

值得买 300785.SZ

# 社区商业化增强+电商高景气，20H1 净利预计增长超预期



## 核心观点

- **公司发布 2020 上半年业绩预告**: 预计 2020 年上半年实现归属净利润 6,085 万元-7,021 万元, 同比增长 30%-50%; 预计非经常性损益对净利润的影响为 900 万元-1000 万元, 若假设非经损益为 1000 万元, 则上半年扣非归属净利预计为 5,085 万元-6,021 万元, 同比增长 12%-33%。
- **疫情负面影响减弱, 20Q2 业绩增长加速**。公司 Q1 实现归属净利润 1899 万元, yoy+4.6%; 实现扣非归属净利润 1,446 万元, yoy-16.3%。我们测算 Q2 单季实现归属净利润 4,187 万元-5,123 万元, 同比增长 46%-79%; 假设上半年非经常性损益为 1000 万元, 则 Q2 实现扣非归属净利 3,639-4,575 万元, 同比增长 30%-63%, 相比 Q1 增速大幅提升, 疫情的负面在逐渐减弱。
- **公司盈利性拐点初现, 预计可稳定提升。我们预计 Q2 业绩增速提升原因**: 1) 公司上半年积极推荐社区内容改革, 社区内容组织架构更加合理化, 社区内容多元化、丰富化, 社区商业化价值被广告主认可, 效果逐渐显现, 公司广告收入稳定提升; 2) 电商行业高景气度, 4-6 月份全国快递业务量增速分别为 (32.1%/41.1%/36.8%), 公司作为电商平台的上游流量入口将受益; 3) 此外, 公司上半年加大市场投放, 我们预计社区流量仍会持续增长。
- **值得买的社区价值逐步显现**。公司近期拟定增投入于直播、短视频等更多样的产品形态, 开展 MCN 业务, 丰富消费类内容输出、扩大受众人群, 有利于提升平台的内容质量, 加深内容创作者和用户的黏性, 丰富社区变现渠道。

## 财务预测与投资建议

- 由于上半年业绩预增超预期, 我们将 20-22 年的收入由 8.3/10.4/12.6 亿上调至 8.5/10.7/13.0 亿; 预计全年会产生股权激励摊销费用及市场投放费用增加, 我们维持净利润 1.45/1.85/2.32 亿的假设, 采用单用户价值进行估值, 对标可比公司均值, 公司合理单用户价值为 470 元/人, 目标价 172.13 元, 维持“买入”评级。

## 风险提示

用户增长遇到瓶颈, 非公开发行实施进度不及预期, 股权激励目标达成情况不及预期

公司主要财务信息					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	508	662	854	1,071	1,302
同比增长(%)	38.3%	30.4%	29.0%	25.4%	21.6%
营业利润(百万元)	106	130	159	207	258
同比增长(%)	6.8%	22.2%	22.4%	30.4%	24.4%
归属母公司净利润(百万元)	96	119	145	185	232
同比增长(%)	11.0%	24.4%	21.7%	27.7%	25.2%
每股收益(元)	1.19	1.48	1.80	2.30	2.87
毛利率(%)	73.7%	71.6%	71.9%	72.0%	72.1%
净利率(%)	18.9%	18.0%	17.0%	17.3%	17.8%
净资产收益率(%)	32.9%	22.1%	17.9%	19.3%	19.8%
市盈率	120.3	96.7	79.5	62.2	49.7
市净率	35.1	15.3	13.3	11.0	9.0

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测, 每股收益使用最新股本全面摊薄计算,

## 投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2020年07月15日)	142.89 元
目标价格	172.13 元
52周最高价/最低价	208.49/40.92 元
总股本/流通 A 股(万股)	8,058/2,289
A 股市值(百万元)	11,515
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2020年07月16日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	7.44	-19.86	-5.73	249.19
相对表现	8.06	-39.82	-30.67	225.13
沪深 300	-0.62	19.96	24.94	24.06



资料来源: WIND、东方证券研究所

**证券分析师** 项雯倩  
021-63325888\*6128  
xiangwenqian@orientsec.com.cn  
执业证书编号: S0860517020003

**证券分析师** 吴丛露

wuconglu@orientsec.com.cn  
执业证书编号: S0860520020003

**证券分析师** 李雨琪  
021-63325888-3023  
liyuyi@orientsec.com.cn  
执业证书编号: S0860520050001

**联系人** 詹博  
021-63325888\*3209  
zhanbo@orientsec.com.cn

## 相关报告

- Q1 收入增速超预期, 拟定增加社区内容形态升级: 2020-05-06
- 值得买 2019 年报点评: 用户活跃度提升, GMV 维持高速增长: 2020-04-17
- 拥抱领先 UGC 社区, 响应数码智连新时代: 2020-02-27

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格, 据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

**表 1：值得买可比公司估值表**

公司	市值（亿 RMB）	MAU（万）	市值/月活（元/人）
值得买	115	2,951	390
B 站	992	17,240	576
小红书	400	10,978	364
可比公司均值			470

资料来源：公司公告，易观千帆，东方证券研究所

### 风险提示

用户增长遇到瓶颈：目前短视频和直播类平台占据用户时长占比在增加，值得买社区内容目前以图文为主，今年将逐渐拓展视频、直播等新的内容形态，如果拓展效果不及预期，公司可能面临被其他社区平台分流的情况，用户增长遇到瓶颈。

股权激励目标达成情况不及预期：公司近期推出了上市以来首次股权激励计划，第一期的解锁条件是 2020 年扣非净利相对 19 年增长 25%，如果下半年业务增速放缓，则有全年业绩难以达到解锁目标的风险。

非公开发行实施进度不及预期。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	7	81	154	364	634	营业收入	508	662	854	1,071	1,302
应收票据及应收账款	138	202	289	376	431	营业成本	134	188	240	299	363
预付账款	3	2	2	3	4	营业税金及附加	12	10	10	14	17
存货	1	5	4	4	5	营业费用	135	150	196	243	296
其他	156	434	520	497	522	管理费用及研发费用	131	191	253	313	380
<b>流动资产合计</b>	<b>305</b>	<b>723</b>	<b>968</b>	<b>1,243</b>	<b>1,596</b>	财务费用	(2)	4	7	5	1
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	2	0	0	0	0
固定资产	200	295	236	177	118	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	0	0	0	1	1	投资净收益	5	5	5	5	5
无形资产	5	6	5	4	3	其他	6	6	5	6	7
其他	8	15	5	5	5	<b>营业利润</b>	<b>106</b>	<b>130</b>	<b>159</b>	<b>207</b>	<b>258</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>213</b>	<b>316</b>	<b>247</b>	<b>186</b>	<b>127</b>	营业外收入	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>518</b>	<b>1,039</b>	<b>1,215</b>	<b>1,430</b>	<b>1,723</b>	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	0	0	53	0	0	<b>利润总额</b>	<b>106</b>	<b>130</b>	<b>159</b>	<b>208</b>	<b>258</b>
应付票据及应付账款	23	39	55	92	90	所得税	11	11	14	23	27
其他	73	116	122	168	232	<b>净利润</b>	<b>96</b>	<b>119</b>	<b>145</b>	<b>185</b>	<b>232</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>95</b>	<b>154</b>	<b>230</b>	<b>260</b>	<b>322</b>	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	84	119	119	119	119	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>96</b>	<b>119</b>	<b>145</b>	<b>185</b>	<b>232</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.19	1.48	1.80	2.30	2.87
其他	11	16	0	0	0						
<b>非流动负债合计</b>	<b>95</b>	<b>135</b>	<b>119</b>	<b>119</b>	<b>119</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>190</b>	<b>289</b>	<b>348</b>	<b>378</b>	<b>440</b>		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
股本	40	53	81	81	81	营业收入	38.3%	30.4%	29.0%	25.4%	21.6%
资本公积	93	409	409	409	409	营业利润	6.8%	22.2%	22.4%	30.4%	24.4%
留存收益	195	288	377	562	794	归属于母公司净利润	11.0%	24.4%	21.7%	27.7%	25.2%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>328</b>	<b>751</b>	<b>866</b>	<b>1,051</b>	<b>1,283</b>	毛利率	73.7%	71.6%	71.9%	72.0%	72.1%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>518</b>	<b>1,039</b>	<b>1,215</b>	<b>1,430</b>	<b>1,723</b>	净利率	18.9%	18.0%	17.0%	17.3%	17.8%
						ROE	32.9%	22.1%	17.9%	19.3%	19.8%
						ROIC	26.3%	18.8%	15.7%	17.1%	18.0%
						偿债能力					
						资产负债率	36.8%	27.8%	28.7%	26.5%	25.5%
						净负债率	26.5%	7.0%	2.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	3.19	4.70	4.21	4.79	4.96
						速动比率	3.19	4.66	4.20	4.77	4.95
						营运能力					
						应收账款周转率	4.7	3.9	3.5	3.2	3.2
						存货周转率	76.9	67.1	56.8	74.0	73.1
						总资产周转率	1.2	0.9	0.8	0.8	0.8
						每股指标(元)					
						每股收益	1.19	1.48	1.80	2.30	2.87
						每股经营现金流	1.34	2.44	-0.54	3.39	3.43
						每股净资产	4.07	9.32	10.75	13.05	15.92
						估值比率					
						市盈率	120.3	96.7	79.5	62.2	49.7
						市净率	35.1	15.3	13.3	11.0	9.0
						EV/EBITDA	105.4	69.9	49.2	41.0	35.0
						EV/EBIT	106.6	83.3	67.4	52.6	43.2

  

现金流量表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	96	119	145	185	232
折旧摊销	1	26	61	60	60
财务费用	(2)	4	7	5	1
投资损失	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)
营运资金变动	(57)	122	(248)	28	(11)
其它	20	(136)	(2)	0	0
<b>经营活动现金流</b>	<b>53</b>	<b>130</b>	<b>(43)</b>	<b>273</b>	<b>276</b>
资本支出	(214)	(107)	(0)	(0)	(0)
长期投资	0	0	0	0	0
其他	8	(288)	114	(5)	(5)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(206)</b>	<b>(396)</b>	<b>114</b>	<b>(5)</b>	<b>(5)</b>
债权融资	94	39	(14)	0	0
股权融资	0	330	27	0	0
其他	(24)	(31)	(10)	(58)	(1)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>70</b>	<b>339</b>	<b>3</b>	<b>(58)</b>	<b>(1)</b>
汇率变动影响	2	0	-0	-0	-0
<b>现金净增加额</b>	<b>(80)</b>	<b>74</b>	<b>73</b>	<b>210</b>	<b>270</b>

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

