

天下秀(600556)

点评报告

行业公司研究—生物制品II行业—

证券研究报告

# 淡季维持高速增长，跑马圈地持续深挖竞争壁垒

## ——天下秀三季报点评

✍️：马莉 执业证书编号：S1230520070002  
☎️：陈腾曦  
✉️：xinzexi@stocke.com.cn

### 报告导读

公司披露三季报，前三季度营收 22.24 亿 (+62.37%)，归母净利润 2.47 亿 (+37.85%)，经营性现金流净额-3.31 亿元，毛利率 24.50%；单三季度营收 9.04 亿 (+57.34%)，归母净利润 1.12 亿 (+34.71%)，经营性现金流-2.79 亿，毛利率 23.18%。

### 投资要点

#### □ 三季度延续高速增长，四季度营销旺季值得期待

天下秀单三季度实现营收 9.04 亿 (+57.34%)，归母净利润 1.12 亿 (+34.71%)；公司在营销淡季仍展现出较高增速，期待 Q4 旺季的经营表现。净利润增速低于收入增速的主因在于毛利率，单季度毛利率 23.18%，同比/环比下降 4.00/1.96 Pcts，我们认为这与公司在行业爆发期聚焦于大客户跑马圈地持续强化行业头部地位的竞争策略有关，大客户的毛利率相对较低。结合对行业趋势与公司竞争力不断强化的判断，随着公司占据越来越高的市场份额，同时大数据平台的能力不断强化后，毛利率在短-中-长期将呈现先降后升的态势。

#### □ 应收账款良性增长，资金储备充裕，壁垒持续加深

公司三季度末应收账款为 13.81 亿元，较 2020H1 提升 3.53 亿元，较 2019 年底提升约 7 亿。我们认为，在当前红人营销仍处于行业初期，大型广告主纷纷在提升这一领域的营销预算，公司在具备垫款能力的背景下，应收账款规模的提升是公司跑马圈地拓大客户塑造壁垒的必然结果。2020 年 9 月，公司完成定增，募集 20.72 亿，定增资金将主要用于以下三方面：(1) 新媒体商业大数据平台建设；(2) WEIQ 新媒体营销云平台升级；(3) 补充流动资金。我们认为，短期看，定增资金将直接强化公司开拓大型客户的能力，进而提升公司在红人营销行业中的龙头影响力；长期看，定增募投项目将有效提升公司研发及技术实力，巩固竞争壁垒。

#### □ 存货提升、电商布局露端倪，叠加生态圈投资，新兴模式孕育中

截至 2020 年 Q3 公司存货约 160 万，主要为电商备货，比 2020H1 增加了近 100 万元，或表明公司在主业高歌猛进的同时也在不断实践新业务突破，结合公司在红人生态圈丰富的对外投资，我们认为公司未来是最有可能站在产业发展前沿的龙头企业。

#### □ 盈利预测及估值

“自媒体的商业化变现”随着技术的进步、时代的变迁（微博-微信-短视频-直播-VR/AR）会成为新经济领域的一个重要投资主线。天下秀通过 WEIQ、SMART、TOPKLOUT 克劳锐和 IMsocial 红人加速器四大平台已经构建了一个稳定的“红人经济生态圈”，围绕自媒体价值这一核心，形成了助力客户及自媒体成长的完整生态服务体系，未来想象空间极大。在一个爆发初期的行业拥有这样的竞争壁垒，是我们持续看好公司的核心理由。我们预计 20-22 年公司净利润分别同增 54.74%/58.19%/55.21%至 4.0 亿/6.3 亿/9.8 亿，当前市值对应市盈率分别为 80X/51X/33X，维持“买入”评级。

### 评级

### 买入

上次评级	买入
当前价格	¥ 17.70

### 单季度业绩

### 元/股

3Q/2020	0.06
2Q/2020	0.05
1Q/2020	0.03
4Q/2019	0.05



### 公司简介

公司是新媒体红人营销行业龙头，通过 WEIQ、SMART、TOPKLOUT 克劳锐和 IMsocial 红人加速器四大平台已经构建了一个稳定的“红人经济生态圈”。

### 相关报告

- 1《加速增长，红人经济标杆已现——天下秀 2020 半年报点评》2020.08.14
- 2《发展瓶颈突破、竞争壁垒巩固，上调业绩预期——天下秀定增审核通过点评》2020.07.28

报告撰写人：马莉

联系人：陈腾曦

风险提示：红人迭代速度超预期、行业竞争加剧风险

**财务摘要**

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	1977	3124	4999	8098
(+/-)	2857.27%	58.00%	60.00%	62.00%
净利润	259	400	633	982
(+/-)	-	54.74%	58.19%	55.21%
每股收益(元)	0.15	0.22	0.35	0.54
P/E	123.73	79.96	50.55	32.57

## 正文目录

1. 天下秀季度财务数据一览.....	4
2. 天下秀当前主要股东基本情况一览 .....	5

## 图表目录

表 1: 天下秀季度财务数据拆分情况 .....	4
表 2: 天下秀上市前股东情况 .....	5
表 3: 天下秀 2020 年 9 月定增股东情况 .....	6
表附录: 三大报表预测值 .....	7

## 1. 天下秀季度财务数据一览

**表 1: 天下秀季度财务数据拆分情况**

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2019Q1-Q3	2020Q1-Q3
<b>利润表摘要</b>									
营业收入	345.39	449.87	574.63	607.41	536.32	783.89	904.12	1,369.88	2,224.33
yoy	-	-	-	-	55.28%	74.25%	57.34%	-	62.37%
毛利率	30.59%	28.57%	27.18%	25.06%	25.80%	25.14%	23.18%	28.50%	24.50%
毛利	105.64	128.53	156.20	152.25	138.37	197.08	209.55	390.38	545.00
yoy	-	-	-	-	30.98%	53.33%	34.15%	-	39.61%
期间费用率	13.97%	10.55%	7.68%	9.84%	11.82%	10.62%	10.36%	10.49%	10.80%
销售费用	27.09	15.15	23.62	43.51	32.34	26.53	28.66	65.86	87.53
销售费用率	7.84%	3.37%	4.11%	7.16%	6.03%	3.38%	3.17%	4.81%	3.94%
管理费用	13.30	20.16	20.18	5.59	21.43	27.11	23.86	53.63	72.40
管理费用率	3.85%	4.48%	2.83%	0.65%	4.00%	3.46%	2.64%	3.92%	3.25%
研发费用	9.27	23.72	16.26	3.97	16.24	31.83	17.29	49.25	65.36
研发费用率	2.68%	5.27%	2.83%	0.65%	3.03%	4.06%	1.91%	3.59%	2.94%
财务费用	-1.41	-11.58	-12.02	8.33	-6.62	-2.20	23.86	-25.01	15.04
财务费用率	-0.41%	-2.57%	-2.09%	1.37%	-1.23%	-0.28%	2.64%	-1.83%	0.68%
归母净利润	38.40	58.06	82.89	79.25	55.83	79.74	111.66	179.35	247.23
yoy	-	-	-	-	45.41%	37.34%	34.71%	-	37.85%
归母净利率	11.12%	12.91%	14.42%	13.05%	10.41%	10.17%	12.35%	13.09%	11.11%
扣非归母净利润	38.40	56.07	80.89	77.18	55.79	95.35	112.82	175.35	263.96
yoy	-	-	-	-	45.30%	70.07%	39.48%	-	50.53%
扣非归母净利率	11.12%	12.46%	14.08%	12.71%	10.40%	12.16%	12.48%	12.80%	11.87%
<b>资产负债表摘要</b>									
货币资金	497.32	-	-	535.37	641.55	628.64	2,419.83	-	2,419.83
应收票据及应收账款	449.10	-	-	683.46	855.30	1,036.15	1,386.31	-	1,386.31
yoy	-	-	-	100.57%	90.45%	-	-	-	-
应付账款	167.12	-	-	185.04	252.62	290.73	426.17	-	426.17
yoy	-	-	-	38.87%	51.16%	-	-	-	-
预付账款	11.05	-	-	98.89	77.61	63.84	86.59	-	86.59
yoy	-	-	-	1148.90%	602.35%	-	-	-	-
其他应付账款	13.71	-	-	7.32	371.39	400.51	269.27	-	269.27
yoy	-	-	-	3619.42%	2609.55%	-	-	-	-
<b>现金流量表摘要</b>									
经营性现金流净额	-41.85	-30.59	-30.09	-34.93	-45.51	-6.39	-279.24	-102.53	-331.14
投资性现金流净额	-115.56	-224.95	169.41	-53.85	-6.44	-1.26	-4.64	-171.10	-12.34
筹资性现金流净额	-3.44	840.51	-389.35	392.79	-353.58	12.40	1,944.92	447.72	1,603.74

资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

## 2. 天下秀当前主要股东基本情况一览

**表 2：天下秀上市前股东情况**

名称	持股数量(百万股)	总股本占比(%)	持股价格(元)	解禁日期
澄迈新升	93.54	5.17%	3	2021年12月31日
宏远伯乐	28.52	1.58%	3	2021年12月31日
中安润信	19.01	1.05%	3	2021年12月31日
上海沁朴	15.21	0.84%	3	2021年12月31日
招远秋实	9.92	0.55%	3	2021年12月31日
麻隆金实	91.26	5.05%	3	2021年12月31日
嘉兴腾元	90.46	5.00%	3	2021年12月31日
厦门赛富	90.46	5.00%	3	2021年12月31日
杭州长潘	59.91	3.31%	3	2021年12月31日
海南金慧	58.34	3.23%	3	2021年12月31日
文泰投资	34.22	1.89%	3	2021年12月31日
合计	590.86	32.68%		
ShowWorld HK	332.62	18.40%	3	2023年1月2日
微博开曼	147.73	8.17%	3	2023年1月2日
利兹利	127.19	7.04%	3	2023年1月2日
永盟	95.51	5.28%	3	2023年1月2日
麻隆金实	9.13	0.50%	3	2023年1月2日
嘉兴腾元	9.05	0.50%	3	2023年1月2日
厦门赛富	9.05	0.50%	3	2023年1月2日
杭州长潘	5.99	0.33%	3	2023年1月2日
海南金慧	1.14	0.06%	3	2023年1月2日
文泰投资	3.42	0.19%	3	2023年1月2日
合计	740.81	40.98%		

资料来源：公司公告、浙商证券研究所（部分机构在天下秀借壳上市之前已进行过多轮增资，对应股权锁定时限不同，因此存在同一机构拥有两次解禁日期的情况）

**表 3：天下秀 2020 年 9 月定增股东情况**

名称	持股数量 (百万股)	总股本占比	持股价格 (元)	解禁日期
兴证全球基金管理有限公司	27.93	1.54%	16.65	2021 年 3 月 17 日
中国太平洋人寿保险股份有限公司-分红-个人分红	14.41	0.80%	16.65	2021 年 3 月 17 日
中国太平洋财产保险股份有限公司-传统-普通保险产品	7.81	0.43%	16.65	2021 年 3 月 17 日
鹏华基金管理有限公司	7.51	0.42%	16.65	2021 年 3 月 17 日
财通基金管理有限公司	6.74	0.37%	16.65	2021 年 3 月 17 日
上投摩根基金管理有限公司	6.43	0.36%	16.65	2021 年 3 月 17 日
汇添富基金管理股份有限公司	6.01	0.33%	16.65	2021 年 3 月 17 日
嘉实基金管理有限公司	4.80	0.27%	16.65	2021 年 3 月 17 日
太平洋行业轮动股票型产品	4.80	0.27%	16.65	2021 年 3 月 17 日
西藏瑞华资本管理有限公司	4.80	0.27%	16.65	2021 年 3 月 17 日
湖南轻盐创业投资管理有限公司	4.62	0.26%	16.65	2021 年 3 月 17 日
徐志康	4.20	0.23%	16.65	2021 年 3 月 17 日
王晓梅	4.20	0.23%	16.65	2021 年 3 月 17 日
建信基金管理有限责任公司	3.60	0.20%	16.65	2021 年 3 月 17 日
杨岳智	3.60	0.20%	16.65	2021 年 3 月 17 日
中国太平洋人寿股票定增管理组合	3.60	0.20%	16.65	2021 年 3 月 17 日
上海宁泉资产管理有限公司-宁泉致远 39 号私募证券投资基金	3.60	0.20%	16.65	2021 年 3 月 17 日
中信证券股份有限公司	3.60	0.20%	16.65	2021 年 3 月 17 日
赵恒威	3.18	0.18%	16.65	2021 年 3 月 17 日
泰康人寿保险有限责任公司-分红-个人分红产品	1.84	0.10%	16.65	2021 年 3 月 17 日
合计	127.33	7.04%		

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	1898	4125	4785	5975	<b>营业收入</b>	1977	3124	4999	8098
现金	1043	2945	3091	3483	营业成本	1435	2290	3684	5992
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	22	24	38	72
应收账款	683	1029	1531	2297	营业费用	109	158	252	409
其它应收款	9	15	24	38	管理费用	59	87	144	231
预付账款	99	114	111	120	研发费用	53	81	130	202
存货	0	0	0	0	财务费用	-17	-33	-49	-55
其他	63	21	28	37	资产减值损失	11	66	105	129
<b>非流动资产</b>	90	45	55	69	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	10	8	6	投资净收益	-2	-2	-2	-2
长期投资	11	4	5	7	其他经营收益	7	2	3	4
固定资产	3	3	4	5	<b>营业利润</b>	310	451	695	1121
无形资产	0	0	0	0	营业外收支	0	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	311	452	696	1121
其他	75	29	38	52	所得税	53	52	64	141
<b>资产总计</b>	1988	4170	4839	6044	<b>净利润</b>	258	399	632	980
<b>流动负债</b>	989	669	702	924	少数股东损益	-0.60	-0.92	-1.46	-2.27
短期借款	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	259	400	633	982
应付款项	185	275	424	719	EBITDA	297	422	651	1073
预收账款	30	47	75	122	EPS (最新摊薄)	0.14	0.22	0.35	0.54
其他	774	347	203	83	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	34	17	21	24		2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	0	0	0	0	<b>成长能力</b>				
其他	34	17	21	24	营业收入	2857.27%	58.00%	60.00%	62.00%
<b>负债合计</b>	1023	686	724	948	营业利润	1281.89%	45.44%	54.08%	61.19%
少数股东权益	1	0	-1	-3	归属母公司净利润	-	54.74%	58.19%	55.21%
归属母公司股东权益	963	3484	4117	5099	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	1988	4170	4839	6044	毛利率	27.44%	26.70%	26.30%	26.01%
					净利率	13.05%	12.78%	12.63%	12.10%
					ROE	51.51%	17.99%	16.66%	21.33%
					ROIC	25.43%	10.69%	14.34%	18.37%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	51.46%	16.45%	14.95%	15.69%
					净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.92	6.16	6.81	6.47
					速动比率	1.92	6.16	6.81	6.47
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.89	1.01	1.11	1.49
					应收帐款周转率	5.57	3.52	3.58	3.77
					应付帐款周转率	14.34	9.96	10.55	10.49
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.14	0.22	0.35	0.54
					每股经营现金	-0.08	-0.14	0.05	0.19
					每股净资产	0.57	1.93	2.28	2.82
					<b>估值比率</b>				
					P/E	123.73	79.96	50.55	32.57
					P/B	30.87	9.19	7.77	6.28
					EV/EBITDA	65.17	68.80	44.39	26.57

  

<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	-137	-247	99	340
净利润	258	399	632	980
折旧摊销	2	1	1	1
财务费用	-17	-33	-49	-55
投资损失	2	2	2	2
营运资金变动	142	-730	-582	-702
其它	-524	115	96	114
<b>投资活动现金流</b>	-225	-4	-3	-3
资本支出	-3	0	-1	-1
长期投资	3	-2	0	0
其他	-225	-2	-2	-2
<b>筹资活动现金流</b>	841	2153	49	55
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	841	2153	49	55
<b>现金净增加额</b>	478	1902	146	392

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>