

值得买 (300785) / 传媒

国内领先内容类导购平台，迎来流量变现黄金期

评级：买入

市场价格：28.42

分析师：康雅雯

执业证书编号：S0740515080001

电话：021-20315097

Email：kangyw@r.qlzq.com.cn

分析师：夏洲桐

执业证书编号：S0740518070003

Email：xiaz@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	53.33
流通股本(百万股)	13.33
市价(元)	
市值(百万元)	
流通市值(百万元)	

股价与行业-市场走势对比

相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	367	508	619	757	928
增长率 yoy%	82.44%	38.31%	21.86%	22.32%	22.59%
净利润	86	96	117	144	176
增长率 yoy%	145.26%	10.99%	22.00%	23.56%	22.03%
每股收益(元)	1.62	1.79	2.92	3.61	4.40
每股现金流量	2.10	1.00	2.55	1.67	3.50
净资产收益率	33.96%	29.21%	26.27%	24.51%	23.02%
P/E					
PEG					
P/B					
备注：					

投资要点

- 值得买是一家国内领先的内容导购平台型公司。**电商导购是指通过比价、返利或内容营销等各类方式，吸引并引导用户前往电商进行交易。值得买的主营业务是运营什么值得买(www.smzdm.com)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，并以此为延伸提供互联网效果营销平台服务和海淘代购平台服务。公司2018年实现销售收入5.07亿元，同比增长38.03%，归母净利润0.96亿元，同比增长10.99%。
- 公司的核心竞争优势在于品牌优势显著，内容和用户形成核心壁垒。**(1) 公司70%的优质内容来自于用户贡献，模式创新且真实可靠，并且机器贡献占比和效率的持续提升；(2) 公司注册用户和月活用户稳定增长，2018年公司注册用户818.76万人，同比增长53.19%；月活用户数2654万人，同比增长10.51%；(3) 公司拥有良好的品牌口碑，合作商家均为知名电商和品牌。
- 从行业层面来看，电商高速发展助力公司增长提速，内容类平台变现多样化。**(1) 线上零售市场规模稳定增长，电商导购平台加速崛起，艾瑞咨询预计未来三年国内导购行业年均增速在15%左右；(2) 品牌广告主需求稳步增长，公司信息流广告更受青睐，我们预计数字营销行业未来三年依然维持高速增长；(3) 内容类导购平台用户粘性和活跃度更高，流量变现模式更加多样化
- 公司此次IPO拟发行1333.33万股，扣除发行费用后预计募集资金3.3亿元，主要用于公司基于大数据的个性化技术平台改造和升级项目。**我们认为公司的大数据个性化技术平台改造与升级项目有望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，为用户及企业提供更有价值的内容和服务，并提高公司的盈利能力。
- 我们预测值得买2019-2021年实现营收分别为6.19亿元、7.57亿元、9.28亿元，同比增长21.86%、22.32%、22.59%；实现归母净利润分别为1.17亿元、1.44亿元、1.76亿元，同比增长22.00%、23.56%、22.03%；对应2019-2021年EPS分别为2.19元、2.71元、3.30元。**
- 值得买作为一个电商导流平台，兼具媒体和广告代理的属性。**目前A股尚无主要经营导购业务的上市公司，公司在A股具有稀缺性。我们选取目前已经上市的兼具媒体与广告代理属性的公司做同行业相对估值对比，目前行业平均估值对应2019年约为20倍。公司发行价格28.42元，对应2019年为13倍PE，给予“买入”评级。
- 风险提示：行业竞争加剧风险、电商政策变化风险、公司成本管控风险、募投项目不达预期风险**

内容目录

值得买：内容型导购平台迎来流量变现黄金发展期.....	- 4 -
核心竞争优势：品牌优势显著，内容和用户形成核心壁垒.....	- 7 -
用户贡献内容真实可靠，机器贡献提升效率.....	- 7 -
移动端用户次月留存率高，建立起核心用户壁垒.....	- 9 -
品牌口碑优势显著，知名商家持续拓展.....	- 10 -
电商高速发展助力公司增长提速，内容类平台变现多样化.....	- 12 -
线上零售市场规模稳定增长，电商导购平台加速崛起.....	- 12 -
品牌广告主需求稳步增长，公司信息流广告更受青睐.....	- 14 -
导购平台处于电商产业链中游，内容类平台粘性更高.....	- 16 -
IPO募投项目强化基地和信息化建设，完善全国渠道布局.....	- 18 -
盈利假设与预测.....	- 19 -
风险提示.....	- 19 -
行业竞争加剧风险.....	- 19 -
电商政策变化风险.....	- 19 -
公司成本管控风险.....	- 20 -
募投项目不达预期风险.....	- 20 -

图表目录

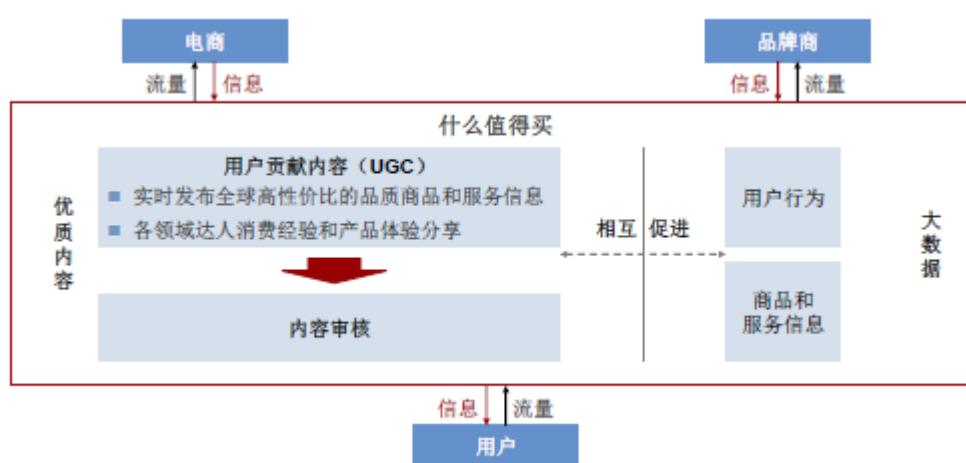
图表 1：值得买公司的主营业务导图.....	- 4 -
图表 2：值得买 2015-2018 销售收入（百万元）.....	- 5 -
图表 3：值得买 2015-2018 归母净利润（百万元）.....	- 5 -
图表 4：值得买 2015-2018 四费规模（百万元）.....	- 5 -
图表 5：值得买 2015-2018 四费占比营业收入.....	- 5 -
图表 6：值得买 2015-2018 毛利率情况（%）.....	- 6 -
图表 7：值得买 2015-2018 净利率情况（%）.....	- 6 -
图表 8：值得买三大主营业务收入占比.....	- 6 -
图表 9：值得买三大主营业务毛利润占比.....	- 6 -
图表 10：值得买发行前股权结构及控股公司.....	- 7 -
图表 11：值得买发行前后实控人持股占比对比.....	- 7 -
图表 12：2016-2018 值得买各渠道优惠信息发布数量.....	- 8 -
图表 13：2016-2018 值得买各渠道优惠信息收入金额（万元）.....	- 9 -
图表 14：2016-2018 值得买各渠道优惠信息成本金额（万元）.....	- 9 -
图表 15：2016-2018 值得买注册用户数（万）.....	- 10 -
图表 16：2016-2018 值得买注册用户数（万）.....	- 10 -
图表 17：2018 年值得买网站流量获取来源.....	- 10 -

图表 18: 2018 年值得买 App 流量获取来源.....	- 10 -
图表 19: 2016-2018 公司网站浏览量和 App 登陆次数.....	- 10 -
图表 20: 值得买 2018 年电商佣金前十大客户.....	- 11 -
图表 21: 值得买 2018 年展示广告前十大客户.....	- 11 -
图表 22: 值得买 2018 年展示广告前十大客户.....	- 12 -
图表 23: 2012-2020E 在线导购行业营收规模预测.....	- 13 -
图表 24: 2015-2018 线上零售市场规模.....	- 13 -
图表 25: 2017 年在线导购行业营收规模预测.....	- 13 -
图表 26: 国内在线导购行业及产业链发展历程.....	- 13 -
图表 27: 2016-2018 值得买电商净交易额.....	- 14 -
图表 28: 2016-2018 电商导购佣金比例.....	- 14 -
图表 29: 2016-2018 中国互联网广告经营额.....	- 14 -
图表 30: 互联网广告计价模式结构分析.....	- 14 -
图表 31: 中国整体广告主投放行业占比.....	- 15 -
图表 32: 中国互联网广告主投放行业占比.....	- 15 -
图表 33: 2018 年值得买主要广告位售卖价格及售出比例.....	- 15 -
图表 34: 2016-2018App 端信息流广告售出比例.....	- 16 -
图表 35: 2016-2018 值得买 App 端信息流广告价格.....	- 16 -
图表 36: 2018 年值得买展示广告广告主占比.....	- 16 -
图表 37: 2018 年值得买展示广告定价模式占比.....	- 16 -
图表 38: 2016-2018 值得买广告展示平均价格.....	- 16 -
图表 39: 2016-2018 广告位出售比例.....	- 16 -
图表 40: 在线导购行业所处的产业链位置.....	- 17 -
图表 41: 在线导购行业商业模式分析.....	- 18 -
图表 42: 公司此次募集资金使用计划及金额 (万元).....	- 19 -
图表 43: 可比上市公司估值表.....	- 19 -
图表 44: 值得买财务报表预测.....	- 21 -

值得买：内容型导购平台迎来流量变现黄金发展期

- 值得买是一家内容导购平台型公司。电商导购是指通过比价、返利或内容营销等各类方式，吸引并引导用户前往电商进行交易。值得买的主营业务是运营什么值得买（www.smzdm.com）网站及相应的移动客户端，为电商、品牌商等信息推广服务，并以此为延伸提供互联网效果营销平台服务和海淘代购平台服务。
- 公司集导购、媒体、工具、社区的功能于一体，以高质量的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，公司平台也是电商、品牌商等获取用户、扩大品牌影响力的重要渠道。

图表 1：值得买公司的主营业务导图



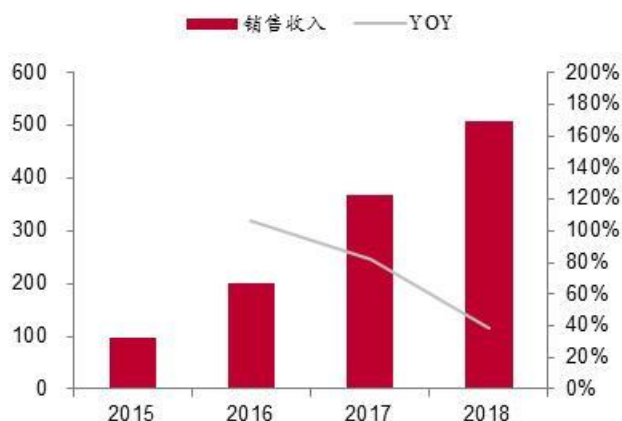
来源：招股说明书、中泰证券研究所

- 值得买销售收入及净利润快速增长，四费占比持续降低。2018 年公司销售收入 5.07 亿元，同比增长 38.03%，归母净利润 0.96 亿元，同比增长 10.99%。2018 年公司净利润下滑了 4 个百分点，净利润下滑的主要原因在于公司毛利率的下滑幅度大于四费占比下滑。公司毛利率从 2017 年的 84% 下滑至 2018 年的 74%，主要受电商支付给网购代理网站的佣金下滑和展示广告返点提升的影响。随着公司收入规模的增长，公司四费占比不断下滑，从 2016 年的 60% 下滑到 2018 年的 52%。总体来看，公司近四年来收入稳定增长，净利率稳定维持在 20% 左右，体现了良好的发展趋势。
- 公司的主营业务分别为信息推广服务、效果营销服务和海淘代购服务，三项业务收入占比分别为 80%、20% 和不足 1%；毛利润占比也分别为 80%、20% 和不足 1%，具体来看：
 - (1) 信息推广服务：公司通过什么值得买（www.smzdm.com）网站及相应的移动客户端，为电商、品牌商提供信息推广服务。根据收费方式分为广告展示收入和电商导购佣金收入：广告展示收入指公司通过网站或移动客户端为电商、品牌商等提供广告展示等营销服务。电商导购佣金收入指用户通过公司内容链接跳转至电商或品牌商官网进行购买产生消费金额时，公司向电商或品牌商收取一定比例的佣金。2018 年公司信息推广服务收入 4.07 亿元，同比增长 28%，毛利率为 74%，同比下滑 11

个百分点。其中广告展示收入 3.07 亿元，同比增长 34%，毛利率为 73%，同比下滑 13 个百分点，导购佣金收入 1.00 亿元，同比增长 12%，毛利率为 76%，同比下滑 7 个百分点。展示广告毛利率下滑主要原因是因为部分广告专项成本（Nike 等）以及职工薪酬的上涨，导购佣金毛利率下滑主要原因在于低佣金的家电类占比提升以及职工薪酬的上涨。

- **(2) 效果营销服务：**公司在 2016 年推出星罗广告联盟 LinkStars，提供互联网效果营销平台服务。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广告推广的报酬。联盟媒体在 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。2018 年公司效果营销收入 1.00 亿元，同比增长 107%，毛利率为 73%，同比下滑 3 个百分点。效果营销毛利率下滑主要原因在于职工薪酬上涨以及 IT 资源费用的提升。
- **(3) 海淘代购服务：**公司在 2013 年推出贝窝网（www.beiwo.com）提供海淘代购平台服务，目前已停止承接新的海淘代购业务。

图表 2：值得买 2015-2018 销售收入（百万元）



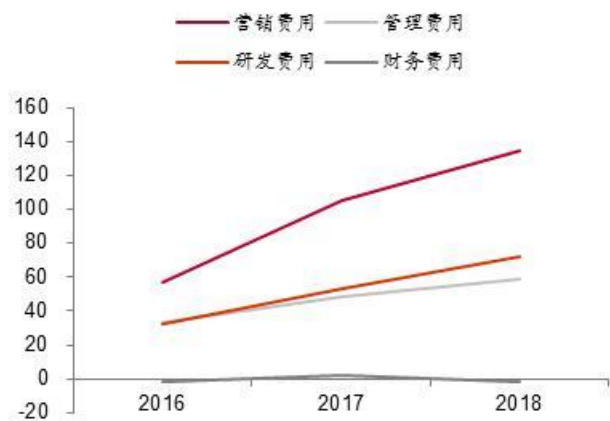
来源：招股说明书、中泰证券研究所

图表 3：值得买 2015-2018 归母净利润（百万元）



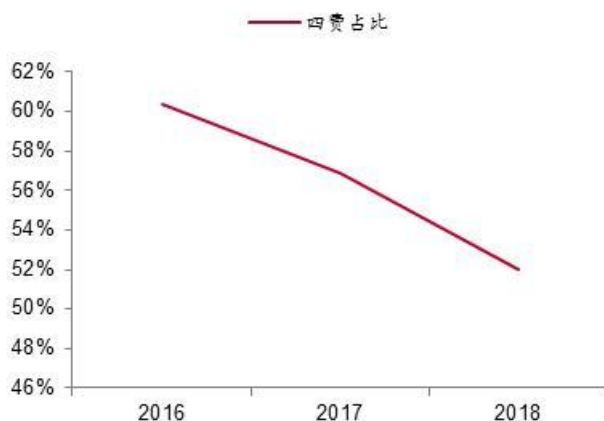
来源：招股说明书、中泰证券研究所

图表 4：值得买 2015-2018 四费规模（百万元）



来源：招股说明书、中泰证券研究所

图表 5：值得买 2015-2018 四费占比营业收入



来源：招股说明书、中泰证券研究所

图表 6: 值得买 2015-2018 毛利率情况 (%)



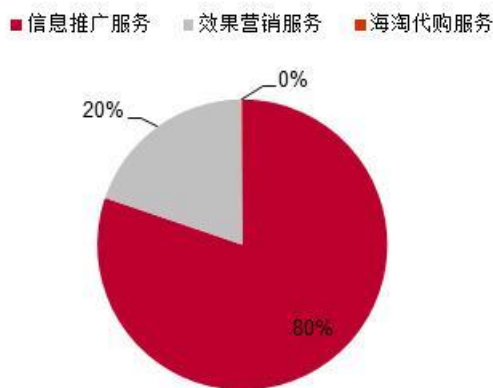
来源: 招股说明书、中泰证券研究所

图表 7: 值得买 2015-2018 净利率情况 (%)



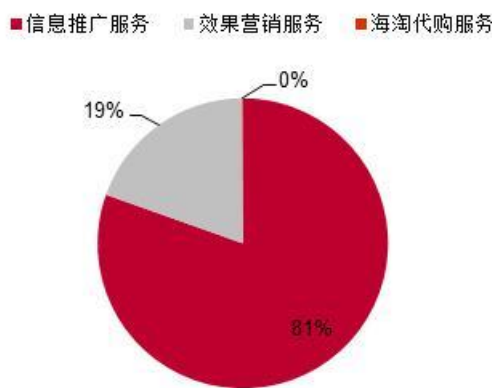
来源: 招股说明书、中泰证券研究所

图表 8: 值得买三大主营业务收入占比



来源: 招股说明书、中泰证券研究所

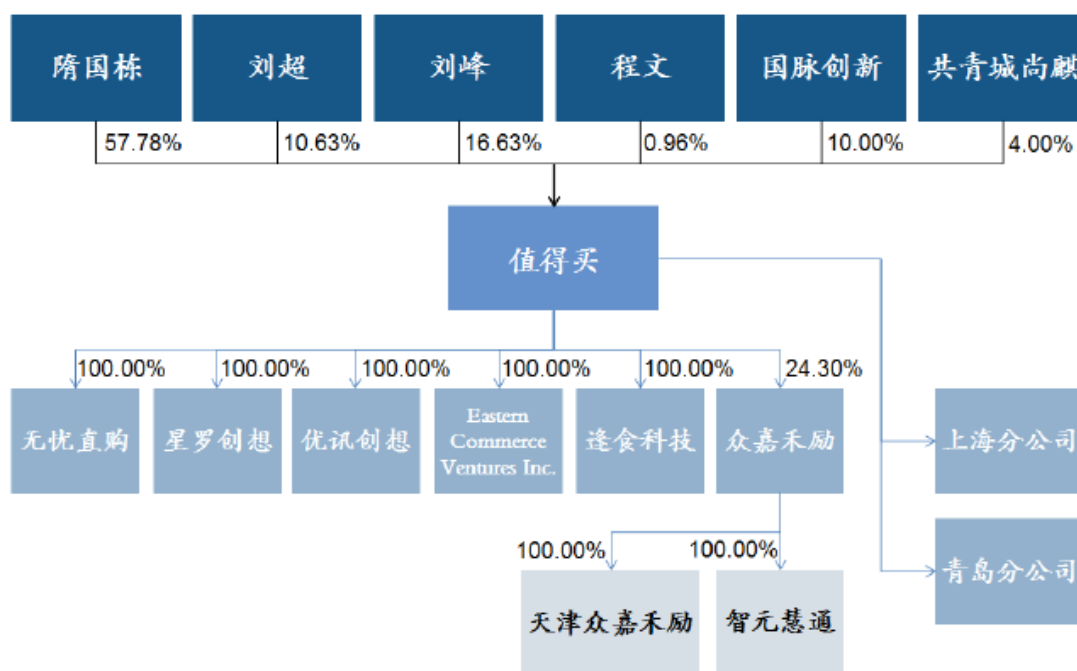
图表 9: 值得买三大主营业务毛利润占比



来源: 招股说明书、中泰证券研究所

- **值得买股权结构清晰, 发行后实控人持股占比 50.83%。**本次发行前的公司总股本为 4000 万股, 本次拟发行人民币普通股不超过 1333.33 万股, 占公司发行后总股本的比例不低于 25%。本次发行前, 公司实际控制人隋国栋直接持有公司 57.78% 的股份, 并通过国脉创新间接控制公司 10.00% 的股份, 合计控制公司 67.78% 的股份。本次发行后, 隋国栋合计控制公司 50.83% 的股份。
- 公司旗下一共有 6 家子公司, 分别是 100% 持股的青岛无忧直购网络科技有限公司 (2016 年成立, 经营贝窝网, 提供海淘代购平台服务)、青岛星罗创想网络科技有限公司 (2016 年成立, 提供互联网效果营销服务)、青岛优讯创想信息技术有限公司 (2016 年成立, 提供广告展示服务)、Eastern Commerce Ventures Inc (2017 年成立, 尚未开展经营活动)、天津逢食科技有限公司 (2018 年成立, 提供预包装食品销售服务) 和持股 24.3% 的北京众嘉禾励科技有限公司 (2016 年收购, 主要经营西集网)。

图表 10: 值得买发行前股权结构及控股公司



来源：招股说明书、中泰证券研究所

图表 11: 值得买发行前后实控人持股占比对比

股东名称	本次发行前		本次发行后	
	持股数量	持股比例	持股数量	持股比例
一、有限售期限的流通股股东				
1 隋国栋	23,112,000	57.78%	23,112,000	43.33%
2 刘峰	6,652,000	16.63%	6,652,000	12.47%
3 刘超	4,252,000	10.63%	4,252,000	7.97%
4 国脉创新	4,000,000	10.00%	4,000,000	7.50%
5 共青城尚麒	1,600,000	4.00%	1,600,000	3.00%
6 程文	384,000	0.96%	384,000	0.72%
二、社会公众股	-	-	13,333,334	25.00%
合计	40,000,000	100.00%	53,333,334	100.00%

来源：招股说明书、中泰证券研究所

核心竞争优势：品牌优势显著，内容和用户形成核心壁垒

用户贡献内容真实可靠，机器贡献提升效率

- 70%的优质内容来自于用户贡献，模式创新且真实可靠。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%。
- 用户贡献(UGC)是指值得买网站和App中用户自发贡献的内容。公司经过多年发展积累了一群活跃度、参与感和消费能力都很强的核心用户群体，他们是各个领域内的消费“达人”，乐于分享和交流，乐于将发现

的电商、品牌商商品促销信息爆料给网站。随着公司业务规模的不断扩张，越来越多的用户通过网站及 App 抢购到优质低价的商品，这也吸引他们在购物过程中发现的优质商品促销信息爆料给网站。这一良性循环系统使得用户贡献信息的数量持续提升。公司给贡献优质内容的用户发放金币、实物礼品和礼品卡等，构成了用户贡献的公司成本。2018 年用户贡献优惠信息 206.5 万条，同比增加 132%，实现收入 1.32 亿元，同比增加 73%，其中成本 370 万元，同比增加 74%。

- **编辑贡献 (PGC) 是指公司的专业编辑贡献的优惠信息。**网站编辑会在各大优质电商、品牌商等网站或 App 上搜寻相关优惠信息，并通过审核后在发行人网站及 App 上发布。2018 年编辑贡献优惠信息 6.93 万条，同比下滑 13%，实现收入 3201 万元，同比下滑 9%，其中成本 164 万元，同比增长 91%。
- **商家贡献 (BGC) 是指商家主动贡献的优惠信息。**电商和品牌商出于促销活动推广或者品牌宣传的目的会与公司合作，在网站或 App 上发布自身的优惠信息。2018 年商家贡献优惠信息 32.41 万条，同比增加 11%，实现收入 2287 万元，同比增加 12%。
- **机器贡献 (MGC) 是指系统直接发布的优惠信息。**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%。
- **我们看好公司用户贡献的真实可靠和机器贡献的高效率。**公司网站经过多年的积累培养了一大批有深刻洞察力且乐于分享的忠实用户，用户贡献内容是目前公司的核心竞争力。并且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，我们看好公司算法优化后机器贡献占比和效率的持续提升。

图表 12: 2016-2018 值得买各渠道优惠信息发布数量

优惠信息来源	2016		2017		2018	
	数量	占比	数量	占比	数量	占比
用户贡献	42.27	73%	89.09	77%	206.5	70%
编辑贡献	6.13	11%	7.93	14%	6.93	2%
商家贡献	9.7	17%	15.65	27%	32.41	11%
机器贡献	0	0%	3.27	6%	50.35	17%
合计	58.1	100%	115.94	200%	296.19	100%

来源：招股说明书、中泰证券研究所

图表 13: 2016-2018 值得买各渠道优惠信息收入金额 (万元)

优惠信息来源	2016		2017		2018	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
用户贡献	6004.94	68%	7640.79	62%	13206.8	68%
编辑贡献	2181.44	25%	3501.6	28%	3201.47	16%
商家贡献	610.65	7%	1168.81	9%	2286.52	12%
机器贡献	0	0%	77.74	1%	723.27	4%
合计	8797.03	100%	12388.94	100%	19418.06	100%

来源: 招股说明书、中泰证券研究所

图表 14: 2016-2018 值得买各渠道优惠信息成本金额 (万元)

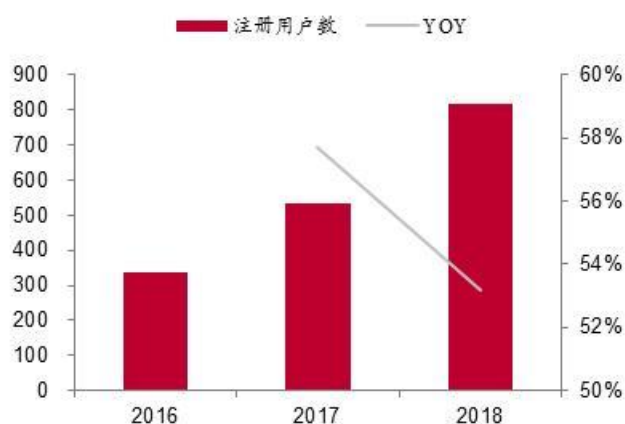
优惠信息来源	2016		2017		2018	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
用户贡献	65.76	43%	212.9	71%	370.08	69%
编辑贡献	87.81	57%	85.88	29%	164.21	31%
商家贡献	0	0%	0	0%	0	0%
机器贡献	0	0%	0.14	0%	0.67	0%
合计	153.57	100%	298.92	100%	534.96	100%

来源: 招股说明书、中泰证券研究所

移动端用户次月留存率高, 建立起核心用户壁垒

- 值得买注册用户和月活用户稳定增长。2018 年公司注册用户 818.76 万人, 同比增长 53.19%; 月活用户数 2654 万人, 同比增长 10.51%。2018 年公司移动客户端单个用户平均每日启动次数达到 7 次, 每月新增用户的次月留存率最高达 47.00%。
- 公司网站端流量的获取主要通过直接流量和自然搜索流量, App 端主要通过免费激活获取流量。2018 年公司网站流量获取主要通过直接流量和自然搜索流量, 分别占比 49%和 41%。直接流量是指用户直接通过输入公司网址或点击收藏的网络链接产生的流量, 自然搜索流量是指用户通过百度、360 等搜索引擎进入公司网址产生的流量。值得买 App 流量获取 68%来自于免费激活, 32%来自于付费激活。免费激活是指用户通过各种渠道在手机应用商店下载值得买 App, 付费激活是指公司通过手机应用商店、ASO 应用商店优化等付费方式引导用户下载 App。
- 我们认为值得买公司高质量用户群体的忠诚度、活跃度和互动性是公司的核心竞争力。经过多年的经营和累计, 公司已经拥有了一批受教育程度高、消费能力强, 而且忠诚度和活跃度也都很高的用户群体。同时, 公司也通过持续改进的运营机制为用户提供多品类、一站式的消费决策支持。网站的忠实用户不仅通过什么值得买获得消费决策支持, 也为什么值得买贡献了大量的内容, 成为了公司的核心壁垒。

图表 15: 2016-2018 值得买注册用户数 (万)



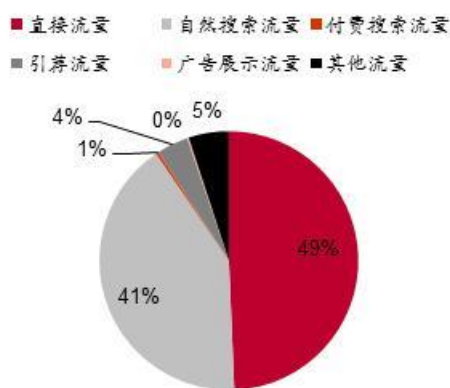
来源: 招股说明书、中泰证券研究所

图表 16: 2016-2018 值得买注册用户数 (万)



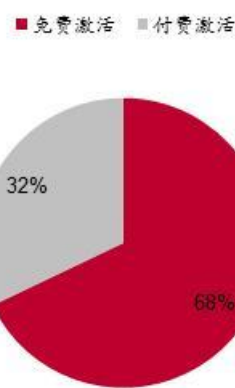
来源: 招股说明书、中泰证券研究所

图表 17: 2018 年值得买网站流量获取来源



来源: 招股说明书、中泰证券研究所

图表 18: 2018 年值得买 App 流量获取来源



来源: 招股说明书、中泰证券研究所

图表 19: 2016-2018 公司网站浏览量和 App 登陆次数

	2016	2017	2018
浏览量	471839	528259	600428
YOY		11.96%	13.66%
App 登陆次数	141624	155157	203913
YOY		9.56%	31.42%

来源: 招股说明书、中泰证券研究所

品牌口碑优势显著, 知名商家持续拓展

- 值得买拥有良好的品牌口碑, 合作商家均为知名电商和品牌。公司 2018 年电商导购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。
- 我们认为公司凭借庞大的高质量用户群体, 已经获得了众多电商和品牌

商的认可。通过他们的口碑传播，值得买有望成为更多电商和品牌主获取用户、提升品牌影响力的重要渠道。并且因为公司导购平台直接连接各大电商的特性，品牌主在公司网站上的营销预算可以直接通过 CPS 来计算 ROI，使得广告主所花费的营销预算更为清晰和合理。

图表 20: 值得买 2018 年电商佣金前十大客户

序号	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
1	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%
2	亚马逊 (中国) 投资有限公司	494.47	4.92%	83.22%	22,394.88	2.34%
3	Commission Junction LLC	212.99	2.12%	84.39%	3,420.52	6.60%
4	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%
5	Digital Window Limited	140.98	1.40%	84.39%	2,564.26	5.83%
6	eBay Inc.	98.51	0.98%	84.39%	3,798.79	2.75%
7	Rakuten Marketing LLC	83.82	0.83%	84.39%	1,465.91	6.06%
8	Amazon Japan K.K	58.12	0.58%	84.39%	1,369.51	4.50%
9	Amazon Services LLC	51.03	0.51%	84.39%	2,697.76	2.00%
10	Linkshare Japan K.K	30.75	0.31%	38.57%	524.5	6.22%
	合计	9,767.01	97.22%		304,071.95	

来源: 招股说明书、中泰证券研究所

图表 21: 值得买 2018 年展示广告前十大客户

序号	客户名称	销售收入	占广告展示收入比例	毛利率	
1	蓝标集团	霍尔果斯博众文化传媒有限公司	9,906.79	32.30%	79.19%
		上海蓝色光标品牌顾问有限公司			
		天津蓝标博众文化传媒有限公司			
		北京数聚智连科技股份有限公司			
2	阳狮集团	上海李奥贝纳广告有限公司	1971.92	0.0643	54.97%
		盛世长城国际广告有限公司			
		北京明思力公关顾问有限公司			
		上海际恒品牌管理有限公司			
3	上海宾谷网络科技有限公司	1,898.82	6.19%	73.56%	
4	OMG 集团	北京恒美广告有限公司	1813.43	0.0591	7.04%
		上海漾泽广告有限公司			
5	网易	网易无尾熊 (杭州) 科技有限公司	1567.6	0.0511	81.80%
		杭州网易严选贸易有限公司			
6	阿里巴巴集团	浙江天猫技术有限公司	1451.09	0.0473	83.34%
		杭州阿里妈妈软件服务有限公司			
		浙江天猫供应链管理有限公司			
		淘宝中国控股有限公司			
7	京东集团	浙江阿里巴巴通信技术有限公司	1136.71	0.0371	74.29%
		重庆京东海嘉电子商务有限公司			
		江苏京东信息技术有限公司			
		宿迁钧腾信息科技有限公司			
		北京京东世纪信息技术有限公司			
		南京拍拍蓝天信息技术有限公司			
8	亚马逊集团	亚马逊 (中国) 投资有限公司	562.55	1.83%	81.51%
9	上海络程网络技术有限公司	501.19	1.63%	74.51%	
10	科沃斯机器人股份有限公司	423.2	1.38%	77.21%	
	合计		21,233.31	69.23%	

来源: 招股说明书、中泰证券研究所

图表 22: 值得买 2018 年展示广告前十大客户

客户名称	收入金额	占比
重庆京东海嘉电子商务有限公司	7,873.85	78.97%
江苏苏宁易购电子商务有限公司	947.74	9.50%
网易无尾熊（杭州）科技有限公司	571.9	5.74%
国美在线电子商务有限公司	101.01	1.01%
正雅国际（香港）有限公司	96.41	0.97%
合计	9,590.90	96.19%

来源：招股说明书、中泰证券研究所

电商高速发展助力公司增长提速，内容类平台变现多样化

线上零售市场规模稳定增长，电商导购平台加速崛起

- 线上零售市场持续高增，在线导购行业应运而生。**根据中国国家统计局公布的数据，2018 年国内实物商品网上零售总额 7.02 万亿元，同比增长 28.08%，近三年来同比增速均在 30% 左右。伴随着线上零售市场的高速发展，在线导购行业应运而生，根据艾瑞咨询的数据，2018 年国内在线导购行业营收规模 105.9 亿元，预计未来三年年均增速在 15% 左右。
- 在线导购行业外延不断扩大，导购平台和自媒体网红成为两大阵营。**在线导购行业的诞生依托于网络购物市场，主要为了帮助消费者在网络购物时进行价格比较和商品内容推荐。在 2006 年电商导购行业发展之初，在线导购平台主要为电商商城服务，到 2010 年随着网络零售的蓬勃发展，电商数量剧增，在线导购型平台开始进行比价、返利、内容推荐等开始为消费者服务，再到 2015 年至今，在线导购由商品导购开始向服务导购拓展，服务场景不断拓展，同时自媒体网红开始兴起，网红自带流量的属性使其成为在线导购行业新的参与类型。2017 年在线导购行业市场规模中导购平台的占比约为 62%，网红自媒体占比约为 38%。
- 值得买电商 GMV 和前十大电商佣金比例稳定提升，与主流电商深度绑定。**公司 2016-2018 年电商净交易额（GMV）分别是 34.15、61.33、102.13 亿元，2017-2018 年增速分别为 80%、67%。公司 2016-2018 年前十大电商佣金比例分别为 3%、3.25%、3.4%，2017-2018 年分别增加 0.25、0.15 个百分点。公司 GMV 大幅增长的原因在于扩充服装鞋帽、日用百货等品类之后与阿里妈妈的产生了更为深入的合作。2016-2018 年公司向阿里妈妈导流的 GMV 分别为 15.40、19.75、25.67 亿元，2017-2018 年增速分别为 28%、30%。

图表 23: 2012-2020E 在线导购行业营收规模预测



来源: iResearch、中泰证券研究所

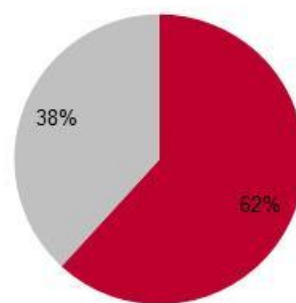
图表 24: 2015-2018 线上零售市场规模



来源: 国家统计局、中泰证券研究所

图表 25: 2017 年在线导购行业营收规模预测

■ 导购平台 ■ 自媒体类



来源: iResearch、中泰证券研究所

图表 26: 国内在线导购行业及产业链发展历程

		2006	2010	2013-2014	2015-至今
		电商导购时代			多元化导购时代
时代特征		亚马逊、卓越、当当为代表，网络零售处于发展起步期	网络零售蓬勃发展，商品种类不断丰富，电商商家数量剧增	团购出现，O2O发展将互联网应用到居民消费生活，线上线下融合成趋势	
上游	特征	亚马逊、卓越、当当为代表，主要为电商商城导购	阿里推出淘宝联盟，导购需求从单一平台扩充至数量众多的平台店铺	新零售概念提出，线上线下融合成趋势	
在线导购平台	性质	偏重工具类属性，导航+返利/积分	客户群和精细程度发生变化	多元化导购时服务范畴由线上扩展到线下，由商品外延到服务	
	特征	折扣、比价、返利等网站类型居多	从服务电商平台，到服务店铺；从整站式导购，到单品类导购	品类更加垂直化、精细化，如生鲜导购、母婴导购等；线上到线下，360°场景覆盖，延伸至金融、旅游等其他领域，非商品类和多元化场景导购越来越多	

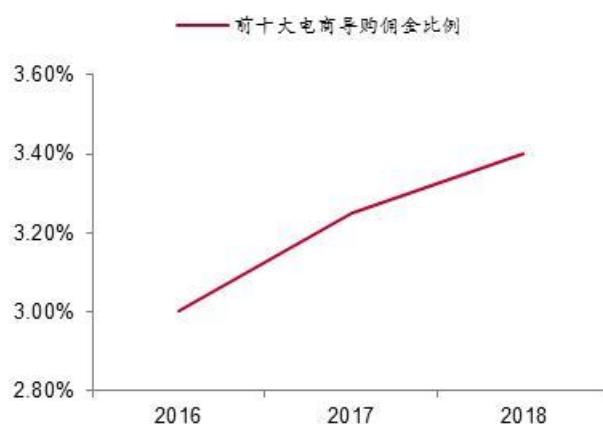
来源: iResearch、中泰证券研究所

图表 27: 2016-2018 值得买电商净交易额



来源: 招股说明书、中泰证券研究所

图表 28: 2016-2018 电商导购佣金比例



来源: 招股说明书、中泰证券研究所

品牌广告主需求稳步增长, 公司信息流广告更受青睐

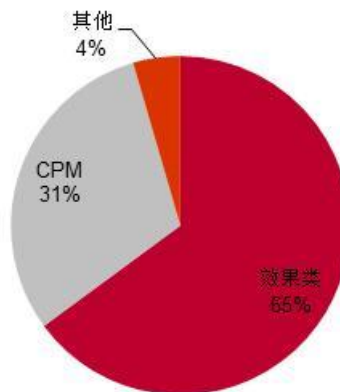
- 数字营销市场规模高速增长, 效果类广告占比大于品牌类广告。2018 年中国数字营销市场总体规模约为 3694.23 亿元, 同比增长 24.21%, 增速较 2017 年下降 5.76 个百分点, 占比中国总体广告市场的 46.23%。随着流量入口从 PC 端向移动端的不断转移, 2018 年数字营销移动端广告收入占比 68%, 较 2017 年上升 6 个百分点。从广告的计价模式来看, 互联网广告中按效果类计价的占比 65%, 按 cpm 模式计价的占比 30%。由于互联网广告可以通过算法优化来检测广告的 cpc、cpa 等转化率, 所以在数字营销中按效果的计价模式更受广告主的青睐。
- 广告主端快销和汽车行业数字营销广告投放量占比过半, 消费类广告主更加青睐互联网广告。广告主在选择媒体投放时的偏好有所不同, 总体广告主投放行业前五分别是食品、房地产、汽车、化妆品及个护和家电, 而数字营销广告主投放行业前五分别是食品饮料、化妆品及个护、汽车、互联网和房地产, 其中快销和汽车行业广告主在数字营销的投放量占比超过 58%。

图表 29: 2016-2018 中国互联网广告经营额

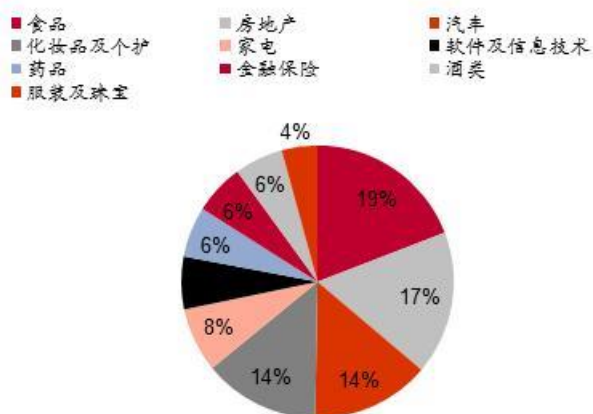


来源: 中关村互动实验室、中泰证券研究所

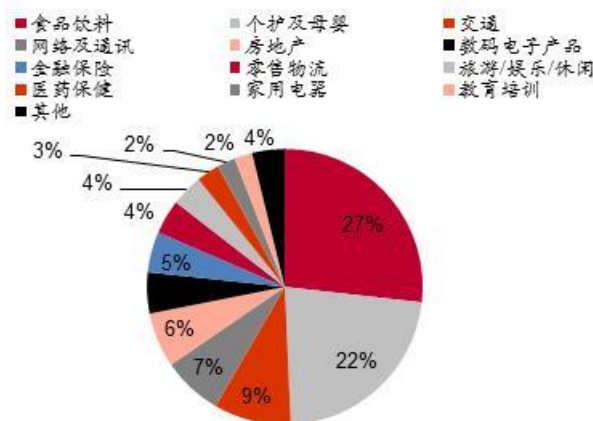
图表 30: 互联网广告计价模式结构分析



来源: 中关村互动实验室、中泰证券研究所

图表 31：中国整体广告主投放行业占比


来源：市场监管总局、中泰证券研究所

图表 32：中国互联网广告主投放行业占比


来源：中关村互动实验室、中泰证券研究所

- **值得买广告展示点位日趋丰富，App 端信息流广告更受青睐。**目前公司的广告展现形式主要有焦点图广告、App 端信息流广告、App 端浮层广告、App 端通栏广告、网站端顶部通栏广告和各类矩形广告。2018 年焦点图广告、网站端顶部通栏广告的售出比例出现下滑，App 端信息流广告售出比例自 2016 年以来不断上升，2018 年单位价格 2.23 万元/天，较 2017 年略微上升。广告主更加倾向于投放 App 端信息流广告和通栏广告。
- **公司广告展示收入中代理商占比较高，定价模式以按天计价为主。**2018 年公司展示广告收入中通过广告代理公司收入占比 69%，直客收入占比 31%。公司作为媒体方，根据自身媒体特征和优势，借助广告代理公司的客户资源一同完成客户开拓的效率更高。2018 年公司展示广告的计价模式：按天计价占比 69%，按点击计价占比 7%，按销售额计价占比 11%，消费众测占比 13%。
- **公司广告位平均价格稳定增长，售出比例仍有较大的提升空间。**公司 2016-2018 年广告展示收入平均价格分别为 1.58、2.28、2.40 万元/天，2017-2018 年增速分别为 44%、5%。公司 2016-2018 年广告位出售比例分别为 30%、40%、42%，2017-2018 年分别增加 10、2 个百分点。我们认为随着广告主对于电商信息流广告的认识不断增强，公司的广告位售出比例仍有较大的提升空间。

图表 33：2018 年值得买主要广告位售卖价格及售出比例

	单位时长平均展示价格 (万元/天)	广告位个数 (个)	可展示天数总和 (天)	实际展示天数总和 (天)	广告位售出比例
焦点图广告	3.47	10	3,650	1,452	39.78%
App 端信息流广告	2.23	14-26	7,318	4,133	56.48%
App 端浮层广告	5.28	2	730	122	16.71%
App 端通栏广告	2.46	7月10日	3,107	1,305	42.00%
网站端顶部通栏广告	1.79	4	1,460	413	28.29%
各类矩形广告	1.24	12	4,380	1,310	29.91%

来源：招股说明书、中泰证券研究所

图表 34: 2016-2018App 端信息流广告售出比例



来源: 招股说明书、中泰证券研究所

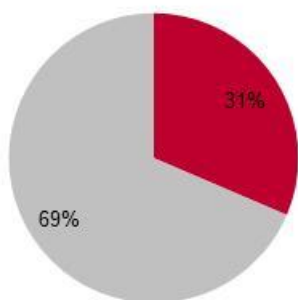
图表 35: 2016-2018 值得买 App 端信息流广告价格



来源: 招股说明书、中泰证券研究所

图表 36: 2018 年值得买展示广告广告主占比

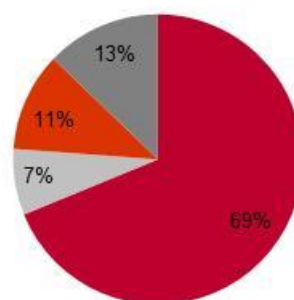
■ 直客广告 ■ 广告代理公司



来源: 招股说明书、中泰证券研究所

图表 37: 2018 年值得买展示广告定价模式占比

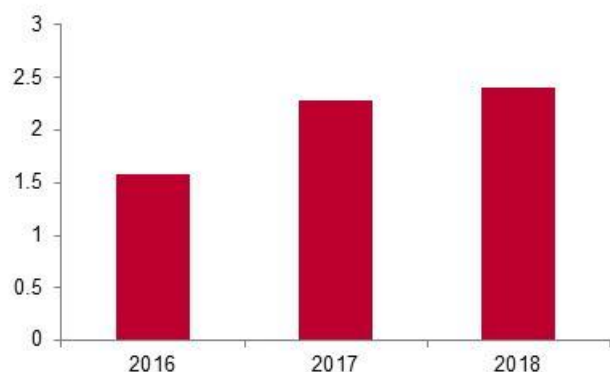
■ 按天计价 ■ CPC ■ 效果营销 ■ 消费众测



来源: 招股说明书、中泰证券研究所

图表 38: 2016-2018 值得买广告展示平均价格

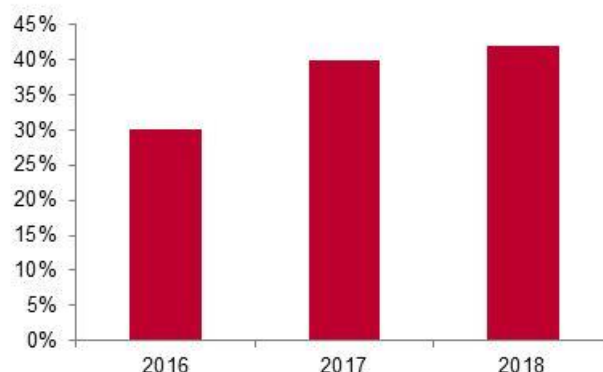
■ 广告展示平均价格 (万元/天)



来源: 招股说明书、中泰证券研究所

图表 39: 2016-2018 广告位出售比例

■ 广告位出售比例

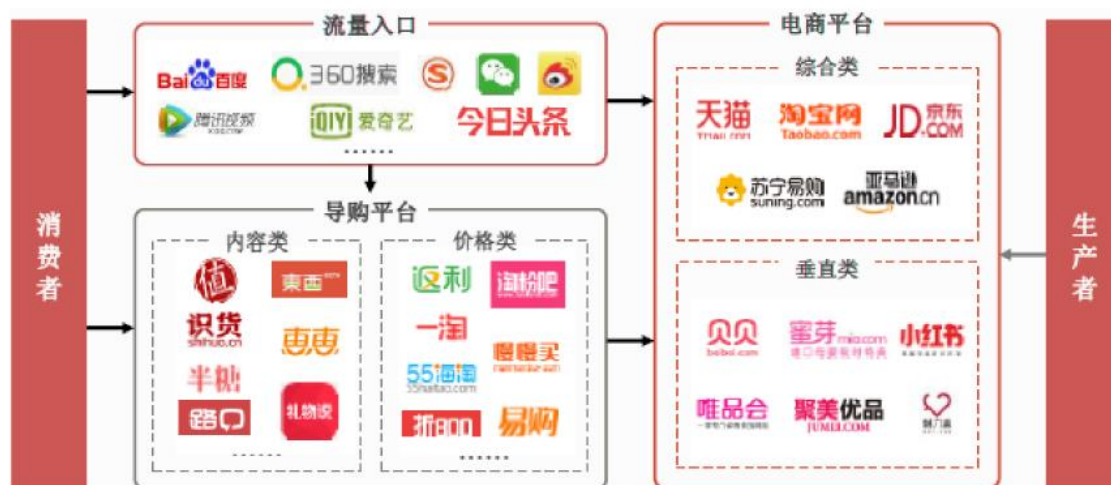


来源: 招股说明书、中泰证券研究所

导购平台处于电商产业链中游, 内容类平台粘性更高

- 电商导购行业处于产业链中游，主要分为优惠类、内容类和场景类导购平台。在线导购行业是指通过比价、返利或内容营销等各类方式，吸引并引导用户前往电商进行交易。目前行业内的公司按照运营模式主要分为优惠类、内容类和场景类：(1) 优惠类的公司主要目的是解决消费者对于价格比较的问题，主要代表公司有返利网、淘粉吧、易购网、惠惠网、慢慢买、袖子街；(2) 内容类公司主要目的是解决消费者信息过剩，帮助消费者做决策，主要代表公司有值得买、路口、识货、半糖、爱网购、果库；(3) 场景类公司主要目的是解决消费者信息过剩，提高用户体验，主要代表公司有礼物说、飞凡和喵街。
- 值得买属于偏内容类导购平台，用户粘性和活跃度更高，盈利模式更加多样化。与传统的比价导购平台不同，值得买的运营模式除了比价之外，更偏向于用户优质内容的分享。通过用户直接创造内容，形成优惠推荐信息，帮助社区内其他用户进行消费决策，所以平台用户的忠诚度和活跃度更高。从盈利模式来看，传统的导购平台主要通过为商家导流来获得佣金收入，按照 CPS 计费，佣金收入占比高达 80%，且容易受电商及品牌主佣金政策的影响，同质性和可替代性较高。而值得买因为其独特的内容和社区模式可以发展展示广告和效果广告，流量变现模式更加多样化，具有较高的品牌壁垒和用户壁垒。2018 年公司佣金收入占比仅为 20%，广告收入占比高达 80%。

图表 40: 在线导购行业所处的产业链位置



来源: iResearch、中泰证券研究所

图表 41: 在线导购行业商业模式分析

运营模式	解决的行业痛点	代表企业	模式简介	发展优势	面临挑战
返利类	消费者对价格的刚需	返利网 淘粉吧 易购网	整合各热门B2C网站和商家的促销信息, 精选特价产品吸引用户, 用户通过链接购买获得折扣或返利。	价格优势明显, 契合国内用户价格敏感度高的特点, 转化率高, 易引发抢购, 制造爆款。	由于不触达交易, 无法形成闭环, 在用户体验方面存在较大的挑战, 如何最大程度提升用户体验是重点。
购物搜索类	解决用户价格敏感问题	惠惠网 慢慢买 柚子街	收录商家产品数据, 结合搜索技术, 增加商品展示机会, 实现标准商品信息的精准推送。	有技术优势, 商品覆盖范围广泛; 数据化运营, 自动化程度高, 信息处理量大, 更新速度快。	目标用户范围有限, 仅限于有明确购物需求且价格敏感的用户; 用户参与度较低。
内容推荐类	解决信息过剩帮助消费者决策	什么值得买 路口 识货	通过用户(网购达人、超级用户)分享、评价、讨论等行为, 产生大量优质内容, 帮助社区其他用户发现喜欢的商品。	社区氛围下, 用户直接创造内容, 生成海量信息, 用户忠诚度高, 活跃度较高。	类目有限, 多适用于非标准化、价格敏感度低的产品; 用户需求明确后, 价格敏感度提升, 又开始寻求比价。
图文社区类	解决信息过剩	半糖 爱图购 果库	主打图片导购, 面向女性用户, 支持用户通过搜索寻找商品, 在图片引导下, 刺激购物神经, 最终完成导购。	视觉表现力强, 风格简洁有气质, 图片兴趣社文化导购。	导购性低, 用户倾向图片收集和分享。
场景类	解决信息过剩增加用户体验	礼物说 非凡 喵街	场景类就是把推荐的商品和用户真实的使用场景结合起来, 以此来激发用户的购买欲。	场景真实, 需求明确, 用户体验高。	商品质量和售后服务。

来源: iResearch、中泰证券研究所

IPO 募投项目强化基地和信息化建设, 完善全国渠道布局

- 公司此次 IPO 拟发行 1333.33 万股, 扣除发行费用后预计募集资金 3.3 亿元, 主要用于公司基于大数据的个性化技术平台改造和升级项目。该项目围绕公司主营业务展开, 随着公司业务规模的不断扩大, 公司累计的用户和商品数据量级大幅攀升, 公司现有的数据采集、存储、分析能力可能无法适应未来业务的高速增长。所以通过大数据平台的升级和改造, 公司有望实现以下三个目标:
- 1、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。
- 2、提高公司运营效率。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。
- 3、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。
- 我们认为公司的大数据个性化技术平台改造与升级项目有望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, 为用户及企业提供更有价值的内容和服务, 并提高公司的盈利能力。

图表 42: 公司此次募集资金使用计划及金额 (万元)

项目名称	项目投资总额	募集资金投入	规划投资进度		
			T~T+12	T+12~T+24	T+24~T+36
基于大数据的个性化技术平台改造与升级项目	33000	33000	10887	10360	11754

来源: 招股说明书、中泰证券研究所

盈利假设与预测

- 我们对值得买的业绩预测基于一定假设的基础上, 主要有如下几点:
 - 假设一: 公司目前业务模式不发生重大变化, 经营稳定;
 - 假设二: 电商行业不发生重大政策变化;
 - 假设三: 短期不出现新的互联网技术及商业模式颠覆现有生态。
- 我们预测值得买 2019-2021 年实现营收分别为 6.19 亿元、7.57 亿元、9.28 亿元, 同比增长 21.86%、22.32%、22.59%; 实现归母净利润分别为 1.17 亿元、1.44 亿元、1.76 亿元, 同比增长 22.00%、23.56%、22.03%; 对应 2019-2021 年 EPS 分别为 2.19 元、2.71 元、3.30 元。
- 值得买作为一个电商导流平台, 兼具媒体和广告代理的属性。目前 A 股尚无主要经营导购业务的上市公司, 公司在 A 股具有稀缺性。我们选取目前已经上市的兼具媒体与广告代理属性的公司做同行业相对估值对比, 目前行业平均估值对应 2019 年约为 20 倍。公司发行价格 28.42 元, 对应 2019 年为 13 倍 PE, 给予“买入”评级。

图表 43: 可比上市公司估值表

上市公司	股价	归母净利润			EPS			PE		
		2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
每日互动	40.98	2.49	3.30	4.35	0.69	0.83	1.09	59.39	49.65	37.71
分众传媒	5.17	58.21	32.02	40.90	0.40	0.22	0.28	12.93	23.50	18.46
蓝色光标	4.67	3.89	5.04	5.88	0.16	0.23	0.27	29.19	20.30	17.30
行业平均								29.19	20.30	17.30

来源: Wind、中泰证券研究所

风险提示

行业竞争加剧风险

- 电商导购行业尚处于快速发展阶段, 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。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。

电商政策变化风险

- 电商导购网站的部分收入来源于信息推广服务中的电商导购佣金收入，这项业务收入是导购网站与阿里巴巴、京东等电商企业的联盟平台或其他第三方联盟平台进行对接，按照所发布商品的实际交易额收取佣金。导购网站对于电商企业联盟平台及其他第三方联盟平台的佣金政策控制力度有限，包括享有佣金的商品、佣金比例等。电商政策发生变化可能会引起公司收入波动的风险。

公司成本管控风险

- 公司上市之后规模继续扩张，各项业务进一步快速增长。公司规模扩大和人员的增加会使得公司组织机构、管理体系趋于复杂。若公司的组织模式、管理制度和管理能力等不能适应公司规模快速扩张，公司未来成长的可持续性将受到影响。

募投项目不达预期风险

- 本次募投项目围绕公司主营业务展开，基于大数据的个性化技术平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。若项目完成后由于市场变化、竞争加剧等原因，导致不能达到预期的目标，可能会对公司盈利能力的可持续发展造成不利的风险。

图表 44: 值得买财务报表预测

损益表 (人民币百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	367	508	619	757	928
增长率	82.4%	38.3%	21.9%	22.3%	22.6%
营业成本	-59	-134	-164	-201	-246
% 销售收入	16.0%	26.3%	26.5%	26.5%	26.6%
毛利	308	374	455	556	681
% 销售收入	84.0%	73.7%	73.5%	73.5%	73.4%
营业税金及附加	-10	-12	-15	-18	-22
% 销售收入	2.6%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
营业费用	-105	-135	-212	-250	-306
% 销售收入	28.7%	26.5%	34.3%	33.0%	33.0%
管理费用	-49	-59	-99	-129	-158
% 销售收入	13.2%	11.6%	16.0%	17.0%	17.0%
息税前利润 (EBIT)	145	169	129	160	195
% 销售收入	39.4%	33.2%	20.9%	21.1%	21.1%
财务费用	-2	2	1	0	0
% 销售收入	0.6%	-0.3%	-0.1%	-0.1%	0.0%
资产减值损失	0	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	3	5	0	0	0
% 税前利润	2.0%	2.6%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	146	177	130	160	196
营业利润率	39.7%	34.9%	21.0%	21.2%	21.1%
营业外收支	0	0	0	0	0
税前利润	146	177	130	160	196
利润率	39.7%	34.9%	21.0%	21.2%	21.1%
所得税	-13	-11	-13	-16	-20
所得税率	9.0%	6.0%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	86	96	117	144	176
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	86	96	117	144	176
净利率	23.5%	18.9%	18.9%	19.1%	19.0%

资产负债表 (人民币百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	87	7	9	28	164
应收款项	80	140	128	200	202
存货	3	1	3	2	5
其他流动资产	148	157	158	158	159
流动资产	317	305	298	388	529
% 总资产	94.4%	58.8%	52.7%	54.7%	59.3%
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	9	200	227	252	274
% 总资产	2.8%	38.6%	40.2%	35.5%	30.7%
无形资产	5	5	5	4	3
非流动资产	19	213	267	321	363
% 总资产	5.6%	41.2%	47.3%	45.3%	40.7%
资产总计	336	518	565	709	892
短期借款	0	0	0	0	0
应付款项	21	29	33	43	50
其他流动负债	51	67	67	67	67
流动负债	72	95	99	109	116
长期贷款	0	84	10	0	0
其他长期负债	9	11	11	11	11
负债	82	190	120	120	127
普通股股东权益	254	328	444	589	765
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	336	518	565	709	892

比率分析					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标					
每股收益 (元)	1.62	1.79	2.92	3.61	4.40
每股净资产 (元)	4.76	6.14	11.11	14.72	19.12
每股经营现金流 (元)	2.10	1.00	2.55	1.67	3.50
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
回报率					
净资产收益率	33.96%	29.21%	26.27%	24.51%	23.02%
总资产收益率	25.70%	18.47%	20.67%	20.35%	19.73%
投入资本收益率	79.81%	58.54%	28.64%	32.00%	31.15%
增长率					
营业总收入增长率	82.44%	38.31%	21.86%	22.32%	22.59%
EBIT 增长率	108.29%	16.02%	-24.46%	23.76%	22.30%
净利润增长率	145.26%	10.99%	22.00%	23.56%	22.03%
总资产增长率	52.11%	54.42%	9.03%	25.52%	25.84%
资产管理能力					
应收账款周转天数	73.7	77.5	77.5	77.5	77.5
存货周转天数	1.4	1.2	1.2	1.2	1.2
应付账款周转天数	55.1	49.1	49.1	49.1	49.1
固定资产周转天数	7.0	74.2	124.2	113.8	102.0
偿债能力					
净负债/股东权益	-2.69%	25.87%	-1.78%	-26.16%	-33.43%
EBIT 利息保障倍数	70.5	-107.0	-249.8	-385.1	-1,781.8
资产负债率	24.31%	36.76%	21.32%	16.96%	14.28%

现金流量表 (人民币百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	86	96	117	144	176
加: 折旧和摊销	6	8	4	7	9
资产减值准备	0	2	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	2	-2	-1	0	0
投资收益	-3	-5	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	0
营运资金的变动	-27	-51	16	-61	1
经营活动现金净流	112	53	136	89	186
固定资本投资	-5	-190	-60	-60	-50
投资活动现金净流	-74	-206	-61	-61	-51
股利分配	0	0	0	0	0
其他	-8	70	-73	-10	0
筹资活动现金净流	-8	70	-73	-10	0
现金净流量	29	-82	2	19	136

来源: 招股说明书、中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。