

值得买 (300785)

战略升级成效初显，AI 赋能提质增效

- ◆ 2022年公司业绩承压，Q1-Q4毛利率逐季度提升。2022年公司实现营业收入12.28亿元/同比-12.45%，归母净利润0.85亿元/同比-52.71%，扣非后归母净利润0.67亿元/同比-60.20%，主要受国内消费行业疲软、消费意愿减弱，部分客户存在品牌推广预算延期或者减少，部分地区订单转化效率有所下降的影响。
 - 分季度看，Q1-Q4分别实现营业收入2.51/3.56/2.09/4.13亿元，同比+6.55%/-10.28%/-28.44%/-13.84%，归母净利润分别为-0.22/0.42/0.06/0.59亿元，分别同比-184.19%/-28.78%/-67.81%/-22.65%，Q2、Q3业绩承压明显，Q4已逐步迎来复苏。
 - 分产品看，信息推广/互联网效果营销平台/运营服务费/品牌营销/商品销售收入分别为5.96/3.97/1.41/0.72/0.21亿元（营收占比分别48.52%/32.33%/11.50%/5.85%/1.67%），同比-21.75%/+4.16%/+4.79%/-2.92%/-59.26%。2022年，公司核心业务“什么值得买”全年收入8.87亿元，同比下滑15.09%，全年确认GMV206.63亿元，同比下降5.37%，完成订单量1.80亿单，同比增长11.65%；平台注册用户2638.92万，同比增长17.41%；移动客户端APP激活量为6438.68万，同比增长12.95%；月平均活跃用户3889.16万人，同比增长4.02%。
 - 盈利能力：1) 毛利率方面，公司综合毛利率53.98%/同比-3.15pct，主要系公司前两大主营业务毛利率均承压（信息推广业务：57.73%/同比-7.68pct，互联网效果营销平台业务：67.04%/同比-2.05pct），但公司毛利率按季度提升明显（Q1-Q4：48.29%/52.73%/52.70%/59.15%）；2) 费率方面，公司整体费用率43.19%/同比+0.88pct，销售/管理/财务/研发费用率分别为19.66%/12.24%/-0.36%/11.65%，同比-0.16pct/+0.54pct/+0.40pct/+0.10pct；3) 净利率方面，公司净利率同比-5.81pct至6.87%。

投资评级

买入

维持评级

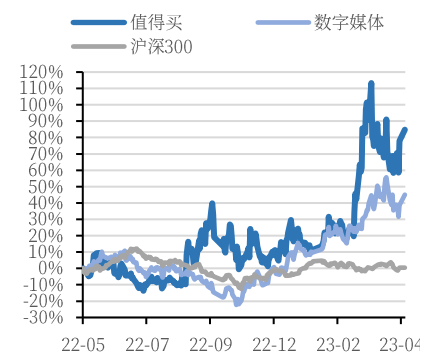
2023年05月04日

收盘价(元): 51.12

公司基本数据

总股本(百万股)	132.99
总市值(百万)	6,798.27
流通股本(百万股)	75.88
流通市值(百万)	3,878.75
12月最高/最低价(元)	59.01/23.83
资产负债率(%)	18.11
每股净资产(元)	13.61
市盈率(TTM)	64.14
市净率(PB)	3.76
净资产收益率(%)	-0.04

股价走势图



作者

裴伊凡 分析师
SAC执业证书: S0640516120002
联系电话: 010-59562517
邮箱: peiyf@avicsec.com

相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

- ◆ **23Q1 业绩逐渐回暖，盈利能力同比改善。**23Q1 公司实现营收 2.54 亿元/同比+1.19%，归母净利润-0.01 亿元/同比+96.84%，扣非后归母净利润-0.04 亿元/同比+85.35%，毛利率 49.42%/同比+1.13pct，整体费用率 48.62%/同比-8.39pct，其中销售费用率降幅最大（20.68%/同比-6.31pct），净利率 0.23%/同比+9.12pct。
- ◆ **加码 AIGC，技术驱动内容增长。**自 2017 年开始，“什么值得买”开始尝试通过算法和机器的方式生产内容，即 MGC（Machine-Generated Content，机器贡献内容），2022 年，机器贡献内容的占比达到了 20.31%，已经成为增加社区内容数量和丰富社区内容生态的重要组成部分；站内来自于用户贡献的内容（UGC）发布量占比 74.73%；2022 年第四季度起，“什么值得买”开始更多地尝试通过 AIGC 产生图片、商品亮点提炼等内容，进一步丰富消费内容业态。
- ◆ **积极探索“AI+电商”，推动内容生产降本增效。**2023 年 2 月，公司宣布成为百度文心一言的首批生态合作伙伴，打造智能化消费内容服务体系。公司正在重点推进四项工作：一，扩大 AIGC 产出内容的数量、种类以及质量；二，利用 AI 来进行社区治理和内容质量控制，净化社区环境氛围，优化社区互动体验；三，未来可能将公司内部 AIGC 能力开放给用户，支持用户内容创作；四，研究并尝试构建对话式用户决策场景，希望在未来通过引入“对话式机器人助手”的方式提供高匹配度的商品、内容推荐结果，提高用户消费决策的效率。一方面，AIGC 赋能公司业务降本增效，提升运营效率，另一方面 AIGC 有望提升平台内容丰富度与用户体验，促进平台流量持续增长，进一步打开商业化空间。
- ◆ **投资建议：**公司立足于“消费内容+消费数据”两大核心，以 AI 为翼，聚焦主站转型升级，完善“AIGC+电商”内容生态建设，未来充分发挥消费数据要素优势，助力公司实现高质量增长。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.82/2.38/2.84 亿元，EPS 分别为 1.37/1.79/2.13 元，对应目前 PE 分别为 38/29/25 倍，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**政策变动风险、技术发展不及预期、居民消费恢复不及预期。

◆ 盈利预测

单位/百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1403.14	1228.42	1596.43	1839.13	2056.85
增长率 (%)	54.26%	-12.45%	29.96%	15.20%	11.84%
归属母公司股东净利润	179.53	84.89	182.08	238.04	283.77
增长率 (%)	14.50%	-52.71%	114.48%	30.73%	19.21%
每股收益 EPS(元)	1.35	0.64	1.37	1.79	2.13
PE	38.73	81.91	38.19	29.21	24.51

资料来源：同花顺，中航证券研究所



财务报表与财务指标 (单位: 百万元)

资产负债表							利润表						
会计年度	2020	2021	2022	2023s	2024s	2025s	会计年度	2020	2021	2022	2023s	2024s	2025s
货币资金	1247.38	731.16	856.49	1040.17	1262.65	1527.85	营业收入	909.57	1403.14	1228.42	1596.43	1839.13	2056.85
应收票据及账款	256.44	432.78	436.68	503.33	579.85	648.49	营业成本	297.16	601.47	565.37	693.58	778.62	855.13
预付账款	4.83	15.76	10.32	13.28	15.29	17.10	税金及附加	6.27	11.25	19.96	16.58	19.10	21.36
其他应收款	6.86	23.38	47.36	33.39	38.47	43.03	销售费用	204.27	278.07	241.47	303.32	340.24	380.52
存货	7.79	13.59	15.94	17.80	19.98	21.95	管理费用	112.32	164.13	150.36	191.67	217.02	238.59
其他流动资产	76.97	427.58	142.62	141.35	149.17	156.19	研发费用	123.07	162.00	143.13	188.38	220.70	246.82
流动资产合计	1800.27	1644.24	1509.42	1749.31	2065.42	2414.61	财务费用	3.82	-10.67	-4.41	1.94	-2.77	-5.17
长期股权投资	6.98	33.62	26.01	23.58	21.14	18.70	资产减值损失	0.00	0.00	-19.88	0.00	0.00	0.00
固定资产	333.48	475.75	426.62	359.99	293.32	226.62	信用减值损失	-3.12	-8.03	-11.31	-9.77	-11.26	-12.59
在建工程	0.00	0.00	1.50	1.25	1.00	0.75	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	7.28	8.60	255.98	213.24	170.59	127.94	投资收益	5.11	0.51	8.58	4.74	4.74	4.74
长期待摊费用	3.97	12.92	8.24	4.12	0.00	0.00	公允价值变动损益	-0.03	2.44	-3.06	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	15.65	56.67	41.02	41.02	41.02	41.02	资产处置收益	0.18	1.41	0.40	0.66	0.66	0.66
非流动资产合计	367.36	587.57	759.26	643.18	527.06	415.03	其他收益	12.89	17.84	13.45	14.73	14.73	14.73
资产总计	1967.63	2231.80	2268.68	2392.50	2592.48	2829.64	营业利润	177.69	211.05	100.71	211.41	275.09	327.12
短期借款	0.00	0.00	101.80	0.00	0.00	0.00	营业外收入	0.10	0.04	0.22	0.12	0.12	0.12
应付票据及账款	58.35	106.78	69.46	114.84	128.92	141.59	营业外支出	0.96	10.44	1.65	4.35	4.35	4.35
其他流动负债	129.67	210.93	177.05	251.64	292.92	311.12	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	188.02	317.69	348.31	366.48	411.83	452.70	利润总额	176.83	200.65	99.28	207.18	270.85	322.89
长期借款	104.00	107.78	82.33	43.30	8.77	-20.43	所得税	20.05	22.76	14.89	26.02	34.02	40.55
其他非流动负债	22.63	26.76	30.59	30.59	30.59	30.59	净利润	156.79	177.89	84.38	181.16	236.84	282.34
非流动负债合计	126.63	134.54	112.92	73.89	39.37	10.17	少数股东损益	0.00	-1.64	-0.51	-0.92	-1.20	-1.43
负债合计	314.65	452.23	461.23	440.37	451.20	462.87	归属母公司股东净利润	156.79	179.53	84.89	182.08	238.04	283.77
股本	88.78	88.74	132.99	132.99	132.99	132.99	EBITDA	200.72	220.72	131.86	322.76	381.77	427.32
资本公积	1148.61	1166.39	1112.44	1112.44	1112.44	1112.44	NOPLAT	160.88	174.99	84.73	186.42	237.98	281.39
留存收益	415.59	525.96	564.05	709.66	900.01	1126.93	EPS(元)	1.18	1.35	0.64	1.37	1.79	2.13
归属母公司权益	1652.98	1781.10	1809.48	1955.08	2145.43	2372.35							
少数股东权益	0.00	-1.32	-2.03	-2.95	-4.16	-5.59							
股东权益合计	1652.98	1779.57	1807.44	1952.13	2141.28	2366.76							
负债和股东权益合计	1967.63	2231.80	2268.68	2392.50	2592.48	2829.64							

主要财务比率						
会计年度	2020	2021	2022	2023s	2024s	2025s
成长能力						
营收增长率	37.39%	54.26%	-12.45%	29.96%	15.20%	11.84%
营业利润增长率	36.92%	18.78%	-52.28%	109.92%	30.12%	18.92%
EBITDA增长率	34.97%	5.16%	-50.06%	120.43%	28.20%	18.51%
归母净利润增长率	36.53%	9.97%	-40.25%	144.73%	18.28%	11.93%
归母净利润增长率	31.72%	14.50%	-52.71%	114.48%	30.73%	19.21%
经营现金流增长率	28.23%	-51.24%	-36.90%	595.92%	-17.08%	14.91%
盈利能力						
毛利率	67.33%	57.13%	53.98%	56.55%	57.66%	58.43%
净利率	17.24%	12.68%	6.87%	11.35%	12.88%	13.73%
营业利润率	19.54%	15.04%	8.20%	13.24%	14.96%	15.90%
ROE	9.49%	10.08%	4.69%	9.31%	11.10%	11.96%
ROA	7.97%	8.04%	3.74%	7.61%	9.18%	10.03%
ROIC	36.49%	31.83%	9.38%	15.96%	23.22%	28.67%
估值倍数						
P/E	44.35	38.73	81.91	38.19	29.21	24.51
P/S	7.65	4.96	5.66	4.36	3.78	3.38
P/B	4.21	3.90	3.84	3.56	3.24	2.93
股息率	0.57%	0.89%	0.00%	0.52%	0.69%	0.82%
EV/EBIT	38.56	28.89	40.62	28.81	21.60	17.36
EV/EBITDA	34.70	24.87	29.22	18.66	15.17	12.91
EV/NOPLAT	43.30	31.37	45.48	32.31	24.33	19.60

现金流量表						
会计年度	2020	2021	2022	2023s	2024s	2025s
税后经营利润	156.79	177.89	84.38	167.28	222.94	268.44
折旧与摊销	20.07	30.74	37.01	113.64	113.68	109.60
财务费用	3.82	-10.67	-4.41	1.94	-2.77	-5.17
投资损失	-5.11	-0.51	-8.58	-4.74	-4.74	-4.74
营运资金变动	-29.07	-161.91	-95.20	63.74	-48.26	-43.12
其他经营现金流	20.27	45.78	38.10	15.23	15.23	15.23
经营性现金流	166.76	81.32	51.31	357.08	296.09	340.25
资本支出	58.08	140.04	254.28	0.00	0.00	0.00
长期投资	355.31	-389.22	300.47	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-1.12	1.98	10.57	5.84	5.84	5.84
投资性现金流	298.10	-527.23	56.76	5.84	5.84	5.84
短期借款	0.00	0.00	101.80	-101.80	0.00	0.00
长期借款	-14.50	3.78	-25.45	-39.03	-34.52	-29.20
普通股增加	35.45	-0.04	44.24	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	739.34	17.78	-53.95	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-58.57	-104.67	-67.98	-38.42	-44.92	-51.68
筹资性现金流	704.72	-83.15	-1.34	-179.24	-79.44	-80.88
现金流量净额	1166.91	-529.72	108.31	183.67	222.48	265.21

资料来源: 同花顺, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券社服团队: 以基本面研究为核心, 立足产业前沿, 全球视野对比, 深度跟踪元宇宙、餐饮旅游、免税、医美、珠宝、教育等行业, 把脉最新消费趋势, 以敏锐嗅觉挖掘价值牛股。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 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证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传真: 010-59562637