

## 同花顺(300033)/计算机

## 19Q2 现金流分析

**评级: 买入(维持)**
**市场价格: 91.38**
**分析师: 谢春生**
**执业证书编号: S0740518010002**

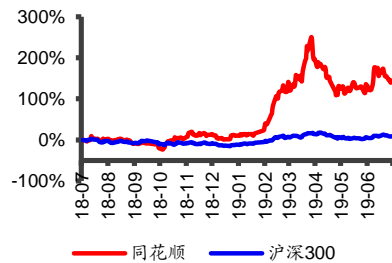
Email: xiecs@r.qlzq.com.cn

**研究助理: 杨亚宇**

Email: yanggy@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)     | 91.38 |
| 市值(亿元)    | 491   |
| 流通市值(亿元)  | 242   |

**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 | 2,267.9 | 3,058.5 | 3,986.6 |
| 增长率(%)    | -18.7%  | -1.6%   | 63.5%   | 34.9%   | 30.3%   |
| 净利润(百万元)  | 725.7   | 633.9   | 1,068.6 | 1,443.5 | 1,772.4 |
| 增长率(%)    | -40.1%  | -12.6%  | 68.6%   | 35.1%   | 22.8%   |
| 每股收益(元)   | 1.35    | 1.18    | 1.99    | 2.69    | 3.30    |
| 每股现金流量    | 0.25    | -0.06   | 3.47    | 0.56    | 4.31    |
| 净资产收益率    | 22.9%   | 19.0%   | 27.5%   | 31.6%   | 32.2%   |
| P/E       | 67.7    | 77.5    | 46.0    | 34.0    | 27.7    |
| PEG       | 2.6     | 1.9     | -11.2   | 1.3     | 0.7     |
| P/B       | 15.5    | 14.7    | 12.6    | 10.7    | 8.9     |

备注:

**投资要点**

- 同花顺披露 2019 年上半年业绩预告, 2019H1, 公司预计归母净利润为 2.20 亿元-2.77 亿元, 同比增长 15%-45%。19Q2 单季度归母净利润为 1.20-1.77 亿元, 同比增长 3%-53%。

2019H1, 公司预计非经常损益为 500-700 万元, 去年同期非经常损益为 1269 万元。相比归母净利增速, 扣非归母净利增速或将略微提升。

我们认为, 同花顺业绩增长的主要驱动因素来自于, 2019 年上半年 A 股市场行情对相关变量的推动。具体包括: 1) C 端用户对股票投资参与度的提升。2) A 股交易量的放大。3) 新增开户数的增加等。

**重申: 同花顺变量分析的方法**

对于同花顺报表的分析和解读, 我们需要确定: 核心变量是什么? 收入、净利润、预收款、现金流四个变量中, 哪个变量才是最重要的? 哪个变量是因, 哪个变量是果? 我们认为, 以上四个变量中, 最重要是变量是现金流, 其他三个变量都是结果变量或过程变量。

这是由同花顺 2C 的商业模式和收入确认方式决定的。之所以称之为核心变量, 是因为这个变量能够对业务的运行和进展, 进行同步、有效的反映和刻画。

其实我们确定核心变量的目的是, 从分析这个变量, 能够更好的体现和还原出公司业务在某一时间段的运行情况。如果某些变量的数据与业务数据和业务运行的真实情况不同步的话, 这些变量可能就不是我们短期关注的核心变量。

分析同花顺, 需要我们突破传统 IT 公司的分析思路, 来寻找最能体现公司业务变化的那个变量。这个变量就是现金流, 这主要是由公司 2C 的业务属性来决定的。

因此, 我们认为, 同花顺各变量之间分析的顺序是: 先分析现金流变化情况, 在分析预收款变化, 最后才是收入和净利润的分析。

**变量分析一: 现金流**

现金流作为同花顺业务对报表影响的比较靠前的一个变量, 需要我们重点分析。对于同花顺的四个业务而言: 电信增值、广告及互联网、基金销售和软件系统维护, 能够对公司现金流带来比较大权重影响的前两各业务: 电信增值和广告互联网业务。

根据我们之前的分析, 电信增值业务 2C 属性更重一些, 广告互联网业务 2B 属性更重一些。这里我们需要说明的是, 我们这里的 2B 或者 2C 是从商业模式的角度来划分的, 比如广告互联网业务是面向 2C 的业务, 但收入是来自于 B 端客户 (比如券商等)。

我们认为, 针对 C 端的炒股软件和增值服务的收入是在电信增值业务中, 针对

券商的导流开户的收入是在广告互联网业务中。由此，我们可以通过分析这两个业务来判断现金流的变化情况。

1) 对于 C 端的炒股软件及增值服务业务，其主要决定变量是付费用户和单用户 ARPU 值。但这两个变量并没有公开的官方数据，我们只能从其他关联变量，来进行大致估算。我们利用市场交易量来反映 C 端散户对股市的参与程度。也以此来估算 19Q2 现金流的大致体量。

根据 iFinD 数据，19Q1 A 股交易量为 33.85 万亿元，19Q2 交易量为 35.29 万亿元，环比 19Q1 增加 4.2%。2019 年 1-6 月份的月度交易量分别为：6.47 万亿元、8.82 万亿元、18.56 万亿元、16.83 万亿元、9.76 万亿元、8.70 万亿元。可以看出，19Q2 的交易量还是在持续扩大。我们以此简单估算，19Q2 同花顺 2C 业务产生的现金流有望比 19Q1 略增。

2) 对于广告及互联网业务，由于这个业务是 2B 业务，即由券商来支付费用，其有一定的季度属性。根据历史数据，一般上半年，该业务收入占比大概在 25%-30% 左右，主要回款在下半年。而我们认为，对于上半年两个季度，上半年收入确认主要在第二季度。这主要是与券商结算的时间点有关。

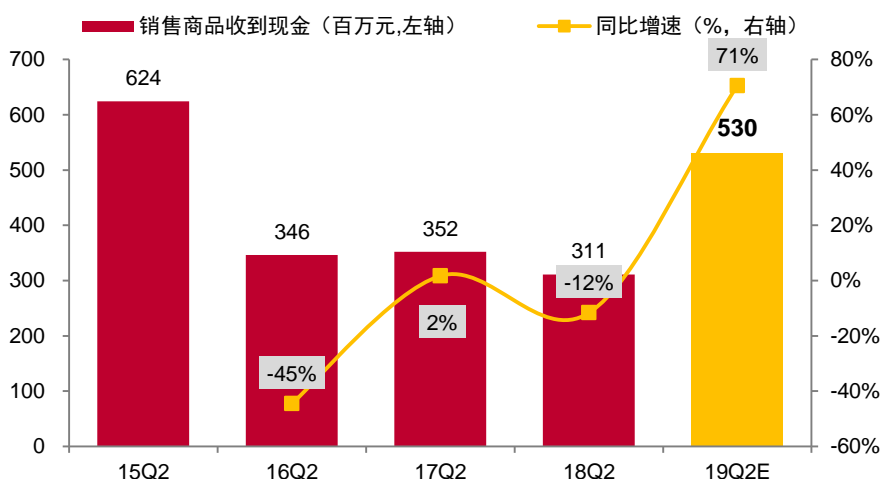
因此，我们判断，19H1，广告互联网业务带来的现金流入主要发生在 19Q2。根据历史数据来看，16H1、17H1、18H1 的该业务收入分别为 0.67 亿元、0.92 亿元、0.77 亿元。我们认为，决定该业务的变量主要包括：开户数和交易量。

根据深交所数据，2019 年 3 月，深市新增开户数 299 万户，环比 2 月的 143 万增长 109%。我们认为，2019 年 4 月和 5 月或将延续新开户数快速增长的势头，但增速环比或将下降。从交易量来看，19H1 交易量为 69.14 万亿元，同比增加 33%。因此，我们判断，19H1 同花顺的广告互联网业务带来的现金流或将在 60%-80% 的增速，大概为 1.3 亿元左右。而我们认为，这 1.3 亿左右的现金流或将大部分在 19Q2 确认。

结合以上两点，我们认为，19Q2，2C 业务带来的现金流相比 19Q1 持平略增，广告互联网业务带来的现金流或将在 1.3 亿左右。19Q1 同花顺销售商品收到的现金流为 3.92 亿元。我们判断，19Q2 同花顺销售商品收到的现金流或将在 5.3 亿元左右。

我们需要强调的是，对于我们估算的这个数据，我们试图想估算的是大概的体量，不追求精确性。

图表 1: 销售商品收到的现金流预测



来源: iFinD, 中泰证券研究所

### ■ 变量分析二：预收款

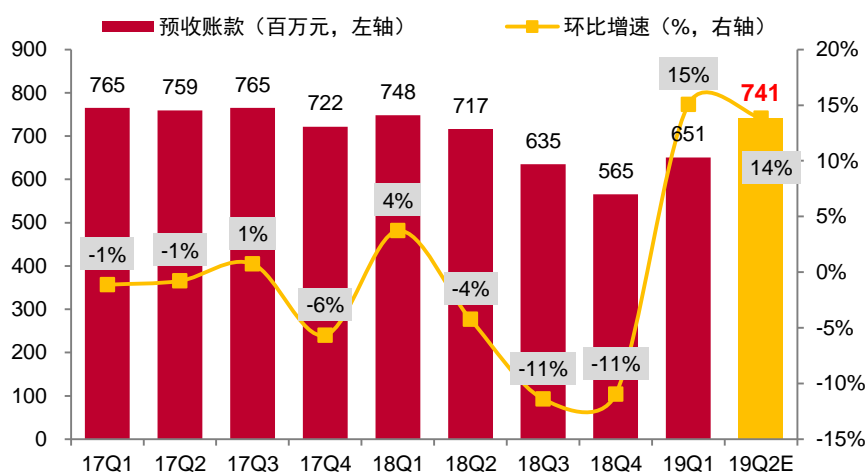
在以上我们对现金流估算的基础上，我们对预收款进行预判。在判断之前，我们需要先了解：现金流、预收款、收入这三个变量之间的关系。

我们认为，其关系可以用公式表示为： $现金流 = 预收款的变化值 + 收入$ 。

其背后的业务含义是，销售商品收到的现金在预收款和收入两个项目中进行分配，符合收入确认的计入到收入项，不符合收入确认的计入到预收款。

而对于放在预收款里多少金额，是由 2C 产生的现金流决定的。根据我们上面的假设，我们认为 19Q2 同花顺 2C 业务产生的现金流环比 19Q1 持平略增。因此，我们判断，环比 19Q1，19Q2 预收款增加的金额或将持平略增。19Q1 预收款增加额为 0.85 亿元，我们预计 19Q2 预收款增加额或将在 0.9 亿元左右。因此，19Q2 预收款有望继续保持增长。

图表 2：预收款的预测



来源：iFinD，中泰证券研究所

### ■ 变量分析三：收入分析

基于以上对现金流和预收款的分析，根据我们假设，19Q2 销售商品收到的现金流是在 5.3 亿元左右，预收款增加额为 0.9 亿元左右，那么我们预估，19Q2 收入或将在 4.4 亿元左右。19Q1 公司收入为 2.87 亿元。因此，我们估计 19H1 公司收入大概在 7.3 亿元左右。19H1 收入为 5.67 亿元，可以简单算出，19H1 公司收入增速或将在 30% 左右。

需要特别说明的是，以上是我们根据市场公开数据以及我们对公司业务的理解，所做出的一个比较粗糙的判断。需要强调的是，我们不追求数据的精确性，更多是想通过这些数据推导，更好地理解公司的业务，来估算业务的体量的量级。

■ **盈利预测与投资建议。**我们认为，同花顺的互联网属性和产品属性，在目前的业务中体现的愈加明显，流量变现和产品变现的商业模式愈加清晰。我们预计，公司 2019-2021 年归母净利润分别为 10.69 亿元/14.43 亿元/17.72 亿元，EPS 分别为 1.99 元/2.69 元/3.30 元，目前股价对应的 PE 分别为 46 倍、34 倍、28 倍。维持“买入”评级。

■ **风险提示。**股票市场活跃度低于预期风险，市场交易量低于预期风险。

图表 3: 公司主要财务数据

| 利润表 (百万元)  | 2018    | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入       | 1,386.9 | 2,267.9 | 3,058.5 | 3,986.6 |
| 减:营业成本     | 146.1   | 212.6   | 300.4   | 394.3   |
| 营业税费       | 20.4    | 32.7    | 44.9    | 58.2    |
| 销售费用       | 148.2   | 243.3   | 246.6   | 391.7   |
| 管理费用       | 501.5   | 779.7   | 1,036.2 | 1,387.6 |
| 财务费用       | -71.4   | -88.7   | -110.7  | -137.4  |
| 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   | 1,159.5 | 1,575.9 | 1,924.3 |
| 加:营业外净收支   | -0.6    | 7.7     | 2.2     | 3.1     |
| 利润总额       | 682.8   | 1,167.2 | 1,578.2 | 1,927.4 |
| 减:所得税      | 48.8    | 98.6    | 134.6   | 155.1   |
| 净利润        | 633.9   | 1,068.6 | 1,443.5 | 1,772.4 |

| 资产负债表 (百万元) | 2018    | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|
| 货币资金        | 3,435.1 | 5,303.4 | 5,606.6 | 7,935.9 |
| 交易性金融资产     | -       | -       | -       | -       |
| 应收帐款        | 41.8    | 141.4   | 108.5   | 207.4   |
| 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 | 6,102.1 | 6,328.2 | 8,712.1 |
| 短期债务        | -       | -       | -       | -       |
| 应付帐款        | 96.7    | 372.4   | 248.9   | 552.4   |
| 应付票据        | -       | -       | -       | -       |
| 其他流动负债      | 689.7   | 1,833.4 | 1,501.6 | 2,647.4 |
| 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   | 2,213.1 | 1,756.4 | 3,205.6 |
| 少数股东权益      | -       | -       | -       | -       |
| 股本          | 537.6   | 537.6   | 537.6   | 537.6   |
| 留存收益        | 2,795.2 | 3,351.4 | 4,034.2 | 4,968.9 |
| 股东权益        | 3,339.9 | 3,889.0 | 4,571.8 | 5,506.5 |
| 负债和股东权益合计   | 4,130.7 | 6,102.1 | 6,328.2 | 8,712.1 |

| 现金流量表 (百万元) | 2018   | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
|-------------|--------|---------|---------|---------|
| 净利润         | 633.9  | 1,068.6 | 1,443.5 | 1,772.4 |
| 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   | -88.7   | -110.7  | -137.4  |
| 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 | 1,295.3 | -423.6  | 1,359.4 |
| 经营活动产生现金流量  | 528.2  | 2,233.8 | 902.2   | 2,987.1 |
| 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 | -430.8  | -650.0  | -700.3  |
| 现金净流量       | -30.1  | 1,865.3 | 299.2   | 2,318.6 |

| 财务指标         | 2018    | 2019E    | 2020E  | 2021E   |
|--------------|---------|----------|--------|---------|
| <b>成长性</b>   |         |          |        |         |
| 营业收入增长率      | -1.6%   | 63.5%    | 34.9%  | 30.3%   |
| 营业利润增长率      | -15.3%  | 69.7%    | 35.9%  | 22.1%   |
| 净利润增长率       | -12.6%  | 68.6%    | 35.1%  | 22.8%   |
| EBITDA增长率    | -19.7%  | 84.9%    | 35.6%  | 21.4%   |
| EBIT增长率      | -20.7%  | 90.9%    | 36.8%  | 22.0%   |
| 净资产增长率       | 5.4%    | 16.4%    | 17.6%  | 20.4%   |
| <b>利润率</b>   |         |          |        |         |
| 毛利率          | 89.5%   | 90.6%    | 90.2%  | 90.1%   |
| 营业利润率        | 49.3%   | 51.1%    | 51.5%  | 48.3%   |
| 净利润率         | 45.7%   | 47.1%    | 47.2%  | 44.5%   |
| EBITDA/营业收入  | 43.2%   | 48.8%    | 49.1%  | 45.7%   |
| EBIT/营业收入    | 40.4%   | 47.2%    | 47.9%  | 44.8%   |
| <b>运营效率</b>  |         |          |        |         |
| 固定资产周转天数     | 98      | 60       | 41     | 28      |
| 流动资产周转天数     | 953     | 730      | 674    | 639     |
| 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   | 812      | 732    | 679     |
| 投资资本周转天数     | -57     | -121     | -145   | -157    |
| <b>投资回报率</b> |         |          |        |         |
| ROE          | 19.0%   | 27.5%    | 31.6%  | 32.2%   |
| ROA          | 15.3%   | 17.5%    | 22.8%  | 20.3%   |
| ROIC         | -165.7% | -1018.9% | -93.7% | -157.7% |
| <b>费用率</b>   |         |          |        |         |
| 销售费用率        | 10.7%   | 10.7%    | 8.1%   | 9.8%    |
| 管理费用率        | 36.2%   | 34.4%    | 33.9%  | 34.8%   |
| 财务费用率        | -5.1%   | -3.9%    | -3.6%  | -3.4%   |
| 三费/营业收入      | 41.7%   | 41.2%    | 38.3%  | 41.2%   |

来源: Wind、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。