

天下秀（600556.SH）

2025 年 03 月 26 日

深耕红人营销，“拓平台+出海”驱动增长飞轮

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

方光照（分析师）

肖江洁（联系人）

fangguangzhao@kysec.cn

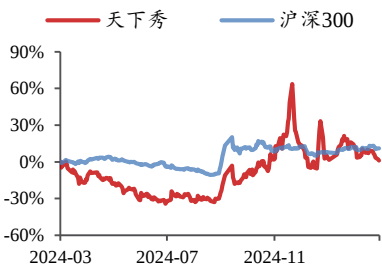
xiaojiangjie@kysec.cn

证书编号：S0790520030004

证书编号：S0790124070035

日期	2025/3/25
当前股价(元)	5.08
一年最高最低(元)	8.30/3.27
总市值(亿元)	91.83
流通市值(亿元)	91.83
总股本(亿股)	18.08
流通股本(亿股)	18.08
近 3 个月换手率(%)	358.61

股价走势图



数据来源：聚源

● 深耕红人营销十六载，新兴平台、出海、AI 打开成长空间

公司深耕红人营销经济行业，红人资源丰富，沉淀超 20 万注册商家客户，超 320 万注册红人，持续夯实商家和红人之间“高效连接器”的战略定位。2024 年来，公司主业锚定小红书、抖音等高增长流量平台，同时孵化/并购多个新消费品牌，拓展出海增量市场，并以“灵感岛”等 AI 产品赋能营销主业，打开成长空间，我们预计公司 2024/2025/2026 年营业收入分别为 44.03/45.93/47.92 亿元，当前股价对应 PS 分别为 2.1、2.0、1.9 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 手握海量红人资源，以大消费客户为基，主业稳健增长

公司以 WEIQ 红人营销平台、红人加速器 IMsocial、克劳锐 TOPKLOUT、SMART 社交全案服务等四大平台为核心，构筑红人经济基础设施。WEIQ 在 2024H1 注册商家客户数为 20.3 万，注册红人数为 319.8 万，同比均保持增长。客户类型方面，公司绑定消费类客户，护肤品、食品饮料、网服电商、3C 数码、化妆品类客户位居前列，已累计服务华为、欧莱雅、雅诗兰黛、宝洁等众多知名品牌客户。红人端供给持续增长，客户端优势显著，平台内红人生态持续繁荣。

● 外延式发展、布局出海市场、AI 赋能营销主业，共同驱动未来增长

（1）**孵化自有品牌**：公司 IMSOCIAL 加速器已孵化“鱼太闲”等自有 IP，并通过并购/孵化了宅猫日记、Heaven Pink 等新兴消费品牌，以外延式发展驱动增长。

（2）**出海业务稳步推进**：2025 年全球网红营销市场规模预计快速增长至 325.5 亿美元，形成蓝海市场。2023 年来公司推出海外红人营销 SaaS 产品—Adream，目前已服务于北美、中东、东南亚等地红人、MCN 及商家，并成为 TikTok 北美直营业务合作伙伴，海外红人营销业务或打开公司收入空间。

（3）**AI 赋能营销主业**：公司推出 AIGC 产品“灵感岛”APP，实现从创意灵感、内容生成、批量改写、视频制作到内容分发的全链路 AI 营销，共服务数十万个人创作者，生成内容创作数千万条。产品迭代上，“灵感岛”面向 B 端推出企业版、小程序端推出 AI 视频极速版，AI 有望持续赋能公司营销主业，打开 AI 营销业务成长空间。

风险提示：毛利率下滑风险、创新业务发展不及预期风险、应收账款回款风险。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,129	4,202	4,403	4,593	4,792
YOY(%)	-8.5	1.8	4.8	4.3	4.3
归母净利润(百万元)	180	93	98	117	158
YOY(%)	-49.2	-48.4	5.1	20.2	34.7
毛利率(%)	21.7	18.0	19.1	19.6	20.1
净利率(%)	4.4	2.2	2.2	2.6	3.3
ROE(%)	4.2	2.1	2.3	2.7	3.5
EPS(摊薄/元)	0.10	0.05	0.05	0.06	0.09
P/S(倍)	2.2	2.2	2.1	2.0	1.9
P/B(倍)	2.5	2.4	2.4	2.3	2.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、行稳致远，深耕十六年成为国内红人经济头部公司.....	4
1.1、发展历程：国内红人经济头部公司.....	4
1.2、股权结构：新浪集团和李檬为控股股东.....	4
1.3、财务分析：收入规模稳定，新业务有望拉高毛利率.....	5
2、手握海量红人资源，以大消费客户为基，主业稳健增长.....	6
2.1、红人经济行业发展稳健，业态成熟.....	6
2.2、公司手握大量红人资源，乘小红书东风扩大业务规模.....	7
3、新兴平台、外延式发展驱动增长.....	9
3.1、孵化自有新消费品牌，外延式发展驱动增长.....	9
3.2、链接 TikTok，出海寻求新流量.....	10
3.3、AI 赋能营销主业，打开新业态成长空间.....	11
4、盈利预测与投资建议.....	12
4.1、关键假设.....	12
4.1.1、营业收入及毛利.....	12
4.1.2、期间费用率.....	13
4.2、盈利预测.....	14
4.3、估值及投资建议.....	14
5、风险提示.....	14
附：财务预测摘要.....	15

图表目录

图 1：2020 年公司成功借壳上市.....	4
图 2：公司实控人为新浪集团及李檬（截至 2024Q3）.....	5
图 3：公司收入规模有所波动.....	5
图 4：公司盈利能力有所下滑.....	5
图 5：毛利率水平有所下滑.....	6
图 6：公司期间费用率自 2022 年以来控制良好.....	6
图 7：中国红人经济关联产业规模持续增长.....	6
图 8：网红经济产业链较为成熟.....	7
图 9：公司红人经济业务布局多个大数据营销平台.....	7
图 10：2019-2023 年平台客户数增长 CAGR 为 6.02%.....	8
图 11：2022 年 WEIQ 平台商家主要品类为护肤品等.....	8
图 12：WEIQ 平台职业化红人数持续增长.....	8
图 13：2022 年公司红人主要类型覆盖美食、美妆、情感等.....	8
图 14：小红书 2023 年月活超 3 亿人.....	9
图 15：公司为小红书蒲公英代理商、整合营销代理商.....	9
图 16：公司孵化的新消费品牌涉及零食、IP、酒类、化妆品等.....	9
图 17：宅猫日记位居抖音休闲零食内容力排名前 15 名.....	10
图 18：全球网红营销市场规模快速增长.....	10
图 19：2024 年 TikTok 美国站 GMV 逐月增长.....	11
图 20：2024 年 TikTok 美国站月达人数超过 1700 万.....	11
图 21：TikTok 电商美国站以护理、美容为核心品类.....	11

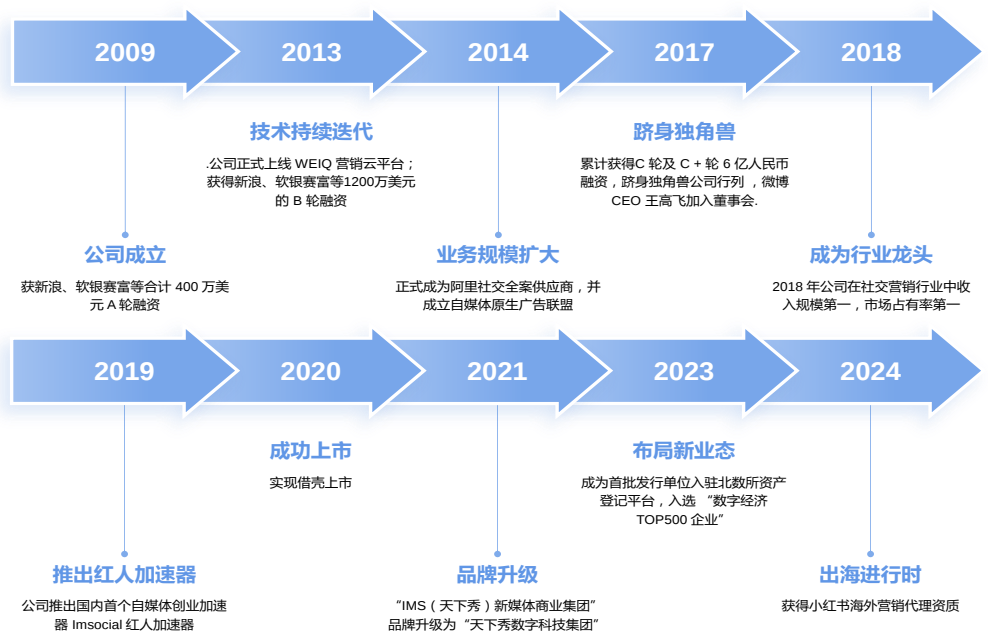
图 22: 公司为 TikTok 北美直营业务的合作伙伴之一	11
图 23: 灵感岛拥有 AI 文字魔法师功能	12
图 24: “剪简单”可实现批量 IP 短视频创作	12
图 25: 天下秀 Honnverse 虹宇宙登陆 Apple Vision Pro.....	12
表 1: 公司营收结构拆分及预测	13
表 2: 公司 PS 估值低于可比公司估值.....	14

1、行稳致远，深耕十六年成为国内红人经济头部公司

1.1、发展历程：国内红人经济头部公司

天下秀数字科技集团（下称“天下秀”或“公司”）于 2009 年成立。（1）**业务上**：成立以来围绕红人经济新型基础设施不断布局子品牌，2013 年自建 WEIQ 红人广告大数据投放平台。随后相继推出 SMART 社交全案服务、TOPKLOUT 克劳锐、IMSOCIAL 红人加速器等产品。（2）**平台上**：公司依靠新浪微博起家，后逐步拓展至抖音、小红书等红人营销平台。（3）**股权投资上**：公司成立伊始获得新浪集团、软银赛富等 400 万美元 A 轮融资，2013 年获新浪集团等 1200 万美元 B 轮融资，2017 跻身独角兽公司行列，2020 年公司借壳上市，成为 A 股首家红人新经济公司。公司业务已形成从广告投放需求、红人评估选择、内容投放分发、消费者消费变现的全链路闭环，持续强化 MCN 资源整合能力，领跑红人经济产业发展。

图1：2020 年公司成功借壳上市

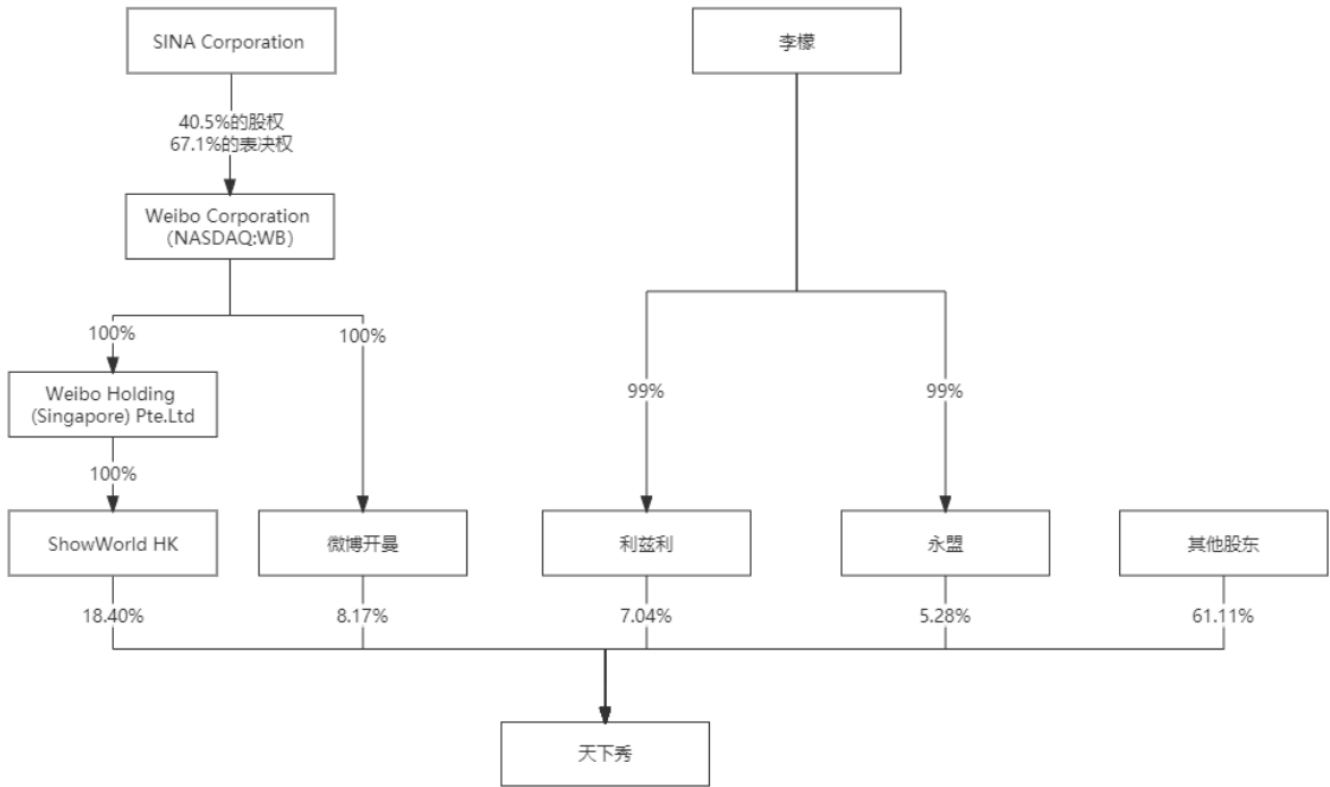


资料来源：天下秀官网、开源证券研究所

1.2、股权结构：新浪集团和李檬为控股股东

公司与新浪集团关系紧密，新浪集团（SINA Corporation）与创始人李檬共同构成实控人。截至 2024 年三季报，公司控股股东 ShowWorld HongKong Limited，共持有 18.4% 股权，WB Online Investment Limited 持股 8.17%，新浪集团通过控制以上两家公司合计控制公司 26.57% 股权。此外，北海利兹利投资合伙企业(有限合伙)持股 7.04%、北海永盟投资合伙企业(有限合伙)持股 5.28%，公司董事长李檬通过控制以上两家共计控制公司 12.32% 股权，新浪集团与李檬为一致行动人，二者合计控制公司 38.89% 股权，为公司控股股东。

图2：公司实控人为新浪集团及李檬（截至 2024Q3）

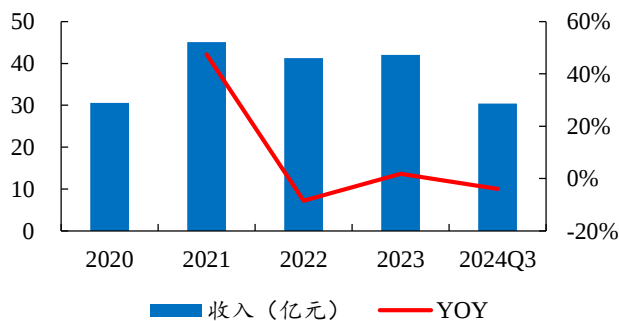


资料来源：公司公告

1.3、财务分析：收入规模稳定，新业务有望拉高毛利率

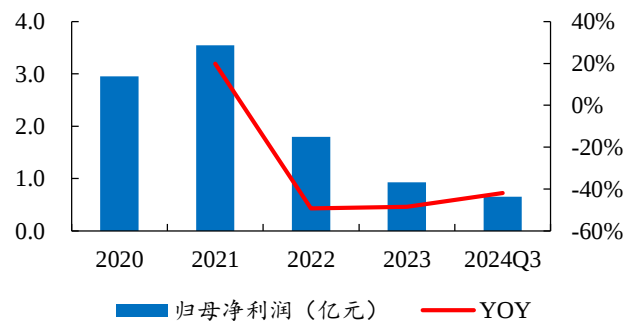
持续深耕红人营销，收入规模保持稳定。2024 年前三季度，公司实现营业收入 30.45 亿元，同比-3.92%；净利润为 6541.60 万元，同比-41.92%。公司持续深耕红人营销领域，WEIQ 平台商家与红人两端数据均实现稳步增长，进一步巩固了其作为商家和红人之间“高效连接器”的战略定位。

图3：公司收入规模有所波动



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：公司盈利能力有所下滑

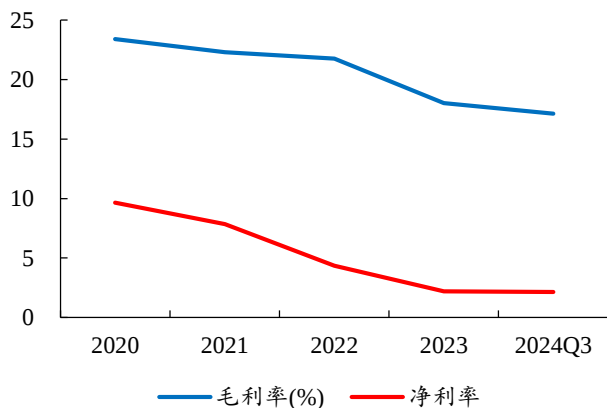


数据来源：Wind、开源证券研究所

毛利率与净利率有所下滑，期间费用自 2022 年来控制良好。毛利率来看，2024Q3 毛利率为 17.12%，同比下降 1.35pct，期间费用率来看，2024Q3 销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 5.26%、7.66%、1.98%。净利率来看，2024Q3 公司净利

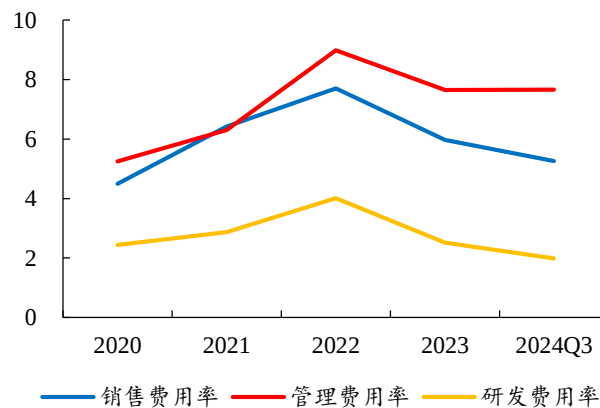
率为 2.15%，盈利能力下降主要系市场环境影响,业务规模有所下降，同时公司计提信用减值损失增加所致。公司持续拓展新消费品牌、链接 TikTok 寻求出海，并以灵感岛等 AI 应用赋能营销主业，新业态有望拉动毛利率稳中提升。

图5：毛利率水平有所下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：公司期间费用率自 2022 年以来控制良好



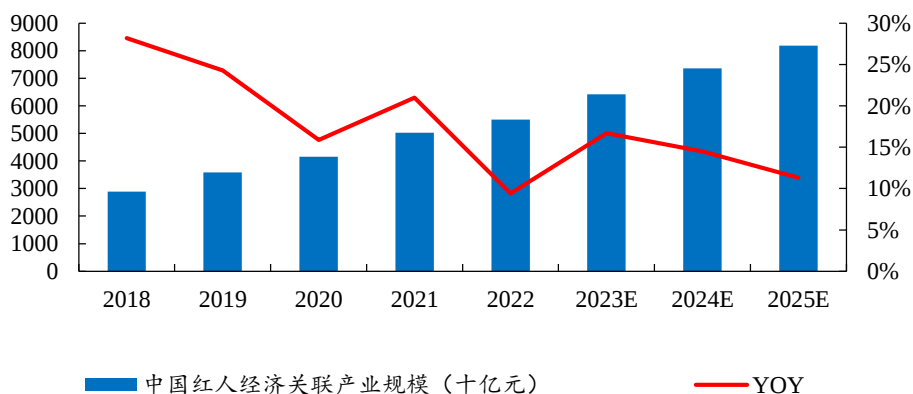
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、手握海量红人资源，以大消费客户为基，主业稳健增长

2.1、红人经济行业发展稳健，业态成熟

国内红人经济行业发展稳健。据《中国红人新经济行业市场全景监测及投资策略研究报告》显示，2023 年中国红人新经济关联产业市场规模或达 64254.8 亿元，2025 年有望突破 8 万亿。

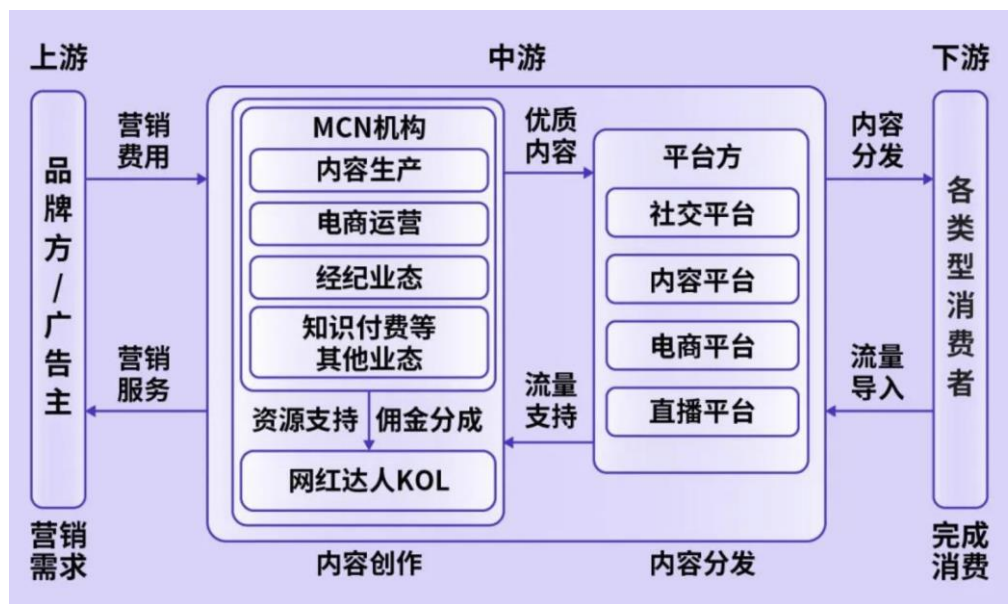
图7：中国红人经济关联产业规模持续增长



数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

网红经济的产业链较为成熟和完整。网红经济产业链包括上游提供广告营销需求的品牌方/广告主;中游内容创作端的网红 KOL 与 MCN 机构，内容分发端的各类短视频、电商及社交平台;下游通过购物、打赏触达最终消费的用户群体。同时，网红经济还有配套产业，如供应链公司、代播公司、直播培训机构、数据分析机构等，构成网红经济的外围结构。

图8：网红经济产业链较为成熟

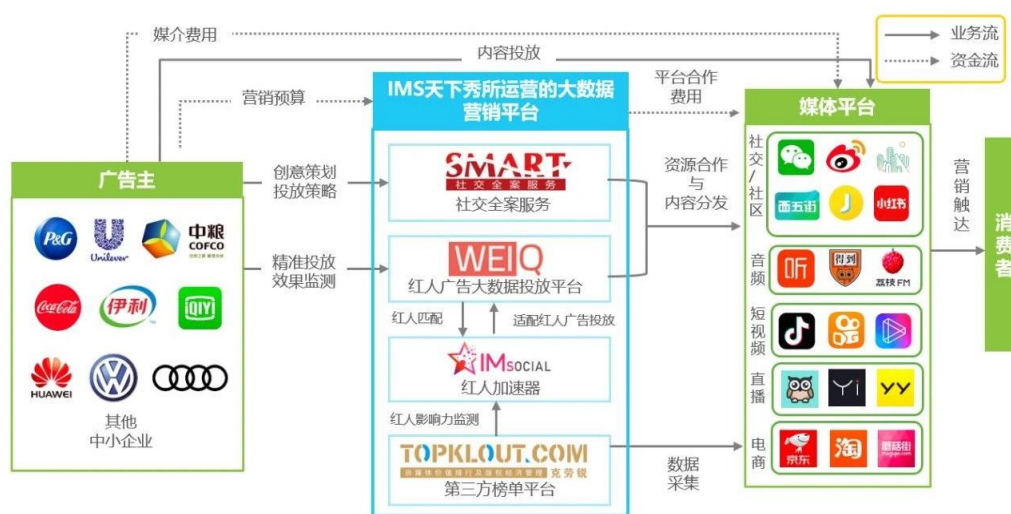


资料来源：深圳数据经济研究院公众号

2.2、公司手握大量红人资源，乘小红书东风扩大业务规模

四大核心平台构筑红人生态，高效赋能业务。公司高效链接广告主、MCN 机构、红人 IP、消费用户、内容媒体平台等相关方，构筑广域覆盖的红人经济生态。目前公司拥有 WEIQ 红人营销平台、红人加速器 IMsocial（进行红人培训、资源对接等）、克劳锐 TOPKLOUT（提供红人数据支持）、SMART 社交全案服务等四大核心平台，构筑公司红人经济基础设施，形成数据流、业务流、资金流在红人生态内高效流动，彼此赋能。

图9：公司红人经济业务布局多个大数据营销平台

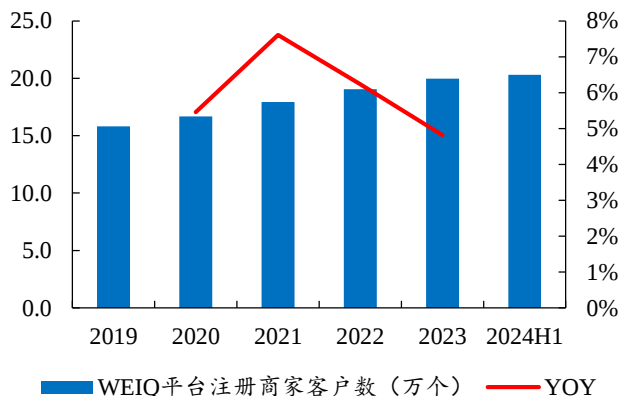


资料来源：艾瑞咨询

平台注册商家数持续增长，大消费客户服务沉淀丰富经验。WEIQ 平台的吸引力不断增强，注册商家数均实现显著增长，2024H1 平台累计注册商家客户数达 20.3 万个，较 2023 年年底增长 3,225 个，2019-2023 年 CAGR 为 6.02%，平台注册商家

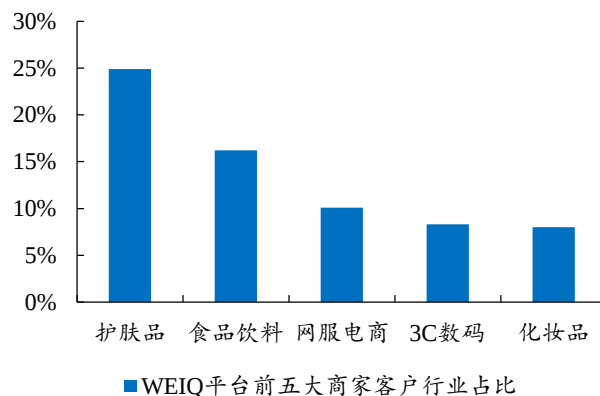
数量持续增长,彰显公司强大的服务能力形成客户粘性。根据公司 2022 年年报,2022 年公司 WEIQ 平台商家客户品类中护肤品、食品饮料、网服电商、3C 数码、化妆品分别占据前五,已累计服务华为、欧莱雅、雅诗兰黛、宝洁等众多知名品牌客户。公司在快消品牌、传统品牌上沉淀多年客户服务经验,有望在强化现有客户渗透的同时,持续拓展新消费品牌等广告主。

图10: 2019-2023 年平台客户数增长 CAGR 为 6.02%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

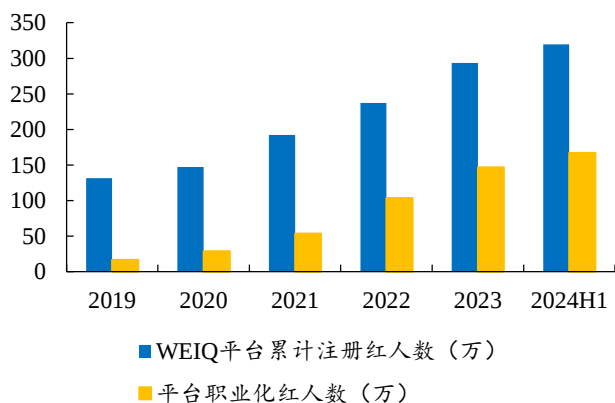
图11: 2022 年 WEIQ 平台商家主要品类为护肤品等



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

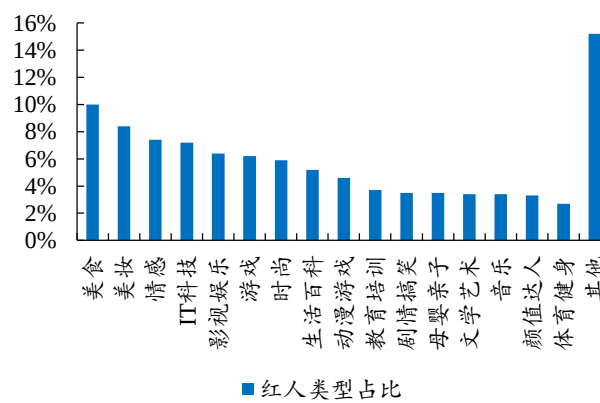
职业化红人规模扩张, 助力红人生态繁荣。需求端持续增长, 红人供给也保持活跃, 截至 2024H1 平台累计注册红人数为 319.8 万, 相比 2023 年末增长 26.3 万, 其中具备快速响应接单能力的职业化红人数为 167.1 万, 相比 2023 年末增长 20.2 万, 可触达红人覆盖美食、美妆、情感、IT 科技多个细分领域。公司覆盖国内大部分活跃 MCN 机构与红人, 红人库充足供给助力平台红人营销生态持续繁荣。

图12: WEIQ 平台职业化红人数持续增长



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图13: 2022 年公司红人主要类型覆盖美食、美妆、情感等

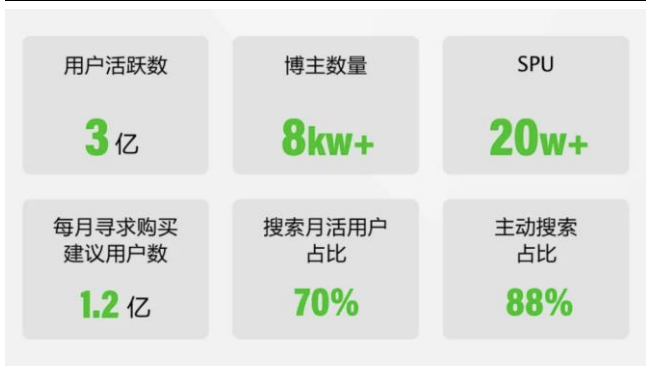


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

布局新兴社交媒体小红书, 开辟红人营销蓝海。小红书平台具有海量优质 UGC 内容、高粘性的内容生产者、卓越的受众触及率, 为赋能品牌生意增长的重要阵地。月活方面, 根据极光数据, 截至 2024 年 11 月, 小红书月活用户达 3.3 亿。日活方面, 根据 Questmobile, 截至 2023 年 12 月, 小红书 APP 月均 DAU 规模为 9262 万, 已接近破亿, 月活创作者超过 2000 万, 平均每天有超过 300 万篇笔记发布, 日均搜索查询量达到 3 亿次, 社区分享者超 8000 万, 日均用户搜索渗透率达 60%。内容生态

繁荣的小红书成为公司开展红人营销又一蓝海阵地，天下秀为小红书蒲公英代理商、整合营销代理商，已在小红书积极开拓 KFS 内容营销组合策略，将网红影响力、信息流广告和搜索广告结合，以优质内容为核心精准放大策略，全面覆盖客户需求并提高营销效果，助力珠江桥牌小红书营销，种草策略荣获科睿创新金奖。

图14：小红书 2023 年月活超 3 亿人



资料来源：小红书商业动态公众号

图15：公司为小红书蒲公英代理商、整合营销代理商



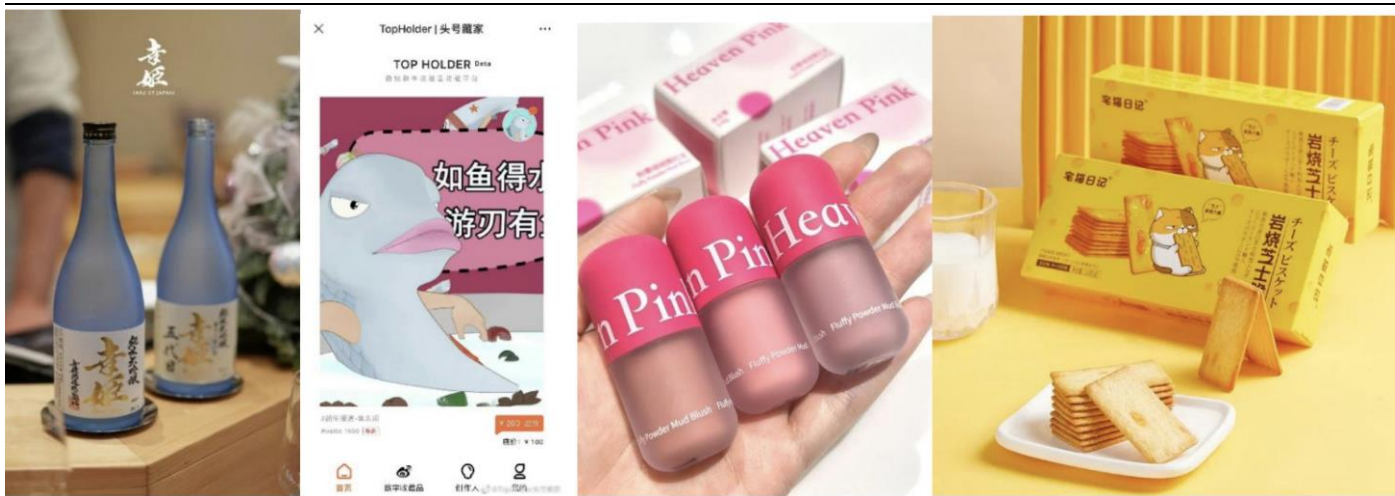
资料来源：小红书合作伙伴平台网页

3、新兴平台、外延式发展驱动增长

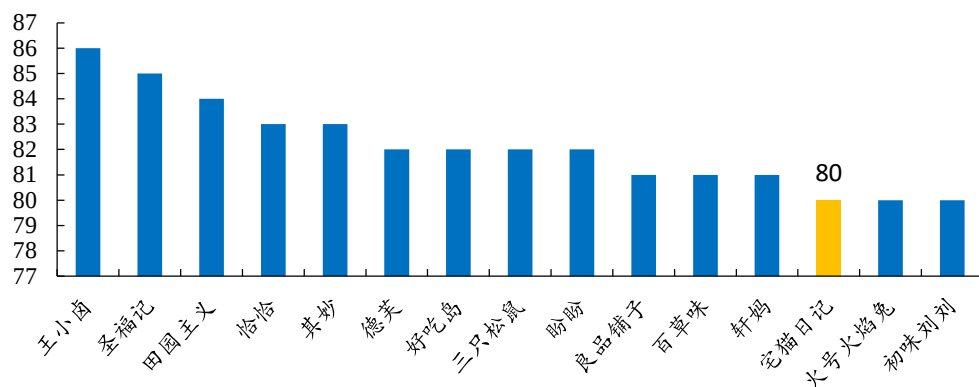
3.1、孵化自有新消费品牌，外延式发展驱动增长

公司拥有 IMSOCIAL 加速器，主要为红人、MCN 机构及自有品牌提供赋能加速服务。2021 年 IMSOCIAL 加速器为旗下达人与机构共争取价值超 8300 万平台资源与扶持，获得超 110 项荣誉露出与奖项。在自有 IP 孵化业务方面，已孵化 IP 厂牌“鱼太闲”等自有 IP，为鱼太闲等 IP 进行定制周边、绘本、番剧、潮玩等领域的 IP 授权合作规划。公司还通过并购/自有孵化了冻零述、幸姬酒造（位于日本）、Heaven Pink、宅猫日记等新兴消费品牌，其中，宅猫日记品牌商业化进展较快，依托公司内容营销领域的突出优势，品牌在抖音休闲零售内容力排名前 15 名，2021 年已实现单月销售额破千万。

图16：公司孵化的新消费品牌涉及零食、IP、酒类、化妆品等



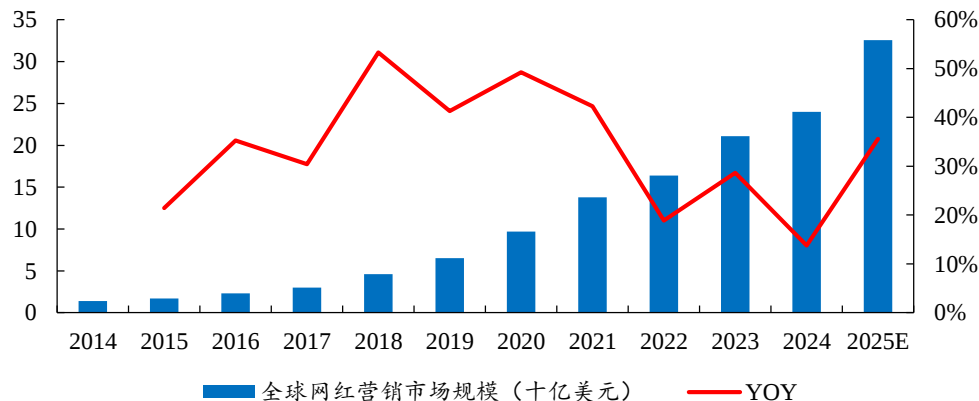
资料来源：幸姬公众号、头号藏家公众号、THE COLORIST 调色师公众号、天下秀数字科技集团公众号、开源证券研究所

图17：宅猫日记位居抖音休闲零食内容力排名前15名


数据来源：抖音平台品牌榜单与观察、开源证券研究所

3.2、链接 TikTok，出海寻求新流量

全球网红营销市场规模保持高速增长，公司出海业务稳步推进。根据 Influencer Marketing Hub，2024 年全球网红营销市场规模为 240 亿美元，2025 年预计为 325.5 亿美元，2014-2024 年 CAGR 为 33.11%，市场规模快速增长。同时，众多中国品牌对海外红人营销产生需求，出海红人营销行业迎来新机遇。2023 年来公司积极开拓境外市场，推出海外红人营销 SaaS 产品——Adream，并新设新加坡、日本和香港子公司，与马来西亚 KOLS.ASIA 集团开启年度合作等。目前公司已服务于北美、中东、东南亚等众多地区的红人、MCN 及商家。

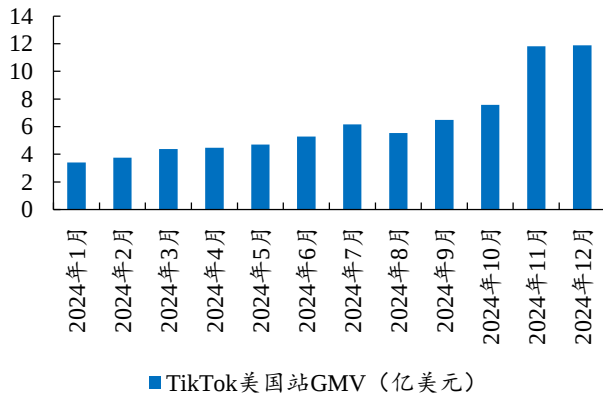
图18：全球网红营销市场规模快速增长


数据来源：Influencer Marketing Hub、开源证券研究所

TikTok 美国市场规模大，公司红人基因与之适配，并已成为 TikTok 北美直营业务的合作伙伴。2024 年来 TikTok 美国站 GMV 逐月增长，自 2024 年初的 3.4 亿美元增长至 2024 年 12 月的 11.88 亿美元，月复合增速达 12%。（1）从营销方式来看，TikTok 美国站拥有超 1700 万联盟达人，视频总量年度超 2 亿+，其达人营销方式与公司红人经济主业适配。（2）从电商品类看，美国站 2024 年 GMV 排名前三的品类为护理和美容（14.97 亿美元）、女士服装（8.74 亿美元）和健康（6.03 亿美元），公司 WEIQ 平台优势品类为护肤品、食品饮料、网服电商、化妆品等，与 TikTok 美国站重点品类重叠度高，意味着公司在女士消费垂类的内容营销优势有望移植至出海

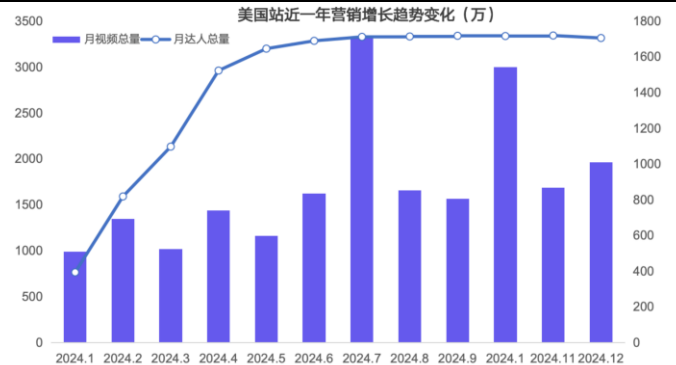
营销业务中。公司已成为 TikTok 北美直营业务的合作伙伴之一，蓬勃发展的海外红人营销需求有望为公司未来发展注入新动力。

图19：2024 年 TikTok 美国站 GMV 逐月增长



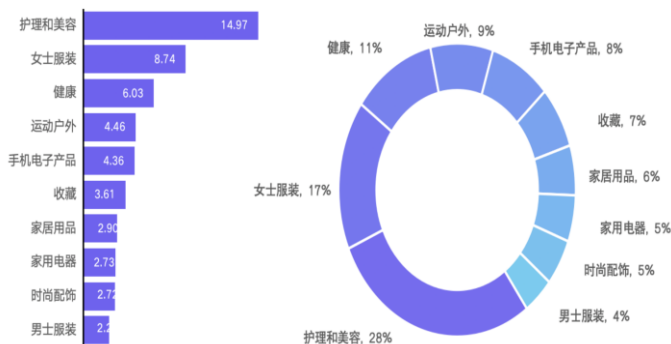
数据来源：EchoTik、开源证券研究所

图20：2024 年 TikTok 美国站月达人数超过 1700 万



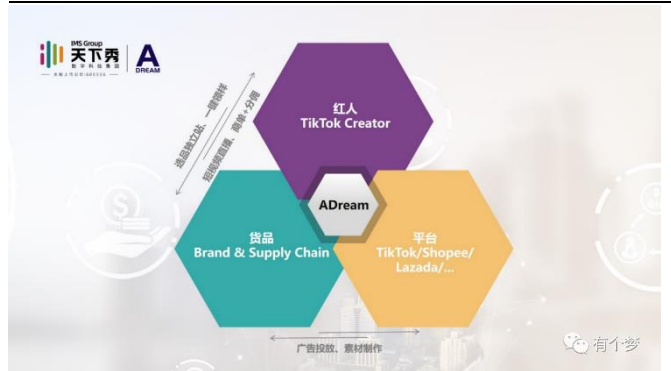
资料来源：EchoTik

图21：TikTok 电商美国站以护理、美容为核心品类



资料来源：EchoTik

图22：公司为 TikTok 北美直营业务的合作伙伴之一



资料来源：Adream 有个梦公众号

3.3、AI 赋能营销主业，打开新业态成长空间

推出 AIGC 营销工具“灵感岛”，为短视频内容创作赋能。公司充分发挥集团最大社交营销中文语料库优势，2023 年 5 月公司推出 AIGC 工具“灵感岛”APP，实现从创意灵感、内容生成、批量改写、视频制作到内容分发的全链路 AI 营销，可实现批量图文内容生成、爆款内容复刻、批量内容审核、批量短视频内容生成、社媒账号一键管理、企业数字人 IP 打造等多种营销场景应用，30 余种创作应用场景助力数十万内容创作者创作了数千万条内容，已帮助超 2 万家门店成功克隆数字人。2024 年 9 月“灵感岛”面向 B 端推出企业版，并上线日语及英文版本，目前已获得华为游戏、德龙咖啡机等一线品牌以及数十家中小企业的认可。2024 年 12 月灵感岛平台正式推出 AI 视频极速版(小程序“剪简单”)，可实现爆款脚本提取、智能文案改写、智能文案改写、生成专属数字人等功能。灵感岛累计服务数十万内容创作者，创作了数千万条内容。公司后续计划面向 B 端推出内容分发、海外短视频电商功能，有望持续赋能内容创作，打开 AI 营销业务成长空间。

图23：灵感岛拥有 AI 文字魔法师功能



资料来源：灵感岛 AI 科技公众号

图24：“剪简单”可实现批量 IP 短视频创作



资料来源：灵感岛 AI 创作助手公众号

公司布局下一代空间，以元宇宙社区推动数字资产增值。公司 2021 年推出 3D 虚拟生活社区“Honnverse 虹宇宙”，与爱慕、小鹏、森山大道、科幻小说《命运乐章》等品牌、IP 达成合作，并上线了商业街区“MetaPlaza”和品牌沙盒空间“未来岛”场景。2023 年来，平台与新华社新媒体中心合作发布元宇宙产品——文旅沉浸式数字化云平台“云游中国”，2024 年 6 月上架 Apple Vision Pro 应用商店，成为首批支持高端 MR 眼镜的元宇宙平台之一。Honnverse 虹宇宙积极探索在文旅文博、线下商圈娱乐体验化改造、职校合作等方向，后续有望在营销、文旅、再生医疗等新业态新场景持续落地。

图25：天下秀 Honnverse 虹宇宙登陆 Apple Vision Pro



资料来源：Fmarketing 公众号

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

4.1.1、营业收入及毛利

公司深耕红人营销经济行业，红人资源丰富，沉淀超 20 万注册商家客户，超 320

万注册红人数，持续夯实商家和红人之间“高效连接器”的战略定位。2024 年来，公司主业锚定小红书、抖音等高增长流量平台，同时孵化/并购多个新消费品牌，拓展出海增量市场，并以“灵感岛”等 AI 产品赋能营销主业，打开成长空间，我们预计公司 2024/2025/2026 年营业收入分别为 44.03/45.93/47.92 亿元，同比分别增长 4.8%、4.3%、4.3%。

表1：公司营收结构拆分及预测

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
红人营销平台业务收入（百万元）	2961	4290	3955	4101	4292	4465	4645
YOY		45%	-8%	4%	5%	4%	4%
红人营销平台业务毛利率(%)	24	22	22	18	18.9	19.4	19.9
YOY		-1.3	-0.6	-3.8	1.0	0.5	0.5
红人营销平台业务收入比例(%)	97	95	96	98	97	97	97
红人经济生态链创新业务收入（百万元）	99	222	173	101	112	128	148
YOY		124%	-22%	-42%	10%	15%	15%
红人经济生态链创新业务成本（百万元）	81	171	134	78	84	94	109
红人经济生态链创新业务毛利率(%)	19	23	23	23	25	27	28
YOY		4.3	0.2	-0.2	2.0	2.0	1.0
红人经济生态链创新业务业务收入比例(%)	3.24	4.92	4.20	2.41	2.53	2.79	3.08

数据来源：Wind、开源证券研究所

（1）红人营销平台业务

我们预计 2024-2026 年公司红人营销平台收入分别为 42.92、44.65、46.45 亿元，分别同比增长 5%、4%、4%，主要系公司在快消、新消费等客户上持续拓展，平台覆盖红人规模逐步扩大，带来 WEIQ 收入持续增长。

毛利率来看，红人营销业务主要成本为媒体资源采购成本，占总成本 95%以上，我们认为，随公司规模效应持续发挥，客户预算投放持续增长，有望驱动毛利率小幅增长，预计 2024-2026 年数字营销业务毛利率分别为 18.9%、19.4%、19.9%。

（2）红人经济生态链创新业务

公司红人经济生态链创新业务包括热浪数据、WEIQ-SAAS、IMSOCIAL 加速器、TOPKLOUT 克劳锐、红人职业教育、潮流内容街区西五街、AIGC 产品“灵感岛”、3D 虚拟生活社区“虹宇宙”等多个业务，我们预计公司孵化的宅猫日记等新消费品牌销售额有望持续增长，灵感岛业务随功能迭代更新，商业化规模有望扩大，预计红人经济生态链创新业务 2024-2026 年收入分别为 1.12、1.28、1.48 亿元，分别同比增长 10%、15%、15%。预计 2024-2026 年创新业务向好发展，同时 AI 赋能带来毛利率持续提升，分别为 25%、27%、28%。

盈利能力：毛利率来看，公司红人营销主业有望随规模扩张带动媒体资源采购成本稳中有降，驱动毛利率逐步提升，未来随 AIGC 对内容生产赋能及出海等相对高毛利业务收入规模扩大，平台毛利率有望持续提升。预计公司 2024-2026 年毛利率分别为 19.1%、19.6%、20.1%。

4.1.2、期间费用率

销售费用率：2022-2023 年分别为 7.70%、5.97%，2024 年公司持续开拓新广告

主,且孵化新消费品牌需投入一定营销费用,销售费用率有一定提升,假设 2024-2026 年销售费用率分别为 6.00%、6.20%、6.40%。

管理费用率: 2022-2023 年分别为 4.96%、5.14%, 公司整体业务规模对人员需求保持稳定, 假设 2024-2026 年管理费用率分别为 5.00%、5.07%、5.10%。

4.2、盈利预测

结合上述假设分析,我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 44.03、45.93、47.92 亿元,分别同比增长 4.8%、4.3%、4.3%;归母净利润分别为 0.98、1.17、1.58 亿元,同比分别增长 5.1%、20.2%、34.7%,对应 PS 分别为 2.1、2.0、1.9 倍。

4.3、估值及投资建议

公司为国内红人营销头部公司,旗下链接近 300 万红人,出海、新消费品牌、AI 等业务打开成长空间。可比公司选择方面,我们选择同样经营广告营销主业的蓝色光标、因赛集团、引力传媒、易点天下四家公司,与公司主营业务类似,预计公司 2024 年 PS 为 2.1 倍,行业可比公司 PS 均值为 3.0 倍,公司估值相比可比公司估值较低,首次覆盖,给予公司“买入”评级。

表2: 公司 PS 估值低于可比公司估值

股票代码	公司名称	收盘价 (元)	当前市 值 (亿)	基期营业总收 入 (2023A, 亿)	营业总收入 (2024E, 亿)	营业总收入 (2025E, 亿)	营业总收入 (2026E, 亿)	PS (2024E)	PS (2025E)	PS (2026E)
300058.SZ	蓝色光标	9.57	241.82	526.2	615.7	716.7	799.3	0.4	0.3	0.3
300781.SZ	因赛集团	55.56	61.10	5.4	11.1	15.4	19.7	5.5	4.0	3.1
603598.SH	引力传媒	17.51	47.01	47.4	61.1	80.2	105.4	0.8	0.6	0.4
301171.SZ	易点天下	26.95	127.17	21.4	24.5	28.2	31.8	5.2	4.5	4.0
平均值								3.0	2.3	2.0
600556.SH	天下秀	5.14	92.92	42.0	44.0	45.9	47.9	2.1	2.0	1.9

数据来源: Wind、开源证券研究所(收盘价取自 2025 年 3 月 24 日,可比公司盈利预测取自 Wind 一致预测)

5、风险提示

(1) 毛利率下滑风险: 公司主业为红人营销业务,毛利端较为依赖抖音、快手等媒体平台的返点政策,若市场竞争加剧致议价能力弱化,媒体资源采购成本增长或致毛利率承压。

(2) 创新业务持续投入而发展不及预期风险: 公司持续布局元宇宙产品“虹宇宙”、孵化多个新消费品牌,目前“虹宇宙”用户量仍处初期,且技术较为依赖外部合作,多个创新业务持续投入,若发展不及预期,或拖累整体盈利能力。

(3) 应收账款回款风险: 公司重点客户均为大快消品牌,回款方式存在一定程度垫资,若客户违约或回款延迟,可能引发应收账款回款风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	4908	5164	5430	5355	5637
现金	1843	2299	2410	2513	2622
应收票据及应收账款	2577	2392	2505	2335	2463
其他应收款	136	125	149	136	161
预付账款	232	243	255	265	277
存货	27	20	28	22	30
其他流动资产	93	83	83	83	83
非流动资产	796	732	720	708	706
长期投资	14	13	8	2	-2
固定资产	212	210	200	190	181
无形资产	32	59	69	81	92
其他非流动资产	538	450	443	435	436
资产总计	5704	5895	6150	6063	6344
流动负债	1901	2048	2242	2079	2247
短期借款	751	960	1056	976	972
应付票据及应付账款	754	708	862	734	936
其他流动负债	396	380	324	368	339
非流动负债	63	48	47	46	45
长期借款	0	6	5	4	3
其他非流动负债	63	42	42	42	42
负债合计	1964	2096	2289	2125	2292
少数股东权益	-25	-34	-42	-54	-71
股本	1808	1808	1808	1808	1808
资本公积	759	757	757	757	757
留存收益	1199	1274	1350	1438	1554
归属母公司股东权益	3765	3834	3903	3993	4123
负债和股东权益	5704	5895	6150	6063	6344

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	196	299	86	224	149
净利润	157	81	90	106	141
折旧摊销	23	33	29	32	25
财务费用	-16	1	19	16	12
投资损失	-73	-13	-19	-25	-27
营运资金变动	-58	47	-135	-12	-113
其他经营现金流	163	150	103	107	111
投资活动现金流	-315	39	2	5	4
资本支出	239	29	23	26	27
长期投资	-58	39	5	6	4
其他投资现金流	-18	29	19	26	27
筹资活动现金流	517	127	-74	-46	-41
短期借款	651	209	97	-80	-4
长期借款	0	6	-1	-1	-1
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-4	-2	0	0	0
其他筹资现金流	-130	-86	-170	35	-35
现金净增加额	396	467	14	184	113

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4129	4202	4403	4593	4792
营业成本	3231	3445	3564	3692	3827
营业税金及附加	43	32	27	31	37
营业费用	318	251	264	285	307
管理费用	205	216	220	233	244
研发费用	166	106	128	135	146
财务费用	-16	1	19	16	12
资产减值损失	-65	-6	0	0	0
其他收益	35	31	31	34	33
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	73	13	19	25	27
资产处置收益	0	1	0	0	0
营业利润	190	92	128	152	167
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	4	2	30	35	9
利润总额	187	90	99	118	159
所得税	30	9	9	12	18
净利润	157	81	90	106	141
少数股东损益	-23	-12	-8	-11	-17
归属母公司净利润	180	93	98	117	158
EBITDA	200	112	119	138	166
EPS(元)	0.10	0.05	0.05	0.06	0.09

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-8.5	1.8	4.8	4.3	4.3
营业利润(%)	-56.5	-51.7	39.7	18.7	9.8
归属于母公司净利润(%)	-49.2	-48.4	5.1	20.2	34.7
获利能力					
毛利率(%)	21.7	18.0	19.1	19.6	20.1
净利率(%)	4.4	2.2	2.2	2.6	3.3
ROE(%)	4.2	2.1	2.3	2.7	3.5
ROIC(%)	3.3	1.5	1.6	1.9	2.5
偿债能力					
资产负债率(%)	34.4	35.6	37.2	35.0	36.1
净负债比率(%)	-28.3	-34.3	-34.8	-38.8	-40.6
流动比率	2.6	2.5	2.4	2.6	2.5
速动比率	2.4	2.4	2.3	2.4	2.3
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	1.7	1.7	1.8	1.9	2.0
应付账款周转率	4.4	4.7	4.5	4.6	4.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.10	0.05	0.05	0.06	0.09
每股经营现金流(最新摊薄)	0.11	0.17	0.05	0.12	0.08
每股净资产(最新摊薄)	2.08	2.12	2.16	2.21	2.28
估值比率					
P/E	51.4	99.8	94.9	79.0	58.6
P/B	2.5	2.4	2.4	2.3	2.2
EV/EBITDA	40.9	70.5	66.2	55.6	45.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn