

红人经济领先平台，创新业务深挖产业价值

天下秀（600556.SH）首次覆盖报告

证券研究报告

2023年01月01日

核心结论

红人营销具备较大发展潜力。据艾瑞咨询，2021年国内红人经济关联产业市场规模已突破5万亿元，预计2024年有望达到7万亿元，红人营销的潜在市场基础不断扩大。克劳锐测算2021年红人广告投放规模约800亿元，占互联网广告市场的12%。未来各大社交媒体平台现有红人持续优化输出内容质量提升用户粘性，同时更多生活场景融入线上，这一过程中将在新的内容赛道孵化更多红人，推动红人营销在互联网广告市场的占比提升。

天下秀打造红人营销WEIQ平台，在C端和B端形成差异化优势。天下秀是国内首批进入红人经济行业的企业之一。2010年，公司开发出国内首个社交大数据监测系统，积累了深厚的营销数据运营经验。公司WEIQ平台是极少数面向C端红人开放的平台，截至2022年6月，入驻公司平台的红人数量超过200万个，具备成功接单能力的职业化红人账户数达到65万。入驻红人市占率位列行业第一。针对B端广告主，公司平台为海量C端网红信用背书，帮助品牌实现跨平台高效投放，品牌合作粘性强，据公司年报，2020-2021年，留存品牌客户复投金额同比增速连年保持在近40%。

创新业务前瞻布局，深挖红人营销产业链价值。公司打造职教品牌切入红人孵化，已与40所院校建立深度合作，两年累计培训3.1万人。同时，公司把握虚拟社交流量风口，推出3D虚拟社交平台虹宇宙和TopHolder数藏平台，目前已与多个头部品牌探索营销新形式。1H22公司创新业务收入同比增长36%，保持良好增长态势。

盈利预测与投资建议：我们看好公司红人营销平台生态的日益完善以及各项创新业务落地，预计公司2022/23/24年归母净利润分别为3.0/4.3/5.6亿元，YoY-15%/43%/29%。我们采用相对估值法给予公司30倍估值，目标价7.14元，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：平台入驻红人流失风险；行业竞争加剧；创新业务落地不及预期；应收账款回收风险；宏观经济波动。

核心数据

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	3,060	4,512	4,135	5,138	6,157
增长率	55%	47%	-8%	24%	20%
归母净利润（百万元）	295	354	300	430	555
增长率	14%	20%	-15%	43%	29%
每股收益（EPS）	0.16	0.20	0.17	0.24	0.31
市盈率（P/E）	41.2	34.4	40.6	28.3	22.0
市净率（P/B）	3.7	3.4	3.1	2.8	2.5

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

1 | 请务必仔细阅读报告尾部的投资评级说明和声明

公司评级

增持

股票代码 600556.SH

前次评级 --

评级变动 首次

当前价格 6.74

近一年股价走势



分析师

李艳丽 S0800518050001

021-38584239

liyanli@research.xbmail.com.cn

相关研究

索引

内容目录

投资要点	5
关键假设	5
区别于市场的观点	5
股价上涨催化剂	5
估值与目标价	6
天下秀核心指标概览	7
一、 聚焦红人经济，打造领先营销平台	8
1.1 公司发展史：深耕红人营销，产业链布局持续完善	8
1.2 财务概况：疫情拖累业绩同比下滑，现金流有所改善	9
二、 红人广告行业是广告市场的高速增长细分赛道	12
2.1 互联网广告市场企稳复苏	12
2.2 红人营销渗透率低，提升空间广阔	12
2.2.1 红人行业已经形成了较完善的商业化生态	12
2.2.2 持续拓展适配行业，红人新经济市场空间进一步打开	15
三、 天下秀运营经验深厚，在 B 端和 C 端具备差异化优势	18
3.1 红人营销龙头公司，运营经验深厚	18
3.2 C 端：红人签约规模行业第一，数据平台实现高效管理	18
3.3 B 端：品牌合作关系稳固，营销方案认可度高	20
四、 创新业务延伸产业价值链	22
4.1 向上游：打造职教品牌切入红人孵化	22
4.2 向下游：虚拟社交赋能红人营销	24
五、 盈利预测与估值	27
5.1 盈利预测	27
5.2 估值与投资建议	28
5.2.1 相对估值	28
5.2.2 绝对估值	28
六、 风险提示	29

图表目录

图 1: 天下秀核心指标概览图	7
图 2: 天下秀发展历程	8
图 3: 天下秀股权结构 (截至 2022 年 11 月 11 日)	8
图 4: 天下秀营收结构 (单位: 百万元)	9
图 5: 2022 年受疫情影响, 营收首次出现同比下滑	9
图 6: 天下秀 22 年前三季度归母净利润同比下滑 20%	9
图 7: 天下秀毛利率、净利率变化情况	10
图 8: 天下秀各项费用率情况	10
图 9: 天下秀 80% 以上收入来自腰尾部红人	10
图 10: 天下秀毛利率处于行业较高水平	10
图 11: 天下秀经营现金流情况	11
图 12: 2022 年 1-9 月社会消费品零售与网上零售总额同比增速	12
图 13: 2021Q1-2022Q3 中国互联网广告市场规模及同比增速	12
图 14: 红人发展历程	13
图 15: 典型新媒体平台月人均使用时长 (小时)	13
图 16: 互联网媒体平台红人活跃受众规模 (亿人)	13
图 17: 主要社交平台腰尾部红人数量占比	14
图 18: 粉丝同比增长率 Top10 红人类型	14
图 19: 尾部达人发展为腰部达人的速度提升	15
图 20: 2017-2024 年中国红人新经济关联产业市场规模 (单位: 亿元)	15
图 21: 2018-2021 年红人整体市场投放规模变化	16
图 22: 2021 年重点行业红人投放金额占比	16
图 23: 红人与产业融合度有望进一步提升	16
图 24: 品牌主在各平台红人投放的金额占比	17
图 25: 广告主 2022 年社会化营销重点	17
图 26: 广告主近年来社会化营销重点变化趋势	17
图 27: 天下秀业务模式	18
图 28: 天下秀 WEIQ 平台红人入驻情况	19
图 29: 天下秀 WEIQ 平台签约红人市占率	19
图 30: WEIQ 平台各类红人占比	19
图 31: WEIQ 平台积累海量投放数据, 投放效率不断优化	20
图 32: WEIQ 平台为广告主提供跨平台红人营销资源	20
图 33: 天下秀 WEIQ 平台入驻商家数量	21
图 34: 天下秀品牌客户情况	21
图 35: WEIQ 营销平台高效调动了腰尾部达人, 助力品牌突围	21
图 36: 2022 年中国网络直播用户与电商直播用户规模	22

图 37: 2020-2025 年中国互联网营销师人才需求与缺口预估	22
图 38: 天下秀职业教育业务布局拓展至全国	23
图 39: 天下秀职业教育课程结构	23
图 40: 虚拟社交是红人经济发展的下一阶段	24
图 41: 虹宇宙业务模式	25
图 42: 虹宇宙合作《京能龙湖熙上》的元宇宙售楼处	25
图 43: 虹宇宙合作综艺《老板不知道的我》的节目演播室场景	25
图 44: TopHolder 头号藏家为微博内唯一数字藏品发行平台	26
图 45: 由国家图书馆创作的《诗词中的国家图书馆》数字藏品	26
表 1: 天下秀分业务收入、成本及毛利率预测 (单位: 百万元)	27
表 2: 可比公司估值	28
表 3: 公司绝对估值	28
表 4: 绝对估值敏感性分析 (单位: 元)	28

投资要点

关键假设

(1) 红人营销平台业务: 22年受到疫情影响, 公司员工居家办公, 品牌业务对接周期延长, 部分订单无法及时确认收入, 我们预计疫情政策调整后, 23年起公司红人营销平台业务将恢复正常经营节奏。同时, 随着公司签约红人和MCN机构数量扩大, 预计品牌渗透率以及行业进一步提升, 平台订单量和收入将重新回归增长轨道。预计公司红人营销平台业务收入在22/23/24年收入增速分别为-11%/23%/17%。

(2) 红人经济生态链创新业务: 公司2018年起前瞻布局区块链技术, 从硬件和内容两个角度设计红人营销生态下的创新产品和商业模式, 3D虚拟生活社区产品“虹宇宙”22年已与拉菲集团、龙湖集团等多个品牌展开合作, 自研数字藏品平台“TopHolder头号藏家”基于微博创作者原创内容发行多批优质数字藏品, 产品内容生态日益丰富。此外, 公司红人职业教育品牌“天下秀教育”与全国四十家高校建立深度合作关系, 随着民办高教板块政策进一步明朗, 预计公司职业教育课程将推进至更多院校; 公司自有新消费品牌业务也将持续提升影响力, 销售收入有望取得突破。我们预计公司红人经济生态链创新业务收入在22/23/24年收入增速分别为37%/45%/46%。

毛利率: 2022年受疫情影响, 公司业务执行成本有所增加, 导致2022年毛利率同比下降, 公司运营的红人营销平台收入80%以上来自腰尾部红人, 随着平台运营效率的优化以及各项业务协同的增强, 我们预计将有更多腰尾部红人入驻, 公司平台议价能力增强, 来自腰尾部红人的分成有望提升, 因而23-24年各项业务毛利率将稳步提升, 我们预计22/23/24年红人营销平台业务毛利率分别为21%/22%/23%, 红人经济生态链创新业务毛利率为23%/24%/24.5%。

区别于市场的观点

市场认为广告市场明年的需求复苏有限, 天下秀主营业务受行业环境影响难以恢复高增长。我们认为短期而言, 公司1) 目前公司业务在整个行业渗透率较低, 受行业大盘影响较小; 2) 短视频平台抖音快手以及微信视频号等在明年仍有望实现用户时长的提升, 持续繁荣的用户生态将孵化更多红人, 为公司带来增量广告营销需求; 3) 明年即使广告主延续谨慎投放的态度, 公司提供的红人营销服务性价比优于传统互联网广告, 帮助公司在互联网广告市场取得更多份额。

长期而言, 红人营销的潜在市场基础广阔, 未来随着主流网络媒体平台不断发力内容生态建设, 更多生活场景融入线上, 传统红人将持续优化内容质量提升用户粘性, 同时新的内容赛道孵化更多红人, 为红人营销创造更多机会, 红人营销在互联网广告市场的占比有望得到提升; 此外, 公司在虚拟社交以及职业教育领域的业务布局长期将形成完善业务体系, 贡献规模化收入。

股价上涨催化剂

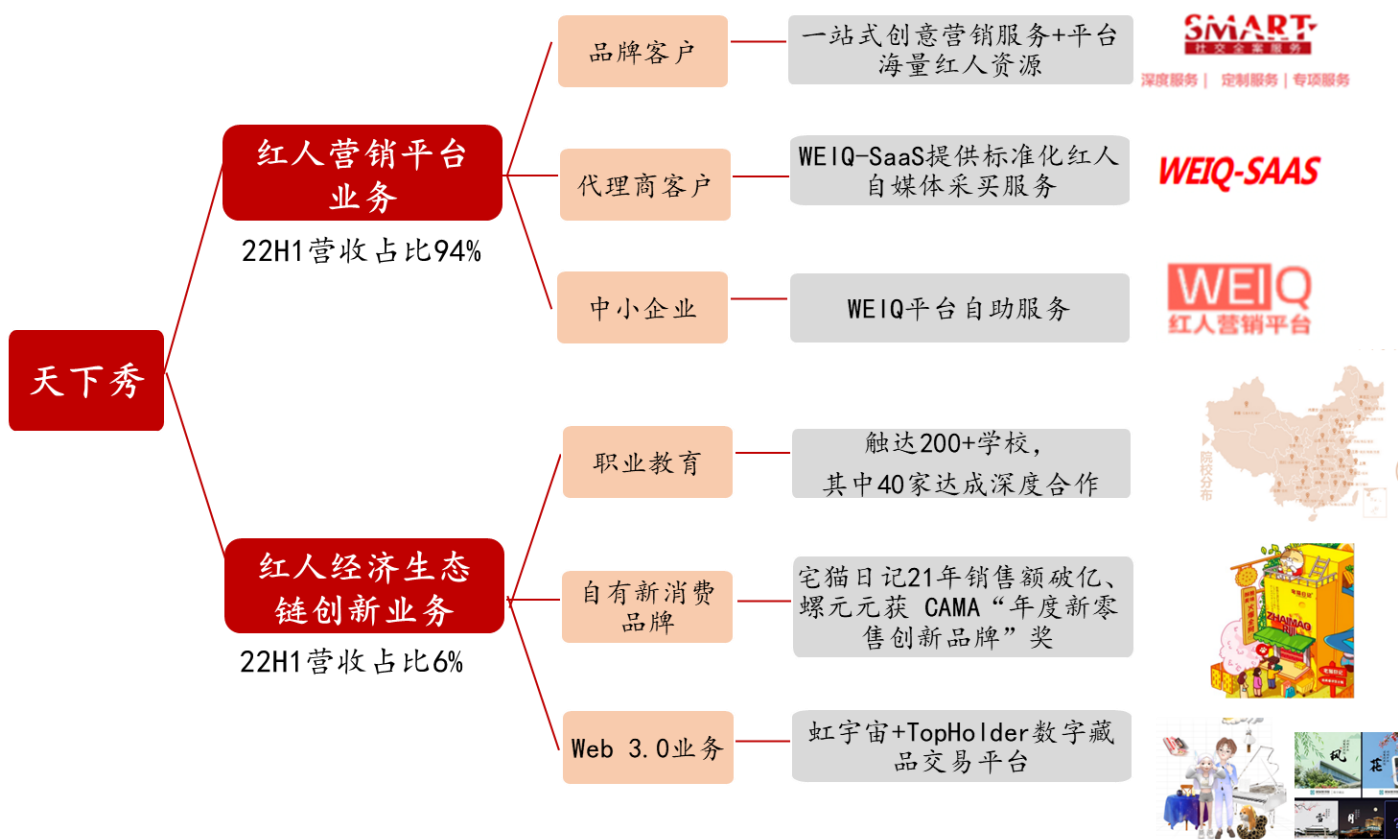
广告订单量超预期, 职业教育合作进展超预期, 元宇宙营销业务模式取得突破。

估值与目标价

我们看好公司红人营销平台生态的日益完善以及收入成长，各项创新业务有序推进，延伸红人营销产业价值链，中长期将形成规模化收入，预计公司 22/23/24 年归母净利润为 3.0/4.3/5.6 亿元，EPS 为 0.17/0.24/0.31 元/股，对应 PE 为 41x/28x/22x，考虑到公司是红人营销领域的龙头公司以及唯一一家上市公司，红人营销在广告营销行业渗透率较低，未来仍有较大成长空间，公司业务增速高于行业平均，给予公司估值一定溢价，因此我们给予公司 2023 年 30 倍 PE，目标价 7.14 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

天下秀核心指标概览

图 1：天下秀核心指标概览图



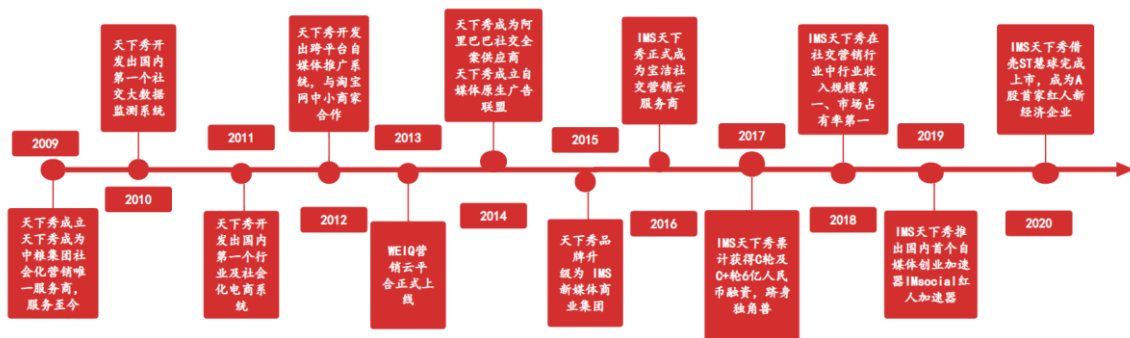
资料来源：公司官网，公司公告，西部证券研发中心

一、聚焦红人经济，打造领先营销平台

1.1 公司发展史：深耕红人营销，产业链布局持续完善

从广告代理人到红人加速器，精准把握流量风口。2009年，天下秀注册成立并成为中粮集团社会化营销唯一服务商，发展至今已有十余年的历程。2010年，公司开发出国内首个社交大数据监测系统。2011年，公司开发出国内第一个行业及社会化电商系统。2014年，公司正式成为阿里巴巴社交全案供应商，同年，天下秀成立自媒体原生广告联盟。在2016年正式成为宝洁社交营销云服务商。2017年，公司完成了6亿元人民币C轮与C+轮融资后，以100亿的估值跻身独角兽行列，成为国内新媒体商业领域一家独角兽企业。2018年成为行业收入规模第一、市场占有率第一。2019年，天下秀推出国内首个自媒体创业加速器IMsocial红人加速器。2020年4月，天下秀成功借壳ST慧球完成上市，成为A股首家红人新经济公司。

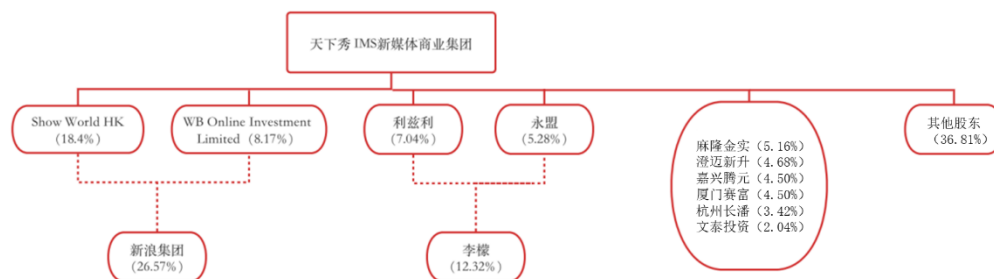
图2：天下秀发展历程



资料来源：公司官网，西部证券研发中心

实际控制人为新浪集团和CEO李檬，股权结构稳定。目前新浪集团通过 Show World HK、WB Online Investment Limited 分别持有天下秀 18.40%和 8.17%的股权，一共 26.57%，为最大比重占股股东；创始人李檬持股比例第二，目前通过利兹利、永盟投资合伙企业分别持有天下秀的 7.04%、5.28%的股权，合计 12.32%；公司前十大股东还包括麻隆金实（5.16%）、嘉兴腾元（4.88%）、厦门赛富（4.87%）、澄迈新升（4.68%）、杭州长潘（3.42%）、海南金慧（2.11%）。

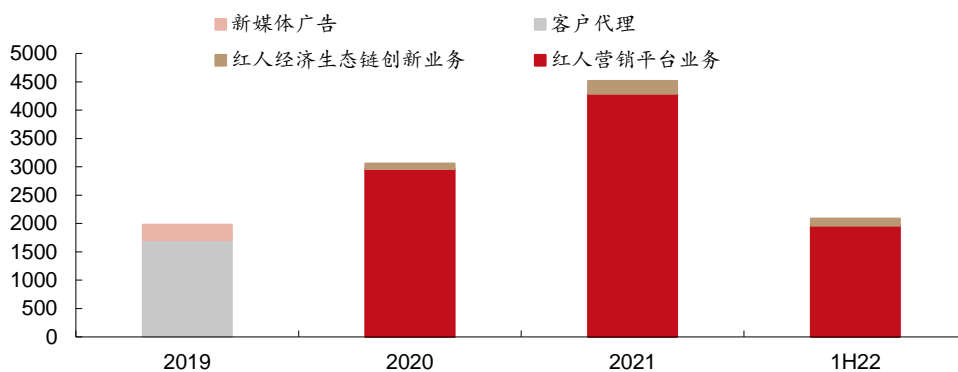
图3：天下秀股权结构（截至2022年11月11日）



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

天下秀的业务板块是由新媒体商业、新消费产渠、新场景生活组成的三大核心业务群，为不同发展阶段的红人、MCN 机构需求予以赋能；作为以大数据技术驱动型的红人新经济平台公司，主营业务为向客户提供红人营销平台撮合与交易服务，在业务经营过程中公司可获取广告投放曝光数据、点击数据、转化数据、网站流量数据、用户行为数据等数据资源。通过推出“红人+新 IP”、“红人+新标准”、“红人+新社区”、“红人+新职业”、“红人+新消费”等红人经济生态链创新性业务，红人经济业务布局日渐完善。分业务来看，根据公司半年报，22H1 公司红人营销平台业务收入达到 19.6 亿元，同比下滑 5%，占总营收的 94%，持续贡献主要营收；创新业务收入 1.26 亿元，同增 36%，增速可观，验证了公司对红人新经济行业的深度理解和发展趋势的引导整合能力。

图 4：天下秀营收结构（单位：百万元）

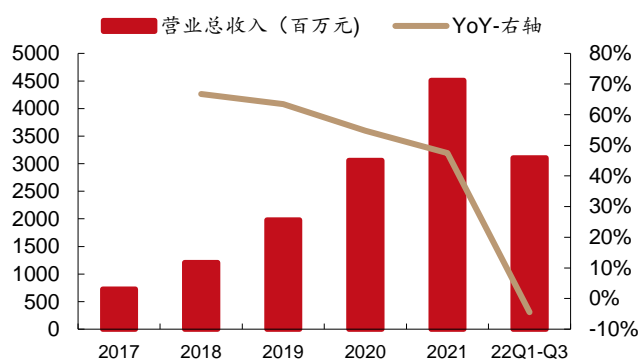


资料来源：公司公告，西部证券研发中心

1.2 财务概况：疫情拖累业绩同比下滑，现金流有所改善

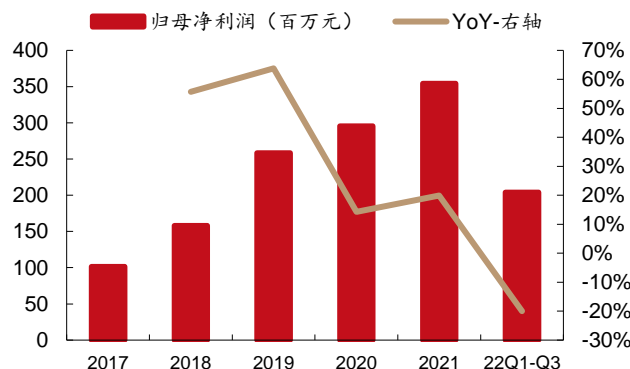
疫情拉低业绩，上半年营收出现同比下滑。2019-2021 年，天下秀的营收从 19.77 亿元增至 45.12 亿元，年增速约 50%；净利润从 2.59 亿元增至 3.54 亿元，年增速接近 15%。天下秀在 2022 年前三季度营业总收入约为 31.06 亿元，同比下降 4.45%；归属于母公司所有者的净利润约为 2.04 亿元，同比下降 20%。2022 年业绩疲软主要由于疫情和宏观环境的两个不可抗力因素的影响。公司华东和华北地区主要客户复工延迟，原定投放节奏被打乱，部分地区物流的停滞也影响了相关业务的推进；叠加经济环境的变化，广告市场需求相对疲软，导致公司原有订单推后、在手订单实施及验收放缓，较大程度影响了公司业务经营活动的开展。

图 5：2022 年受疫情影响，营收首次出现同比下滑



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

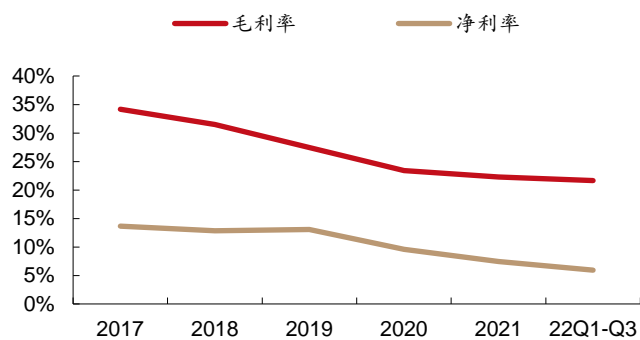
图 6：天下秀 22 年前三季度归母净利润同比下滑 20%



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

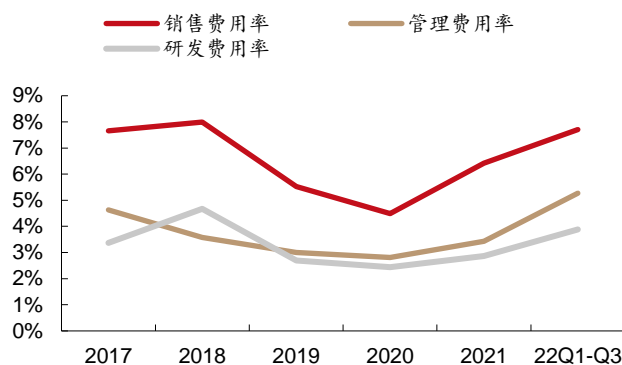
创新业务投入加大,费用率增加。2022年前三季度公司毛利率为 21.65%，同减 1.65pct，净利率为 5.93%，同减 1.58pct，公司销售费用率、管理费用率和研发费用率分别为 7.70%/5.27%/3.88%，同比+2.41/1.03/+0.21pct，主要由于公司去年扩大了员工队伍、职工薪酬上涨以及办公及差旅等费用增加，同时研发投入加大所致。

图 7：天下秀毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

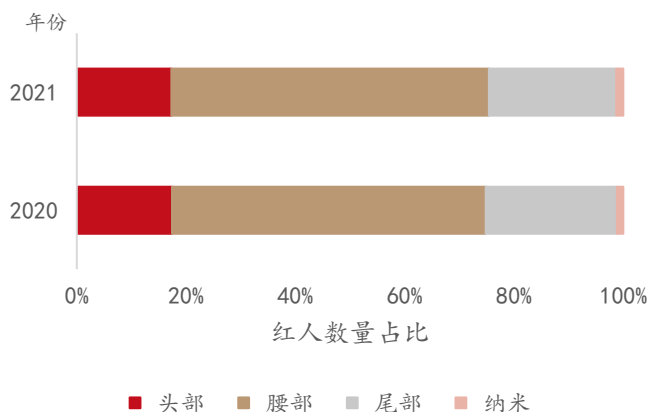
图 8：天下秀各项费用率情况



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

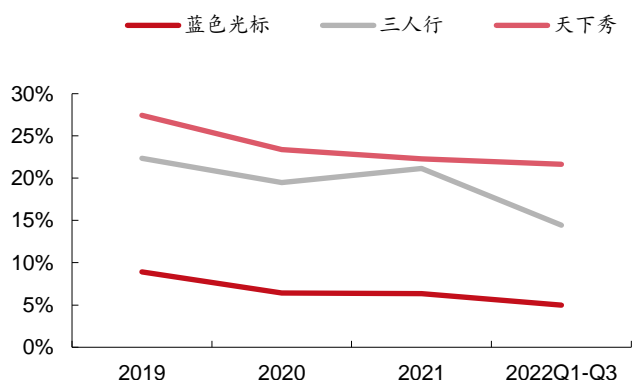
公司收入主要来自腰尾部红人，毛利率处于行业高位。公司的主要业务模式为向广告主提供红人新媒体营销解决方案，执行方案时会与几万个中小网红协同完成营销方案，中小红人成本低于头部红人，帮助广告主实现低成本获客，公司也能获得较高的分成。其他广告营销行业上市公司和公司业务模式区别较大，如蓝色光标的主要业务收入来自于出海广告投放，三人行主要从事国内互联网广告投放代理和广告方案策划执行，与天下秀所处的红人营销细分领域重合度较低。根据公司年报，2020-2021年公司 80%以上收入来自腰尾部红人的订单，这也使得公司的毛利率水平稳定高于行业平均水平。

图 9：天下秀 80%以上收入来自腰尾部红人



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

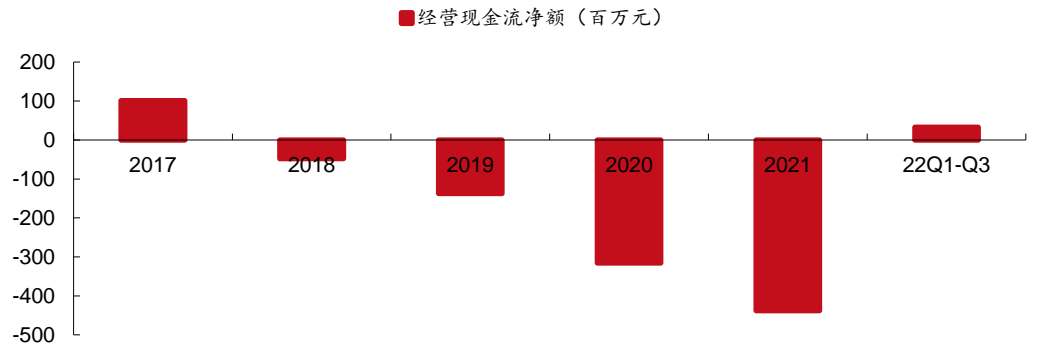
图 10：天下秀毛利率处于行业较高水平



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

现金流持续改善，经营稳健。此外，2022 年前三季度公司经营活动产生的现金流量净额转正，达到 0.33 亿元，主要由于公司在行业景气度下行时期加大了应收账款的回款力度，加强过程管理，提高了回款效率所致。

图 11：天下秀经营现金流情况



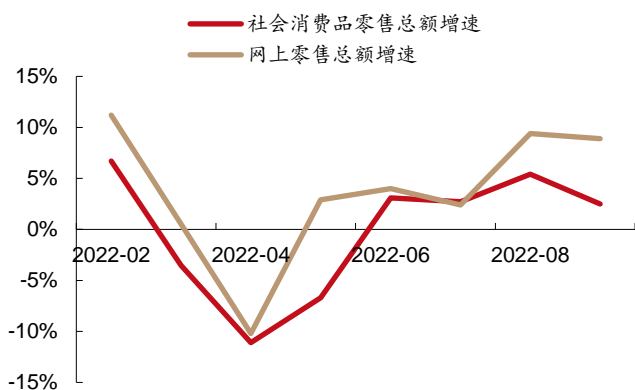
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

二、红人广告行业是广告市场的高速增长细分赛道

2.1 互联网广告市场企稳复苏

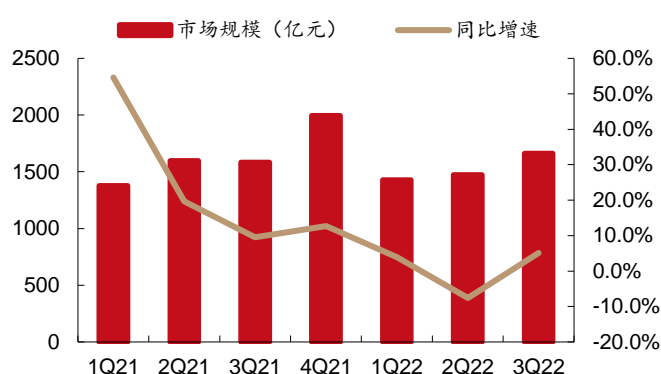
稳增长促销费政策带动下，消费增长呈现良好态势，带动广告市场回暖。进入第三季度，社零增速提升较快，其中网上零售增速高于社零整体。产品恢复上新节奏，数字经济深化发展带来线上渗透率的提升以及营销方式的多样化发展催生出更多的营销需求，广告需求恢复带动互联网广告市场实现增长。

图 12：2022 年 1-9 月社会消费品零售与网上零售总额同比增速



资料来源：QuestMobile，国家统计局，西部证券研发中心

图 13：2021Q1-2022Q3 中国互联网广告市场规模及同比增速



资料来源：QuestMobile，西部证券研发中心

2.2 红人营销渗透率低，提升空间广阔

2.2.1 红人行业已经形成了较完善的商业化生态

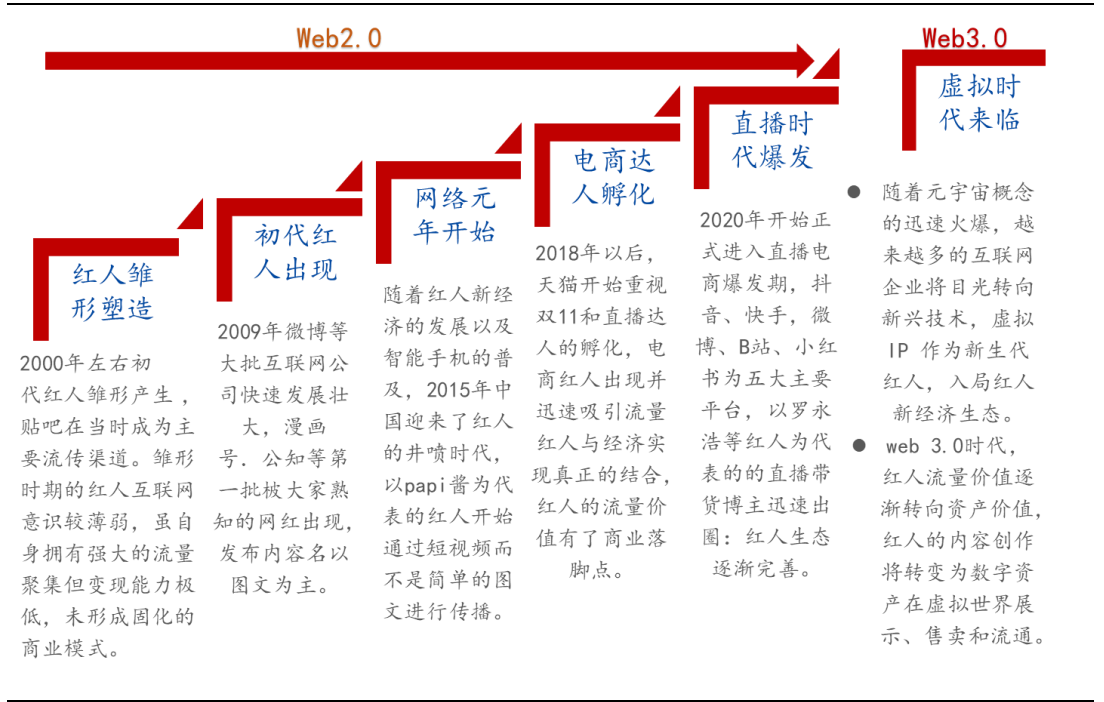
红人如今已广泛分布在各个平台。红人是将大型媒体的流量价值分散到小型自媒体上。红人面向互联网用户持续输出自己的创作内容，基于内容进行商业变现。随着互联网的发展，红人与互联网的结合愈发紧密，创作内容和表现形式日益丰富，涵盖图文、短视频和直播乃至虚拟空间。

红人广告经济可以进行多维度的软广植入，以不同形式的有趣内容吸引粉丝，达到营销效果。相比传统的中心化营销路径，红人营销通过红人自媒体实现大范围群体的覆盖，精准定位目标消费者，赋能品牌营销。

与传统的营销相比，红人营销的特征在于

- 1) 形式多元化：常见的形式有植入职业测评、爱用分享、知识科普等多种场景，进行商品展示，可以多种形式组合实现价值变现最大化。
- 2) 内容垂直化、专业化：不同细分领域的红人专业性更强，可以就品类、场景和功用生产更有针对性的内容，帮助用户理解，吸引目标用户搜索浏览。品牌可以基于不同圈层（粉丝规模、粉丝画像）的红人，按照需求进行投放，实现高效覆盖。
- 3) 新潮化：积极尝试前沿内容，虚实结合吸引次世代群体。漫画、小说、影视以及原创 IP 成为新的代言人，为消费者提供创新的视听体验，吸引年轻消费者。

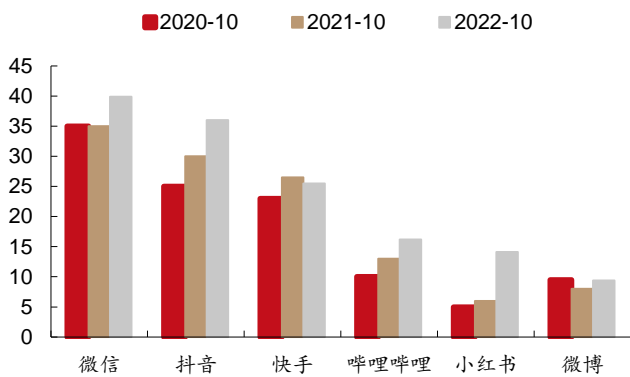
图 14：红人发展历程



资料来源：艾瑞研究院，西部证券研发中心

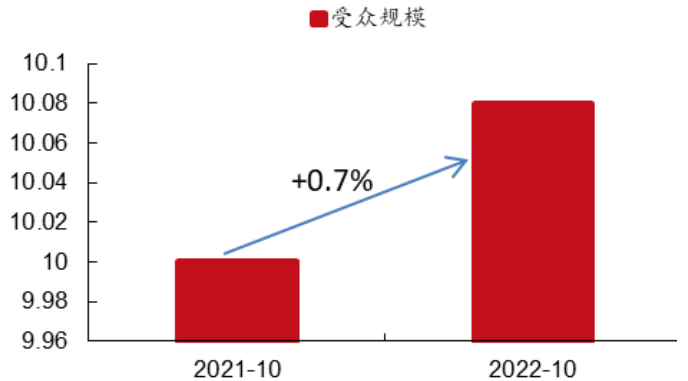
社交媒体使用时长持续提升，红人活跃受众规模稳步扩张。新媒体平台对优质内容的持续运营，推动用户粘性的提升，根据 QuestMobile 统计，截至 2022 年 10 月，微信月均使用时长超过 40 小时，抖音月均使用时长超过 35 小时，各类互联网媒体平台的红人活跃受众规模已达 10 亿人。

图 15：典型新媒体平台月人均使用时长（小时）



资料来源：QuestMobile，西部证券研发中心

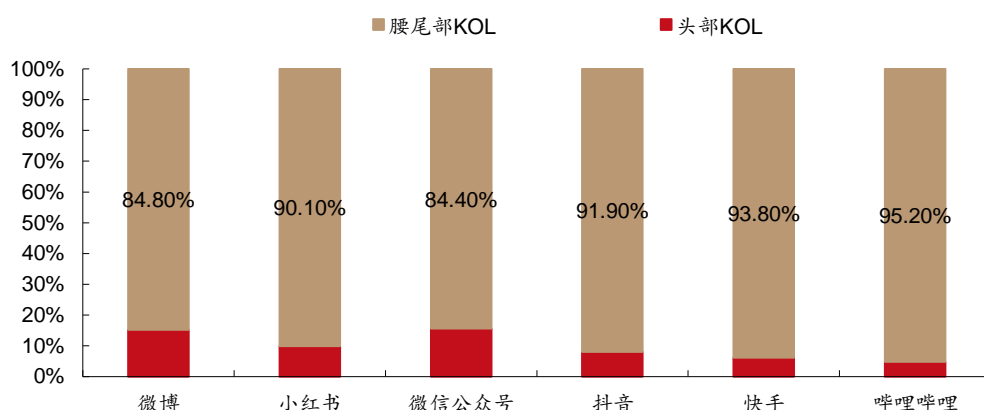
图 16：互联网媒体平台红人活跃受众规模（亿人）



资料来源：QuestMobile，西部证券研发中心

腰尾部红人构成红人行业的绝对多数主体。根据 QuestMobile 和克劳锐的统计，粉丝数量小于 500 万的腰尾部红人在微信公众号、微博、小红书以及抖音上占比均超过 80%，构成红人的绝对主体。

图 17: 主要社交平台腰尾部红人数量占比

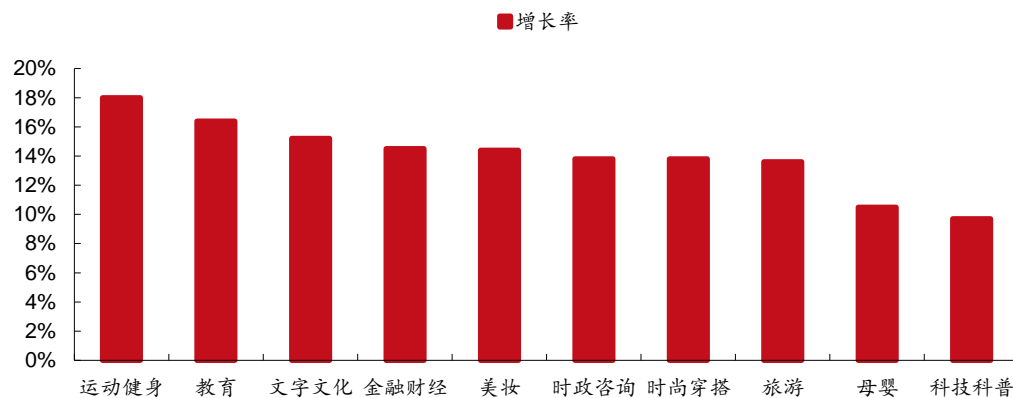


资料来源: QuestMobile, 西部证券研发中心

注: 定义微博、抖音和快手的腰尾部红人为粉丝量 500 万以下的红人, 小红书、公众号和快手的腰尾部红人为粉丝量在 10-50 万之间的红人。

根据红人类型来看, 深耕垂类的红人粉丝增速更快。QuestMobile 数据显示, 2022 年粉丝同比增速位列前五的红人类型均为垂类红人, 分别为运动健身、教育、文字文化、金融财经和美妆。

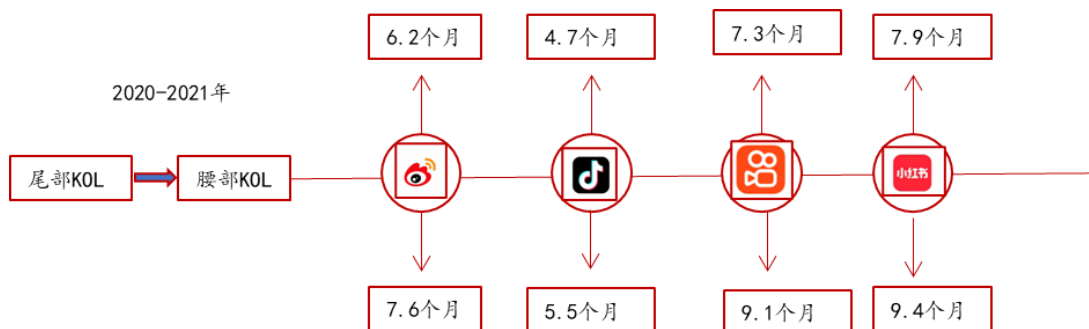
图 18: 粉丝同比增长率 Top10 红人类型



资料来源: QuestMobile, 西部证券研发中心

尾部达人发展为腰部达人的速度提升。据克劳锐统计, 在微博、抖音、快手和小红书上, 尾部红人发展为腰部红人的平均用时方分别为 6.2/4.7/7.3/7.9 个月, 同比 2020 年缩短 1.4/0.8/1.8/1.5 个月。

图 19：尾部达人发展为腰部达人的速度提升

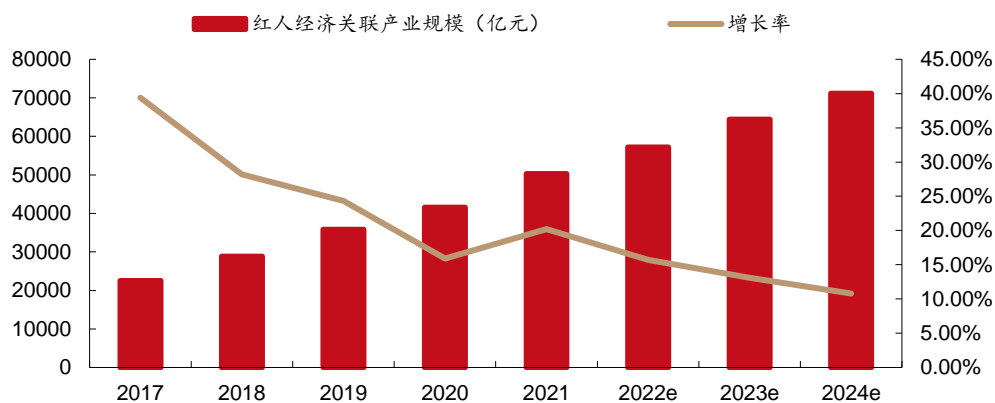


资料来源：克劳锐，西部证券研发中心

2.2.2 持续拓展适配行业，红人新经济市场空间进一步打开

红人经济市场空间广阔。近年来越来越多的生活、消费场景向线上转移，衍生出多种以红人为基础的新型商业模式，据艾瑞咨询，2021年国内红人经济关联产业市场规模已突破5万亿元，预计2024年有望达到7万亿元，红人营销的潜在市场基础不断扩大。

图 20：2017-2024 年中国红人新经济关联产业市场规模（单位：亿元）

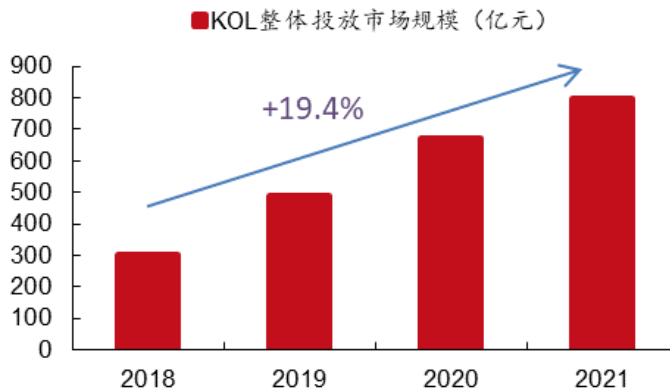


资料来源：艾瑞咨询，西部证券研发中心

注：红人新经济关联产业指以红人新经济的商业模式作为主要业务的相关产业，包括网络媒体、文娱和消费。

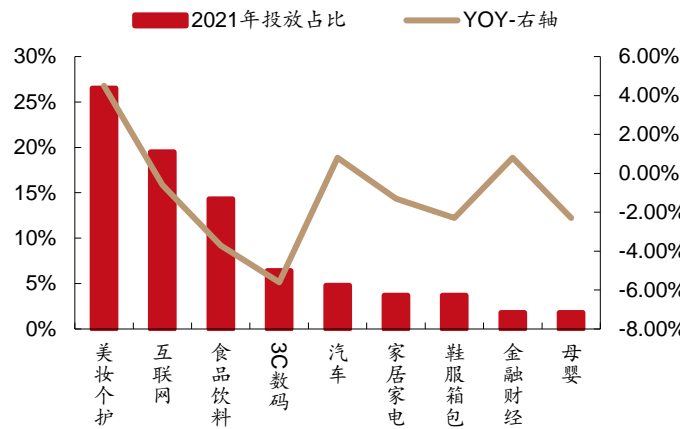
红人营销具备较大发展潜力。据克劳锐测算，2021年红人整体市场投放规模达到800亿元，过去四年复合增长率为19.4%，在互联网广告市场的份额占比达到12%。未来主流网络媒体平台将继续发力内容生态建设，一方面，现有红人不断提升输出内容质量，实现粉丝用户量和用户使用时长提升，另一方面，各类平台也会将更多生活场景融入线上，这一过程中将在新的内容赛道孵化更多红人，为红人营销创造更多发展机会。

图 21：2018-2021 年红人整体市场投放规模变化



资料来源：克劳锐，西部证券研发中心

图 22：2021 年重点行业红人投放金额占比



资料来源：克劳锐，西部证券研发中心

红人营销的上游客户主要来自快消行业。相对与传统媒体的中心化营销来说，红人营销凭借低成本带来的强曝光和高消费转化被越来越多的广告主重视。目前的红人营销主要集中在消费零售领域，克劳锐数据显示，2021年50%以上的投放来自美妆个护、互联网和食品饮料行业。同时，越来越多的品牌主也开始于跨领域的红人合作，产生新的营销价值，例如美妆品牌 X 游戏红人，游戏厂商 X 美食红人等。未来随着红人新经济生态的不断发展壮大，红人的流量价值将会渗透到更丰富的产业发挥积极价值。

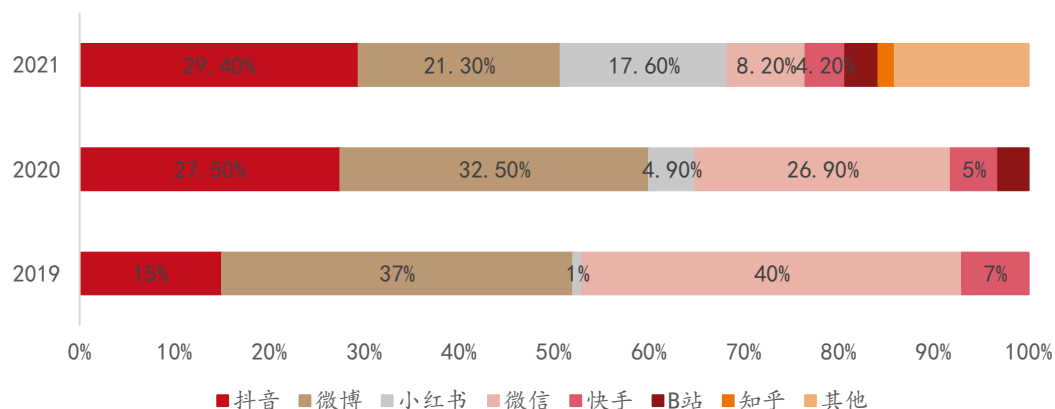
图 23：红人与产业融合度有望进一步提升



资料来源：艾瑞咨询，WEIQ 平台官网，公司公告，西部证券研发中心

广告主偏好多平台投放。2022 年以来，头部互联网平台的流量趋于稳定，为了扩大广告触达人群，广告主更加倾向于进行多平台投放，投放第一的平台占比逐步下降，小红书、B 站等二线媒体平台的投放增长迅速。

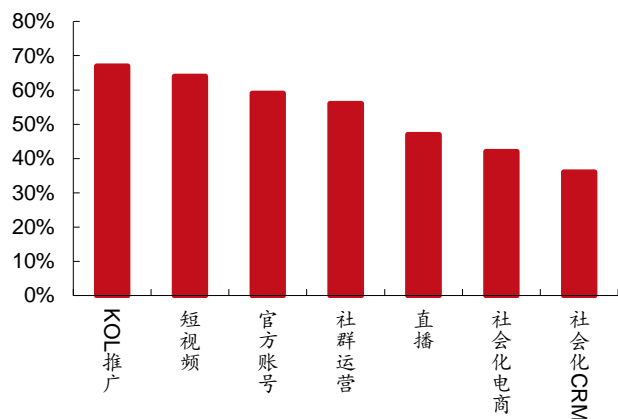
图 24：品牌主在各平台红人投放的金额占比



资料来源：克劳锐，西部证券研发中心

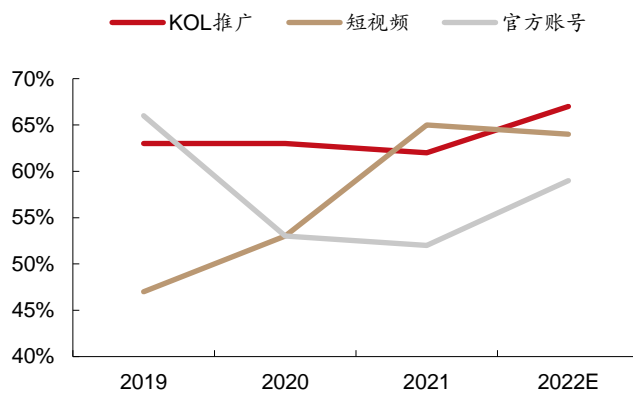
红人推广目前仍然是广告主社会化营销首选。根据《2022 中国数字营销趋势》的调研，2022 年约 67% 的广告主仍将红人推广作为社会化营销重点，较 21 年提升 5pct。红人推广在广告营销中的战略地位持续提升。

图 25：广告主 2022 年社会化营销重点



资料来源：《2022 中国数字营销趋势》，西部证券研发中心

图 26：广告主近年来社会化营销重点变化趋势



资料来源：《2022 中国数字营销趋势》，西部证券研发中心

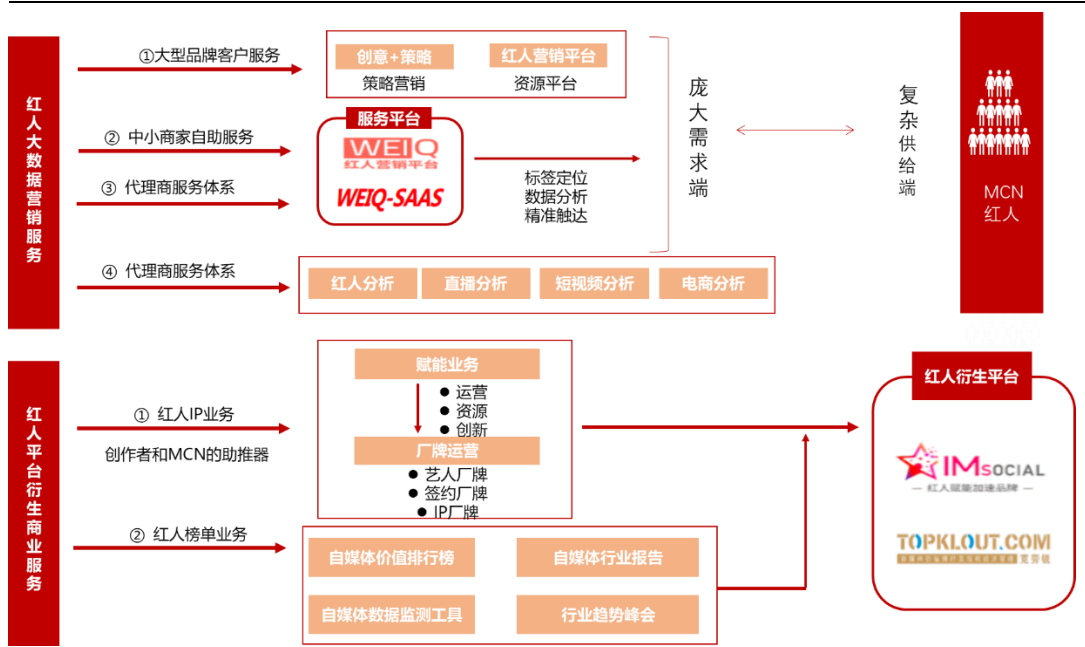
三、天下秀运营经验深厚，在B端和C端具备差异化优势

3.1 红人营销龙头公司，运营经验深厚

公司主要业务模式为广告主客户匹配红人设计执行营销方案。公司的商业模式的的上游是广告主客户，客户会将营销预算的一部分拨给公司，这些资金公司会全额入账，公司则为客户提供并执行策划方案，具体包括投放到哪些平台，匹配腰部尾部还是匹配一些细分垂类赛道的红人等，将B端广告主客户和C端红人衔接起来。区别于传统的MCN公司和红人签约，公司不进行红人孵化，只进行引流和营销业务分发。对于不同类型的客户，公司提供不同的营销服务：

- 1) 针对品牌方客户，公司推出了 SMART 全案营销服务品牌，基于自有红人营销平台 WEIQ 提供包含视频、图文等营销服务形态，策划投放多个平台的矩阵式营销解决方案，打造一站式新媒体服务。
- 2) 针对中小企业客户，公司推出的 WEIQ 平台可以提供自助式自媒体交易服务，广告主可以通过在平台上发布任务的形式，选择红人对目标用户进行社交媒体推广，相关交易由广告主和自媒体自主完成。
- 3) 针对代理商客户，公司设计了 WEIQ-SAAS 系统，购买 SAAS 服务的客户可以获得专属资源池、WEIQ 大数据平台数据支撑以及及时响应需求的专业服务团队，帮助客户制定标准化的自媒体采买服务流程，降本增效。

图 27：天下秀业务模式



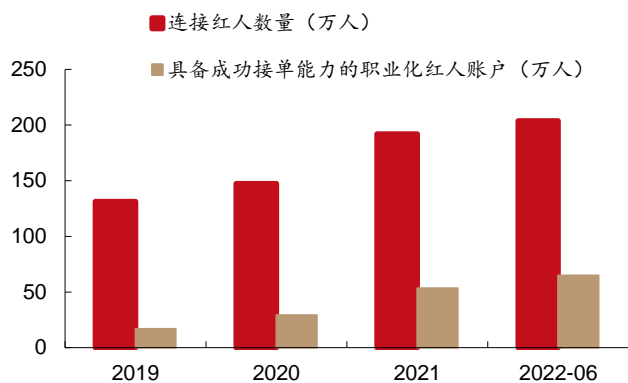
资料来源：公司公告，艾瑞咨询，西部证券研发中心

3.2 C端：红人签约规模行业第一，数据平台实现高效管理

公司是极少数面向 C 端红人开放的平台，红人签约规模为行业第一。根据公司公告，截至 2022 年 6 月，公司红人营销平台 WEIQ 累计注册红人数量达 203.9 万，其中专职或兼职从事红人工作且能够迅速响应、具备成功接单能力的职业化红人账户数达到 65 万，实现了对红人端的进一步覆盖。截至 2021 年，全网万粉以上红人数量达到 1102 万，天下

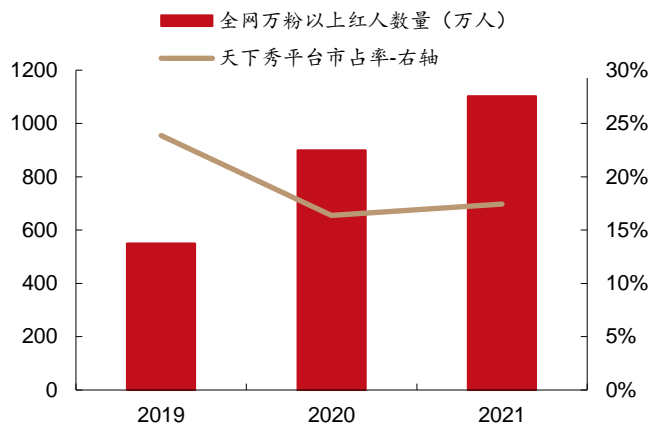
秀 WEIQ 平台签约红人市占率达到 17%，位列行列第一。

图 28：天下秀 WEIQ 平台红人入驻情况



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

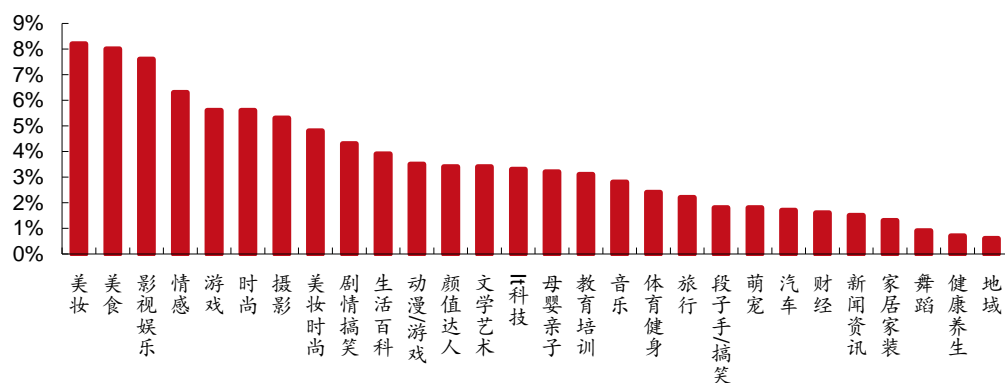
图 29：天下秀 WEIQ 平台签约红人市占率



资料来源：公司公告，克劳锐，西部证券研发中心

资金优势吸引红人入住，签约红人所属行业广泛。在与红人合作完成之后，公司会在一到两周之内付款，对于品牌广告主而言，账款期可能在 3~6 个月。通常品牌需要同时投标尾部的几千甚至上万个网红，红人如果直接和品牌合作，受到账款的周期更长，而通过天下秀平台可以更快的取得订单收入，因而越来越多的红人选择和平台签约。在行业分布上，公司签约红人所属的内容垂类超过 30 个，数量占比前三的红人类别为美妆、美食和影视娱乐，合计占比达到 23.8%，头部垂类的集中度较低。丰富的垂类红人供给使得平台可以匹配不同类型品牌广告主的需求，实现有效营销。

图 30：WEIQ 平台各类红人占比



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

数据平台处理订单更高效。在过去十年，公司一直在围绕红人管理制作数据化产品。对平台入驻的 200 万+网红管理的本质是百万网红各项数据指标的管理与监测，因此公司能够把握市场流量的动态变化并对各项广告订单投放效率进行评估，每一个订单的投放都是下一次投放的数据基础，从而帮助客户衡量后续投放的平均效率并选择具体投放的方式。

在这个过程中，公司的 WEIQ 数据平台会持续监控 C 端网红的流量变化，根据红人当前的流量表现定价，具体执行营销策略的过程中按照订单制进行合作，一单一价。如果内容

创造者的曝光等下降，公司提供的价格就会下降，每个季度公司会衡量一次合作价格，保障投放效率。

图 31: WEIQ 平台积累海量投放数据，投放效率不断优化



资料来源: WEIQ 平台官网, 西部证券研发中心

3.3 B端: 品牌合作关系稳固, 营销方案认可度高

公司平台为海量 C 端网红信用背书, 帮助品牌实现跨平台投放。公司的 WEIQ 平台跟踪了网红的表现, 大幅消除了 C 端网红报价信息不对称的问题, 帮品牌方避免虚假报价的问题。在推进营销业务的过程中, 公司为双方的信用背书, 协调价格, 根据广告主客户的品类匹配不同社交平台, 使得广告主可以实现跨平台营销, 让红人在最大程度上赋能品牌。

图 32: WEIQ 平台为广告主提供跨平台红人营销资源

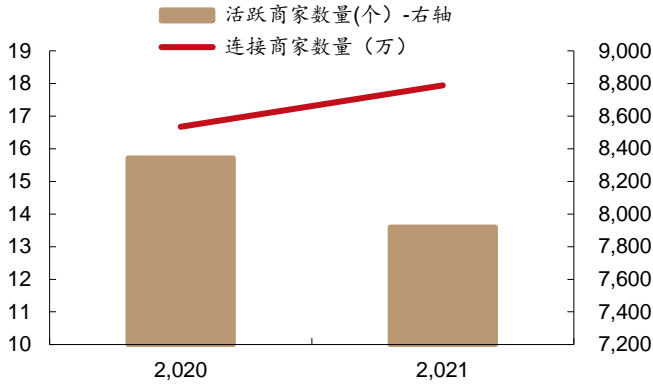


资料来源: WEIQ 平台官网, 西部证券研发中心

公司与品牌客户形成了稳定的合作关系, 留存客户追加投放贡献业绩增量。根据公司 2021 年年报的测算结果, WEIQ 平台活跃商家数量为 7918 个, 其中品牌客户 799 个, 品牌客户留存率从 20 年的 78% 提升至 2021 年的 79.6%, 且留存品牌客户的投放金额连续两年保持

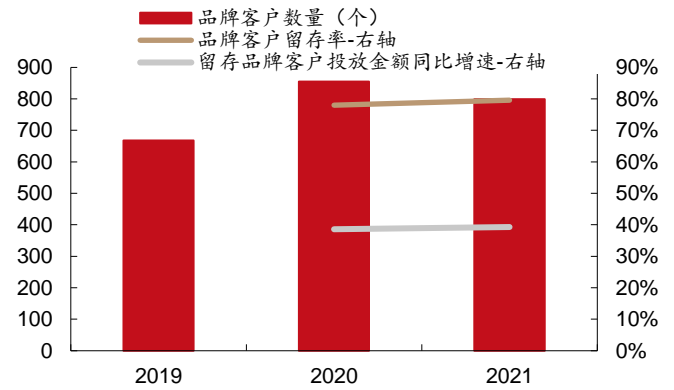
约 39% 的增速。目前公司在红人端的市占率不足 20%，在互联网广告营销领域的收入占比不足 1%，目前品牌客户分给红人营销的预算也比较低，随着品牌客户对红人营销认可的提升，预计未来留存品牌客户的投放金额还有较大提升空间。

图 33: 天下秀 WEIQ 平台入驻商家数量



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 34: 天下秀品牌客户情况



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

公司得到了平台端的认可和扶持。得益于公司和品牌良好的合作关系和强大的营销能力，公司获得了主流社交平台的认可。公司涉及的营销放哪包含邀请红人为平台方制作信息流或者内容广告，丰富平台的内容生态并提升了平台的商业化效率。2022 年 12 月公司红人营销平台 WEIQ 荣获“2022 年度最佳大数据精准营销平台”奖项并再度获得“年度数字营销创新平台”奖项，体现了公司数字化营销能力的高行业认可度。

图 35: WEIQ 营销平台高效调动了腰尾部达人，助力品牌突围



资料来源：WEIQ 平台官网，西部证券研发中心

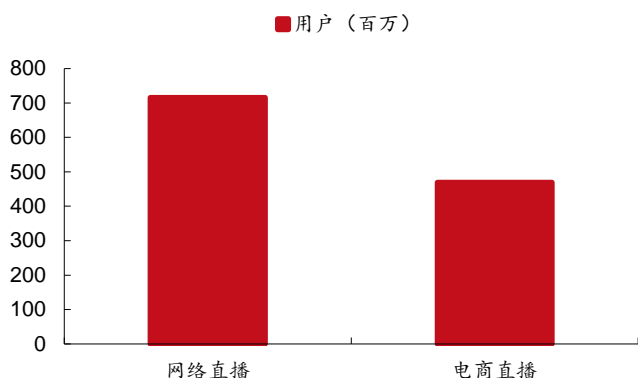
四、创新业务延伸产业价值链

4.1 向上游：打造职教品牌切入红人孵化

响应高教政策，助力灵活用工。近年来政府不断推出支持职业教育发展的政策，2021年10月国务院办公厅印发《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》，2022年12月国务院办公厅再次印发《关于深化现代职业教育体系建设改革的意见》。推动职业教育的发展已经被国家高度重视，当下已经成为一个国家战略发展的重要方向，目前职业教育人才缺口大，市场广阔。

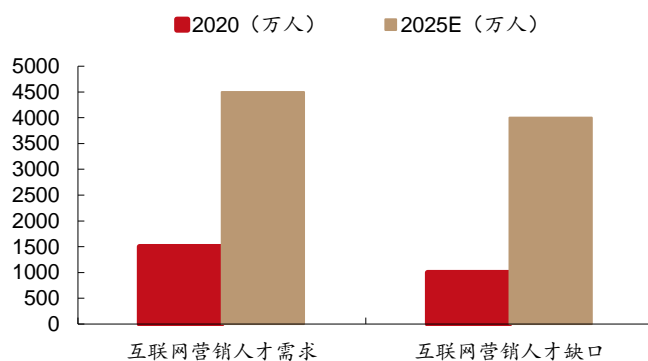
互联网营销人才缺口较大。根据中国互联网络最新数据，截至2022年6月，中国网络直播用户规模达7.16亿，相较2021年12月底用户增长1290万；电商直播用户达规模达4.69亿，相较2021年12月底用户增长533万，直播渗透率不断提升。在需求端，互联网营销人才缺口仍然较大，2020年互联网营销人才需求达1500万人，互联网营销人才缺口达1000万人；人社部预计，到2025年互联网营销人才需求4500万人，互联网营销人才缺口4000万人。

图 36：2022 年中国网络直播用户与电商直播用户规模



资料来源：CNNIC，西部证券研发中心

图 37：2020-2025 年中国互联网营销师人才需求与缺口预估



资料来源：艾瑞咨询，人社部，西部证券研发中心

业务合作迅速拓展。在合作伙伴上，一方面公司得到了政府相关方的支持，目前已与天津政府合作，专注于职业教育及红人孵化。2021年天津津城海棠创业服务有限公司（该公司为天津市津南区人民政府国有资产监督管理委员会全额出资成立的天津津南城市建设投资有限公司全资子公司，依区政府要求对海棠众创大街行使管理和运营职能）与天下秀教育科技（天津）有限公司签订《津南区海棠众创大街“天下秀培训和孵化基地项目”运营协议书》，该项目的业务布局为打通人才与产业脱节的行业痛点，培养新媒体营销全链条人才；同时设立人才、企业服务平台，形成教学、孵化、实践、变现等一站式社交电商运营服务体系，提供从课程到平台、项目的各类资源服务。同时，公司和各职业院校的合作也在迅速拓展，截至目前，公司已触达全国两百多所院校，并与40所院校建立深度合作，两年累计培训3.1万人。

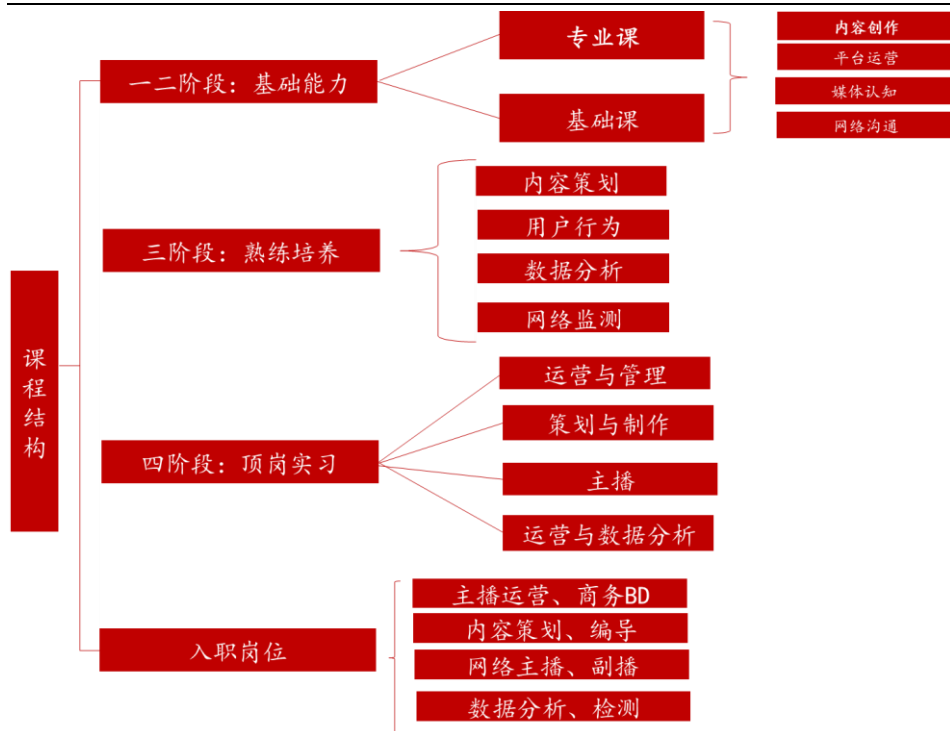
图 38：天下秀职业教育业务布局拓展至全国



资料来源：艾瑞咨询，西部证券研发中心

天下秀发挥自身在红人经济与电商领域的优势，与院校合作推进红人职业教育。天下秀与校企合作，在建立人才资源平台的同时建立任务分发平台，包括共同设立以电商、红人经济为主的特色专业，采用双师型队伍建设，并同时开发教育系统、建设直播基地，按照品牌雇主的任务进行任务分发。整个流程为产业持续输入专业人才，同时产业带动地方经济增长，实现教育与产业的双向赋能，同时天下秀还可以通过提供培训服务取得收入。

图 39：天下秀职业教育课程结构



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

4.2 向下游：虚拟社交赋能红人营销

虚拟社交是红人经济发展的下一阶段。区块链技术和元宇宙概念的迅速发展也为红人新经济业态带来了新的发展机遇。以图文、中长视频、短视频、直播为营销手段的 Web2.0 时代已经走向成熟，随着以 5G、大数据、云计算、区块链、人工智能为核心的 Web3.0 时代的到来，虚拟社交将互联网用户、内容创作者连接起来，带动红人经济的突破及发展。

图 40：虚拟社交是红人经济发展的下一阶段

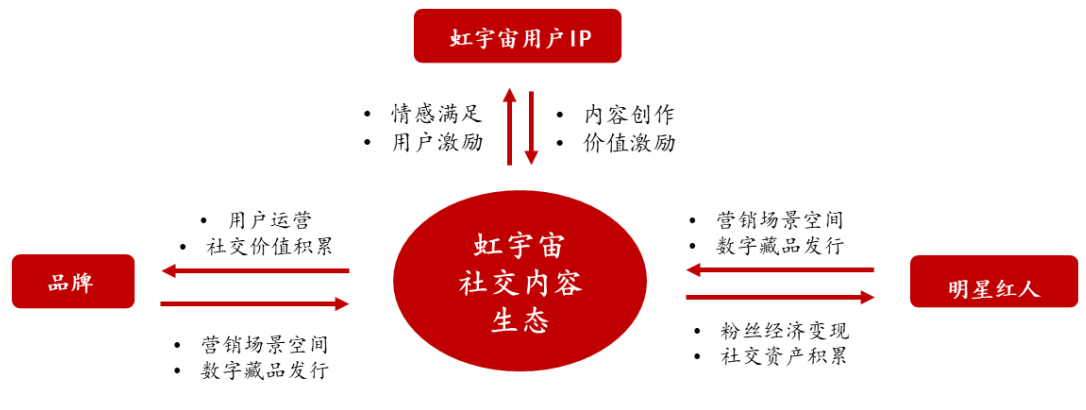


资料来源：艾瑞咨询，西部证券研发中心

天下秀目前在元宇宙领域具备多年技术积累。天下秀作为国内率先布局元宇宙赛道的企业之一，自 2011 年，天下秀就已经开发并上线一款名为“火星微社区”的虚拟社交产品。该产品的用户可以在火星微社区建立一个虚拟形象，并通过社区、旅行以及游戏等进行交友等社交活动。2018 年天下秀成立区块链价值实验室，并持续做相关探索，目前已研发区块链技术可信安全网络技术构架，包括软件、硬件、SaaS 等服务项目。2019 年，天下秀合作研发上线 HASHII 哈希区块链价值络及相关应用。2021 年，天下秀旗下元宇宙平台“虹宇宙”上线，2022 年，天下秀负责北京文创品牌联盟链（简称“文创链”）的技术与运营支撑，为文创链提供基于 Hashii 链的区块链底层节点、BaaS 系统、SaaS 应用三层技术架构，以及存证登记、授权、铸造、溯源四个核心功能的构建。

天下秀在国内元宇宙平台方中具备领先优势。虹宇宙是天下秀迭代的第二款产品，此前第一款产品叫破壳豆，在 2020 年 8 月就已经开始创立团队进行研发工作，在 2021 年 8 月破壳豆改名为虹宇宙。虹宇宙作为国内首个基于区块链的 3D 虚拟社交平台，玩家可以在平台内自定义虚拟形象，购买虚拟住宅、物品，交友等；同时虹宇宙会设置虚拟世界活动，将现实生活中的活动模拟到虚拟世界里，让用户进行互动，并且发行数字交互周边、数字藏品等，增加用户玩法。

图 41：虹宇宙业务模式



资料来源：天下秀，西部证券研发中心

元宇宙平台“虹宇宙”已与多个品牌达成合作，探索虚拟社交营销新模式。2022年初虹宇宙与国际顶级红酒品牌拉菲达成合作，打造虚拟现实的营销场景，推动拉菲虎年全球限定发售的拉菲乐享得红葡萄酒的销售。

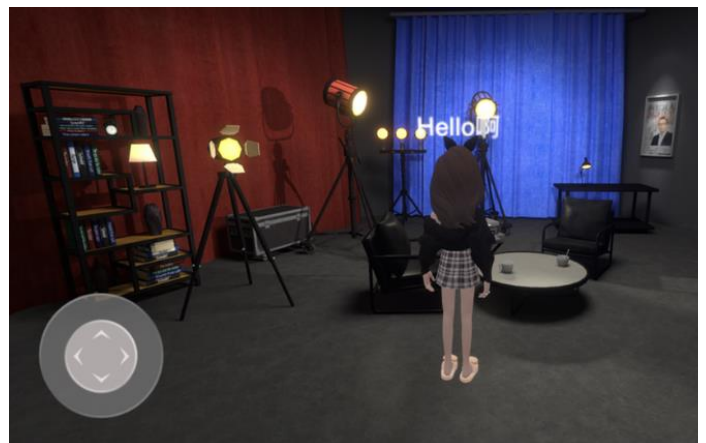
2022年3月，虹宇宙与龙湖集团新开发的“京能龙湖熙上”楼盘达成合作，通过元宇宙技术进一步拓展龙湖集团城市空间和服务场景，赋能“京能龙湖熙上”实体地产营销。用户登陆虹宇宙App，可直接体验“元宇宙熙上售楼处”、“元宇宙样板间”、“虚拟装修场景”以及“虚拟社区”等虚拟空间。2022年5月，虹宇宙作为由BOSS直聘、江苏卫视、腾讯视频联合出品制作的《老板不知道的我》第四季独家合作的虚拟平台，为节目打造虚拟场景，1:1复刻节目中老板与员工对话时的标志性场景，让用户从“观看节目”走向“体验节目”。

图 42：虹宇宙合作《京能龙湖熙上》的元宇宙售楼处



资料来源：天下秀，西部证券研发中心

图 43：虹宇宙合作综艺《老板不知道的我》的节目演播室场景



资料来源：天下秀，西部证券研发中心

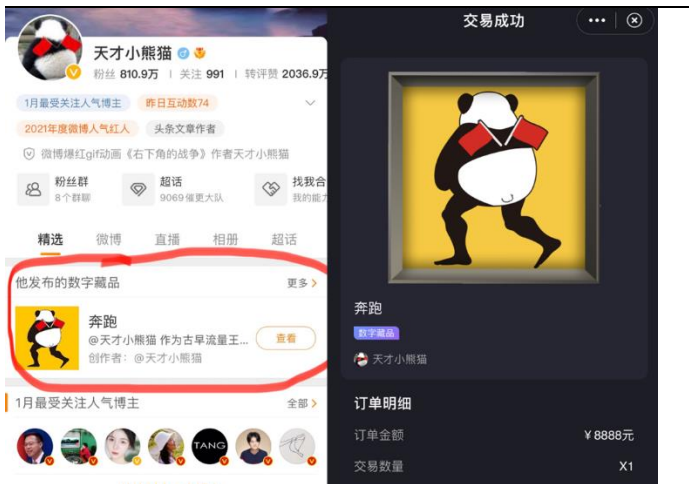
打造数字藏品平台 TopHolder 头号藏家。2021年，公司推出自媒体数字藏品工具集“TopHolder 头号藏家”。内容创作者可以通过 TopHolder 头号藏家平台，将发布于社交平台的原创图文作品进行数字内容登记与溯源上链，实现社交化数字收藏品的生成；同时藏家则可以获得创作者社交化数字藏品的相关信息，并第一时间收藏作品。

目前 TopHolder 头号藏家发行的数字藏品数量、种类非常多，其中比较值得关注的包括

TopHolder 头号藏家联合微博钱包、微博会员推出微博数字藏品异形头像功能；TopHolder 头号藏家与西五街 APP 联合 Honnverse 虹宇宙和 20 位小众插画设计家共同发行的数字藏品 XCAT520 周年限定 520 份系列头像；及由国家图书馆创作的《诗词中的国家图书馆》数字藏品等。

此外，TopHolder 头号藏家已接入虹宇宙和微博，目前为微博数字藏品官方服务商、微博内唯一数字藏品发行平台。TopHolder 头号藏家为用户提供社交平台与虚拟空间相结合的数字藏品创作、收藏、展示、交流的全新体验和专属场景，使用户可以与数字藏品互动，同时创作者、藏家也能获得跨平台、介质的交互、社交体验。作为微博数字藏品官方平台，是国内第一家将自媒体内容数字化并形成交易的收藏平台：基于区块链技术将微博图文内容生成对应的社交化数字艺术品，提供给艺术家和收藏者一个可交流、收藏的平台。在 TopHolder 上生成的社交化数字藏品，兼具内容与社交的双重价值，也为艺术的传播与流通带来了新的工具集。

图 44：TopHolder 头号藏家为微博内唯一数字藏品发行平台



资料来源：微博，西部证券研发中心

图 45：由国家图书馆创作的《诗词中的国家图书馆》数字藏品



资料来源：TopHolder 头号藏家，西部证券研发中心

五、盈利预测与估值

5.1 盈利预测

(1) 红人营销平台业务：22年受到疫情影响，公司员工居家办公，品牌业务对接周期延长，部分订单无法及时确认收入，我们预计管控政策调整后，23年起公司红人营销平台业务将恢复正常经营节奏。同时，随着公司签约红人和MCN机构数量扩大，预计将吸引来自更多行业的优质品牌主进行广告投放，平台订单量和收入将重新回归增长轨道。预计公司红人营销平台业务收入在22/23/24年收入增速分别为-11%/23%/17%。

(2) 红人经济生态链创新业务：公司2018年起前瞻布局区块链技术，从硬件和内容两个角度设计红人营销生态下的创新产品和商业模式，3D虚拟生活社区产品“虹宇宙”22年已与拉菲集团、龙湖集团等多个品牌展开合作，自研数字藏品平台“TopHolder头号藏家”基于微博创作者原创内容发行多批优质数字藏品，产品内容生态日益丰富。此外，公司红人职业教育品牌“天下秀教育”与全国四十家高校建立深度合作关系，随着民办高教板块政策进一步明朗，预计公司职业教育课程将推进至更多院校；公司自有新消费品牌业务也将持续提升影响力，销售收入有望取得突破。我们预计公司红人经济生态链创新业务收入在22/23/24年收入增速分别为37%/45%/46%。

毛利率：2022年受疫情影响，公司业务执行成本有所增加，导致2022年毛利率同比下降，公司运营的红人营销平台收入80%以上来自腰尾部红人，随着平台运营效率的优化以及各项业务协同的增强，我们预计将有更多腰尾部红人入驻，公司平台议价能力增强，来自腰尾部红人的分成有望提升，因而23-24年各项业务毛利率将稳步提升，我们预计22/23/24年红人营销平台业务毛利率分别为21%/22%/23%，红人经济生态链创新业务毛利率为23%/24%/24.5%。

表1：天下秀分业务收入、成本及毛利率预测（单位：百万元）

		2020	2021	2022E	2023E	2024E
1) 红人营销平台业务	营业收入	2,961	4,290	3,830	4,694	5,510
	YoY	73.41%	44.87%	-10.71%	22.56%	17.38%
	成本	2,264	3,335	3,026	3,661	4,243
	YoY	78.51%	47.32%	-9.27%	21.01%	15.87%
	毛利率	23.55%	22.25%	21.00%	22.00%	23.00%
	营业收入	99	222	305	444	647
2) 红人经济生态链创新业务	YoY		123.63%	37.46%	45.47%	45.74%
	成本	81	171	235	337	489
	YoY		111.92%	37.24%	43.58%	44.79%
	毛利率	18.61%	22.88%	23.00%	24.00%	24.50%

资料来源：公司公告，西部证券研发中心预测

5.2 估值与投资建议

5.2.1 相对估值

我们看好公司红人营销平台生态的日益完善以及收入成长，各项创新业务有序推进，延伸红人营销产业价值链，中长期将形成规模化收入，预计公司 22/23/24 年归母净利润为 3.0/4.3/5.6 亿元，EPS 为 0.17/0.24/0.31 元/股，对应 PE 为 41x/28x/22x，考虑到公司是红人营销领域的龙头公司以及唯一一家上市公司，红人营销在广告营销行业渗透率较低，未来仍有较大成长空间，公司业务增速高于行业平均，给予公司估值一定溢价，因此我们给予公司 2023 年 30 倍 PE，目标价 7.14 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	证券简称	收盘价	股本 (亿股)	总市值 (亿元)	净利润 (亿元)			EPS			PE		
					2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
300785.SZ	值得买	33.25	1.33	44	1.54	2.13	2.72	1.16	1.60	2.05	29.1x	21.1x	16.5x
300058.SZ	蓝色光标	4.90	24.91	122	3.50	6.78	8.77	0.14	0.27	0.35	35.9x	18.6x	14.3x
000681.SZ	视觉中国	12.10	7.01	85	1.41	1.97	2.55	0.20	0.28	0.36	61.3x	43.8x	33.8x
平均											42.1x	27.8x	21.6x
600556.SH	天下秀	6.64	18.08	117	3.76	4.30	5.55	0.17	0.24	0.31	40.6x	28.3x	22.0x

资料来源：Wind，西部证券研发中心（采用 WIND 一致预测，预测截至 2022 年 12 月 30 日）

5.2.2 绝对估值

我们采用 FCFF 估值方法，假设永续增长率为 2.0%，WACC=10.2%，得到公司每股股价 7.35 元。

表 3：公司绝对估值

项目	数值	项目	数值
过渡期年数	5	市场的预期收益率 Rm (%)	9.00%
过渡期增长率	5.00%	债务资本成本 Kd	6.00%
永续增长率 g	2.00%	债务资本比重 Wd (%)	7.80%
贝塔值 (β)	1.25	股权资本成本 Ke (%)	10.50%
无风险利率 Rf (%)	2.90%	加权平均资本成本 WACC (%)	10.20%
企业价值 (百万元)	11734.06	总股本 (百万股)	1807.75
股权价值 (百万元)	12776.99	每股价值(元)	7.35

资料来源：Wind，西部证券研发中心

表 4：绝对估值敏感性分析 (单位：元)

WACC	7.2%	8.2%	9.2%	10.2%	11.2%	12.2%	13.2%
永续增长率 g							
1.6%	11.34	9.48	8.13	7.12	6.33	5.70	5.18
1.7%	11.43	9.55	8.21	7.19	6.40	5.76	5.24
1.9%	11.51	9.64	8.29	7.27	6.47	5.83	5.31
2.0%	11.60	9.72	8.37	7.35	6.55	5.91	5.38
2.1%	11.70	9.82	8.46	7.43	6.63	5.98	5.45
2.3%	11.80	9.91	8.55	7.52	6.71	6.06	5.53
2.4%	11.90	10.01	8.64	7.61	6.80	6.14	5.61

资料来源：西部证券研发中心预测

六、风险提示

(1) 平台入驻红人流失风险：公司红人营销平台发展依赖于平台内丰富的红人生态，若不能持续保持良好的红人运营机制，入驻红人流失，公司存在无法为广告主投放订单匹配合适红人的风险，从而对业绩产生影响。；创新业务落地不及预期；应收账款回收风险

(2) 行业竞争加剧：我国广告行业参与者众多，营销环境发展节奏快，竞争激烈，若公司无法顺应营销发展新趋势，将错失优质媒体资源、营销方案效果亦可能不及预期，公司行业地位将被削弱，经营业绩有不达预期的风险。

(3) 创新业务落地不及预期：公司有关 Web3.0、新消费、职业教育的创新业务均处于早期发展阶段，若上述业务推进过程中尝试的商业模式出现失败，公司未能获得预期的客户，将对公司业绩产生不利影响。

(4) 应收账款回收风险：公司在执行营销平台订单时，会替广告主客户垫资支付红人方的相关款项，若广告主客户无法按时支付上述垫付的应收款项，将对公司收入和资金流产生负面影响。

(5) 宏观经济波动：广告主预算对宏观环境变化较为敏感，未来若宏观环境出现大幅波动，广告主预算或随之进行大幅调整，进而影响公司收入。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	2,294	1,570	2,014	1,865	2,006	营业收入	3,060	4,512	4,135	5,138	6,157
应收款项	1,515	2,441	2,096	2,675	3,036	营业成本	2,345	3,506	3,261	3,999	4,731
存货净额	2	36	31	33	39	营业税金及附加	10	15	13	17	20
其他流动资产	233	391	328	381	414	销售费用	137	290	289	360	431
流动资产合计	4,044	4,438	4,469	4,954	5,496	管理费用	86	155	165	231	277
固定资产及在建工程	6	33	230	197	172	财务费用	-9	-24	-22	-79	-80
长期股权投资	21	32	14	14	14	其他费用/(-收入)	84	138	128	158	193
无形资产	8	19	19	13	11	营业利润	408	437	301	453	584
其他非流动资产	153	480	540	565	592	营业外净收支	-97	-81	0	0	0
非流动资产合计	188	565	802	789	789	利润总额	311	356	301	453	584
资产总计	4,232	5,003	5,271	5,743	6,285	所得税费用	18	20	18	27	35
短期借款	0	129	369	369	369	净利润	293	336	283	426	549
应付款项	481	726	583	605	586	少数股东损益	-2	-18	-17	-4	-5
其他流动负债	331	341	280	345	409	归属于母公司净利润	295	354	300	430	555
流动负债合计	812	1,196	1,232	1,319	1,364						
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
其他长期负债	119	189	145	140	135	盈利能力					
长期负债合计	119	189	145	140	135	ROE	9%	10%	8%	10%	12%
负债合计	930	1,385	1,377	1,459	1,499	毛利率	23%	22%	21%	22%	23%
股本	1,808	1,808	1,808	1,808	1,808	营业利润率	13%	10%	7%	9%	9%
股东权益	3,302	3,618	3,894	4,283	4,786	销售净利率	10%	8%	7%	8%	9%
负债和股东权益总计	4,232	5,003	5,271	5,743	6,285	成长能力					
						营业收入增长率	55%	47%	-8%	24%	20%
						营业利润增长率	32%	7%	-31%	51%	29%
						归母净利润增长率	14%	20%	-15%	43%	29%
						偿债能力					
						资产负债率	22%	28%	26%	25%	24%
						流动比	4.98	3.71	3.63	3.75	4.03
						速动比	4.98	3.68	3.60	3.73	4.00
						每股指标与估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
						每股指标					
						EPS	0.16	0.20	0.17	0.24	0.31
						BVPS	1.83	2.01	2.16	2.38	2.66
						估值					
						P/E	41.2	34.4	40.6	28.3	22.0
						P/B	3.7	3.4	3.1	2.8	2.5
						P/S	4.0	2.7	2.9	2.4	2.0

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

西部证券—投资评级说明

行业评级	超配: 行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上
	中配: 行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间
	低配: 行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上
公司评级	买入: 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
	增持: 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
	中性: 公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
	卖出: 公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

联系地址

联系地址：上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层

北京市西城区月坛南街 59 号新华大厦 303

深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话：021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议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客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。