

## 买入

## 基本面没有明显好转，新兴业务健康成长

58 同城 (WUBA. US)

2019-11-20 星期三

### 投资要点

目标价: **62.0 美元**  
现价: 57.2 美元  
预计升幅: 8.4%

### 重要数据

日期	2019-11-20
收盘价 (美元)	57.2
总股本 (百万股)	299
总市值 (百万美元)	8,504
净资产 (百万美元)	4,039
总资产 (百万美元)	5,741
52 周高低 (美元)	74.17/47.20
每股净资产 (美元)	13.31

数据来源: Wind

### 主要股东

腾讯 (22.60%)  
姚劲波 (10.30%)

### 相关报告

58 同城 (WUBA. US) - 首发报告 -  
20140303  
58 同城 (WUBA. US) - 更新报告 -

### 国元国际研究部

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

#### 宏观经济疲软持续影响公司增长:

2019 年 Q3 公司实现收入为 42.58 亿元, 同比增长 17.4%, 基本符合我们的预期, 净利润为 7.92 亿元人民币, 同比增长 9.0%。分开业务来看, 商家会员服务收入为 11.93 亿元, 同比增长 1.0%, 占收入比重下降至 28.0%; 市场推广服务业务实现收入 27.98 亿元, 同比增长 20.1%, 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。从收入结构上来看, 预计未来市场推广服务收入占比会持续提升, 但是由于宏观环境影响所带来的客户转化周期已经接近尾声, 推广服务业务收入同比增长速度会放缓。

#### 公司未来的收入增长空间靠优质服务开拓:

由于今年房地产市场及招聘行业均表现不佳, 导致公司业务增长面临较大困难, 短期来看, 2020 年公司收入增长将面临严峻考验, 我们预计公司收入增速将会下滑至 13% 左右水平。面对当前环境, 公司将对业务进行升级: 地产业务方面, 同城、安居客继续升级自身技术来改善用户体验并增强营销效果; 招聘业务公司也会推出更多灵活定制化产品, 实现求职者及企业之间更精准匹配。目前来看, Q3 公司招聘业务的独立付费商业用户数量同比和环比均实现增长, 市场地位到保持。

#### 维持持有评级, 目标价 62.0 美元:

目前公司面临宏观经济增速下滑及业务调整影响, 未来总体收入增速有所下滑, 同时新兴业务持续投入对公司盈利能力产生负面影响。但公司在手现金充足, 核心业务保持稳定, 能够支撑公司发展新兴业务综合考虑, 我们认为公司目前处于低谷转型阶段, 需持续跟踪新业务发展情况, 同时还有等待中国宏观环境复苏, 维持公司目标价 62.0 美元, 对应 2020 年净利润 24 倍 PE, 持有评级。

百万人民币	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业额	10,069	13,138	15,469	17,547	20,405
同比增长 (%)	32.62%	30.48%	17.74%	13.44%	16.28%
毛利率	90.81%	89.06%	88.88%	88.43%	88.26%
净利润	1,285	1,997	5,763	2,631	3,314
同比增长 (%)	扭亏	53.25%	176.86%	-53.05%	24.65%
净利润率	13.80%	16.21%	38.11%	15.77%	16.91%
每股盈利	8.82	13.54	39.29	17.94	22.59
PE@57.2USD	12.9	15.8	14.8	12.2	10.1

数据来源: WIND、公司资料、国元国际

## 报告正文

### 公司收入增长符合预期，宏观经济疲软持续影响公司发展：

2019年Q3公司实现收入为42.58亿元，同比增长17.4%，基本符合我们的预期，净利润为7.92亿元人民币，同比增长9.0%。分开业务来看，商家会员服务收入为11.93亿元，同比增长1.0%，占收入比重下降至28.0%；市场推广服务业务实现收入27.98亿元，同比增长20.1%，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。

从收入结构上来看，市场推广服务在整体收入构成的占比继续提升，主要还是由于宏观经济增速下降，导致客户更愿意选择个性化推广方式而不是固定的会员费模式。公司的市场推广服务为客户提供线上的服务包括SaaS工具、人工智能技术，同时公司也会派人入驻线下客户实体店进行培训等相关服务，同时了解客户目前痛点，将信息反馈回研发部门来提升平台的技术和服务能力，为客户提供适合的推广解决方案。我们预计未来市场推广服务收入占比会持续提升，但是由于宏观环境影响所带来的客户转化周期已经接近尾声，收入同比增长速度会放缓。

### 公司未来的收入增长空间靠优质服务开拓：

公司认为，未来收入增长空间的拓展主要在更好的服务客户上面。因为通过提升服务质量将使客户更加认可公司的品牌，提升公司整体市场占有率，并在整体经济环境回暖时有更高的收入增长弹性。首先在服务方面公司会更加精细化管理，在每一个垂直品类里都会大幅度地加强服务的理念。公司会逐步将销售人员转成提供服务的人员，利用服务带动销售。销售服务人员通过深入地了解行业、了解客户，解决客户痛点，增强客户粘性。公司过去增长主要是靠会员数增长以及竞价广告增长带动，未来将是以专业的服务来驱动收入增长。Q3公司在产品和技术人员数量同比增加了10%，预期2020年将继续加大在研发、在创新上的投入。

### 转转完成融资，各项数据保持高速增长：

2019年9月，转转完成了3亿美金的B轮融资，目前公司仍然持股比例超过一半。目前，转转的业务模式主要分为C2C和C2B2C两类。其中C2C模式中聚焦二手手机等核心品类，提供履约服务；而C2B2C模式，则主要是打造质检体系，开展验机、验书和验鞋等业务。本季度转转持续稳步发展，在线上二手手机交易领域依然处于领先地位。质检、认证和其他增值服务的可持续模式已经成为转转二手手机业务护城河。未来转转会将二手手机的成功经验逐步复制到包括数码产品在内的其他高值品类，通过创新服务形成差异化优势，从而带来更好的商业收入。极光Q3报告中分析指出，2019年三季度，转转在整体二手电商APP中渗透率排名靠前。转转APP的DAU等核心数据已远超其他和二手手机业务相关的垂直平台；同时通过

微信流量加持，转转通过小程序获取用户增长态势依然迅速。随着转转持续扩张，未来分拆上市时间点将很快来临，我们预计转转上市后，对于 58 同城目前整体估值水平将有一定提升作用。

#### **提升服务及技术积极应对严峻考验：**

由于今年房地产市场及招聘行业均表现不佳，导致公司业务增长面临较大困难，短期来看，2020 年公司收入增长将面临严峻考验，我们预计公司收入增速将会下滑至 13% 左右水平。面对当前环境，公司将对业务进行升级：地产业务方面，同城、安居客继续升级自身技术来改善用户体验并增强营销效果，如 VR 拼接技术缩短房源处理时间并提高 VR 输出质量。招聘业务方面，58 同城也会推出更多灵活的定制化产品，以便客户按照自身需要来定制招聘员工模组，实现求职者及企业之间更精准匹配。Q3 公司招聘业务的独立付费商业用户数量同比和环比均实现增长，市场地位到保持。

#### **公司未来发展展望：**

未来公司以服务升级来带动收入增长，短期在人员成本上的投入会提升，假如中国宏观经济增速未能在 2020 年触底反弹，公司收入增速将下降，另外 58 同镇、转转的持续投入依然和 19 年水平一致，公司利润增长将面临压力：

- 会员业务收入持平或者下降，推广服务收入增速下降至 20%；
- 费用率提升，拉低公司整体利润率；
- 转转成交额继续保持高速增长，市场地位进一步巩固；
- 58 同镇用户持续引流至 58 本地服务，形成稳定生态。

#### **维持持有评级，目标价 62.0 美元：**

目前公司面临宏观经济增速下滑及业务调整影响，未来总体收入增速有所下滑，同时新兴业务持续投入对公司盈利能力产生负面影响。但公司现金充足，核心业务保持稳定，能够支撑公司发展新兴业务。未来 58 同镇及转转将会成为公司新的增长点，目前同镇用户引流至 58 同城本地版中的过程顺利，明年将开始实施商业化策略，转转各项数据增长强劲，未来分拆上市时间点逐渐清晰。综合考虑，我们认为公司目前处于低谷转型阶段，需持续跟踪新业务发展情况，同时还有等待中国宏观环境复苏，维持公司目标价 62 美元，对应 2020 年净利润 24 倍 PE，**持有评级**。

表 1: 相关上市公司估值对比 (美元)

代码	公司	市值	EPS				PE				PB			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019A	2020A	2021A
JOBS US	前程无忧	50.47	22.75	23.03	25.15	28.86	23.97	25.86	23.68	20.63	3.51	3.80	3.28	2.84
SFUN US	搜房控	1.91	-10.10	-8.10	-5.40	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	1.01	N/A	N/A	N/A
BITA US	易车网	10.74	-9.50	9.53	12.13	14.77	N/A	12.58	9.89	8.12	1.11	0.61	0.60	0.54
ATHM US	汽车之家	83.88	27.18	30.00	32.93	38.28	22.34	18.56	16.91	14.55	5.71	4.18	3.41	2.80
LEJU US	乐居	2.38	-0.78	N/A	0.78	N/A	N/A	N/A						
UXIN US	优信	7.22	-5.56	-4.35	-2.33	-0.36	N/A	N/A	N/A	N/A	6.73	N/A	N/A	N/A
BIDU US	百度	400.86	88.01	41.04	52.45	68.46	20.33	22.09	17.29	13.24	2.34	1.80	1.64	1.47
	平均							19.77	16.94	14.13	3.03	2.60	2.24	1.91

资料来源: 公司资料, 国元国际

## 财务报表摘要

### 财务报表摘要

损益表  
<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
收入	10,068.8	13,137.8	15,468.5	17,547.3	20,404.7
成本	(925.5)	(1,437.8)	(1,720.5)	(2,030.2)	(2,395.7)
<b>毛利</b>	<b>9,143.3</b>	<b>11,700.0</b>	<b>13,748.0</b>	<b>15,517.0</b>	<b>18,009.0</b>
销售费用	(5,212.4)	(6,861.8)	(8,394.7)	(8,978.9)	(9,948.8)
研发费用	(1,368.4)	(1,702.7)	(2,151.8)	(2,408.4)	(2,940.3)
管理费用	(766.0)	(748.8)	(853.5)	(924.4)	(1,119.8)
<b>营运利润</b>	<b>1,796.5</b>	<b>2,386.7</b>	<b>2,348.0</b>	<b>3,205.4</b>	<b>4,000.1</b>
其他收入	(260.5)	42.1	4,265.6	13.6	13.6
税前利润	1,535.9	2,428.8	6,613.6	3,219.0	4,013.7
所得税	(146.7)	(299.7)	(719.1)	(451.3)	(563.7)
<b>净利润</b>	<b>1,389.2</b>	<b>2,129.1</b>	<b>5,894.6</b>	<b>2,767.7</b>	<b>3,450.0</b>
<b>None-GAAP NI</b>	<b>1,816.0</b>	<b>2,733.1</b>	<b>3,418.0</b>	<b>3,488.5</b>	<b>4,295.9</b>
<b>增长</b>					
总收入增长 (%)	32.6%	30.5%	17.7%	13.4%	16.3%
净利润 (%)	N/A	53.3%	176.9%	-53.0%	24.7%
None-GAAP净利润 (%)	N/A	50.5%	25.1%	2.1%	23.1%

### 资产负债表

<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
现金及等价物	1,525.0	2,387.5	1,613.9	3,371.0	6,444.2
受限资金	93.4	812.0	812.0	812.0	812.0
短期投资	3,437.7	4,587.6	6,492.3	6,492.3	6,492.3
应收账款	667.8	917.4	1,025.5	1,163.4	1,352.8
预付及其他资产	657.3	813.4	976.1	1,171.3	1,405.6
流动资产	6,381.1	9,517.9	10,919.8	13,010.0	16,506.9
受限资金	792.0	0.0	0.0	0.0	0.0
设备及土地	1,355.4	1,333.4	1,351.1	1,361.4	1,388.3
无形资产	1,309.6	1,099.9	1,044.9	992.7	943.1
商誉	15,864.7	15,874.2	15,864.7	15,864.7	15,864.7
长期投资	1,808.6	3,365.9	8,192.3	8,192.3	8,192.3
其他长期资产	755.3	639.5	755.3	755.3	755.3
<b>总资产</b>	<b>28,266.5</b>	<b>31,830.8</b>	<b>38,128.0</b>	<b>40,176.3</b>	<b>43,650.5</b>
短期借贷	75.0	812.8	812.8	812.8	812.8
应付账款	624.3	887.6	1,085.8	1,161.4	1,286.8
递延收入	2,123.8	2,348.3	2,764.9	3,136.5	3,647.3
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	1,779.1	1,860.9
流动负债	5,600.9	7,284.9	8,404.0	8,662.6	9,558.0
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
<b>总负债</b>	<b>6,715.0</b>	<b>7,569.7</b>	<b>8,656.8</b>	<b>8,887.0</b>	<b>9,757.1</b>
夹层股权	1,736.4	1,944.4	1,944.4	1,944.4	1,944.4
<b>股东权益</b>	<b>19,743.0</b>	<b>22,020.6</b>	<b>27,230.6</b>	<b>29,048.8</b>	<b>31,652.7</b>
非控股权益	72.1	296.2	296.2	296.2	296.2

### 财务分析

	2017年 历史	2018年 历史	2019年 预测	2020年 预测	2021年 预测
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	90.8%	89.1%	88.9%	88.4%	88.3%
EBIT率 (%)	17.8%	18.2%	15.2%	18.3%	19.6%
净利率 (%)	13.8%	16.2%	38.1%	15.8%	16.9%
ROE	7.0%	9.7%	21.6%	9.5%	10.9%
<b>营运表现</b>					
费用/收入 (%)	73.0%	70.9%	73.7%	70.2%	68.7%
实际税率 (%)	9.6%	12.3%	10.9%	14.0%	14.0%
应收账款天数	24	25	24	24	24
应付账款天数	246	225	230	209	196
<b>财务状况</b>					
负债/权益	0.34	0.34	0.32	0.31	0.31
收入/总资产	0.36	0.41	0.41	0.44	0.47
总资产/权益	1.43	1.45	1.40	1.38	1.38
商誉/总资产	56.1%	49.9%	41.6%	39.5%	36.3%
现金/总资产	5.4%	7.5%	4.2%	8.4%	14.8%

### 现金流量表

<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
<b>利润</b>	<b>1,389.2</b>	<b>2,129.1</b>	<b>5,894.6</b>	<b>2,767.7</b>	<b>3,450.0</b>
调整	1,193.7	1,085.5	891.1	1,039.8	1,160.8
运营资本变化	197.0	585.0	848.4	(74.5)	471.7
营运现金流	2,779.9	3,799.6	7,634.0	3,733.1	5,082.5
购买物业及设备	(588.2)	(1,974.6)	(4,977.2)	(166.7)	(184.4)
存款及投资变动	(2,550.4)	(1,141.1)	(2,037.3)	(145.3)	(161.5)
投资活动	(71.7)	28.7	(1,407.1)	(1,678.2)	(1,678.2)
投资活动现金流	(3,210.3)	(3,087.0)	(8,421.6)	(1,990.2)	(2,024.1)
行使股权融资	100.9	13.5	13.9	14.3	14.8
贷款融资	(415.1)	106.8	0.0	0.0	0.0
融资活动现金流	(314.3)	120.3	13.9	14.3	14.8
汇兑变化	(82.7)	29.6	0.0	0.0	0.0
现金变化	(827.4)	862.5	(773.6)	1,757.2	3,073.2
期初持有现金	2,352.4	1,525.0	2,387.5	1,613.9	3,371.0
<b>期末持有现金</b>	<b>1,525.0</b>	<b>2,387.5</b>	<b>1,613.9</b>	<b>3,371.0</b>	<b>6,444.2</b>

## 投资评级：

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

## 免责条款

### 一般声明

本报告由国元国际控股有限公司(以下统称“国元国际”)制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料,但国元国际及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用,不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前,应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求,并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果,国元国际及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期,国元国际可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元国际的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致,相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元国际没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指,投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

### 特别声明

在法律许可的情况下,国元国际可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此,投资者应当考虑到国元国际及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元国际所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司

香港中环干诺道中3号中国建设银行大厦22楼

电 话: (852) 3769 6888

传 真: (852) 3769 6999

服务热线: 400-888-1313

公司网址: <http://www.gyzq.com.hk>