

**证券研究报告—动态报告**

传媒

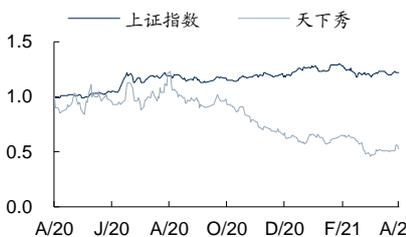
广告营销

**天下秀(600556)**
**买入**

20 年年报&amp;21 年一季报点评

(维持评级)

2021 年 04 月 23 日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	1,808/476
总市值/流通(百万元)	18,819/4,956
上证综指/深圳成指	3,474/14,352
12 个月最高/最低(元)	24.60/8.91

**相关研究报告:**

《天下秀-600556-2020 年三季报点评: 双十一催化下, 全年有望持续高增》——2020-11-04  
 《天下秀-600556-2020 年半年报点评: 高速发展的红人经济平台, 看好新媒体营销赛道》——2020-08-19

**证券分析师: 张衡**

电话: 021-60875160  
 E-MAIL: zhangheng2@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517060002

**证券分析师: 夏妍**

电话: 021-60933162  
 E-MAIL: xiayan2@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520030003

**证券分析师: 高博文**

电话:  
 E-MAIL: gaobowen@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520030004

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**
**21Q1 超预期, 红人经济平台效应更显著**
**● 21Q1 业绩超预期, 受媒体成本增加影响毛利率略有下降**

1) 2020 年公司实现营收 30.60 亿, 同增 54.78%; 实现归母净利润 2.95 亿, 同增 14.26%, 净利润增速较低因上市公司前实控人计提预计负债, 前控股股东瑞莱嘉誉承诺由其承担全部责任, 公司扣非归母净利润 3.73 亿元, 同增 47.80%; 2020 年公司将派发现金股利 2964.71 万, 拟向全体股东每 10 股派发 0.164 元 (含税)。2) 2021Q1 公司实现强劲增长, 实现营收 8.51 亿, 同增 58.73%, 实现归母净利润 0.83 亿, 同增 48.46%。3) 2020 年和 21Q1 公司毛利率分别为 23.39%和 23.82%, 净利率分别为 9.59%和 9.39%, 公司盈利水平较过去几年略有下降一方面因品牌客户的增加, 另一方面随着业务规模扩张, 媒体采购成本有所增加。

**● WEIQ 平台战略清晰, 商家端和红人端经营数据表现超预期**

从 WEIQ 平台商家端看, 1) 平台活跃商家客户数增长显著, 客户留存率高; 2) 平台订单量持续增长, 商家客户需求尚处于渗透初期; 3) 商家快消行业增速明显、传统品牌逐步跟进、新消费品牌逆袭。从 WEIQ 平台红人端看, 1) 平台职业化红人账户数量增长显著, 实现了优质 MCN 资源的广泛覆盖; 2) 平台内红人生态结构健康, 中腰部红人成长空间广阔; 3) WEIQ 平台红人垂类分布均衡, 内容创作质量稳步提升。

**● 投资建议: 看好公司稀缺的红人平台价值, 维持“买入”评级**

公司核心价值是红人经济平台型公司, 其所在行业赛道广阔且红人经济高景气, 公司以追求服务中国 2000 万商家、900 万红人 (内容创业者)、2 万家 MCN 机构、9 亿互联网用户、7 亿互联网消费者为核心战略目标, 相较于当前服务过的 16 万个商家、150 万红人 (内容创业者) 和 7500 家 MCN 机构, 仍有非常大的提升空间。根据 2020 年业绩增速, 我们略下调 21 业绩预期-9.4%, 22 年基本维持不变, 预计公司 21-23 年归母净利润 5.51/7.71/10.19 亿, EPS 为 0.30/0.43/0.56 元, 对应 PE 56/40/30X, 维持“买入”评级。

● **风险提示:** 行业竞争格局恶化; 公司毛利空间被压缩; 红人资源流失; 经济下行, 广告主整体预算收缩。

**盈利预测和财务指标**

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1977.31	3060.40	4640.24	6797.84	9481.24
(+/-%)	2857.27%	54.78%	51.62%	46.50%	39.47%
净利润(百万元)	258.60	295.48	551.14	771.35	1019.27
(+/-%)	-796.13%	14.26%	86.52%	39.96%	32.14%
摊薄每股收益(元)	0.15	0.16	0.30	0.43	0.56
EBIT Margin	17.81%	15.74%	14.38%	13.46%	12.60%
净资产收益率(ROE)	26.84%	8.95%	14.49%	17.12%	18.76%
市盈率(PE)	110.27	103.82	55.67	39.78	30.10
EV/EBITDA	83.70	65.43	49.10	36.88	29.28
市净率(PB)	29.60	9.29	8.07	6.81	5.65

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

### 21Q1 业绩超预期，受媒体成本增加影响毛利率略有下降

2020 年公司实现营收 30.60 亿，同增 54.78%；实现归母净利润 2.95 亿，同增 14.26%，造成净利润增速较低的主要原因是上市公司前实控人顾国平、鲜言控制期间因信息披露违法违规行为引起的虚假陈述诉讼而计提了预计负债，前控股股东瑞莱嘉誉承诺由其承担全部责任，2020 年公司扣非归母净利润为 3.73 亿元，同增 47.80%；2020 年公司将派发现金股利 2964.71 万，拟向全体股东每 10 股派发 0.164 元（含税）。

2021Q1 公司实现强劲增长，实现营收 8.51 亿，同增 58.73%，实现归母净利润 0.83 亿，同增 48.46%。

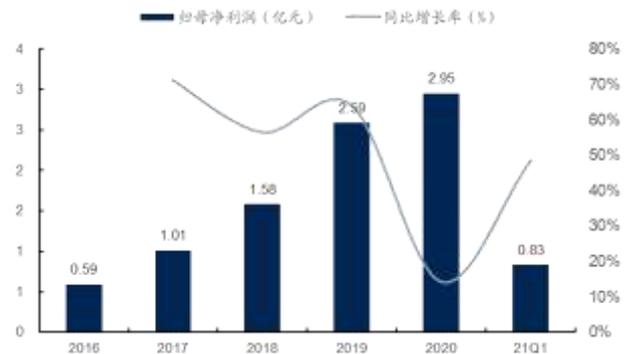
2020 年和 21Q1 公司毛利率分别为 23.39%和 23.82%，净利率分别为 9.59%和 9.39%，公司盈利水平较过去几年略有下降一方面因品牌客户的增加，另一方面随着业务规模扩张，媒体采购成本有所增加。

图 1：天下秀营业收入情况（调整后）



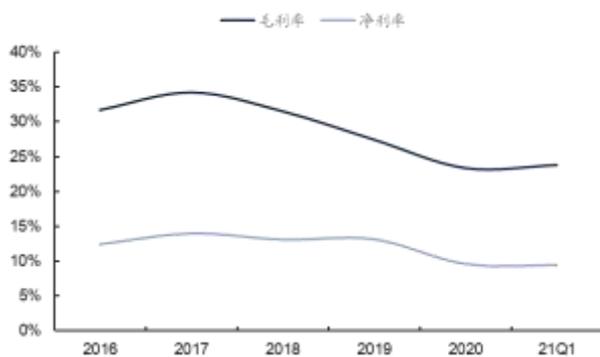
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：天下秀归母净利润情况（调整后）



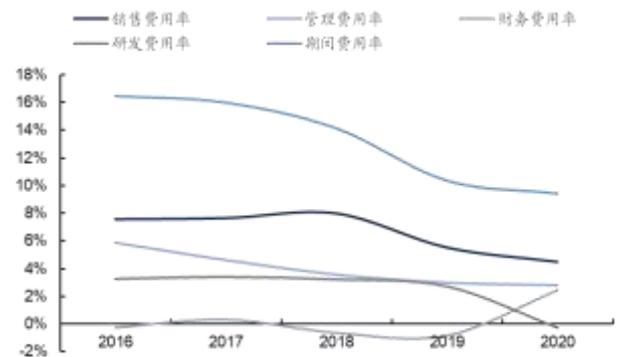
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：天下秀毛利率及净利率变化（调整后）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：天下秀费用率情况变化（调整后）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

### WEIQ 平台战略清晰，商家端和红人端进步显著

较以往的业务结构，公司 2020 年进一步明细主营业务，划分为红人营销平台业务和红人经济生态链创新业务。2020 年红人营销平台业务实现营收 29.61 亿，同增 52.61%，毛利率 23.55%，同减 4.08pct；红人经济生态链创新业务 9927.98 万，同增 168.05%，毛利率 18.61%，同增 0.9pct。

公司已经成功构建了以 WEIQ 红人营销平台为主营业务，以 IMSOCIAL 红人加速器、自媒体价值排行及版权管理机构 TOPKLOUT 克劳锐、西五街 APP 及 IRED 教育等生态链赋能品牌为创新业务的“红人经济生态圈”。

图 5: 天下秀红人新经济平台型企业



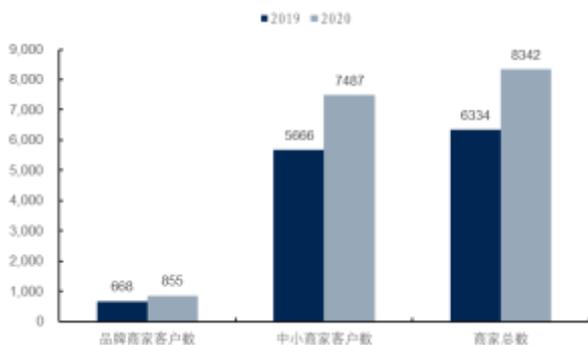
资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

从 WEIQ 平台商家端看, 1) 平台活跃商家客户数增长显著, 客户留存率高。2020 年 WEIQ 平台的活跃商家客户数达到 8342 个, 同增 31.70%, 在活跃商家客户中, 品牌客户的留存率达到 77.99%, 留存客户整体收入金额同比增长 38.60%; 2) 平台订单量持续增长, 商家客户需求尚处于渗透初期。全年订单量 1 首次突破百万, 达 124.7 万笔, 根据商务部发布的报告, 重点网络零售平台的店铺数量约为 2000 万家, 目前 WEIQ 平台的活跃商家客户数渗透率不足千分之一; 与此同时, WEIQ 平台对于商家客户的需求转化率约为 10%; 3) 商家快消行业增速明显、传统品牌逐步跟进、新消费品牌逆袭。公司客户所在行业分布丰富多元, 前三大行业为护肤品、食品饮料、3C 数码, 传统行业如汽车、金融等商家客户也逐渐接入 WEIQ 平台。

从 WEIQ 平台红人端看, 1) 平台职业化红人账户数量增长显著, 实现了优质 MCN 资源的广泛覆盖。平台注册红人账户数累积达到 147.44 万, 入驻 WEIQ 平台的 MCN 机构的数量达到 7491 家, 较 2019 年增加超过 800 家; 2) 平台内红人生态结构健康, 中腰部红人成长空间广阔。腰尾部红人获得收入占比 81.4%, 形成了红人生态的稳固基石; 3) WEIQ 平台红人垂类分布均衡, 内容创作质量稳步提升。红人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, WEIQ 平台订单平均金额由 2019 年的 1982 元提升到 2020 年的 2375 元。

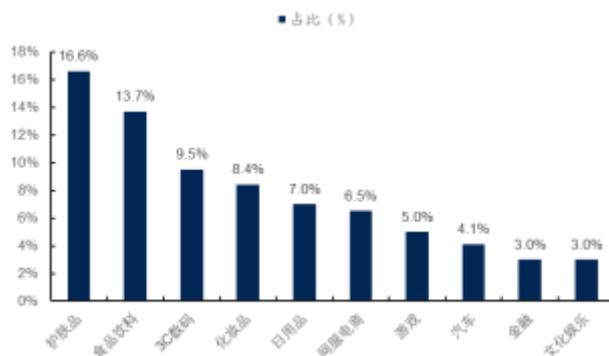
除此以外, 天下秀创新业务通过 IMSOcial 红人加速器为红人提供成长加速赋能, IMSOcial 红人加速器深度赋能的红人厂牌超过 10 家, 定向赋能 MCN 机构数量达 400 家, 较 2019 年增加 250 家。

图 6: 2019-2020 年 WEIQ 平台活跃商家客户数量 (家)



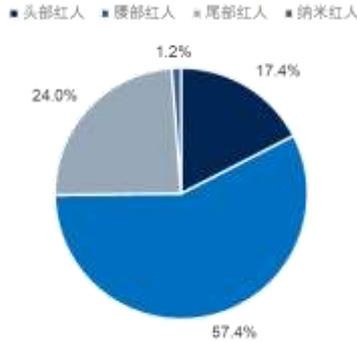
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 7: WEIQ 平台商家客户前十大行业分布占比情况



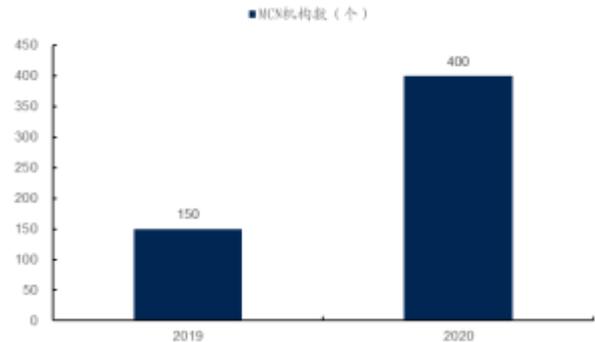
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8：2020 年公司获得红人的收入结构



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 9：2019-2020 年公司 IMSOCIAL 红人加速器定向赋能 MCN 机构数量



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**投资建议：看好公司稀缺的红人平台价值，维持“买入”评级**

公司核心价值是红人经济平台型公司，其所在行业赛道广阔且红人经济高景气，公司以追求服务中国 2000 万商家、900 万红人（内容创业者）、20000 家 MCN 机构、9 亿互联网用户、7 亿互联网消费者为核心战略目标，相较于当前服务过的 16 万个商家、150 万红人（内容创业者）和 7500 家 MCN 机构，仍有非常大的提升空间。

根据 2020 年业绩增速，我们略下调 21 业绩预期-9.4%，22 年基本维持不变，预计公司 21-23 年归母净利润 5.51/7.71/10.19 亿，EPS 为 0.30/0.43/0.56 元，根据最新股价对应 PE 为 56/40/30X，维持“买入”评级。

**风险提示：**行业竞争格局恶化；公司毛利空间进一步被压缩；红人资源流失；经济下行，广告主预算持续收缩。

表 1：天下秀盈利预测

盈利预测及市场重要数据	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1977.31	3060.40	4640.24	6797.84	9481.24
(+/-)%	2857.27%	54.78%	51.62%	46.50%	39.47%
净利润(百万元)	258.60	295.48	551.14	771.35	1019.27
(+/-)%	-796.13%	14.26%	86.52%	39.96%	32.14%
每股收益(元)	0.15	0.16	0.30	0.43	0.56
EBIT Margin	17.81%	15.74%	14.38%	13.46%	12.60%
净资产收益率 (ROE)	26.84%	8.95%	14.49%	17.12%	18.76%
市盈率 (PE)	110.27	103.82	55.67	39.78	30.10
EV/EBITDA	83.70	65.43	49.10	36.88	29.28
市净率 (PB)	29.60	9.29	8.07	6.81	5.65

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

表 2：可比公司估值

公司代码	公司名称	前收盘价(元)	总市值(亿)	EPS (元)			PE (倍)			投资评级
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	
300058.SZ	蓝色光标	6.45	155.44	0.29	0.35	0.42	22.24	18.43	15.36	增持
002878.SZ	元隆雅图	21.71	46.76	0.74	1.04	1.38	29.52	20.88	15.73	增持
603825.SH	华扬联众	17.26	37.68	1.32	1.84	2.26	13.04	9.39	7.65	增持
605168.SH	三人行	129.59	87.86	5.21	7.92	10.94	24.87	16.36	11.85	暂未评级

资料来源:wind 一致预测, 国信证券经济研究所整理

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	2294	3326	3688	4099	营业收入	3060	4640	6798	9481
应收款项	1515	2034	3166	4676	营业成本	2345	3583	5284	7414
存货净额	2	5	7	10	营业税金及附加	10	37	54	76
其他流动资产	233	371	544	758	销售费用	137	213	326	474
<b>流动资产合计</b>	<b>4044</b>	<b>5736</b>	<b>7405</b>	<b>9544</b>	管理费用	86	140	218	323
固定资产	7	25	41	56	财务费用	(9)	(70)	(88)	(97)
无形资产及其他	8	8	7	7	投资收益	(7)	(7)	(5)	(5)
投资性房地产	152	152	152	152	资产减值及公允价值变动	3	3	3	3
长期股权投资	21	33	45	57	其他收入	(78)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>4232</b>	<b>5953</b>	<b>7650</b>	<b>9815</b>	营业利润	408	733	1001	1290
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	(97)	(90)	(100)	(100)
应付款项	481	595	877	1231	<b>利润总额</b>	<b>311</b>	<b>643</b>	<b>901</b>	<b>1190</b>
其他流动负债	331	1390	2058	2899	所得税费用	18	97	135	179
<b>流动负债合计</b>	<b>812</b>	<b>1985</b>	<b>2935</b>	<b>4130</b>	少数股东损益	(2)	(4)	(6)	(8)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>295</b>	<b>551</b>	<b>771</b>	<b>1019</b>
其他长期负债	119	169	219	269					
<b>长期负债合计</b>	<b>119</b>	<b>169</b>	<b>219</b>	<b>269</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>930</b>	<b>2154</b>	<b>3154</b>	<b>4398</b>	净利润	295	551	771	1019
少数股东权益	0	(4)	(9)	(16)	资产减值准备	0	(1)	0	0
股东权益	3302	3803	4505	5433	折旧摊销	1	2	3	4
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4232</b>	<b>5953</b>	<b>7650</b>	<b>9815</b>	公允价值变动损失	(3)	(3)	(3)	(3)
					财务费用	(9)	(70)	(88)	(97)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(1064)	562	(307)	(483)
	2020	2021E	2022E	2023E	其它	(2)	(3)	(5)	(7)
每股收益	0.16	0.30	0.43	0.56	<b>经营活动现金流</b>	<b>(772)</b>	<b>1108</b>	<b>459</b>	<b>530</b>
每股红利	0.01	0.03	0.04	0.05	资本开支	(8)	(15)	(15)	(15)
每股净资产	1.83	2.10	2.49	3.00	其它投资现金流	0	0	0	0
ROIC	21%	19%	26%	29%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(18)</b>	<b>(27)</b>	<b>(27)</b>	<b>(27)</b>
ROE	9%	14%	17%	19%	权益性融资	2073	0	0	0
毛利率	23%	23%	22%	22%	负债净变化	0	0	0	0
EBIT Margin	16%	14%	13%	13%	支付股利、利息	(26)	(50)	(69)	(92)
EBITDA Margin	16%	14%	13%	13%	其它融资现金流	19	0	0	0
收入增长	55%	52%	46%	39%	<b>融资活动现金流</b>	<b>2041</b>	<b>(50)</b>	<b>(69)</b>	<b>(92)</b>
净利润增长率	14%	87%	40%	32%	<b>现金净变动</b>	<b>1251</b>	<b>1032</b>	<b>363</b>	<b>411</b>
资产负债率	22%	36%	41%	45%	货币资金的期初余额	1043	2294	3326	3688
息率	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	货币资金的期末余额	2294	3326	3688	4099
P/E	103.8	55.7	39.8	30.1	企业自由现金流	(617)	1116	459	521
P/B	9.3	8.1	6.8	5.6	权益自由现金流	(597)	1176	533	604
EV/EBITDA	65.4	49.1	36.9	29.3					

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032