

2020 年年报&21Q1 季报点评: 业绩强劲增长, 红人经济龙头展现成长潜力

2021 年 04 月 21 日

买入 (维持)

证券分析师 张良卫

执业证号: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 李赛

lis@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	3,060	4,719	7,042	10,378
同比 (%)	54.8%	54.2%	49.2%	47.4%
归母净利润 (百万元)	295	545	769	1,085
同比 (%)	14.3%	84.4%	41.2%	41.0%
每股收益 (元/股)	0.16	0.30	0.43	0.60
P/E (倍)	67.05	36.37	25.75	18.26

投资要点

- **事件:** 2020 年公司实现营收 30.60 亿元 (yoy+54.78%), 实现归母净利润 2.95 亿元 (yoy+14.26%), 同时拟向全体股东每 10 股派发现金红利 0.164 元。21Q1 公司实现营收 8.51 亿元 (yoy+58.7%), 归母净利润 8288 万元 (yoy+48.4%), 落入此前业绩预告区间。
- **点评: 营收持续高增, 诉讼纠纷致 2020 年净利润承压。** 20 年公司营收同比增长达 54.8%, 业绩增长主要受益于红人经济的快速发展, 公司与知名平台和品牌的合作增加以及通过 SaaS 赋能对平台业务进行了优化升级。20 年公司毛利率为 23.39% (yoy-4.05pct), 毛利率下降主要系开拓大客影响。三费方面, 2020 年公司费用管控良好, 销售费用率 4.49% (-1.04pct); 管理费用率 2.81% (yoy-0.18pct); 研发费用率 2.44% (yoy-0.25pct)。归母净利润增速较低主要系前实控人信披违规产生诉讼, 公司计提预计负债, 由于前控股股东承诺承担责任, 公司预计案件不会产生重大影响, 剔除影响后扣非归母净利润为 3.73 亿元 (yoy+47.8%)。21Q1 公司维持高速增长态势, 营收同比增长 58.73%, 毛利率 23.82% (yoy-1.98pct), 三费率维持稳定。
- **WEIQ 平台商家与红人生态保持健康均衡, 成长空间广阔。** 20 年公司红人营销平台业务保持高速增长, 实现营收 29.61 亿元 (yoy+52.61%), 占营收比 96.8% (yoy-1.3pct)。公司依托 WEIQ 平台连接广大广告主与超过百万的红人, 2020 年 WEIQ 平台订单达 124.7 万笔。商家端, 20 年平台活跃商家数量达 8342 个 (yoy+31.7%), 同时由于平台高效广告需求与供给匹配机制, 品牌客户留存率达 78%, 当前重点网络零售平台商铺数约为 2000 万家, 公司商家渗透率仍有较大成长空间。红人端, 20 年 WEIQ 平台红人数量稳步增长职业红人账户达 29 万 (yoy+72.65%), 入驻 MCN 机构达 7491 家; 收入结构健康, 腰部账户收入占比达 57.4%; 行业分布较均匀。整体看, WEIQ 平台商家与红人生态保持健康均衡, 2020 年平均订单金额达 2375 万元 (yoy+20%), 未来随着 WEIQ 平台数据模型优化、商业能力提升以及平台商户数增长, 平均订单金额与平台整体收入水平成长空间广阔。
- **创新业务发展加速, 持续赋能红人, 助力行业发展。** 20 年公司创新业务实现营收 9928 万元 (yoy+168%), 收入占比 3.2% (yoy+1.3pct), 20 年 IMSOCIAL 红人加速器深度赋能的红人厂牌超过 10 家, TOPKLOUT 克劳锐发布榜单 600 余次, 多项业务进展迅速, 持续赋能红人, 助力行业发展。
- **盈利预测与投资评级:** 公司拓展大客致毛利率小幅下滑, 同时定增对 EPS 有所稀释, 我们下调此前盈利预测, 预计 21-22 年 EPS 为 0.3(-0.04) 元/0.43 (-0.09) 元, 新增 23 年 EPS 0.60 元, 分别对应 PE 36/26/18X, 公司作为红人经济龙头, 有望充分受益行业增长, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 应收账款回收风险, 宏观经济不景气, 行业竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.96
一年最低/最高价	8.91/24.60
市净率(倍)	5.85
流通 A 股市值(百万元)	5217.85

基础数据

每股净资产(元)	1.87
资产负债率(%)	19.43
总股本(百万股)	1807.75
流通 A 股(百万股)	476.08

相关研究

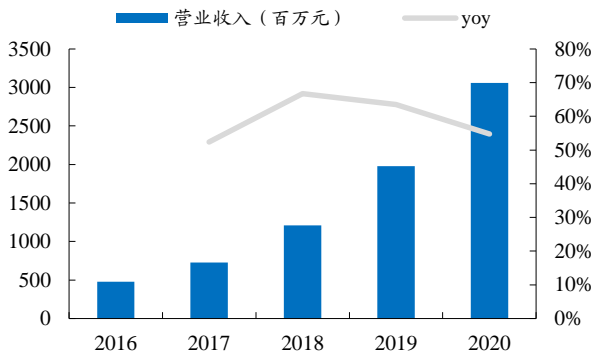
- 1、《天下秀 (600556): 天下秀 Q1 业绩持续高增, 扛起新经济成长大旗》2020-04-29
- 2、《天下秀 (600556): 新经济时代, 天下秀能否扛起红人新媒体商业变现软基建的大旗》2020-04-23

1. 公司经营情况及财务分析

2020 年，天下秀实现营收 30.6 亿元，同比增长 54.8%。主要受益于红人经济的快速发展，与知名平台和品牌的合作增加以及通过 SaaS 赋能对平台业务进行了优化升级。

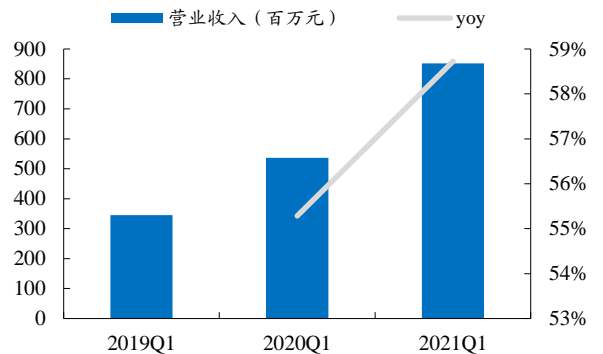
2021Q1 实现营收 8.51 亿元，同比增长 58.7%。

图 1: 2016-2020 年公司营收及增速 (单位: 百万元/%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

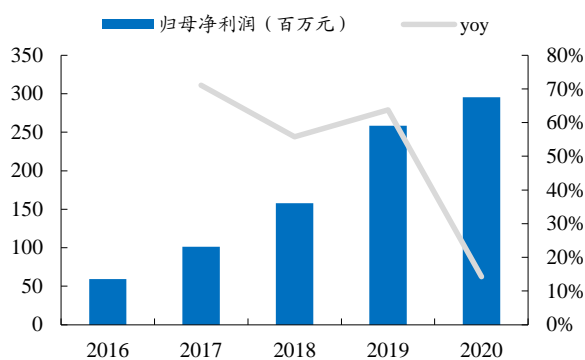
图 2: 2019Q1-2021Q1 公司营收及增速 (单位: 百万元/%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

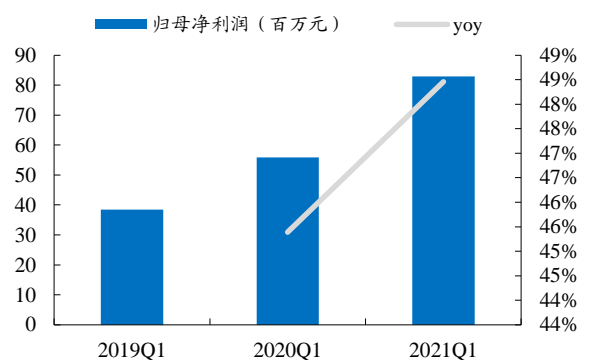
2020 年公司实现归母净利润 2.95 亿元，同比增长 14.3%。净利润增速较低主要由于公司前实控人信息披露违法违规引起虚假陈述诉讼，计提预计负债，由于前控股股东承诺承担责任，公司预计案件不会对公司产生重大影响。扣非后归母净利润为 3.73 亿元，同比增长 47.8%。2021Q1 公司实现归母净利润 8276.36 万元，同比增长 48.4%。

图 3: 2016-2020 年公司归母净利润及增速 (单位: 百万元/%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 2019Q1-2021Q1 公司归母净利润及增速 (单位: 百万元/%)

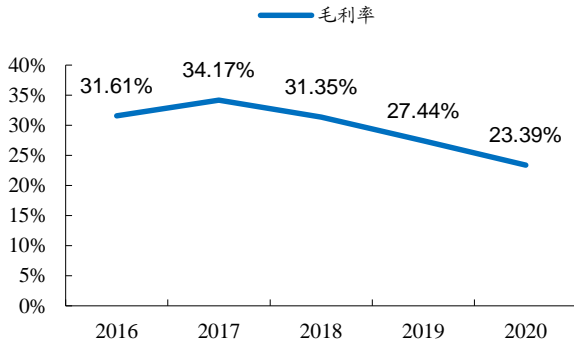


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

公司 2020 年毛利率为 23.39%，与上年相比-4.05pct；2021Q1 毛利率 23.82%，与上年同期相比-1.98pct，毛利率下降主要系开拓大容影响。费用方面，2020 年销售费用率 4.49%，同比-1.04pct；管理费用率 2.81%，同比-0.18pct；研发费用率 2.44%，同比-0.25pct；管理费用率 2.81%，同比-0.18pct，费用端控制较好。现金流方面，20 年公司经营性净

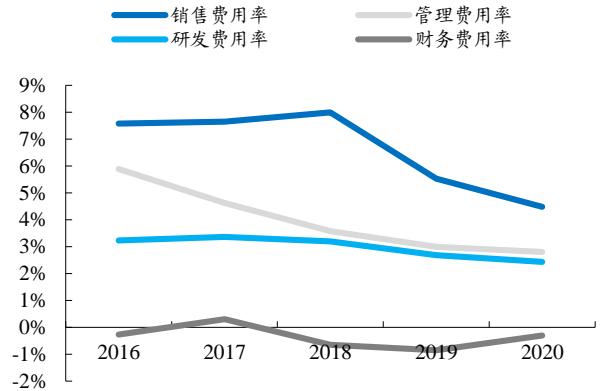
现金流-3.16 亿元，主要系公司对品牌客户的销售占比增加，公司给予信用较好的品牌客户相对较长的账期，导致应收账款增加；21Q1 经营性净现金流-1.02 亿元。

图 5: 2016-2020 年总体毛利率变化 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 6: 2016-2020 年费用率变化 (单位: %)

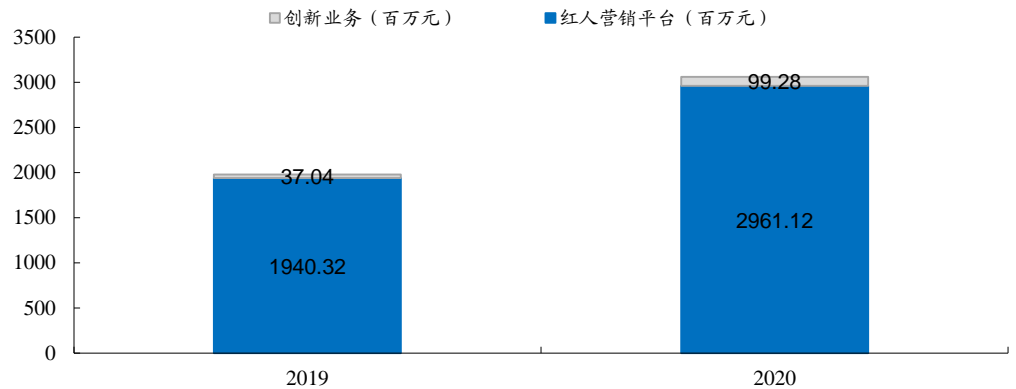


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 业务及战略分析

WEIQ 平台商家与红人生态保持健康均衡，成长空间广阔。20 年公司红人营销平台业务保持高速增长实现营收 29.61 亿元 (yoy+52.61%)，占营收比 96.8% (yoy-1.3pct)。公司依托 WEIQ 平台连接广大广告主与超过百万的红人，随着平台商业化能力与效率提升，2020 年 WEIQ 平台订单达 124.7 万笔，平均订单金额达 2375 万元 (yoy+20%)。

图 7: 2019-2020 公司收入构成



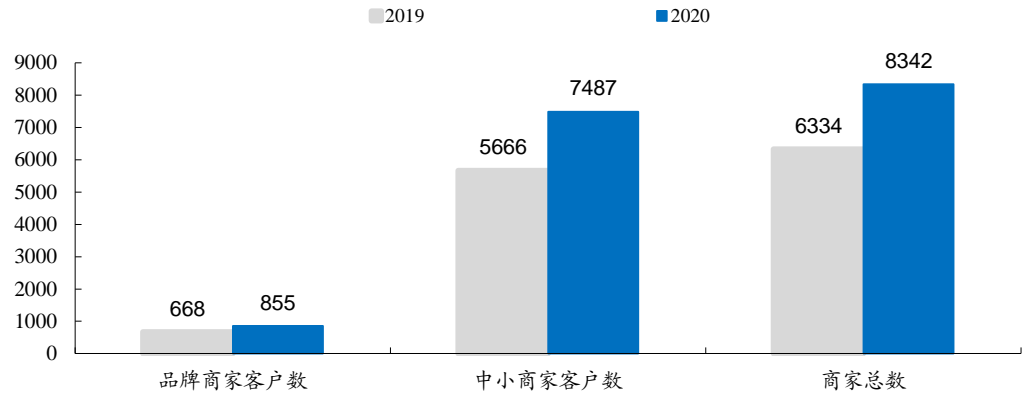
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

➤ 商家端：留存高，行业分布广，未来渗透空间广阔

2020 年 WEIQ 平台活跃商户数达到 8342 个 (yoy+31.7%)，具体商家分布上品牌商家数量达 855 个 (yoy+28.0%)，占比 10.2%，中小商家数量达 7487 个 (yoy+32.1%)，占比 89.8%，商家结构健康。公司实现活跃商户数的稳定增长，主要得益于连接了超过百万的红人，积累了大量数据，能够根据需求快速、精准匹配需求，建立了完整营销链路，最终不断吸引新商户尝试红人营销模式，同时由于公司不断积累数据，精准营销与

高效匹配机制的准确性逐渐增高，商家平台留存率维持高位，品牌客户留存率达到 78%，留存客户收入金额同比增长 38.6%，我们预计随着平台规模扩大与营销效果显现，WEIQ 平台用户数仍将保持稳定增长，留存率有望进一步提升。

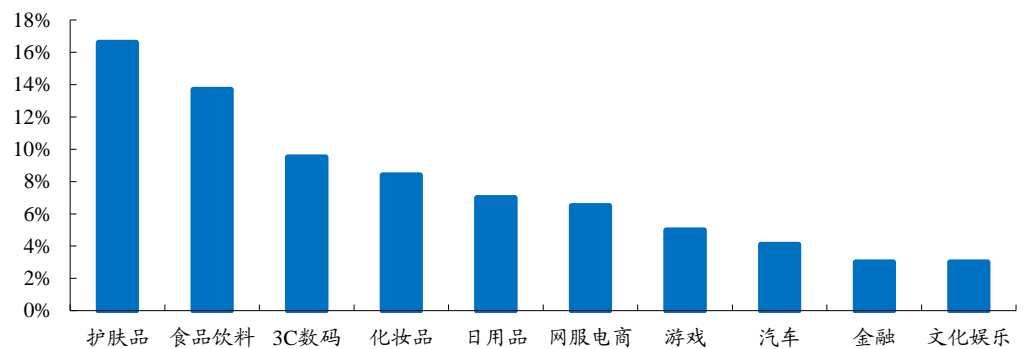
图 8：2019-2020 年 WEIQ 平台活跃商家客户数量（家）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

WEIQ 平台客户所在行业分布丰富多元，护肤品、食品饮料和 3C 数码等行业已经在 WEIQ 平台积累了大量数据，公司能够依据历史订单反馈不断优化数据模型，吸引该行业的新客户；除此之外，汽车、金融等传统行业商家客户也逐步接入 WEIQ 平台，随着新数据的积累，平台的服务能力得到加强，形成正向循环。此外根据商务部数据，当前重点网络零售平台商铺数约为 2000 万家，公司商家渗透率目前不足千分之一，仍有较大成长空间。我们认为未来随着 WEIQ 平台数据模型优化，数据分析应用能力与订单匹配效率、并行处理能力提升，WEIQ 商业化效率将持续增长，同时平台在商家端渗透率也将持续提高，商业化效率增长与商家数扩充将长期驱动 WEIQ 平台营收扩张。

图 9：2020 年 WEI 平台商家客户前十大行业分布占比情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

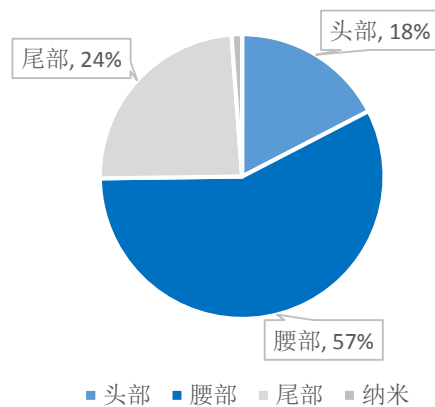
➤ 红人端：账户数量显著增长，生态结构保持健康

20 年伴随公司信誉稳固与私域流量变现模式持续验证，入驻 WEIQ 平台红人账户数量持续增长。截止 2020 末，平台累积红人账户 147.44 万，其中专职或兼职且具备接

单能力的职业账户数达 29 万(yoy+72.65%)。入驻 WEIQ 平台的 MCN 机构数量达到 7491 家，较 2019 年增加超 800 家，实现了优质 MCN 资源的广泛覆盖。未来随着 WEIQ 平台商业化效率不断提升与交易流程、保障机制优化，平台有望进一步吸引更多内容创作者转换为职业红人。当前平台已经接入的红人媒体包括微博、微信、抖音、小红书、快手、Bilibili，未来进一步向知乎、今日头条或其他垂类平台扩张也将扩充公司 KOL 矩阵。

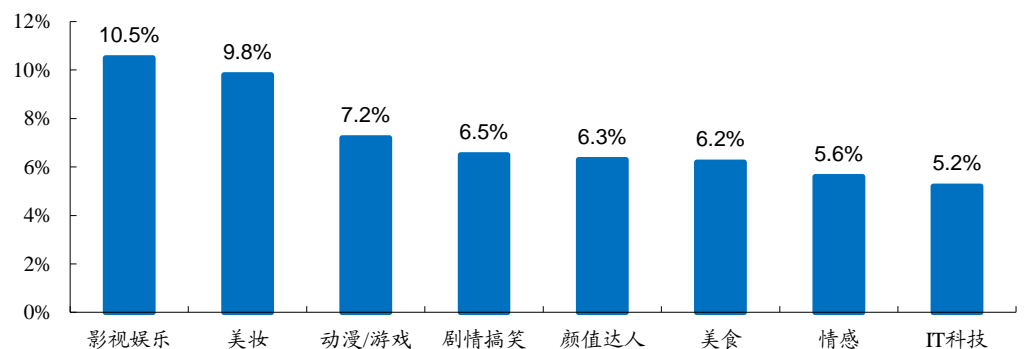
账户数快速增长的同时，WEIQ 平台红人生态结构仍保持健康，WEIQ 平台腰尾部红人获得收入占比达 81.4%，符合公司平台模式下红人去中心化趋势。公司头部与腰部收入占比与传统 28 定律不同的原因在于公司利用历史数据沉淀与对内容创作者的准确分析，高效匹配红人与商家需求，实现客户需求同时与大量红人的订单匹配与执行，一方面满足商家需求，另一方面保障海量腰尾部红人的收益，驱动行业健康发展。我们认为，该模式将有助于公司进一步吸引广泛长尾红人入驻，丰富 KOL 库。从红人垂类分布看，前三大行业为影视娱乐、美妆和动漫游戏，整体处于分散状态，较为健康。

图 10：2020 年从天下秀获得收入的红人结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 11：2020 年 WEIQ 平台红人垂类分布情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

创新业务发展加速，持续赋能红人，助力行业发展。20 年公司创新业务实现营收 9928 万元 (yoy+168%)，收入占比 3.2% (yoy+1.3pct)，20 年 IMSOCIAL 红人加速器深度赋能的红人厂牌超过 10 家，TOPKLOUT 克劳锐发布榜单 600 余次，多项业务进展迅速，持续赋能红人，助力行业发展。

3. 盈利预测与投资评级

公司拓展大客致毛利率小幅下滑，同时定增对 EPS 有所稀释，我们下调此前盈利预测，预计 21-22 年 EPS 为 0.3 (-0.04) 元/0.43 (-0.09) 元，新增 23 年 EPS 0.60 元，对应 21-23 年 PE 分别为 36/26/18X，公司作为红人经济龙头，有望充分受益红人经济成长趋势，维持“买入”评级。

4. 风险提示

应收账款回收风险，宏观经济不景气，行业竞争加剧。

天下秀三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4,044	5,451	6,350	9,085	营业收入	3,060	4,719	7,042	10,378
现金	2,294	4,215	3,355	5,245	减:营业成本	2,345	3,635	5,445	8,053
应收账款	1,502	895	2,541	3,204	营业税金及附加	10	16	24	36
存货	2	1	4	4	营业费用	137	227	359	534
其他流动资产	246	340	450	632	管理费用	86	135	201	291
非流动资产	188	227	250	277	研发费用	75	127	193	280
长期股权投资	21	30	38	47	财务费用	-9	2	4	39
固定资产	6	34	44	58	资产减值损失	3	0	0	0
在建工程	2	2	1	2	加:投资净收益	-7	1	-2	-2
无形资产	16	19	22	26	其他收益	1	7	9	11
其他非流动资产	143	144	144	144	资产处置收益	-0	-0	-0	-0
资产总计	4,232	5,678	6,600	9,362	营业利润	408	586	824	1,154
流动负债	812	1,705	1,856	3,538	加:营业外净收支	-97	1	0	1
短期借款	0	0	0	0	利润总额	311	586	824	1,155
应付账款	481	289	770	1,035	减:所得税费用	18	33	47	66
其他流动负债	331	1,415	1,086	2,503	少数股东损益	-2	8	8	4
非流动负债	119	119	119	119	归属母公司净利润	295	545	769	1,085
长期借款	0	0	0	0	EBIT	242	489	711	1,026
其他非流动负债	119	119	119	119	EBITDA	247	494	720	1,038
负债合计	930	1,823	1,975	3,657	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	8	16	20	每股收益(元)	0.16	0.30	0.43	0.60
归属母公司股东权益	3,302	3,847	4,609	5,685	每股净资产(元)	1.83	2.13	2.55	3.14
负债和股东权益	4,232	5,678	6,600	9,362	发行在外股份(百万股)	1808	1808	1808	1808
					ROIC(%)	25.1%	-97.3%	58.8%	304.9%
					ROE(%)	8.9%	14.3%	16.8%	19.1%
					毛利率(%)	23.4%	23.0%	22.7%	22.4%
					销售净利率(%)	9.7%	11.5%	10.9%	10.5%
					资产负债率(%)	22.0%	32.1%	29.9%	39.1%
					收入增长率(%)	54.8%	54.2%	49.2%	47.4%
					净利润增长率(%)	13.7%	88.4%	40.6%	40.1%
					P/E	67.05	36.37	25.75	18.26
					P/B	6.00	5.15	4.30	3.48
					EV/EBITDA	71.01	31.62	22.90	14.05

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>