

# 天下秀 (600556)

证券研究报告

2022年08月29日

22H1 营收 yoy-2.90%阶段承压, 创新业务表现亮眼, 坚持红人生态链布局关注长期成长

## 事件

公司发布 2022 年半年报, 2022H1 实现营收 20.88 亿元, yoy-2.90%小幅下降; 归母净利润 1.69 亿元, yoy-20.10%, 归母净利率 8.10%, 同降 1.74pct; 扣非后归母净利润 1.18 亿元, yoy-44.90%, 扣非后归母净利率 5.63%, 同降 4.29%pct。2022Q2 实现营收 9.29 亿元, yoy-28.49%; 归母净利润 0.76 亿元, yoy-41.04%, 归母净利率 8.17%, 同减 1.74pct, 主因销售&研发费用率有所提高; 扣非后归母净利润 0.20 亿元, yoy-84.67%, 扣非后归母净利率 2.16%, 同减 7.90pct。

## 点评

**1、疫情影响下业绩承压, 创新业务营收同增 36%打造新增长极。**22Q2/H1 营收同减 28.49%/2.90%, 主因疫情影响下客户复工延迟, 致原定红人营销投放节奏打乱, 叠加宏观经济下行压力下广告市场需求相对疲软。22H1 创新业务收入达 1.26 亿, yoy+36.05%, 持续验证公司对红人经济前瞻式布局能力。

**2、新媒体商业: 商家端持续精细化运营+红人结构健康化发展, 业务数据持续向好。**

1) WEIQ 商家侧: 2022H1, 注册商家客户数达到 184,949 个, 较 21 年末增长 5,537 个。2) WEIQ 红人侧: ①已高效连接 203.9 万红人, 较 21 年年末增长 11.8 万人。22H1 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 65.0 万人, 较 21 年年末增长 12.5 万人。入驻 WEIQ 的 MCN 机构达 11,617 家, 较 21 年年末增长 576 家; ②红人端结构持续优化, 22H1 头部/腰部/尾部/纳米红人占比为 14.4%/55.1%/28.1%/2.40%, 其中头部红人/尾部红人占比较 21 年底分别下降 2.9pct 和提高 4.8pct。

**3、经营活动现金流基本归正, 运营管控效果趋显。**2022H1 公司经营活动产生的现金流净额为-0.10 亿基本归正, 同比提升 3.25 亿, 主因加强应收账款回款力度, 回款效率有所提高。2022H1 投资活动产生的现金流流出 1.13 亿元, 去年同期为净流出 0.57 亿元; 截至 2022H1 货币资金为 14.98 亿元。

**4、销售&研发费用率同比提高, 盈利能力有所下降。**1) 2022H1/Q2 销售费用率为 7.77%/8.77%, 同增 2.98pct/4.97pct, 主因销售团队扩容致职工薪酬费用提高; 22H1/Q2 研发费用率为 4.42%/6.09%, 同增 0.61pct/1.84pct, 主因 WEIQ&虹宇宙研发投入加大。销售&研发投入双增, 为未来收入高增长和创新业务模式跑通奠定人力&技术基础。2) 2022H1 期间费用率/管理费用率分别为 16.37%/4.62%, 同增 4.83pct/0.79pct; 2022Q2 期间费用率/管理费用率分别为 18.49%/4.01%, 同增 7.46pct/0.33pct。3) 毛利率基本保持稳定, 22Q2 为 21.58%; 净利率有所下降, 22Q2 归母净利率/扣非归母净利率为 8.17%/2.16%, 同减 1.75pct/7.90pct。

**投资建议:** 公司持续完善红人生态布局, 研发驱动下 WEIQ 经营数据+平台效率持续进阶奠定基本盘, 同时自 21 年以来面向红人经济生态链的创新布局开始逐渐贡献营收。未来公司将持续迭代优化, 原有业务维持稳定盈利能力, 新布局业务拓展长期空间, 考虑上半年疫情对公司业绩负面影响, 预计 2022/2023/2024 年归母净利润为 3.0/4.2/5.2 亿元(前值 22/23/24 年归母净利润为 5.1/6.5/8.1 亿元), 维持“买入”评级。

**风险提示:** 宏观经济影响; 新模式、新业态下监管要求变化; 市场竞争风险等

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,060.40	4,511.67	4,511.67	6,316.34	8,590.22
增长率(%)	54.78	47.42	0.00	40.00	36.00
EBITDA(百万元)	478.96	554.07	371.49	482.88	585.89
归属母公司净利润(百万元)	295.48	354.29	304.19	415.94	518.38
增长率(%)	14.26	19.90	(14.14)	36.74	24.63
EPS(元/股)	0.16	0.20	0.17	0.23	0.29
市盈率(P/E)	45.76	38.17	44.45	32.51	26.09
市净率(P/B)	4.10	3.73	3.50	3.21	2.90
市销率(P/S)	4.42	3.00	3.00	2.14	1.57
EV/EBITDA	42.67	36.84	28.09	25.03	18.73

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 投资评级

行业	传媒/广告营销
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	7.33 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)	1,066.94
A 股总市值(百万元)	13,250.79
流通 A 股市值(百万元)	7,820.64
每股净资产(元)	2.08
资产负债率(%)	26.89
一年内最高/最低(元)	15.31/6.31

## 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: 聚源数据

## 相关报告

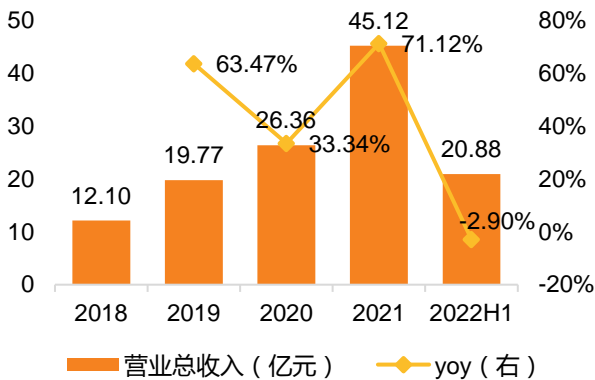
- 《天下秀-季报点评:22Q1: 疫情受压下强劲增长凸显红人新经济生命力》2022-04-30
- 《天下秀-年报点评报告: 年报维持高速增长, 红人新经济龙头增长势头强劲》2022-04-22
- 《天下秀-半年报点评: 流量去中心化势不可挡, IMS 营收净利持续高增印证预判》2021-08-24

## 1. 事件

公司发布 2022 年半年报，2022H1 实现营收 20.88 亿元，yoy-2.90%小幅下降；归母净利润 1.69 亿元，yoy-20.10%，归母净利率 8.10%，同降 1.74pct；扣非后归母净利 1.18 亿元，yoy-44.90%，扣非后归母净利率 5.63%，同降 4.29pct。

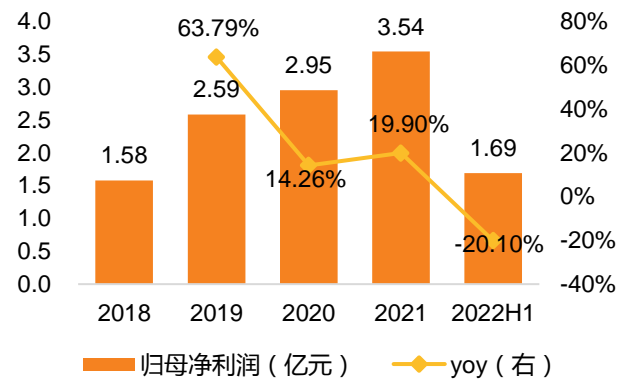
2022Q2 实现营收 9.29 亿元，yoy-28.49%；归母净利润 0.76 亿元，yoy-41.04%，归母净利率 8.17%，同减 1.74pct，主因销售&研发费用率有所提高；扣非后归母净利 0.20 亿元，yoy-84.67%，扣非后归母净利率 2.16%，同减 7.90pct。

图 1：2022H1 营收同比降低 2.90%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2022H1 归母净利润同比降低 20.10%



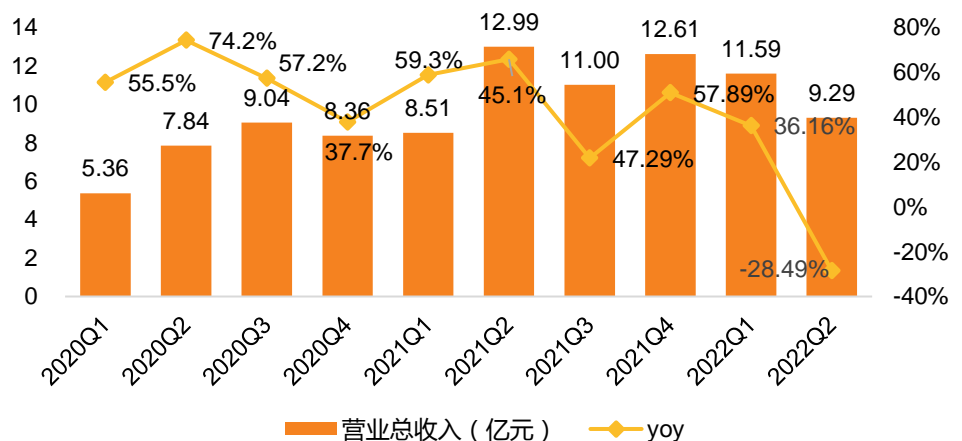
资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. 点评

### 2.1. 营收端

**疫情影响下业绩承压,创新业务同增 36%+打造新增长极。**22Q2/H1 营收同减 28.49%/2.90%，主因疫情影响下客户复工延迟，致原定红人营销投放节奏打乱，叠加宏观经济下行压力下广告市场需求相对疲软。公司及时调整服务策略&加强互联网文娱客户深度合作，减少疫情对主营业务影响，同时积极推进创新红人营销业务建设，22H1 创新业务收入达 1.26 亿，yoy+36.05%，验证公司对红人经济前瞻式布局能力。

图 3：天下秀季度收入



资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

## 2.2. 业务端

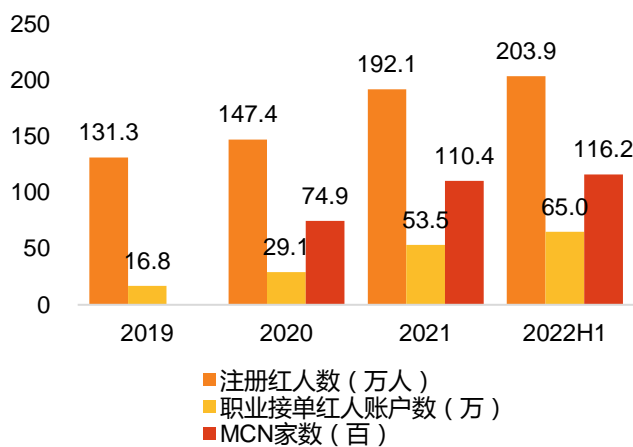
①WEIQ 商家侧：22H1 注册商家客户数达 184,949 个，较 21 年末增长 5,537 个，其中 WEIQ 平台的活跃商家客户数为 4,052 个。

②WEIQ 红人侧：红人供给增长强劲，尾部占比提高&结构持续优化。

(1) WEIQ 平台已高效连接 203.9 万红人（内容创业者），较 21 年末增长 11.8 万人，已实现对大部分活跃 MCN 机构链接和红人覆盖。22H1 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 65.0 万人，较 21 年末增长 12.5 万人。入驻 WEIQ 的 MCN 机构达 11,617 家，较 21 年末增长 576 家。

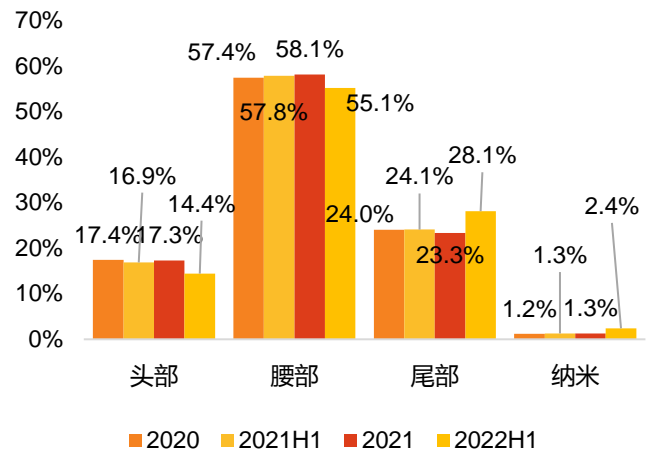
(2) 红人端结构持续优化，流量去中心化趋势持续显现。22H1 头部/腰部/尾部/纳米红人占比为 14.4%/55.1%/28.1%/2.40%，其中头部红人/尾部红人占比较 21 年底分别下降 2.9pct 和提高 4.8pct，红人生态持续健康均衡发展。

图 4：WEIQ 平台红人数&MCN 数量稳步增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：尾部达人占比持续提高，结构呈优化趋势

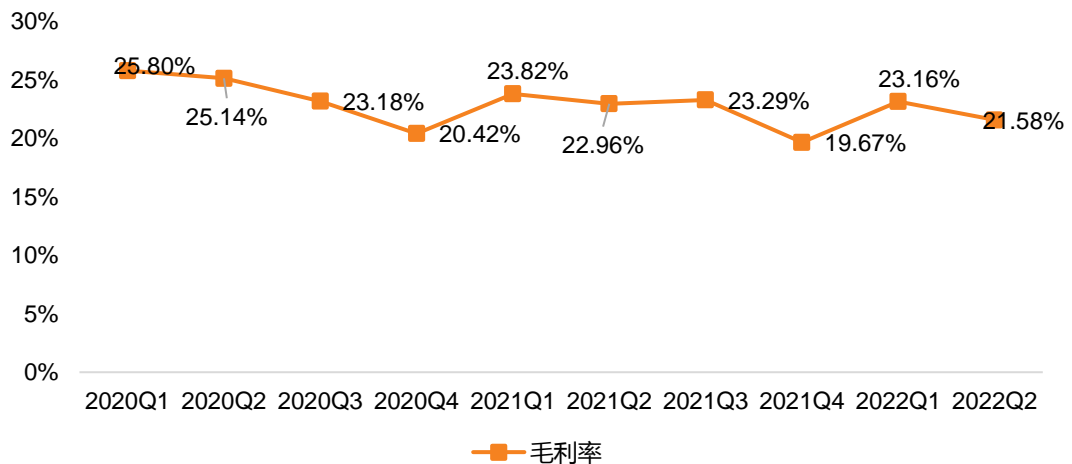


资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2.3. 费用端

① 毛利率总体保持稳定，21Q2-22Q2 单季度毛利率分别为 22.96%/23.29%/19.67%/23.16%/21.58%。

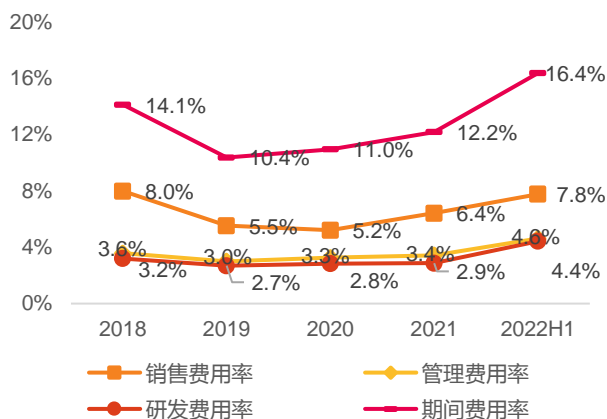
图 6：天下秀季度毛利率



资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

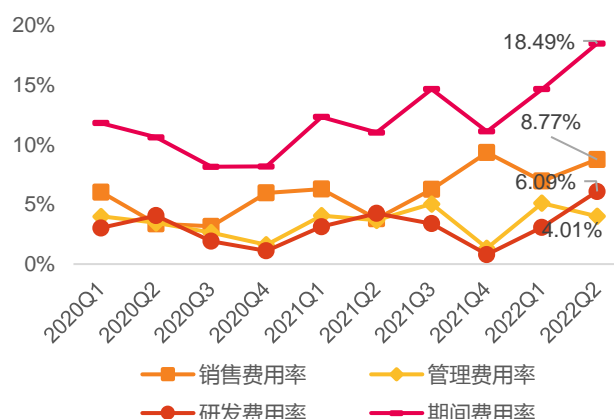
**运营能力方面**，2022H1 存货② 2022H1/Q2 销售费用率为 7.77%/8.77%，同增 2.98pcts/4.97pcts，主因销售团队扩容致职工薪酬费用提高；22H1/Q2 研发费用率为 4.42%/6.09%，同增 0.61pct/1.84pct，主因 WEIQ&虹宇宙研发投入加大。销售&研发投入双增，为未来收入高增长和创新业务模式跑通奠定人力&技术基础。2022H1 期间费用率/管理费用率分别为 16.37%/4.62%，同增 4.83pcts/0.79pcts；2022Q2 期间费用率/管理费用率分别为 18.49%/4.01%，同增 7.46pcts/0.33pcts。

图 7：2022H1 销售&研发费用率呈上升趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

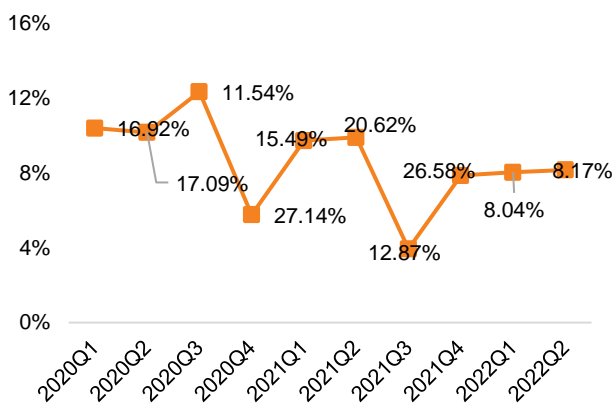
图 8：天下秀季度费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

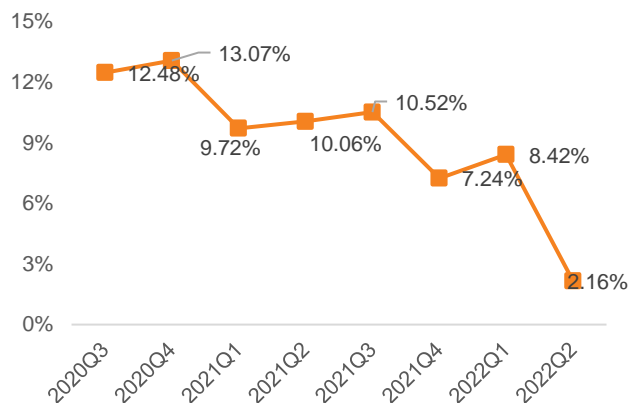
③毛利率保持稳定+新业务投入加大费用致净利率有所下降，21Q2-22Q2 单季度归母净利润率分别为 9.91%/3.95%/7.87%/8.04%/8.17%，22Q2 归母净利润率同比下降 1.75pct；21Q2-22Q2 单季度扣非归母净利润率分别为 10.06%/10.52%/7.24%/8.42%/2.16%，22Q2 扣非归母净利润率同比下降 7.90pct。

图 9：天下秀季度归母净利润率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：天下秀季度扣非后归母净利润率

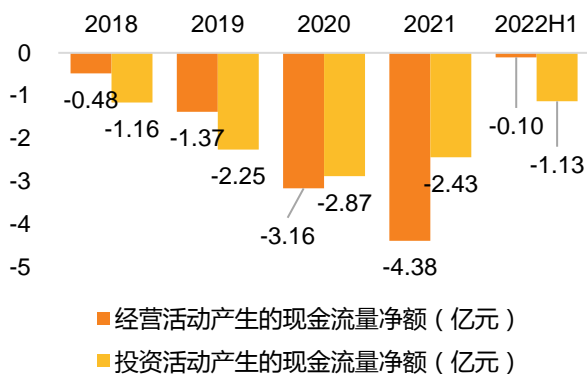


资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2.4. 现金流端

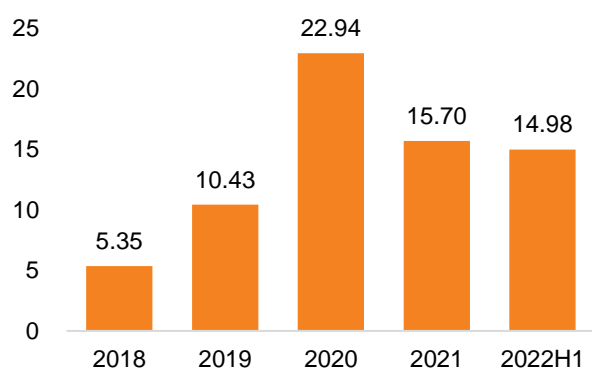
2022H1 公司经营活动产生的现金流净额为-0.10 亿基本归正，同比提升 3.25 亿，主因加强应收账款回款力度，回款效率有所提高。2022H1 投资活动产生的现金流流出 1.13 亿元，去年同期为净流出 0.57 亿元；截至 2022H1 货币资金为 14.98 亿元。

图 11：2022H1 经营活动产生的现金流量净额-0.10 亿元



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：2022H1 货币资金 14.98 亿元（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3. 投资建议

面对疫情，公司采取多维度举措应对，业务端调整服务策略+加大互联网&文娱客户深度合作，提高新媒体商业经营韧性，同时开辟创新业务打造新增长点；运营端多举措提高回款效率，经营现金流水平基本转正持续优化。

公司持续完善红人生态布局，研发驱动下 WEIQ 经营数据+平台效率持续进阶奠定基本盘，同时自 21 年以来面向红人经济生态链的创新布局开始逐渐收获成效，持续贡献营收。未来公司将持续迭代优化，原有业务维持稳定盈利能力，新布局业务拓展长期空间，考虑上半年疫情对公司业绩负面影响，预计 2022/2023/2024 年归母净利润为 3.0/4.2/5.2 亿元（前值 22/23/24 年归母净利润为 5.1/6.5/8.1 亿元），维持“买入”评级。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,293.82	1,569.97	2,612.53	958.13	2,049.60
应收票据及应收账款	1,502.04	2,411.99	1,502.04	3,977.61	3,474.72
预付账款	146.64	287.97	153.52	467.31	384.47
存货	2.36	35.94	2.97	51.75	23.32
其他	99.45	132.40	116.32	149.50	137.87
<b>流动资产合计</b>	<b>4,044.31</b>	<b>4,438.26</b>	<b>4,387.38</b>	<b>5,604.30</b>	<b>6,069.98</b>
长期股权投资	20.99	32.07	32.07	32.07	32.07
固定资产	5.71	33.00	26.98	20.96	14.93
在建工程	1.72	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	16.07	22.38	19.18	15.99	12.80
其他	143.47	477.21	462.89	448.56	445.37
<b>非流动资产合计</b>	<b>187.95</b>	<b>564.66</b>	<b>541.11</b>	<b>517.57</b>	<b>505.17</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,232.27</b>	<b>5,002.92</b>	<b>4,928.50</b>	<b>6,121.88</b>	<b>6,575.15</b>
短期借款	0.00	100.03	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	480.65	726.29	499.75	1,224.36	1,141.12
其他	281.83	305.83	393.90	538.78	647.48
<b>流动负债合计</b>	<b>762.48</b>	<b>1,132.14</b>	<b>893.65</b>	<b>1,763.13</b>	<b>1,788.60</b>
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	118.64	189.09	189.09	189.09	189.09
<b>非流动负债合计</b>	<b>118.64</b>	<b>189.09</b>	<b>189.09</b>	<b>189.09</b>	<b>189.09</b>
<b>负债合计</b>	<b>930.28</b>	<b>1,385.04</b>	<b>1,082.75</b>	<b>1,952.23</b>	<b>1,977.70</b>
少数股东权益	0.05	(8.59)	(21.09)	(38.87)	(62.35)
股本	1,807.75	1,807.75	1,807.75	1,807.75	1,807.75
资本公积	762.91	763.46	763.46	763.46	763.46
留存收益	734.28	1,055.27	1,295.64	1,637.32	2,088.59
其他	(3.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
<b>股东权益合计</b>	<b>3,301.99</b>	<b>3,617.88</b>	<b>3,845.75</b>	<b>4,169.65</b>	<b>4,597.45</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4,232.27</b>	<b>5,002.92</b>	<b>4,928.50</b>	<b>6,121.88</b>	<b>6,575.15</b>
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
净利润	293.46	335.86	304.19	415.94	518.38
折旧摊销	4.33	15.25	9.22	9.22	9.22
财务费用	8.61	6.19	(24.41)	(24.41)	(24.41)
投资损失	6.67	3.37	3.37	3.37	3.37
营运资金变动	(600.17)	(1,011.18)	934.25	(1,987.52)	654.45
其它	(28.65)	212.93	(15.82)	(21.64)	(26.97)
<b>经营活动现金流</b>	<b>(315.75)</b>	<b>(437.59)</b>	<b>1,210.79</b>	<b>(1,605.04)</b>	<b>1,134.04</b>
资本支出	(48.98)	(15.26)	0.00	0.00	0.00
长期投资	9.50	11.08	0.00	0.00	0.00
其他	(247.83)	(239.17)	(3.37)	(3.37)	(3.37)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(287.30)</b>	<b>(243.35)</b>	<b>(3.37)</b>	<b>(3.37)</b>	<b>(3.37)</b>
债权融资	9.24	153.18	(104.35)	24.41	24.41
股权融资	2,039.23	(32.61)	(60.50)	(70.40)	(63.61)
其他	(302.86)	(159.74)	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,745.61</b>	<b>(39.16)</b>	<b>(164.85)</b>	<b>(45.99)</b>	<b>(39.20)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>1,142.57</b>	<b>(720.10)</b>	<b>1,042.57</b>	<b>(1,654.40)</b>	<b>1,091.47</b>

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>3,060.40</b>	<b>4,511.67</b>	<b>4,511.67</b>	<b>6,316.34</b>	<b>8,590.22</b>
营业成本	2,344.67	3,506.38	3,561.88	5,008.86	6,872.18
营业税金及附加	10.47	14.56	14.56	20.39	27.73
销售费用	137.42	289.83	289.83	405.76	551.84
管理费用	86.01	154.81	150.30	210.41	286.16
研发费用	74.72	129.46	129.46	193.88	272.26
财务费用	(9.24)	(24.41)	(24.41)	(24.41)	(24.41)
资产/信用减值损失	(21.47)	(40.64)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(6.67)	(3.37)	(3.37)	(3.37)	(3.37)
其他	36.06	47.99	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>408.44</b>	<b>437.07</b>	<b>386.69</b>	<b>498.08</b>	<b>601.09</b>
营业外收入	1.00	0.02	0.02	1.00	1.00
营业外支出	98.25	80.82	80.82	80.82	80.82
<b>利润总额</b>	<b>311.19</b>	<b>356.27</b>	<b>305.89</b>	<b>418.26</b>	<b>521.28</b>
所得税	17.73	20.41	17.52	23.96	29.86
<b>净利润</b>	<b>293.46</b>	<b>335.86</b>	<b>288.36</b>	<b>394.30</b>	<b>491.41</b>
少数股东损益	(2.02)	(18.43)	(15.82)	(21.64)	(26.97)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>295.48</b>	<b>354.29</b>	<b>304.19</b>	<b>415.94</b>	<b>518.38</b>
每股收益(元)	0.16	0.20	0.17	0.23	0.29
<b>主要财务比率</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
<b>成长能力</b>					
营业收入	54.78%	47.42%	0.00%	40.00%	36.00%
营业利润	31.62%	7.01%	-11.53%	28.81%	20.68%
归属于母公司净利润	14.26%	19.90%	-14.14%	36.74%	24.63%
<b>获利能力</b>					
毛利率	23.39%	22.28%	21.05%	20.70%	20.00%
净利率	9.66%	7.85%	6.74%	6.59%	6.03%
ROE	8.95%	9.77%	7.87%	9.88%	11.12%
ROIC	-245.98%	44.75%	19.97%	57.18%	19.60%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	21.98%	27.68%	21.97%	31.89%	30.08%
净负债率	-69.47%	-39.84%	-67.93%	-22.98%	-44.58%
流动比率	4.98	3.71	4.91	3.18	3.39
速动比率	4.98	3.68	4.91	3.15	3.38
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	2.80	2.31	2.31	2.31	2.31
存货周转率	2,592.56	235.58	231.91	230.88	228.86
总资产周转率	0.98	0.98	0.91	1.14	1.35
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.16	0.20	0.17	0.23	0.29
每股经营现金流	-0.17	-0.24	0.67	-0.89	0.63
每股净资产	1.83	2.01	2.14	2.33	2.58
<b>估值比率</b>					
市盈率	45.76	38.17	44.45	32.51	26.09
市净率	4.10	3.73	3.50	3.21	2.90
EV/EBITDA	42.67	36.84	28.09	25.03	18.73
EV/EBIT	42.78	37.26	28.81	25.52	19.03

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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 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