

东方财富 (300059)

证券研究报告

2019年04月01日

证券市占率持续逆市提升彰显竞争力，多元化财富管理更进一步

东方财富 2018 年实现营业总收入 31.23 亿元，同比增长 22.64%；归母净利润 9.59 亿元，同比增长 50.52%；扣非后净利润 9.47 亿元，同比增长 53.87%，业绩与预告中值持平，基本符合预期。公司 4Q18 实现营业总收入 7.45 亿元，同比减少 4.7%，为近 6 个季度首次同比负增长，环比增长 0.1%；归母净利润 1.58 亿元，同比减少 12.0%，环比减少 34.9%。业绩增长主要是受益于证券经纪和两融业务，以及基金代销业务同比实现较大幅度增长。公司发布一季度业绩预告，预计 2019 年 Q1 归母净利润为 3.01 亿元-3.91 亿元，同比增长 0%-30%。

证券市占率持续逆市提升，线下网络布局节奏更趋稳健。2018 年市场交易量继续降低，市场 A 股交易量为 89.7 万亿元，相比 2017 年减少 19.8%；市场两融余额萎缩，截至 18 年末为 7,557 亿元，相比上季度末减少 8%，相比去年同期减少 26%。东方财富 18 年实现证券经纪业务收入 10.53 亿元，同比增长 22.6%；融资融券利息收入 5.91 亿元，同比增长 55.1%，证券业务增速均明显好于行业表现，体现公司持续逆市提升证券市占率。同时，线下网络继续扩张，四季度起布局节奏更加稳健。截至 2019 年 1 月，公司拥有 136 家营业部和 12 家分公司，近 4 个月新增营业部 9 家，扩张节奏相较二、三季度有所放缓。

基金销量稳步增长，交易笔数已超 15 年牛市，继续关注行业竞争环境。2018 年公司实现基金申购交易 5,536 万笔，同比增加 32.7%，已超过 2015 年牛市水平，基金销售额达到 5,252 亿元，同比增长 27.3%，达到 15 年销售额的 70.7%；实现金融电商服务收入 10.65 亿元，同比增长 26.2%。18 年天天基金日均活跃用户数达到 141 万，同比增长 112%，用户日均使用时长达到 22.3 分钟。目前国内互联网巨头已悉数进入第三方基金销售行业，以 BATJ 为代表的头部互联网平台具有明显的流量优势，但我们强调不同平台的用户定位和流量属性存在差异，我们看好东财在核心用户群体的优势，同时也需与其他互联网平台共享更广泛的用户红利。

继公募基金牌照获批，私募领域再复制“天天基金模式”，一站式财富管理更进一步。2018 年 10 月，公司公告获批公募基金牌照，实现继 2012 年拓展基金代销、2015 年收购券商后的又一战略级业务扩张，是东方“嘉信”向财富管理转型的重要里程碑。今年 1 月，公司发布私募基金资讯与交易平台“优优私募”，我们认为将对优优私募进行流量、数据、技术、运营等多维度赋能，有望打造出私募基金领域的“天天基金网”。我们看好公司基于流量复用性，通过产品品类扩张及产业链延伸，持续挖掘用户价值，逐步打造一站式互联网金融服务大平台。

投资建议：我们暂维持盈利预测，后续继续观察市场景气度变化，预计公司 2019-2020 年净利润分别为 15.32 亿元/21.22 亿元，对应 PE 分别为 65.4x/47.2x。公司是 A 股稀缺的线上线下一体化互联网金融平台型公司，深耕垂直用户价值，金融牌照储备日趋健全，中长期有望利用金融交易数据沉淀衍生“AI+金融”的互联网金融独角兽，维持买入评级。

风险提示：资本市场景气度波动，大金融监管政策变化，竞争环境变化，证券业务市占率提升不达预期，新业务落地不达预期

投资评级

行业	传媒/互联网传媒
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	19.38 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	5,168.29
流通 A 股股本(百万股)	4,153.51
A 股总市值(百万元)	100,161.36
流通 A 股市值(百万元)	80,495.11
每股净资产(元)	2.80
资产负债率(%)	60.58
一年内最高/最低(元)	22.88/10.03

作者

文浩	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516050002	
wenhao@tfzq.com	
周奕纯	联系人
zhouyichun@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《东方财富-季报点评:证券市占率逆市提升证明竞争力，公募基金牌照提高长期市值空间》 2018-10-23
- 2 《东方财富-公司点评:业绩超市场预期，公募基金牌照获批，东方“嘉信”羽翼渐丰》 2018-10-16
- 3 《东方财富-半年报点评:证券经纪及两融市占提升抵消市场下行压力，线下网络扩张为后续增长蓄力》 2018-08-06

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,546.79	3,123.45	4,293.86	5,579.60	6,881.66
增长率(%)	8.29	22.64	37.47	29.94	23.34
EBITDA(百万元)	820.59	1,736.94	1,965.09	2,586.46	3,202.90
净利润(百万元)	636.90	958.70	1,531.77	2,121.96	2,660.27
增长率(%)	(10.77)	50.52	59.78	38.53	25.37
EPS(元/股)	0.12	0.19	0.30	0.41	0.51
市盈率(P/E)	157.26	104.48	65.39	47.20	37.65
市净率(P/B)	6.82	6.38	6.32	5.65	4.97
市销率(P/S)	39.33	32.07	23.33	17.95	14.55
EV/EBITDA	56.31	29.37	46.03	34.56	27.51

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 财务数据分析	3
2. 证券业务：市占率持续逆市提升，线下网络布局节奏更趋稳健	7
3. 基金代销：基金销量稳步增长，交易笔数超 15 年，继续关注行业竞争环境变化	11
4. 金融多元化：继公募基金牌照获批，私募领域再复制“天天基金模式”，一站式财富管理更进一步	15
5. 投资建议	17

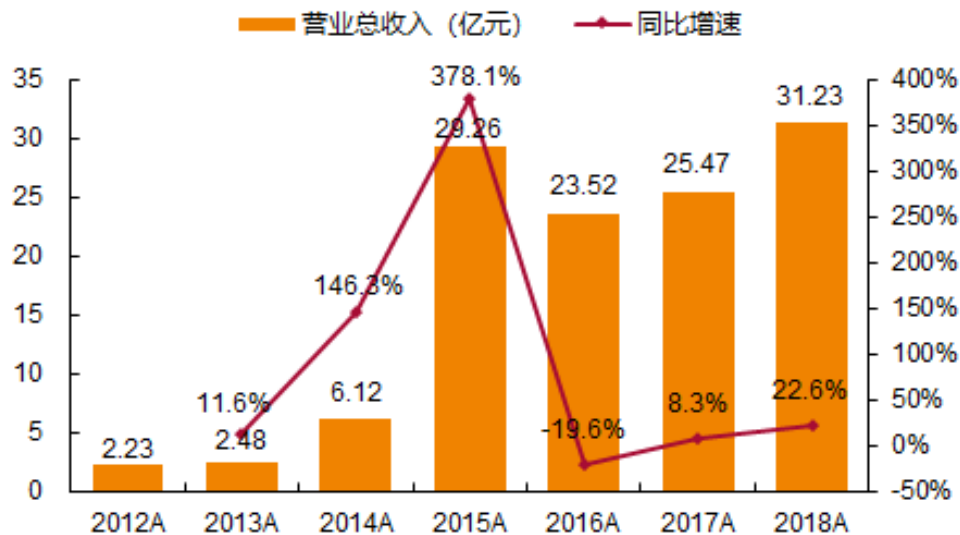
图表目录

图 1：东方财富营业总收入及同比增速（2012A-2018A）	3
图 2：东方财富归母净利润及同比增速（2012A-2018A）	3
图 3：东方财富单季度营业总收入及同比增速（1Q16A-4Q18A）	4
图 4：东方财富单季度归母净利润及同比增速（1Q16A-4Q18A）	4
图 5：东方财富单季度分类别营业收入（1Q16A-4Q18A）	5
图 6：东方财富毛利率与归母净利率（2012A-2018A）	5
图 7：东方财富三项费用率（2012A-2018A）	6
图 8：东方财富的证券业务收入及同比增速（2015A-2018A）	7
图 9：东方财富的手续费及佣金净收入及同比增速（2015A-2018A）	7
图 10：东方财富的利息净收入及同比增速（2015A-2018A）	8
图 11：东方财富 PC 端 MAU 及同比增速（2017 年 1 月-2019 年 1 月）	8
图 12：东方财富 PC 端人均单日使用时长及同比增速（2017 年 1 月-2019 年 1 月）	9
图 13：股票交易类 APP MAU（2017 年 1 月-2019 年 1 月）	9
图 14：股票交易类 APP 人均单日使用时长（2017 年 1 月-2019 年 1 月）	9
图 15：东方财富证券营业部数量（2016 年 12 月-2019 年 1 月）	10
图 16：东方财富基金销售额和交易量及活期宝销售额和交易量（2013A-2018A）	11
图 17：东方财富每笔平均基金销售额及每笔平均活期宝销售额（2013A-2018A）	11
图 18：东方财富金融电商服务收入及同比增速（2013A-2018A）	12
图 19：天天基金日均活跃访问用户数（2016A-2018A）	12
图 20：天天基金日均页面浏览量（2016A-2018A）	12
图 21：天天基金移动端 MAU 及同比增速（2017 年 1 月-2019 年 1 月）	13
图 22：天天基金网移动端人均单日使用时长及同比增速（2017 年 1 月-2019 年 1 月）	13
图 23：中国第三方基金销售行业格局	14
图 24：东方财富旗下优优私募产品界面	15
图 25：东方财富持有金融牌照梳理	16

1. 财务数据分析

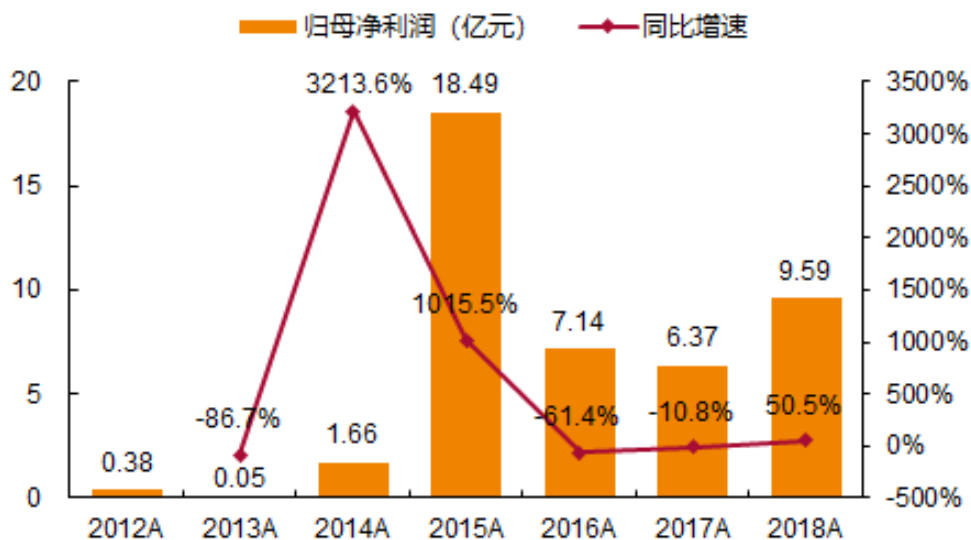
东方财富 2018 年全年实现营业总收入 31.23 亿元，同比增长 22.64%；归母净利润 9.59 亿元，同比增长 50.52%；扣非后净利润 9.47 亿元，同比增长 53.87%，业绩与预告中值持平，基本符合我们预期。业绩增长主要是受益于证券经纪和两融业务，以及基金代销业务同比实现较大幅度增长。

图 1：东方财富营业总收入及同比增速（2012A-2018A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

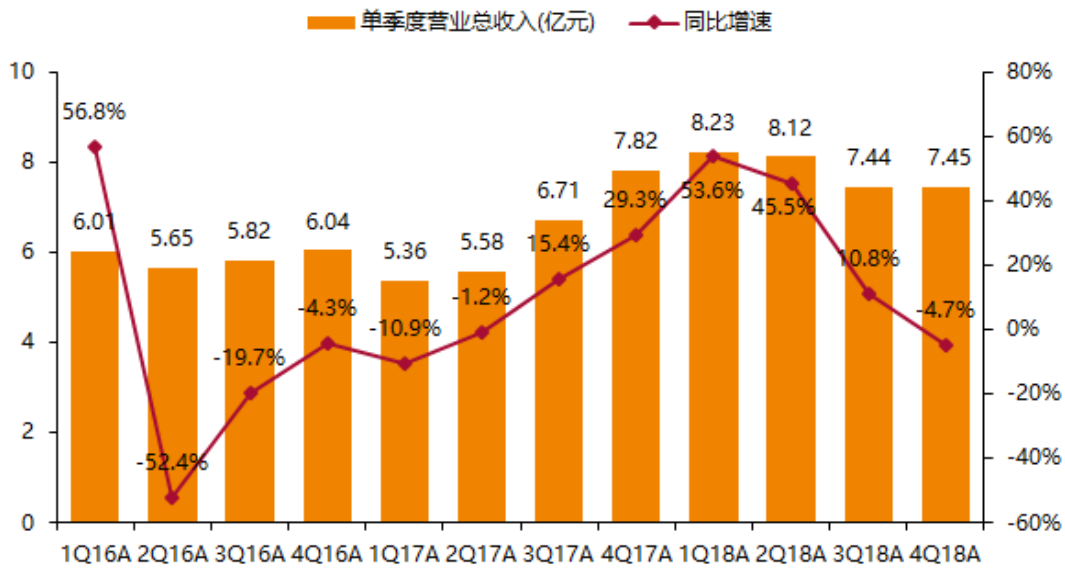
图 2：东方财富归母净利润及同比增速（2012A-2018A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

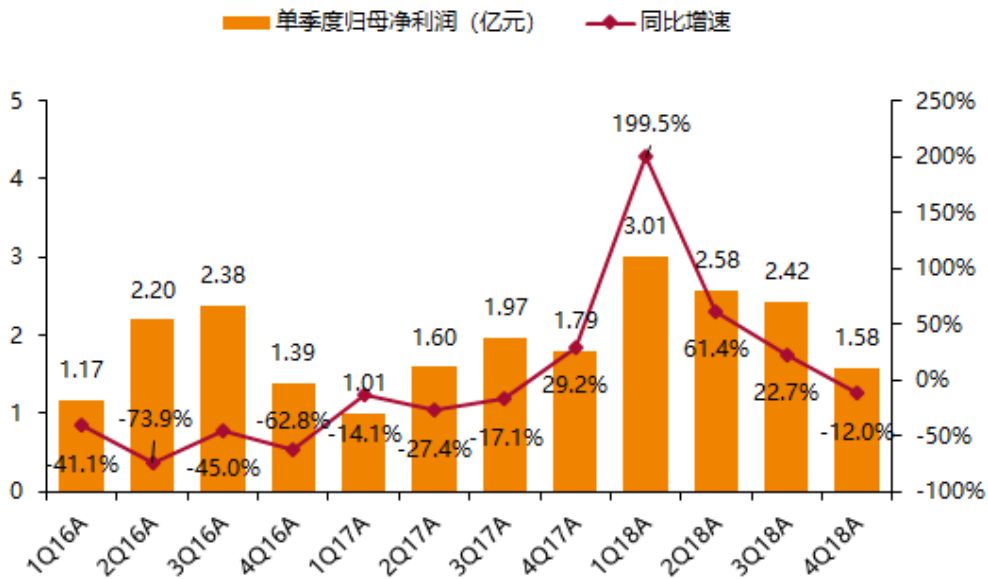
分季度看，公司 4Q18 实现营业总收入 7.45 亿元，同比减少 4.7%，环比增长 0.1%；归母净利润 1.58 亿元，同比减少 12.0%，环比减少 34.9%。同时，公司预计 2019 年 Q1 归母净利润为 3.01 亿元-3.91 亿元，同比增长 0%-30%。

图 3：东方财富单季度营业总收入及同比增速（1Q16A-4Q18A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

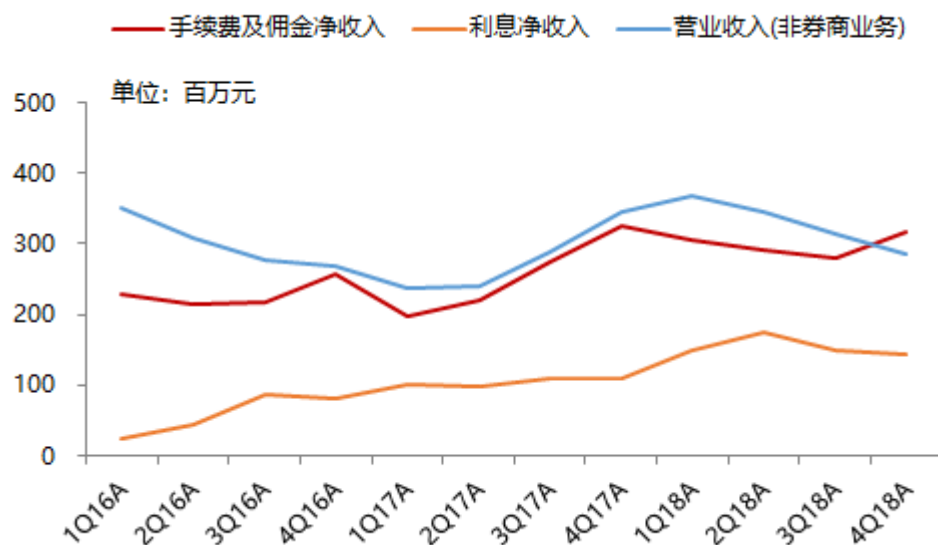
图 4：东方财富单季度归母净利润及同比增速（1Q16A-4Q18A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

分业务看，4Q18 手续费及佣金净收入（主要来自证券经纪业务）为 3.17 亿元，同比减少 2.5%，环比增长 13.0%；利息净收入（主要来自融资融券业务）为 1.43 亿元，同比增长 29.7%，环比减少 4.2%；营业收入（主要来自基金代销业务）为 2.84 亿元，同比减少 17.8%，环比减少 9.4%。

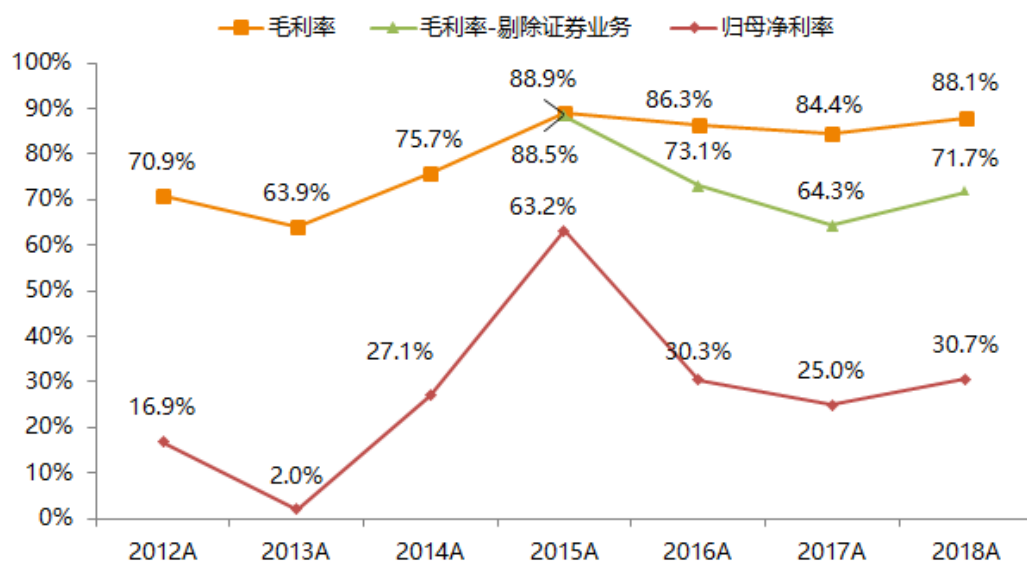
图 5：东方财富单季度分类别营业收入（1Q16A-4Q18A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

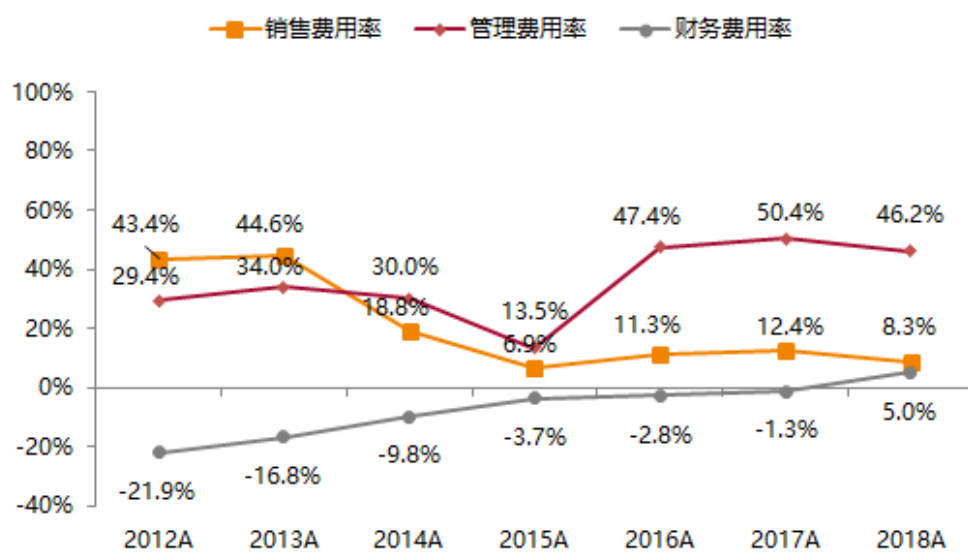
注：手续费及佣金净收入与利息净收入均基本来自证券业务，包含极少其他业务；营业收入包括金融电商服务业务、金融数据服务业务、互联网广告服务业务和其他业务收入。

图 6：东方财富毛利率与归母净利率（2012A-2018A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：东方财富三项费用率（2012A-2018A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：管理费用包含研发费用。

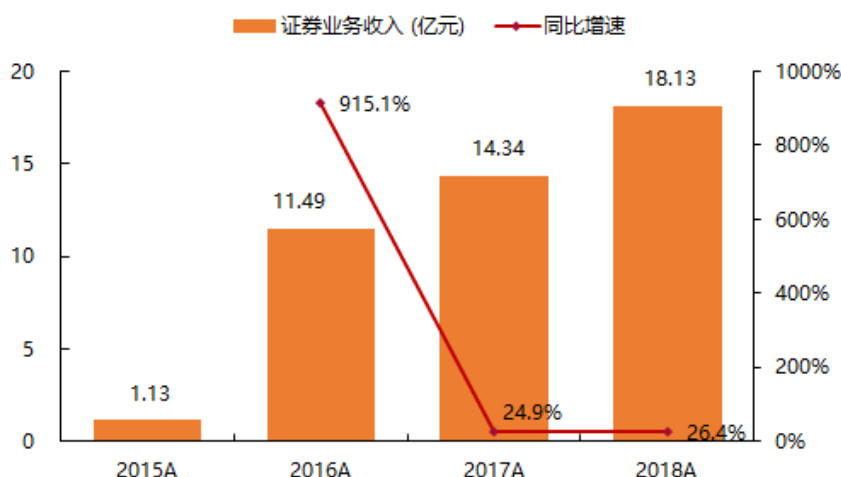
2. 证券业务：市占率持续逆市提升，线下网络布局节奏更趋稳健

市场交易量持续降低背景下，东财证券业务市占率继续逆市提升。2018 年市场 A 股交易量为 89.7 万亿元，相比 2017 年减少 19.8%，其中四季度交易量同比减少 32%，环比减少 5%，降幅较三季度均有所缓和；2018 年市场两融余额持续萎缩，截至 18 年末为 7,557 亿元，相比上季度末减少 8.1%，相比去年同期减少 26.4%。而东方财富 18 年实现证券经纪业务收入 10.53 亿元，同比增长 22.6%，4Q18 手续费及佣金净收入（主要来自经纪业务）同比减少 2.5%，环比增长 13.0%；18 年实现融资融券利息收入 5.91 亿元，同比增长 55.1%，4Q18 利息净收入（主要来自两融业务）同比增长 30%，环比减少 4%，东财证券业务增速均明显好于行业表现，体现公司持续逆市提升证券市占率。

总体来看，东方财富 2018 年实现证券业务收入 18.13 亿元，同比增长 26.4%，其中手续费及佣金净收入 11.95 亿元，同比增长 17.3%，占证券业务的 65.9%；利息净收入 6.18 亿元，同比增长 48.6%。单独看 4Q18，证券业务收入为 4.6 亿元，同比增长 5.5%，环比增长 6.9%。

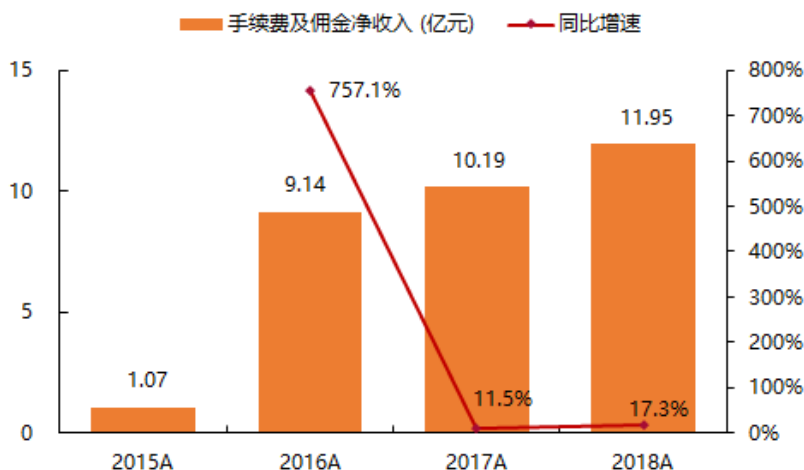
从 19 年前两个月的市场交易量来看，A 股交易量同比去年前两月减少 18%，其中 2 月交易量同比去年增长 28%；两融余额相比去年底增长 5%，市场交投活跃度明显提升。我们认为，一旦市场情绪确定转暖，公司 19-20 年业绩将具备较大弹性，市占率提升有望加速。

图 8：东方财富的证券业务收入及同比增速（2015A-2018A）



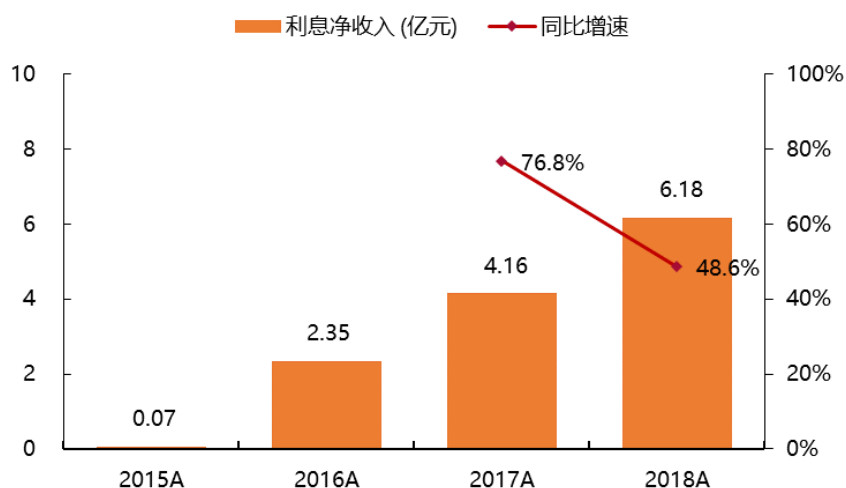
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：东方财富的手续费及佣金净收入及同比增速（2015A-2018A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

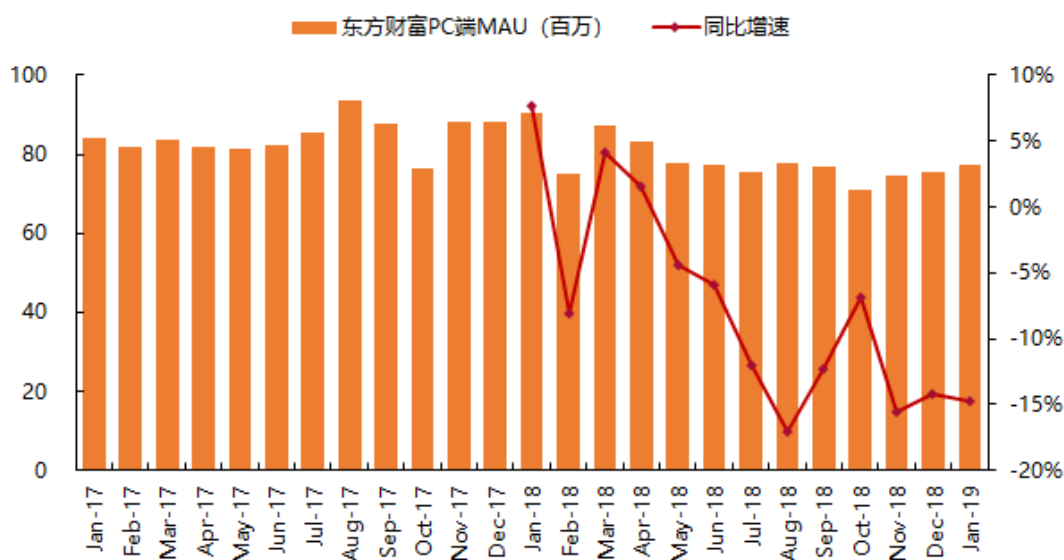
图 10：东方财富的利息净收入及同比增速（2015A-2018A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

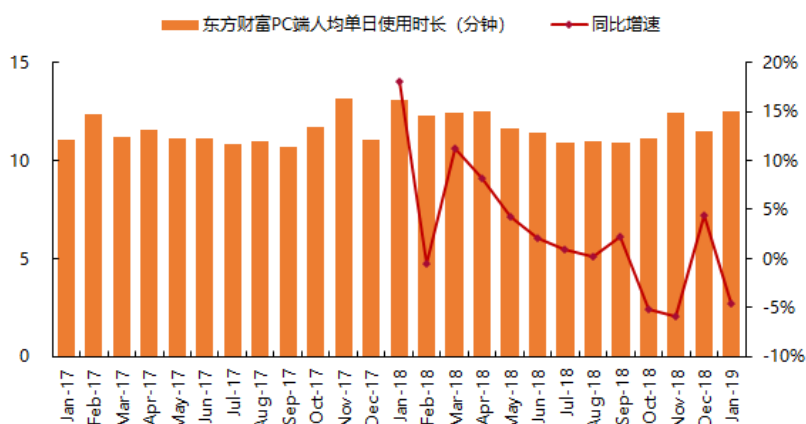
PC 端近 8,000 万用户和移动端 600 万用户奠定东财平台的核心流量基础。根据 QuestMobile 数据，19 年 1 月东方财富网 PC 端 MAU 为 7,723 万，同比下降 14.7%，环比增长 2.0%，人均单日使用时长 12.5 分钟，同比减少 4.6%，环比增长 8.4%；19 年 1 月移动端 MAU 为 646 万，同比减少 24.5%，环比增长 1.1%，人均单日使用时长为 33.5 分钟，同比减少 12.0%，环比增长 3.3%。

图 11：东方财富 PC 端 MAU 及同比增速（2017 年 1 月-2019 年 1 月）



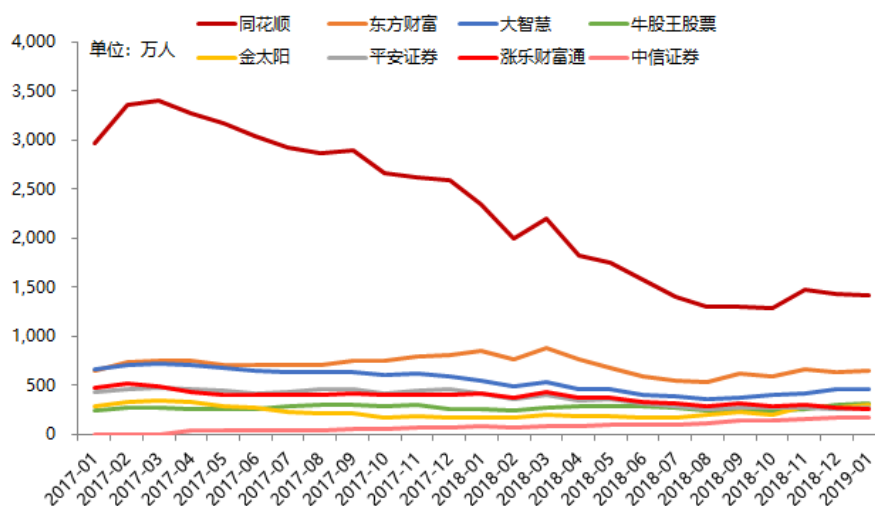
资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

图 12: 东方财富 PC 端人均单日使用时长及同比增速 (2017 年 1 月-2019 年 1 月)



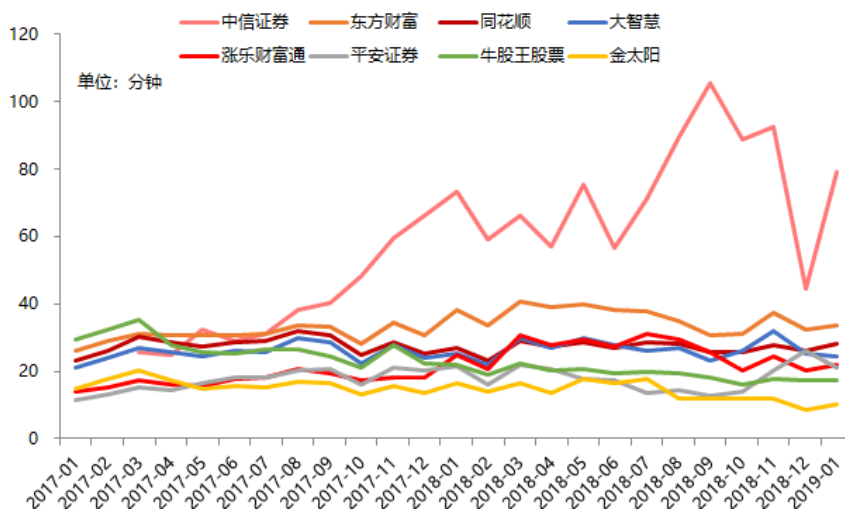
资料来源: QuestMobile, 天风证券研究所

图 13: 股票交易类 APP MAU (2017 年 1 月-2019 年 1 月)



资料来源: QuestMobile, 天风证券研究所

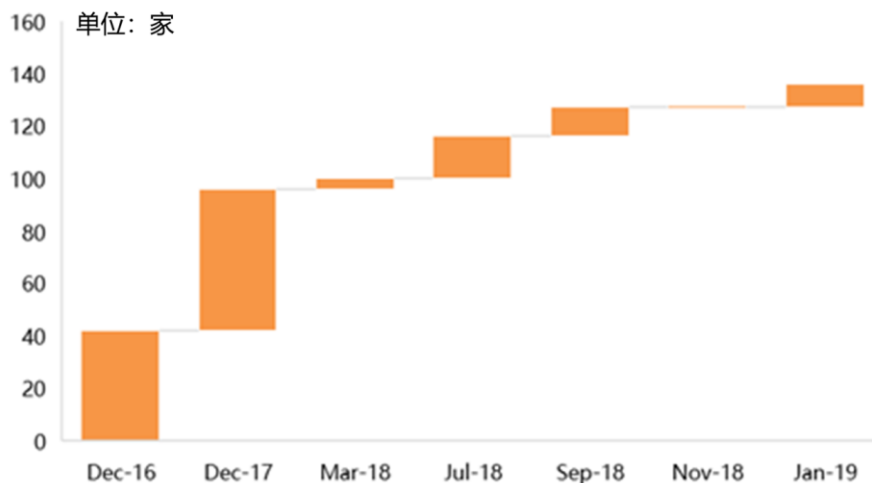
图 14: 股票交易类 APP 人均单日使用时长 (2017 年 1 月-2019 年 1 月)



资料来源: QuestMobile, 天风证券研究所

线下网络继续扩张，但投入节奏更加稳健。截至 2019 年 1 月，公司拥有 136 家营业部和 12 家分公司，4 个月间（18M9-19M1）新增营业部 9 家，对比 18M7-18M9 的 2 个月间新增 11 家，18M3-18M7 的 4 个月间新增 16 家，四季度扩张节奏相较二、三季度有所放缓。我们认为，东财线下营业网点布局的核心价值在于满足零售客户的线下服务需求，同时拓展线下获客并实现渠道下沉，打破互联网平台的用户天花板，为满足牛市更大量的服务需求以及发展零售财富管理业务蓄力。

图 15：东方财富证券营业部数量（2016 年 12 月-2019 年 1 月）



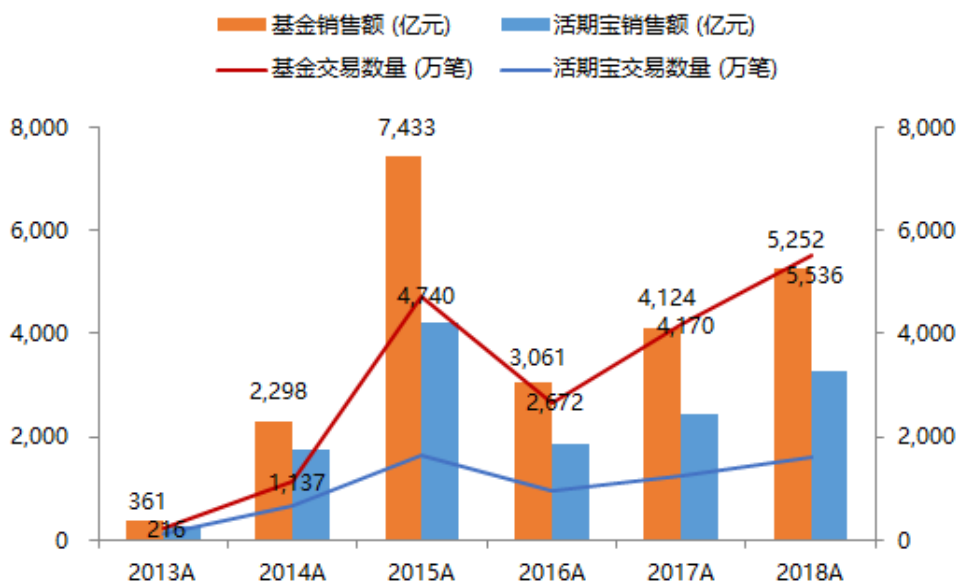
资料来源：公司官网，天风证券研究所

注：柱状表示上一时间点至该时间点期间的新增营业部数量。

3. 基金代销：基金销量稳步增长，交易笔数超 15 年，继续关注行业竞争环境变化

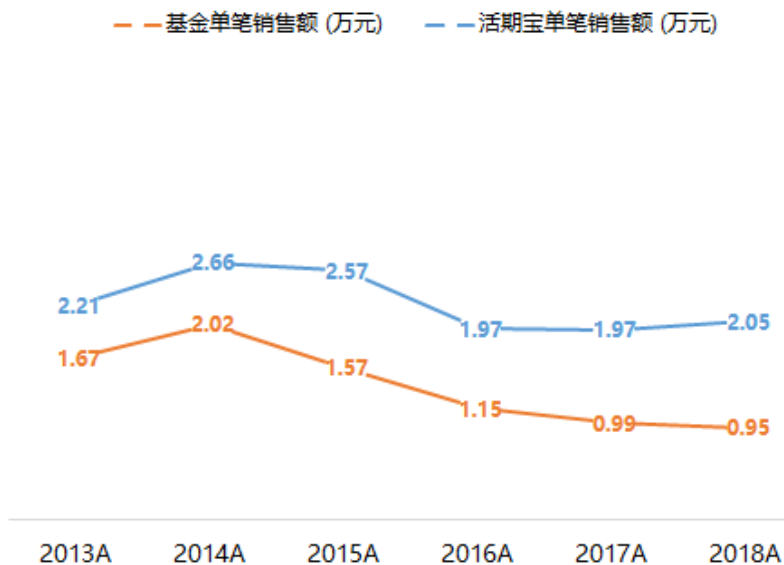
受交易活跃度提升驱动，基金销售额稳步增长，申购交易笔数已超 15 年牛市规模。2018 年基金代销业务继续回升，实现基金申购交易 5,536 万笔，同比增加 32.7%，已超过 2015 年牛市水平（4,740 万笔），基金销售额达到 5,252 亿元，同比增长 27.3%，达到 15 年销售总额的 70.7%。其中，活期宝实现申购交易 1,607 万笔，实现基金销售额 3,287 亿元，占基金销售总额的 62.6%。从笔均销售额来看，单笔交易的平均基金销售额在 2014 年取得峰值后持续下滑，2018 年为 0.95 万元/笔，其中活期宝笔均销售额已企稳回升至 2.05 万元/笔。

图 16：东方财富基金销售额和交易量及活期宝销售额和交易量（2013A-2018A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

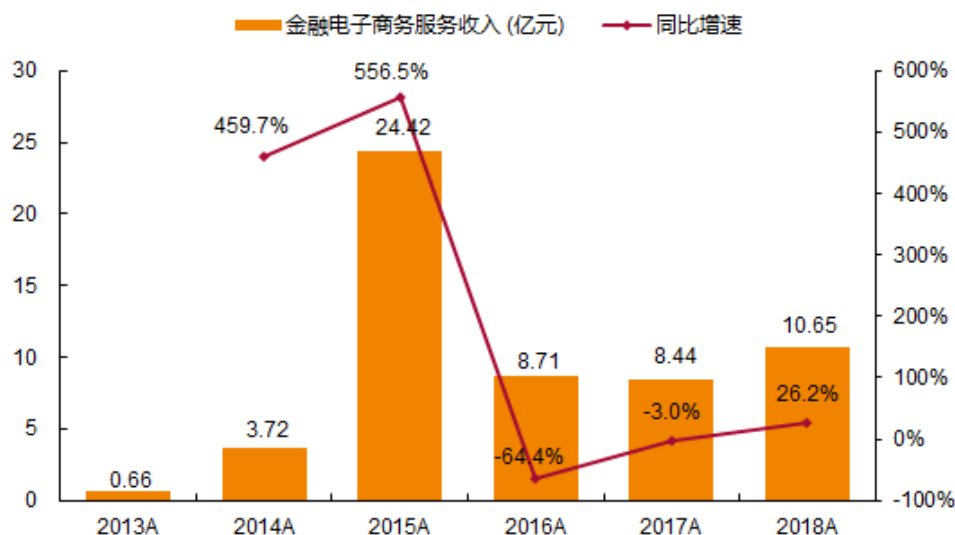
图 17：东方财富每笔平均基金销售额及每笔平均活期宝销售额（2013A-2018A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

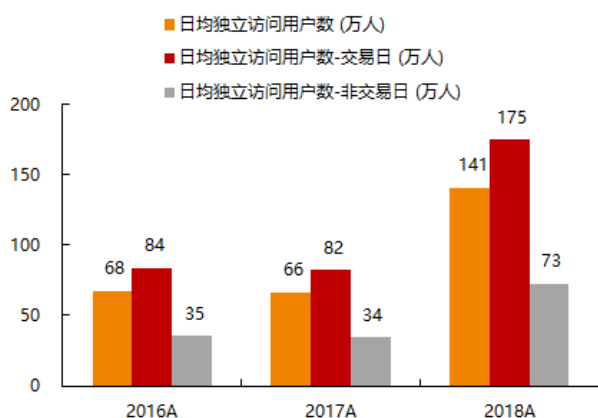
2018 年公司实现金融电商服务收入 10.65 亿元，同比增长 26.2%，继连续两年负增长后重获增长，主要受益于交易活跃度提升。2018 年天天基金日均活跃用户数达到 141 万，同比增长 112%，用户日均使用时长达到 22.3 分钟。根据 QuestMobile 数据，天天基金移动端 2019 年 1 月的用户日均时长同比和环比均取得明显增长，达到近两年的最高值。

图 18：东方财富金融电商服务收入及同比增速（2013A-2018A）



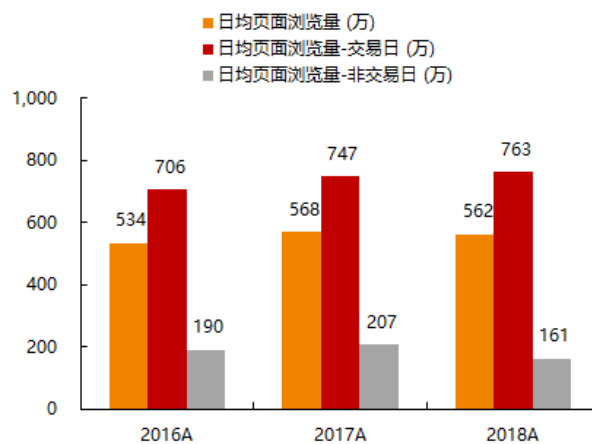
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 19：天天基金日均活跃访问用户数（2016A-2018A）



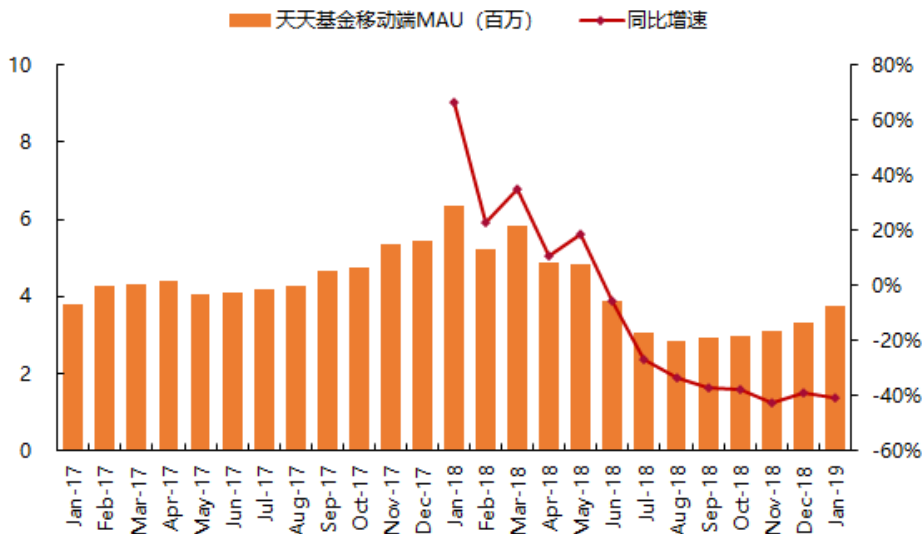
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 20：天天基金日均页面浏览量（2016A-2018A）



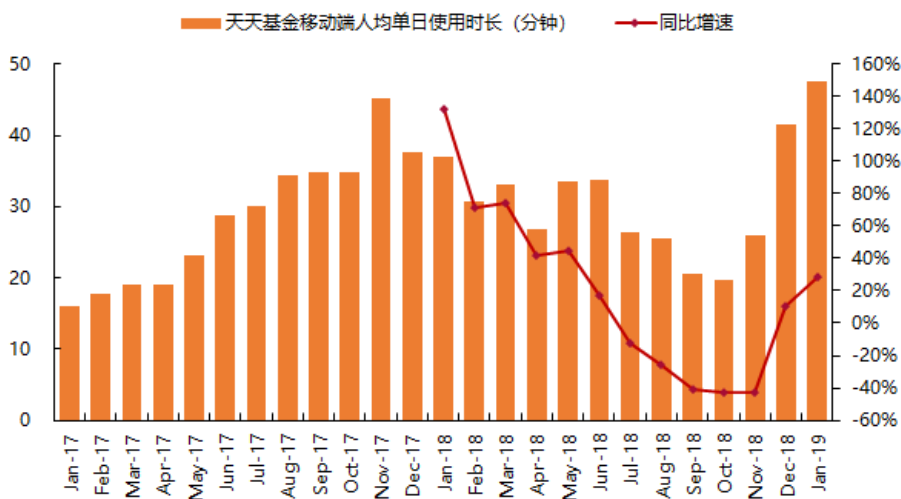
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 21：天天基金移动端 MAU 及同比增速（2017 年 1 月-2019 年 1 月）



资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

图 22：天天基金网移动端人均单日使用时长及同比增速（2017 年 1 月-2019 年 1 月）



资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

我们一直看好东财在核心用户群体的优势，同时也认为需与其他互联网平台共享更广泛的用户红利。目前，国内互联网巨头已悉数进入第三方基金销售行业，以 BATJ 为代表的头部互联网平台具有明显的流量优势，有利于推动基金代销业务快速增长，但同时我们继续强调不同平台的用户定位和流量属性存在差异，天天基金基于东方财富网财经门户集聚的相对专业、垂直的投资用户，区别于阿里蚂蚁系的电商流量、腾讯的社交流量切入并瞄准“小白”投资者，东方财富的核心用户群所面临的竞争压力相对有限。与其同时，随着 90 后为代表的年轻用户群开始成为基金理财的重要主体，我们认为东财也需要与各互联网平台共同分享更广泛的用户红利。

图 23：中国第三方基金销售行业格局

基金代销机构	天天基金	蚂蚁基金 (原数米基金)	好买基金	腾安基金	肯特瑞 (京东金融旗下)	百度百盈 (度小满金融旗下)	陆金所
相关上市公司	东方财富	阿里巴巴	腾讯	腾讯	京东	百度	中国平安
成立时间	2008年12月	2007年8月	2011年8月	2017年1月	2015年8月	2016年8月	2011年9月
取得第三方基金 销售牌照时间	2012年2月	2012年4月 (2015年4月蚂蚁金 服收购68.83%股份)	2012年2月 (2015年4月腾讯第二 次入股后持股28.26%)	2018年1月	2016年1月	2018年8月	2015年8月
上线基金产品 数量 (个)	4,342	3,954	4,082	832	3,706	1,647	3,844
上线基金管理人 数量 (个)	132	120	128	57	106	24	113
基金销售额 (亿元)	3,026	n.a	412	n.a	n.a	n.a	n.a
基金代销收入 (亿元)	5.8	7.3	2.0	n.a	n.a	n.a	n.a
基金代销利润 (亿元)	n.a.	0.5	0.1	n.a	n.a	n.a	n.a
基金交易笔数 (万笔)	3,105	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
用户规模	东方财富网PC用户 7,723万, 移动APP MAU 644万 (2019 年1月); 天天基金网PC用户 1,263万 (2018年8 月), 移动APP MAU 375万 (2019 年1月)	支付宝全球用户数超 10亿 (截至2018年 12月); 余额宝用户数超6 亿, 基金累计交易用 户超6,000万 (截至 2018年末); 蚂蚁财富APP MAU 191万 (2019年1月)	微信用户10.8亿 (截至 3Q18); 财付通+微信 支付绑卡用户超8亿 (截至2Q18); 理财通用 用户1.5亿, 其中有效 用户7,200万 (截至 3Q18); 好买财富累积交易客户 超458万 (截至2018年 6月)	微信用户10.8亿 (截至 3Q18); 财付通+微信 支付绑卡用户超8亿 (截至2Q18); 理财通用 用户1.5亿, 其中有效 用户7,200万 (截至 3Q18)	京东金融覆盖个人用 户4亿 (截至2018年 末); 京东金融APP MAU 2,896万 (2019年1 月)	手机百度APP DAU 1.61亿 (截至4Q18)	平台累计注册用户 3,684万; 活跃投资用 户990万 (截至2Q18); 陆金所APP MAU 150 万 (2019年1月)
用户属性	金融	电商/交易	社交	社交	电商	搜索	金融

资料来源：公司公告，Wind，QuestMobile，天风证券研究所

注：上线基金产品数量和基金管理人数量为截至 2019 年 3 月 5 日数据；基金销售额、基金代销收入、基金代销利润和基金交易笔数为 2018 年 H1 数据。

4. 金融多元化：继公募基金牌照获批，私募领域再复制“天天基金模式”，一站式财富管理更进一步

公募基金牌照获批，财富管理再下一城。2018年10月，公司公告子公司东方财富证券获证监会核准出资2亿元设立全资子公司西藏东财基金。公募基金牌照的获批，是公司继2012年拓展基金代销、2015年收购券商后的又一战略级业务扩张，是东方“嘉信”向财富管理转型的重要里程碑。通过设立公募基金管理公司，公司业务延伸至上游产品开发环节，在基金销售的基础上补足基金生产能力，实现产销一体，完善金融服务链条，同时获得基金管理费等增量收入源，有望成为又一业绩增长引擎。

今年1月，公司发布私募基金资讯与交易平台“优优私募”，将“天天基金模式”再复制到私募行业。结合东财在互联网流量和数据等方面的优势，以及通过基金代销、证券业务等成功探索出平台内的流量转化和变现经验，我们认为公司将对优优私募进行流量、数据、技术、运营等多维度赋能，有望打造出私募基金领域的“天天基金网”。

图 24：东方财富旗下优优私募产品界面



资料来源：优优私募 APP，天风证券研究所

对标嘉信理财，东方财富逐步拓展财富管理业务，有望乘中国财富管理行业东风启航。目前公司通过自设和投资等方式，已拥有较丰富的金融业务牌照，涵盖证券、基金代销、公募基金管理、私募基金、期货、第三方支付、征信、小额信贷等，形成覆盖较广的金融服务版图，逐步打造一站式互联网金融服务大平台。我们看好公司基于流量复用性，通过产品品类扩张及产业链延伸，满足不同用户群的多样化财富管理需求，持续挖掘用户价值。

图 25：东方财富持有金融牌照梳理

业务类型	牌照名称	持有主体	持股方式	持股比例	牌照获取时间
基金代销	经营证券期货业务许可证 (基金销售)	上海天天基金销售有限公司	直接持股	100%	2012年2月
证券(香港)	香港一号金融牌照 (证券交易)	东方财富国际证券有限公司	间接持股	100%	2015年4月
第三方支付	支付业务许可证	宝付网络科技(上海)有限公司	间接持股	27%	2015年7月
证券(内地)	经营证券期货业务许可证 (证券相关业务)	西藏东方财富证券股份有限公司	直接与间接持股	100%	2015年12月
私募基金	私募投资基金管理人登记证	同信投资有限责任公司	间接持股	100%	2015年12月
企业征信	企业征信业务经营备案证	东方财富征信有限公司	直接持股	100%	2016年7月
期货经纪(内地)	经营证券期货业务许可证 (期货经纪)	同信久恒期货有限责任公司	间接持股	96.84%	2016年12月
小额贷款	小额贷款经营许可证	上海徐汇东方财富小额贷款有限公司	直接与间接持股	100%	2017年7月
期货经纪(香港)	香港二号金融牌照 (期货合约交易)	东方财富国际期货有限公司	间接持股	100%	2017年11月
公募基金	经营证券期货业务许可证 (公开募集证券投资基金管理/基金销售)	西藏东财基金管理有限公司	间接持股	100%	2018年10月
保险代理	经营保险代理业务许可证	上海东方财富保险代理有限公司	尚未设立	-	尚未取得

资料来源：公司公告，天风证券研究所

5. 投资建议

我们暂维持盈利预测，后续继续观察市场景气度变化，预计公司 2019-2020 年净利润分别为 15.32 亿元/21.22 亿元，对应 PE 分别为 65.4x/47.2x。公司是 A 股稀缺的线上线下一体化互联网金融平台型公司，深耕垂直用户价值，金融牌照储备日趋健全，中长期有望利用金融交易数据沉淀衍生“AI+金融”的互联网金融独角兽，维持买入评级。

风险提示：资本市场景气度波动，大金融监管政策变化，竞争环境变化，证券业务市占率提升不达预期，新业务落地不达预期

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	12,080.28	11,334.33	8,597.28	9,511.26	10,720.37
应收账款	2,624.75	3,098.85	4,371.91	5,617.41	6,683.95
预付账款	56.67	64.11	71.23	79.18	97.96
存货	142.25	145.71	102.62	219.80	124.13
其他	21,436.11	19,728.79	19,414.32	21,157.73	20,100.28
流动资产合计	36,340.06	34,371.79	32,557.37	36,585.37	37,726.69
长期股权投资	410.44	444.79	444.79	444.79	444.79
固定资产	1,761.27	1,716.42	1,523.26	1,330.10	1,136.94
在建工程	43.83	9.94	9.94	9.94	9.94
无形资产	69.20	77.32	48.19	19.06	0.00
其他	3,217.06	3,175.94	3,167.07	3,137.30	3,100.74
非流动资产合计	5,501.81	5,424.41	5,193.25	4,941.19	4,692.41
资产总计	41,844.76	39,810.96	37,765.39	41,541.32	42,433.86
短期借款	297.99	213.06	0.00	0.00	0.00
应付账款	969.22	1,701.86	563.16	2,139.07	1,208.25
其他	20,477.09	17,374.13	16,831.98	17,400.88	17,005.53
流动负债合计	21,744.30	19,289.05	17,395.14	19,539.95	18,213.78
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	5,407.61	4,814.88	4,514.88	4,264.88	4,064.88
其他	12.40	11.79	13.43	12.54	12.59
非流动负债合计	5,420.01	4,826.67	4,528.31	4,277.42	4,077.47
负债合计	27,164.31	24,115.72	21,923.45	23,817.37	22,291.25
少数股东权益	2.58	0.00	(3.48)	(8.58)	(14.80)
股本	4,288.78	5,168.29	5,168.29	5,168.29	5,168.29
资本公积	6,244.20	5,504.35	5,504.35	5,504.35	5,504.35
留存收益	9,178.63	9,311.70	10,677.13	12,564.25	14,989.13
其他	(5,033.75)	(4,289.10)	(5,504.35)	(5,504.35)	(5,504.35)
股东权益合计	14,680.45	15,695.24	15,841.94	17,723.95	20,142.61
负债和股东权益总	41,844.76	39,810.96	37,765.39	41,541.32	42,433.86

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	634.84	958.22	1,531.77	2,121.96	2,660.27
折旧摊销	216.08	247.13	222.29	222.29	212.22
财务费用	202.00	496.38	117.36	108.66	157.49
投资损失	(85.76)	(66.20)	(196.92)	(197.49)	(201.88)
营运资金变动	(12,336.60)	3,140.83	(1,888.71)	(757.71)	(1,111.60)
其它	5,209.51	(2,109.02)	(3.48)	(5.10)	(6.22)
经营活动现金流	(6,159.93)	2,667.34	(217.70)	1,492.61	1,710.28
资本支出	304.52	177.91	(1.64)	0.89	(0.05)
长期投资	104.66	34.35	0.00	0.00	0.00
其他	(478.82)	(1,388.13)	198.57	196.60	201.93
投资活动现金流	(69.64)	(1,175.87)	196.92	197.49	201.88
债权融资	5,705.59	5,634.34	4,717.02	4,534.39	4,424.23
股权融资	1,390.57	(12.00)	(1,332.61)	(108.66)	(157.49)
其他	1,798.13	(7,427.98)	(6,100.68)	(5,201.85)	(4,969.79)
筹资活动现金流	8,894.29	(1,805.64)	(2,716.28)	(776.12)	(703.05)
汇率变动影响	(0.58)	0.41	0.16	0.23	0.27
现金净增加额	2,664.14	(313.76)	(2,736.89)	914.21	1,209.38

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,546.79	3,123.45	4,293.86	5,579.60	6,881.66
营业成本	397.00	371.34	393.91	459.71	533.54
营业税金及附加	26.89	31.03	45.34	58.91	72.66
营业费用	315.82	259.78	385.36	457.29	584.65
管理费用	1,283.31	1,191.61	1,901.00	2,412.93	2,882.70
财务费用	(32.30)	156.45	117.36	108.66	157.49
资产减值损失	81.45	11.91	22.52	24.31	19.58
公允价值变动收益	(21.79)	49.21	0.00	0.00	0.00
投资净收益	200.03	211.64	197.08	197.72	202.15
其他	(379.99)	(290.12)	(394.16)	(395.44)	(404.30)
营业利润	676.38	1,130.60	1,625.44	2,255.51	2,833.18
营业外收入	6.18	0.17	15.51	13.85	9.84
营业外支出	3.48	9.93	6.16	4.99	4.02
利润总额	679.08	1,120.83	1,634.79	2,264.37	2,839.00
所得税	44.24	162.62	106.50	147.51	184.95
净利润	634.84	958.22	1,528.29	2,116.86	2,654.05
少数股东损益	(2.06)	(0.48)	(3.48)	(5.10)	(6.22)
归属于母公司净利润	636.90	958.70	1,531.77	2,121.96	2,660.27
每股收益(元)	0.12	0.19	0.30	0.41	0.51

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	8.29%	22.64%	37.47%	29.94%	23.34%
营业利润	1.35%	67.16%	43.77%	38.76%	25.61%
归属于母公司净利润	-10.77%	50.52%	59.78%	38.53%	25.37%
获利能力					
毛利率	84.41%	88.11%	90.83%	91.76%	92.25%
净利率	25.01%	30.69%	35.67%	38.03%	38.66%
ROE	4.34%	6.11%	9.67%	11.97%	13.20%
ROIC	22.18%	12.97%	26.77%	28.48%	33.58%
偿债能力					
资产负债率	64.92%	60.58%	58.05%	57.33%	52.53%
净负债率	23.75%	39.77%	33.01%	39.45%	41.73%
流动比率	1.67	1.78	1.87	1.87	2.07
速动比率	1.66	1.77	1.87	1.86	2.06
营运能力					
应收账款周转率	1.11	1.09	1.15	1.12	1.12
存货周转率	18.38	21.69	34.58	34.61	40.02
总资产周转率	0.07	0.08	0.11	0.14	0.16
每股指标(元)					
每股收益	0.12	0.19	0.30	0.41	0.51
每股经营现金流	-1.19	0.52	-0.04	0.29	0.33
每股净资产	2.84	3.04	3.07	3.43	3.90
估值比率					
市盈率	157.26	104.48	65.39	47.20	37.65
市净率	6.82	6.38	6.32	5.65	4.97
EV/EBITDA	56.31	29.37	46.03	34.56	27.51
EV/EBIT	74.47	33.59	51.91	37.81	29.46

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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com