

# 值得买 (300785.SZ)

## 业绩符合预期，毛利率环比改善

**事件：**值得买发布2022年业绩报告，2022年公司实现营业收入12.28亿元/同比-12.45%，归母净利润8489万元/同比-52.71%，扣非归母净利润6677万元/同比-60.20%。2022Q4实现营业收入4.13亿元/同比-13.84%，归母净利润5859万元/同比-22.65%，扣非归母净利润5672万元/同比-22.41%。业绩符合预期，四季度环比显著改善（三季度归母净利润为610万元）。

**全年主站承压，代运营业务有所增长。**分事业部收入情况来看，“什么值得买”实现收入8.87亿元/同比-15.09%，占比为72.23%；其中下半年实现收入4.42亿元/同比-26.69%。新业务产生收入为3.41亿元/同比-4.75%，占比为27.77%；其中下半年实现收入1.81亿元/同比+11.49%。其中“什么值得买”全年确认GMV206.63亿元/同比-5.37%，下半年确认GMV104.16亿元/同比-8.29%。具体来看，1)用户稳步增长，2022年，月平均活跃用户数为3889.16万人，同比+4.02%。2)内容量进一步提升，2022年“什么值得买”内容发布量为2055.84万，同比+31.50%，其中UGC内容量同比+36.46%，占比达到74.73%；MGC内容量同比+40.73%至417.46万，占比为20.31%。3)变现效率同比下滑，2022年佣金率为4.29%，上年同期为4.79%，或因品牌主及电商平台广告投放意愿下降。4)分品类看，电脑数码、食品生鲜、家用电器为头部品类，母婴用品、家居百货等品类有所崛起。新业务中，代运营业务有所增长。具体来看，运营服务费收入同比+4.79%至1.41亿元。目前星罗服务于多个知名美妆个护品牌，如宝洁集团、赫莲娜、科颜氏等，位列美妆个护行业服务商前三甲。商品销售收入同比-59.26%至0.21亿元，品牌营销收入同比-2.92%至0.72亿元。

**盈利能力四季度环比显著改善，降本增效有所兑现。**1)毛利率来看，2022年公司实现毛利率53.98%，同比-3.15pct。其中信息推广/互联网营销效果平台业务毛利率分别同比-7.68pct/-2.05pct至57.73%/67.04%，主要系人员成本相对刚性而收入增速放缓之下毛利率有所承压。代运营/品牌营销毛利率同比+9.04pct/2.41pct至29.61%/11.38%，公司积极对于新业务进行优化，毛利率提升。2022Q4电商旺季叠加公司持续优化人员下毛利率环比改善，2022Q4公司实现毛利率59.15%，同比+5.76pct、环比+6.45pct。2)2022年公司销售费用率同比-0.16pct至19.66%；管理费用率+0.54pct至12.24%；研发费用率同比+0.11pct至11.65%；综合来看，公司归母净利润率同比-5.88pct至6.91%，扣非归母净利润率同比-6.52pct至5.44%。其中四季度公司销售费用率同比+3.25pct至17.33%，管理费用率同比-1.27pct至8.54%，归母净利润率同比-1.62pct至14.18%，扣非归母净利润率同比-1.52pct至13.73%。

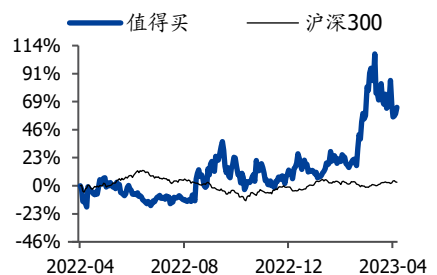
**主站全面升级，新业务积极优化。**2022年，主站品牌价值主张全面升级，9月公司将品牌定位为科学消费指南。进行：①产品形态重构，强化发布

### 买入（维持）

#### 股票信息

行业	数字媒体
前次评级	买入
4月20日收盘价(元)	46.66
总市值(百万元)	6,205.15
总股本(百万股)	132.99
其中自由流通股(%)	57.05
30日日均成交量(百万股)	9.04

#### 股价走势



#### 作者

分析师 杜玥莹

执业证书编号：S0680520080008

邮箱：duyueying@gszq.com

研究助理 毕筱璟

执业证书编号：S0680121030013

邮箱：bixiaojing@gszq.com

#### 相关研究

- 1、《值得买(300785.SZ)：多因素导致短期承压，人员优化有所兑现》2022-11-07
- 2、《值得买(300785.SZ)：业绩相对符合预期，毛利率环比改善》2022-08-23
- 3、《值得买(300785.SZ)：业绩有所承压，积极调整持续优化》2022-04-29



和消息入口，同时“百科”频道不再以内容入口出现，而是作为内容创作和分发的底层“消费百科数据库”，与站内文章、笔记关联。同时上线“选购指南”频道，提供一站式消费指南。②强化社区运营，继续提升内容创作活跃度和质量，大力发展众测业务。③优化搜索推荐算法，探索 AIGC 多场景应用。2022Q4 起，公司更多尝试通过 AIGC 产生图片等内容，也开始研究构建对话式用户决策场景。**新业务持续有所突破。**①消费类 MCN 业务规模稳步提升；②匹配业务继续稳健推进，星罗创想全年服务商家和合作达人达到 21000 家和 4000 人。③代运营服务中，星罗为抖音优质服务商，服务于数个知名美妆品牌；有助持续打造更加专业团队，累计帮助 60+ 个国内外品牌等推进数字营销服务。④品牌营销服务持续服务于首农集团、海尔等知名品牌，助力品效合一。

**投资建议：**2022 年外部环境扰动下公司表现有所承压，公司积极优化，Q4 优化效果显现，提质增效。同时公司继续坚持主站转型，聚焦主站发展。新业务提质，改善盈利能力。整体预计主业稳健，新业务有望逐步贡献利润。长期来看，原有业务顺应趋势转型、不断完善内容生态建设，打开新成长空间；新业务积累优势、顺应抖音&快手等直播电商发展。我们预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 2.06/2.67/3.38 亿元，对应 EPS 为 1.5/2.0/2.5 元，当前价格对应 PE 为 30/23/18X，维持“买入”评级。

**风险提示：**新业务拓展不及预期；行业竞争加剧；电商平台政策变化；政策监管风险。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1,403	1,228	1,499	1,760	2,039
增长率 yoy（%）	54.3	-12.5	22.0	17.4	15.9
归母净利润（百万元）	180	85	206	267	338
增长率 yoy（%）	14.5	-52.7	142.2	29.9	26.4
EPS 最新摊薄（元/股）	1.3	0.6	1.5	2.0	2.5
净资产收益率（%）	10.0	4.7	10.3	12.3	14.0
P/E（倍）	34.6	73.1	30.2	23.2	18.4
P/B（倍）	3.5	3.4	3.1	2.9	2.6

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2023 年 4 月 20 日收盘价

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1644	1509	1732	1807	2108
现金	731	856	1347	1087	1655
应收票据及应收账款	433	437	163	477	203
其他应收款	23	47	39	62	55
预付账款	16	10	21	16	27
存货	14	16	19	22	25
其他流动资产	428	143	143	143	143
<b>非流动资产</b>	588	759	811	853	894
长期投资	34	26	17	7	-4
固定资产	434	408	432	440	435
无形资产	9	256	295	341	396
其他非流动资产	112	70	68	65	66
<b>资产总计</b>	2232	2269	2543	2660	3002
<b>流动负债</b>	318	348	446	400	509
短期借款	0	102	102	102	102
应付票据及应付账款	107	69	139	103	175
其他流动负债	211	177	205	194	232
<b>非流动负债</b>	135	113	111	103	91
长期借款	90	75	73	65	53
其他非流动负债	45	38	38	38	38
<b>负债合计</b>	452	461	557	503	601
少数股东权益	-2	-2	-3	-4	-6
股本	89	133	199	199	199
资本公积	1166	1112	1046	1046	1046
留存收益	555	578	724	910	1140
归属母公司股东权益	1781	1809	1989	2161	2408
<b>负债和股东权益</b>	2232	2269	2543	2660	3002

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	95	68	581	-112	711
净利润	178	84	205	266	336
折旧摊销	31	37	34	38	38
财务费用	-11	-4	-24	-28	-33
投资损失	-1	-9	-5	-5	-5
营运资金变动	-162	-95	371	-384	374
其他经营现金流	59	55	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-527	57	-81	-76	-75
资本支出	144	258	61	52	52
长期投资	-371	300	9	10	10
其他投资现金流	-754	615	-10	-14	-13
<b>筹资活动现金流</b>	-83	-1	-10	-72	-67
短期借款	0	102	0	0	0
长期借款	-15	-15	-2	-8	-12
普通股增加	0	44	66	0	0
资本公积增加	18	-54	-66	0	0
其他筹资现金流	-86	-79	-8	-64	-56
<b>现金净增加额</b>	-516	125	491	-260	568

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	1403	1228	1499	1760	2039
营业成本	601	565	669	778	895
营业税金及附加	11	20	20	25	29
营业费用	278	241	277	311	348
管理费用	164	150	182	206	233
研发费用	162	143	161	179	199
财务费用	-11	-4	-24	-28	-33
资产减值损失	0	-20	0	0	0
其他收益	18	13	16	15	15
公允价值变动收益	2	-3	0	0	0
投资净收益	1	9	5	5	5
资产处置收益	1	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	211	101	235	307	389
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	10	2	3	4	5
<b>利润总额</b>	201	99	231	303	384
所得税	23	15	27	37	48
<b>净利润</b>	178	84	205	266	336
少数股东损益	-2	-1	-1	-1	-2
<b>归属母公司净利润</b>	180	85	206	267	338
EBITDA	215	122	241	314	389
EPS (元)	1.35	0.64	1.55	2.01	2.54

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	54.3	-12.5	22.0	17.4	15.9
营业利润(%)	18.8	-52.3	133.0	30.9	26.5
归属于母公司净利润(%)	14.5	-52.7	142.2	29.9	26.4
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	57.1	54.0	55.4	55.8	56.1
净利率(%)	12.8	6.9	13.7	15.2	16.6
ROE(%)	10.0	4.7	10.3	12.3	14.0
ROIC(%)	8.5	3.6	8.4	10.2	11.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	20.3	20.3	21.9	18.9	20.0
净负债比率(%)	-33.1	-35.9	-57.7	-41.4	-61.2
流动比率	5.2	4.3	3.9	4.5	4.1
速动比率	5.0	4.1	3.7	4.3	3.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.5	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	4.1	2.8	5.0	5.5	6.0
应付账款周转率	7.3	6.4	6.4	6.4	6.4
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.35	0.64	1.55	2.01	2.54
每股经营现金流(最新摊薄)	0.71	0.51	4.37	-0.84	5.34
每股净资产(最新摊薄)	13.39	13.61	14.95	16.25	18.11
<b>估值比率</b>					
P/E	34.6	73.1	30.2	23.2	18.4
P/B	3.5	3.4	3.1	2.9	2.6
EV/EBITDA	38.7	70.4	33.5	26.5	19.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023年4月20日收盘价

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com