

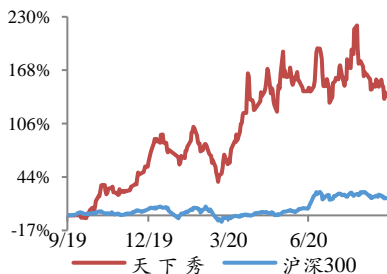
拥抱行业增长红利，龙头价值凸显

投资评级：买入（首次）

报告日期：2020-09-28

收盘价（元）	17.75
近 12 个月最高/最低（元）	23.90/7.23
总股本（百万股）	1,808
流通股本（百万股）	1,808
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	321
流通市值（亿元）	321

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：姚天航

执业证书号：S0010520090002

邮箱：yaoth@hazq.com

联系人：郑磊

执业证书号：S0010120040032

邮箱：zhenglei@hazq.com

相关报告

主要观点：

天下秀是一家基于大数据的技术驱动型的新媒体营销服务公司，自 2009 年成立，公司经历了自博客时代以来的所有社交媒体的发展，是国内历史最为悠久、最为专注的扎根于红人经济的公司之一。2020 年，天下秀成功借壳 ST 慧球完成上市，成为名副其实的红人经济领军者。

行业角度来看，在互联网时代去中心化的底层逻辑支撑下，KOL 所占据的流量以及话语权在逐渐的超越传统中心化媒体，并且这个趋势目前仍在继续。在流量高增速的同时，商业化变现的强度也在加大，未来红人经济的规模有望持续高增长，而类似于天下秀，在红人经济的高速赛道上深耕的公司将享受行业发展的红利。

新媒体营销业务是公司营收的主要贡献来源。我们认为，公司新媒体营销业务的高增长具备可持续性：

短期来看：1) KOL 营销市场的渗透率仍有较大提升空间，未来广告主在 KOL 市场将加大投放力度，预计 2020 年 KOL 营销投放金额将超过 750 亿元，同比增速 54%；2) 随着社交媒体用户的需求趋向多元化，公司在媒体资源采购上也在灵活的转向流量更加聚集的短视频领域；3) 公司持续加强对平台技术研发的投入，2019 年研发费用达 5322 万，同比增长 37.45%。2020 年 7 月所募集的定增资金也主要用于加大对平台大数据系统建设和升级，通过巩固技术优势，有助于强化公司竞争壁垒。

中长期来看：1) 公司的上下游集中度较低，相比传统广告公司在产业链中具有更强的话语权，毛利率也更为可观；2) 宏观经济对于广告行业的影响也在出现拐点，KOL 营销作为广告行业内的高增长赛道将会获得超额增速。

公司也在探索红人经济其他的变现方式，并且逐步构建了一个完整的红人经济生态闭环，比如红人价值评估体系的 TOPKLOUT 克劳锐和红人创业加速孵化品牌 IMsocial。未来“红人经济+X”的创新商业模式给红人经济变现带来更大的想象空间，天下秀身处的红人经济赛道具有巨大的增长潜质。

- **投资建议：**我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 33.6、55.2、86.7 亿元，净利润分别为 3.9、6.1、9.4 亿元，对应 EPS 分别为 0.23、0.36、0.56 元，对应 2020-2022 年 PE 分别为 81X、52X、34X。首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**国内对社交平台监管超预期；业务拓展不及预期；媒体资源价格涨幅超预期；市场竞争加剧。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1977	3357	5523	8672
收入同比 (%)	63.5%	69.8%	64.5%	57.0%
归属母公司净利润	259	394	613	937
净利润同比 (%)	63.8%	52.5%	55.6%	52.9%
毛利率 (%)	27.4%	25.2%	24.8%	24.5%
ROE (%)	26.8%	29.0%	31.1%	32.2%
每股收益 (元)	0.15	0.23	0.36	0.56
P/E	78.89	81.20	52.20	34.15
P/B	21.17	23.58	16.24	11.01
EV/EBITDA	64.27	71.31	44.30	28.78

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 十年耕耘终成红人经济领军者	7
1.1 背靠新浪，伴随国内社交媒体发展的营销服务商	7
1.2 四条业务线服务红人生态	9
1.3 乘行业东风，业绩持续高增长	11
2 去中心化趋势不变，红人经济仍是高速赛道	11
3 新媒体营销业务高增长可持续	14
3.1 KOL 营销发轫之始，公司强化行业地位	15
3.1.1 KOL 营销市场渗透率还有提升空间	15
3.1.2 社交媒体用户需求趋向多元，加强短视频等强势渠道的投放	17
3.1.3 定增加大研发投入，强化竞争壁垒	19
3.2 上下游集中度较低，公司话语权更强	20
3.3 宏观经济对广告行业影响趋于正面	23
3.3.1 GDP 增速企稳/回升之时 广告有望获得超额增速	23
3.3.2 经济发展水平与广告密度正相关	25
4 助力红人经济新形态，探索变现增量	27
4.1 搭建红人经济基础设施，打造行业长远影响力	27
4.1.1 IMSOCIAL+TOPKLOUT	27
4.2 红人经济+X，自媒体变现空间广阔	28
5 业绩预测及投资建议	30
6 风险提示	31

图表目录

图表 1 公司历史沿革.....	7
图表 2 天下秀创始人—李檬 创业经历及获奖经历.....	8
图表 3 公司历史融资情况.....	8
图表 4 公司股权结构.....	9
图表 5 公司业务布局.....	10
图表 6 公司红人经济商业逻辑布局分析.....	10
图表 7 2016-2019 年公司营收 (亿元).....	11
图表 8 2016-2019 年公司毛利润 (亿元) 和毛利率.....	11
图表 9 2016-2019 年公司归母净利润 (亿元).....	11
图表 10 2016-2019 年公司费用率变化.....	11
图表 11 信息分发去中心化.....	12
图表 12 微信 APP 月度活跃用户数 (万).....	12
图表 13 小红书 APP 月度活跃用户数 (万).....	12
图表 14 抖音 APP 月度活跃用户数 (万).....	13
图表 15 快手 APP 月度活跃用户数 (万).....	13
图表 16 微博 APP 月度活跃用户数 (万).....	13
图表 17 BILIBILI APP 月度活跃用户数 (万).....	13
图表 18 2018-2019 年主流社交平台 KOL 数量变化.....	14
图表 19 2015-2019 中国 MCN 机构数量.....	14
图表 20 广告主在红人营销模式下的广告投放路径.....	15
图表 21 2020 年广告主对 KOL 投放的趋势变化.....	15
图表 22 2018-2019 年主流平台 KOL 广告收入变化情况.....	16
图表 23 2013-2019 年中国广告市场规模与互联网广告市场规模.....	16
图表 24 2020 年广告主数字营销重点关注的形式.....	17
图表 25 2019-2020 年广告主社会化营销重点.....	17
图表 26 2016-2021 年中国网络广告市场短视频广告规模及预测.....	18
图表 27 2013-2020 年中国短视频用户规模及预测.....	18
图表 28 天下秀各渠道媒体资源采购额占比趋势 (2016-2019 Q1).....	18
图表 29 WEIQ 平台运作模式.....	19
图表 30 研发费用及研发费用率变化.....	19
图表 31 定增资金分配占比.....	20
图表 32 全国物管企业数量 (2015-2019 年).....	21
图表 33 全国百强物管企业市场份额 (2013-2019 年).....	21
图表 34 2013-2019 年中国电影院数量情况.....	21
图表 35 2016-2019 年国内前十院线市占率.....	21
图表 36 分众传媒毛利率 (2015-2019 年).....	21
图表 37 2019 年微博、小红书、抖音、知乎四大平台头、腰、尾部 KOL 量级及占比.....	22
图表 38 2019 年同行业公司前五大客户在营收中占比.....	22
图表 39 2019 年同行业公司前五大供应商在成本中占比.....	22
图表 40 2019 年上市公司互联网营销毛利率比较.....	23
图表 41 近 20 年中国广告开支增速与 GDP 增速.....	24

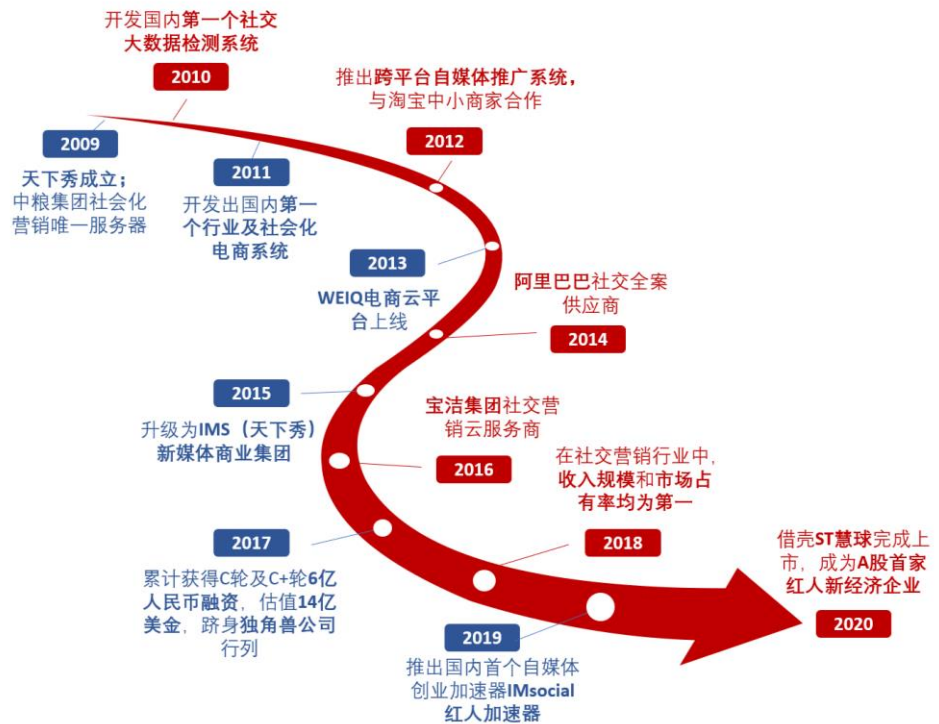
图表 42 近 20 年美国广告开支增速与 GDP 增速	24
图表 43 近 20 年英国广告开支增速与 GDP 增速	24
图表 44 近 20 年日本广告开支增速与 GDP 增速	24
图表 45 近 20 年韩国广告开支增速与 GDP 增速	24
图表 46 广告行业与国民生活水平息息相关	25
图表 47 1984-2018 年美国 GDP 增速以及广告开支占 GDP 比重	26
图表 48 1999-2018 年英国 GDP 增速以及广告开支占 GDP 比重	26
图表 49 1999-2018 年韩国 GDP 增速以及广告开支占 GDP 比重	26
图表 50 IMSOCIAL 优秀案例及商务合作伙伴	27
图表 51 TOPKLOUT 克劳锐核心产品 (包括榜单, 深度报告以及数据服务等)	28
图表 52 2020 年红人经济 B 端与 C 端主要变现形式	29
图表 53 中国红人经济 B 端 (头部) 主要变现方式	29
图表 54 2018-2019 年中国红人变现方式	29
图表 55 2019 年互联网广告收入 TOP10 企业占比	29
图表 56 红人经济+X 商业模式示例	30
图表 57 公司业务拆分预测 (百万)	30
图表 58 可比公司估值水平	31

1 十年耕耘终成红人经济领军者

1.1 背靠新浪，伴随国内社交媒体发展的营销服务商

天下秀是一家基于大数据的技术驱动型的新媒体营销服务公司，公司以红人经济、商业大数据为基础，致力于为广告主提供“全域社媒、品效合一”的新媒体营销服务。自 2009 年成立，公司经历了自博客时代以来的所有社交媒体的发展，是国内历史最为悠久、最为专注的扎根于红人经济的公司之一。2020 年，天下秀成功借壳 ST 慧球完成上市，成为名副其实的红人经济领军者。

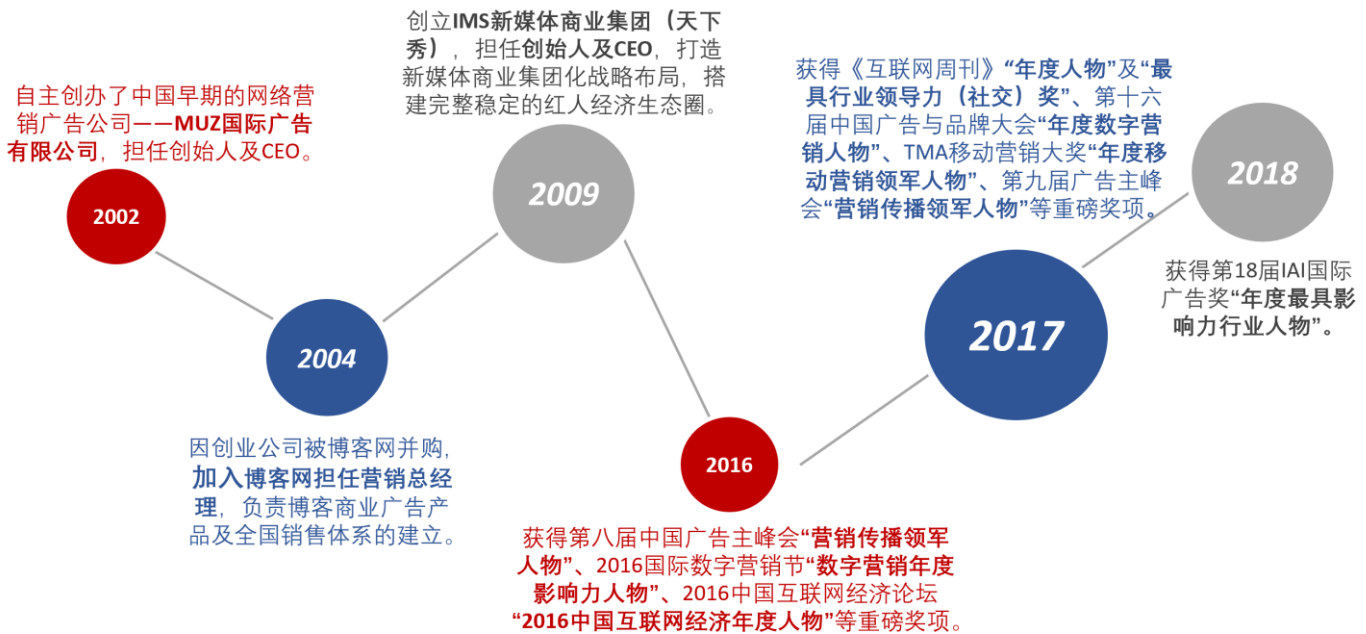
图表 1 公司历史沿革



资料来源：公司官网，华安证券研究所

公司创始人李檬是国内最早的社交媒体营销奠基人之一。2002 年其自主创办了中国早期的网络营销广告公司——MUZ 国际广告有限公司，担任创始人及 CEO。2004 年因创业公司被博客网并购，遂加入博客网担任营销总经理，负责博客商业广告产品及全国销售体系的建立。2009 年至今担任 IMS 新媒体商业集团的创始人及 CEO。

图表 2 天下秀创始人—李檬 创业经历及获奖经历



资料来源：搜狐，华安证券研究所

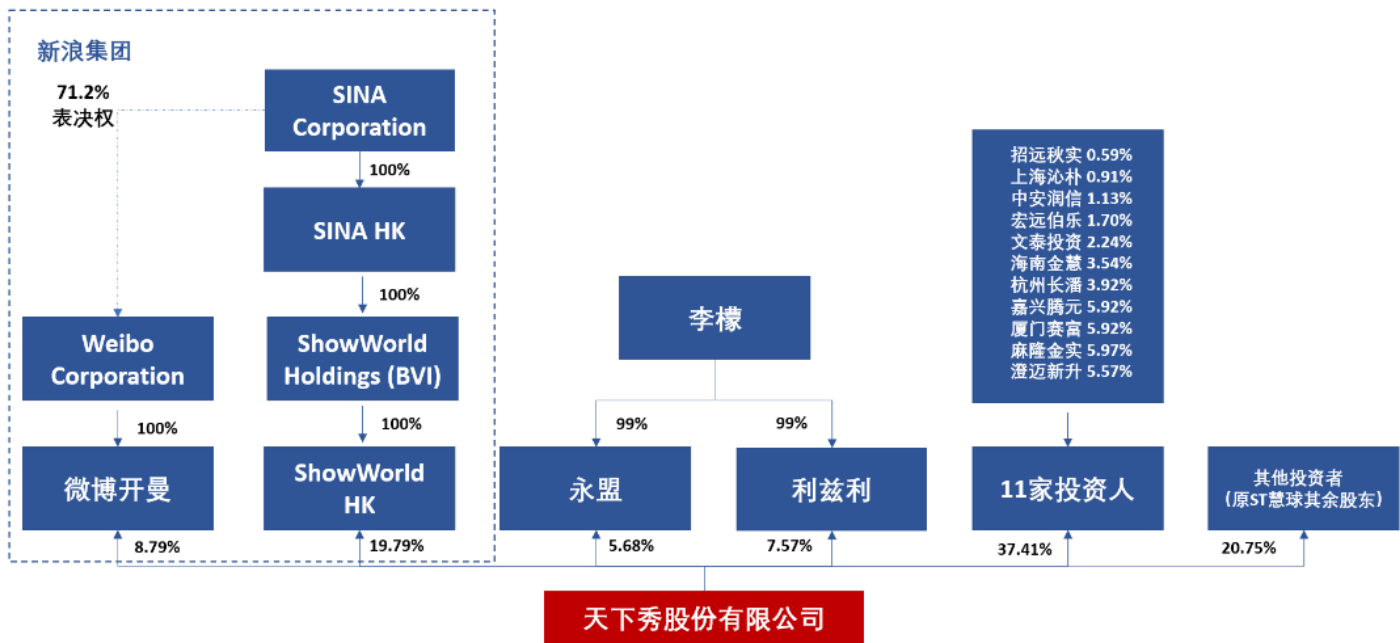
公司与新浪集团渊源颇深，一方面新浪微博是重要的 KOL 营销渠道，并且公司与新浪微博通过微任务平台进行深度合作，另一方面，新浪在公司历史上的融资中均有参与，通过多次的增资，新浪目前是公司第一大股东，持股比例 28.58%，而创始人李檬持股 13.25%。

图表 3 公司历史融资情况

轮数	时间	融资额	参与方
A 轮	2010 年	400 万美金	新浪集团、软银赛富
B 轮	2013 年	1200 万美金	新浪集团、软银赛富基金管理有限公司复投、集富亚洲投资公司跟投
C 轮与 C+轮	2017 年	6 亿元人民币	微博、摩根士丹利、招商、中信建投、软银赛富等

资料来源：搜狐，华安证券研究所

图表 4 公司股权结构



资料来源：公司年报，公司公告，华安证券研究所

1.2 四条业务线服务红人生态

公司主要有以下四条较为成熟的业务线，旨在打造完整的红人经济全矩阵，构建了红人新基建生态链：

1) WEIQ 营销云平台

WEIQ 平台于 2013 年正式上线，是天下秀自主研发的红人广告大数据云投放平台。主要基于深度沉淀的自媒体资源建立企业与社会化媒体及社交用户之间的精准匹配，为有广告需求的中小企业和红人搭建合作桥梁。红人通过 WEIQ 平台在线接单，为企业制定智能化广告投放方案，降低企业的投放成本，同时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，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。

2) SMART 社交全案业务

SMART 基于粉丝经济关系下的消费者洞察，为品牌企业提供基于新媒体及粉丝经济综合解决方案，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，做品牌主的社会化营销的“大脑”。业务涵盖市场调研、策略制定、资源整合、技术开发等综合解决方案。目前，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。

3) TOPKLOUT 克劳锐

成立于 2014 年，作为红人经济生态的第三方权威评价机构，为行业提供专业红人价值评估体系、多维度商业价值判定、深度行业观察报告及高效的版权经济管理等一系列综合服务，旨在发现红人价值，维护红人价值市场。现已与抖音、微博、微信、小红书、快手、喜马拉雅、汽车之家等 30 多家主流平台建立深入数据合作。

4) IMsocial 红人加速器

成立于 2019 年 8 月，核心业务是为入驻红人和 MCN 提供体系完善的红人培训、商业托管、IP 孵化、品牌传播、资本对接、人力法务及工商咨询等一站式解决方案，赋能不同发展阶段的红人、MCN，帮助他们健康加速成长。入驻优质 MCN 数量超过 150 家，入驻头部红人数量超过 200 人。

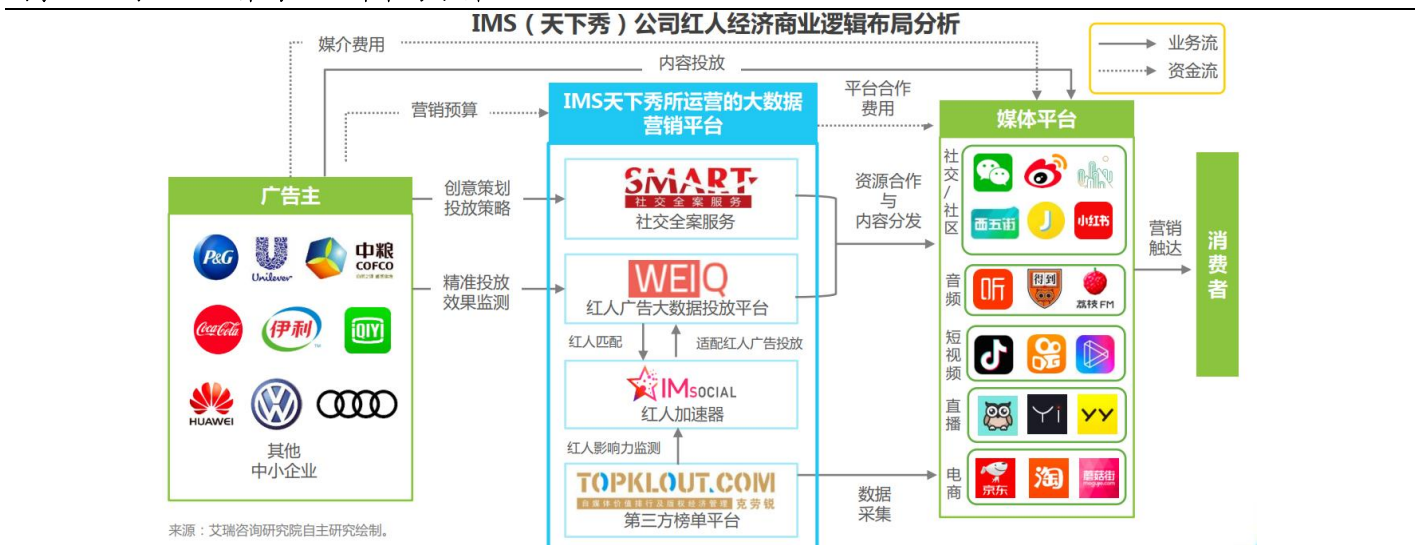
除了以上四条业务线，公司还运营着依托微博平台建立的微任务系统，专门对接微博自媒体从业者与想要投放微博的广告主。值得一提的是，公司财报中将主营业务分为新媒体广告交易系统服务和新媒体营销客户代理服务两大板块。实际上，新媒体广告交易系统服务仅为微任务的自动交易平台部分，公司其他业务包括 WEIQ 平台在内，都归属于新媒体营销客户代理服务。并且我们认为微任务本质上与 WEIQ 是同类业务，只是因为历史原因仍运行着两个平台，故公司的主要业务类型还是上述四条业务线。

图表 5 公司业务布局



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

图表 6 公司红人经济商业逻辑布局分析



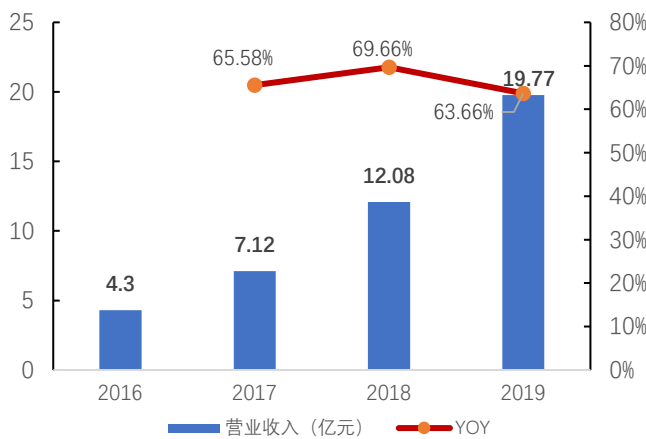
资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

1.3 乘行业东风，业绩持续高增长

财务数据上，公司无论是收入端还是利润端均表现优异。2019年公司实现营收19.77亿，同比增长63.66%，近四年营收CAGR为66.28%。毛利率方面，2019年公司毛利率为27.47%，同比减少3.99pct，毛利率的下降主要是由于天下秀加强了品牌客户的市场拓展。天下秀对品牌客户销售的毛利率低于对中小客户销售的毛利率，因此品牌客户占比的提升对公司毛利率带来了一定影响。2019年归母净利润达2.59亿，同比增长63.92%。

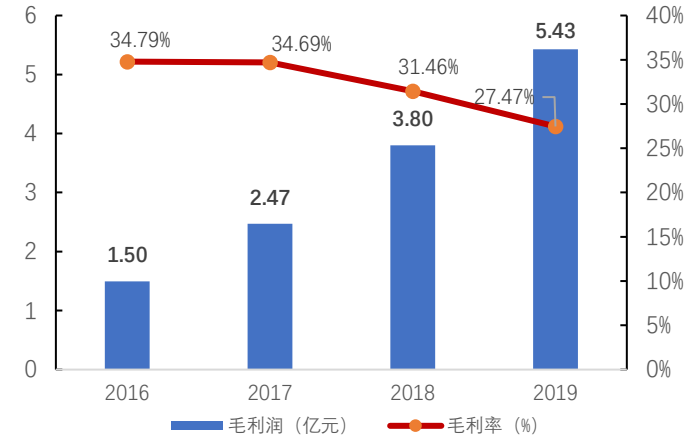
期间费用率方面，公司2019年期间费用率为10.37%，同比减少4.4pct。其中销售费用率下降较快，2019年同比下降了2.33pct，我们认为，随着公司知名度逐渐增加，行业地位稳固，公司在营销上的投入将会减少。

图表7 2016-2019年公司营收(亿元)



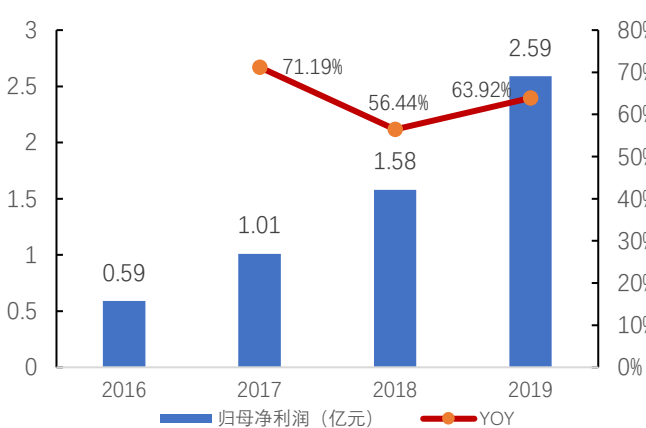
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表8 2016-2019年公司毛利润(亿元)和毛利率



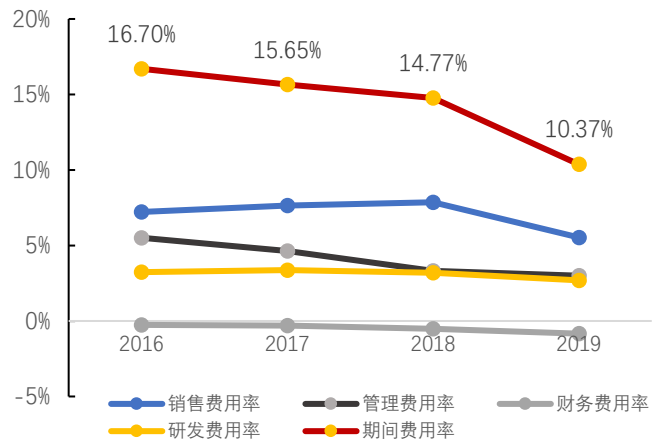
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表9 2016-2019年公司归母净利润(亿元)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表10 2016-2019年公司费用率变化



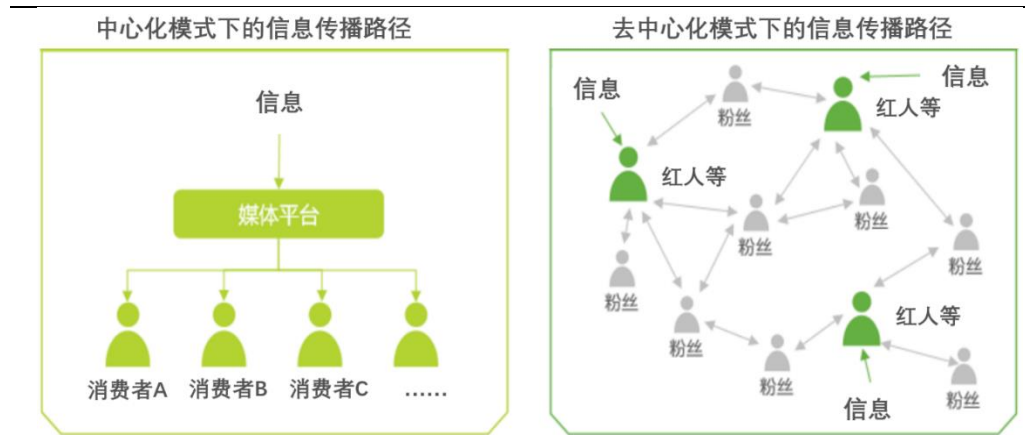
资料来源：公司公告，华安证券研究所

2 去中心化趋势不变，红人经济仍是高速赛道

去中心化是红人经济发展的底层逻辑。传统的信息传播是由策划、广告公司、媒体这些专业的机构主导，由专业人士来筛选信息并向大众分发，这就是中心化主导。而随着互联网时代的发展，信息分发的节点逐渐多元化，任何具备一定能力的用户

可以成为信息分发的中心，向特定的人群散发影响力。

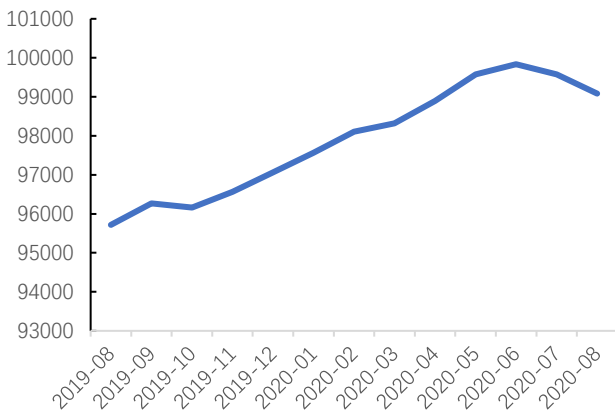
图表 11 信息分发去中心化



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

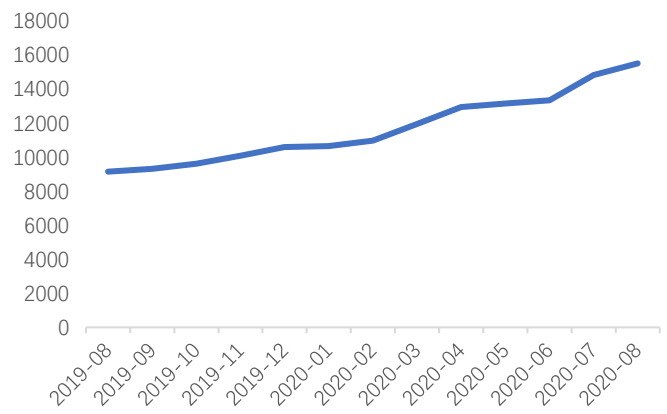
去中心化的趋势不变，体现在各 UGC/PUGC 平台的流量持续增长，说明用户对于垂直、细分、个性化的内容需求在增长，以及信息在各平台的 KOL 与用户之间自由高效的传播。过去一年内，微信、小红书、抖音、快手、微博和 B 站六大社交媒体平台的流量持续保持高增速，其 MAU 同比分别增长 3.52%、69.5%、23.89%、18.67%、28.87%、55.5%。

图表 12 微信 app 月度活跃用户数 (万)



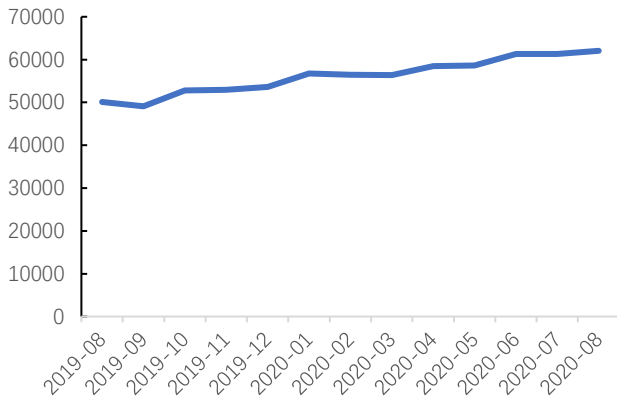
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 13 小红书 app 月度活跃用户数 (万)



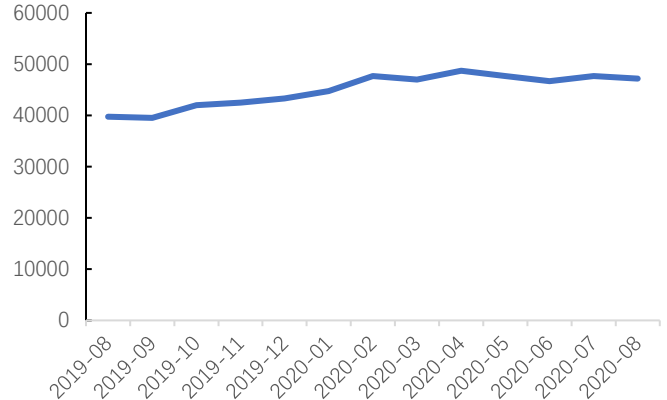
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 14 抖音 app 月度活跃用户数 (万)



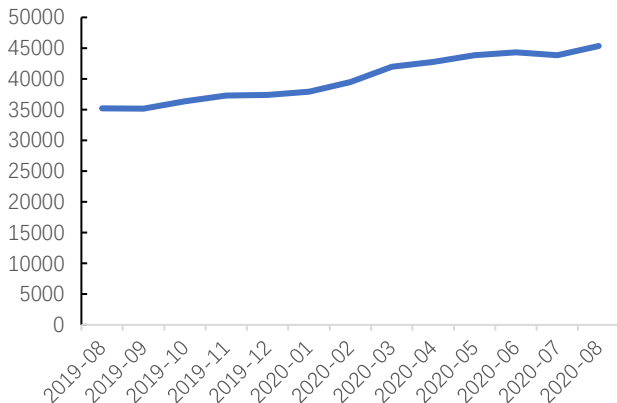
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 15 快手 app 月度活跃用户数 (万)



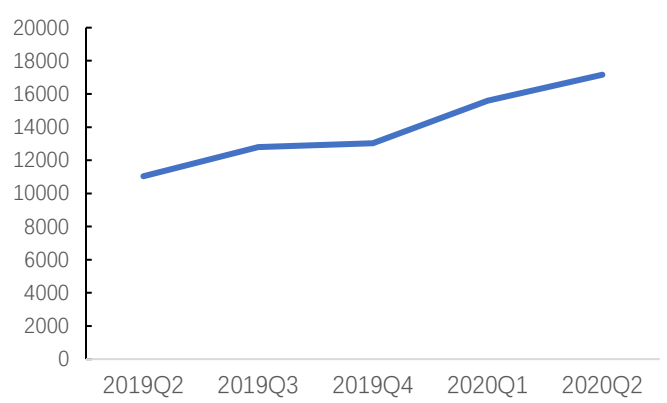
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 16 微博 app 月度活跃用户数 (万)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 17 Bilibili app 月度活跃用户数 (万)

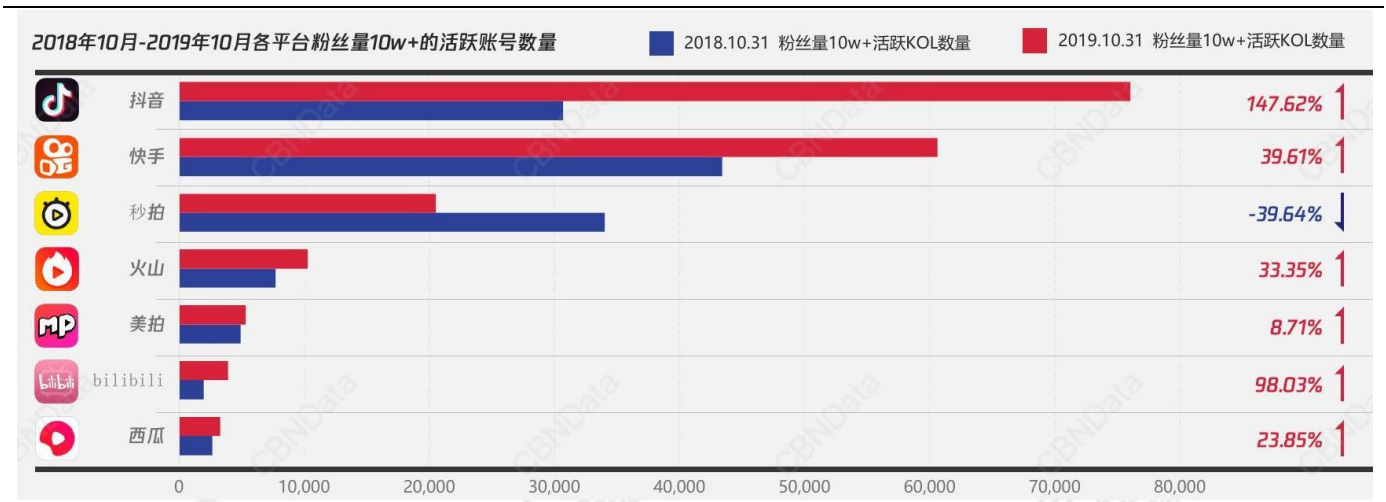


资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

在需求端高速增长之外, 行业供给也在同步跟上, 抖音、快手等七大社交媒体平台中, 多数平台的活跃 KOL 数量处于增长状态。其中, 抖音增长速度最快, 2019 年粉丝数超过 10w 的活跃 KOL 数量增长了 148%, 其次是 B 站, 一年内活跃 KOL 数增长率将近 98%。KOL 的加大供给也催生了专业机构 MCN 如雨后春笋般的涌现, 根据克劳锐数据, 2019 年全国 MCN 机构数已超过 20000 家, 近五年的 MCN 数量的 CAGR 则高达 334%。

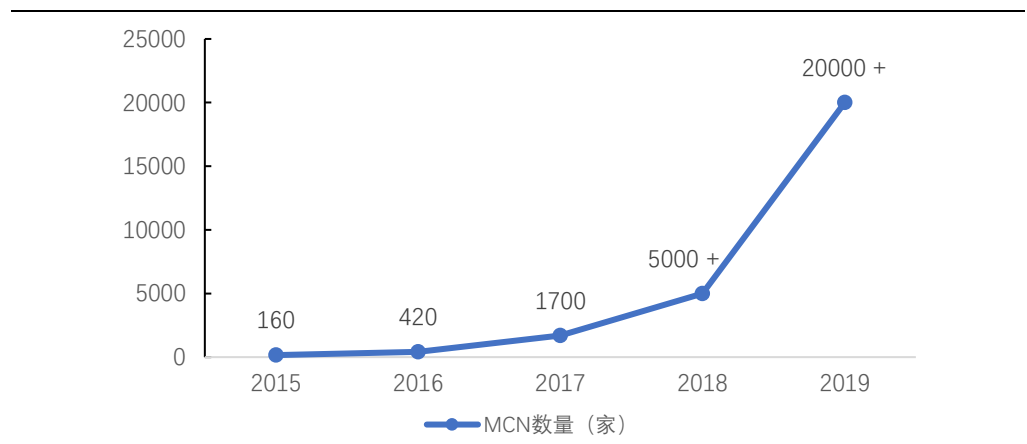
我们认为, 在互联网时代去中心化的底层逻辑支撑下, KOL 所占据的流量以及话语权在逐渐的超越传统中心化媒体, 并且这个趋势目前仍在继续。在流量高增速的同时, 商业化变现的强度也在加大, 未来红人经济的规模有望持续高增长, 而类似于天下秀, 在红人经济的高速赛道上深耕的公司将享受行业发展的红利。

图表 18 2018-2019 年主流社交平台 KOL 数量变化



资料来源：火星文化，华安证券研究所

图表 19 2015-2019 中国 MCN 机构数量



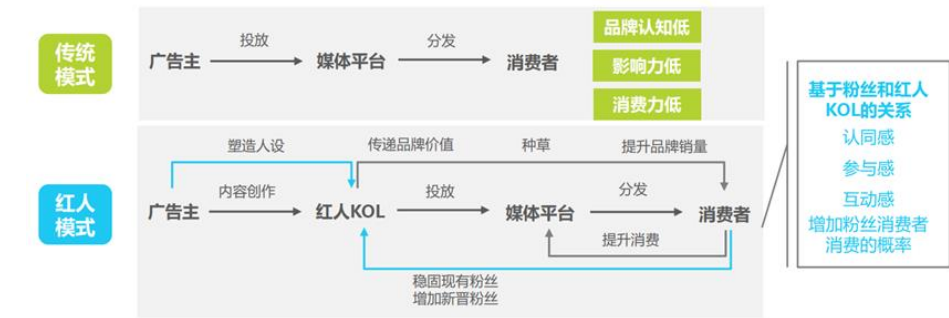
资料来源：克劳锐，华安证券研究所

3 新媒体营销业务高增长可持续

在公司业务规划上，公司主打的标签是“红人经济领军者”，但其业务并不局限于营销服务，公司在除营销业务外，也在积极打造服务红人经济的其他业务形式。但是，目前红人经济变现的主要途径主要是广告与电商，公司在营销业务上也有十年经验，未来短期内，营销业务仍是公司营收的主要贡献来源。

单从新媒体营销业务来看，我们认为，短期内 KOL 营销市场的渗透率仍有较大提升空间，广告主预算的投放才刚刚开始，公司在媒体资源采购上也在灵活的转向流量更加聚集的短视频领域。中长期来看，宏观经济对于广告行业的影响也在出现拐点，而 KOL 营销作为广告行业内的高增长赛道将会获得超额增速。此外，作为连接广告主与媒体资源的平台方，面对集中度较低的上下游，公司相比传统广告公司在产业链中的话语权更强，这也解释了公司毛利率更高的原因，并且这种优势可以持续。总体来说，我们认为公司营销业务的高增长是可持续的。

图表 20 广告主在红人营销模式下的广告投放路径



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

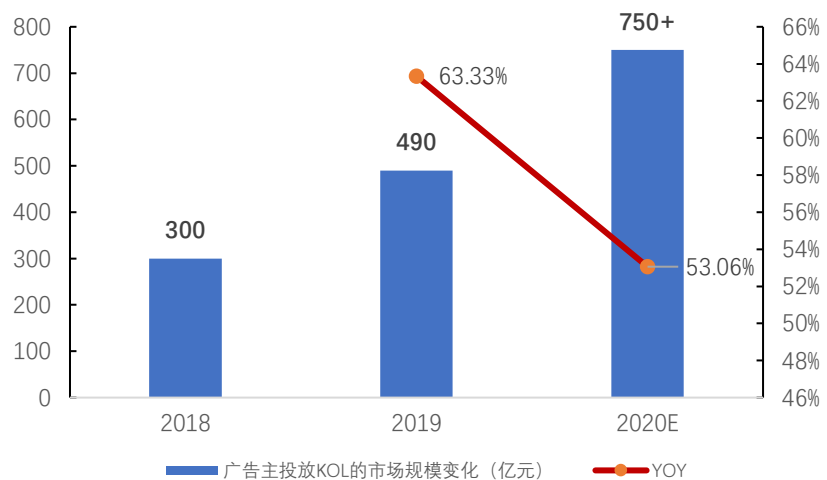
3.1 KOL 营销发轫之始，公司强化行业地位

3.1.1 KOL 营销市场渗透率还有提升空间

我们认为，作为红人经济的主要变现方式之一，KOL 广告随着红人流量的高速增长而增长，而注意力随媒介的切换是新媒体营销公司最重要的投资逻辑。虽然近两年来 KOL 营销的投放额保持近 60% 的增速，但是其相比于大的广告行业以及互联网营销细分行业来说占比仍然偏低，说明广告主仍未完全充分认识到 KOL 流量的价值，KOL 营销的渗透率仍有较大的提升空间。

根据克劳锐数据，2019 年 KOL 营销投放金额达到 490 亿元，同比高增长 63%，同时预计 2020 年将超过 750 亿元，预计增速 54%。从各社交平台角度来看，2018-2019 年主流新媒体平台 KOL 广告收入大部分呈增长趋势。其中，微博，抖音，小红书和 B 站的 KOL 广告收入同比增速分别为 14%、60%、50% 和 35%，微信的 KOL 广告收入略有下降，同比减少 2.5%。我们认为微信的下降主要是因为公众号作为推出较早的产品，在短视频等更为新兴的产品加强流量变现时，各社交平台投放出现结构性变化所致。

图表 21 2020 年广告主对 KOL 投放的趋势变化



资料来源：克劳锐，华安证券研究所

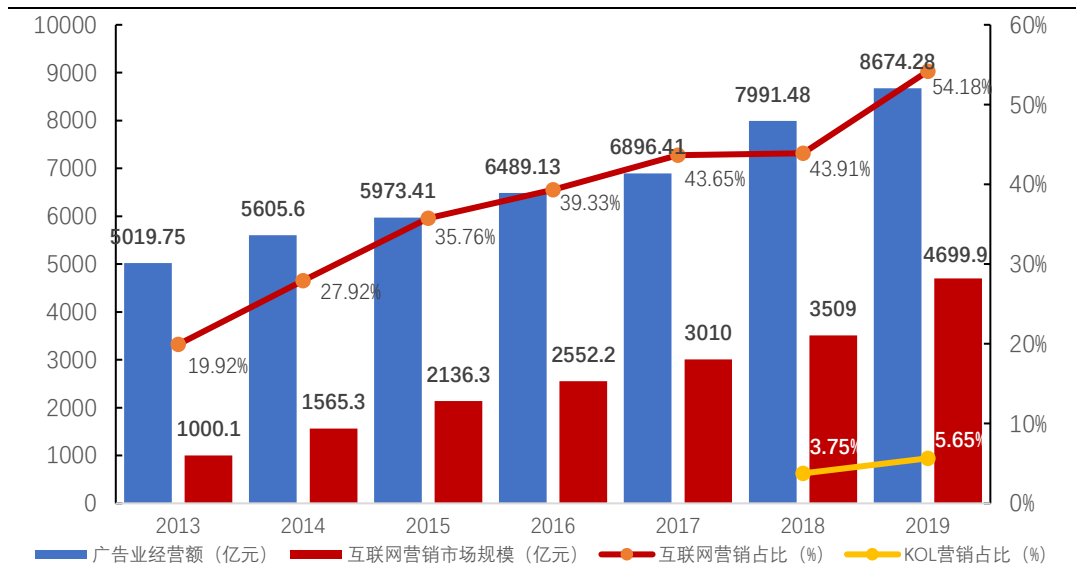
图表 22 2018-2019 年主流平台 KOL 广告收入变化情况

				
变化率: +14% ↑	变化率: -2.5% ↓	变化率: +60% ↑	变化率: +50% ↑	变化率: +35% ↑

资料来源: 克劳锐, 华安证券研究所 (注: 变化率数据是指各平台 2018-2019 年自身 KOL 广告营收变化情况, 各平台具体 KOL 收入基数不同)

然而从广告行业以及互联网营销子行业来看, KOL 营销在其中占比仍处于低位。通过对比近年来三者规模数据, 首先看到的是, 互联网广告市场规模近年来处于持续增长状态, 并且其重要性在不断提高。2019 年, 中国互联网广告市场规模接近 4700 亿元, 同比增长 35%, 2013-2019 年 CAGR 为 29.42%, 互联网广告在在广告行业中的占比首次超过 50%。而对于 KOL 营销来说, 即使在近两年高速增长后, 2019 年其在广告行业与互联网营销中所占的比例分别为 5.65%、10.43%, 也就是说, 即使在社交平台所有的广告形式中, KOL 的投放仍然是较小的比例。我们认为, 相比于流量的占比, KOL 营销的渗透率仍有较大的提升空间。

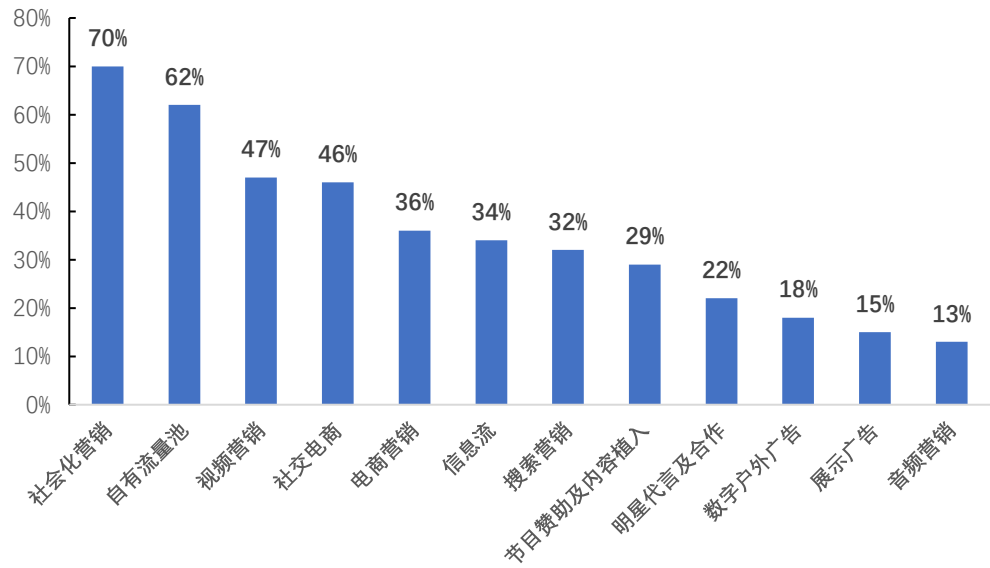
图表 23 2013-2019 年中国广告市场规模与互联网广告市场规模



资料来源: 中国产业信息网, 市场监管总局, 广告门, 华安证券研究所

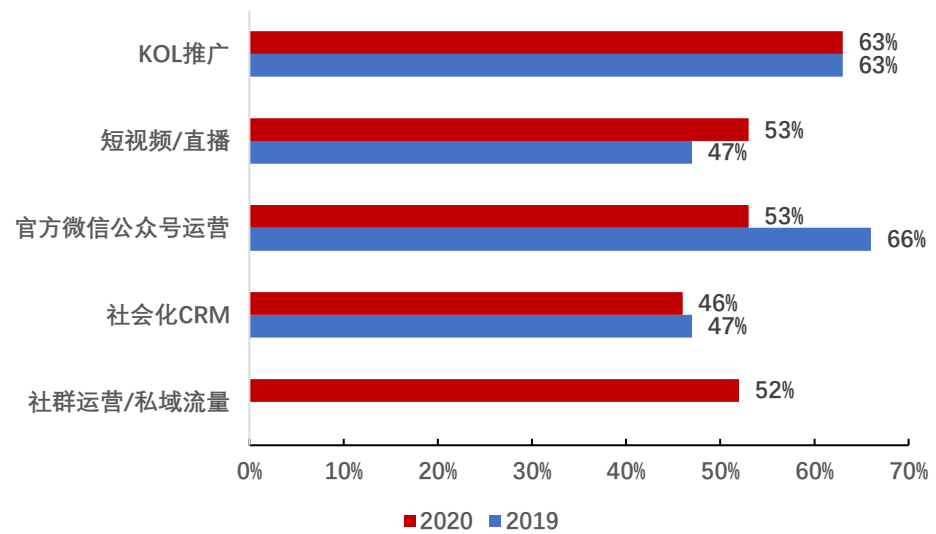
未来趋势上, 广告主已经逐渐开始认识到 KOL 流量的价值。数据显示, 71% 的广告主将在 2020 年增加社会化营销预算, 增幅幅度超过数字营销, 平均预算同比增长 15%。在广告主社会化营销中, KOL 推广是关注的重点, 63% 的广告主将其列为投入重点; 其次是短视频/直播和官方微信公众号运营, 均为 53%。我们认为, 未来 KOL 投放市场将继续保持高速增长态势, KOL 广告在整体广告市场的占比将提高。

图表 24 2020 年广告主数字营销重点关注的形式



资料来源：胖鲸，华安证券研究所

图表 25 2019-2020 年广告主社会化营销重点



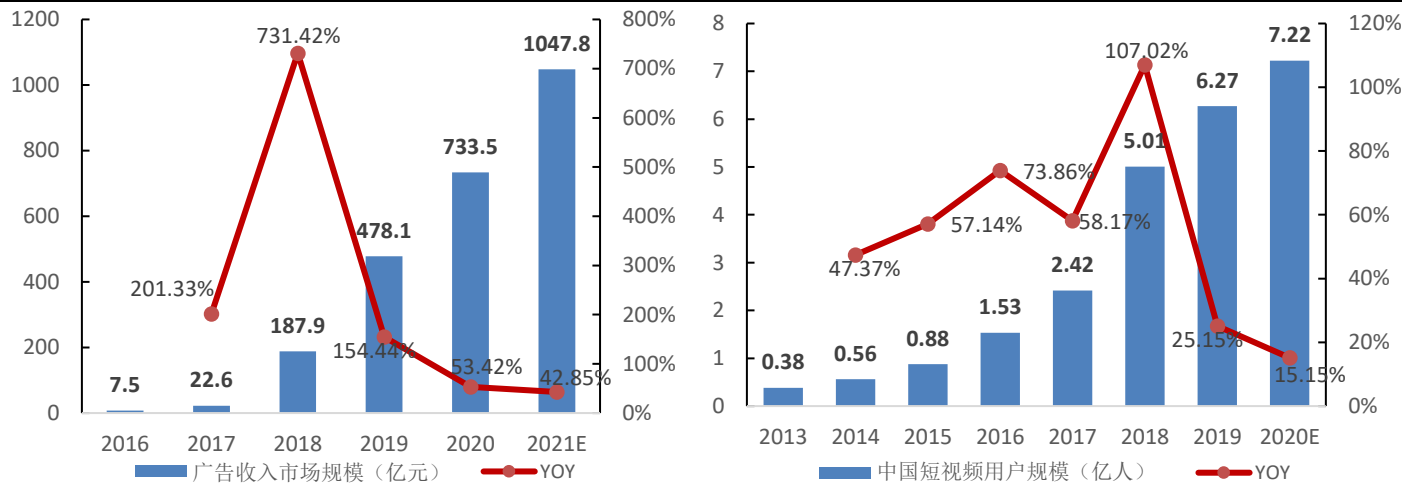
资料来源：胖鲸，华安证券研究所

3.1.2 社交媒体用户需求趋向多元，加强短视频等强势渠道的投放

随着社交网络的发展和各细分领域自媒体的崛起，以短视频营销为代表的新型营销模式也迎来了快速发展期：2020 年短视频媒介行业月活达到 8.52 亿元，同比增长 8.7%，短视频行业广告收入达 182.10 亿元，同比增长 29.1%。洞察到流量的变迁与短视频平台的蓬勃发展，公司加大了对短视频平台的媒体采购成本，逐渐加强对短视频等强势渠道的投放。

短视频营销相较传统文字营销,在内容形式上更加生动、更具感染力,因此营销效果更好,也更能获得广告主的青睐。作为现今仍享有互联网流量红利的高增长行业,短视频平台的用户规模及用户粘性仍在持续上升:2020年中国短视频用户规模预计达到7.22亿人,同比增长15.15%;短视频用户粘性在2020年3月达到142亿小时,2019-2020年整体呈上升趋势。2020年,短视频的用户时长份额接近20%,仅次于即时通讯,继续成为抢占用户时间的“时间黑洞”。随着5G商用化的投入,预计短视频用户粘性在未来仍会继续攀升。中国短视频广告市场规模在2021年预计将达到1047.8亿元,增幅为42.8%。

图表 26 2016-2021 年中国网络广告市场短视频广告 规模及预测 图表 27 2013-2020 年中国短视频用户规模及预测

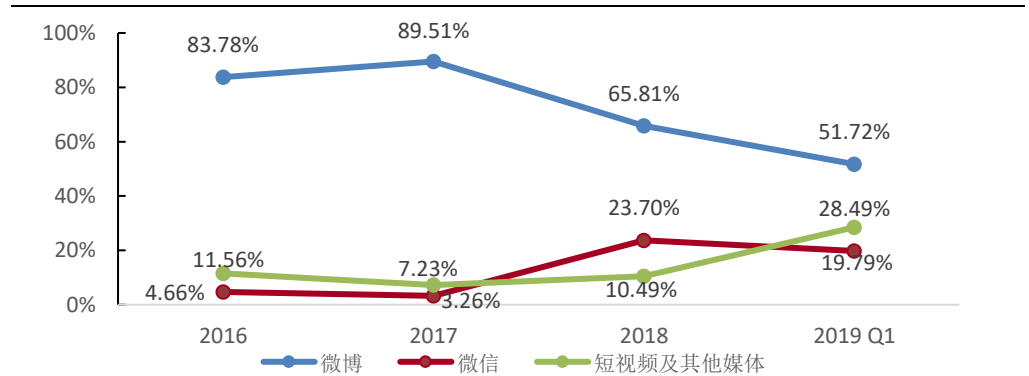


资料来源: UserTracker, 华安证券研究所

资料来源: 艾媒数据中心, 华安证券研究所

从天下秀 2016-2019Q1 各渠道媒体资源采购额占比趋势来看,微博的媒体资源采购量自 2017 年起逐年下降,2019 年 Q1 的采购量为 51.72%;微信的媒体资源采购量在 2017-2018 年有大幅上涨,在 2019 年 Q1 小幅下滑至 19.79%;短视频及其他媒体资源采购量处于逐年上升趋势,以抖音平台的自媒体账号采购为主,在 2019 年 Q1 达到 28.49%。由此可见,虽然微博仍是天下秀的主要投放媒体,但由于短视频等相关社交媒体平台的快速发展,天下秀正在逐渐加强对短视频等其他强势渠道的投放,以满足客户多元化的需求,正面拥抱新兴营销模式的红利。

图表 28 天下秀各渠道媒体资源采购额占比趋势 (2016-2019 Q1)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

3.1.3 定增加大研发投入，强化竞争壁垒

天下秀较早进入新媒体营销行业并自主研发了 WEIQ 新媒体大数据系统，积累了丰富的新媒体营销经验，通过先发优势奠定了行业龙头地位。我们认为，通过加大对大数据平台建设和升级的投入，天下秀可以进一步巩固其技术优势，客户资源优势以及运营优势，有助于强化公司竞争壁垒。

对于 KOL 营销来说，其业务模式存在两个痛点：

- 1) 流量造假，投放预期会出现偏差；
- 2) 相对于平台投放的社交广告，难以监测投放数据与效果。

公司通过 WEIQ 平台的大数据系统能够覆盖广告传播全程，实时监测广告传播效果，对投放数据进行回顾总结，沉淀传播效果，解决了平台与广告主之间信息差的行业痛点。

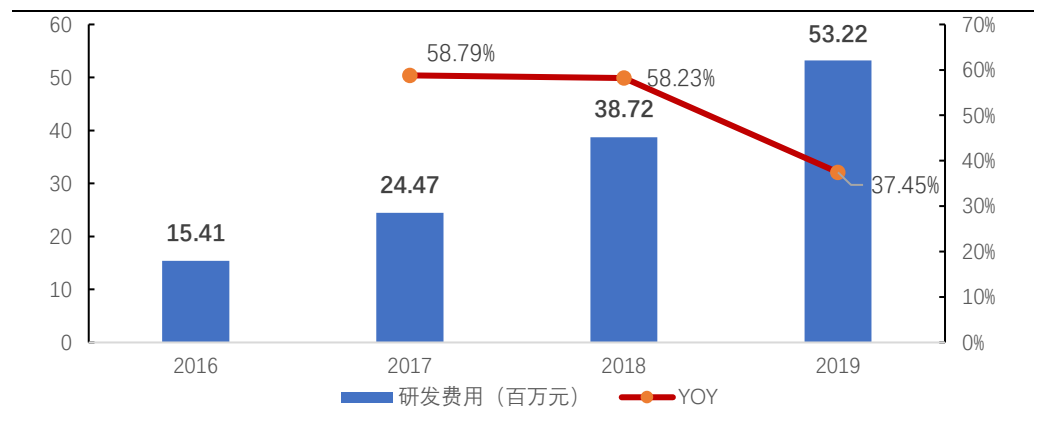
图表 29 WEIQ 平台运作模式



资料来源：WEIQ 官网，华安证券研究所

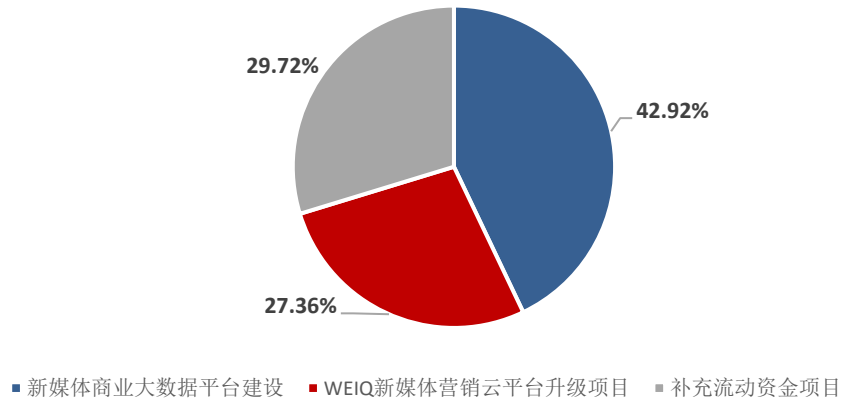
随着互联网广告的迅猛发展，以及在广告行业中占比的提高，广告主对效果广告的要求也越来越高，这意味着需要更多的大数据积累和算法支持。公司在原有技术优势下，持续加大在技术以及数据等核心优势领域的投入，2019 年研发费用达 5322 万，同比增长 37.45%。2020 年 7 月 27 日，天下秀非公开发行股票申请获得中国证监会审核通过，拟定募集资金不超过 21.2 亿元。所募集 70% 的资金将主要用于新媒体商业大数据平台建设（9.10 亿元）和 WEIQ 新媒体营销云平台升级项目（5.8 亿元），以进一步提升多维度数据挖掘、分析能力，实现产品与用户的精准匹配，提升转化效率；所募集 30% 的资金将投入补充流动资金项目（6.30 亿元），主要用于新媒体营销规模扩张对于媒介资源的采买。

图表 30 研发费用及研发费用率变化



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 31 定增资金分配占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

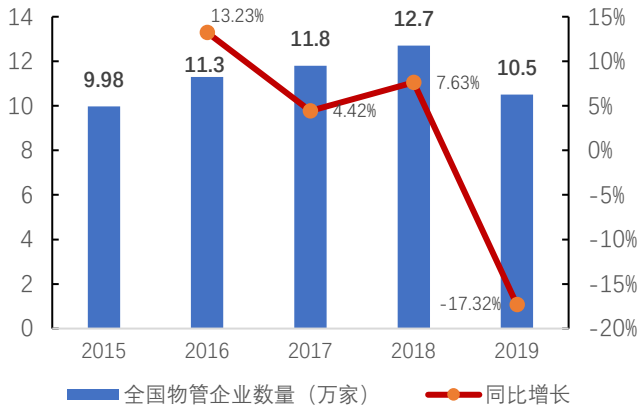
通过加大对天下秀云平台大数据系统建设和升级项目的投入，我们认为，公司能够更加深入的挖掘包括自媒体信息、受众群体数据等多维度业务数据，从而提升自媒体定向选择、投放时效等广告营销分析能力，为客户提供更加智能化的新媒体营销解决方案。社交大数据和云计算技术体系的成熟发展和能帮助天下秀在积累了客户资源优势的基础上，结合大数据技术驱动持续扩张，巩固竞争壁垒。

3.2 上下游集中度较低，公司话语权更强

我们认为，天下秀相比传统互联网营销公司在产业链上具有更高的议价空间。天下秀主营的以红人为核心的新型营销模式相比传统中心化的互联网营销公司具有上下游分散性的特点。广告中介代理公司作为连接广告主与媒体平台的桥梁，上下游越分散，中介价值越高，上下游对中介代理公司依赖性更强，公司议价能力更高。

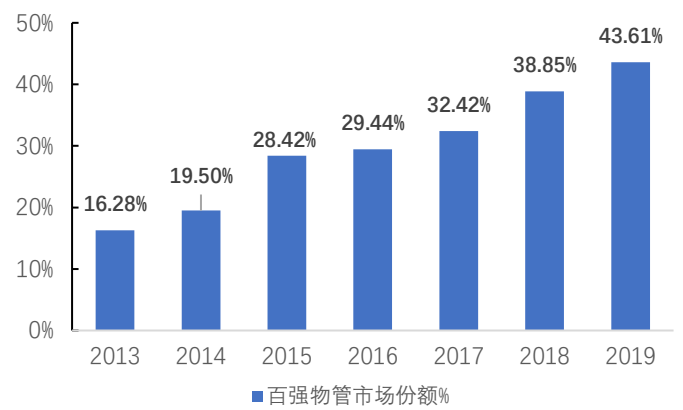
中游平台的议价权取决于上下游集中度，这点在分众传媒的两条主营业务线的毛利率上得到充分体现。同样身处广告营销行业，分众传媒主要有楼宇媒体和影院媒体两个业务板块。从两个业务板块的上下游集中度看，楼宇媒体上游主要是物业公司，集中度较低，截至 2019 年底，我国物业服务企业 10.5 万家，百强企业的市占率为 43.61%。影院媒体的上游主要是电影院线，集中度较高，我国 2019 年院线数量为 50 条，前十院线市占率 33.42%。虽然近年物业管理行业的集中度逐渐升高，电影院线的集中度也在逐年下滑，但是楼宇媒体和影院媒体的上游集中度仍相差甚广。上游集中度的差异直接导致分众传媒在这两个业务板块上毛利率的显著差别，2015-2020 年楼宇媒体的毛利率比影院媒体整体平均高出 16.07%。

图表 32 全国物管企业数量 (2015-2019 年)



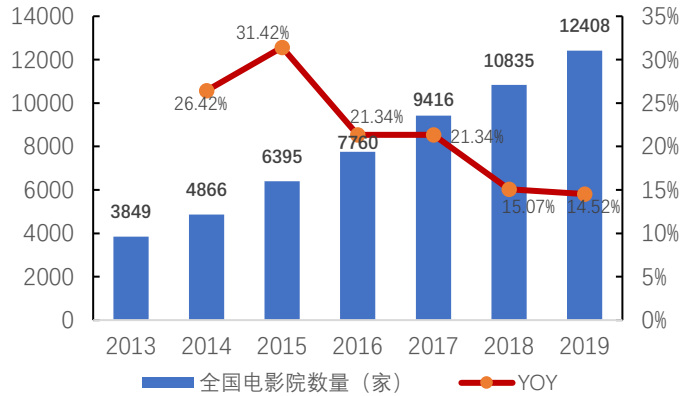
资料来源: 公开数据整理, 华安证券研究所

图表 33 全国百强物管企业市场份额 (2013-2019 年)



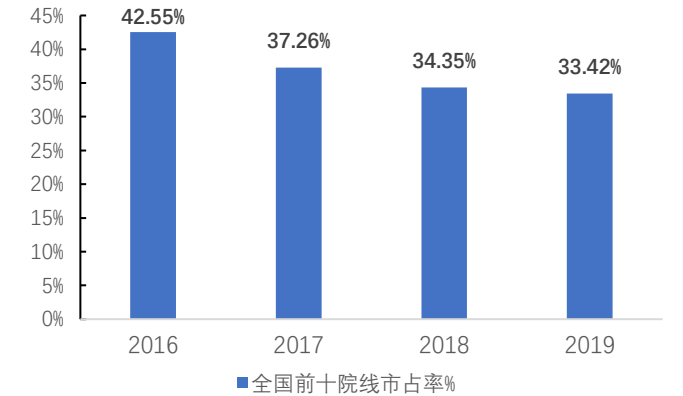
资料来源: 中指研究院, 华安证券研究所

图表 34 2013-2019 年中国电影院数量情况



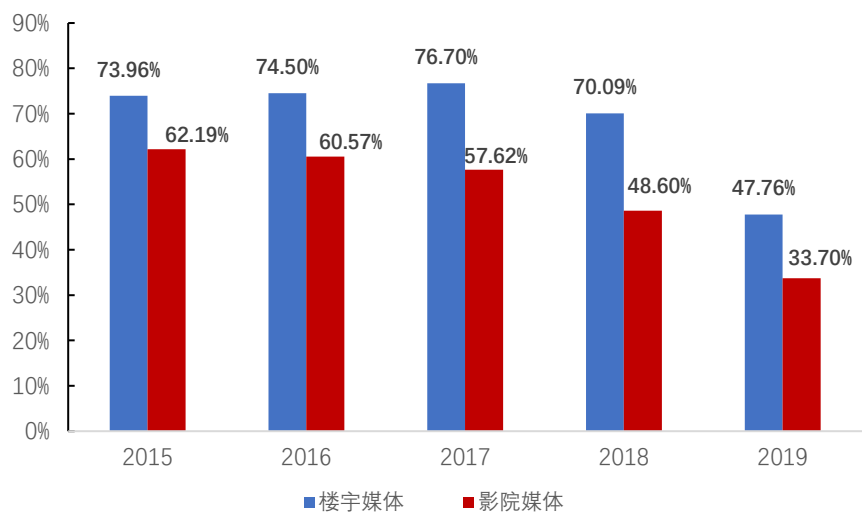
资料来源: 国家电影专资办, 华安证券研究所

图表 35 2016-2019 年国内前十院线市占率



资料来源: 灯塔专业版, 华安证券研究所

图表 36 分众传媒毛利率 (2015-2019 年)



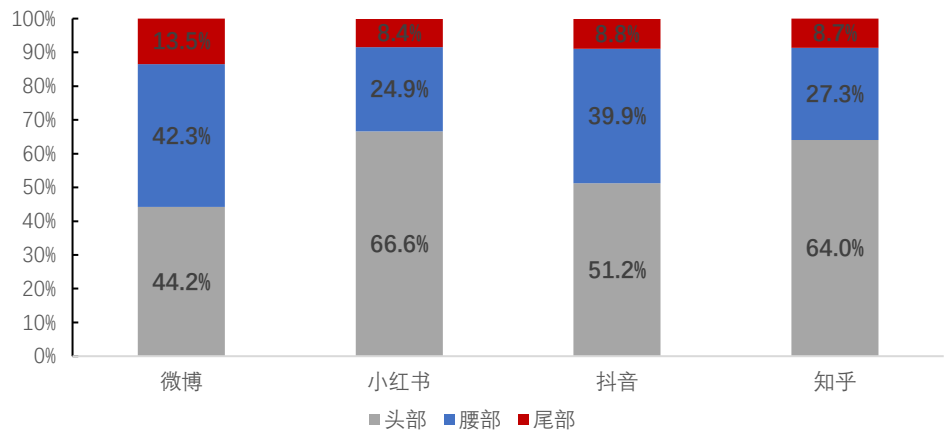
资料来源: Wind, 华安证券研究所

反观天下秀, 身处 KOL 营销赛道, 上下游均较为分散:

1) 对于上游媒体: 天下秀所对接的上游媒体资源具有海量中长尾的特征, 市场极度分散。截至 2019 年上半年, 主流平台头部 KOL 平均占比仅为 10% 左右。在去中心化的趋势下, 海量分散的自媒体和 KOL 在各自的垂直细分领域百花齐放, 垂直流量价值凸显。

2) 对于下游客户: 天下秀面向的客户包括宝洁、京东等品牌客户, 同时也覆盖快消品及互联网等多领域的中小客户和代理商。公司主营的新媒体营销业务依赖平台自动化交易, 广告主可自行在平台下单, 客户资源庞大且分散。

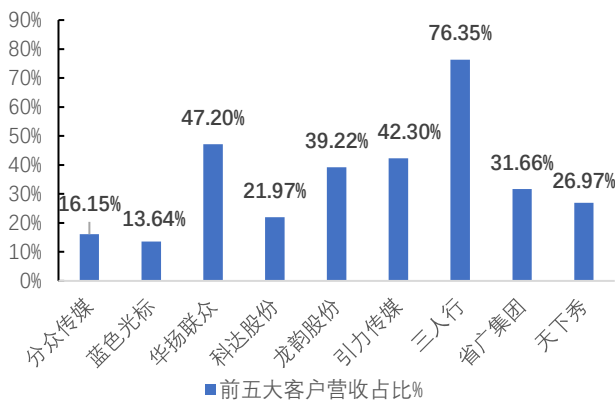
图表 37 2019 年微博、小红书、抖音、知乎四大平台头、腰、尾部 KOL 量级及占比



资料来源: AdMaster, 华安证券研究所

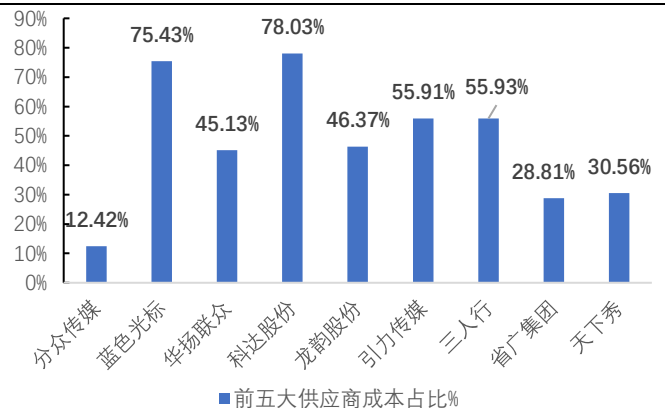
上下游分散给予公司更大的议价空间, 体现在财务数据上则是高于行业平均水准的毛利率。公司 2019 年毛利率为 25.73%, 在我们选取的同业上市公司对比中处于高位。反观公司前五大客户与供应商的贡献在营收与成本中占比来看, 公司分别为 26.97% 与 30.56%, 在同业比较中处于低位。并且我们认为前五大供应商的占比并不能完全体现上游的离散度, 公司第一大供应商是北京微梦创科, 即微任务平台所支付的媒体资源费用 (以收入分成形式体现, 金额为天下秀根据后台对账系统核算的分成收入的 70%), 而实际供应商则是微博上的众多自媒体, 所以实际前五大供应商占比应该比报表数字更低。

图表 38 2019 年同行业公司前五大客户在营收中占比



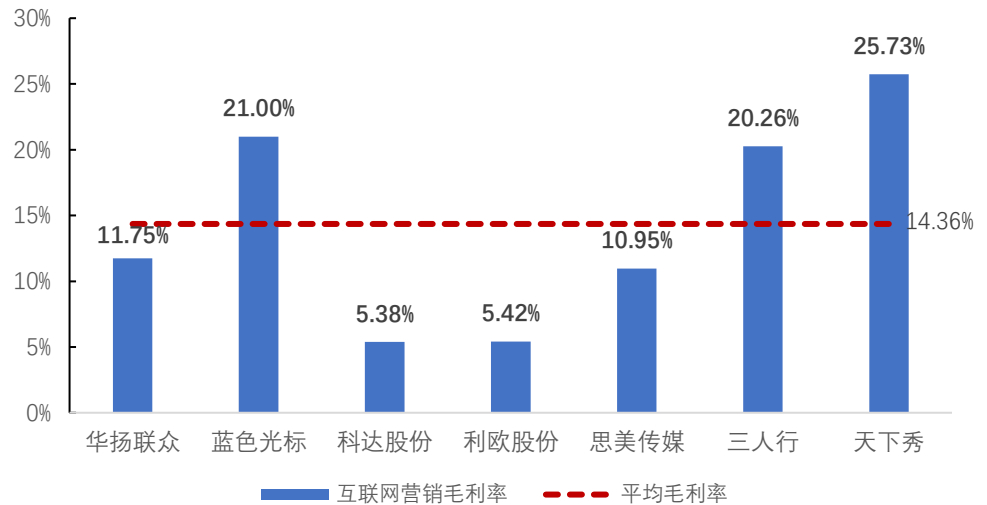
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 39 2019 年同行业公司前五大供应商在成本中占比



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 40 2019 年上市公司互联网营销毛利率比较



资料来源: Wind, 华安证券研究所

3.3 宏观经济对广告行业影响趋于正面

公司所从事的 KOL 营销也是广告行业的细分赛道, 那么对于广告行业来说, 则不得不讨论宏观经济对其的影响, 并且公司客户来自于多个行业, 宏观经济与公司业务之间有着千丝万缕的联系。

近年来, 宏观经济增速的逐渐下滑, 引发了市场对于广告行业的担忧, 然而在分析了海外发达国家长期的广告开支与 GDP 之间关系后, 我们认为, 广告行业与宏观经济并非简单正相关关系, 而是广告开支增速与 GDP 增速的导数呈正相关, 并且广告开支增速围绕 GDP 增速而波动。那么意味着, 只要宏观经济不加速下行, GDP 增长减速下行或者维持平稳, 广告行业便存在边际修复的预期。目前来看, 在季度 GDP 增速上, 疫情后已经出现了回升的态势, 故广告投放上存在超额增速。并且随着 GDP 增速逐渐下行, 广告开支占 GDP 的比重逐渐增大, 也就是说, 当宏观经济增速逐渐趋缓, 行业竞争加剧, 营销的投入将会增加。

3.3.1 GDP 增速企稳/回升之时 广告有望获得超额增速

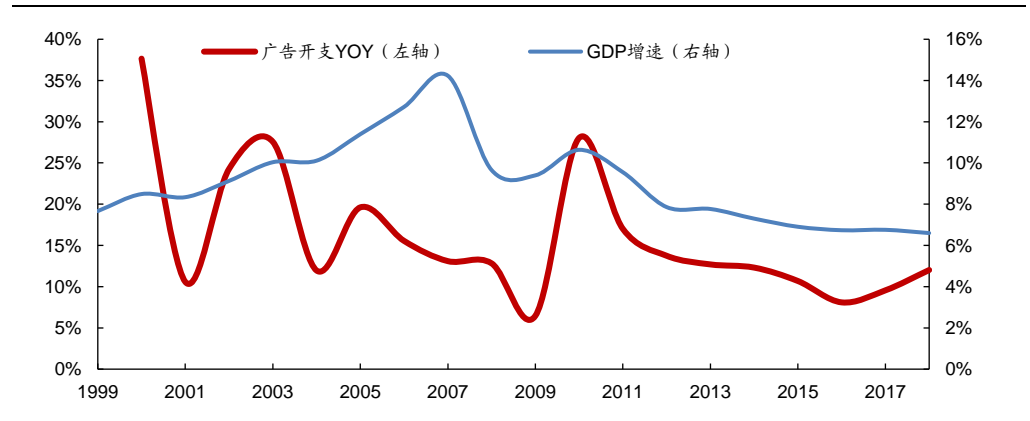
首先看宏观经济对广告行业增量的影响, 以广告开支增速与 GDP 增速之间的关系来表示。对于海外发达经济体而言, GDP 增速与广告开支增速具有比较好的相关性, 而中国经历较长时间的 GDP 增速持续上升期, 并且在 2007 年后增速也持续下滑, GDP 增速缺乏波动性导致广告开支增速的匹配性不足, 但是 07-09 年这段时间内, 世界范围内受金融危机导致 GDP 增速显著下滑, 广告开支增速也大幅下滑, 中国与海外的数据是一致的。除此之外, 广告开支增速与 GDP 增速之间的关系我们认为还有两点值得关注:

1) 广告开支增速的变化不具有明显的领先或滞后, 在年度数据下双方基本同时变化。并且参考前文国内广告行业刊例花费与 GDP 增速季度数据, 广告行业对于宏观经济变化的反应速度也足够快;

2) 广告开支的变化趋势比 GDP 的变化趋势大, 即广告行业放大了 GDP 的变

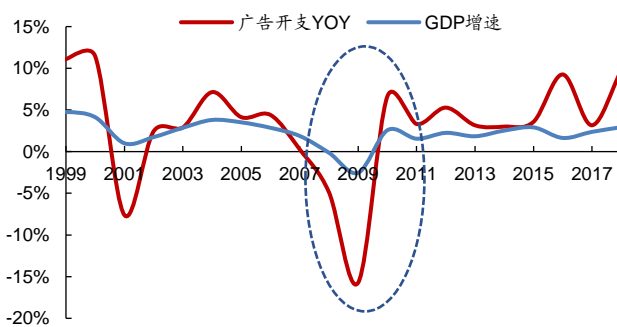
动。并且在 GDP 增速平稳阶段，广告开支增速基本上持续快于 GDP 增速，即广告行业可以获得超额增速。此外，值得一提的是，随着 GDP 增速由“波谷”有所回升之时，广告行业增速由负向放大变为正向放大，此时广告行业存在“报复性反弹”的快速增长机会。

图表 41 近 20 年中国广告开支增速与 GDP 增速



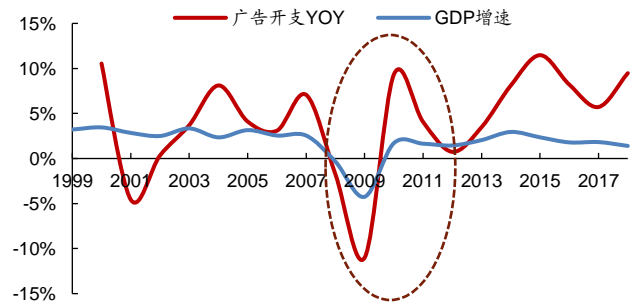
资料来源: Bloomberg, 华安证券研究所

图表 42 近 20 年美国广告开支增速与 GDP 增速



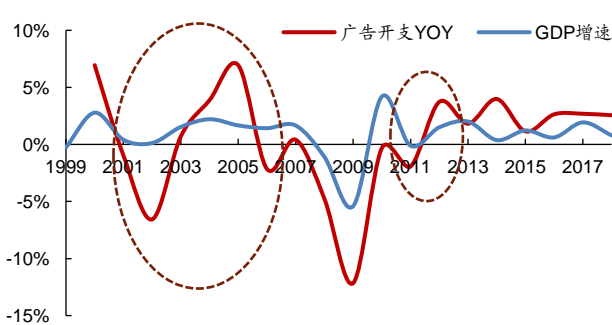
资料来源: Bloomberg, 华安证券研究所

图表 43 近 20 年英国广告开支增速与 GDP 增速



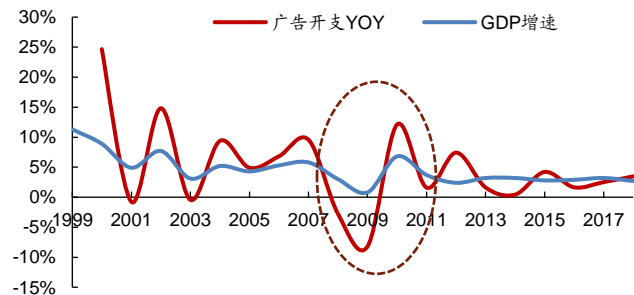
资料来源: Bloomberg, 华安证券研究所

图表 44 近 20 年日本广告开支增速与 GDP 增速



资料来源: Bloomberg, 华安证券研究所

图表 45 近 20 年韩国广告开支增速与 GDP 增速

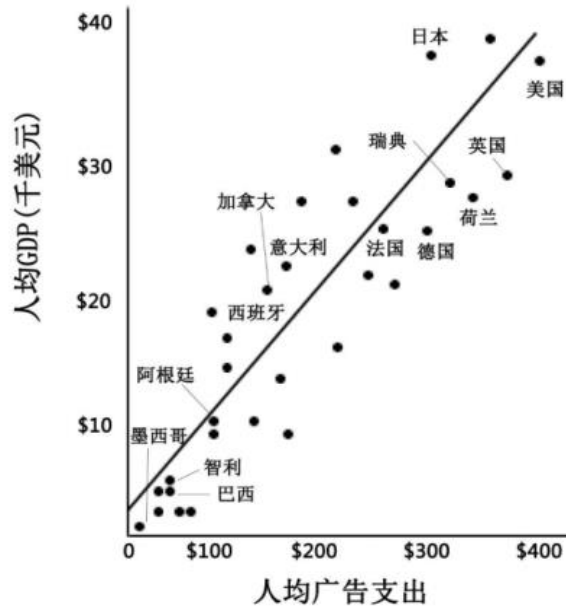


资料来源: Bloomberg, 华安证券研究所

3.3.2 经济发展水平与广告密度正相关

从广告行业总量的角度来说，GDP 无论是总量还是增速均有影响。静态来看，人均广告支出与人均 GDP 呈正相关，也就意味着，无论 GDP 增速如何，经济发展水平提高会带来广告支出提高。

图表 46 广告行业与国民生活水平息息相关



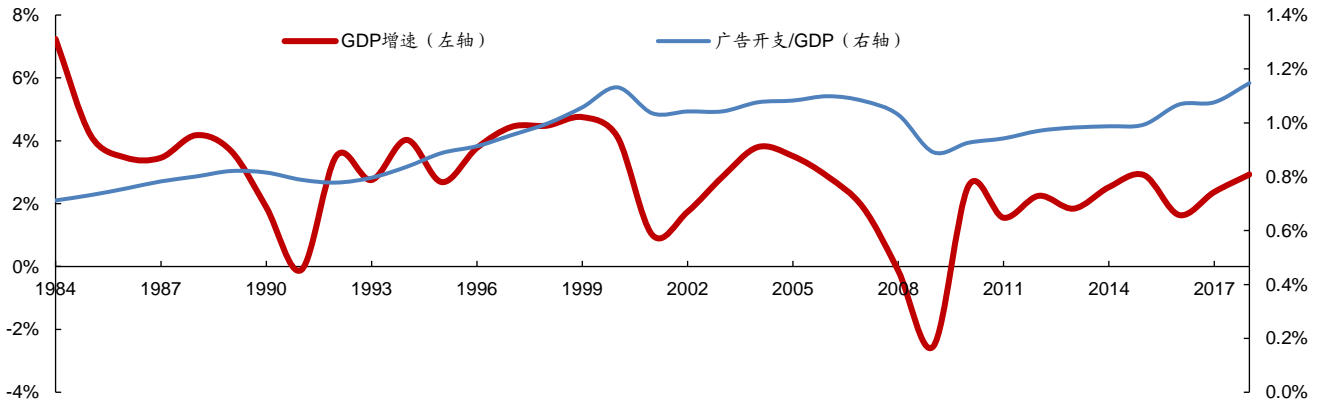
资料来源：《新闻大学》，华安证券研究所

动态来看，一般用广告开支占 GDP 的比例(该值被称为广告密度或广告开发度)来反映一个国家或地区广告的发达程度，由于我国和日本缺乏不变价 GDP 数据，分析美、英、韩三国 GDP 增速与广告密度之间的关系后，我们认为：

1) 当 GDP 增速大幅波动时，在短期内广告密度与 GDP 增速同向波动，比较明显的是对于美国 20 世纪初互联网泡沫消退以及 2008-2009 年金融危机时广告密度都有下滑。这主要是短期的经济形势遇冷导致广告主信心不足，从而减少投放的原因；

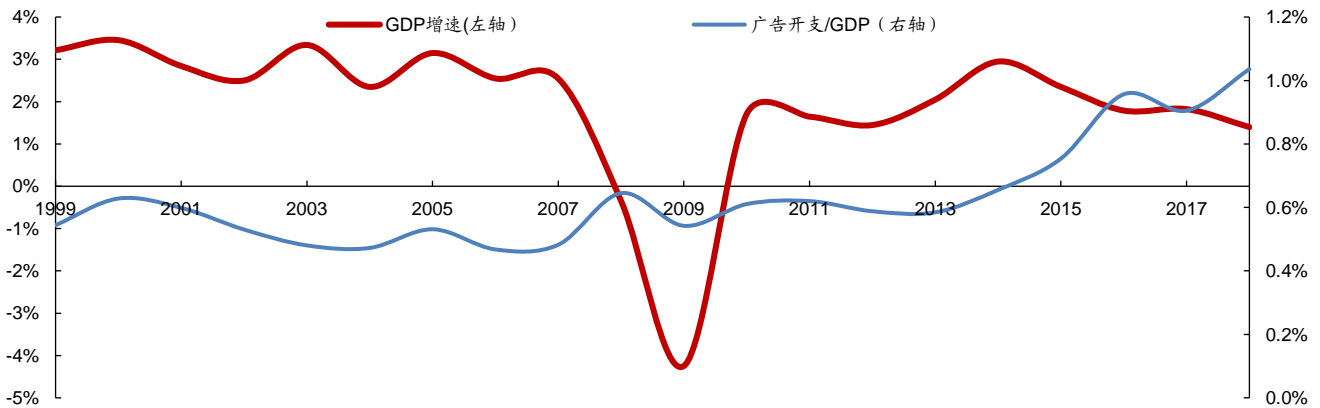
2) 长期来看，当 GDP 增速趋于平稳时乃至缓慢下行时，广告支出占 GDP 比重是在持续提升的。对于美、英两国，09-18 这十年平均 GDP 增速均慢于 99-08 年，然而广告密度在缓慢提升，对于韩国 GDP 增速下滑相对英美更快，而广告密度则变化不明显。我们认为原因是在 GDP 保持高位时，较快经济发展速度下，增量市场导致商品的销售较为容易，而随着 GDP 增速下行，竞争愈发激烈，进入存量市场的争夺，销售费用的开支便会加大。

图表 47 1984-2018 年美国 GDP 增速以及广告开支占 GDP 比重



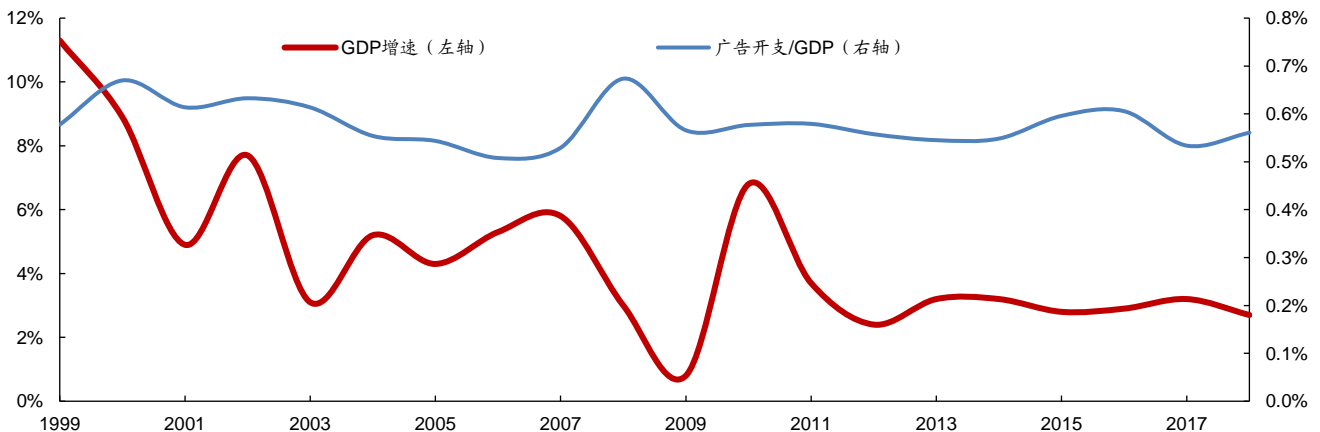
资料来源: Bloomberg, Wind, 华安证券研究所

图表 48 1999-2018 年英国 GDP 增速以及广告开支占 GDP 比重



资料来源: Bloomberg, Wind, 华安证券研究所

图表 49 1999-2018 年韩国 GDP 增速以及广告开支占 GDP 比重



资料来源: Bloomberg, Wind, 华安证券研究所

总体而言，我们认为对于宏观经济对广告行业的影响，可相对乐观，只要 GDP 增速不会加速下滑，其他情况下广告开支都可维持超额增速，广告开支在 GDP 中占比也将持续提升。根据目前国内数据，今年广告开支增速大概率低于 GDP 增速，广告密度也将有所降低，未来随着 GDP 增速的平稳，该比值将回升，广告行业将有望获得反弹。对于公司而言，无论是互联网营销大类还是 KOL 营销细分品类在所有广告媒体品类中仍然是表现强势的品种，公司也将受益于行业整体的企稳与反弹。

4 助力红人经济新形态，探索变现增量

天下秀的业务模式与常见的网红经济的商业模式不同，公司将商业价值建立在解决互联网广告投放的信息差之上，而非依赖某个或某些网红的流量以达到收益目标。在汹涌而来的网红经济浪潮中，天下秀旨在成为红人经济的塑造者、赋能者与网红经济生态的基础设施建设者。它也是截至目前唯一一个成功构建连接视频/直播平台、红人 IP、MCN 机构、消费用户、电商服务平台、广告服务商等几大核心要素完整闭环的网红经济生态体系的新型基础设施服务商。通过连接上游广告端、中游 MCN 机构与红人团体，以及下游用户群体以搭建红人经济生态圈，天下秀通过自身技术和大数据优势赋能，促进整个生态圈的积极良性发展。

4.1 搭建红人经济基础设施，打造行业长远影响力

天下秀目前的主要业务板块包括红人广告大数据云投放平台 WEIQ、为品牌企业提供基于新媒体及粉丝经济综合解决方案 SMART、红人价值排行及版权管理机构 TOPKLOUT 克劳锐和红人创业加速孵化品牌 IMsocial。其中，克劳锐和 IMsocial 并不是公司的主要收入来源，但却对于挖掘红人价值以及红人生态构建，有着长远的影响力。通过这四大平台，天下秀构建了一个完整的红人经济闭环。

4.1.1 IMsocial+Topklout

IMsocial 红人加速器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。入驻达人和机构将被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。天下秀通过 IMsocial 实现红人孵化，为红人经济生态构建赋能，目前已有非常多的成功案例。

图表 50 IMsocial 优秀案例及商务合作伙伴



资料来源：IMsocial 官方微博，华安证券研究所

克劳锐是目前国内唯一针对网红自媒体业态领域最全方位视角的、追求客观性和公信力的价值评价机构。作为红人经济生态的第三方评价机构，其覆盖行业超过120类，红人900万+，数据渗透微博、微信、抖音、小红书、快手等社交媒体平台，发布的榜单报告全球引用超百万次，在行业公信力高。克劳锐虽然短期内不能为公司带来业绩，但是长期来看，权威数据机构对行业的影响力已经产生，对维护红人价值市场以及网红经济产业的赋能有着不可或缺的重要性。

图表 51 TOPKLOUT 克劳锐核心产品（包括榜单，深度报告以及数据服务等）



资料来源：克劳锐官网，华安证券研究所

在当下这个网红经济新时代，我们不断能看见新的自媒体/KOL 涌现，行业内充满新的生命力。但随着大量资本涌入，KOL 市场竞争越发激烈。无论是上游广告主，还是中游的MCN和众多KOL，亦或是最终受众——粉丝群体（消费者），这个产业链内充斥着各种各样的信息不平等以及诉求与现实的落差。而天下秀通过旗下WEIQ, SMART、克劳锐和IMsocial，整合了各大主流平台的红人资源和MCN机构，在满足广告主多样化的推广需求的同时，通过平台和大数据赋能以帮助尾部的内容创作群体实现发展，完善KOL产业生态体系建设。这也是天下秀有别于其他网红机构的优势，即视网红产业未来长远价值的沉淀为首要，在构建网红经济建设基础的同时，构筑其自己的核心护城河。

4.2 红人经济+X，自媒体变现空间广阔

红人经济变现模式主要分为C端（消费者）和B端（企业端）。其中，C端以电商变现、直播变现、内容付费和衍生品销售为主；B端变现更为头部，主要来自于广告主和媒体平台的资金支持。目前，广告营销和电商变现是红人经济的主要变现方式。在未来，“红人经济+X”的商业模式将为自媒体变现带来更多可能性，推动红人经济“出圈”。

根据克劳锐数据显示，广告营销和电商变现在2018-2019年中国红人变现方式的占比分别为98.9%和96.6%，同比增长18.3pct和48.4pct。其他变现方式，如IP授权，线下商演等在2019年也呈增长趋势。从2019年互联网广告收入TOP10

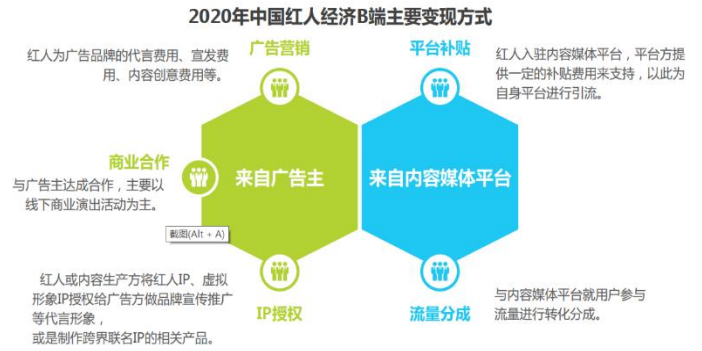
企业收入占比来看，拼多多，微博和字节跳动的广告收入占比最高，分别为 89%，86.4%和 85.7%。这体现了广告营销仍是自媒体平台变现的主要方式，广告收入也仍是互联网企业的重要利益构成。

图表 52 2020 年红人经济 B 端与 C 端主要变现形式



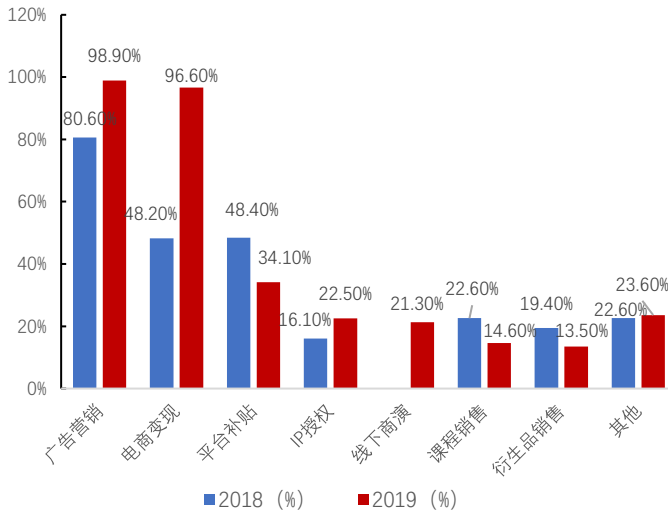
资料来源：克劳锐，华安证券研究所

图表 53 中国红人经济 B 端（头部）主要变现方式



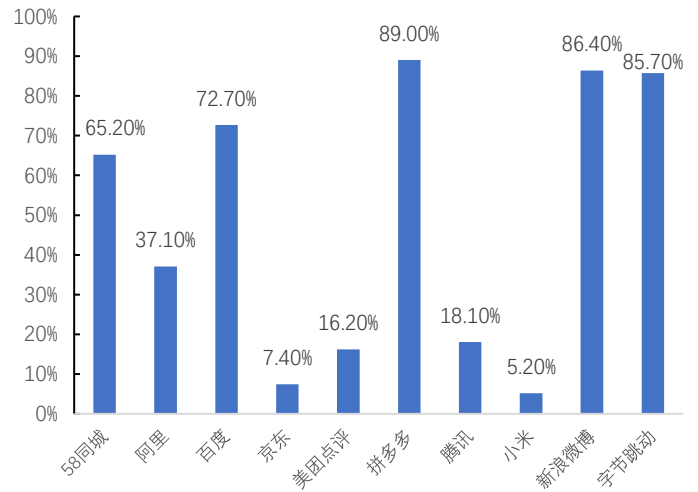
资料来源：QuestMobile，华安证券研究所

图表 54 2018-2019 年中国红人变现方式



资料来源：克劳锐，华安证券研究所

图表 55 2019 年互联网广告收入 TOP10 企业占比



资料来源：QuestMobile，华安证券研究所

除了广告营销和电商变现，“红人经济+X”的创新商业模式通过结合红人与不同的行业、渠道和场景，给红人经济以及变现形式带来更多想象空间。以天下秀的商业布局为例：红人经济+营销（WEIQ）、红人经济+快消业（螺元元）、红人经济+教育业（IRED）、红人经济+线下（IOMA 艺术中心）和红人经济+区块链（星矿科技）等等。

可以预见，随着广告营销和电商变现的逐步成熟以及对其他领域变现方式的探索，未来红人经济下的变现方式会更加多元化。因此，红人未来还会有更多的方式去释放价值，红人经济变现仍有较大空间，天下秀身处的红人经济赛道具有巨大的增长潜质。

图表 56 红人经济+X 商业模式示例



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

5 业绩预测及投资建议

核心假设：

1) 新媒体广告客户代理：是公司最主要的业务板块，也是营收增长最迅速的板块，包括 WEIQ、SMART 以及微任务平台部分收入。我们看好公司在互联网去中心化趋势下，红人经济的整体增长，以及 KOL 营销作为红人经济主要变现渠道的价值正在被广告主逐渐挖掘。毛利率方面，正是因为广告主的逐渐认知，更多的大客户加大对 KOL 营销的投放，由此对毛利率有一定影响，长期我们认为毛利率趋于稳定。综合判断我们认为该部分业务 2020-2022 年收入增速分别为 80%、70%、60%，毛利率相比 2018-2019 年略有下降，但长期稳定在 24%；

2) 新媒体广告交易系统：主要是微任务平台自动交易部分收入，由于微任务所依靠的微博平台商业化进程更为成熟，故该板块增速相对平稳，我们预计 2020-2022 年该板块营收增速均为 5%，毛利率方面保持稳定，未来三年为 38.33%。

综合以上，我们预计公司 2020~2022 年营收分别为 33.6 亿、55.2 亿、86.7 亿元，同比增速分别为 69.8%、64.5%、57.1%，未来三年毛利率分别为 25.2%、24.8%、24.5%。

图表 57 公司业务拆分预测（百万）

	2018	2019	2020	2021	2022
营业收入	1275.4	1977.31	3356.84	5522.53	8672.50
YOY	63.98%	55.03%	69.77%	64.52%	57.04%
营业成本	890.9	1434.69	2510.76	4154.66	6546.51
毛利润	384.5	542.62	846.08	1367.87	2125.99
毛利率	30.15%	27.44%	25.20%	24.77%	24.51%
按业务分类					
新媒体广告交易系统					
营业收入	306.18	269.36	282.83	296.97	311.82

YOY	25.03%	-12.03%	5.00%	5.00%	5.00%
营业成本	187.94	166.11	174.42	183.14	192.29
毛利润	118.24	103.25	108.41	113.83	119.52
毛利率	38.62%	38.33%	38.33%	38.33%	38.33%
新媒体广告客户代理					
营业收入	902.36	1707.58	3073.64	5225.19	8360.31
YOY	93.19%	89.23%	80.00%	70.00%	60.00%
营业成本	640.36	1268.2	2335.97	3971.15	6353.84
毛利润	262	439.38	737.67	1254.05	2006.47
毛利率	29.03%	25.73%	24.00%	24.00%	24.00%
其他收入					
营业收入	66.86	0.37	0.37	0.37	0.37
YOY	1.56%	-99.45%	0.00%	0.00%	0.00%
营业成本	62.6	0.38	0.38	0.38	0.38
毛利润	4.26	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01
毛利率	6.37%	-2.70%	-2.70%	-2.70%	-2.70%

资料来源: Wind, 华安证券研究所

可比公司中,我们参考了互联网营销公司华扬联众、蓝色光标,以及同样发力红人经济的元隆雅图(旗下子公司谦玛网络从事 KOL 营销业务)、星期六(旗下子公司遥望网络从事直播电商业务)。虽然天下秀在可比公司中 PE 较高,但是我们认为,公司作为 A 股最纯正的红人经济标的,可以最大程度享受红人经济迅猛发展所带来的红利,同时,公司在 KOL 营销规模上是目前国内第一,综合应该享受确定性与龙头溢价。我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 33.6、55.2、86.7 亿元,净利润分别为 3.9、6.1、9.4 亿元,对应 EPS 分别为 0.23、0.36、0.56 元,对应 2020-2022 年 PE 分别为 81X、52X、34X。首次覆盖给予“买入”评级。

图表 58 可比公司估值水平

公司名	净利润(百万)			PE (2019A)	PE (2020E)
	2018A	2019A	YOY		
华扬联众	116	194	67.46%	34	22
蓝色光标	412	723	75.42%	26	28
元隆雅图	98	133	35.20%	37	30
星期六	17	164	850%	92	56
天下秀	158	259	63.92%	126	81

资料来源: Wind, 华安证券研究所(注:天下秀之外其他公司 2020 年 PE 选取 Wind 一致预期)

6 风险提示

国内对社交平台监管超预期;业务拓展不及预期;媒体资源价格涨幅超预期;市场竞争加剧。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1898	1853	2815	4264	营业收入	1977	3357	5523	8672
现金	1043	441	530	711	营业成本	1435	2511	4155	6547
应收账款	682	1158	1905	2992	营业税金及附加	22	37	61	96
其他应收款	9	16	26	41	销售费用	109	168	276	434
预付账款	99	173	286	451	管理费用	59	101	166	260
存货	0	0	0	0	财务费用	-17	-21	-9	-11
其他流动资产	65	66	67	69	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	90	109	128	147	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	11	21	31	41	投资净收益	-2	0	0	0
固定资产	3	3	3	3	营业利润	310	474	738	1128
无形资产	0	0	0	0	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	75	84	93	102	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1988	1962	2942	4411	利润总额	311	474	738	1128
流动负债	989	569	936	1467	所得税	53	80	125	191
短期借款	0	0	0	0	净利润	258	394	613	937
应付账款	185	324	536	844	少数股东损益	-1	0	0	0
其他流动负债	804	245	400	623	归属母公司净利润	259	394	613	937
非流动负债	34	34	34	34	EBITDA	301	443	711	1088
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.15	0.23	0.36	0.56
其他非流动负债	34	34	34	34					
负债合计	1023	603	970	1501					
少数股东权益	1	1	1	1					
股本	1680	1680	1680	1680					
资本公积	-1182	-1182	-1182	-1182					
留存收益	465	859	1472	2410					
归属母公司股东权	963	1358	1971	2908					
负债和股东权益	1988	1962	2942	4411					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	
经营活动现金流	-137	-582	109	201	成长能力				
净利润	259	394	613	937	营业收入	63.5%	69.8%	64.5%	57.0%
折旧摊销	2	1	1	1	营业利润	62.7%	52.9%	55.6%	52.9%
财务费用	-10	0	0	0	归属于母公司净利	63.8%	52.5%	55.6%	52.9%
投资损失	2	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	-402	-978	-505	-737	毛利率 (%)	27.4%	25.2%	24.8%	24.5%
其他经营现金流	672	1372	1118	1675	净利率 (%)	13.1%	11.7%	11.1%	10.8%
投资活动现金流	-225	-20	-20	-20	ROE (%)	26.8%	29.0%	31.1%	32.2%
资本支出	-6	-1	-1	-1	ROIC (%)	25.8%	27.0%	29.9%	31.0%
长期投资	-18	-20	-20	-20	偿债能力				
其他投资现金流	-201	1	1	1	资产负债率 (%)	51.5%	30.7%	33.0%	34.0%
筹资活动现金流	841	0	0	0	净负债比率 (%)	106.0%	44.3%	49.2%	51.6%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	1.92	3.26	3.01	2.91
长期借款	0	0	0	0	速动比率	1.82	2.95	2.70	2.60
普通股增加	349	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	-478	0	0	0	总资产周转率	0.99	1.71	1.88	1.97
其他筹资现金流	969	0	0	0	应收账款周转率	2.90	2.90	2.90	2.90
现金净增加额	488	-602	89	181	应付账款周转率	7.75	7.75	7.75	7.75

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 姚天航, 传媒行业高级研究员, 中南大学本硕, 三年传媒上市公司经验, 曾任职于东兴证券、申港证券。

联系人: 郑磊, 传媒行业高级研究员, 英国萨里大学银行与金融专业硕士, 三年买方传媒行业研究经验, 两年传媒上市公司内容战略和投资经验。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券 (或行业指数) 相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准, 定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。