

审慎推荐-A (维持)

值得买 300785.SZ

目标估值:

当前股价: 134.01 元

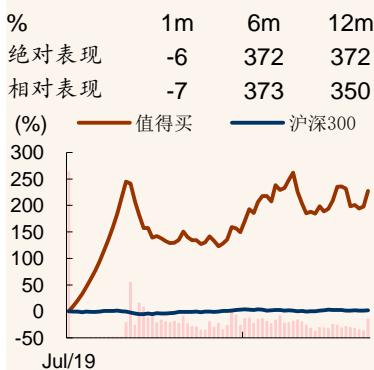
2019年10月26日

淡季不淡业绩超预期, 同期基数较低利润率改善明显

基础数据

上证综指	2955
总股本(万股)	5333
已上市流通股(万股)	1333
总市值(亿元)	71
流通市值(亿元)	18
每股净资产(MRQ)	13.0
ROE(TTM)	17.2
资产负债率	20.8%
主要股东	隋国栋
主要股东持股比例	43.33%

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)——营收稳健增长, 受成本投放影响短期利润率下滑》2019-09-01
- 2、《值得买(300785)公司研究——先内容、后导购, 什么值得买的突围之道》2019-07-23

宁浮洁

ningfujie@cmschina.com.cn  
S1090518090002

丁浙川

dingzhechuan@cmschina.com.cn  
S1090519070002

研究助理

周洁

zhoujie10@cmschina.com.cn

事件: 值得买发布 2019 年三季度报, 报告期内公司实现营业收入 4.05 亿元, 同比+35.48%, 实现归母净利润 6172 万元, 同比+62.05%, Q3 单季度实现归母净利润 1491 万元, 同比扭亏, 超预期。

- 受去年基数较低及今年 Q3 电商投放激进影响, 业绩超预期。2019 年前三季度收入 4.05 亿元 (+35.48%), Q3 单季度实现收入 1.31 亿元 (+30.58%)。电商淡季不淡一方面由于去年 Q3 对产品和技术的调整从而影响用户使用, 造成基数较低; 另一方面由于今年 Q3 电商激进投放, 互联网效果营销平台收入大幅增长。预计 Q3 的 GMV 和 MAU 也增速良好。
- 受成本投放影响毛利率有所下滑, 销售费用率下行带动利润率改善。2019 前三季度毛利率为 71.56% (-3.28pct), Q3 单季度毛利率为 70.45% (+4.89pct)。前三季度销售/管理/财务费用率分别为 23.06/15.38/0.73%, 同比 -5.58/1.83/1.05pct, 单季度销售/管理/财务费用率分别为 27.45/17.56/0.34%, 同比 -8.99/4.65/0.62pct。前三季度净利率 15.25%, 同比 +2.5pct, Q3 单季度净利率为 11.37%, 同比 +13.95pct。
- 流量价值凸显, 看好电商旺季带来业绩增长。作为拥有一二线男性高质量用户的垂直内容导购平台, 与传统电商平台的商业模式存在较大差异。一方面由于消费者与平台存在利益对立, 三方平台权威性、全面性和专业性, 天然具有用户友好形象, 在综合电商增长瓶颈明显背景下, 值得买作为转化率最高的导购电商, 内容导购流量价值凸显; 另一方面, 在电商继续上行过程中, 预计继续享受行业成长红利, 并看好电商旺季带来业绩的增长。
- 上调公司 2019/2020 年净利润额为 1.2/1.46 亿元, 目前股价对应 PE 分别为 59.3 倍、48.5 倍。考虑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“审慎推荐-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

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	367	508	692	928	1204
同比增长	82%	38%	36%	34%	30%
营业利润(百万元)	99	106	133	163	195
同比增长	148%	7%	26%	22%	20%
净利润(百万元)	86	96	120	146	175
同比增长	145%	11%	25%	22%	20%
每股收益(元)	2.16	2.39	2.26	2.76	3.30
PE	62.2	56.0	59.3	48.5	40.6
PB	21.1	16.4	8.8	7.8	6.6

资料来源: 公司数据、招商证券

表 1: 各季度业绩情况 (单位: 百万)

	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	Q3 同比
营业收入	100.39	208.97	103.35	170.12	131.09	30.58%
营业成本	34.57	58.44	27.19	49.15	38.73	12.04%
毛利润	65.82	150.53	76.16	120.97	92.36	40.31%
销售税金	2.38	4.56	2.19	3.16	1.68	-29.36%
销售费用	36.58	49.17	22.47	34.86	35.98	-1.64%
管理费用	12.97	18.30	14.55	24.63	23.02	77.56%
财务费用	-0.28	-0.66	1.64	0.87	0.45	-259.74%
投资收益	1.85	0.84	0.75	0.74	0.53	-71.30%
资产减值损失	-1.66	3.20	0.00	0.00	0.00	-100.00%
营业利润	-2.19	62.12	19.43	32.79	15.51	-809.50%
营业外收入	0.00	0.06	0.05	0.11	0.00	35.90%
营业外支出	0.00	0.11	0.00	0.02	0.00	#DIV/0!
利润总额	-2.18	62.07	19.49	32.88	15.51	-809.74%
所得税	0.40	4.44	1.34	4.22	0.60	48.64%
净利润	-2.59	57.63	18.14	28.67	14.91	-676.27%
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	#DIV/0!
归母净利润	-2.59	57.63	18.14	28.67	14.91	676.27%
扣非后归母净利润	-4.15	52.19	17.27	28.06	11.99	388.84%

资料来源: wind, 招商证券

表 2: 各季度利润率情况 (%)

	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	Q3 同比
毛利率	65.56	72.04	73.69	71.11	70.45	4.89
销售费用率	36.43	23.53	21.74	20.49	27.45	-8.99
管理费用率	12.92	8.76	14.08	14.48	17.56	4.65
财务费用率	-0.28	-0.32	1.59	0.51	0.34	0.62
营业利润率	-2.18	29.73	18.80	19.27	11.83	14.01
净利率	-2.58	27.58	17.55	16.85	11.37	13.95
所得税率	-18.41	7.15	6.90	12.82	3.86	22.27

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	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	317	305	607	623	801
现金	87	7	205	84	101
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1	0	0	1	1
应收款项	79	138	182	244	317
其它应收款	0	2	1	3	3
存货	3	1	1	2	3
其他	148	157	216	289	376
<b>非流动资产</b>	19	213	395	569	733
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	9	200	383	556	721
无形资产	5	5	5	5	5
其他	5	8	7	8	7
<b>资产总计</b>	<b>336</b>	<b>518</b>	<b>1002</b>	<b>1192</b>	<b>1534</b>
<b>流动负债</b>	72	95	103	181	371
短期借款	0	0	0	64	230
应付账款	14	23	40	52	74
预收账款	2	1	5	4	8
其他	56	72	59	61	60
<b>长期负债</b>	9	95	94	95	94
长期借款	0	84	84	84	84
其他	9	11	10	11	10
<b>负债合计</b>	<b>82</b>	<b>190</b>	<b>198</b>	<b>276</b>	<b>465</b>
股本	40	40	53	53	53
资本公积金	93	93	458	458	458
留存收益	121	195	293	405	558
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	254	328	804	916	1069
<b>负债及权益合计</b>	<b>336</b>	<b>518</b>	<b>1002</b>	<b>1192</b>	<b>1534</b>

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	112	53	51	51	82
净利润	86	96	120	146	175
折旧摊销	6	8	10	20	29
财务费用	2	(2)	4	6	13
投资收益	(3)	(5)	(3)	(3)	(3)
营运资金变动	31	(52)	(89)	(127)	(141)
其它	(10)	8	8	8	9
<b>投资活动现金流</b>	(74)	(206)	(194)	(196)	(195)
资本支出	(16)	(205)	(198)	(198)	(198)
其他投资	(58)	(0)	4	2	3
<b>筹资活动现金流</b>	(8)	70	342	24	130
借款变动	(7)	73	(10)	64	166
普通股增加	0	0	13	0	0
资本公积增加	0	0	366	0	0
股利分配	(6)	(6)	(22)	(35)	(22)
其他	4	3	(5)	(5)	(13)
<b>现金净增加额</b>	<b>29</b>	<b>(82)</b>	<b>199</b>	<b>(121)</b>	<b>17</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	367	508	692	928	1204
营业成本	59	134	196	281	381
营业税金及附加	10	12	16	22	28
营业费用	105	135	163	217	279
管理费用	49	59	89	119	154
研发费用	53	72	91	122	154
财务费用	2	(2)	4	6	13
资产减值损失	0	2	2	2	2
公允价值变动	0	0	0	0	0
<b>投资收益</b>	3	5	3	2	2
营业利润	99	106	133	163	195
营业外收入	0	0	0	0	0
<b>营业外支出</b>	0	0	0	0	0
利润总额	99	106	134	163	195
所得税	13	11	14	17	20
净利润	86	96	120	146	175
<b>少数股东损益</b>	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净</b>	<b>86</b>	<b>96</b>	<b>120</b>	<b>146</b>	<b>175</b>

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>年成长率</b>					
营业收入	82%	38%	36%	34%	30%
营业利润	148%	7%	26%	22%	20%
净利润	145%	11%	25%	22%	20%
<b>获利能力</b>					
毛利率	84.0%	73.7%	71.7%	69.8%	68.4%
净利率	23.5%	18.9%	17.3%	15.8%	14.5%
ROE	34.0%	29.2%	14.9%	16.0%	16.4%
ROIC	34.6%	22.2%	13.9%	14.2%	13.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	24.3%	36.8%	19.9%	23.3%	30.5%
净负债比率	0.0%	18.1%	8.4%	12.4%	20.4%
流动比率	4.4	3.2	5.9	3.4	2.2
速动比率	4.4	3.2	5.9	3.4	2.2
<b>营运能力</b>					
资产周转率	1.1	1.0	0.7	0.8	0.8
存货周转率	42.2	76.9	177.8	160.4	156.8
应收帐款周转率	4.9	4.7	4.3	4.3	4.3
应付帐款周转率	6.5	7.3	6.3	6.1	6.0
<b>每股资料 (元)</b>					
EPS	2.16	2.39	2.26	2.76	3.30
每股经营现金	2.80	1.34	0.96	0.96	1.54
每股净资产	6.35	8.19	15.17	17.28	20.17
每股股利	0.15	0.55	0.65	0.41	0.50
<b>估值比率</b>					
PE	62.2	56.0	59.3	48.5	40.6
PB	21.1	16.4	8.8	7.8	6.6
EV/EBITDA	6.6	6.3	4.7	3.7	2.9

## 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。

## 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。