

2020年04月02日

证券研究报告·公司研究报告

值得买(300785)传媒

买入(首次)

当前价: 139.56元

目标价: 171.47元(6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 低价带来高黏性，内容成就高壁垒

### 投资要点

- **推荐逻辑:** 1) “三好架构”(好价+好物+好文)塑造公司内容生态, 神价信息、高互动性共促用户的高黏性, 10年沉积的开箱晒物、使用评测、购物攻略、生活记录等板块, 支撑起平台型内容导购平台的高壁垒。2) 导购平台价值具备提升潜力。2019年, 京东线上平台的商品数同比增长97%, 商品信息爆炸, 用户筛选比较成本提升; 同时, 垂直电商平台迭出, 阿里、京东、拼多多、亚马逊等综合型电商加码营销费用, 电商导流需求提升; 公司作为第三方电商导购平台, 相对客观中立, 或成用户、电商平台的刚需。3) 公司女性用户、24岁以下用户低于行业平均水平, 用户数量、消费潜力、件单价均具备提升空间。
- **件单价、用户数具备提升潜力。**值得买平均月活用户数从2014年的560.3万飞速增至2019H1的2560万, 注册用户从2015年的197万增长至2019H1的967万, 用户规模持续增长中。**用户属性方面:** 高收入、男性、80后成为主要用户标签, 公司用户具有价格敏感度低、忠诚度高特点。同时, 2018年, 公司24岁以下用户仅占5.4%, 女性用户、24岁以下年轻用户占比低于行业平均水平, 总用户数具备提升潜力。用户对于优质商品的需求提升&年轻人更倾向大额网购消费&女性用户化妆个护类产品佣金率更高, 有望推动单笔订单金额、佣金的提升, 公司业绩提升具备用户基础。
- **商品繁荣、电商平台迭出成电商行业趋势, 用户筛选比价成本、电商平台促销信息获取用户的成本均提高, 导购平台对用户、电商平台价值有望水涨船高。**根据京东大数据研究院的数据, 2019年京东线上平台的商品数同比增长96.6%, 商品容量达到18年的2倍, 进入商品信息爆炸的时代。垂直电商数量增加、细分性提升、促销活动复杂性和促销频率提升、用户筛选成本提升, 共促导购平台价值提升。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2020-2021年EPS分别为2.70元、3.31元, 对应PE分别为52x、42x。公司女性、年轻群体的用户数、消费额具备潜力; 加码技术, 基于人工智能的个性化推荐有望提升用户体验与成交额; 内容沉淀、社区生态塑造公司护城河。公司是内容导购领域的龙头, 在A股具备稀缺性, 给予20年11倍PS, 目标价171.47元, 首次覆盖, “买入”评级。
- **风险提示:** 电商政策变化风险; 新客拓展不及预期风险; 对单一客户依赖风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	508	662	831	1024
增长率	38.31%	30.40%	25.60%	23.12%
归属母公司净利润(百万元)	95.72	116.77	143.78	176.67
增长率	10.99%	21.99%	23.13%	22.88%
每股收益EPS(元)	1.79	2.19	2.70	3.31
净资产收益率ROE	29.21%	15.46%	16.42%	17.26%
PE	78	64	52	42
PB	22.71	9.85	8.50	7.27

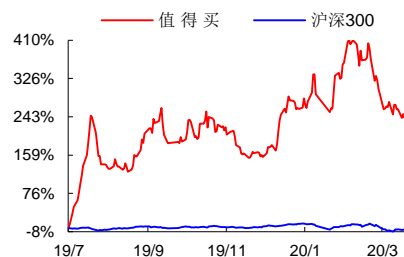
数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 刘言  
 执业证号: S1250515070002  
 电话: 023-67791663  
 邮箱: liuyan@swsc.com.cn

联系人: 张闻宇  
 电话: 021-58351917  
 邮箱: zwy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	0.53
流通A股(亿股)	0.13
52周内股价区间(元)	40.92-208.49
总市值(亿元)	74.43
总资产(亿元)	8.76
每股净资产(元)	13.00

### 相关研究

## 目 录

1 电商导购第一股，为用户提供高效消费决策的内容社区 .....	1
2 低价+干货+客观评价，打造高壁垒+高黏性平台 .....	6
3 件单价、用户数具备潜力，打造公司成长基石 .....	7
4 商品繁荣、电商平台迭出，公司导流空间具备潜力 .....	11
5 主流电商推广投入持续提升，公司广告位有望量价齐升 .....	13
6 盈利预测与估值 .....	15
6.1 盈利预测 .....	15
6.2 估值与评级 .....	16
7 风险提示 .....	16

## 图 目 录

图 1: 内容导购平台什么值得买的页面详情: 商家促销信息与消费者的匹配.....	1
图 2: 值得买发展历程图: 发展迅猛的创业型公司 .....	2
图 3: 公司合作方相互赋能、共同发展 .....	3
图 4: 公司与知名电商、品牌商保持稳定合作关系 .....	3
图 5: 公司业务板块: 主营业务为电商导购、广告展示服务 .....	4
图 6: 公司 2016-2019 年营业收入及增速 .....	4
图 7: 公司 2016-2019 年归母净利润及增速 .....	4
图 8: 2016 年以来, 公司营收结构: 信息推广服务占绝对比重 .....	5
图 9: 公司营收构成 (亿元) .....	5
图 10: 2018 年公司毛利占比: 信息推广占毛利的 80% .....	5
图 11: 2016 年以来, 公司盈利能力情况 .....	5
图 12: 罗永浩直播带货商品 .....	6
图 13: 值得买平台发现的价格低于罗永浩直播间 .....	6
图 14: 社区原创讨论帖: “我是如何买到口罩的” .....	6
图 15: 社区“众测”产品测评 .....	6
图 16: 部分导购网站依赖于背后的电商平台 .....	7
图 17: 值得买历年月平均活跃用户数 (MAU) 情况及增速 .....	8
图 18: 值得买历年期末注册用户数情况及增速 .....	8
图 19: 2018 年值得买用户年龄分布情况 .....	8
图 20: 2017 年京东 16-25 岁的用户人群占比达到 25%左右 .....	8
图 21: 各导购电商用户性别对比情况 (2019.05) .....	9
图 22: 2019 年值得买用户月收入情况 .....	10
图 23: 值得买价格区间订单形成的交易总金额分布情况 .....	10
图 24: 16-25 岁的用户线上件单价明显高于其他人群 .....	10
图 25: 19-25 岁大额网购消费特征更明显 .....	10
图 26: 值得买各渠道优惠信息发布数量占比 .....	11
图 27: 值得买各渠道优惠信息收入金额占比 .....	11
图 28: 值得买部分合作伙伴一览 .....	11
图 29: 17-19 年线上平台商品数量激增 .....	12
图 30: 互联网及移动互联网广告市场规模情况 .....	13
图 31: 值得买广告展示收入及增长情况 .....	13
图 32: 2011 年以来中国网上零售交易规模持续增长 .....	13
图 33: 主流电商销售推广投入持续增加 .....	13
图 34: 值得买网页版广告图示 .....	14
图 35: 值得买 APP 广告图示 .....	14
图 36: 广告展示收入中网站端和移动端收入金额情况 (万元) .....	14
图 37: 广告展示收入中来源于网站端和移动端收入占比情况 .....	14

## 表 目 录

表 1: 公司十大股东明细 (截至 2019 年三季报) .....	2
表 2: 公司管理团队深耕互联网消费行业, 经验优势明显 .....	3
表 3: 值得买在阿里、京东、亚马逊投入的销售金额仅占其当年销售费用的 0.5% 不到 .....	12
表 4: 2016-2018 年, 值得买对阿里、京东的电商导购佣金收入情况 (万元) .....	12
表 5: 2016-2018 年广告展示形式具体情况 .....	15
表 6: 分业务收入及毛利率预测 .....	15
表 7: 可比公司估值情况 .....	16
附表: 财务预测与估值 .....	17

# 1 电商导购第一股，为用户提供高效消费决策的内容社区

值得买目前是一家集导购、媒体、工具、社区属性等消费类内容于一体的互联网公司，主要为电商、品牌商等提供信息推广以及互联网效果营销平台服务。公司目前处于高速发展中，2016-2018年，公司确认GMV分别为34亿元、61亿元、102亿元，CAGR达到73%。背靠一批受教育程度高、消费能力强、高忠诚度和活跃度的用户群体，公司于2019年7月在深交所上市。

图1：内容导购平台什么值得买的页面详情：商家促销信息与消费者的匹配



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司自成立以来，业绩与平台建设呈高速发展态势。2010年6月，隋国栋创建了个人网站“什么值得买”，向网友推荐线上商品，同年10月，开始推送海淘信息，并于2011年开始公司化运作。为紧跟移动互联网的发展趋势，2013年起公司陆续上线“原创”、“互联网效果营销平台”、“千人千面”等新频道、新业务与新技术。2018年底成功吸引月平均活跃用户数达2654.4万人，并获得“电子商务示范企业”、“最具营销价值企业奖”等多项荣誉。与此同时，公司以内容为核心的导购平台成绩显著，2018年优惠信息数量达296.3万条，创收1.9亿元，2018年“双11”期间导向电商、品牌商的净交易额（确认GMV）达9.4亿元。此外，公司不断加强与商业伙伴的合作，2019年与京东、苏宁易购等国内外知名电商在内的约470家优质广告主建立了合作关系。2019年7月15日，公司于深交所创业板上市，计划募集资金3.3亿元，主要用于大数据的个性化技术平台改造与升级项目，提升信息推送的精准度。

**图 2：值得买发展历程图：发展迅猛的创业型公司**


数据来源：公司官网、公司公告，西南证券整理

**创业型公司，实控人为隋国栋。**截至 2019 年三季度，隋国栋先生为公司控股股东、实际控制人，其直接及间接合计持有公司股票 2711 万股，占公司股本总额的 50.83%，其中直接持有公司股票 2311 万股，占公司股本总额的 43.33%，通过其实际控制的国脉创新间接控制公司股份 400 万股，占公司股本总额的 7.50%。

**表 1：公司十大股东明细（截至 2019 年三季度）**

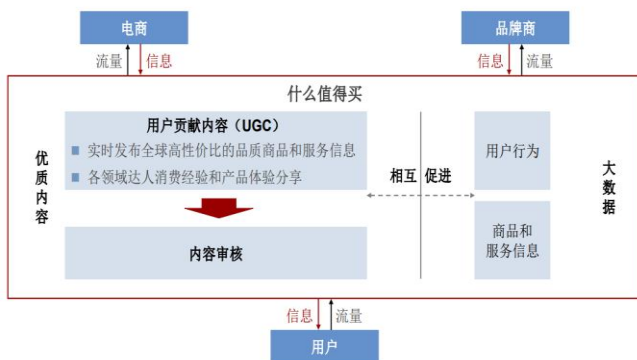
序号	股东名称	股东性质	持股数量 (万股)	持股比例 (%)
1	隋国栋	个人	2311.2	43.33
2	刘峰	个人	665.2	12.47
3	刘超	个人	425.2	7.97
4	北京国脉创新投资管理中心(有限合伙)	投资公司	400	7.50
5	共青城尚麒投资管理合伙企业(有限合伙)	投资公司	160	3.00
6	徐蕾	个人	59.2	1.11
7	中国工商银行股份有限公司-富国创新科技混合型证券投资基金	证券投资基金	39.9	0.75
8	程文	个人	38.4	0.72
9	吕爱连	个人	29.3	0.55
10	全国社保基金六零二组合	全国社保基金	26	0.49
合计			4154	77.89

数据来源：wind、西南证券整理

公司高管具备丰富的互联网行业经验，与阿里、京东、亚马逊等大型综合电商平台保持稳定合作关系，拥有一批受教育程度高、消费能力强，且忠诚度和活跃度都很高的用户群体，数十年的积累，公司平台拥有海量内容，共筑公司核心优势。



- ① **公司高管方面：**公司董事长&首席执行官隋国栋、董事和战略委员会委员那昕、副总裁陈艳等均已在互联网行业深耕几十年，其中陈艳曾任百度资深产品设计师、经理，那昕曾担任京东集团发展战略部高级总监，京东集团旗下公司京东智能副总裁等，拥有深厚的互联网、电商行业经验和资源。
- ② **品牌口碑方面：**公司已经与行业内知名电商、品牌商达成长期合作伙伴关系，包括阿里巴巴等国内外电商和零售商、Linkshare 等联盟平台以及耐克等国内外品牌商。
- ③ **用户群体方面：**公司拥有一批受教育程度高、消费能力强，高忠诚度和活跃度的用户群体。据 GoogleAnalytics 和友盟统计，2016-2018 年，什么值得买网站及其各类移动客户端月活用户数复合增长率为 19%，2018 年每月新增用户的次月留存率最高达 47%。
- ④ **平台内容方面：**公司平台上沉淀了大量的内容，包括基于优惠信息的商品数据库，以及用户的购物攻略、商品评测、商品晒单等。独特的 UGC 内容运营模式和海量的优质内容成为本公司区别于其他竞争对手的核心优势。

**图 3：公司合作方相互赋能、共同发展**


数据来源：公司官网，西南证券整理

**图 4：公司与知名电商、品牌商保持稳定合作关系**


数据来源：公司官网，西南证券整理

**表 2：公司管理团队深耕互联网消费行业，经验优势明显**

职位	过往经历	深度绑定
公司董事长&首席执行官: 隋国栋	同济大学硕士学位，值得买创始人、董事长； 2011 年创办“什么值得买”，并将“什么值得买”从一个人博客打造成为中国规模最大的内容型导购平台； 2017 年，获评“中国 40 岁以下商界精英”、“2017 中国电商未来之星人物”等荣誉称号。	现任公司董事长，截至 2019 年 9 月底，其直接或间接合计持有公司股票 2711 万股，占公司股本总额的 50.83%。
副总裁: 陈艳	2006-15 年，曾任百度资深产品设计师、经理，本来生活产品技术中心副总经理。	现任公司副总裁、监事会主席
首席技术官: 刘峰	曾任青岛普通网讯科技有限公司合伙人、技术负责人	现任公司董事兼首席技术官，截至 2019 年 9 月底，其持股数为 665.2 万股。
董事和战略委员会委员: 那昕	2010 年加入京东集团发展战略部任高级总监，负责集团中长期战略规划和投资并购等工作； 2014 年，京东成立了智能集团(NSNG)，被任命为副总裁、主导进入智能硬件领域的可行性研究，并全面负责京东智能集团生态体系建设、孵化器、加速器以及智能硬件领域的投资并购等工作； 2015 年中加入值得买任 CEO。	现任公司董事兼首席执行官、首席营销官

数据来源：choice、西南证券整理

公司运营自主研发的内容导购类平台，为电商、品牌商等提供电商导购、广告展示等服务。依靠“什么值得买”网站及移动客户端获取用户、积累内容，从而推送导购信息、发布广告等。根据公司公告，2018年，公司信息推广收入占营业收入比例为80%，达到4.1亿元，成为公司的主要业务；海淘代购平台服务营收为69万元，仅占总营收的0.1%，公司目前已经停止承接新海淘业务。

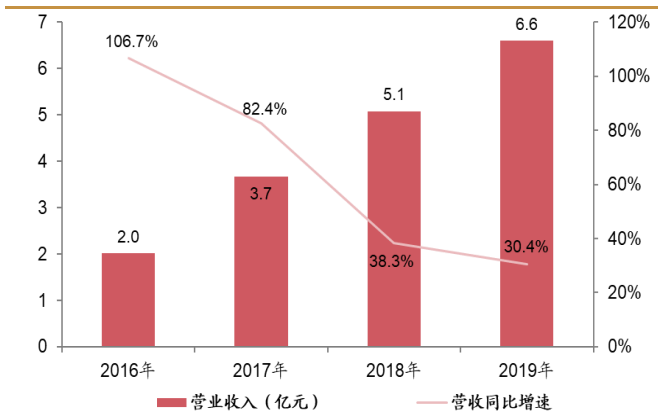
图5：公司业务板块：主营业务为电商导购、广告展示服务



数据来源：公司官网、公司公告等，西南证券整理

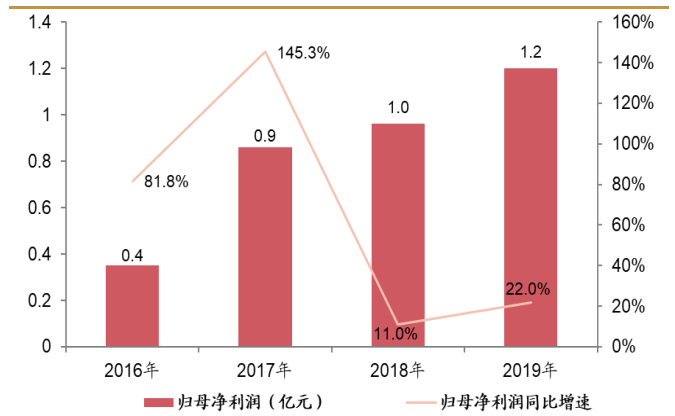
**公司业绩状况：营业收入与利润规模依旧保持稳定增长。**2017年，公司老客户投放的金额持续增加，营业收入达3.7亿元，同比增长82.4%，实现归母净利润0.9亿元，同比增长145%。2018年，公司媒体价值变现情况持续良好，可售卖的资源及合作形式愈加丰富，新客户开拓的数量增多，且与京东集团和蓝标集团合作的广告投放金额呈增长趋势，广告展示收入增长34.5%，拉动2018年营收同比增长38.3%。2019年，公司积极布局国内电商大促活动“618”、“双11”以及“双12”，仅上半年，其平台净交易额（确认GMV）同比增长67.0%至60.1亿元，移动客户端APP用户规模增长至3191万，三波爆发性的消费浪潮拉动公司2019年营收至6.6亿元，同比增长30.4%。

图6：公司2016-2019年营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

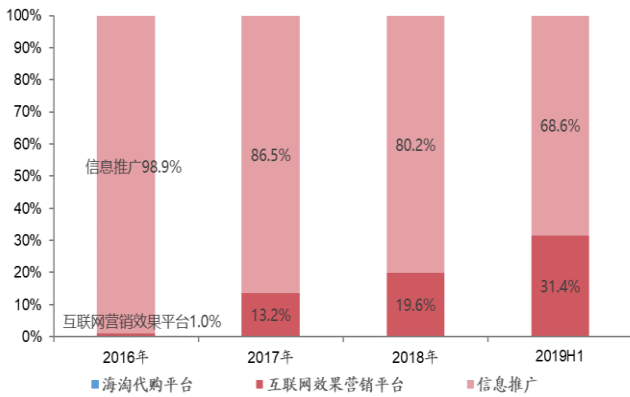
图7：公司2016-2019年归母净利润及增速



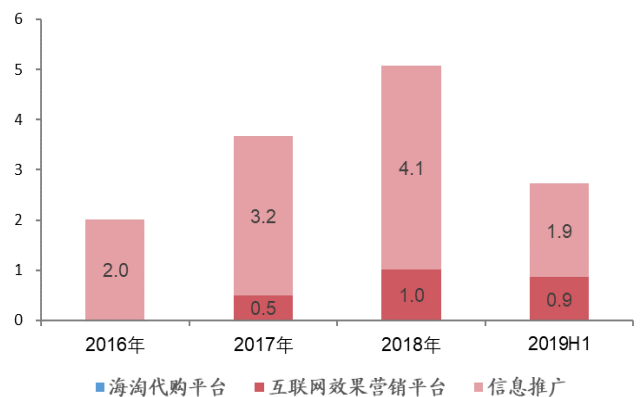
数据来源：公司公告，西南证券整理



**公司主营业务结构: 信息推广服务占绝对比重, 互联网效果营销平台服务占比逐年上升。** 2016-2018年, 信息推广服务营收额逐年上升, 营收占比保持在80%以上, 主要受合作电商广告投放增多的影响, 在合作电商中, 来自阿里巴巴、京东和蓝标集团的营收约占总营收的37%以上, 且逐年上升。2016年, 公司星罗广告联盟 LinkStars 上线, 互联网效果营销平台服务营收占比快速上升, 2018年, 互联网效果营销平台的营收近接近20%。

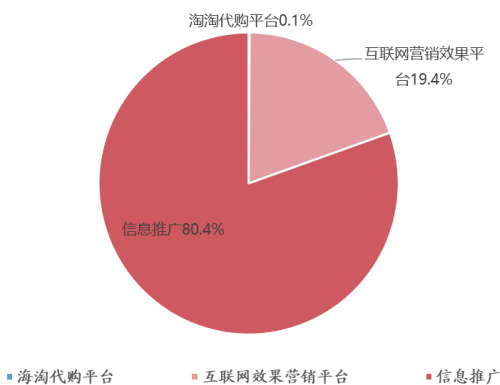
**图 8: 2016 年以来, 公司营收结构: 信息推广服务占绝对比重**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

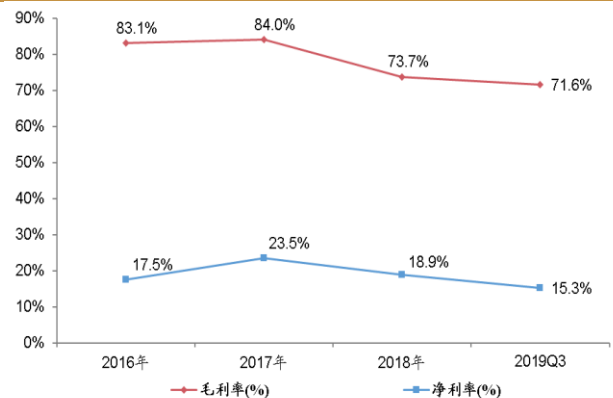
**图 9: 公司营收构成 (亿元)**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**轻资产运营, 公司毛利率始终保持较高水平。** 信息推广业务占80%的毛利, 是公司主要毛利来源。公司毛利率始终处于较高水平, 主要由于公司收入本质为服务收入, 包括广告收入、导购佣金、商品成交服务费以及信息服务费等, 主要成本为结算手续费以及网站运营成本。2018年, 由于技术服务及活动成本等运营成本投入较大, 公司营业成本同比增长127.7%, 公司毛利率出现下滑。

**图 10: 2018 年公司毛利占比: 信息推广占毛利的 80%**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 11: 2016 年以来, 公司盈利能力情况**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

## 2 低价+干货+客观评价，打造高壁垒+高黏性平台

**低价带来高用户黏性:**2016年至2018年,值得买用户贡献优惠信息分别为42.3万条、89.1万条及206.6万条,在这些内容贡献者的帮助下,越来越多的用户能通过公司的网站及App抢购到优质低价的商品,为他们带来购物满足感的同时,也吸引他们将在购物过程中发现的优质商品促销信息爆料给值得买平台,形成良性的循环系统,在用户帮助用户氛围的带动下,公司用户贡献信息的数量持续提升。4月1日,罗永浩在抖音直播带货当晚,值得买平台上便出现其直播间商品的低价信息,价格低于直播间。2018年,值得买移动客户端单个用户平均每日启动次数超过7次,每月新增用户的次月留存率最高达47%。同样的商品、更低的价格,值得买的用户具有更高的黏性。

图 12: 罗永浩直播带货商品



数据来源: 抖音, 西南证券整理

图 13: 值得买平台发现的价格低于罗永浩直播间



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

**干货沉淀内容壁垒:**值得买网站及App拥有“社区”功能,打造“好文”、“资讯”、“众测”三个频道,为用户提供更加全面的购物指南,用户在社区分享购物“干货”。好文中的“原创”频道主要包括开箱晒物、使用评测、购物攻略、生活记录等板块。“原创”频道内的大量优质内容,成为值得买区别于其他电商导购平台的特色。经过十余年的积累,公司“好文”、“众测”频道内积累了大批电子产品、海淘、生鲜、家电、运动等的用户体验。例如,疫情期间的社区内“我是如何买到口罩的”一文,用户手把手的提供自己的口罩品牌选择、上货时间的经验,截至4月1日,该经验攻略获得8093个用户收藏,871条互动评论。

图 14: 社区原创讨论帖:“我是如何买到口罩的”



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 15: 社区“众测”产品测评



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

非电商平台旗下的导购网站，商品评价更为客观：值得买不同于其他导购网站，值得买 App 更像是导购平台中的“大众点评”，将所有第三方平台的好价商品信息，通过用户收集到一起，优惠信息主要由用户发现提供，更大程度上过滤了“刷好评”、“虚假优惠”的卖家，为用户提供更好的消费体验。由于值得买独立于电商平台，用户可通过互动区来获取更详细的商品信息，对商品进行交流，其互动区的评论可读性更高，弥补消费者的信息不对称问题。在商品信息栏，用户可以清晰地看到该商品的互动信息，如：存货率、优惠情况、推荐人数、互动情况等，以此判断是否值得购买，用户还可以对商品信息进行反馈，关注商品动态，关注商品标签等信息。

图 16：部分导购网站依赖于背后的电商平台

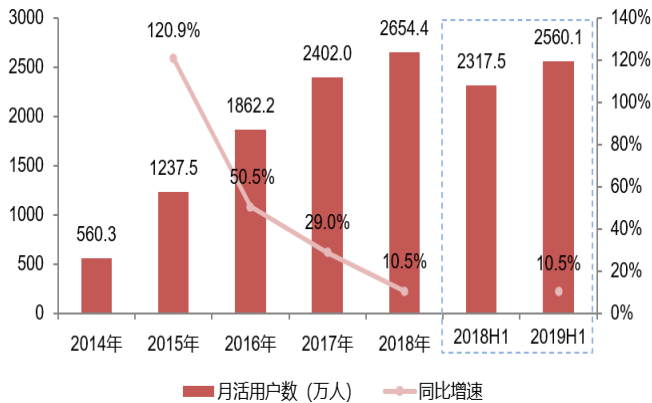


数据来源：企查查、公司公告，西南证券整理

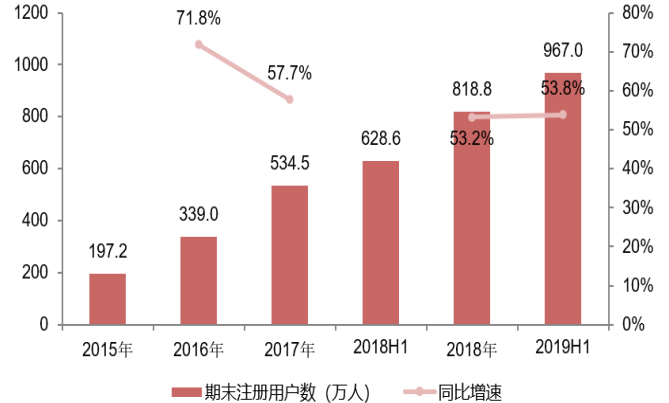
### 3 件单价、用户数具备潜力，打造公司成长基石

**结论：**值得买平台女性用户、24 岁以下的 95 后年轻用户数量仍然有提升空间，用户总数具备增长潜力；用户对于优质商品的需求提升&年轻人更倾向大额网购消费，有望推动单笔订单金额的提升，公司业绩提升具备用户基础。

值得买平均月活跃用户数从 2014 年的 560.3 万飞速增至 2019H1 的 2560 万，注册用户从 2015 年的 197 万增长至 2019H1 的 967 万，用户规模持续增长中。从 2015 年至 2018 年，值得买月注册用户数由 197.2 万上涨至 818.8 万，2018 年较 2017 年同比增加 53.2%。根据招股说明书披露，2018 年值得买移动客户端单个用户平均每日启动次数达到 7.0 次，每月新增用户的次月留存率最高达 47%。QuestMobile 数据显示，2019 年 6 月公司 APP 的新安装活跃率为 79.0%，7 日留存率达 69.6%，用户人均单日使用时长长达 30.8 分钟，远高于主流电商平台。值得买经过十年深耕积累了高粘性用户群体，领先的用户忠诚度、活跃度和互动性已经成为其核心竞争优势之一。

**图 17: 值得买历年月平均活跃用户数 (MAU) 情况及增速**


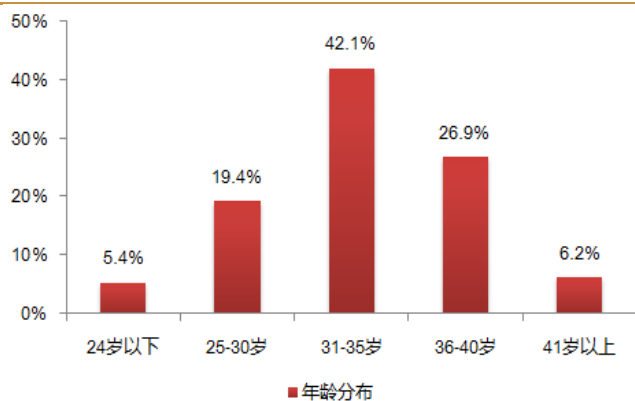
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 18: 值得买历年期末注册用户数情况及增速**


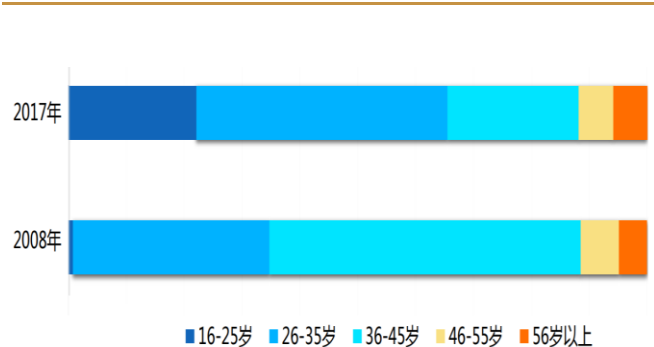
数据来源: 公司公告, 西南证券整理 (发行人网站和 App 并不强制要求用户进行注册, 因此发行人注册账户数小于月平均活跃账户数)

### 公司用户特征:

1) 用户具备高消费能力, 42%的用户年龄在 31-35 岁, 88%的用户年龄在 25-40 岁, 同时加紧探索年轻消费市场。值得买的用户主要集中在占比高达 88.4% 的 25-40 岁人群。主要用户群体年龄分布在 31-35 岁, 占比 42.1%。处于这个年龄段的大部分 80 后都具有一定的收入基础且经济消费能力较强, 高消费力用户为公司提供了更大的发展空间。值得买 24 岁以下用户只有 5.4%, 而京东在 2017 年, 16-25 岁的用户人群占比约为 25%, 值得买的年轻用户具备 20% 的增长空间。近年来 90 后、95 后逐渐成为新一代年轻消费群体, 他们敢于花钱, 对新鲜事物充满好奇, 追求个性化、多样化及体验式消费, 年轻人多元的消费观为消费市场带来无限可能。抓住年轻消费者是占领市场的关键, 公司需积极挖掘年轻用户消费市场, 聚拢更多年轻消费群体来释放消费红利。

**图 19: 2018 年值得买用户年龄分布情况**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 20: 2017 年京东 16-25 岁的用户人群占比达到 25% 左右**


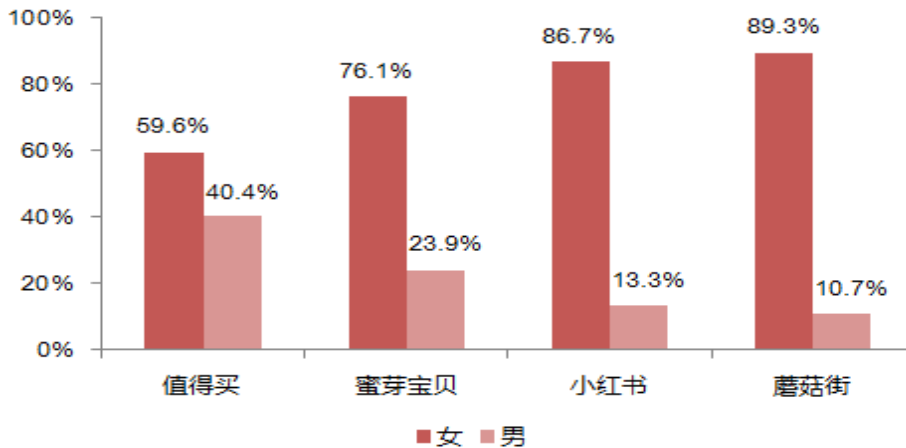
数据来源: 京东大数据研究院, 西南证券整理

2) 价格敏感度低、高忠诚度的男性用户占比高, 持续挖掘女性市场。根据 2019 年 5 月各导购电商用户性别情况来看, 蜜芽宝贝、小红书、蘑菇街女性用户占比均维持在 75% 以上, 蘑菇街更是高达 89.3%, 男性用户占比均不足 25%。相较于其他平台, 值得买的女性用户占比偏低。艾瑞咨询发布数据显示, 2015 年值得买女性用户



占比仅为 33.0%，由此可见整个网站的女性用户比例一直在稳步上升。值得买将男性消费视为平台成长原动力，男性用户对价格的敏感性较低且忠诚度较高，他们的共同特点是有足够的时间精力分享消费观点和优惠折扣套路，这也为平台贡献了大量优质内容。

图 21：各导购电商用户性别对比情况（2019.05）



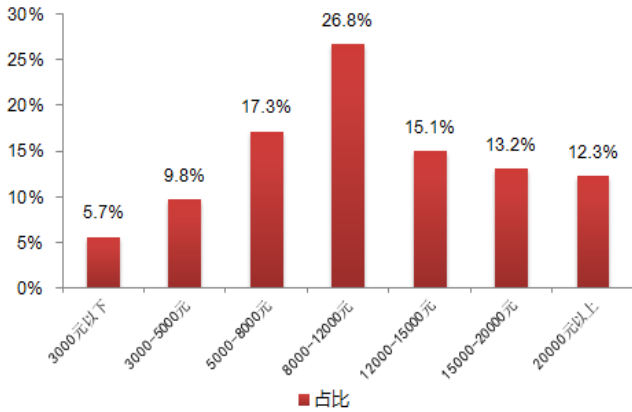
数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

3) 低价之外，值得买用户越来越倾向于通过平台购买质量好、价格高的产品，67%的用户月收入在 8000 元以上，5000-10000 元的交易总金额占比从 16 年的 8.1% 提升至 18 年的 15.3%。用户大额商品消费需求&19-25 岁年轻人更倾向于大额网购，公司电商导购业务具备增长潜力。

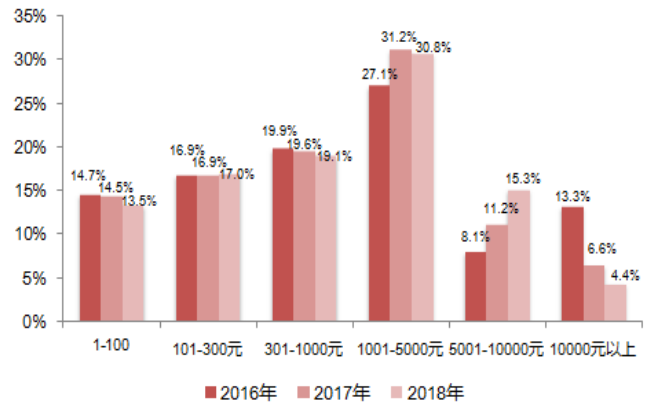
①公司用户月收入主要集中在 5000-15000 元，占比高达 59.2%，67.2% 用户月收入在 8000 元以上，其中月收入在 8000-12000 元的用户占据了 26.8% 的份额。由此可见，值得买用户具备较好的经济基础及高品质消费能力。从电商导购交易总金额分布区间来看，自 2016 年到 2018 年，位于 100-5000 元价格区间订单形成的交易总金额占比保持一直在 60% 以上，10000 元以上的交易总金额占比从 13.3% 降至 4.4%，而 5000-10000 元的交易总金额占比从 8.1% 提升至 15.3%。上述情况表明随着生活水平和人均可支配金额的不提高，用户在关注低价商品的同时，也愈发倾向于通过值得买平台购买质量上乘、价格较高的优质产品。

②根据京东大数据研究院的数据，2017 年 16-25 岁的件单价在 250 元左右，到 2019 年这一数字已经超过 300 元，遥遥领先于 26-45 岁用户的 200 元件单价。TalkingData 的数据显示，19-25 岁用户的 500 元以上的消费比 26-35 岁用户高出 6.9 个百分点。95 后在消费选择上更偏重于选择价格更高、品质更好或者更有品味感的商品。25 岁以下年轻人更倾向于大额网购，值得买电商导购业务的增长潜力较强。

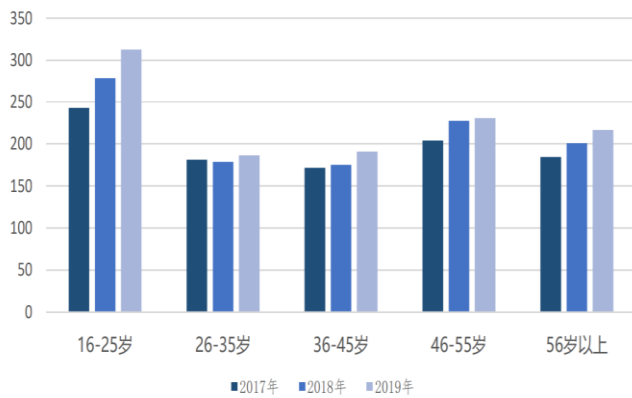


**图 22: 2019 年值得买用户月收入情况**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 23: 值得买价格区间订单形成的交易总金额分布情况**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 24: 16-25 岁的用户线上件单价明显高于其他人群**


数据来源: 京东大数据研究院, 西南证券整理 (件单价: 线上消费平均每件商品的价格)

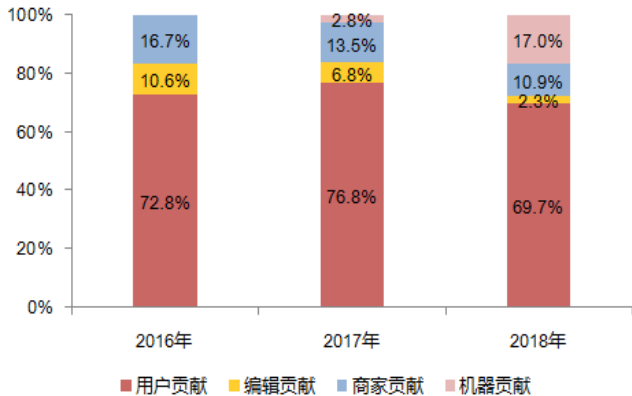
**图 25: 19-25 岁大额网购消费特征更明显**

综合指标	19-25岁	26-35岁	36-45岁	46-55岁
0-500	82.12%	89.06%	88.38%	88.76%
500-2000	13.20%	8.77%	9.23%	8.83%
2000-5000	3.65%	1.84%	2.01%	2.02%
5000-10000	1.02%	0.32%	0.38%	0.40%

数据来源: TalkingData, 西南证券整理

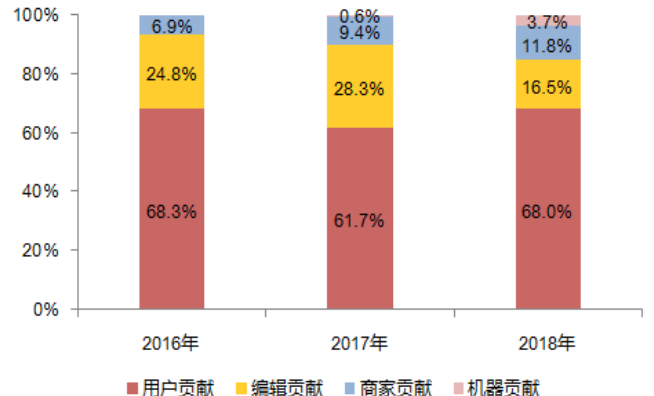
低成本 UGC 获取高黏性流量, 良性循环下, UGC 发布的信息数量占比保持在 70% 左右。值得买网站内容以优惠信息为主, 其内容来源分为四种: 用户贡献 (UGC)、编辑贡献 (PGC)、商家贡献及机器贡献。值得买相对于大多数内容导购平台的优势在于其大部分内容来源于用户贡献, 这不仅保证了内容的丰富度, 而且更贴近用户的需求。两年期间用户贡献优惠信息数量占比稳定在 70%-80% 之间, 从 2016 年的 72.8% 增至 2017 年的 76.8%。2018 年度用户贡献信息带来的收入达到 1.3 亿元, 占比 68.0%。2016 年至 2018 年, 编辑贡献优惠信息数量占比从 10.6% 降至 2.3%。在值得买成立初期, 编辑贡献优惠信息比例较高。为进一步刺激用户贡献信息, 编辑的核心工作转向如何激发用户信息贡献的积极性。随着品牌知名度不断提升, 用户基数在持续稳定增长。同时, 值得买在不断丰富商品品类和引入更多电商、品牌商的基础上, 通过运营活动吸引新老用户持续贡献内容, 形成良性的循环系统。

图 26: 值得买各渠道优惠信息发布数量占比



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 27: 值得买各渠道优惠信息收入金额占比



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

## 4 商品繁荣、电商平台迭出, 公司导流空间具备潜力

**结论:** 值得买的导流价值已经获得包括阿里巴巴、京东、亚马逊全球、苏宁易购、国美在线、沃尔玛、eBay 等国内外电商或零售商的认可, 2017 年, 值得买在亚马逊的合计收入仅占其当年销售费用的 0.03%, 2018 年, 值得买在阿里、京东的合计收入仅占其当年销售费用的 0.25%、0.48%, 头部电商平台对于值得买的广告投入仍然具备提升空间。

**同知名品牌开展深度合作, 拓展值得买影响力。** 值得买日益成为众多电商、品牌商获取用户、提升品牌影响力的重要渠道。公司已经与包括阿里巴巴、京东、亚马逊全球、苏宁易购、国美在线、沃尔玛、eBay、Linkshare、AffiliateWindow 和 CommissionJunction 等联盟平台以及耐克、Visa、戴森、DELL、雅诗兰黛、华为、中国银行、银联国际等国内外品牌商形成了稳定的长期合作伙伴关系。

图 28: 值得买部分合作伙伴一览



数据来源: 什么值得买官网, 西南证券整理

2018 年值得买前五大电商导购佣金客户为阿里、亚马逊(中国)、Commission Junction (国外大型第三方联盟平台)、京东、Digital Window, 其导购不含税营业收入分别达到 8435 万元、494 万元、213 万元、162 万元(结算口径问题导致导购收入偏低)、141 万元。2017 年, 值得买在亚马逊的合计收入仅占其当年销售费用的 0.03%, 2018 年, 值得买在阿里、京东的合计收入仅占其当年销售费用的 0.25%、0.48%, 头部电商平台对于值得买的广告投入仍然具备提升空间。

**表 3: 值得买在阿里、京东、亚马逊投入的销售金额仅占其当年销售费用的 0.5% 不到**

公司名称	2018 财年销售费用 (亿元)	2018 年值得买导购收入	2018 年值得买在该平台 合计收入(万元)	合计收入占总销售费用的 比例
阿里巴巴	398	8435	9889	0.25%
京东	192	162	9176	0.48%
亚马逊(2017 年)	658	1507	2033	0.03%

数据来源: 公司公告、wind, 西南证券整理(阿里巴巴 2018 财年区间为 2018 年 4 月 1 日-2019 年 3 月 31 日, 合计收入指以同一控制口径统计的阿里、京东、亚马逊所发生的所有销售金额; 2018 年, 亚马逊未进入销售金额前五, 故未披露合计销售金额)

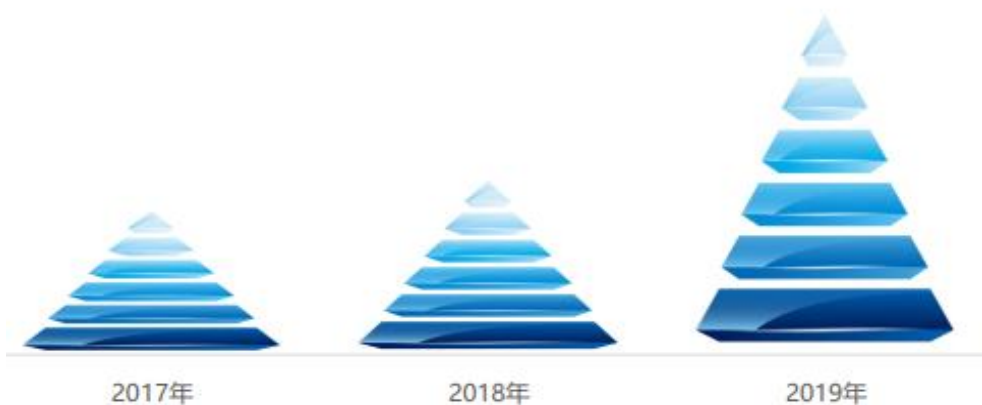
**表 4: 2016-2018 年, 值得买对阿里、京东的电商导购佣金收入情况(万元)**

公司名称	2016 年	2017 年	2018 年	CAGR
阿里巴巴	5036	6020	8435	29.4%
京东	1046	3682	8035	177.2%

数据来源: 公司公告, 西南证券整理(由于京东导购佣金归口的问题, 京东实际导购佣金=京东电商导购佣金收入+京东互联网效果营销平台服务收入)

商品繁荣、电商平台迭出呈电商行业趋势, 用户筛选比较的成本提高, 电商平台促销信息获取用户的成本亦提高, 导购平台对用户、电商平台的重要性具备提升空间。根据京东大数据研究院的数据, 2019 年, 线上平台的商品数同比增长 96.6%, 商品容量达到 18 年的 2 倍。随着垂直电商数量的增加, 以及各种促销活动复杂性的提升, 用户筛选成本提升, 电商导购平台需求愈加刚性。

**图 29: 17-19 年线上平台商品数量激增**

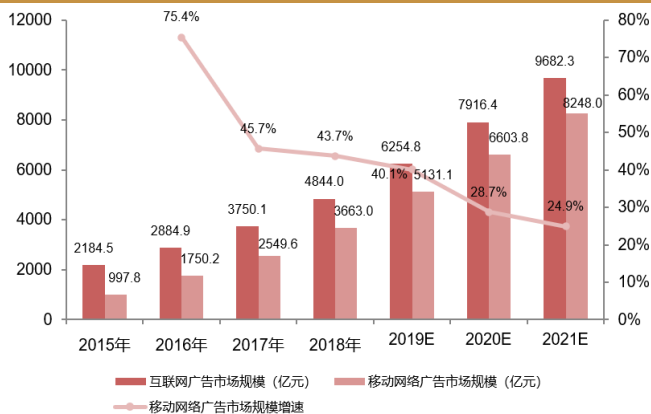


数据来源: 京东大数据研究院, 西南证券整理

## 5 主流电商推广投入持续提升，公司广告位有望量价齐升

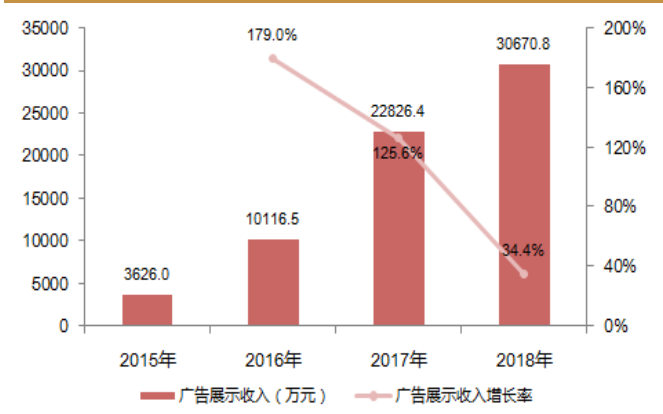
预计 2020-2021 年移动互联网广告市场规模保持 25% 左右的增速，值得买广告业务仍有较大发展空间。根据艾瑞咨询的数据，2015 年至 2018 年，中国网络广告市场规模持续增长，从 2184.5 亿元增长至 4914 亿元，年复合增长率高达 34.8%。公司广告展示收入从 2015 年 3626 万元增长到 2018 年 3.1 亿元，2018 年同比增速达 34%，整体网络广告市场规模的高速发展为公司广告展示业务的增长奠定行业基础。

图 30：互联网及移动互联网广告市场规模情况



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

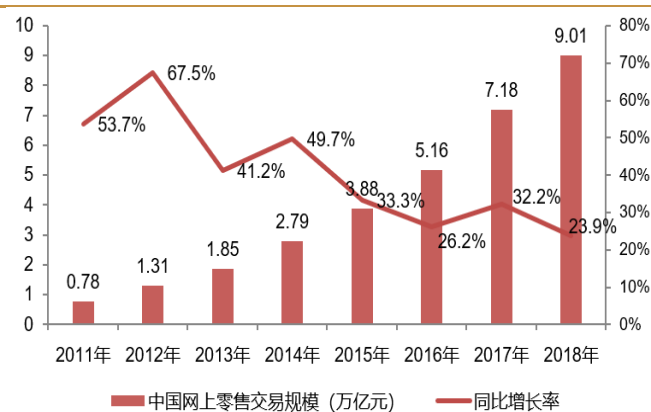
图 31：值得买广告展示收入及增长情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

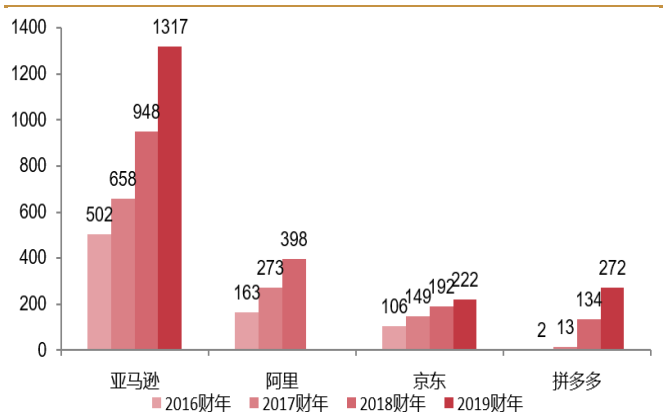
2018 年中国网上零售交易规模达 9 万亿元，同比提升 24%，电商阿里、京东、亚马逊等主流电商销售推广投入持续加大。中国网上零售交易规模从 2011 年的 0.78 万亿元增长至 2018 年的 9 万亿元，2018 年的同比增速仍保持在 24% 左右，处于高速增长通道中。公司主要客户阿里巴巴集团、京东集团和亚马逊集团从 2016 年至 2018 年市场推广费用持续快速增长。京东集团和亚马逊集团的复合增长率分别为 28%、38%，与广告业务收入快速增长的趋势相匹配。网上零售交易规模 20%+ 的同比增速、主流电商销售推广投入加大以及公司逐渐开拓广告业务将持续挖掘值得买广告业务空间。

图 32：2011 年以来中国网上零售交易规模持续增长



数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 33：主流电商销售推广投入持续增加



数据来源：wind，西南证券整理（阿里巴巴 2018 财年区间为 2018 年 4 月 1 日-2019 年 3 月 31 日）

值得买自带广告基因，广告投放与用户利益不冲突。值得买自 2015 年开始逐渐加大广告业务开发力度，在不影响用户体验的情况下，在什么值得买网站和 App 中设置不同的广告位置供广告商投放广告，随着产品、广告展现形式日趋丰富，可有效满足各类型广告主的在不同推广时间的广告发布需求。目前广告展现形式主要以焦点图广告、App 端信息流广告、App 端浮层广告、App 端通栏广告、网站端顶部通栏广告、各类矩形广告为主。

图 34：值得买网页版广告图示



数据来源：什么值得买官网，西南证券整理

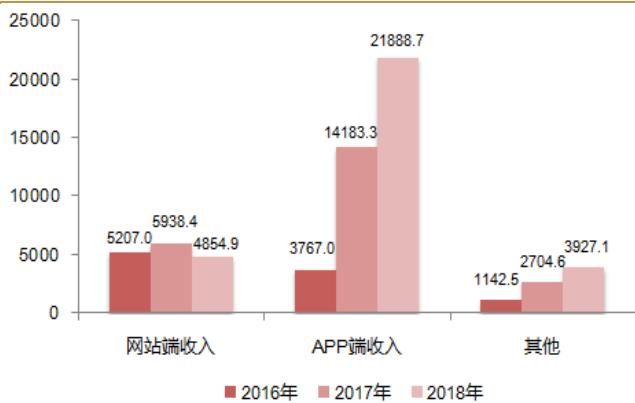
图 35：值得买 APP 广告图示



数据来源：什么值得买 APP，西南证券整理

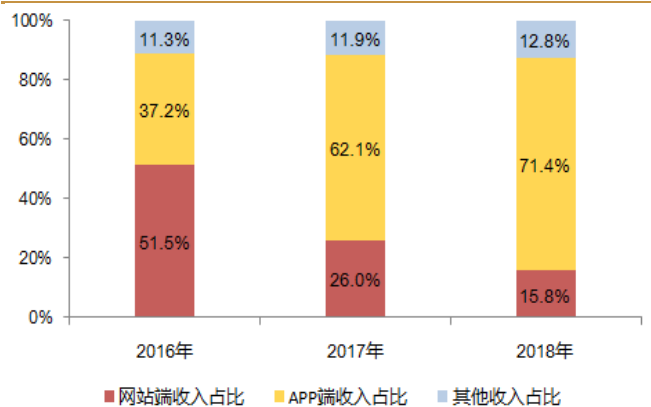
APP 端广告需求稳步增长。2016 年网站端收入占比高达 51.5%，后续两年持续下降，2018 年下滑至 15.8%，网站端收入金额从 2017 年 5938.4 万元降低为 4854.9 万元。与此相反，2016 年至 2018 年 App 端收入呈逐年上升趋势，三年期间由 3767.0 万元增长至 21888.7 万元，APP 端收入占广告展示收入比例从 37.2% 提升至 71.4%。这说明用户在移动端 App 上投放广告的意愿不断增强。

图 36：广告展示收入中网站端和移动端收入金额情况（万元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 37：广告展示收入中来源于网站端和移动端收入占比情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

APP 端信息流广告备受青睐，广告位数量、售出比例、广告位价格有望随平台价值提升而增长。广告展示收入的计费模式主要以按天计价为主，各大主流 App 媒体均以信息流广告为主要发展重点，因此网站端顶部通栏和网站端的焦点图广告售出比例有所下降，而 App 端信息流广告的售出比例、广告位数量自 2016 年以来不断上升，2018 年 App 端信息流广告售出比例达到 56.5%，其单位时长平均展示价格为 2.2 万元/天。App 端浮层广告的售出比例自 2017 年的 50.7% 下降至 2018 年的 16.7%，一方面由于信息流广告的快速增长，另一



方面由于浮层广告会在一定程度上影响用户体验，广告主投放该类广告的意愿有所下降。2018年App端通栏广告的售出比例明显上升，随着优惠信息和原创好文的质量和数量稳定增长，以及个性化推荐系统的不断完善，用户查看文章并浏览评论的次数也不断提高，APP端通栏广告价值同样处于提升中。

**表 5：2016-2018 年广告展示形式具体情况**

广告展示形式	单位时长平均展示价格 (万元/天)			广告位个数 (个)			广告位售出比例		
	2016 年	2017 年	2018 年	2016 年	2017 年	2018 年	2016 年	2017 年	2018 年
焦点图广告	2.3	3.0	3.5	10	12-18	10	39.1%	42.2%	39.8%
APP 端信息流广告	2.6	2.1	2.2	2-4	15-18	14-26	28.1%	46.0%	56.5%
APP 端浮层广告	3.7	4.1	5.3	2	2	2	20.2%	50.7%	16.7%
APP 端通栏广告	-	-	2.5	-	-	7-10	-	-	42.0%
网站端顶部通栏广告	1.7	2.0	1.8	4	5	4	41.9%	36.1%	28.3%
各类矩形广告	1.2	1.3	1.2	14	12-16	12	0.227	27.8%	29.9%

数据来源：公司公告，西南证券整理

## 6 盈利预测与估值

### 6.1 盈利预测

#### 关键假设：

公司目前的主要业务是依靠平台进行导购、广告业务等。

假设 1：信息推广业务：公司在用户消费潜力挖掘、女性&25 岁以下年轻用户的用户拓展上具备发展空间，预计公司信息推广业务平稳发展，毛利率维持在 70%左右。

假设 2：互联网效果营销业务：根据艾瑞咨询的数据，预计移动网络广告市场规模的增速在 2020、2021 年分别为 28.7%、24.9%。公司于 2016 年推出星罗广告联盟 LinkStars，开始提供互联网效果营销平台服务，该业务基数较低。且由于结算口径原因，公司与京东的部分广告需求归口在互联网效果营销口碑内，假设公司效果营销业务增速高于行业水平，毛利率与之前年份持平。

**表 6：分业务收入及毛利率预测**

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
信息推广服务	收入	407.2	476.4	571.7	686.0
	增速	28.2%	17.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	73.9%	71.0%	71.0%	70.0%
互联网效果营销平台服务	收入	99.7	185.5	259.7	337.5
	增速	106.7%	86.0%	40.0%	30.0%
	毛利率	72.9%	72.9%	72.9%	72.9%
合计	收入	507.6	661.9	831.3	1023.6
	增速	38.3%	30.4%	25.6%	23.1%
	毛利率	73.7%	71.5%	71.6%	71.0%

数据来源：wind，西南证券

## 6.2 估值与评级

预计公司 2020-2021 年 EPS 分别为 2.70 元、3.31 元，PE 分别为 52x、42x。公司属于互联网电商导购行业，A 股中暂未有可比公司。以 2020 年 4 月 1 日的市值计算，公司 2020 年 PS 估值为 9 倍，略高于拼多多和阿里巴巴，主要原因在于公司体量更小，且内容导购平台型公司与电商平台存在差异。公司女性&年轻群体的用户数、消费额具备潜力；加码技术，基于人工智能的个性化推荐有望提升用户体验与成交额；内容沉淀、社区生态塑造公司护城河。公司是内容导购领域的龙头，在 A 股具备稀缺性，给予 20 年 11 倍 PS，目标价 171.47 元，首次覆盖，“买入”评级。

表 7：可比公司估值情况

证券代码	证券名称	最新收盘价	PS	
			2020E	2021E
PDD.O	拼多多	36.28 (USD)	6.3	4.5
9988.HK	阿里巴巴-SW	186.00 (HKD)	5.4	4.3
均值			5.9	4.4

数据来源：wind，西南证券整理

## 7 风险提示

**电商平台政策变化风险：**公司电商导购佣金收入与享有佣金的商品、品类佣金比例高度相关，存在因享有佣金商品品类变更、佣金比例下降，影响公司业绩的风险；

**新客户拓展不及预期风险：**公司在女性用户、24 岁以下年轻群体的拓展上具备潜力，但也存在因其他定位于年轻群体、女性用户平台的加入，用户获取成本提升，使得公司用户数量拓展不及预期的风险；

**对单一客户依赖风险：**2016-2018 年，公司从阿里、京东、亚马逊实现的电商导购佣金收入及互联网效果营销平台服务收入分别为 7723 万元、11219 万元及 17084 万元，占当期电商导购佣金收入及互联网效果营销平台服务收入的比重分别为 77%、82%及 85%，存在对单一客户的依赖风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	507.59	661.88	831.35	1023.58	净利润	95.72	116.77	143.78	176.67
营业成本	133.59	188.39	236.12	297.23	折旧与摊销	8.32	50.91	50.91	50.91
营业税金及附加	11.99	16.16	20.08	24.81	财务费用	-1.60	-0.54	-1.62	-1.61
销售费用	134.72	191.94	232.78	290.01	资产减值损失	2.27	12.23	0.00	0.00
管理费用	58.74	137.01	162.11	199.60	经营营运资本变动	-56.06	-17.45	-60.29	-72.42
财务费用	-1.60	-0.54	-1.62	-1.61	其他	4.84	-12.23	2.00	-11.00
资产减值损失	2.27	12.23	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>53.49</b>	<b>149.67</b>	<b>134.78</b>	<b>142.55</b>
投资收益	4.65	0.00	0.00	10.00	资本支出	-190.40	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-15.23	0.48	0.00	10.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-205.63</b>	<b>0.48</b>	<b>0.00</b>	<b>10.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>106</b>	<b>117</b>	<b>182</b>	<b>224</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.18	0.08	0.11	0.10	长期借款	84.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>106.40</b>	<b>116.77</b>	<b>181.99</b>	<b>223.63</b>	股权融资	0.00	330.00	0.00	0.00
所得税	10.68	0.00	38.22	46.96	支付股利	-22.00	-19.14	-23.35	-28.76
净利润	95.72	116.77	143.78	176.67	其他	7.95	-9.06	1.62	1.61
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>69.95</b>	<b>301.80</b>	<b>-21.74</b>	<b>-27.15</b>
归属母公司股东净利润	95.72	116.77	143.78	176.67	<b>现金流量净额</b>	<b>-79.79</b>	<b>451.96</b>	<b>113.04</b>	<b>125.40</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	6.83	458.78	571.83	697.23	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	142.87	183.20	224.04	280.82	销售收入增长率	38.31%	30.40%	25.60%	23.12%
存货	0.77	1.08	-0.65	0.70	营业利润增长率	6.83%	9.85%	55.87%	22.90%
其他流动资产	154.18	200.42	251.73	309.94	净利润增长率	10.99%	21.99%	23.13%	22.88%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	4.57%	47.90%	38.39%	18.02%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	199.81	149.40	98.98	48.56	毛利率	73.68%	71.54%	71.60%	70.96%
无形资产和开发支出	5.21	4.85	4.50	4.14	三费率	37.80%	49.62%	47.31%	47.68%
其他非流动资产	8.47	8.34	8.20	8.07	净利率	18.86%	17.64%	17.29%	17.26%
<b>资产总计</b>	<b>518.13</b>	<b>1006.06</b>	<b>1158.63</b>	<b>1349.46</b>	ROE	29.21%	15.46%	16.42%	17.26%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	18.47%	11.61%	12.41%	13.09%
应付和预收款项	80.58	148.34	178.62	219.15	ROIC	28.71%	25.89%	31.51%	36.14%
长期借款	84.00	84.00	84.00	84.00	EBITDA/销售收入	22.25%	25.24%	27.81%	26.65%
其他负债	25.87	18.42	20.28	22.67	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>190.45</b>	<b>250.76</b>	<b>282.91</b>	<b>325.82</b>	总资产周转率	1.19	0.87	0.77	0.82
股本	40.00	53.33	53.33	53.33	固定资产周转率	4.85	3.79	6.69	13.88
资本公积	92.60	409.26	409.26	409.26	应收账款周转率	4.69	4.21	4.24	4.21
留存收益	195.09	292.71	413.13	561.05	存货周转率	76.91	204.02	193.95	194.33
归属母公司股东权益	327.68	755.31	875.73	1023.64	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	86.02%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>327.68</b>	<b>755.31</b>	<b>875.73</b>	<b>1023.64</b>	资产负债率	36.76%	24.92%	24.42%	24.14%
负债和股东权益合计	518.13	1006.06	1158.63	1349.46	带息债务/总负债	44.11%	33.50%	29.69%	25.78%
					流动比率	3.19	5.42	5.57	5.58
					速动比率	3.19	5.41	5.58	5.58
					股利支付率	22.98%	16.39%	16.24%	16.28%
业绩和估值指标					每股指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	112.95	167.05	231.17	272.83	每股收益	1.79	2.19	2.70	3.31
PE	77.76	63.74	51.77	42.13	每股净资产	6.14	14.16	16.42	19.19
PB	22.71	9.85	8.50	7.27	每股经营现金	1.00	2.81	2.53	2.67
PS	14.66	11.25	8.95	7.27	每股股利	0.41	0.36	0.44	0.54
EV/EBITDA	50.13	42.27	30.06	25.01					
股息率	0.30%	0.26%	0.31%	0.39%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn