

新经济时代，天下秀能否扛起红人新媒体商业变现软基建的大旗

买入（首次）

2020年04月22日

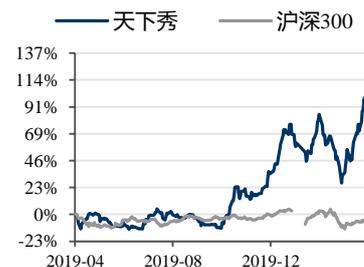
盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1977.3	2916.5	4504.5	7045.4
同比（%）	63.5%	47.5%	54.5%	56.4%
归母净利润（百万元）	258.6	366.4	532.1	821.5
同比（%）	63.8%	41.7%	45.2%	54.4%
每股收益（元/股）	0.15	0.22	0.32	0.49
P/E（倍）	128.5	90.7	62.4	40.4

投资要点

- 国内领先新媒体营销服务商，19年正式登陆资本市场。**天下秀是一家基于大数据的技术驱动型新媒体营销服务公司，依托互联网粉丝经济快速发展。公司目前已覆盖新浪微博、微信、抖音等多个主流新媒体传播平台，并形成了WEIQ、SMART、TOPKLOUT克劳锐、IMsocial红人加速器四大业务平台。目前，WEIQ平台整合了全网超过100万红人，TOPKLOUT克劳锐榜单覆盖的红人达900万以上，入驻IMSOCIAL的头部红人数超过200位、MCN机构突破150家。2019年天下秀营收19.77亿元/+63.47%，归母净利润2.59亿元/+63.79%。19年12月，天下秀与ST慧球的吸收合并交易完成，正式登陆资本市场，新浪与创始人李檬持有公司股权比例分别为28.58%/13.25%。
- 公司所处互联网营销行业具有高速增长+全网全渠道+海量中长尾特征。**1) **高速增长：**16-18年，互联网广告/移动广告/社交广告的复合增速分别为29.6%/44.7%/45.8%。2) **全网全渠道：**全网社交平台平台涵盖微信、抖音、微博、小红书等，传播形式涵盖图文、短视频、直播等；3) **海量中长尾：**根据克劳锐指数，以抖音账号为例，粉丝量千万级、百万级、十万级账号占比分别为0.7%/19.0%/80.3%，市场极度分散。面对这样的市场，公司通过在大数据平台与营销云平台方面持续加码，同时辅以TOPKLOUT与IMsocial打造生态圈，塑造公司竞争壁垒。
- 基于WEIQ、SMART的新媒体营销客户代理服务高歌猛进，再融资有助于公司打造竞争壁垒。**1) **新媒体营销客户代理服务**基于WEIQ、SMART发展迅速，16-19年该业务营收从2.54亿元增至17.08亿元，CAGR高达88.7%。TOPKLOUT克劳锐、IMsocial红人加速器持续发力红人生态圈建设，为业务高速增长默默添砖加瓦。2) **新媒体广告交易系统服务**基于微博“微任务”平台增长相对较缓，16-19年营收从1.75亿元增至2.69亿元，CAGR为15.3%。聚焦大客户是公司近两年的客户拓展策略，这在行业快速增长期最有利于整合行业资源，但这对资金方面的压力也显而易见，再融资将助力公司突破瓶颈、快速塑造竞争优势。
- 盈利预测与投资评级：**社交广告行业处于快速成长期，作为行业龙头公司具有先发优势及平台化优势。登陆资本市场后，公司在平台化能力建设方面将继续大展身手。如果说各个新媒体平台为红人提供了施展才华、实现价值的舞台，做好了“硬基建”，那么天下秀则是通过大数据平台、营销云平台、以及TOPKLOUT克劳锐和IMsocial两个行业赋能平台实现行业“软基建”，助力红人高效挖掘商业价值。预计公司2020-2022年归母净利润分别同增41.7%/45.2%/54.4%至3.7亿/5.3亿/8.2亿元，对应PE分别为90.7X/62.4X/40.4X，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：**互联网迭代快速；行业竞争加剧；资金压力或限制成长速度；短期股价存在大幅波动的风险

证券分析师 马莉
 执业证号：S0600517050002
 010-66573632
 mal@dwzq.com.cn
 证券分析师 陈腾曦
 执业证号：S0600517070001
 021-60199793
 chentx@dwzq.com.cn
 证券分析师 林骥川
 执业证号：S0600517050003
 021-60199793
 linjch@dwzq.com.cn
 证券分析师 詹陆雨
 执业证号：S0600519070002
 021-60199793
 zhanly@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	19.77
一年最低/最高价	7.11/19.77
市净率(倍)	34.48
流通A股市值(百万元)	6894.86

基础数据

每股净资产(元)	0.57
资产负债率(%)	50.61
总股本(百万股)	1680.42
流通A股(百万股)	348.75

内容目录

1. 天下秀：国内领先新媒体营销服务商，19 年正式登陆资本市场	4
1.1. 国内领先新媒体营销服务商，四个业务平台助力红人商业变现	4
1.2. 股权结构稳定，新浪集团为第一大股东	5
2. 互联网营销行业：高速增长+全网全渠道+海量中长尾	7
3. 深耕粉丝经济领域，新媒体营销代理业务增长迅猛	10
3.1. 新媒体营销客户代理服务：“业务端+生态端”四大平台齐头并进	10
3.1.1. 业务端：WEIQ+SMART，高盈利、高成长的核心支撑	11
3.1.2. 生态端：克劳锐+IMsocial 赋能行业，拓展品牌社交商业边界	12
3.1.3. 业务动向：重点开发品牌客户及代理商客户，投放平台向微信、短视频倾斜	14
3.2. 新媒体广告交易系统服务：以微任务为业务平台，增长放缓	16
4. 资金储备成为成长中的烦恼，再融资对于加速成长至关重要	18
5. 盈利预测及投资建议：新经济揭竿而起，天下秀将扛起红人新媒体商业变现软基建的大旗	20
5.1. 盈利预测	20
5.2. 投资建议	21
6. 风险提示	23

图表目录

图 1：天下秀发展历程	4
图 2：天下秀 2016-2019 收入复合增速 60.7%	5
图 3：天下秀 2016-2019 归母净利润复合增速 63.4%	5
图 4：天下秀股权结构（截至 2019 年报）	5
图 5：天下秀管理架构	6
图 6：互联网营销行业伴随通信技术进步发展	8
图 7：各平台 KOL 按粉丝量级划分数目（单位：个，截至 2020/4/13）	10
图 8：新媒体营销客户代理服务业务示意图	11
图 9：WEIQ 平台营销推广案例	12
图 10：SMART 为京东 618 年中大促量身定做营销案例	12
图 11：TOPKLOUT 克劳锐的核心产品包括榜单、深度报告及数据服务等	13
图 12：IMsocial 优秀案例及合作品牌	13
图 13：新媒体广告交易系统服务业务流程及微任务平台用户使用界面	17
图 14：公司业务增速远高于员工数量增速	18
表 1：天下秀管理层及核心技术人员简历简介	6
表 2：互联网广告及细分行业市场规模（亿元）	9
表 3：天下秀新媒体营销客户代理服务收入（百万元）	11

表 4: 新媒体营销客户代理服务中品牌客户收入占比持续提升 (单位: 百万元)	14
表 5: 天下秀媒体资源采购平台分布情况.....	16
表 6: 新媒体广告交易系统服务收入规模 (百万元)	17
表 7: 微任务平台交易总额及平台分成成本 (百万元)	18
表 8: 品牌客户及代理商客户的盈利水平远超中小客户.....	19
表 9: 公司资金储备情况 (单位: 百万元)	20
表 10: 按业务拆分收入预测 (单位: 百万元)	21
表 11: 公司利润表预测摘要 (单位: 百万元)	22
表 12: 可比公司估值水平.....	23

1. 天下秀：国内领先新媒体营销服务商，19 年正式登陆资本市场

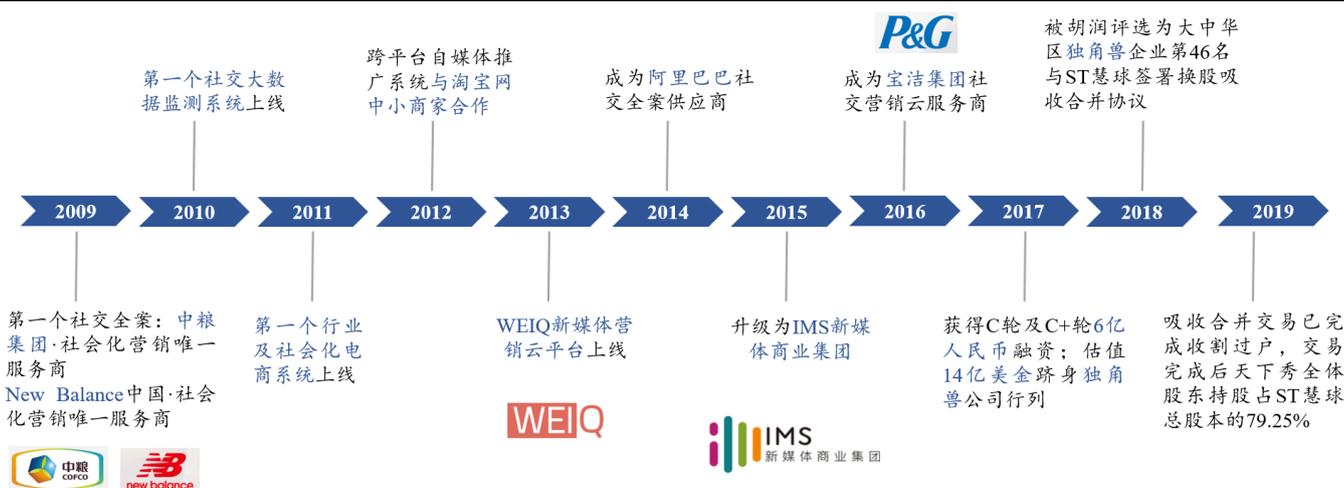
1.1. 国内领先新媒体营销服务商，四个业务平台助力红人商业变现

天下秀是一家基于大数据的技术驱动型新媒体营销服务公司，依托互联网粉丝经济快速发展。天下秀成立于 2009 年，又名新媒体商业集团（简称 IMS），致力于为广告主提供智能化的新媒体营销解决方案，实现产品与消费者的精确匹配。公司业务主要分为 新媒体营销客户代理服务（商业模式：直接向客户收取服务费） 与 新媒体广告交易系统服务（商业模式：根据交易总额收取一定比例的服务费，再扣除平台分成）。

四大平台覆盖了从为中小企业提供红人营销投放工具、到为大型企业提供综合解决方案、再到为红人搭建价值评估体系，以及到为红人发展提供的成长孵化的红人经济全链路。成立至今，公司深耕互联网粉丝经济领域，目前已覆盖新浪微博、微信、抖音、喜马拉雅 FM、映客等多个主流新媒体传播平台，并形成了①红人广告大数据云投放平台 WEIQ、②品牌企业综合解决方案平台 SMART、③红人价值排行及版权管理机构 TOPKLOUT 克劳锐、④红人创业加速孵化品牌 IMsocial 红人加速器四大业务平台。目前，WEIQ 平台注册商家用户超 6 万家，注册红人用户超过 100 万。2019 年，天下秀实现营收 19.77 亿元/+63.47%，归母净利润 2.59 亿元/+63.79%。

2018 年 12 月 1 日，天下秀与 ST 慧球签署了换股吸收合并协议，ST 慧球拟向天下秀全体股东发行 1,331,666,659 股股份吸收合并天下秀，合计交易对价 39.95 亿元。2019 年 12 月 10 日，吸收合并交易已完成交割过户，交易完成后天下秀全体股东持股占 ST 慧球总股本的 79.25%。

图 1：天下秀发展历程



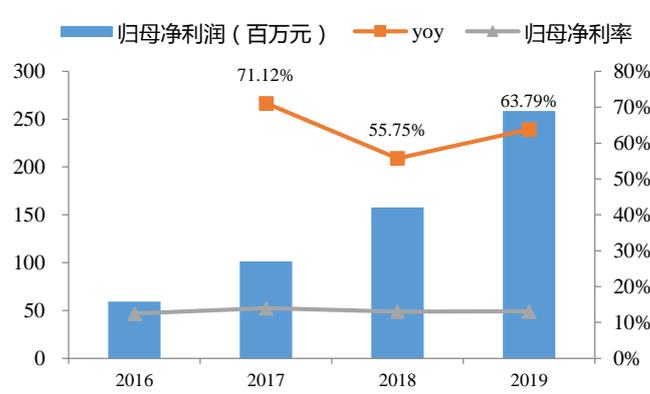
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 2：天下秀 2016-2019 收入复合增速 60.7%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 3：天下秀 2016-2019 归母净利润复合增速 63.4%

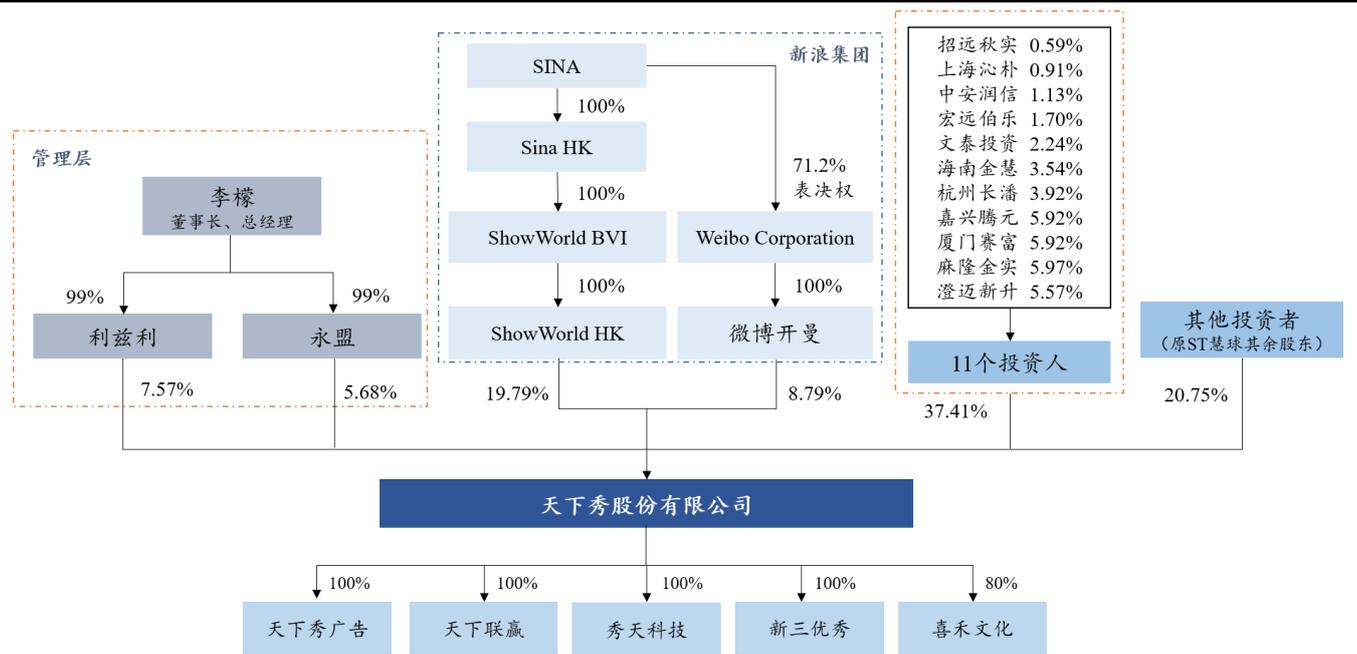


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 股权结构稳定，新浪集团为第一大股东

天下秀的实际控制人为新浪集团和公司创始人李檬。新浪集团为天下秀最大股东，直接持有公司 19.79% 股份，并通过旗下的新浪微博持有公司 8.79% 股份，合计持股 28.58%。创始人李檬为公司第二大股东，李檬通过持股 99% 的利兹利及永盟投资公司分别持有公司 7.57%、5.68% 股权，合计持股 13.25%。招远秋实、上海沁朴、中安润信等 11 家投资合伙企业合计持股 37.41%。原 ST 慧球其余股东则持股 20.75%。

图 4：天下秀股权结构（截至 2019 年报）



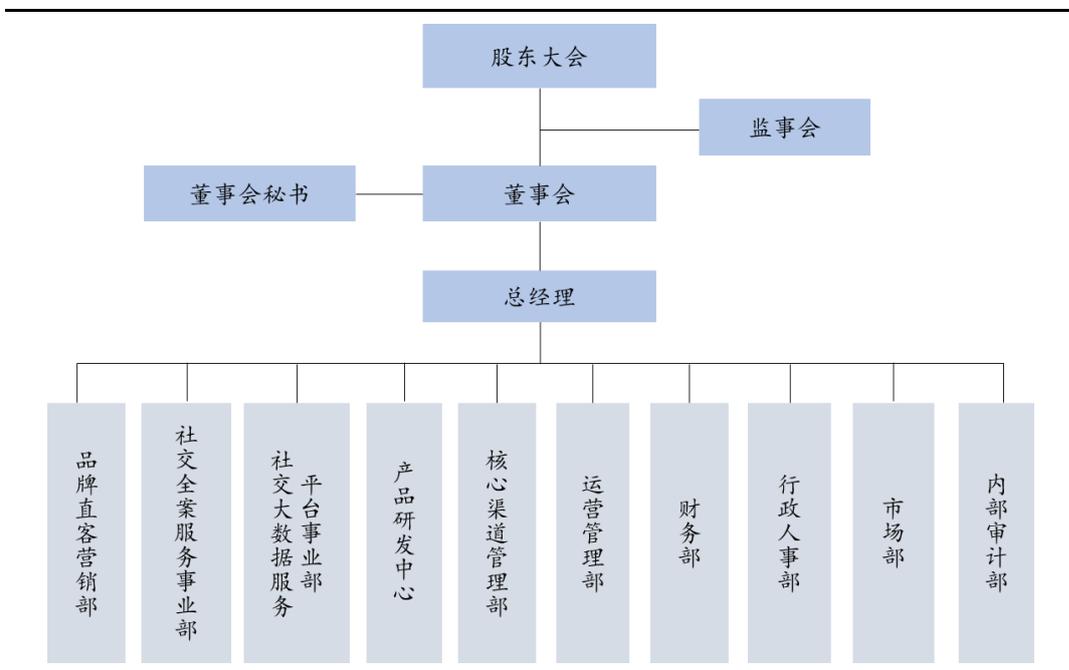
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司作为技术驱动型的新媒体营销服务公司，下设社交全案服务事业部、社交大数据服务平台事业部两大事业部及一个产品研发中心。

社交全案服务事业部负责向品牌客户提供社交全案服务，提升品牌知名度、增加品牌用户。社交大数据服务平台事业部负责基于 WEIQ 平台大数据分析，建立商户与社交用户之间的精准匹配。

产品研发中心又分为 WEIQ 开发部、微任务开发部、APP 开发部、大数据平台部等部门，负责对公司技术产品进行开发、改进和升级。产品研发中心拥有一名技术总监和两名核心技术人员，三名核心技术人员均拥有丰富的互联网研发工作经历，且加盟天下秀的时间均长达 10 年以上，核心技术团队十分稳定。

图 5：天下秀管理架构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 1：天下秀管理层及核心技术人员履历简介

姓名	职位	出生年份	履历简介
李檬	董事长，总经理	1977	清华大学经管学院硕士。2000/10-2004/1 任 MUZ 国际网络广告公司 CEO；2004/2-2009/10 任博客网络营销总经理；2009/11-2017/4 历任天下秀执行董事兼经理、董事长兼总经理；2017/5 至今担任天下秀董事长兼总经理。
梁京辉	董事，人力资源部总监	1979	2009/11-2018/2 历任天下秀有限、天下秀行政人事总监；2018/3 至今任天下秀人力资源部总监。2017/5 起至今任天下秀董事。

覃海宇	财务总监	1973	1997-2001 年任毕马威华振会计师事务所审计经理；2001-2003 年任信中利投资公司高级经理；2003-2008 年任盛大互动娱乐有限公司投资与海外中心兼财务管理中心总监；2009-2010 年任北京世纪互联宽带数据中心有限公司财务副总裁；2010-2015 年任全通教育集团（广东）股份有限公司（300359.SZ）财务总监；2017 年至今任天下秀财务总监。
于悦	董事会秘书	1987	2010/8-2014/2 任中银国际证券有限公司（香港）投资经理；2014/3-2015/8 任新鸿基金金融集团（香港）投资顾问；2016/3-2017/4 任天下秀有限运营主管；2017/5 至今任天下秀董事会秘书。
吴长京	技术总监	1970	1999/8-2004/12 历任二六三信息技术有限公司开发经理、网站业务总监；2005/1-2006/4 任二六三网络通信股份有限公司系统规划部总监；2006/5-2007/4 任雅虎中国网络有限公司搜索业务部经理；2009/11 至今历任天下秀有限、天下秀首席技术官。2017/5 起被聘任为天下秀技术总监。
李剑	核心技术人员	1975	1997/9-2000/3 任北京市计算机工业学校教师；2000/4-2007/3 任北京 263 网络集团部门经理；2007/4-2007/8 任雅虎中国项目经理；2009 年 11 月至今任天下秀产品研发中心总经理。
于海徽	核心技术人员	1975	1998/9-2000/2 任北京大学第三医院信息中心技术工程师；2000/2-2007/9 任北京二六三股份有限公司运维工程师；2009/11 至今任天下秀技术研发中心运维总监。

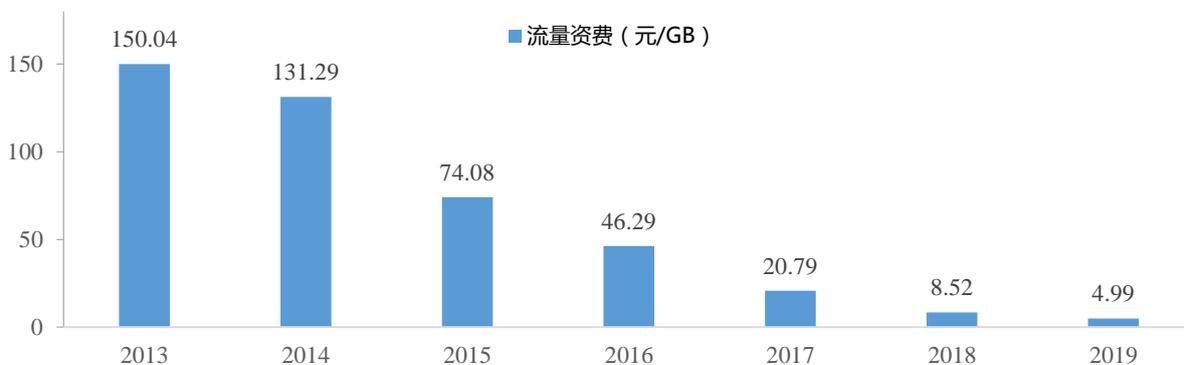
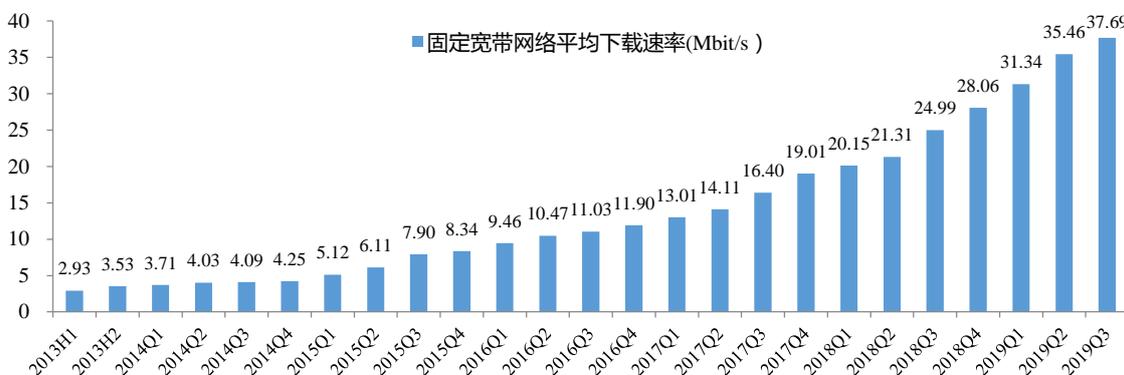
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 互联网营销行业：高速增长+全网全渠道+海量中长尾

随着通信技术不断进步，互联网营销承载媒体愈发多元化。互联网营销是基于互联网平台，将产品信息以数字形式呈现到网上进行传播推广的新型营销方式。我国通信网络历经 2G 网络、3G 网络时代，2013 年底正式进入了 4G 时代，移动网速得到了高速增长。据中国宽带速率状况报告，2013H1-2019Q3 年我国固定宽带网络平均下载速率从 2.93Mbps 升至 37.69Mbps，6 年期间网速实现 10 倍以上增长。与此同时，据工信部，2013-2019 年流量资费从 150 元/GB 下降至 5 元/GB，降幅显著。网络提速降费背景下，互联网用户数呈现爆发式增长。据易观数据，2019 年移动互联网用户规模突破 10 亿，日人均活跃用户达到 9.8 亿，其中社交领域用户规模约 10.1 亿、短视频领域用户规模约 8.8 亿。

在移动网速大幅提升的支撑下，互联网广告承载媒体也从以文字和图片为主的网页和社交媒体逐渐演变到信息更丰富立体的短视频或直播渠道，广告投放效果得到跨越式提升。当前，新媒体媒介平台中最活跃、最具影响力的是以微信、新浪微博、抖音、快手为代表的社交媒体平台。

图 6：互联网营销行业伴随通信技术进步发展



数据来源：公司公告，工信部，《中国宽带速率状况报告》，东吴证券研究所

在互联网技术持续升级迭代的趋势下，粉丝经济应运而生，行业迎来增长红利。互联网广告时代，人（明星、红人）、物、虚拟形象等均可拥有自己专属的粉丝受众，而且粉丝参与内容观看、话题讨论、广告阅读、直播带货、直播打赏、知识学习等新媒体互动形式不再受到空间和时间的制约。粉丝经济便是基于这种新型粉丝互动关系下产生的内容制作、购物消费、娱乐体验、广告营销、数据服务等瞄准粉丝个性需求的商业经济体系。现阶段，中国的粉丝经济发展处于以“人”为核心的红人经济时代，而红人变现

的方式大部分来源于社交营销，未来随着 5G 等技术的发展，粉丝经济有望迎来进一步腾飞。

2018 年，我国互联网广告行业规模达 4844 亿元/+29.2%，其中移动网络广告规模 3663 亿元/+43.7%，社交广告规模 509.6 亿元/+45.2%，短视频广告在低基数下爆发式增长，增速高达 731.4%，规模达 187.9 亿元。在通信技术不断更新进步的背景下，互联网广告行业还有望持续保持高增长趋势，根据艾瑞咨询的预测，预计 2021 年互联网广告规模将达 9682 亿元/+22.3%，其中社交广告市场规模达 1260 亿元/+33.4%，短视频广告市场规模达 1048 亿元/+42.8%。

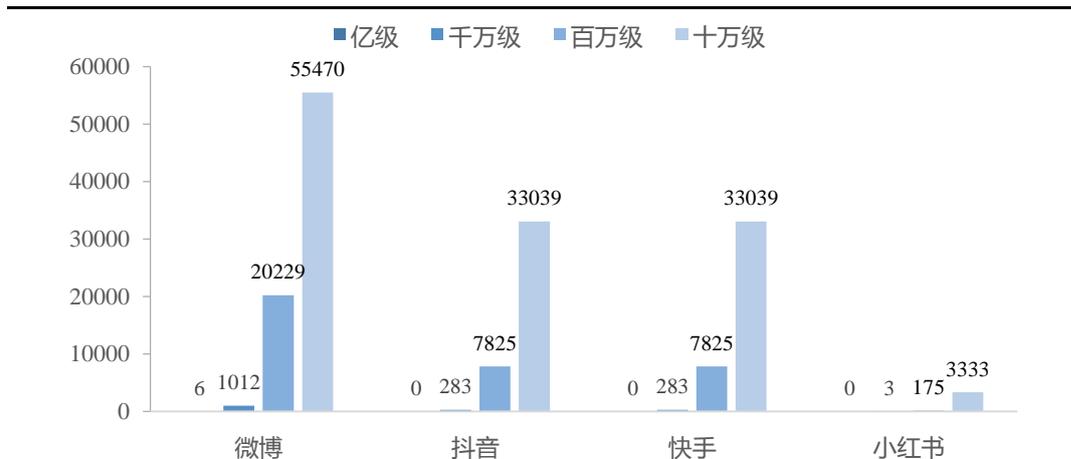
表 2：互联网广告及细分行业市场规模（亿元）

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
互联网广告	2884.9	3750.1	4844.0	6254.8	7916.4	9682.3
yoy	32.1%	30.0%	29.2%	29.1%	26.6%	22.3%
其中：移动网络广告	1750.2	2549.6	3663.0	5131.1	6603.8	8248.0
yoy	75.4%	45.7%	43.7%	40.1%	28.7%	24.9%
占行业规模比	60.67%	67.99%	75.62%	82.03%	83.42%	85.19%
社交广告	239.6	351.0	509.6	705.5	943.9	1259.6
yoy	63.20%	46.50%	45.20%	38.4%	33.8%	33.4%
占行业规模比	8.31%	9.36%	10.52%	11.28%	11.92%	13.01%
短视频广告	7.5	22.6	187.9	478.1	733.5	1047.8
yoy		201.3%	731.4%	154.4%	53.4%	42.8%
占行业规模比		0.60%	3.88%	7.64%	9.27%	10.82%

数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

总的来说，我们认为新媒体（红人）广告变现服务市场的特点可以用三个关键词概括：“高速增长”+“全网全渠道”+“海量中长尾”。1) **高速增长**：16-18 年，互联网广告/移动广告/社交广告的复合增速分别为 29.6%/44.7%/45.8%。我们认为新的技术环境下、新的消费趋势下，新传播方式的渗透速度仍将加快，未来的行业增速不应显著低于过去。2) **全网全渠道**：全网社交平台众多、传播方式众多，红人的展现也趋向全网多平台多形式，平台涵盖微信、抖音、微博、小红书、快手、喜马拉雅 FM、映客等等，传播形式涵盖图文、短视频、直播、音频等等；3) **海量中长尾**：根据克劳锐指数，以抖音账号为例，粉丝量千万级、百万级、十万级账号占比分别为 0.7%/19.0%/80.3%（截至 2020/4/13），KOL 领域呈现中长尾基数庞大、头部优质红人稀缺的特征。

图 7：各平台 KOL 按粉丝量级划分数量（单位：个，截至 2020/4/13）



数据来源：克劳锐指数，东吴证券研究所

3. 深耕粉丝经济领域，新媒体营销代理业务增长迅猛

3.1. 新媒体营销客户代理服务：“业务端+生态端”四大平台齐头并进

新媒体营销客户代理服务业务端成长迅速，生态端发展战略清晰。2016-2019 年新媒体营销客户代理服务营收从 2.54 亿元增至 17.08 亿元，CAGR 高达 88.7%，占总营收比重从 53%提升至 86%。

新媒体营销客户代理服务具体产品包括业务端+生态端四大平台：1) 业务端：WEIQ + SMART。广告主可通过 WEIQ 实现微信、短视频、直播、音频等多个平台的红人新媒体投放需求；SMART 立足于 WEIQ 大数据平台，为客户提供策略制定、方案策划、创意策划、投放策划和实施等一系列基于新媒体及粉丝经济的综合解决方案。2) 生态端：TOPKLOUT 克劳锐 + IMSocial。两大业务板块旨在客观公正地挖掘红人价值、提供多种专业服务助力红人成长，为行业赋能。

自媒体资源端，目前 WEIQ 平台整合了全网超过 100 万红人，TOPKLOUT 克劳锐榜单覆盖的红人达 900 万以上，入驻 IMSOCIAL 的头部红人数超过 200 位；广告主客户端，服务客户涵盖互联网、金融、快消、汽车、家电等行业。也就是说，天下秀上下游的自媒体红人市场及客户市场均呈现海量分散的特点。

新媒体营销客户代理业务模式下，天下秀先与客户经过充分沟通确定营销方案并签订合同，并根据客户需求选定新媒体供应商，根据实际投放情况向客户收取服务费，在新媒体供应商完成投放时确认收入。在该业务模式下，天下秀直接向客户收取营销服务费并确认收入，收入确认时点为在新媒体供应商完成投放时确认收入，相应成本主要为自媒体资源成本。

表 3：天下秀新媒体营销客户代理服务收入（百万元）

	2016	2017	2018	2019
新媒体营销客户代理服务	254.18	467.09	902.36	1,707.58
yoy		83.77%	93.19%	89.23%
占总营收比	53.38%	64.39%	74.60%	86.36%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 8：新媒体营销客户代理服务业务示意图



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.1.1. 业务端：WEIQ+SMART，高盈利、高成长的核心支撑

WEIQ 平台：红人广告大数据云投放平台，日均推广流量 90 亿以上。WEIQ 平台是天下秀自主研发的红人广告大数据云投放平台，为有广告需求的商家用户和红人建立链接，依托大数据模型，通过分析企业画像及红人画像为二者实现精准匹配，红人在线接单为企业制定智能化广告投放方案，降低企业的投放成本、提升企业的投放效率。目前，WEIQ 已经整合了全网超过 100 万红人，注册商家用户数超过 6 万，覆盖微信、抖音、小红书、快手等平台的红人资源，涵盖图文、短视频、直播、音频等全形态红人营销及销售模式，全网覆盖率 70% 以上，日均推广流量 90 亿以上。该业务 2019 年度实现了收入的大幅增长，达到 8.97 亿。

SMART：新媒体综合解决方案服务平台，主要面向大型企业客户。SMART 立足于 WEIQ 大数据平台，基于粉丝经济关系下的消费者洞察，帮助各个行业的大型企业应对新媒体数字化不断加快所带来的复杂挑战，提供从市场调研、策略制定、策划实施、资源整合到技术开发等一系列综合解决方案。目前，这些大型企业客户主要分布于快消、美妆、互联网、3C 数码、汽车、金融等领域。该业务 2019 年度实现收入 8.11 亿；

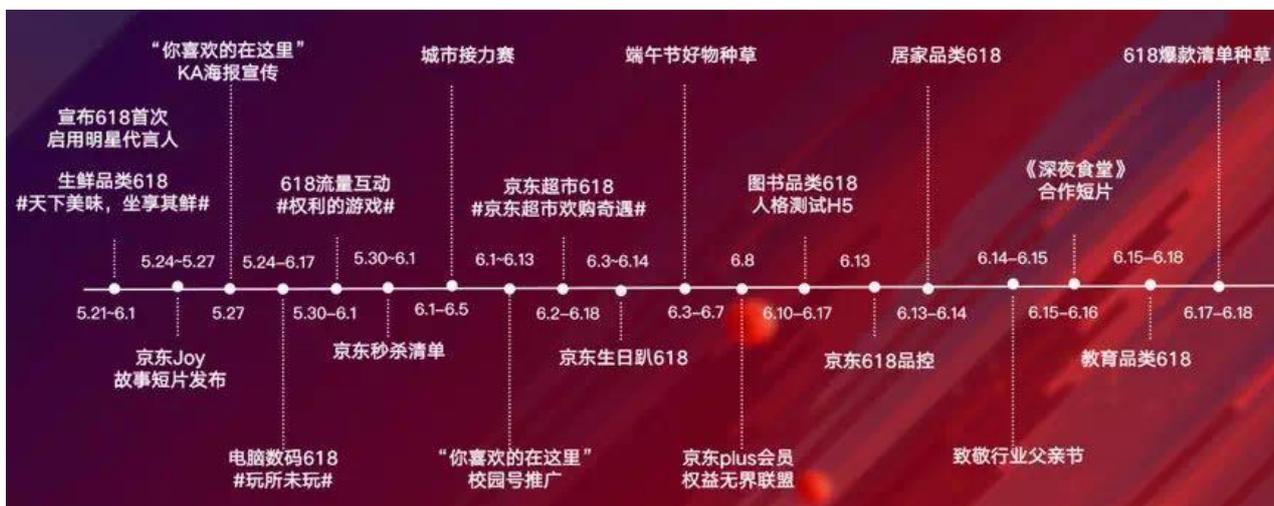
2019年，SMART为京东618年中大促量身定做了一场全周期营销事件，从5月21日起至6月18日，SMART对每个阶段的营销手法进行了详细部署。高密度的营销动作助力京东618实现对微博、微信、抖音、今日头条、快手、朋友圈社群等互联网社交的全域覆盖，总计32篇原创营销推文、覆盖16.75亿粉丝、总互动数达109万。

图9：WEIQ平台营销推广案例



数据来源：WEIQ官网，东吴证券研究所

图10：SMART为京东618年中大促量身定做营销案例



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

3.1.2. 生态端：克劳锐+IMsocial 赋能行业，拓展品牌社交商业边界

随着业务流程变得流畅、市场教育变得普及、技术条件变得成熟，公司开始搭建平

台、构建生态，逐渐将上下游产业链吸纳进来，赋能更加宏观的商业体系，旗下的 TOPKLOUT 克劳锐和 IMsocial 则是承担这一角色。

TOPKLOUT 克劳锐：红人价值排行及版权管理机构，旨在打造红人生态圈。 TOPKLOUT 克劳锐成立于 2014 年，是国内领先的权威自媒体价值排行及版权经纪管理第三方数据监测机构，提供专业自媒体大数据价值评估体系、多维度商业价值判定、深度行业观察报告及高效的版权经纪管理等一站式综合服务。基于微博、微信、抖音、快手、小红书、喜马拉雅、火山等超过 30 个主流平台，TOPKLOUT 克劳锐的榜单覆盖的红人数 900 万以上，榜单报告全球累计引用次数 100 万以上。克劳锐旨在通过这些数据赋能中国的中小企业，让大中小电商企业更好的营销、选择更正确的红人。

IMsocial 红人加速器，赋能入驻红人及 MCN。 IMSOCIAL 红人加速器于 2019 年推出，是国内首个面向网络红人、MCN 机构的自媒体创业加速器，并计划未来 5 年内为红人、MCN 机构创造 500 亿的商业机会。IMSOCIAL 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，帮助达人及 MCN 机构加速成长。当前，入驻 IMSOCIAL 的头部红人数超过 200 位，入驻的 MCN 机构突破 150 家。

图 11: TOPKLOUT 克劳锐的核心产品包括榜单、深度报告及数据服务等



数据来源：克劳锐官方微信公众号，东吴证券研究所

图 12: IMsocial 优秀案例及合作品牌





数据来源：IMSOCIAL 官方微博，东吴证券研究所

生态端除 TOPKLOUT 克劳锐及 IMsocial 外，公司还计划通过推出西五街美妆测评社区（为美妆企业提供试用品发放、红人测评的解决方案工具）、红人电商数据赋能工具（通过 IMS（天下秀）平台沉淀的大数据为电商企业提供流量、销售等解决方案）、以及新内容实验室等创新项目，加大给红人与商家的赋能力度，拓展品牌社交商业边界，并逐渐将业务拓展至 B2B2C 领域。

3.1.3. 业务动向：重点开发品牌客户及代理商客户，投放平台向微信、短视频倾斜

近年来，公司发展重心由全面开拓客户转向重点开发品牌客户和代理商客户，品牌客户和代理商客户的数量及收入贡献逐年提升，中小客户收入贡献则逐年下降。由于品牌客户和代理商客户的业务规模较大，业务周期较长，合作持续性较强，因此 1) 品牌客户与代理商客户的毛利率整体低于中小客户的毛利率水平，导致整体毛利率降低；2) 整体订单量呈现小幅下滑趋势，而平均收入单价则显著提升。

表 4：新媒体营销客户代理服务中品牌客户收入占比持续提升（单位：百万元）

	2016	2017	2018	2019Q1
新媒体营销客户代理服务				
收入	254.18	467.09	902.36	292.47
yoy		83.77%	93.19%	
毛利率	35.13%	35.92%	29.04%	29.08%
订单数量	212,060	224,296	161,604	41,328
平均收入单价（元）	1,198.62	2,082.49	5,583.79	7,076.89

按客户分类	254.18	467.09	902.36	292.47
品牌客户	38.41	39.74	194.76	100.21
yoy		3.45%	390.11%	
占业务收入比	15.11%	8.51%	21.58%	34.26%
毛利率	24.25%	24.11%	23.41%	24.91%
品牌客户数	29	37	80	
中小客户	127.95	208.63	242.47	69.48
yoy		63.05%	16.22%	
占业务收入比	50.34%	44.67%	26.87%	23.76%
毛利率	45.07%	48.09%	40.31%	40.83%
中小客户数	1,476	3,003	3,031	
代理商客户	87.81	218.73	465.14	122.78
yoy		149.09%	112.66%	
占业务收入比	34.55%	46.83%	51.55%	41.98%
毛利率	25.40%	26.45%	25.52%	25.85%
代理商客户数	68	277	439	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

天下秀主要在微博、微信、短视频等平台上为客户选择广告提供方，由于各媒体平台的传播属性、粉丝群体、流量变现等差别，客户在各个平台投放成本也存在差异。

整体上，由于采购单价的提升以及采购平台的结构变化，2016-2018年天下秀在新媒体资源采购方面的投放金额从1.56亿元增至6.29亿元，年均增速101%。量价拆分来看，订单数量略有下降，平均投放单价大幅提升。2016-2018年订单数量从21.2万单降至16.2万单，对应平均投放单价从733.6元/单提升至3892.5元/单。

从媒体资源投放分布来看，1) 微博投放订单伴随微博生态变化有一定下降，但平均单价提升明显。微博网红经济效应不断显现，流量资源从营销账号逐渐转移至网红账号，网红账号以原创内容为主、粉丝属性特征明显，因此定价普遍高于普通营销账号，2016-2018年微博投放成本从1.3亿元增至4.14亿元，其中，订单数量从208662单下降至157340单，平均投放单价从624.6元/单提升至2630.9元/单。由于其他新媒体平台的快速发展，微博投放成本占总投放金额比重逐年下降，从2016年的83.78%降至2019Q1的51.72%。

2) 微信、短视频及其他新媒体平均单价较高，投放比例明显增加。2016-2018年，微信投放成本从725万元提升至1.49亿元，平均单价从2427.35元/单提升至4.3万元/单，平均单价远高于微博平台，投放金额占整体比重从2016年的4.66%提升至2019Q1的19.79%；短视频及其他媒体投放成本在订单数量和平均单价的量价齐升作用下，2016-

2019Q1 年投放金额从 1798 万元提升至 5794 万元，平均投放单价从 4.37 万元/单提升至 10.46 万元/单，占整体投放金额比重从 11.56% 提升至 28.49%。

表 5：天下秀媒体资源采购平台分布情况

	2016	2017	2018	2019Q1
整体投放金额（百万元）	155.57	291.51	629.04	203.34
对应业务收入（百万元）	254.18	467.09	902.36	292.47
订单数量	212,060	224,296	161,604	41,328
平均投放单价（元）	733.59	1,299.67	3,892.49	4,920.09
平均收入单价（元）	1,198.62	2,082.49	5,583.79	7,076.89
微博投放金额（百万元）	130.34	260.93	413.95	105.16
占比	83.78%	89.51%	65.81%	51.72%
订单数量	208,662	222,831	157,340	39,537
平均投放单价（元）	624.63	1,170.96	2,630.94	2,659.82
微信投放金额（百万元）	7.25	9.52	149.09	40.24
占比	4.66%	3.26%	23.70%	19.79%
订单数量	2,987	1,033	3,463	1,237
平均投放单价（元）	2,427.35	9,213.26	43,051.98	32,529.26
短视频及其他媒体投放（百万元）	17.98	21.07	66.00	57.94
占比	11.56%	7.23%	10.49%	28.49%
订单数量	411	432	801	554
平均投放单价（元）	43,743.55	48,765.97	82,397.38	104,580.51

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. 新媒体广告交易系统服务：以微任务为业务平台，增长放缓

新媒体广告交易系统服务趋于成熟，增长相对较缓。2019 年业务收入 2.69 亿元/-12.03%，16-19 年新媒体广告交易系统服务占总收入比重从 36.93% 降至 13.62%。

新媒体广告交易系统服务主要基于“微任务”平台进行。微任务是唯一一个基于新浪微博的自媒体在线广告交易平台，通过整合新浪微博的海量账号资源，向企业提供基于微博内容的推广服务。企业用户在该平台上选择与推广内容或目标受众相匹配的微博帐号进行商业有偿信息的推广，形成一条广告订单。自媒体用户在该订单通过平台审核后，可选择接受该订单的发布任务。自媒体用户在发布该订单的广告信息并展示 24 小时后，即为广告订单任务执行完成，可获得相应的任务报酬。天下秀在自媒体用户完成广告任务后，将根据新媒体广告交易系统服务的交易总额收取一定比例的平台技术服务费，在自媒体用户完成任务后一次性确认收入。

表 6：新媒体广告交易系统服务收入规模（百万元）

	2016	2017	2018	2019
新媒体广告交易系统服务	175.84	244.88	306.18	269.36
yoy		39.27%	25.03%	-12.03%
占总营收比	36.93%	33.76%	25.31%	13.62%
毛利率	33.82%	32.28%	38.62%	38.33%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 13：新媒体广告交易系统服务业务流程及微任务平台用户使用界面



数据来源：公司公告，微任务官网，东吴证券研究所

在该业务模式下，天下秀按收取的服务费确认收入，相应成本为向北京微梦（新浪微博的全资子公司）支付的平台分成，金额为天下秀根据后台对账系统核算的分成收入（扣除手续费等相关费用）的70%。与此同时，由于“微任务”有助于北京微梦提升微博用户资源转换率，北京微梦基于微任务交易总额的规模按相应比例向天下秀支付运营支撑费。运营支撑费的计算规则为：如当年度微任务交易金额超过人民币3亿元小于人民币10亿元，则该年度运营支撑费金额为交易总额的1%，返点金额不足100万的部分不予计算；如该年度微任务交易金额超过人民币10亿元小于人民币15亿元，则该年度运营支撑费金额为交易总额的2%，返点金额不足100万的部分不予计算。

2016-2018年，新媒体广告交易系统服务收入与微任务交易总额的比例呈较为稳定

的上升趋势,主要是由于天下秀议价能力逐步加强,给客户的返点金额及比例逐年下降,2018年起取消了客户返点。平台分成成本占微任务交易总额的比例基本保持17%-18%较稳定水平。

表 7: 微任务平台交易总额及平台分成成本 (百万元)

	2016	2017	2018	2019Q1
①微任务交易总额	692.99	910.92	1,058.16	182.55
②新媒体广告交易系统服务收入	175.84	244.88	306.18	52.78
收入占交易总额比例 (=②/①)	25.37%	26.88%	28.93%	28.92%
③平台分成成本总额计算基数	191.22	263.32	308.22	52.09
④平台分成成本总额 (=③*70%)	133.86	184.33	215.75	36.47
⑤平台分成成本	120.62	165.40	183.73	31.57
分成成本占交易总额比例 (=⑤/①)	17.41%	18.16%	17.36%	17.29%
⑥运营支撑费 (含税)	6.00	9.00	21.00	3.00

备注: 平台分成成本总额计算基数与新媒体广告交易系统服务收入差异的原因主要是受增值税销项税额、客户返点及第三方支付渠道手续费等影响。平台分成成本与平台分成成本总额的差异主要由于增值税进项税额及北京微梦向天下秀支付的运营支撑费所致。

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

4. 资金储备成为成长中的烦恼, 再融资对于加速成长至关重要

正如上文所述, 天下秀面对的社交广告市场在红人与广告主这供需两端都处在极为分散的状态, 这样的市场结构究竟应该以怎样的方式去组织业务? 从财务报表我们可以看出, 天下秀采取了这样的策略:

1) 从广告主这一端, 公司近两年明显在倾向品牌客户与代理商客户。按我们理解, 这是在兼顾了公司组织成长与行业资源累积两方面因素后作出的最优决策。2016-2019年公司员工人数从413人增至831人, CAGR26.25%, 而新媒体营销客户代理服务规模CAGR达88.69%, 业务量增长速度远超人员数量的增长速度。组织能力、人才沉淀是需要时间累积的, 在人力有限的情况下, 把资源向单笔订单毛利最大的方向倾斜, 显然效率比较高, 2018年品牌客户、代理商客户及中小客户的单客户毛利分别为57万元/27万元/3万元, 客户之间的盈利能力差距显而易见。此外, 手握大品牌的新媒体营销预算也有利于公司快速积累全网全平台的红人资源。

图 14: 公司业务增速远高于员工数量增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 8：品牌客户及代理商客户的盈利水平远超中小客户

	2016	2017	2018
品牌客户收入（百万元）	38.41	39.74	194.76
毛利率	24.25%	24.11%	23.41%
品牌客户数	29	37	80
单客户收入（万元）	132.46	107.40	243.45
单客户毛利（万元）	32.12	25.89	56.99
中小客户收入（百万元）	127.95	208.63	242.47
毛利率	45.07%	48.09%	40.31%
中小客户数	1,476	3,003	3,031
单客户收入（万元）	8.67	6.95	8.00
单客户毛利（万元）	3.91	3.34	3.22
代理商客户收入（百万元）	87.81	218.73	465.14
毛利率	25.40%	26.45%	25.52%
代理商客户数	68	277	439
单客户收入（万元）	129.13	78.96	105.95
单客户毛利（万元）	32.80	20.89	27.04

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

但这种策略的负担也显而易见——资金压力，结合公司 18 年代理商客户增长较快/19 年品牌客户增长较快，该类客户的账期使公司的应收账款增长远高于收入增长，这是成长的烦恼。公司 19 年末货币资金达 10.43 亿，但同时其他应付款也达 7.32 亿（其中 4.45 亿为北京微梦的往来借款、2.48 亿为股权支付款）。继续聚焦大客户，无疑是在行业快速增长期整合行业资源最有利的路径，但这对公司未来在资金上压力也显而易见，

因此再融资对于公司未来的成长就显得尤为重要。

表 9：公司资金储备情况（单位：百万元）

	2016	2017	2018	2019
货币资金	350.92	697.71	535.16	1,042.93
应收账款	80.99	139.89	340.75	682.06
yoy		72.71%	143.59%	100.16%
应收账款周转率	7.45	6.57	5.03	3.87
应收账款周转天数	48.32	54.81	71.52	93.11
其他应付款	118.95	65.83	19.69	732.20
经营性现金流净额	50.66	101.23	-47.61	-137.46
净利润	57.15	99.01	155.43	258.00

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2) 从业务开展方式上，两端分散的市场想要规模化做业务，大数据的累计和业务的模块化是必不可少的，这样才能使业务的增长突破人员数量的限制，快速上升到平台级企业与生态圈企业的高度。这方面的努力我们从定增的募投项目中已经可以看到公司清晰的规划：公司于 2020 年 3 月 24 日公告定增预案，拟发行不超过 5 亿股、募资不超过 21.2 亿，用于建设新媒体商业大数据平台（项目总投资 11.89 亿，拟投入募集资金 9.1 亿）/升级 WEIQ 新媒体营销云平台（项目总投资 6.96 亿，拟投入募集资金 5.8 亿）/补充流动资金 6.3 亿。定价基准日为发行期首日，发行价格不低于定价基准日前 20 个交易日上市公司股票交易均价的 80%。

3) 从生态圈建设角度，不容忽视的是公司的 TOPKLOUT 与 IMSocial 在三方评级与加速红人与 MCN 机构成长上的布局，同时公司还将进一步通过西五街美妆测评社区、红人电商赋能工具、新内容实验室等项目，持续开放自身平台，深度赋能整个行业。这对提升公司的行业影响力、加强在行业内的定价权将起到重要作用，也将推动公司从“业务驱动型”公司逐渐向“生态赋能型”公司转变。

5. 盈利预测及投资建议：新经济揭竿而起，天下秀将扛起红人新媒体商业变现软基建的大旗

5.1. 盈利预测

作为新媒体营销龙头，公司壁垒体现在：1) 先发优势：脱胎于红人经济鼻祖平台——微博，资源积累、行业声誉上均有先发优势；2) 平台化优势：面对供需两端均是海

量且极度分散的市场，数据平台与生态圈建设对于塑造竞争壁垒尤其重要，公司登陆资本市场后有望借助资本的力量在平台化能力建设上一骑绝尘。

因此，考虑到天下秀作为红人经济的重要赋能平台，我们认为若不考虑资金制约，公司作为行业龙头，**新媒体营销业务**潜在增长必然高于行业整体增速；公司对于粉丝经济领域变现新模式的探索未来也有可能形成新的增长点（短视频直播电商行业同样在经历爆发性增长），预计 2020-2022 年新媒体营销客户服务增速分别为 55%/60%/60%；**新媒体广告交易系统服务**方面，考虑到互联网广告承载媒介将进一步多元化，因此预计依托微博的新媒体广告交易业务未来三年维持现有规模。整体上，预计 2020-2022 年公司营收分别同增 47.5%/54.5%/56.4%至 29.17 亿/45.05 亿/70.45 亿元。若再融资顺利完成，则公司成长中枢有望继续抬升。

表 10：按业务拆分收入预测（单位：百万元）

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,977.31	2,916.48	4,504.53	7,045.41
yoy	63.47%	47.50%	54.45%	56.41%
毛利率	27.44%	26.68%	25.80%	25.51%
按业务分类				
新媒体营销客户代理服务	1,707.58	2,646.75	4,234.80	6,775.68
yoy	89.23%	55.00%	60.00%	60.00%
占比	86.36%	90.75%	94.01%	96.17%
毛利率	25.73%	25.50%	25.00%	25.00%
新媒体广告交易系统服务	269.36	269.36	269.36	269.36
yoy	-12.03%	0.00%	0.00%	0.00%
占比	13.62%	9.24%	5.98%	3.82%
毛利率	38.33%	38.33%	38.33%	38.33%
其他服务	0.37	0.37	0.37	0.37
yoy	-64.17%	0.00%	0.00%	0.00%
占比	0.02%	0.01%	0.01%	0.01%
毛利率	-0.05%	0.00%	0.00%	0.00%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5.2. 投资建议

公司所在的互联网营销行业尤其是社交广告行业处于快速成长期，作为行业龙头具有先发优势及平台化优势。登陆资本市场后，公司有望借助资本的力量在平台化能力建设方面继续大展身手。未来，公司还将在深耕 B2B 业务的同时逐步开展 B2B2C 业务，

持续开放自身平台，深度赋能整个行业。

如果说各个新媒体平台为红人们提供了施展才华的、实现价值的舞台，做好了“硬基建”，那么天下秀则是通过大数据平台、营销云平台、以及 TOPKLOUT 克劳锐和 IMsocial 两个行业赋能平台实现行业“软基建”，助力红人高效挖掘商业价值。预计公司 2020-2022 年归母净利润分别同增 41.7%/45.2%/54.4%至 3.7 亿/5.3 亿/8.2 亿元，对应 PE 分别为 90.7X/62.4X/40.4X，首次覆盖给予“买入”评级。

表 11：公司利润表预测摘要（单位：百万元）

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,977.31	2,916.48	4,504.53	7,045.41
YOY	63.47%	47.50%	54.45%	56.41%
营业成本	1,434.69	2,138.31	3,342.58	5,248.24
毛利	542.62	778.17	1,161.94	1,797.16
YOY	42.47%	43.41%	49.32%	54.67%
毛利率	27.44%	26.68%	25.80%	25.51%
销售费用	109.37	154.57	238.74	373.41
/收入	5.53%	5.30%	5.30%	5.30%
管理费用	59.22	81.66	126.13	197.27
/收入	3.00%	2.80%	2.80%	2.80%
研发费用	53.22	75.83	117.12	176.14
/收入	2.69%	2.60%	2.60%	2.50%
财务费用	-16.68	-11.90	-12.32	-13.94
/收入	-0.84%	-0.41%	-0.27%	-0.20%
营业利润	310.31	438.10	636.50	983.10
YOY	62.70%	41.18%	45.29%	54.46%
营业利润率	15.69%	15.02%	14.13%	13.95%
加：营业外收入	0.20	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	310.51	438.10	636.50	983.10
减：所得税	52.51	72.29	105.02	162.21
所得税率	16.91%	16.50%	16.50%	16.50%
净利润	258.00	365.81	531.47	820.89
YOY	65.99%	41.79%	45.29%	54.46%
净利率	13.05%	12.54%	11.80%	11.65%
少数股东权益	-0.60	-0.60	-0.60	-0.60
归母净利润	258.60	366.41	532.07	821.49

YOY	63.79%	41.69%	45.21%	54.39%
-----	--------	--------	--------	--------

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 12：可比公司估值水平

	2019	2020E	2021E	2022E
星期六				
营业收入（百万元）	2274.2	2945.7	/	/
YOY	48.48%	29.53%	/	/
归母净利润（百万元）	176.1	230.3	/	/
YOY	1871.5%	30.8%	/	/
P/E（倍）	90.8	69.5	/	/
元隆雅图				
营业收入（百万元）	1594.5	1922.0	2446.0	/
YOY	51.63%	28.60%	28.74%	/
归母净利润（百万元）	116.1	174.0	225.0	/
YOY	24.14%	49.83%	29.31%	/
P/E（倍）	37.90	25.30	19.56	

注：星期六 2020 业绩预期采用控股子公司遥望网络业绩承诺 2.6 亿元及上市公司对其持股比例 88.5651% 计算得到，元隆雅图采用东吴证券预测值

数据来源：Wind，东吴证券研究所

6. 风险提示

互联网商业模式迭代快速。新媒体营销行业作为新兴行业，技术不断更新，商业模式快速迭代带来用户使用习惯变迁，行业目前处于成长时期，商业模式仍待探索和优化，单一模式难以长期占领市场，业绩波动和经营风险相对较大。

行业竞争加剧。当前互联网营销行业集中度较低，竞争较激烈。随着移动设备的进一步发展，将会有更多的新进入者参与互联网营销行业的竞争，市场竞争将越加激烈。

资金压力可能限制成长速度。公司面对供需两端均是海量且极度分散的市场，数据平台与生态圈建设对于塑造竞争壁垒非常重要，这对公司的资金实力提出了较高的要求，资金限制可能会成为限制公司进一步快速扩张的一个因素。

短期股价存在大幅波动的风险。近期公司变更证券总称、公布年报，短期股价或存在大幅波动风险。

天下秀三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1863.7	1463.7	1900.2	2555.5	营业收入	1977.3	2916.5	4504.5	7045.4
现金	1042.9	300.7	358.5	581.5	营业成本	1434.7	2138.3	3342.6	5248.2
应收款项	683.5	985.9	1269.2	1551.8	销售费用	109.4	154.6	238.7	373.4
存货	0.0	0.0	0.0	0.0	管理费用	59.2	81.7	126.1	197.3
预付款项	98.9	153.3	245.2	392.4	研发费用	53.2	75.8	117.1	176.1
其他	38.4	23.7	27.3	29.8	财务费用	(16.7)	(11.9)	(12.3)	(13.9)
非流动资产	89.9	105.0	130.2	173.3	投资净收益	(1.7)	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	11.5	11.5	11.5	11.5	其他	28.9	39.9	55.8	81.2
固定资产	3.2	4.8	7.4	11.5	营业利润	310.3	438.1	636.5	983.1
递延所得税资产	30.1	41.5	60.3	93.1	营业外净收支	0.2	0.0	0.0	0.0
其他	45.0	47.3	51.1	57.2	利润总额	310.5	438.1	636.5	983.1
资产总计	1953.6	1568.7	2030.4	2728.8	所得税费用	52.5	72.3	105.0	162.2
流动负债	988.7	423.1	638.4	986.3	净利润	258.0	365.8	531.5	820.9
应付账款	185.0	290.1	452.7	713.6	少数股东损益	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)
预收款项	29.8	44.0	67.9	106.3	归属母公司净利润	258.6	366.4	532.1	821.5
其他	773.9	89.0	117.8	166.4	EBIT	374.0	541.9	797.1	1226.5
非流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	EBITDA	376.2	545.1	802.0	1234.2
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债总计	988.7	423.1	638.4	986.3	每股收益(元)	0.15	0.22	0.32	0.49
少数股东权益	1.4	1.6	2.0	2.5	每股净资产(元)	0.57	0.68	0.83	1.04
归属母公司股东权益	963.5	1143.9	1390.0	1740.0	发行在外股份(百万股)	1680.4	1680.4	1680.4	1680.4
负债和股东权益总计	1953.6	1568.7	2030.4	2728.8	ROIC(%)	32.3%	39.6%	47.9%	58.9%
					ROE(%)	28.8%	34.8%	42.0%	52.5%
					毛利率(%)	27.4%	26.7%	25.8%	25.5%
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	13.0%	12.5%	11.8%	11.7%
经营活动现金流	(137.46)	(268.52)	423.06	820.21	资产负债率(%)	50.6%	27.0%	31.4%	36.1%
投资活动现金流	(224.95)	(974.85)	(1034.30)	(1166.21)	收入增长率(%)	63.5%	47.5%	54.5%	56.4%
筹资活动现金流	840.51	521.15	669.00	569.00	净利润增长率(%)	63.8%	41.7%	45.2%	54.4%
现金净增加额	487.81	(742.18)	57.76	223.01	P/E	128.5	90.7	62.4	40.4
折旧和摊销	2.17	3.20	4.94	7.73	P/B	34.4	29.0	23.9	19.1
资本开支	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	88.3	60.9	41.4	26.9
营运资本变动	(401.79)	(625.02)	(92.99)	27.61					

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>