

天下秀 (600556)

2021 年年报点评: 业绩维持高增长, 持续探索 Web3.0 创作者经济新模式

买入 (维持)

2022 年 04 月 19 日

证券分析师 张良卫

执业证书: S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证书: S0600517110002
021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	4,512	6,253	8,112	10,119
同比	47%	39%	30%	25%
归属母公司净利润 (百万元)	354	487	616	779
同比	20%	37%	27%	26%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.20	0.27	0.34	0.43
P/E (现价&最新股本摊薄)	44.54	32.43	25.62	20.26

投资要点

- **事件:** 2021 年公司实现营收 45.12 亿元, yoy+47.42%, 归母净利润 3.54 亿元, yoy+19.90%, 扣非归母净利润 4.20 亿元, yoy+12.66%。其中 2021Q4 营收 12.61 亿元, yoy+50.81%, 归母净利润 0.99 亿元, yoy+105.71%, 扣非归母净利润 0.91 亿元, yoy-16.43%, 业绩基本符合我们预期。
- **营收持续高增, 加大投入致净利润增速放缓。** 2021 年公司营业收入同比增长 47.42%, 主要受益于公司对 WEIQ 平台和数据产品的持续研发投入, 平台处理能力逐年增强。2021 年公司毛利率为 22.28%, yoy-1.10pct, 净利率为 7.44%, yoy-2.14pct。费率端, 销售费用率 6.42% (yoy+1.93pct), 主要系业务规模扩大及加大创新业务投入所致; 管理费用率 3.43% (yoy+0.62pct); 研发费用率 2.87% (yoy+0.43pct)。现金流方面, 2021 年公司经营性净现金流-4.38 亿元, 去年同期为-3.16 亿元, 主要系 2021 年品牌客户销售占比增加, 给予资信较好的品牌客户相对较长的账期, 致应收账款增加, 但 2021Q3 起整体有所改善。
- **WEIQ 平台订单量高增, 商家及红人端持续健康发展。** 2021 年公司红人营销平台业务实现营收 42.90 亿元, 同比增长 44.87%。订单量达 380.7 万笔 (yoy+205.3%), 平均订单金额为 1127 元 (去年同期为 2375 元), 腰尾部红人商业化潜力逐步释放。2021 年平台需求转化率约 12.9%, 去年同期为 10.4%, 平台需求转化能力逐步提升。**商家端受疫情影响, 活跃商家数有所下滑, 但长期看渗透率仍有较大提升空间。** 2021 年 WEIQ 平台活跃商家客户数量达 7918 家 (yoy-5.08%), 其中品牌商家客户数 799 家 (yoy-6.55%), 品牌商家留存率达 79.6% (yoy+1.6pct)。**红人端职业化红人数量显著增长, 生态健康。** 截至 2021 年末, 平台注册红人账户数累计达 192.1 万 (yoy+30.33%), 其中职业化红人账户数达 53.5 万 (yoy+83.85%), 占红人账户数比 27.85% (yoy+8.11pct); 入驻平台的 MCN 机构数量 11041 家 (yoy+47.39%); 腰尾部红人获得收入占比 81.4%, 行业分布均衡。随着 WEIQ 平台模型优化, 平台订单匹配效率与并行处理能力提升, 同时商家与红人端持续健康发展, 我们看好平台营收持续高增长。
- **创新业务持续发力, 布局区块链技术。** 公司持续探索红人经济商业边界, 数据化产品及衍生服务表现出色, 2021 年创新业务实现营收 2.22 亿元, yoy+123.63%。此外, 公司积极探索区块链技术, 推出 3D 虚拟社交软件“虹宇宙”和自媒体数字藏品工具集“TopHolder 头号藏家”, 积极发掘内容创作者的新平台与新变现方式。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑到疫情或将影响商家投放力度, 以及公司加大创新业务投入, 我们下调此前盈利预测, 预计 2022-2024 年 EPS 分别为 0.27/0.34/0.43 (2022-2023 年此前为 0.38/0.55 元), 对应当前股价 PE 分别为 32/26/20X。我们看好公司作为红人经济龙头, 红人生态布局逐渐完善, 创新业务与主营业务协同效应凸显, 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)	8.73
一年最低/最高价	7.83/15.31
市净率(倍)	4.35
流通 A 股市值(百万元)	9,314.35
总市值(百万元)	15,781.64

基础数据

每股净资产(元,LF)	2.01
资产负债率(% ,LF)	27.68
总股本(百万股)	1,807.75
流通 A 股(百万股)	1,066.94

相关研究

《天下秀(600556): 2021 年三季报点评: 营收稳健增长, 持续创新业务投入》

2021-11-04

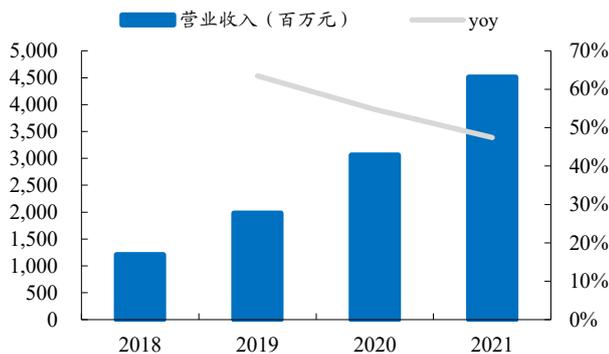
《天下秀(600556): 2021 年中报点评: 业绩优于市场预期, 营收持续高速增长, 红人生态链日益完善》

2021-08-19

1. 营收持续高增，加大投入致净利润增速放缓

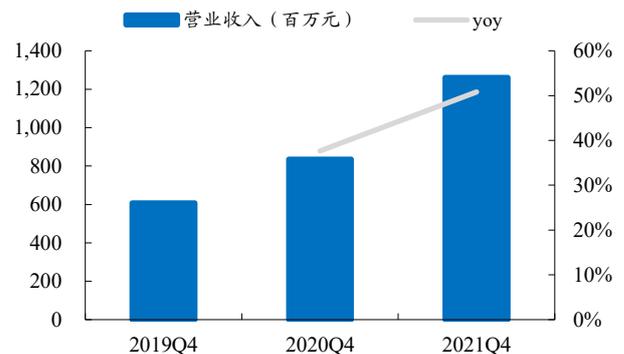
2021 年公司实现营业收入 45.12 亿元，同比增长 47.42%，主要受益于公司对 WEIQ 平台和数据产品的持续研发投入，平台处理能力逐年增强。其中，2021Q4 公司实现营业收入 12.61 亿元，同比增长 50.81%。

图1：2018-2021 年公司营业收入及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

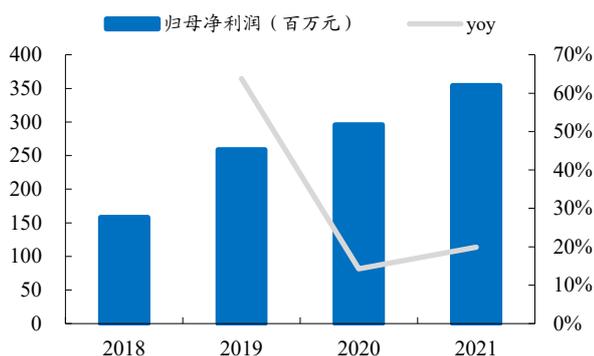
图2：2019Q4-2021Q4 公司营业收入及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

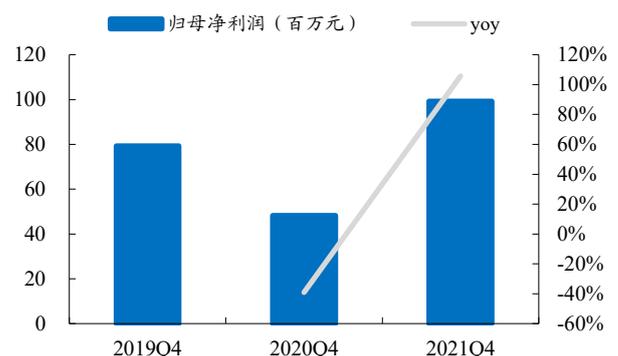
2021 年公司实现归母净利润 3.54 亿元，同比增长 19.90%，扣非归母净利润 4.20 亿元，同比增长 12.66%。归母净利润、扣非归母净利润增速低于营收增速主要是由于公司加大大数据产品升级和创新业务的投入力度。其中 2021Q4 实现归母净利润 0.99 亿元，同比增长 105.71%，扣非归母净利润 0.91 亿元，同比下滑 16.43%。

图3：2018-2021 年公司归母净利润及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图4：2019Q4-2021Q4 公司归母净利润及增速

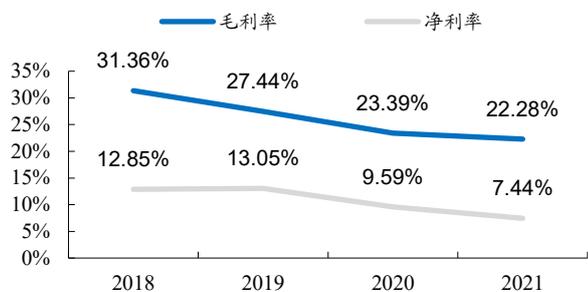


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2021 年公司毛利率为 22.28%，同比下降 1.10pct，净利率为 7.44%，同比下降 2.14pct。费率端，销售费用率 6.42% (yoy+1.93pct)，主要系业务规模扩大及加大创新业务投入所

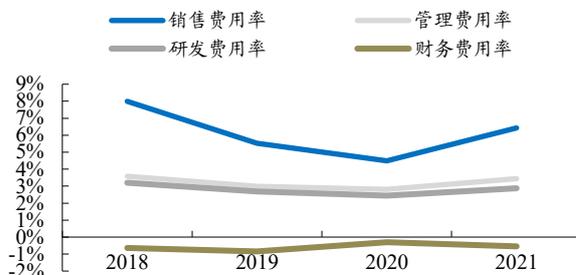
致；管理费用率 3.43% (yoy+0.62pct)；研发费用率 2.87% (yoy+0.43pct)。现金流方面，2021 年公司经营性净现金流-4.38 亿元，去年同期为-3.16 亿元，主要系 2021 年品牌客户销售占比增加，给予资信较好的品牌客户相对较长的账期，致应收账款增加，但 2021Q3 起整体有所改善。

图5：2018-2021 年公司毛利率及净利率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图6：2018-2021 年公司费率情况

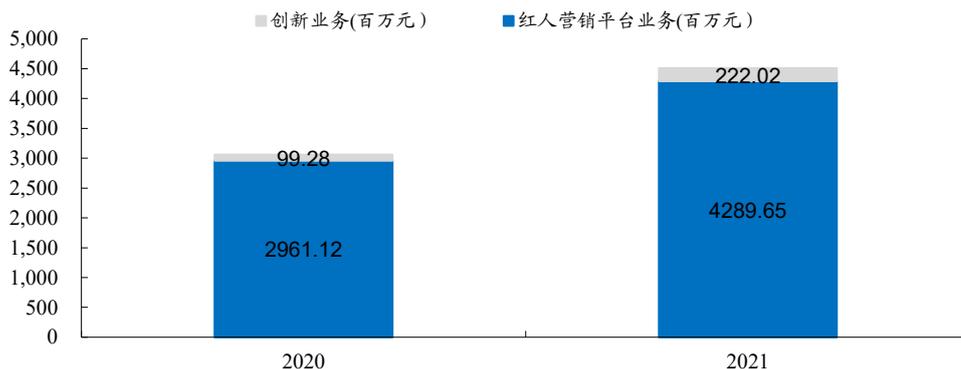


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 完善红人经济生态，探索区块链技术

2021 年公司红人营销平台业务实现营收 42.90 亿元，同比增长 44.87%，营收占比达 95.08%，同比下降 1.68pct；红人经济生态链创新业务实现营收 2.22 亿元，同比增长 123.63%，创新业务成果初步显现。

图7：公司分业务营收情况

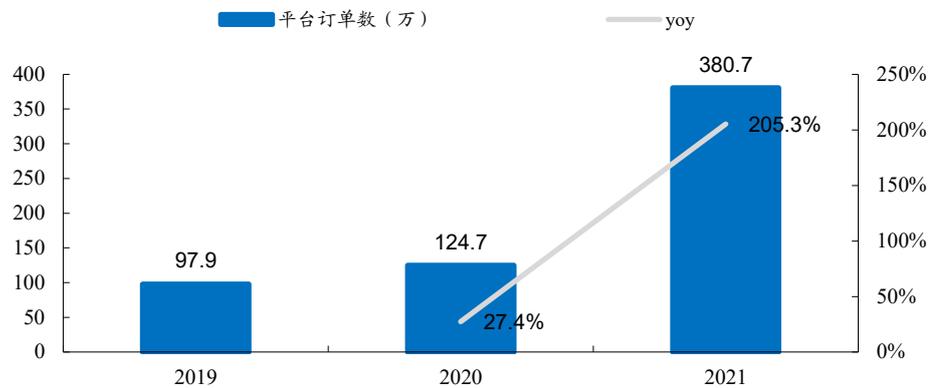


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

WEIQ 平台效率显著提升，订单量实现同比高增长。2021 年订单量达 380.7 万笔 (yoy+205.3%)，平均订单金额由 2020 年的 2375 元降至 2021 年的 1127 元，腰尾部红人商业化潜力逐步释放。2021 年平台需求转化率(收入与客户询单量的比率)约 12.9%，

去年同期为 10.4%，平台需求转化能力逐步提升。

图8：2019-2021 年 WEIQ 平台订单数

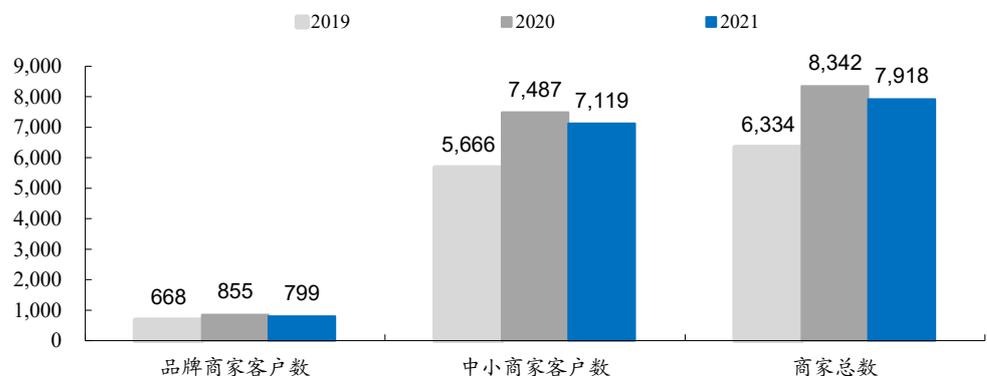


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

➤ 商家端：行业分布多元，需求结构稳定性强

疫情影响下，平台活跃商家客户数量有所下滑，但留存持续出色表现。2021 年 WEIQ 平台活跃商家客户数量达 7918 家 (yoy-5.08%)，其中品牌商家客户数 799 家 (yoy-6.55%)，占比 10.09%，中小商家客户数 7119 家 (yoy-4.92%)。留存方面，品牌客户留存率达 79.6% (yoy+1.6pct)，2021 年收入中 81.2% 来自老客户，老客户持续加大投入，79.6% 的留存客户投放金额同比增长 39.3%。客户行业分布方面，前三大行业分别为护肤品 (22.3%)、网服电商 (17.6%)、食品饮料 (14.3%)。根据商务部发布报告显示，截至 2021H1，商务大数据重点监测的网络零售平台店铺数量为 2152.5 万家，公司活跃商家渗透率不足千分之一，仍有较大成长空间。随着数据积累沉淀，WEIQ 平台模型优化，订单匹配效率与并行处理能力提升，叠加商家渗透率提升，我们看好平台营收将持续高增长。

图9：2019-2021 年 WEIQ 平台活跃商家客户数量 (家)

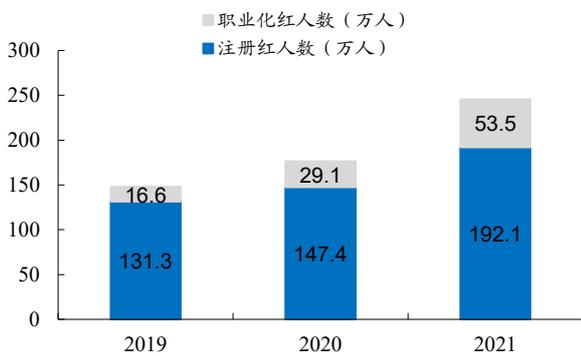


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

➤ 红人端：职业化红人数量显著增长，生态结构健康

高效赋能红人经济价值变现，平台职业化红人账户数量增长显著。截至 2021 年末，平台注册红人账户数累计达 192.1 万 (yoy+30.33%)，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 53.5 万 (yoy+83.85%)，占红人账户数比例达 27.85% (yoy+8.11pct)；入驻平台的 MCN 机构数量达 11041 家 (yoy+47.39%)，红人端机构覆盖进一步拓宽。公司持续加大分区域、分类别、分属性的精细化运营，赋能红人商业化效率提升，伴随私域流量变现模式逐渐成熟，以及各垂类平台及社区的商业化进程，我们认为 WEIQ 平台的优质红人数量有望持续高增长。

图10: 2019-2021 年 WEIQ 平台注册红人数



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

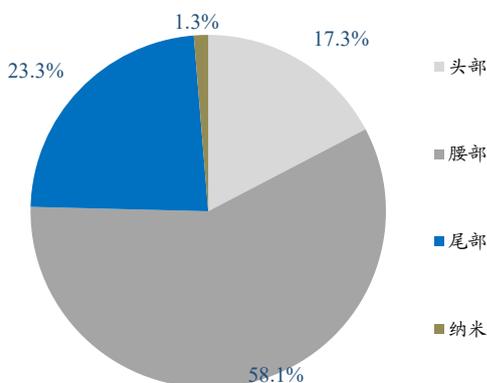
图11: 2019-2021 年 WEIQ 平台注册 MCN 数



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

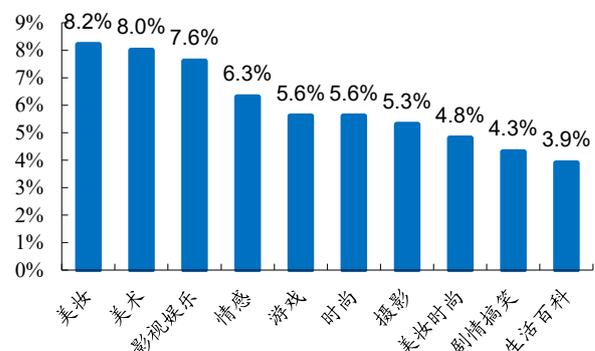
红人生态维持健康发展，垂类分布均衡。2021 年腰尾部红人获得收入占比 81.4%，同比维稳，符合公司平台模式下订单去中心化的趋势。红人营销的“矩阵式”合作策略对于平台并行处理能力要求高，我们认为公司已有一定的历史数据沉淀，随着匹配撮合效率提升，腰尾部红人仍有较大的成长空间，平台红人生态有望持续均衡发展。垂类分布上，WEIQ 连接红人账号的领域分布均衡，前三大行业分别为美妆 (8.2%)、美术 (8.0%)、影视娱乐 (7.6%)。

图12: 2021 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13: 2021 年 WEIQ 平台红人垂类分布 TOP10



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

创新业务持续发力，布局区块链技术。公司数据化产品代理商服务系统“WEIQ-SAAS”已服务 70 余家代理商客户，短视频直播电商一站式数据服务平台“热浪数据”累计收录热门素材超 11 亿，拥有智能粉丝画像数据 2000 多万，定制化 KOL 需求管理系统“KBM”已与雀巢公司达成战略合作并投入使用；衍生服务 IMSOCIAL 加速器已深度赋能 9 家红人厂牌，定向赋能 650 多家 MCN 机构，自媒体排行及版权管理机构克劳锐累计曝光超 3 亿人次。同时公司持续探索红人经济商业边界，布局新消费品牌等。此外，公司积极探索区块链技术，推出 3D 虚拟社交软件“虹宇宙”和自媒体数字藏品工具集“TopHolder 头号藏家”，积极发掘内容创作者的新平台与新变现方式。

3. 盈利预测与投资评级

考虑到疫情或将影响商家投放力度，以及公司加大创新业务投入，我们下调此前盈利预测，预计 2022-2024 年 EPS 分别为 0.27/0.34/0.43（2022-2023 年此前为 0.38/0.55 元），对应当前股价 PE 分别为 32/26/20X。我们看好公司作为红人经济龙头，红人生态布局逐渐完善，创新业务与主营业务协同效应凸显，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)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	4,438	5,311	6,279	7,569	营业总收入	4,512	6,253	8,112	10,119
货币资金及交易性金融资产	1,570	1,590	1,348	1,530	营业成本(含金融类)	3,506	4,844	6,244	7,789
经营性应收款项	2,700	3,556	4,730	5,826	税金及附加	15	22	28	35
存货	36	27	50	53	销售费用	290	531	690	850
合同资产	0	0	0	0	管理费用	155	213	284	354
其他流动资产	132	137	151	161	研发费用	129	188	284	354
非流动资产	565	599	654	686	财务费用	-24	-20	-21	-21
长期股权投资	32	42	53	64	加:其他收益	40	56	73	91
固定资产及使用权资产	112	121	149	155	投资净收益	-3	-3	-4	-5
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	19	29	40	50	减值损失	-41	-27	-31	-29
商誉	11	16	22	27	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	32	32	32	32	营业利润	437	501	640	814
其他非流动资产	359	359	359	359	营业外净收支	-81	0	0	0
资产总计	5,003	5,909	6,933	8,255	利润总额	356	501	640	814
流动负债	1,196	1,603	1,991	2,516	减:所得税	20	29	37	46
短期借款及一年内到期的非流动负债	129	29	29	29	净利润	336	472	604	767
经营性应付款项	726	998	1,290	1,607	减:少数股东损益	-18	-14	-12	-12
合同负债	64	95	118	150	归属母公司净利润	354	487	616	779
其他流动负债	277	481	555	731	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.20	0.27	0.34	0.43
非流动负债	189	189	189	189	EBIT	421	495	632	804
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	468	544	689	870
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	22.28	22.53	23.03	23.02
租赁负债	51	51	51	51	归母净利率(%)	7.85	7.78	7.59	7.70
其他非流动负债	138	138	138	138	收入增长率(%)	47.42	38.59	29.73	24.74
负债合计	1,385	1,792	2,180	2,705	归母净利润增长率(%)	19.90	37.34	26.59	26.44
归属母公司股东权益	3,626	4,140	4,788	5,596					
少数股东权益	-9	-23	-35	-46					
所有者权益合计	3,618	4,118	4,753	5,549					
负债和股东权益	5,003	5,909	6,933	8,255					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-438	210	-124	285	每股净资产(元)	2.01	2.29	2.65	3.10
投资活动现金流	-243	-86	-116	-103	最新发行在外股份(百万股)	1,808	1,808	1,808	1,808
筹资活动现金流	-39	-104	-2	-2	ROIC(%)	11.18	11.68	13.19	14.50
现金净增加额	-722	20	-242	181	ROE-摊薄(%)	9.77	11.75	12.87	13.92
折旧和摊销	47	49	57	66	资产负债率(%)	27.68	30.32	31.45	32.77
资本开支	-144	-73	-101	-87	P/E(现价&最新股本摊薄)	44.54	32.43	25.62	20.26
营运资本变动	-818	-545	-881	-750	P/B(现价)	4.35	3.81	3.30	2.82

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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>

