

# 天下秀 (600556.SH)

## 2025 年客户结构调整收入下滑 4%，创新业务成长迅速

优于大市

### 核心观点

**2025 年客户结构调整收入下滑 4.0%，毛利率提升 1.8 个百分点。**1) 2025 年，公司营业收入 39.0 亿元，同比-4.0%，主要由于公司主动优化客户结构，分业务看红人营销/红人经济生态链业务收入分别为 37.0/2.0 亿元，同比分别-6.7%/+102.3%；毛利率为 19.0%，同比+1.8 个百分点，其中红人营销/红人经济生态链业务毛利率分别为 17.8%/40.5%，分别同比+0.6/+25.0 个百分点；归母净利润 0.3 亿元，同比-40.1%，主要由于递延所得税费用同比增长 0.5 亿。2) 2026 年第一季度，公司营业收入 9.4 亿元，同比+4.7%；归母净利润 0.03 亿元，同比-75.8%，主要由于销售和管理费用的增长。

**主业占据红人经济卡位优势，创新业务初见成效。**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 2025 年 12 月末，WEIQ 累计注册商家客户数超过 22 万，同比增长 1.74 万个；从红人方面看，红人账户累计数量达 379.7 万，其中专职红人账户数/MCN 机构数分别为 239.6/2.04 万，夯实公司的“超级连接器”地位。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，布局红人职业教育（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）、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）等创新业务。此外，公司还布局电商、IMsocial 创新业务，主要通过红人营销、红人分销方式进行。

**AI Agent 产品落地，出海业务初具规模。**1) 主业方面，公司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，2025 年基于 WEIQ 平台搭建 SAAS 系统，开发并落地“BOSS 红人智投”AI Agent 产品，为广告主提供从需求输入、AI 选号、达人匹配分析到智能投放的全流程服务。2) 出海方面，公司在中国香港、新加坡、日本、韩国等国家/地区设立子公司，提供红人经济全链路营销支持。技术方面 2025 年 9 月 AIGC SAAS 海外版上线并交付首个海外客户。

**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 and 出海成长前景，维持“优于大市”评级。**由于海外业务销售推广费用较高，我们下调盈利预测，预计 26-28 年归母净利润分别为 0.7/1.2/1.7 亿（原 26-27 年预测为 1.4/1.6 亿），同比增长 140.9%/64.7%/41.0%。公司在红人经济行业具备大量客户、红人、数据等资源积累，具备稀缺性，维持“优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4,066	3,904	4,211	4,458	4,676
(+/-%)	-3.2%	-4.0%	7.9%	5.9%	4.9%
净利润(百万元)	51	31	74	122	173
(+/-%)	-44.5%	-40.1%	140.7%	64.7%	41.0%
每股收益(元)	0.03	0.02	0.04	0.07	0.10
EBIT Margin	3.3%	2.8%	3.0%	4.0%	5.0%
净资产收益率 (ROE)	1.3%	0.8%	1.9%	3.1%	4.3%
市盈率 (PE)	213.8	356.7	148.2	90.0	63.8
EV/EBITDA	79.9	94.3	80.3	59.0	47.7
市净率 (PB)	2.87	2.87	2.85	2.81	2.77

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

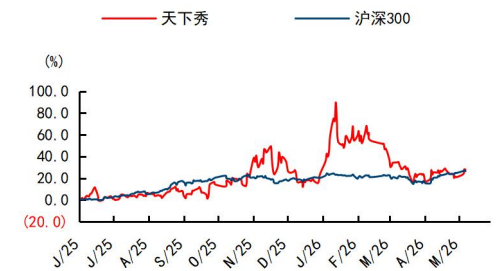
chenyaorong@guosen.com.cn

S0980523100001

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	6.29 元
总市值/流通市值	11371/0 百万元
52 周最高价/最低价	9.45/4.66 元
近 3 个月日均成交额	381.61 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) -2024 年收入下滑 3%，经营端持续拓展红人营销商业边界》——2025-04-28  
《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

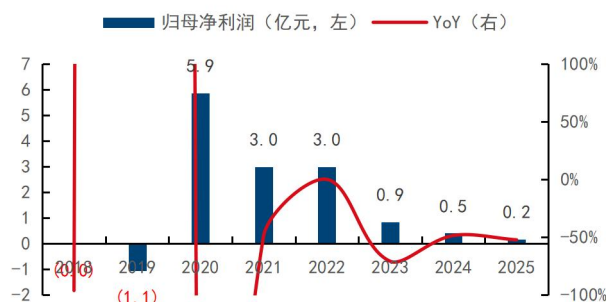
**2025 年客户结构调整收入下滑 4.0%。**1) 2025 年，公司营业收入 39.0 亿元，同比-4.0%，主要由于公司主动优化客户结构，分业务看红人营销/红人经济生态链业务收入分别为 37.0/2.0 亿元，同比分别-6.7%/+102.3%；归母净利润 0.3 亿元，同比-40.1%，递延所得税费用同比增长 0.5 亿。2) 2026 年第一季度，公司营业收入 9.4 亿元，同比+4.7%；归母净利润 0.03 亿元，同比-75.8%，主要由于销售和管理费用的增长。

图1: 天下秀营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



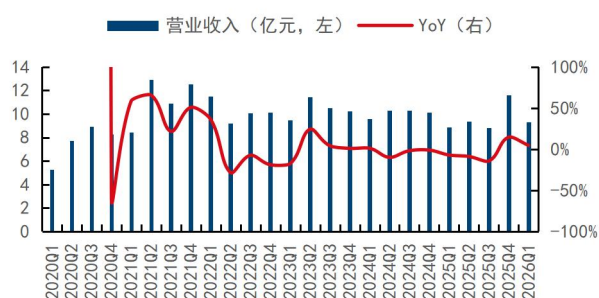
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 天下秀归母净利润及增速 (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: 天下秀单季营收及增速 (单位: 亿元、%)



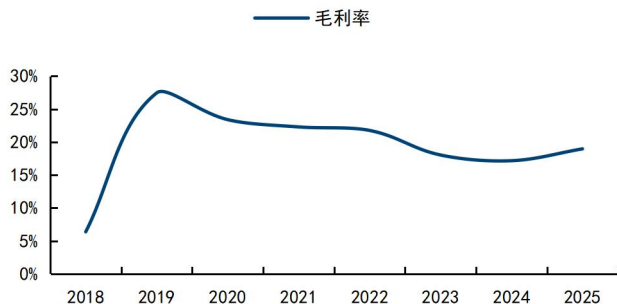
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 天下秀单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)

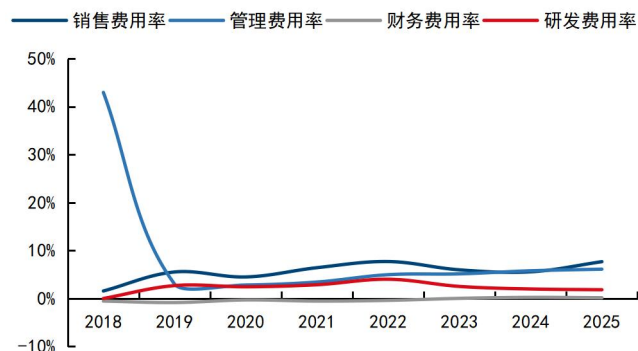


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**毛利率提升 1.8 个百分点，销售费用增加主要由于出海业务需求。**2025 年，公司的毛利率为 19.0%，同比+1.8 个百分点，其中红人营销/红人经济生态链业务毛利率分别为 17.8%/40.5%，分别同比+0.6/+25.0 个百分点。公司的销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.7%/6.1%/1.8%/0.2%，分别同比+2.1/+0.3/-0.2/-0.1 个百分点，销售费用率上升的原因主要是公司加大了“灵感岛”海外版的推广费用以及出海团队人工成本的增加。

**图5: 天下秀毛利率变化情况**


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图6: 天下秀费用率变化情况**


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**主业占据红人经济卡位优势, 创新业务初见成效。**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 2025 年 12 月末, WEIQ 累计注册商家客户数超过 22 万, 同比增长 1.74 万个; 从红人方面看, 红人账户累计数量达 379.7 万, 其中专职红人账户数/MCN 机构数分别为 239.6/2.04 万, 夯实公司的“超级连接器”地位。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, 布局红人职业教育(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)、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)等创新业务。此外, 公司还布局电商、IMsocial 创新业务, 主要通过红人营销、红人分销方式进行。

**AI Agent 产品落地, 出海业务初具规模。**1) 主业方面, 公司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, 2025 年基于 WEIQ 平台搭建 SAAS 系统, 开发并落地“BOSS 红人智投”AI Agent 产品, 为广告主提供从需求输入、AI 选号、达人匹配分析到智能投放的全流程服务。2) 出海方面, 公司在中国香港、新加坡、日本、韩国等国家/地区设立子公司, 提供红人经济全链路营销支持。技术方面 2025 年 9 月 AIGC SAAS 海外版上线并交付首个海外客户。

### 盈利预测及假设条件:

我们下调盈利预测, 预计公司 2026-2028 年收入分别为 42.1/44.6/46.8 亿(原 26-27 年预测为 47.0/50.3 亿), 分别同比+1.8%/-3.2%/-4%, 2026-2028 年归母净利润分别为 0.7/1.2/1.7 亿(原 26-27 年预测为 1.4/1.6 亿), 同比增长 140.9%/64.7%/41.0%。具体说明如下:

**1) 收入假设:** 公司的收入主要来自红人营销平台主业和创新业务。1.1) 主业红人营销平台在红人经济产业链占据优势卡位, 但由于宏观经济仍在复苏阶段, 广告主付费意愿较低, 我们预计未来 3 年红人营销平台将维持 2%~5% 的稳步增长。1.2) 创新业务方面, 公司 2025 年出海收入翻倍, “灵感岛”和“BOSS 红人智投”具备差异化优势有望在海外继续推广, 我们预计未来 3 年创新业务收入分别为 60%/40%/30%。整体来看, 我们预计公司未来 3 年收入分别为 42.1/44.6/46.8 亿元, 分别同比增长 7.9%/5.9%/4.9%。

**2) 毛利率假设:** 公司的红人营销平台和创新业务板块毛利率相差较大。2.1) 红人营销平台主动淘汰压低毛利和账期较长的客户, 2025 年毛利率回升 0.6 个百分

点至 17.8%，预计未来 3 年毛利率有望小幅回升至 17.8%~18.0% 的区间。2.2) 创新业务在 2025 年已完成部署，预计未来 3 年毛利率将维持在 38%~40% 的区间。整体来看，预计公司未来 3 年的毛利率分别为 19.4%/20.1%/20.8%。

### 3) 费用率假设：

3.1) 销售费用率：公司由于海外业务需要，宣传推广费和人工费增加，2025 年销售费用率增加至 7.7%，未来 3 年仍有海外业务拓展的需要，预计销售费用率在 7.3%~7.7% 之间。

3.2) 管理费用率：公司的管理费用率近年稳定在 5%~6.1% 之间，预计未来 3 年管理费用率在 6.0%~6.1% 之间波动。

3.3) 财务费用率：公司的财务费用率占比较低，近年在 0.2% 以下，我们预计未来 3 年财务费用率为 0.2%。

3.4) 研发费用率：公司近年的研发费用率在 1.8%~2.5% 之间，研发费用金额较稳定，预计未来 3 年研发费用率在 2.0% 左右。

综上所述，预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 0.7/1.2/1.7 亿。

**投资建议：看好公司在红人经济行业的布局和出海成长前景，维持“优于大市”评级。**由于海外业务销售推广费用较高，我们下调盈利预测，预计 26-28 年归母净利润分别为 0.7/1.2/1.7 亿（原 26-27 年预测为 1.4/1.6 亿），同比增长 140.9%/64.7%/41.0%。公司在红人经济行业具备大量客户、红人、数据等资源积累，具备稀缺性，出海业务前景也较好，维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PE			
					2024	2025	2026E	2027E	2024	2025	2026E	2027E
600556.SH	天下秀	优于大市	6.09	110	0.03	0.02	0.04	0.07	203	305	152	87
300058.SZ	蓝色光标	优于大市	19.30	693	-0.12	0.06	0.08	0.10	(161)	322	241	193

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理 注：蓝色光标为 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)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	1552	1850	1889	2032	2214	营业收入	4066	3904	4211	4458	4676
应收款项	2451	2272	2192	2199	2178	营业成本	3369	3164	3396	3564	3703
存货净额	22	32	37	39	40	营业税金及附加	21	20	21	22	23
其他流动资产	480	498	358	379	397	销售费用	226	300	324	334	341
<b>流动资产合计</b>	<b>4615</b>	<b>4652</b>	<b>4476</b>	<b>4649</b>	<b>4829</b>	管理费用	235	239	259	269	282
固定资产	200	225	403	370	338	研发费用	81	71	84	89	94
无形资产及其他	56	45	44	43	42	财务费用	10	6	1	1	(2)
投资性房地产	539	549	549	549	549	投资收益	6	(12)	(30)	(30)	(30)
长期股权投资	12	47	58	69	80	资产减值及公允价值变动	13	77	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>5422</b>	<b>5519</b>	<b>5531</b>	<b>5680</b>	<b>5839</b>	其他收入	(172)	(132)	(84)	(89)	(94)
短期借款及交易性金融负债	395	565	600	600	600	营业利润	53	108	96	149	204
应付款项	674	577	696	730	758	营业外净收支	(2)	(13)	(15)	(15)	(15)
其他流动负债	524	544	318	332	345	<b>利润总额</b>	<b>50</b>	<b>95</b>	<b>81</b>	<b>134</b>	<b>189</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1593</b>	<b>1686</b>	<b>1614</b>	<b>1662</b>	<b>1703</b>	所得税费用	7	70	12	20	28
长期借款及应付债券	4	1	1	1	1	少数股东损益	(8)	(6)	(5)	(9)	(12)
其他长期负债	25	15	75	135	195	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>51</b>	<b>31</b>	<b>74</b>	<b>122</b>	<b>173</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>29</b>	<b>16</b>	<b>76</b>	<b>136</b>	<b>196</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>1622</b>	<b>1702</b>	<b>1690</b>	<b>1798</b>	<b>1899</b>	净利润	51	31	74	122	173
少数股东权益	(30)	(17)	(22)	(29)	(41)	资产减值准备	7	(8)	3	(0)	(1)
股东权益	3830	3833	3863	3912	3981	折旧摊销	23	24	31	38	39
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5422</b>	<b>5519</b>	<b>5531</b>	<b>5680</b>	<b>5839</b>	公允价值变动损失	(13)	(77)	0	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	10	6	1	1	(2)
每股收益	0.03	0.02	0.04	0.07	0.10	营运资本变动	(50)	47	170	79	102
每股红利	0.03	0.01	0.02	0.04	0.06	其它	(7)	6	(8)	(8)	(11)
每股净资产	2.12	2.12	2.14	2.16	2.20	<b>经营活动现金流</b>	<b>12</b>	<b>23</b>	<b>270</b>	<b>231</b>	<b>302</b>
ROIC	2.59%	0.70%	3%	4%	5%	资本开支	0	(110)	(211)	(3)	(6)
ROE	1.34%	0.81%	2%	3%	4%	其它投资现金流	(111)	111	0	0	0
毛利率	17%	19%	19%	20%	21%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(110)</b>	<b>(35)</b>	<b>(222)</b>	<b>(14)</b>	<b>(17)</b>
EBIT Margin	3%	3%	3%	4%	5%	权益性融资	(5)	1	0	0	0
EBITDA Margin	4%	3%	4%	5%	6%	负债净变化	(2)	(4)	0	0	0
收入增长	-3%	-4%	8%	6%	5%	支付股利、利息	(54)	(23)	(45)	(73)	(104)
净利润增长率	-45%	-40%	141%	65%	41%	其它融资现金流	(532)	361	35	0	0
资产负债率	29%	31%	30%	31%	32%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(649)</b>	<b>310</b>	<b>(9)</b>	<b>(73)</b>	<b>(104)</b>
股息率	0.5%	0.2%	0.4%	0.7%	0.9%	<b>现金净变动</b>	<b>(747)</b>	<b>298</b>	<b>39</b>	<b>143</b>	<b>182</b>
P/E	213.8	356.7	148.2	90.0	63.8	货币资金的期初余额	2299	1552	1850	1889	2032
P/B	2.9	2.9	2.8	2.8	2.8	货币资金的期末余额	1552	1850	1889	2032	2214
EV/EBITDA	79.9	94.3	80.3	59.0	47.7	企业自由现金流	0	(11)	98	266	332
						权益自由现金流	0	347	132	265	333

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 ±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 ±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

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