

值得买 (300785)

证券研究报告

2020年03月06日

如何理解“什么值得买”的社区性？

什么值得买是一个怎样的平台？什么值得买在优惠信息之外，也是一个优质互联网内容社区。原创内容是“什么值得买”平台较为重要的内容支撑。值得买旗下什么值得买平台内容主要分为两种类型：1) 优惠信息，即多个电商平台上的促销信息与品牌促销信息；2) 原创好文，即平台上核心用户与官方编辑撰写的购物攻略、产品评测等深度文章。深度文章一般为图文形式，且内容之间会有系列或者相关话题，构成基于内容的社交关系的基础。从 PC 端来看，社区网页已经能够占到平台 61.0% 的近月访问比例。

什么值得买平台有何不同？跟其他社区平台相比，平台用户互动活跃、内容更易沉淀。值得买内容主要以数码、深度长图文形式为主，并以此吸引较多男性用户。从平台公布的 2019 年年度优质贡献生活家来看，在 25 位中有 10 位以数码领域文章为主的作者。借助数码、家居等领域内容，平台吸引力较多男性用户，从百度指数来看，2020 年 1 月男性用户占比达 85.27%，TGI 达 163.32。从用户互动指标来看，平台用户综合互动率较高，且内容更容易有沉淀。根据我们统计结果，什么值得买平台相较其他平台拥有较低的获赞率（值得买 0.58% vs. 小红书 1.23% vs. 快手 1.28% vs. 微博 0.78% vs. Bilibili 0.76%），但拥有更高的收藏率（值得买 4.97% vs. 小红书 2.12%）与评论率（值得买 0.17% vs. 小红书 0.07% vs. 微博 0.11% vs. 快手 0.08%）。

平台属性对值得买意味着什么？平台社区化内容运营有望带来变现增强与估值壁垒。从流量获取、留存到变现方面，对于互联网社区来说深度内容是扩大用户基数、提升用户粘性和增强变现能力的关键环节。值得买平台 2018 年平均每天新增内容约 0.8 万条，尽管整体内容数据低于其他社区，但内容对用户粘性的拉动效果较强，1H19A 平均月活跃用户增长 10.47%，而同期 GMV 增长 67.04%，与 GMV 高度挂钩的用户互动指标的增长预计为主要影响变量。着眼未来，公司通过主题征稿等方式丰富内容的多元性，提升对用户的吸引力，强化变现效率，从而有望缩小与其他互联网社区平台的估值差距。现阶段，值得买的单用户估值为 363 元，低于小红书历史平均单用户估值 534 元 vs. 快手 549 元 vs. 知乎 488 元，也低于哔哩哔哩当前 502 元的单用户估值水平。参考微博的经验，值得买在经历由内容带来的用户粘性的快速提升过程中，单用户估值具备进一步提升的潜力。

投资建议：我们暂时仍维持原有盈利预测，预计公司 2019-2021 年归母净利润为 1.17 亿/1.41 亿/1.60 亿，对应 PE 91.7x/76.0x/66.9x，继续坚定推荐，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；疫情风险；

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	367.00	507.59	662.03	859.56	1,047.73
增长率(%)	82.44	38.31	30.43	29.84	21.89
EBITDA(百万元)	151.42	177.31	135.01	159.66	180.86
净利润(百万元)	86.24	95.72	116.77	140.85	160.11
增长率(%)	145.26	10.99	22.00	20.62	13.67
EPS(元/股)	1.62	1.79	2.19	2.64	3.00
市盈率(P/E)	124.15	111.85	91.69	76.01	66.87
市净率(P/B)	42.16	32.67	13.82	11.70	9.96
市销率(P/S)	29.17	21.09	16.17	12.46	10.22
EV/EBITDA	0.00	0.00	75.75	63.62	55.00

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（维持评级）

当前价格 200.75 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) 10,706.67

流通 A 股市值(百万元) 2,676.67

每股净资产(元) 13.00

资产负债率(%) 20.83

一年内最高/最低(元) 216.40/34.10

作者

文浩 分析师

SAC 执业证书编号：S1110516050002

wenhao@tfzq.com

刘章明 分析师

SAC 执业证书编号：S1110516060001

liuzhangming@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《值得买-公司点评:业绩符合预期，内容与技术共筑壁垒-2019 年业绩快报点评》2020-03-01

2 《值得买-公司点评:业绩预告符合预期，关注社区内容与用户互动进展-2019 年业绩预告点评》2020-01-29

3 《值得买-季报点评:19Q3 季报点评：收入延续较高增长，关注 Q4 双十一大促》2019-10-27

内容目录

1. 值得买在优惠信息之外，也是一个优质互联网内容社区	3
2. 跟其他社区平台相比，值得买用户更加互动、内容更易沉淀	5
3. 平台社区化内容运营有望带来变现增强与估值壁垒	10

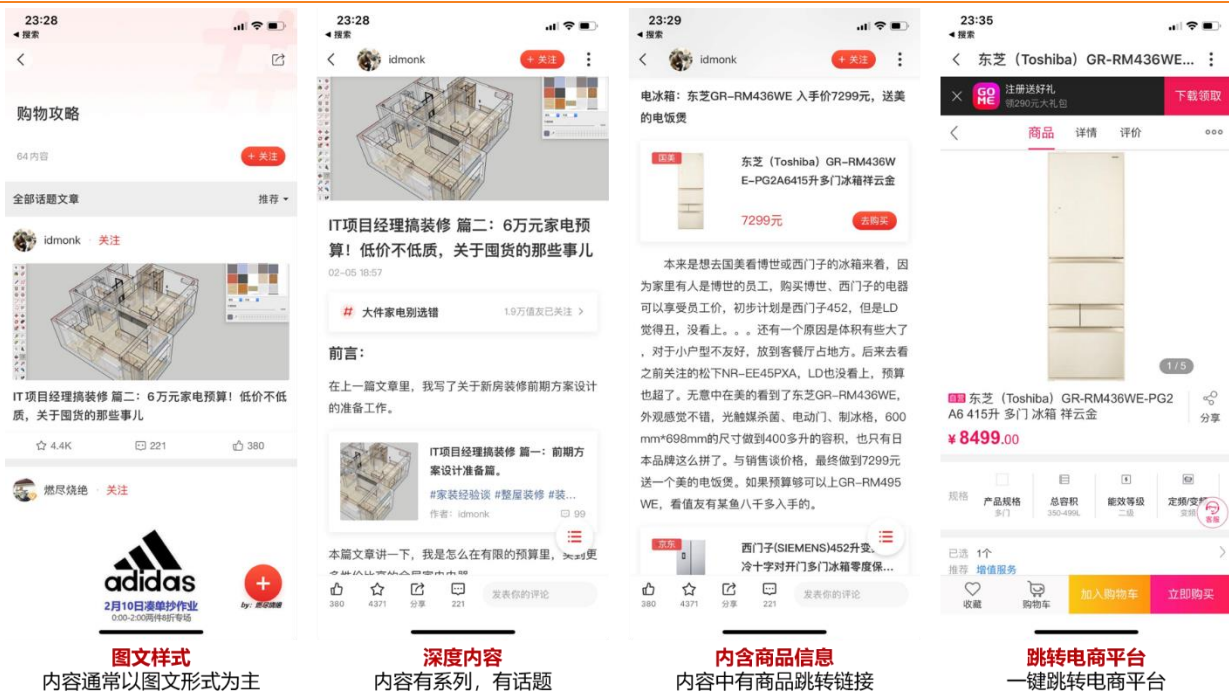
图表目录

图 1：什么值得买平台深度内容样式	3
图 2：什么值得买 APP 产品截图	3
图 3：值得买社区网站访问比例及人均页面浏览量	4
图 4：什么值得买社区页面下晒物频道	4
图 5：什么值得买平台 2019 年年度优质贡献生活家	5
图 6：“什么值得买”百度指数用户画像（2020 年 1 月）	6
图 7：国内主要互联网社区关键指标	6
图 8：什么值得买平台好文总榜情况	7
图 9：国内主要互联网社区 APP 和优惠信息 APP 的使用粘性	7
图 10：值得买内容激励与其他平台对比	8
图 11：什么值得买平台主要积分兑换详情	8
图 12：值得买内容成本、同比增速及内容成本率（2016A-2018A）	9
图 13：哔哩哔哩收入分成成本及分成成本率（2015A-2018A）	9
图 14：国内主要社区平台 MAU 与日均内容上传量	10
图 15：国内主要上市社区平台 2018 年收入与日均内容上传量	10
图 16：哔哩哔哩 3Q19 用户规模与用户互动指标及同比增速	10
图 17：用户通过短视频购买的商品构成（2019 年 4 月）	11
图 18：短视频带货对用户购物决策的影响（2019 年 4 月）	11
图 19：什么值得买平台内容征稿活动	11
图 20：什么值得买对京东海嘉收取的佣金比例（2018 年）	12
图 21：国内部分互联网社区公司市值（估值）	12
图 22：国内部分互联网社区公司单用户估值	13
图 23：微博单用户估值（2Q14A-4Q19E）	13

1. 值得买在优惠信息之外，也是一个优质互联网内容社区

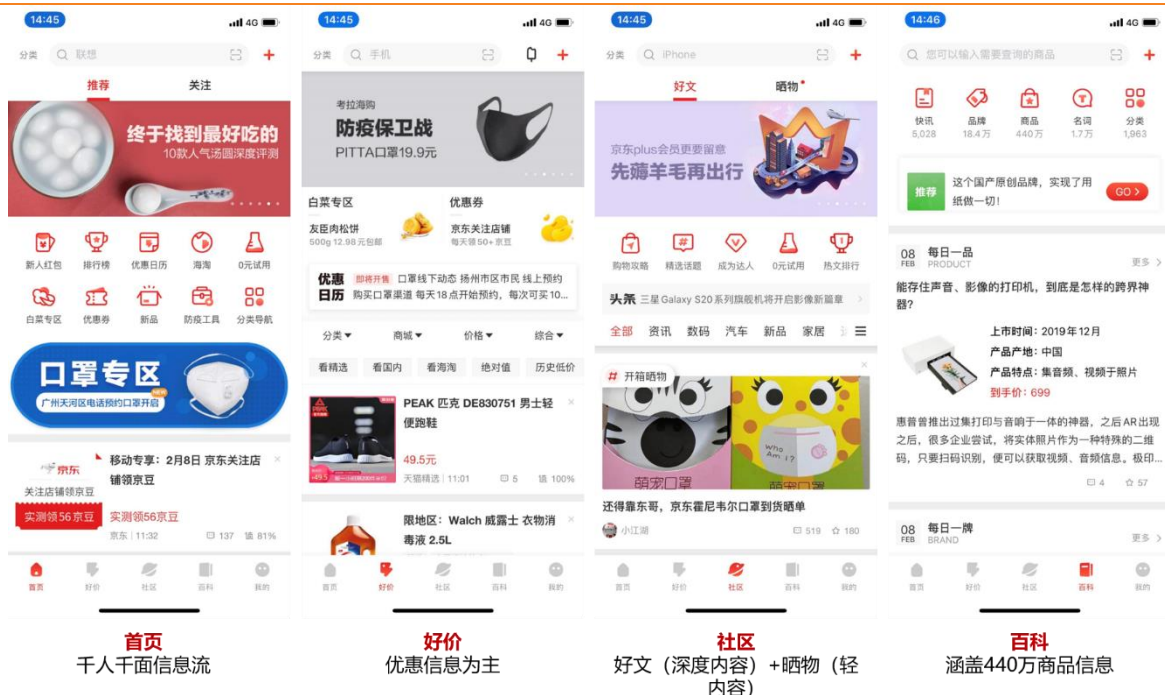
社区原创内容是“什么值得买”平台较为重要的内容支撑。值得买旗下什么值得买平台内容主要分为两种类型：1) 优惠信息，即多个电商平台上的促销信息与品牌促销信息；2) 原创好文，即平台上核心用户与官方编辑撰写的购物攻略、产品评测等深度文章。深度文章一般为图文形式，且内容之间会有系列或者相关话题，构成基于内容的社交关系的基础。此外，图文内容中除了知识型内容之外，还会附有商品推荐链接，可以在浏览文章过程中，一键到达电商平台。从什么值得买 APP 来看，深度内容会在首页和社区好文页面有所展现，而从 PC 端来看，社区内容网页已经能够占到全平台 61.0%的近日访问比例。

图 1：什么值得买平台深度内容样式



资料来源：什么值得买 APP，天风证券研究所

图 2：什么值得买 APP 产品截图



资料来源：什么值得买 APP，天风证券研究所

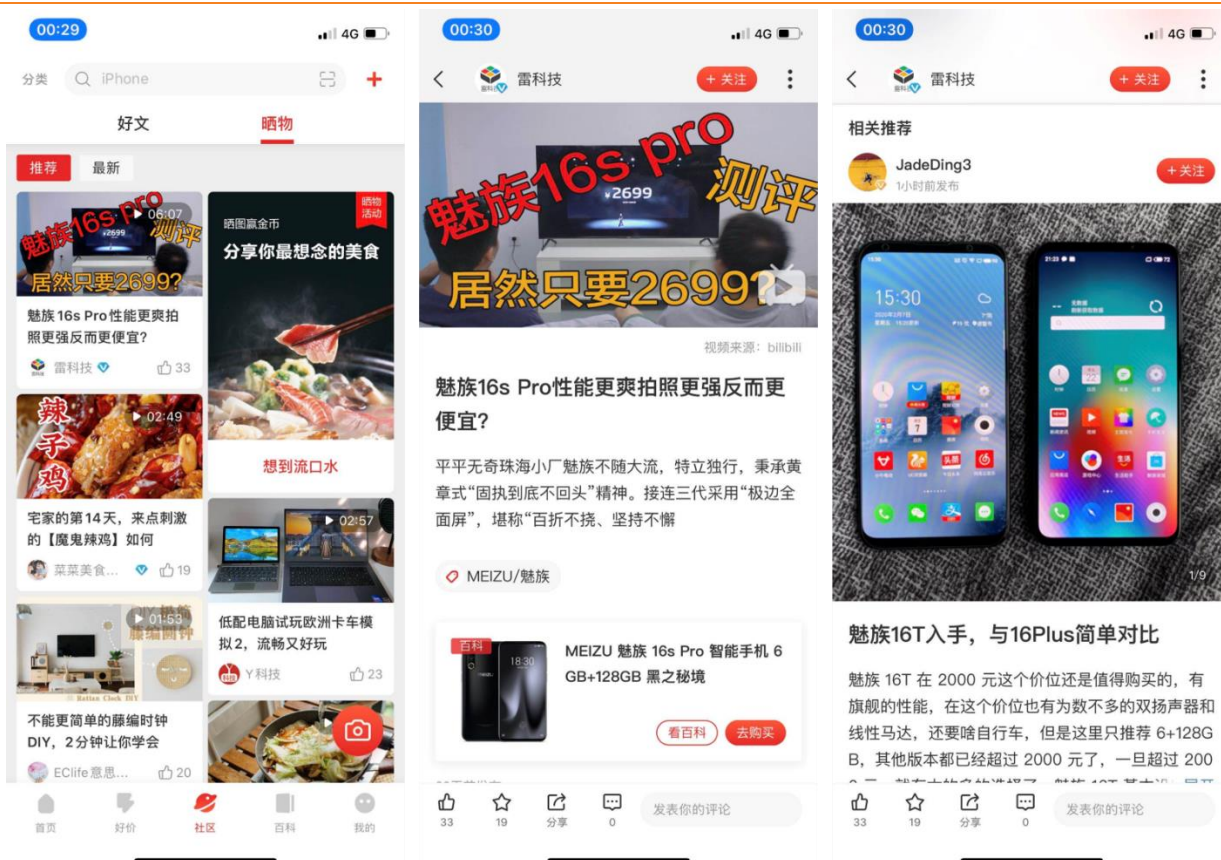
图 3：值得买社区网站访问比例及人均页面浏览量

被访问网址	近月网站访问比例	人均页面浏览量
smzdm.com	61.31%	42.83
post.smzdm.com	61.00%	33.76
go.smzdm.com	23.14%	11.76
search.smzdm.com	14.79%	4.39
faxian.smzdm.com	5.08%	4.12
zhiyou.smzdm.com	4.31%	1.56
m.smzdm.com	1.32%	0.39
wiki.smzdm.com	1.16%	0.40

资料来源：Alexa（2020年3月6日），天风证券研究所

此外，除深度内容之外，什么值得买平台社区频道也拥有“晒物”频道，该频道下用户上传图文、视频等内容。相较于好文，晒物会拥有更丰富的内容样式与更低的创作门槛。新的内容形式未来也有望逐步成为拉动新用户的新驱动力。

图 4：什么值得买社区页面下晒物频道



资料来源：值得买 APP，天风证券研究所

2. 跟其他社区平台相比，值得买用户更加互动、内容更易沉淀

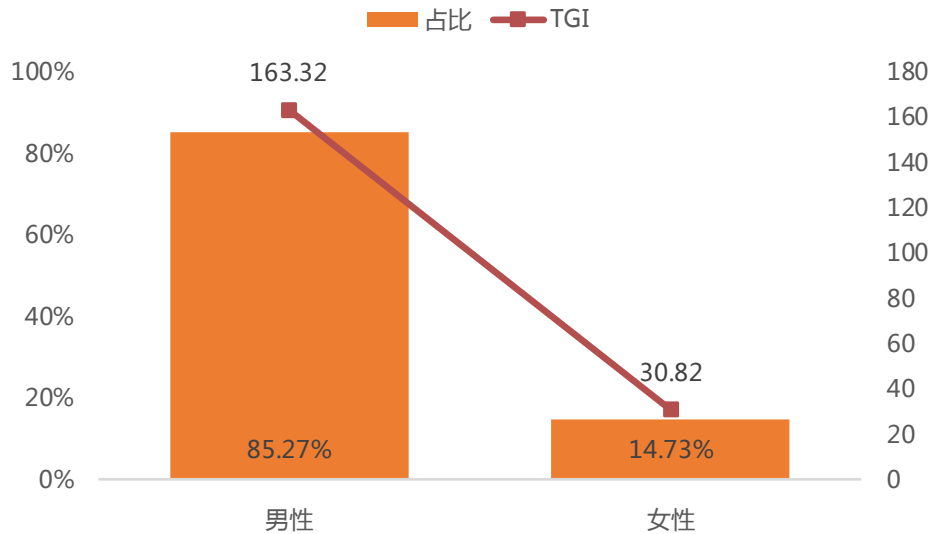
值得买内容主要以数码为主，并以此吸引较多男性用户。从平台公布的 2019 年年度优质贡献生活家来看，在 25 位中有 10 位以数码领域文章为主的作者，占比达 40%。在前十粉丝中，有 5 位也是以数码领域文章为主的作者，占比达 50%。借助数码、家居等领域内容，平台吸引力较多男性用户，从百度指数搜索“什么值得买”的用户画像来看，2020 年 1 月男性用户占比达 85.27%，TGI 达 163.32。

图 5：什么值得买平台 2019 年年度优质贡献生活家

用户名	所属领域	粉丝数 (个)	标签	文章 (篇)
silencesky	美食	274,796	首席生活家, 美食领域作者 爆料达人	983
哈尔科夫	旅游	54,307	首席生活家, 旅游领域作者	402
Y_S都说名字长醒目	数码	38,296	生活家, 数码领域作者	786
Lifeisgood	数码	72,530	首席生活家, 数码领域作者	298
善生的善生	数码	63,588	首席生活家, 数码领域作者	287
西红柿炖番茄	家居	42,411	首席生活家, 家具领域作者	298
心潮芃湃	家居	32,077	生活家, 家具领域作者	105
杨超越真是太好了	数码	36,826	生活家, 数码领域作者	229
小丫小叮当	家居	34,115	首席生活家, 家具领域作者	158
cloud_Kim	数码	59,670	首席生活家, 数码领域作者	126
liuspy	数码	41,244	首席生活家, 数码领域作者	178
识食务者	美食	53,096	首席生活家, 美食领域作者	127
IT公社	数码	15,343	生活家, 数码领域作者	132
美食作家王刚	美食	31,482	生活家, 美食领域作者	56
梦里梦外梦轮回	数码	18,873	生活家	129
尤呢呢	家居	40,369	首席生活家, 家具领域作者	126
巴伐利亚南大王	家居	40,300	首席生活家, 家具领域作者	133
阿文菌	数码	29,001	首席生活家, 数码领域作者	153
木籽向前冲	育儿	15,470	生活家, 育儿领域作者	112
summer2wind	影视	26,897	首席生活家, 影视领域作者	129
普通奶爸	游戏	41,794	首席生活家, 游戏领域作者	113
醉龙游太虚	综合	18,166	生活家	60
吞钱兽	影视	22,166	生活家, 影视领域作者	48
小小老本	数码	21,989	生活家, 数码领域作者	31
眼睛君	家居	11,402	生活家, 家具领域作者	29

资料来源：什么值得买官方网站，天风证券研究所

图 6：“什么值得买”百度指数用户画像（2020 年 1 月）



资料来源：百度指数（2020 年 2 月 10 日），天风证券研究所

跟其他互联网社区对比来看，什么值得买平台从内容形式、内容题材风格 and 用户互动指标方面皆有所差异，值得注意的是，平台用户互动率较高，内容更容易有沉淀。

什么值得买平台内容主要以长图文为主，且内容主要涵盖数码、生活等领域，而其他平台则以短图文、视频等形式为主，且每个平台皆有自身的内容题材风格。针对不同平台，我们选取了 30-50 位粉丝量排名靠前的将每篇文章/视频的平均获赞量、收藏量和评论量除以该作者的总粉丝数量分别作为平均获赞率、平均收藏率和平均评论率，什么值得买平台相较其他平台拥有较低的获赞率，但拥有更高的收藏率与评论率。

要如何理解此种差异？1) 平均获赞率方面：获赞率较高的小红书（1.23%）和快手（1.28%）由于拥有“双击点赞”功能与专注移动端 APP 的特性，拥有更低的点赞门槛，而微博（0.78%）、Bilibili（0.76%）和什么值得买（0.58%）则获赞率处于 0.8% 以下；2) 更高的收藏率和评论率意味着内容积淀更容易实现。从什么值得买平台好文总榜来看，什么值得买平台总榜前十的好文最早可以追溯至 2016 年，2019 年发布的文章占比为 30%。

图 7：国内主要互联网社区关键指标

	什么值得买	小红书	微博	Bilibili	快手
内容形式	长图文为主	短图文、短视频	短图文、短视频	中长视频为主	短视频
内容风格	数码、生活	生活	明星、生活	二次元、生活	生活
平均获赞率	0.58%	1.23%	0.78%	0.76%	1.28%
平均收藏率	4.97%	2.12%	n.a.	n.a.	n.a.
平均评论率	0.17%	0.07%	0.11%	n.a.	0.08%
日活跃率	22.3%	28.5%	40.2%	25.5%	50.1%
日平均使用时长（分钟）	24.4	26.5	56.9	91.9	58.0
日平均使用次数（分钟）	10.5	5.2	9.8	11.1	18.7
单次使用时长（分钟）	2.4	5.1	5.8	8.3	3.1

资料来源：各官方网站，QuestMobile，天风证券研究所

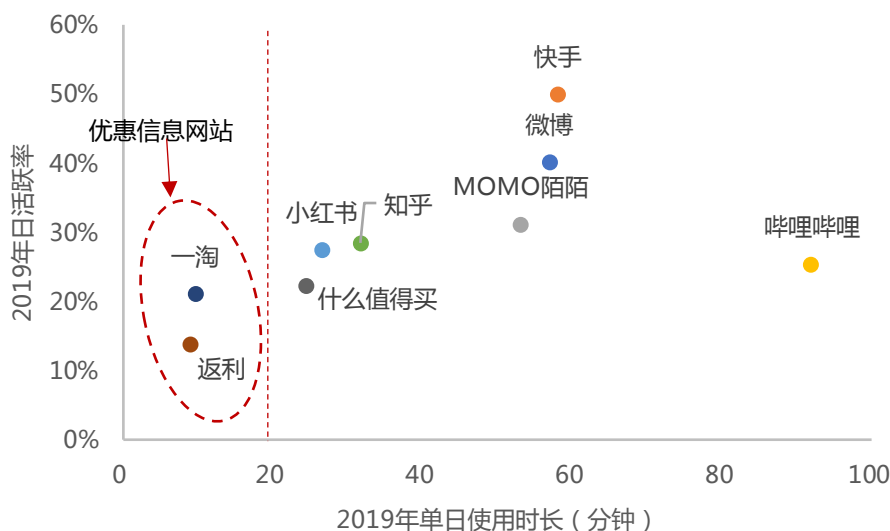
图 8：什么值得买平台好文总榜情况

文章	作者	发文日期	点赞数量	收藏数量	评论数量
亚马逊全球攻略2017：美国亚马逊 直邮服务 手把手教程	社区小小值	2016/7/15	23,126	57,152	3,652
#原创新人#一个工程师的首次装修总结与分享	三碗	2017/1/29	8,014	38,953	2,276
什么值得买 海淘入门攻略 2018版 买遍全球真的没有那么难！	什么值得买	2016/7/22	10,908	34,984	1,752
洗衣服那点事 篇六：使出洪荒之力：2016年度洗衣机/干衣机/清洗用品购买完全指南	魅惑蓝心	2016/11/8	8,385	23,818	5,138
装修实操纯干货指南，带你躲过几乎所有的装修坑！硬装篇	Meteorfly	2018/3/7	4,463	32,205	1,074
儿童安全座椅选购建议	sleeptoro	2014/4/12	3,751	12,506	20,855
只看好片 篇一：	值行	2019/11/12	3,860	32,785	1,151
一起看电影 篇十六：20部开头即高潮，全程无尿点部都是神作的动作电影你看过几部？	小木子乐呵呵	2019/7/4	2,557	32,862	1,385
小白装修入门白皮书 篇一：闲谈小白初入装修的十个注意事项	lust-junst	2017/5/13	4,156	27,372	1,798
这些仅10元的良心小物，真解决了不少家居痛点啊！	新住家居	2019/6/18	3,657	31,482	532

资料来源：什么值得买官方网站，天风证券研究所

什么值得买平台凭借优质内容实现与其他单纯优惠信息网站的粘性优势。以日活跃率与人均使用时长作为用户粘性的衡量指标，什么值得买平台尽管比哔哩哔哩、快手、微博等平台差异较大，与小红书和知乎接近，但比单纯的优惠信息网站拥有明显的优势。

图 9：国内主要互联网社区 APP 和优惠信息 APP 的使用粘性



资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

在值得买较为成功的社区运营下，公司内容激励更多依靠非现金激励方式。现金激励方面，公司针对不同内容提供一定程度的现金，和优惠券、购物卡和实物礼品，2018 年这些现金激励共计支出 535 万元，占总体收入的 1.1%，远低于哔哩哔哩 39.5%的分成率。在较低的内容成本下，值得买更多通过非现金的方式进行内容激励。以 2019 年上线的创作者认证系统为例，平台通过多元的认证体系、培养体系和多种挑战赛等活动，激励用户分享经验，

并成为平台认证生活家，获得平台用户的信赖。在平台相对可控的平均点赞率与更高的平均评论率下，平台能够更好地给到作者非现金激励，从而维持较低成本的优质内容输出。

图 10：值得买内容激励与其他平台对比

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 11：什么值得买平台主要积分兑换详情

优惠券 更多 >

京东 食品饮料部分商品 满15-10元优惠券

已领: 7张
有效期: 2020-02-14 23:59

立即兑换

京东自营食品饮料 免费领满60-10元优惠券

已领: 5张
有效期: 2020-02-14 23:59

立即兑换

幸运屋 更多 >

第3期 666金币礼包 (签到≥1天)

已参与75542次
20积分/次, 每人每期不限次数

等待开奖

第5期 888金币礼包 (签到≥3天)

已参与74933次
20积分/次, 每人每期不限次数

等待开奖

第2期 2020金币礼包 (签到≥7天)

已参与87866次
20积分/次, 每人每期不限次数

等待开奖

礼品兑换 更多 >

【京东物流】罗技 G910 RGB机械键盘

已领: 0件 剩余: 2件
8000金币

立即兑换

【京东物流】GARMIN佳明 智能手环 vivosmart4黑色

已领: 0件 剩余: 3件
10800金币

立即兑换

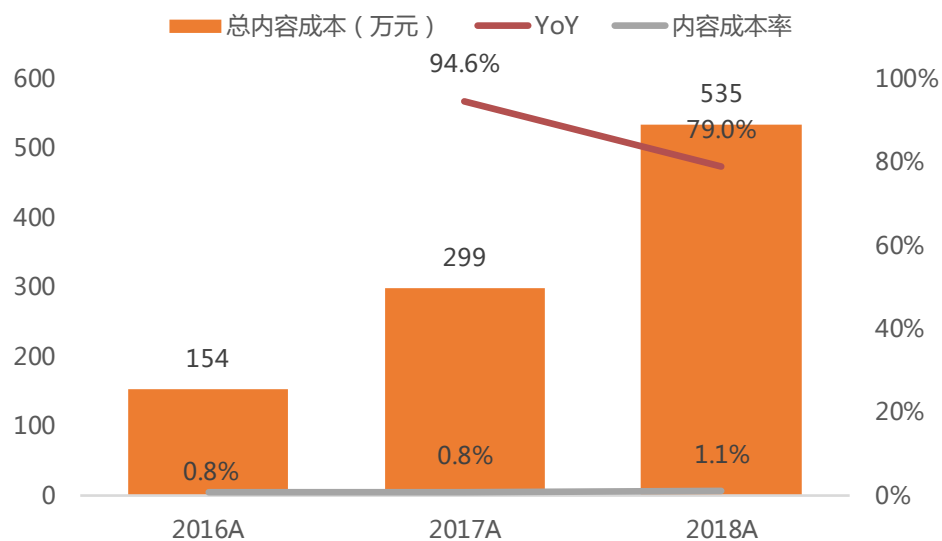
【京东物流】SWAROVSKI施华洛世奇 黑天鹅 大号玫瑰金色链

已领: 1件 剩余: 1件
10000金币

立即兑换

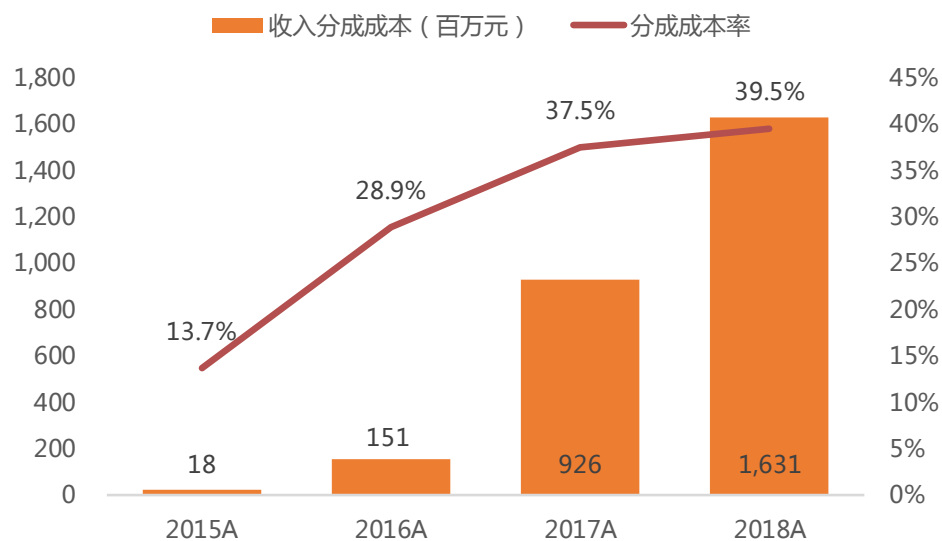
资料来源：什么值得买官方网站，天风证券研究所

图 12：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 13：哔哩哔哩收入分成成本及分成成本率（2015A-2018A）

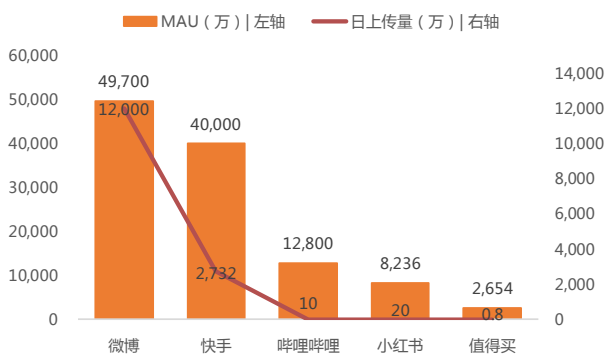


资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 平台社区化内容运营有望带来变现增强与估值壁垒

从流量获取、留存到变现方面，对于互联网社区来说深度内容是扩大用户基数、提升用户粘性和增强变现能力的关键环节。从国内主要的互联网社区平台来看，用户规模与创作门槛共同决定日上传量，新增内容又吸引更多人加入平台。尽管创作门槛也是决定新增内容规模的重要因素，比如，用户规模大且创作门槛较低的微博每日仅图片发布量达 1.2 亿（2019 年 1 月）；而创作门槛高于图片的短视频社区快手的原创视频平均每日上传量为 2,732 万（2019 上半年原创视频库存新增 50 亿）。但总体来看，内容规模与用户规模、收入规模整体呈现正向关系。

图 14：国内主要社区平台 MAU 与日均内容上传量

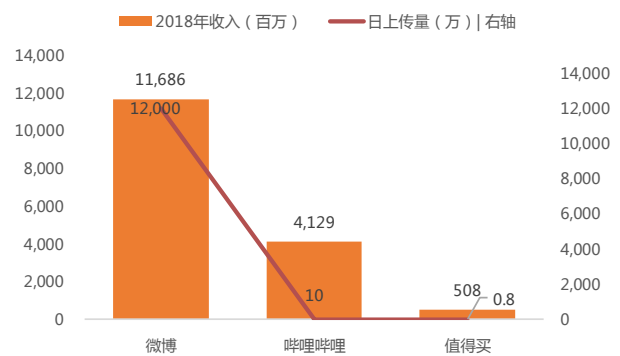


资料来源：公司公告，QuestMobile，天风证券研究所

注：微博与哔哩哔哩用户 MAU 采用 19Q3 数值，快手采用 2019 年 6 月数字，

小红书为 2019 年 12 月数字，值得买为 2018 年数值

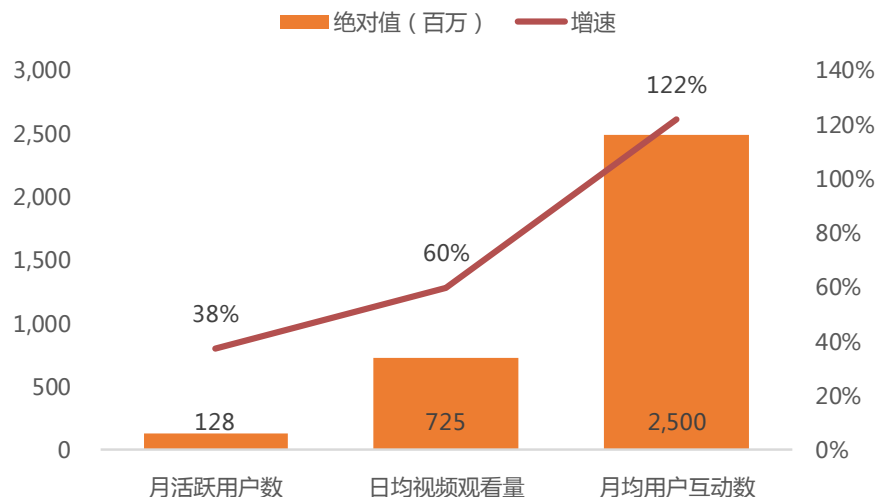
图 15：国内主要上市社区平台 2018 年收入与日均内容上传量



资料来源：公司公告，天风证券研究所

在互联网社区加持下，内容对于用户互动的拉动效果较为明显，并最终传导为变现效果的提升。从哔哩哔哩 2019 年三季度运营数据来看，该季度月活跃用户达 1.28 亿，同比增长 38%，而同期用户日均视频观看量同比增长 60%，用户互动数同比增长 122%，远高于用户增速。值得买的社区内容运营也呈现相似的情形，2019 上半年平均月活跃用户增长 10.47%，但同期 GMV 增长 67.04%，与 GMV 高度挂钩的用户互动指标的增长预计为主要影响变量。

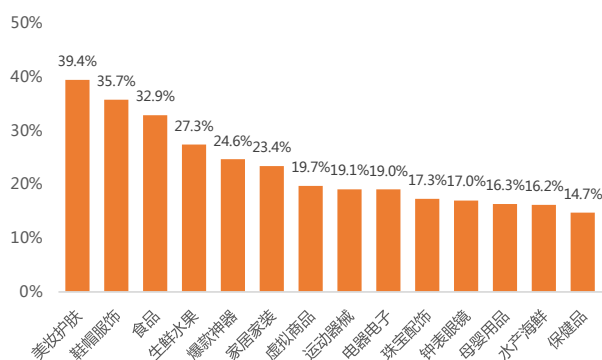
图 16：哔哩哔哩 3Q19 用户规模与用户互动指标及同比增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

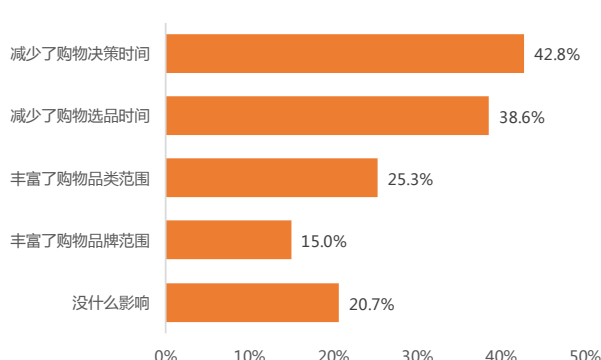
从短视频行业来看，内容电商对于消费来说是一种可以减少购物决策与选品成本、增加可选范围的一种有效手段。同时，在社区平台之上，不同形式的内容都会有电商化的潜力，诸如美妆、服装、食品等较低标准化的产品具备更高的转化率。

图 17：用户通过短视频购买的商品构成（2019 年 4 月）



资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

图 18：短视频带货对用户购物决策的影响（2019 年 4 月）



资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

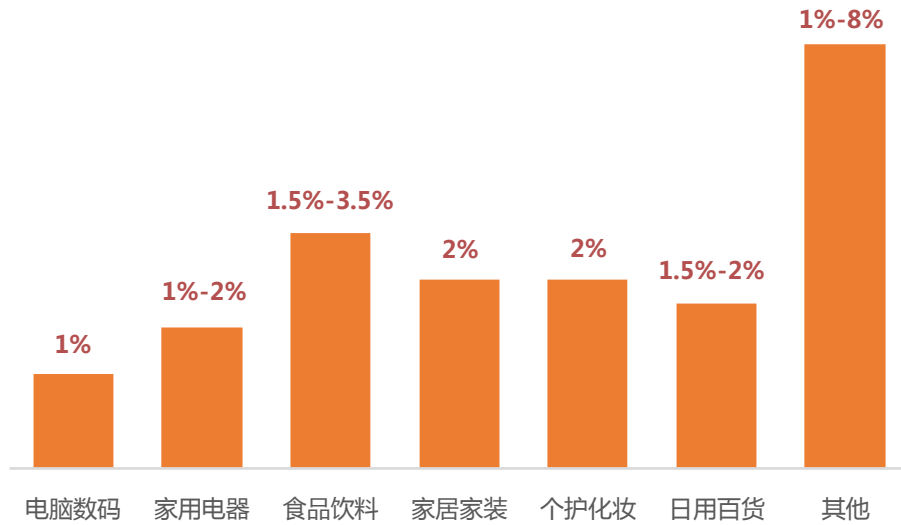
落脚到什么值得买平台，值得买的内容运营除了依靠编辑团队之外，主要通过主题征稿、话题聚合、文章整理三个角度切入 UGC 内容激励，从而丰富内容的多元性。从近期平台主题征稿活动来看，在传统 3C 品类之外，平台征稿活动表现出较为明显的多元化特征。根据我们自行统计，在近期 25 次征稿活动中有 19 次为非电脑数码、家电等主题。而仅从公司对京东海嘉收取的佣金比例来看，非电脑数码、家用电器品类的商品收取的佣金比例较低，而其他品类的佣金率较高。这意味着多元化的内容体系下，假设内容带货效率相近的情况下，公司的变现效率有望逐步加强。

图 19：什么值得买平台内容征稿活动

序号	标题	主题	时间
1	【征稿活动】全员SOHO季，征集宅家办公神器，远程办公达人来分享经验技巧吧！	电脑数码	2020/2/10
2	【征稿活动】宅家学习大作战 速速交出你的学习娱乐文具清单！	文具用品	2020/2/7
3	孝敬家中长辈该买哪些实用电器？不如看看值友们怎么选！欢迎晒晒你给爸妈购置的大家电	大家电	2020/2/5
4	【征稿活动】减压大作战！说说你对抗不良情绪的故事	技能提升	2020/2/1
5	【征稿活动】检验是不是真正死宅的时刻到了，交出你的宅家生活手册！	文化娱乐	2020/1/28
6	【征稿活动】哪首歌你永远不会删？秀出你的宝藏歌单，一起“鼠”金币！	音乐	2020/1/27
7	【征稿活动】记下你的年终奖流水账，让值友们看看你的理财实力吧	电脑数码	2020/1/23
8	【征稿活动】答应我，这个春节别出门了，顺便交出你的宅家片单	影视	2020/1/21
9	【征稿活动】分享你的故乡味道，赢小米手表Color~	食品生鲜	2020/1/20
10	【征稿活动】新年创作挑战赛，新年红包抽锦鲤，人人皆可拿金币，2020过年好~	其他文化娱乐	2020/1/19
11	《征稿活动》回顾过去十年，你家家电是否经历过哪些变化？谈谈你的家电变迁史~	家用电器	2020/1/16
12	【征稿活动】致21世纪第二个10年：10年前的穿搭什么样，现在又是什么样？10年穿搭挑战赛	服饰鞋包	2020/1/13
13	【征稿活动】用运动打开新年，在家也能强健体魄	运动户外	2020/1/8
14	【征稿活动】参与年货大作战，赢Switch、黄金纪念牌等新年好礼！（中奖名单已公布）	食品生鲜	2019/12/31
15	【征稿活动】拆看晒物年货礼包，神秘惊喜属于你	文化娱乐	2019/12/30
16	【征稿活动】又到年关两地忙，空置房间心不安？分享你的家用安防好物，让大家过个安全舒心的好年	智能家居	2019/12/25
17	【征稿活动】2019数码圈“真香”年会！大佬云集，请晒出你的年度数码好物	电脑数码	2019/12/23
18	【征稿活动】术业有专攻，晒晒我的装备清单！（获奖名单已公布）	文化娱乐	2019/12/20
19	【征稿活动】这都快2020年了，新一年的办公用品都买齐了吗？（赢1000元购物卡）	办公设备	2019/12/20
20	【征稿活动】喜欢用各种App作为生活小帮手？晒出你最爱用的App，让值友猜猜你的App生活	手机软件	2019/12/19
21	【征稿活动】值男值女看过来，谁说我们不懂仪式感？圣诞、跨年送礼指南大征集	个护化妆	2019/12/16
22	【征稿活动】曾经科幻想象的2020年，你实现了哪些智能？谈谈这些年你的智能家居组建经验	家居家装	2019/12/13
23	【征稿活动】我眼中的海南，分享海南旅游的攻略、游记、防坑指南等（活动结束后、奖项已公布）	国内自由行	2019/12/11
24	【征稿活动】大型试驾来了！来聊聊一汽丰田选购车试驾秘籍吧，轻轻松松赢1000元！	汽车服务	2019/12/10
25	【征稿活动】分享通往极致体验的阶梯，你就是观影体验优化师（已开奖）	影视	2019/12/10

资料来源：什么值得买官方网站，天风证券研究所

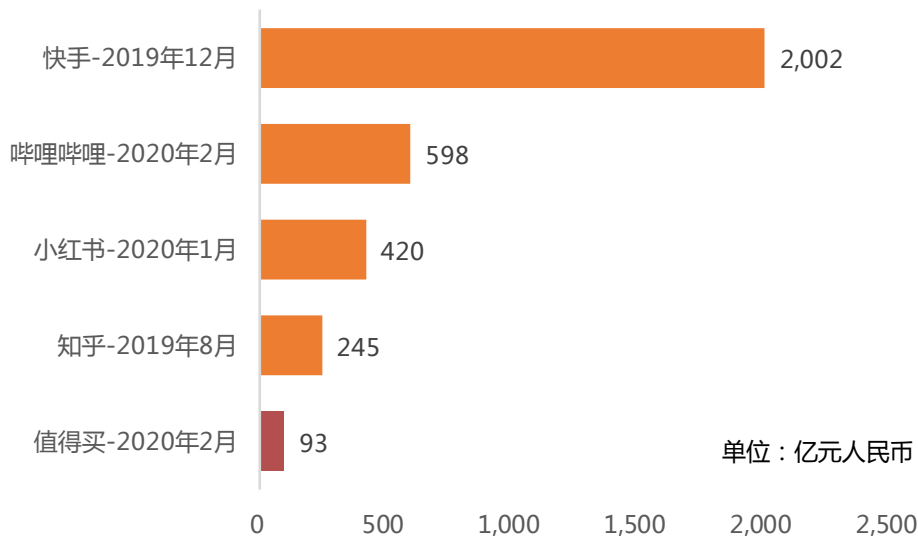
图 20: 什么值得买对京东海嘉收取的佣金比例 (2018 年)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

值得买当前单用户估值相较其他互联网社区处于较低水平, 具备进一步提升的空间与潜力。从快手、小红书等公司历史融资估值与用户规模来计算单用户估值, 值得买当前市值对应 2019 年底估计用户规模下的单用户估值为 363 元, 低于小红书历史平均单用户估值 534 元 vs. 快手 549 元 vs. 知乎 488 元。

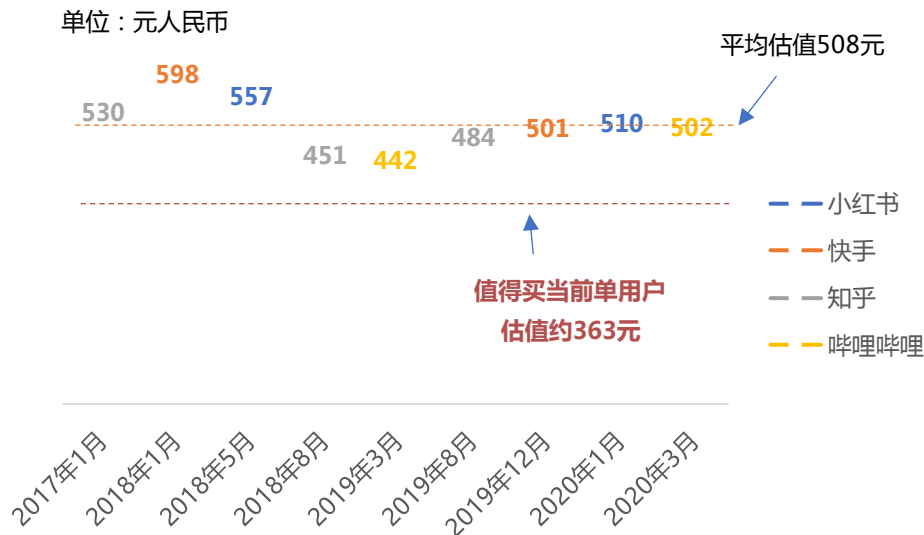
图 21: 国内部分互联网社区公司市值 (估值)



资料来源: Bloomberg, 新浪财经, 天风证券研究所

注: 美元与人民币汇率采用 7:1 汇率换算

图 22：国内部分互联网社区公司单用户估值



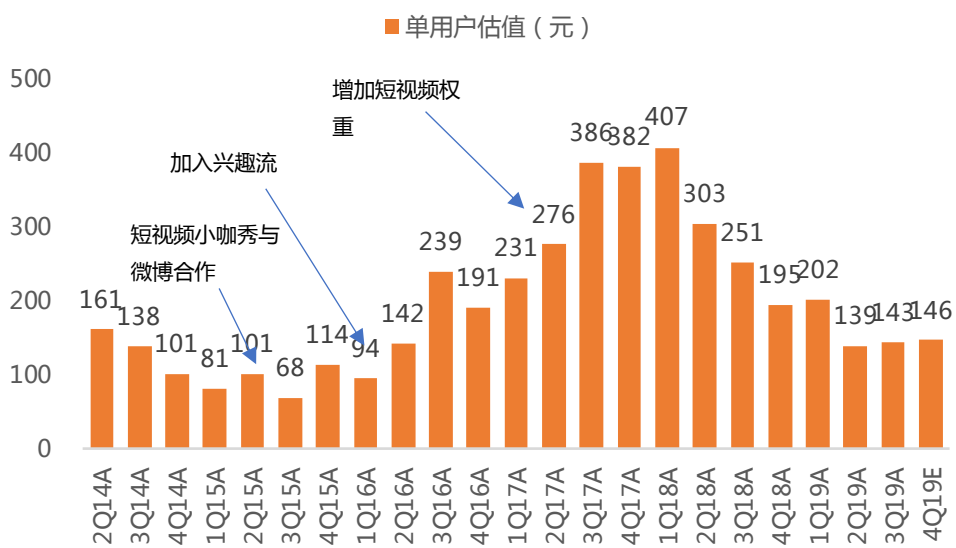
资料来源：公司公告，新浪财经，QuestMobile，天风证券研究所

注：以美元计价的估值统一采用人民币与美元 7:1 换算得到；

回顾微博单用户估值变化历史，微博单用户估值的提升背后是：1) **用户维持较高增长**，3Q15A-4Q17A 的 MAU 增速平均值为 30.9%；2) **内容持续丰富**，持续强化视频类型布局；3) **在内容丰富与产品改版下，用户粘性持续提升**，根据 QuestMobile，微博 3Q15 平均日活跃率为 31.3%，4Q17 平均日活跃率为 34.7%、3Q15 日平均使用时长为 33.2 分钟，4Q17 提升至 49.7 分钟。

现阶段，值得买在经历由内容带来的用户粘性的快速提升（用户互动指标的体现在用户复购次数的提升），作为社区平台单用户估值具备进一步提升的潜力。

图 23：微博单用户估值（2Q14A-4Q19E）



资料来源：微博公司公告，Wind，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	利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	86.62	6.83	204.81	500.14	590.42	营业收入	367.00	507.59	662.03	859.56	1,047.73
应收票据及应收账款	79.57	138.12	163.48	242.43	194.12	营业成本	58.68	133.59	191.30	264.06	335.35
预付账款	2.32	2.71	2.38	4.46	2.60	营业税金及附加	9.55	11.99	15.63	20.30	24.74
存货	2.71	0.77	3.19	2.61	2.77	营业费用	105.50	134.72	156.54	200.90	240.94
其他	143.74	155.74	375.83	137.74	190.37	管理费用	48.54	58.74	85.13	112.92	136.67
流动资产合计	314.96	304.16	749.69	887.37	980.28	研发费用	52.76	72.20	86.37	113.22	141.58
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	2.09	(1.60)	3.53	0.37	(0.73)
固定资产	9.41	199.81	205.38	212.17	220.12	资产减值损失	0.31	2.27	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动收益	0.00	0.00	1.24	3.54	3.54
无形资产	4.61	5.21	4.85	4.51	4.15	投资净收益	2.91	4.65	4.50	5.00	5.00
其他	4.84	8.47	11.76	15.20	18.76	其他	(12.77)	(15.19)	(11.48)	(17.08)	(17.08)
非流动资产合计	18.86	213.49	221.99	231.87	243.04	营业利润	99.44	106.23	129.27	156.32	177.72
资产总计	335.54	518.13	972.94	1,120.40	1,224.28	营业外收入	0.00	0.34	0.34	0.34	0.34
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	0.11	0.16	0.16	0.16	0.16
应付票据及应付账款	13.75	22.67	33.74	43.14	52.84	利润总额	99.33	106.40	129.45	156.50	177.90
其他	58.33	72.73	68.19	71.90	80.47	所得税	13.09	10.68	12.68	15.65	17.79
流动负债合计	72.08	95.40	101.93	115.04	133.31	净利润	86.24	95.72	116.77	140.85	160.11
长期借款	0.00	84.00	84.00	76.00	0.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	86.24	95.72	116.77	140.85	160.11
其他	9.50	11.05	12.55	14.05	15.55	每股收益(元)	1.62	1.79	2.19	2.64	3.00
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	198.48	205.09	148.86						
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
股本	40.00	40.00	53.33	53.33	53.33	成长能力					
资本公积	92.60	92.60	409.26	409.26	409.26	营业收入	82.44%	38.31%	30.43%	29.84%	21.89%
留存收益	213.96	287.68	721.12	861.97	1,022.09	营业利润	147.99%	6.83%	21.70%	20.93%	13.69%
其他	(92.60)	(92.60)	(409.26)	(409.26)	(409.26)	归属于母公司净利润	145.26%	10.99%	22.00%	20.62%	13.67%
股东权益合计	253.96	327.68	774.46	915.31	1,075.42	获利能力					
负债和股东权益总计	335.54	518.13	972.94	1,120.40	1,224.28	毛利率	84.01%	73.68%	71.10%	69.28%	67.99%
						净利率	23.50%	18.86%	17.64%	16.39%	15.28%
						ROE	33.96%	29.21%	15.08%	15.39%	14.89%
						ROIC	79.81%	58.54%	29.54%	47.94%	43.55%
						偿债能力					
						资产负债率	24.31%	36.76%	20.40%	18.31%	12.16%
						净负债率	-34.11%	26.48%	-14.36%	-45.29%	-54.01%
						流动比率	4.39	3.19	7.37	7.72	7.36
						速动比率	4.36	3.19	7.34	7.70	7.34
						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	0.89	0.82	0.89
						每股指标(元)					
						每股收益	1.62	1.79	2.19	2.64	3.00
						每股经营现金流	2.10	1.00	4.36	1.39	4.03
						每股净资产	4.76	6.14	14.52	17.16	20.16
						估值比率					
						市盈率	124.15	111.85	91.69	76.01	66.87
						市净率	42.16	32.67	13.82	11.70	9.96
						EV/EBITDA	0.00	0.00	75.75	63.62	55.00
						EV/EBIT	0.00	0.00	77.00	64.82	56.21

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	86.24	95.72	116.77	140.85	160.11
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	(0.73)
投资损失	(2.91)	(4.65)	(4.50)	(5.00)	(5.00)
营运资金变动	(23.17)	(53.12)	113.24	(68.54)	53.15
其它	43.52	8.81	1.24	3.54	3.54
经营活动现金流	112.04	53.49	232.49	74.18	214.93
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)	(366.90)	221.62	(59.35)
投资活动现金流	(74.39)	(205.63)	(360.98)	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)	0.73
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)	(75.27)
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)	197.98	295.33	90.28

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