

进击-成长的流量 BETA

同花顺(300033)

► 流量奠定模式基石，规模/月活优势明显

公司商业模式为“流量基石 → B/C 端多渠道变现 → 预收模式带动现金流 → 研发投入反哺流量基石”。近年来公司持续夯实流量基石，注册用户规模不断扩张，APP 月活数领跑行业（2020Q1 达 3,901.25 万人）远超对手东方财富和大智慧。

► 应注重日均成交量和投资者数量增长的弹性

市场已关注到公司现金流可作为业绩的先行指标，但这一指标依旧是滞后的。我们认为，通过近 5 年现金流、预收账款、收入、净利润等与 A 股行情的勾稽关系，公司已经向市场证明可以把行情的机会充分反映到报表的优秀能力。如果要更早把握公司机会，我们应注重日均成交量和公司用户数增量的变化。

► 纵比 2015 年，投资者扩容+结构优化带来新机遇

2015 年至今证券投资者显著扩容，2020Q1 已经达到 1.63 亿人，较 2015 年底大幅增长 64.65%，且进一步扩容空间巨大，利好公司做流量基石。此外“高净值”投资者占比提升也有望推升付费用户 ARPU 值。值得注意的是，2020Q1 市场成交额触底反弹，日均成交额达到 8,496.53 亿元，仅次于 2015 年高点，年内走势值得期待，公司业绩弹性有望随之释放。

投资建议

公司流量变现模式愈发成熟，流量基石不断夯实，投资者扩容+结构优化带领公司超越 2015 年。我们看好公司业绩高增长及弹性极致释放的能力，预计 2020-22 年归母净利润分别为 13.6/19.1/25.9 亿元，同比增长 51.9%/40.2%/35.5%，对应 EPS 分别为 2.54/3.56/4.82 元。首次覆盖予以“买入”评级。

风险提示

行业竞争加剧，科技巨头入场冲击现有格局，流量运营维护效果不及预期，金融市场系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,387	1,742	2,481	3,370	4,508
YoY (%)	-1.6%	25.6%	42.4%	35.9%	33.7%
归母净利润(百万元)	634	898	1,363	1,912	2,591
YoY (%)	-12.6%	41.6%	51.9%	40.2%	35.5%
毛利率 (%)	89.5%	89.6%	90.0%	90.3%	90.8%
每股收益(元)	1.18	1.67	2.54	3.56	4.82
ROE	19.0%	22.5%	25.5%	26.3%	26.3%
市盈率	101.30	71.54	47.11	33.59	24.79

资料来源：wind，华西证券研究所

评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	
最新收盘价:	119.45
股票代码:	300033
52 周最高价/最低价:	147.32/76.91
总市值(亿)	642.16
自由流通市值(亿)	321.19
自由流通股数(百万)	268.89



分析师：刘泽晶

邮箱：liuzj1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520020002

联系电话：13911090484

联系人：孔文彬

邮箱：kongwb@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：13501696124

正文目录

1. 互联网证券龙头，兼具 alpha/beta 属性	3
2. 流量基石，B 端/C 端多渠道变现	5
2.1. 流量奠定模式基石，规模/月活优势明显	5
2.2. 变现渠道不断拓宽，B/C 两端共振	6
2.3. 预收模式带来充裕现金流，拐点信号浮现	8
2.4. 技术升级聚焦 AI，产品优势反哺流量	9
3. 纵比 2015 年，投资者扩容+结构优化带来新机遇	9
4. 投资建议及盈利预测	11
5. 风险提示	12

图表目录

图 1 发展大事记与业务拓展节点	3
图 2 2019 年业务结构	3
图 3 历年营收及增速表现	4
图 4 历年净利润及增速表现	4
图 5 公司业绩表现与市场日均成交额高度联动	4
图 6 商业模式及核心竞争力	5
图 7 同花顺注册人数持续扩张	6
图 8 同花顺 APP 月活数名列第一	6
图 9 公司及主要竞争对手月活数比较	6
图 10 增值电信业务营收及毛利率	7
图 11 增值电信业务的高 beta 属性	7
图 12 广告互联网相关业务营收及毛利率	8
图 13 2019 年经营性现金流强势增长	8
图 14 预售款项随现金流开启上行	8
图 15 公司及竞争对手的研发投入比较(亿元)	9
图 16 公司及竞争对手的研发投入占收比比较(%)	9
图 17 证券投资人数量(亿人)	10
图 18 互联网理财用户规模及渗透率	10
图 19 成交额数据快速上扬	10
图 20 业务拆分及预测	11
图 21 可比公司估值	12

2020 年以来疫情冲击对 IT 行业多数公司构成业绩拖累，但公司凭借 C 端活跃流量加速变现，交出亮眼财报数据，2020Q1 实现营收 3.84 亿元，同比增长 34.12%，实现归母净利润 1.27 亿元，同比增长 26.35%。考虑此前披露的 2019 年报（营收同比+25.61%/净利润同比+41.60%）同样靓丽，判断公司基本面持续向好，2020 年有望再超预期。结合当前基本面情况，我们就市场普遍关心的流量变现模式及业绩弹性问题进行探讨。

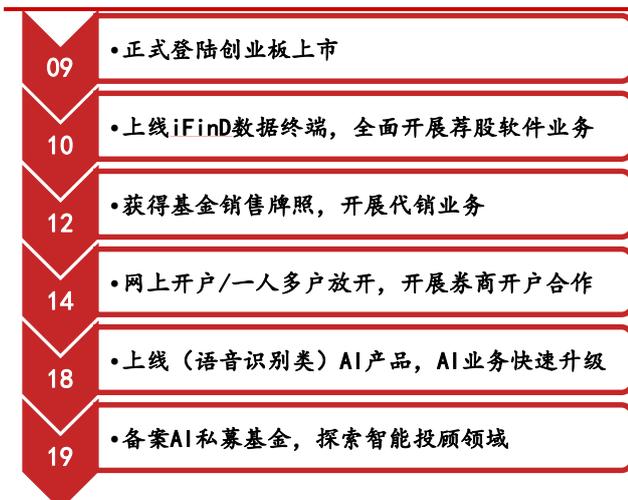
1. 互联网证券龙头，兼具 alpha/beta 属性

公司是国内互联网证券服务商龙头，一方面为各类机构客户提供软件产品和系统维护服务、金融数据服务、智能推广服务，另一方面也为个人投资者提供金融资讯和投资理财分析工具。公司产品及服务覆盖资本市场上下游的各层次参与主体，包括证券公司、公募基金、私募基金、银行、保险、政府、研究机构、上市公司等机构客户，以及广大个人投资者。

追溯历史，创始人易峥于 1994 年创立公司，为国内第一批互联网证券 IT 公司，至今已在该领域深耕 25 年。重要发展节点来看，2009 年登陆创业板增厚资金实力，业务布局全面加速；2010 年正式上线 iFinD，布局机构金融信息平台，同时获得投资咨询牌照，并开展荐股软件销售业务；2012 年获得基金销售牌照，开始基金销售业务；2014 年监管放开后，积极拓展券商合作开户相关业务；2016 年起开发基于 AI 等前沿技术的应用，上线 AI 投资、客服机器人等系列产品；2018 年构建同花顺 AI 开放平台，上线多款 AI 语音产品，产品的用户体验大幅提升，夯实流量基础，同时加速推进 AI 业务。

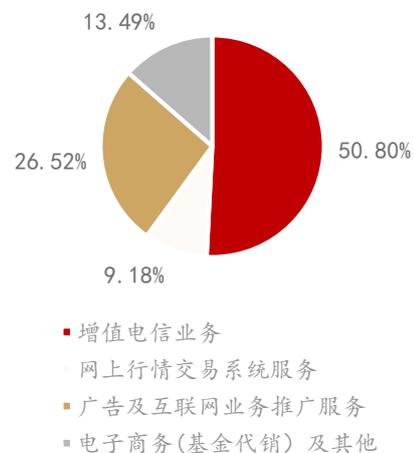
在二十余年的发展过程中，公司凭借突出的产品优势和优异的运营服务逐渐在 C 端积累了海量的个人投资者用户，长期雄踞证券服务类 APP 榜首。以 C 端流量为基石，公司不断推陈出新，开拓各类变现渠道，目前营收主要贡献自增值电信业务（50.80%）、广告及互联网推广业务（26.52%）、电子商务（基金代销）业务（13.49%）和网上行情交易软件业务（9.18%）。

图 1 发展大事记与业务拓展节点



资料来源：公司财报，华西证券研究所

图 2 2019 年业务结构



资料来源：wind，公司财报，华西证券研究所

聚焦公司上市至今的业绩表现，兼具高成长（alpha）与强周期（beta）属性：

alpha 属性：2009-2019 年公司营收从不足 2 亿元大幅增长至 17.42 亿元，十年间 CAGR 保持在 24.74%；同时归母净利润从不足 1 亿元增长至 8.98 亿元，十年间 CAGR 保持在 28.18%，长周期来看营收/净利持续高速增长。

beta 属性：另一方面，业务属性决定公司业绩与资本市场高度相关，牛市行情下业绩弹性不容忽视。事实上，早在上市以前，2007-2009 年间公司就曾凭借一轮 A 股牛市实现迅速发展，营收一举破亿；随后资本市场景气度持续下行，2010/2011/2012 年 A 股日均成交额分别同比+2.31%/-23.25%/-25.46%，公司业绩增长也略显乏力；但到了 2014/2015 年，A 股再迎大级别牛市行情，市场成交额骤然放大，叠监管放松（网上开户、一人多户）打开导流变现渠道，公司业绩迎来爆发式增长，2015 年收入增速达到 442.91%，归母净利润增速更是高达 1,483.35%，展现冠绝 A 股的 beta 弹性。

图 3 历年营收及增速表现

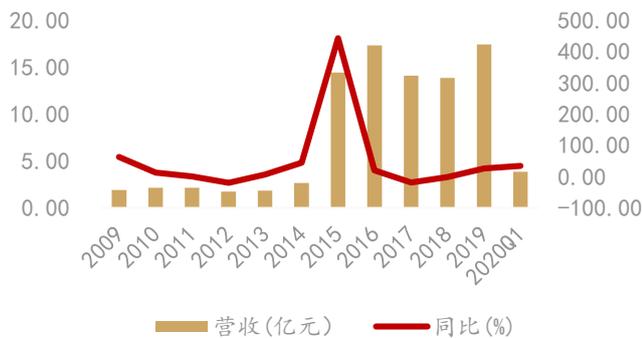
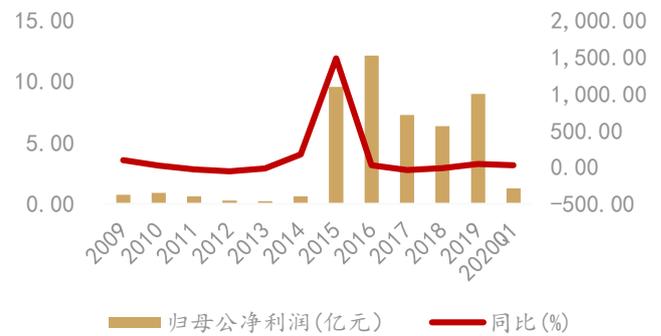


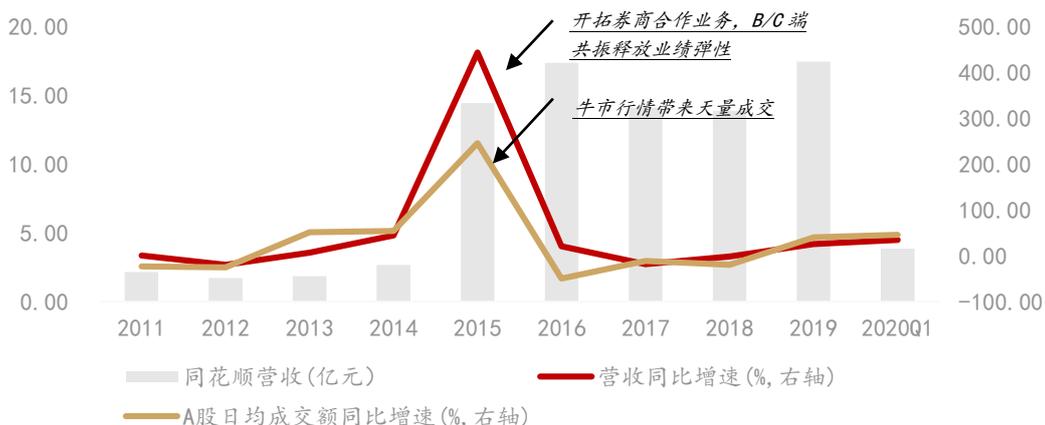
图 4 历年净利润及增速表现



资料来源：wind，公司财报，华西证券研究所

资料来源：wind，公司财报，华西证券研究所

图 5 公司业绩表现与市场日均成交额高度联动



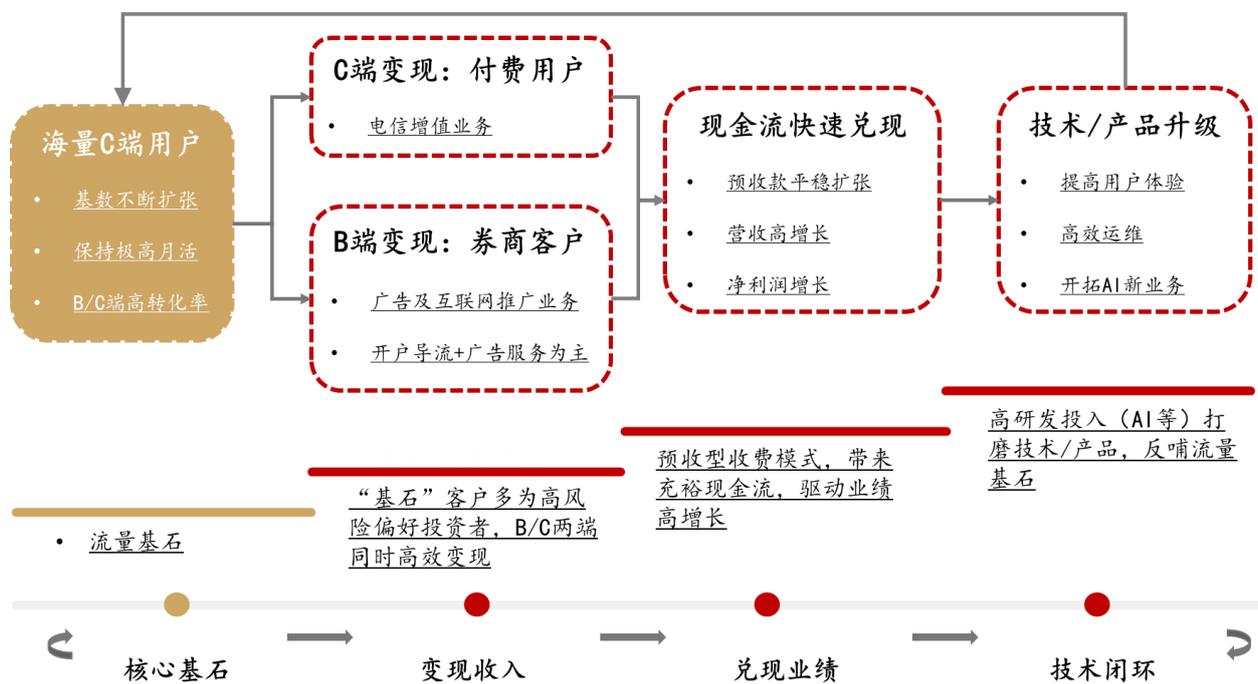
资料来源：wind，华西证券研究所

2. 流量基石，B端/C端多渠道变现

“流量变现”的商业模式一直是公司的标签与市场的关注焦点。我们认为，公司在经历 2015 年牛市后进一步拓宽并完善了券商合作运营体系与广告推广业务，商业模式愈发成熟，有望在市场迎来大级别行情的情况下展现更优的业绩弹性。

所谓“流量变现”，具体而言就是“核心（流量）基石 → B 端/C 端多渠道变现 → 预收模式带来充裕现金流 → 研发深化技术优势，反哺流量基石”的闭环模式（如图 5 所示）。其中海量 C 端用户形成的流量基石是公司商业模式的根本，也是核心竞争力所在。

图 6 商业模式及核心竞争力



资料来源：华西证券研究所

2.1. 流量奠定模式基石，规模/月活优势明显

公司自成立以来始终深耕 C 端个人投资者，近年来更是依靠产品创新及运维优势夯实流量基石。

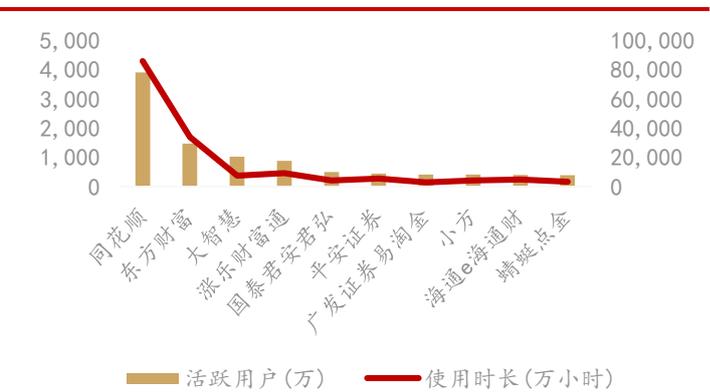
1) **注册用户规模不断扩张**：近年来居民财富积累效应日趋明显，带来巨大的居民理财需求，与此同时互联网+持续渗透，两者共振导致线上（证券）投资需求快速增长，公司注册用户数节节攀升。根据公司公告披露，2014/2015 年同花顺金融服务网注册用户数同比增速分别为 38.29%和 39.29%，年增长将近四成，反映赚钱效应催化下目标用户快速入场的态势。此外，值得注意的是，即便在行情回落后的 2017-2019 年，公司的用户规模同样在平稳扩张，三年间规模增长 CAGR 达到 15.33%，增长韧性十足。

2) APP 月活数领跑行业: 另一方面, 公司持续加码研发投入, 产品高频迭代, 带来更佳的用户体验, APP 月活数和使用时长两项指标不断创新高。根据易观千帆数据, 截至 2020 年 3 月公司旗下同花顺 APP 月活数已经高达 3,901.25 万人, 大幅领先第二位的东方财富 (1,472.76 万人) 和大智慧 (1,023.18 万人), 同时使用时长已经高达 85,764.65 万小时, 两倍于东方财富和大智慧合计时长, 凸显移动端巨大的流量粘性优势。事实上, 公司在月活用户上的优势由来已久 (如图 9 所示), 在 2014-2015 市场投资情绪高涨期间, 同花顺 APP 月活用户数增势迅猛, 增幅远超东方财富和大智慧。而后续 2016-2018 年股市低迷期间, 判断受到银行理财类 APP 分流影响, 证券类 APP 整体增长趋缓, 但公司 APP 表现仍优于其他证券类 APP。目前公司的月活数已经超过东方财富的两倍, 接近大智慧的四倍, 并在 2020Q1 再度开启昂扬趋势, 判断市场行情的持续回暖将进一步强化公司流量优势。

图 7 同花顺注册人数持续扩张



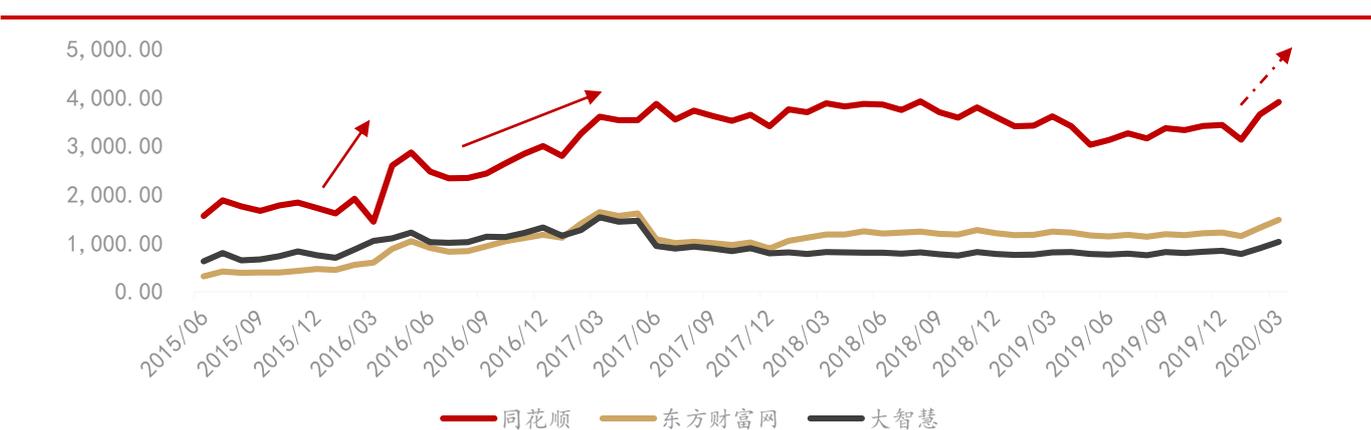
图 8 同花顺 APP 月活数名列第一



资料来源: wind, 公司财报, 华西证券研究所

资料来源: iFinD, 易观千帆, 华西证券研究所

图 9 公司及主要竞争对手月活数比较(万人/月)



资料来源: wind, 易观千帆, 华西证券研究所

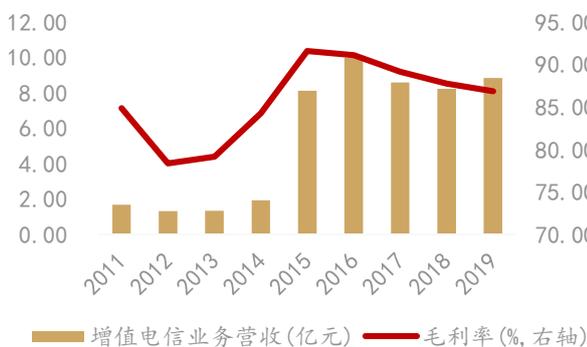
2.2. 变现渠道不断拓宽, B/C 两端共振

C 端变现: 个人客户直接转化, 上有业绩弹性, 下有需求刚性:

基于 C 端流量基石，公司主要通过增值电信业务对个人客户进行直接变现。所谓增值电信业务，指的是用户购买增值服务，以年费的购买形成预收款，后续逐月确认收入。具体而言，业务收入 = 月活数 * 付费率 * ARPU 值。考虑到同花顺 APP 的活跃用户普遍具有风险偏好高、价格敏感度低（相较于股市盈亏）的用户画像特征，因此具有更高的付费率和 ARPU 值，收入转化较为顺畅。

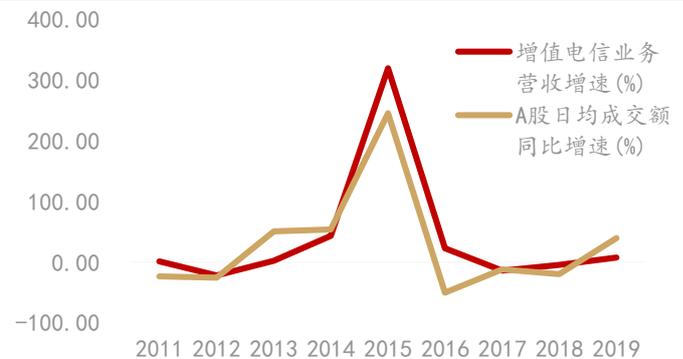
从增值电信业务营收增速来看，2015-2016 年呈现爆发式增长，收入峰值增速甚至高于市场交易额的峰值增速，呈现高 beta 属性；后续 2017-2018 年间增速随市场回落，趋于平稳。值得注意的是，在平衡市下增值电信业务依旧保持相对稳定的表现，反映需求刚性与极佳的流量粘性（近年月活和使用时长数据可以佐证），其背后的支撑正是强大的产品用户体验。综上，增值电信业务在牛市时期呈现高 beta 属性，保障向上放量弹性，而在熊市（及平衡市）时期又能保持平稳表现，平滑并托底业绩。

图 10 增值电信业务营收及毛利率



资料来源：wind，公司财报，华西证券研究所

图 11 增值电信业务的高 beta 属性



资料来源：iFinD，易观千帆，华西证券研究所

B 端变现：2015 年以来机构客户合作模式趋于成熟，放大弹性空间：

B 端业务以广告及互联网推广业务为主，实质上可一分为二，分别是券商合作开户和广告推广业务。1) 前者的付费用户是券商，主要包括首次开户返费（按人头）和合作开户带来的运营分成，其中运营分成是主要收入构成。具体而言，业务收入 = 合作开户数量 * (开户返费 + 运营分成)，由于收入直接来自于券商开户与交易环节，因此该业务与二级市场关联度极高，是典型的 beta “放大器”业务。2) 后者的付费用户以券商为主，同时还包含了其他的金融/互联网机构。收费模式是根据 C 端用户点击率进行广告返点，具体而言，业务收入 = 月活数 * 广告返点。

C 端基石的流量正是券商的核心目标客户，公司借此充分挖掘券商付费的可能性，同时通过导流和广告两种方式创造 B 端收入。截至 2019 年，同花顺 APP 支持 A 股开户的券商已经达到 58 家，并在全年实现年广告与互联网推广业务收入 4.62 亿元营收，超越 2016 年峰值的 3.96 亿元。值得注意的是，B 端业务的开展始于 2015 年，尽管彼时行情火热，开户及交易需求高涨，但展业初期公司客户资源及收费模式尚未健全，因此只实现了 2.93 亿元收入。目前公司 B 端业务模式已经完全成熟，一旦大级别行情来临，业绩弹性空间有望极致释放，上限将超 2015 年。

图 12 广告互联网相关业务营收及毛利率



资料来源：公司财报，华西证券研究所

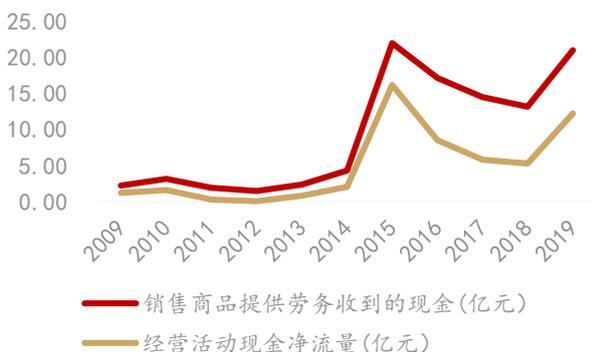
2.3. 预收模式带来充裕现金流，拐点信号浮现

目前公司第一大业务是 C 端的增值电信业务，收入贡献超过 50%，其最大的特点是用户先以现金购买增值服务，并以年费的购买形成预收款，后续再逐月确认为收入，最终转化成利润。基于这一特点，我们判断公司业务模式的传导路径为：“经营性现金流 → 预收款项 → 营业收入 → 净利润”，可见预收模式正是保障现金流水平长期充裕的关键。

基于传导路径，我们认为预收账款、营业收入、净利润的体现具有相对滞后性，而经营性现金流更优的前瞻性指标。只要经营性现金流持续改善，则一方面可以对应更为乐观的业绩展望，另一方面可以保障研发支出与产品升级需要，继而夯实流量基石形成闭环。

2016-2018 年公司经营性现金流受市场行情回落影响整体下行，但边际改善趋势明显。而 2019 年现金流水平重回正增长（同比大增 59.59%），并一举突破 20 亿元大关，超出市场预期。现金流拐点浮现的情况下，看好公司在 2020 年加速兑现业绩，同时持续通过研发投入反哺流量基石。

图 13 2019 年经营性现金流强势增长



资料来源：wind，公司财报，华西证券研究所

图 14 预收款项随现金流开启上行



资料来源：iFinD，易观千帆，华西证券研究所

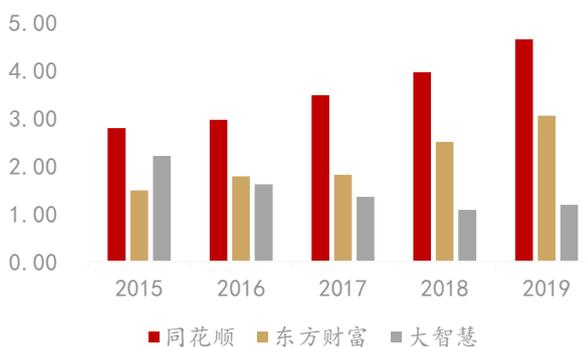
2.4. 技术升级聚焦 AI，产品优势反哺流量

公司起步于软件开发，以创始人易峥为代表的管理层始终坚持技术立身，25 年来研发投入不断增长。值得注意的是，2016 年市场行情回落以来，公司营收显著下滑，但却并未因此减少研发投入，反而依靠预收模式继续加码研发，强化技术优势和流量基础。

横向比较来看，主要竞争对手东方财富、大智慧无论在研发投入额度还是占比上都逊于公司。2019 年来看，公司研发投入高达 4.65 亿元（占比 26.69%）显著高于东方财富的 3.05 亿元（占比 7.22%）和大智慧的 1.19 亿元（17.38%）。与此相对应，截至 2019 年末公司已累计获得自主研发的软件著作权 280 项，非专利技术 114 项，同样领先同业。

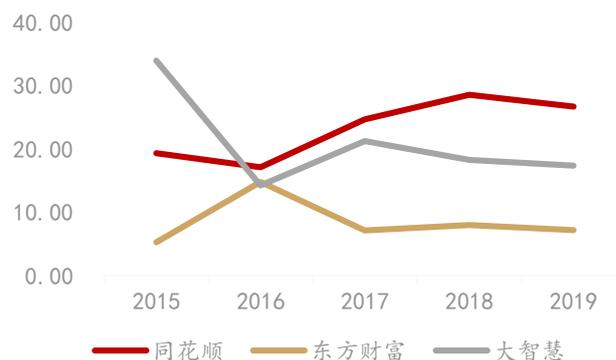
深度聚焦前沿技术，AI 产品化能力提升，探索新利润增长点。公司早在 2009 年就开始进行 AI 技术的研发和应用，并在 2018、2019 年加速推出 AI 产品/应用模块。目前在公司多个面向 C 端产品模块中都有 AI 技术的应用，典型产品如 i 问财、智能投顾等。产品 AI 化不仅能够提升用户体验，强化流量粘性，更能直接提升转化率/付费率，驱动电信增值业务扩张。当前公司 AI 技术日臻成熟，产品 AI 化正在加速，与传统业务融合之余也有望实现场景扩展，打造远期利润增长点。

图 15 公司及竞争对手的研发投入比较(亿元)



资料来源：wind，公司财报，华西证券研究所

图 16 公司及竞争对手的研发投入占收比比较(%)



资料来源：wind，公司财报，华西证券研究所

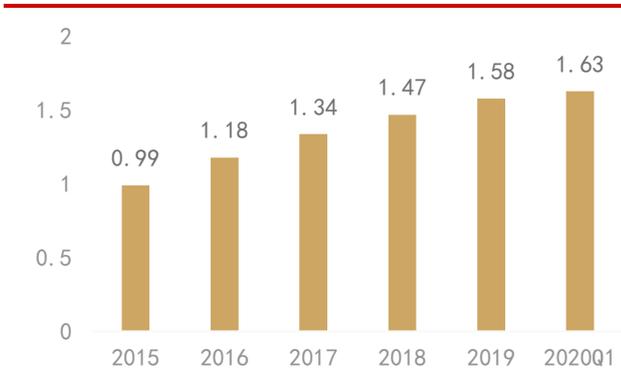
3. 纵比 2015 年，投资者扩容+结构优化带来新机遇

2015 年至今证券投资者已经显著扩容，且进一步扩容空间巨大，利好公司做流量基石。根据中证登数据，截至 2020Q1 我国证券投资者数达到 1.63 亿人，较 2015 年底大幅增长 64.65%，在移动互联网全面普及的当下，证券投资者的增长几乎等同于证券类 APP 用户的增长，行业用户基数扩容有效保障了互联网证券服务商的成长空间，公司作为龙头公司直接受益，有望进一步做大流量基石。此外，我国互联网理财用户规模同样快速增长，wind 数据显示 2019H1 年我国购买互联网理财产品的网民规模达到 1.70 亿人，较 2015 年的 0.78 亿人呈现翻倍增长。考虑到理财用户中高风险偏好的人群极易转化为证券投资者及相关 APP 用户，市场进一步扩容空间同样巨大，大级别行情或催化增量用户爆发式入场。

散户依旧占据主导，但“高净值”投资者占比提升或将推升付费用户 ARPU 值。根据上交所发布的《上海证券交易所统计年鉴(2018 卷)》，持股市值在 10 万元以下的账户数占比从 2010 年的 81.92% 下降到 2017 年的 55.28%，持股市值在 100 万元以

上的账户数占比从 2010 年的 1.25% 上升到 2017 年的 7.16%。即过去十年间投资者结构变化明显，虽然市场散户依据主导市场，但“高净值”投资者比例大幅提升。判断 2015 年至今“高净值”投资者数量显著增长，带来更多具有高付费能力的活跃用户，并对应拉高 ARPU 值，判断这一趋势仍将持续。

图 17 证券投资人数量(亿人)



资料来源：中国证券登记结算有限公司，华西证券研究所

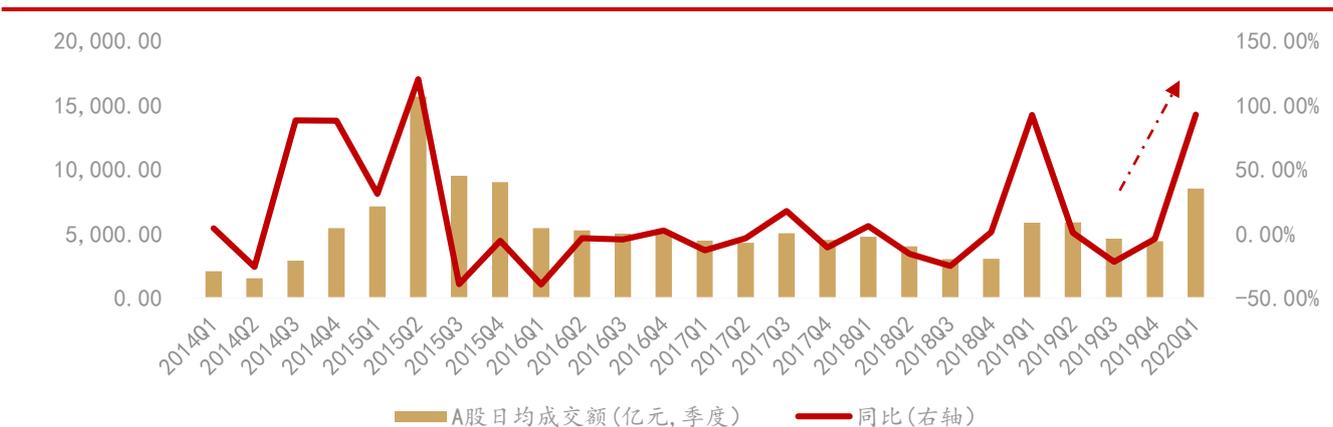
图 18 互联网理财用户规模及渗透率



资料来源：wind，华西证券研究所

2020Q1 市场成交额触底反弹，年内走势值得期待。正如前文所述，公司 B/C 两端业务均与市场走势高度相关，而成交额则是核心关联指标。回顾历史，2015 年牛市行情下 A 股交投极其活跃，日均成交额在 2015Q2 一度升至 1.57 万亿元，环比暴增 120.05%。此后市场持续走低，日均成交额在 2018Q3 下滑至 3,005.18 亿元低点。2019 年市场快速复苏，日均成交额在 Q2 回升至 5,881.17 亿元，但此后再度回落。2020Q1 行情卷土重来，投资者风险偏好攀升叠加增量资金入场，市场交投大振，日均成交额迅速触底反弹并突破 2019Q1 前高，达到 8,496.53 亿元，仅次于 2015 年高点，环比暴增 92.54%，年内走势值得期待。

图 19 成交额数据快速上扬



资料来源：wind，华西证券研究所

4. 投资建议及盈利预测

1) 假设 2020 年行情持续向好，市场交投整体保持活跃，考虑当前 A 股投资者扩容与结构改善，判断活跃用户付费率和 ARPU 值均有提高，预计未来三年增值电信业务年业务收入保持 35-40%左右的同比增长，毛利率在 87%基础上缓幅上行。

2) 假设券商合作开户返费和运营分成比例维持现状，预计未来三年业务收入保持 35%-40%的同比增速，毛利率维持在 95%-96%水平。

3) 假设低基数效应下电子商务（基金代销）业务保持高增长，考虑代销费率下滑趋势及 BAT 入场挤压市场空间，预计未来三年增速逐年下滑，分别为 65%/50%/35%。

4) 假设网上行情交易系统价格保持平稳，业务整体发展稳定，预计未来三年业务收入增速保持在 15%水平。

基于以上假设，我们对公司 2020-2022 年业务分拆预测如下：

图 20 业务拆分及预测

	2019A	2020E	2021E	2022E
增值电信业务				
营业收入 (亿元)	8.85	12.39	16.73	22.58
同比 (%)	7.53	40.00	35.00	35.00
营业成本 (亿元)	1.16	1.61	2.09	2.60
毛利 (亿元)	7.69	10.78	14.64	19.98
毛利率 (%)	86.86	87.00	87.50	88.50
网上行情交易系统服务				
营业收入 (亿元)	1.60	1.84	2.12	2.43
同比 (%)	11.89	15.00	15.00	15.00
营业成本 (亿元)	0.23	0.26	0.29	0.33
毛利 (亿元)	1.37	1.58	1.83	2.10
毛利率 (%)	85.56	86.00	86.50	86.50
广告及互联网业务推广服务				
营业收入 (亿元)	4.62	6.70	9.04	12.21
同比 (%)	44.38	45.00	35.00	35.00
营业成本 (亿元)	0.25	0.30	0.36	0.49
毛利 (亿元)	4.37	6.40	8.68	11.72
毛利率 (%)	94.62	95.50	96.00	96.00
电子商务及其他 (基金代销服务)				
营业收入 (亿元)	2.35	3.88	5.82	7.85
同比 (%)	132.67	65.00	50.00	35.00
营业成本 (亿元)	0.17	0.31	0.52	0.75
毛利 (亿元)	2.18	3.57	5.29	7.11
毛利率 (%)	92.93	92.00	91.00	90.50
合计				
营业收入 (亿元)	17.42	24.81	33.70	45.08
同比 (%)	25.59	42.40	35.86	33.74
营业成本 (亿元)	1.81	2.48	3.26	4.16
毛利 (亿元)	15.61	22.33	30.44	40.92
毛利率 (%)	89.62	90.00	90.32	90.77

资料来源：wind，华西证券研究所测算

投资建议方面，公司 2019 年报及 2020Q1 季报表现较优，基本面向好趋势明确。同时考虑：1) 公司自身流量变现模式愈发成熟，不仅流量基石不断夯实，而且 B 端/C 端变现渠道更胜 2015 年；2) 外部环境亦有改善，投资者扩容+结构优化打开市场空间，2020Q1 的交投活跃度若能延续，公司业绩端有望释放巨大弹性。综上，看好公司业绩高增长及弹性极致释放的可能性。

中性假设下预计 2020-2022 年公司营收将实现 42.4%/35.9%/33.7%的同比增长，归母净利润将实现 51.9%/40.2%/35.5%的同比增长。预计 2020-2022 年归母净利润分别为 13.6/19.1/25.9 亿元，对应 EPS 分别为 2.54/3.56/4.82 元。首次覆盖，予以“买入”评级。A 股可比公司估值如下：

图 21 可比公司估值

证券代码	证券简称	股价	EPS			PE		
			20E	21E	22E	20E	21E	22E
300059.SZ	东方财富	18.2	0.4	0.5	0.7	44.0	33.9	26.8
600570.SH	恒生电子	102.6	1.6	2.0	2.6	62.2	50.1	39.6
000555.SZ	神州信息	15.1	0.5	0.6	0.7	32.3	26.1	21.2
601519.SH	大智慧	7.3	-	-	-	-	-	-
300377.SZ	赢时胜	10.2	-	-	-	-	-	-
均值						46.2	36.7	29.2
300033.SZ	同花顺	119.5	2.5	3.6	4.8	47.1	33.6	24.8

资料来源：wind，公司财报，华西证券研究所测算

备注：可比公司预测数据采用 wind 一致性预期；股价截止日期为 2020 年 4 月 30 日

5. 风险提示

- 1) 行业竞争加剧：警惕东方财富、大智慧等对手的产品、价格竞争
- 2) 科技巨头入场冲击现有格局：BAT 等科技巨头在流量端具有碾压性优势，一旦其摆脱牌照制约、深度参与互联网证券业务，将对行业空间构成挤压；
- 3) 流量运营维护效果不及预期：C 端产品及运维领域的黑天鹅事件或对“流量基石”造成较大冲击；
- 4) 金融市场系统性风险：疫情、原油价格可能成为引发全球金融危机的导火索，继而带来系统性风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,742	2,481	3,370	4,508	净利润	898	1,363	1,912	2,591
YoY (%)	25.6%	42.4%	35.9%	33.7%	折旧和摊销	38	30	30	35
营业成本	181	248	326	416	营运资金变动	289	424	524	659
营业税金及附加	26	37	50	67	经营活动现金流	1,219	1,799	2,395	3,161
销售费用	199	223	320	439	资本开支	-129	-147	-148	-128
管理费用	105	146	201	275	投资	-13	-50	-220	-295
财务费用	-105	-113	-155	-212	投资活动现金流	-542	-175	-290	-287
资产减值损失	0	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	12	17	23	31	债务募资	0	50	50	50
营业利润	951	1,443	2,027	2,752	筹资活动现金流	-258	78	85	91
营业外收支	2	3	2	2	现金净流量	426	1,703	2,190	2,965
利润总额	953	1,446	2,029	2,753	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	56	82	118	162	成长能力 (%)				
净利润	898	1,363	1,912	2,591	营业收入增长率	25.6%	42.4%	35.9%	33.7%
归属于母公司净利润	898	1,363	1,912	2,591	净利润增长率	41.6%	51.9%	40.2%	35.5%
YoY (%)	41.6%	51.9%	40.2%	35.5%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.67	2.54	3.56	4.82	毛利率	89.6%	90.0%	90.3%	90.8%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率率	51.5%	55.0%	56.7%	57.5%
货币资金	4,012	5,715	7,905	10,870	总资产收益率 ROA	17.1%	19.0%	19.6%	19.6%
预付款项	0	0	0	0	净资产收益率 ROE	22.5%	25.5%	26.3%	26.3%
存货	0	0	0	0	偿债能力 (%)				
其他流动资产	606	673	926	1,256	流动比率	3.72	3.68	3.78	3.94
流动资产合计	4,618	6,388	8,831	12,126	速动比率	3.72	3.68	3.78	3.94
长期股权投资	0	50	95	140	现金比率	3.23	3.30	3.38	3.54
固定资产	439	509	579	624	资产负债率	23.8%	25.3%	25.7%	25.4%
无形资产	77	77	77	77	经营效率 (%)				
非流动资产合计	618	783	943	1,078	总资产周转率	0.33	0.35	0.34	0.34
资产合计	5,236	7,170	9,774	13,203	每股指标 (元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	1.67	2.54	3.56	4.82
应付账款及票据	41	59	76	98	每股净资产	7.42	9.96	13.51	18.33
其他流动负债	1,201	1,675	2,259	2,976	每股经营现金流	2.27	3.35	4.45	5.88
流动负债合计	1,243	1,734	2,336	3,075	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	50	100	150	估值分析				
其他长期负债	3	33	73	123	PE	71.54	47.11	33.59	24.79
非流动负债合计	3	83	173	273	PB	14.70	12.00	8.84	6.52
负债合计	1,246	1,817	2,509	3,348					
股本	538	538	538	538					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	3,990	5,353	7,265	9,856					
负债和股东权益合计	5,236	7,170	9,774	13,203					

资料来源: wind, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

刘泽晶（首席分析师）：2014-2015年新财富计算机行业团队第三、第五名，水晶球第三名，10年证券从业经验

孔文彬（研究助理）：金融学硕士，2年证券研究经验，主要覆盖金融科技、区块链研究方向

分析师承诺

作者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，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。