

天下秀 (600556)

证券研究报告

2021年08月24日

流量去中心化势不可挡，IMS 营收净利持续高增印证 预判

公司发布 2021 中报。上半年归属于母公司所有者的净利润 2.12 亿元/+56.08%；营业收入 21.51 亿元/+62.89%；2021Q2 单季度收入 12.99 亿/+65.75%，归母净利润 1.29 亿元/+61.41%，扣非归母净利润 1.31 亿元/+37.09%。

1.见证流量去中心化、红人经济迅速发展和天下秀五年零两个季度收入、净利高增。公司 2021 年中报实现收入 21.5 亿，同比增长 62.89%，归母净利润 2.12 亿，同比增长 56.08%，扣非归母净利润 2.13 亿，同比增长 41.22%。公司连续五年零两个季度收入同比增速超过 50%，持续高速的业绩增长是红人经济赛道高景气度、数字化平台规模效应和组织运营高效率的有力佐证。

2.业务结构：红人新经济领域、以技术创新为驱动，业务全生态布局。IMS 是红人新经济领域的平台型公司。构建【红人+新营销——WEIQ/SMART/热浪数据】【红人+新 IP——IMSOCIAL 红人加速器】【红人+新标准——TOPKLOUT 克劳锐】【红人+新社区——西五街 APP】【红人+新职业——IRED 教育】【红人+新消费——宅猫日记/黄翠仙/罗元元】等红人经济创新业务，核心服务于红人、MCN 机构、品牌商家、中小商家，共筑行业高成长。

3.财报要点：①20Q2-21Q2 实现营收 7.84/9.04/8.36/8.51/12.99 亿，同比增长 74.20%/57.24%/37.74%/58.73%/65.75%；Q2 营收将近 13 亿，同比增长加速。②20Q2-21Q2 毛利率分别为 25.14%/23.18%/20.42%/23.82%/22.96%，面对品牌端和红人端的多对多市场，公司当前重心是扩大市场规模，培育红人新经济市场容量。③20Q2-21Q2 单季度期间费率分别为 10.62%/8.16%/8.18%/12.32%/11.03%，期间费用率相比去年同期略有提升，主要在于销售 BD 团队扩容和研发投入，为未来收入高增长和创新业务模式跑通奠定人力基础。

投资建议：我们认为，公司本季度业绩再度证明，①在流量去中心化趋势下，超头代表的中心化流量给品牌带来利润较少，通过内容透过数百万级红人及其粉丝群体构建的私域流量形成的全域矩阵式社会化传播能有效降低品牌传播成本。②在红人新经济去中心化特点和商业模式专业化和多样化趋势下，产业赋能平台崛起、基础设施服务更加成熟是大势所趋，相较于内容平台搭建的红人营销对接平台，产业赋能平台对多样化营销选择、营销效果的积累、消除红人对接中的信息不对称和高复杂度具备不可取代的价值。③红人新经济生态蓬勃发展，预计 2-3 年后有望接力红人营销，成为公司成长的新引擎。预计公司 21/22 年归母利润 5、8 亿元，复合增速达 45%，维持买入评级。

风险提示：宏观经济影响；消费者消费需求下降，新业务拓展不及预期等。

投资评级

行业	传媒/营销传播
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	8.82 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,807.75
流通 A 股股本(百万股)	476.08
A 股总市值(百万元)	15,944.33
流通 A 股市值(百万元)	4,199.03
每股净资产(元)	1.93
资产负债率(%)	19.71
一年内最高/最低(元)	24.60/8.08

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《天下秀-公司点评:业绩五年持续高速增长，全数据解读红人新经济龙头价值》2021-04-25
- 《天下秀-公司点评:真金不怕火炼，业绩持续强劲增长检验红人经济新基建成色!》2021-03-31
- 《天下秀-公司点评:设立子公司进军红人教育，赋能行业发展、加深业务长期护城河》2021-01-22

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,977.31	3,060.40	4,736.77	6,678.84	9,417.17
增长率(%)	2857.27	54.78	54.78	41.00	41.00
EBITDA(百万元)	351.24	478.96	612.80	877.95	1,241.57
净利润(百万元)	258.60	295.48	547.69	783.42	1,110.10
增长率(%)	(796.13)	14.26	85.35	43.04	41.70
EPS(元/股)	0.14	0.16	0.30	0.43	0.61
市盈率(P/E)	61.66	53.96	29.11	20.35	14.36
市净率(P/B)	16.55	4.83	4.18	3.52	2.88
市销率(P/S)	8.06	5.21	3.37	2.39	1.69
EV/EBITDA	54.90	42.67	18.21	14.60	7.29

资料来源：wind，天风证券研究所

公司发布 2021 中报。上半年归属于母公司所有者的净利润 2.12 亿元/+56.08%；营业收入 21.51 亿元/+62.89%；2021Q2 单季度收入 12.99 亿/+65.75%，归母净利润 1.29 亿元/+61.41%，扣非归母净利润 1.31 亿元/+37.09%。

1. 见证流量去中心化、红人经济迅速发展和天下秀五年零两个季度收入、净利高增

我们对天下秀的研究始于 2019 年初，跟踪研究公司至今，见证流量去中心化在产业和资本市场的快速发展，也见证公司作为红人新经济平台型公司的快速成长。公司 2021 年中报实现收入 21.5 亿，同比增长 62.89%，归母净利润 2.12 亿，同比增长 56.08%，扣非归母净利润 2.13 亿，同比增长 41.22%。公司连续五年零两个季度收入同比增速超过 50%，持续高速的业绩增长是红人经济赛道高景气度、数字化平台规模效应和组织运营高效率的有力佐证。

图 1：天下秀收入持续高增



资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

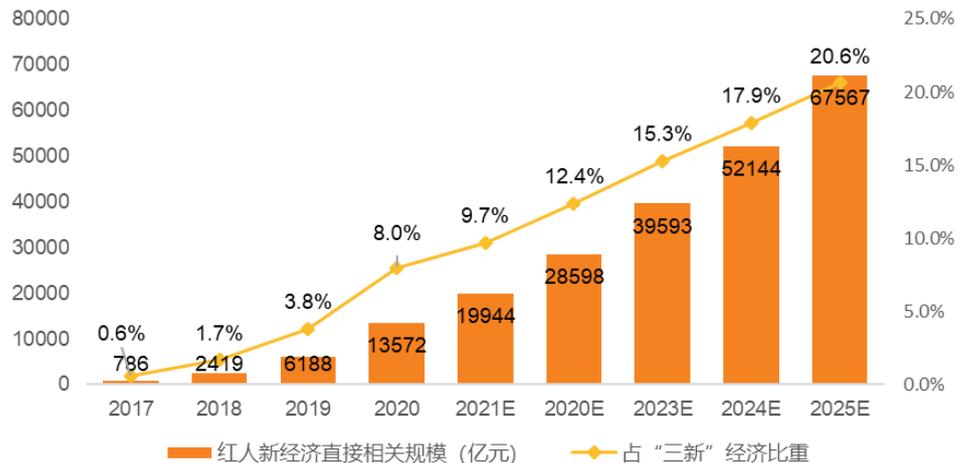
图 2：天下秀扣非归母净利润持续高增



资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

红人新经济领域持续高速发展。红人作为互联网的内容生产者和流量拥有者，能够跨越中心化平台直面消费者提供商业服务，作为链接商家、内容平台、消费者用户的核心纽带，实现品牌营销、商品销售、内容消费、数据服务等瞄准粉丝个性需求的行业经济体系。2017-2020 年红人新经济占中国新经济比重从 0.6%提升至 8%，红人营销、红人分销、新消费品牌等红人经济细分赛道景气度高企。

图 3：红人新经济快速发展、占新经济比重不断提升



资料来源：中指数据，天风证券研究所

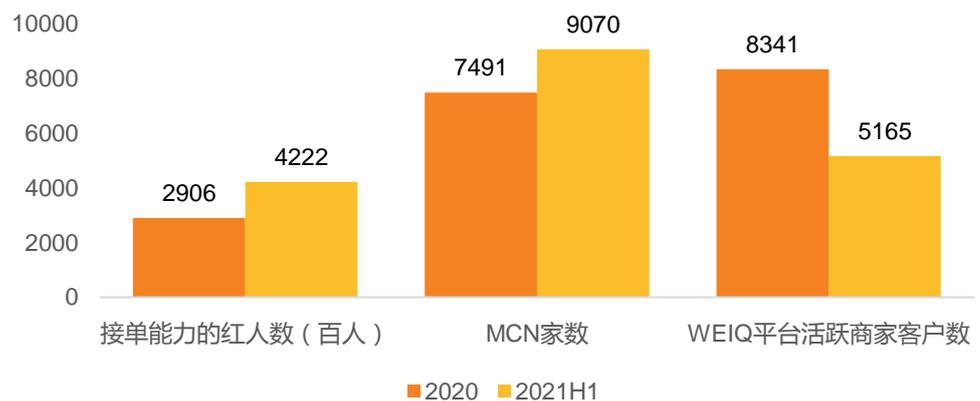
2. 业务结构：红人新经济领域、以技术创新为驱动，业务全生态布局

IMS 是红人新经济领域的平台型公司。构建【红人+新营销——WEIQ/SMART/热浪数据】【红人+新 IP——IMSOCIAL 红人加速器】【红人+新标准——TOPKLOUT 克劳锐】【红人+新社区——西五街 APP】【红人+新职业——IRED 教育】【红人+新消费——宅猫日记/黄翠仙/罗元元】等红人经济创新业务，核心服务于红人、MCN 机构、品牌商家、中小商家，共筑行业高成长。

①IMS 平台两端用户数据持续增加

2021 上半年，平台注册红人账户数累计达 181.13 万，具备成功接单能力的职业化红人账户达 42.22 万（2020 年底为 29.06 万）；入驻 WEIQ 平台的 MCN 机构达 9070 家，较 2020 年末增长 1579 家；WEIQ 平台活跃商家客户数 5165 家，为 2020 年全年客户数的 61.92%。

图 4：IMS 平台两端用户数据持续增加

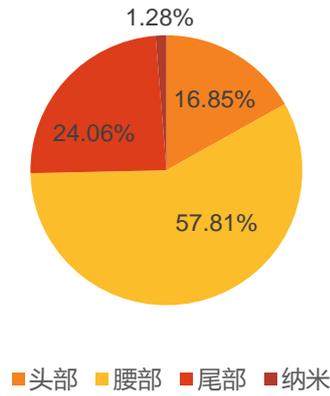


资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

②IMS 红人生态建构健康，中腰部红人成长空间广阔

2021 年上半年从天下秀获得收入的红人结构：头部 16.85%、腰部 57.81%、尾部 24.06%、纳米 1.28%，腰尾部后红人收入占比 83.2%，平台模式红人去中心化。

图 5：天下秀获得收入的红人结构以腰部及以下占绝大多数



资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

③创新业务持突破，打造红人经济生态链

除红人营销主营业务之外，公司创新业务板块上半年收入 0.93 亿，同比增长 180.02%，包括新 IP/新标准/新社区/新职业/新消费等业务板块。

3. 财报要点

- ① 20Q2-21Q2 实现营收 7.84/9.04/8.36/8.51/12.99 亿，同比增长 74.20%/57.24%/37.74%/58.73%/65.75%；Q2 营收将近 13 亿，同比增长加速。

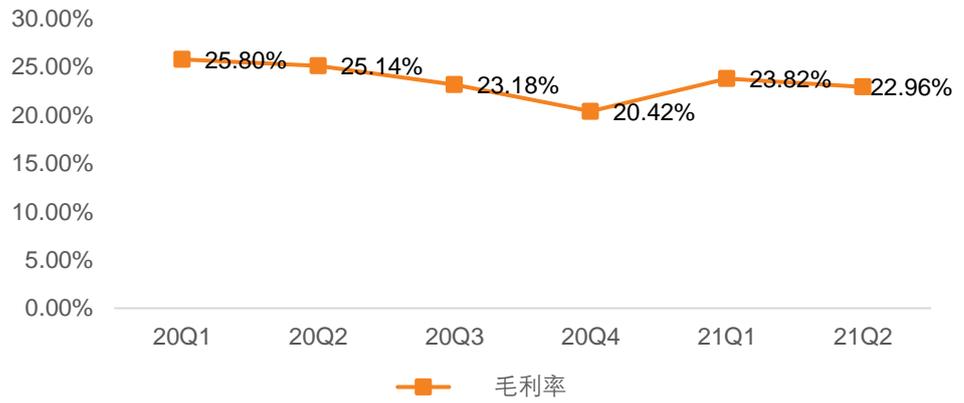
图 6：天下秀季度收入同比持续高速增长



资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

- ② 20Q2-21Q2 毛利率分别为 25.14%/23.18%/20.42%/23.82%/22.96%，面对品牌端和红人端的多对多市场，公司当前重心是扩大市场规模，培育红人新经济市场容量。

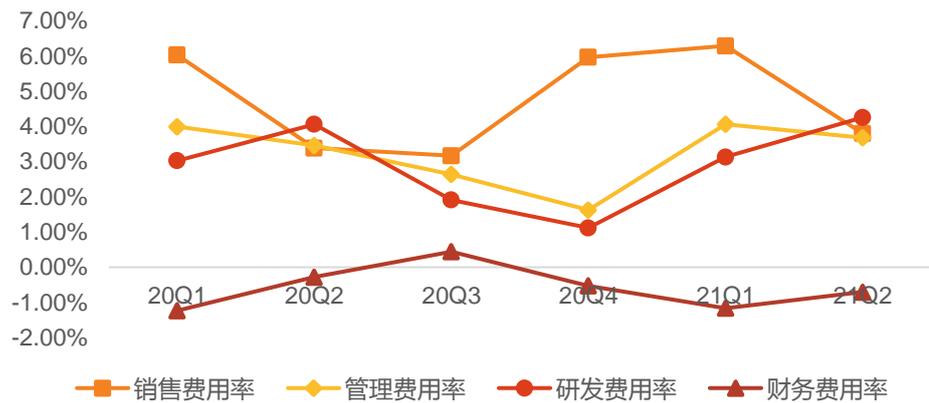
图 7：天下秀采取竞争性毛利率策略，处于波动区间偏下分位



资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

- ③ 20Q2-21Q2 单季度期间费率分别为 10.62%/8.16%/8.18%/12.32%/11.03%，期间费用率相比去年同期略有提升，主要在于销售 BD 团队扩容和研发投入，为未来收入高增长和创新业务模式跑通奠定人力基础。

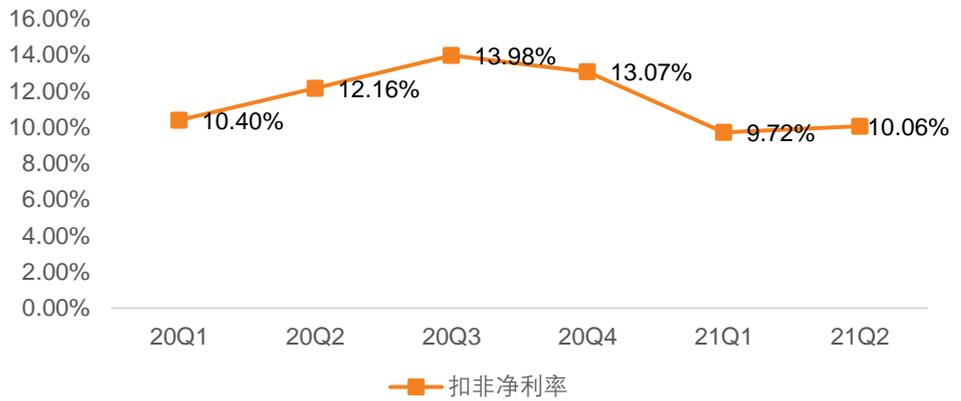
图 8：天下秀主要费用率因扩张需要略有提升



资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

- ④ 20Q2-21Q2 单季度扣非归母净利率分别为 12.16%/13.98%/13.07%/9.72%/10.06%，我们认为公司净利率未来将维持在 10%的稳定区间，竞争性毛利率策略扩大市场规模、销售 BD 团队扩容强化拿单能力、研发费用投入拓展创新商业模式，公司业绩高增长值得期待。

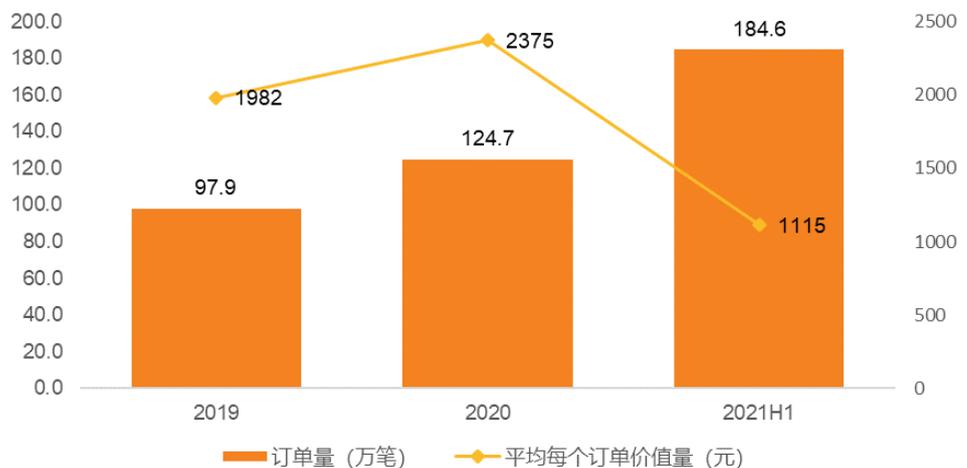
图 9：天下秀净利率将维持在 10%附近



资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

- ⑤ 2021 上半年经营活动现金流净额-3.36 亿；其中 20Q2-21Q2 经营活动现金流量净额分别为-0.06/-2.79/0.15/-1.02/-2.34 亿，经营活动现金流为负主要因品牌客户投放占比提升所形成的合理账期，与当季营收增长幅度吻合，公司在手现金 18.62 亿，资金充裕，周转良性。
- ⑥ 订单量 184.64 万笔，超过 2020 年全年的 124.7 万和 2019 年的 97.90 万单；笔单价 2019/2020/2021H1 分别为 1982 元/2375/1115 元，2021H1 红人接单的单价有所下降。我们认为，这印证了更多平台、更多红人进入到红人新经济的生态的趋势，流量去中心化持续加速。

图 10：天下秀和笔单价显示更多平台、更多红人进入到红人新经济的生态的趋势，流量去中心化加速



资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

4. 盈利预测与投资建议：

我们认为，公司本季度业绩再度证明，①在流量去中心化趋势下，超头代表的中心化流量给品牌带来利润较少，通过内容透过数百万级红人及其粉丝群体构建的私域流量形成的全域矩阵式社会化传播能有效降低品牌传播成本。②在红人新经济去中心化特点和商业模式专业化和多样化趋势下，产业赋能平台崛起、基础设施服务更加成熟是大势所趋，相较于内容平台搭建的红人营销对接平台，产业赋能平台对多样化营销选择、营销效果的积累、消除红人对接中的信息不对称和高复杂度具备不可取代的价值。③红人新经济生态蓬勃发展，预计 2-3 年后有望接力红人营销，成为公司成长的新引擎。预计公司 21/22 年归母利

润 5、8 亿元 ， 复合增速达 45%， 维持买入评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,042.93	2,293.82	4,717.47	3,043.50	6,800.95
应收票据及应收账款	683.46	1,502.04	1,102.80	2,141.53	2,432.98
预付账款	98.89	146.64	113.55	304.69	314.92
存货	0.00	2.36	6.23	5.99	9.37
其他	72.61	99.45	568.02	209.78	434.39
流动资产合计	1,897.88	4,044.31	6,508.07	5,705.49	9,992.61
长期股权投资	11.48	20.99	20.99	20.99	20.99
固定资产	3.24	5.71	29.00	72.08	114.03
在建工程	0.00	1.72	37.03	70.22	72.13
无形资产	0.15	16.07	15.60	15.14	14.68
其他	74.99	143.47	75.86	94.32	100.35
非流动资产合计	89.86	187.95	178.49	272.75	322.17
资产总计	1,987.74	4,232.27	6,686.56	5,978.24	10,314.78
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	185.04	480.65	375.92	745.27	1,028.81
其他	803.70	330.99	2,434.76	629.51	3,654.91
流动负债合计	988.74	811.64	2,810.68	1,374.77	4,683.72
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	34.17	118.64	55.26	69.36	81.09
非流动负债合计	34.17	118.64	55.26	69.36	81.09
负债合计	1,022.91	930.28	2,865.94	1,444.13	4,764.81
少数股东权益	1.37	0.05	4.58	4.43	4.99
股本	1,680.42	1,807.75	1,807.75	1,807.75	1,807.75
资本公积	(1,181.64)	762.91	762.91	762.91	762.91
留存收益	(716.97)	1,497.19	2,008.29	2,721.94	3,737.23
其他	1,181.64	(765.91)	(762.91)	(762.91)	(762.91)
股东权益合计	964.83	3,301.99	3,820.62	4,534.11	5,549.97
负债和股东权益总计	1,987.74	4,232.27	6,686.56	5,978.24	10,314.78

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	258.00	293.46	547.69	783.42	1,110.10
折旧摊销	2.17	4.33	1.86	4.20	6.60
财务费用	(9.71)	8.61	(38.25)	(42.34)	(53.71)
投资损失	1.70	6.67	(4.00)	(19.00)	(30.80)
营运资金变动	(475.59)	(551.01)	1,963.15	(2,311.66)	2,784.99
其它	85.97	(77.81)	4.77	(0.15)	0.57
经营活动现金流	(137.46)	(315.75)	2,475.21	(1,585.53)	3,817.76
资本支出	(6.37)	(48.98)	123.38	65.90	38.27
长期投资	11.48	9.50	0.00	0.00	0.00
其他	(230.07)	(247.83)	(179.38)	(126.90)	(57.47)
投资活动现金流	(224.95)	(287.30)	(56.00)	(61.00)	(19.20)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	(335.21)	2,078.12	41.25	42.34	53.71
其他	1,175.72	(332.51)	(36.83)	(69.78)	(94.82)
筹资活动现金流	840.51	1,745.61	4.43	(27.43)	(41.11)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	478.09	1,142.57	2,423.64	(1,673.97)	3,757.45

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,977.31	3,060.40	4,736.77	6,678.84	9,417.17
营业成本	1,434.69	2,344.67	3,611.31	5,091.95	7,179.65
营业税金及附加	21.80	10.47	37.89	53.43	75.34
营业费用	109.37	137.42	198.94	280.51	395.52
管理费用	59.22	86.01	156.31	220.40	310.77
研发费用	53.22	74.72	127.89	180.33	254.26
财务费用	(16.68)	(9.24)	(38.25)	(42.34)	(53.71)
资产减值损失	0.00	(2.53)	(2.53)	(2.53)	(2.53)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(1.70)	(6.67)	4.00	19.00	30.80
其他	7.08	17.13	(8.00)	(38.00)	(61.60)
营业利润	310.31	408.44	649.20	916.10	1,288.67
营业外收入	0.20	1.00	0.75	5.40	18.00
营业外支出	0.00	98.25	0.00	0.00	0.00
利润总额	310.51	311.19	649.95	921.50	1,306.67
所得税	52.51	17.73	97.49	138.22	196.00
净利润	258.00	293.46	552.46	783.27	1,110.67
少数股东损益	(0.60)	(2.02)	4.77	(0.15)	0.57
归属于母公司净利润	258.60	295.48	547.69	783.42	1,110.10
每股收益(元)	0.14	0.16	0.30	0.43	0.61

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	2857.27%	54.78%	54.78%	41.00%	41.00%
营业利润	-1281.89%	31.62%	58.95%	41.11%	40.67%
归属于母公司净利润	-796.13%	14.26%	85.35%	43.04%	41.70%
获利能力					
毛利率	27.44%	23.39%	23.76%	23.76%	23.76%
净利率	13.08%	9.66%	11.56%	11.73%	11.79%
ROE	26.84%	8.95%	14.35%	17.30%	20.02%
ROIC	-839.96%	-245.98%	59.73%	-76.72%	74.93%
偿债能力					
资产负债率	51.46%	21.98%	42.86%	24.16%	46.19%
净负债率	-108.09%	-69.47%	-123.47%	-67.12%	-122.54%
流动比率	1.92	4.98	2.32	4.15	2.13
速动比率	1.92	4.98	2.31	4.15	2.13
营运能力					
应收账款周转率	5.56	2.80	3.64	4.12	4.12
存货周转率	19,549.80	2,592.56	1,102.74	1,093.45	1,226.85
总资产周转率	1.89	0.98	0.87	1.05	1.16
每股指标(元)					
每股收益	0.14	0.16	0.30	0.43	0.61
每股经营现金流	-0.08	-0.17	1.37	-0.88	2.11
每股净资产	0.53	1.83	2.11	2.51	3.07
估值比率					
市盈率	61.66	53.96	29.11	20.35	14.36
市净率	16.55	4.83	4.18	3.52	2.88
EV/EBITDA	54.90	42.67	18.21	14.60	7.29
EV/EBIT	55.01	42.78	18.27	14.67	7.33

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com