

WUBA.N 58 同城

审慎增持 (维持)

Q3 收入超预期增长, 但预计宏观经济不利影响将持续

2019年11月20日

## 市场数据

日期	2019-11-19
收盘价(美元)	57.20
总股本(百万股)	148
流通股本(百万股)	125
总市值(亿美元)	85.04
流通市值(亿美元)	72.11
净资产(亿元)	321
总资产(亿元)	406
每股净资产(元)	217

数据来源: Wind

## 相关报告

《出售车好多集团致利润大幅增长》2019-08-26  
《效果类广告表现突出, 收入超预期增长》2019-05-31  
《宏观经济下行对公司业绩影响明显》2019-03-06

## 海外 TMT 研究

分析师:

张忆东

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人:

安一夫

anyf@xyzq.com.cn

SAC: S0190517090002

## 主要财务指标

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿元)	131	155	177	198
同比增长	30%	18%	14%	12%
Non-GAAP 归母净利润(亿元)	27	39	34	38
同比增长	52%	42%	-12%	12%
Non-GAAP 营业利润率	23.2%	22.7%	21.5%	21.4%
Non-GAAP 净利润率	20.7%	25.0%	19.3%	19.2%
Non-GAAP ROE	12.4%	13.7%	11.0%	11.2%
Non-GAAP EPS(元)	18.4	26.2	23.1	25.7
每股经营现金流(元)	21.7	39.5	59.1	84.1

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院整理

## 投资要点

- **19Q3 公司收入增长超预期。**1) 公司 19Q3 公司实现收入 42.58 亿元 (YoY +17.4%), 超出 19Q2 公司给出的 41-42 亿元 guidance 上限; 与我们的预期相比, 公司广告收入和电子商务均超出预期, 原因在于 19Q3 公司取得较多一手房相关收入, 以及转转有较好的商业化表现。2) 19Q4 宏观环境对公司广告业务的影响仍旧明显 (包括二手房、招聘等), 公司预计 19Q4 收入为 40.5-41.5 亿元 (YoY +12%至+15%)。
- **广告费用持续得到控制, 净利润同比稳定增长。**1) 公司 19Q3 实现 Non-GAAP 营业利润 10.4 亿元 (YoY+21%), Non-GAAP 归母净利润 10.2 亿元 (YoY+21%), 营业利润增速超过收入增速的原因在于费用的有效控制, 使得 Non-GAAP 营业利润率同比增加 0.8pct: 公司 19Q3 广告费用率为 23.2%, 环比降低 0.5pct, 同比降低 3.8pct。2) 由于 19Q2 公司有一次性股权出售收益并影响 Non-GAAP 净利润, 而 19Q3 无此影响, 因此 Non-GAAP 净利润率环比下降, 但同比稳定增长。
- **盈利预测及评级。**我们预计公司 2019/20/21 年收入为 155/177/198 亿元, Non-GAAP 归母净利润 38.7/34.1/38.1 亿元(2019 年有投资收益影响, 2020 未考虑, 因此 2020 净利润相比 2019 减少), 对应 EPS 为 26.2/23.1/25.7 元。我们对于“宏观环境持续对公司主营造成影响”的观点不变, 但 19Q3 收入利润超预期提升公司业绩确定性, 因此上调目标价 8.3%至 65 美元, 目标价对应 2019/20/21 年 Non-GAAP EPS 的 PE 分别为 17/20/18 倍, 维持“审慎增持”评级。

**风险提示: 公众事件风险; 房地产市场下跌过多过快的风险; 宏观经济下行; 行业政策风险; 汇率风险。**

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



## 报告正文

### 19Q3 公司收入增长超预期。

- 1) 公司 19Q3 公司实现收入 42.58 亿元 (YoY +17.4%)，超出 19Q2 公司给出的 41-42 亿元 guidance 上限；与我们的预期相比，公司广告收入和电子商务均超出预期，原因在于 19Q3 公司取得较多一手房相关收入，以及转转有较好的商业化表现。
- 2) 公司 19Q3 实现 Non-GAAP 营业利润 10.4 亿元 (YoY+21%)，Non-GAAP 归母净利润 10.2 亿元 (YoY+21%)，营业利润增速超过收入增速的原因在于费用的有效控制，使得 Non-GAAP 营业利润率同比增加 0.8pct；其他影响同比差距不大，Non-GAAP 归母净利润增长率与营业利润增长率持平。
- 3) 19Q4 宏观环境对公司广告业务的影响仍旧明显（包括二手房、招聘等），公司预计 19Q4 收入为 40.5-41.5 亿元 (YoY+12%至+15%)。

图 1、58 同城整体收入 (百万元)

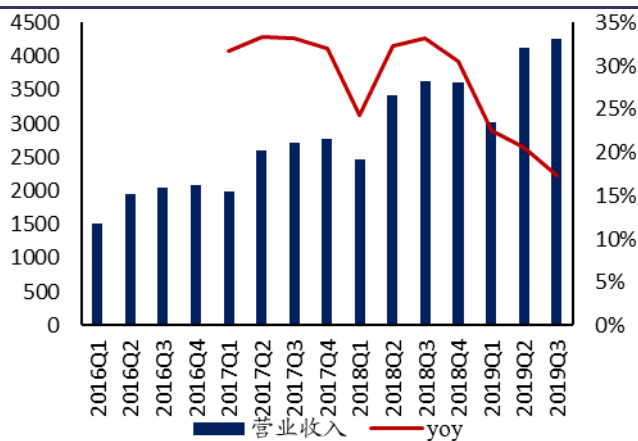
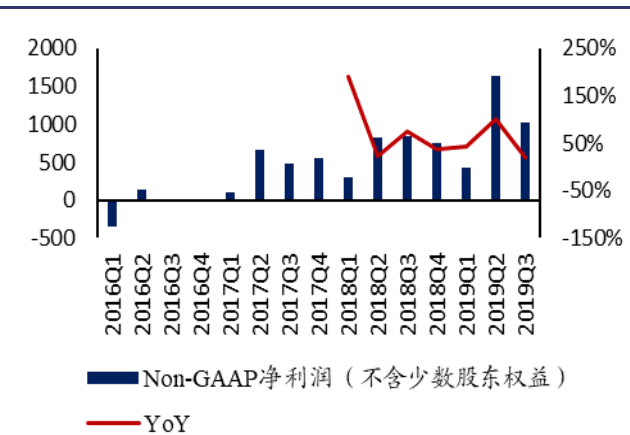


图 2、58 同城 Non-GAAP 净利润 (百万元)

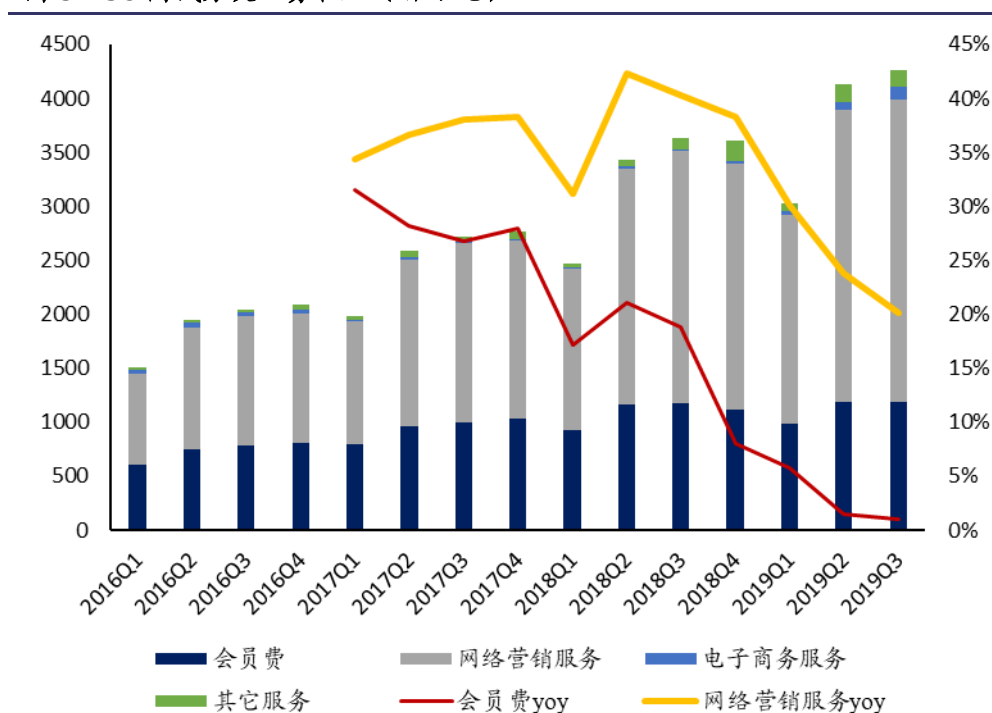


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**网络营销服务仍是收入主要增长动力，会员费增速持续走低。**19Q3 公司实现会员费收入 11.9 亿元 (YoY +1.0%，收入占比 28%)，自 17Q1 以来收入增速持续下行；实现网络营销服务收入 27.97 亿元 (YoY+20%，收入占比 66%)，收入增速大幅高于会员费。会员费收入增长持续走低原因在于：1) 会员数量中占比较高的为二手房中介商，二手房交易市场持续低迷，二手房中介数量难以增加；2) 网络营销服务广告位位置更优秀、收费机制更具有弹性（效果广告），因此更受广告主喜爱。我们判断未来几个季度公司整体收入受宏观经济影响，将持续承压；但网络营销服务（竞价排名）会明显好于会员费（与账户数高度相关），即目前的趋势会继续保持。

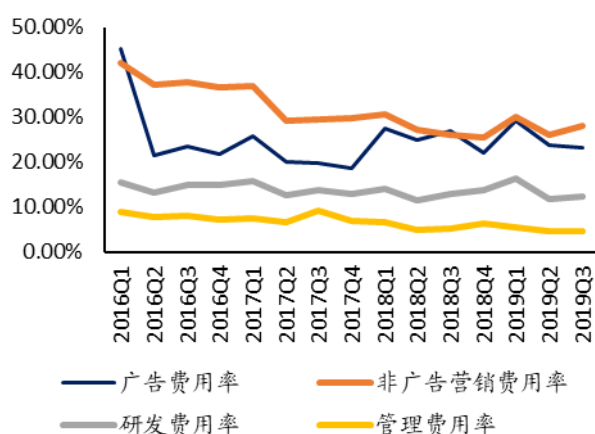
图 3、58 同城分类业务收入 (百万元)



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

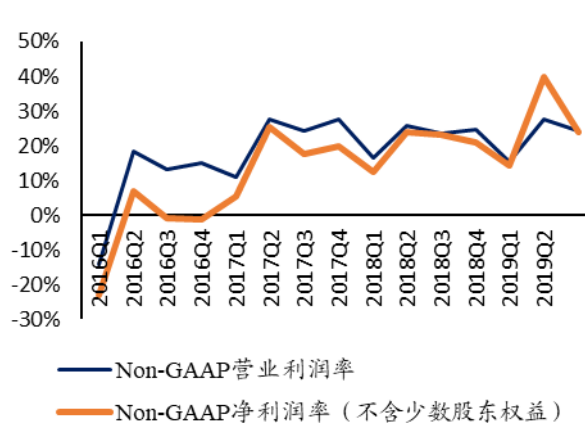
**广告费用持续得到控制。**公司 19Q3 广告费用率为 23.2%，环比降低 0.5pct，同比降低 3.8pct，变动原因在于公司 19Q2 起控制广告费用，并坚持整个 2019 年对销售人员费用的控制策略。最终公司 Non-GAAP 营业利润率同比增加 0.8pct 至 24.4%。由于 19Q2 公司有一次性股权出售收益并影响 Non-GAAP 净利润，而 19Q3 无此影响，因此 Non-GAAP 净利润率环比下降。

图 4、58 同城费用率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、58 同城 Non-GAAP 营业利润率及净利润率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**盈利预测及评级。**我们预计公司 2019/20/21 年收入为 155/177/198 亿元, Non-GAAP 归母净利润 38.7/34.1/38.1 亿元(2019 年有投资收益影响, 2020 未考虑, 因此 2020

相比 2019 减少), 对应 EPS 为 26.2/23.1/25.7 元。我们对于“宏观环境持续对公司主营造造成影响”的观点不变, 但 19Q3 收入利润超预期提升公司业绩确定性, 因此上调目标价 8.3%至 65 美元, 目标价对应 2019/20/21 年 Non-GAAP EPS 的 PE 分别为 17/20/18 倍, 维持“审慎增持”评级。

**风险提示:** 公众事件风险; 房地产市场下跌过多过快的风险; 宏观经济下行; 行业政策风险; 汇率风险。

## 附表

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>9518</b>	<b>12306</b>	<b>15929</b>	<b>19403</b>
货币资金	3199	5832	8728	12427
受限制现金	0	0	0	0
短期投资	4588	4588	4588	4588
应收账款	917	956	1181	1211
预付款项及其他流动资产	813	930	1432	1177
<b>非流动资产</b>	<b>22313</b>	<b>26230</b>	<b>26104</b>	<b>25978</b>
受限制现金	0	0	0	0
物业及设备	1330	1280	1228	1175
无形资产	1100	881	707	535
土地使用权	4	4	3	3
商誉	15874	15874	15874	15874
长期投资	3366	7552	7652	7752
长期预付款及其他非流动资产	639	639	639	639
<b>资产总计</b>	<b>31831</b>	<b>38536</b>	<b>42033</b>	<b>45381</b>
<b>流动负债</b>	<b>7285</b>	<b>7729</b>	<b>8545</b>	<b>8868</b>
短期借款	813	813	813	813
应付账款	888	905	1330	1276
递延收入	2348	2775	3166	3544
客户垫款	1465	1465	1465	1465
应交税费	250	250	250	250
应付职工薪酬	642	642	642	642
应计费用及其他流动负债	878	878	878	878
<b>非流动负债</b>	<b>285</b>	<b>285</b>	<b>285</b>	<b>285</b>
长期借款	0	0	0	0
递延所得税负债	283	283	283	283
其他非流动负债	2	2	2	2
<b>负债合计</b>	<b>7570</b>	<b>8014</b>	<b>8830</b>	<b>9153</b>
<b>夹层股本</b>	<b>1944</b>	<b>1944</b>	<b>1944</b>	<b>1944</b>
普通股	0	0	0	0
股本溢价	21622	21622	21622	21622
留存收益	440	6704	9371	12380
其它综合收益	-41	-41	-41	-41
少数股东权益	296	292	307	322
<b>股东权益合计</b>	<b>22317</b>	<b>28578</b>	<b>31258</b>	<b>34284</b>
<b>负债夹层股本及权益合计</b>	<b>31831</b>	<b>38505</b>	<b>41804</b>	<b>45599</b>

## 现金流量表

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	2129	6413	2817	3161
股权激励费	463	495	585	634
折旧和摊销	413	279	236	236
投资损益	-24	-4215	-100	-100
应占股权投资损益	91	29	0	0
利息支出	28	27	27	27
营运资本变动	585	289	89	548
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>3800</b>	<b>3316</b>	<b>3653</b>	<b>4506</b>
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-3087</b>	<b>-10</b>	<b>-10</b>	<b>-10</b>
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>47</b>	<b>-673</b>	<b>-747</b>	<b>-797</b>
汇率变动对现金的影响	30	0	0	0
现金净增加额	789	2633	2896	3699
现金的期初余额	2410	3199	5832	8728
现金的期末余额	3199	5832	8728	12427

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>13138</b>	<b>15526</b>	<b>17712</b>	<b>19826</b>
营业成本	-1438	-1705	-2125	-2478
<b>毛利</b>	<b>11700</b>	<b>13822</b>	<b>15587</b>	<b>17347</b>
销售费用	-6862	-8243	-9388	-10408
研发费用	-1703	-2032	-2391	-2716
管理费用	-749	-738	-797	-833
<b>营业利润</b>	<b>2387</b>	<b>2809</b>	<b>3011</b>	<b>3390</b>
利息收入	45	73	95	121
利息支出	-29	-27	-27	-27
投资收入净额	35	4215	100	100
应占股权投资损益	-91	-29	0	0
汇兑净收益	1	0	0	0
其它收益净额	82	135	135	135
<b>除税前溢利</b>	<b>2429</b>	<b>7176</b>	<b>3314</b>	<b>3719</b>
所得税	-300	-763	-497	-558
净利润	2129	6413	2817	3161
少数股东损益	0	4	-14	-16
夹层少数股东股息	-132	-151	-136	-136
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1997</b>	<b>6265</b>	<b>2666</b>	<b>3009</b>
<b>Non-GAAP 归母净</b>	<b>2723</b>	<b>3874</b>	<b>3412</b>	<b>3805</b>
<b>利润</b>				
<b>EPS(元)</b>	<b>13.5</b>	<b>42.4</b>	<b>18.0</b>	<b>20.4</b>
<b>Non-GAAP EPS</b>	<b>18.4</b>	<b>26.2</b>	<b>23.1</b>	<b>25.7</b>

## 主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长性(%)</b>				
营业收入增长率	30%	18%	14%	12%
营业利润增长率	33%	18%	7%	13%
净利润增长率	57%	201%	-56%	12%
Non-GAAP 营业利润增长率	29%	16%	8%	11%
Non-GAAP 净利润增长率	52%	42%	-12%	12%
<b>盈利能力(%)</b>				
营业利润率	18.2%	18.1%	17.0%	17.1%
归母净利率	15.2%	40.4%	15.1%	15.2%
ROE(归母)	6.3%	16.3%	6.3%	6.6%
Non-GAAP 营业利润率	23.2%	22.7%	21.5%	21.4%
Non-GAAP 净利率	20.7%	25.0%	19.3%	19.2%
Non-GAAP ROE(归母)	12.4%	13.7%	11.0%	11.2%
<b>偿债能力(%)</b>				
资产负债率	24%	21%	21%	20%
流动比率	1.31	1.59	1.86	2.19
<b>营运能力(次)</b>				
资产周转率	0.44	0.44	0.44	0.45
应收帐款周转率	16.6	16.6	16.6	16.6
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	13.5	42.4	18.0	20.4
每股经营现金	21.7	39.5	59.1	84.1
每股净资产	149.0	191.4	209.4	229.8
Non-GAAP 每股收益	18.43	26.21	23.09	25.75
<b>估值比率(倍)</b>				
PE(Non-GAAP)	21.7	15.3	17.3	15.6
PB	2.7	2.1	1.9	1.7



## 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

本公司在知悉的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyjq.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。

## 有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、天美(控股)有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、Medialink Group Limited、中国船舶(香港)航运租赁有限公司、思科教育集团、华检医疗控股有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司和四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司有投资银行业务关系

## 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）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

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。