

新业务发展迅猛，驱动营收高增长

投资要点

- **业绩总结:** 值得买发布 2021 年半年度报告, 根据公告内容: 1) 公司在 2021 上半年实现收入 6.3 亿元, 同比增长 74.3%; 归母净利润同比增加 23.7%至 8481.7 万元, 扣非净利润 7741.3 万元, 同比增 31.2%。2) 21Q2 单季营收为 4 亿元, 同比增长 68%, 环比增长 68.9%, 创单季营收历史新高。
- “什么值得买”板块延续增长态势。2021H1, “什么值得买”实现收入 4.4 亿元, 同比增长 28.7%, 占总营收比 70%。

1) 活跃内容社区提升用户数量和粘性: 21H1, “什么值得买”内容发布量为 649 万, 同比增长 65.7%, 其中用户贡献内容发布量同比增长 45.1%至 477 万, 用户为平台贡献的内容持续增长; 同时公司采用机器发布内容, 为用户提供更全面和有效的价格信息, 21H1 机器贡献内容发布量同比增加 352.2%至 134.8 万。内容生态的完善和活跃吸引更多用户入驻, 21H1 “什么值得买”平台 MAU 为 3427.1 万人, 同比增长 15.1%; 截止 21H1 末, 平台注册用户数同比增长 37%达 1842.3 万。用户粘性方面, 受 20 年高基数影响, APP 用户每日启动次数和停留时长呈现小幅下降, 但内容总互动次数仍增长 6.2%。

2) C 端客流增加+B 端商流丰富抬高全平台 GMV: 公司平台活跃用户数不断增加, 同时公司 B 端合作电商平台持续扩张, 除头部电商京东、淘宝、拼多多之外, 公司加强与唯品会、小米有品、网易考拉等平台的联系。2021H1 “什么值得买”共完成订单量为 7511.8 万单, 同比增长 23.5%, 确认 GMV 为 104.8 亿, 同比增长 15.17%。

- **新业务增长迅猛, 代运营服务取得显著进展。** 新业务包括消费类 MCN、全链路服务和代运营服务, 2021H1 新业务创造收入 1.9 亿元, 同比增长 892.8%, 占总营收比 30%。消费类 MCN 助力达人孵化, 21H1 公司多元通道拥有超 80 个账号, 累计覆盖粉丝 3000 万人。代运营服务方面, 公司 21H1 实现收入 1.3 亿, 星罗和有助取得宝洁、屈臣氏、南极人等品牌代运营业务, 星罗确认 GMV 为 19.42 亿, 同比增长 277.5%。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2021-2023 年 EPS 分别为 2.25 元、2.87 元、3.52 元, 对应的 PE 分别为 32 倍、25 倍、20 倍, 我们给予 21 年 45 倍 PE, 目标价 101.3 元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 电商政策变化风险; 新客拓展不及预期风险; 对单一客户依赖风险。

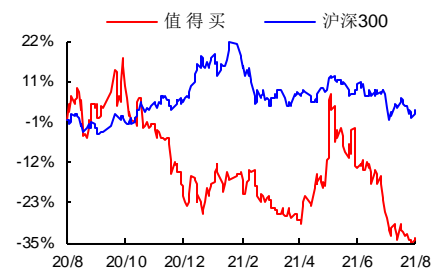
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	909.57	1422.21	1775.46	2170.90
增长率	37.39%	56.36%	24.84%	22.27%
归属母公司净利润(百万元)	156.79	200.25	255.23	312.91
增长率	31.72%	27.72%	27.46%	22.60%
每股收益 EPS(元)	1.76	2.25	2.87	3.52
净资产收益率 ROE	9.49%	10.99%	2.53%	13.61%
PE	41	32	25	20
PB	3.84	3.49	3.12	2.76

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

相对指数表现



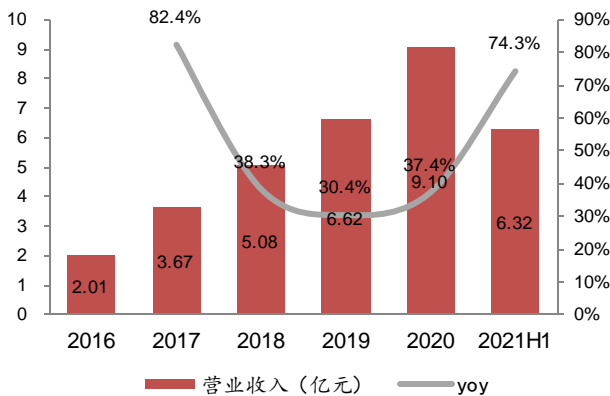
数据来源: 聚源数据

基础数据

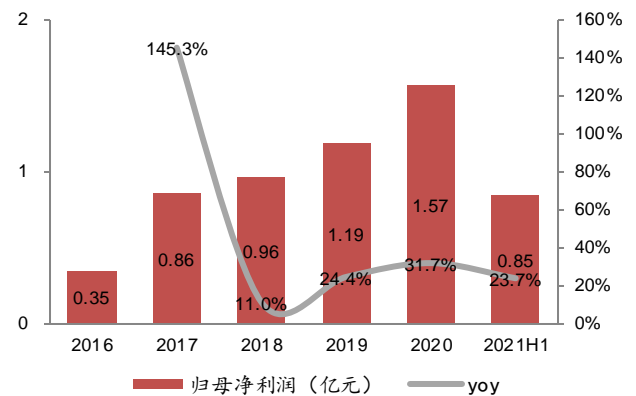
总股本(亿股)	0.89
流通 A 股(亿股)	0.31
52 周内股价区间(元)	70.1-126.6
总市值(亿元)	63.52
总资产(亿元)	21.09
每股净资产(元)	19.31

相关研究

公司业绩情况：2021 年 H1 公司实现营收 6.32 亿元，比 2020 年同期的 3.63 亿元上涨 74.3%；归母净利润为 0.85 亿元，同比增长 23.7%。营收高速增长主要源于公司全面战略升级的成效显现。上半年公司一方面扩张主站“什么值得买”消费内容社区的影响力和规模，推出 App10.0 全新版本，促进平台内容发布量同比增长 65.7%至 648.95 万，确认 GMV 同比增长 15.2%至 104.79 亿元。另一方面内容社区的大数据沉淀助推营销服务新业务快速爆发，子公司星罗创想、有助科技开启宝洁、屈臣氏、南极人等品牌的代运营业务。公司归母净利润增速略低主要系新增业务的营业成本和相关费用较高所致。

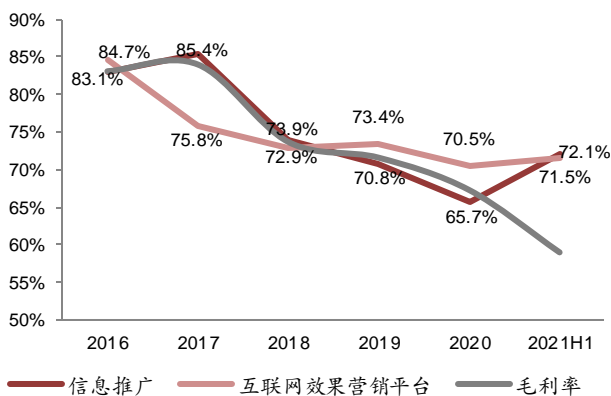
图 1：公司 2016 年以来营收与增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

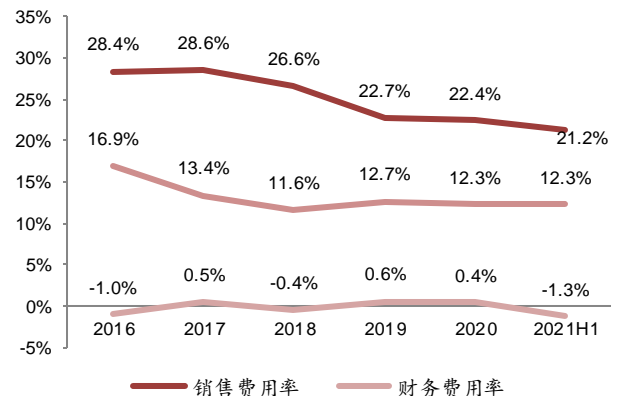
图 2：公司 2016 年以来归母净利润变动


数据来源：公司公告，西南证券整理

毛利率因业务结构变化而下行，费用率稳中有降。由于公司不断优化主业，同时逐渐扩大毛利率较低的营销服务业务，职工薪酬、IT 资源使用费、技术服务费、软件使用费及活动成本等营业成本以快于营收的速度增长，导致毛利率持续下降至 2021 年 H1 的 59.0%。费用率方面，2021 年 H1 公司销售费用率为 21.2%，比 2020 年同期减少约 3.3 个百分点，管理费用率和财务费用率相对稳定。

图 3：公司 2016 年以来毛利率变动情况


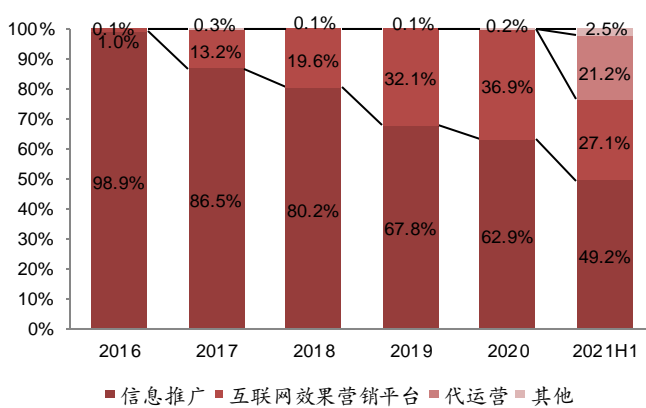
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司 2016 年以来三费率变动情况


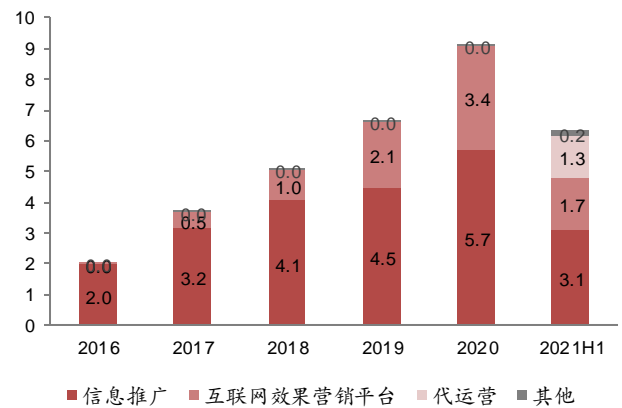
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司业务结构超多元化发展，信息推广收入占比下降但是第一大营收来源，互联网营销业务快速发展。2021年H1信息推广收入占总营收的比例为49.2%，为公司第一大营收来源；互联网效果营销平台收入占比27.1%；代运营相关收入占比21.2%。

2021年H1与2020年同期相比，新老业务均快速增长。信息推广业务包括电商导购佣金收入和广告展示收入两部分，上半年营收以40.5%的增速攀升至3.11亿元。互联网效果营销平台将广告主的营销需求推送至内容发布者，并根据营销效果向广告主收取佣金，由于子公司星罗提供，2021年H1贡献收入1.71亿元，同比增长21.4%。2021年H1新业务代运营实现突破，录得营收1.34亿元，收入规模快速逼近第二大营收业务。代运营服务主要由星罗和有助负责，依托公司的大数据资源为抖音、快手等平台的品牌商提供全域内容运营。上半年，星罗承接了保洁官方旗舰店的抖音账号代播、代运营及抖音平台的带货服务，有助取得了南极电商在抖音渠道的独家授权。

图 5：2016 年以来公司主营业务营收占比


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：2016 年以来公司各业务营收（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

关键假设:

假设 1: 信息推广业务: 公司在用户消费潜力挖掘、女性 & 25 岁以下年轻用户的用户拓展上具备发展空间, 预计公司信息推广业务平稳发展, 毛利率维持在 70% 左右。

假设 2: 互联网效果营销业务: 根据艾瑞咨询的数据, 预计移动网络广告市场规模的增速在 2021、2022 年分别为 23.9%、22.4%。公司于 2016 年推出星罗广告联盟 LinkStars, 开始提供互联网效果营销平台服务, 该业务基数较低。且由于结算口径原因, 公司与电商的部分广告需求归口在互联网效果营销口碑内, 假设公司效果营销业务增速高于行业水平, 毛利率与之前年份持平。

基于以上假设, 我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表:

表 1: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
信息推广业务	收入	572.4	686.9	810.6	932.2
	增速	27.6%	20.0%	18.0%	15.0%
	毛利率	65.7%	70.0%	70.0%	70.0%
互联网效果营销平台	收入	335.7	520.3	728.4	983.3
	增速	57.9%	55.0%	40.0%	35.0%
	毛利率	70.5%	70.0%	70.0%	70.0%
代运营业务	收入	-	215.0	236.5	255.4
	增速	-	-	10.0%	8.0%
	毛利率	-	15.0%	16.0%	17.0%
合计	收入	909.57	1422.21	1775.46	2170.90
	增速	37.4%	56.4%	24.8%	22.3%
	毛利率	67.3%	61.7%	62.8%	63.8%

数据来源: Wind, 西南证券

相对估值

预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 2.25 元/2.87 元/3.52 元, 对应的 PE 分别为 32x/ 25x/ 20x。我们选取互联网营销和电商导购相关的标的天下秀、壹网壹创、星期六和京东集团作为可比公司, 21 年平均 PE 为 39 倍, 公司星罗平台 GMV 和营销业务处在快速增长阶段, 我们给予公司 21 年 45 倍 PE, 目标价 101.3 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 2: 可比公司估值情况

证券代码	证券名称	最新收盘价	PE		
			2021E	2022E	2023E
600556.SH	天下秀	8.66	29.1	20.5	14.7
300792.SZ	壹网壹创	47.88	27.3	20.4	16.3
002291.SZ	星期六	20.77	24.5	14.7	12.5
9618.HK	京东集团	280 (HKD)	59.8	35.6	25.4
均值			38.7	25.5	18.8

数据来源: wind, 西南证券整理 (数据截至 2021 年 8 月 24 日)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	909.57	1422.21	1775.46	2170.90	净利润	156.79	200.25	255.23	312.91
营业成本	297.16	544.93	660.36	786.66	折旧与摊销	20.07	18.29	18.29	18.29
营业税金及附加	6.27	21.48	21.79	24.80	财务费用	3.82	7.70	7.70	7.70
销售费用	204.27	340.02	408.90	502.18	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	112.32	284.44	390.60	499.31	经营营运资本变动	-42.15	-14.42	-50.08	-57.40
财务费用	3.82	7.70	7.70	7.70	其他	28.23	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	166.76	211.82	231.14	281.50
投资收益	5.11	0.00	0.00	0.00	资本支出	-39.76	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.03	0.00	0.00	0.00	其他	335.86	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	296.10	0.00	0.00	0.00
营业利润	177.69	223.64	286.11	350.26	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.86	-0.34	-0.42	-0.45	长期借款	-14.50	0.00	0.00	0.00
利润总额	176.83	223.30	285.69	349.81	股权融资	774.79	0.00	0.00	0.00
所得税	20.05	23.05	30.46	36.90	支付股利	-29.33	-31.36	-40.05	-51.05
净利润	156.79	200.25	255.23	312.91	其他	-26.24	-22.08	-7.70	-7.70
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	704.72	-53.43	-47.75	-58.75
归属母公司股东净利润	156.79	200.25	255.23	312.91	现金流量净额	1166.81	158.39	183.39	222.76
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1247.38	1405.77	1589.16	1811.92	成长能力				
应收和预付款项	267.54	424.84	532.34	647.74	销售收入增长率	37.39%	56.36%	24.84%	22.27%
存货	7.79	14.28	17.31	20.62	营业利润增长率	36.92%	25.86%	27.94%	22.42%
其他流动资产	77.57	92.81	103.32	115.08	净利润增长率	31.72%	27.72%	27.46%	22.60%
长期股权投资	6.98	6.98	6.98	6.98	EBITDA 增长率	37.14%	23.84%	25.03%	20.55%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	333.48	316.63	299.78	282.93	毛利率	67.33%	61.68%	62.81%	63.76%
无形资产和开发支出	7.28	6.23	5.19	4.14	三费率	35.23%	44.45%	45.46%	46.49%
其他非流动资产	19.62	19.22	18.83	18.43	净利率	17.24%	14.08%	14.38%	14.41%
资产总计	1967.63	2286.77	2572.90	2907.83	ROE	9.49%	10.99%	12.53%	13.61%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.97%	8.76%	9.92%	10.76%
应付和预收款项	160.77	320.39	387.59	456.53	ROIC	32.72%	36.67%	42.10%	45.96%
长期借款	104.00	104.00	104.00	104.00	EBITDA/销售收入	22.16%	17.55%	17.58%	17.33%
其他负债	49.89	40.39	44.15	48.26	营运能力				
负债合计	314.65	464.78	535.74	608.80	总资产周转率	0.60	0.67	0.73	0.79
股本	88.78	88.78	88.78	88.78	固定资产周转率	2.89	4.38	5.76	7.45
资本公积	1148.61	1148.61	1148.61	1148.61	应收账款周转率	3.97	4.27	3.85	3.82
留存收益	415.71	584.60	799.78	1061.64	存货周转率	47.04	49.38	41.81	41.49
归属母公司股东权益	1652.98	1821.99	2037.17	2299.03	销售商品提供劳务收到现金营业收入	99.56%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1652.98	1821.99	2037.17	2299.03	资产负债率	15.99%	20.32%	20.82%	20.94%
负债和股东权益合计	1967.63	2286.77	2572.90	2907.83	带息债务/总负债	33.05%	22.38%	19.41%	17.08%
					流动比率	8.51	5.73	5.48	5.38
					速动比率	8.47	5.69	5.44	5.34
					股利支付率	18.71%	15.66%	15.69%	16.31%
					每股指标				
					每股收益	1.76	2.25	2.87	3.52
					每股净资产	18.61	20.51	22.93	25.88
					每股经营现金	1.88	2.38	2.60	3.17
					每股股利	0.33	0.35	0.45	0.57
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	201.57	249.63	312.11	376.25					
PE	40.52	31.72	24.89	20.30					
PB	3.84	3.49	3.12	2.76					
PS	6.98	4.47	3.58	2.93					
EV/EBITDA	25.57	19.95	15.37	12.16					
股息率	0.46%	0.49%	0.63%	0.80%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yyx@swsc.com.cn