

天下秀(600556)

点评报告

行业公司研究—生物制品II行业一

证券研究报告

毛利率环比提升，竞争壁垒深化，股价底部显现

——天下秀年报及一季度公告点评

✍ 马莉
☎ 陈腾曦
✉ 辛泽熙

执业证书编号：S1230520070002
执业证书编号：S1230520080010
执业证书编号：S1230520120002

报告导读

天下秀披露 2020 年报及 2021 年一季报，2020 年收入 30.6 亿 (yoy+54.78%)，扣非归母净利润 3.73 亿 (yoy+47.8%)，Q4 单季度收入 8.36 亿 (yoy+37.73%)；2021Q1 实现收入 8.51 亿 (yoy+58.73%)，归母净利润 0.83 亿 (yoy+48.46%)。

投资要点

□ 2021Q1 毛利率环比提升，现金充裕业务拓展基础坚实

公司 2020 年度毛利率为 23.39% (同比-4.05pcts)；2021Q1 毛利率为 23.82%，环比 2020Q4 提升 3.39 pcts，与 2020 全年相比提升 0.43Pcts。我们认为，考虑到近年来红人经济赛道处在跑马圈地阶段，公司 2020 年重点对众多品牌大客户进行拓展，因此毛利率在 2020 年下滑属于正常反映。但 2021Q1 公司毛利率实现了环比增长，或说明公司在产业链上下游的议价能力及规模优势逐步开始体现，未来表现值得期待。同样也由于跑马圈地过程中对大客户的重点开拓，公司 2020 年与 2021Q1 的经营性现金流净额分别为-3.16 亿及-1.02 亿，但可以看到，定增完成后公司账面的货币现金达到 21.78 亿元，充裕的资金储备将成为公司在红人经济这一蓬勃发展的赛道继续高歌猛进的坚实基础。

□ WEIQ 平台红人生态繁荣发展

截至 2020 年底，公司红人经济平台 WEIQ 注册红人账户数累积达 147.44 万，其中具备成功接单能力的红人账户数达 29.06 万 (yoy+72.65%)；入驻 WEIQ 平台的 MCN 机构的数量达到 7,491 家 (yoy+11.96%)；同时 WEIQ 平台红人生态健康均衡，头部红人收入占比仅为 17.4%，腰尾部红人收入占比为 81.4%，平台生态健康平衡。

□ 品牌红人营销需求不断释放，大客户标杆效应或逐步凸显

2020 年 WEIQ 平台活跃商家客户数达 8342 个 (yoy+31.70%)，公司客户所在行业分布丰富多元，前三大行业为护肤品 (16.6%)、食品饮料 (13.7%)、3C 数码 (9.5%)，其中品牌客户留存率达 77.99%，留存客户整体收入金额同比增长 38.60%。同时 2020 年 WEIQ 平台订单平均金额达 2375 (yoy+19.83%)。WEIQ 平台全年订单量达 124.7 万笔，平台对于商家客户的需求转化率约为 10%；2020 年公司在对品牌商家的拓展上实现了显著突破，目前公司拥有欧莱雅、华为、伊利、圣罗兰、美团及长城汽车等多个行业名牌客户，名牌客户的标杆效应或将逐步显现。

□ 盈利预测及估值

“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生态服务体系，未来想象空间极大。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 21-23 年公司收入分别同比增长 56.45%/52.50%/50.50%至 47.88/73.02/109.89 亿，归母净利润分别同增 85.07%/45.15%/49.41%至 5.47 亿/7.94 亿/11.86 亿 (考虑到 2020

评级

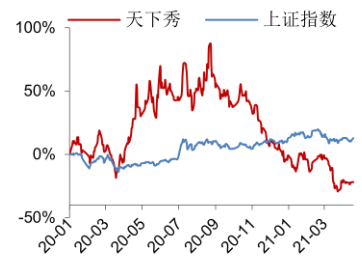
买入

上次评级	买入
当前价格	¥9.96

单季度业绩

元/股

3Q/2020	0.06
2Q/2020	0.05
1Q/2020	0.03
4Q/2019	0.05



公司简介

公司是新媒体红人营销行业龙头，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”。

相关报告

- 1《淡季维持高速增长，跑马圈地持续深挖竞争壁垒——天下秀三季报点评》2020.11.02
- 2《加速增长，红人经济标杆已现——天下秀 2020 半年报点评》2020.08.14
- 3《发展瓶颈突破、竞争壁垒巩固，上调业绩预期——天下秀定增审核通过点评》2020.07.28

报告撰写人：陈腾曦 马莉

联系人：辛泽熙

年公司出于谨慎性考虑计提预计负债约 0.98 亿，因此 2021 年归母净利润相对 2020 年扣非归母净利润增速约为 46.65%)，当前市值对应市盈率分别为 33X/23X/15X，维持“买入”评级。

风险提示：红人迭代速度超预期、行业竞争加剧风险

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	3060	4788	7302	10989
(+/-)	54.78%	56.45%	52.50%	50.50%
净利润	295	547	794	1186
(+/-)	5.50%	85.07%	45.15%	49.41%
每股收益 (元)	0.16	0.30	0.44	0.66
P/E	60.93	32.93	22.68	15.18

图表目录

表 1: 天下秀年度及季度财务数据拆分	3
表附录: 三大报表预测值	4

表 1：天下秀年度及季度财务数据拆分

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2019	2020
利润表摘要							
营业收入	536.32	783.89	904.12	836.07	851.28	1,977.31	3,060.40
yoy	55.28%	74.25%	57.34%	37.65%	58.73%	63.47%	54.78%
毛利率	25.80%	25.14%	23.18%	20.42%	23.82%	27.44%	23.39%
毛利	138.37	197.08	209.55	170.74	202.74	542.62	715.73
yoy	30.98%	53.33%	34.15%	12.15%	46.52%	43.06%	31.90%
期间费用率	11.82%	10.62%	10.36%	8.19%	12.32%	10.37%	9.44%
销售费用	32.34	26.53	28.66	49.88	53.56	109.37	137.42
销售费用率	6.03%	3.38%	3.17%	5.97%	6.29%	5.53%	4.49%
管理费用	21.43	27.11	23.86	13.61	34.58	59.22	86.01
管理费用率	4.00%	3.46%	2.64%	1.63%	4.06%	3.00%	2.81%
研发费用	16.24	31.83	17.29	9.36	26.67	53.22	74.72
研发费用率	3.03%	4.06%	1.91%	1.12%	3.13%	2.69%	2.44%
财务费用	-6.62	-2.20	23.86	-4.41	-9.90	-16.68	-9.24
财务费用率	-1.23%	-0.28%	2.64%	-0.53%	-1.16%	-0.84%	-0.30%
归母净利润	55.83	79.74	111.66	48.26	82.88	258.60	295.48
yoy	45.41%	37.34%	34.71%	-39.10%	48.45%	63.79%	14.26%
归母净利率	10.41%	10.17%	12.35%	5.77%	9.74%	13.08%	9.65%
扣非归母净利润	55.79	95.35	112.82	109.29	82.76	252.54	373.24
yoy	45.30%	70.07%	-28.63%	41.60%	48.34%	61.08%	47.80%
扣非归母净利率	10.40%	12.16%	12.48%	13.07%	9.72%	12.77%	12.20%
资产负债表摘要							
货币资金	641.55	628.64	2,419.83	2,293.82	2,177.78	1,042.93	2,293.82
应收票据及应收账款	855.30	1,036.15	1,386.31	1,502.04	1,533.42	683.46	1,502.04
yoy	90.45%	-	-	119.77%	79.28%	100.16%	119.77%
应付账款	252.62	290.73	426.17	480.65	382.90	185.04	480.65
yoy	51.16%	-	-	159.75%	51.57%	38.87%	159.75%
预付账款	77.61	63.84	86.59	146.64	176.48	98.89	146.64
其他应付账款	371.39	400.51	269.27	215.92	213.11	732.20	215.92
现金流量表摘要							
经营性现金流净额	-45.51	-6.39	-279.24	15.40	-102.03	-137.46	-315.75

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	4044	4722	5453	6794	营业收入	3060	4788	7302	10989
现金	2294	2847	3227	3821	营业成本	2345	3634	5540	8341
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	10	30	50	60
应收账款	1502	1620	1956	2683	营业费用	137	254	416	621
其它应收款	13	21	32	48	管理费用	86	135	204	313
预付账款	147	182	166	167	研发费用	75	124	226	341
存货	2	4	6	8	财务费用	(9)	(39)	(46)	(50)
其他	86	50	66	67	资产减值损失	21	61	35	90
非流动资产	188	116	150	172	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	5	2	2	投资净收益	(7)	(4)	(5)	(5)
长期投资	21	11	14	15	其他经营收益	20	9	12	14
固定资产	6	7	10	12	营业利润	408	594	882	1282
无形资产	8	10	14	18	营业外收支	(97)	(10)	(8)	(8)
在建工程	2	2	2	2	利润总额	311	584	874	1275
其他	152	81	108	122	所得税	18	40	83	94
资产总计	4232	4839	5603	6966	净利润	293	544	791	1181
流动负债	812	991	965	1147	少数股东损益	(2)	(3)	(3)	(5)
短期借款	0	0	0	0	归属母公司净利润	295	547	794	1186
应付款项	481	436	637	1001	EBITDA	281	548	831	1225
预收账款	0	0	0	0	EPS (最新摊薄)	0.16	0.30	0.44	0.66
其他	331	555	328	146					
非流动负债	119	1	0	1	主要财务比率				
长期借款	0	0	0	0		2020	2021E	2022E	2023E
其他	119	1	0	1	成长能力				
负债合计	930	992	965	1148	营业收入	54.78%	56.45%	52.50%	50.50%
少数股东权益	0	(3)	(5)	(10)	营业利润	23.10%	45.49%	48.47%	45.37%
归属母公司股东权益	3302	3849	4643	5828	归属母公司净利润	5.50%	85.07%	45.15%	49.41%
负债和股东权益	4232	4839	5603	6966	获利能力				
					毛利率	23.39%	24.10%	24.13%	24.10%
					净利率	9.59%	11.36%	10.83%	10.75%
					ROE	13.85%	15.30%	18.71%	22.68%
					ROIC	7.90%	13.20%	16.15%	19.42%
					偿债能力				
					资产负债率	21.98%	20.51%	17.23%	16.48%
					净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.98	4.76	5.65	5.92
					速动比率	4.98	4.76	5.65	5.91
					营运能力				
					总资产周转率	0.98	1.06	1.40	1.75
					应收帐款周转率	2.81	3.02	3.93	4.48
					应付帐款周转率	7.04	7.93	10.32	10.18
					每股指标(元)				
					每股收益	0.16	0.30	0.44	0.66
					每股经营现金	(0.17)	0.28	0.19	0.31
					每股净资产	1.83	2.13	2.57	3.22
					估值比率				
					P/E	60.93	32.93	22.68	15.18
					P/B	5.45	4.68	3.88	3.09
					EV/EBITDA	73.19	27.67	17.78	11.57

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>