

2016年08月24日

同花顺 (300033.SZ)

动态分析

高预收平缓业绩，“智能投顾”助跑

投资要点

同花顺公布 2016 年半年报，公司上半年实现营收 6.38 亿元，同比增长 57.2%，实现净利润 3.63 亿元，同比增长 62.2%，折合 EPS 0.68 元/股，符合此前业绩预报。公司业绩在整体行情弱于去年的情况下仍能保持高速增长，源于前期的预收账款确认收入同比增加。公司是国内领先的互联网金融信息服务商，产品品类齐全，业绩增长有保障，且本身为智能投顾纯正标的，首次覆盖给予买入-A 建议。

◆ **预收款充当缓冲垫**：公司上半年实现营收 6.38 亿元，净利润 3.63 亿元，同比分别增长 57%、62%，虽然增速较一季度略有下降，不过在市场行情整体弱于上年背景下仍能保持高速增长，源于预收款的持续贡献。截至上半年，公司预收账款为 9.91 亿，较一季度基本持平，仍然保持较高水平，基本保障了下半年业绩的持续释放。

◆ **增值电信服务延续高速增长**：公司目前收入比重最大的为增值电信服务，上半年录得 4.58 亿元，同比增长 73.5%，占收入比 71.8%，这部分主要是针对个人投资者的行情软件，在上半年市场较为低迷的同时，公司通过不断改进产品以符合客户需求，并加大营销力度，这也是上半年业绩增长及预收款水平均维持较高水平的主要原因。

◆ **基金代销是一大看点**：基于公司 C 端电信增值服务积聚的大量客户资源，公司通过多种途径对这部分客户进行变现（广告、引流、代销基金等），其中盈利最清晰、见效最好的莫过于基金代销。公司旗下设立了独立的“爱基金”网站及相应的移动客户端，在行情爆发的 2015 年，公司代销基金收入录得 2.36 亿元，也是 2015 年业绩贡献较大的一块，2016 年上半年，虽然行情并不如上年活跃，这部分仍然贡献了 7739 万元的收入。目前国内第三方网络代销基金规模最大的为东方财富，不过我们结合最新的数据，上半年末同花顺已上线 96 家基金公司，基金产品 3,103 只，已极为接近东方财富。

◆ **智能投顾加速助跑**：Fintech 无疑是当下国内外金融圈极其风靡的概念，而“智能投顾”又正是 Fintech 中重要的组成部分，同花顺是国内首批布局“智能投顾”的金融数据服务商，早在 2015 年初即成立了“同花顺人工智能资产管理有限公司”。我们认为公司丰富的产品线、庞大而活跃的用户群是公司推广“智能投顾”产品的天然优势，站在当下 Fintech 风口，智能投顾预计将会成为公司下一段时间业务加速成长的助跑动力。

◆ **投资建议**：公司高预收保障传统业务平稳较快增长，且智能投顾业务布局较早，产品+资源的先天优势有望加速助跑。我们公司预测 2016 年至 2018 年每股收益分别为 2.05、2.71 和 3.45 元，参考东方财富网估值，给予公司 2016 年 45 倍的动态市盈率，6 个月目标价为 92.25 元，首次覆盖给予买入-A 建议。

◆ **风险提示**：资本市场长期疲弱；金融监管政策进一步收紧

计算机 | 基础软件及套装软件 III

投资评级 **买入-A(首次)**

6 个月目标价 92.25 元

股价(2016-08-24) 69.85 元

交易数据

总市值 (百万元) 37,551.36

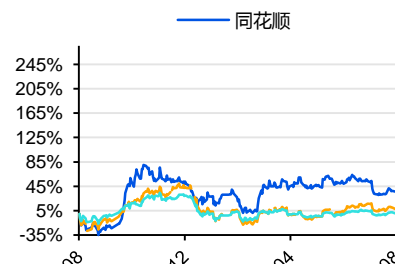
流通市值 (百万元) 18,413.87

总股本 (百万股) 537.60

流通股本 (百万股) 263.62

12 个月价格区间 33.75/97.68 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	-7.66	-10.72	16.72
绝对收益	-10.23	-6.24	10.33

分析师

王刚
SAC 执业证书编号：S0910515070001
wanggang@huajinsc.cn
021-20655693

报告联系人

郑春明
zhengchunming@huajinsc.cn
021-20655654

相关报告

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业收入(百万元)	265.6	1,441.9	1,789.7	2,521.6	3,395.9
同比增长(%)	44.4%	442.9%	24.1%	40.9%	34.7%
营业利润(百万元)	49.0	1,088.4	1,275.8	1,694.1	2,155.2
同比增长(%)	300.5%	2121.6%	17.2%	32.8%	27.2%
净利润(百万元)	60.5	957.2	1,100.4	1,458.2	1,852.2
同比增长(%)	175.8%	1483.4%	15.0%	32.5%	27.0%
每股收益(元)	0.11	1.78	2.05	2.71	3.45
PE	622.7	39.3	34.2	25.8	20.3
PB	31.6	17.7	13.4	10.2	7.8

数据来源：贝格数据 华金证券研究所

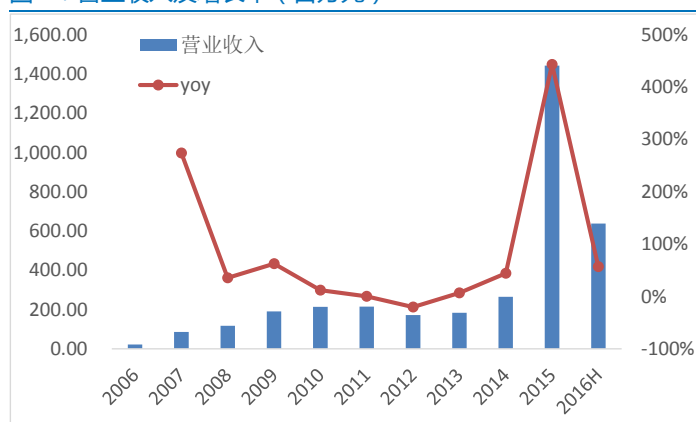
一、业绩高增长，预收款充当缓冲垫

公司为国内领先互联网金融信息服务商，通过传统互联网和移动互联网为二级市场客户提供金融资讯、数据分析、软件系统开发和维护、广告推广业务、电子商务等产品及服务。

1、业绩高速增长，符合业绩快报

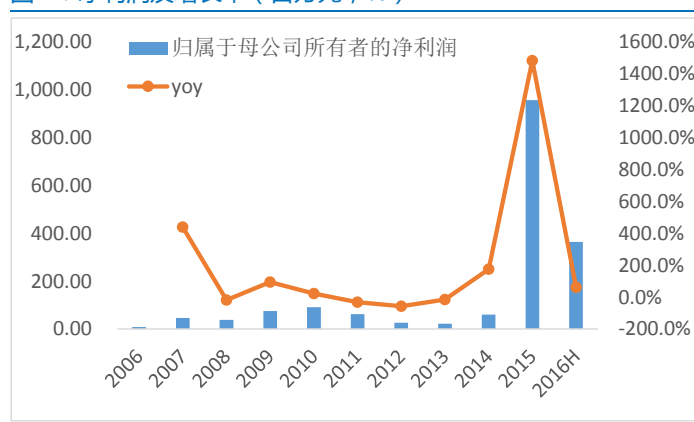
公司上半年实现营收 6.38 亿元，净利润 3.63 亿元，同比分别增长 57%、62%，符合此前的业绩快报；上半年市场经历了股灾“3.0”，市场成交活跃度较去年显著下降，公司上半年业绩增速较去年同样也有所下降；不过在市场行情整体弱于上年背景下营收及净利润均能保持六成左右的高增长，也缓解了市场关于公司增长可能面临迟滞的担忧。

图 1：营业收入及增长率（百万元）



资料来源：Wind、华金证券研究所

图 2：净利润及增长率（百万元，%）

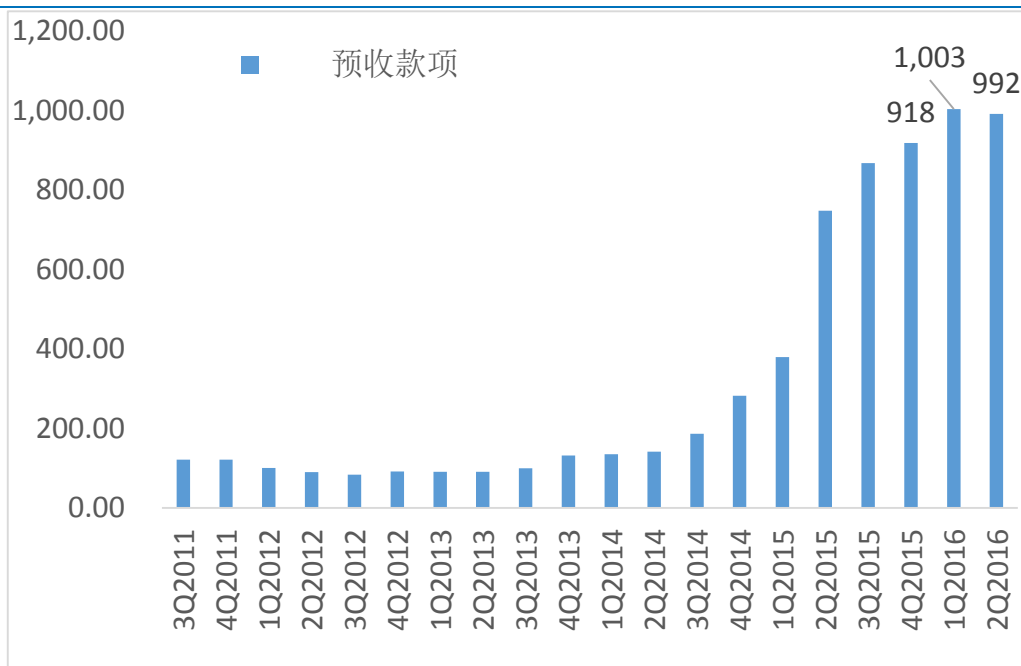


资料来源：Wind、华金证券研究所

2、预收维持较高水平，保障下半年业绩

上半年高增长主要源于 2015 年末预收账款大幅度增加，导致 2016 年上半年满足条件确认的收入同比增加；并且，我们也发现截至上半年，公司预收账款仍有 9.91 亿，较一季度基本持平，保持较高水平，基本保障了下半年业绩的持续释放。

图 3：预收账款变化情况

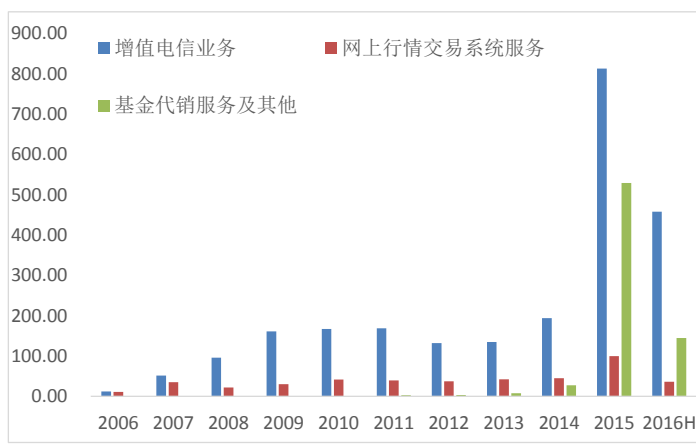


资料来源：Wind、华金证券研究所

3、C 端业务仍是主力，产品创新+销售发力

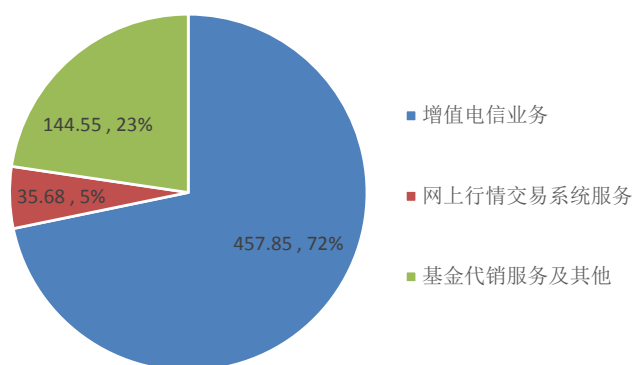
公司主要业务收入分为三部分，其中贡献最大的为增值电信服务，其主要构成为面向个人投资者的行情软件，上半年收入录得 4.58 亿元，同比增长 73.5%，占营收比高达 71.8%；此外，面向机构的网上行情交易系统增长较为稳定，上半年录得 3568 万元，同比增长 56.0%，占营收比 5.6%；基金代销及其他包括线上基金代销、线上广告、开户引流等业务，上半年营收达到 1.44 亿元，同比增长 21.4%，占营收比 22.7%。

图 4：公司历年收入情况（百万元）



资料来源：Wind、华金证券研究所

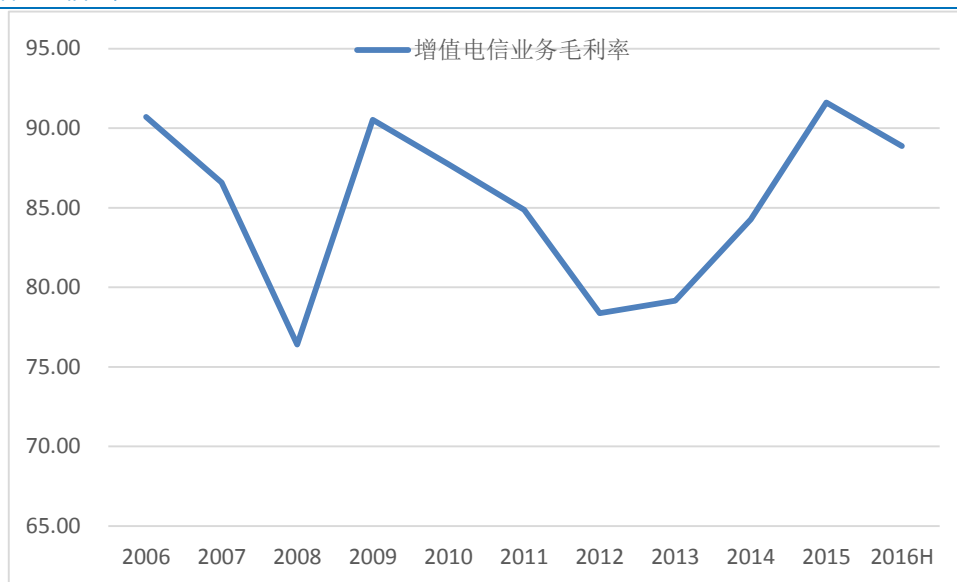
图 5：上半年收入结构（百万元，%）



资料来源：Wind、华金证券研究所

从上图中我们可以看出，电信增值服务仍是公司主要的收入来源，上半年营收高增、预收款同样维持在较高水平，我们预计一方面是公司加大研发投入，不断推进新产品研发和技术创新，更加契合客户的需求，另一方面公司可能也加大了销售促销的力度，不排除采取了降价的策略，从公司增值电信业务的毛利率可以侧面反映。

图 6：增值电信业务毛利率



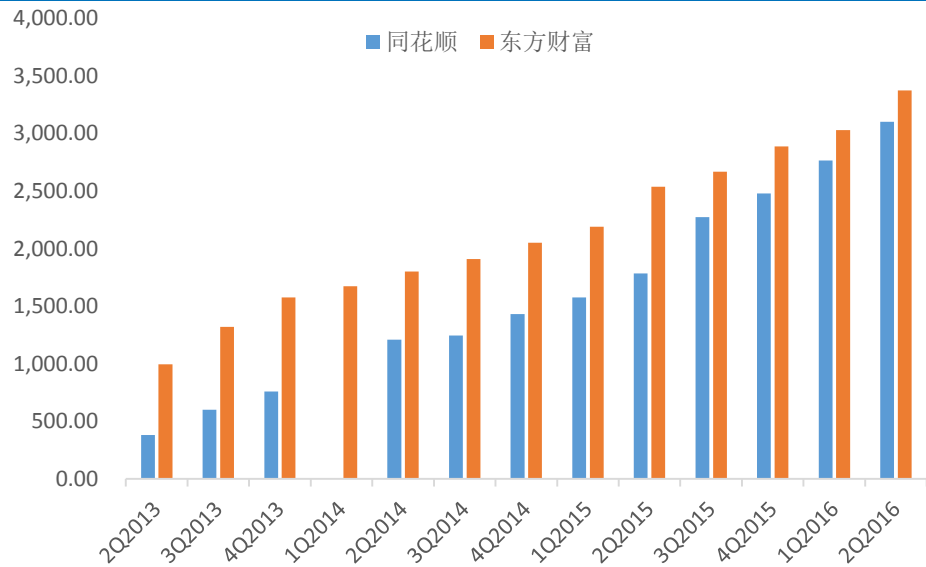
资料来源：Wind、华金证券研究所

4、基金代销是未来一大看点

基于公司 C 端电信增值服务积聚的大量客户资源，公司通过多方面对这部分客户进行变现，其中最清晰、见效最好的莫过于基金代销。公司旗下成立了独立的“爱基金”网站及相应的移动客户端，在行情爆发的 2015 年，公司代销基金收入录得 2.36 亿元，也是 2015 年业绩贡献较大的一块，2016 年上半年，虽然行情并不如上年活跃，这部分仍然贡献了 7739 万元的收入。

目前国内第三方代销规模最大的为东方财富，不过我们结合最新的数据，上半年末同花顺已上线 96 家基金公司，基金产品 3,103 只，已极为接近东方财富。

图 7：同花顺代销基金产品数逐渐追上东方财富



资料来源：Wind、华金证券研究所

二、智能投顾领域具备先发优势

Fintech 无疑是当下国内外金融圈极其风靡的概念，它之所以能快速站上风口，核心在于其用技术驱动金融创新，维基百科对其有这样一段解释：“所谓 FinTech 就是一种运用高科技来促使金融服务更加富有效率商业模式。”

而“智能投顾”又正是 Fintech 中重要的组成部分，同花顺是国内首批布局“智能投顾”的金融数据服务商，公司于 2015 年 5 月便出资设立了全资子公司同花顺人工智能资产管理有限公司，注册资本 1000 万元，致力于以云计算、金融大数据为支撑，构建金融财经知识图谱，采用语义分析、自然语言理解、语音识别等技术，着力开发人工智能产品，改善人机交互的模式，以最快的速度响应投资者的提问，帮助其进行投资决策。

同花顺开展人工智能产品拥有巨大的优势，即产品优势+客户资源优势。

1) 产品优势：公司作为互联网金融信息服务综合提供商，通过多个产品线纵向拓展，横向耦合，PC 端包括同花顺金融服务网、交易行情客户终端和系列产品为客户提供免费和增值金融资讯与数据服务；移动端产品覆盖了 iOS、Android、Windows Phone 等主流手机平台。

此外，公司新一代的网上交易系统已在功能、资讯、系统承载容量等方面再上一个新的台阶，被各大机构广泛采用。

2) 客户资源优势：公司通过上述各类产品覆盖了中国证券市场不同类型的客户群体，并与国内 90%以上的证券公司建立了业务合作；此外，通过网站平台、券商平台、无线移动平台，为客户提供全面的互联网金融信息服务，公司覆盖了中国证券市场较广泛的客户群体。

截至 2015 年 12 月 31 日，同花顺金融服务网拥有注册用户约 31,452 万人；每日使用同花顺网上行情免费客户端的人数平均约 1,000 万人，每周活跃用户数约为 1,500 万人。

丰富的产品线、庞大而活跃的用户群是公司推广“智能投顾”产品的天然优势，并且考虑到国内二级市场散户化非常明显，极少具备专业投资技能，若公司能开发出具备成效的投顾产品或者提供专业的投资建议，预计将会受到广大散户的一致欢迎。

站在当下 Fintech 风口，智能投顾预计将会成为公司下一段时间业务加速成长的助跑动力。

三、投资建议

公司高预收保障传统业务平稳较快增长，且智能投顾业务布局较早，产品+资源的先天优势有望加速助跑。我们公司预测 2016 年至 2018 年每股收益分别为 2.05、2.71 和 3.45 元，参考东方财富网估值，给予公司 2016 年 45 倍的动态市盈率，6 个月目标价为 92.25 元，首次覆盖给予买入-A 建议

四、风险提示

1、资本市场长期疲弱

虽然公司预收款能够平缓短期业绩波动，不过若资本市场长期表现疲弱，则公司业务也势必会受到影响。

2、金融监管政策进一步收紧

Fintech 为国内市场新概念，尚无明确的监管条款，若监管政策收紧，也将会对公司智能投顾业务的开展造成阻力。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	265.6	1,441.9	1,789.7	2,521.6	3,395.9	年增长率					
减:营业成本	42.8	169.3	215.4	310.4	418.1	营业收入增长率	44.4%	442.9%	24.1%	40.9%	34.7%
营业税费	5.2	36.0	44.2	58.3	82.4	营业利润增长率	300.5%	2121.6	17.2%	32.8%	27.2%
销售费用	55.2	89.7	111.3	156.8	211.2	净利润增长率	175.8%	1483.4	15.0%	32.5%	27.0%
管理费用	164.3	348.2	465.3	668.2	916.9	EBITDA 增长率	-624.8	3195.7	16.3%	32.6%	28.8%
财务费用	-30.3	-48.7	-56.3	-73.7	-66.0	EBIT 增长率	-207.7	5450.9	17.3%	32.9%	28.9%
资产减值损失	0.8	1.9	0.9	1.2	1.3	NOPLAT 增长率	-209.2	4828.7	16.7%	32.9%	28.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-140.6	1994.7	-9.8%	109.9%	-6.0%
投资和汇兑收益	21.4	242.7	267.0	293.7	323.1	净资产增长率	4.6%	78.5%	32.1%	32.0%	30.3%
营业利润	49.0	1,088.4	1,275.8	1,694.1	2,155.2	盈利能力					
加:营业外净收支	13.8	31.6	18.8	21.4	23.9	毛利率	83.9%	88.3%	88.0%	87.7%	87.7%
利润总额	62.8	1,120.1	1,294.6	1,715.5	2,179.1	营业利润率	18.4%	75.5%	71.3%	67.2%	63.5%
减:所得税	2.4	162.8	194.2	257.3	326.9	净利润率	22.8%	66.4%	61.5%	57.8%	54.5%
净利润	60.5	957.2	1,100.4	1,458.2	1,852.2	EBITDA/营业收入	12.1%	73.3%	68.6%	64.6%	61.8%
						EBIT/营业收入	7.1%	72.1%	68.1%	64.3%	61.5%
						偿债能力					
						资产负债率	24.6%	40.2%	34.8%	38.3%	32.8%
						负债权益比	32.7%	67.3%	53.4%	62.1%	48.9%
						流动比率	3.35	2.21	2.61	2.44	2.89
						速动比率	3.35	2.21	2.61	2.44	2.89
						利息保障倍数	-0.62	-21.34	-21.68	-21.98	-31.65
						营运能力					
						固定资产周转天数	189	67	81	56	41
						流动营业资本周转天数	-329	-210	-260	-242	-222
						流动资产周转天数	1,573	547	703	676	656
						应收帐款周转天数	36	13	31	27	24
						存货周转天数					
						总资产周转天数	1,965	642	791	737	700
						投资资本周转天数	44	-120	-176	-184	-179
						费用率					
						销售费用率	20.8%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%
						管理费用率	61.9%	24.1%	26.0%	26.5%	27.0%
						财务费用率	-11.4%	-3.4%	-3.1%	-2.9%	-1.9%
						三费/营业收入	71.3%	27.0%	29.1%	29.8%	31.3%
						投资回报率					
						ROE	5.1%	45.0%	39.2%	39.3%	38.3%
						ROA	3.8%	26.9%	25.5%	24.3%	25.7%
						ROIC	16.6%	-2022.7	-112.7	-166.0	-101.9
						分红指标					
						DPS(元)	0.04	0.74	0.78	1.04	1.35
						分红比率	35.6%	41.6%	38.0%	38.4%	39.3%
						股息收益率	0.1%	1.1%	1.1%	1.5%	1.9%
						现金流量表					
						净利润	60.5	957.2	1,100.4	1,458.2	1,852.2
						加:折旧和摊销	14.7	17.9	8.7	8.7	8.7
						资产减值准备	0.8	1.9	-	-	-
						公允价值变动损失	-	-	-	-	-
						财务费用	-	-	-56.3	-73.7	-66.0
						投资损失	-21.4	-242.7	-267.0	-293.7	-323.1
						少数股东损益	-	-	-	-	-
						营运资金的变动	181.0	1,124.9	-97.0	903.2	-114.1
						经营活动产生现金流量	205.4	1,614.8	688.8	2,002.6	1,357.7
						投资活动产生现金流量	-35.2	130.4	267.0	293.7	323.1
						融资活动产生现金流量	-8.1	-21.5	-361.6	-485.8	-661.9
						资产负债表					
						货币资金	1,231.1	3,042.0	3,636.2	5,446.8	6,465.6
						交易性金融资产	-	-	-	-	-
						应收帐款	33.7	72.1	238.7	137.9	310.9
						应收票据	-	-	-	-	-
						预付帐款	-	-	-	-	-
						存货	-	-	-	-	-
						其他流动资产	5.6	1.3	3.9	3.6	2.9
						可供出售金融资产	-	-	-	-	-
						持有至到期投资	-	-	-	-	-
						长期股权投资	-	-	-	-	-
						投资性房地产	-	-	-	-	-
						固定资产	134.3	405.7	397.7	389.8	381.9
						在建工程	140.7	1.1	1.1	1.1	1.1
						无形资产	27.5	26.7	25.9	25.2	24.5
						其他非流动资产	8.2	9.2	7.3	7.4	7.5
						资产总额	1,581.0	3,558.2	4,310.9	6,011.8	7,194.3
						短期债务	-	-	-	-	-
						应付帐款	57.5	234.6	146.4	367.3	304.5
						应付票据	-	-	-	-	-
						其他流动负债	321.6	1,177.5	1,341.5	1,921.8	2,041.6
						长期借款	-	-	-	-	-
						其他非流动负债	10.5	18.9	13.2	14.2	15.4
						负债总额	389.5	1,431.0	1,501.2	2,303.3	2,361.6
						少数股东权益	-	-	-	-	-
						股本	268.8	537.6	537.6	537.6	537.6
						留存收益	922.7	1,589.6	2,272.1	3,170.9	4,295.2
						股东权益	1,191.5	2,127.2	2,809.7	3,708.5	4,832.8
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	0.11	1.78	2.05	2.71	3.45
						BVPS(元)	2.22	3.96	5.23	6.90	8.99
						PE(X)	622.7	39.3	34.2	25.8	20.3
						PB(X)	31.6	17.7	13.4	10.2	7.8
						P/FCF	177.0	20.5	37.3	15.9	21.6
						P/S	141.7	26.1	21.0	14.9	11.1
						EV/EBITDA	548.7	32.8	27.7	19.8	14.9
						CAGR(%)	188.9%	24.6%	268.9%	188.9%	24.6%
						PEG	3.3	1.6	0.1	0.1	0.8
						ROIC/WACC	1.6	-192.6	-10.7	-15.8	-9.7

资料来源: 贝格数据 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王刚声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券有限责任公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券有限责任公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券有限责任公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn