

值得买 (300785.SZ)

营收稳健增长，关注 AIGC+电商布局

值得买发布 2023 年一季报，公司第一季度实现营收 2.5 亿元/+1.2%，归母净利润-68.8 万元（去年同期为-2178.0 万元），扣非归母净利润-383.1 万元（去年同期为-2614.6 万元）。公司战略布局清晰，社区生态良好，叠加 AI 技术及应用布局，有望提升流量转化效率及变现能力。维持“强烈推荐”评级。

- **营收稳健增长，亏损同比收窄。**公司 23Q1 营收 2.5 亿元/+1.2%，归母净利润-68.8 万元（去年同期为-2178.0 万元），扣非归母净利润为-383.1 万元（去年同期为-2614.6 万元）。随着消费复苏及广告商预算恢复等原因，公司收入逐步回暖增长，亏损同比明显收窄。公司本季度公司继续坚持围绕消费内容、营销服务和消费数据等方向展开布局，在强化已有业务核心竞争力的同时，持续在多元化的新业务方向上进行投入。
- **毛利率有所提升，各项费率明显优化。**公司第一季度毛利率 49.4%/+1.1pct，销售/管理/财务/研发费用率分别为 20.7%/14.92%/0.3%/12.7%，分别同比变化-6.3/-0.9/+0.4/-1.7pct，净利率 0.2%/+9.1pct。展望后续，预计公司在 2023 年公司将在品牌营销形式及 AIGC 技术和应用方面增加投入，公司销售费用率及研发费用率预计将有所增长。
- **积极布局 AI+电商，有望促进平台效率及商业化能力提升。**公司在 AI 技术方面持续布局，不断改善运营侧效率及用户侧体验。在运营侧，公司持续通过 AIGC 生成图片、自动提炼商品亮点，加大机器学习识别文本及图像来提高内容审核质量和效率，维护社区氛围等，多方面布局不断提升运营效率。在用户侧，公司也继续研究并尝试构建对话式用户决策场景，优化商品匹配及推荐结果，提高用户消费决策的效率，持续改善用户体验。
- **投资建议：**公司战略布局清晰，社区生态良好，变现效率高，叠加 AI 技术及应用布局，有望进一步与流量生态及站内资源产生协同，提升转化效率及变现能力。预计公司 2023/2024/2025 年归母净利润分别为 1.7/2.3/3.0 亿，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧，AI 技术落地不及预期，AI 技术降本增效不及预期等

财务数据与估值

| 会计年度 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 1403 | 1228 | 1622 | 1881 | 2069 |
| 同比增长 | 54% | -12% | 32% | 16% | 10% |
| 营业利润(百万元) | 211 | 101 | 205 | 278 | 352 |
| 同比增长 | 19% | -52% | 104% | 35% | 27% |
| 归母净利润(百万元) | 180 | 85 | 173 | 234 | 296 |
| 同比增长 | 15% | -53% | 104% | 35% | 27% |
| 每股收益(元) | 2.02 | 0.64 | 1.30 | 1.76 | 2.23 |
| PE | 24.3 | 77.1 | 37.9 | 28.0 | 22.1 |
| PB | 2.5 | 3.6 | 3.3 | 3.0 | 2.7 |

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐（维持）

消费品/商业

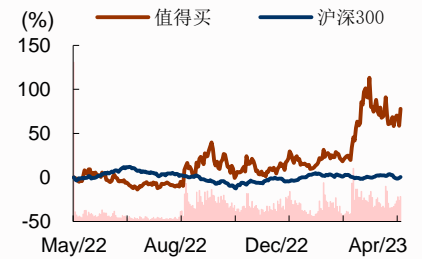
当前股价：49.25 元

基础数据

| | |
|------------|--------|
| 总股本（万股） | 13299 |
| 已上市流通股（万股） | 7588 |
| 总市值（亿元） | 65 |
| 流通市值（亿元） | 37 |
| 每股净资产（MRQ） | 13.6 |
| ROE（TTM） | 5.9 |
| 资产负债率 | 18.1% |
| 主要股东 | 隋国栋 |
| 主要股东持股比例 | 38.24% |

股价表现

| % | 1m | 6m | 12m |
|------|-----|----|-----|
| 绝对表现 | -17 | 62 | 102 |
| 相对表现 | -17 | 48 | 99 |



相关报告

- 《值得买（300785）—收入持续高速增长，业务增长新突破》2021-10-27
- 《值得买（300785）—用户稳健增长，新业务贡献重要增量》2021-08-26
- 《值得买（300785）—内容社区稳健增长，星罗业务增速迅猛》2021-05-05

丁浙川 S1090519070002
dingzhechuan@cmschina.com.cn
顾佳 S1090513030002
gujia@cmschina.com.cn
李秀敏 S1090520070003
lixiumin1@cmschina.com.cn
潘威全 研究助理
panweiquan@cmschina.com.cn
李星馨 研究助理
lixingxin@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 流动资产 | 1644 | 1509 | 1631 | 1874 | 2152 |
| 现金 | 731 | 856 | 831 | 961 | 1157 |
| 交易性投资 | 393 | 90 | 90 | 90 | 90 |
| 应收票据 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收款项 | 433 | 437 | 551 | 640 | 703 |
| 其它应收款 | 23 | 47 | 63 | 73 | 80 |
| 存货 | 14 | 16 | 14 | 15 | 17 |
| 其他 | 50 | 63 | 83 | 96 | 105 |
| 非流动资产 | 588 | 759 | 705 | 656 | 610 |
| 长期股权投资 | 34 | 26 | 26 | 26 | 26 |
| 固定资产 | 434 | 408 | 383 | 361 | 340 |
| 无形资产商誉 | 53 | 284 | 255 | 230 | 207 |
| 其他 | 68 | 42 | 40 | 39 | 38 |
| 资产总计 | 2232 | 2269 | 2336 | 2530 | 2762 |
| 流动负债 | 318 | 348 | 244 | 257 | 265 |
| 短期借款 | 0 | 102 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 107 | 69 | 90 | 102 | 109 |
| 预收账款 | 5 | 4 | 6 | 6 | 7 |
| 其他 | 206 | 173 | 149 | 149 | 149 |
| 长期负债 | 135 | 113 | 113 | 113 | 113 |
| 长期借款 | 90 | 75 | 75 | 75 | 75 |
| 其他 | 45 | 38 | 38 | 38 | 38 |
| 负债合计 | 452 | 461 | 357 | 370 | 378 |
| 股本 | 89 | 133 | 133 | 133 | 133 |
| 资本公积金 | 1138 | 1099 | 1099 | 1099 | 1099 |
| 留存收益 | 555 | 578 | 751 | 932 | 1159 |
| 少数股东权益 | (2) | (2) | (3) | (4) | (6) |
| 归属于母公司所有者权益 | 1781 | 1809 | 1982 | 2164 | 2391 |
| 负债及权益合计 | 2232 | 2269 | 2336 | 2530 | 2762 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|--------------|------------|-------------|------------|------------|
| 经营活动现金流 | 95 | 68 | 83 | 165 | 249 |
| 净利润 | 180 | 85 | 173 | 234 | 296 |
| 折旧摊销 | 31 | 37 | 58 | 53 | 48 |
| 财务费用 | 9 | 6 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | (1) | (9) | (19) | (19) | (19) |
| 营运资金变动 | (122) | (52) | (130) | (105) | (77) |
| 其它 | (1) | 1 | 2 | 3 | 1 |
| 投资活动现金流 | (527) | 57 | 17 | 17 | 17 |
| 资本支出 | (144) | (258) | (2) | (2) | (2) |
| 其他投资 | (383) | 315 | 19 | 19 | 19 |
| 筹资活动现金流 | (83) | (1) | (126) | (52) | (70) |
| 借款变动 | (65) | 58 | (126) | 0 | 0 |
| 普通股增加 | (0) | 44 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | (11) | (39) | 0 | 0 | 0 |
| 股利分配 | (40) | (62) | 0 | (52) | (70) |
| 其他 | 33 | (2) | 0 | 0 | 0 |
| 现金净增加额 | (516) | 124 | (26) | 130 | 196 |

利润表

| 单位：百万元 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 | 1403 | 1228 | 1622 | 1881 | 2069 |
| 营业成本 | 601 | 565 | 730 | 828 | 890 |
| 营业税金及附加 | 11 | 20 | 26 | 30 | 29 |
| 营业费用 | 278 | 241 | 319 | 360 | 383 |
| 管理费用 | 164 | 150 | 198 | 226 | 248 |
| 研发费用 | 162 | 143 | 162 | 179 | 186 |
| 财务费用 | (11) | (4) | 0 | 0 | 0 |
| 资产减值损失 | (8) | (31) | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 2 | (3) | (3) | (3) | (3) |
| 其他收益 | 18 | 13 | 13 | 13 | 13 |
| 投资收益 | 2 | 9 | 9 | 9 | 9 |
| 营业利润 | 211 | 101 | 205 | 278 | 352 |
| 营业外收入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 10 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 利润总额 | 201 | 99 | 204 | 276 | 351 |
| 所得税 | 23 | 15 | 32 | 44 | 56 |
| 少数股东损益 | (2) | (1) | (1) | (1) | (2) |
| 归属于母公司净利润 | 180 | 85 | 173 | 234 | 296 |

主要财务比率

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业总收入 | 54% | -12% | 32% | 16% | 10% |
| 营业利润 | 19% | -52% | 104% | 35% | 27% |
| 归母净利润 | 15% | -53% | 104% | 35% | 27% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 57.1% | 54.0% | 55.0% | 56.0% | 57.0% |
| 净利率 | 12.8% | 6.9% | 10.7% | 12.4% | 14.3% |
| ROE | 10.1% | 4.7% | 8.7% | 10.8% | 12.4% |
| ROIC | 9.3% | 4.0% | 8.4% | 10.4% | 12.0% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 20.3% | 20.3% | 15.3% | 14.6% | 13.7% |
| 净负债比率 | 5.6% | 8.9% | 3.2% | 3.0% | 2.7% |
| 流动比率 | 5.2 | 4.3 | 6.7 | 7.3 | 8.1 |
| 速动比率 | 5.1 | 4.3 | 6.6 | 7.2 | 8.1 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.6 | 0.5 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| 存货周转率 | 56.3 | 38.3 | 49.3 | 56.8 | 55.4 |
| 应收账款周转率 | 4.1 | 2.8 | 3.3 | 3.2 | 3.1 |
| 应付账款周转率 | 7.3 | 6.4 | 9.2 | 8.7 | 8.4 |
| 每股资料(元) | | | | | |
| EPS | 2.02 | 0.64 | 1.30 | 1.76 | 2.23 |
| 每股经营净现金 | 1.07 | 0.51 | 0.63 | 1.24 | 1.88 |
| 每股净资产 | 20.07 | 13.61 | 14.91 | 16.27 | 17.98 |
| 每股股利 | 0.70 | 0.00 | 0.39 | 0.53 | 0.67 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 24.3 | 77.1 | 37.9 | 28.0 | 22.1 |
| PB | 2.5 | 3.6 | 3.3 | 3.0 | 2.7 |
| EV/EBITDA | 18.1 | 32.8 | 15.6 | 12.4 | 10.2 |

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。