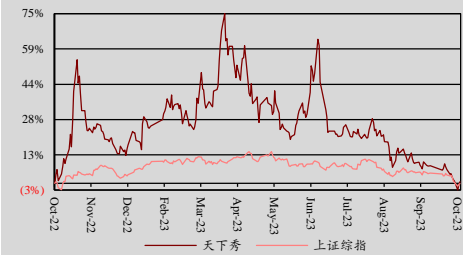


600556.SH
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 5.79

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(18.2)	(6.8)	(18.8)	0.5
相对上证综指	(13.7)	(2.2)	(10.8)	0.6

发行股数 (百万元)	1,807.75
流通股 (百万元)	1,807.75
总市值 (人民币 百万元)	10,466.86
3个月日均交易额 (人民币 百万元)	148.26
主要股东	
ShowWorld HongKong Limited	18.4

 资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
 以2023年10月25日收市价为标准

相关研究报告

 《天下秀》20230828
 《天下秀》20230425
 《天下秀》20221031

 中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

传媒: 广告营销

证券分析师: 卢翌

(8621)20328754

yil.lu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300522010001

天下秀

23Q3 收入表现稳定, 成本端压力仍较大

天下秀发布 23Q3 业绩, 23Q3 营业收入 10.61 亿元, 同比+4.21%, 环比-8.08%; 归母净利润 4989 万元, 同比+42.76%, 环比+14.14%。1-9 月公司营业收入 31.70 亿, 同比+2.04%; 归母净利 1.13 亿, 同比-44.79%。媒体采买成本上升, 毛利率压力较大, 费用控制严格; 公司积极布局元宇宙、Web3.0、AIGC 技术, 参与数字资产交易平台建设。维持买入评级。

支撑评级的要点

- **23Q3 利润同环比均增长, 淡季收入表现稳定。**公司 23Q3 营业收入 10.61 亿元, 同比+4.21%, 环比-8.08%; 归母净利润 4989 万元, 同比+42.76%, 环比+14.14%; 扣非后净利润 4368 万元, 同比+32.68%, 环比+35.08%。1-9 月营业收入 31.70 亿, 同比+2.04%; 归母净利 1.13 亿, 同比-44.79%。
- **媒体采买成本上升, 毛利率压力较大, 费用控制严格。**23Q3 公司整体毛利率 16.9%, 同比-3.1ppts; 毛利率下滑较多, 我们预计主要因为: 1) 线上流量竞争激烈, 媒体采购成本上升较多; 2) 公司客户结构向品牌客户倾斜, 该类客户的议价能力相对较强, 毛利率相对更低; 3) 为降低现金流风险, 主动放弃部分高毛利中小客户。销售/管理/研发费用率分别为 5.3%/4.6%/2.1%, 同比-2.3/-2.0/-0.7ppt; 费用保持严格管控趋势。
- **完善红人产业生态布局, 积极参与数字资产交易平台建设。**双十一投放在 9 月下旬开启, 已有部分反映在 Q3 业绩中, 整体红人广告投放相较 618 更积极。新业务已经形成了以 IRED 红人教育、西五街 APP、虹宇宙相关平台为代表的红人经济产业链新方向。“天下秀教育”成为“教育部产学研协同育人项目”合作企业; “虹宇宙”扩大了品牌合作范围, 近期新增加小鹏等汽车行业客户; TopHolder 头号藏家于 2023 年 9 月承担杰威尔音乐旗下范特西音乐宇宙的数字钥匙发行工作; 由天下秀星矿科技提供的文创品牌联盟链已成为北数所资产登记底层基础链, 并成为首批合作伙伴。公司拟公开发行 14 亿可转债, 用于创新业务的发展以及补充流动资金, 目前仍在审批中。

估值

- 我们预计 23Q4 红人广告投放仍在好转, 但复苏节奏平淡; 流量竞争以及客户结构变化导致毛利率压力较大, 公司严格管控费用, 保持利润率稳定。另一方面, 红人广告代理市场竞争格局优化, 公司作为龙头仍具优势。长期来看, AIGC/元宇宙/Web3 等新技术将赋能创新营销场景。我们下调 2023/24/25 年归母净利润至 1.61/2.08/2.43 亿元, 维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 会员增长不及预期; 广告投放低于预期; 内容监管超预期; 行业竞争加剧。

投资摘要

年结日: 12月31日	2,021	2,022	2023E	2024E	2025E
销售收入 (人民币 百万元)	4,512	4,129	4,306	4,855	5,580
变动 (%)	47.42	(8.48)	4.28	12.77	14.92
归母净利润 (人民币 百万元)	354	180	161	208	243
变动 (%)	19.90	(49.22)	(10.30)	28.87	16.77
每股收益 (人民币)	0.20	0.10	0.09	0.12	0.13
市盈率(倍)	29.54	58.17	64.86	50.33	43.10
前次每股收益 (人民币)			0.11	0.14	0.17
调整幅度(%)			(17.51)	(18.85)	(19.61)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 天下秀 2022-23 年季度业绩表现

(人民币 百万元)	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	同比变化	环比变化
营业收入	1,018	1,023	955	1,154	1,061	4.21%	-8.08%
毛利润	204	226	193	214	179	-12.01%	-16.15%
毛利率(%)	20.0	22.1	20.2	18.5	16.9	-3.11 ppts	-1.63 ppts
销售费用率(%)	7.6	7.7	7.9	5.4	5.3	-2.26 ppts	-0.11 ppt
管理费用率(%)	6.6	4.0	5.1	5.0	4.6	-2.00 ppts	-0.40 ppt
研发费用率(%)	2.8	4.4	3.0	2.4	2.1	-0.66 ppt	-0.30 ppt
归属于母公司净利润	35	(24)	19	44	50	42.76%	14.14%

资料来源：公司公告，中银证券

损益表(人民币 百万元)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,512	4,129	4,306	4,855	5,580
营业成本	(3,506)	(3,231)	(3,525)	(3,928)	(4,496)
毛利润	1,005	898	781	927	1,084
营业税金及附加	(15)	(43)	(34)	(39)	(45)
销售费用	(290)	(318)	(250)	(311)	(374)
管理费用	(155)	(205)	(207)	(243)	(279)
研发费用	(129)	(166)	(127)	(137)	(169)
财务费用	24	16	23	22	43
其他损益	(4)	7	(2)	14	6
营业利润	437	190	183	234	266
营业外净收支	(81)	(3)	3	3	3
利润总额	356	187	186	237	269
所得税费用	(20)	(30)	(37)	(47)	(54)
净利润	336	157	149	189	215
少数股东权益	18	23	12	19	28
归属于母公司净利润	354	180	161	208	243
普通股数(百万元)	1,808	1,808	1,808	1,808	1,808
EPS	0.20	0.10	0.09	0.12	0.13

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万元)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及等价物	1,570	1,843	1,805	2,851	2,707
短期定期存款	0	0	0	0	1
应收款项	2,412	2,577	2,692	2,944	3,417
其他流动资产	456	488	451	732	695
流动资产总计	4,438	4,908	4,948	6,527	6,820
固定资产	33	212	398	539	659
无形资产	19	32	31	30	29
其他非流动资产	512	552	570	566	546
非流动资产总计	565	796	1,000	1,135	1,234
总资产	5,003	5,704	5,948	7,662	8,055
应付账款	726	754	839	935	1,070
短期借款	100	751	751	751	751
其他流动负债	370	396	424	470	532
流动负债总计	1,196	1,901	2,014	2,155	2,353
长期借款及应付债券	0	0	0	1,400	1,400
其他非流动性负债	189	63	63	63	63
非流动负债总计	189	63	63	1,463	1,463
总负债	1,385	1,964	2,077	3,618	3,816
股东权益	1,808	1,808	1,808	1,808	1,808
少数股东权益	(9)	(25)	(37)	(56)	(84)
权益总额	3,626	3,765	3,908	4,100	4,322
总负债及权益	5,003	5,704	5,948	7,662	8,055

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万元)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净损益	354	180	161	208	243
折旧与摊销	47	87	83	156	204
运营资本变动	(884)	(160)	(16)	(166)	(356)
其他经营现金流	45	89	22	(23)	(45)
经营活动产生的现金流	(438)	196	250	176	47
资本开支	(144)	(239)	(216)	(226)	(237)
其他投资现金流	(100)	(76)	(24)	(18)	(18)
投资活动产生的现金流	(243)	(315)	(239)	(244)	(255)
债务融资	101	635	(23)	1,378	(43)
股权融资	39	36	18	16	21
其他融资现金流	(176)	(116)	(53)	(53)	(53)
融资活动产生的现金流	(39)	517	(48)	1,353	(30)
现金变动	(722)	396	(37)	1,284	(238)
期初现金及等价物	2,157	1,435	1,831	1,794	3,078
期末现金及等价物	1,435	1,831	1,794	3,078	2,840

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率 (%)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入增长率	47.42	(8.48)	4.28	12.77	14.92
营业利润增长率	7.01	(56.47)	(3.68)	27.56	13.69
归母净利润增长率	19.90	(49.22)	(10.30)	28.87	16.77
获利能力					
毛利率	22.28	21.75	18.14	19.10	19.42
归母净利率	7.85	4.36	3.75	4.28	4.35
ROE	9.77	4.78	4.13	5.07	5.62
偿债能力					
资产负债率	27.68	34.43	34.91	47.22	47.38
净负债比率	38.19	52.16	53.13	88.25	88.29
流动比率	371.11	258.22	245.71	302.87	289.84
速动比率	332.96	232.54	223.32	268.93	260.30
营运能力					
总资产周转率	90.18	72.39	72.39	63.37	69.27
应收账款周转率	187.05	160.20	159.96	164.91	163.27
应付账款周转率	482.78	428.63	420.22	420.22	420.22
每股指标(元)					
每股收益	0.20	0.10	0.09	0.12	0.13
每股销售收入	2.50	2.28	2.38	2.69	3.09
估值比率					
P/E	29.54	58.17	64.86	50.33	43.10
P/S	2.32	2.54	2.43	2.16	1.88

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371