

# 公司研究

计算机

信达证券股份有限公司

北京市西城区南闹市口大街  
9号院1号楼6层

分析师：边铁城

投资咨询执业证书编号：

S1500510120018

010-63081253

Biantiecheng@cindasc.com

## 发行上市资料

原总股本（万股）	58500
发行量（万股）	11000
发行价（元）	23.20

## 发行前主要股东及持股比例

张长虹	66.03%
新潮中宝	11.00%
张婷	6.87%
张志宏	3.06%
苏州金沙江	2.50%

# 大智慧：国内最大的互联网金融信息服务商

2011年1月19日

## 摘要：

- ◆ 公司主营业务是以软件终端为载体，以互联网为平台，向投资者提供及时、专业的金融数据和数据分析。从收入规模、利润规模、用户规模等方面看，公司是国内最大的互联网金融信息服务提供商。
- ◆ 互联网金融信息服务进入快速发展期。艾瑞咨询的数据显示，中国互联网金融信息服务的总销售额由2004年的3.3亿元大幅增至2009年的21.8亿元，年复合增长率达到45.9%。当前我国宏观经济快速增长，居民收入稳步增长，投资意愿不断增强。同时，我国互联网用户规模持续快速扩大，网络炒股的投资者数量大幅增长。
- ◆ 近年来公司业务高速增长。2008年、2009年公司营业收入分别增长63.37%和71.88%，显示出强劲的发展势头。净利润也相应增长77.18%、190.48%。主要原因是公司不断推出功能更强大的金融信息服务新产品，而且高端客户比例不断上升。
- ◆ 本次公司公开发行募集资金将投向大智慧金融终端、金融终端手机版、券商综合服务系统升级、金融终端国际版开发以及大智慧专业财经视频等五个项目。
- ◆ 我们预计公司2010-2012年公司实现营业收入分别为5.6亿元、7.84亿元和10.97亿元，归属于母公司的净利润分别为1.64亿元、2.83亿元和4.51亿元，摊薄后每股收益分别为0.24元、0.41元和0.65元。目前计算机应用行业2011年平均动态市盈率约35倍，结合与公司业务最相近的东方财富、同花顺估值情况，同时考虑到公司的行业领先地位应该有一定溢价，我们认为给予公司2011年35-45倍市盈率比较合理，对应的合理价格为14.35-18.45元。

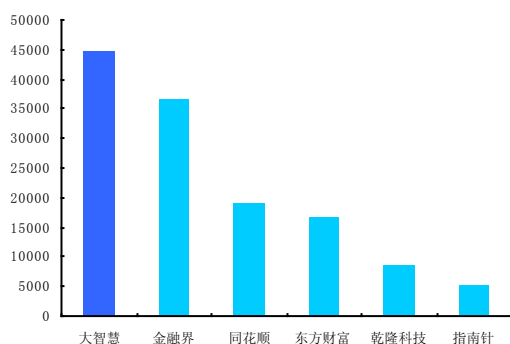
## 1. 国内最大的互联网金融信息服务提供商

公司主营业务是以软件终端为载体，以互联网为平台，向投资者提供及时、专业的金融数据和数据分析。从收入规模、利润规模、用户规模等方面看，公司是国内最大的互联网金融信息服务提供商。

### 1.1 收入和利润规模最大

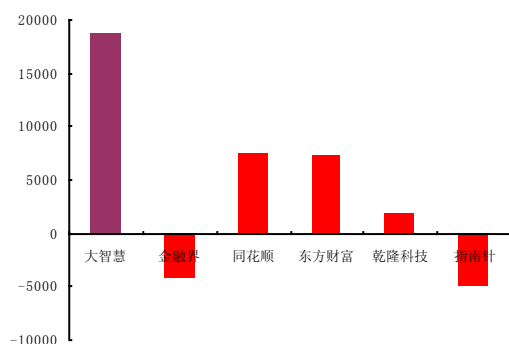
公司 2009 年度营业收入为 4.45 亿元，净利润为 1.88 亿元，明显高于同业公司的收入和利润规模。

图 1: 2009 年可比公司营业收入情况



资料来源：各公司公告

图 2: 2009 年可比公司净利润情况



资料来源：各公司公告

### 1.2 用户规模最大

经过多年的发展，公司已经积累了较大规模的用户群。截至 2009 年底，PC 端产品日均在线用户数量已超过 1000 万元，PC 端产品的付费用户数为 12.78 万元。截至 2009 年 6 月 30 日，同花顺金融资讯及数据服务产品付费用户数为 5.84 万；截至 2009 年 9 月 30 日，东方财富的服务能力可支持约 3 万左右的付费终端用户。由此可见，公司的 PC 端产品付费用户数远大于上述上市可比企业的 PC 端产品付费用户数。

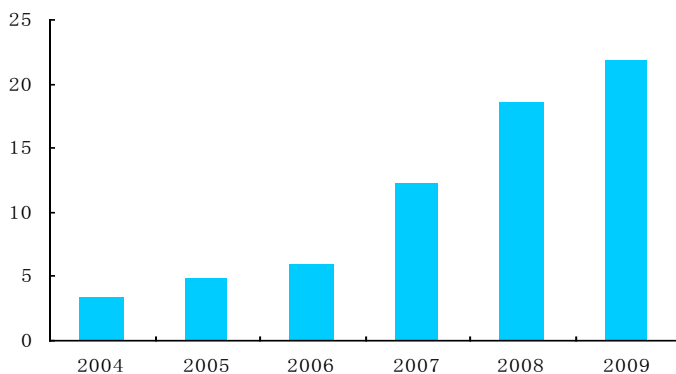
Level-2 数据被广泛用于中国互联网金融信息服务提供商的收费产品中，上证信息公司按照用户数量收取数据费，因此根据服务商支付的 Level-2 数据费可以衡量各公司的优质用户数量的关键指标。公司 2009 年支付 Level-2 数据费约 3403 万元，而同花顺 2009 年上半年包括 Level-2 数据费向上证信息服务公司支付的数据费仅 329.64 万元，东方财富 2009 年 1-9 月支付的数据费为 181.85 万元。

## 2. 互联网金融信息服务进入快速发展期

互联网金融信息服务业在我国属于新兴行业。随着我国资本市场规模逐渐扩大和互联网技术日益成熟，互联网金融信息服务业市场规模快速增长，产品种类日益丰富，经营模式和盈利模式基本成型，进入快速发展阶段。

艾瑞咨询的数据显示，中国互联网金融信息服务业的总销售额由 2004 年的 3.3 亿元大幅增至 2009 年的 21.8 亿元，年复合增长率为 45.9%。

图 3:2004-2009 年中国互联网金融信息服务业市场规模



资料来源：艾瑞咨询

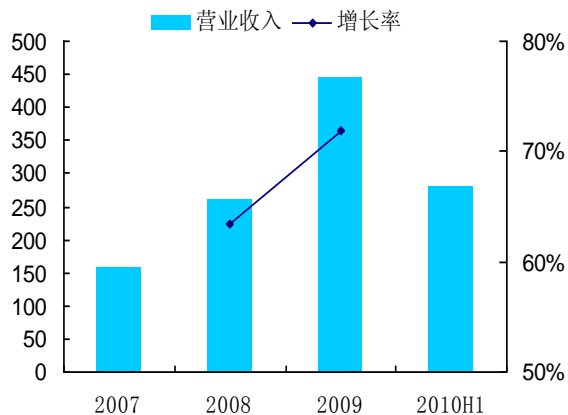
当前我国互联网金融信息服务行业发展面临良好的发展机遇。首先，尽管美、欧盟经济复苏缓慢，但中国经济表现强劲，居民收入稳步增长，投资意愿不断增强；其次，我国互联网用户规模持续快速扩大，网络炒股的投资者数量大幅增长。截至 2010 年 6 月底我国互联网用户规模已达到 4.2 亿人，互联网用户占总人口比重提升至 31.8%。2009 年网络炒股用户规模已达到 5678 万人，占比 14.8%，同比增长 67%。

### 3. 财务分析

#### 3.1 公司营业收入和利润大幅增长

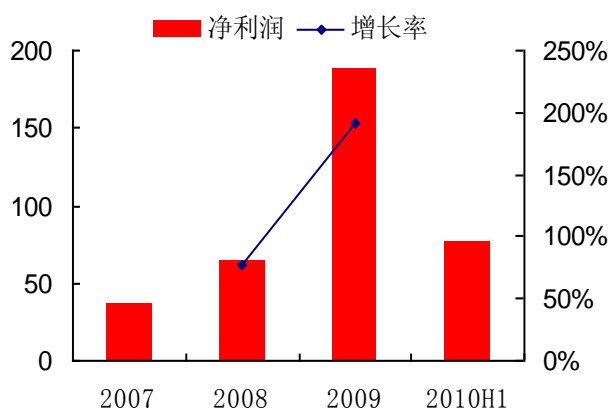
近年来公司业务高速成长。2008 年、2009 年公司营业收入分别增长 63.37% 和 71.88%，显示出强劲的发展势头。净利润也相应增长 77.18%、190.48%。

图 4:2007 年以来公司营业收入情况



资料来源：公司招股说明书

图 5:2007 年以来公司净利润情况

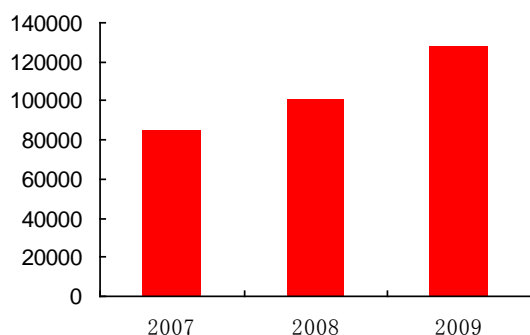


资料来源：公司招股说明书

从收入来源看，金融资讯及数据 PC 终端服务系统是公司的核心业务，该类服务收入占总营业收入的比重达到 90%以上。公司金融资讯及数据 PC 终端服务收入快速增长主要有如下两方面因素：

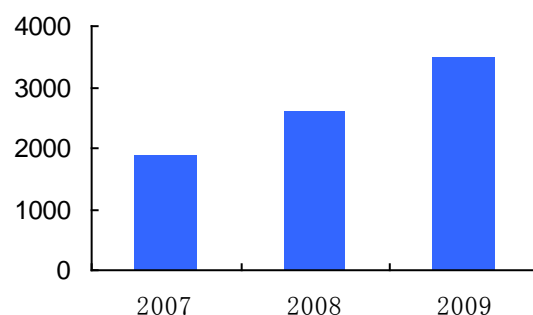
其一是公司不断推出功能更强大的金融信息服务新产品。金融信息直接影响着投资者的决策。公司为满足用户需求，公司领先推出了信息传递更及时、分析功能更强大的金融信息产品。新产品带动公司付费用户数量和金融信息产品整体的价格稳步提升。

图 6：公司付费用户数量



资料来源：公司招股说明书

图 7：公司 ARPU 值



资料来源：公司招股说明书

其二高端产品使得高端用户比例提升。自 2007 年公司开始重点开发高端产品，高端产品收入明显增加。2009 年公司高端产品收入达到 2.47 亿元，占比从 2007 年的 30.73%提高到 2009 年的 55.58%。与此同时，高端用户比例持续提高，2010 年中期 PC 端高端用户占 PC 端付费用户比例达到 10.4%。

### 3.2 公司毛利率水平较高

与一般传统行业相比，公司毛利率水平较高。2009 年公司综合毛利率达到 83.71%，比 2007 年和 2008 年有较大提升，主要是人工成本和设备折旧相对固定，且信息服务费、服务器托管费等变动成本增幅小于营业收入。

图 8：2007 年以来公司毛利率变化情况



资料来源：公司招股说明书

不过，与同行业公司相比，2007 年和 2008 年的公司毛利率较低，主要原因是公司的信息使用费成本高于同行业可比公司。公司信息使用费较高的原因是公司几乎所有收费产品包含 Level-2 行情数据，而且 2007 年下半年就开始销售 TopView 产品，同期同行业公司仅有部分收费产品包含 Level-2 行情数据并且 2008 年才开始销售同类型产品。2009 年随着 TopView 产品退市，以及公司自身高端用户数量快速增长，公司毛利率明显提升，略低于行业平均水平。

表 1：互联网金融信息服务主要公司毛利率对比

年份	金融界	同花顺	东方财富	大智慧
2009	84.79%	90.29%	86.93%	83.71%
2008	83.34%	78.00%	78.65%	62.27%
2007	82.91%	89.26%	79.51%	65.05%

资料来源：公司招股说明书

## 4. 募集资金投资项目

公司本次向社会公众公开发行 11000 万股份，占公司发行后总股本的 15.83% 公司募集资金将投向现有产品升级以及新产品开发等五个项目。

表 2：公司募投项目及投资进度

项目名称	投资额	第一年	第二年	第三年
1、大智慧金融终端升级项目	38,000.00	21,360.10	7,617.53	9,022.37
2、金融终端手机版升级项目	18,500.00	11,309.25	3,290.83	3,899.92
3、券商综合服务系统升级项目	12,000.00	7,037.60	2,270.37	2,692.03
4、金融终端国际版开发项目	12,000.00	5,285.05	3,161.40	3,553.55
5、大智慧专业财经视频项目	22,000.00	9,567.97	5,686.81	6,745.22
合计	102,500.00	54,559.97	22,026.94	25,913.09

资料来源：公司招股说明书

大智慧金融终端平台升级和改造，可以扩充金融行情和信息数据库，增强数据平台的整体数据处理与加工能力，提高系统运行的稳定性与安全性；大智慧手机版产品升级，主要打造一个适用于移动终端的金融信息数据库与数据挖掘系统，通过适应性开发，提升对各品牌、各型号手机的支持能力；券商综合服务系统的升级是在现有大智慧证券营业部各版本服务系统的基础上，通过应用新技术，全面增强公司既有产品的功能，以满足证券公司客户不断提升的需求；金融终端国际版开发是在现有大智慧金融终端的基础上，对后台数据库和财经资讯实施多语言改造，以拓展境外市场；大智慧专业财经视频项目是以网络视频传播的形式向投资者提供专业财经资讯，拓展公司业务范围。

## 5. 盈利预测与估值

我们预计公司 2010-2012 年公司实现营业收入分别为 5.6 亿元、7.84 亿元和 10.97 亿元，归属于母公司的净利润分别为 1.64 亿元、2.83 亿元和 4.51 亿元，

摊薄后每股收益分别为 0.24 元、0.41 元和 0.65 元。

表 3：利润预测表

单位：百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	445	560	784	1097
营业成本	72	98	135	187
营业税金及附加	24	29	41	58
营业费用	88	160	180	219
管理费用	51	100	110	121
财务费用	1	-5	-6	-8
资产减值损失	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	0	0	0
营业利润	209	178	324	520
营业外收入	7	15	10	10
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	216	193	333	530
所得税	29	29	50	80
净利润	188	164	283	451
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	188	164	283	451
EBITDA	216	178	325	521
EPS（元）	0.27	0.24	0.41	0.65

目前计算机应用行业 2011 年平均动态市盈率约 35 倍，结合与公司业务最相近的东方财富、同花顺估值情况，同时考虑公司行业领先地位应该有一定溢价，我们认为给予公司 2011 年 35-45 倍市盈率比较合理，对应的合理价格为 14.35-18.45 元。发行价为 23.20 元，定价可能偏高。

表 4：可比公司估值情况

	09A	10E	11E	12E
行业	66.1	49.1	35.1	25.1
同花顺	56.1	40.7	30.8	22.9
东方财富	91.6	71.8	52.3	42.7
恒生电子	50.9	43.7	33.0	25.5
生意宝	80.6	54.9	39.5	29.5
银之杰	54.5	43.1	31.8	24.0
信雅达	77.8	34.8	21.7	15.5
焦点科技	88.3	54.1	35.8	23.8

资料来源：WIND

## 评级说明

### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准。

### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深300指数涨幅20%以上
	买入	相对沪深300指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对沪深300指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深300指数跌幅10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深300指数涨幅10%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深300指数跌幅10%以上

## 免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。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。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

## 信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区闹市口大街9号院1号楼信达金融中心6层研究开发中心  
 邮编：100031  
 传真：0086 10 63081102