

方正证券研究所证券研究报告

值得买(300785)

公司研究

商贸零售行业

公司财报点评

2019.10.27/推荐(维持)

首席商贸零售分析师 倪华
 执业证书编号：S1220517070003
 TEL：
 E-mail: nihua@foundersc.com

联系人：于畅

TEL：
 E-mail: yuchang@foundersc.com

历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

《值得买2019Q2点评：平台营销业务高速增长，行业竞争和成本上行导致利润率下降》
 2019.09.03

《什么值得买：深耕优质内容的电商导购平台，流量精细化运作能力建立竞争壁垒》
 2019.07.15

请务必阅读最后特别声明与免责条款

公司前三季实现收入 4.1 亿元 (YoY+35%)，其中 Q3 收入 1.3 亿元 (YoY+31%)。前三季度累积扣非归母净利为 5732 万元 (YoY+65%)。单季度情况，2018Q3 为小幅亏损，而 2019Q3 实现扣非净利润 1199 万元，利润率提升到 9.1%，超市场预期。2019 前三季度销售费率 23% (同比降 5.6pcts)，管理费率 15% (同比降 1.6pcts)、研发费率 15% (同比降 1.6pcts)。2018Q3 销售费用较高，主要销售团队人员增加，以及市场投放较多有关。而 19Q3 销售费用绝对额减少 60 万至 3598 万元，费率收窄 9.0pcts 至 27%。分业务来看，我们估算 2019Q3 两项业务各自的增长情况和上半年基本一致，其中效果营销业务保持 100% 以上高增速。

公司收入有明显的季节性，Q4 为收入占比最高的季度，2015 至 2018 年期间，Q4 收入在全年的占比分别为 48%、45%、33%、42%。今年四季度公司以双 11 为主题积极进行内容创作，包括年初开始和拼多多密切开展合作，拓展品牌商客户，在行业变化中积极进行研发投入、探索新模式。

盈利预测：预测公司 2019 至 2021 年分别实现收入 6.9 亿元、8.8 亿元、11.1 亿元，归母净利润 1.4 亿元、1.9 亿元、2.5 亿元。公司从成立至今坚持为用户、品牌、平台提供优质内容和价值，在竞争中持续享受电商行业增长的红利。自上市后规模效应明显，未来成本、费用率降低带来的利润弹性值得重点关注。维持“推荐”评级。

风险提示：(1) 导购内容偏颇，可能引发监管审核等相关风险，(2) 主要电商客户中占比较大的阿里、京东对引流平台的政策变化，可能会短期带来业绩波动，(3) 行业竞争加剧，小红书、毒物、视频平台等快速发展带来增长挑战，(4) 成本及费用的管控，导致利润率增长不达预期等。

盈利预测：

单位/百万	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	507.59	685.86	881.88	1111.39
(+/-) (%)	38.31	35.12	28.58	26.02
净利润	95.72	142.42	191.57	246.02
(+/-) (%)	10.99	48.79	34.52	28.42
EPS(元)	2.39	3.56	4.79	6.15
P/E	56.07	37.64	27.98	21.79

数据来源：wind 方正证券研究所

1 前三季度扣非归母净利润+65%，规模带动费率收窄

1.1 Q3 收入+31%，效果营销业务保持 100%以上高增长

公司前三季度累积实现收入 4.1 亿元 (YoY+35%)，其中 2019Q3 收入 1.3 亿元 (YoY+31%)；上半年收入 2.7 亿元 (YoY+38%)。

分业务来看：2019 上半年信息推广收入 1.9 亿元，同比+15%；效果营销平台收入 8600 万元 (YoY+151%)。我们测算 2019Q3 上述两项业务各自的增长情况和上半年基本一致，效果营销业务保持 100%以上高增速。其中：

(1) **效果营销平台**即 linkstar 主要客户为京东，京东也是公司合作最早、目前业务体量最大的客户，并且今年开始拓展网易考拉、拼多多等新平台客户，目前占比较小但是增长较快。

(2) **信息推广业务**大客户包括阿里等，主要模式仍然是按照 GMV 一定的佣金率进行提成，2019 上半年 GMV 总额 60 亿元 (YoY+67%)，成交订单量 3991 万 (YoY+63%)。

1.2 费率收窄，2019Q3 实现 1199 万利润，去年同期为亏损

2019 前三季度公司累积实现归母净利润 6172 万元 (YoY+62%)；前三季度扣非归母净利润为 5732 万元 (YoY+65%)。单季度情况，2018Q3 为小幅亏损，而 2019Q3 实现扣非净利润 1199 万元，利润率 9.1%。利润率的提升和公司精细化运营、规模效应呈现有关。

毛利率方面：公司整体毛利率较高，2015-2018 年整体毛利率分别为 87%、83%、84%、74%，毛利率有所降低，和发展新业务，收入结构调整有一定关系。此外在电商行业旺季 (Q2 和 Q4)，毛利率会高于淡季。公司前三季度毛利率为 72%较去年同期降低 3.3pcts，其中三季度毛利率为 70.5%较去年同期提升 4.9pcts。

费用方面：公司的主要费用依次为销售费用、管理费用、研发费用。2019 年主要费率明显收窄，前三季度销售费率 23% (同比降 5.6pcts)，管理费率 15% (同比降 1.6pcts)、研发费率 15% (同比降 1.6pcts)。

销售费用：2019Q3 销售费用绝对额较 2018Q3 减少 60 万至 3598 万元，费率收窄 9.0pcts 至 27%。销售费用主要包括销售员工薪酬，以及为获取新客进行的市场广告投放。2018Q3 销售费用较高，主要包括两方面因素：一是进行了销售团队扩张，并且人员增加主要集中在下半年；二是进行了较多的市场投放，包括应用软件广告等。而 2019 年公司获客效率提升，投放质量提高，同时销售团队基本满足业务需求，带来明显的规模效应。

其他费用：2019Q3 管理费用为 2300 万元，较同期 1297 万元+78%；研发费用 2021 万元，较同期 1803 万元小幅增长。

费用投放和扩张的战略：公司是一家以内容创作为核心的导购平台，从成立至今，始终坚持从用户角度出发进行价值创造，也坚持精细化运营、稳健扩张的战略。(1) 在用户获取方面，严格考量广宣的效率进行市场投放，更注重通过优质内容吸引高质量的用户群体，并

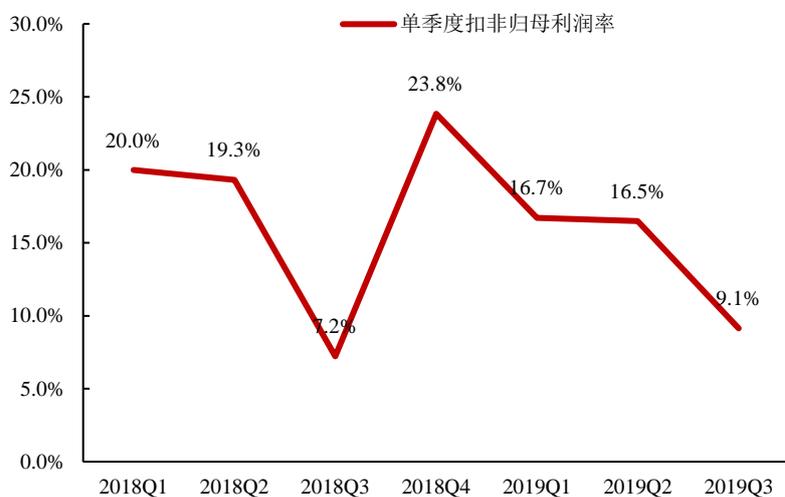
注重提升老用户的价值、留存度、活跃度，(2) 在内容创造方面，用良好的社区环境和分为激励创作，而非通过激进的现金激励机制获取内容，严格坚守平台高品质的定位。

图表1：分季度主要财务数据

单位：万元	累积							单季度		
	2018Q1	2018Q1-2	2018Q1-3	2019Q1	2019Q1-2	2019Q1-3	YoY	2018Q3	2019Q3	YoY
营业收入	7,940	19,823	29,862	10,335	27,348	40,457	35%	10,039	13,109	31%
归母净利润	1,668	4,067	3,810	1,814	4,681	6,172	62%	-26	1,491	
扣非归母净利润	1,586	3,881	3,474	1,727	4,533	5,732	65%	-407	1,199	389%
营业成本		4,058	7,516		7,634	11,508	53%	3,457	3,873	12%
销售费用		4,899	8,556		5,733	9,331	9%	3,658	3,598	-2%
管理费用		2,747	4,044		3,918	6,220	54%	1,297	2,302	78%
研发费用		3,175	4,978		4,075	6,096	22%	1,803	2,021	12%
利润率指标	2018Q1	2018Q1-2	2018Q1-3	2019Q1	2019Q1-2	2019Q1-3	变化 pcts	2018Q3	2019Q3	变化 pcts
毛利率		80%	75%		72%	72%	(3.28)	65.6%	70.5%	4.89
销售费率		25%	29%		21%	23%	(5.59)	36%	27%	(8.99)
管理费		14%	14%		14%	15%	1.83	13%	18%	4.65
研发费率		16%	17%		15%	15%	(1.60)	18%	15%	(2.54)
扣非归母利润率	20.0%	19.6%	11.6%	16.7%	16.6%	14.2%	2.54	-4.1%	9.1%	13.20

资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表2：单季度扣非归母净利率



资料来源：公司公告，方正证券研究所

2 四季度收入占比高，积极应对电商格局变化

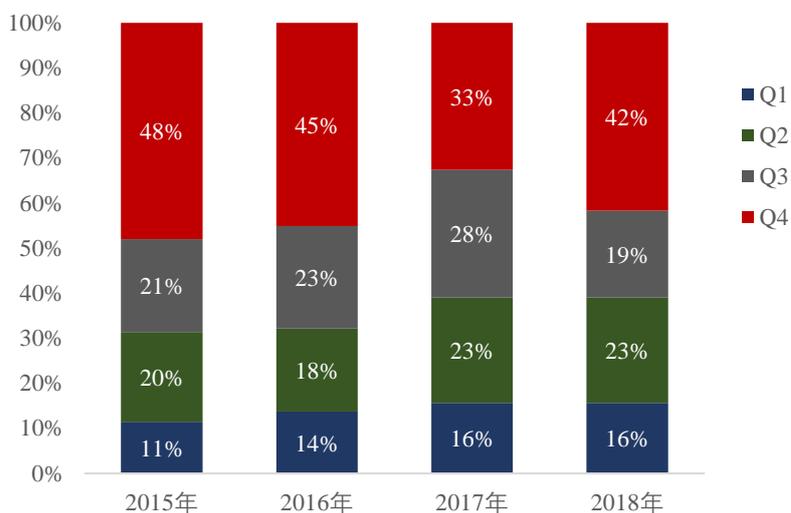
2.1 四季度为电商旺季，往年 Q4 收入占比约为 40%

公司处于电商行业，因此收入的季节性特征和行业趋势有密切关系。一般电商旺季也就是阿里主流平台进行大促的时段，尤其 Q4 的收入占比高。而近几年随着拼多多、京东、苏宁等平台也开始推出 618、

百亿补贴等新促销活动，Q2 也成为新的电商旺季。

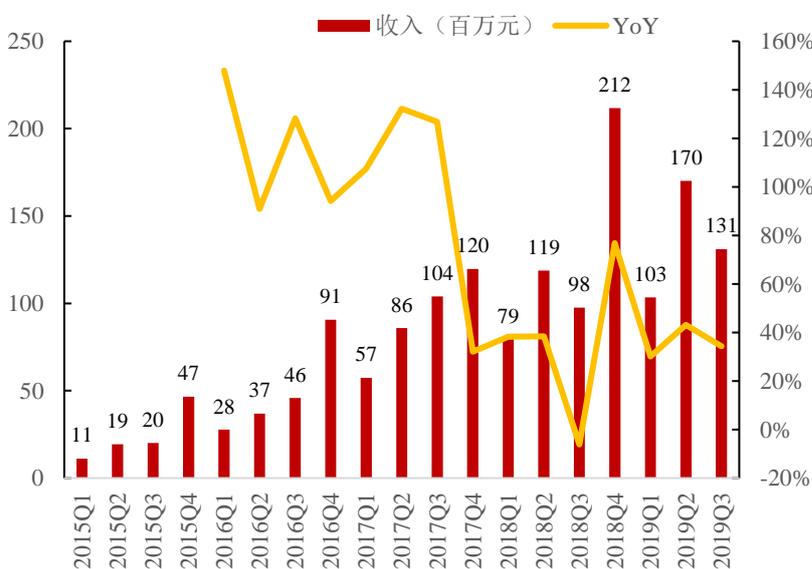
值得买的往年的收入也呈现明显的季节性特点，Q4 为收入占比最高的季度，2015-2018 年期间，Q4 收入在全年的占比分别为 48%、45%、33%、42%。而 Q3 在全年的收入占比分别为 21%、23%、28%、19%。因此四季度仍然是公司全年业绩的跟踪重点。

图表3：各季度收入在全年占比



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表4：分季度收入及同比增速



资料来源：公司公告，方正证券研究所

2.2 拼多多等平台业务快速增长，积极应对电商格局变化

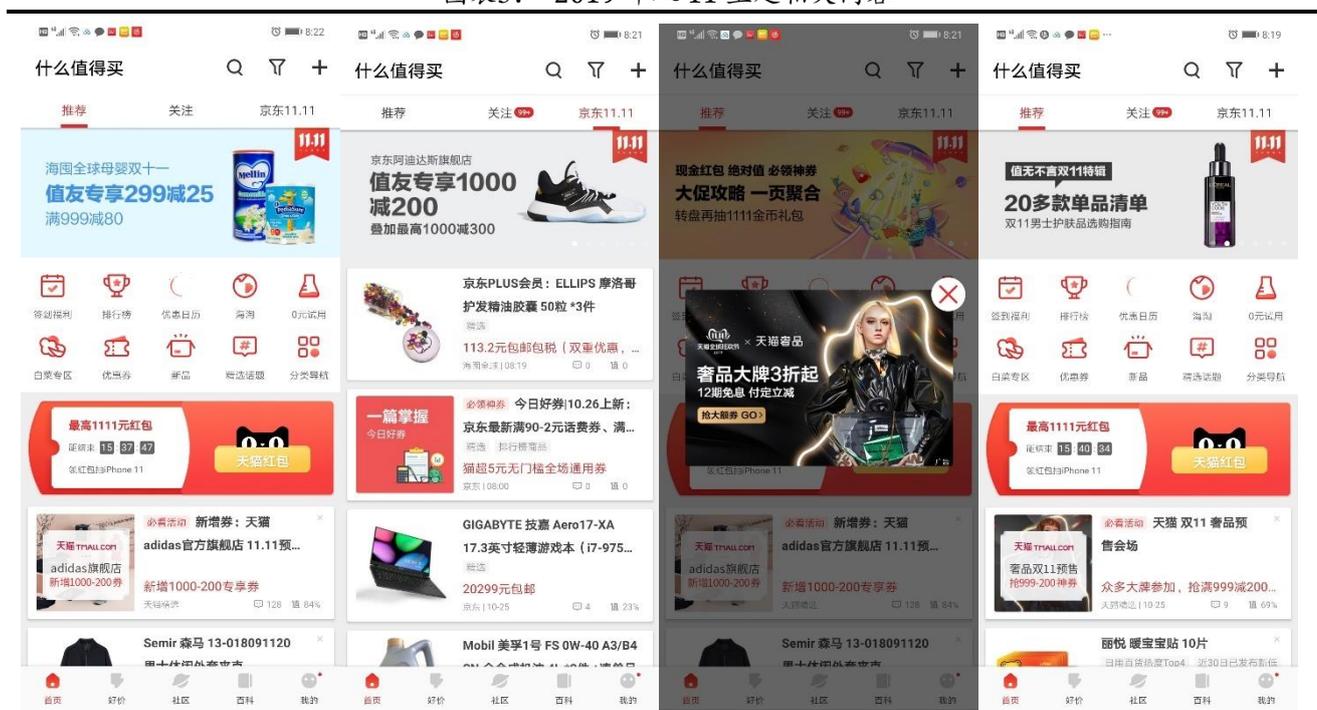
2018 年以来，中国的电商平台格局发生了较大的变化，一方面以拼多多为代表的新平台快速发展，对阿里、京东两大平台的垄断地位

带来了新的挑战，部分数据显示 2019Q3 拼多多实际 GMV 已经超越京东，并且拼多多启动百亿补贴计划后开始从低线城市向一二线市场拓展。另一方面，新的商业模式快速发展，包括社交电商、私域流量、直播平台的快速崛起，也给行业带来了很多的挑战和机遇。

对于值得买来说，行业格局变化、商业模式创新对公司未来发展带来一定的挑战，但作为内容创作的平台，总体来说更加受益于行业的变化。因为在商品消费领域有更多的话题值得探讨，平台也有更多的价值可以提供给消费者、平台、品牌商。在业务拓展方面，公司从年初开始和新平台进行密切合作，在坚持平台内容品质、商品品质的前提下积极探索合作模式。目前来自拼多多、考拉等新平台的业务规模正快速增长，合作的品牌商数量亦快速增长。

今年双 11 期间，公司在该主题下进行了丰富的内容创作，内容所针对的平台包括京东、阿里、苏宁、拼多多，商品的品类也更为丰富（从传统的电类、家居类产品，延伸到了母婴、美妆等），此外也尝试合作直播电商平台，探索新的模式和玩法。

图表5： 2019 年双 11 主题相关内容



资料来源：公司 APP 截图，方正证券研究所

3 盈利预测

预测公司 2019-2021 年分别实现收入 6.9 亿元、8.8 亿元、11.1 亿元，分别实现归母净利润 1.4 亿元、1.9 亿元、2.5 亿元。值得买作为电商行业中优质的内容导购平台，从成立至今坚持为用户、品牌、平台提供价值，在竞争和变化中持续享受电商行业增长的红利。并且坚持通过优质内容驱动增长的稳健战略，通过深度经营优质用户体现价值。公司自上市后规模效应明显，未来成本、费用率降低带来的利润

弹性值得重点关注。维持“推荐”评级。

风险提示

(1) 导购内容偏颇,可能引发监管审核等相关风险,(2) 主要电商客户中占比较大的阿里、京东对引流平台的政策变化,可能会短期带来业绩波动,(3) 行业竞争加剧,小红书、毒物、视频平台等快速发展带来增长挑战,(4) 成本及费用的管控,导致利润率增长不达预期等风险。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	304.64	419.54	536.21	759.15	营业总收入	507.59	685.86	881.88	1111.39
现金	6.83	82.72	142.85	306.19	营业成本	133.59	179.10	218.11	260.21
应收账款	137.82	142.42	183.95	231.48	营业税金及附加	11.99	16.74	21.53	26.98
其它应收款	2.04	0.94	1.39	1.67	营业费用	134.72	183.47	231.72	284.61
预付账款	2.71	4.78	5.36	6.58	管理费用	58.74	79.36	94.45	111.68
存货	0.77	2.93	3.31	4.05	财务费用	-1.60	4.06	2.55	1.34
其他	154.47	185.75	199.36	209.18	资产减值损失	2.27	0.00	0.00	0.00
非流动资产	213.49	296.38	393.19	454.18	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	3.79	7.73	11.73	投资净收益	4.65	3.79	3.93	4.01
固定资产	199.81	278.49	370.01	425.49	营业利润	106.23	160.00	214.49	275.82
无形资产	6.55	6.96	8.32	9.82	营业外收入	0.34	0.00	0.00	0.00
其他	7.13	7.13	7.13	7.13	营业外支出	0.16	0.00	0.00	0.00
资产总计	518.13	715.92	929.40	1213.33	利润总额	106.40	160.17	214.62	275.98
流动负债	95.40	150.77	172.68	210.58	所得税	10.68	17.76	23.05	29.95
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	95.72	142.42	191.57	246.02
应付账款	22.67	25.06	30.12	36.09	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	72.73	125.71	142.56	174.49	归属母公司净利润	95.72	142.42	191.57	246.02
非流动负债	95.05	95.05	95.05	95.05	EBITDA	104.68	204.76	264.93	354.27
长期借款	84.00	84.00	84.00	84.00	EPS (元)	1.79	3.56	4.79	6.15
其他	11.05	11.05	11.05	11.05					
负债合计	190.45	245.82	267.73	305.63	主要财务比率	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力				
股本	40.00	40.00	40.00	40.00	营业收入	0.38	0.35	0.29	0.26
资本公积	92.60	92.60	92.60	92.60	营业利润	0.07	0.51	0.34	0.29
留存收益	195.09	337.50	529.08	775.10	归属母公司净利润	0.11	0.49	0.35	0.28
归属母公司股东权益	327.68	470.10	661.67	907.69	获利能力				
负债和股东权益	518.13	715.92	929.40	1213.33	毛利率	0.74	0.74	0.75	0.77
					净利率	0.19	0.21	0.22	0.22
					ROE	0.29	0.30	0.29	0.27
					ROIC	0.21	0.29	0.31	0.35
					偿债能力				
					资产负债率	0.37	0.34	0.29	0.25
					净负债比率	0.29	0.20	0.14	0.10
					流动比率	3.19	2.78	3.11	3.61
					速动比率	3.19	2.76	3.09	3.59
					营运能力				
					总资产周转率	1.19	1.11	1.07	1.04
					应收账款周转率	4.69	4.89	5.40	5.35
					应付账款周转率	27.87	28.74	31.96	33.57
					每股指标(元)				
					每股收益	1.79	3.56	4.79	6.15
					每股经营现金	1.00	3.91	4.02	5.83
					每股净资产	6.14	8.81	12.41	17.02
					估值比率				
					P/E	74.67	37.64	27.98	21.79
					P/B	21.81	15.20	10.80	7.87
					EV/EBITDA	52.04	0.05	-0.19	-0.60

数据来源：wind 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com