

## 证券研究报告

### 公司研究——事项点评

#### 值得买 (300785.SZ)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 买入, 2020.09.22

**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

**王婷** 研究助理

联系电话: (010) 83326755

邮箱: wangting@cindasc.com

#### 相关研究

《值得买深度报告: 打造内容生态, 成就内容电商第一股》2020.9

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

## 业绩稳定增长, 看好站内站外业务协同下商业化提速

2020年10月30日

**事件:** 公司发布2020年三季度业绩报告, 公司在2020年前三季度实现营收5.45亿元, 同比增长34.61%, 实现归母净利润8507.12万元, 同比增长37.84%, 经营现金流净额(CFO)为净流入8681.91万元, EPS为1.06元/股, 同比增长10.42%。单季度来看, 第三季度实现营收1.82亿元, 同比增长38.83%, 实现归母净利润1652.3万元, 同比增长10.83%。

#### 点评:

- **GMV和广告收入推动业绩稳健增长。**公司2020年Q1-Q3实现营收5.45亿元, 同比增长34.61%, 实现归母净利润8507.12万元, 同比增长37.84%。单季度来看, Q3实现营收1.82亿元, 同比增长38.8%, 实现归母净利润1652.3万元, 同比增长10.8%, Q3单季度利润表现较为逊色有三方面影响: 1) 股权激励费用摊销, 考虑到今年有1787.51万的股权激励摊销费用分7个月摊销, 剔除股权激励影响后, Q3实际实现归母净利润2417万, 同比增长62%, 仍处于高速增长轨道。2) 积极的市场投放策略导致销售费用攀升, 公司从2020年开始在知乎和B站进行拉新推广, 前三季度销售费用较2019年同期增长38.7%, 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。3) 三季度处于电商营销淡季, 上半年有618, 相对全年来看, 三季度属于电商营销淡季, 故利润增速环比下降, 考虑到四季度有双十一有望带动GMV和广告收入高速增长。Q3毛利率为68.81%, 相比2019年同期下降2.74pct。费用方面, 除拓客战略带来的销售费用的攀升, 由于加强费用管控, 管理费用率和研发费用率趋于下降, 2020前三季度分别为13.89%/14.49%, 分别同比下降1.49pct/0.56pct。
- **平台经营数据一切向好, 商业化变现有待提速。**2020年公司开始强化什么值得买站内的社区平台建设, 一方面通过对App进行改版、增加短视频直播的呈现方式来增强用户体验, 另一方面采取拓品类、增加多元化内容持续挖掘潜在客户, 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。用户方面, 2020年上半年用户贡献内容(UGC)占比高达83.96%, 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%, 增速在加快, Q3月活延续增长态势。从用户画像来看, 女性用户占比在提升, 且三四线以下城市和25岁以下的年轻用户占比逐步提升。公司的业务转型和扩张带来商业化提速, 20H1公司确认的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%。截止到Q3, 平台的GMV约为123亿元, 同比增长接近40%, 数码家电占比仍是最高, 食品生鲜、日用百货、运动户外等品类增长迅速, 其中食品生鲜增速超100%。未来在公司积极的市场投放政策和内容多元化策略下, 平台业务的用户数、交易频次、客单价以及佣金率都将呈现向好趋势, GMV和广告收入将持续稳健增长。

- **未来星罗平台和 MCN 业务有望构建站外生态流量，与站内平台业务形成商业化协同。**2020 年初星罗平台业务开始转型，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，为在抖音和快手平台有电商变现诉求的网红提供商品，已签约客户包括华熙生物、猿辅导、美的和太平鸟等。目前星罗已取得快手、抖音、西瓜视频、京东、阿里和网易考拉认证的内容服务商牌照，牌照的稀有性有助形成行业进入壁垒。公司发行 7 个亿左右的定增项目主要用于内容升级和 MCN 业务，公司未来将以专业优质的消费内容为核心切入 MCN 领域，围绕消费内容建立账号孵化体系，构建站外生态流量。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 292 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 业务能够给广告主提供更多多元化的服务，形成商业协同，广告业务增速将进一步提高。
- **盈利预测与投资评级：**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 10 月 29 日收盘价（每股 107.7 元）动态 PE 分别为 55 倍、45 倍、37 倍，维持“买入”评级。
- **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)	90.67	72.91	55.07	44.77	36.99
市净率 P/B(倍)	26.49	11.56	9.70	8.09	6.74

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测 注：股价为 2020 年 10 月 29 日收盘价

**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2018	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
<b>流动资产总计</b>	<b>304.64</b>	<b>723.44</b>	<b>982.68</b>	<b>1283.79</b>	<b>1627.28</b>
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
<b>非流动资产总计</b>	<b>213.49</b>	<b>316.06</b>	<b>268.15</b>	<b>220.25</b>	<b>173.06</b>
<b>资产总计</b>	<b>518.13</b>	<b>1039.50</b>	<b>1250.84</b>	<b>1504.03</b>	<b>1800.34</b>
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
<b>流动负债合计</b>	<b>95.40</b>	<b>154.05</b>	<b>221.13</b>	<b>296.86</b>	<b>378.41</b>
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
<b>非流动负债合计</b>	<b>95.05</b>	<b>134.58</b>	<b>134.58</b>	<b>134.58</b>	<b>134.58</b>
<b>负债合计</b>	<b>190.45</b>	<b>288.63</b>	<b>355.71</b>	<b>431.44</b>	<b>512.99</b>
股本	40.00	53.33	53.33	53.33	53.33
<b>股东权益合计</b>	<b>327.68</b>	<b>750.86</b>	<b>895.13</b>	<b>1072.59</b>	<b>1287.36</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>518.13</b>	<b>1039.50</b>	<b>1250.84</b>	<b>1504.03</b>	<b>1800.34</b>

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2018	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	2018	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业总收入</b>	<b>507.59</b>	<b>662.03</b>	<b>886.92</b>	<b>1149.19</b>	<b>1463.69</b>
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
<b>营业利润</b>	<b>100.34</b>	<b>121.31</b>	<b>168.36</b>	<b>208.73</b>	<b>254.10</b>
其他非经营损益	6.06	8.49	7.13	7.13	7.13
<b>利润总额</b>	<b>106.40</b>	<b>129.80</b>	<b>175.49</b>	<b>215.86</b>	<b>261.23</b>
所得税	10.68	10.77	17.88	22.00	26.62
<b>净利润</b>	<b>95.72</b>	<b>119.03</b>	<b>157.61</b>	<b>193.86</b>	<b>234.61</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	<b>95.72</b>	<b>119.03</b>	<b>157.61</b>	<b>193.86</b>	<b>234.61</b>
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	2018	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
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%
<b>盈利能力</b>					
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%
<b>估值倍数</b>					
P/E	90.67	72.91	55.07	44.77	36.99
P/S	17.10	13.11	9.79	7.55	5.93
P/B	26.49	11.56	9.70	8.09	6.74
EV/EBIT	41.91	40.60	30.02	23.96	19.36
EV/EBITDA	38.82	36.96	23.73	19.69	16.44

## 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	yuang@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	wangyufei@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。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 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。