

公司研究/公告点评

2019年10月15日

计算机软硬件/计算机应用 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 107.20
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 021-28972067
guoyali@htsc.com

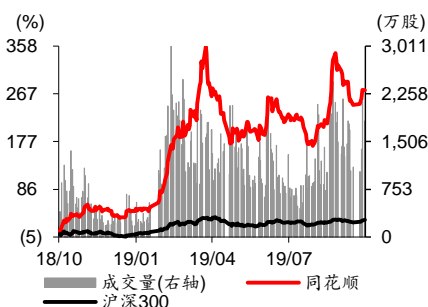
郭梁良 执业证书编号: S0570519090005
研究员 021-28972067
guoliangliang@htsc.com

金兴
联系人 jinxing@htsc.com

相关研究

1 《计算机软硬件：金融 IT 技术架构演进路径分析》2019.09

一年内股价走势图



资料来源: Wind

19Q3 现金流预测分析

同花顺(300033)

19Q3 归母净利润同比增长 30%-60%，符合预期

公司公告, 2019Q1-Q3, 公司归母净利润为 3.82 亿元-4.78 亿元, 同比增长 20%-50%, 19Q3 单季度公司归母净利润为 1.66 亿元-2.04 亿元, 同比增长 30%-60%, 符合预期。我们认为, 同花顺的互联网属性和产品基因, 或将逐步得到更好的结合, 强化流量变现能力。我们预计, 2019-2021 年 EPS 分别为 1.73/2.48/3.19 元, 对应 PE 分别为 62/43/34 倍, 维持“增持”评级。

第一步：现金流分析，预计 19Q3 现金流同比增长 88%左右

同花顺的业务包括：电信增值业务、广告及互联网业务、基金销售和其他交易佣金、软件销售和维修。我们预计：1) 19Q3 电信增值业务产生的现金流或将环比下降 20%左右。2) 19Q3 广告及互联网业务贡献的现金流或将在 1.0 亿元左右。3) 19Q3 基金销售业务和其它交易佣金产生的现金流或将在 0.4-0.5 亿元。综合以上, 我们预计, 19Q3 公司销售商品收到的现金流或将在 5.0-5.3 亿元, 环比 19Q2 或将持平。假设 19Q3 销售商品收到的现金流为 5.2 亿元左右, 同比增速为 88%左右。

第二步：预收款分析，预计 19Q3 增加额为 0.8-1 亿元左右

我们认为, 销售商品收到的现金流、预收款和收入三个变量, 其关系可以用公式表示为: 现金流=预收款的变化值+收入。而对于预收款中确认多少金额, 是由 2C 产生的现金流决定, 即电信增值业务产生的现金流来决定。19Q1 和 19Q2, 预收款的增加金额分别为 0.65 亿元、0.72 亿元。我们预计 19Q3 预收款的增加额为 0.8-1.0 亿元左右。

第三步：收入分析，预计前三季度收入增速在 25%左右

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 5.0-5.3 亿元左右, 假设为 5.2 亿元。我们假设, 预收款增加额为 0.9 亿元左右。那么我们预估, 19Q3 收入或将在 4.3 亿元左右, 2019Q1-Q3 收入或将在 11.33 亿元左右, 同比增速 25%左右。

看好公司未来业务战略方向

我们认为, 同花顺的流量变现能力有望随着公司产品矩阵的增加, 或将逐步得到提升。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.73/2.48/3.19 元, 对应 PE 分别为 62/43/34 倍。维持 2019 年 73-78 倍目标 PE, 目标价 126.29-134.95 元, 维持“增持”评级。

风险提示: 流量变现能力提升低于预期风险, 市场活跃度低于预期的风险。

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)	57,631
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)	79.42	90.91	61.85	43.23	33.58

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

19Q3 归母净利润同比增长 30%-60%

公司公告，2019Q1-Q3，公司归母净利润为 3.82 亿元-4.78 亿元，同比增长 20%-50%，19Q3 单季度公司归母净利润为 1.66 亿元-2.04 亿元，同比增长 30%-60%。

公司 19Q1 净利润为 1.00 亿元，同比增长 33.3%，19Q2 净利润为 1.64 亿元，同比增长 41.8%。19Q3 净利润增速的中位数为 45%。如果以增速中位数来看，公司 19Q3 净利润增速边际向上加速。

我们认为，公司业绩快速增长的驱动因素包括：1) 资本市场活跃度提升，2) A 股交易量的放大。3) 新增开户数的增加等。

我们认为，对同花顺的财务指标的分析顺序为：先分析现金流，再分析预收款，接着分析收入，最后分析净利润。接下来，我们将从现金流开始，逐步往后推导其他变量。

第一步：现金流分析

同花顺的业务包括：电信增值业务、广告及互联网业务、基金销售和其他交易佣金、软件销售和维护。下面我们分别分析以上业务对现金流的贡献情况。

1) 电信增值业务。该业务内容主要是为 C 端用户提供行情交易软件和其他增值功能模块。该类产品包括 PC 端和移动端。我们认为，这个业务与市场交易量存在一定的相关性，因此，我们从市场交易量的角度来分析该业务的变化趋势。

2019 年 7-9 月 A 股成交金额分别为：8.9 万亿元、9.7 万亿元、11.3 万亿元（2019 年 4-6 月 A 股成交金额分别为 16.8 万亿元、9.8 万亿元、8.7 万亿元）。19Q3 环比 19Q2 交易量下降 22.5%，19Q3 同比 18Q3 同比增加 42.2%。16H1、17H1、18H1、19H1，该业务收入分别为 4.58 亿元、4.20 亿元、4.05 亿元和 4.39 亿元。我们认为，19Q3，电信增值业务产生的现金流或随交易量下降而环比下降 20% 左右，约为 3 亿元左右。

2) 广告及互联网业务。该业务的主要内容是，为券商导流开户。由于这个业务是 2B 业务，即由券商来支付费用，因此具有一定的季度属性。根据历史数据来看，16H1、17H1、18H1、19H1，该业务收入分别为 0.67 亿元、0.92 亿元、0.77 亿元、1.34 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。我们预计，19Q3 该业务贡献的现金流或将在 1.0 亿元左右。

3) 基金销售业务和其它交易佣金。19H1 该业务收入 0.75 亿元，18H1 只有 0.42 亿元，同比增长 80%，主要驱动因素为：黄金交易佣金的快速增长。我们认为，19Q3，该业务有望继续保持 19Q2 的增长势头。我们预计，19Q3 该业务产生的现金流或将在 0.4-0.5 亿元。

根据历史数据：

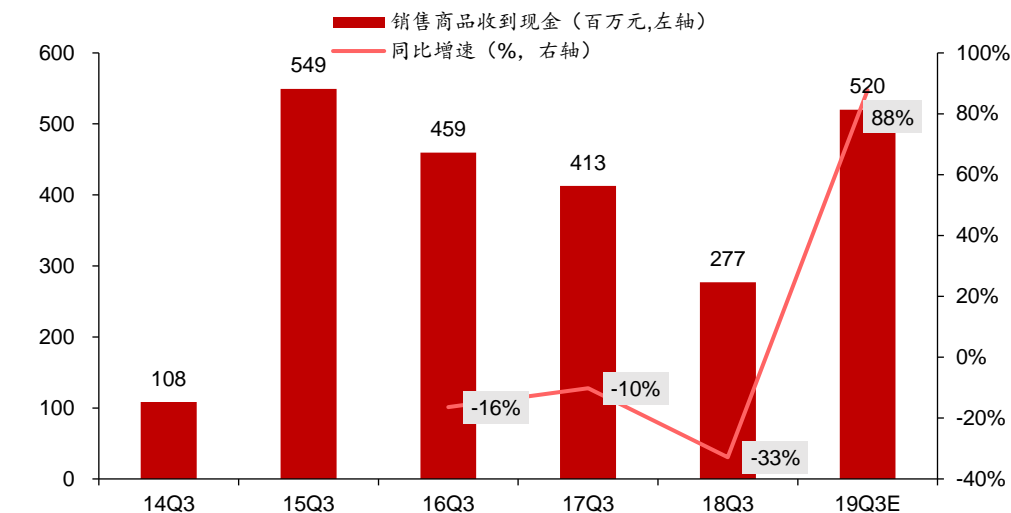
18Q1-18Q4，销售商品收到的现金流分别为：2.83、3.11、2.77、4.43 亿元。

19Q1-19Q2，销售商品收到的现金流分别为：3.92、5.10 亿元。

再结合公司第四个业务软件销售和维护，该业务上半年收入 0.54 亿元，参考历史数据，下半年收入约占全年的 60%-70%，预计 Q3 现金流 0.6-0.8 亿元。

综合以上分析，我们预计，19Q3，公司销售商品收到的现金流或将在 5.0-5.3 亿元，环比 19Q2 或将持平。假设 19Q3 销售商品收到的现金流为 5.2 亿元，同比增速为 88% 左右；19Q1-19Q3，销售商品产生的现金流为 14.2 亿元(3.9+5.1+5.2=14.2)，同比增速为 63%。

图表1：销售商品收到的现金流预测



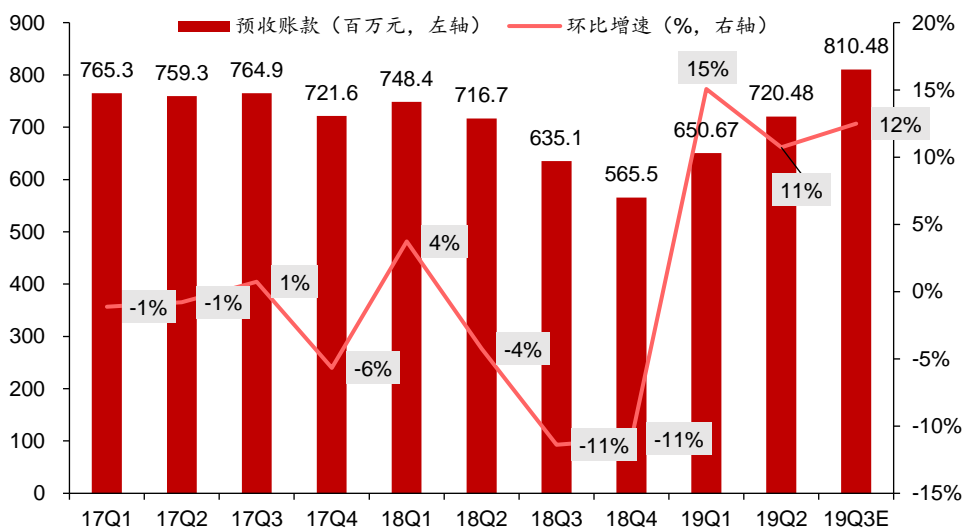
资料来源：Wind，华泰证券研究所

第二步：预收款分析

我们认为，销售商品收到的现金流、预收款和收入三个变量，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。

而对于预收款中确认多少金额，是由2C产生的现金流决定，即电信增值业务产生的现金流来决定。19Q1和19Q2，预收款的增加金额分别为0.65亿元、0.72亿元。我们预计19Q3预收款的增加额为0.8-1.0亿元左右。

图表2：预收款预测



资料来源：Wind，华泰证券研究所

第三步：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 5.0-5.3 亿元左右，假设 5.2 亿元。我们假设，预收款增加额为 0.9 亿元左右，那么我们预估，19Q3 收入或将在 4.3 亿元左右。我们预计，19Q1-Q3 公司收入或将在 11.33 亿元左右 (2.87+4.16+4.30=11.33)，同比增长 25% 左右。

根据历史数据：

18Q1-18Q4，收入为：2.38、3.29、3.43、4.77 亿元。

19Q1-19Q2，收入为：2.87、4.16 亿元。

需要说明的是，我们以上的分析建立在一定的假设前提下，分析结果与最终客观数据，肯定存在一定的误差。我们分析的目的主要帮助理解公司业务和财务指标之间的逻辑关系。

盈利预测和估值

我们认为，同花顺的互联网属性和产品基因，或将逐步得到更好的结合，强化流量变现能力。我们预计，公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.73/2.48/3.19 元，对应 PE 分别为 62/43/34 倍。维持目标价 126.29-134.95 元。维持 2019 年 73-78 倍目标 PE，目标价 126.29-134.95 元，维持“增持”评级。

图表3：可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价 2019/10/14	总市值 亿元	EPS				PE			
				2018	2019E	2020E	2021E	2018E	2019E	2020E	2021E
600570.SH	恒生电子	76.32	620	0.80	1.18	1.45	1.86	95	65	53	41
300059.SZ	东方财富	15.31	1,040	0.14	0.25	0.33	0.41	107	61	46	37
603383.SH	顶点软件	80.71	97	1.00	1.23	1.45	1.72	81	66	56	47
600446.SH	金证股份	22.29	195	-0.14	0.23	0.36	0.53	-165	95	61	42
300377.SZ	赢时胜	11.82	90	0.24	0.31	0.38	0.47	49	38	31	25
	平均		408	0.41	0.64	0.79	1.00	34	65	49	38
300033.SZ	同花顺	107.37	576	1.18	1.73	2.48	3.19	91	62	43	34

注：同花顺 EPS 为华泰预测，可比公司为 Wind 一致预期

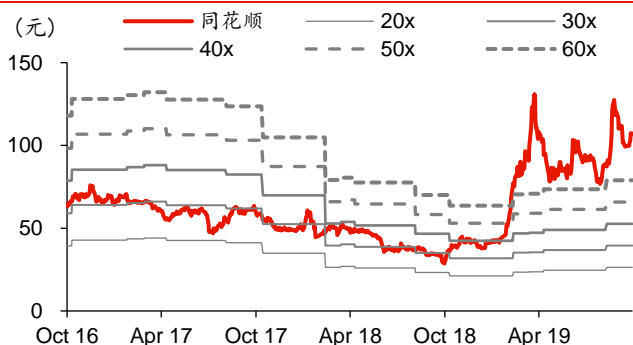
资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示

流量变现能力提升低于预期风险，市场活跃度低于预期的风险。

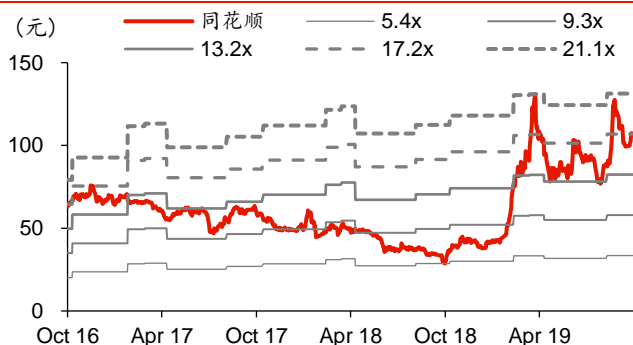
PE/PB - Bands

图表4：同花顺历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表5：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)	79.42	90.91	61.85	43.23	33.58
PB (倍)	18.18	17.26	14.38	11.62	9.39
EV_EBITDA (倍)	69.10	83.37	62.57	42.96	33.39

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com