、家电领域与京东产品的优势领域正好一致，公司互联网效果营销平台业务有望伴随京东实现长期增长。

### 毛利率呈小幅下降趋势，整体仍保持较高水平

公司业务增长态势良好，毛利率波动主要由成本增加引起。上半年，公司综合毛利率下降约1.6%，主要原因是公司业务规模扩大，导致职工薪酬、IT资源使用费、阿里妈妈技术服务费广告专项成本等上升。虽毛利率呈下降态势，但整体仍保持72%以上的较高水平。此外，上半年公司整体费用率也略有下降，反映公司具备良好的盈利能力和成本费用管控能力。

## ■ 盈利预测与估值

随着网购市场已进入品质竞争时代，各大电商平台及品牌商获客成本上升、引流困难，内容型电商导购平台的价值日益凸显。公司作为内容类电商导购龙头企业，公司商业模式和变现路径成熟，内容、流量、用户群体等竞争优势突出，有望继续保持快速增长。预计公司2019-2021年归母净利润为1.14亿元、1.41亿元和1.73亿元，对应每股EPS分别为2.13元、2.64元和3.24元，PE为42.78、34.59、28.18倍。给予“谨慎增持”评级。

## ■ 风险提示

行业竞争加剧；电商政策变化；客户集中度较高的风险；成本管控风险

### ■ 数据预测与估值：（按最新股本摊薄）

至12月31日（¥.百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	507.59	684.41	862.78	1063.99
年增长率	38.31%	34.83%	26.06%	23.32%
归母净利润	95.72	113.70	140.62	172.61
年增长率	10.99%	18.79%	23.67%	22.75%
每股收益（元）	1.79	2.13	2.64	3.24
PE	50.82	42.78	34.59	28.18

资料来源：Wind 上海证券研究所

## 附表：

资产负债表（单位：百万元）

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	(47.95)	348.40	442.17	555.38
应收和预付款项	142.87	192.75	230.39	291.49
存货	0.77	1.09	1.26	1.66
其他流动资产	154.18	154.18	154.18	154.18
流动资产合计	249.86	696.42	828.00	1,002.72
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	199.81	198.70	197.08	194.97
无形资产和开发支出	5.21	8.06	10.64	12.73
其他非流动资产	6.18	6.18	5.52	5.52
非流动资产合计	211.20	212.94	213.23	213.22
<b>资产总计</b>	<b>461.06</b>	<b>909.36</b>	<b>1,041.24</b>	<b>1,215.93</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	28.73	42.49	45.07	61.06
长期借款	84.00	84.00	84.00	84.00
其他负债	20.65	20.65	20.65	20.65
<b>负债合计</b>	<b>133.38</b>	<b>147.14</b>	<b>149.72</b>	<b>165.71</b>
股本	40.00	53.33	53.33	53.33
资本公积	92.60	409.27	409.27	409.27
留存收益	195.09	299.63	428.92	587.62
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>股东权益合计</b>	<b>327.68</b>	<b>762.22</b>	<b>891.52</b>	<b>1,050.22</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>461.06</b>	<b>909.36</b>	<b>1,041.24</b>	<b>1,215.93</b>

现金流量表（单位：百万元）

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	51.37	92.28	116.47	136.09
投资活动现金流	(205.63)	(15.30)	(15.43)	(15.35)
融资活动现金流	69.95	319.38	(7.27)	(7.52)
<b>净现金流</b>	<b>(81.92)</b>	<b>396.36</b>	<b>93.76</b>	<b>113.22</b>

数据来源：WIND 上海证券研究所

利润表（单位：百万元）

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>507.59</b>	<b>684.41</b>	<b>862.78</b>	<b>1,063.99</b>
营业成本	133.59	184.77	234.38	290.83
营业税金及附加	11.99	16.70	21.06	25.97
营业费用	134.72	179.32	232.95	287.28
管理及研发费用	58.74	177.95	224.32	276.64
财务费用	(1.60)	(0.67)	(6.18)	(8.51)
资产减值损失	2.27	0.00	0.00	0.00
投资收益	4.65	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>106.23</b>	<b>126.34</b>	<b>2,055.76</b>	<b>2,229.34</b>
营业外收支净额	0.18	0.00	50.00	50.00
<b>利润总额</b>	<b>106.40</b>	<b>126.34</b>	<b>156.25</b>	<b>191.79</b>
所得税	10.68	12.63	15.62	19.18
净利润	95.72	113.70	140.62	172.61
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>95.72</b>	<b>113.70</b>	<b>140.62</b>	<b>172.61</b>

财务比率分析

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
总收入增长率	38.31%	34.83%	26.06%	23.32%
EBIT 增长率	9.48%	26.47%	19.09%	21.82%
净利润增长率	10.99%	18.79%	23.67%	22.75%
毛利率	73.68%	73.00%	72.83%	72.67%
EBIT/总收入	9.48%	26.47%	19.09%	21.82%
净利润率	12.20%	24.93%	23.67%	22.75%
资产负债率	28.93%	16.18%	14.38%	13.63%
流动比率	6.52	13.37	15.15	14.19
净资产收益率 (ROE)	27.78%	14.92%	15.77%	16.44%
存货周转率	174.35	169.65	185.37	175.63
应收账款周转率	3.68	3.64	3.87	3.75

## 分析师承诺

胡纯青

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。