

计算机

2017年02月27日

# 同花顺 (300033) 深度研究

——四核心因素全超市场预期，上调 17/18 盈利预测 5%/9% (算法系列深度研究之二)

报告原因：有新的信息需要补充

**买入** (维持)

市场数据： 2017年02月24日

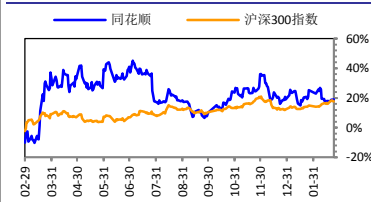
收盘价(元)	68.77
一年内最高/最低(元)	87.88/50.9
市净率	12.5
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	18129
上证指数/深证成指	3253.43/10443.73

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2016年12月31日

每股净资产(元)	5.49
资产负债率%	27.60
总股本/流通A股(百万)	538/264
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《同花顺(300033)点评：现金流、预收账款、用户数、业务全面超越市场预期，季报预告不影响全年业绩》2017/02/17

《同花顺(300033)点评：净利润逆市增长15%-45%!》2017/01/26

证券分析师

刘洋 A0230513050006  
liuyang2@swsresearch.com  
刘智 A0230515080003  
liuzhi@swsresearch.com  
刘畅 A0230516090003  
liuchang@swsresearch.com

研究支持

刘高畅 A0230116100002  
liuqc@swsresearch.com

联系人

刘高畅  
(8621)23297818×7260  
liuqc@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- 我们在4个核心要素上与市场存在预期差。平淡市场下成长能力、核心竞争力、中期成长确定性、行业内稀缺性。
- 推测公司具备平淡市场下的5倍成长能力，预收账款、创新业务是证明。市场担忧同花顺业绩受证券周期影响，我们首次用数量方法证明公司平淡市场下成长能力：1) 新业务及运营能力提升推动成长：考虑预收账款后2013-15年公司营业收入复合增速为144%，年均高于沪深300成交额复合增长41%。2) B端金融数据、券商导流、基金销售、贵金属业务、投资机器人、互联网投顾、自营投资等业务均处于运营能力提升期，平淡市场下具备5倍成长潜能。
- 三核心因素优于竞争对手，数据比较证明。同花顺具有长期竞争中移动端流量、研发能力、商业模式运营三核心因素的综合优势。C端证券投资主要竞争对手为东方财富、大智慧、益盟股份。同花顺研发投入与移动端流量领先，商业模式运营能力领先大智慧与益盟股份，与东方财富各有特色。B端金融信息业务中iFind有机会依靠性价比与新增业务抢占同行市场。
- 17Q1预告被过度解读，三因素证明。中期具有三大高确定性成长因素：合规后的衍生业务、投资机器人软件服务、自营软件服务。1) 国承信领先市场完成合规处理，年报验证公司正加大贵金属布局。2) 投资机器人逐步开放，2017年预计增量过亿元。3) 多年储备、大数据基金、智能投顾验证投资支撑能力，10亿元自营投资形成新业务增量。4) 历史预收账款与营收关系显示市场对Q1业绩预告过度担忧。
- 具有行业内绝对稀缺性。2017年为人工智能商业模式爆发元年，公司为金融领军，兼具估值安全性及成长确定性，预计投资机器人、自营投资等AI应用业务将贡献过亿利润。
- 上调17-18年盈利预测6%、9%，平淡市场下一年市值目标539亿元。更新各业务特性，在平淡市场及谨慎预收账款确认假设下预计2017年-2019年同花顺实现营业收入19.9、25.3、29.5亿元，实现归属上市公司净利润分别为15.4、19.8、23.4亿元，分别上调2017-2018盈利预测6%、9%。预计同花顺2017年净利润为15.4亿元。考虑到平淡市场假设下公司业务推进及资本市场活跃度上升可能，谨慎给予35倍估值，一年目标市值为539亿元。PEG测算下合理市值范围为385-616亿元。

财务数据及盈利预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,442	1,734	1,989	2,530	2,953
同比增长率(%)	442.91	20.23	14.73	27.20	16.72
净利润(百万元)	957	1,212	1,542	1,977	2,339
同比增长率(%)	1483.23	26.57	27.27	28.21	18.31
每股收益(元/股)	1.78	2.25	2.87	3.68	4.35
毛利率(%)	88.3	91.8	92.4	92.6	92.9
ROE(%)	45.0	41.0	34.4	30.6	26.6
市盈率	39	31	24	19	16

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

## 投资案件

### 投资评级与估值

上调 17-18 年盈利预测，平淡市场下一年市值目标 539 亿元。更新各业务特性，在平淡市场及谨慎预收账款确认假设下预计 2017 年-2019 年同花顺实现营业收入 19.9、25.3、29.5 亿元，实现归属上市公司净利润分别为 15.4、19.8、23.4 亿元，分别上调 2017-2018 盈利预测 6%、9%。预计同花顺 2017 年净利润为 15.4 亿元。考虑到平淡市场下公司业务推进及资本市场活跃度上升可能，谨慎给予 35 倍估值，一年目标市值为 539 亿元。PEG 测算下合理市值范围为 385-616 亿元。

### 关键假设点

三核心因素优于竞争对手。同花顺具有长期竞争中移动端流量、研发能力、商业模式运营三核心因素的综合优势。C 端证券投资主要竞争对手为东方财富、大智慧、益盟股份。研发投入与移动端流量领先，商业模式运营能力领先大智慧与益盟股份，与东方财富各有特色。B 端金融信息业务 iFind 有机会依靠性价比与新增业务抢占 Wind 市场。

中期具有三大高确定性成长因素：贵金属、投资机器人、自营收益。1) 国承信领先市场完成合规处理，年报验证公司正加大贵金属布局。2) 投资机器人逐步开放，2017 年预计增量过亿元。3) 多年储备、大数据基金、智能投顾验证投资支撑能力，10 亿元自营投资形成新业务增量。4) 历史预收账款与营收关系显示市场对 Q1 业绩预告过度担忧。

### 有别于大众的认识

我们在 4 个核心要素上与市场存在预期差。平淡市场下成长能力、核心竞争力、中期成长确定性、行业内稀缺性。

公司具备平淡市场下的成长能力。市场担忧同花顺业绩受证券周期影响，我们首次用数量方法证明公司平淡市场下成长能力：1) 新业务及运营能力提升推动成长：考虑预收账款后 2013-15 年公司营业收入复合增速为 144%，年均高于沪深 300 成交额复合增长 41%。2) B 端金融数据、券商导流、基金销售、贵金属业务、投资机器人、互联网投顾、自营投资等业务均处于运营能力提升期，平淡市场下具备 5 倍成长潜能。

具有行业内绝对稀缺性。2017 年为人工智能商业模式爆发元年，公司为金融领军，兼具估值安全性及成长确定性，预计投资机器人、自营投资等 AI 应用业务将贡献过亿利润。

### 股价表现的催化剂

券商导流、贵金属、投资机器人、自营投资等新业务逐步推进，证券市场热度上升

### 核心假设风险

新业务推进低预期

## 目录

---

1. 公司具备平淡市场下成长能力 .....	5
2. 三核心因素优于竞争对手.....	7
3. 三业务中期成长确定.....	12
4. 公司为罕见具有稀缺性、安全边际、成长确定性标的 .....	16
5. 上调 16-17 年盈利预测，一年市值目标 539 亿元.....	18
5.1 分别上调 2017-2018 年盈利预测 6%、9% .....	18
5.2 平淡市场下一年市值目标 539 亿元 .....	20

## 图表目录

图 1: 同花顺通过推出及推进新业务形成平淡市场成长能力 .....	5
图 2: 同花顺各布局具有广阔细分市场空间 .....	7
图 3: 互联网行业竞争核心要素 .....	8
图 4: 2016 年 12 月证券类 App 排名 .....	8
图 5: 2016 年 12 月金融类 APP 月度活跃用户排名 .....	9
图 6: 银科控股季度收入图 .....	13
图 7: 国际主流现货交易市场 .....	14
图 8: 同花顺大金融智能版资料 .....	14
图 9: 泰达宏利同顺大数据基金净值变化 .....	15
图 10: 人工智能正成为产品与服务竞争力关键 .....	16
图 11: AI 技术渗透入同花顺各个方面 .....	17
表 1: 同花顺 2013 年后新业务逐步产生收入 .....	6
表 2: 同花顺用户量估算 .....	6
表 3: 可比公司细分竞争力排序 .....	8
表 4 同花顺主要竞争对手研发支出对比 (万元) .....	9
表 5: 同花顺与东方财富收入结构对比 (百万元) .....	10
表 6: 大智慧业务主要数据 .....	10
表 7: 同花顺 iFind 与 Wind 资讯对比 .....	11
表 8: 两种交易所类型 .....	12
表 9: 贵金属业务主要商业模式 .....	12
表 10: 2016 年 6 月天津贵金属交易改革内容 .....	12
表 11: 交易场所部际联席会议重点打击问题 .....	13
表 12: 投资机器人业务利润测算 .....	15
表 13: 同花顺预收账款对当年收入指引性不强 .....	16
表 14: 更新后同花顺业务拆分与预收账款还原 .....	18
表 15: 同花顺费用预计 .....	20
表 16: 可比公司估值情况 .....	20

## 1. 公司具备平淡市场下成长能力

市场担忧同花顺业绩受证券周期影响，我们首次用数量方法证明同花顺具备5倍平淡市场成长潜能及41%的相对市场超额收益。

市场低估新业务推进对公司收入影响，平淡市场下具备成长能力。我们在2016年6月27日发布的深度报告《同花顺：50亿利润的成长追求者》中提出，公司实质处于双周期叠加下，证券周期渐趋平淡，商业模式及业务范围正快速丰富化。市场担忧同花顺完全受制于证券周期影响，公司实质处于两周期叠加：1) 波动的证券周期：公司基础流量来源于手机行情系统。证券市场周期影响市场开户数及成交额，影响公司活跃用户数与用户单体价值。A股市场成交额与公司用户量<sup>1</sup>变化可以验证。2) 商业模式丰富化周期。根据公司历年年报，上市初期起以基础的手机行情基础数据资讯服务为主要商业模式，同时逐步吸引流量。2014年开始券商导流、基金销售、大宗交易、余额宝等商业模式探索。

低估原因为忽略预收账款变化，还原后验证公司2012-2015年成长超越市场周期。公司2011-2015年营业收入分别为2.15、1.72、1.84、2.66、14.4亿元，13-15年复合增速为103%。同期沪深300成交额分别为16.1、11.5、16.6、27.6、95.6万亿元，13-15年复合增速为103%，并未显示公司商业模式丰富带来收入贡献。

根据同花顺产品类型，其增值电信业务采用年费模式，为预收账款主要来源。预收账款现金流确认在当年，是公司产品与销售能力的综合体现。将预收账款还原后2011-2015年实际营业收入分别为1.87、1.42、2.24、4.16、20.78亿元<sup>1</sup>，13-15年复合增速为144%，年均高于沪深300成交额复合增长41%（如图1）。

图 1：同花顺通过推出及推进新业务形成平淡市场成长能力



资料来源：公司公告、Wind 资讯、申万宏源研究

<sup>1</sup> 具体过程与拆分参照附件



成长原因为新业务2013年起产生收入。公司上市后逐步发展B端金融信息、券商导流、基金销售、手机端增值服务、贵金属业务、投资机器人业务，并于2013年起逐步产生收入（如表1）。

表 1：同花顺 2013 年后新业务逐步产生收入<sup>2</sup>

	2013A	2014A	2015A	2016A
预收款还原后营业收入	224	416	2078	1589
增值电信业务	175	344	1449	854
C 端	131	229	1150	520
B 端	44	115	149	150
创新业务			150	184
网上行情交易系统服务	42	45	100	114
基金代销服务及其他	7	27	529	622
广告及互联网业务推广服务			293	396
电子商务及其他	7	27	236	226
投资收益（贵金属）		21	243	181

资料来源：Wind,草根调研，申万宏源研究

多项新业务处于培育及成长期，具有5倍以上成长潜能。目前同花顺多项业务仍处于培育与建设阶段，且均未遇到行业天花板，谨慎假设下具备5倍平淡市场成长潜能。

1) 草根调研显示，2015年上半年公司基金销售团队仍处于建设期，公司2015年年报判断“目前各家基金第三方销售平台处于发展初期，均投入巨额资金进行市场开拓和客户服务。”

2) 根据公司年报，公司B端金融数据、券商导流、基金销售、贵金属业务、投资机器人、互联网投顾均为2013年后培育项目，目前均处于导入及成长期（如图1）。

3) 根据公司2015年年报，2015年公司新设立同花顺投资有限公司及同花顺人工智能资产管理有限公司，涉足AI及相关投资业务。根据同花顺2016年年报，2016年上半年公司设立浙江同花顺保险经纪有限公司、杭州猎金信息技术有限公司、同花顺国际（香港有限公司），涉足保险、黄金贵金属及国际业务。

3) 官网显示，同花顺通信增值产品主要为财富先锋（主力版16800元/年）、短线宝（PC版788元/季，手机版518元/季）、Level-2（PC版2880元/年，手机版12元/月<sup>3</sup>）、投资机器人（88000元/年）。假设2016年非iFind增值电信产品收入为7.04亿元<sup>4</sup>，根据比例假设反推出2016年同花顺用户量约为59.36万人（如表2）。根据易观千帆数据，截止2016年11月，同花顺月活跃用户数为2837万。假设同花顺月活跃用户有15%可转换为付费用户，具有超过5倍扩展空间。

表 2：同花顺用户量估算

产品	单价（元/年）	比例	估算收入（亿元）	估算用户量（万人）
财富先锋主力版	16800	50%	3.52	2.10
短线宝 PC 版	2872	10%	0.70	2.45
短线宝手机版	2072	10%	0.70	3.40

<sup>2</sup> 业绩拆分采用预收账款还原，具体说明在报告第5部分。

<sup>3</sup> 截止2017年1月19日，促销活动60元/年。

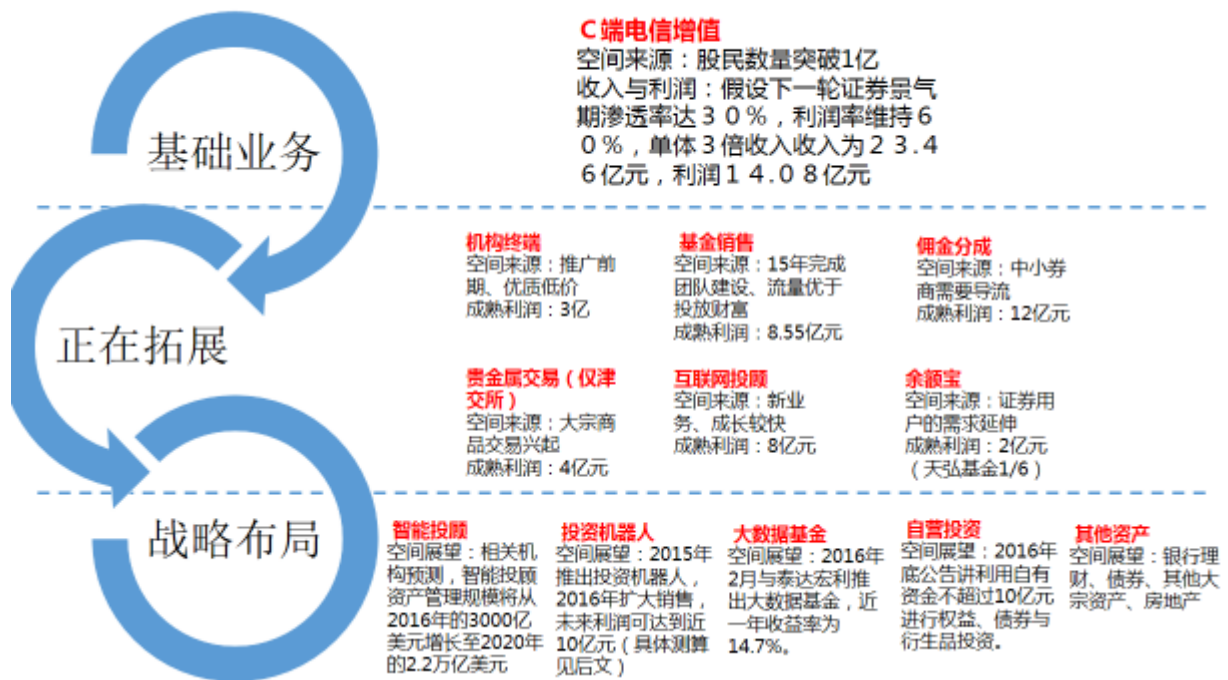
<sup>4</sup> C端收入4.07亿元，预收账款变化6.36亿元（谨慎假设全在C端），合计10.43亿元。

LEVEL-2PC版	2880	10%	0.70	2.44
LEVEL-2手机版	144	10%	0.70	48.89
投资机器人	88000	10%	0.70	0.08
		合计	7.04	59.36

资料来源：草根调研、Wind 资讯、申万宏源研究

4) 计算下一轮证券市场高峰利润或超 50 亿元。历史经验显示一般 3-5 年出现一次证券市场高峰，根据公司前瞻布局及目前推进进度，预计下一轮高峰出现时公司新业务将成熟。对应 C 端增值电信业务利润 14.08 亿元、机构终端利润 3 亿元、基金销售利润 8.55 亿元、券商导流利润 12 亿元、大宗商品交易 4 利润亿元、互联网投顾利润 8 亿元、余额宝利润 2 亿元。具体测算过程参照 2016 年 6 月 27 日发布的深度报告《同花顺：千万企业的金融变现》。除开以上业务，公司投资机器人、智能投顾、大数据基金、自营投资 2016 年均取得较大进展，具有广阔盈利空间（如图 2）。

图 2：同花顺各布局具有广阔细分市场空间



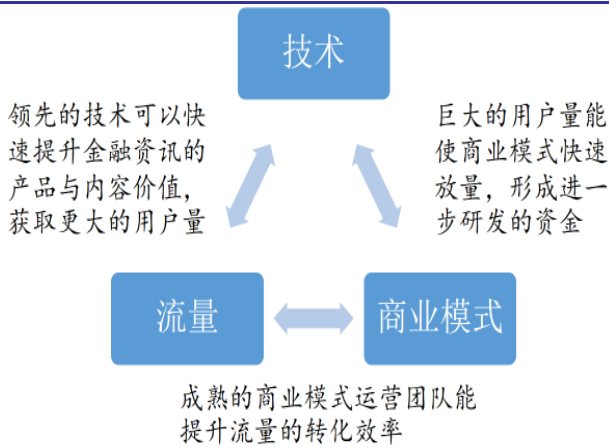
资料来源：申万宏源研究

## 2. 三核心因素优于竞争对手

我们在 2016 年 6 月 27 日深度报告《同花顺：50 亿利润的成长追求者》中讨论了公司的 Fintech 基因（技术能力等）与互联网基因（战略前瞻、移动端布局）的整体优势。本报告将通过与 C 端金融资讯及 B 端金融资讯主要竞争对手对比，讨论同花顺在移动端流量、研发能力、商业模式运营核心因素的综合优势。

C 端金融资讯行业是典型的互联网行业，规模优势在三方面有体现（如图 3），竞争分析只需考虑主要竞争对手（如图 4）。1) 领先的技术可以快速提升金融资讯的产品与内容价值，获取更大的用户量。2) 成熟的商业模式运营团队能提升流量的转化效率。3) 巨大的用户量能使用商业模式快速放量，形成进一步研发的资金。

图 3：互联网行业竞争核心要素



资料来源：申万宏源研究

图 4：2016 年 12 月证券类 App 排名

排名	名称	使用行为渗透率* (%)	月活排名变化**
1	同花顺	5.8	0
2	东方财富网	1.94	1
3	大智慧	1.88	-1
4	涨乐财富通	1.17	0
5	国泰君安君弘	0.79	0
6	海通e海通财	0.77	0
7	招商智远一户通	0.73	3
8	金太阳	0.72	-1
9	平安证券	0.66	-1
10	自选股	0.62	-1

资料来源：App Annie,申万宏源研究

同花顺在三方面均领先主要竞争对手。同花顺在 C 端证券投资软件主要竞争对手为东方财富、大智慧、益盟股份。总体而言，同花顺具有研发能力、移动端流量优势。在商业模式运营上领先大智慧与益盟操盘手，与东方财富各有特色（如表 3）。

表 3：可比公司细分竞争力排序

公司	技术能力 <sup>5</sup> （按研发投入）	流量 <sup>6</sup>	商业模式 <sup>7</sup>
东方财富	3	2	1
大智慧	2	3	3
益盟操盘手	4	4	3
同花顺	1	1	1

资料来源：公开资料、App Annie,申万宏源研究

对于 BAT 而言，同花顺具有细分领域壁垒。1) BAT 的股票数据分析是其功能性的补充，并非主要方向。2) 公司流量具有高风险偏好特征，对于证券投资有效流量实际高于 BAT。BAT 证券类应用最高为腾讯自选股，落后于同花顺且有排名下降趋势(如图 4)。同花顺高风险偏好流量未来具有多维度变现可能。3) BAT 在细分领域技术研发尚未形成充分储备。根据新闻报导<sup>8</sup>，腾讯 2011 年收购益盟操盘手 20.2%股权，益盟操盘手相关研发投入目前明显低于同花顺（如表 4）。4) BAT 目前在证券投资领域未形成明确商业模式，主要为用户服务的一部分，不排除公司未来有合作可能。

同花顺具有研发能力优势。根据各公司年报，同花顺 2015 年研发投入高于东方财富，益盟股份、大智慧。1) 根据东方财富 2010 年年报，其 2010 年实现的非专利技术包括金融信息内容分布式缓存系统、金融信息的自动化内容处理技术、互动区内容自动审核管理系统、Flash 版网站行情图表系统、财经信息资讯检索和搜索系统、智能选股系统、基金评级分析系统，在同花顺招股说明书中已有相关体现。2) 大智慧历史上注重研发，但财务均衡曾出现问题，于 2015 年减少研发费用。3) 草根调研显示，益盟操盘手有很好的用户体验。

<sup>5</sup> 不同公司在研发投入方向及统计口径不一致，单项各有千秋。这里按研发投入整体评价，较粗略。

<sup>6</sup> 根据 APP Annie2016 年 12 月月活跃用户数排序

<sup>7</sup> 按照商业模式类型及收入体量排序，具有主观性

<sup>8</sup> <http://finance.ifeng.com/news/tech/20120315/5752310.shtml>



但主要研发集中在炒股软件，在平台型 IT 运营、综合数据库与数据挖掘研发相对较少。根据益盟股份 2016 年 10 月 12 日公告可以验证，员工持股计划资金将用于“类结构化、半结构化、非结构化数据挖掘研发，即金融大数据平台研发”。根据同花顺 2014 年年报，当年研发非专利技术包括“基于文本挖掘的自动优化、基于非结构化数据构建股民投资情绪”，推测同花顺技术能力部分领先于益盟股份。

表 4 同花顺主要竞争对手研发支出对比（万元）

公司	2012	2013	2014	2015
同花顺	7,718	8,032	11,525	27,887
东方财富	3,960	3,968	7,067	14,894
大智慧	15,556	27,620	25,930	22,135
益盟操盘手		3053	4432	6003

资料来源：Wind,申万宏源研究

同花顺具有移动端绝对流量优势。根据易观千帆数据，2016 年 12 月同花顺月度活跃用户规模为 2990 万人，在所有金融类 APP 中排名第二（如图 5）。主要竞争对手为大智慧与东方财富，其 MAU 总和为 2488 万人。移动端流量背后是技术产品、商业模式、流量推广团队能力，具有持续效应。

图 5：2016 年 12 月金融类 APP 月度活跃用户排名

排名	APP名称	领域名称	月度活跃用户规模(万人)	活跃用户环比增幅(%)
1	支付宝	支付	33146.80	5.53%
2	同花顺炒股票	证券服务应用	2990.48	5.40%
3	中国建设银行	银行服务应用	2531.24	2.68%
4	中国工商银行	银行服务应用	2381.31	3.15%
5	招商银行	银行服务应用	1584.26	8.43%
6	农行掌上银行	银行服务应用	1478.05	9.84%
7	工银融e联	银行服务应用	1438.82	13.73%
8	大智慧	证券服务应用	1318.72	9.41%
9	掌上生活	银行服务应用	1204.52	14.04%
10	东方财富网	证券服务应用	1168.91	6.14%

资料来源：易观千帆，申万宏源研究

商业模式运营上领先大智慧与益盟操盘手。1) 同花顺已规模化商业模式有证券投资软件、投资机器人、券商导流、基金销售、贵金属业务。大智慧与益盟操盘手主要商业模式

为证券投资软件。2) 大智慧曾拓展贵金属业务，2014 年由于激进推进被剥离。3) 益盟操盘手并无拓展商业模式

**同花顺证券投资软件、投资机器人、券商导流、贵金属业务强于东方财富，基金销售与互联网券商业务弱于东方财富，B 端金融数据业务实力接近。**1) 根据两公司年报，同花顺在 2015 年证券投资软件、券商导流、贵金属业务已形成规模化收入，东方财富主要收入来自基金销售（如表 5）。2) 草根调研显示，同花顺 2015 年 Q4 与 2016 年 Q3 进行了投资机器人（大金融先锋版）销售，于 2016 年形成了约 6000 万收入。3) 同花顺与东方财富在导流变现上同花顺选择导流给合作券商，东方财富具有券商牌照，可以自我导流。4) 2015 年东方财富 Choice 与同花顺 iFind 收入解禁，竞争力各有特征。5) 同花顺证券投资软件、投资机器人为技术壁垒，券商导流、贵金属业务为模式壁垒，东方财富基金销售与互联网券商为模式壁垒，牌照壁垒，总体而言同花顺综合壁垒更高。

**表 5：同花顺与东方财富收入结构对比（百万元）**

东方财富	同花顺
金融电子商务服务 2442	电子商务及其他 236
金融数据服务 249	网上行情交易系统服务 100
广告服务 102	广告及互联网业务推广服务 293
其他 19	增值电信业务（C 端炒股软件、iFind 等） 813

资料来源：Wind，申万宏源研究

**大智慧在费用管控上压力较大，2013-2015 年出现较大管理结构调整，目前竞争力有下降趋势。**1) 历史上大智慧注重研发投入，技术能力较强（如表 2）。但管理费用较高，2012-2015 年管理费用率分别为 86.7%、58.8%、73.5%、77.6%，对盈利能力造成较大压力。2) 根据公告，公司 2013 年 10 月收购民泰（天津）贵金属有限公司 70% 股权，2014 年 2 月收购无锡君泰贵金属公司，进入贵金属业务。根据公司年报，2013 年公司贵金属交易分别产生投资收益<sup>9</sup>为 2.2 亿元、，帮助公司整体扭亏为盈。根据新华网<sup>10</sup>及新浪新闻<sup>11</sup>报道，大智慧贵金属业务内曾发生投资者损失情况。2014 年 6 月及 12 月，大智慧分别转让民泰（天津）贵金属 70% 及无锡君泰贵金属 25% 股权，逐步淡出贵金属业务。（如表 6）3) 公司 2014 年及 2015 年通过处置子公司分别取得投资收益 7.01 亿元及 2.2 亿元。4) 从研发投入看，2015 年公司研发投入为 2.2 亿元，少于 2014 年的 2.6 亿元，推测为平衡财务的费用管控。5) 根据大智慧 2016 年 10 月 29 日公告，公司拟转让全资子公司上海大智慧财汇数据科技有限公司 70% 股权，交易金额为 139760 万。转让子公司股权可缓解公司亏损压力。

**表 6：大智慧业务主要数据**

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016Q3
营业总收入	470.14	894.26	820.45	651.34	516.64
港股服务系统	129.70	139.71	175.19	218.37	
金融资讯及数据 PC 终端服务系统	299.81	549.95	163.24	207.93	
证券公司综合服务系统	28.53	59.79	96.13	91.82	
金融资讯及数据移动终端服务系统	3.76	13.31	16.69	10.35	
贵金属业务			286.10	6.54	

<sup>9</sup> 后文会探讨贵金属商业模式。

<sup>10</sup> <http://www.xinhuanet.com/fortune/xhcy76.htm>

<sup>11</sup> <http://finance.sina.com.cn/stock/s/20140318/025718533308.shtml>

彩票业务			52.59		
其他	8.22	131.27	24.89	108.31	
销售费用	268.93	455.79	589.83	372.71	337.79
管理费用	407.42	525.60	603.25	505.55	786.30
投资收益	5.55	233.02	918.32	257.37	13.75
归属于母公司所有者的净利润	-267.00	11.66	106.92	-456.02	-747.35

资料来源：Wind,申万宏源研究

在 B 端金融数据软件主要竞争对手为万得资讯，iFind 有机会依靠性价比与新增业务逐步抢占同行市场份额。1) 根据公开资料，万得资讯与同花顺都开始于 1994 年，万得资讯坚持以机构为主要客户，提供数据服务。早期同花顺以中小投资者为客户，提供行情交易软件与数据服务。2) 根据同花顺年报，2011 年公司推出云参数和大战略等新产品，建立一定 B 端产品积累；2013 年机构版 iFIND 逐步完善并全面推广；2014 年公司研发了针对银行、上市公司、高等院校等衍生的 iFind 金融数据终端新版本；2015 年公司进一步优化和增强了 iFind 金融数据终端现有产品功能。3) 部分机构草根调研显示，Wind 在机构端单台费用为 10000-20000 元/年，iFind 在机构端单台费用约为其 5 分之 2。4) 使用习惯上，客户更习惯 Wind 的使用界面，且机构会基于 Wind 开发插件，使用同花顺具有更换成本。5) 特色功能方面，iFind 产业链中心及 i 问财具有特色。总体而言，iFind 有机会依靠性价比与新增业务抢占 Wind 市场，在特色功能无大变化情况下，预计速度会受更换成本影响。

表 7：同花顺 iFind 与 Wind 资讯对比

	同花顺	万得资讯
B 端服务时间	2011 年积累、2013 年推出 iFind	1994 年开始服务
收入利润体量	2015 年收入约 2 亿元	2014 年 6.01 亿，2015 年上半年 3.87 亿元
单台价格	约为 0.4	基准为 1
销售能力	过去落后，正接近	领先
金工对接水平	WPS、Excel 插件、R、MATLAB 插件等	R、matlab、excel、C++、Python 等
特色功能	产业链中心、i 问财	--

资料来源：Wind,iFind,申万宏源研究

市场关注 Wind 与同花顺诉讼，预计对 iFind 产品销售无影响。2016 年 12 月 28 日，上海市第一中级人民法院对万得诉讼同花顺抄袭案做出判决，主要内容有：1) 同花顺于判决生效之日立即停止制作、销售、许可他人抄袭“Wind 资讯金融数据终端”的金融数据终端产品。2) 同花顺于本判决生效之日起三十日内在《中国证券报》上刊登声明以消除影响。3) 同花顺于本判决生效之日起十日内赔偿原告经济损失人民币 300 万元，赔偿合理费用 35 万元。

金额远低于预期，诉讼为双向拉锯。根据公司公告，此次诉讼时间周期较长，趋势逐步向同花顺有利。2016 年 9 月庭审、2016 年 9 月休庭、2016 年 12 月 28 日一审的预期赔偿金额分别为经济损失 5 亿、2 亿，300 万元，处罚金额远低于预期。2016 年 5 月同花顺开始诉讼 WIND 商标侵权、不正当竞争。两家诉讼成为拉锯战。

预计对 iFind 产品销售无影响，同花顺甚至加大营销力度。WIND 希望通过法律手段禁止同花顺销售 IFIND。但一审仅限制 2012 年之前产品。同花顺公告称“2013 年初即已淘汰 2012 年版本，全新同花顺 IFIND 金融数据在红缎完全不同于过时产品，且其销售利于打破行业垄断”。我们认为同花顺的公告解释较为合理，且推测在 2017 年展开新一轮促销。

### 3. 三业务中期成长确定

2017 年具有三大高确定性成长因素：贵金属、投资机器人、自营收益。

同花顺贵金属业务已完成合规处理，行业处于上升期。根据行业调研及天津贵金属交易所官网，贵金属业务具有两类交易所。1) 大型交易所：如天津贵金属交易所、上海黄金交易所、广东贵金属交易中心。由央行或省级同意组织，具有较强的合规性。2) 小型交易所：由各地金融办或商务委组织的交易所。（如表 8）

表 8：两种交易所类型

类型	批准单位	典型案例	主要商业模式	合规性
大型交易所	央行、省级政府	天津贵金属交易所、上海黄金交易所、广东贵金属交易中心	交易佣金与交易所返点	强
小型交易所	各地金融办、商务部	地方性交易所	交易佣金、交易所返点、自营收益	弱

资料来源：天津贵金属交易所官网、申万宏源研究

交易所会员单位有三种商业模式，自营收益为合规风险源头。三类商业模式：1) 交易佣金，又称交易手续费，由会员单位直接收取。2) 交易所返点<sup>12</sup>，由买卖价差产生。交易所收取后按一定比例返还给会员单位。3) 自营交易收益，会员单位成为其客户对手盘，客户损失成为会员单位收益，导致会员单位有诱发客户亏损的动力<sup>13</sup>。（如表 9）

表 9：贵金属业务主要商业模式

商业模式	主要内容	收益规模	合规性影响
交易佣金	交易手续费，由会员单位直接收取	交易金额 0.08%左右 <sup>14</sup>	合规
交易所返点	由买卖价差产生。交易所收取后按一定比例返还给会员单位。	通常为交易佣金 2-2.5 倍	合规
自营收益	会员单位成为其客户对手盘，客户损失成为会员单位收益	由市场及做市水平决定	易诱发会员单位不合规行为

资料来源：天津贵金属交易所官网、行业调研、申万宏源研究

同花顺国承信已完成合规处理，短期财务影响验证公司合规改革。同花顺子公司国承信为天津贵金属交易所会员，津贵所 2016 年 6 月已进行改革，交易方式、交易门槛、商业模式、费率等完成合规要求（如表 10）。根据天津贵金属交易所 2016 年 12 月 12 日公告，浙江国承信成为 2016 年度首批通过交易所年检的交易会员。公司财务处理变化中非经常性损益增加验证同花顺已完成合规处理。

表 10：2016 年 6 月天津贵金属交易所改革内容

改革	改革前	改革后
交易方式	分散式柜台交易，由会员主导	现货挂牌交易，由平台主导
会员模式	经纪会员与自营会员统一	经纪会员与自营会员分散

<sup>12</sup> 根据国内会计准则，点差涉及交易所头寸，计入投资收益

<sup>13</sup> 通过无第三方托管、频繁掉线、数据错误、成交不及时等方式诱导客户亏损。

<sup>14</sup> 截止 2014 年 12 月



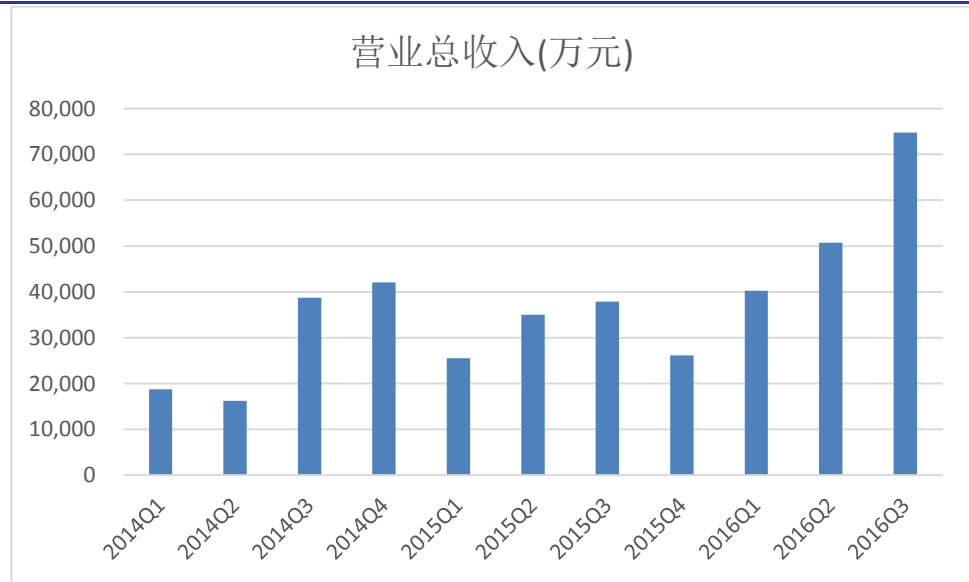
商业模式	交易手续费、返点、自营盘	交易手续费、返点
交易门槛	> 5 万元	>50 万元
手续费率	0.06%	0.05%
白银交易点差	> 0.2%	0.20%
交易名称	报价、开仓、持仓、平仓	挂牌、摘牌、持牌、回购
交易模式	老模式（类似可回购交易）	可回购交易、即期交易

资料来源：天津贵金属交易所、国承信官网、申万宏源研究

行业实际处于成长期，同花顺贵金属业务种类已扩大至黄金，预计 2017 年同花顺贵金属业务将反转。

**贵金属业务处于成长期。**1) 行业调研显示贵金属领军平台为银科控股<sup>15</sup>，其季度收入显示行业处于上升期（如图 6）。2) 合规性红利。根据期货日报 2017 年 1 月 20 日报道，1 月 9 日，清理整顿各类交易场所部际联席会议第三次会议在北京召开，重点打击三类违规问题（如表 11），非法交易场所超过 300 家，约占交易场所总数量的 27%。天津贵金属交易所等大型交易所由于其合规性较强，非合规交易被取缔后具有流量转移红利。3) 根据公开资料，上海黄金交易所成立于 2002 年，广东贵金属交易中心成立于 2010 年，天津贵金属交易所交易系统正式上线于 2012 年，相较于国际主流现货市场仍处于业务培育期（如图 7），具有成长空间。

图 6：银科控股季度收入图



资料来源：Wind,申万宏源研究

表 11：交易场所部际联席会议重点打击问题

主要问题	具体内容
非法期货	大多以白银、原油为交易标的（或符号），其交易模式大多为分散式柜台交易，致使客

<sup>15</sup> 美股代码为 YIN。

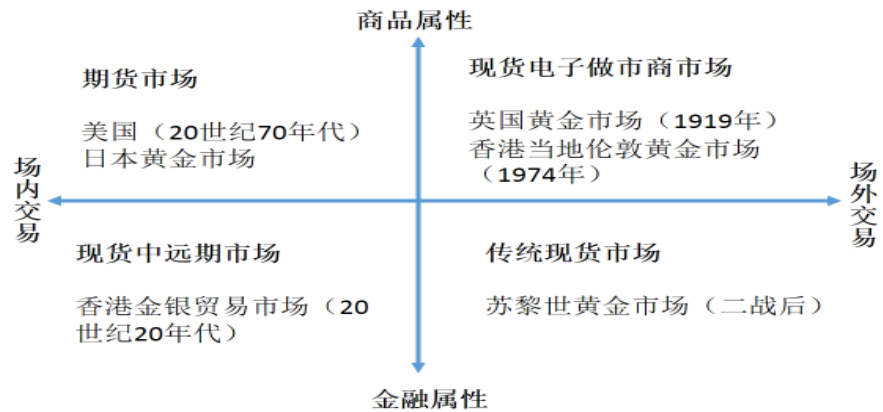


户普遍亏损

邮币卡投机 部分交易场所甚至与发行人串通虚机  
 拟发行，并无相应的产品入库  
 违规 一些金融交易场所违反政策规定开展业务

资料来源：期货日报、申万宏源研究

图 7：国际主流现货交易市场



资料来源：公开资料、申万宏源研究

2017 年同花顺业务种类已扩大至黄金，预计 2017 年利润有望超过 2.5 亿元。由于监管利润<sup>16</sup>要求原因，同花顺贵金属业务控制种类以银、铂金、铜、镍、铝为主，交易所控制在天津贵金属交易所。根据同花顺 2016 年年报，公司于 2016 年 4 月出资设立杭州猎金信息公司，推出掌上猎金 APP<sup>17</sup>，业务种类扩大至黄金。根据附录中测算 2016 年同花顺贵金属业务利润约 1.8 亿元，低于 2015 年贵金属业务约 2.4-3 亿元。考虑到贵金属合规完成、行业处于成长期、公司在推进贵金属业务，预计 2017 年同花顺贵金属业务利润有望超过 2.5 亿元。

投资机器人（大金融智能版）业务处于受控测试期，具有成长确定性。1) 根据同花顺官网，同花顺大金融是同花顺官方与美国华尔街最大的 CEP 技术提供商 Streambase 公司耗时三年联合打造的旗舰产品，该软件不但吸收了华尔街一些著名分析软件的优点，同时结合了国际国内众多的网上交易系统的精华。2) 根据多多软件站，投资机器人具有智能生态、策略平台、自动交易功能（如图 8），单账户管理规模上限为 100 万元。

图 8：同花顺大金融智能版资料

<sup>16</sup> 行业调研显示 A 股上市公司需要控制贵金属业务利润占总体利润比例。

<sup>17</sup> 其他同花顺黄金交易软件有深圳黄金交易客户端、倚天行情软件、快金交易客户端等。



资料来源：公开资料、多多软件站、申万宏源研究

3) 投资机器人销售规模扩大具有 2 类限制。1. 账户管理规模过大策略失效。2. 账户管理规模过大引起市场波动导致监管。4) 根据草根调研，同花顺通过丰富交易策略方式解决管理规模问题，目前处于受控模式销售模式，2016 年公司投资机器人现存账户在 1000 套以下。5) 根据行业经验，销售 1 万套时公司投资机器人系统管理规模上线为 100 亿元，具有实操可能。假设 2017-2020 年公司逐步放开销售预计该产品利润（如表 12）。

表 12：投资机器人业务利润测算<sup>18</sup>

年份	销售数量（套）	管理规模上线（亿元）	业务利润（亿元）
2016	900	9	0.792
2017	2000	20	1.76
2018	4000	40	3.52
2019	7000	70	6.16
2020	10000	100	8.8

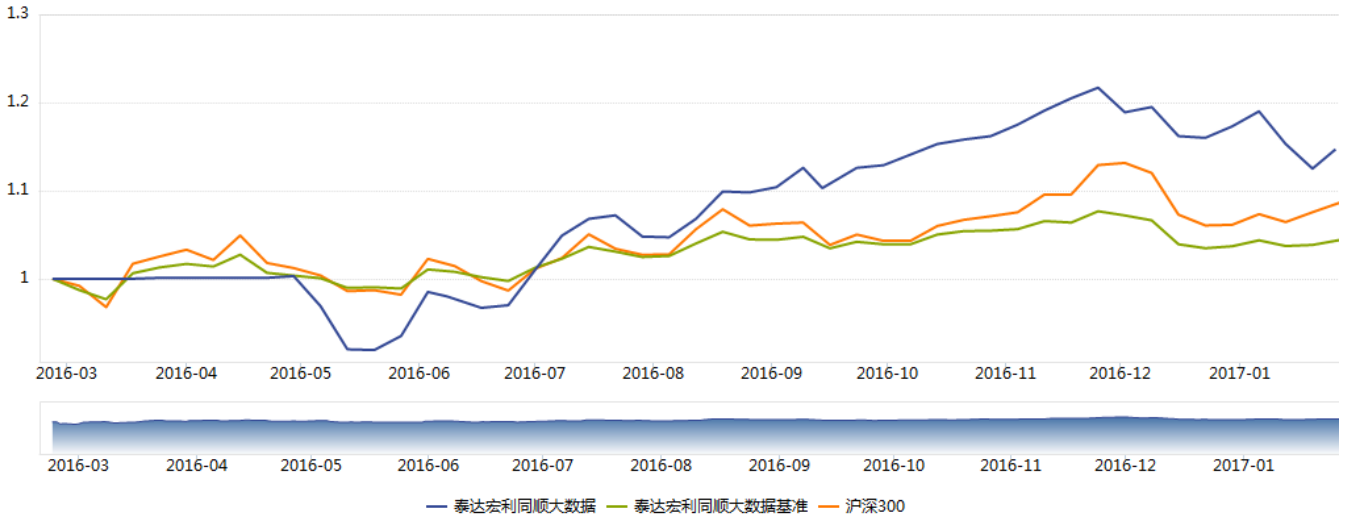
资料来源：申万宏源研究

大数据基金验证同花顺投资决策能力，加码自营投资开辟新利润增长点。根据公司年报，同花顺于 2016 年 2 月 23 日与泰达宏利成立泰达宏利同顺大数据同顺大数据基金，初始基金规模为 2.06 亿元，采用同花顺大数据支持与基金经理决策模式（如图 9）。截至 2017 年 1 月 26 日，同顺大数据基金收益率为 14.7%，同期基准指数收益率为 4.39%<sup>19</sup>。2016 年 12 月 31 日，同花顺宣布用自有资金不超过 10 亿元投资证券及衍生品，假设同花顺能维持同顺大数据年化收益率 15.96%，预计 2017 年将贡献净利润约 1.6 亿元。

图 9：泰达宏利同顺大数据基金净值变化

<sup>18</sup> 单套价格为 88000 元/年，边际利润率接近 100%。

<sup>19</sup> 基准指数为中证 800 指数收益率\*50%+中证综合债指数收益率\*50%



资料来源：公开资料、多多软件站、申万宏源研究

**Q1 业绩预告被或过度担忧。**公司发布 2017Q1 业绩预告，2017Q1 公司净利润范围为 7,183.20 万元—11,493.11 万元，同比下降 20%-50%，引发市场担忧。1) 公司提前预计 Q1 业绩依据主要为预收账款，预收款仅适用于公司增值电信业务，且对该业务全年预测能力较弱（如表 13）。2) 利润公司费用相对稳定，2016Q1 营业收入为 2.68 亿元，利润同比下降 20%-50% 反算为收入仅下降 10%-26%，所影响收入占公司 2016 年全年收入比例仅为 1.7%-4.2%，并不对全年业绩预期产生影响。3) 行业调研显示，公司炒股软件销售良好，券商导流业务契约周期较长，具有增长稳定性。

表 13：同花顺预收账款对当年收入指引性不强

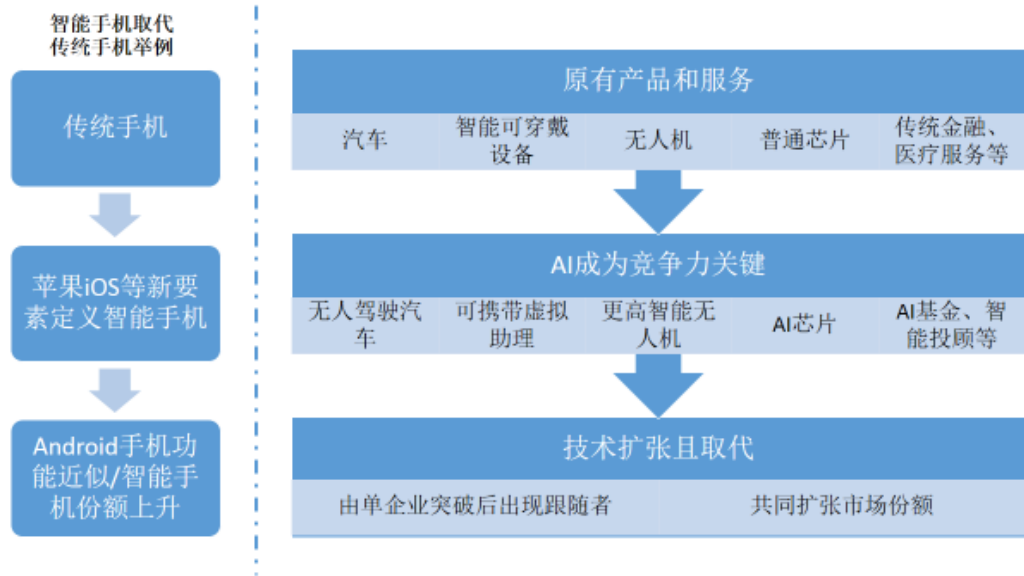
	2013A	2014A	2015A	2016A
年初预收款总量	92	132	282	918
年初账龄在一年内预收款	92	132	195	875
当年增值电信业务收入	135	194	813	998
当年营业收入	184	266	1442	1734

资料来源：Wind,申万宏源研究

## 4. 公司为罕见具有稀缺性、安全边际、成长确定性标的

**引领人工智能商业模式爆发元年。**我们在 2016 年 11 月 24 日发布的年度策略报告《人工智能的“Know-how”时代》中判断 2017 年为人工智能商业模式爆发元年，人工智能目前处于“Know-how”时代。这一阶段特征是发展已经从研发 AI 技术本身到研发应用“Know-how”，同时积累大量商业模式。2017 年 1 月 CES2017 上 AI 开始成为汽车、虚拟助理、可穿戴设备、无人机、芯片的竞争力关键，预计 AI 商业模式将在两个维度于 2017 年爆发。1) 成为服务与产品竞争力关键（如图 10）。2) 直接取代人工。

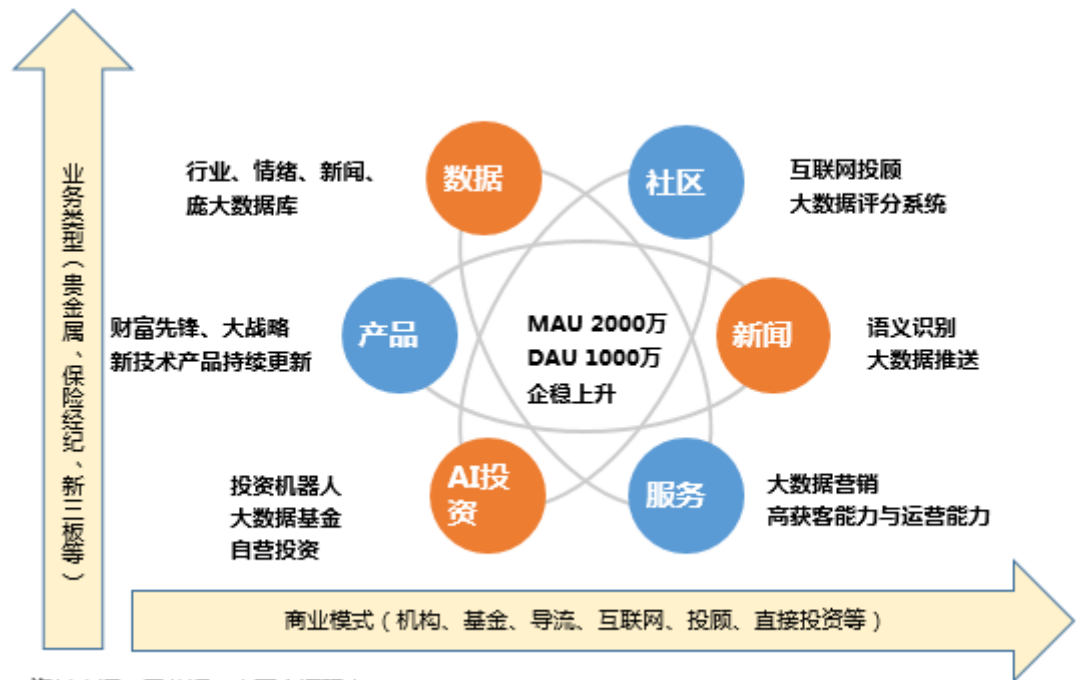
图 10：人工智能正成为产品与服务竞争力关键



资料来源：公开资料、多多软件站、申万宏源研究

同花顺 AI 技术在多个领域应用，为罕见的金融 AI 领军。根据公司年报，同花顺于 2013 年引入 AI 与大数据算法，并于 2015 年成立同花顺人工智能公司。截至目前，1) 草根调研显示公司投资机器人产品实现超过 5000 万收入。2) 大数据基金出现商业模式。3) 公告将进行自营证券与衍生品投资。4) AI 技术广泛应用于运营能力、搜索、新闻、数据业务中。预计同花顺 AI 技术将围绕千万级的活跃用户数，在数据、社区、产品、新闻、投资、服务中，增强产品与服务竞争力，推进同花顺业务类型及商业模式的持续扩张（如图 11）。

图 11：AI 技术渗透入同花顺各个方面



资料来源：同花顺、申万宏源研究

资料来源：公开资料、多多软件站、申万宏源研究

估值具有安全边际。根据同花顺 2016 年年报，公司 2016 年实现归属上市公司股东的净利润 12.1 亿元，同比增长 26%，截至 2017 年 2 月 22 日，同花顺总市值为 369 亿元，2016

年静态市盈率为 30.5 倍。根据 Wind 资讯，截至 2017 年 2 月 22 日申万计算机指数市盈率 (TTM) 为 48.6 倍，可比公司预计 2016 年市盈率均高于 50 倍，同花顺估值具有安全边际。

**2017 年具有三大高确定性成长因素。**如本报告第三部分所述，同花顺在 2017 年具有贵金属、投资机器人、自营投资等三大高确定性成长因素，预计三项业务 2017 年利润增量超过 3 亿元。

## 5. 上调 16-17 年盈利预测，一年市值目标 539 亿元

### 5.1 分别上调 2017-2018 年盈利预测 6%、9%

**更新各业务变化、平淡市场假设下上调 2016-2017 年盈利预测。**我们于 2016 年 6 月在深度报告中，对公司业务进行具体拆分，对公司业绩在预收账款不变假设下进行预计。本报告维持上次拆分及还原方式，结合草根调研部分更新 C 端、B 端、创新业务比例；对公司证券投资软件销售、券商导流业务、投资机器人业务、自营投资、预收账款特性进一步进行考虑，减弱对 2018-2020 年证券周期乐观假设，考虑贵金属业务合规影响后预计 2017 年-2019 年同花顺实现营业收入 19.9、25.3、29.5 亿元，实现归属上市公司净利润分别为 15.4、19.8、23.4 亿元，分别上调 2017-2018 盈利预测 6%、9%。

**根据草根调研，将公司增值电信业务收入拆分为 C 端收入、B 端收入及创新业务收入。**

公司 2013-2015 年预收款变化分别为 0.40 亿元、1.51 亿元、6.36 亿元，对利润表影响较大。考虑到预收款来源于当期产品与服务能力，且金融行业客户较好信用，将预收账款变化计入当期营业收入，同时根据调研结果调整 C 端收入、B 端收入及创新业务收入规模(如表 14)。

表 14：更新后同花顺业务拆分与预收账款还原

	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	266	1442	1734	1989	2530	2953
增值电信业务	194	813	998	1115	1479	1733
网上行情交易系统服务	45	100	114	125	138	152
原始收入分拆						
基金代销服务及其他	27	529	622	749	914	1069
广告及互联网业务推广服务		293	396	455	546	628
电子商务及其他	27	236	226	294	368	441
预收账款变化	151	636	-144	-50	-150	-100
调整后营业收入	416	2078	1589	1939	2380	2853
增值电信业务	344	1449	854	1065	1329	1633
C 端	229	1150	520	546	584	643
B 端	115	149	150	225	304	395
调整后收入分拆						
创新业务		150	184	294	441	595
网上行情交易系统服务	45	100	114	125	138	152
基金代销服务及其他	27	529	622	749	914	1069
广告及互联网业务推广服务	0	293	396	455	546	628
电子商务及其他	27	236	226	294	368	441



调整后增长率	增值电信业务	97%	321%	-41%	25%	25%	23%
	C 端	75%	401%	-55%	5%	7%	10%
	G 端	163%	30%	1%	50%	35%	30%
	创新业务			22%	60%	50%	35%
	网上行情交易系统服务	7%	123%	14%	10%	10%	10%
	基金代销服务及其他	269%	1852%	18%	20%	22%	17%
	广告及互联网业务推广服务			35%	15%	20%	15%
	电子商务及其他	269%	772%	-4%	30%	25%	20%

资料来源：Wind 资讯、申万宏源研究

此次调整关键假设。

- 1) 预计 2017-2019 年公司 C 端增值电信服务收入增速为 5%、7%、10%。根据 Wind 资讯，2016 年沪深 300 成交额下降约 68%，成交额下降标志投资者参与意愿下降。根据公司年报，2015 年同花顺 DAU 约为 1000 万人，2016 年同花顺 DAU 约为 900 万人，验证同花顺运营能力上升。在平淡市场假设下，预计 2017-2019 年 C 端增值电信收入增长为 5%、7%、10%，原因为公司运营能力上升。
- 2) 预计 2017-2019 年创新业务收入增速为 60%、50%、35%。创新业务主要为投资机器人、手机端增值服务、贵金属业务交易手续费<sup>20</sup>等。1) 根据表 12，2016-2018 年投资机器人预计收入为 0.79、1.76、3.52 亿元。2) 根据报告第三部分，手机端增值服务、贵金属业务等业务处于快速增长期。创新业务内容符合快速增长趋势
- 3) 预计 2017 年-2019 年券商导流业务收入增速为 15%、20%、15%。草根调研显示券商导流业务签约时间一般为 5 年，故券商导流业务与新签约券商及市场热度相关。在平淡市场假设下，预计 2017-2019 年收入增长为 15%、20%、15%，原因为新签约券商及公司运营能力上升。
- 4) 预计 2017-2019 年公司投资收益为 4.1、4.7、5.6 亿元。1) 根据报告第三部分，预计 2017 年-2019 年公司贵金属相关投资收益分别为 2.5、2.88、3.31 亿元。2) 预计 2017-2019 年公司自营相关投资收益为 1.6、1.86、2.15 亿元。
- 5) 考虑预收账款，预计 2017-2019 年公司预收账款分别下降 0.5、1.5、1.0 亿元。由于 2015 年资本市场活跃，公司 C 端增值电信服务以年费为商业模式，预收账款上升 6.36 亿元，截至 2015 年底累积 9.18 亿元。公司预收账款逐步确认，同时 C 端销售将继续产生预收账款，采用减速确认假设判断预收款变化，预计 2016-2018 年公司预收账款分别下降 3.3、2.3、1.5 亿元。
- 6) 上调公司销售与管理费用。根据公司 2016 年三季报，2016 年前三季度公司管理费用与销售费用分别同比上升 32%、54%。推测原因为营销投入及员工人数的增加，上调 2017-2019 年销售费用分别为 1.11、1.41、1.65 亿元<sup>21</sup>，管理费用分别为 4.71、5.41、6.22 亿元（如表 15）。

<sup>20</sup> 交易点差计入投资收益

<sup>21</sup> 原预计 2016-2018 年销售费用分别为 0.85、1.19、1.83 亿元，管理费用分别为 3.48、4.18、5.01 亿元

- 7) 谨慎假设预收账款确认。本报告第三部分验证预收账款与收入关系具有灵活性。基于谨慎假设, 预计 2017-2019 年预收账款分别下降 0.5、1.5、1.0 亿元。

表 15: 同花顺费用预计

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
销售费用	90	97	111	141	165
管理费用	348	409	471	541	622

资料来源: Wind,申万宏源研究

结合各关键假设调整, 预计 2017-2019 年公司分别实现营业收入 19.9、25.3、29.5 亿元, 实现归属上市公司净利润分别为 15.4、19.8、23.4 亿元。

## 5.2 平淡市场下一年市值目标 539 亿元

可比公司市盈率均在 50 倍以上。同花顺可比公司为东方财富、恒生电子、大智慧与金证股份。根据 2016 年相关公司盈利预测, 截至 2017 年 2 月 22 日, 相关公司估值均在 50 倍以上(如表 16)。

表 16: 可比公司估值情况

可比公司	2016 年预计净利润 (亿元)	总市值 (亿元)	预计 PE	
东方财富		7 <sup>22</sup>	598	85
大智慧	-17.3 <sup>23</sup>		137	-8
恒生电子	3.5 <sup>24</sup>		279	80
金证股份	3.8 <sup>25</sup>		195	51

资料来源: Wind,申万宏源研究

调整中期市值目标为 539 亿元。预计同花顺 2017 年净利润为 15.4 亿元。考虑到后平淡市场假设下公司具有 5 倍成长空间(参考报告第一部分), 谨慎给予 35 倍估值, 中期目标市值为 539 亿元。

PEG 测算下合理市值范围为 385-616 亿元。根据 5.1 测算, 平淡市场假设下 2017-2019 年归属上市公司股东的净利润符合增速约为 23%, 考虑到 1) 目前市场相对平淡, 具有潜在市场活跃度上升可能。2) 贵金属、投资机器人、自营投资、券商导流等业务具有爆发可能。公司合理估值范围应为 25-40 倍。故 2017 年合理市值范围为 385-616 亿元, 在市场活跃度上升及各业务爆发情况下市值上升。

<sup>22</sup> 2016 年东方财富业绩预告中值

<sup>23</sup> 2016 年大智慧业绩预告中值

<sup>24</sup> 2016 年业绩预告扣除非经常性损益

<sup>25</sup> 2016 年万得一致预期

## 财务摘要

### 合并损益表

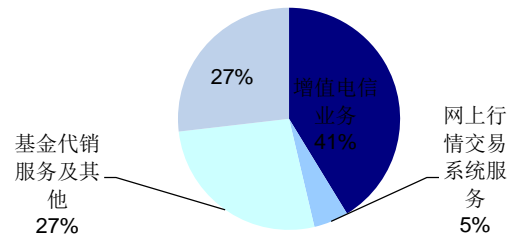
百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,442	1,734	1,989	2,530	2,953
增值电信业务	194	813	1,072	1,485	1,891
网上行情交易系统服务	45	100	210	211	200
基金代销服务及其他	27	529	548	599	740
营业总成本	596	618	693	807	903
营业成本	169	142	151	187	210
增值电信业务	30	68	86	104	113
网上行情交易系统服务	8	9	17	15	12
基金代销服务及其他	5	92	44	42	44
营业税金及附加	36	24	27	35	40
销售费用	90	97	111	141	165
管理费用	348	409	471	541	622
财务费用	-49	-53	-67	-97	-134
资产减值损失	2	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	243	181	410	473	546
营业利润	1,088	1,296	1,706	2,196	2,596
营业外收支	32	24	35	46	60
利润总额	1,120	1,320	1,741	2,242	2,656
所得税	163	108	200	265	317
净利润	957	1,212	1,542	1,977	2,339
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	957	1,212	1,542	1,977	2,339

资料来源：申万宏源研究

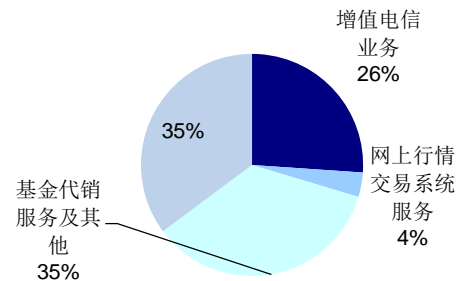
### 合并资产负债表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3,115	3,560	5,078	6,930	9,196
现金及等价物	3,042	3,352	4,868	6,718	8,981
应收款项	72	63	65	68	70
存货净额	0	0	0	0	0
其他流动资产	1	145	145	145	145
长期投资	0	36	36	36	36
固定资产	407	391	365	339	313
无形资产及其他资产	36	92	92	92	92
资产总计	3,558	4,079	5,571	7,398	9,637
流动负债	1,412	1,115	1,065	915	815
短期借款	0	0	0	0	0
应付款项	1,267	1,020	970	820	720
其它流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	19	11	11	11	11
负债合计	1,431	1,126	1,076	926	826
股本	538	538	538	538	538
资本公积	357	357	357	357	357
盈余公积	94	211	359	550	775
未分配利润	1,139	1,836	3,229	5,015	7,129
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	2,127	2,953	4,482	6,459	8,799
负债和股东权益合计	3,558	4,079	5,558	7,385	9,625

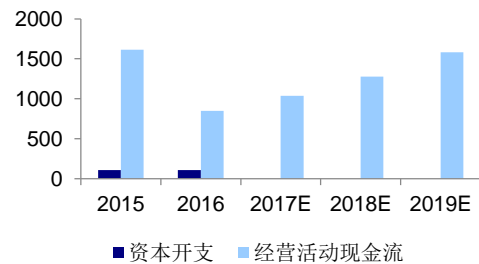
### 收入结构



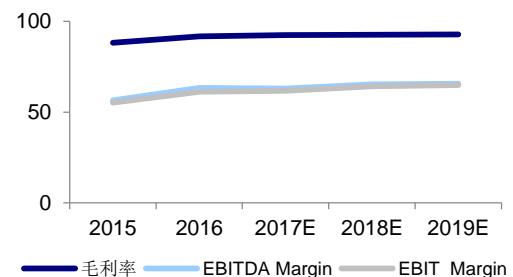
### 成本结构



### 资本开支与经营活动现金流



### 经营利润率(%)



资料来源：申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	957	1,212	1,542	1,977	2,339
加：折旧摊销减值	20	36	26	26	26
财务费用	0	0	-67	-97	-134
非经营损失	-243	-183	-410	-473	-546
营运资本变动	893	-213	-51	-153	-102
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	1,615	848	1,039	1,279	1,583
资本开支	106	109	0	0	0
其它投资现金流	226	181	410	473	546
投资活动现金流	130	-105	410	473	546
吸收投资	0	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0	0
支付股利、利息	22	398	-67	-97	-134
其它融资现金流	0	0	0	0	0
融资活动现金流	-22	-398	67	97	134
净现金流	1,724	361	1,516	1,850	2,263

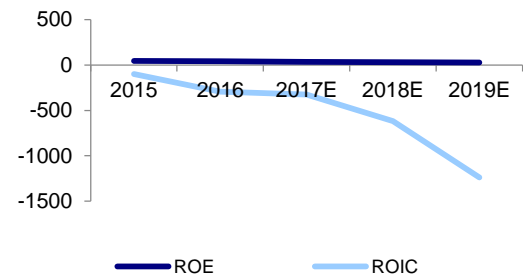
资料来源：申万宏源研究

重要财务指标

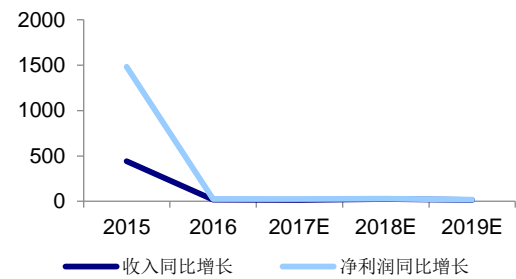
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标(元)					
每股收益	1.78	2.25	2.87	3.68	4.35
每股经营现金流	3.00	1.58	1.93	2.38	2.94
每股红利	-	-	-	-	-
每股净资产	3.96	5.49	8.34	12.02	16.37
关键运营指标(%)					
ROIC	-99.6	-295.1	-326.0	-618.2	-1239.7
ROE	45.0	41.0	34.4	30.6	26.6
毛利率	88.3	91.8	92.4	92.6	92.9
EBITDA Margin	56.5	63.4	63.1	65.3	65.7
EBIT Margin	55.3	61.3	61.8	64.3	64.9
收入同比增长	442.9	20.2	14.7	27.2	16.7
净利润同比增长	1483.4	26.6	27.2	28.2	18.3
资产负债率	40.2	27.6	19.3	12.5	8.6
净资产周转率	0.68	0.59	0.44	0.39	0.34
总资产周转率	0.41	0.43	0.36	0.34	0.31
有效税率	18.6	9.5	15.0	15.0	15.0
股息率	-	-	-	-	-
估值指标(倍)					
P/E	38.7	30.6	24.0	18.7	15.8
P/B	17.4	12.5	8.3	5.7	4.2
EV/Sale	23.6	19.4	16.1	12.0	9.5
EV/EBITDA	41.7	30.7	25.6	18.3	14.4

资料来源：申万宏源研究

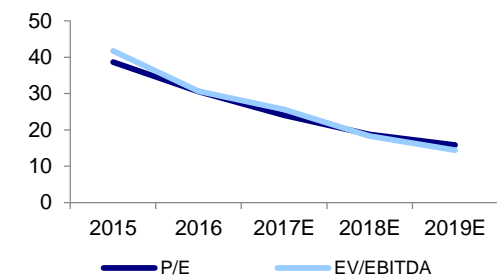
投资回报率趋势(%)



收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师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，并对本报告的内容和观点负责。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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>
海外	张思然	021-23297213	13636343555	<a href="mailto:zhangsr@swsresearch.com">zhangsr@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。