

抖音电商业务快速起量，贡献新看点

买入|上调

——值得买(300785)跟踪报告

报告要点:

● 新十年战略升级，站内外业务协同发展

2021年公司发布新十年战略，坚持以消费内容为核心，在扩大内容社区“什么值得买”的影响力和规模的同时，扩展站外内容营销服务，主要涵盖抖音、快手等新媒体平台代运营服务以及直播带货人货匹配服务。随着公司消费内容生态体系向站外扩充，有望为品牌商提供路径更广、覆盖更全、效率更高的营销推广服务，站内外协同发展，变现能力有望进一步提升。

● 抓住内容电商红利，抖音业务快速起量

直播电商高增长，以抖音、快手为代表的內容电商迅速崛起，旗下星罗提供撮合KOL与商品的平台型业务以及新媒体平台代运营、蓝V自播等服务型业务。2021Q1星罗GMV超5亿，平台商品与达人数量快速增长，对接直播场次迅速提升；同时，服务型DP业务客户数快速增长，伴随抖音电商崛起，有望快速放量。旗下有助科技2021Q1获得南极电商抖音渠道独家授权，经过一个季度的商品规划与经销商梳理，下半年有望放量。

● 什么值得买主站稳健发展，社区价值持续提升

主站什么值得买2020年月活用户数达到3364万，GMV突破200亿元，单用户贡献GMV同比增长17.67%至602.48元，社区价值持续提升。2021年新版本上线，首页以双列瀑布流形式呈现图文、短视频与直播内容，非图文内容呈现出较好转化，释放商业化潜力。此外为提升内容能力，公司孵化的消费类MCN目前拥有近100个涵盖美食、数码、运动等垂直细分类目账号，在全域初步覆盖了1000w+粉丝，触达范围逐步扩大。

● 投资建议与盈利预测

公司立足消费产业，主站值得买社区生态良好，变现效率高。公司孵化站外新业务，把握新兴内容电商红利，搭建站外流量体系，与站内业务产生协同，变现能力进一步提升。2021年公司旗下星罗平台型业务快速增长，DP业务迅速起量，有望贡献业绩增量。整体看，预计公司2021-2023年实现收入15.41/24.36/37.85亿，同比增长69.47%/58.00%/55.42%；实现归母净利润2.11/2.81/3.68亿，同比增长34.30%/33.30%/31.20%，EPS分别为2.37/3.16/4.15元，对应2021年合理估值133.72亿，上调至“买入”评级。

● 风险提示

新业务拓展不及预期；品牌招商获客风险；运营人才流失；行业竞争加剧。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	662.03	909.57	1541.49	2435.56	3785.37
收入同比(%)	30.43	37.39	69.47	58.00	55.42
归母净利润(百万元)	119.03	156.79	210.57	280.69	368.25
归母净利润同比(%)	24.35	31.72	34.30	33.30	31.20
ROE(%)	15.85	9.49	11.55	13.34	14.89
每股收益(元)	1.34	1.77	2.37	3.16	4.15
市盈率(P/E)	72.68	55.18	41.08	30.82	23.49

资料来源：Wind, 国元证券研究所

当前价： 97.44元

基本数据

52周最高/最低价(元): 180.88 / 76.01

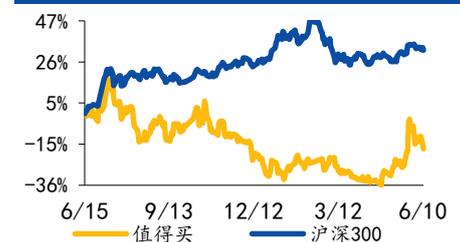
A股流通股(百万股): 23.13

A股总股本(百万股): 88.83

流通市值(百万元): 2253.45

总市值(百万元): 8655.91

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-值得买(300785)2020年报及2021一季报点评:把握内容时代红利,业绩稳步高增》
2021.04.29

《国元证券公司研究-值得买(300785)2020年业绩预告点评:业绩增长良好,站内外协同发展》
2021.01.27

报告作者

分析师 李典

执业证书编号 S0020516080001

电话 021-51097188-1866

邮箱 lidian@gyzq.com.cn

联系人 徐熠雯

邮箱 xuyiwen@gyzq.com.cn

目 录

1.值得买：新十年战略升级，站内外业务协同发展.....	4
2.新看点：抓住内容电商红利，抖音业务快速起量.....	7
2.1 星罗：直播带货撮合业务高增长，抖音代运营服务迅速起量.....	10
2.2 有助：获南极人品牌抖音渠道排他授权，有望贡献业绩增量.....	12
3.传统业务：主站稳健增长，社区活跃度持续提升.....	14
3.1 什么值得买：用户规模增长稳健，活跃度持续提升.....	14
3.2 孵化消费类 MCN，达人矩阵稳步扩张，覆盖粉丝量逐步提升.....	17
4.盈利预测与投资建议.....	19
5.风险提示.....	20

图表目录

图 1：公司三大核心业务板块.....	4
图 2：2016-2021Q1 值得买营收（百万）及增速.....	5
图 3：2018-2021Q1 值得买单季度营收（百万）及增速.....	5
图 4：2018-2021Q1 什么值得买主站及新业务收入情况（百万）.....	5
图 5：2016-2021Q1 值得买归母净利润情况（百万）.....	6
图 6：直播电商市场规模（亿元）及渗透率.....	7
图 7：快手电商 GMV（亿元）及增速.....	7
图 8：商家店播优势及店播推广运营链路.....	8
图 9：抖音品牌服务商能力模型.....	9
图 10：抖音电商服务商分层体系.....	10
图 11：星罗业务升级.....	10
图 12：星罗商品与媒体匹配业务结构.....	11
图 13：星罗平台 GMV 情况.....	11
图 14：星罗部分合作品牌.....	12
图 15：抖音品牌号服务商 TOP10 榜单（2021 年第一期）.....	12
图 16：有助服务品牌客户情况.....	12
图 17：什么值得买主站核心价值分析.....	15
图 18：什么值得买平台月活用户数（万人）.....	15
图 19：什么值得买平台累计注册用户数（万人）.....	15
图 20：什么值得买平台内容发布量（万条）.....	16
图 21：什么值得买平台 GMV（亿元）.....	16
图 22：年 UGC 内容发布量/年平均 MAU.....	16
图 23：年 GMV/年平均 MAU（元）.....	16
图 24：什么值得买移动端 10.0 版本更新情况.....	17
图 25：多元通道获得多个视频平台 MCN 机构认证.....	17
图 26：MCN 达人账号矩阵.....	18
图 27：MCN 合作品牌.....	18

图 28: MCN 合作案例	18
表 1: 有助科技与南极电商《品牌授权合同》部分条款内容	13
表 2: 抖音 2021 年 4 月及 618 抖音好物节 (5 月 25 日-6 月 7 日) 品牌销量榜 单	13
表 3: 国内主要内容/价格导购平台比较	14
表 4: 代运营业务可比公司估值	19

1.值得买：新十年战略升级，站内外业务协同发展

公司成立于2011年，十年来坚持以消费内容为核心的发展战略，打造了独特的消费内容社区“什么值得买”，并延伸出站外内容营销服务。2020年什么值得买平台月活用户量达到3364万，平台GMV达到202.64亿元，是国内领先的消费内容社区平台。2021年公司迎来新十年战略升级，在坚持以消费内容为核心的基础上，深入布局消费内容、营销服务和消费数据三大核心板块。其中，在消费内容侧，通过“什么值得买”消费内容社区、消费类MCN业务以及垂直应用类社区的打造，为用户提供丰富的、触手可及的消费内容，为品牌商、广告主提供覆盖站内外的整合营销体系；营销服务侧，通过星罗、有助等平台，利用商品、内容与数据上的优势，一方面撮合匹配商品与达人，另一方面为品牌商、广告主提供新媒体平台代运营服务，主要覆盖抖音、快手平台；消费数据侧，公司将沉淀来自消费内容与营销服务板块的数据资源，形成覆盖人货场媒等多维度的底层数据体系，赋能什么值得买平台的同时，计划逐渐对外输出与消费数据相关的产品与服务。整体来看，公司努力构建更为完善的消费内容生态，为用户提供丰富全面的消费内容，为广告主提供到路径更广、覆盖全域、效率更高的内容营销服务，板块之间相互协同，有望进一步提升公司变现能力。

图1：公司三大核心业务板块



资料来源：公司公告，国元证券研究所

2020年公司营收9.10亿，同比增长37.39%，增速较上年提升；2021Q1营收达到2.35亿，同比增长85.87%。2020年公司收入9.10亿，同比增长37.39%，增速较上年有所提升，主要受益于主站稳健增长及新业务快速成长。2021年Q1公司收入2.35亿，同比增长85.87%，新业务有望构建公司第二增长曲线。

图 2：2016-2021Q1 值得买营收（百万）及增速



图 3：2018-2021Q1 值得买单季度营收（百万）及增速

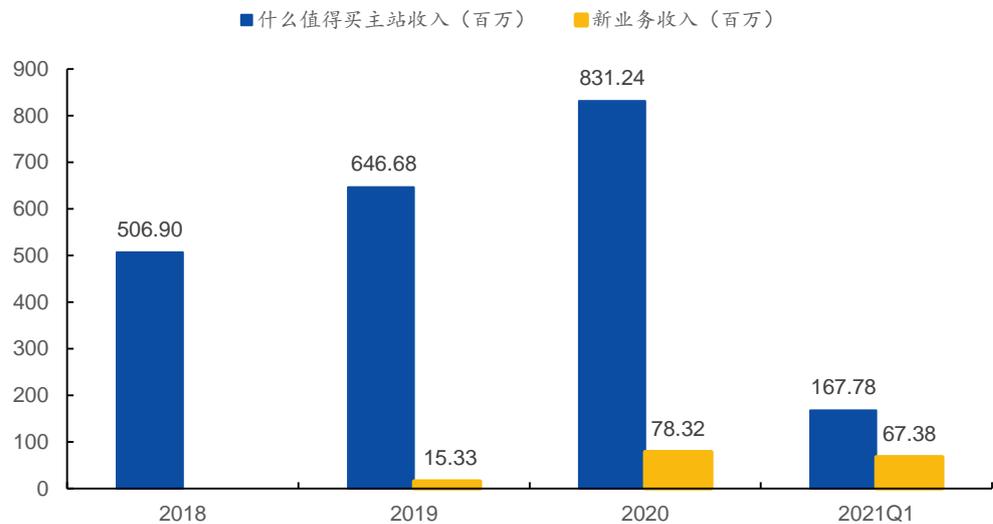


资料来源：公司公告，国元证券研究所

资料来源：公司公告，国元证券研究所

分业务看，新业务快速贡献收入，2020 年什么值得买主站收入 8.31 亿，同比增长 28.54%；新业务收入 7832.40 万，同比增长 410.89%，占比为 8.61%。2021 年 Q1 公司新业务收入超过 6700 万，接近去年全年水平，占 Q1 营收比重接近 30%，起量十分迅速。

图 4：2018-2021Q1 什么值得买主站及新业务收入情况（百万）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

利润端保持中高速增长，2020 年公司归母净利润 1.57 亿，同比增长 31.72%，增速较上年提升；2021Q1 归母净利润 2587.15 万，同比增长 36.27%。剔除股份支付影响后，公司 2020 年扣非归母净利润的同比增速为 53.66%，2021Q1 扣非归母净利润增速达到了 93.22%。

图 5：2016-2021Q1 值得买归母净利润情况（百万）



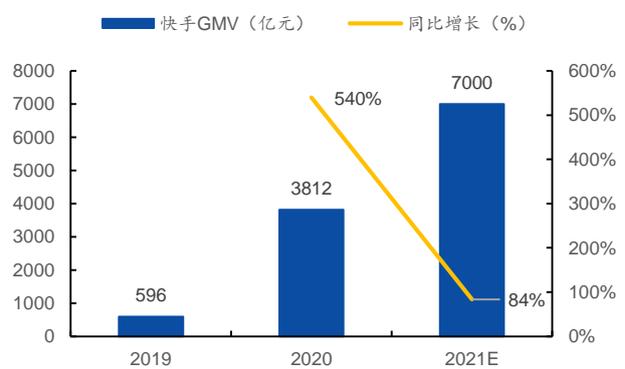
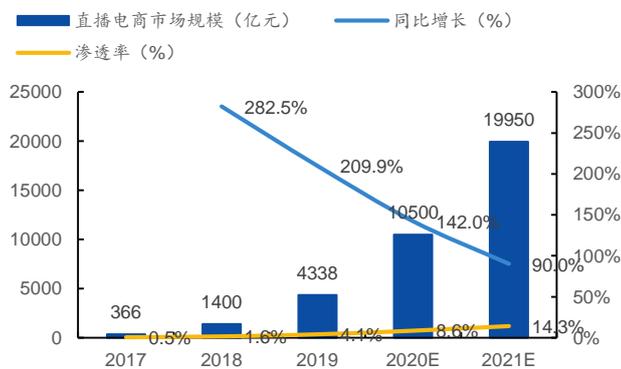
资料来源：公司公告，国元证券研究所

2.新看点：抓住内容电商红利，抖音业务快速起量

2021 年抖音快手内容电商 GMV 将超万亿，是电商板块最为确定性的红利渠道。据艾媒咨询，2020 年我国直播电商市场规模达到 9610 亿元，近三年复合增速约为 270%，实现从不到 200 亿到接近万亿的爆发式增长。其中，以抖音、快手为代表的 content 电商增长迅猛，得益于海量用户、较长的停留时长以及精准高效的平台算法，电商潜力不断被释放。抖音预计 2021 年 GMV 有望达到 5000 亿，快手 2020 站内+跳转订单口径 GMV 达到 3812 亿，预计 2021 年有望超过 7000 亿，2021 年预计二者合计 GMV 超过万亿，是确定性较强的红利线上渠道。

图 6：直播电商市场规模（亿元）及渗透率

图 7：快手电商 GMV（亿元）及增速



资料来源：巨量算数《抖音电商生态报告》，国元证券研究所

资料来源：快手，国元证券研究所

抖快自播生态逐渐完善，品牌引入加速。相比达人播，商家自播具有成本可控、产出稳定、私域留存三大核心优势。达人带货的成本较为高昂，以美妆品类举例，头部主播往往单链接坑位费即 15w+，后续还将抽佣 GMV 的 20-40%。若考虑自播，不计货品成本，最小的直播团队配置所需要的启动资金不到 10w（品牌自播的主要成本是人力、设备、直播间建设，若按主播、副播、直播运营三人团队配置，假设人工成本 8000 元/月/人，设备、直播间建设成本分别 3 万元，则启动成本约为 9 万（ $3*0.8w+3w*2=8.4w$ ）），自播还可灵活调整货品结构与优惠力度，整体运营成本更加可控。同时，达人播一般需要寻找达人签订年度合作框架，每次直播时间不固定，导致产出不稳定，自播则能更好把控直播时间、节奏。对品牌方而言，自播有助于将消费者留存到自己的私域流量池中，并进行反复触达。据各家最新数据，2020 年淘宝直播过亿直播间中，55%来自商家自播；抖音电商目前蓝 V 号数量已经超过 500 万，商家自播高速发展。

图 8：商家店播优势及店播推广运营链路

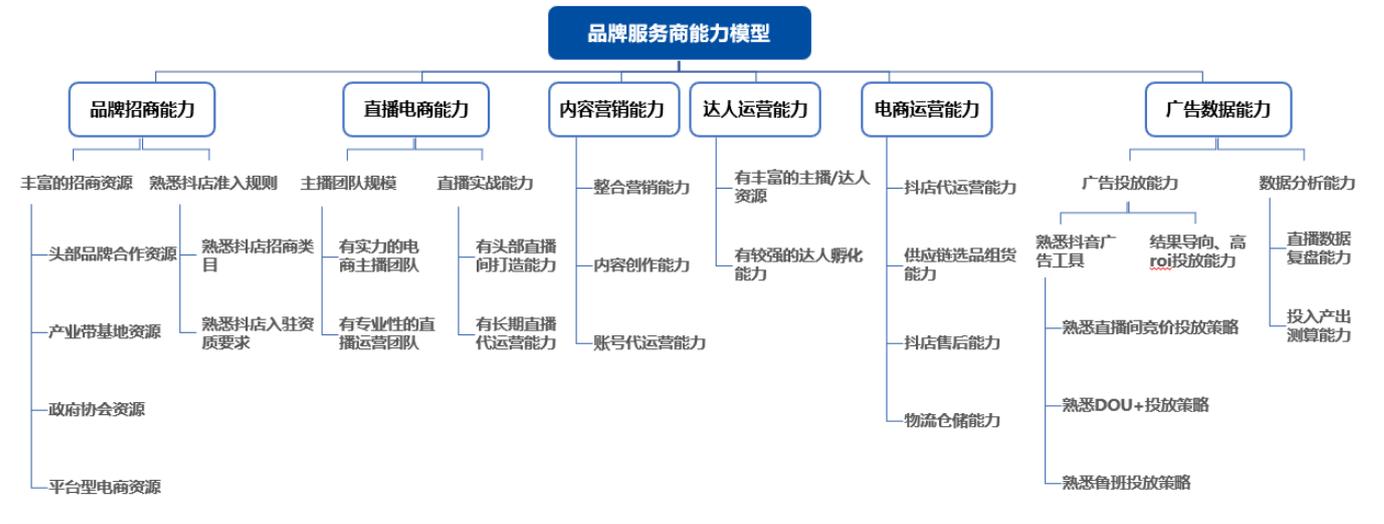


资料来源：CBNdata，国元证券研究所整理绘制

直播电商总盘子的快速放量，带来了服务商切入的较大机会，同时品牌方对于内容电商服务商依赖度大于传统货架式电商。品牌服务商凭借自身对平台规则的理解，以及直播全链路的运营能力、内容营销能力，带动品牌商生意快速增长。据抖音数据，截止 2021 年 4 月，抖音平台上 40% 以上的优质品牌的自播 GMV 通过服务商提供的服务产生。在服务商的帮助下，许多品牌月均交易量成绩可观，其中服饰行业交易排名前十的品牌里，有 8 家由服务商提供运营支持服务，美妆和个护行业达到 6 家。

直播电商下，品牌服务商的能力门槛相对传统电商较高。直播电商品牌服务商主要提供内容代运营服务和商品销售及售后保障等，具体业务涵盖账号人设打造、短视频&直播内容运营、达人合作与人货撮合、流量获取投放优化，以及商品管理和售后保障等。以抖音提出的品牌服务商能力模型为例，相比传统电商服务商，直播电商品牌服务商对内容营销、达人运营上有较高要求，包括需要拥有一定规模的主播团队/达人资源、内容整合营销能力、优质内容创作能力、账号矩阵运营能力，以及熟悉新兴平台规则、进行高 ROI 投放。

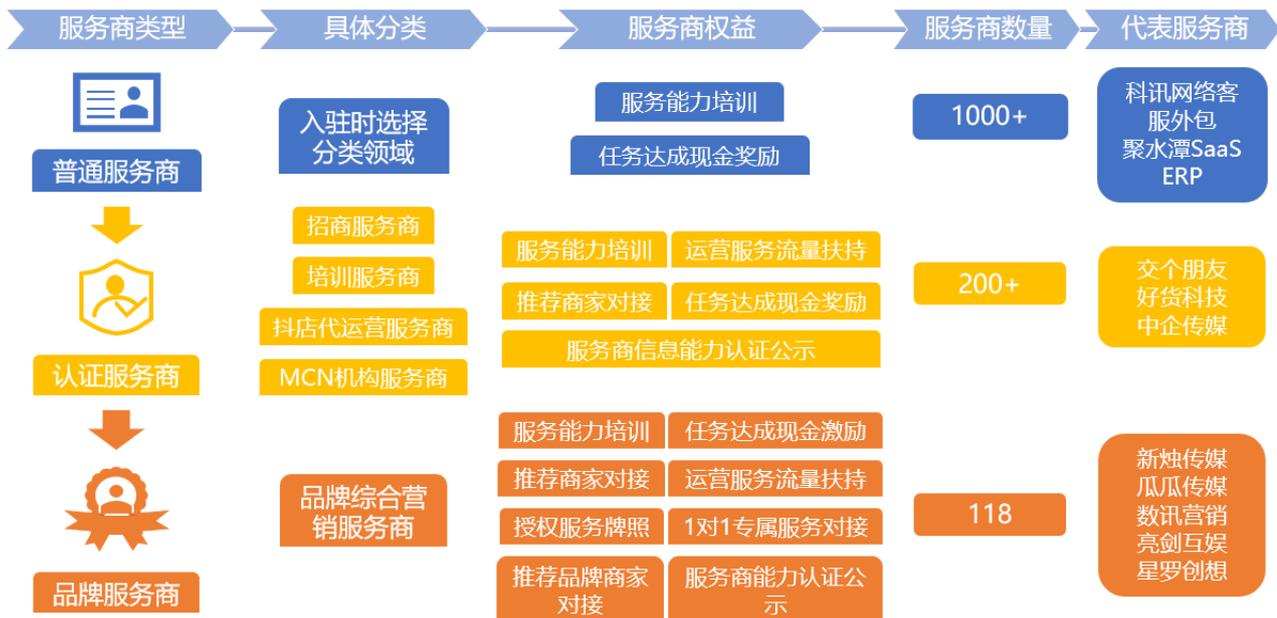
图 9：抖音品牌服务商能力模型



资料来源：抖音，国元证券研究所

从抖音电商服务商格局来看，目前抖音电商有上千家普通服务商，数百家认证服务商和 118 家品牌服务商。抖音电商服务商分为普通服务商、认证服务商和品牌服务商三个层级，其中完成入驻并通过企业资质审核的服务商统称为普通服务商，目前共有 1000+家；通过绑定店铺或达人并运营，且相关数据指标达到对应考核标准的，受平台邀请可升级为认证服务商，目前约有 200+家，代表机构有交个朋友、好货科技等；同时具备抖店代运营和达人运营服务能力的服务商，通过评审可升级为品牌服务商，并进行授牌，每月举办 2 次评审与授牌，目前已完成了 7 期招募，第 8 期正在进行中。抖音现有品牌服务商 118 家，代表机构有鸭梨互动（服务 Teenie Weenie 品牌）、新烛传媒、瓜瓜传媒、星罗创想（值得买旗下子公司）、上海妆雅（丽人丽妆旗下子公司）等。

图 10：抖音电商服务商分层体系

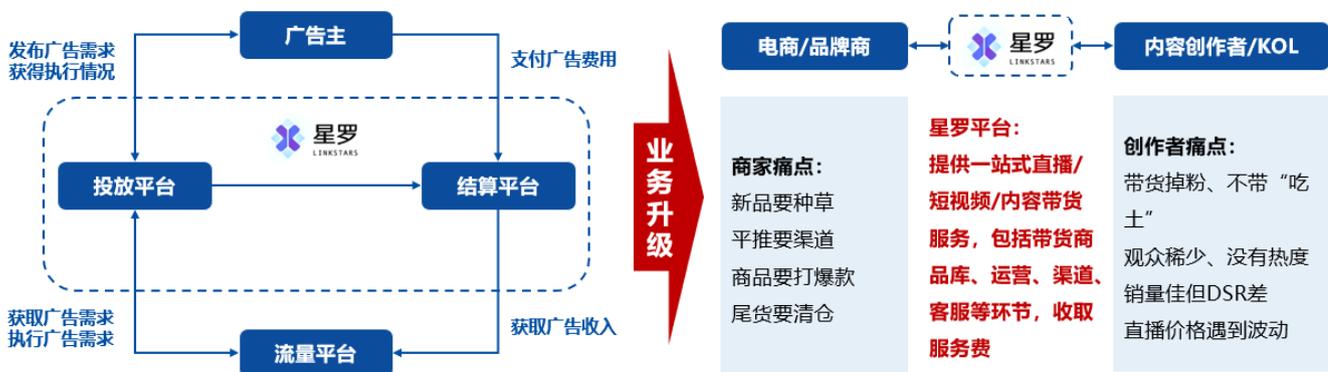


资料来源：抖音，国元证券研究所整理绘制

2.1 星罗：直播带货撮合业务高增长，抖音代运营服务迅速起量

值得买旗下星罗以内容电商为核心业务，具体拆分来看分为平台型和服务型两类。平台型业务主要进行商品与媒体匹配撮合，服务型业务主要提供抖音电商代运营服务。2020年6月公司对星罗进行战略升级，从原来简单的数据接口服务平台（对“什么值得买”上用户订单做跟踪，计算导购佣金），升级为对接商品与达人的带货平台，解决达人缺乏商品供应链、商家缺乏合适主播的核心痛点，提供人货撮合服务。同时，随着直播电商等新业态兴起，越来越多品牌方产生数字化转型、入局直播带货的需求，星罗基于多年沉淀的商品资源优势以及内容能力，逐渐衍生出内容服务及新媒体代运营的服务型业务。

图 11：星罗业务升级

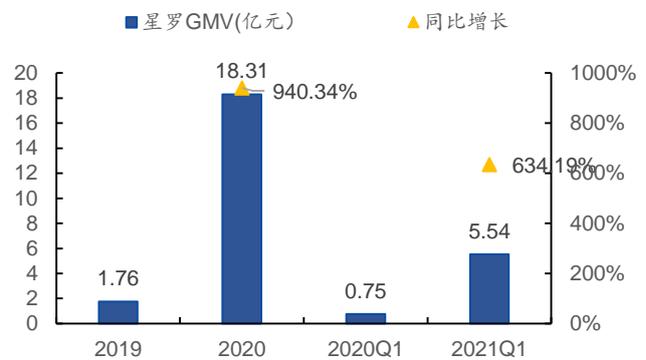


资料来源：公司公告，国元证券研究所

平台型业务迅速起量，2020 贡献星罗绝大部分收入，GMV 超过 18 亿。星罗拥有独特的“星罗罗盘”和 MRP 协作平台，提供商品库资源以及直播全链路的系统服务，前端应用程序覆盖 PC 及移动端小程序，具有较强的技术优势。星罗平台大大提升人货匹配效率，例如快手 KOL “北京胖姐”在与星罗合作前，每个月在快手平台仅直播 4 场，合作后直播场次增至 25 场，场均 GMV 提升至 200 万元，全月 GMV 超过 3000 万元，直播间供应链能力、场控能力大大提升。截止 2020 年，星罗平台月活商家数量超过 4000 家，月活达人数量超过 2200 人，覆盖粉丝量超过 18 亿；全年对接直播场次 10000+。2020 年全年，星罗平台型业务实现 GMV18.31 亿，同比增长 940.34%，起量十分迅速；2021 年 Q1 实现 GMV 5.54 亿，主要来自平台型业务，同比增长超过 6 倍，维持高增长态势。

图 12：星罗商品与媒体匹配业务结构

图 13：星罗平台 GMV 情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

资料来源：公司公告，国元证券研究所

服务型业务方面，目前星罗已经具备了全面且成熟的代运营能力，合作客户量快速扩容。星罗目前可为电商平台及品牌商提供抖音、快手全案服务，包括达人带货、品牌蓝 V 自播、信息流投放、抖音/快手小店代运营、蓝 V 短视频内容 5 大服务模块。截止 2020 年底，星罗已经在北京、杭州、顺德、南京、保定五地建设了直播基地，可为美妆、时装、鞋类、箱包、美食、家电数码等全品类提供专业直播场景，可支持近 100 家直播间同时开播。同时，星罗可提供从主播培训到直播场控等全链条的直播服务、短视频精细化投放和运营服务等，具备从前期选品、中期组货到后期执行优化（流量投放和小店代运营）的一体式服务能力。据巨量引擎，星罗入选 2021 年第一期品牌号服务商 TOP10，期间成功为唯品会企业号快速度过冷启动期，2 个月时间日均 GMV 即破 50w，服务能力优异。公司通过先前对华熙生物、猿辅导、唯品会等标杆案例的打造，代运营能力得到验证，2021 年 Q1 星罗客户数量快速扩容，新增京东超市、宝洁、丸美、妮维雅、曼秀雷敦、屈臣氏、学而思、作业帮、火花思维等众多快消、教育行业头部品牌与电商平台客户，并形成了较为稳定的合作关系，星罗体量有望继续爆发。

图 14: 星罗部分合作品牌

行业类别	合作品牌
电商平台	唯品会、天猫、京东、京东超市等
美妆个护	华熙生物、丸美、宝洁、妮维雅、曼秀雷敦等
教育	猿辅导、高途课堂、清北网校、当当童书、学而思、作业帮、火花思维等
食品	良品铺子等
时装	太平鸟等

资料来源：公司官网，国元证券研究所

图 15: 抖音品牌号服务商 TOP10 榜单（2021 年第一期）

广州紫龙网络	青岛星罗创想	北京不恭文化
上海狮维	广州川上文化	苏州易卖东西
北京优力互动	湖南芒果优秀传媒	永酷北京
北京飞扬广告		

资料来源：巨量引擎，国元证券研究所

2.2 有助：获南极人品牌抖音渠道排他授权，有望贡献业绩增量

有助定位线上全域运营服务商，业务涵盖天猫、京东等店铺代运营、私域代运营、店铺直播，同时提供电商咨询、营销策划等各类服务。2020 年下半年，有助收购代运营商黑光科技，强化电商代运营能力，并获得一定家居建材、食品等领域的客户资源。目前有助服务的客户有京东、苏宁易购、美团、贵州习酒、青岛啤酒、妙可蓝多、新希望乳业、海尔、恒洁、惠达、雪肌精等众多电商平台及餐饮、家电、美妆等行业优质品牌。

图 16: 有助服务品牌客户情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

2021 年 3 月，有助取得南极电商抖音渠道独家授权，签约授权期为 5 年。合作内容上，有助负责上游选品到下游抖音渠道内销售体系，以及中台管理系统搭建，包括对接南极生产商，选取匹配渠道特性的高性价比、高质量产品进行组货；自销与经销结合，为经销商提供运营培训，构建高质量销售网络；同时，优化南极人中台数据系统，链接南极人抖音侧所有供应商货品以及终端订单，进行全业务流程的运营管理。收入模式上，对于自销部分，终端销售收入即作为公司收入，成本为进货成本+标费；对

于经销部分，按照终端销售额的 5-10%进行扣点作为收入，成本为标费。目前有助协同南极电商、抖音等合作方已初步完成商品体系梳理，并落地了多个自有抖音账号，原来在抖音渠道上的南极人经销商正在逐渐纳入有助体系中，项目稳步推进。

表 1：有助科技与南极电商《品牌授权合同》部分条款内容

约定方面	具体内容
品牌授权期限及费用支付	
商标授权	南极电商以排他使用许可的方式许可有助在中国大陆进行商标产品的生产、经营活动，以及为开展生产、经营所需的市场营销、宣传推广、直播带货等相关活动
许可品牌	南极人
许可期限	5 年
销售授权渠道	抖音旗下的电子商务平台（包括但不限于抖音小店、精选联盟）
品牌授权费率及支付方式	
品牌授权费	有助在第一年授权期限（即 2021 年 3 月 1 日至 2022 年 2 月 28 日）内，需支付的授权费目标为 8000 万元（以实际发生金额为准）。双方于 2021 年 12 月 10 日前核算有助的实际销售金额，有助根据双方确认的计算方式据实结算品牌授权费。以此类推，有助以后授权年度的授权费支付标准同第一年条款约定履行。
履约保证金	有助向南极电商支付 30 万元作为履约保证金。双方协商一致的前提下，可根据实际情况更新年度保证金金额，包括但不限于上调保证金。

资料来源：公司公告，国元证券研究所

南极人品牌抖音渠道销量全品类名列前茅，618 期间（5 月 25 日-6 月 7 日）销量突破 400 万件，位居全行业第一。据蝉妈妈榜单，2021 年 4 月南极人品牌月销量 342.4 万，5 月达到 900 万+件，销量在全品类名列前茅。618 抖音好物节期间（5 月 25 日-6 月 7 日），南极人品牌销量达到 442 万，成为抖音好物节目前唯一一个销量破百万的品牌。以 30-40 元的平均客单价计算，整体 GMV 体量较大。随着销售网络逐步统一至有助体系内，以及自有账号运营步入正轨，下半年起有望逐步放量。

表 2：抖音 2021 年 4 月及 618 抖音好物节（5 月 25 日-6 月 7 日）品牌销量榜单

排名	4 月榜单		618 好物节榜单 (5.25-6.7)	
	品牌	销量 (万)	品牌	销量 (万)
1	南极人	342.4	南极人	442
2	本该时鲜	163.1	雅鹿	91.4
3	老树故事	133.5	巴拉巴拉	70.6
4	王芳教育	131.4	MCRJODN	64.9
5	才思昕美	109.9	浪莎	52
6	质凡	101	女人吻	45.5
7	雅漾	100.3	王芳教育	43.6
8	好吃主义	82.1	觅爱	42.3
9	味在田坎	78.2	靓蒂芬	42.2
10	毕加索家纺	75.2	品彩	40.5

资料来源：蝉妈妈，国元证券研究所

3.传统业务：主站稳健增长，社区活跃度持续提升

3.1 什么值得买：用户规模增长稳健，活跃度持续提升

什么值得买是国内消费内容社区龙头，相比于小红书定位的生活分享平台，返利网以折扣返利信息为核心，值得买侧重于全品类消费内容的生产，平台以“好价”、“社区”、“百科”三大频道为核心，“好价”用于为用户提供实时高性价比商品信息，“社区”为用户提供分享购物心得与攻略的平台，“百科”定位于为用户提供全网各类品牌和商品信息，以及各类消费知识的消费百科全书，致力于通过提供开放社区、全网价格比较、历史价格呈现、品牌商品百科等手段，呈现公平、即时、实用、有效的购物信息，辅助消费决策。

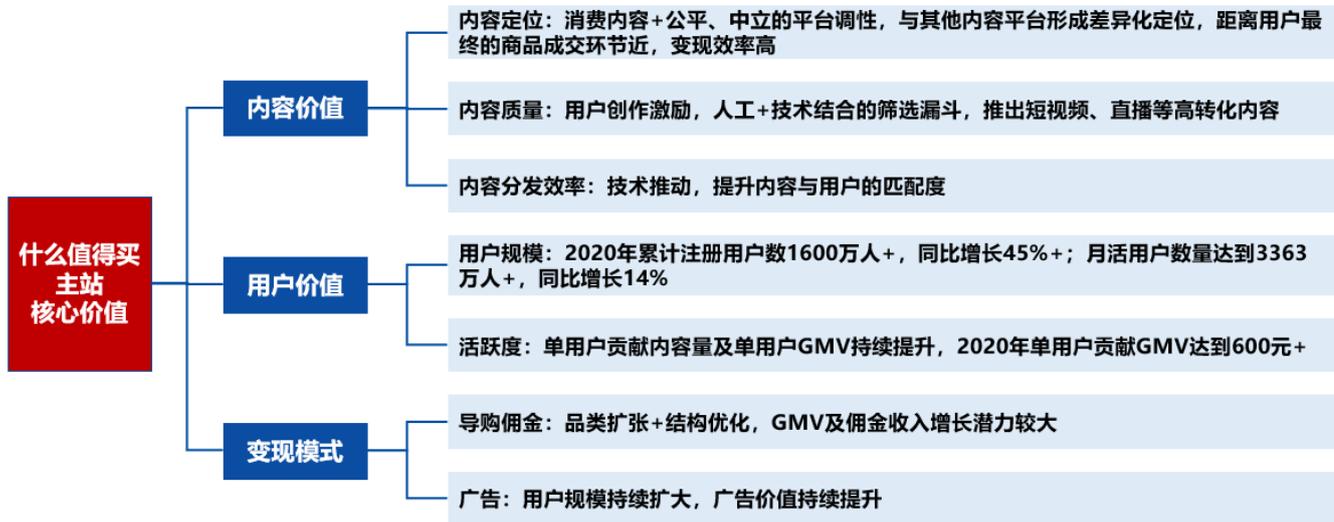
表 3：国内主要内容/价格导购平台比较

	什么值得买	小红书	识货	返利网
导购类型	内容社区+价格优惠	内容社区	内容社区+价格优惠	价格优惠
产品形态	PC+移动 APP	移动 APP	PC+移动 APP	PC+移动 APP
特征	强调消费内容生产，全品类覆盖，品牌概念强，对商品口碑要求严格	强调用户生活内容分享，以美妆护肤品类为主，侧重时令热门品牌	融合了自营电商、内容社区、社交电商、二手电商、购物返利等众多玩法	返利导购平台：强调购物得返利，正在努力打造内容社区
功能	社区：图文、短视频内容 优惠：商品折扣、商品比价 其它：商品百科	社区：图文、短视频、直播内容 电商：自营电商、品牌店铺入驻	社区：图文内容 优惠：商品折扣、商品比价 电商：自营 B2C、C2C 电商 其它：鞋服鉴别	优惠：购物返利 社区：图文、短视频内容
内容建设	消费内容三大频道：“好价”，优惠品质商品，引导至第三方电商平台交易；“社区”，购物攻略+使用心得；“百科”，品牌、商品知识大全	泛生活主题分享，购物与消费内容是子集	围绕购物穿搭，有两个内容频道：好价，优惠潮流商品，链接第三方电商平台或自营 C2C 平台交易；“社区”，晒物、穿搭分享	购物心得分享图文社区，处于早期阶段

资料来源：平台官网，移动端 APP，国元证券研究所

从内容、用户、变现三大维度来看什么值得买平台核心价值：首先内容上，历经 10 年，值得买已经搭建了一套基于 UGC 内容的成熟的内容生产体系，2020 年平台 UGC 内容发布量超过 770 万条，平均每 50 个月活用户中有 1 个会在平台发布内容，并建立了较为完善的用户创作激励和人工+技术结合的筛选漏斗，保障并优化内容质量和数量，同时拓展了图文以外的包括短视频、直播等高转化率内容，内容变现效率提升。用户上，2020 年底平台月活用户数量达到 3364 万人，单用户贡献内容量及单用户 GMV 持续提升。由于平台内容直接挂钩消费者的购买环节，相比其他内容社区，流量变现链路更短、效率更高，形成独特的社区价值与竞争优势。主站变现模式主要有广告展示、导购佣金，随着用户规模的扩大，公司的广告价值持续提升，同时通过平台品类扩张和结构优化，逐步纳入传统 3C 数码以外的消费品类，GMV 及佣金收入增长潜力较大。

图 17：什么值得买主站核心价值分析



资料来源：国元证券研究所整理绘制

用户规模稳健增长，内容发布活跃度提升，单用户贡献 GMV 突破 600 元。2020 年什么值得买月活用户数达到 3363.61 万人，同比增长 13.97%；累计注册用户数 1627.16 万人，同比增长 45.83%，用户量稳健增长。内容量上，2020 年平台内容发布量 947.95 万，同比增长 68.77%，其中 UGC 内容量 774.63 万，同比增长 79.31%，占比达到 81.72%。同时，由于消费内容距离商品成交环节近，变现链路短，成为值得买平台独特的竞争优势。平台内容发布量增长快于用户量增长，2020 年平台单用户 UGC 内容发布量达到 0.23 条，同比增长 79.31%，社区用户活跃度持续提升。从 GMV 来看，2020 年值得买平台 GMV202.64 亿，首次突破 200 亿，同比增长 34.14%；单用户贡献 GMV 达到 602.48 元，同比增长 17.67%，用户价值持续提升，平台生态持续向好。

图 18：什么值得买平台月活用户数（万人）

图 19：什么值得买平台累计注册用户数（万人）

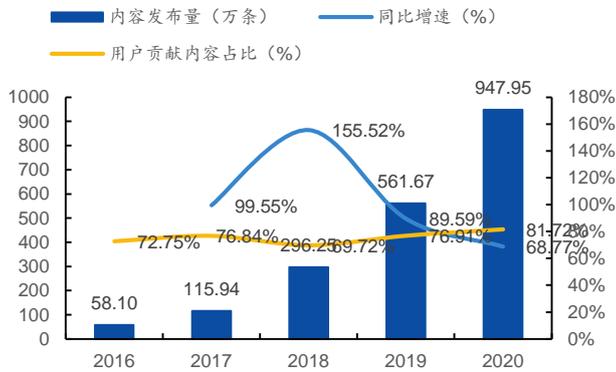


资料来源：公司公告，国元证券研究所



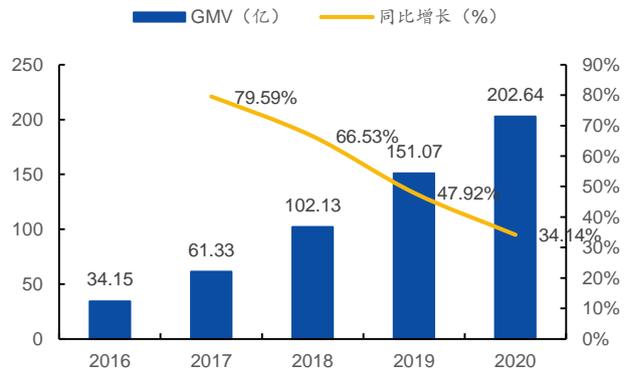
资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 20：什么值得买平台内容发布量（万条）



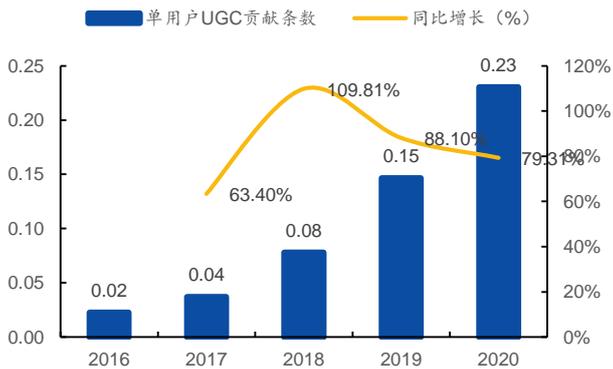
资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 21：什么值得买平台 GMV（亿元）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

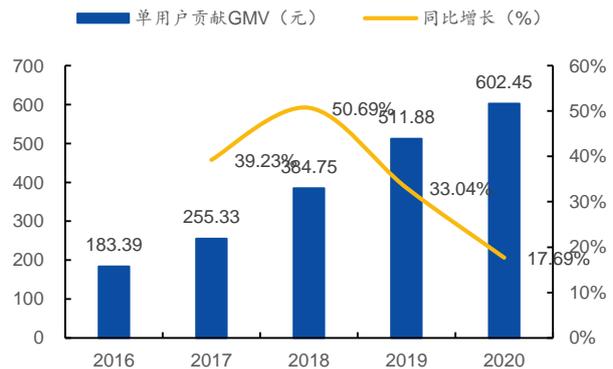
图 22：年 UGC 内容发布量/年平均 MAU



资料来源：公司公告，国元证券研究所

注：以 12 个月的平均月活用户数为基数

图 23：年 GMV/年平均 MAU（元）

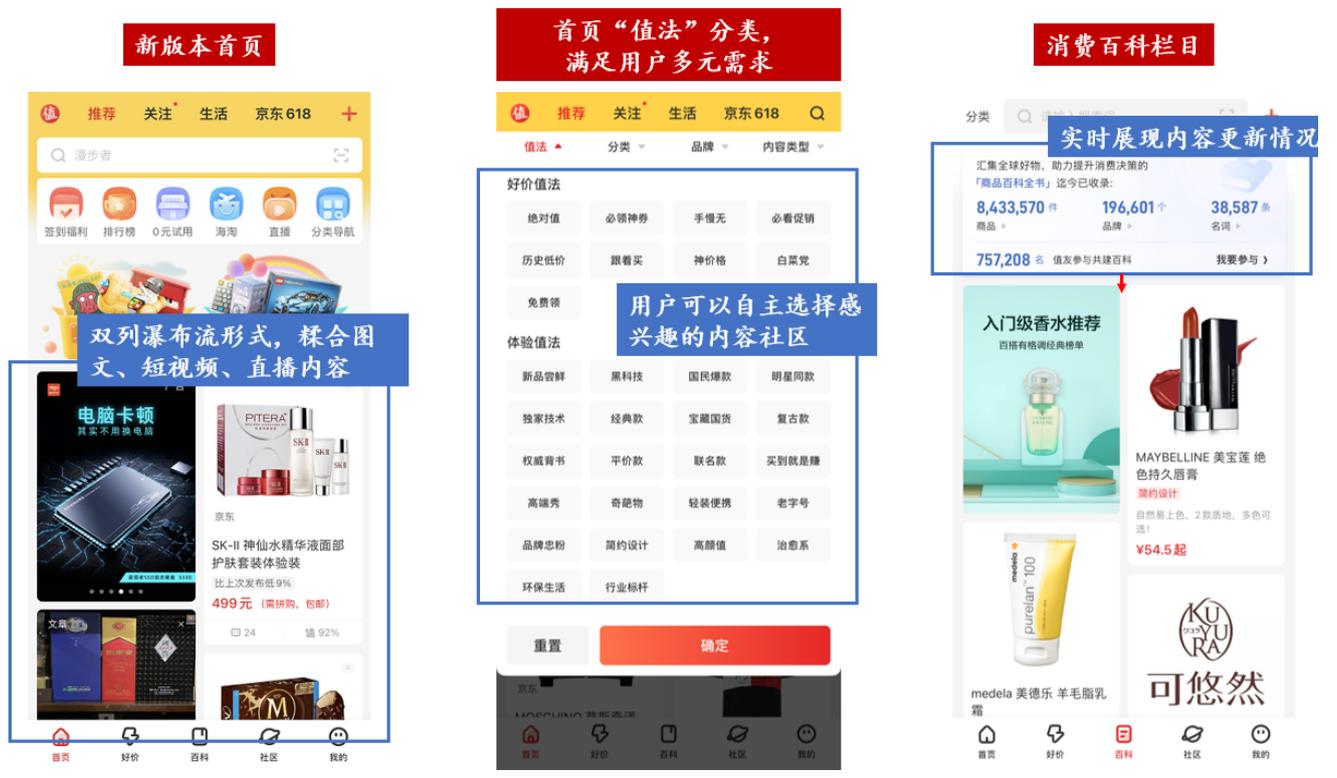


资料来源：公司公告，国元证券研究所

注：以 12 个月的平均月活用户数为基数

2021 年 3 月，公司对什么值得买移动端 APP 进行大改版，进一步强化消费内容社区属性，释放商业化潜力。10.0 版本中，首页糅合图文、短视频、直播内容，改为双列瀑布流形式呈现，增强内容展示效果。同时，用户可自由选择感兴趣的话题分类与商品类型，进入到自定义的消费内容社区，提高搜索效率。新版本还特别强调了消费百科栏目，进一步展现平台专业度。截止 2021 年一季度，移动端 80% 以上的用户已经完成了新版本更新，在传统的“好价”文章转化数据维稳的同时，非图文类内容也展现出了较好的转化效率，持续释放平台商业化潜力。

图 24：什么值得买移动端 10.0 版本更新情况



资料来源：什么值得买 APP，国元证券研究所

3.2 孵化消费类 MCN，达人矩阵稳步扩张，覆盖粉丝量逐步提升

布局站外消费类 MCN，搭建覆盖全域的 IP 矩阵，提升内容创作能力。公司消费类 MCN 子公司多元通道前身是值得买视频团队，经过 3 年多发展，现已成为业务板块成熟、内部配合高效的头部 MCN 机构之一，业务涵盖短视频达人孵化、独立 IP 内容开发、电商视频制作等，同时提供全平台媒体集中采买，帮助品牌达成成品效合一的一站式营销。目前多元通道已经获得包括哔哩哔哩、抖音、快手在内的视频平台 MCN 机构认证。

图 25：多元通道获得多个视频平台 MCN 机构认证



资料来源：公司公告，国元证券研究所

达人矩阵稳步扩张，覆盖粉丝量逐步提升。目前公司在抖音、快手、B 站、小红书等平台初步搭建了覆盖粉丝量 1000w+ 的专业消费类 IP 账号矩阵，拥有包括胖达 more、数码懂王、了不起的风物等近 100 个账号，涵盖美食、数码 3C、运动等超过 100+

细分垂直类目，具有日产 1500+条垂直领域内容生产能力。2020 年公司承接了中免集团全年新媒体代运营，并为阿里、京东、百度、华为、联想等知名头部品牌提供视频服务，客户量持续扩容。此外，消费类 MCN 与公司其他业务也形成了联动，为电商客户、品牌商提供更全面立体的内容营销服务。

图 26: MCN 达人账号矩阵



图 27: MCN 合作品牌



资料来源：公司公告，国元证券研究所

资料来源：公司官网，国元证券研究所

图 28: MCN 合作案例



资料来源：公司公告，国元证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

核心假设：

1) 什么值得买事业部：预计 2021-2023 年主站收入增速分别为 32%/28%/24%，实现营业收入 10.97/14.04/17.41 亿。

2) 新业务：涵盖星罗、有助、MCN 业务等，主要考虑星罗、有助。预计 2021-2023 年新业务收入分别达到 4.19/9.84/19.72 亿，同比增长 435.07%/134.68%/100.54%。

其中，星罗收入与 GMV 及提点率挂钩，预计星罗 2021-2023 年 GMV 分别达到 50.35/100.71/191.34 亿，同比增长 175%/100%/90%，提点率分别为 4.5%/5%/5.5%，则收入贡献为 2.27/5.04/10.52 亿。

有助方面以南极电商项目为核心，假设 2021-2023 年南极人终端销售 GMV 分别达到 10/20/32 亿，其中自销占比分别为 10%/15%/20%，则有助收入分别为 1.92/4.80/9.20 亿。

3) 费用方面，预计 2021-2023 年公司销售费用率 25.50%/24.00%/23.70%，管理费用率 13.50%/13.50%/13.50%。

估值：

- (1) 参考公司历史估值水平，我们给予主站业务 2021 年 40xPE，对应估值 84.54 亿。
- (2) 新业务：对于星罗平台撮合业务，我们采用 P/GMV 估值方法，给予 1 倍 P/GMV，对于 2021 年估值为 40 亿。对于星罗平台的服务型业务以及有助部分，我们参考壹网壹创、丽人丽妆、宝尊以及若羽臣 PE 倍数，同时考虑该业务的高成长性，给予 2021 年 50 倍 PE，对应估值 9.18 亿，整体新业务估值 49.18 亿。

表 4：代运营业务可比公司估值

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	2021 净利润 (亿元)	2021PE
9991.HK	宝尊电商	226.60	5.70	39.74
300792.SZ	壹网壹创	125.27	4.22	29.66
605136.SH	丽人丽妆	139.85	4.08	34.27
003010.SZ	若羽臣	36.67	1.10	33.49

资料来源：wind，国元证券研究所（注：市值数据截止 2021 年 6 月 11 日收盘，2021 年净利润为 wind 一致预期）

公司立足消费产业，主站值得买社区生态良好，变现效率高。公司孵化站外新业务，把握新兴内容电商红利，搭建站外流量体系，与站内业务产生协同，变现能力进一步提升。2021 年公司旗下星罗平台型业务快速增长，DP 业务迅速起量，有望贡献业绩增量。整体看，预计公司 2021-2023 年实现收入 15.41/24.36/37.85 亿，同比增长 69.47%/58.00%/55.42%；实现归母净利润 2.11/2.81/3.68 亿，同比增长 34.30%/33.30%/31.20%，EPS 分别为 2.37/3.16/4.15 元，对应 2021 年合理估值 133.72 亿，上调至“买入”评级。

5.风险提示

新业务拓展不及预期；品牌招商获客风险；运营人才流失；行业竞争加剧。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	723.44	1600.27	1811.15	2107.83	2545.95
现金	80.57	1247.38	1247.38	1247.38	1269.70
应收账款	201.80	256.24	451.03	729.74	1115.25
其他应收款	2.04	6.86	4.62	7.31	11.36
预付账款	2.19	4.83	8.77	13.71	24.04
存货	4.85	7.79	14.30	24.52	40.22
其他流动资产	431.99	77.17	85.04	85.17	85.38
非流动资产	316.06	367.36	585.90	592.87	601.94
长期投资	0.00	6.98	131.24	157.49	185.84
固定资产	295.12	333.48	314.20	294.92	275.65
无形资产	5.70	7.28	7.28	7.28	7.28
其他非流动资产	15.23	19.62	133.17	133.17	133.17
资产总计	1039.50	1967.63	2397.04	2700.70	3147.89
流动负债	154.05	188.02	431.27	454.24	533.19
短期借款	0.00	0.00	168.79	81.82	0.00
应付账款	38.53	58.35	107.15	183.73	301.39
其他流动负债	115.52	129.67	155.34	188.70	231.79
非流动负债	134.58	126.63	142.06	142.06	142.06
长期借款	118.50	104.00	104.00	104.00	104.00
其他非流动负债	16.08	22.63	38.06	38.06	38.06
负债合计	288.63	314.65	573.33	596.30	675.24
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	53.33	88.78	88.78	88.78	88.78
资本公积	409.26	1148.61	1148.61	1148.61	1148.61
留存收益	288.26	415.71	586.33	867.01	1235.26
归属母公司股东权益	750.86	1652.98	1823.71	2104.40	2472.64
负债和股东权益	1039.50	1967.63	2397.04	2700.70	3147.89

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	130.05	166.76	-11.54	107.07	125.56
净利润	119.03	156.79	210.57	280.69	368.25
折旧摊销	13.17	20.07	19.28	19.28	19.28
财务费用	4.04	3.82	-6.79	-6.15	-6.92
投资损失	-5.10	-5.11	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-0.04	-29.07	-127.09	-187.74	-256.04
其他经营现金流	-1.05	20.27	-107.50	1.00	1.00
投资活动现金流	-395.67	296.10	-124.21	-26.25	-28.35
资本支出	128.32	64.63	0.00	0.00	0.00
长期投资	272.46	-356.16	124.21	26.25	28.35
其他投资现金流	5.11	4.58	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	338.91	704.72	135.75	-80.82	-74.90
短期借款	0.00	0.00	168.79	-86.97	-81.82
长期借款	34.50	-14.50	0.00	0.00	0.00
普通股增加	13.33	35.45	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	316.67	739.34	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-25.59	-55.57	-33.04	6.15	6.92
现金净增加额	73.75	1166.81	0.00	0.00	22.32

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	662.03	909.57	1541.49	2435.56	3785.37
营业成本	188.20	297.16	545.63	935.61	1534.82
营业税金及附加	9.81	6.27	10.62	16.78	26.09
营业费用	150.45	204.27	385.37	584.53	897.13
管理费用	83.86	112.32	208.10	328.80	511.02
研发费用	107.48	123.07	169.56	267.91	416.39
财务费用	4.04	3.82	-6.79	-6.15	-6.92
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.40	-0.03	0.00	0.00	0.00
投资净收益	5.10	5.11	0.00	0.00	0.00
营业利润	129.78	177.69	237.49	316.57	415.33
营业外收入	0.40	0.10	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.37	0.96	0.00	0.00	0.00
利润总额	129.80	176.83	237.49	316.57	415.33
所得税	10.77	20.05	26.92	35.89	47.08
净利润	119.03	156.79	210.57	280.69	368.25
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	119.03	156.79	210.57	280.69	368.25
EBITDA	146.98	201.57	249.98	329.70	427.69
EPS (元)	2.23	1.77	2.37	3.16	4.15

主要财务比率					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入 (%)	30.43	37.39	69.47	58.00	55.42
营业利润 (%)	22.17	36.92	33.65	33.30	31.20
归属母公司净利润 (%)	24.35	31.72	34.30	33.30	31.20
获利能力					
毛利率 (%)	71.57	67.33	64.60	61.59	59.45
净利率 (%)	17.98	17.24	13.66	11.52	9.73
ROE (%)	15.85	9.49	11.55	13.34	14.89
ROIC (%)	32.54	35.16	35.60	37.04	36.96
偿债能力					
资产负债率 (%)	27.77	15.99	23.92	22.08	21.45
净负债比率 (%)	46.08	37.66	50.11	33.59	17.55
流动比率	4.70	8.51	4.20	4.64	4.77
速动比率	4.66	8.47	4.17	4.59	4.70
营运能力					
总资产周转率	0.85	0.60	0.71	0.96	1.29
应收账款周转率	3.83	3.84	4.30	4.13	4.10
应付账款周转率	6.15	6.13	6.59	6.43	6.33
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.34	1.77	2.37	3.16	4.15
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.46	1.88	0.00	0.00	0.00
每股净资产 (最新摊薄)	8.46	18.62	20.54	23.70	27.85
估值比率					
P/E	72.68	55.18	41.08	30.82	23.49
P/B	11.52	5.23	4.74	4.11	3.50
EV/EBITDA	50.79	37.04	29.87	22.64	17.46

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188