

值得买 (300785)

传媒

发布时间: 2020-06-30

证券研究报告 / 公司深度报告

买入

上次评级: 首次覆盖

“购物先上值得买”，内容生态一处开

报告摘要:

值得买作为 A 股内容导购电商第一股，具备优质盈利能力。公司于 2019 年登陆创业板，主营信息推广服务和互联网效果营销两大业务，2016-2019 年营业收入和归母净利润复合增速分别为 48.7% 和 50.2%；2019 年实现营收 6.62 亿元，归母净利润 1.19 亿元，对应 71.6% 毛利率和 18.0% 净利率，具备优质盈利能力；2020 年 4 月发布 79.51 万股股权激励计划表明公司人才治理和未来增长信心。

优质用户群体+多元内容生态之上，剑指消费信息大数据。在用户端，值得买已聚拢以一二线城市 20~40 岁男性为核心的约三千万月活用户，兼具高创作能力和强消费潜力：2019 年全年贡献 432 万条内容和 151 亿 GMV，近三年 UGC 内容数量和 GMV 复合增速也分别高达 117% 和 64.2%；在内容社区端，8.66 次日均使用次数（同比 +23.19%）和 130.59 次单篇内容互动次数（同比 +15.61%）充分展现社区活跃度成长动能；高达 76% 的 UGC 内容占比彰显值得买社区去中心化属性；同时，公司坚持“技术驱动”提升产品用户体验，千人千面助力值得买内容匹配精度持续提升和用户圈层不断外延，“购物先上值得买”消费信息生态系统正起航。

后续品类纵深+发力短视频/MCN，多元变现场景高增长可期。值得买以 3C 家电品类起家，近年来持续推进品类扩充战略，非 3C 家电类 GMV 占比在 2018 年已接近 50%，品类拓展不断增厚业绩；2020 年 4 月发布 10 亿元定增方案，用于内容平台升级和消费类 MCN 项目投入，多元化变现渠道有望带来信息推广业务高增长。

投资建议：预计公司 2020-2022 年实现归母净利润 1.5/1.8/2.2 亿元，对应 EPS 分别为 1.86/2.25/2.67 元，对应 PE 为 64.01x/52.79x/44.47x。我们基于 PS 估值法，得到公司 2020 年目标市值 140.48 亿元，对应目标价 173.43 元，首次覆盖，予以“买入”评级。

风险提示：政策监管风险、行业竞争加剧风险、用户增长放缓风险、对单一客户高度依赖风险、网站运营风险

股票数据 2020/6/24

6 个月目标价 (元)	173.43
收盘价 (元)	118.76
12 个月股价区间 (元)	34.10 ~ 216.40
总市值 (百万元)	9,570
总股本 (百万股)	81
A 股 (百万股)	81
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	1

历史收益率曲线



相关报告

《“618”复盘：直播带货赋能，线上消费共振》

20200623

《“618”前瞻：疫情后最大消费季，直播电商引爆狂欢》

20200603

《复工信号明朗，院线行业凛冬将逝》

20200511

《大风口！直播电商“人货场”趋势解读》

20200407

证券分析师: 宋雨翔

执业证书编号: S0550519120001

021-20363237 songyx@nesc.cn

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	508	662	878	1,099	1,322
(+/-)%	38.31%	30.43%	32.70%	25.05%	20.37%
归属母公司净利润	96	119	150	181	215
(+/-)%	10.99%	24.35%	25.61%	21.27%	18.71%
每股收益 (元)	1.19	1.48	1.86	2.25	2.67
市盈率	0.00	97.50	64.01	52.79	44.47
市净率	0.00	15.46	10.32	8.63	7.23
净资产收益率 (%)	29.21%	15.85%	16.12%	16.35%	16.25%
股息收益率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本 (百万股)	40	53	81	81	81

目 录

1.	公司概况：A股内容导购电商第一股	5
1.1.	业务模式：基于优质内容导购的流量变现	5
1.2.	管理层及股权：团队扎实、股权清晰、激励强力	6
1.3.	运营分析：“内容社区+商业变现”打造生态闭环	8
1.3.1.	社区运营：高活用户稳定贡献优质内容	8
1.3.2.	商业变现：价值纵深+渠道拓展，变现体系完善成熟	9
1.4.	财务分析：营利快步增长，效果营销增量	11
2.	市场环境：新需求+新渠道全面利好内容导购	14
2.1.	网购规模稳定上升，导购电商价值凸显	14
2.2.	内容导购更具粘性，短视频贡献新渠道	15
2.2.1.	内容导购适应新需求，市场份额提升	15
2.2.2.	短视频赋能导购电商，提升变现效率	17
3.	核心优势：内容+技术驱动的用户价值延展	18
3.1.	用户端：沉淀高价值核心用户之上扩圈	18
3.2.	内容端：运营+技术输出多元高质量内容	20
3.2.1.	质量合一，多元消费内容话题	20
3.2.2.	运营激励，构建内容生态体系	23
3.2.3.	千人千面，技术驱动对焦需求	25
3.3.	变现端：横向扩品+多元变现场景，高增长未来可期	26
4.	盈利预测	28
4.1.	核心假设	28
4.2.	盈利预期	28
4.3.	可比估值及目标市值	28
5.	风险提示	29

图表目录

图 1:	值得买商业模式	5
图 2:	值得买信息推广服务	6
图 3:	值得买互联网效果营销服务	6
图 4:	2016-2019 年值得买用户规模情况	8
图 5:	2018-2019 年值得买用户粘性情况	8
图 6:	2016-2019 年值得买各类内容贡献数量	9
图 7:	2016-2019 年值得买各类内容贡献占比	9
图 8:	2016-2019 年值得买 GMV 及增速	9
图 9:	2016-2019 年值得买订单量及增速	9

图 10: 2019 年值得买“双 11”战报	10
图 11: 2020 年值得买“618”战报	10
图 12: 2016-2019 年值得买客单价及增速	10
图 13: 2016-2019 年值得买 take rate	10
图 14: 2016-2018 年值得买广告位价格 (万元/天)	11
图 15: 2016-2018 年值得买广告位数量及售出比	11
图 16: 2014-2019 年值得买营业收入及增速	11
图 17: 2014-2019 年值得买归母净利润及增速	12
图 18: 2014-2019 年值得买扣非归母净利润及增速	12
图 19: 2018Q1-2020Q1 单季度营业收入及增速	12
图 20: 2018Q1-2020Q1 单季度归母净利润及增速	12
图 21: 2014-2019 年值得买毛利率和净利率	13
图 22: 2018Q1-2020Q1 单季度归母净利润及增速	13
图 23: 2014-2019 年值得买经营活动现金流及增速	13
图 24: 2014-2019 年值得买分业务收入占比情况	13
图 25: 2005-2019 年中国网上商品和服务零售额及同比增速	14
图 26: 2016-2019 年网购用户规模及渗透率	14
图 27: 中国网络购物市场发展阶段	14
图 28: 导购电商产业链概览	15
图 29: 2012-2019 年中国电商导购行业营收规模趋势及预测	15
图 30: 2015-2020 年中国导购电商用户规模趋势及预测	15
图 31: 不同类型电商导购平台的市场占比	16
图 32: 2019 年中国导购电商用户愿意发布使用心得原因	16
图 33: 2016-2021 年短视频行业规模及增速	18
图 34: 2016-2021 年短视频广告行业规模及增速	18
图 35: 值得买和其他同类产品用户画像分析	19
图 36: 值得买用户群体兴趣分布	19
图 37: 2016-2019 年值得买单用户内容贡献	20
图 38: 2016-2019 年值得买单用户 GMV 贡献	20
图 39: 值得买个护美妆类内容	21
图 40: 值得买母婴类内容	21
图 41: 2018-2019 年值得买单篇内容互动次数	23
图 42: 2016-2019 年值得买 UGC 和非 UGC 内容比例	23
图 43: 2016-2018 年值得买内容成本占比	24
图 44: 不同平台内容成本收入占比比较	24
图 45: 值得买“618”专题内容运营	24
图 46: 值得买“双 11”专题内容运营	24
图 47: 值得买内容创作和运营体系介绍	25
图 48: 值得买产品“千人千面”推荐系统	26
图 49: 2016-2018 年值得买不同品类 GMV 占比	26
图 50: 值得买不同品类佣金分成比例	26
图 51: 2016-2018 年值得买阿里妈妈、京东海嘉佣金收入情况 (万元)	27
表 1: 值得买 2020Q1 前十大股东列表	7
表 2: 值得买现任高管信息	7

表 3: 值得买分业务收入及毛利率变化情况.....	13
表 4: 价格类导购和内容类导购比较	16
表 5: 主要电商导购平台对比.....	17
表 6: 值得买主要栏目频道介绍	20
表 7: 值得买 2020 年 5 月热门文章 TOP10.....	22
表 8: 值得买用户奖励规则及对比.....	23
表 9: 2017-2019 年值得买研发情况.....	25
表 10: 值得买非公开发行 A 股股票募集资金用途介绍	27
表 11: 2020-2022 年值得买营收及毛利预测.....	28
表 12: 值得买可比估值（截止到 2020 年 6 月 26 日收盘价）.....	29

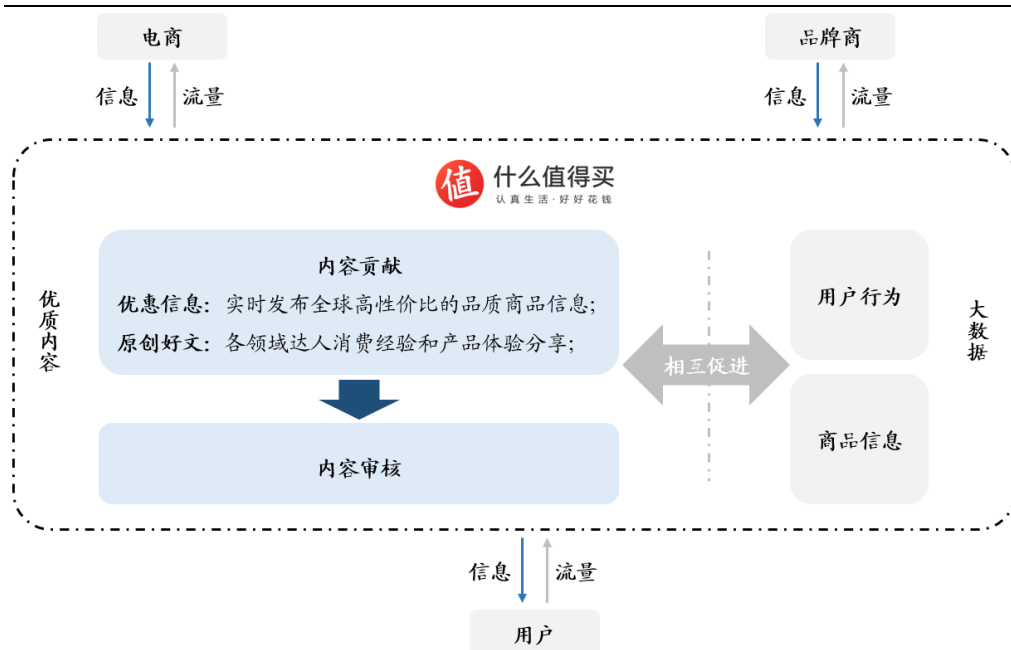
1. 公司概况：A股内容导购电商第一股

1.1. 业务模式：基于优质内容导购的流量变现

值得买成立于 2011 年，其前身为北京知德脉信息技术有限公司。2015 年，公司整体变更为北京值得买科技股份有限公司。2019 年 7 月 15 日，公司成功登陆深圳证券交易所创业板，股票代码 300785，成为 A 股首家导购电商平台公司。

值得买主要运营消费内容平台什么值得买网站(www.smzdm.com)及相应的移动端。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、专业的消费决策支持。同时，什么值得买也是电商、品牌商等获取用户、扩大品牌影响力的重要渠道。经过近十年的发展，什么值得买已经构建了一个用户、创作者和电商、品牌商共赢的良性生态系统，持续不断地为用户提供优质的消费类内容，并通过内容实现用户的增长和商业的变现。

图 1：值得买商业模式



数据来源：公司公告，东北证券

值得买现有业务可以分为信息推广服务和互联网效果营销两大板块：

- **信息推广服务：**公司主要通过“什么值得买”网站和移动端获取用户，并基于此为电商、品牌商等客户提供信息推广服务。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：电商导购佣金收入是指通过展示电商、品牌商等客户的相关商品或服务信息，将用户导流至电商、品牌商官网，并根据用户实际完成交易金额的一定比例向电商、品牌商等获取的收入；广告展示收入是指通过为电商、品牌商等客户提供广告展示等营销服务，向电商、品牌商等客户获取的收入。

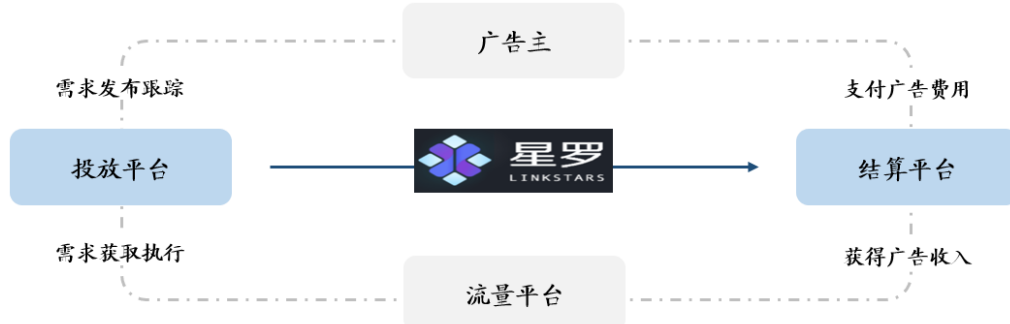
图 2：值得买信息推广服务



数据来源：公司公告，东北证券

- **互联网效果营销：**公司通过星罗广告联盟 LinkStars，为客户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。广告主可通过 LinkStars 发布广告需求，并设定一定的佣金比例作为广告推广的报酬。联盟媒体可通过 LinkStars 看到所有广告主的广告需求，若联盟媒体有意为广告主进行推广，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，联盟媒体可获取商品交易总额的一定比例作为佣金收入。LinkStars 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、诚信和安全的营收平台。

图 3：值得买互联网效果营销服务



数据来源：公司公告，东北证券

1.2. 管理层及股权：团队扎实、股权清晰、激励强力

值得买实际控制人隋国栋先生，截至 2020 年 3 月 31 日共持有公司 43.33% 的股份。其余股东刘峰先生和刘超先生分别持有公司 12.47% 和 7.97% 的股份，国脉创新占股 7.5%。其中，隋国栋先生为国脉创新的普通合伙人和实际控制人，刘峰先生与刘超先生为国脉创新的有限合伙人。

公司不断探索并实践人才激励机制，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%），合计授予股本数量约占公司总股本的 1.49%。强有力的股权激励计划彰显公司在人才治理和未来增长的信心。

表 1: 值得买 2020Q1 前十大股东列表

序号	股东名称	持股比例	持股数量(股)
1	隋国栋	43.33%	23,112,000
2	刘峰	12.47%	6,652,000
3	刘超	7.97%	4,252,000
4	北京国脉创新投资管理中心(有限合伙)	7.50%	4,000,000
5	共青城尚麒投资管理合伙企业(有限合伙)	3.00%	1,600,000
6	中国工商银行股份有限公司 - 易方达新兴成长灵活配置混合型证券投资基金	2.44%	1,303,002
7	中国工商银行股份有限公司 - 华安媒体互联网混合型证券投资基金	1.92%	1,026,200
8	全国社保基金五零四组合	1.67%	888,300
9	中国建设银行股份有限公司 - 融通转型三动力灵活配置混合型证券投资基金	1.27%	677,605
10	中国农业银行股份有限公司 - 华安智能生活混合型证券投资基金	1.21%	644,801
合计		82.78%	44,155,908

数据来源: 公司公告, 东北证券

表 2: 值得买现任高管信息

序号	姓名	职位	简介
1	隋国栋	董事长兼首席执行官	-自2015年10月至今担任公司董事长; -毕业于同济大学, 获得硕士学位; -2010年7月-2012年6月, 担任中国铁道科学研究院铁道建筑研究所助理研究员; -自2011年底-2015年10月担任知德脉执行董事、经理;
2	刘峰	董事兼首席技术官	-自2012年至今担任公司首席技术官; -毕业于山东理工大学, 获得学士学位; -曾任青岛普通网讯科技有限公司合伙人、技术负责人;
3	刘超	董事兼首席营销官	-自2020年4月至今担任公司首席营销官; -毕业于哈尔滨师范大学, 获得学士学位; -自2011年11月加入知德脉, 担任首席运营官; -自2015年10月至今担任公司董事, 自2016年4月起担任公司首席用户体验官;
4	李楠	首席财务官	-自2016年6月至今担任公司首席财务官; -毕业于北京工商大学, 获得硕士学位; -2002年7月-2005年1月, 担任德勤华永会计师事务所有限公司北京分所审计师; -2005年1月-2007年6月, 担任摩根士丹利资产管理(中国)有限公司财务经理; -2007年7月-2014年11月, 历任铁狮门房地产咨询财务总监、中国区财务总监; -2014年12月-2016年3月, 担任珠海横琴阅江投资顾问有限公司财务总监;
5	柳伟亮	董事会秘书兼高级战略总监	-自2015年10月起加入公司, 2016年6月起任董事会秘书兼战略副总裁; -毕业于北京大学, 获得硕士学位; -2011年8月-2016年12月, 担任雅堂汇宾(北京)信息科技有限公司执行董事、经理; -2012年1月-2015年10月, 历任京东集团发展战略部战略分析师、高级经理;

数据来源: 公司公告, 东北证券

1.3. 运营分析：“内容社区+商业变现”打造生态闭环

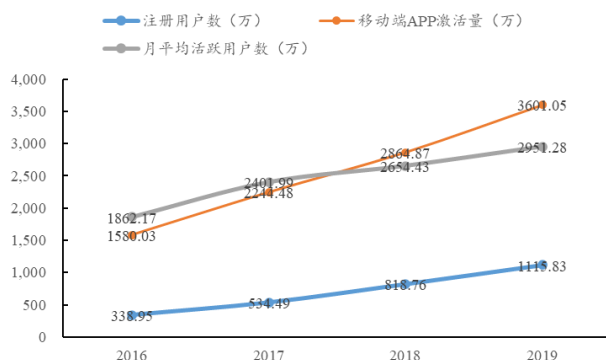
1.3.1. 社区运营：高活用户稳定贡献优质内容

1) 用户生态：高活跃用户+强用户粘性夯实社区根基

公司在用户增长层面采取了一系列创新举措，选择优质的外部渠道进行市场投放和用户引入，同时利用更多元化、覆盖更广泛的内容提升对用户的吸引力，并通过完善底层数据及运营监控平台实现围绕用户生命周期的精细化运营，促进用户数量的稳定增长。

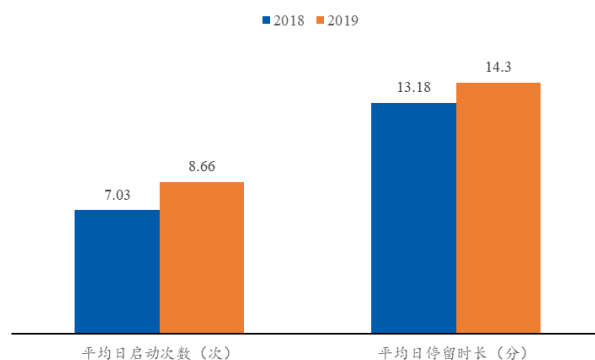
2016-2019 年值得买月平均活跃用户数复合增速达 17%，2019 年月活用户数达到 2,951.28 万，同比+11.18%。在活跃用户规模稳定增长的同时，值得买的用户使用粘性也得到持续提升——2019 年什么值得买移动端 APP 单用户平均每日启动次数为 8.66 次，同比+23.19%，移动端 APP 单用户平均每日停留时长 14 分 18 秒，同比+8.47%。

图 4：2016-2019 年值得买用户规模情况



数据来源：公司公告，东北证券

图 5：2018-2019 年值得买用户粘性情况



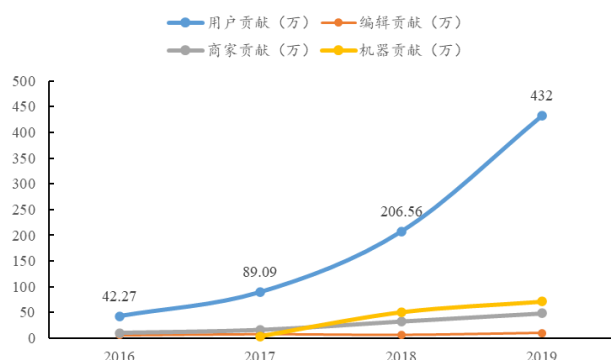
数据来源：公司公告，东北证券

2) 内容生态：UGC 增长引擎，内容生态不断丰富

公司高度重视内容生态体系的建设，围绕“构建持续不断地为用户提供优质消费类内容的能力”采取了一系列举措，公司平台内容的规模显著提升，也使得内容来源更加多样化，覆盖人群更加多元化。

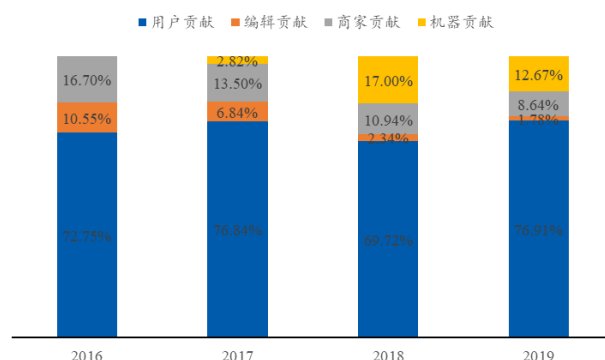
2016-2019 年，值得买平台合计发布内容数量 CAGR 达 113%，2019 年发布内容数合计 561.67 万条，同比+84.23%。其中，UGC（用户贡献）内容数量为 432 万条，同比+101.79%；MGC（机器贡献）内容数量为 71.15 万条，同比+40.78%；BGC（商家贡献）内容数量为 48.55 万条，同比+48.8%；PGC（编辑贡献）内容数量为 9.97 万条，同比+27.01%。用户自生产、自驱动的内容已经成为值得买社区的核心内容资产。

图 6: 2016-2019 年值得买各类内容贡献数量



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 7: 2016-2019 年值得买各类内容贡献占比



数据来源: 公司公告, 东北证券

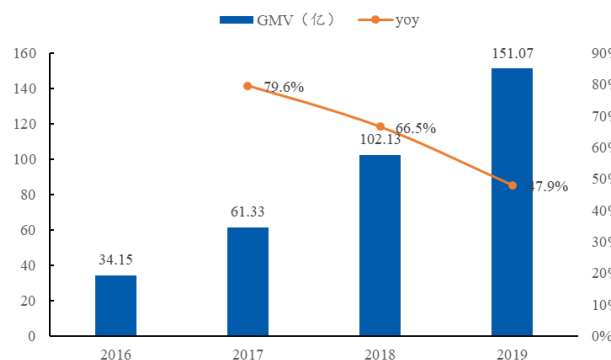
1.3.2. 商业变现: 价值纵深+渠道拓展, 变现体系完善成熟

1) GMV&订单量: 金额数量均保持良性增长

值得买 2016-2019 年 GMV 复合增速为 64.2%, 订单量复合增速为 41.9%。其中 2019 年全年 GMV 实现 151.07 亿元, 同比+47.92%, 与之对应的订单量为 9,299.27 万, 同比+53.77%。

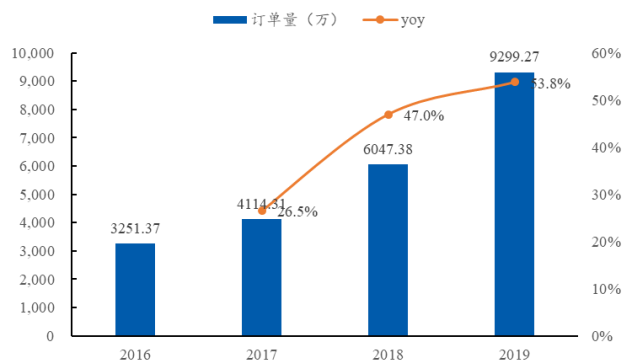
特别地, 值得买在电商大促期间表现亮眼, 2019 年“双 11”大促当天, 网站订单量较平日增长 24 倍, 产生 GMV 高达 15.22 亿元, 同比+61.40%, 再创单日 GMV 新高。2020 年“618”大促当天 88 分钟销售额也超过去年全天, 全天销售额同比+74%。

图 8: 2016-2019 年值得买 GMV 及增速



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 9: 2016-2019 年值得买订单量及增速



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 10: 2019 年值得买“双 11”战报



数据来源：值得买，东北证券

图 11: 2020 年值得买“618”战报

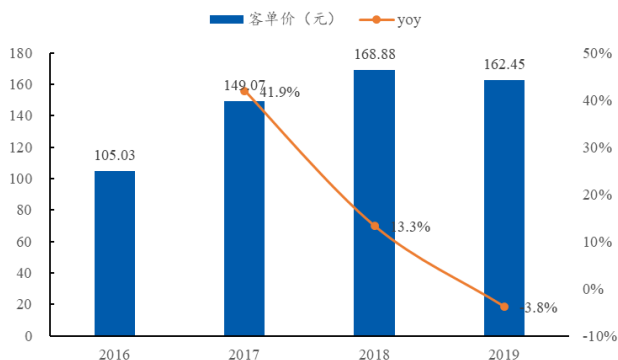


数据来源：值得买，东北证券

2) 客单价 (GMV/订单量) & take rate (信息推广服务收入/GMV): 客单价稳中有升, take rate 保持稳定

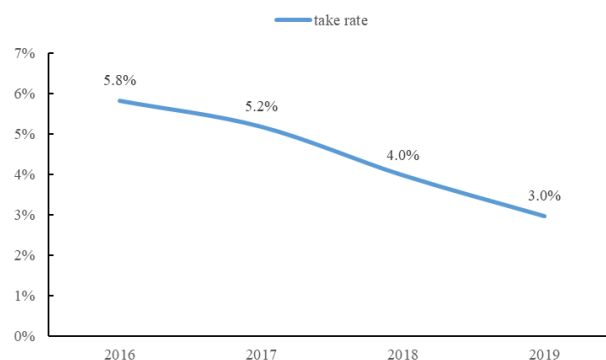
值得买 2016-2019 年客单价保持稳定增长, 年复合增长达到 15.6%。其中, 值得买 2019 年客单价为 162.45 元, 较去年同比-3.8%, 主要系公司扩品, 生活用品类客单价较消费电子类普遍较低。值得买 2019 年的平均 take rate 为 3%, 较往年有所下降主要系公司引流到京东平台比例增加, 京东平均佣金比例约为 2%。

图 12: 2016-2019 年值得买客单价及增速



数据来源：公司公告，东北证券

图 13: 2016-2019 年值得买 take rate

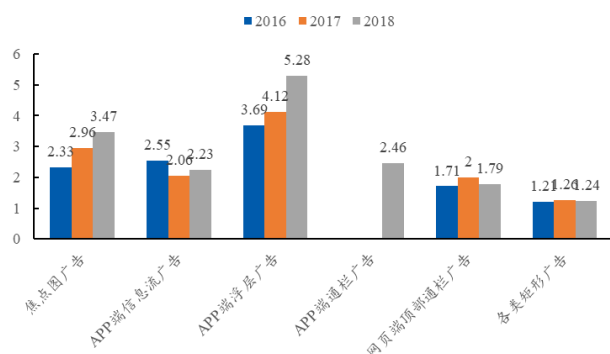


数据来源：公司公告，东北证券

3) 广告位: 公司广告位效能不断优化

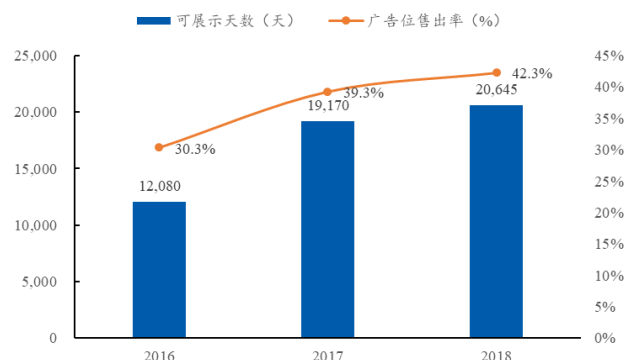
值得买持续加码优化网站端和 APP 端的广告位结构, 在 2018 年全年合计广告位天数已提升到 2.06 万天, 同比+7.7%, 广告位售出比达到 42.3%, 同比+3pct。其中, APP 端信息流广告可展示天数已增加到 7,318 天, 同比+21.4%, 日均价格 2.23 万元, 同比+8.3%; 同时新增 APP 通栏广告位, 可展示天数为 3,107 天, 日均价格 2.46 万元; 广告位展现形式及单价持续升级。

图 14: 2016-2018 年值得买广告位价格 (万元/天)



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 15: 2016-2018 年值得买广告位数量及售出比



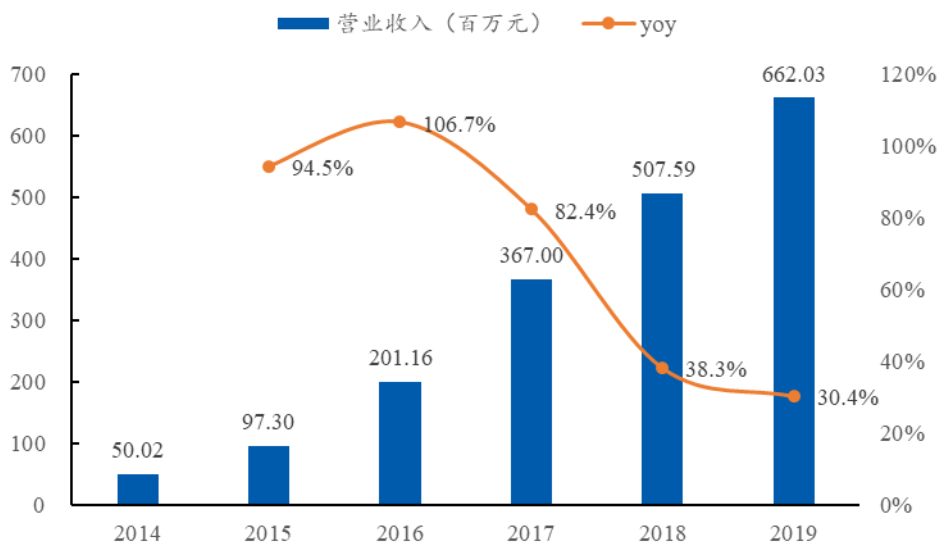
数据来源: 公司公告, 东北证券

1.4. 财务分析: 营利快步增长, 效果营销增量

1) 营收及利润: 公司营收利润增长显著

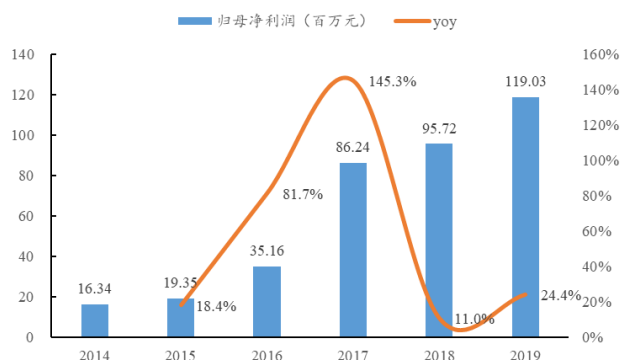
值得买 2016-2019 年营业收入复合增速达 48.7%, 归母净利润复合增速达 50.2%。其中, 公司 2019 全年实现营业收入 6.62 亿元, 同比+30.4%; 实现归母净利润 1.19 亿元, 同比+24.4%; 实现扣非归母净利润 1.07 亿元, 同比+23.5%, 主要系公司在既定的发展战略下, 在内容生态建设、用户增长、产品迭代、技术研发、商业化变现等各方面有序发展。2020Q1 公司积极应对疫情带来的调整和影响, 全力做好疫情防控工作, 制定了疫情防控预案, 积极落实各项防控细则, 确保了公司业绩实现稳定增长。2020Q1 公司实现营业收入 1.27 亿元, 同比+22.42%; 实现归母净利润 1,898.58 万元, 同比+4.65%; 实现扣非归母净利润 1,446.31 万元, 同比-16.27%, 主要系政府补助和现金管理变动。

图 16: 2014-2019 年值得买营业收入及增速



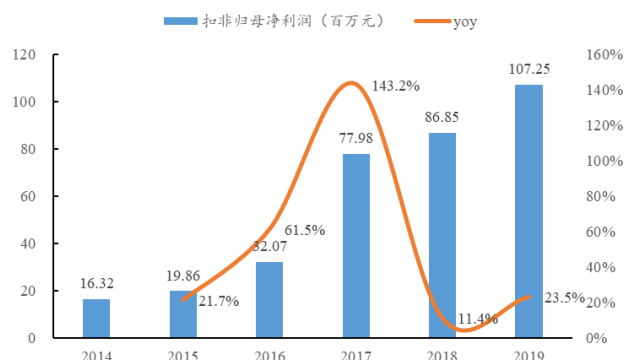
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 17: 2014-2019 年值得买归母净利润及增速



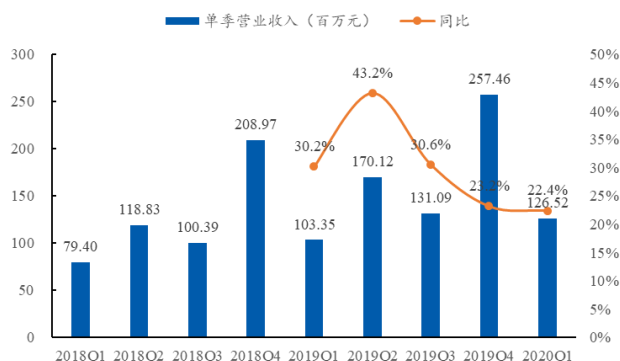
数据来源：公司公告，东北证券

图 18: 2014-2019 年值得买扣非归母净利润及增速



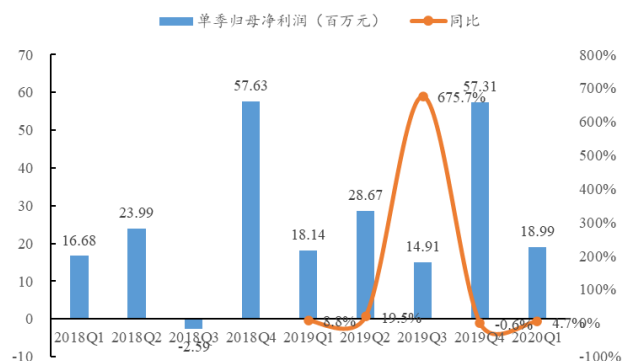
数据来源：公司公告，东北证券

图 19: 2018Q1-2020Q1 单季度营业收入及增速



数据来源：公司公告，东北证券

图 20: 2018Q1-2020Q1 单季度归母净利润及增速



数据来源：公司公告，东北证券

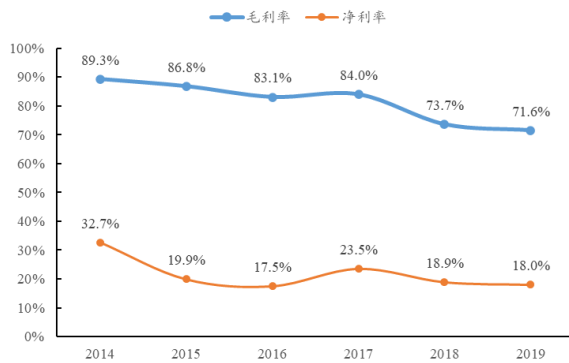
2) 盈利能力：公司毛利率和净利率保持稳定

值得买 2019 年全年实现毛利 4.74 亿元，对应毛利率 71.6%，同比-2.1pct；实现净利润 1.19 亿元，对应净利率 18.0%，同比-0.9pct。公司盈利能力整体保持稳定。

3) 期间费用：公司费用结构不断优化

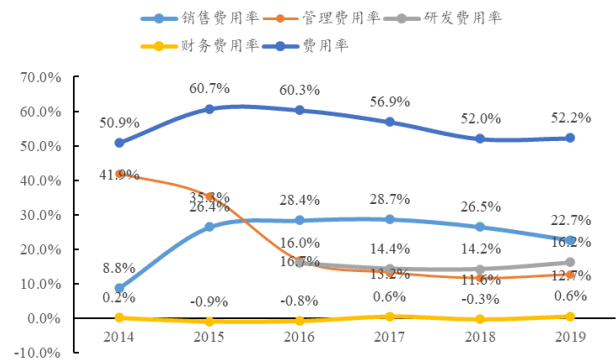
2016-2019 年期间逐步下降共 8.1pcts。其中，公司 2019 年综合费用 3.45 亿元，对应费用率 52.2%，较去年同期保持稳定。其中，销售费用 1.5 亿，对应销售费用率 22.7%，同比-3.8pct，主要系营销代理服务费率持平，佣金收入增长带来规模效应；管理费用 0.84 亿元，对应管理费用率 12.7%，同比+1.1pct，主要系职工薪酬增长及购买诺德大厦办公房产折旧费增加；研发费用 1.07 亿，对应研发费用率 16.2%，同比+2.0pct，主要系加大研发投入和研发人员规模；财务费用 404 万元，对应财务费用率 0.6%，同比+0.9pct，主要系购买诺德大厦房产向银行借款产生的利息费用增加。

图 21: 2014-2019 年值得买毛利率和净利率



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 22: 2018Q1-2020Q1 单季度归母净利润及增速

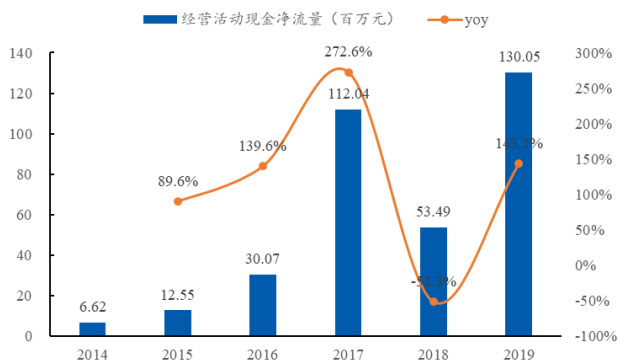


数据来源: 公司公告, 东北证券

4) 经营活动现金流: 公司经营活动现金流稳定正向流入

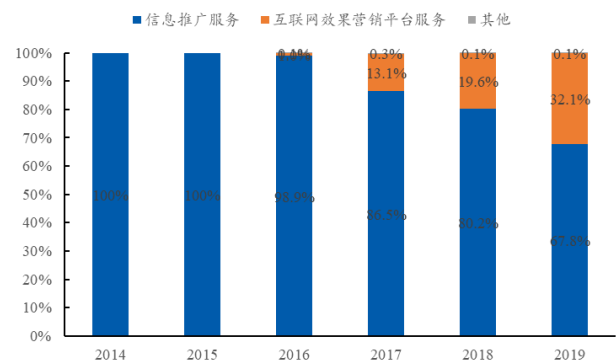
值得买 2019 年实现经营性活动现金流 1.3 亿元, 恢复较快增长, 同比+143.1%。2020Q1 实现经营性活动现金流-0.15 亿元, 较去年同期流出量+46.8%, 主要系销售回款额及采购付款额较上年同期增加, 销售回款增长较快所致。

图 23: 2014-2019 年值得买经营活动现金流及增速



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 24: 2014-2019 年值得买分业务收入占比情况



数据来源: 公司公告, 东北证券

5) 分业务: 信息推广服务稳定增长, 互联网营销业务大幅上升

公司 2019 年信息推广服务收入 4.49 亿元, 同比+10.2%, 占比 67.8%; 互联网效果营销平台服务收入 2.13 亿元, 同比+113.2%, 占比 32.1%。各项业务保持稳定发展主要系公司持续加强对品牌客户的拓展工作, 通过完善商业化团队配置以提升服务能力, 通过提升商业化产品质量以增加对客户的吸引力, 商业变现能力不断加强。

表 3: 值得买分业务收入及毛利率变化情况

单位: 百万元	2014	2015	2016	2017	2018	2019	CAGR 3yrs
信息推广服务	50.02	97.30	198.95	317.57	407.19	448.77	31.1%
毛利率 (%)	89.31	86.83	83.11	85.38	73.89	70.82	
效果营销服务			2.02	48.25	99.71	212.60	372.1%
毛利率 (%)			84.66	75.82	72.92	73.40	

数据来源: Wind, 东北证券

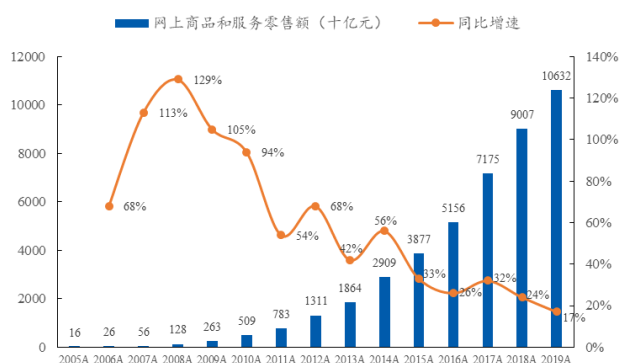
2. 市场环境：新需求+新渠道全面利好内容导购

2.1. 网购规模稳定上升，导购电商价值凸显

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。据相关数据统计，2019年我国网上商品和服务零售额已突破十万亿，同比+17%；2019年6月网购用户已达6.4亿，每100个网民平均有74人选择网络购物，网购已经成为消费者不可或缺的消费场景之一。

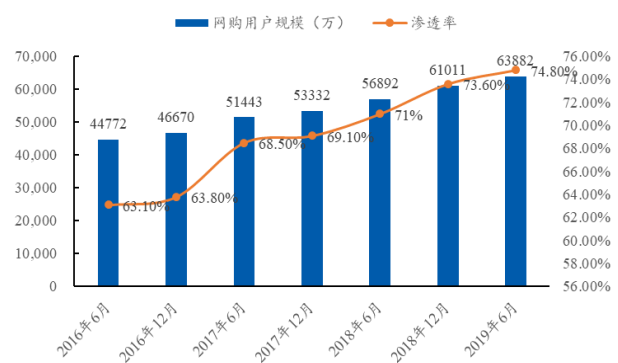
随着网络购物市场日渐成熟，网络购物也逐渐进入品质竞争阶段，用户更加注重商品质量和购物体验，电商平台从价格战转向用户粘性培养。与此同时，随着电商行业发展的日益成熟，市场参与者不断增多，竞争更加激烈，行业流量红利的日益减少，电商企业获取新用户的成本大幅提升。在这样的大背景下，电商一方面更加重视对用户的精耕细作，不断加强用户的忠诚度和粘性，提升用户在单位时间内的价值贡献；另一方面电商企业也更加重视对优质流量的争夺。

图 25: 2005-2019 年中国网上商品和服务零售额及同比增速



数据来源：国家统计局，东北证券

图 26: 2016-2019 年网购用户规模及渗透率



数据来源：艾媒咨询，艾瑞咨询，东北证券

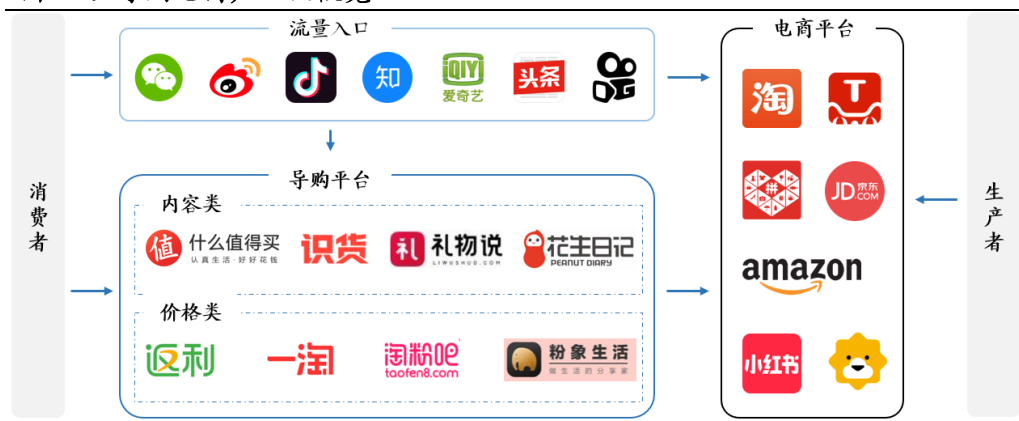
图 27: 中国网络购物市场发展阶段



数据来源：艾瑞咨询，东北证券

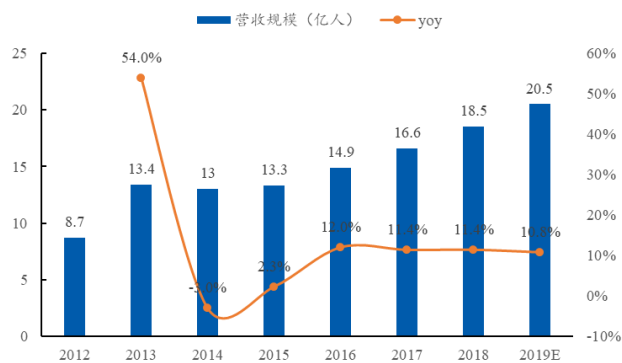
导购网站作为连接用户和电商、品牌商的重要中间平台，不仅可以为电商、品牌商提供大量、高质量的用户群体，将流量在短时间内转化为交易；而且可以提升电商、品牌商在用户中的认知度和口碑，提升用户的忠诚度和粘性，在较长的时间里为电商、品牌商持续贡献价值。根据艾瑞咨询测算，导购电商 2020 年用户规模将接近 4 亿，同时随着导购电商平台的不断成熟以及消费升级，消费者对于导购电商平台的需求会更加强烈和多元。

图 28: 导购电商产业链概览



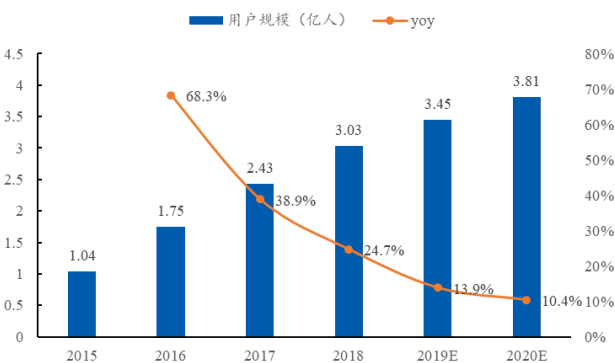
数据来源：艾瑞咨询，东北证券

图 29: 2012-2019 年中国电商导购行业营收规模趋势及预测



数据来源：艾瑞咨询，东北证券

图 30: 2015-2020 年中国导购电商用户规模趋势及预测



数据来源：艾瑞咨询，东北证券

2.2. 内容导购更具粘性，短视频贡献新渠道

2.2.1. 内容导购适应新需求，市场份额提升

按照运营模式和服务方式的不同，可以将电商导购细分为内容类导购和价格类导购。其中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，代表企业如什么值得买等；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，代表企业有返利网、一淘等。

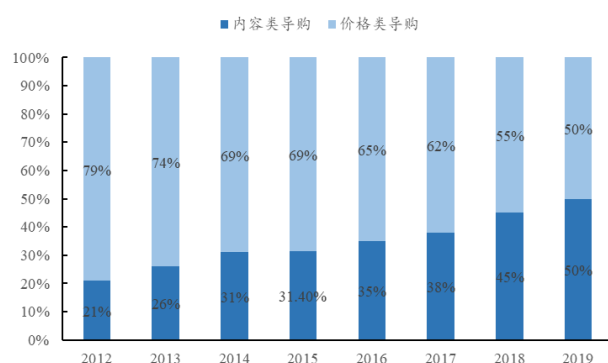
表 4: 价格类导购和内容类导购比较

	价格类	内容类
价格优势	价格优势明显，易引发抢购，制造爆款	以产品优质为主要聚焦维度，价格优势相对较小
商品丰富度	商品类目覆盖范围广泛	多适用于价格敏感度低的产品
商品品质	聚焦价格维度	精选推荐，产品质量保证
用户转化率	契合国内用户价格敏感度高的特点，转化率较高	只做内容转化率有限，一般需要与价格相结合
用户忠诚度	吸引的顾客为价格敏感型，忠诚度有限	社区用户忠诚度高，活跃度高；一些活跃用户还参与到内容制作中，用户价值最大化体现

数据来源：艾瑞咨询，东北证券

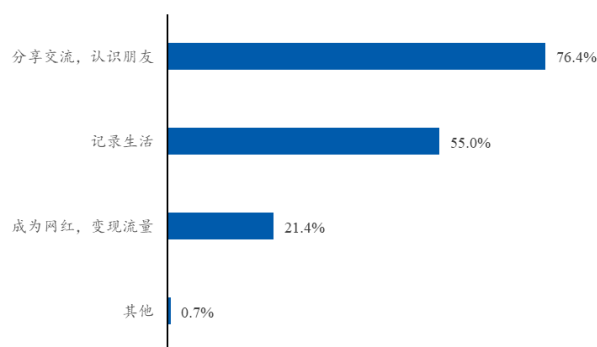
价格类导购企业由于业务模式较为简单，同质性和可替代性较高，行业竞争较为激烈。而内容类导购企业有较高的品牌壁垒与用户壁垒。在居民消费需求持续增长的趋势下，导购平台的推荐将由价格驱动越来越多地转向基于内容的价值推荐，单一价格类导购平台对用户的吸引力将逐渐降低，拥有社区属性、用户参与度较高的导购平台将在未来行业竞争中占据优势地位。

图 31: 不同类型电商导购平台的市场占比



数据来源：艾瑞咨询，东北证券

图 32: 2019 年中国导购电商用户愿意发布使用心得原因



数据来源：艾媒咨询，东北证券

随着用户消费行为和习惯的变化，社交越来越成为内容类导购电商最重要的需求，根据艾媒咨询数据，高达 84.3% 用户愿意选择在平台发布使用心得，其中 76.4% 的用户希望通过此进行分享交流并认识朋友，拥有优质内容和用户的内容类导购平台价值日益凸显。

目前市场上主要的导购电商包括值得买、一淘、淘粉吧、返利网、花生日记和粉象生活等。在盈利模式端，各大导购电商平台的主要收入来源以 CPS 佣金收入和广告收入为主，部分公司还会有会员收入。在客户资源端，天猫、京东等主流电商平台是大部分导购电商的主要客户，但比如值得买会有包括亚马逊全球、eBay、Ashford、Macy's、Linkshare、Affiliate Window 和 Commission Junction 等零售商及电商客户，具备差异化客户资源。在运营模式端，各大导购电商平台优势点各异，比如值得买的核心优势在于其基于 UGC 内容的活跃社区，用户的忠诚度、活跃度、互动性较强；也有主打低价的返利网，以及依靠会员社交裂变和微商分销体系的花生日记和

粉象生活等等。长期来看，依靠内容和社交关系变现的导购电商更具用户粘性和持续竞争力。

表 5: 主要电商导购平台对比

	值得买	一淘	淘粉吧	返利网	花生日记	粉象生活
成立时间	2010 年 6 月	2010 年 10 月	2011 年 6 月	2006 年 11 月	2017 年 7 月	2018 年 5 月
创始人	隋国栋、刘峰、刘超	淘宝孵化	刘俊、吴文涛、万力、林涛	葛永昌、朱旻、隗元元	杨仙强	李红星、赵恩惠
所在地	北京	杭州	杭州	上海	广州	杭州
融资/上市情况	2016 年，华创资本 1 亿元 A 轮； 2019 年，深圳创业板上市；		2014 年，景林资本 1 亿元 A 轮； 2015 年，辰海资本等 7500 万元 B 轮； 2015 年，挂牌新三板；	2011 年，启明创投等 5000 万美金 A 轮； 2014 年，SIG 海纳亚洲 2000 万美金 B 轮； 2015 年，乐天 1 亿美元 C 轮；	2019 年，起行资本 3 亿元 A+轮；	2019 年，DCM 中国 1000 万美元 Pre-A 轮；
商业模式	内容驱动型	价格驱动型	价格驱动型	内容价格双驱动	内容价格双驱动	价格驱动型
核心亮点	以 UGC 为主，用户的忠诚度、活跃度、互动性是核心竞争优势	阿里巴巴集团旗下官方促销类导购平台	超高返利+极速到账；电商生态链平台	线上电商+线下实体企业双渠道合作导购；	“消费+分享”双惠模式，利用微商裂变模式进行推广	平台 CPS+会员制的“双轮战略”
盈利模式	CPS 佣金+广告展示收入+效果营销服务	CPS 佣金+广告展示收入	CPS 佣金+广告展示收入	CPS 佣金+广告展示收入	CPS 佣金+广告展示收入+会员收入	CPS 佣金+广告展示收入+会员收入+自营收入
GMV	2019 年 151 亿			2018 年 400 亿	2019 年 690 亿	2019 年百亿级
合作伙伴	阿里巴巴、京东、亚马逊全球、苏宁易购、国美在线等	淘宝网、天猫、飞猪等	天猫、淘宝、京东、苏宁易购等	天猫、淘宝、京东、苏宁易购、苹果中国等	阿里巴巴等	淘宝、天猫、京东、拼多多、唯品会、苏宁易购、蘑菇街等

数据来源：公司官网，公司公告，企名片，搜狐新闻，艾媒网，东北证券

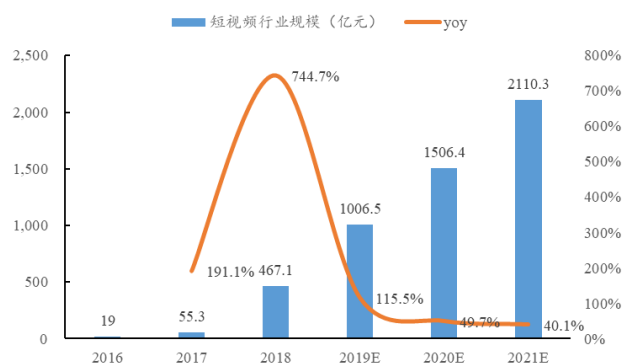
2.2.2. 短视频赋能导购电商，提升变现效率

自 2017 年起，短视频行业流量基础增长迅速，从用户规模和用户粘性两方面完成了流量的快速积累。根据艾瑞咨询数据，2018 年，短视频行业市场规模达 467.1 亿元，增长率达 744.7%，预计到 2021 年将达到两千亿市场规模水平。

2018 年初，短视频行业市场格局初定，头部短视频和直播新媒体平台纷纷搭建商业化平台，为 KOL 提供了大量的信息流变现机会。根据艾瑞咨询数据，2018 年中国短视频广告市场规模为 187.9 亿元，同比增速达 732.8%，预计到 2021 年将达到 1,047.8 亿元，同比增速达 42.8%。相较于图文，短视频高频的传播效率与内容感染力使其具备相当的带货能力，短视频的丰富流量可帮助导购电商解决平台的获客焦

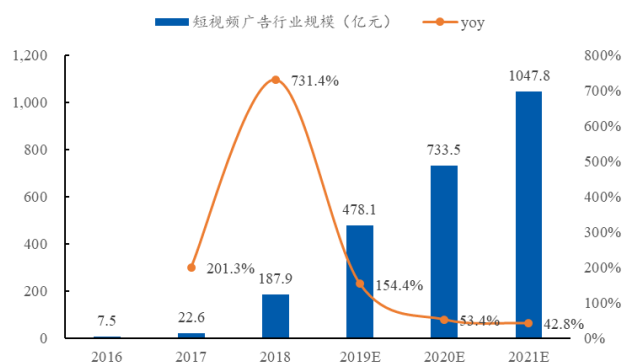
虑，布局短视频平台有利于导购电商构建更丰富的内容生态，形成独特优势，且短视频营造的参与感以及催生的购物欲能够在一定程度上帮助导购电商缩短变现路径，未来短视频+导购电商的模式或许能催生新量级赛道。

图 33: 2016-2021 年短视频行业规模及增速



数据来源：艾瑞咨询，东北证券

图 34: 2016-2021 年短视频广告行业规模及增速



数据来源：艾瑞咨询，东北证券

3. 核心优势：内容+技术驱动的用户价值延展

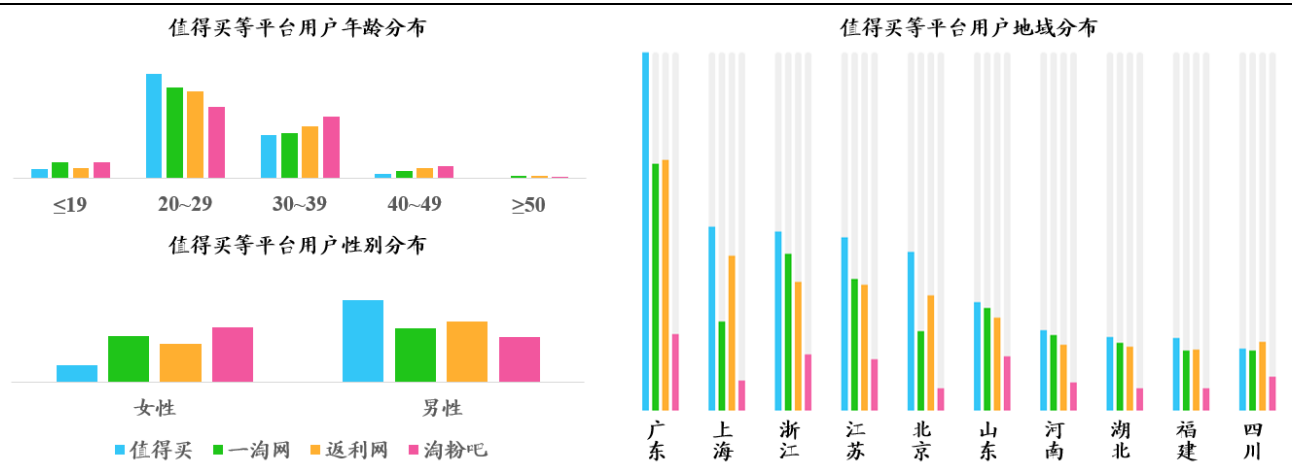
导购电商商业闭环的形成在于流量端、内容端和变现端的链路打通和串联。于流量端，低获客成本、优质用户画像、高活跃及留存率等是用户基础；于内容和产品端，优质产品体验、高内容数量和质量、强 UGC 内容属性等是良性发展的推力；于变现端，多品类变现能力、多元场景渠道是自循环的关键因素。我们认为，值得买在用户端和内容端已具备先发优势，优质内容社区已经成熟；在此基础上，公司发力“辅助消费决策”定位，在产品技术端持续迭代升级，不断延展用户价值，品类和场景扩展的持久商业变现大有可为。

3.1. 用户端：沉淀高价值核心用户之上扩圈

值得买通过不断强化“为用户提供优质消费类内容”的价值理念，成功聚拢核心用户群体，抓取了特定人群的用户心智。我们认为，值得买的核心用户群体从用户画像行为和用户价值等多维度均显现出其优质的属性，成为值得买内容端和变现端的底层流量基础。

值得买的核心用户画像为一二线主流城市 20~40 岁的男性用户。横向比较来看，相较于一淘、返利网和淘粉吧等其他导购电商而言，值得买的用户群体体现出更年轻，所处地区更发达的两大特点。首先，从年龄分布来看，值得买在 20-29 岁之间的用户群体占比为 64.48%，高于一淘网的 56.32%和返利网的 53.72%；其次，从地域分布来看，值得买相较于其他导购电商网站也拥有更多地处广东、上海、浙江、江苏和北京等发达省份的用户，凸显其核心用户的价值属性。而随着值得买的内容来源更加多样化，女性用户占比也在持续提升，未来的用户属性将更加均衡优化，用户的消费潜力也将得到充分释放。

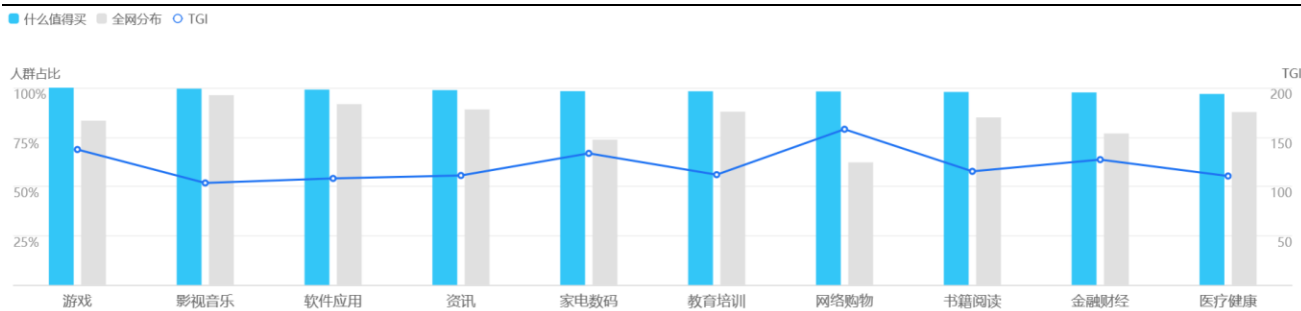
图 35: 值得买和其他同类产品用户画像分析



数据来源: 百度指数搜索占比 (2020 年 4 月 1 日-2020 年 4 月 30 日), 东北证券

对应的, 值得买的核心用户群体在用户行为方面也更具优质性。根据百度指数, 这类用户关注游戏、影视音乐、软件应用、资讯、家电数码、网络购物以及金融财经等内容领域, 是受教育程度高、消费能力强、忠诚度和活跃度高的用户群体, 具备优质的内容创作潜力和消费潜力。

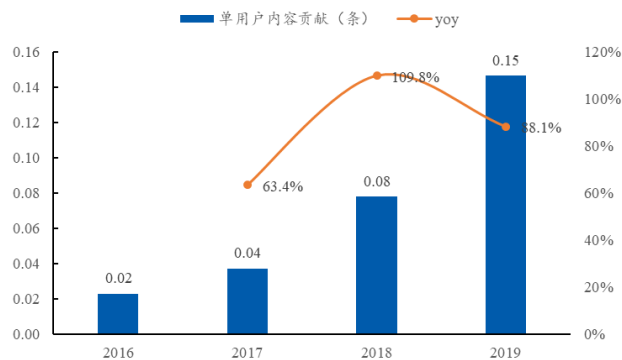
图 36: 值得买用户群体兴趣分布



数据来源: 百度指数搜索占比 (2020 年 4 月 1 日-2020 年 4 月 30 日), 东北证券

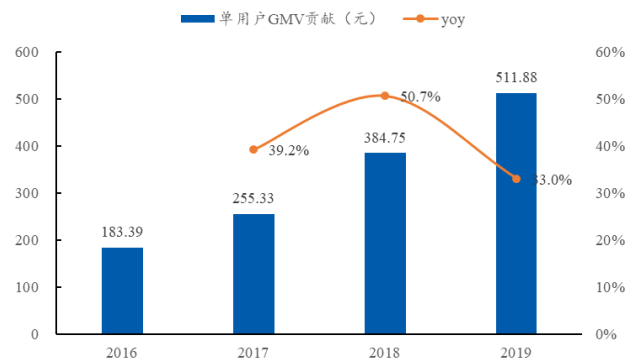
反映到数据层面, 值得买用户首先是高活跃的, 2019 年值得买月活用户数接近三千万, 平均日使用次数达到 8.7 次。高活跃用户行为也对应更高用户贡献, 值得买单用户价值持续增厚。具体来看, 在社区内容贡献度上, 2019 年值得买用户的人均内容贡献同比+88.1%, 每百人可贡献 15 条内容彰显用户的内容创造价值; 而在 GMV 贡献度上, 2019 年值得买用户的人均 GMV 贡献同比+33%, 单用户贡献已经达到 511.88 元销售额。值得买的用户群体真正做到了社区内容+GMV 双输出。

图 37: 2016-2019 年值得买单用户内容贡献



数据来源：公司公告，东北证券

图 38: 2016-2019 年值得买单用户 GMV 贡献



数据来源：公司公告，东北证券

3.2. 内容端：运营+技术输出多元高质量内容

3.2.1. 质量合一，多元消费内容话题

1) 丰富内容频道，聚合优质消费内容

值得买持续为用户提供全面的优质内容矩阵。目前什么值得买核心内容板块已全面升级为好价、社区、生活和百科四大频道，从不同维度和层面向消费者介绍高性价比、好口碑的商品和服务。好价频道实时发布全球高性价比的品质商品和服务信息；社区频道则定位为生活消费领域的内容分享平台，鼓励用户通过原创文章形式，展现消费主张；百科频道提供全网各类品牌、商品信息、消费知识的消费百科全书，辅助用户进行消费决策。而近期上线的生活频道，则汇聚外卖、餐饮、寄件、出行等诸多全网生活优惠，进一步满足值得买用户的优惠消费需求。

表 6: 值得买主要栏目频道介绍

主栏目	子栏目	内容介绍
好价	“好价”主频道	采用机器算法与编辑人工审核相结合的方式快速发布来自全球的优惠信息，并通过大数据能力进行千人千面的精准呈现；
	“优惠券”频道	向用户提供来自于天猫、京东、国美、苏宁等电商以及众多品牌商的优惠券，越来越多的用户形成了“先领券、再购物”的习惯；
	“白菜”频道	该频道主要覆盖了各电商平台高质低价且包邮或凑单包邮商品，例如日用品、家居清洁、数码配件等；
社区	“好文”频道	主要承载来自社区达人用户和媒体机构分享的消费内容，形成以攻略、晒物、评测、榜单等为主打内容类型，以海量聚合型话题为线索，聚合大量价值内容；
	“晒物”频道	该频道的内容形式以短图文和短视频为主，与好文频道的深度和内容互为补充，依托于社区达人和媒体机构分享的大量真实、原创的轻短消费内容；
	“达人”频道	该频道提供各种活动玩法和奖励形式，促进优质内容更精准地获取流量，并提升优秀作者在社区用户群体中的影响力；
	“众测”频道	主要组织新奇产品或服务的试用活动，开放给用户免费申请体验，已陆续推出了数千款免费体验产品，涵盖电脑数码、家用电器、日用百货、商旅、汽车等多个品类；
生活	“资讯”频道	以什么值得买编辑团队与合作媒体机构为主要的内容提供方，关注各行业新品发布信息和业内动态，致力于呈现准确性、权威性、时效性与价值性兼具的精选资讯文章；
	“生活”频道	围绕用户吃穿住行、吃喝玩乐，帮助用户花的值、花的省，作为一站式消费决策平台，生

	活频道是值得买在线下消费场景的延展;	
百科	“品牌库”频道	该频道为每个品牌建立品牌专区,聚合品牌的全网优质内容,包括品牌大事记、品牌口碑、全网资讯、商品目录等,中立客观地将品牌理念和品牌服务全方位的呈现给用户;
	“商品库”频道	该频道通过结构化展示,将商品信息以及价格走势更直观和系统地呈现给用户,帮助用户进行更快速的消费决策;
	“名词库”频道	该频道提供丰富的消费生活知识、专业名称解释、专利技术解读,收录所有和消费生活息息相关的知识内容,满足用户获取更全面消费知识的需求;
	“每日推荐”频道	该频道根据品质、性价比、关注热度、网友口碑等多个维度,在海量用户推荐的消费内容中精心挑选,去伪提炼,让用户在碎片化时间中也可以快速全面地了解一个品牌、一个产品的核心亮点或一个名词背后的消费知识;

数据来源:公司公告,什么值得买 APP,东北证券

2) 品类扩充, 拓宽内容边界

在围绕“构建持续不断地为用户提供优质消费类内容的能力”的内容生态体系建设下,值得买内容数量持续增长,2019 年全年平台合计发布内容数量 561.67 万条,同比+84.23%。在内容产生数量高速增加的同时,值得买在覆盖商品品类的延展上和话题领域的开拓不断深化,美妆个护、母婴生活等等话题内容也成为“值友”关注的热门话题。

图 39: 值得买个护美妆类内容



数据来源: 什么值得买官网, 东北证券

图 40: 值得买母婴类内容



数据来源: 什么值得买官网, 东北证券

以值得买 2020 年 5 月热门文章 TOP10 为例,可以看到在精选优惠信息的基调之上,不断延展在衣、食、住、行、用、学、娱等与日常生活息息相关的消费领域的内容覆盖,符合其生活消费领域的内容分享平台战略方向,有望进一步扩大其核心受众群体和变现能力。

表 7: 值得买 2020 年 5 月热门文章 TOP10

序号	名称	作者	话题	收藏量	点赞量	评论量	赞评比
1	目前最全的京东 PLUS 会员权益盘点, 免费领取 PLUS 会员了解一下	神秘消逝	#能省会赚	23,339	2,615	1,082	2.42
2	茶叶你喝对了么——思维导图帮你看懂茶叶分类+茶叶冲泡攻略+平价好茶推荐	方石开	#春季饮品大赏	18,894	2,629	588	4.47
3	【最新发布】简单快速高效领京豆——2020 链接版	朽潘	#能省会赚	16,002	1,710	303	5.64
4	牛排小白看这里, 保姆级煎牛排教程: 牛排、厨具、调料、步骤, 一篇搞定	蒙面肉哥	#购物攻略	12,352	1,260	339	3.72
5	装修都干啥? 一文详解装修全流程, 40 天可装完!	齊大圣	#种草大会	11,488	1,016	214	4.75
6	装修就是花钱买教训! 这些打脸的设计, 劝你一个都不要做	新住家居	#家装经验谈	8,998	1,670	602	2.77
7	攻略: 低至原版的 3 折! 扒出无印良品零食的代工同款 (篇一)	零食封神榜	#购物攻略	9,290	1,310	342	3.83
8	省钱攻略: 起底大牌零食的超值“工厂货”, 让你省出一部 iPhone! 肉类篇	零食封神榜	#这个零食贼好吃	9,515	1,262	274	4.61
9	都是成年人了, 就不要送一些没有意义的废物了 (非常实用的 520 礼物指南, 不要踩坑)	小小值姐姐	#经验攻略	8,755	1,017	937	1.09
10	目前最全的京豆签到篇 2020 年 V2 修正链接版 (月均撸 10000 豆)	神秘消逝	#能省会赚	9,456	795	402	1.98

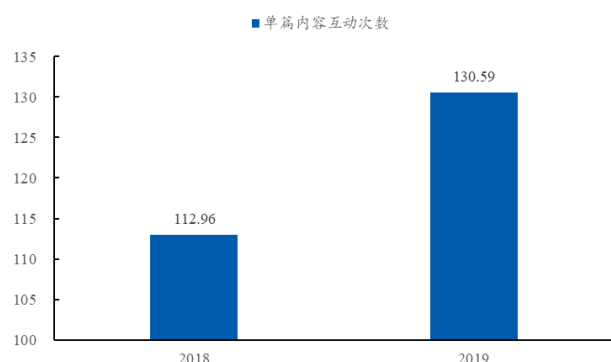
数据来源: 什么值得买 APP, 东北证券

注: 排行数据截至 2020 年 5 月 10 日

3) 高质量内容, 去中心化稳定生态

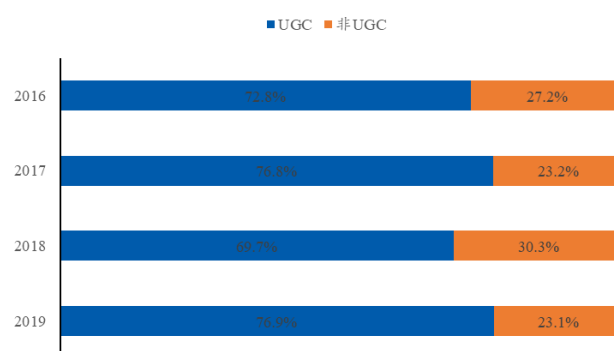
从内容质量上看, 值得买的内容互动性高, 赞评比稳定。2019 年值得买单篇内容的互动次数达到了 130.59 次, 较去年再提升 15.61%。再以 2020 年 5 月热门文章 TOP10 为样本, 可以看到值得买的爆款文章均拥有较高数量的阅读量, 优质文章和话题甚至可以做到 1:1 的点赞和评论, 背后反映的实质是其内容的优质度和社区的活跃度。从内容属性上看, 我们认为去中心化的内容生产方式是社区稳定的核心, 值得买的内容属性始终以 UGC 为主导, 用户贡献内容 2019 年高达 76%, 充满自驱动的内容来源强化内容的社区稳定结构, 助力值得买核心壁垒的加强。

图 41: 2018-2019 年值得买单篇内容互动次数



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 42: 2016-2019 年值得买 UGC 和非 UGC 内容比例



数据来源: 公司公告, 东北证券

3.2.2. 运营激励, 构建内容生态体系

在内容生产端, 值得买深耕图文内容形式, 用户生产和分享内容的学习成本和门槛相对较低。尤其是“晒物”频道的推出, 其内容形式以短图文和短视频为主, 平台用户可以更加便捷和低门槛的生产和分享内容, 与好文频道的深度和内容互为补充。与此同时, 值得买在各细分领域内持续发掘和激励专业创作达人, 推出创作者动态奖励、达人认证、达人影响力等举措, 通过站内浓厚的创作氛围, 激发用户创作动力和分享的欲望, 实现普通用户向优质内容创作者的转化, 产生更多优质的原创内容, 使值得买成为更具吸引力的多元化内容平台。

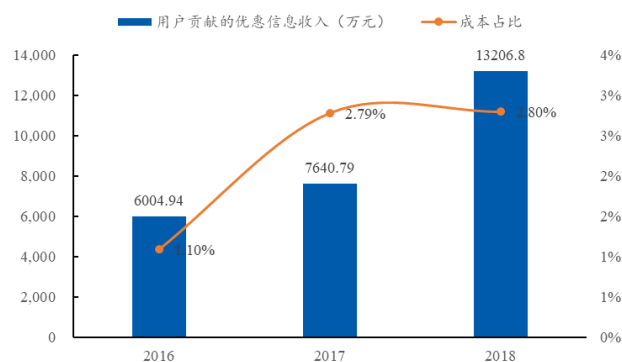
表 8: 值得买用户奖励规则及对比

采纳情况	值得买	惠惠网	识货	慢慢买
有效爆料	0.2-1.8 元+动态奖励	0.5-2 元	5 元	0.1-2 元
原创文章	10-20 元+动态奖励	10 元	10 元	-
精华爆料	1.8 元+动态奖励	2 元	-	2 元
兑换内容	优惠券、购物卡、实物礼品	优惠券、购物卡、实物礼品	优惠券、实物礼品	优惠券、购物卡、实物礼品

数据来源: 公司公告, 东北证券

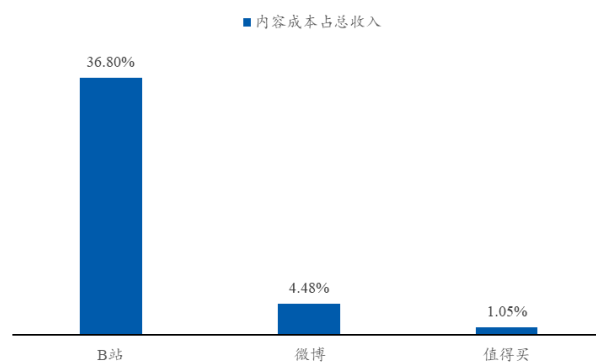
而从内容投入产出比看, 值得买的内容激励体系具备高性价比。我们基于用户贡献口径计算, 值得买用户贡献的优惠信息的内容成本仅占其对应收入的 3%。基于内容成本/总收入口径计算, 值得买内容成本占比仅为 1.05%, 相较于 B 站的 36.8%和微博的 4.48%等平台而言也处于较低水平。

图 43: 2016-2018 年值得买内容成本占比



数据来源：公司公告，东北证券

图 44: 不同平台内容成本收入占比比较



数据来源：公司公告，东北证券

注：B 站和微博数据采用 2019 年 revenue sharing cost/total revenue 计算，值得买数据采用 2018 年优惠信息成本/总收入计算

在内容运营端，值得买围绕内容运营，继续发力优质内容生态的建设，通过对各个时间点的重点活动的打造，进一步提升优质内容和商品对用户的触达效率。在日常的内容运营中，也分别开设了分类主题、话题广场、热文排行等功能模块，优化消费内容的呈现形式，进一步提升了品类运营、活动运营的精细化程度。

图 45: 值得买“618”专题内容运营



数据来源：公司公告，东北证券

图 46: 值得买“双 11”专题内容运营



数据来源：公司公告，东北证券

图 47：值得买内容创作和运营体系介绍



数据来源：什么值得买 APP，东北证券

3.2.3. 千人千面，技术驱动对焦需求

近年来值得买进一步明确“价值驱动”和“技术驱动”的发展战略，公司研发人员数量和研发投入不断提升，通过不断实践和积累已经研发并储备了多项核心技术和自主知识产权。截止 2019 年 12 月 31 日，公司及下属子公司共拥有 93 项软件著作权、18 项经登记的作品著作权。

表 9：2017-2019 年值得买研发情况

	2019	2018	2017
研发人员数量（人）	311	251	189
研发人员数量占比	32.13%	29.39%	33.69%
研发投入金额（亿元）	1.07	0.72	0.53
研发投入占营业收入比例	16.24%	14.22%	14.38%

数据来源：公司公告，东北证券

公司不断加大对产品和技术的支持力度，加强大数据体系建设，提升大数据智能推荐技术在前台业务端的应用力度，基于大数据的智能推荐系统也进一步迭代升级。具体表现在：一方面，基于机器学习的智能推荐模型的计算性能、数据处理和分析能力、内容分发的承载能力大幅提升。同时，智能推荐模型由决策树模型升级为深度神经网络模型，结合实时特征等项目可以更加精准且实时洞察用户的需求。另一方面，智能推荐系统的应用范围持续扩大，在移动客户端 APP 首页之外，推广至好价频道以及 PC 网站首页等，展示内容基于用户画像分析其特征和需求，对应推出个性化的展示界面和内容，精准满足用户多元的内容浏览需求，进一步提升用户体验和商业变现效率。

图 48: 值得买产品“千人千面”推荐系统



数据来源: 什么值得买官网, 什么值得买 APP, 东北证券

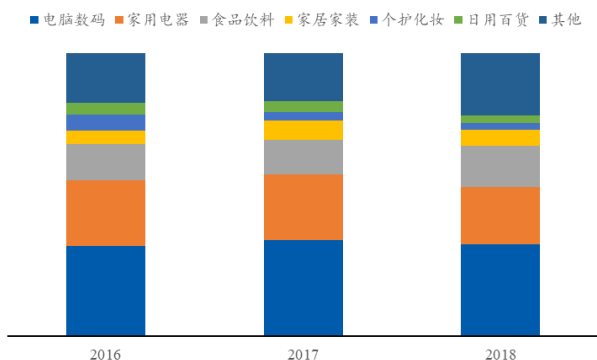
3.3. 变现端: 横向扩品+多元变现场景, 高增长未来可期

1) 强化合作+品类拓展, 变现能力纵深

我们认为, 值得买变现能力持续加强的驱动力首先立足于其覆盖商品品类的扩张。公司目前已经与阿里巴巴、京东、拼多多、亚马逊全球、苏宁易购、戴森、耐克等众多国内外知名电商、品牌商达成了长期友好的合作伙伴关系。尤其是阿里巴巴和京东, 每年持续为公司创造稳定收益。

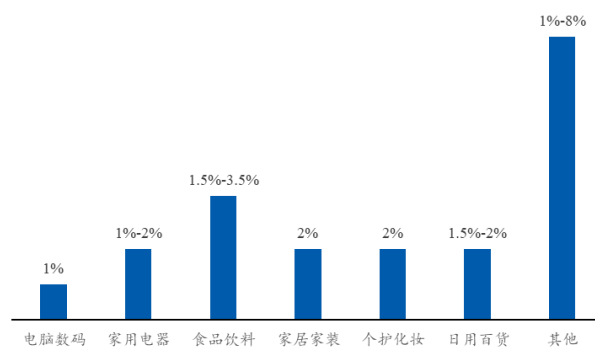
在加强与国内外各主流电商平台和电商联盟之间合作的同时, 值得买持续推进品类扩充战略, 不断增加内容覆盖的品类和用户群, 除 3C 家电外的品类 GMV 贡献逐年上升, 同时对应更高比例的佣金分成, 对于值得买营收增长起到积极拉升作用。2018 年, 非电脑数码+家用电器品类合计 GMV 贡献占比已上升至 47.39%, 同比 +4.59pcts。与此同时, 相较于电脑数码和家用电器稳定在 1%-2% 的佣金比例, 其他品类 1.5%-8% 的佣金分成表现出其成长性, 商业变现效率有望进一步加强。

图 49: 2016-2018 年值得买不同品类 GMV 占比



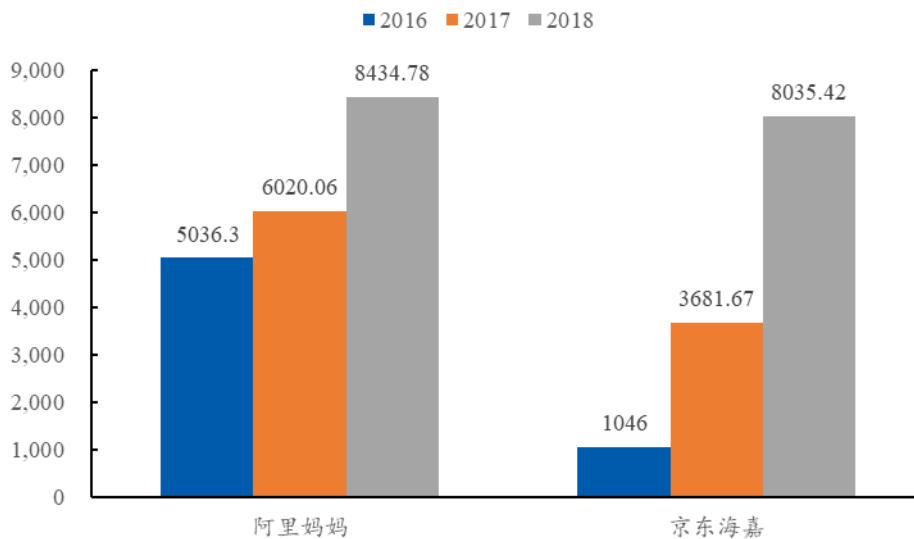
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 50: 值得买不同品类佣金分成比例



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 51: 2016-2018 年值得买阿里妈妈、京东海嘉佣金收入情况 (万元)



数据来源: 公司公告, 东北证券

注: 由于京东导购佣金 2017 年起归口调整, 京东实际导购佣金为电商导购佣金收入+互联网效果营销平台服务收入

2) 内容升级+MCN 运营, 拓宽变现场景

2020 年 4 月 30 日, 公司发布非公开发行股票方案, 拟向不超过三十五名符合证监会规定的特定对象募集总额不超过 10 亿元的资金, 用于内容平台升级和消费类 MCN 项目的投入。

通过内容平台升级项目的投入, 公司增设短视频和直播营销模式, 致力打造“社区+短视频及直播”的商业模式, 有望实现内容展现形式多元化, 提升平台活跃度和交易量, 进一步提高客户对值得买的信任感和认同度。通过多元化消费类 MCN 项目的投入, 公司将打造并经营基于内容的垂直领域 MCN 机构, 孵化和招募 KOL, 凭借优质内容的创作、分发以及多元化营销活动的开展, 打通从消费内容呈现到电商流量变现的全流程, 提升公司品牌知名度, 完善公司营销产业链布局。

表 10: 值得买非公开发行 A 股股票募集资金用途介绍

序号	项目名称	投资总额 (万元)	拟使用资金 (万元)
1	内容平台升级项目	71,153.15	53763.03
2	多元化消费类 MCN 项目	18,288.85	9240.81
3	消费互联网研究项目	15,696.35	14635.65
4	补充流动资金项目	22,360.51	22360.51
	合计	127,498.86	100,000.00

数据来源: 公司公告, 东北证券

4. 盈利预测

4.1. 核心假设

1) 营业收入：我们对值得买两大主业分别进行营收预测，综合预计公司 2020-2022 年收入增速分别为 32.70%/25.05%/20.37%，对应营业收入为 8.78/10.99/13.22 亿元。

其中：

信息推广业务：公司持续重视内容生态体系的建设，预计用户规模和内容品类将保持稳定发展，对应 MAU 体量，单用户 GMV 贡献以及 take rate 将保持稳定增长，同时随着公司短视频/直播业务的开展，预计从 2021 年起稳定贡献收入业绩，对应 2020-2022 年分别实现 6.04/7.56/9.11 亿元收入；

互联网效果营销业务：假设公司互联网效果营销业务将保持行业平均水平，预计公司 2020-2022 年互联网营销业务将实现 2.74/3.43/4.11 亿元收入。

2) 毛利率及费用：我们认为公司 2020 年业务稳定发展，各项业务毛利率将维持稳定水平。

4.2. 盈利预期

根据核心假设，公司 2020-2022 年预计分别实现营业收入 8.78/10.99/13.22 亿元，同比增长 32.70%/25.05%/20.37%，实现归母净利润 1.5/1.8/2.2 亿元，同比增长 25.61%/21.10%/18.74%，对应 EPS 分别为 1.86/2.25/2.67 元。

表 11：2020-2022 年值得买营收及毛利预测

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	661.37	878.49	1,098.52	1,322.25
yoy	30.5%	32.8%	25.0%	20.4%
毛利率	71.5%	71.3%	70.5%	70.1%
信息推广服务收入	448.77	604.24	755.71	910.87
yoy	10.2%	34.6%	25.1%	20.5%
毛利率	70.8%	69.7%	68.5%	68.0%
互联网效果营销收入	212.60	274.25	342.82	411.38
yoy	113.2%	29.0%	25.0%	20.0%
毛利率	73.4%	75%	75%	75%

数据来源：Wind，东北证券

4.3. 可比估值及目标市值

值得买是一家以内容社区驱动的导购电商，因此我们选取同样为导购电商业务的 KAKAKU，以及基于内容和社交关系变现的 B 站和拼多多作为参考，以 PS 作为估值指标，三家公司的平均 PS 为 15.37 倍，考虑到公司是内容导购电商领域的龙头企业，在 A 股具备一定稀缺性，因此给予 2020 年 16 倍 PS，目标市值 140.48 亿元，对应目标价 173.43 元，首次覆盖，予以“买入”评级。

表 12: 值得买可比估值 (截止到 2020 年 6 月 26 日收盘价)

证券代码	证券简称	总市值	PS
BILI.O	哔哩哔哩	14.61B USD	13.35
PDD.O	拼多多	101.99B USD	22.39
2371.T	KAKAKU.COM	568.65B JPY	10.37
均值			15.37

数据来源: Wind, 东北证券

5. 风险提示

政策监管风险、行业竞争加剧风险、用户增长放缓风险、对单一客户高度依赖风险、网站运营

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	81	90	131	192	净利润	119	150	181	215
交易性金融资产	414	414	414	414	资产减值准备	2	0	0	0
应收款项	202	254	326	387	折旧及摊销	13	13	13	13
存货	5	4	7	7	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	22	25	26	28	财务费用	5	7	7	7
流动资产合计	723	786	903	1,029	投资损失	-5	0	0	0
可供出售金融资产					运营资本变动	0	-20	-19	-19
长期投资净额	0	0	0	0	其他	-4	0	0	0
固定资产	295	443	564	699	经营活动净现金流量	130	150	182	216
无形资产	6	6	6	6	投资活动净现金流量	-396	-161	-134	-148
商誉	0	0	0	0	融资活动净现金流量	339	20	-7	-7
非流动资产合计	316	464	585	720	企业自由现金流	11	17	71	90
资产总计	1,039	1,250	1,489	1,748					
短期借款	0	0	0	0	财务与估值指标				
应付款项	39	47	64	76		2019A	2020E	2021E	2022E
预收款项	1	2	2	2	每股指标				
一年内到期的非流动负债	15	15	15	15	每股收益 (元)	1.48	1.86	2.25	2.67
流动负债合计	154	188	245	290	每股净资产 (元)	9.32	11.51	13.76	16.43
长期借款	119	119	119	119	每股经营性现金流量 (元)	1.61	1.86	2.26	2.68
其他长期负债	16	16	16	16	成长性指标				
长期负债合计	135	135	135	135	营业收入增长率	30.4%	32.7%	25.0%	20.4%
负债合计	289	322	380	424	净利润增长率	24.4%	25.6%	21.3%	18.7%
归属于母公司股东权益合计	751	928	1,109	1,324	盈利能力指标				
少数股东权益	0	0	0	0	毛利率	71.6%	71.3%	70.5%	70.1%
负债和股东权益总计	1,039	1,250	1,489	1,748	净利率	18.0%	17.0%	16.5%	16.3%
					运营效率指标				
利润表 (百万元)					应收账款周转率 (次)	111.26	105.18	108.22	106.70
	2019A	2020E	2021E	2022E	存货周转率 (次)	9.40	5.75	7.57	6.66
营业收入	662	878	1,099	1,322	偿债能力指标				
营业成本	188	252	324	395	资产负债率	27.8%	25.8%	25.5%	24.3%
营业税金及附加	10	13	16	20	流动比率	4.70	4.19	3.68	3.55
资产减值损失	0	0	0	0	速动比率	4.65	4.15	3.64	3.50
销售费用	150	200	250	300	费用率指标				
管理费用	84	111	139	167	销售费用率	22.7%	22.7%	22.7%	22.7%
财务费用	4	6	6	6	管理费用率	12.7%	12.7%	12.7%	12.7%
公允价值变动净收益	0	0	0	0	财务费用率	0.6%	0.7%	0.6%	0.4%
投资净收益	5	0	0	0	分红指标				
营业利润	130	165	199	236	分红比例	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业外收支净额	0	0	0	0	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
利润总额	130	165	199	236	估值指标				
所得税	11	15	17	21	P/E (倍)	97.50	64.01	52.79	44.47
净利润	119	150	181	215	P/B (倍)	15.46	10.32	8.63	7.23
归属于母公司净利润	119	150	181	215	P/S (倍)	9.57	10.89	8.71	7.24
少数股东损益	0	0	0	0	净资产收益率	15.9%	16.1%	16.3%	16.3%

资料来源：东北证券

分析师简介:

宋雨翔: 上海财经大学金融硕士, 哈尔滨工业大学通信本科, 现任东北证券传媒行业首席分析师。曾任东吴证券研究所分析师, 天风证券研究所分析师, 新财富团队核心成员。2016年以来具有4年证券研究从业经历。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中所涉及的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 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, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

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, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15%以上。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。
	减持	在未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	15213310661	jinyue@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	18153683452	zhouying1@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
赵稼恒	021-20361229	15921911962	zhaojiaheng@nesc.cn