

消费升级与娱乐研究中心

值得买 (300785.SZ) 买入 (维持评级)

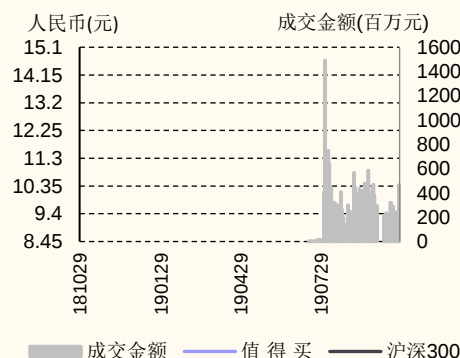
公司点评

市场价格 (人民币): 134.01 元

目标价格 (人民币): 158.30-158.30 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	.53
已上市流通 A 股(亿股)	.13
总市值(亿元)	71.47
年内股价最高最低(元)	/
沪深 300 指数	3897



相关报告

1. 《值得买首次覆盖报告-《2019-10-16 公司深度研究》, 2019.10.16

郑达

 联系人
zhengda@gjzq.com.cn

唐川

 分析师 SAC 执业编号: S1130517110001
tangchuan@gjzq.com.cn

炮火中的疾速成长

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	2.16	2.39	2.39	3.24	4.26
每股净资产(元)	6.349	8.192	14.169	16.662	19.945
每股经营性现金流(元)	2.801	1.337	1.433	2.753	3.962
市盈率(倍)	58.07	52.32	56.17	41.40	31.44
净利润增长率(%)	145.3%	11.0%	32.9%	35.7%	31.7%
净资产收益率(%)	33.96%	29.21%	23.49%	21.00%	23.29%
总股本(百万股)	40.00	40.00	53.33	53.33	53.33

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 三季度营收 1.3 亿元同比增长 30.6%, 1-9 月营收 4.0 亿元同比增长 35.5% 符合预期, 主要由于效果营销平台收入同比增长所致。三季度毛利率 70.5% 同比增长 4.9ppts, 主要由于营业成本在三季度同比放缓, 我们认为随着业务规模效应的显现, 毛利水平将获更稳定表现。三季度营销费用率 27.4% 同比下降 9ppts, 公司营销投入得到有效控制; 研发费用率 15.3% 同比下降 2.7ppts 主要系公司营收增速高于研发费用增速。1-9 月归母净利润 6,172 万元, 同比增长 62.1%, 归母净利率 15.3% 同比提升 2.5ppts, 扣非归母净利率 14.2% 同比提升 2.6ppts 表现良好。1-9 月经营现金流 6,758 万元, 同比大幅增长 672%, 主要由于营收增长以及应收账款增长放缓, 我们认为公司应收账款管理能力提升初获成效, 但现金流后续表现仍需谨慎观察。

经营分析

- 双十一大促流量抢夺白热化。值得买双十一相关活动进入筹备期, 多维度探索新内容玩法, 双十一的主题和氛围也更加明确。我们也看到品牌二选一的竞争压力也蔓延至导购生态, 这说明行业对流量抢夺已是分毫必争的阶段。
- 大数据平台进展明显, 千人千面已成战略级项目。公司披露了大数据平台项目进展: 通过首页的内容推送优化测试, 平台内容的交互量明显提升, 后续会将应用成果推向各子频道和栏目, 目前 UGC 内容数量占比仍稳定在 70% 以上。我们认为公司坚持技术驱动的战略路径, 随着大数据平台项目的推进, 平台的数据应用和营销效果将有明显提升。
- 平台仍处双边快速进化阶段。值得买于 2019 年初开始与拼多多合作, 尽管目前拼多多交易规模占比不大, 但值得买将继续探索与拼多多的玩法契合度, 平台未来 GMV 增长将受益于拼多多和京东交易规模放量。Linkstar 联盟平台的发展将多元化扩充值得买广告资源, 辅助改进值得买后端服务体验如链接跳转, 数据跟踪等。截至三季度, 平台男性用户占比在 70% 左右, 公司正在通过精准市场投放与内容和产品形态创新来加大女性用户和下沉市场人群的占比。

盈利预测与投资建议

- 公司作为 A 股导购行业龙头, 竞争优势明显, 增长仍处于较快区间。我们维持公司 2019-2021 年摊薄后 EPS 分别为 2.39/3.24/4.26 元, 当前股价对应 19-21 年 P/E 为 56/41/31x, 维持“买入”评级。

风险提示

- (1) 导购内容偏颇、审核机制风险 (2) 行业竞争激烈, 电商生态优势明显 (3) 电商玩法多元化, 内容导购模式承压

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	201	367	508	694	929	1,175
增长率	106.7%	82.4%	38.3%	36.8%	33.8%	26.4%
主营业务成本	-34	-59	-134	-193	-252	-314
%销售收入	16.9%	16.0%	26.3%	27.8%	27.2%	26.7%
毛利	167	308	374	501	677	861
%销售收入	83.1%	84.0%	73.7%	72.2%	72.8%	73.3%
营业税金及附加	-5	-10	-12	-12	-12	-12
%销售收入	2.4%	2.6%	2.4%	1.7%	1.3%	1.0%
营业费用	-57	-105	-135	-174	-237	-300
%销售收入	28.4%	28.7%	26.5%	25.0%	25.5%	25.5%
管理费用	-34	-49	-59	-73	-97	-121
%销售收入	16.7%	13.2%	11.6%	10.5%	10.4%	10.3%
研发费用	-32	-53	-72	-97	-135	-170
%销售收入	16.0%	14.4%	14.2%	14.0%	14.5%	14.5%
息税前利润 (EBIT)	72	145	169	243	331	429
%销售收入	35.6%	39.4%	33.2%	35.0%	35.7%	36.5%
财务费用	2	-2	2	-1	-1	-1
%销售收入	-0.8%	0.6%	-0.3%	0.2%	0.1%	0.1%
资产减值损失	-4	0	-2	-3	-4	-5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	3	10	11	0	0	0
%税前利润	7.3%	10.0%	9.9%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	72	152	178	238	326	423
营业利润率	36.0%	41.5%	35.2%	34.3%	35.1%	36.0%
营业外收支	1	0	0	0	0	0
税前利润	41	99	106	141	192	253
利润率	20.3%	27.1%	21.0%	20.4%	20.6%	21.5%
所得税	-6	-13	-11	-14	-19	-25
所得税率	13.9%	13.2%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	35	86	96	127	173	227
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	35	86	96	127	173	227
净利率	17.5%	23.5%	18.9%	18.3%	18.6%	19.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	35	86	96	127	173	227
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	3	6	4	14	17	19
非经营收益	-3	-3	-5	0	-1	-1
营运资金变动	-9	20	-47	-65	-42	-35
经营活动现金净流	30	112	53	76	147	211
资本开支	-6	-16	-205	-27	-36	-34
投资	-27	-58	-27	0	0	0
其他	59	0	27	0	1	1
投资活动现金净流	25	-74	-206	-26	-35	-33
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	94	0	9	-8
其他	(6)	(8)	(24)	299	(42)	(54)
筹资活动现金净流	-6	-8	70	299	-33	-62
现金净流量	50	29	-82	349	79	116

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	59	87	7	356	435	552
应收账款	74	84	143	234	336	454
存货	2	3	1	2	2	2
其他流动资产	77	144	154	154	154	154
流动资产	213	317	305	746	928	1,162
%总资产	96.3%	94.4%	58.8%	76.7%	78.9%	81.5%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	5	9	200	210	227	237
%总资产	2.2%	2.8%	38.6%	21.6%	19.3%	16.7%
无形资产	1	5	5	7	10	13
非流动资产	8	19	213	227	248	263
%总资产	3.7%	5.6%	41.2%	23.3%	21.1%	18.5%
资产总计	221	336	518	974	1,175	1,425
短期借款	0	0	10	1	18	16
应付款项	34	56	72	99	153	230
其他流动负债	10	16	14	14	19	25
流动负债	44	72	95	114	190	271
长期贷款	0	0	84	93	85	79
其他长期负债	3	9	11	11	11	11
负债	47	82	190	218	287	361
普通股股东权益	174	254	328	756	889	1,064
其中：股本	40	40	40	53	53	53
未分配利润	134	214	288	702	835	1,010
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	221	336	518	974	1,175	1,425

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.879	2.156	2.393	2.386	3.237	4.262
每股净资产	4.343	6.349	8.192	14.169	16.662	19.945
每股经营现金净流	0.752	2.801	1.337	1.433	2.753	3.962
每股股利	0.150	0.150	0.550	0.548	0.744	0.980
回报率						
净资产收益率	20.24%	33.96%	29.21%	23.49%	21.00%	23.29%
总资产收益率	15.94%	31.01%	22.43%	17.06%	16.07%	17.49%
投入资本收益率	19.43%	34.67%	22.38%	15.13%	17.50%	19.68%
增长率						
主营业务收入增长率	106.74%	82.44%	38.31%	36.81%	33.84%	26.41%
EBIT 增长率	n.a.	16.82%	78.97%	158.74%	3.34%	36.27%
净利润增长率	81.8%	145.3%	11.0%	32.9%	35.7%	31.7%
总资产增长率	30.05%	52.11%	54.42%	87.94%	20.70%	21.22%
资产管理能力						
应收账款周转天数	130.9	75.4	78.3	120.0	130.0	140.0
存货周转天数	20.7	14.4	4.7	4.0	3.0	2.0
应付账款周转天数	45.1	55.8	49.8	52.0	57.0	62.0
固定资产周转天数	8.8	9.4	143.7	110.5	89.0	73.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-33.98%	-34.11%	26.48%	-34.69%	-37.39%	-42.92%
EBIT 利息保障倍数	NM	NM	162.9	76.1	97.9	127.8
资产负债率	21.25%	24.31%	36.76%	22.40%	24.39%	25.34%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	3	5	8
增持	0	0	5	5	5
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	1	1
评分	0.00	1.00	1.63	1.73	1.57

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-10-16	买入	126.50	158.30~158.30

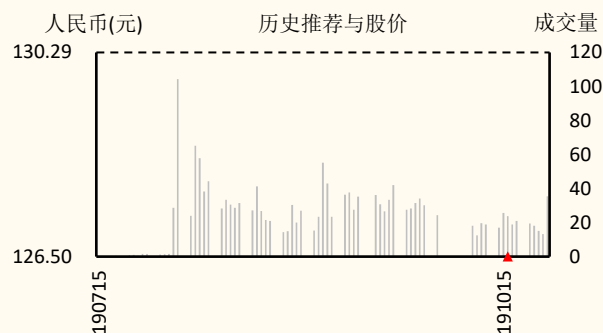
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH