

内容铸就高壁垒，多元化生态拓宽护城河

投资评级：增持（首次） 主要观点：

报告日期： 2020-12-2

电商导购第一股，优质消费内容，流量变现能力强。

收盘价(元)	104.15
近12月最高/最低(元)	208.49/102.00
总股本(百万股)	81
流通股本(百万股)	20
流通股比例(%)	24.73
总市值(亿元)	84
流通市值(亿元)	21

公司是国内领先的内容型电商导购平台，也是A股稀缺的电商导购标的。公司在用户增长、内容运营和流量变现上都保持高速发展。2017-2019年公司月活用户数CAGR为10.85%，2016-2019年公司的主要内容发布数量CAGR约113%，同期公司主营业务收入CAGR为48.75%，归母净利润CAGR达50.15%。从行业角度看，电商依然保持较高增速，然而随着流量红利的消失，获客成本逐渐提高，作为流量跳板的导购平台将获得更大包容度，同时在线导购平台渗透率仍在低位，未来的发展潜力巨大。

以优质UGC构建核心壁垒，战略扩充品类拓宽护城河。

优质的UGC内容是公司的核心壁垒，2020H1公司共发布391.57万条内容，其中84%用户贡献内容；这让公司在低成本获取消费类内容的同时，增加了用户对平台中立性的信任和粘性，实现良性循环。同时，公司在维持原本占优的数码3C类产品的优势的基础上，积极扩充平台品类，新设生活频道以拓展线下消费领域，新增场景化消费入口以提升用户的使用体验感，增加用户在平台上的交易频次和粘性。

星罗创想致力成为“导购届的海底捞”，定增入局短视频、直播行业。

星罗平台未来协助KOL根据其自身定位和粉丝特性进行带货商品的挑选，填补国内缺乏此类型连接创作者和货品商家的空白，服务长尾带货市场。同时，公司通过定增开展内容平台升级项目和多元化消费类MCN项目，旨在入局短视频及直播行业，顺应行业发展趋势，抓住网红经济风口。

投资建议：我们预计公司2020-2022年营收分别为8.69/11.31/14.50亿元，归母净利润1.57/2.04/2.73亿元，对应EPS分别为1.95/2.53/3.39元，对应PE分别为53X/41X/31X，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：行业竞争加剧风险；短视频及直播类项目拓展不及预期；用户流失风险。

分析师：姚天航

执业证书号：S0010520090002

邮箱：yaoth@hazq.com

联系人：郑磊

执业证书号：S0010120040032

邮箱：zhenglei@hazq.com

相关报告

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	662	870	1131	1450
收入同比(%)	30.4%	31.4%	30.1%	28.2%
归属母公司净利润	119	157	204	273
净利润同比(%)	24.4%	32.0%	29.6%	34.0%
毛利率(%)	71.6%	71.6%	71.5%	71.7%
ROE(%)	15.9%	16.5%	10.8%	12.7%
每股收益(元)	1.48	1.95	2.53	3.39
P/E	97.50	53.42	41.21	30.75
P/B	15.46	8.83	4.46	3.89
EV/EBITDA	57.12	51.63	48.38	38.06

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 电商导购第一股，国内稀缺的互联网标的	5
1.1 十年沉淀，国内内容型电商导购龙头	5
1.2 公司股权集中，股权激励措施强力	6
1.3 业绩表现优异，短期变现能力仍有上升空间	7
2 电商导购行业，变现天花板高，未来可期	11
2.1 流量跳板：连接用户和品牌商、电商等的中间平台	11
2.2 行业规模和变现能力仍有发展空间	13
2.3 电商导购行业未来趋于生态化、流量多元化、智能化	14
3 围绕内容生态构筑价值护城河	15
3.1 以 UGC 内容运营模式为核心，构建公司竞争壁垒	15
3.2 迎合用户消费习惯，扩充消费品类，完善场景化项目	19
3.3 定增入局新业务，拓展收入多样性	21
4 盈利预测和投资建议	23
风险提示:	25
财务报表与盈利预测	26

图表目录

图表 1 公司发展大事记	5
图表 2 值得买商业模式	6
图表 3 公司截至 2020 年中报股权分布图	6
图表 4 2020 年 4 月股权激励人员方案	7
图表 5 公司股权激励解禁方案	7
图表 6 公司营业总收入 (万元) 及其同比增速	8
图表 7 公司归母净利润 (万元) 及其同比增速	8
图表 8 公司整体毛利率和净利率水平	9
图表 9 公司分业务毛利率水平	9
图表 10 公司广告位单位时长平均展示价格 (万元/天)	9
图表 11 2016-2018 年公司广告位售出占比	9
图表 12 2016-2019 年确认 GMV (亿元)	10
图表 13 2016-2019 年确认 GMV/MAU (元/人)	10
图表 14 公司 2018-2020H1 半年度净交易额 (亿元)	10
图表 15 中国在线导购平台行业产业链图谱	11
图表 16 中国在线导购平台行业发展历程	12
图表 17 2018.7-2020.6 在线导购平台企业 APP 月均独立设备数梯队示意图 (万台)	12
图表 18 2017-2022 年中国网络购物交易规模	13
图表 19 中国在线导购行业营收规模及变现率	13
图表 20 2015-2022 年中国互联网单用户承载的网络广告成本	13
图表 21 中国在线导购平台基于大数据的精准营销运作流程示意图	15
图表 22 2016-2020H1 公司内容发布量 (万条)	16
图表 23 2016-2020H1 公司内容来源占比 (%)	16
图表 24 2016-2018 年公司内容来源的成本 (万元)	16
图表 25 2016-2018 年公司内容来源成本占比	16
图表 26 2016-2018 年公司内容来源带来的收入 (万元)	16
图表 27 2016-2018 年公司内容来源收入占比	16
图表 28 2018-2020H1 用户情况	17
图表 29 2018H1-2020H1 APP 端用户粘性	17
图表 30 值会员权益中心部分截图	18
图表 31 公司部分站外运营账号截图	19
图表 32 公司兑换金币产生的费用	19
图表 33 2016-2018 年平台上品类情况	20
图表 34 公司品类佣金情况 (单位: 万元)	20
图表 35 公司“生活频道”部分截图	20
图表 36 公司定增资金投入项目情况 (单位: 万元)	21
图表 37 值得买 APP 截图	21
图表 38 值得买 APP 截图	21
图表 39 品牌 KOL 营销诉求从“引发兴趣”向“带货转化”下移	22
图表 40 星罗商品总库网页截图	22
图表 41 星罗与华熙生物开展抖音合作案例	23

图表 42 公司业务拆分预测 (百万元)	24
图表 43 可比公司估值水平	24

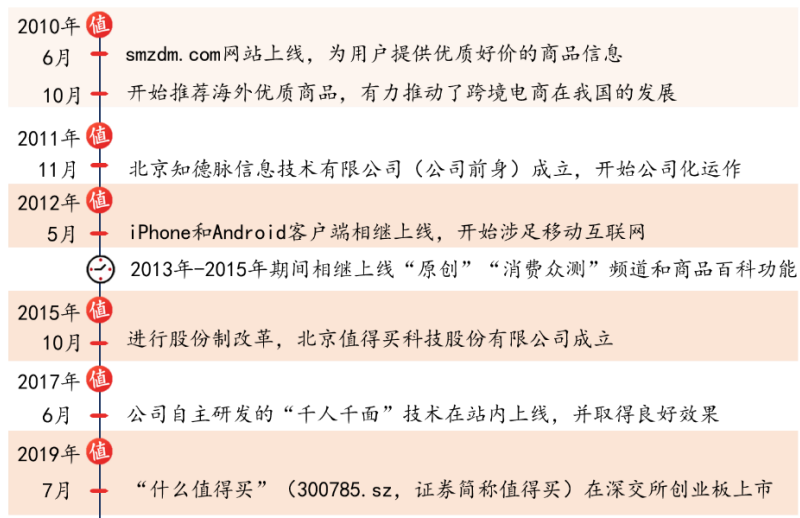
1 A 股稀缺的电商导购龙头

1.1 十年沉淀，国内内容型电商导购龙头

值得买是国内首屈一指的基于严肃测评的导购平台，前身是北京知德脉信息技术有限公司，于 2010 年 6 月起上线 smzdm.com 网站。公司从 2011 年 11 月开始进行公司化运作，并在 2019 年 7 月于深交所创业板上市，成为中国 A 股首家导购电商平台公司。

公司成立之初便以解决消费过程中的信息不对称为己任。从 2012 年开始创立“原创”、“消费众测”等频道、构建平台的内容生态系统。经过十年的深耕建设，值得买已然成功构建了一个用户、创作者和电商、品牌商共赢的良性生态系统。通过优质的内容，值得买持续不断地为用户提供中立高效的消费决策支持、为电商和品牌商等提供获取用户流量和扩大品牌影响力的重要渠道，最后在合作共赢的情况下公司实现用户的增长和商业的变现。

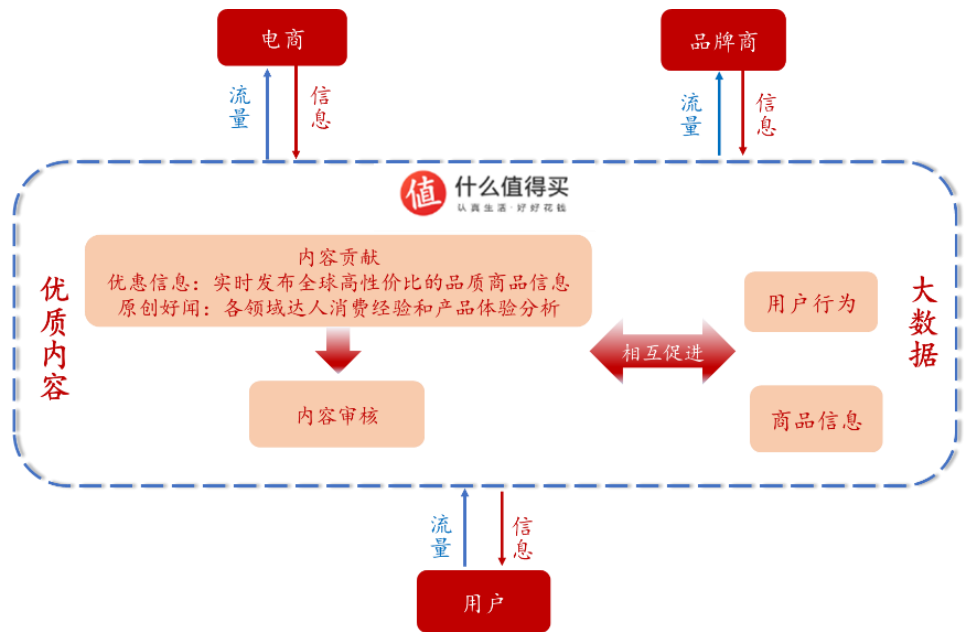
图表 1 公司发展大事记



资料来源：公司官网，华安证券研究所

公司的主要商业模式是以建设良好内容生态体系为核心，培养平台的优质忠实用户，配合“千人千面”算法的应用，进行用户流量的高效分配，最终实现精准营销，为合作伙伴商业赋能。公司目前实现其商业模式的核心在于内容端的持续性高质量输出。于用户端，丰富充实的多样化内容能够帮助用户筛选优质商品，论坛式评论系统能够帮助用户甄别内容的真实性以及增加用户的互动性。于商家变现端，公司高质量内容端所聚集的优质用户群体，加上公司“千人千面”技术加持的内容分发效率，能够为广告主带来流量补充，并且，由于用户在内容端已经被事先“种草”，以及销售内容在值得买平台上与用户的近距离性，合作广告主从值得买平台得到的流量更容易获得销售收入，即流量变现率更高。

图表 2 值得买商业模式

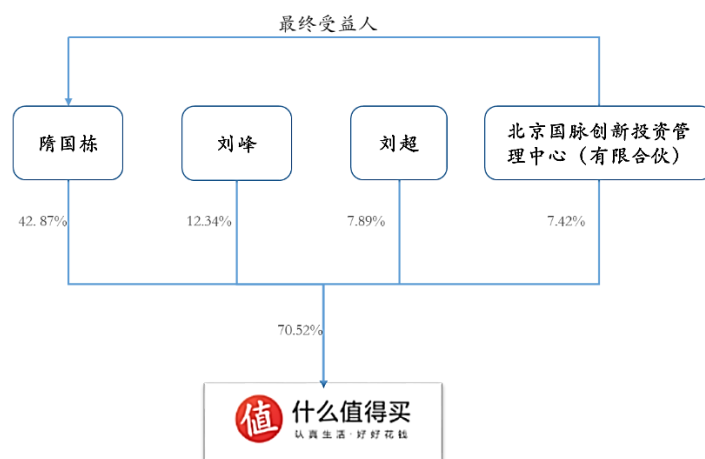


资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.2 公司股权集中，股权激励稳定团队

公司的股权比较集中，有利于公司的稳定性发展以及后续资本运作。截止至 2020 年 6 月，公司实际控制人隋国栋先生共持有公司 42.94% 的股份，第二、第三大股东刘峰、刘超分别持有公司 16.01% 和 11.56% 的股份，前四大股东合计持有公司 70.52% 股份。

图表 3 公司截至 2020 年中报股权分布图



资料来源：公司公告，华安证券研究所

股权激励计划捆绑核心员工，公司未来业绩有所托底。出于对公司核心员工的深度绑定，以及对于未来业绩的良好预期，公司在 2019 年 4 月发布了股权激励方案。方案涉及公司高管，核心技术、管理人员共 89 人。本次股权激励从三年分步解禁，同时主要考核 2020-2022 年以净利润为口径的业绩目标，要求 2020 年至 2022

年净利润增幅分别不低于 2019 年净利润的 25%、50%、75%，否则获授股票不予解禁。

图表 4 2020 年 4 月股权激励人员方案

姓名	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	占授予限制性股票总数的比例	占目前股份总额的比例
柳伟亮	董事会秘书、战略副总裁	2.50	3.14%	0.05%
李楠	首席财务官	2.20	2.77%	0.04%
核心管理人员、核心技术 (业务) 人员 (87 人)		58.91	74.09%	1.10%
预留		15.90	20.00%	0.30%
合计 (89 人)		79.51	100.00%	1.49%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

本次股权激励覆盖面较广，包含了公司核心员工及高管，加强了团队的稳定性，并且通过树立业绩目标使公司的内部目标一致。若公司能完成业绩考核目标，则公司 2019-2022 年净利润复合增速至少为 20.5%，高于公司 2017-2019 年的净利润复合增速 17.6%。

图表 5 公司股权激励解禁方案

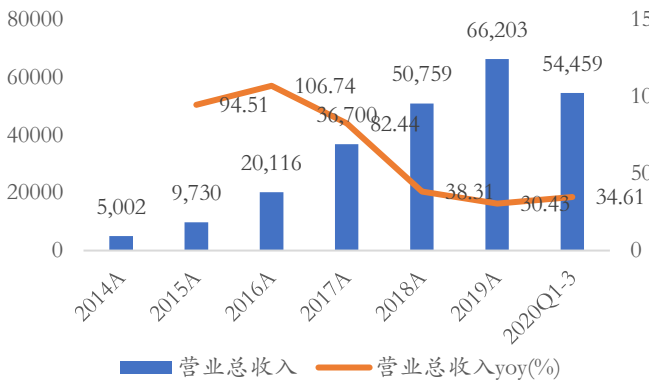
解除限售期	业绩考核目标
获授的限制性股票第一个解除限售期	以 2019 年净利润为基数，公司 2020 年净利润增长率不低于 25%；
获授的限制性股票第二个解除限售期	以 2019 年净利润为基数，公司 2021 年净利润增长率不低于 50%；
获授的限制性股票第三个解除限售期	以 2019 年净利润为基数，公司 2022 年净利润增长率不低于 75%。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.3 业绩表现优异，短期变现能力仍有上升空间

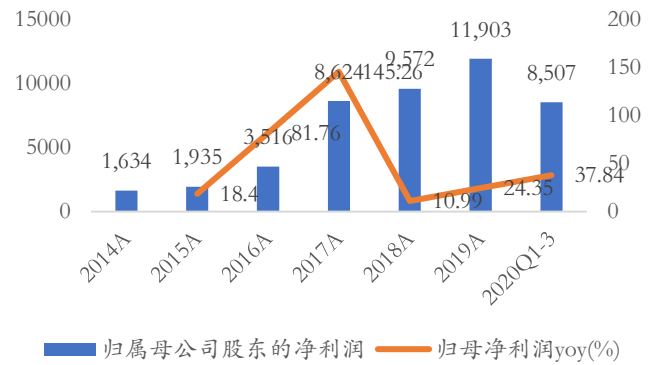
公司营收增速可观，2019 年公司营业收入为 6.62 亿元，2016-2019 年期间的营收 CAGR 达 48.75%。2020 年 Q1-Q3，公司实现逾 5.44 亿元的营业收入额，同比增长 34.61%，归母净利润约 0.85 亿元，同比增长 37.84%。

图表 6 公司营业总收入 (万元) 及其同比增速



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

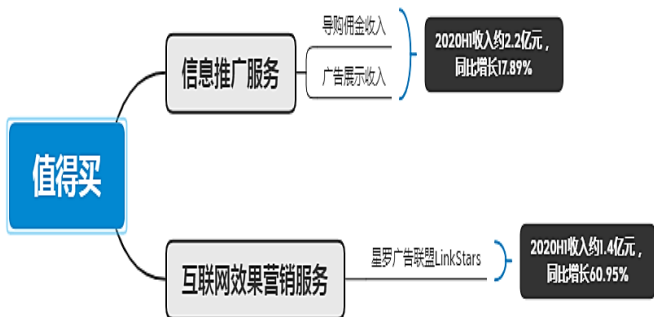
图表 7 公司归母净利润 (万元) 及其同比增速



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

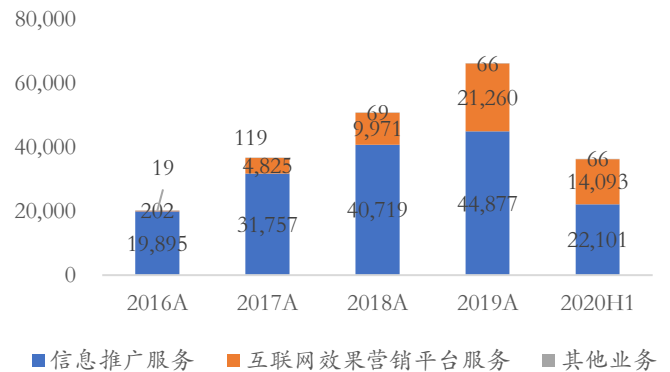
从公司的业务上说, 公司的主营业务分为信息推广服务和互联网效果营销平台服务两部分。其中, 按照收费方式的不同, 信息推广服务的业务收入可细分为导购佣金收入和广告展示收入, 而互联网效果营销平台服务主要通过公司的全资子公司旗下的星罗广告联盟 LinkStars 为客户提供相关服务。2020 年上半年公司信息推广服务收入约 2.2 亿元, 同比增长 17.89%; 互联网效果营销平台服务收入逾 1.4 亿元, 同比增速 65.05%。公司信息推广服务的收入占比正在逐年降低, 至 2020 年半年报, 其占比降至 60.95%。

图表 8 公司主营业务收入结构示意图



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

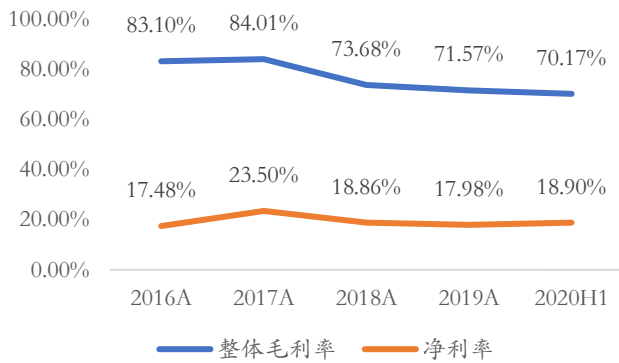
图表 9 公司主营业务收入结构 (万元)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

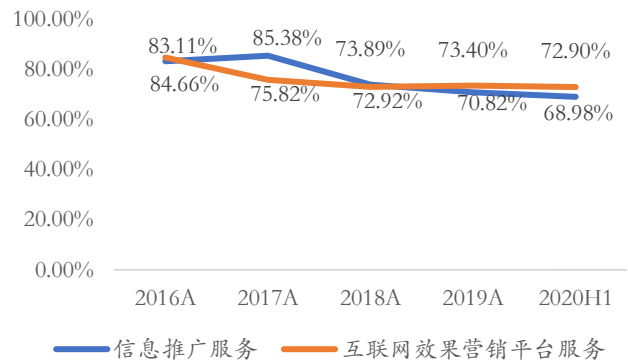
2020 年上半年, 公司的整体毛利率为 70.17%, 净利率为 18.90%。分业务来看, 最近半年公司的信息推广服务业务毛利润为 68.98%, 互联网效果营销平台服务业务毛利率为 72.90%。从整体毛利率看, 自 2017 年起至今略有下跌, 主要系公司 IT 资源使用费、活动成本、职工薪酬等成本项的增长所致。

图表 8 公司整体毛利率和净利率水平



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 9 公司分业务毛利率水平



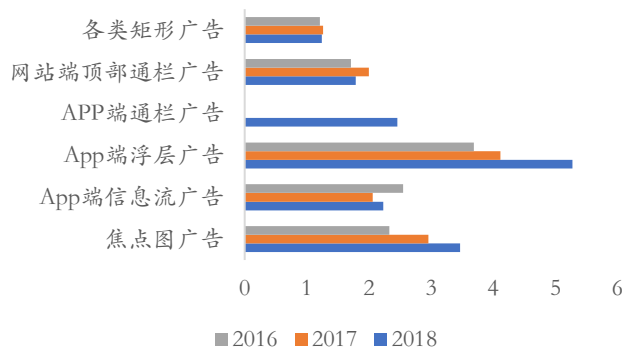
资料来源：公司公告，华安证券研究所

按公司的变现实质来看，公司的业务收入主要包括导购佣金收入和广告展示收入。由于互联网效果营销业务所依托的星罗创想平台仍在转型中，现大部分的互联网效果营销业务收入实则为向合作伙伴京东收取的导购佣金收入，故而公司的业务收入实质上分为导购佣金和广告收入两大类。2020年上半年，由于新冠疫情促进了线上消费，公司的两大收入均受到了正向影响。

在广告展示服务方面，公司广告位的量价双提升叠加疫情期间的流量提升，拉动广告展示收入的增长。2016-2018年，公司对其网站和移动端平台的广告位价格和数量都分别做出了调整。其中，公司在2018年新设了APP端通栏广告位，并且在APP端浮层广告和焦点图广告的价格上做了较大幅度的提高。而从2018年的广告位售出占比上看，仅APP端信息流的广告位售出占比超50%，如此看来值得买平台上的广告位使用率仍有较大发展空间。上半年疫情期间，用户的消费习惯和注意力向线上渠道转移。我们认为，线上流量增长的趋势具有一定的不可逆性，有望驱动公司广告业务持续增长。

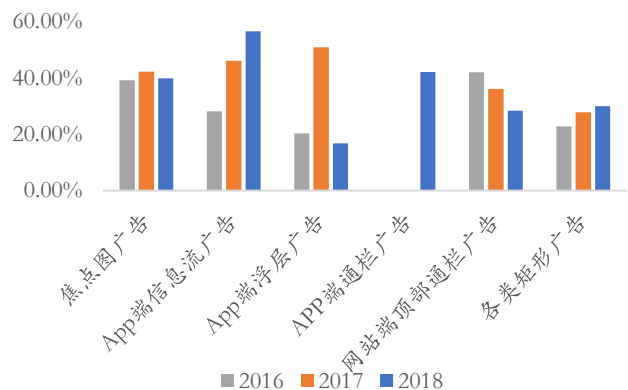
另外，公司在抖音、快手等站外平台进行同步运营，获取与站内拥有不同特性的用户群体的关注，致力打造值得买导购品牌的全平台运营模式，形成平台的站外站外的商业协同效应。如此，能够为广告主提供更好范围更广的广告营销服务。

图表 10 公司广告位单位时长平均展示价格 (万元/天)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

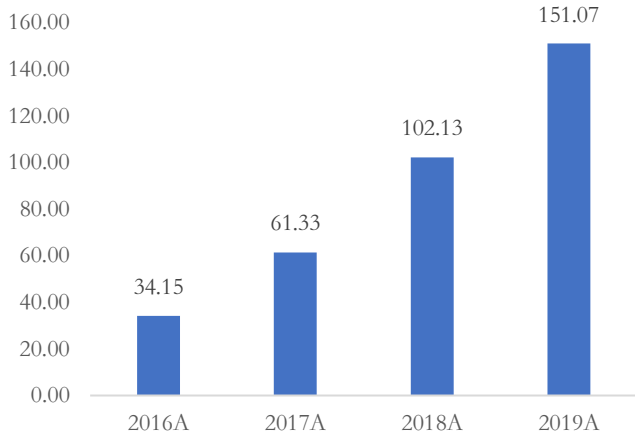
图表 11 2016-2018 年公司广告位售出占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

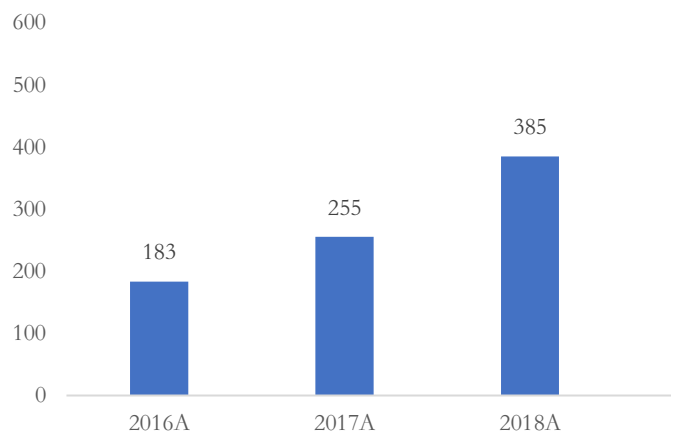
在导购业务方面，上半年的确认 GMV 同比增速的提高直接带动了公司的导购佣金收入的增加。2020 年上半年的净交易额（确认 GMV）达 90.99 亿元，同比增长 37.69%；其对应的订单量为 6081.35 万，同比增长 69.11%，其客单价（净交易额/订单量）约 150 元。公司的净交易额同比增长率（37.69%）高于公司月平均活跃用户数量的同比增速（16.33%），这说明了公司的用户平均消费金额在上涨。

图表 12 2016-2019 年确认 GMV (亿元)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

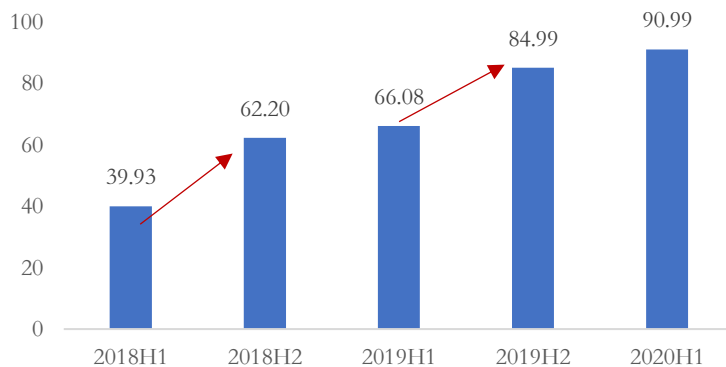
图表 13 2016-2019 年确认 GMV/MAU (元/人)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

受到行业周期和各大电商平台大型促销活动的影响，公司营业收入存在一定的周期性。一般来说，公司下半年的业绩优于上半年的。由于电商平台和品牌商在下半年会更加密集地举办“购物狂欢节”活动——诸如双 11、双 12、黑五、圣诞节活动等大型购物活动均集中在下半年第四季度，公司下半年的业绩相较于上半年一般会更加亮眼。2018 年双 11 大促当天的平台净交易额为 9.43 亿元；2019 年的当天净交易额为 15.22 亿元，同比增长 61.40%；2020 年的双 11 购物节持续时间长达 11 天，公司举办了丰富的用户权益回馈活动，并且在 11 月 11 日当天的 GMV 同比增长高达 52.22%，订单量同比增长 48.03%。从营业收入角度来看，2016-2019 年的下半年营收额占比均逾 60%。就此，我们认为公司将在 2020 年的下半年取得较之上半年更好的业绩。

图表 14 公司 2018-2020H1 半年度净交易额 (亿元)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

2 电商导购行业，变现天花板高，未来可期

2.1 流量跳板：连接用户和品牌商、电商等的中间平台

电商导购作为连接商家和用户的中间平台，上游对接有流量等需求的电商平台和品牌方等，下游通过优惠信息或者消费类内容等吸引用户获取流量。电商导购平台主要通过向上游商家收费来获取收入，收入按服务品类主要分为两种——广告展示收入和导购佣金收入，而目前电商导购行业的主要收入来源是导购佣金。

图表 15 中国在线导购平台行业产业链图谱

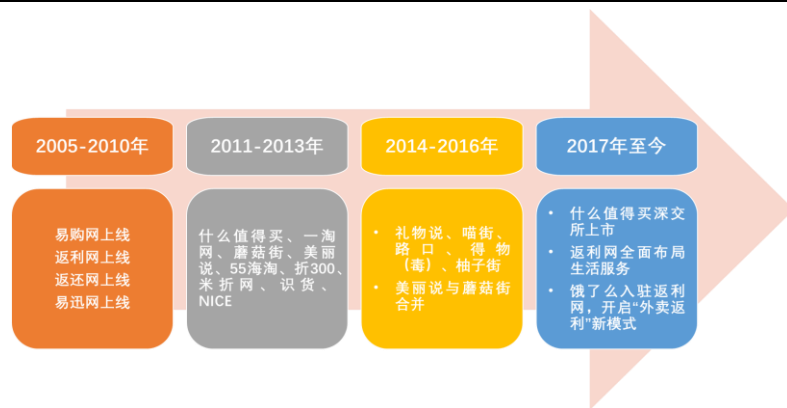


资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

电商导购行业的发展可分为两大阶段——第一阶段是从2005到2016年的以优惠价格为主要驱动力的高速发展阶段，第二阶段是2016至今的多元化发展阶段。

2005-2016年，得益于电子商务的快速发展，易购网、返还网、返利网等以比价、折扣等价格类驱动在线导购平台上线，为电商输送稳定、高效、优质的流量。到后期，部分平台或转型为自营电商，或接受资本的加持，只有一些平台如返利网等坚守，成为了电商导购行业的代言人。自2016年起，中国互联网渗透率突破50%，流量红利逐渐消失，进入稳定发展的存量时代。受此影响，电商增速放缓、流量获取成本逐步提高。为了获取流量补充，电商巨头对于获客成本相对较低的在线导购平台采取了更为包容开放的政策。同时，由于细分垂直领域服务如共享打车、外卖、电商细分品类领域等的兴起，用户的消费习惯发生迁移，电商导购行业正面临新的发展机遇、谋求服务范畴和导流形式等方面的多元化发展。

图表 16 中国在线导购平台行业发展历程



资料来源：公司公告，华安证券研究所

2018年7月至2020年6月期间的在线导购平台手机APP月均独立设备安装数的梯队差异中容易得知，我国电商导购行业存在着较为激烈的竞争，且位处第一、第二梯队的在线导购平台较少。另外，就企业移动客户端流量而言，我国在线导购行业存在着较为明显的头部APP流量聚中效应，这种效应在疫情期间略有回落。

图表 17 2018.7-2020.6 在线导购平台企业APP月均独立设备数梯队示意图（万台）

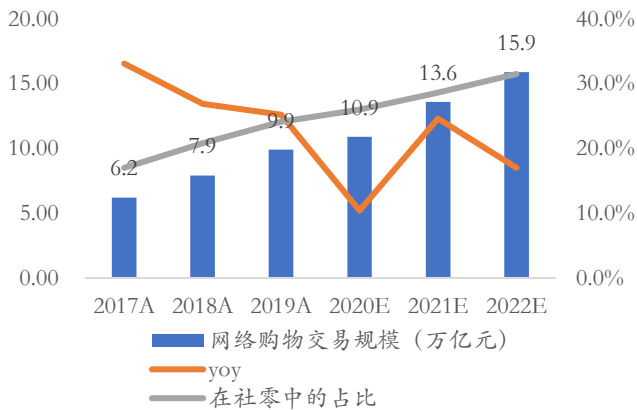


资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

2.2 行业规模和变现能力仍有发展空间

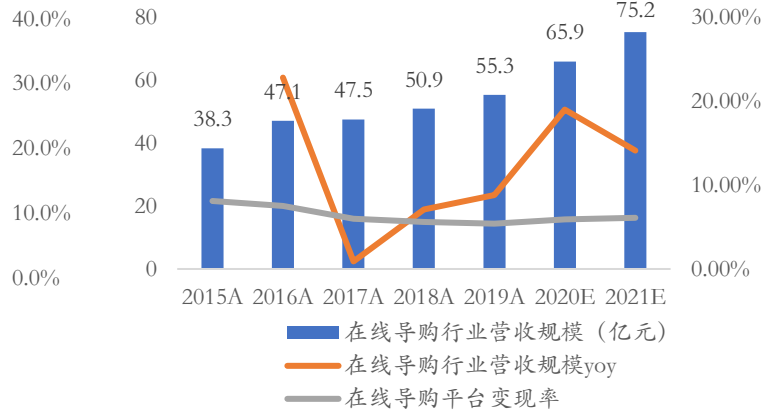
借力网购时代，电商导购行业未来可期。2019年中国网络购物规模达9.9万亿元，预计未来3年拥有17.10%的复合增长速度，这为电商导购行业的发展奠定了坚实基础。对比网络购物规模的快速增长，2019年中国在线导购行业的整体GMV不足1.2万亿元，由此可见互联网支付、物流等基础设施的完善对电商导购行业的GMV和营收规模的赋能远不及电子商务行业已经享受到的红利。同时，在线导购平台的变现率（即营业收入/整体GMV），还处于较低水平，行业变现天花板较高，未来的发展潜力巨大。

图表 18 2017-2022 年中国网络购物交易规模



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

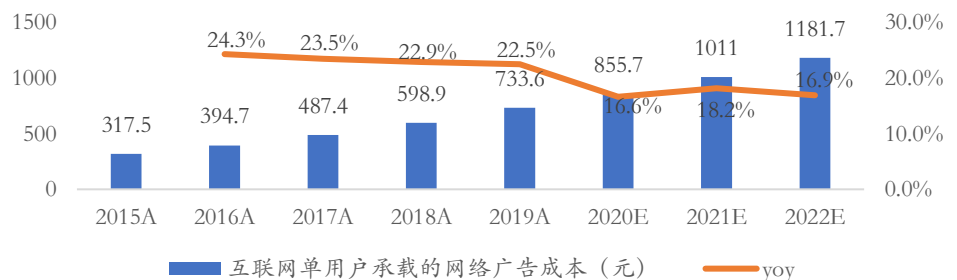
图表 19 中国在线导购行业营收规模及变现率



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

随着电商市场参与者不断增加，电商市场进入激烈的存量竞争时代，电商巨头们谋求多渠道流量补充以维持自身的增长，这有利于在线导购行业的发展。截至2020年5月，中国的电子商务类在架APP数量达36.7万款，竞争激烈。中小电商平台暂且不说，淘宝、京东两大依靠传统流量的电商巨头为了维持收入增长，需要源源不断的流量补充。然而，由于淘宝、京东的流量体量相当可观，市场的下沉程度已经到达一定程度，其获取新客的成本大幅提升，且普通的广告投入难以保障推广信息的有效传递和流量的变现效率。为此，电商巨头们需要多方挖掘新流量点，其中，阿里近年来对微博、小红书等的战略投资充分反映出其对新流量渠道的渴求。因此，为了获取优质的变现率较高的流量补充，电商巨头对“流量跳板”——电商导购平台更为包容，这有利于在线导购行业的发展。

图表 20 2015-2022 年中国互联网单用户承载的网络广告成本



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

由于互联网广告成本日益提高，广告主更加看重广告服务的性价比——在提高品牌曝光度的同时，广告主也越来越关注是否能够完成快速变现，即追求广告效果的“品效合一”。而在线导购平台特别是内容社区型的电商导购平台一方面通过优质的多样化内容给用户“种草”：吸引用户、加深用户的品牌认知、提升用户对品牌的熟悉度；另一方面利用优惠信息刺激用户购买商品，帮助品牌商实现商品变现。在提高商家知名度的同时促成交易，为商家完成高性价比的广告效果投放，满足其“品效合一”的营销效果需求。

2.3 电商导购行业未来趋于生态化、流量多元化、智能化

我们认为，导购行业未来将会趋于生态化、流量多元化以及智能化：

(1) **生态化**：构建用户、内容服务商和电商、品牌商多方共赢的生态系统，已经逐步成为在线导购平台的趋之所向。面对 C 端用户，在传统的信息推广和优惠返利的基础上，在线导购平台趋向于扩充平台的消费品类、拓宽消费应用场景来降低用户消费成本，提高用户的平台粘性。面对 B 端电商和品牌商等，除了基于平台用户群体为其提供传统的导购和广告展示服务，平台开拓新的服务内容。例如，基于平台的消费者数据，深入刻画用户的消费行为和潜在需求，通过反馈相关用户画像信息给商家，促进合作伙伴改善产品和服务，为电商和品牌方进行商业赋能。另外，导购平台+内容的盛行增强了行业在产业链的整合能力——优质的内容栏目吸引了更多的 MCN 机构等内容服务商的加入，良好的平台培育优秀的内容创作者，高质量内容反哺平台，如此共建互惠互利的良性循环生态系统。

(2) **流量多元化**：随着网络渗透率增速放缓、行业竞争日益加剧，在线导购行业的流量获取方式趋向于多元化，主要表现在渠道、内容和内容媒介的多元化。在流量获取渠道上，除了传统的搜索平台，在线导购行业还可以与短视频、社交等多平台进行合作，尤其在去中心化的趋势下，实现流量的多渠道获取能有效提高平台竞争力。在内容上，为了帮助用户更好了解商品、降低决策成本，从而提高对平台的依赖度和忠诚度，导购平台更加注重内容板块的运营并且引入丰富的产品信息内容，如商品测评、商品硬广等。在内容媒介上，传统的图文形式和新兴的直播、短视频形式各有所长，适合不同品类的产品和服务，能够满足不同用户的需求。因此，行业趋向于配置各类内容媒介抓住用户的注意，激发购买意愿。

(3) **智能化**：随着大数据、云计算，人工智能等新一代信息化技术不断拓宽营销领域，在线导购平台纷纷建设自己的技术平台，构建“互联网技术+”导购模式。在信息化技术的加持下，在线导购平台能够更好地分析把握用户的个性化需求，实现人货的精准匹配，从而提高用户的留存率和变现率，以及为广告主提供更加个性化的广告和营销服务，构建自身优势和行业竞争壁垒。

图表 21 中国在线导购平台基于大数据的精准营销运作流程示意图



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

3 围绕内容生态构筑价值护城河

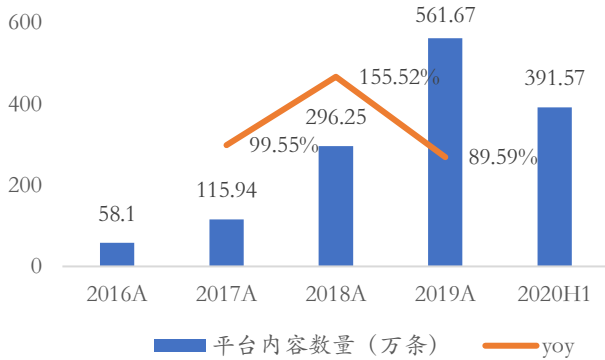
我们认为，大量优质的用户群体是公司实现业务收入增长的基石，公司平台上积淀十年的海量 UGC 是吸引并留住用户的关键，而高质量的用户和 UGC 所搭建的良性内容生态循环是公司的核心竞争力。为巩固加强公司的核心竞争优势，公司注重新老用户的运营，并利用任务奖励的方式鼓励用户进行内容创作，分享消费信息。在新用户开拓方面，公司一方面进行多渠道的市场投放，实现平台用户的稳定增长；另一方面，公司打造“全域媒体”策略，在多平台输出公司的消费价值观，吸引特性各异的粉丝群体，形成站内站外良性的商业协同效应。为实现用户“破圈”和提高用户转化率，公司不断完善平台品类，并开设场景化消费入口和“生活”频道，满足消费者多样化的消费需求。

在维护公司核心竞争力的同时，公司敏锐发现行业相关生态系统上的环节空缺，通过定增项目的建设和旗下相关平台的转型，在填补空缺、实现生态内多方共赢的同时，谋求公司的业务收入多点开花。公司定增入局短视频、直播行业，丰富站内平台的内容表现形式、顶上站外行业消费类 MCN 的空缺角色；星罗战略进军创作者带货领域，利用公司对消费品近十年的理解沉淀，为 KOL 提供“海底捞式”的选货、供货服务，解决 KOL 的招商困境，成为内容生态体系中的重要一环。

3.1 以 UGC 内容运营模式为核心，构建公司竞争壁垒

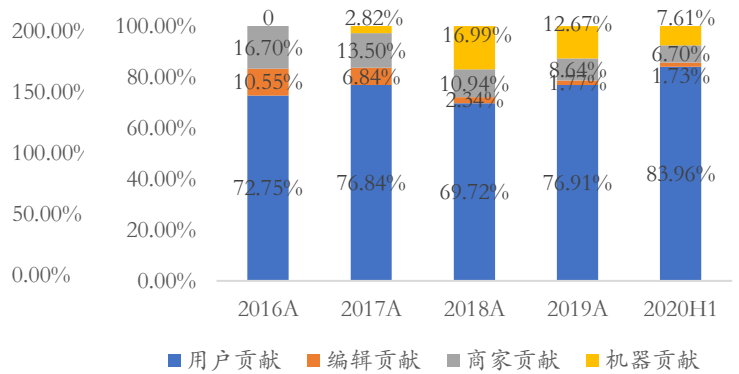
公司内容生态以 UGC (用户贡献内容) 为核心，为消费者提供中立、真实的消费决策支持，提高消费类信息的浏览效率。持续不断的高质量消费类内容的供应是公司吸引用户并留住用户的主要方法之一，也是扩大其行业影响力和业务规模的关键。在生产内容方面，公司的内容来源主要有四类——UGC (用户贡献内容)、PGC (编辑贡献内容)、BGC (商家贡献内容) 和 MGC (机器贡献内容)。其中，UGC 是公司内容平台的支撑。在 2020 年上半年，公司一共发布了 391.57 万条内容，大部分发布在好价和社区频道。其中，UGC 占比约 84%，其余内容占比不到 20%。

图表 22 2016-2020H1 公司内容发布量 (万条)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

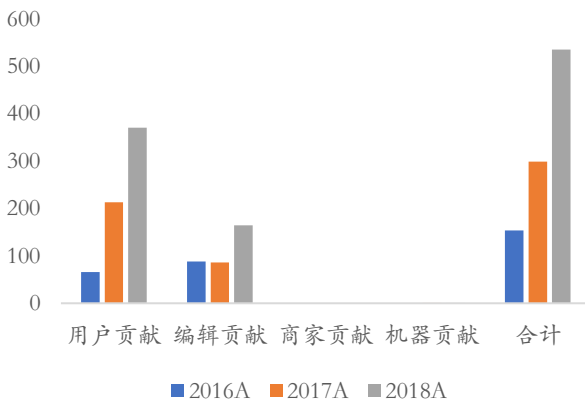
图表 23 2016-2020H1 公司内容来源占比 (%)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

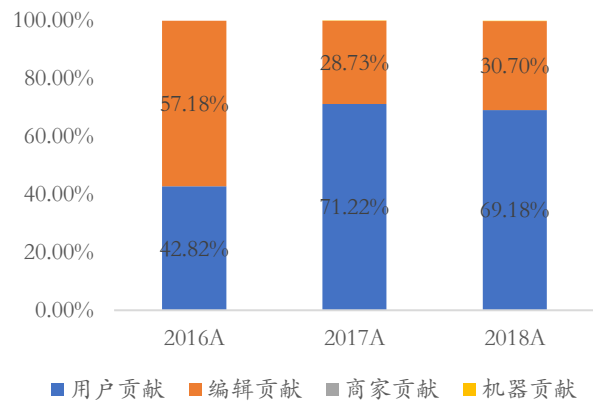
相较于其他内容来源, 平台上的 UGC 成本较低, 为公司带来的收入较高。2018 年公司平台的内容总成本为 534.96 万元, 主要系 UGC 和 PGC 的成本; 平均单条内容的成本为 1.81 元, 其中 UGC 的平均每条成本为 1.79 元, PGC 平均每条成本为 23.70 元。2018 年公司平台的内容总收入为 19418.08 万元, 其中 UGC 带来的收入占比 68.01%。

图表 24 2016-2018 年公司内容来源的成本 (万元)



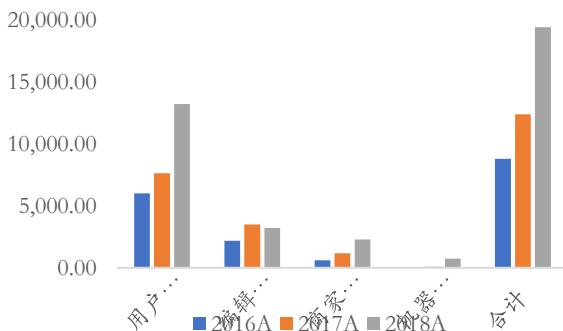
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 25 2016-2018 年公司内容来源成本占比



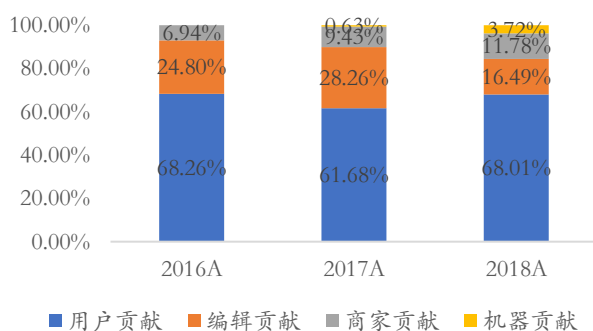
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 26 2016-2018 年公司内容来源带来的收入 (万元)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 27 2016-2018 年公司内容来源收入占比

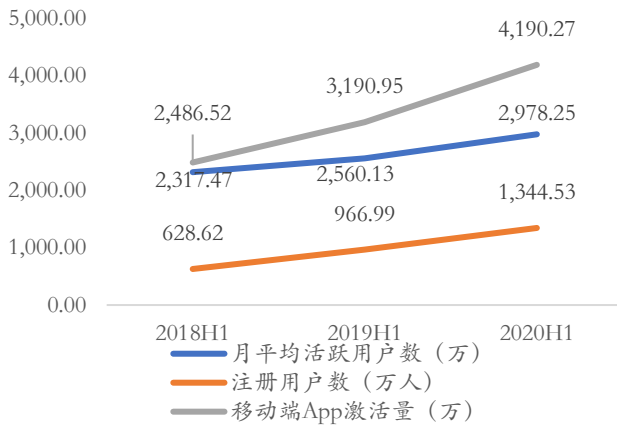


资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

UGC 主要包括用户在什么值得买分享的商品和服务的优惠信息、购物攻略及购物分享类原创文章，文内附有相关商品链接可跳转至对应的电商和品牌商官网。什么值得买论坛式的内容社区平台，让用户可在内容下方进行评论和讨论，这进一步保证了平台的中立性和信息的真实性，也有效提高了用户的互动性和活跃度。公司为持续获取优质的 UGC 消费类内容，通过创新的产品设计和系统的运营手段鼓励越来越多的用户贡献内容、注重优秀内容创作者的培育，同时高质量内容反哺平台，平台和用户共建互惠互利的良性循环消费类信息生态系统。

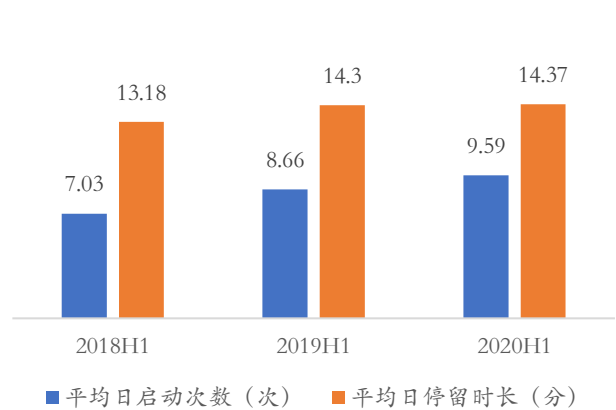
为了获取大量原创消费类内容以维系平台的核心竞争优势，公司越发注重对用户的运营和维护。自 2011 年始，公司坚持“价值驱动”的经营理念，持续不断地向用户推荐高性价比的商品、高质量的消费类内容，现已经逐渐成为值得用户信赖的消费参谋和消费决策工具，聚集了一批庞大且高质量的用户群体。2020 年上半年，公司在用户增长层面采取了一系列创新举措，选择优质的外部渠道进行市场投放和用户引入，实现用户的稳定增长。2020 年上半年，月平均活跃用户数 2978.25 万，同比增长 16.33%；从 APP 端的平均日启动次数和平均日时长方面看，2020 年上半年的用户粘性有所增强。

图表 28 2018-2020H1 用户情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

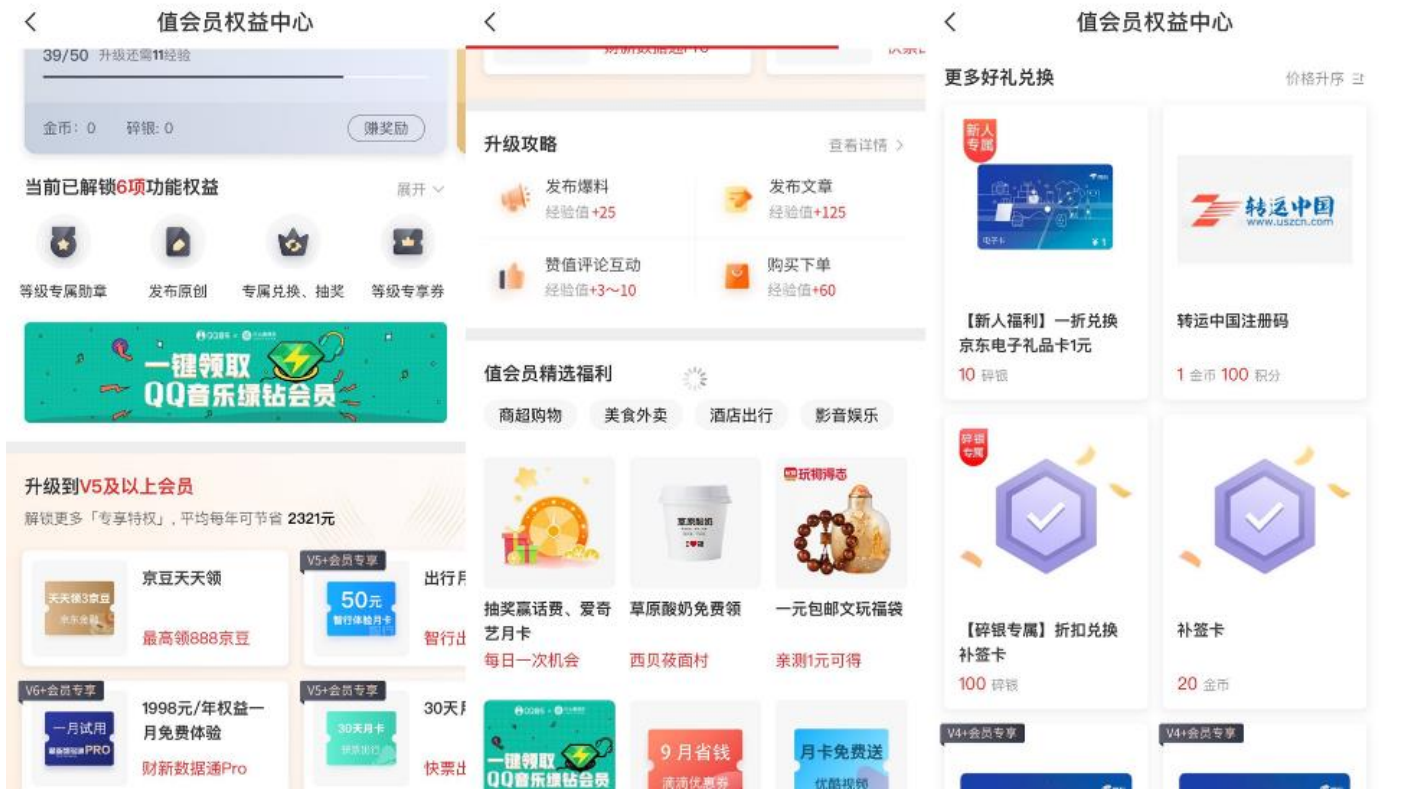
图表 29 2018H1-2020H1 APP 端用户粘性



资料来源：公司公告，华安证券研究所

在对用户的耕耘方面，通过对新用户推荐算法的优化、用户任务、比价工具、红包任务等用户产品的上线，帮助新用户快速了解移动客户端 App 的核心价值，显著提升了产品对新用户的吸引力。对于老用户，公司对会员体系进行升级，通过任务奖励刺激用户的活跃度，鼓励用户进行内容创作，从而实现维护平台用户且获得更多 UGC 原创内容的一举两得效果。

图表 30 值会员权益中心部分截图



资料来源：值得买 App，华安证券研究所

技术发展提高平台的内容分发效率，提高用户活跃度。在“价值驱动”经营理念的指导下，公司坚持“技术驱动”发展战略，不断提升数据和技术能力，打造可支撑业务快速发展的技术体系。在千人千面算法的辅助下，公司提升了平台内容分发效率，并且实现了更加精细化和高效的信息匹配工作。在产品不断迭代和大数据智能推荐系统不断升级的基础上，公司内容与用户需求的匹配度不断提升，用户看到的内容越来越个性化，因此带动了用户活跃度和内容互动率的持续提升。2020年上半年，公司内容发布量同比提升78.67%，单篇内容平均互动次数同比提升了34.16%。

打造“全域媒体”，形成站内站外商业协同效应。公司通过抖音、快手、B站、微信视频等平台传递“值得买”对消费的理解，基于值得买的专业内容和营销团队，获取与站内拥有不同特性的用户群体的关注，打造全网消费内容矩阵，形成平台的站内站外广告业务的商业协同效应，也能够为广告主提供更好范围更广的广告营销服务。

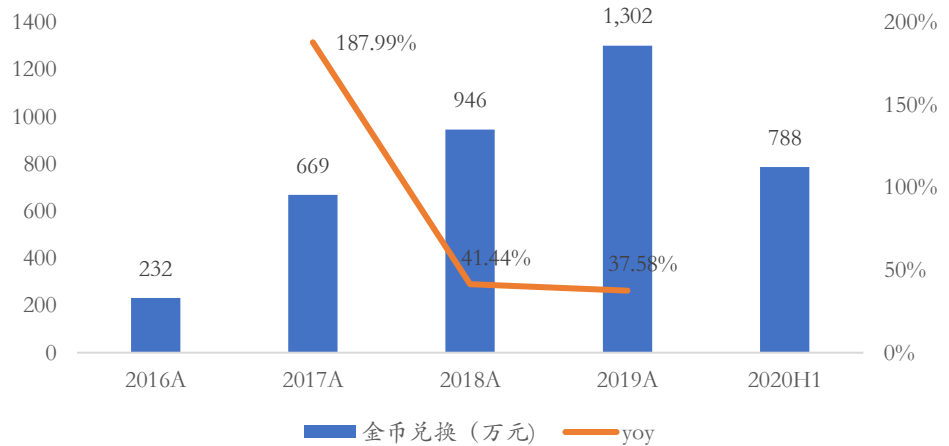
图表 31 公司部分站外运营账号截图



资料来源：抖音平台，B 站平台，微信视频平台，华安证券研究所

在增强用户运营和维护的同时，公司鼓励平台用户通过创作内容、展现其消费主张，促进平台和用户间的积极关系。在公司官网设有“爆料投稿”栏目，下设“好价爆料”、“写篇文章”、“提报百科”、“创作活动”4个子栏目，通过虚拟货币资产（10碎银子=1金币=0.1元）及奖品等奖励，提高了平台创作者的创作热情，为公司的内容平台源源不断地输入新血液。

图表 32 公司兑换金币产生的费用



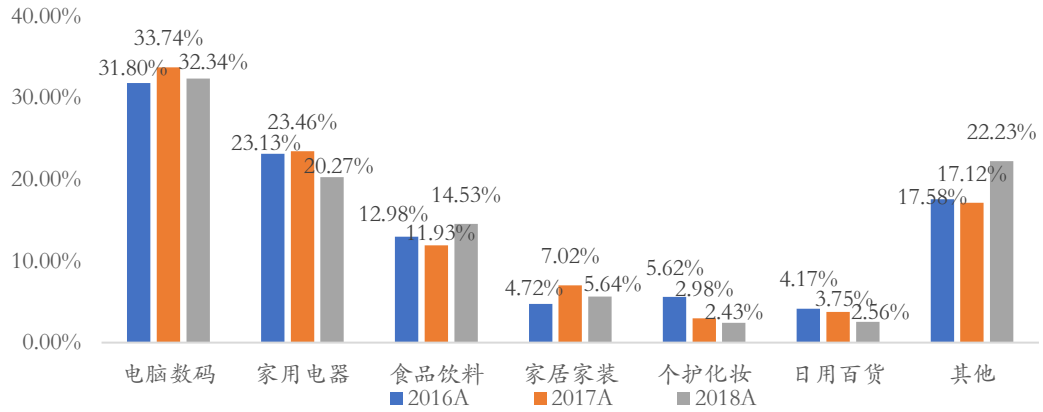
资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.2 迎合用户消费习惯，扩充消费品类，完善场景化项目

公司持续实施品类扩充战略，完善场景化项目，基于用户消费的习惯和需要，不断增加内容覆盖的品类和用户群，这有利于拓宽用户群体类型、优化整体佣金率以及拉动整体确认 GMV 规模的增长。2020 年上半年，值得买平台新增 ACG、健康服务、艺术和线下生活服务品类，覆盖更广泛的消费场景和消费需求。同时，基于消费者真实需求，

平台生成更聚焦、更贴近日常的消费场景(如新手爸妈选购母婴产品、新房装修时选购家居家电等),整合相关的信息、内容、服务和产品,推出了“新品”、“家电研究院”等多个特色栏目,显著提升了内容与用户消费需求的契合度和用户达成购买转化的效率。

图表 33 2016-2018 年平台上品类情况



资料来源:公司公告,华安证券研究所

图表 34 公司品类佣金情况(单位:万元)

商品类别	电脑数码	家用电器	食品饮料	家居家装	个护化妆	日用百货	其他
佣金比例	1%	1%-2%	1.5%-3.5%	2%	2%	1.5%-2%	1%-8%

资料来源:公司公告,华安证券研究所

新设生活频道,覆盖线下消费场景。公司在 2020 年 5 月份于值得买 APP 端上线了“生活”新频道,涵盖了餐饮、票务、出行、寄件等民生服务。作为全新的本地服务类产品,生活频道扩充了公司平台的消费品类,也是公司对于 O2O 业务的延展。通过对用户本地生活服务的优惠和补贴,平台满足了更多用户的多元化、便利性、以民生为主的消费需求,整体提高了用户留存率和销售转化率。

图表 35 公司“生活频道”部分截图



资料来源:值得买 APP,华安证券研究所

3.3 定增入局新业务，拓展收入多样性

站内内容展现新形式：社区+短视频及直播，丰富平台的内容变现渠道。公司主要以图文内容形式为消费者提供相关信息，近年来在互联网 4G 以及未来在 5G 技术的加持下，短视频和直播的内容形式异军突起，广受欢迎。为顺应行业发展趋势以及完善平台的生态内容体系，公司于 2020 年 6 月发布定增方案，并拟用部分募集资金投资内容平台升级项目，在什么值得买平台上配置短视频和直播端口。

图表 36 公司定增资金投入项目情况 (单位: 万元)

项目名称	预计投资总额	拟使用募集资金金额
内容平台升级项目	71,153	37,384
多元化消费类 MCN 项目	18,288	6,085
消费互联网研究院项目	15,696	7,527
补充流动资金项目	21,851	21,851
合计	126,990	72,850

资料来源：公司公告，华安证券研究所

优质内容是短视频和直播营销行业的核心竞争力，而公司在优质内容方面具有深厚的积累，差别只在于，公司过去十年主要以图文形式传递优质的消费类内容。为进一步优化平台的内容建设，公司在平台的社区频道引入了视频、直播等内容形式，打造了《小编来了》、《行家来了》等直播 IP，为用户提供更丰富、更有趣味性和互动性的内容形式；日百、食品编辑团队推出了《卖爆了超市君》IP，着力打造食品、日百品类的站内口碑。未来将会有更多的品类编辑团队，如数码、美妆等进行自主直播 IP 的建设。直播和短视频的入局，提升平台的内容丰富度，有望通过与用户建立互动和情感连接从而激发用户的购买意愿，增进销售转化率。

图表 37 值得买 APP 截图



社区频道“好文”的视频端口接入快手平台

资料来源：值得买 APP，华安证券研究所

图表 38 值得买 APP 截图



社区频道的“晒物”内容中包含短视频内容

资料来源：值得买 APP，华安证券研究所

短视频及直播内容形式的引入，有利于增进平台用户群体的多元化、丰富公司的业务收入结构。公司目前的主要用户群体为男性以及一二线消费群体，女性用户占比仅占约 30%。引入短视频和直播内容，有利于公司平台对女性潜在用户和三四线用户群体的渗透推广。QuestMobile 数据表明，女性互联网用户对短视频兴趣突出，较容易被内容平台和直播带货的内容形式“种草”并且进行消费。并且，QuestMobile 报告也表示，相

于一二线城市用户，三线及以下城市的用户群体更加容易给短视频/直播打赏或者进行购物消费。因此，公司引入短视频和直播的内容形式，能够在对女性用户和三四线用户群体的争夺战中取得优势。并且，多元化的内容形式能够辅助公司为合作伙伴提供更好的营销服务，从而提高营业收入水平。除此，公司还可开拓直播带货和直播打赏业务，发掘新的收入增长点。

站外入局短视频/直播 MCN，完善内容生态体系，实现多业态变现。在互联网媒体高度发展的现在，消费的“人、货、场”的关系被重构，从“人找货”模式演化为现今“货找人”模式，消费者消费决策链被削短，网红经济开启 KOL 带货营销新纪元。但是，目前行业内专注于消费领域的 MCN 机构寥寥无几，无法为 KOL 们带来专业的消费类内容的指导。为顺应行业发展趋势，进一步扩大用户群体，以及发掘公司新的收入增长点，公司拟使用定增募集的资金建设多元化消费类 MCN 项目，孵化和签约优秀 KOL，并在国内主要电商、短视频平台进行消费内容推广，实现多元化优质专业的消费内容到内容电商的流量变现，提升公司在行业的影响力和地位，扩大公司业务规模和盈利水平。

图表 39 品牌 KOL 营销诉求从“引发兴趣”向“带货转化”下移



资料来源：卡思数据，华安证券研究所

星罗创想平台新转型，致力成为“带货届的海底捞”。2020年6月3日值得买旗下子公司星罗创想召开线上战略发布会，“官宣”进入直播带货领域。针对现创作者“带货掉粉、不带吃土”的窘境，星罗平台利用公司在货端对商品近十年的认知和理解，以及对商家的沉淀，通过星罗全网雷达、MRP系统和星罗星选小程序，为KOL创作者们匹配适合其自身定位和粉丝特性的高性价比商品，解决其供货选货的困难。通过提高内容创作者和带货商品的匹配度，让其粉丝购买到认为值的商品产生幸福感，协助电商和品牌商进行精准的认识值的广告营销，星罗创想平台构成了业内内容生态共赢体系中的重要一环，并其业务有望成为公司新的业绩增速增长点。

图表 40 星罗商品总库网页截图



资料来源：星罗官网，华安证券研究所

同时，在 2020 年上半年，星罗平台承接了华熙生物抖音小店的代运营，根据品牌定位为其匹配搜寻合适的相关内容创作者，以及制定直播、短视频等营销活动计划。另外，9 月 5 日星罗创想平台携手华熙生物宣布进行战略合作，将通过星罗平台上的 2 万 + 直播带货主播，开展“千亿样品补贴扶持计划”，帮助华熙生物将旗下护肤品美妆品牌打造成为护肤品头牌。

图表 41 星罗与华熙生物开展抖音合作案例



资料来源：星罗官网，华安证券研究所

4 盈利预测和投资建议

核心假设:

由于目前效果营销平台收入本质上还是交易返佣，所以我们主要从导购佣金、广告收入两方面对公司的未来盈利进行预测。

1) 交易返佣: 我们根据, 佣金收入=GMV*综合佣金比例, 计算公司的导购佣金收入。我们预测公司 2020-2022 年的 GMV 为 219 亿元、306 亿元、414 亿元, 同比每年增长 45%、40%、35%。由于公司注重平台品类的全方面扩展, 引入了食品生鲜和日百等佣金率较高的品类, 我们预计 2020-2022 年佣金比例将终止过去持续下滑的趋势, 为 1.90%/1.90%/1.90%, 对应导购佣金收入约为 4.16 亿元、5.82 亿元、7.86 亿元, 同比增长约 45%、40%、35%。

2) 广告收入: 2019 年广告收入同比增长 18.65%, 随着公司“全域媒体”的打造, 定增项目的开展以及星罗平台的转型进展, 公司业务形成站内站外的良好商业协同效应, 有利于广告业务的增长。我们预测 2020-2022 年公司 MAU 增速均为 10%, 单 MAU 广告收入为 13.95 元、15.35 元、16.88 元, 总体广告收入分别为 4.52 亿元、5.48 亿元、6.63 亿元, 同比增速均为 21%。

图表 42 公司业务拆分预测 (百万元)

	2018	2019	2020	2021	2022
营业收入	507.59	662.02	869.79	1,131.39	1,450.42
YOY	38.31%	30.42%	31.38%	30.08%	28.20%
营业成本	133.57	188.18	246.72	322.69	410.38
毛利润	374.02	473.84	623.08	808.70	1,040.04
毛利率	73.69%	71.57%	71.64%	71.48%	71.71%
其中：信息推广业务					
营业收入	407.19	448.76	550.23	668.32	802.39
YOY	28.22%	10.21%	22.61%	21.46%	20.06%
其中：交易返佣	100.46	74.43	97.30	120.27	139.25
其中：广告收入	306.70	374.33	452.94	548.05	663.14
营业成本	106.29	130.95	165.07	200.50	240.72
毛利润	300.90	317.81	385.16	467.83	561.67
毛利率	73.90%	70.82%	70%	70%	70%
其中：效果营销平台					
营业收入	99.71	212.60	318.90	462.41	647.37
YOY	106.70%	113.22%	50.00%	45.00%	40.00%
营业成本	27.00	56.54	81.65	122.19	169.66
毛利润	72.71	156.06	237.25	340.21	477.71
毛利率	72.92%	73.41%	74.40%	73.57%	73.79%

资料来源：Wind，华安证券研究所（注：表中效果营销平台+交易返佣收入，对应上文中交易返佣的预测）

公司作为 A 股稀缺的导购平台标的，暂时没有业务较为一致的对比公司。ST 昌九于 2020 年 9 月披露的重大资产重组草案中所并购的标的返利网与公司业务更为相似，但交易仍在进行中。我们选取目前已有的互联网营销标的与电商直播标的与公司目前市值进行对比，我们认为公司估值水平仍有提升空间。

图表 43 可比公司估值水平

公司名	净利润 (百万)			PE (2019A)	PE (2020E)
	2018A	2019A	YOY		
天下秀	158	259	63.92%	139	91
壹网壹创	163	219	34.35%	109	73
星期六	17	164	850%	115	76
值得买	96	119	23.96%	83	63

资料来源：Wind，华安证券研究所（注：值得买之外其他公司 2020 年 PE 选取 Wind 一致预期）

基于以上假设，我们预计公司 2020-2022 年营收分别为 8.69 亿元、11.31 亿元、14.50 亿元，同比增速分别为 31.38%、30.08%、28.20%，未来三年毛利率分别为 71.64%、71.48%、71.71%。公司预计 2020-2022 年实现归母净利润 1.57 亿元、2.04 亿元、2.73 亿元，同比增长 32.0%、29.6%、34.0%。对应 EPS 分别为 1.95 元、2.53 元、3.39 元，对应 PE 分别为 53X、41X、31X。首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示:

行业竞争加剧风险；短视频及直播类项目拓展不及预期；用户流失风险。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	723	858	1808	2102	营业收入	662	870	1131	1450
现金	81	149	1015	1208	营业成本	188	247	323	410
应收账款	202	265	345	442	营业税金及附加	10	17	21	27
其他应收款	2	3	3	4	销售费用	150	217	283	363
预付账款	2	3	4	5	管理费用	84	109	139	181
存货	5	6	8	11	财务费用	4	-2	-3	-20
其他流动资产	432	432	432	432	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	316	324	331	339	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	10	20	30	投资净收益	5	7	9	12
固定资产	295	285	274	264	营业利润	130	171	222	298
无形资产	6	5	4	3	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	15	24	33	42	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1039	1182	2139	2441	利润总额	130	171	222	298
流动负债	154	97	122	151	所得税	11	14	18	25
短期借款	0	0	0	0	净利润	119	157	204	273
应付账款	39	51	66	84	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	116	47	56	67	归属母公司净利润	119	157	204	273
非流动负债	135	135	135	135	EBITDA	135	162	207	258
长期借款	119	119	119	119	EPS (元)	1.48	1.95	2.53	3.39
其他非流动负债	16	16	16	16					
负债合计	289	232	257	286					
少数股东权益	0	0	0	0	主要财务比率				
股本	53	81	105	105	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
资本公积	409	425	1129	1129	成长能力				
留存收益	288	445	649	922	营业收入	30.4%	31.4%	30.1%	28.2%
归属母公司股东权益	751	950	1883	2156	营业利润	22.2%	32.0%	29.6%	34.0%
负债和股东权益	1039	1182	2139	2441	归属于母公司净利	24.4%	32.0%	29.6%	34.0%
					获利能力				
					毛利率 (%)	71.6%	71.6%	71.5%	71.7%
					净利率 (%)	18.0%	18.1%	18.0%	18.8%
					ROE (%)	15.9%	16.5%	10.8%	12.7%
					ROIC (%)	12.7%	12.7%	8.9%	9.9%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	27.8%	19.6%	12.0%	11.7%
					净负债比率 (%)	38.4%	24.4%	13.6%	13.3%
					流动比率	4.70	8.83	14.79	13.89
					速动比率	4.65	8.74	14.69	13.79
					营运能力				
					总资产周转率	0.64	0.74	0.53	0.59
					应收账款周转率	3.28	3.28	3.28	3.28
					应付账款周转率	4.88	4.88	4.88	4.88
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.48	1.95	2.53	3.39
					每股经营现金流	1.61	0.49	1.84	2.49
					每股净资产	9.32	11.79	23.36	26.75
					估值比率				
					P/E	97.50	53.42	41.21	30.75
					P/B	15.46	8.83	4.46	3.89
					EV/EBITDA	57.12	51.63	48.38	38.06

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 姚天航, 传媒行业高级研究员, 中南大学本硕, 三年传媒上市公司经验, 曾任职于东兴证券、申港证券。

联系人: 郑磊, 传媒行业高级研究员, 英国萨里大学银行与金融专业硕士, 三年买方传媒行业研究经验, 两年传媒上市公司内容战略和投资经验。

重要声明

分析师声明

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, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券 (或行业指数) 相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准, 定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。