

值得买 (300785.SZ)

双十一预售亮眼，新业务驱动高增长

核心观点:

- **公司披露 2021 年三季报:** 2021Q1-Q3, 营收同增 77.21%至 9.65 亿元, 归母净利润同增 21.99%至 1.04 亿元, 归母扣非净利润同增 28.67%至 0.95 亿元; 2020 年 6 月公司完成了股票激励计划的首次授予登记, 当期摊销的 SBC 费用从 20H1 的 300 万元增加至 21H1 的 1553 万元。2021Q3, 营收同增 83.10%至 3.33 亿元, 归母净利润同增 14.74%至 0.19 亿元, 归母扣非净利润同增 18.37%至 0.17 亿元。
- **“什么值得买”改版升级, 双十一预售火热启动。** 根据值得买科技, 2021 年 10 月 19-20 日, “什么值得买”预售期间的 GMV 同比提升 61%, 用户贡献内容同比增加 66.2%, 活跃用户的次日留存率高达 79.32%。今年 3 月什么值得买 App 升级 10.0 版本, 上线“值法”系统匹配千人千面的消费需求; 双十一期间, 什么值得买根据“绝对值”、“国民爆款”、“黑科技”等站内人气较高的 10 个值法打造选品 IP 专栏。
- **内容+科技助力新业务迅速发展。** 2021H1, 新业务实现收入 1.90 亿元, 同比增长 892.79%, 其中代运营相关收入为 1.34 亿元。2021 年子公司星罗再度荣获淘宝联盟“优秀招商服务商”奖项, 以及抖音电商“十大影响力精选联盟服务商”。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计公司 2021-2023 年的归母净利润为 2.01/2.61/3.35 亿元, 对应的 EPS 为 2.26/2.94/3.77 元, 以 2021 年 10 月 26 日的收盘价计算, 对应的 PE 为 34.76X、26.67X、20.83X。“什么值得买”改版升级消费内容全域生态, 借助品牌商家资源和用户消费数据拓展 DP 等新业务, 顺应抖音电商市场红利预计将明显增厚公司收入。给予公司 2022 年 35 倍的 PE 估值, 对应合理价值为 102.96 元/股, 维持“买入”评级。
- **风险提示。** 导购平台竞争加剧; 电商标外推广政策变化; 公司业务拓展不及预期; 短视频、直播抢占市场。

盈利预测:

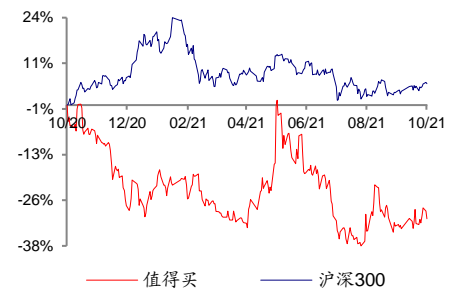
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	662	910	1,510	2,050	2,673
增长率 (%)	30.4	37.4	66.1	35.7	30.4
EBITDA (百万元)	144	199	233	302	384
归母净利润 (百万元)	119	157	201	261	335
增长率 (%)	24.4	31.7	27.9	30.3	28.1
EPS (元/股)	2.23	1.77	2.26	2.94	3.77
市盈率 (P/E)	64.53	51.46	34.76	26.67	20.83
ROE (%)	15.9	9.5	11.1	13.1	14.9
EV/EBITDA	53.76	34.80	24.48	18.39	13.97

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

公司评级	买入
当前价格	78.46 元
合理价值	102.96 元
前次评级	买入
报告日期	2021-10-26

相对市场表现



分析师:

旷实



SAC 执证号: S0260517030002

SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

分析师:

徐呈隽



SAC 执证号: S0260519110002



021-38003662



xuchengjun@gf.com.cn

请注意, 徐呈隽并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

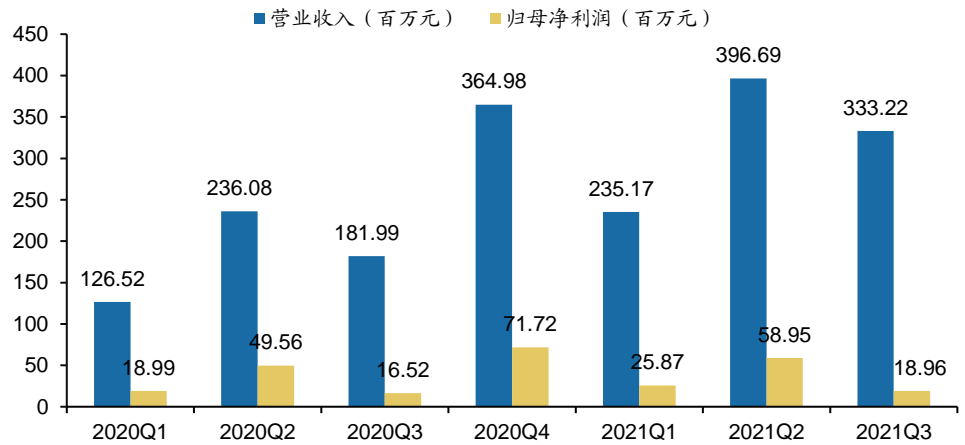
相关研究:

值得买 (300785.SZ): 加速迭代, 新业务快速增长 2021-08-25

值得买 (300785.SZ): 社区商业能力增强, 新业务发展迅速 2021-04-29

值得买 (300785.SZ): 延伸用户与内容边界, 驱动社区加速成长 2020-10-28

图 1: 公司 2020Q1-2021Q3 的营业收入和归母净利润



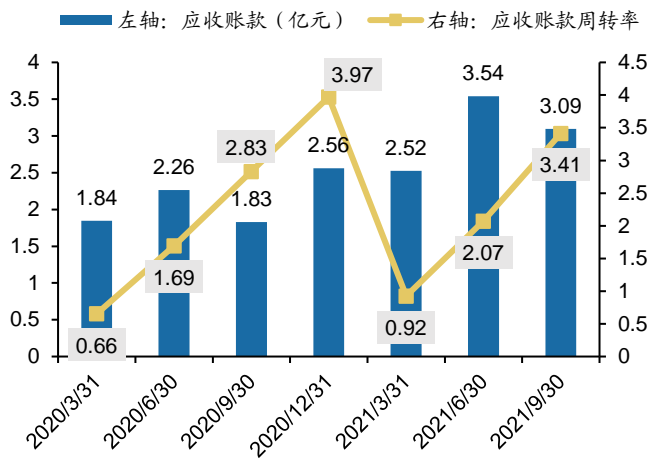
数据来源: 值得买财报, 广发证券发展研究中心

表 1: 公司 2021Q1-Q3 的净利润拆分

	21Q1-Q3 财务比率	20Q1-Q3 财务比率	同比变化幅度
毛利率	56.54%	68.81%	-12.27pct
营业税金及附加	0.70%	0.75%	-0.05pct
销售费率	21.82%	23.63%	-1.80pct
管理费率	12.13%	13.89%	-1.76pct
研发费率	11.65%	14.49%	-2.83pct
财务费率	-1.25%	0.67%	-1.92pct
其他收益/收入	1.07%	1.73%	-0.66pct
投资收益/收入	0.00%	0.94%	-0.94pct
公允价值变动净收益	0.06%	-0.07%	0.13pct
信用减值损失/收入	-0.23%	0.13%	-0.37pct
营业利润/收入	12.50%	18.16%	-5.66pct
+营业外收入/收入	0.01%	0.00%	0.01pct
-营业外支出/收入	0.33%	0.18%	0.15pct
利润总额/收入	12.18%	17.99%	-5.81pct
-所得税费用/收入	1.60%	2.37%	-0.77pct
净利润率	10.58%	15.62%	-5.04pct
归母净利率	10.75%	15.62%	-4.87pct

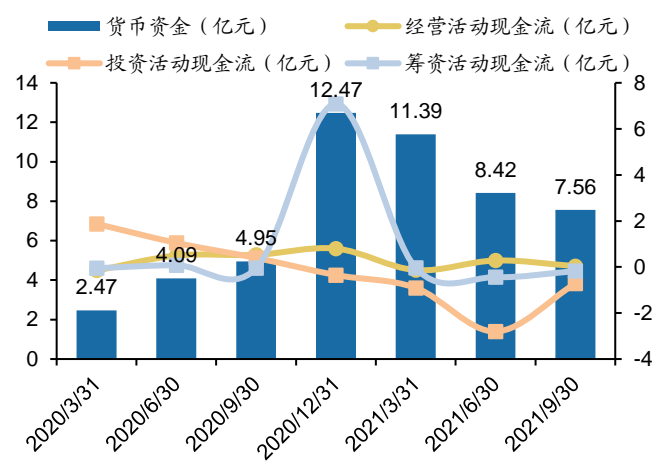
数据来源: 值得买财报, 广发证券发展研究中心

图 2: 公司 20Q1-21Q3 应收账款和应收账款周转率



数据来源: 值得买财报, 广发证券发展研究中心

图 3: 公司 20Q1-21Q3 现金流情况



数据来源: 值得买财报, 广发证券发展研究中心

风险提示: 导购平台竞争加剧; 电商站外推广政策变化; 公司业务拓展不及预期; 短视频、直播抢占市场。

资产负债表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	723	1,600	1,918	2,230	2,623
货币资金	81	1,247	1,380	1,527	1,728
应收及预付	204	261	433	587	766
存货	5	8	17	24	32
其他流动资产	434	84	88	92	97
非流动资产	316	367	396	422	446
长期股权投资	0	7	7	7	7
固定资产	295	333	360	385	406
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	6	7	9	11	13
其他长期资产	15	20	20	20	20
资产总计	1,039	1,968	2,314	2,653	3,069
流动负债	154	188	386	531	699
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	40	58	129	179	238
其他流动负债	114	130	257	352	461
非流动负债	135	127	127	127	127
长期借款	119	104	104	104	104
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	16	23	23	23	23
负债合计	289	315	513	658	826
股本	53	89	89	89	89
资本公积	409	1,149	1,149	1,149	1,149
留存收益	288	416	566	762	1,013
归属母公司股东权益	751	1,653	1,803	1,999	2,250
少数股东权益	0	0	-2	-5	-8
负债和股东权益	1,039	1,968	2,314	2,653	3,069

现金流量表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	130	167	231	259	327
净利润	119	157	199	259	331
折旧摊销	13	20	23	26	28
营运资金变动	0	-10	9	-26	-30
其它	-2	0	0	0	-2
投资活动现金流	-396	296	-42	-40	-36
资本支出	-128	-64	-51	-53	-53
投资变动	-272	355	0	0	0
其他	5	5	10	12	16
筹资活动现金流	339	705	-56	-72	-90
银行借款	49	0	0	0	0
股权融资	346	757	0	0	0
其他	-56	-52	-56	-72	-90
现金净增加额	74	1,167	132	147	201
期初现金余额	7	81	1,247	1,380	1,527
期末现金余额	81	1,247	1,380	1,527	1,728

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	30.4%	37.4%	66.1%	35.7%	30.4%
营业利润增长	22.2%	36.9%	24.9%	30.8%	27.8%
归母净利润增长	24.4%	31.7%	27.9%	30.3%	28.1%
获利能力					
毛利率	71.6%	67.3%	56.7%	55.5%	54.7%
净利率	18.0%	17.2%	13.1%	12.6%	12.4%
ROE	15.9%	9.5%	11.1%	13.1%	14.9%
ROIC	13.6%	9.0%	9.8%	11.7%	13.5%
偿债能力					
资产负债率	27.8%	16.0%	22.2%	24.8%	26.9%
净负债比率	38.4%	19.0%	28.5%	33.0%	36.8%
流动比率	4.70	8.51	4.97	4.20	3.75
速动比率	4.65	8.44	4.90	4.13	3.68
营运能力					
总资产周转率	0.64	0.46	0.65	0.77	0.87
应收账款周转率	3.28	3.55	3.58	3.58	3.58
存货周转率	136.60	116.79	88.06	85.73	84.16
每股指标 (元)					
每股收益	2.23	1.77	2.26	2.94	3.77
每股经营现金流	2	2	3	3	4
每股净资产	14.08	18.62	20.30	22.51	25.33
估值比率					
P/E	64.53	51.46	34.76	26.67	20.83
P/B	10.23	4.88	3.86	3.49	3.10
EV/EBITDA	53.76	34.80	24.48	18.39	13.97

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	662	910	1,510	2,050	2,673
营业成本	188	297	654	913	1,212
营业税金及附加	10	6	11	14	19
销售费用	150	204	317	420	540
管理费用	84	112	181	248	323
研发费用	107	123	166	215	273
财务费用	4	4	-13	-16	-18
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	5	5	10	12	16
营业利润	130	178	222	290	371
营业外收支	0	-1	-1	-1	-1
利润总额	130	177	221	290	370
所得税	11	20	23	31	39
净利润	119	157	199	259	331
少数股东损益	0	0	-2	-3	-3
归属母公司净利润	119	157	201	261	335
EBITDA	144	199	233	302	384
EPS (元)	2.23	1.77	2.26	2.94	3.77

广发传媒行业研究小组

- 旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
- 叶敏婷：资深分析师，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 徐呈隽：资深分析师，复旦大学世界经济学硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 周喆：香港理工大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 杨琳琳：海外互联网首席分析师，华中科技大学管理科学与工程硕士、管理学学士，2012年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港德辅道中189号李 宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。