

稀缺 UGC 电商导购平台，突出的“社区感”与“参与感”，驱动社区持续发展

核心观点

1、电商导购平台第一股：北京值得买科技股份有限公司成立于 2015 年 10 月。公司旗下拥有访问量高、富有影响力的什么值得买网站（www.smzdm.com）及相应的移动客户端。2019 年 6 月 13 日，北京值得买科技股份有限公司 IPO 申请获深交所创业板审批通过。7 月 15 日，值得买科技正式上市。根据招股书，此次公司公开发行不超过 13,333,334 股，占发行后总股本比例不低于 25%。扣除发行费用后募集资金将全额用于基于大数据的个性化技术平台改造与升级项目（3.3 亿元）。

2、“什么值得买”，稀缺的 UGC 电商导购社区：根据公司招股书披露，2016-2018 年公司什么值得买 App 登录次数分别为 14.16/15.52/20.39 亿次，同比增速分别为 36.55%、9.6% 和 31.4%。随着智能手机和移动互联网的快速普及，公司 App 登录次数实现了高速增长。平台 70% 的优惠信息来自于用户贡献（UGC），剩余 30% 为编辑贡献（PGC）、商家贡献（BGC）以及机器贡献。2018 年用户贡献内容超过 200 万条。

3、稀缺的男性导购电商：根据百度指数的用户画像数据，2015 年 1 月至 2019 年 5 月期间，在什么值得买的用户性别分布中，男性用户占比高达 77%，女性用户仅为 23%，公司男性用户偏多。平台成为目前市场上较少将男性用户和男性消费结合的用户产品。相较而言，女性电商分享社区小红书目前估值已达到 30 亿美金。潮流运动交易平台“毒”APP 估值也达到 10 亿美金。

4、“社区感”+“参与感”，激发社区用户形成良性循环：经过多年发展，公司积累了一群活跃度、参与感和消费能力都很强的核心用户群体（消费“达人”）。“达人”和普通用户可以在社区中进行内容贡献和消费评论，形成良好的用户参与感。

5、盈利预测：我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 1.11、1.34 和 1.58 亿元，同比分别增长 16.2%、20.1% 和 18.0%。2019-2021 年 EPS 分别为 2.08、2.50 和 2.96 元。8 月 5 日收盘价对应 19-21 年每股收益的市盈率分别为 60.3x、50.2x 和 42.5x。

风险提示：行业竞争加剧带来的风险；电商政策变化的风险；核心高管流失风险；客户集中度较高风险。

值得买 (300785)

首次覆盖

不评级

杨艾莉

yangaili@csc.com.cn

执业证书编号：S1440519060002

崔碧玮

cuibiwei@csc.com.cn

18510249707

执业证书编号：S1440518090002

发布日期：2019 年 08 月 06 日

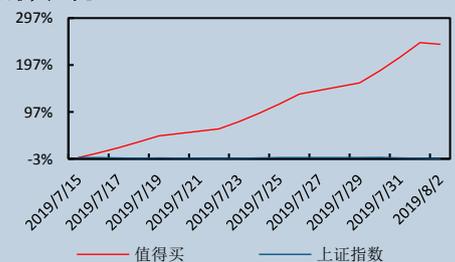
当前股价：125.71 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	342.33/346.9	342.33/349.17	342.33/337.68
12 月最高/最低价 (元)			149.98/34.1
总股本 (万股)			5,333.33
流通 A 股 (万股)			1,333.33
总市值 (亿元)			67.05
流通市值 (亿元)			16.76
近 3 月日均成交量 (万)			105.01
主要股东			
隋国栋			43.33%

股价表现



相关研究报告

目录

一、概览：从自我驱动式导购平台到多元化业务结构.....	1
二、业务：信息推广是核心，探索结构多元化	3
2.1 信息推广服务：以社区为核心，电商导购与广告展示业务并驾齐驱.....	5
2.1.1 业务开展模式	5
2.1.2 TO C:电商导购业务	6
2.1.3 TO B:广告展示业务	9
2.2 互联网效果营销平台服务：客户资源的多维度变现.....	13
2.3 海淘业务：目前已暂停服务	15
三、竞争优势：稀缺的社区资源，UGC 内容运营形成良性循环	16
3.1 优质的 UGC 内容社区	16
3.2 用户画像：稀缺的男性 UGC 社区，消费潜力巨大	19
3.3 UGC 内容运营模式：用户参与感强，社区活跃度高	21
四、财务分析：核心业务规模扩大，业务结构优化，毛利率水平较高.....	23
风险提示	27
附录：公司财务预测	28

图表目录

图表 1： 公司募集资金主要用途（单位：万元）	1
图表 2： 公司股权结构（发行前）	1
图表 3： 公司主营业务划分及面向对象	3
图表 4： 2015-2018 主营业务收入构成（按业务板块,万元）	4
图表 5： 2015-2018 前 5 大客户情况	4
图表 6： 信息推广业务模式示意图	5
图表 7： 信息推广业务营收拆分	6
图表 8： 信息推广业务境内外收入情况	6
图表 9： 公司电商导购业务模式示意图	7
图表 10： 月注册账户数、活跃账户数、新增注册账户数.....	8
图表 11： 电商导购交易次数、平均单次交易金额等情况.....	8
图表 12： 单次交易金额分布区间及交易金额占比情况.....	8
图表 13： 各价格区间的订单形成的交易总金额分布区间.....	8
图表 14： 公司广告展示业务模式示意图	9
图表 15： 公司广告展示收入及两类签约主体占比情况.....	10
图表 16： 公司广告展示收入及各定价模式占比情况	10
图表 17： 广告展示收入的刊例价格	11
图表 18： 2015-2018 年按天广告平均展示价格（万元/天）	11
图表 19： 2015-2018 年公司广告位售出比例（%）	11
图表 20： 行业网络广告市场规模及增长率	12

图表 21: 公司主要广告客户的销售推广情况	12
图表 22: 公司互联网效果营销平台服务业务模式示意图.....	13
图表 23: 互联网效果营销平台服务营收及占比	14
图表 24: 互联网效果营销平台服务成本及占比	14
图表 25: 公司海淘业务模式示意图	15
图表 26: 海淘代购平台服务营收及占比	15
图表 27: 海淘代购平台服务成本及占比	15
图表 28: 什么值得买网站的主网页浏览量及占比情况.....	16
图表 29: 什么值得买 APP 各端口登录次数	16
图表 30: 什么值得买网站示意图	17
图表 31: 什么值得买移动客户端示意图	17
图表 32: 优惠信息来源数量（万条）及金额（万元）	18
图表 33: 知乎、小红书、什么值得买用户性别分布情况.....	19
图表 34: 知乎、小红书、什么值得买用户年龄分布情况.....	19
图表 35: 什么值得买、小红书、毒 APP、CHAO 产品情况.....	20
图表 36: 公司月活跃用户数及移动端激活量情况	20
图表 37: 公司电商导购交易次数、平均单次交易金额、月平均活跃用户数.....	20
图表 38: 公司优惠信息总数及各来源占比	21
图表 39: 公司优惠信息带来的收入及各来源占比	21
图表 40: 公司核心业务逻辑示意图	22
图表 41: 公司营业收入、归母净利润（亿元）及增速.....	23
图表 42: 公司营业收入、营业成本（亿元）及增速	23
图表 43: 2015—2018 年主营业务各板块毛利润（万元）	23
图表 44: 2015—2018 年信息推广服务板块毛利润（亿元）	23
图表 45: 2015—2018 年主营业务各板块毛利率	24
图表 46: 2015—2018 年信息推广服务子板块毛利率	24
图表 47: 2015—2018 年公司应收、应付账款情况	25
图表 48: 2015—2018 年经营活动产生的现金流量净额	25
图表 49: 2015—2018 年期间费用及占比	25
图表 50: 2015—2018 年公司研发费用及研发费用率	25
图表 51: 公司主营业务收入的季节性波动情况	26

一、概览：从自我驱动式导购平台到多元化业务结构

北京值得买科技股份有限公司成立于 2015 年 10 月，前身是北京知德脉信息技术有限公司，注册资本人民币 4,000 万元。公司旗下拥有访问量高、富有影响力的什么值得买网站（www.smzdm.com）及相应的移动客户端。2019 年 6 月 13 日，北京值得买科技股份有限公司 IPO 申请获深交所创业板审批通过，6 月 28 日公司获得 IPO 批文。7 月 15 日，值得买科技正式上市。

根据公司的招股说明书显示，此次公司公开发行不超过 13,333,334 股，占此次发行后总股本比例不低于 25%。根据公告，扣除发行费用后募集资金将全额用于基于大数据的个性化技术平台改造与升级项目（3.3 亿元）。

图表1： 公司募集资金主要用途（单位：万元）

序号	项目名称	总投资额	募集资金投资额
1	基于大数据的个性化技术平台改造与升级项目	33,000.00	33,000.00

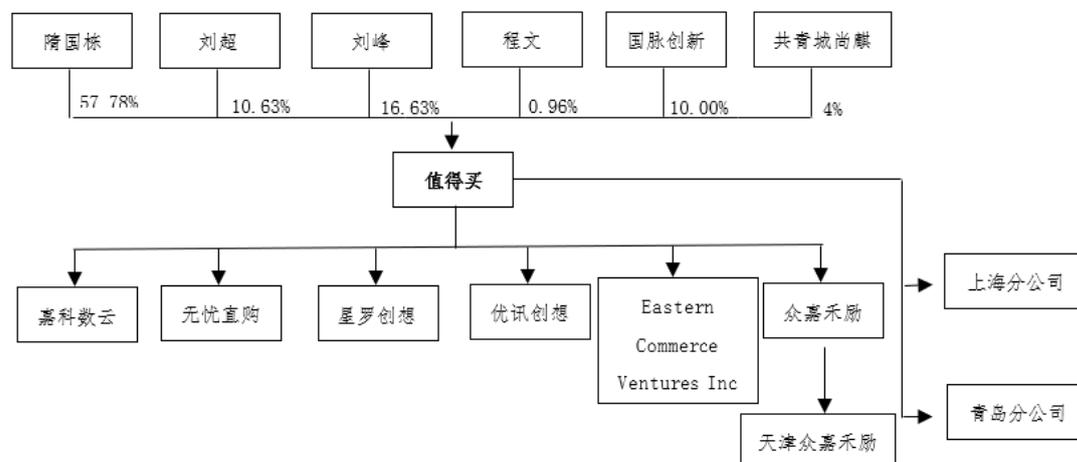
资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

根据公司招股说明书显示，公司定位于集导购、媒体、工具、社区属性于一体的购物门户，以信息推广服务、互联网效果营销平台服务和海淘代购平台服务为三大主营业务。公司旗下运营内容类导购平台什么值得买网站（www.smzdm.com）及相应的移动客户端集导购、媒体、工具、社区属性于一体，通过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，为用户提供消费决策支持。

同时，公司以技术为驱动，在“什么值得买”网站及移动客户端上构建“好价”、“社区”两大内容板块，通过 AI 技术实现个性化的内容分发，从而有效提升转化。因此，公司互联网产品是电商、品牌商获取高质量用户，扩大品牌影响力的重要渠道。

截至招股说明书签署日，公司控股股东和实际控制人均为隋国栋。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。

图表2： 公司股权结构（发行前）



资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

从招股书公布的财务数据来看，2015-2018 年，公司实现了营业收入的持续增长，分别实现营收 0.97/2.01/3.67/5.08 亿元，2016-2018 年公司营收分别同比增长 106.73%/82.46%/38.31%；2015-2018 年公司净利润持续提升，分别实现净利润 0.19/0.35/0.86/0.96 亿元，2016-2018 年分别同比增长 84.21%/145.71%/11.63%；2015-2018 年公司主营业务综合毛利率分别为 86.83%/83.10%/84.01%/73.68%，公司 2018 年毛利率有所下滑，但整体来看毛利率仍然维持较高水平。

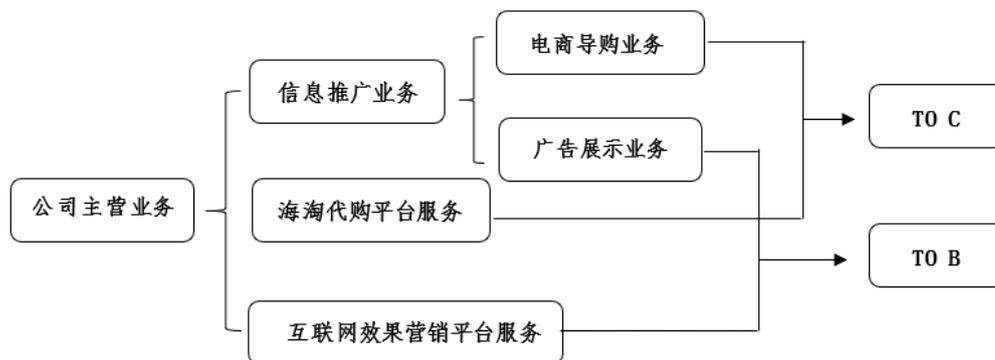
公司招股书显示，未来三年，公司将通过新业务的布局、横向内容广度扩张、纵向品类深度延伸等方式持续探索新型导购服务、强化自身内容体系优势、拓展商品品类、用户人群，深挖流量价值，进而扩大市场占有率。

二、业务：信息推广是核心，探索结构多元化

公司定位于集导购、媒体、工具、社区属性于一体的购物门户。公司主营业务主要包括三个板块：信息推广服务、海淘代购平台服务及互联网效果营销平台服务。

- **信息推广服务业务：**公司核心业务，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、品牌商等提供信息推广服务，具体模式包括电商导购业务以及广告展示业务。
- **互联网效果营销平台服务业务：**公司通过星罗广告联盟中间平台 LinkStars，一端连接拥有流量的网站、移动客户端和内容专业者等联盟媒体，一端连接电商、品牌商等广告主，以自身平台为载体为电商、品牌商等提供互联网效果营销平台服务。
- **海淘代购平台服务业务：**公司通过运营海淘代购平台贝窝网（www.beiwo.com）为用户提供海淘代购平台服务。贝窝网全程向用户提供买手下单、海外转运服务、全程中文客服等服务，目前已经支持美国亚马逊（自营）、日本亚马逊（自营）、英国亚马逊（自营）、eBay、6PM、Brooks Brothers 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。目前公司已经停止贝窝网的运营。

图表3： 公司主营业务划分及面向对象

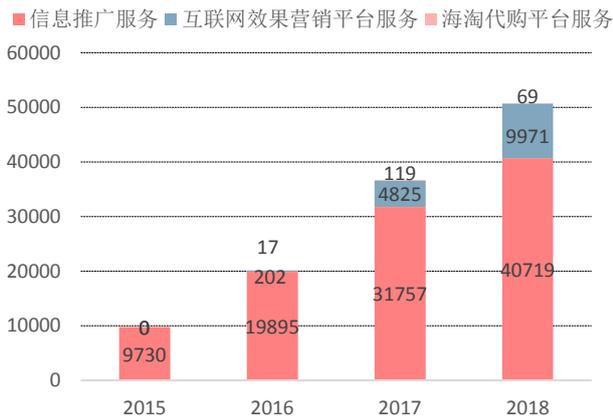


资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

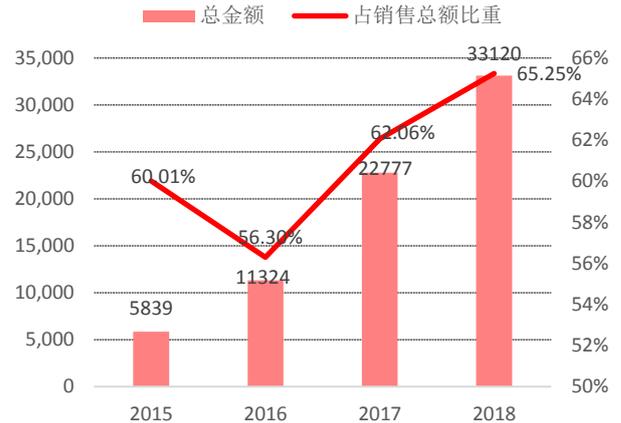
从 2015-2018 年公司收入拆分可以看到，信息推广业务是公司的核心业务，公司业务结构正逐步趋于多元化。对于信息推广业务而言，2015 年该业务营收 0.97 亿元，2016 年信息推广业务营收 1.99 亿元，营收增速达 104.48%，占营业总收入的比重为 98.91%。2017 年，伴随着互联网效果营销平台服务业务和海淘代购平台服务业务的进一步发展，公司业务结构逐步趋于多元化。2018 年，信息推广业务营收 4.07 亿元，同比增长 28.22%，占营业总收入的比重下滑至 80.22%。

另外两项业务中，互联网效果营销平台服务业务发展迅速，2017 年营收 0.48 亿，占营业总收入比重达到 13.15%，18 年营收 1.00 亿，占比 19.64%，增速 106.68%；海淘代购平台服务业务 2017 年营收 119 万元，增速 597.08%，18 年营收 69.07 万，出现下滑，考虑到海淘业务流程相对不易规范，如不能妥善处理客户需求会给公司业务开展带来不必要的麻烦和一定的法律风险，同时此项业务收入占比不足 0.5%，对整体经营业绩贡献有限，贝窝网目前已停止承接新的海淘代购业务。

从前 5 大客户的集中度来看，公司对大客户的依赖程度较高，但公司采取了与大客户签订年度框架协议的方式来稳定合作关系，有效地缓冲客户集中风险。公司主要客户为阿里巴巴集团、蓝标集团、京东、亚马逊等。2015-2018 年前 5 大客户占销售总额的比例分别为 60.01%/56.30%/62.06%/65.25%。2018 年公司最大的客户是蓝标集团，占比为 19.52%；其次是阿里巴巴集团，占比为 19.48%；京东集团为其第三大销售客户，占比为 18.08%，前三大大客户 2018 年的总占比达到 62.25%，超过销售总额的一半。

图表4： 2015-2018 主营业务收入构成（按业务板块,万元）


资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

图表5： 2015-2018 前 5 大客户情况


资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

2.1 信息推广服务：以社区为核心，电商导购与广告展示业务并驾齐驱

2.1.1 业务开展模式

作为公司核心业务的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：

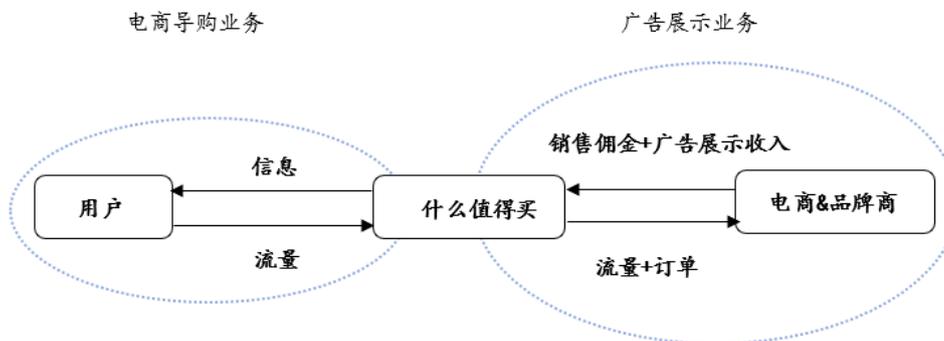
1) **电商导购佣金收入**：通过公司网站或移动客户端提供电商、品牌商等的相关商品或服务信息，将用户引流至电商、品牌商官网，根据用户实际完成交易金额的一定比例向电商、品牌商等获取的收入。从这个角度来看，电商导购佣金效果类广告营销服务。

2) **广告展示收入**：通过在公司网站或移动客户端为电商、品牌商等提供广告展示位等营销服务，向电商、品牌商等获取的收入。这是一种展示类广告服务。

整体来看，公司提供信息推广服务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，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。

2018 年“双 11”，什么值得买导向电商、品牌商等的净交易额（确认 GMV）达到 9.43 亿元，较 2017 年 6.56 亿元增长 43.75%。

图表6： 信息推广业务模式示意图



资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

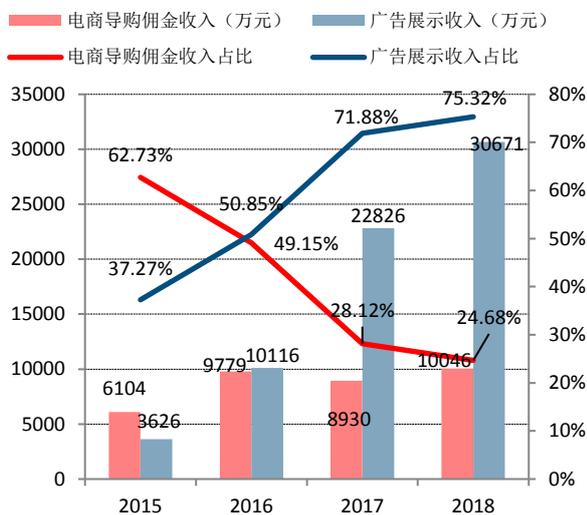
随着公司什么值得买平台的用户量持续增加，信息推广业务迎来快速增长，其中广告展示收入增长不断提速，已超过电商导购佣金收入，2018 年广告展示收入占比达 75.32%。2015-2018 年，公司广告展示收入分别为 0.36/1.01/2.28/3.07 亿元，占信息推广业务的比例分别为 37.27%/50.85%/71.88%/75.32%，其中广告展示业务收入 16-17 年增速保持在 100% 以上，18 年增速趋缓至 34.36%；另一项，电商导购佣金收入占比从 62.73% 下降到 24.68%，反应了公司主要收入对大型电商客户返佣的依赖度不断下降，自身品牌影响力提升，稳定用户群逐渐形成，公司作为一个社区和平台的价值开始凸显。

值得注意的是，2016-2018 年电商导购佣金收入金额分别为 9,778.90 万元、8,930.14 万元及 10,046.47 万元，总体增幅较低，2017 年公司电商导购佣金收入金额有所下降，主要系业务合并口径改变，部分客户业务转移至

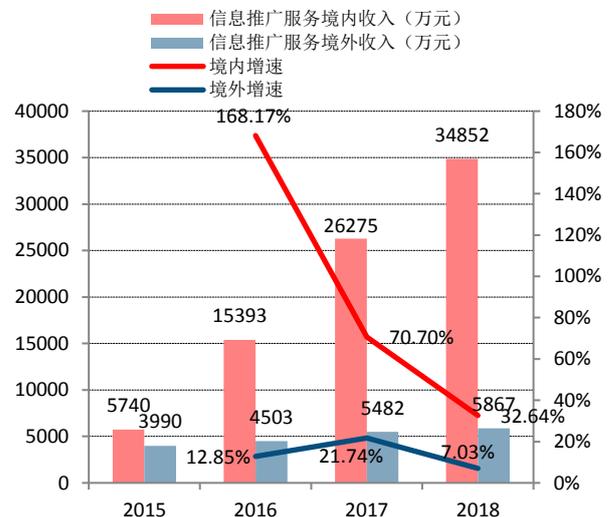
全资子公司星罗创想（即广告联盟 LinkStars），该部分营收被计入互联网效果营销平台服务收入。若将此部分收入还原为电商导购佣金收入，2016-2018 年营收分别为 9,980.82 万元、13,341.61 万元及 19,799.52 万元，对应 17-18 年的同比增速为 33.67% 和 48.40%。

从收入来源的地域来看，中国境内收入是信息推广业务的主要来源，从体量和增速上均远超海外收入。公司按照业务实质将电商导购佣金收入中跨境电商、海外电商、海外品牌商的佣金收入归为境外收入，广告展示收入中将境外广告主、广告代理商代理国外品牌的广告展示收入归为境外收入。2016-2018 年，公司在境外业务上保持了稳定的增长，增速分别为 12.85%/21.74%/7.03%，同时境内业务上增速分别为 168.17%/70.70%/32.64%。

整体来看，伴随着国内电商行业的发展，国内的电商客户、品牌广告主客户、国内广告代理商仍然是公司核心重点客户。

图表7： 信息推广业务营收拆分


资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

图表8： 信息推广业务境内外收入情况


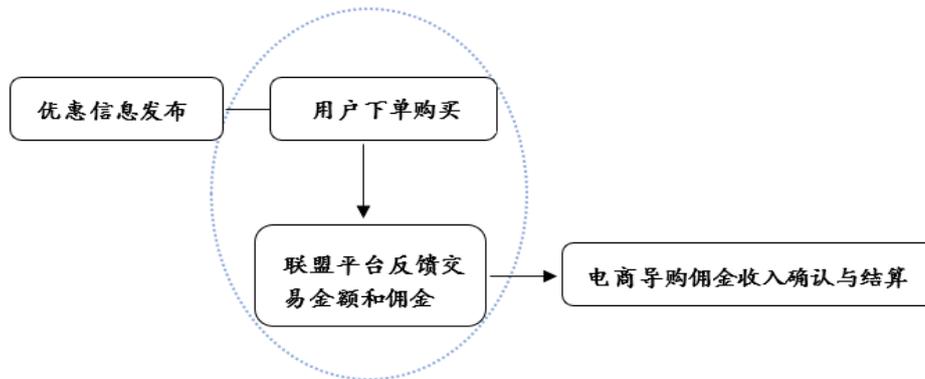
资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

2.1.2 TO C: 电商导购业务

(1) 业务模式

根据公司招股说明书显示，电商导购模式业务的流程主要包括**优惠信息发布、用户下单购买及联盟平台反馈交易金额和佣金、电商导购佣金收入确认与结算**三步。公司在什么值得买网站及移动端上发布商品或服务的优惠信息以及购物攻略、产品评测等原创好文，用户通过优惠信息页面的链接可以直接进入电商、品牌商网站或相应的 App 完成购买，公司会按照实际成交金额的一定比例向电商收取导购佣金费用。

图表9：公司电商导购业务模式示意图



资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

环节一：优惠信息发布

公司的核心平台是“什么值得买”网站和“什么值得买”APP。电商导购业务中，公司吸引用户的主要手段是什么值得买上的消费信息内容。这部分内容以用户贡献内容（UGC）为主，主要包括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。

环节二：用户下单购买及联盟平台反馈交易金额和佣金

用户通过公司网站和 App 上优惠信息页面的信息链接进入到第三方电商、品牌商平台下单购买商品，这部分金额会被记录并按照一定比例来收取佣金。公司通常与各电商旗下联盟平台以及第三方联盟平台签订《CPS 合作协议》，约定按照公司引导用户到达电商或品牌商后产生的有效交易金额，与联盟平台结算佣金，佣金比例按照不同联盟平台的标准执行。

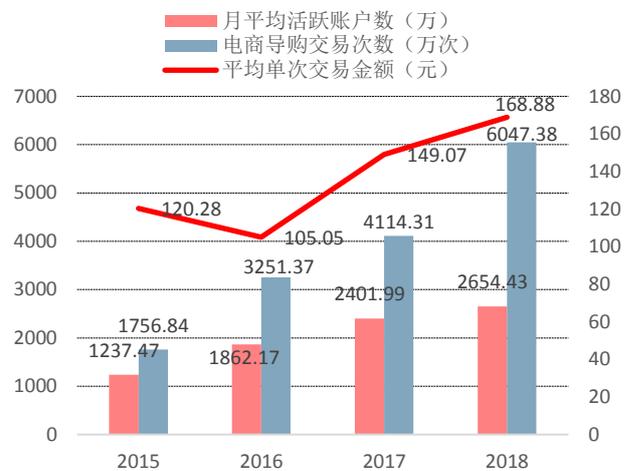
环节三：电商导购佣金收入确认与结算

公司通常按月与各电商导购客户进行电商导购佣金收入结算。对于拥有联盟平台的电商和品牌商，各联盟平台的结算政策和结算日期存在较大差异，公司通常会在每月的规定时间点登录各联盟平台进行正式结算；对于无联盟平台的电商和品牌商以及第三方联盟平台客户，公司通常每月固定时间通过邮件对账的方式与其结算佣金。

2015 年至 2017 年，随着公司经营规模的不断扩大，公司电商导购交易次数和月活跃用户数均保持稳定增长，与公司电商导购佣金收入的增长趋势基本保持一致。公司 2015-2018 年电商导购平均单次交易金额在 100 元-170 元左右，符合用户网上消费的行为习惯。

图表10：月注册账户数、活跃账户数、新增注册账户数


资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

图表11：电商导购交易次数、平均单次交易金额等情况


资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

公司的电商交易金额从两个口径进行统计。从单次交易金额分布的区间来看，截止到2018年1-300元的订单占比为91.63%，占绝大多数。从其中的结构来看，1-10元的比例在下降，31-100元和101-300元的比例在上升，从侧面证明公司平台导购价值持续上升。

从总交易金额分别区间来看，截止到2018年301-1000元和1001-5000元的订单分别占据了19.07%和30.79%，是占比最大的两个区间。

图表12：单次交易金额分布区间及交易金额占比情况

	2015年	2016年	2017年	2018年
1-10元	45.58%	45.58%	26.91%	25.95%
11-30元	21.62%	21.62%	26.51%	24.29%
31-100元	17.35%	17.35%	24.89%	25.26%
101-300元	10.08%	10.08%	14.05%	16.13%
301-1,000元	3.71%	3.71%	5.19%	3.23%
1,001-5,000元	1.30%	1.30%	2.09%	2.39%
5,001-10,000元	0.15%	0.15%	0.27%	2.33%
10,000元以上	0.21%	0.21%	0.09%	0.37%

资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

图表13：各价格区间的订单形成的交易总金额分布区间

	2015年	2016年	2017年	2018年
1-10元	2.08%	2.15%	1.05%	0.94%
11-30元	2.88%	3.33%	3.27%	2.90%
31-100元	9.14%	9.22%	10.20%	9.62%
101-300元	19.06%	16.89%	16.86%	16.99%
301-1,000元	23.71%	19.91%	19.64%	19.07%
1,001-5,000元	28.53%	27.10%	31.22%	30.79%
5,001-10,000元	7.30%	8.13%	11.19%	15.25%
10,000元以上	7.31%	13.28%	6.57%	4.44%

资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

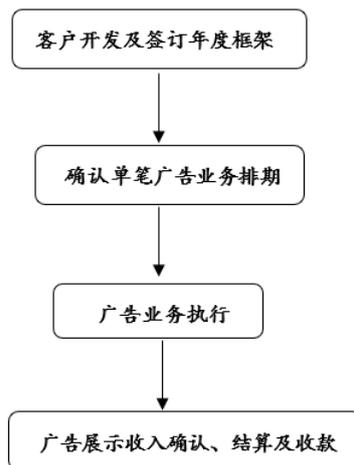
2.1.3 TO B:广告展示业务

除电商导购业务外，2015 年开始公司逐渐加大广告业务开拓力度，一方面公司通过什么值得买的平台上设置广告位以满足不同广告主在平台的推广需求；另一方面，公司加大销售团队的投入力度拓宽市场资源，不断开拓营销渠道，以重要电商大促“618”、“双 11”、“黑五”等为时机，提升广告客户的服务质量。目前，公司已通过直接合作或与广告代理公司合作的方式与阿里巴巴、京东、耐克、亚马逊、网易考拉、华为、eBay、沃尔玛等国内外知名电商或品牌商建立了稳定的合作关系，是公司广告展示业务高速增长的有利支撑。

(1) 业务模式

广告展示业务中，基于什么值得买所拥有的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。业务流程主要包括**客户开发及签订年度框架协议**、**确认单笔广告业务排期**、**广告业务执行**、**广告结算及收款**四个环节。

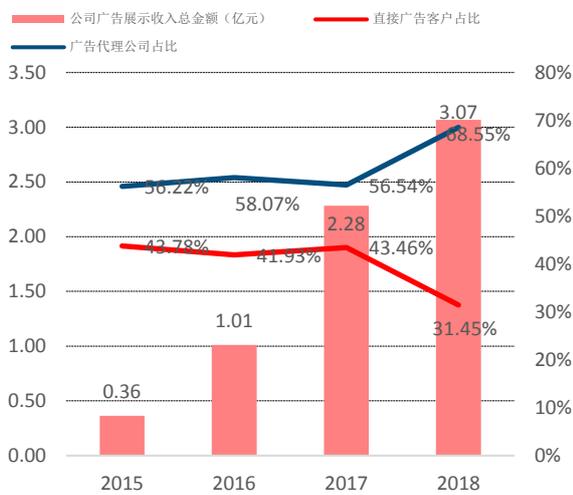
图表14： 公司广告展示业务模式示意图



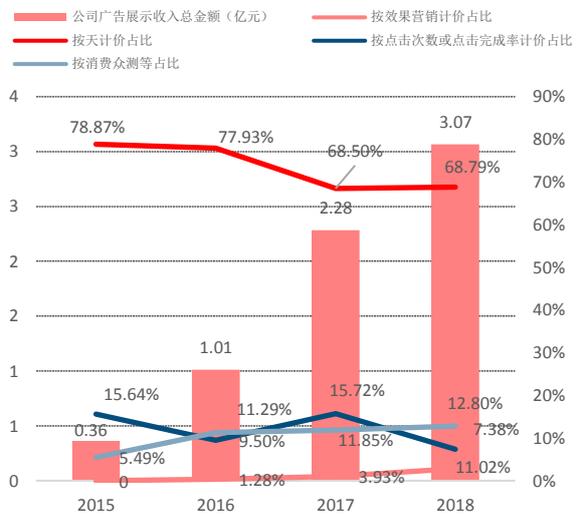
资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

公司广告业务主要分为**直客模式**和**代理模式**。直客模式：公司商务部直接与电商和品牌商建立合作关系。代理模式：电商和品牌商通过广告代理公司负责其广告的策划、制作、投放和投后数据监测工作，公司通过广告代理公司间接与电商和品牌商达成合作关系并获取广告发布订单。公司通常与主要客户通过签订《年度框架协议合作协议书》的方式确定合作关系。确定对双方广告发布合作的范围、年度投放总金额、广告返点政策、广告配送比例、支付方式等条款进行原则性的约定。

2015-2018 年，公司来自广告代理公司的收入分别 0.20/0.59/1.29/2.10 亿元，占广告展示收入的比例分别为 56.22%/58.07%/56.54%/68.55%；公司来自直接广告客户的收入分别为 0.16/0.42/0.99/0.96 亿元，占广告展示收入的比例分别为 43.78%/41.93%/43.46%/31.45%。该业务中广告代理公司占比进一步提升。

图表15： 公司广告展示收入及两类签约主体占比情况


资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

图表16： 公司广告展示收入及各定价模式占比情况


资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

(2) 业务开展情况

公司自 2015 年开始逐渐加大广告业务开发力度，在不影响用户体验的情况下，在什么值得买网站和 App 中设置不同的广告位置供广告商投放广告，随着公司产品的愈发成熟，广告展现形式日趋丰富，可有效满足各类型广告主的在不同推广时间的广告发布需求。

公司目前广告展现形式主要以 PC 端的焦点图广告、顶部通栏广告、矩形广告，App 端的信息流广告、浮层广告、通栏广告为主。这些广告位产生的广告展示收入占公司广告展示收入的 60%-80%。2018 年度，公司 PC 端焦点图广告、网站端顶部通栏广告的售出比例出现下降，这主要与用户更加频繁使用移动智能终端的趋势，信息流广告成为移动端重要广告形式的产业背景有关。

公司 App 端信息流广告的售出比例自 2016 年以来不断上升；但 App 端浮层广告的售出比例自 2017 年的 50.73% 下降至 2018 年度的 16.71%，一方面由于信息流广告的快速上升导致的浮层广告占比下降，另一方面由于浮层广告会影响用户体验，广告主投放该类广告的意愿有所下降；2018 年度，公司 App 端通栏广告的展示天数和售出比例明显上升，这主要是随着公司内容优化、算法推荐系统不断完善，用户使用次数上升，广告主开始更多关注该类广告位并加大投放力度。

公司广告展示收入的定价模式主要包括按天计价、按点击次数（CPC）或点击完成率计价、按实际成交订单金额的一定比例计价的效果营销计价方式、消费众测等打包计价服务等。公司各类定价模式的占比总体保持稳定，按天计价模式的广告展示收入 2015-2018 年分别为 0.28/0.79/1.56/2.11 亿元，占整体广告展示收入比例分别为 78.87%/77.93%/68.50%/68.79%，为公司广告展示收入的主要定价模式。

图表17： 广告展示收入的刊例价格

渠道	位置	2018 年度	2017 年度	2016 年度	2015 年度
网站端（单位：万元/天）	首页	4-15	7-15	4-12	3.5-7.5
	国内优惠/精选频道	4-12	4-12	4-6	1.5-4.5
	海淘专区频道	1-10	3-10	2-8	1-3.2
	发现频道	4-10	4-10	3-8	1-6
	原创频道	2.5-6	2-6	2-5	1-4.2
	资讯中心频道	2-3	2-3	2-3	1-1.4
	搜索结果页	2-3	2-3	2-3	1.5-2.8
	分类标签页	0.8-4	0.8-4	1.5-3	-
	移动端（单位：万元/天）	首页	3-35	8-25	6-15
好价频道	4-20	6-15	8-10	4-6	
好文频道	11-14	8-10	4-10	-	

资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

图表18： 2015-2018 年按天广告平均展示价格（万元/天）

	2015	2016	2017	2018
PC 端焦点图广告	1.82	2.33	2.96	3.47
PC 端网站端顶部通栏广告	0.9	1.71	2	1.79
PC 端各类矩形广告	0.63	1.21	1.26	1.24
App 端信息流广告	1.91	2.55	2.06	2.23
App 端浮层广告	—	3.69	4.12	5.28
APP 端通栏广告				2.46

资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

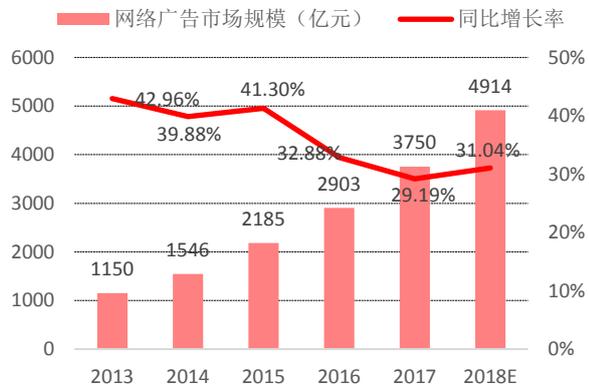
图表19： 2015-2018 年公司广告位售出比例（%）


资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

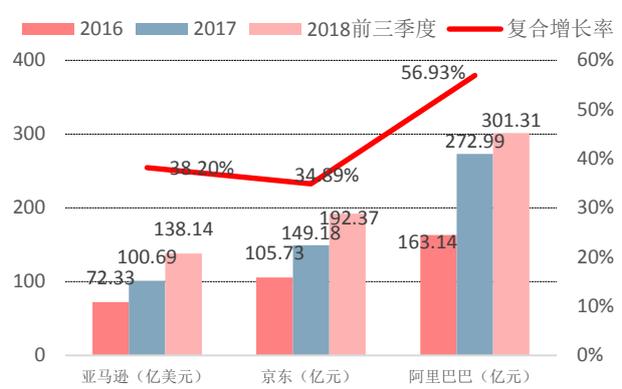
从公司广告展示业务平均展示价格变化情况看，除 PC 端顶部通栏广告和各类矩形广告价格在 2018 年有所下降，其余各类型广告单位时长平均展示价格均在上升，这反映了 2015-2018 年公司值得买平台的用户价值和广告价值提升，对上游广告商的议价能力逐步增强；从公司广告展示业务中广告位售出比例来看，除网站端顶部通栏广告售出比例在 2017 年有所下降外，其余各类型广告的售出比例均在上升。这表明伴随着公司经营规模和用户规模的稳定增长，客户对公司媒体价值的认可度越来越高，未来公司的广告展示业务前景较为明朗。

公司主要客户为阿里巴巴集团、京东集团和亚马逊集团，根据上述三家客户上市主体披露的数据，2016 年至 2018 年，市场推广费用持续快速增长，复合增长率分别为 56.93%/34.89%/38.20%，与公司广告业务收入快速增长的趋势相匹配。

图表20： 行业网络广告市场规模及增长率



图表21： 公司主要广告客户的销售推广情况



资料来源：艾瑞咨询《2017年中国网络广告市场年度监测报告》，中信建投证券研究发展部
资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

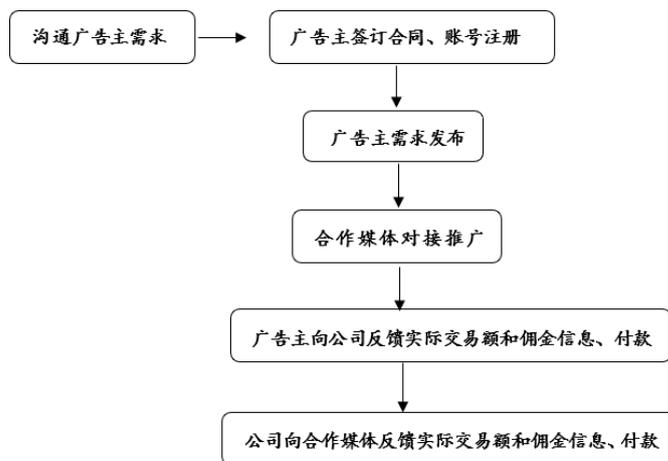
2.2 互联网效果营销平台服务：客户资源的多维度变现

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 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广告营收平台。

LinkStars 是一个第三方的中间平台，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，其本质是广告推广分发平台。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。联盟媒体可在 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。

目前，公司已与京东、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 250 家优质广告主建立了合作关系。通过星罗 LinkStars 广告联盟，广告主可有效地将广告信息推送至目标受众，从而更精确地实现广告营销目标。

图22： 公司互联网效果营销平台服务业务模式示意图



资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

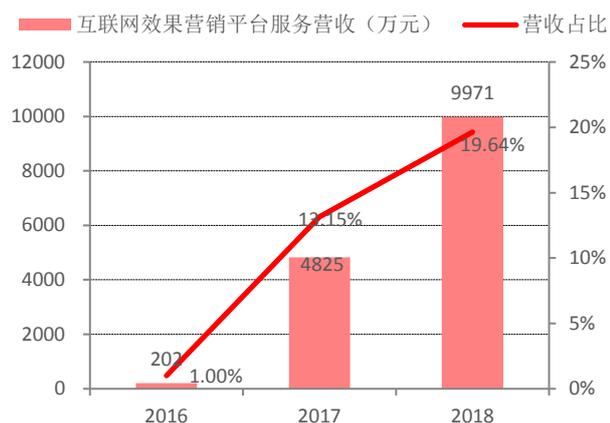
从业务流程来，公司首先与广告主进行沟通，摸清需求拟定推广目标并制定广告发布策略；其后，公司与广告主签订 CPS 营销协议并在 LinkStars 平台开设账号。公司将广告主的推广需求发布在 LinkStars 平台上并与合作媒体对接，LinkStars 的数据接口会记录来自合作媒体的导流信息，公司与广告主就导流信息进行核对，广告主按约定的佣金比例向公司支付佣金。

最终，公司从广告主取得的佣金，在扣除 10%（2017 年 6 月后新接入的广告主为 20%）的平台服务费后向合作媒体支付。

互联网效果营销平台业务是公司对其手中的客户资源的二次变现。公司自身的电商导购平台性质，剧集了大量有真实投放需求的广告主。通过 LinkStars 平台，公司增加了站外流量资源，为广告主和联盟媒体牵线搭桥，

实现广告推广上的便利和快速匹配，降低广告投放的盲目性。

2017年，公司该业务营收达4824.51万元，同比增速超过2000%，2018年营收9971.21万，保持稳定增长。成本端同比增长，业务毛利率保持稳定展现了该业务成熟的模式流程。

图表23：互联网效果营销平台服务营收及占比


资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

图表24：互联网效果营销平台服务成本及占比


资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

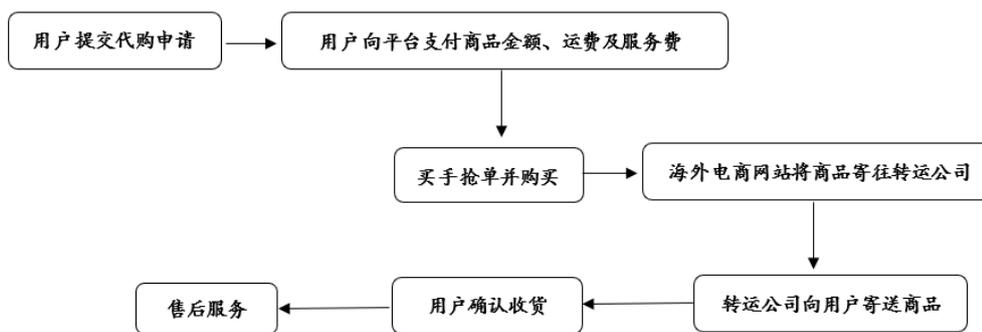
2.3 海淘业务：目前已暂停服务

为了抓住跨境消费的趋势，公司于 2013 年推出了海淘频道。公司是首批向用户普及海淘知识、传播海淘消费理念，帮助海外电商、品牌商等接触中国用户的企业之一。

2016 年 11 月，公司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（www.beiwo.com）。贝窝网向用户提供买手下单、海外转运服务、全程中文客服等服务，目前已经支持美国亚马逊（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。

公司提供的海淘代购平台业务主要包括七个主要环节：用户提交代购申请、用户向平台支付商品金额、运费及服务费、买手抢单并购买、海外电商网站将商品寄往转运公司、转运公司向用户寄送商品、用户确认收货、售后服务。

图表25： 公司海淘业务模式示意图



资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

目前，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，公司目前已经停止承接新的海淘代购业务。

图表26： 海淘代购平台服务营收及占比



资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

图表27： 海淘代购平台服务成本及占比



资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

三、竞争优势：稀缺的社区资源，UGC 内容运营形成良性循环

3.1 优质的 UGC 内容社区

公司所有业务的核心是 PC 端和移动端的“什么值得买”网站及 APP。这是构成公司护城河与核心竞争力的根本。

根据公司招股书披露，2015-2018 年什么值得买网站总浏览量分别达到 13.37/15.65/15.86/14.29 亿次，浏览主要集中在 PC 端，占比 77.12%，另外有一小部分为 WAP 网页。但受到 PC 端整体流量下降的影响，到 2018 年网站浏览量出现下滑。

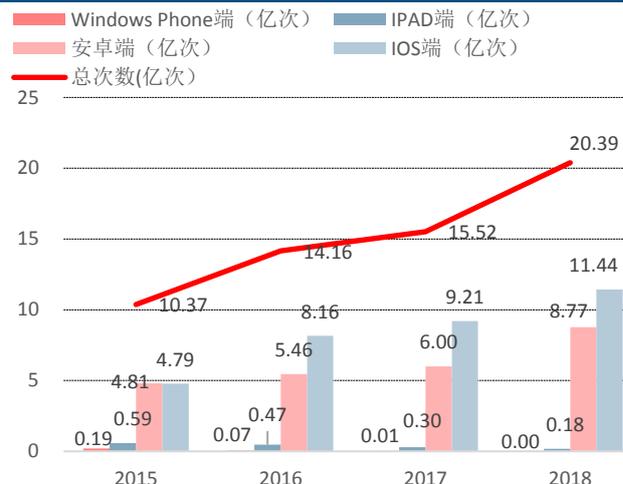
移动端，2015-2018 年公司什么值得买 App 登录次数分别为 10.37/14.16/15.52/20.39 亿次，对应同比增速分别为 36.55%、9.6%和 31.4%。随着智能手机和移动互联网的快速普及，公司 App 登录次数实现了高速增长。公司 App 登录主要来源于手机 iOS 客户端和安卓客户端，两者合计每年占比均在 80%以上，另外有少部分的 iPad 及 Windows phone 客户端登陆。

图表28： 什么值得买网站的主网页浏览量及占比情况



资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

图表29： 什么值得买 APP 各端口登录次数



资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

公司的用户数增长存在一定的季节性，主要与电商的促销活动相关。每年的电商大促如“618”、“双十一”、“黑五”和“双十二”等对电商导购业务有极大的促进作用，公司月度新增注册账户通常会在每年 6 月和年末迎来网站流量的高峰期，该时间段月活跃账户数较每年其他时间也明显增加。总体来看，2015 年初公司的注册用户数为 197.24 万，到 2018 年末达到 818.76 万，每月平均新增注册账户约为 23.69 万。

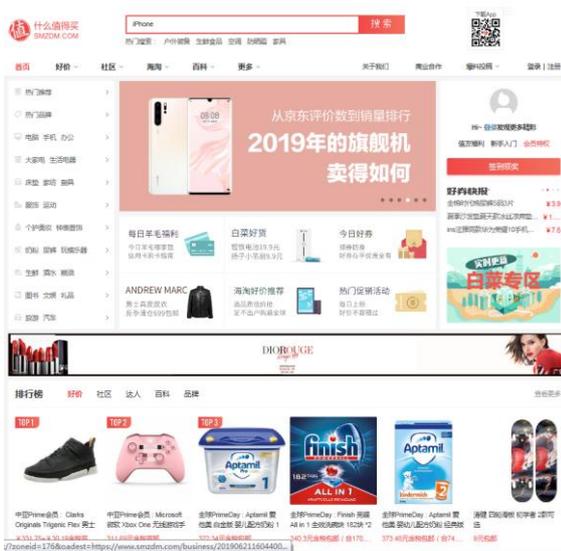
通过线上线下的同步推广，公司有效获得大量注册用户。2017 年 10-12 月，公司加大推广力度，开始尝试线上线下同步推广。公司在线上微信公众号、联通沃商店、银联支付成功页面，线下在加油站、重点区位布置易拉宝等投放二维码广告，用户识别二维码后进入推广页面，输入手机号即可进行注册，注册成功即可获取话费或手机流量。由于公司网站和 App 对用户不强制要求注册，故在数量上看，注册账户数小于月平均活跃账户数。

什么值得买网站及移动端，是以电商的优惠精选内容为核心，并构建了一个用户贡献内容的优质社区。

在优惠内容方面：主要是通过平台上的好价频道向用户进行展示。好价频道主要分“精选好价”、“全部好价”、“优惠券”、“白菜”等二级频道，实时发布全球高性价比的品质商品和服务信息，是什么值得买网站重要的导购板块。“全部好价”频道：该频道主要采用机器算法审核和编辑人工审核相结合的方式快速发布来自于全球的优惠信息。该频道日均发布已超过 3,000 条，可以基本满足用户对大多品类优质商品和服务的需求。“精选好价”频道：依据“全部好价”频道每条内容的热度，并经过编辑的精挑细选后在该频道展示，是“全部好价”频道内容的精华所在。“优惠券”频道：以第三方身份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。“白菜”频道：该频道主要覆盖低价且质量比较有保证的包邮或凑单包邮商品，适合高频消费场景，例如日用品、家居清洁、数码配件等。

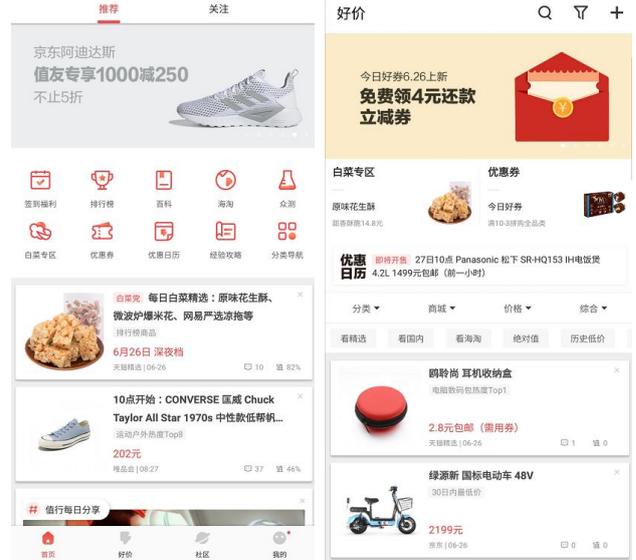
在社区侧：公司平台上聚集了大量优质的消费类用户，在此基础上推出了社区频道。社区频道下包括好文、资讯和众测三个栏目。“好文”频道：定位为消费生活领域的内容平台和用户分享社区。“资讯”频道：新款产品的新闻资讯和产品信息。“众测”频道：为用户提供产品使用福利，并需要用户提供体验报告，不断充实产品的公允评论。

图表30： 什么值得买网站示意图



资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

图表31： 什么值得买移动端示意图



资料来源：移动端App，中信建投证券研究发展部

公司网站和 App 中的优惠内容主要来源于用户贡献（UGC）、编辑贡献（PGC）、商家贡献（BGC）以及机器贡献。公司会向贡献用户 UGC（用户贡献）赠送金币或优惠券作为奖励；PGC（编辑贡献）主要是指公司的专业编辑贡献的内容；BGC（商家贡献）主要指商家主动贡献的内容，公司不会向贡献内容的商家支付或者收取费用，而是会向商家收取商品成交后的佣金。公司的有效爆料奖励对应约“0.2-1.8 元+动态奖励”，原创文章奖励对应约“10-20 元+动态奖励”，精华爆料奖励对应约“1.8 元+动态奖励”；

UGC 是公司优惠内容的主要来源方式，经过多年发展，公司积累了一群活跃度、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，在平台上贡献商品和服务的优惠信息，撰写购物攻略、产品评测等深度文章。约占优惠信息的 70%-80%，这主要是公司网站和 App 中用户自发贡献的内容。同时此类来源带来的收入金额占比也超过 60%，展现了公司用户的高价值性和评论的高质量性。

而公司编辑贡献的内容从 2015 年到 2018 年基本维持在 6 万条-7 万条的水准。随着 UGC 内容的快速增长，到 2018 年，编辑贡献内容的数量占比仅为公司优惠信息总量的 2% 左右。从此侧面证明了公司在 UGC 内容上的组织能力和用户优势，优惠信息内容对公司内部的编辑人员依赖较小。

另一方面，编辑贡献的内容在金额的贡献上远超数量的贡献。2016-2018 年，编辑贡献的金额分别为 2181.4、3501.6 和 3201.5 万元，占比在 15%~25% 的区间。说明公司编辑在挑选优惠信息内容时的专业能力。

2017 年开始，公司还增加了机器贡献内容。2018 年机器共计贡献了优惠信息 50.35 万条，占比 16.99%。但机器贡献内容的金额仅为 723.27 万元，占比为 3.72%。从机器贡献内容用户的精准性和实用性，还有很大的提升空间。

图表32： 优惠信息来源数量（万条）及金额（万元）

优惠信息来源	2018 年度		2017 年度		2016 年度		2015 年度	
	数量	占比	数量	占比	数量	占比	数量	占比
用户贡献	206.56	69.72%	89.09	76.84%	42.27	72.75%	21.77	70.59%
编辑贡献	6.93	2.34%	7.93	6.84%	6.13	10.55%	7.69	24.93%
商家贡献	32.41	10.94%	15.65	13.50%	9.7	16.70%	1.38	4.48%
机器贡献	50.35	16.99%	3.27	2.82%	-	-	-	-
合计	296.25	100.00%	115.94	100.00%	58.1	100.00%	30.84	100.00%

优惠信息来源	2018 年度		2017 年度		2016 年度		2015 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
用户贡献	13206.80	68.01%	7640.79	61.68%	6004.94	68.26%	N/A	N/A
编辑贡献	3201.47	16.49%	3501.6	28.26%	2181.44	24.80%	N/A	N/A
商家贡献	2286.52	11.78%	1168.81	9.43%	610.65	6.94%	N/A	N/A
机器贡献	723.27	3.72%	77.74	0.63%	-	-	-	-
合计	19418.08	100.00%	12388.94	100.00%	8797.04	100.00%	5739.44	100.00%

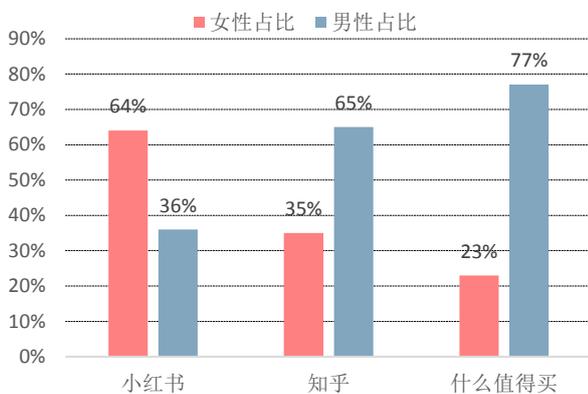
资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

3.2 用户画像：稀缺的男性 UGC 社区，消费潜力巨大

根据百度指数的用户画像数据，2015 年 1 月至 2019 年 5 月期间，在什么值得买的用户性别分布中，男性用户占比高达 77%，女性用户仅为 23%，公司男性用户偏多。

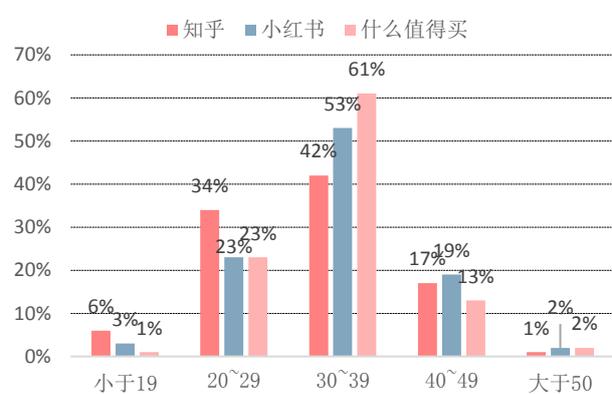
我们挑选其他的消费内容社区与什么值得买的用户画像进行比较。小红书 APP 的百度指数以女性用户为主，百度指数数据显示小红书用户中，女性占比为 64%，男性占比则为 36%。社区类 APP 知乎则是一个典型的男性用户社区（百度指数数据显示其男性用户占比为 65%，女性用户占比为 35%），但其主要以知识问答功能为核心，而并非商品导购平台。根据 36 氪报道，2019 年 2 月知乎上线一款名为“CHAO”的男性种草社区。该社区的功能主要是为男性用户推荐优质产品，并提供相关的体验和评测。但目前来看，“CHAO”APP 在市场的用户数和知名度仍然与知乎平台有较大的差距。

图表33： 知乎、小红书、什么值得买用户性别分布情况



资料来源：百度指数，中信建投证券研究发展部

图表34： 知乎、小红书、什么值得买用户年龄分布情况



资料来源：百度指数，中信建投证券研究发展部

事实上，过去互联网产品大多集中于女性消费场景。从曾经的女性电商导购，如“美丽说”“蘑菇街”到现在的“小红书”，其定位均聚焦于女性的消费。互联网产品对男性用户的消费场景关注较少。

男性的消费潜力正在逐步被商业所发掘。“毒 APP”是其中较火的应用类 APP，“毒 App”由上海识装信息科技有限公司推出，是一个集正品运动潮流装备交易、球鞋潮牌鉴别、互动图片社区于一体的综合移动互联网平台。根据凤凰网报道，“毒 App”已完成新一轮融资，预计投后估值将达到十亿美元，“毒 App”2018 年的 GMV 超百亿元，而预计 2019 年将为数百亿元。

除“毒 APP”外，知乎也在探索男性消费潜力以实现业务转型与扩张。2019 年 2 月知乎推出男生种草社区“CHAO”社区。根据 APP 介绍，产品主要为男性提供推荐好物，并提供关于潮流单品的使用测试，同时还设置了迎合男性用户兴趣的频道“极客科技”，但之后知乎“CHAO”社区便一直处于小范围内测过程中。

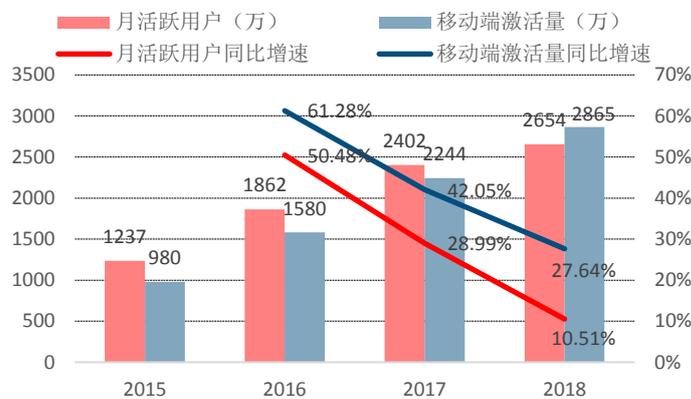
作为电商导购类型的 APP，什么值得买在用户画像上，男性用户占比较高，成为目前市场上较少将男性用户和男性消费结合的用户产品。在竞争上，避开小红书等主要争夺年轻女性用户的社区内容战场，又相较于知乎等行业新进入者拥有先发优势。同时，与“毒 App”专注于潮流装备、运动装备相比，什么值得买涉及的产品品类更多，更大众化。

图表35： 什么值得买、小红书、毒 APP、CHAO 产品情况

产品名称	产品类型	产品特点	用户量	目前估值/市值
什么值得买	电商导购	成立时间长，导购品类齐全，UGC 内容	MAR 2654 万（2018 年末）	51.46 亿（7 月 26 日收盘价）
小红书	女性社区	UGC 内容，女性生活社区	DAU 2000 万（2019 年 5 月）	约 30 亿美金（2018 年 5 月）
毒 APP	运动装备交易	运动潮流装备交易，用户购买力强	GMV 百亿人民币	10+亿美金
CHAO	男性产品推荐	依托于知乎，偏中高端用户	-	-

资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

根据招股书披露的 Google Analytics 和友盟数据，2018 年什么值得买网站及其各类移动客户端平均月活跃用户数达到 2654.43 万。2015-2018 年，月活跃用户数复合增长率为 19.39%。2018 年，什么值得买移动客户端单个用户平均每日启动次数达到 7.03 次，每月新增用户的次月留存率最高达 47.00%。

图表36： 公司月活跃用户数及移动端激活量情况


资料来源：Google Analytics、友盟统计，中信建投证券研究发展部

图表37： 公司电商导购交易次数、平均单次交易金额、月平均活跃用户数

	电商导购交易次数 (万次)	同比增长	平均单次交易金额 (元)	同比增长	月平均活跃用户数 (万)	同比增长
2016 年	3,251.37	-	105.05	-	1,862.17	-
2017 年	4,114.31	26.54%	149.07	41.90%	2,401.99	28.99%
2018 年	6,047.38	46.98%	168.88	13.29%	2,654.43	10.51%

资料来源：Google Analytics、友盟统计，中信建投证券研究发展部

3.3 UGC 内容运营模式：用户参与感强，社区活跃度高

什么值得买独特的 UGC 内容运营模式和海量的优质内容成为公司区别于其他竞争对手的核心优势。

用户贡献（UGC）主要指公司网站和 App 中用户自发贡献的内容，这是公司优惠信息的主要来源。这些用户，既为公司贡献优质内容，又成为参与公司导购信息交易的客户。

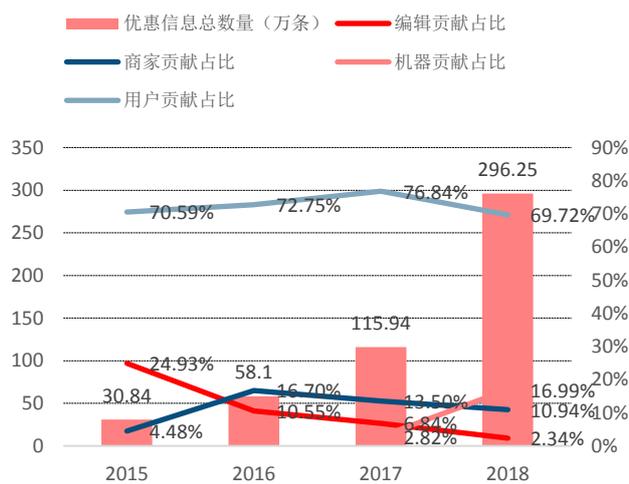
在电商导购类平台刚刚兴起时，曾经出现过一批通过抓取数据，监测电商价格从而达到导购功能的平台。随着电商平台集中度提升，价格逐渐透明，这些平台已经失去了其信息中介的价值。

与数据导向的电商导购平台不同，什么值得买平台核心内涵是用户的社区感和参与感。一方面，电商的导购内容的 68% 是由用户贡献的；另一方面，即使部分新用户不贡献内容，但每条导购信息下，用户可以进行评论、回复，这些评论和回复成为补充的信息内容，让用户获得更多的体验。

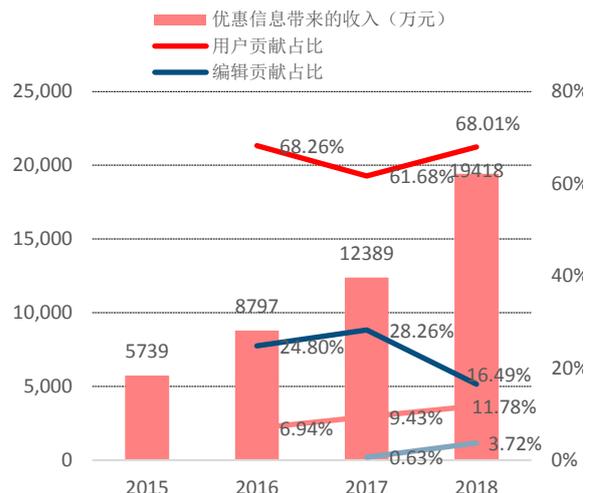
经过多年发展，公司积累了一群活跃度、参与感和消费能力都很强的核心用户群体，他们是各个领域内的消费“达人”，乐于分享和交流，乐于将发现的电商、品牌商商品促销信息爆料给公司。这些优惠信息在经过系统或者编辑审核后，会按照信息类别、品牌、商品、价格，以及用户反馈等因素的不同分别展示在首页、精选频道、发现频道、白菜频道或者个人中心等不同位置，公司会在优惠信息中展示贡献用户的名称。

公司的用户贡献内容（UGC）在所有内容来源方式中约占据 70%-80% 的比重。公司通过相应的激励机制促进用户在什么值得买上分享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。用户自身真实的购物体验以及相关信息发布，具有极高的可信度；同时，公司对优惠信息有筛选标准，通过审核且优惠力度大、商品品类符合当下潮流的优惠信息才会展示在用户浏览量较高的核心位置。

图表38：公司优惠信息总数及各来源占比



图表39：公司优惠信息带来的收入及各来源占比



资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

*注：2015 年，公司信息来源方式相对单一，并未就信息来源的方式进行区分，这对公司的业务运营影响不大，因此 2015 年公司无法对上述三种信息贡献方式所带来的收入进行拆分。自 2016 年起，随着信息来源多样性的增加，以及公司后台系统的完善，相应数据才能获取。

2016年-2018年，用户贡献优惠信息分别为42.27万条、89.09万条及206.56万条，占比分别为72.75%/76.84%/69.72%。整体来看，近年来用户贡献信息数量呈现稳定上涨趋势，占比较为稳定，处于70%-80%之间。在优惠信息为公司带来相应的收入中，用户贡献占比在2016/2017/2018年分别为68.26%/61.68%/68.01%。

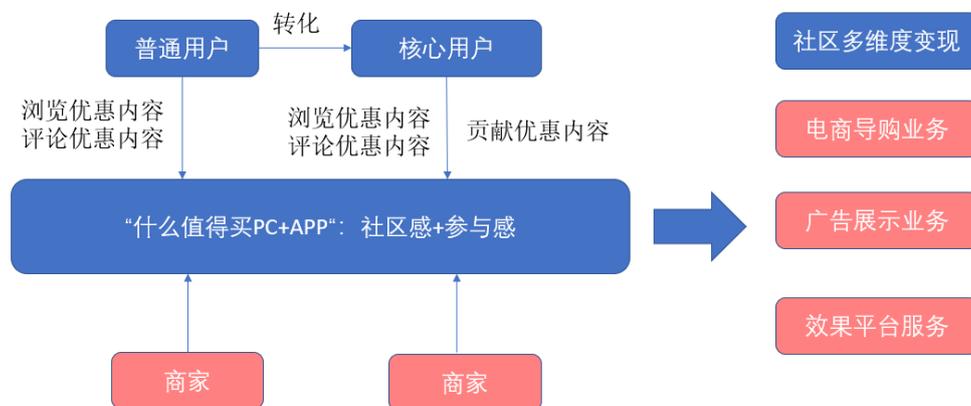
为了不断激励用户贡献内容，什么值得买进行了一系列的运营活动，如有奖征稿等吸引新老用户持续贡献内容。由此，这种激励形成正向循环：在这些内容贡献者的帮助下，越来越多的用户能通过公司的网站及App抢购到优质低价的商品，这在为他们带来购物满足感的同时，也吸引他们将在购物过程中发现的优质商品促销信息爆料给公司。

公司以用户贡献内容(UGC)为主要的消费内容促使公司整体的业务运行处于良性循环之中。

一方面，对于电商导购业务中，其他用户在获取“达人”用户贡献的内容(UGC)信息，可以通过相应的链接跳转至电商或品牌商官网进行购买，而公司则按照用户消费的实际金额向与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，这促使了公司信息推广业务营业收入的增长。更多的人参与到相应产品的测评中，全面而丰富的用户贡献内容(UGC)又进一步促进公司信息推广业务营业收入的增长。

另一方面，对于公司的广告展示业务、互联网营销效果平台服务业务而言，以用户贡献内容(UGC)为主要的消费内容也对其产生了相应的正向辐射、循环作用。电商导购业务中良好的口碑、真实的购物体验反向甄别了电商市场上的优质厂商，吸引了这类优质电商在什么值得买上购买相应的广告业务来推荐自身的产品以及相应的服务，在这样的平台下，公司的其他业务运转也处于进一步的良性循环之中。

图表40：公司核心业务逻辑示意图

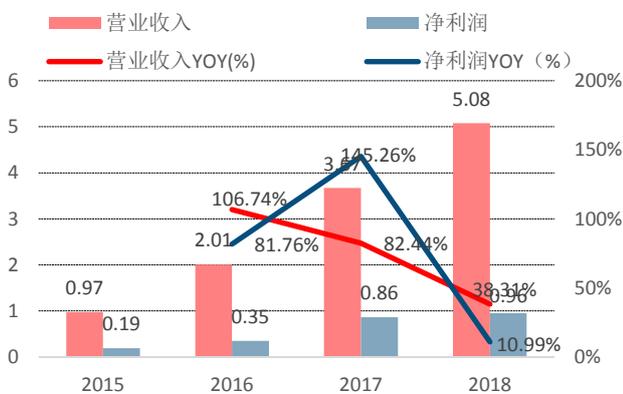


资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

四、财务分析：核心业务规模扩大，业务结构优化，毛利率水平较高

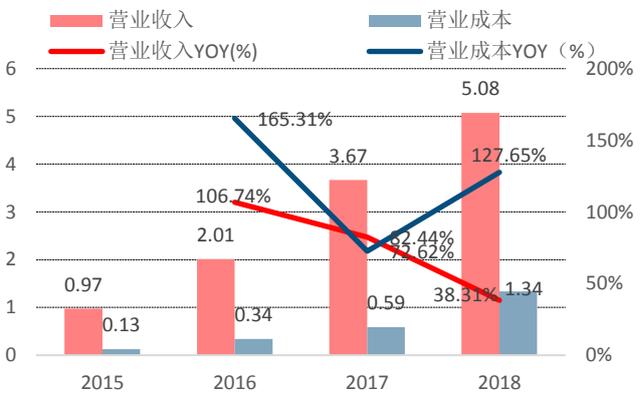
2015—2018年，公司分别实现营业收入0.97、2.01、3.67、5.08亿元，2018年营业收入同比增长38.31%。2019年1-3月，公司营收1.03亿元，同比增长30.17%，伴随着公司规模和品牌影响力的不断提升，营收规模稳定快速增长。2015—2018年公司分别实现营业利润0.24、0.40、0.99、1.06亿元，营业利润保持稳定增长。同期，公司实现归母净利润0.19、0.35、0.86、0.96亿元，2017年同比增速145.26%，2018年同比增速为10.99%，增速放缓。2019年1-3月净利润为1814.25万元，同期增长8.77%，增速放缓。这主要是由于公司职工数量增长带来的职工薪酬增长，IT资源采购主要为IDC资源采购以及阿里妈妈技术服务费上涨带来的成本增长。

图表41：公司营业收入、归母净利润（亿元）及增速



资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

图表42：公司营业收入、营业成本（亿元）及增速



资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

从绝对数来看，2015-2018年公司三大主营业务（信息推广服务、互联网效果营销平台、海淘代购平台服务）合计实现毛利润0.84、1.67、3.08、3.74亿元，呈现出稳定增长的趋势。其中，信息推广业务是公司主要的毛利来源，2018年占比达80.45%。2016-2018年，互联网效果营销平台服务发展较快，海淘代购平台服务发展趋缓，2018年分别实现毛利润7270.51万元/40.43万元。从信息推广业务子板块来看，2015年电商导购业务实现毛利润0.52亿元，同期广告展示业务实现毛利润0.32亿元，但随后广告展示业务发展迅速，其2016年实现的毛利润超过电商导购业务，且在2017年与电商导购业务拉开差距，成为信息推广业务最主要毛利来源。

图表43：2015—2018年主营业务各板块毛利润（万元）



资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

图表44：2015—2018年信息推广服务板块毛利润（亿元）

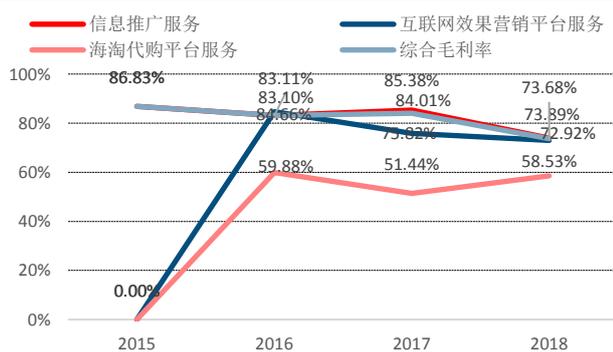


资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

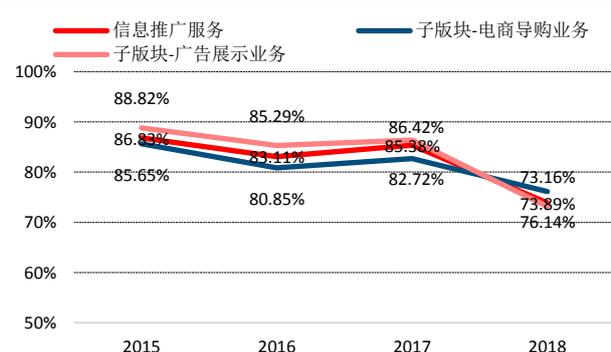
从毛利率来看，2015-2018 年公司主营业务综合毛利率分别为 86.83%、83.10%、84.01%、73.68%，公司综合毛利率整体呈现小幅波动，但整体仍保持较高水平，反映出公司较强的盈利能力和成本控制能力。

具体来看，信息推广服务业务在业务板块中毛利率较高，2015-2018 年实现的毛利率分别为 86.83%/83.11%/85.38%/73.89%，保持较高水平。2018 年出现的下滑主要原因是运营人员的职工薪酬提高，以及公司采购的 IDC 及云服务等 IT 资源和软件使用费增长。在信息推广服务业务子板块中，2015-2018 年电商导购业务实现的毛利率分别为 85.65%/80.85%/82.72%/76.14%，整体呈现下降趋势，主要原因系电商导购业务成本上涨幅度大于电商导购佣金收入所致；广告展示业务实现的毛利率则分别为 88.82%/85.29%/86.42%/73.16%，广告展示成本上涨幅度大于广告展示收入所致。电商导购业务的毛利率略低于广告展示业务，主要是因为归属于电商导购业务和广告展示业务的成本有所不同，归属于电商导购业务的专项成本之一技术服务费，随着公司对阿里妈妈电商导购佣金收入的上漲而提高，一定程度上降低了电商导购业务的毛利率。

互联网效果营销平台服务业务的毛利率同样较高，但 17 年同比下降了 10.44 个百分点，毛利率有所收缩，18 年毛利率保持相对稳定在 72.92%；海淘代购平台服务业务在三大主营业务中毛利率较低，2018 年实现的毛利率仅为 58.53%。

图表45： 2015—2018 年主营业务各板块毛利率


资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

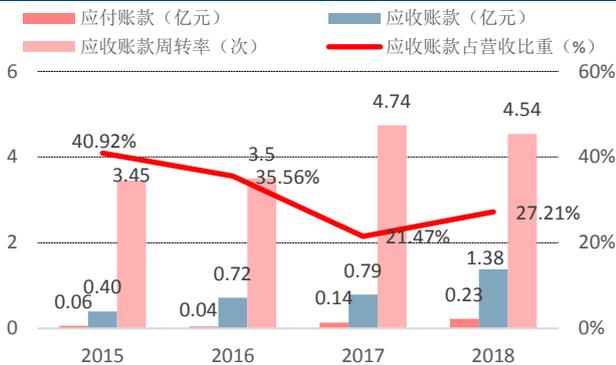
图表46： 2015—2018 年信息推广服务子板块毛利率


资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

从应收账款、应付账款角度来看，公司年度应付账款额度较小，但公司应收账款额度较大。2015-2018 年的应收账款分别达到 0.40/0.72/0.79/1.38 亿元，占营业收入的比重分别达到 40.92%/35.56%/21.47%/27.21%，可以看出，2015 年公司应收账款占营业收入的比重较大，但 2016 年和 2017 年公司应收账款占营业收入的比重得到下降，2018 年有一定回升，反映了公司对财务风险的控制。2015-2018 年公司应收账款周转率分别为 3.45/3.5/4.74/4.54 次。

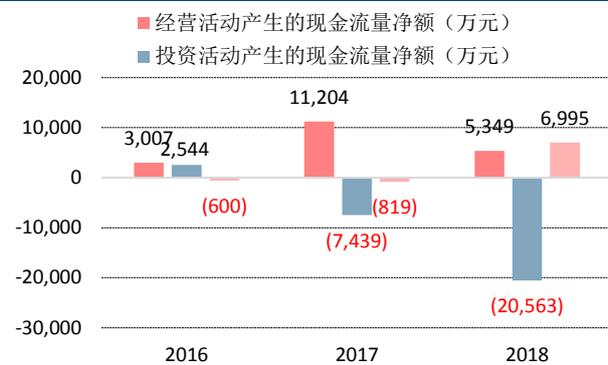
从经营活动产生的现金流来看，2016 年至 2017 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 3,006.60 万元及 11,204.20 万元，现金流量净额均为正数且持续增长，与公司业务发展态势及经营模式保持一致，反映了公司良好的销售回款能力和盈利质量。2018 年，公司经营性现金流量净额为 5,349.32 万元，与净利润的差异为 -4,222.59 万元，主要因为公司营业收入规模扩大及 2018 年第四季度收入占比有所提升，引起应收账款增加 5,780.72 万元所致。同时，随着公司经营规模扩大，成本、费用增加，期末应付广告宣传费、技术服务费、IT 资源使用费增加，使得应付账款增长 891.64 万元；由于员工人数增加导致年末计提的工资和奖金增长，使得应付职工薪酬增加 844.26 万元。2016-2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额为 2,543.59/-7,439.03/-20,562.74 万元。2017 年公司投资所支付的现金金额较大，主要系公司 2017 年购买银行理财产品以及购置了服务器等固定资产、域名等无形资产所致。2018 年公司购置总部办公大楼诺德大厦，使得投资活动现金流出金额较大。

图表47： 2015—2018 年公司应收、应付账款情况



资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

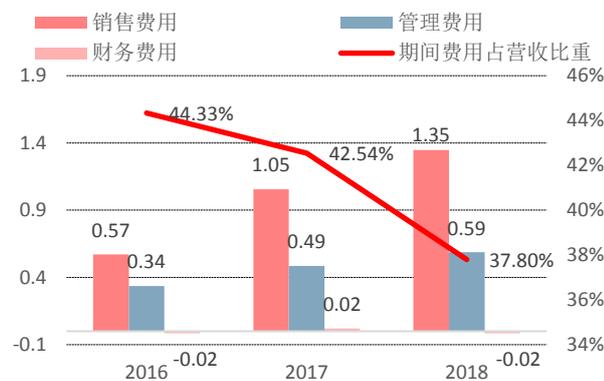
图表48： 2015—2018 年经营活动产生的现金流量净额



资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

从期间费用来看，2016—2018 年公司期间费用为 0.89、1.56、1.92 亿元，占公司营业收入的比重分别为 44.33%、42.54%、37.80%，金额上随着公司业务规模扩大和增长，占比有所下降，说明期间费用在业务规模扩张下得到了合理的控制。其中销售费用和管理费用是期间费用的核心组成部分，2016-2018 年度，公司的销售费用分别为 5,713.46/10,549.63/13,471.73 万元，占各年度营业收入的比例分别为 28.40%/28.75%/26.54%。公司的销售费用逐年增加，销售费用的增长与公司的收入增长趋势一致，但销售费用率有所下降；2016-2018 年，公司的管理费用分别为 3,368.49/4,854.02/5,873.68 万元，占当期营业收入的比例分别为 16.75%/13.23%/11.57%。公司的管理费用逐年增多，受规模效应影响，管理费用占当期营业收入比例逐年下降。2015-2018 年公司的研发费用分别达到 0.15/0.32/0.53/0.72 亿元，研发费用占营业收入的比重分别为 15.71%/16.02%/14.38%/14.22%，公司研发费用占营业收入的比重基本保持在同一水平。

图表49： 2015—2018 年期间费用及占比



资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

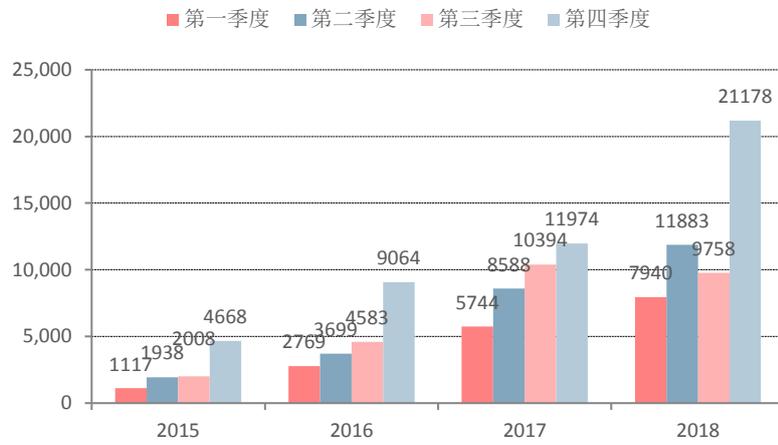
图表50： 2015—2018 年公司研发费用及研发费用率



资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

由于公司主营业务属于电商行业范畴，与全行业具有相同的季节性波动特征。公司上半年业务营收比重在 30%-40% 之间，主要收入来源于下半年，且全年看每个季度营收呈现递增趋势。第四季度受到大电商平台的促销活动如国庆节、双 11 等促销活动并伴随着广告投放的增加，带来了业绩的季度增长。

图表51： 公司主营业务收入的季节性波动情况



资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

风险提示

行业竞争加剧带来的风险；电商政策变化的风险；核心高管流失风险；客户集中度较高风险。

附录：公司财务预测

公司财务预测

利润表（单位：百万元）

	2017	2018	2019E	增长率	2020E	增长率	2021E	增长率
营业收入	367.0	507.6	642.7	26.6%	819.0	27.4%	1020.4	24.6%
减：营业成本	58.7	133.6	202.7	51.7%	296.0	46.1%	414.4	40.0%
营业税金及附加	9.5	12.0	15.7	30.9%	20.2	28.9%	24.7	22.3%
营业费用	105.5	134.7	154.2	14.5%	180.2	16.8%	204.1	13.3%
管理费用	48.5	58.7	61.1	3.9%	69.6	14.0%	81.6	17.3%
财务费用	2.1	-1.6	2.8	-275.1%	6.0	116.3%	6.8	12.0%
研发费用	52.8	72.2	90.2	25.0%	108.3	20.0%	124.5	15.0%
资产减值损失	0.3	2.3	2.1	-5.7%	1.6	-26.5%	2.0	26.8%
加：公允价值变动收益	-	-	-	-	-	-	-	-
投资收益	2.9	4.7	3.5	-24.4%	3.7	5.0%	4.0	7.1%
营业利润	99.4	106.2	123.3	16.0%	146.7	19.0%	172.1	17.3%
营业外收入	0.0	0.3	0.5	36.2%	0.3	-42.0%	0.4	33.1%
营业外支出	0.1	0.2	0.2	20.2%	0.2	-19.5%	0.2	9.2%
利润总额	99.3	106.4	123.5	16.1%	146.8	18.8%	172.3	17.4%
减：所得税	13.1	10.7	12.4	15.6%	13.2	6.9%	14.6	10.9%
净利润	86.2	95.7	111.2	16.2%	133.6	20.1%	157.6	18.0%
少数股东损益	-	-	-	-	-	-	-	-
归属母公司净利润	86.2	95.7	111.2	16.2%	133.6	20.1%	157.6	18.0%
EBITDA	151.4	177.3	231.6	30.6%	286.7	23.8%	334.3	16.6%
EPS（摊薄）	1.62	1.79	2.08	16.2%	2.50	20.1%	2.96	18.0%

资产负债表（单位：百万元）

	2017	2018	2019E	增长率	2020E	增长率	2021E	增长率
流动资产	316.7	304.6	257.2	-15.6%	440.7	71.3%	389.7	-11.6%
货币资金	86.6	6.8	51.4	653.2%	65.5	27.4%	81.6	24.6%
应收账款	80.7	139.9	46.9	-66.4%	212.1	352.0%	142.1	-33.0%
应收票据	0.8	0.3	0.6	105.3%	0.9	52.7%	0.9	-2.4%
预付账款	2.3	2.7	4.0	48.6%	7.6	87.8%	7.6	0.9%
存货	2.7	0.8	4.5	484.3%	5.3	18.9%	6.4	20.6%
其他	143.6	154.2	149.8	-2.9%	149.2	-0.4%	151.0	1.2%
非流动资产	18.9	213.5	566.5	165.4%	736.0	29.9%	799.5	8.6%
长期股权投资	-	-	-	-	-	-	-	-
固定资产	9.4	199.8	559.6	180.1%	729.0	30.3%	793.2	8.8%
无形资产	4.6	5.2	4.2	-19.0%	3.2	-23.5%	2.2	-30.7%
其他	4.8	8.5	2.7	-68.0%	3.8	38.8%	4.1	8.0%
资产总计	335.5	518.1	823.7	59.0%	1,176.6	42.8%	1189.2	1.1%
流动负债	72.1	95.4	213.2	123.4%	276.0	29.5%	343.8	24.5%
短期借款	-	-	114.1	-	152.8	34.0%	198.0	29.5%
应付账款	13.8	22.7	23.9	5.5%	48.8	104.1%	54.5	11.8%
其他	58.3	72.7	75.2	3.4%	74.4	-1.1%	91.2	22.7%
非流动负债	9.5	95.1	184.2	93.8%	374.5	103.3%	201.5	-46.2%
长期借款	-	84.0	176.4	109.9%	365.0	107.0%	192.0	-47.4%
其他	9.5	11.1	7.9	-28.9%	9.5	20.5%	9.5	-0.1%
负债合计	81.6	190.5	397.4	108.7%	650.5	63.7%	545.2	-16.2%
少数股东权益	-	-	-	-	-	-	-	-
归属母公司股东权益	254.0	327.7	426.3	30.1%	526.1	23.4%	644.0	22.4%
负债和股东权益	335.5	518.1	823.7	59.0%	1,176.6	42.8%	1189.2	1.1%

现金流量表（单位：百万元）

	2017	2018	2019E	增长率	2020E	增长率	2021E	增长率
经营活动现金	112.0	53.5	237.1	343.3%	21.6	-90.9%	285.0	1217.1%
净利润	86.2	95.7	111.2	16.2%	133.6	20.1%	157.6	18.0%
折旧摊销	6.5	8.3	21.2	155.0%	31.6	49.0%	36.8	16.4%
财务费用	1.9	-1.6	2.8	-276.3%	6.0	116.3%	6.8	12.0%
投资损失	-2.9	-4.7	-3.5	-24.4%	-3.7	5.0%	-4.0	7.1%
营运资金变动	44.8	-53.1	105.5	-298.5%	-145.9	-238.3%	87.7	-160.2%
其它	-24.4	8.8	-	-100.0%	-	-	-	-
投资活动现金	-74.4	-205.6	-377.3	83.5%	-196.2	-48.0%	-95.9	-51.1%
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-	-	-	-
其他	-74.4	-205.6	-377.3	83.5%	-196.2	-48.0%	-95.9	-51.1%
筹资活动现金	-8.2	69.9	184.7	164.1%	188.7	2.1%	-173.0	-191.7%
短期借款	-	-	114.1	-	38.8	-66.0%	45.1	16.4%
长期借款	-	84.0	92.4	9.9%	188.7	104.3%	-173.0	-191.7%
其他	-8.2	-14.1	-21.7	54.5%	-38.8	78.6%	-45.1	16.4%
现金净增加额	29.5	-82.2	44.6	-154.3%	14.1	-68.4%	16.1	14.2%

资料来源：公司招股书，中信建投证券研究发展部

财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
业绩表现					
营业收入增长率	82.4%	38.3%	26.6%	27.4%	24.6%
净利润增长率	145.3%	11.0%	16.2%	20.1%	18.0%
EBITDA 增长率	107.3%	17.1%	30.6%	23.8%	16.6%
EBIT 增长率	108.3%	16.0%	23.1%	21.2%	16.6%
营业利润率	148.0%	6.8%	16.0%	19.0%	17.3%
EBITDA Margin (%)	41.3%	34.9%	36.0%	35.0%	32.8%
ROE	34.0%	29.2%	26.1%	25.4%	24.5%
ROIC	79.8%	58.5%	28.0%	20.9%	16.7%
ROIC - WACC	7.9	5.8	2.8	2.1	1.7
价值评估					
P / E	77.7	70.0	60.3	50.2	42.5
EV / 收入	13.4	10.1	10.8	8.7	6.9
EV / EBITDA	32.6	28.8	30.0	25.0	21.0
EV / EBIT	33.5	29.9	33.0	28.1	23.6
EV / NOPLAT	56.0	54.3	61.2	51.5	42.9
EV / IC	30.7	12.6	10.4	7.3	7.4
P / B	26.4	20.5	15.7	12.7	10.4
Dividend Yield (%)	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%	0.6%
每股指标					
EPS	1.62	1.79	2.08	2.50	2.96
BVPS	4.76	6.14	7.99	9.87	12.08
PE	77.7	70.0	60.3	50.2	42.5
PB	26.4	20.5	15.7	12.7	10.4
PS	18.3	13.2	10.4	8.2	6.6
流动性					
净负债 / 权益	32.1%	58.1%	93.2%	123.6%	84.7%

总负债 / 总资产	24.3%	36.8%	48.2%	55.3%	45.8%
流动比率	4.39	3.19	1.21	1.60	1.13
速动比率	4.36	3.19	1.19	1.58	1.12

资料来源：公司招股书，中信建投证券研究发展部

分析师介绍

杨艾莉：中国人民大学传播学硕士，曾任职于百度、新浪，担任商业分析师、战略分析师。2015年起，分别任职于中银国际证券、广发证券，担任传媒与互联网分析师、资深分析师。2019年4月加入中信建投证券研究发展部担任传媒互联网首席分析师。

崔碧玮：北京师范大学金融学本科，美国哥伦比亚大学国际金融硕士（MPA），曾任中金公司研究部互联网传媒行业研究助理，2018年4月加入中信建投证券研发部TMT传媒互联网团队，专注于游戏、影视院线、动漫行业领域。

报告贡献人

刘京昭 18801173793 liujingzhao@csc.com.cn

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn
郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn
郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn
张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn
高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn
张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn
任师蕙 010-8515 renshihui@csc.com.cn
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn
杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn
杨洁 010-86451428 yangjiezgs@csc.com.cn

创新业务组

高雪 -86451347 gaoxue@csc.com.cn
杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn
黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn
王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn
诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn
黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn
戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn
翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn
李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn
范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn
李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn
薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn
王定润 wangdingrun@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn
XU SHUFENG 0755-23953843
xushufeng@csc.com.cn
程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn
曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn
陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。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、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859