

值得买 (300785)

证券研究报告

2019年10月27日

19Q3 季报点评：收入延续较高增长，关注 Q4 双十一大促

值得买 2019 年前三季度实现营收 4.05 亿元，同比增长 35.5%，归母净利润 6,171.6 万元，同比增长 62.0%，扣非后归母净利润 5,732.4 万元，同比增长 65.4%。其中 19Q3 实现营收 1.31 亿元，同比增长 30.6%，归母净利润 1,490.8 万元，同比扭亏为盈，扣非后归母净利润 1,199.0 万元，同比增长 388.9%。19Q3 营收增长主要来自于互联网效果营销平台业务带动。

公司 2019 年前三季度毛利率 71.6%，同比降低 3.3pct；经营性现金流因收入增长并回款速度加快显著改善。毛利率方面，公司 2019 年前三季度毛利率 71.6%，同比降低 3.3pct，其中 19Q3 毛利率 70.5%，同比提升 4.9pct，单季度毛利率的提升主要由于去年同期有一定人员扩充，预计未来毛利率整体较为稳定。费用方面继续维持良好控制，2019 年前三季度销售费用同比增长 9.1%至 9,331 万元，销售费用率为 23.1%，同比降低 5.5 百分点；管理费用（包含研发费用）同比增长 36.4%至 1.23 亿元，管理费用率 30.4%，同比提升 0.2 百分点；财务费用为 296 万元，财务费用率为 0.7%；现金流方面，2019 年前三季度公司经营性净现金流量净额为 6,758 万元，同比改善较为明显，主要由于收入增长并回款速度加快所致。

平台用户稳步增长；双十一大促叠加新平台增量，平台交易额有望延续较高增长。平台用户保持稳健增长的态势。根据 QuestMobile，尽管 3 季度在电商淡季影响下活跃用户规模不如 2 季度，但什么值得买 APP 的活跃用户规模同比继续保持增长，2019 年 9 月平台 MAU 同比增长 26.6%，DAU 同比增长 38.7%。值得一提的是，公司在技术研发方面的持续投入逐步显现，随着千人千面等技术投入下，用户粘性持续提升。回顾历史双十一表现，值得买历年双十一 GMV 增速维持 40%以上。2018 年双十一销售额达 9.4 亿元，同比增长 43.8%，高于同期天猫 26.9%的增速和京东 25.7%的增速。我们认为，受益于新电商平台的接入与公司研发投入在用户体验提升方面的效果逐步显现下，今年双十一公司平台交易额有望延续较高增长。

投资建议：考虑到公司三季度业绩表现、双十一大促和新增电商平台带来的增量，我们上调公司盈利预测，将公司 2019-2021 年归母净利润由原先的 1.10 亿/1.27 亿/1.42 亿上调至 1.20 亿/1.41 亿/1.60 亿，上调后的归母净利润分别同比增长 25.8%/16.9%/13.7%，对应 PE 59.3x/50.7x/44.6x，建议重点关注四季度电商行业双十一大促，维持增持评级。

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

投资评级

行业	传媒/互联网传媒
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	134.01 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)	7,147.20
流通 A 股市值(百万元)	1,786.80
每股净资产(元)	13.00
资产负债率(%)	20.83
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

1 《值得买-首次覆盖报告:内容吸引流量，好价造就粘性》 2019-09-14

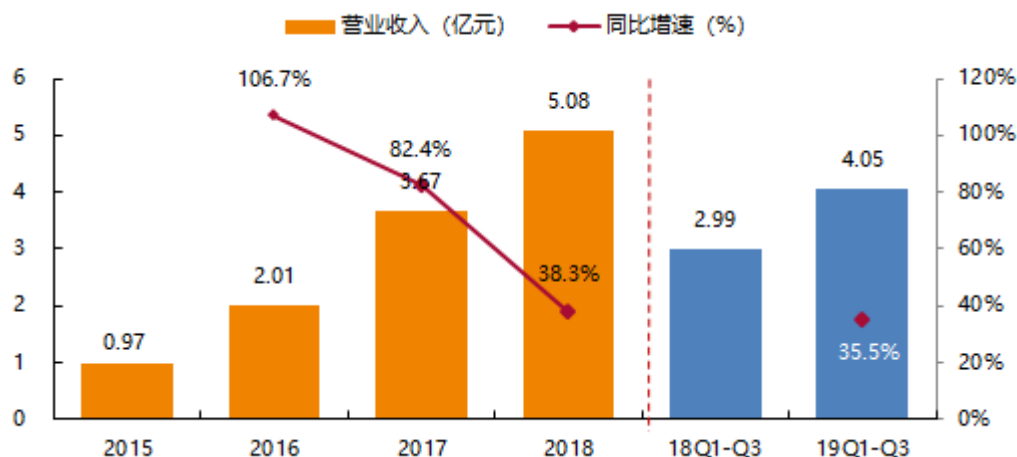
财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	367.00	507.59	672.92	859.56	1,047.73
增长率(%)	82.44	38.31	32.57	27.74	21.89
EBITDA(百万元)	151.42	177.31	139.40	159.66	180.86
净利润(百万元)	86.24	95.72	120.46	140.86	160.12
增长率(%)	145.26	10.99	25.84	16.94	13.67
EPS(元/股)	1.62	1.79	2.26	2.64	3.00
市盈率(P/E)	82.87	74.67	59.34	50.74	44.64
市净率(P/B)	28.14	21.81	9.19	7.78	6.62
市销率(P/S)	19.47	14.08	10.62	8.31	6.82
EV/EBITDA	0.00	0.00	47.83	41.28	35.32

资料来源：wind，天风证券研究所

1. 2019 年 3 季报财务数据

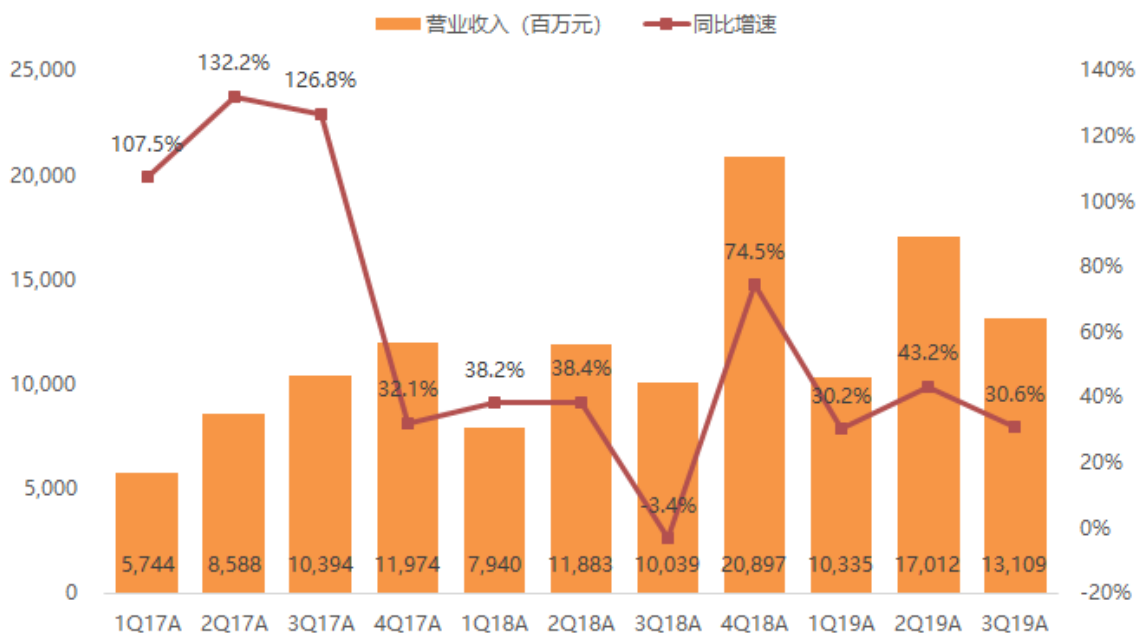
收入：2019 年前三季度公司总体收入同比增长 35.5%至 4.05 亿元；受益于互联网效果营销平台业务的快速增长，2019 年 Q3 总体收入同比增长 30.6%至 1.31 亿元，环比减少 22.9%；

图 1：值得买总体收入及同比增速（2015A-2018A；2018Q1-Q3；2019Q1-Q3）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

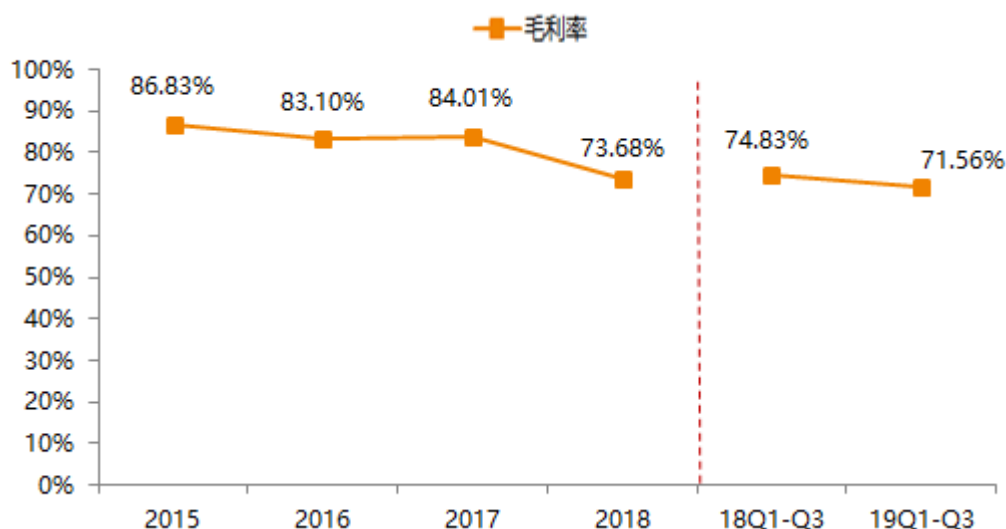
图 2：值得买单季度总体收入及同比增速（1Q17A-3Q19A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

毛利率：2019 年前三季度公司毛利为 2.90 亿元，同比增长 29.6%，毛利率为 71.6%，同比降低 3.3 个百分点；2019 年 Q3 单季度公司毛利为 9,236 万元，同比增长 40.3%，毛利率为 70.5%，同比提升 4.9 个百分点，环比降低 0.7 个百分点；

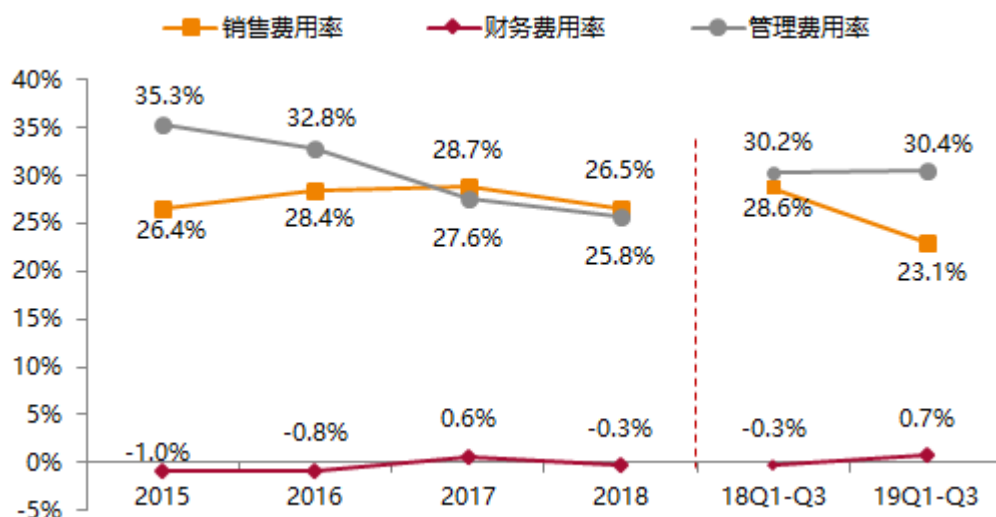
图 3：值得买毛利率（2015A-2018A；2018Q1-Q3；2019Q1-Q3）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

费用率：2019 年前三季度销售费用同比增长 9.1%至 9,331 万元，销售费用率为 23.1%，同比降低 5.5 百分点；管理费用（考虑到新会计准则，为了可比性，研发支出加回管理费用）同比增长 36.4%至 1.23 亿元，管理费用率 30.4%，同比提升 0.2 百分点；财务费用为 296 万元，财务费用率为 0.7%；

图 4：值得买三项费用率（2015A-2018A；2018Q1-Q3；2019Q1-Q3）

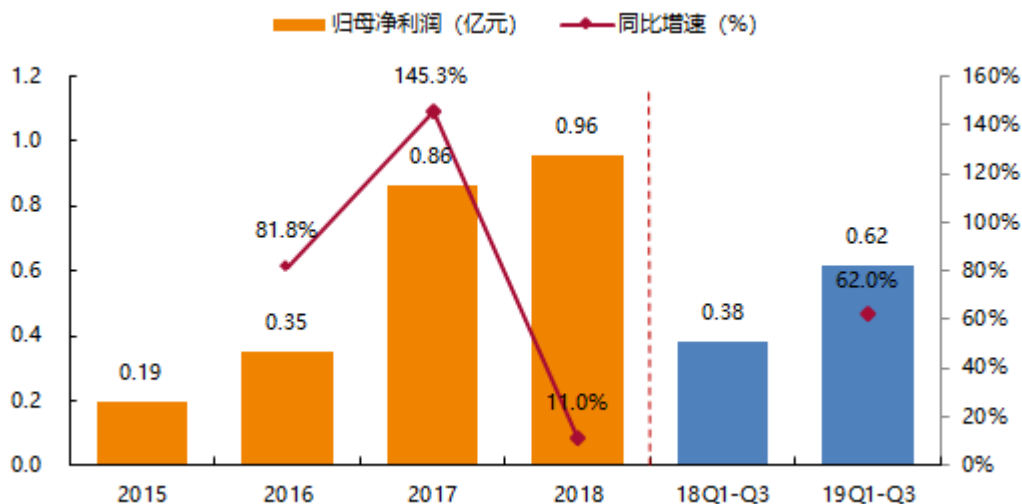


资料来源：公司公告，天风证券研究所

归属股东净利润：2019 前三季度归属股东净利润同比增长 62.0%至 6,171.6 万元，归属股东净利率同比提升 2.5 百分点至 15.3%，介于三季度预告区间中枢偏上；公司扣非后归属股东净利润同比增长 65.4%至 5,732.4 万元，扣非后归属股东净利率同比提升 2.6 百分点至 14.2%；

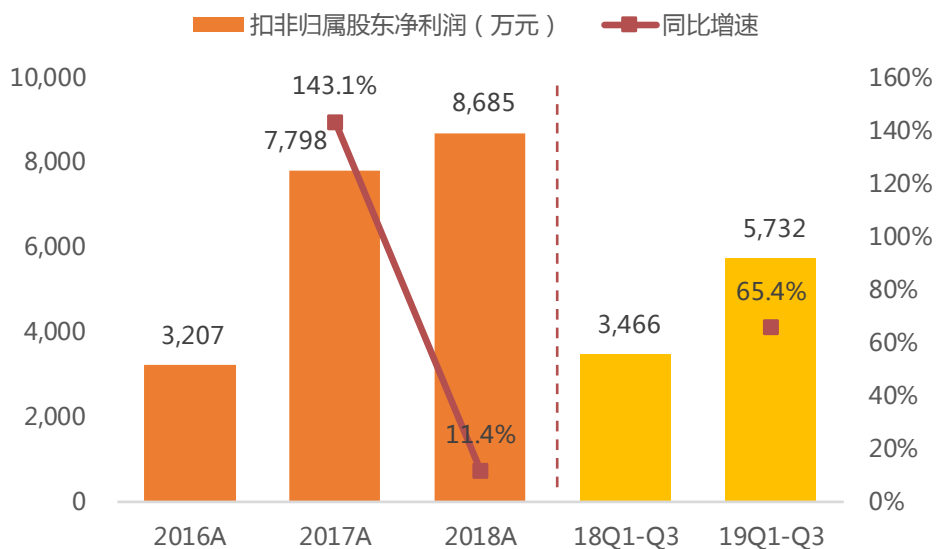
19Q3 单季度归属股东净利润为 1,490.8 万元, 同比扭亏为盈, 归属股东净利率同比提升 14.0 个百分点至 11.4%, 19Q3 扣非后归属股东净利润同比增长 388.9%至 1,199.0 万元, 扣非后归属股东净利率同比提升 6.7 个百分点至 9.1%;

图 5: 值得买归属股东净利润及同比增速 (2015A-2018A; 2018Q1-Q3; 2019Q1-Q3)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

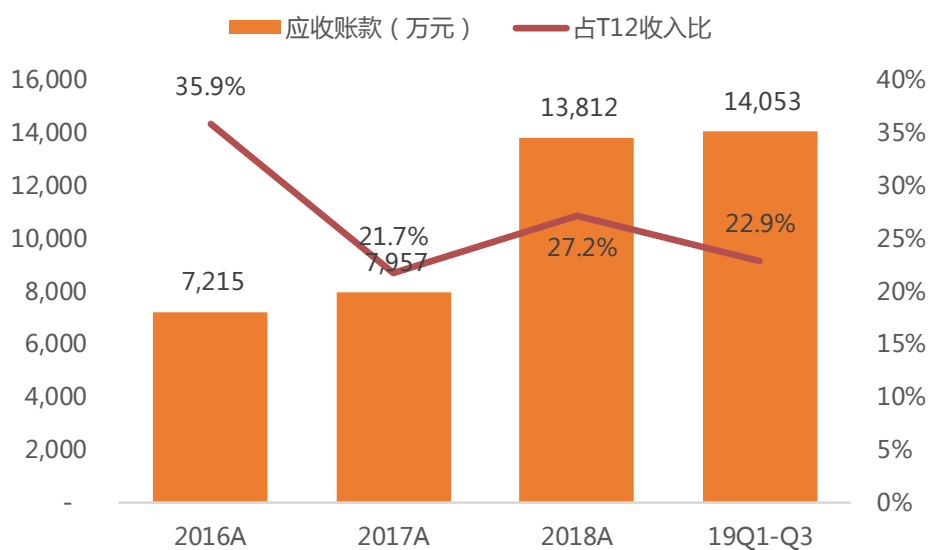
图 6: 值得买扣非后归属股东净利润及同比增速 (2015A-2018A; 2018Q1-Q3; 2019Q1-Q3)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

应收账款: 截至 2019 年 9 月 30 日, 公司应收账款为 1.41 亿元, 占 T12 收入比为 22.9%;

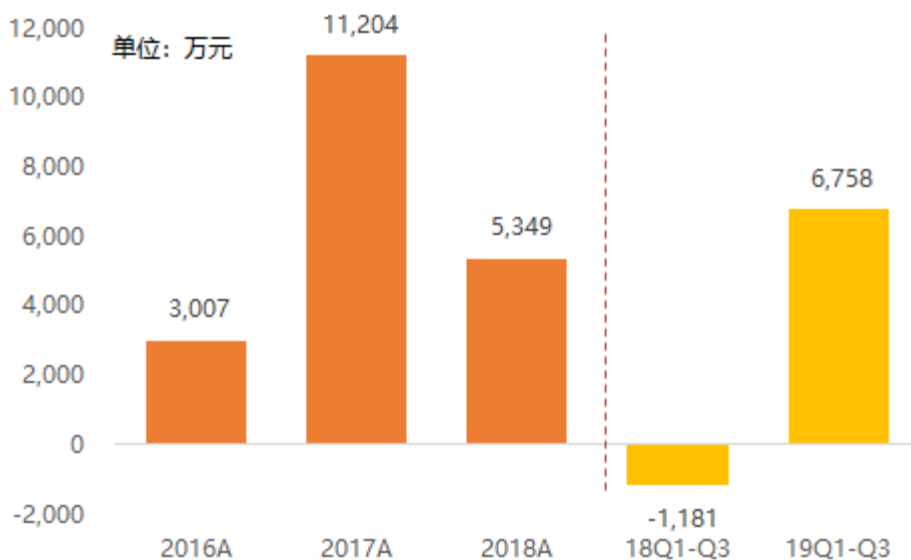
图 7：值得买应收账款及占 T12 收入比（2016A-2018A；2019Q1-Q3）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

现金及现金等价物：截至 2019 年 9 月 30 日，公司货币资金为 1.44 亿元，交易性金融资产为 3.56 亿元；2019 年前三季度公司经营性净现金流量净额为 6,758 万元，同比改善较为明显；

图 8：值得买经营性净现金流（2016A-2018A；2018Q1-Q3；2019Q1-Q3）

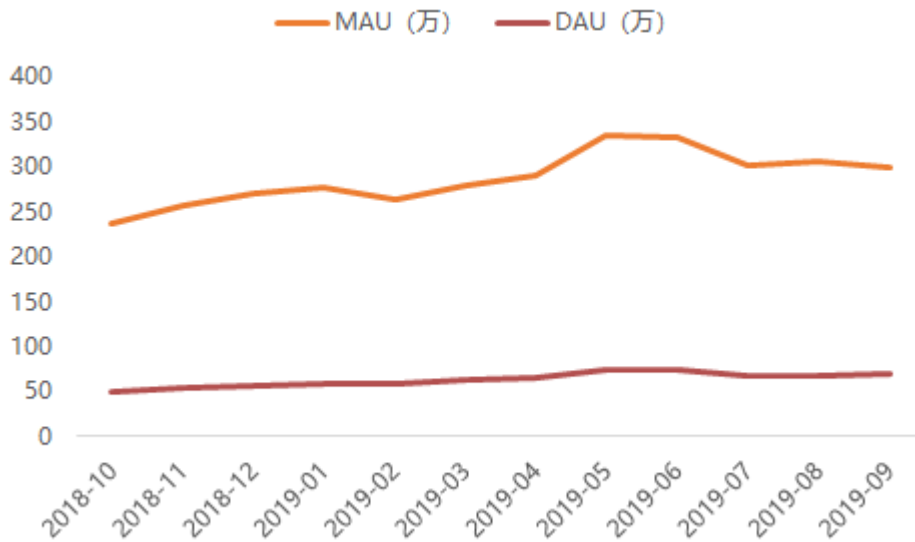


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 运营数据

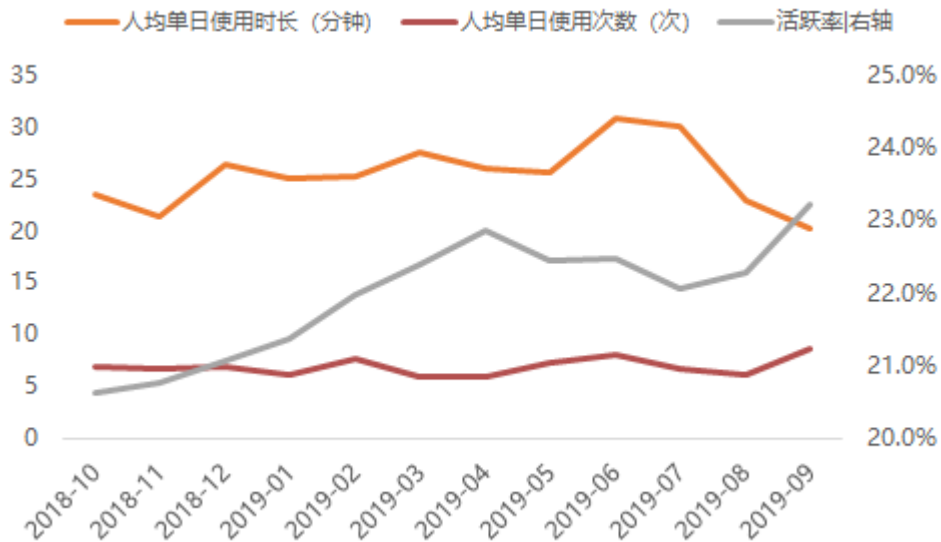
平台用户保持稳健增长的态势。根据 QuestMobile，尽管 3 季度在电商淡季影响下活跃用户规模不如 2 季度，但什么值得买 APP 的活跃用户规模同比继续保持增长，2019 年 9 月平台 MAU 同比增长 26.6%，DAU 同比增长 38.7%。值得一提的是，公司在技术研发方面的持续投入逐步显现，随着千人千面等技术投入下，用户粘性持续提升。

图 9：什么值得买平台移动端 MAU 及 DAU（2018 年 10 月-2019 年 9 月）



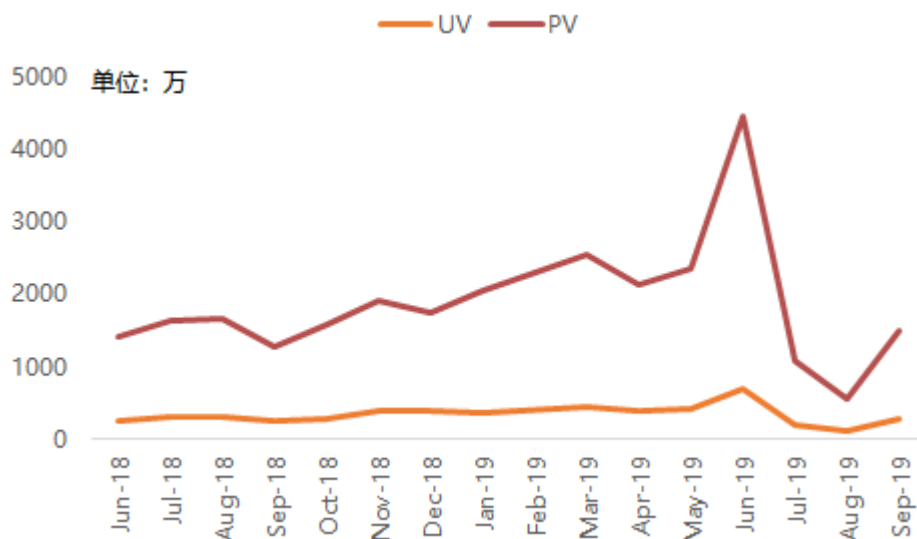
资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

图 10：什么值得买平台移动端用户粘性（2018 年 10 月-2019 年 9 月）



资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

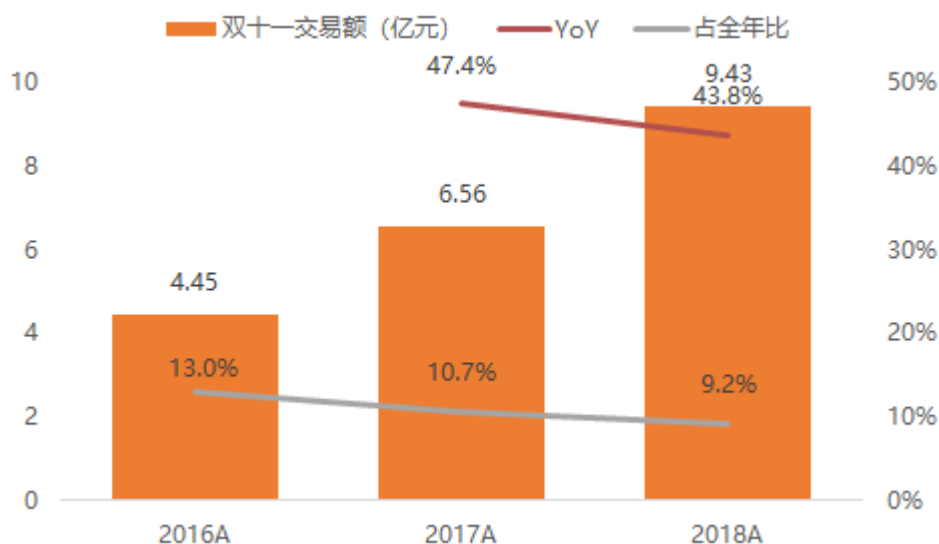
图 11: 值得买平台 PC 端流量 (2018 年 6 月-2019 年 9 月)



资料来源: Alexa, 天风证券研究所

回顾历史双十一表现, 值得买历年双十一 GMV 增速维持 40% 以上。2018 年双十一销售额达 9.4 亿元, 同比增长 43.8%, 高于同期天猫 26.9% 的增速和京东 25.7% 的增速。我们认为, 今年受益于新电商平台的接入与公司研发投入在用户体验提升方面的效果逐步显现下, 今年双十一公司有望延续高增长。

图 12: 值得买双十一交易额、同比增速及占全年比 (2016A-2018A)



资料来源: 公司公告, 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	204.45	507.87	590.08
应收票据及应收账款	79.57	138.12	168.44	237.47	199.08
预付账款	2.32	2.71	2.46	4.37	2.68
存货	2.71	0.77	3.26	2.54	2.83
其他	143.74	155.74	375.99	137.59	190.52
流动资产合计	314.96	304.16	754.59	889.84	985.20
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	11.76	15.20	18.76
非流动资产合计	18.86	213.49	221.99	231.87	243.04
资产总计	335.54	518.13	977.84	1,122.87	1,229.20
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	34.66	42.21	53.77
其他	58.33	72.73	68.49	71.61	80.76
流动负债合计	72.08	95.40	103.15	113.82	134.53
长期借款	0.00	84.00	84.00	76.00	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
非流动负债合计	9.50	95.05	96.55	90.05	15.55
负债合计	81.58	190.45	199.70	203.87	150.08
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	409.26	409.26	409.26
留存收益	213.96	287.68	724.80	865.66	1,025.78
其他	(92.60)	(92.60)	(409.26)	(409.26)	(409.26)
股东权益合计	253.96	327.68	778.14	919.00	1,079.12
负债和股东权益总	335.54	518.13	977.84	1,122.87	1,229.20

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	86.24	95.72	120.46	140.86	160.12
折旧摊销	6.48	8.32	2.21	2.96	3.87
财务费用	1.88	(1.59)	3.53	0.37	(0.74)
投资损失	(2.91)	(4.65)	(4.50)	(5.00)	(5.00)
营运资金变动	(23.17)	(53.12)	109.20	(60.46)	45.06
其它	43.52	8.81	3.54	3.54	3.54
经营活动现金流	112.04	53.49	234.43	82.26	206.85
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)	(369.20)	221.62	(59.35)
投资活动现金流	(74.39)	(205.63)	(363.28)	229.53	(49.38)
债权融资	0.00	93.60	93.60	85.60	9.60
股权融资	(2.09)	1.60	326.47	(0.37)	0.74
其他	(6.10)	(25.25)	(93.60)	(93.60)	(85.60)
筹资活动现金流	(8.19)	69.95	326.47	(8.37)	(75.26)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	29.46	(82.19)	197.62	303.42	82.21

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	367.00	507.59	672.92	859.56	1,047.73
营业成本	58.68	133.59	194.44	264.06	335.35
营业税金及附加	9.55	11.99	15.89	20.30	24.74
营业费用	105.50	134.72	159.12	200.90	240.94
管理费用	48.54	58.74	86.53	112.92	136.67
研发费用	52.76	72.20	87.79	113.22	141.58
财务费用	2.09	(1.60)	3.53	0.37	(0.74)
资产减值损失	0.31	2.27	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	3.54	3.54	3.54
投资净收益	2.91	4.65	4.50	5.00	5.00
其他	(12.77)	(15.19)	(16.08)	(17.08)	(17.08)
营业利润	99.44	106.23	133.66	156.33	177.73
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
利润总额	99.33	106.40	133.84	156.51	177.91
所得税	13.09	10.68	13.38	15.65	17.79
净利润	86.24	95.72	120.46	140.86	160.12
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	86.24	95.72	120.46	140.86	160.12
每股收益(元)	1.62	1.79	2.26	2.64	3.00

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	82.44%	38.31%	32.57%	27.74%	21.89%
营业利润	147.99%	6.83%	25.83%	16.96%	13.69%
归属于母公司净利润	145.26%	10.99%	25.84%	16.94%	13.67%
获利能力					
毛利率	84.01%	73.68%	71.10%	69.28%	67.99%
净利率	23.50%	18.86%	17.90%	16.39%	15.28%
ROE	33.96%	29.21%	15.48%	15.33%	14.84%
ROIC	79.81%	58.54%	30.45%	47.29%	44.04%
偿债能力					
资产负债率	24.31%	36.76%	20.42%	18.16%	12.21%
净负债率	-34.11%	26.48%	-14.25%	-45.95%	-53.79%
流动比率	4.39	3.19	7.33	7.83	7.33
速动比率	4.36	3.19	7.30	7.81	7.31
营运能力					
应收账款周转率	4.84	4.66	4.39	4.24	4.80
存货周转率	263.69	292.22	334.40	296.40	389.99
总资产周转率	1.32	1.19	0.90	0.82	0.89
每股指标(元)					
每股收益	1.62	1.79	2.26	2.64	3.00
每股经营现金流	2.10	1.00	4.40	1.54	3.88
每股净资产	4.76	6.14	14.59	17.23	20.23
估值比率					
市盈率	82.87	74.67	59.34	50.74	44.64
市净率	28.14	21.81	9.19	7.78	6.62
EV/EBITDA	0.00	0.00	47.83	41.28	35.32
EV/EBIT	0.00	0.00	48.60	42.05	36.10

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