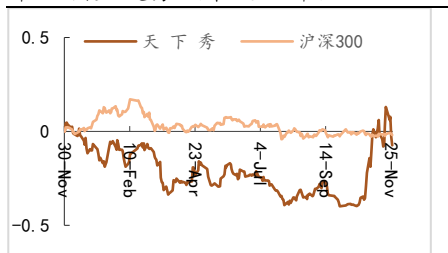


评级： 买入

李甜露
首席分析师
SAC 执证编号：S0110516090001
litianlu@sczq.com.cn
电话：86-10-5651 1814

市场指数走势（最近1年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价（元）	12.55
一年内最高/最低价（元）	15.31/8.08
市盈率（当前）	74.81
市净率（当前）	6.43
总股本（亿股）	18.08
总市值（亿元）	226.87

资料来源：聚源数据

相关研究

核心观点

- **流量紧俏时代，“去中心化”的效果营销方案：**随着大数据和算法的进步，曝光量、点击量、访问量、咨询量的可视化分析一定程度上保障了效果型广告的精准投放以及后续优化。KOL 营销通过与粉丝的高互动性缔造粉丝对品牌的忠诚度，引导粉丝从众模仿、跟风消费，进而提升品牌形象与知名度，被视为效果型广告投放的首选项之一。KOL 营销去中心化的特点降低了广告主的成本，也增加了受众数量，提升传播效率。
- **直播电商催化赛道，红人助力国货崛起：**国产新消费品牌凭借自身高性价比、全产业链技术升级以及独有的本土文化优势实现了快速成长。国货品牌的发展离不开创新与研发，也离不开红人经济的助力。同时，不缺政策支持的新国货品牌的崛起也助力红人经济行业迎来爆发增长时期。
- **头部优质红人稀缺，腰尾部红人迎来新机遇：**与头部红人相比，腰尾部红人粉丝数相对较少，不易形成过强话语权；佣金费较低，降低广告主成本；其中代表群体 KOC 的粉丝数据真实性更高，注水数据影响相对较小，因此腰尾部红人的价值正逐渐被广告主所重视。广告主对 KOC 整体投放规模占比一路走高，有利于红人经济行业规模发展壮大，也符合大环境对“去中心化”营销方式的追捧。
- **互联网营销蓝海，龙头市占率提升潜力广阔：**目前 KOL 营销市场规模占互联网营销市场份额 13%左右，仍处于蓝海市场阶段，随着红人营销投放费用低与变现能力强的特点不断被人发掘，使用红人营销的广告主越来越多，近三年占比涨幅达到 5.01%，未来红人营销发展空间依旧巨大。目前红人经济行业竞争格局分散，主要公司包括新榜、微博易、天下秀、微梦、传播易、酷易云、城外圈等，行业龙头天下秀的市占率目前只达到 4.30%，未来提升空间广阔。
- **搭建平台对接红人营销需求，打造优质客户全案服务品牌：**WEIQ 平台以数据为驱动，连接有营销需求的企业与有营销供给能力的红人，为广大品牌主与中小企业等合作伙伴提供一站式跨平台投放服务。SMART 全案营销服务品牌提供更综合的粉丝经济解决方案，帮助各行业大型企业应对新媒体数字化不断加快所带来的挑战，主要业务涵盖市场调研、策略制定、资源整合、技术开发等。
- **活跃商家规模持续增加，高效匹配机制支撑高留存率：**凭借数据方面的先发优势，WEIQ 平台可对各平台数据二次加工，去除数据虚假水分，进而保障分析结果更透彻、标签更细、匹配精准度更高、客户营销成本更低，因此 WEIQ 平台对接的品牌商家、中小商家数量均呈现上升态势。截至 2021 年上半年，WEIQ 平台的活跃商家客户数已达到 5,165 个，为 2020 年全年客户数的 61.92%，表现亮眼。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。

- **覆盖红人规模提升，腰尾部红人收入占主体：**截至2021年上半年，入驻WEIQ平台的MCN机构数量达9070家，相比2020年年末增加1579家，红人账户数达181.13万，其中职业化红人账户数为42.22万，相比2020年年末增加13.16万，覆盖了市场上大多数红人资源。WEIQ平台红人结构以腰尾部为主体，截至2021年上半年，腰尾部红人收入占公司收入比重分别为57.81%与24.06%，而头部红人收入占比仅为16.85%，既保障了腰尾部红人的利益，也降低了公司的经营风险。
- **红人经济产业链不断延伸，试水新消费品牌、虚拟社交：**天下秀为不同阶段红人提供全方位加速赋能服务，包括红人培训、内容创意运营、商业托管、IP孵化、品牌传播、资本对接等一站式解决方案，逐渐打造更多去中心化的创新商业模式。天下秀致力探索新消费市场与红人经济模式的结合，旗下已打造出黄翠仙、螺元元、宅猫日记等多个新消费品牌。截至2021年9月，宅猫日记已连续三个月实现月销破千万元的销售成绩，其“岩烧芝士脆饼干”频繁登上抖音单品销量榜首，为公司后续在该领域进一步布局打下坚实基础。
- 我们预计公司2021-2023年实现营业收入45.3/61.3/80.0亿元，同比增幅48.0%/35.4%/30.5%，归母净利润3.8/6.0/7.5亿元，同比增幅28.5%/57.0%/25.0%，对应EPS为0.20/0.31/0.39元，PE为71.8x/45.8x/36.6x。结合标的稀缺性和行业成长空间，我们认为公司2022年合理PE在53-61倍之间，相应目标价为16.43元-18.91元。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观环境剧烈变化；平台监管政策变化；网络红人道德风险；新消费品牌发展不及预期；研发管理成本超预期增长；品牌客户回款不及时。

盈利预测

	2020A	2021E	2022E	2023E
营收(亿元)	30.6	45.3	61.3	80.0
营收增速(%)	54.8	48.0	35.4	30.5
净利润(亿元)	3.0	3.8	6.0	7.5
净利润增速(%)	14.3	28.5	57.0	25.0
EPS(元/股)	0.16	0.20	0.31	0.39
PE	76.8	62.7	40.0	32.0

资料来源：Wind，首创证券

目录

1 公司概况：精准踩点红人经济，深耕平台筑就护城河.....	1
2 红人经济行业：拥抱新消费时代，掘金“去中心化”营销.....	3
2.1 增长背景：流量紧俏时代，“去中心化”的效果营销方案.....	3
2.2 增长动力：直播电商催化赛道，红人助力国货崛起.....	4
2.3 竞争格局：互联网营销蓝海，龙头市占率提升空间广阔.....	6
3 公司核心优势：深耕营销数据平台，领航产业革新成长.....	8
3.1 精细运营 WEIQ 平台，稳步推进行业“去中心化”.....	8
3.2 红人经济产业链不断延伸，试水新消费品牌、虚拟社交.....	9
3.3 数据化衍生产品配套布局，赋能行业提升效率.....	13
4 2021 三季度增收降利，OCF 为负但应收账款质量较高.....	14
4.1 营收增长净利下滑，创新业务盈利能力上升.....	14
4.2 业务高增+上下游结算周期差导致负 OCF，坏账风险较低.....	15
5 盈利预测.....	16
6 风险提示.....	17

插图目录

图 1 天下秀发展历程.....	1
图 2 天下秀股权结构.....	1
图 3 移动互联网用户规模增速降低.....	3
图 4 月人均单日使用时长逐渐上升（小时）.....	3
图 5 传统的“中心化”营销路径.....	4
图 6 KOL 的“去中心化”营销路径.....	4
图 7 广告主 KOL 投放市场规模（亿元）.....	4
图 8 2021 新锐广告主数字营销投放重点.....	4
图 9 中国直播电商行业高速发展（亿元）.....	5
图 10 中国直播电商行业渗透率增长空间大.....	5
图 11 各平台纷纷开启直播电商业务.....	5
图 12 快手电商平台“国货春潮”活动.....	6
图 13 腰尾部 KOL 占主体.....	6
图 14 KOC 整体投放个数占比趋势.....	6
图 15 红人经济规模占新经济比重.....	7
图 16 头部公司天下秀市占率仍有发展空间.....	7
图 17 KOL 营销渗透率较低但不断攀升.....	7
图 18 WEIQ 平台业务流程.....	8
图 19 WEIQ 平台主要服务商家.....	9
图 20 2019-2020WEIQ 平台活跃商家数.....	9
图 21 WEIQ 平台红人规模以及入驻 MCN 数.....	9
图 22 2021 年上半年收入中腰尾部红人占主体.....	9
图 23 天下秀红人经济+X 的商业模式.....	10
图 24 IMSOCIAL 红人加速器.....	10
图 25 西五街 APP.....	11

图 26 IRED 学习路线图.....	11
图 27 IRED 教育合作院校.....	12
图 28 “虹宇宙”概念宣传片.....	12
图 29 克劳锐多平台数据综合榜单.....	13
图 30 热浪数据榜单.....	14
图 31 营收高速增长（百万）.....	14
图 32 红人经济生态链业务占比不断上升.....	14
图 33 研发费用增速维持较高水平（百万元）.....	15
图 34 研发费用占收入比重不断上升.....	15
图 35 扣非净利润增速下滑（百万元）.....	15
图 36 毛利率净利率出现下滑.....	15
图 37 经营性现金流为负（百万元）.....	16
图 38 应收账款数额爆发增长（百万元）.....	16

表格目录

表 1 天下秀业务布局.....	2
表 1 主要的红人经纪公司及其业务.....	7
表 2 WEIQ 平台过往案例.....	8
表 3 2021-2023 年预测分业务收入.....	17
表 4 2021-2023 年预测分业务成本.....	17

1 公司概况：精准踩点红人经济，深耕平台筑就护城河

从广告代理到红人经济，精准把握流量入口转变。2009年，天下秀注册成立并成为中粮集团社会化营销唯一服务商，发展至今已有十余年的历程。2010年，公司开发出国内首个社交大数据监测系统。2011年，公司开发出国内第一个行业及社会化电商系统。2014年，公司正式成为阿里巴巴社交全案供应商，同年，天下秀成立自媒体原生广告联盟。在化妆品行业，天下秀曾与欧莱雅、宝洁、联合利华等知名国际大牌有过合作，并在2016年正式成为宝洁社交营销云服务商。2017年，公司完成了6亿元人民币C轮与C+轮融资后，以100亿的估值跻身独角兽行列，成为国内新媒体商业领域一家独角兽企业。此后陆续为国内外450余家品牌企业广告主、8万余家中小企业、广告主提供社会化营销服务，并积累了超过86万家新媒体资源，覆盖微博、微信、抖音等多个主流新媒体平台，2018年成为行业收入规模第一、市场占有率第一。2019年，天下秀推出国内首个自媒体创业加速器IMsocial红人加速器。2020年4月，天下秀成功借壳ST慧球完成上市，成为A股首家红人新经济公司。

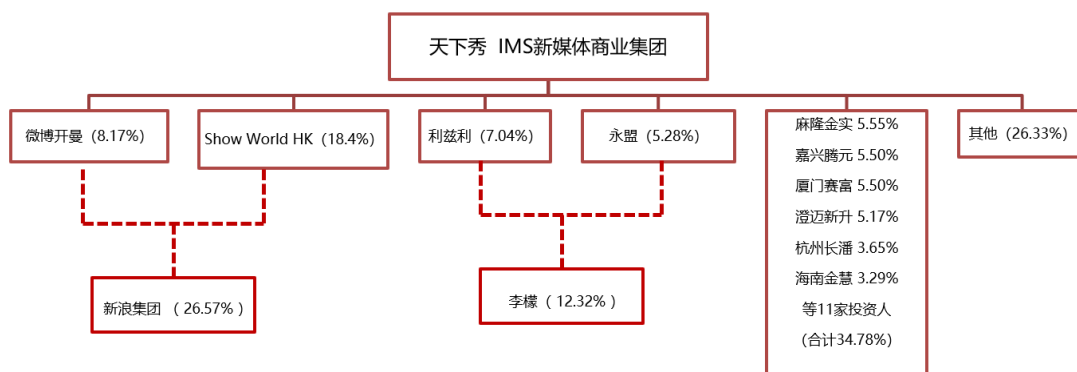
图 1 天下秀发展历程



资料来源：公司官网，首创证券

实际控制人为新浪集团和李檬，股权结构稳定。目前新浪集团通过 Show World HK、微博开曼分别持有天下秀的 18.4%、8.17% 的股权，合计 26.57%，股权占比最高；创始人李檬有十余年广告行业创业经历，2009 年离开博客网创立天下秀，目前通过利兹利、永盟分别持有天下秀的 7.04%、5.28% 的股权，合计 12.32%，持股比例第二；公司前十大股东还包括：麻隆金实（5.55%）、嘉兴腾元（5.50%）、厦门赛富（5.50%）、澄迈新升（5.17%）、杭州长潘（3.65%）、海南金慧（3.29%）。

图 2 天下秀股权结构



资料来源：公司年报，首创证券

“去中心化”理念引领红人生态链布局，深耕平台业务铸就护城河。天下秀以红人

营销为主营业务，配套推出“红人+新IP”、“红人+新标准”、“红人+新社区”、“红人+新职业”、“红人+新消费”等红人经济生态链创新性业务，红人经济业务布局日渐完善。公司及创始人较早意识到中国媒体的去中心化趋势，最早提出“去中心化”的概念，并秉承“去中心化”的理念，围绕红人价值这一核心，率先搭建大数据平台，公司自主研发建立的 WEIQ 平台是公司主营业务的基础，基于公司自有服务器，天下秀不断积累订单数据，沉淀社交数据资产，形成数据挖掘智库系统，实现企业营销的高效精准匹配。截至 2021 年上半年，WEIQ 平台的活跃商家客户数已达到 5,165 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，公司 2021 年 1-6 月实现营业收入人民币 21.51 亿元，同比增长 62.89%，成为 A 股红人经济领域龙头公司。

表 1 天下秀业务布局

业务分类	旗下产品	具体内容
主营业务	WEIQ 平台	跨平台和垂类红人精选智能推荐区 品牌种草红人智能推荐区 每日红人热推区 精选红人点评区 短视频“带货”红人智能推荐区 短视频“种草”红人智能推荐区
	热浪数据	短视频直播电商一站式数据服务平台 实时直播间查看 实时直播间数据大屏 实时直播爆品分析 热门带货视频分析
	IMSOCIAL 红人加速器	赋能加速机构厂牌 赋能加速明星厂牌 赋能加速 IP 厂牌 赋能加速个人厂牌
红人+新 IP		
红人+新标准	TOPKLOUT 克劳锐	多维度价值排行榜 行业报告 克劳锐数据产品（克劳锐指数、红管家、短视频声量检测系统）
红人+新社区	西五街 APP	免费测评平台
红人+新教育	IRED 教育	在线课程 校企共建红人营销实训室
红人+新消费	黄翠仙	
	螺元元	
	宅猫日记	

资料来源：Wind，首創證券

2 红人经济行业：拥抱新消费时代，掘金“去中心化”营销

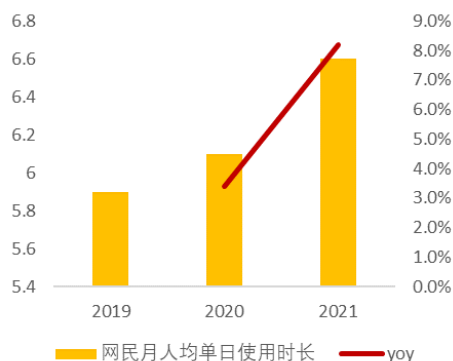
2.1 增长背景：流量紧俏时代，“去中心化”的效果营销方案

流量红利消失，效果型广告更受青睐。截至2021年9月，我国移动互联网月活用户达到11.67亿，创历史新高。同时，同比去年同期用户增量仅为1359万人，增速明显放缓。虽然移动互联网流量红利的消失已是不争事实，但人们的使用次数和时长都保持增长态势。网民月日均单日使用时长由2019年5.9小时稳步提升至2021年6.6小时，反映出互联网对用户的影响逐渐加深，通过互联网营销提升品牌效益依然是未来主要发展方向。流量紧俏时代广告主更加重视营销效率，与过往大规模投放的品牌广告相比，效果型广告可直接触达用户，更受广告主青睐。随着大数据和算法的进步，曝光量、点击量、访问量、咨询量的可视化分析一定程度上保障了效果型广告的精准投放以及后续优化。KOL营销通过与粉丝的高互动性缔造粉丝对品牌的忠诚度，引导粉丝从众模仿、跟风消费，进而提升品牌形象与知名度，被视为效果型广告投放的首选之一。

图3 移动互联网用户规模增速降低



图4 月人均单日使用时长逐渐上升（小时）

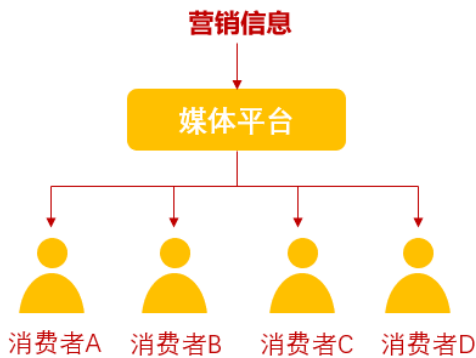


资料来源：QuestMobile，首创证券

资料来源：QuestMobile，首创证券

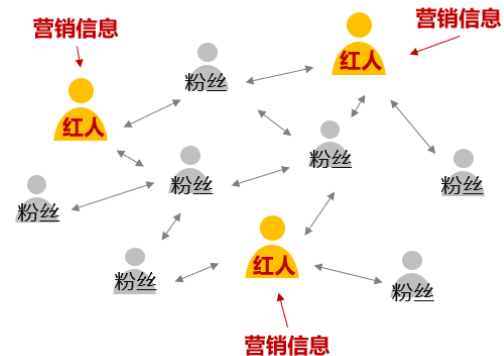
缩短传播链路+精准对接目标群体，KOL营销“去中心化”模式提升效率。广告主可以根据KOL历史发帖确定其受众群体是否与产品面向的消费者相一致，筛选出合作对象，随后对受众粉丝群体输出定制内容，因关注者对KOL信任度较高，产品的转化率可以得到保障，进而提升投资者获取的回报率。KOL营销呈现出“去中心化”的特点，不再是单一的经由媒体平台分发给潜在消费者，而是通过意见领袖的传播去影响粉丝主动在社交圈传播，去中心化的特点降低了广告主的成本，也增加了受众数量，提升传播效率。2020年广告主投放的KOL营销市场规模达到670亿元，同比增速36.73%，预计2021KOL营销规模将高达800亿元。据天下秀克劳锐数据平台调研显示，2021年广告主打算投放的数字营销中KOL营销模式占比19%，排名第二，未来KOL营销的市场规模仍将不断扩大。

图 5 传统的“中心化”营销路径



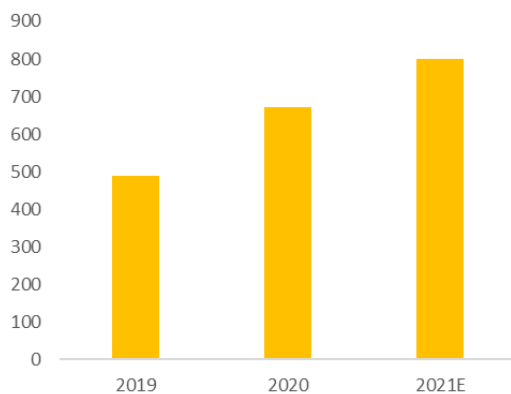
资料来源：艾瑞咨询，首创证券

图 6 KOL 的“去中心化”营销路径



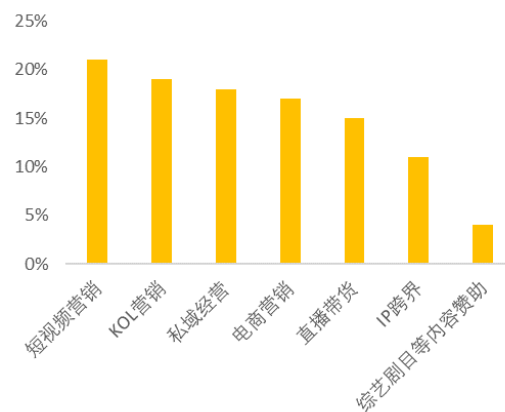
资料来源：艾瑞咨询，首创证券

图 7 广告主 KOL 投放市场规模（亿元）



资料来源：克劳锐，首创证券

图 8 2021 新锐广告主数字营销投放重点

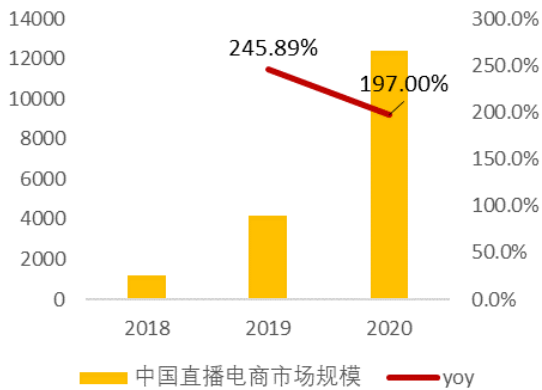


资料来源：克劳锐，首创证券

2.2 增长动力：直播电商催化赛道，红人助力国货崛起

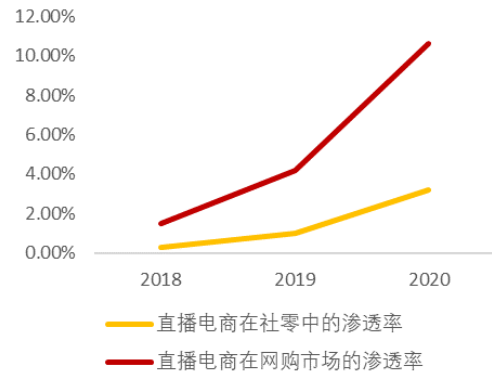
直播电商缩短销售转化路径，催化红人赛道高速发展。与红人营销的视频推广不同，红人分销是近几年兴起的新模式，通过视频直播、主播讲解的形式全面向观众展示商品，降低了粉丝与商品之间的信任成本，诉求反馈路径更短，折扣力度更大，激发观众购买欲并提升核心用户对品牌的忠诚度，本质是线下导购的线上化。2017年“口红一哥”李佳琦成功出圈，拉动大众对直播带货的关注度；2020年政府官员以及明星也参与到直播电商行业，为行业发展注入新动力；新冠疫情冲击了线下经济的发展，同时催化了电商直播进一步爆发增长。2020年直播电商市场规模达到1.2万亿元，近三年复合增速高达220.5%，2020年直播电商在社会消费品零售总额的渗透率仅为3.2%，在网购市场的渗透率达到10.6%，未来增长空间仍非常高。2020年直播电商行业被写入《政府工作报告》，政策加码支持下，未来直播电商市场有望进一步扩大，MCN行业也将迎来爆发增长期。

图 9 中国直播电商行业高速发展（亿元）



资料来源：艾瑞咨询，首创证券

图 10 中国直播电商行业渗透率增长空间大



资料来源：艾瑞咨询，首创证券

图 11 各平台纷纷开启直播电商业务



资料来源：淘宝直播，小红书，快手，首创证券

国产新消费品牌青睐电商直播，红人经济与国货崛起相辅相成。随着海内外互联网信息流的相互融合，海外品牌的“滤镜”消失。中国的外交地位和国际形象的提升也重塑了“中国制造”的品牌形象，是国民信心的重要组成部分。国产新消费品牌凭借自身高性价比、全产业链技术升级以及独有的本土文化优势实现了快速成长。淘宝直播《向美好出发》、快手电商“国货春潮”等系列活动的成功举办不仅支持了国货品牌的成长，也为电商平台吸引了更多的流量。国货品牌的发展离不开创新与研发，也离不开红人经济的助力。同时，不缺政策支持的新国货品牌的崛起也助力红人经济行业迎来爆发增长时期。

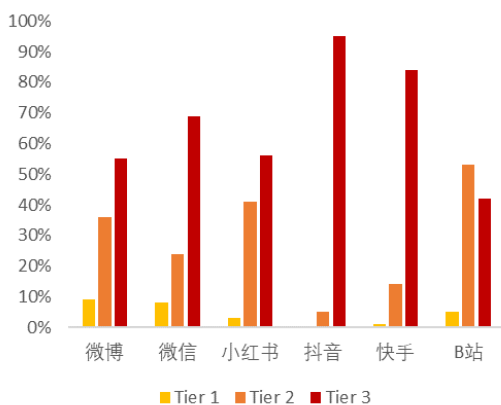
图 12 快手电商平台“国货春潮”活动



资料来源：快手，首创证券

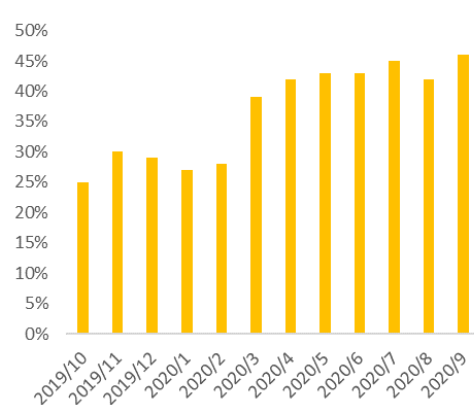
头部优质红人稀缺，腰尾部红人迎来新机遇。红人营销领域中真正出圈的头部长红人较少，微博与微信头部红人占比相对较高，达 9% 与 8%，抖音与快手腰尾部红人占比已达到接近 99%。与头部红人相比，腰尾部红人粉丝数相对较少，不易形成过强话语权；佣金费较低，降低广告主成本；其中代表群体 KOC 的粉丝数据真实性更高，注水数据影响相对较小，因此腰尾部红人的价值正逐渐被广告主所重视。自 2019 年 10 月至 2020 年 9 月，广告主对 KOC 整体投放规模占比一路走高，有利于红人经济行业规模发展壮大，也符合大环境对“去中心化”营销方式的追捧。

图 13 腰尾部 KOL 占比



资料来源：微播易&胜三，首创证券

图 14 KOC 整体投放个数占比趋势

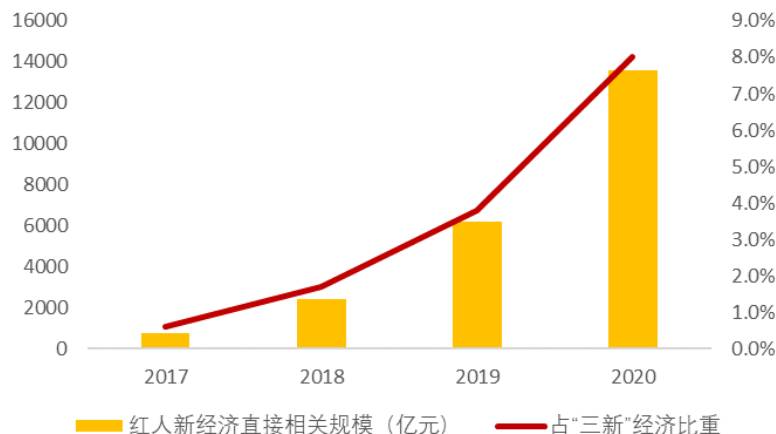


资料来源：克劳锐，首创证券

2.3 竞争格局：互联网营销蓝海，龙头市占率提升空间广阔

红人经济提升商业效率，占新经济比重持续上升。“职业化”的红人提升销量的能力较强，可帮助中小商家以及边远山区农产品打开销路，因此近四年红人经济在“三新”经济中的占比持续上升，由 2017 年的 0.6% 上涨到 2020 年的 8.0%。随着红人经济与各行业合作程度加深，行业迎来黄金发展期，未来占新经济比重有望持续上升。

图 15 红人经济规模占新经济比重



资料来源：中国指数研究院，IMS，首创证券

头部经济公司市占率较低，KOL 营销渗透率处于较低水平。目前 KOL 营销市场规模占互联网营销市场份额 13%左右，仍处于蓝海市场阶段，随着红人营销投放费用低与变现能力强的特点不断被人发掘，使用红人营销的广告主越来越多，近三年占比涨幅达到 5.01%，未来红人营销发展空间依旧巨大。目前红人经济行业竞争格局分散，主要公司包括新榜、微博易、天下秀、微梦、传播易、酷易云、城外圈等，行业龙头天下秀的市占率目前只达到 4.30%，未来提升空间广阔。

图 16 头部公司天下秀市占率仍有发展空间

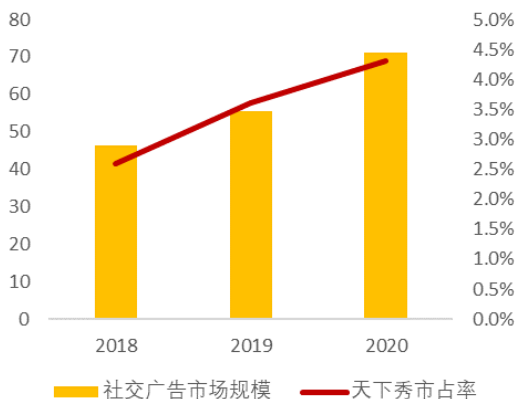
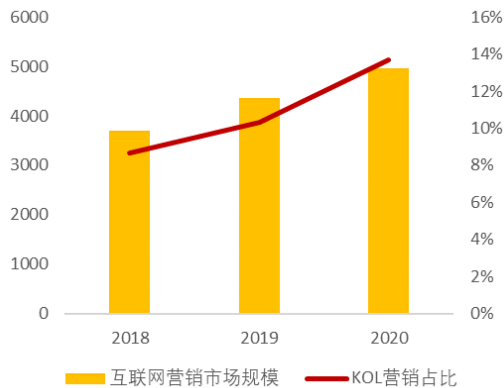


图 17 KOL 营销渗透率较低但不断攀升



资料来源：QuestMobile，首创证券

资料来源：中国产业信息网，首创证券

表 1 主要的红人经纪公司及其业务

公司	主要业务
天下秀	依托全平台数据实现企业营销与红人账号的精准匹配
新榜	依托全平台内容数据，使用公正透明的新榜指数算法，提供内容营销、电商导购、用户运营、版权分发等产品服务
城外圈	聚合阿里、腾讯等各大平台流量资源，为广告主提供高性价比投放策略和媒体资源
传播易	实现媒体入驻、广告买卖、广告自营、舆情监测、交易保障为一体的全广告产业链生态闭环
酷易云	依托酷易云大数据营销平台，为广告主提供一站式跨平台社会化媒体投放服务
微播易	依托平台海量社交数据、订单交易数据和 AI 智能营销技术，提供一站式 KOL 资源采买服务、社交大数据服务、社媒传播策略服务
微梦传媒	以大数据为驱动，专注于新媒体（KOL、网红、明星等）的整合营销

资料来源：公司官网，首创证券

3 公司核心优势：深耕营销数据平台，领航产业革新成长

3.1 精细运营 WEIQ 平台，稳步推进行业“去中心化”

搭建平台对接红人营销需求，打造优质客户全案服务品牌。WEIQ 平台以数据为驱动，连接有营销需求的企业与有营销供给能力的红人，为广大品牌主与中小企业等合作伙伴提供一站式跨平台投放服务。通过对海量红人交易数据的分析，WEIQ 平台为企业精准匹配所需的红人账号，同时提供营销数据去水、实时效果追踪、营销总结反馈等配套服务，助力企业建立完整的红人营销链路，同时也帮助红人实现私域流量的价值变现。商家在 WEIQ 平台下单前，平台会根据价格体系、粉丝画像、历史传播效果、客户口碑评价等多维度属性为商家个性化推荐红人；下单过程中商家可选择视频类、直播类、文章类、图文类等红人营销形态，红人可以通过平台在线与商家客户进行沟通，提升合作效率；商家成功下单后可以实时查看推广的数据动态，总结数据以备二次投放。基于 WEIQ 平台，天下秀设立了面向品牌客户的 SMART 全案营销服务品牌，为其提供更综合的粉丝经济解决方案，帮助各行业大型企业应对新媒体数字化不断加快所带来的挑战，主要业务涵盖市场调研、策略制定、资源整合、技术开发等，WEIQ 平台的品牌客户账期为 3-6 个月，且不需要提前预付保证金，进一步吸引更多品牌商家与 WEIQ 平台达成合作。

图 18 WEIQ 平台业务流程



资料来源：WEIQ 官网，首创证券

表 2 WEIQ 平台过往案例

品牌	平台	关键词	曝光量	互动	触达用户
HBN	微博	成分、测评、补水	1000 万	5 万	500 万
伊利	微信	体育、健康、优质	300 万	10 万	150 万
Ulike	抖音	美白、测评、科技	450 万	20 万	230 万
Too Faced	小红书	眼妆、教程、测评	60 万	2 万	30 万

资料来源：WEIQ 平台，首创证券

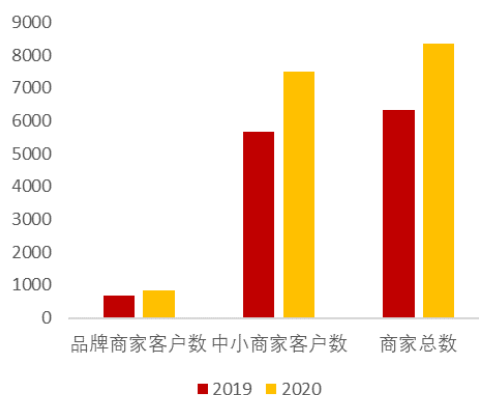
活跃商家规模持续增加，高效匹配机制支撑高留存率。凭借数据方面的先发优势，WEIQ 平台可对各平台数据二次加工，去除数据虚假水分，进而保障分析结果更透彻、标签更细、匹配精准度更高、客户营销成本更低，因此 WEIQ 平台对接的品牌商家、中小商家数量均呈现上升态势。截至 2020 年，WEIQ 平台品牌客户留存率达 77.99%，全年处理订单突破 124 万，累计服务客户数量超 16 万。平台活跃商家数为 8342 家，同比增加 2008 家，其中活跃的品牌商家数为 855 家，同比增加 187 家，活跃的中小商家客户数为 7487 家，同比增加 1821 家，龙头地位进一步稳固。截至 2021 年上半年，WEIQ 平台的活跃商家客户数已达到 5,165 个，为 2020 年全年客户数的 61.92%，表现亮眼。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。

图 19 WEIQ 平台主要服务商家



图 20 2019-2020 WEIQ 平台活跃商家数



资料来源：年度股东大会，首创证券

资料来源：年度股东大会，首创证券

覆盖红人规模提升，腰尾部红人收入占主体。WEIQ 平台广泛连接全网红人，主要覆盖微博（30%）、微信（20%）、小红书三个平台的红人，形成成熟的私域流量变现模式。截至 2021 年上半年，入驻 WEIQ 平台的 MCN 机构数量达 9070 家，相比 2020 年年末增加 1579 家，红人账户数达 181.13 万，其中职业化红人账户数为 42.22 万，相比 2020 年年末增加 13.16 万，覆盖了市场上大多数红人资源。WEIQ 平台红人结构以腰尾部为主体，截至 2021 年上半年，腰尾部红人收入占公司收入比重分别为 57.81% 与 24.06%，而头部红人收入占比仅为 16.85%，既保障了腰尾部红人的利益，也降低了公司的经营风险。广告主与 WEIQ 平台进行合作时可根据推广阶段不同选取不同量级的红人进行合作：在推广初期可选择与大量尾部红人合作进行铺量宣传，随后与腰部红人合作提升商品知名度，最后与头部红人合作完成大量订单交易，商家也可根据选取先头部后尾部的推广模式。因此 WEIQ 大规模的红人数量有利于其红人生态健康均衡发展。

图 21 WEIQ 平台红人规模以及入驻 MCN 数

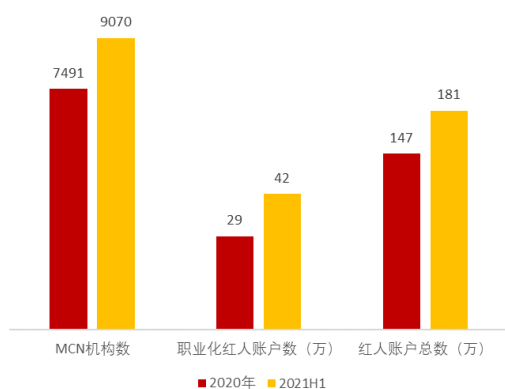
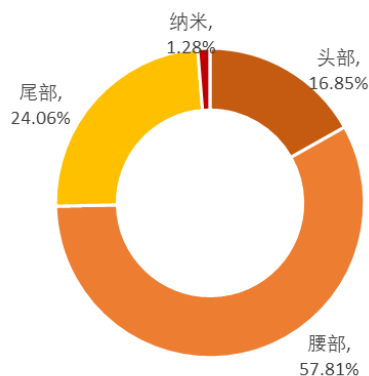


图 22 2021 年上半年收入中腰尾部红人占主体



资料来源：年度股东大会，首创证券

资料来源：公司财报，首创证券

3.2 红人经济产业链不断延伸，试水新消费品牌、虚拟社交

天下秀为不同阶段红人提供全方位加速赋能服务，包括红人培训、内容创意运营、商业托管、IP 孵化、品牌传播、资本对接等一站式解决方案，逐渐打造更多去中心化的

创新商业模式。

图 23 天下秀红人经济+X 的商业模式



资料来源：公司官网，首创证券

红人+新 IP：IMsocial 全链路赋能 MCN 行业。 IMsocial 核心业务是为入驻红人和 MCN 提供体系完善的红人培训、商业托管、IP 孵化、品牌传播、资本对接、人力法务及工商咨询等一站式解决方案，赋能不同阶段的红人、MCN。截至 2020 年，天下秀深度赋能的红人厂牌超过 10 家，定向赋能 MCN 机构达 400 多家，通过数据分析确定何时为用户推送何种内容可以最大化转化率，并孵化出“爱迪生小姐”等红人账号，并成功孵化出公司自己的厂牌爱亿秀，未来公司深度赋能的数据能力如果可以规模化，MCN 格局会发生较大转变。

图 24 IMsSOCIAL 红人加速器



红人+新社区：西五街 APP 创建 Z 世代社区，助力国货出圈。 西五街 APP 是国内唯一一家专注于美妆测评分享的美妆测评社区，2019 年入选《互联网周刊》美妆社区 TOP10。相比于其他种草类 APP，西五街成功出圈的理由有以下几点：**1) 数据真实性高，无水军控评。** 用户在使用产品之后交流分享使用感受，无推广软文，平台氛围更真诚。**2) 精准洞察 Z 世代群体喜好，玩法潮流。** 针对国货新品测评推出“西红试”板块，用户发布测评笔记可赚取虚拟货币“西米”，可用于兑换新品再次测评，平台根据用户历史测评智能分发给最适合的测评官，完美适配 Z 世代用户喜欢尝鲜的心理；除了美妆测评，西五街同时也推出一系列多样化内容，具体包括“六一怎么妆嫩”、“十一就要这么玩”等旅行计划、美食分享、生活方式相关主题活动，输出了 Z 世代年轻人喜欢的内容。**3) 扩大 KOC 影响力。** 目前影响力较大的测评社区中大 v 的话语权过高，小微博主面临“失声”困境，西五街 APP 的“熟人种草”方式为其带来大量正面回应，相当于提供一个全

新起步的平台，因此吸引了较多 KOC 的加入，KOC 在深度触达细分市场方面的能力要超越 KOL，大量 KOC 的加入有利于西五街 APP 规模进一步发展扩大。

图 25 西五街 APP



资料来源：公司年报，首创证券

红人+新职业：IRED 致力产教深度融合，孵化高素质复合型人才。2021 年 1 月，天下秀出资设立“天下秀教育”公司，与其他红人孵化公司只培养单一型人才（培养红人）相比，“IRED”业务覆盖更全面，以产业优势助力高校为在校学生提供相关的职业教育，将行业一线需求与学校完整的教学方法相结合，培养运营、商务，物料设计师、剪辑师等专业人员，为全行业提供高素质人才。目前与 IRED 达成合作的高校包括上海商学院、四川传媒学院、上海外国语贤达学院等。

图 26 IRED 学习路线图



资料来源：公司官网，首创证券

图 27 IRED 教育合作院校



资料来源：公司财报，首创证券

红人+新消费：赋能网生新品牌的发展，成功打造爆品零食。天下秀致力探索新消费市场与红人经济模式的结合，旗下已打造出黄翠仙、螺元元、宅猫日记等多个新消费品牌。公司采取“小循环摸索直播状态，大循环实现转化”的模式，首先与大量小微红人（粉丝量 5000 到 100 万左右）合作，摸索最适合该品牌的直播带货话术，锻炼团队直播能力，随后与腰部红人合作逐渐打开品牌知名度，最后与头部红人合作完成销量转换。在此运营模式下，公司成功打造新消费品牌“宅猫日记”，其业绩表现亮眼，截至 2021 年 9 月，宅猫日记已连续三个月实现月销破千万元的销售成绩，其“岩烧芝士脆饼干”频繁登上抖音单品销量榜首，为公司后续在该领域进一步布局打下坚实基础。

虚拟社交产品“虹宇宙”即将上线，构建沉浸式虚拟生活社区。“虹宇宙”是天下秀于 2011 年推出的虚拟社交产品“火星微社区”的 2.0 版本，其实现了红人经济与新场景的结合，增强了红人与粉丝之间的互动性。在“虹宇宙”世界里，用户可体会三维的数字化社交方式，更沉浸的进行工作与学习；内容创作者的社交资产由用户定义，内容制作、工具应用和收入实现更加便捷顺畅；品牌商家可以实现超越现实的营销场景。目前“虹宇宙”仍处于灰度测试阶段，已有超过 13 万的预约用户，未来正式上线后有望成为天下秀长期发展的新动力之一。

图 28 “虹宇宙”概念宣传片

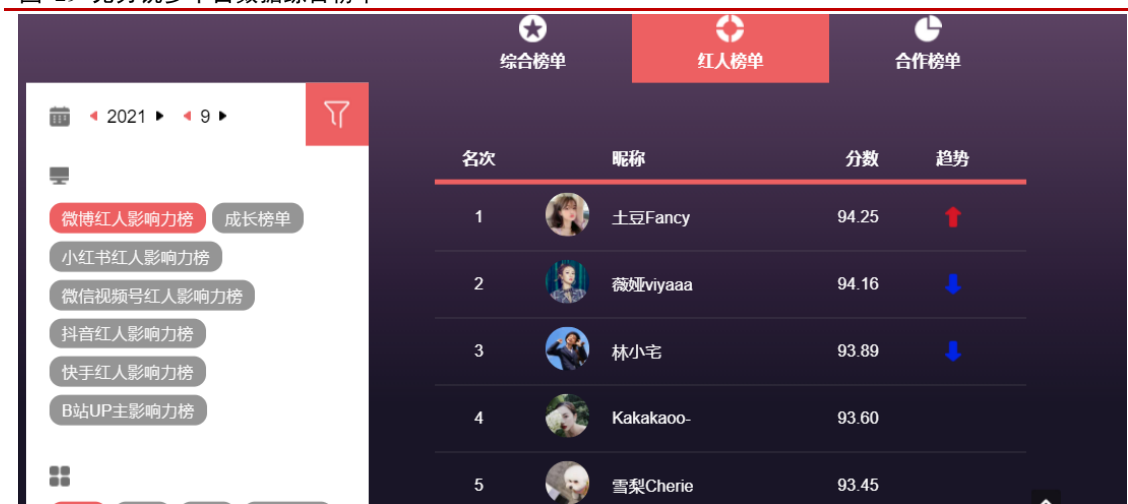


资料来源：IMS 天下秀公众号，首创证券

3.3 数据化衍生产品配套布局，赋能行业提升效率

克劳锐：细分垂直内容社区，第三方评价为红人社交影响力背书。克劳锐是天下秀推出的红人经济生态的第三方权威评价机构，从多维度判定商业价值、打通多平台数据，指引某一类别的内容创作者改善其产出内容质量。2020年克劳锐全年发布榜单600余次，获得超2亿人次的曝光，具体业务包括**1) 多维度价值排行榜**：根据自媒体在微博、抖音、快手、B站等平台粉丝力、创作力、传播力等方面对红人的社交影响力综合计算排名，给予商家在红人营销的权威参考；**2) 红管家——企业私有 KOL 数据管理系统**：面向企业的 SaaS 产品，数据覆盖微信、抖音、小红书等主流社交平台，2020年红管家数据系统品牌客户数超过60余家，其可以辅助企业完成新媒体投放业务，在账号去水、投后追踪与业务数据留存管理分析方面有领先行业的优势，同时可实现多维度选号策略，可为企业未来投放提供策略支持；**3) 克劳锐指数-微信小程序**：日更数据250W+，免费向用户提供数据查询服务，可提升平台用户粘性。

图 29 克劳锐多平台数据综合榜单



资料来源：公司官网，首创证券

热浪数据：快速定位热门风向，实时监测电商直播竞品动态。热浪数据平台提供电商直播领域多维度、全场景的数据，每日处理数据可达1亿+，累计收入热门素材7亿+，通过用户画像与直播数据分析助力品牌方判断红人价值，精准匹配推广商品所需红人，并实时监测投放效果以及竞品动态，助力用户实现商业价值增长。与竞品数据平台相比，热浪数据实现分钟级实时监控，覆盖多平台数据，对数据走势把控最为准确，并实时化输出可视化报表，助力品牌方准确快速锁定目标受众。热浪数据目前采取按年收费模式，成本项仅包括后端设备维护，可辅助公司提升综合毛利率，巩固天下秀行业龙头地位。

图 30 热浪数据榜单



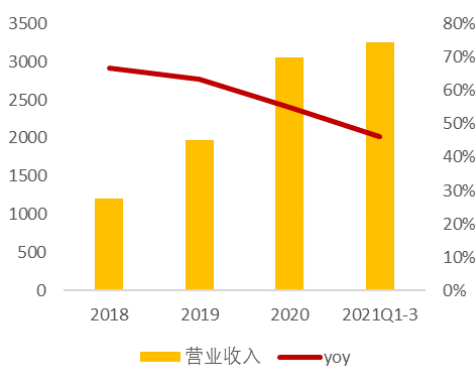
资料来源：公司官网，首创证券

4 2021 三季度增收降利，OCF 为负但应收账款质量较高

4.1 营收增长净利下滑，创新业务盈利能力上升

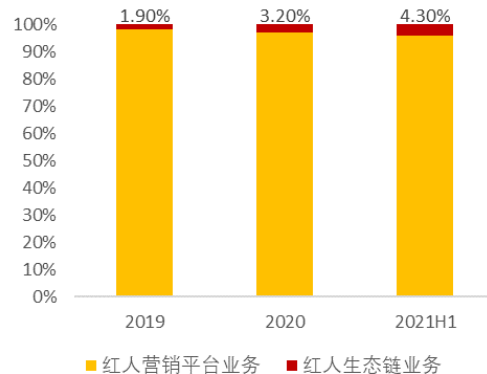
营收超行业增速仍可持续，红人经济生态链业务占比上升。天下秀营业收入连续 5 年增速超 50%，近 5 年复合增速达到 59.22%。2021 年前三季度收入 32.51 亿元，同比增长 46.18%，完成公司年初制定的目标，二季度收入约 13 亿元，乃历史最高，主要原因系公司业务团队、技术团队能力的持续增强，使得匹配效率持续提升，且客户数量稳步提升。收入结构中品牌客户红人营销业务占比达到 40-50%，红人经济生态链业务占比由 2019 年的 1.90% 逐步上升至 2021H1 的 4.30%，随着红人生态逐渐完善，未来红人经济生态链业务占比将进一步提升。

图 31 营收高速增长（百万）



资料来源：公司财报，首创证券

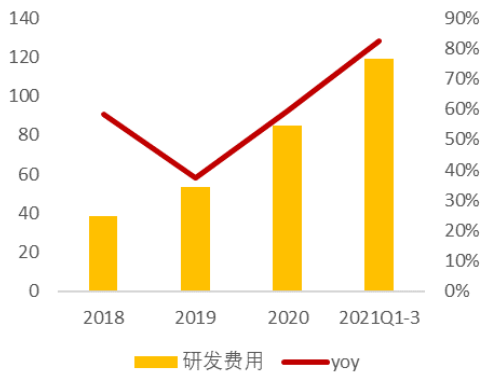
图 32 红人经济生态链业务占比不断上升



资料来源：公司财报，首创证券

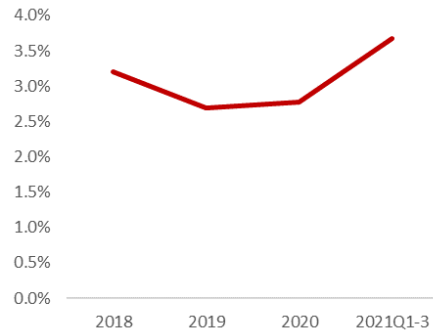
布局热浪、SaaS 系统，研发费用占比将持续提升。天下秀紧跟红人经济发展趋势，每年积极展开创新业务尝试，不断升级改造服务器，在行业经验、人才、技术、大数据积累、分析及监测等方面占据独特的优势。2021 前三季度天下秀对热浪、SaaS 系统有进一步投入，研发费用达 1.19 亿元，同比增加 82.53%，研发投入占收入比重 3.67%，为近 3 年最高水平，随着热浪、SaaS 系统布局进一步推进，公司在 2021Q4 研发投入及相关管理费用预计会继续增加。

图 33 研发费用增速维持较高水平（百万元）



资料来源：公司财报，首创证券

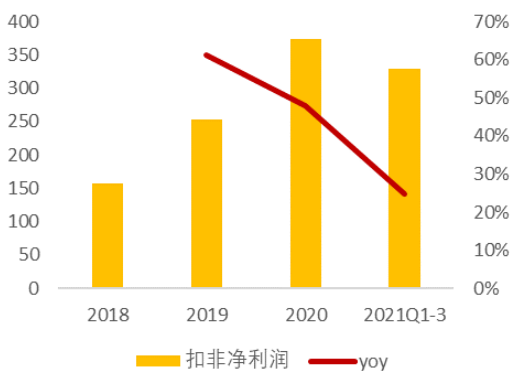
图 34 研发费用占收入比重不断上升



资料来源：公司财报，首创证券

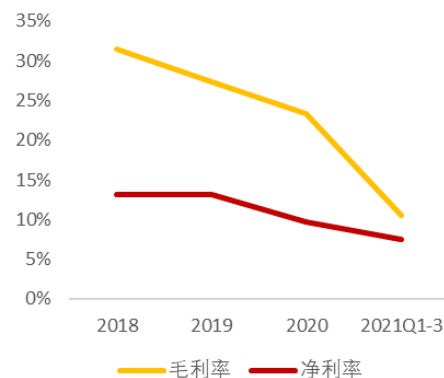
计提诉讼费用致使归母净利润下滑，主营业务稳健运行。天下秀近5年扣非净利润复合增速达到58.1%，但2021前三季度扣非净利润为3.29亿元，同比增长24.67%，增速出现下滑，其2021年三季度归母净利润为4343.05万元，同比下降61.11%，主要原因系七千多万元的诉讼计提预计负债所致，与业务经营无关。2021年前三季度毛利率受影响降至10.56%，净利率降至7.51%，但鉴于诉讼费用计提影响未来逐渐消除且公司营收维持平稳高速增长，公司未来净利润表现依旧值得看好。

图 35 扣非净利润增速下滑（百万元）



资料来源：公司财报，首创证券

图 36 毛利率净利率出现下滑

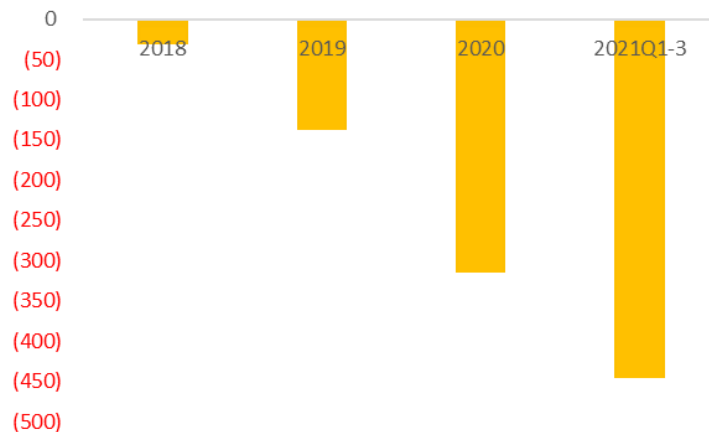


资料来源：公司财报，首创证券

4.2 业务高增+上下游结算周期差导致负 OCF，坏账风险较低

品牌客户结算周期较长，经营性现金流为负。自2018年起天下秀经营性现金流为负，2021前三季度经营性现金流为-4.46亿元，缺口较大，主要原因系上下游结算周期不同：红人账期为1-2周，品牌商家账期为3-6个月，且公司没有向大品牌客户（宝洁、欧莱雅等）预收保证金。公司业务端增速较快，话语权较强的品牌客户大多直签，账期为3-6个月，红人端多为个体，结算周期为按周或按月，但基于公司目前无坏账，对未来现金流回收把控能力较强，风险相对较低。

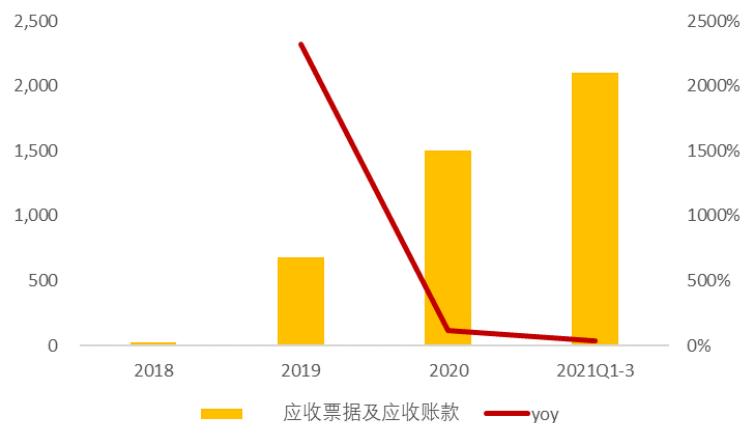
图 37 经营性现金流为负（百万元）



资料来源：Wind，首创证券

业务增长拉动应收账款增长，严格审核客户质量保障无经营坏账。天下秀 2018 年应收账款总额为 2820 万元，自 2019 年起应收账款总额高速增长，截至 2021Q3，规模达到 21.03 亿元，与公司经营性现金流为负表现一致，但公司对客户质量严格审核，应收账款回收有所保障，2009 年至今应收账款没有坏账，因此风险依旧可控。

图 38 应收账款数额爆发增长（百万元）



资料来源：Wind，首创证券

5 盈利预测

在以下假设条件下，我们对公司 2021-2023 年业绩进行了预测。

- 2021-2023 年，公司 WEIQ 平台活跃商家数量同比增速为 25%、20%、18%，活跃商家每年平均交易金额同比增速为 17%、12%、11%；
- 因业务团队快速扩张，WEIQ 平台毛利率略有下调；
- 公司新消费品牌业务扩张顺利，2022 年收入翻倍，2023 年同比增速 60%，毛利率约为 35.7%；
- 随着公司业务规模和人员规模扩大，营销费用率和管理费用率略微提升；
- 随着公司业务平台技术不断升级和虹宇宙平台不断完善，研发支出明显增长；
- 随着公司品牌客户比例的提升，公司应收账款周转率略有下降；

- 不考虑前控股股东对涉及未决诉讼所形成的利润损失的补偿

表 3 2021-2023 年预测分业务收入

营业收入（亿元）	2021E	2022E	2023E
红人营销	44.58	59.91	77.77
新消费品牌	0.70	1.40	2.24

资料来源：公司年报，首创证券

表 4 2021-2023 年预测分业务成本

营业成本（亿元）	2021E	2022E	2023E
红人营销	34.47	46.19	60.05
新消费品牌	0.45	0.90	1.44

资料来源：公司年报，首创证券

我们预计公司 2021-2023 年实现营业收入 45.3/61.3/80.0 亿元，同比增幅 48.0%/35.4%/30.5%，归母净利润 3.8/6.0/7.5 亿元，同比增幅 28.5%/57.0%/25.0%，对应 EPS 为 0.20/0.31/0.39 元，PE 为 71.8x/45.8x/36.6x。结合标的稀缺性和行业成长空间，我们认为公司 2022 年合理 PE 在 53-61 倍之间，相应目标价为 16.43 元-18.91 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

6 风险提示

宏观环境剧烈变化；平台监管政策变化；网络红人道德风险；新消费品牌发展不及预期；研发管理成本超预期增长；品牌客户回款不及时。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4044.3	4750.5	5766.2	7000.1	经营活动现金流	-315.7	-249.0	-60.0	-19.8
现金	2293.8	2015.6	2000.0	2000.0	净利润	295.5	379.8	596.2	745.2
应收账款	1498.9	2364.0	3265.2	4346.0	折旧摊销	4.3	4.8	9.7	12.4
其它应收款	13.3	19.7	26.7	34.9	财务费用	8.6	-17.2	-12.1	-4.7
预付账款	146.6	218.4	294.6	384.6	投资损失	6.7	-19.0	-19.0	-19.0
存货	2.4	0.7	0.9	1.1	营运资金变动	-604.0	-674.2	-683.3	-802.2
其他	86.1	127.4	172.5	225.1	其它	-24.8	79.5	52.7	53.5
非流动资产	188.0	265.2	295.4	326.3	投资活动现金流	-287.3	-136.7	-61.1	-62.6
长期投资	21.0	35.0	38.5	42.4	资本支出	-15.6	-105.0	-65.0	-65.0
固定资产	5.7	31.0	44.8	57.9	长期投资	0.0	-82.8	-14.6	-16.1
无形资产	20.7	23.7	26.3	28.7	其他	-271.7	51.1	18.5	18.5
其他	33.6	1.0	1.0	1.0	筹资活动现金流	1745.6	107.4	105.5	82.3
资产总计	4232.3	5015.8	6061.6	7326.4	短期借款	0.0	0.0	131.3	247.0
流动负债	811.6	1127.7	1619.5	2182.0	长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
短期借款	0.0	0.0	131.3	247.0	其他	2122.7	90.2	-38.0	-38.0
应付账款	480.6	751.8	1064.5	1459.4	现金净增加额	1142.6	-278.3	-15.6	0.0
其他	3.0	4.5	6.0	7.8					
非流动负债	118.6	155.0	155.0	155.0	主要财务比率	2020A	2021E	2022E	2023E
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	成长能力				
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	营业收入	54.8%	48.0%	35.4%	30.5%
负债合计	930.3	1282.7	1774.5	2337.0	营业利润	31.6%	17.3%	31.2%	25.1%
少数股东权益	0.0	-2.6	-6.6	-11.7	归属母公司净利润	14.3%	28.5%	57.0%	25.0%
归属母公司股东权益	3301.9	3735.6	4293.8	5001.1	获利能力				
负债和股东权益	4232.3	5015.8	6061.6	7326.4	毛利率	23.4%	22.9%	23.2%	23.1%
					净利率	9.7%	8.4%	9.7%	9.3%
利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	ROE	8.9%	10.2%	13.9%	14.9%
营业收入	3060.4	4528.3	6132.0	8001.7	ROIC	11.4%	11.6%	13.1%	14.0%
营业成本	2344.7	3492.6	4709.8	6149.7	偿债能力				
营业税金及附加	10.5	15.5	21.0	27.4	资产负债率	22.0%	25.6%	29.3%	31.9%
营业费用	137.4	244.0	346.9	461.7	净负债比率	0.0%	0.0%	2.2%	3.4%
研发费用	74.7	165.8	229.1	304.9	流动比率	4.98	4.21	3.56	3.21
管理费用	86.0	152.7	213.0	280.7	速动比率	4.98	4.21	3.56	3.21
财务费用	-9.2	-17.2	-12.1	-4.7	营运能力				
资产减值损失	-21.5	-15.0	-15.0	-15.0	总资产周转率	0.72	0.90	1.01	1.09
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	应收账款周转率	2.80	2.34	2.17	2.10
投资净收益	13.6	19.0	19.0	19.0	应付账款周转率	7.04	5.67	5.19	4.87
营业利润	408.4	478.9	628.4	785.8	每股指标(元)				
营业外收入	1.0	1.0	0.0	0.0	每股收益	0.16	0.20	0.31	0.39
营业外支出	98.2	80.0	0.0	0.0	每股经营现金	-0.17	-0.13	-0.03	-0.01
利润总额	311.2	399.9	628.4	785.8	每股净资产	1.83	1.97	2.26	2.64
所得税	17.7	22.7	36.3	45.7	估值比率				
净利润	293.5	377.2	592.1	740.1	P/E	89.3	72.9	46.5	37.2
少数股东损益	-2.0	-2.6	-4.1	-5.1	P/B	7.99	7.42	6.45	5.54
归属母公司净利润	295.5	379.8	596.2	745.2					
EBITDA	400.2	466.5	625.9	793.6					
EPS (元)	0.16	0.20	0.31	0.39					

分析师简介

李甜露，中国人民大学新闻与传播硕士，对外经济贸易大学经济学学士，2014 年加入首创证券，覆盖领域为互联网与文化传媒，具有 6 年证券研究经验。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。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。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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料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，首创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。

首创证券的销售人员、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。首创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。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/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信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	股票投资评级	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上 增持 相对沪深 300 指数涨幅 5%-15% 之间 中性 相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5% 之间 减持 相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现 中性 行业与整体市场表现基本持平 看淡 行业弱于整体市场表现