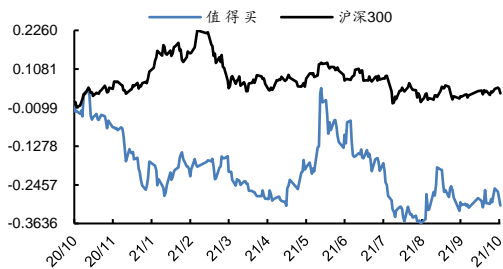


研究所  
证券分析师: 姚蕾 S0350521080006  
yaol02@ghzq.com.cn

## 三季度新业务高增长, 主站双11预售开局良好

### ——值得买(300785)三季度财报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
值得买	-0.7%	1.8%	-30.1%
沪深300	0.4%	3.1%	4.2%

市场数据	2021/10/27
当前价格(元)	76.18
52周价格区间(元)	69.50-116.66
总市值(百万)	6,767.32
流通市值(百万)	2,385.65
总股本(万股)	8,883.33
流通股本(万股)	3,131.60
日均成交额(百万)	56.13
近一月换手(%)	2.43

相关报告

#### 事件:

公司公告三季报, 21Q1-Q3 实现营收 9.7 亿元, yoy+77.2%, 归母净利润 1 亿元, yoy+22%, 扣非净利润 9468 万元, yoy+28.7%。

#### 投资要点:

- 三季度为电商淡季, 主业增长稳健, 新业务维持爆发式高增长。

**收入端:** 21Q1-Q3 实现营收 9.7 亿元, yoy+77.2%, 增幅远高于往年同期, 主要由新业务带动。Q1/Q2/Q3 实现营收 2.4/4/3.3 亿元, yoy+85.9%/+68%/+83.1%, Q3 为电商业务淡季, 收入占全年比重相对较低。从营收构成来看, Q1-Q3 什么值得买收入 6.5 亿元, 占比 67.2%, yoy+25.1%, 维持稳健, 新业务收入 3.2 亿元, 占比 32.8%, yoy+1098.9%, 快速爆发。单三季度看, 什么值得买收入 2.1 亿元, 占比 61.9%, yoy+22.3%; 新业务收入 1.3 亿元, 占比 38.1%, yoy+850.2%。

**成本端:** 21Q1-Q3 营业成本 4.2 亿元, 毛利润 5.5 元, 毛利率 56.5%, 同比-12.3pct, 主要由于业务结构变化; Q1/Q2/Q3 毛利率分别为 67%/57.8%/51.9%。

**费用端:** 21Q1-Q3 销售费用为 2.1 亿元, yoy+63.7%, 销售费用率为 21.8%, 同比-1.8pct; 管理费用为 1.2 亿元, yoy+54.8%, 管理费用率为 12.1%, 同比-1.8pct; 研发费用为 1.1 亿元, yoy+42.6%, 研发费用率为 11.7%, 同比-2.8pct; 财务费用为 -1205 万元, yoy-431.5%, 财务费用率-1.2%, 同比-1.9pct, 财务费费用的节约主要来自利息收入增加。

**利润端:** 21Q1-Q3 扣非净利润 9468 万元, yoy+28.7%, 扣非扣股份支付后的归母净利为 1.1 亿, yoy+33.9%。对应 Q3 扣非净利润 1727 万元, yoy+18.4%。Q1-Q3 非经常性损益 909 万元, 主要来自增值税加计抵减、政府补助等。21Q1-Q3 归母净利润 1 亿元, yoy+22%, 归母净利率 10.8%, 同比-4.9pct; Q3 归母净利润 1896 万元, yoy+14.7%。公司新业务处于高速发展期, 预计将逐步提高效率、提升盈利能力, 此外公司为双十一提前投入资源, 导致利润增幅低于收

入增幅。

■ **什么值得买双十一预售期间 GMV 同比提升 61%，关注新业务拓展。**

主站什么值得买方面，21Q1-Q3 确认 GMV 同比增幅在 10%以上，由于品类结构多元化(3C 单价高但佣金率相对低)，因此什么值得买营业收入增速高于 GMV 增速。今年 3 月“什么值得买”APP 进行 10.0 全新改版后，以“分享每一种值”作为全新 slogan，首页升级为双页瀑布流样式，承载多元消费内容形式，上半年内容发布量 649 万，yoy+65.73%，其中 UGC 内容发布量 447 万，yoy+45.1%，占比 73.51%，截至 21H1 末 MAU 为 3427 万人，yoy+15.1%。

**展望 Q4 双十一电商大促**，10 月 20 日什么值得买上线了以“值得买才是双 11”为主题的活动专区，20 日 0 点至 21 日 16 点，“什么值得买”预售期间的 GMV 同比提升 61%，奠定乐观基调；运营方面，为鼓励分享、强化社区氛围，对于用户贡献的优质内容，什么值得买从运营层面予以资源倾斜，为优质内容提供包括曝光推荐、流量、收入、选品等多维度的创作收益，从 10 月 20 日零点到 21 日 12 点的预售期间，什么值得买的用户贡献内容同比提升 66.2%。什么值得买在全网建设“万物皆值”话题，通过站内孵化的 50 多个行业 kol 账号，覆盖抖音、快手、b 站、视频号等全网平台。据公司官方公众号，截至目前，“万物皆值”话题在抖音平台的播放量目前已突破 1 亿。

**新业务方面**，据公开电话会议，21Q1-Q3 实现 GMV 约 30 亿元(Q3 近 10 亿元)，Q4 双十一大促背景下全年 45-50 亿目标有望实现。新业务收入占比持续提升至 1/3，成为公司的重要业务组成部分，多元化战略颇有成效。其中，人货匹配平台型业务 GMV 占比和毛利率较高，代运营业务 Q3 新拓展宝洁、爱慕等品牌。

■ **盈利预测和投资评级：**预计公司 21-23 年归母净利润为 1.8/2.7/3.5 亿元，对应 EPS 为 2.01/3.06/3.95 元，对应 PE 为 39/26/20X，首次覆盖给予“买入”评级。

■ **风险提示：**宏观经济风险、政策监管风险、行业竞争加剧风险、获客成本提升风险、大客户相关风险、新业务拓展不及预期风险、控股股东相关风险、品牌声誉和运营事故风险、核心人员流失风险等。

预测指标	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入 (百万元)	910	1498	1948	2532
增长率 (%)	37	65	30	30
归母净利润 (百万元)	157	179	271	351
增长率 (%)	32	14	52	29
摊薄每股收益 (元)	1.95	2.01	3.06	3.95
ROE(%)	9	10	13	14

资料来源: Wind、国海证券研究所

附表：值得买盈利预测表

证券代码:	300785				股价:	76.18		投资评级:	买入		日期:	2021/10/27	
财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标与估值	2020A	2021E	2022E	2023E				
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>								
ROE	9%	10%	13%	14%	EPS	1.95	2.01	3.06	3.95				
毛利率	67%	55%	55%	55%	BVPS	18.62	20.63	23.69	27.64				
期间费率	35%	31%	30%	30%	<b>估值</b>								
销售净利率	17%	12%	14%	14%	P/E	46.61	38.99	25.68	19.87				
<b>成长能力</b>					P/B	4.88	3.80	3.31	2.84				
收入增长率	37%	65%	30%	30%	P/S	7.66	4.65	3.58	2.75				
利润增长率	32%	14%	52%	29%									
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>				
总资产周转率	0.46	0.63	0.70	0.78	营业收入	910	1498	1948	2532				
应收账款周转率	3.55	3.50	3.44	3.49	营业成本	297	675	876	1139				
存货周转率	116.79	115.36	93.64	96.38	营业税金及附加	6	11	14	18				
<b>偿债能力</b>					销售费用	204	322	390	506				
资产负债率	16%	23%	25%	25%	管理费用	112	164	205	266				
流动比	8.51	4.71	4.35	4.23	财务费用	4	-15	-19	-24				
速动比	8.44	4.66	4.29	4.16	其他费用/(-收入)	123	160	195	253				
					<b>营业利润</b>	<b>178</b>	<b>198</b>	<b>309</b>	<b>401</b>				
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	营业外净收支	-1	0	0	0				
现金及现金等价物	1298	1554	1822	2147	<b>利润总额</b>	<b>177</b>	<b>198</b>	<b>309</b>	<b>401</b>				
应收款项	256	429	567	725	所得税费用	20	23	43	57				
存货净额	8	13	21	26	<b>净利润</b>	<b>157</b>	<b>175</b>	<b>266</b>	<b>344</b>				
其他流动资产	38	45	49	59	少数股东损益	0	-3	-5	-7				
<b>流动资产合计</b>	<b>1600</b>	<b>2041</b>	<b>2460</b>	<b>2958</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>157</b>	<b>179</b>	<b>271</b>	<b>351</b>				
固定资产	333	313	293	273									
在建工程	0	0	0	0	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>				
无形资产及其他	27	27	27	27	经营活动现金流	167	261	274	330				
长期股权投资	7	7	7	7	净利润	157	179	271	351				
<b>资产总计</b>	<b>1968</b>	<b>2388</b>	<b>2787</b>	<b>3265</b>	少数股东权益	0	-3	-5	-7				
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	20	20	20	20				
应付款项	58	128	173	222	公允价值变动	0	0	0	0				
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-10	61	-18	-40				
其他流动负债	130	305	393	478	<b>投资活动现金流</b>	<b>296</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>				
<b>流动负债合计</b>	<b>188</b>	<b>433</b>	<b>566</b>	<b>700</b>	资本支出	-64	0	0	0				
长期借款及应付债券	104	104	104	104	长期投资	355	0	0	0				
其他长期负债	23	23	23	23	其他	5	0	0	0				
<b>长期负债合计</b>	<b>127</b>	<b>127</b>	<b>127</b>	<b>127</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>705</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>				
<b>负债合计</b>	<b>315</b>	<b>560</b>	<b>692</b>	<b>826</b>	债务融资	-15	0	0	0				
股本	89	89	89	89	权益融资	757	0	0	0				
股东权益	1653	1828	2094	2439	其它	-38	-5	-5	-5				
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1968</b>	<b>2388</b>	<b>2787</b>	<b>3265</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>1167</b>	<b>256</b>	<b>268</b>	<b>324</b>				

资料来源: Wind、国海证券研究所

## 【传媒与互联网组介绍】

姚蕾，同济大学本科，香港大学硕士，传媒行业首席分析师从业7年，曾获新财富、水晶球、保险资产管理业最佳分析师。主要研究方向为游戏、视频、营销、潮玩、出版、教育、体育等赛道。

## 【分析师承诺】

姚蕾，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；  
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；  
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；  
增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；  
中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；  
卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可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及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。