

强烈推荐-A (维持)

值得买 300785.SZ

目标估值:

当前股价: 109.99 元

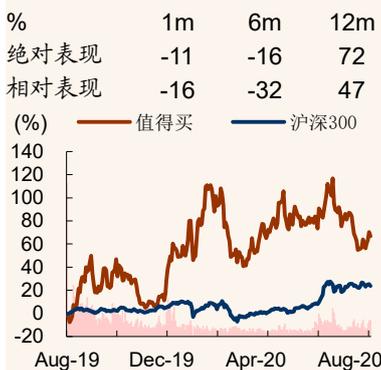
2020年08月27日

用户数稳定增长, 内容生态建设持续推进

基础数据

上证综指	3330
总股本(万股)	8058
已上市流通股(万股)	2289
总市值(亿元)	89
流通市值(亿元)	25
每股净资产(MRQ)	10.4
ROE(TTM)	16.8
资产负债率	25.2%
主要股东	隋国栋
主要股东持股比例	42.87%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《值得买(300785)——营收超预期, 逆势投放+股权激励彰显成长信心》2020-04-28
- 2、《值得买(300785)——短期利润持平, 逆势投放+股权激励彰显成长信心》2020-04-16
- 3、《值得买(300785)——全年业绩符合预期, 转化率高导购优势明显》2020-03-02

宁浮洁

ningfujie@cmschina.com.cn  
S1090518090002

丁浙川

dingzhechuan@cmschina.com.cn  
S1090519070002

李秀敏

lixiumin1@cmschina.com.cn  
S1090520070003

事件: 公司发布 2020 年半年度业绩报告, 报告期内公司实现收入 3.63 亿元, 同比+32.59%, 归母净利润 6854.82 万元, 同比+46.44%, 紧贴业绩预告上限, 扣非净利润为 5899.77 万元, 同比+30.14%。

- 用户数量稳定增长, 内容生态建设持续推进。20H1 公司实现 GMV 90.99 亿元 (+37.69%), 对应订单量为 6081.35 万 (+52.36%)。“618”大促当日 GMV 达 10.02 亿元 (+69.11%), 618 促销期, 食品生鲜品类快速增长, 销售额突破 3.2 亿元 (+74%), 上升为电脑数码、家电之后的销售额第三大品类。20H1 月平均活跃用户数为 2978 万 (+16.33%), 移动客户端 App 激活量为 4190 万 (+31.32%)。报告期内公司持续推进内容生态建设, 迭代直播功能, 用户贡献内容数量达 328.75 万, 同比增长 107.99%。
- 营收稳健增长, 净利率同比提升。20H1 实现收入 3.63 亿元 (+32.59%), 从收入结构来看, 信息推广收入 2.21 亿 (+17.89%), 效果营销广告收入为 1.41 亿 (+64.05%)。20H1 公司销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 24.54/11.82/0.69%, 分别同比+3.58/-2.50/-0.22pct, 在疫情背景下, 公司加大宣传力度, 致使销售费用率有所上升。20H1 毛利率为 70.17% (同比-1.91pct), 净利率为 18.90% (同比+1.79pct)。
- 股权激励落地, 流量价值凸显, 看好电商上行带来的业绩增长。20H1 公司推出股权激励计划, 同时年度业绩考核目标 2020/2021/2022 年利润增长为 25%/20%/17%, 根据业绩目标推测, 下半年预计业绩将进一步释放。公司流量转化率高, 渗透率有望进一步提升。一方面, 作为拥有一二线男性高质量用户的垂直内容导购平台, 转化率及 ROI 较高, 货币化率仅为 5%左右, 对商家吸引力强, 内容导购流量价值凸显; 另一方面, 疫情影响下电商有望加速渗透, 作为严肃决策消费平台, 随着公司加大与电商平台和品牌合作探索, 预计能够继续享受行业成长红利。

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	508	662	878	1115	1398
同比增长	38%	30%	33%	27%	25%
营业利润(百万元)	106	130	166	202	253
同比增长	7%	22%	28%	21%	25%
净利润(百万元)	96	119	152	185	231
同比增长	11%	24%	28%	21%	25%
每股收益(元)	2.39	2.23	1.89	2.29	2.87
PE	18.8	20.2	23.8	19.7	15.7
PB	5.5	3.2	4.0	3.5	2.9

资料来源: 公司数据、招商证券

- **投资建议:** 预计公司 2020/2021 年净利润额 1.52/1.84 亿元, 目前股价对应 PE 分别为 58.2/48.0 倍。公司作为内容导购电商龙头流量价值凸显以及公司未来成长确定性, 公司 GMV、货币化率等指标有进一步提升空间, 维持“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示:** 线上增速放缓, 行业竞争激烈, 成本继续上行。

表 1: 值得买各季度业绩情况 (单位: 百万)

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
营业收入	79.40	118.83	100.39	208.97	103.35	170.12	131.09	257.46	126.52	236.08
营业成本	16.60	23.98	34.57	58.44	27.19	49.15	38.73	73.12	35.56	72.61
毛利润	62.80	94.84	65.82	150.53	76.16	120.97	92.36	184.34	90.96	163.48
销售税金	1.89	3.15	2.38	4.56	2.19	3.16	1.68	2.77	1.88	0.79
销售费用	14.60	34.37	36.58	49.17	22.47	34.86	35.98	57.14	33.89	55.09
管理费用	14.98	12.50	12.97	18.30	14.55	24.63	23.02	21.66	17.61	25.27
财务费用	1.38	-2.03	-0.28	-0.66	1.64	0.87	0.45	1.08	1.74	0.78
投资收益	1.01	0.95	1.85	0.84	0.75	0.74	0.53	3.08	1.78	1.58
资产减值损失	-0.20	0.94	0.18	1.35	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	18.65	27.63	-2.19	62.12	19.43	32.79	15.51	62.04	21.23	57.69
营业外收入	0.00	0.28	0.00	0.06	0.05	0.11	0.00	0.24	0.00	0.00
营业外支出	0.04	0.01	0.00	0.11	0	0.02	0.00	0.36	0.65	0.22
利润总额	18.61	27.90	-2.18	62.07	19.49	32.88	15.51	61.93	20.59	57.47
所得税	1.93	3.91	0.40	4.44	1.34	4.22	0.60	4.61	1.60	7.91
净利润	16.68	23.99	-2.59	57.63	18.14	28.67	14.91	57.31	18.99	49.56
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归母净利润	16.68	23.99	-2.59	57.63	18.14	28.67	14.91	57.31	18.99	49.56

资料来源: wind, 招商证券

表 2: 值得买各季度利润率情况 (%)

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
毛利率	79.09	79.82	65.56	72.04	73.69	71.11	70.45	71.60	71.89	69.25
销售费用率	18.39	28.92	36.43	23.53	21.74	20.49	27.45	22.19	26.79	23.34
管理费用率	18.86	10.52	12.92	8.76	14.08	14.48	17.56	8.41	13.91	10.70
财务费用率	1.73	-1.71	-0.28	-0.32	1.59	0.51	0.34	0.42	1.37	0.33
营业利润率	23.49	23.26	-2.18	29.73	18.80	19.27	11.83	24.10	16.78	24.43
净利率	21.01	20.19	-2.58	27.58	17.55	16.85	11.37	22.26	15.01	20.99
归母净利率	21.01	20.19	-2.58	27.58	17.55	16.85	11.37	22.26	15.01	20.99
所得税率	10.37	14.02	-18.41	7.15	6.90	12.82	3.86	7.45	7.78	13.76

资料来源: wind, 招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	305	723	760	845	957
现金	7	81	259	162	230
交易性投资	0	414	207	311	259
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	138	202	260	330	414
其它应收款	2	2	3	4	5
存货	1	5	3	4	5
其他	157	20	28	35	44
<b>非流动资产</b>	213	316	405	495	579
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	200	295	388	477	561
无形资产	5	6	5	5	5
其他	8	15	12	13	13
<b>资产总计</b>	<b>518</b>	<b>1039</b>	<b>1165</b>	<b>1340</b>	<b>1536</b>
<b>流动负债</b>	95	154	132	159	170
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	23	39	49	67	82
预收账款	1	1	2	2	3
其他	72	114	81	91	86
<b>长期负债</b>	95	135	132	133	133
长期借款	84	119	119	119	119
其他	11	16	14	15	14
<b>负债合计</b>	<b>190</b>	<b>289</b>	<b>264</b>	<b>293</b>	<b>303</b>
股本	40	53	81	81	81
资本公积金	93	409	409	409	409
留存收益	195	288	411	558	743
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	328	751	901	1047	1232
<b>负债及权益合计</b>	<b>518</b>	<b>1039</b>	<b>1165</b>	<b>1340</b>	<b>1536</b>

现金流量表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	53	130	101	156	175
净利润	96	119	152	185	231
折旧摊销	8	13	14	18	22
财务费用	(2)	5	6	5	6
投资收益	(5)	(5)	(3)	(3)	(3)
营运资金变动	(52)	(7)	(71)	(54)	(88)
其它	8	5	3	5	6
<b>投资活动现金流</b>	(206)	(396)	102	(210)	(54)
资本支出	(205)	(128)	(109)	(109)	(109)
其他投资	(0)	(267)	211	(102)	55
<b>筹资活动现金流</b>	70	339	(25)	(42)	(52)
借款变动	89	34	(15)	0	0
普通股增加	0	13	27	0	0
资本公积增加	0	317	0	0	0
股利分配	(22)	(26)	(29)	(38)	(46)
其他	3	1	(9)	(4)	(6)
<b>现金净增加额</b>	<b>(82)</b>	<b>73</b>	<b>178</b>	<b>(97)</b>	<b>68</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	508	662	878	1115	1398
营业成本	134	188	263	340	426
营业税金及附加	12	10	13	17	21
营业费用	135	150	214	273	343
管理费用	59	84	107	143	179
研发费用	72	107	110	137	173
财务费用	(2)	4	6	5	6
资产减值损失	2	0	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	6	8	0	0	0
投资收益	5	5	2	2	2
<b>营业利润</b>	106	130	166	202	253
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	106	130	166	202	253
所得税	11	11	14	17	22
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	96	119	152	185	231

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>年成长率</b>					
营业收入	38%	30%	33%	27%	25%
营业利润	7%	22%	28%	21%	25%
净利润	11%	24%	28%	21%	25%
<b>获利能力</b>					
毛利率	73.7%	71.6%	70.0%	69.5%	69.5%
净利率	18.9%	18.0%	17.3%	16.5%	16.5%
ROE	29.2%	15.9%	16.9%	17.6%	18.8%
ROIC	22.2%	13.8%	15.5%	16.2%	17.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	36.8%	27.8%	22.8%	22.0%	19.9%
净负债比率	18.1%	12.8%	10.2%	8.8%	7.7%
流动比率	3.2	4.7	5.7	5.3	5.6
速动比率	3.2	4.7	5.7	5.3	5.6
<b>营运能力</b>					
资产周转率	1.0	0.6	0.8	0.8	0.9
存货周转率	76.9	67.1	68.0	102.6	101.3
应收帐款周转率	4.7	3.9	3.8	3.8	3.8
应付帐款周转率	7.3	6.2	6.0	5.9	5.7
<b>每股资料 (元)</b>					
EPS	2.39	2.23	1.89	2.29	2.87
每股经营现金	1.34	2.44	1.26	1.93	2.17
每股净资产	8.19	14.08	11.18	13.00	15.29
每股股利	0.65	0.55	0.47	0.57	0.72
<b>估值比率</b>					
PE	18.8	20.2	23.8	19.7	15.7
PB	5.5	3.2	4.0	3.5	2.9
EV/EBITDA	23.7	18.0	14.0	11.6	9.3

## 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。

宁浮洁，商贸零售首席分析师。南京大学经济学硕士，曾任职于中泰证券零售组，覆盖商业零售行业，18 年加盟招商证券，产业资源丰富，逻辑清晰。

丁浙川，布里斯托大学金融学硕士，曾任职于华泰证券零售组，2019 年加入招商证券，重点覆盖电商与新零售领域。

李秀敏，社会服务业分析师，浙江大学/复旦大学金融学学士/硕士，2018 年 6 月加入招商证券，重点覆盖本地生活、免税、餐饮、酒店板块。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，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可能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。