

天下秀 Q1 业绩持续高增，扛起新经济成长大旗
买入（维持）

2020年04月28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	373.0	567.3	871.2
同比（%）	63.8%	44.2%	52.1%	53.6%
每股收益（元/股）	0.15	0.22	0.34	0.52
P/E（倍）	111.8	77.5	51.0	33.2

投资要点

- **事件：**公司公布 2020 年一季报，2020Q1 年收入同增 55.3%至 5.36 亿元，归母净利润同增 45.4%至 5583 万元。
- **疫情催化公司所在粉丝经济行业加速发展，天下秀高速增长尽显新经济领先企业风采。**商务部数据显示，2020 年一季度实物商品网上零售额在社零总额比重达 23.5%，同比提升 5.4pct，直播电商超过 400 万场。对比同期传统广告公司分众传媒 20 年一季度业绩（收入同比下降 25.76%、归母净利润同比下降 88.87%），可以判断在当前经济形势下，客户在缩减整体营销费用投入情况下，对于更加高效的自媒体渠道营销投放有所倾斜，天下秀作为新媒体营销赛道中的领先企业，在疫情期间充分发挥其平台优势、资源优势、技术优势，收入增速达 55.3%，归母净利润增速达 45.4%。
- **应该如何解读这类成长型企业的财务特征？**公司在高速成长期兼顾组织成长与行业资源后，选择将资源倾斜至有利于持续巩固行业地位的大客户身上，从而：

1) **毛利率端**，由于①大客户（大品牌与代理商）订单毛利率较中小客户低，收入结构变化导致整体毛利率水平下移，②行业处于爆发初期，产品结构不稳定会在短期造成毛利率波动，③困难经济形势下公司在串联上下游过程中有所让利，因此 20Q1 毛利率同比下降 4.79pct 至 25.8%。**期间费用端**，由于①聚焦大客户有利于提高人效，②WEIQ 平台日趋完善有利于提升投放效率，③Q1 疫情对差旅有一定限制，销售费用率同比降低 1.81pct；与此同时，管理费用率提升 0.15pct、研发费用率提升 0.35pct，体现了公司作为平台型企业在中后台建设与技术投入方面的重视。

2) **资金状况**，由于大客户账期相对较长（大品牌 5-6 月/代理商 2-3 月），故 20Q1 公司应收账款同增 90.28%至 8.54 亿元。货币资金及其他应付账款较 19 年末分别减少 4.01 亿元、3.61 亿元，主要是由于公司利用账上现金支付了瑞莱嘉誉部分股权转让尾款以及支付北京微梦部分履约代付金。若公司继续倾向大客户，充沛资金储备就显得尤为重要，因此虽然公司 Q1 的增长已超越了我们在深度报告中对公司全年的业绩预估，但我们仅略上调公司全年增长预期至 2020 年收入增长 47.5%/归母净利润增长 44.2%。若定增在 2020 年内完成，我们有可能进一步上调公司增长预期。

- **盈利预测与投资评级：**我们认为“自媒体的商业化变现”随着技术的进步、时代的变迁（微博-微信-短视频-直播-VR/AR）会成为新经济领域的一个重要投资主线。天下秀通过 WEIQ、SMART、TOPKLOUT 克劳锐和 IMsocial 红人加速器四大平台已经构建了一个稳定的“红人经济生态圈”，围绕自媒体价值这一核心，形成了助力客户及自媒体成长的完整营销体系。在一个爆发初期的行业拥有这样的竞争壁垒，是我们持续看好公司的核心理由。我们预计 20-22 年公司归母净利润分别同增 44.2%/52.1%/53.6%至 3.73 亿/5.67 亿/8.71 亿，对应 PE77.5X/51.0X/33.2X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**再融资进度不及预期、行业竞争加剧风险

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) 17.20
一年最低/最高价 7.11/21.75
市净率(倍) 30.00
流通 A 股市值(百万元) 5998.56

基础数据

每股净资产(元) 0.61
资产负债率(%) 40.46
总股本(百万股) 1680.42
流通 A 股(百万股) 348.75

相关研究

1、《天下秀 (600556)：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》
2020-04-23

表 1：天下秀三表摘要（单位：百万元）

	2016	2017	2018	2019	2019Q1	2020Q1
利润表摘要						
营业收入	476.16	725.42	1,209.58	1,977.31	345.39	536.32
yoy		52.35%	66.74%	63.47%		55.28%
毛利率	31.61%	34.17%	31.49%	27.44%	30.59%	25.80%
营业成本	325.62	477.58	828.71	1,434.69	239.74	397.95
毛利	150.54	247.84	380.87	542.62	105.64	138.37
销售费用率	7.58%	7.65%	7.99%	5.53%	7.84%	6.03%
管理费用率	5.88%	4.63%	3.58%	3.00%	3.85%	4.00%
研发费用率	3.24%	3.37%	3.20%	2.69%	2.68%	3.03%
财务费用率	-0.26%	0.31%	-0.52%	-0.84%	-0.41%	-1.23%
营业利润	67.51	118.79	190.72	310.31	46.00	65.22
yoy		75.96%	60.56%	62.70%		41.78%
营业利润率	14.18%	16.37%	15.77%	15.69%	13.32%	12.16%
利润总额	67.07	118.76	190.61	310.51	46.00	65.22
所得税	9.91	19.75	35.18	52.51	7.99	9.41
所得税率	14.78%	16.63%	18.46%	16.91%	17.37%	14.43%
净利润	57.15	99.01	155.43	258.00	38.01	55.81
yoy		73.25%	56.98%	65.99%		46.81%
归母净利润	59.24	101.37	157.88	258.60	38.40	55.83
yoy		71.12%	55.75%	63.79%		45.41%
归母净利率	12.44%	13.97%	13.05%	13.08%	11.12%	10.41%
资产负债表摘要						
货币资金	350.92	697.71	535.16	1,042.93	497.32	641.55
应收账款	80.99	139.89	340.75	682.06	448.75	853.9
yoy		72.71%	143.59%	100.16%		90.28%
应付账款	50.31	77.55	133.25	185.04	167.12	252.62
yoy		54.14%	71.83%	38.87%		51.16%
其他应付款	118.95	65.83	19.69	732.20	13.71	371.39
现金流量表摘要						
经营性现金流净额	50.66	101.23	-47.61	-137.46	-41.85	-45.51
投资性现金流净额	-57.16	39.71	-115.56	-224.95	-210.05	-6.44
筹资性现金流净额	222.99	210.04	-3.44	840.51	215.66	-353.58
现金及现金等价物增加额	218.16	346.79	-162.55	487.81	-37.83	-402.5

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

天下秀三大财务预测表

资产负债表 (百万)					利润表 (百万元)				
元)	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	
流动资产	1863.7	1464.4	1902.0	2586.3	营业收入	1977.3	2916.5	4504.5	7045.4
现金	1042.9	301.5	360.3	612.3	营业成本	1434.7	2138.3	3321.4	5214.4
应收账款	682.1	984.5	1267.8	1550.4	销售费用	109.4	154.6	236.5	369.9
存货	0.0	0.0	0.0	0.0	管理费用	59.2	81.7	123.9	193.7
预付款项	98.9	153.3	245.2	392.4	研发费用	53.2	75.8	112.6	176.1
其他	39.8	25.1	28.7	31.2	财务费用	(16.7)	(11.9)	(12.3)	(14.2)
非流动资产	89.9	101.2	127.3	168.3	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	666.7	1024.2
递延所得税资产	30.1	37.7	57.4	88.2	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	666.7	1024.2
资产总计	1953.6	1565.7	2029.4	2754.6	所得税费用	52.5	65.7	100.0	153.6
流动负债	988.7	419.9	631.3	979.3	净利润	258.0	372.4	566.7	870.6
应付账款	185.0	290.1	448.0	710.8	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	373.0	567.3	871.2
其他	773.9	85.8	115.4	162.2	EBIT	374.0	541.9	822.8	1267.4
非流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	EBITDA	376.2	545.1	827.7	1275.1
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	419.9	631.3	979.3	每股收益(元)	0.15	0.22	0.34	0.52
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	1.05
归属母公司股东权益	963.5	1144.1	1396.1	1772.8	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	1565.7	2029.4	2754.6	ROIC(%)	32.3%	40.3%	50.1%	60.8%
					ROE(%)	28.8%	35.4%	44.7%	55.0%
					毛利率(%)	27.4%	26.7%	26.3%	26.0%
					销售净利率(%)	13.0%	12.8%	12.6%	12.4%
					资产负债率(%)	50.6%	26.8%	31.1%	35.5%
					收入增长率(%)	63.5%	47.5%	54.5%	56.4%
					归母净利增长率(%)	63.8%	44.2%	52.1%	53.6%
					P/E	111.8	77.5	51.0	33.2
					P/B	30.0	25.2	20.7	16.3
					EV/EBITDA	76.8	53.0	34.9	22.7

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>