

值得买 (300785)

证券研究报告

2020年04月28日

市场投放加大影响短期业绩，品类扩充趋势有望延续-20Q1季报点评

值得买收入增长较高，利润受市场费用增加影响维持稳健。

2020年一季度公司实现营收1.27亿元，同比增长22.4%。我们预计公司市场费用的加大投放，带来了Q1较高的新用户增长(2020年1季度公司iOS端新增下载量增速超过40%，七麦数据)，并体现在公司收入的较高增长。本季度公司实现归属股东净利润1,898.58万元，同比增长4.65%，归属股东净利率同比降低2.55个百分点至15.0%；公司扣非后归属股东净利润同比减少16.27%至1,446.31万元，扣非后归属股东净利率同比减少5.28个百分点至11.43%。本季度公司非经常性损益达452万元，其中主要包含148万元政府补贴，354万理财收益。

公司毛利率略有下降，主动加大市场开拓力度影响总体利润水平。

毛利率方面，本季度公司总体毛利率为71.89%，同比降低1.8个百分点；销售费用受主动投放加大影响提升幅度较大，其他费用率相对稳定。本季度销售费用率为26.79%，同比提升5.1个百分点；管理费用率(考虑到新会计准则，为了可比性，研发支出加回管理费用)为30.71%，同比提升0.6个百分点；财务费用为174万元，财务费用率为1.37%。现金流方面，20Q1公司经营性净现金流量净额为-1,544万元，改善较为明显，主要由于销售回款额及采购付款额较上年同期增加，销售回款增长较快所致。

2020年展望：内容与技术推动平台社区化，品类扩充趋势持续

今年公司发力点集中于内容生态多元化、用户精细化运营和变现效率提升。从Q1情况来看，我们预计在行业趋势加持下，公司向非3C品类的扩张延续。2020年3月网购渗透率加速提升(3月同比提升6.0pct，提升幅度继续创新高)，而提升的主要驱动力在于药品、食品饮料烟酒和化妆品，一季度平台通过推出口罩专区满足用户需求，在行业趋势和公司运营下，我们预计一季度公司非3C类商品继续保持较高增长。

盈利预测与投资评级：我们预计公司2020-2022年归母净利润分别为1.41亿/1.60亿/1.96亿元，分别同比增长18.3%/13.7%/22.1%(考虑员工激励成本摊销)，对应PE分别为64.6x/56.8x/46.5x，考虑到疫情期间网购渗透率持续快速提升，电商高景气度利好整体产业链，继续积极推荐，维持增持评级。

风险提示：宏观经济与政策监管风险；行业竞争加剧风险；网站运营风险；疫情风险；

| 财务数据和估值 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|--------|--------|--------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 507.59 | 662.03 | 831.41 | 1,035.34 | 1,277.99 |
| 增长率(%) | 38.31 | 30.43 | 25.58 | 24.53 | 23.44 |
| EBITDA(百万元) | 177.31 | 247.50 | 163.65 | 183.66 | 226.24 |
| 净利润(百万元) | 95.72 | 119.03 | 140.85 | 160.11 | 195.51 |
| 增长率(%) | 10.99 | 24.35 | 18.33 | 13.68 | 22.11 |
| EPS(元/股) | 1.79 | 2.23 | 2.64 | 3.00 | 3.67 |
| 市盈率(P/E) | 95.03 | 76.42 | 64.58 | 56.81 | 46.52 |
| 市净率(P/B) | 27.76 | 12.11 | 10.62 | 9.31 | 8.10 |
| 市销率(P/S) | 17.92 | 13.74 | 10.94 | 8.79 | 7.12 |
| EV/EBITDA | 0.00 | 29.51 | 52.73 | 46.40 | 37.16 |

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 | 165.25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) | 8,813.33 |
| 流通A股市值(百万元) | 2,203.33 |
| 每股净资产(元) | 14.43 |
| 资产负债率(%) | 22.49 |
| 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

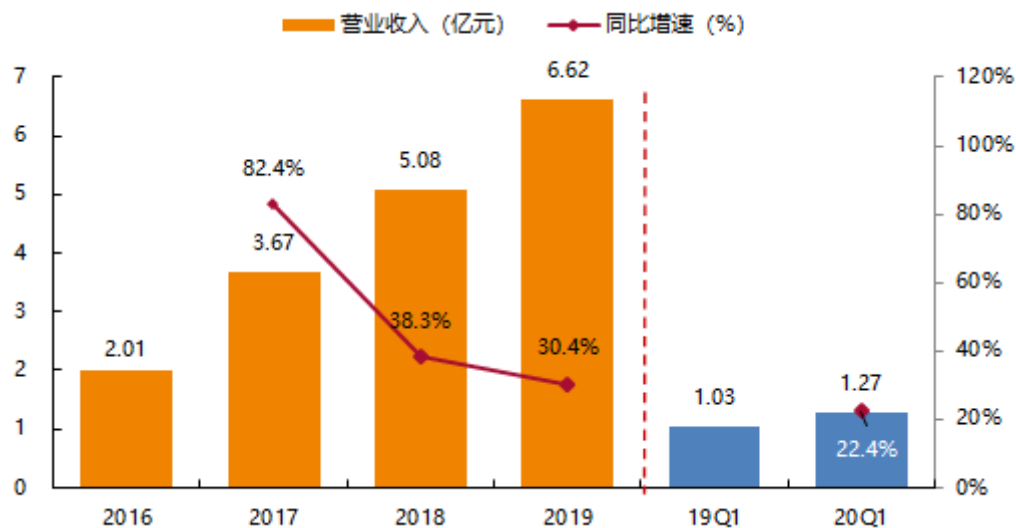
相关报告

- 《值得买-年报点评报告:用户规模与消费粘性齐升，内容与技术强化社区属性》2020-04-17
- 《值得买-公司专题研究:如何理解“什么值得买”的社区性?》2020-03-06
- 《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

1. 财务数据

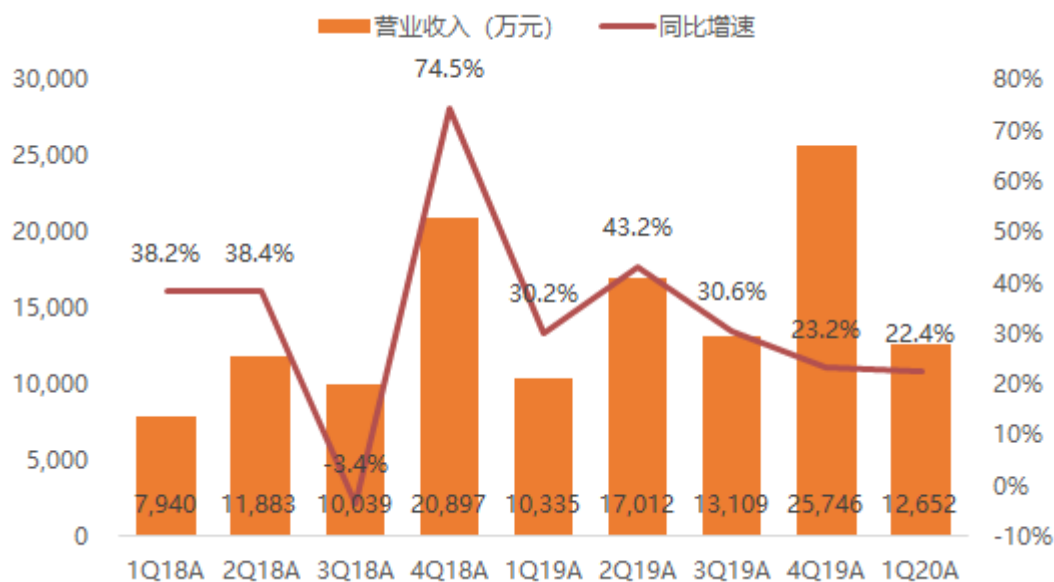
收入：20Q1 公司总体收入同比增长 22.42%至 1.27 亿元；

图 1：值得买总体收入及同比增速（2016A-2019A；2019Q1；2020Q1）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

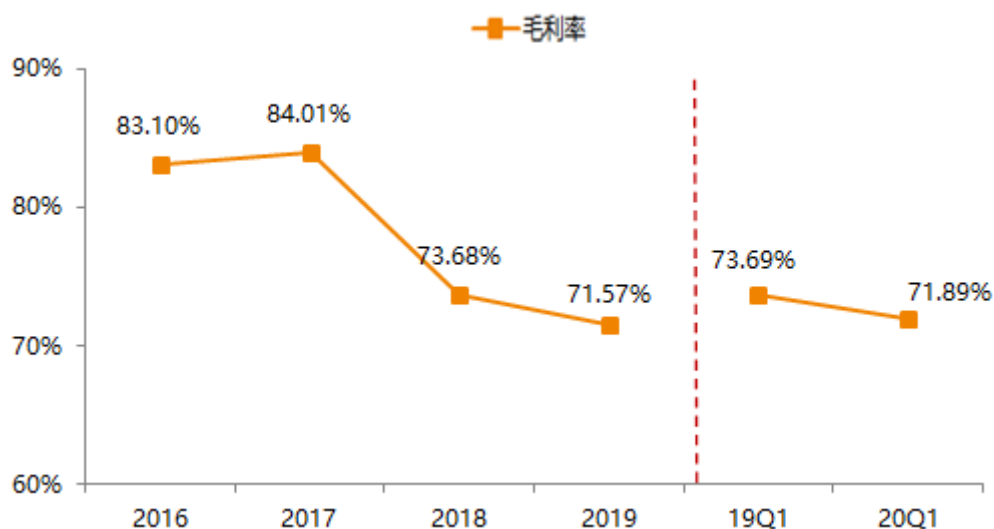
图 2：值得买单季度总体收入及同比增速（1Q18A-1Q20A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

毛利率：2020 年第一季度，公司总体毛利率为 71.89%，同比降低 1.8 百分点；

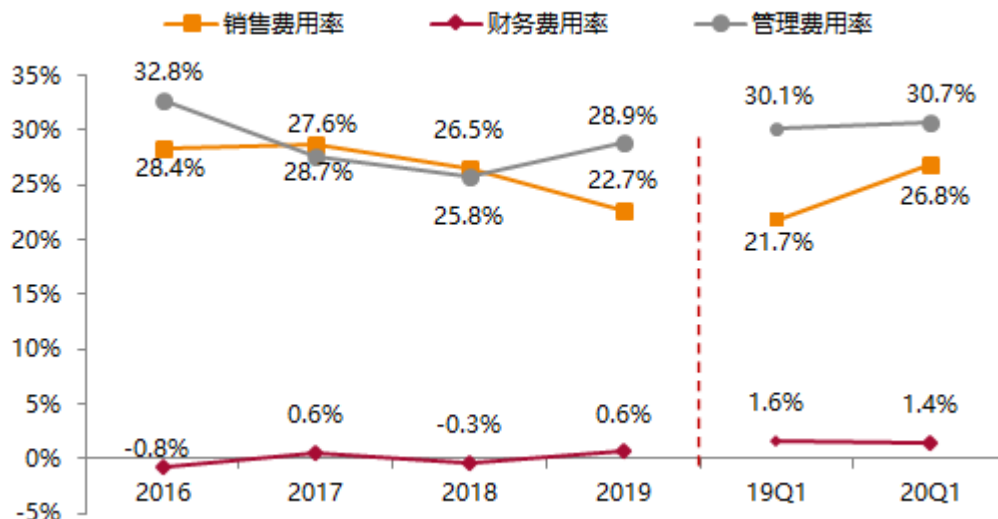
图 3：值得买毛利率（2016A-2019A；2019Q1；2020Q1）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

费用率：20Q1 公司销售费用同比增长 50.82%至 3,389 万元，销售费用率为 26.79%，同比提升 5.1 个百分点，主要是由于公司在一季度加大市场投放所致；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 24.71%至 3,886 万元，管理费用率 30.71%，同比提升 0.6 个百分点；财务费用为 174 万元，财务费用率为 1.37%；

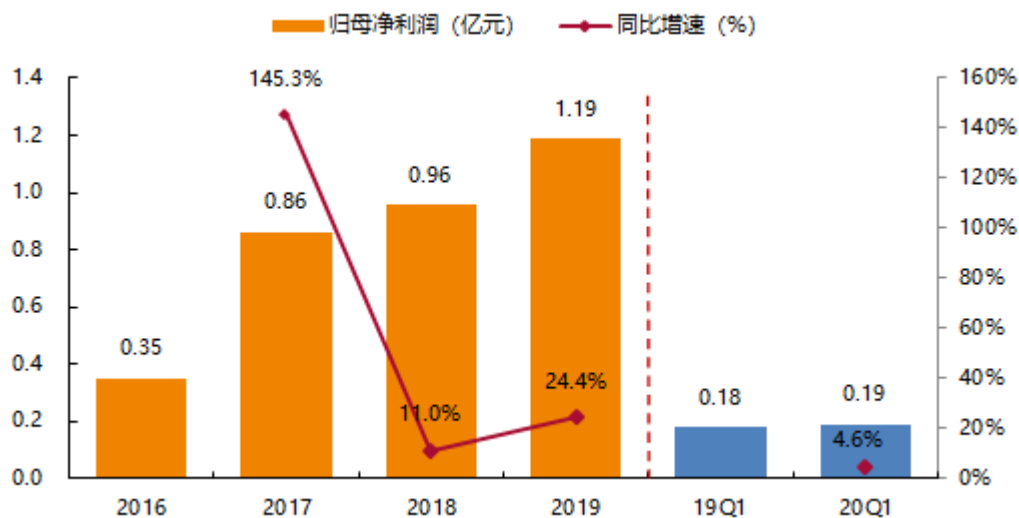
图 4：值得买三项费用率（2016A-2019A；2019Q1；2020Q1）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

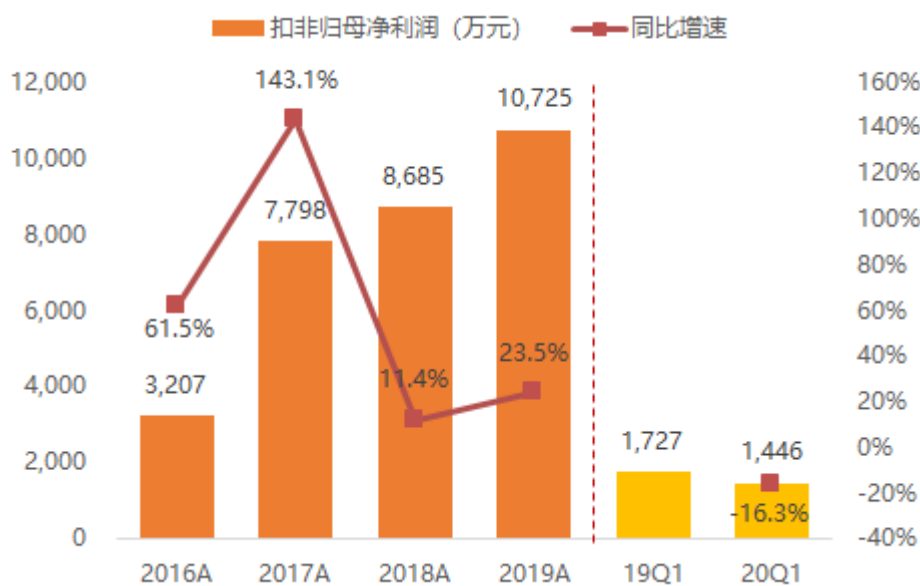
归属股东净利润：20Q1 公司归属股东净利润同比增长 4.65%至 1,898.58 万元，归属股东净利率同比降低 2.55 个百分点至 15.0%，介于一季度预告区间偏上；公司扣非后归属股东净利润同比减少 16.27%至 1,446.31 万元，扣非后归属股东净利率同比减少 5.28 个百分点至 11.43%；

图 5：值得买归属股东净利润及同比增速（2016A-2019A；2019Q1；2020Q1）



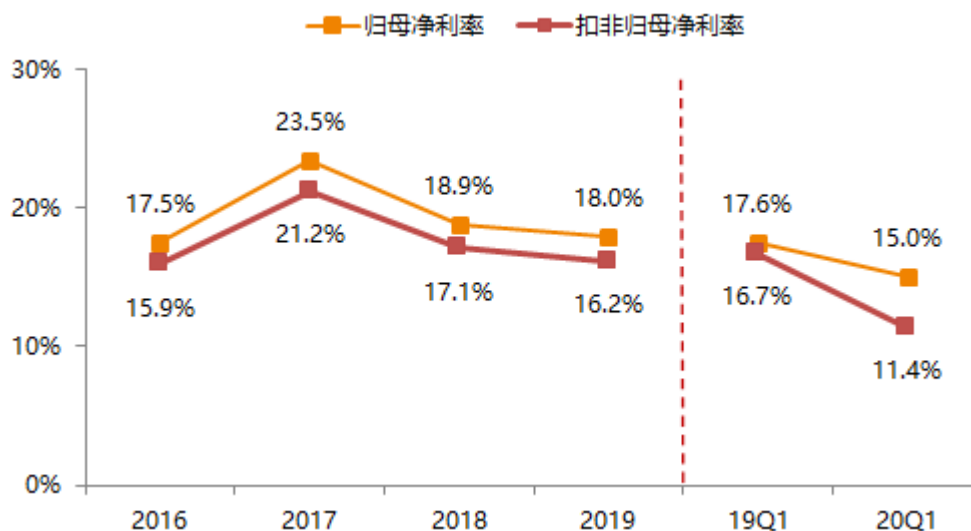
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：值得买扣非后归属股东净利润及同比增速（2016A-2019A；2019Q1；2020Q1）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

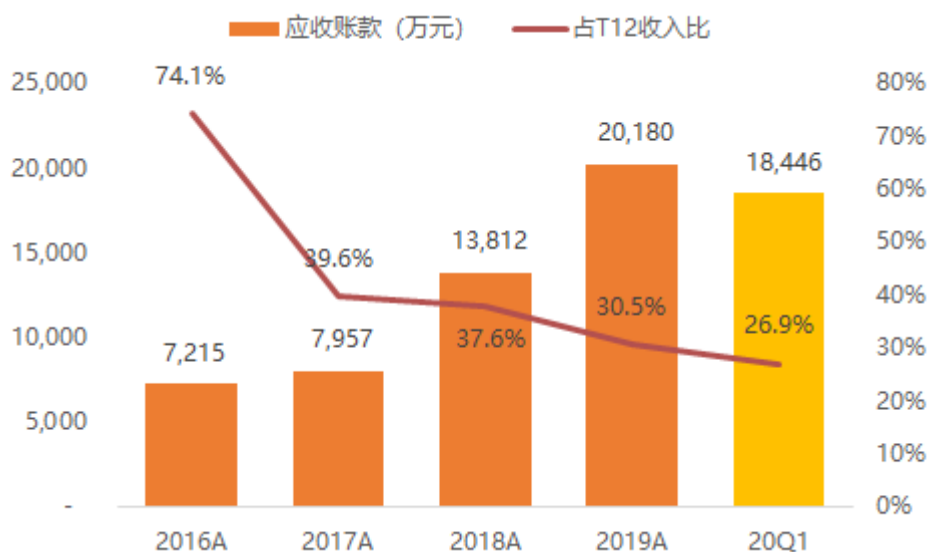
图 7：值得买归母净利润率及扣非归母净利润率（2016A-2019A；2019Q1；2020Q1）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

应收账款：截至 2020 年 3 月 31 日，公司应收账款为 1.84 亿元，占 T12 收入比（滚动 12 个月收入）为 26.9%，应收账款持续优化；

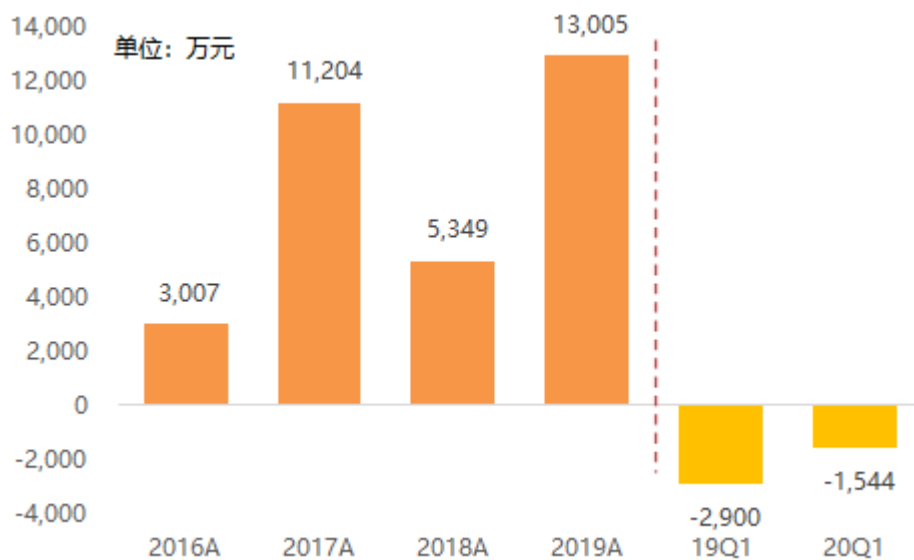
图 8：值得买应收账款及占 T12 收入比（2016A-2019A；2020Q1）



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 2020 年 3 月 31 日，公司货币资金为 2.47 亿元，交易性金融资产为 2.25 亿元；20Q1 公司经营性净现金流量净额为 -1,544 万元，同比改善较为明显；

图 9：值得买经营性净现金流（2016A-2019A；2019Q1；2020Q1）



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) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金 | 6.83 | 80.57 | 246.97 | 395.42 | 496.30 |
| 应收票据及应收账款 | 138.12 | 202.02 | 213.68 | 246.47 | 286.03 |
| 预付账款 | 2.71 | 2.19 | 4.86 | 1.70 | 5.11 |
| 存货 | 0.77 | 4.85 | 1.74 | 4.13 | 2.65 |
| 其他 | 155.74 | 433.81 | 304.92 | 255.02 | 260.64 |
| 流动资产合计 | 304.16 | 723.44 | 772.17 | 902.74 | 1,050.72 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 199.81 | 295.12 | 293.03 | 292.46 | 293.68 |
| 在建工程 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 无形资产 | 5.21 | 5.70 | 6.83 | 8.05 | 9.37 |
| 其他 | 8.47 | 15.23 | 19.08 | 23.14 | 27.42 |
| 非流动资产合计 | 213.49 | 316.06 | 318.95 | 323.65 | 330.46 |
| 资产总计 | 518.13 | 1,039.50 | 1,091.85 | 1,226.80 | 1,381.57 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付票据及应付账款 | 22.67 | 38.53 | 33.55 | 56.89 | 59.86 |
| 其他 | 72.73 | 115.52 | 108.23 | 109.25 | 122.92 |
| 流动负债合计 | 95.40 | 154.05 | 141.78 | 166.14 | 182.78 |
| 长期借款 | 84.00 | 118.50 | 76.00 | 65.00 | 55.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 11.05 | 16.08 | 17.58 | 19.08 | 20.58 |
| 非流动负债合计 | 95.05 | 134.58 | 93.58 | 84.08 | 75.58 |
| 负债合计 | 190.45 | 288.63 | 235.36 | 250.22 | 258.36 |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股本 | 40.00 | 53.33 | 53.33 | 53.33 | 53.33 |
| 资本公积 | 92.60 | 409.26 | 409.26 | 409.26 | 409.26 |
| 留存收益 | 287.68 | 697.52 | 803.16 | 923.24 | 1,069.88 |
| 其他 | (92.60) | (409.25) | (409.26) | (409.26) | (409.26) |
| 股东权益合计 | 327.68 | 750.86 | 856.49 | 976.58 | 1,123.21 |
| 负债和股东权益总 | 518.13 | 1,039.50 | 1,091.85 | 1,226.80 | 1,381.57 |

| 现金流量表(百万元) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|
| 净利润 | 95.72 | 119.03 | 140.85 | 160.11 | 195.51 |
| 折旧摊销 | 8.32 | 13.17 | 11.77 | 12.81 | 14.09 |
| 财务费用 | (1.59) | 4.52 | (1.77) | (1.46) | 0.12 |
| 投资损失 | (4.65) | (5.10) | (12.20) | (4.98) | (5.00) |
| 营运资金变动 | (53.12) | 170.91 | (21.19) | (15.52) | (33.26) |
| 其它 | 8.81 | (172.48) | 9.57 | 9.68 | 8.47 |
| 经营活动现金流 | 53.49 | 130.05 | 127.03 | 160.64 | 179.93 |
| 资本支出 | 195.81 | 103.07 | 9.31 | 11.96 | 15.11 |
| 长期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (401.43) | (498.74) | 106.00 | 25.42 | (35.17) |
| 投资活动现金流 | (205.63) | (395.67) | 115.31 | 37.38 | (20.06) |
| 债权融资 | 93.60 | 133.00 | 90.50 | 79.50 | 69.50 |
| 股权融资 | 1.60 | 325.97 | 1.77 | 1.46 | (0.12) |
| 其他 | (25.25) | (120.05) | (168.21) | (130.53) | (128.38) |
| 筹资活动现金流 | 69.95 | 338.91 | (75.95) | (49.57) | (58.99) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | (82.19) | 73.29 | 166.39 | 148.45 | 100.88 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入 | 507.59 | 662.03 | 831.41 | 1,035.34 | 1,277.99 |
| 营业成本 | 133.59 | 188.20 | 239.27 | 301.79 | 378.22 |
| 营业税金及附加 | 11.99 | 9.81 | 12.32 | 15.34 | 18.93 |
| 营业费用 | 134.72 | 150.45 | 180.50 | 226.63 | 284.95 |
| 管理费用 | 58.74 | 83.86 | 127.55 | 154.89 | 176.29 |
| 研发费用 | 72.20 | 107.48 | 141.66 | 180.50 | 220.92 |
| 财务费用 | (1.60) | 4.04 | (1.77) | (1.46) | 0.12 |
| 资产减值损失 | 2.27 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.40 | 9.57 | 9.68 | 8.47 |
| 投资净收益 | 4.65 | 5.10 | 12.20 | 4.98 | 5.00 |
| 其他 | (15.19) | (17.09) | (43.53) | (29.31) | (26.93) |
| 营业利润 | 106.23 | 129.78 | 153.65 | 172.31 | 212.04 |
| 营业外收入 | 0.34 | 0.40 | 0.40 | 1.50 | 2.43 |
| 营业外支出 | 0.16 | 0.37 | 0.37 | 0.37 | 0.37 |
| 利润总额 | 106.40 | 129.80 | 153.68 | 173.44 | 214.09 |
| 所得税 | 10.68 | 10.77 | 12.82 | 13.33 | 18.58 |
| 净利润 | 95.72 | 119.03 | 140.85 | 160.11 | 195.51 |
| 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 | 95.72 | 119.03 | 140.85 | 160.11 | 195.51 |
| 每股收益(元) | 1.79 | 2.23 | 2.64 | 3.00 | 3.67 |

| 主要财务比率 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 38.31% | 30.43% | 25.58% | 24.53% | 23.44% |
| 营业利润 | 6.83% | 22.17% | 18.40% | 12.15% | 23.05% |
| 归属于母公司净利润 | 10.99% | 24.35% | 18.33% | 13.68% | 22.11% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 73.68% | 71.57% | 71.22% | 70.85% | 70.41% |
| 净利率 | 18.86% | 17.98% | 16.94% | 15.46% | 15.30% |
| ROE | 29.21% | 15.85% | 16.45% | 16.40% | 17.41% |
| ROIC | 58.54% | 30.26% | 37.22% | 40.41% | 48.14% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 36.76% | 27.77% | 21.56% | 20.40% | 18.70% |
| 净负债率 | 26.48% | 6.98% | -18.27% | -32.35% | -38.00% |
| 流动比率 | 3.19 | 4.70 | 5.45 | 5.44 | 5.75 |
| 速动比率 | 3.19 | 4.66 | 5.44 | 5.41 | 5.74 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 4.66 | 3.89 | 4.00 | 4.50 | 4.80 |
| 存货周转率 | 292.22 | 235.90 | 252.37 | 352.73 | 377.06 |
| 总资产周转率 | 1.19 | 0.85 | 0.78 | 0.89 | 0.98 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 1.79 | 2.23 | 2.64 | 3.00 | 3.67 |
| 每股经营现金流 | 1.00 | 2.44 | 2.38 | 3.01 | 3.37 |
| 每股净资产 | 6.14 | 14.08 | 16.06 | 18.31 | 21.06 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 95.03 | 76.42 | 64.58 | 56.81 | 46.52 |
| 市净率 | 27.76 | 12.11 | 10.62 | 9.31 | 8.10 |
| EV/EBITDA | 0.00 | 29.51 | 52.73 | 46.40 | 37.16 |
| EV/EBIT | 0.00 | 31.05 | 56.82 | 49.88 | 39.63 |

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 |