

值得买 (300785)

投资评级

买入

维持评级

“全面 AI” 战略加速落地，核心业务稳步优化

2025 年 09 月 08 日

收盘价(元):

34.62

- ◆ 事件：公司发布 2025 年半年报，2025 年上半年公司实现营业收入 5.82 亿元，同比-18.70%；归母净利润 0.13 亿元，同比+65.75%；扣非后归母净利润 0.11 亿元，同比-11.06%。毛利率 49.20%，同比+2.23pct；净利率 2.32%，同比+1.03pct。

单季度来看，25Q2 公司实现营收 3.14 亿元，同比-25.26%；归母净利润 0.21 亿元，同比-29.91%；毛利率 56.80%，同比+6.51pct，环比+16.48pct；净利率 6.94%，同比-0.38pct，环比+10.01pct。

- ◆ 25H1 公司营收承压下滑，盈利水平稳步回升

- 业绩方面，25H1 公司实现营业收入 5.82 亿元，同比-18.70%，主要系公司低毛利业务战略性收缩以及相关业务升级等所致。分季度看，Q1/Q2 公司分别实现营收 2.68/3.14 亿元，同比-9.41%/-25.26%；归母净利润分别为-0.09/0.21 亿元，同比+62.16%/-29.91%。分业务看，信息推广收入实现营收 2.42 亿元/同比-22.32%；互联网效果营销平台收入/运营服务费收入分别实现营收 1.64/1.59 亿元，同比-0.96%/-12.52%。

- 盈利能力方面，①毛利率方面，25H1 公司整体毛利率 49.20%/同比+2.23pct。②费率方面，25H1 公司整体费用率 44.75%/同比+1.60pct，其中销售费用率 18.05%/同比-0.17pct，主要系公司降本增效，优化工作流程及人员结构所致；管理费用率 12.81%/同比+0.26pct，主要系公司推进精细化管理，日常运营效率提升，各项运营管理费用降低所致；研发费用率 14.23%/同比+1.61pct，主要系公司实现信息技术费等降低，并通过 AI 提升效能实现研发人员结构优化所致；财务费用率-0.34%/同比-0.10pct，主要系汇兑损益变动所致。③净利率方面，25H1 公司净利率 2.32%/同比+1.03pct。

- ◆ AI 技术体系持续落地，驱动平台效率与模式双升级。2025 年上半年，公司坚定推进“全面 AI”战略，原 AI 事业部升级为 AI 应用研究院，围绕“1 个大模型、2 个数据库、3 个引擎、4 类应用”构建产品

公司基本数据

总股本(百万股)	198.86
总市值(百万)	6,884.37
流通股本(百万股)	122.33
流通市值(百万)	4,235.21
12 月最高/最低价(元)	46.26/15.36
资产负债率(%)	22.34
每股净资产(元)	9.49
市盈率(TTM)	85.76
市净率(PB)	3.65
净资产收益率(%)	0.67

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 分析师
SAC 执业证书：S0640525040003
联系电话：
邮箱：guonw@avicsec.com

相关研究报告

AI 战略加速落地，内容生态与效率双重进化——2025-05-30

股市有风险入市需谨慎

矩阵，AI 已深度嵌入平台内容与运营流程。新版“什么值得买”平台已全面应用 AI 技术，报告期内发布内容达 2021.88 万篇，同比增长 30.98%，其中 AIGC 内容占比超 52%，同比大幅增长 73.63%。AI 工具有效提升审核效率，618 期间内容审核时长较去年缩短至 1/8；“AI 购物管家”显著拉动转化率，同比提升 162.6%。同时，公司“海纳”MCP Server 开放内容检索、推荐等核心接口，与 Kimi、理想等多家智能体产品建立协同，形成面向 Agent 生态的服务能力。整体来看，公司 AI 技术从场景试验走向系统性落地，逐步成为平台增长与效率提升的关键引擎。

24H1 营收稳健增长，AI 业务&出海有望贡献业绩增量 —2024-09-26

AIGC 和业务场景加速融合，出海有望拓展业绩增量 —2024-05-27

- ◆ **核心平台全面升级，用户基础稳中有升，商业化效率提升。**公司核心平台“什么值得买”上半年完成品牌升级，确立“我们的兴趣消费指南”全新定位。依托个性化推荐、精准画像与 AI 驱动的内容体系，用户活跃度与转化能力稳步提升：月活达 3826.82 万人、同比+1.26%，注册用户累计超 3104.90 万人；移动端下单渗透率同比提升 2.02pct 至 15.62%。同期平台确认 GMV 达 87.84 亿元，订单量超 8800 万单。客户结构进一步优化，拓展清风、古驰、凡士林、MOVA 等新品牌客户。平台生态在产品、技术与内容多维迭代下形成良性循环，助力公司夯实用户壁垒与变现能力，商业化路径持续清晰。
- ◆ **智能营销体系日益完善，AI 能力赋能客户价值释放。**公司在智能营销领域形成以“商品+媒体”匹配为基础的全链路能力，覆盖代运营、内容生产、品牌营销等多环节。旗下星罗创想不断优化“神灯素材助手”，提升 AI 驱动的短视频文案生成与虚拟试穿效率，并于 2025 年 4 月入选淘宝联盟首批认证招商服务商。日晨星罗持续拓展抖音 DP 业务，服务 LVMH、雅诗兰黛、戴森等国际客户；有助科技强化全域代运营，稳定服务美的、青岛啤酒、欧普照明等，并拓展至亚马逊、Shopify 等跨境平台。我们认为，公司智能营销业务依托 AI 能力与高质量客户积累，已构建起结构更优、规模更大的商业基础，有望成为公司中长期增长的重要支柱。
- ◆ **投资建议：**公司全面推进“全面 AI”战略，核心平台“什么值得买”实现内容生产与用户运营的智能化升级，商业化效率显著提升，平台流量基础稳固，产品与技术协同增强变现能力，叠加 AI 应用场景持续拓展，有望驱动公司新一轮高质量发展。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 1.29/1.46/1.82 亿元，EPS 分别为 0.65/0.74/0.91 元，当前股价对应 PE 分别为 52/46/37 倍，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**AI 相关产品商业化进展不及预期；用户增长与活跃度提升

放缓风险；客户投放预算下行的风险；内容监管政策变化风险。

◆ 盈利预测

单位/百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1451.64	1517.62	1797.08	2077.96	2398.29
增长率 (%)	18.17%	4.55%	18.41%	15.63%	15.42%
归属母公司股东净利润	74.78	75.24	128.65	146.22	181.72
增长率 (%)	-11.92%	0.62%	70.98%	13.66%	24.28%
每股收益 EPS(元)	0.38	0.38	0.65	0.74	0.91
PE	89.43	88.88	51.98	45.74	36.80

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	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	856.49	728.42	657.86	770.28	887.50	1018.77	营业收入	1228.42	1451.64	1517.62	1797.08	2077.96	2398.29
应收票据及账款	436.68	517.82	542.07	640.58	740.71	854.89	营业成本	565.37	749.51	801.39	943.65	1087.60	1247.74
预付账款	10.32	27.96	28.02	27.63	31.95	36.88	税金及附加	19.96	21.16	22.31	27.27	31.53	36.39
其他应收款	47.36	23.34	31.58	45.19	52.26	60.31	销售费用	241.47	269.31	250.56	278.55	320.01	366.94
存货	15.94	16.56	20.21	23.75	27.37	31.40	管理费用	150.36	181.34	183.17	206.66	236.89	273.41
其他流动资产	142.62	165.88	261.14	214.39	224.46	235.93	研发费用	143.13	164.26	181.54	206.66	249.36	283.00
流动资产总计	1509.42	1479.98	1540.89	1721.82	1964.24	2238.18	财务费用	-4.41	-6.80	-3.25	2.36	-0.19	-2.08
长期股权投资	26.01	27.15	24.98	24.91	24.85	24.79	资产减值损失	-19.88	0.00	-6.71	-3.97	-4.59	-5.30
固定资产	426.62	430.76	411.29	367.39	319.68	268.15	信用减值损失	-11.31	-7.43	-10.31	-10.71	-12.38	-14.29
在建工程	1.50	17.92	146.12	121.77	97.42	73.06	其他经营损益	0.00	-0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	255.88	253.02	236.25	196.87	157.50	118.12	投资收益	8.58	2.72	2.99	5.89	5.89	5.89
长期待摊费用	8.24	6.95	10.95	5.47	0.00	0.00	公允价值变动损益	-3.06	1.04	5.29	2.00	2.00	2.00
其他非流动资产	41.02	47.46	64.62	64.62	64.62	64.62	资产处置收益	0.40	-0.07	1.76	0.70	0.70	0.70
非流动资产合计	759.26	783.26	894.20	781.04	664.06	548.75	其他收益	13.45	14.19	8.03	11.89	11.89	11.89
资产总计	2268.68	2263.24	2435.09	2502.86	2628.30	2786.93	营业利润	100.71	83.30	82.94	137.72	156.27	193.77
短期借款	101.80	15.00	27.07	0.00	0.00	0.00	营业外收入	0.22	0.06	0.15	0.14	0.14	0.14
应付票据及账款	69.46	109.39	170.87	151.62	174.75	200.48	营业外支出	1.65	2.73	11.34	2.00	2.00	2.00
其他流动负债	177.05	170.00	176.75	236.75	270.96	308.85	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	348.31	294.39	374.68	388.37	445.71	509.33	利润总额	99.28	80.63	71.75	135.86	154.42	191.91
长期借款	82.33	70.92	105.20	71.78	40.41	11.79	所得税	14.89	1.21	-8.69	1.99	2.26	2.81
其他非流动负债	30.59	35.60	36.74	36.74	36.74	36.74	净利润	84.38	79.42	80.45	133.87	152.16	189.11
非流动负债合计	112.92	106.52	141.94	108.51	77.15	48.52	少数股东损益	-0.51	4.64	5.21	5.23	5.94	7.38
负债合计	461.23	400.91	516.62	496.88	522.85	557.85	归属母公司股东净	84.89	74.78	75.24	128.65	146.22	181.72
股本	132.99	198.86	198.86	198.86	198.86	198.86	EBITDA	131.88	124.55	105.06	251.32	271.14	305.09
资本公积	1112.44	1029.92	1032.17	1032.17	1032.17	1032.17	NOPLAT	84.73	74.42	80.95	135.37	151.14	186.23
留存收益	564.05	625.92	673.38	755.66	849.19	965.43	EPS (元)	0.43	0.38	0.38	0.65	0.74	0.91
归属母公司权益	1809.48	1854.70	1904.40	1986.68	2080.21	2196.45	主要财务比率						
少数股东权益	-2.03	7.63	14.07	19.30	25.24	32.62	会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
股东权益合计	1807.44	1862.33	1918.47	2005.98	2105.45	2229.07	成长能力						
负债和股东权益合计	2268.68	2263.24	2435.09	2502.86	2628.30	2786.93	营收增长率	-12.45%	18.17%	4.55%	18.41%	15.63%	15.42%
现金流量表							营业利润增长率	-52.28%	-17.28%	-0.43%	66.04%	13.47%	23.99%
会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	EBIT增长率	-50.06%	-22.18%	-7.21%	101.77%	11.58%	23.09%
税后经营利润	84.38	79.42	80.45	115.53	133.82	170.77	EBITDA增长率	-40.25%	-5.56%	-15.65%	139.21%	7.89%	12.52%
折旧与摊销	37.01	50.73	36.56	113.10	116.92	115.26	归母净利润增长率	-52.71%	-11.92%	0.62%	70.98%	13.66%	24.28%
财务费用	-4.41	-6.80	-3.25	2.36	-0.19	-2.08	经营现金流增长率	-36.90%	90.78%	6.20%	47.28%	25.87%	11.53%
投资损失	-8.58	-2.72	-2.99	-5.89	-5.89	-5.89	盈利能力						
营运资金变动	-95.20	-40.52	-14.51	-87.91	-67.86	-79.05	毛利率	53.98%	48.37%	47.19%	47.49%	47.66%	47.97%
其他经营现金流	38.10	17.79	7.69	15.91	15.91	15.91	净利率	6.87%	5.47%	5.30%	7.45%	7.32%	7.89%
经营性现金净流量	51.31	97.89	103.95	153.11	192.71	214.93	营业利润率	8.20%	5.74%	5.47%	7.66%	7.52%	8.08%
资本支出	254.28	45.70	92.55	0.00	-0.00	0.00	ROE	4.69%	4.03%	3.95%	6.48%	7.03%	8.27%
长期投资	300.47	-30.51	-97.89	0.00	0.00	0.00	ROA	3.74%	3.30%	3.09%	5.14%	5.56%	6.52%
其他投资现金流	10.57	-1.59	-46.63	68.52	8.38	8.38	ROIC	7.15%	5.26%	5.21%	8.24%	8.89%	10.73%
投资性现金净流量	56.76	-77.80	-237.07	68.52	8.38	8.38	估值倍数						
短期借款	101.80	-86.80	12.06	-27.07	0.00	0.00	P/E	78.77	89.43	88.88	51.98	45.74	36.80
长期借款	-25.45	-11.41	34.28	-33.43	-31.37	-28.62	P/S	5.44	4.61	4.41	3.72	3.22	2.79
普通股增加	44.24	65.87	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	3.70	3.61	3.51	3.37	3.21	3.04
资本公积增加	-53.95	-82.51	2.24	0.00	0.00	0.00	股息率	0.40%	0.42%	0.45%	0.69%	0.79%	0.98%
其他筹资现金流	-67.98	-48.10	-50.72	-48.72	-52.50	-63.41	EV/EBIT	43.21	54.81	93.42	46.31	41.13	33.12
筹资性现金净流量	-1.34	-162.95	-2.13	-109.21	-83.86	-92.03	EV/EBITDA	31.08	32.49	60.91	25.47	23.39	20.61
现金流量净额	108.31	-142.09	-134.86	112.41	117.22	131.27	EV/NOPLAT	48.38	54.38	79.06	47.29	41.97	33.76

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。
增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%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:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003
李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

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。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