

# 天下秀 (600556)

公司研究/深度报告

## 背靠微博深耕 KOL 营销“赛道”，十年布局成就行业龙头

—天下秀深度报告

深度报告/传媒

2020年04月24日

### 一、核心观点

#### ➤ 如何看待公司所处行业的高成长性？

KOL 广告投放市场在广告大盘“遇冷”背景下维持高增。根据克劳锐数据，2019年 KOL 投放市场规模 490 亿，同比+63%，预计 2020 年 KOL 广告投放市场同比+53%至 750 亿以上。我们认为 KOL 营销市场的高增主要有三个驱动因素：①看供给，短视频及社区类 APP 流量爆发和内容高增长是基石。②看基础设施，抖音快手等平台持续探索高效而多元化变现模式（KOL 广告、电商、直播等）是催化。③看效果，KOL 营销对品效的兼顾是广告主加大投放力度的保障。我们认为 KOL 营销行业商业化的不断成熟及广告主广告投放预算持续向新媒体倾斜是未来三年行业保持高速增长的主要驱动力，预计 KOL 营销市场未来三年仍可保持 30% 以上复合增速。

#### ➤ 公司在行业内的竞争地位？

天下秀是国内较早进入新媒体营销行业的企业之一，目前在国内 KOL 营销行业营收规模和市占率居于第一位。公司成立之初依托微博平台开展社交 KOL 营销业务，经过多年沉淀，目前已构建 WEIQ、SMART、TOPKLOUT 克劳锐和 IMsocial 红人加速器四大平台，覆盖了为中小企业提供红人广告投放工具、为大型企业提供综合解决方案、为红人搭建价值评估体系，为红人成长孵化赋能的红人经济全链路，组成了体系完整的红人经济“齿轮”。公司 2019 年营收实现 19.8 亿规模，同比增长+63.5%，其中新媒体营销客户代理业务营收 17.08 亿元，占比 86.4%，同比增长 89.2%。公司新媒体营销客户代理业务自 2016 年至今持续高增长，2016~2019 年 CAGR 达 88.7%。

#### ➤ KOL 新媒体营销代理和中心化的数字营销代理有何不同？

**从下游媒介方角度：**KOL 营销下游渠道是去中心化的 KOL 和自媒体，下游分散，中介信息优势强，返点率相对高；传统数字营销下游是腾讯、百度、字节等中心化的巨头公司，中介信息优势弱，返点率低。**从代理商承担职能角度：**KOL 营销链路长且非标准化，代理商更易在媒介投放的基础业务上提供创意策划、投放方案制定等附加服务以提高自身价值；传统的数字营销广告产品（开屏、信息流广告等）价格和投放形式标准而透明，代理商难以提供附加服务，在产业链中的价值逐渐沦为通道。毛利率：新媒体营销代理公司如天下秀和谦玛网络毛利率高于中心化的数字营销代理商如蓝色光标和华扬联众。现金流：均会向品牌客户提供一定账期。

### 二、投资建议

我们预计公司 2020-2022 年营收分别为 30.9/47.9/72.7 亿元，同比+56.4%/54.8%/51.9%；归母净利润分别为 3.8/5.5/8.3 亿元，同比+46.9%/45.7%/49.1%，对应三年 PE 分别为 86X/59X/40X。目前行业中现有广告代理公司多为代理传统数字营销业务，行业已经趋于成熟且增速放缓；因此选取元隆雅图（2019 年并表谦玛网络，同为新媒体营销行业代理商）和壹网壹创（美妆类电商代运营公司）为可比公司，公司 2020 年 PE 估值 86X，略高壹网壹创，但公司在新媒体营销行业深耕十余年，目前为已成长为新媒体营销行业龙头，应享受一定估值溢价。我们认为公司未来三年将继续搭乘 KOL 营销行业高增长红利，同时又不断夯实自身竞争力持续提高行业市占率。首次覆盖，给予“推荐”评级。

### 三、风险提示：

应收账款回收风险，市场竞争格局加剧，业务拓展不及预期，核心人员流失风险。

### 推荐

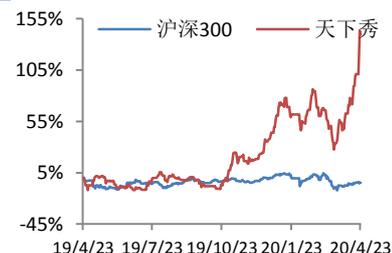
首次评级

当前价格： 19.49 元

#### 交易数据 2020-4-23

近 12 个月最高/最低(元)	19.77/7.16
总股本(百万股)	1,680.42
流通股本(百万股)	348.75
流通股比例(%)	20.75
总市值(亿元)	327.51
流通市值(亿元)	67.97

#### 该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

#### 分析师：刘欣

执业证号： S0100519030001  
电话： 010-85127513  
邮箱： liuxin@mszq.com

#### 分析师：钟奇

执业证号： S0100518110001  
电话： 010-85127513  
邮箱： zhongqi@mszq.com

#### 相关研究

## 盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1,977	3,093	4,786	7,269
增长率 (%)	2857.3%	56.4%	54.8%	51.9%
归属母公司股东净利润 (百万元)	259	380	554	826
增长率 (%)	796.1%	46.9%	45.7%	49.1%
每股收益 (元)	0.19	0.23	0.33	0.49
PE (现价)	102.6	86.2	59.1	39.7
PB	34.0	24.4	17.3	12.0

资料来源：公司公告、民生证券研究院

## 目录

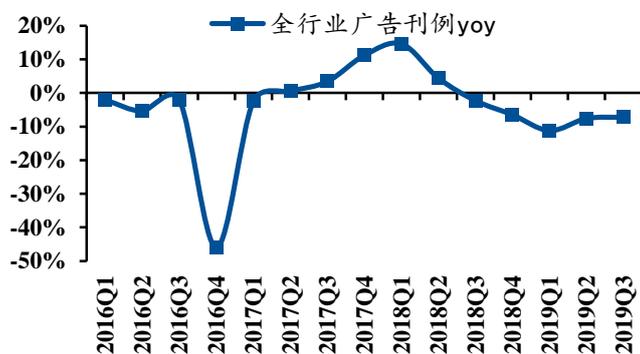
<b>一、如何看待公司所处行业的高成长性？</b>	<b>4</b>
(一) 看现状：KOL 营销市场在广告行业趋冷背景下“一枝独秀”	4
(二) 析原因：流量爆发+商业化加速+效果显著是 KOL 营销高速增长的三大驱动力	5
1、看供给：短视频是 2019 年移动互联网仍享有流量红利的子行业	6
2、看基础设施：平台持续探索广告、电商、直播等多元变现模式	8
3、看效果：KOL 营销对品效的双重保障是广告主加大投放力度的核心驱动	9
(三) 看趋势：预计未来三年行业仍可保持 30%以上复合增速	11
<b>二、公司在行业内的竞争地位如何？</b>	<b>13</b>
(一) 公司概况：搭乘新媒体营销行业红利，最早布局 KOL 营销	13
(二) 业务简介：交易系统依托微博平台，新媒体营销搭乘行业红利	14
(三) 股权结构：实控人为新浪集团和创始人李檬	15
<b>三、主业详解：交易系统业务依托微博经营稳健，客户代理业务预计未来维持高增长</b>	<b>17</b>
(一) 新媒体营销客户代理：行业高成长红利，预计未来三年复合增速超 50%	17
1、业务模式：品牌主和 KOL 红人之间的平台中介	17
2、财务表现：2019 年营收 17 亿占比 86%，2016~2019 年 CAGR 超 80%	17
3、媒体结构：微博仍为主要投放媒体，但短视频和微信占比逐渐提高	18
4、客户结构：低毛利品牌客户占比提升，高毛利中小客户占比下滑	20
5、WEIQ 平台概览：微博抖音微信小红书合计超 10 万 KOL	21
(二) 新媒体广告交易系统服务：依托微任务，按微任务交易总额的~30%分成	22
1、业务模式：依托微任务平台，微博 KOL 营销的独家代理商	22
2、财务表现：2019 年营收增速由正转负，预计未来保持较低增速，毛利率 38% 预计未来保持稳定	23
3、从 KOL 达人数据看微任务平台：粉丝过万 KOL 超 4 万个，万粉丝平均单价 25 元	24
<b>四、KOL 营销代理与传统数字营销代理有何不同？</b>	<b>26</b>
(一) 毛利率：新媒体营销公司毛利率更高，中介价值更为凸显	27
<b>五、财务分析：营收 19.8 亿同比增长 63.5%</b>	<b>30</b>
<b>六、盈利预测与投资建议</b>	<b>34</b>
<b>七、风险提示</b>	<b>35</b>
<b>插图目录</b>	<b>36</b>
<b>表格目录</b>	<b>37</b>

## 一、如何看待公司所处行业的高成长性？

### (一) 看现状：KOL 营销市场在广告行业趋冷背景下“一枝独秀”

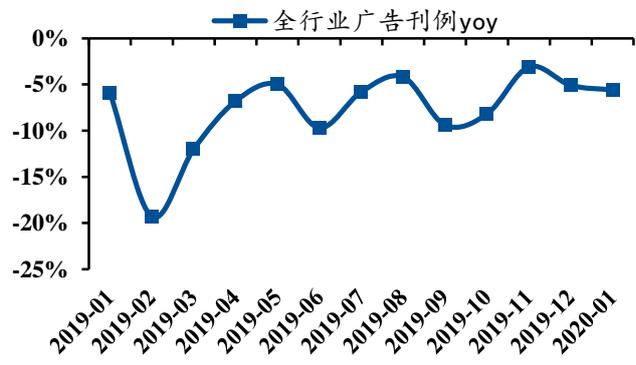
从整体广告大盘看：18 年 Q3 以来全行业广告投放刊例持续下滑。根据 CTR 数据，全行业广告投放刊例自 18 年开始增速逐渐放缓，并于第三季度增速变为负值，且一直延续至 2020 年。广告行业景气度和宏观经济相关性较高，我们认为 18 年下半年来整体广告大盘下滑主因宏观环境经历下行周期。

图 1：2016-2019 年分季度广告投放刊例同比 (%) 变动



资料来源：CTR，民生证券研究院

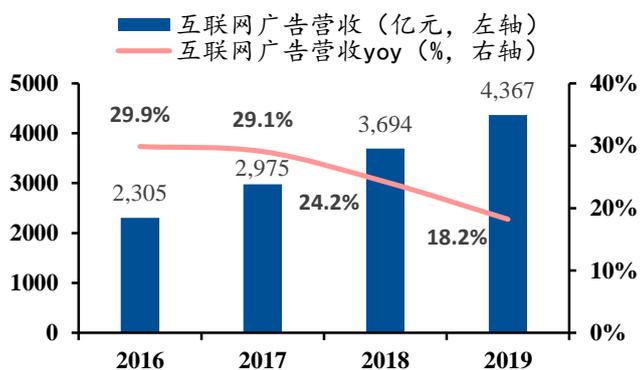
图 2：2019.1-2020.1 广告投放刊例月度同比 (%) 变动



资料来源：CTR，民生证券研究院

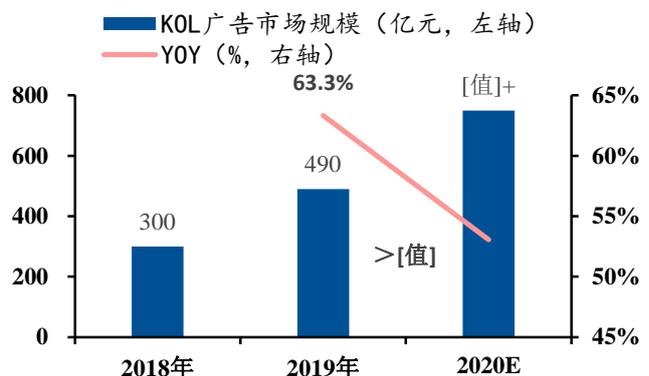
KOL 广告投放市场在广告大盘“遇冷”背景下维持高增。根据克劳锐报告，2019 年广告主 KOL 投放市场规模达 490 亿，同比+63%，增速超过 2019 年整体互联网广告行业 18.2% 的增速（包含电商渠道），同时亦远超广告大盘增速。预计 2020 年 KOL 广告投放市场继续维持高增，同比+53%至 750 亿以上。

图 3：2016~2019 年互联网广告市场营收规模及同比变化



资料来源：中关村互动营销实验室，民生证券研究院

图 4：2018~2020E KOL 广告市场规模及同比变化

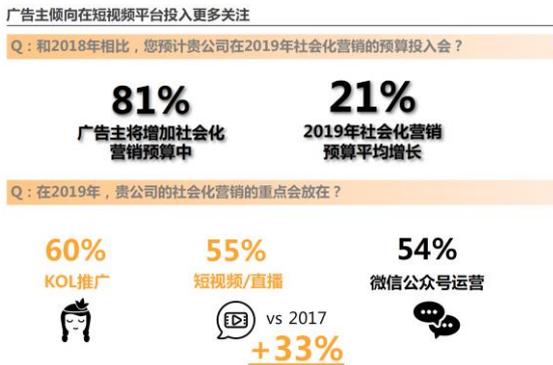


资料来源：克劳锐，民生证券研究院

从广告主投放意向看：新媒体 KOL 广告是 2019 年广告主投放重点。根据秒针系统针对广告主调研数据，2019 年调研样本中 81% 的广告主会增加社会化营销投放预算，且 60% 的广告主选择将预算投放在 KOL 推广。根据微博快手抖音等平台官方数据，2019 年入驻微博、快手和抖音的企业快速增长：以快手为例，截至 2019 年年中快手商家号用户超 60 万，未

来仍将新增 100 万商家用户。

图 5：广告主对社会化营销投放意愿调研



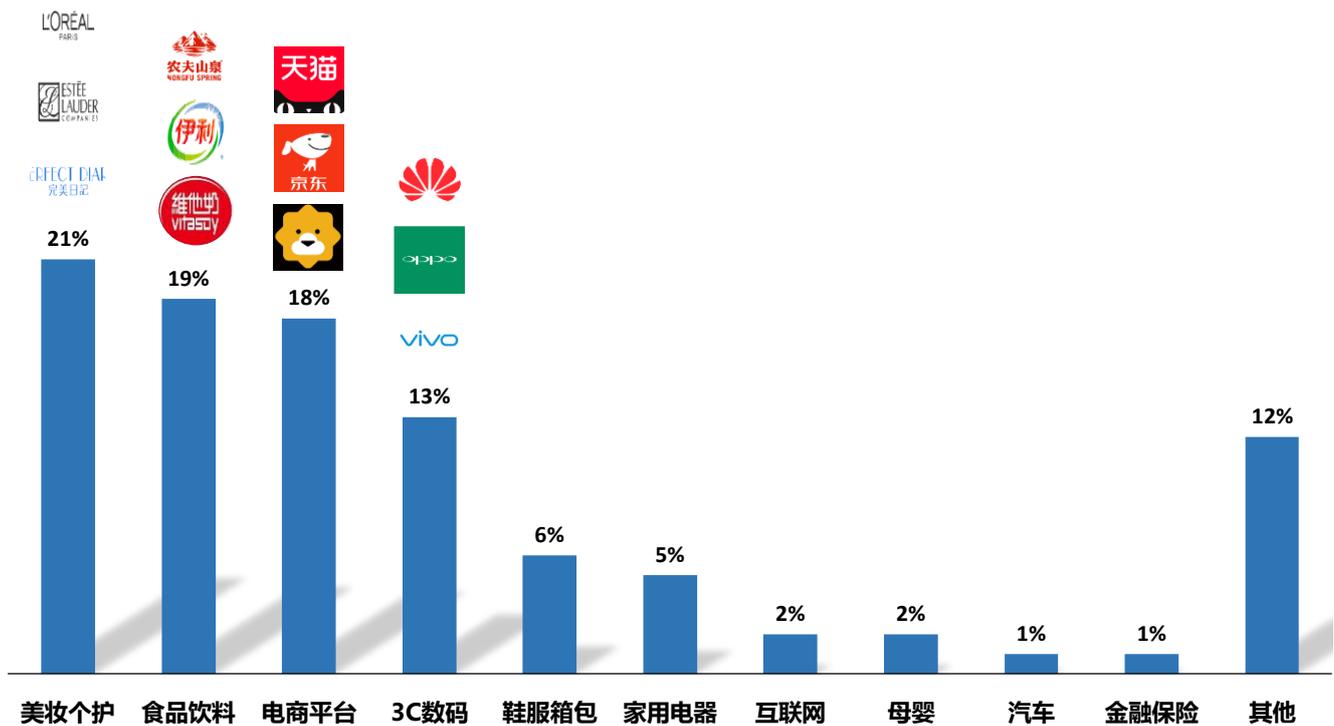
资料来源：秒针系统广告主调研，民生证券研究院

图 6：微博快手抖音平台入驻企业数量一览



资料来源：克劳锐，民生证券研究院

图 7：2019 年 KOL 投放金额 TOP10 行业分布及代表性品牌



资料来源：克劳锐，民生证券研究院

## （二）析原因：流量爆发+商业化加速+效果显著是 KOL 营销高速增长三大驱动力

我们认为 KOL 营销保持高增长的核心驱动有三点：

看供给：短视频及社区类 APP 流量爆发和内容高增长是基石。在互联网红利日趋见顶的背景下，短视频平台一枝独秀。2019 年以抖音快手为代表的平台日活用户量和时长呈现爆发式增长，同时各平台头部活跃 KOL 账号数量同比高增，新的流量和内容的爆发带来用户

注意力的转移，为新型营销形式的产生奠定基石。

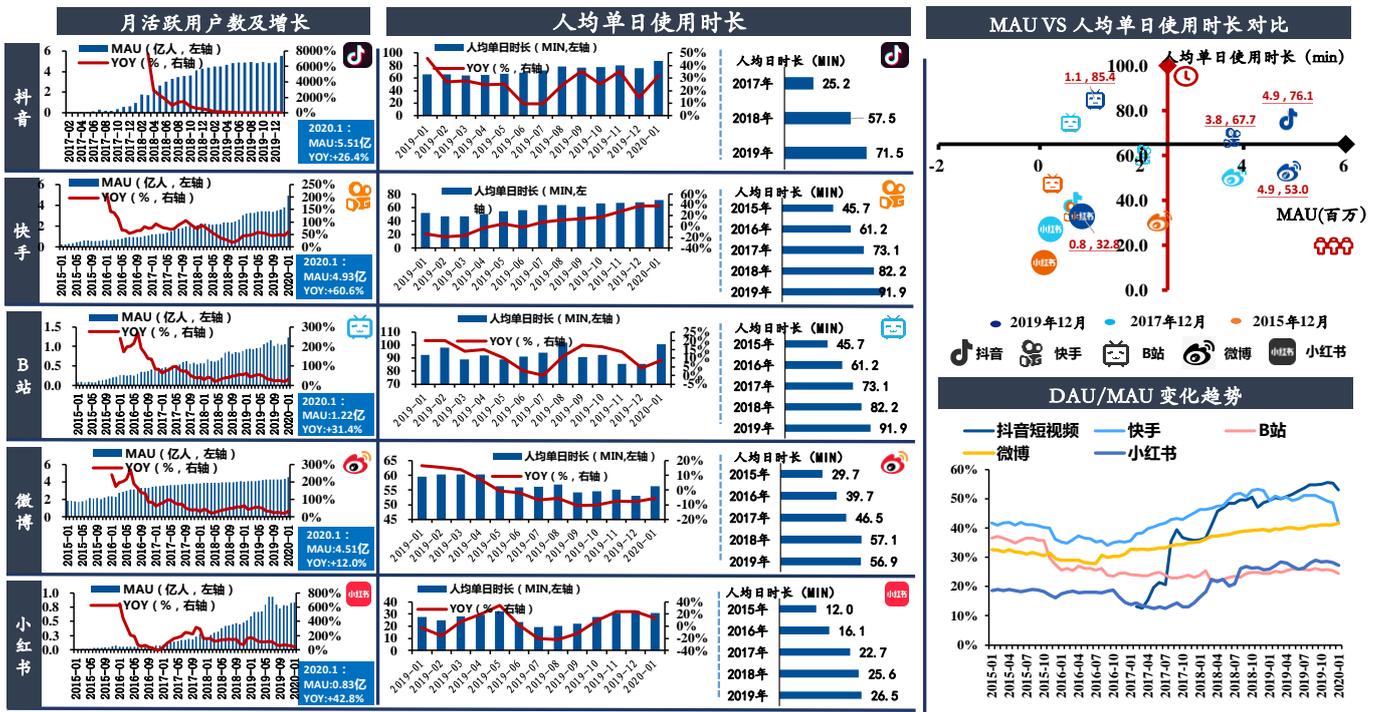
**看基础设施：各大平台持续探索高效而多元化变现模式是催化。**流量和内容的高增为 KOL 营销提供了充足的供给，各平台商业化的持续探索是加速器。2018~2019 年是抖音快手等平台加速流量商业化变现的两年：针对 KOL 营销，快手、抖音、小红书、B 站相继推出官方的交易平台，繁荣 KOL 营销生态；针对电商、直播等变现模式，各大平台亦通过和头部电商平台合作或者自建基础设施的方式加速变现过程。

**看效果：KOL 营销对品效的兼顾是广告主加大投放力度的保障。**与中心化平台流量逻辑不同，KOL 营销以人为中心，基于粉丝对 KOL 的高度信任和 KOL 对粉丝需求的了解，一方面品牌可借助 KOL 实现精准的品牌推广，另一方面利用抖音快手等平台的电商化工具可同时实现交易转化，高效实现品牌的“种草”和交易。

### 1、看供给：短视频是 2019 年移动互联网仍享有流量红利的子行业

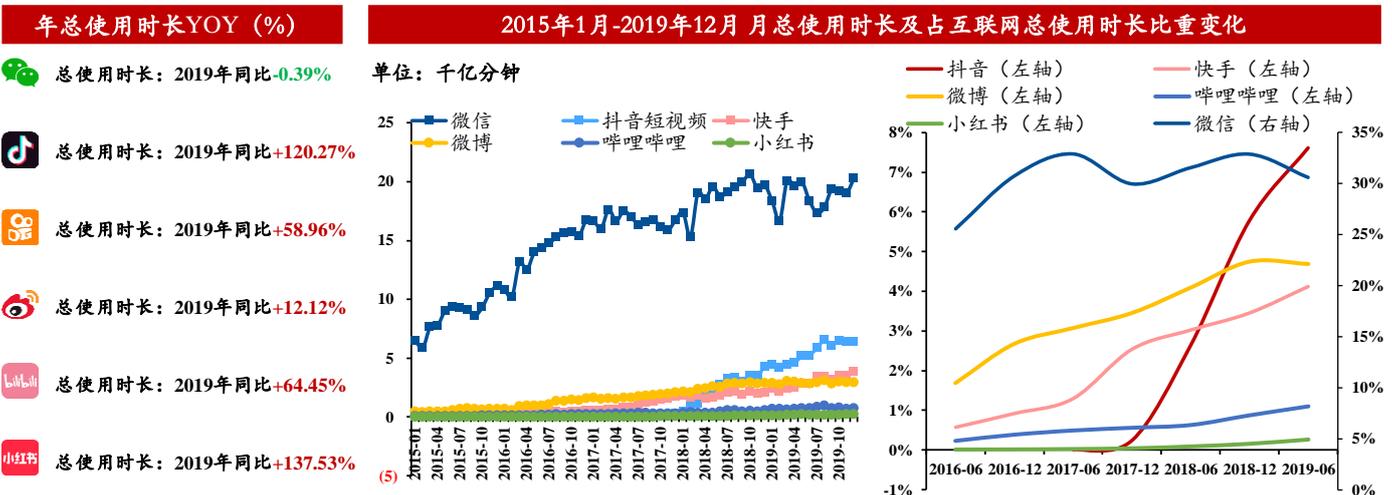
短视频和社区类 APP 是互联网红利尾声背景下仍享有流量红利的高增长行业。我们统计了几家主要的新媒体平台——抖音、快手、B 站、微博、小红书过去三年的用户数（月活用户数指标）、粘性（日人均使用时长和 DAU/MAU）和总使用时长三个维度的数据。从月活用户看：抖音、快手、B 站、微博、小红书五家平台 2020 年 1 月的 MAU 及同比增速分别为 5.5 亿 (YOY+26.4%) /4.9 亿 (YOY+60.6%) /1.2 亿 (YOY+31.4%) /4.5 亿 (YOY+12.0%) /0.8 亿 (YOY+42.8%)，活跃用户仍保持高速增长；从用户粘性看：抖音、快手、B 站 2019 年人均单日使用时长持续提高，抖音、快手、小红书 2019 年 DAU/MAU 持续提高，短视频和社交 APP 用户粘性不断增强；从用户总使用时长看：尽管抖音、快手、B 站等平台总时长仍与微信有显著差距，但增长迅速，预计抖音+快手+B 站+微博+小红书 2019 年底占互联网总使用时长超 20%，且比例仍将提升。

图 8：自上而下看增量：短视频行业 2019 年流量持续爆发



资料来源: Questmobile, 民生证券研究院

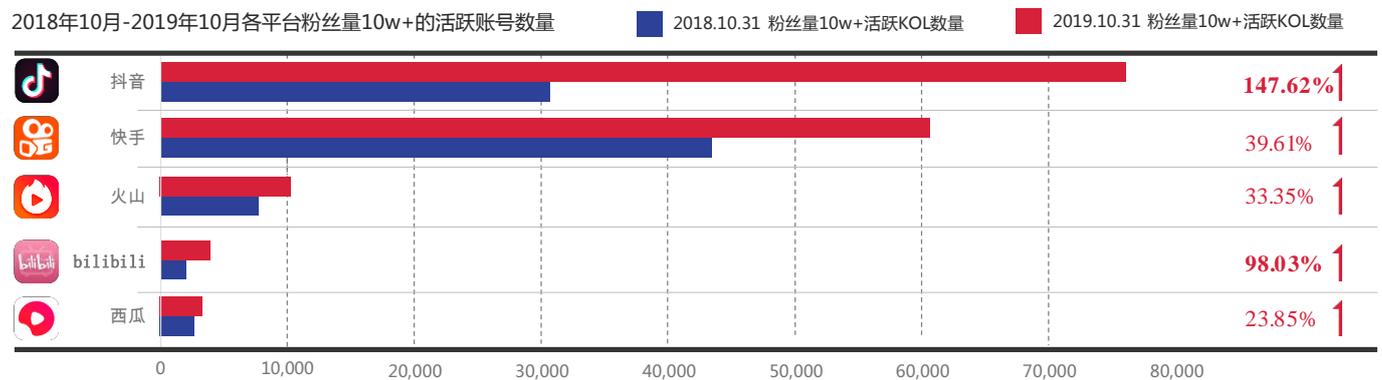
图 9：微信抖音快手微博 B 站小红书 2015~2019 年月总使用时长及占互联网总使用时长比重变化



资料来源: Questmobile, CNNIC, 民生证券研究院

活跃 KOL 账号的数量过去一年亦有高增长。根据卡思数据,截至 2019 年 10 月底抖音、快手、B 站平台拥有 10w+ 粉丝的 KOL 数量分别增长 148%/40%/98%, KOL 是新媒体营销基本的媒介单位, 活跃 KOL 数量的增多为新媒体营销行业带来充足的内容供给。

图 10: 看供给——几大短视频平台粉丝量 10w+ 的 KOL 数量: 过去一年同比高增长



资料来源: 卡思数据, 民生证券研究院

注: 活跃KOL: 指30日内更新视频数≥1条的KOL数量, 不代表全部KOL数量。数据统计周期: 2018.10.31-2019.10.31

## 2、看基础设施: 平台持续探索广告、电商、直播等多元变现模式

**看基础设施:** 各大平台持续探索高效而多元化变现模式是催化。流量和内容的高增为 KOL 营销提供了充足的供给, 各平台商业化的持续探索是加速器。2018~2019 年是抖音快手等平台加速流量商业化变现的两年: 针对 KOL 营销, 快手、抖音、小红书、B 站相继推出官方的交易平台, 繁荣 KOL 营销生态; 针对电商、直播等变现模式, 各大平台亦通过和头部电商平台合作或者自建基础设施的方式加速变现过程。

图 11: 各大平台针对 KOL 营销推出的交易平台及各平台典型 KOL 及 KOL 报价一览

平台	抖音	小红书	微博	微信	B站	快手
交易平台	星图 上线时间: 2018年9月	品牌合作平台 上线时间: 2019年1月	微任务 上线时间: 2012年9月	无 未来: 视频号?	花火 上线时间: 预计2020年	快接单 上线时间: 2017年9月
平台代表 KOL	陈翔六点半 粉丝数: 4298万 1-20s视频: 25万元 千粉丝价: 5.8元	Pony 朴惠敏 粉丝数: 533万 图文笔记: 15万元 千粉丝价: 28.1元	微博搞笑排行榜 粉丝数: 5689万 原发价: 13.4万元 千粉丝价: 2.4元	有书 有书 粉丝数: 18000万 图文首条: 84.9万元 千粉丝价: 4.7元	Papi酱 粉丝数: 466.7万 动态转发: 38万元 千粉丝价: 81.4元	AG超玩会梦泪 粉丝数: 679万 刊例价: 15万元 千粉丝价值: 22.1元
	一禅和尚 粉丝数: 4289万 1-20s视频: 21万元 千粉丝价: 4.9元	Ritatawang 粉丝数: 356万 图文笔记: 24.5万元 千粉丝价: 68.8元	中国新闻周刊 粉丝数: 5598万 原发价: 4.1万元 千粉丝价: 0.7元	同程旅游网 粉丝数: 3600万 图文首条: 61.5万元 千粉丝价: 17.1元	王咩阿 粉丝数: 132.2万 原创视频: 5万元 千粉丝价: 98.3元	董新尧 粉丝数: 533万 刊例价: 3.3万元 千粉丝价值: 6.2元

资料来源: 星图平台, 微任务, B站等, 民生证券研究院

**表 1: 以抖音快手为例——头部平台 2018~2019 年加速商业变现进程**

变现模式	营销		电商		直播		游戏		
	平台	抖音	快手	抖音	快手	抖音	快手	抖音	快手
2018 年		<b>抖音营销变现元年:</b> 自年初与头条系广告系统打通推出信息流广告平台后,先后推出主打 <b>KOL 营销的“星图平台”</b> 、主打 <b>品牌号运营的“蓝 V 体系”</b> 建立起营销生态闭环	召开 Fe+大会,正式发布营销平台;整合 <b>信息流、KOL、商家号</b> 业务,并推出灵动计划、快手运营学院、快享计划、燎原计划等,以加速商业化进程	3 月,与淘宝打通合作,粉丝量百万级账号试水购物车带货;12 月,购物车权限全面放开,在完成相应的任务后,人人皆可带货	6 月,与有赞合作并推出快手小店,同期上线“魔筷 TV”播小程序 12 月,升级快手小店,打通第三方平台包括淘宝、有赞及魔筷星选,并推出电商服务市场	2 月,抖音直播与工会合作,招募首批主播 7 月,直播功能正式上线,并招募直播公会 12 月,开启为期 18 天的“iDOU 直播嘉年华”,正式进军直播	7 月,推出 PC 端游戏直播平台,并大力招募 MCN 机构和游戏主播	8 月,推出“小游戏开发平台”;10 月,投资“朝夕光年”,逐步试水游戏独代、发行、研发	1 月,推出“快手小游戏”,五月改名“电丸”,同期推出《快手斗地主 3D》和《快手跑跑乐》两款游戏
2019 年		字节跳动对旗下产品、平台进行整合升级,建立以 <b>巨量引擎为纽带的信息流矩阵,以星图为纽带的 KOL 营销矩阵,和以蓝 V 为纽带的品牌矩阵,再加上小程序为中心的效果矩阵</b>	商家号全面升级并引入服务商,以加速品牌入驻,提升服务体验 11 月“快说车频道”上线,专业服务下沉市场车企营销	与淘宝深度合作,通过小程序打通头条自有商城、京东、唯品会、苏宁、小米等电商平台,并且通过各类运营活动,带动商家蜂拥而至	快手小店推出作品推广功能,并陆续与京东、拼多多,以及微信平台打通合作,全面支持小程序带货	4 月,抖音、西瓜、火山联合召开 LIVE 公会大会,意图搭建直播大中台,给予直播更大流量扶持;11 月,发布星耀计划调整直播政策,以扩大直播盘子,优化直播生态	7 月,上线游戏内容聚合页,给予游戏内容更大曝光量 9 月,“音悦台”开启直播运营,建立音乐类直播独立入口	2 月,上线首款小游戏——“音跃星球”,4 月起,独代/发行的多个小游戏霸榜 Appstore: 6 月,成立“绿洲计划”,自研重度游戏	与腾讯游戏深度合作 3 月,推出游戏直播 APP——电喵;7 月,上线游戏内容聚合页,推出“百万游戏创作者扶持计划”

资料来源: 各公司官网, 民生证券研究院

### 3、看效果: KOL 营销对品效的双重保障是广告主加大投放力度的核心驱动

**复盘广告行业 40 年: 媒介演变的同时, 对品牌效果的双诉求成为广告投放的主流趋势。**

**从媒介形式演变来看:** 广告核心购买的是消费者的注意力, 因此主流媒介的变迁带来广告形式的变迁。从传统的户外广告、报刊广告、电视广告发展至当前的 KOL 软植入、抖音挑战赛等广告形式, 背后是媒介从报刊→电视→PC 互联网→移动互联网的演变。**从广告主诉求演变看:** 追求效果是亘古不变的话题。即便是占领心智的品牌广告, 最终目的也是为形成销量转化。在传统广告时代, 由于数据化工具缺乏, 广告投放难以评估效果, 因此品牌广告为主流; 进入互联网时代, 技术层面对广告效果的探索不断成熟, 广告主讲究“品效合一”, 在实际投放过程中品牌和效果之间的界限也愈加模糊。

图 12: 复盘广告行业 40 年: 媒介演变的同时, 对品牌效果的双诉求成为广告投放的主流趋势



资料来源: 民生证券研究院整理

**KOL 营销对品效的兼顾是广告主加大投放力度的保障。**与中心化平台流量逻辑不同, KOL 营销以人为中心, 基于粉丝对 KOL 的高度信任和 KOL 对粉丝需求的了解, 一方面品牌可借助 KOL 实现精准的品牌推广, 另一方面利用抖音快手等平台的电商化工具可同时实现交易转化, 高效实现品牌的“种草”和交易。

图 13: 以珀莱雅泡泡面膜为例解读 KOL 营销投放策略



资料来源：卡思数据，民生证券研究院

### （三）看趋势：预计未来三年行业仍可保持 30%以上复合增速

商业化的进程通常滞后于流量增长，我们预计未来三年是 KOL 营销商业化加速和成熟的三年：

**流量维度：**天花板已近，预计未来时长和用户增速均逐渐放缓。根据前文数据分析，2017~2019 年是抖音、快手、B 站等短视频和社交类平台高速增长的三年，2020 年 1 月抖音和快手的 MAU 分别达 5.5 亿和 4.9 亿，尽管目前整体仍保持 30% 以上增速，但增速已在逐渐放缓。

**内容维度：**各平台自 2019 年起重点发力垂类内容。自 2019 年起抖音快手 B 站等平台分别发布一系列扶持计划发力垂类内容（教育、游戏、汽车、科技等），未来平台 KOL 将向更垂直化专业化方向发展，KOL 的商业变现价值将不断提升。

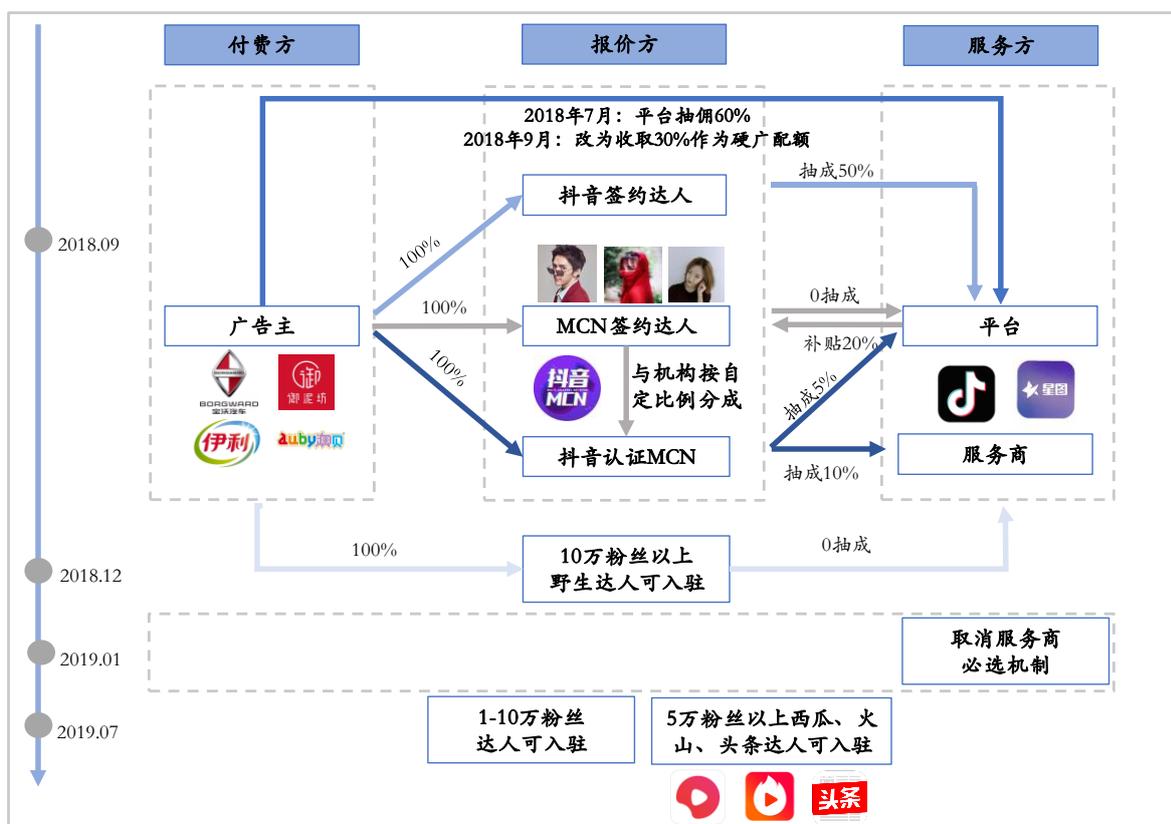
**商业变现维度：**2018 年来各平台完善交易系统加速商业化，目前各平台商业化日益成熟。以抖音平台为例，抖音于 2018 年 9 月份上线星图平台，上线至今针对佣金、入驻门槛等方面持续探索最佳商业化方式：①佣金率由最初直接抽佣 60%→购买 30% 的硬广配额→只收 5% 的服务费，佣金率下降让利广告主；②达人入驻门槛由仅允许签约达人入驻→10 万粉丝以上原生达人开放→邀请 1~10 万粉丝的抖音达人入驻进行探店任务→西瓜火山及头条 5 万粉丝

以上达人开放，入驻门槛降低增加 KOL 供给。

广告主维度：预计广告投放预算持续向新媒体端倾斜。广告主投放预算将随平台商业化的不断成熟和新媒体营销投放效果的持续验证不断向新媒体渠道倾斜。

我们认为 KOL 营销行业商业化的不断成熟及广告主广告投放预算持续向新媒体倾斜是未来三年行业保持高增长的主要驱动力，预计 KOL 营销市场未来三年仍可保持 30% 以上复合增速。

图 14：抖音 KOL 营销产业链及抖音平台相关政策变化趋势图



资料来源：星图平台，民生证券研究院

## 二、公司在行业内的竞争地位如何？

天下秀是国内较早进入新媒体/KOL 营销行业的企业之一，深耕新媒体营销十余年，目前在国内 KOL 营销行业的营收规模和市占率居于第一位。公司成立之初依托微博平台开展社交 KOL 营销业务，经过多年沉淀，目前已构建 WEIQ、SMART、TOPKLOUT 克劳锐和 IMsocial 红人加速器四大平台，覆盖了为中小企业提供红人广告投放工具、为大型企业提供综合解决方案、为红人搭建价值评估体系，为红人成长孵化赋能的红人经济全链路，组成了体系完整的红人经济“齿轮”。公司 2019 年营收实现 19.8 亿规模，同比增长+63.5%，其中新媒体营销客户代理业务营收 17.08 亿元，占比 86.4%，同比增长 89.2%。公司新媒体营销客户代理业务自 2016 年至今持续高增长，2016~2019 年 CAGR 达 88.7%。

### （一）公司概况：搭乘新媒体营销行业红利，最早布局 KOL 营销

公司成立于 2009 年，是国内较早进入新媒体营销行业的企业之一，目前在国内新媒体营销代理行业规模和市占率居于第一位。**看历程：**公司 2009 年开始布局营销业务，2010-2013 年相继上线数据检测系统和 WEIQ 云平台，通过技术升级优化产品矩阵；依托技术优势，客户类型从零售等传统企业扩展到电商等互联网公司。**看产品：**公司目前主业有新媒体广告交易系统和新媒体营销客户代理服务，前者对接微任务平台，连接广告主与微博达人，提供技术支撑并收取服务费；后者覆盖微博、微信、抖音、小红书等多个自媒体平台，通过制定和实施推广策略实现广告精准投放和效果监测。**看融资：**公司为基于大数据的企业服务类公司，从 A 轮至 IPO 前，大型 PE 公司如软银赛富，互联网巨头如新浪微博，及金融服务企业如摩根士丹利等均有入局。

图 15: 公司发展历程梳理



资料来源：公司公告，公司官网，民生证券研究院

## (二) 业务简介：交易系统依托微博平台，新媒体营销搭乘行业红利

公司业务主要分为两大板块：新媒体广告交易系统服务和新媒体营销客户代理服务。新媒体广告交易系统服务主要依托微任务系统，2019年该业务实现收入 2.69 亿元，同比-12.03%，占营收比重下滑至 13.6%。

- **微任务：**对接微博平台的广告主和自媒体，解决广告主的微博自媒体推广需求，并帮助微博自媒体实现价值变现。广告主端通过微任务入口自行下单，微博授权开通微任务的自媒体账号则可以在微任务中自行接单。

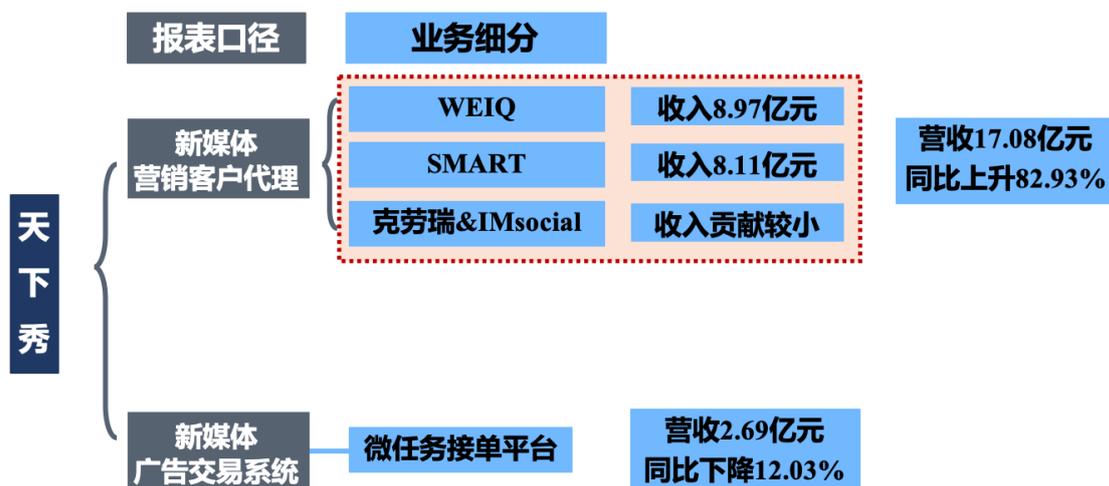
新媒体营销客户代理服务主要解决广告主跨平台投放和精准投放的需求，2019年实现营业收入 17.08 亿元，同比增长 89.2%，占比 86.4%，旗下主要有四大产品：

- **WEIQ 系统：**公司自主研发的广告主和自媒体管理系统，覆盖多个新媒体平台，实现多平台自媒体碎片化供给的资源整合。自 2013 年上线，WEIQ 系统聚集了微博、微信、抖音、小红书等不同平台的自媒体资源，并积累了一定的广告行业营销数据。
- **SMART：**公司旗下专业面向品牌客户提供社交全案服务，制定并执行社会化营销策略的平台，主打品牌广告，截止 2013 年，平台已积累 270+国内外知名品牌客户。
- **克劳锐：**2014 年上线，由 IMS 联合微博、360、UC 联合组建的自媒体价值排行及版权经济管理第三方监测机构，提供自媒体大数据价值评估体系、商业价值判定、

行业观察报告及版权经济管理等一系列一站式综合服务。

- **IMSOCIAL 红人加速器**：2019 年上线，为入驻达人和机构提供网红培训、商业托管、IP 孵化、品牌传播、资本对接、工商咨询等一站式解决方案。

图 16：天下秀收入结构示意图

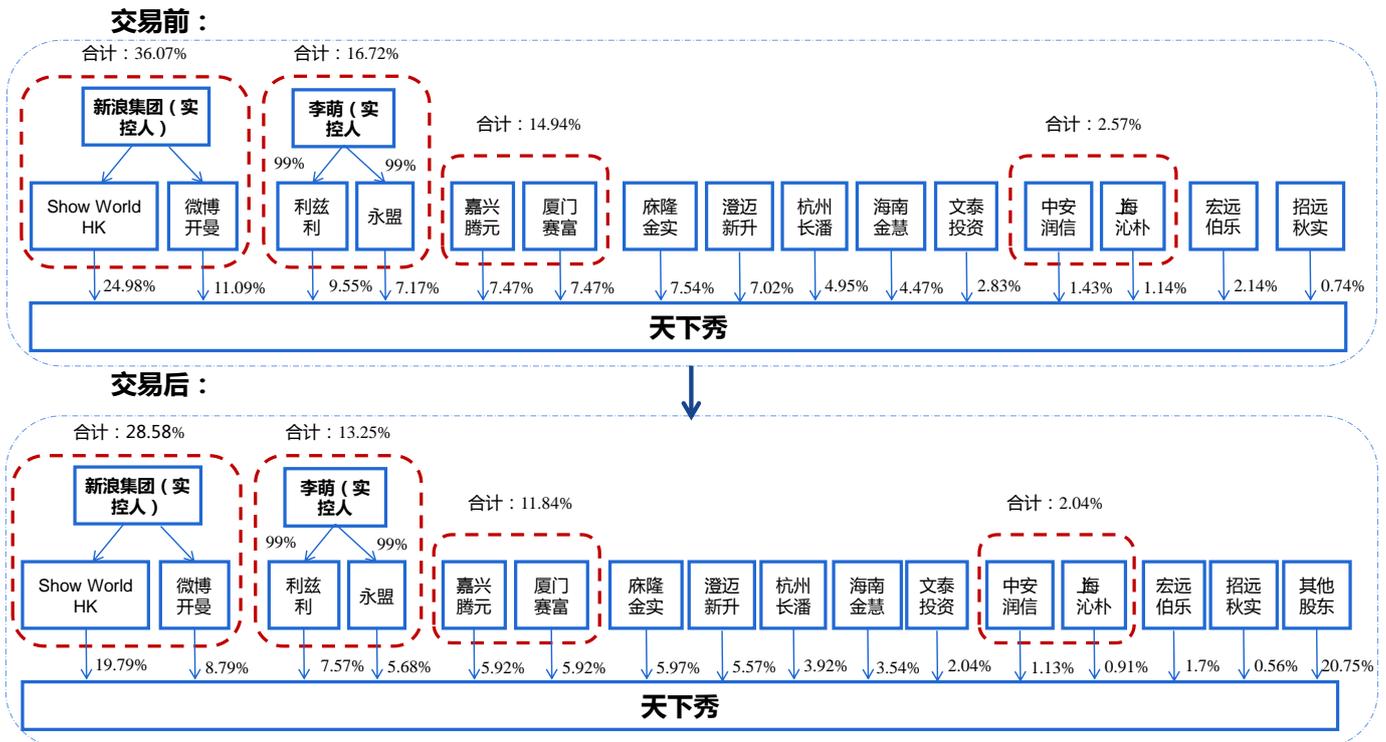


资料来源：公司公告，公司官网，民生证券研究院

### （三）股权结构：实控人为新浪集团和创始人李檬

公司实际控制人为新浪集团和创始人李檬。新浪集团为天下秀最大股东，分别通过 SHOW WORLD 和微博持有公司 19.79% 和 8.79% 股份，合计持股 28.58%。公司创始人李檬分别通过利兹利及永盟投资持有公司 7.57% 和 5.68% 股份，合计持股 13.25%，目前为公司第二大股东。

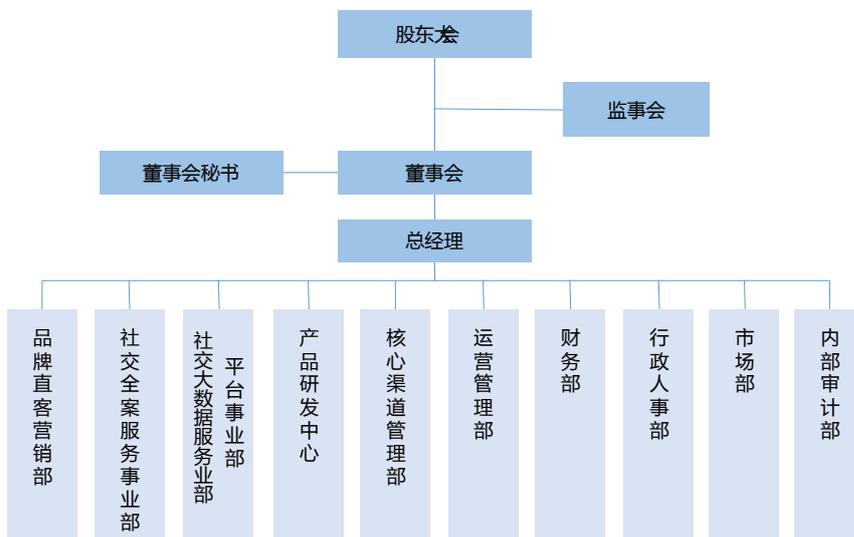
图 17: 公司股权结构示意图



资料来源：公司公告，公司官网，民生证券研究院

公司主要职能部门有社交全案服务事业部、社交大数据服务平台事业部、社交大数据服务平台事业部和产品研发中心（又包括 WEIQ 开发部和微任务开发部等多个部门）。社交全案服务事业部主要对接品牌客户，为品牌客户提供全案服务；社交大数据事业部主要基于 WEIQ 平提供相关大数据分析；核心渠道管理部负责广告及公关公司客户开拓；产品研发中心负责现有技术产品的开发和改进。

图 18: 公司管理结构示意图



资料来源：公司公告，公司官网，民生证券研究院

### 三、主业详解：交易系统业务依托微博经营稳健，客户代理业务预计未来维持高增长

(一) 新媒体营销客户代理：行业高成长红利，预计未来三年复合增速超 50%

#### 1、业务模式：品牌主和 KOL 红人之间的平台中介

新媒体营销代理服务依托 WEIQ 及 SMART 等平台，帮助广告主进行微博、微信、抖音、小红书等新媒体平台的广告投放。**看运营模式：**公司依托四大产品，从广告投放、品牌营销、数据建设、红人孵化四方面构建营销生态体系：广告投放——通过 WEIQ 系统实现广告主在微博、微信、短视频、直播、音频等多个新媒体平台的广告投放需求；品牌营销——主要面向大品牌客户，通过 SMART 系统实现品牌客户品牌知名度提升、用户粘性增加的需求；数据建设——通过克劳锐提供自媒体价值排行与效果监测，实现广告主量化广告效果的需求；红人孵化——通过 IMSOCIAL 红人加速器发力红人与 MCN，完善营销生态体系。**看盈利模式：**公司向下游 KOL 采购媒体资源，向品牌客户、代理商及中小客户提供新媒体 KOL 广告投放服务。**看现金流模式：**对上游客户——中小客户广告投放需预付款，品牌客户或优质代理商客户可享受 0~8 个月账期；对下游 KOL 自媒体——公司对微信、抖音等渠道的非 WEIQ 系统注册的自媒体供应商采取预付款模式，以销定采，账期通常在一个月以内。

图 19：新媒体营销客户代理服务业务模式



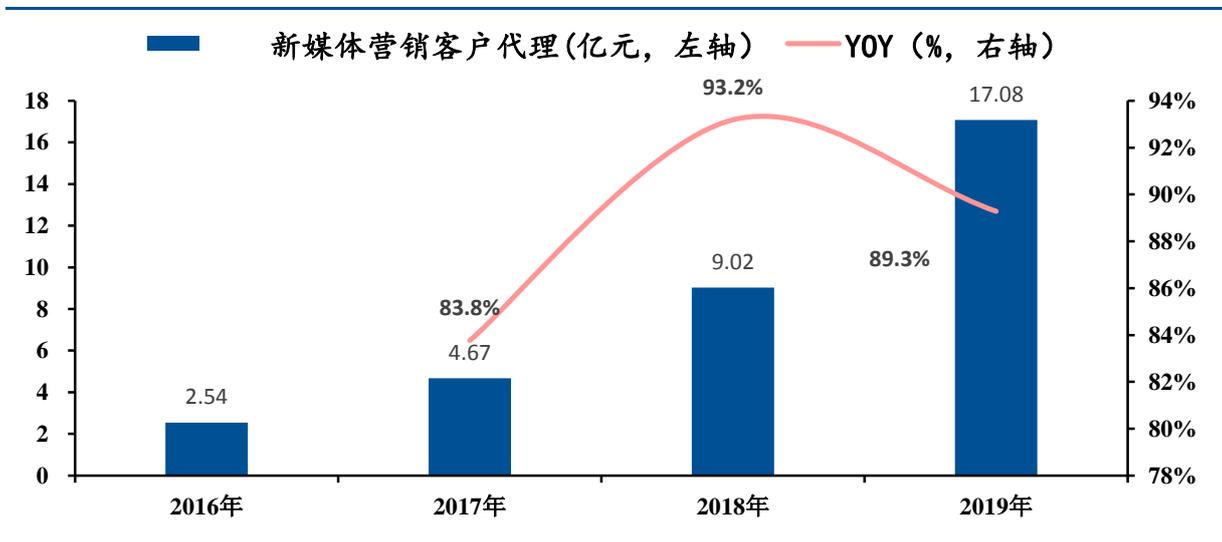
资料来源：公司公告，公司官网，民生证券研究院

#### 2、财务表现：2019 年营收 17 亿占比 86%，2016~2019 年 CAGR 超 80%

新媒体广告代理业务四年营收符合增速超 80%。2016-2019 年公司新媒体营销客户代理业务收入分别为 2.54、4.67、9.02 和 17.08 亿元，2016~2019 年 CAGR 超 80%，占营收比重由 53.4% 提升至 86.4%，是目前最主要的营收来源。2016~2019 年毛利率从 35.2% 下降到 2019

年的 25.7%，主因来自品牌客户和代理商客户的收入快速增长，品牌客户和代理商客户相较中小客户毛利率水平相对较低，整体毛利率水平有所下降。

图 20：2016 年-2019 年新媒体营销客户代理业务营收及同比增速变化趋势



资料来源：公司公告，民生证券研究院

表 2：新媒体营销客户代理业务拆分相关指标

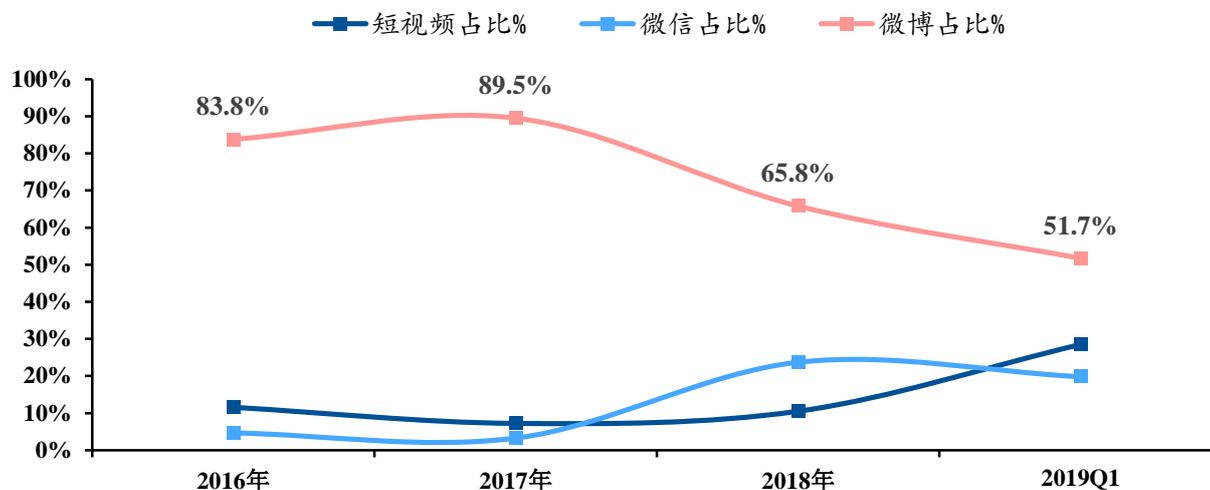
项目(亿元)	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
新媒体营销客户代理	2.54	4.67	9.02	17.08
YOY		84%	93%	89%
毛利率	35.2%	35.9%	28.9%	25.7%
媒体资源采购/代理业务营收	0.61	0.62	0.70	0.73
职工薪酬	0.04	0.07	0.10	0.14
服务器托管费	0.00	0.00	0.01	0.03
房租水电	0.00	0.01	0.01	0.01
其他	0.04	0.00		
媒体资源采购	1.56	2.92	6.30	12.51
其中：微博	1.30	2.61	4.14	
其中：微信	0.07	0.10	1.49	
其中：短视频及其他媒体	0.18	0.21	0.66	

资料来源：公司公告，民生证券研究院

### 3、媒体结构：微博仍为主要投放媒体，但短视频和微信占比逐渐提高

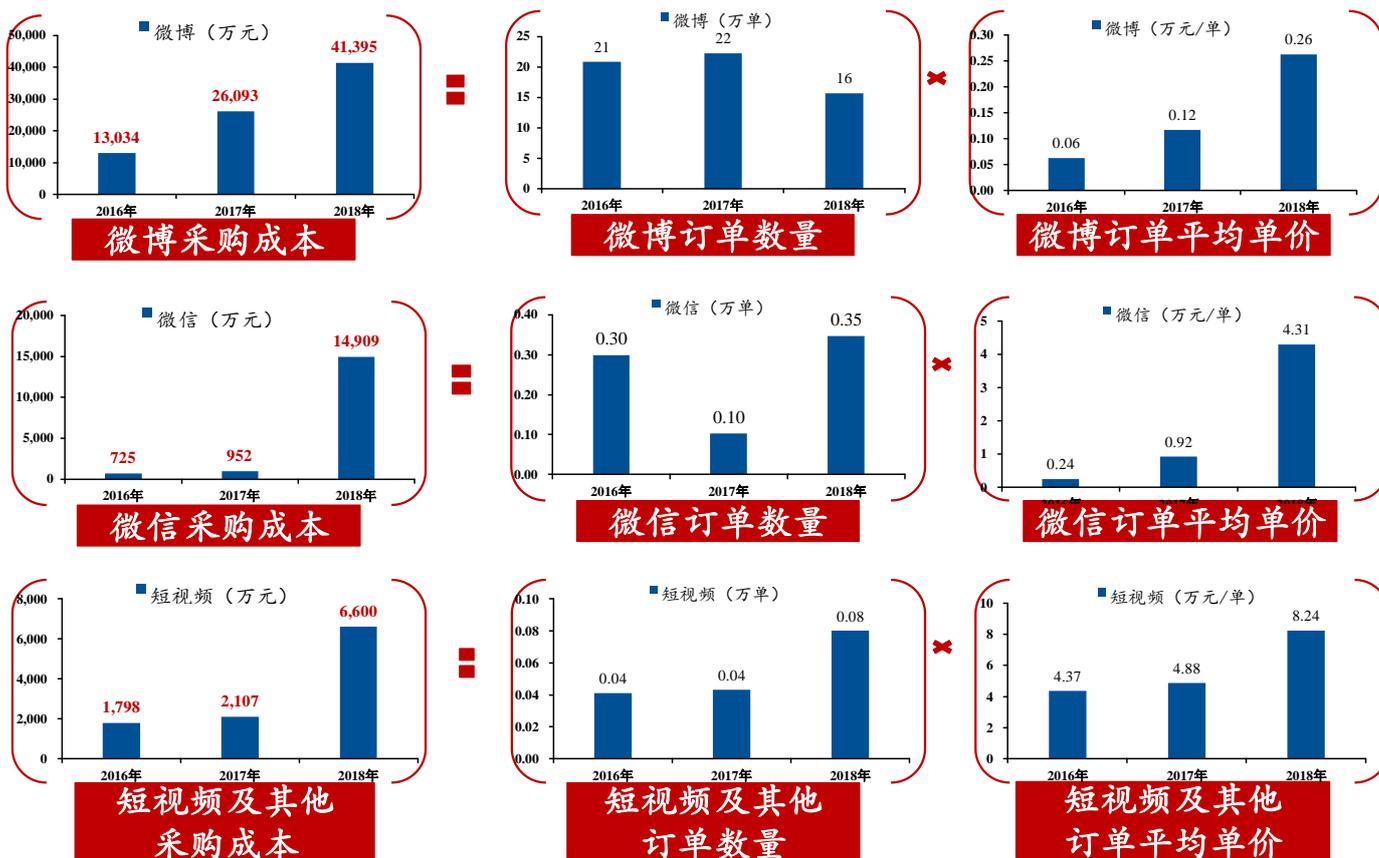
**微博仍为主要投放媒体，但短视频和微信占比逐渐提高。**微博平台：订单数量多平均单价低，计费为 CPT（按照发布次数计费）模式，微博平台采购额占比由 2016 年 83.8% 下降至 2019Q1 51.7%，对微博平台单一依赖度逐渐降低。公司过去几年微博渠道占比下降主要是因为微信、短视频等相关社交媒体的高速增长，客户需求趋于多元。**微信及短视频（主要为抖音小红书）平台：**2016~2018 年维持高增长，主因微信公众号及短视频渠道投放数量和投放金额均快速增长，微信平台采购额占比由 2016 年 4.7% 提升至 2019Q1 19.8%，短视频平台采购额占比由 2016 年 11.6% 提升至 2019Q1 28.5%。

图 21: 2016 年-2019 年 Q1 各渠道媒体资源采购额占比 (%) 变化趋势



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 22: 微博、微信、短视频其他媒体渠道分订单和单价示意



资料来源: 公司公告, 公司官网, 民生证券研究院

#### 4、客户结构：低毛利品牌客户占比提升，高毛利中小客户占比下滑

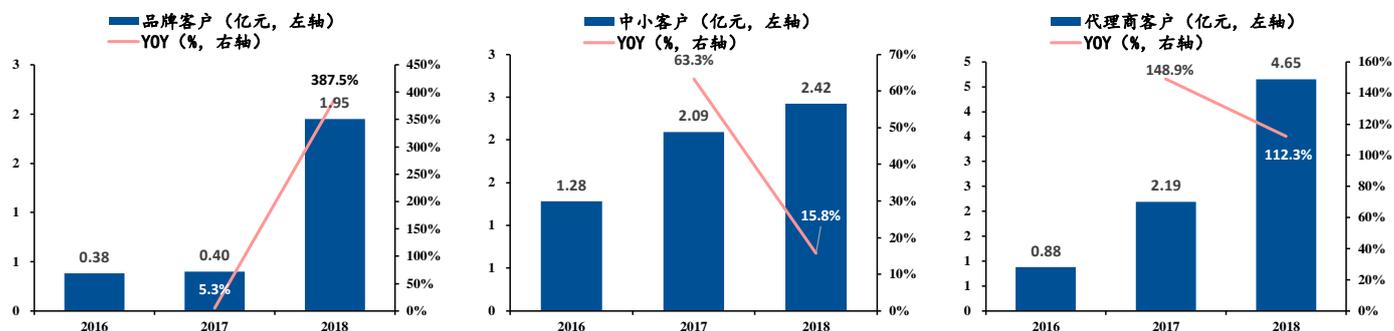
品牌客户扩展较快，中小客户毛利率略降。公司 2017 年品牌客户收入占比为 8.51%，2018 年上升为 21.58%，主要原因在于 2018 年企业发展重心转移，以品牌客户为主；在毛利率方面，品牌客户的毛利率相对最低，在于品牌实力越强，议价能力越强；为维持中小客户业务量增速，同时考虑到中小客户维护成本相对较低，天下秀对中小客户的定价进行了调整，导致中小客户 2018 年毛利率降低。

图 23：公司客户资源（官网披露，红框所示为公司主要品牌客户）



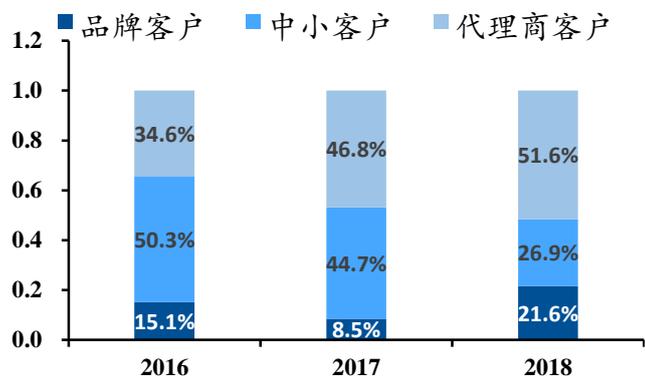
资料来源：公司官网，民生证券研究院

图 24：三类客户 2016~2018 年营业收入及同比变化趋势



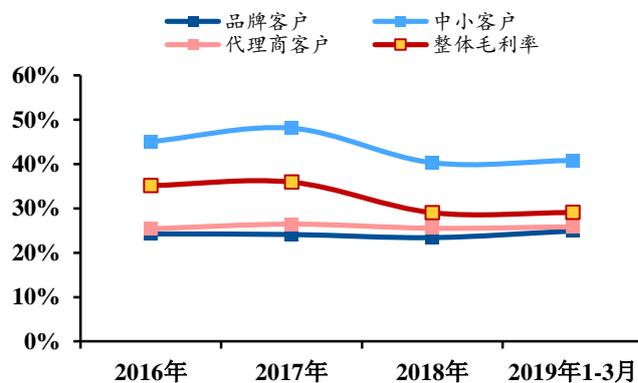
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 25: 2016~2018 年品牌、中小、代理商客户占比变化



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 26: 2016~2018 年品牌、中小、代理商客户毛利率 (%)

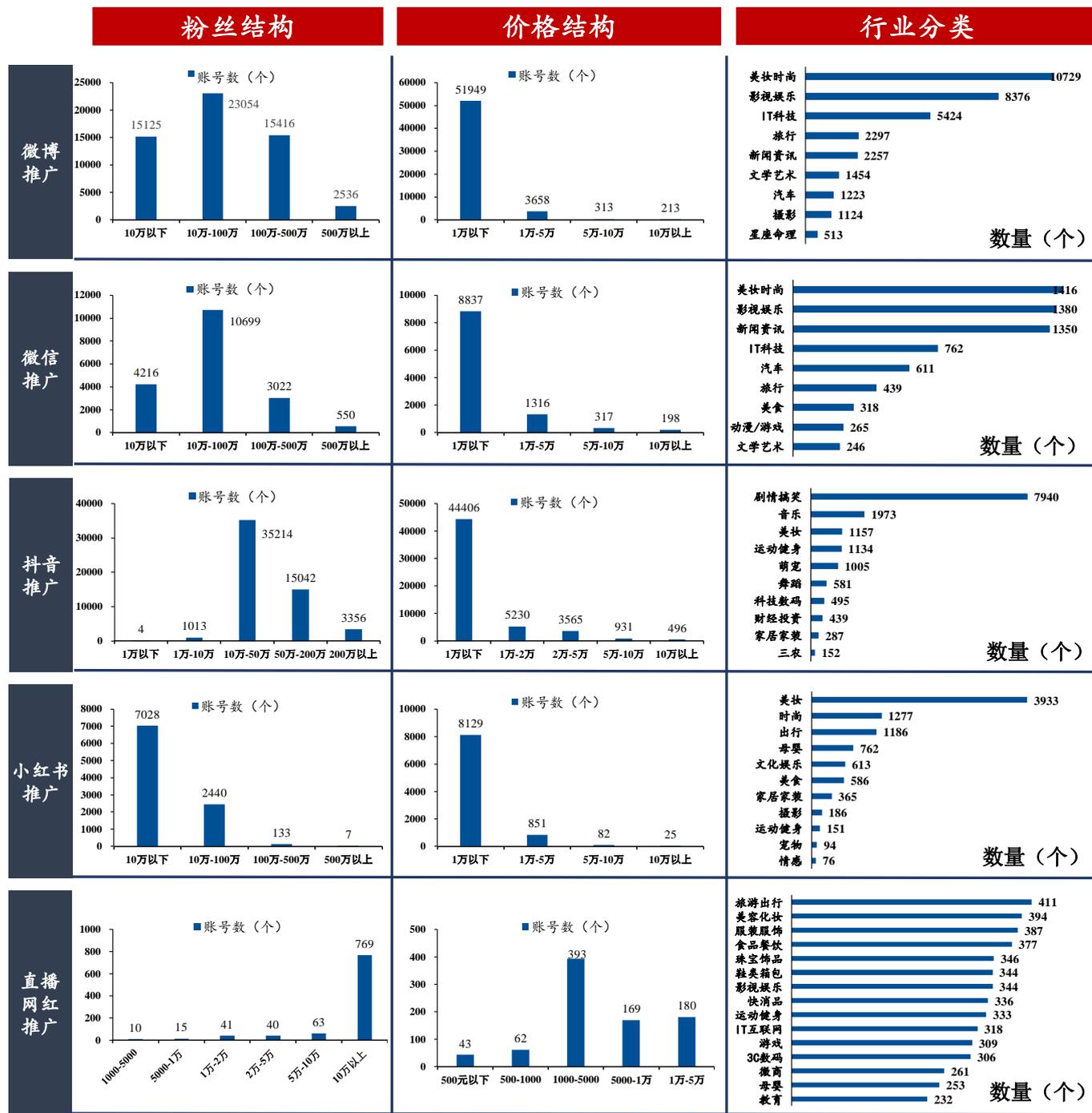


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

## 5、WEIQ 平台概览: 微博抖音微信小红书合计超 10 万 KOL

WEIQ 平台可提供微博、微信、抖音、小红书、短视频和直播网红等六大类别的 KOL 推广。目前微博平台共有 5.6 万 KOL, 粉丝数在 10 万~500 万的 KOL 人群占主流, 目前 90% 以上 KOL 的推广价格在 1 万元以下; 微信平台共有 1.8 万 KOL, 抖音平台共有 5.5 万 KOL, 小红书平台共有近 1 万名 KOL。

图 27: weiq 平台几类不同渠道的粉丝结构示意



资料来源: weiq平台, 民生证券研究院

## (二) 新媒体广告交易系统服务: 依托微任务, 按微任务交易总额的~30%分成

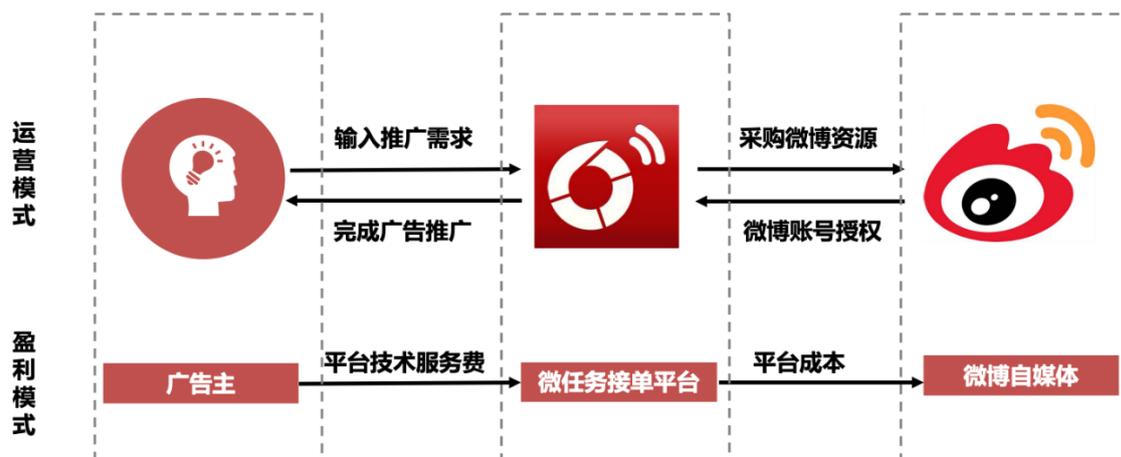
### 1、业务模式: 依托微任务平台, 微博 KOL 营销的独家代理商

公司广告交易系统业务依托微任务平台, 为广告主和 KOL 之间的交易提供撮合平台。

**运营模式:** 广告主登录微任务平台, 选择自媒体账号为其微博进行转发或直发并下单, 自媒

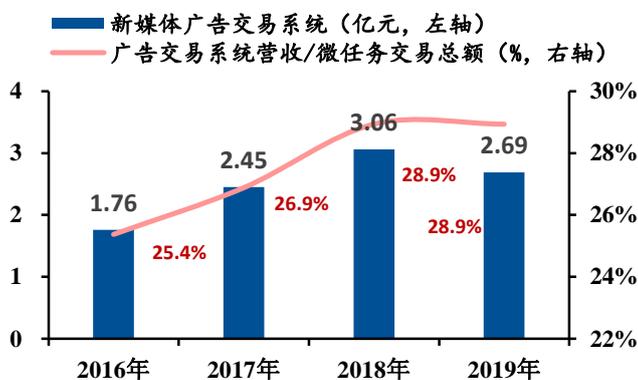
体账号接单后展示 24 小时即可完成任务获得收益，广告主支付广告费用。**盈利模式：**公司根据微任务平台交易总额的一定比例（~30%，因为涉及到返点，实际比例略低于 30%）收取技术服务费，并向新浪微博支付与微任务项目相关的平台分成成本（公司：微博≈4:6）。**现金流模式：**客户投放需预付款，目前客户与 KOL 之间交易的资金收付由新浪支付平台托管，交易完成后天下秀的平台技术服务费由支付平台转入天下秀，资金实时到账，无账期压力。

图 28：天下秀新媒体广告交易系统服务模式



资料来源：公司公告，公司官网，民生证券研究院

图 29：2016-2019 年广告交易系统营收及服务费率变化



资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：2019年广告交易系统营收占微任务交易额比例为估算值

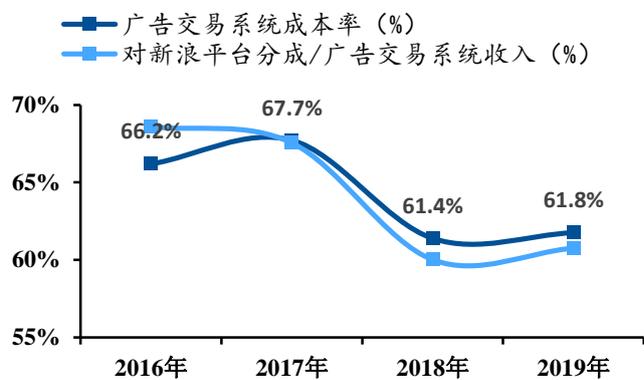
表 3：2015-2024 年天下秀与北京微梦签署的运营支撑费安排

微任务交易金额	运营支撑费	备注
<3 亿元	交易总额*0.5%	返点金额不足 100 万的部分不予计算
3-10 亿元	交易总额*1%	
10-15 亿元	交易总额*2%	
15-20 亿元	交易总额*2.5%	
>20 亿元	交易总额*3%	

资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 2、财务表现：2019 年营收增速由正转负，预计未来保持较低增速，毛利率 38%

图 30：2016-2019 年交易系统成本率及对新浪分成率趋势

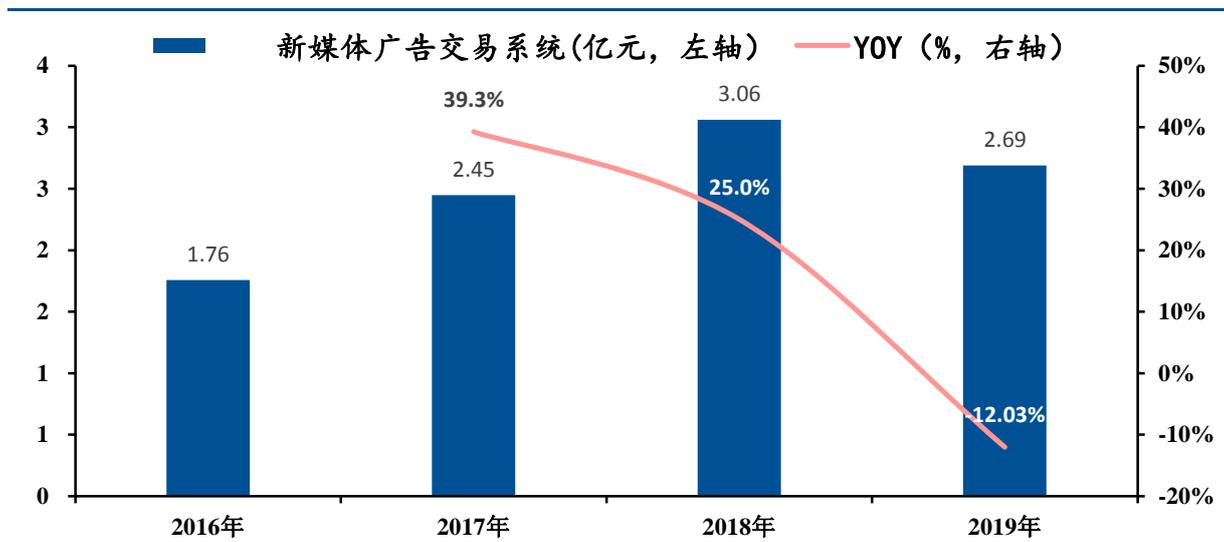


资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 预计未来保持稳定

2019 年营收增速由正转负，毛利率 38% 预计未来保持稳定。新媒体广告交易系统收入 2016-2019 年分别为 1.76、2.45、3.06 和 2.69 亿元，2019 年同比增速由正转负为-12.03%，我们认为主因微博平台流量红利逐渐消退，KOL 营销成交额下降所致。四年毛利率分别为 33.8%、32.3%、38.6%、38.2%，过去几年毛利率逐渐升高主因公司给客户的返点金额及比例逐年下降，2018 年开始不再给予客户返点，我们预计未来广告交易系统业务毛利率将保持稳定（假设新浪和公司之间的分成比例以及微任务平台的抽成比例保持不变）。

图 31：2016 年-2019 年新媒体广告交易系统业务营收及同比增速变化趋势



资料来源：公司公告，民生证券研究院

表 4：新媒体广告交易系统服务相关指标

项目(亿元)	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
新媒体广告交易系统	1.76	2.45	3.06	2.69
YOY (%)		39%	25%	-12%
毛利率 (%)	33.8%	32.3%	38.6%	38.2%
平台分成	1.21	1.65	1.84	1.63
职工薪酬	0.01	0.02	0.03	0.02
服务器托管费	0.00	0.00	0.01	0.00
房租水电	0.00	0.00	0.00	0.00
②交易系统收入/微任务交易总额 (%)	25.4%	26.9%	28.9%	28.9%
③平台分成/交易系统收入 (%)	68.6%	67.5%	60.0%	60.8%

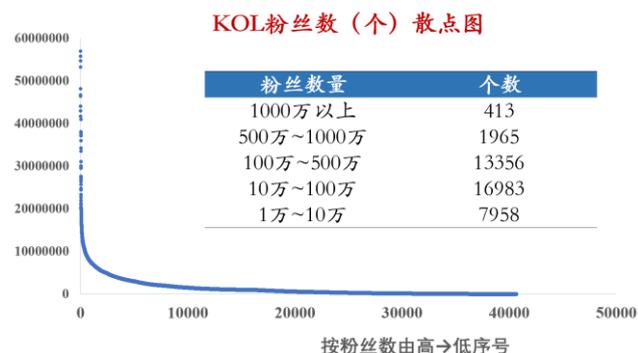
资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 3、从 KOL 达人数据看微任务平台：粉丝过万 KOL 超 4 万个，万粉丝平均单价 25 元

我们统计了微任务平台已有的 KOL 达人粉丝量、分类及报价等数据，以对微任务平台的达人结构有更进一步的了解。选取粉丝量大于等于 1 万人的达人为研究范围，截至统计日期，微任务平台上粉丝量在 1 万以上的达人共 40675 个，粉丝量在 1000 万以上/500~1000 万/100~500 万/10 万~100 万及 10 万以下的达人数量分别有 413/1965/13356/16983 和 7958 人。

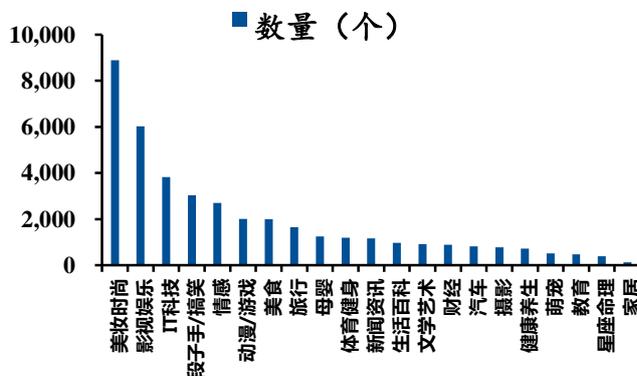
从达人所属的行业看：美妆时尚和影视娱乐行业达人数量最多，分别有 8891 人和 6026 人，家居和教育行业达人数量较少，分别为 135 人和 481 人。

图 32: 粉丝数 1 万以上 (含 1 万) 的 KOL 结构分布图



资料来源：微任务，民生证券研究院

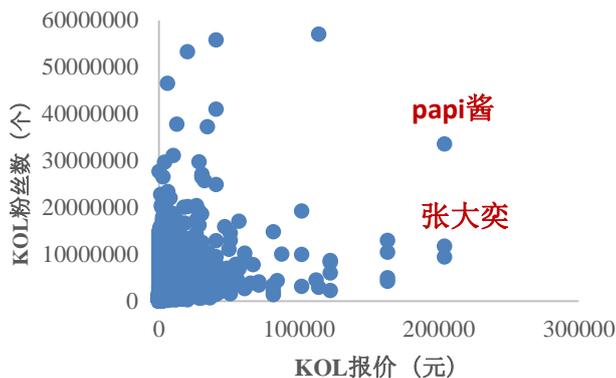
图 33: 粉丝数 1 万以上 (含 1 万) 的 KOL 行业分布图



资料来源：微任务，民生证券研究院

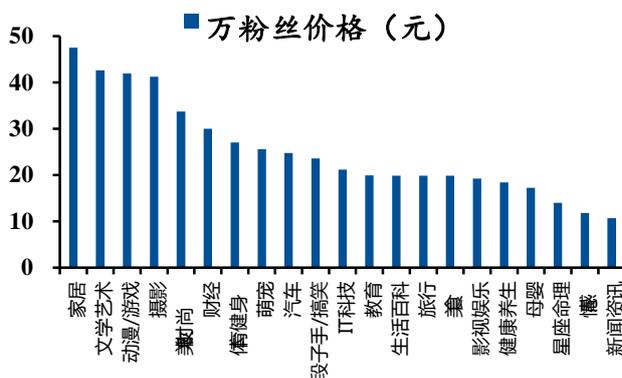
我们进一步对微任务平台上有接单信息的达人进行价格的相关统计，可以看出：KOL 的粉丝数和广告报价之间有较明显的正相关性，但并非单纯的线性关系。从单广告报价看，微任务平台报价最高的 KOL 分别是 papi 酱和张大奕，单条广告报价超 20 万。我们定义万粉丝价格为某 KOL 平均每万粉丝数量的广告价格 (价格/粉丝量\*10000)，可以看到：家居、文学艺术、动漫游戏品类的 KOL 万粉丝广告价值较高，在 40 元/万粉丝以上，新闻资讯、情感类 KOL 万粉丝广告价值相对较低，在 10 元/万粉丝左右。

图 34: KOL 报价与粉丝数关系散点图



资料来源：微任务，民生证券研究院

图 35: 不同行业 KOL 万粉丝价格一览



资料来源：微任务，民生证券研究院

## 四、KOL 营销代理与传统数字营销代理有何不同？

营销行业产业链为：广告主—营销服务商—媒介—消费者。上游广告主（需）决定了营销行业的规模，广告主的营销费用是广告行业稳定的收入来源；下游媒体（供）影响了营销方式和营销媒介的变迁；而媒介和营销方式的变迁又催生了对中游营销服务商需求的演变。

图 36：营销行业产业链一览：天下秀较早布局新媒体营销，目前营收规模和市占率均居行业首位



资料来源：民生证券研究院整理

从流量分发角度：**KOL 营销去中心化 VS 传统数字营销中心化**。KOL 营销代理商下游对接的“渠道”是 KOL 或自媒体，数量庞大且较为分散；传统数字营销代理商的下游是腾讯、百度、字节跳动等中心化的流量平台，下游平台集中，议价能力高。

表 5：以抖音平台为例对比中心化营销产品和去中心化营销产品

中心化营销产品		去中心化营销产品	
视频号	挑战赛	硬广、信息流产品体系	KOL 营销
播 V 企业	超级挑战赛	播 APP 开屏广告	播 图片平台
	品牌挑战赛	德流广告	
		DOU+	
		优量通	

资料来源：抖音，民生证券研究院

从代理商承担职能角度：**KOL 营销代理商可提供更多附加服务 VS 数字营销代理商更多充当通道价值**。KOL 营销代理的下游渠道较为分散，代理商的中介价值更加凸显，代理商更容易在单纯渠道采买的基础上提供诸如创意策划、投放方案制定等附加服务以提升中间代理商的价值；而传统的数字营销代理下游为腾讯百度字节跳动等头部平台，平台的广告体系搭建完善，广告主可投放的产品（如开屏广告、信息流广告）和价格均标准而透明，中间代

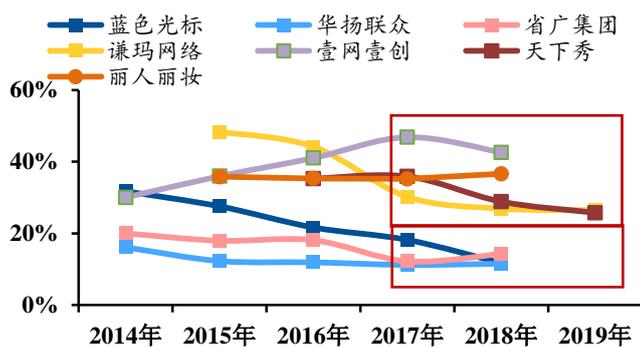
理商相比广告主几乎无更多信息优势，且较难以提供更多的附加服务，因此营销代理商在产业链中的价值逐渐沦为通道，业务毛利率水平更低。

接下来我们主要从毛利率出发，对比新媒体/KOL 营销代理公司与数字营销代理公司的区别。

### (一) 毛利率：新媒体营销公司毛利率更高，中介价值更为凸显

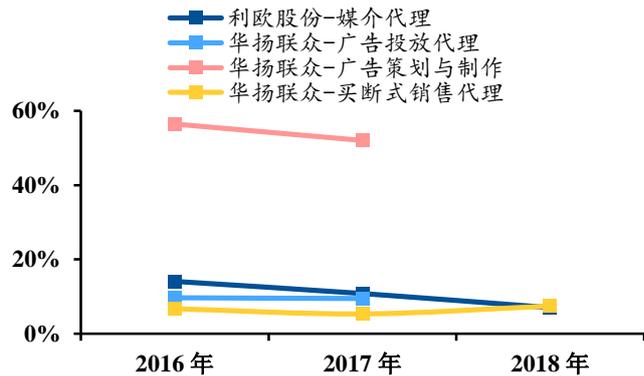
我们统计了天下秀、谦玛网络等 7 家公司 2014~2019 年毛利率变化水平，按照几家公司业务属性不同，我们将 7 家公司分为三类：传统的中心化数字营销代理公司——蓝色光标、华扬联众、省广集团；新媒体营销代理公司——天下秀、谦玛网络；聚焦电商代运营的营销服务公司——壹网壹创、丽人丽妆。可以看到，中心化数字营销代理公司的毛利率普遍较低，2018 年蓝色光标/华扬联众/省广集团毛利率分别为 11.7%/11.5%/14.3%；新媒体营销代理公司天下秀和谦玛网络 2019 年毛利率分别为 25.7%/26.5%；电商代运营公司毛利率更高。

图 37：2014-2019 年不同营销公司综合毛利率 (%) 对比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 38：2016~2018 年典型营销代理公司分业务毛利率 (%)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

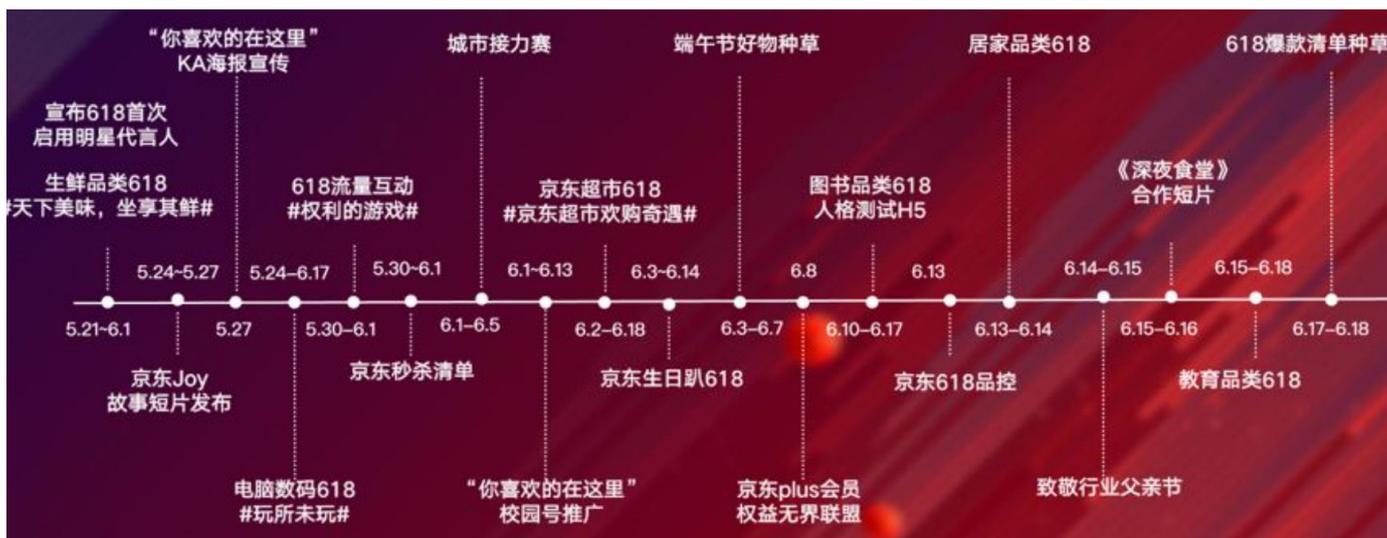
我们认为影响营销代理公司毛利率水平的因素主要有两方面：返点和附加服务。中介代理公司是联系广告主和媒体方的桥梁，上下游越分散，中介代理商的信息优势越明显，价值愈加凸显，享受的返点率越高。由于中心化数字营销行业的下游平台方多为互联网巨头公司（腾讯、字节跳动、百度等），上游亦是大的品牌客户（如宝洁、欧莱雅等），广告产品的报价和投放形式标准而透明，中介价值降低（目前更大价值来自于垫资），返点率逐年降低（最极端如 FACEBOOK 和 GOOGLE 给蓝色光标的返点率为个位数，蓝色光标无需承担资金压力）。对于新媒体营销代理公司，一方面下游为分散的自媒体或 KOL，中介价值相比中心化的数字营销投放更明显，返点率相对更高；另一方面 KOL 营销投放案例相比中心化的信息流或开屏广告投放，相对更个性化，因此新媒体代理公司在为品牌主服务过程中可提供的附加服务更多（如案例策划、创意策划等），也提高了整体毛利率水平。

图 39: 传统数字营销产业链和新媒体营销产业链中代理商价值对比



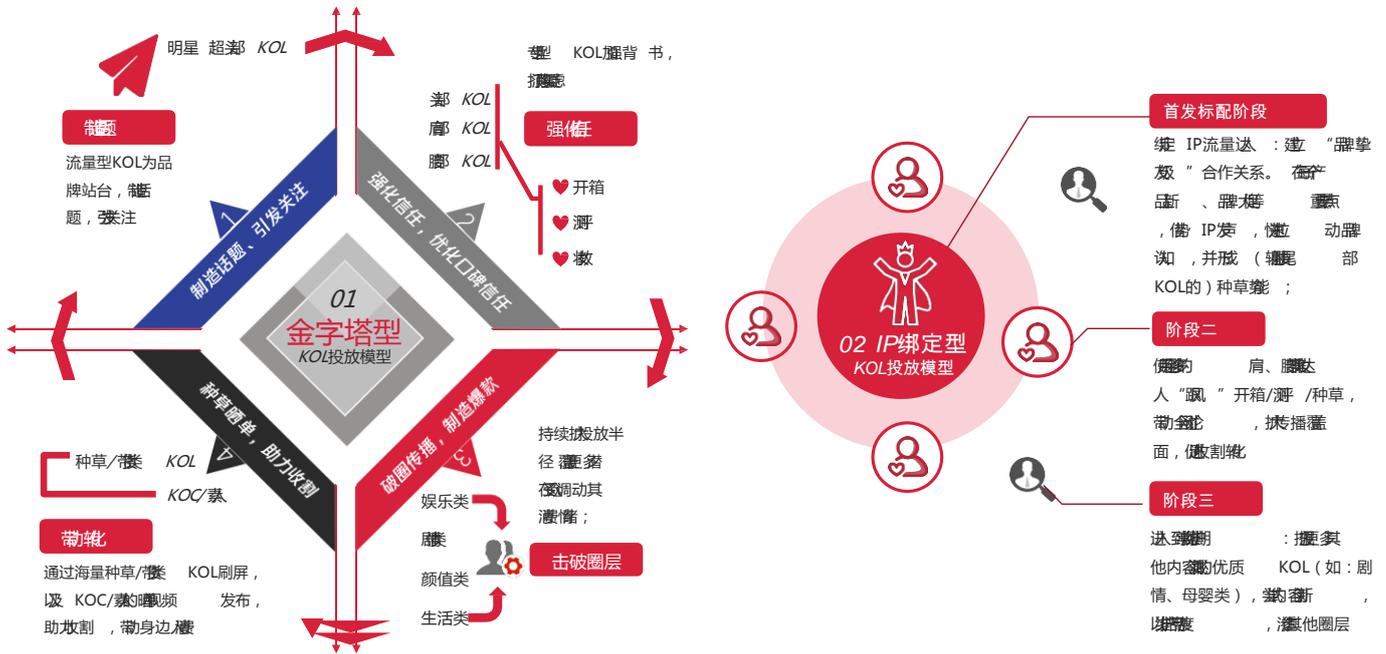
资料来源: 广告门, 民生证券研究院整理

图 40: 天下秀 SMART 京东 618 年中大促 KOL 营销投放战役示意



资料来源: 广告门, 民生证券研究院整理

图 41: 两种不同的 KOL 营销策略示意

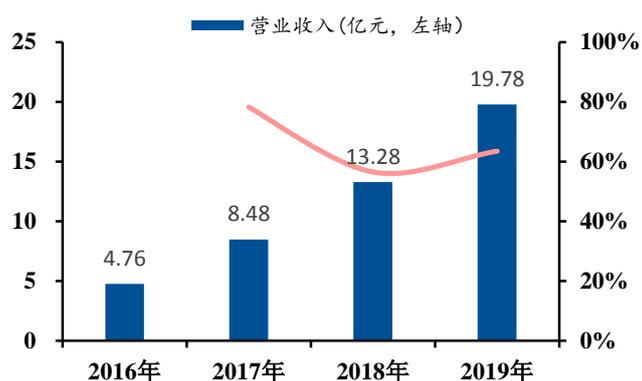


资料来源: 卡思数据, 民生证券研究院

## 五、财务分析：营收 19.8 亿同比增长 63.5%

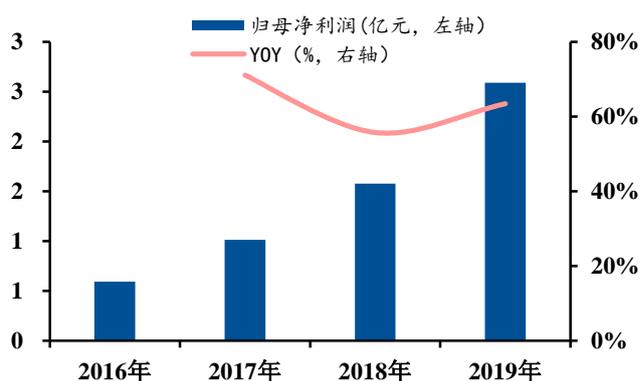
公司 2019 年实现营收 19.8 亿,同比增长+63.5%,主因新媒体营销主业高增。拆分来看:新媒体广告交易系统营收 2.69 亿元,占比 13.6%,增速同比下滑 12.03%;新媒体营销客户代理业务营收 17.08 亿元,同比增长 89.2%,占比 86.4%。公司新媒体营销客户代理业务自 2016 年至今持续高增长,2016~2019 年 CAGR 达 88.7%。

图 42: 2016~2019 公司营收及同比增速变化



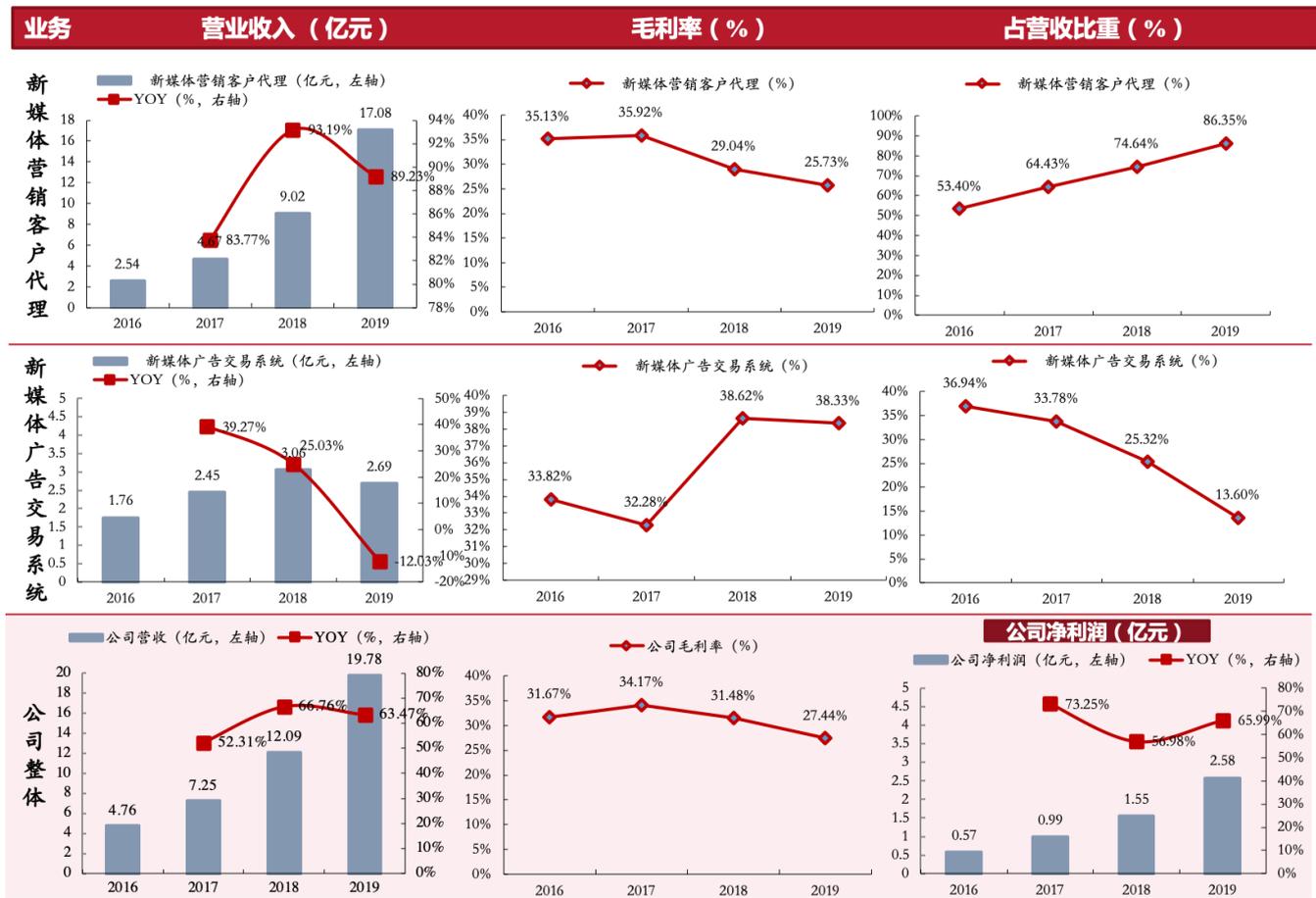
资料来源: WIND, 民生证券研究院

图 43: 2016~2019 公司归母净利润及同比增速变化



资料来源: WIND, 民生证券研究院

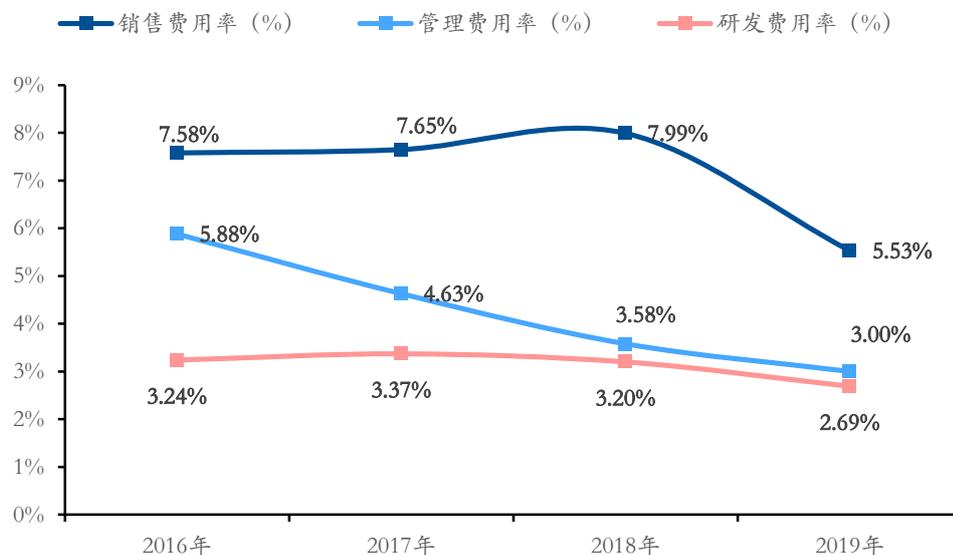
图 44: 天下秀营收拆分图



资料来源: 公司公告, 公司官网, 民生证券研究院

公司 2019 年归母净利润 2.6 亿, 同比增长+63.8%, 归母净利率 13.1%, 净利率水平与上年持平。拆分来看: 毛利端: 公司毛利率由 31.4% 下降至 27.4%, 其中新媒体广告交易系统业务毛利率 38.3%, 新媒体营销客户代理业务毛利率 25.7%。新媒体营销客户代理业务占比大幅提升(占比由 64.8% 提升至 86.3%)。费用端: 2019 年销售费用率 5.5%, 同比下降 2.5pct; 管理费用率 3.0%, 同比微降 0.6pct; 研发费用率 2.7%, 同比微降 0.5pct。整体来看: 2019 归母净利润 2.6 亿元, 同比+63.8%; 扣非归母净利润 2.53 亿元, 同比+61.1%。

图 45: 天下秀 2016~2019 年销售费用、管理费用、研发费用变化比率



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院整理

表 6: 天下秀 2016~2019 年销售费用详细拆分 (单位: 万元)

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
职工薪酬	1993.6	3746.7	6664.8	7333.3
/营收%	4.2%	5.2%	5.5%	3.7%
宣传推广	940.8	875.6	1768.6	1387.9
/营收%	2.0%	1.2%	1.5%	0.7%
办公及差旅费	396.6	445.7	546.5	6023.3
/营收%	0.8%	0.6%	0.5%	3.0%
房租水电费	196.0	329.6	501.4	768.9
/营收%	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%
招待费	60.2	108.8	146.3	805.8
/营收%	0.1%	0.1%	0.1%	0.4%
折旧	7.9	11.6	10.1	13.8
/营收%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他	12.8	34.7	29.7	25.0
/营收%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>合计</b>	<b>3607.9</b>	<b>5552.7</b>	<b>9667.5</b>	<b>10936.9</b>

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

表 7: 天下秀 2016~2019 年管理费用详细拆分 (单位: 万元)

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
职工薪酬	1359.1	1633.1	2352.4	2579.9
/营收%	2.9%	2.3%	1.9%	1.3%
办公及差旅费	735.9	771.5	915.8	1007.5
/营收%	1.5%	1.1%	0.8%	0.5%
咨询服务费	371.7	588.2	434.2	1244.1

	/营收%	0.8%	0.8%	0.4%	0.6%
房租水电费		151.9	211.2	255.8	495.7
	/营收%	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%
业务招待费		73.0	85.5	185.2	186.6
	/营收%	0.2%	0.1%	0.2%	0.1%
长期资产折旧摊销		11.9	13.1	31.6	214.0
	/营收%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%
其他		98.6	59.2	154.4	194.4
	/营收%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
<b>合计</b>		<b>2802.0</b>	<b>3361.6</b>	<b>4329.3</b>	<b>5922.2</b>

资料来源：公司公告，民生证券研究院

**表 8：天下秀 2016~2019 年研发费用详细拆分（单位：万元）**

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
职工薪酬	1213.31	1650.51	2944.15	4909.56
折旧与摊销	2.95	10.47	13.21	17.93
委托开发费用	245.59	565.96	628.43	194.86
房租水电等	79.5	220.43	285.79	199.58
<b>合计</b>	<b>1541.34</b>	<b>2447.37</b>	<b>3871.58</b>	<b>5321.92</b>

资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 六、盈利预测与投资建议

新媒体营销客户代理业务：公司为新媒体营销代理行业龙头，我们认为在新媒体营销行业维持高增长的红利下，公司的营收增速仍可持续高于行业整体水平，预计公司未来三该业务继续维持高增长，增速分别为 65%、60%、55%；新媒体营销客户代理业务的毛利率与客户结构相关，品牌客户毛利率<代理商客户<中小客户，我们预计未来随着公司品牌客户的持续开拓，毛利率略有下滑，预计 2020~2022 年毛利率分别为 25.5%、25.0%、25.0%。

新媒体广告交易系统业务：广告交易系统业务的营收取决于微任务平台 KOL 营销的总交易额（公司抽佣~30%），我们预计未来三年该项业务增速逐渐放缓，三年增速分别为 2%、1%、1%；公司新媒体广告交易系统的成本主要为给新浪平台的平台分成，目前分成比例较为稳定，因此预计未来三年毛利率与 2019 年相对持平，分别为 38%、38%、38%。

综上，公司 2020~2022 年营收分别为 30.9 亿、47.9 亿、72.7 亿元，同比增速分别为 56.4%、54.8%、51.9%，三年整体毛利率分别为 26.6%、25.8%、25.5%。

表 9：天下秀营收成本拆分（单位：亿元）

项目(亿元)	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元, 左轴)	4.8	7.3	12.1	19.8	30.9	47.9	72.7
YOY (%)		52.3%	66.7%	63.5%	56.4%	54.8%	51.9%
毛利率(%)	31.6%	34.2%	31.5%	27.4%	26.6%	25.8%	25.5%
新媒体营销客户代理	2.5	4.7	9.0	17.1	28.2	45.1	69.9
YOY (%)		83.8%	93.2%	89.3%	65.0%	60.0%	55.0%
毛利率(%)	35.2%	35.9%	28.9%	25.7%	25.5%	25.0%	25.0%
新媒体广告交易系统	1.8	2.4	3.1	2.7	2.7	2.8	2.8
YOY (%)		39.3%	25.0%	-12.0%	2.0%	1.0%	1.0%
毛利率(%)	33.8%	32.3%	38.6%	38.2%	38.0%	38.0%	38.0%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

我们预计公司 2020-2022 年营收分别为 30.93/47.86/72.69 亿元，同比+56.4%/54.8%/51.9%；归母净利润分别为 3.80/5.54/8.26 亿元，同比+46.9%/45.7%/49.1%，对应三年 PE 分别为 86X/59X/40X。目前行业中现有广告代理公司多为代理传统数字营销业务，行业已经趋于成熟且增速逐渐放缓；公司为行业中较早布局 KOL 营销的公司，所处行业具有高成长性且公司为新媒体营销代理行业营收规模第一名，我们选取元隆雅图（2019 年并表谦玛网络，同为新媒体营销行业代理商）和壹网壹创（美妆类电商代运营公司）为可比公司，公司 2020 年 PE 估值 86X，略高壹网壹创。公司在新媒体营销行业深耕十余年，目前成为行业龙头公司。我们认为公司未来三年将继续搭乘 KOL 营销行业高增长红利，同时又不断夯实自身竞争力持续提高行业市占率。首次覆盖，给予“推荐”评级。

**表 10：天下秀盈利预测及同行对比**

公司名称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE (以 4 月 23 日收盘价为基准)			归母净利 YOY (2019A)
		2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
壹网壹创	237.2	2.18	3.27	4.92	108.6	72.5	48.2	34.3%
元隆雅图	42.9	1.15	1.66	2.30	37.3	25.8	18.6	24.1%
天下秀	327.5	2.59	3.80	5.54	126.7	86.2	59.1	64.2%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 七、风险提示

应收账款回收风险，市场竞争格局加剧，业务拓展不及预期，核心人员流失风险。

## 插图目录

图 1: 2016-2019 年分季度广告投放刊例同比 (%) 变动 .....	4
图 2: 2019.1-2020.1 广告投放刊例月度同比 (%) 变动 .....	4
图 3: 2016~2019 年互联网广告市场营收规模及同比变化 .....	4
图 4: 2018~2020E KOL 广告市场规模及同比变化 .....	4
图 5: 广告主对社会化营销投放意愿调研 .....	5
图 6: 微博快手抖音平台入驻企业数量一览 .....	5
图 7: 2019 年 KOL 投放金额 TOP10 行业分布及代表性品牌 .....	5
图 8: 自上而下看增量: 短视频行业 2019 年流量持续爆发 .....	7
图 9: 微信抖音快手微博 B 站小红书 2015~2019 年月总使用时长及占互联网总使用时长比重变化 .....	7
图 10: 看供给——几大短视频平台粉丝量 10w+ 的 KOL 数量: 过去一年同比高增长 .....	8
图 11: 各大平台针对 KOL 营销推出的交易平台及各平台典型 KOL 及 KOL 报价一览 .....	8
图 12: 复盘广告行业 40 年: 媒介演变的同时, 对品牌效果的双诉求成为广告投放的主流趋势 .....	10
图 13: 以珀莱雅泡泡面膜为例解读 KOL 营销投放策略 .....	11
图 14: 抖音 KOL 营销产业链及抖音平台相关政策变化趋势图 .....	12
图 15: 公司发展历程梳理 .....	14
图 16: 天下秀收入结构示意图 .....	15
图 17: 公司股权结构示意图 .....	16
图 18: 公司管理结构示意图 .....	16
图 19: 新媒体营销客户代理服务业务模式 .....	17
图 20: 2016 年-2019 年新媒体营销客户代理业务营收及同比增速变化趋势 .....	18
图 21: 2016 年-2019 年 Q1 各渠道媒体资源采购额占比 (%) 变化趋势 .....	19
图 22: 微博、微信、短视频及其他媒体渠道分订单和单价示意 .....	19
图 23: 公司客户资源 (官网披露, 红框所示为公司主要品牌客户) .....	20
图 24: 三类客户 2016~2018 年营业收入及同比变化趋势 .....	20
图 25: 2016~2018 年品牌、中小、代理商客户占比变化 .....	21
图 26: 2016~2018 年品牌、中小、代理商客户毛利率 (%) .....	21
图 27: weiq 平台几类不同渠道的粉丝结构示意图 .....	22
图 28: 天下秀新媒体广告交易系统服务模式 .....	23
图 29: 2016-2019 年广告交易系统营收及服务费率变化 .....	23
图 30: 2016~2019 年交易系统成本率及对新浪分成率趋势 .....	23
图 31: 2016 年-2019 年新媒体广告交易系统业务营收及同比增速变化趋势 .....	24
图 32: 粉丝数 1 万以上 (含 1 万) 的 KOL 结构分布图 .....	25
图 33: 粉丝数 1 万以上 (含 1 万) 的 KOL 行业分布图 .....	25
图 34: KOL 报价与粉丝数关系散点图 .....	25
图 35: 不同行业 KOL 万粉丝价格一览 .....	25
图 36: 营销行业产业链一览: 天下秀较早布局新媒体营销, 目前营收规模和市占率均居行业首位 .....	26
图 37: 2014-2019 年不同营销公司综合毛利率 (%) 对比 .....	27
图 38: 2016~2018 年典型营销代理公司分业务毛利率 (%) .....	27
图 39: 传统数字营销产业链和新媒体营销产业链中代理商价值对比 .....	28
图 40: 天下秀 SMART 京东 618 年中大促 KOL 营销投放战役示意 .....	28
图 41: 两种不同的 KOL 营销策略示意 .....	29
图 42: 2016~2019 公司营收及同比增速变化 .....	30
图 43: 2016~2019 公司归母净利润及同比增速变化 .....	30
图 44: 天下秀营收拆分图 .....	31

## 表格目录

表 1：以抖音快手为例——头部平台 2018~2019 年加速商业变现进程.....	9
表 2：新媒体营销客户代理业务拆分相关指标.....	18
表 3：2015-2024 年天下秀与北京微梦签署的运营支撑费安排 .....	23
表 4：新媒体广告交易系统服务相关指标.....	24
表 5：以抖音平台为例对比中心化营销产品和去中心化营销产品.....	26
表 6：天下秀 2016~2019 年销售费用详细拆分（单位：万元）.....	32
表 7：天下秀 2016~2019 年管理费用详细拆分（单位：万元）.....	32
表 8：天下秀 2016~2019 年研发费用详细拆分（单位：万元）.....	33
表 9：天下秀营收成本拆分（单位：亿元）.....	34
表 10：天下秀盈利预测及同行对比.....	35

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,977	3,093	4,786	7,269
营业成本	1,435	2,270	3,554	5,415
营业税金及附加	22	34	53	80
销售费用	109	171	265	402
管理费用	59	93	143	218
研发费用	53	83	129	196
EBIT	299	442	643	958
财务费用	(17)	(16)	(23)	(34)
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	(2)	(2)	(2)	(2)
营业利润	310	456	664	991
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	311	456	665	991
所得税	53	77	112	168
净利润	258	379	552	823
归属于母公司净利润	259	380	554	826
EBITDA	301	444	646	962
<b>资产负债表 (百万元)</b>				
货币资金	1043	1543	2297	3398
应收账款及票据	683	1069	1654	2513
预付款项	99	156	245	373
存货	0	0	0	0
其他流动资产	29	29	29	29
流动资产合计	1864	2817	4251	6355
长期股权投资	11	10	8	6
固定资产	3	6	9	12
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	90	89	87	84
资产合计	1954	2906	4338	6438
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	185	293	458	698
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	989	1562	2442	3719
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0
非流动负债合计	0	0	0	0
负债合计	989	1562	2442	3719
股本	1680	1680	1680	1680
少数股东权益	1	0	(1)	(4)
股东权益合计	965	1344	1896	2719
负债和股东权益合计	1954	2906	4338	6438

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	2857.3%	56.4%	54.8%	51.9%
EBIT 增长率	1259.9%	47.8%	45.5%	49.0%
净利润增长率	796.1%	46.9%	45.7%	49.1%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	27.4%	26.6%	25.8%	25.5%
净利润率	13.1%	12.3%	11.6%	11.4%
总资产收益率 ROA	13.2%	13.1%	12.8%	12.8%
净资产收益率 ROE	26.8%	28.3%	29.2%	30.3%
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.9	1.8	1.7	1.7
速动比率	1.9	1.8	1.7	1.7
现金比率	1.1	1.0	0.9	0.9
资产负债率	0.5	0.5	0.6	0.6
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	64.7	64.7	64.7	64.7
存货周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0
总资产周转率	1.9	1.3	1.3	1.3
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.2	0.2	0.3	0.5
每股净资产	0.6	0.8	1.1	1.6
每股经营现金流	(0.1)	0.3	0.5	0.7
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>估值分析</b>				
PE	102.6	86.2	59.1	39.7
PB	34.0	24.4	17.3	12.0
EV/EBITDA	89.5	59.2	39.3	25.4
股息收益率	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	258	379	552	823
折旧和摊销	2	2	3	4
营运资金变动	(402)	120	200	274
经营活动现金流	(148)	503	757	1,103
资本开支	6	2	2	2
投资	(18)	0	0	0
投资活动现金流	(225)	(2)	(2)	(2)
股权募资	450	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	841	0	0	0
现金净流量	467	500	754	1,101

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

## 分析师简介

**刘欣**，民生证券文化传媒&海外互联网首席分析师，中国人民大学汉青高级经济与金融研究院硕士，先后于中金公司（2015-2016）、海通证券（2016-2019）从事TMT行业研究工作，2019年1月加入民生证券。所在团队2016/2017年连续两年获得新财富最佳分析师评比文化传媒类第三名，2016年水晶球评比第三名，2016年金牛奖第三名，2017年水晶球第五名，2017证券时报金翼奖第一名，2019年获得WIND第七届金牌分析师评比传播与文化类第5名等。

**钟奇**，民生证券总裁助理&研究院院长，范德比尔特大学金融数学博士后，约翰霍普金斯大学博士，复旦大学学士，上海期货交易所博士后导师。文化传媒与有色金属行业分析师。

## 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。