

天下秀（600556.SH）

2024 年收入下滑 3%，经营端持续拓展红人营销商业边界

优于大市

核心观点

市场环境广告主需求，2024 年收入下滑 3%。1) 2024 年，公司营业收入 40.7 亿元，同比下滑 3.2%，主要由于客户结构变化以及市场环境的影响；归母净利润 0.51 亿元，同比下降 44.5%，其中包括 0.76 亿的信用减值损失和 0.1 亿的资产减值损失。毛利率同比下降 0.9 个百分点至 17.2%；费用率整体下降 0.1 个百分点至 13.6%。2) 单看第四季度，公司收入 10.2 亿元，同比下降 1.1%，降幅环比收窄 0.8 个百分点；归母净利润-0.1 亿元，同比增长 29.9%。

红人营销平台效率提升，持续完善红人经济产业布局。1) 主业红人营销平台方面，活跃客户与红人数持续提升；客户方面，截至 2024 年末，WEIQ 累计注册商家客户数 20.8 万，同比增长 8423 个；从红人方面看，红人账户累计数量达 346.6 万，其中专职红人账户数/MCN 机构数分别为 212.7/1.91 万，同比增长 30.9%/9.8%。此外，公司还持续通过数据产品、技术工具提升红人商业化的效率。2) 新业务方面，公司持续完善在红人经济行业的业务布局，构建去中心化的创作者经济商业生态体系，布局了以 IMSOCIAL 加速器、TOPKLOUT 克劳锐、天下秀教育和西五街为代表的红人商业服务等创新业务。此外，公司将 AIGC、MR、VR 等技术运用到数据服务、内容服务等领域，创建 3D 虚拟数字内容呈现应用“虹宇宙”和 AI 内容创作工具“灵感岛”。

公司的 AIGC 商业化逐步落地，海外业务有初步进展。1) AI 方面，公司在 2024 年完成了“灵感岛文本生成算法”备案，灵感岛产品涵盖社媒内容 AI 运营、短视频内容 AI 运营、矩阵营销 AI 运营，赋能品牌方和 MCN 提高其营销效率。2) 跨境业务方面，日本子公司株式会社 MSGROUP 获得了小红书 2025 年度商业化跨境营销代理商资质，开始拓展非中国大陆地区客户，公司旗下 IMsocial 东京孵化器——“幸以”挖掘日本华人内容创作者。同时，天下秀教育持续出海东南亚，利用中国经验引导当地企业。

风险提示：宏观经济下行；创新业务回收周期长；客户压低毛利率。

投资建议：看好公司在红人经济行业的布局，维持“优于大市”评级。由于宏观经济影响广告主需求、公司调整客户结构，我们下调 25~26 年盈利预测、新增 27 年盈利预测，预计 25~27 年归母净利润分别为 1.2/1.4/1.6 亿（原 25~26 年预测为 1.8/2.2 亿），同比 125.1%/18.5%/17.7%；摊薄 EPS=0.06/0.08/0.09 元，当前股价对应 PE=73x/61.6x/52.3x。公司在红人经济行业具备大量客户、红人、数据等资源积累，海外业务持续拓展，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,202	4,066	4,270	4,697	5,025
(+/-%)	1.8%	-3.2%	5.0%	10.0%	7.0%
净利润(百万元)	93	51	116	137	162
(+/-%)	-48.4%	-44.5%	125.1%	18.5%	17.7%
每股收益(元)	0.05	0.03	0.06	0.08	0.09
EBIT Margin	3.6%	3.3%	3.2%	3.1%	3.3%
净资产收益率 (ROE)	2.4%	1.3%	3.0%	3.4%	3.9%
市盈率 (PE)	91.2	164.3	73.0	61.6	52.3
EV/EBITDA	60.5	63.8	60.1	57.2	51.8
市净率 (PB)	2.21	2.21	2.18	2.12	2.06

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

证券分析师：陈瑶蓉

021-61761058

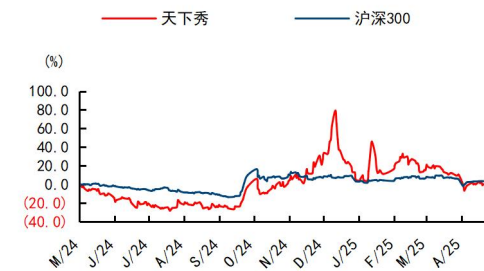
chenyao.rong@guosen.com.cn

S0980523100001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	4.61 元
总市值/流通市值	8334/8334 百万元
52 周最高价/最低价	8.30/3.27 元
近 3 个月日均成交额	408.49 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）-上半年收入下滑 5%，经营端持续完善红人经济产业布局》——2024-08-26

《天下秀（600556.SH）-2023 年收入增长 1.8%，利润受信用减值损失拖累》——2024-04-28

《天下秀（600556.SH）-主业企稳叠加降本增效，第三季度净利润增长 43%》——2023-10-31

《天下秀（600556.SH）-上半年收入同比增长 1%，持续布局红人经济》——2023-08-30

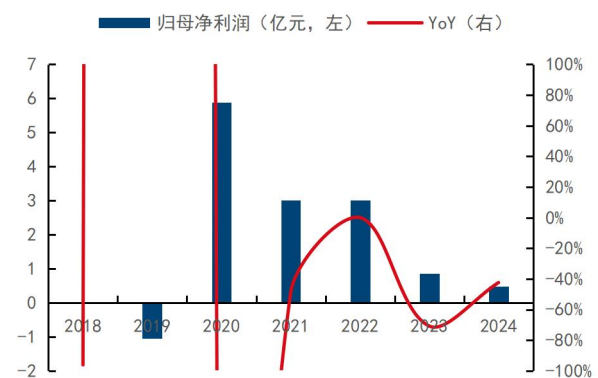
市场环境影广告主需求，2024 年收入下滑 3%。1) 2024 年，公司营业收入 40.7 亿元，同比下滑 3.2%，主要由于客户结构变化以及市场环境影；归母净利润 0.51 亿元，同比下降 44.5%，其中包括 0.76 亿的信用减值损失和 0.1 亿的资产减值损失。2) 单看第四季度，公司收入 10.2 亿元，同比下降 1.1%，降幅环比收窄 0.8 个百分点，主要由于广告主需求疲弱；归母净利润-0.1 亿元，同比增长 29.9%。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



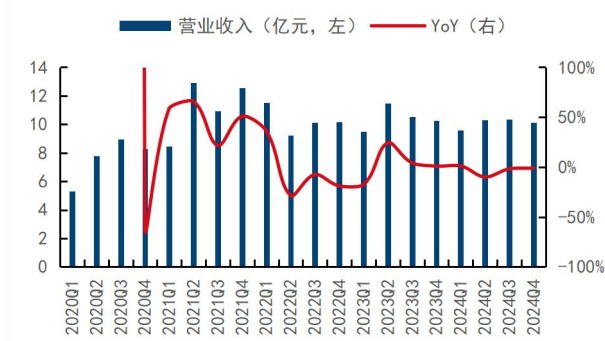
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



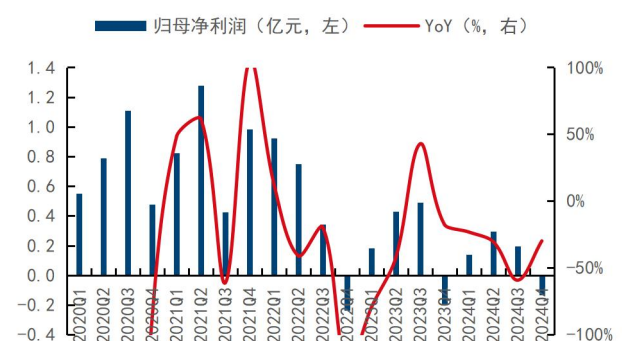
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



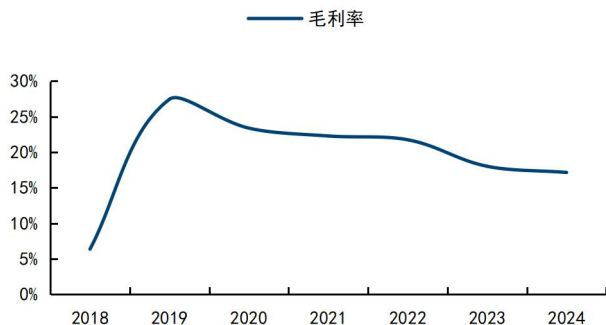
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）

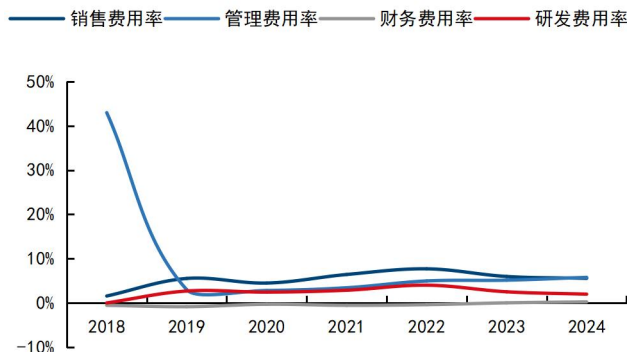


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

客户结构调整导致毛利率下滑，费用率整体略降。毛利率同比下降 0.9 个百分点至 17.2%，主要由于客户结构调整；费用率整体下降 0.1 个百分点至 13.6%，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 5.6%/5.8%/0.2%/2.0%，分别同比 -0.4%/+0.6%/+0.2%/-0.5%。

图5: 公司利润率 (单位: %)


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司费用率 (单位: %)


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

红人营销平台效率提升, 持续完善红人经济产业布局。1) 主业红人营销平台方面, 活跃客户与红人数持续提升; 客户方面, 截至 2024 年末, WEIQ 累计注册商家客户数 20.8 万, 较 2023 年底增长 8423 个; 从红人方面看, 红人账户累计数量达 346.6 万, 其中专职红人账户数/MCN 机构数分别为 212.7/1.91 万, 同比增长 30.9%/9.8%。此外, 公司还持续通过数据产品、技术工具提升红人商业化的效率。2) 新业务方面, 公司在持续完善在红人经济行业的业务布局, 构建去中心化的创作者经济商业生态体系, 布局了以 IMSOCIAL 加速器、TOPKLOUT 克劳锐、天下秀教育和西五街为代表的红人商业服务等创新业务。此外, 公司将 AIGC、MR、VR 等技术运用到数据服务、内容服务等领域, 创建 3D 虚拟数字内容呈现应用“虹宇宙”和 AI 内容创作工具“灵感岛”。

公司的 AIGC 商业化逐步落地, 海外业务有初步进展。1) AI 方面, 公司在 2024 年完成了“灵感岛文本生成算法”备案, 灵感岛产品涵盖社媒内容 AI 运营、短视频内容 AI 运营、矩阵营销 AI 运营, 赋能品牌方和 MCN 提高其营销效率。2) 跨境业务方面, 日本子公司株式会社 IMSGROUP 获得了小红书 2025 年度商业化跨境营销代理商资质, 开始拓展非中国大陆地区客户, 公司旗下 IMsocial 东京孵化器——“幸以”, 开始挖掘日本华人内容创作者。同时, 天下秀教育持续出海东南亚, 利用中国经验引导当地企业。

盈利预测调整说明:

我们预计 2025~2027 年收入分别为 42.7/47.0/50.3 亿 (原 25~26 年预测为 37.8/42.4 亿), 净利润分别为 1.2/1.4/1.6 亿 (原 25~26 年预测为 1.8/2.2 亿)。具体看调整原因:

1) **收入:** 公司的收入主要由红人营销平台和创新业务构成。1.1) 公司的红人营销平台在 2024 年经历了客户结构调整, 淘汰了部分账期较长的客户但注册商家数仍在提升。2025 年预计红人营销平台经营将企稳、2026~2027 年随着经济复苏、中小客户收入将稳步增长, 因此预计 2025~2027 年红人营销平台收入增速分别为 0.9%/8.7%/6%。1.2) 创新业务方面, 公司在国内的 AI 应用“灵感岛”已实现初步商业化、海外在日本和东南亚均有布局, 2025~2027 年收入增速预计为 30%/50%/30%。综合来看, 公司未来 3 年收入增速分别为 5%/10%/7%。

2) **毛利率:** 近年, 公司的红人营销平台毛利率由于宏观经济波动以及客户结构调整有所下滑, 保守起见假设 2025~2027 年毛利率约为 17%; 创新业务已逐步进入收获期, 预计 2025~2027 年毛利率将逐步恢复至 20%~22%的水平。综合来看, 预计 2025~2027 年毛利率分别为 17.0%/17.2%/17.2%。

3) **费用率**:公司的费用控制较为得当,预计 2025~2027 年销售费用率在 5.6%~6.0% 左右; 2025~2027 年管理费用率/财务费用率/研发费用率预计分别为 5.3%/0.5%/2.0%左右。
 综合来看,预计公司 2025~2027 年净利润分别为 1.2/1.4/1.6 亿,分别同比增长 125.1%/18.5%/17.7%。

表1: 盈利预测分拆

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入						
红人营销平台	41.0	41.0	39.7	41.4	45.0	47.7
YoY	-4.4%	0.0%	-3.3%	0.9%	8.7%	6.0%
创新业务	1.7	1.0	1.0	1.3	2.0	2.6
YoY	-21.9%	-41.5%	-0.7%	30.0%	50.0%	30.0%
总收入	41.3	42.0	40.7	42.7	47.0	50.3
YoY	-1.7%	1.8%	-3.2%	5.0%	10.0%	7.0%
毛利率(%)						
红人营销平台	21.7%	17.9%	17.2%	16.9%	17.0%	16.9%
创新业务	23.0%	22.9%	15.5%	20.0%	21.0%	22.0%
整体毛利率	21.7%	18.0%	17.2%	17.0%	17.2%	17.2%
费用率(%)						
销售费用率	7.7%	6.0%	5.6%	5.6%	6.0%	6.0%
管理费用率	4.9%	4.9%	5.6%	5.3%	5.3%	5.3%
财务费用率	0.4%	0.0%	-0.2%	0.5%	0.5%	0.5%
研发费用率	4.0%	2.5%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
净利润						
归母净利润	1.8	0.9	0.5	1.2	1.4	1.6
YoY	-49.2%	-48.4%	-44.5%	125.1%	18.5%	17.7%
归母净利率	4.4%	2.2%	1.3%	2.7%	2.9%	3.2%

资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理预测

投资建议: 看好公司在红人经济行业的布局, 维持“优于大市”评级。由于宏观经济影响广告主需求、公司调整客户结构, 我们下调 25~26 年盈利预测、新增 27 年盈利预测, 预计 25~27 年归母净利润分别为 1.2/1.4/1.6 亿(原 25~26 年预测为 1.8/2.2 亿), 同比 125.1%/18.5%/17.7%; 摊薄 EPS=0.06/0.08/0.09 元, 当前股价对应 PE=73x/61.6x/52.3x。公司在红人经济行业具备大量客户、红人、数据等资源积累、海外业务持续拓展, 维持“优于大市”评级。

表2: 可比公司估值表

公司	公司	投资	昨收盘	总市值	EPS				PE			
代码	名称	评级	(元)	(亿元)	2022	2023	2024 (E)	2025E	2022	2023	2024 (E)	2025E
600556.SH	天下秀	优于大市	4.56	82	0.10	0.05	0.03	0.06	46	89	160	71
002027.SZ	分众传媒	优于大市	6.97	1007	0.19	0.33	0.37	0.40	36	21	19	17
300058.SZ	蓝色光标	优于大市	8.01	202	(0.86)	0.05	(0.12)	0.16	(9)	174	(67)	51

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理 注: 分众传媒、蓝色光标的盈利预测来自 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）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2299	1552	1751	1900	2100	营业收入	4202	4066	4270	4697	5025
应收款项	2517	2451	2223	2316	2341	营业成本	3445	3369	3552	3898	4161
存货净额	20	22	39	43	46	营业税金及附加	32	21	26	28	30
其他流动资产	327	480	363	399	427	销售费用	251	226	239	282	302
流动资产合计	5164	4615	4486	4769	5024	管理费用	216	235	229	251	269
固定资产	210	200	378	351	327	研发费用	106	81	85	94	101
无形资产及其他	59	56	55	53	52	财务费用	1	10	(21)	(22)	(26)
投资性房地产	450	539	539	539	539	投资收益	13	6	5	5	5
长期股权投资	13	12	23	34	45	资产减值及公允价值变动	6	13	5	5	5
资产总计	5895	5422	5481	5746	5987	其他收入	(183)	(172)	(85)	(94)	(101)
短期借款及交易性金融负债	987	395	500	519	524	营业利润	92	53	170	176	200
应付款项	708	674	730	800	854	营业外净收支	(2)	(2)	(55)	(40)	(40)
其他流动负债	352	524	321	354	378	利润总额	90	50	115	136	160
流动负债合计	2048	1593	1551	1673	1756	所得税费用	9	7	17	20	24
长期借款及应付债券	6	4	4	4	4	少数股东损益	(12)	(8)	(19)	(22)	(26)
其他长期负债	42	25	85	145	205	归属于母公司净利润	93	51	116	137	162
长期负债合计	48	29	89	149	209	现金流量表（百万元）					
负债合计	2096	1622	1640	1822	1965	净利润	93	51	116	137	162
少数股东权益	(34)	(30)	(47)	(67)	(91)	资产减值准备	(59)	7	9	(0)	(1)
股东权益	3834	3830	3888	3991	4113	折旧摊销	22	23	29	36	38
负债和股东权益总计	5895	5422	5481	5746	5987	公允价值变动损失	(6)	(13)	(5)	(5)	(5)
关键财务与估值指标						财务费用	1	10	(21)	(22)	(26)
每股收益	0.05	0.03	0.06	0.08	0.09	营运资本变动	150	(50)	251	29	82
每股红利	0.03	0.03	0.03	0.02	0.02	其它	54	(7)	(26)	(20)	(23)
每股净资产	2.12	2.12	2.15	2.21	2.27	经营活动现金流	253	12	374	178	253
ROIC	3.09%	2.59%	3%	3%	4%	资本开支	0	(25)	(211)	(3)	(6)
ROE	2.42%	1.34%	3%	3%	4%	其它投资现金流	0	(111)	0	0	0
毛利率	18%	17%	17%	17%	17%	投资活动现金流	1	(135)	(222)	(14)	(17)
EBIT Margin	4%	3%	3%	3%	3%	权益性融资	2	13	0	0	0
EBITDA Margin	4%	4%	4%	4%	4%	负债净变化	6	(2)	0	0	0
收入增长	2%	-3%	5%	10%	7%	支付股利、利息	(48)	(54)	(58)	(34)	(40)
净利润增长率	-48%	-45%	125%	19%	18%	其它融资现金流	283	(525)	105	19	5
资产负债率	35%	29%	29%	31%	31%	融资活动现金流	202	(625)	47	(15)	(36)
股息率	0.6%	0.6%	0.7%	0.4%	0.5%	现金净变动	457	(747)	199	149	200
P/E	91.2	164.3	73.0	61.6	52.3	货币资金的期初余额	1843	2299	1552	1751	1900
P/B	2.2	2.2	2.2	2.1	2.1	货币资金的期末余额	2299	1552	1751	1900	2100
EV/EBITDA	60.5	63.8	60.1	57.2	51.8	企业自由现金流	0	64	187	184	253
						权益自由现金流	0	(463)	310	223	280

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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