

天下秀 (600556.SH)

平台效率提升，加大投入创新业务布局 Web3.0

买入

核心观点

业绩持续增长，公司加大投入产品升级和创新业务。2021年公司实现营收45.12亿，同增47.42%，实现归母净利润3.54亿，同比增长19.9%，实现扣非归母净利润4.2亿，同增12.66%，近五年收入的年复合增长率达到57.7%，扣非净利润的复合增长率达到43.2%，公司对红人经济判断精准，平台效率不断提，创新业务同比增长124%。21年公司净利润增速低于营收增速，主要因给公司对主业产品升级改造及对虹宇宙创新业务投入加大所致。公司拟向全体股东每10股派发现金红利0.20元（含税）。

平台效率提升显著，客户管理趋向精细化，红人生态结构健康均衡。2021年平台订单量继续实现爆发增长，同比增长205.3%至380.7万笔；品牌客户略有减少，留存率持续提升，WEIQ平台活跃商家客户数7918个，品牌客户较2020年小幅下降，留存率达到79.6%，留存客户的投放金额同增39.3%，延续了20年的高增长；平台红人生态趋向健康，腰尾部网红收入占比提升。注册红人数192.1万，职业化红人53.5万，均有显著增长，腰尾部红人获得收入占比81.4%，形成红人生态的稳固基石。

迎接全新Web3.0时代，构建“虹宇宙”和“TopHolder”平台。1) 3D虚拟生活社区“虹宇宙”，自上线内测以来累计预约用户已超过40万，红人IP鱼太闲、天才小熊猫等入驻社区与粉丝互动，并与拉菲集团、龙湖集团等著名品牌开展合作，探索数字化技术赋能实体经济。2) 自媒体数字藏品工具集“TopHolder 头号藏家”已正式接入虹宇宙开放应用平台，并与微博达成战略合作，为微博创作者提供数字藏品服务。

风险提示：创新业务回收周期长；品牌客户压制毛利率；新媒体营销竞争激烈。

投资建议：公司基本面表现良好，平台效率提升显著，商家端和红人端保持良性增长，短期来看公司高成长受业务扩张影响，长期来看WEIQ平台持续升级，公司加强Web3.0时代对区块链技术的布局，构建元宇宙和数字藏品平台，赋能营销新生态。我们依然看好公司长期成长性，但短期内公司受广告大环境下行及公司成本、研发端的压制，我们下调公司22-23年利润37.5%/35.3%，预计22-24年公司归母净利润4.82/6.59/8.97亿，增速36%/36.8%/36.1%，EPS为0.27/0.36/0.50元，对应PE 33/24/18x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,060	4,512	6,276	8,533	11,490
(+/-%)	54.8%	47.4%	39.1%	36.0%	34.6%
净利润(百万元)	295	354	482	659	897
(+/-%)	14.3%	19.9%	36.0%	36.8%	36.1%
每股收益(元)	0.16	0.20	0.27	0.36	0.50
EBIT Margin	13.3%	9.2%	8.6%	8.5%	8.4%
净资产收益率 (ROE)	8.9%	9.8%	11.8%	14.1%	16.3%
市盈率 (PE)	53.4	44.5	32.8	23.9	17.6
EV/EBITDA	40.9	40.6	32.9	25.5	20.1
市净率 (PB)	4.78	4.35	3.88	3.38	2.87

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

公司研究·财报点评

传媒·广告营销

证券分析师：张衡

021-60875160

zhangheng2@guosen.com.cn xiayan2@guosen.com.cn

S0980517060002

证券分析师：夏妍

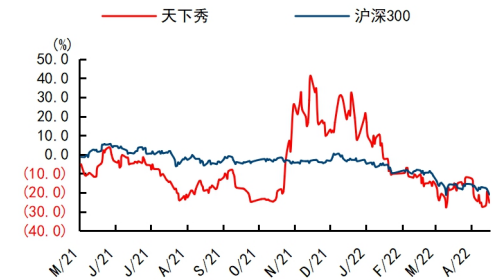
021-60933162

S0980520030003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	8.10元
总市值/流通市值	14645/8643百万元
52周最高价/最低价	15.31/7.63元
近3个月日均成交额	259.15百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

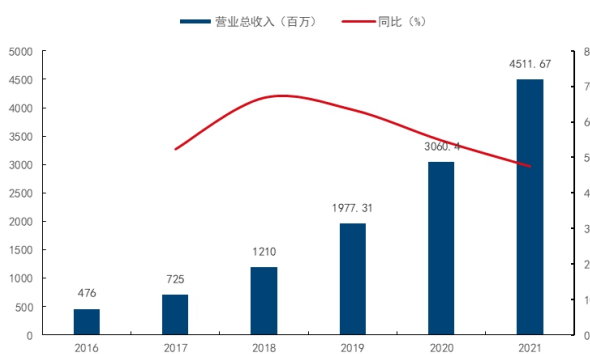
相关研究报告

- 《天下秀-600556-2021年中报点评：技术驱动持续加深护城河，创新业务多点开花》——2021-08-21
- 《天下秀-600556-2020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

业绩持续增长，公司加大投入产品升级和创新业务。2021 年公司实现营收 45.12 亿，同增 47.42%，实现归母净利润 3.54 亿，同比增长 19.9%，实现扣非归母净利润 4.2 亿，同增 12.66%，其中公司 21Q4 实现营收 12.61 亿，同增 50.81%，21Q4 实现归母净利润 9927 万，同增 105.71%，报告期内公司业绩实现快速增长，近五年收入的年复合增长率达到 57.7%，扣非净利润的复合增长率达到 43.2%，公司对红人经济判断精准，平台效率不断提，创新业务同比增长 124%。21 年公司净利润增速低于营收增速，主要因给公司对主业产品升级改造及对虹宇宙创新业务投入加大所致。

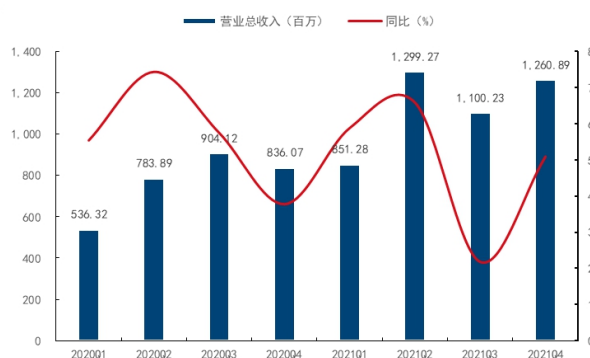
公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 0.20 元（含税），合计派发现金红利 3615.5 万元（含税），股利分配比例为 10.21%。

图1：天下秀营业收入及增速（调整后）



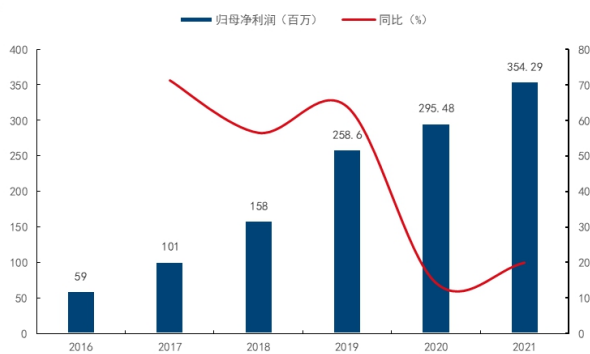
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：天下秀单季营业收入及增速



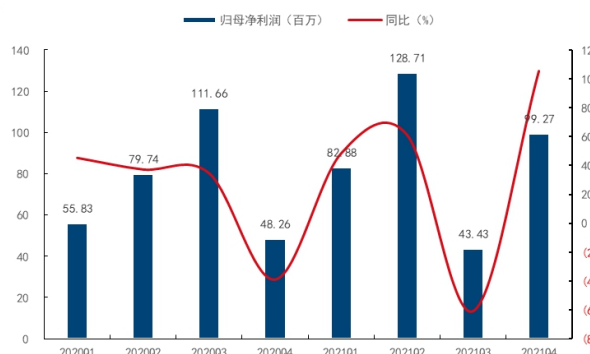
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：天下秀归母净利润及增速（调整后）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

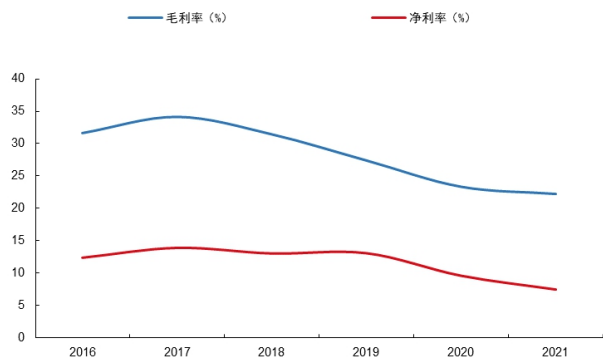
图4：天下秀单季归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

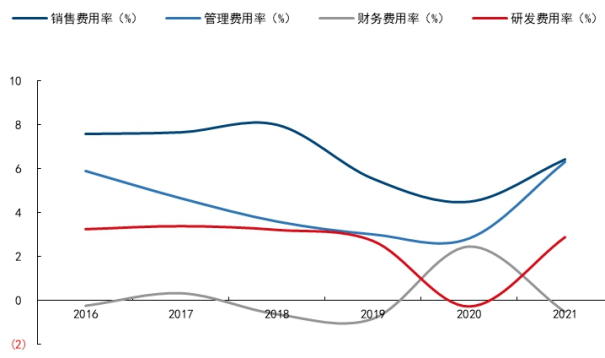
2021 年公司毛利率为 22.28%，同减 1.11pct，净利率为 7.44%，同减 2.15pct，其中红人营销平台业务毛利率 22.25%，同减 1.3pct，创新业务毛利率 22.88%，同增 4.3pct。2021 年公司销售费用率和管理费用率有所回升，主要因业务规模增长所致，财务费用率下降因利息收入增加，研发费用同增 73.3%至 1.3 亿，主要因本年加大了 WEIQ 平台、虹宇宙等项目的研发投入。

图5: 天下秀毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 天下秀费用率变化情况

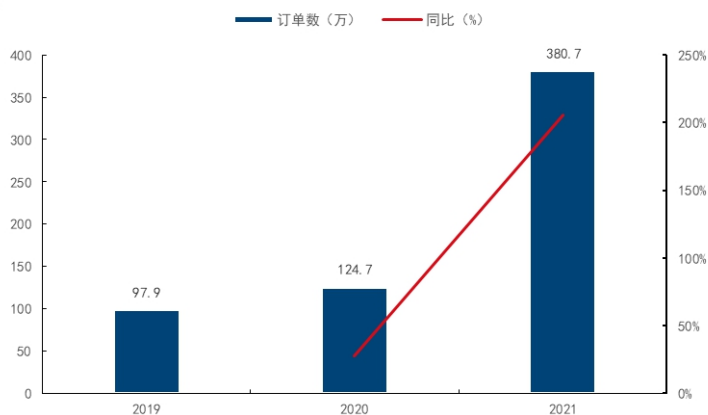


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

平台效率提升显著, 客户管理趋向精细化, 红人生态结构健康均衡

2021 年全年订单量在首次突破百万的基础上, 继续实现爆发增长, 2021 年达 380.7 万笔, 同比增长 205.3%, WEIQ 平台订单平均金额由 2020 年的 2375 元变化为到 2021 年的 1127 元, 品牌客户的投放趋势开始偏下沉, 腰尾部红人价值凸显。WEIQ 平台对于商家客户的需求转化率约为 12.9%, 高于 2020 年的 10.4% 的转化率。

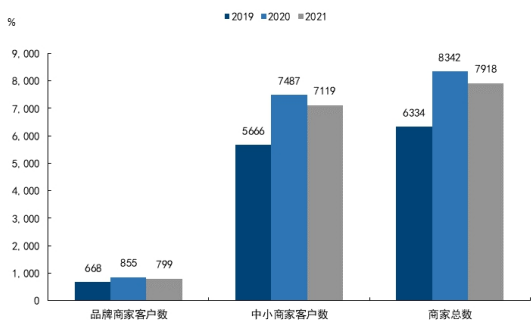
图7: 2019-2021 公司 WEIQ 平台订单数



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

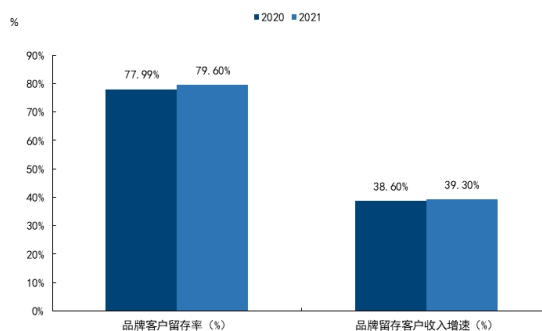
从商家端看, 品牌客户略有减少, 留存率持续提升。WEIQ 平台累计注册商家客户数达到 179,412 个, 较上年增长 12,683 个, 活跃商家客户数为 7918 个, 其中品牌客户 799 个, 较 2020 年小幅下降, 主要因对精细化管理经营现金流改善的考量。品牌客户的留存率达到 79.6%, 高于 2020 年的 78.0%, 79.6% 的留存客户的投放金额同比增长 39.3%, 延续了 20 年的高增长。同时, 2021 年收入中 81.2% 来自于老客户, 18.8% 来自于新增客户。

图8：2019-2021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

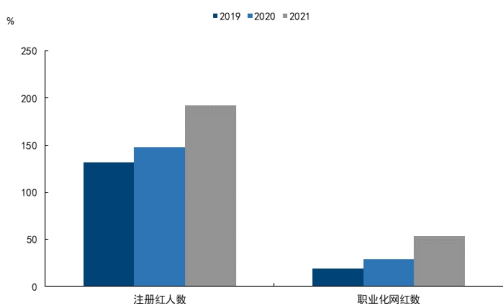
图9：2020-2021年品牌客户留存率及对应收入增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

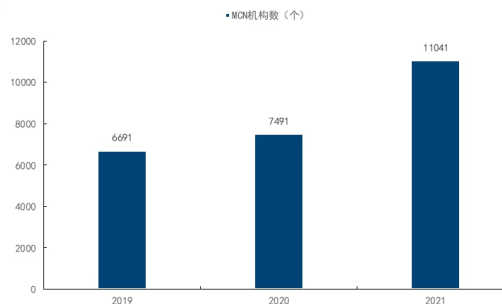
从红人端看，平台生态趋向健康，腰尾网红收入占比提升。平台注册红人账户数累积达到192.1万，其中专职或兼职从事红人工作且能够迅速响应、具备成功接单能力的职业化红人账户数达到53.5万，与2020年末29.1万的数量相比，增长显著；入驻WEIQ平台的MCN机构的数量达到11041家，较2020年末增长了3550家。从红人收入结构看，腰尾部红人获得收入占比81.4%，形成了红人生态的稳固基石，亦符合平台模式下红人去中心化的趋势。

图10：2019-2021年WEIQ平台注册红人数及职业网红数



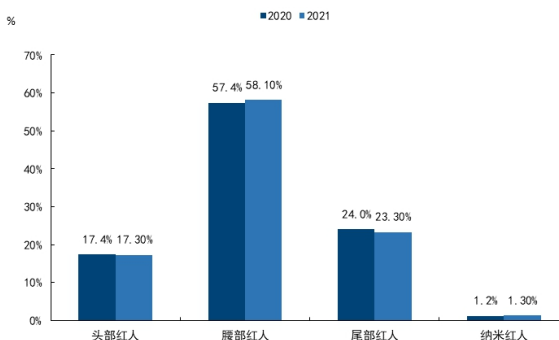
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图11：2019-2021年入驻WEIQ平台MCN机构数



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图12：2020-2021年红人收入结构



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

迎接全新 Web3.0 时代，构建“虹宇宙”和“TopHolder”平台

在 Web3.0 时代全新的创作者经济生态中，公司创建了 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”。1) 3D 虚拟生活社区“虹宇宙”，自上线内测以来累计预约用户已超过 40 万，红人 IP 鱼太闲、天才小熊猫等入驻社区与粉丝互动，并与拉菲集团、龙湖集团等著名品牌开展合作，探索数字化技术赋能实体经济。2) 自媒体数字藏品工具集“TopHolder 头号藏家”已正式接入虹宇宙开放应用平台，为虹宇宙引入全网内容创作者的优质数字作品，丰富平台内 UGC 内容生态建设，并与微博达成战略合作，为微博创作者提供数字藏品服务。公司将积极探索以内容创业者为中心的、拥有自主权的、全新的创业者经济商业模式和产品应用。

图 13: 虹宇宙联合龙湖地产打造“熙上售楼处”



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图 14: TopHolder 平台藏家发布数字藏品



资料来源：TopHolder 官网、国信证券经济研究所整理

风险提示：创新业务回收周期长；品牌客户压制毛利率；新媒体营销竞争激烈。

投资建议：公司基本面表现良好，平台效率提升显著，商家端和红人端保持良性增长，短期来看公司高成长受业务扩张影响，长期来看 WEIQ 平台持续升级，公司加强 Web3.0 时代对区块链技术的布局，构建元宇宙和数字藏品平台，赋能营销生态。我们依然看好公司长期成长性，但短期内公司受广告大环境下行及公司成本、研发端的压制，我们下调公司 22-23 年利润 37.5%/35.3%，预计 22-24 年公司归母净利润 4.82/6.59/8.97 亿，增速 36%/36.8%/36.1%，EPS 为 0.27/0.36/0.50 元，对应 PE 33/24/18x，维持“买入”评级。

表 1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				投资评级
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	
300058.SZ	蓝色光标	6.67	171.13	0.29	0.26	0.33	0.39	23.00	25.65	20.21	17.10	增持
002027.SZ	分众传媒	5.75	823.21	0.27	0.42	0.50	0.59	21.30	13.69	11.50	9.75	买入
603825.SH	华扬联众	16.65	43.70	0.92	0.96	1.46	1.86	18.10	17.34	11.40	8.95	增持
605168.SH	三人行	126.20	88.77	5.21	7.25	10.58	14.74	24.22	17.41	11.93	8.56	增持
600986.SH	浙文互联	5.56	75.51	0.07	0.22	0.29	0.37	79.43	25.27	19.17	15.03	增持
002291.SZ	星期六	13.70	124.73	0.03	(0.77)	0.82	1.20	456.67	(17.79)	16.71	11.42	买入
600556.SH	天下秀	7.94	157.82	0.16	0.20	0.27	0.36	53.41	44.54	32.75	23.95	买入

资料来源：Wind、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	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	2294	1570	1790	1900	2100	营业收入	3060	4512	6276	8533	11490
应收款项	1515	2441	3267	4208	5351	营业成本	2345	3506	4904	6668	8978
存货净额	2	36	54	73	99	营业税金及附加	10	15	21	28	38
其他流动资产	233	391	533	725	977	销售费用	137	290	408	555	747
流动资产合计	4044	4438	5645	6907	8527	管理费用	86	155	214	291	391
固定资产	7	33	51	69	84	研发费用	75	129	188	265	368
无形资产及其他	8	19	20	20	20	财务费用	(9)	(24)	(28)	(21)	(19)
投资性房地产	152	480	480	480	480	投资收益	(7)	(3)	(5)	(5)	(5)
长期股权投资	21	32	43	54	65	资产减值及公允价值变动	3	5	5	5	5
资产总计	4232	5003	6239	7529	9177	其他收入	(78)	(135)	(188)	(265)	(368)
短期借款及交易性金融负债	0	129	500	635	759	营业利润	408	437	570	748	987
应付款项	481	726	1011	1375	1851	营业外净收支	(97)	(81)	(85)	(85)	(85)
其他流动负债	331	341	443	603	812	利润总额	311	356	485	663	902
流动负债合计	812	1196	1954	2613	3422	所得税费用	18	20	28	38	52
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(2)	(18)	(25)	(34)	(47)
其他长期负债	119	189	249	309	369	归属于母公司净利润	295	354	482	659	897
长期负债合计	119	189	249	309	369	现金流量表 (百万元)					
负债合计	930	1385	2203	2922	3791	净利润	295	354	482	659	897
少数股东权益	0	(9)	(32)	(63)	(106)	资产减值准备	(8)	3	2	2	2
股东权益	3302	3626	4067	4670	5491	折旧摊销	1	6	5	6	7
负债和股东权益总计	4232	5003	6239	7529	9177	公允价值变动损失	(3)	(5)	(5)	(5)	(5)
						财务费用	(9)	(24)	(28)	(21)	(19)
关键财务与估值指标						营运资本变动	(1073)	(1118)	(537)	(567)	(672)
每股收益	0.16	0.20	0.27	0.36	0.50	其它	6	(19)	(25)	(34)	(45)
每股红利	0.01	0.02	0.02	0.03	0.04	经营活动现金流	(781)	(779)	(78)	62	184
每股净资产	1.83	2.01	2.25	2.58	3.04	资本开支	0	(37)	(21)	(21)	(21)
ROIC	18.56%	11.96%	13%	15%	17%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	8.95%	9.77%	12%	14%	16%	投资活动现金流	(10)	(48)	(32)	(32)	(32)
毛利率	23%	22%	22%	22%	22%	权益性融资	(9)	9	0	0	0
EBIT Margin	13%	9%	9%	9%	8%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	13%	9%	9%	9%	8%	支付股利、利息	(26)	(30)	(41)	(56)	(76)
收入增长	55%	47%	39%	36%	35%	其它融资现金流	2101	154	371	135	124
净利润增长率	14%	20%	36%	37%	36%	融资活动现金流	2041	103	330	79	48
资产负债率	22%	28%	35%	38%	40%	现金净变动	1251	(724)	220	110	200
股息率	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%	货币资金的期初余额	1043	2294	1570	1790	1900
P/E	53.4	44.5	32.8	23.9	17.6	货币资金的期末余额	2294	1570	1790	1900	2100
P/B	4.8	4.4	3.9	3.4	2.9	企业自由现金流	0	(756)	(42)	104	227
EV/EBITDA	40.9	40.6	32.9	25.5	20.1	权益自由现金流	0	(602)	355	259	368

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 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 层
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