

证券研究报告—动态报告

传媒

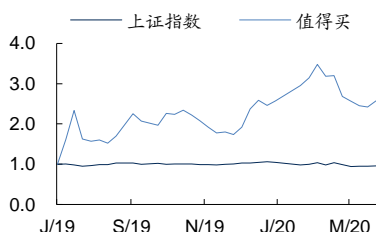
互联网

值得买(300785)
增持

2019 年年报点评

(维持评级)

2020 年 04 月 17 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	53/13
总市值/流通(百万元)	8,147/2,037
上证综指/深圳成指	2,827/10,476
12个月最高/最低(元)	216.40/34.10

证券分析师: 张衡

电话: 021-60875160

E-MAIL: zhangheng2@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980517060002

证券分析师: 高博文

电话:

E-MAIL: gaobowen@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520030004

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

财报点评

内容生态不断加强, 商业化加速正当时

• 2019 年符合预期, 业绩保持快速增长

2019 全年实现营收 6.62 亿元 (+30.4%), 归母净利润 1.19 亿元 (+24.4%), 扣非归母净利润 1.07 亿元 (+23.5%)。其中四季度单季营收 2.57 亿元 (+23.2%), 归母净利润 0.57 亿元 (-0.6%), 扣非归母净利润 0.50 亿元, 公司业绩保持较快增长。公司预计 2020 年一季度净利润位于 1814-1905 万, 同比增长 0-5%。截止 2019 年底, 值得买月平均活跃用户数 2951 万 (+11.2%), 用户增长较为平稳, 随着内容来源多样化, 覆盖人群更加多元化, 女性用户占比持续提升。

• 交易次数推动导购金额增长, 京东等电商平台贡献明显

我们测算广告展示收入约 3.28 亿 (+6.8%), 主要由公司用户数小幅增长推动; 佣金收入 3.33 亿 (+66.5%), 主要受益于电商导购金额同比增长 47.9% 至 151 亿, 佣金率约 2.2% (测算存在一定误差)。导购金额主要由人均交易次数提升推动, 2019 年电商导购交易次数 9299 万 (+53.7%), 月活用户年均交易次数达 3.2 次 (+39.1%), 平均交易金额 162 元 (-3.8%)。

• 限制性股票激励计划彰显未来发展信心

近期公司披露限制性股票激励计划, 拟授予限制性股票 79.51 万股, 占公司总股本的 1.49%, 授予价格 72.79 元/股, 激励对象 89 人。首次及预留授予的限制性股票 20-22 年度业绩考核目标: 分别为以 2019 年净利润为基数, 20-22 年净利润增长率不低于 25%/50%/75%。限制性股票激励计划, 调动内部积极性, 彰显管理层对未来发展信心。

• 投资建议: 看好社区价值, 维持“增持”评级。

我们预计 2020-2022 年归母净利润 1.5/1.9/2.2 亿元, 同比增速 29/21/19%; 摊薄 EPS=2.88/3.47/4.12 元, 当前股价对应 PE=53/44/37x。公司是 A 股稀缺的内容型 UGC 测评社区, 拥有忠实、稳定的高价值用户群, 社区生态不断加强、商业化能力加速, 继续维持“增持”评级。**风险提示:** 宏观经济增速下行; 短视频等平台进入内容导购行业导致竞争加剧。

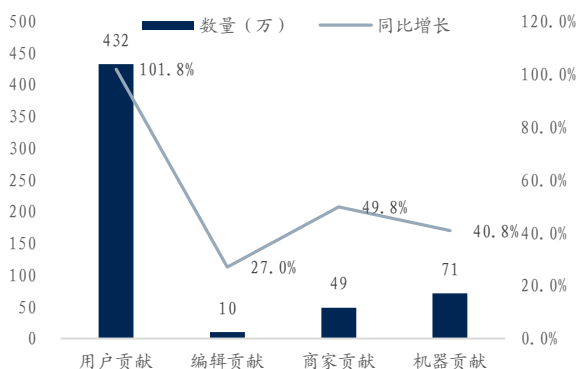
盈利预测和财务指标

	2016	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	508	662	804	991	1,159
(+/-%)	38.3%	30.4%	21.4%	23.3%	16.9%
净利润(百万元)	96	119	154	185	220
(+/-%)	11.0%	24.4%	29.1%	20.5%	18.6%
摊薄每股收益(元)	2.39	2.23	2.88	3.47	4.12
EBIT Margin	33.2%	34.7%	20.4%	20.4%	20.4%
净资产收益率(ROE)	29.2%	15.9%	17.8%	18.5%	18.9%
市盈率(PE)	63.3	67.9	52.6	43.7	36.8
EV/EBITDA	35.7	32.7	41.6	34.7	30.3
市净率(PB)	18.5	10.8	9.3	8.1	6.9

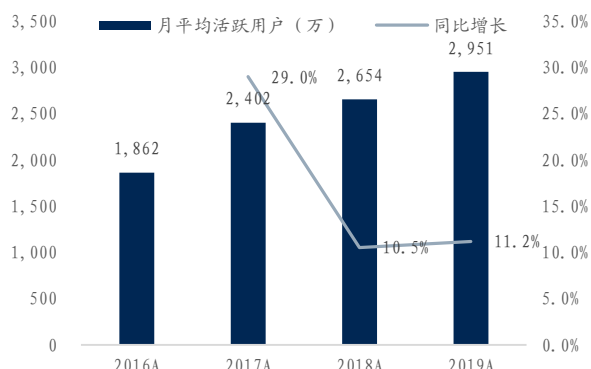
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

UGC 内容蓬勃发展, 品类扩充正当时, 用户平稳增长, 用户结构逐步优化。2019 年值得买发布内容 561.7 万 (+84.2%), 其中用户贡献占比 76.9%, 同比增长 101.8%, UGC 内容生态蓬勃发展。公司持续推进品类扩充战略, 不断增加内容覆盖的品类和用户群。同时, 在各细分领域内发掘和激励专业创作达人, 推出了创作者动态奖励、达人认证、达人影响力等举措, 鼓励内容生产者持续产出优质的消费内容。截止 2019 年底, 值得买月平均活跃用户数 2951 万 (+11.2%), 用户增长较为平稳, 随着内容来源多样化, 覆盖人群更加多元化, 女性用户占比持续提升。

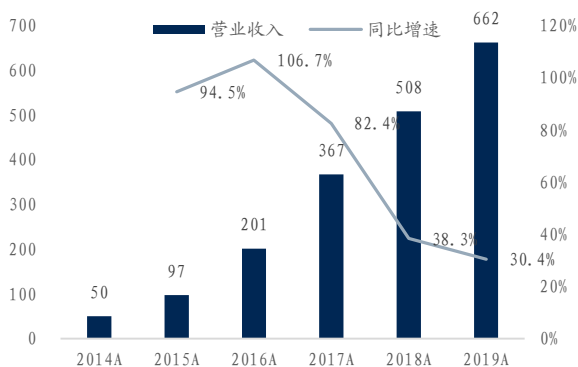
图 1: 值得买各类主要内容发布数量 (单位: 万、%)


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

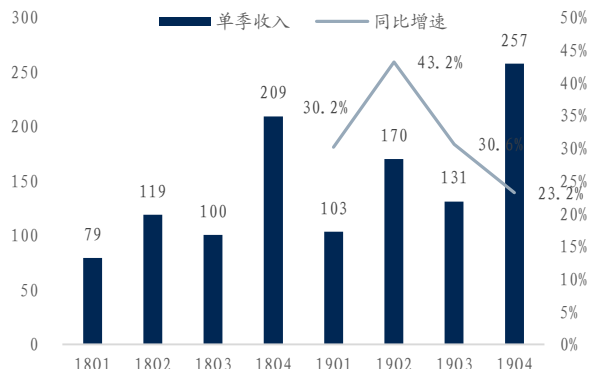
图 2: 值得买月平均活跃用户数及增速 (单位: 万、%)


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

全年收入稳中有升, 业绩较快增长。2019 全年实现营收 6.62 亿元 (+30.4%), 归母净利润 1.19 亿元 (+24.4%), 扣非归母净利润 1.07 亿元 (+23.5%)。其中四季度单季营收 2.57 亿元 (+23.2%), 归母净利润 0.57 亿元 (-0.6%), 扣非归母净利润 0.50 亿元, 公司业绩保持较快增长。公司预计 2020 年一季度净利润位于 1814-1905 万, 同比增长 0-5%, 受新冠肺炎疫情影响, 部分商家和快递企业正常生产经营在一段时间内无法有效开展, 由此导致电商导购佣金收入收到一定程度影响。

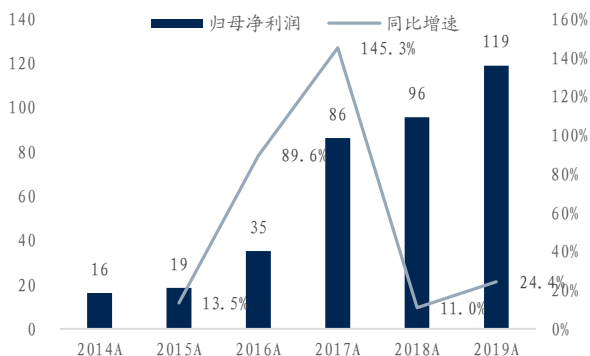
图 3: 值得买营业收入及增速 (单位: 百万、%)


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 值得买单季营业收入及增速 (单位: 百万、%)


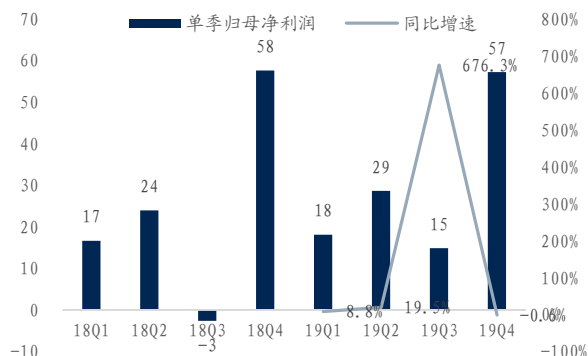
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 5: 值得买归母净利润及增速 (单位: 百万、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

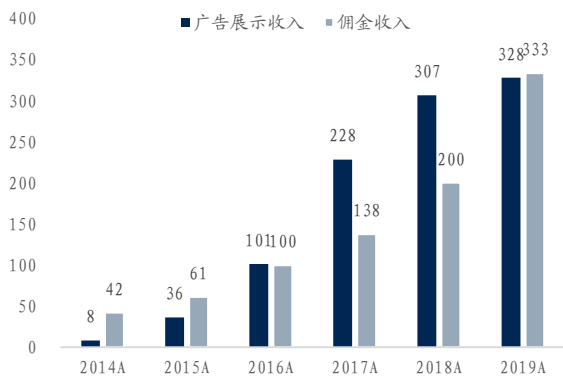
图 6: 值得买单季归母净利润及增速 (单位: 百万、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

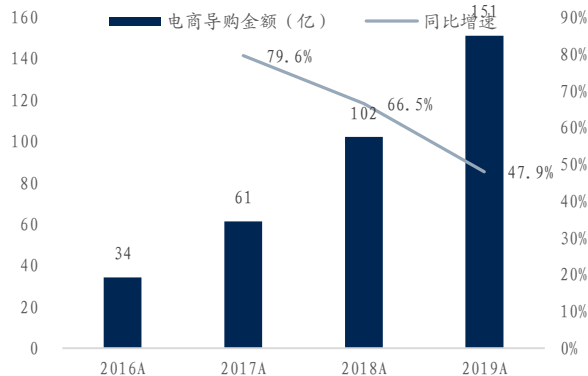
电商导购金额及佣金收入增长明显, 来自京东等电商平台收入大幅增加。分业务看, 信息推广服务收入 4.49 亿 (+10.2%), 其中主要包括广告展示收入和电商导购佣金收入 (主要为阿里等电商客户佣金收入); 互联网效果营销平台服务收入 2.13 亿 (+113.2%) (主要为京东等电商客户佣金收入)。根据销售费用中营销代理服务费用 (主要是代理广告的返点) 与广告展示收入比例关系推算, 我们测算广告展示收入约 3.28 亿 (+6.8%), 主要由公司用户数小幅增长推动; 佣金收入 3.33 亿 (+66.5%), 主要受益于电商导购金额同比增长 47.9% 至 151 亿, 佣金率约 2.2% (测算存在一定误差)。导购金额主要由人均交易次数提升推动, 2019 年电商导购交易次数 9299 万 (+53.7%), 月活用户年均交易次数达 3.2 次 (+39.1%), 平均交易金额 162 元 (-3.8%)。

图 7: 值得买收入构成 (单位: 百万)



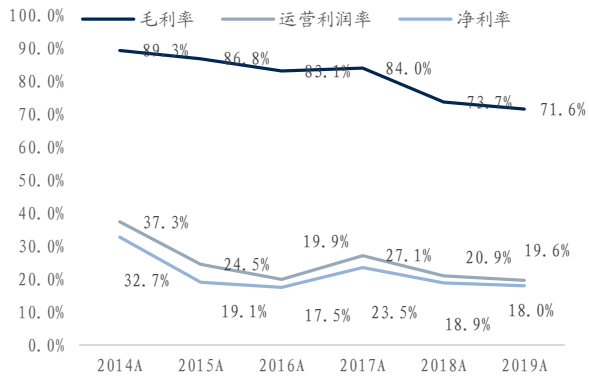
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 值得买电商导购金额及增速 (单位: 亿、%)

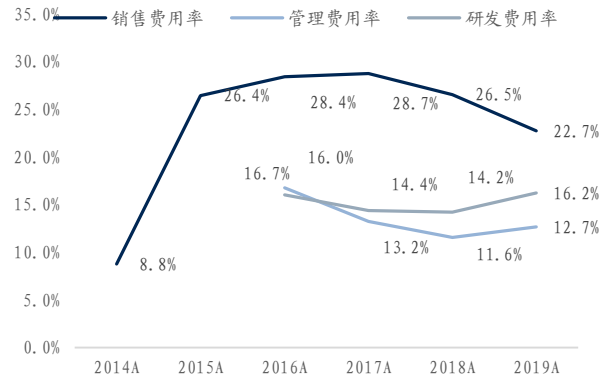


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

受职工薪酬增长毛利率小幅下降, 规模效应带动销售费用率下降, 净利率率较为平稳。2019 年公司毛利率 71.6% (-2.1pct)。销售费用率 22.7% (-3.8pct), 主要系营销代理服务费用持平, 佣金收入增长带来规模效应; 管理费用率 12.7% (+1.1pct), 主要系职工薪酬增长及购买诺德大厦办公房产折旧费增加; 研发费用率 16.2% (+2.0pct), 主要系研发人员从 251 增长至 311 所致。三项费用率合计 51.6%, 同比下降 0.7pct, 净利率率 18.0% (-0.9pct)。

图 9: 值得买毛利率、净利率变化情况


资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 10: 值得买三项费用率变化情况


资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

此外,4月7日公司披露限制性股票激励计划。本次计划拟授予限制性股票 79.51 万股,占公司总股本的 1.49%,授予价格 72.79 元/股,激励对象 89 人,主要涉及公司高级管理人员、核心管理人员以及核心技术人员。首次及预留授予的限制性股票 20-22 年度业绩考核目标:分别为以 2019 年净利润为基数,20-22 年净利润增长率不低于 25%/50%/75%。限制性股票激励计划,调动内部积极性,彰显管理层对未来发展信心。

投资建议:看好社区价值,维持“增持”评级。我们预计 2020-2022 年归母净利润 1.5/1.9/2.2 亿元,同比增速 29/21/19%;摊薄 EPS=2.88/3.47/4.12 元,当前股价对应 PE=53/44/37x。公司是 A 股稀缺的内容型 UGC 测评社区,拥有忠实、稳定的高价值用户群,社区生态不断加强、商业化能力加速,继续维持“增持”评级。

附表:可比公司

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
002027	分众传媒	增持	3.9	603.26	0.13	0.15	0.28	30.53	26	13.96
300058	蓝色光标	增持	6.04	153.45	0.29	0.34	0.36	20.9	17.68	16.81
002137	麦达数字	增持	7.16	42.27	0.15	0.17	0.19	46.65	41.35	37.59
300063	天龙集团	增持	4.64	37.52	0.11	0.14	0.16	40.89	32.79	28.49
300785	值得买	增持	151.57	80.84	2.23	2.88	3.47	67.90	52.60	43.70

资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	81	184	299	442	营业收入	662	804	991	1159
应收款项	204	248	305	357	营业成本	188	228	282	329
存货净额	5	6	7	8	营业税金及附加	10	12	15	17
其他流动资产	20	24	30	35	销售费用	150	175	215	252
流动资产合计	723	876	1055	1256	管理费用	84	224	277	324
固定资产	295	306	314	319	财务费用	4	(3)	1	(2)
无形资产及其他	6	5	5	5	投资收益	5	0	0	0
投资性房地产	15	15	15	15	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(101)	(0)	(0)	0
资产总计	1039	1202	1390	1596	营业利润	130	168	202	239
短期借款及交易性金融负债	15	8	11	11	营业外净收支	0	0	0	0
应付款项	39	45	57	67	利润总额	130	168	202	239
其他流动负债	101	150	186	219	所得税费用	11	14	17	20
流动负债合计	154	203	254	297	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	119	119	119	119	归属于母公司净利润	119	154	185	220
其他长期负债	16	16	16	16					
长期负债合计	135	135	135	135	现金流量表 (百万元)				
负债合计	289	337	388	432	净利润	119	154	185	220
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	69	1	1	1
股东权益	751	865	1002	1164	折旧摊销	27	38	41	44
负债和股东权益总计	1039	1202	1390	1596	公允价值变动损失	(0)	0	0	0
					财务费用	4	(3)	1	(2)
					营运资本变动	189	8	(16)	(14)
					其它	(69)	(1)	(1)	(1)
					经营活动现金流	334	200	210	250
					资本开支	(189)	(50)	(50)	(50)
					其它投资现金流	(414)	0	0	0
					投资活动现金流	(603)	(50)	(50)	(50)
					权益性融资	346	0	0	0
					负债净变化	35	0	0	0
					支付股利、利息	(31)	(40)	(48)	(57)
					其它融资现金流	(11)	(6)	3	0
					融资活动现金流	342	(46)	(45)	(57)
					现金净变动	74	103	115	143
					货币资金的期初余额	7	81	184	299
					货币资金的期末余额	81	184	299	442
					企业自由现金流	237	147	161	197
					权益自由现金流	261	143	163	200

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编: 100032