

持有

转转二手机商业化模式成熟 58 同城商业化即将启动

58 同城 (WUBA.US)

2019-08-23 星期五

投资要点

目标价: \$ 62.00
现价: \$ 53.00
预计升幅: 16.98%

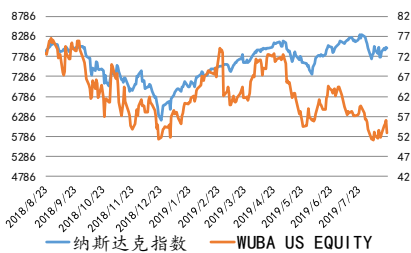
股本数据

总股本(亿股): 1.47
市值(亿美元): 83.60
52 周高/低(\$): 84.78/50.30
每股净值(美元): 14.44
所属行业: 互联网

主要股东

腾讯 22.60%
姚劲波 10.30%

52 周行情图 (Vs 恒生中国指数)



业务占据市场领先，在行业寒冬稳步前行：

公司第二季度实现收入 41.3 亿人民币，同比增长 20.5%，毛利率在维持 89.5% 的水平，最终净利润为 41.9 亿人民币，其中出售瓜子汽车（剩余 8% 左右股份）投资收益评估增值约为 36.6 亿元。非美国会计准则的净利润为 16.5 亿元，同比增长 101.4%。分开业务来看，58 同城、安居客等平台付费商户数约 360 万，同比增涨 2.2%，会员服务业务收入同比增长 1.5%。在线推广服务业务同比增长 23.8%，其增长主要来自实时竞价系统和其他在线服务的持续优化升级以及部分商户调整付费结构（降低固定会员开支，提高推广开支）。公司经营杠杆进一步发挥作用，经营利润率提升 1.8 个百分点。尽管公司招聘和房地产业务受到宏观环境影响，但我们认为 58 同城在招聘、房产、二手车、二手交易和本地生活服务等方面，具备一定市场领先地位，业务多元化让平台抗宏观影响风险能力提升，一旦周期反转公司将重启高增长模式，预计未来会员服务业务由于市场饱和保持低单位数增长，互联网推广服务业务受技术迭代、体验提升影响将保持 20% 以上增速，电商业务及其他业务（转转及其他业务）收入保持稳定。

二手交易商业化模式逐渐清晰 未来逐步扩展其他品类：

转转交易规模在第二季度继续保持较快增长，交易佣金收入模式也逐渐成熟，成为该业务主要商业化模式，主要产品二手手机的线上 G2B 和 B2C 交易中佣金收入及鉴定服务成为当前收入主要来源，公司未来将商业模式逐渐扩展到其他品类，如潮流单鞋、潮牌服饰等垂直品类。今年 5 月隶属于转转的潮品鉴定交易应用“切克”上市，标志着转转开始涉足球鞋、潮流服饰等潮品鉴定交易领域，上线首日不到 8 小时，平台球鞋交易的 GMV 就已突破百万。相信有了标准化二手手机供给端的运营经验，基于同样的市场混乱、信息不透明环境，公司的潮品二手交易业务必然有较高增速。

下半年不确定性较高，给予持有评级：

目前公司面临宏观经济增速下滑及业务调整影响，总体收入增速有所下滑，但我们相信未来公司 58 同城及转转将会成为公司新的增长点，特别是公司开始在今年下半年将同镇用户引流至 58 同城本地版中，预计明年将开始实施商业化策略，我们给予公司目标价 62 美元，对应 2020 年净利润 20 倍 PE，持有评级。

盈利预测摘要

截至12月31日财政年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
总营收 (百万元)	10,068.8	13,137.8	15,468.5	19,108.4	23,563.0
变动	32.6%	30.5%	17.7%	23.5%	23.3%
净利润 (百万元)	1,285.1	1,997.0	5,762.9	3,217.3	4,006.9
变动	扭亏	53.25%	176.86%	-43.11%	23.54%
None-GAAP 净利润 (百万元)	1,816.0	2,733.1	3,418.0	4,086.5	5,023.2
净利润率	13.80%	16.21%	38.11%	17.55%	17.58%
每股盈利 (元)	8.82	13.54	39.29	21.94	27.32
基于股价的市盈率 (倍)	42.6	27.7	9.5	17.1	13.7

资料来源：公司年报、国元国际预测

国元国际研究部

姓名: 李承儒
SFC: BLN914
电话: 0755-21519182
Email: licr@gyzq.com.hk

互联网平台类公司估值对比

代码	公司名称	市值(亿)	EPS				PE				PB			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
CTRP US	携程	188.58	2.31	11.32	13.99	16.82	28.00	23.59	19.09	15.88	1.19	1.44	1.36	1.24
JOBS US	前程无忧	42.20	23.18	24.83	30.32	35.16	23.97	21.54	17.64	15.21	3.51	3.50	2.91	2.41
SFUN US	搜房	5.41	(2.03)	1.06	1.53	N/A	23.61	8.96	6.21	N/A	1.07	0.77	0.69	N/A
BITA US	易车网	7.36	(9.69)	11.27	13.10	15.95	N/A	7.30	6.28	5.16	1.11	0.34	0.33	0.38
ATHM US	汽车之家	110.35	27.70	35.19	41.47	49.04	22.34	20.83	17.67	14.94	5.71	5.16	3.98	3.11
TOUR US	途牛	4.06	(1.70)	(0.51)	0.63	(0.40)	N/A	N/A	39.09	N/A	1.29	1.23	1.24	0.03
UXIN US	优信	7.31	(5.66)	(1.91)	4.28	9.76	N/A	N/A	4.56	2.00	6.73	2.57	1.74	0.88
BABA US	阿里巴巴	3942.40	38.54	41.50	51.84	66.44	44.89	28.81	23.06	17.99	4.95	5.67	4.37	3.61
BIDU US	百度	395.34	89.69	44.57	64.54	83.46	20.33	19.87	13.72	10.61	2.34	1.68	1.52	1.37
JD US	京东	378.18	(1.98)	5.49	7.97	11.20	N/A	37.11	25.60	18.20	3.49	3.83	3.50	3.05
2280 HK	慧聪集团	5.50	0.28	0.29	0.42	0.40	16.16	11.44	7.82	8.27	1.03	0.72	0.65	0.65
	平均						25.61	19.94	16.43	12.03	2.95	2.45	2.03	1.67

资料来源: 国元国际, Bloomberg

盈利预测

财务报表摘要

损益表						财务分析					
<百万元>, 财务年度截至<十二月>						<百万元>, 财务年度截至<十二月>					
	2017年 历史	2018年 历史	2019年 预测	2020年 预测	2021年 预测		2017年 历史	2018年 历史	2019年 预测	2020年 预测	2021年 预测
收入	10,068.8	13,137.8	15,468.5	19,108.4	23,563.0	盈利能力					
成本	(925.5)	(1,437.8)	(1,720.5)	(2,030.2)	(2,395.7)	毛利率 (%)	90.8%	89.1%	88.9%	89.4%	89.8%
毛利	9,143.3	11,700.0	13,748.0	17,078.2	21,167.4	EBIT率 (%)	17.8%	18.2%	15.2%	20.3%	20.4%
销售费用	(5,212.4)	(6,861.8)	(8,394.7)	(9,821.5)	(12,255.4)	净利率 (%)	13.8%	16.2%	38.1%	17.6%	17.6%
研发费用	(1,368.4)	(1,702.7)	(2,151.8)	(2,474.5)	(3,021.3)	ROE	7.0%	9.7%	21.6%	11.3%	12.6%
管理费用	(766.0)	(748.8)	(853.5)	(896.2)	(1,085.8)	营运表现					
营运利润	1,796.5	2,386.7	2,348.0	3,886.0	4,804.9	费用/收入 (%)	73.0%	70.9%	73.7%	69.0%	69.4%
其他收入	(260.5)	42.1	4,265.6	13.6	13.6	实际税率 (%)	9.6%	12.3%	10.9%	14.0%	14.0%
税前利润	1,535.9	2,428.8	6,613.6	3,899.6	4,818.6	应收账款天数	24	25	24	24	24
所得税	(146.7)	(299.7)	(719.1)	(546.0)	(675.4)	应付账款天数	246	225	230	228	242
净利润	1,389.2	2,129.1	5,894.6	3,353.6	4,143.2	财务状况					
None-GAAP NI	1,816.0	2,733.1	3,418.0	4,086.5	5,023.2	负债/权益	0.34	0.34	0.32	0.32	0.32
增长						收入/总资产	0.36	0.41	0.41	0.46	0.51
总收入增长 (%)	32.6%	30.5%	17.7%	23.5%	23.3%	总资产/权益	1.43	1.45	1.40	1.39	1.39
净利润 (%)	N/A	53.3%	176.9%	-43.1%	23.5%	商誉/总资产	56.1%	49.9%	41.6%	38.5%	34.5%
None-GAAP净利润 (%)	N/A	50.5%	25.1%	19.6%	22.9%	现金/总资产	5.4%	7.5%	4.2%	10.5%	18.5%
资产负债表						现金流量表					
<百万元>, 财务年度截至<十二月>						<百万元>, 财务年度截至<十二月>					
	2017年 历史	2018年 历史	2019年 预测	2020年 预测	2020年 预测		2017年 历史	2018年 历史	2019年 预测	2020年 预测	2020年 预测
现金及等价物	1,525.0	2,387.5	1,613.9	4,323.7	8,505.9	利润	1,389.2	2,129.1	5,894.6	3,353.6	4,143.2
受限资金	93.4	812.0	812.0	812.0	812.0	调整	1,193.7	1,085.5	891.1	1,052.0	1,194.9
短期投资	3,437.7	4,587.6	6,492.3	6,492.3	6,492.3	运营资本变化	197.0	585.0	848.4	280.2	853.4
应收账款	667.8	917.4	1,025.5	1,266.9	1,562.2	营运现金流	2,779.9	3,799.6	7,634.0	4,685.7	6,191.5
预付及其他资产	657.3	813.4	976.1	1,171.3	1,405.6	购买物业及设备	(588.2)	(1,974.6)	(4,977.2)	(166.7)	(184.4)
流动资产	6,381.1	9,517.9	10,919.8	14,066.2	18,778.0	存款及投资变动	(2,550.4)	(1,141.1)	(2,037.3)	(145.3)	(161.5)
受限资金	792.0	0.0	0.0	0.0	0.0	投资活动	(71.7)	28.7	(1,407.1)	(1,678.2)	(1,678.2)
设备及土地	1,355.4	1,333.4	1,351.1	1,361.4	1,388.3	投资活动现金流	(3,210.3)	(3,087.0)	(8,421.6)	(1,990.2)	(2,024.1)
无形资产	1,309.6	1,099.9	1,044.9	992.7	943.1	行使股权融资	100.9	13.5	13.9	14.3	14.8
商誉	15,864.7	15,874.2	15,864.7	15,864.7	15,864.7	贷款融资	(415.1)	106.8	0.0	0.0	0.0
长期投资	1,808.6	3,365.9	8,192.3	8,192.3	8,192.3	融资活动现金流	(314.3)	120.3	13.9	14.3	14.8
其他长期资产	755.3	639.5	755.3	755.3	755.3	汇兑变化	(82.7)	29.6	0.0	0.0	0.0
总资产	28,266.5	31,830.8	38,128.0	41,232.5	45,921.6	现金变化	(827.4)	862.5	(773.6)	2,709.8	4,182.2
短期借贷	75.0	812.8	812.8	812.8	812.8	期初持有现金	2,352.4	1,525.0	2,387.5	1,613.9	4,323.7
应付账款	624.3	887.6	1,085.8	1,270.4	1,585.2	期末持有现金	1,525.0	2,387.5	1,613.9	4,323.7	8,505.9
递延收入	2,123.8	2,348.3	2,764.9	3,415.5	4,211.8						
客户预付金	1,365.4	1,465.2	1,611.7	1,772.9	1,950.1						
其他短期负债	1,412.5	1,771.0	2,128.8	1,849.2	1,943.9						
流动负债	5,600.9	7,284.9	8,404.0	9,120.8	10,503.8						
长期贷款	777.4	0.0	0.0	0.0	0.0						
其他长期负债	336.6	284.8	252.8	224.4	199.2						
总负债	6,715.0	7,569.7	8,656.8	9,345.1	10,703.0						
夹层股权	1,736.4	1,944.4	1,944.4	1,944.4	1,944.4						
股东权益	19,743.0	22,020.6	27,230.6	29,646.8	32,978.0						
非控股权益	72.1	296.2	296.2	296.2	296.2						

投資評級定義和免責條款

投資評級：

买入	未來 12 個月內目標價距離現價漲幅不小於 20%
持有	未來 12 個月內目標價距離現價漲幅在正負 20% 之間
賣出	未來 12 個月內目標價距離現價漲幅不小於 -15%
未評級	對未來 12 個月內目標價不做判斷

免責聲明

一般聲明

本報告由國元國際控股有限公司(以下統稱“國元國際”)制作。本報告中的信息均來源於我們認為可靠的已公開資料，但國元國際及其關聯機構對這些信息的準確性及完整性不作任何保證。本報告中的信息、意見等均僅供投資者參考之用，不構成對買賣任何證券或其他金融工具的出價或征價或提供任何投資決策建議的服務。該等信息、意見並未考慮到獲取本報告人員的具體投資目的、財務狀況以及特定需求，在任何時候均不構成對任何人的個人推薦或投資操作性建議。投資者應當對本報告中的信息和意見進行獨立評估，自主審慎做出決策並自行承擔風險。投資者在依據本報告涉及的內容進行任何決策前，應同時考慮各自的投資目的、財務狀況和特定需求，並就相關決策諮詢專業顧問的意見對依據或者使用本報告所造成的一切後果，國元國際及/或其關聯人員均不承擔任何責任。

本報告署名分析師與本報告中提及公司無財務權益關係。本報告所載的意見、評估及預測僅為本報告出具日的觀點和判斷。該等意見、評估及預測無需通知即可隨時更改。在不同時期，國元國際可能會發出與本報告所載意見、評估及預測不一致的研究报告。

本報告署名分析師可能會不時與國元國際的客戶、銷售交易人員、其他業務人員或在本報告中針對可能對本報告所涉及的標的證券或其他金融工具的市场價格產生短期影響的催化劑或事件進行交易策略的討論。這種短期影響的分析可能與分析師已發布的關於相關證券或其他金融工具的目標價、評級、估值、預測等觀點相反或不一致，相關的交易策略不同於且也不影響分析師關於其所研究標的證券或其他金融工具的基本面評級或評分。

國元國際的銷售人員、交易人員以及其他專業人士可能會依據不同假設和標準、採用不同的分析方法而口頭或書面發表與本報告意見及建議不一致的市場評論和/或交易觀點。國元國際沒有將此意見及建議向報告所有接收者進行更新的義務。國元國際的資產管理部門、自營部門以及其他投資業務部門可能獨立做出與本報告中的意見不一致的投資決策。

除非另行說明，本報告中所引用的關於業績的數據代表過往表現。過往的業績表現亦不應作為日後回報的預示。我們不承諾也不保證，任何所預示的回報會得以實現。

分析中所做的預測可能是基於相應的假設。任何假設的變化可能會顯著地影響所預測的回報。

本報告提供給某接收人是基於該接收人被認為有能力獨立評估投資風險並就投資決策能行使獨立判斷。投資的獨立判斷是指，投資決策是投資者自身基於對潛在投資的目標、需求、機會、風險、市場因素及其他投資考慮而獨立做出的。

特別聲明

在法律許可的情況下，國元國際可能與本報告中提及公司正在建立或爭取建立業務關係或服務關係。因此，投資者應當考慮到國元國際及/或其相關人員可能存在影響本報告觀點客觀性的潛在利益衝突。

本報告的版權僅為國元國際所有，未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式轉發、翻版。複製、刊登、發表或引用。

國元國際控股有限公司
香港中環干諾道中3號中國建設銀行大廈22樓
電話：(852) 3769 6888
傳真：(852) 3769 6999
服務熱線：400-888-1313
公司網址：<http://www.gyzq.com.hk>