

## 值得买 (300785.SZ)

## 强烈推荐 (维持)

## AI 重构消费决策，效率驱动价值重估

值得买科技正处于从传统导购向 AI 驱动消费科技转型的关键拐点，依托“全面 AI 战略”与千亿级数据资产，构建了以消费大模型为底座的产品矩阵，有效解决了行业决策效率痛点。

□ **业务梳理：**公司依托“什么值得买”APP 及网站运营提供数字消费服务。“什么值得买”平台帮助用户分享高性价比商品与服务，为消费者提供决策支持，并通过导购佣金及广告展示实现变现。2025H1，“什么值得买”月平均活跃用户数 3826.8 万人，确认 GMV 达 87.8 亿，完成订单量 8872 万单。

□ **发展历程：**公司从消费导购社区起步，历经内容生态构建、业务板块拓展和全面 AI 战略转型。2010 年，公司上线“什么值得买”网站及 App，以用户分享驱动消费决策；随后深耕内容生态，持续丰富 UGC、PGC 及 MCN 内容矩阵。2021 年，公司确立消费内容、营销服务、消费数据三大业务板块，并于 2025 年正式将营销服务升级为智能营销板块。近年来，公司全面推动 AI 战略转型，自研消费大模型，推出 AI 购物管家“张大妈”及“海纳”MCP Server，向 AI 驱动的消费科技集团跃迁。

□ **公司 AI 业务进展：**海外 AI 电商走向智能代理，国内豆包等头部模型迅速迭代相关产品，AI 电商发展迅速。公司的 AI 战略为依托“1 组大模型、2 个数据库、3 个引擎、4 类应用”矩阵对核心业务进行底层重构。在内部产品形态上，公司实现了从辅助决策工具向自主智能体的跨越，AI 购物管家“张大妈”通过意图识别与自动化执行，有效打通了“对话即交易”的闭环。在外部生态建设上，公司将智能体植入元宝、豆包等平台，确立了核心信源地位。同时，公司依托“海纳”MCP Server 将消费数据资产标准化封装，成功连接 Kimi 等通用大模型，并且在硬件终端层面实现与荣耀 YOYO、天禧 PC 智能体等系统的深度嵌入。

□ **盈利预测：**考虑到公司在消费数据资产与 AI 应用场景的深度闭环优势，看好其模型能力迭代带来的用户价值提升及业绩增长。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 0.93/1.42/1.88 亿元。维持“强烈推荐”评级。

□ **风险提示：**AI 技术发展不及预期，消费行业疲弱，行业竞争加剧、内容合规与信息安全监管风险。

## 财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	1452	1518	1480	1606	1721
同比增长	18%	5%	-2%	8%	7%
营业利润(百万元)	83	83	121	184	243
同比增长	-17%	-0%	46%	52%	32%
归母净利润(百万元)	75	75	93	142	188
同比增长	-12%	1%	24%	53%	32%
每股收益(元)	0.38	0.38	0.47	0.72	0.94
PE	139.6	138.7	112.1	73.4	55.6
PB	5.6	5.5	5.3	5.0	4.7

资料来源：公司数据、招商证券

消费品/商业

目标估值：NA

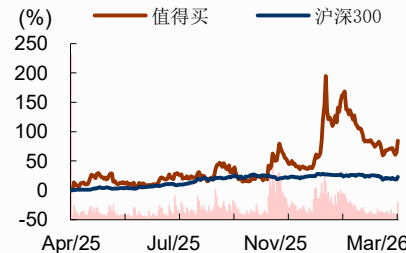
当前股价：52.49 元

## 基础数据

总股本(百万股)	199
已上市流通股(百万股)	122
总市值(十亿元)	10.4
流通市值(十亿元)	6.4
每股净资产(MRQ)	9.5
ROE(TTM)	4.5
资产负债率	20.5%
主要股东	隋国栋
主要股东持股比例	35.95%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	0	42	110
相对表现	1	43	84



资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

丁浙川	S1090519070002
dingzhechuan@cmschina.com.cn	
顾佳	S1090513030002
gujia@cmschina.com.cn	
徐帅	S1090523070014
xushuai2@cmschina.com.cn	

## 正文目录

一、公司概况:	4
1、发展历程: 聚焦“AI+内容”, 建设全域营销生态	4
2、业务结构: 深耕消费内容核心, 升级智能营销生态	4
3、股权和管理层: 股权集中控盘稳固, 团队专业治理稳健	8
4、财务分析: 营收毛利近期承压, 持续提效费控优化	9
二、公司 AI 业务进展:	13
1、以领域知识蒸馏锻造专业基座, 三大引擎重塑内容生产与理解全流程	15
2、从“小值”决策辅助到“张大妈”自主执行, AI 应用矩阵实现商业闭环	19
3、深化行业合作共建 AI 生态, 成为 AI 时代重要信源	22
三、投资建议:	24
四、风险提示	25

## 图表目录

图 1: 集团发展历程	4
图 2: 公司三大核心业务板块	5
图 3: “什么值得买”商业模式	6
图 4: “什么值得买”盈利模式	6
图 5: 消费类 MCN 多元通道盈利模式	6
图 6: 消费数据板块业务模式	7
图 7: 日晟星罗服务案例	7
图 8: 有助科技服务案例	7
图 9: 消费数据板块业务模式	8
图 10: 公司股权结构	8
图 11: 公司管理团队情况	9
图 12: 值得买营业收入及增速	10
图 13: 公司分业务营业收入占比	10
图 14: 公司分业务营业收入	10
图 15: 公司毛利情况及同比变动	11
图 16: 公司分业务营业成本情况	11

图 17: 公司各业务板块毛利率情况..... 11

图 18: 公司归母净利润及归母净利率情况..... 12

图 19: 公司费用率及净利率情况 ..... 12

图 20: 通过 ChatGPT 实现 Etsy 商品购买的主要流程..... 13

图 21: 公司成为豆包答案生成重要信源 ..... 14

图 22: “值得买” AI 战略推进 ..... 14

图 23: 公司 AI 产品全景图..... 15

图 24: 公司自有大模型..... 16

图 25: 公司 AIUC 引擎功能图谱..... 17

图 26: 公司 AIGC 引擎标题及大纲生成功能 ..... 18

图 27: 公司 AGENT 引擎示意图..... 18

图 28: 公司 AGENT 引擎示意图..... 19

图 29: 张大妈 APP 功能演示..... 20

图 30: “海纳” MCP Server 主要提供服务 ..... 21

图 31: “海纳” MCP Server 主要合作伙伴 ..... 21

图 32: 公司与商汤科技签订战略合作协议..... 22

图 33: 公司获得联想“AI 创新伙伴奖” ..... 23

图 34: 值得买盈利预测..... 24

附: 财务预测表..... 26

## 一、公司概况:

### 1、发展历程： 聚焦 “AI+内容”， 建设全域营销生态

值得买科技是一家以 AI 与内容驱动为核心的数字消费服务集团。其前身北京知德脉科技有限公司成立于 2011 年。2015 年，公司完成股份制改革，正式更名为“值得买”，并于 2019 年 7 月在深交所创业板上市。上市后，公司持续深化战略布局，于 2021 年进一步明确消费内容、营销服务和消费数据三大核心业务板块。2023 年，公司将 AIGC 纳入重点战略项目，成立 AI 事业部，推动 AIGC 对相关业务场景商业生态的重塑。2024 年 2 月，公司上线了基于值得买消费大模型所研发的“小值 AI 购物助手”；5 月，公司正式发布并实施全面 AI 战略，构建通用 AI 能力平台，全面赋能业务发展与管理运营，重塑涵盖内容生产、内容审核与内容分发等环节的产业链条。2025 年，“小值”正式升级为 AI 购物管家“张大妈”。目前，AIGC 已成为公司内容供给的重要增长极。2025H1 公司核心平台“什么值得买”内容发布总量达 2021.88 万篇，同比增长 30.98%。其中 AIGC 内容发布量达 1,061.70 万篇，同比增长 73.63%，占总内容发布量的 52.51%。

图 1：集团发展历程

年份	月份	里程碑
2010 年	6 月	“什么值得买”网站成立。
2011 年	11 月	公司前身北京知德脉科技有限公司成立，正式开始公司化运作。
2012 年	5 月	“什么值得买 App” iPhone 客户端上线。
	6 月	“什么值得买 App” Android 客户端上线。
2015 年	10 月	完成股份制改革，正式更名为“值得买”。
2016 年	1 月	获华创资本 1 亿元融资。
	7 月	子公司星罗创想成立。
2018 年	3 月	确定以“技术驱动型公司”为发展方向。
2019 年	7 月	值得买(300785.sz)成功登陆深交所上市。
2021 年	3 月	“新值得·新势能”战略发布会举行，进一步明确消费内容、营销服务和消费数据三大核心业务板块。
2023 年	8 月	首批 AIGC 成果上线，以技术进步引领体验升级。
2024 年	2 月	“小值”核心算法通过网信办备案，正式登陆 App。
	5 月	“效率驱动未来”战略发布会举行，宣布全面 AI 战略。
2025 年	5 月	“什么值得买” GEN2 升级上线。
	5 月	“海纳” MCPServer 及“火眼” AIUC 引擎发布上线。
	9 月	“张大妈” App 开启公测。

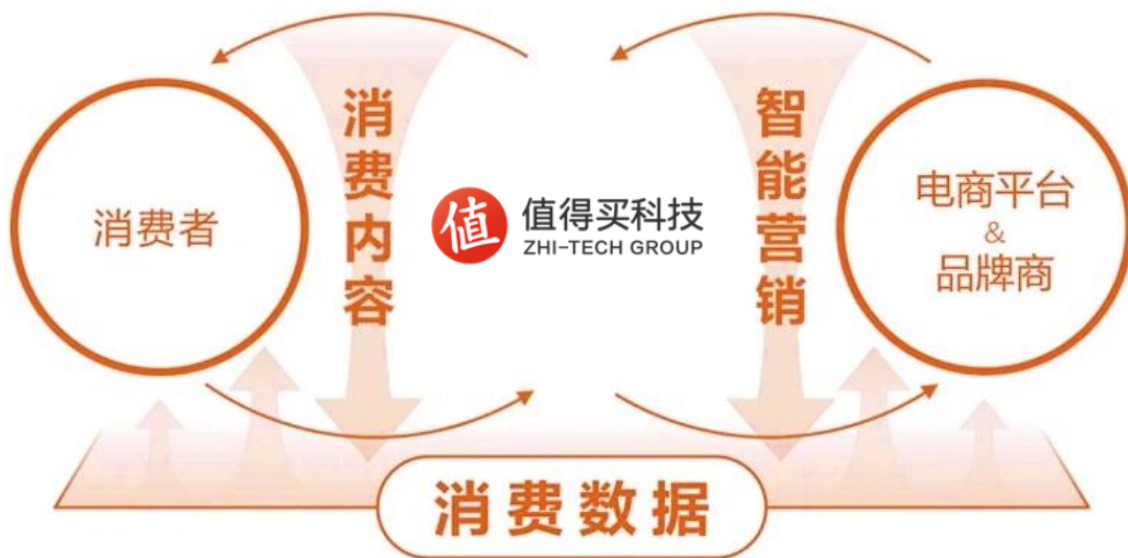
资料来源：公司官网、公司公告、招商证券

### 2、业务结构：深耕消费内容核心，升级智能营销生态

深化消费内容核心，布局三大核心板块。近年来，消费内容价值日益凸显，电商

及品牌商投入持续加大。为抓住产业变革机遇，公司基于在消费内容领域的积累和人工智能技术的进步，自 2021 年启动战略升级：在坚持以消费内容为核心的基础上，深入布局消费内容、营销服务和消费数据三大核心板块，不断提升 B 端和 C 端之间的连接效率。2025 年 4 月，通过战略研讨，公司将营销服务板块升级为智能营销板块。

图 2：公司三大核心业务板块



资料来源：公司年报，招商证券

(一) 消费内容板块

公司主要通过消费内容社区“什么值得买”、消费类 MCN 和相关的垂类应用等构建消费内容板块。其主要核心消费内容社区“什么值得买”25H1 贡献收入 2.42 亿元，同比下降 22.32%，占期内总收入比例为 41.50%。

1) 消费内容社区“什么值得买”

**AI 升级赋能，营收双轨并进。**“什么值得买”是一个由用户驱动的消费内容社区，通过用户的消费经验分享和互动，帮助更多用户理性、高效决策，实现良性循环。2024 年，公司在全面 AI 战略下将 App 升级为“AI 原生的什么值得买 GEN2”，以 AI 技术重塑内容生产、内容审核、内容分发等环节，解决高质量消费内容获取效率低下问题。App 的收入模式为电商平台、品牌商等信息推广服务收入。根据收费方式不同分为电商导购佣金收入和广告展示收入两部分。

图 3：“什么值得买”商业模式

图 4：“什么值得买”盈利模式



资料来源：公司年报，招商证券

资料来源：公司年报，招商证券

## 2) 消费类 MCN

依托子公司深耕消费 MCN，营销变现增收。公司通过旗下子公司多元通道积极布局消费类 MCN 业务，专注于垂直品类的消费内容，通过孵化自有账号与签约外部账号等相结合的方式，与公司内部的内容专家以及外部达人等展开合作，为其提供全链条服务支持。MCN 业务为品牌商提供品牌营销服务实现商业化变现，收入体现为品牌营销收入。

图 5：消费类 MCN 多元通道盈利模式



资料来源：公司年报，招商证券

## 3) 相关垂类应用

积极拓展垂直领域，培育新增长曲线。除“什么值得买”内容社区和 MCN 外，公司近年来持续深化垂直领域拓展：同步孵化“万象映生”“商智千帆”等子公司，分别聚焦微信生态视频号代运营及私域 SaaS 服务，为品牌提供全域营销解决方案；加速海外布局，以“Zestbuy”作为出海首站落地泰国，探索“值得买”模式的本地化复制。上述业务为公司贡献了部分信息推广收入、运营服务费收入、品牌营销收入等。

图 6：消费数据板块业务模式



资料来源：公司年报，招商证券

## （二）智能营销板块

2025 年，公司将营销服务升级为智能营销板块，主要为电商平台、品牌商提供商品与媒体匹配的全链路服务、代运营服务及品牌营销服务。

### 1) 商品与媒体匹配的全链路服务

商品与媒体匹配的全链路服务主要由公司旗下子公司星罗创想负责。星罗创想通过收录多平台商家资源并对接海量媒体，实现精准的人货匹配，同时服务于媒体和品牌两端：既帮助媒体解决对高品质商品及服务的需求，又帮助电商和品牌商找到精准的用户群体以及提供全渠道带货服务。该部分业务收入体现为互联网效果营销平台收入。

### 2) 代运营服务

旗下子公司日晟星罗和有助科技主要负责代运营服务，主要为品牌商提供抖音平台全链路和多平台全域电商代运营两种服务。子公司不仅可以依靠消费领域和内容创作方面的积累帮助品牌商实现营销和销售转化，还可以将集团大数据资源和品牌商自身资源数据相结合，为其一对一制定运营策略。根据结算方式，该部分收入分为运营服务费收入（服务费模式）和商品销售收入（商品零售模式）。

图 7：日晟星罗服务案例

图 8：有助科技服务案例



资料来源：公司年报，招商证券

资料来源：公司年报，招商证券

### 3) 品牌营销服务

值得买科技基于行业积淀与内容运营能力，协同公司资源，为品牌商提供从品牌

咨询、营销策划、KOL 对接、内容种草、专业测评、流量投放、私域运营到软件工具的全链条服务，解决策略不清晰、投放效果差、效率低、成本高等痛点。相关收入体现为品牌营销收入和商品销售收入。

公司持续构建覆盖人、货、场多维度的底层数据体系。截至 2025H1，值得买商品数据库已经收录了超过 34.7 万品牌、2290.9 万聚合商品。数据体系不仅赋能“什么值得买”平台的内容展示与分发效率，提升各业务板块运营效能；还可以支撑“值得买消费大模型”训练，以及为品牌提供营销全链路的数据洞察与解决方案。

图 9：消费数据板块业务模式

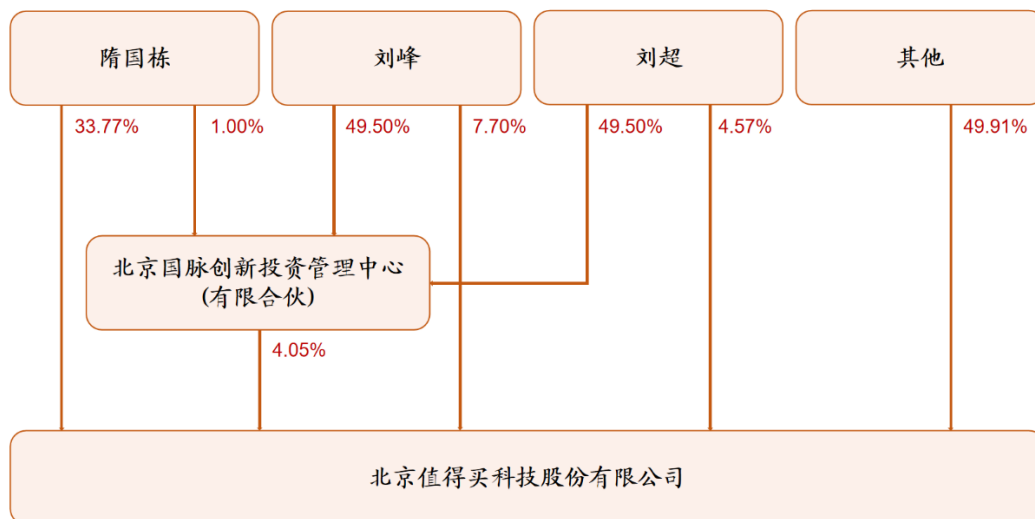


资料来源：公司年报，招商证券

### 3、股权和管理层：股权集中控盘稳固，团队专业治理稳健

公司股权结构集中，呈现出清晰的双层布局。截至 2025 年 11 月，公司创始人、董事长隋国栋为实际控制人，直接持股 33.77%，通过北京国脉创新投资公司间接持有 0.04%，合计持股 33.81%，是公司实际控制人。董事刘峰和刘超则作为北京国脉创新投资管理中心（有限合伙）的主要合伙人，分别以直接和间接方式共计持有公司 9.70%和 6.57%的股份。除实际控制人外，公司其余股东持股占比均不超过 10%，股权结构集中。

图 10：公司股权结构



资料来源：iFind，招商证券

**管理层团队稳定，护航战略转型稳步推进。**创始人隋国栋长期担任公司董事长兼首席执行官，全面把控战略方向。2024年10月，公司完成第四届董事会及管理层换届，隋国栋、刘峰、刘超等核心成员均获续任，管理层延续性得到保障。2026年2月，公司增选副总经理许欢为非独立董事，进一步完善治理结构，许欢曾担任团博万众首席运营官，具备丰富的电商运营经验。整体来看，公司管理层兼具稳定性与专业性。

图 11：公司管理团队情况

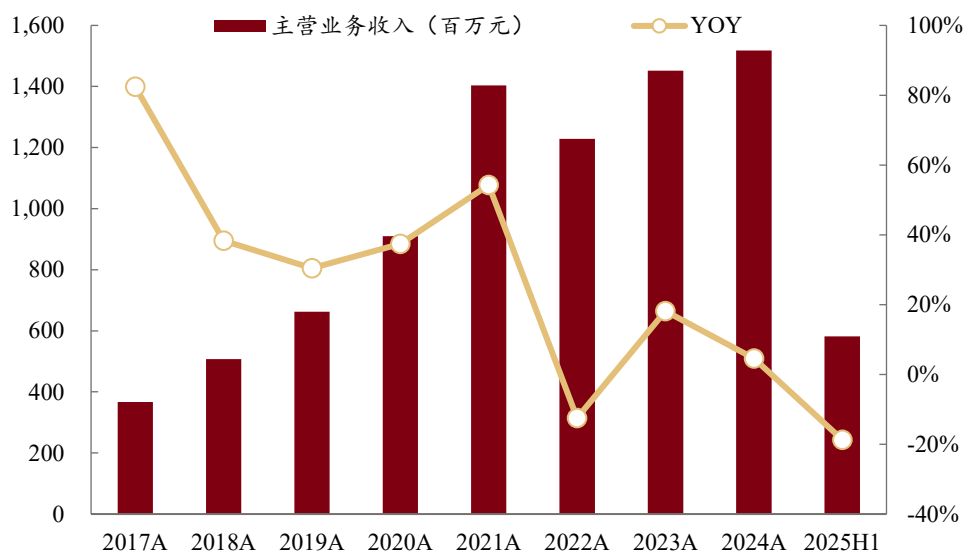
姓名	出生年份	职务	简历介绍	持股数（股）
隋国栋先生	1983 年	创始人、董事长、首席执行官	曾任公司前身北京知德脉信息技术有限公司执行董事、经理。	73,042,476
刘峰先生	1982 年	联合创始人、董事、副总经理	现任公司董事、曾任公司首席技术官。	18,124,323
刘超先生	1986 年	联合创始人、董事、内部审计部门负责人	曾任公司首席运营官、首席用户体验官、首席营销官。	10,765,116
陈莹倩女士	1973 年	董事、副总经理	曾任北京卫康视光学眼镜有限公司总经理。	0
许欢先生	1982 年	副总经理	曾任团博万众（北京）科技有限公司首席运营官。	1,200
李楠女士	1976 年	首席财务官	曾任铁狮门投资咨询（上海）有限公司中国区财务总监、珠海横琴阅江投资顾问有限公司财务总监、天津国脉智新企业管理中心（有限合伙）执行事务合伙人等。现任北京值得同行公益基金会理事长。	44,389
张路平先生	1990 年	董事会秘书	曾任航天宏图技术股份有限公司证券事务代表、董事、董事会秘书，厦门吉宏科技股份有限公司董事会秘书	0

资料来源：公司官网、公司年报，招商证券

#### 4、财务分析：营收毛利近期承压，持续提效费控优化

公司前期增长强劲，但近年来营收明显承压。2017-2024 年，公司主营业务收入从约 3.67 亿元增长至 15.18 亿元，对应 CAGR 为 19.42%。2025H1，公司主营业务收入为 5.82 亿元，同比下降 18.70%，主要原因在于公司低毛利业务战略性收缩以及相关业务升级等。

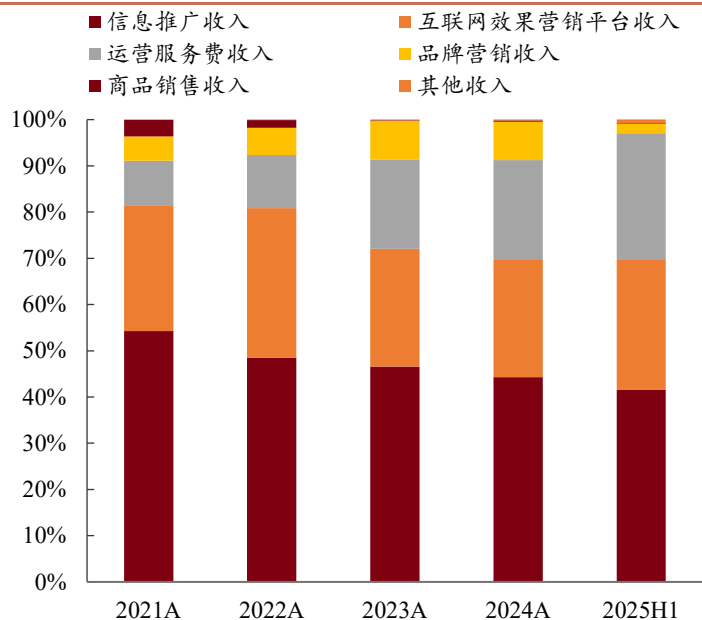
图 12: 值得买营业收入及增速



资料来源: 公司年报、iFind, 招商证券

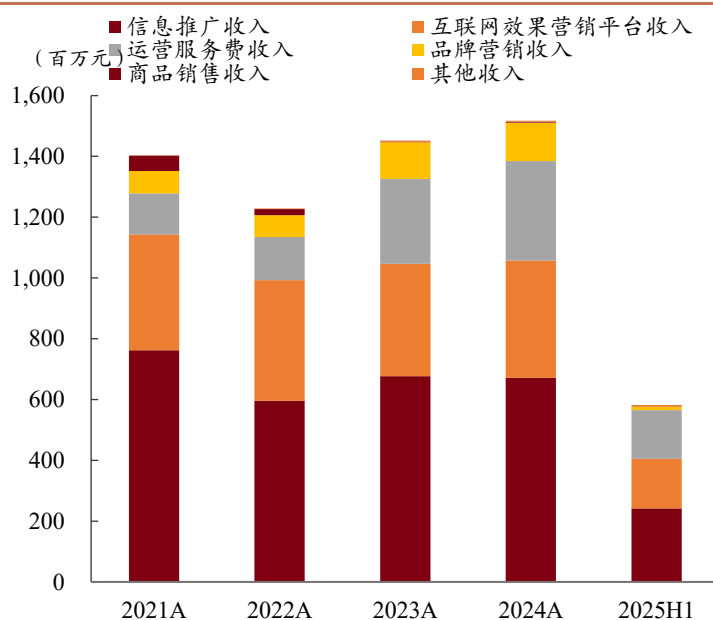
公司营收分为六大业务收入。其中信息推广收入和互联网效果营销平台收入是公司收入的核心构成,二者占总营业收入比例持续维持在 70%以上,近年来略有下滑。品牌营销收入和运营服务收入占比稳步提升,分别由 2021 年的 4%和 10%提升至 8%和 22%,占比同比上升超 100%。商品销售收入占比逐步下降,由 2021 年的 5%左右下降至不足 1%。

图 13: 公司分业务营业收入占比



资料来源: 公司年报, 招商证券

图 14: 公司分业务营业收入



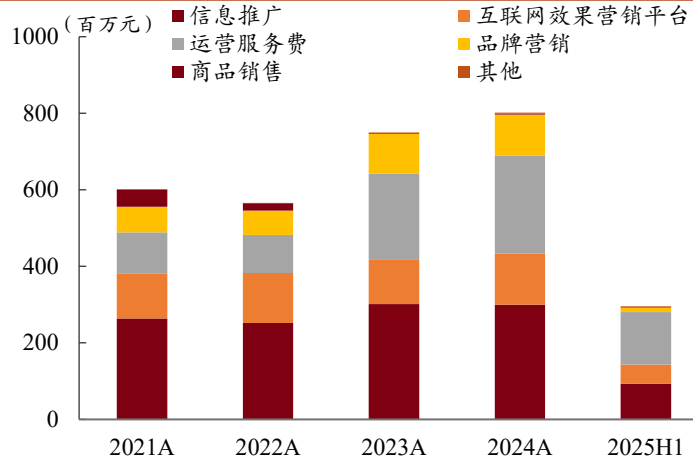
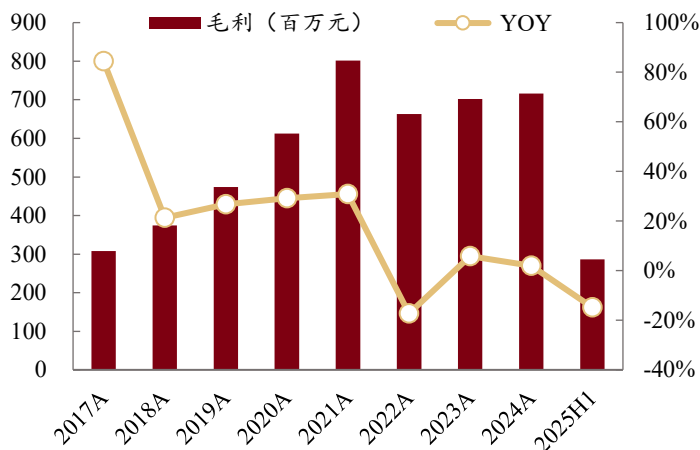
资料来源: 公司年报, 招商证券

毛利率承压持续下滑。2017-2021 年,公司毛利从 3.08 亿元攀升至 8.02 亿元,对应 CAGR 为 21.06%。在 2021 年阶段性高点后,公司受行业环境及业务结构调整影响,毛利同比增速转负。公司毛利率从 2017 年 84%的高位持续下行,至 2024 年回落至约 47.19%,主要原因在于近年来运营服务成本上涨迅速。2025H1,公司毛利润为 2.86 亿元,同比下降 14.84%;毛利率为 49.20%,同比增长 2.23%。分业务看,25H1 信息推广、互联网效果营销平台毛利率保持稳定,运营服务费、

品牌营销业务毛利率同比下降 6.9pct/10.1pct 至 13.64%/5.62%。

图 15: 公司毛利情况及同比变动

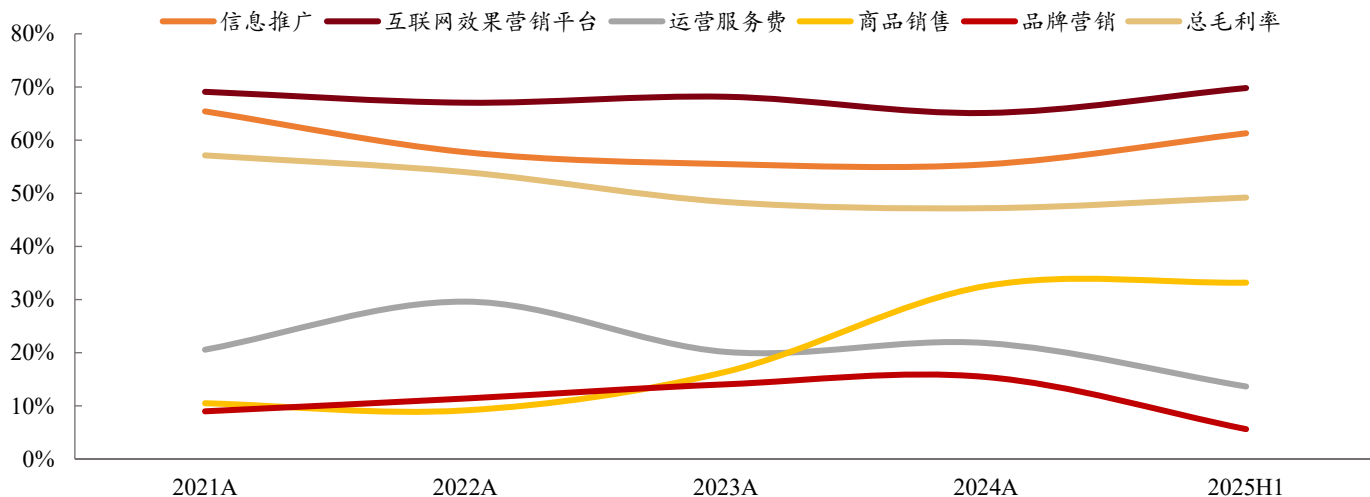
图 16: 公司分业务营业成本情况



资料来源: 公司年报、iFind、招商证券

资料来源: 公司年报、iFind、招商证券

图 17: 公司各业务板块毛利率情况

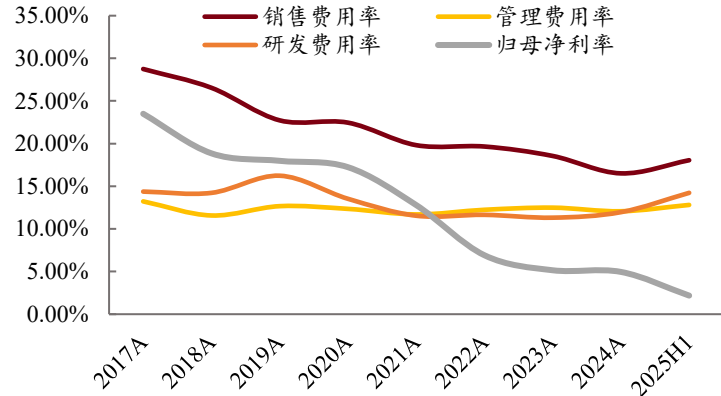
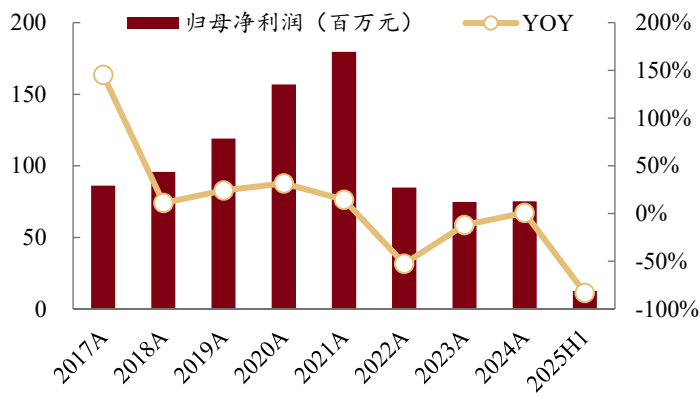


资料来源: 公司年报、招商证券

公司关注提效控费，销售费用率持续下降。值得买集团采取降本增效措施，控制费用支出，三费中销售费用率降低明显。2017-2024 年，公司销售费用率从 28.75% 下降至 16.51%。2025H1，公司销售费用率、管理费用率和研发费用率分别为 18.05%、12.81% 和 14.23%，销售费用和管理费用同比下降 19.5% 和 17.0% 至 1.05 亿元和 0.75 亿元，原因在于公司推进精细化管理，优化工作流程及人员结构，日常运营效率提升。

图 18: 公司归母净利润及归母净利率情况

图 19: 公司费用率及净利率情况



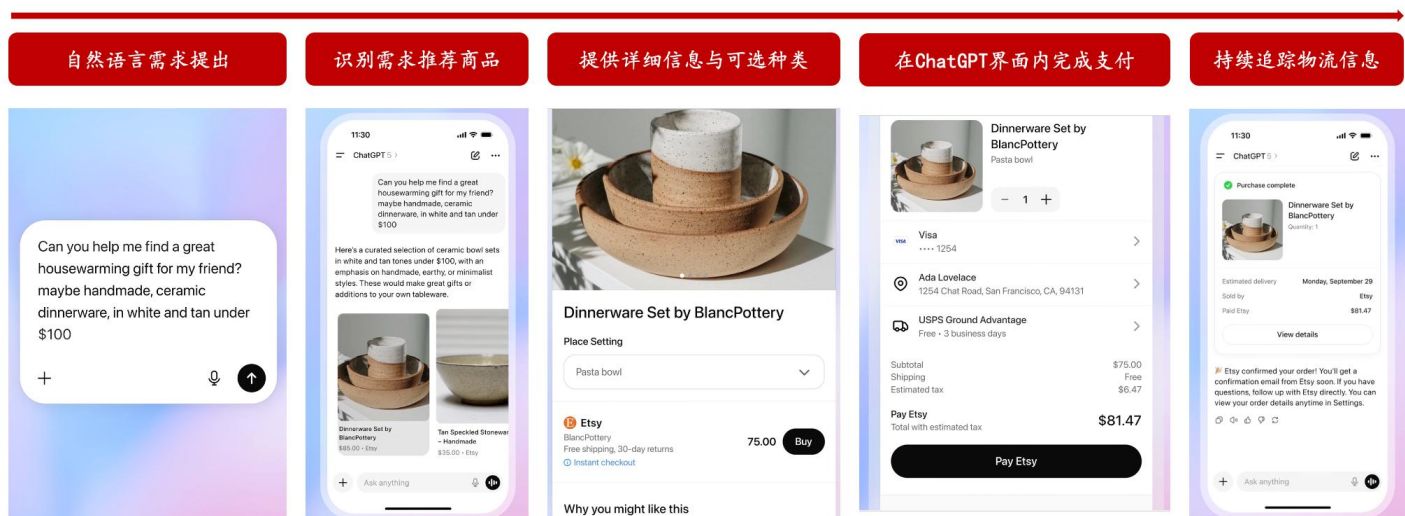
资料来源: 公司年报、iFind, 招商证券

资料来源: 公司年报、iFind, 招商证券

## 二、公司 AI 业务进展

海外开源 GPT 逐步接入电商，驱动电商从“自主搜索”走向“智能代理”。以 OpenAI 为代表的开放协议路线通过 Instant Checkout 功能实现与 ACP 标准的制定，实现了意图到交易的闭环转化，显著缩短了用户决策路径。目前 ChatGPT 已与 Etsy、Shopify、Walmart、Target 等零售商合作，试点 AI 代理的直接支付、场景化推荐及本地履约服务功能。对于 Etsy、Shopify、Walmart 和 Target 等传统零售巨头而言，这是新的线上流量新入口。根据 Similarweb 数据，Walmart 9 月份总推荐流量中已有约 15% 来自 ChatGPT，较 8 月份的 9.5% 实现了显著提升。Target 则创新地打通了生鲜、本地库存与 Drive Up 履约闭环，实现个性化、一站式的购物体验。

图 20: 通过 ChatGPT 实现 Etsy 商品购买的主要流程



资料来源：ChatGPT 官网、招商证券

国内 AI 电商行业发展迅速。豆包于 25 年 10 月完成的重要功能升级，正式接入抖音商城。当用户提出消费相关问题时，豆包不再局限于提供文字建议，而是会直接推荐具体商品。其中，值得买社区内的优质内容成为重要引用来源。

图 21: 公司成为豆包答案生成重要信源



资料来源: 豆包 APP, 招商证券

公司坚定实施从战略探索到全域赋能的 AI 演进路径，确立人工智能为解决消费决策效率的核心驱动力，并已完成组织架构的深度适配。早在 2023 年，公司便基于内容电商与 AIGC 的高适配性成立独立 AI 事业部，启动技术储备；2024 年 5 月正式发布“全面 AI 战略”，明确 AI 并非附加概念而是业务的“原生能力”；至 2025 年上半年，公司进一步将组织升级为“AI 应用研究院”，标志着 AI 已从单一业务板块的探索转变为服务全集团的技术基础设施。这一战略深化的成效在数据端得到验证：随着 AI 在各项业务中的深度渗透，2025 年 6 月公司月均调用第三方大模型 Tokens 数达到 736.34 亿，较 2024 年末大幅增长 84.10%，显示出公司已成功将前沿技术转化为实质性的生产力，转型为数据与算力驱动的 AI 型组织。

图 22: “值得买” AI 战略推进

年份	月份	里程碑
2023 年	3 月	确立 AIGC 为年度重点战略, 正式成立 AI Lab; 启动消费大模型 (Vertical LLM) 自主研发与训练。
	6 月	与中国人民大学高瓴人工智能学院达成合作, 聚焦推荐算法在导购场景的落地研究。
	8 月	AIGC 功能在 App 内灰度测试; 上线 B 端创作者工具“神灯素材助手”。
	10 月	AI Lab 正式升级为独立一级业务部门“AI 事业部”, 直接向集团汇报。
2024 年	1 月	“什么值得买”大模型通过国家《生成式人工智能服务管理暂行办法》备案。
	2 月	核心算法获网信办备案; AI 购物助手“小值”正式在 App 端全量上线。

	4月	与月之暗面 (Kimi) 达成深度合作, 推出“Kimi+什么值得买”智能体。
	5月	正式对外发布“1组大模型、2个数据库、3个引擎、4类应用”的产品矩阵。
2025年	5月	“小值”升级为具备执行能力的 Agent “张大妈”。
	6月	“AI事业部”升级为“AI应用研究院”; 发布“海纳”MCP Server 打通华为、夸克等终端。
	11月	双11期间 AI 生成内容与 Agent 调用量创新高, 验证“AI+电商”的商业化潜力。
2026年	2月	持续推进独立 AI 应用的商业化落地, 探索数据要素在全域营销中的变现路径。

资料来源: 公司官网、公司公告、招商证券

公司目前已构建起一套逻辑清晰、协同高效的“1-2-3-4”AI产品矩阵, 形成了从底层基座到末端应用的全链路赋能体系。该体系以自主研发的“值得买消费大模型”为核心智力源, 深度整合公司独有的“商品库”与“内容库”两大知识资产, 确保了 AI 在消费领域的专业性与精准度。在中间层, 通过 AIUC (内容理解)、AIGC (内容生成) 及 AGENT (任务调度) 三大引擎, 实现了对复杂消费场景的逻辑处理。最终, 这些能力沉淀为面向用户、创作者、品牌方及大模型生态的四类应用, 不仅显著提升了站内内容生产效率与用户决策质量, 更确切地践行了其“科技驱动消费进步”的愿景, 旨在成为 AI 时代 AIGC 应用的标杆企业。

图 23: 公司 AI 产品全景图

## 值得买科技 AI 产品全景图



资料来源: 公司年报, 招商证券

### 1、以领域知识蒸馏锻造专业基座, 三大引擎重塑内容生产与理解全流程

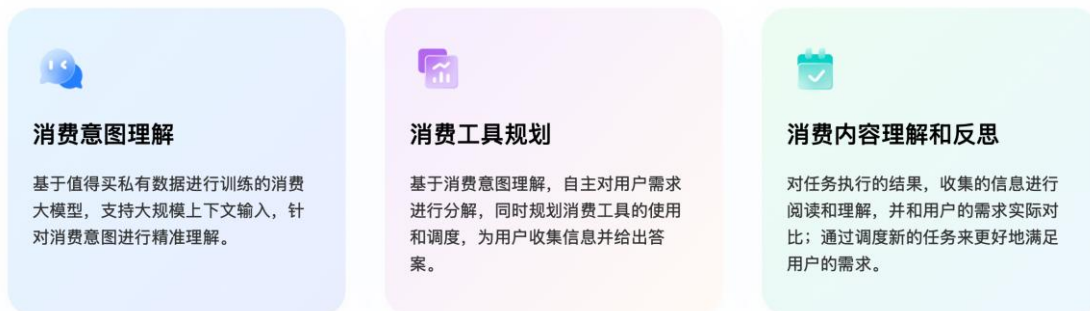
值得买科技自主研发的“值得买消费大模型”是支撑其 AI 产品矩阵的基础。该模型的构建遵循了“领域知识蒸馏”的技术路径, 即在通用大模型的基础上, 通过注入海量、专业的消费领域数据进行深度训练, 从而获得针对消费场景的专项能力。具体而言, 公司在第三方 130 亿参数的模型基座上, 使用了总量达 300GB 的消费数据语料对模型进行全参数训练, 历经 1.2 亿轮迭代完成。这一过程充分结合了值得买科技沉淀十余年的消费内容场景与海量数据优势, 确保大模型具备

深刻理解消费需求、商品特性及用户意图的能力。

图 24: 公司自有大模型

### 自有大模型-值得买消费大模型

更了解消费知识和消费逻辑的垂直领域大模型



资料来源：公司官网，招商证券

基于“值得买消费大模型”，公司构建了三个专注于不同功能方向的 AI 应用引擎：**AIUC（AI Understand Content）引擎、AIGC（AI Generated Content）引擎和 AGENT 引擎**，共同构成了面向消费场景的应用构建框架。

**AIUC 引擎的核心功能是通过融合行业知识图谱与多模态 AI 解析能力，深度解析图文、视频等海量、多源消费内容并进行结构化提炼。**其具体工作方式包括：对收集到的全网内容进行评分，并从信息密度、创作意图、情绪情感、趋势场景、价格因素等至少 12 个维度提取兴趣标签，以此构建社区内容兴趣体系。在具体应用中，AIUC 引擎被用于辨别内容真伪、筛选优质内容、总结真实观点，以及辅助用户进行购买决策。例如，在 APP 的文章详情页，AIUC 引擎可以自动解析文中提及商品的卖点；在“好价”板块，则为商品增加风险提示与购买建议。为进一步释放这一能力，值得买科技已将其以“火眼”的品牌对外开放，并通过官网开放了涵盖品牌营销、内容治理、兴趣洞察、商业决策、运营提效等多个场景的 11 项通用能力接口与 19 项消费服务能力接口。

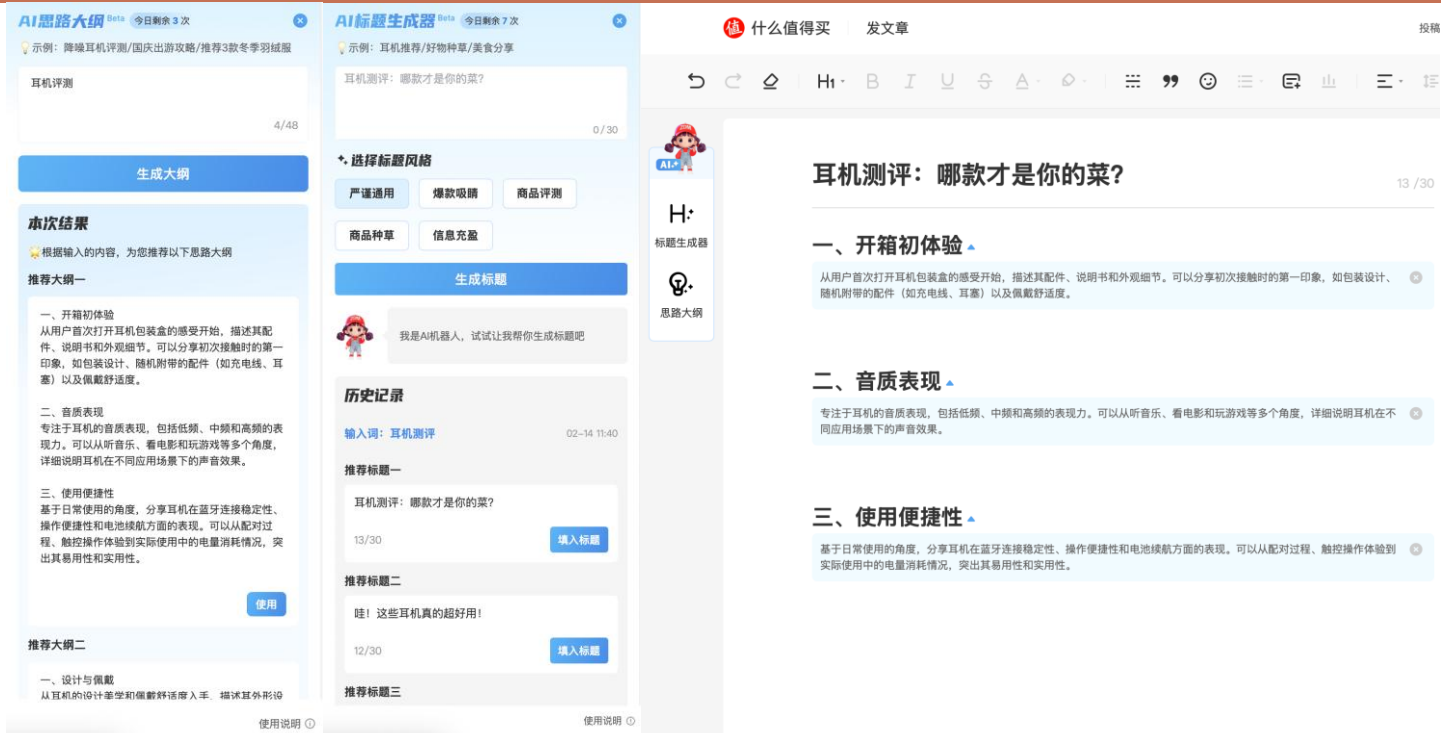
图 25: 公司 AIUC 引擎功能图谱



资料来源：公司官网，招商证券

**AIGC 引擎有效重塑了平台的内容生产模式，其应用方向主要分为两个层面：辅助创作与自动生成。**一方面，该引擎被广泛用于辅助平台上的 PGC（专业生产内容）、UGC（用户生成内容）和 BGC（品牌生成内容）创作，通过诸如“ZDM-Copilot 辅助创作工具”、“神灯素材助手”等产品，帮助创作者降低创作门槛、提升创作质量、简化创作流程。另一方面，AIGC 引擎也被直接用于生成和转载消费内容。新版“什么值得买”App 每日会通过 AI 筛选全网数万篇优质内容推送给用户，并从中挑选热点且有深度价值的内容生成总结，以降低用户的信息获取成本。AIGC 内容的规模化应用已成为值得买科技内容生态的重要组成部分。数据显示，2024 年“什么值得买”平台 AIGC 内容占比已达到 44.10%；至 2025 年上半年，在平台合计发布的 2,021.88 万篇内容中，AIGC 内容占比进一步提升至 52.51%，发布量较 2024 年同期大幅提升 73.63%。在 2025 年 618 大促期间，AIGC 内容的发布量同比提升了 43.4%，证明 AIGC 引擎在高效增加社区内容数量、丰富内容生态方面的显著成效。

图 26: 公司 AIGC 引擎标题及大纲生成功能



资料来源: 公司官网, 招商证券

**AGENT 引擎主要负责对复杂任务进行分解和调度, 是构建智能体应用的基础框架。** AI 时代用户的消费习惯正在发生变化, 对搜索产品的期待已从信息检索过渡到问题解决, 产品设计也围绕用户意图而非商品浏览展开。AGENT 引擎的构建有效响应这一变化, 它使 AI 应用不仅能够理解需求和生成内容, 更能实现对购物全流程的智能管理。基于此引擎, 公司先后开发了 AI 购物助手“小值”和更高级的 AI 购物管家“张大妈”。这些智能体能够深度理解用户需求, 对全网实时消费经验与价格信息进行快速总结, 并提供口碑总结、商品对比、商品推荐、全网比价等一站式服务。

图 27: 公司 AGENT 引擎示意图

## AGENT引擎

作为可自定义Agent工作流的编排平台, 让智能体构建更简单。

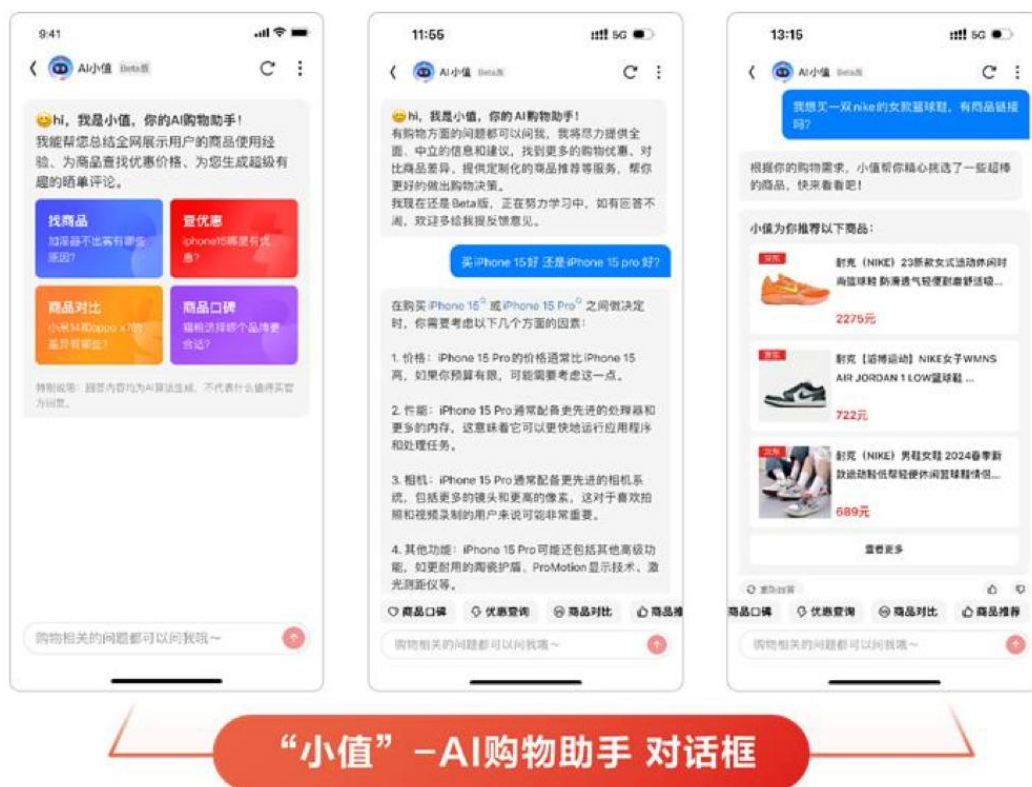


资料来源: 公司官网, 招商证券

## 2、从“小值”决策辅助到“张大妈”自主执行，AI应用矩阵实现商业闭环

2024年2月29日，值得买科技自主研发的对话式AI购物助手“小值”在“什么值得买”App正式上线。该产品是值得买科技将AIGC纳入集团重点战略后推出的代表性成果和首款旗舰级应用。依托平台积累的超2.6亿商品SKU与7800万条深度评测内容，小值构建了涵盖口碑透视、参数比拼、个性化推荐及价格雷达在内的四大核心决策模块。通过将意图识别引擎与内容生成引擎相结合，小值能够精准解析用户模糊的消费需求并提供结构化建议，其商业价值已在实战中得到验证，2024年双11期间服务调用量环比激增40.1%，有效带动了移动端用户的活跃度与GMV转化。凭借在“人工智能+电商”领域的创新实践，“小值”获得了多项权威认可，包括入选工信部“2024年新型数字服务优秀案例”、荣获全球数字经济大会应用典型案例、获评“人民匠心产品”称号以及入选“新质生产力产业实践创新案例”。

图 28：公司 AGENT 引擎示意图



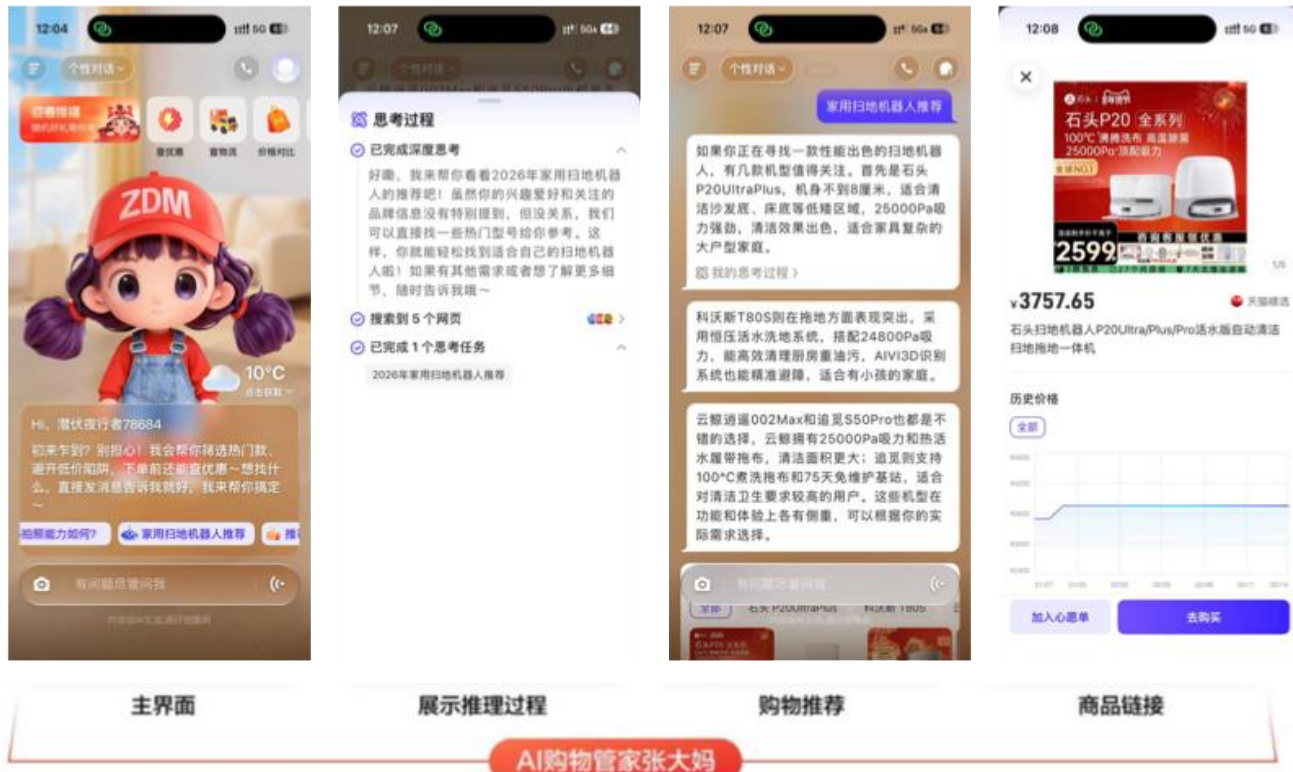
### “小值”-AI购物助手 对话框

资料来源：公司报告，招商证券

随着AI技术的快速发展和用户需求的深化，智能体正从“提供建议”向“替用户执行”演进。基于“小值”服务中发现的用户对全面购买提效的需求，值得买科技于2025年5月对“小值”进行全面升级，推出了新一代产品——AI购物管家“张大妈”。张大妈突破了传统AI仅能提供信息的局限，利用云手机仿真技术与自动化控制协议，赋予了智能体跨平台自主操作的能力，使其能够代替用户完成物流查询、一键价保、机票预订及支付等全链路复杂任务。为确保执行安全，产品采用了物

理隔离与数据加密的四重防护机制，并通过与 DeepSeek、商汤等底层模型厂商的生态合作持续扩展能力边界，最终实现了从 AIGC（生成内容）向 AIGS（生成服务）的价值跃升，极大缩短了用户从产生意图到完成交易的决策路径，2025 年 618 期间，通过平台 AI 购物管家达成的订单转化率同比提升 162.6%。

图 29：张大妈 APP 功能演示



资料来源：张大妈 APP，招商证券

“海纳”MCP Server 作为公司面向智能体时代构建的标准化消费基础设施，通过深度封装独有的消费数据资产，解决了大模型在垂直场景中面临的数据孤岛与精确度缺失痛点。自 2025 年 5 月上线以来，平台实现了从基础检索到知识图谱推理的快速迭代，先后开放了内容搜索 Pro、图搜及 3C 品类知识图谱等核心接口，将常规商品搜索准确率提升至 97.2%。这一技术底座不仅涵盖了千万级扩充的商品库，更通过结构化图谱技术实现了对复杂消费意图的深度理解，为 AI 应用提供了精准导航能力，从而赋能大模型更精准地服务消费者。

图 30: “海纳”MCP Server 主要提供服务



资料来源：公司官网，招商证券

平台秉持开放共赢的生态策略，迅速完成了与主流大模型及智能终端的深度连接，其商业价值已通过爆发式的调用量增长得到验证。目前，“海纳”已成功接入 Kimi、腾讯元宝、华为小艺等超 40 家头部合作伙伴，特别是在荣耀 YOYO 等终端侧实现了系统级服务的打通，使用户可在手机系统原生对话中直接获取商品优惠与比价信息。数据表现上，平台输出量在 2025 年 4 月至 8 月间实现了 6 倍增长，双 11 期间更是推动订单量环比大增 181%，充分证明了行业对垂直领域高质量 AI 服务接口的旺盛需求。

图 31: “海纳”MCP Server 主要合作伙伴



资料来源：公司官网，招商证券

“值数” AI 全域内容洞察平台基于公司自主研发的 AIUC “火眼”引擎，致力于为品牌商提供从内容质量评估到用户情绪洞察的全链路营销智能化解决方案。该平台通过构建目标内容集（TCC）、创作者集（TKC）及用户集（TUC）三大核心数据资产，能够精准识别消费趋势与舆情风向，特别是其情绪洞察功能，可深入解析全网内容中的用户情感倾向。这使得品牌方能够突破传统营销的经验主义限制，利用 AI 数据指引优化产品设计与沟通策略，实现更具确定性的品牌心智渗透与市场响应。在 2025 年双 11 期间，该平台助力日晟星罗业务打造了高转化率的“黄金钩”广告素材，成功服务海蓝之谜、Bobbi Brown 等高端品牌

实现超预期增长。

### 3、深化行业合作共建 AI 生态，成为 AI 时代重要信源

公司通过消费领域垂类增强构建“通用+垂直”大模型合作生态，实现数据与算法的双向赋能。不同于被动的模型接入，值得买科技主动开放其高质量消费数据资产，与通用大模型厂商建立了深度的互补合作关系。通过向商汤科技、MiniMax 等通用大模型输出专业的消费领域数据与知识图谱，值得买有效帮助通用模型弥补在垂直消费场景下的认知短板；与此同时，通用模型的算法进步也反哺了值得买的意图识别能力。这种双向赋能的合作模式丰富了公司的 AI 应用生态，更使其成为了 AI 产业链中重要的垂类数据要素供应商。

图 32：公司与商汤科技签订战略合作协议



资料来源：公司官网，招商证券

顺应流量入口向硬件终端迁移的趋势，公司通过将 AI 导购能力嵌入智能终端系统底层，开辟流量新增长极。借助于 MCP 标准协议与 A2A (Agent to Agent) 技术，值得买的消费决策能力已直接集成至华为鸿蒙小艺、荣耀 YOYO 等手机原生助手，以及联想“天禧”PC 智能体中。以与荣耀的合作为例，在 Magic8 机型上，用户可在系统级交互中直接完成商品比价与优惠券自动领取；与联想的合作则使其获得“AI 创新伙伴奖”，标志着公司在 AIPC 生态中的能力获得认可。目前，该生态已覆盖手机、PC 及理想汽车等多元终端，实现了“服务找人”的场景化落地。

图 33: 公司获得联想“AI 创新伙伴奖”



资料来源：公司官网，招商证券

入驻头部流量应用并打通交易闭环，全面拓展 AI 时代的商业变现路径。公司积极入驻腾讯元宝、字节豆包等头部智能体平台，确立了作为其消费领域核心信源的地位。通过将“小值”及“张大妈”智能体植入这些拥有海量用户的第三方应用，值得买极大地扩展了品牌曝光与流量获取渠道。同时，公司协同微盟、支付宝及航班管家等下游伙伴，打通了从身份认证、支付到具体服务预订的全链路协议，成功构建了“对话即购物”的完整商业闭环，实现了从单纯的信息咨询向实质性交易交付的跨越。

### 三、投资建议：

营业收入：2024 年公司实现营收 15.18 亿元，重回增长通道。展望 2025 年，考虑到公司主动执行高质量增长战略，对低毛利的品牌营销与商品销售业务进行战略性收缩，我们预计短期营收规模将出现结构性回调。但随着“全面 AI 战略”的深入，2026 年起“张大妈”Agent 及“海纳”数据服务将成为新增长极。我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入 14.80/16.06/17.21 亿元，同比增长 -2.5%/8.5%/7.1%。

主营业务毛利率：受益于业务结构优化（低毛利业务占比下降）及 AIGC 技术对内容生产成本的显著压降，公司盈利质量将持续提升。结合 2025 年上半年毛利率回升至 49.2% 的趋势，我们预计 2025-2027 年毛利率分别为 49.8%/50.5%/52.1%。

费用率：考虑到公司正处于“AI 应用研究院”升级的关键期，且需持续投入大模型迭代，我们预计研发费用将维持高位；而随着对外部买量依赖度较高的品牌营销及商品销售业务收缩，销售费用率有望下行。预计 2025-2027 年销售费用率为 15.0%/13.0%/12.0%，管理费用率为 12.0%/11.5%/11.0%，研发费用率为 10.5%/10.0%/9.5%

利润：得益于毛利率的显著修复和降本增效成果，我们看好公司在营收承压下的利润弹性。预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 0.93/1.42/1.88 亿元，同比增长 23.8%/52.7%/32.0%，对应归母净利率 6.3%/8.9%/10.9%。

图 34：值得买盈利预测

财务指标（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,518	1,480	1,606	1,721
YOY	23.6%	-2.5%	8.5%	7.1%
主营业务毛利率	47.2%	49.8%	50.5%	52.1%
销售费用率	16.5%	15.0%	13.0%	12.0%
管理费用率	12.1%	12.0%	11.5%	11.0%
研发费用率	12.0%	10.5%	10.0%	9.5%
归母净利润	75	93	142	188
归母净利率	5.0%	6.3%	8.9%	10.9%

资料来源：公司公告、招商证券

## 四、风险提示

**技术应用落地风险：**当前 AIGC 技术仍处于商业化探索的早期阶段，其技术在内容生成效率、用户个性化匹配精度以及商业化场景的融合上存在不确定性。若相关技术研发进展或应用落地效果不及预期，可能会影响“什么值得买”在智能推荐、内容生产工具及用户体验优化等方面的升级节奏，进而削弱其通过技术赋能提升用户粘性和变现效率的战略效果。

**宏观经济与消费疲软风险：**公司作为电商导购媒体，其核心收入与品牌商的广告投放预算及电商交易的成交额（GMV）高度相关。若宏观经济复苏乏力，导致消费者信心持续不振、消费意愿下滑，电商交易总额增速放缓甚至萎缩，将直接影响广告主的营销投入意愿。这可能导致公司的主要收入来源承压，业绩增长面临宏观层面的制约。

**行业竞争加剧与流量分化风险：**随着电商行业进入存量竞争时代，流量获取成本上升且用户注意力被高度分化。除了传统的电商平台比价竞争外，以小红书、抖音、快手为代表的 content 电商及直播电商正通过“兴趣推荐”和“种草”模式快速抢占用户时间与交易份额。这种多维度的竞争态势，可能导致“什么值得买”主站的用户增长放缓、用户活跃度下降，或在导流转化过程中面临更强的截流压力，从而影响其市场份额。

**内容合规与用户信息安全风险：**随着监管对互联网内容生态、数据隐私保护（如个人信息保护法）的收紧，平台在 UGC 内容审核、用户数据处理方面若出现漏洞，可能面临监管处罚和声誉损失。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	1480	1541	1592	1770	1970
现金	728	658	728	851	1002
交易性投资	121	210	210	210	210
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	517	542	528	573	614
其它应收款	23	32	31	33	36
存货	17	20	19	20	21
其他	73	80	76	82	87
<b>非流动资产</b>	783	894	844	799	757
长期股权投资	27	25	25	25	25
固定资产	406	383	361	340	321
无形资产商誉	281	257	232	209	188
其他	69	229	227	225	224
<b>资产总计</b>	<b>2263</b>	<b>2435</b>	<b>2436</b>	<b>2569</b>	<b>2727</b>
<b>流动负债</b>	294	375	306	319	327
短期借款	15	27	0	0	0
应付账款	109	171	158	169	176
预收账款	6	14	13	14	14
其他	164	163	135	136	137
<b>长期负债</b>	107	142	142	142	142
长期借款	61	90	90	90	90
其他	46	52	52	52	52
<b>负债合计</b>	<b>401</b>	<b>517</b>	<b>448</b>	<b>461</b>	<b>469</b>
股本	199	199	199	199	199
资本公积金	1030	1032	1032	1032	1032
留存收益	626	673	737	846	984
少数股东权益	8	14	20	30	43
归属于母公司所有者权益	1855	1904	1968	2077	2215
<b>负债及权益合计</b>	<b>2263</b>	<b>2435</b>	<b>2436</b>	<b>2569</b>	<b>2727</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	112	117	133	134	179
净利润	79	80	99	152	201
折旧摊销	51	37	54	49	45
财务费用	6	4	(7)	(8)	(9)
投资收益	(3)	(3)	(18)	(17)	(17)
营运资金变动	(18)	11	4	(42)	(41)
其它	(3)	(12)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(78)	(237)	14	13	13
资本支出	(51)	(94)	(4)	(4)	(4)
其他投资	(27)	(143)	18	17	17
<b>筹资活动现金流</b>	(163)	(2)	(76)	(25)	(41)
借款变动	(143)	16	(54)	0	0
普通股增加	66	0	0	0	0
资本公积增加	(69)	2	0	0	0
股利分配	(27)	(28)	(30)	(33)	(50)
其他	10	7	7	8	9
<b>现金净增加额</b>	<b>(129)</b>	<b>(122)</b>	<b>70</b>	<b>123</b>	<b>151</b>

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	1452	1518	1480	1606	1721
营业成本	750	801	742	795	825
营业税金及附加	21	22	23	25	26
营业费用	269	251	222	209	206
管理费用	181	183	178	185	189
研发费用	164	182	201	221	242
财务费用	(7)	(3)	(7)	(8)	(9)
资产减值损失	(7)	(15)	(18)	(14)	(16)
公允价值变动收益	1	5	1	2	3
其他收益	14	8	12	11	10
投资收益	3	3	5	3	4
<b>营业利润</b>	83	83	121	184	243
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	3	11	5	6	8
<b>利润总额</b>	81	72	116	178	235
所得税	1	(9)	17	26	35
少数股东损益	5	5	6	10	13
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>75</b>	<b>75</b>	<b>93</b>	<b>142</b>	<b>188</b>

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	18%	5%	-2%	8%	7%
营业利润	-17%	-0%	46%	52%	32%
归母净利润	-12%	1%	24%	53%	32%
<b>获利能力</b>					
毛利率	48.4%	47.2%	49.8%	50.5%	52.1%
净利率	5.2%	5.0%	6.3%	8.9%	10.9%
ROE	4.1%	4.0%	4.8%	7.0%	8.7%
ROIC	3.8%	4.5%	4.7%	7.0%	8.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	17.7%	21.2%	18.4%	18.0%	17.2%
净负债比率	4.5%	5.9%	3.7%	3.5%	3.3%
流动比率	5.0	4.1	5.2	5.5	6.0
速动比率	5.0	4.1	5.1	5.5	6.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
存货周转率	46.1	43.6	38.1	41.0	40.4
应收账款周转率	3.0	2.9	2.8	2.9	2.9
应付账款周转率	8.4	5.7	4.5	4.8	4.8
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.38	0.38	0.47	0.72	0.94
每股经营净现金	0.56	0.59	0.67	0.67	0.90
每股净资产	9.33	9.58	9.90	10.45	11.14
每股股利	0.14	0.15	0.16	0.25	0.33
<b>估值比率</b>					
PE	139.6	138.7	112.1	73.4	55.6
PB	5.6	5.5	5.3	5.0	4.7
EV/EBITDA	93.3	91.2	58.3	43.3	35.0

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，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。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。