

## 值得买

300785

审慎增持 (首次)

## 优质内容缔造领先的内容导购平台

2019年09月19日

## 市场数据

市场数据日期	2019-09-18
收盘价(元)	125.80
总股本(百万股)	53.33
流通股本(百万股)	13.33
总市值(百万元)	6708.91
流通市值(百万元)	1676.91
净资产(百万元)	436.77
总资产(百万元)	518.13
每股净资产	8.19

## 主要财务指标

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	508	673	840	1003
同比增长	38.3%	32.5%	24.8%	19.5%
净利润(百万元)	96	115	141	163
同比增长	11.0%	20.5%	22.3%	15.3%
毛利率	73.7%	64.6%	62.7%	61.6%
净利润率	18.9%	17.1%	16.8%	16.2%
每股收益(元)	1.79	2.16	2.65	3.05
每股经营现金流(元)	1.00	1.34	1.14	2.83
市盈率	70.1	58.2	47.5	41.2
市净率	20.5	14.7	11.2	8.8

## 投资要点

- **领先的内容导购类平台。**1) 公司集导购、媒体、工具、社区属性于一体,运营内容类导购平台值得买网站及移动客户端,为电商、品牌商等提供信息推广服务,并延伸提供互联网效果营销平台服务;2) 凭借独特的UGC内容,网页端与移动端的用户持续攀升,成为领先的内容导购类平台。
- **信息推广服务收入为主,互联网效果营销平台服务高速增长。**1) 2019H1营收为2.73亿元(YoY+37.96%),其中信息推广1.87亿元,互联网效果营销平台8591万元,归母净利润为4681万元(YoY+15.09%);2) 2018年信息推广服务收入为4.07亿元(YoY+28.2%),包含广告展示收入(3.07亿元,YoY+34.4%)与佣金收入(1亿元,YoY+12.5%),互联网效果营销平台服务收入保持高速增长(9971万元,YoY+106.7%),主系2016年7月推出LinkStars;3) 2018年净交易额102.13亿元,三年复合增长率73%,主要驱动力是交易笔数提升,客单价提升次之。
- **电商行业竞争加剧利好导购平台,值得买为内容导购平台龙头企业。**1) 拼多多崛起市值一度直逼京东,加剧的竞争环境使得巨头们持续加大力度提升自身GMV,导购平台获益;2) 以阿里为例,2017年推出的淘宝客营销计划允许天猫和淘宝商家进行单品推广,通常会在营销计划中设置较高的佣金比例,值得买佣金比例得以提升;3) 价格类导购业务同质性和可替代性较高,返利网、一淘、淘粉吧,体量较大,内容类导购需要长期大量忠实用户贡献原创内容吸引流量,壁垒较高,值得买行业领先。
- **盈利预测与评级:**我们预计公司2019-2021年公司净利润分别为1.15/1.41/1.63亿元,EPS分别为2.16/2.65/3.05元,对应9月18日PE分别为58/48/41倍。值得买广告代理客户收入快速增长推动信息推广服务业绩攀升,截止到2018年LinkStars已接入470家国内外知名电商在内的广告主,随着广告主不断增多与更多流量的接入,互联网效果营销平台服务收入有望继续增长,首次覆盖给予“审慎增持”评级。

**风险提示: 宏观经济下行风险; 竞争格局加剧; 大客户流失风险。**

## 相关报告

分析师:

丁婉贝

dingwanbei@xyzq.com.cn  
S0190515020001

刘跃

liuyue@xyzq.com.cn  
S0190517090001

团队成员:

丁婉贝, 刘跃, 邵伟, 李阳

## 目 录

1、公司介绍：集媒体、导购、社区、工具为一体的消费决策平台	- 5 -
1.1、历史沿革	- 5 -
1.2、股权结构：隋国栋先生为实际控制人	- 5 -
1.3、值得买——内容类导购平台	- 6 -
1.4、业绩平稳增长	- 8 -
1.5、大客户稳定	- 10 -
2、UGC 内容夯实壁垒，导购平台用户持续攀升	- 12 -
2.1、聚焦优质内容，打造线上导购平台	- 12 -
2.2、用户贡献大部分内容，意见领袖构筑竞争壁垒	- 13 -
2.3、差异化内容吸引用户，平台活跃度稳步攀升	- 15 -
2.4、净交易额快速攀升，平均客单价稳步增长	- 19 -
3、信息推广服务业务为主，广告展示收入为其增长推动力	- 23 -
3.1、信息推广服务中广告展示收入占比较高	- 23 -
3.2、广告展示收入快速增长	- 23 -
3.3、电商导购佣金收入平稳增长	- 27 -
4、互联网效果营销高速增长，未来可期	- 28 -
5、电商快速发展助推导购行业，值得买居于内容导购平台领先地位	- 30 -
5.1、电商消费不断扩张，导购行业稳步发展	- 30 -
5.2、电商平台竞争加剧，导购获电商平台政策支持	- 31 -
5.3、导购平台百花争鸣，值得买位居内容类导购平台领先地位	- 31 -
6、盈利预测与评级	- 33 -
图 1、什么值得买股权结构（上市前）	- 6 -
图 2、什么值得买主要业务	- 7 -
图 3、什么值得买信息推广服务示意图	- 7 -
图 4、2014-2019H1 什么值得买营业收入及增速	- 8 -
图 5、2016Q1-2019Q2 什么值得买营业收入及增速	- 8 -
图 6、2014-2019H1 什么值得买归母净利润及同比增速	- 8 -
图 7、什么值得买收入结构	- 9 -
图 8、2016-2018 什么值得买毛利润	- 10 -
图 9、什么值得买毛利结构	- 10 -
图 10、2014-2018 公司各地区收入结构	- 10 -
图 11、什么值得买网站端界面	- 12 -
图 12、什么值得买移动端客户端界面	- 12 -
图 13、2016-2018 公司优惠信息来源占比	- 14 -
图 14、2016-2018 公司优惠信息贡献收入	- 14 -
图 15、2016-2018 公司优惠信息成本	- 14 -
图 16、男性用户占比较高（2019 年 7 月移动端）	- 15 -
图 17、用户年龄层较高（2019 年 7 月移动端）	- 15 -
图 18、用户分布在发达地区为主（2019 年 7 月移动端）	- 16 -
图 19、2016-2018 什么值得买月活跃用户数及移动端激活量	- 16 -
图 20、2016-2018 公司月活跃账户数（万人）	- 17 -
图 21、2016-2018 公司月度总注册账户数（人）	- 17 -
图 22、2016-2018 公司月新增注册账户数（人）	- 17 -
图 23、2016-2018 公司账户情况	- 17 -
图 24、2016-2018 什么值得买网站端用户流量来源（单位：万人）	- 18 -

图 25、2016-2018 什么值得买 App 端用户流量来源 (单位: 万人) .....	- 19 -
图 26、2016-2018 公司网站各端口浏览量 .....	- 19 -
图 27、2016-2018 公司 App 各端口登录次数 .....	- 19 -
图 28、净交易额快速攀升 (单位: 亿元) .....	- 20 -
图 29、平台导向阿里京东亚马逊的 GMV 金额 (单位: 亿元) .....	- 21 -
图 30、2016-2018 总收入/净交易额有所下滑 .....	- 21 -
图 31、2018H1-2019H1 总收入/净交易额有所下滑 .....	- 21 -
图 32、交易笔数快速攀升 .....	- 22 -
图 33、客单价平稳增长 .....	- 22 -
图 34、2014-2019H1 公司信息推广收入及同比增速 .....	- 23 -
图 35、2016-2019H1 公司信息推广毛利润及同比增速 .....	- 23 -
图 36、2014-2018 公司信息推广服务收入结构 .....	- 23 -
图 37、2016-2018 公司信息推广毛利润结构 .....	- 23 -
图 38、2014-2018 公司广告展示收入及同比增速 .....	- 24 -
图 39、2017-2018 公司广告展示毛利润及毛利率 .....	- 24 -
图 40、2016-2018 公司各计价方式贡献的广告展示收入 .....	- 24 -
图 41、2016-2018 公司各客户签约主体贡献收入 .....	- 25 -
图 42、2016-2018 公司各渠道广告展示收入 .....	- 25 -
图 43、2014-2018 公司佣金收入及同比增速 .....	- 27 -
图 44、2017-2018 佣金收入毛利润及毛利率 .....	- 27 -
图 45、2016-2018 公司电商导购交易次数 (单位: 万次) .....	- 27 -
图 46、2016-2018 公司平均单次交易金额 (单位: 元) .....	- 27 -
图 47、星罗广告联盟网页界面 .....	- 29 -
图 48、2016-2019H1 公司互联网效果营销平台服务收入及同比增速 .....	- 29 -
图 49、2016-2019H1 公司互联网营销平台服务毛利润及同比增速 .....	- 29 -
图 50、2008-2018 中国网络购物用户规模及使用率 .....	- 30 -
图 51、2008-2018 社会消费品总额及网购占比 .....	- 30 -
图 52、中国电子商务行业整体产业链 .....	- 30 -
图 53、中国在线导购行业市场规模 .....	- 31 -
图 54、中国在线导购行业商业模式 .....	- 32 -
图 55、中国主流在线导购平台移动 APP 月度独立设备数 (万) .....	- 33 -
图 56、2014-2019H1 什么值得买毛利率有所下滑 .....	- 34 -
图 57、2014-2019H1 什么值得买营业费用率 .....	- 34 -
图 58、2014-2019H1 公司销售费用及同比增速 .....	- 35 -
图 59、2014-2019H1 公司管理费用及同比增速 .....	- 35 -
表 1、什么值得买发展历程 .....	- 5 -
表 2、2018 年公司前五大客户 .....	- 11 -
表 3、2017 年公司前五大客户 .....	- 11 -
表 4、2016 年公司前五大客户 .....	- 12 -
表 5、什么值得买网页端与移动端内容介绍 .....	- 13 -
表 6、公司与可比公司对贡献用户的奖励机制比较 (按照所奖励的金币或积分所对应的人民币金额大致换算计算得出) .....	- 15 -
表 7、2016-2018 公司各渠道广告展示收入刊例价格 .....	- 26 -
表 8、2018 年公司各类广告展现形式 .....	- 26 -
表 9、2017 年公司各类广告展现形式 .....	- 26 -
表 10、2016 年公司各类广告展现形式 .....	- 27 -
表 11、2016-2018 公司单次交易金额分布区间及交易金额占比 .....	- 28 -
表 12、2016-2018 公司各价格区间的订单形成的交易总金额分别区间 .....	- 28 -

---

表 13、电商导购行业主要竞争企业及主营业务.....	- 32 -
表 14、值得买分业务收入预测（百万元）.....	- 33 -
附表.....	- 36 -

## 报告正文

# 1、公司介绍：集媒体、导购、社区、工具为一体的消费决策平台

## 1.1、历史沿革

什么值得买是集媒体、导购、社区、工具为一体的消费决策平台。1) 什么值得买由隋国栋于 2010 年 6 月创立，是集媒体、导购、社区、工具属性为一体的消费决策平台。2) 网站早期以优惠信息为主，后逐渐加入海淘、原创、咨询、众测百科等多个频道，帮助网友网购更有性价比的产品。3) 2019 年 7 月公司登陆创业板，正式 IPO 上市。

表 1、什么值得买发展历程

时间	事件
2010.6	什么值得买网站成立。
2010.10	网站页面添加广告。
2010.11	开始推荐海外优质商品，推动跨境电商发展。
2011.11	北京知德脉信息技术有限公司（本公司前身）成立，开始公司化运作。
2012.5	各类移动客户端上线。
2012.8	作为优惠精选补充、信息量更大的“发现频道”上线。
2013.3	网购产品分享平台“晒物广场”上线。
2013.6	将网友投稿栏目改进，上线分享网购经验的“经验盒子”。
2013.10	将海淘类信息独立运营，上线“海淘专区”。（目前已停止承接新的代购业务）
2014.4	专注消费新闻的“资讯中心”上线。
2014.10	“消费众测”频道上线，通过商家提交测试产品、用户免费试用并提交测试报告的形式，实现对产品的众包测试。
2015	获新浪科技 2014 年度风云榜年度最佳创业公司。
2015.4	整合原晒物广场和经验盒子，推出全新频道“值友原创”。
2015.5	推出购物消费决策平台“商品百科”。
2015.5	首个工具性独立 APP 鞋码助手上线。
2015.10	股份制改革，北京值得买科技有限公司成立。
2016.5	首届“值友节”举办。
2017.6	公司自主研发的“千人千面”技术在站内上线。
2017.8	被评为商务部电子商务示范企业。
2018.1	被知名第三方数据平台“新榜”评选为“2018 年度内容小程序奖”。
2018.9	获金网奖“最具营销价值企业奖”。
2019.3	获艾媒咨询办法的“2019 最佳社交平台奖”。
2019.4	成功举办“新价值”大会，进行战略升级，通过社区、技术、品牌三方面的赋能，建立内容导购生态新模式。

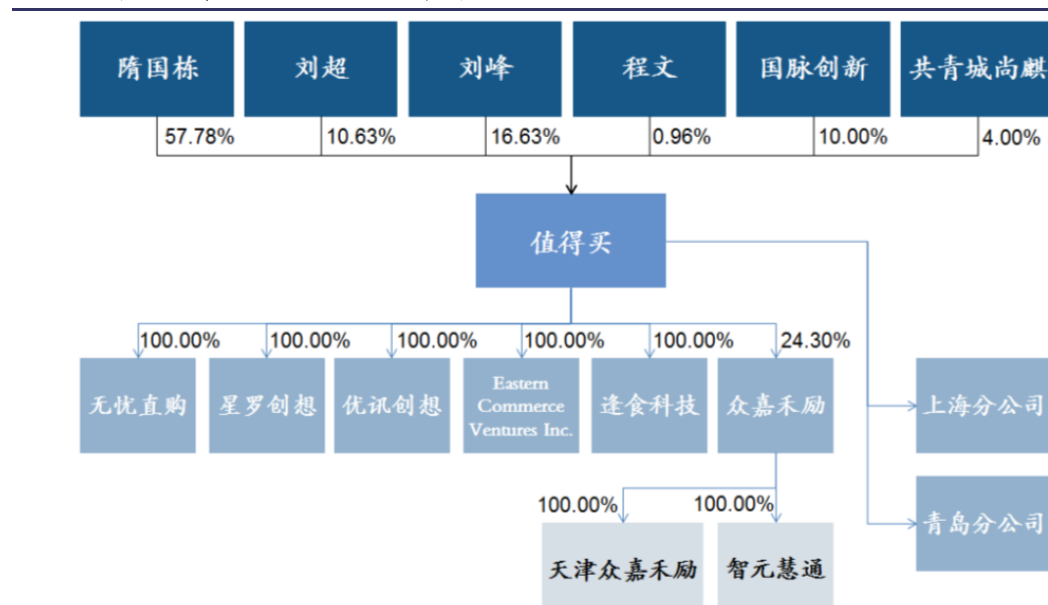
资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

## 1.2、股权结构：隋国栋先生为实际控制人

隋国栋是公司实际控制人。1) 隋国栋是公司创始人、实际控制人以及董事长，上市前占有公司 57.78% 的股份，同时通过控制国脉创新间接拥有公司 10% 的股份；2) 创始人隋国栋毕业于同济大学，并获得硕士学位，曾担任铁道建筑研究所助理研

究员，2010年6月创立知德脉（什么值得买前身），2017年10月起，担任公司董事、CEO、CFO，2018年9月起担任董事长；3）首席技术官刘峰、首席用户体验官刘超分别为公司第二、三大股东，公司控制权牢固。

图 1、什么值得买股权结构（上市前）

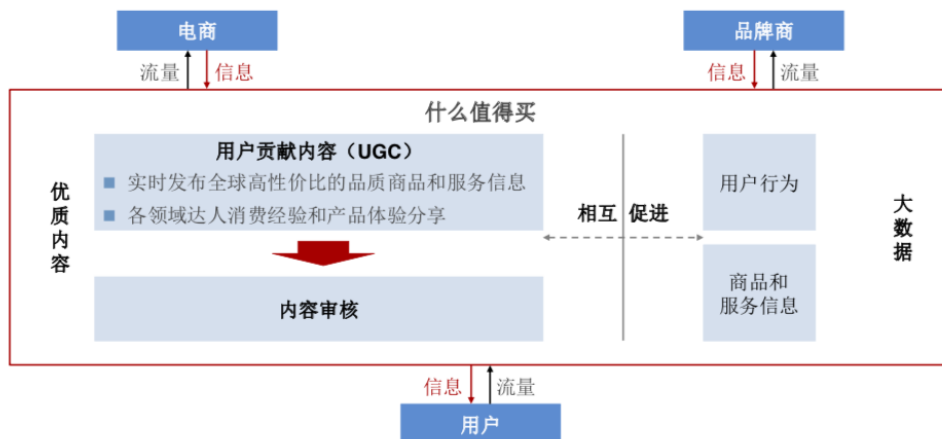


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### 1.3、值得买——内容类导购平台

公司集导购、媒体、工具、社区属性于一体，运营内容类导购平台什么值得买网站（www.smzdm.com）及相应的移动客户端，为电商、品牌商等信息推广服务，并以此为延伸提供海淘代购平台服务和互联网效果营销平台服务。

图 2、什么值得买主要业务

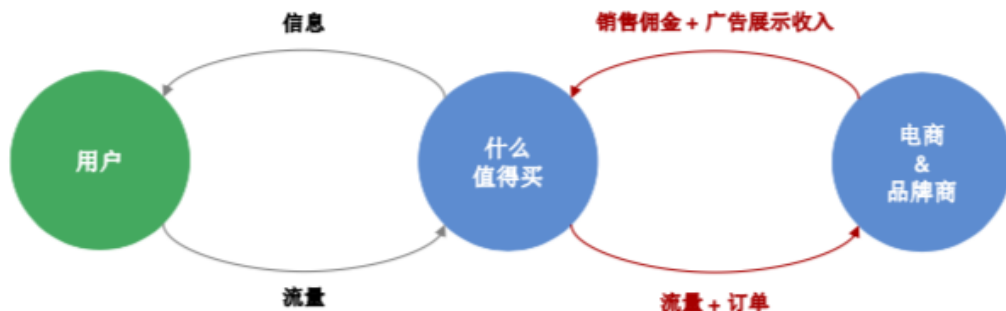


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公业务收入包括信息推广服务、海淘代购平台服务以及互联网效果营销平台服务。

- 1) 信息推广服务包括广告展示收入、佣金收入以及其他收入。广告展示收入指向电商、品牌商通过在网站或移动客户端页面提供广告展示位，根据广告排期、位置或点击量、销售量等营销效果计费结算，获得广告展示收入，而佣金收入指公司发布优惠信息引导用户至相应网站购买，根据消费者实际完成的交易金额的一定比例收取相应导购佣金；
- 2) 海淘代购服务指公司利用旗下贝窝网作为中介平台，由客户发出代购需求并撮合买手承接订单，并赚取一定服务费用，目前公司已停止承接该类业务；
- 3) 互联网效果营销平台服务指公司利用旗下星罗广告联盟作为中介平台，广告主在平台发布广告需求，并设置佣金比例，平台上的联盟媒体可选择相应需求帮助推广，收取一定比例佣金。

图 3、什么值得买信息推广服务示意图

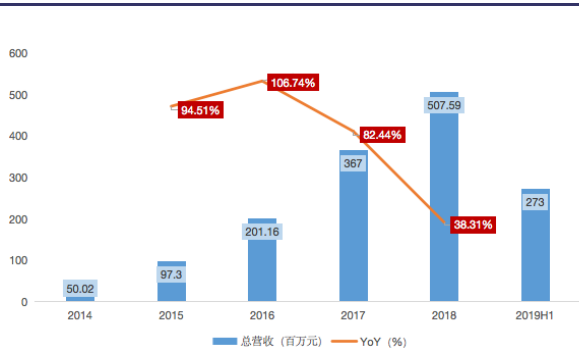


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### 1.4、业绩平稳增长

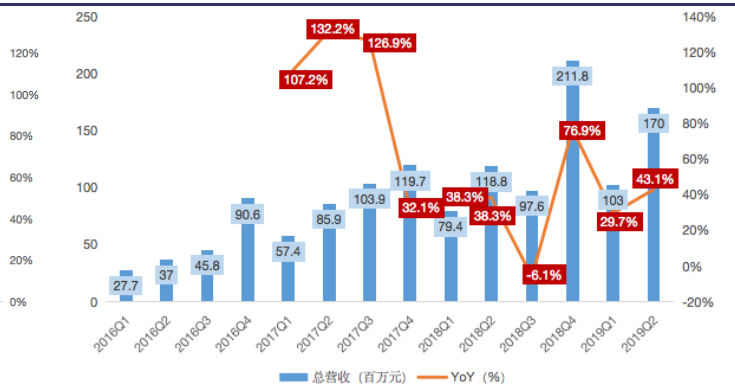
近两年公司业绩平稳增长。1) 2014-2018年, 公司营业收入从 5002 万元增长至 5.08 亿元, 复合增长率为 78.48%; 公司归母净利润从 1634 万元增长至 9572 万元; 2) 2019H1 营业收入 2.73 亿元, 同比增长 37.96%; 归属于上市公司股东净利润 4681 万元, 同比增长 15.09%, 扣非净利润约 4533 万元, 同比增长 16.81%。

图 4、2014-2019H1 什么值得买营业收入及增速



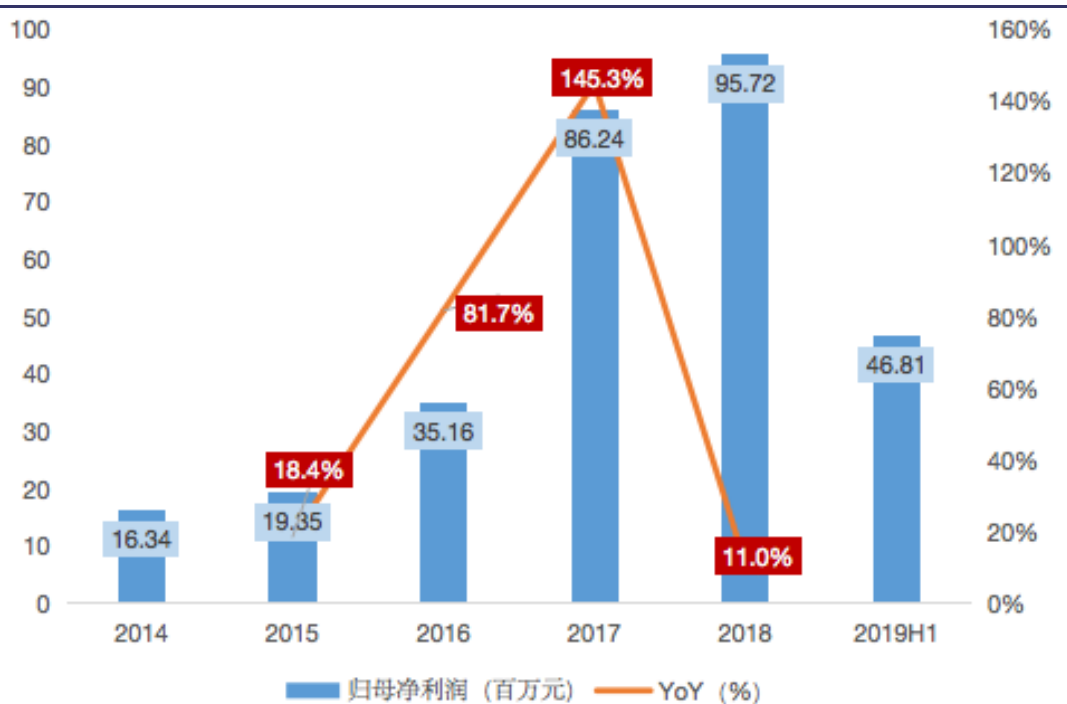
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、2016Q1-2019Q2 什么值得买营业收入及增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、2014-2019H1 什么值得买归母净利润及同比增速



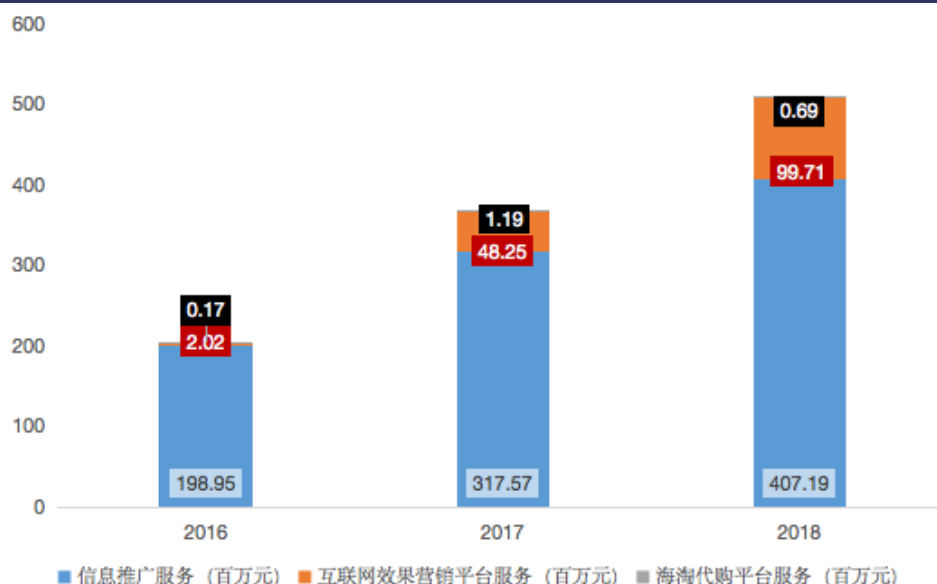
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理



从收入结构来看，2019 年上半年信息推广服务、互联网效果营销平台服务收入分别占比 68.58%、31.42%，信息推广服务收入 2018 年末为 4.07 亿元 (YoY+28.2%)，主要包含广告展示收入 (3.07 亿元, YoY+34.4%)，2018 年 App 端、网站端、其他端口广告收入分别占比 71.37%、15.83%、12.80%；佣金收入 (1 亿元, YoY+12.5%)，报告期内广告展示收入增长较快；互联网效果营销平台服务收入保持高速增长 (9971 万元, YoY+106.7%) 为主；海淘代购平台服务已基本暂停，规模开始收缩 (69 万元, YoY-42%)。2019 年上半年，信息推广服务收入达到 1.87 亿元，互联网效果营销平台收入达到 8590.57 万元，海淘代购平台服务收入为 0。2018 年，中国大陆收入高速增长 (4.41 亿元, YoY+43.7%)，国外 (6693 万元, YoY+11%)。

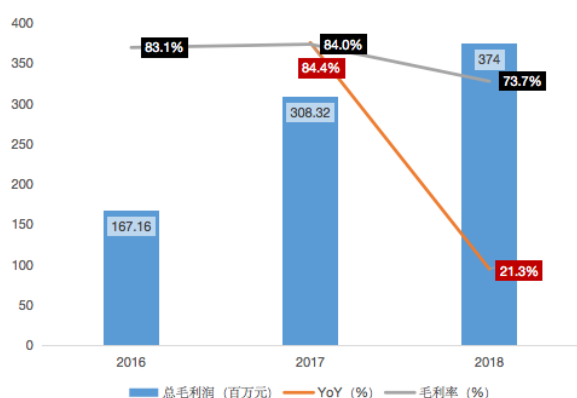
**电商导购佣金逐年上升。**1) 2016 年度、2017 年度及 2018 年度，公司电商导购佣金收入金额分别为 9,778.90 万元、8,930.14 万元及 10,046.47 万元，占主营业务收入的比重分别为 48.62%、24.33%及 19.79%。2) 电商导购佣金收入金额逐渐提高，主要原因是公司活跃用户规模的迅速扩大，带动了公司向电商、品牌商导流的交易金额增长。3) 2017 年，公司电商导购佣金收入金额有所下降，主要是因为部分客户业务转移至星罗创想，在合并口径归类为互联网效果营销平台服务收入，若将上述部分收入还原为电商导购佣金收入，则 2016 年度、2017 年度及 2018 年度，公司电商导购佣金收入金额分别为 9,980.82 万元、13,341.61 万元及 19,799.52 万元，逐年上升。

图 7、什么值得买收入结构



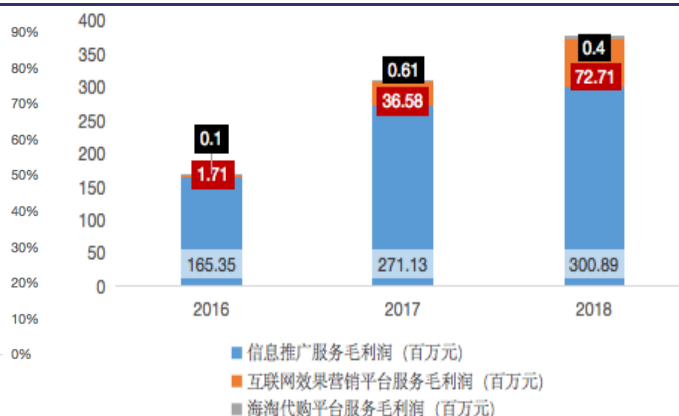
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、2016-2018 什么值得买毛利润



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

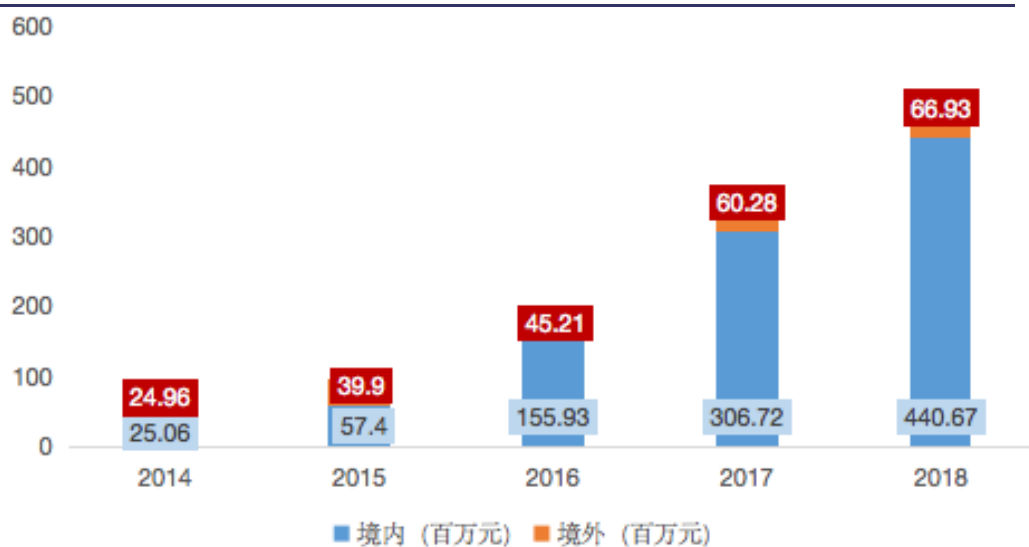
图 9、什么值得买毛利结构



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司境外收入占比不断减小。2018 年，公司境外收入占总营收比为 13.19%，主要由信息推广服务中的广告展示贡献收入，其中互联网效果营销平台服务收入增速较快。

图 10、2014-2018 公司各地区收入结构



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### 1.5、大客户稳定

前五大客户较为稳定。2018 年公司前五大客户贡献收入 65.25%，分别是蓝标、阿里巴巴、京东、网易、阳狮广告，新增前五大客户为网易，近三年头部客户基本保持稳定，前五客户贡献收入占比持续上升。

表 2、2018 年公司前五大客户

客户名称	销售金额 (万元)	业务	占比	
蓝标集团	9906.79	广告展示收入: 9,906.79	代理苏宁、戴森、国美、博世等品牌及京东的广告投放	19.52%
阿里巴巴集团	9888.55	电商导购佣金收入: 8,434.78 广告展示收入: 1,451.09 信息推广服务-其他收入: 1.84 互联网效果营销平台服务收入: 0.84	电商导购、广告展示、互联网效果营销平台服务	19.48%
京东集团	9175.73	电商导购佣金收入: 165.17 广告展示收入: 1,136.71 互联网效果营销平台服务收入: 7,873.85	电商导购、广告展示、互联网效果营销平台服务	18.08%
网易集团	2176.95	广告展示收入: 1,567.60 互联网效果营销平台服务收入: 609.35	广告展示、互联网效果营销平台服务	4.29%
阳狮广告	1971.92	广告展示收入: 1,971.92	代理宝洁、Visa、工商银行、irobot 等品牌的广告投放	3.88%
合计	33119.95			65.25%

资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 3、2017 年公司前五大客户

客户名称	销售金额 (万元)	业务	占比	
阿里巴巴集团	9474.13	电商导购佣金收入: 6,022.40 广告展示收入: 3,450.99 互联网效果营销平台服务收入: 0.75	电商导购、广告展示、互联网效果营销平台服务	25.81%
蓝标集团	6205.96	广告展示收入: 6,205.96	代理戴森、努比亚、玛莎拉蒂、好奇等品牌及京东的广告投放	16.91%
京东集团	3683.16	电商导购佣金收入: 141.77 互联网效果营销平台服务收入: 3,541.39	电商导购、互联网效果营销平台服务	10.04%
亚马逊集团	2033.09	电商导购佣金收入: 1,512.43 广告展示收入: 520.66	电商导购、广告展示	5.54%
阳狮集团	1380.58	广告展示收入: 1,380.58	广告展示	3.76%
合计	22776.92			62.06%

资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 4、2016 年公司前五大客户

客户名称	销售金额 (万元)	业务	占比
阿里巴巴集团	5530.07	电商导购佣金收入: 5,036.35 广告展示收入: 493.72	27.49%
亚马逊集团	2051.4	电商导购佣金收入: 1,603.09 广告展示收入: 448.31	10.20%
北京派瑞威行广告有限公司	1506.37	广告展示收入: 1,506.37	7.49%
蓝标集团	1152.48	广告展示收入: 1,152.48	5.73%
京东集团	1083.94	电商导购佣金收入: 1,073.17 互联网效果营销平台服务收入: 10.77	5.39%
合计	11324.25		56.30%

资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 2、UGC 内容夯实壁垒, 导购平台用户持续攀升

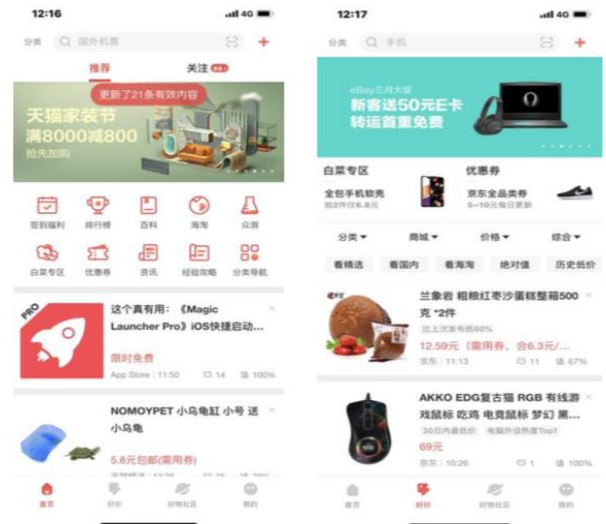
### 2.1、聚焦优质内容, 打造线上导购平台

依托网页与移动端, 主要分为好价、好物、好文三大内容版块, 从不同维度和层面面向消费者介绍高性价比、好口碑的商品和服务。

图 11、什么值得买网站端界面



图 12、什么值得买移动客户端界面



资料来源: 公司官网, 兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 5、什么值得买网页端与移动端内容介绍

	一级频道	二级频道	主要内容
网站端	好价频道（高性价比产品推荐）	“全部好价”	结合算法与人工快速发布全球优惠信息，日均发布超过 5000 条。
		“优惠券”	以第三方身份向用户提供电商、品牌商的优惠券。
		“白菜”	覆盖低价且高质量的包邮商品，适合高频消费场景。
	好物频道（高评价商品推荐）	“消费众测”	用户申请试用并撰写评测报告供其他用户参考，品牌商可获得高度曝光，找到目标用户。
		“新锐品牌”	推荐国内新兴优质品牌的口碑平台。
		“原创”	包括开箱晒物、使用评测、购物攻略、生活记录等版块。由“达人”用户进行原创内容分享。
移动客户端	好文频道（内容发布与用户分享社区）	“资讯”	以什么值得买编辑团队撰写的内容为主，关注各行业新品发布信息、业内动态和海淘情报等。
		首页	推荐和优惠信息。
		好价	结合算法与人工快速发布全球优惠信息，日均发布超过 5000 条。
		好物社区（整合“好文”和“好物”）	用户申请试用并撰写评测报告供其他用户参考，品牌商可获得高度曝光，找到目标用户。
	我的		客户自身相关信息。

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2.2、用户贡献大部分内容，意见领袖构筑竞争壁垒

公司通过优质消费类内容吸引大量用户。公司最主要的优质内容是全球精选电商、品牌商促销的优惠信息汇总，主要有用户贡献（UGC）、编辑贡献（PGC）、商家贡献（BGC）以及机器贡献（MGC）。

1) 用户贡献：网站和 App 中的用户自发贡献的内容，这是发行人优惠信息的主要来源。经过多年深耕，公司已经积累了一大批更新优质优惠信息的达人用户，同时公司严格把控信息质量，保证真实性和可靠性。

2) 编辑贡献：公司专业编辑贡献的优惠信息。专业编辑会根据当下消费热点，有针对性的在各大电商平台搜寻相关优惠信息。

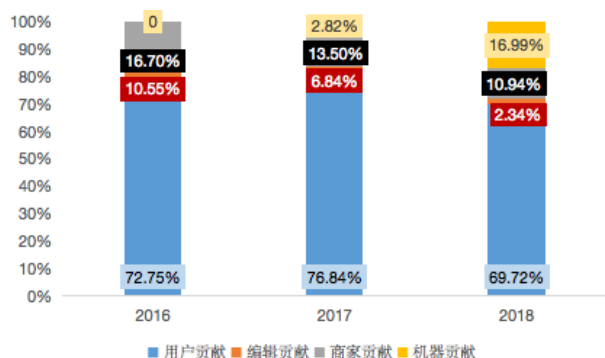
3) 商家贡献：商家主动贡献的优惠信息。由于公司积累了一大批核心活跃用户，与电商核心用户高度契合。出于品牌宣传需求，商家会主动在公司平台贡献优惠信息。

4) 机器贡献：系统直接发布的优惠信息。公司基于海量商品信息制作的电脑程序，会根据公司运营需求，进行定向信息的发布。该渠道贡献的内容比例不断提升。

优惠信息中用户贡献来源与收入占比最高，意见领袖成为公司重要竞争优势。用

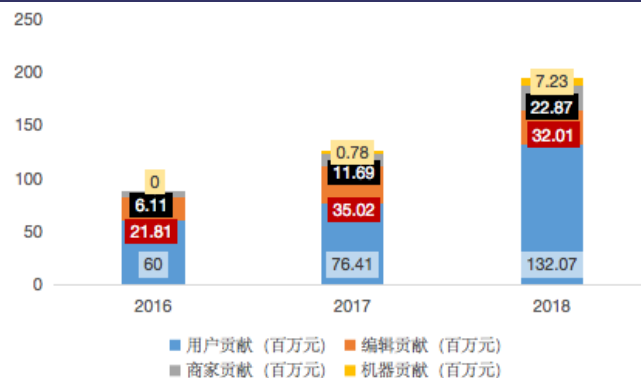
户贡献的优惠信息在总的信息中占比最高，同时带来的佣金收入占比也最高，商家贡献和及其贡献收入在快速增长。

图 13、2016-2018 公司优惠信息来源占比



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

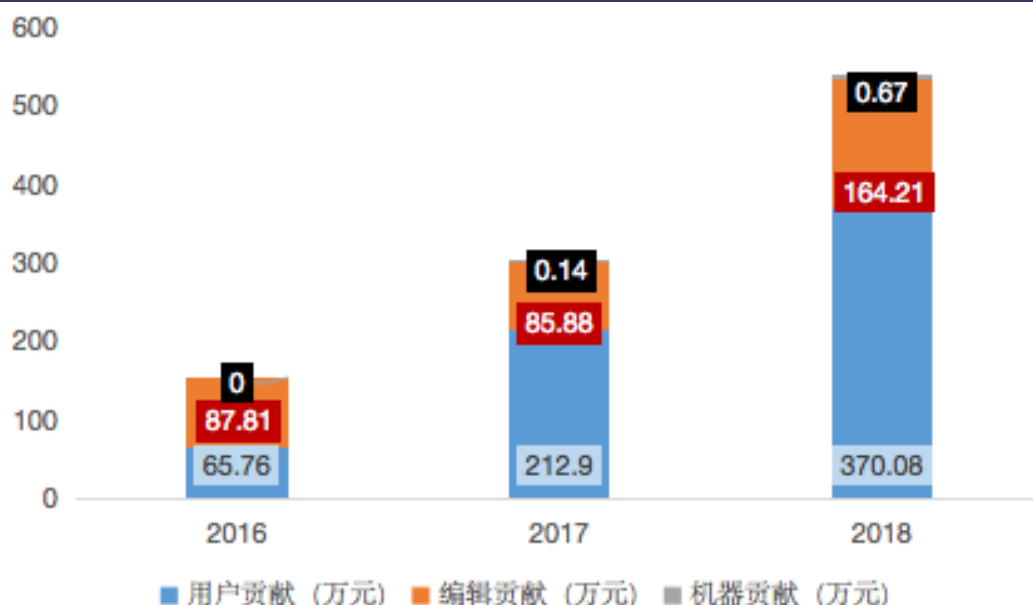
图 14、2016-2018 公司优惠信息贡献收入



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

用户贡献信息所需成本指的是向贡献优惠信息的用户提供金币、礼品卡等激励措施。2018 年编辑贡献成本占比上升主系公司编辑人员增加导致的职工薪酬增加，商家贡献优惠信息由于其提升品牌影响力的重要渠道，因此并未向公司收费。机器贡献成本主要是系统维护费用。

图 15、2016-2018 公司优惠信息成本



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司对贡献用户的奖励机制较为合理，同比公司为惠惠网、识货及慢慢买。

表 6、公司与可比公司对贡献用户的奖励机制比较 (按照所奖励的金币或积分所对应的人民币金额大致换算计算得出)

优惠信息采纳情况	可比网站				什么值得买
	惠惠网	识货	慢慢买	中间值	
有效爆料	0.5-2 元	5 元	0.1-2 元	2 元	0.2-1.8 元+动态奖励
原创文章	10 元	10 元	-	10 元	10-20 元+动态奖励
精华爆料(首页发布)	2 元	-	2 元	2 元	1.8 元+动态奖励

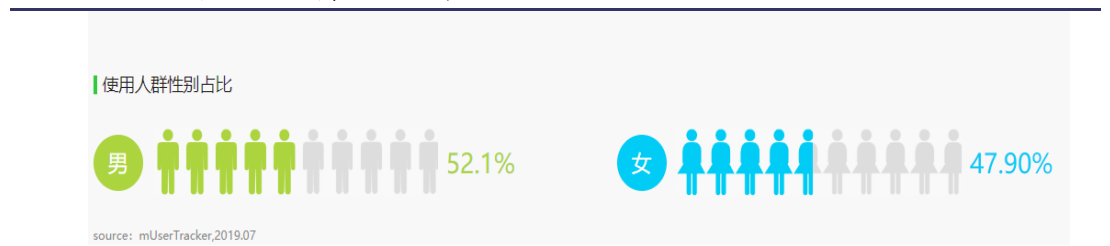
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### 2.3、差异化内容吸引用户，平台活跃度稳步攀升

男性为主，用户更为成熟，位于发达地区，氪金能力强。

1) 公司成立之初，推荐商品的品类主要以 3C 数码产品为主，逐渐形成以男性用户为主的用户结构，未来将通过对内容推荐的优化、产品设计和功能的调整，以及新产品的布局吸引更多女性用户。

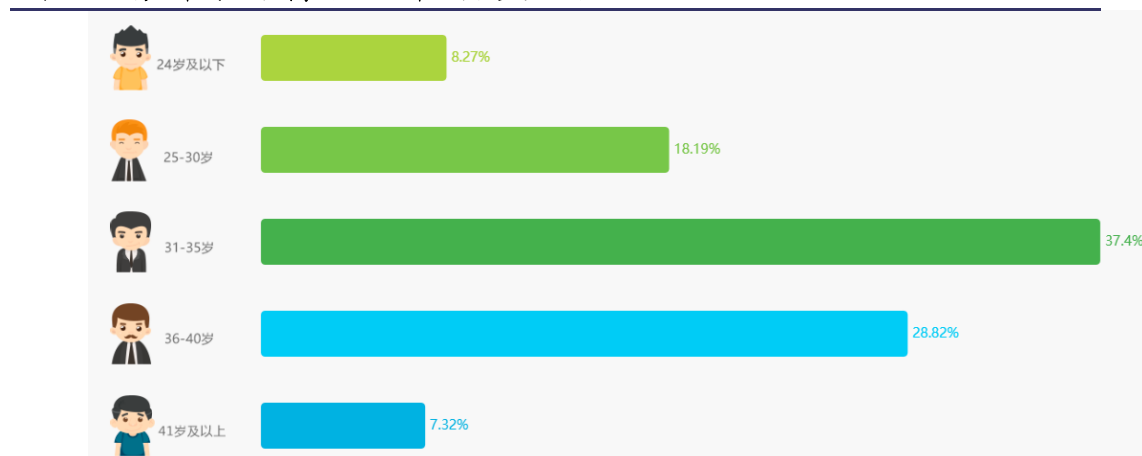
图 16、男性用户占比较高 (2019 年 7 月移动端)



资料来源：艾瑞，兴业证券经济与金融研究院整理

2) 用户年龄层偏高，消费能力更强，用户质量高。

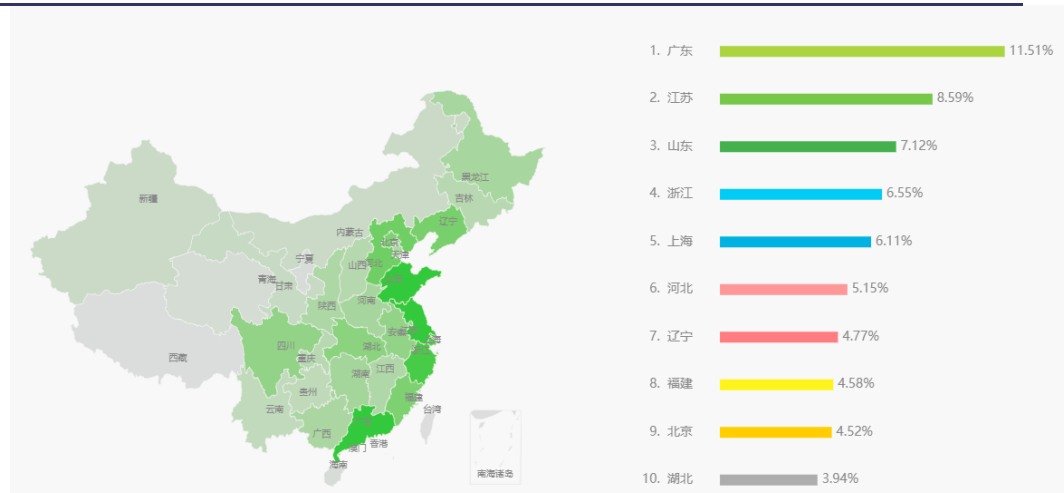
图 17、用户年龄层较高 (2019 年 7 月移动端)



资料来源：艾瑞，兴业证券经济与金融研究院整理

3) 用户分布在发达地区，消费能力强，用户质量高。

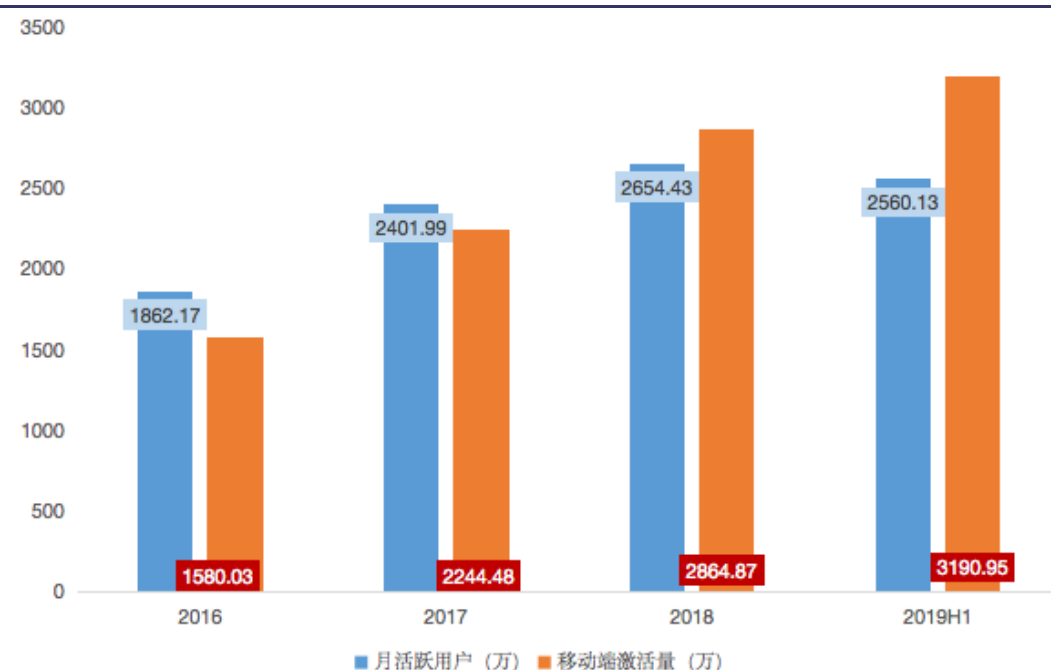
图 18、用户分布在发达地区为主（2019 年 7 月移动端）



资料来源：艾瑞，兴业证券经济与金融研究院整理

活跃用户数量稳定增长，移动端成新发力点。公司月活跃用户数保持稳定增长，近年来增速逐渐放缓，移动端成流量增长新渠道，公司移动客户端发展迅速，2018 年用户平均每日启动次数达到 7.03 次，新增用户侧月留存率最高达 47%。2019 年上半年公司月平均活跃用户数较去年同期同比增长 10.47%至 2560.13 万元。截止 2019 年 6 月 30 日，移动端 App 激活量为 3190.95 万。

图 19、2016-2018 什么值得买月活跃用户数及移动端激活量



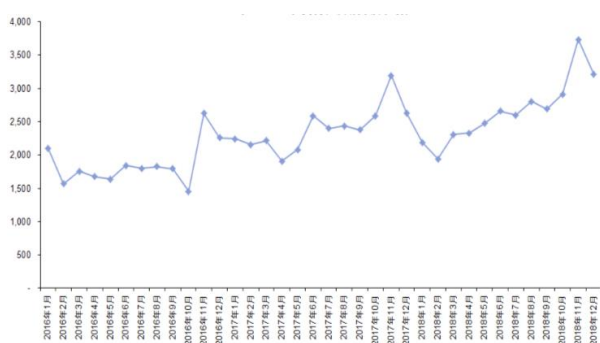
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：月活跃用户为全年月活跃用户的平均值，移动端激活量为截至当年 12 月末的累计值。2019H1 月活跃用户为 2019 上半年月活跃用户的平均值，移动端激活量为截止 2019 年 6 月 30 日的累计值。



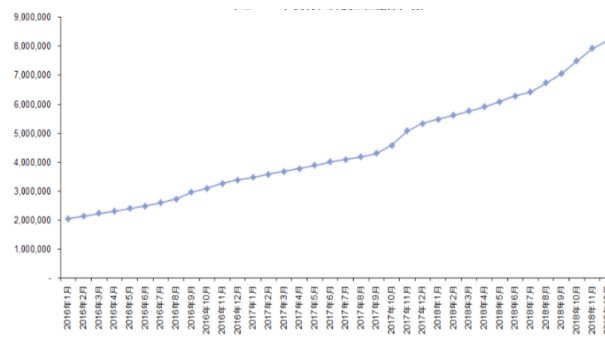
由于公司平台不强制要求用户注册才能使用平台上的优惠信息，因此平台注册账户数相对较少。而平均月活跃账户数受电商季节性影响较大，一般第二、四季度是活跃高峰期。同时平台月平均活跃用户和月平均新增注册账户数整体呈现上升趋势。截止2019年6月30日，注册用户数为966.99万。

图 20、2016-2018 公司月活跃账户数 (万人)



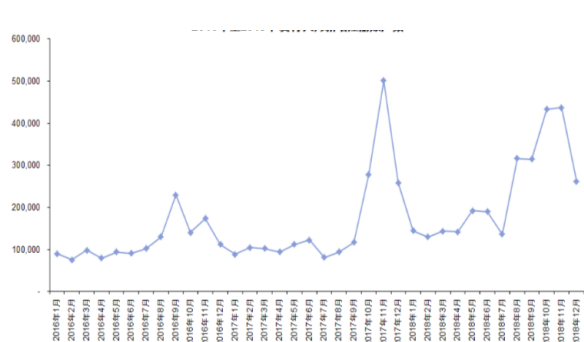
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 21、2016-2018 公司月度总注册账户数 (人)



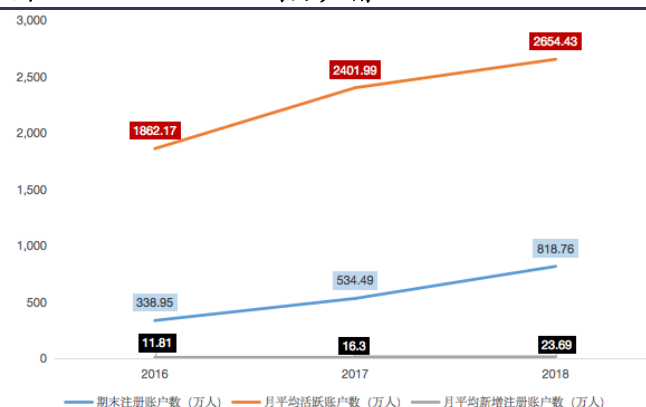
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 22、2016-2018 公司月新增注册账户数 (人)



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 23、2016-2018 公司账户情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**公司主要流量来源渠道是网站端和 App 端。**

网站端包括 PC 端及 WAP 端，WAP 端指用户通过移动设备的浏览器访问公司网站。网站端流量的具体来源可以细分为直接流量、搜索流量、引荐流量、广告展示流量及其他流量。

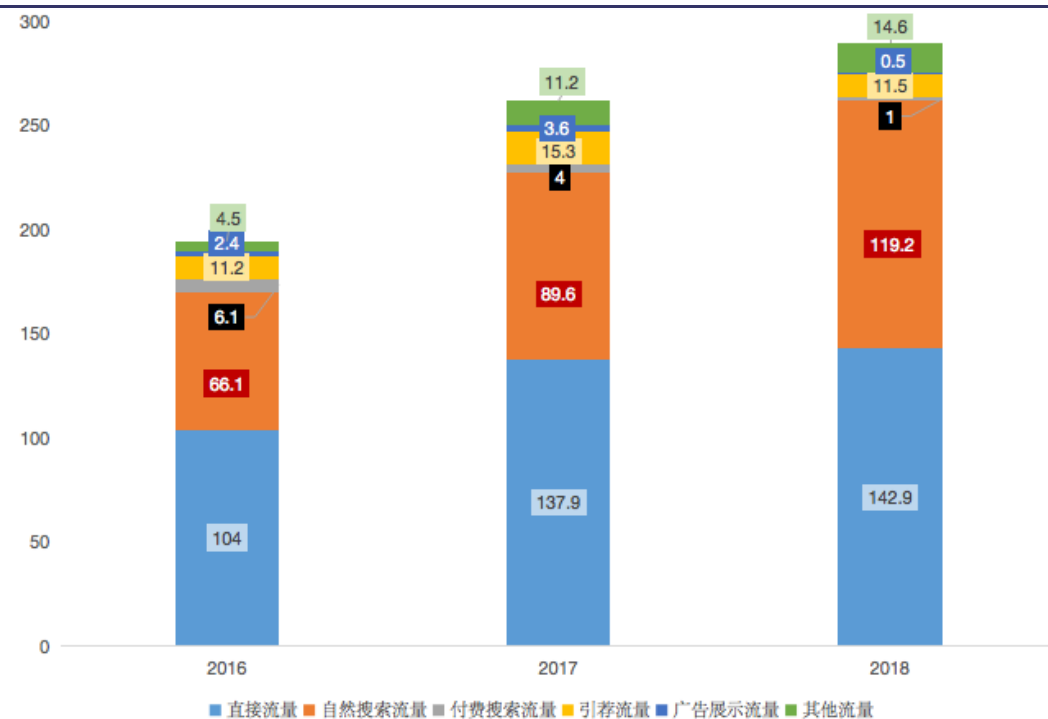
➤ 网站端

- 1) 直接流量：用户利用浏览器直接访问网站。
- 2) 搜索流量：通过搜索引擎进入网站。自然搜索流量指公司拥有的大量优质内容被收录进搜索索引库中，用户检索相应关键词时可以显示公司网站；付费搜索流量指公司购买关键词，用户检索时公司相关内容会展示在靠前位置。

3) 引荐流量: 用户通过点击公司放置在其他网站的进入公司网站。大部分是免费渠道。

4) 广告展示流量: 用户通过点击放置在其他网站中的展示广告进入公司网站。

图 24、2016-2018 什么值得买网站端用户流量来源 (单位: 万人)



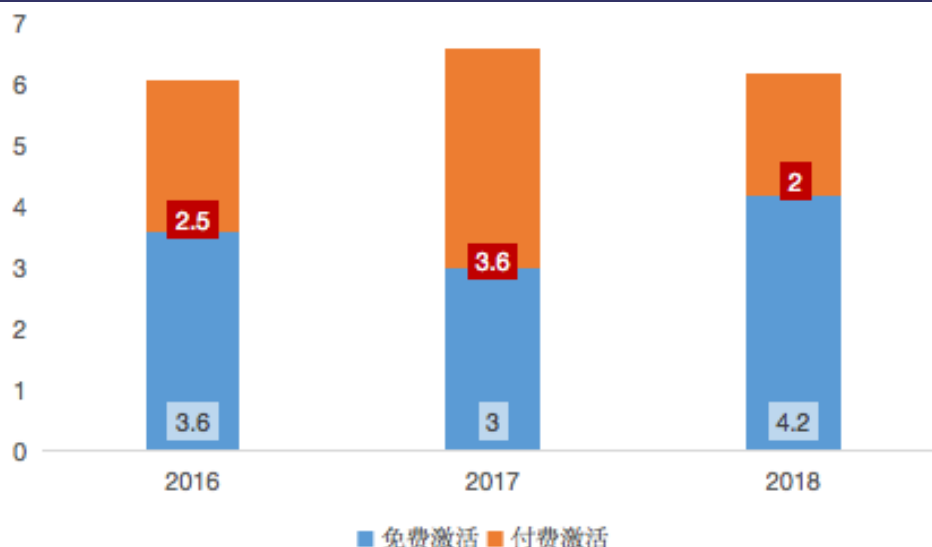
资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

#### ➤ App 端

1) 免费激活: 用户自行在应用商店下载公司 App 或者自网站端的迁移。

2) 付费激活: 公司付费给应用商店及移动广告代理商, 获取付费激活量引导用户下载 App。由于近年来, 公司加大安卓端的推广力度, 减少了激活成本相对较低的积分墙广告, 公司付费激活比例出现下降。

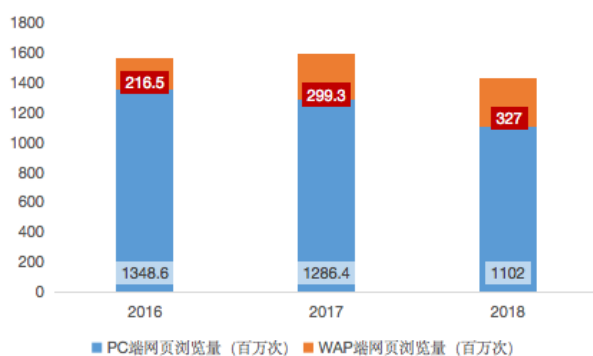
图 25、2016-2018 什么值得买 App 端用户流量来源 (单位: 万人)



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

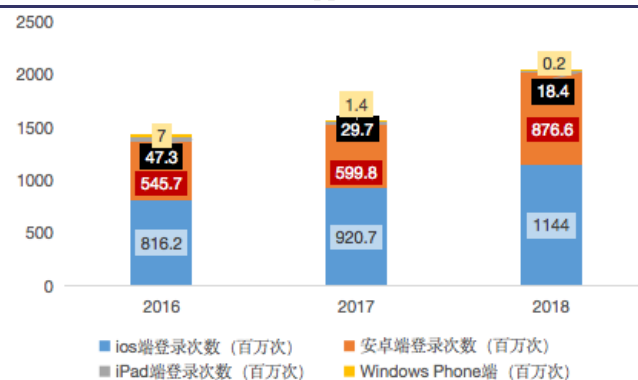
App 移动端登录用户不断增加, 登录数量已超过网站端。

图 26、2016-2018 公司网站各端口浏览量



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 27、2016-2018 公司 App 各端口登录次数



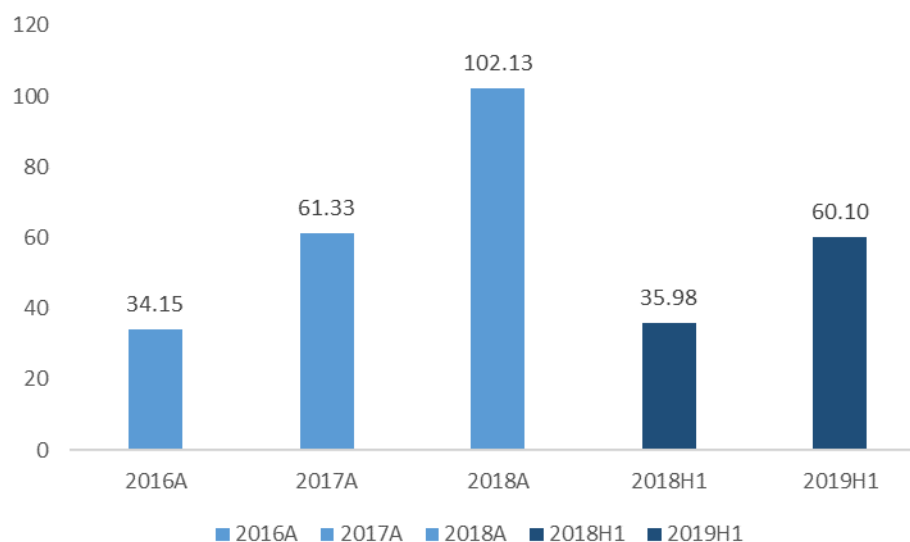
资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 2.4、净交易额快速攀升, 平均客单价稳步增长

净交易额快速攀升, 总体收入/净交易额比例有所下降。

1) 2016-2018 年, 通过公司平台导流的商品净交易额分别为 34.15 亿元、61.33 亿元以及 102.13 亿元, 复合增长率高达 73%。

图 28、净交易额快速攀升（单位：亿元）

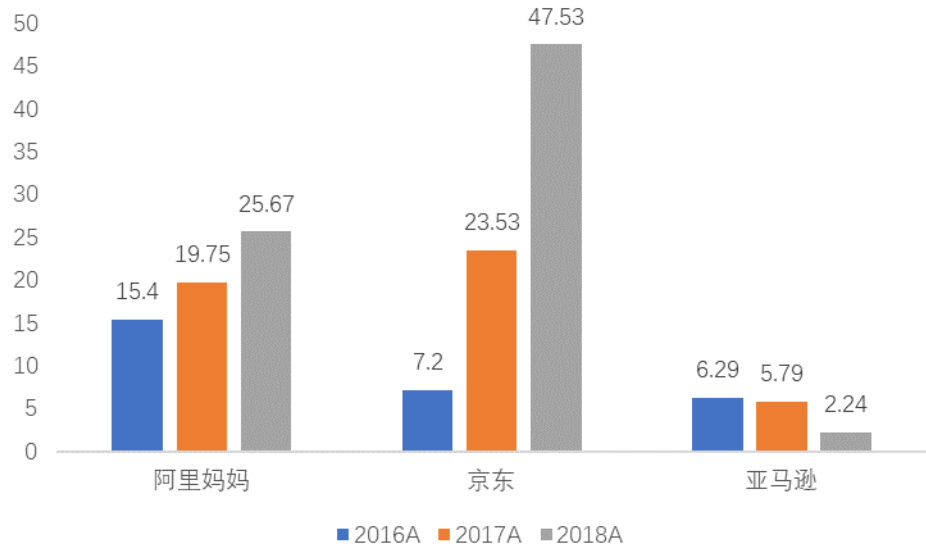


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2) 导向阿里京东净交易额持续提升。

- 阿里：2016-2018 年，公司向阿里妈妈导流的 GMV 分别 15.40 亿元、19.75 亿元与 25.67 亿元，2017 年及 2018 年同比增长率分别为 28.24%及 29.98%，GMV 增长主要原因为公司不断进行品类扩充，除电脑数码、家用电器等电子产品外，服装鞋帽、日用百货等阿里巴巴旗下天猫商城强势品类信息发布量的占比显著提升。
- 京东：201-2018 年，公司对京东导流的 GMV 分别为 7.20 亿元、10.01 亿元与 9.10 亿元，GMV 出现下滑主要系将京东海嘉的部分导购业务转移到子公司星罗创想，剔除此影响则 2017 年与 2018 年 GMV 分别为 23.53 亿元及 47.53 亿元，导流 GMV 延续高速增长的趋势。
- 亚马逊：公司向亚马逊集团导购的 GMV 有所下降，主系亚马逊全球策略转变，追求高利润率减少优惠活动，以及国内跨境电商业务的兴起，竞争加剧。

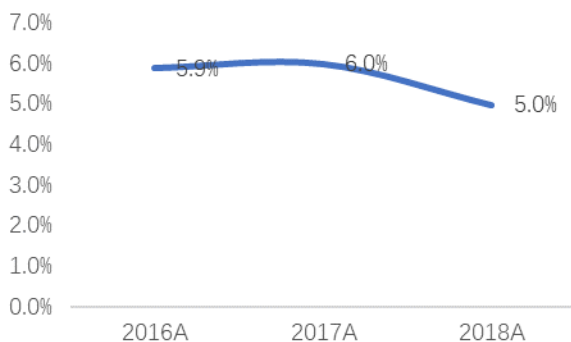
图 29、平台导向阿里京东亚马逊的 GMV 金额（单位：亿元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

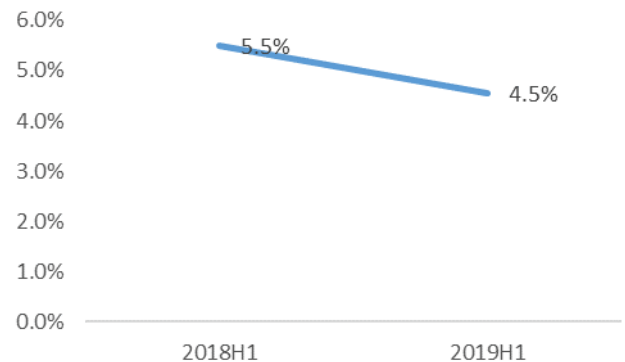
3) 整体货币化率有所下降，主系销售商品品类变动所致。近些年来，公司总收入/净交易额的比例有所下滑，我们认为主要是销售商品品类变化所致，首先随着公司与阿里合作的深入，品类逐渐从阿里擅长的服饰鞋帽、日用百货等向电脑数码、家用电器等延展，这些产品更偏标品，商家利润率较低导致提供的佣金率较低；其次随着星罗创想的蓬勃发展，带动了导向京东的 GMV 快速攀升，增速超过其他平台，而京东整体佣金率在 1.5-2% 之间，属于较低水平，其 GMV 占比的提升导致整体佣金率的下降。

图 30、2016-2018 总收入/净交易额有所下滑



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 31、2018H1-2019H1 总收入/净交易额有所下滑



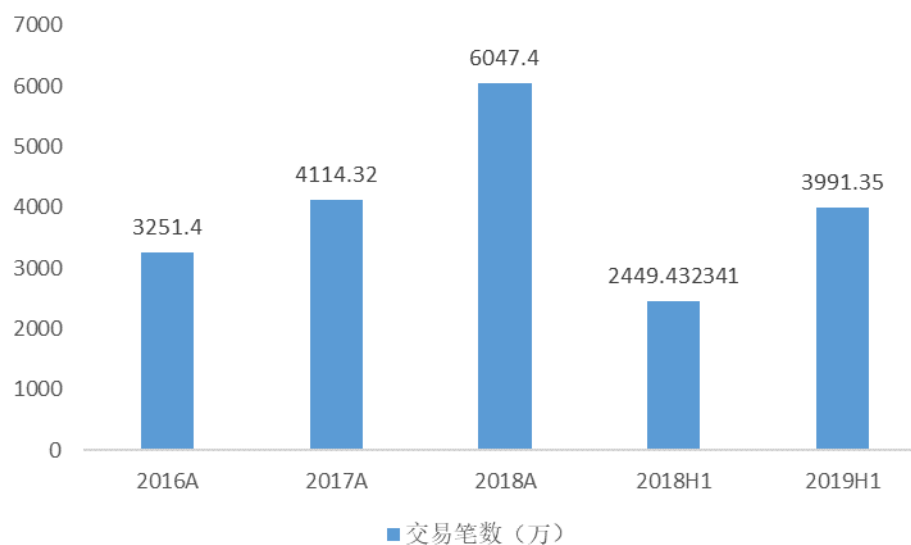
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**交易笔数提升是提升 GMV 的主要驱动力，客单价提升次之。**

1) 2016-2018 年，交易笔数分别为 3251.4 万、4114.32 万、6047.4 万笔，2019H1 为 3991.35 万笔，同比增长 62.95%。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

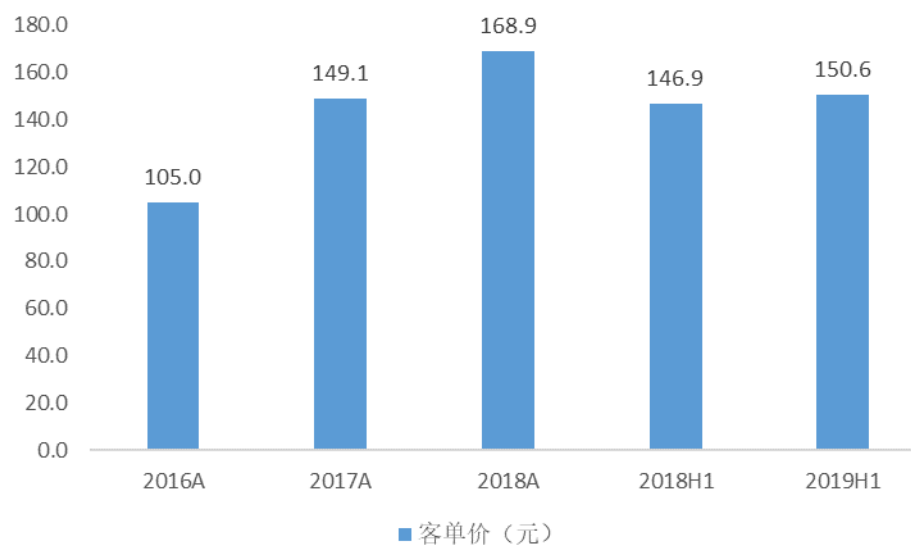
图 32、交易笔数快速攀升



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2) 2016-2018 年，客单价增速较高，后续将逐渐趋于平稳。

图 33、客单价平稳增长



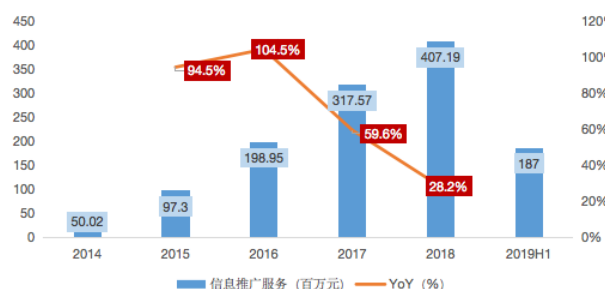
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3、信息推广服务业务为主，广告展示收入为其增长推动力

#### 3.1、信息推广服务中广告展示收入占比较高

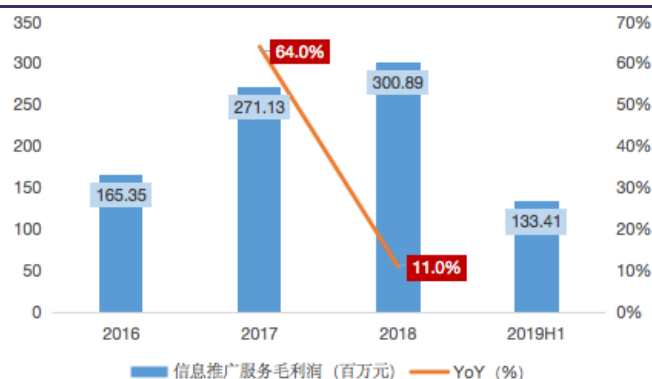
截止到 2019 年上半年，信息推广服务营收 1.87 亿元，毛利润为 1.33 亿元，毛利率为 71.34%。2018 年年末广告展示收入与佣金收入比约为 3:1。

图 34、2014-2019H1 公司信息推广收入及同比增速



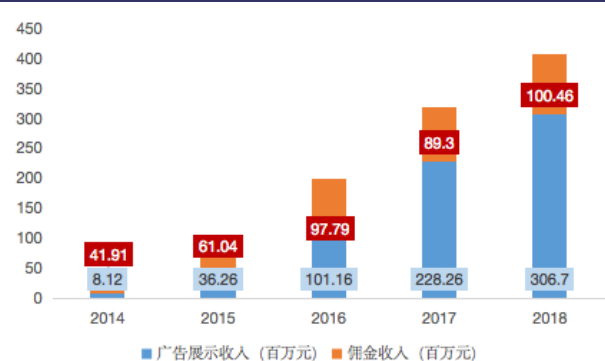
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 35、2016-2019H1 公司信息推广毛利润及同比增速



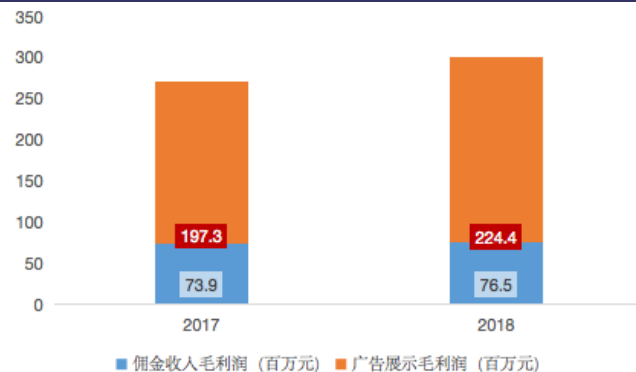
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 36、2014-2018 公司信息推广服务收入结构



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 37、2016-2018 公司信息推广毛利润结构

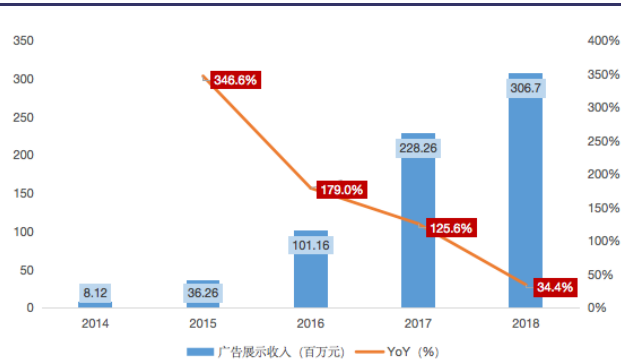


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

#### 3.2、广告展示收入快速增长

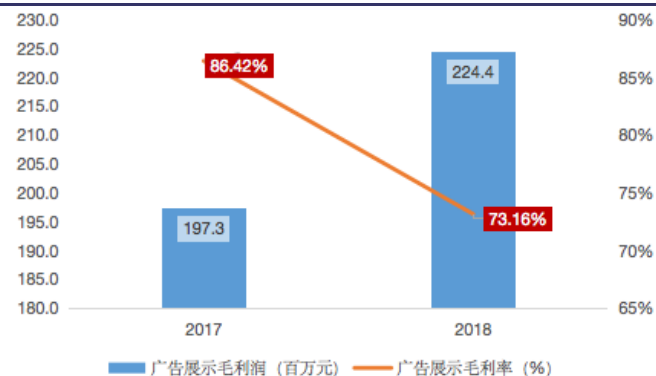
广告展示收入是指通过在公司网站或移动客户端为电商、品牌商等提供广告展示位等营销服务以获取的收入，2018 年广告展示收入同比增长 34.3%至 3.07 亿元。

图 38、2014-2018 公司广告展示收入及同比增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

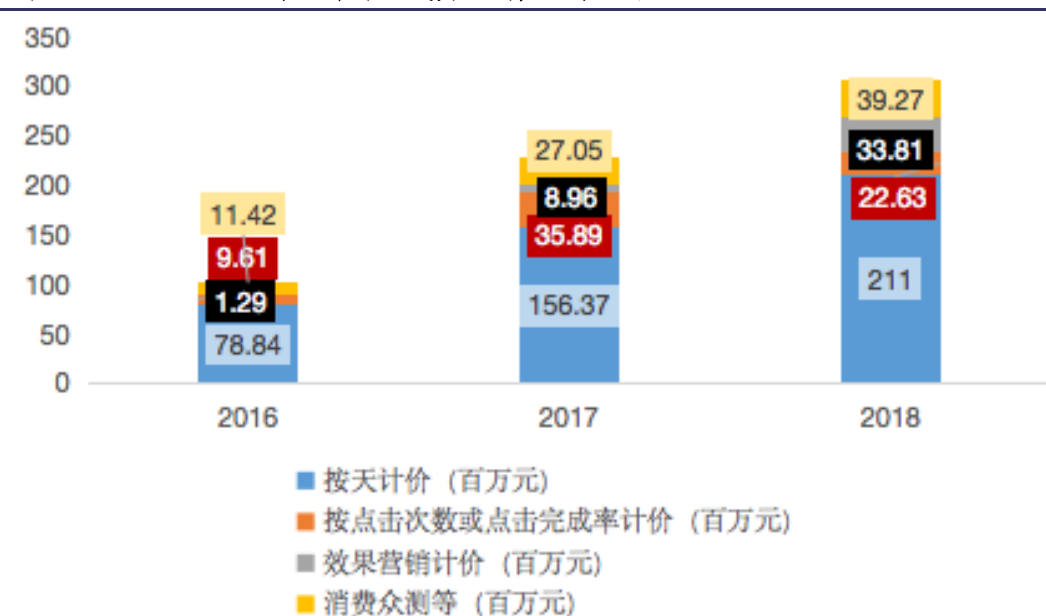
图 39、2017-2018 公司广告展示毛利润及毛利率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

各类定价占比稳定，按天计价为主要形式。公司广告展示收入的定价模式主要包括：1）按天计价；2）按点击次数 (CPC) 或点击完成率计价；3）按实际成交订单金额的一定比例计价的效果营销计价方式；4）消费众测等打包计价服务等。

图 40、2016-2018 公司各计价方式贡献的广告展示收入

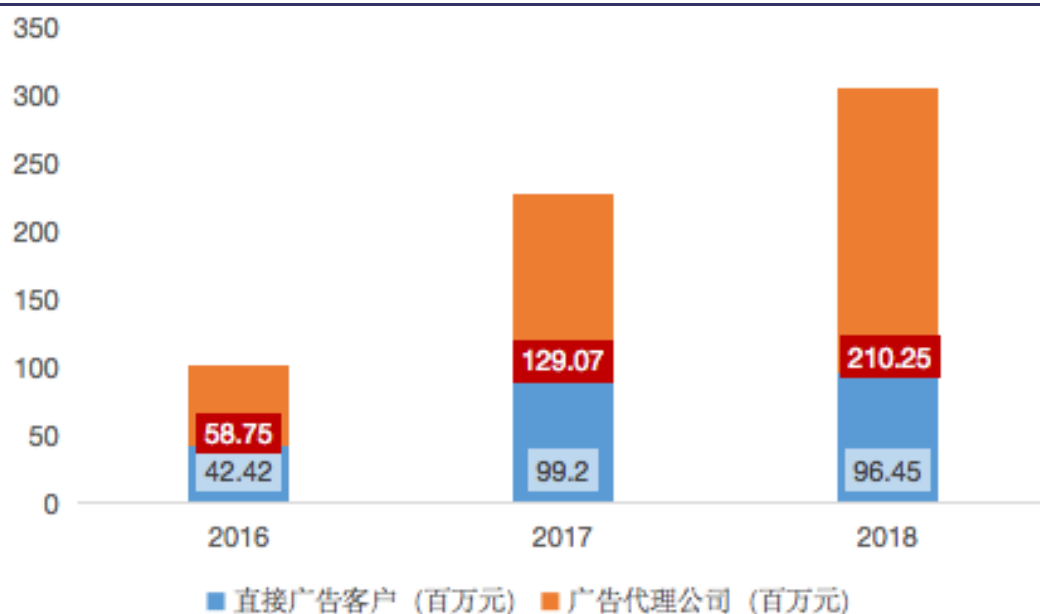


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

按客户签约主体分类，公司广告主要销售给直接客户和广告代理公司。公司来自于广告代理公司的收入占比保持较高水平且仍然稳步提高。



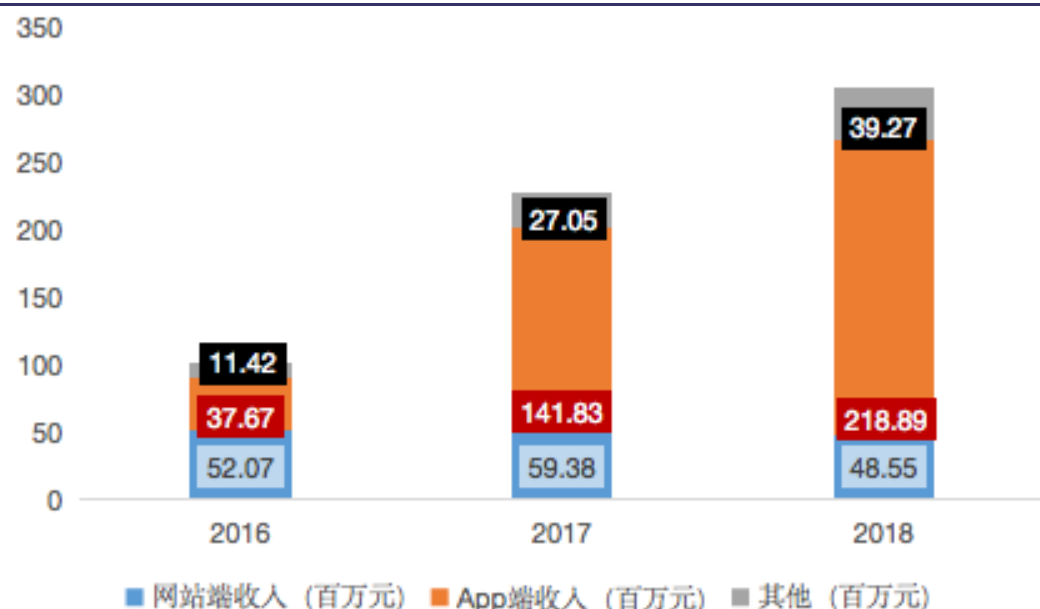
图 41、2016-2018 公司各客户签约主体贡献收入



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

App 端成广告收入主要来源。2018 公司 App 端广告收入贡献了广告总收入的 71.37%，且占比仍呈现上升趋势，移动互联网营销具备极强潜力。

图 42、2016-2018 公司各渠道广告展示收入



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

广告位价格整体略有上升。1) 公司在客户端和网页端中提供首页矩形广告、焦点图广告、开机大图、品牌专题、众测、线下合作等广告形式。1) 计价方式包括按

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

天计价、按次计价和效果营销等方式，主要以按天计价模式为主。2) 2018 年，公司广告展示的刊例价格有所上涨，同时广告主投放数量增加，使公司广告展示收入大幅上升。

表 7、2016-2018 公司各渠道广告展示收入刊例价格

渠道	位置	2016	2017	2018	
网站端 (单位: 万元/天)	首页	4--12	7--15	4--15	
	精选好价频道	4--6	4--12	4--12	
	海淘频道	2--8	3--10	1--10	
	全部好价频道	3--8	4--10	4--10	
	原创频道	2--5	2--6	2.5--6	
	资讯中心频道	2--3	2--3	2--3	
	搜索结果页	2--3	2--3	2--3	
	分类标签页	1.5--3	0.8--4	0.8--4	
	移动端 (单位: 万元/天)	首页	6--15	8--25	3--35
		好价频道	8--10	6--15	4--20
好文频道		4--10	8--10	11--14	

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

广告位售出量整体上升。1) 目前展现形式主要以焦点图、App 端信息流、App 端浮层、App 端通栏、网站端顶部通栏、各类矩形广告为主，占公司广告展示收入 60%-80%。2) 由于公司具备流量规模优势和行业技术大势所趋，2018 年 App 端信息流广告和通栏广告售出比例较高，且广告位的日均单价均有不同幅度的提升。

表 8、2018 年公司各类广告展现形式

	展示价格 (万元/天)	广告位个 数(个)	可展示天数 总和(天)	实际展示天数 总和(天)	广告位售出 比例
焦点图广告	3.47	10	3650	1452	39.78%
App 端信息流广告	2.23	14-26	7318	4133	56.48%
App 端浮层广告	5.28	2	730	122	16.71%
APP 端通栏广告	2.46	7-10	3107	1305	42.00%
网站端顶部通栏广告	1.79	4	1460	413	28.29%
各类矩形广告	1.24	12	4380	1310	29.91%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 9、2017 年公司各类广告展现形式

	展示价格 (万元/天)	广告位个 数(个)	可展示天数 总和(天)	实际展示天数 总和(天)	广告位售出 比例
焦点图广告	2.96	12--18	5484	2314	42.19%
App 端信息流广告	2.06	15--18	6027	2773	46.01%
App 端浮层广告	4.12	2	730	370	50.73%
网站端顶部通栏广告	2	5	1825	658	36.08%
各类矩形广告	1.26	12--16	5104	1418	27.77%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 10、2016 年公司各类广告展现形式

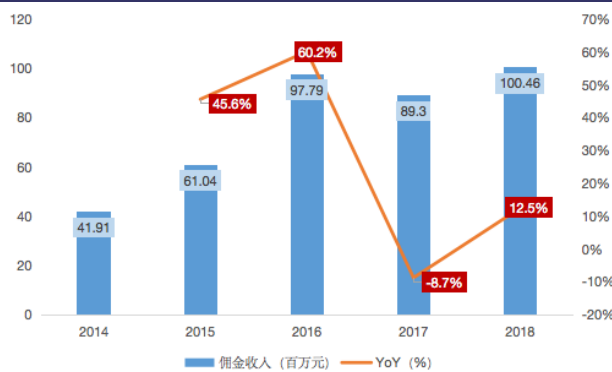
	展示价格 (万元/天)	广告位个 数(个)	可展示天数 总和(天)	实际展示天数 总和(天)	广告位售出 比例
焦点图广告	2.33	10	3660	1431	39.10%
App 端信息流广告	2.55	2--4	1100	309	28.09%
App 端浮层广告	3.69	2	732	148	20.22%
网站端顶部通栏广告	1.71	4	1464	614	41.94%
各类矩形广告	1.21	14	5124	1163	22.70%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3.3、电商导购佣金收入平稳增长

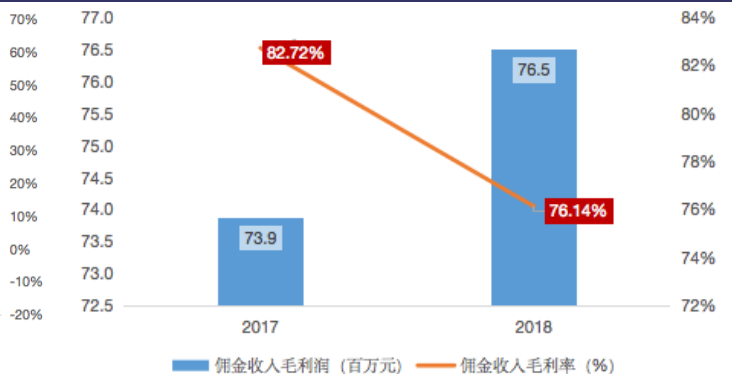
电商导购佣金收入是指通过公司网站或移动客户端提供电商、品牌商等的相关商品或服务信息，将用户引流至电商、品牌商官网，根据用户实际完成交易金额的一定比例获取收入。公司佣金收入保持平稳，2018 年同比增长 12.5%至 1 亿元。

图 43、2014-2018 公司佣金收入及同比增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

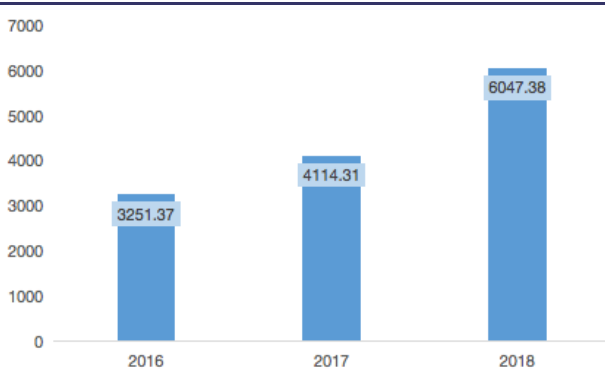
图 44、2017-2018 佣金收入毛利润及毛利率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

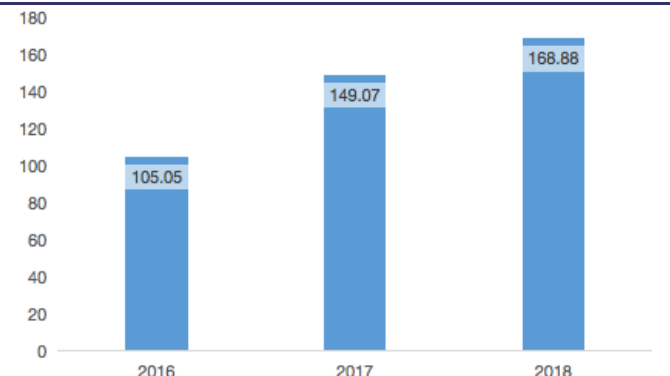
电商导购交易次数与月活跃用户数呈现稳定增长趋势。

图 45、2016-2018 公司电商导购交易次数（单位：万次）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 46、2016-2018 公司平均单次交易金额（单位：元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司电商导购的订单主要集中在 1-300 元之间。

**表 11、2016-2018 公司单次交易金额分布区间及交易金额占比**

价格区间	2016	2017	2018
1-10 元	45.69%	26.91%	25.95%
11-30 元	20.75%	26.51%	24.29%
31-100 元	17.11%	24.89%	25.26%
101-300 元	10.61%	14.05%	16.13%
301-1000 元	3.88%	5.19%	3.23%
1001-5000 元	1.40%	2.09%	2.39%
5001-10000 元	0.18%	0.27%	2.33%
10000 元以上	0.38%	0.09%	0.37%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

从公司电商导购交易总金额分布区间来看，100-5000 元订单形成的交易总金额占比保持在 60%以上。

**表 12、2016-2018 公司各价格区间的订单形成的交易总金额分别区间**

价格区间	2016	2017	2018
1-10 元	2.15%	1.05%	0.94%
11-30 元	3.33%	3.27%	2.90%
31-100 元	9.22%	10.20%	9.62%
101-300 元	16.89%	16.86%	16.99%
301-1000 元	19.91%	19.64%	19.07%
1001-5000 元	27.10%	31.22%	30.79%
5001-10000 元	8.13%	11.19%	15.25%
10000 元以上	13.28%	6.57%	4.44%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

#### 4、互联网效果营销高速增长，未来可期

**打造星罗广告联盟，迅速获取客户。**1) 2016 年 7 月，公司推出了星罗广告联盟 LinkStars，提供互联网效果营销平台服务。LinkStars 是一个中间平台，一端连接拥有流量的网站、移动客户端和内容创业者等媒体，一端连接电商、品牌商广告主。2) 广告主可在 LinkStars 上发布广告需求，并设定一定的佣金比例作为广告推广的报酬。3) 联盟媒体可在 LinkStars 看到所有广告主的广告需求，若联盟媒体有意为广告主进行推广，可通过 LinkStars 进行申请并获取推广代码，并将推广代码放置在自身媒体的广告位上，联盟媒体的用户点击该广告并进入广告主的网站下单并购买成功后，联盟媒体可获取商品交易总额的一定比例作为佣金收入。4) 截至 2018 年 12 月 31 日，LinkStars 已接入包括京东、苏宁易购、1 号店、国美在线、中粮我买网、唯品会和 6PM 等国内外知名电商在内的约 470 家广告主。

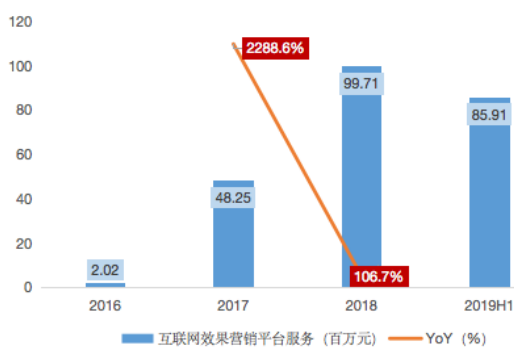
图 47、星罗广告联盟网页界面



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

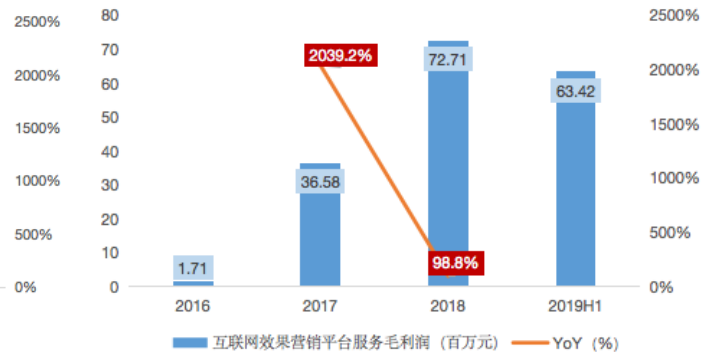
收入规模快速提升。1) 2016 年度、2017 年度、2018 年度、2019 年上半年，互联网效果营销平台服务收入金额分别为 201.92 万元、4,824.51 万元、9,971.21 万元及 8590.57 万元，占公司营业收入比重分别为 1.00%、13.15%、19.64% 及 31.42%。

图 48、2016-2019H1 公司互联网效果营销平台服务收入及同比增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 49、2016-2019H1 公司互联网营销平台服务毛利润及同比增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司互联网效果营销平台服务收入大幅增长的主要原因为：1) 2016 年 7 月公司推出星罗广告联盟 LinkStars，需要一定的时间宣传、推广，吸引广告主、媒体加盟，网站上线后需要一定的时间调整、优化，因此 2016 年度收入较低；2) 截至 2018 年 12 月 31 日，LinkStars 已接入包括京东、苏宁易购、1 号店、国美在线、中粮我买网、唯品会和 6PM 等国内外知名电商在内的约 470 家广告主，随着加盟 LinkStars 的广告主不断增多，公司互联网效果营销平台服务收入上升。

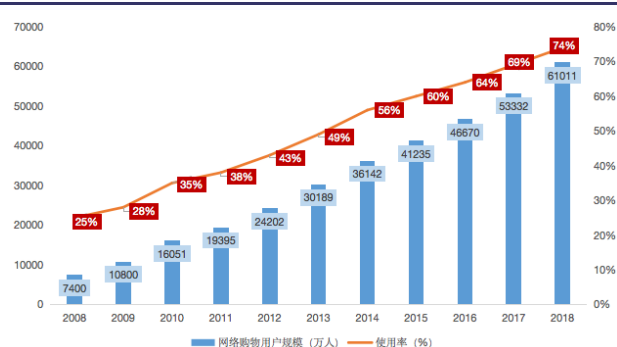
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

## 5、电商快速发展助推导购行业，值得买居于内容导购平台领先地位

### 5.1、电商消费不断扩张，导购行业稳步发展

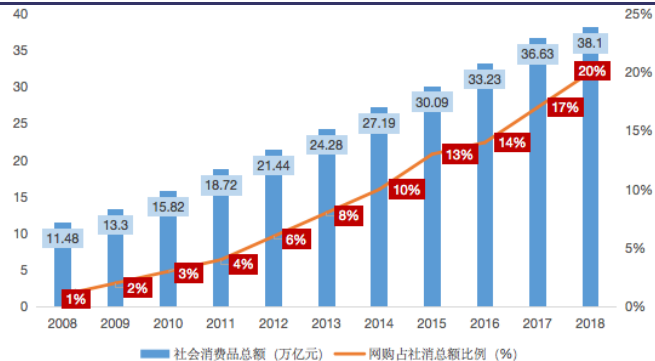
网络购物产业规模呈上升趋势，电商导购行业共享增长红利。近年来，网络购物用户规模与网络购物使用率大幅提升，2018年用户规模达到6.1亿人，使用率高达74%。同时网购占社会消费总额比例也直线上升，行业前景向上，带动电商相关行业迅速发展。

图 50、2008-2018 中国网络购物用户规模及使用率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 51、2008-2018 社会消费品总额及网购占比



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

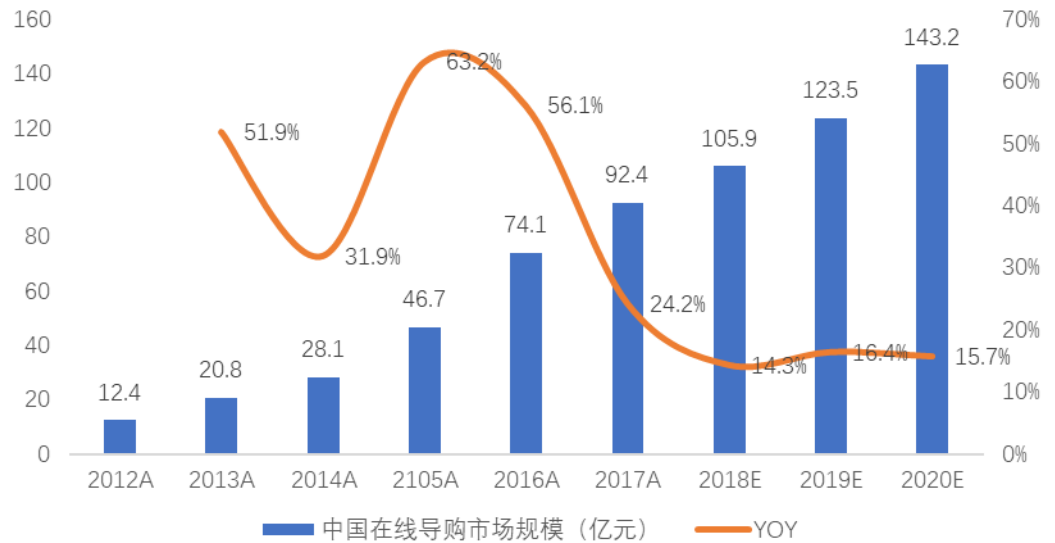
图 52、中国电子商务行业整体产业链



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

电商导购顺应电商行业稳步发展。1) 由于近年来电商行业规模迅速增加，参与者增多，各类电商均堆积了海量信息，用户甄别难度不断加大。2) 电商导购平台连接用户和电商，不仅为用户提供消费决策，节约时间成本，而且成为电商获取用户流量的重要渠道。

图 53、中国在线导购行业市场规模



资料来源：艾瑞，兴业证券经济与金融研究院整理

## 5.2、电商平台竞争加剧，导购获电商平台政策支持

近年来，拼多多崛起，市值一度直逼京东，加剧的竞争环境使得巨头们持续加大力度提升自身 GMV，在此过程中，导购平台有机会获得电商平台的政策支持。

**获得阿里商家单品推广资格，阿里妈妈的佣金比例提升。**1) 2018 年公司阿里妈妈收取的佣金比例为 3.48%，较 2017 年的 3.23% 出现回升；2) 主要原因为 2017 年推出的淘宝客营销计划允许天猫和淘宝商家进行单品推广，并在阿里妈妈联盟超级搜索、高佣频道、爱淘宝等频道展示，而天猫和淘宝商家通常会在营销计划中设置较高的佣金比例，2018 年总体佣金比例得以提升。

**京东佣金比例正常波动，尚未有相关利好政策出台。**公司向京东商城导购商品主要为电脑数码类、家用电器类、食品饮料类、家居家装类、个护化妆类等品类的商品，其中电脑数码与家用电器两类的 GMV 占比超过 50%，而此类商品毛利率较低，其佣金比例在 1%-2% 之间，京东的整体佣金比例在 1.5%-2% 之间，较为稳定。

## 5.3、导购平台百花争鸣，值得买位居内容类导购平台领先地位

**电商导购企业分为内容类与价格类。**1) 内容类导购主要通过内容吸引用户并促使用户前往第三方电商、品牌商官网完成交易；2) 价格类导购主要通过比价、返利等方式吸引用户并促使用户前往第三方电商、品牌商官网完成交易。

图 54、中国在线导购行业商业模式

	运营模式	解决的行业痛点	代表企业	模式简介	发展优势	面临挑战
偏优惠类	返利类	消费者对价格的刚需	返利网 淘粉吧 易购网	整合各热门B2C网站和商家的促销信息，精选特价产品吸引用户，用户通过链接购买获得折扣和返利。	价格优势明显，契合国内用户价格敏感度高、易引发抢购、制造爆款。	由于不鼓励交易，无法形成闭环，在用户体验方面存在较大的挑战，如何最大程度提升用户体验是重点。
	购物搜索类	解决用户价格敏感问题	聚惠网 慢慢买 柚子街	收录商家产品数据，结合搜索技术，增加商品展示机会，实现标准商品信息的精准推送。	有技术优势，商品覆盖范围广泛；数据化运营，自动化程度高，信息处理量大，更新速度快。	目标用户范围有限，仅限于有明确购物需求且价格敏感的用户；用户参与度较低。
偏内容类	内容推荐类	解决信息过剩，帮助消费者决策	什么值得买 路口 识货	通过用户（网购达人、超级用户）分享、评价、讨论等行为，产生大量优质内容，帮助社区其他用户发现喜欢的商品。	社区氛围下，用户直接创造内容，生成海量信息，用户忠诚度高，活跃度高。	类目有限，多适用于非标准化、价格敏感度低的产品；用户需求明确后，价格敏感度提升，又开始寻求比价。
	图文社区类	解决信息过剩	半糖 爱网购 果库	主打图片导购，面向女性用户，支持用户通过搜索寻找商品，在图片引导下，刺激购物神经，最终完成导购。	视觉表现力强，风格简洁有气质，图片兴趣社交化导购。	导购性低，用户偏向图片收集和分享。
	场景类	解决信息过剩，增加用户体验	礼物说 飞凡 嗨街	场景类就是把推荐的商品和用户真实的使用场景结合起来，以此来激发用户的购买欲。	场景真实，需求明确，用户体验高。	商品质量和售后服务。

资料来源：艾瑞，兴业证券经济与金融研究院整理

内容类导购平台门槛较高，值得买处于领先地位。

- 1) 价格类导购企业由于业务模式简单，同质性和可替代性较高，竞争较为激烈，目前主要竞争者是返利网、一淘、淘粉吧，体量较大。

表 13、电商导购行业主要竞争企业及主营业务

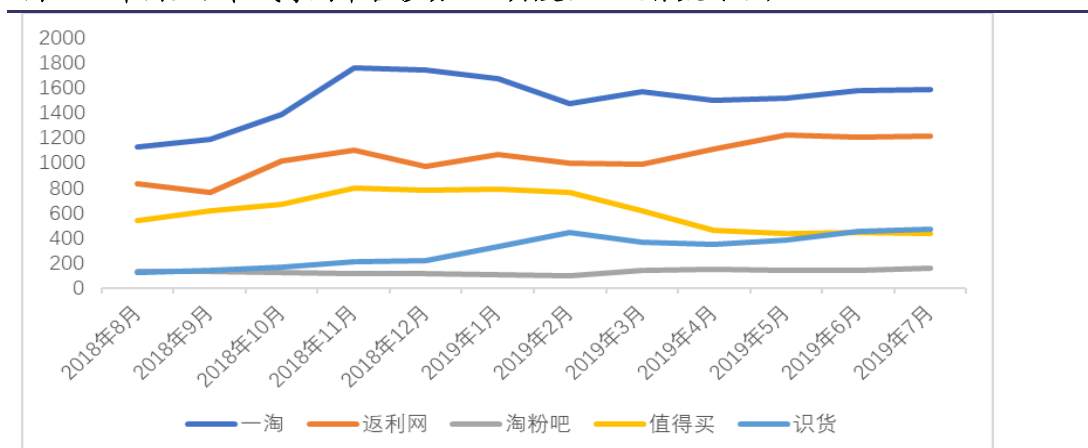
主要竞争企业	主营业务	合作伙伴
返利网	主要从事返利导购业务，主要栏目包括返利商城、超级返、9 块 9、返利卡等。	包括天猫、淘宝、京东、苏宁易购、苹果中国官方商城、一号店、亚马逊、聚美优品等知名电商
一淘网	阿里巴巴集团旗下的导购平台，为用户提供返利、红包、优惠券等服务。	淘宝网、天猫、飞猪等阿里巴巴集团旗下的电商
淘粉吧	导购返利网站，主要栏目包括品牌特卖、限时闪购等。	包括天猫、淘宝、京东、苏宁易购、一号店、亚马逊、唯品会、聚美优品等知名电商

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- 2) 内容类导购需要长期大量忠实用户贡献原创内容吸引流量，壁垒较高，什么值得买是行业内领先企业。
- 3) 艾瑞数据显示，中国主流在线导购平台，移动 APP 月度独立设备数，一淘网较为领先，其作为阿里巴巴旗下官方促销导购平台，吸引了最广泛的用户，返利网次之，而值得买作为内容类导购平台移动 APP 月度独立设备数位列第三，虎扑旗下专门做高性价比商品导购的平台用户增长较快，内容类导购平台竞争逐渐加剧。



图 55、中国主流在线导购平台移动 APP 月度独立设备数（万）



资料来源：艾瑞，兴业证券经济与金融研究院整理

## 6、盈利预测与评级

从收入结构来看，公司营业收入主要包含信息推广服务、互联网效果营销平台服务、海淘代购平台服务收入，其中信息推广服务占比较高，2018 年达 80.2%，其增速平稳，主要源于代理广告收入快速提升，直客广告数据较为平稳，预计随着流量的提升，广告代理商将投放更多广告为公司创收，我们预计 2019/20/21 年广告展示收入增速分别为 19.02%/16.08%/14.93%，而同期信息推广服务收入增速分别为 16.05%/14.24%/13.66%；互联网效果营销平台服务增速快，随着 LinkStars 接入更多广告主以及流量，此板块收入有望保持高速增长，我们预计 2019/20/21 年其增速分别为 100%/50%/30%。

表 14、值得买分业务收入预测（百万元）

营收拆分	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
收入合计	97.30	201.14	367.01	507.59	672.65	839.66	1,003.11
信息推广服务	97.30	198.95	317.57	407.19	472.54	539.84	613.56
YOY	94.52%	104.47%	59.62%	28.22%	16.05%	14.24%	13.66%
广告展示收入	36.26	101.16	228.26	306.71	365.05	423.75	487.02
YOY	346.55%	178.99%	125.64%	34.37%	19.02%	16.08%	14.93%
直客广告		42.42	99.20	96.45	102.24	108.37	114.87
代理广告		58.75	129.07	210.25	262.81	315.38	372.14
佣金收入	61.04	97.79	89.30	100.46	107.49	116.09	126.54
互联网效果营销平台服务		2.02	48.25	99.71	199.42	299.13	388.87

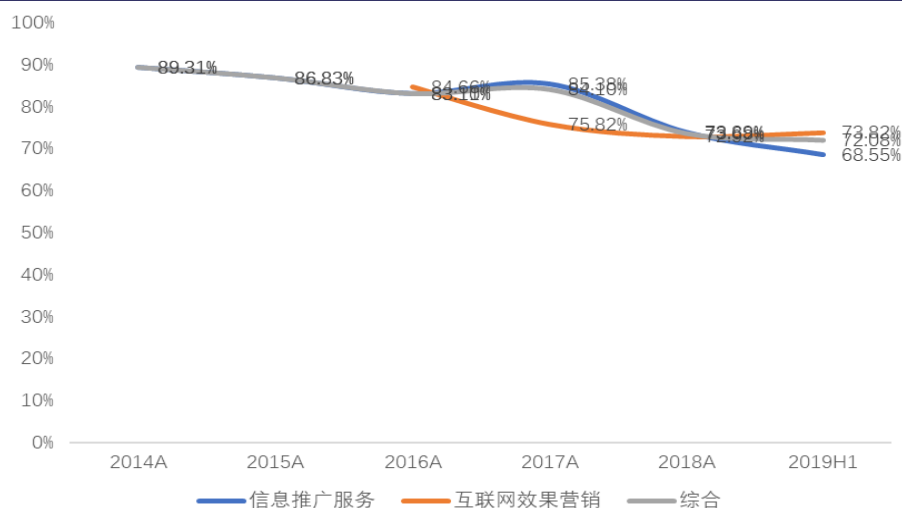
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：海淘代购平台服务已经暂定新业务

从毛利率角度来看，公司毛利率有所下降，2016-2018 年公司综合毛利率分别为

83.10%、84.01%、73.68%，主要由于人工成本、IT 资源使用费、客户专项成本提升引起。其中：1) 职工薪酬上升主系电商导购业务与网站运营业务进行优化，加大了各类型员工招聘力度；2) IT 资源使用费增加主系公司优惠信息发布量大幅提升，采购 IDC 及云服务等 IT 资源使用费上升；3) 专项成本提升主系阿里妈妈技术付费在佣金的占比提升以及耐克、戴森、Visa 等的专项成本提升所致。我们预计随着公司业务的快速开展，毛利率会略有下滑。

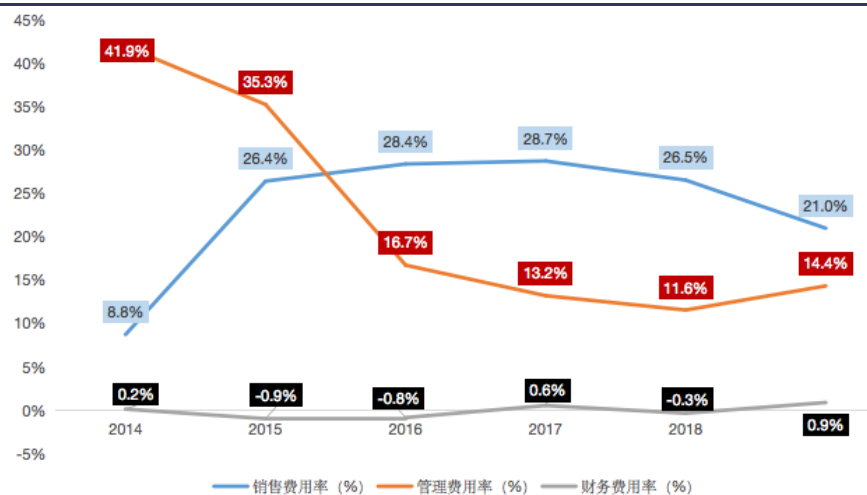
图 56、2014-2019H1 什么值得买毛利率有所下滑



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

各项费用率平稳，尤其销售费用率呈现下降趋势，公司控费能力强，发展稳健。2019 年上半年，公司销售费用率仍保持下降趋势，管理费用率和财务费用率有小幅上升，我们预计公司未来销售费用率仍然会保持平稳，不会因为 LinkStars 的推广而大幅度攀升。

图 57、2014-2019H1 什么值得买营业费用率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图 58、2014-2019H1 公司销售费用及同比增速

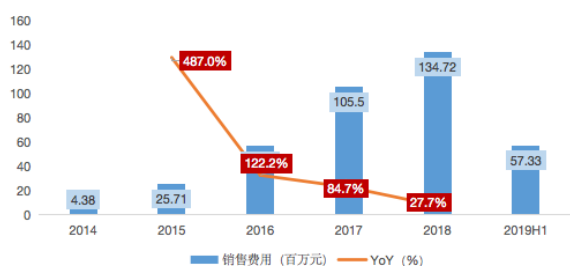
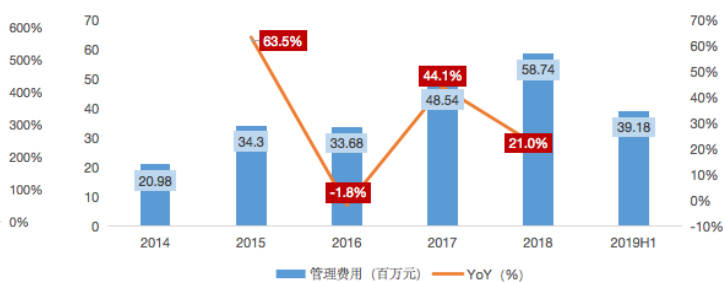


图 59、2014-2019H1 公司管理费用及同比增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**盈利预测与评级：**我们预计公司 2019-2021 年公司净利润分别为 1.15/1.41/1.63 亿元，EPS 分别为 2.16/2.65/3.05 元，对应 9 月 18 日 PE 分别为 58/48/41 倍。值得买广告代理客户收入快速增长推动信息推广服务业绩攀升，截止到 2018 年 LinkStars 已接入 470 家国内外知名电商在内的广告主，随着广告主不断增多与更多流量的接入，互联网效果营销平台服务收入有望继续增长，首次覆盖给予“审慎增持”评级。

**风险提示：**宏观经济下行风险；竞争格局加剧；大客户流失风险。

## 附表

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	305	626	747	846
货币资金	7	278	218	261
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	0	190	247	278
其他应收款	2	3	4	4
存货	1	0	0	0
<b>非流动资产</b>	213	283	870	869
可供出售金融资产	0	0	611	622
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	200	186	173	160
在建工程	0	0	0	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	5	6	7	8
<b>资产总计</b>	518	909	1618	1714
<b>流动负债</b>	95	357	925	858
短期借款	0	0	625	509
应付票据	0	0	0	0
应付账款	23	46	66	81
其他	73	312	234	268
<b>非流动负债</b>	95	95	95	95
长期借款	84	84	84	84
其他	11	11	11	11
<b>负债合计</b>	190	452	1020	953
股本	40	53	53	53
资本公积	93	93	93	93
未分配利润	174	279	408	556
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	328	457	598	761
<b>负债及权益合计</b>	518	909	1618	1714

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	96	115	141	163
折旧和摊销	8	16	16	16
资产减值准备	2	10	9	-4
无形资产摊销	3	3	3	3
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-2	0	3	5
投资损失	-5	-1	-1	-1

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	508	673	840	1003
营业成本	134	238	313	386
营业税金及附加	12	16	20	24
销售费用	135	190	223	258
管理费用	59	101	126	150
财务费用	-2	0	3	5
资产减值损失	2	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	5	1	1	1
<b>营业利润</b>	106	128	157	181
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	106	128	157	181
所得税	11	13	16	18
净利润	96	115	141	163
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	96	115	141	163
<b>EPS(元)</b>	1.79	2.16	2.65	3.05

## 主要财务比率

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	38.3%	32.5%	24.8%	19.5%
营业利润增长率	6.8%	20.7%	22.3%	15.3%
净利润增长率	11.0%	20.5%	22.3%	15.3%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	73.7%	64.6%	62.7%	61.6%
净利率	18.9%	17.1%	16.8%	16.2%
ROE	29.2%	25.3%	23.6%	21.4%

<b>偿债能力</b>				
资产负债率	36.8%	49.8%	63.0%	55.6%
流动比率	3.19	1.75	0.81	0.99
速动比率	3.19	1.75	0.81	0.99
<b>营运能力</b>				
资产周转率	118.9%	94.3%	66.5%	60.2%
应收帐款周转率	-	673.4%	361.1%	359.4%

少数股东损益	0	0	0	0	<b>每股资料(元)</b>				
营运资金的变动	-46	14	-117	-27	每股收益	1.79	2.16	2.65	3.05
经营活动产生现金流量	53	71	61	151	每股经营现金	1.00	1.34	1.14	2.83
投资活动产生现金流量	-206	-4	-614	-14	每股净资产	6.14	8.56	11.21	14.27
融资活动产生现金流量	70	203	494	-95					
现金净变动	-80	271	-59	42	<b>估值比率(倍)</b>				
现金的期初余额	87	7	278	218	PE	70.1	58.2	47.5	41.2
现金的期末余额	7	278	218	261	PB	20.5	14.7	11.2	8.8

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“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客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址:上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址:北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址:深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编:200135	邮编:100033	邮编:518035
邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn