

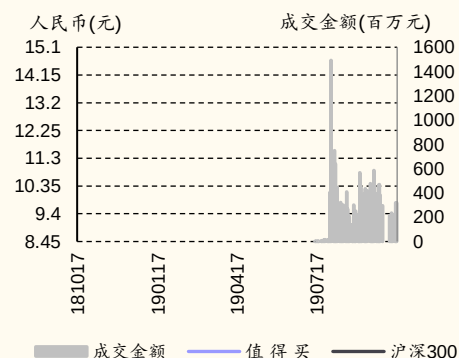
消费升级与娱乐研究中心

值得买 (300785.SZ) 买入 (首次评级)**公司深度研究**

市场价格 (人民币): 137.19 元
目标价格 (人民币): 158.30-158.30 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股) 53
已上市流通 A 股(亿股) 13
总市值(亿元) 73.17
年内股价最高最低(元) /
沪深 300 指数 3923

**小而美、诚而立****公司基本情况(人民币)**

项目	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	2.16	2.39	2.39	3.24	4.27
每股净资产(元)	6.349	8.192	14.169	16.662	19.945
每股经营性现金流(元)	2.801	1.337	1.433	2.753	3.962
市盈率(倍)	N/A	N/A	66.37	48.92	37.15
净利润增长率(%)	145.3%	11.0%	32.9%	35.7%	31.7%
净资产收益率(%)	33.96%	29.21%	23.49%	21.00%	23.29%
总股本(百万股)	40.00	40.00	53.33	53.33	53.33

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **“货找人”推动小而美的导购玩法。**“人找货”让用户认识了电商模式的选择丰富与购物便捷,“货找人”让用户感受到有温度与乐趣的电商服务业态及人本位的商业理念,导购模式即为“货找人”的典型代表;值得买通过构建 UGC/PGC 为主的小而美导购模式:让用户在发现好货的过程中融入交流、互动、分享的优异体验,呈现出值得买差异化的平台价值。2018 年超 100 亿元导购 GMV 使值得买成为导购行业的中坚力量。
- **连接双边优质流量并持续加固。**值得买通过提供优质导购信息,锁定中产人群和电商主力商品,成为有效的购物信息中介;在用户端通过提供物美价廉的商品和服务吸引用户眼球,在商户端提供优质购买力和较强意愿的用户促进交易转化,双边效应的巩固帮助用户和商户共赢。目前值得买以提供交易线索和广告平台、通过赚取广告收入和导购佣金模式为主,2018 年导购佣金收入 1 亿元占比 20%,平台广告展示收入 3.1 亿元占比 60%。我们认为广告收入将成为值得买营收长期增长的核心要素。
- **内容驱动的互动基础,营造理性导购氛围。**值得买通过攻占男性用户心智堡垒,依托严肃的导购内容建立起理性客观的导购生态;2018 年男性用户占比超过 70%。同时值得买秉承用户贡献、平台把关的内容扩张方式,不断壮大平台内容丰富度:目前值得买 UGC 内容占比达 73%,UGC 内容贡献收入占比近 70%。值得买通过近 10 年的发展,确立技术和数据优势,并将继续通过技术提升项目完善数据应用,提升导购转化效果。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 2019-2021 年调整后的 EPS 分别为 2.39/3.24/4.26 元;综合可比估值和 DCF 两种方法的估值水平,我们最终得出值得买的目标市值约为 84.5 亿元,每股目标价 158.3 元,对应 19-21 年 P/E 为 66/49/37x。结合公司目前市场股价,我们首次覆盖,给予“买入”评级。

风险提示

- (1) 导购内容存偏颇、审核机制风险 (2) 行业竞争激烈,电商自建导购生态的优势明显 (3) 账户体系羸弱,用户聚拢能力需提升 (4) 值得买用户的价格敏感度下降 (5) 技术服务费成本上升

郑达

联系人
zhengda@gjzq.com.cn

唐川

分析师 SAC 执业编号: S1130517110001
tangchuan@gjzq.com.cn

内容目录

从人找货到货找人，值得买开创小而美的内容电商化玩法.....	4
一、连接用户与商户的优质流量卖水人	4
1.1 信息推广服务（导购佣金+广告展示）	8
1.2 互联网效果营销平台服务	13
1.3 境外收入萎缩，海淘代购业务终止	14
二、素颜经营，坚守独特理念育就核心竞争力	14
2.1 起家于导购、专注于理性中立的导购服务	15
2.2 男性用户占多，品类扩张成主旋律	15
2.3 坚持内容驱动的自然流量获取方式	17
2.4 具备技术实力，并已规划下一阶段大数据能力强化方向	17
三、财务分析与盈利预测	18
3.1 利润表视角	18
3.2 资产负债表和现金流量表视角	19
四、估值与投资建议	20
4.1 可比公司估值	20
4.2 DCF 估值	20
五、风险提示	21

图表目录

图表 1：电商都在发力内容端，目的是进一步获取流量并提升粘性.....	4
图表 2：线上导购行业市场规模（亿元）	5
图表 3：2017 年中国在线导购行业市场营收结构	5
图表 4：值得买的发展历程.....	5
图表 5：值得买的商业模式：双边导购平台	6
图表 6：值得买的主站和 APP 三大内容频道提供丰富内容	6
图表 7：值得买历年收入规模（百万元）及复合增速	7
图表 8：值得买的综合毛利率水平	7
图表 9：值得买的归母净利润（百万元）与净利率	7
图表 10：值得买活跃用户数（万人）与同比增速	7
图表 11：2018 年前五大客户销售情况	7
图表 12：值得买 IPO 之前的股权结构	8
图表 13：值得买的各项业务占比拆分（百万元）	8
图表 14：值得买分业务毛利率	8
图表 15：值得买信息推广服务模式	9
图表 16：值得买通过用户成交转化收取一定佣金	9
图表 17：值得买通过广告展示向广告主收取费用	9
图表 18：各内容渠道对应的收入占比	9

图表 19: 导购网站的用户奖励规则比较	9
图表 20: 电商导购业务 GMV (百万元) 与复合增速	10
图表 21: 电商导购业务收入 (百万元) 及毛利率	10
图表 22: 电商导购成交转化率	10
图表 23: 电商导购货币化率	10
图表 24: 值得买导购业务客单价所对应的订单和总金额分布	11
图表 25: 值得买导购业务客单价 (元) 与近年来复合增速	11
图表 26: 电商导购业务 2018 年前十大客户 (按贡献收入金额计算)	11
图表 27: 广告展示业务收入 (百万元) 及毛利率	12
图表 28: 广告展示业务收入按收入来源拆分 (百万元)	12
图表 29: 广告展示业务收入按流量入口拆分 (百万元)	12
图表 30: 广告展示业务收入按计价方式拆分 (百万元)	12
图表 31: 各广告位平均价格与复合增速 (万元/天/位置)	12
图表 32: 广告展示位售出比例	12
图表 33: 广告展示业务 2018 年前十大客户 (按贡献收入金额计算)	13
图表 34: 星罗好货具备丰富的商品池选择	13
图表 35: 星罗好货通过代码复制实现转发推荐文案	13
图表 36: 互联网效果营销服务收入 (百万元) 和毛利率	14
图表 37: 值得买目前的海淘业务以佣金导购模式为主	14
图表 38: 值得买境内外收入占比	14
图表 39: 值得买用户地域分布 (截至 2019.8)	16
图表 40: 值得买用户年龄分布 (百分比, 截至 2019.8)	16
图表 41: 值得买 APP 与其它电商 APP 的用户重合度 (百分比, 2019.8) ...	16
图表 42: 值得买各品类用户点击访问次数占比 (2019 年度)	17
图表 43: 值得买的用户获取人次 (主站, 万人) 与占比	17
图表 44: 值得买的用户获取人次 (APP, 万人) 与占比	17
图表 45: 值得买大数据项目的业务逻辑和流程	18
图表 46: 运营费用率表现 (%)	19
图表 47: 利润率状况表现 (%)	19
图表 48: 经营性现金流表现 (百万元)	20
图表 49: 现金及现金等价物表现 (百万元)	20
图表 50: 可比公司相对估值	20
图表 51: 值得买的 DCF 估值模型	21

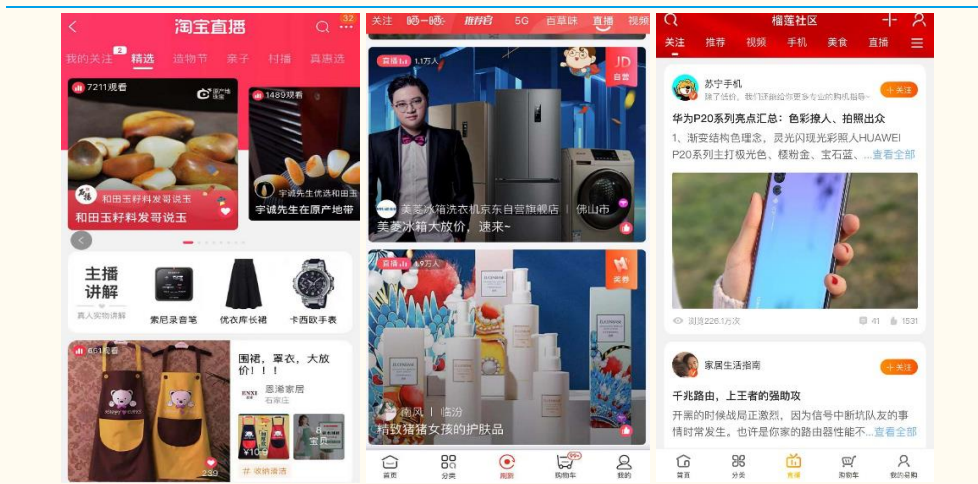
从人找货到货找人，值得买开创小而美的内容电商化玩法

电商行业发展近 20 年，阿里、京东、拼多多、苏宁易购的成长历程让我们见证了电商规模的迅猛膨胀与用户消费习惯的变迁。而在电商行业蓬勃发展的同时，电商服务生态玩家伴随其发展和壮大的现实也不容忽视，值得买就是其中一例。我们认为值得买具备“工具+媒体+社区+导购”的多重内容属性，发展至今的值得买也已成为为用户提供高性价比消费场景的第一平台。

值得买起家于博客，在电商战火纷飞的 2010 年正式上线官网，凭借“不融资、不站队、不烧钱”的三不经营理念 and “理性严肃”的平台定位，在鱼龙混杂的电商导购赛道中奠定了行业地位。2019 年 7 月值得买成功在深交所上市。

但我们须意识到，电商导购模式依附于各大电商平台，为电商和品牌商提供新的流量抓手和渠道，然而导购行业发展至今，无论平台还是用户规模（为客户带来的 GMV 体量）都远远无法与头部电商匹敌，因此单纯看导购只能充当聊胜于无的电商生态补充角色。当前，各大电商平台都在做自有导购/内容/直播频道，丰富度远胜于价格导购和内容导购平台：截止阿里 2019 财年，淘宝直播的 GMV 已超过 1000 亿元，天猫商户的直播渗透率超过 50%；京东也开辟了“发现”频道入口引入众多内容；而 2015 年诞生的拼多多天生就是社交化口碑推荐的选手。导购行业的危机感和可替代性也会因为电商自有内容规模的扩大而凸显。

图表 1：电商都在发力内容端，目的是进一步获取流量并提升粘性



来源：各电商官方 APP，国金证券研究所

对于值得买，我们更认为值得买工具属性无论在内容展现层面还是用户认知层面均显著突出，长期看值得买可能会进一步受限于工具定位的发展空间，正如值得买董事长隋国栋先生对值得买的长期发展目标：成为用户线上线下购物环节的必备工具。因此我们认为“小而美”（细分市场中追求独特产品理念与服务）不失为值得买长期发展的定位。

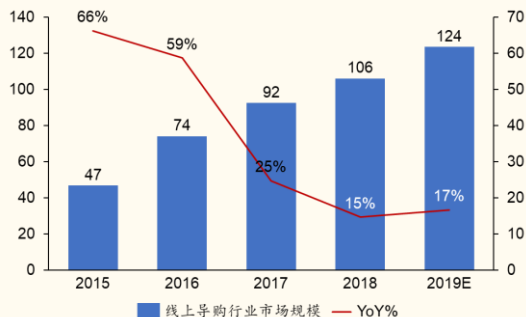
一、连接用户与商户的优质流量卖水人

根据艾瑞数据，得益于前几年的导购行业规模迅速扩大，2018 年导购行业规模突破 100 亿元，同比增长 15%，已进入低速增长区间，预计 2019 年导购行业规模将达到 124 亿元同比增长 17%。我们看到众多类型的新玩家如直播平台、微博、MCN、个人流量主正逐步进入导购行业，使得导购流量集中度开始

被稀释，导购入口也正加速去中心化。

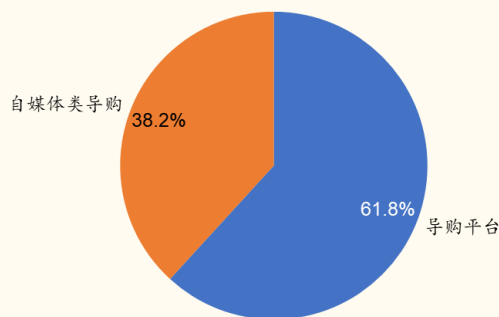
这种趋势这也使得值得买的市场份额开始有所分化，按照值得买 2018 年收入计算，值得买 2018 年的导购行业市场份额约为 4.6%；假设导购平台营收结构在 2018 年不变，值得买 2018 年在导购平台中的市场份额为 6.6%。这说明行业整体去中心化的事实对头部导购平台份额也带来一定冲击。

图表 2：线上导购行业市场规模（亿元）



来源：艾瑞，国金证券研究所 注：包含自媒体（达人）导购模式

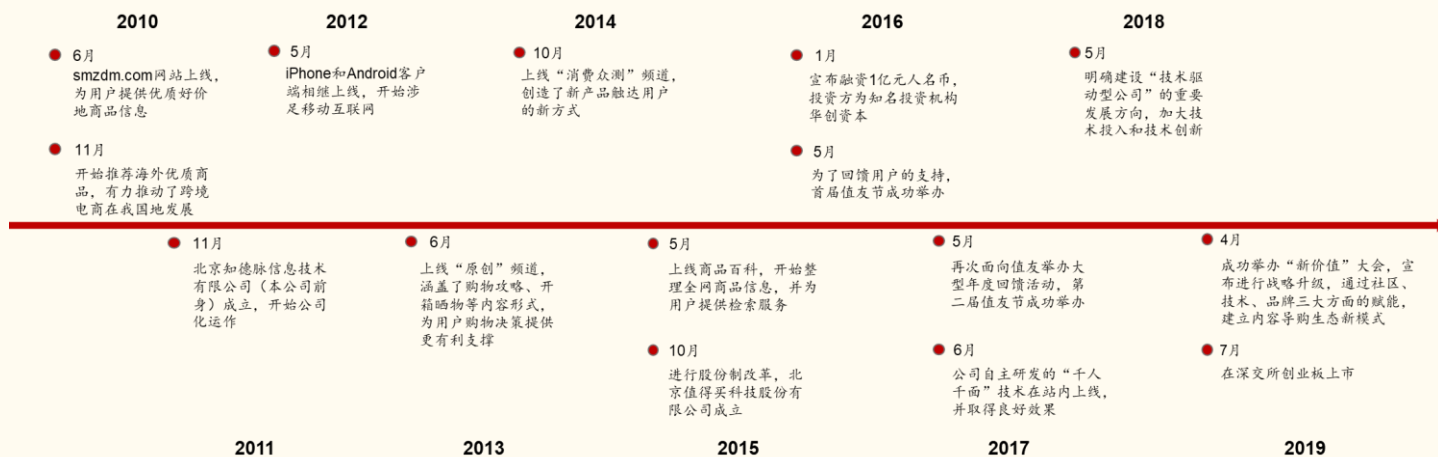
图表 3：2017 年中国在线导购行业市场营收结构



来源：艾瑞，国金证券研究所 注：自媒体类导购包含微信微博中的达人分享等

在行业不断分化的背景下，值得买通过近 10 年的发展已建立了较为稳定的商业模式：基于双边效应，通过优质内容帮助用户选择并购买高性价比商品，同时帮助电商/品牌高效触达优质用户；平台本质是流量中介：通过推荐撮合，实现交易对接和达成，赚取佣金和广告收入实现盈利。

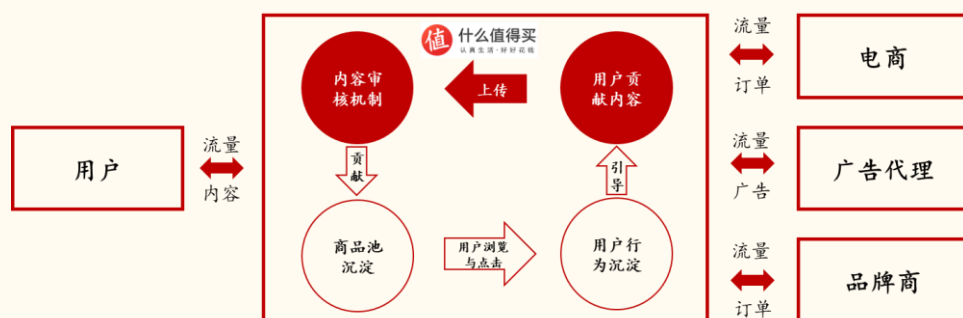
图表 4：值得买的发展历程



来源：值得买官网，国金证券研究所

值得买一直秉承“理性严肃导购”的经营理念，不会因为迎合平台客群和品牌商就对内容创作、审核机制以及商品的审核机制做出松动，在此基础上维系平台的调性和属性，做相对公正的导购平台。我们认为这种“极客精神”为平台带来的利弊参半：众多理性消费用户（如大部分男性用户）更乐于直接在值得买平台上选择所需并下单，但以女性用户为主的感性和冲动消费群体在值得买平台上的消费习惯可能会受到限制和干扰。

图表5：值得买商业模式：双边导购平台



来源：公司公告，国金证券研究所

与比价类导购平台（返利网、淘粉吧等）不同的是，值得买属内容类导购平台：通过丰富的主站和 APP 内容聚集流量，吸引了大量用户寻找高性价比的商品。主站和 APP 端均包含“好价”“社区”“百科”三大主频道（内容集散地），好价频道通过实时发布高性价比的商品和服务信息，让用户直截了当获取优惠信息——这也是值得买树立实用工具为导向的品牌价值最直接的商业模式；社区频道作为生活与消费领域的内容分享平台，通过产品评测文章、产品和服务资讯传播以及产品众测申请等板块丰富用户的生活方式选择；百科频道类似于产品领域的网页百科，为用户提供各个品牌和商品信息，以及各类消费知识的消费百科全书，帮助用户详尽了解产品细节。

图表6：值得买的主站和APP 三大内容频道提供丰富内容



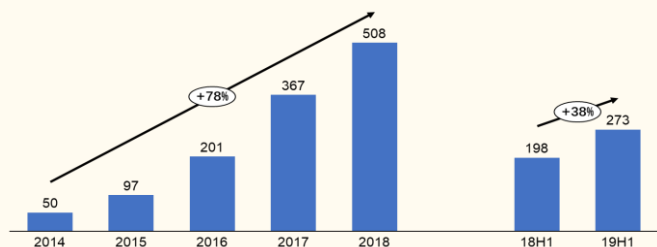
来源：值得买官网，国金证券研究所

从业绩表现看，近年来值得买的收入水平稳固提升，2018 年值得买收入 5.08 亿元，同比增长 38%，主要由于信息推广业务营收增长的贡献（详见下文分析）；2018 年综合毛利率 73.7%有所下滑，主要由于主营业务的 IT 资源使用费上升和相应的职工薪酬水平上升，电商技术服务费上升，以及广告专项成本开支（主要包含与 KA 品牌商的联合品牌营销等）所致，2019 上半年的综合毛利率下滑 7.4ppts 的原因与此近似。2018 年归母净利润 9,572 万元，同比增长 11%，归母净利率 18.9%同比下滑 4.6ppts，主要受到公司业务规模扩大导致的成本和费用开销加大影响；同时，活跃用户规模的扩大为值得买带来了高品质的用户流量，直接带来了导向电商、品牌商净交易额的增长，也为值得买的营收增长带来的明显的动能：2018 年值得买平均月活用户数达到 2,654 万人，

2016-2018 年平均月活复合增速为 19.4%。

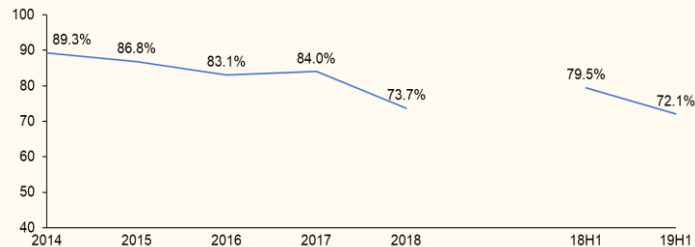
客户方面，值得买的前五大客户收入集中度逐步提升：2018 年前五大客户贡献收入占比为 65.3%，相较 2016、2017 年逐步提升。

图表 7：值得买历年收入规模（百万元）及复合增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 8：值得买的综合毛利率水平



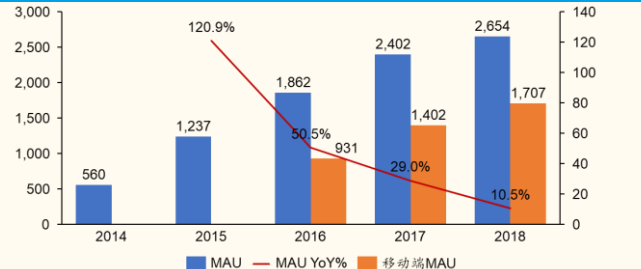
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 9：值得买的归母净利润（百万元）与净利率



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 10：值得买活跃用户数（万人）与同比增速



来源：公司公告，国金证券研究所注：MAU 为 PC+移动端

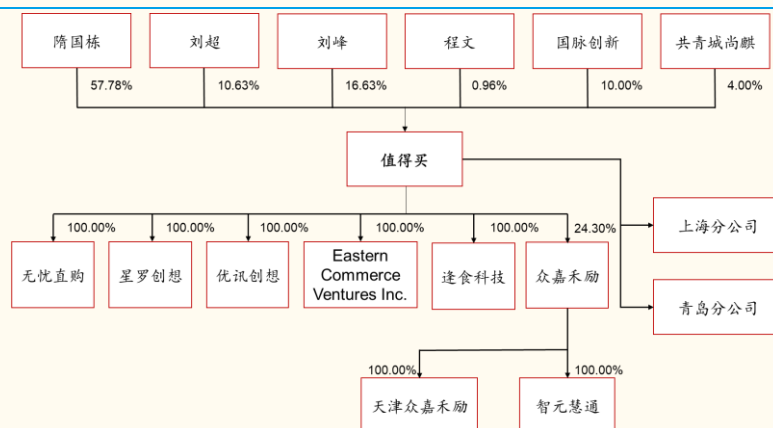
图表 11：2018 年前五大客户销售情况

客户名称	贡献收入金额 (万元)	客户与值得买的主要业务往来	收入占比
蓝标集团	9906.79	代理苏宁、戴森、国美、博世以及京东的广告投放	19.52%
阿里巴巴集团	9888.55	电商导购、广告展示、互联网效果营销平台服务	19.48%
京东集团	9175.73	电商导购、广告展示、互联网效果营销平台服务	18.08%
网易集团	2176.95	广告展示、互联网效果营销平台服务	4.29%
阳狮广告	1971.92	代理宝洁、Visa、工商银行、irobot等品牌的广告	3.88%
2018 合计			65.25%
2017 合计			62.06%
2016 合计			56.30%

来源：公司公告，国金证券研究所

股权架构方面，值得买董事长隋国栋直接持有值得买 57.78% 的股权，并通过国脉创新间接持有公司 10% 的股权，合计控制公司 67.78% 的股权，为第一大股东；公司 IPO 后，隋国栋直接持有值得买 43.33% 股权，并通过国脉创新间接控制值得买 7.5% 股权，依然为最大股东，持股合计为 50.83%。

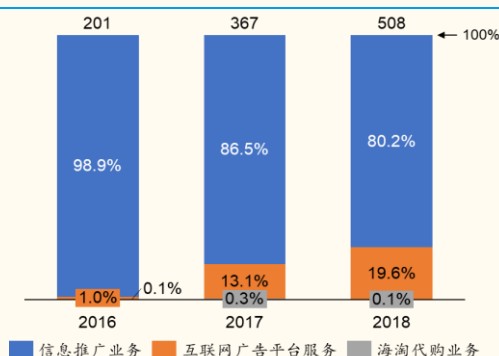
图表 12：值得买 IPO 之前的股权结构



来源：公司公告，国金证券研究所

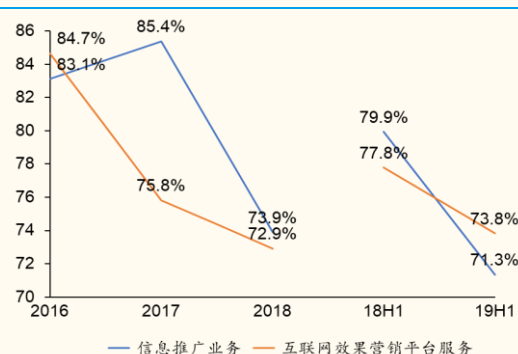
从各业务拆分角度看，值得买主要以广告相关服务收入为主：2018 年值得买的信息推广业务占收入的 80%左右，其余为效果营销平台（星罗创想）收入；信息推广业务的毛利率为 73%，效果营销平台业务的毛利率为 74%，两项业务毛利率同比去年均有所下滑，主要是广告成本转向费用的增长所致。海淘代购业务占收入和毛利贡献的比重较小，值得买目前已经停止海淘代购业务的布局。

图表 13：值得买的各项业务占比拆分（百万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 14：值得买分业务毛利率

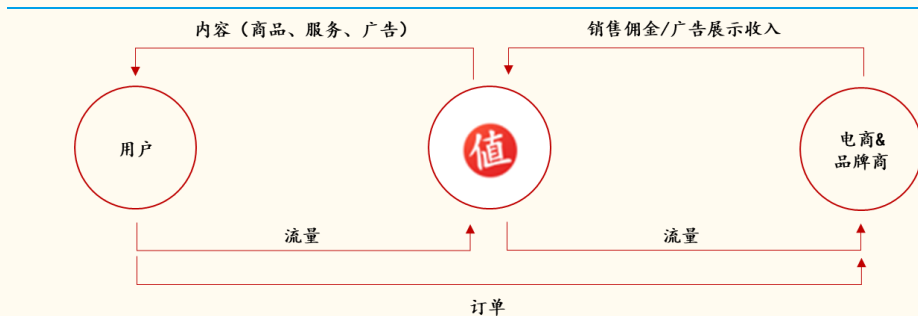


来源：公司公告，国金证券研究所

1.1 信息推广服务（导购佣金+广告展示）

信息推广服务是值得买平台最早上线的业务，导购商品信息积累的海量商品优惠信息也帮助用户形成了对值得买的早期认知。目前信息推广服务收入分为电商导购佣金收入和广告展示收入两部分：电商导购佣金收入是平台通过官网或 APP 提供电商、品牌商等的相关商品或服务信息，以 feed 流形式呈现给用户，将用户导流至电商、品牌商官网，根据用户实际完成交易金额的一定比例向电商、三方广告联盟、品牌商等获取收入，佣金比例按照不同联盟的标准执行，因此具体佣金水平依客户差异会有所不同；广告展示收入是指通过官网或 APP 为客户提供广告展示位，向电商、品牌商等获取广告收入。

图表 15：值得买信息推广服务模式



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 16：值得买通过用户成交转化收取一定佣金



来源：值得买官网，国金证券研究所

图表 17：值得买通过广告展示向广告主收取费用



来源：值得买官网，国金证券研究所

值得买平台的优惠内容信息来自于四种方式：用户贡献（UGC-User Generated Content）、编辑贡献（PGC-Professional Generated Content）、商家贡献（BGC-Business Generated Content）和机器贡献（MGC-Machine Generated Content），其中 UGC 的内容贡献占比 70%-80%。

图表 18：各内容渠道对应的收入占比

客单价区间	发布数量占比			收入占比			单条成本（元）		
	2016A	2017A	2018A	2016A	2017A	2018A	2016A	2017A	2018A
用户贡献	73%	77%	70%	68%	62%	68%	1.56	2.39	1.79
编辑贡献	11%	7%	2%	25%	28%	16%	14.32	10.83	23.70
商家贡献	17%	13%	11%	7%	9%	12%	0.00	0.00	0.00
机器贡献	0%	3%	17%	0%	1%	4%	0.00	0.04	0.01
收入合计（万元）				8,797.04	12,388.94	19,418.08			

来源：公司公告，国金证券研究所 注：包含星罗创想（互联网效果营销平台）的导购收入。收入仅为优惠信息带来的电商导购佣金收入

值得买经过多年发展，积累了一群活跃度高、参与感强和消费能力强的核心用户群体，他们是各个消费领域内的“达人”，且乐于交流与分享，在平台上通过 UGC 方式贡献商品和服务的优惠信息，撰写购物攻略、新品资讯、产品评测等深度文章。值得买注重平台氛围的塑造，通过向贡献用户赠送金币或优惠券作为奖励的激励政策促进 UGC 内容占比不断提升。

图表 19：导购网站的用户奖励规则比较

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

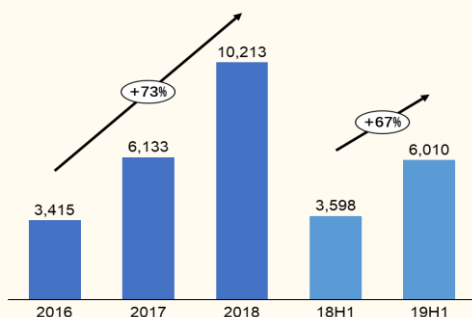
来源：公司公告，国金证券研究所注：按奖励金币或积分对应的人民币金额换算得到大致金额

我们认为，优质的内容除了用户主动自发贡献之外，平台的内容审核机制也是重中之重。值得买目前通过搭建漏斗式四步审核机制，辅助平台内容高质量化（1）筛查导购信息文案当中的不当用词（2）通过后台验证导购内容和效果真实性（商品价格与促销力度）（3）人工辅助机器审核，最终决定发布与否（4）跟踪导购效果和用户反馈以及优惠时效性。

从导购业务的业绩看，2018 年通过值得买导购平台的 GMV 为 102 亿元，2016-2018 年 GMV 复合增速为 73%；2019 年上半年导购 GMV 为 60 亿元左右，同比增长 67%，导购的成交转化率达到 9.2%，创近年来新高；2018 年电商导购收入超过 1 亿元，同比增长 12.5%，导购货币化率（含星罗创想部分）下滑至 2.1%；近三年电商导购佣金收入前十大客户合计占电商导购佣金收入的比例在 90%上下，收入集中程度高（2018 年更超过 97%），前十大客户导购货币化率上升至 3.4%。

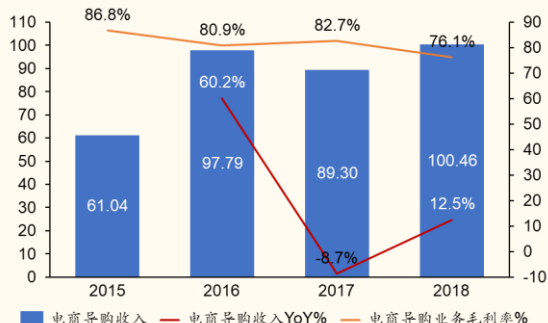
近几年值得买的电商导购收入并不稳定，主要是由于 2016 部分客户（京东等）业务转移至星罗创想，在财务合并口径归类为互联网效果营销平台服务收入，若将上述部分收入还原为电商导购佣金收入，则 2016-2018 年公司电商导购佣金收入金额分别为 9,981 万元、1.33 亿元及 1.98 亿元，复合增速 26%。活跃用户规模的迅速扩大，带动了公司向电商、品牌商导流的交易金额增长。2018 年导购业务毛利率 76.1%，同比下滑 6.6ppts，主要由于人力、IT 资源成本上升以及阿里妈妈技术服务费的影响所致。

图表 20：电商导购业务 GMV（百万元）与复合增速



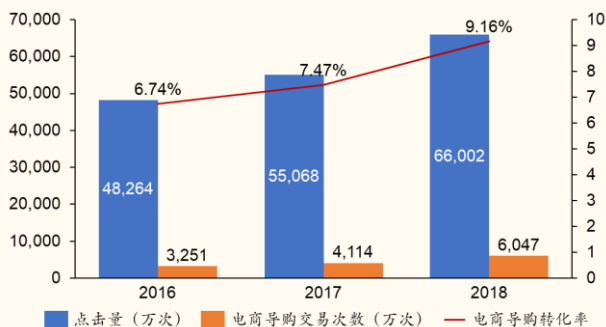
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 21：电商导购业务收入（百万元）及毛利率



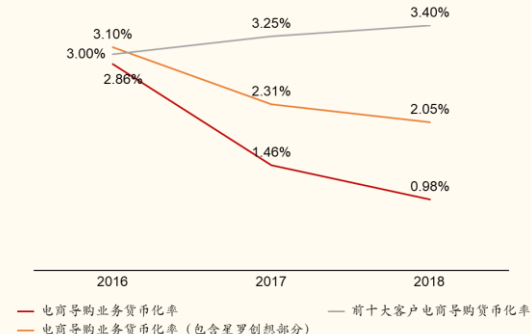
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 22：电商导购成交转化率



来源：公司公告，国金证券研究所注：转化率=导购交易次数/导购点击量

图表 23：电商导购货币化率



来源：公司公告，国金证券研究所注：货币化率=佣金收入/导购 GMV*1.06

从用户单笔交易层面看，用户单次交易金额主要集中在 100 元以下，2018

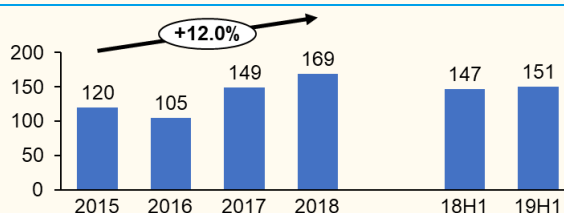
年 100 元以下订单占比超过 75%；而高客单价订单是撑起值得买导购 GMV 的主要来源，2018 年 100-10,000 元的订单金额占 GMV 比重的 82%。从客单价均价上看，值得买客单价 2018 年达到 169 元，2015-2018 年客单价复合增速为 12%，增长较为缓慢。

图表 24：值得买导购业务客单价所对应的订单和总金额分布

客单价区间	电商导购单次交易金额按成交订单数量的分布区间			电商导购各价格区间的订单形成的交易总金额分布区间		
	2016A	2017A	2018A	2016A	2017A	2018A
1-10 元	45.69%	26.91%	25.95%	2.15%	1.05%	0.94%
11-30 元	20.75%	26.51%	24.29%	3.33%	3.27%	2.90%
31-100 元	17.11%	24.89%	25.26%	9.22%	10.20%	9.62%
101-300 元	10.61%	14.05%	16.13%	16.89%	16.86%	16.99%
301-1,000 元	3.88%	5.19%	3.23%	19.91%	19.64%	19.07%
1,001-5,000 元	1.40%	2.09%	2.39%	27.10%	31.22%	30.79%
5,001-10,000 元	0.18%	0.27%	2.33%	8.13%	11.19%	15.25%
10,000 元以上	0.38%	0.09%	0.37%	13.28%	6.57%	4.44%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 25：值得买导购业务客单价（元）与近年来复合增速



来源：公司公告，国金证券研究所

从 2018 年度导购前十大客户看，值得买主要电商导购佣金客户为各电商旗下联盟平台以及第三方联盟平台。电商旗下的联盟平台主要包括阿里旗下的阿里妈妈、京东旗下的京东海嘉、亚马逊旗下的亚马逊（中国）投资有限公司和 Amazon Services LLC 等；第三方联盟平台主要包括亿玛创新、Commission Junction LLC、以及 Rakuten Marketing LLC 等。

图表 26：电商导购业务 2018 年前十大客户（按贡献收入金额计算）

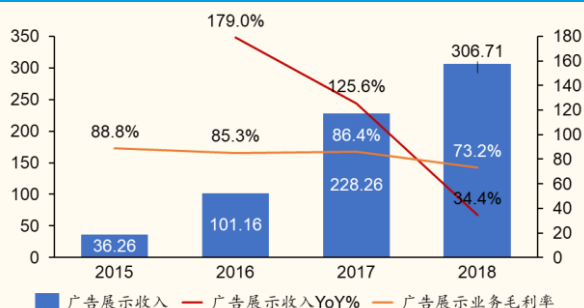
2018 年度	客户名称	销售金额(万元)	占电商导购佣金收入比例	毛利率	导购金额（万元）	收取佣金比例
1	杭州阿里妈妈软件服务有限公司	8,434.78	83.96%	74.80%	256,735.62	3.48%
2	亚马逊（中国）投资有限公司	494.47	4.92%	83.22%	22,394.88	2.34%
3	Commission Junction LLC	212.99	2.12%	84.39%	3,420.52	6.60%
4	重庆京东海嘉电子商务有限公司	161.57	1.61%	84.39%	9,100.18	1.88%
5	Digital Window Limited	140.98	1.40%	84.39%	2,564.26	5.83%
6	eBay Inc.	98.51	0.98%	84.39%	3,798.79	2.75%
7	Rakuten Marketing LLC	83.82	0.83%	84.39%	1,465.91	6.06%
8	Amazon Japan K.K	58.12	0.58%	84.39%	1,369.51	4.50%
9	Amazon Services LLC	51.03	0.51%	84.39%	2,697.76	2.00%
10	Linkshare Japan K.K	30.75	0.31%	38.57%	524.5	6.22%
合计		9,767.01	97.22%		304,071.95	

来源：公司公告，国金证券研究所

广告展示业务方面，基于值得买所拥有的高质量用户群体和流量获取优势，平台为广告客户在客户端和网页端中提供首页矩形广告、焦点图广告、开机图、品牌专题、众测、线下合作等广告形式，双方确定广告位置、排期、价格后进行广告展示并结算。2018 年广告展示业务收入 3.1 亿元，同比增长 34.4%，是目前值得买平台的主力收入贡献业务；从收入来源结构看，广告代理公司已经超过直接广告客户成为主要收入来源，APP 广告位也更加受到广告主的青睐。

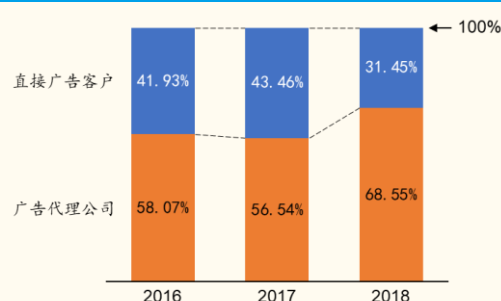
我们认为，广告展示收入提升主要来源于如下因素：1) 广告位平均价格提升：2016-2018 年值得买广告位平均价格分别为 1.58/2.28/2.40 万元/天/广告位置；2) 广告出租率明显提升：2016-2018 年的出租率分别为 30%/40%/42%；3) 广告位可展示天数增加：APP 信息流、通栏广告位个数在 2017、2018 年分别有明显增加导致可展示天数明显上升。

图表 27：广告展示业务收入（百万元）及毛利率



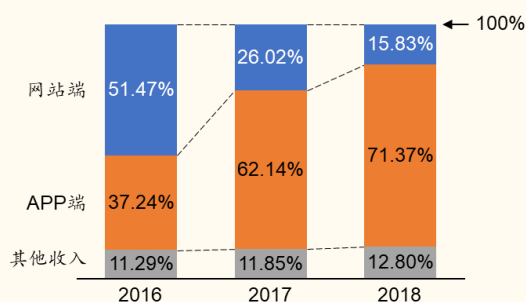
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 28：广告展示业务收入按收入来源拆分（百万元）



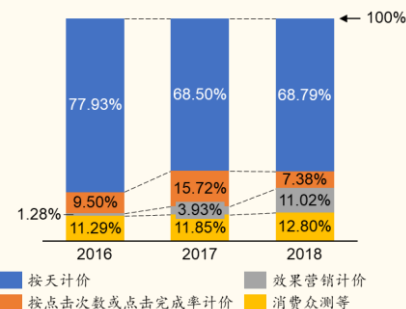
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 29：广告展示业务收入按流量入口拆分（百万元）



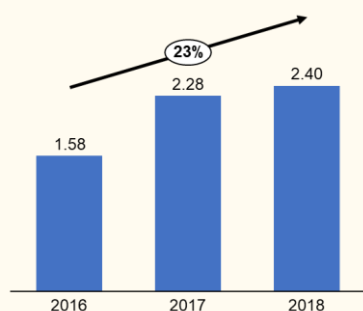
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 30：广告展示业务收入按计价方式拆分（百万元）

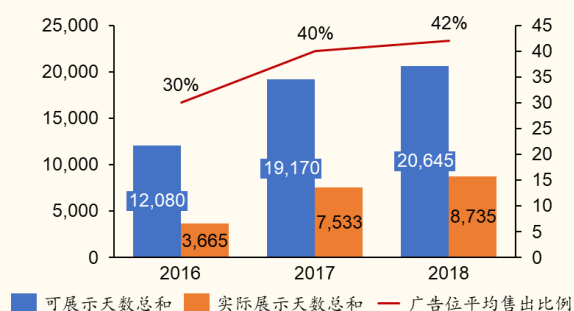


来源：公司公告，国金证券研究所

图表 31：各广告位平均价格与复合增速（万元/天/位置）



图表 32：广告展示位售出比例



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

从广告客户来看，2018 年度值得买展示收入前十大客户贡献广告展示收入总计为 2.1 亿元，占广告展示收入的比例 69%，相比 2016、2017 年的 56%和 65%前十大客户集中度进一步提升。

图表 33：广告展示业务 2018 年前十大客户（按贡献收入金额计算）

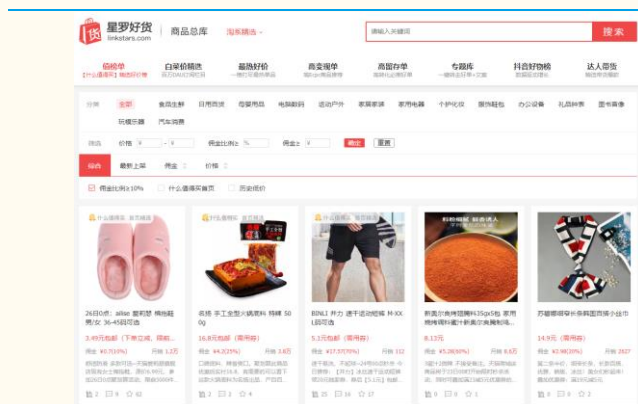
2018 年度	客户名称	贡献收入（万元）	占广告展示收入比例	毛利率
1	蓝标集团	9,906.79	32.30%	79.19%
2	阳狮集团	1,971.92	6.43%	54.97%
3	上海宾谷网络科技有限公司	1,898.82	6.19%	73.56%
4	OMG 集团	1,813.43	5.91%	7.04%
5	网易	1,567.60	5.11%	81.80%
6	阿里巴巴集团	1,451.09	4.73%	83.34%
7	京东集团	1,136.71	3.71%	74.29%
8	亚马逊集团	562.55	1.83%	81.51%
9	上海络程网络技术有限公司	501.19	1.63%	74.51%
10	科沃斯机器人股份有限公司	423.2	1.38%	77.21%
合计		21,233.31	69.23%	

来源：公司公告，国金证券研究所

1.2 互联网效果营销平台服务

2016 年 7 月，值得买推出了星罗广告联盟 LinkStars（星罗创想），提供互联网效果营销平台服务。LinkStars 的本质是广告交易平台（ADX），ADX 一端连接了拥有流量（广告位）的网站、流量 APP 和内容分发平台等联盟和媒体资源，另一端连接电商、线下门店和品牌商等广告主。流量方通过代理广告主有意推广的广告内容，通过 CPS 计费方式获取广告佣金；同时 LinkStars 作为广告中介也会收取一定佣金，平台抽佣比例约为 10%（2017 年 6 月后新接入的广告主约为 20%）。据公司披露，值得买已与京东、苏宁易购、1 号店、国美在线、中粮我买网、唯品会和 6PM 等约 470 家优质广告主建立了合作关系。

图表 34：星罗好货具备丰富的商品池选择



来源：星罗好货官网，国金证券研究所

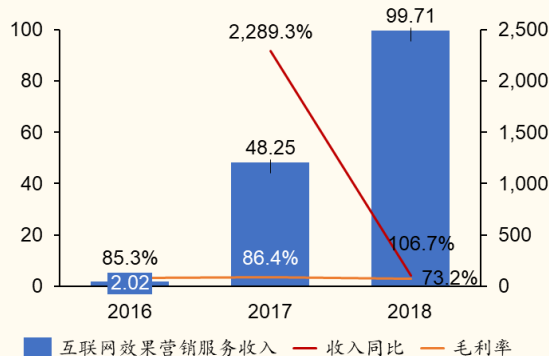
图表 35：星罗好货通过代码复制实现转发推荐文案



来源：星罗好货官网，国金证券研究所

2018 年，互联网效果营销服务收入接近 1 亿元，同比增长 107%，由于该业务 2016 年上线，目前业务规模仍处于高速增长区间。

图表 36：互联网效果营销服务收入（百万元）和毛利率

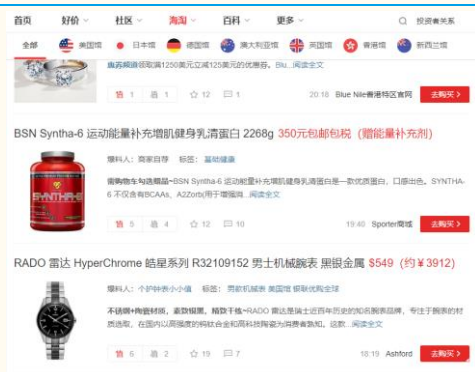


来源：公司公告，国金证券研究所

1.3 境外收入萎缩，海淘代购业务终止

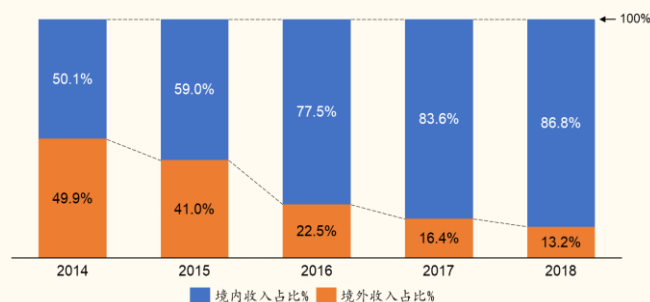
值得买境外收入占比有一定萎缩。由于平台流量来源主要为境内消费者，随着平台规模扩张，境内收入占比得到持续上升，由 2014 年的 50% 左右提升至 2018 年的接近 87%，广告主也因此以境内为主；近五年值得买境内收入复合增速达 77%，远高于境外的 22%。在海淘代购方面，值得买是国内较早引入海淘概念和代购模式的平台，2010 年即开始关注海淘渠道，2012 年上线海淘频道，使用类似国内商品导购的形式向海淘用户推荐海外电商平台的商品以及相关购物知识。同时在 2016 年上线自有买手制海淘平台贝窝网（www.beiwo.com）。目前海淘代购业务收入占比不到 0.50%，占比较低，值得买已经停止承接新的海淘代购业务。

图表 37：值得买目前的海淘业务以佣金导购模式为主



来源：值得买官网，国金证券研究所

图表 38：值得买境内外收入占比



来源：公司公告，国金证券研究所

二、素颜经营，坚守独特理念育就核心竞争力

我们认为相比其它行业，导购行业整体规模虽不明显，但格局远未稳定，且长期仍将处于分化态势，目前已有很多中小导购在各平台百花齐放；但我们认为从引流效果的角度思考，**优质的内容+优秀的体验+稳定可持续的流量驱动，为广告主/电商平台带来可观的流量转化才是导购平台的核心价值**，值得买的平台价值也正以此为依托，显现出其稳固的竞争优势，体现在平台使命、用户覆盖、品类覆盖、合作伙伴、产品体验等角度，这些角度也令值得买与“小而美”的定位愈发吻合，定位进化的背后是值得买长期坚守独特经营理念所带来的。

2.1 起家于导购、专注于理性中立的导购服务

提到理念，往往被认为是务虚层面的理解。但我们认为支撑值得买实现 9 年平稳发展的内核就是其理念：专注于为消费者提供值得选择的商品和服务。心无旁骛，未受资本市场过多干预和奴役的值得买平台顶住了外界的巨大压力，实现了战略聚焦和落地。公司发展历史中仅有一笔 A 轮融资：2016 年 1 月华创资本投资 1 亿元。

值得买几乎开放了与全球所有电商/零售商官网的合作接口，无站队倾向，值得买认为站队将明显影响平台的推荐公允性。中立属性使得值得买可以同时和多家头部电商保持紧密的合作关系。值得买董事长隋国栋在接受采访时也强调值得买“是完全中立的，站在消费者的角度筛选好产品”。

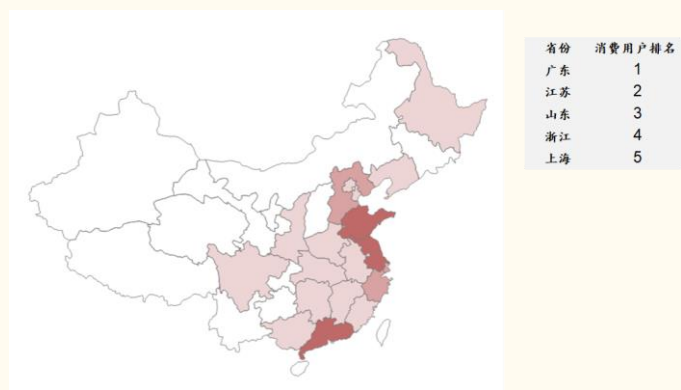
2.2 男性用户占多，品类扩张成主旋律

值得买从 3C 数码标品起家，创业初期值得买种子用户多为男性，平台导购商品也以 3C 和电器品类为主，目前值得买男性用户占比超过 70%。从内容的风格看，值得买平台的内容也大多“单刀直入”——直接给出产品优惠价格和介绍以及购买链接，这也使得值得买的购物习惯更加偏向于男性；其它以社区为核心的平台如小红书、微博等更加偏向女性用户的氛围，小红书的女性用户占比达到 70%，远高于值得买。我们看到值得买也在近期开始关注女性用户、低线城市用户以及海外用户的氛围培养，从内容和品类的丰富度下手，会对女性用户占比提升带来明显拉动。

然而根据管理层的描述，“理性、严肃决策”仍然是值得买保持平台竞争力的重要因素。我们认为尽管微博和小红书的确存在的大量女性向的内容导购/推荐信息，但小红书的明星引流和微博主打的网红带货方式并非值得买主流用户的购物模式，因此值得买不会因为自有用户习惯的差异而去效仿和营造其它平台用户的消费氛围，换句话说，值得买更加关注与平台理念和氛围近似的用户，会在扩展用户群体的同时坚持相对严肃导购的基因，选择合适的、经过验证的品牌和商品做谨慎推荐。我们认为，这种用户策略对老用户习惯的培育和维持效果甚佳，但对新用户，特别是女性用户的拉新和留存策略上会有一定影响，需谨慎观察。

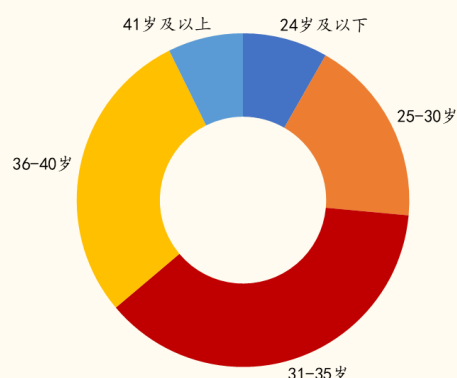
从用户拓展策略也可以侧面看出，值得买始终不主张烧钱获客策略，认为烧钱获取的用户粘性较差；坚持高效的广告投放和内容发布，从而确定所获取的用户是高质量的、与平台调性吻合的用户，“发展更多与自身能力相符的用户”使得值得买的获客进程并不十分激进。

图表 39：值得买用户地域分布（截至 2019.8）



来源：国金证券创新研究中心，国金证券研究所 注：按用户 IP 所在地统计

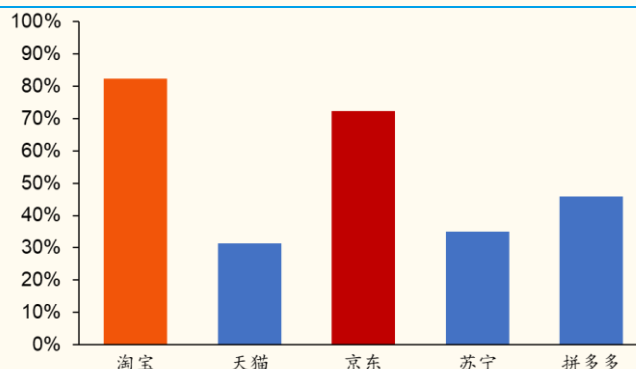
图表 40：值得买用户年龄分布（百分比，截至 2019.8）



来源：国金证券创新研究中心，国金证券研究所 注：按用户 IP 所在地统计

从用户重合度上看，根据国金自有数据口径，2019 年 8 月值得买与淘宝 APP 用户重合度超过 80%，与京东 APP 重合度超过 70%，原因在于购买 3C 数码类目、且对价格相对敏感的值得买用户占比较大；同时拼多多用户重合度在 46% 左右，与拼多多 6 月披露的一二线用户占比（47%）吻合度较高，我们认为值得买目前在下沉市场的渗透策略还需进一步打磨和实施。

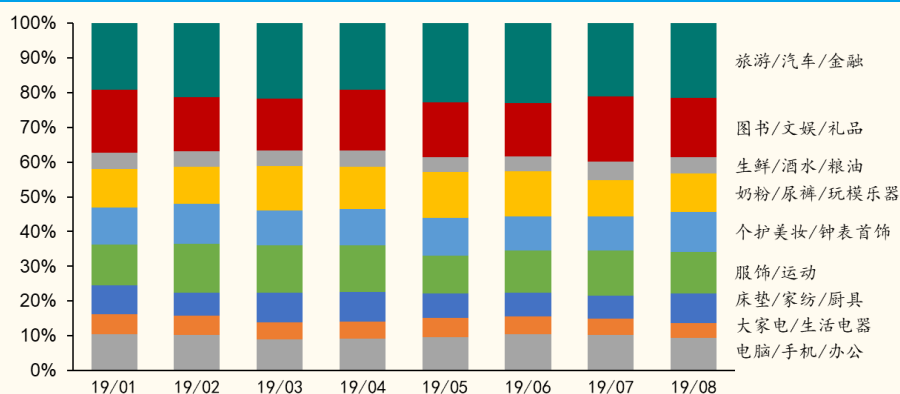
图表 41：值得买 APP 与其它电商 APP 的用户重合度（百分比，2019.8）



来源：国金证券创新研究中心，国金证券研究所

值得买发展至今已经形成综合性、全方位商品和服务导购的品类结构。2018 年，值得买已经在日用百货、服饰鞋包等品类的推荐上做大规模扩张，同时值得买在汽车用品、酒店旅游、文娱等品类拓展上有所起色。根据国金自有数据口径，2019 年 1-8 月值得买各品类用户更加关注酒旅/汽车用品/文娱/图书等品类，同时 3C 数码类关注度保持稳定趋势。

图表 42：值得买各品类用户点击访问次数占比（2019 年度）

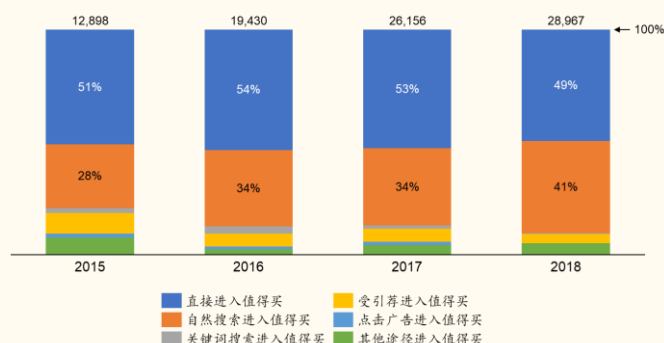


来源：国金证券创新研究中心，国金证券研究所注：以值得买商品文章（详情）页所对应类目点击为统计口径

2.3 坚持内容驱动的自然流量获取方式

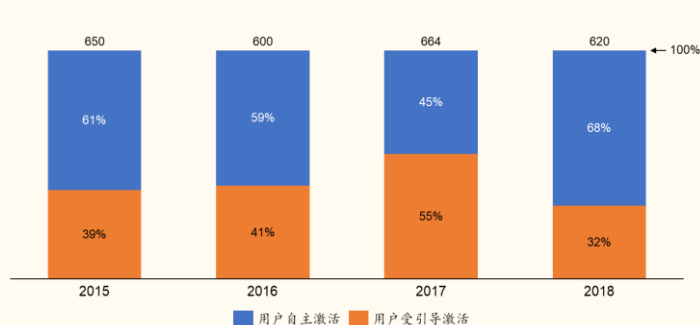
在不烧钱获客的策略下，自然流量是值得买获取流量的主要方式：主站方面，2018 年直接进入值得买+自然搜索进入值得买的流量（独立用户）占比超过 90%，我们看到历年来这两种方式访问值得买的独立用户占比也基本维持在 80%以上；APP 方面，选择自主激活的用户占比 2018 年占比 68%，显著高于被动激活用户数量。

图表 43：值得买的用户获取人次（主站，万人）与占比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 44：值得买的用户获取人次（APP，万人）与占比



来源：公司公告，国金证券研究所

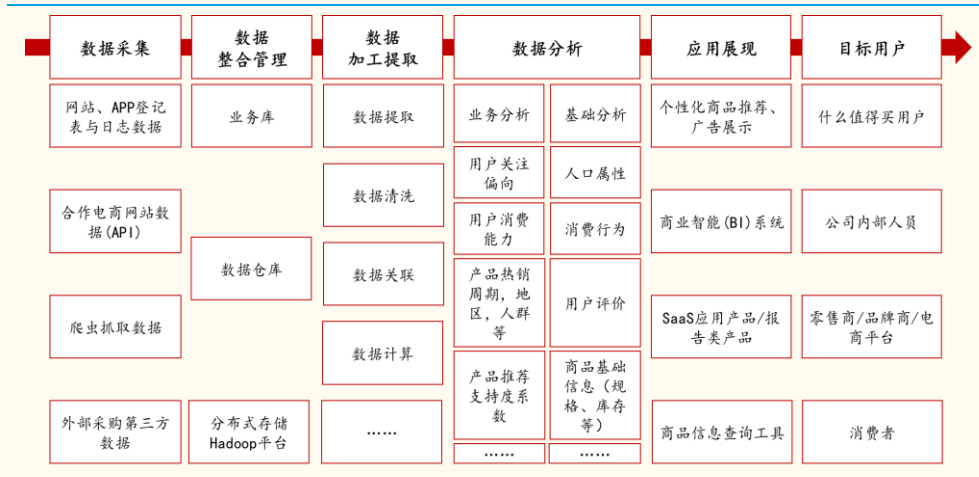
2.4 具备技术实力，并已规划下一阶段大数据能力强化方向

值得买注重技术实力积累，技术研发人员占公司总人数的近 30%；成立至今已具备基于大数据分析、垂直搜索和站外比价、基于机器学习的商品和信息推荐能力。但我们认为随着值得买用户画像的不断丰富和品类的不断扩充，“将最合适的商品推荐给最合适的用户”的个性化推荐能力（广告+导购商品推荐）将成为值得买下一阶段迫在眉睫的核心能力之一，这需要值得买持续深化对数据的理解和应用程度；在技术层面，值得买需要“向头部电商看齐”，开发自有数据深度应用系统。

我们看到，本次值得买 IPO 募集资金将全部投入基于大数据的个性化技术平台进行改造和升级，将提升值得买的数据采集和应用水平，挖掘用户个性化需求，更精准的进行商品与广告推荐，提升转化率与公司

收入。改造后的大数据平台实现的大体业务流程为：通过数据采集、存储管理、加工清洗（计算）、多维度数据分析、应用产品的封装和可视化，从而实现对目标客户群体的多样化需求带来更好的满足。

图表 45：值得买大数据项目的业务逻辑和流程



来源：公司公告，国金证券研究所

三、财务分析与盈利预测

综上所述，我们认为值得买的历史业绩表现较为稳健，在小而美定位的不断打磨下业务组合已成型，业绩增速确定性高；据此，我们看好值得买的后续财务表现：收入平稳增长，利润和现金流保持健康状态。

3.1 利润表视角

收入方面，2018 年值得买主营业务收入为 5.1 亿元，同比增长 38.3%，主要由于值得买跟随网购行业用户数量的增长带来网购交易规模的增长、使值得买用户基数的提升带来导购佣金（电商导购+互联网效果广告平台）和品牌广告（广告展示）收入提升所致。我们看到值得买的收入仍然以效果（导购、CPS）和品牌广告（CPD 或 CPA）为主，我们预计 19-21 年值得买的收入将达到 6.9/9.3/11.7 亿元，同比分别增长 36.8%/33.8%/26.4%，主要归因于电商行业规模增长背景下公司佣金导购业务、广告展示业务以及互联网效果广告平台业务的增长。

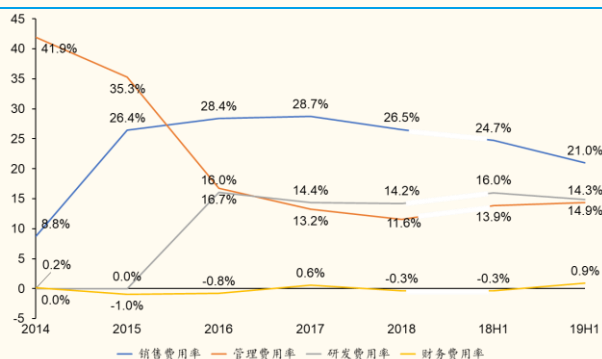
毛利方面，2018 年公司综合毛利率 73.7%同比下滑 10.3ppts，我们认为公司毛利率将处于合理区间内波动的态势。我们预计 19-21 年公司毛利为 5.0/6.8/8.6 亿元，综合毛利率分别为 72.2%/72.8%/73.3%，主要是由于公司营业成本（员工薪酬、IT 资源使用费等）趋于稳定，将使得综合毛利率水平稳中有升。

从值得买的运营费用率看，值得买对费用率的把控较好，历年来的费用率相对稳定。2018 年销售费用率 26.5%，近年来公司在广告费用的投入上有所加强，但销售费用率始终保持在 30%以下；我们预计 19-21 年的销售费用率水平为 25.0%/25.5%/25.5%，主要由于公司营业收入的增加和对宣传推广支出的增长控制所致；2018 年研发费用率为 14.2%同

比有所下滑，公司重视研发资源的投入，尽管 2016-2018 年的研发费用逐年上升，但研发费用率始终得到有效控制，我们预计 19-21 年的研发费用率将保持在 14.0%/14.5%/14.5%，仍旧保持研发费用的平稳输出；2018 年管理费用率为 12%，尽管管理费用因研发、营销等职能人员的薪酬结构调整而逐年上升，但随着公司营收增长，管理费用率处于逐年下滑的趋势，我们预计 19-21 的管理费用率将维持在 10.5%/10.4%/10.3% 的水平。

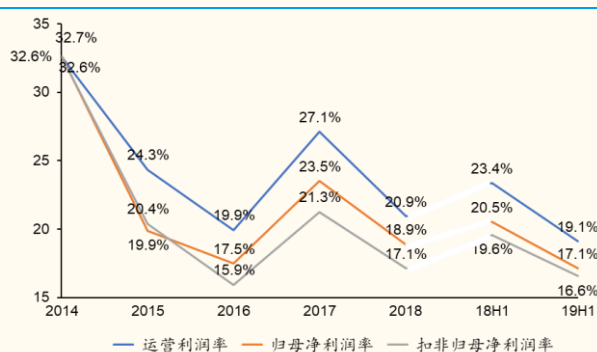
从利润表现看，2014-2018 年值得买运营利润率处于波动状态，2018 年运营利润率 20.9%，同比下滑 6.2ppts，主要由于员工增加带来的薪酬成本上涨、采购三方推广资源的技术服务费、营销代理服务费以及 IT 资源费用等成本上升所致。2018 年归母净利润率 18.9%，同比去年下滑 4.6ppts；扣非归母净利润率 17.1%，同比下滑 4.2ppts，主要由于本年度理财收益增加导致非经常性损益增加。我们预计 19-21 年值得买的归母净利润为 1.3/1.7/2.3 亿元，归母净利润率将达到 18.3%/18.6%/19.3%，实现稳步上升的趋势，主要由于公司主营业务收入增长、综合毛利率水平稳中有升以及运营费用率稳中有降所致。

图表 46：运营费用率表现 (%)



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 47：利润率状况表现 (%)



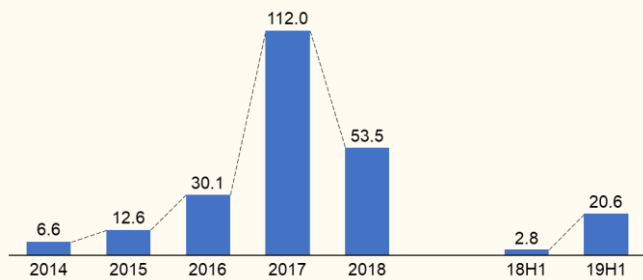
来源：公司公告，国金证券研究所

3.2 资产负债表和现金流量表视角

从现金流表现看，2018 年值得买的经营性现金流为 5350 万元，同比去年的 1.12 亿元明显下滑，且与归母净利润 9572 万元的差异较大，主要原因是应收账款余额在 2018 年大幅提升所致；观察值得买从 2014 年以来的经营现金流情况一直为正且截至 2017 年逐年增加，说明现金流管理能力较强，反映了平台良好的运营回款能力和盈利质量。我们认为值得买未来将保持现金流管理水平的稳定。

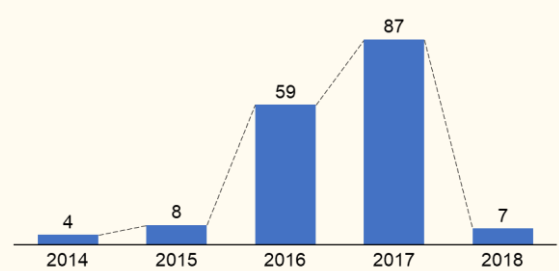
2018 年值得买现金及现金等价物合计为 683 万元，同比下滑 92% 较为明显，主要由于公司在固定资产上的投资显著增加导致投资现金流增加所致，此外，购买理财产品也对公司的现金状况造成影响。我们预计随着 2019 年 IPO 完成，2019 年公司现金及现金等价物将达到 3.6 亿元。

图表 48：经营性现金流表现（百万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 49：现金及现金等价物表现（百万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

四、估值与投资建议

4.1 可比公司估值

我们认为，值得买属 A 股稀缺标的，处于导购行业龙头地位，发展态势良好，在平台规模效应和用户粘性的不断提升下，持续享受电商行业增长红利，有望实现长期行业领先优势；随着大数据平台项目建设的推进，值得买在数据层面的能力不断加强的前提下，营销、推荐、搜索、会员体系等能力都将带来不断提升，从而最终提升成交转化率和平台货币化率。考虑上述因素，我们给予值得买 2019 年 70x PE 估值，对应市值 89.1 亿元，每股目标价 167.0 元。

图表 50：可比公司相对估值

可比公司	代码	收盘价 (19/10/16)	总市值 (亿元) (19/10/16)	2019 EPS	2020 EPS	2021 EPS	2019 P/E
人民网	603000.SH	20.2	226.0	0.28	0.37	0.48	72.02
每日互动	000681.SZ	36.8	147.3	0.79	1.12	1.49	46.42
分众传媒	002027.SZ	5.5	779.4	0.17	0.25	0.32	32.13
值得买	300785.SZ	137.2	73.2	2.39	3.24	4.26	66.37

来源：Wind，国金证券研究所

4.2 DCF 估值

从现金流角度，我们认为值得买的商业模式特征带来较为充裕的现金流表现，可圈可点的现金流运营能力一直是支撑值得买进行资本支出的有效支柱，未来看，值得买在现金流管理角度仍有一定增长潜力。在 DCF 模型中，我们假设值得买的自由现金流将会随着电商行业规模的扩大、未来固定资产投资逐步趋稳而继续得到改善；此外由于与值得买合作的供应商关系基本稳固，值得买在供应商侧的话语权保持稳定、现金占用能力相对良好；结合上述假设，我们采用了 11.0% 的 WACC 和 3.0% 的永续增长率，得到 58.3 亿元的估值，对应目标价 109.3 元。

图表 51：值得买 DCF 估值模型

(人民币百万)	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
息税前利润	105	143	193	253	315	403	483	544	588	630	671	720
加：折旧与摊销	8	13	16	19	22	26	30	34	39	44	50	55
减：所得税	11	14	19	25	31	40	48	54	59	63	67	72
减：资本支出	205	27	36	34	41	49	57	63	69	74	80	86
减：运营资本的变化	54	65	42	35	(59)	(20)	(95)	(75)	(100)	(118)	(138)	(158)
去杠杆后自由现金流	(157)	49	111	177	322	359	502	536	600	655	712	775
终值												9,946
贴现现金流	(157)	49	100	144	235	237	298	286	288	284	278	272
预测期现值	2,422											
终值的现值	3,494											
企业价值	5,916											
减：净负债与少数股东权益	(87)											
归属股东的权益现值	5,829											
总股本	53											
归属股东每股权益价值 (人民币/股)	109.3											

WACC 假设			
无风险利率	3.0%	税前债务成本	4.6%
风险溢价	6.5%	税率	10.0%
Beta	150.0%	税后债务成本	4.1%
权益成本	12.8%	目标负债率	20.0%
永续增长率	3.0%	WACC	11.0%

来源：国金证券研究所

综合两种估值方法的估值水平，我们最终得出值得买的目标市值约为 84.5 亿元，每股目标价 158.3 元，对应 19-21 年 P/E 为 66/49/37x。结合公司目前市场股价，我们首次覆盖，给予“买入”评级。

五、风险提示

1、导购行业发展与广告行业景气度关联性强。我们认为随着宏观经济下行、相关政策收紧、广告主预算削减的影响，广告行业进入精细化增长时代，导购行业前景也因此需谨慎乐观。同时，由于导购平台输出的价值是流量，但没有帮助电商提升用户粘性（或者说提升用户粘性最终要依托巨头的自身能力），因此与巨头的关系将长期处于服务关系，巨头自身广告业务的扩大也会制衡这种模式的发展（参考 2013-2014 年蘑菇街和美丽说的导购链接被阿里封杀，从而倒逼两家转型为自营电商）。我们认为值得买在行业中摸爬滚打近 10 年，相较于其它导购平台已具备明显优势，但面向未来，仍需对自身未来发展方向做结构性思考，才有机会超脱行业桎梏。

2、导购内容未来或偏颇、审核机制成本显著上升。尽管值得买严格遵循中立客观的导购内容生态建设，对内容审核与风控有严苛的机制设定，但我们仍然需要对值得买平台的中立性和审核机制保持谨慎的态度。随着值得买未来规模的持续扩大和内容的不断丰富、登陆资本市场后投资者对值得买施加的业绩压力、以及外部电商竞争环境的不断白热化，内容中立性维护和审核机制完善的成本将不断上涨。

3、行业竞争激烈，头部电商和内容平台自建导购生态的优势明显，或对值得买带来业绩冲击。我们看到头部电商阿里、京东、拼多多和内容平台小红书、识货、毒 APP、虎扑等都在打造自己的内容生态和信息流交互频道，以阿里为例，淘宝 APP 中直播、短视频、社区/话题等 UGC/PGC 内容已经成为不可或缺的购物组成部分，这部分内容已开始为阿里直接或间接提供客观的交易机会和交易规模。我们认为这些随着玩家自建内容生态的趋势蔓延，会对值得买的发展造成较大压力，值得买需思考平台价值长期存在的破局点并落地。

4、账户体系羸弱，用户聚拢能力有待进一步提升。电商行业发展至今，各大电商都希望将新用户纳入自身用户池，然而我们看到值得买网站和 App 并不强制要求用户进行注册：用户在值得买的网站或 App 浏览并获取用户、商家和编辑提供的优惠信息后，可通过优惠信息页面中的商品或服务链接直接跳转

进入电商、品牌商的网站，并使用在电商、品牌商网站的用户名和密码下单购买——值得买这一导购流程的设计暴露了其工具属性的弊端——用户用完即走，留存数据和复购行为难以准确跟踪，平台并不真正了解平台用户的详细画像与行为，我们认为核心原因在于值得买的账户体系吸引力不强，导致用户注册账户的动机较差，而账户体系是用户数据的集散地，平台需要大量的用户数据实现更高效的 2C 服务应用以及指导自身业务发展，这就导致在基础数据层面的数据仓库建设和千人千面的搜索/推荐应用上的效果欠佳。

5、值得买用户的价格敏感度下降，消费能力提升。我们认为随着人均可支配收入的提升和个性化消费的兴起，值得买平台上的核心用户群体（一二线城市中产阶级用户）对商品价格的敏感度将会逐步下降，而值得买信息推广业务的优惠信息内容以低价为核心导向，一旦价格因素在购物决策中的权重被弱化，值得买平台的核心价值可能被明显削弱。

6、电商导购技术服务费的不稳定性较高，对公司成本存在影响。2018 年，值得买支付给阿里妈妈的电商导购技术服务费约为电商导购佣金收入的 10%。随着公司对阿里妈妈平台电商导购佣金收入的增长，公司支付给阿里妈妈的技术服务费将相应提高。然而随着电商流量的头部集中化、广告主需求的不断提高，我们认为值得买的电商导购流量去向也将随之集中化，技术服务费的议价权将向头部电商靠拢，导购技术服务费将会持续增加；同时随着外采广告资源的成本不断上升，值得买采购推广资源的成本势必增加；两者影响叠加，对值得买的营业成本或带来不利的影响。

7、公司的应收账款快速增长的风险。2016-2018 年公司应收账款账面价值分别为 7,153 万元、7,881 万元及 1.38 亿元，占流动资产的比例分别为 33.7%、24.9%及 45.2%。2016-2018 年，应收账款账面余额占营业收入的比例分别为 36.7%、22.1%及 28.0%。公司应收账款余额增长较快的原因是规模与营业收入的快速增长。然而尽管公司与主要客户建立了良好的合作关系，并制定了相关制度控制应收账款回收风险，但我们认为随着客户话语权的增强，应收账款存在账期拉长、无法及时收回从而对公司整体运营产生不利影响的可能性。

附录：三张报表预测摘要
损益表（人民币百万元）

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	201	367	508	694	929	1,175
增长率	106.7%	82.4%	38.3%	36.8%	33.8%	26.4%
主营业务成本	-34	-59	-134	-193	-252	-314
%销售收入	16.9%	16.0%	26.3%	27.8%	27.2%	26.7%
毛利	167	308	374	501	677	861
%销售收入	83.1%	84.0%	73.7%	72.2%	72.8%	73.3%
营业税金及附加	-5	-10	-12	-12	-12	-12
%销售收入	2.4%	2.6%	2.4%	1.7%	1.3%	1.0%
营业费用	-57	-105	-135	-174	-237	-300
%销售收入	28.4%	28.7%	26.5%	25.0%	25.5%	25.5%
管理费用	-34	-49	-59	-73	-97	-121
%销售收入	16.7%	13.2%	11.6%	10.5%	10.4%	10.3%
研发费用	-32	-53	-72	-97	-135	-170
%销售收入	16.0%	14.4%	14.2%	14.0%	14.5%	14.5%
息税前利润（EBIT）	72	145	169	243	331	429
%销售收入	35.6%	39.4%	33.2%	35.0%	35.7%	36.5%
财务费用	2	-2	2	-1	-1	-1
%销售收入	-0.8%	0.6%	-0.3%	0.2%	0.1%	0.1%
资产减值损失	-4	0	-2	-3	-4	-5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	3	10	11	0	0	0
%税前利润	7.3%	10.0%	9.9%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	72	152	178	238	326	423
营业利润率	36.0%	41.5%	35.2%	34.3%	35.1%	36.0%
营业外收支	1	0	0	0	0	0
税前利润	41	99	106	141	192	253
利润率	20.3%	27.1%	21.0%	20.4%	20.6%	21.5%
所得税	-6	-13	-11	-14	-19	-25
所得税率	13.9%	13.2%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	35	86	96	127	173	227
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	35	86	96	127	173	227
净利率	17.5%	23.5%	18.9%	18.3%	18.6%	19.3%

现金流量表（人民币百万元）

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	35	86	96	127	173	227
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	3	6	4	14	17	19
非经营收益	-3	-3	-5	0	-1	-1
营运资金变动	-9	20	-47	-65	-42	-35
经营活动现金净流	30	112	53	76	147	211
资本开支	-6	-16	-205	-27	-36	-34
投资	-27	-58	-27	0	0	0
其他	59	0	27	0	1	1
投资活动现金净流	25	-74	-206	-26	-35	-33
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	94	0	9	-8
其他	(6)	(8)	(24)	299	(42)	(54)
筹资活动现金净流	-6	-8	70	299	-33	-62
现金净流量	50	29	-82	349	79	116

资产负债表（人民币百万元）

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	59	87	7	356	435	552
应收款项	74	84	143	234	336	454
存货	2	3	1	2	2	2
其他流动资产	77	144	154	154	154	154
流动资产	213	317	305	746	928	1,162
%总资产	96.3%	94.4%	58.8%	76.7%	78.9%	81.5%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	5	9	200	210	227	237
%总资产	2.2%	2.8%	38.6%	21.6%	19.3%	16.7%
无形资产	1	5	5	7	10	13
非流动资产	8	19	213	227	248	263
%总资产	3.7%	5.6%	41.2%	23.3%	21.1%	18.5%
资产总计	221	336	518	974	1,175	1,425
短期借款	0	0	10	1	18	16
应付款项	34	56	72	99	153	230
其他流动负债	10	16	14	14	19	25
流动负债	44	72	95	114	190	271
长期贷款	0	0	84	93	85	79
其他长期负债	3	9	11	11	11	11
负债	47	82	190	218	287	361
普通股股东权益	174	254	328	756	889	1,064
其中：股本	40	40	40	53	53	53
未分配利润	134	214	288	702	835	1,010
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	221	336	518	974	1,175	1,425

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.879	2.156	2.393	2.386	3.237	4.262
每股净资产	4.343	6.349	8.192	14.169	16.662	19.945
每股经营现金净流	0.752	2.801	1.337	1.433	2.753	3.962
每股股利	0.150	0.150	0.550	0.548	0.744	0.980
回报率						
净资产收益率	20.24%	33.96%	29.21%	23.49%	21.00%	23.29%
总资产收益率	15.94%	31.01%	22.43%	17.06%	16.07%	17.49%
投入资本收益率	19.43%	34.67%	22.38%	15.13%	17.50%	19.68%
增长率						
主营业务收入增长率	106.74%	82.44%	38.31%	36.81%	33.84%	26.41%
EBIT 增长率	n.a.	16.82%	78.97%	158.74%	3.34%	36.27%
净利润增长率	81.8%	145.3%	11.0%	32.9%	35.7%	31.7%
总资产增长率	30.05%	52.11%	54.42%	87.94%	20.70%	21.22%
资产管理能力						
应收账款周转天数	130.9	75.4	78.3	120.0	130.0	140.0
存货周转天数	20.7	14.4	4.7	4.0	3.0	2.0
应付账款周转天数	45.1	55.8	49.8	52.0	57.0	62.0
固定资产周转天数	8.8	9.4	143.7	110.5	89.0	73.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-33.98%	-34.11%	26.48%	-34.69%	-37.39%	-42.92%
EBIT 利息保障倍数	NM	NM	162.9	76.1	97.9	127.8
资产负债率	21.25%	24.31%	36.76%	22.40%	24.39%	25.34%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	2	6	7
增持	0	2	5	5	5
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	1	1
评分	0.00	1.67	1.71	1.67	1.62

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
 3.01~4.0 = 减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15% 以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH