

投资评级 优于大市 维持

股票数据

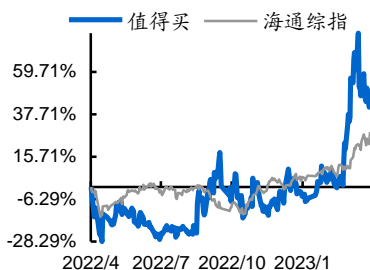
04 月 18 日收盘价 (元)	44.60
52 周股价波动 (元)	23.83-59.01
总股本/流通 A 股 (百万股)	133/76
总市值/流通市值 (百万元)	6405/3654

相关研究

《22Q2 营收和净利润环比改善明显，战略转型成效显著》2022.08.25

《主业增速稳健，新业务快速拓展，2022 聚焦效率导向，盈利能力有望改善》2022.05.02

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	22.5	36.1	52.0
相对涨幅 (%)	19.3	36.3	50.0

资料来源：海通证券研究所

分析师:毛云聪

Tel:(010)58067907

Email:myc11153@haitong.com

证书:S0850518080001

分析师:孙小雯

Tel:(021)23154120

Email:sxw10268@haitong.com

证书:S0850517080001

分析师:陈星光

Tel:(021)23219104

Email:cxcg11774@haitong.com

证书:S0850519070002

分析师:康百川

Tel:(021)23212208

Email:kbc13683@haitong.com

证书:S0850523030003

主站竞争力持续强化,积极探索 AIGC 多场景应用

投资要点:

- **2022 利润受疫情影响较大，战略升级成效显著。**2022 年公司实现营业收入 12.28 亿元，同比下降 12.45%，实现归属于上市公司股东的净利润为 8489.5 万元，同比下降 52.71%；实现扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润为 6677.2 万元，同比下降 60.20%。2022 年公司受疫情的影响，收入、利润均有不同程度的下滑，但公司积极推进消费升级战略，以消费内容为核心，提供多样化产品和服务，业务发展稳中向好。
- **“什么值得买”主站继续强化核心竞争力，进一步提升商业变现效率，探索 AIGC 多场景应用。**2022 年“什么值得买”主站产生收入为 8.87 亿元，同比下降 15.09%，占比为 72.23%。公司“什么值得买”主站专注于品牌升级、创作者生态完善、用户增长以及商业化能力提升，改善了平台用户体验，丰富平台创作者生态，提升平台的商业变现效率。2022 主站用户继续保持稳健增长，月平均活跃用户数为 3889.16 万人，同比增长 4.02%。内容发布量为 2055.84 万，同比增长 31.50%，其中用户贡献内容 (UGC) 占比达到 74.73%。从变现效率看，“什么值得买”及相应的移动端确认 GMV 为 206.63 亿，同比下降 5.37%；全年完成订单量为 17975.02 万单，同比增长 11.65%。电脑数码、食品生鲜、家用电器为头部品类，母婴用品、家居家装、日用百货、运动户外等品类，随着公司多元化品类战略的推进，占比持续快速提升。2022 年第四季度开始，“什么值得买”开始更多尝试通过 AIGC 产生图片、商品亮点提炼等内容，探索构建对话式用户决策场景。我们认为，公司主站仍然处于一个较活跃的状态，生成式 AI 新技术中长期有望提升优质内容产能，活跃社区，助力平台降本增效。
- **公司新业务不断取得突破，在各自领域逐渐提升竞争力。**公司 MCN 业务规模稳步提升，公司整合内外部红人 IP 资源，依托抖音、快手、Bilibili、小红书等站外流量体系孵化和运营，账号已形成一定规模 IP 矩阵，签约 KOL 数量达近 250 个，覆盖粉丝量数量超 4 亿。星罗创想为上下游合作伙伴提供匹配和全链条服务，并通过自研的技术中台来管理整个链路业务流程。2022 年，星罗创想服务的年商家超 21000 家，合作达人超过 4000 人。代运营服务方面，2022 年，星罗抖音 DP 业务快速发展，获得了巨量引擎千川代理服务商、星图代理服务商资质，获得首批 FACTOR 认证服务商、抖音电商钻石服务商认证，位列美妆个护行业服务商三甲。品牌营销服务方面，公司持续服务首农食品集团、海尔、卡萨帝、统帅、西部数据等知名品牌客户，新签王致和、六必居、龙门、白玉、白象等，为客户提供品牌数字化咨询、全域互动营销、全域内容种草等品牌营销服务，助力品效合一。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1403	1228	1510	1778	2032
(+/-)YoY(%)	54.3%	-12.5%	22.9%	17.7%	14.3%
净利润 (百万元)	180	85	174	217	267
(+/-)YoY(%)	14.5%	-52.7%	105.0%	24.7%	22.8%
全面摊薄 EPS(元)	1.35	0.64	1.31	1.63	2.00
毛利率(%)	57.1%	54.0%	56.0%	56.3%	56.8%
净资产收益率(%)	10.1%	4.7%	8.9%	10.1%	11.2%

资料来源：公司年报 (2021A-2022A)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

盈利预测假设。1) 随着疫情政策的调整, 公司传统业务 (信息推广服务、效果营销) 2023-2025 年有望跟随电商大盘修复, 毛利率水平也有望稳中略升。2) 公司新业务拓展有序推进, 我们认为互联网运营服务收入、品牌营销、商品销售三项新业务仍有望保持一定增长, 且随着经营效率的不断提升, 三项业务毛利率有望稳中略升。3) 随着公司新业务经营效率逐步改善, 公司整体毛利率将略有上升。

表 2 公司各分项收入、成本预测 (亿元)

	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
收入	12.28	15.10	17.78	20.32	毛利	6.63	8.45	10.02	11.55
信息推广服务	5.96	7.75	8.91	9.80	信息推广服务	3.44	4.63	5.32	5.85
效果营销	3.97	4.76	5.72	6.86	效果营销	2.66	3.19	3.83	4.60
运营服务费	1.41	1.55	2.02	2.42	运营服务费	0.42	0.51	0.72	0.93
品牌营销	0.72	0.72	0.72	0.72	品牌营销	0.08	0.09	0.10	0.10
商品销售	0.21	0.3	0.4	0.5	商品销售	0.02	0.03	0.04	0.05
其他主营业务	0.02	0.02	0.02	0.02	其他主营业务	0.01	0.01	0.01	0.01
成本	5.65	6.65	7.77	8.77	毛利率 (%)	53.98	55.98	56.32	56.83
信息推广服务	2.52	3.12	3.59	3.95	信息推广服务	57.73	59.73	59.73	59.73
效果营销	1.31	1.57	1.88	2.26	效果营销	67.04	67.04	67.04	67.04
运营服务费	0.99	1.05	1.30	1.49	运营服务费	29.61	32.61	35.61	38.61
品牌营销	0.64	0.63	0.62	0.62	品牌营销	11.38	12.38	13.38	14.38
商品销售	0.19	0.27	0.36	0.45	商品销售	9.15	9.15	9.15	9.15
其他主营业务	0.01	0.01	0.01	0.01	其他主营业务	53.12	53.12	53.12	53.12

资料来源: 公司 2022 年年报, 海通证券研究所

盈利预测与估值。我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 1.31、1.63、2.00 元/股。我们认为, 公司信息推广、效果营销等主营业务有望在 2023 年获得显著修复, 此外公司在 AI 领域的前沿性布局, 开始更多尝试通过 AIGC 产生图片、商品亮点提炼等内容, 探索构建对话式用户决策场景, 未来经营效率有望提升。我们采用 PE 和 PS 两种估值方法进行估值: 1) 参考可比公司, 并结合公司主业自身修复情况及 AIGC 新业态布局, 我们给予公司 2023 年 40-45 倍动态 PE, 对应合理价值区间为 52.40-58.95 元/股; 2) 参考可比公司, 我们给予公司 2023 年 4.5-5.0 倍动态 PS, 对应合理价值区间为 51.10-56.77 元/股, 综上, 我们认为公司对合理价值区间为 52.40-56.77 元/股, 维持公司“优于大市”评级。

表 1 公司可比公司盈利预测及 PE 估值表

公司名称	股票代码	股价 (元/股)	每股收益 (元/股)			市盈率 (倍)		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
壹网壹创	300792	32.04	1.26	1.58	1.88	25	20	17
天下秀	600556	8.05	0.16	0.21	0.28	52	38	29
芒果超媒	300413	34.32	1.08	1.31	1.52	32	26	23
可比公司平均						36	28	23

注: 股价取自 2023 年 4 月 18 日收盘价, 盈利预测来自 wind 一致预期。

资料来源: wind, 海通证券研究所

表 2 公司可比公司盈利预测及 PS 估值表

公司名称	股票代码	股价 (元/股)	销售收入 (亿元)			市销率 (倍)		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
壹网壹创	300792	32.04	14.31	17.38	20.45	5.34	4.40	3.74
天下秀	600556	8.05	43.84	55.30	70.04	3.32	2.63	2.08
芒果超媒	300413	34.32	137.03	165.02	186.70	4.69	3.89	3.44
可比公司平均						4.4	3.6	3.1

注: 股价取自 2023 年 4 月 18 日收盘价, 盈利预测来自 wind 一致预期。

资料来源: wind, 海通证券研究所

风险提示。代运营等新业务拓展不及预期, 互联网平台政策监管趋严。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	1228	1510	1778	2032
每股收益	0.64	1.31	1.63	2.00	营业成本	565	665	777	877
每股净资产	13.61	14.69	16.10	17.87	毛利率%	54.0%	56.0%	56.3%	56.8%
每股经营现金流	0.51	4.89	2.30	2.87	营业税金及附加	20	23	27	30
每股股利	0.00	0.23	0.23	0.23	营业税金率%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%
价值评估 (倍)					营业费用	241	302	356	406
P/E	75.44	36.81	29.51	24.03	营业费用率%	19.7%	20.0%	20.0%	20.0%
P/B	3.54	3.28	2.99	2.69	管理费用	150	181	213	244
P/S	5.21	4.24	3.60	3.15	管理费用率%	12.2%	12.0%	12.0%	12.0%
EV/EBITDA	23.41	23.10	18.73	14.58	EBIT	110	166	201	250
股息率%	0.0%	0.5%	0.5%	0.5%	财务费用	-4	-17	-26	-32
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.4%	-1.1%	-1.5%	-1.6%
毛利率	54.0%	56.0%	56.3%	56.8%	资产减值损失	-20	0	0	0
净利率	6.9%	11.5%	12.2%	13.1%	投资收益	9	2	4	4
净资产收益率	4.7%	8.9%	10.1%	11.2%	营业利润	101	207	258	317
资产回报率	3.7%	6.3%	7.0%	7.7%	营业外收支	-1	0	0	0
投资回报率	4.6%	6.8%	7.6%	8.6%	利润总额	99	207	258	317
盈利增长 (%)					EBITDA	164	225	265	319
营业收入增长率	-12.5%	22.9%	17.7%	14.3%	所得税	15	31	39	48
EBIT 增长率	-43.8%	50.4%	21.4%	24.4%	有效所得税率%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	-52.7%	105.0%	24.7%	22.8%	少数股东损益	-1	2	2	3
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	85	174	217	267
资产负债率	20.3%	29.1%	30.4%	31.4%					
流动比率	4.33	2.90	2.83	2.80	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	4.26	2.86	2.80	2.77	货币资金	856	1324	1556	1865
现金比率	2.46	1.92	1.89	1.91	应收账款及应收票据	437	497	585	668
经营效率指标					存货	16	18	21	24
应收账款周转天数	129.75	120.00	120.00	120.00	其它流动资产	200	162	170	179
存货周转天数	10.29	10.00	10.00	10.00	流动资产合计	1509	2001	2332	2736
总资产周转率	0.54	0.55	0.58	0.59	长期股权投资	26	26	26	26
固定资产周转率	3.01	3.74	4.51	5.35	固定资产	408	403	394	380
					在建工程	1	1	1	1
					无形资产	256	256	257	258
					非流动资产合计	759	756	747	734
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	2269	2756	3079	3470
净利润	85	174	217	267	短期借款	102	0	0	0
少数股东损益	-1	2	2	3	应付票据及应付账款	69	219	277	361
非现金支出	85	59	63	68	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	2	-4	-10	-12	其它流动负债	177	472	547	615
营运资金变动	-103	420	34	56	流动负债合计	348	690	824	975
经营活动现金流	68	651	307	382	长期借款	75	75	75	75
资产	-256	-47	-46	-45	其它长期负债	38	38	38	38
投资	300	0	0	0	非流动负债合计	113	113	113	113
其他	13	2	4	4	负债总计	461	803	937	1088
投资活动现金流	57	-46	-43	-41	实收资本	133	133	133	133
债权募资	87	-102	0	0	归属于母公司所有者权益	1809	1953	2141	2377
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	-2	0	2	5
其他	-89	-35	-32	-32	负债和所有者权益合计	2269	2756	3079	3470
融资活动现金流	-1	-137	-32	-32					
现金净流量	125	468	232	309					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 18 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

毛云聪 互联网及传媒
孙小雯 互联网及传媒
陈星光 互联网及传媒
康百川 互联网及传媒

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 蓝色光标,芒果超媒,中文在线,顺网科技,光线传媒,掌阅科技,完美世界,华策影视,中南传媒,欢瑞世纪,视觉中国,值得买,风语筑,电魂网络,云音乐,梦网科技,捷成股份,皖新传媒,天下秀,阜博集团,三人行,乐享集团,易点天下,浙数文化,腾讯控股,中信出版,华立科技,恺英网络,姚记科技,昆仑万维

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。