

值得买 (300785)

公司研究/点评报告

业绩稳健增长，用户粘性持续提升

—值得买 2019 年年报点评

动态研究报告/商贸零售

2020 年 04 月 15 日

报告摘要：

一、事件概述

公司 4 月 15 号公布 2019 年年报，报告期内营业收入 6.6 亿元，同比+30.4%；归母净利润 1.2 亿元，同比+24.4%；归母扣非净利润 1.1 亿，同比+24.4%。

二、分析与判断

➤ 收入端：营收维持稳健增长，用户粘性稳步提升

公司 2019 年营业收入 6.6 亿元，同比增长 30.4%。拆分来看：信息推广（佣金+广告）业务营收 4.5 亿，同比+10.2%；效果营销平台业务营收 2.1 亿，同比+113.2%，占比由 20%提升至 32%，我们预计该部分营收主要为京东导购佣金贡献。公司 2019 年导购 GMV151 亿，同比+47.9%，继续维持高增长。用户层面：月活用户（移动+PC）2951 万，同比+11.2%；同时用户粘性稳步提升，2019 年什么值得买 APP 单用户平均每日启动次数为 8.66 次，同比增长 23.19%，移动客户端 APP 单用户平均每日停留时长 14 分 18 秒，同比增长 8.47%。

➤ 利润端：净利率基本稳定，研发费用率同比提升

归母净利润 1.2 亿元，同比增加 24.4%，归母净利率 18%，同比微降 0.9pct 基本稳定。毛利端：整体毛利率 71.6%，同比-2.1pct，主因信息推广业务毛利率小幅下滑（2018 年 73.9%→2019 年 70.8%）；费率端：销售费用率 22.7%同比-3.8pct，管理费用率 12.7%同比+1.1pct，研发费用率 16.2%同比+2.0pct，财务费用率 0.6%同比+0.9pct。

三、投资建议

我们预计 2020-2022 年公司归母净利分别为 1.53/1.86/2.33 亿，同比+28.2%/22.1%/24.9%；2020~2022 年对应 PE 分别为 53X/44X/35X。作为一家互联网内容导购平台，公司在 A 股具有稀缺性，较难针对 PE 等估值指标进行横向对比。我们对公司上市以来（剔除上市之初股价波动较大的半个月，自 2019.8.1 开始）PE（forward）估值进行纵向对比，2019.8.1 以来 PE（forward）估值最低 39X，最高 91X，当前估值 53X，处于 2019.8.1 以来 27%分位数。我们认为公司自身质地优秀、盈利能力强，十年间深耕内容导购领域护城河深厚，积累了一群高粘性用户群体，综上，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

电商行业增长不及预期；电商平台佣金政策变化；导购行业竞争加剧。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	662	885	1,146	1,499
增长率（%）	30.4%	33.7%	29.5%	30.8%
归属母公司股东净利润（百万元）	119	153	186	233
增长率（%）	24.4%	28.2%	22.1%	24.9%
每股收益（元）	2.61	2.86	3.49	4.36
PE（现价）	58.5	53.4	43.7	35.0
PB	10.8	9.0	7.5	6.2

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

维持评级

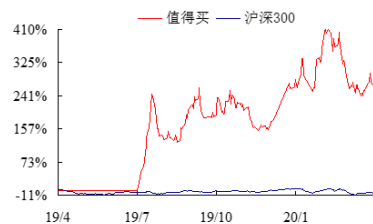
当前价格： 152.75 元

交易数据

2020-4-14

近 12 个月最高/最低（元）	208.49/40.92
总股本（百万股）	53
流通股本（百万股）	13
流通股比例（%）	25.00
总市值（亿元）	81
流通市值（亿元）	20

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：刘欣

执业证号： S0100519030001

电话： 010-85127513

邮箱： liuxin@mszq.com

分析师：钟奇

执业证号： S0100518110001

电话： 010-85127513

邮箱： zhongqi@mszq.com

相关研究

- 1.【民生传媒】值得买：股权激励彰显增长信心，内容导购平台再扬帆
- 2.值得买 2019 年业绩快报点评：业绩持续稳健增长，变现潜力带来高增空间

目录

一、业绩拆分：营收 6.6 亿元同比+30.4%，归母净利润 1.2 亿元同比+24.4%	3
二、风险提示	9
插图目录	11
表格目录	11

一、业绩拆分：营收 6.6 亿元同比+30.4%，归母净利润 1.2 亿元同比+24.4%

公司 2019 年度报告显示，报告期内营业收入 6.6 亿元，同比增加 30.4%，归属母公司净利润达 1.2 亿元，同比增加 22.0%。

收入端：公司营收增加主要原因包括：（1）公司以“内容端”发展为核心，不断增加内容覆盖的品类、人群和消费场景，持续不断地为用户提供优质的消费类内容，并因此带来收入的提高。报告期内，公司内容发布量同比提升 84.2%。（2）公司加大技术研发，不断更新产品和运用大数据智能技术，提升内容与用户的匹配程度，带动了用户活跃度和内容互动率的持续提升。报告期内，研发费用达到 1.1 亿，同比+48.9%（3）报告期内，公司在用户增长层面采取了一系列创新举措，使得注册用户数达到 1115 万人，同比+36%，移动端 App 激活量 3601 万，同比+26%。

利润端：归母净利润 1.2 亿元，同比增加 24.4%，归母净利率 18.0%，同比下降 9%。归母净利润增速低于营收增速的原因一方面在于营业成本的大幅增加。其中互联网效果营销业务的成本达到 5655 万元，同比增加 109%。另一方面受到费用的影响。其中公司职工薪酬大幅提高，报告期末应付职工薪酬达到 8146 万元，同比增加 89%。另外，购买诺德大厦房产，向银行借款产生的利息支出增加导致财务费用同比增加 353%。

表 1：公司 2018Q1~2019Q4 单季度财务拆分

单位：百万元	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4
营业总收入	79.4	118.8	100.4	209.0	103.4	170.1	131.1	257.5
YOY (%)					30.2%	43.2%	30.6%	23.2%
营业总成本	61.7	92.1	104.4	153.5	84.89	137.9	119.9	202.4
营业成本	16.6	23.9	34.5	58.4	27.19	49.1	38.7	73.1
毛利率 (%)	79.1%	79.8%	65.6%	72.0%	73.7%	71.1%	70.5%	71.6%
税金及附加	1.8	3.1	2.3	4.5	2.19	3.1	1.6	2.7
销售费用	14.6	34.4	36.5	49.1	22.47	34.8	35.9	57.1
销售费用率 (%)	18.4%	28.9%	36.4%	23.5%	21.7%	20.5%	27.4%	22.2%
管理费用	14.9	12.5	12.9	18.3	14.55	24.6	23.0	21.6
管理费用率 (%)	18.9%	10.5%	12.9%	8.8%	14.1%	14.5%	17.6%	8.4%
研发费用	12.5	19.2	18.0	22.4	16.60	24.1	20.1	46.6
研发费用率 (%)	15.8%	16.2%	18.0%	10.7%	16.1%	14.2%	15.3%	18.1%
财务费用	1.4	(2.0)	(0.3)	(0.7)	1.6	0.9	0.4	1.1
财务费用率 (%)	1.7%	-1.7%	-0.3%	-0.3%	1.6%	0.5%	0.3%	0.4%
营业利润	18.6	27.6	-2.2	62.1	19.44	32.8	15.5	62.0
加：营业外收入	0.0	0.2	0.0	0.1	0.05	0.1	0.0	0.2
减：营业外支出	0.0	0.1	0	0.1	0	0.1	0.0	0.3
利润总额	18.6	27.9	-2.2	62.0	19.49	32.8	15.5	61.9
减：所得税	1.9	3.9	0.4	4.4	1.34	4.2	0.6	4.6

净利润	16.6	23.9	-2.6	57.6	18.14	28.6	14.9	57.3
归属于母公司所有者的净利润	16.6	23.9	-2.6	57.6	18.14	28.6	14.9	57.3
归母净利率 (%)	21.0%	20.2%	-2.6%	27.6%	17.6%	16.9%	11.4%	22.3%
YOY (%)					8.8%	19.5%	676.3%	-0.6%

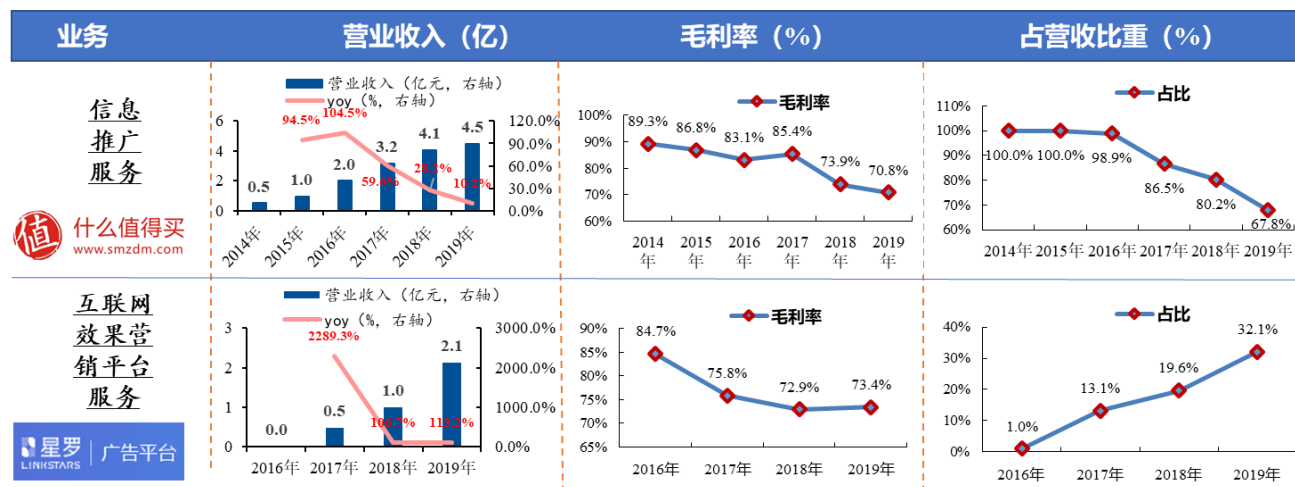
资料来源：公司公告，民生证券研究

表 2：公司 2014~2019 年利润表拆分

单位：百万元	2014	2015	2016	2017	2018	2019
营业总收入	50.0	97.3	201.2	367.0	507.6	662.0
YOY (%)		94.5%	106.7%	82.4%	38.3%	30.4%
营业总成本	31.3	74.0	164.0	277.4	411.9	543.8
营业成本	5.3	12.8	34.0	58.6	133.6	188.2
毛利率 (%)	89.3%	86.8%	83.1%	84.0%	73.7%	71.6%
税金及附加	0.3	1.3	4.7	9.5	11.9	9.8
销售费用	4.3	25.7	57.1	105.5	134.7	150.4
销售费用率 (%)	8.8%	26.4%	28.4%	28.7%	26.5%	22.7%
管理费用	20.9	34.3	33.6	48.5	58.7	83.8
管理费用率 (%)	41.9%	35.3%	16.7%	13.2%	11.6%	12.7%
研发费用	0	0	32.2	52.7	72.2	107.4
研发费用率 (%)	0.0%	0.0%	16.0%	14.4%	14.2%	16.2%
财务费用	0.1	(0.9)	(1.6)	2.1	(1.6)	4.0
财务费用率 (%)	0.2%	-1.0%	-0.8%	0.6%	-0.3%	0.6%
营业利润	18.6	23.6	40.1	99.4	106.2	129.7
加：营业外收入	0	0.0	1.0	0.0	0.3	0.4
减：营业外支出	0	0.9	0.3	0.1	0.1	0.3
利润总额	18.6	22.8	40.8	99.3	106.4	129.8
减：所得税	2.3	3.4	5.6	13.1	10.6	10.7
净利润	16.3	19.3	35.1	86.2	95.7	119.0
归属于母公司所有者的净利润	16.3	19.3	35.1	86.2	95.7	119.0
归母净利率 (%)	32.7%	19.9%	17.5%	23.5%	18.9%	18.0%
YOY (%)		18.4%	81.8%	145.3%	11.0%	24.4%

资料来源：公司公告，民生证券研究

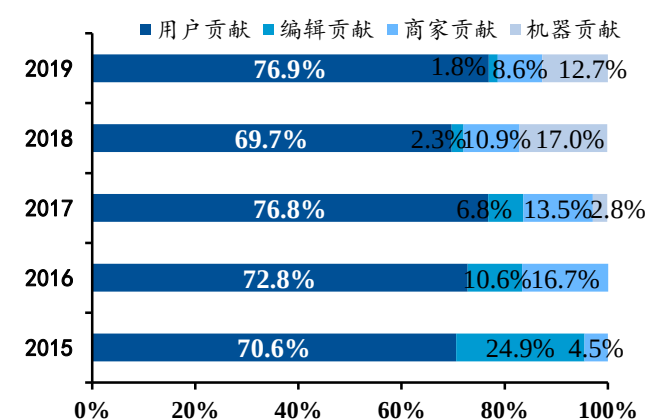
图 1：公司业务结构拆分图



资料来源：公司公告，民生证券研究院

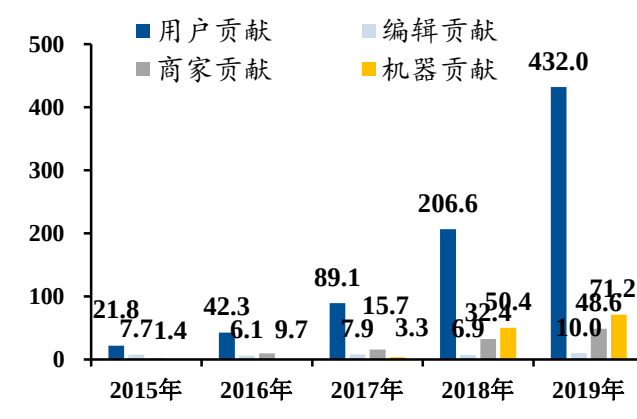
公司优惠信息的来源包括用户贡献 (UGC)、编辑贡献 (PGC)、商家贡献 (BGC) 以及机器贡献 (MGC)。公司筛选及推送优惠信息采用漏斗式筛选后，在各频道基本按照时间顺序进行排列，采取类似于今日头条等新闻客户端的信息展现形式，以纵向信息流的方式展现优惠信息卡片。公司优惠信息发布量大幅上涨，2017 年度和 2019 年度优惠信息发布量分别为 115.94 万条和 561.67 万条，增长率为 389%。信息来源上，用户内容为主要贡献，2019 年用户/编辑/商家/机器贡献优惠信息占比为 77%/2%/9%/13%，其中内容贡献优惠信息占比提升较快，机器信息贡献下降。

图 2：值得买分类型产出内容占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

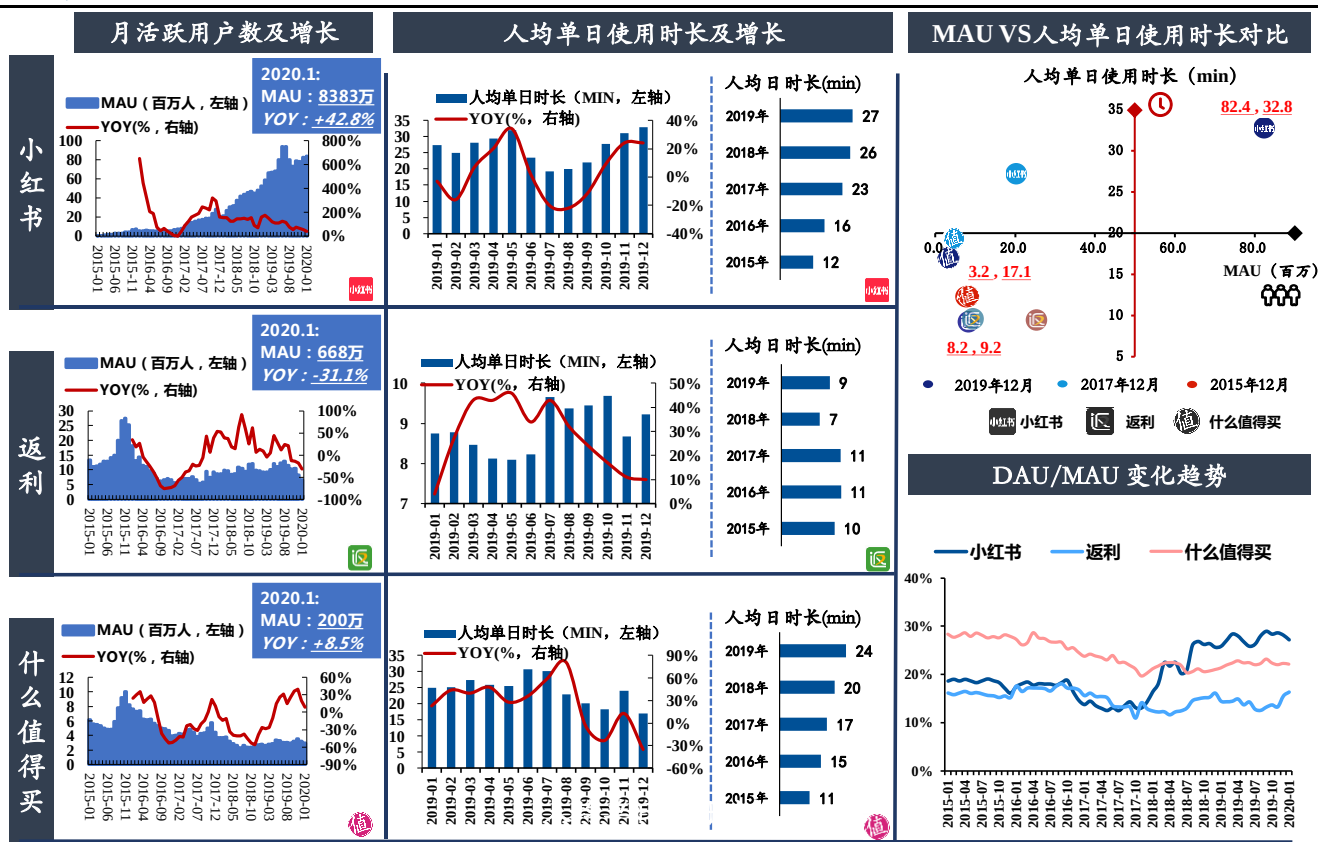
图 3：值得买内容数量 (万条) 增长



资料来源：公司公告，民生证券研究院

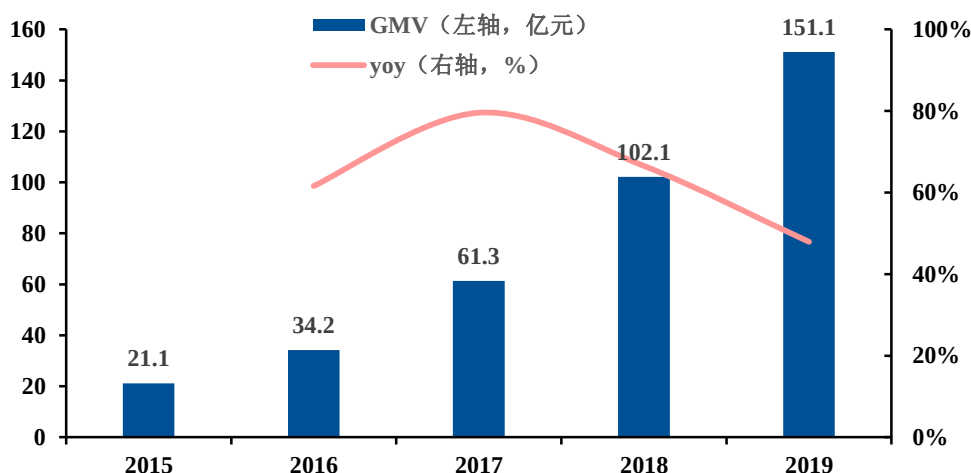
GMV 增长是推动佣金增长的关键。导购佣金=GMV×平均佣金费率。公司 2019 年 GMV 达到 151.1 亿，近三年 CAGR 达到 64%。GMV 的增长，可从两个角度解释。1) 用户数量上升。公司月活用户数量保持增长，但近两年来明显放缓，已不再是推动 GMV 增长的主要因素。2) 用户质量提升。单用户 GMV，平均单次交易金额，月平均交易次数/月活等指标稳定上升，表明单个用户愿意通过值得买网站购买更多、更贵的产品。在月活用户增速放缓达到瓶颈的前提下，提升用户粘性，开发现有用户价值的重要性逐渐体现。

图 4: 值得买 VS 返利网 VS 小红书用户数据 VS 时长对比

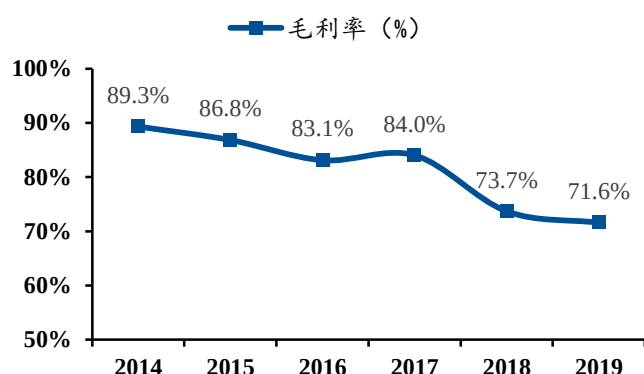


资料来源: QUESTMOBILE, 民生证券研究院整理

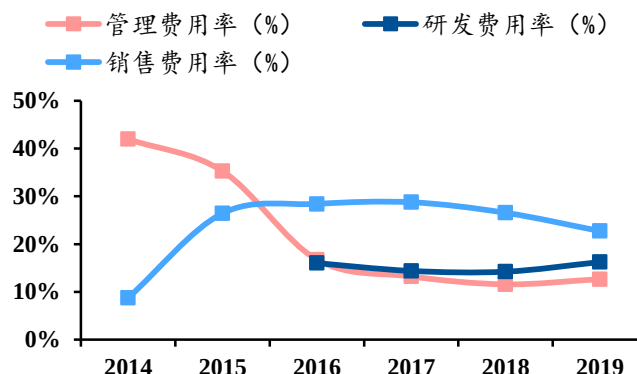
图 5: 公司 GMV 及同比



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 6：2015~2019 年值得买毛利率变化


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 7：2014~2019 值得买各费用投入及同比变化


资料来源：公司公告，民生证券研究院

表 3：公司 2016~2019 年销售费用详细拆分 (单位：万元)

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
职工薪酬	2199.5	3401.8	4848.0	6262.7
/营收%	10.9%	9.3%	9.6%	9.5%
广告宣传及推广活动费	2111.1	4204.1	4123.8	3613.8
/营收%	10.5%	11.5%	8.1%	5.5%
营销代理服务费等	985.1	2002.2	3130.6	3280.0
/营收%	4.9%	5.5%	6.2%	5.0%
金币兑换	232.3	669.1	946.4	1302.1
/营收%	1.2%	1.8%	1.9%	2.0%
业务招待费	26.7	54.4	166.8	240.7
/营收%	0.1%	0.1%	0.3%	0.4%
折旧与摊销	14.4	22.7	24.5	15.9
/营收%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
差旅、交通、办公费等	144.3	195.1	231.7	329.5
/营收%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%
合计	5713.5	10549.6	13471.7	15044.7
/营收%	28.4%	28.7%	26.5%	22.7%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表 4：公司 2016~2019 年管理费用详细拆分 (单位：万元)

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
职工薪酬	1352.7	2560.1	2624.7	3631.9
/营收%	6.7%	7.0%	5.2%	5.5%
租赁费	848.3	788.8	976.1	1008.3
/营收%	4.2%	2.1%	1.9%	1.5%
办公、车辆及物业装修费等	408.2	504.5	858.1	908.4
/营收%	2.0%	1.4%	1.7%	1.4%

中介咨询服务费	179.0	412.4	496.7	1251.3
/营收%	0.9%	1.1%	1.0%	1.9%
折旧费	114.3	139.1	279.9	858.3
/营收%	0.6%	0.4%	0.6%	1.3%
无形资产摊销	5.4	54.3	65.7	69.3
/营收%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
差旅费	74.3	120.6	167.4	85.9
/营收%	0.4%	0.3%	0.3%	0.1%
业务招待费	10.4	37.9	132.3	227.2
/营收%	0.1%	0.1%	0.3%	0.3%
其他	375.9	236.2	272.9	345.4
/营收%	1.9%	0.6%	0.5%	0.5%
合计	3368.5	4854.0	5873.7	8386.0
/营收%	16.7%	13.2%	11.6%	12.7%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表 5：公司 2016~2019 年研发费用详细拆分（单位：万元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
职工薪酬	2982.5	4771.1	6567.3	9717.3
/营收%	14.8%	13.0%	12.9%	14.7%
研发信息技术费			496.3	865.0
/营收%			1.0%	1.3%
折旧及摊销			67.4	67.1
/营收%			0.1%	0.1%
其他			88.7	98.9
/营收%			0.2%	0.1%
合计	3222.8	5275.7	7219.7	10748.4
/营收%	16.0%	14.4%	14.2%	16.2%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

二、风险提示

电商行业增长不及预期；电商平台佣金政策变化；导购行业竞争加剧。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	662	885	1,146	1,499
营业成本	188	243	332	435
营业税金及附加	10	14	21	24
销售费用	150	226	274	375
管理费用	84	100	144	183
研发费用	107	133	174	232
EBIT	122	169	202	251
财务费用	4	5	2	(1)
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	5	4	5	5
营业利润	130	169	205	257
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	130	169	205	257
所得税	11	16	18	24
净利润	119	153	186	233
归属于母公司净利润	119	153	186	233
EBITDA	135	235	246	315
资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	81	213	308	437
应收账款及票据	202	255	310	426
预付款项	2	5	8	8
存货	5	2	9	4
其他流动资产	18	18	18	18
流动资产合计	723	910	1069	1312
长期股权投资	0	4	9	14
固定资产	295	392	519	626
无形资产	6	6	6	6
非流动资产合计	316	353	442	491
资产合计	1039	1263	1511	1803
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	39	45	66	82
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	154	225	287	346
长期借款	119	119	119	119
其他长期负债	16	16	16	16
非流动负债合计	135	135	135	135
负债合计	289	359	422	480
股本	53	53	53	53
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	751	903	1090	1322
负债和股东权益合计	1039	1263	1511	1803

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	30.4%	33.7%	29.5%	30.8%
EBIT 增长率	26.8%	38.6%	19.0%	24.6%
净利润增长率	24.4%	28.2%	22.1%	24.9%
盈利能力				
毛利率	71.6%	72.5%	71.0%	71.0%
净利润率	18.0%	17.2%	16.2%	15.5%
总资产收益率 ROA	11.5%	12.1%	12.3%	12.9%
净资产收益率 ROE	15.9%	16.9%	17.1%	17.6%
偿债能力				
流动比率	4.7	4.0	3.7	3.8
速动比率	4.7	4.0	3.7	3.8
现金比率	3.2	2.8	2.5	2.5
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	92.3	85.6	82.1	84.2
存货周转天数	5.4	4.9	5.9	5.2
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.9
每股指标 (元)				
每股收益	2.6	2.9	3.5	4.4
每股净资产	14.1	16.9	20.4	24.8
每股经营现金流	2.3	4.4	4.3	4.6
每股股利	0.6	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	58.5	53.4	43.7	35.0
PB	10.8	9.0	7.5	6.2
EV/EBITDA	33.8	21.9	19.0	14.3
股息收益率	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	119	153	186	233
折旧和摊销	11	66	44	64
营运资金变动	(0)	16	(2)	(55)
经营活动现金流	125	237	231	244
资本开支	128	98	129	108
投资	(272)	0	0	0
投资活动现金流	(396)	(98)	(129)	(108)
股权募资	346	0	0	0
债务募资	39	0	0	0
筹资活动现金流	339	(7)	(7)	(7)
现金净流量	69	132	95	129

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1: 公司业务结构拆分图.....	5
图 2: 值得买分类型产出内容占比.....	5
图 3: 值得买内容数量 (万条) 增长.....	5
图 4: 值得买 VS 返利网 VS 小红书用户数据 VS 时长对比.....	6
图 5: 公司 GMV 及同比.....	6
图 6: 2015~2019 年值得买毛利率变化.....	7
图 7: 2014~2019 值得买各费用投入及同比变化.....	7

表格目录

表 1: 公司 2018Q1~2019Q4 单季度财务拆分.....	3
表 2: 公司 2014~2019 年利润表拆分.....	4
表 3: 公司 2016~2019 年销售费用详细拆分 (单位: 万元).....	7
表 4: 公司 2016~2019 年管理费用详细拆分 (单位: 万元).....	7
表 5: 公司 2016~2019 年研发费用详细拆分 (单位: 万元).....	8

分析师简介

刘欣，民生证券文化传媒&海外互联网首席分析师，中国人民大学汉青高级经济与金融研究院硕士，先后于中金公司（2015-2016）、海通证券（2016-2019）从事TMT行业研究工作，2019年1月加入民生证券。所在团队2016/2017年连续两年获得新财富最佳分析师评比文化传媒类第三名，2016年水晶球评比第三名，2016年金牛奖第三名，2017年水晶球第五名，2017证券时报金翼奖第一名，2019年获得WIND第七届金牌分析师评比传播与文化类第5名等。

钟奇，民生证券总裁助理&研究院院长，范德比尔特大学金融数学博士后，约翰霍普金斯大学博士，复旦大学学士，上海期货交易所博士后导师。文化传媒与有色金属行业分析师。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。