

天下秀 (600556.SH)

上半年收入同比增长1%，持续布局红人经济

增持

核心观点

上半年收入增长1%，第二季度业绩较好。1) 2023年上半年，公司收入21.1亿元，同比提升1.0%，主要由于客户结构调整；扣非后归母净利润0.5亿元，同比下降58.3%。2) 单看第二季度，公司收入11.5亿元，同比提升24.2%，增速环比提升41.9个百分点；扣非后归母净利润0.3亿元，同比增长61.5%。3) 第二季度，公司毛利率/扣非归母净利率分别为18.5%/2.8%，分别同比-3.1/+0.7个百分点，毛利率的下滑主要是由于媒体采购成本的增加。费用率整体有所下降，销售/管理/财务/研发费用率分别为5.4%/5.0%/0.0%/2.4%，分别同比-3.4/+1.0/+0.4/-3.7个百分点。

主业稳健，积极布局红人经济产业链。1) 主业红人营销平台方面，活跃客户与红人数均有较大提升；客户方面，截至2023年6月末，累计注册商家客户数达19.6万个，较2022年底增长4438个；活跃客户数3561个，为2022全年客户数的54.7%，活跃度有所恢复；从红人方面看，红人账户累计数量达260.7万，其中专职红人账户数/MCN机构数分别为126.2/1.56万，较2022年底增长21.6%/4.9%。2) 新业务方面，公司拓展了WEIQ-SAAS、热浪数据等数据化产品，还布局了IMSOCIAL加速器（为红人和MCN机构提供加速成长服务）、TOPKLOUT克劳锐（国内领先的权威自媒体价值排行及版权经纪管理第三方数据检测机构）等红人商业服务，以及红人职业教育（红人职业教育品牌“天下秀教育”）、潮流内容街区西五街（针对Z世代人群的潮流内容App）等。

公司在红人经济行业具备大量资源积累，率先占据优势卡位。主业方面，公司是国内第一批进入红人经济行业的企业之一，目前已积累大量数据、客户、媒体资源，在分析及监测等方面占据优势，2023上半年公司的主业发展健康，客户活跃度和红人资源均有提升。新业务方面，公司基于红人营销平台上下游布局各项创新业务，通过“热浪数据”、“WEIQ-SAAS”、“定制化需求分析系统”等创新数据产品形态赋能，既提升商家的营销效率，又帮助了红人账号的价值变现，率先实现了产业资源的梳理和业务模式探索。

风险提示：创新业务回收周期长；客户压低毛利率；新媒体营销竞争激烈。

投资建议：由于主业受外部大环境影响，广告主需求恢复不及预期，我们下调盈利预测，预计2023-2025年归母净利润分别为1.9/2.7/3.2亿元（原2023-24年为4.1/4.8亿元），同比增速4.2%/43.2%/17.7%；摊薄EPS=0.1/0.15/0.17元，当前股价对应PE=61x/42.6x/36.2x。公司率先布局红人经济，在客户和红人资源方面积累深厚，具备稀缺性，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,512	4,129	4,335	5,289	6,188
(+/-%)	47.4%	-8.5%	5.0%	22.0%	17.0%
净利润(百万元)	354	180	188	269	316
(+/-%)	19.9%	-49.2%	4.2%	43.2%	17.7%
每股收益(元)	0.20	0.10	0.10	0.15	0.17
EBIT Margin	9.2%	4.0%	5.6%	5.9%	5.7%
净资产收益率 (ROE)	9.8%	4.8%	4.8%	6.4%	7.1%
市盈率 (PE)	32.3	63.6	61.0	42.6	36.2
EV/EBITDA	30.3	75.5	47.1	37.6	34.3
市净率 (PB)	3.16	3.04	2.91	2.74	2.56

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

S0980517060002

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	6.55元
总市值/流通市值	11841/11841百万元
52周最高价/最低价	10.38/5.65元
近3个月日均成交额	360.20百万元

市场走势



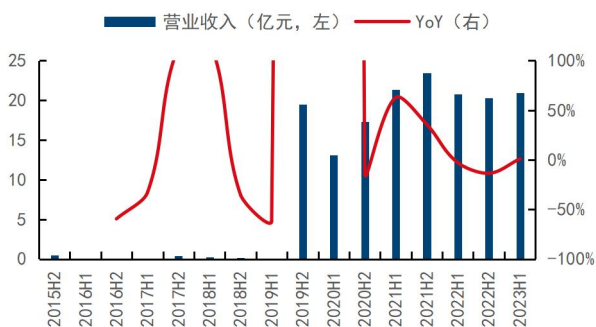
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《天下秀 (600556.SH) - 三季度利润下滑 19.5%，关注双十一大促》——2022-11-02
- 《天下秀 (600556.SH) - 短期业绩承压，创新业务保持高增》——2022-09-04
- 《天下秀 (600556.SH) - 平台效率提升，加大投入创新业务布局 Web3.0》——2022-04-21

上半年收入增长 1%，第二季度业绩较好。1) 2023 年上半年，公司收入 21.1 亿元，同比提升 1.0%，主要由于客户结构有所调整；扣非后归母净利润 0.5 亿元，同比下降 58.3%。2) 单看第二季度，公司收入 11.5 亿元，同比提升 24.2%，增速环比提升 41.9 个百分点；扣非后归母净利润 0.3 亿元，同比增长 61.5%。

图1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



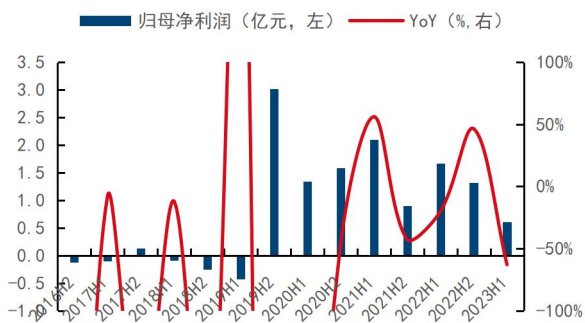
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



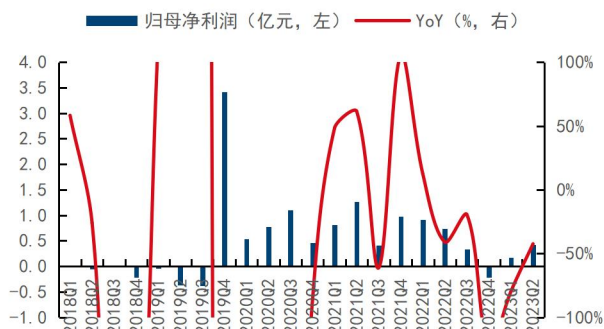
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



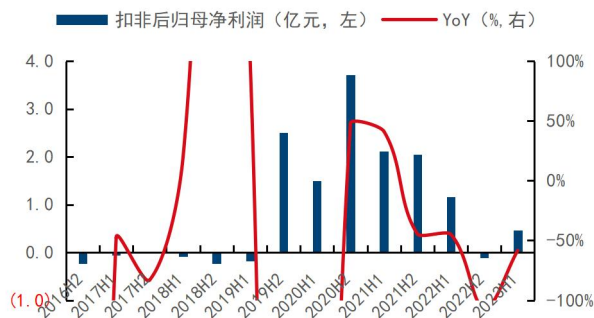
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



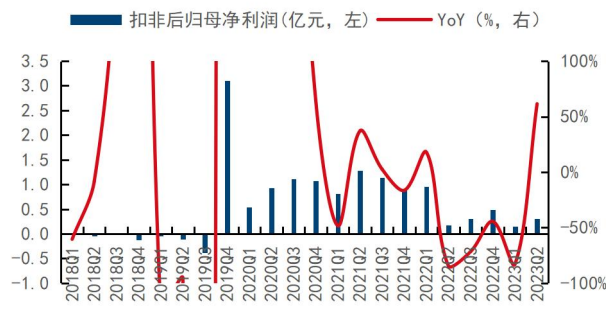
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司扣非后归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

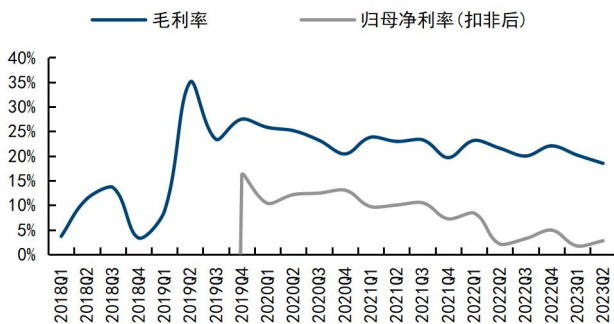
图6: 公司单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

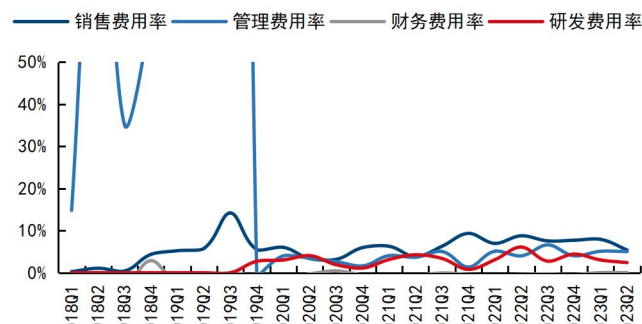
媒体采购成本增加导致毛利率下滑，费用率有所下降。第二季度，公司毛利率/扣非归母净利率分别为 18.5%/2.8%，分别同比-3.1/+0.7 个百分点，毛利率的下滑主要是由于媒体采购成本的增加。费用率整体有所下降，销售/管理/财务/研发费用率分别为 5.4%/5.0%/0.0%/2.4%，分别同比-3.4/+1.0/+0.4/-3.7 个百分点。

图7: 公司毛利率、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8: 公司三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

主业稳健，积极布局红人经济产业链。1) 主业红人营销平台方面，活跃客户与红人数均均有较大提升；客户方面，截至 2023 年 6 月末，累计注册商家客户数达 19.6 万个，较 2022 年底增长 4438 个；活跃客户数 3561 个，为 2022 全年客户数的 54.7%，活跃度有所恢复；从红人方面看，红人账户累计数量达 260.7 万，其中专职红人账户数/MCN 机构数分别为 126.2/1.56 万，较 2022 年底增长 21.6%/4.9%。2) 新业务方面，公司拓展了 WEIQ-SAAS、热浪数据等数据化产品，还布局了 IMSOCIAL 加速器（为红人和 MCN 机构提供加速成长服务）、TOPKLOUT 克劳锐（国内领先的权威自媒体价值排行及版权经纪管理第三方数据检测机构）等红人商业服务，以及红人职业教育（红人职业教育品牌“天下秀教育”）、潮流内容街区西五街（针对 Z 世代人群的潮流内容 App）等。

公司在红人经济行业具备大量资源积累，率先占据优势卡位。主业方面，公司是国内第一批进入红人经济行业的企业之一，目前已积累大量数据、客户、媒体资源，在分析及监测等方面占据优势，2023 上半年公司的主业发展健康，客户活跃度和红人资源均有提升。新业务方面，公司基于红人营销平台上下游布局各项创新业务，通过“热浪数据”、“WEIQ-SAAS”、“定制化需求分析系统”等创新数

据产品形态赋能，既提升商家的营销效率，又帮助了红人账号的价值变现，率先实现了产业资源的梳理和业务模式探索。

盈利预测及相关假设条件

2023 年上半年，广告营销行业整体受到经济环境的影响，广告主需求恢复不及预期，我们下调盈利预测，预计 2023-2025 年收入为 43.4/52.9/61.9 亿元（原 2023-2024 年为 60.8/81.9 亿元）；归母净利润为 1.9/2.7/3.2 亿元（原 2023-2024 年为 4.1/4.8 亿元）。具体看：

1、收入：公司的主要收入来源为红人营销平台业务，2023 年由于经济复苏较为疲弱，广告主需求恢复缓慢，我们下调 2023 年收入增速至 4.8%；2024 年经济持续复苏、终端消费能力提升，广告主信心将有恢复，预计红人营销平台的收入增速将恢复至 20%左右的水平，预计 2024-2025 年主业收入增速分别为 21.6%/16.4%。创新业务方面，西五街、虹宇宙等基数较小，也具备一定的内容和用户积累，预计收入增速将略快于主业，预计 2023-2025 年创新业务收入增速分别为 10%/30%/30%。整体看，我们将公司 2023-2025 年收入下调至 43.4/52.9/61.9 亿元，同比增长 5%/22%/17%。（原 2023-2024 年为 60.8/81.9 亿元，同比增长 30%/35%）。

2、毛利率：2023 年由于广告主需求复苏缓慢，有一定的压低毛利率的风险，预计毛利率将略有下降，预计 2023-2025 年红人营销平台的毛利率分别为 20.8%/21.4%/20.9%；预计创新业务的毛利率维持在 23%左右的水平。整体来看，我们预计公司 2023-2025 年的毛利率为 20.9%/21.5%/21%（原为 20.9%/21.9%/21.1%）。

3、费用率：1) 销售费用率：公司的销售费用主要为职工薪酬、宣传推广费，今年随着收入的稳健提升和人员招聘的控制，销售费用率预计下降至 7%的水平；2024 年及以后，随着行业景气度提升，预计公司将适度扩充人员并进行宣传推广，预计 2024-2025 年销售费用率维持 7%。2) 管理费用率：公司的管理费用主要包括职工薪酬和咨询服务费等，随着公司的降本增效以及规模效应，预计未来 3 年管理费用率将下降至 3.7%~3.8%左右的水平。3) 财务费用率：公司的财务费用主要为利息费用和利息收入，占比较低、波动较小，预计未来将维持 0.4%~0.5%左右的水平。4) 研发费用率：公司的研发费用主要为研发人员薪酬，公司的红人营销平台接入大模型，有多款 AI 辅助内容生成、分析工具，未来也将持续进行研发投入，预计未来 3 年研发费用率将维持在 4%左右的水平。

综上所述，预计 2023-2025 年归母净利润为 1.9/2.7/3.2 亿元，同比增长 4.2%/43.2%/17.7%。（原 2023-2024 年预测为 4.1/4.8 亿元，同比增长 64%/17.8%）。

表1: 盈利预测主要假设 (单位: 亿元、%)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入					
红人营销平台	42.9	39.6	41.4	50.4	58.7
YoY	44.9%	-7.8%	4.8%	21.6%	16.4%
创新业务	2.2	1.7	1.9	2.5	3.2
YoY	123.6%	-21.9%	10.0%	30.0%	30.0%
总收入	45.1	41.3	43.4	52.9	61.9
YoY	47.4%	-8.5%	5.0%	22.0%	17.0%
毛利率(%)					
红人营销平台	22.3%	21.7%	20.8%	21.4%	20.9%
创新业务	22.9%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%
整体毛利率	22.3%	21.7%	20.9%	21.5%	21.0%
费用率(%)					
销售费用率	6.4%	7.7%	7.0%	7.0%	7.0%
管理费用率	3.4%	4.9%	3.7%	3.8%	3.8%
财务费用率	0.5%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%
研发费用率	2.9%	4.0%	4.0%	4.0%	3.9%
净利润					
归母净利润	3.5	1.8	1.9	2.7	3.2
YoY	19.9%	-49.2%	4.2%	43.2%	17.7%
归母净利率	7.9%	4.4%	4.3%	5.1%	5.1%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

投资建议: 由于主业受外部大环境影响, 广告主需求恢复不及预期, 我们下调盈利预测, 预计 2023-2025 年归母净利润分别为 1.9/2.7/3.2 亿元 (原 2023-24 年为 4.1/4.8 亿元), 同比增速 4.2%/43.2%/17.7%; 摊薄 EPS=0.1/0.15/0.17 元, 当前股价对应 PE=61x/42.6x/36.2x。公司率先布局红人经济, 在客户和红人资源方面积累深厚, 具备稀缺性, 维持“增持”评级。

表2: 可比公司估值表

公司代码	公司投资名称 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
300058.SZ	蓝色光标 增持	8.48	217	-0.87	0.26	0.32	(10)	33	27
002027.SZ	分众传媒 买入	7.38	1,074	0.19	0.34	0.42	(8)	29	23
605168.SH	三人行 增持	71.36	107	5.01	6.98	8.99	(82)	277	226
600986.SH	浙文互联 增持	5.67	76	0.05	0.19	0.23	(6)	22	18

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理 注: 可比公司盈利预测来自 wind 一致预期。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1570	1843	1914	1900	2100	营业收入	4512	4129	4335	5289	6188
应收款项	2441	2714	2257	2608	2882	营业成本	3506	3231	3428	4152	4889
存货净额	36	27	37	45	54	营业税金及附加	15	43	26	32	37
其他流动资产	391	325	369	450	526	销售费用	290	318	303	381	433
流动资产合计	4438	4908	4576	5003	5562	管理费用	155	205	162	202	236
固定资产	33	212	357	326	299	研发费用	129	166	173	212	241
无形资产及其他	19	32	32	31	31	财务费用	(24)	(16)	(18)	(27)	(31)
投资性房地产	480	538	538	538	538	投资收益	(3)	73	(5)	(5)	(5)
长期股权投资	32	14	25	36	47	资产减值及公允价值变动	5	65	5	5	5
资产总计	5003	5704	5529	5934	6477	其他收入	(135)	(296)	(173)	(212)	(241)
短期借款及交易性金融负债	129	781	500	412	421	营业利润	437	190	261	338	383
应付款项	726	754	703	851	1004	营业外净收支	(81)	(3)	(85)	(85)	(85)
其他流动负债	341	366	311	378	444	利润总额	356	187	176	253	298
流动负债合计	1196	1901	1513	1642	1869	所得税费用	20	30	10	15	18
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(18)	(23)	(21)	(31)	(36)
其他长期负债	189	63	123	183	243	归属于母公司净利润	354	180	188	269	316
长期负债合计	189	63	123	183	243	现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	1385	1964	1636	1825	2112	净利润	354	180	188	269	316
少数股东权益	(9)	(25)	(44)	(73)	(106)	资产减值准备	3	60	36	(2)	(6)
股东权益	3626	3765	3936	4182	4471	折旧摊销	6	11	35	42	43
负债和股东权益总计	5003	5704	5529	5934	6477	公允价值变动损失	(5)	(65)	(5)	(5)	(5)
						财务费用	(24)	(16)	(18)	(27)	(31)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(1118)	(269)	392	(166)	(86)
每股收益	0.20	0.10	0.10	0.15	0.17	其它	(19)	(77)	(55)	(26)	(27)
每股红利	0.02	0.02	0.01	0.01	0.01	经营活动现金流	(779)	(160)	590	111	235
每股净资产	2.01	2.08	2.18	2.31	2.47	资本开支	0	(310)	(211)	(3)	(6)
ROIC	11.96%	3.82%	6%	7%	8%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	9.77%	4.78%	5%	6%	7%	投资活动现金流	(11)	(292)	(222)	(14)	(17)
毛利率	22%	22%	21%	21%	21%	权益性融资	(2)	0	0	0	0
EBIT Margin	9%	4%	6%	6%	6%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	9%	4%	6%	7%	6%	支付股利、利息	(30)	(45)	(16)	(23)	(27)
收入增长	47%	-8%	5%	22%	17%	其它融资现金流	128	815	(281)	(88)	9
净利润增长率	20%	-49%	4%	43%	18%	融资活动现金流	66	724	(297)	(110)	(18)
资产负债率	28%	34%	29%	30%	31%	现金净变动	(724)	273	71	(14)	200
股息率	0.3%	0.4%	0.1%	0.2%	0.2%	货币资金的期初余额	2294	1570	1843	1914	1900
P/E	32.3	63.6	61.0	42.6	36.2	货币资金的期末余额	1570	1843	1914	1900	2100
P/B	3.2	3.0	2.9	2.7	2.6	企业自由现金流	0	(428)	445	165	282
EV/EBITDA	30.3	75.5	47.1	37.6	34.3	权益自由现金流	0	387	181	103	320

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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