

## 值得买 (300785)

### AIGC 和业务场景加速融合，出海有望拓展业绩增量

◆ 事件：公司发布 2023 年年报，报告期内，公司实现营业收入 14.52 亿元，同比+18.17%；归母净利润 0.75 亿元，同比-11.92%；扣非后归母净利润 0.63 亿元，同比-5.59%，主要系信息推广、运营服务等营业成本占比较多，且较上年增加所致。毛利率 48.37%，同比-5.61pct，净利率 5.47%，同比-1.40pct。

单季度来看，23Q4，公司实现营收 4.93 亿元，同比+19.22%；归母净利润 0.61 亿元，同比+3.62%；毛利率 50.52%，同比-8.63pct，环比+7.71pct；净利率 12.97%，同比-1.04pct，环比+18.20pct。

◆ 2023 年公司营收同比增加，创新业务快速发展带来增长潜力。

➢ 业绩方面，①分季度看：Q1-Q4 公司分别实现营收 2.54/4.24/2.82/4.93 亿元，同比+1.19%/+19.06%/+34.96%/+19.22%，归母净利润分别为-0.01/0.29/-0.14/0.61 亿元，分别同比+96.84%/-31.26%/-331.13%/+3.62%。②分产品看：信息推广/互联网效果营销/运营服务费/品牌营销/商品销售/其他分别实现营收 6.76/3.70/2.79/1.22/0.02/0.02 亿元，同比+13.47%/-6.86%/+97.45%/+69.28%/-88.51%/58.26%。除互联网效果营销、商品销售外其余板块营收均同比增加，主要得益于公司围绕消费内容、营销服务和消费数据三大核心板块推进业务发展，不断提升 B 端和 C 端间的连接效率，业绩稳步发展。

➢ 盈利能力方面，①毛利率方面，整体毛利率 48.37%/同比-5.61pct，主要系报告期内公司为推进相关业务场景与 AIGC 融合从而加大投入，但部分创新业务仍处于初具雏形阶段，毛利率仍有较大上升空间；②费率方面，整体费用率 41.89%/同比-1.30pct，其中销售费用率 18.55%/同比-1.11pct，主要系广告宣传及推广活动费较上年减少所致；管理费用率 12.49%/同比+0.25pct，主要系公司业务规模扩大，导致职工薪酬、租赁费、差旅费、业务招待费等增加所致；研发费用率 11.32%/同比-0.33pct，主要系公司引进外部优秀人才及整合内部研发力量、提高研发效率所致；财务费用率为-0.47%/同比-0.11pct，变动系贷

投资评级

买入

维持评级

2024年05月13日

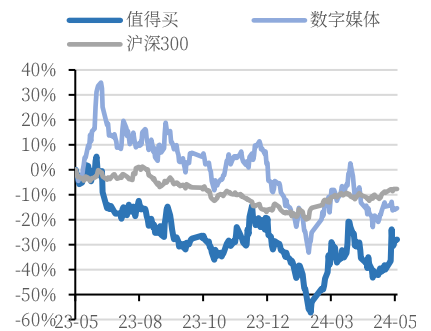
收盘价(元):

22.07

#### 公司基本数据

总股本(百万股)	198.86
总市值(百万)	4,388.74
流通股本(百万股)	113.81
流通市值(百万)	2,511.85
12月最高/最低价(元)	49.19/12.60
资产负债率(%)	14.65
每股净资产(元)	9.22
市盈率(TTM)	83.20
市净率(PB)	2.39
净资产收益率(%)	-1.24

#### 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

郭念伟 研究助理  
SAC 执业证书: S0640123040023  
联系电话:  
邮箱: guonw@avicsec.com

#### 相关研究报告

战略升级成效初显，AI 赋能提质增效—2023-05-08

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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

款偿还导致的利息支出降低，以及存款利息收入增加所致。③净利率方面，公司净利率小幅下滑（5.47%/同比-1.40pct）。

- ◆ **24Q1 营收稳增，盈利能力承压。**24Q1 公司实现营收 2.96 亿元/同比+16.85%，归母净利润-0.23 亿元，扣非后归母净利润-0.16 亿元，毛利率 42.28%/同比-7.14pct，主要系代运营业务相关成本增加所致，整体费用率 45.67%/同比-2.95pct，其中销售费用率降幅最大（17.42%/同比-3.26pct），净利率-7.24%/同比-7.47pct。
- ◆ **业务全面 AI 化，产品矩阵全面升级。**2023 年，公司利用自身独有的数据资源和语料库，自主研发了值得买消费大模型，并基于此在“什么值得买”App 内上线了“AI 评论机器人”、“AI 购买建议”、“ZDM-copilot 创作者工具”等一系列应用。新功能“小值 AI 购物助手”也于 2024 年 2 月 29 日正式在“什么值得买”App 上线，能通过对话深度理解用户需求，并根据用户需求对全网实时消费经验、价格信息进行快速总结，生成口碑总结、商品对比、商品推荐、全网比价等信息，为存在不同决策难点的消费者提供个性化建议，从而提升消费决策的质量和效率。截止 2023 年末，注册用户数达 0.29 亿/同比+9.50%；月平均活跃用户数为 0.39 亿人/同比+1.02%；移动端 App 激活量为 0.72 亿/同比+11.53%；网站及相应的移动应用确认 GMV 达到 209.18 亿/同比+1.23%，完成订单量为 1.97 亿单/同比+9.64%。2024 年 5 月，由“1 个大模型、2 个数据库、3 个引擎、4 类应用”组成的值得买科技 AI 产品矩阵整体亮相，公司成为月之暗面首批合作伙伴（“Kimi+什么值得买”已上线），还将在百川智能体平台中推出 AI 购物达人，致力于把核心产品“什么值得买”App 改造升级为“AI 原生的什么值得买 GEN2”。我们认为，公司积极迭代 AI 产品，有望利用 AIGC 技术和工具提升“什么值得买”APP 的运营效率和用户使用体验，从而推动 APP 用户数量和活跃度提升，提振公司业绩。
- ◆ **深度布局营销服务板块，创新业务不断突破新的“增长点”。**2023 年，创新业务占比 34.26%，创历史新高（2022 年占比为 27.77%），主要系公司在强化原有业务核心竞争力的基础上，不断孵化出“商品与媒体匹配的全链路服务、代运营服务、消费类 MCN、品牌营销”等多种创新业务，逐步建立起全方位服务优势。①**商品与媒体匹配的全链路服务**：通过收录来自淘宝、天猫、京东等平台的海量商家资源，实现精准的人货匹配，并基于自主研发的技术中台来管理整个链路的业务流程，助力“商家的高效推广”和“媒体的高效变现”。此外，

子公司星罗创想研发的自动生成图片和文本的 AI 工具“神灯素材助手”，能够有效提升营销场景下的创意产出水准和内容生产效率，提升企业的数字化水平。②代运营服务：通过直播电商为品牌方开辟从“广告触达”到“电商转化”的数据化经营路径，“广告+电商”一体化经营模式为公司发挥自身的电商代运营能力、内容代运营能力和大数据能力提供发展潜力，旗下子公司有助科技累计服务近 70 个国内外品牌和产业带源头工厂。公司有望借助其现有的资源、渠道、技术优势，加速赋能创新业务，其营收占比有望进一步提升，打造公司新业绩增长曲线。

- ◆ **推动“值得买”模式出海，进一步拓展全球市场。**随着跨境电商蓬勃发展、出口高速增长，越来越多的企业出海拓展市场，持续扩大品牌影响力以寻求在更广阔的全球市场中抢占先机。2023 年，值得买在成都设立研发中心，负责出海架构开发，并在 2023 年底初步建立出海团队，进行市场调研及战略规划等前期准备工作；未来，公司出海业务将通过自营和合作的方式落地，在自营方面，已选定在东南亚落地，并将首站定在泰国，内部目标是今年 4 月中旬上线，有望将泰国打造成出海的样板工程。
- ◆ **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，将提升内容创作产能，提升用户量和活跃度，未来公司业务出海进程进一步加速，有望提振公司业绩和估值。预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 1.05/1.43/1.81 亿元，EPS 分别为 0.53/0.72/0.91 元，对应目前 PE 分别为 39/29/23 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、国际宏观环境变化风险、海外业务推广不及预期。

## ◆ 盈利预测

单位/百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1228.42	1451.64	1728.41	1943.21	2108.45
增长率 (%)	-12.45%	18.17%	19.07%	12.43%	8.50%
归属母公司股东净利润	84.89	74.78	105.33	143.22	181.34
增长率 (%)	-52.71%	-11.92%	40.87%	35.97%	26.62%
每股收益 EPS(元)	0.43	0.38	0.53	0.72	0.91
PE	48.25	54.78	38.89	28.60	22.59

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	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	731.16	856.49	728.42	895.90	1050.41	1247.44	营业收入	1403.14	1228.42	1451.64	1728.41	1943.21	2108.45
应收票据及账款	432.73	436.68	517.82	588.02	661.10	717.32	营业成本	601.47	565.37	749.51	851.69	946.53	1020.33
预付账款	15.76	10.32	27.96	22.41	25.19	27.34	税金及附加	11.25	19.96	21.16	22.38	25.16	27.30
其他应收款	23.38	47.36	23.24	41.07	46.18	50.11	销售费用	278.07	241.47	269.31	311.11	340.06	358.44
存货	13.59	15.94	16.56	20.69	22.99	24.79	管理费用	164.13	150.36	181.34	216.05	233.19	253.01
其他流动资产	427.58	142.62	165.88	177.72	184.78	190.20	研发费用	162.00	143.13	164.26	198.77	223.47	242.47
流动资产总计	1644.24	1509.42	1479.98	1745.81	1990.66	2257.19	财务费用	-10.67	-4.41	-6.80	0.21	-2.03	-3.84
长期股权投资	33.62	26.01	27.15	24.92	22.69	20.45	资产减值损失	0.00	-19.68	0.00	-8.64	-11.66	0.00
固定资产	475.75	426.62	430.76	365.79	300.36	234.46	信用减值损失	-8.03	-11.31	-7.43	-11.55	-12.99	-14.09
在建工程	0.00	1.50	17.92	14.93	11.95	8.96	其他经营损益	0.00	0.00	-0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	8.60	255.88	253.02	210.85	168.68	126.51	投资收益	0.51	8.58	2.72	3.94	3.94	3.94
长期待摊费用	12.92	8.24	6.95	3.47	0.00	0.00	公允价值变动损益	2.44	-3.06	1.04	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	56.87	41.02	47.46	47.46	47.46	47.46	资产处置损益	1.41	0.40	-0.07	0.58	0.58	0.58
非流动资产合计	587.57	759.26	783.26	667.43	551.14	437.84	其他收益	17.84	13.45	14.19	15.16	15.16	15.16
资产总计	2231.80	2268.68	2263.24	2413.24	2541.79	2695.04	营业利润	211.05	100.71	83.30	127.68	171.86	216.32
短期借款	0.00	101.80	15.00	0.00	0.00	0.00	营业外收入	0.04	0.22	0.06	0.10	0.10	0.10
应付票据及账款	106.76	69.46	109.39	126.70	140.81	151.79	营业外支出	10.44	1.65	2.73	4.94	4.94	4.94
其他流动负债	210.93	177.05	170.00	263.29	290.23	311.23	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	317.69	348.31	294.39	389.99	431.04	463.03	利润总额	200.65	99.26	80.63	122.84	167.03	211.48
长期借款	107.78	82.33	70.92	41.56	15.18	-7.75	所得税	22.76	14.89	1.21	15.97	21.71	27.49
其他非流动负债	26.76	30.59	35.60	35.60	35.60	35.60	净利润	177.89	84.38	79.42	106.87	145.31	183.99
非流动负债合计	134.54	112.92	106.52	77.17	50.78	27.85	少数股东损益	-1.64	-0.51	4.64	1.54	2.09	2.65
负债合计	452.23	461.23	400.91	467.16	481.82	490.87	归属母公司股东净利润	179.53	84.89	74.78	105.33	143.22	181.34
股本	88.74	132.99	198.86	198.86	198.86	198.86	EBITDA	220.72	131.88	124.55	236.65	279.06	318.70
资本公积	1166.39	1112.44	1029.92	1029.92	1029.92	1029.92	NOPLAT	174.99	84.73	74.42	111.31	147.80	184.91
留存收益	525.96	584.05	625.92	708.14	819.93	961.48	EPS(元)	0.90	0.43	0.38	0.53	0.72	0.91
归属母公司权益	1781.10	1809.48	1854.70	1936.92	2048.71	2190.26							
少数股东权益	-1.52	-2.03	7.63	9.16	11.26	13.91							
股东权益合计	1779.57	1807.44	1862.33	1946.08	2059.97	2204.16							
负债和股东权益合计	2231.80	2268.68	2263.24	2413.24	2541.79	2695.04							

现金流量表						
会计年度	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	177.89	84.38	79.42	93.96	132.40	171.08
折旧与摊销	30.74	37.01	50.73	113.60	114.07	111.06
财务费用	-10.67	-4.41	-6.80	0.21	-2.03	-3.84
投资损失	-0.51	-8.58	-2.72	-3.94	-3.94	-3.94
营运资金变动	-161.91	-95.20	-40.52	12.25	-49.25	-37.52
其他经营现金流	45.78	38.10	17.79	14.26	14.26	14.26
经营性现金流	81.32	51.31	97.89	230.34	205.48	251.10
资本支出	140.04	254.28	45.70	-0.00	0.00	0.00
长期投资	-389.22	300.47	-30.51	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	1.98	10.57	-1.59	4.82	4.82	4.82
投资性现金流	-527.28	56.76	-77.80	4.82	4.82	4.82
短期借款	0.00	101.80	-86.80	-15.00	0.00	0.00
长期借款	3.78	-25.45	-11.41	-29.35	-26.38	-22.93
普通股增加	-0.04	44.24	65.87	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	17.78	-53.95	-82.51	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-104.67	-67.98	-48.10	-23.33	-29.40	-35.95
筹资性现金流	-83.15	-1.34	-162.95	-67.68	-55.78	-58.89
现金流量净额	-529.72	108.31	-142.09	167.48	154.52	197.03

主要财务比率						
会计年度	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力						
营收增长率	54.26%	-12.45%	18.17%	19.07%	12.43%	8.50%
营业利润增长率	18.78%	-52.26%	-17.28%	53.27%	34.61%	25.87%
EBITDA增长率	5.16%	-50.06%	-22.18%	66.68%	34.09%	25.85%
归母净利润增长率	9.97%	-40.25%	-5.56%	90.00%	17.92%	14.20%
归母净利润增长率	14.50%	-52.71%	-11.92%	40.87%	35.97%	26.62%
经营现金流增长率	-51.24%	-36.90%	90.78%	135.31%	-10.79%	22.20%
盈利能力						
毛利率	57.13%	53.96%	48.37%	50.72%	51.29%	51.61%
净利率	12.68%	6.87%	5.47%	6.18%	7.48%	8.73%
营业利润率	15.04%	8.20%	5.74%	7.39%	8.84%	10.26%
ROE	10.08%	4.69%	4.03%	5.44%	6.99%	8.28%
ROA	8.04%	3.74%	3.30%	4.36%	5.63%	6.73%
ROIC	31.83%	9.38%	6.37%	8.81%	12.70%	16.54%
估值倍数						
P/E	22.82	48.25	54.78	38.89	28.60	22.59
P/S	2.92	3.33	2.82	2.37	2.11	1.94
P/B	2.30	2.26	2.21	2.11	2.00	1.87
股息率	1.52%	0.65%	0.00%	0.56%	0.77%	0.97%
EV/EBIT	28.89	40.62	50.88	27.01	19.19	14.28
EV/EBITDA	24.87	29.22	30.16	14.04	11.34	9.30
EV/NOPLAT	31.37	45.48	50.47	29.85	21.42	16.04

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、内容或其复印本给予任何其他人士。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起。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