

值得买 (300785.SZ)

2020年08月01日

以内容构筑生态，有望打造“导购界的快手”

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

方光照（分析师）

fangguangzhao@kysec.cn

证书编号：S0790520030004

日期	2020/7/31
当前股价(元)	121.87
一年最高最低(元)	216.40/90.05
总市值(亿元)	98.21
流通市值(亿元)	27.90
总股本(亿股)	0.81
流通股本(亿股)	0.23
近3个月换手率(%)	275.83

● 公司以内容引流，打造新型导购平台，首次覆盖给予“买入”评级

公司以内容为核心，以导购佣金和广告展示为收入来源，构筑一体两翼的导流生态，业绩保持较快增长。我们看好公司新增直播+短视频的内容形式，结合以UGC+私域流量为主的导流模式，有望高效引导消费者至电商平台完成交易，打造“导购界的快手”，拓展长期成长空间。我们预测公司2020-2022年归母净利润分别为1.65/2.05/2.44亿元，对应当前股份EPS分别为2.05/2.54/3.02元，对应当前股价PE分别为60/49/41倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 内容为核心，佣金+广告提供收入，一体两翼树立导购平台标杆

公司以什么值得买导购平台为基石，以用户产出的精品内容为引流关键，通过向电商平台导流获取佣金收入，以出售平台内多类型广告展示位获取广告收入。2019年什么值得买注册用户数超千万人，MAU近3,000万人，净交易额达151亿元，订单量近1亿单，成功将众多较高消费需求的用户引导至电商和品牌商官网实现交易。同时，广告展示位售出比例持续提升，2018年售出比例已达40%以上，目前广告展示业务已成为最主要收入来源。另外，公司于2016年上线LinkStars互联网效果营销平台，并将京东、苏宁易购等主要电商客户转移至该平台，近两年新拓耐克、戴森等品牌商客户，成为新的业绩增长点。

● UGC+私域流量，有望打造“导购界的快手”

公司计划加码直播+短视频等新兴内容形式，构建垂直领域的MCN，实现内容展现形式多样化。2019年什么值得买UGC占比达77%，专业创作者“生活家”集聚私域流量，且App端已与快手打通，加码直播和短视频后，UGC+私域流量或与快手异曲同工。我们认为公司未来有望以新内容巩固京东等“五环内市场”，以类似快手的内容形式拓展“五环外市场”，提升用户覆盖范围和使用时长，打造“导购界的快手”，打开长期成长空间。

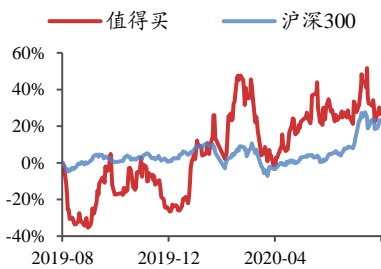
● **风险提示：**直播和短视频行业政策风险；电商政策变化风险；内容营销平台竞争加剧风险；拓展新用户及现有用户流失的风险。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	508	662	891	1,163	1,488
YOY(%)	38.3	30.4	34.6	30.5	27.9
归母净利润(百万元)	96	119	165	205	244
YOY(%)	11.0	24.4	38.6	24.0	19.0
毛利率(%)	73.7	71.6	71.6	70.3	70.0
净利率(%)	18.9	18.0	18.5	17.6	16.4
ROE(%)	29.2	15.9	18.6	19.4	19.5
EPS(摊薄/元)	1.19	1.48	2.05	2.54	3.02
P/E(倍)	103.9	83.5	60.3	48.6	40.8
P/B(倍)	30.3	13.2	11.2	9.4	7.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：贝格数据

目 录

1、 以内容构筑生态，树立导购平台标杆	4
1.1、 内容赋能平台，佣金+广告两翼齐飞	4
1.2、 业绩保持较快增长，股权稳定且集中	7
2、 UGC+私域流量，打造“导购界的快手”	8
2.1、 去中心化内容生态，重视私域流量开发，或与快手异曲同工	9
2.2、 稳固“五环内”，拓展“五环外”，打造“导购界的快手”	11
3、 盈利预测与投资建议	14
3.1、 关键假设	14
3.1.1、 营业收入及毛利	14
3.1.2、 期间费用率	14
3.2、 盈利预测	14
3.3、 估值	15
3.3.1、 PE 估值法	15
3.3.2、 PEG 估值法	15
3.3.3、 投资建议及评级	15
4、 风险提示	15
附： 财务预测摘要	17

图表目录

图 1： 公司以内容赋能平台，从电商和品牌商获取佣金和广告展示收入	4
图 2： 什么值得买平台以“好价+社区+百科”打造内容矩阵	4
图 3： 2019 年什么值得买注册用户数超千万人	5
图 4： 2019 年什么值得买 MAU 近 3,000 万人	5
图 5： 2019 年什么值得买净交易额达 151 亿元	5
图 6： 2019 年什么值得买订单量近 1 亿单	5
图 7： 2016-2018 年什么值得买广告位平均价格和售出比例持续提升	6
图 8： App 端浮层广告展示价格上涨较明显	6
图 9： App 端信息流广告位售出比例增长较快	6
图 10： LinkStars 连接广告主和流量平台	6
图 11： LinkStars 拥有多渠道、低成本、高转化的优势	6
图 12： 2019 年公司营业收入为 6.62 亿元	7
图 13： 2019 年公司归母净利润为 1.19 亿元	7
图 14： 广告展示和导购佣金收入为公司主要收入来源	7
图 15： 2019 年信息推广和效果营销毛利率达 70% 以上	7
图 16： 2019 年公司毛利率和净利率分别为 72% 和 18%	8
图 17： 2016-2019 年公司销售费用率有所下降	8
图 18： 公司股权结构较为集中	8
图 19： 2019 年用户贡献（UGC）占什么值得买内容来源的比例为 77%	9
图 20： 2016-2018 年用户贡献内容导购佣金占比为最高	10
图 21： 2016-2018 用户贡献内容成本占比上升	10
图 22： 值得买将高价值账号认证为“生活家”	10

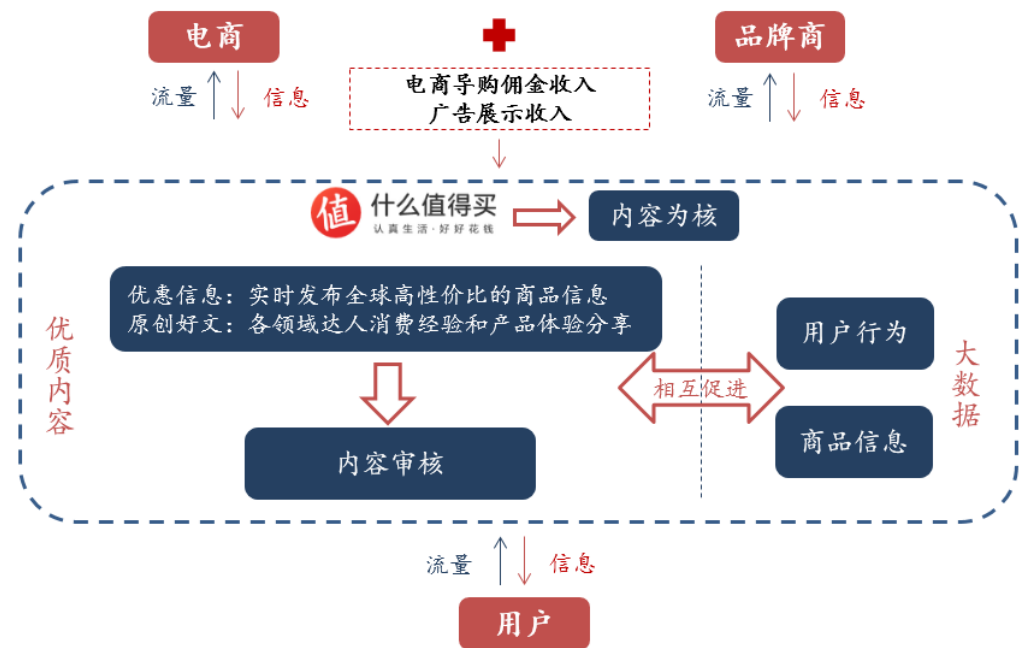
图 23: “生活家”能以高质量原创作品集聚私域流量	10
图 24: 什么值得买 App 端“社区”频道已与快手打通	11
图 25: 什么值得买导流至京东的净交易额占比持续提升	11
图 26: 2019 年什么值得买 20-40 岁用户占比为 94%	12
图 27: 2019 年京东 20-40 岁用户占比为 58% 以上	12
图 28: 2019 年什么值得买男性用户占比为 85%	12
图 29: 2019 年京东男性用户占比为 63%	12
图 30: 2018 年什么值得买导流至京东的品类中电脑数码和家用电器占比超过 50%	12
图 31: 2019 年电商平台一二线城市用户占比, 京东最高, 拼多多最低	13
图 32: 2019 年快手直播用户主要分布在下沉市场	13
图 33: 2019 年抖音直播用户主要分布在一二线城市	13
图 34: 2019 年快手和抖音 App 直播用户人均单日使用时长比非直播用户更长	14
表 1: 公司 2020 年预测 PE 及 PEG 低于可比公司 (国联股份、京东) 的平均值	15

1、以内容构筑生态，树立导购平台标杆

1.1、内容赋能平台，佣金+广告两翼齐飞

公司以内容为核，打造什么值得买导购平台，为电商和品牌商实现精准引流，并获取电商导购佣金和广告展示收入。在什么值得买平台上，通过用户原创、编辑撰写等多种方式，发布各类高性价比商品信息以及各领域达人消费经验和产品体验分享信息，从而引发消费者兴趣并引导购买。在集聚众多购物需求较强的用户基础上，公司开拓多类型广告位，从电商和品牌商处获取广告展示收入。

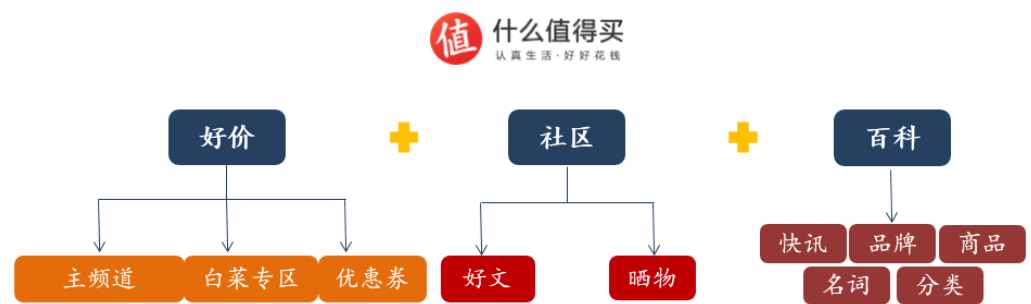
图1：公司以内容赋能平台，从电商和品牌商获取佣金和广告展示收入



资料来源：公司公告、开源证券研究所

什么值得买平台包括网页端和 App 端，以“好价+社区+百科”三大频道打造内容矩阵。其中，好价频道实时发布高性价比商品信息，如商品折扣、优惠券领取、优惠日历等信息；社区频道定位生活消费内容分享，包括各领域消费达人分享购物攻略、产品测评等；百科频道致力于帮助用户更快、更全面了解品牌系列和商品信息，辅助用户消费决策。

图2：什么值得买平台以“好价+社区+百科”打造内容矩阵



资料来源：公司公告、开源证券研究所

以优质内容为核心，什么值得买的注册用户数和月活跃用户数均实现较快增长，这为向电商和品牌商导流，增加平台投放广告的曝光率提供了基础。2019年，什么值得买注册用户数超千万人，达到1,116万人，同比增长36%；同期平台MAU接近3,000万人，达到2,951万人，同比增长11%。

图3：2019年什么值得买注册用户数超千万人

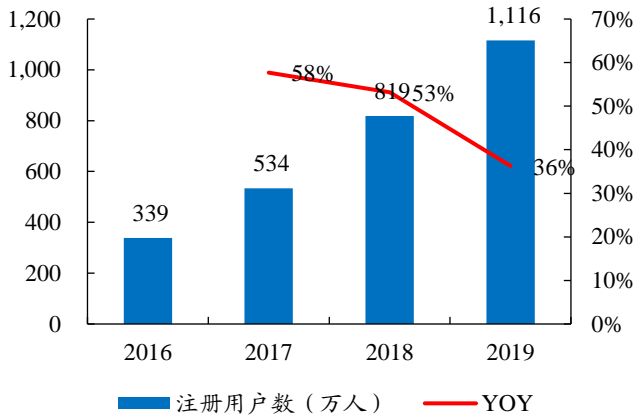
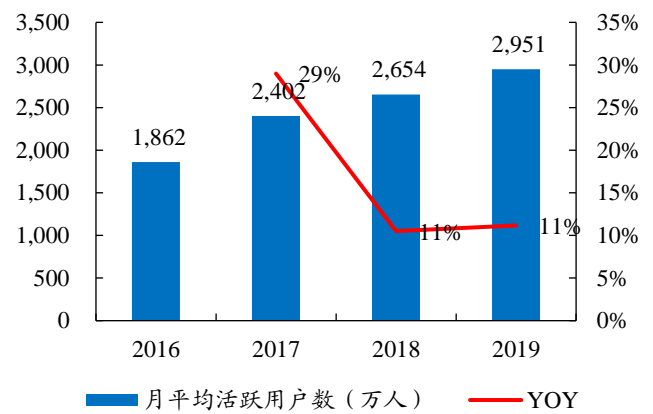


图4：2019年什么值得买MAU近3,000万人



数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

并且，什么值得买的用户普遍具有较高消费需求，这为平台创造了高速增长净交易额，亦使订单量实现较快增长，为电商导购佣金收入提供了有力保障。2019年，什么值得买平台净交易额达151亿元，同比增长48%；订单量达9,299万单，同比增长54%，显示出平台导流至电商和品牌商官网的效率不断提升。

图5：2019年什么值得买净交易额达151亿元

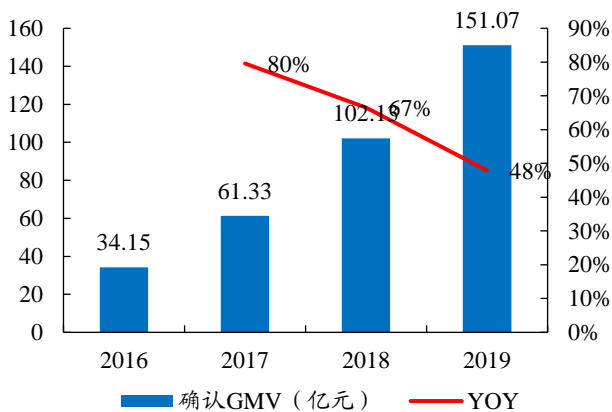
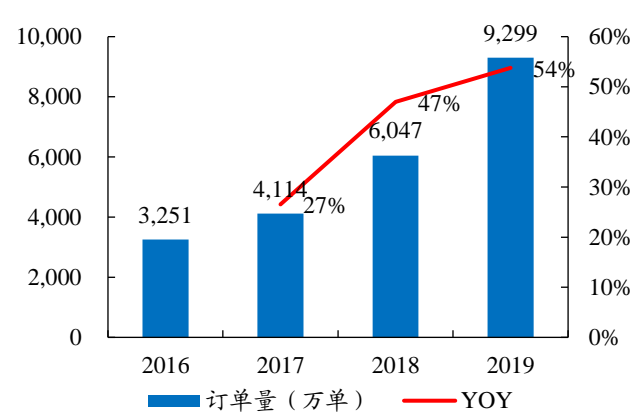


图6：2019年什么值得买订单量近1亿单

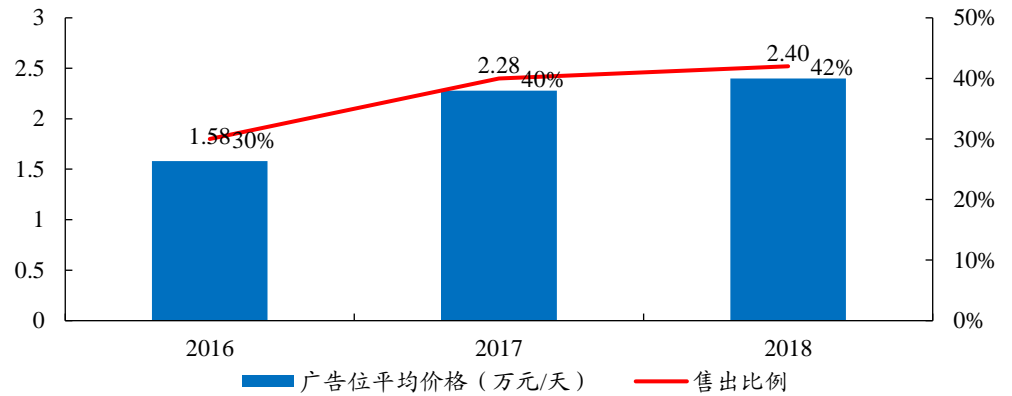


数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

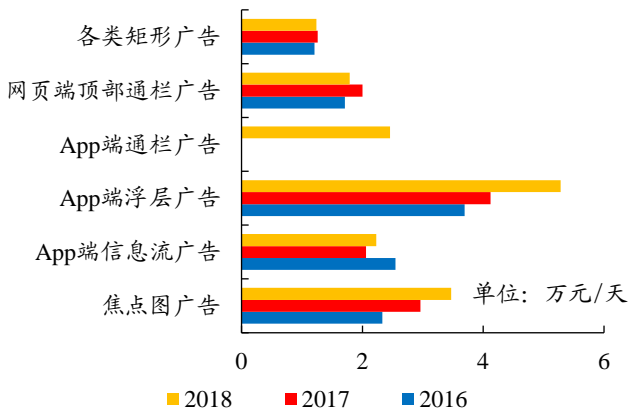
在广告展示收入方面，依托什么值得买的优质内容导流效应，平台广告位价格和售出比例持续提升。什么值得买广告位平均价格从2016年的1.58万元/天提升至2018年的2.40万元/天，广告位售出比例从2016年的30%提升至2018年的42%。其中，在各类型广告位中，App端浮层广告展示价格上涨较明显，App端信息流广告位售出比例增长较快。同时在2018年，App端通栏广告售出比例明显提升，主要因该类广告位置主要在文章详情页的文章内容和评论之间，向用户展示的可能性和次数较多，因此广告主对该类广告位加大了投放力度。

图7: 2016-2018年什么值得买广告位平均价格和售出比例持续提升



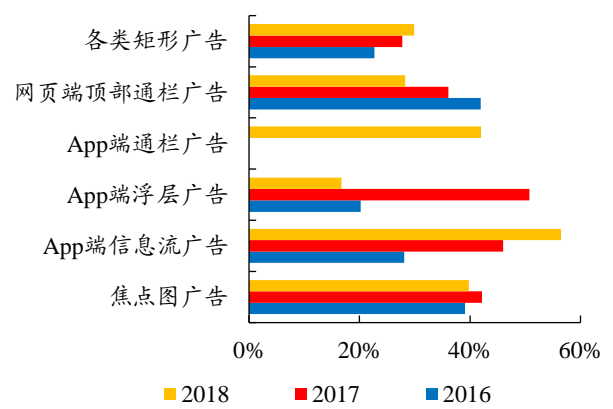
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图8: App端浮层广告展示价格上涨较明显



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

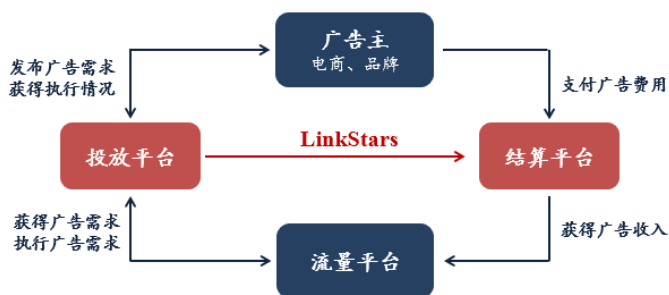
图9: App端信息流广告位售出比例增长较快



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

此外,公司在2016年上线LinkStars互联网效果营销平台,并在次年将京东、苏宁易购等什么值得买的电商导购客户转至LinkStars,使该平台成为公司新的电商和品牌商合作接口。LinkStars拥有多渠道、低成本、高转化的优势,在承接什么值得买平台客户的基础上,不断拓展效果广告合作渠道,成为公司在电商导购和广告展示外,开展效果营销服务的重要途径。

图10: LinkStars连接广告主和流量平台



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

图11: LinkStars拥有多渠道、低成本、高转化的优势

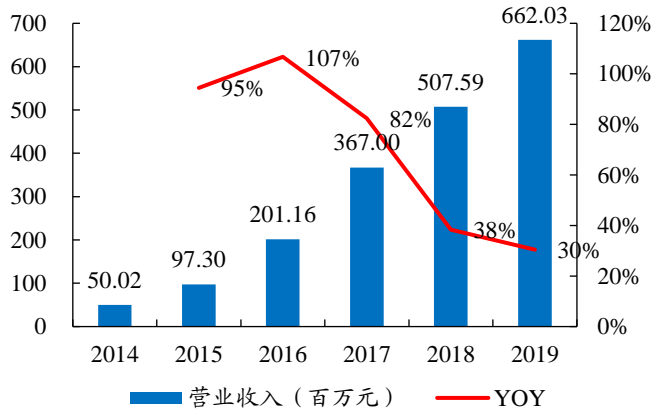


资料来源: 星罗-LinkStars 官网

1.2、业绩保持较快增长，股权稳定且集中

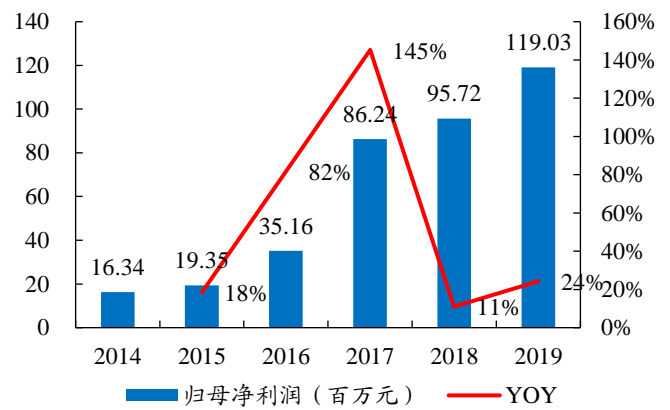
2014-2019 年公司营业收入和归母净利润均保持较快增长，反映出以内容构筑的生态体系具有较强的生命力。2019 年公司实现营业收入 6.62 亿元，同比增长 30%，5 年 CAGR 为 68%；同年公司实现归母净利润 1.19 亿元，同比增长 24%，5 年 CAGR 为 49%。业绩保持了较快增长趋势。

图12：2019 年公司营业收入为 6.62 亿元



数据来源：公司公告、开源证券研究所

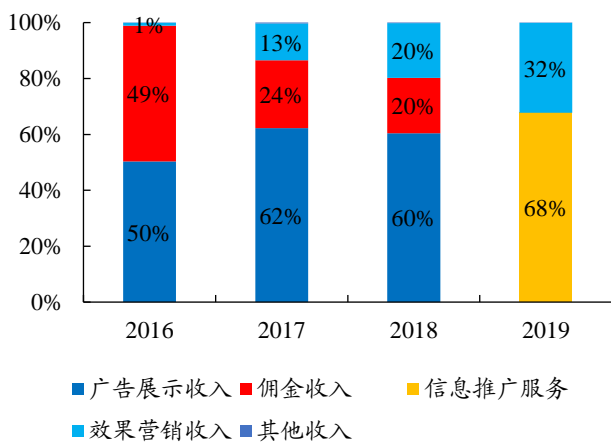
图13：2019 年公司归母净利润为 1.19 亿元



数据来源：公司公告、开源证券研究所

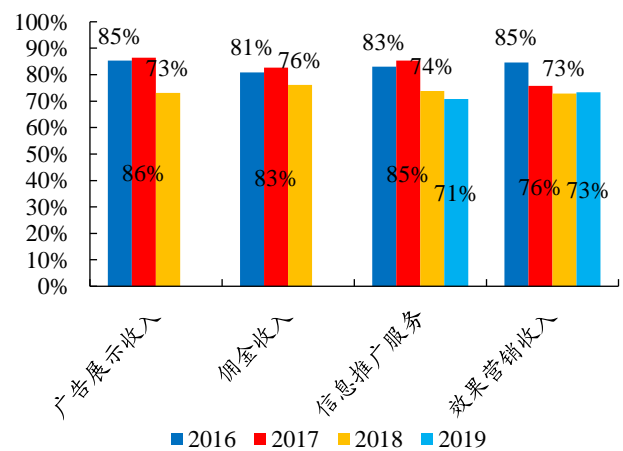
分业务来看，广告展示和导购佣金收入为公司核心营业收入来源，若考虑到 2018 年效果营销收入中 98% 由电商导购佣金贡献，则公司基本全部收入均来自于值得买平台贡献。分业务毛利率来看，2019 年包含广告展示和导购佣金的信息推广服务毛利率为 71%，2016-2019 年毛利率下滑主要系业务拓展导致的职工薪酬、IT 资源成本上升，以及电商平台技术服务费变动所致；同期以导购佣金收入为主的效果营销毛利率为 73%，2016-2019 年毛利率下滑除因业务拓展导致的成本上升外，还因平台承接耐克、戴森等大型品牌客户的效果广告业务，因该类客户活动专项成本较高而影响整体毛利率水平。

图14：广告展示和导购佣金收入为公司主要收入来源



数据来源：公司公告、开源证券研究所（2019 年广告展示收入和佣金收入合计统计为信息推广服务）

图15：2019 年信息推广和效果营销毛利率达 70% 以上

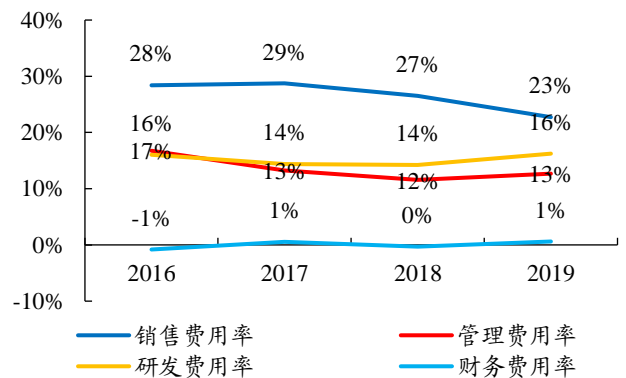
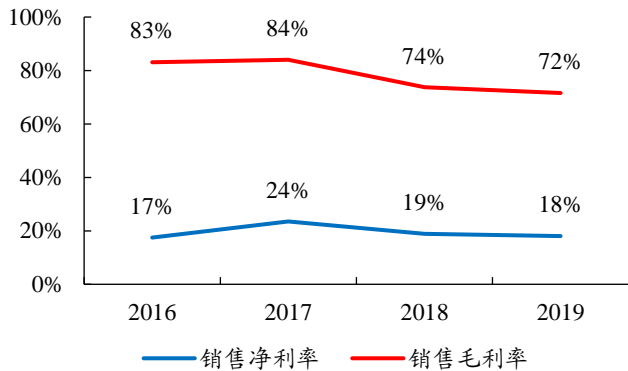


数据来源：公司公告、开源证券研究所（2019 年广告展示收入和佣金收入合计统计为信息推广服务）

从整体财务状况来看，2019 年公司毛利率为 72%，2016-2019 年有所下滑主要因各业务成本上涨所致。各项费用中，2019 年销售费用率为 23%，较 2016 年下降 5pct，显示出较好的控费效果；管理费用率和研发费用率在 2019 年有所上升，主要因职工薪酬上涨和研发投入增加所致。总体来看，公司净利率在 2018/2019 年保持稳定，基本维持在 18% 左右。

图16: 2019 年公司毛利率和净利率分别为 72%和 18%

图17: 2016-2019 年公司销售费用率有所下降

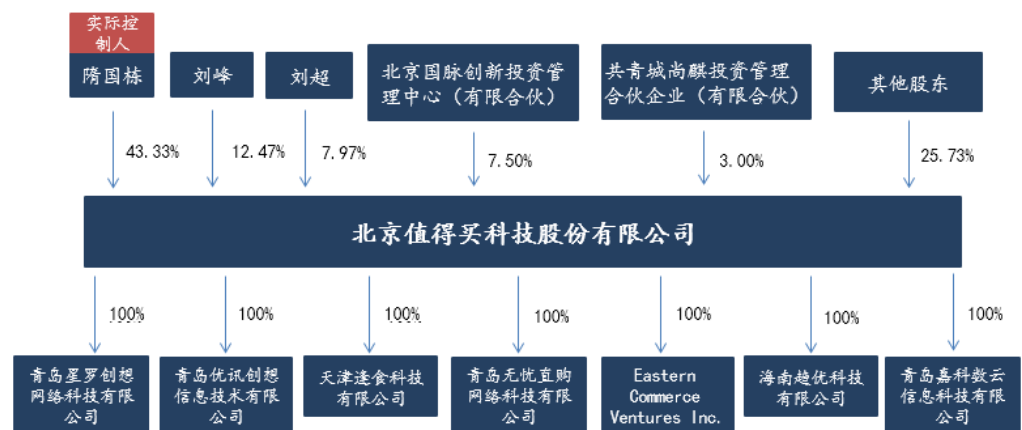


数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

最后，从股权结构来看，公司股权稳定且集中。截止 2020 年 3 月 31 日，实际控制人隋国栋先生持股比例为 43.33%，刘峰先生和刘超先生持股为 12.47%和 7.97%，上市后前三大股东持股比例均为发生变化，合计占比为 63.77%。此外公司于 2020 年 4 月 7 日公布限制性股票激励计划，拟以 72.79 元/股的价格向 89 名员工共计授予 79.51 万股（其中首次授予 63.6 万股，占比 80%；预留 15.9 万股，占比 20%），合计授予股本数量占公司总股本的 1.49%。此次股权激励计划已于 2020 年 6 月 11 日完成首次授予登记，彰显公司对未来发展的较强信心。

图18: 公司股权结构较为集中



资料来源：公司公告、开源证券研究所

2、UGC+私域流量，打造“导购界的快手”

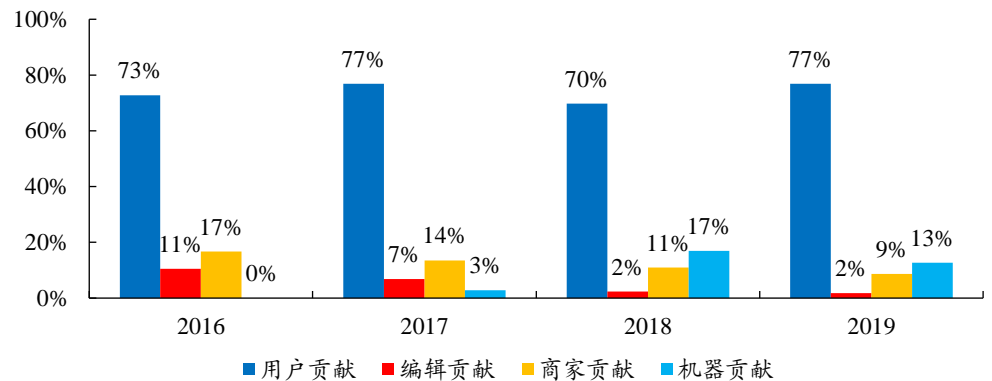
公司于 2020 年 5 月 1 日公布定增计划，拟募集 10 亿元，主要用于：1) 打造“社区+短视频及直播”的商业模式，实现内容展现形式多元化；2) 拓展垂直领域 MCN，自主孵化或招募 KOL，完善营销布局；3) 设立“消费互联网研究院项目”，掌握消费新趋势；4) 补充流动资金。目前该定增计划已获深交所受理。我们认为，当前什

么值得买以图文为主的去中心化内容生态，结合垂直领域“生活家”集聚的私域流量，配合直播+短视频的新型内容展现形式，或类似快手的内容创作模式，在实现精品内容高效产出的同时，有望稳固现有一二线城市用户，同时吸引下沉市场用户，提升消费者向电商和品牌商官网的导流效果，拓展公司长期发展空间。

2.1、去中心化内容生态，重视私域流量开发，或与快手异曲同工

2019年什么值得买内容来源中，用户贡献（UGC）占比达77%，这与快手有所类似，我们判断公司拓展短视频+直播的内容形式后，或与快手的内容创作和推荐逻辑异曲同工。根据公司招股说明书及2019年报数据，2016-2019年UGC内容占比始终维持在70%以上，其中2019年用户贡献内容数量为432万条，占比77%，同比增长102%，这为什么值得买构筑了基于内容的护城河。同时，根据《2019年快手内容生态报告》，截止2019年6月，快手原创视频库存数达130亿条，相比2018年12月增长50亿条。什么值得买和快手在UGC内容的较快增长，使得二者在内容产出层面有所相似。

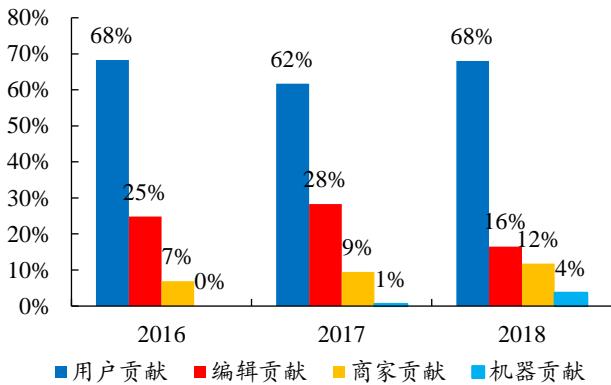
图19：2019年用户贡献（UGC）占什么值得买内容来源的比例为77%



数据来源：公司公告、开源证券研究所（其中，2016-2018年数据来自公司招股说明书，统计口径为“优惠信息来源”，2019年数据来自公司年报，统计口径为“内容来源”，我们以“内容来源”口径回溯2018年数据，与“优惠信息来源”口径2018年数据对比，二者各类渠道贡献占比差额在±0.5%以内。）

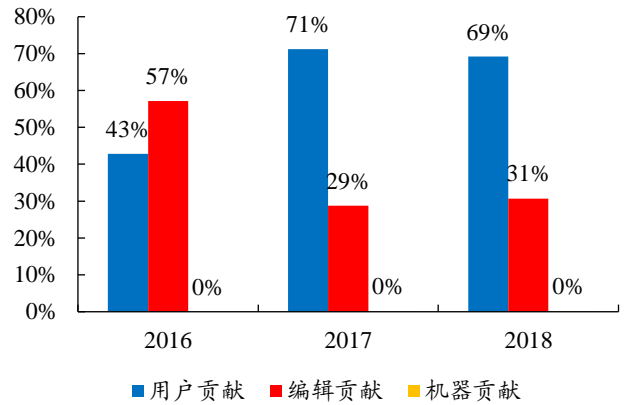
同时，什么值得买电商和品牌商导购佣金收入主要依靠UGC导流，这与快手基于“老铁经济”的草根直播带货相似。根据公司招股说明书的数据，2016-2018年UGC导购佣金占比均在60%以上，其中2018年占比达68%，这表明消费者主要受UGC的影响而激发消费欲望，从而点击链接跳转至电商或品牌商官网完成交易。这种导购逻辑类似于目前快手的草根直播带货，均是因特定领域的内容而引致的消费。并且，正因为UGC在导流方面的高效，在2016-2018年，平台大力扶持用户内容生产，UGC在成本方面超过PGC成为主要内容成本来源。我们判断未来上线短视频+直播内容形式后，公司或会继续大力支持用户贡献该类内容，这有望使什么值得买平台较快积累充足的新型内容资源。

图20: 2016-2018年用户贡献内容导购佣金占比为最高



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图21: 2016-2018用户贡献内容成本占比上升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

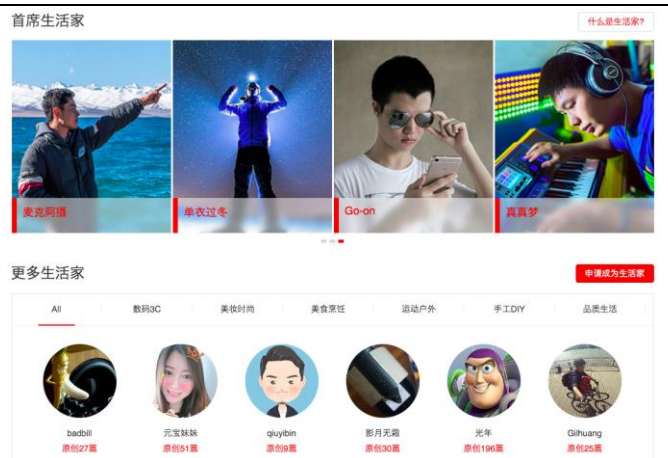
并且, 什么值得买注重开发高粉丝量账号的价值, 将该类用户认证为“生活家”, 在拓展短视频和直播业务, 增添 MCN 布局后, 原有“生活家”有望与 KOL 共同集聚私域流量, 进一步挖掘用户消费潜力。平台现有“生活家”主要分为专业型、贡献型和活跃型三大类, 其中专业型“生活家”在电子和家电产品等垂直领域有较高的影响力和威信力, 具有稳定且高质量的粉丝群, 私域流量性质较为明显, 类似于快手电商的带货逻辑。

图22: 值得买将高价值账号认证为“生活家”



资料来源: 什么值得买-“好文”频道

图23: “生活家”能以高质量原创作品集聚私域流量



资料来源: 什么值得买-“好文”频道

目前, 什么值得买 App 端的“社区”频道已于快手打通, 或侧面印证平台与快手在内容层面的相似性。从我们对什么值得买 App 内快手栏目的内容推荐调研来看, 当前平台内快手推荐的内容涵盖多种类型, 与快手 App 差异不大, 并未针对平台电商导购业务制定特有的内容推荐逻辑。基于此, 我们认为未来无论是什么值得买 App 内的快手, 或是新增的短视频+直播内容, 均有望以“货”为导向, 有指向性的设计内容推荐模式, 进一步促进消费者实现购物转化。

图24: 什么值得买 App 端“社区”频道已与快手打通

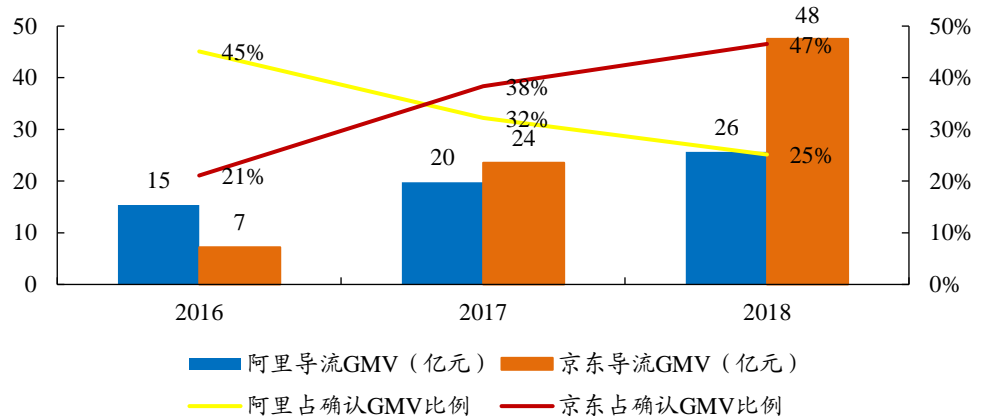


资料来源: 什么值得买 App-“社区”频道

2.2、稳固“五环内”，拓展“五环外”，打造“导购界的快手”

我们认为,什么值得买引导流量去往的电商平台以京东为主,是“五环内市场”,而拓展 UGC+私域流量后,类似快手的内容生产方式或能吸引下沉市场用户,从而拓展“五环外市场”。2016-2018 年,什么值得买导流至淘宝的净交易额从 15 亿元增长至 26 亿元,然而占净交易总额的比例从 45% 下滑至 25%;同期平台导流至京东的净交易额从 7 亿元增长至 48 亿元,占净交易总额的比例从 21% 上升至 47%。因此,我们判断京东已成为什么值得买导流的最主要电商平台。

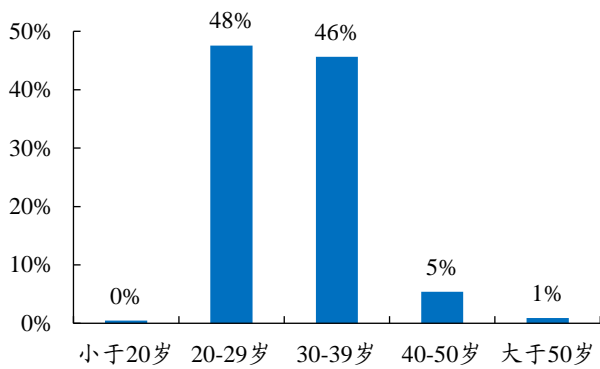
图25: 什么值得买导流至京东的净交易额占比持续提升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

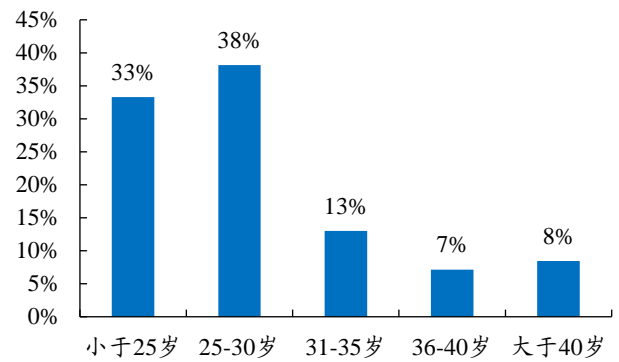
从用户画像判断,什么值得买和京东用户在年龄及性别分布方面较为接近,这使得什么值得买有望为京东实现高效导流。根据百度指数和艾媒咨询的数据,2019 年什么值得买 20-40 岁用户占比达 94%,同期京东 25-40 岁用户占比为 58%,我们判断与什么值得买同口径的 20-40 岁用户占比或在 70% 左右,这显示出两个平台用户年龄的相似性。在性别方面,2019 年什么值得买男性用户占比为 85%,同期京东男性用户占比为 63%,两个平台均为全网男性用户占比较高的平台,这有望在垂直领域实现更高效的引流导流。

图26: 2019年什么值得买20-40岁用户占比为94%



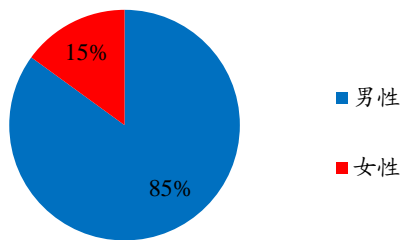
数据来源: 百度指数、开源证券研究所

图27: 2019年京东20-40岁用户占比为58%以上



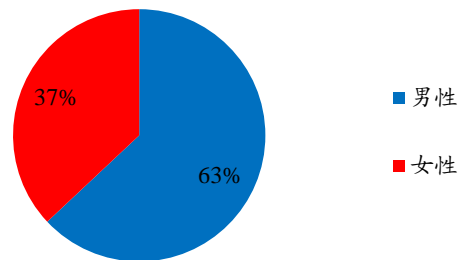
数据来源: 艾媒咨询、开源证券研究所

图28: 2019年什么值得买男性用户占比为85%



数据来源: 百度指数、开源证券研究所

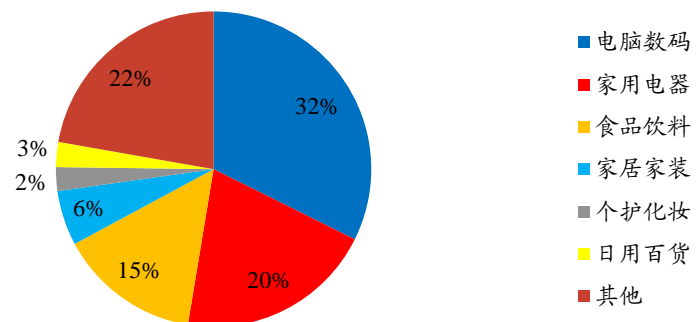
图29: 2019年京东男性用户占比为63%



数据来源: 艾媒咨询、开源证券研究所

从什么值得买引流至京东的消费者主要交易品类来看, 电脑数码和家用电器占比超过50%, 显示出什么值得买与京东品类方面较为契合。2016-2018年, 什么值得买引流至京东的消费者主要交易的品类均为电脑数码和家用电器, 二者占比始终维持在50%以上, 这也从另一方面显示以数码和电器为优势品类的京东, 能与什么值得买产生良好的化学反应。

图30: 2018年什么值得买引流至京东的品类中电脑数码和家用电器占比超过50%

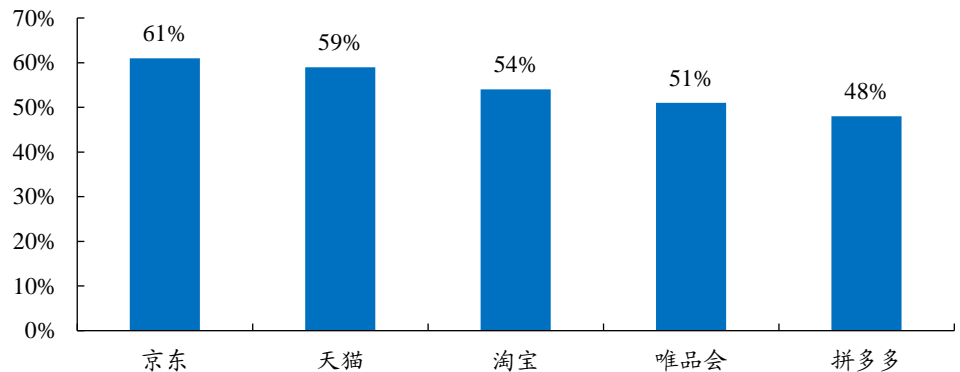


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

再从城际的角度来看, 京东是主要电商中一二线城市用户占比最高的平台, 即所谓的“五环内市场”。根据极光大数据, 2019年京东一二线城市用户占比达61%,

领先于天猫、淘宝等其他电商平台。因此，新内容展现形式或有助于平台巩固“五环内市场”，稳定业务的基本盘。

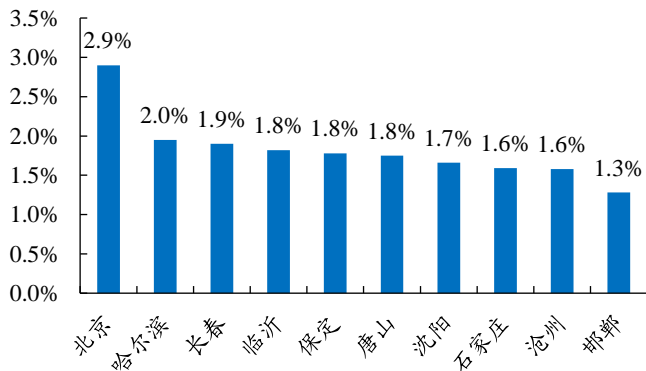
图31: 2019年电商平台一二线城市用户占比, 京东最高, 拼多多最低



数据来源: 极光大数据、开源证券研究所

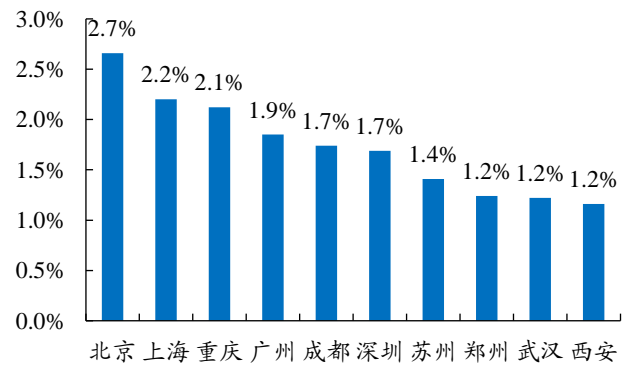
而在“五环外市场”，我们认为什么值得买 UGC+私域流量打造的短视频+直播内容，更类似于快手，或易于吸引下沉市场用户。根据面朝互动的数据，2019年快手直播用户主要分布在下沉市场，其中占比前十的城市中，下沉市场数量有5个；而同年抖音直播用户主要分布在一二线城市，占比前十的均为一二线城市。类似快手的短视频+直播内容产出方式或对应下沉市场用户更具吸引力。

图32: 2019年快手直播用户主要分布在下沉市场



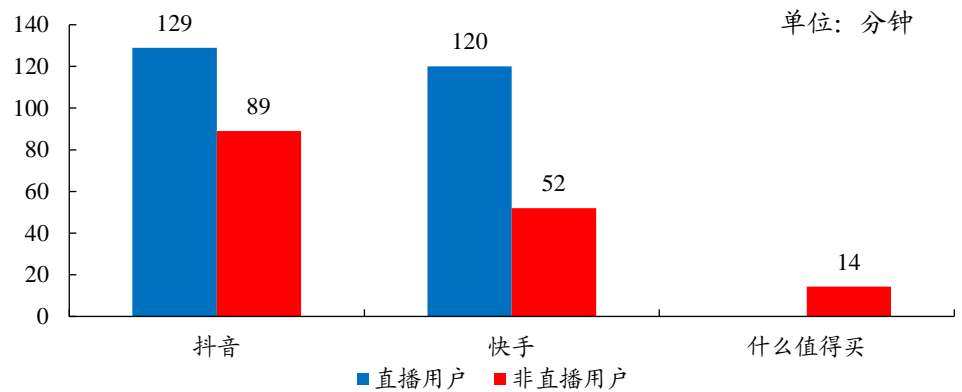
数据来源: 面朝互动、开源证券研究所

图33: 2019年抖音直播用户主要分布在一二线城市



数据来源: 面朝互动、开源证券研究所

此外，直播用户一般为 App 的重度用户，使用时长更长，结合直播带货的形式，或更有可能产生交易行为。根据面朝互动的数据，2019年抖音和快手直播用户单日均使用时长分别为 129、120 分钟，而非直播用户同类数据分别为 89、52 分钟。什么值得买 2019 年尚未上线直播业务，当年移动端 App 单日均使用时长为 14 分钟，我们认为加码直播带货后有望增加用户停留时长，增强用户对直播商品的购买欲望。并且，直播带货平台通常会基于成交额收取一定比例的佣金，这或为公司拓展了新的业绩增长点，在获取导购佣金的同时，亦能享受直播带货的红利。

图34：2019年快手和抖音App直播用户人均单日使用时长比非直播用户更长


数据来源：面朝互动、开源证券研究所

3、盈利预测与投资建议

3.1、关键假设

3.1.1、营业收入及毛利

我们依据平台将公司的营业收入拆分成什么值得买贡献的收入及 LinkStars 贡献的收入。

1) 什么值得买。我们判断公司定增事项落地后，短视频+直播+MCN 有望在 2020 年双十一及今后几年发挥引流作用，结合半年度业绩预告净利润同比 30%-50% 的增速，我们预测 2020-2022 年什么值得买收入增速分别为 37%、33%、30%。同时考虑到短视频和直播等新型内容的增加可能会导致职工薪酬等成本上升，因此预测 2020-2022 年什么值得买毛利率分别为 71%、70%、70%。

2) LinkStars。我们判断 LinkStars 基于现有京东、苏宁易购等大客户稳定的导购佣金收入，加之从耐克、戴森等大品牌商处获取的效果营销收入，有望继续保持较快增长，我们预测 2020-2022 年 LinkStars 收入增速分别为 30%、25%、23%。考虑到大品牌商专项成本可能提升，因此预测 2020-2022 年 LinkStars 毛利率分别为 72%、71%、70%。

3.1.2、期间费用率

1) 销售费用率：公司 2017-2019 年销售费用率分别为 29%、27%、23%，我们判断未来公司销售费用率或有望维持下降趋势，因此预测 2020-2022 年销售费用率分别为 23%、22%、22%。

2) 管理费用率：公司 2017-2019 年管理费用率分别为 13%、12%、13%，我们判断未来公司管理费用率或维持在 12% 左右，因此预测 2020-2022 年管理费用率分别为 12%、12%、12%。

3) 研发费用率：公司 2017-2019 年研发费用率分别为 14%、14%、16%，我们判断未来公司研发费用率或维持在 16% 左右，因此预测 2020-2022 年研发费用率分别为 16%、16%、16%。

3.2、盈利预测

结合上述假设分析，我们预测公司 2020-2022 年营业收入分别为 8.91、11.63、14.88 亿元，分别同比增长 35%、31%、28%；归属于母公司股东的净利润分别为 1.65、2.05、2.44 亿元，分别同比增长 39%、24%、19%。对应当前股本的 EPS 分别为 2.05、2.54、3.02 元。

3.3、估值

我们选取 A 股 To B 电商平台国联股份（603613.SH），以及公司主要的导流电商平台京东集团（9618.HK）作为可比公司，采用相对估值法中的 PE 和 PEG 估值方法对公司进行估值。

3.3.1、PE 估值法

我们采用 2020 年 7 月 31 日收盘价，根据 Wind 一致预期（180 天）的预测数据，选取的可比公司国联股份、京东集团对应的 2020 年预测 PE 分别为 68 倍、77 倍，二者平均值为 73 倍；按照我们的盈利预测，公司对应的 2020 年预测 PE 为 60 倍，低于可比公司 2020 年预测 PE 的平均值。

3.3.2、PEG 估值法

依然以国联股份、京东集团作为可比公司，我们将业绩成长性作为考虑因素，采用 PEG 法进行估值。基于 2019 年年报，将 2019 年归母净利润作为业绩基期，将 2022 年归母净利润作为预测期，其中，国联股份、京东集团归母净利润采用 Wind 一致预期（180 天）的预测数据，公司的归母净利润采用我们的预测值。计算得出国联股份、京东集团从基期到预测期的业绩 CAGR 分别为 54%、20%；采用 2020 年 7 月 31 日收盘价，国联股份、京东集团对应 2020 年预测 PE 分别为 68 倍、77 倍，对应 PEG 分别为 1.27、3.88，平均值为 2.58；公司对应的 2020 年预测 PE 为 60 倍，对应 PEG 为 2.22，低于可比公司 PEG 的平均值。

表1: 公司 2020 年预测 PE 及 PEG 低于可比公司（国联股份、京东）的平均值

证券代码	证券简称	基期归母净利润 (2019A)	归母净利润 (2022E)	基期至 2022 年归母净利润 CAGR	PE (2020E)	PEG
603613.SH	国联股份	1.59	5.77	54%	68	1.27
9618.HK	京东集团	135.19	232.06	20%	77	3.88
平均值					73	2.58
300785.SZ	值得买	1.19	2.44	27%	60	2.22

数据来源：Wind、开源证券研究所（基于 2020 年 7 月 31 日收盘价，国联股份、京东预测数据采用 Wind 一致预期，国联股份归母净利润单位为亿元，京东集团归母净利润单位为亿港元，值得买预测数据采用我们的预测值，归母净利润单位为亿元。）

3.3.3、投资建议及评级

公司以内容为核心，以导购佣金和广告展示为收入来源，构筑一体两翼的导流生态，业绩保持较快增长。我们看好公司新增直播+短视频的内容形式，结合以 UGC+私域流量为主的导流模式，有望高效引导消费者至电商平台完成交易，打造“导购界的快手”，拓展长期成长空间。公司当前估值水平低于可比公司的平均值，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

4、风险提示

1、直播和短视频行业政策风险。公司定增计划涉及短视频、直播、MCN 等业

务，其中互联网广告、直播带货、视频内容制作等行为均面临一定的行业政策监管。随着行业的规范制度、业务资质、网络信息安全等相关法律实践和监管要求不断更新，若未来行业政策发生不利变化，将会对公司经营产生不利影响。

2、电商政策变化风险。公司的部分收入来源于电商导购佣金收入，与阿里巴巴、京东等电商企业的联盟平台或其他第三方联盟平台进行对接，若上述联盟平台政策调整，如降低各品类佣金比例、取消部分商品佣金等，公司的佣金业务收入将面临下降的风险。

3、内容营销平台竞争加剧风险。内容营销处于快速发展阶段，行业竞争者的不断涌入使得对用户流量的竞争更为激烈，留住用户的难度不断加大。如果公司不能适应市场竞争状况的变化，可能无法保持目前的行业地位与市场份额。

4、拓展新用户及现有用户流失的风险。公司如果未能建立更为严格的内容审核和发布标准来保证内容质量，将无法提供有竞争力和吸引力的服务，并有可能导致现有用户的流失及难以获取新用户，从而对公司未来业务经营造成不利影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	305	723	925	1085	1251
现金	7	81	227	296	378
应收票据及应收账款	138	202	256	342	423
其他应收款	2	2	3	4	5
预付账款	3	2	4	4	7
存货	1	5	3	8	6
其他流动资产	154	432	432	432	432
非流动资产	213	316	344	383	443
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	200	295	320	358	416
无形资产	5	6	6	6	7
其他非流动资产	8	15	18	19	20
资产总计	518	1039	1269	1468	1693
流动负债	95	154	267	318	360
短期借款	0	0	94	116	143
应付票据及应付账款	23	39	44	69	77
其他流动负债	73	116	129	134	140
非流动负债	95	135	114	96	80
长期借款	84	119	98	80	64
其他非流动负债	11	16	16	16	16
负债合计	190	289	381	414	440
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	40	53	81	81	81
资本公积	93	409	383	383	383
留存收益	195	288	414	568	750
归属母公司股东权益	328	751	888	1054	1253
负债和股东权益	518	1039	1269	1468	1693

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	53	130	135	161	193
净利润	96	119	165	205	244
折旧摊销	8	13	20	23	27
财务费用	-2	4	0	0	-2
投资损失	-5	-5	-4	-4	-4
营运资金变动	-46	-0	-47	-63	-71
其他经营现金流	2	-1	-0	-0	-0
投资活动现金流	-206	-396	-44	-59	-82
资本支出	205	128	28	40	59
长期投资	-5	-272	0	0	0
其他投资现金流	-6	-540	-16	-19	-23
筹资活动现金流	70	339	-38	-56	-56
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	84	35	-20	-19	-15
普通股增加	0	13	27	0	0
资本公积增加	0	317	-26	0	0
其他筹资现金流	-14	-26	-19	-37	-40
现金净增加额	-80	74	52	47	55

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	508	662	891	1163	1488
营业成本	134	188	253	345	446
营业税金及附加	12	10	13	17	22
营业费用	135	150	196	256	327
管理费用	59	84	107	134	176
研发费用	72	107	143	186	253
财务费用	-2	4	0	0	-2
资产减值损失	2	0	0	0	0
其他收益	6	8	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	5	5	4	4	4
资产处置收益	0	-0	0	0	0
营业利润	106	130	183	228	270
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	106	130	183	228	270
所得税	11	11	18	24	26
净利润	96	119	165	205	244
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	96	119	165	205	244
EBITDA	120	148	205	253	297
EPS(元)	1.19	1.48	2.05	2.54	3.02

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	38.3	30.4	34.6	30.5	27.9
营业利润(%)	6.8	22.2	41.1	24.6	18.1
归属于母公司净利润(%)	11.0	24.4	38.6	24.0	19.0
获利能力					
毛利率(%)	73.7	71.6	71.6	70.3	70.0
净利率(%)	18.9	18.0	18.5	17.6	16.4
ROE(%)	29.2	15.9	18.6	19.4	19.5
ROIC(%)	23.9	14.0	15.1	16.2	16.4
偿债能力					
资产负债率(%)	36.8	27.8	30.0	28.2	26.0
净负债比率(%)	26.5	7.0	-1.1	-7.0	-11.4
流动比率	3.2	4.7	3.5	3.4	3.5
速动比率	1.5	4.5	3.4	3.3	3.4
营运能力					
总资产周转率	1.2	0.9	0.8	0.8	0.9
应收账款周转率	4.7	3.9	3.9	3.9	3.9
应付账款周转率	7.3	6.2	6.2	6.2	6.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.19	1.48	2.05	2.54	3.02
每股经营现金流(最新摊薄)	0.66	1.61	1.67	2.00	2.40
每股净资产(最新摊薄)	4.07	9.32	11.01	13.07	15.54
估值比率					
P/E	103.9	83.5	60.3	48.6	40.8
P/B	30.3	13.2	11.2	9.4	7.9
EV/EBITDA	83.5	64.6	46.4	37.4	31.6

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn