

商业贸易行业

从值得买三季报看电商导购景气度变化

行业评级

买入

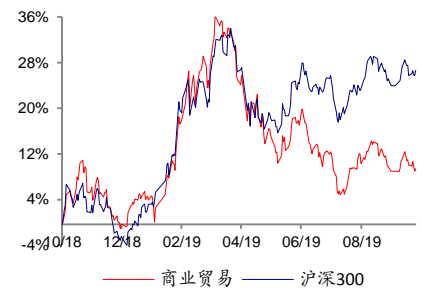
前次评级

买入

报告日期

2019-10-27

相对市场表现



分析师:

洪涛



SAC 执证号: S0260514050005



SFC CE No. BNV287



021-60750633



hongtao@gf.com.cn

相关研究:

商业贸易行业:零售行业 2019-10-26

3Q2019 公募基金持仓分析

商业贸易行业:天猫美妆“双十一”预售点评 2019-10-22

商业贸易行业:9月社零同比增长7.8%，电商依旧是最好的红利赛道 2019-10-18

核心观点:

● 收入利润平稳增长，MAU 稳健上升

值得买发布 3Q19 财报，Q3 单季营业收入同比增长 30.6%至 1.3 亿元，归母净利润 1491 万元，同比实现扭亏。根据公司披露，3Q18 收入基数较低、整体利润为负系 APP 改版、增加人员（2H18 销售费用之职工薪酬对比 1H18 上升 77%）、增大爱奇艺资源投放力度三方面因素叠加所致，以上影响在当季基本完成消化。

参考 QM 数据，7-9 月值得买 APP MAU 同比分别上升 32%/15%/27%，稳健增长，DAU/MAU 基本维持约 22%。根据财报，互联网效果营销平台服务为整体营收增长的主要驱动力。该业务主要包含星罗广告联盟 LinkStars 作为第三方对接广告主与媒体联盟产生的服务费、对京东产生的导购收入；1H19 该业务的总收入占比达 31.4%，同比增速 152%，Q3 或延续高增长态势。

● Q3 单季毛利率、费用支出环比基本稳定，现金流同比改善

单季毛利率环比下降 0.65pp 至 70.5%，基本保持平稳。Q3 单季销售费用同比略下降 1.6pp 至 3598 万元，属常态投入水平，销售费用率同比降 8.0pp 至 27.4%（前述原因导致去年同期费用率偏高）。Q3 单季研发费用同比增长 11.5%至 2011 万元，费用率因收入增长较快，同比下降 2.6pp；根据公司招股书，IPO 募集资金主要用于千人千面技术升级，带来研发费用逐期上升。Q3 单季管理费用同比增长 77.5%至 2302 万元，费用率同比增加 4.6pp 至 17.6%，主要系职工薪酬及自购办公楼折旧费增长所致，金额环比基本稳定。

Q3 经营性净现金流为 4698 万元，去年同期为-1464 万元，主要系营业收入增长、销售回款额增长所致（Q3 应收账款环比下降 3779 万元）。

● 关注电商产业链投资机会

当前电商依然是最好的红利赛道，也是孵化成长股的优质土壤。用户下沉、品类扩张、数据驱动、组织变革、技术投入，使得互联网电商巨头始终引领着国内商业的变革，同时也培育了一批电商服务公司和电商驱动品牌。电商产业每一年都给予市场新的认知迭代，我们长期看好这一高速增长又持续变化的赛道；伴随电商巨头生态体系的成长，品牌电商、电商服务、内容电商、线上线下融合等细分领域有望涌现小而美的投资机会。

● 风险提示

电商及其他导购平台对流量的争夺加剧，获客成本上扬；下游客户集中度高，客户在产业链中议价权较强，核心客户的经营策略变动或引起值得买收入的大幅波动；消费偏好变化，既有导购形式对用户吸引力下降。

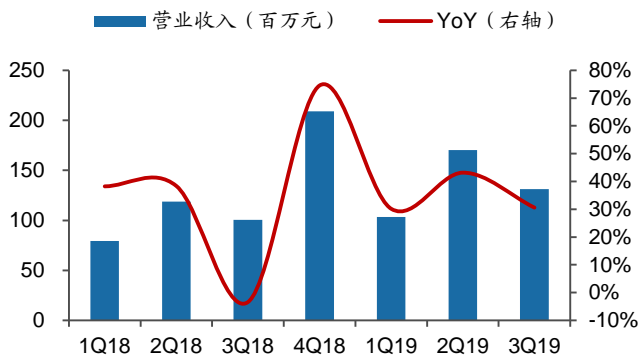
重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
南极电商	002127.SZ	CNY	11.50	2019/10/17	买入	14.3	0.51	0.67	22.55	17.16	20.74	15.88	25.1%	24.9%
苏宁易购	002024.SZ	CNY	10.48	2019/9/29	买入	14.8	2.10	0.41	4.99	25.56	19.82	12.57	19.8%	3.8%
永辉超市	601933.SH	CNY	8.37	2019/10/22	增持	10.6	0.24	0.31	34.88	27.00	27.22	18.54	10.4%	12.2%
家家悦	603708.SH	CNY	24.44	2019/9/23	增持	28.8	0.82	0.98	29.80	24.94	16.25	13.72	14.9%	15.1%
天虹股份	002419.SZ	CNY	10.53	2019/10/24	买入	14.0	0.75	0.80	14.04	13.16	6.39	6.11	12.4%	11.8%
王府井	600859.SH	CNY	14.32	2019/9/2	买入	21.0	1.62	1.72	8.84	8.33	3.48	3.23	10.9%	10.7%
重庆百货	600729.SH	CNY	29.01	2019/10/20	买入	39.8	2.38	2.74	12.19	10.59	6.15	5.57	14.5%	15.6%
周大生	002867.SZ	CNY	20.32	2019/8/24	买入	28.8	1.44	1.75	14.11	11.61	11.17	8.90	20.1%	19.6%
老凤祥	600612.SH	CNY	51.35	2019/8/28	买入	59.6	2.71	3.14	18.95	16.35	8.07	6.92	18.6%	17.8%
上海家化	600315.SH	CNY	33.29	2019/10/24	增持	39.43	0.94	1.10	35.41	30.26	30.09	23.63	9.9%	10.4%
爱婴室	603214.SH	CNY	45.35	2019/10/22	买入	55.8	1.52	1.86	29.84	24.38	17.01	14.48	15.8%	17.1%
红旗连锁	002697.SZ	CNY	7.97	2019/10/17	增持	8.84	0.34	0.41	23.44	19.44	18.83	17.12	15.0%	15.3%
阿里巴巴	BABA.N	USD	174.28	2019/10/23	买入	225	6.51	8.35	26.77	20.87	22.83	17.60	14.4%	14.8%
京东	JD.O	USD	31.16	2019/10/23	买入	37.7	0.84	1.18	37.10	26.41	31.56	20.61	10.1%	8.9%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

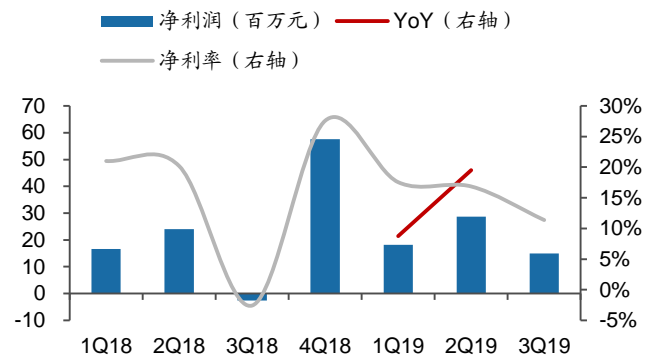
备注: 1) 表中估值指标按照最新收盘价计算; 2) 阿里巴巴 2019E 指 FY2020E (2019/3/31 至 2020/3/31), 采用 non-GAAP 口径 EV/EBITDA 和 EPS; 3) 京东采用 non-GAAP 口径 EPS;

图1: 值得买分季度营业收入情况



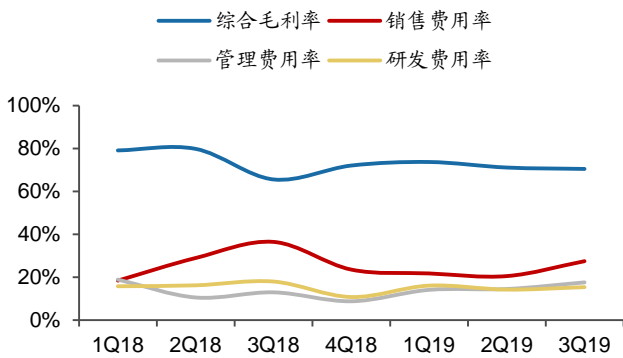
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图2: 值得买分季度净利润情况



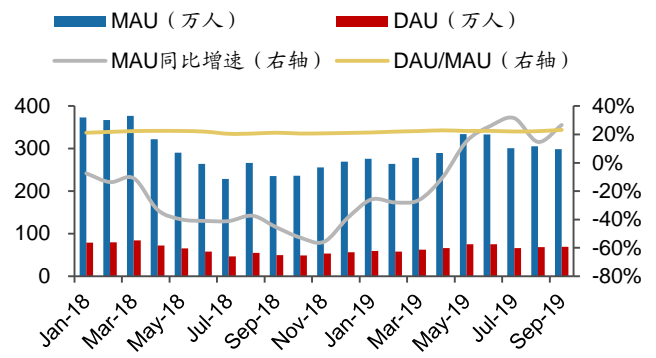
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图3: 值得买分季度毛利率及各项费用率情况



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图4: 值得买 MAU 变化情况



数据来源: QM, 广发证券发展研究中心

广发商贸零售行业研究小组

洪涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年加入广发证券发展研究中心，曾就职于华泰联合证券、平安证券。2015-2017年新财富批零行业第四名，2017年水晶球分析师第一名，2017年金牛分析师第三名。

高峰：资深分析师，上海交通大学管理科学与工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于招商证券。

贾雨朦：联系人，伦敦政治经济学院风险与金融硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。
广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。
广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。
本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。
本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。
研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。
本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广

发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。