

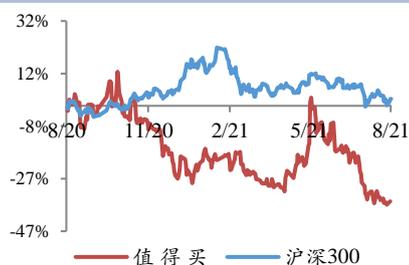
主站改版顺利，代运营业务增长迅速

投资评级：增持（维持）

报告日期：2021-08-25

收盘价(元)	71.51
近12个月最高/最低(元)	126.09/70.10
总股本(百万股)	89
流通股本(百万股)	31
流通股比例(%)	35.25
总市值(亿元)	64
流通市值(亿元)	22

公司价格与沪深300走势比较



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

1. 内容铸就高壁垒，多元化生态拓宽护城河 2020-12-04

主要观点：

● 公司事件

公司发布2021年半年报：2021上半年，公司实现营收6.32亿元，同比增长74.26%；取得归母净利润0.85亿元，同比增长23.73%，扣除非经常性损益后的归母净利润为0.77亿元，同比增长31.21%。2021Q2，公司实现营收3.97亿元，同比增长68.03%，环比增长68.69%；取得归母净利润0.59亿元，同比增长18.93%，环比增长127.84%。

● 事件点评

“什么值得买”主站10.0改版增强内容输出能力，收入增长稳健。2021上半年，按收入类型，信息推广实现收入3.11亿元，同比增长40.54%，互联网效果营销平台实现收入1.71亿元，同比增长21.42%，代运营相关业务实现收入1.34亿元。上半年电子商务行业维持稳健增长态势，内容营销成为用户接受度最高且商业性价比最高的营销方式之一。报告期内，公司确认GMV累计达124.21亿，同比增长29.21%，其中“什么值得买”确认GMV为104.79亿，同比增长15.17%，其中“618”大促期间（6.1-6.18）确认GMV达33.52亿元，同比增长12.03%，上半年共完成订单7511.79万单，同比增长23.52%，其中618期间完成订单量1623.29万单，同比增长12.03%。公司在不断夯实与京东、淘宝、拼多多等头部电商平台的合作同时，与唯品会、小米有品、网易考拉等平台的合作持续深入。改版后的“什么值得买”对首页、好价、百科、社区频道进行了全新升级，消费内容生态里能够承载更多元的内容形式，以不断提升用户消费内容的体验，报告期内，“什么值得买”保持良好社区氛围，上半年内容发布量为648.95万，同比增长65.73%，其中用户贡献内容发布量为477.03万，同比增长45.10%，公司强化了机器采集好价信息的能力，机器贡献内容为134.81万，同比增长352.23%。同时，公司通过多种途径引入站外创作者，打造互动活动，增强用户粘性与活跃度，报告期内，多元通道拥有80余个账号，累计覆盖粉丝约3000万人。

低成本获客渠道推动用户增长。2021年上半年，“什么值得买”平均MAU达3427.12万人，同比增长15.07%，平台注册用户数达1842.34万，同比增长37.02%，移动端App激活量为5242.10万，同比增长25.10%，增长主要基于一方面通过老带新活动促进站内用户口碑传播，另一方面，公司与爱奇艺、优酷、腾讯视频等30多个头部渠道深化合作，同时拓展了抖音、快手及各类中腰部平台，丰富了投放场景，增加了低成本获客的新渠道比重，推动了用户的增长。

星罗、有助业务顺利推进，品牌商客户收入增长迅猛。2021上半年，新业务产生收入为1.90亿元，同比增长892.79%，占比为30.05%；星罗

确认 GMV 为 19.42 亿，同比增长 277.51%。增长的强势主要基于：(1) 报告期内星罗新增宝洁集团、妮维雅、屈臣氏、当当童书、丸美、百雀羚等大量优质品牌客户，有助取得南极电商在抖音等内容渠道的独家授权，并为惠达卫浴、青岛啤酒、习酒等品牌提供在京东、拼多多等传统电商渠道的代运营、新媒体账号内容运营等服务；(2) 技术层面上，星罗获得抖音工具权限来获取数据，为下游渠道提供“云发单”工具，帮助下游渠道高效地进行商品分发，服务能力提升，星罗成为抖音官方认证的电商品牌服务商和千川核心代理商。报告期内，品牌商客户收入为 3.40 亿元，同比增长 266.70%，占营业收入比重 53.85%，电商客户收入为 2.92 亿元，同比增长 8.08 亿元，占营业收入比重 46.15%。

● **投资建议**

我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 14.42、18.52、22.84 亿元，归母净利润分别为 2.04、2.57、3.11 亿元，对应 EPS 分别为 2.30、2.89、3.51 元，对应 2021-2023 年 PE 分别为 31.14X、24.72X、20.40X。维持给予“增持”评级。

● **风险提示**

行业监管严格程度超预期；行业竞争加剧；代运营业务增长不及预期；用户增长不及预期。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	910	1442	1852	2284
收入同比 (%)	37.4%	58.5%	28.4%	23.4%
归属母公司净利润	157	204	257	311
净利润同比 (%)	31.7%	30.1%	25.9%	21.2%
毛利率 (%)	67.3%	56.7%	54.9%	54.2%
ROE (%)	9.5%	10.7%	8.9%	9.7%
每股收益 (元)	1.95	2.30	2.89	3.51
P/E	51.49	31.14	24.72	20.40
P/B	4.88	3.34	2.20	1.99
EV/EBITDA	37.20	34.59	30.90	25.85

资料来源: wind, 华安证券研究所

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	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1600	1869	2916	3290	营业收入	910	1442	1852	2284
现金	1247	1348	2268	2507	营业成本	297	625	836	1046
应收账款	256	406	522	644	营业税金及附加	6	18	20	24
其他应收款	7	11	14	17	销售费用	204	260	333	411
预付账款	5	10	14	17	管理费用	112	159	185	228
存货	8	16	22	27	财务费用	4	-16	-17	-28
其他流动资产	77	77	77	77	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	367	369	371	373	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	7	17	27	37	投资净收益	5	10	11	15
固定资产	333	317	301	285	营业利润	178	230	290	351
无形资产	7	6	5	4	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	20	29	38	47	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	1968	2238	3288	3663	利润总额	177	230	290	351
流动负债	188	212	276	340	所得税	20	26	33	40
短期借款	0	0	0	0	净利润	157	204	257	311
应付账款	58	123	164	205	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	130	89	112	135	归属母公司净利润	157	204	257	311
非流动负债	127	127	127	127	EBITDA	187	204	255	295
长期借款	104	104	104	104	EPS (元)	1.95	2.30	2.89	3.51
其他非流动负债	23	23	23	23					
负债合计	315	339	403	467					
少数股东权益	0	0	0	0	主要财务比率				
股本	89	116	140	140	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	1149	1164	1868	1868	成长能力				
留存收益	416	620	877	1188	营业收入	37.4%	58.5%	28.4%	23.4%
归属母公司股东权	1653	1900	2885	3196	营业利润	36.9%	29.5%	25.9%	21.2%
负债和股东权益	1968	2238	3288	3663	归属于母公司净利	31.7%	30.1%	25.9%	21.2%
					获利能力				
					毛利率 (%)	67.3%	56.7%	54.9%	54.2%
					净利率 (%)	17.2%	14.1%	13.9%	13.6%
					ROE (%)	9.5%	10.7%	8.9%	9.7%
					ROIC (%)	8.3%	8.2%	7.0%	7.4%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	16.0%	15.1%	12.3%	12.7%
					净负债比率 (%)	19.0%	17.8%	14.0%	14.6%
					流动比率	8.51	8.81	10.56	9.67
					速动比率	8.44	8.69	10.43	9.54
					营运能力				
					总资产周转率	0.46	0.64	0.56	0.62
					应收账款周转率	3.55	3.55	3.55	3.55
					应付账款周转率	5.09	5.09	5.09	5.09
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.95	2.30	2.89	3.51
					每股经营现金流薄)	1.88	0.77	2.25	2.75
					每股净资产	18.61	21.38	32.48	35.98
					估值比率				
					P/E	51.49	31.14	24.72	20.40
					P/B	4.88	3.34	2.20	1.99
					EV/EBITDA	37.20	34.59	30.90	25.85

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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。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达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)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。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市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 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。