

值得买 (300785)

首次覆盖

电商导购稀缺标的，内容与技术双轮驱动

评级：增持

目标价格：111.33

当前价格：59.91

2019.07.22

——公司首次覆盖报告

	陈筱 (分析师)	陈融 (分析师)
	021-38675863	021-38675863
	chenxiao@gtjas.com	chenrong016553@gtjas.com
证书编号	S0880515040003	S0880518080002

本报告导读：

公司为国内知名电商导购社区与平台，以优质内容链接电商与消费者。随着公司电商客户与广告客户的进一步积累以及大数据平台建设提升用户粘性，未来增长可期。

投资要点：

- **首次覆盖，目标价 111.33 元，增持评级。**随着公司电商客户与广告客户的进一步积累以及大数据平台建设提升用户粘性，公司未来三年有极大的增长潜力。预计 2019-2021 年 EPS2.33/2.88/3.38 元，目标价 111.33 元，对应 2019 年 47.81 倍 PE，首次覆盖给予增持评级。
- **公司以精品优惠内容引流打造优质导购平台与社区，提升用户购物体验。**公司为国内知名电商导购社区与平台，以优质内容链接电商与消费者。公司以网站与 APP 为运营主体，以高质量消费类内容向用户介绍高性价比、好口碑的商品及服务，为用户提供高效、精准、中立、专业的消费决策支持。2018 年 MAU 达 2654 万人，电商导购次数达 6047 万次，以 57% 市占率成为为内容电商导购行业绝对龙头。
- **电商导购方兴未艾，公司以海量 UGC 内容沉淀+MGC 内容脱颖而出。**目前电商购物的驱动模式已从价格驱动向内容驱动转变，电商导购平台逐渐兴起，不仅为用户提供高效、中立的消费决策支持，节约购物学习成本和时间成本，也成为电商、品牌商增加曝光、获取流量的重要渠道。公司依托多年沉淀的用户粘性创造海量 UGC 内容以及机器抓取的 MGC 内容吸引流量，并为用户提供高效优质的购物体验。
- **募投大数据平台建设，进一步深挖用户价值提升转化率。**公司将以技术为驱动，通过 AI 技术实现千人千面内容分发，通过智能化推荐商品与用户消费需求的精准匹配，更有效地帮助用户进行消费决策。
- **风险提示：**宏观经济风险，大客户流失风险

交易数据

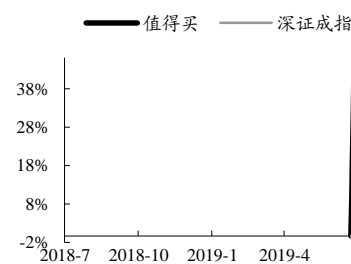
52 周内股价区间 (元)	34.10-59.91
总市值 (百万元)	3,195
总股本/流通 A 股 (百万股)	53/13
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	25%
日均成交量 (百万股)	0.03
日均成交值 (百万元)	1.52

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	346
每股净资产	6.49
市净率	9.2
净负债率	-5.06%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.31	0.45
Q2	-0.31	0.41
Q3	0	0.56
Q4	1.79	0.91
全年	1.79	2.33

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	0%	0%	0%
相对指数	-3%	11%	0%

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	367	508	747	902	1,072
(+/-)%	82%	38%	47%	21%	19%
经营利润 (EBIT)	92	96	138	171	200
(+/-)%	134%	5%	43%	24%	17%
净利润 (归母)	86	96	124	154	180
(+/-)%	145%	11%	29.8%	23.7%	17.2%
每股净收益 (元)	1.62	1.79	2.33	2.88	3.38
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	25.1%	19.0%	18.5%	18.9%	18.7%
净资产收益率 (%)	10.2%	29.2%	27.5%	25.4%	22.9%
投入资本回报率 (%)	9.1%	20.9%	25.5%	29.3%	33.9%
EV/EBITDA	0.13	0.83	17.61	13.55	10.69
市盈率	37.05	33.38	25.72	20.79	17.74
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

模型更新时间: 2019.07.22

股票研究

社会服务
传播文化业

值得买 (300785)

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 111.33

当前价格: 59.91

2019.07.22

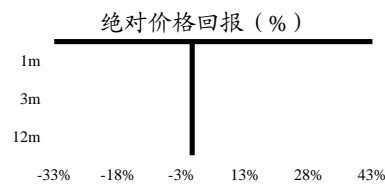
公司网址

www.smzdm.com

公司简介

公司是一家集导购、媒体、工具、社区属性为一体的消费领域门户网站服务平台, 主营业务是运营内容类导购平台什么值得买网站及相应的移动客户端, 为电商、品牌商等提供信息推广服务, 并以此为延伸提供海淘代购平台服务和互联网效果营销平台服务。

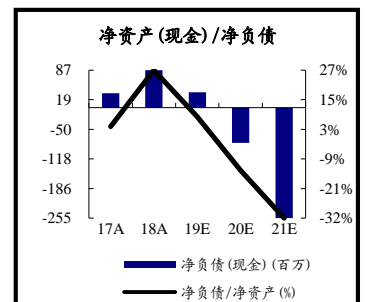
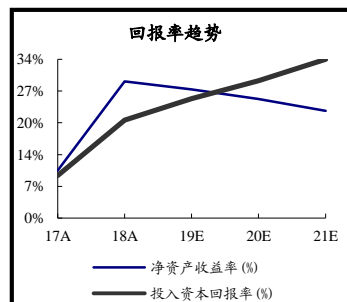
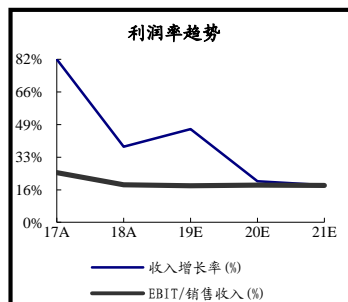
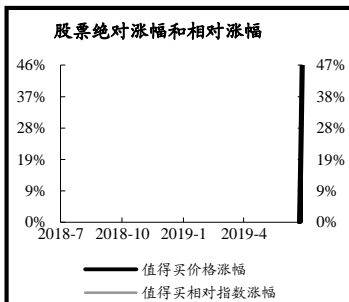
什么值得买集导购、媒体、工具、社区属性于一体, 以高质量的消费类内容向用户介绍高性价比、好口碑的商品及服务, 为用户提供高效、精准、中立、专



52 周价格范围 34.10-59.91
市值 (百万) 3,195

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
损益表					
营业收入	367	508	747	902	1,072
营业成本	59	134	211	281	358
税金及附加	10	12	18	22	26
销售费用	105	135	204	244	276
管理费用	49	59	82	90	105
EBIT	92	96	138	171	200
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	3	5	0	0	0
财务费用	2	-2	0	0	0
营业利润	99	106	138	171	200
所得税	13	11	14	17	20
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	86	96	124	154	180
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	1	7	58	175	348
其他流动资产	881	298	588	684	768
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产合计	33	200	200	200	200
无形及其他资产	729	14	-3	-29	-57
资产合计	1,644	518	843	1,030	1,259
流动负债	370	95	296	329	378
非流动负债	274	95	95	95	95
股东权益	843	328	452	606	786
投入资本(IC)	877	414	487	524	531
现金流量表					
NOPLAT	80	87	124	154	180
折旧与摊销	173	8	0	0	0
流动资金增量	47	12	90	62	35
资本支出	-2	-205	17	25	28
自由现金流	298	-98	231	242	244
经营现金流	304	53	34	91	145
投资现金流	-81	-206	17	25	28
融资现金流	84	70	0	0	0
现金流净增加额	307	-82	51	117	174
财务指标					
成长性					
收入增长率	82.4%	38.3%	47.1%	20.8%	18.9%
EBIT 增长率	133.6%	4.8%	43.3%	23.7%	17.2%
净利润增长率	145.3%	11.0%	29.8%	23.7%	17.2%
利润率					
毛利率	84.0%	73.7%	71.7%	68.9%	66.6%
EBIT 率	25.1%	19.0%	18.5%	18.9%	18.7%
归母净利润率	23.5%	18.9%	16.6%	17.0%	16.8%
收益率					
净资产收益率(ROE)	10.2%	29.2%	27.5%	25.4%	22.9%
总资产收益率(ROA)	5.2%	18.5%	14.7%	14.9%	14.3%
投入资本回报率(ROIC)	9.1%	20.9%	25.5%	29.3%	33.9%
运营能力					
存货周转天数	0	1	1	1	1
应收账款周转天数	274	183	210	212	206
总资产周转天数	1,593	778	333	379	390
净利润现金含量	352.8%	55.9%	27.8%	59.4%	80.6%
资本支出/收入	0.6%	40.4%	-2.3%	-2.8%	-2.6%
偿债能力					
资产负债率	39.1%	36.8%	46.4%	41.2%	37.6%
净负债率	4.0%	26.5%	7.8%	-13.4%	-32.4%
估值比率					
PE(现价)	37.05	33.38	25.72	20.79	17.74
PB	0.00	0.00	7.07	5.28	4.07
EV/EBITDA	0.13	0.83	17.61	13.55	10.69
P/S	0.00	4.72	3.21	2.66	2.23
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%



目录

1. 国内领先的内容电商导购社区+平台	4
1.1. 深耕多年，铸就电商导购第一股	4
1.2. 创始人为公司控股股东，股权结构集中	5
1.3. 公司财务状况良好，营收保持高速增长	6
2. 电商导购解决电商与消费者痛点，行业快速发展	7
2.1. 电商市场规模迅猛发展，网购成现代网民购物习惯	7
2.2. 流量分散，信息爆炸，电商导购平台应运而生	8
2.2.1. 电商驱动模式从价格驱动转为内容驱动，导购行业兴起 ...	8
2.2.2. 电商导购解决电商流量瓶颈与消费者选择困难的痛点	9
2.2.3. 电商导购行业居于核心位置，生态中不可或缺的一环	10
2.3. 电商导购行业寡头竞争，公司龙头优势确立	11
3. 优质内容聚合流量形成社区，依托佣金与广告变现	15
3.1. 流量聚合：依托优质内容+优惠信息吸引用户	15
3.2. 流量变现：导购佣金与广告展示双轮驱动	17
3.2.1. 信息推广服务：增速稳定，公司核心增长源	18
3.2.2. 互联网效果营销平台服务为广告主提供展示空间	20
3.2.3. 海淘代购平台解决海外商品购买难的问题	21
4. 大数据分析+品类拓展，开启内容导购新序章	21
4.1.1. 募投大数据平台建设，进一步深挖用户价值提升转化率	21
4.1.2. 丰富商品品类，创新导购模式扩大市占率	22
5. 盈利预测与估值	23
5.1. 相对估值法	23
5.1.1. 核心假设	23
5.1.2. 盈利预测	24
5.1.3. 可比公司估值	25
5.2. 绝对估值法	25
6. 风险提示	26
6.1. 行业竞争加剧的风险	26
6.2. 大客户流失风险	26

1. 国内领先的内容电商导购社区+平台

1.1. 深耕多年，铸就电商导购第一股

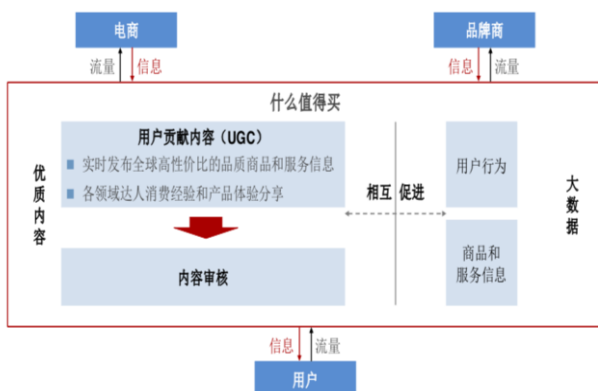
公司为国内知名电商导购社区与平台，以优质内容链接电商与消费者，通过佣金收入与广告收入实现变现。公司以什么值得买网站与APP为运营主体，以高质量的消费类内容向用户介绍高性价比、好口碑的商品及服务，为用户提供高效、精准、中立、专业的消费决策支持。与此同时，公司也助力各大电商实现展示的需求，并由此进行导流。2018年“双11”，什么值得买导向电商、品牌商的净交易额（确认GMV）达到9.43亿元。2018年MAU达2654万人，电商导购次数达6047万次，成为行业龙头。公司通过“好价、好物、好文”三大板块的优质内容，激发用户购物欲望，为用户提供决策。用户收到商品或服务后，可在“好文”下面的原创频道分享购物经验、晒单，与其他用户交流等，构建完整消费路径闭环。公司主营收入来自信息推广、互联网效果营销、海淘代购三项业务，2018年占比分别为80.2%/19.6%/0.1%。

图 1：公司以优质内容引流打造优质社区并构建全网数据库，通过技术赋能实现内容分发，提升购物体验



数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

图 2：公司通过优质内容聚合用户，并链接电商



数据来源：公司招股书

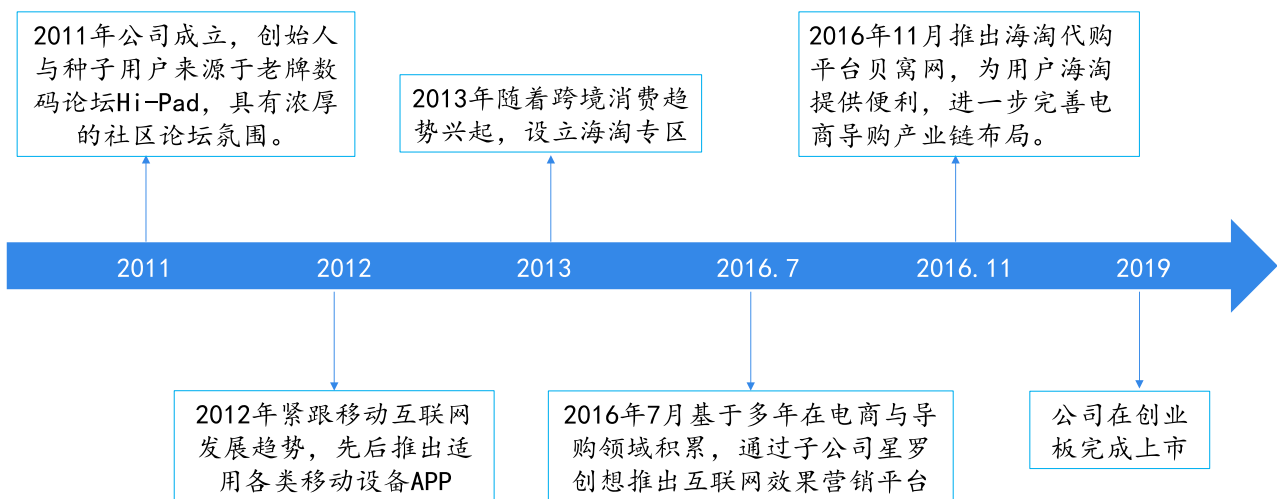
图 3：公司依托 PGC+UGC 内容，构建消费闭环



数据来源：公司官网

公司起家电子产品论坛，满足多数用户 3C 产品推荐、购买需求，并且持续拓展电商导购新业务版块，完善产业链布局。公司成立于 2011 年，创始人与种子用户来源于老牌数码论坛 Hi-Pad，具有浓厚的社区论坛氛围。2012 年紧跟移动互联网发展趋势，先后推出适用各类移动设备 APP；2013 年随着跨境消费趋势兴起，设立海淘专区；2016 年推出互联网效果营销平台星罗创想和海淘代购平台贝窝网进一步完善电商导购产业链布局。公司的合作伙伴主要包括阿里巴巴、京东、亚马逊全球、苏宁易购、国美在线、沃尔玛、eBay、Ashford、Macy's 等国内外电商或零售商，Linkshare、Affiliate Window 和 Commission Junction 等联盟平台(指集合媒体资源组成联盟，通过联盟平台帮助电商、品牌商等实现信息推广服务，并按照相应的实际推广效果向媒体支付费用的平台形式)，以及耐克、Visa、戴森、DELL、雅诗兰黛、华为、中国银行、银联国际、美的、iRobot 和松下等国内外品牌商。

图 4：公司发展历程稳扎稳打，完成电商导购产业全面布局

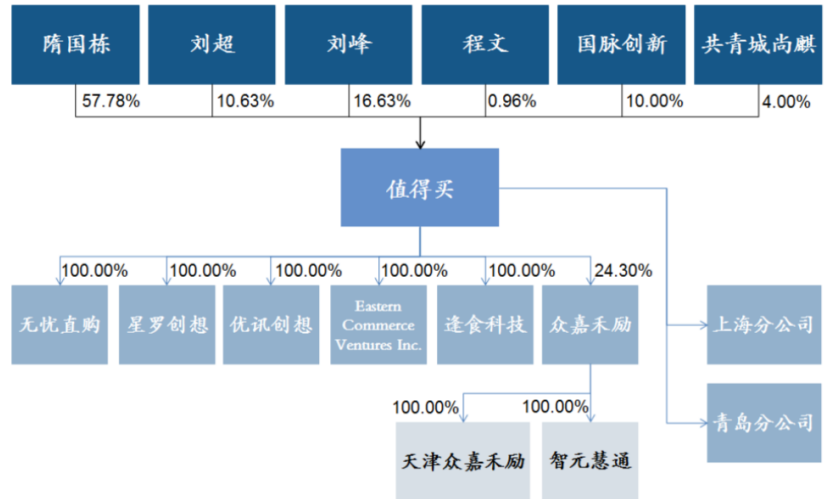


数据来源：招股说明书，国泰君安证券研究

1.2. 创始人为公司控股股东，股权结构集中

公司的创始人、控股股东和实际控制人均为隋国栋先生，股权结构集中。董事长隋国栋先生直接持股 58%、通过国脉创新间接持股 10%，董事、首席技术官刘峰先生持股 17%，董事、首席用户体验官刘超先生持股 11%（国脉创新为上述三位高管成立的合伙投资公司，隋国栋先生为实际控制人）。发行前的公司总股本为 4000 万股，本次发行普通股 1333 万股，占公司发行后总股本的 25%，隋国栋先生直接/间接持股比例将降至 43.5%/7.5%，合计 51%，仍为实际控制人。

图 5: 公司股权结构集中, 控股公司结构清晰

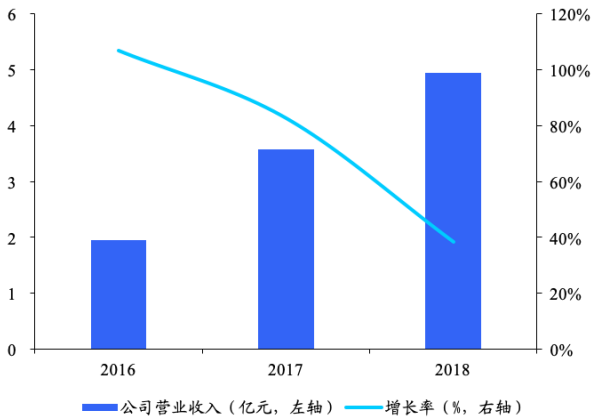


数据来源: 招股说明书

1.3. 公司财务状况良好, 营收保持高速增长

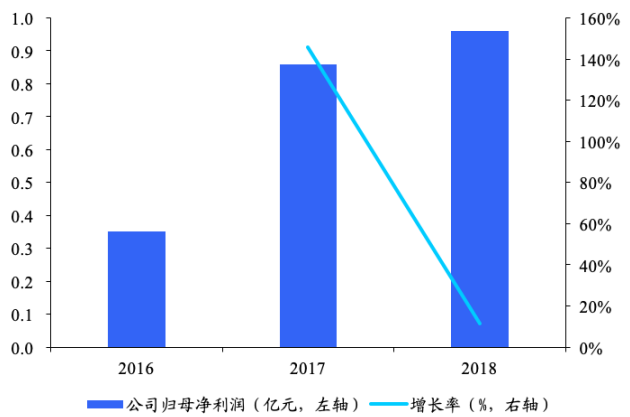
2016 年—2018 年公司营业收入保持高速率增长, 净利润均维持行业高水平。2018 年公司实现营收 3.75 亿元, 同比增长 32.9%, 5 年增长率稳定增长, 复合增长率达 16.2%。近三年归母净利润分别为 3832.24 万元, 4073.66 万元, 3267.39 万元, 均维持在较高水平。

图 6: 公司近三年营收持续增长



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 7: 公司近三年归母净利润维持较高水平



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

各项业务毛利率近年保持高水准, 2018 年略微下降。2018 年综合毛利率为 73.7%, 同比降 10.3%, 主要受信息推广服务毛利率下降影响, 其中: 1) 佣金类业务毛利率下降来源于第一大客户阿里妈妈技术服务费提升, 以及人力和 IT 资源成本提高; 2) 广告展示毛利率下降主要受专项成本影响 (使毛利率降低约 9%), 根据招股书披露, 专项成本仅存在于 Nike、Visa、戴森等少数知名广告主, 成本主要包括配合广告宣传效果举办用户活动、给予用户奖励, 联合第三方媒体资源共同推广, 剔除上述知名广告主专项成本的影响, 广告展示业务毛利率回升至约 80%。

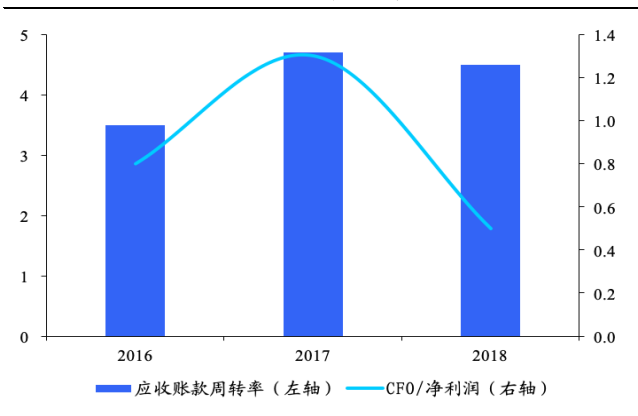
表1: 公司各项业务毛利率近年保持高水准 (万元)

业务类型	2018		2017		2016	
	毛利	毛利率 (%)	毛利	毛利率 (%)	毛利	毛利率 (%)
信息推广服务	30,089.16	73.89	27,112.66	85.38	16,534.52	83.11
其中: 电商导购业务	7,649.18	76.14	7,386.77	82.72	7,905.79	80.85
广告展示业务	22,438.42	73.16	19,725.89	86.42	8,628.73	85.29
其他	1.56	84.39	-	-	-	-
互联网效果营销平台服务	7,270.51	72.92	3,657.94	75.82	170.94	84.66
海淘代购平台服务	40.43	58.53	61.43	51.44	10.26	59.88
合计	37,400.10	73.68	30,832.03	84.01	16,715.72	83.10

数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

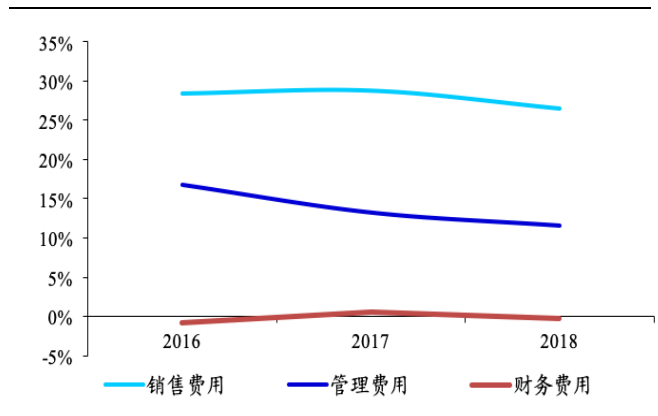
公司各项费用略有下降, 应收账款周转率提高。2018 年销售费用率为 26.5%, 同比下降 2.2%。管理费用率为 11.6% (包含研发, 剔除研发则为 6.2%), 同比下降 1.7%。尽管下游客户议价权较强, 但值得买应收账款周转率整体仍呈加快趋势, 2018 年为 4.5, 对比 2015 年 3.5 的水平有明显提升。现金流方面, 经营性净现金流略弱于净利润; 2015-2017 年趋向于提升, 2018 年下降主要为应付账款增加幅度降低、应收账款周转放缓所致。

图 8: 公司应收账款周转率提高



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 9: 公司各项费用略有下降



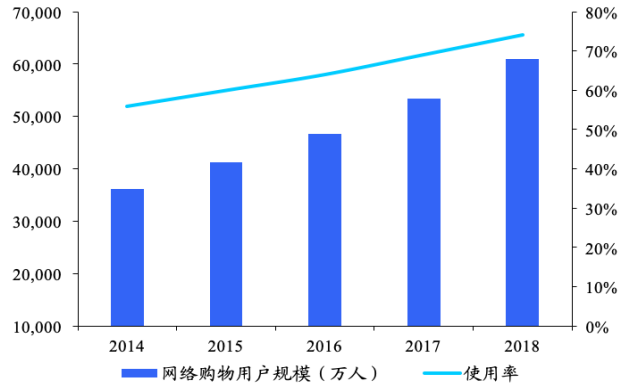
数据来源: wind, 国泰君安证券研究

2. 电商导购解决电商与消费者痛点, 行业快速发展

2.1. 电商市场规模迅猛发展, 网购成现代网民购物习惯

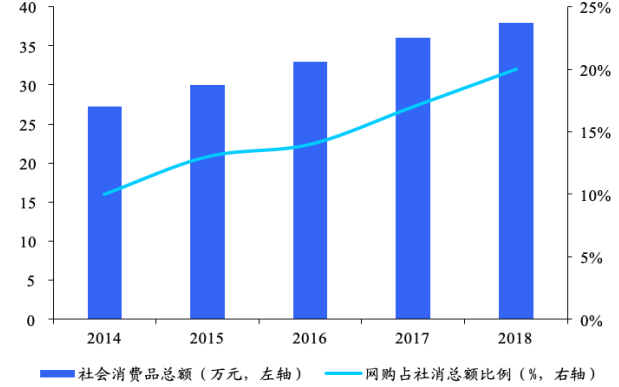
网络购物新兴消费模式发展迅速, 已成为主要购物模式。商务部数据显示, 2018 年中国网络零售交易额达 9.01 万亿元, 同比增长 23.9%。电子商务行业规模的迅速增加, 以淘宝、京东等为代表的电商的成功, 以及资本对电子商务、网络购物行业的追捧, 均在进一步增加电子商务行业整体吸引力, 促进更多参与者进入行业。中国互联网络信息中心数据显示, 截至 2018 年末中国网络购物用户规模为 6.10 亿, 较 2017 年底增加 7679 万人; 网络购物使用率亦稳步提升, 从 2008 年的 25% 增加到 2018 年的 74%。在规模上, 艾瑞咨询预测 2018 年全国网络购物交易规模达到 7.5 万亿元, 占全国社会消费品零售总额 19.69%, 占比持续提升。

图 10: 网购规模与使用率不断提升, 网购已成习惯



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 11: 社消总额提升的同时, 网购占比不断提高



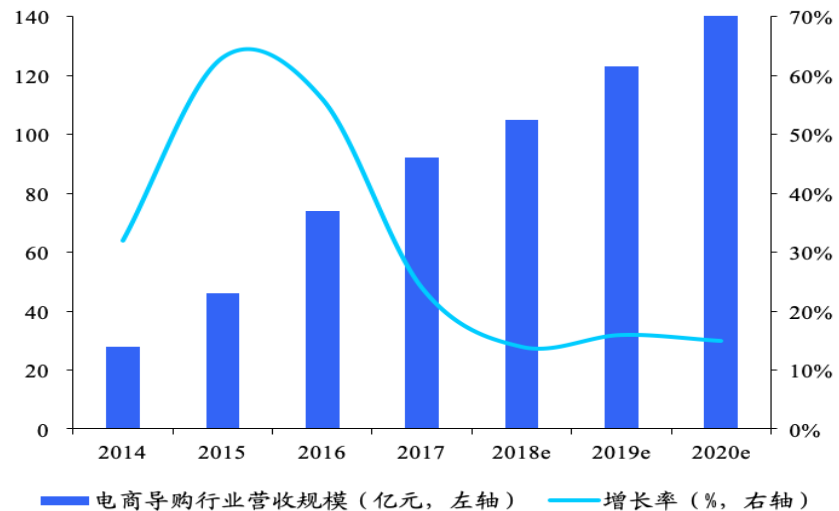
数据来源: wind, 国泰君安证券研究

2.2. 流量分散, 信息爆炸, 电商导购平台应运而生

2.2.1. 电商驱动模式从价格驱动转为内容驱动, 导购行业兴起

在内容驱动局面下, 电商导购行业逐渐兴起。在消费领域继续保持高速增长的大背景下, 随着互联网的普及, 消费者的消费偏好和消费习惯不断发生变化, 越来越多的消费者成为网购用户, 网络渠道消费在整体消费领域的占比日益显著, 成为拉动居民消费的重要渠道。导购平台亦依托网络购物市场发展, 借移动端风口行业增长较快。2015年以来, 自媒体达人社会化媒体、视频网站、直播平台等催生了一大波网红, 网红积聚粉丝, 自带流量的属性使其成为在线导购行业新先锋。未来随着更多媒体和自媒体的加入、新兴品牌的成长、线下渠道和领域的拓展, 在线导购行业的外延将不断扩大。

图 12: 电商导购行业规模不断扩大



数据来源: 艾瑞咨询, 国泰君安证券研究

图 13: 电商购物的驱动模式已从价格驱动向内容驱动进行转变, 电商导购平台逐渐兴起

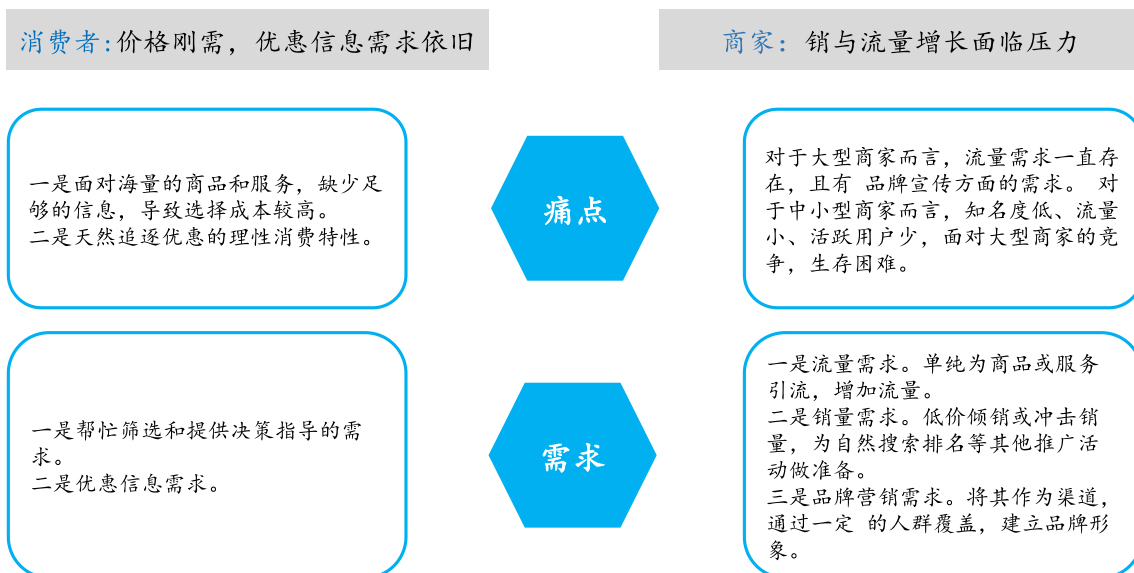


数据来源：艾瑞咨询

2.2.2. 电商导购解决电商流量瓶颈与消费者选择困难的痛点

电商导购平台提升购物效率并创造展示机会，解决电商与消费者各自的痛点。而随着行业参与者数量的提高，电商提供的商品种类更全、选择更多，且各类促销、宣传活动也更加频繁，导致各类电商均堆积了海量信息。上述趋势导致用户从各类电商筛选甄别出适合自身购物需求的信息难度增加，网络购物时间成本增加，且经常由于理解沟通中的偏差出现购买商品不符预期的情形，网络购物用户体验下降。而从电商和品牌商的角度而言，随着行业竞争的加剧，各项营销活动有效触达最终用户的难度不断增加。电商导购企业作为一个接用户和电商、品牌商的中间平台，不仅可以为用户提供高效、中立的消费决策支持，节约网络购物的学习成本和时间成本，也可以成为电商、品牌商增加用户曝光、获取用户流量的重要渠道。

图 14: 国内电商消费者与商家痛点与需求突出，需由电商导购平台解决



数据来源: 艾瑞咨询, 国泰君安证券研究

2.2.3. 电商导购行业居于核心位置, 生态中不可或缺的一环

电商导购行业居于行业上下游中心地位, 完善了电商生态。整个互联网消费产业链中, 在线导购行业承担了为上游商家导流的角色。盈利模式上, 收入来源以佣金为主, 多按 CPS 的销量计费, 其次是广告收入。随着上下游产业的变化, 在以上两种常规收入模式外延伸出其他类型的增值服务, 如会员费、代购费等, 整个行业利用长期发展积累的品牌资源和用户优势, 开始逐渐向上下游渗透, 发掘更多的盈利点。电商导购行业在发展的过程中离不开消费者, 也同样离不开商家; 对于商家而言, 行业的价值在于将营销渠道和销售渠道通过一个链接打通, 并且通过精准的投放为商家带来高质量的流量; 对于消费者来说, 导购的价值在于使用户能够以最优惠的价格购买到心仪的商品或者通过平台推荐帮助用户做出消费决策。在发展的过程中关注更多高性价比的商品和服务, 而非一味压低活动价格, 让用户和商家以及平台形成持续的利益共享, 才能形成健康完整的生态。

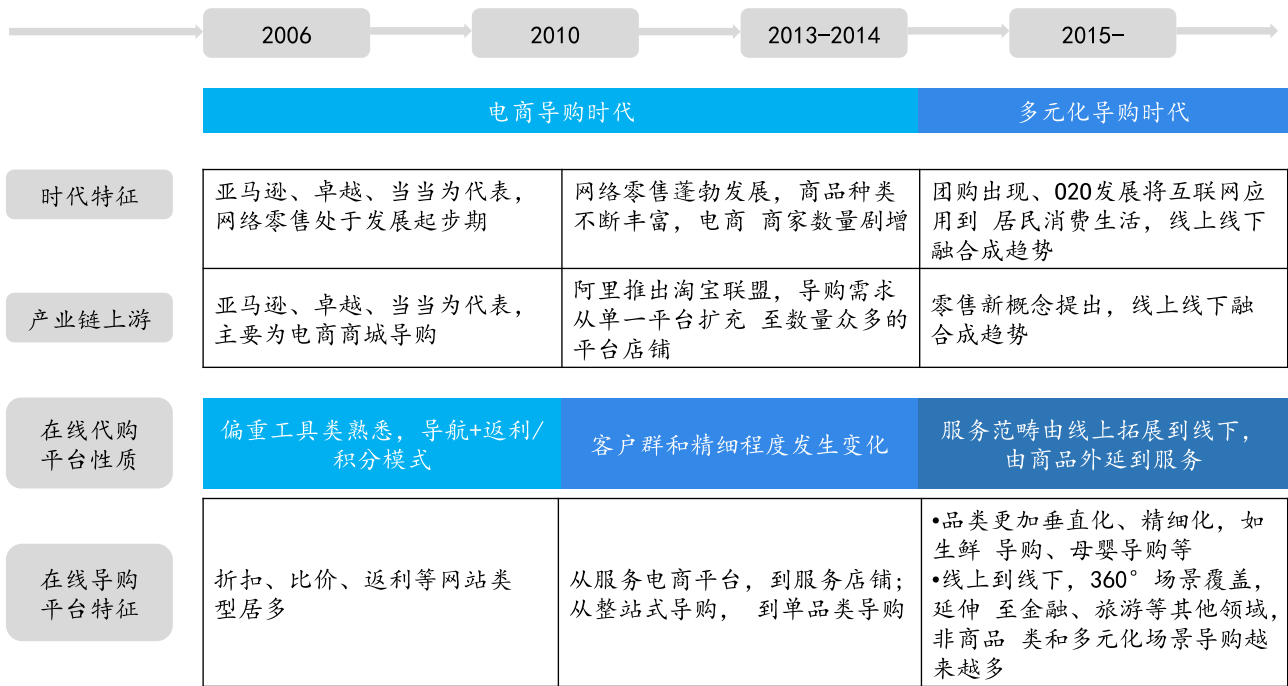
图 15: 电商导购行业解决多方需求, 完美直击痛点



数据来源: 艾瑞咨询

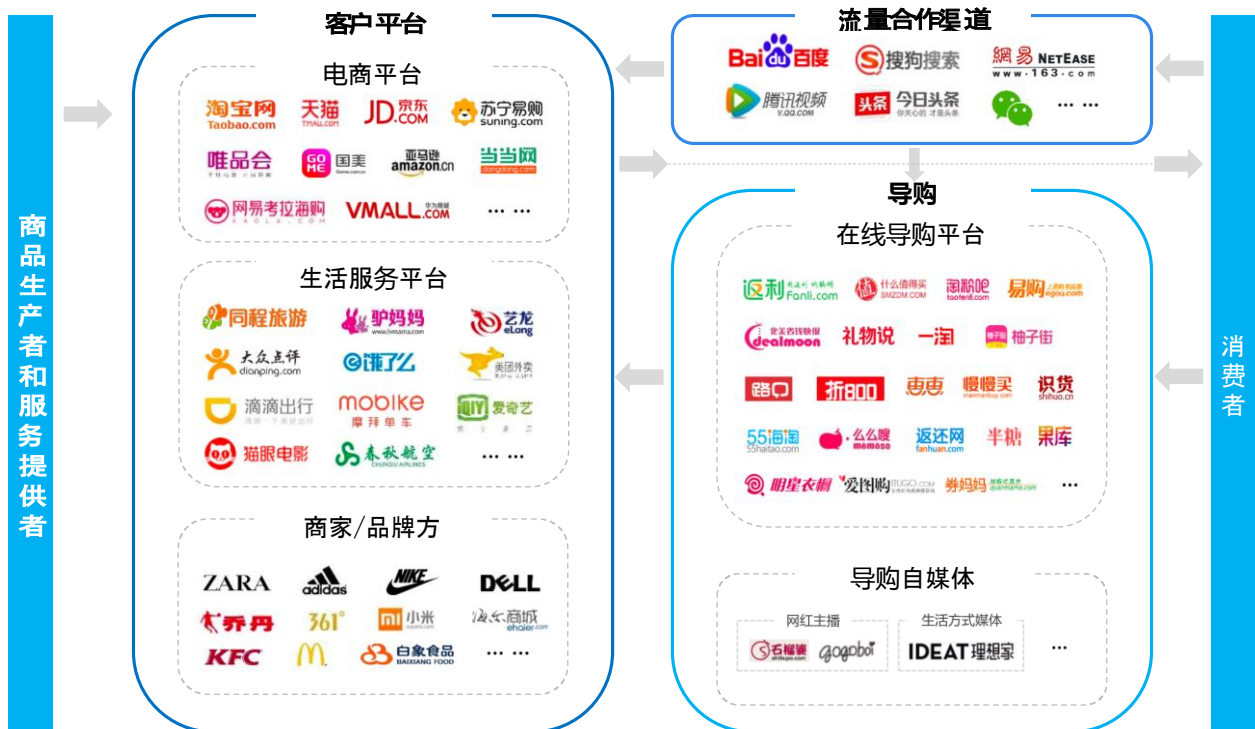
电商导购行业的发展兴衰与产业链上下游具有联动效应。2006年左右发展之初, 在线导购平台主要为电商商城服务, 偏重工具属性; 之后阿里推出淘宝联盟, 导购需求开始从单一的电商平台向电商商家延伸; 再到线上线下融合的多元化时代, 又发生了一系列的变化, 主要表现为两个方面: 一是在线导购服务范畴开始从线上向线下延伸, 二是伴随着O2O的兴起, 在线导购开始由商品导购向服务导购拓展, 包括吃、喝、娱乐、旅游等, 围绕用户的消费生活提供360度的全景导购服务; 未来在线导购行业的服务场景仍将不断向外扩展。

图 16: 电商导购行业的发展兴衰与产业链上下游具有联动效应



数据来源: 艾瑞咨询, 国泰君安证券研究

图 17: 产业链图谱显示电商导购平台链接商家与消费者双边市场



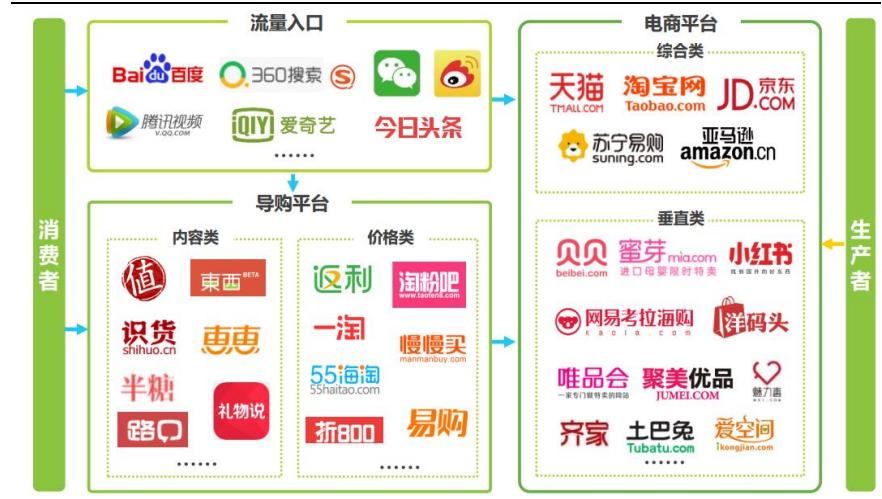
数据来源: 艾瑞咨询

2.3. 电商导购行业寡头竞争，公司龙头优势确立

电商导购行业尚处于快速发展阶段，随着行业优胜劣汰，逐渐进入寡头竞争阶段。行业竞争者的不断涌入使得对用户流量的竞争更为激烈，留

住用户的难度不断加大。此外，随着流量成本的增加很多电商、品牌商都在加强内容营销，并开始自建基于内容的导购平台。导购平台主要分为价格类导购与内容类导购模式。价格类导购主要通过比价、返利等方式吸引用户并促使用户前往第三方电商、品牌商官网完成交易，价格类导购企业由于业务模式较为简单，同质性和可替代性较高，行业竞争较为激烈。代表企业有返利网、一淘等。

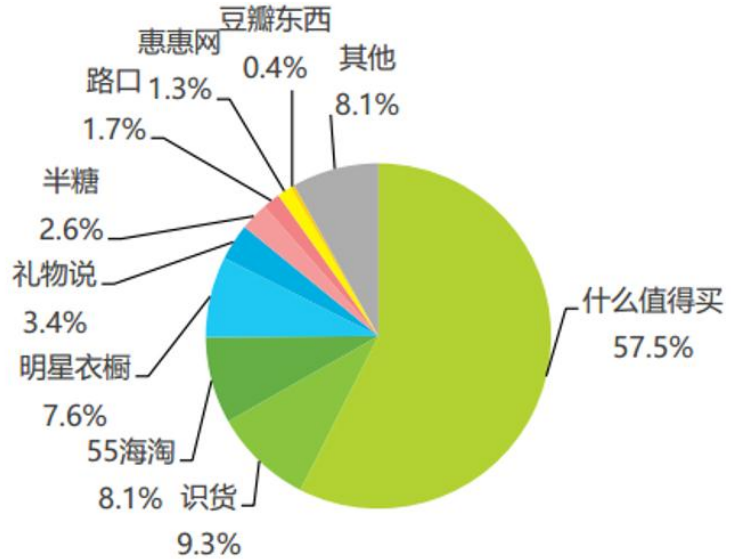
图 18: 电商导购平台可分为内容类导购和价格类导购



数据来源: 艾瑞咨询






内容类导购主要通过内容吸引用户并促使用户前往第三方电商、品牌商官网完成交易，一般具有较高的品牌壁垒与用户壁垒，而且经营模式与面向目标群体的多样化趋势非常明显，不同竞争者往往朝不同方向发展，在各自服务的电商和细分消费群体内深耕细作，行业参与者的增加促进了行业整体的多元性，提高了行业整体的服务质量和对消费者的吸引力。代表企业有小红书、虎扑识货、蘑菇街等。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。通过用户口碑的不断积累和在上下游影响力的不断扩大，公司已成为内容导购类电商的绝对龙头。

图 19: 公司占据内容导购类平台的半壁江山, 市占率遥遥领先



数据来源: 艾瑞咨询

表 2: 主要的内容类和价格类导购平台以及分享社区

名称	简介
	返利网是返利型电商导购平台, 主要从事返利导购业务, 现有合作伙伴涵盖了包括天猫、淘宝、京东、苏宁易购、苹果中国官方商城、一号店、亚马逊、聚美优品等在内的知名电商。返利网主要栏目包括返利商城、超级返、9 块 9、返利卡等。
	一淘网是阿里巴巴集团旗下的导购平台, 成立于 2010 年。一淘网立足淘宝网、天猫、飞猪等阿里巴巴集团旗下的电商, 为用户提供返利、红包、优惠券等服务。
	小红书是基于 UGC 的生活分享社区和跨境电商平台, 成立于 2013 年 6 月。同年 10 月, 小红书推出八大境外购物地购物攻略, 又于 12 月推出海外购物分享社区。2014 年 8 月小红书上线电商平台“福利社”。
	识货网, 前身为虎扑识货, 是虎扑旗下专门做高性价比商品导购的网站, 这里提供包括正品运动鞋、海淘、海内外商城等优惠信息与导购, 同时网罗全网值得买的好货。
	蘑菇街是专注于时尚女性消费者的电子商务网站, 是时尚和生活方式目的地, 通过形式多样的时尚内容等时尚商品, 让人们在分享和发现流行趋势的同时, 享受购物体验。2011 年, 蘑菇街正式上线, 2016 年与美丽说战略融合, 旗下包括: 蘑菇街、美丽说、uni 等产品与服务。

数据来源: 36 氪, 国泰君安证券研究

公司高质量用户群体占绝大多数, 用户忠诚度、活跃度均属行业领先水平, 建筑高用户壁垒。据公司用户画像数据表明, 用户分布以一二线城市为主、男女比例均衡、年龄结构呈现纺锤形, 以 31—40 岁居多, 购买力较强。2018 年拥有 2654 万月活用户, 达成净 GMV 102 亿人民币(+66%) 绝大部分用户都是自然流量, 在互联网红利衰退大势下更加可贵。

表 3: 公司用户数量连年增加

项目	2018 年	2017 年	2016 年
期末注册账户数 (万)	818.76	534.49	338.95
月平均新增注册账户数 (万)	23.69	16.30	11.81

数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

表 4: 公司 PC 端与移动端用户活跃度逐年提升

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	登陆次数 (万次)	比例 (%)	登陆次数 (万次)	比例 (%)	登陆次数 (万次)	比例 (%)
PC 端网页浏览量	110,204.47	77.12%	128,640.07	81.13%	134,860.86	86.17%
WAP 端网页浏览量	32,700.13	22.88%	29,927.22	18.87%	21,653.47	13.83%
合计	142,904.60	100%	158,567.29	100%	156,514.33	100%
iOS 端	114,399.15	56.10	92,066.12	59.33	81,621.36	57.63
安卓端	87,655.35	42.99	59,983.68	38.66	54,570.28	38.53
iPad 端	1,840.36	0.90	2,974.24	1.92	4,734.69	3.34
Windows Phone 端	18.90	0.01	143.83	0.09	698.22	0.49
合计	203,913.76	100.00	155,167.88	100.00	141,624.54	100.00

数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

表 5: 值得买移动端用户体量不大, 但粘性和日均时长较高

	值得买	小红书	蘑菇街
月活用户 (万)	334	7963	1284
日活用户 (万)	75	2134	174
DAU/MAU	22.4%	26.8%	13.6%
日均使用时长	25.7	31.9	14.9
日均使用次数	7.4	10.9	6.1

数据来源: quest mobile, 国泰君安证券研究

表 6: 值得买用户性别、年龄构成较好, 主要分布发达地区

		值得买	小红书	蘑菇街
性别	男	40.4%	13.3%	23.9%
	女	59.7%	86.7%	76.1%
年龄	-24	5.4%	22.0%	20.0%
	25-30	19.4%	28.8%	29.6%
	31-35	42.1%	34.2%	35.8%
	36-40	26.9%	12.0%	11.7%
	41-	6.2%	3.1%	3.0%
地区	一线城市	23.6%	14.7%	14.7%
	非一线城市	76.4%	85.3%	85.3%

数据来源: quest mobile, 国泰君安证券研究

公司凭借拥有高质量用户群, 在业界品牌口碑优势显著传播, 马太效应促进知名商家客户持续拓展。公司在业界拥有良好的品牌口碑, 合作商家均为知名电商和品牌, 2018 年公司电商导购业务佣金前十大客户占比 97.22%, 主要合作伙伴有阿里妈妈、亚马逊、京东、eBay 等; 展示广告前十大客户占比 69.23%, 主要为知名广告代理商及知名电商, 比如

蓝标、阳狮、OMG 和网易、阿里巴巴和京东 等;效果营销前五大客户占比 96.19%，主要客户有京东、苏宁和网易等。

表7: 公司电商导购佣金收入前十大客户贡献绝大部分收入

客户名称	销售金额 (万元)	占电商导购佣金收入比例	毛利率	导购金额 (万元)	收取佣金比例
杭州阿里妈妈软件服务有限公司	8,434.78	83.96%	74.80%	256,735.62	3.48%
亚马逊(中国)投资有限公司	494.47	4.92%	83.22%	22,394.88	2.34%
Commission Junction LLC	212.99	2.12%	84.39%	3,420.52	6.60%
重庆京东海嘉电子商务有限公司	161.57	1.61%	84.39%	9,100.18	1.88%
Digital Window Limited	140.98	1.40%	84.39%	2,564.26	5.83%
eBay Inc.	98.51	0.98%	84.39%	3,798.79	2.75%
Rakuten Marketing LLC	83.82	0.83%	84.39%	1,465.91	6.06%
Amazon Japan K.K	58.12	0.58%	84.39%	1,369.51	4.50%
Amazon Services LLC	51.03	0.51%	84.39%	2,697.76	2.00%
Linkshare Japan K.K	30.75	0.31%	38.57%	524.50	6.22%
合计	9,767.01	97.22%	-	304,071.95	-

数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

表8: 2018年度值得买广告展示收入前十大客户均为知名企业 (万元)

客户名称	销售收入	占广告展示收入比例	毛利率
蓝标集团	9,906.79	32.30%	79.19%
阳狮集团	1,971.92	6.43%	54.97%
上海宾谷网络科技有限公司	1,898.82	6.19%	73.56%
OMG 集团	1,813.43	5.91%	7.04%
网易	1,567.60	5.11%	81.80%
阿里巴巴集团	1,451.09	4.73%	83.34%
京东集团	1,136.71	3.71%	74.29%
亚马逊集团	562.55	1.83%	81.51%
上海络程网络技术有限公司	501.19	1.63%	74.51%
科沃斯机器人股份有限公司	423.20	1.38%	77.21%
合计	21,233.31	69.23%	-

数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

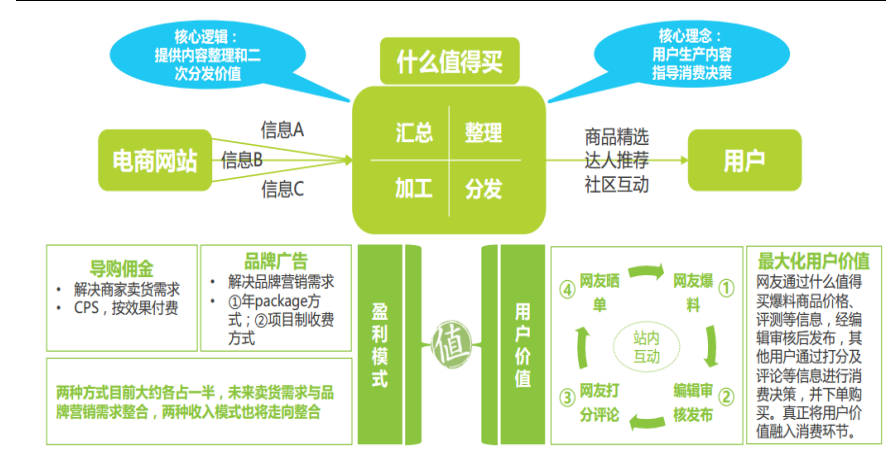
3. 优质内容聚合流量形成社区, 依托佣金与广告变现

3.1. 流量聚合: 依托优质内容+优惠信息吸引用户

公司依靠优质内容+优惠信息聚合用户流量, 构筑品质购物社区。在内容方面, 什么值得买主要分为好价、好物、好文大三板块。好价频道主要是爆料优惠的商品信息, 是网站重要的导购板块; 好物主要是挖掘口碑良好的商品; 好文中沉淀的优质内容是什么值得买的一个特色, 也是平台提升用户粘性和活跃度的重要部分。而好文迭代为社区版块, 好物升级成了百科。公司在不断丰富商品品类和引入更多电商、品牌商的基础上, 通过一系列的运营活动(如有奖征稿等)吸引新老用户持续贡献内容。由此, 在这些内容贡献者的帮助下, 越来越多的用户能通过发行人的网站及 App 抢购到优质低价的商品, 这在为他们带来购物满足感

的同时，也吸引他们将在购物过程中发现的优质商品促销信息并分享在公司社区内。这是一个良性的循环系统，在用户帮助用户氛围的带动下，公司 UGC 优惠信息的数量持续提升广告收入。

图 20: 公司不断挖掘用户价值，创造独特的盈利模式



数据来源: 艾瑞咨询

公司坚持优质内容持续产出，海量客观中肯的 UGC 内容构建深厚壁垒。通过“众测”和分享机制聚集大量新品潮人和数码达人，他们有着强大的知识储备、新品测试欲望以及分享情怀，产生大量 UGC 内容（大量测评文章、攻略及年度 206 万条 UGC 优惠信息），平台中 UGC 内容、攻略占比达 80%以上。通过“UGC 内容-优惠信息-电商平台/品牌商家”形成商业链条闭环。

图 21: 公司官网中“好文”板块来自 UGC 优质内容



数据来源: 公司官网

除大部分优质内容来自于真实可靠的 UGC 内容，以高效率著称的 MGC 内容或将成为公司今后核心竞争力源泉。值得买网站及 APP 上的优惠信息主要有四个来源渠道: 用户贡献(UGC)、编辑贡献(PGC)、商家贡献(BGC)和机器贡献(MGC)。2018 年 4 个渠道信息贡献占比分别为 70%、2%、11% 和 17%。

表 9: 公司各渠道优惠信息发布数量显示 MGC 内容占比猛增, 或将成为主力 (单位: 万条)

优惠信息来源	2018		2017		2016	
	数量	占比	数量	占比	数量	占比
用户贡献 (UCG)	206.56	69.72%	89.09	76.84%	42.27	72.75%
编辑贡献 (PGC)	6.93	2.34%	7.93	6.84%	6.13	10.55%
商家贡献 (BGC)	32.41	10.94%	15.65	13.50%	9.70	16.70%
机器贡献 (MGC)	50.35	16.99%	3.27	2.82%	-	-
合计	206.56	69.72%	89.09	76.84%	42.27	72.75%

数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

机器贡献 (MGC) 是指系统直接发布的优惠信息, 具有效率高、成本低的优势。公司于 2017 年增加了机器贡献优惠信息 MGC 的模式, 是指公司系统使用特定的算法, 基于对国内外信誉度较高的电商商品价格的监控和网站已发布的优惠信息商品价格, 形成商品历史价格曲线和历史发布价格库, 在商品出现降价时进行性价比判断。机器贡献自动对商品的价格信息和其他信息进行抓取, 并在降价时基于对商品价格、商品属性、商品评论的判断自动发布, 大大提高优惠信息发布效率, 增长较快。机器贡献的成本较低, 主要是员工及系统维护成本。2018 年机器贡献优惠信息 50.35 万条, 同比增加 1440%, 实现收入 723 万元, 同比增加 830%。随着公司机器贡献的占比大幅提升, 历史价格库的建立使得公司在发布降价优惠信息时的效率更高, 未来公司算法优化后机器贡献占比和效率将会持续提升。

表 10: MGC 内容成本极低, 是可靠、高效率的内容生产方式 (单位: 万元)

优惠信息来源	2018		2017		2016	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
用户贡献 (UCG)	370.08	69.18%	212.90	71.22%	65.76	42.82%
编辑贡献 (PGC)	164.21	30.70%	85.88	28.73%	87.81	57.18%
商家贡献 (BGC)	-	-	-	-	-	-
机器贡献 (MGC)	0.67	0.13%	0.14	0.05%	-	-
合计	534.96	100.00%	298.92	100.00%	153.57	100.00%

数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

表 11: 公司机器贡献占比大幅提升, 效率更高, 有望成为新的增长点 (单位: 万元)

优惠信息来源	2018		2017		2016	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
用户贡献 (UCG)	13,206.80	68.01%	7,640.79	61.68%	6,004.94	68.26%
编辑贡献 (PGC)	3,201.47	16.49%	3,501.60	28.26%	2,181.44	24.80%
商家贡献 (BGC)	2,286.52	11.78%	1,168.81	9.43%	610.65	6.94%
机器贡献 (MGC)	723.27	3.72%	77.74	0.63%	-	-
合计	19,418.08	100.00%	12,388.94	100.00%	8,797.04	100.00%

数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

3.2. 流量变现: 导购佣金与广告展示双轮驱动

公司主营收入来自信息推广、互联网效果营销、海淘代购三项业务, 2018

年占比分别为 80.2%/19.6%/0.1%，其中信息推广业务为核心业务。

表 12: 公司三项主营业务近年来发展迅速

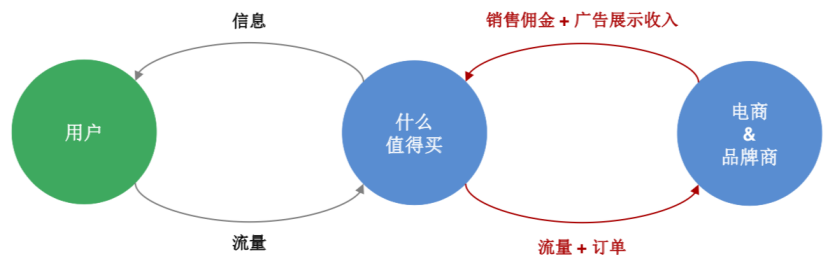
项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额 (万元)	比例	金额 (万元)	比例	金额 (万元)	比例
信息推广服务	40719.09	80.22%	31756.50	86.53%	19895.36	98.91%
互联网效果营销平台服务	9971.21	19.64%	4824.51	13.15%	201.92	1.00%
海淘代购平台服务	69.07	0.14%	119.41	0.32%	17.13	0.09%
合计	50759.38	100%	36700.43	100%	20114.14	100%

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

3.2.1. 信息推广服务: 增速稳定, 公司核心增长源

信息推广业务为公司核心业务, 构筑链接消费者与电商桥梁。公司主要通过什么值得买获取用户, 并基于此为电商、品牌商等提供信息推广服务。根据收费方式的不同, 信息推广服务收入分为电商导购佣金收入和广告展示收入两部分。电商导购业务主要依托用户在什么值得买分享的商品和服务的优惠信息、购物攻略及购物分享类原创文章等。其他用户在获取相关内容的同时, 可以通过相应的链接跳转至电商或品牌商官网进行购买, 公司按照用户消费的实际金额向与本公司具有业务合作关系的电商、品牌商等收取一定比例的佣金。广告展示业务基于庞大且高质量的用户群体, 公司通过在网站或移动客户端提供广告展示位, 帮助电商、品牌商等获取用户、扩大品牌影响力, 从而获得相关广告展示收入。电商导购佣金来自广告主确认 GMV 按照约定的佣金比例付费(效果广告); 广告展示收入来自 PC 网页及 APP 的广告位展示(效果广告、品牌广告均有)。

图 22: 值得买信息推广服务经营模式链接消费者与商家



数据来源: 招股说明书

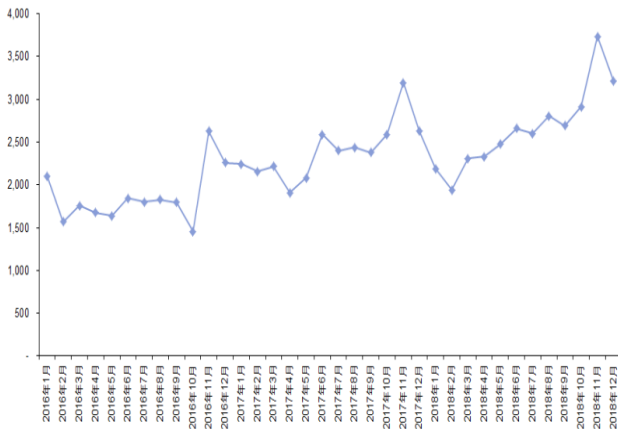
佣金收入持续高速增长, 由确认 GMV (量)、佣金率 (价) 两轮驱动。一方面, 导购业务的确认 GMV 持续上升, 2018 年值得买确认 GMV 达 102.1 亿元, 同比增长 66.5%, 大幅高于同期电商龙头的 GMV 增速 (阿里 FY2019GMV 增速 18.8%, 京东/唯品会 2018 年 GMV 增速 29.5%/20.8%)。2016-2018 年公司 MAU (PC+APP) 分别为 1862 万、2402 万及 2654 万, 用户流量呈上升趋势; GMV 转化率持续提高; 客单价上涨, 平均订单消费金额从 2015 年的 120 元上升至 2018 年的 169 元; 三者共同驱动 GMV 上涨。

表 13: 公司双十一导流金额逐年提升

项目	2018	2017	2016
双 11 导流交易金额 (亿元)	9.43	6.56	4.45
净交易金额 (亿元)	102.13	61.33	34.15
同比增长 (%)	66.5%	79.6%	-
双 11 交易金额全年占比 (%)	9.2%	10.7%	13.0%

数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

图 23: 公司月活用户数量稳步提升 (单位: 万人)



数据来源: 招股说明书

图 24: 公司 GMV 转化率稳定增长



数据来源: 招股说明书

另一方面, 前十大客户综合佣金率提升导致总收入不断提升。2015-2018 年, 前十大客户的综合佣金率由 3.13% 提升至 3.40% (2018 年佣金收入前十大客户占比已高达 97%, 可大致代表公司整体情况)。分客户看, 阿里妈妈 2018 年佣金类收入占比高达 84%, 占绝对主导地位; 2018 年阿里妈妈佣金率为 3.48%, 2016-2018 年佣金率对比 2015 年水平有所降低, 但导购 GMV 由 5.4 亿元增长至 25.7 亿元, 对冲了费率降低对收入的不利影响。

表 14: 公司前十大客户佣金率占比连年提升

项目	2018	2017	2016
电商导购佣金收入前十大客户收入总金额 (万元)	9767	8488	8712
占总电商导购佣金收入比例	97%	95%	89%
电商导购佣金收入前十大客户总金额 (GMV) (万元)	304072	276775	308166
电商导购佣金收入前十大客户综合佣金比例	3.40%	2.25%	3.00%

数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

广告展示收入方面, 2018 年公司广告展示收入达 3.1 亿元, 同比增长 34.4%, 佣金收入 1.0 亿元, 同比增长 12.5%; 广告展示的总收入占比达 60.4%, 为收入的主要来源。2015 年以来, 广告展示收入增速始终快于销售佣金, 显示出早期以效果广告赢取口碑、中后期以品牌广告实流量变现的特征。

表 15: 公司广告展示收入成主要收入来源

项目	2018	2017	2016
广告展示收入(万元)	30,670.79	22,826.36	10,116.46
广告展示收入增长率	34.37%	125.64%	179.00%
主营业务收入(万元)	50,759.38	36,700.43	20,114.41
主营业务收入增长率	38.31%	82.46%	106.73%
广告展示收入占比	60.42%	62.20%	50.29%

数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

广告展示收入提升主要来源于价格提升、出租率提升与广告位扩容。2016-2018 年值得买广告位综合平均价格分别为 1.58/2.28/2.40 万元/天; 主要广告位的售出比例约为 30%/40%/42%, 带来广告收入的快速增加; APP 信息流、通栏广告位个数在 2017、2018 年分别有明显增加, 增加收费基数。

表 16: 公司广告价格提升、出租率提升

项目	2018	2017	2016
各位置广告展示收入均价(万元/天)	2.4	2.28	1.58
主要广告位占总出售比例	48%	43%	30%

数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

表 17: 公司各项广告指标表现良好, 价格提升、出租率提升与广告位个数扩容

类别	单位时长均价(万元/天)			广告位个数(个)			广告位售出比例		
	2018	2017	2016	2018	2017	2016	2018	2017	2016
焦点图广告	3.47	2.96	2.33	10	12-18	10	39.78%	42.19%	39.10%
App 端信息流广告	2.23	2.06	2.55	14-26	15-18	2-4	56.48%	46.01%	28.09%
App 端浮层广告	5.28	4.12	3.69	2	2	2	16.71%	50.73%	20.22%
网站端顶部通栏广告	2.46	2.00	1.71	7-10	5	4	42.00%	36.08%	41.94%
各类矩形广告	1.79	1.26	1.21	4	12-16	14	28.29%	27.77%	22.70%

数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

3.2.2. 互联网效果营销平台服务为广告主提供展示空间

2016 年 7 月, 公司推出了星罗广告联盟 LinkStars, 提供互联网效果营销平台服务。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联盟媒体, 一端连接电商、品牌商等广告主。平台对接流量持有者和流量需求者, 设定佣金比例作为广告推广报酬。主要为存在营销需求的电商和品牌商提供广告推广、广告发布中数据监测、数据统计等专业的互联网效果营销平台服务, 同时为联盟媒体提供了一个长期、诚信和安全的广告营收平台。平台抽佣 10% 产生盈利(2017 年 6 月后新接入的广告主为 20%), 运作模式类似淘宝客(LinkStars 更多吸引 B 端推广者, 而淘宝客由 C 端进行推广)。LinkStars 已与京东、苏宁易购、1 号店、国美在线、中粮我买网、唯品会和 6PM 等国内外知名电商在内的约 470 家优质广告主建立了合作关系, 初步形成广告交易生态, 与值得买主站业务具备协同效应。

图 25: 星罗联盟为广告主提供商业解决方案, 实现营销目标



数据来源: 公司官网

3.2.3. 海淘代购平台解决海外商品购买难的问题

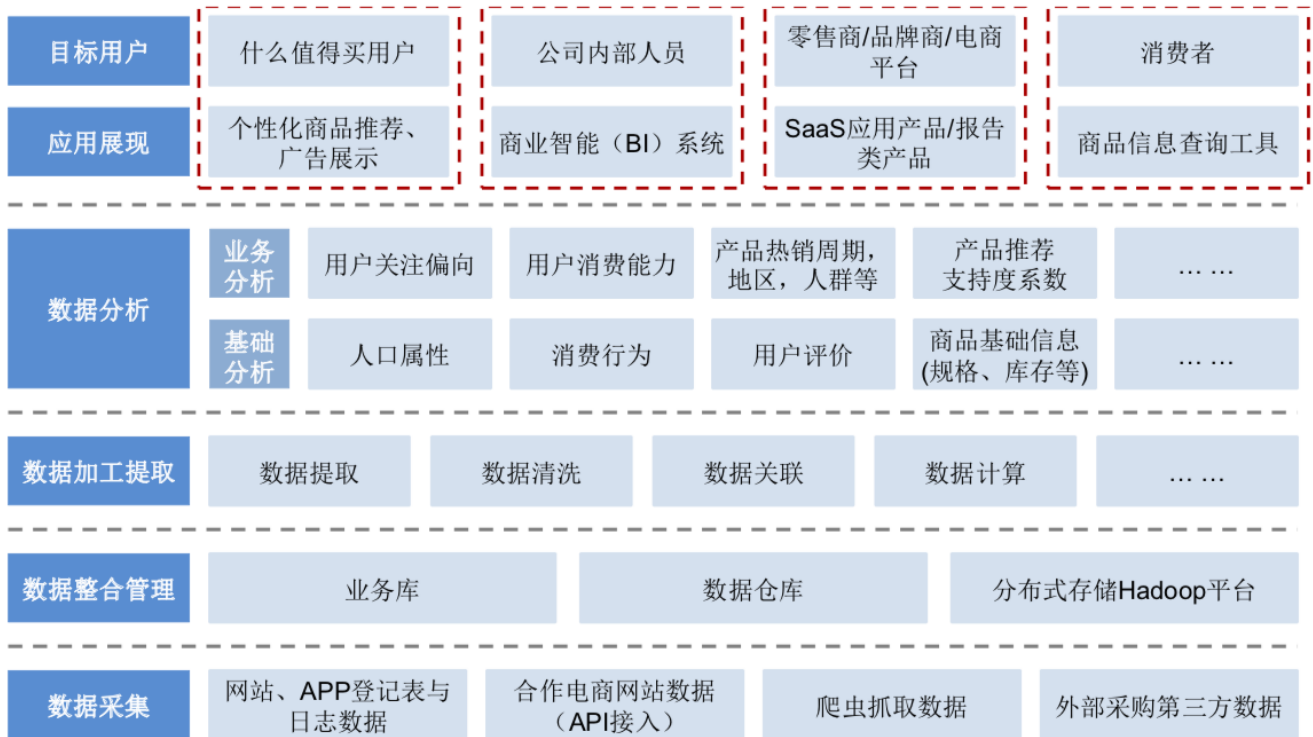
为解决用户在海外电商购买海外商品时存在的语言不通、支付不便、海外电商无法提供直邮服务等诸多障碍, 推出了海淘代购平台贝窝网。海淘代购业务收入占比不到 0.50%, 考虑到其对经营业绩的贡献有限, 发行人目前已经停止承接新的海淘代购业务。贝窝网通过向用户提供买手下单、海外转运服务、全程中文客服等服务, 支持美国亚马逊(自营)、日本亚马逊(自营)、英国亚马逊(自营)、ebay、6PM、Brooks Brothers、Joe's NB Outlet、STP、Backcountry、kipling 官网等海外电商平台的代购服务, 为用户购买海外商品提供了多种选择。

4. 大数据分析+品类拓展, 开启内容导购新序章

4.1.1. 募投大数据平台建设, 进一步深挖用户价值提升转化率

公司本次募集资金投资项目围绕主营业务展开, 基于大数据的个性化技术台改造与升级项目的有效实施将进一步提升公司的数据采集和应用水平, 实现更精准的商品与广告推荐, 提升用户转化率与公司收入。在大数据平台改造升级过程中, 将对内开发商业智能系统, 提升内部运营效率与自动化水平。同时, 基于海量的数据积累、处理和分析, 平台将在应用层面向企业端与消费者端输出产品以提升收入。

图 26: 大数据平台优化用户体验, 提升转化率与公司收入



数据来源: 招股说明书

在数据采集方面, 目前已基本覆盖国内外各大知名电商, 覆盖商品数量近亿级规模。为了在海量信息中选取用户最感兴趣的内容进行推送, 公司将组建有数据处理和数据挖掘团队, 从事用户画像分析。在用户访问网页或移动客户端时, 根据用户的品类偏好, 有针对性地进行商品合辑与广告展示。通过建立大数据平台, 公司将

- **提升个性化推荐水平。** 公司将建立全球商品库, 计划覆盖 5000 家以上电商, 超过 3 亿件商品信息。在用户标签方面, 将包括用户的人口属性、品类喜好、品牌喜好、价格区间喜好等。并且在此基础上深度挖掘用户的个性化消费需求, 实现精准营销。
- **提高公司运营效率、节约成本。** 大数据平台的升级改造将对内开发出商业智能 (BI) 平台, 用于报表分析、商业规则、电子邮件和桌面通知以及工作流的引擎和组件。同时, 依托语义识别、机器学习等技术, 部分人工流程也将被简化, 有利于提高公司的运营效率。
- **依托数据平台, 提供外部产品和服务。** 大数据平台将输出工具类 APP 产品, 其功能为商品价格趋势查询, 各平台价格与优惠信息比较, 品类、品牌、人群、地域排行榜等。对于企业主提供 SaaS 类产品, 其功能为各品类、品牌的价格趋势分析、热度分析及重点用户群分析等。

4.1.2. 丰富商品品类, 创新导购模式扩大市占率

公司通过持续创新，探索新型导购服务。为了在海量信息中选取用户最感兴趣的内容进行呈现，公司组建数据处理和数据挖掘团队，对用户画像进行分析，在用户访问网站或移动客户端时，会根据用户的品类偏好，有针对性地进行内容与广告的展示。未来公司还在持续加大对大数据领域的投资，招募专业的数据人才、引进先进的设备，全面提升公司在大数据研发和应用方面的能力。同时**结合前沿科技、根据用户消费需求和交易习惯，适时拓展新的导购方式。**如个性化定制、反向团购等，以提高用户购买体验。公司也将适时进行多样化导购形式的尝试，如视频导购、直播导购、AR/VR 导购等，探索潜在的新型导购入口，提前布局未来潜在的机会。

横向强化内容广度优势，扩大市场占有率。未来公司将建立更为严格的内容审核和发布标准，进一步提高平台的内容质量。同时，为了吸引更多、各个领域内的专业“达人”用户在平台上贡献内容，公司将加强内容开放平台的建设，并通过对大数据领域的投资，通过个性化推荐的模式，增强平台内容的时效性和推荐的精准性，最大程度地优化用户的使用体验，通过纵向品类深度拓展，深挖流量价值。公司已从成立之初主要推荐 3C 数码产品为主的品类结构，变成了当下综合性、全方位的商品和服务导购品类结构。截至2018年末，对日用百货、服饰鞋包等品类的推荐已占据本公司推荐商品中的显著比例，而且公司在汽车、旅游、文化娱乐等品类拓展上取得了一定的成绩。未来公司将继续根据用户的需求拓展新的商品和服务品类。

图 27: 公司已积累了大批电商与品牌客户，未来将进一步开拓



数据来源：公司官网

5. 盈利预测与估值

我们采取可比公司估值法与绝对估值两种方法对公司进行估值，根据 2 种估值方法，我们给予公司目标价至 111.33 元，给予“增持”评级。

5.1. 相对估值法

5.1.1. 核心假设

我们的核心假设如下：

(1) 营收及毛利率：

受益于电商导购行业的快速扩张以及 IPO 募投项目的实施：

信息推广服务 2019 至 2021 年营收分别增长 22.0%/20.0%/18.0%；毛利率维持稳定；

互联网效果营销服务 2019 至 2021 年营收分别增长 27.0%/25.0%/23.0%；毛利率维持稳定；

海淘代购平台服务 2019 至 2021 年营收分别增长 0%/0%/0%；毛利率维持稳定；

(2) 费用:

综合考虑公司各项业务快速发展与经营规模效应以及新发展营销业务的前期开发成本，我们预计公司管理费用率、销售费用率及财务费用率略有下降。

5.1.2. 盈利预测

根据我们的核心假设，我们预计 2019-2021 年，公司可实现的收入分别为 7.47 亿元、9.02 亿元和 10.72 亿元，同比增长了 47.1%/20.8%/18.9%；实现归属母公司净利润分别为 1.24 亿元、1.54 亿元和 1.80 亿元，分别同比增长了 29.8%/23.7%/17.2%，对应 EPS 分别为 2.33/2.88/3.38 元。

表 18: 预测利润表 (百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	201	367	508	747	902	1,072
增长率	—	82.4%	38.3%	47.1%	20.8%	18.9%
营业成本	34	59	134	211	281	358
%销售收入	16.9%	16.0%	26.3%	28.3%	31.1%	33.4%
毛利	167	308	374	535	621	714
%销售收入	83.1%	84.0%	73.7%	71.7%	68.9%	66.6%
税金及附加	5	10	12	18	22	26
%销售收入	2.4%	2.6%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
销售费用	57	105	135	204	244	276
%销售收入	28.4%	28.7%	26.5%	27.3%	27.0%	25.8%
管理费用	34	49	59	82	90	105
%销售收入	16.7%	13.2%	11.6%	11.0%	10.0%	9.8%
研发费用	32.2	52.8	0.0	93.3	94.7	107.2
%销售收入	16.0%	14.4%	0.0%	12.5%	10.5%	10.0%
财务费用	-2	2	-2	0	0	0
%销售收入	-0.8%	0.6%	-0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	39	92	169	138	171	200
%销售收入	19.6%	25.1%	33.2%	18.5%	18.9%	18.7%
资产减值损失	4	0	2	0	0	0
信用减值损失	0	0	0	0	0	0
其他收益	0	7	6	0	0	0
投资收益	3	3	5	0	0	0
%税前利润	7.3%	2.9%	4.4%	0.0%	0.0%	0.0%
净敞口套期收益	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0	0

营业利润	40	99	106	138	171	200
营业利润率	19.9%	27.1%	20.9%	18.5%	18.9%	18.7%
营业外收支	1	0	0	0	0	0
税前利润	41	99	106	138	171	200
利润率	20.3%	27.1%	21.0%	18.5%	18.9%	18.7%
所得税	6	13	11	14	17	20
所得税率	13.9%	13.2%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
合并报表的净利润	35	86	96	124	154	180
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	124	154	180
净利率	17.5%	23.5%	18.9%	16.6%	17.0%	16.8%

数据来源：国泰君安证券研究

5.1.3. 可比公司估值

我们选取传媒行业中网站类对比公司人民网、平台类对比公司视觉中国和大数据类对比公司每日互动进行可比公司估值。根据可比公司估值，2019-21 年，公司同行业可比公司平均估值分别为 47.81/35.12/31.50 倍 PE，相应的公司对应估值水平为 25.72/20.79/17.74 倍 PE，公司估值具有相当的吸引力。

我们认为，公司行业地位领先，品牌优势突出。随着公司电商客户与广告客户的进一步积累以及大数据平台建设提升用户粘性，公司未来三年有极大的增长潜力。基于相对估值方法，我们给予公司 2019 年行业平均估值 47.81 倍，则公司对应的估值为 111.33 元。

表 19: 可比公司估值比较 (截止到 2019 年 7 月 21 日收盘价)

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股) (wind 一致预期)			PE		
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
603000.SH	人民网	17.36	191.95	0.30	0.41	0.55	58.57	42.70	31.50
000681.SZ	视觉中国	19.08	133.67	0.57	0.75	-	33.68	25.57	-
300766.SZ	每日互动	41.46	165.88	0.81	1.12	-	51.17	37.11	-
行业均值							47.81	35.12	31.50
300785.SZ	值得买	59.91	31.95	2.33	2.88	3.38	25.72	20.79	17.74

数据来源：wind，国泰君安证券研究

5.2. 绝对估值法

我们采取 DCF 绝对估值法对公司进行估值。在绝对估值法的条件下，公司的价格为 110.61 元。我们绝对估值法的假设如下：

图 28: FCFE/WACC 估值法基本假设

资产贴现率 K_a		股票贴现率 K_e	
行业Beta	1.20	股本总额	53.33
无风险利率 R_f	2.50%	股价	59.91
风险溢价	4.50%	股本价值 V_e	3,195.20
资产贴现率 K_a	7.90%	债务总额 V_d	390.74
		债务利率 K_d	5.00%
		实际税率 T_c	10.04%
加权平均资本成本WACC			
债务比率 $D/(E+D)$	10.90%	股票Beta	1.10
权益比率 $E/(E+D)$	89.10%		
WACC	7.13%	股票贴现率 K_e	7.45%

资料来源：公司官网，国泰君安证券研究

综合相对估值与绝对估值两种方法，我们认为依托公司在电商导购行业的技术优势以及用户积累优势，公司有望迎来未来三年的黄金发展期。给予公司目标价 111.33 元，首次覆盖给予“增持”评级。

6. 风险提示

6.1. 行业竞争加剧的风险

公司未来将面临行业竞争可能进一步加剧的市场风险，如果公司不能适应市场竞争状况的变化，可能无法保持目前的行业地位与市场份额。

6.2. 大客户流失风险

存在产生停止部分平台的合作、或下游电商平台的政策出现变化、或该等平台的占有率出现大幅下滑等事件，均可能对公司的业务经营和盈利能力产生重大不利影响。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。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，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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墙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作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5% ~ 15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		