

天下秀 (600556)

证券研究报告

2022年11月14日

元宇宙再获政策加码+板块边际向好, Web3.0 业务有望持续受益&进一步赋能红人经济生态发展

事件

近期, 工信部及相关单位密集出台政策鼓励元宇宙板块发展, 对技术要求、场景应用等进行详细规划, 预计将进一步提振板块情绪: ①工信部等五部门联合发布《虚拟现实与行业应用融合发展行动计划(2022—2026年)》; ②工信部工业文化发展中心牵头成立工业元宇宙协同发展组织, 并发布《工业元宇宙创新发展三年行动计划(2022—2025)》。

点评

近期政策呈现明显边际变化, 更为强调应用和可行性, 具体体现在: ①发展思路: 突出多场景应用标准构建, 深化虚拟现实与行业领域的融合。②明确发展目标: 提出到2026年, 我国虚拟现实产业总体规模超3500亿元, 终端销量超2500万台。五部门发文明确判断产业正迈入以产品升级和融合应用为主线的战略窗口期, 我们认为行业有望在政策加持下迎来增长拐点! 当前元宇宙内容端最大的限制来自硬件端的性能和普及程度, 我们认为, 随着政策端的支持和硬件供给端的优化, 内容端需求或将迎来增长拐点, 作为红人营销龙头的天下秀有望持续受益:

1、Web3.0 先发优势: 较早布局区块链&Web3.0 内容端, 虹宇宙&头号藏家有望创造数字化内容增量。

公司持续对 Web3.0 生态前瞻性建设, 推动出版、文旅等实体行业与 Web3.0 融合发展。近期公司联合发起的文创链正式发布, 以区块链技术推动数字版权保护, Web3.0 创作者生态的重要基础设施建设者地位有望进一步夯实。

2、红人营销业务有望催化: 随着虚拟现实应用场景的拓宽和落地, 品牌方在元宇宙新场景的营销需求有望进一步释放, 公司红人营销业务以去中心化基因、对接超18万商家&200万红人, 未来空间有望进一步催化。

近期双11大促催化下, 红人营销需求有望得到提振, 叠加公司精细化运营&持续优化 WEIQ 平台效率, 关注 Q4 红人营销业务边际优化。

长期来看, 公司以红人营销为第一成长曲线, 并以此为依托完善红人经济生态, 政策加持下 Web3.0 创新业务逐渐开花结果, 内容生态&应用场景持续落地、逐步贡献营收, 有望开拓公司新成长曲线。

投资建议: 公司持续完善红人生态布局, 研发驱动下 WEIQ 经营数据+平台效率持续进阶奠定基本盘, 同时自21年以来面向红人经济生态链的创新布局开始逐渐贡献营收。未来公司将持续迭代优化, 原有业务维持稳定盈利能力, 新布局业务拓展长期空间, 考虑上半年疫情对公司业绩负面影响, 预计2022/2023/2024年归母净利润为3.0/4.2/5.2亿元, 维持“买入”评级。

风险提示: 宏观经济影响; 新模式、新业态下监管要求变化; 市场竞争风险; 疫情带来的经营风险等。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,060.40	4,511.67	4,511.67	6,316.34	8,590.22
增长率(%)	54.78	47.42	0.00	40.00	36.00
EBITDA(百万元)	478.96	554.07	371.49	482.88	585.89
归属母公司净利润(百万元)	295.48	354.29	304.19	415.94	518.38
增长率(%)	14.26	19.90	(14.14)	36.74	24.63
EPS(元/股)	0.16	0.20	0.17	0.23	0.29
市盈率(P/E)	45.03	37.55	43.74	31.99	25.67
市净率(P/B)	4.03	3.67	3.44	3.16	2.86
市销率(P/S)	4.35	2.95	2.95	2.11	1.55
EV/EBITDA	42.67	36.84	27.51	24.58	18.36

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	传媒/广告营销
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	8.1元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,807.75
流通 A 股股本(百万股)	1,066.94
A 股总市值(百万元)	14,642.76
流通 A 股市值(百万元)	8,642.18
每股净资产(元)	2.10
资产负债率(%)	26.26
一年内最高/最低(元)	15.31/5.65

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

股价走势



资料来源: 聚源数据

相关报告

- 《天下秀-季报点评: 现金流彰显经营稳健性, 拓宽红人经济边界布局中长期成长》2022-11-03
- 《天下秀-半年报点评: 22H1 营收 yoy-2.90% 阶段承压, 创新业务表现亮眼, 坚持红人生态链布局关注长期成长》2022-08-29
- 《天下秀-季报点评: 22Q1: 疫情受阻下强劲增长凸显红人新经济生命力》2022-04-30

1. 事件

近期，工信部及相关单位密集出台政策鼓励元宇宙板块发展，对技术要求、场景应用等进行详细规划，预计将进一步提振板块情绪：①工信部等五部门联合发布《虚拟现实与行业应用融合发展行动计划（2022—2026年）》；②工信部工业文化发展中心牵头成立工业元宇宙协同发展组织，并发布《工业元宇宙创新发展三年行动计划（2022-2025）》。

2. 点评

近期政策呈现明显边际变化，更为强调应用和可行性，具体体现在：①发展思路：突出多场景应用标准构建，深化虚拟现实与行业领域的融合。②明确发展目标：提出到2026年，我国虚拟现实产业总体规模超3500亿元，终端销量超2500万台。五部门发文明确判断产业正迈入以产品升级和融合应用为主线的战略窗口期，我们认为行业有望在政策加持下迎来增长拐点！

当前元宇宙内容端最大的限制来自硬件端的性能和普及程度，我们认为，随着政策端的支持和硬件供给端的优化，内容端需求或将迎来增长拐点，作为红人营销龙头的天下秀有望持续受益：

1、Web3.0 先发优势：较早布局区块链&Web3.0 内容端，虹宇宙&头号藏家有望创造数字化内容增量。公司持续对Web3.0生态前瞻性建设，推动出版、文旅等实体行业与Web3.0融合发展。近期公司联合发起的“文创链”正式发布，以区块链技术推动数字版权保护，Web3.0创作者生态的重要基础设施建设者地位有望进一步夯实。

2、红人营销业务有望催化：随着虚拟现实应用场景的拓宽和落地，品牌方在元宇宙新场景的营销需求有望进一步释放，公司红人营销业务以去中心化为基因、对接超18万商家&200万红人，未来空间有望进一步催化。

近期双11大促催化下，红人营销需求有望得到提振，叠加公司精细化运营&持续优化WEIQ平台效率，关注Q4红人营销业务边际优化。

长期来看，公司以红人营销为第一成长曲线，并以此为依托完善红人经济生态，政策加持下Web3.0创新业务逐渐开花结果，内容生态&应用场景持续落地、逐步贡献营收，有望开拓公司新成长曲线。

3. 投资建议

面对疫情，公司采取多维度举措应对，业务端调整服务策略+加大互联网&文娱客户深度合作，提高新媒体商业经营韧性，同时开辟创新业务打造新增长点；运营端多举措提高回款效率，经营现金流水平基本转正持续优化。

公司持续完善红人生态布局，研发驱动下WEIQ经营数据+平台效率持续进阶奠定基本盘，同时自21年以来面向红人经济生态链的创新布局开始逐渐收获成效，持续贡献营收。未来公司将持续迭代优化，原有业务维持稳定盈利能力，新布局业务拓展长期空间，考虑上半年疫情对公司业绩负面影响，预计2022/2023/2024年归母净利润为3.0/4.2/5.2亿元，维持“买入”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,293.82	1,569.97	2,612.53	958.13	2,049.60
应收票据及应收账款	1,502.04	2,411.99	1,502.04	3,977.61	3,474.72
预付账款	146.64	287.97	153.52	467.31	384.47
存货	2.36	35.94	2.97	51.75	23.32
其他	99.45	132.40	116.32	149.50	137.87
流动资产合计	4,044.31	4,438.26	4,387.38	5,604.30	6,069.98
长期股权投资	20.99	32.07	32.07	32.07	32.07
固定资产	5.71	33.00	26.98	20.96	14.93
在建工程	1.72	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	16.07	22.38	19.18	15.99	12.80
其他	143.47	477.21	462.89	448.56	445.37
非流动资产合计	187.95	564.66	541.11	517.57	505.17
资产总计	4,232.27	5,002.92	4,928.50	6,121.88	6,575.15
短期借款	0.00	100.03	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	480.65	726.29	499.75	1,224.36	1,141.12
其他	281.83	305.83	393.90	538.78	647.48
流动负债合计	762.48	1,132.14	893.65	1,763.13	1,788.60
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	118.64	189.09	189.09	189.09	189.09
非流动负债合计	118.64	189.09	189.09	189.09	189.09
负债合计	930.28	1,385.04	1,082.75	1,952.23	1,977.70
少数股东权益	0.05	(8.59)	(21.09)	(38.87)	(62.35)
股本	1,807.75	1,807.75	1,807.75	1,807.75	1,807.75
资本公积	762.91	763.46	763.46	763.46	763.46
留存收益	734.28	1,055.27	1,295.64	1,637.32	2,088.59
其他	(3.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
股东权益合计	3,301.99	3,617.88	3,845.75	4,169.65	4,597.45
负债和股东权益总计	4,232.27	5,002.92	4,928.50	6,121.88	6,575.15

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	293.46	335.86	304.19	415.94	518.38
折旧摊销	4.33	15.25	9.22	9.22	9.22
财务费用	8.61	6.19	(24.41)	(24.41)	(24.41)
投资损失	6.67	3.37	3.37	3.37	3.37
营运资金变动	(600.17)	(1,011.18)	934.25	(1,987.52)	654.45
其它	(28.65)	212.93	(15.82)	(21.64)	(26.97)
经营活动现金流	(315.75)	(437.59)	1,210.79	(1,605.04)	1,134.04
资本支出	(48.98)	(15.26)	0.00	0.00	0.00
长期投资	9.50	11.08	0.00	0.00	0.00
其他	(247.83)	(239.17)	(3.37)	(3.37)	(3.37)
投资活动现金流	(287.30)	(243.35)	(3.37)	(3.37)	(3.37)
债权融资	9.24	153.18	(104.35)	24.41	24.41
股权融资	2,039.23	(32.61)	(60.50)	(70.40)	(63.61)
其他	(302.86)	(159.74)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	1,745.61	(39.16)	(164.85)	(45.99)	(39.20)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,142.57	(720.10)	1,042.57	(1,654.40)	1,091.47

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,060.40	4,511.67	4,511.67	6,316.34	8,590.22
营业成本	2,344.67	3,506.38	3,561.88	5,008.86	6,872.18
营业税金及附加	10.47	14.56	14.56	20.39	27.73
销售费用	137.42	289.83	289.83	405.76	551.84
管理费用	86.01	154.81	150.30	210.41	286.16
研发费用	74.72	129.46	129.46	193.88	272.26
财务费用	(9.24)	(24.41)	(24.41)	(24.41)	(24.41)
资产/信用减值损失	(21.47)	(40.64)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(6.67)	(3.37)	(3.37)	(3.37)	(3.37)
其他	36.06	47.99	0.00	0.00	0.00
营业利润	408.44	437.07	386.69	498.08	601.09
营业外收入	1.00	0.02	0.02	1.00	1.00
营业外支出	98.25	80.82	80.82	80.82	80.82
利润总额	311.19	356.27	305.89	418.26	521.28
所得税	17.73	20.41	17.52	23.96	29.86
净利润	293.46	335.86	288.36	394.30	491.41
少数股东损益	(2.02)	(18.43)	(15.82)	(21.64)	(26.97)
归属于母公司净利润	295.48	354.29	304.19	415.94	518.38
每股收益(元)	0.16	0.20	0.17	0.23	0.29

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	54.78%	47.42%	0.00%	40.00%	36.00%
营业利润	31.62%	7.01%	-11.53%	28.81%	20.68%
归属于母公司净利润	14.26%	19.90%	-14.14%	36.74%	24.63%
获利能力					
毛利率	23.39%	22.28%	21.05%	20.70%	20.00%
净利率	9.66%	7.85%	6.74%	6.59%	6.03%
ROE	8.95%	9.77%	7.87%	9.88%	11.12%
ROIC	-245.98%	44.75%	19.97%	57.18%	19.60%
偿债能力					
资产负债率	21.98%	27.68%	21.97%	31.89%	30.08%
净负债率	-69.47%	-39.84%	-67.93%	-22.98%	-44.58%
流动比率	4.98	3.71	4.91	3.18	3.39
速动比率	4.98	3.68	4.91	3.15	3.38
营运能力					
应收账款周转率	2.80	2.31	2.31	2.31	2.31
存货周转率	2,592.56	235.58	231.91	230.88	228.86
总资产周转率	0.98	0.98	0.91	1.14	1.35
每股指标(元)					
每股收益	0.16	0.20	0.17	0.23	0.29
每股经营现金流	-0.17	-0.24	0.67	-0.89	0.63
每股净资产	1.83	2.01	2.14	2.33	2.58
估值比率					
市盈率	45.03	37.55	43.74	31.99	25.67
市净率	4.03	3.67	3.44	3.16	2.86
EV/EBITDA	42.67	36.84	27.51	24.58	18.36
EV/EBIT	42.78	37.26	28.21	25.06	18.66

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com