

# 值得买 (300785)

证券研究报告

2019年09月14日

## 内容吸引流量，好价造就粘性

### 依托优惠内容生态，卡位 A 股导购第一股

公司前身为 2010 年上线的“smzdm.com”网站。经过近 10 年发展，公司成功在创业板上市，成为 A 股导购第一股。**值得买立足于电商导购细分赛道，逐步构筑优惠内容生态。**2018 年平台发布内容数量近 300 万条，吸引近 2,700 万 MAU，带动超 100 亿元的 GMV。**财务方面，公司收入增速逐步放缓，规模扩张致盈利能力有所下滑。**2018 年公司实现营收 5.08 亿，同比增长 38.3%；归母净利润 0.96 亿元，同比增长 11.0%，归母净利率 18.9%，同比降低 4.6 pts。19H1 公司收入同比增长 38.0%至 2.73 亿元，归属股东净利润同比增长 15.1%至 4,680.8 万元，归属股东净利率同比降低 3.4 个百分点至 17.1%。

### 围绕内容构建流量池，多维度挖掘流量商业价值

围绕线上流量，公司逐步衍生出导购和广告两条业务线。导购业务方面，公司通过“什么值得买”平台和“星罗好货”平台向阿里巴巴和京东等平台导流；广告业务方面，一年超 60 亿次的页面浏览量赋予平台广告商业化价值，人均变现效率相较于其他互联网平台有提升空间。具体来看，2018 年值得买 ARPU 为 12 元 vs. 阿里 217 元 vs. 腾讯 55 元 vs. 微博 23 元。

### 低成本内容打造领先电商导购社区

值得买平台是国内较为领先的导购平台，2018 年公司 GMV 达 102 亿，与小红书接近，低于微博（2017 年 187 亿）和蘑菇街（170 亿）。凭借优惠内容与对价格敏感用户的高匹配，公司拥有**更高效的带货能力**（值得买 3,447 元的单条内容平均 GMV 远高于微博电商蓝 V2017 年 1,072 元的水平）、**较好的获客表现**（2019 年 6 月“什么值得买”APP 的新安装活跃率为 79.0%，7 日留存率达 69.6%）以及较好的用户粘性（人均单日时长达 30.8 分钟）。**公司持续维持较低内容成本率。**2018 年公司总内容成本为 535 万元，内容成本率仅为 1.1%。值得一提的是，**什么值得买 APP 用户保持较高独占性。**即使是对用户规模较大的手机淘宝、京东和拼多多，值得买有近**38-65%的用户是平台的独占用户**，对苏宁易购和网易考拉平台也有 80-90%的用户为平台独占用户，跟其他导购平台相比基本都是平台独占用户。

**投资建议：**我们预计公司 2019-2021 年归属股东净利润分别为 1.10 亿/1.27 亿/1.42 亿，同比增长 15.2%/15.3%/11.3%。考虑到公司作为国内较为领先的互联网电商导购平台、未来在大数据技术方面的投入、A 股电商导购平台稀缺性和高用户忠诚度，我们认为值得买的合理市值为 73.9 亿-75.0 亿元，对应 2019 年 67x-68x 市盈率，首次覆盖给予增持评级。

**风险提示：**宏观经济风险；政策监管风险；行业竞争加剧风险；用户增长放缓风险；对单一客户高度依赖的风险；应收账款风险；网站运营风险

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	367.00	507.59	663.54	842.27	1,027.76
增长率(%)	82.44	38.31	30.72	26.94	22.02
EBITDA(百万元)	151.42	177.31	125.14	143.27	159.31
净利润(百万元)	86.24	95.72	110.30	127.19	141.51
增长率(%)	145.26	10.99	15.23	15.32	11.25
EPS(元/股)	1.62	1.79	2.07	2.38	2.65
市盈率(P/E)	77.43	69.76	60.54	52.50	47.19
市净率(P/B)	26.29	20.38	8.17	7.07	6.15
市销率(P/S)	18.19	13.15	10.06	7.93	6.50
EV/EBITDA	0.00	0.00	49.61	42.24	37.42

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	传媒/互联网传媒
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	125.2 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	53.33
流通 A 股股本(百万股)	13.33
A 股总市值(百万元)	6,677.33
流通 A 股市值(百万元)	1,669.33
每股净资产(元)	8.72
资产负债率(%)	34.69
一年内最高/最低(元)	149.98/34.10

### 作者

**文浩** 分析师  
 SAC 执业证书编号：S1110516050002  
 wenhao@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告



## 内容目录

<b>1. 公司概况：电商导购 A 股第一股</b> .....	<b>5</b>
1.1. 发展历程：依托优惠内容生态，卡位 A 股导购第一股.....	5
1.2. 商业模式：包罗全网优惠信息，汇聚价格敏感用户.....	5
1.3. 管理层及股权结构.....	7
1.4. 财务分析：收入增速放缓，规模扩张致盈利能力有所下滑.....	8
<b>2. 业务分析：以优惠内容为核心，多维度挖掘流量商业价值</b> .....	<b>11</b>
2.1. 导购业务：优质内容促进用户消费意愿，下单消费实现导购渠道价值.....	11
2.1.1. 导购佣金收入：阿里妈妈收入贡献占比持续提升，毛利率稳中有降.....	12
2.1.2. 互联网效果营销平台：汇聚全网商品，变现外网流量.....	13
2.2. 广告业务：围绕近 2,700 万活跃用户，衍生移动+PC 广告变现模式.....	15
<b>3. 核心优势：低成本内容打造领先电商导购社区</b> .....	<b>21</b>
3.1. 内容生态：以优惠信息与评测内容构筑领先导购生态.....	21
3.2. 忠诚用户：凭借高粘性用户打造导购社区.....	24
3.3. 技术实力：向大数据靠拢强化个性化分发能力.....	25
<b>4. 盈利预测及投资建议</b> .....	<b>26</b>

## 图表目录

图 1：值得买公司发展历程.....	5
图 2：值得买网站端流量来源（2016A-2018A）.....	6
图 3：值得买 APP 激活来源（2016A-2018A）.....	6
图 4：值得买核心商业模式.....	6
图 5：值得买现任管理层信息.....	7
图 6：值得买股权结构，分公司，子公司和参股公司.....	7
图 7：值得买总营业收入及同比增速（2016A-2018A；1H18A&1H19A）.....	8
图 8：值得买归母净利润、同比增速及净利润率（2016A-2018A；1Q18A&1Q19A）.....	8
图 9：值得买收入结构（2016A-2018A；1H18A&1H19A）.....	8
图 10：值得买毛利率，净利率，扣非净利率（2016A-2018A；1H18A&1H19A）.....	8
图 11：值得买分业务毛利率（2016A-2018A；1H18A&1H19A）.....	9
图 12：值得买各项费用率（2016A-2018A；1H18A&1H19A）.....	9
图 13：值得买应收票据及应收账款（2016A-2018A；1H19A）.....	9
图 14：值得买经营活动产生的净现金流（2016A-2018A；1H18A&1H19A）.....	9
图 15：值得买电商导购净交易额及同比增速（2016A-2018A；1H18A&1H19A）.....	10
图 16：值得买整体及分业务 Take Rate（2016A-2018A；1H18A&1H19A）.....	10
图 17：值得买电商导购交易次数及同比增速（2016A-2018A；1H18A&1H19A）.....	10
图 18：值得买平均单次交易金额及同比增速（2016A-2018A）.....	10
图 19：值得买 MAU 及同比增速（2016A-2018A；1H18A&1H19A）.....	11

图 20: 值得买用户复购次数及同比增速 (2016A-2018A; 1H18A&1H19A)	11
图 21: 值得买电商导购佣金业务流程	11
图 22: 值得买导购业务收入、同比增速和占收比 (2016A-2018A)	12
图 23: 值得买整体导购业务收入结构 (2016A-2018A)	12
图 24: 值得买导购交易笔数价格区间分布 (2016A vs. 2018A)	12
图 25: 值得买导购 GMV 价格区间分布 (2016A-2018A)	12
图 26: 值得买电商导购佣金收入、同比增速及占收比 (2016A-2018A)	12
图 27: 值得买电商导购佣金业务毛利率 (2016A-2018A)	12
图 28: 值得买前十大客户导购佣金收入	13
图 29: 星罗好货商品库部分商品展示页面	13
图 30: 星罗好货商品推荐文案示意图	14
图 31: 星罗好货各主要品类价格及佣金率	14
图 32: 星罗好货主要商品品类	14
图 33: 公司互联网效果营销平台收入及同比增速 (2016A-2018A)	15
图 34: 互联网效果营销平台毛利率 (2016A-2018A)	15
图 35: 值得买互联网效果营销平台服务主要客户 (2018 年)	15
图 36: 值得买平台广告展示业务合作流程	16
图 37: 值得买广告展示收入、同比增速及占收比 (2016A-2018A)	16
图 38: 值得买广告展示收入毛利率 (2016A-2018A)	16
图 39: 值得买广告展示业务收入按计价方式结构 (2016A-2018A)	17
图 40: 值得买广告展示业务收入按收入来源结构 (2016A-2018A)	17
图 41: 值得买月平均活跃用户及同比增速 (2016A-2018A)	17
图 42: 值得买广告展示 ARPU 及同比增速 (2016A-2018A)	17
图 43: 值得买移动端及网站端 MAU (2016A-2018A)	17
图 44: 值得买移动端及网站端 ARPU (2016A-2018A)	17
图 45: 部分互联网平台单用户变现效率 (2018 年)	18
图 46: 值得买广告位平均价格及同比增速 (2016A-2018A)	18
图 47: 值得买平均年广告展示天数及广告售出比例 (2016A-2018A)	18
图 48: 值得买主要广告形式占比 (2018A)	19
图 49: 值得买主要广告形式收入及同比增速 (2018A)	19
图 50: 值得买网站端广告位展示	19
图 51: 值得买主要广告形式核心指标 (2018 年)	19
图 52: 值得买主要广告形式价格趋势 (2016A-2018A)	20
图 53: 值得买年总内容发布数及同比增速 (2016A-2018A)	21
图 54: 值得买总内容发布结构 (2016A-2018A)	21
图 55: 2018 年国内主要内容导购平台 GMV	21
图 56: 2018 年值得买与微博内容数量与阅读量对比	22
图 57: 2018 年值得买与微博内容带货能力对比	22
图 58: 国内主要电商平台及导购平台 APP 获客效率 (2019 年 6 月)	22
图 59: 值得买内容成本、同比增速及内容成本率 (2016A-2018A)	23
图 60: 值得买内容激励机制	23

图 61：向京东商城导流商品的 GMV 品类结构（2016A-2018A） .....	23
图 62：国内主要电商平台及导购平台 APP 用户粘性（2019 年 6 月） .....	24
图 63：值得买 APP 与其他平台的独占用户及独占用户占比（2019 年 6 月） .....	24
图 64：值得买基于大数据的个性化技术平台运作流程示意图 .....	25
图 65：中国 A 股上市部分互联网可比公司估值表 .....	26

## 1. 公司概况：电商导购 A 股第一股

### 1.1. 发展历程：依托优惠内容生态，卡位 A 股导购第一股

**立足电商导购细分赛道，构筑优惠内容生态，成就 A 股上市导购第一股。**2010 年 6 月，公司创始人隋国栋搭建出个人网站“smzdm.com”，为消费者收集各平台的优惠信息，筛选折扣力度最大的促销信息并通过网站发布给消费者。同年 11 月，“什么值得买”平台推出海外商品信息。2012 年值得买的移动端上线，随后上线原创频道，消费众测频道，商品百科等功能。2015 年上市母公司北京值得买科技股份有限公司成立。2016 年值得买获华创资本 1 亿元人民币注资，并于 2017 年 4 月首次递交 IPO 申请，最终于 2019 年 7 月于深交所创业板上市。

公司旗下网站“什么值得买”（www.smzdm.com）和其移动客户端是集导购、媒体、工具、社区属性于一体的购物门户，以高质量的消费类内容向用户介绍高性价比、好口碑的商品及服务，为用户提供高效、精准、中立、专业的消费决策支持。

图 1：值得买公司发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

### 1.2. 商业模式：包罗全网优惠信息，汇聚价格敏感用户

什么值得买平台拥有多种收集全网优惠信息的渠道，分别为用户贡献、编辑贡献、商家贡献和机器贡献。2018 年公司平台发布优惠信息及内容数量接近 300 万条，其中有 206.6 万条内容来自于用户贡献，占有所有渠道（用户、编辑、商家、机器贡献）的 69.7%。公司借助优惠信息及评测内容吸引对价格敏感的用户。2018 年公司主要的流量来源为免费渠道，2018 年网站端免费流量（直接流量、自然搜索流量、引荐流量）为 2.7 亿，同比增长 12.7%，占比 94.4%；APP 端免费激活达 421 万，同比增长 39.9%，占比 67.9%。

图 2：值得买网站端流量来源（2016A-2018A）



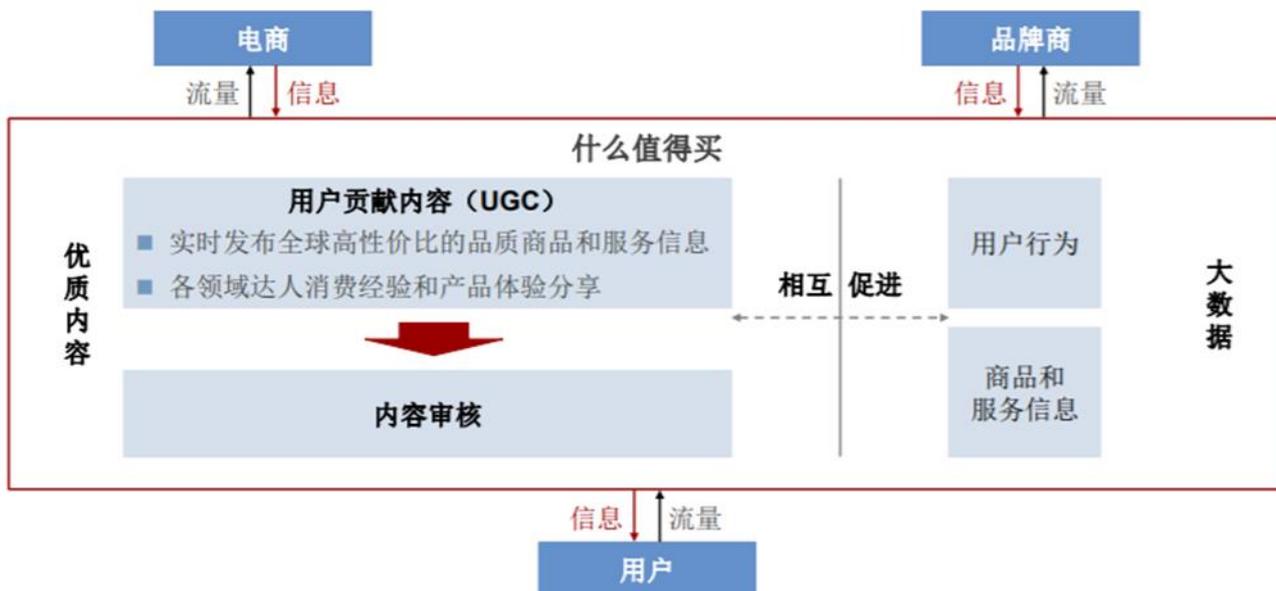
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：值得买 APP 激活来源（2016A-2018A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：值得买核心商业模式



资料来源：公司公告，天风证券研究所

流量变现方面，公司业务收入主要分为三大部分：**信息推广服务、互联网效果平台服务和海淘业务。**

信息推广服务主要包含导购佣金收入和广告展示业务收入，导购佣金收入主要在用户通过什么值得买平台进入相关电商或商家网站成交后按一定比例获取佣金收入，广告展示业务收入则主要当用户观看平台广告时产生收入，通常为按天收费的方式展开。

互联网效果平台业务则指公司下属星罗创想产生的收入。该公司作为连接流量与商品的广告联盟，为京东、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。作为对接流量主与广告主的中间平台，公司会按照每次交易佣金的一定比例收取服务费用。

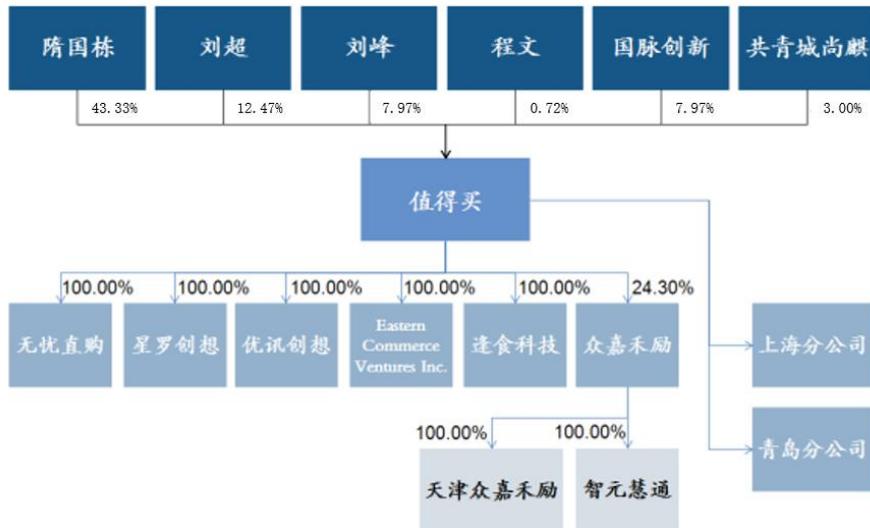
### 1.3. 管理层及股权结构

图 5：值得买现任管理层信息

姓名	职位	简介
隋国栋	董事长	- 2015 年起担任公司董事长 - 毕业于同济大学，获得硕士学位 - 2010-2012 年，担任中国铁道科学研究院铁道建筑研究所助理研究员 - 2011-2015 年担任知德脉（公司整体变更之前有限公司）执行董事、经理
刘峰	董事兼首席技术官	- 2012年起担任公司首席技术官，2015 年起兼任董事 - 毕业于山东理工大学，获得学士学位 - 曾任青岛普通网讯科技有限公司合伙人、技术负责人。
刘超	董事兼首席用户体验官	- 2015 年起担任公司董事，2016年4月起担任首席用户体验官 - 毕业于哈尔滨师范大学，获得学士学位 - 2011-2015 年担任知德脉（公司整体变更之前有限公司）首席运营官，负责运营管理相关工作
那昕	董事兼首席执行官、首席营销官	- 2015年起担任公司董事兼首席执行官，2016年起兼任公司首席营销官 - 毕业于利物浦约翰摩尔大学，获得工商管理硕士学位 - 2006-2010 年，担任中国数码集团战略分析师、产品总监 - 2010-2015 年，担任京东集团发展战略部战略投资高级总监，京东集团旗下公司京东智能副总裁
李楠	首席财务官	- 2016年至今担任公司首席财务官 - 毕业于北京工商大学，获得硕士学位。 - 2002-2005年，担任德勤华永会计师事务所有限公司北京分所审计师 - 2005-2007年，担任摩根士丹利资产管理公司财务经理 - 2007-2014年，先后担任铁狮门房地产咨询公司财务总监、中国区财务总监 - 2014-2016年，担任珠海横琴琴江投资顾问有限公司财务总监
陈艳	副总裁	- 2015年至今任公司监事会主席， - 毕业于浙江大学，获得硕士学位 - 2006-2015年，先后担任百度资深产品设计师、经理 - 2015年，担任北京本来工坊科技有限公司产品技术中心副总经理
柳伟亮	董事会秘书	- 自2015年起加入公司 - 毕业于北京大学，获得硕士学位 - 2011-2016年，担任雅堂汇宾信息科技有限公司执行董事、经理 - 2012-2015年，历任京东集团发展战略部战略分析师，高级经理

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：值得买股权结构，分公司，子公司和参股公司



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 1.4. 财务分析：收入增速放缓，规模扩张致盈利能力有所下滑

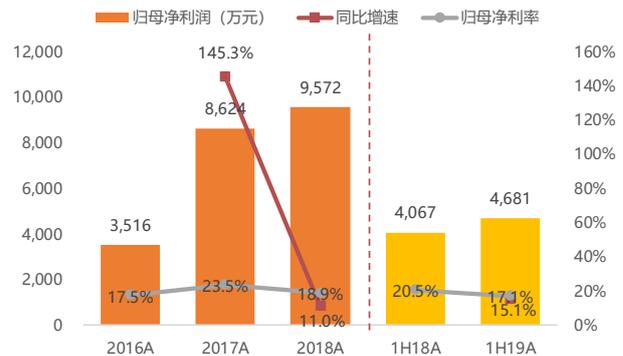
公司收入增速放缓，规模扩张致盈利能力有所下滑。2018 年公司实现营收 5.08 亿，同比增长 38.3%；归母净利润 0.96 亿元，同比增长 11.0%，归母净利率 18.9%，同比降低 4.6 个百分点。19H1 公司收入同比增长 38.0%至 2.73 亿元，超此前指引预期 5.2%；19H1 归属股东净利润同比增长 15.1%至 4,680.8 万元，归属股东净利率同比降低 3.4 个百分点至 17.1%，仍超此前指引预期 3.9%。

图 7：值得买总营业收入及同比增速（2016A-2018A；1H18A&1H19A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：值得买归母净利润、同比增速及净利率率（2016A-2018A；1Q18A&1Q19A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

从收入结构来看，公司收入主要来自于信息推广服务。2018 年信息推广服务（包含电商导购佣金收入和广告展示收入）占比达 80.2%，同比降低 6.3 个百分点；互联网效果平台服务收入占比为 19.6%，同比提升 6.5 个百分点；海淘业务占比 0.1%，考虑到该业务对经营业绩贡献有限，公司目前已停止承接新的海淘代购业务。2019H1 信息推广服务业务收入同比增长 14.7%至 1.87 亿元，占总体收入的 68.6%；互联网效果营销平台服务收入同比增长 151.6%至 8,591 万元，占总体收入的 31.4%；

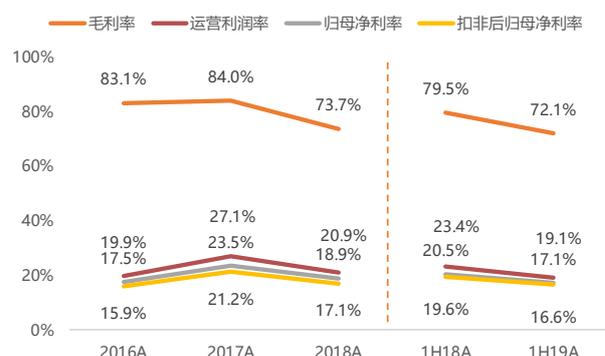
在规模扩大影响下，公司盈利水平有所下降。随着公司规模扩张，部分业务成本提升较为明显，使得 2018 年公司毛利率同比降低 10.3 个百分点至 73.7%；但在费用率改善下，公司运营利润率的降幅低于毛利率，2018 年同比降低 6.2 个百分点至 20.9%；归母净利率为 18.9%，同比降低 4.6 个百分点；扣非后归母净利率为 17.1%，同比降低 4.1 个百分点。2019H1 公司毛利率为 72.1%，同比降低 7.4 个百分点；运营利润率同比降低 4.3 个百分点至 19.1%，归属股东净利率同比降低 3.4 个百分点至 17.1%，扣非后归属股东净利率同比降低 3.0 个百分点至 16.6%。

图 9：值得买收入结构（2016A-2018A；1H18A&1H19A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10：值得买毛利率，净利率，扣非净利率（2016A-2018A；1H18A&1H19A）

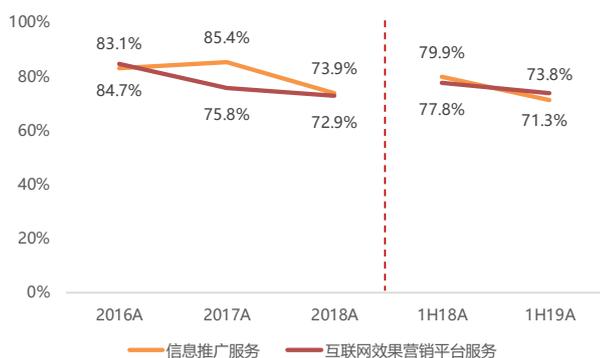


资料来源：公司公告，天风证券研究所

分业务来看，除了占比下滑的海淘代购平台业务外，核心业务的毛利率皆有不同程度的下滑。2018 年信息推广服务毛利率为 73.9%，同比下滑 11.5 个百分点，互联网效果营销平台服务毛利率为 72.9%，同比下滑 2.9 个百分点。2019H1 信息服务毛利率同比下滑 8.6 个百分点至 71.3%，互联网效果营销平台业务毛利率同比下滑 4.0 个百分点至 73.8%。

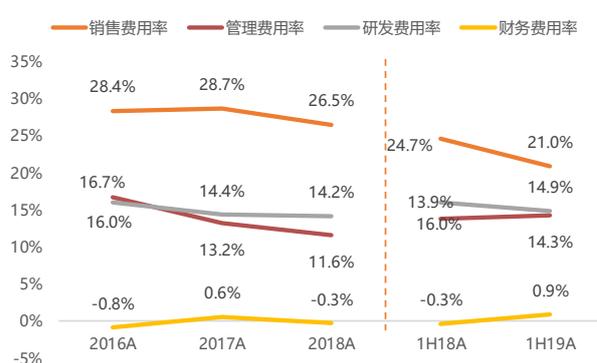
费用率方面，2018 年公司销售费用率、管理费用率和研发费用率皆有所改善，分别为 26.5%、11.6%和 14.2%，相较于 2017 年分别改善 2.2 个百分点、1.6 个百分点和 0.2 个百分点。2019H1 公司销售费用率、管理费用率和研发费用率分别为 21.0%、14.3%和 14.9%，分别同比变动 3.7 百分点、-0.5 百分点和 1.1 百分点。

图 11：值得买分业务毛利率（2016A-2018A；1H18A&1H19A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 12：值得买各项费用率（2016A-2018A；1H18A&1H19A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

从公司运营状况来看，应收账款持续增加，但比率较为稳定。经营性现金流净流入自 2017 年起逐年减少。2018 年公司应收票据及应收账款为 1.38 亿元，占总收入的 27.2%，1H19 继续增长到 1.79 亿元，占 T12（滚动 12 个月）收入比 30.7%。2018 年应收账款的增加主要是因为广告客户 2018 年第四季度“双十一”期间投放金额较大，第四季度广告收入占全年广告收入比例超过 40%（2017 年在 30%左右），且回款周期较长所致。

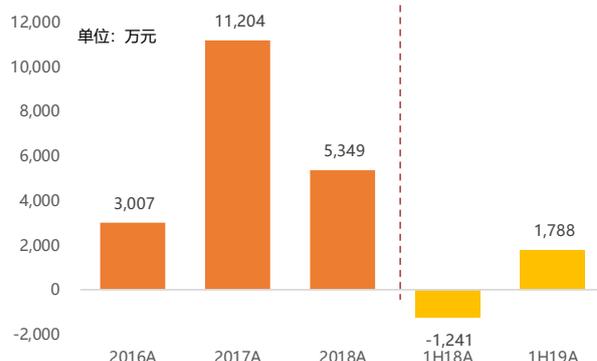
从经营性净现金流入来看，2018 年公司经营性净现金流入为 5,349 万，相较 2017 年下滑 52.3%，1H19 净现金流为 1,788 万，同比转正。

图 13：值得买应收票据及应收账款（2016A-2018A；1H19A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 14：值得买经营活动产生的净现金流（2016A-2018A；1H18A&1H19A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

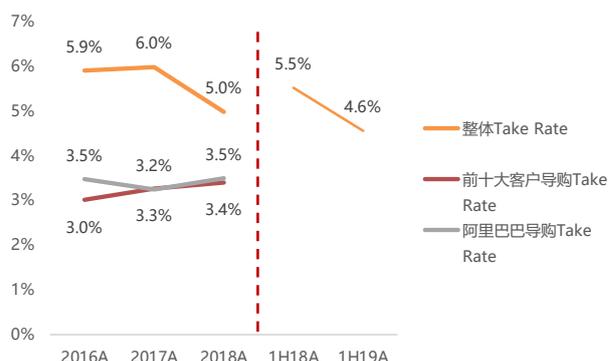
**值得买平台导购净交易额继续保持高增长。**2018 年平台导购净交易额达 102 亿元，同比增长 66.5%，2019H1 电商导购净交易额同比继续高增长 67.0%至 60 亿元。按照总收入/GMV 计算的 Take Rate 在 2018 年同比下滑，但向前十大客户和阿里巴巴导购的 Take Rate 稳步提升，2018 年分别同比提升 0.1 和 0.3 个百分点至 3.4%和 3.5%。

图 15：值得买电商导购净交易额及同比增速（2016A-2018A；1H18A&1H19A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

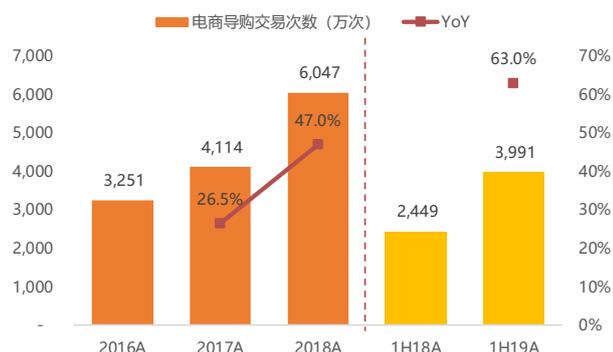
图 16：值得买整体及分业务 Take Rate（2016A-2018A；1H18A&1H19A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

从交易次数和客单价拆分来看，2018 年公司 GMV 增长的主要驱动力来自于交易次数的提升（同比增长 47.0%），其次是客单价的提升（同比增长 13.3%）。2019H1 公司 GMV 增长进一步依赖交易次数的提升，导购总交易次数同比增长 63.0%至 3,991 万次，平均单笔交易金额仅同比增长 2.5%至 151 元。

图 17：值得买电商导购交易次数及同比增速（2016A-2018A；1H18A&1H19A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 18：值得买平均单次交易金额及同比增速（2016A-2018A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

而总交易次数的提升主要来自于复购频率的提升，因为 2018 年平台 MAU 同比增长 10.5%至 2,654 万，按照此口径计算的人均复购次数同比增长 33.0%至 2.28 次。2019H1 平台 MAU 同比增长 10.5%至 2,560 万，用户复购次数同比增长 47.5%至 1.56 次。

图 19: 值得买 MAU 及同比增速 (2016A-2018A; 1H18A&1H19A)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 20: 值得买用户复购次数及同比增速 (2016A-2018A; 1H18A&1H19A)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

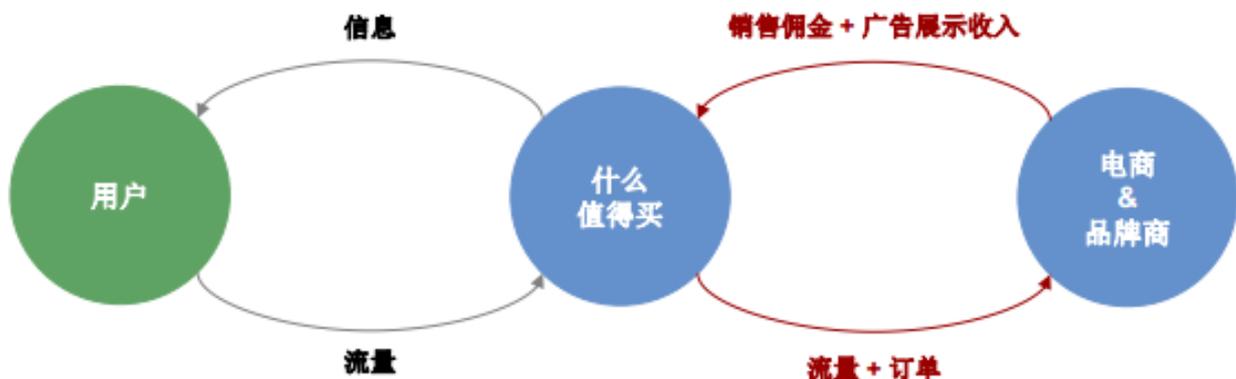
## 2. 业务分析: 以优惠内容为核心, 多维度挖掘流量商业价值

从商业逻辑来讲, 公司的导购的收入主要包含“什么值得买”平台的导购佣金收入和星罗创想互联网效果平台的收入, 这部分收入与平台交易额高度相关。而广告展示业务则与用户、打开次数与点击率等指标相关性更强。因此, 后续的公司业务分析从更符合商业逻辑的角度出发, 将归属于信息推广服务中的电商导购佣金收入和互联网营销平台收入作为总体导购业务来分析, 将归属于信息推广服务中的广告展示业务收入作为广告业务来分析。

### 2.1. 导购业务: 优质内容促进用户消费意愿, 下单消费实现导购渠道价值

公司导购业务收入来自于用户通过平台促成的交易额。用户在平台获取相关内容的时候, 可以通过相应的链接跳转至电商或品牌商官网进行购买, 值得买按照用户消费的实际金额向与公司具有业务合作关系的电商、品牌商等收取一定比例的佣金。佣金比例通常由品牌商和电商根据商品品类、促销投入等因素确定。

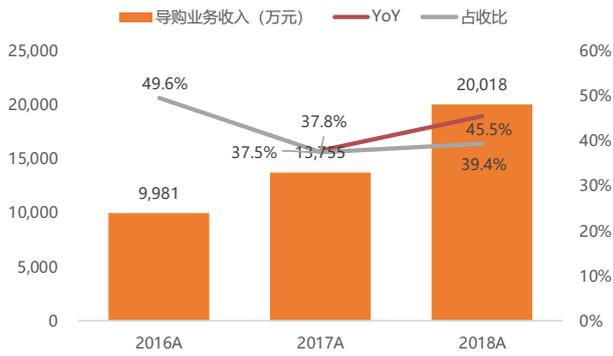
图 21: 值得买电商导购佣金业务流程



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

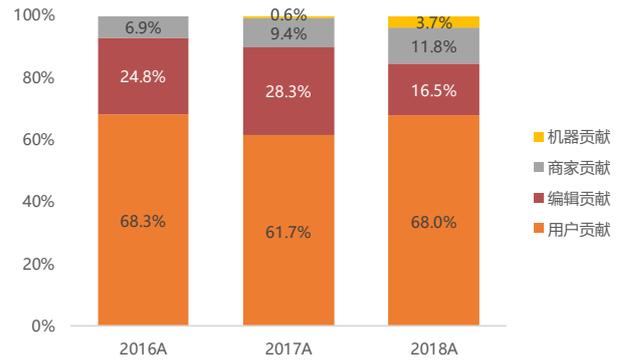
财务方面, 平台整体导购业务保持较快速增长, 用户贡献内容产生的收入占比较为稳定。值得买导购业务按照确认收入渠道的不同分为导购佣金收入和互动平台收入。2018 年公司整体导购业务收入为 2.0 亿元, 同比增长 45.5%, 占总体收入的 39.4%。按照内容特性划分来看, 用户贡献内容对收入的贡献达到 68.0%, 同比提升 6.3 个百分点, 与 2016 年基本接近; 编辑贡献内容贡献 16.5% 的收入, 同比降低 11.8 个百分点; 商家贡献内容收入占比达 11.8%, 同比提升 2.4 个百分点; 机器贡献内容收入占比同比提升 3.1 个百分点至 3.7%。

图 22：值得买导购业务收入、同比增速和占收比（2016A-2018A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

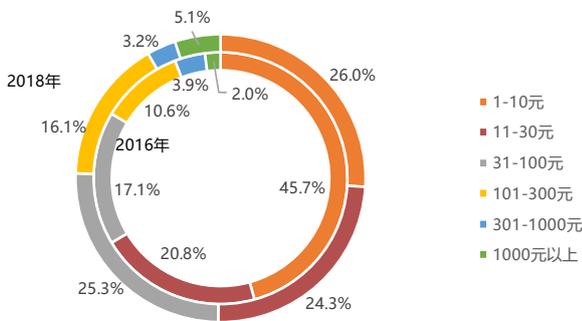
图 23：值得买整体导购业务收入结构（2016A-2018A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

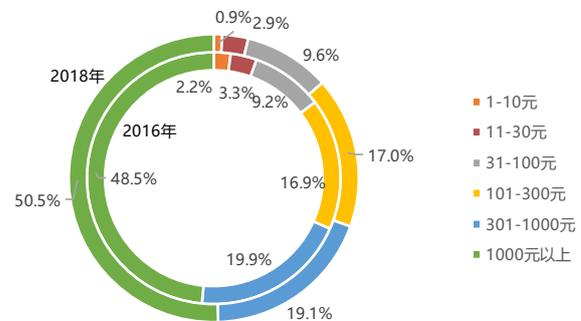
什么值得买平台交易额高度依赖高客单价订单。2018 年值得买平台交易笔数主要来自于 30 元以下订单，占比 50.3%，GMV 主要来自于 1,000 元以上订单，占比 50.5%。

图 24：值得买导购交易笔数价格区间分布（2016A vs. 2018A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 25：值得买导购 GMV 价格区间分布（2016A-2018A）

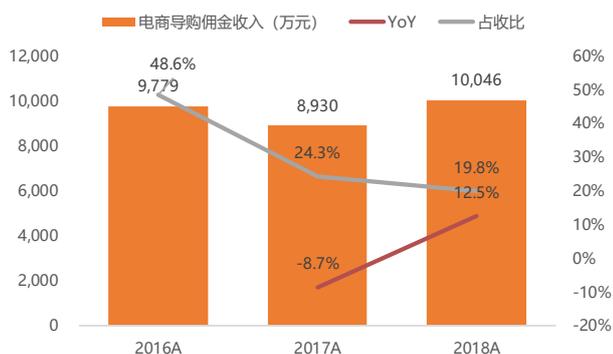


资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 2.1.1. 导购佣金收入：阿里妈妈收入贡献占比持续提升，毛利率稳中有降

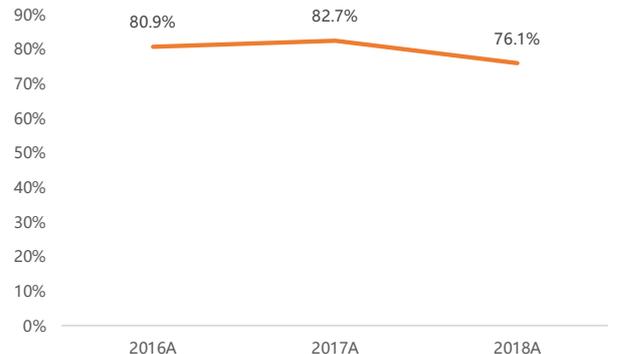
电商导购佣金业务增速回升。2017 年电商导购佣金业务实现收入 0.89 亿元，较 2016 年下降 -8.7%；2018 年电商导购业务实现收入 1.0 亿元，较 2017 年增长 12.5%，业务增速有所回升。毛利率方面，受阿里妈妈技术服务费、IDC 及云服务费等影响，导购佣金业务毛利率持续小幅下滑。2018 年细分业务毛利率为 76.1%，同比降低 6.6 个百分点。

图 26：值得买电商导购佣金收入、同比增速及占收比（2016A-2018A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 27：值得买电商导购佣金业务毛利率（2016A-2018A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

导购佣金收入前十大客户占比较高，其中第一大客户阿里妈妈（阿里巴巴集团旗下数字营销的大中台）占比就高达 84.0%。从导流客户方面，2018 年值得买导购佣金收入 97.2%来源于前十大客户，2016-2018 年前十大客户导购佣金占比逐渐增加，综合佣金比例 3.4%。阿里妈妈是值得买在此细分业务中的最大客户，2018 贡献销售金额为 8,435 万元，占电商导购佣金比例的 84.0%。

图 28：值得买前十大客户导购佣金收入

项目	2016年度	2017年度	2018年度
电商导购佣金收入前十大客户收入金额 (万元)	8,712	8,488	9,767
电商导购佣金收入前十大客户占该业务	89.1%	95.1%	97.2%
电商导购佣金收入前十大客户导购金额 (万元)	308,166	276,775	304,072
电商导购佣金收入前十大客户综合佣金比	3.0%	3.3%	3.4%
来自阿里的导购佣金收入 (万元)	5,036	6,020	8,435
阿里占电商导购佣金收入比例	51.5%	67.4%	84.0%
阿里导购金额 (万元)	154,022	197,518	256,736
向阿里收取的佣金比例	3.5%	3.2%	3.5%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 2.1.2. 互联网效果营销平台：汇聚全网商品，变现外网流量

互联网效果营销平台“星罗好货”脱胎于“什么值得买”平台，建立汇聚全网商品和优质媒体的海量好货库。该效果营销平台本质上是一个广告中间商（广告渠道），对接以电商平台为主的广告主和拥有流量的各类媒体。广告主会与公司洽谈意向，公司将广告主的商品上传至该互联网效果营销平台，并生成一件转链功能及与其配套的文案，供拥有流量的各类媒体转载并展示给使用各类媒体的用户。当用户在其使用的媒体过程中，点击链接购买商品，则作为流量主的各类媒体会分到一部分佣金，值得买旗下互联网营销平台会在此佣金基础上收取一定比例的服务费。

图 29：星罗好货商品库部分商品展示页面



资料来源：星罗好货，天风证券研究所

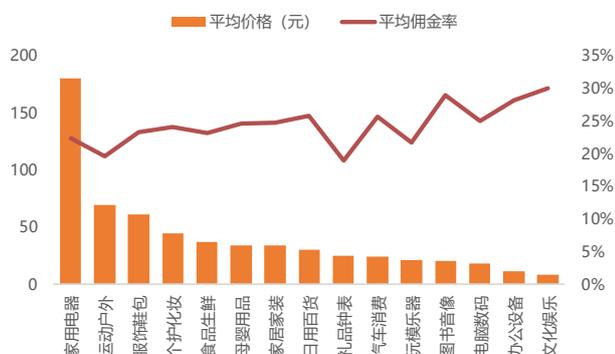
图 30：星罗好货商品推荐文案示意图



资料来源：星罗好货，天风证券研究所

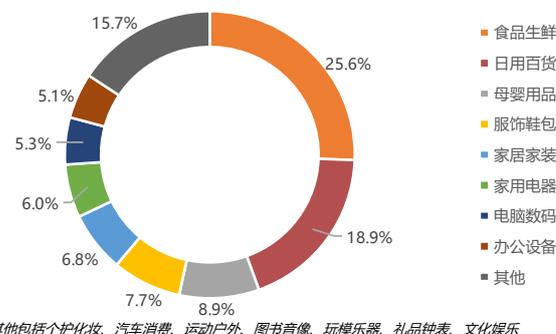
根据我们爬取的部分样本，星罗好货平台主要商品品类为食品生鲜、日用百货和母婴用品，三者合计占比超过 50%。而这三个品类的平均价格和佣金率处于平台中间水平。从平台商品较高佣金率（平均佣金率 24%）和较低商品价格（平均 ASP 约 40 元）特性来看，平台更多的价值将在低价高周转商品中体现流量的价值。

图 31：星罗好货各主要品类价格及佣金率



资料来源：星罗好货（截至 2019 年 7 月 30 日），天风证券研究所  
注：根据我们自行爬取前 1,000 条商品信息得到

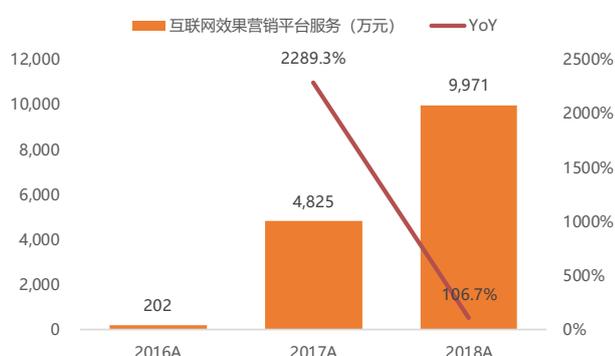
图 32：星罗好货主要商品品类



资料来源：星罗好货（截至 2019 年 7 月 30 日），天风证券研究所  
注：根据我们自行爬取前 1,000 条商品信息得到

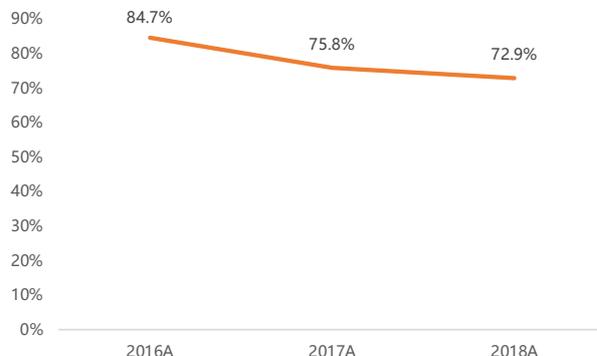
公司互联网效果营销平台服务收入(星罗好货平台收入)保持快速增长,毛利率仍维持70%以上。2018年公司互联网效果营销平台收入达9,971万元,同比增长106.7%,占总体收入的19.6%。毛利率尽管存在下滑趋势,但仍维持在70%以上的较高水平。2018年细分业务毛利率为72.9%,同比降低2.7个百分点。

图 33: 公司互联网效果营销平台收入及同比增速 (2016A-2018A)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 34: 互联网效果营销平台毛利率 (2016A-2018A)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

该业务主要收入贡献来自于京东商城, 2018年贡献细分业务收入的79.0%, 贡献收入达7,874万元, 同比增长122.3%。其余少部分分别来自于苏宁易购、网易考拉、国美等平台。

图 35: 值得买互联网效果营销平台服务主要客户 (2018年)

单位: 万元

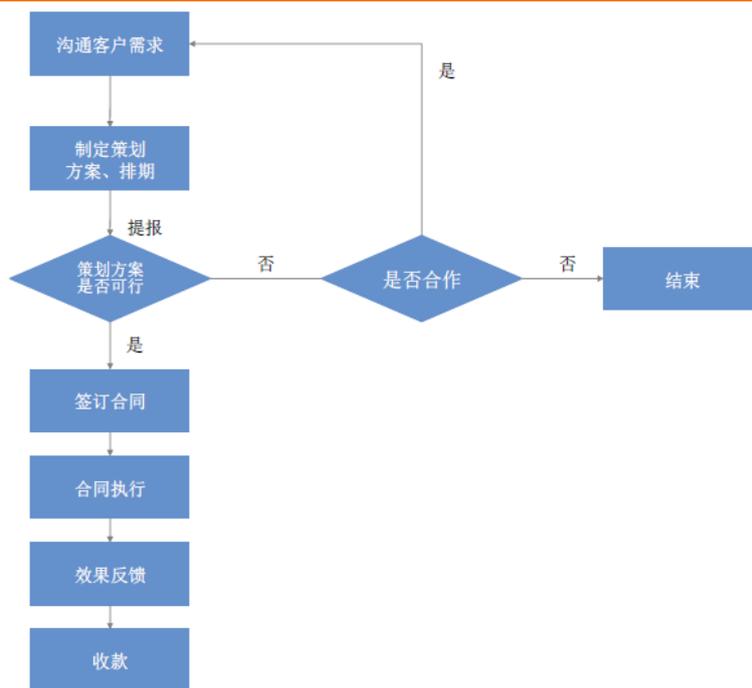
2018年度		
客户名称	收入金额	占比
重庆京东海嘉电子商务有限公司	7,873.85	78.97%
江苏苏宁易购电子商务有限公司	947.74	9.50%
网易无尾熊(杭州)科技有限公司	571.90	5.74%
国美在线电子商务有限公司	101.01	1.01%
正雅国际(香港)有限公司	96.41	0.97%
合计	9,590.90	96.19%

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

## 2.2. 广告业务: 围绕近2,700万活跃用户, 衍生移动+PC广告变现模式

基于“什么值得买”平台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, 并在此过程中获得广告收入。从业务流程来看, 广告业务收款在业务投入完成之后, 产生一定比例的应收账款。

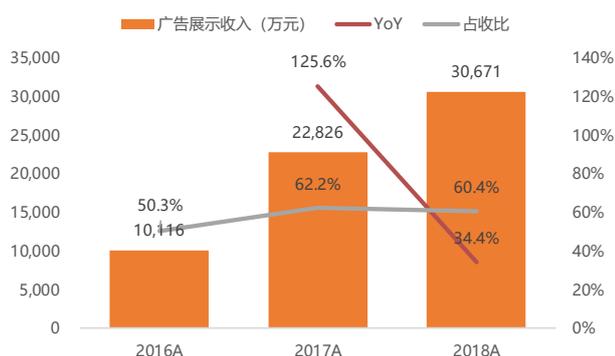
图 36：值得买平台广告展示业务合作流程



资料来源：公司公告，天风证券研究所

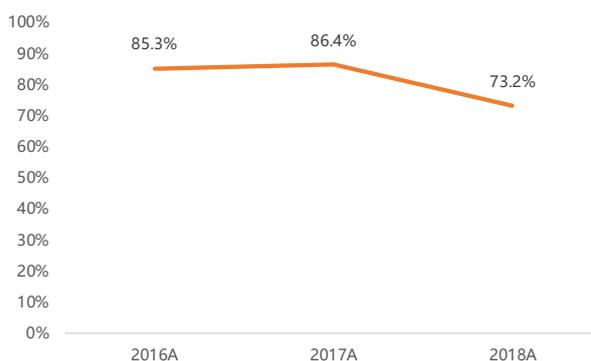
2018 年，什么值得买平台汇聚近 2,700 万年平均 MAU，产生超 60 亿次的浏览量。这些浏览量转化为广告收入，使得广告展示收入实现 3 年超 2 倍增长，2018 年广告展示收入达 3.07 亿元，同比增长 34.4%，相较 2016 年 1.01 亿增长超 200%。从毛利率水平来看，2018 年公司广告展示业务毛利率为 73.2%，同比降低 13.2 个百分点。2018 年平台广告展示业务主要计价方式为按天计价，占比 68.8%；收入来源逐步向移动端倾斜，2018 年移动端收入占比已达 71.4%。

图 37：值得买广告展示收入、同比增速及占收比（2016A-2018A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 38：值得买广告展示收入毛利率（2016A-2018A）



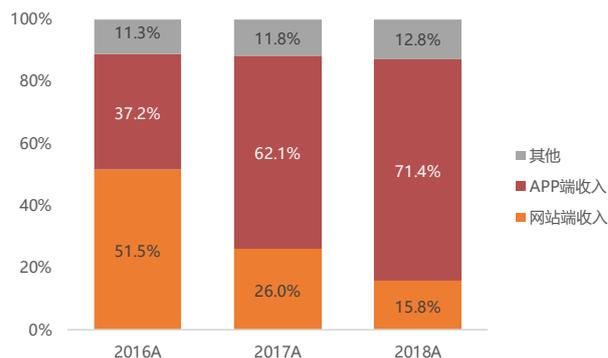
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 39：值得买广告展示业务收入按计价方式结构（2016A-2018A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

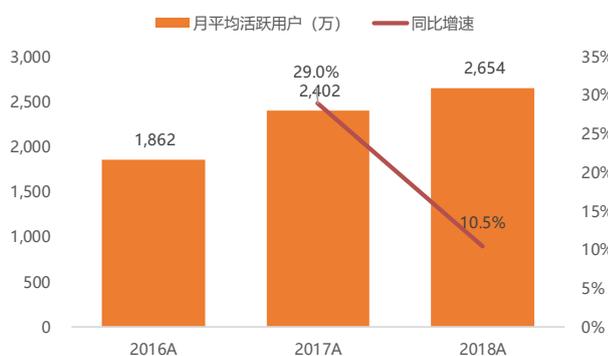
图 40：值得买广告展示业务收入按收入来源结构（2016A-2018A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

按照活跃用户规模与 ARPU 角度拆分，公司 MAU 增速逐步放缓，ARPU 保持高于 MAU 的增长。2018 年平台 MAU 达 2,654 万，同比增长 10.5%；广告展示业务 ARPU 为 11.6 元，同比增长 21.6%。

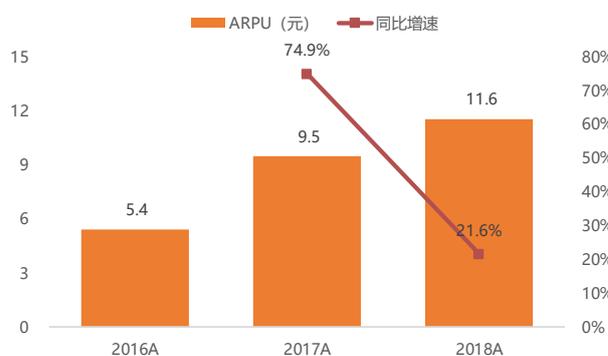
图 41：值得买月平均活跃用户及同比增速（2016A-2018A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：全年平均 MAU

图 42：值得买广告展示 ARPU 及同比增速（2016A-2018A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

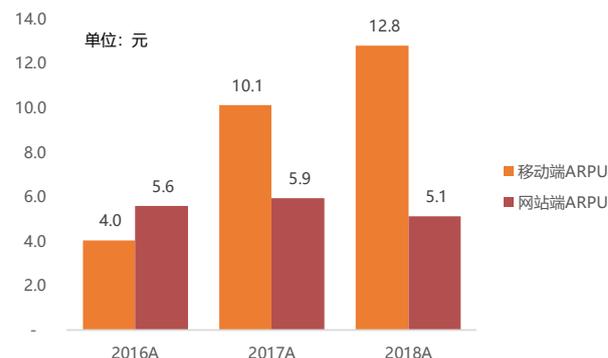
按照移动端和网站端划分来看，公司移动端流量是用户主要增量来源，同时也是具备更高变现效率。2018 年平台移动端 MAU 达 1,707 万，同比增长 21.8%，占整体 MAU 的 64.3%；网站端 MAU 达 948 万，同比减少 5.2%，占整体 MAU 的 35.7%。从 ARPU 角度来看，移动端 ARPU 逐渐增长，而网站端逐步降低。2018 年移动端 ARPU 为 12.8 元/每用户，同比增长 26.8%；网站端 ARPU 为 5.1 元/每用户，同比减少 13.7%。

图 43：值得买移动端及网站端 MAU（2016A-2018A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

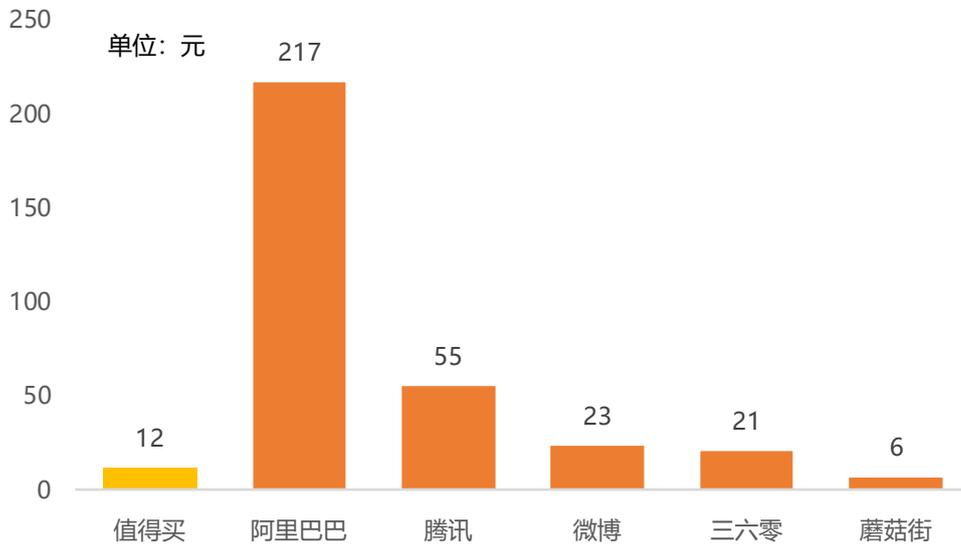
图 44：值得买移动端及网站端 ARPU（2016A-2018A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

跟其他互联网平台比较来看，“值得买”平台的单用户广告变现效率属于较低水平，但高于蘑菇街。具体来看，2018年值得买广告展示业务 ARPU 为 12 元/每用户 vs. 阿里 217 元/每用户 vs. 腾讯 55 元/每用户 vs. 微博 23 元/每用户 vs. 三六零 21 元/每用户 vs. 蘑菇街 6 元/每用户。

图 45：部分互联网平台单用户变现效率（2018 年）

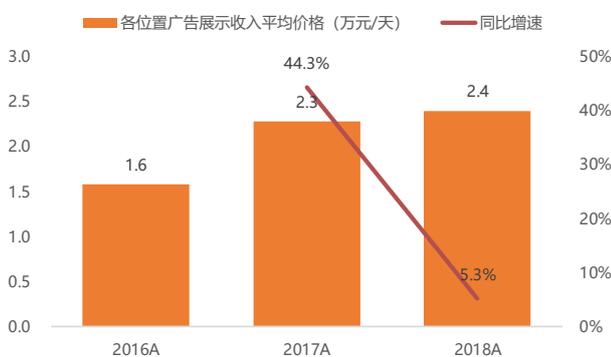


资料来源：各公司公告，天风证券研究所

注：将当年广告业务收入除以当年平均 MAU 得到

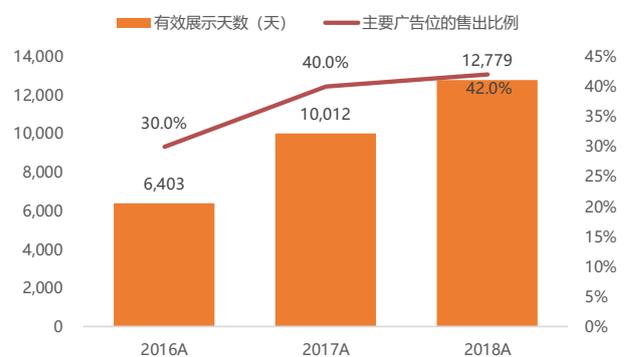
按照广告展示天数和平均广告价格来看，值得买广告展示服务收入的主要驱动力来自于广告位有效展示天数的提升，结合较为稳定的售出比例来看，广告库存的提升较为明显。2018 年，平台各广告位值平均价格为 2.4 万元/天，同比增长 5.3%。从将广告展示收入除以平均价格计算得到的有效展示天数来看，2018 年同比提升 27.6%至 12,779 天，相当于每天展示 35 个广告位，广告整体售出比例为 42%。

图 46：值得买广告位平均价格及同比增速（2016A-2018A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 47：值得买平均年广告展示天数及广告售出比例（2016A-2018A）

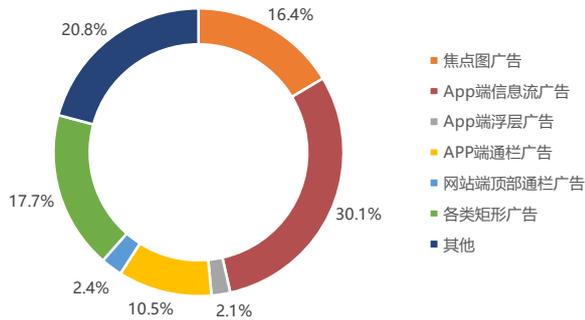


资料来源：公司公告，天风证券研究所

具体来看，公司目前广告主要来自于焦点图广告、App 端信息流广告、App 端浮层广告、App 端通栏广告、网站端顶部通栏广告、各类矩形广告六类，2018 年这些广告形式合计占公司广告展示收入的 79.2%。同时，值得注意的是，APP 信息流广告和

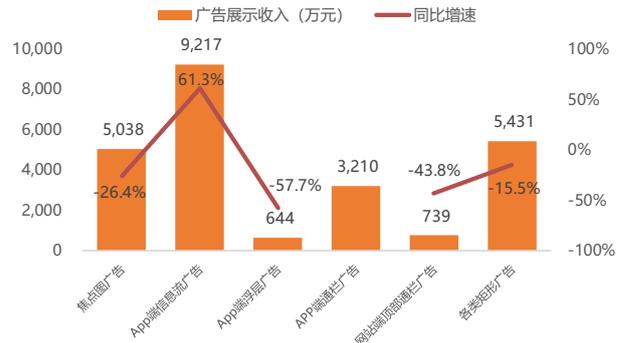
通栏广告是主要增长的广告形式。

图 48：值得买主要广告形式占比（2018A）



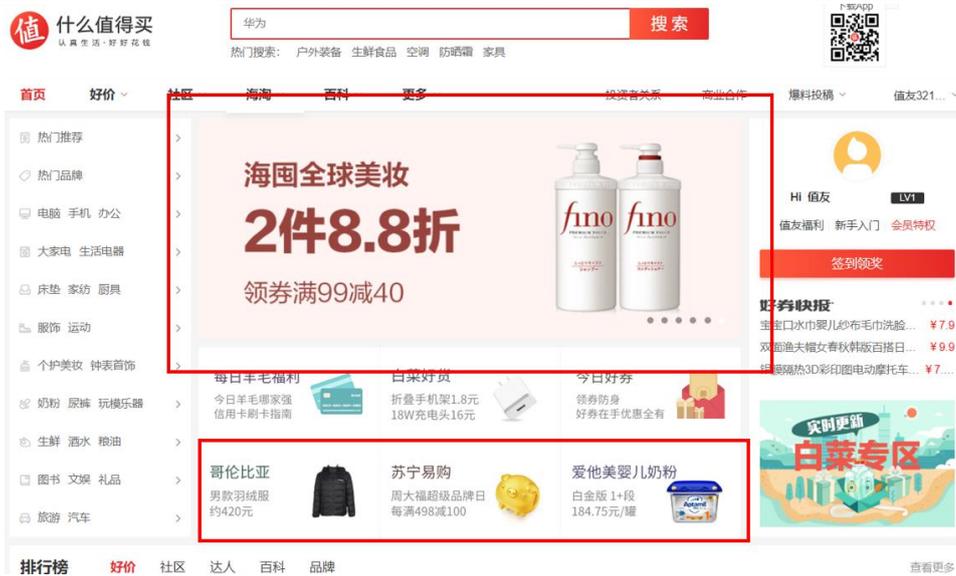
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 49：值得买主要广告形式收入及同比增速（2018A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 50：值得买网站端广告位展示



资料来源：什么值得买，天风证券研究所

图 51：值得买主要广告形式核心指标（2018 年）

广告形式	广告位个数 (个)	可展示天数总和 (天)	实际展示天数总和 (天)	广告位平均售出比例
焦点图广告	10	3,650	1,452	39.78%
App 端信息流广告	14-26	7,318	4,133	56.48%
App 端浮层广告	2	730	122	16.71%
App 端通栏广告	7-10	3,107	1,305	42.00%
网站端顶部通栏广告	4	1,460	413	28.29%
各类矩形广告	12	4,380	1,310	29.91%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 52：值得买主要广告形式价格趋势（2016A-2018A）

单位：万元/天

项目	2018 年度	2017 年度	2016 年度
焦点图广告	3.47	2.96	2.33
App 端信息流广告	2.23	2.06	2.55
App 端浮层广告	5.28	4.12	3.69
网站端顶部通栏广告	1.79	2.00	1.71
各类矩形广告	1.24	1.26	1.21

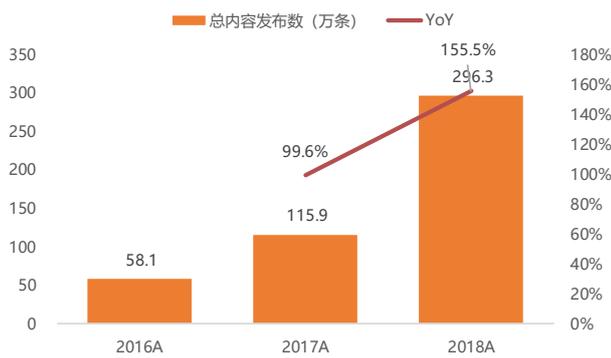
资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3. 核心优势：低成本内容打造领先电商导购社区

#### 3.1. 内容生态：以优惠信息与评测内容构筑领先导购生态

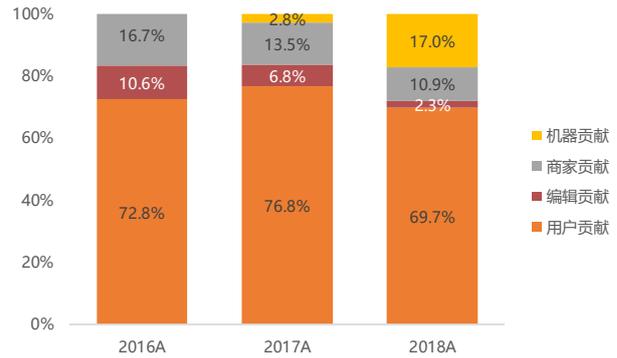
优惠信息内容是公司导购平台之根本，值得买三百万条消费内容构筑领先的导购生态。2018 年值得买平台总发布内容数达到 296.3 万条，同比增长 155.5%。其中用户贡献 206.6 万条，占比 69.7%，编辑贡献 6.9 万条，占比 2.3%，商家贡献 32.4 万条，占比 10.9%，机器贡献 50.4 万条，占比 17.0%。从 GMV 来看，公司 2018 年 102 亿元的 GMV 与小红书接近，低于微博和蘑菇街。

图 53：值得买年总内容发布数及同比增速（2016A-2018A）



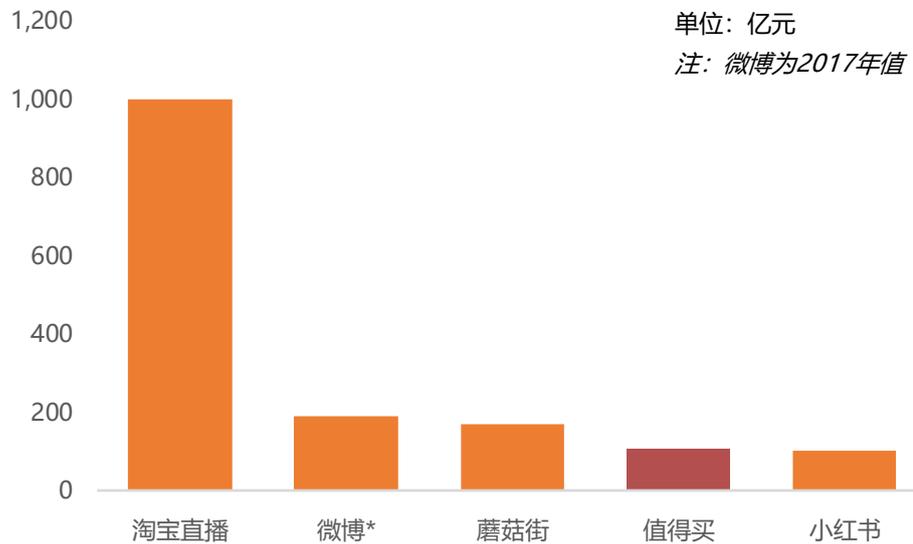
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 54：值得买总内容发布结构（2016A-2018A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

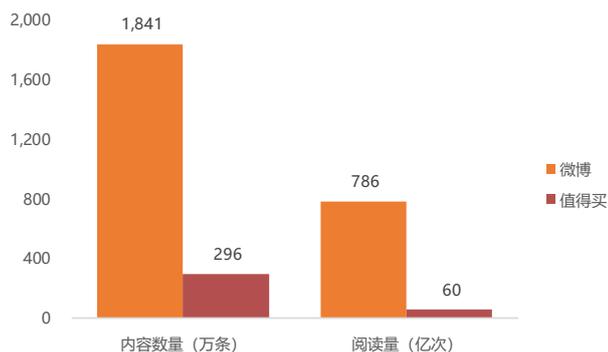
图 55：2018 年国内主要内容导购平台 GMV



资料来源：公司公告，CBNData，微博，艾瑞，天风证券研究所

和微博平台比较，值得买尽管内容数量和阅读量较低，但在单内容平均 GMV 高于微博 2017 年的水平。根据微博数据平台，截至 2018 年 8 月微博电商行业蓝 V 发布博文数量达 1,841 万条，阅读量 786 亿次，考虑到微博电商行业蓝 V 数量相较 2016 年增长 11%，微博 MAU 增长约 20%，假设 2017 年博文数量为 1,745 万条，阅读量 655 亿次，则值得买 2018 年 3,447 元的单条内容平均 GMV（带货能力）高于微博 2017 年 1,072 元的水平。

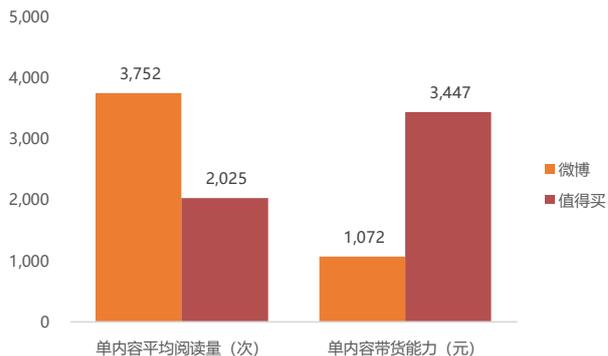
图 56：2018 年值得买与微博内容数量与阅读量对比



资料来源：公司公告，微博数据中心，天风证券研究所

注：微博电商蓝 V 在截至 2018 年 8 月的近一年数据

图 57：2018 年值得买与微博内容带货能力对比

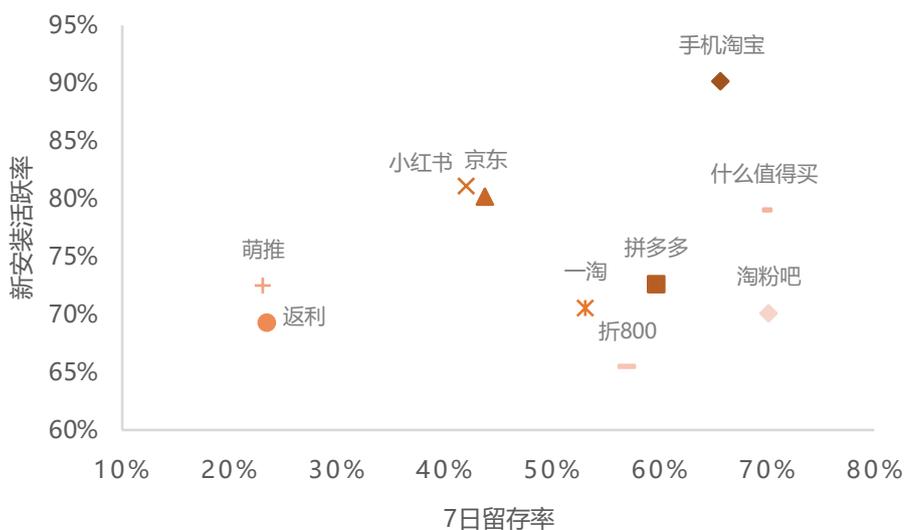


资料来源：公司公告，微博数据中心，天风证券研究所

注：微博为 2017 年值

**值得买拥有较好的获客表现。**根据 QuestMobile，2019 年 6 月什么值得买 APP 的新安装活跃率为 79.0%，高于返利网、淘粉吧等主流导购平台，略低于小红书；7 日留存率达 69.6%，同样处于竞品中的较高水平。

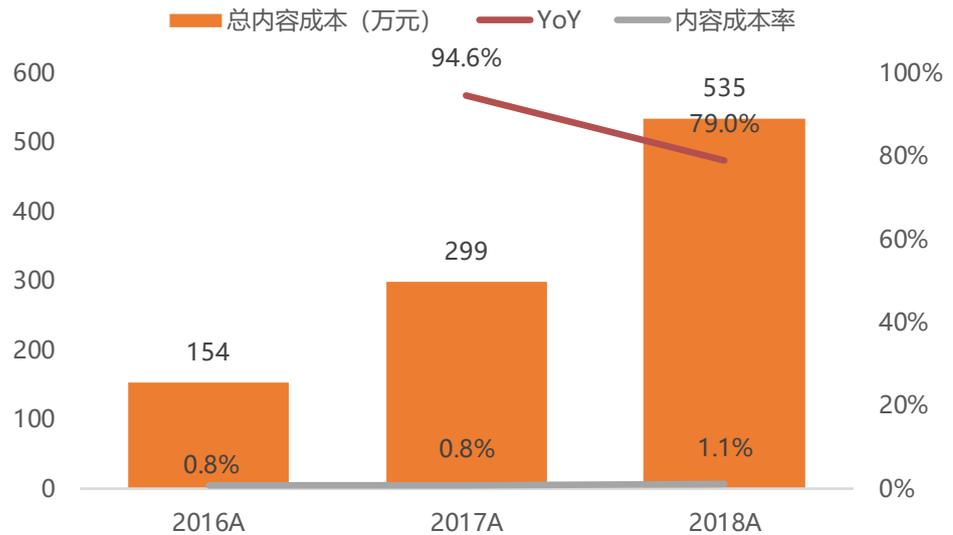
图 58：国内主要电商平台及导购平台 APP 获客效率（2019 年 6 月）



资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

**尽管公司内容成本增速较快，但整体成本率较低。**2018 年公司总内容成本为 535 万元，同比增长 79.0%，内容成本率仅为 1.1%，同比提升 0.3 个百分点。编辑内容成本的提升是内容成本提升的主要原因，该部分内容成本如果放到 3 年维度去看仍处于可控范围之内。同时考虑到公司外部内容成本处于行业平均水平，公司较低内容成本率有望延续。以占公司超 40%GMV 的京东商城为例，值得买内容涵盖较多品类。

图 59：值得买内容成本、同比增速及内容成本率（2016A-2018A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 60：值得买内容激励机制

优惠信息采纳情况	可比网站				发行人
	惠惠网	识货	慢慢买	中间值	
有效爆料	0.5-2 元	5 元	0.1-2 元	2 元	0.2-1.8 元+动态奖励
原创文章	10 元	10 元	-	10 元	10-20 元+动态奖励
精华爆料（首页发布）	2 元	-	2 元	2 元	1.8 元+动态奖励
兑换内容	优惠券、购物卡、实物礼品	优惠券、实物礼品	优惠券、购物卡、实物礼品	-	优惠券、购物卡、实物礼品

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 61：向京东商城导流商品的 GMV 品类结构（2016A-2018A）

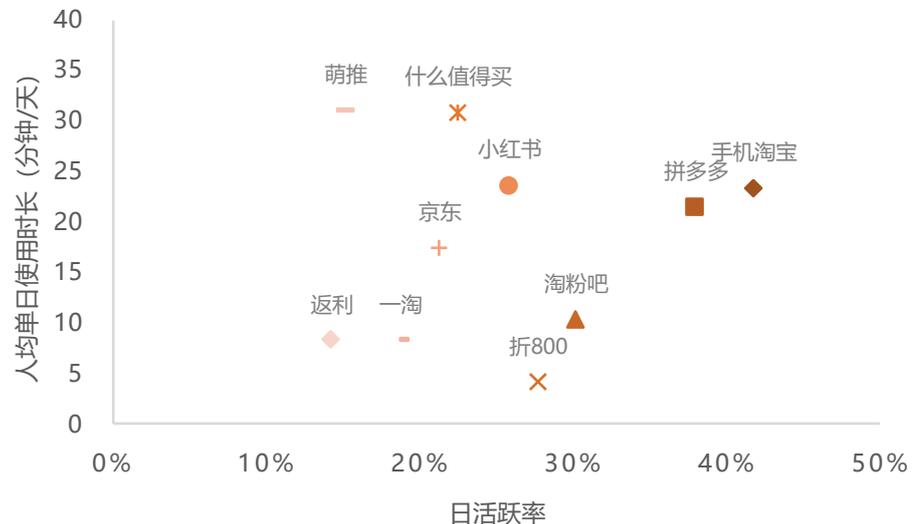
商品类别	2018 年度	2017 年度	2016 年度
电脑数码	32.34%	33.74%	31.80%
家用电器	20.27%	23.46%	23.13%
食品饮料	14.53%	11.93%	12.98%
家居家装	5.64%	7.02%	4.72%
个护化妆	2.43%	2.98%	5.62%
日用百货	2.56%	3.75%	4.17%
其他	22.23%	17.12%	17.58%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3.2. 忠诚用户：凭借高粘性用户打造导购社区

什么值得买 APP 用户具有较高粘性。根据 QuestMobile，2019 年 6 月什么值得买用户日活跃率为 22.5%，在电商导购平台中处于中间水平；从用户人均单日使用时长来看，什么值得买 APP 的人均单日使用时长达 30.8 分钟，远高于主流电商平台。

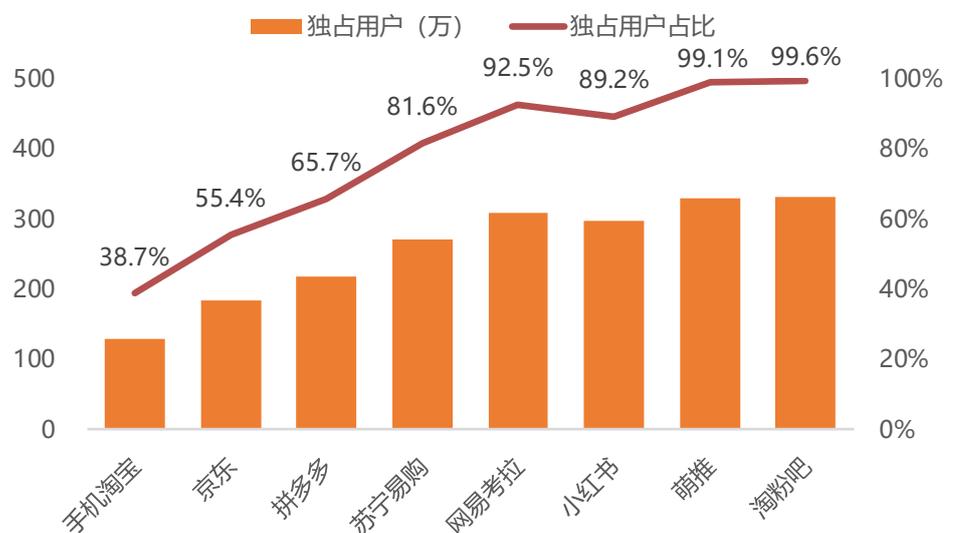
图 62：国内主要电商平台及导购平台 APP 用户粘性（2019 年 6 月）



资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

什么值得买 APP 用户保持较高独占性，形成较高社区氛围。用户独占性（非重合用户占用户规模的比例）来看，即使是用户规模较大的手机淘宝、京东和拼多多，值得买平台仍有近 38-65%的用户是独占用户，跟苏宁易购和网易考拉等平台有 80-90%的独占用户，跟其他导购平台相比基本都是平台独占用户。

图 63：值得买 APP 与其他平台的独占用户及独占用户占比（2019 年 6 月）



资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

### 3.3. 技术实力：向大数据靠拢强化个性化分发能力

值得买计划投入 3.3 亿元强化大数据能力。根据招股说明书，公司将扣除发行费用的募集资金用于建设“基于大数据的个性化技术平台改造与升级项目”，未来三年每年计划分别投入 1.09 亿元/1.04 亿元/1.18 亿元，以建成覆盖 5,000 家以上电商，超过 3 亿件商品信息的全球商品库。将来有望通过将商品信息与用户画像进行更高精度匹配，逐步实现“千人千面”，提升个性化分发能力。

图 64：值得买基于大数据的个性化技术平台运作流程示意图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 4. 盈利预测及投资建议

我们预计公司 2019-2021 年收入分别为 6.63 亿/8.42 亿/10.28 亿，同比增长 30.7%/26.9%/22.0%。按照公司业务类型来看，我们认为随着亚马逊收缩中国业务、京东部分成交额转到互动平台，1) 电商导购佣金收入尽管预计能够维持稳定增长，但增速会逐步放缓；2) 广告业务预计会成为公司增长的主要驱动力；3) 海淘业务贡献降低。

利润方面，我们预计公司 2019-2021 年归属股东净利润分别为 1.10 亿/1.27 亿/1.42 亿，同比增长 15.2%/15.3%/11.3%，对应市盈率分别为 60.5x/52.5x/47.2x。

值得买是一家互联网电商导购平台，所以我们选取平台类东方财富和同花顺、电商类上海钢联、国联股份和生意宝作为可比公司，五家可比公司 2019 年市盈率的算数平均值为 67.7x，高于值得买 60.5x 的动态市盈率。

考虑到公司作为国内较为领先的互联网电商导购平台、未来在大数据技术方面的投入（未来计划投入 3.3 亿元）、A 股电商导购平台稀缺性（A 股上市唯一电商导购平台）和高用户忠诚度（对比手机淘宝、京东和拼多多，值得买平台仍有近 40-70% 的用户是平台的独占用户），我们认为值得买的合理市值为 73.9 亿-75.0 亿元，对应 2019 年 67x-68x 市盈率，首次覆盖给予增持评级。

**风险提示：**宏观经济风险；政策监管风险；行业竞争加剧风险；用户增长放缓风险；对单一客户高度依赖的风险；应收账款风险；网站运营风险

图 65：中国 A 股上市部分互联网可比公司估值表

代码	公司简称	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	市盈率PE			市净率 (LF)	EV/EBITDA (TTM)	ROE	
				TTM	19E	20E			2018	19H1
300785.SZ	值得买	66.8	16.7	65.6	60.5	52.5	9.8	58.5	32.9%	13.8%
平均值		409.2	229.8	122.3	67.7	45.6	10.8	91.0	13.5%	7.6%
300059.SZ	东方财富	1,111.4	779.3	87.5	65.8	49.5	5.5	80.0	6.3%	4.8%
300033.SZ	同花顺	649.7	226.7	91.8	71.5	55.3	19.4	95.0	19.5%	7.9%
300226.SZ	上海钢联	127.4	90.2	83.1	60.5	39.1	12.2	52.5	13.6%	9.3%
603613.SH	国联股份	88.2	22.0	75.1	57.8	37.8	8.9	56.7	24.1%	13.9%
002095.SZ	生意宝	69.1	31.0	274.1	82.7	46.2	8.1	171.1	4.2%	2.1%

资料来源：wind (2019 年 9 月 12 日)，天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	86.62	6.83	546.76	624.00	712.09
应收票据及应收账款	79.57	138.12	212.09	185.65	242.58
预付账款	2.32	2.71	1.60	4.70	1.68
存货	2.71	0.77	2.59	2.77	2.08
其他	143.74	155.74	23.65	26.10	35.38
<b>流动资产合计</b>	<b>314.96</b>	<b>304.16</b>	<b>786.68</b>	<b>843.22</b>	<b>993.82</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	9.41	199.81	205.38	212.17	220.12
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	4.61	5.21	4.85	4.51	4.15
其他	4.84	8.47	7.12	9.62	12.12
<b>非流动资产合计</b>	<b>18.86</b>	<b>213.49</b>	<b>217.34</b>	<b>226.29</b>	<b>236.39</b>
<b>资产总计</b>	<b>335.54</b>	<b>518.13</b>	<b>1,005.28</b>	<b>1,070.67</b>	<b>1,231.18</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	13.75	22.67	31.95	41.08	49.82
其他	58.33	72.73	67.87	71.43	80.19
<b>流动负债合计</b>	<b>72.08</b>	<b>95.40</b>	<b>99.82</b>	<b>112.51</b>	<b>130.02</b>
长期借款	0.00	84.00	76.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	9.50	11.05	12.55	14.05	15.55
<b>非流动负债合计</b>	<b>9.50</b>	<b>95.05</b>	<b>88.55</b>	<b>14.05</b>	<b>15.55</b>
<b>负债合计</b>	<b>81.58</b>	<b>190.45</b>	<b>188.37</b>	<b>126.56</b>	<b>145.57</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	40.00	40.00	53.33	53.33	53.33
资本公积	92.60	92.60	458.20	458.20	458.20
留存收益	213.96	287.68	763.58	890.78	1,032.28
其他	(92.60)	(92.60)	(458.20)	(458.20)	(458.20)
<b>股东权益合计</b>	<b>253.96</b>	<b>327.68</b>	<b>816.91</b>	<b>944.11</b>	<b>1,085.61</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>335.54</b>	<b>518.13</b>	<b>1,005.28</b>	<b>1,070.67</b>	<b>1,231.18</b>

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	86.24	95.72	110.30	127.19	141.51
折旧摊销	6.48	8.32	2.21	2.96	3.87
财务费用	1.88	(1.59)	0.56	(0.83)	(1.61)
投资损失	(2.91)	(4.65)	(3.52)	(3.52)	(3.52)
营运资金变动	(23.17)	(53.12)	64.68	32.39	(46.00)
其它	43.52	8.81	1.94	4.55	3.88
<b>经营活动现金流</b>	<b>112.04</b>	<b>53.49</b>	<b>176.16</b>	<b>162.75</b>	<b>98.13</b>
资本支出	6.23	195.81	5.92	7.90	9.97
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(80.62)	(401.43)	(12.53)	(18.24)	(21.62)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(74.39)</b>	<b>(205.63)</b>	<b>(6.61)</b>	<b>(10.34)</b>	<b>(11.65)</b>
债权融资	0.00	93.60	85.60	9.60	9.60
股权融资	(2.09)	1.60	378.38	0.83	1.61
其他	(6.10)	(25.25)	(93.60)	(85.60)	(9.60)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(8.19)</b>	<b>69.95</b>	<b>370.38</b>	<b>(75.17)</b>	<b>1.61</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>29.46</b>	<b>(82.19)</b>	<b>539.93</b>	<b>77.24</b>	<b>88.09</b>

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>367.00</b>	<b>507.59</b>	<b>663.54</b>	<b>842.27</b>	<b>1,027.76</b>
营业成本	58.68	133.59	185.23	250.83	317.61
营业税金及附加	9.55	11.99	15.67	19.89	24.27
营业费用	105.50	134.72	167.99	212.00	253.82
管理费用	48.54	58.74	79.03	102.93	128.45
研发费用	52.76	72.20	96.00	122.79	153.58
财务费用	2.09	(1.60)	0.56	(0.83)	(1.61)
资产减值损失	0.31	2.27	2.15	1.58	2.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	1.94	4.55	3.88
投资净收益	2.91	4.65	3.52	3.52	3.52
其他	(12.77)	(15.19)	(10.91)	(16.14)	(14.80)
<b>营业利润</b>	<b>99.44</b>	<b>106.23</b>	<b>122.38</b>	<b>141.15</b>	<b>157.05</b>
营业外收入	0.00	0.34	0.34	0.34	0.34
营业外支出	0.11	0.16	0.16	0.16	0.16
<b>利润总额</b>	<b>99.33</b>	<b>106.40</b>	<b>122.55</b>	<b>141.33</b>	<b>157.23</b>
所得税	13.09	10.68	12.26	14.13	15.72
<b>净利润</b>	<b>86.24</b>	<b>95.72</b>	<b>110.30</b>	<b>127.19</b>	<b>141.51</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>86.24</b>	<b>95.72</b>	<b>110.30</b>	<b>127.19</b>	<b>141.51</b>
每股收益(元)	1.62	1.79	2.07	2.38	2.65

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	82.44%	38.31%	30.72%	26.94%	22.02%
营业利润	147.99%	6.83%	15.20%	15.34%	11.26%
归属于母公司净利润	145.26%	10.99%	15.23%	15.32%	11.25%
<b>获利能力</b>					
毛利率	84.01%	73.68%	72.08%	70.22%	69.10%
净利率	23.50%	18.86%	16.62%	15.10%	13.77%
ROE	33.96%	29.21%	13.50%	13.47%	13.03%
ROIC	79.81%	58.54%	27.28%	36.35%	43.86%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	24.31%	36.76%	18.74%	11.82%	11.82%
净负债率	-34.11%	26.48%	-56.45%	-65.08%	-64.71%
流动比率	4.39	3.19	7.89	7.51	7.65
速动比率	4.36	3.19	7.87	7.48	7.64
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	4.84	4.66	3.79	4.24	4.80
存货周转率	263.69	292.22	395.59	314.39	423.62
总资产周转率	1.32	1.19	0.87	0.81	0.89
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.62	1.79	2.07	2.38	2.65
每股经营现金流	2.10	1.00	3.30	3.05	1.84
每股净资产	4.76	6.14	15.32	17.70	20.36
<b>估值比率</b>					
市盈率	77.43	69.76	60.54	52.50	47.19
市净率	26.29	20.38	8.17	7.07	6.15
EV/EBITDA	0.00	0.00	49.61	42.24	37.42
EV/EBIT	0.00	0.00	50.50	43.13	38.35

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com