

# ST 慧球 (600556)

证券研究报告  
2019年12月11日

## 新媒体营销独角兽借壳，聚焦社交营销步入高增轨道

### 1. 新媒体营销独角兽借壳，聚焦社交营销步入高增轨道

天下秀于2018年11月30日通过协议转让方式成为ST慧球大股东，ST慧球再于2018年12月1日决定吸收合并天下秀成为其存续主体，由此天下秀达成借壳上市。吸收合并交易完成后新浪集团将以28.58%的股份位列第一大股东，李檬将以13.25%的股份成为第二大股东，二者对ST慧球实施共同控制。天下秀由李檬于2009年创立，历经十年发展，目前已成为中国最大的以社交营销为核心的新媒体商业集团，亦是国内最大的新媒体营销独角兽，累计已为国内外450余家品牌企业、8万余家中小企业提供社会化营销服务，积累了超过86万家新媒体资源。近三年天下秀的收入和归母净利润均保持50%以上的增长速度。

### 2. 三大品牌矩阵加持，资源&数据&营销体系优势明显

天下秀的业务分为新媒体广告交易系统服务和新媒体营销客户代理服务两类，其中新媒体营销客户代理服务为天下秀的最主要收入来源，且占比持续提高。天下秀目前拥有WEIQ（全球领先的新媒体营销云平台）、克劳锐（最权威的自媒体数据分析服务及排行机构）、SMART三大品牌矩阵（专注品牌社会化媒体营销全案服务）三大品牌矩阵，WEIQ平台是新浪微博内容商业化的唯一服务商，拥有深度沉淀的自媒体资源，覆盖自媒体平台95%以上的原生内容及98%以上的用户规模。天下秀通过先发优势建立了行业经验壁垒，并通过产品服务能力建立了客户资源和品牌壁垒，同时通过开发的信息系统，进一步巩固了资源优势、数据优势和运营优势，在较分散的市场占据了领先地位。

### 3. 行业变革推动流量去中心化，催生生态服务商产业快速增长

技术进步引发消费者获取信息的平台及内容形式发生变革，为网络广告市场的发展提供基础动力，2018年网络广告市场规模达4844亿元，占六大媒体广告收入的74.2%。移动互联网逐步下沉渗透带来增量市场红利，社交网络及短视频平台的用户规模持续增长。2018年社交网络广告和短视频广告高速发展，预计2021年市场规模超千亿。

上下游快速去中心化的背景下，新媒体营销服务商在客户资源和社交媒体资源上竞争更加激烈，市场高度分散。移动互联网媒体时代，消费者基于关注的信息获取模式和消费购买过程均在智能手机实现，催生出基于消费者品效合一的市场需求，对广告形式的创意性和趣味性提出要求。流量去中心化叠加品效合一，催生生态服务商产业快速增长，具备资源整合能力的新媒体营销服务商将脱颖而出。

假设借壳交易19年完成，综合预计2019-2021年天下秀实现营收分别为17.01/23.45/31.01亿元，归母净利润分别为2.48/3.41/4.47亿元，对应PE分别为65/47/36倍，给予公司2020年59倍PE，对应目标价11.8元/股，目标市值201亿元，维持买入评级。

**风险提示：**核心人才流失风险、市场竞争激烈风险、数据资源安全风险等

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	65.83	66.86	1,700.50	2,345.46	3,100.72
增长率(%)	40.41	1.58	2443.27	37.93	32.20
EBITDA(百万元)	6.12	(26.87)	297.16	408.93	536.63
净利润(百万元)	3.17	(37.15)	247.98	341.46	447.11
增长率(%)	(112.02)	(1,272.21)	567.54	37.70	30.94
EPS(元/股)	0.01	(0.09)	0.15	0.20	0.27
市盈率(P/E)	1,202.19	(102.56)	65.39	47.49	36.27
市净率(P/B)	49.08	94.14	10.30	8.47	6.86
市销率(P/S)	57.88	56.98	9.54	6.91	5.23
EV/EBITDA	435.25	(88.81)	52.22	34.73	26.94

资料来源：wind，天风证券研究所

#### 投资评级

行业	综合/综合
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	9.65元
目标价格	11.8元

#### 基本数据

A股总股本(百万股)	394.79
流通A股股本(百万股)	394.79
A股总市值(百万元)	3,809.76
流通A股市值(百万元)	3,809.76
每股净资产(元)	-0.11
资产负债率(%)	161.69
一年内最高/最低(元)	10.27/5.13

#### 作者

刘章明 分析师  
SAC执业证书编号：S1110516060001  
liuzhangming@tfzq.com

#### 股价走势



资料来源：贝格数据

#### 相关报告

1 《ST慧球-首次覆盖报告:天下秀借壳，背靠新浪掘金新媒体营销》  
2019-08-12

## 内容目录

1. 新媒体营销独角兽借壳，聚焦社交营销步入高增轨道	4
1.1. 两步走实控人变更，资产置换合并天下秀	4
1.2. 新媒体营销独角兽，提供全领域社会化营销服务	4
1.3. 聚焦营销代理业务，收入持续快速增长	6
2. 三大品牌矩阵加持，资源&数据&营销体系优势明显	9
2.1. 商业模式：新媒体广告交易系统服务+新媒体营销客户代理服务	9
2.2. 三大品牌矩阵加持，数据云&分销云&创意云战略升级	12
2.3. 先发树立行业壁垒，资源&数据&营销体系优势明显	16
3. 行业变革推动流量去中心化，催生生态服务商产业快速增长	18
3.1. 技术进步引发行业变革，推动网络&移动广告发展	18
3.2. 移动互联网下沉，社交广告&短视频营销将诞生千亿市场	19
3.3. 流量去中心化叠加品效合一，催生生态服务商产业快速增长	21
4. 盈利预测与估值	23

## 图表目录

图 1：交易前后 ST 慧球股权结构对比	4
图 2：天下秀十年发展历程	5
图 3：天下秀旨在链接企业与内容创作者	5
图 4：2016-2019Q1 天下秀营收情况	6
图 5：2016-2019Q1 天下秀毛利率情况	6
图 6：2016-2019Q1 天下秀归母净利润情况	7
图 7：2016-2019Q1 天下秀净利率情况	7
图 8：2016-2019Q1 天下秀期间费用率情况	7
图 9：2016-2019Q1 天下秀销售费用变动情况	8
图 10：2016-2019Q1 天下秀销售费用构成情况	8
图 11：2016-2019Q1 天下秀经营/投资活动现金流量净额	9
图 12：2016-2019Q1 天下秀货币资金情况	9
图 13：2016-2019Q1 天下秀营收分业务情况	10
图 14：2016-2019Q1 天下秀分业务毛利率	10
图 15：16-19Q1 天下秀新媒体营销客户代理服务营收构成	11
图 16：16-19Q1 天下秀新媒体营销客户代理服务分客户毛利率	11
图 17：新媒体广告交易系统服务示例	11
图 18：新媒体营销客户代理服务示例	12
图 19：WEIQ 新媒体大数据系统	13
图 20：WEIQ 自媒体资源展示	13
图 21：WEIQ 自媒体的标签分类	14
图 22：WEIQ 的社交创意云、社交分发云以及社交数据云	14

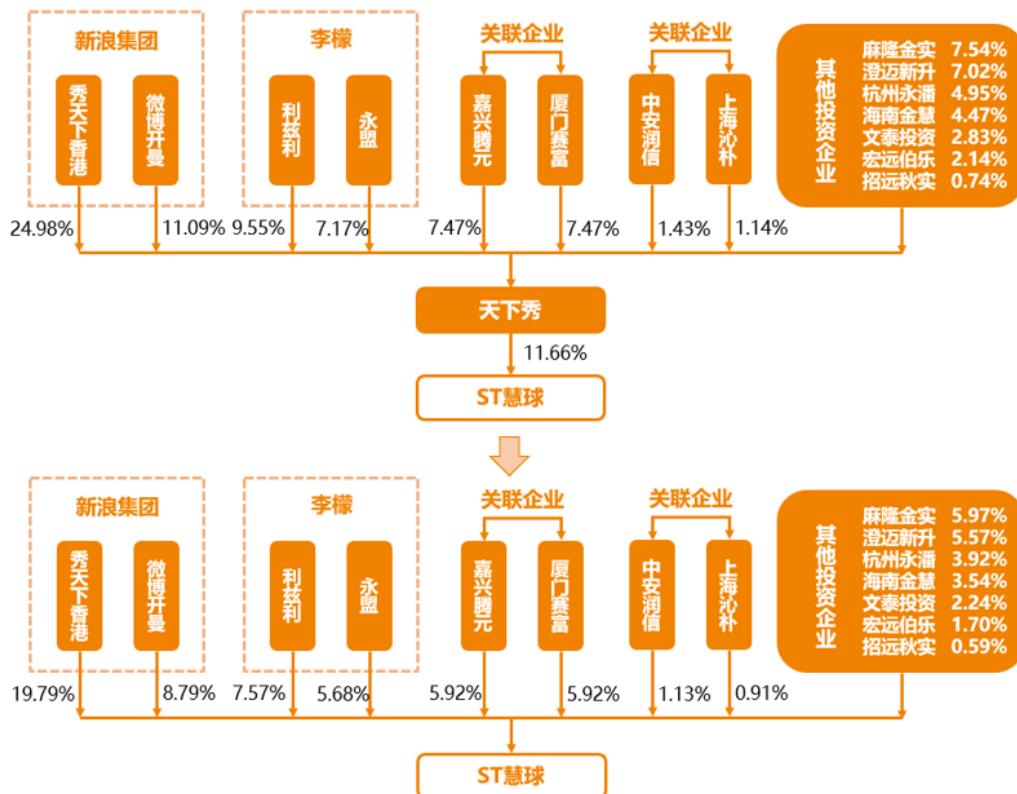
图 23: 克劳锐指数 .....	15
图 24: 克劳锐微真相 .....	15
图 25: 天下秀的 SMAERT 系统 .....	16
图 26: 天下秀的资源优势 .....	17
图 27: 天下秀新媒体营销服务流程 .....	17
图 28: 通信传输速率的提升不断引发行业变革 .....	18
图 29: 2013-2018 年我国广告经营额及增速 .....	19
图 30: 2013-2021 年我国网络广告市场规模及预测 .....	19
图 31: 2013-2018 年我国移动互联网用户规模 .....	19
图 32: 2013-2021 年我国移动广告市场规模及预测 .....	19
图 33: 头部 APP 月活跃用户数 ( 亿 ) .....	20
图 34: 2013-2021 年我国社交网络广告规模及预测 .....	20
图 35: 2012-2021 年我国不同形式网络媒体市场份额及预测 .....	20
图 36: 短视频行业月活跃用户持续增长 ( 亿 ) .....	21
图 37: 2016-2021 年我国短视频广告规模及预测 .....	21
图 38: 互联网营销行业的上下游情况 .....	21
图 39: 消费者信息获取及购买行为去中心化 .....	22
图 40: 社交广告已成为中国广告主数字投放的首选渠道 .....	22
图 41: 2019 年品牌类广告主最关注的数字营销现象 .....	22
图 42: 我国品效合一的发展历程 .....	23
图 43: 用户对广告接受度 .....	23
图 44: MCN 机构数呈现高速增长趋势 ( 家 ) .....	23
表 1: 2016-2018 同行业可比公司营收增长率对比 .....	6
表 2: 2016-2019Q1 同行业可比公司毛利率对比 .....	6
表 3: 2016-2019Q1 同行业可比公司期间费用率 ( 不含财务费用 ) 对比 .....	7
表 4: 2016-2019Q1 同行业可比公司销售费用率对比 .....	8
表 5: 2016-2019Q1 同行业可比公司管理费用率对比 .....	8
表 6: 2016-2019Q1 同行业可比公司研发费用率对比 .....	9
表 7: 天下秀两大业务模式对比 .....	10
表 8: 年度运营支撑费金额约定 ( 2015 年 1 月 1 日至 2024 年 12 月 31 日 ) .....	12
表 9: 天下秀盈利预测 ( 万元 ) .....	24
表 10: 壹网壹创和天下秀估值 .....	24

## 1. 新媒体营销独角兽借壳，聚焦社交营销步入高增轨道

### 1.1. 两步走实控人变更，资产置换合并天下秀

天下秀于 2018 年 11 月 30 日通过协议转让方式成为 ST 慧球大股东，ST 慧球再于 2018 年 12 月 1 日决定吸收合并天下秀成为其存续主体，由此天下秀达成借壳上市。2018 年 11 月 30 日，天下秀与 ST 慧球原控股股东瑞莱嘉誉签署《股份转让协议》，瑞莱嘉誉将持有的 ST 慧球 11.66% 股份转让给天下秀。转让后 ST 慧球控股股东变更为天下秀，实际控制人变更为新浪集团和李檬。2018 年 12 月 1 日，ST 慧球与天下秀签署《换股吸收合并协议》，拟向天下秀全体股东发行股份购买天下秀 100% 股权（交易作价 39.95 亿元），并对天下秀进行吸收合并，该事项于 2019 年 9 月 11 日获得中国证监会的核准批复。天下秀全体股东将成为 ST 慧球股东，ST 慧球的实际控制人仍为新浪集团和李檬。

图 1：交易前后 ST 慧球股权结构对比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

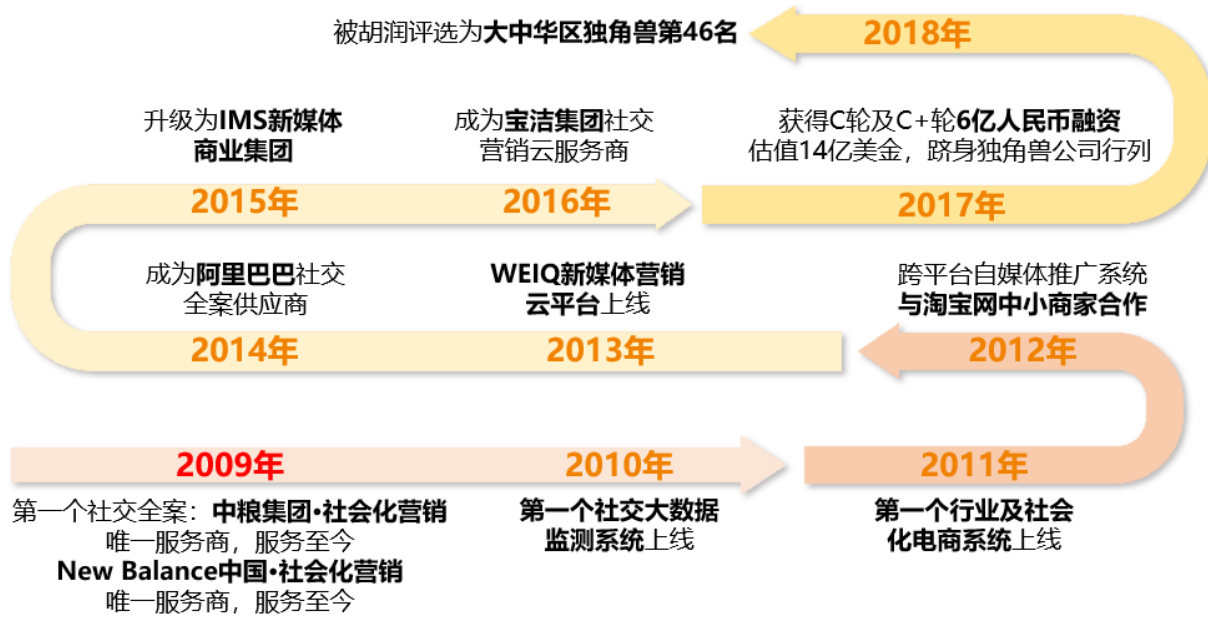
吸收合并交易完成后新浪集团将以 28.58% 的股份位列第一大股东，李檬将以 13.25% 的股份成为第二大股东，二者对 ST 慧球实施共同控制。吸收合并交易完成后，新浪集团将通过秀天下香港、微博开曼分别持有 ST 慧球 19.79%、8.79% 的股份，合计持股比例为 28.58%，位列第一大股东；李檬将通过利兹利、永盟分别持有 ST 慧球 7.57%、5.68% 的股份，合计持股比例为 13.25%，位列第二大股东；另有 11 家投资企业合计持有 37.42% 的股份。

### 1.2. 新媒体营销独角兽，提供全领域社会化营销服务

天下秀由李檬于 2009 年创立，历经十年发展，目前已成为中国最大的以社交营销为核心的新媒体商业集团，亦是国内最大的新媒体营销独角兽。天下秀又名 IMS 新媒体商业集团，成立于 2009 年，是一家基于大数据的技术驱动型新媒体营销服务公司，目前员工 700 余人，总部位于北京，在上海、广州、深圳分别设有分支机构。作为国内第一家以社会化营销为业务核心的公司，天下秀在 2017 年获得 C 轮及 C+ 轮共计 6 亿元人民币的融资，以 100 亿元人民币的估值跻身独角兽行列，成为国内新媒体商业领域第一家独角兽企业，并

于 2018 年被胡润评选为大中华区独角兽第 46 名。

图 2：天下秀十年发展历程



资料来源：天下秀官网，天风证券研究所

作为链接企业广告主与自媒体的价值创造者，天下秀累计已为国内外 450 余家品牌企业、8 万余家中小企业提供社会化营销服务，积累了超过 86 万家新媒体资源。天下秀主要提供的服务包括基于微任务平台的新媒体广告交易系统服务和基于 WEIQ 系统的新媒体营销客户代理服务，目前已与国内包括阿里巴巴、微博、360、UC 在内的多个平台建立战略合作关系，客户覆盖美妆、互联网、快消、家电、金融等多个领域，营销案例陆续斩获金瞳奖、金梧奖、TopDigital 创新奖等多个奖项。天下秀累计已为国内外 450 余家品牌企业、8 万余家中小企业提供社会化营销服务，积累了超过 86 万家新媒体资源，覆盖微博、微信、抖音、快手、喜马拉雅 FM、映客等多个主流新媒体平台。

图 3：天下秀旨在链接企业与内容创作者

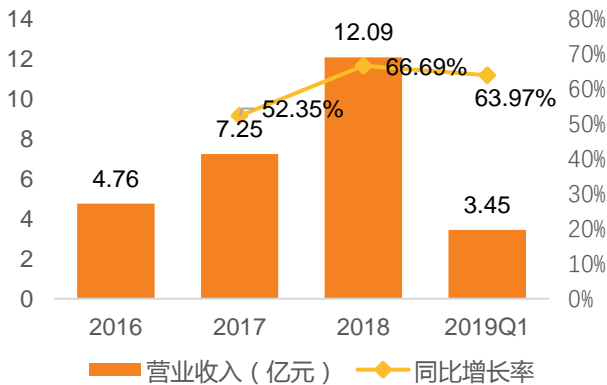


资料来源：天下秀官网，天风证券研究所

### 1.3. 聚焦营销代理业务，收入持续快速增长

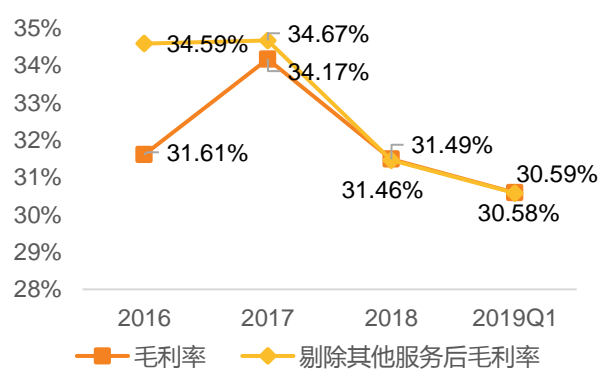
天下秀营业收入持续高速增长，2019Q1 实现收入 3.45 亿元，同比增长 63.97%，2017/2018 年营收分别为 7.25/12.09 亿元，同比增长 52.35%/66.69%，增长幅度显著高于同行业可比公司。从结构上看，天下秀营收主要来自新媒体广告交易系统服务和新媒体营销客户代理服务两大类，其他服务主要系为北京合声易铭信息技术有限公司推广软件的业务及为微梦创科网络科技（中国）有限公司的付费订阅提供支持服务业务，随着天下秀战略聚焦于拓展品牌客户的营销代理服务，上述业务已终止。公司预计 2019 年营业收入为 17.00 亿元，同比增长 40.57%；净利润为 2.43 亿元，同比增长 56.65%。

图 4：2016-2019Q1 天下秀营收情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：2016-2019Q1 天下秀毛利率情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 1：2016-2018 同行业可比公司营收增长率对比

证券代码	证券简称	2016 年	2017 年	2018 年
300058.SZ	蓝色光标	47.58%	23.64%	51.69%
002131.SZ	利欧股份	65.94%	45.06%	15.87%
002712.SZ	思美传媒	53.25%	9.56%	26.16%
603825.SH	华扬联众	28.14%	23.77%	30.81%
300612.SZ	宣亚国际	19.67%	7.93%	-26.80%
平均值		42.92%	21.99%	19.54%
天下秀			52.45%	66.69%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

天下秀近三年毛利率维持在 30%-35% 之间，业务、客户结构变动导致毛利率呈现下降趋势。剔除其他服务后，公司整体毛利率在 2016 年和 2017 年基本保持稳定，2018 年以来毛利率有所下降，主要系天下秀业务结构和客户结构的变化所致。相较于同行业可比上市公司，天下秀毛利率保持前列，主要原因为天下秀的业务模式与其他同行业上市公司的业务模式存在差异；剔除其他服务后，天下秀毛利率的变动趋势与同行业其他公司较为一致。

表 2：2016-2019Q1 同行业可比公司毛利率对比

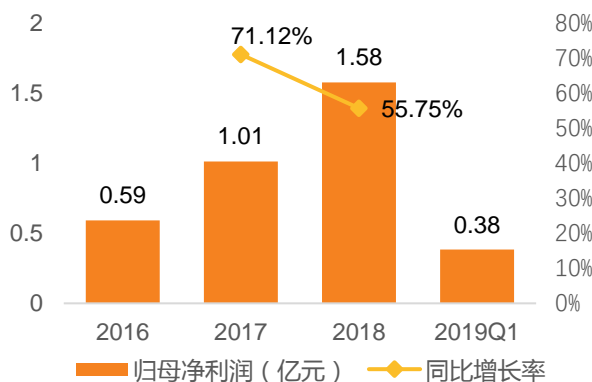
证券代码	证券简称	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 Q1
300058.SZ	蓝色光标	21.66%	18.20%	11.72%	10.44%
002131.SZ	利欧股份	21.27%	15.49%	11.51%	10.75%
002712.SZ	思美传媒	11.09%	14.52%	11.29%	19.69%
603825.SH	华扬联众	11.94%	11.22%	11.54%	10.76%
300612.SZ	宣亚国际	45.46%	46.36%	40.11%	42.08%
平均值		22.28%	21.16%	17.23%	18.74%
天下秀		31.61%	34.17%	31.49%	30.59%

天下秀剔除其他服务后毛利率	34.59%	34.67%	31.46%	30.58%
---------------	--------	--------	--------	--------

资料来源：公司公告，天风证券研究所

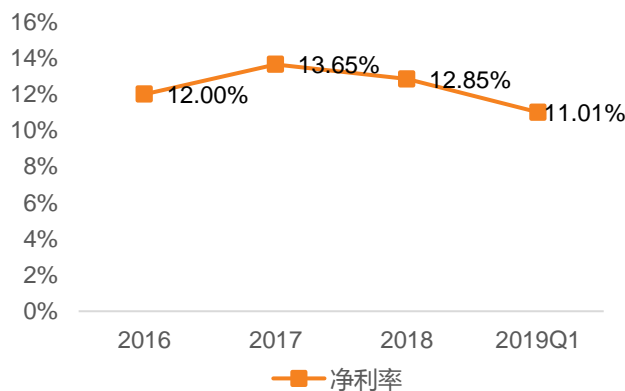
近三年天下秀归母净利润保持 50% 以上的增长速度，净利率维持在 11%-14% 之间。天下秀 2016-2019Q1 归母净利润分别为 0.59/1.01/1.58/0.38 亿元，2017、2018 年同比增长率分别为 71.12%、55.75%。天下秀近三年净利率保持在 11%-14% 之间，2019Q1 净利率为 11.01%。

图 6：2016-2019Q1 天下秀归母净利润情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

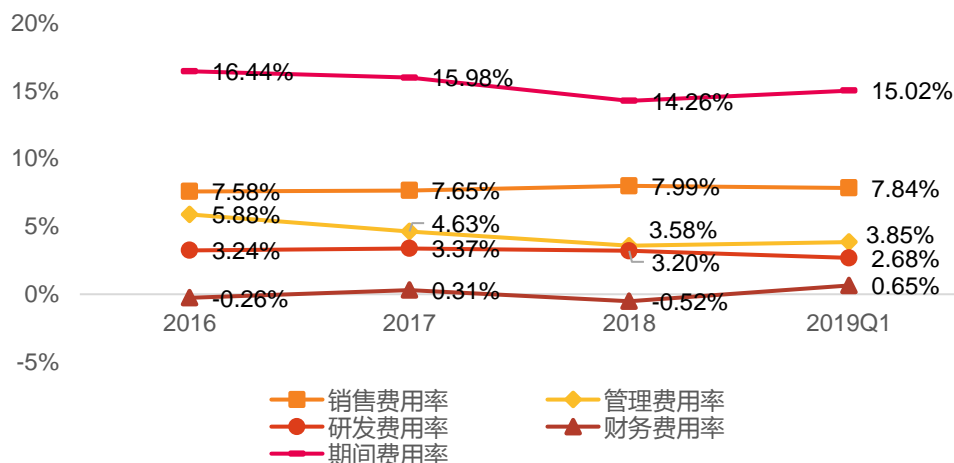
图 7：2016-2019Q1 天下秀净利率情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

天下秀期间费用率近三年来呈现下降趋势，2016-2019Q1 的期间费用率分别为 16.44%/15.98%/14.26%/15.02%，其中销售费用率基本保持稳定，维持在 7%-8% 之间；管理费用率近三年来有所下降，主要得益于收入增长带来的规模效应；研发费用率保持在 3% 左右的水平，略高于行业可比公司平均水平，导致公司整体期间费用率略高于行业可比公司平均水平；公司财务费用率波动较大，2018 年财务费用率为负主要系公司的货币资金投资活期、定期等存款形成收益，导致该年度利息收入较高，2017 年及 2019 年 Q1 财务费用率为正主要系人民币贬值产生汇兑损失所致。

图 8：2016-2019Q1 天下秀期间费用率情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 3：2016-2019Q1 同行业可比公司期间费用率（不含财务费用）对比

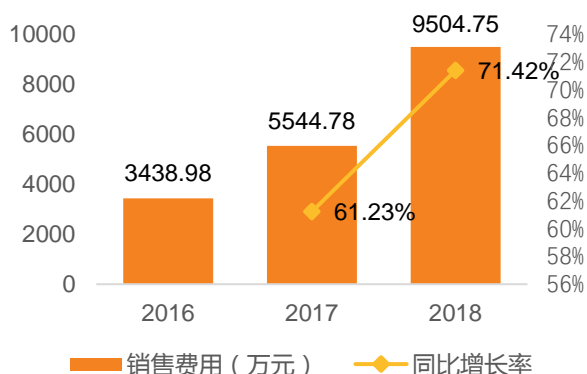
证券代码	证券简称	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 Q1
300058.SZ	蓝色光标	16.47%	14.17%	8.34%	6.92%
002131.SZ	利欧股份	10.52%	9.36%	9.00%	7.28%
002712.SZ	思美传媒	6.92%	7.36%	5.77%	5.93%

603825.SH	华扬联众	10.76%	8.00%	7.37%	9.73%
300612.SZ	宣亚国际	27.77%	25.38%	32.08%	68.82%
<b>平均值</b>		<b>14.49%</b>	<b>12.85%</b>	<b>12.51%</b>	<b>19.74%</b>
<b>天下秀</b>		<b>16.70%</b>	<b>15.65%</b>	<b>14.77%</b>	<b>14.37%</b>
<b>天下秀（合并预测范围内）</b>		<b>15.98%</b>	<b>15.64%</b>	<b>14.37%</b>	<b>14.29%</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

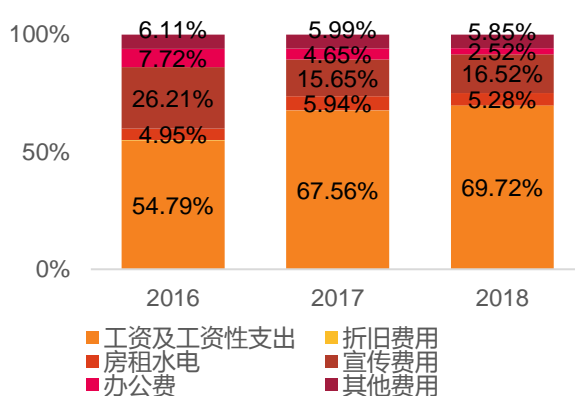
①**销售费用**：公司销售费用主要由销售人员薪酬构成，近三年来销售费用增长较快，主要因为随着业务发展加大市场开拓力度，导致销售人员数量增加和薪酬水平上升。公司销售费用率与同行业可比公司平均水平基本相符。

图 9：2016-2019Q1 天下秀销售费用变动情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10：2016-2019Q1 天下秀销售费用构成情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 4：2016-2019Q1 同行业可比公司销售费用率对比

证券代码	证券简称	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 Q1
300058.SZ	蓝色光标	9.07%	7.50%	4.19%	3.33%
002131.SZ	利欧股份	4.64%	4.15%	3.89%	3.25%
002712.SZ	思美传媒	2.80%	3.47%	2.78%	2.76%
603825.SH	华扬联众	7.17%	3.87%	3.41%	5.47%
300612.SZ	宣亚国际	19.84%	15.14%	21.10%	47.31%
<b>平均值</b>		<b>8.70%</b>	<b>6.83%</b>	<b>7.07%</b>	<b>12.42%</b>
<b>天下秀</b>		<b>7.58%</b>	<b>7.65%</b>	<b>7.99%</b>	<b>7.84%</b>
<b>天下秀（合并预测范围内）</b>		<b>7.23%</b>	<b>7.64%</b>	<b>7.86%</b>	<b>7.78%</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

②**管理费用**：公司管理费用主要由管理人员薪酬构成，得益于收入增加带来的规模效益，公司管理费用率在 2016-2018 年呈现出不断下降的趋势，并不断趋近于行业可比公司平均水平，体现出了较好的成本把控能力。

表 5：2016-2019Q1 同行业可比公司管理费用率对比

证券代码	证券简称	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 Q1
300058.SZ	蓝色光标	7.13%	5.80%	3.87%	3.48%
002131.SZ	利欧股份	4.09%	3.86%	3.79%	2.95%
002712.SZ	思美传媒	3.54%	3.59%	2.73%	2.86%
603825.SH	华扬联众	1.32%	1.39%	1.41%	1.57%
300612.SZ	宣亚国际	5.39%	6.51%	7.00%	10.57%
<b>平均值</b>		<b>4.29%</b>	<b>4.23%</b>	<b>3.76%</b>	<b>4.29%</b>



天下秀	5.88%	4.63%	3.58%	3.85%
天下秀（合并预测范围内）	5.51%	4.63%	3.31%	3.83%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

③研发费用：公司研发费用上升主要系公司在业务发展中不断加大对技术和创新的投入，继续加大引进人才力度，使得职工薪酬上升所致。天下秀研发费用率明显高于同行业公司，主要是因为天下秀业务模式与同行业上市公司不同所致，天下秀自主研发建立了 WEIQ 新媒体大数据系统，同时还在不断积累新媒体数据、完善系统功能，故研发费用投入较大。

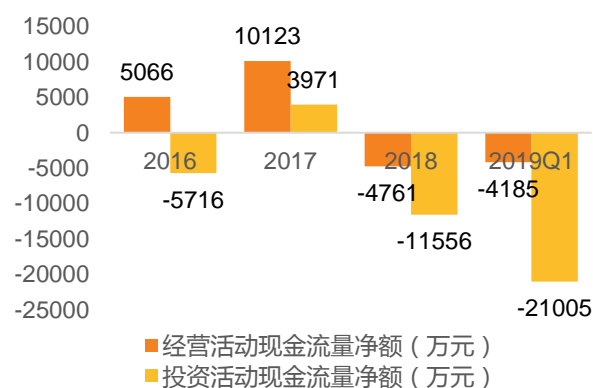
表 6：2016-2019Q1 同行业可比公司研发费用率对比

证券代码	证券简称	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 Q1
300058.SZ	蓝色光标	0.27%	0.87%	0.28%	0.11%
002131.SZ	利欧股份	1.79%	1.35%	1.32%	1.08%
002712.SZ	思美传媒	0.58%	0.30%	0.26%	0.31%
603825.SH	华扬联众	2.27%	2.74%	2.55%	2.69%
300612.SZ	宣亚国际	2.54%	3.73%	3.98%	10.94%
平均值		1.49%	1.80%	1.68%	3.03%
天下秀		3.24%	3.37%	3.20%	2.68%
天下秀（合并预测范围内）		3.24%	3.37%	3.20%	2.68%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

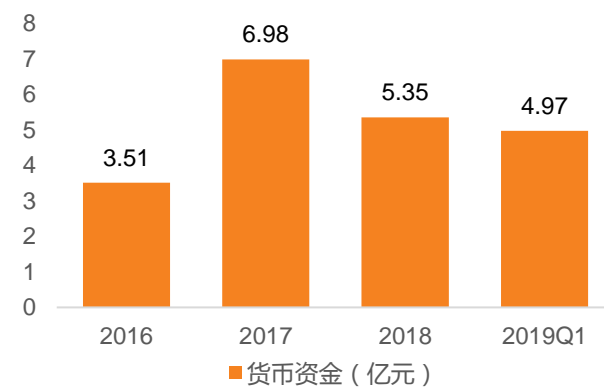
天下秀不断投入资金开拓客户资源，2019 年 3 月末仍有货币资金 4.97 亿元，能够支撑短期运营及扩张活动。2016-2019Q1 天下秀经营活动产生的现金流量净额分别为 5066/10123/-4761/-4185 万元，2018 年及 2019Q1 经营流量净额为负系 2018 年以来天下秀加大了对品牌客户的开拓所致，品牌客户购买力较强、信用情况较好，天下秀给予了相对较长的信用期，因此期末应收账款金额较大，经营性现金流量净额显示负值。2016-2019Q1 天下秀投资活动产生的现金流量净额分别为 -5716/3971/-11556/-21005 万元，2018 年、2019Q1 投资现金流量净额为负主要系向瑞莱嘉誉支付慧金科技股权转让款所致。天下秀货币资金充沛，2019 年 3 月末货币资金达 4.97 亿元。

图 11：2016-2019Q1 天下秀经营/投资活动现金流量净额



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 12：2016-2019Q1 天下秀货币资金情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2. 三大品牌矩阵加持，资源&数据&营销体系优势明显

### 2.1. 商业模式：新媒体广告交易系统服务+新媒体营销客户代理服务

天下秀主要从事的新媒体营销服务分为两类，其中新媒体营销客户代理服务为天下秀的最

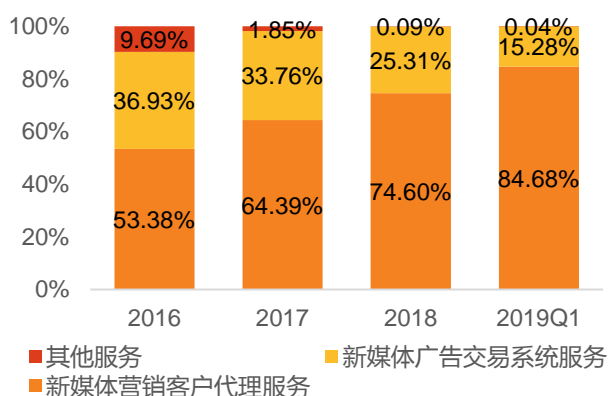
**主要收入来源，且占比持续提高。**天下秀主要从事的新媒体营销服务分为两类：新媒体广告交易系统服务和新媒体营销客户代理服务。新媒体营销客户代理服务为天下秀的最主要收入来源，且占比持续提高，2019Q1 该业务实现营收 2.92 亿元，占总营收的 84.68%。这是因为新媒体营销客户代理服务应用平台广泛，更能满足客户越来越多元化的广告投放需求，同时天下秀也将发展重心不断倾向新媒体营销客户代理服务。

表 7：天下秀两大业务模式对比

项目	新媒体营销客户代理服务	新媒体广告交易系统服务
业务及销售内容	主要为广告主提供策略制定、方案策划、创意策划、投放策划和实施、社交媒体账户运营、效果监测等一系列新媒体营销服务，通过 WEIQ 系统平台实现微博、微信、短视频、直播、音频等多个新媒体平台的广告投放需求	以微任务为基础，为广告主和自媒体之间的广告交易提供撮合的平台。微博用户登录微任务平台，可自行设置微博转发或直发内容等，并选择自媒体账号为其微博进行转发或直发，进行广告下单，自媒体账号接单后展示 24 小时即可完成任务获得收益，广告主即需要支付广告费用
定价方式	主要为广告投放服务，公司与客户签署协议，详细约定广告投放涉及的自媒体、投放期间、频次、单价、折扣等要素，公司据此向客户报价收费	由自媒体自主确定接单价格，客户选定接单自媒体，即表示认可自媒体的报价
采购内容	主要为媒体资源，包括自媒体资源、创意资源等，以及人工成本和其他分摊成本等	平台成本（向新浪微博支付），以及其他分摊成本
盈利模式	天下秀提供全面的互联网营销服务，获取广告主的全部收入，并支付相应的自媒体资源采购成本、创意策划和人工等成本，赚取之间的差价	天下秀提供系统交易平台，从中收取服务费，并支付相应的平台分成成本
收入确认方式	全额法	净额法
涵盖的新媒体传播平台范围	涵盖多个平台，包括新浪微博、微信、小红书、抖音	仅为新浪微博

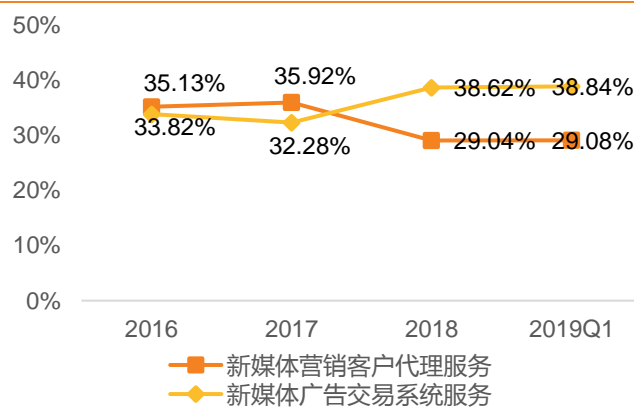
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 13：2016-2019Q1 天下秀营收分业务情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 14：2016-2019Q1 天下秀分业务毛利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

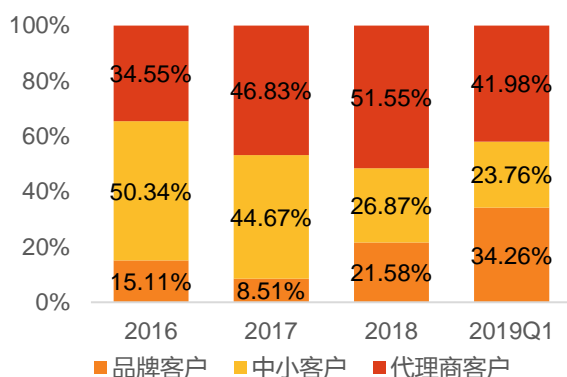
由于业务结构和客户结构变动，天下秀毛利率呈现下降趋势。2016 年以来天下秀客户结构发生较大变化，毛利率相对较低的品牌客户和代理商客户收入快速增长、收入占比提升，从而拉低了新媒体营销客户代理服务的整体毛利率。

①新媒体广告交易系统服务的毛利率在 2016、2017 年保持稳定，2018 年以来明显提升，系天下秀收入规模扩大所致。新媒体广告交易系统服务的成本主要由向北京微梦支付的平台分成及服务器托管费等构成，根据签订协议，收入规模扩大将使天下秀向北京微梦采购平台分成的比例下降，同时天下秀对客户整体的返点比例也在逐年下降，故新媒体广告交

易系统服务的毛利率在 2018 年以来明显上升。

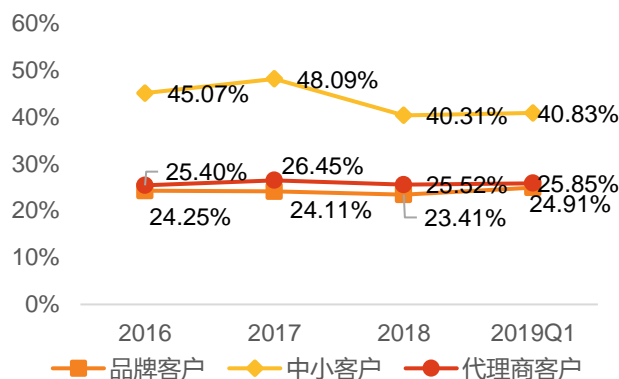
②新媒体营销客户代理服务的客户主要分为品牌客户、中小客户和代理商客户三类，其中中小客户毛利率相对较高，而品牌客户和代理商客户规模相对较大、与天下秀的合作持续性较好，因此产品和服务定价和毛利相对较低。2016 年以来天下秀客户结构发生较大变化，天下秀战略聚焦于开拓实力较强的品牌客户和代理商客户，毛利率相对较低的品牌客户和代理商客户收入快速增长、收入占比提升，从而拉低了新媒体营销客户代理服务的整体毛利率。

图 15：16-19Q1 天下秀新媒体营销客户代理服务营收构成



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 16：16-19Q1 天下秀新媒体营销客户代理服务分客户毛利率



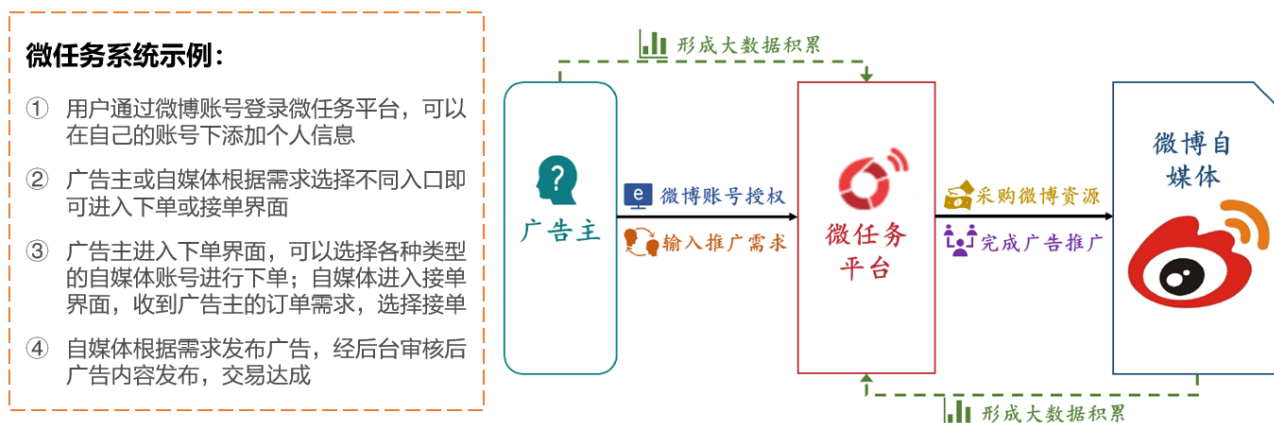
资料来源：公司公告，天风证券研究所

### (1) 新媒体广告交易系统服务

**商业模式：**天下秀基于新浪微博开发微任务系统，微博平台的广告主通过微任务自行选择自媒体账号发布商业信息，天下秀向广告主收取服务费，成本为向微博支付的平台分成及其他分摊成本，收入确认为净额法。

新媒体广告交易系统服务始于 2015 年，主要通过微任务系统实现收入。新浪微博运营主体北京微梦授权天下秀使用微博域名 weirenwu.weibo.com 及相关微博用户数据，天下秀负责“微任务”产品、技术开发和运营维护、拓展以及相关客户服务工作。广告主通过微任务平台自行选择自媒体账号发布商业信息，天下秀从中收取服务费，天下秀不承担广告主和自媒体之间的交易风险，仅提供平台运营维护及技术支持等服务，成本构成主要为向新浪微博支付的平台分成及服务器托管费等成本，收入确认方法为净额法。天下秀向北京微梦支付的金额为天下秀服务费收入（扣除手续费等相关费用）的 70%。

图 17：新媒体广告交易系统服务示例



资料来源：公司公告，天风证券研究所

鉴于微任务有助于北京微梦提升微博用户资源转换率，北京微梦应向天下秀支付运营支撑费用。2016-19Q1 北京微梦从天下秀收到的平台分成收益分别为 1.21 亿元、1.65 亿元、1.84 亿元、0.32 亿元。

表 8：年度运营支撑费金额约定（2015 年 1 月 1 日至 2024 年 12 月 31 日）

如该年度微任务交易金额	该年度运营支撑费金额为交易金额的
小于人民币 3 亿元	0.5%
超过 3 亿元小于 10 亿元，	1%
超过 10 亿元小于 15 亿元	2%
超过 15 亿元小于 20 亿元	2.5%
超过 20 亿元	3%。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## （2）新媒体营销客户代理服务

**商业模式：**基于自主研发的广告主和自媒体管理系统 WEIQ，为客户制定新媒体营销整体解决方案并提供一系列社交全案服务，收入确认方法为全额法。

新媒体营销客户代理服务主要基于 WEIQ 系统展开，为广告主实现跨平台投放和精准投放的需求，广告主可实现微博、微信、短视频、直播、音频等多个新媒体平台的广告投放需求。除能实现跨平台投放外，天下秀还能够为客户提供策略制定、方案策划、创意策划、投放策划和实施、社交媒体账户运营、效果监测等一系列新媒体营销服务，收入确认方法为全额法，支付的主要成本包括媒体资源、人工成本和其他分摊成本等。

图 18：新媒体营销客户代理服务示例



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2.2. 三大品牌矩阵加持，数据云&分销云&创意云战略升级

天下秀目前拥有 WEIQ（全球领先的新媒体营销云平台）、克劳锐（最权威的自媒体数据分析服务及排行机构）、SMART 三大品牌矩阵（专注品牌社会化媒体营销全案服务）三大品牌矩阵，从品牌社交营销模式探索，到社交媒介资源平台搭建，再到以内容为核心的自媒体排行及网红扶持，构成了完整的社会化营销生态系统。

### （1）WEIQ 新媒体大数据系统

2016 年，天下秀自主研发建立 WEIQ 新媒体大数据系统，WEIQ 系统由智能选号、智能投

放管理、即时通信、多端跨平台订单、支付结算和数据报告等六大子系统构成。WEIQ 通过大数据分析，建立企业与社会化媒体及社交用户之间的精准匹配关系。同时对传播资源有效把控，帮助合作伙伴通过社会化媒体更加及时地传播品牌及产品信息，让品牌通过社会化传播达到行之有效的传播目的。目前平台一年大概处理 200 万张左右的订单，60%的交易完全由线上完成。

图 19: WEIQ 新媒体大数据系统



资料来源：公司公告，天风证券研究所

WEIQ 平台是新浪微博内容商业化的唯一服务商，拥有深度沉淀的自媒体资源，覆盖自媒体平台 95%以上的原生内容及 98%以上的用户规模（包括头部用户）。WEIQ 平台共入驻 86 万+微博博主及 KOL，服务客户数超过 6 万，日均推广流量超过 9 亿。按照微博、微信、短视频、直播、小红书等平台分类，WEIQ 平台微博推广入驻博主 60 万个，微信公众号 10 万个，短视频、直播等达人入驻都在 1 万个左右。

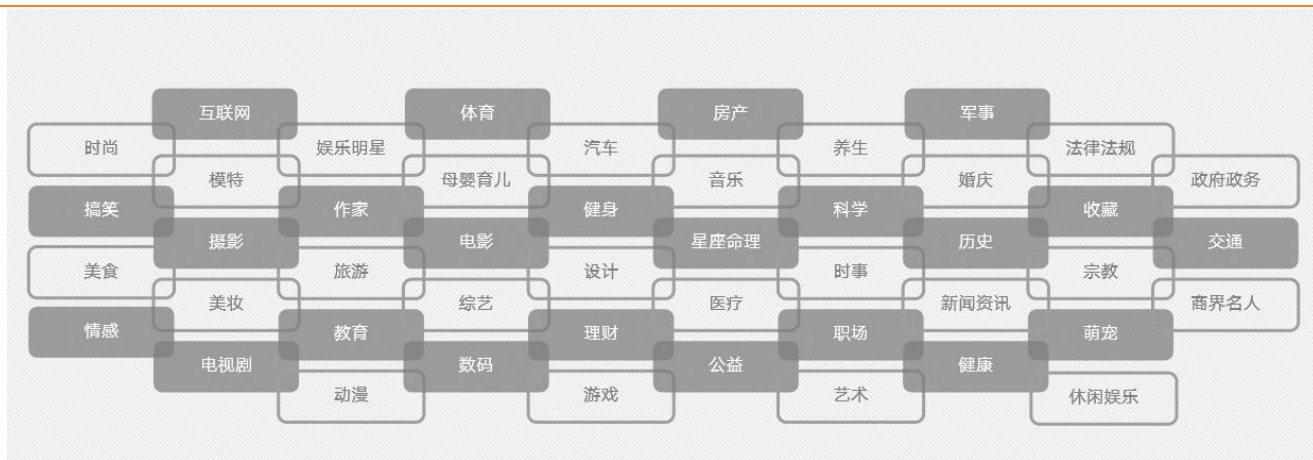
图 20: WEIQ 自媒体资源展示



资料来源：公司官网，天风证券研究所

WEIQ 平台对自媒体进行分级，实现资源智能标签化，确保每个类别都能精准触达同类兴趣标签的粉丝群体。WEIQ 根据自媒体的自身属性、粉丝属性、日常内容等进行标签定位，结合门户网站、热门话题、热门微博等数据分析模型，最终将 86 万自媒体资源划分成约 47 个行业大类。

图 21：WEIQ 自媒体的标签分类



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2018 年 3 月，天下秀旗下的 WEIQ 平台战略升级为包括社交创意云、社交分发云以及社交数据云的新媒体营销平台。创意云意在链接内容创作者；分发云解决精准投放，一是广告主与自媒体账号之间的分发，二是自媒体账号在各自平台上的内容分发；底层是数据云，贯穿整个业务体系和每个环节。

图 22：WEIQ 的社交创意云、社交分发云以及社交数据云



资料来源：企查查等新闻，天风证券研究所

## (2) 克劳锐

克劳锐成立于 2014 年，由新浪微博、360、UC 及 IMS 新媒体商业集团联合投资成立，是全球首家自媒体价值排行及版权经济管理机构，汇集微博、微信、今日头条、秒拍、优酷五大平台数据。克劳锐聚焦头部自媒体账号，独家的 TKI 指数算法，四大评估维度（媒体资产、品牌效应、用户价值、社交影响力）全面呈现自媒体价值排行。克劳锐自媒体价值排行和品牌社交媒体价值排行，挖掘自媒体背后生态价值，为客户的运营决策提供专业数

据参考。克劳锐与新浪微博、风向、互联网周刊等多家权威机构签署战略合作关系，与微博汽车、微博教育、新浪游戏、新浪看点、秒拍、喜马拉雅 FM 等独家合作榜单，多维度、纵深化展现自媒体市场价值，引领自媒体行业发展趋势。

克劳锐指数集合了众多新媒体平台超过 20 万个账号的数据表现，每月更新榜单，涵盖包括美妆、美食、游戏等 24 个类别。克劳锐指数打通了微博、抖音、快手三个平台的数据，集合了众多新媒体平台超过 20 万个账号的最新数据表现，每月更新站内热搜和站内获赞的 TOP20 榜单，直观的体现自媒体商业价值的属性，涵盖包括美妆、美食、游戏、动漫、音乐、汽车、医疗、金融、教育等 24 个类别。此外，在克劳锐指数中可进行各平台内账号的横向对比，对比包括阅读数、互动式、粉丝活跃度等。

图 23：克劳锐指数



资料来源：克劳锐指数，天风证券研究所

克劳锐微真相是微博官方唯一授权数据查询工具，可从发博、阅读、互动、粉丝四个方面分析明星/KOL 的微博数据表现。如李佳琪近一月互动总数达 1012.05 万次，超越 99% 的同行，更细一步分析，微博转发数在双十一前夕（11 月 4 号-11 月 10 号）达到峰值，转评赞中点赞比例 61.5%，转发比例 18.47%，评论比例 20.03%。

图 24：克劳锐微真相



资料来源：克劳锐微真相，天风证券研究所

### (3) SMART

SMART 是天下秀旗下专业向品牌大客户**提供社交全案服务的品牌**，**基于消费者洞察整合创意表现方式**。基于消费者洞察，整合丰富的创意表现方式，聚焦社交网络，协助品牌和产品传播，扩大其社会化影响力。SMART 帮助各个行业的客户应对数字化不断加快所带来的复杂挑战，制定创新的社会化营销战略并执行。

图 25：天下秀的 SMAERT 系统



资料来源：公司官网，天风证券研究所

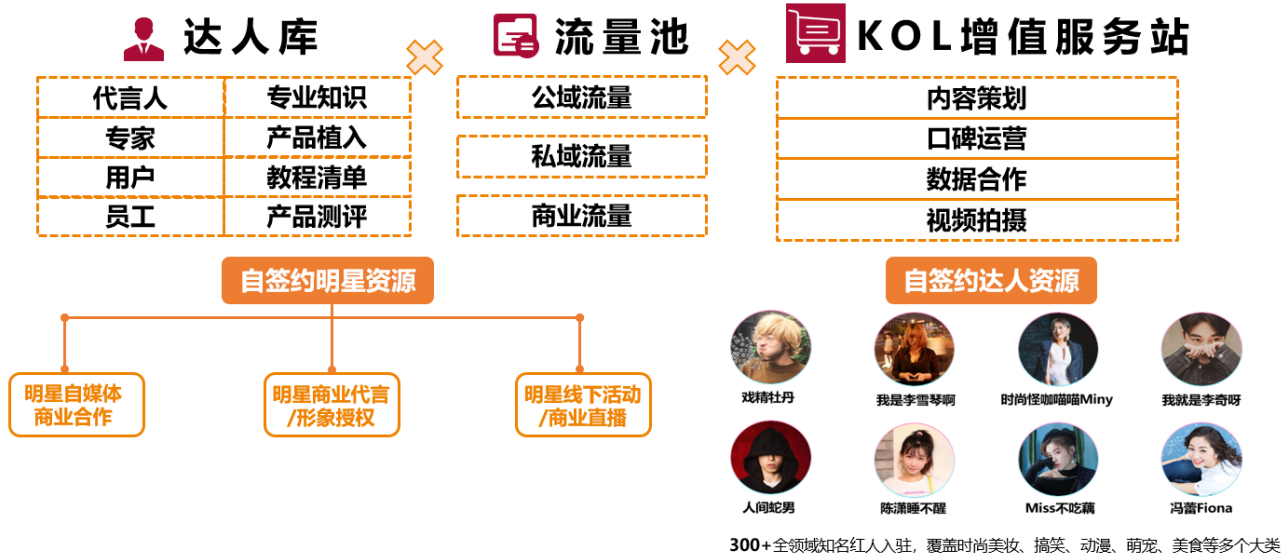
### 2.3. 先发树立行业壁垒，资源&数据&营销体系优势明显

天下秀通过先发优势建立了行业经验壁垒，并通过产品服务能力建立了客户资源和品牌壁垒，同时通过开发的信息系统，进一步巩固了资源优势、数据优势和运营优势，在较分散的市场占据了领先地位。根据艾瑞咨询数据，2018 年中国网络广告市场规模为 4844 亿元，中国社交网络广告市场规模为 509.6 亿元。2018 年天下秀实现营业收入 12.10 亿元，约占 2018 年中国网络广告市场规模的 0.25%，占 2018 年中国社交网络广告市场规模的 2%，在较分散的市场占据领先地位。

①**资源优势：**天下秀多年来深耕社交网络广告行业，拥有丰富的客户资源和自媒体资源。天下秀主要服务的客户涵盖互联网、金融、快速消费品、汽车、家电数码等行业，客户资源既包括宝洁、京东、伊利、苏宁等品牌客户和中小客户。累计已为国内外 450 余家品牌企业、8 万余家中小企业提供社会化营销服务，积累了超过 86 万家新媒体资源，如明星资源包括 50+ 独家签约，200+ 合作代理，达人资源包括 300+ 全领域知名红人入驻，覆盖微博、微信、抖音、快手、喜马拉雅 FM、映客等多个主流新媒体平台。



图 26：天下秀的资源优势

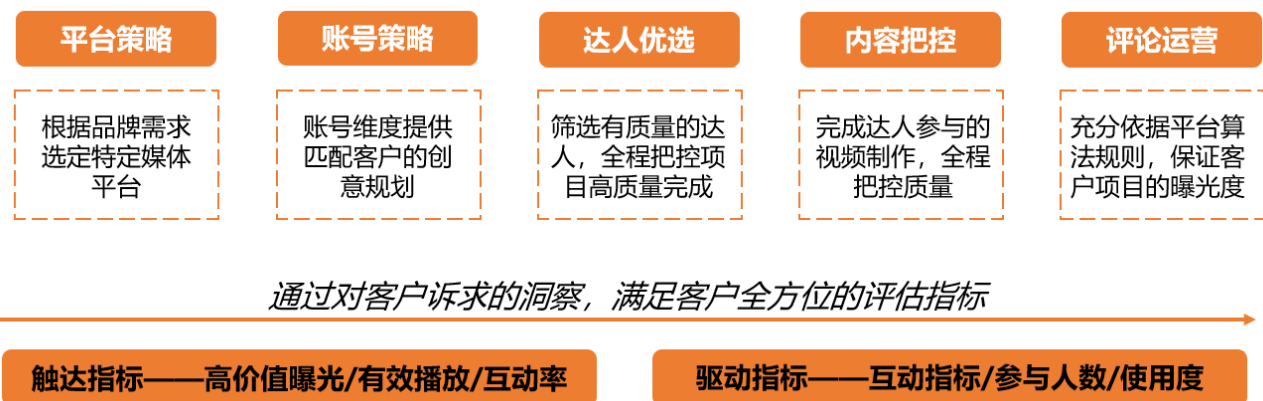


资料来源：公司官网，天风证券研究所

②**数据优势**：天下秀不断积累新媒体数据，沉淀社交资产，形成数据挖掘智库系统，进行高效的撮合，实现营销广告精准投放，又有利于自媒体账号的价值变现。天下秀自主研发建立的 WEIQ 新媒体大数据系统是天下秀主营业务的基础，实现多平台自媒体碎片化供给的资源整合，聚集不同平台大量优质的自媒体资源，并提供丰富的广告行业营销数据。由新浪微博、360、UC 及 IMS 新媒体商业集团联合投资成立的克劳锐，是全球首家自媒体价值排行及版权经济管理机构，汇集微博、微信、今日头条、秒拍、优酷五大平台数据。

③**完善的营销体系和创意能力优势**：天下秀深耕新媒体营销多年，具备完善的营销服务流程，较早提出“去中心化”的新媒体营销概念，较早意识到基于数据分析的创意能力是新媒体营销的核心竞争力。天下秀为客户持续提供具有创新意义、引领时尚的广告策划、制作、投放及数据监测等服务，积累创意能力。

图 27：天下秀新媒体营销服务流程



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3. 行业变革推动流量去中心化，催生生态服务商产业快速增长

#### 3.1. 技术进步引发行业变革，推动网络&移动广告发展

技术进步引发消费者获取信息的平台及内容形式发生变革，为网络广告市场的发展提供基础动力。通信传输速率的提升带来数据传输自由度的提高，从而带来数据获取及处理自由度的提高，最终带来用户使用场景的爆发。在 1G、2G 时代，用户交流的使用场景以语音、短信为主，互联网广告营销集中在 PC 端；随着 3G 时代到来，微博、微信开始从发展走向成熟，互联网广告营销行业由 PC 端向移动端转移，形式从文字逐步发展为图片、视频等；在 4G 时代，抖音、快手等短视频平台不断涌现，网络广告的承载媒体更加多元化；5G 时代来临，消费者获取信息的平台及内容形式还将发生重大变化，技术进步不断引领行业变革，为网络广告市场发展提供基础动力。

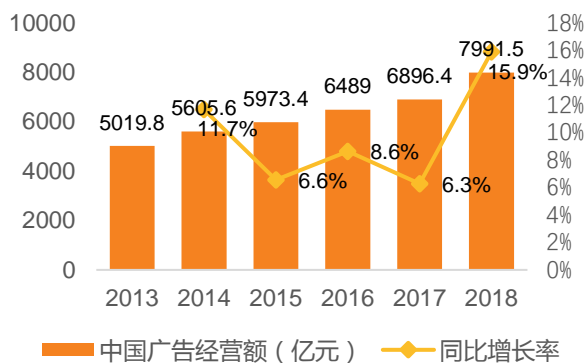
图 28：通信传输速率的提升不断引发行业变革



资料来源：Trustdata 移动大数据监测平台、公司公告，天风证券研究所

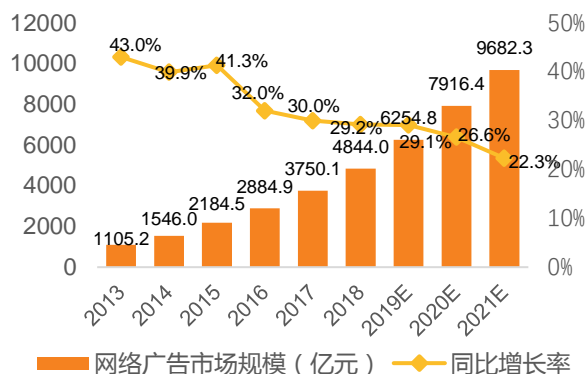
技术进步促进网络广告市场快速发展，目前已成为广告市场的绝对核心，2018 年市场规模达 4844 亿元，占六大媒体广告收入的 74.2%。随着技术进步和通信传输速率提升，网络广告市场快速发展。2018 年我国广告经营额近 8000 亿元，同比提升 15.9%，其中网络广告市场规模达到 4844 亿元，占六大媒体广告收入比例高达 74.2%，占据广告市场绝对核心地位。随着技术不断进步，网络行业的用户价值将被不断挖掘，网络广告收入还将保持较快速度增长，根据艾瑞咨询预计，2021 年我国网络广告市场规模将接近 10000 亿，占比将超过 80%。

图 29：2013-2018 年我国广告经营额及增速



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

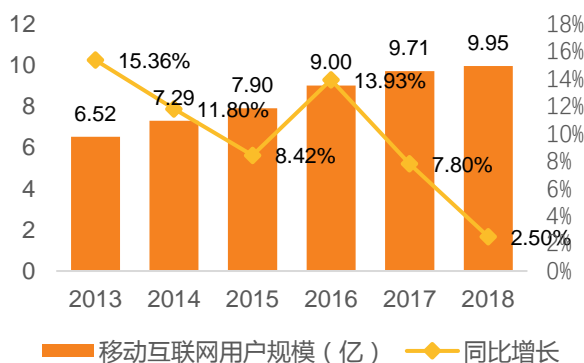
图 30：2013-2021 年我国网络广告市场规模及预测



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

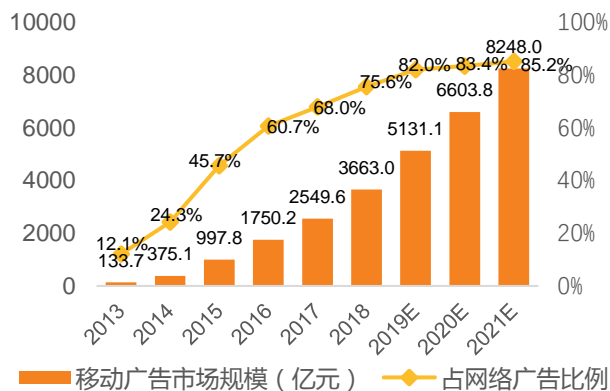
移动广告产业链不断完善推动移动广告市场快速增长，2018 年我国移动广告规模达 3663 亿，占总体网络广告的 75.6%。根据易观数据，2018 年我国移动互联网用户规模近 10 亿，互联网广告营销行业的发展重点由 PC 端逐步向移动端转移，移动广告产业链不断完善推动移动广告市场快速增长，2018 年我国移动广告规模达 3663 亿，同比增长 43.7%，占网络广告的 75.6%。根据艾瑞咨询预计，2021 年移动广告市场规模将达 8248 亿元，占网络广告的 85.2%。

图 31：2013-2018 年我国移动互联网用户规模



资料来源：易观，天风证券研究所

图 32：2013-2021 年我国移动广告市场规模及预测

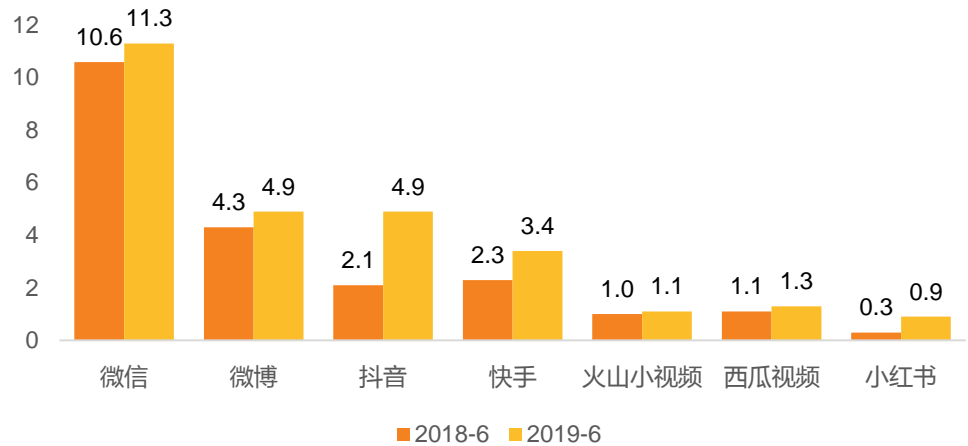


资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

### 3.2. 移动互联网下沉，社交广告&短视频营销将诞生千亿市场

移动互联网逐步下沉渗透带来增量市场红利，社交网络及短视频平台的用户规模持续增长。随着互联网进行下半场，移动互联网逐步下沉渗透，三四线城市的用户全面触网，带来下沉市场红利。与非下沉市场用户相比，有钱有闲的下沉市场用户更重视取悦自我，泛娱乐时代在下沉市场中优先获得红利。泛娱乐时代中，休闲娱乐需求被进一步细分，社交、短视频等平台繁荣发展。截止 2019 年 6 月，微信的月活跃用户数同比增长 0.7 亿，微博的月活跃用户数同比增长 0.6 亿，短视频平台中抖音的月活跃用户数 2019 年 6 月达到 4.9 亿，同比增长 1 倍以上，快手的月活跃用户数也达到 3.4 亿。

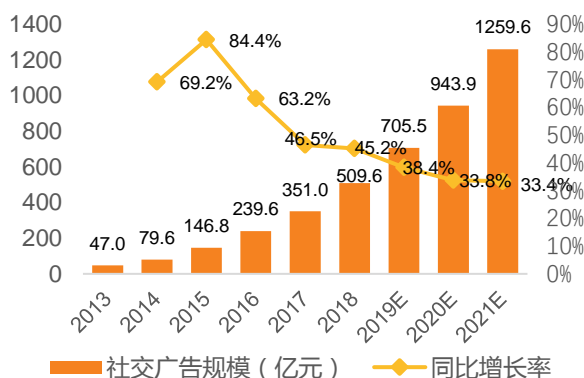
图 33：头部 APP 月活跃用户数（亿）



资料来源：QuestMobile，公司公告，天风证券研究所

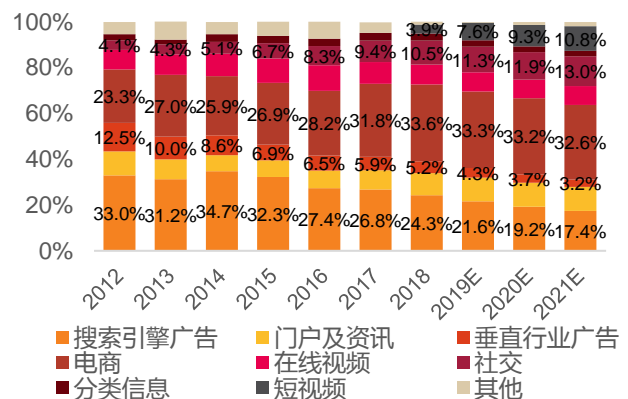
移动互联网渗透下沉为社交网络营销行业进一步增长提供强劲支撑，2018 年社交网络广告规模达到 510 亿元，预计 2021 年将达到 1260 亿元。移动互联网渗透下沉为社交平台带来新流量，形成丰富的广告资源，成为社交网络广告营销市场增长的强劲动力。2018 年我国社交网络广告规模达到 510 亿元，同比增长 45.2%，2013-2018 年 CAGR 为 61.1%，在网络媒体市场中占比为 10.5%，根据艾瑞咨询预计，2019-2021 年社交网络广告规模仍将保持超过 30% 的增速，2021 年我国社交网络广告规模将达到 1260 亿元。

图 34：2013-2021 年我国社交网络广告规模及预测



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

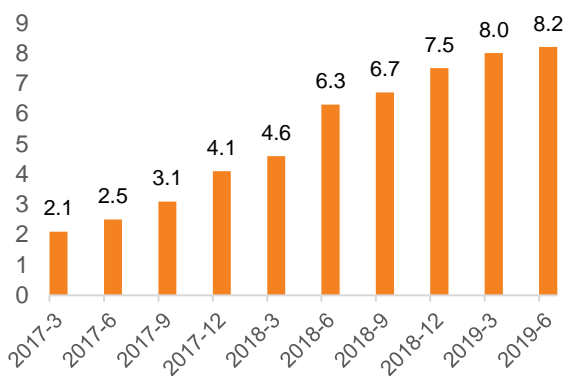
图 35：2012-2021 年我国不同形式网络媒体市场份额及预测



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

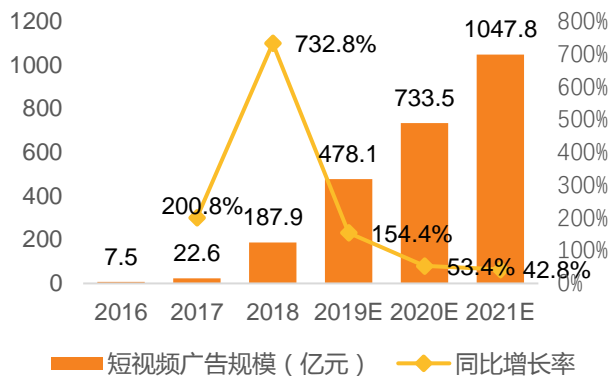
受益于移动互联网下沉渗透带来的流量红利，短视频广告行业高速发展，预计 2021 年市场规模超千亿，在网络媒体中占比将达 10.8%。受益于移动互联网下沉渗透，短视频行业的月活跃用户由 2017 年 3 月的 2.1 亿人增长至 2019 年 6 月的 8.2 亿人，头部短视频媒体平台方迅速完成从“流量积累”到“流量变现”的转变，广告主预算逐渐倾斜及内容方、MCN 和营销服务商不断推动短视频营销能力专业化，共同推动短视频广告市场快速增长，2018 年短视频广告规模为 187.9 亿元，同比增加 732.8%，在网络媒体市场中占比仅为 3.9%，预计 2021 年市场规模达到 1048 亿元，占比将达 10.8%。

图 36: 短视频行业月活跃用户持续增长 (亿)



资料来源: QuestMobile, 天风证券研究所

图 37: 2016-2021 年我国短视频广告规模及预测

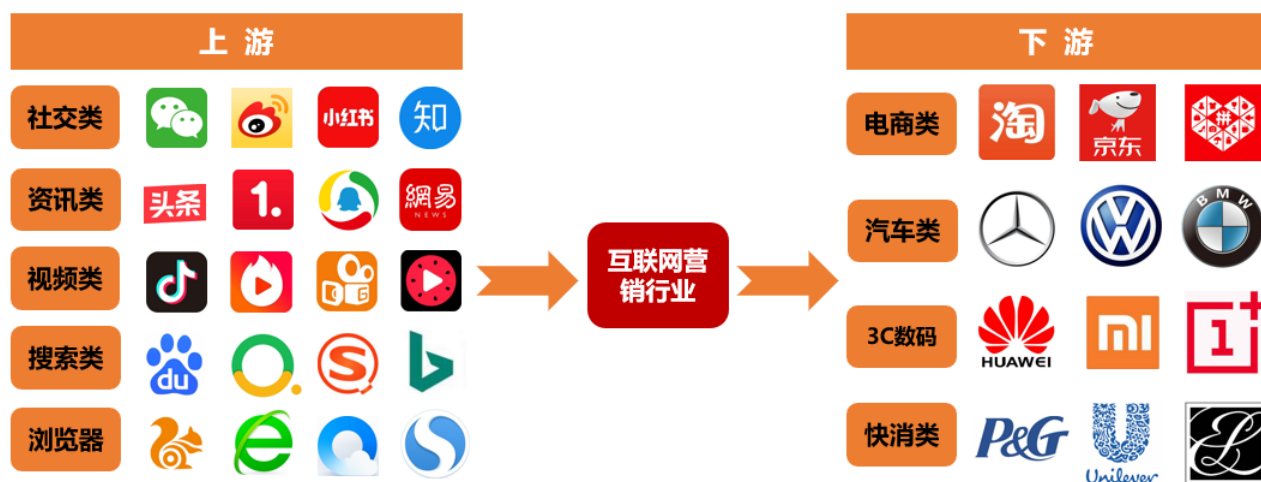


资料来源: 艾瑞咨询, 天风证券研究所

### 3.3. 流量去中心化叠加品效合一, 催生生态服务商产业快速增长

上下游快速去中心化的背景下, 新媒体营销服务商在客户资源和社交媒体资源上竞争更加激烈, 市场高度分散。互联网营销服务行业上游连接各类网络媒体和应用平台运营商, 下游连接各类具有互联网营销服务需求的企业。

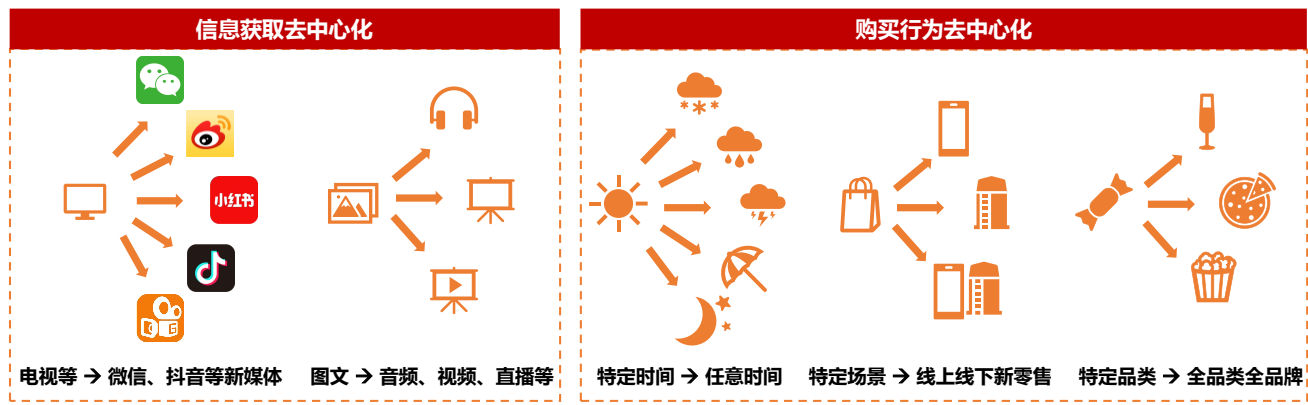
图 38: 互联网营销行业的上下游情况



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

①消费者信息获取及购买行为去中心化。消费者获取信息的平台由传统的搜索引擎拓展到微信、微博等社交类平台以及快手、抖音等短视频类平台, 内容形式从图文拓展到音频、短视频、直播等, 购买行为由特定时间、特定场景、特定产品拓展到任意时间、线上线下新零售、全品类全品牌。获取信息的平台和内容快速迭代, 购买行为快速去中心化, 同时基于关注的信息获取模式导致用户流量池迅速分散。

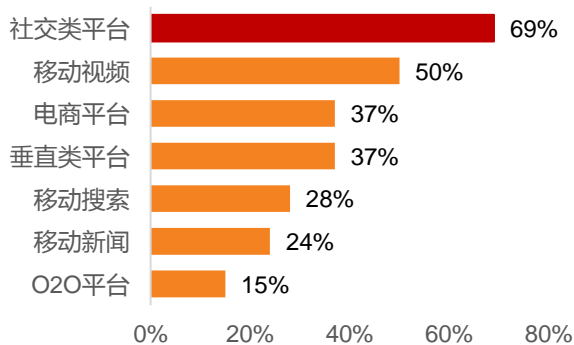
图 39：消费者信息获取及购买行为去中心化



资料来源：各公司官网，天风证券研究所

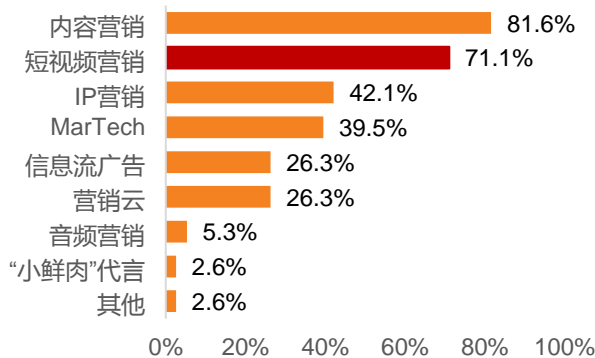
②下游品牌方资源加速去中心化。当前电子商务零售正由深度分销向精准零售全面转型，人货场媒发生颠覆性变化的背景下，品牌通过传统渠道越来越难触达消费者，微博、微信等社交工具以及短视频平台越来越受广告主的青睐，同时新媒体渠道也为中小型客户提供低成本的营销推广渠道，下游品牌方资源加速去中心化。

图 40：社交广告已成为中国广告主数字投放的首选渠道



资料来源：艾瑞、AdMaster 对数字营销从业人员的调研，天风证券研究所

图 41：2019 年品牌类广告主最关注的数字营销现象



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

移动互联网媒体时代，消费者基于关注的信息获取模式和消费购买过程均在智能手机实现，催生出基于消费者品效合一的市场需求。2006 年以前的传统媒体时代，消费者基于报刊、广播、电视和户外广告获取品牌信息，在便利店或商场中购买商品，从消费欲望激发到购买商品之间的物理距离过长，消费欲望随时间和距离淡化而难以转化为购买，品效很难合一。2006-2012 年的互联网媒体时代，随着网购平台的出现，PC 端广告逐渐增多，广告主开始重视广告效果转换，出现效果广告。2012 年以来的移动互联网媒体时代，消费者越来越多地通过智能手机获取品牌信息和消费购买，消费欲望很容易转化为购买力，催生出基于消费者品效合一的市场需求。

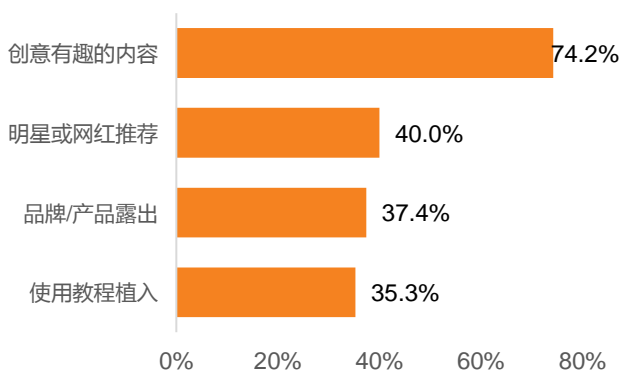
图 42：我国品效合一的发展历程



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

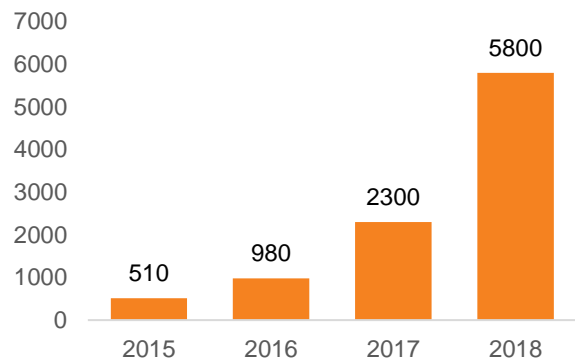
品效合一的市场需求对广告形式的创意性和趣味性提出要求，我国自媒体从业机构数量快速扩张。品效合一的市场需求下，品牌方进行新媒体营销投放的同时需要关注实际的销售效果，进行市场销售的同时也在做品牌宣传，品效合一的市场需求倒逼品牌方的品牌部和市场部开始重合。品牌方愈发关注消费者对广告接受度，创意有趣的广告既具有购买价值又具有传播价值，更易实现品效合一，因此专业化的自媒体从业机构数量快速扩张，2018年MCN机构数达5800家，是2017年的2.5倍。

图 43：用户对广告接受度



资料来源：QuestMobile Echo 快调研，天风证券研究所

图 44：MCN 机构数呈现高速增长趋势（家）



资料来源：易观，克劳锐，天风证券研究所

流量去中心化叠加品效合一，催生生态服务商产业快速增长，具备资源整合能力的新媒体营销服务商将脱颖而出。流量去中心化叠加品效合一的背景下，越来越多的企业客户更加注重互联网营销服务综合化、整体化以及对精准营销、营销结果的量化分析，但目前大部分互联网营销服务商仅扮演简单的代理服务角色，具有自有技术平台同时能够提供涵盖策略、投放、监测、优化等整合式互联网营销技术服务内容的服务商较少，服务范围、服务质量和深度不够，未来具备资源整合能力的新媒体营销服务商有望脱颖而出。

## 4. 盈利预测与估值

假设：

- 1) 随着天下秀战略重心的调整，中小客户收入占比减少，品牌直客和代理商客户的占比提升
- 2) 未来新媒体广告交易系统服务增速放缓，新媒体广告交易系统服务增速提升

3) 2019-2021 年新媒体广告交易系统服务的客户数量下降-780/-280/-85 个, 新媒体广告交易系统服务客户数量增加 100/90/80 个

表 9: 天下秀盈利预测 (万元)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>营业收入</b>	<b>47,551</b>	<b>72,557</b>	<b>120,935</b>	<b>170,050</b>	<b>234,546</b>	<b>310,072</b>
YOY	0%	53%	67%	41%	38%	32%
<b>新媒体广告交易系统服务</b>	<b>17,549</b>	<b>24,510</b>	<b>30,628</b>	<b>36,934</b>	<b>42,871</b>	<b>48,211</b>
YOY	0%	0%	0%	0%	16%	12%
其中: 代理商客户	13,102	22,241	29,521	36,176	42,242	47,603
YOY	0%	70%	33%	23%	17%	13%
中小客户	4,544	2,284	1,093	756	627	612
YOY	0%	-50%	-52%	-31%	-17%	-2%
<b>新媒体广告交易系统服务</b>	<b>25,388</b>	<b>46,703</b>	<b>90,241</b>	<b>133,116</b>	<b>191,675</b>	<b>261,861</b>
YOY	0%	0%	0%	0%	44%	37%
其中: 品牌直客	3,841	3,974	19,476	38,963	66,947	103,766
YOY	0%	3%	390%	100%	72%	55%
中小客户	12,767	20,871	24,248	28,161	32,703	36,328
YOY	0%	63%	16%	16%	16%	11%
代理商客户	8,781	21,872	46,512	65,977	92,037	121,764
YOY	0%	149%	113%	42%	39%	32%
<b>其他服务</b>	<b>4,614</b>	<b>1,344</b>	<b>67</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
YOY	0%	-71%	-95%	0%	0%	0%

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

假设借壳交易 19 年完成, 综合预计 2019-2021 年天下秀实现营收分别为 17.01/23.45/31.01 亿元, 归母净利润分别为 2.48/3.41/4.47 亿元, 对应 PE 分别为 65/47/36 倍, 参考电子商务服务提供商壹网壹创估值, 考虑到公司是中国最大的以社交营销为核心的新媒体营销稀缺标的, 给予公司 2020 年 59 倍 PE, 对应目标价 11.8 元/股, 目标市值 201 亿元, 维持买入评级。

表 10: 壹网壹创和天下秀估值

		2019E	2020E	2021E
壹网壹创	净利润 (百万元)	215.97	326.10	476.73
	EPS (元/股)	2.70	4.08	5.96
	PE	61.51	40.74	27.86
天下秀	净利润 (百万元)	247.98	341.46	447.11
	EPS (元/股)	0.15	0.20	0.27
	PE	65.39	47.49	36.27

资料来源: wind, 天风证券研究所

### 风险提示:

①**核心人才流失风险:** 如果公司不能有效发挥核心人员的积极性、创造性, 甚至造成核心人员的流失; 同时如果未来公司不能从外部引进并保留与其发展所需密切相关的技术及运营人才, 核心员工大量流失, 将可能对其长期稳定的发展带来一定的不利影响。



②**市场竞争激烈风险**：移动互联网迅猛发展，基于互联网的营销形式也日趋丰富多样，客户对于互联网营销的认识和要求也在不断提高，标的公司如果不能持续拓展优质客户、扩大业务规模，将对公司经营业绩产生重大不利影响。

③**数据资源安全风险**：如果公司受到恶意软件、病毒的影响，或者受到黑客攻击，将会影响公司信息系统正常运行，或者导致公司信息数据资源泄露、损失，从而可能会损害公司的市场声誉或导致数据资产被竞争对手利用，对公司经营业绩造成不利影响。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	85.59	53.73	832.88	2,013.40	1,772.53	营业收入	65.83	66.86	1,700.50	2,345.46	3,100.72
应收票据及应收账款	10.29	28.21	966.00	106.23	1,311.27	营业成本	50.48	62.60	1,184.01	1,653.87	2,201.77
预付账款	1.58	1.04	63.92	20.74	87.76	营业税金及附加	0.55	0.27	17.49	17.79	22.69
存货	0.17	0.20	8.58	2.54	13.49	营业费用	0.00	1.05	119.20	156.44	200.31
其他	12.61	8.79	5,169.48	325.15	5,574.38	管理费用	16.80	28.72	45.91	59.11	75.04
<b>流动资产合计</b>	<b>110.24</b>	<b>91.97</b>	<b>7,040.86</b>	<b>2,468.06</b>	<b>8,759.42</b>	研发费用	0.00	0.00	45.91	60.28	77.21
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	(0.03)	(0.36)	(2.62)	(8.41)	(11.19)
固定资产	0.49	0.41	23.18	66.04	107.94	资产减值损失	1.42	2.45	4.07	2.65	3.05
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	0.19	0.41	0.36	0.32	0.28	投资净收益	9.33	1.21	12.00	10.00	10.00
其他	14.85	14.48	17.68	15.67	15.94	其他	(18.61)	(2.82)	(24.00)	(20.00)	(20.00)
<b>非流动资产合计</b>	<b>15.53</b>	<b>15.29</b>	<b>77.23</b>	<b>151.63</b>	<b>195.93</b>	<b>营业利润</b>	<b>5.89</b>	<b>(26.26)</b>	<b>298.52</b>	<b>413.75</b>	<b>541.84</b>
<b>资产总计</b>	<b>125.77</b>	<b>107.26</b>	<b>7,118.09</b>	<b>2,619.69</b>	<b>8,955.35</b>	营业外收入	1.06	0.10	0.43	0.53	0.36
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	2.92	12.01	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	3.01	15.03	200.97	119.64	368.04	<b>利润总额</b>	<b>4.03</b>	<b>(38.16)</b>	<b>298.95</b>	<b>414.28</b>	<b>542.20</b>
其他	41.25	40.09	5,184.27	561.87	6,187.16	所得税	0.75	0.33	44.84	62.14	81.33
<b>流动负债合计</b>	<b>44.25</b>	<b>55.13</b>	<b>5,385.24</b>	<b>681.51</b>	<b>6,555.20</b>	<b>净利润</b>	<b>3.27</b>	<b>(38.50)</b>	<b>254.11</b>	<b>352.14</b>	<b>460.87</b>
长期借款	0.00	0.00	147.78	0.00	0.00	少数股东损益	0.10	(1.35)	6.13	10.69	13.76
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3.17</b>	<b>(37.15)</b>	<b>247.98</b>	<b>341.46</b>	<b>447.11</b>
其他	3.44	12.97	6.49	7.63	9.03	每股收益(元)	0.01	(0.09)	0.15	0.20	0.27
<b>非流动负债合计</b>	<b>3.44</b>	<b>12.97</b>	<b>154.27</b>	<b>7.63</b>	<b>9.03</b>						
<b>负债合计</b>	<b>47.69</b>	<b>68.10</b>	<b>5,539.51</b>	<b>689.14</b>	<b>6,564.24</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
少数股东权益	0.45	(1.31)	4.51	15.02	28.48	<b>成长能力</b>					
股本	394.79	394.79	1,680.42	1,680.42	1,680.42	营业收入	40.41%	1.58%	2443.27%	37.93%	32.20%
资本公积	455.89	455.88	455.88	455.88	455.88	营业利润	-123.61%	-546.13%	-1236.98%	38.60%	30.96%
留存收益	(317.17)	(354.33)	(106.35)	235.11	682.22	归属于母公司净利润	-112.02%	-1272.21%	567.54%	37.70%	30.94%
其他	(455.89)	(455.88)	(455.88)	(455.88)	(455.88)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>78.08</b>	<b>39.16</b>	<b>1,578.58</b>	<b>1,930.55</b>	<b>2,391.11</b>	毛利率	23.32%	6.37%	30.37%	29.49%	28.99%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>125.77</b>	<b>107.26</b>	<b>7,118.09</b>	<b>2,619.69</b>	<b>8,955.35</b>	净利率	4.81%	-55.56%	14.58%	14.56%	14.42%
						ROE	4.08%	-91.79%	15.75%	17.83%	18.92%
						ROIC	13.65%	120.05%	-865.90%	39.34%	-457.84%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>偿债能力</b>					
净利润	3.27	(38.50)	247.98	341.46	447.11	资产负债率	37.92%	63.49%	77.82%	26.31%	73.30%
折旧摊销	0.21	0.15	1.27	3.59	5.98	净负债率	-109.62%	-137.21%	-43.40%	-104.29%	-74.13%
财务费用	0.00	0.00	(2.62)	(8.41)	(11.19)	流动比率	2.49	1.67	1.31	3.62	1.34
投资损失	(9.33)	(1.21)	(12.00)	(10.00)	(10.00)	速动比率	2.49	1.66	1.31	3.62	1.33
营运资金变动	62.23	13.91	(849.32)	1,052.74	(657.41)	<b>营运能力</b>					
其它	(10.84)	(5.64)	6.13	10.69	13.76	应收账款周转率	5.29	3.47	3.42	4.37	4.37
<b>经营活动现金流</b>	<b>45.54</b>	<b>(31.29)</b>	<b>(608.57)</b>	<b>1,390.06</b>	<b>(211.75)</b>	存货周转率	385.29	356.68	387.20	421.73	386.89
资本支出	(3.23)	(9.25)	66.48	78.86	48.60	总资产周转率	0.32	0.57	0.47	0.48	0.54
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>每股指标(元)</b>					
其他	12.64	8.62	(114.48)	(148.86)	(88.60)	每股收益	0.01	-0.09	0.15	0.20	0.27
<b>投资活动现金流</b>	<b>9.41</b>	<b>(0.63)</b>	<b>(48.00)</b>	<b>(70.00)</b>	<b>(40.00)</b>	每股经营现金流	0.12	-0.08	-1.54	3.52	-0.54
债权融资	0.00	0.00	147.78	0.00	0.00	每股净资产	0.20	0.10	0.94	1.14	1.41
股权融资	0.03	0.35	1,288.25	8.41	11.19	<b>估值比率</b>					
其他	(0.03)	(0.35)	(0.31)	(147.95)	(0.31)	市盈率	1,202.19	-102.56	65.39	47.49	36.27
<b>筹资活动现金流</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>1,435.72</b>	<b>(139.54)</b>	<b>10.88</b>	市净率	49.08	94.14	10.30	8.47	6.86
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	435.25	-88.81	52.22	34.73	26.94
<b>现金净增加额</b>	<b>54.95</b>	<b>(31.91)</b>	<b>779.15</b>	<b>1,180.52</b>	<b>(240.87)</b>	EV/EBIT	450.52	-88.31	52.44	35.04	27.24

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com