

营收稳健，关注 AIGC 及出海进展

核心观点

- **收入稳定增长，利润有所下滑。**公司发布 24H1 财报，1H24 实现收入 7.16 亿元（yoy+5.7%），归母净利润 0.08 亿元（yoy-72.8%）。
- **“什么值得买”社区激发用户活跃度，持续推进 AIGC 研发。**“什么值得买”月活用户 1H24 yoy+1.62%至 3779 万；1H24 社区产生的 GMV 为 91.81 亿元，yoy-16.1%。公司通过 AIGC 技术重构产品，兴趣构建内容逻辑：1) 核心产品升级：“什么值得买”App 改造升级为“AI 原生的什么值得买 GEN2”，将其打造成基于用户的个性化兴趣，应用 AI 技术对全网消费内容进行搜集、分析、提炼、推荐的消费内容平台，以更好地服务当下用户对于高效获取兴趣内容的决策需求。2) 面向 C 端消费者：AI Agent 购物助手“小值”上线，帮助用户以对话的方式高效筛选商品和内容。3) 面向创作者：推出“ZDM-Copilot 辅助创作工具”，提升创作体验和创作质量。4) 合作大模型企业：与月之暗面、科大讯飞、MiniMax 等企业达成合作。
- **创新业务不断突破。**1H24 公司创新业务取得了积极的发展成果，具体来看：**代运营业务收入 yoy+61.4%**，公司将业务重点转向抖音，服务了多个国际美妆个护品牌，客户包括宝洁、赫莲娜、TAKAMI 等；**品牌营销收入 yoy+0.7%**，为小米有品、石头、飞利浦等品牌客户打造高质量营销方案；**商品与媒体匹配业务**，星罗创想入选阿里妈妈淘宝联盟“淘宝 618 期间超级 U 选团长第一名”、京东联盟“京武盟会员”认证。
- **出海业务落地。**“什么值得买”泰国版 App 产品已可在当地 App Store、Google Play 和华为应用市场搜索下载。通过借鉴国内的先发优势与成功经验，将在国内市场得到验证的“值得买”模式复制到新兴市场，有望为公司打开新的增长空间。
- **毛利率受收入结构变化影响，费用率逐步优化。**我们推测由于毛利率较低的创新业务增速更快，因此 1H24 毛利率同比下降 2.2pct 至 47.0%，其中代运营、商品销售、品牌营销业务的毛利率同比均有改善。**销售、管理费用率同比改善**：1H24 的销售/研发/管理费率同比分别为 18.2%/12.6%/12.6%，同比变化-1.2/+1.3/-0.2pct。公司 1H24 扣非归母净利润 0.12 亿元，同比下降 39.1%，利润率 1.7%。

盈利预测与投资建议

- 根据最新财报，我们预测公司 24-26 年归母净利润 0.8/1.4/1.7 亿元（原预测 24-25 年归母净利润 2.3/2.8 亿元），采取 PE 估值法，参考可比公司 25 年 25xPE（调整后均值），对应目标价 17.75 元/股，维持“买入”评级。

风险提示 行业竞争加剧，流量增长放缓，AIGC 进展不及预期对公司估值有所影响

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,228	1,452	1,622	1,951	2,164
同比增长(%)	-12.5%	18.2%	11.7%	20.3%	10.9%
营业利润(百万元)	101	83	96	174	206
同比增长(%)	-52.3%	-17.3%	15.0%	81.7%	18.2%
归属母公司净利润(百万元)	85	75	75	142	168
同比增长(%)	-52.7%	-11.9%	0.8%	88.1%	18.2%
每股收益(元)	0.43	0.38	0.38	0.71	0.84
毛利率(%)	54.0%	48.4%	47.2%	47.9%	47.9%
净利率(%)	6.9%	5.2%	4.6%	7.3%	7.7%
净资产收益率(%)	4.7%	4.1%	4.0%	7.2%	8.1%
市盈率	36.3	41.2	40.9	21.8	18.4
市净率	1.7	1.7	1.6	1.5	1.4

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。

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。

投资评级 买入（维持）

股价（2024年08月29日）	15.51 元
目标价格	17.75 元
52 周最高价/最低价	27.55/12.5 元
总股本/流通 A 股（万股）	19,886/12,226
A 股市值（百万元）	3,084
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2024 年 08 月 30 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	3.06	-2.33	-17.85	-34.81
相对表现%	4.13	1	-8.56	-21.29
沪深 300%	-1.07	-3.33	-9.29	-13.52



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
李雨琪	021-63325888-3023 liyujqi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520050001 香港证监会牌照：BQP135
杨妍	yangyan3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523030001

联系人

相关报告

值得买 1H23 点评：业绩逐步复苏，积极布局 AIGC 应用	2023-08-31
值得买 1H22 点评：疫情影响下社区业务保持韧性，创新业务优化利润率逐季改善	2022-09-15

根据最新财报，我们调整盈利预测（下调了收入、毛利率，上调了费用率等）我们预测公司 24-26 年归母净利润 0.8/1.4/1.7 亿元（原预测 24-25 年归母净利润 2.3/2.8 亿元），采取 PE 估值法，参考可比公司 25 年 25xPE（调整后均值），对应目标价 17.75 元/股，维持“买入”评级。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元) 2024/8/29	每股收益（元）				市盈率			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
蓝色光标	300058	5.05	0.05	0.15	0.21	0.26	107.68	34.08	24.17	19.57
壹网壹创	300792	15.04	0.45	0.62	0.67	0.69	33.23	24.09	22.44	21.88
浙文互联	600986	3.96	0.13	0.16	0.19	0.21	30.65	24.43	21.27	18.73
天下秀	600556	3.46	0.05	0.08	0.12	0.14	67.45	42.35	30.09	24.21
遥望科技	002291	4.21	-1.13	-0.15	0.14	0.33	-3.73	-27.81	29.34	12.85
调整后均值								28	25	20

数据来源：wind，东方证券研究所

风险提示：行业竞争加剧，流量增长放缓，AIGC 进展不及预期对公司估值有所影响

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	856	728	814	979	1,086	营业收入	1,228	1,452	1,622	1,951	2,164
应收票据、账款及款项融资	437	518	578	695	771	营业成本	565	750	856	1,016	1,127
预付账款	10	28	31	38	42	营业税金及附加	20	21	19	25	30
存货	16	17	19	22	25	销售费用	241	269	289	322	346
其他	190	189	161	171	180	管理费用及研发费用	293	346	367	415	454
流动资产合计	1,509	1,480	1,603	1,905	2,103	财务费用	(4)	(7)	(3)	(2)	0
长期股权投资	26	27	27	27	27	资产、信用减值损失	31	7	15	15	15
固定资产	408	406	385	364	342	公允价值变动收益	(3)	1	0	0	0
在建工程	1	18	22	26	30	投资净收益	9	3	0	0	0
无形资产	256	253	269	283	296	其他	14	14	15	14	15
其他	71	79	46	45	45	营业利润	101	83	96	174	206
非流动资产合计	762	783	749	745	741	营业外收入	0	0	0	0	0
资产总计	2,271	2,263	2,352	2,650	2,844	营业外支出	2	3	5	3	4
短期借款	102	15	0	144	189	利润总额	99	81	91	171	202
应付票据及应付账款	69	109	125	148	164	所得税	15	1	11	21	24
其他	177	170	219	227	234	净利润	84	79	80	151	178
流动负债合计	348	294	345	519	587	少数股东损益	(1)	5	5	9	10
长期借款	75	61	61	61	61	归属于母公司净利润	85	75	75	142	168
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.43	0.38	0.38	0.71	0.84
其他	41	46	32	34	34						
非流动负债合计	116	107	92	94	94	主要财务比率					
负债合计	464	401	437	613	681		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	(2)	8	12	21	32	成长能力					
实收资本(或股本)	133	199	199	199	199	营业收入	-12.5%	18.2%	11.7%	20.3%	10.9%
资本公积	1,099	1,030	1,030	1,030	1,030	营业利润	-52.3%	-17.3%	15.0%	81.7%	18.2%
留存收益	578	626	674	788	903	归属于母公司净利润	-52.7%	-11.9%	0.8%	88.1%	18.2%
其他	(0)	(0)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	1,807	1,862	1,915	2,038	2,163	毛利率	54.0%	48.4%	47.2%	47.9%	47.9%
负债和股东权益总计	2,271	2,263	2,352	2,650	2,844	净利率	6.9%	5.2%	4.6%	7.3%	7.7%
						ROE	4.7%	4.1%	4.0%	7.2%	8.1%
						ROIC	4.2%	3.8%	4.1%	7.1%	7.7%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	20.4%	17.7%	18.6%	23.1%	23.9%
净利润	84	79	80	151	178	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	32	49	40	39	39	流动比率	4.33	5.03	4.65	3.67	3.58
财务费用	(4)	(7)	(3)	(2)	0	速动比率	4.29	4.97	4.60	3.63	3.54
投资损失	(9)	(3)	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	(104)	(57)	17	(102)	(63)	应收账款周转率	2.8	3.0	3.0	3.1	3.0
其它	69	50	0	1	(0)	存货周转率	38.3	46.1	48.3	49.1	47.6
经营活动现金流	68	112	135	87	154	总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.8	0.8
资本支出	(241)	(38)	(34)	(34)	(34)	每股指标(元)					
长期投资	8	(1)	0	0	0	每股收益	0.43	0.38	0.38	0.71	0.84
其他	291	(39)	25	(5)	(5)	每股经营现金流	0.51	0.56	0.68	0.44	0.77
投资活动现金流	57	(78)	(9)	(39)	(39)	每股净资产	9.10	9.33	9.57	10.14	10.72
债权融资	(25)	(12)	9	0	0	估值比率					
股权融资	6	(3)	0	0	0	市盈率	36.3	41.2	40.9	21.8	18.4
其他	18	(148)	(49)	117	(8)	市净率	1.7	1.7	1.6	1.5	1.4
筹资活动现金流	(1)	(163)	(40)	117	(8)	EV/EBITDA	18.6	18.9	17.9	11.3	9.7
汇率变动影响	2	1	-0	-0	-0	EV/EBIT	24.7	31.1	25.7	13.8	11.5
现金净增加额	125	(128)	85	165	107						

资料来源：东方证券研究所

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 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

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。

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。

本报告仅供本公司的客户使用。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

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。