值得买 21Q3 点评：淡季社区业务平稳增长，新业务维持高速拓张

东方证券 ORIENT SECURITIES

季报点评

核心观点

- **公司发布 21Q3 业绩：累计实现收入 9.65 亿元，yoy+77.2%，**实现扣非归母净利润 9468 万元（+28.7%），剔除股份支付影响的净利增速为 33.94%，相比上半年的 49.9%有所放缓；**Q3 单季收入** 3.33 亿元(+83.1%)，实现扣非归母净利润 1727 万元（+18.4%）。
- **值得买社区 Q3 平稳增长，双十一大促开门红。**：Q3 单季度收入 2.06 亿元（yoy+22.3%），Q3 为电商销售淡季，公司业务平稳增长；公司产品改版后，用户数平稳增长，品类在逐渐丰富；今年的双 11 大促已经从 10/20 正式开启，20 日 0 点-21 日 16 点，“什么值得买”社区的预售 GMV 同比增长了 61%，且期间的活跃用户次留率达到 79%，用户参与内容创作的热情高涨：20-21 日用户贡献内容（UGC）同比提升 66.2%。
- **新业务全域布局，实现高速增长。**新业务 Q3 单季实现 GMV 约 10 亿，实现收入 1.27 亿（同比增 8 倍+），收入占比上升到 38%。其中平台型业务不断拓展合作平台和流量渠道；代运营业务合作的包括京东、宝洁、KAPPA、玉泽、九阳等电商、服饰、美妆、家电客户，负责代运营的店铺数量在 Q3 进一步拓展，为抖音的核心品牌服务商之一。
- **毛利率受新业务影响有所下降，费用率整体呈下降趋势。**Q3 单季度的毛利率为 51.9%，同比降 14.2pct，主要是由于新业务中的代运营业务还处于早期阶段，前期投入大，毛利率较低（约 15%），拉低了公司整体毛利率；销售费率同比升 1.2pct 至 23%，效率提升管理费率降 6.2pct 至 11.8%，研发费率降 3.9pct 至 12.2%。受毛利率降低影响，Q3 扣非除股权激励的净利率为 6.0%，同比降低 6.3 pct。

财务预测与投资建议

- 由于公司拓展了新业务，我们上调了收入预测，预计 21-23 年公司收入 14.9 亿（原预测 10.7 亿）/19.2 亿（原预测 13 亿）/24.1 亿；采取 PS 估值法，参考可比公司 22 年 5.1xPS，给予公司 97 亿估值，目标价 109.66 元/股，维持“买入”评级。

风险提示 新业务投入期久于预期，什么值得买社区用户下滑

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	662	910	1,494	1,918	2,407
同比增长(%)	*30.4%*	*37.4%*	64.3%	*28.4%*	*25.5%*
营业利润(百万元)	130	178	214	274	348
同比增长(%)	*22.2%*	*36.9%*	20.4%	*28.3%*	*26.7%*
归属母公司净利润(百万元)	119	157	193	248	312
同比增长(%)	*24.4%*	*31.7%*	23.0%	*28.3%*	*25.9%*
每股收益（元）	1.34	1.76	2.17	2.79	3.51
毛利率(%)	71.6%	67.3%	56.7%	55.3%	54.4%
净利率(%)	18.0%	17.2%	12.9%	12.9%	13.0%
净资产收益率(%)	22.1%	13.0%	11.2%	13.0%	14.7%
市盈率	68.3	51.8	42.1	32.8	26.1
市净率	10.8	4.9	4.5	4.1	3.6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级	**买入** 增持 中性 减持 (维持)
股价(2021 年 10 月 29 日)	77.54 元
目标价格	109.66 元
52 周最高价/最低价	116.19/69.5 元
总股本/流通 A 股（万股）	8,883/3,132
A 股市值（百万元）	6,888
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2021 年 11 月 01 日

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-5.27	2.8	4.17	-27.83
相对表现	-2.4	-0.46	6.42	-33.1
沪深 300	-2.87	3.26	-2.25	5.27

资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 项雯倩
021-63325888*6128
xiangwenqian@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517020003
香港证监会牌照：BQP120

证券分析师 吴丛露
wuconglu@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520020003
香港证监会牌照：BQJ931

证券分析师 李雨琪
021-63325888-3023
liyuqi@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520050001
香港证监会牌照：BQP135

证券分析师 崔凡平
021-63325888*6065
cuifanping@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860521050003

联系人 詹博
021-63325888*3209

相关报告

社区商业化加速，业绩超出预期，值得买 20Q3 点评	2020-11-10

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

盈利预测调整原因：

- “什么值得买”社区业务：调整不大，主要调整了一下展示广告（偏品牌）和效果广告的结构，因为我们认为，在移动端流量见顶，下游电商平台以及品牌商的竞争加剧的情况下，值得买作为一个高质量垂类社区的价值将进一步突显，品牌广告收入的提升速度比我们此前预期要快。

- 新业务：公司从去年 Q4 开始重点启动新业务（商品流量对接的平台型业务，代运营的服务型业务），因此我们新增了这部分业务的收入预测。预计 21-22 年为 5.0 亿、7.5 亿。

- 毛利率：下调了毛利率的预测。我们对传统业务的毛利率预测基本维持，但是由于新业务处于开拓期，有较多的前期投入，毛利率较低，因此我们下调毛利率预测 21-22 年由此前的 72.0%/72.1% 下调到 56.7%/55.3%。

- 费用率:我们下调了 21-22 年的销售费率、管理费率和研发费率的预测，销售费率由 22.7%/22.7% 下调到 19.9%/19.4%，管理费率由 13.2%/13.2%下调到 11.5%/10.8%，研发费率由 16.1%/16.0%/ 下调到 11.2%/11.1%。主要由于新业务的加入加速收入的提升，但获客成本、中后台的基础设施和人员可以和传统业务共享，因此销售、管理和研发费用不是成比例增加的，因此下调了费率的预测。

表 1：核心假设及盈利预测变动分析表

人民币百万元（标注除外）	调整前（20/11/10）		调整后		
	2021E	2022E	2021E	2022E	2023E
核心假设					
月活用户数（百万）	36	40	38	41	45
变动幅度			***3.6%***	***4.6%***	
值得买社区-广告展示收入（百万）	447	511	542	650	765
变动幅度			***21.4%***	***27.2%***	
值得买社区-GMV（百万）	29,597	37,471	23,576	27,087	31,001
变动幅度			***-20.3%***	***-27.7%***	
货币化率(%)	2.24%	2.24%	2.05%	2.05%	2.05%
变动幅度			***-0.19%***	***-0.19%***	
值得买社区-效果广告收入（百万）	625.4	791.8	455.3	523.1	598.7
变动幅度			***-27.2%***	***-33.9%***	
值得买社区-总收入（百万）	1,072.0	1,302.8	997.3	1,172.9	1,363.6
变动幅度			***-7.0%***	***-10.0%***	
新业务收入（百万）	0.0	0.0	497.0	745.4	1,043.6
变动幅度			*-*	*-*	
营业收入	1,072	1,303	1,494	1,918	2,407
变动幅度			***39.3%***	***47.2%***	
综合毛利率(%)	72.0%	72.1%	56.7%	55.3%	54.4%
变动幅度			***-15.3%***	***-16.9%***	
销售费用率(%)	22.7%	22.7%	19.9%	19.4%	18.9%
变动幅度			***-2.8%***	***-3.3%***	

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

管理费用率(%)	13.2%	13.2%	11.5%	10.8%	10.3%
变动幅度			***-1.7%***	***-2.4%***	
研发费用率(%)	16.1%	16.0%	*11.2%*	*11.1%*	*11.1%*
变动幅度			***-4.9%***	***-4.9%***	

资料来源：公司公告，东方证券研究所

表 2：主要财务数据变动分析表

人民币百万元（标注除外）	调整前（20/11/10）		调整后		
	2021E	2022E	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,072	1,303	1,494	1,918	2,407
变动幅度			***39.3%***	***47.2%***	
营业利润	206	257	214	274	348
变动幅度			***3.8%***	***6.6%***	
归属母公司净利润	186	232	193	248	312
变动幅度			***3.6%***	***6.9%***	
毛利率(%)	72.0%	72.1%	56.7%	55.3%	54.4%
变动幅度			***-15.3%***	***-16.9%***	
归属净利率(%)	17.4%	17.8%	12.9%	12.9%	13.0%
变动幅度			***-4.5%***	***-4.9%***	

资料来源：公司公告，东方证券研究所

表 3：公司估值

	收入（亿元）			市值	PS	
	2020A	2021E	2022E	亿元	2021E	2022E
可比公司：						
B 站	120.0	193.3	278.4	1,859	9.61	6.68
知乎	13.5	29.6	54.3	296	10.01	5.46
微博	110.3	142.0	159.5	655	4.61	4.11
汽车之家	86.6	75.5	81.4	331	4.38	4.07
均值					7.15	5.08
值得买	**9.0**	**14.9**	**19.2**	**97.4**		**5.08**

资料来源：Bloomberg，东方证券研究所，日期（2021/10/30 收盘）

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表

单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	81	1,247	1,342	1,511	1,730
应收票据、账款及款项融资	202	256	428	559	690
预付账款	2	5	7	8	12
存货	5	8	12	20	25
其他	434	84	98	117	138
流动资产合计	**723**	**1,600**	**1,887**	**2,215**	**2,595**
长期股权投资	0	7	7	7	10
固定资产	295	333	317	300	283
在建工程	0	0	0	1	1
无形资产	6	7	6	5	4
其他	15	20	3	1	0
非流动资产合计	**316**	**367**	**333**	**314**	**298**
资产总计	**1,039**	**1,968**	**2,219**	**2,529**	**2,893**
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	39	58	123	169	213
其他	116	130	191	261	338
流动负债合计	**154**	**188**	**315**	**430**	**552**
长期借款	119	104	104	104	104
应付债券	0	0	0	0	0
其他	16	23	0	0	0
非流动负债合计	**135**	**127**	**104**	**104**	**104**
负债合计	**289**	**315**	**419**	**534**	**656**
少数股东权益	0	0	0	0	0
实收资本（或股本）	53	89	89	89	89
资本公积	409	1,149	1,152	1,152	1,152
留存收益	288	416	560	754	997
其他	0	(0)	0	0	0
股东权益合计	**751**	**1,653**	**1,801**	**1,995**	**2,237**
负债和股东权益总计	**1,039**	**1,968**	**2,219**	**2,529**	**2,893**

现金流量表

单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	119	157	193	248	312
折旧摊销	13	19	19	19	19
财务费用	4	4	(5)	(7)	(9)
投资损失	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)
营运资金变动	122	(39)	(66)	(43)	(40)
其它	(123)	31	(7)	0	0
经营活动现金流	**130**	**167**	**129**	**212**	**277**
资本支出	(107)	(60)	(0)	(0)	(0)
长期投资	0	(7)	0	(0)	(3)
其他	(288)	363	6	5	5
投资活动现金流	**(396)**	**296**	**5**	**4**	**2**
债权融资	39	(15)	0	0	0
股权融资	330	775	3	0	0
其他	(31)	(56)	(43)	(47)	(60)
筹资活动现金流	**339**	**705**	**(40)**	**(47)**	**(60)**
汇率变动影响	0	(1)	- 0	- 0	- 0
现金净增加额	**74**	**1,167**	**94**	**169**	**219**

利润表

单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	**662**	**910**	**1,494**	**1,918**	**2,407**
营业成本	188	297	647	858	1,097
营业税金及附加	10	6	23	24	27
营业费用	150	204	297	372	455
管理费用及研发费用	191	235	339	420	515
财务费用	4	4	(5)	(7)	(9)
资产、信用减值损失	2	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	(0)	0	0	0
投资净收益	5	5	5	5	5
其他	8	13	16	19	21
营业利润	**130**	**178**	**214**	**274**	**348**
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	1	0	0	0
利润总额	**130**	**177**	**214**	**275**	**348**
所得税	11	20	21	27	36
净利润	**119**	**157**	**193**	**248**	**312**
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	**119**	**157**	**193**	**248**	**312**
每股收益（元）	1.34	1.76	2.17	2.79	3.51

主要财务比率

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	30.4%	37.4%	64.3%	28.4%	25.5%
营业利润	22.2%	36.9%	20.4%	28.3%	26.7%
归属于母公司净利润	24.4%	31.7%	23.0%	28.3%	25.9%
获利能力					
毛利率	71.6%	67.3%	56.7%	55.3%	54.4%
净利率	18.0%	17.2%	12.9%	12.9%	13.0%
ROE	22.1%	13.0%	11.2%	13.0%	14.7%
ROIC	18.8%	12.1%	10.2%	12.0%	13.6%
偿债能力					
资产负债率	27.8%	16.0%	18.9%	21.1%	22.7%
净负债率	7.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.70	8.51	6.00	5.15	4.70
速动比率	4.66	8.47	5.96	5.10	4.66
营运能力					
应收账款周转率	3.9	4.0	4.4	3.9	3.9
存货周转率	67.1	47.0	64.0	52.3	48.0
总资产周转率	0.9	0.6	0.7	0.8	0.9
每股指标（元）					
每股收益	1.34	1.76	2.17	2.79	3.51
每股经营现金流	2.44	1.88	1.45	2.39	3.12
每股净资产	8.45	18.61	20.27	22.45	25.19
估值比率					
市盈率	68.3	51.8	42.1	32.8	26.1
市净率	10.8	4.9	4.5	4.1	3.6
EV/EBITDA	48.8	35.7	31.5	25.0	20.0
EV/EBIT	53.6	39.6	34.4	26.8	21.2

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

东方证券
ORIENT SECURITIES

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、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邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn