

ST 慧球 (600556)

证券研究报告

2020年03月14日

汇天下新媒体一身，领千亿产业链独秀

1. 新媒体营销行业处于什么样的变化?

行业变革推动流量去中心化，催生生态服务商产业高增。技术进步促进网络广告市场快速发展，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%。伴随社交媒体平台的不断涌现、用户数的增长和社交形式不断的丰富，2018年社交网络广告规模达510亿元，2013-2018年CAGR为61.1%。互联网商业已经进入“关注文明”时代，伴随获取信息的平台和内容迭代，消费者信息获取及购买行为去中心化，催生出基于消费者品效合一的市场需求。流量去中心化叠加品效合一，催生生态服务商产业高增，具备资源整合能力的新媒体营销服务商将脱颖而出。

2. 天下秀是个怎样的公司?

天下秀是新媒体营销龙头，深耕跨平台全领域社交营销十余年，链接8万余家客户和100多万自媒体。公司的核心竞争力在于先发优势奠定龙头地位，大数据技术驱动高效撮合。天下秀2009年起家之时背靠新浪集团以微博为主要阵地聚焦社交营销服务，十余年深耕跨平台自媒体社交营销沉淀了丰富的社交资产，一方面WEIQ交易平台沉淀了海量的跨平台自媒体和效果转化数据，自媒体资源超过100万家，一方面十余年的社交营销服务积累了稳固的口碑与客户资源，客户资源超过8万家。公司沉淀的丰富的跨平台交易数据、自媒体和客户资源，得以实现大数据驱动。公司十余年坚持进行数据体系的搭建和投入，目前天下秀的社交大数据+云计算技术体系成熟，可以达成广告主和自媒体间的高效撮合，实现营销广告精准投放，有利于自媒体账号的价值变现。

3. 为什么新媒体营销领域最看好天下秀?

互联网营销服务市场整体起步较晚，天下秀为新媒体营销龙头，相似业务的可比公司极少，天下秀2009年起家之时就聚焦社交营销服务，其中中粮、New Balance等第一批客户合作时间长达十余年，而微梦、灵思、时趣互动等公司成立于2011年之后。天下秀的体量和可比公司相比有明显优势，预计上市后，天下秀将借助资本力量加速扩张，龙头地位进一步巩固。公司提供社交营销服务进行赋能，十余年两端资源和数据积累已形成一定壁垒，成交撮合效率和营销效果转换高于同行，公司净利率在12-14%之间，远高于同行公司5%以下的水平，净利润体量是业务相似度最高的微梦传媒的6倍以上。

天下秀作为新媒体营销龙头，深耕跨平台全领域社交营销十余年，先发优势奠定龙头地位，大数据技术驱动高效撮合。综合预计20-22年天下秀实现归母净利润分别为4.05/6.33/9.80亿元，对应PE分别为50/32/22倍，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，我们认为社交新媒体营销景气度和高速增长至少维持三年，给予2021年51倍PE，对应目标价19.38元/股，看好天下秀的中长期价值，2022年给予目前行业平均估值51倍PE，对应中期目标市值500亿，持续推荐!

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，受疫情影响宏观经济下行等

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	65.83	66.86	2,070.14	3,054.51	4,606.34
增长率(%)	40.41	1.58	2996.11	47.55	50.80
EBITDA(百万元)	6.12	(26.87)	317.09	486.34	761.54
净利润(百万元)	3.17	(37.15)	264.33	405.23	633.31
增长率(%)	112.02	(1,272.21)	611.57	53.30	56.29
EPS(元/股)	0.00	(0.02)	0.16	0.24	0.38
市盈率(P/E)	6,495.77	(554.15)	77.88	50.80	32.50
市净率(P/B)	265.18	508.67	12.94	10.32	7.83
市销率(P/S)	312.73	307.87	9.94	6.74	4.47
EV/EBITDA	435.25	(88.81)	63.03	38.07	24.41

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	12.25元
目标价格	19.38元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,680.42
流通A股股本(百万股)	348.75
A股总市值(百万元)	20,585.15
流通A股市值(百万元)	4,272.23
每股净资产(元)	-0.11
资产负债率(%)	161.69
一年内最高/最低(元)	15.28/6.91

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

- 《ST 慧球-公司点评:19 全年业绩增长 58%-71%超预期，聚焦社交营销步入高增轨道》2020-01-21
- 《ST 慧球-公司点评:拟变更公司名称为天下秀，重组业务稳步推进》2020-01-17
- 《ST 慧球-公司深度研究:新媒体营销独角兽借壳，聚焦社交营销步入高增轨道》2019-12-11

内容目录

1. 新媒体营销龙头，深耕跨平台全领域社交营销十余年	4
1.1. 四大品牌矩阵加持，提供跨平台全领域社交营销服务	4
1.2. 整合营销能力屡获验证，加速助力红人孵化	9
2. 行业变革推动流量去中心化，催生生态服务商产业高增	10
2.1. 技术进步推动行业变革，网络广告&社媒营销高速发展	10
2.2. 关注文明时代流量去中心化，催生生态服务商产业高增	12
3. 先发优势奠定龙头地位，大数据技术驱动高效撮合	14
3.1. 先发优势：深耕十余年树立壁垒，先发优势奠定龙头地位	14
3.2. 数据优势：深耕多年沉淀社交资产，大数据技术驱动高效撮合	16
4. 盈利预测与估值	17

图表目录

图 1：天下秀十余年发展历程	4
图 2：天下秀链接企业与内容创作者	4
图 3：WEIQ 跨平台的自媒体资源	5
图 4：WEIQ 对自媒体进行智能标签化管理	5
图 5：克劳锐指数业务介绍	6
图 6：天下秀的 SMART 系统	6
图 7：2016-2019Q1 天下秀营收分业务情况	7
图 8：2016-2019Q1 天下秀分业务毛利率	7
图 9：新媒体广告交易系统服务示例	8
图 10：新媒体营销客户代理服务示例	8
图 11：16-19Q1 天下秀新媒体营销客户代理服务营收构成	9
图 12：16-19Q1 天下秀新媒体营销客户代理服务分客户毛利率	9
图 13：IMS 设计德芙 X 火箭少女 101 双 IP 搭载真实火箭上天案例	9
图 14：2019 年京东 618 营销事件	10
图 15：IMSOCIAL 红人加速器对李雪琴进行多方面赋能	10
图 16：2013-2018 年我国广告经营额及增速	11
图 17：2013-2021 年我国网络广告市场规模及预测	11
图 18：2013-2021 年我国社交网络广告规模及预测	11
图 19：2012-2021 年我国不同形式网络媒体市场份额及预测	11
图 20：短视频行业月活跃用户持续增长（亿）	12
图 21：2016-2021 年我国短视频广告规模及预测	12
图 22：时代背景：互联网商业已经进入“关注文明”时代	12
图 23：“关注文明”时代下新媒体的四个迭代阶段	12
图 24：消费者信息获取及购买行为去中心化	13

图 25: 社交广告已成为中国广告主数字投放的首选渠道	13
图 26: 2019 年品牌类广告主最关注的数字营销现象.....	13
图 27: 我国品效合一的发展历程.....	14
图 28: MCN 机构数呈现高速增长趋势	14
图 29: 天下秀沉淀丰富的社交资产	17
图 30: 天下秀大数据技术驱动高效撮合	17
表 1: 天下秀两大业务模式对比.....	7
表 2: 互联网营销服务行业内可比公司.....	15
表 3: 可比公司营业收入规模对比 (亿元)	15
表 4: 可比公司净利润对比 (亿元)	16
表 5: 可比公司净利率对比	16
表 6: 天下秀盈利预测 (万元)	18
表 7: 壹网壹创和天下秀估值	18

1. 新媒体营销龙头，深耕跨平台全领域社交营销十余年

1.1. 四大品牌矩阵加持，提供跨平台全领域社交营销服务

天下秀由李檬于 2009 年创立，历经十一年发展，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。天下秀又名 IMS 新媒体商业集团，成立于 2009 年，基于大数据的技术驱动，致力于为广告主提供智能化的新媒体营销解决方案。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 亿元人民币的估值成为国内新媒体商业领域第一家独角兽企业。ST 慧球于 2018 年 12 月 1 日决定吸收合并天下秀，交易完成后新浪集团将以 28.58% 的股份位列第一大股东，创始人李檬将以 13.25% 的股份成为第二大股东，二者对 ST 慧球实施共同控制。

图 1：天下秀十余年发展历程

第一个社交全案：中粮集团·社会化营销
唯一服务商，服务至今



资料来源：天下秀官网，天风证券研究所

天下秀覆盖两微一抖、快手、喜马拉雅等全领域社交平台，累计为国内外 500 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 100 万家新媒体资源。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（专注品牌社会化媒体营销全案服务）、IMSOCIAL 红人加速器（面向网红、MCN 机构的自媒体创业加速器）四大品牌矩阵，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。天下秀业务包括基于微任务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，客户覆盖美妆、互联网、快消、家电、金融等多个领域，覆盖微博、微信、抖音、快手、喜马拉雅 FM、映客等全领域社交平台。

图 2：天下秀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 WEIQ 新媒体大数据系统：提供营销服务的跨平台自媒体广告交易市场

历经十一年资源积累，WEIQ 覆盖微博、微信、直播、音频、短视频等全领域社交平台，提供跨平台自媒体广告交易服务，是新浪微博内容商业化的唯一服务商。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，通过社交大数据和云计算技术，达成企业与社会化媒体及社交用户之间的精准智能匹配。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。WEIQ 平台共入驻 86 万+微博博主及 KOL，日均推广流量超过 9 亿，入驻 10 万+优秀微信公众号，短视频、直播等达人入驻都在 1 万个左右。

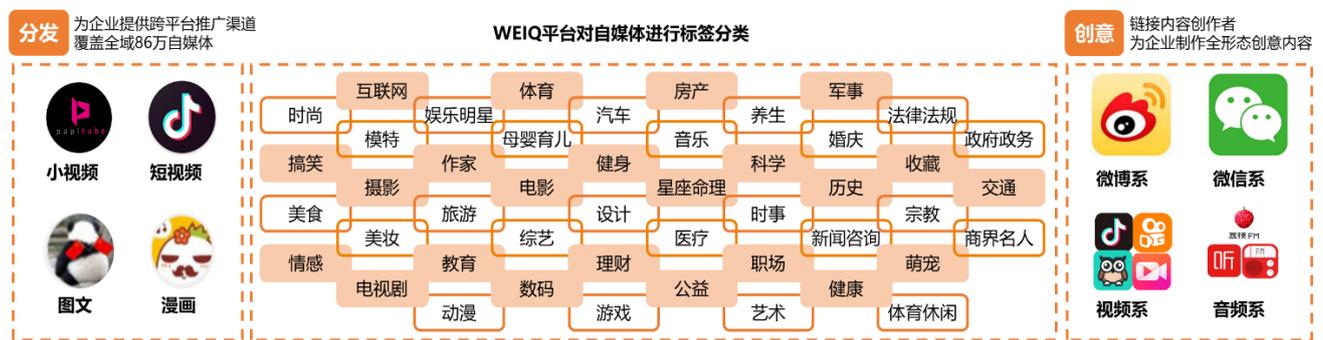
图 3：WEIQ 跨平台的自媒体资源



资料来源：公司官网，天风证券研究所

WEIQ 平台覆盖自媒体平台 95% 以上的原生内容及 98% 以上的用户规模(包括头部用户)，对自媒体进行分级，实现资源智能标签化。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 100 万自媒体资源划分成约 47 个行业大类，确保每个类别都能精准触达同类兴趣标签的粉丝群体。

图 4：WEIQ 对自媒体进行智能标签化管理



资料来源：企查查等，天风证券研究所

②克劳锐：全球首家自媒体价值排行及版权经济管理机构

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。克劳锐成立于 2014 年，由新浪微博、360、UC 及天下秀联合投资成立，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。克劳锐与微博、微信、抖音、快手、小红书、喜马拉雅、火山等多个平台进行深入合作，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。克劳锐指数打通微博、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，直观的体现自媒体商业价值的属性。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。

图 5：克劳锐指数业务介绍

新媒体行业报告	自媒体数据监测工具	行业趋势峰会	版权经纪管理业务
<ul style="list-style-type: none"> 依托强大数据体系，深度挖掘新媒体行业发展规律，全方位多角度深度剖析 全年共计发行行业数据研究报告30+，平台/机构/品牌访谈超过500家 	<ul style="list-style-type: none"> 自媒体账号人群画像，传播指数一键查询 跨平台打通，20W+账号全面捕捉KOL动向，40+重类榜单月更 让广告触达精准化，让传播效果最大化 	<ul style="list-style-type: none"> 平台品牌专项峰会&TOPKLOUT AWARDS年度颁奖盛典 精英领袖干货分享、深度洞察行业新风向 辐射30大热门平台、TOP100+MCN机构，深度影响全国500W新媒体从业者 	<ul style="list-style-type: none"> 克劳锐原创自媒体在线内容版权交易平台，对文字、图片、短视频、音频进行全平台版权监测 支持自媒体内容付费转载、内容素材购买、内容定制、专业知识产权咨询及维权服务

资料来源：克劳锐指数，天风证券研究所

③SMART：为品牌大客户提供社交全案服务

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，帮助企业进行品牌重塑和品牌定位。SMART 基于消费者洞察，整合丰富的创意表现方式，聚焦社交网络，制定创新的社会化营销战略并执行，协助品牌和产品传播，全面管理品牌主在社交平台的广告投放、品牌形象与消费者关系。服务品牌包括奔驰，周大福，可口可乐等国内外知名企业，其中中粮、New Balance 等第一批客户合作时间已长达十余年。

图 6：天下秀的 SMART 系统



资料来源：各公司官网，天风证券研究所

④IMSOCIAL 红人加速器：面向网红、MCN 机构的自媒体创业加速器

IMSOCIAL 红人加速器是国内首个面向红人、MCN 机构的自媒体创业加速器，提供一站式自媒体创业加速服务。天下秀于 2019 年推出国内首个面向网红、MCN 机构的自媒体创业加速器——IMSOCIAL 红人加速器，将会为入驻达人和机构提供体系完善的网红培训、商业托管、IP 孵化、品牌传播、资本对接、人力税务法务及工商咨询等一站式解决方案，天下秀目标未来 5 年，为红人、MCN 机构创造 500 亿商业机会，目前李雪琴等数十位头部红人目前已入驻 IMSOCIAL 加速器。

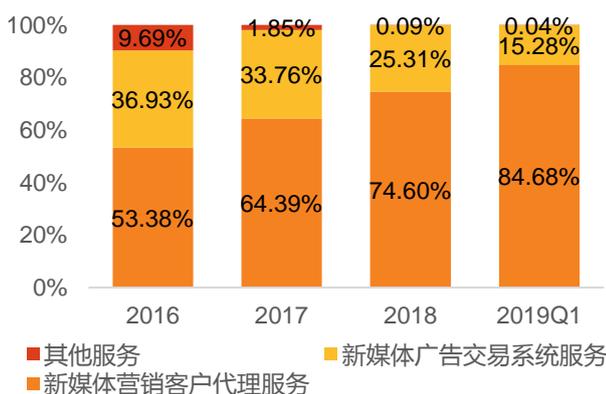
基于四大品牌矩阵，天下秀主要从事的新媒体营销服务分为两类，其中新媒体营销客户代理服务为天下秀的最主要收入来源，且占比持续提高。天下秀主要从事的新媒体营销服务分为两类：新媒体广告交易系统服务和新媒体营销客户代理服务。新媒体营销客户代理服务为天下秀的最主要收入来源，且占比持续提高，2019Q1 该业务实现营收 2.92 亿元，占总营收的 84.68%。这是因为新媒体营销客户代理服务应用平台广泛，更能满足客户越来越多元化的广告投放需求，同时天下秀也将发展重心不断倾向新媒体营销客户代理服务。

表 1：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

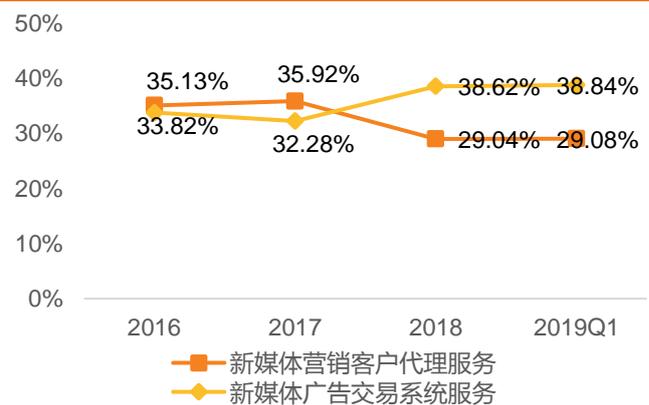
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：2016-2019Q1 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 8：2016-2019Q1 天下秀分业务毛利率



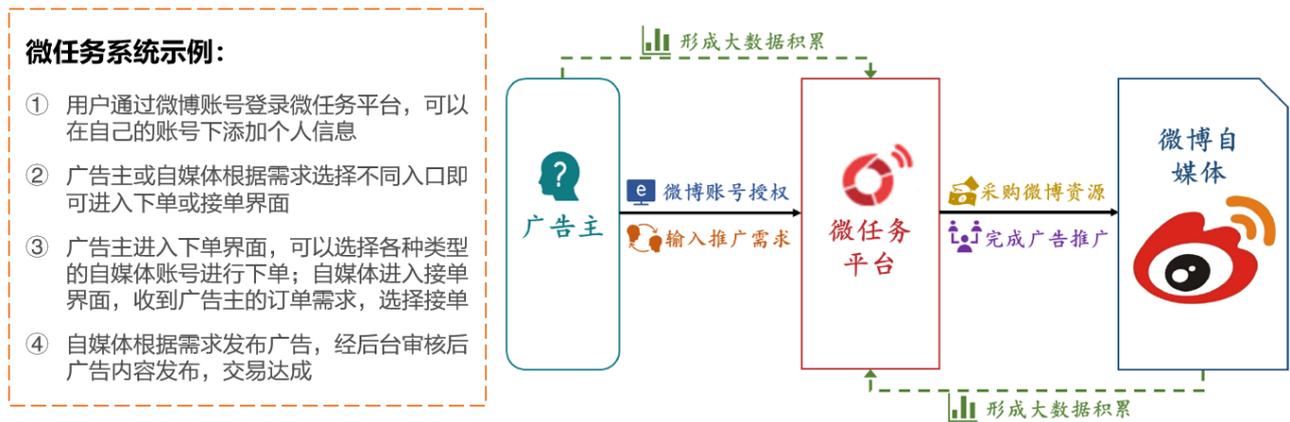
资料来源：公司公告，天风证券研究所

(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 9：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

（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 10：新媒体营销客户代理服务示例

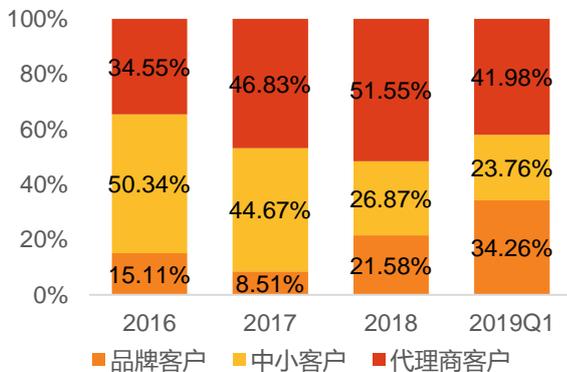


资料来源：公司公告，天风证券研究所

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

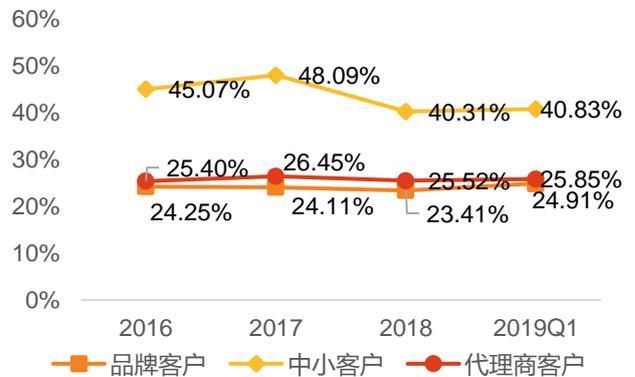
小客户毛利率相对较高，而品牌客户和代理商客户规模相对较大、与天下秀的合作持续性较好，因此产品和服务定价和毛利相对较低。2016 年以来天下秀客户结构发生较大变化，天下秀战略聚焦于开拓实力较强的品牌客户和代理商客户，毛利率相对较低的品牌客户和代理商客户收入快速增长、收入占比提升，从而拉低了新媒体营销客户代理服务的整体毛利率。

图 11：16-19Q1 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 12：16-19Q1 天下秀新媒体营销客户代理服务分客户毛利率



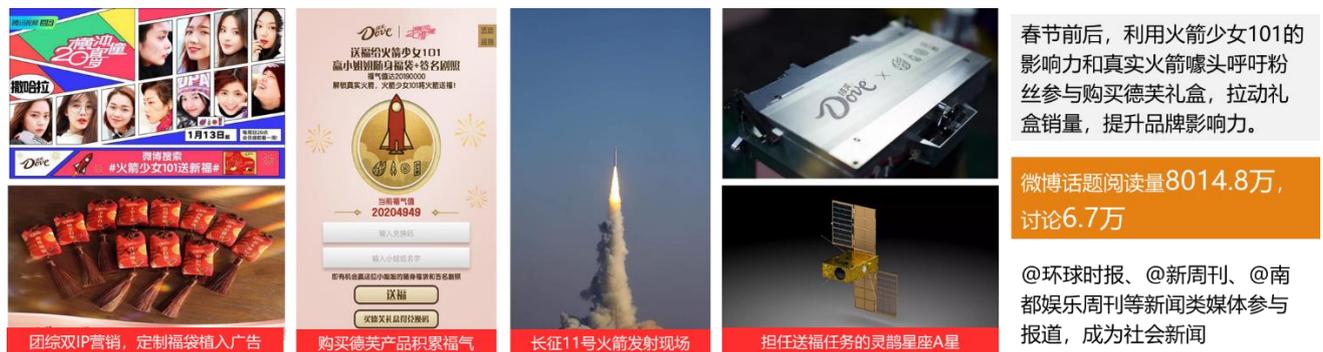
资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 整合营销能力屡获验证，加速助力红人孵化

天下秀成立十余年，整合营销能力屡获验证，加速助力红人孵化，营销案例陆续斩获金瞳奖、金梧奖、TopDigital 创新奖等多个奖项。

IMS 通过德芙 X 火箭少女 101 双 IP 搭载真实火箭上天案例表现出优秀的整合营销能力，获得“2019 广告主奖·年度数字营销案例”奖项。2018 年，SMART 将德芙的品牌形象和火箭少女 101 的 IP 形象相结合，并与《横冲直撞 20 岁》节目紧密互动，同时借势长征 11 号火箭成功发射，搭载灵鹊星座 A 星送祝福，通过资源整合及事件营销在社交网络掀起热议，最终将流量转化为销量，实现创意到销售的有效闭环。IMS 通过《德芙牵手火箭少女 101 双 IP 流量联动营销造势》案例表现出优秀的整合营销能力，获得中国国际广告节“2019 广告主奖·年度数字营销案例”奖项。

图 13：IMS 设计德芙 X 火箭少女 101 双 IP 搭载真实火箭上天案例



春节前后，利用火箭少女101的影响力和真实火箭噱头呼吁粉丝参与购买德芙礼盒，拉动礼盒销量，提升品牌影响力。

微博话题阅读量8014.8万，讨论6.7万

@环球时报、@新周刊、@南都娱乐周刊等新闻类媒体参与报道，成为社会新闻

资料来源：搜狐网、微博，天风证券研究所

2019 年 618 中，SMART 为京东制定高密度营销策略，实现对微博、微信等社交媒体的全域覆盖，覆盖粉丝量级达到 16.75 亿。2019 年 618 中，SMART 为京东制定四套打法：①阵地体系：以京东自媒体矩阵为营销主阵地，塑造品牌并引导告知销售信息；②联合品牌：联合相关品牌自媒体进行销售引导，实现与商家间的互利共赢；③策略创新：以“火箭少女”粉丝为核心点，辐射 Z 世代泛娱乐人群；④节日借势：通过感情沟通及节日促销形式，提升京东品牌好感度导流销售。高密度的营销策略为品牌收获高声量的回报，京东在 618

期间实现对微博、微信、抖音、今日头条、快手、朋友圈社群等社交媒体的全域覆盖，总计原创量 32 篇，覆盖粉丝量级 16.75 亿，总一级展现量 1.39 亿，总互动数达到 109 万。

图 14：2019 年京东 618 营销事件



资料来源：广告门，天风证券研究所

IMSOCIAL 红人加速器助力自媒体创作者，李雪琴入驻后从账号定位、媒体认可等方面进行赋能，目前各平台累积粉丝超过 500 万。IMSOCIAL 红人加速器为入驻达人和机构提供体系完善的网红培训、商业托管、IP 孵化等一站式解决方案，帮助达人及 MCN 机构加速成长，目前李雪琴等数百位头部红人已入驻。其中李雪琴入驻后 IMSOCIAL 红人加速器围绕账号定位、媒体认可等方面进行赋能，并推出一系列定制化的特色内容，目前李雪琴各平台累积粉丝超过 500 万，各平台月度累积阅读/播放超过 1600 万。

图 15：IMSOCIAL 红人加速器对李雪琴进行多方面赋能



资料来源：克劳锐指数，天风证券研究所

2. 行业变革推动流量去中心化，催生生态服务商产业高增

2.1. 技术进步推动行业变革，网络广告&社媒营销高速发展

技术进步促进网络广告市场快速发展，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%。随着技术进步和通信传输速率提升，消费者获取信息的平台及内容形式发生变革，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%。网络行业的用户价值预计将被不断挖掘，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，占六大媒体广告的收入比例将超过 80%。

图 16：2013-2018 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

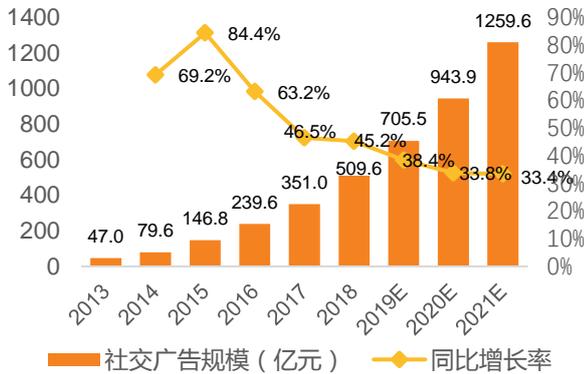
图 17：2013-2021 年我国网络广告市场规模及预测



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

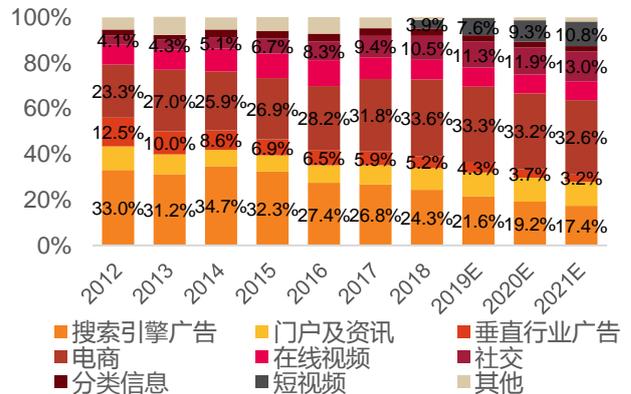
社交媒体平台的不断涌现、用户数的增长和社交形式不断的丰富，为社交网络营销行业增长提供支撑，2018 年社交网络广告规模达 510 亿元，预计 2021 年将达到 1260 亿元。伴随社交媒体平台的不断涌现、用户数的增长和社交形式不断的丰富，社交网络营销行业不断增长，2018 年我国社交网络广告规模达 510 亿元，同比增长 45.2%，在网络媒体市场中占比为 10.5%，2013-2018 年 CAGR 为 61.1%。随着技术进步和服务商的深入挖掘，社交媒体营销市场进一步增长，根据艾瑞咨询预计，2019-2021 年社交网络广告规模仍将保持超过 30% 的增速，2021 年我国社交网络广告规模将达到 1260 亿元。

图 18：2013-2021 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

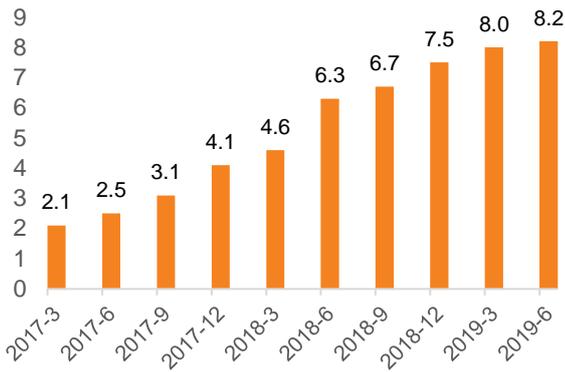
图 19：2012-2021 年我国不同形式网络媒体市场份额及预测



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

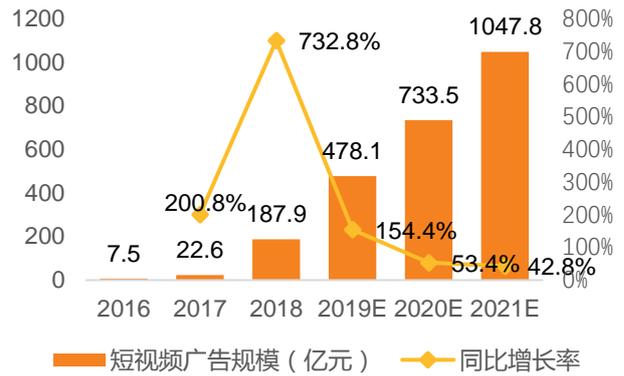
受益于移动互联网下沉渗透带来的流量红利，短视频广告行业呈现高速发展，预计 2021 年市场规模超千亿，在网络媒体中占比将达 10.8%。受益于移动互联网下沉渗透，短视频行业的月活跃用户由 2017 年 3 月的 2.1 亿人增长至 2019 年 6 月的 8.2 亿人，头部短视频媒体平台方迅速完成从“流量积累”到“流量变现”的转变，广告主预算逐渐倾斜及内容方、MCN 和营销服务商不断推动短视频营销能力专业化，共同推动短视频广告市场快速增长，2018 年短视频广告规模为 187.9 亿元，同比增加 732.8%，在网络媒体市场中占比仅为 3.9%，预计 2021 年市场规模达到 1048 亿元，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

图 20：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 21：2016-2021 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

2.2. 关注文明时代流量去中心化，催生生态服务商产业高增

互联网商业已经进入“关注文明”时代，关注文明时代以去中心化为核心。伴随技术进步和平台更迭兴起，互联网商业由 PC 端以新浪网、搜狐网为代表的“点击”文明，到以百度、淘宝网为代表的“搜索”文明，进入到移动互联网阶段以两微一抖为代表的“关注”文明。关注文明是去中心化的个人时代，内容的生产和消费关系正在发生的改变，用户既是内容的生产者，也是内容的消费者和收益者，新媒体以去中心化为核心，表现形式不局限于图文、娱乐直播，也包括短视频、电商直播。

图 22：时代背景：互联网商业已经进入“关注文明”时代



资料来源：公司官网, 天风证券研究所

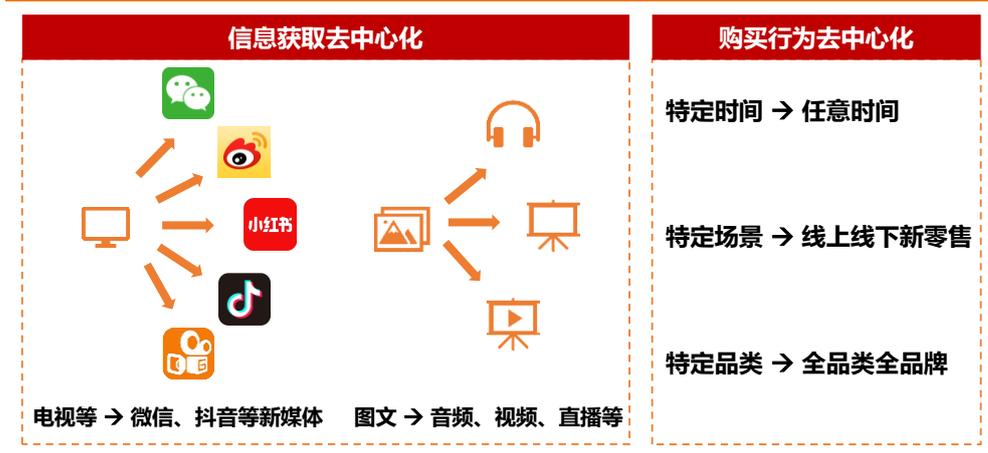
图 23：“关注文明”时代下新媒体的四个迭代阶段



资料来源：公司官网, 天风证券研究所

获取信息的平台和内容迭代，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。

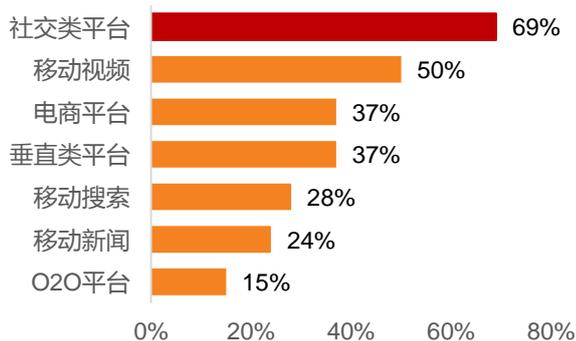
图 24：消费者信息获取及购买行为去中心化



资料来源：公司官网，天风证券研究所

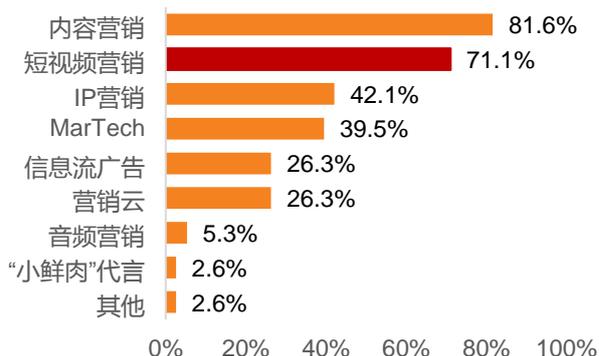
社交营销广告已成为中国广告主数字投放的首选渠道。当前电子商务零售正由深度分销向精准零售全面转型，人货场媒发生颠覆性变化的背景下，品牌通过传统渠道越来越难触达消费者，微博、微信等社交工具以及短视频平台越来越受广告主的青睐，同时新媒体渠道也为中小型客户提供低成本的营销推广渠道，下游品牌方资源加速去中心化。

图 25：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 26：2019 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。

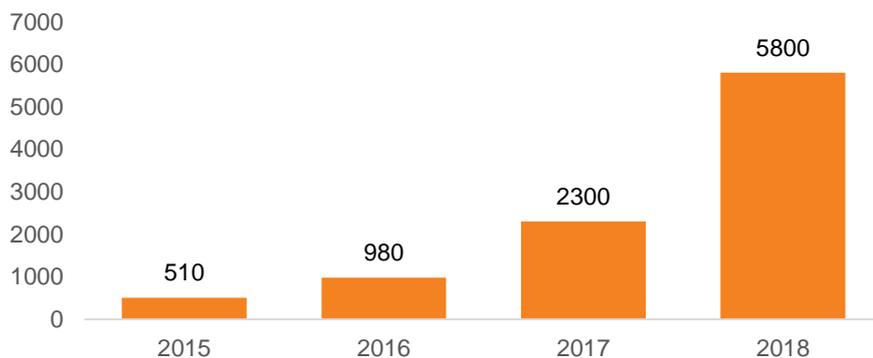
图 27：我国品效合一的发展历程



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 28：MCN 机构数呈现高速增长趋势



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高增长，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。

3. 先发优势奠定龙头地位，大数据技术驱动高效撮合

3.1. 先发优势：深耕十余年树立壁垒，先发优势奠定龙头地位

互联网营销服务市场整体起步较晚，天下秀为新媒体营销龙头，相似业务的可比公司极少。天下秀为广告主提供跨平台、智能化的新媒体营销解决方案和自媒体广告交易服务，与天

下秀业务类似的竞争对手主要有微梦传媒、灵思云途、时趣互动、微盟集团、中国有赞、蓝色光标，但从业务重合度来说，微梦传媒可比性最高，其他公司如蓝色光标更偏重数字广告、营销服务，有赞偏重于提供移动互联网的开店工具，时趣互动偏重于提供营销策略与创意解决方案，而天下秀以社交营销为核心，实现跨平台自媒体投放。

表 2：互联网营销服务行业内可比公司

股票代码	公司名称	成立时间	公司概况
2013.HK	微盟集团	2013 年	腾讯社交网络服务平台中小企业云端商业及营销解决方案提供商，透过 SaaS 产品提供多种针对于垂直行业的智慧商业解决方案且精准营销服务可使企业面向中国领先数字内容平台上的特定受众进行推广
8083.HK	中国有赞	2012 年	帮助商家经营移动社交电商和全渠道新零售的 SaaS 软件产品及人才服务，面向开发者的“有赞云”PaaS 云服务，面向品牌商的有赞推广、有赞分销，面向消费者的有赞精选、有赞微小店等服务
300058.SZ	蓝色光标	1996 年	业务板块有营销服务（数字营销、公共关系、活动管理等）、数字广告（移动广告、智能电视广告、中国企业出海数字广告）和国际及港澳台地区业务，服务内容涵盖营销传播整个产业链，以及基于数据科技的智慧经营服务，服务地域基本覆盖全球主要市场
836868.OC (已退市)	微梦传媒	2011 年	业务涵盖自媒体产业链服务及移动社交整合营销，为广告主提供策略咨询、创意策划、技术开发、数据挖掘、媒体采买、应用市场分发等服务，自主研发社交自媒体广告领库平台，建立自媒体价值指数（KolRank），推出自媒体广告平台 SaaS 云服务-KolMaster
838290.OC (已退市)	灵思云途	2013 年	全方位大数据营销机构，致力于为客户提供基于大数据策略下的效果营销服务。客户遍布汽车、消费品、金融等主流行业，包括大众、宝马、宝洁、伊利、工商银行等品牌
未上市	时趣互动	2011 年	提供全营销环节中的策略与创意解决方案，包含品牌策略、整合营销、数字化与社交营销、电商推广与运营、公关、SCRM 等等，具有洞察云、创意云、传播云、资产云四大产品矩阵

资料来源：各公司官网，天风证券研究所

互联网营销服务行业较为分散，天下秀先发树立行业壁垒，在较分散的市场占据了领先地位。天下秀成立于 2009 年，起家之时背靠新浪集团以新浪微博为主要阵地，自成立起就聚焦社交营销服务，其中中粮、New Balance 等第一批客户合作时间长达十余年。而微梦、灵思、时趣互动等公司成立于 2011 年之后，从营业收入来看，天下秀的营收规模和可比公司相比有明显优势，在社交营销领域一枝独秀。2018 年社交网络广告规模达 510 亿元，天下秀基于 WEIQ 系统的新媒体营销客户代理服务 2018 年收入为 9.02 亿元，按此计算市占率为 1.77%，在较分散的市场占据了领先地位，预计上市后，天下秀将借助资本力量加速扩张，龙头地位进一步巩固。

表 3：可比公司营业收入规模对比（亿元）

	2015	2016	2017	2018
天下秀		4.76	7.25	12.1
yoy			52%	67%
微盟集团	1.14	1.89	5.34	8.65
yoy	0%	66%	182%	62%
中国有赞	0.87	0.72	1.74	6.00
yoy	28%	-23%	159%	229%
微梦传媒	1.08	2.05	3.21	
yoy	115%	90%	57%	

资料来源：wind，天风证券研究所

从可比公司净利润和净利润的对比来看，天下秀的领先优势进一步拉大。公司链接 8 万余家客户和 100 多万个自媒体，提供社交营销服务进行赋能，净利率在 12-14% 之间，远高于同行公司 5% 以下的水平。天下秀净利润保持稳定高速增长，净利润体量是业务相似度最高的微梦传媒的 6 倍以上。

表 4：可比公司净利润对比（亿元）

	2015	2016	2017	2018
天下秀		0.59	1.01	1.58
yoy			71%	56%
微盟集团	-0.89	-0.77	0.03	-10.89
yoy		13%	104%	-38574%
中国有赞	-1.29	-1.92	-0.94	-4.41
yoy		-49%	51%	-370%
微梦传媒	0.04	0.08	0.16	
yoy	191%	104%	94%	

资料来源：wind，天风证券研究所

表 5：可比公司净利率对比

	2015	2016	2017	2018
天下秀		12.44%	13.97%	13.05%
微盟集团	-77.64%	-40.87%	0.53%	-125.92%
中国有赞	-148.10%	-267.42%	-53.98%	-73.54%
蓝色光标	0.81%	5.19%	1.46%	1.68%
微梦	3.86%	4.13%	5.13%	

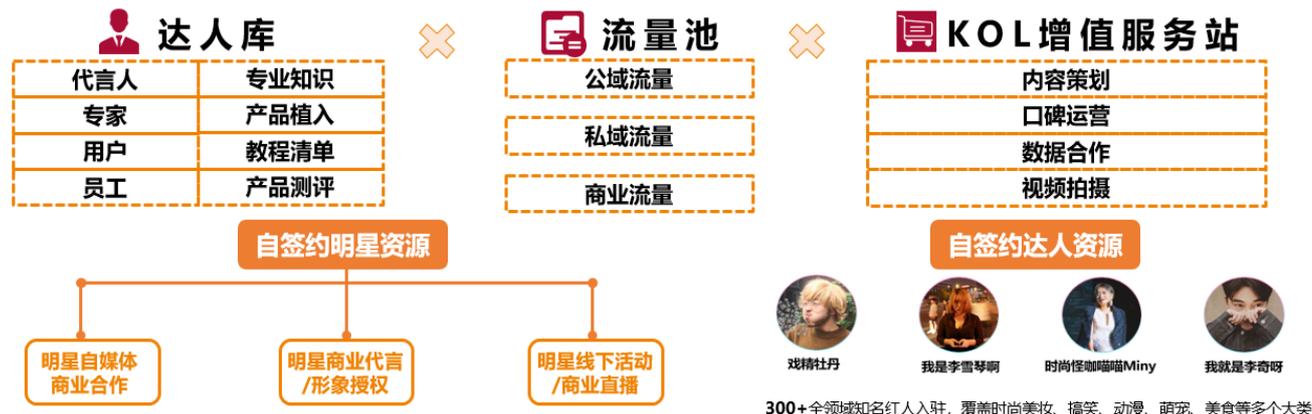
资料来源：wind，天风证券研究所

天下秀深耕新媒体营销多年，已沉淀完善的营销体系和创意能力。天下秀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。

3.2. 数据优势：深耕多年沉淀社交资产，大数据技术驱动高效撮合

天下秀深耕多年沉淀丰富的社交资产，客户资源超过 8 万家，自媒体资源超过 100 万。天下秀十余年深耕跨平台自媒体社交营销，一方面 WEIQ 交易平台沉淀了海量的跨平台自媒体和效果转化数据，一方面十余年的社交营销服务积累了稳固的口碑与客户资源。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 500 余家品牌企业、8 万余家中小企业提供社会化营销服务。天下秀积累了超过 100 万家自媒体资源，此外设有红人加速器进行红人孵化。

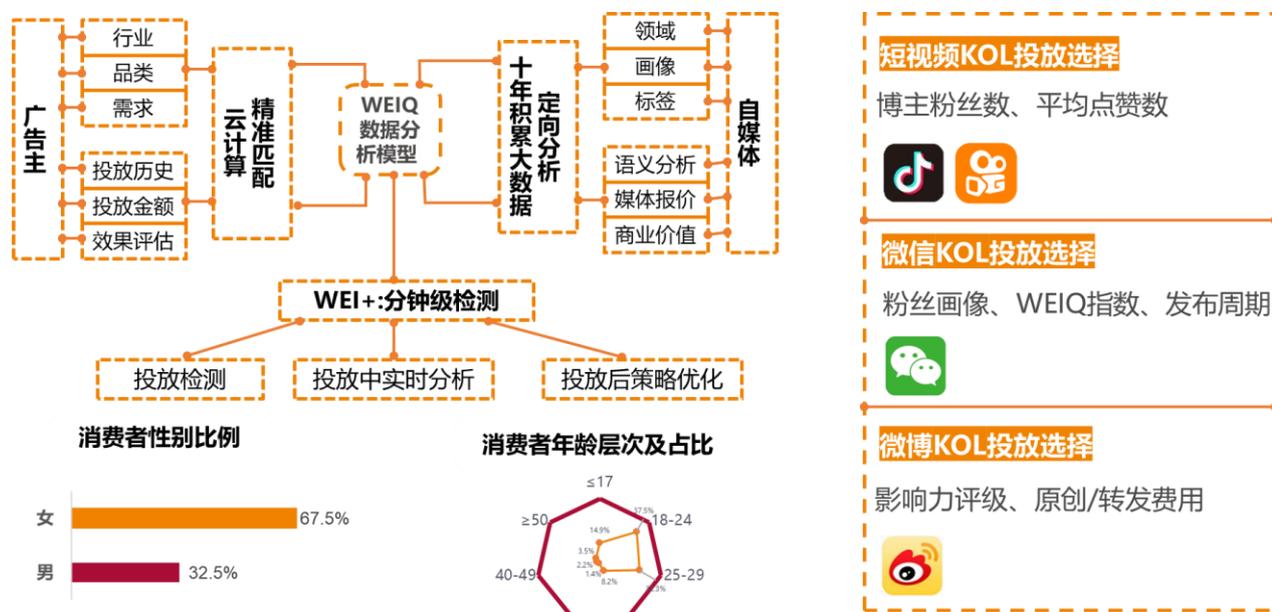
图 29：天下秀沉淀丰富的社交资产



资料来源：克劳锐官网，天风证券研究所

天下秀的社交大数据+云计算技术，可以达成广告主和自媒体间的高效撮合，实现营销广告精准投放，又有利于自媒体账号的价值变现。公司十余年的行业深耕，沉淀了丰富的跨平台交易数据、自媒体和客户资源，得以实现大数据驱动。公司自主研发建立的 WEIQ 新媒体大数据系统是天下秀业务的基础，可实现多平台自媒体碎片化供给的资源整合，提供丰富的广告行业营销数据，达成精准智能匹配。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，独立垂直进行第三方价值评估，汇集微博、微信、今日头条、秒拍、优酷五大平台数据。

图 30：天下秀大数据技术驱动高效撮合



资料来源：企查查等，天风证券研究所

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-150/-60/-30 个，新媒体营销客户代理服务客户数量增加 220/140/155 个

表 6：天下秀盈利预测（万元）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
营业收入	47,616	72,542	120,958	207,014	305,451	460,634
YOY	0%	52%	67%	71%	48%	51%
新媒体广告交易系统服务	17,584	24,488	30,618	42,623	54,441	63,235
YOY	0%	39%	25%	39%	28%	16%
其中：代理商客户	13,102	22,241	29,521	41,233	52,760	61,309
YOY	0%	70%	33%	40%	28%	16%
中小客户	4,544	2,284	1,093	1,390	1,681	1,926
YOY	0%	-50%	-52%	27%	21%	15%
新媒体营销客户代理服务	25,418	46,709	90,236	164,184	250,699	396,932
YOY	0%	84%	93%	82%	53%	58%
其中：品牌直客	3,841	3,974	19,476	65,732	117,586	214,979
YOY	0%	3%	390%	238%	79%	83%
中小客户	12,767	20,871	24,248	28,345	33,020	40,196
YOY	0%	63%	16%	17%	16%	22%
代理商客户	8,781	21,872	46,512	70,107	100,092	141,758
YOY	0%	149%	113%	51%	43%	42%
其他服务	4,614	1,344	104	207	311	466
YOY	0%	-71%	-92%	0%	50%	50%

资料来源：wind，天风证券研究所

天下秀作为新媒体营销龙头，深耕跨平台全领域社交营销十余年，先发优势奠定龙头地位，大数据技术驱动高效撮合。综合预计 20-22 年天下秀实现归母净利润分别为 4.05/6.33/9.80 元，对应 PE 分别为 50/32/22 倍，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，我们认为社交新媒体营销景气度和高增长至少维持三年，给予 2021 年 51 倍 PE，对应目标价 19.38 元/股。看好天下秀的中长期价值，中长期我们认为估值水平能够维持，2022 年给予目前行业平均估值 51 倍 PE，对应中期目标市值 500 亿，持续推荐！

表 7：壹网壹创和天下秀估值

		2020E	2021E
壹网壹创	净利润（百万元）	326.10	476.73
	EPS（元/股）	4.08	5.96
	PE	51.27	33.48
天下秀	净利润（百万元）	405.23	633.31
	EPS（元/股）	0.24	0.38
	PE	52.46	31.89

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	760.31	2,071.49	2,019.17	营业收入	65.83	66.86	2,070.14	3,054.51	4,606.34
应收票据及应收账款	10.29	28.21	1,182.12	214.26	1,891.54	营业成本	50.48	62.60	1,455.62	2,166.27	3,287.57
预付账款	1.58	1.04	78.82	32.06	129.94	营业税金及附加	0.55	0.27	21.29	23.16	33.71
存货	0.17	0.20	10.60	3.97	19.96	营业费用	0.00	1.05	149.05	216.87	305.40
其他	12.61	8.79	6,295.10	860.58	7,903.56	管理费用	16.80	28.72	70.38	100.80	138.19
流动资产合计	110.24	91.97	8,326.94	3,182.37	11,964.16	研发费用	0.00	0.00	55.89	78.50	112.86
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	(0.03)	(0.36)	(2.41)	(8.37)	(12.09)
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	2.00	16.50	30.00
其他	14.85	14.48	17.68	15.67	15.94	其他	(18.61)	(2.82)	(4.00)	(33.00)	(60.00)
非流动资产合计	15.53	15.29	77.23	151.63	195.93	营业利润	5.89	(26.26)	318.23	491.12	767.65
资产总计	125.77	107.26	8,404.17	3,334.00	12,160.09	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	250.52	169.42	558.76	利润总额	4.03	(38.16)	318.66	491.66	768.01
其他	41.25	40.09	6,378.59	1,143.93	8,926.91	所得税	0.75	0.33	47.80	73.75	115.20
流动负债合计	44.25	55.13	6,629.11	1,313.35	9,485.67	净利润	3.27	(38.50)	270.86	417.91	652.80
长期借款	0.00	0.00	173.25	0.00	0.00	少数股东损益	0.10	(1.35)	6.54	12.68	19.49
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	3.17	(37.15)	264.33	405.23	633.31
其他	3.44	12.97	6.49	7.63	9.03	每股收益(元)	0.00	(0.02)	0.16	0.24	0.38
非流动负债合计	3.44	12.97	179.74	7.63	9.03						
负债合计	47.69	68.10	6,808.85	1,320.98	9,494.70						
少数股东权益	0.45	(1.31)	4.90	17.37	36.43	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
股本	394.79	394.79	1,680.42	1,680.42	1,680.42	成长能力					
资本公积	455.89	455.88	455.88	455.88	455.88	营业收入	40.41%	1.58%	2996.11%	47.55%	50.80%
留存收益	(317.17)	(354.33)	(90.00)	315.23	948.54	营业利润	-123.61%	-546.13%	-1312.08%	54.33%	56.30%
其他	(455.89)	(455.88)	(455.88)	(455.88)	(455.88)	归属于母公司净利润	112.02%	-1272.21%	611.57%	53.30%	56.29%
股东权益合计	78.08	39.16	1,595.32	2,013.02	2,665.39	获利能力					
负债和股东权益总计	125.77	107.26	8,404.17	3,334.00	12,160.09	毛利率	23.32%	6.37%	29.68%	29.08%	28.63%
						净利率	4.81%	-55.56%	12.77%	13.27%	13.75%
						ROE	4.08%	-91.79%	16.62%	20.31%	24.09%
						ROIC	13.65%	120.05%	-924.22%	41.42%	-866.23%
						偿债能力					
						资产负债率	37.92%	63.49%	81.02%	39.62%	78.08%
						净负债率	-109.62%	-137.21%	-36.80%	-102.90%	-75.75%
						流动比率	2.49	1.67	1.26	2.42	1.26
						速动比率	2.49	1.66	1.25	2.42	1.26
						营运能力					
						应收账款周转率	5.29	3.47	3.42	4.37	4.37
						存货周转率	385.29	356.68	383.41	419.31	384.93
						总资产周转率	0.32	0.57	0.49	0.52	0.59
						每股指标(元)					
						每股收益	0.00	-0.02	0.16	0.24	0.38
						每股经营现金流	0.03	-0.02	-0.41	0.92	-0.03
						每股净资产	0.05	0.02	0.95	1.19	1.56
						估值比率					
						市盈率	6,495.77	-554.15	77.88	50.80	32.50
						市净率	265.18	508.67	12.94	10.32	7.83
						EV/EBITDA	435.25	-88.81	63.03	38.07	24.41
						EV/EBIT	450.52	-88.31	63.28	38.35	24.60

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