



Research and
Development Center

打造内容生态，成就内容电商第一股

——值得买（300785.SZ 深度报告）

2020年9月22日

王建会 传媒行业分析师

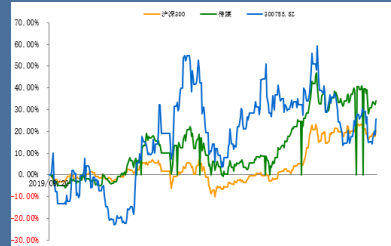
值得买 (300785.SZ)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

王建会 传媒行业分析师
 执业编号: S1500519120001
 联系电话: (010) 83326755
 邮箱: wangjianhui@cindasc.com

值得买相对沪深 300、传媒指数表现



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

公司主要数据 (2020.9.18)

收盘价(元)	112.69
52周内股价波动区间(元)	66.70/146.30
最近一月涨跌幅(%)	4.33%
总股本(亿股)	0.81
流通 A 股比例(%)	28.4
总市值(亿元)	90.8

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO.,LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编: 100031

打造内容生态, 成就内容电商第一股

2020年9月22日

本期内容提要:

- ◆ **平台用户数量增长和活跃度提升带动业绩快速增长。**作为一家电商导购平台, 公司持续发力优质内容生态建设, 积极拓客和拓品类战略下, 业绩持续快速增长。2019/2020H1 实现总的营业收入为 6.62/3.63 亿元, 同比增长 30.4%/32.6%, 主要因为用户数量和用户活跃度提升带来的电商导购业务稳步增长和效果营销平台业务的快速增长。公司的综合毛利率近两年略有下降, 但仍保持较高水平, 2020H1 整体毛利率为 70.2%。费用方面, 由于加强费用管控, 管理费用率和研发费用率趋于下降, 2020H1 分别为 11.8%/13.7%。但由于公司业绩的持续增长需要采取持续积极的拓客战略, 故销售费用率趋于上升, 2020H1 销售费用率为 24.5%, 同比上升 3.5pct, 我们判断随着拓客战略的持续进行, 未来销售费用率仍将处于较高水平。2019/2020H1 实现归母净利润 1.19/0.69 亿元, 同比增长 24.3%/46.8%。
- ◆ **导购平台的兴起源自以更低成本为主流电商平台导流, 其中内容类导购平台前景更优。**2019 年, 我国电商行业规模达到 36.8 万亿元, 电子商务的增长是在线导购兴起的基础, 近两年拼多多成功挖掘出中国下沉市场中的互联网购物潜力, 为电子商务行业带来了巨大的增量贡献, 同时加剧主流电商平台的客户争夺。导购平台由于获客成本远低于主流电商平台且能满足用户购物时追求性价比的心理需求, 因而商业化价值较高。2019 年在线导购行业 GMV 达到 1187.4 亿元, 渗透率仅有 0.32%, 仍有较大增长空间。其中内容类导购平台具有较高的品牌壁垒与用户壁垒且多元化趋势明显, 随着电商行业竞争加剧、流量红利消失殆尽, 我们认为以什么值得买为代表的拥有优质内容的内容类导购平台的商业化价值将日益凸显, 对用户触达效率提升的同时, 对电商、品牌商的议价能力随之提高。
- ◆ **从经营数据来看, 用户数量、活跃度、商业化变现皆呈现向好趋势。**作为一家内容类导购平台, 公司持续发力优质内容生态建设、优化消费内容呈现形式, 2020 年上半年用户贡献内容 (UGC) 占比高达 83.96%。2020 年上半年公司对 App 进行改版增强用户体验, 并通过大数据和推荐系统的升级, 带动活跃度和互动率的提升。我们看到公司在用户数、活跃度以及商业化变现方面都呈现向好趋势。用户增长方面, 通过市场投放和拉新渠道突破, 20H1 平均 MAU 达到 2978 万, 同比增长 16.33%, 增速加快。用户活跃度也在提升, 20H1 单用户平均每日启动次数为 9.59 次, 同比增长 18.41%。2020 年上半年公司内容发布量同比提升 78.7%, 单篇内容平均互动次数提升 34%。此外商业化变现提速, 公司 20H1 确认的 GMV 达到 90.99 亿元, yoy+37.69%, 订单量达到 6081 万, yoy+52.36%, 其中, “618” 大促当天, 确认 GMV 达 10 亿元, yoy+69.11%。
- ◆ **以消费内容为核心, 打造内容生态, 商业化变现有待提速。**内容类导购平台用户门槛和品牌门槛较高, 因而业务延伸性较强。展望未来, 公司将围绕优质消费内容, 致力于打造内容生态从而实现商业化变现提速。2020 年下半年公司将发行 7 亿元左右的定增项目主要用于内容升级, 增加短视频直播等内容呈现方式, 并凭借专业消费内容平台切入 MCN 领域。目前公司在抖音上已运营多个账号, 如什么值得买官方账号已有 290 万粉丝。未来在导购业务平稳增长的同时,

效果营销星罗平台和 MCN 业务有望成为新兴增长点。

- ◆ **盈利预测与投资评级：**公司下半年发行 7 个亿左右的定增项目主要用于内容升级，增加短视频直播等内容呈现方式，并以专业优质的消费内容为核心切入 MCN 领域，我们认为这将有助于公司实现商业化提速，我们判断公司未来的增长点主要来自基于星罗创想平台的互联网效果营销平台以及 MCN 业务。不考虑定增影响，我们预计公司 2020-2022 年营业收入为 8.87 亿元、11.49 亿元、14.64 亿元，同比增加 33.97%、29.57%、27.37%，归母净利润分别为 1.58 亿元、1.94 亿元、2.35 亿元，同比增加 32.41%、23.01%、21.02%，摊薄 EPS 分别为每股 1.96 元、2.41 元、2.91 元，对应 2020 年 9 月 18 日收盘价（每股 112.69 元）动态 PE 分别为 58 倍、47 倍、39 倍。按照营销行业 2020 年 9 月 18 日收盘价计算，2020 年行业平均估值为 49.59X。首次覆盖，给予“买入”评级。
- ◆ **股价催化剂：**电商导购平台用户数量随内容升级快速增长、切入短视频直播以及 MCN 领域带来新增长点
- ◆ **风险因素：**经济形势严峻的风险；新客拓展不达预期的风险；核心客户业绩规模不达预期的风险。

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	507.59	662.03	886.92	1149.19	1463.69
增长率 YoY %	38.31%	30.43%	33.97%	29.57%	27.37%
归属母公司净利润(百万元)	95.72	119.03	157.61	193.86	234.61
增长率 YoY%	10.99%	24.35%	32.41%	23.01%	21.02%
毛利率%	73.68%	71.57%	73.13%	72.10%	72.10%
净资产收益率 ROE%	29.21%	15.85%	17.61%	18.07%	18.22%
EPS(摊薄)(元)	1.19	1.48	1.96	2.41	2.91
市盈率 P/E(倍)	94.87	76.29	57.62	46.84	38.71
市净率 P/B(倍)	27.71	12.09	10.14	8.47	7.05

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测 注：股价为 2020 年 9 月 18 日收盘价

目 录

导购平台出身，佣金和广告营销收入拉动业绩快速增长	3
(一) 公司发展历程	5
(二) 公司财务分析	6
行业：以值得买为代表的內容类导购平台延伸性更强，变现潜力更大	11
(一) 电子商务的增长是在线导购行业兴起的基础	11
(二) 內容类导购平台用户触达效率更高	13
(三) 龙头效应凸显，值得买以內容为核心重构电商导购新概念	16
导购出身，优质消費內容驱动业务多元化发展	19
(一) 信息推广服务：用户增长和用户活跃度向好，业绩有望持续稳定增长	19
(二) 互联网效果营销平台服务：星罗创想+MCN 实现內容生态多元变现	25
盈利预测、估值与投资评级	30
(一) 收入假设	30
(二) 费用率假设	30
(三) 公司估值及评级	31
风险因素	31

表 目 录

表 1: 2018 年值得买电商导购业务前十大客户情况	20
表 2: 2020-2022 年各业务收入预测	30
表 3: 公司 2020-2022 年营业成本及各项费用率假设	30
表 4: 可比公司估值表 (截至 2020.9.18)	31

图 目 录

图 1: 值得买推荐逻辑图	4
图 2: 值得买发展历程	5
图 3: 值得买股权结构	5
图 4: 2016-2020H1 营业收入及增速	6
图 5: 2016-2020H1 归母净利润及增速	6
图 6: 2016-2020H1 各主营业务收入	7
图 7: 2016-2020H1 各主营业务收入占比	7
图 8: 2016-2020H1 各主营业务毛利 (亿元)	8
图 9: 2016-2020H1 各主营业务毛利率	8
图 10: 值得买 2016-2020H1 费用率情况	9
图 11: 2016-2020H1 经营活动现金流净额与归母净利润	9
图 12: 2016-2020H1 应收账款和应收票据合计	9
图 13: 2011-2019 年中国电子商务行业总体 GMV 规模及增速	11
图 14: 2015-2021 年中国在线导购行业总体 GMV 规模及增速	11
图 15: 2015-2022 年中国互联网单用户承载的网络广告成本及增速	12
图 16: 2015-2019 年我国主流电商平台与导购平台获客成本 (元/人)	12
图 17: 值得买 2016-2020H1 费用率情况	12
图 18: 中国在线导购行业发展历程	13
图 19: 中国在线导购行业发展历程	13
图 20: 导购平台的两种盈利来源	14
图 21: 中国在线导购行业营收规模	15
图 22: 中国在线导购行业代表性 app 月独立设备数	16
图 23: 什么值得买 app 使用界面	17
图 24: 什么值得买各类內容发布数量 (万条)	17
图 25: 2016-2019 中国短视频用户规模及增长预期 (亿户)	17
图 26: 2018 年 12 月用户总使用时常同比增量占比 TOP6 细分行业	17
图 27: 信息推广服务业务模式	19
图 28: 2016-2020H1 信息推广服务营业收入及增速	19
图 29: 2016-2020H1 信息推广服务毛利及毛利率	19
图 30: 什么值得买期末注册账户数	20
图 31: 什么值得买平均月活跃账户数	20
图 32: 值得买与两大主要电商客户的获客成本对比	21
图 33: 2018 年电商导购业务前十大客户佣金比例	22
图 34: 2018 年京东海嘉分业务佣金比例	22
图 35: 什么值得买单次交易金额按成交订单数量的分布区间	22
图 36: 什么值得买平均单次交易金额	22
图 37: 什么值得买交易频次	23
图 38: 2018 年广告展示业务前十大客户收入占比	24
图 39: 2016-2018 年广告位平均价格	24
图 40: 2016-2018 年广告位数量	24
图 41: 2016-2020H1 效果营销平台服务营业收入及增速	25
图 42: 2016-2020H1 效果营销平台服务毛利及毛利率	25
图 43: 2018 年效果营销平台服务前五大客户收入占比	26

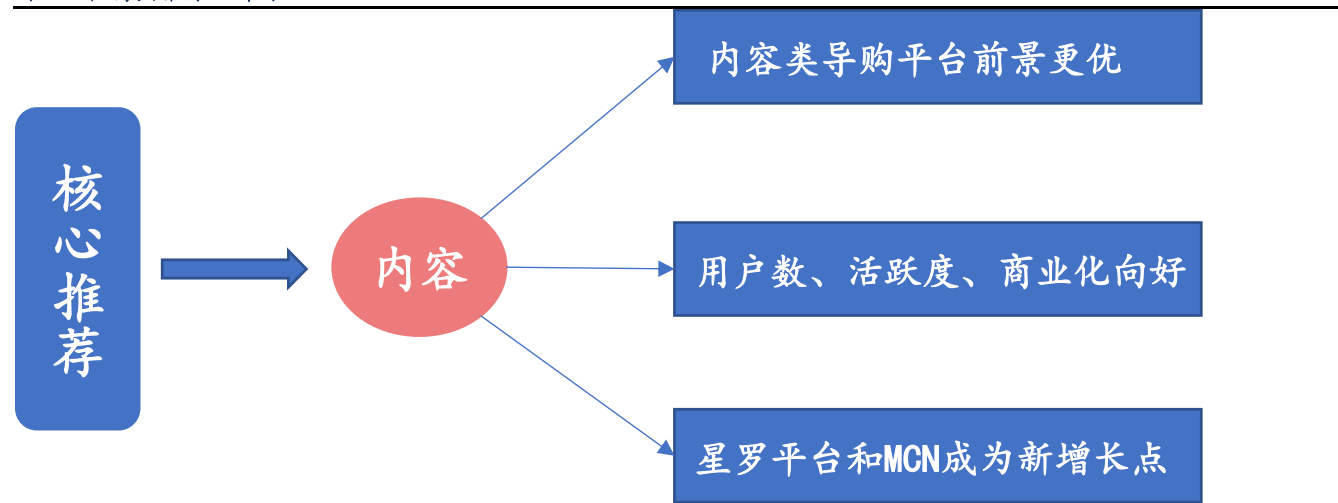
图 44: 星罗创想官网产品介绍.....	27
图 45: 星罗创想平台成功营销案例 1.....	28
图 46: 星罗创想平台成功案例 2.....	28
图 47: 星罗创想官网产品介绍.....	28

投资聚焦

与市场主流认识不同的是，我们认为对于公司的认知不应局限于传统电商导购平台的概念，公司以内容为核心，用户增长和商业化变现前景更优。公司的核心竞争力在于其拥有专业优质的消费内容，且 83.96% 由用户内容贡献（UGC），相比单纯以优惠信息吸引用户的导购平台如返利网等，公司的品牌和用户门槛更高，更符合当下的消费者价值理念。未来随着什么值得买 APP 内容呈现方式的多元化如增加短视频直播等分区，我们认为公司的用户数量和活跃度都将得到很大提升，在此基础上，公司的商业化变现能力将得到进一步印证。

我们核心的推荐逻辑主要有 3 点：**（1）以值得买、小红书为代表的內容类导购平台前景更优。** 万亿网络购物规模是在线导购兴起的基础，导购平台由于获客成本远低于主流电商平台且能满足用户购物时追求性价比的心理需求，因而商业化价值较高。其中內容类导购平台具有较高的品牌壁垒与用户壁垒且多元化趋势明显，随着电商行业竞争加剧、流量红利消失殆尽，我们认为以什么值得买为代表的拥有优质內容的內容类导购平台的商业化价值将日益凸显，对用户触达效率提升的同时，对电商、品牌商的议价能力随之提高。**（2）公司持续进行內容升级后，用户数量和活跃度皆有望提升。** 公司过去追求用户数量的自然增长，今年上半年开始內容升级与市场投放同时发力，我们看到上半年用户数量有了相较以往明显加快的增长，活跃度和商业化都有较好表现，未来我们认为随着內容不断升级、短视频直播等內容呈现方式的出现，公司的用户数量、活跃度、商业化表现都将持续向好。**（3）星罗创想和 MCN 将成为公司未来增长的主要抓手。** 去年年底公司对星罗创想平台做了升级，星罗平台目前不仅是电商联盟平台，更是一个好物平台，一端连接新媒体如 KOL 和 KOC，另一端连接阿里、京东等广告主。升级后的平台更能够充分发挥过去积累的对商品专业认知优势，帮助网红达人筛选好物，并通过短视频和直播的方式分享给互联网用户，帮助品牌实现品效合一的效果。此外，公司成立了站外的 MCN 机构，以优质消费內容运营经验帮助网红达人实现商业化变现，目前公司已签约一万左右网红达人，在抖音上已运营多个账号，如什么值得买官方账号已有 290 万粉丝。

图 1：值得买推荐逻辑图



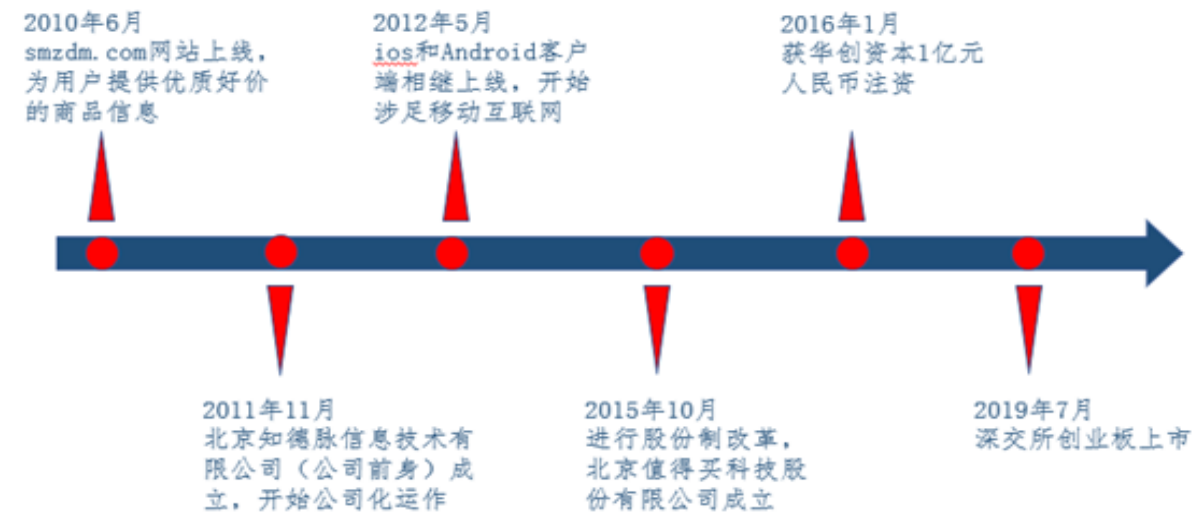
资料来源：信达证券研发中心

导购平台出身，佣金和广告营销收入拉动业绩速增长

（一）公司发展历程

2010年6月，“什么值得买”网站设立。网站致力于解决消费过程中的信息不对称问题，收集各平台的优惠信息，从中筛选出折扣力度最大的促销推送给网友。2011年11月，“什么值得买”开始公司化运作，成立公司前身北京知德脉信息技术有限公司，并于2015年10月完成股份制改革，成立北京值得买科技股份有限公司。2016年1月，公司获华创资本1亿元人民币注资，2019年7月，公司在深交所创业板上市。公司旗下的运营导购类平台什么值得买网站及相应的移动客户端，为电商、品牌商等提供信息推广服务，并以此为延伸提供海淘代购平台服务和互联网效果营销平台服务。

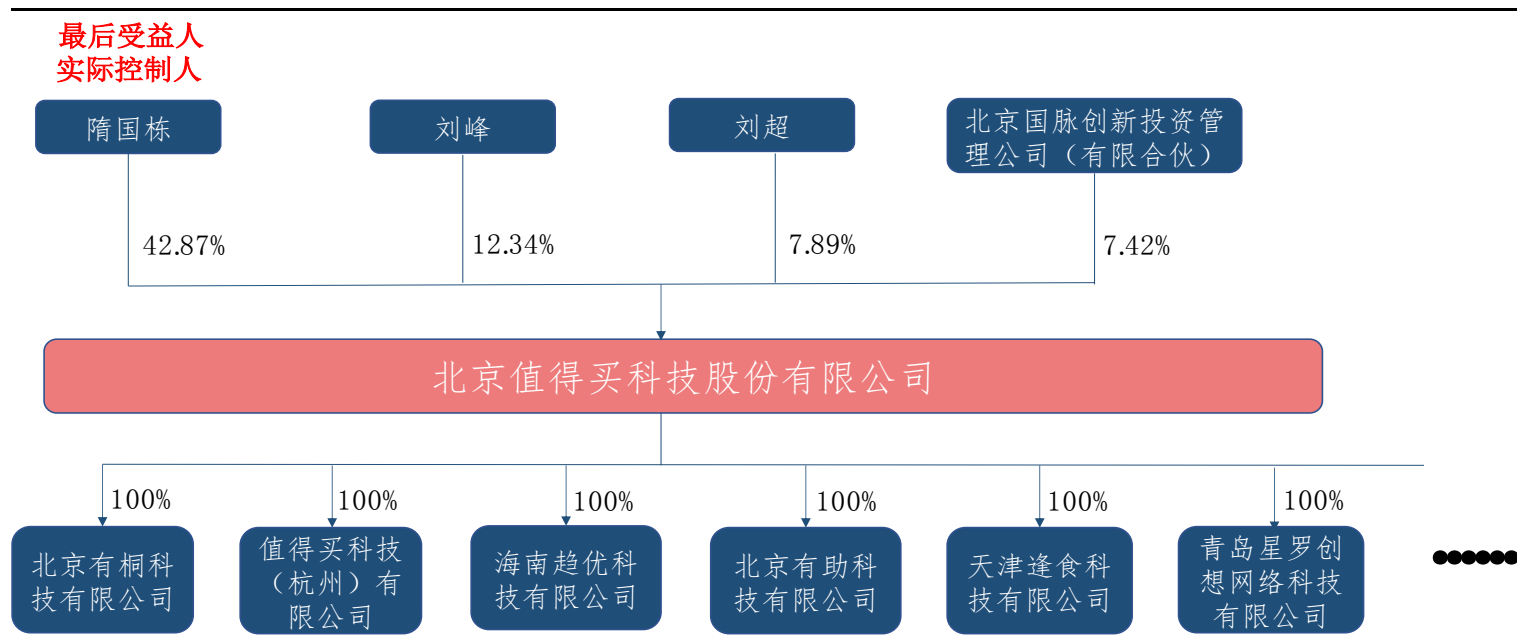
图 2：值得买发展历程



资料来源：Wind，信达证券研发中心

公司股权高度集中，提高决策效率。公司创始人暨董事长隋国栋先生直接持有公司 42.87% 的股份，并通过国脉创新间接持有公司 0.07% 的股份，合计控制公司 42.94% 的股份，为公司控股股东和实际控制人。公司股权的高度集中能够提高决策效率，降低代理成本。

图 3：值得买股权结构



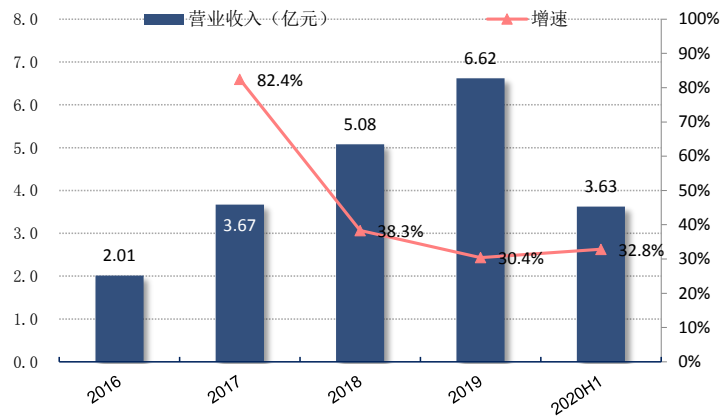
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

(二) 公司财务分析

收入和利润快速增长，2016-2019 年复合增速近 50%。公司主要运营内容类导购平台什么值得买，作为导购业务的延伸，公司自 2016 年下半年起通过下属子公司提供海淘代购平台服务（目前已经停止承接）和互联网效果营销平台服务，合作伙伴主要包括阿里巴巴、京东、亚马逊全球、苏宁易购、国美在线等。2016-2019 年，公司营业收入和归母净利润复合增速分别为 48.7%和 50.1%，2019 年实现营业总收入 6.62 亿元和归母净利润 1.19 亿元，2020 年上半年实现营业总收入 3.63 亿元，归母净利润 0.69 亿元。收入的逐年增加得益于网络购物产业规模上升的良好市场机遇以及公司不断加强的竞争力。什么值得买网站于 2010 年上线运营，凭借其客观中立的精准推荐、良好的用户体验和丰富全面的内容，积累了大量忠实客户，同时公司高度重视内容生态体系的建设，并在用户增长层面采取了一系列创新举措，截至 2020 年 6 月 30 日，公司注册用户数达 13.44 百万，公司移动客户端 App 激活量为 4190 万。

图 4: 2016-2020H1 营业收入及增速

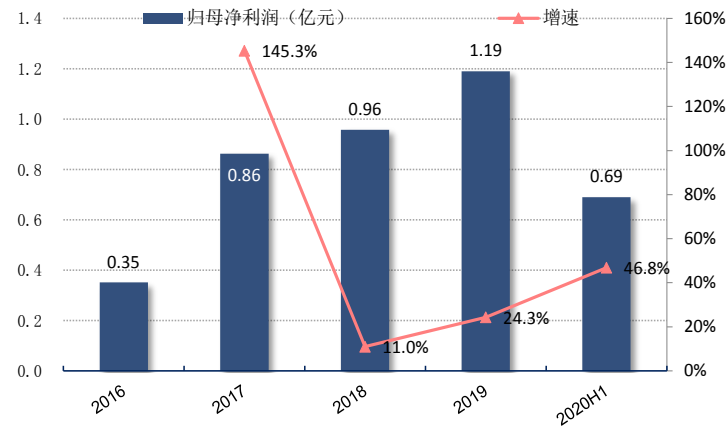
图 5: 2016-2020H1 归母净利润及增速



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

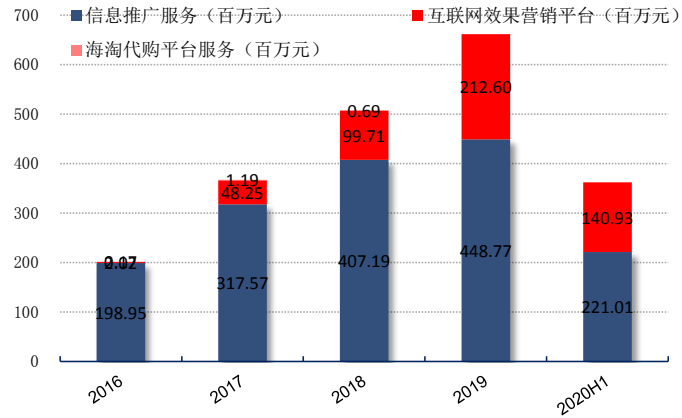
信息推广服务和互联网营销平台收入增长，海淘业务收入下降。公司有三大主营业务，分别为信息推广服务、互联网效果营销平台和海淘代购平台服务（目前已经停止承接）。2016-2019年信息推广服务和互联网营销平台两大业务收入逐年增长，2019年分别实现4.48亿元和2.12亿元收入，收入持续增长的主要原因是公司活跃用户规模的迅速扩大，带动了公司向电商、品牌商导流的交易金额增长，2016-2019年，月平均活跃用户数以16.61%的复合增长率增加至2951万。海淘代购平台服务2018年收入为69.07万元，相比上年有所下降，考虑到其对经营业绩的贡献有限，2019年已经停止承接新的海淘代购业务。从业务结构来看，尽管互联网效果营销平台业务在收入中的占比日趋增大，信息推广服务始终为最主要业务，2019年信息推广服务和互联网效果营销平台收入占比分别为67.9%和32.1%，2020年上半年信息推广服务和互联网效果营销平台收入占比分别为61.1%和38.9%。信息推广服务占比下降或与部分客户业务转移至星罗创想，在合并口径归类为互联网效果营销平台服务收入有关。

图 6: 2016-2020H1 各主营业务收入



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

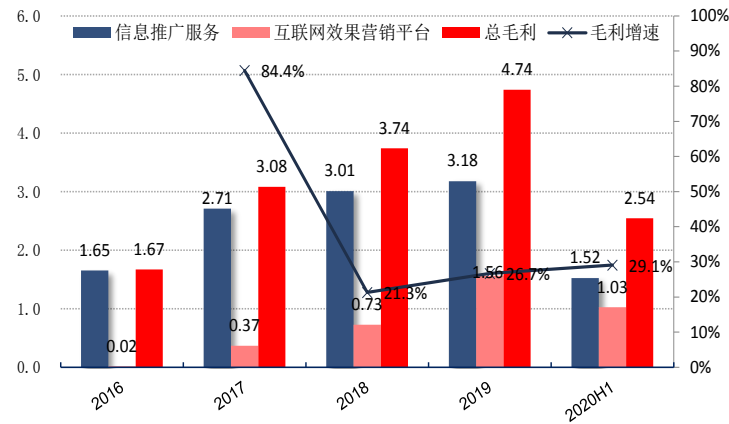
图 7: 2016-2020H1 各主营业务收入占比



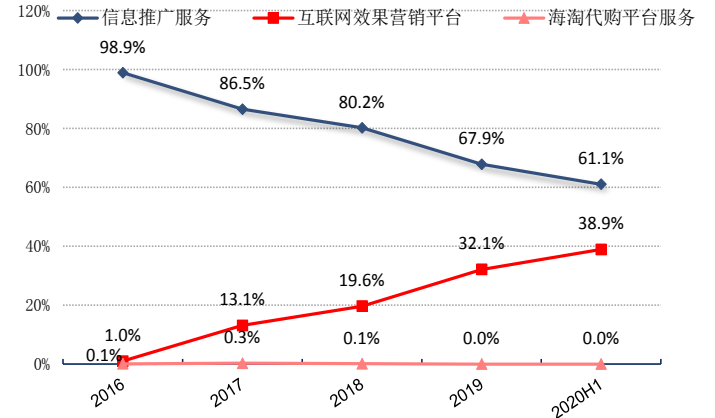
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

公司综合毛利率整体呈现下降趋势,但仍保持较高水平。2016-2017年综合毛利率较为稳定,2018年起略有下降,2019年综合毛利率降至71.6%,但整体仍处于较高的水平,体现出公司较强的盈利能力和成本控制能力。分业务来看,信息推广服务和互联网效果营销平台在2019年的毛利率分别为70.8%和73.4%,整体呈现下降趋势,波动的主要原因是公司业务规模的扩大及业务运营的精细化,造成运营人员的职工薪酬提高、IT资源和技术服务费等增长。海淘代购平台服务未增加对员工数,毛利率整体未下降,2018年维持在58.5%,2019年起停止开展海淘代购业务。

图 8: 2016-2020H1 各主营业务毛利 (亿元)

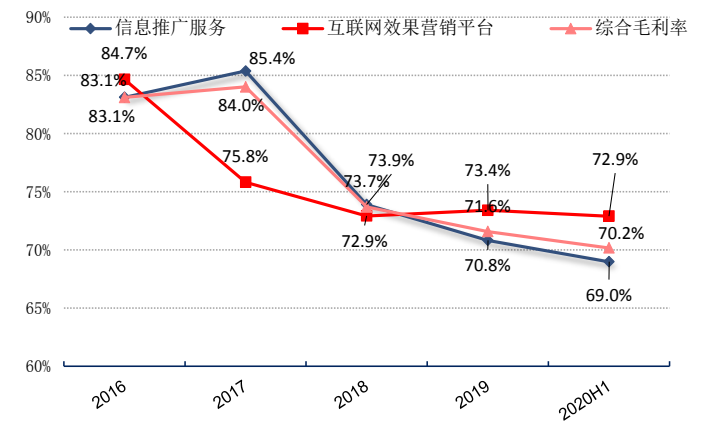


资料来源: Wind, 信达证券研发中心



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 9: 2016-2020H1 各主营业务毛利率

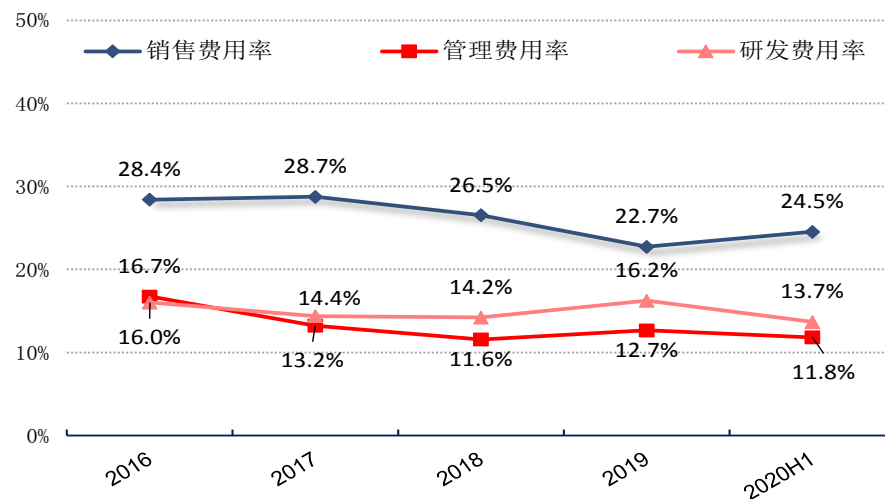


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

公司费用管控能力较好,持续积极拓客战略下,销售费用率有上升趋势。2020年上半年销售费用率、管理费用率和研发费

用率分别为 24.5%、13.7%、11.8%，其中管理费用率和研发费用率同比下降 2.5pct 和 1.2pct，销售费用率同比上升 3.6pct。我们预计伴随拓客中的市场投入增加，未来公司的销售费用率将持续保持较高水平。同时，随着内容升级的不断推进，研发费用率也将保持较高水平，我们已经看到 2019 年公司的研发费用率较 2018 年上升了 2pct。

图 10: 值得买 2016-2020H1 费用率情况

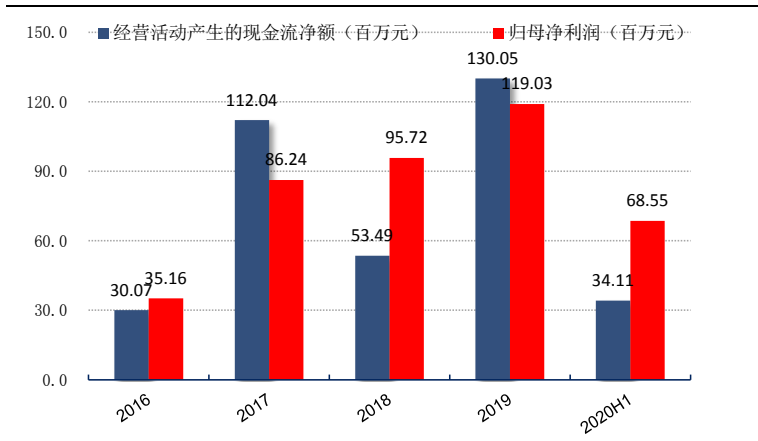


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

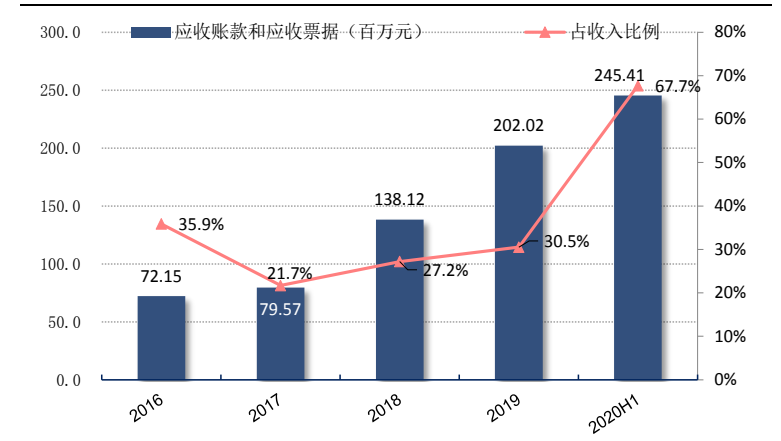
现金流量净额均为正数且持续增长，销售回款能力和盈利质量良好。2016-2017 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 0.3 亿元及 1.12 亿元，与归母净利润相差不大。2018 年，公司经营性现金流量净额为 53.49 百万元，与净利润相差 42.23 百万元，主要原因是收入规模扩大导致的应收账款增多，2018 年应收账款和应收票据期末余额高达 1.38 亿元，且经营性应收项目的期末增加额与经营性应付项目的期末增加额的差达到 48.11 百万元。2019 年经营活动产生现金流量净额为 1.3 亿元，较 2018 年增长 143.11%，主要系营业收入增长，销售回款额增长所致。2020 年上半年为 34.11 百万元。应收账款和应收票据持续增加，广告展示收入是应收账款的主要来源，主要系广告展示收入占比不断上升，且广告展示收入来源于国内电商大促“双十一”和“618”期间的比例较高所致，但应收账款和应收票据占营业收入的比重稳定在 30%左右，这与整体业务规模匹配。

图 11: 2016-2020H1 经营活动现金流净额与归母净利润

图 12: 2016-2020H1 应收账款和应收票据合计



资料来源: Wind, 信达证券研发中心



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

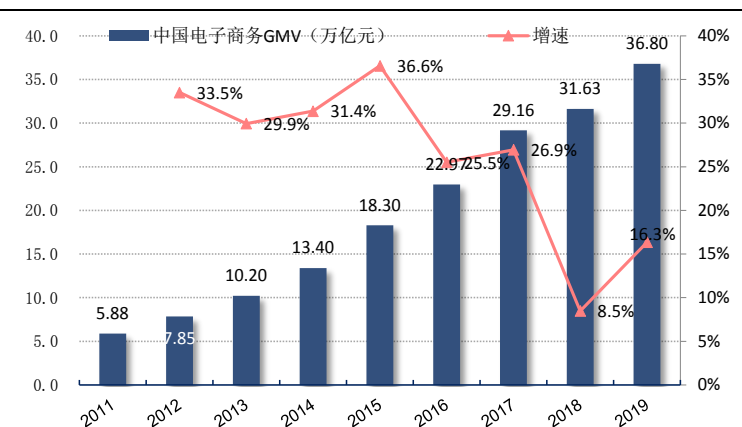
行业：以值得买为代表的內容类导购平台延伸性更强，变现潜力更大

（一）电子商务的增长是在线导购行业兴起的基础

1、网络购物规模的大幅增长是在线导购行业兴起的基础

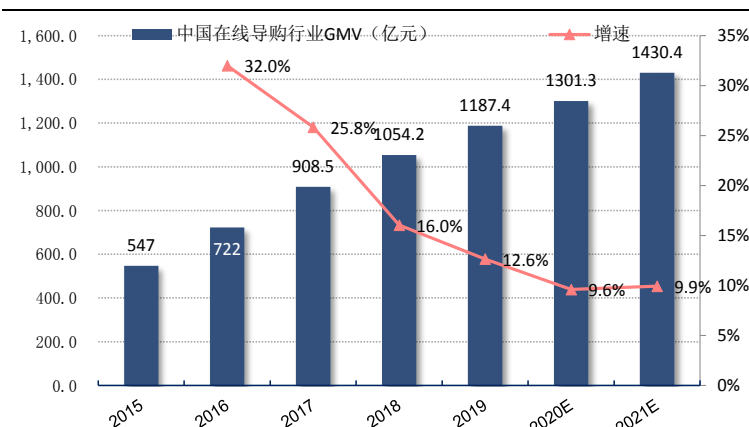
电子商务的增长是在线导购兴起的基础，目前在线导购的渗透率仅 0.32%。以淘宝、京东等为代表的电商企业的成功，以及资本对电子商务、网络购物行业的追捧，均在进一步增加电子商务行业整体吸引力，促进更多参与者进入行业，近两年在电子商务行业迅速占领一席之地的拼多多成功挖掘出中国下沉市场中的互联网购物潜力，为电子商务行业带来了巨大的增量贡献。2019 年，我国电商行业规模达到 36.8 万亿元，在线导购行业 GMV 达到 1187.4 亿元，渗透率仅有 0.32%，发展空间较大。

图 13：2011-2019 年中国电子商务行业总体 GMV 规模及增速



资料来源：前瞻产业研究院，信达证券研发中心

图 14：2015-2021 年中国在线导购行业总体 GMV 规模及增速



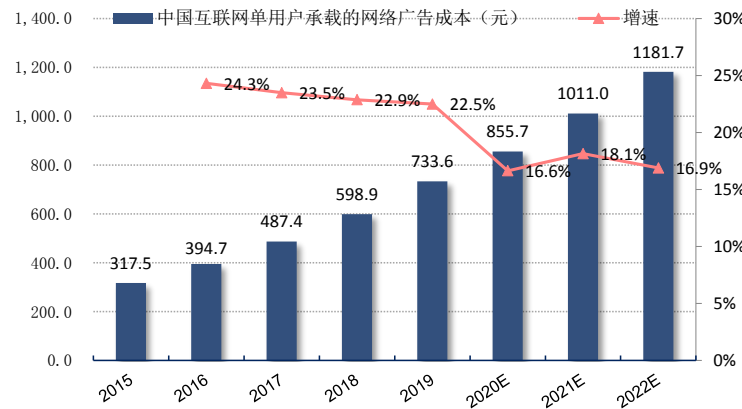
资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

2、获客成本的增加凸显导购平台的价值

流量红利消失殆尽，在线购物行业竞争日益激烈，线上获客成本不断增加，获客成本相对较低的导购平台价值凸显。近年来，随着电子商务行业发展的逐渐成熟，市场参与者不断增加，品牌方及电商平台将商品信息有效地传递给用户的难度进一步增大。截至 2020 年 5 月底，中国电子商务类 APP 在架数量达 36.7 万款。线上商品和服务日益丰富多元，各类促销活动也更加频繁多样。海量的商品信息增加了用户发现和找到适合自身需求的商品的难度，提升了用户的决策成本。日益激烈的竞争环境下，如何更高效地匹配用户的需求至关重要，需要更精准更专业的导购平台进行信息的精选和传导。行业竞争加剧也直接使线上获客成本大幅增加，中国互联网广告投放成本攀升，单用户承载的互联网广告成本日益走高。相比之下，在线导

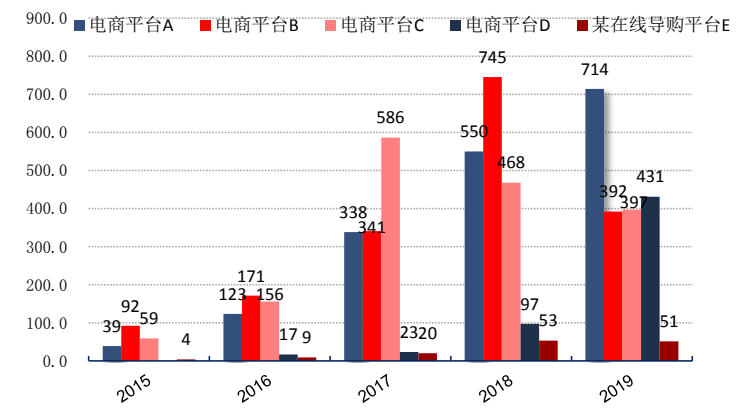
购平台的获客成本显著低于主流电商平台，在整个在线购物产业链中的价值凸显。

图 15: 2015-2022 年中国互联网单用户承载的网络广告成本及增速



资料来源: 艾瑞咨询, 信达证券研发中心

图 16: 2015-2019 年我国主流电商平台与导购平台获客成本 (元/人)

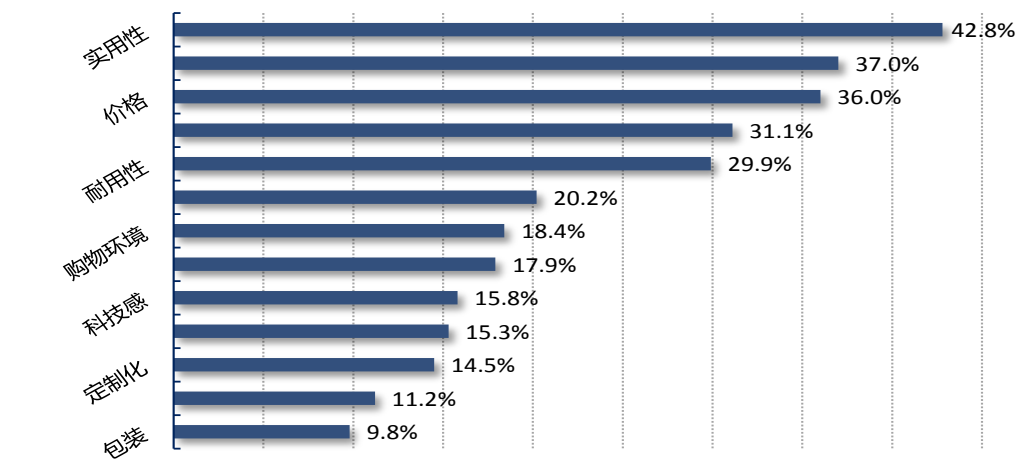


资料来源: 艾瑞咨询, 信达证券研发中心

3、需求端：省钱仍是吸引消费流量的关键因素

调研显示，用户在进行个人消费时，价格仍然是其在消费过程中重点关注的因素之一。导购平台通过返利、优惠券、比价等价格类工具吸引用户、聚集流量的效果仍将长期存在。

图 17: 用户消费时最关注的因素



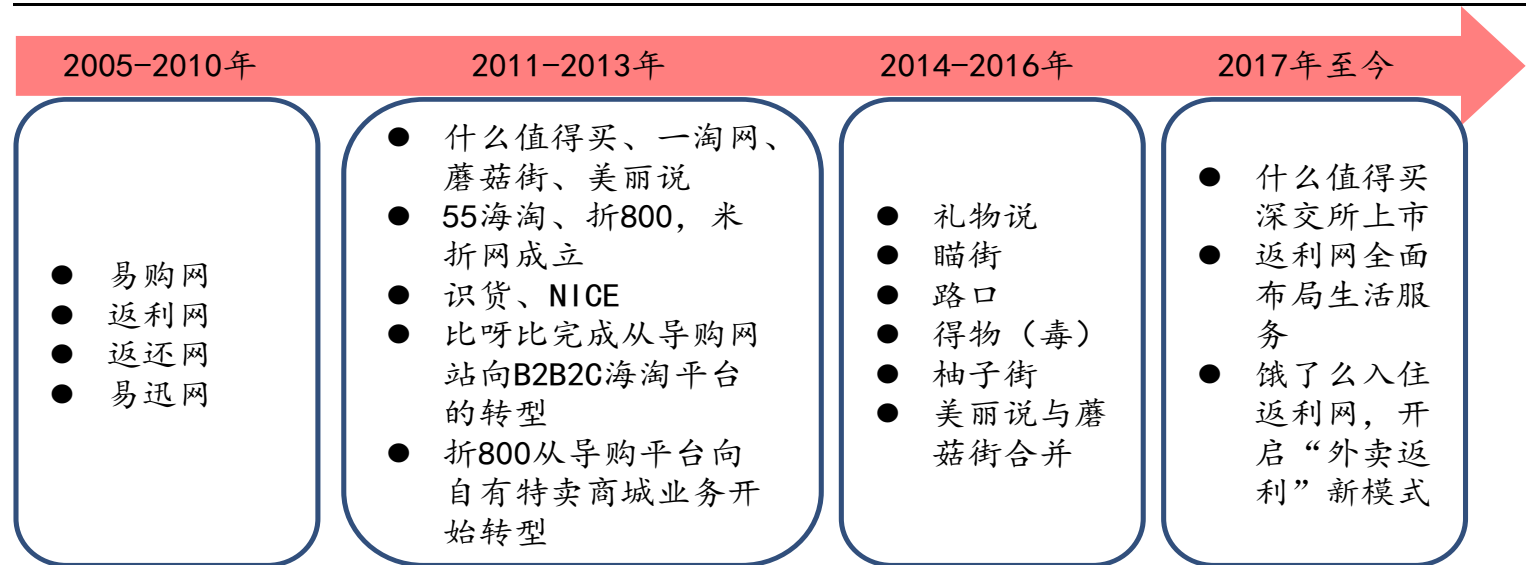
资料来源: 艾瑞咨询, 信达证券研发中心

（二）内容类导购平台用户触达效率更高

1、2.0 时代，在线导购开始向多元化发展

作为连接用户和供给端的中间环节在线导购行业背靠网络购物市场快速崛起与发展。回顾中国在线导购行业的发展历程可以分为两个阶段：1.在线导购 1.0 时代，行业依托网络购物的发展红利快速崛起，初期发展较为粗放，以商品类导购为主，比价、折扣等价格驱动的平台居多，后期逐步分化；2.2016 年后，电商进入存量发展时期，在线导购随之进入 2.0 时代。由于获客成本升高，电商巨头对导购平台采取了更开放的政策，与此同时生活服务类平台的兴起也促进了导购平台在导购形式与服务范畴等方面的多元化升级。

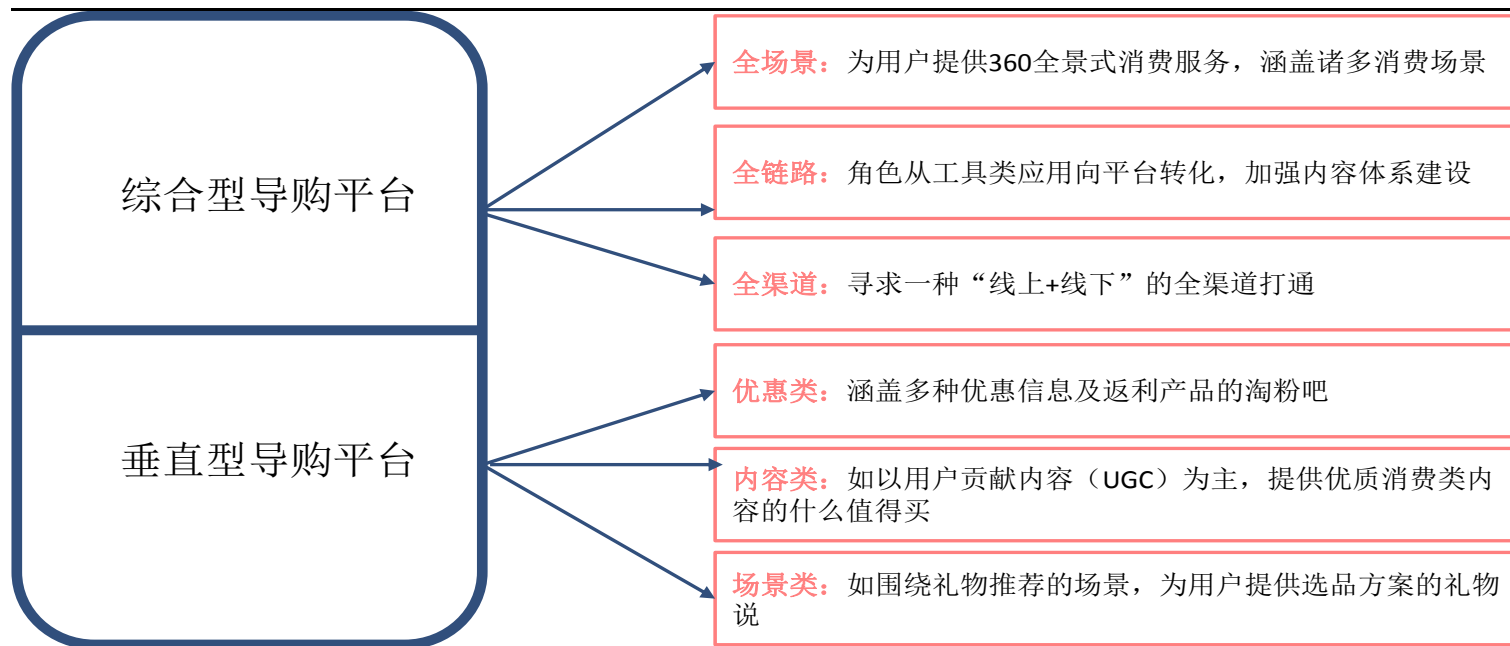
图 18：中国在线导购行业发展历程



资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

我们认为内容类导购平台更符合当下消费者价值理念，发展前景更好。以发展路径划分，在线导购平台可分为综合型与垂直型，综合型导购平台更强调生态的建设；而垂直型在线导购平台更侧重在某一细分领域的定位，细分为优惠类导购，如以提供优惠信息和返利产品为主的淘粉吧；内容类导购，如以用户贡献内容为主、提供优质消费类内容的什么值得买；场景类导购，如围绕礼物推荐场景、为用户提供选品方案的礼物说。相比而言，内容类导购具有较高的品牌壁垒与用户壁垒且多元化趋势明显，随着电商行业竞争加剧、流量红利消失殆尽，我们认为拥有优质内容的内容类导购平台价值将日益凸显，对用户触达效率提升的同时，对电商、品牌商的议价能力随之提高。

图 19：中国在线导购平台类型

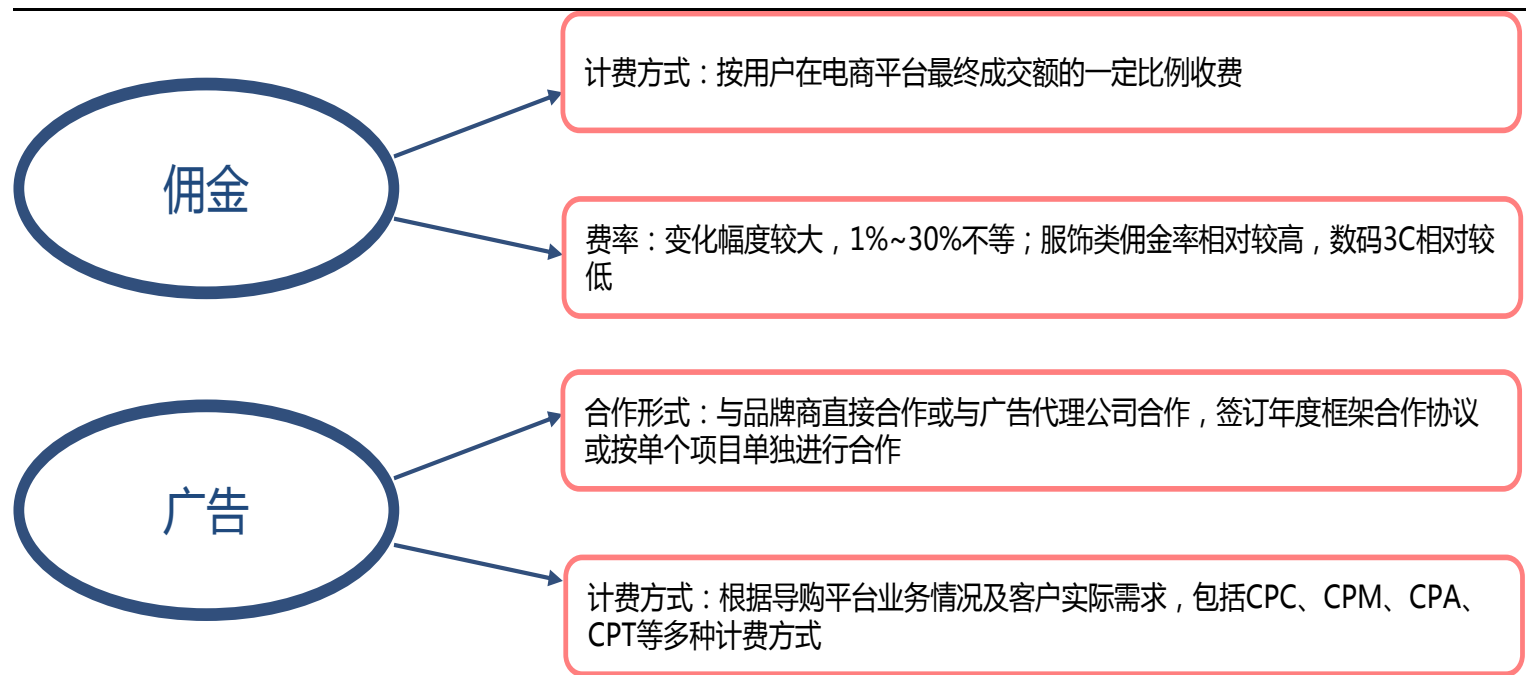


资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

2、佣金和广告收入是导购平台的主要盈利来源

在线导购平台的盈利模式为向上游收费，对于商家和品牌商来说，其愿意为在线导购平台付费的基础在于导购平台为其提供流量及由此带来的成交转化。佣金和广告是在线导购平台的主要变现模式：一方面通过将用户引流到电商平台，按用户在电商平台最终成交额的一定比例提成；另一方面是直接将自身平台积攒的流量变现，获得广告收入。从结构来看，当前大多数导购平台仍以佣金收入为主要收入，部分平台在这两种基础盈利模式之外，也开始尝试利用自身发展积累的品牌资源和用户优势，向产业链上下游进行延伸拓展，探索更多的盈利点。

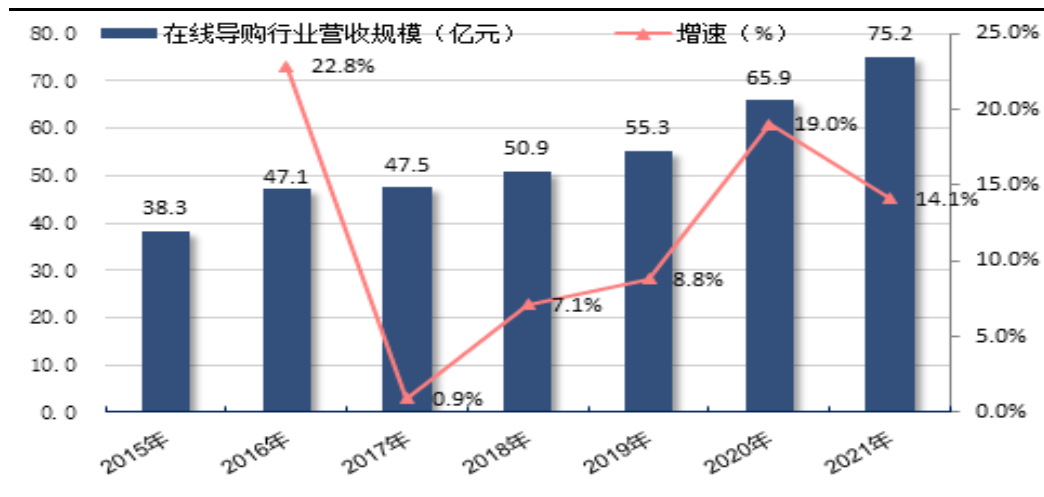
图 20：导购平台的两种盈利来源



资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

2019年，在线导购平台行业营收规模为55.3亿元，同比增长8.8%，预计2020年营收规模可达65.9亿元。2015-2019年间，在线导购行业经历了从以返利模式为主的营销推广方式向优惠券模式为主的转变，使平台不需要再支出返利成本，从而消除了对平台净利润的影响。未来随着行业参与者精细化运营能力提升，对流量价值的挖掘进一步深入，变现方式将更加多元化。

图 21：中国在线导购行业营收规模

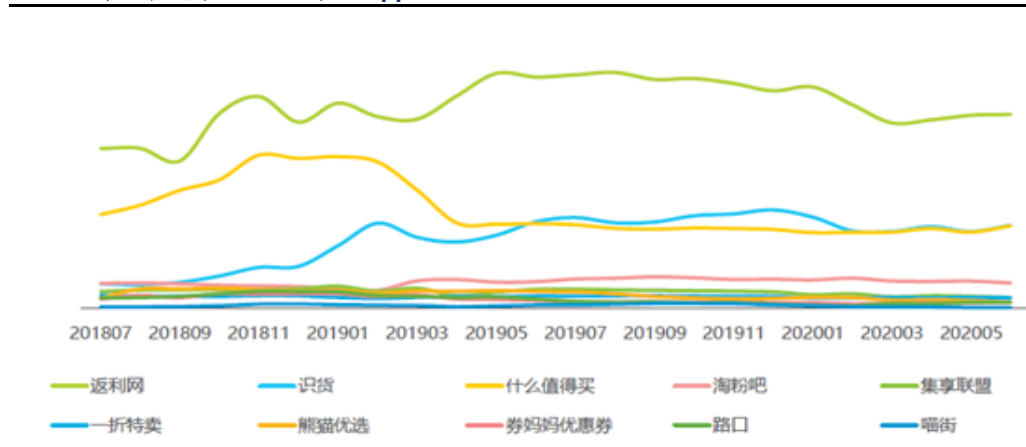


资料来源: 艾瑞咨询, 信达证券研发中心

(三) 龙头效应凸显, 值得买以内容为核心重构电商导购新概念

导购行业存在流量头部集中情况, 什么值得买位于行业第二梯队。通过分析 APP 端导购类应用月独立设备数 TOP10, 发现头部 APP 流量集中效应明显, 返利网位于第一梯队, 什么值得买、识货、淘粉吧位于第二梯队。

图 22: 中国在线导购行业代表性 app 月独立设备数



资料来源: 艾瑞咨询, 信达证券研发中心

与龙头返利网以优惠信息吸引比价消费者不同的是, 值得买是内容类导购平台, 更符合当下消费价值理念, 围绕优质内容有

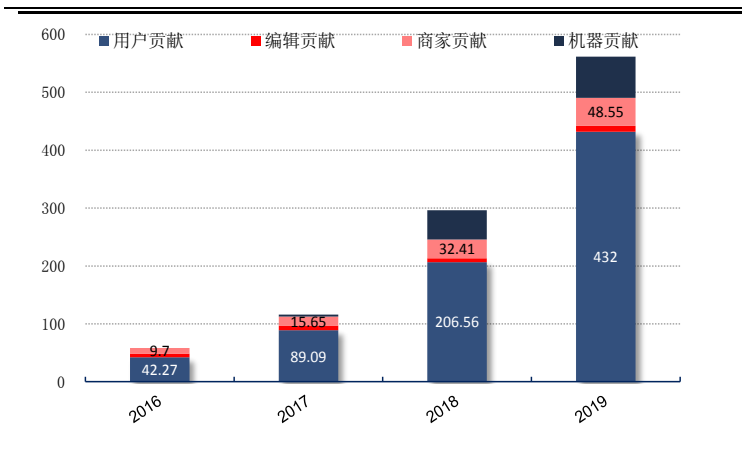
助于打造内容生态，实现多元化变现方式，提高商业化变现效率。值得买优惠信息主要来自于用户贡献（UGC），2019年用户贡献共发布432万条内容，远超机器贡献的71.15万条和商家贡献的48.55万条。2018年，用户贡献带来的佣金收入占总佣金收入的比重为68.01%，在四种优惠信息来源的佣金收入中占比最高。通过多年网站的经营，公司积累了一大批资深用户乐于在平台上分享购物攻略、产品测评等文章并贡献优惠信息，通常这类达人亲身经历所写的文章更能吸引用户，激起用户购买欲望。

图 23: 什么值得买 app 使用界面



资料来源: 什么值得买 app, 信达证券研发中心

图 24: 什么值得买各类内容发布数量 (万条)

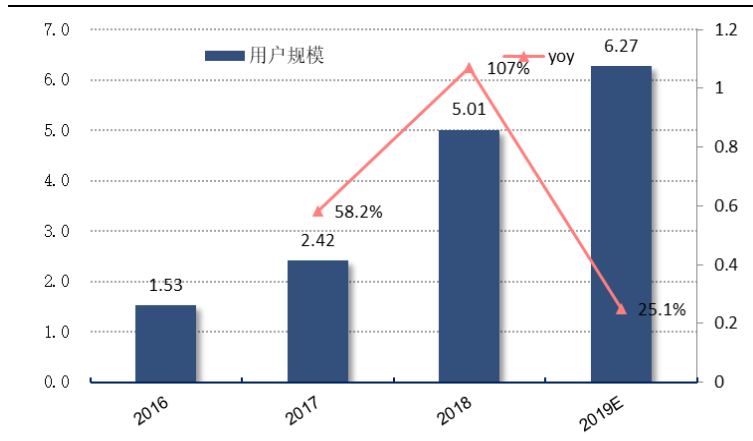


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

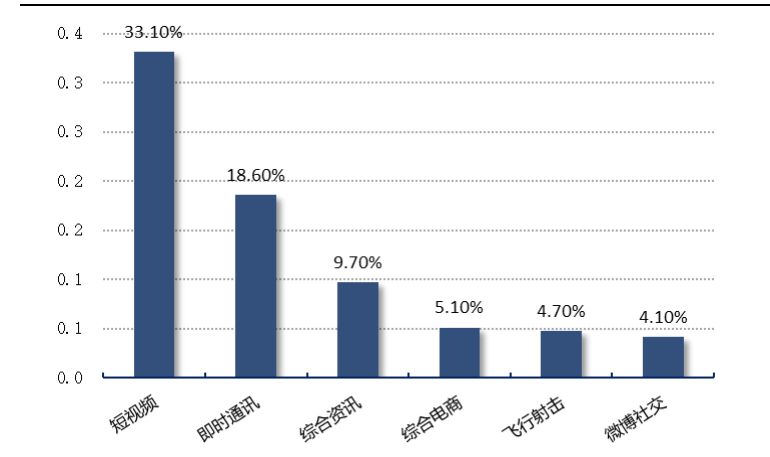
展望未来，作为专业优质消费内容的聚合平台，公司具备向短视频直播带货以及通过 MCN 快速变现的先天优势。网络技术的进步和庞大的移动网络用户规模使得短视频替代图文成为网民接受信息的最便捷的方式，短视频大大提升了获得流量用户的效率，从而降低了获客成本。2019年我国的短视频用户将达到6.27亿，根据2018年12月Questmobile的统计，短视频已经超越即时通讯成为用户使用时长同比增量占比最高的细分行业。未来通过增加短视频直播的呈现方式有助于公司提升优质消费内容的变现效率。

图 25: 2016-2019 中国短视频用户规模及增长预期 (亿户)

图 26: 2018 年 12 月用户总使用时常同比增量占比 TOP6 细分行业



资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心



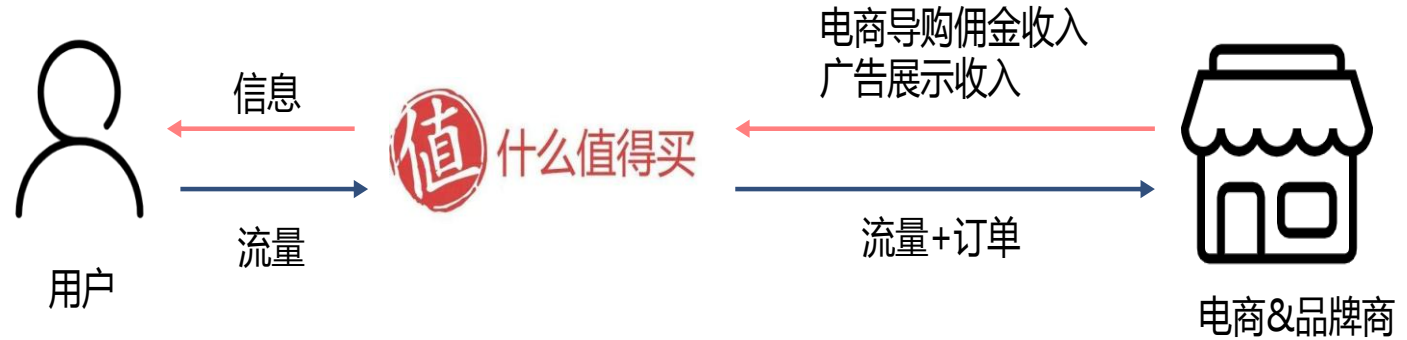
资料来源：Questmobile，信达证券研发中心

导购出身，优质消费内容驱动业务多元化发展

(一) 信息推广服务：用户增长和用户活跃度向好，业绩有望持续稳定增长

信息推广业务为公司第一大主营业务，主要通过什么值得买 APP 获取用户，并基于此为电商、品牌商等提供信息推广服务。

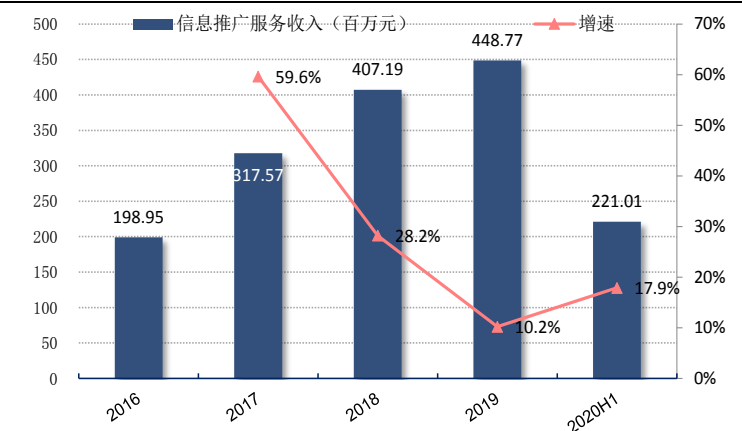
图 27：信息推广服务业务模式



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

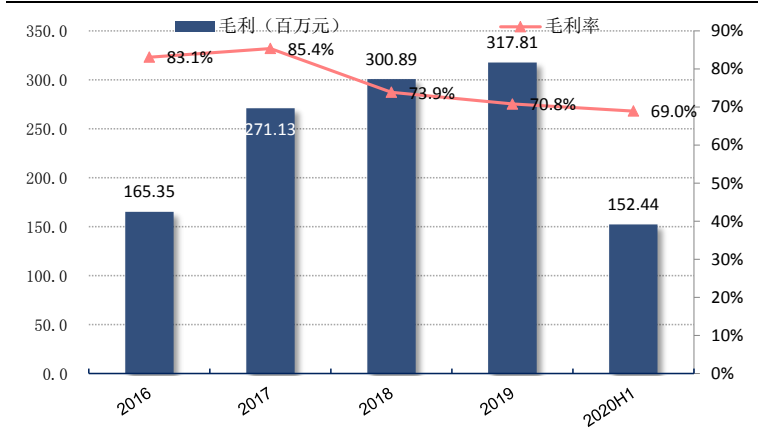
2019/2020H1 信息推广服务获得收入分别为 4.49/2.21 亿元，2019 年占总体收入 67.79%，较 2018 年下降 12.43pct，2020 上半年收入占比为 60.95%，收入占比仍处于较高水平。2019/2020H1 该项业务获得的毛利分别为 3.18/1.52 亿元，毛利率分别为 70.82%/68.98%。具体来看，信息推广业务的收入来源有两种，分别为电商导购佣金收入和广告展示收入。

图 28：2016-2020H1 信息推广服务营业收入及增速



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 29：2016-2020H1 信息推广服务毛利及毛利率



资料来源：Wind，信达证券研发中心

1、电商导购业务：未来收入增长的关键是交易频次和佣金率

电商导购业务为公司核心业务，在什么值得买网站及其相应的移动客户端上会发布商品或者服务的优惠信息，以及购物攻略、产品评测等原创好文，用户可通过优惠信息页面的链接直接进入电商、品牌商网站或相应的 App 完成购买。最后公司按照实际成交金额的一定比例获取电商导购佣金收入。

导购业务客户集中度较高，阿里妈妈为最大客户。公司电商导购业务的主要客户包括阿里妈妈、亚马逊、CJ 和京东海嘉等。阿里妈妈占公司电商导购佣金收入比重逐年增加，2018 年公司电商导购业务佣金收入中有 83.96% 来自阿里妈妈，这主要与公司不断进行品类的扩充的战略有关，阿里巴巴是国内用户最多、商品品类最齐全的电商平台，公司与阿里巴巴深度的合作，有望持续扩大商品品类覆盖面。

表 1：2018 年值得买电商导购业务前十大客户情况

排名	客户名称	销售金额（万元）	占电商导购佣金收比例	毛利率	导购金额（万元）	佣金比例
1	阿里妈妈	8434.78	83.96%	74.80%	256735.62	3.48%
2	亚马逊	494.47	4.92%	83.22%	22394.88	2.34%
3	CJ	212.99	2.12%	84.39%	3420.52	6.60%
4	京东海嘉	161.57	1.61%	84.39%	9100.18	1.88%
5	DWL	140.98	1.40%	84.39%	2564.26	5.83%
6	eBay	98.51	0.98%	84.39%	3798.79	2.75%
7	RML	83.82	0.83%	84.39%	1465.91	6.06%
8	Amazon Japan	58.12	0.58%	84.39%	1369.51	4.50%
9	Amazon Services	51.03	0.51%	84.39%	2697.76	2.00%
10	Linkshare Japan	30.75	0.31%	38.57%	524.5	6.22%

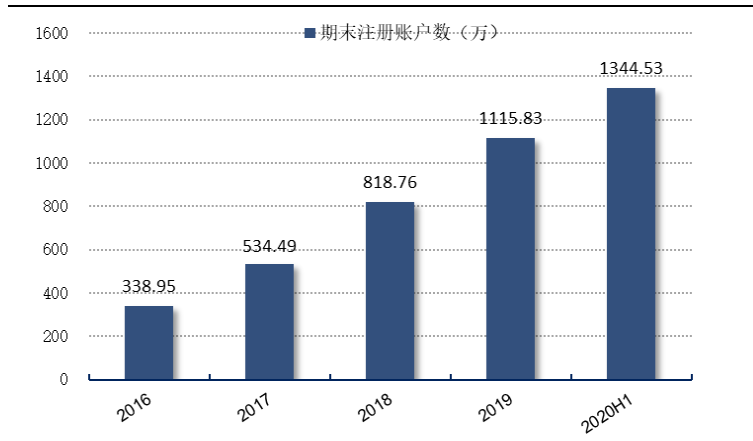
资料来源：招股书，信达证券研发中心

（1）用户增长

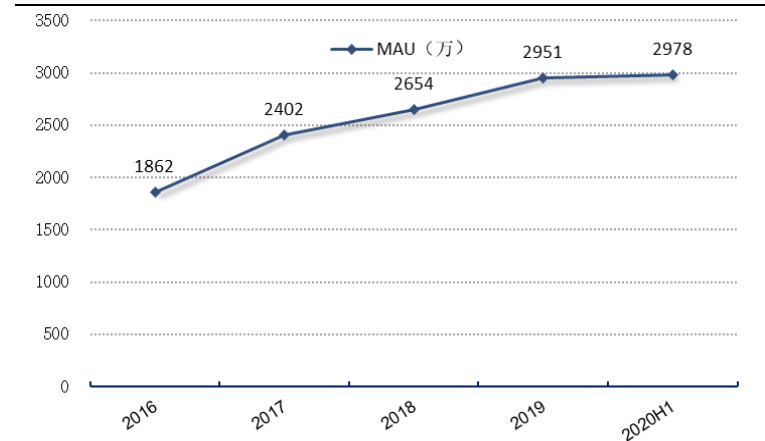
优质消费内容吸引，用户数量快速增长。用户在值得买除比价之外，还可以分享购物心得和攻略，用户评价其为高品质高实惠的网站。在百度口碑的统计中，值得买好评率高达 70%，高于阿里巴巴旗下导购平台一淘网（69%）和行业内知名平台小红书（64%），处于导购行业内的较高水平。值得买通过高品质的内容吸引用户，用户数量快速增加，2019/2020H1 期末注册帐户数分别为 1115.83/1344.53 万，近四年来复合增速为 48.76%，2019/2020H1 平均月活跃账户数分别为 2951/2978 万，近四年复合增速为 16.59%。注册账户数远低于平均月活跃账户数主要因为公司考虑到登录和使用 APP 的用户体验，不强制用户先注册再使用。

图 30：什么值得买期末注册账户数

图 31：什么值得买平均月活跃账户数



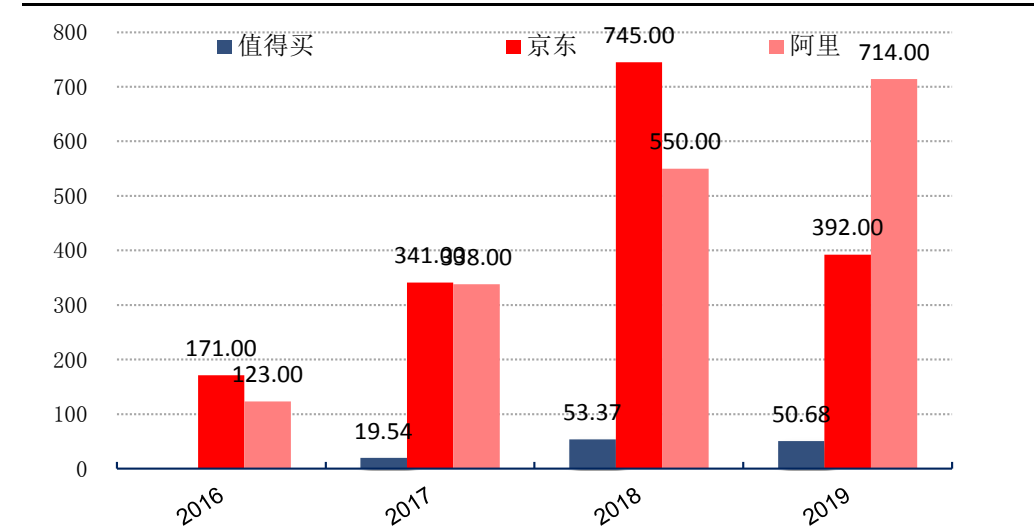
资料来源：公司公告，信达证券研发中心



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

与主流电商平台相比，获客成本较低。与京东和阿里巴巴电商平台相比，公司获客成本低，2019年值得买、京东和阿里巴巴的获客成本分别为50.68元、392元和714元。互联网红利殆尽后，电商平台的获客成本不断攀升，2018年京东的获客成本高达745元，远高于值得买2018年的获客成本53.37元，主要因为值得买以内容导购为核心业务，帮助用户在眼花缭乱的网购信息中精准筛选出高性价比商品，通过内容获取流量，能够减少获客成本。

图 32: 值得买与两大主要电商客户的获客成本对比

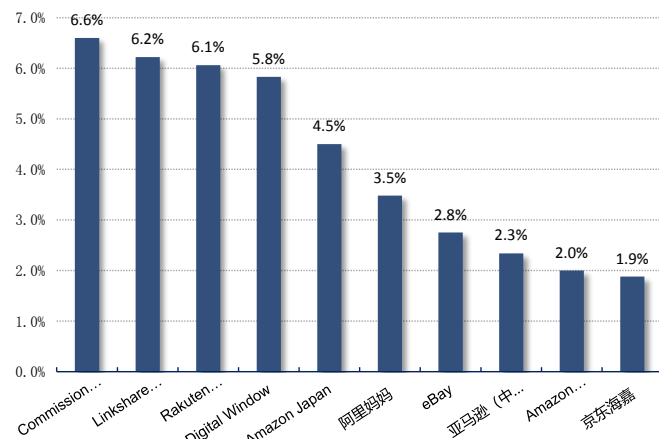


资料来源：各公司财报，信达证券研发中心

(2) 佣金率

从公司电商导购业务前十大客户的佣金比例来看，电商导购业务整体佣金比例不高，2016-2018年，前十大客户佣金比例均未超过10%。分业务来看，以客户京东海嘉为例，各类业务中电脑数码佣金比例最低，个体化妆、家居家装和食品饮料佣金率较高。公司的电商导购业务之前以数码3C产品为优势品类，近年来公司不断进行品类扩充，服装鞋帽、日用百货等品类的信息发布量占比显著提升，由于相比电脑数码、家用电器等品类，服装鞋帽、日用百货佣金率更高，因此公司整体佣金比例较以往将会提高。此外公司通过定增将投资短视频、直播平台，对于直播带货业务和直播打赏业务，作为直播平台方收取的佣金比例在20%-30%，在直播和短视频平台上线开始带货之后，预计公司整体佣金比例会上升。

图 33: 2018 年电商导购业务前十大客户佣金比例



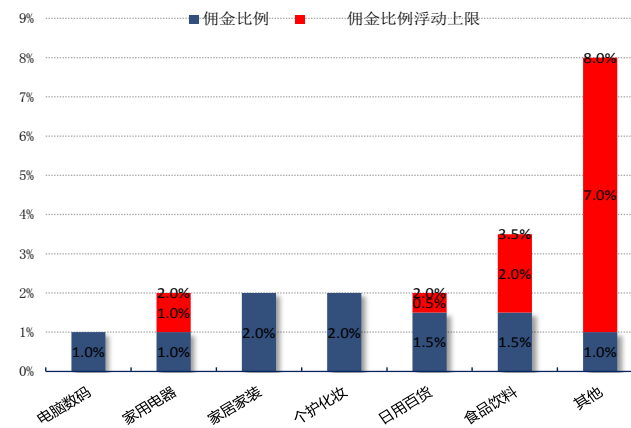
资料来源：招股书，信达证券研发中心

(3) 单次订单 GMV

单次订单 GMV 增长到 150-160 元，扩大变现空间。订单成交金额往高价位移动，2016 年公司成交订单的单次交易金额集中在 1-10 元，占当年所有成交订单数量的 45.69%。2018 年，平台中成交金额不足 10 元的订单已大幅下降，占比不足 26%，与 31-100 元区间的成交订单数量基本持平，平台成交订单金额集中在 11-100 元，单次订单成交金额在上涨。公司平均单次交易金额整体呈上升趋势，2019/2020H1，公司平均单次交易金额分别为 162.45/149.62 元，近四年来复合增速为 15.64%。下半年还有“双十一”电商大促，平均交易金额会比上半年高，预计 2020 年单次交易金额会进一步上涨。

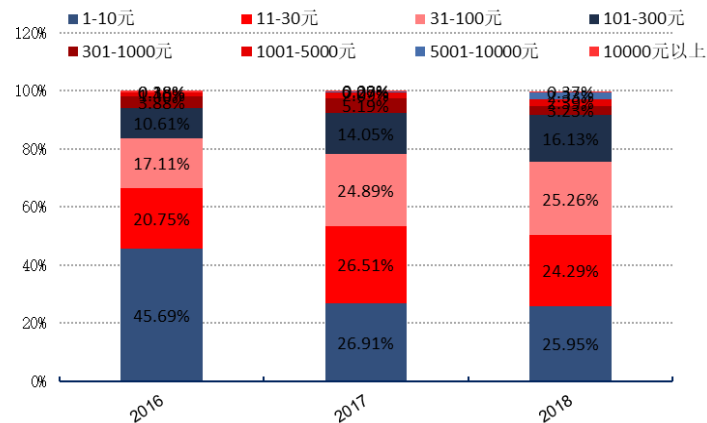
图 35: 什么值得买单次交易金额按成交订单数量的分布区间

图 34: 2018 年京东海嘉分业务佣金比例

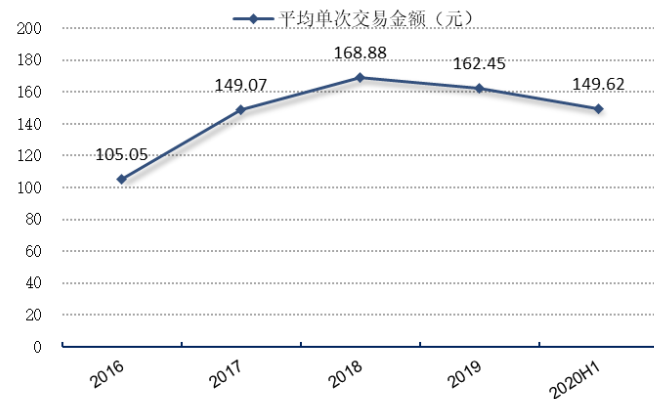


资料来源：招股书，信达证券研发中心

图 36: 什么值得买平均单次交易金额



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

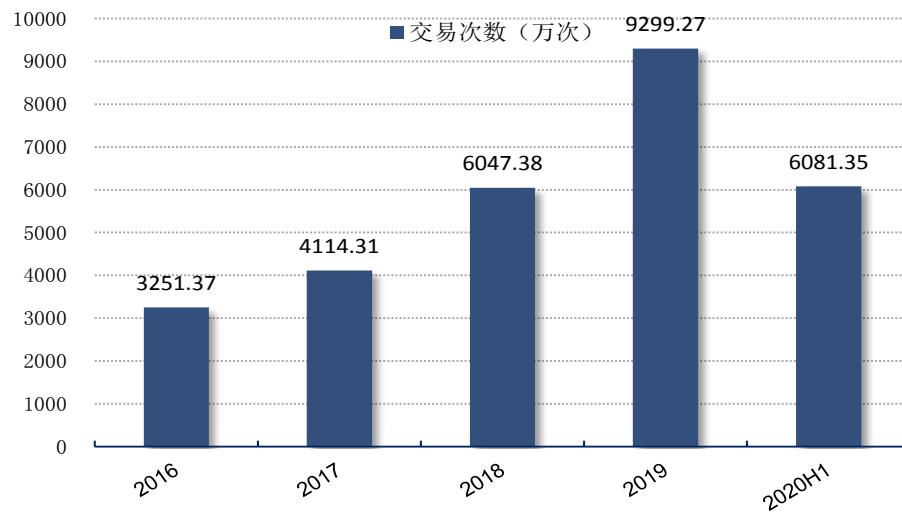


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

(4) 交易频次

交易频次增长较快，主要因为用户活跃度和黏性提升。2016-2018 年公司导购业务交易次数分别为 3251.37 万次、4114.31 万次和 6047.38 万次，保持稳定的增长。2019 年交易次数增长速度较快，交易次数达 9299.27 万次，增幅超过 50%，与 2016 年相比年复合增速达 41.95%。2020H1，公司导购业务交易次数已达 6081.35 万次，略高于 2018 年一整年的交易次数。

图 37：什么值得买交易频次



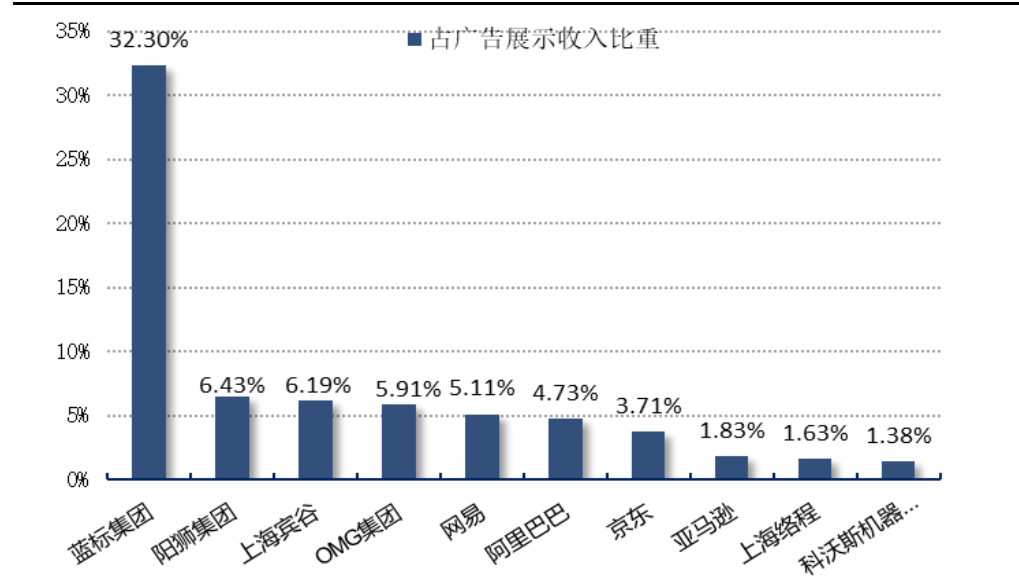
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2、广告展示业务：量价齐升

公司在网站或移动客户端中为电商、品牌商等提供广告展示位等营销服务并获取收入。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，定价原则主要是依据什么值得买网站端及移动端不同广告位置的曝光度及效果转化价值，同时参考市场上同类广告的价格，确定不同类型和不同位置的广告价格。计价方式包括按天计价、按次计价和效果营销等方式，以按天计价收费模式为主。

广告展示收入较分散，蓝标集团为最大客户。广告展示业务的主要客户包括蓝标集团等广告代理商，和网易、阿里巴巴和京东等 IT 企业，以及耐克、戴森等国内外品牌商。其中收入占比最大的为蓝标集团，2018 年其收入占广告展示业务的 32.3%，广告展示业务前十大客户收入占广告展示总收入的比重为 69.23%

图 38：2018 年广告展示业务前十大客户收入占比

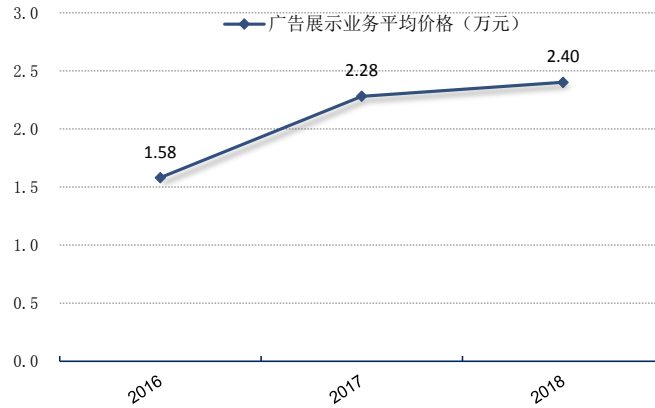


资料来源：招股书，信达证券研发中心

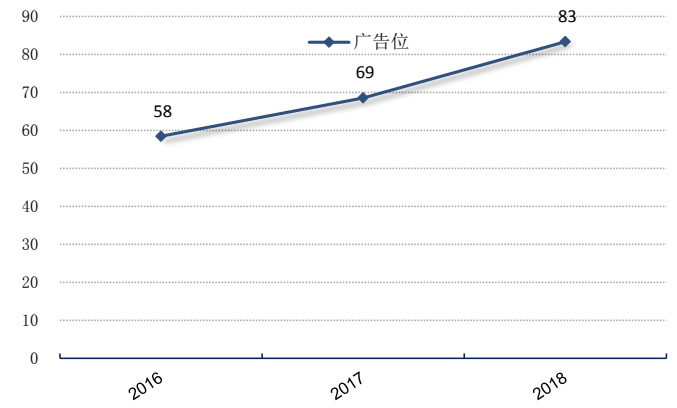
广告展示收入平均价格和广告位稳步提升。2018 年平均价格为 2.40 万元，同比增长 5.3%，较 2016 年大幅增长 51.9%。广告位价格上升的同时，数量迅速增长，2018 年，公司广告位数量增加到 83 个，同比增长 20.3%，与 2016 年相比增长 43.1%。

图 39：2016-2018 年广告位平均价格

图 40：2016-2018 年广告位数量



资料来源：招股书，信达证券研发中心



资料来源：招股书，信达证券研发中心

（二）互联网效果营销平台服务：星罗创想+MCN 实现内容生态多元变现

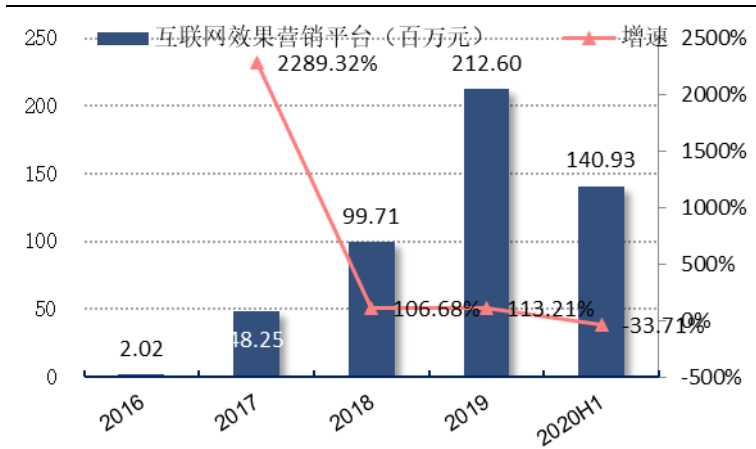
1、星罗创想

2016年7月，公司推出了星罗广告联盟 LinkStars，提供互联网效果营销平台服务。LinkStars 是一个中间平台，一端连接拥有流量的网站、移动客户端和内容创业者等联盟媒体，一端连接电商、品牌商等广告主。广告主可在 LinkStars 上发布广告需求，联盟媒体看到所有广告主的广告需求后若有意为广告主进行推广，可通过 LinkStars 进行申请并获取推广代码，并将推广代码放置在自身媒体的广告位上，联盟媒体的用户点击该广告并进入广告主的网站下单并购买成功后，联盟媒体可获取商品交易总额的一定比例作为佣金收入。在扣除一定比例的服务费后向联盟媒体支付广告采购成本，广告采购成本通常为所收取佣金收入的 80%-90%左右。

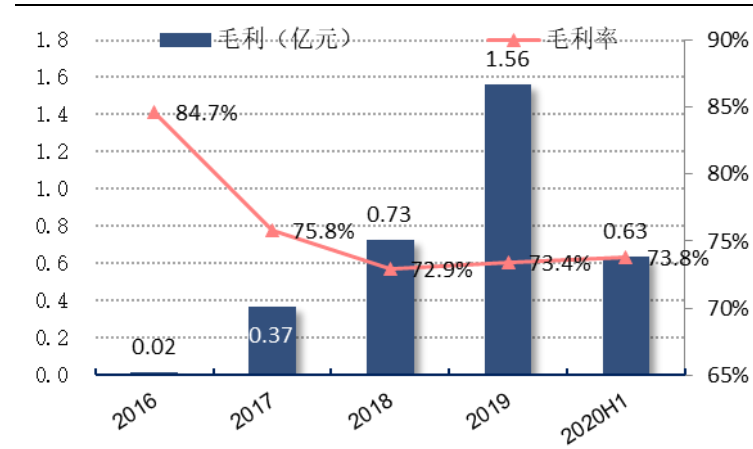
互联网效果营销平台服务收入上升，毛利率呈下降趋势。2017年该业务营业收入增长至 48.25 百万元，增幅高达 2289.3%，占主营业务收入的比重增长至 13.1%。主要系 2017 年开始，公司将部分电商导购佣金收入客户合作主体从母公司转移到子公司星罗创想，如京东、网易等客户部分合作转移至星罗创想。加盟 LinkStars 的广告主不断增多，2019 年该业务继续保持收入的较大增幅，2019 年效果营销收入为 212.6 百万元，同比增长 113.21%。2019/2020H1 互联网效果营销平台毛利率分别为 73.4%/72.9%，整体呈现下降趋势，波动的主要原因是公司业务规模的扩大及业务运营的精细化，造成运营人员的职工薪酬提高、IT 资源和技术服务费等增长。

图 41：2016-2020H1 效果营销平台服务营业收入及增速

图 42：2016-2020H1 效果营销平台服务毛利及毛利率



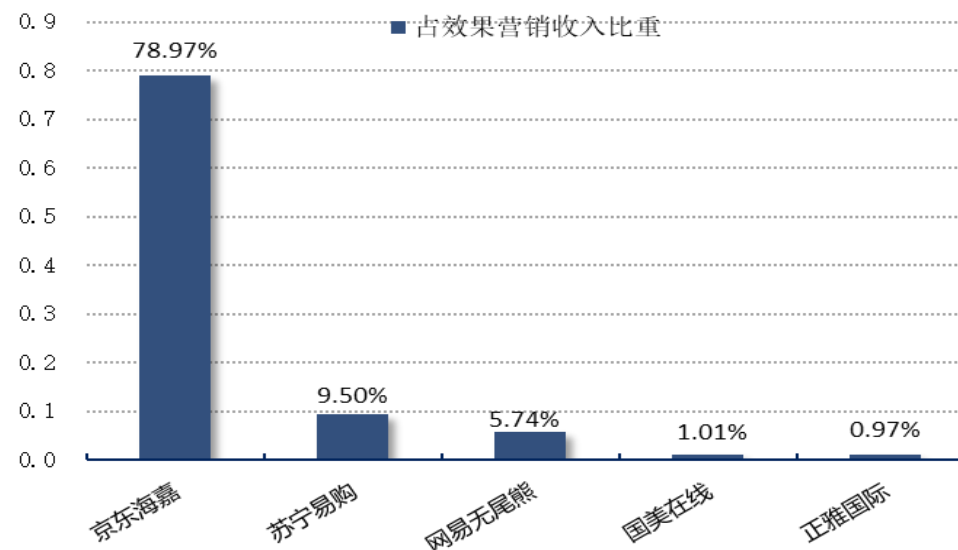
资料来源：公司公告，信达证券研发中心



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

效果营销收入高度集中，京东海嘉为最大客户。目前，公司已与京东、苏宁易购、1号店、国美在线、中粮我买网、唯品会和6PM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。京东海嘉效果营销收入占比为78.97%，为公司效果营销平台服务最大客户，其次为苏宁易购，收入占比为9.5%。前五大客户收入所占比重超过96%，公司效果营销收入高度集中于京东海嘉等主要客户。

图 43：2018 年效果营销平台服务前五大客户收入占比



资料来源：招股书，信达证券研发中心

2019年年底，公司对星罗创想平台做了升级，星罗平台目前不仅是电商联盟平台，更是一个好物平台，一端连接新媒体如KOL和KOC，另一端连接广告主如阿里、京东等。升级后的平台更能够充分发挥过去积累的对商品专业认知优势，帮助网红达人筛选好物，并通过短视频和直播的方式分享给互联网用户，帮助品牌实现品效合一的效果。星罗旨在为品牌和创作者提供一站式带货服务，包括为商品供应商提供集商品管理、订单管理客服系统、数据分析等于一体的系统化管理，以及为创作者提供从前期选品，中期询价到后期执行优化等全方位一体式服务。

覆盖 50 亿+ 粉丝总量资源池、3 万+ 商家资源的定向雷达。星罗创想对于创作者数据涵盖个人粉丝数、活跃度、类型风格、历史带货以及粉丝画像等信息；对于商品包括历史价格、好评率、月销量、佣金率、营销方案以及场景展示建议。不同类型的商品需要用不同的营销策略和直播带货运营方式，星罗将商品分成十四个品类，包括食品生鲜、日用百货、母婴用品等，根据大数据分析将商品与创作者进行匹配，实现精准营销。

图 44：星罗创想官网产品介绍

什么值得买 首页精选

88VIP: HAPPYBABY 禧贝 有机超级泡芙 60克 *5件
95.7元包邮 (需用券, 合19.1元/件)

佣金比例 0.97% 佣金收入 ¥0.45 月销量 572

天猫国际进口超市 Taobao.com

转淘口令 转二合一

什么值得买推荐原文
添加宝宝必须的营养物质。
5瓶六折, 叠加淘金币 88VIP 实际到手95.7 5罐

#价格低于双十一 #近30日已发布新低 #比上次发布低42% #淘宝好评率98% #天猫国际官方直营

#200以下 #育儿经 #99大促 #88VIP #拼单

67% 点值率 16 收藏数 362 星罗值

资料来源：星罗创想官网，信达证券研发中心

精准营销效果显著，实现品牌与达人双赢。星罗通过精确选品、匹配达人以及专业化推广的方式，促成了一系列合作且效果明显。例如，利仁空气炸锅与美食类目的创作者“婕婕家里有宝藏啊”匹配合作，采用短视频+直播的推广方式，促成超过 1200 订单，达人净交易额超过 40 万。另外，在与周黑鸭的多次合作中，对于这类低客单价的产品，星罗推行短视频预热+直播强转化的方式，帮助周黑鸭带货十多场，共出单超过 2.5 万，达人净交易额超过 120 万，效果可观。在今年 618 大促期间，星罗全网交易规模突破 2.14 亿元，订单量超过 200 万单，助力多个品牌取得了短视频/直播带货佳绩。

图 45: 星罗创想平台成功营销案例 1



资料来源：星罗创想官网，信达证券研发中心

图 46: 星罗创想平台成功营销案例 2



资料来源：星罗创想官网，信达证券研发中心

孵化创作者，助其实现变现。星罗为所有懂商品的 KOL/KOC 打造了“发掘-孵化-电商变现”的通路。对优秀的创作者星罗推出样品扶持计划，通过自主购买百万样品，扶持希望带货转型的达人、公会和 MCN，同时提供千万级别佣金奖励，为创作者带来口碑与经济的效益双赢。星罗还上线了星罗星选微信小程序，创作者可以随时随地进行选货。此外星罗有三大直播基地，并且配有专业灯光、影视设备，充足的统筹运营执行人员，总面积达 3000m²，最多可同时开启 20 个直播间在线直播，为创作者提供优质的直播环境，最终实现个人价值和商业价值。

2、MCN

构建站外流量生态，实现站内站外商业化协同。公司在抖音平台上有经营流量账号，其中粉丝数量最多的是值得买官方账号，目前共有 290 万粉丝，发布作品 429 个，获赞 778.7 万，发布的短视频内容以情景化的方式介绍商品和产品测评为主，商品品类主要为数码和家用电器，部分还涵盖食品饮料、日用百货等。值得买在站外构建生态流量，既能够往站内引流，又能同时进行广告投放，实现整体广告收入的提升。

签约中免，尝试代运营品牌方站外流量平台账号。今年 8 月，公司开始代运营中免集团抖音官方账号，账号开始运营至今一个月时间，已有近 8 千粉丝，目前共发布作品 4 个，点赞数 1.3 万，内容主要为免税店介绍购物攻略，包括三亚免税店和海口免税店。公司表示目前合作效果较好，正在接洽更多品牌和客户进行代运营合作，聚焦消费内容。

图 47: 星罗创想官网产品介绍



资料来源: 抖音APP, 信达证券研发中心

盈利预测、估值与投资评级

（一）收入假设：

公司下半年发行 7 个亿左右的定增项目主要用于内容升级，增加短视频直播等内容呈现方式，并以专业优质的消费内容为核心切入 MCN 领域，我们认为这将有助于公司实现商业化提速，我们判断公司未来的增长点主要来自基于星罗创想平台的互联网效果营销平台以及 MCN 业务。基于以上，我们对公司三大业务进行收入增速的拆解：2020-2022 年公司电商导购佣金收入、广告展示收入、互联网效果营销平台收入增速分别为 5%/5%/5%、23.7%/11.4%/8.0%、62%/57.6%/47.4%，公司 2020-2022 年总营收增速为 33%/28.7%/26.6%。

表 2：2020-2022 年各业务收入预测

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
电商佣金业务	100.46	103.53	108.71	114.15	119.85
yoy	12.5%	3.1%	5.0%	5.0%	5.0%
广告展示业务	306.71	345.23	427.17	476.02	514.29
yoy	34.4%	12.6%	23.7%	11.4%	8.0%
互联网效果营销	99.71	212.60	344.50	543.01	800.16
yoy	106.7%	113.2%	62.0%	57.6%	47.4%
总计	507.59	662.03	880.38	1133.17	1434.30
yoy	38.3%	30.4%	33.0%	28.7%	26.6%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

（二）费用率假设：

公司 2020 年上半年为了积极拓客，上半年支出的营销费用已经达到 2019 年全年的水平，我们认为公司未来 3 年销售费用率将始终保持较高水平，此外从公司目前的战略来看，未来内容升级始终是重中之重，研发费用率也将保持较高的水平，管理费用率保持稳定。

表 3：公司 2020-2022 年营业成本及各项费用率假设

	2019	2020 年	2021 年	2022 年
毛利率	71.57%	71.00%	70.00%	70.00%
营业税金及附加率	1.48%	1.00%	1.00%	1.00%
销售费用率	22.73%	24.00%	24.00%	23.00%
管理费用率	12.67%	12.00%	12.00%	12.00%

研发费用率	16.24%	18.00%	18.00%	20.00%
-------	--------	--------	--------	--------

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

综上所述，不考虑定增影响，我们预计公司 2020-2022 年营业收入为 8.87 亿元、11.49 亿元、14.64 亿元，同比增加 33.97%、29.57%、27.37%，归母净利润分别为 1.58 亿元、1.94 亿元、2.35 亿元，同比增加 32.41%、23.01%、21.02%，摊薄 EPS 分别为每股 1.96 元、2.41 元、2.91 元，对应 2020 年 9 月 18 日收盘价（每股 112.69 元）动态 PE 分别为 58 倍、47 倍、39 倍。

（三）公司估值及评级

按照营销行业 2020 年 9 月 18 日收盘价计算，2020 年行业平均估值为 49.59X。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 4：可比公司估值表（截至 2020.9.18）

证券代码	证券简称	最新收盘价（元）	EPS（元/股）				PE（倍）			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
002291.SZ	星期六	17.90	0.20	0.36	0.72	0.96	96.67	49.59	24.90	18.56
600556.SH	天下秀	18.60	0.15	0.22	0.33	0.49	78.89	86.07	56.04	38.01
300792.SZ	壹网壹创	141.13	2.74	2.26	3.19	4.35	64.52	62.39	44.23	32.43
平均								49.59	24.90	18.56

资料来源：Wind，信达证券研发中心

风险因素

- 1、经济形势严峻的风险；
- 2、新客拓展不达预期的风险；
- 3、核心客户业绩规模不达预期的风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	6.83	80.57	106.29	270.37	449.83
应收票据及账款	138.12	202.02	234.76	304.18	387.42
预付账款	2.71	2.19	4.42	5.73	7.30
其他应收款	2.04	2.04	3.59	4.65	5.92
存货	0.77	4.85	6.17	8.30	10.57
其他流动资产	154.18	431.77	627.46	690.56	766.23
流动资产总计	304.64	723.44	982.68	1283.79	1627.28
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	199.81	295.12	248.89	202.65	156.42
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	5.21	5.70	4.75	3.80	2.85
长期待摊费用	1.34	1.44	0.72	0.00	0.00
其他非流动资产	7.13	13.79	13.79	13.79	13.79
非流动资产总计	213.49	316.06	268.15	220.25	173.06
资产总计	518.13	1039.50	1250.84	1504.03	1800.34
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及账款	22.67	38.53	48.36	65.06	82.87
流动负债合计	95.40	154.05	221.13	296.86	378.41
长期借款	84.00	118.50	118.50	118.50	118.50
其他非流动负债	11.05	16.08	16.08	16.08	16.08
非流动负债合计	95.05	134.58	134.58	134.58	134.58
负债合计	190.45	288.63	355.71	431.44	512.99
股本	40.00	53.33	53.33	53.33	53.33
股东权益合计	327.68	750.86	895.13	1072.59	1287.36
负债和股东权益合计	518.13	1039.50	1250.84	1504.03	1800.34

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
税后经营利润	91.07	113.53	151.20	187.46	228.21
折旧与摊销	8.32	13.17	47.90	47.90	47.19
财务费用	-1.60	4.04	5.42	5.09	4.49
其他经营资金	-44.30	-0.69	-166.46	-61.29	-82.48
经营性现金净流量	53.49	130.05	38.07	179.16	197.40
投资性现金净流量	-205.63	-395.67	6.40	6.40	6.40
筹资性现金净流量	69.95	338.91	-18.76	-21.49	-24.34
现金流量净额	-79.79	73.75	25.72	164.08	179.47

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	507.59	662.03	886.92	1149.19	1463.69
营业成本	133.59	188.20	238.31	320.62	408.37
营业税金及附加	11.99	9.81	8.60	11.15	14.20
销售费用	134.72	150.45	206.47	267.53	326.55
管理费用	58.74	83.86	103.24	133.77	170.37
研发费用	72.20	107.48	154.86	200.65	283.96
财务费用	-1.60	4.04	5.42	5.09	4.49
其他经营损益	-2.27	-2.38	-1.66	-1.66	-1.66
投资收益	4.65	5.10	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.40	0.00	0.00	0.00
营业利润	100.34	121.31	168.36	208.73	254.10
其他非经营损益	6.06	8.49	7.13	7.13	7.13
利润总额	106.40	129.80	175.49	215.86	261.23
所得税	10.68	10.77	17.88	22.00	26.62
净利润	95.72	119.03	157.61	193.86	234.61
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	95.72	119.03	157.61	193.86	234.61
EBITDA	113.13	147.01	228.81	268.85	312.91
EPS (当年)(元)	1.19	1.48	1.96	2.41	2.91

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营收增长率	38.31%	30.43%	33.97%	29.57%	27.37%
EBIT 增长率	3.34%	27.70%	35.16%	22.13%	20.26%
EBITDA 增长率	4.84%	29.95%	55.65%	17.50%	16.39%
净利润增长率	10.99%	24.35%	32.41%	23.01%	21.02%
盈利能力					
毛利率	73.68%	71.57%	73.13%	72.10%	72.10%
净利率	18.86%	17.98%	17.77%	16.87%	16.03%
估值倍数					
P/E	94.87	76.29	57.62	46.84	38.71
P/S	17.89	13.72	10.24	7.90	6.20
P/B	27.71	12.09	10.14	8.47	7.05
EV/EBIT	43.81	42.59	31.49	25.16	20.36
EV/EBITDA	40.59	38.77	24.90	20.68	17.29

研究团队简介

王建会，复旦大学金融学硕士，3年卖方研究经验，2019年11月正式加入信达证券研究开发中心，从事传媒互联网行业研究。

王婷，南京大学经济学硕士，2020年加入信达证券研究开发中心，覆盖网络游戏和整合营销。

王晓羽，上海财经大学金融硕士，2020年加入信达证券研究开发中心，覆盖游戏与海外互联网。

李盈睿，西南财经大学财务管理硕士，2020年加入信达证券研发中心，主要覆盖影视、出版板块。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏 冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴 国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufe@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈 晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。