

值得买 (300785)

电商基本盘稳健，AI 基础设施化打开新空间

◆ 事件：公司发布 2025 年年报与 2026 年一季报。2025 年全年公司实现营业收入 12.88 亿元，同比-15.15%；实现归母净利润 8651.65 万元，同比+14.99%；扣非归母净利润 7338.48 万元，同比+2.17%。毛利率 50.17%，同比提升 2.98pcts。

单季度来看，25Q4 公司实现营收 4.82 亿元，同比-4.68%；归母净利润 0.73 亿元，扣非归母净利润 0.64 亿元。26Q1 公司实现营业收入 2.72 亿元，同比+1.28%；归母净利润 358 万元，同比+141.61%。

◆ 公司 25 年盈利能力显著修复，持续深化“全面 AI”战略转型。

➢ 业绩方面，25 年公司实现营业收入 12.88 亿元，同比-15.15%；归母净利润 8651.65 万元，同比+14.99%；扣非后归母净利润 7338.48 万元，同比+2.17%。营收下降主要系公司主动收缩与 AI 相关性较低的品牌营销等低毛利业务所致，在收入体量承压的背景下，通过业务结构优化实现利润正增长。分季度看，2025 年 Q1-Q4 分别实现营收 2.68/3.13/2.24/4.81 亿元，归母净利润分别为-0.09/0.21/0.01/0.73 亿元，全年营收呈现“前低后高，Q4 集中释放”的典型电商服务类企业的特征。分业务看，信息推广收入实现 5.15 亿元/同比-23.38%，主要受公司主动调整客户结构及平台联盟政策变化影响；互联网效果营销平台收入 3.09 亿元/同比-19.75%，因公司收缩部分低效媒体合作所致；运营服务费收入 4.26 亿元，同比大增 30.11%，受益于抖音代运营业务的快速发展和新增品牌客户的贡献。

➢ 盈利能力方面，①毛利率方面，25 年全年公司毛利率同比+2.98pcts 至 50.17%，主要受益于业务结构优化、高毛利率业务的收入占比提升。②费率方面，25 年公司整体费率为 41.72%/同比+1.39pcts，其中销售/管理/研发费率分别为 16.53%/12.56%/12.78%，分别同比+0.02pcts/+0.49pcts/+0.82pcts。③净利率方面，2025 年销售净利率为 7.15%/同比+1.85pcts。

◆ 电商导购基本盘稳健，运营服务费业务高速增长，构建多元化的商业化体系。2025 年，公司核心消费内容平台“什么值得买”完成 AI 驱

投资评级

买入

维持评级

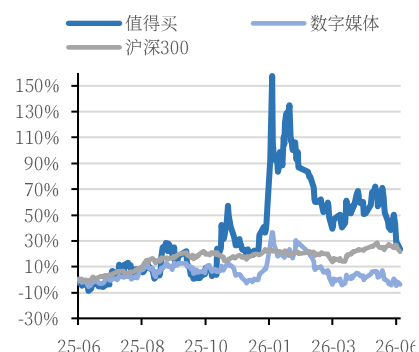
2026 年 06 月 08 日

收盘价(元): 40.02

公司基本数据

总股本(百万股)	198.86
总市值(百万)	7,958.19
流通股本(百万股)	122.33
流通市值(百万)	4,895.82
12 月最高/最低价(元)	83.89/29.00
资产负债率(%)	21.43
每股净资产(元)	9.88
市盈率(TTM)	80.64
市净率(PB)	4.05
净资产收益率(%)	0.18

股价走势图



作者

裴伊凡 分析师
SAC 执业证书：S0640516120002
联系电话：010-59562517
邮箱：peiyf@avicsec.com

郭念伟 分析师
SAC 执业证书：S0640525040003
联系电话：
邮箱：guonw@avicsec.com

相关研究报告

“全面 AI”战略加速落地，核心业务稳步优化
—2025-09-12

股市有风险入市需谨慎

动的新版本升级，月平均活跃用户数达 4004.96 万人/同比+0.94%，用户基本盘保持稳定。全年确认 GMV 达 161.18 亿元，完成订单量 1.70 亿单。在电商导购业务之外，公司智能营销板块中的运营服务费收入实现 4.26 亿元/同比+30.11%，成为增长最快的主营业务。该增长主要得益于子公司日晟星罗在抖音平台的代运营业务快速发展，聚焦美妆、个护、奢品等高净值领域，服务雅诗兰黛集团、LVMH 集团、宝洁集团等国际知名品牌，并已持有“抖音电商钻石服务商”等关键资质。我们认为，公司在巩固“什么值得买”内容社区用户基本盘的同时，以 AI 赋能代运营等新业务，正在形成“流量+内容+服务”的多元化收入结构，抗风险能力和增长韧性有望持续增强。

AI 战略加速落地，内容生态与效率双重进化 —
2025-05-30
24H1 营收稳健增长，AI 业务&出海有望贡献
业绩增量 —2024-09-26

- ◆ **AI 战略从工具赋能向基础设施化演进，“海纳” MCP Server 构筑 AI 生态连接核心枢纽。**2025 年，公司全面深化“全面 AI”战略，AI 相关业务实现收入 0.87 亿元，AI 已从降本增效工具升级为驱动增长的新引擎。26Q1 的 AI 相关收入 0.24 亿元，进入加速成长期。公司构建了由“1 组大模型、2 个数据库、3 个引擎、4 类应用”组成的 AI 产品矩阵，面向 C 端上线 AI 购物管家“张大妈”独立 App，面向 B 端发布“值数”AI 全域洞察平台。公司基于 MCP 协议构建的消费数据服务能力平台“海纳”MCP Server，已成为连接 AI 生态的重要基础设施，2025 年 12 月单月内容输出量突破 2.34 亿次，26Q1 合计内容输出量达 10.7 亿次，环比+225%。公司已与月之暗面 Kimi、智谱清言、豆包等 AI Agent 产品，以及理想、华为、vivo、荣耀等智能终端厂商达成合作，截至 25 年末合作伙伴已超 40 家。**我们认为，“海纳”MCP Server 有望为公司打开 AI 驱动的全新商业化空间，推动公司向 AI 驱动的智能消费服务平台转型。**
- ◆ **出海战略三维布局，东南亚市场率先落地，培育海外新增长曲线。**公司在 2024 年正式启动国际化探索，以东南亚为首站，首站选择泰国并上线本土版产品“ZestBuy”，汇集本地好价格、好商品、好品牌的优质消费内容，提升当地用户消费决策效率。2025 年 3 月，公司与泰国 JP.ONE 公司签署战略合作协议并成立合资公司，进一步推动内容营销、电商服务等业务在泰国的深度落地。2025 年，公司围绕三条产品线构建出海业务矩阵：一是“什么值得买”App 的海外版（GEN 2），利用 vibecoding 技术加快不同国家的上线速度；二是数据业务“值数”的全球版本，推进品牌社交媒体内容、用户、KOL 及大模型表现的分析服务；三是搭建帮助中国品牌出海的 AI 能力服务矩阵，未来可服务海外本地品牌。此外，公司出海运营模式包括全球合伙人计

划、合资经营等多种方式，通过 CCAOP 产品赋能、Z+Alliance 模式为合作伙伴提供在当地发展的战略支持、一站式运营解决方案及商业化支持等全方位赋能。目前，公司已在泰国、印尼落地“什么值得买”当地版本，接下来准备在越南、马来西亚和沙特开展国际业务。

出海业务尚处于早期探索阶段，但随着“AI+消费”能力与本地化经验的持续积累，有望在中长期维度贡献增量收入弹性。

- ◆ **投资建议：**公司作为国内 AI 与内容驱动的数字消费服务企业，电商导购基本盘稳健，运营服务费业务高速增长，逐渐向海外布局，东南亚市场率先落地，有望打造新的业绩增长曲线。预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 1.20/1.67/2.30 亿元，EPS 分别为 0.60/0.84/1.16 元，对应目前 PE 分别为 68/49/36 倍，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**AI 技术商业化落地不及预期风险；行业竞争加剧导致毛利率下行风险；出海业务本地化拓展不及预期风险；应收账款回收不及预期风险；汇率波动风险。

◆ 盈利预测

单位/百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	1517.62	1287.77	1495.02	1725.95	2027.77
增长率 (%)	4.55%	-15.15%	16.09%	15.45%	17.49%
归属母公司股东净利润	75.24	86.52	120.25	167.44	230.02
增长率 (%)	0.62%	14.99%	39.00%	39.24%	37.38%
每股收益 EPS(元)	0.38	0.44	0.60	0.84	1.16
PE	109.36	95.11	68.43	49.14	35.77

资料来源：同花顺，中航证券研究所

财务报表与财务指标 (单位: 百万元)

资产负债表							利润表						
会计年度	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	会计年度	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	728.42	657.86	794.81	875.67	996.73	1144.32	营业收入	1451.64	1517.62	1287.77	1495.02	1725.95	2027.77
应收票据及账款	517.82	542.07	518.42	556.38	642.32	754.65	营业成本	749.51	801.39	641.71	763.38	874.22	1014.01
预付账款	27.96	28.02	21.73	27.21	31.41	36.90	税金及附加	21.16	22.31	16.47	20.96	24.20	28.43
其他应收款	23.34	31.58	36.45	32.49	37.51	44.07	销售费用	269.31	250.56	212.85	224.25	258.89	294.03
存货	16.56	20.21	9.47	15.80	18.09	20.98	管理费用	181.34	183.17	161.79	171.93	189.85	223.06
其他流动资产	165.88	261.14	172.00	172.36	180.44	190.99	研发费用	164.26	181.54	164.56	179.40	198.48	223.06
流动资产总计	1479.98	1540.89	1552.89	1679.91	1906.49	2191.91	财务费用	-6.80	-3.25	-1.90	5.28	2.30	-0.67
长期股权投资	27.15	24.98	24.99	24.95	24.92	24.88	资产减值损失	0.00	-6.71	-3.58	-1.50	-1.73	-2.03
固定资产	430.76	411.29	384.68	361.77	331.93	295.14	信用减值损失	-7.43	-10.31	-18.40	-7.48	-5.18	-6.08
在建工程	17.92	146.12	265.81	221.50	177.20	132.90	其他经营损益	-0.00	0.00	0.00	-0.00	-0.00	-0.00
无形资产	253.02	236.25	249.48	207.90	166.32	124.74	投资收益	2.72	2.99	3.52	3.08	3.08	3.08
长期待摊费用	6.95	10.95	10.81	5.41	0.00	0.00	公允价值变动损益	1.04	5.29	13.88	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	47.46	64.62	68.59	68.59	68.59	68.59	资产处置收益	-0.07	1.76	1.01	0.90	0.90	0.90
非流动资产合计	783.26	894.20	1004.36	890.13	768.96	646.26	其他收益	14.19	8.03	2.43	8.21	8.21	8.21
资产总计	2263.24	2435.09	2557.25	2570.04	2675.46	2838.16	营业利润	83.30	82.94	91.15	133.03	183.29	249.94
短期借款	15.00	27.07	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外收入	0.06	0.15	0.64	0.28	0.28	0.28
应付票据及账款	109.39	170.87	196.96	169.49	194.10	225.14	营业外支出	2.73	11.34	1.67	5.25	5.25	5.25
其他流动负债	170.00	176.75	142.36	158.22	181.03	209.93	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	294.39	374.68	339.32	327.71	375.13	435.07	利润总额	80.63	71.75	90.11	128.07	178.32	244.97
长期借款	70.92	105.20	197.70	142.17	88.86	38.73	所得税	1.21	-8.69	-1.91	-0.00	-0.00	-0.00
其他非流动负债	35.60	36.74	37.87	37.87	37.87	37.87	净利润	79.42	80.45	92.03	128.07	178.32	244.97
非流动负债合计	106.52	141.94	235.57	180.04	126.73	76.60	少数股东损益	4.64	5.21	5.51	7.82	10.88	14.95
负债合计	400.91	516.62	574.89	507.75	501.86	511.67	归属母公司股东净利润	74.78	75.24	86.52	120.25	167.44	230.02
股本	198.86	198.86	198.86	198.86	198.86	198.86	EBITDA	124.55	105.06	122.83	247.54	301.75	366.97
资本公积	1029.92	1032.17	1032.72	1032.72	1032.72	1032.72	NOPLAT	74.42	80.95	75.94	137.64	184.78	248.34
留存收益	625.92	673.38	729.99	802.11	902.53	1040.48	EPS (元)	0.38	0.38	0.44	0.60	0.84	1.16
归属母公司权益	1854.70	1904.40	1961.57	2033.69	2134.10	2272.05	主要财务比率						
少数股东权益	7.63	14.07	20.79	28.61	39.49	54.44	会计年度	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
股东权益合计	1862.33	1918.47	1982.36	2062.30	2173.59	2326.49	成长能力						
负债和股东权益合计	2263.24	2435.09	2557.25	2570.04	2675.46	2838.16	营收增长率	18.17%	4.55%	-15.15%	16.09%	15.45%	17.49%
现金流量表							营业利润增长率	-17.28%	-0.43%	9.89%	45.96%	37.77%	36.36%
会计年度	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	EBIT增长率	-22.18%	-7.21%	28.78%	51.16%	35.45%	35.26%
税后经营利润	79.42	80.45	92.03	125.97	178.36	247.84	EBITDA增长率	-5.56%	-15.65%	16.91%	101.53%	21.90%	21.61%
折旧与摊销	50.73	36.56	34.62	114.19	121.13	122.67	归母净利润增长率	-11.92%	0.62%	14.99%	39.00%	39.24%	37.38%
财务费用	-6.80	-3.25	-1.90	5.28	2.30	-0.67	经营现金流增长率	90.78%	6.20%	31.99%	39.15%	29.34%	19.55%
投资损失	-2.72	-2.99	-3.52	-3.08	-3.08	-3.08	盈利能力						
营运资金变动	-40.52	-14.51	7.66	-57.77	-58.11	-77.88	毛利率	48.37%	47.19%	50.17%	48.94%	49.35%	49.99%
其他经营现金流	17.79	7.69	8.33	6.33	6.33	6.33	净利率	5.47%	5.30%	7.15%	8.57%	10.33%	12.08%
经营性现金净流量	97.89	103.95	137.21	190.93	246.93	295.21	营业利润率	5.74%	5.47%	7.08%	8.90%	10.62%	12.33%
资本支出	45.70	92.55	126.68	0.00	0.00	0.00	ROE	4.03%	3.95%	4.41%	5.91%	7.85%	10.12%
长期投资	-30.51	-97.89	136.00	0.00	0.00	0.00	ROA	3.30%	3.09%	3.38%	4.68%	6.26%	8.10%
其他投资现金流	-1.59	-46.63	3.40	-1.12	-3.25	-6.08	ROIC	5.26%	5.21%	4.63%	8.39%	11.22%	15.02%
投资性现金净流量	-77.80	-237.07	12.72	-1.12	-3.25	-6.08	估值倍数						
短期借款	-86.80	12.06	-27.07	0.00	0.00	0.00	P/E	110.04	109.36	95.11	68.43	49.14	35.77
长期借款	-11.41	34.28	92.50	-55.53	-53.31	-50.13	P/S	5.67	5.42	6.39	5.50	4.77	4.06
普通股增加	65.87	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	4.44	4.32	4.19	4.05	3.86	3.62
资本公积增加	-82.51	2.24	0.55	0.00	0.00	0.00	股息率	0.34%	0.36%	0.45%	0.58%	0.81%	1.12%
其他筹资现金流	-48.10	-50.72	-41.72	-53.41	-69.32	-91.41	EV/EBIT	54.81	93.42	95.15	58.81	42.90	31.34
筹资性现金净流量	-162.95	-2.13	24.27	-108.95	-122.63	-141.54	EV/EBITDA	32.49	60.91	68.34	31.68	25.68	20.86
现金流量净额	-142.09	-134.86	173.70	80.86	121.05	147.59	EV/NOPLAT	54.38	79.06	110.53	56.98	41.93	30.83

资料来源：同花顺，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券社团团队: 以基本面研究为核心, 立足产业前沿, 全球视野对比, 深度跟踪元宇宙、餐饮旅游、免税、医美、珠宝、教育等行业, 把握最新消费趋势, 以敏锐嗅觉挖掘价值牛股。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 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。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。**本报告仅供中航证券客户使用, 未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人或其他渠道。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任并有权追究转载方的法律责任, 包括但不限于立即停止未经授权的转载行为, 通过公开声明或其他方式消除因侵权行为造成的不良影响、要求承担赔偿责任等。**

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传真: 010-59562637