
值得买（300785）定增快报

行业：传媒 日期：2020.9.23

研究员：王雨苗 执业证书编号：S0630516050002

电话：021-20333346 邮箱：wangym@longone.com.cn

一、定增项目简介

上市公司拟向不超过 35 名特定对象非公开发行不超过 7.285 亿元，发行股份数不超过 2417.53 万股。本次募集资金拟使用 3.74 亿用于内容平台升级项目，6085.87 万用于多元化消费类 MCN 项目，7527.9 万元用于消费互联网研究院项目，剩余 2.19 亿用于补充流动资金。限售期为 6 个月。公司于 2020 年 8 月 27 日获得发审委审核通过。

二、募投项目

1、内容平台升级项目：公司拟对“什么值得买”平台进行升级，增设直播、短视频频道和功能。近年以阿里巴巴和京东为代表的电商平台在获客成本愈发高企的情况下，纷纷加大对直播、短视频的关注。以电商作为基础，利用直播和短视频作为工具引来优质流量，试图探索和尝试低成本、高转化的新型营销模式。直播、短视频平台的 KOL 拥有具备不同特点的粉丝群，可以做到“点对点”的精准营销，快速实现目标群体的覆盖。直播和短视频使电商营销从“人找货”模式演化为“货找人”模式，实现商品与内容的同步流通与转化，提高用户粘性和转化率，从而提升电商营销效果。

2、多元化消费类 MCN 项目：MCN 是 Multi-Channel Network 的简称，意为多渠道网络。国内的 MCN 除了作为内容创作者与内容分发、电商平台的链接，更强化了社交属性，即打造并经营 KOL 及内容网红。公司拟建设多元化消费类 MCN 项目，孵化和签约优秀 KOL 在国内主要电商、短视频平台进行消费内容推广，实现多元化优质专业的消费内容到内容电商的流量变现。MCN 旗下 KOL 通过电商导购、广告展示等形式获得销售佣金以及广告收入后，由 MCN 与 KOL 按照商定的分成比例进行收入分成。

3、消费互联网研究院项目：公司拟建立消费互联网研究院，致力于消费互联网领域的深度研究，同时联合行业内互联网、大数据、人工智能、运营商等不同领域的公司共同打造消费互联网智库平台。本项目可以依托公司的海量业务数据和技术资产，聚集阿里巴巴、京东、小米等客户资源，同时积极寻求与国家和省市级研究院、电信运营商、大数据、人工智能、媒体公司等进行合作，对内提供智力支持，对外输出前沿性、实用性的新媒体服务，进而有效整体提高公司在行业内的竞争力。

4、补充流动资金：根据 2020 年中报，公司合并口径资产负债率为 25.15%，公司流动负债金额为 1.5 亿元，公司短期存在一定流动性压力。本次发行 A 股股票部分募集资金将用于补充公司流动资金，有利于改善公司债务结构、降低公司资产负债率，降低利息支出，从而显著增强抗风险能力，确保公司的长期可持续健康发展。

三、公司简介

值得买为内容导购电商龙头，公司以内容为核心，打造什么值得买导购平台，为电商和品牌商实现精准引流，并获取电商导购佣金和广告展示收入。什么值得买平台包括网页端和 App 端，以“好价+社区+百科”三大频道打造内容矩阵。其中，好价频道实时发布高性价比商品信息，社区频道定位生活消费内容分享，百科频道致力于帮助用户更快、更全面了解品牌和商品信息。

公司现有业务分为信息推广服务和互联网效果营销两块。根据 2020 中报，业务占比分别为 60.95%和 38.87%。1、信息推广服务：通过“什么值得买”网站和移动端获取用户，并进行信息推广。收入分为电商导购佣金收入和广告展示收入。其中，电商导购佣金收入指通过展示客户商品，将用户引流至电商、品牌商官网，并根据实际交易额收取一定比例佣金收入。广告展示收入为提供广告展示向电商、品牌商获取收入。2、互联网效果营销指公司通过星罗广告联盟 LinkStars, 为客户提供营销服务。LinkStars 是中间平台，连接广告主和媒体。通过用户经媒体进入广告主网站下单的交易总额确认一定比例佣金收入。2016-2019 年值得买月活用户复合增速达 17%，截至 2020 年上半年，公司注册用户总数 1344.53 万，同比增长 39.04%，月活数 2978.25 万，同比增长 16.33%。

近三年公司营业收入和归母净利润均保持较快增长。2017-2019 年公司营业收入 CAGR 为 49%；归母净利润 CAGR 为 24%。根据 2020 中报，2020H1 实现营收 3.63 亿，同比增长 32.59%；实现归母净利润 0.69 亿，同比增长 46.44%。公司毛利率为 70.17%，净利率为 18.9%。

公司股权稳定且集中。根据 2020 中报，公司实际控制人隋国栋先生持股比例为 43.42%，刘峰先生和刘超先生持股为 12.5%和 7.99%，上市后前三大股东持股数均未发生变化，目前合计占比为 63.1%。

四、核心逻辑

2019 年电商导购行业引导成交 GMV 过千亿，2021 年将达 1430 亿。电商导购平台通过比价、返利、消费内容吸引用户，聚合流量，并引导消费者到电商平台完成商品最终成交。根据艾瑞数据，2019 年我国在线导购行业 GMV 规模 1187.4 亿，预计 2021 年达到 1430.4 亿。2019 年我国在线导购行业营收规模 55.30 亿（仅计算广告与佣金收入），预计 2021 年增长至 75.2 亿。

公司为内容导购电商龙头，符合行业发展趋势。电商导购平台可分为价格类导购和内容类导购。价格类导购主要围绕商品折扣返利、全网比价等功能，吸引价格敏感型用户，导购产品较为同质化。内容类导购围绕消费内容，常通过运营社区，呈现对商品价格、功能、优势、特性等深度内容进行导购推广。因而有较高用户粘性和内容壁垒，内容类平台的市场份额持续提升，根据艾瑞咨询数据，从 2012 年 21%提升至 2019 年 44.9%。

公司凭借丰富优质的内容，GMV 与订单量快速增长。值得买内容包括用户贡献(UGC)、编辑贡献(PGC)、商家贡献(BGC)以及机器贡献(MGC, 2017 年新增)四大类，2020 H1 内容发布量达 391.57 万条，其中 UGC 内容占比高达 83.96%。值得买 2016-2019 年 GMV 复合增速为 64.2%，订单量复合增速为 41.9%。2020H1，公司确认 GMV 达 91 亿，同比增长 37.7%；订单量 6081 万，同比增长 52.4%。

公司公布股权激励计划，彰显对未来发展的信心。公司于 2020 年 4 月 7 日公布限制性股票激励计划，拟以 72.79 元/股的价格向 89 名员工共计授予 79.51 万股（其中首次授予 63.6 万股，占比 80%；预留 15.9 万股，占比 20%），合计授予股本数量占公司总股本的 1.49%。此次股权激励计划已于 2020 年 6 月 11 日完成首次授予登记，彰显公司对未来发展的较强信心。本次限售期分别为自授予上市之日起 12 个月、24 个月、36 个月，解除限售条件为公司 2020/21/22 年净利润分别达 1.49/1.79/2.08 亿，同比增速 25%/20%/17%。

五、业绩预测

我们假设：1、公司毛利率维持 70%左右的稳定水平；2、公司销售费用率、管理费用率和研发费用率未来三年维持在 25%、13%和 16%左右；3、公司短视频、直播业务自

2021年起稳定贡献业绩。我们预计定增之后，公司2020/2021/2022年摊薄后的EPS分别为1.81元/股，2.18元/股和2.56元/股。我们根据公司历史估值，2019年7月上市以来PE为46.3倍到96.06倍；并且考虑可比公司京东集团、国联股份和天下秀的估值。给予其中性情况下60倍PE，对应2021年合理股价为130.8元。

六、参与建议

建议谨慎参与

1、公司所处的电商导购赛道正处于高速发展期。根据艾瑞数据，2019年我国在线导购行业GMV规模1187.4亿，预计2021年达到1430.4亿。2019年我国在线导购行业营收规模55.30亿，预计2021年增长至75.2亿。

2、公司为内容导购电商龙头，符合行业发展趋势。内容类导购相较价格类导购有较高用户粘性和内容壁垒，内容类平台的市场份额持续提升，根据艾瑞咨询数据，从2012年21%提升至2019年44.9%。

3、公司凭借丰富优质的内容，GMV与订单量快速增长。值得买2016-2019年GMV复合增速为64.2%，订单量复合增速为41.9%。

4、公司公布股权激励计划，彰显对未来发展的信心。公司于2020年4月7日公布限制性股票激励计划，拟以72.79元/股的价格向89名员工共计授予79.51万股解除限售条件为公司2020/21/22年净利润分别达1.49/1.79/2.08亿，同比增速25%/20%/17%。

七、投资风险

竞争加剧风险、直播和短视频行业政策风险

【免责声明：报告观点仅做参考之用，不构成任何投资决策，投资者应独立做出判断并承担相应风险】