

2021年01月26日

证券研究报告·公司研究报告

天下秀(600556)传媒

持有(首次)

当前价: 12.46元

目标价: ——元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

红人营销风华正茂

投资要点

- 推荐逻辑:** 公司是一家基于大数据的技术驱动型新媒体营销服务商, 主打新媒体营销客户代理服务和新媒体广告交易系统服务, 业绩表现优异、发展劲头足。2019年营收19.8亿元, 同比增长63.4%; 实现归母净利润2.6亿元, 同比增加63.9%, 近三年均保持高速增长。1) 从内部来看, 公司背靠新浪且逐渐独立, 有行业领军人加持, 业务主要面向中腰部 KOL, 充分利用其优势帮助广告主实现精准营销, 核心竞争力突出。2) 从外部来看, KOL 营销行业发展潜力大、空间足, 相关政策法规大力扶持, 为其保驾护航。
- 天下秀虽背靠新浪, 但逐渐摆脱对其业务依赖。** 新浪集团为公司第一大股东, 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, 一共持股 28.58%。公司随业务发展, 对新浪集团及其关联方的销售金额和采购金额占比都逐年下降, 2017年、2018年及 2019年 1-3 月销售金额占比分别为 8.6%、5.5% 和 0.4%, 采购金额占比分别为 35.0%、22.4% 和 13.2%。
- 天下秀充分利用中腰部 KOL 优势帮助广告主实现精准营销。** 头部 KOL 知名度高、影响广, 并不需要通过中间平台来与广告主达成合作, 尾部 KOL 目前不具有市场竞争优势, 公司抓住这一特点, 主要面向中腰部 KOL, 通过打造优质的中间平台, 将其与广告主有效链接, 使其势能得到全部释放, 同时, 在势能释放过程中, 公司也形成了自己的核心竞争力。
- KOL 营销行业发展潜力巨大。** 原因有: 1) 在去中心化趋势下, 从中国 KOL 营销行业产业链(广告主-互联网媒体和应用平台-消费者)来看, KOL 营销成为最重要的营销方式之一。2) KOL 营销相较传统营销更加精准、快速地传递品牌价值, 促进消费, 实现广告效果转化。3) KOL 营销市场虽发展迅猛, 但市场渗透率仍有较大提升空间, 2020 年其规模仅占整个互联网营销市场的 16.7%。4) 政府出台行业相关扶持政策, 包括鼓励电子商务的普及和发展, 推动更多电子商务平台的建立, 对电子商务的发展提出指导和规范、典型问题做出规定, 对行业不足的部分进行修正和完善。
- 盈利预测与投资建议。** 预计 2020-2022 年, 天下秀的 EPS 分别为 0.22 元、0.35 元、0.55 元, 对应的 PE 分别为 55 倍、35 倍、22 倍, 考虑到公司极强的平台属性和背靠新浪微博强大的红人资源, 首次覆盖, 给予“持有”的投资评级。
- 风险提示:** 行业政策发生变化的风险、公司经营不及预期的风险、互联网平台竞争加剧的风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1977.31	3158.78	5032.86	7894.56
增长率	2857.27%	59.75%	59.33%	56.86%
归属母公司净利润(百万元)	258.60	400.90	626.73	985.75
增长率	796.13%	55.03%	56.33%	57.28%
每股收益 EPS(元)	0.14	0.22	0.35	0.55
净资产收益率 ROE	26.74%	8.76%	12.23%	16.47%
PE	86	55	35	22
PB	22.98	4.85	4.33	3.71

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

分析师: 杭爱
执业证号: S1250519080006
电话: 010-58251921
邮箱: ha@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	18.08
流通 A 股(亿股)	3.49
52 周内股价区间(元)	10.37-23.9
总市值(亿元)	225.25
总资产(亿元)	40.89
每股净资产(元)	1.80

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 公司概况	1
1.1 十年磨一剑，公司借壳上市重新起航	1
1.2 背靠新浪，行业领军人加持的新媒体营销服务商	2
1.3 业绩水平整体表现优异，发展劲头足	3
2 行业分析	5
2.1 去中心化趋势下，KOL 营销兴起发展	5
2.2 KOL 主要投放于美妆、快消行业，中腰部更受广告主青睐	8
2.3 KOL 营销相较传统营销更为精准、有效	10
2.4 KOL 营销市场虽发展迅猛，但市场渗透率仍有较大提升空间	10
2.5 中国市场营销投资的整体信心正向，行业大环境良好	11
2.6 相关政策法规大力扶持，为 KOL 营销行业保驾护航	12
3 公司分析	13
3.1 提供基于大数据的技术驱动型新媒体营销服务	13
3.2 拥有八大优势，领跑 KOL 营销行业	22
3.3 核心竞争力：充分利用中腰部 KOL 优势帮助广告主实现精准营销	26
3.4 逐渐独立，摆脱对新浪的依赖	29
4 盈利预测与估值	32
4.1 盈利预测	32
4.2 相对估值	32
5 风险提示	33

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司与实际控制人之间的产权及控制关系	2
图 3: 公司创始人李檬的主要成就及奖项	3
图 4: 2019 年营业收入分业务占比	4
图 5: 2016 年-2019 年营业收入分业务 (单位: 万元)	4
图 6: 2016-2019 年营业收入及同比增速 (单位: 亿元)	4
图 7: 2016-2019 年归母净利润及同比增速 (单位: 亿元)	4
图 8: 2016-2019 年毛利润 (单位: 亿元) 和毛利率	4
图 9: 2016 年-2019 年费用率变化.....	4
图 10: 信息传播中心化.....	5
图 11: 信息传播去中心化.....	5
图 12: 中国 KOL 营销发展历程.....	5
图 13: 2021 年广告主社会化营销重点.....	6
图 14: 2021 年互联网广告主加大投入的广告形式	6
图 15: 各平台 KOL 数量快速增长	7
图 16: 各平台 KOL 按粉丝量级划分数量	7
图 17: 2015-2020 年中国 MCN 机构数量及预测.....	7
图 18: 2018 年-2019 年主流平台 KOL 广告收入变化.....	8
图 19: 在新媒体平台建立数字渠道的企业数量增加	8
图 20: 2019 年消费者获取商品信息的来源分布	8
图 21: 2018 年 12 月和 2019 年 12 月各大平台日活跃用户数量变化 (单位: 亿)	8
图 22: 2020 年 KOL 投放主要行业分布情况.....	9
图 23: 2020 年主要平台不同量级 KOL 投放占比	9
图 24: 传统模式 VS KOL 模式.....	10
图 25: KOL 营销市场规模增速高于互联网营销市场整体增速	11
图 26: 广告主对 2021 年中国市场整体营销投入的预判	11
图 27: 广告主营销费用增长率	12
图 28: 广告主 2021 年预期费用 (对比 2020 年)	12
图 29: 广告主 2021 年预期费用 (对比 2020 年)	12
图 30: 新媒体营销客户代理服务图示	14
图 31: WEIQ 红人广告投放平台界面	14
图 32: WEIQ 小程序界面	15
图 33: SMART (IMS) 官网界面	15
图 34: 克劳锐平台界面	16
图 35: 克劳锐平台界面	16
图 36: 克劳锐指数小程序界面	16
图 37: IMsocial (IMS) 官网界面	17
图 38: 新媒体营销客户代理服务的四大业务线	17
图 39: WEIQ 系统注册界面.....	18

图 40: WEIQ 系统多平台账号登录界面	18
图 41: WEIQ 系统中自媒体展示页界面	19
图 42: 新媒体广告交易系统服务图示	20
图 43: 微任务登录界面	20
图 44: 微任务进入界面	21
图 45: 微任务广告主下单界面	21
图 46: 微任务微博账号接单界面	21
图 47: 自媒体发布广告举例	22
图 48: WEIQ 新媒体大数据系统	23
图 49: 天下秀的上下游	26
图 50: 各类型 KOL 粉丝性别分布	26
图 51: 各类型 KOL 粉丝年龄分布 TGI	26
图 52: 各类型 KOL 粉丝城市级别分布 TGI	27
图 53: 各类型 KOL 粉丝消费水平分布 TGI	27
图 54: 各类型 KOL 受众对该垂直领域兴趣 TGI 均值	27
图 55: KOL 粉丝互动率	28
图 56: 头部和中腰部 KOL 粉丝互动内容	28
图 57: 头部和中部 KOL 的 social 指标表现对比	28
图 58: KOL 订单执行率 (即订单创建 60 天内执行完成率) TOP10-头腰尾 KOL 占比情况	29
图 59: 各类型 KOL 接单效果评估	29

表 目 录

表 1: KOL 营销行业的相关政策法规	13
表 2: WEIQ 红人广场显示的接单账号数	19
表 3: 两种服务的业务模式对比	22
表 4: 公司管理层及核心技术人员履历简介	24
表 5: 公司近年前五大客户	29
表 6: 公司与新浪集团及其关联公司销售的具体情况 (单位: 万元)	30
表 7: 平台分成成本及微任务交易总额 (单位: 万元)	30
表 8: 公司近年前五大供应商	31
表 9: 分业务收入及毛利率	32
表 10: 可比公司估值	33
附表: 财务预测与估值	34

1 公司概况

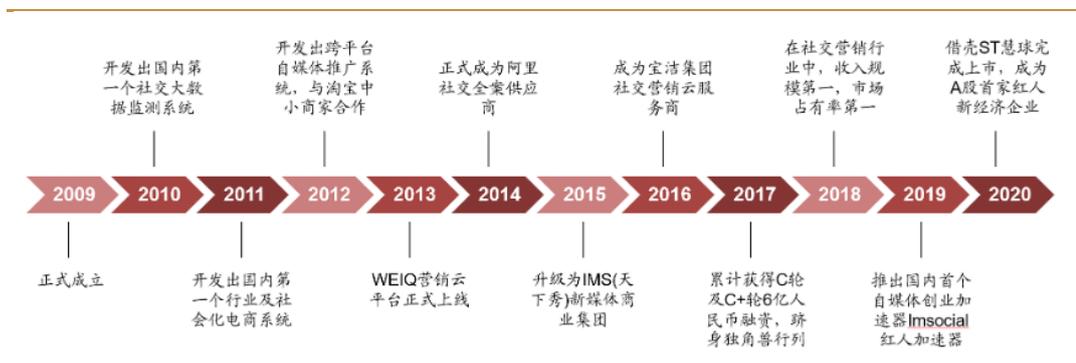
1.1 十年磨一剑，公司借壳上市重新起航

天下秀数字科技(集团)股份有限公司是一家基于大数据的技术驱动型新媒体营销服务公司,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准匹配,帮助广告主低成本获取客户以及带动产品销售和口碑转化,同时帮助海量文化创意产业、数字内容产业的新媒体从业者实现高效便捷的价值变现。公司于 2009 年成立,是国内较早进入新媒体营销行业的企业之一。

公司核心经营方向是以粉丝经济、商业大数据为基础,瞄准多样化、多形态应用场景,形成多种 B2B 和 B2B2C 产品。其中, B2B 产品包括全球领先的红人广告大数据云投放平台 WEIQ、为品牌企业提供新媒体及粉丝经济综合解决方案的 SMART 社交全案服务、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, B2B2C 产品包括西五街美妆测评社区、红人电商数据赋能工具、新内容实验室等依托 5G 技术研发新型内容形式。通过产品的推出和发展,天下秀已经构建了稳定的“红人生态经济圈”。

目前,天下秀覆盖新浪微博、微信、抖音等多个主流新媒体传播平台。天下秀以北京为总部,并在上海、广州、深圳等经济发达城市建立分子公司,为广大品牌和中小企业广告主提供“全域社媒、品效合一”的新媒体营销服务。

图 1: 公司发展历程



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

2018年12月,天下秀受让ST慧球11.7%的股份成为其控股股东,取得ST慧球的控制权。2018年12月,广西慧金科技股份有限公司原控股股东深圳市瑞莱嘉誉投资企业(有限合伙)与北京天下秀科技股份有限公司签订股份转让协议,深圳市瑞莱嘉誉投资企业(有限合伙)将所持有的ST慧球股份4604万股,占总股本11.7%,转让给北京天下秀科技股份有限公司。同时发布ST慧球吸收合并北京天下秀科技股份有限公司暨关联交易预案。通过本次协议受让,天下秀将直接持有ST慧球11.7%的股份,成为公司直接持股的控股股东。

2019年8月8日,ST慧球购买天下秀100.0%股权,吸收合并天下秀。2019年8月8日,广西慧金科技股份有限公司吸收合并北京天下秀科技股份有限公司暨关联交易事项获得中国证监会并购重组审核委员会审核有条件通过,并于8月9日复牌。根据交易方案,ST慧球向天下秀全体股东发行股份购买天下秀100.0%股权,并对天下秀进行吸收合并,ST慧球为吸收合并方,天下秀为被吸收合并方,天下秀将注销法人资格,ST慧球作为存续主体,

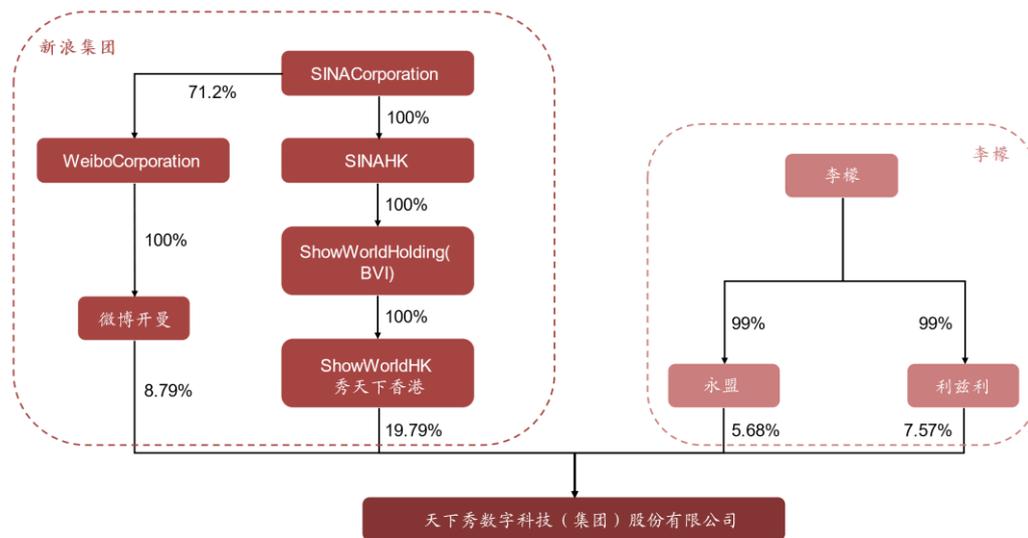
将承接（或以其子公司承接）天下秀的全部资产、负债、业务、人员、合同、资质及其他一切权利和义务，天下秀持有的 4604 万股上市公司股票将相应注销，现金选择权提供方将为 ST 慧球的全体股东提供现金选择权。本次交易完成后，天下秀的全体股东将成为上市公司的股东。

2020 年 4 月 21 日，天下秀借壳 ST 慧球完成上市，实现资产重组，股票价格的日涨跌幅限制由 5.0% 变更为 10.0%。随着天下秀资产全部注入完成，ST 慧球 (600556.SH) 获得新生，以“天下秀”这个全新的名字在资本市场重新起航。公告显示，ST 慧球股票于 4 月 20 日停牌一天，4 月 21 日起复牌并撤销其他风险警示，同时公司证券简称由“ST 慧球”变更为“天下秀”，证券代码“600556”保持不变，股票价格的日涨跌幅限制由 5.0% 变更为 10.0%。至此，“连续三年 ST”正式结束，主营业务转型为新媒体营销。

1.2 背靠新浪，行业领军人加持的新媒体营销服务商

天下秀的实际控制人为新浪集团和创始人李檬。其中，新浪集团为公司第一大股东，直接持有公司 19.8% 股份，并通过旗下的新浪微博持有公司 8.8% 股份，一共持股 28.6%；创始人李檬为公司第二大股东，李檬通过持股 99.0% 的永盟及利兹利投资公司分别持有公司 5.7%、7.6% 股权，合计持股 13.3%。

图 2：公司与实际控制人之间的产权及控制关系



数据来源：公司官网，西南证券整理

创始人李檬现任 IMS（天下秀）董事长兼 CEO，是中国最早的社交营销奠基人之一，湖畔大学二期学员，去中心化粉丝经济开创者，中国网络广告营销资深专家，中国博客营销体系创立人。在社交营销领域，最早意识到中国媒体去中心化趋势，并将社交平台完美嫁接到社交营销中。十几年来，其一直专注于企业社会化营销领域，2002 年创办 MUZ 国际广告有限公司担任创始人及 CEO，是自主创业的网络营销广告公司；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 新媒体商业集团创始人及 CEO，打造新媒体商业集团化战略布局，对于电商及自媒体的成长，提供了一个完善的生态。

图 3：公司创始人李檬的主要成就及奖项


数据来源：公司官网，西南证券整理

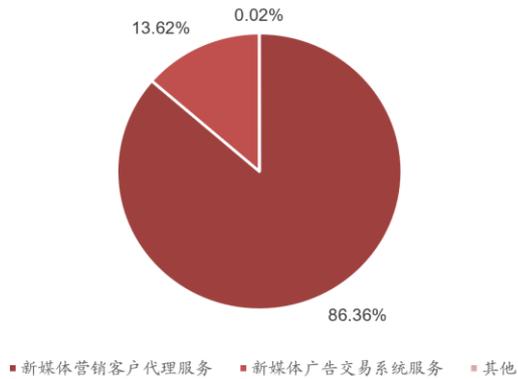
1.3 业绩水平整体表现优异，发展劲头足

天下秀经过多年来对自媒体画像、历史投放效果等数据的丰富积累，结合大数据分析与应用等技术实力的不断提升，天下秀基于新浪微博开发了微任务，并建立了 WEIQ 新媒体大数据系统。基于微任务和 WEIQ 系统两个新媒体大数据系统，并结合社会和客户的需求变化，天下秀为客户提供新媒体营销服务。主要从事的新媒体营销服务（主营业务）可以分为两类：新媒体广告交易系统服务和新媒体营销客户代理服务。

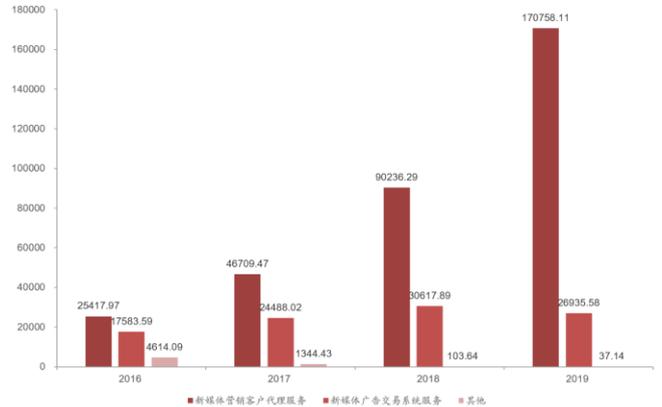
新媒体营销客户代理服务业务占主营业务收入 8 成以上，主要围绕 WEIQ、SMART、TOPKLOUT 克劳锐、IMsocial 红人加速器四条主要业务线展开。2019 年度，新媒体营销客户代理服务占公司主营业务的 86.4%。在新媒体广告交易系统服务方面，虽然为公司提供的营收贡献与新媒体营销客户代理服务相比显得较少，仅占总营收的 13.6%，但仍然是公司第二大业务，为公司的持续发展助力。

新媒体营销客户代理服务业务增势明显，新媒体广告交易系统服务业务发展潜力巨大。2019 年新媒体营销客户代理服务实现营收 170758 万元，相比 2018 年的 90236 万元，同比增长 89.2%。从 2016 年至 2019 年，新媒体营销客户代理服务营收年复合增长率达到 61.0%。与此同时，新媒体广告交易系统服务营收总体保持稳定，营收年复合增长率为 11.3%。公司为微博运营“唯一新浪官方微博推广平台”微任务，获得来自微博的大量资源，未来发展潜力巨大。

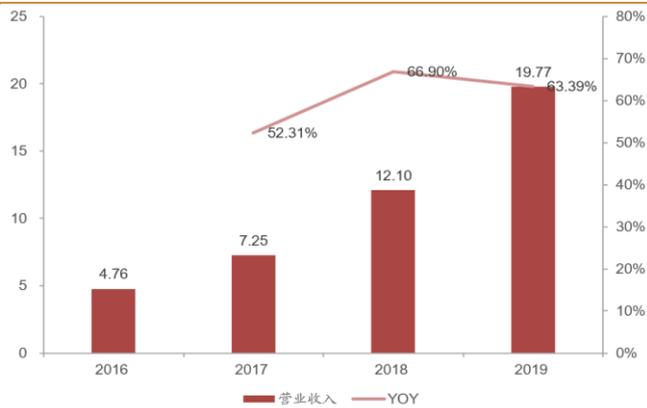
公司整体业绩表现优异，净利润增速近三年均保持 50% 以上。2019 全年实现主营业务收入 19.8 亿元，同比增加 63.4%；全年实现归母净利润 2.6 亿元，同比增加 63.9%，2017 年和 2018 年净利润增速分别为 71.2% 和 56.4%，近三年均保持高增速状态。毛利率稍有下降，主要原因是公司开始加强扩展品牌市场，客户中品牌客户占比增加，相对于中小客户，公司对品牌客户的让利更多。费用方面，整体保持平缓的下降，管理效率提升。其中销售费用下降最快，2019 年同比下降 30.8%，主要原因是随着公司的发展，公司知名度逐渐提升，在营销上的投入会逐渐减少。

图 4：2019 年营业收入分业务占比


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：2016 年-2019 年营业收入分业务（单位：万元）


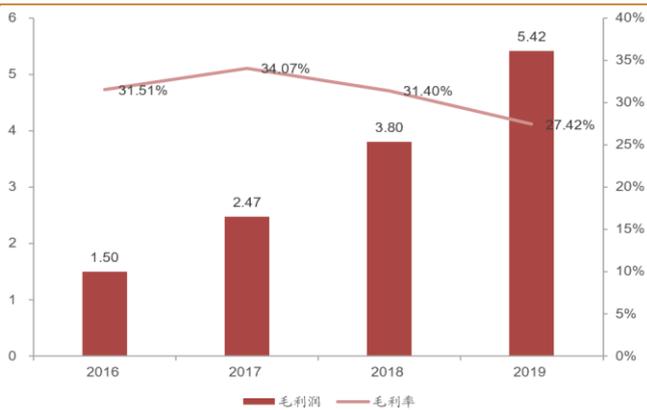
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：2016-2019 年营业收入及同比增速（单位：亿元）


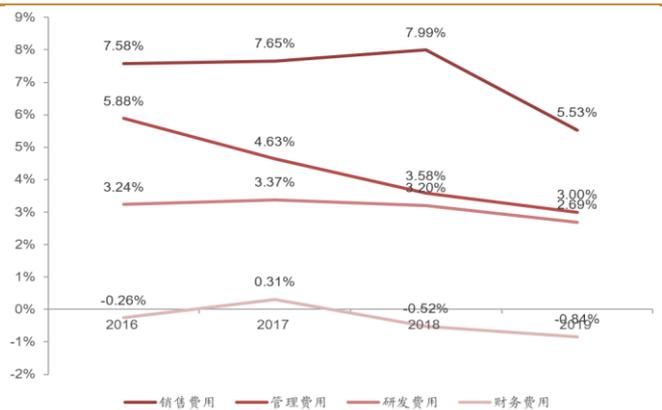
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：2016-2019 年归母净利润及同比增速（单位：亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：2016-2019 年毛利润（单位：亿元）和毛利率


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：2016 年-2019 年费用率变化


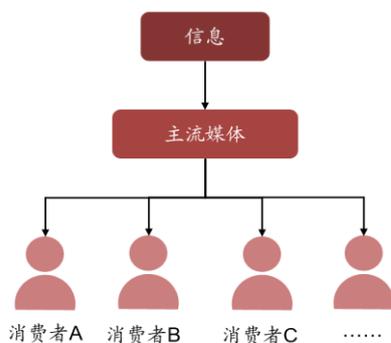
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 行业分析

2.1 去中心化趋势下，KOL 营销兴起发展

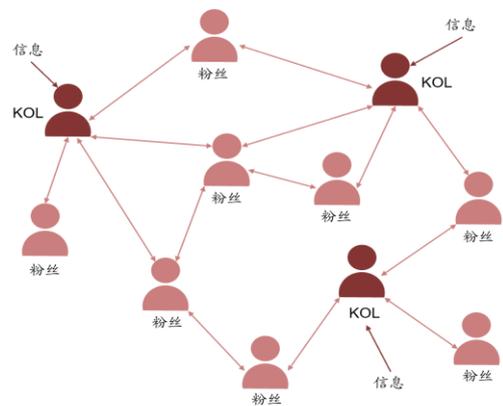
信息传播的去中心化，天下秀所处的 KOL 营销行业开始兴起发展。传统的信息传播主要是通过主流媒体像大众进行传播，主流媒体是信息传播的唯一节点，信息传播高度中心化。如今随着信息技术的发展，大众接收信息的途径逐渐增多，信息传播的节点逐渐多元化，信息传播的中心不再局限于主流媒体，而是分散到有较大影响力和话语权的人群身上，这部分人被称为关键意见领袖 (Key Opinion Leader, 简称 KOL)。而 KOL 营销则是 KOL 人群基于广告主营销目标制定传播策略、形成行业洞察，与品牌商共建内容并传播分发，以精准触达目标消费群，实现有效市场销售反馈的内容营销手段。

图 10：信息传播中心化



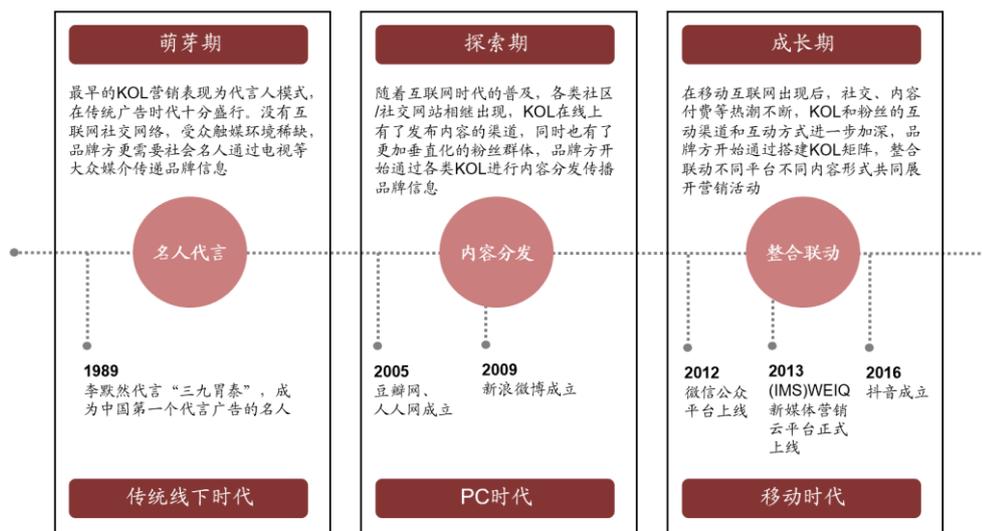
数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

图 11：信息传播去中心化



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

图 12：中国 KOL 营销发展历程

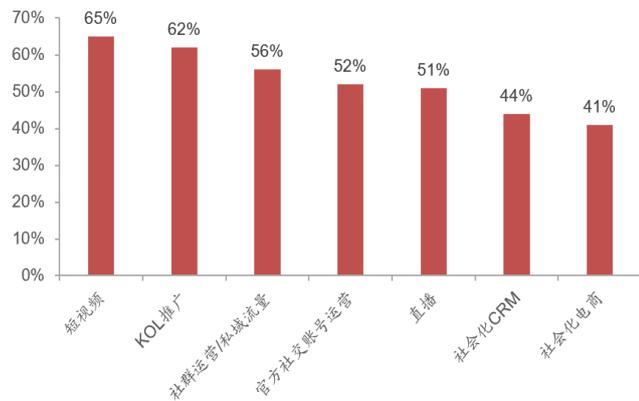


数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

在去中心化趋势下，从中国 KOL 营销行业产业链（广告主-互联网媒体和应用平台-消费者）来看，KOL 营销成为最重要的营销方式之一。

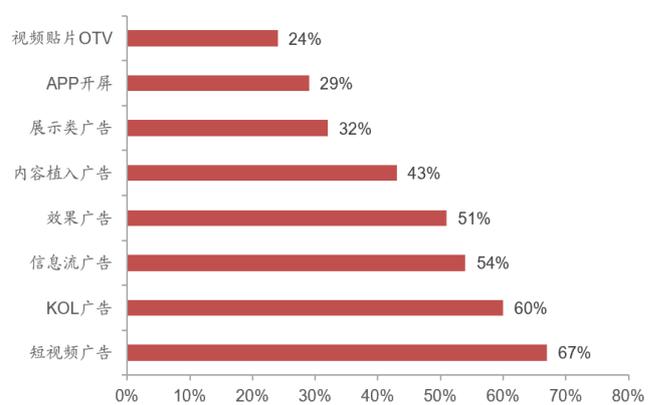
广告主方面，KOL 营销深受广告主青睐，市场规模将有扩大趋势。2021 年，在社会化营销方式选择意向调查中，即调查广告主利用社交媒体进行营销和维护开拓公共关系、客户服务的具体方式的选择意向，KOL 推广以 62.0% 的占比位列第二，仅次于短视频，成为广告主社会化营销重点之一。同时，互联网广告主加大投入的广告形式里 KOL 广告占比 60.0%，位列第二，同样仅次于短视频广告。可以看出，在短视频营销之后，KOL 营销成为整个互联网营销业界关注的新重心，逐渐抢夺话语权。随着广告主的加大投入，KOL 营销市场规模将有扩大趋势。

图 13：2021 年广告主社会化营销重点



数据来源：秒针营销科学院，西南证券整理

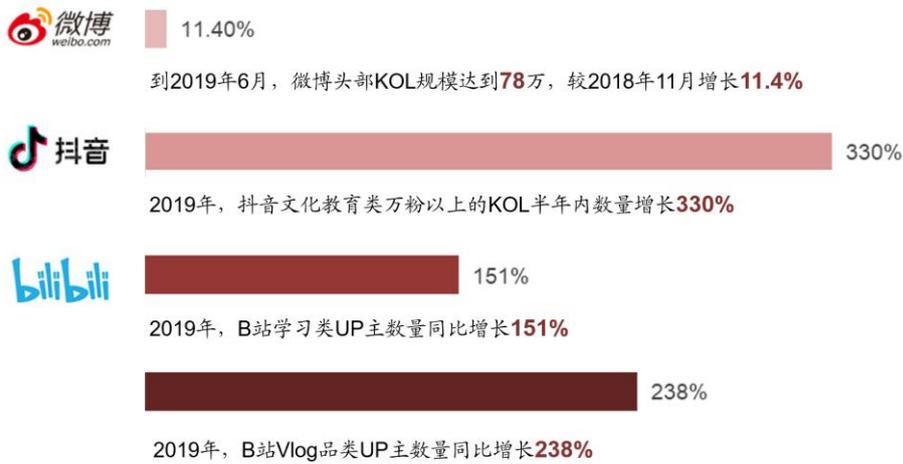
图 14：2021 年互联网广告主加大投入的广告形式



数据来源：秒针营销科学院，西南证券整理

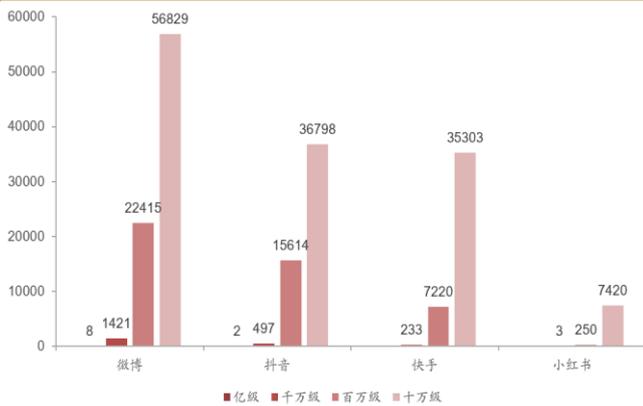
互联网媒体和应用平台方面，互联网媒体——KOL 以及 KOL 孵化机构（MCN）数量庞大且呈不断增长的态势。各个平台在 2019 年 KOL 数量快速增长，截止 2019 年 6 月微博头部 KOL 规模达到 78 万，较 2018 年 11 月增长 11.4%；抖音文化教育类万粉以上的 KOL 半年内数量增长 330.0%；B 站学习类 UP 主数量同比增长 151.0%，Vlog 品类 UP 主数量同比增长 238.0%。从各个平台不同粉丝量级的 KOL 数量来看，即使每个不同的平台有重复的 KOL 和每个不同的平台或不同的 KOL 有重复的粉丝，所有 KOL 本身的数量以及它们所能影响的人群数量总和（KOL 数量×对应粉丝数量的总和）也是非常庞大的，仅是微博就有 8 个粉丝量级为亿级的 KOL。2015 年至 2020 年 KOL 孵化机构（MCN）数量呈爆发式增长，从 160 个增长到 2.8 万个，虽然同比增速逐渐减缓，但 2020 年预测仍高达 93.1%，MCN 数量的增加为打造更多的优质 KOL 奠定了基础。

图 15: 各平台 KOL 数量快速增长



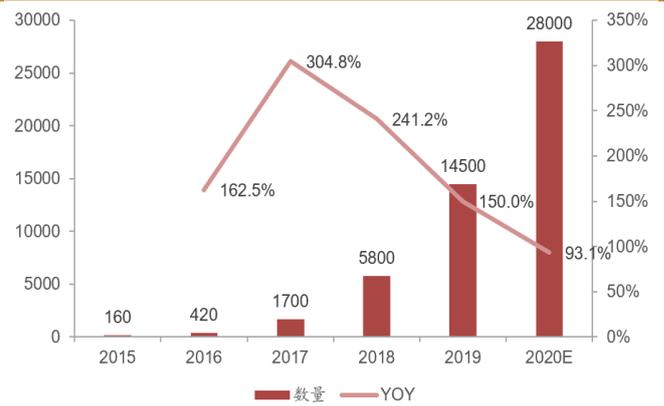
数据来源: 克劳锐, 西南证券整理

图 16: 各平台 KOL 按粉丝量级划分数量



数据来源: 克劳锐, 西南证券整理 (截止 2021.1.25)

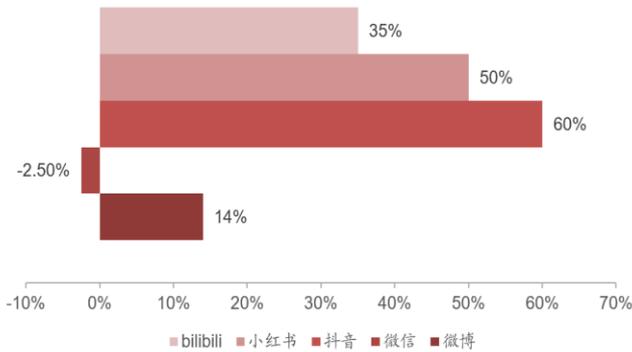
图 17: 2015-2020 年中国 MCN 机构数量及预测



数据来源: 克劳锐, 西南证券整理

主流应用平台 KOL 广告收入整体增长，入驻企业数量增加。2018 年-2019 年，主流平台微博、抖音、小红书、bilibili 的 KOL 广告收入实现增长，分别增长 14.0%、60.0%、50.0%、35.0%，只有微信稍有下滑，减少 2.5%，主要是早前微信公众号推出的硬广效果并不显著，广告主逐渐将广告迁移到短视频等新的广告形式上所致。另外，大量企业入驻各大应用平台，微博入驻企业 2019 年突破 150 万，快手商家号用户数截止 2019 年 8 月 28 日超过 60 万，抖音蓝 V 企业数量 2020 年 3 月底突破 100 万。

图 18: 2018 年-2019 年主流平台 KOL 广告收入变化



数据来源: 克劳锐, 西南证券整理

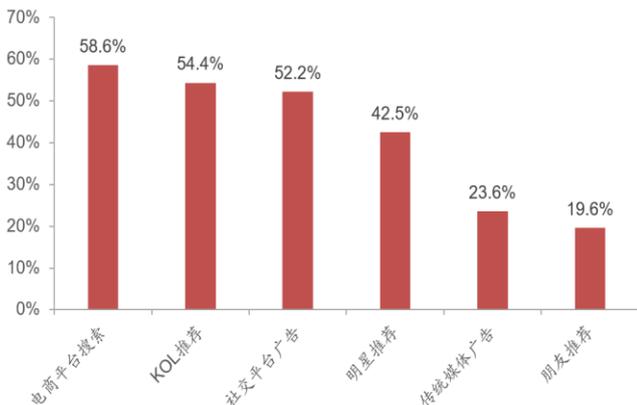
图 19: 在新媒体平台建立数字渠道的企业数量增加



数据来源: 克劳锐, 西南证券整理

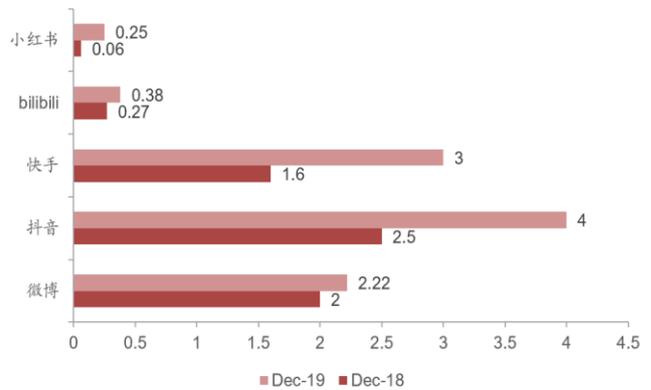
消费者方面, KOL 推荐已经成为消费者获取商品信息的主要来源之一, 以抖音快手为代表的平台日活跃用户数量呈现爆发式增长。数据显示, 2019 年消费者在所有获取商品信息的来源中, KOL 推荐以 54.4% 的占比位列第二, 仅次于电商平台的搜索。2018 年 12 月至 2019 年 12 月, 各大平台日活跃用户数量均快速增长, 突出代表为抖音和快手, 日活跃用户数量分别增长至 4 亿和 3 亿人次。同时, 各大平台大量的活跃用户为 KOL 营销提供源源不断的流量。

图 20: 2019 年消费者获取商品信息的来源分布



数据来源: 克劳锐, 西南证券整理

图 21: 2018 年 12 月和 2019 年 12 月各大平台日活跃用户数量变化 (单位: 亿)

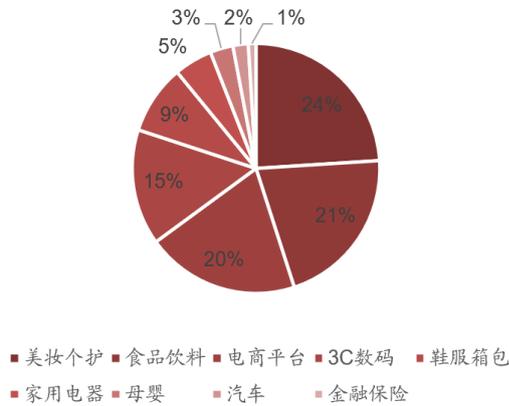


数据来源: 克劳锐, 西南证券整理

2.2 KOL 主要投放于美妆、快消行业, 中腰部更受广告主青睐

美妆、快消行业为 KOL 投放的主流。从 KOL 投放主要行业分布情况来看, 美妆个护行业以 24.0% 的占比位居榜首, 同时, 从头部 KOL 如李佳琦、薇娅、雪梨等主推产品中均以美妆个护产品为主也可以看出美妆个护行业在 KOL 投放行业中的重要地位。食品饮料行业稍次之, 占整个 KOL 投放市场的 21.0%。疫情虽然对实体餐饮造成了巨大的冲击, 但并为阻碍国民对饮食的追求, 对此商家巧妙地将重心转移到零食等线上可售卖的食品饮料产品上, 打造了深受大众喜爱的“网红零食”等产品, 成功避免了疫情带来的负面影响。

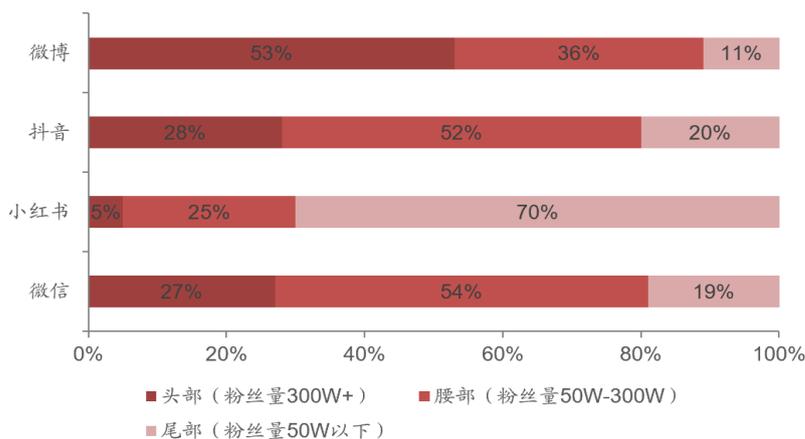
图 22: 2020 年 KOL 投放主要行业分布情况



数据来源: WEIQ, 西南证券整理

中腰部 KOL 更受广告主青睐, 是投放广告的主力军。从不同平台来看, 微博以投放头部 KOL 为主, 抖音、微信以投放中腰部 KOL 为主, 小红书以投放尾部 KOL 为主; 从同一量级 KOL 在不同平台投放占比总和来看, 主要平台中腰部 KOL 投放占比最大。中腰部 KOL 触达的圈层更丰富、性价比更高、配合度更强、效果更显著, 确为投放广告的不二之选。微博、小红书投放侧重不同的原因: 一是平台用户数量不同, 微博用户数量较多, 粉丝基数大, 平台 KOL 中头部 KOL 原本占比就大, 会对广告主的投放选择产生一定影响, 小红书用户数量较少, 同理。二是平台背景和性质不同, 微博由于创立时间早、经营周期长, 入驻明星、名人最多, 他们粉丝量庞大, 广告主有效利用该特点, 将广告更多地投放于明星、名人等头部 KOL, 有利于品牌打响知名度、扩大影响力, 其次将部分广告投放于中腰部 KOL 以此实现精准营销。小红书用户倾向于分享和交流一些产品使用感受、自身生活经历等, 这是一种双向的交互性行为, 广告主将广告投放于尾部 KOL 以短视频、帮产品写软文的方式, 更亲近用户, 容易被接受, 转化率高。

图 23: 2020 年主要平台不同量级 KOL 投放占比

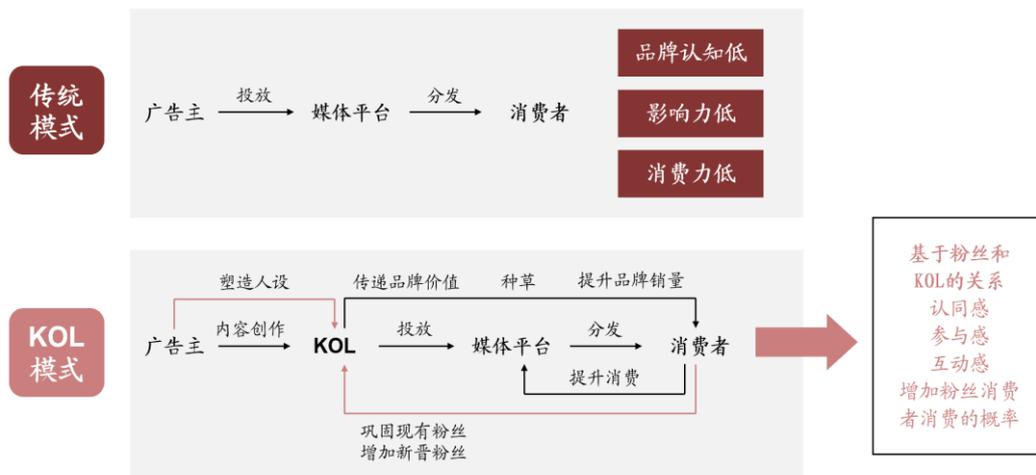


数据来源: WEIQ, 西南证券整理

2.3 KOL 营销相较传统营销更为精准、有效

KOL 营销相较传统营销更加精准、快速地传递品牌价值，促进消费，实现广告效果转化。广告主希望通过广告投放的方式，一方面传递品牌价值，另一方面提升品牌销量。传统模式下，广告主将广告投放于媒体平台，由媒体平台传播、分发给消费者，广告主由于对消费者的偏好了解有限，能触达的消费者范围有限，只得通过增加广告投放量，实现大面积覆盖，以此来达到效果。这种方式成本高、消耗时间长、转化率低。而 KOL 模式下，广告主通过 KOL 投放广告，精准链接品牌与消费者，有效利用 KOL 自身的号召力、影响力和粉丝生态圈，基于粉丝和 KOL 之间的认同感、参与感、互动感来增加粉丝消费者消费的概率，同时也加强了品牌在粉丝群体中的知名度和影响力。此外，品牌也为 KOL 塑造了符合品牌积极正向理念和价值的人设，有利于 KOL 稳固现有粉丝和吸引更多新的粉丝。

图 24：传统模式 VS KOL 模式

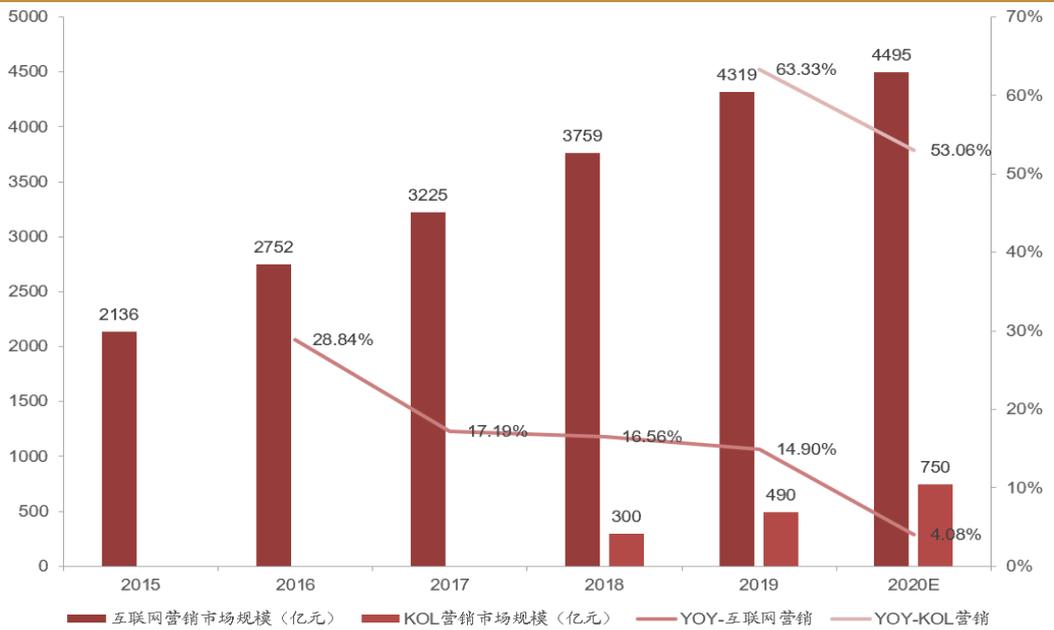


数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

2.4 KOL 营销市场虽发展迅猛，但市场渗透率仍有较大提升空间

近年来，互联网营销市场规模持续增长，增速由快后趋于平缓，行业呈向上发展态势，截止 2020 年规模达 4495 亿元，同比增长 4.1%。同时，其细分行业 KOL 营销市场规模也逐步扩大，每年增速均保持在 50% 以上，从 2018 年崛起后，2019 年和 2020 年增速分别为 63.3%、53.1%，虽然 2020 年由于疫情冲击发展有所减缓，但仍处于一个高速增长状态。可以看出，尽管 KOL 营销市场规模在近两年迅速膨胀，对于整个互联网营销市场而言也仅占有很小的一部分，2020 年其所占的比例为 16.7%，说明广告主还未充分了解 KOL 营销方式以及认识 KOL 流量的价值，KOL 营销的渗透率仍有较大的提升空间。

图 25: KOL 营销市场规模增速高于互联网营销市场整体增速

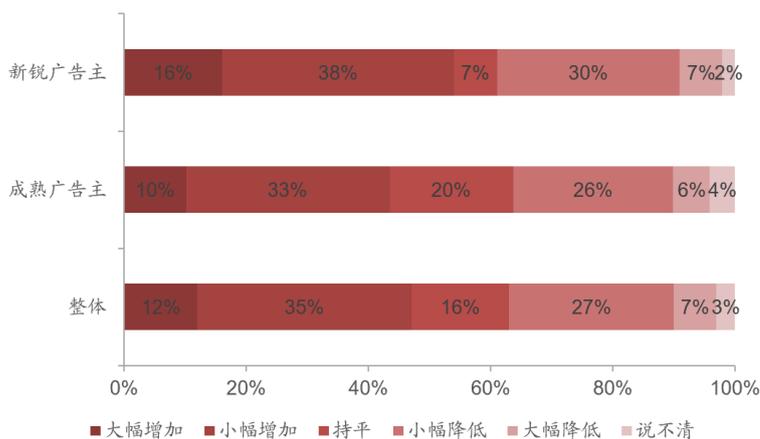


数据来源: 易观千帆 (含预测), 克劳锐 (含预测), 西南证券整理

2.5 中国市场营销投资的整体信心正向, 行业大环境良好

中国市场营销投资的整体信心正向, 新锐广告主较成熟广告主的信心更强。广告主中 47.0% 认为 2021 年中国营销投资将为增长, 34.0% 认为 2021 年中国营销投资将为减少。其中成熟广告主中 43.0% 有正向信心, 34.0% 有负向信心, 新锐广告主中 54.0% 有正向信心, 37.0% 有负向信心。

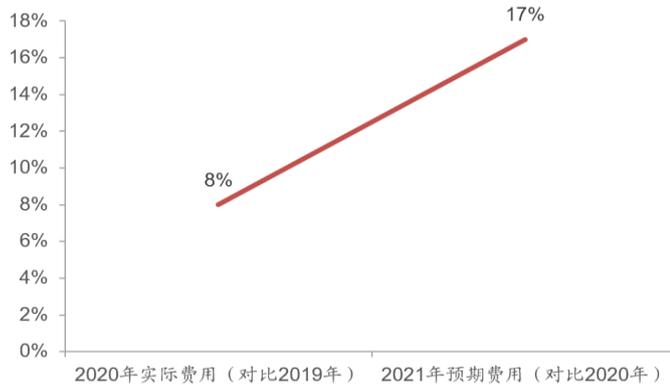
图 26: 广告主对 2021 年中国市场整体营销投入的预判



数据来源: 秒针营销科学院, 西南证券整理

疫情使营销更谨慎，疫情之后信心复苏，营销投资看涨。疫情对于广告主营销投资的信心产生了一定的冲击，使营销投入更为谨慎，广告主更加关注营销投入产生的效果。根据 2021 预期费用增长率的预测，广告主营销费用增长率较 2020 年有上升趋势，实现增长率翻倍。可以看出，疫情之后广告主信心逐渐恢复，对于营销投资持有积极态度。

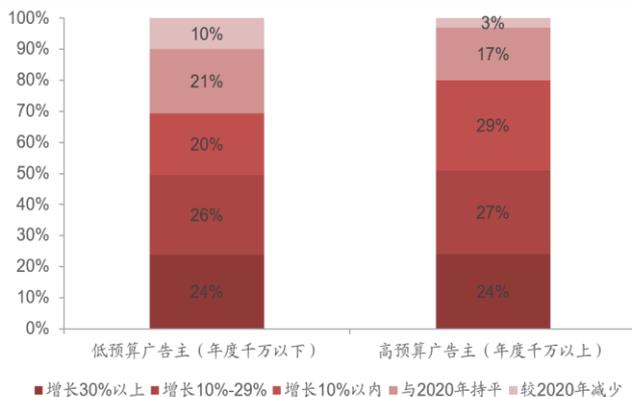
图 27：广告主营销费用增长率



数据来源：秒针营销科学院，西南证券整理

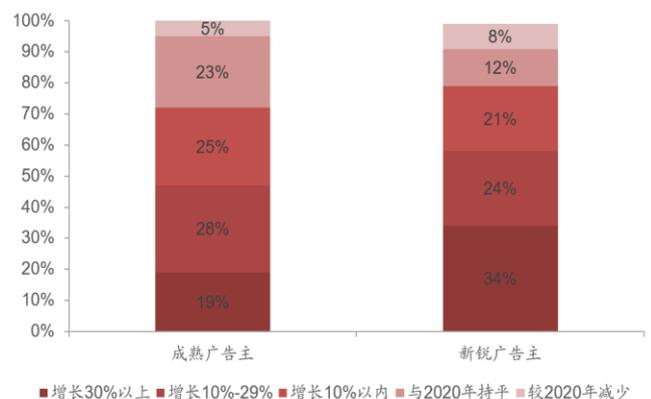
高预算广告主预期营销费用增长比例超过低预算广告主，新锐广告主预期营销费用增长比例超过成熟广告主。对比 2020 年，2021 年高预算广告主有八层增加投入，低预算广告主有七层增加投入；新锐广告主有 80.0% 增加投入，成熟广告主 72.0% 增加投入。整体形成了“越有钱，越增长，越新锐，越增长”的局面。

图 28：广告主 2021 年预期费用（对比 2020 年）



数据来源：《2021 中国数字营销趋势》调研 (2019.9.16-2020.10.23)，西南证券整理

图 29：广告主 2021 年预期费用（对比 2020 年）



数据来源：《2021 中国数字营销趋势》调研 (2019.9.16-2020.10.23)，西南证券整理

2.6 相关政策法规大力扶持，为 KOL 营销行业保驾护航

2015 年 11 月，中国工商局发布《关于加强网络市场监管的意见》，提出研究 KOL 营销、跨境电子商务、团购 O2O 等商业模式，以及新型业态的发展变化，提出具有针对性的依法监管措施办法，这也是国家首次开始关注新兴行业——KOL 营销行业。“十三五”时期，随着互联网、移动电子设备的飞速发展以及短视频、直播与电商的有机结合，中国 KOL 营销

行业异军突起，MCN 和 KOL 如雨后春笋层出不穷，成为媒体营销的中坚力量，因此 KOL 营销内容、商业变现、行业生态、发展趋势开始逐步受到政府有关部门的关注和重视，并伴随一系列相关政策和法规的出台，其中包括鼓励电子商务的普及和发展，推动更多电子商务平台的建立，对电子商务的发展提出指导和规范、典型问题做出规定，对行业不足的部分进行修正和完善。整体来看，国家政策和法规的导向是大力扶持行业发展，有利于行业的向上发展态势。

表 1: KOL 营销行业的相关政策法规

政策名称	颁布日期	颁布主体	政策要点
《电子商务法》	2019/01	国务院	该法案为中国电子商务发展奠定基本法律框架、立法涉及面广、包括电子商务经营主体、经营行为、合同、快递物流、电子支付等方面，并针对电子商务发展中较为典型的问题做出明确、具体的规定。法案适用于因交易形式而产生的各种商事交易关系，以及与该类商事交易关系密切相关的社会关系、政府管理关系等
《社交电商经营规范》	2017/09	国务院	商务部唯一批准的内容营销行为规范，对指导行业发展方向、规范行业经营行为、创新行为进行监督管理，对行业协会合作起重要指导作用。
《国务院关于扩大和升级信息消费持续释放内需潜力的指导意见》	2017/08	国务院	鼓励电商、物流、商贸、邮政等社会资源合作构建农村购物网络平台。支持重点行业骨干企业建立在线采购、销售、服务平台，推动建设一批第三方工业电商服务平台。培育基于社交电子商务、移动电子商务及新技术驱动的新一代电子商务平台，建立完善新型平台生态体系，积极稳妥推进跨境电子商务发展。
《电子商务“十三五发展规划”》	2016/12	商务部、中央网信办、发展改革委	积极鼓励社交网络电子商务模式普及和发展，鼓励社交网络发挥内容、创意及用户优势，建立连接电子商务的运营模式，支持健康规范的微商发展模式。规划针对电商业区域发展不平衡、市场竞争日益激烈、现有法规不足以规范电商业发展等问题提出针对性解决方案，规划还确立电子商务发展三大基本原则。
《工商总局关于加强网络市场监管的意见》	2015/11	工商总局	研究 KOL 营销、跨境电子商务、团购 O2O 等商业模式，以及新型业态的发展变化，提出具有针对性的依法监管措施办法。

数据来源：西南证券整理

3 公司分析

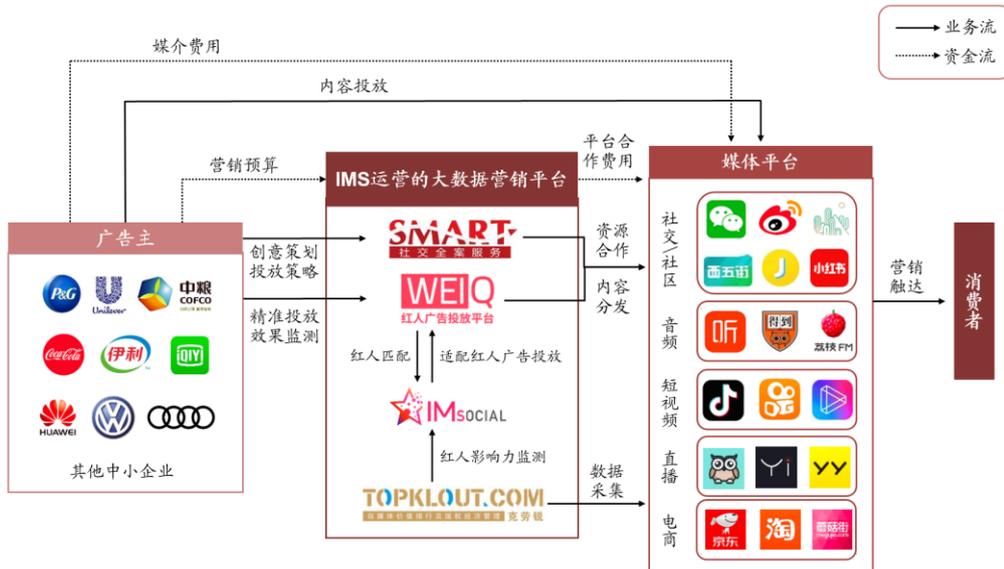
3.1 提供基于大数据的技术驱动型新媒体营销服务

天下秀主要提供基于大数据的技术驱动型新媒体营销客户代理服务及新媒体广告交易系统服务。

(1) 新媒体营销客户代理服务

新媒体营销客户代理服务在 B2B 业务端形成了四个较为成熟的业务线。包括全球领先的红人广告大数据云投放平台 WEIQ、为品牌企业提供新媒体及粉丝经济综合解决方案的 SMART 社交全案服务、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。

图 30: 新媒体营销客户代理服务图示



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

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, 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。

图 31: WEIQ 红人广告投放平台界面



数据来源: WEIQ, 西南证券整理

图 32: WEIQ 小程序界面



数据来源: WEIQ, 西南证券整理

SMART 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、资源整合到技术开发等综合解决方案。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。

图 33: SMART (IMS) 官网界面



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

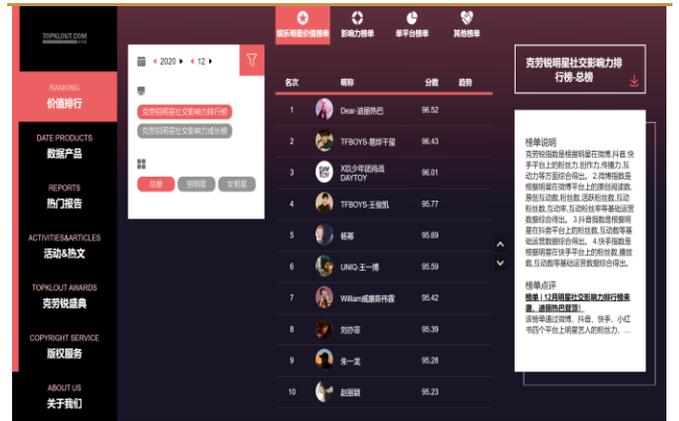
TOPKLOUT 克劳锐作为红人经济生态的第三方权威评价机构, 提供专业红人价值评估体系、多维度商业价值判定、深度行业观察报告及高效的版权经济管理等一系列综合服务, 旨在发现红人价值、维护红人价值市场。

图 34: 克劳锐平台界面



数据来源: 克劳锐, 西南证券整理

图 35: 克劳锐平台界面



数据来源: 克劳锐, 西南证券整理

图 36: 克劳锐指数小程序界面



数据来源: 克劳锐, 西南证券整理

IMsocial 红人加速器为入驻的红人和 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。

图 37: IMsocial (IMS) 官网界面



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 38: 新媒体营销客户代理服务的四大业务线



数据来源: 艾瑞咨询, 西南证券整理

新媒体营销客户代理服务主要基于 WEIQ 系统展开。新媒体营销客户代理服务主要实现广告主跨平台投放和精准投放的需求, 广告主可实现微博、微信、短视频、直播、音频等多个新媒体平台的广告投放需求。除能实现跨平台投放外, 天下秀提供的新媒体营销客户代理服务还能够为客户提供策略制定、方案策划、创意策划、投放策划和实施、社交媒体账户运营、效果监测等一系列新媒体营销服务。天下秀一般安排专人负责与客户进行对接, 在与客户就整体方案达成一致意见后, 按计划采买相关资源实施方案, 并与客户保持持续交流, 总结新媒体营销效果, 并为客户后续营销工作提出建议。在天下秀开展新媒体营销客户代理服务中, 主要通过 WEIQ 系统采购相关自媒体资源。

新媒体营销客户代理服务下，天下秀根据客户营销需求和预算与客户进行深度沟通，为客户制定新媒体营销整体解决方案并提供一系列社交全案服务。因此，新媒体营销客户代理服务的收入确认方法为全额法。

其中，WEIQ 系统为天下秀自主研发的广告主和自媒体管理系统，可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，为天下秀业务发展提供重要支撑。WEIQ 系统聚集了不同平台大量、优质的自媒体资源，展示不同属性自媒体的特征，并提供了丰富的广告行业营销数据。WEIQ 系统示例如下：

WEIQ 系统中自媒体注册并完善个人信息。

图 39：WEIQ 系统注册界面



数据来源：公司公告，西南证券整理

自媒体可在 WEIQ 系统中添加微博、微信、在线直播平台等多平台账号，实现价值变现。

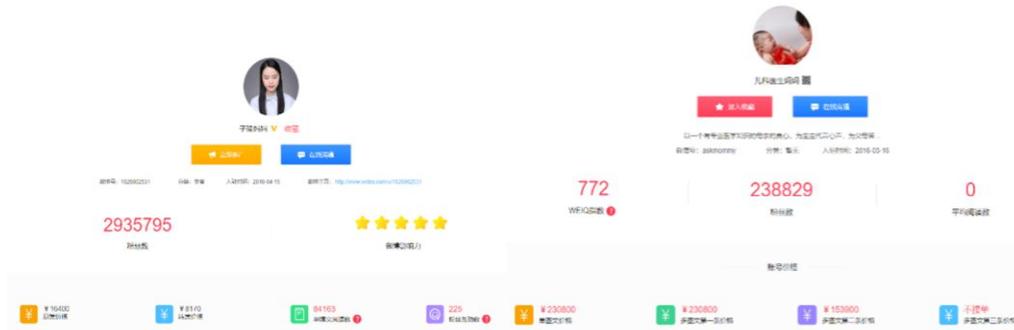
图 40：WEIQ 系统多平台账号登录界面



数据来源：公司公告，西南证券整理

WEIQ 系统中自媒体展示页示例。

图 41: WEIQ 系统中自媒体展示页界面



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

WEIQ 在各大平台均覆盖数量众多的活跃的 KOL, 影响广泛。目前, WEIQ 服务客户超过 6 万人次, 平台红人超过 100 万人次, 全网用户覆盖率 70.0%, 日均推广流量 90 亿以上, 现在分成“微博推广”、“微信推广”、“抖音推广”、“小红书推广”、“快手推广”、“bilibili 推广”六大板块, 其中“bilibili 推广”为最新上线的板块, “知乎推广”板块即将上线。

表 2: WEIQ 红人广场显示的接单账号数

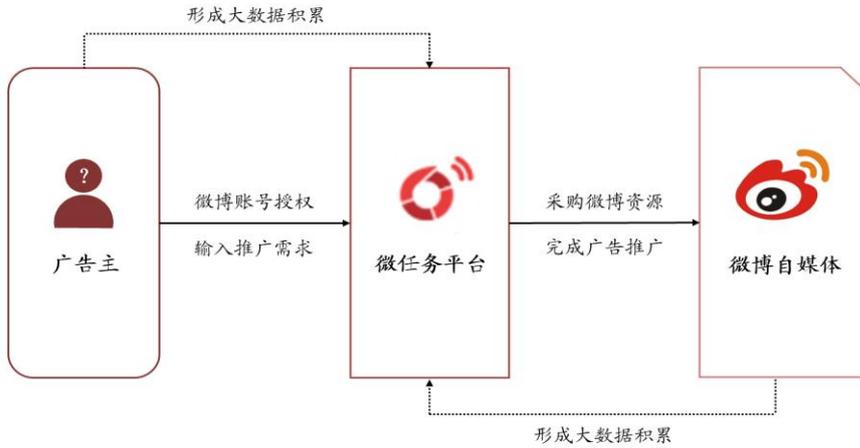
推广板块	账号数
微博	68951
微信	12109
抖音	108791
小红书	20602
快手	67779
bilibili	9094

数据来源: WEIQ (截止 2020.1.25), 西南证券整理

(2) 新媒体广告交易系统服务

新媒体广告交易系统服务主要通过微任务系统实现收入。基于天下秀与新浪微博签署的合作协议, 新浪微博授权天下秀使用微博域名 weirenwu.weibo.com 及相关微博用户数据, 天下秀作为“微任务”运营公司, 负责“微任务”产品、技术开发和运营维护、拓展以及相关客户服务工作。微任务的代理商或自行注册微博账号的广告主通过微任务采购微博账号资源。

图 42: 新媒体广告交易系统服务图示



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

新媒体广告交易系统服务下, 天下秀不承担广告主和自媒体之间的交易风险, 仅提供平台运营维护及技术支持等服务。因此, 新媒体广告交易系统服务的收入确认方法为净额法。

其中, 微任务系统为天下秀基于新浪微博开发。该系统主要对接微博平台的广告主和自媒体, 主要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进行下单, 通过微博授权开通微任务的自媒体账号可以在微任务中自行接单。微任务系统示例如下:

用户通过微博账号登录微任务平台, 可以在自己的账号下添加个人信息。

图 43: 微任务登录界面



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

广告主或自媒体根据需求选择不同入口即可进入下单或接单界面。

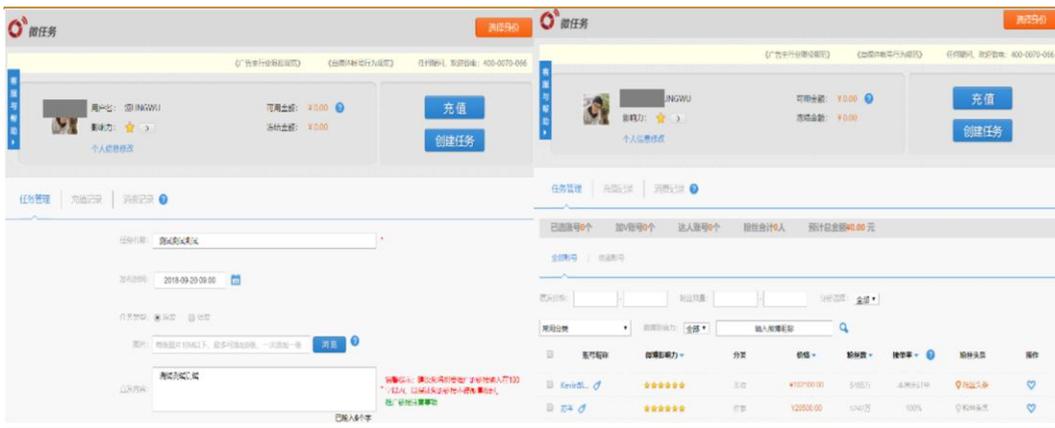
图 44: 微任务进入界面



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

广告主进入下单界面, 可以选择各种类型的自媒体账号进行下单。

图 45: 微任务广告主下单界面



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

自媒体进入接单界面, 收到广告主的订单需求, 选择接单。

图 46: 微任务微博账号接单界面



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

自媒体根据需求发布广告，经后台审核后，广告内容发布，交易达成。

图 47：自媒体发布广告举例



数据来源：公司公告，西南证券整理

两种服务的业务模式差异对比如下：

表 3：两种服务的业务模式对比

项目	新媒体营销客户代理服务	新媒体广告交易系统服务
业务及销售内容	天下秀为客户提供的互联网营销代理服务，主要为广告主提供策略制定、方案策划、创意策划、投放策划和实施、社交媒体账户运营、效果监测等一系列新媒体营销服务，通过 WEIQ 系统平台实现微博、微信、短视频、直播、音频等多个新媒体平台的广告投放需求。	以微任务为基础，为广告主和自媒体之间的广告交易提供撮合的平台。微博用户登录微任务平台，可自行设置微博转发或直发内容等，并选择自媒体账号为其微博进行转发或直发，进行广告下单，自媒体账号接单后展示 24 小时即可完成任务获得收益，广告主即需要支付广告费用。
采购内容	主要为媒体资源，包括自媒体资源、创意资源等，以及人工成本和其他分摊成本等	平台成本（向新浪微博支付），以及其他分摊成本
盈利模式	天下秀提供全面的互联网营销服务，获取广告主的全部收入，并支付相应的自媒体资源采购成本、创意策划和人工等成本，赚取之间的差价。	天下秀提供系统交易平台，从中收取服务费，并支付相应的平台分成成本。
收入确认方式	全额法	净额法
涵盖的新媒体传播平台范围	涵盖多个平台，包括：新浪微博、微信、小红书、抖音	仅为新浪微博

数据来源：公司公告，西南证券整理

3.2 拥有八大优势，领跑 KOL 营销行业

(1) 先发优势：较早进入行业，不断积累经验

天下秀成立之初即从事互联网营销业务，为客户提供互联网营销媒介代理、营销策划、营销创意等服务，是国内较早进入新媒体营销行业的企业之一。天下秀较早意识到中国媒体的去中心化趋势，提出媒体“去中心化”的新媒体营销概念，并秉承媒体“去中心化”的理念，围绕新媒体价值这一核心，构建了一个助力客户及新媒体成长的完整营销体系。

随着社交媒体、短视频、音频、直播等新媒体传播平台的快速发展，带来大量新媒体从业者的诞生和自媒体的繁荣发展。天下秀把握住新媒体营销快速发展的趋势，服务也从早期的博客、论坛等逐步转移到微博、微信、抖音等，并利用早期在博客、论坛等平台积累的新媒体营销行业经验，服务于更广泛的广告主和新媒体从业群体，积累行业数据。

新媒体营销行业门槛虽较低，但经验积累至关重要。天下秀通过先发在行业经验、人才、数据等方面占据了独特的优势，难以在短期内被同类企业所超越，且随着天下秀自身的进一步积累，对同类企业的竞争优势将进一步拉大。

(2) 技术优势：运用大数据分析技术，建立 WEIQ 系统

天下秀自主研发建立的 WEIQ 新媒体大数据系统是天下秀主营业务的基础。基于天下秀自有服务器，天下秀不断积累新媒体数据，沉淀社交资产，形成数据挖掘智库系统，进行高效的撮合，实现营销广告精准投放，提升广告转化效果。

WEIQ 系统运用大数据分析技术对自媒体账号的行业分类、粉丝结构、粉丝活跃度和社交影响力评级等进行多维度评估和量化，并向自媒体账号建议广告报价，建立了行业数据监测及价值评估体系。具体来说，在数据获取方面，系统获取海量自媒体的发布内容以及粉丝多种形式的互动数据，积累多年的客户任务和自媒体订单数据。在数据评估、分析及结果呈现方面，系统多维度分析客户的行业、细分领域等；多维度分析自媒体内容的喜好度、传播影响力；多维度分析自媒体受众的年龄、性别等；多维度分析传播效果，呈现关键词云、情感分析等。在应用方面，系统使用多年积累的数据，为客户制定媒介策略并向客户推荐自媒体资源。

图 48：WEIQ 新媒体大数据系统



数据来源：公司公告，西南证券整理

广告主可以通过该平台更快地识别出符合自身需求的自媒体账号，实现精准投放。自媒体也可以通过该平台获得稳定的广告订单。同时，系统保障了交易的安全和结算资金的及时性，减少了双方发生违约的风险。

通过该平台，天下秀建立了比同行业其他公司更高效地交易撮合能力，提升了核心竞争力。

(3) 客户资源优势：覆盖行业广，客户群体类型众多

天下秀多年来深耕社交网络广告行业，赢得广大客户的信赖和认可。天下秀主要服务的客户涵盖快速消费品、信息技术（含互联网）、金融、汽车、家电数码等行业。客户资源既包括宝洁、京东、伊利、苏宁等品牌客户，同时覆盖信息技术（含互联网）、快速消费品等多领域的中小客户，2019年还新签了华为、欧莱雅等品牌客户。随着近年来社交网络的繁荣发展，无论是品牌客户还是中小客户都越来越注重社交网络广告营销，这些客户为天下秀在社交网络广告领域持续快速发展奠定了基础。

(4) 自媒体资源优势：实现跨平台推广，手握丰富的自媒体资源库

天下秀专注于为客户提供社交网络广告推广服务，其推广中心包括微博、微信、直播平台等众多平台，实现了跨平台自媒体推广，并汇集了丰富的自媒体资源。各个平台的自媒体资源均可以通过天下秀的推广中心实现流量变现，天下秀也通过丰富的自媒体资源和积累的自媒体推荐能力，为不同投放需求的客户提供优质、专业的行业营销解决方案。

目前，天下秀每年采购的自媒体账号上万个，各系统还注册了几十万个自媒体账号。同时，天下秀还不断随新兴媒体平台的发展拓展其他自媒体资源，为广告主提供充足的自媒体资源库。

(5) 创新及服务能力优势：提出“去中心化”概念，提供个性化定制服务

天下秀长期专注于互联网社交网络广告行业，从早期提出“去中心化”的新媒体营销概念，并秉承媒体“去中心化”的理念在行业内深耕挖掘，并一直居于较为领先的地位。同时，天下秀紧跟社交网络广告行业发展趋势并不断前行，拥有一支深入理解新媒体营销行业且执行力极强的客户服务团队，能够为客户提供个性化的策略制定、方案策划，及时解决客户遇到的问题，为客户持续提供具有创新意义、引领时尚的广告策划、制作、投放及数据监测等服务，增强客户的粘性，赢得了客户的普遍认可。

众多品牌客户在从传统的媒体平台向社交媒体平台转移时，由于自媒体较分散，且商业价值和粉丝群体特性差异较大，导致很多品牌客户选择自媒体账号、并进行自媒体广告策划投放的能力较弱。通过天下秀的服务，品牌客户可实现一次向几千个自媒体账号的采购和投放，并且能更直接地触达消费者，实现精准营销。

(6) 管理团队优势：团队成员经验丰富

天下秀的创始人李檬及管理团队核心成员均已在新媒体行业从业多年，积累了丰富的行业经验，在技术研发、市场开拓、客户服务等为天下秀建立了完善的管理制度。同时，天下秀高度重视管理人才、技术人才和营销人才的选拔、培养和任用，坚持人才的知识化、年轻化。

表 4：公司管理层及核心技术人员简历简介

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。

姓名	职位	出生年份	履历简介
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。
于海遒	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，西南证券整理

（7）平台优势：客户、供应商均较为分散，用平台提升撮合效率

天下秀作为新媒体营销服务提供商，通过建立 WEIQ 大数据系统，形成了新媒体营销行业的服务平台，将上下游分散的客户、自媒体资源有利的进行了整合。相较于同行业其他竞争对手，天下秀的客户、供应商均较为分散，单一客户在社交媒体平台投放的广告订单也较传统的广告投放订单在采购上更分散。基于此，天下秀利用平台提升撮合效率，增加匹配精准度，同时还能通过对接分散的上下游提升自己的议价能力。此外，平台还能进一步积累行业数据，进一步提升天下秀的核心竞争力。

（8）产业链所处位置优势：上下游分散，议价能力强

天下秀所处的整个互联网营销行业，是连接互联网媒体和应用平台与互联网营销需求方的桥梁，其上游是各类网络媒体和应用平台运营商，下游是各类具有互联网营销服务需求的企业，包括信息技术、金融、快速消费品、汽车、家电数码等行业。

对于上游的各类网络媒体和应用平台运营商，与天下秀合作的海量新媒体覆盖了微博、微信、短视频等国内各大主流社交媒体平台。因此，行业上游媒体资源相对分散，公司议价能力相对较强。

行业下游广告主是互联网营销的需求方。随着近年来各类网络媒体的快速兴起、客户消费习惯的改变及互联网营销的高效性，越来越多的广告主倾向于通过互联网营销进行推广活动，并逐步提高互联网营销预算的比例。大型品牌企业的营销预算充足，需要天下秀这类专业的互联网营销机构为其整合各类新媒体资源推广产品；中小型广告主的营销预算有限，但数量众多且议价能力相对较弱，天下秀向中小型客户提供互联网营销服务可以获得较高的利润。

图 49: 天下秀的上下游



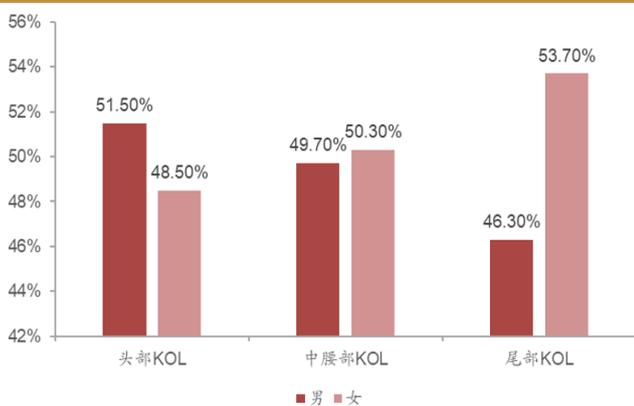
数据来源: 西南证券整理

3.3 核心竞争力: 充分利用中腰部 KOL 优势帮助广告主实现精准营销

天下秀作为中间平台, 将中腰部 KOL 与广告主有效链接, 使其充分发挥自身营销优势。头部 KOL 知名度高、影响广, 并不需要通过中间平台来与广告主达成合作, 尾部 KOL 目前不具有市场竞争优势, 天下秀抓住这一特点, 主要面向中腰部 KOL, 通过打造优质的中间平台, 将其与广告主有效链接, 使其势能得到全部释放, 同时, 在势能释放过程中, 天下秀也形成了自己的核心竞争力——充分利用中腰部 KOL 优势帮助广告主实现精准营销。

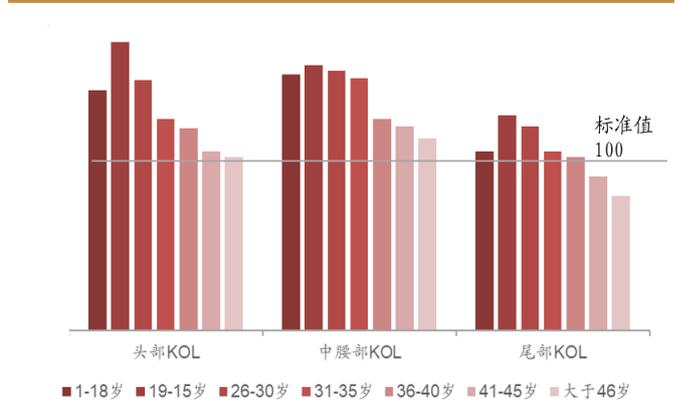
中腰部 KOL 触达的消费圈层更丰富。从各类型 KOL 粉丝性别分布来看, 中腰部 KOL 粉丝性别比例最均衡, 几乎接近 1:1; 从各类型 KOL 粉丝年龄分布 TGI 来看, 中腰部 KOL 粉丝各个年龄段 TGI 均高于标准值 100, 整体表现优于头部 KOL 和尾部 KOL, 分布更为均匀; 从各类型 KOL 粉丝城市级别分布 TGI 来看, 中腰部 KOL 粉丝各个城市级别 TGI 均高于标准值 100, 主要分布在新一线城市; 从各类型 KOL 粉丝消费水平分布 TGI 来看, 中腰部 KOL 各个消费水平 TGI 均高于标准值 100, 整体表现优于头部 KOL 和尾部 KOL, 分布更为均匀。

图 50: 各类型 KOL 粉丝性别分布

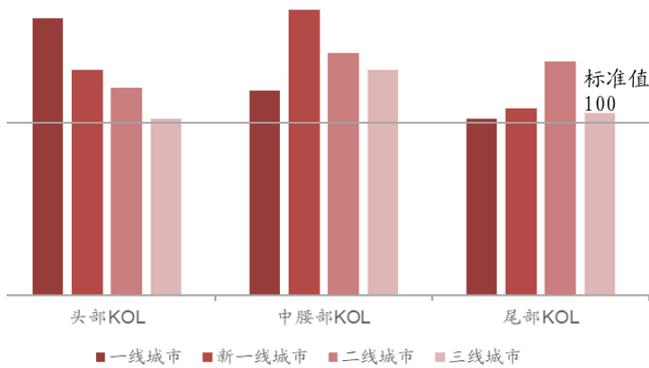


数据来源: 微播易 (2019.1-2019.8), 西南证券整理

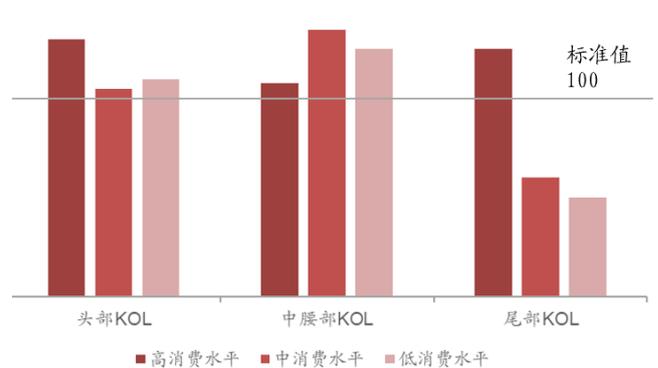
图 51: 各类型 KOL 粉丝年龄分布 TGI



数据来源: 微播易 (2019.1-2019.8), 西南证券整理

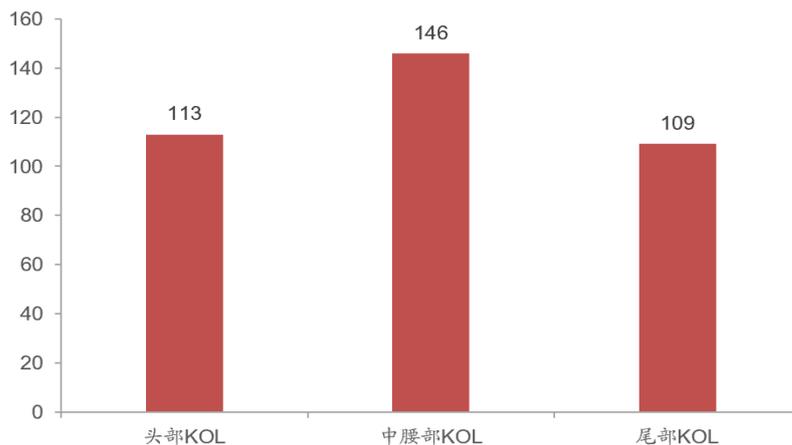
图 52: 各类型 KOL 粉丝城市级别分布 TGI


数据来源: 微播易 (2019.1-2019.8), 西南证券整理

图 53: 各类型 KOL 粉丝消费水平分布 TGI


数据来源: 微播易 (2019.1-2019.8), 西南证券整理

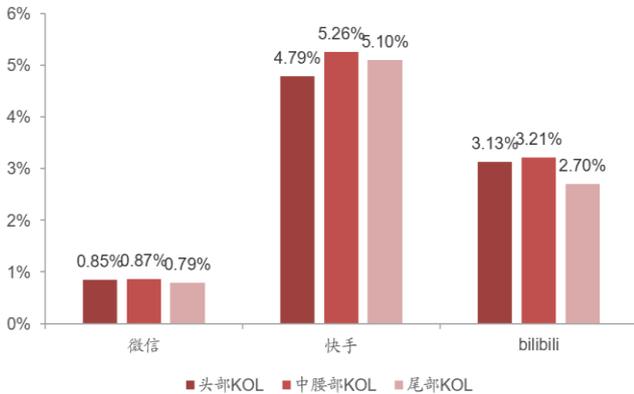
中腰部 KOL 在垂直领域具有显著优势。头部 KOL 的粉丝, 因为数量大、分布广, 兴趣分散, 对该垂直领域的兴趣浓度在一定程度上会被稀释。数据显示, 中腰部 KOL 的均值高于头部 KOL 33.0%, 对比尾部 KOL, 更是高出 37.0%。

图 54: 各类型 KOL 受众对该垂直领域兴趣 TGI 均值


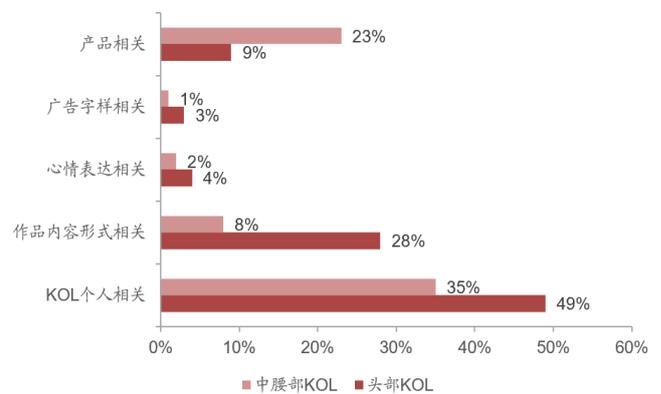
数据来源: 微播易 (2019.1-2019.8), 西南证券整理

中腰部 KOL 与粉丝交互性更强。从 KOL 粉丝互动率来看, 在微信、快手、bilibili, 中腰部 KOL 粉丝的互动率均最高, 分别为 0.9%、5.3%、3.2%。

头部 KOL 粉丝更加关注 KOL 个人, 中腰部 KOL 粉丝更加关注产品本身。头部 KOL 粉丝互动的内容中, 提及 KOL 个人的相关内容比例较高, 有 49% 的占比, 中腰部 KOL 粉丝虽然也很关注 KOL 个人, 但对于介绍的产品本身, 有更高比例的注重度, 比头部 KOL 粉丝高了近 3 倍。

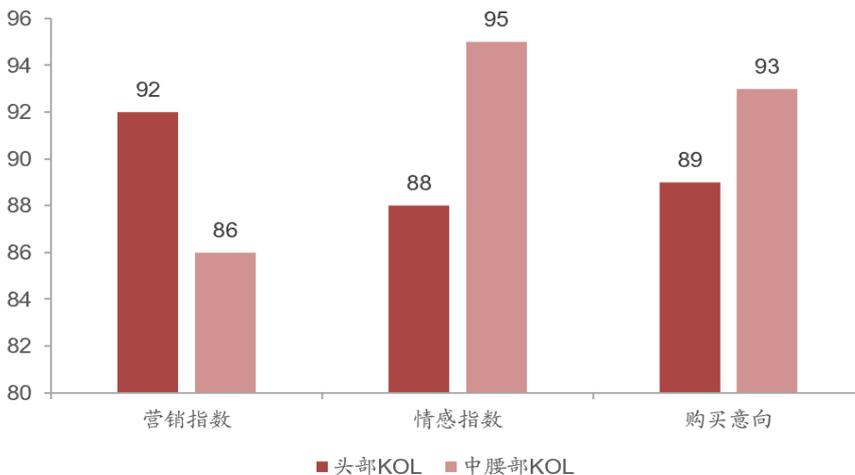
图 55: KOL 粉丝互动率


数据来源: 微播易 (2019.1-2019.8), 西南证券整理

图 56: 头部和中腰部 KOL 粉丝互动内容


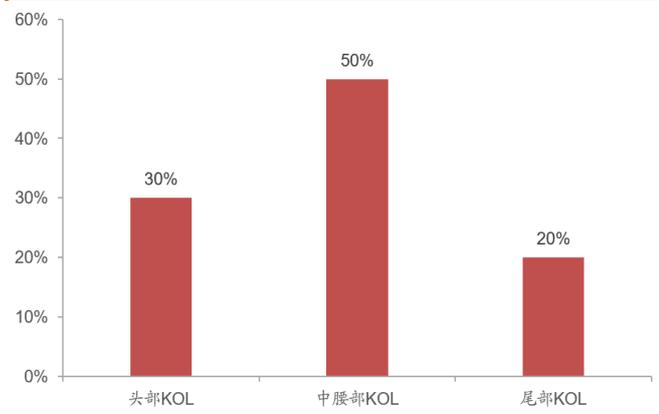
数据来源: 微播易 (2019.1-2019.8), 西南证券整理

中腰部 KOL 情感引导力突出, 用户购买意向强。KOL 营销很大一部分价值在于情感引导, 这部分的信任度可以直接转化为产品销量。从两类 KOL social 指标的表现情况来看, 头部 KOL 的营销指数, 也即知名度高、影响力大, 而在情感指数和购买意向方面, 中腰部 KOL 的表现更好。

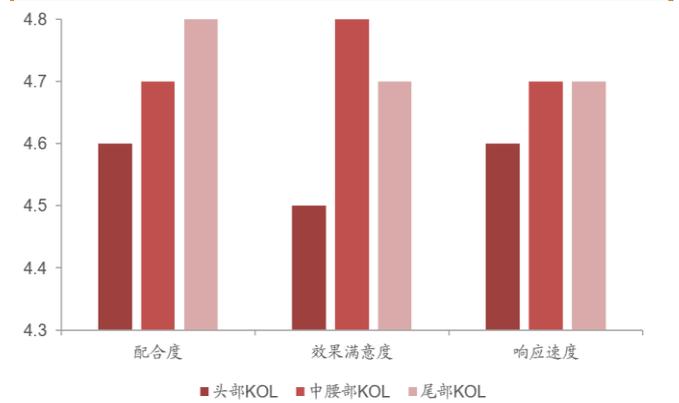
图 57: 头部和中部 KOL 的 social 指标表现对比


数据来源: 微播易 (2019.1-2019.8), 西南证券整理

中腰部 KOL 在订单执行率、效果满意度方面表现突出。中腰部 KOL 的订单执行率高达 50.0%, 相较头部和尾部 KOL 的对应数据 30.0%和 20.0%差距明显。接单效果的评估方面, 中腰部和尾部 KOL 在三个指标方面都超过 4.7, 而在最重要的效果满意度方面, 中腰部 KOL 独占鳌头。

图 58: KOL 订单执行率 (即订单创建 60 天内执行完成率)
TOP10-头腰尾 KOL 占比情况


数据来源: 微播易 (2019.1-2019.8), 西南证券整理

图 59: 各类型 KOL 接单效果评估


数据来源: 微播易 (2019.1-2019.8), 西南证券整理

3.4 逐渐独立, 摆脱对新浪的依赖

天下秀与新浪集团及其关联方关系紧密, 一方面新浪集团及其关联方为迎合客户广告投放需求的日渐多元化, 向天下秀采购新媒体营销客户代理服务, 形成长期合作关系; 另一方面天下秀的新媒体广告交易系统服务主要通过微博的微任务系统实现收入, 天下秀与新浪微博签署的合作协议, 新浪微博授权天下秀使用微博用户数据, 并负责为微博运营“唯一新浪官方微博推广平台”微任务, 并向北京微梦(新浪微博)支付平台分成成本。

天下秀向新浪集团及其关联方的销售金额占营业收入的比例逐年下降。2017年、2018年及2019年1-3月, 天下秀向新浪集团及其关联方的销售金额分别为6199万元、6638万元和148万元, 占营业收入比分别为8.6%、5.5%和0.4%, 销售占比较小, 且整体呈下降趋势。同时, 天下秀凭借自身积累的技术平台优势和不断创新的服务能力, 不断拓展客户, 与宝洁、京东、伊利、苏宁等知名企业逐渐建立起合作关系。2020年6月, 天下秀获得知乎官方授权, 成为知乎效果广告核心代理商, 2021年1月, 天下秀成功成为第一季度B站花火核心代理商, 未来天下秀还将继续加深与品牌客户的合作及拓展。可以看出, 天下秀的销售收入正逐渐摆脱对大股东新浪集团的依赖。

表 5: 公司近年前五大客户

序号	客户名称	营业收入 (万元)	占比
2019 年 1-3 月			
1	华晨汽车集团控股有限公司	3033.02	8.78%
2	宝洁及其关联方	1964.03	5.69%
3	伊利及其关联方	1866.87	5.41%
4	北京中联华盟文化传媒投资有限公司	1626.05	4.71%
5	上海大触文化传播中心 (有限合伙)	1597.52	4.63%
2018 年度			
1	新浪集团及其关联方	6637.62	5.49%
2	深圳市微万通传媒有限公司	5005.28	4.14%

序号	客户名称	营业收入 (万元)	占比
3	上海大触文化传播中心 (有限合伙)	4819.26	3.98%
4	微格 (北京) 信息咨询有限公司	4491.50	3.71%
5	宝洁及其关联方	4373.75	3.62%
2017 年度			
1	新浪集团及其关联方	6199.42	8.55%
2	深圳市微万通传媒有限公司	4048.11	5.85%
3	上海大触文化传播中心 (有限合伙)	4029.94	5.56%
4	楼氏集团	3647.50	5.03%
5	微格 (北京) 信息咨询有限公司	2355.75	3.25%

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 6：公司与新浪集团及其关联公司销售的具体情况 (单位：万元)

关联方名称	建关联交易内容	2019 年 1-3 月		2018 年度		2017 年度	
		金额	占营业收入比例	金额	占营业收入比例	金额	占营业收入比例
新浪及其关联公司	新媒体营销客户代理服务	148.48	0.43%	6637.62	5.49%	6199.42	8.55%

数据来源：公司公告，西南证券整理

天下秀通过微任务平台与北京微梦 (新浪微博) 实现互利共赢，议价能力逐步加强。广告主通过微任务平台自行选择自媒体账号发布商业信息，天下秀从中收取服务费，并向北京微梦支付平台分成成本。天下秀向北京微梦支付的金额为天下秀服务费收入 (扣除手续费等相关费用) 的 70.0%。同时，鉴于“微任务”有助于北京微梦提升微博用户资源转换率，北京微梦应向天下秀支付运营支撑费用。双方就 2015 年 1 月 1 日至 2024 年 12 月 31 日期间各年度的运营支撑费安排补充约定如下：如该年度微任务交易金额小于人民币 3 亿元，则该年度运营支撑费金额为交易金额的 0.5%，运营支撑费金额精确到百万位，百万位后的数字舍弃 (下同)；如该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金额的 1.0%；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金额的 2.0%；如该年度微任务交易金额超过人民币 15 亿元小于人民币 20 亿元，则该年度运营支撑费金额为交易金额的 2.5%；如该年度微任务交易金额超过人民币 20 亿元，则该年度运营支撑费金额为交易金额的 3.0%。2017 年、2018 年及 2019 年 1-3 月，新媒体广告交易系统服务收入与微任务交易总额的比例稳定且呈上升趋势，平台分成成本占微任务交易总额的比例稳定且呈下降趋势，充分说明天下秀的议价能力逐步加强。

表 7：平台分成成本及微任务交易总额 (单位：万元)

序号	项目	2019 年 1-3 月	2018 年	2017 年
1	微任务交易总额	18254.76	105816.49	91091.84
2	新媒体广告交易系统服务收入	5278.37	30617.89	24488.02
	收入占交易总额比例 (=②/①)	28.92%	28.93%	26.88%
3	平台分成成本总额计算基数	5209.32	30821.87	26332.40
4	平台分成成本总额 (=③*70%)	3646.53	21575.31	18432.68
5	平台分成成本	3157.10	18372.93	16540.26
	分成成本占交易总额比例 (=⑤/①)	17.29%	17.36%	18.16%

序号	项目	2019年1-3月	2018年	2017年
6	运营支撑费(含税)	6.00	9.00	21.00

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

天下秀随业务发展, 对北京微梦的采购金额占比逐年下降, 逐渐摆脱对其的依赖。具体表现为: ①2017年、2018年及2019年1-3月, 天下秀向北京微梦的采购占比分别为35.0%、22.4%和13.2%, 对北京微梦的采购占比持续下降。②天下秀加大了对其他新媒体平台渠道及自媒体资源的开拓, 建立了较好的合作关系。随着微信公众号商业化运营的成熟及短视频平台的爆发, 新媒体从业者也朝着跨平台的方向发展, 微信及短视频平台也逐渐成为重要的社交媒体资源供应平台。天下秀紧跟新媒体行业的发展趋势, 加大了对微信、抖音等新媒体平台的拓展, 与其他新媒体平台及自媒体资源建立了更广泛的合作关系。③随着天下秀加大对品牌客户的拓展, 新媒体营销客户代理服务占比将逐步上升, 新媒体广告交易系统服务收入占比将逐步下降, 对北京微梦相应的采购金额占比将进一步下降。相较新媒体广告交易系统服务, 新媒体营销客户代理服务能提供新浪微博、微信、抖音、小红书等短视频平台的跨平台投放服务, 满足客户越来越多元化的广告投放需求。同时, 新媒体营销客户代理服务还能为广告主提供从广告策划、制作、投放到数据监测等一系列服务。未来随天下秀进一步加强和完善WEIQ系统, 提升新媒体营销客户代理服务的核心竞争力, 新媒体广告交易系统服务业务的影响将进一步降低。相应地, 基于新媒体广告交易系统服务向北京微梦的采购金额占比将进一步降低。

表 8: 公司近年前五大供应商

序号	供应商名称	采购额(万元)	占比
2019年1-3月			
1	北京微梦创科网络技术有限公司(新浪微博)	3157.10	13.17%
2	华扬联众数字技术股份有限公司	1670.72	6.97%
3	北京微播视界科技有限公司	1184.45	4.94%
4	上海大触文化传播中心(有限合伙)	1134.84	4.73%
5	深圳入胜传媒有限公司	906.99	3.78%
2018年度			
1	新浪集团及其关联方	18610.02	22.46%
2	上海大触文化传播中心(有限合伙)	2478.60	2.99%
3	楼氏集团	1985.57	2.40%
4	北京牙仙广告有限公司	1843.46	2.22%
5	宝洁及其关联方	1117.24	1.35%
2017年度			
1	北京微梦创科网络技术有限公司(新浪微博)	16733.61	35.04%
2	上海大触文化传播中心(有限合伙)	1435.55	3.01%
3	北京多点科技股份有限公司	1243.76	2.60%
4	楼氏集团	927.00	1.94%
5	北京牙仙广告有限公司	817.61	1.71%

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司客户代理业务在未来持续保持 60.0% 以上增长，且毛利率能维持在较为稳定的水平；

假设 2：公司新媒体广告业务保持 5.0% 左右的速度缓步下降，毛利率按既定的分成比例维持不变；

假设 3：其他业务在 2020 年全部退出公司经营。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 9：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
客户代理	收入	1,707.58	2902.9	4789.8	7663.6
	增速		70.0%	65.0%	60.0%
	毛利率	25.7%	22.0%	23.0%	24.0%
新媒体广告	收入	269.36	255.9	243.1	230.9
	增速		-5.0%	-5.0%	-5.0%
	毛利率	26.8%	25.0%	25.0%	25.0%
智慧城市	收入	0.37			
	增速				
	毛利率	0			
合计	收入	1977.3	3158.8	5032.9	7894.6
	增速	2857.3%	59.8%	59.3%	56.9%
	毛利率	27.4%	31.4%	28.8%	27.9%

数据来源：Wind, 西南证券

4.2 相对估值

我们选取三人行、利欧股份和蓝色光标三家以精准在线营销为核心的公司为参考，从 PE 上来看，三家公司 2021 年的 PE 分别为 22 倍、39 倍、18 倍，从估值上来看，公司 35 倍的估值相对较高，但是考虑到公司是 A 股最大的红人运营平台，且背靠新浪，有全国最大的在线社区资源，具备极强的成长性和唯一性，首次覆盖给予“持有”的投资评级。

表 10: 可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
300058	蓝色光标	6.27	0.29	0.28	0.35	0.41	20	22	18	15
605168	三人行	174.06	3.74	5.18	7.79	10.96	47	34	22	16
002131	利欧股份	30.5	0.05	0.49	0.08	0.10	65	6	39	30
平均值							44	21	26	20

数据来源: Wind, 西南证券整理

5 风险提示

行业政策发生变化的风险、公司经营不及预期的风险、互联平台竞争加剧的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1977.31	3158.78	5032.86	7894.56	净利润	258.00	399.97	625.28	983.47
营业成本	1434.69	2456.17	3870.44	5997.56	折旧与摊销	2.17	0.74	0.74	0.74
营业税金及附加	21.80	26.12	42.73	69.78	财务费用	-16.68	-85.93	-79.86	-62.56
销售费用	109.37	189.53	301.97	473.67	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	59.22	126.35	201.31	315.78	经营营运资本变动	112.17	115.51	98.05	205.71
财务费用	-16.68	-85.93	-79.86	-62.56	其他	-493.12	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-137.46	430.28	644.20	1127.35
投资收益	-1.70	0.00	0.00	0.00	资本支出	-3.13	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-221.82	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-224.95	0.00	0.00	0.00
营业利润	310.31	446.54	696.26	1100.33	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.20	-4.05	-4.20	-4.04	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	310.51	442.49	692.06	1096.29	股权融资	-351.89	3253.52	0.00	0.00
所得税	52.51	42.52	66.78	112.82	支付股利	0.00	-51.72	-80.18	-125.35
净利润	258.00	399.97	625.28	983.47	其他	1192.40	85.93	79.86	62.56
少数股东损益	-0.60	-0.93	-1.45	-2.28	筹资活动现金流净额	840.51	3287.73	-0.32	-62.78
归属母公司股东净利润	258.60	400.90	626.73	985.75	现金流量净额	487.81	3718.01	643.88	1064.57
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1042.93	4760.95	5404.83	6469.40	成长能力				
应收和预付款项	791.71	1446.74	2326.15	3543.42	销售收入增长率	2857.27%	59.75%	59.33%	56.86%
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润增长率	1281.89%	43.90%	55.92%	58.03%
其他流动资产	63.24	101.02	160.96	252.48	净利润增长率	770.14%	55.03%	56.33%	57.28%
长期股权投资	11.48	11.48	11.48	11.48	EBITDA 增长率	1217.83%	22.16%	70.79%	68.28%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	3.24	3.00	2.76	2.52	毛利率	27.44%	22.24%	23.10%	24.03%
无形资产和开发支出	0.20	0.18	0.16	0.14	三费率	7.68%	7.28%	8.41%	9.21%
其他非流动资产	74.94	74.46	73.99	73.52	净利率	13.05%	12.66%	12.42%	12.46%
资产总计	1987.74	6397.83	7980.33	10352.96	ROE	26.74%	8.76%	12.23%	16.47%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	12.98%	6.25%	7.84%	9.50%
应付和预收款项	256.54	543.55	859.16	1288.08	ROIC	3130.83%	832.91%	656.17%	549.17%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	14.96%	11.44%	12.26%	13.15%
其他负债	766.37	1287.69	2009.47	3095.05	营运能力				
负债合计	1022.91	1831.23	2868.63	4383.14	总资产周转率	1.89	0.75	0.70	0.86
股本	1680.42	1807.75	1807.75	1807.75	固定资产周转率	1084.00	1012.74	1747.97	2990.96
资本公积	-1181.64	1944.55	1944.55	1944.55	应收账款周转率	5.57	3.60	3.52	3.48
留存收益	464.67	813.85	1360.40	2220.80	存货周转率	14184.90	—	—	—
归属母公司股东权益	963.45	4566.15	5112.70	5973.10	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	90.96%	—	—	—
少数股东权益	1.37	0.45	-1.00	-3.27	资本结构				
股东权益合计	964.83	4566.60	5111.70	5969.83	资产负债率	51.46%	28.62%	35.95%	42.34%
负债和股东权益合计	1987.74	6397.83	7980.33	10352.96	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.92	3.51	2.78	2.36
					速动比率	1.92	3.51	2.78	2.36
					股利支付率	0.00%	12.90%	12.79%	12.72%
业绩和估值指标					每股指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	295.80	361.34	617.14	1038.50	每股收益	0.14	0.22	0.35	0.55
PE	85.63	55.24	35.33	22.47	每股净资产	0.53	2.53	2.83	3.30
PB	22.98	4.85	4.33	3.71	每股经营现金	-0.08	0.24	0.36	0.62
PS	11.20	7.01	4.40	2.81	每股股利	0.00	0.03	0.04	0.07
EV/EBITDA	65.83	47.92	27.01	15.03					
股息率	0.00%	0.23%	0.36%	0.57%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -20% 以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
上海	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn