

值得买 (300785)

投资评级

买入

运营服务放量驱动收入增长，AI 商业化能力持续验证

维持评级

2026 年 09 月 04 日

收盘价(元):

36.38

- ◆ 事件：公司发布 2026 年半年度报告，公司实现营业收入 6.19 亿元，同比+6.43%；归母净利润 0.09 亿元，同比-28.90%；扣非归母净利润 0.06 亿元，同比-44.56%。毛利率 43.62%，同比-5.58pct；净利率 1.92%，同比-0.40pct。

单季度来看，26Q2 公司实现营收 3.48 亿元，同比+10.83%；归母净利润 0.05 亿元，同比-74.41%；毛利率 43.71%，同比-13.09pct，环比+0.20pct；净利率 2.12%，同比-4.82pct，环比+0.45pct。

- ◆ 运营服务放量驱动收入增长，业务结构切换压制整体毛利率。

➢ 业绩方面，26H1 公司实现营业收入 6.19 亿元/同比+6.43%，主要系公司运营服务业务规模增加所致；归母净利润 0.09 亿元/同比-28.90%，主要受递延所得税费用变动及股份支付增加影响；扣非净利润 0.06 亿元/同比-44.56%。分季度看，Q1/Q2 公司分别实现营收 2.72/3.48 亿元，同比+1.28%/+10.83%；归母净利润分别为 0.04/0.05 亿元，同比+141.61%/-74.41%。分业务看，26H1 运营服务费收入 3.77 亿元/同比+136.58%，互联网效果营销平台收入 1.20 亿元/同比-26.70%，信息推广收入 1.19 亿元/同比-50.92%。

➢ 盈利能力方面，①毛利率方面，26H1 公司整体毛利率为 43.62%/同比-5.58pct。②费率方面，公司整体费用率为 39.53%/同比-5.22pct，其中销售费用率为 13.12%/同比-4.93pct，管理费用率为 14.02%/同比+1.21pct，研发费用率为 12.21%/同比-2.02pct；财务费用率为 0.18%/同比+0.52pct。③净利率方面，26H1 公司净利率 1.92%，同比-0.40pct。

- ◆ AI 相关收入初具规模，产品矩阵与生态输出能力持续完善。公司坚定推进“全面 AI”战略，2026 上半年 AI 相关业务收入达 6,852.48 万元，占总营收 11%，创新业务持续加速成长。公司构建“1 组大模型、2 个数据库、3 个引擎、4 类应用”的 AI 产品矩阵，重点推进 AIUC、AIGC、Agent 三大引擎能力升级，核心运营指标显著优化。C 端 AI 购物管家“张大妈”App 上线“今日好价”“AI 搜索”等功

公司基本数据

总股本(百万股)	198.86
总市值(百万)	7,234.35
流通股本(百万股)	130.10
流通市值(百万)	4,733.16
12 月最高/最低价(元)	83.89/30.94
资产负债率(%)	23.04
每股净资产(元)	9.73
市盈率(TTM)	87.32
市净率(PB)	3.74
净资产收益率(%)	0.47

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

电商基本盘稳健，AI 基础设施化打开新空间——2026-06-15

股市有风险入市需谨慎

能，618 期间 GMV 环比增长 164.78%，对话数环比增长 92.00%；B 端“值数 Matrix”已入选全国 AI 赋能典型案例。“海纳”MCP Server 内容输出量达 22.4 亿次，环比增长 474.36%，已接入 40 余个主流大模型及智能终端。2026 年 7 月公司发布一站式大模型服务平台 OpenHubs，AI 正从效率工具向业务增长引擎演进，商业化能力初步验证。

“全面 AI”战略加速落地，核心业务稳步优化
—2025-09-12
AI 战略加速落地，内容生态与效率双重进化 —
2025-05-30

- ◆ **用户基本盘保持稳定，兴趣内容生态持续完善。**公司深耕消费内容社区十余年，已形成庞大且高黏性的用户群体。26H1“什么值得买”月均活跃用户为 3,828.58 万人，同比基本持平；注册用户数和移动端 App 激活量分别达到 3,270.47 万和 8,566.43 万，同比增长 5.33%和 6.45%，用户基本盘保持稳定。平台围绕“兴趣消费”持续迭代，新一代“兴趣图谱”累计挖掘超 20 万个兴趣标签，并通过“创作星级”体系升级、“硬核达人激励计划”等举措，持续撬动优质内容供给，AIGC 内容已覆盖超 20 万个细分兴趣场景。618 期间平台内容审核效率同比提升 94.26%，“硬核精选”栏目有效放大高质量 UGC 内容价值，创作者专栏合作已打造 18 个真实硬核个人 IP，内容供给质量及用户服务能力持续提升。
- ◆ **消费数据与 AI 技术协同，推动智能营销全链路提效。**公司依托覆盖消费内容、智能营销等多元场景的业务触点，持续沉淀海量消费数据，已建成覆盖“人、货、场”全维度的底层数据体系，品牌库收录 42.1 万+品牌，商品库收录 2,841.7 万+商品，专有消费数据成为公司难以复制的核心资产。报告期内，公司调用第三方大模型 API 消耗 tokens 达约 2.35 万亿，同比增长 687.53%。新业务端，星罗创想 618 期间合作商品数和合作流量数分别提升 55%和 53%；日晟星罗 AI 素材使用占比达到 35%。受代运营业务放量及经营效率提升带动，公司运营服务费业务毛利率同比提升 13.44pct 至 27.08%。
- ◆ **投资建议：**公司消费内容社区基本盘保持稳定，运营服务业务快速放量，AI 相关收入初具规模，“海纳”MCP Server 及 OpenHubs 有望拓宽消费数据的商业化空间。短期业务结构切换、股份支付及递延所得税费用对利润形成扰动。预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 1.20/1.67/2.30 亿元，EPS 分别为 0.60/0.84/1.16 元，对应目前 PE 分别为 60/43/31，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**宏观消费及电商行业景气度下行风险；平台流量及佣金政策变化风险；运营服务业务毛利率不及预期及资金占用增加风险；AI

产品商业化转化不及预期风险；用户活跃度及交易转化率下降风险；
应收账款回收风险；股份支付费用增加风险。

◆ 盈利预测

单位/百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	1517.62	1287.77	1495.02	1725.95	2027.77
增长率 (%)	4.55%	-15.15%	16.09%	15.45%	17.49%
归属母公司股东净利润	75.24	86.52	120.25	167.44	230.02
增长率 (%)	0.62%	14.99%	39.00%	39.24%	37.38%
每股收益 EPS(元)	0.38	0.44	0.60	0.84	1.16
PE	96.15	83.62	60.16	43.21	31.45

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	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	会计年度	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	728.42	657.86	794.81	875.67	996.73	1144.32	营业收入	1451.64	1517.62	1287.77	1495.02	1725.95	2027.77
应收票据及账款	517.82	542.07	518.42	556.38	642.32	754.65	营业成本	749.51	801.39	641.71	763.38	874.22	1014.01
预付账款	27.96	28.02	21.73	27.21	31.41	36.90	税金及附加	21.16	22.31	16.47	20.96	24.20	28.43
其他应收款	23.34	31.58	36.45	32.49	37.51	44.07	销售费用	269.31	250.56	212.85	224.25	258.89	294.03
存货	16.56	20.21	9.47	15.80	18.09	20.98	管理费用	181.34	183.17	161.79	171.93	189.85	223.06
其他流动资产	165.88	261.14	172.00	172.36	180.44	190.99	研发费用	164.26	181.54	164.56	179.40	198.48	223.06
流动资产总计	1479.98	1540.89	1552.89	1679.91	1906.49	2191.91	财务费用	-6.80	-3.25	-1.90	5.28	2.30	-0.67
长期股权投资	27.15	24.98	24.99	24.95	24.92	24.88	资产减值损失	0.00	-6.71	-3.58	-1.50	-1.73	-2.03
固定资产	430.76	411.29	384.68	361.77	331.93	295.14	信用减值损失	-7.43	-10.31	-18.40	-7.48	-5.18	-6.08
在建工程	17.92	146.12	265.81	221.50	177.20	132.90	其他经营损益	-0.00	0.00	0.00	-0.00	-0.00	-0.00
无形资产	253.02	236.25	249.48	207.90	166.32	124.74	投资收益	2.72	2.99	3.52	3.08	3.08	3.08
长期待摊费用	6.95	10.95	10.81	5.41	0.00	0.00	公允价值变动损益	1.04	5.29	13.88	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	47.46	64.62	68.59	68.59	68.59	68.59	资产处置收益	-0.07	1.76	1.01	0.90	0.90	0.90
非流动资产合计	783.26	894.20	1004.36	890.13	768.96	646.26	其他收益	14.19	8.03	2.43	8.21	8.21	8.21
资产总计	2263.24	2435.09	2557.25	2570.04	2675.46	2838.16	营业利润	83.30	82.94	91.15	133.03	183.29	249.94
短期借款	15.00	27.07	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外收入	0.06	0.15	0.64	0.28	0.28	0.28
应付票据及账款	109.39	170.87	196.96	169.49	194.10	225.14	营业外支出	2.73	11.34	1.67	5.25	5.25	5.25
其他流动负债	170.00	176.75	142.36	158.22	181.03	209.93	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	294.39	374.68	339.32	327.71	375.13	435.07	利润总额	80.63	71.75	90.11	128.07	178.32	244.97
长期借款	70.92	105.20	197.70	142.17	88.86	38.73	所得税	1.21	-8.69	-1.91	-0.00	-0.00	-0.00
其他非流动负债	35.60	36.74	37.87	37.87	37.87	37.87	净利润	79.42	80.45	92.03	128.07	178.32	244.97
非流动负债合计	106.52	141.94	235.57	180.04	126.73	76.60	少数股东损益	4.64	5.21	5.51	7.82	10.88	14.95
负债合计	400.91	516.62	574.89	507.75	501.86	511.67	归属母公司股东净利润	74.78	75.24	86.52	120.25	167.44	230.02
股本	198.86	198.86	198.86	198.86	198.86	198.86	EBITDA	124.55	105.06	122.83	247.54	301.75	366.97
资本公积	1029.92	1032.17	1032.72	1032.72	1032.72	1032.72	NOPLAT	74.42	80.95	75.94	137.64	184.78	248.34
留存收益	625.92	673.38	729.99	802.11	902.53	1040.48	EPS (元)	0.38	0.38	0.44	0.60	0.84	1.16
归属母公司权益	1854.70	1904.40	1961.57	2033.69	2134.10	2272.05	主要财务比率						
少数股东权益	7.63	14.07	20.79	28.61	39.49	54.44	会计年度	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
股东权益合计	1862.33	1918.47	1982.36	2062.30	2173.59	2326.49	成长能力						
负债和股东权益合计	2263.24	2435.09	2557.25	2570.04	2675.46	2838.16	营收增长率	18.17%	4.55%	-15.15%	16.09%	15.45%	17.49%
现金流量表							营业利润增长率	-17.28%	-0.43%	9.89%	45.96%	37.77%	36.36%
会计年度	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	EBIT增长率	-22.18%	-7.21%	28.78%	51.16%	35.45%	35.26%
税后经营利润	79.42	80.45	92.03	125.97	178.36	247.84	EBITDA增长率	-5.56%	-15.65%	16.91%	101.53%	21.90%	21.61%
折旧与摊销	50.73	36.56	34.62	114.19	121.13	122.67	归母净利润增长率	-11.92%	0.62%	14.99%	39.00%	39.24%	37.38%
财务费用	-6.80	-3.25	-1.90	5.28	2.30	-0.67	经营现金流增长率	90.78%	6.20%	31.99%	39.15%	29.34%	19.55%
投资损失	-2.72	-2.99	-3.52	-3.08	-3.08	-3.08	盈利能力						
营运资金变动	-40.52	-14.51	7.66	-57.77	-58.11	-77.88	毛利率	48.37%	47.19%	50.17%	48.94%	49.35%	49.99%
其他经营现金流	17.79	7.69	8.33	6.33	6.33	6.33	净利率	5.47%	5.30%	7.15%	8.57%	10.33%	12.08%
经营性现金净流量	97.89	103.95	137.21	190.93	246.93	295.21	营业利润率	5.74%	5.47%	7.08%	8.90%	10.62%	12.33%
资本支出	45.70	92.55	126.68	0.00	0.00	0.00	ROE	4.03%	3.95%	4.41%	5.91%	7.85%	10.12%
长期投资	-30.51	-97.89	136.00	0.00	0.00	0.00	ROA	3.30%	3.09%	3.38%	4.68%	6.26%	8.10%
其他投资现金流	-1.59	-46.63	3.40	-1.12	-3.25	-6.08	ROIC	5.26%	5.21%	4.63%	8.39%	11.22%	15.02%
投资性现金净流量	-77.80	-237.07	12.72	-1.12	-3.25	-6.08	估值倍数						
短期借款	-86.80	12.06	-27.07	0.00	0.00	0.00	P/E	96.75	96.15	83.62	60.16	43.21	31.45
长期借款	-11.41	34.28	92.50	-55.53	-53.31	-50.13	P/S	4.98	4.77	5.62	4.84	4.19	3.57
普通股增加	65.87	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	3.90	3.80	3.69	3.56	3.39	3.18
资本公积增加	-82.51	2.24	0.55	0.00	0.00	0.00	股息率	0.38%	0.41%	0.52%	0.67%	0.93%	1.27%
其他筹资现金流	-48.10	-50.72	-41.72	-53.41	-69.32	-91.41	EV/EBIT	54.81	93.42	95.15	51.35	37.39	27.27
筹资性现金净流量	-162.95	-2.13	24.27	-108.95	-122.63	-141.54	EV/EBITDA	32.49	60.91	68.34	27.66	22.38	18.15
现金流量净额	-142.09	-134.86	173.70	80.86	121.05	147.59	EV/NOPLAT	54.38	79.06	110.53	49.75	36.55	26.82

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:

中航证券社团团队: 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, 把握最新消费趋势, 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。**本报告仅供中航证券客户使用, 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或其他渠道。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任并有权追究转载方的法律责任, 包括但不限于立即停止未经授权的转载行为, 通过公开声明或其他方式消除因侵权行为造成的不良影响、要求承担赔偿责任等。**

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