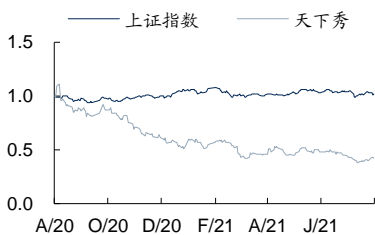


证券研究报告—动态报告
传媒
广告营销
天下秀(600556)
买入
2021 年中报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 20 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) | 16,487/4,342 |
| 上证综指/深圳成指 | 3,485/14,454 |
| 12 个月最高/最低(元) | 24.60/8.08 |

相关研究报告:

《天下秀-600556-20 年年报和 21 年一季报点评: 21Q1 超预期, 红人经济平台效应更显著》——2021-04-23

《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

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
技术驱动持续加深护城河, 创新业务多点开花
● 单季营收首次破十亿, 技术驱动持续加深护城河

公司 2021H1 实现营收 21.51 亿, 同增 62.89%, 实现归母净利润 2.12 亿, 同增 56.08%, 21Q2 实现营收 12.99 亿, 同增 65.75%, 实现归母净利润 1.29 亿, 同增 61.41%, 单季度营收首次破十亿大关创历史新高, 业务规模持续扩大。分业务来看, 红人营销平台业务本期收入为 20.58 亿元, 同比增长 59.86%; 红人经济生态链创新业务板块本期收入为 0.93 亿元, 同比增长 180.02%。

● 提升长尾红人商业转化价值, 技术赋能加强平台效率

1) 从红人端来看, 21H1 平台注册红人账户数累积达到 181.13 万, 其中职业化红人账户数达到 42.22 万, 与 2020 年末 29.06 万的数量相比, 增长显著。入驻 WEIQ 平台的 MCN 机构的数量达到 9070 家, 较 2020 年末增长 1579 家; 2) 从商家端来看, 21H1 WEIQ 平台的活跃商家客户数已达到 5165 个, 为 2020 年全年客户数的 61.92%。同时订单量大幅增长, 2021 年上半年订单量达 184.64 万笔, 超越去年全年, 得益于公司持续投入研发。

● “数据+红人+X” 创新业务多点突破, 与主业协同效果显著

1) “红人+新 IP”: IMSOCIAL 红人加速器。IMSOCIAL 红人加速器深度赋能的红人厂牌超过 10 家; 2) “红人+新职业”: IRED 教育。打开职教市场, 以产教融合推动红人职业化; 3) “红人+新消费”: 新消费业务。公司旗下宅猫日记、螺元元、黄翠仙等自营新消费品牌实现突破。

● 投资建议: 重视研发, 看好创新业务的拓展, 维持“买入”评级

我们认为红人营销依然是一个蓝海市场, 红人营销市场规模占互联网广告市场份额仅为 13%, 占整个中国广告市场份额为 7.3%。看好公司技术驱动型的平台经济, 我们维持此前盈利预测, 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 30/21/16X, 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) | 59.26 | 55.80 | 29.92 | 21.38 | 16.18 |
| EV/EBITDA | 46.32 | 36.05 | 27.88 | 21.41 | 17.43 |
| 市净率(PB) | 15.91 | 4.99 | 4.34 | 3.66 | 3.03 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

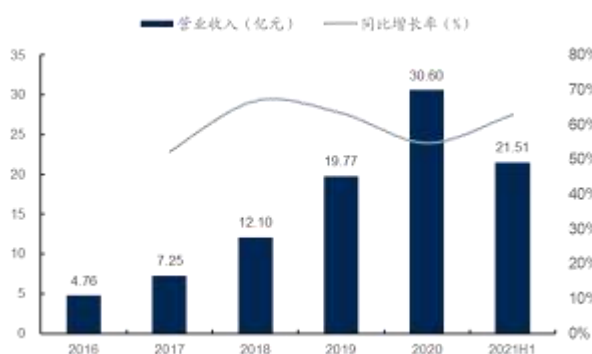
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

单季营收首次破十亿，技术驱动持续加深护城河

公司 2021H1 实现营收 21.51 亿，同增 62.89%，实现归母净利润 2.12 亿，同增 56.08%，21Q2 实现营收 12.99 亿，同增 65.75%，实现归母净利润 1.29 亿，同增 61.41%，单季度营收首次破十亿大关创历史新高，业务规模持续扩大。分业务来看，红人营销平台业务本期收入为 20.58 亿元，同比增长 59.86%；红人经济生态链创新业务板块本期收入为 0.93 亿元，同比增长 180.02%。

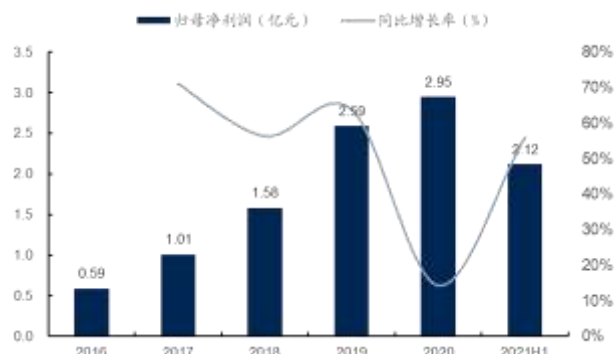
2021H1 公司综合毛利率为 23.3%，同减 2.11pct，净利率为 9.39%，同减 0.67pct，上半年期间费用率 15.35%，同增 4.24pct，销售费用和管理费用随业务规模扩大而增加，其中公司在报告期内加大研发投入，研发费用同比增加 70.47%至 8195.73 万，因公司加大了对热浪大数据分析平台项目的研发投入。

图 1：天下秀营业收入情况（调整后）



资料来源：公司公告，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）



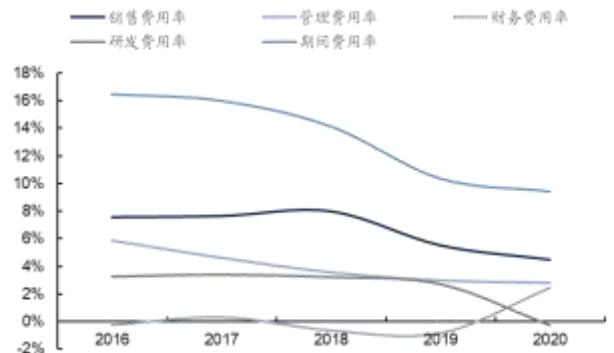
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

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，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）

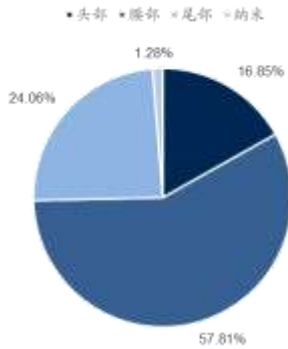


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

提升长尾红人商业转化价值，技术赋能加强平台效率

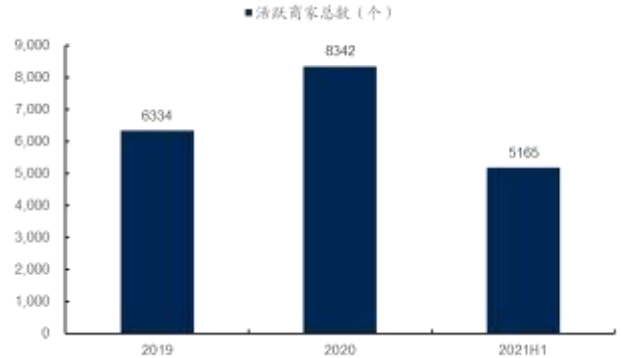
从红人端来看，21H1 平台注册红人账户数累积达到 181.13 万，其中专职或兼职从事红人工作且能够迅速响应、具备成功接单能力的职业化红人账户数达到 42.22 万，与 2020 年末 29.06 万的数量相比，增长显著。；入驻 WEIQ 平台的 MCN 机构的数量达到 9070 家，较 2020 年末增长了 1579 家，实现了对红人端机构的进一步覆盖；从商家端来看，21H1WEIQ 平台的活跃商家客户数已达到 5165 个，为 2020 年全年客户数的 61.92%。由于平台规模效应初步显现与良好的口碑，WEIQ 平台的活跃商家客户增加；同时订单量大幅增长，2021 年上半年订单量达 184.64 万笔，超越去年全年，得益于公司持续投入研发。

图 5: 2021H1 从天下秀获得收入的红人结构



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 6: 天下秀活跃商家数变化



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

“数据+红人+X”创新业务多点突破, 与主业协同效果显著

1) “红人+新 IP”: **IMSOCIAL 红人加速器**。IMSOCIAL 红人加速器深度赋能的红人厂牌超过 10 家。其中“叁里”厂牌赋能红人数量达 500 余位; 肆哆、五月互动、真秀娱乐等明星厂牌通过赋能服务, 与超过 200 位明星达成合作。

2) “红人+新职业”: **ired 教育**。打开职教市场, 以产教融合推动红人职业化, IRED 教育已连接国内 122 家院校, 其中 15 家院校达成产教深度融合合作, 6 所本科院校建立“天下秀新媒体营销产业学院”, 首批校企联合招生及培养的红人新经济本科专业新生正式招生。

3) “红人+新消费”: **新消费业务**。公司旗下宅猫日记、螺元元、黄翠仙等自营新消费品牌实现突破。零食品牌“宅猫日记”达成突破, 成功打造爆品零食“宅猫日记岩烧芝士脆饼干”, 该产品单品仅在抖音小店已售出 400 万余单, 连续登上“抖 in 爆款榜”饼干爆款榜第一名、薄脆饼干爆款榜第一名、饼干/膨化爆款榜第一名、脆饼爆款榜第一名。

投资建议: 重视研发, 看好创新业务的拓展, 维持“买入”评级

我们认为红人营销依然是一个蓝海市场, 红人营销市场规模占互联网广告市场份额仅为 13%, 占整个中国广告市场份额为 7.3%。看好公司技术驱动型的平台经济, 我们维持此前盈利预测, 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 30/21/16X, 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) | 59.26 | 55.80 | 29.92 | 21.38 | 16.18 |
| EV/EBITDA | 46.32 | 36.05 | 27.88 | 21.41 | 17.43 |
| 市净率 (PB) | 15.91 | 4.99 | 4.34 | 3.66 | 3.03 |

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 | 5.47 | 138.25 | 0.29 | 0.36 | 0.43 | 18.86 | 15.19 | 12.72 | 增持 |
| 002878.SZ | 元隆雅图 | 15.06 | 35.03 | 0.74 | 1.01 | 1.39 | 20.35 | 14.91 | 10.83 | 增持 |
| 603825.SH | 华扬联众 | 17.72 | 40.47 | 0.92 | 1.18 | 2.29 | 19.26 | 15.02 | 7.74 | 增持 |
| 605168.SH | 三人行 | 135.55 | 89.26 | 5.21 | 7.72 | 10.82 | 26.02 | 17.56 | 12.53 | 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 |
| 流动资产合计 | 4044 | 5736 | 7405 | 9544 | 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 |
| 资产总计 | 4232 | 5953 | 7650 | 9815 | 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 | 利润总额 | 311 | 643 | 901 | 1190 |
| 其他流动负债 | 331 | 1390 | 2058 | 2899 | 所得税费用 | 18 | 97 | 135 | 179 |
| 流动负债合计 | 812 | 1985 | 2935 | 4130 | 少数股东损益 | (2) | (4) | (6) | (8) |
| 长期借款及应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归属于母公司净利润 | 295 | 551 | 771 | 1019 |
| 其他长期负债 | 119 | 169 | 219 | 269 | | | | | |
| 长期负债合计 | 119 | 169 | 219 | 269 | 现金流量表 (百万元) | | | | |
| 负债合计 | 930 | 2154 | 3154 | 4398 | 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 |
| 负债和股东权益总计 | 4232 | 5953 | 7650 | 9815 | 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 | 经营活动现金流 | (772) | 1108 | 459 | 530 |
| 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% | 投资活动现金流 | (18) | (27) | (27) | (27) |
| 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% | 融资活动现金流 | 2041 | (50) | (69) | (92) |
| 净利润增长率 | 14% | 87% | 40% | 32% | 现金净变动 | 1251 | 1032 | 363 | 411 |
| 资产负债率 | 22% | 36% | 41% | 45% | 货币资金的期初余额 | 1043 | 2294 | 3326 | 3688 |
| 息率 | 0.2% | 0.3% | 0.4% | 0.6% | 货币资金的期末余额 | 2294 | 3326 | 3688 | 4099 |
| P/E | 55.8 | 29.9 | 21.4 | 16.2 | 企业自由现金流 | (617) | 1116 | 459 | 521 |
| P/B | 5.0 | 4.3 | 3.7 | 3.0 | 权益自由现金流 | (597) | 1176 | 533 | 604 |
| EV/EBITDA | 36.1 | 27.9 | 21.4 | 17.4 | | | | | |

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。

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