同花顺(300033)/计算机

对比：2019 VS 2015

评级：买入(维持)

市场价格：111.31

分析师：谢春生

执业证书编号：S0740518010002

Email: xiecs@r.qlzq.com.cn

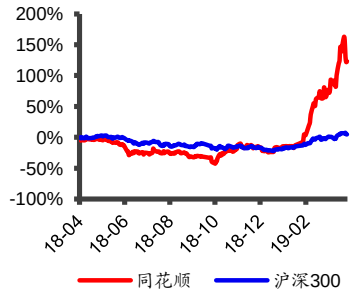
研究助理：杨亚宇

Email: yangyy@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	538
流通股本(百万股)	264
市价(元)	111.31
市值(亿元)	598
流通市值(亿元)	294

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,409.7	1,386.9	2,350.2	3,169.6	4,131.1
增长率 yoy%	-18.7%	-1.6%	69.5%	34.9%	30.3%
净利润（百万元）	725.7	633.9	1,238.1	1,553.8	1,940.2
增长率 yoy%	-40.1%	-12.6%	95.3%	25.5%	24.9%
每股收益（元）	1.35	1.18	2.30	2.89	3.61
每股现金流量	0.25	-0.06	3.81	0.54	4.66
净资产收益率	22.9%	19.0%	31.1%	33.0%	33.8%
P/E	82.5	94.4	48.3	38.5	30.8
PEG	2.9	2.1	66.8	1.3	0.7
P/B	18.9	17.9	15.1	12.7	10.4
备注：					

投资要点

- 对于同花顺而言，我们比较关心的一个问题是，在 2019 年的市场行情下，公司是否能够突破之前业绩高点？这就需要我们对决定公司业绩的核心变量进行分析，对比 2019 年和 2015 年这些核心变量发生了哪些变化。相关变量既包括公司的内生变量，也包括市场等外部变量。当我们对这个问题有个大概的判断时，对公司的业绩空间也就有了一个大致的宏观判断。

- 在进行具体分析之前，我们首选需要明确几个核心问题：同花顺的核心财务指标是哪些（并不一定净利润永远是最重要的指标）？同花顺的弹性业务是哪些（并不是每个业务都具有高弹性-非线性增长）？同花顺的核心自变量包括哪些（并不是每个自变量的权重都是一样大小）？

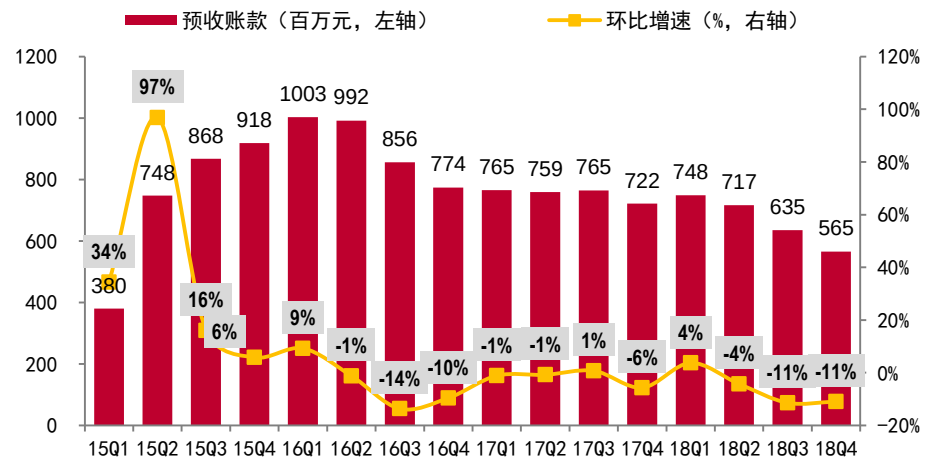
- **1、确定核心指标**

  我们关注的核心指标（变量）无非包括：收入、净利润、预收款、现金流等。

  1）我们知道，对于一般的公司而言，核心的关键指标是净利润。而对于同花顺而言，我们认为，恰恰相反。在以上四个核心指标和变量中，最不重要的指标是净利润。**因为净利润是一个结果变量，它是所有变量传导结束后得到的一个结果**。

  2）如果对同花顺有跟踪研究经验，我们知道应该去分析同花顺的预收款。预收款作为一个先行指标，其变化都能够对公司未来的收入和利润带来一定先行指引。这也是在过去几年中，我们研究同花顺时，非常关注的一个指标。但是，我们认为，预收款也不是最核心的指标。因为预收款是公司将不符合当季收入确认的现金放在了预收款。**它是一个过程变量**。

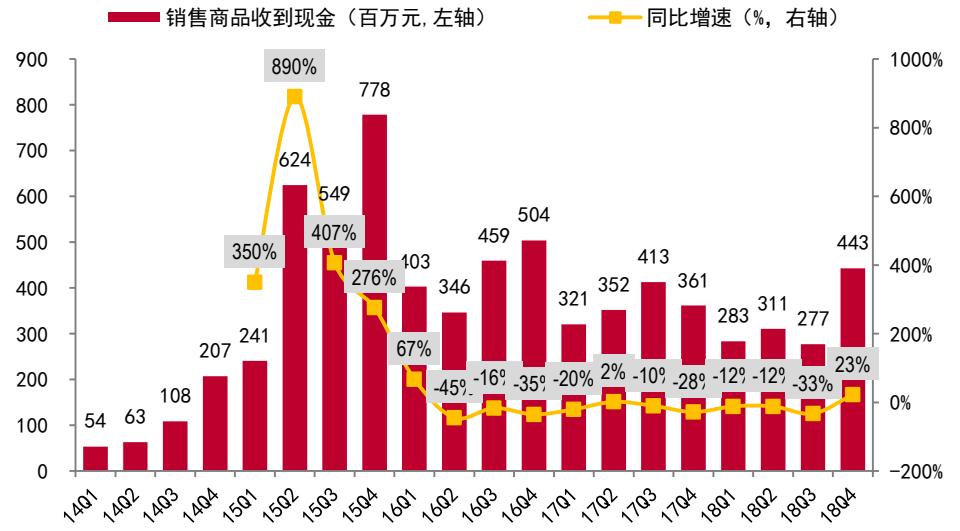
图表 1：预收款情况



来源：iFind，中泰证券研究所

3）我们认为，**现金流才是我们分析同花顺的核心关键**。因为现金流是公司业务变量向财务指标进行转化时，最先体现的变量，这才是我们分析的重点。因此，对于当前时点的财务报表，**我们关注的重心不是净利润，而是现金流**。只要有了现金流，净利润迟早会体现，只是时间问题。

图表 2：现金流情况



来源：iFind，中泰证券研究所

2、确定弹性业务

同花顺的业务包括：电信增值业务、广告及互联网业务、软件系统及维护、基金代销等四个业务。**而在这四个业务中，并不是每个业务都具有弹性**。我们对弹性的定义是：非线性指数增长。也就是当外在核心变量发生变化时，哪个业务有可能呈现非线性指数级增长，这就是我们需要找的弹性业务。

因为我们知道，同花顺业务的核心变量是 C（个人投资者），当 C 发生变化时（C 端散户的参与度提升时），以上哪些业务有望实现快速增长？也就是说，C 是哪个业务的自变量？**我们认为：电信增值业务和广告及互联网业务更具有弹性**。电信增值业务具体包括：PC 端和移动端销售给 C 端的产品模块和增值服务，广告及互联网业务的收入主要是同花顺为券商进行导流开户所获取的收入。

3、确定核心自变量

在以上两个弹性业务中，我们需要确定核心变量是什么？电信增值业务核心变量包括：活跃用户、付费率、单用户 ARPU 值等；广告及互联网业务的核心变量包括：新开户数、单用户导流开户费用。确定这些核心变量之后，我们就可以通过这些核心变量的变化，来推演公司弹性业务的演化过程。

图表 3：业务核心变量

来源：iFind，中泰证券研究所

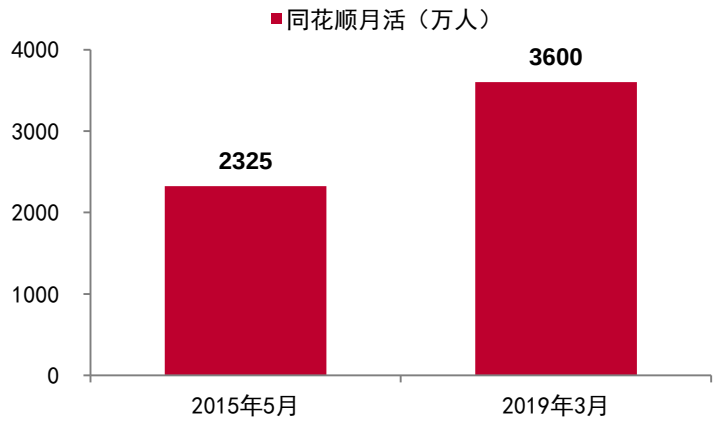
对比研究：

为了进行对比研究，我们选取了 2015 年 5 月和 2019 年 3 月进行对比。来分析关键变量所发生的变化。

■ **1、对比一：月度活跃用户**

月度活跃用户越大，C 端潜在的付费用户就越多。根据易观千帆数据，2015 年 5 月，同花顺 APP 的月度活跃用户在 2300 万左右，2019 年 2 月同花顺 APP 月活为 3400 万。考虑到 3 月份市场交易量的急速放大以及新增开户数的激增，我们预计 2019 年 3 月份，同花顺 APP 的月活或将在 3600 万左右。也就是说，相比与 2015 年 5 月，2019 年 3 月，同花顺 APP 月活增加了 1300 万左右。其中很有意思的一点是：2015 年股市的最高点，并不是同花顺 APP 月活的最高点。

图表 4：同花顺 APP 月活对比：2015 VS 2019



来源：iFind，中泰证券研究所

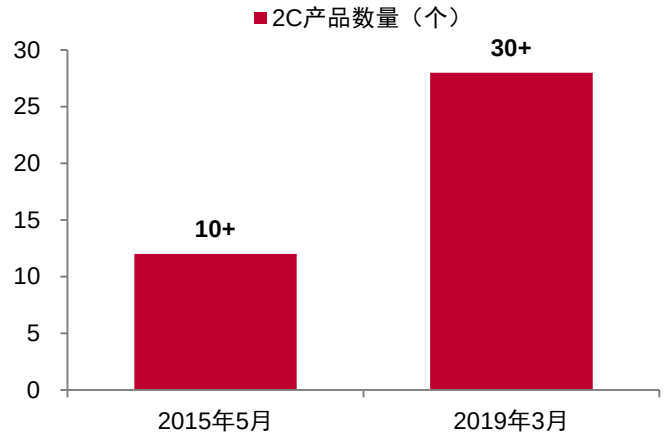
■ **2、对比二：产品数量**

决定付费率和单用户 ARPU 值很重要的一个因素就是产品（数量、维度）。产品数量越多，产品维度越多，产品种类越丰富，能够满足用户不同需求的能力就越强，活跃用户向付费用户的转化率就越高。同时，单用户的 ARPU 值也有望提升，因为可供选择的产品数量增加了，单一用户选择的产品种类也有可能

增加。

根据我们统计，2015 年 5 月，同花顺 APP 上的产品数量大概在 10 余款；2019 年 3 月，同花顺 APP 上的产品模块数量达 30 款左右。产品数量实现了倍增。

图表 5：同花顺 2C 产品对比：2015 VS 2019



来源：iFind，中泰证券研究所

3、对比三：交易量

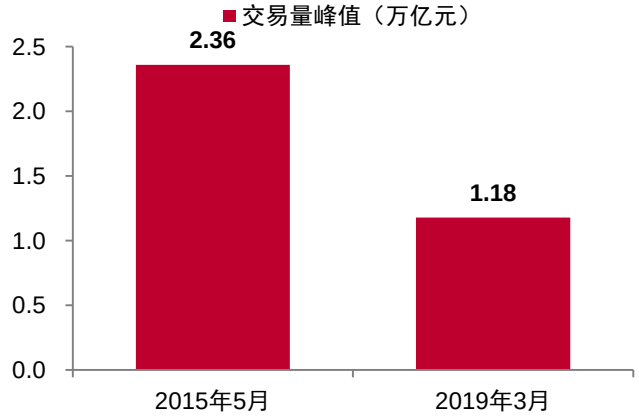
在分析同花顺时，个人散户参与度和交易活跃度是重要参考因素，但这两个因素都是比较难以量化的变量。我们认为，可以通过交易量来间接判断。交易量是一个结果变量，基本反映了市场大部分的交易信息，也在很大程度上反映了市场交易活跃度情况。

我们可以对比一下，2015 年 5 月和 2019 年 3 月，市场交易量情况。2015 年，市场单日交易量峰值为 2.36 万亿元，2015Q2 市场交易量为 97 万亿元。2019 年以来，市场交易量峰值为 1.18 万亿元，2019Q1 交易量为 37 万亿元。

两者对比，我们可以看出，目前的市场交易量与 2015 年上半年相比，还有一定的差距。而我们通过变量之间的逻辑判断，市场交易量越大，C 端用户参与度越高，同花顺业务增量有望越大。

也就是说，1）目前市场交易量还有潜在进一步放大的空间；2）随着市场交易量的扩大，C 端活跃度仍有进一步扩大的空间。3）在目前业务量的基础上，同花顺的 2C 业务也具备一定的增长空间。

图表 6：单日交易量峰值对比：2015 VS 2019



来源：iFind，中泰证券研究所

4、对比四：券商依赖程度

通过上面月活数据，我们看到同花顺的流量优势在逐步强化。目前券商对同花顺流量的依赖程度在逐步增加。主要原因：

1）线下获取新客户的成本越来越大。之前券商还可以通过赠送礼品的形式来激励线下开户的积极性，但目前线下获取客户不仅成本高，甚至是比较少。线上开户是主流。

2）东财经纪业务的崛起。东方财富依靠自身的流量优势，经纪业务市占率在快速提升，对传统券商市占率带来一定挤压。

3）网上销户的实施，使得 C 端用户切换券商的成本降低。C 端用户在不同券商之间迁移的活跃度增强，线上开户更成为各家券商必争之地。

4）同花顺平台上合作券商的数量在增加。2016-2018 年之间，一些实力较强的大型券商，陆续中止了与同花顺的合作，通过自有渠道来吸引客户。而目前，我们看到，随着市场交易活跃度的提升，与同花顺合作的大型券商的数量也在逐步增加。

因此，通过以上分析，我们可以看出，券商对同花顺流量的依赖程度在逐步增加，这在一定程度上会进一步强化同花顺在其中的议价能力。

5、对比五：AI 技术成熟度

我们认为，同花顺 AI 技术成熟度的变化，可能是市场忽略的地方。对于不太了解同花顺的投资者而言，同花顺的 AI 主要是智能投顾。但从实际来看，同花顺 2009 年就开始进行 AI 技术的研发和应用。2015 年，公司将 AI 技术应用于自身的产品模块和增值服务中，包括当时市场比较关注的智能投顾产品。而站在 2019 年时点，公司 AI 技术更加成熟，AI 技术向产品的转化更加顺畅，AI 技术应用的场景也在逐步增加。**我们看到的结果就是：AI 产品化能力的增强**。

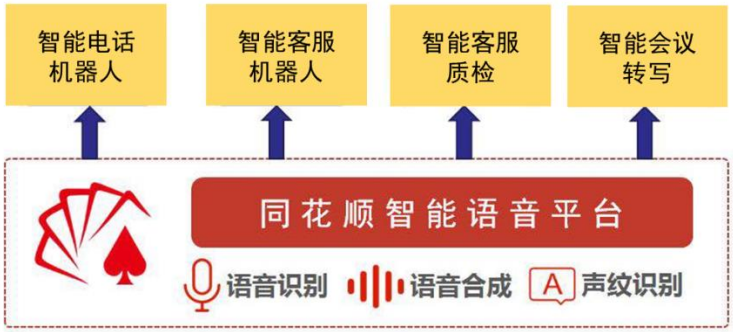
1）2016 年上线智能助理，2017 年上线 Open AI 开放平台，2018 年发布智能外呼、智能客服、智能质检、智能转写等智能语音系列。而其中的智能语音识别和合成技术都是自主研发。

2）AI 技术与业务结合的体现，是 AI 产品化能力的提升。在公司多个 2C 的产品模块中都有 AI 技术的应用。AI 技术的应用能够提升产品的用户体验，进一步强化用户的使用粘性，提升转化率和留存率。

3）通过以上 AI 产品可以看出，同花顺的 AI 技术不仅应用于自身业务，比如 i 问财、智能投顾，还包括利用智能客服推广自己的 2C 产品（原来更多是通过人工坐席来推销 C 端产品）；而且 AI 产品已经扩展到其他非投资类领域。AI 产品覆盖领域的延展性逐步体现。

因此，我们认为，同花顺的产品基因和互联网流量禀赋，使得公司具备较强的业务延展性。

图表 7：同花顺 AI 产品（非投资领域）



来源：iFind，中泰证券研究所

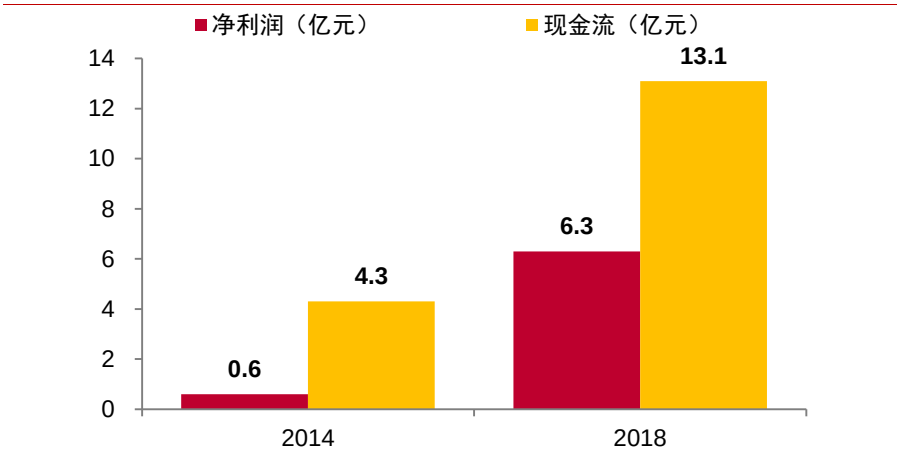
■ **6、对比六：业绩起点**

在上一轮市场走强之前的 2014 年，同花顺的净利润 0.6 亿元，现金流是 4.3 亿元。而，2018 年同花顺的净利润为 6.3 亿元，现金流为 13.1 亿元。可以看到，同花顺各项指标已经站在了一个不同量级的起点。

当然也会有人质疑，目前的利润是不是还有 2015 年牛市所带来了利润存留（预收款的确认）？根据我们分析，同花顺之所以存在预收款，就是因为 2C 业务的收入确认方式。一般某个时点的现金流入，在未来几个季度分别确认。因此，我们认为，目前时点确认的收入和净利润，来自 2015 年预收款的部分非常少，甚至没有（可以忽略）。

而在这个过程中，我们会发现，同花顺的业务结构和商业模式并没有发生根本变化。这说明过去几年利润的增厚基本都是来自于内生变量的演化迭代升级，**这也说明了公司产品力、流量、变现能力、议价能力等综合实力的体现**。

图表 8：核心指标对比



来源：iFind，中泰证券研究所

综合以上，我们认为，相比 2014-2015 年，2019 年的同花顺，其各项业务指标基本都已经实现了跨越。我们认为，如果目前市场交易活跃度能够持续，或者有进一步加大可能的话，同花顺的业绩指标有望达到一个新的高度水平。

■ **盈利预测与投资建议。**我们预计，公司 2019-2021 年归母净利润分别为 12.38 亿元/15.5 亿元/19.4 亿元，EPS 分别为 2.30 元/2.89 元/3.61 元，目前股价对应的 PE 分别为 48 倍、38 倍、31 倍。维持“买入”评级。

■ **风险提示。**市场活跃度低于预期风险，活跃用户转化低于预期风险。.

图表 9：公司主要财务指标

利润表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	**1,386.9**	**2,350.2**	**3,169.6**	**4,131.1**
减:营业成本	146.1	221.4	312.9	410.7
营业税费	20.4	33.9	46.5	60.3
销售费用	148.2	162.8	215.4	336.1
管理费用	501.5	749.2	1,047.4	1,392.0
财务费用	-71.4	-90.5	-114.3	-142.8
资产减值损失	19.3	6.3	8.6	11.4
加:公允价值变动收益	-	-	-	-
投资和汇兑收益	9.4	77.6	43.3	43.5
营业利润	**683.4**	**1,344.7**	**1,696.5**	**2,106.8**
加:营业外净收支	-0.6	7.7	2.2	3.1
利润总额	**682.8**	**1,352.3**	**1,698.7**	**2,109.9**
减:所得税	48.8	114.3	144.9	169.7
净利润	**633.9**	**1,238.1**	**1,553.8**	**1,940.2**

现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	633.9	1,238.1	1,553.8	1,940.2
加:折旧和摊销	38.1	36.3	36.3	36.3
资产减值准备	19.3	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-
财务费用	-1.1	-90.5	-114.3	-142.8
投资收益	-9.4	-77.6	-43.3	-43.5
少数股东损益	-	-	-	-
营运资金的变动	-119.9	1,389.3	-484.7	1,455.4
经营活动产生现金流量	**528.2**	**2,495.6**	**947.8**	**3,245.6**
投资活动产生现金流量	**-49.7**	**65.3**	**51.0**	**42.4**
融资活动产生现金流量	**-483.8**	**-512.2**	**-704.0**	**-774.3**
现金净流量	**-30.1**	**2,045.6**	**290.9**	**2,503.1**

资产负债表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	3,435.1	5,483.7	5,778.6	8,292.3
交易性金融资产	-	-	-	-
应收帐款	41.8	148.1	110.9	216.4
应收票据	-	-	-	-
预付帐款	-	-	-	-
存货	-	-	-	-
其他流动资产	122.3	147.3	148.1	139.2
可供出售金融资产	-	12.3	4.5	5.6
持有至到期投资	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-
投资性房地产	-	-	-	-
固定资产	395.2	361.5	327.8	294.1
在建工程	52.3	52.3	52.3	52.3
无形资产	79.2	76.6	74.0	71.4
其他非流动资产	4.9	7.3	6.4	6.1
资产总额	**4,130.7**	**6,289.1**	**6,502.6**	**9,077.5**
短期债务	-	-	-	-
应付帐款	96.7	391.8	255.4	579.3
应付票据	-	-	-	-
其他流动负债	689.7	1,914.8	1,530.6	2,758.5
长期借款	-	-	-	-
其他非流动负债	4.5	7.3	5.9	5.9
负债总额	**790.8**	**2,313.8**	**1,791.8**	**3,343.7**
少数股东权益	**-**	**-**	**-**	**-**
股本	537.6	537.6	537.6	537.6
留存收益	2,795.2	3,437.6	4,173.2	5,196.2
股东权益	**3,339.9**	**3,975.2**	**4,710.8**	**5,733.8**
负债和股东权益合计	**4,130.7**	**6,289.1**	**6,502.6**	**9,077.5**

财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长性				
营业收入增长率	-1.6%	69.5%	34.9%	30.3%
营业利润增长率	-15.3%	96.8%	26.2%	24.2%
净利润增长率	-12.6%	95.3%	25.5%	24.9%
EBITDA增长率	-19.7%	115.5%	25.4%	23.6%
EBIT增长率	-20.7%	123.6%	26.2%	24.1%
净资产增长率	5.4%	19.0%	18.5%	21.7%
利润率				
毛利率	89.5%	90.6%	90.1%	90.1%
营业利润率	49.3%	57.2%	53.5%	51.0%
净利润率	45.7%	52.7%	49.0%	47.0%
EBITDA/营业收入	43.2%	54.9%	51.1%	48.4%
EBIT/营业收入	40.4%	53.4%	49.9%	47.5%
运营效率				
固定资产周转天数	98	58	39	27
流动资产周转天数	953	718	671	640
应收帐款周转天数	14	15	15	14
存货周转天数				
总资产周转天数	1,083	798	726	679
投资资本周转天数	-57	-124	-148	-159
投资回报率				
ROE	19.0%	31.1%	33.0%	33.8%
ROA	15.3%	19.7%	23.9%	21.4%
ROIC	-165.7%	-1193.3%	-95.0%	-168.0%
费用率				
销售费用率	10.7%	6.9%	6.8%	8.1%
管理费用率	36.2%	31.9%	33.0%	33.7%
财务费用率	-5.1%	-3.9%	-3.6%	-3.5%
三费/营业收入	41.7%	35.0%	36.2%	38.4%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。