

方正证券研究所证券研究报告

值得买(300785)

公司研究

商贸零售行业

公司深度报告

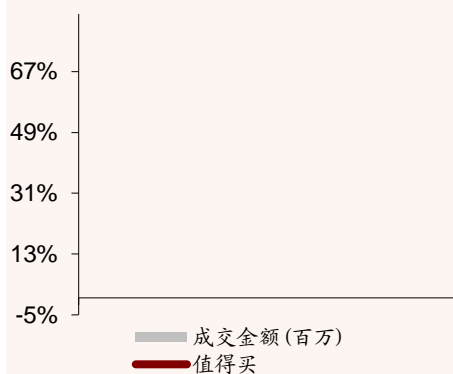
2019.07.15/推荐(首次)

商贸零售首席分析师 倪华
 执业证书编号：S1220517070003
 TEL：
 E- nihua@foundersc.com

联系人：于畅

TEL：
 E-mail: yuchang@foundersc.com

历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

请务必阅读最后特别声明与免责条款

电商产业的快速发展给生态链中的运营服务商带来了机会。电商产业链中的专业服务提供商可以分为两大类：一类专注于提供后端供应链服务，另一类专注于前端的流量运营环节，例如蘑菇街、如涵、小红书、什么值得买等。

“什么值得买”是国内领先的内容类导购电商平台。公司通过经营高质量的消费内容，为用户介绍高性价比、好口碑的商品及服务，同时为电商、品牌商提供广宣服务并转化收入。公司收入主要来自三部分：广告展示、电商导购佣金、广告代理，2018年三项收入分别为3.1亿、1.0亿、1.0亿元。广告收入增长主要依靠广告位出租数增长、广告位价格提升。导购佣金收入按照导流GMV的一定比例进行计算，主要电商客户包括阿里、京东、亚马逊。

公司2018年实现收入5.1亿元，扣非归属净利润9571万元。主要的成本和费用包括广宣投入、为广告代理商支付的返点费用，为运营、销售、研发人员支付的薪酬。公司在成长过程中，运营品类快速丰富，跨平台运营能力强化，并衍生出广告联盟业务。我们预测2019-2021年公司分别实现收入6.6亿元、8.2亿元、10.0亿元，分别实现归属净利润1.7亿元、2.2亿元、2.7亿元。公司的商业模式和变现路径成熟，轻资产运作保证了较高的增速和ROE。同时建议投资者关注电商产业链中深耕流量运营的公司，包括蘑菇街、如涵电商等。

风险提示：电商行业流量红利消失，电商平台、电商导购公司的获客成本快速增长，导致相关企业的利润率持续降低；电商导购公司对核心电商平台客户的依赖度较高，阿里、京东等公司降低对导购电商的佣金返点率导致公司收入增速降低；竞争对手兴起，导致公司广告位出租数量下降、广告位价格下降等。

盈利预测：

单位/百万	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	507.59	664.32	821.08	999.52
(+/-) (%)	38.31	30.88	23.60	21.73
净利润	95.72	169.04	219.67	274.82
(+/-) (%)	10.99	76.60	29.95	25.11
EPS(元)	2.39	4.23	5.49	6.87
P/E				

数据来源：wind 方正证券研究所

目录

1	电商导购行业的发展和产业链图谱	4
2	什么值得买：内容起家、流量变现的电商导购平台	4
2.1	主要的全资子公司、参控股公司	5
2.2	股本、大股东、核心高管信息	5
3	公司主营业务拆分及收入模式	6
3.1	电商导购佣金收入	7
3.1.1	电商导购前三大大客户	8
3.2	广告展示收入	9
3.3	互联网效果营销平台服务收入	12
3.4	海淘代购平台服务收入	12
3.5	收入季节性：四季度电商旺季收入较为集中	12
4	成本及分业务毛利率	13
4.1	分业务毛利率	13
4.2	成本构成：运营员工薪酬占比较大	14
5	费用分析：销售、营销、研发为主要费用	15
5.1	分部门职工人数、薪酬水平	16
5.2	广告宣传费用	18
5.3	营销代理服务费用	19
6	盈利预测和投资总结	21

图表目录

图表 1:	电商产业链及电商导购企业	4
图表 2:	公司核心财务和经营指标	5
图表 3:	公司核心高管及履历梳理	6
图表 4:	本次发行后前十大股东	6
图表 5:	电商导购业务收入及佣金率	7
图表 6:	月均导购次数 (万)	8
图表 7:	电商导购佣金前三大客户情况	8
图表 8:	向京东导购的 GMV 结构及分品类佣金率	9
图表 9:	广告主数量	10
图表 10:	广告展示收入刊例价格 (万元/天)	10
图表 11:	分类型广告位收入 (万元)	11
图表 12:	分广告位价格 (万元/天)	11
图表 13:	分类型广告位收入 (万元/年)	11
图表 14:	分类型广告实际展出天数	12
图表 15:	公司单季度收入 (万元)	13
图表 16:	分业务毛利率	13
图表 17:	分业务毛利率	14
图表 18:	运营人员平均年薪及构成 (万元/年)	14
图表 19:	公司成本构成 (单位: 万元)	15
图表 20:	公司主要费用及费用率	15
图表 21:	分性质费用统计	16
图表 22:	分岗位员工人数	16
图表 23:	分岗位员工平均年薪 (万元)	17
图表 24:	公司员工专业构成	17
图表 25:	公司历年广宣投入 (万元)	18
图表 26:	公司历年前五大广宣客户及投放广告形式	18
图表 27:	公司历年广宣前五大供应商采购金额 (万元)	19
图表 28:	公司主要用户规模信息	19
图表 29:	同类企业广宣费用对比 (万元)	19
图表 30:	营销费力服务费及费率 (万元)	20
图表 31:	公司前五大广告代理商	20
图表 32:	前五大广告代理商的创造的广告收入及返点费用 (单位: 万元)	21
图表 33:	盈利预测 (单位: 万元)	22
图表 34:	可比公司估值对比	22

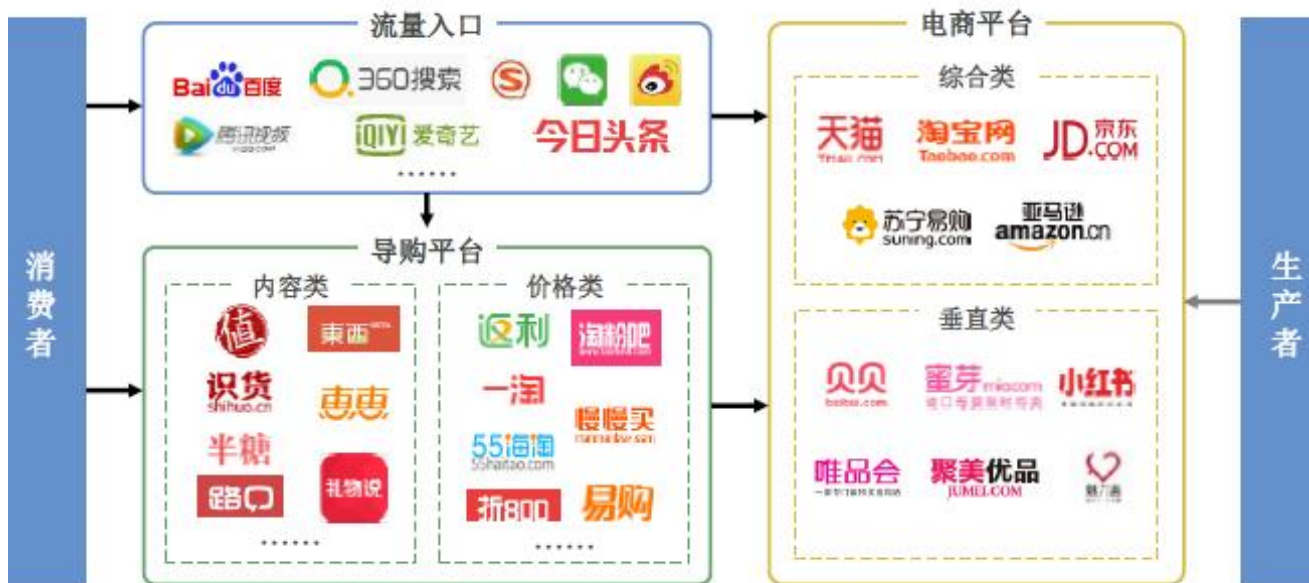
1 电商导购行业的发展和产业链图谱

电商行业发展日趋成熟，产业链各环节日趋精细化。2018年中国网络零售交易总额达到9.0万亿，同比增长24%。在电商产业量快速发展的过程中，不仅造就了大量的品牌、店铺，同样培育了大量产业链上下游的服务提供公司。以阿里为例，其生态链中的专业服务提供商可以分为两大类，一类专注于提供后端的供应链服务，例如宝尊电商、南极电商、唯品会、韩都衣舍等；另一类专注于流量运营服务，例如蘑菇街、如涵电商、小红书、毒物、什么值得买等。

电商导购企业的发展背景：随着电商的经营品类、提供的促销和营销信息快速增加，用户在平台上甄选商品和信息的成本增加，导致网购体验下降。电商导购成为提升用户、品牌的更加高效的渠道。电商导购企业可以通过比价、返利、或者内容营销等各类形式，吸引用户前往电商进行交易。

国内电商导购企业分为两大类：一是内容类导购电商，代表企业包括什么值得买、毒物、半糖、识货、礼物说等；二是价格类导购，主要通过比价、返利等形式吸引用户完成交易。

图表1： 电商产业链及电商导购企业



资料来源：艾瑞咨询《电商导购行业报告》，方正证券研究所

2 什么值得买：内容起家、流量变现的电商导购平台

什么值得买的主业是运营导购平台网站及APP，为电商、品牌商提供信息推广服务，后续延伸提供海淘平台服务、互联网效果营销平台服务。公司从PGC+UGC内容起家，网站集合了导购、媒体、工具、社区，以高质量的消费内容向用户介绍高性价比、好口碑的商品及服务，同时为电商、品牌商获取用户，扩大品牌影响力。

公司2015年-2018年分别实现收入9730万、2.0亿、3.7亿元、

5.1 亿元，分别实现扣非归属净利润为 1986 万元、3207 万元、7798 万元、9571 万元，毛利率分别为 87%、83%、84%、74%，扣非净利率分别为 20.4%、15.9%、21.2%、18.9%。

图表2： 公司核心财务和经营指标

单位：万元	2015	2016	2017	2018
营业总收入	9,730	20,116	36,700	50,690
营业总成本	1,281	3,400	5,868	13,359
毛利润	8,449	16,717	30,832	37,331
毛利率	86.8%	83.1%	84.0%	73.6%
销售费用	2,571	5,713	10,550	134,71.7
管理费用	3,430	6,591	10,130	5,874
归属净利润	1,935	3,516	8,624	9572
扣非净利率	20.4%	15.9%	21.2%	18.9%
扣非 ROE	33.54%	19.90%	35.96%	28.77%
资产负债率（合并）	14.78%	21.25%	24.31%	36.76%
流量指标	2015	2016	2017	2018
期末注册用户（万）	197	339	534	819
月活（万）	1237	1862	2402	2654
月均导购次数（万）	146	271	343	504

资料来源：公司招股书，方正证券研究所

公司的客户和合作商分为三大类：

1) 国内外电商平台、零售商：包括阿里巴巴、京东、亚马逊、苏宁、国美、沃尔玛、eBay、Ashford、梅西等；

2) 广告联盟平台：例如 linkshare、Affiliate Window、Commission Juncktion 等，联盟平台是由媒体资源联合组成，为品牌商、电商实现信息推广服务后按照实际的推广效果收取费用；

3) 品牌商：代表品牌商包括 Nike、Visa、戴森、Dell、雅诗兰黛、华为、中国银行、银联国际、美的、iRobot、松下等国内外厂商。

2.1 主要的全资子公司、参控股公司

1) 星罗创想：本公司全资控股，主要业务为经营 linkstar（公司的互联网效果营销平台服务）。2018 年星罗创想实现净利润 838 万元。CTO 刘峰担任星罗创想总经理。

2) 优讯创想：本公司全资控股，主要业务为信息推广，2018 年实现净利润 472 万元。

3) 众嘉禾励：主要业务为运营西集网，是一家全球采买的国际综合电商平台。本公司持有 24.3% 股权，净利润-1096 万元。

4) 无忧直购：公司全资控股，主要经营贝窝网，提供海淘代购平台服务。2018 年净利润 32.3 万元。2018 年经营规模有所下降。

2.2 股本、大股东、核心高管信息

公司计划于 2019 年登陆 A 股市场，计划公开发行 1333 万股（占发行后总股本 25%），发行后总股本增加至 5333 万股。完成发行后，实际控制人隋国栋持股比例为 43.3%，第二大股东刘峰持股比例 12.5%（在本公司担任首席技术官，子公司星罗创想 linkstar 总经理），第三大股东刘超持股比例 8%（在本公司担任首席运营官、客户体验官）。

图表3： 公司核心高管及履历梳理

核心高管	主要履历
隋国栋	1983 年出生，现任本公司董事长。历任中国铁道科学研究院研究员，知德脉执行经理。历任无忧直购、星罗创想执行董事、优讯创想执行董事。毕业于同济大学，硕士学位。
刘峰	1982 年出生，现任本公司首席技术官，曾任青岛普通网讯科技合伙人，历任本公司首席技术官，任嘉科数云监事，优讯创想经理，星罗创想总经理。毕业于山东理工大学，学士学位。
刘超	1986 年出生，现任本公司首席用户体验官。2011 年加入知德脉，担任首席运营官，负责本公司运营管理相关工作。毕业于哈尔滨师范大学，学士学位。
那昕	1977 年出生，现任首席执行官。历任中国数码集团战略分析师，京东战略投资高级总监，京东智能副总裁。担任众嘉禾励监事。毕业于利物浦约翰摩尔大学，硕士学位。
余振波	1988 年出生，现任本公司董事。曾任世纪良友网络技术董事。毕业于清华大学，学士学位。
刘小如	1975 年出生，现任本公司首席运营官。历任中国中磁记录设备公司总经理助理，中国计算机报主编，盛拓传媒主编，担任本公司首席运营官。毕业于西安电子科技大学，学士学位。
李楠	1976 年出生，现任本公司首席财务官，历任德勤审计师，摩根士丹利财务经理，铁狮门咨询财务总监，毕业于北京工商大学，硕士学位。
柳伟亮	1985 年生，现任董秘、战略总监。曾任京东战略分析师，毕业于北京大学，硕士学位。
易铎	1979 年生，现任技术总监，毕业于北京工业大学，大专学历。
王西平	1980 年生，现任本公司技术总监，毕业于青岛科技大学。

资料来源：公司招股书，方正证券研究所

图表4： 本次发行后前十大股东

前十大股东	持股数量（万股）	持股比例
隋国栋	2,311	43.3%
刘峰	665	12.5%
刘超	425	8.0%
国脉创新	400	7.5%
共青城尚麒	160	3.0%
程文	38	0.7%
社会公众股	1,333	25.0%
合计	5,333	

资料来源：公司招股书，方正证券研究所

3 公司主营业务拆分及收入模式

公司收入主要分为三大部分：

- 1) 信息推广服务（其中包括电商导购、广告展示）。
- 2) 互联网效果营销平台服务。

3) 海淘代购平台。

信息推广又分两大类：电商导购佣金收入、广告展示收入。2016年公司上线“互联网营销效果服务”，部分电商导购佣金收入重新归口到该项新业务中。而海淘业务有所收缩，和亚马逊战略变化有关。

3.1 电商导购佣金收入

电商导购业务：公司将消费者引流到电商或者品牌商，然后按照实际完成的交易金额(GMV)的一定比例，向电商平台收取导购佣金。

2017年、2018年公司佣金收入增速有所下降，主要是收入分类方式变化所致：电商导购部分业务转移至新业务星落创想（互联网营销平台服务）。如果重新归入，则2015-2018年的电商导购佣金收入分别为6104万元、9981万元、1.3亿元、1.8亿元。对应2016年、2017年、2018年的电商导购佣金收入可比增速分别为+60%、+36%、+36%。

导购GMV和佣金率：2016-2018年公司电商导购产生的净交易额(GMV)分别为34亿元、61亿元、102亿元，整体导购佣金率呈下滑趋势，2016年-2018年平均佣金率分别为2.9%、1.5%、1.0%。主要和电商平台客户的营销方式变化，以及佣金率政策变化有关。

图表5： 电商导购业务收入及佣金率

单位：万元	2015	2016	2017	2018
收入	6,104	9,779	8,930	10,046
YoY	-	60.2%	-8.7%	12.5%
加回“互联网营销”后收入	6,104	9,779	13,300	18,081
YoY	-	60.2%	36.0%	36.0%
成本	876.1	1,873.1	1,616.3	2,394.1
毛利	5,228	7,906	7,314	7,652
毛利率	85.7%	80.6%	81.9%	76.2%
净交易额(GMV)		341,549	613,302	1,021,310
导购整体佣金率		2.9%	1.5%	1.0%

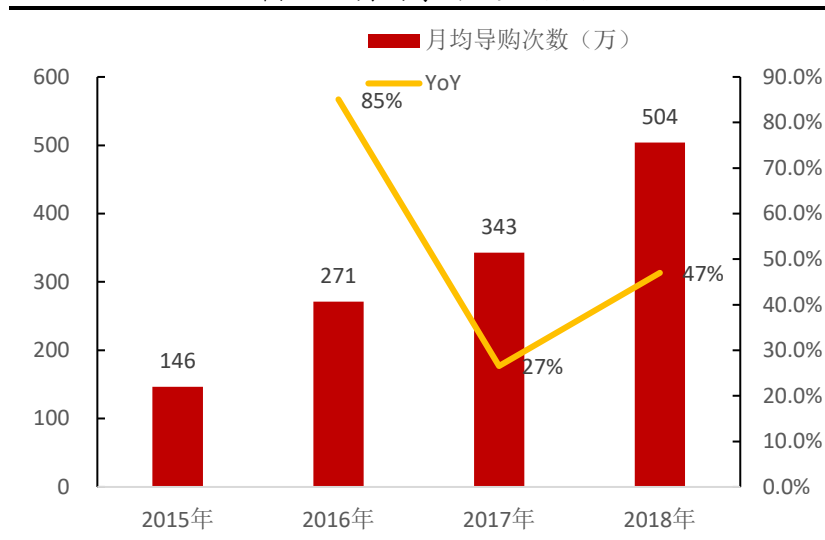
资料来源：公司招股书，方正证券研究所

导购流程、以及佣金收入的确认流程：公司通过网站、APP向电商平台提供引流服务，并且和主要的电商平台都建立“数据接口”，如果消费者最终通过公司链接进入电商平台，并且完成交易，订单信息会从电商平台系统流转 to 发行人的数据中心系统。但用户的个人信息（包括在交易电商平台的注册名、密码等）仍然保密，因此公司从非注册用户获取的信息为电商管导购的交易次数、交易金额等数据。

公司的月均导购次数不断增加，尤其在2018年同比+47%至504万次/月，主要原因包括三点：

- 1) 2016年京东上线开普勒计划，降低了引流订单丢失概率；
- 2) 2018年公司大幅增加了“优惠信息”发布量，2017年/2018年优惠信息发布量分别为116万条、296万条，
- 3) 2018年下半年，公司在APP中上线新服务“个性化推荐”，根据用户特征高效分发推送，导购次数有明显提升。

图表6: 月均导购次数(万)



资料来源: 公司招股书, 方正证券研究所

3.1.1 电商导购前三大大客户

电商导购佣金收入中, 前三大客户分别为阿里巴巴、亚马逊(集团)、京东, 在导购佣金收入占比分别达到 86%、89%、95%、92%。

不同电商客户的佣金率水平差异较大, 主要和电商平台的模式特点、主要经营品类有关: 1) 平台模式为主的电商(阿里、eBay等)佣金率较高, 因为其广告代理联盟平台一般不设定通用佣金比例, 更多通过第三方卖家意愿给出佣金比例, 在此基础上扣除平台费用后向发行人支付。2) 京东等自营模式占比高的平台佣金率较低, 且京东主要经营品类为标准化的电子产品, 因此导购佣金比例较低。3) 国外第三方联盟平台的佣金率较高。国外广告主更加注重效果类广告投放, 且公司发力海淘的导购电商, 对国外广告联盟佣金率谈判能力强。

图表7: 电商导购佣金前三大客户情况

单位: 万元	2015	2016	2017	2018
前3大客户总收入	5,264	8,712	8,488	9,199
%广告展示收入	86.2%	89.1%	95.1%	91.6%
阿里	2,077	5,036	6,020	8,434
亚马逊	1,257	1,164	1,303	603
京东	600	1,035	140	162
前3大客户GMV	178,018	308,166	276,775	292,569
阿里	53,828	154,022	197,518	256,736
亚马逊	53,805	48,907	50,856	26,733
京东	40,899	72,025	10,013	9,100
前3大客户佣金率	3.1%	3.0%	3.3%	3.1%
阿里	3.86%	3.27%	3.05%	3.48%
亚马逊	2.34%	2.38%	2.56%	2.26%
京东	1.47%	1.44%	1.40%	1.78%

资料来源: 公司招股书, 方正证券研究所

1) 阿里巴巴

2015-2018 年公司作为阿里导购的 GMV 分别为 5.4 亿元、15.4 亿元、19.7 亿元、25.6 亿元，导购佣金率分别为 3.9%、3.3%、3.0%、3.5%。GMV 快速增长和品类扩张有关。公司早期经营以 3C、电器类产品为主，这些品类主要集中在京东等电商平台，后期重点拓展了服装鞋帽、日用百货等阿里较为强势的品类，同时加大了和阿里的合作力度，因此在阿里的业务量快速增长。

2017 年公司对阿里收取的导购佣金率呈小幅下降趋势，主要两大原因：(1) 国内 618、双 11 等电商大促力度加大，持续期拉长，商家为维持一定的利润率会降低给导购企业的佣金比例，因此整体佣金比例有所下降。(2) 向阿里导购的 GMV 中家电、数码产品占比逐渐增大，从 2015 年的 23% 增长到 2017 年的 33%。家电、数码产品的毛利率低，商家支付的佣金比例也仅为 1.5%-3.5% 左右，拉低整体佣金率。

2) 亚马逊集团

公司为亚马逊集团在 2015-2018 年导购的 GMV 分别为 5.3 亿元、4.9 亿元、5.1 亿元、2.7 亿元；佣金率分别为 2.3%、2.4%、2.6%、2.3%。业务量下降的两大原因：亚马逊集团的全球策略有所转变，为了提升利润率减少了优惠活动；此外国内跨境电商业务兴起，亚马逊海淘的业务面临更加激烈的竞争。

3) 京东

2015-2018 年公司为其导购的 GMV 分别为 4.1 亿元、7.2 亿元、10 亿元、9.1 亿元，导购佣金率分别为 1.5%、1.4%、1.4%、1.8%。2017 年、2018 年向京东导购的 GMV 增速有所下降，主要是公司将和京东合作的业务转移到子公司“星落创想 linkstar”，最后报表体现为“互联网营销平台服务”收入，若将 2017 年该部分业务重新合并到导购收入，则 2017 年公司向京东导流的 GMV 为 22.2 元，对应同比增长 122%。

业务层面，公司向京东联盟平台“京东海嘉”收取的佣金率分别为 1.55%、1.44%、1.49%，基本保持平稳。导购的品类也主要集中在电脑数码、家用电器两大品类，每年都占比 50% 以上。电脑数码的佣金比例为 1%，家电的佣金率在 1%-2% 左右。

图表8：向京东导购的 GMV 结构及分品类佣金率

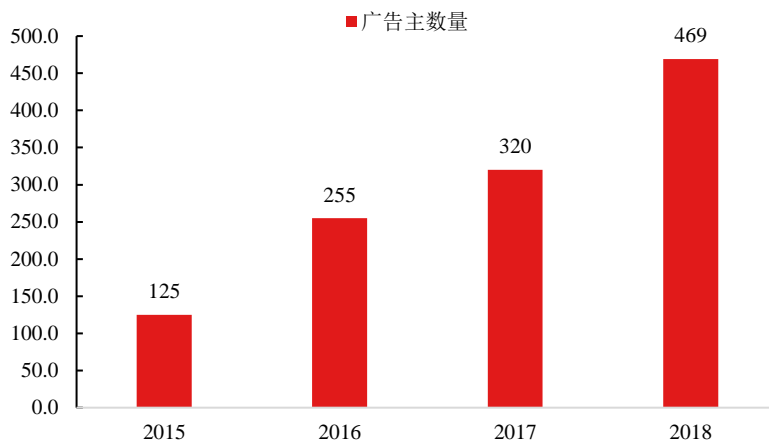
分品类	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	佣金率
电脑数码	28.62%	31.80%	33.74%	32.34%	1%
家用电器	23.52%	23.13%	23.46%	20.27%	1%-2%
食品保健	12.50%	12.98%	11.93%	14.53%	1.5%-3.5%
家居家装	4.36%	4.72%	7.02%	5.64%	2%
个护化妆	6.71%	5.62%	2.98%	2.43%	2%
日用百货	5.26%	4.17%	3.75%	2.56%	1.5%-2%
其他	19.03%	17.58%	17.12%	22.23%	1%-8%

资料来源：公司招股书，方正证券研究所

3.2 广告展示收入

公司根据广告排期、位置或点击量、销售量等营销效果计费结算广告收入。2015-2018 年期间，广告主从 125 家增长至 469 家，月活用户从 1237 万增长至 2654 万，月均导购次数从 146 万增至 504 万。

图表9： 广告主数量



资料来源：公司招股书，方正证券研究所

➤ 广告位价值和定价情况

公司广告展示业务基本为按日收费（CPD），按次计价、按效果计价的占比较小。定价原则是根据网站端、移动端不同广告位的曝光度、转化率、同时参考市场同类广告价值进行确定。2015-2018 年不同位置的广告价格均有 2-4 倍左右的涨幅。

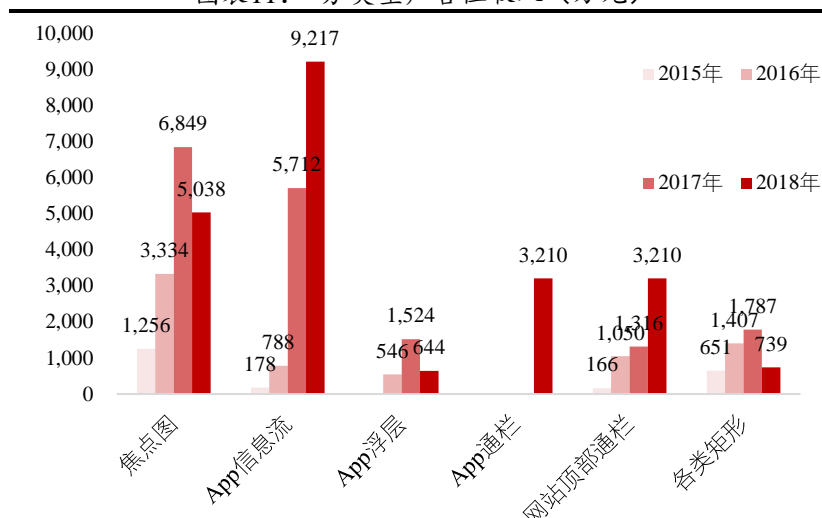
图表10： 广告展示收入刊例价格（万元/天）

一、网站端	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度
首页	3.5-7.5	4-12	7-15	4-15
国内优惠/精选频道	1.5-4.5	4-6	4-12	4-12
海淘专区频道	1-3.2	2-8	3-10	1-10
发现频道	1-6	3-8	4-10	4-10
原创频道	1-4.2	2-5	2-6	2.5-6
资讯中心频道	1-1.4	2-3	2-3	2-3
搜索结果页	1.5-2.8	2-3	2-3	2-3
分类标签页	-	1.5-3	0.8-4	0.8-4
二、移动端	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度
首页	6-15	6-15	8-25	3-35
好价频道	4-6	8-10	6-15	4-20
好文频道	-	4-10	8-10	11-14

资料来源：公司招股书，方正证券研究所

按照展示形式，公司广告位主要包括：焦点图、APP 端信息流、APP 端浮层、APP 通栏、网站端顶部通栏、各类矩形广告，上述比重在 60%-70%左右。其中 APP 信息流、焦点图广告位的占比最大，2016 年推出的“APP 端浮层广告”收入亦快速增长。

图表11：分类型广告位收入（万元）



资料来源：公司招股书，方正证券研究所

广告位单日展示价格随流量增长平稳上升：2018 年收入占比较高的广告位整体价格都有明显上涨。其中信息流广告单日价格同比+8%，焦点图广告单日价格同比+17%，APP 浮层广告单日价格同比+28%。**APP 信息流广告成为最主流的广告位**，2018 年信息流广告位实际展出天数同比+49%至 4133 个。而焦点图广告位销售、网站端通栏等传统广告位销售数量有所下降。

图表12：分广告位价格（万元/天）

万元/天	2015年	2016年	2017年	2018年	YoY
焦点图	1.82	2.33	2.96	3.47	17%
App 端信息流	1.91	2.55	2.06	2.23	8%
App 端浮层	-	3.69	4.12	5.28	28%
App 端通栏	-	-	-	2.46	-
网站端顶部通栏	0.90	1.71	2.00	1.79	-11%
各类矩形	0.63	1.21	1.26	1.24	-2%

资料来源：公司招股书，方正证券研究所

图表13：分类型广告位收入（万元/年）

广告位	2015年	2016年	2017年	2018年
焦点图	1,256	3,334	6,849	5,038
App 信息流	178	788	5,712	9,217
App 浮层	-	546	1,524	644
App 通栏	-	-	-	3,210
网站顶部通栏	166	1,050	1,316	3,210
各类矩形	651	1,407	1,787	739
合计	2,250	7,125	17,189	22,059
广告总收入	3,626	10,116	22,826	30,671

资料来源：公司招股书，方正证券研究所

图表14：分类型广告实际展出天数

实际展示天数	2015年	2016年	2017年	2018年	YoY
焦点图	690	1431	2314	1452	-37%
App 端信息流	93	309	2773	4133	+49%
App 端浮层		148	370	122	-67%
App 端通栏				1,305	
网站端顶部通栏	184	614	658	413	-37%
各类矩形	1033	1163	1418	1310	-8%

资料来源：公司招股书，方正证券研究所

3.3 互联网效果营销平台服务收入

即星落广告联盟 LinkStars，从 2016 年 7 月开展。LinkStars 是一个中间平台，一端连接拥有流量的网站、移动客户端和内容创业者等媒体，一端连接电商、品牌商广告主。

业务模式：广告主可在 LinkStars 上发布广告需求，并设定一定的佣金比例作为报酬。联盟媒体可在 LinkStars 看到所有广告主需求，可通过 LinkStars 进行申请并获取推广代码，并将推广代码放置在自身媒体的广告位上，联盟媒体的用户点击该广告并进入广告主的网站下单并购买成功后，联盟媒体可获取 GMV 一定比例作为佣金收入。截至 2018 年，LinkStars 已接入包括京东、苏宁易购、1 号店、国美在线、中粮我买网、唯品会、6PM 等国内外知名电商在内的约 470 家广告主。

3.4 海淘代购平台服务收入

2016 年 11 月公司推出了海淘代购平台服务“贝窝网”，为消费者在海外电商购物提供便利。贝窝网接收消费者订单，推送到买手平台，买手抢单后在海外网站下单，并将货物通过合作的转运公司发给用户。贝窝网提供买手下单、多家转运公司比价、全程中文客服等服务，支持美国亚马逊（自营）、日本亚马逊（自营）、英国亚马逊（自营）、德国亚马逊（自营）、eBay、6PM、BrooksBrothers、Joe'sNBOutlet、STP、Backcountry、kipling 官网、SPRING 等海外电商平台的代购服务，为用户购买海外商品提供了多种选择。

由于海淘业务对公司的收入、毛利额贡献较小，目前海淘业务的规模也逐渐缩小。

3.5 收入季节性：四季度电商旺季收入较为集中

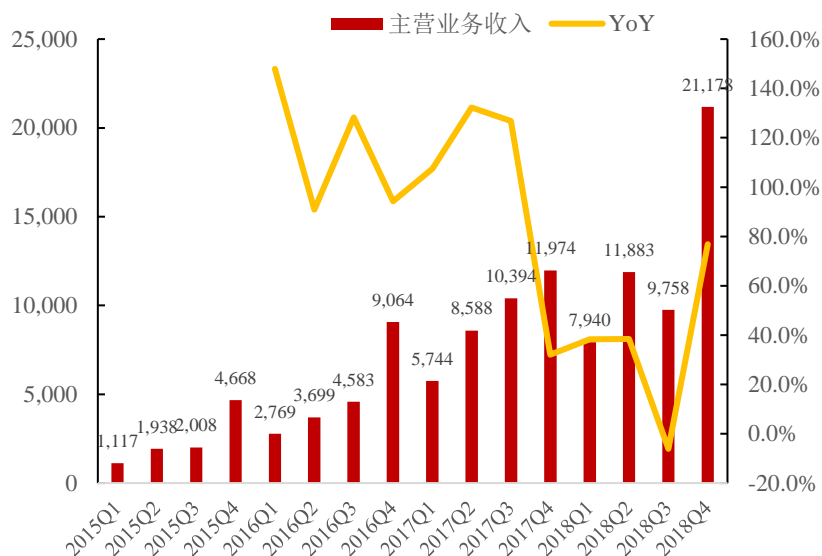
公司下半年收入占比大约在 60-70%，其中 Q4 为收入旺季。收入季节性较强的主要原因为：

(1) 接近年终，众多电商、品牌商为了实现全年销售额，会相应增加广告投入、促销活动，带动公司下半年业绩增长；

(2) 受国庆节、双 11、圣诞购物季、元旦等节日因素影响，电

商平台中会产生大量营销活动。

图表15: 公司单季度收入(万元)



资料来源: 公司招股书, 方正证券研究所

4 成本及分业务毛利率

4.1 分业务毛利率

2015-2018 年公司整体毛利率分别为 87%、83%、84%、74%。分业务来看, 信息推广、互联网效果营销业务毛利率较高, 而毛利率较低的海淘业务逐渐剥离。毛利率降低主要和运营人员的人数、平均薪酬增长较快有关。

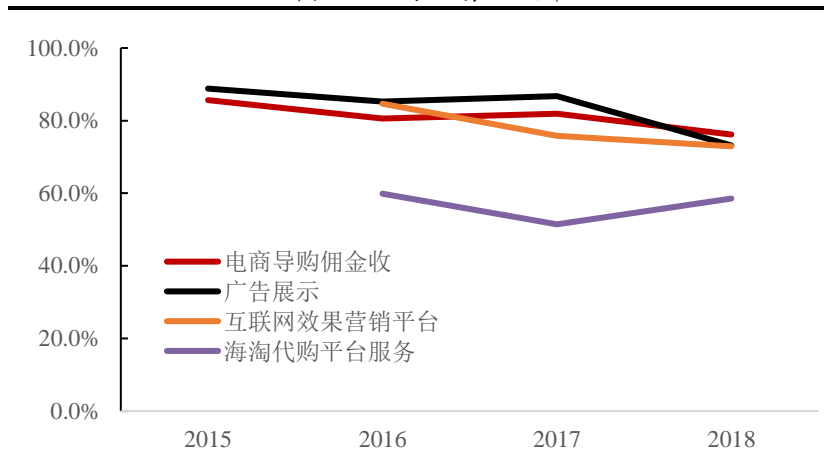
- 电商导购业务: 2015-2018 年分别为 86%、81%、82%、76%。
- 广告展示业务: 2015-2018 年分别为 89%、85%、87%、73%。
- 互联网营销业务: 2016-2018 年分别为 85%、76%、73%。

图表16: 分业务毛利率

分业务毛利率	2015	2016	2017	2018
信息推广服务	86.8%	83.1%	85.4%	73.8%
电商导购佣金	85.7%	80.6%	81.9%	76.2%
广告展示	88.8%	85.3%	86.7%	73.2%
互联网效果营销平台		84.7%	75.8%	72.9%
海淘代购平台服务		59.9%	51.4%	58.5%
综合毛利率	86.8%	83.1%	84.0%	73.6%

资料来源: 公司招股书, 方正证券研究所

图表17： 分业务毛利率



资料来源：公司招股书，方正证券研究所

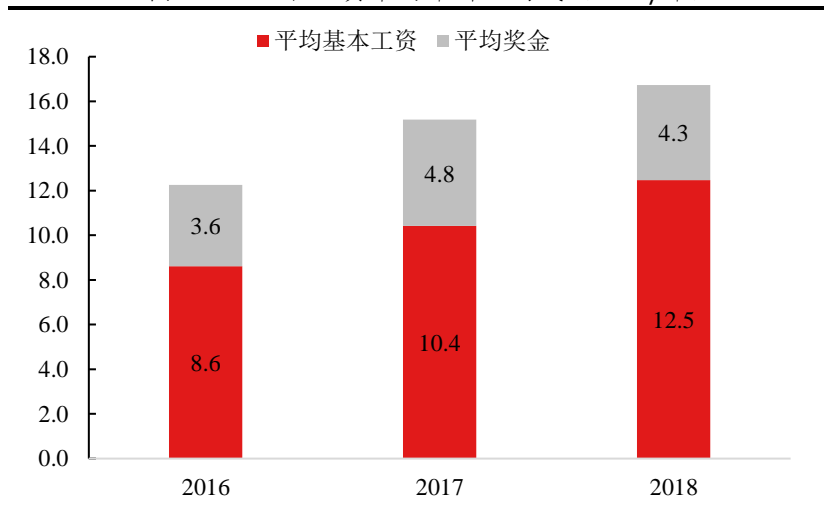
4.2 成本构成：运营员工薪酬占比较大

公司成本主要包括职工薪酬、IT资源使用费、技术服务费、活动成本等。其中：

➤ 职工薪酬

指运营员工薪酬，运营人员主要负责优惠信息的贡献、审核，以及各个频道活动的策划、执行，以及互联网移动营销效果平台、海淘业务的维系。公司运营团队人员构成较为稳定，且随着公司业务的增长，运营团队逐步扩大，2015-2018年公司运营员工人数分别为71人、148人、157人、252人。**运营员工的薪酬制度**：分为月基本工资+季度考核奖金+年终考核奖金。2016-2018年运营员工年薪分别为12.3万、15.2万、16.7万元。其中基本工资占比约在75%，奖金占比约在25%。通常运营员工的薪酬低于销售、研发、管理人员。此外2018年运营员工人均奖金数量略低于2017年，主要和公司产品日趋精细化、针对产品招聘新员工，新员工占比有所增加降低了平均奖金水平。

图表18： 运营人员平均年薪及构成（万元/年）



资料来源：公司招股书，方正证券研究所

➤ 技术服务费

技术服务费主要是向阿里妈妈支付的淘宝技术服务费，以及和为客户向第三方媒体采购的推广资源。公司通过阿里妈妈平台赚取电商导购佣金收入后，阿里妈妈平台按照电商导购佣金收入的约 10%收取淘宝技术服务费。随着公司对阿里妈妈平台电商导购佣金收入的增长，淘宝技术服务费相应提高。

图表19： 公司成本构成（单位：万元）

成本构成	2015	2016	2017	2018
职工薪酬	943	2122	2703	4816
IT 资源使用费	71	615	1254	2870
技术服务费	200	477	1123	2849
活动成本	4	44	394	2148
软件使用费	54	105	124	131
其他	10	36	270	545
合计	1281	3399	5868	13359
%收入	13.2%	16.9%	16.0%	26.4%
运营员工人数	71	148	157	252
平均运营员工年薪（万元）	13.3	14.3	17.2	19.1

资料来源：公司招股书，方正证券研究所

➤ 活动成本

是指公司为客户需求举办活动产生的相关成本，归集至电商导购业务或广告展示业务。2018 年公司为客户举办的活动次数大幅增加，因此活动成本明显增长。

5 费用分析：销售、营销、研发为主要费用

费用方面，公司 2018 年销售、管理、研发费用率分别为 22.4%、11.6%、14.2%，销售、管理费用率均有明显的下降，研发费率在行业里处于中等较高水平。

分费用性质来看，公司前三大费用项目（从大到小）依次为：职工薪酬、广宣费用、营销代理费用。

图表20： 公司主要费用及费用率

费用（万元）	2015	2016	2017	2018
销售费用	2,571	5,713	10,550	11,347
管理费用	3,430	3,368	4,854	5,874
研发费用	-	3,223	5,276	7,220
费用率	2015	2016	2017	2018
销售费用	26.4%	28.4%	28.7%	22.4%
管理费用	35.3%	16.7%	13.2%	11.6%
研发费用	-	16.0%	14.4%	14.2%

资料来源：公司招股书，方正证券研究所

图表21: 分性质费用统计(万元)

主要费用: 分性质	2015	2016	2017	2018
销售员工薪酬	662	2,200	3,402	4,848
%收入	6.8%	10.9%	9.3%	9.6%
管理员工薪酬	765	1,353	2,560	2,625
%收入	7.9%	6.7%	7.0%	5.2%
研发员工薪酬	1,193	2,983	4,771	6,567
%收入	12.3%	14.8%	13.0%	13.0%
广告宣传费	1,438	1,715	3,288	3,632
%收入	14.8%	8.5%	9.0%	7.2%
营销代理服务费	81	985	2,002	3,131
%收入	0.8%	4.9%	5.5%	6.2%
上述费率合计	42.5%	45.9%	43.7%	41.0%
销售管理研发费率	62%	61%	56%	48.2%

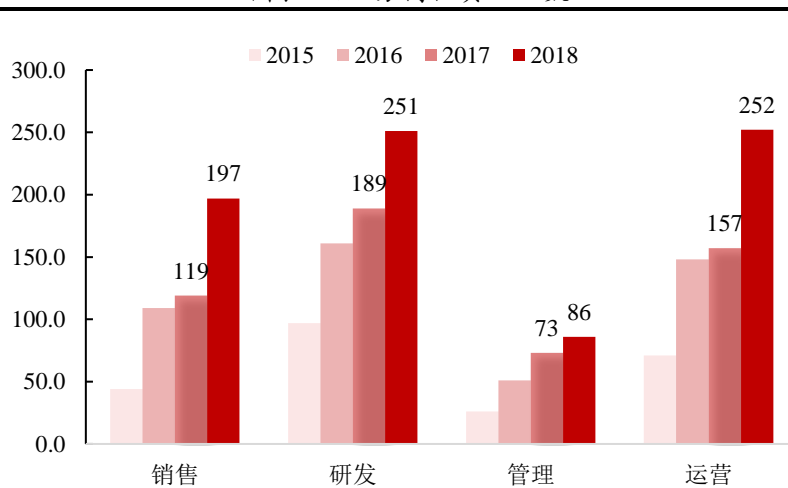
资料来源: 公司招股书, 方正证券研究所

5.1 分部门职工人数、薪酬水平

什么值得买的主营业务是流量运营和广告营销, 人才是企业的核心竞争力, 公司最大的成本和费用也集中在员工薪酬。公司的员工按照部门和工作性质主要分为四大类: 分别为运营、研发、销售、管理。随公司业务规模的拓展, 各岗位员工数量、员工平均工资水均有明显增加。

2016-2018 年期间公司员工总人数分别 464 人、561 人、854 人。截止 2018 年末, 其中各岗位人数分别为: 运营部门 252 人、研发部门 251 人、销售部门 197 人、管理岗位 86 人。

图表22: 分岗位员工人数



资料来源: 公司招股书, 方正证券研究所

其中运营员工的薪酬记入利润表中的成本。而费用中的职工薪酬主要包括销售员工、管理员工、研发员工的薪酬。其中:

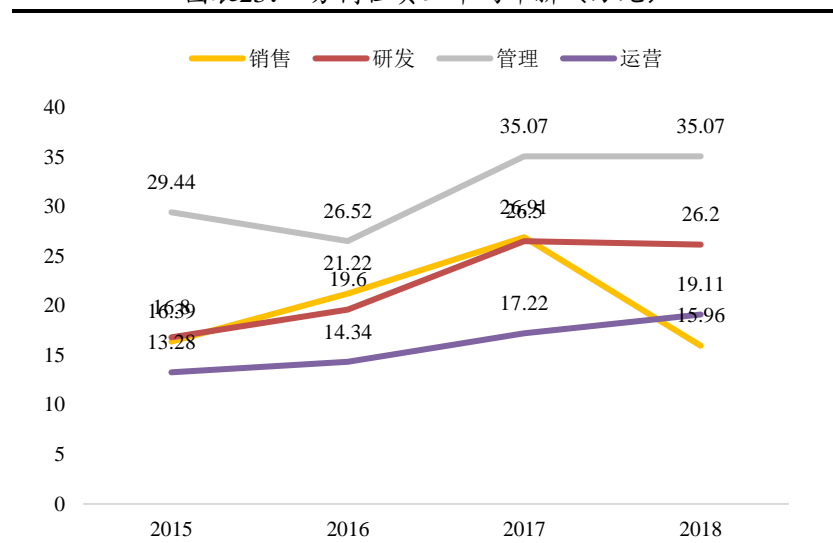
- 研发员工: 薪酬总开支最多, 在总收入的占比历年均稳定在

13%左右，2018 年研发员工薪酬开支 6567 万元。

- **销售员工**：薪酬费用率历年来在 9%-11%左右
- **管理员工**：费用率 2018 年降低到 5.2%左右。

公司的各岗位员工的薪酬水平在行业中处于中上水平，其中 2018 年平均年薪分别为：运营员工 19 万元/年、研发员工 26 万元/年、销售员工 16 万元/年、管理员工/年 35 万元。其中研发人员、运营人员的平均薪酬平稳上涨，管理人员年平均薪酬保持稳定，销售员工平均薪酬下降和招聘大量新员工有关。

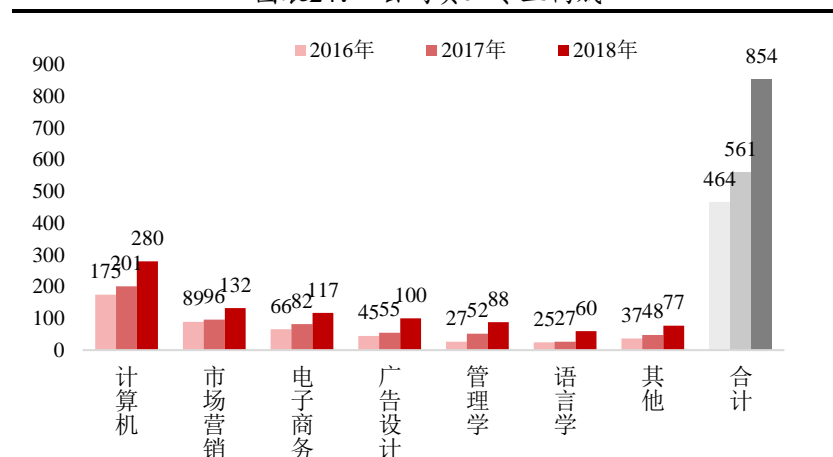
图表23： 分岗位员工平均年薪（万元）



资料来源：公司招股书，方正证券研究所

公司员工大多数具备良好的专业背景，分专业来看，2018 年员工中各专业人数分别为：计算机专业 280 人，市场营销专业 132 人，电子商务 117 人，广告设计 100 人，管理学 88 人，语言学 60 人。

图表24： 公司员工专业构成

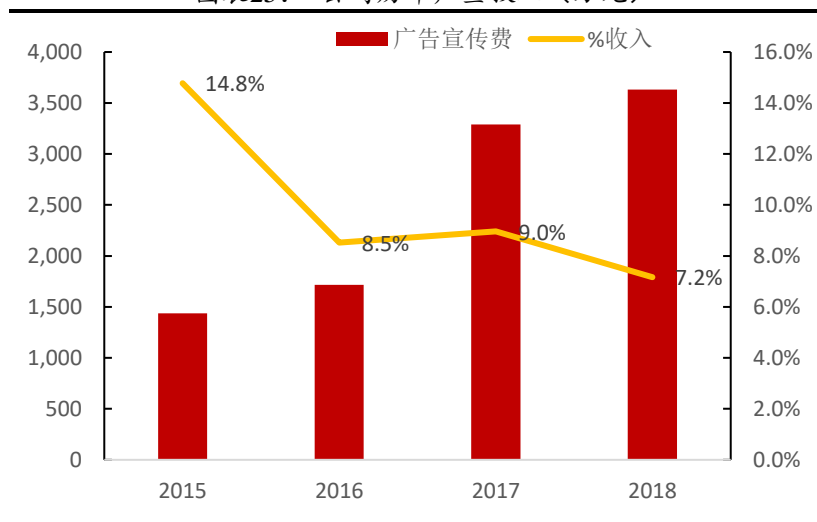


资料来源：公司招股书，方正证券研究所

5.2 广告宣传费用

为拓展用户并提升品牌知名度，公司采取了多元化的广宣，包括手机应用商店、交通及楼宇广告、门户网站等平台，目前主要广告宣传投入仍然集中在线上。2017/2018 年公司整体广宣费用较高，和行业竞争加剧，用户和流量获取成本增加有关。公司近年来加大了在非一线城市的推广力度，主要传播方式包括微信贴片广告（北京伟诚文化代理）、城市门户网站、论坛广告、交通广告（赠送话费或者流量鼓励下载注册 APP）等。但是随着公司总收入的快速增长，广宣投入在总收入占比分别为 9.0%、7.2%，费率较前几年有明显的降低。

图表25： 公司历年广宣投入（万元）



资料来源：公司招股书，方正证券研究所

图表26： 公司历年前五大广宣客户及投放广告形式

	2015年	2016年	2017年	2018年
第一大	北京欢喜 (hao123 网站)	百度 (搜索引擎推广)	顶当互动 (积分墙广告)	聚胜万合 (小米商店, UC 浏览器)
第二大	聚胜万合 (腾讯广点通, 百度搜索, 搜狗)	分众传媒 (LCD 楼宇广告)	伟诚文化 (微信贴片广告)	哇棒移动 (华为\ov\应用宝)
第三大	百度 (百度搜索引擎)	聚胜万合 (腾讯, 百度, 搜狗)	中科互通信 (广告联盟推广)	南京安与吉 (应用宝, 腾讯广点通)
第四大	顶当互动 (积分墙广告)	瑞傲思陆 (Bad idea 短视频)	上海拓畅 (联盟推广平台)	麦克斯 (今日头条广告)
第五大	点入广告 (积分墙广告)	顶当互动 (积分墙、InMobile 广告联盟)	富力诚文化 (火车站广告)	木瓜移动 (Facebook、Google)

资料来源：公司招股书，方正证券研究所

图表27： 公司历年广宣前五大供应商采购金额（万元）

单位：万元	2015	2016	2017	2018
第一大	287	359	413	621
第二大	219	347	374	572
第三大	209	206	339	366
第四大	185	166	337	361
第五大	109	138	283	323

资料来源：公司招股书，方正证券研究所

公司广宣投入效果良好，配合网站和 APP 良好的体验和内容，注册用户、月活跃用户持续增长。截至 2018 年末，注册用户数量达到 819 万人，月活跃用户 2654 万人，月均导购次数为 504 万次。公司月活用户数量多于注册用户数量，是因为公司不强制用户注册，非注册用户亦可以通过值得买网站或者 APP 端的链接进入电商、品牌商网站完成交易。此外随着公司形象不断能提升，搜索引擎收录量、社交网络转发量增加，非注册用户数量快速增加。公司广宣投入在同类企业中处于较低水平。

图表28： 公司主要用户规模信息

万人/万次	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
期末注册用户	197	339	534	819
月活跃用户	1237	1862	2402	2654
月均导购次数	146	271	343	504

资料来源：公司招股书，方正证券研究所

图表29： 同类企业广宣费用对比（万元）

广告宣传费用	2016 年度	2017 年度	2018 年度
汽车之家	75,607	76,753	104,716
%收入	13%	12%	13%
暴风集团	19,950	14,086	24,860
%收入	12%	7%	22%
猎豹移动	132,891	138,091	164,638
%收入	29%	28%	32%
微博	9,220	20,060	31,000
%收入	14%	17%	18%
墨迹科技		5570	7264
%收入		25%	35%
什么值得买	1,715	3,288	3,632
%收入	18%	16%	10%

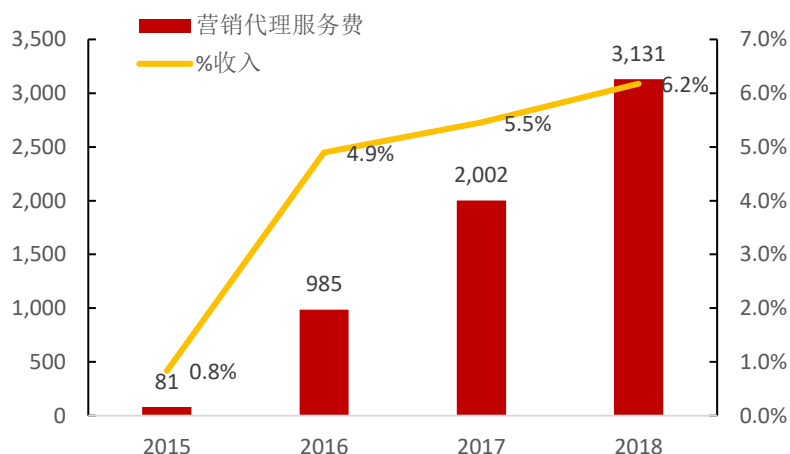
资料来源：公司招股书，方正证券研究所

5.3 营销代理服务费用

其中包括返点、销售服务费。2018 年公司营销代理服务费用 3131

万元，在总收入的占比为 6.2%，近两年代理产生的费用率略有上升。返点费用是指公司向广告代理商支付的费用。公司的广告业务分为直客、代理两种模式。在代理模式下，代理商对接品牌商，在值得买上投放广告。公司根据代理商的投放广告金额的一定比例（佣金率），对其支付返点费用。

图表30： 营销费用服务费及费率（万元）



资料来源：公司招股书，方正证券研究所

2018 年公司前五大广告代理商创造的广告收入合计为 1.4 亿元，在公司广告收入中的占比达到 45%。广告代理商均为大型公司，代表包括蓝色光标的多家子公司（霍尔果斯博众、天津蓝标博众、多盟睿达科技等）、李奥贝纳（阳狮集团子公司）、派瑞威行（科达股份子公司）、上海漾泽（美国上市公司宏基集团）、络程网络、宾谷网络等。

公司为代理商提供的返点率：以第一大代理商为例，返点率一般在 22%-24%左右，第五大代理商的返点率在 10-15%左右。

图表31： 公司前五大广告代理商

前五大代理	2016 年度	2017 年度	2018 年度
第一大	派瑞威行 (科达股份)	霍尔果斯博众 (蓝色光标)	霍尔果斯博众 (蓝色光标)
第二大	多盟睿达 (蓝色光标)	北京恒美	蓝标博众 (蓝色光标)
第三大	华扬联众数字	李奥贝纳 (法国阳狮)	上海宾谷
第四大	北京恒美	上海络程	上海漾泽 (美国宏盟)
第五大	李奥贝纳 (法国阳狮)	电通数码 (日本 Dentsu)	上海络程

资料来源：公司招股书，方正证券研究所

图表32： 前五大广告代理商的创造的广告收入及返点费用（单位：万元）

前五大广告创造广告收入	2016 年度	2017 年度	2018 年度
第一大	1506	5887	5761
第二大	997	553	4117
第三大	81	1329	1899
第四大	290	364	1652
第五大	358	216	501
合计	8348	13929	13929
%广告收入	32.0%	36.6%	45.4%
为前五大广告代理支付返点费用	2016 年度	2017 年度	2018 年度
第一大	347	1339	1379
第二大	179	50	959
第三大	51	46	158
第四大	42	33	165
第五大	38	26	75
前五大广告代理返点率	2016 年度	2017 年度	2018 年度
第一大	23.0%	22.7%	23.9%
第二大	18.0%	9.1%	23.3%
第三大	62.5%	3.5%	8.3%
第四大	14.6%	9.1%	10.0%
第五大	10.6%	11.9%	15.0%

资料来源：公司招股书，方正证券研究所

6 盈利预测和投资总结

在电商快速发展的过程中，大量的新兴品牌、优质店铺快速成长，给电商生态链中的专业服务商、运营商带来了成长红利。以阿里为例，其生态链中的专业服务提供商可以分为两大类：一类专注于提供后端供应链服务，另一类专注于前端的流量运营环节，例如蘑菇街、如涵电商、小红书、毒物、什么值得买等。

什么值得买是国内领先的导购电商。公司通过高质量的内容吸引用户，推荐高性价比商品，在成长过程中，运营品类快速丰富（从3C电子产品类拓展到服装、日杂品类），强化了跨平台运营能力（全面对接线上下、海内外零售平台），并行生出广告平台业务（广告联盟平台星罗创想 Linkstar）。公司 2016-2018 年分别实现收入 9730 万、2.0 亿、3.7 亿、5.1 亿元，分别实现扣非归属净利润分别为 1986 万、3207 万、7798 万、9571 万元。2018 年毛利率、净利率分别为 74%、19%。

盈利预测：我们预测公司 2019-2021 年分别实现收入 6.6 亿元、8.2 亿元、10.0 亿元，分别实现归属净利润 1.7 亿元、2.2 亿元、2.8 亿元。公司通过优质内容、流量精细化运营在电商产业链中逐步沉淀了核心竞争力，商业模式和变现路径不断成熟，轻资产运作保证了较高的增速和利润率。同时建议投资者关注电商产业链中深耕流量运营的公司，包括蘑菇街、如涵电商等。

图表33： 盈利预测（单位：万元）

主要财务指标	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	9,730	20,116	36,700	50,690	66,432	82,108	99,952
1.电商导购佣金收入	6,104	9,779	8,930	10,046	13,317	16,728	21,543
2.广告展示收入	3,626	10,116	22,826	30,671	37,112	43,792	50,361
3.互联网效果营销平台服务		202	4,825	9,971	15,954	21,538	27,999
4.海淘代购平台服务		17	119	69	50	50	50
毛利率	86.8%	83.1%	84.0%	73.6%	73.2%	72.9%	72.6%
营业总成本	1,281	3,399	5,868	13,359	16,277	20,223	25,022
职工薪酬	943	2,122	2,703	4,816	5,660	7,603	9,983
IT资源使用费	71	615	1,254	2,870	3,444	4,133	4,752
技术服务费	200	477	1,123	2,849	3,881	4,452	5,206
活动成本	4	44	394	2,148	2,848	3,577	4,607
销售费用率	26.4%	28.4%	28.7%	26.6%	23.7%	23.6%	23.5%
管理费用率	35.3%	32.8%	27.6%	11.6%	10.7%	9.8%	8.8%
研发费用率	0.0%	7.6%	8.8%	10.4%	10.9%	10.5%	10.3%
扣非归属净利润	1,986	3,207	7,798	9,572	16,904	21,967	27,482
净利率	20.4%	15.9%	21.2%	18.9%	25.4%	26.8%	27.5%

资料来源：wind，公司招股书，方正证券研究所

图表34： 可比公司估值对比

扣非归属净利润（亿元）	2017年	2018年	2019E	2020E	2021E
值得买	0.86	0.96	1.69	2.20	2.75
微博	7.5	23	37.2	40.3	48.36
宝尊电商	0.9	2	2.7	3.7	4.9
南极电商	5.34	8.86	12.21	16.16	20.88
市盈率	2017年	2018年	2019E	2020E	2021E
微博	102	86.5	24.3	16.20	13.50
宝尊电商	104.4	92.6	50.3	56.44	42.96
南极电商	37.34	20.82	20.84	15.74	12.19
收入（亿元）	2017年	2018年	2019E	2020E	2021E
值得买	3.7	5.1	6.6	8.2	10.0
微博	75.1	117.9	136.5	161.2	193.44
宝尊电商	33.9	41.5	53.9	73.1	94.2
南极电商	9.86	33.52	42.7	53.0	64.7
净利率	2017年	2018年	2019E	2020E	2021E
值得买	23.2%	18.8%	25.4%	26.8%	27.5%
微博	10.0%	19.5%	27.3%	25.0%	25.0%
宝尊电商	2.7%	4.8%	5.0%	5.1%	5.2%
南极电商	54.2%	26.4%	28.6%	30.5%	32.3%

资料来源：wind，方正证券研究所

风险提示

电商行业流量红利消失，电商平台、电商导购公司的获客成本快速增长，导致相关企业的利润率持续降低；电商导购公司对核心电商平台客户的依赖度较高，阿里、京东等公司降低对导购电商的佣金返点率导致公司收入增速降低；竞争对手兴起，导致公司广告位出租数量下降、广告位价格下降等。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	304.64	434.57	578.66	831.49	营业总收入	507.59	664.32	821.08	999.52
现金	6.83	103.95	201.82	407.94	营业成本	133.59	162.77	202.23	250.22
应收账款	137.82	137.95	171.27	208.18	营业税金及附加	11.99	16.22	20.05	24.27
其它应收款	2.04	0.91	1.29	1.50	营业费用	134.72	157.15	193.86	234.77
预付账款	2.71	4.35	4.97	6.33	管理费用	58.74	71.06	80.09	88.45
存货	0.77	2.66	3.07	3.89	财务费用	-1.60	4.06	2.12	0.16
其他	154.47	184.76	196.24	203.65	资产减值损失	2.27	0.00	0.00	0.00
非流动资产	213.49	296.38	393.19	454.18	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	3.79	7.73	11.73	投资净收益	4.65	3.79	3.93	4.01
固定资产	199.81	278.49	370.01	425.49	营业利润	106.23	189.94	245.96	308.13
无形资产	6.55	6.96	8.32	9.82	营业外收入	0.34	0.00	0.00	0.00
其他	7.13	7.13	7.13	7.13	营业外支出	0.16	0.00	0.00	0.00
资产总计	518.13	730.95	971.85	1285.67	利润总额	106.40	190.12	246.09	308.28
流动负债	95.40	139.18	160.41	199.41	所得税	10.68	21.08	26.43	33.46
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	95.72	169.04	219.67	274.82
应付账款	22.67	22.77	27.93	34.71	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	72.73	116.41	132.49	164.70	归属母公司净利润	95.72	169.04	219.67	274.82
非流动负债	95.05	95.05	95.05	95.05	EBITDA	104.68	234.70	295.97	385.39
长期借款	84.00	84.00	84.00	84.00	EPS (元)	1.79	4.23	5.49	6.87
其他	11.05	11.05	11.05	11.05					
负债合计	190.45	234.23	255.46	294.46	主要财务比率	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力				
股本	40.00	40.00	40.00	40.00	营业收入	0.38	0.31	0.24	0.22
资本公积	92.60	92.60	92.60	92.60	营业利润	0.07	0.79	0.29	0.25
留存收益	195.09	364.13	583.79	858.61	归属母公司净利润	0.11	0.77	0.30	0.25
归属母公司股东权益	327.68	496.72	716.39	991.21	获利能力				
负债和股东权益	518.13	730.95	971.85	1285.67	毛利率	0.74	0.75	0.75	0.75
					净利率	0.19	0.25	0.27	0.27
					ROE	0.29	0.34	0.31	0.28
					ROIC	0.21	0.34	0.35	0.40
					偿债能力				
					资产负债率	0.37	0.32	0.26	0.23
					净负债比率	0.29	0.19	0.13	0.09
					流动比率	3.19	3.12	3.61	4.17
					速动比率	3.19	3.10	3.59	4.15
					营运能力				
					总资产周转率	1.19	1.06	0.96	0.89
					应收账款周转率	4.69	4.82	5.31	5.27
					应付账款周转率	27.87	29.24	32.39	31.92
					每股指标(元)				
					每股收益	1.79	4.23	5.49	6.87
					每股经营现金	1.00	4.31	4.73	6.64
					每股净资产	6.14	9.31	13.43	18.59
					估值比率				
					P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
					P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
					EV/EBITDA	0.83	-0.04	-0.37	-0.82
现金流量表	2018	2019E	2020E	2021E					
经营活动现金流	53.49	230.01	252.40	353.87					
净利润	95.72	169.04	219.67	274.82					
折旧摊销	8.32	49.76	57.58	86.73					
财务费用	-1.59	4.20	4.20	4.20					
投资损失	-4.65	-3.79	-3.93	-4.01					
营运资金变动	-46.17	10.98	-24.99	-7.71					
其他	1.87	-0.17	-0.13	-0.15					
投资活动现金流	-205.63	-128.68	-150.33	-143.55					
资本支出	-205.18	-128.68	-150.33	-143.55					
长期投资	-5.10	0.00	0.00	0.00					
其他	4.65	0.00	0.00	0.00					
筹资活动现金流	69.95	-4.20	-4.20	-4.20					
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00					
资本公积增加	0.00	-1.75	-1.37	-1.49					
其他	69.95	-2.45	-2.83	-2.71					
现金净增加额	-82.19	97.13	97.87	206.12					

数据来源：wind 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersec.com	http://www.foundersec.com	http://www.foundersec.com	http://www.foundersec.com
E-mail：	yjzx@foundersec.com	yjzx@foundersec.com	yjzx@foundersec.com	yjzx@foundersec.com