

公司研究/首次覆盖

2019年09月16日

计算机软硬件/计算机应用 II

投资评级：增持（首次评级）

当前价格(元): 120.85
合理价格区间(元): 126.29~134.95

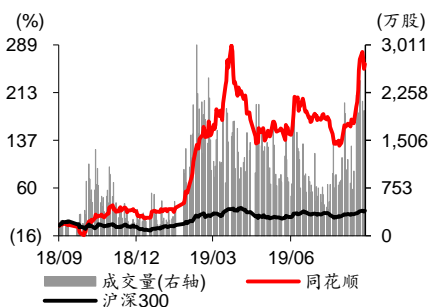
谢春生 执业证书编号: S0570519080006
研究员 xiechunsheng@htsc.com

郭雅丽 执业证书编号: S0570515060003
研究员 010-56793965
guoyali@htsc.com

郭梁良 021-28972067
联系人 guoliangliang@htsc.com

金兴
联系人 jinxing@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

流量优势和产品基因驱动高成长

同花顺(300033)

同花顺：金融垂直领域互联网龙头

同花顺是国内领先的行情交易软件提供商，拥有 C 端强大的流量优势。在公司的发展过程中，经历了从行情软件向互联网厂商的升级。而完成这一升级背后的核心驱动因素在于，同花顺强大的产品化能力。未来公司流量优势有望转化为议价能力，有望享有更大发展空间。我们预计，公司 EPS 分别为 1.73 元、2.48 元、3.19 元。目标价 126.29-134.95 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

电信增值业务：产品基因的充分体现

电信增值业务是同花顺收入占比最大的业务。该业务的主要内容包括：PC 端和移动端的行情交易软件以及种类众多的增值服务和功能模块。这些构成了同花顺 2C 的强大产品线。目前，同花顺在 PC 和移动端提供的产品线数量模块多达 30 余款，而且产品类型和产品层级都体现出多样化，为挖掘各个类型用户的产品需求点。

预收款拐点出现

电信增值业务的下游客户主要以 C 端用户为主，而且是采用预付款的模式。因此该业务的收入确认的时间点具有互联网公司业务的特点，也就是在再某一时间点收到的现金流，只是把符合收入的部分却认为收入，不符合收入确认的金额则放在预收款中。因此，预收款是我们观察公司电信增值业务的主要指标之一。从近几个季度预收款变化来看，19Q1 开始，同花顺预收款已经出现拐点。19Q2 预收款金额为 7.20 亿元，环比增长 11%，有望进入逐步提升的趋势中。

流量优势带来议价能力提升

1) 传统券商面临来自于东方财富这样互联网券商的竞争，而且传统券商之间的竞争也更加激烈。2) 网上销户的实施，从某种程度上，降低了个人投资者切换券商开户的成本，使得具备流量资源的平台价值更加凸显。3) 目前在行情交易软件市场，同花顺月活最高。稀缺的流量资源，使其对下游客户（券商）议价能力较高。

首次覆盖，“增持”评级

我们认为，同花顺的产品矩阵更加齐全，相对客户的议价能力有望逐步提升。我们预计，公司 2019-2021 年，收入分别为 20.20 亿元、26.55 亿元、34.43 亿元，同比增速分别为 45.68%、31.39%、29.68%。归母净利润分别为 9.31 亿元、13.33 亿元、17.16 亿元，同比增速分别为 46.99%、43.06%、28.74%，对应的 EPS 分别为 1.73 元、2.48 元、3.19 元，对应 PE70、49、38 倍。可比公司 2019 年平均市盈率 70 倍，考虑到公司龙头地位，互联网流量优势有望带来长期变现潜力，给予公司 2019 年 73-78 倍目标 PE，对应目标价 126.29-134.95 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：流量变现低于预期的风险，市场交易量下降的风险，费用用户数量增加低于预期的风险。

公司基本资料

| | |
|---------------|--------------|
| 总股本 (百万股) | 537.60 |
| 流通 A 股 (百万股) | 264.30 |
| 52 周内股价区间 (元) | 28.80-130.99 |
| 总市值 (百万元) | 64,969 |
| 总资产 (百万元) | 4,332 |
| 每股净资产 (元) | 6.23 |

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

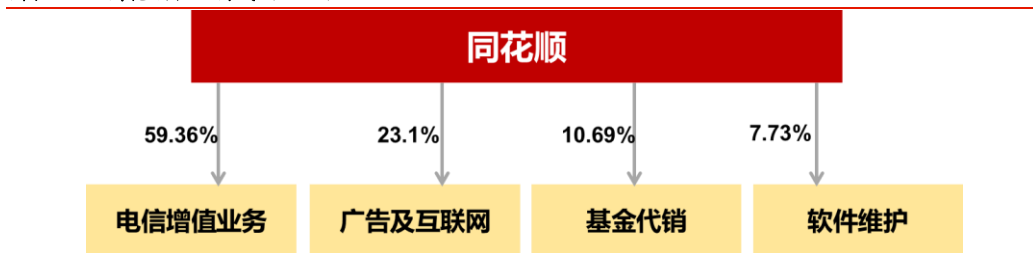
| 会计年度 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|---------|---------|--------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 1,410 | 1,387 | 2,020 | 2,655 | 3,443 |
| +/-% | (18.69) | (1.62) | 45.68 | 31.39 | 29.68 |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 725.65 | 633.93 | 931.81 | 1,333 | 1,716 |
| +/-% | (40.11) | (12.64) | 46.99 | 43.06 | 28.74 |
| EPS (元, 最新摊薄) | 1.35 | 1.18 | 1.73 | 2.48 | 3.19 |
| PE (倍) | 89.53 | 102.49 | 69.72 | 48.74 | 37.86 |

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

同花顺：互联网金融龙头

同花顺：金融垂直领域互联网龙头。同花顺是国内领先的行情交易软件提供商，拥有 C 端强大的流量优势。在公司的发展过程中，经历了从行情软件向互联网厂商的升级。而完成这一升级背后的核心驱动因素在于，同花顺强大的产品化能力。目前，同花顺的业务包括：电信增值业务、广告及互联网业务、基金销售业务、软件销售及维护等。

图表16：同花顺收入构成（2018）



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表17：金融资讯服务商的商业模式

| 服务模式 | 业务描述 | 收入来源 | 市场参与者 |
|------------|--|-----------------------|------------------------|
| 财经网站资讯服务 | 通过网站浏览的形式为用户提供免费的财经资讯。包括专业财经网站、各大门户网站财经频道。 | 网络广告 | 和讯、新浪财经频道等 |
| 金融数据信息服务 | 通过网站和专用客户端为证券市场投资者提供金融信息、金融数据、分析工具等 | 信息、数据、客户端等服务费 | 金融界、同花顺、大智慧、指南针、钱龙等 |
| 手机金融信息服务 | 依托移动运营商网络，通过短信、彩信、WAP 方式、GPRS 方式为用户提供基于手机终端的金融信息服务 | 通过提供无线增值服务收取信息服务费 | 同花顺、联通华健、大智慧、掌上网、胜龙科技等 |
| 证券行情交易系统服务 | 为证券公司、基金公司提供证券行情委托交易系统、资讯发送系统、网络安全应用等系统，并提供日常的维护 | 系统的销售、定向开发的收入，以及维护费收入 | 同花顺、通达信、钱龙、恒生电子等 |

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表18: 截至2019H1同花顺股权结构图

| | | | | | | | |
|---------------|-------------|----------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 叶崢 (实际控制人) | 叶琼玖 (董事) | 石狮市凯士奥投资咨询有限公司 | 于浩淼 | 王进 | 中央汇金 | 中国证金 | 其他股东 |
| 36% | 11.91% | 9.97% | 5.14% | 4.51% | 3.00% | 1.10% | 28.37% |

同花顺

资料来源: Wind、华泰证券研究所

收入增速触底回升。同花顺收入与资本市场具有一定的相关性。从同花顺收入增速数据可以看出: 1) 随着业务模式的逐步成熟, 公司收入增速的波动性逐步减小, 当然这其中也与近几年平稳的行情相关。2) 19H1 公司的收入增速开始出现拐点向上的迹象。结合目前资本市场特点以及公司的商业模式的逐步成熟, 我们认为, 上半年同花顺业绩拐点已现。

图表19: 同花顺各业务收入增速

| 收入增速 (%) | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 19H1 |
|--------------|--------------|-------------|--------------|---------------|--------------|--------------|
| 增值电信业务 | 43.7% | 320% | 22.7% | -13.8% | -4.3% | 8.5% |
| 广告及互联网业务推广服务 | | 4019% | 35.2% | -20.4% | 1.7% | 74.8% |
| 电子商务及其他 | | 1082% | -4.3% | -61.2% | 14.6% | 80.3% |
| 网上行情交易系统服务 | 7.4% | 123% | 14.2% | 28.7% | -2.6% | 25.0% |
| 合计 | 44.4% | 443% | 20.2% | -18.7% | -1.6% | 24.0% |

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

电信增值业务：产品基因的充分体现

电信增值业务，是同花顺收入占比最大的业务。该业务的主要内容包括：PC端和移动端的行情交易软件以及种类众多的增值服务和功能模块。这些构成了同花顺2C的强大产品线。目前，同花顺在PC和移动端提供的产品线数量模块多达30余款，而且产品类型和产品层级都体现出多样化，为挖掘各个类型用户的产品需求点。

图表20：电信增值业务典型产品

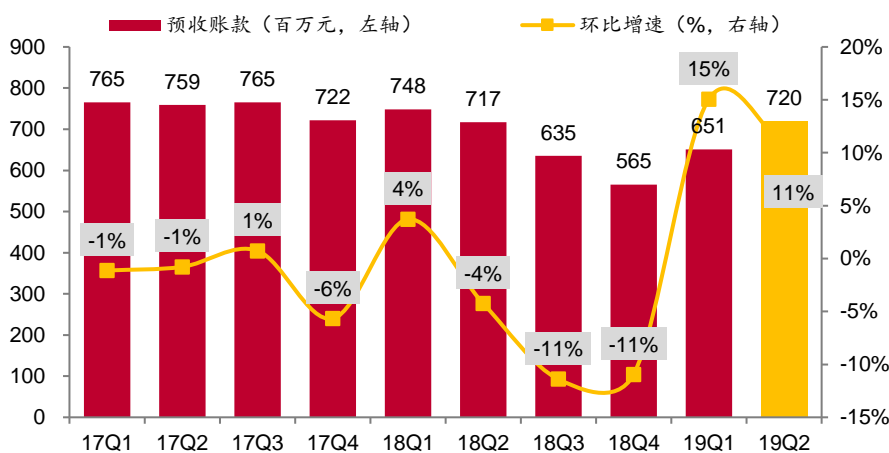
| | | |
|------|---------|---|
| 典型产品 | Level-2 | 十档行情、逐笔成交、委托买卖总量、最佳买卖价位上的前50笔委托明细等增值信息 |
| | 短线宝 | 采用量化分析与大数据分析相结合的方法，挖掘个股在日线/60分钟/30分钟甚至15分钟等小周期的“牛股形态” |
| | 金融大师 | 运用人工智能与大数据技术，并结合精心研发的九维投资理念，是专为高端投资者量身打造的高端投资决策与服务系统 |
| | 大战略 | 从趋势把握，资金应用，选股角度，股票组合，操作方法等五大要素出发，为用户提供帮助和建议 |
| | 财富先锋 | 从趋势把握，资金应用，选股角度，股票组合，操作方法等五大要素出发，为用户提供帮助和建议 |
| | | |

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

预收款拐点出现。由于电信增值业务的下游客户主要以C端用户为主，而且是采用预付款的模式。因此该业务的收入确认的时间点具有互联网公司业务的特点，也就是在再某一时间点收到的现金流，只是把符合收入的部分却认为收入，不符合收入确认的金额则放在预收款中。因此，预收款是我们观察公司电信增值业务的主要指标之一。

从近几个季度预收款变化来看，19Q1开始，同花顺预收款已经出现拐点。19Q2预收款金额为7.20亿元，环比增长11%，有望进入逐步提升的趋势中。

图表21：同花顺预收款



资料来源：Wind，华泰证券研究所

广告及互联网业务

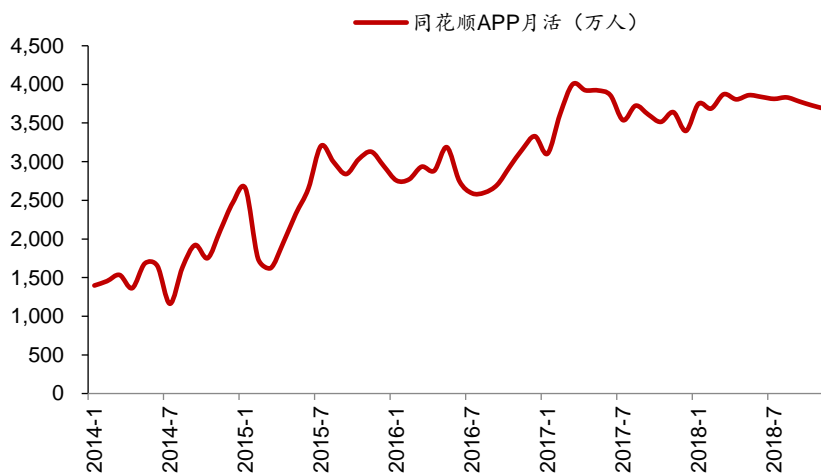
广告及互联网业务：流量优势的充分体现。广告及互联网业务是同花顺进行流量变现的重要途径之一。同花顺流量变现的方式与BAT等互联网公司类似，也是通过导流的形式来进行后向收费。同花顺的收费客户主要以券商机构为主，进行经纪业务的导流开户。

我们认为，同花顺对客户的议价能力有望进一步提升，潜在其他的商业模式也值得关注。主要基于以下几点：

- 1) 传统券商面临来自于东方财富这样互联网券商的竞争，而且传统券商之间的竞争也更加激烈。
- 2) 网上销户的实施，从某种程度上，降低了个人投资者切换券商开户的成本，使得具备流量资源的平台价值更加凸显。
- 3) 目前在行情交易软件市场，根据易观国际数据，同花顺月活最高。稀缺的流量资源，使其对下游客户（券商）议价能力较高。

但需要注意的是，这个业务虽然是依靠C端流量资源来变现，但其付费的用户是B端客户。所以该业务的收入确认方式和确认时点，并不具备C端收费的预收款属性，而是与下游客户（券商或其他金融机构）属性相关。

图表22：同花顺移动端APP月活

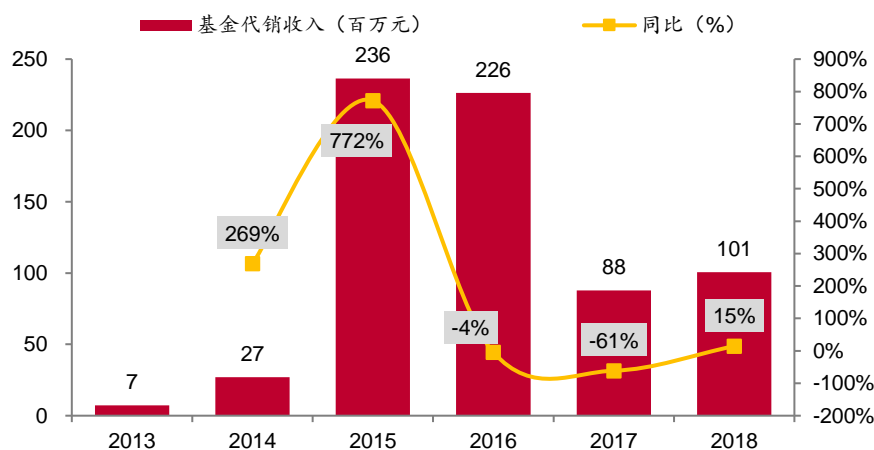


资料来源：易观国际，华泰证券研究所

基金销售业务

目前除银行代销基金外，用户还可以通过基金公司官网、第三方基金销售平台、电商等购买基金，基金销售竞争越来越激烈。目前各家基金第三方销售平台处于发展初期。公司利用客户资源优势大力宣传和推广第三方基金销售服务业务。2018年，同花顺基金代销相关业务收入为1.01亿元，同比增长15.0%。2019年上半年，该业务收入为0.75亿元，同比增长80.3%。

图表23：基金销售业务收入



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

基金产品丰富。2013年6月，同花顺上线基金公司数仅23家（同期东方财富为51家），上线基金产品数383只（同期东方财富为995只）。根据公司中报，2019年上半年，同花顺和东方财富上线基金公司数分别为141和133家，上线基金产品数分别为7830和7179只。

盈利预测与投资建议

同花顺业务主要包括：电信增值业务、广告及互联网业务、基金代销业务和软件维护业务等。我们对主要几个业务的判断如下。

1、电信增值业务

电信增值业务主要包括：PC端和移动端的交易行情软件，以及相关的功能模块等。这个业务的下游客户主要以C端客户为主。我们认为，影响这个业务的变量包括付费用户和ARPU值等。

我们认为，同花顺的流量用户数量有望逐步增加，流量优势依然比较明显。2016-2018年，电信增值业务收入分别为9.98亿元、8.60亿元、8.23亿元，同比增速分别为22.7%、-13.8%、-4.3%。19H1该业务收入增速为8.5%。

我们认为，由于电信增值业务是2C收费，采用预收的模式。因此对该业务收入的预测，我们可以参考下预收款的变化情况。19Q1预收款出现拐点向上，环比增长15%，19Q2预收款环比增长11%。同时，电信增值业务的直接相关的变量是市场活跃度，而这个指标难以量化，我们采用市场交易量来代替。市场交易量越高，市场活跃度越高，2C购买意愿和力度也就越高。而从19H1市场交易量来看，同比18H1增长40%左右。我们认为，同花顺2C业务产生的潜在收入增长幅度也有望达到对应的程度。

而从未来2-3年维度来看，我们认为，该业务的驱动因素一方面来自于市场活跃度的提升，另一方面更重要的来自于付费用户的转化和产品线的增加。我们看到，2019年同花顺2C的产品线已经多达30余款，目前产品数量仍在不断增长。所以，在假设明年交易量保持平稳情景下，公司有望依靠付费用户数的提升以及产品矩阵的扩张，来进一步保证该业务的增长。

基于以上判断，我们认为，2019-2021年，该业务收入增速分别为：35%、30%、30%。

毛利率方面，该业务历史毛利率稳定在90%左右，交易软件产品已较为成熟，后续升级维护开支有限，因此我们预计未来毛利率仍将保持稳定，预计2019-2021年毛利率分别为89.34%、88.75%、88.62%。

2、广告及互联网业务

广告及互联网业务主要是为券商的导流开户业务。这个业务的影响因素主要包括：股票市场的活跃度、对接券商的数量等。2016-2018年，广告及互联网业务收入分别为3.96亿元、3.15亿元、3.20亿元，同比增速分别为35.2%、-20.4%、1.7%。

目前，同花顺对接的券商数量也在逐步增加，这些都有望为该业务的增长提供驱动。19H1，广告及互联网业务收入增速为75%，主要推动因素来自于市场活跃度的提升以及对接券商数量的增加。我们认为，这一增长趋势有望延续至全年。

从未来2-3年维度来看，我们认为，这个业务的核心驱动主要来自两个方面，1) 网上销户的实施，降低了个人切换券商的成本。2019年上半年网上销户开始实施，加快了个人投资者在不同券商之间的流动性。而切换券商流动性的增加，流量转化效率的提升。根据易观国际数据，2018年同花顺的月度活跃用户大概在3600万左右，网上切换券商成本降低，使得导流开户客户群体从拓展增量到挖掘存量迁移，增长空间有望打开。2) 随着券商之间竞争加剧，券商对同花顺流量依赖性提升。因此，同花顺对接券商数量有望增加，导流费用有望提升，进而促进广告及互联网业务增长。

基于以上假设，我们预计，2019-2021年，该业务的收入增速分别为70%、35%、30%。

毛利率方面，该业务历史毛利率较高，2016-2018年在97%以上。考虑到券商对同花顺导流依赖性提升，同花顺掌握导流费用率话语权，具有一定议价空间。因此我们预计2019-2021年该项目毛利率保持稳定，分别为97.50%、97.57%、97.45%。

3、基金代销业务

基金代销业务的主要影响因素包括：销售基金的规模、销售费率等。2016-2018年，基金代销业务收入分别为2.26亿元/0.88亿元/1.01亿元，同比增速分别为-4.3%、-61.2%、14.6%。19H1基金代销业务收入增速为88%。基金代销业务下游需求也与市场活跃度有关，2019年三季度市场交投依旧活跃，且叠加流动性边际宽松和外资投资额度放开等利好因素，2019年基金代销业务高增速有望延续。目前A股市场投资者结构与香港、美国市场差距仍大，放眼长期，机构投资者占比提升是大势所趋。未来两年，随着金融改革开放的深化，机构投资者占比有望进一步提升，基金代销业务有望保持增长。基于以上假设我们认为，基金代销相关业务，2019-2021年的收入增速分别为85%、40%、35%。

毛利率方面，历史上该业务毛利率稳定在93%左右，预计未来三年仍将保持平稳，2019-2021年该业务毛利率保持稳定，分别为93.50%、93.07%、93.38%。

4、软件销售和维修

软件销售和维修业务主要是指同花顺在2012年推出的iFinD，主要是针对机构户销售软件，并每年收取服务费。不同于项目型订单，服务费逐年确认，因此相对比较稳定。2016-2018年，该业务收入分别为1.14亿元、1.47亿元、1.43亿元，同比增速分别为22.7%、-13.8%、-4.3%。19H1软件销售和维修收入增速为25.0%。目前，存量市场中竞品Wind市占率高。未来两年，随着金融改革开放的深化，新增金融机构释放采购需求，iFinD有望凭借性价比优势取得销售突破。我们预计，2019-2021年，该业务收入增速分别为25%、20%、20%。

毛利率方面，iFinD产品化程度较高，2018年受行业竞争影响，售价有一定下调，目前已恢复。市场格局趋于稳定，我们预计未来三年有望保持平稳，并恢复至2018年前的水平，预计2019-2021年分别为87.48%、87.48%、86.64%。

图表24：同花顺主要业务收入

| 收入(百万元) | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 增值电信业务 | 997.8 | 860.3 | 823.2 | 1111.3 | 1444.8 | 1878.2 |
| 同比增长(%) | | -13.79% | -4.31% | 35.00% | 30.00% | 30.00% |
| 广告及互联网 | 395.7 | 315.1 | 320.4 | 544.6 | 735.2 | 955.8 |
| 同比增长(%) | | -20.37% | 1.68% | 70.00% | 35.00% | 30.00% |
| 电子商务及其他 | 226.3 | 87.8 | 100.6 | 186.1 | 260.6 | 351.8 |
| 同比增长(%) | | -61.20% | 14.59% | 85.00% | 40.00% | 35.00% |
| 软件销售与维修 | 113.9 | 146.6 | 142.7 | 178.4 | 214.1 | 256.9 |
| 同比增长(%) | | 28.69% | -2.63% | 25.00% | 20.00% | 20.00% |
| 合计 | 1733.7 | 1409.7 | 1386.9 | 2020.5 | 2654.6 | 3442.6 |
| 同比增长(%) | | -18.69% | -1.62% | 45.68% | 31.39% | 29.68% |

资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表25: 同花顺毛利率假设

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率(%) | 91.8 | 90 | 89.47 | 90.68 | 90.27 | 90.28 |
| 增值电信业务 | 91.11 | 89.15 | 87.77 | 89.34 | 88.75 | 88.62 |
| 软件销售与维护 | 90.31 | 87.16 | 84.96 | 87.48 | 87.48 | 86.64 |
| 基金代销服务及其他 | 93.19 | 92.83 | 94.31 | 93.50 | 93.07 | 93.38 |
| 广告及互联网业务推广服务 | 97.3 | 97.94 | 97.27 | 97.50 | 97.57 | 97.45 |
| 电子商务及其他 | 86 | 74.49 | 84.87 | 81.79 | 80.38 | 82.35 |

资料来源: Wind、华泰证券研究所

费用率方面, 公司销售渠道已搭建完成, 未来三年销售费用率有望保持稳定, 预计2019-2021年销售费用率与2018年保持一致, 为10.68%。管理费用率方面, 考虑到公司B端软件业务扩张还需进行一定团队扩充, 预计未来三年管理费用率高于2018年水平, 预计保持在12.6%的水平。研发费用率方面, 目前公司主要产品线均已完成开发, 未来研发费用率有望企稳, 鉴于公司对人工智能等新技术研发投入较大, 预计公司2019-2021年研发费用率分别为24%、20%、20%。

图表26: 同花顺费用率假设

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销售费用率 | 5.59% | 8.77% | 10.68% | 10.68% | 10.68% | 10.68% |
| 管理费用率 | 23.61% | 7.89% | 7.60% | 12.60% | 12.60% | 12.60% |
| 研发费用率 | | 24.79% | 28.56% | 24.00% | 20.00% | 20.00% |

注: 2016年管理费用率中包含研发费用

资料来源: Wind、华泰证券研究所

我们认为, 同花顺的产品矩阵更加齐全, 相对客户的议价能力有望逐步提升。我们预计, 公司2019-2021年, 收入分别为20.20亿元、26.55亿元、34.43亿元, 同比增速分别为45.68%、31.39%、29.68%。归母净利润分别为9.31亿元、13.33亿元、17.16亿元, 同比增速分别为46.99%、43.06%、28.74%, 对应的EPS分别为1.73元、2.48元、3.19元, 对应PE70、49、38倍。可比公司2019年平均市盈率70倍, 考虑到公司龙头地位, 互联网流量优势有望带来长期变现潜力, 给予公司2019年73-78倍目标PE, 对应目标价126.29-134.95元。首次覆盖, 给予“增持”评级。

图表27: 可比公司估值表

| 证券代码 | 证券简称 | 收盘价 | 总市值 | EPS | | | | PE | | | |
|-----------|------|-----------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | 2018E | 2019E | 2020E | 2021E |
| | | 2019/9/12 | 亿元 | | | | | | | | |
| 600570.SH | 恒生电子 | 82.07 | 659.14 | 0.80 | 1.18 | 1.45 | 1.87 | 102 | 70 | 57 | 44 |
| 300377.SZ | 赢时胜 | 12.77 | 94.78 | 0.24 | 0.30 | 0.42 | 0.50 | 53 | 42 | 30 | 26 |
| 300059.SZ | 东方财富 | 16.55 | 1,111.43 | 0.14 | 0.25 | 0.33 | 0.42 | 116 | 66 | 49 | 40 |
| 603383.SH | 顶点软件 | 88.30 | 106.12 | 1.00 | 1.25 | 1.53 | 1.90 | 89 | 71 | 58 | 47 |
| 600446.SH | 金证股份 | 24.89 | 212.36 | -0.14 | 0.24 | 0.37 | 0.54 | -183 | 105 | 68 | 46 |
| | 平均 | | 436.77 | 0.41 | 0.64 | 0.82 | 1.04 | 35 | 71 | 52 | 40 |
| 300033.SZ | 同花顺 | 120.85 | 649.69 | 1.18 | 1.73 | 2.48 | 3.19 | 102 | 70 | 49 | 38 |

注: 同花顺EPS为华泰预测, 其他公司为Wind一致预期

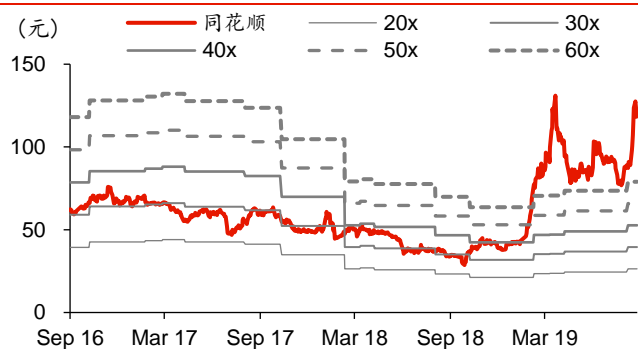
资料来源: Wind、华泰证券研究所

风险提示

- 1、流量变现低于预期的风险，流量变现低于预期影响公司收入规模；
- 2、市场交易量下降的风险，市场交易活跃度下降影响公司广告和互联网业务及基金代销业务；
- 3、付费用户数量增加低于预期的风险，付费用户增速低于预期影响公司电信增值业务收入增长。

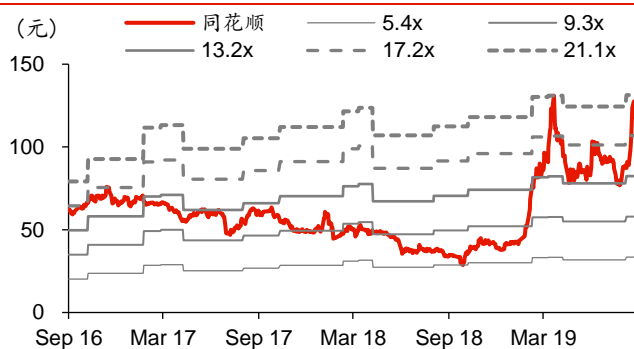
PE/PB – Bands

图表28: 同花顺历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表29: 同花顺历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

| 会计年度 (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产 | 3,744 | 3,599 | 4,617 | 5,779 | 7,114 |
| 现金 | 3,507 | 3,435 | 4,394 | 5,545 | 6,853 |
| 应收账款 | 11.85 | 12.75 | 15.76 | 22.47 | 29.21 |
| 其他应收账款 | 50.63 | 29.07 | 58.82 | 75.94 | 90.20 |
| 预付账款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 存货 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他流动资产 | 174.59 | 122.26 | 148.43 | 135.34 | 141.88 |
| 非流动资产 | 466.97 | 531.59 | 599.20 | 713.75 | 878.15 |
| 长期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定投资 | 361.92 | 395.19 | 391.69 | 373.71 | 348.49 |
| 无形资产 | 79.77 | 79.21 | 75.44 | 71.98 | 68.36 |
| 其他非流动资产 | 25.29 | 57.19 | 132.06 | 268.06 | 461.30 |
| 资产总计 | 4,211 | 4,131 | 5,217 | 6,492 | 7,992 |
| 流动负债 | 1,036 | 786.37 | 1,203 | 1,529 | 1,852 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付账款 | 33.70 | 36.34 | 49.62 | 64.68 | 85.05 |
| 其他流动负债 | 1,003 | 750.02 | 1,154 | 1,465 | 1,767 |
| 非流动负债 | 5.83 | 4.48 | 5.00 | 4.35 | 4.26 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非流动负债 | 5.83 | 4.48 | 5.00 | 4.35 | 4.26 |
| 负债合计 | 1,042 | 790.84 | 1,208 | 1,534 | 1,856 |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股本 | 537.60 | 537.60 | 537.60 | 537.60 | 537.60 |
| 资本公积 | 356.78 | 356.78 | 356.78 | 356.78 | 356.78 |
| 留存公积 | 2,288 | 2,438 | 3,112 | 4,066 | 5,239 |
| 归属母公司股东权益 | 3,169 | 3,340 | 4,009 | 4,959 | 6,136 |
| 负债和股东权益 | 4,211 | 4,131 | 5,217 | 6,492 | 7,992 |

现金流量表

| 会计年度 (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 经营活动现金 | 582.73 | 528.20 | 1,157 | 1,451 | 1,762 |
| 净利润 | 725.65 | 633.93 | 931.81 | 1,333 | 1,716 |
| 折旧摊销 | 38.73 | 38.10 | 32.28 | 33.81 | 34.46 |
| 财务费用 | (61.01) | (71.41) | (162.07) | (205.74) | (256.63) |
| 投资损失 | (42.80) | (9.45) | (22.27) | (22.27) | (22.27) |
| 营运资金变动 | (135.49) | (152.13) | 355.27 | 313.61 | 293.28 |
| 其他经营现金 | 57.64 | 89.15 | 22.12 | (1.30) | (2.67) |
| 投资活动现金 | 22.15 | (49.69) | (96.61) | (123.71) | (172.40) |
| 资本支出 | 27.89 | 105.30 | 100.00 | 150.00 | 200.00 |
| 长期投资 | 0.00 | (2.70) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他投资现金 | 50.04 | 52.91 | 3.39 | 26.29 | 27.60 |
| 筹资活动现金 | (483.84) | (483.84) | (101.13) | (177.01) | (281.96) |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 普通股增加 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资本公积增加 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他筹资现金 | (483.84) | (483.84) | (101.13) | (177.01) | (281.96) |
| 现金净增加额 | 96.23 | 15.05 | 959.39 | 1,150 | 1,308 |

利润表

| 会计年度 (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|---------|---------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 1,410 | 1,387 | 2,020 | 2,655 | 3,443 |
| 营业成本 | 141.01 | 146.08 | 188.27 | 258.26 | 334.51 |
| 营业税金及附加 | 21.01 | 20.38 | 29.13 | 38.95 | 50.25 |
| 营业费用 | 123.68 | 148.18 | 215.88 | 283.63 | 367.82 |
| 管理费用 | 111.28 | 105.45 | 254.65 | 334.58 | 433.90 |
| 财务费用 | (61.01) | (71.41) | (162.07) | (205.74) | (256.63) |
| 资产减值损失 | 0.03 | 19.34 | 45.84 | 45.84 | 45.84 |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | (20.00) | 3.30 | 4.40 |
| 投资净收益 | 42.80 | 9.45 | 22.27 | 22.27 | 22.27 |
| 营业利润 | 806.58 | 683.37 | 995.93 | 1,433 | 1,845 |
| 营业外收入 | 0.12 | 0.09 | 9.69 | 3.30 | 4.36 |
| 营业外支出 | 0.52 | 0.68 | 2.02 | 1.07 | 1.26 |
| 利润总额 | 806.18 | 682.78 | 1,004 | 1,436 | 1,848 |
| 所得税 | 80.52 | 48.85 | 71.80 | 102.71 | 132.24 |
| 净利润 | 725.65 | 633.93 | 931.81 | 1,333 | 1,716 |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归属母公司净利润 | 725.65 | 633.93 | 931.81 | 1,333 | 1,716 |
| EBITDA | 784.30 | 650.06 | 866.14 | 1,262 | 1,623 |
| EPS (元, 基本) | 1.35 | 1.18 | 1.73 | 2.48 | 3.19 |

主要财务比率

| 会计年度 (%) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | (18.69) | (1.62) | 45.68 | 31.39 | 29.68 |
| 营业利润 | (37.76) | (15.27) | 45.74 | 43.94 | 28.73 |
| 归属母公司净利润 | (40.11) | (12.64) | 46.99 | 43.06 | 28.74 |
| 获利能力 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 90.00 | 89.47 | 90.68 | 90.27 | 90.28 |
| 净利率 | 51.48 | 45.71 | 46.12 | 50.21 | 49.85 |
| ROE | 22.90 | 18.98 | 23.25 | 26.88 | 27.97 |
| ROIC | (199.01) | (615.83) | (202.02) | (195.33) | (206.47) |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 24.74 | 19.15 | 23.16 | 23.62 | 23.22 |
| 净负债比率 (%) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 流动比率 | 3.61 | 4.58 | 3.84 | 3.78 | 3.84 |
| 速动比率 | 3.61 | 4.58 | 3.84 | 3.78 | 3.84 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.34 | 0.33 | 0.43 | 0.45 | 0.48 |
| 应收账款周转率 | 122.28 | 107.03 | 134.57 | 131.84 | 126.45 |
| 应付账款周转率 | 3.67 | 4.17 | 4.38 | 4.52 | 4.47 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 1.35 | 1.18 | 1.73 | 2.48 | 3.19 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 1.08 | 0.98 | 2.15 | 2.70 | 3.28 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 5.90 | 6.21 | 7.46 | 9.22 | 11.41 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE (倍) | 89.53 | 102.49 | 69.72 | 48.74 | 37.86 |
| PB (倍) | 20.50 | 19.45 | 16.21 | 13.10 | 10.59 |
| EV_EBITDA (倍) | 78.46 | 94.66 | 71.04 | 48.78 | 37.91 |

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测