

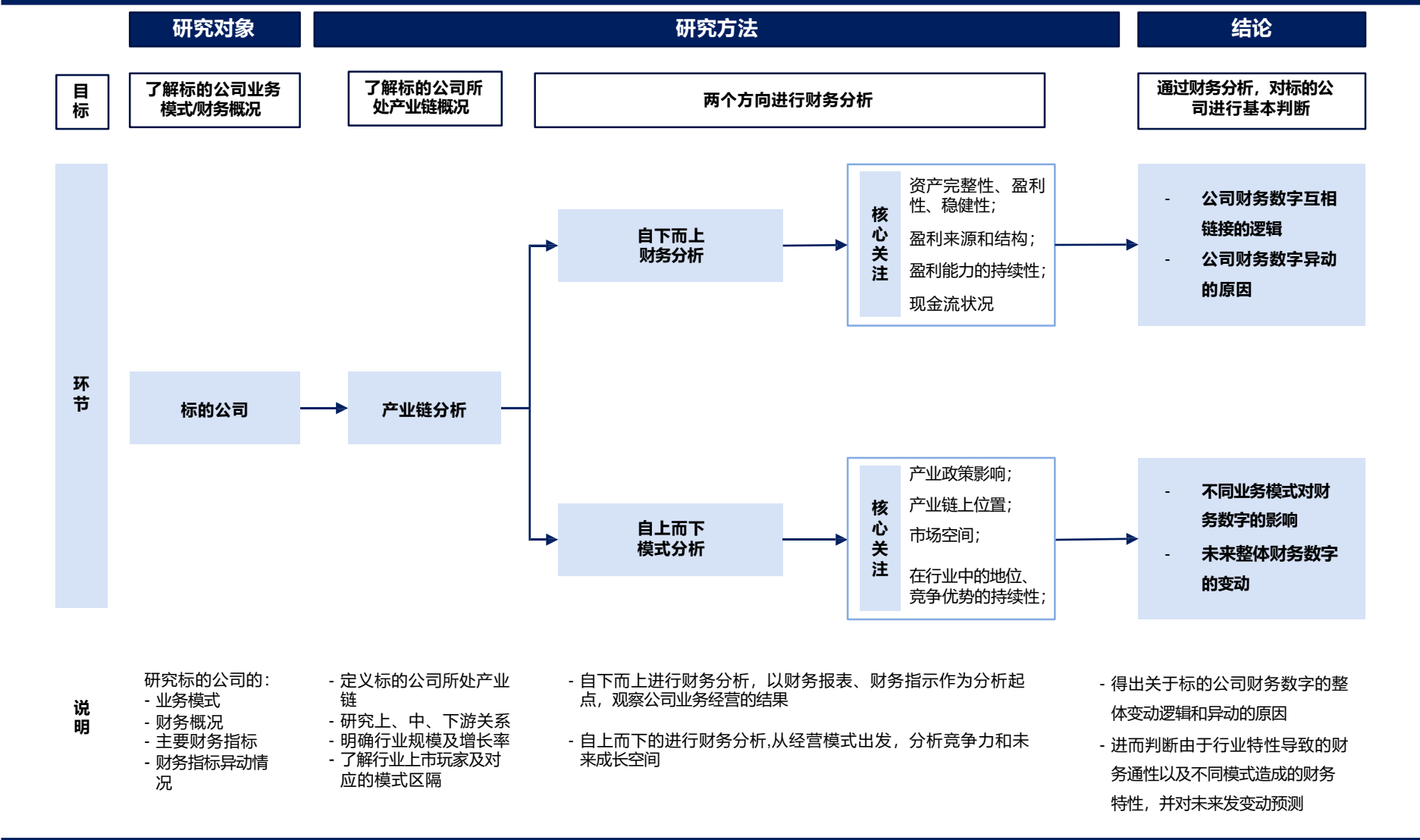
财务报表分析

Go-cash Youth 系列课程

Strictly Private and Confidential

2018.06

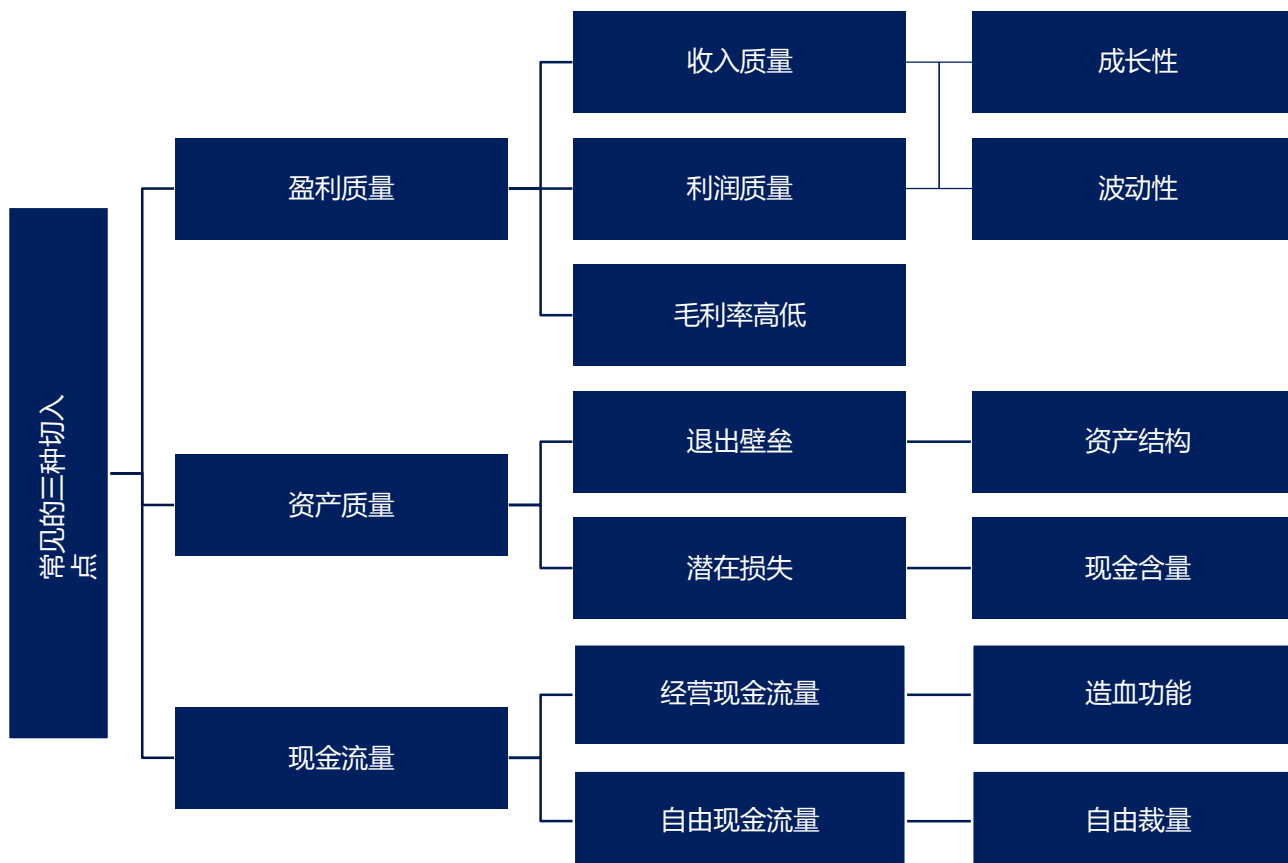
流程概览



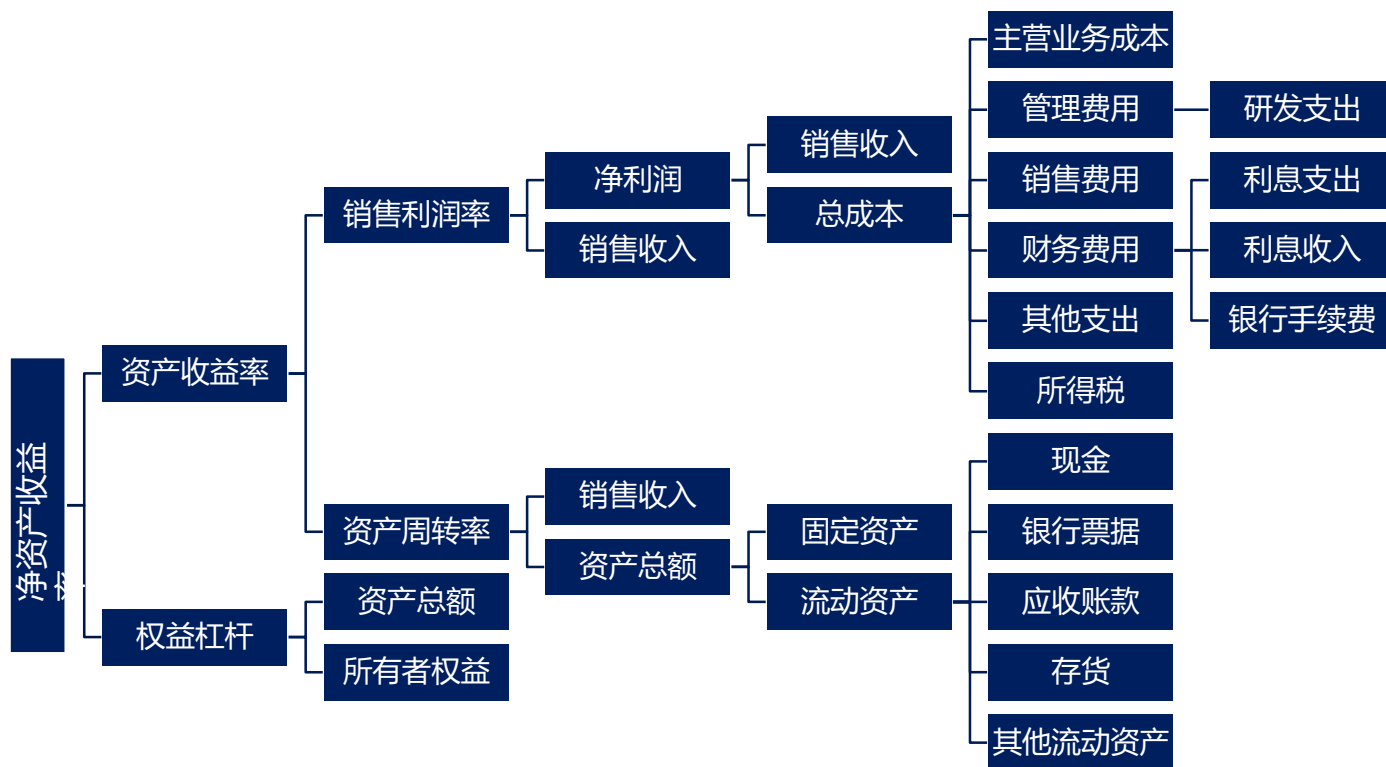
课程任务

	任务	输出/作业
Day 1	线下课程，根据导师的讲解，理解并初步掌握方法论	-
第一周	<ul style="list-style-type: none">了解标的公司业务模式/财务概况	PPT：公司简介/财务逻辑/核心异动 Excel：公司财务数字分析
第二周	<ul style="list-style-type: none">了解标的公司所处产业链概况	PPT：产业链研究/市场规模/发展速度 上游下游关系/议价情况/竞争情况 Excel：可比公司核心财务数字分析
第三周	<ul style="list-style-type: none">自下而上进行财务分析，以财务报表、财务指示作为分析起点，观察公司业务经营的结果	PPT：按照特定框架对公司财务数字进行分析
第四周	<ul style="list-style-type: none">自上而下的进行财务分析,从经营模式出发，分析竞争力和未来成长空间	PPT：基于业务模式/行业特征，探究行业内的共性及哥哥模式的特性

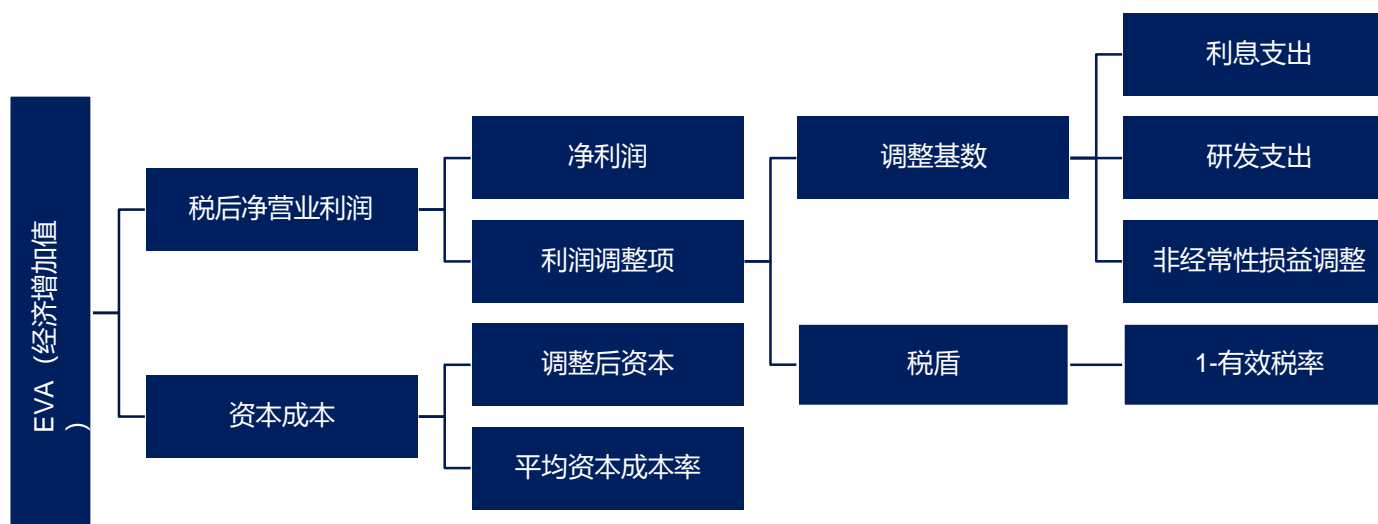
财务报表分析的切入点



典型杜邦分析框架



典型EVA分析框架



公司分析

公司简介

一家**金融软件和网络服务供应商**：以技术为核心竞争力，聚焦于财富资产管理领域，为证券、银行、基金、期货、信托、保险等金融机构提供整体的IT解决方案和服务，为个人投资者提供财富管理工具。

- 1995年，成立于杭州
- 2003年，在上海证券交易所主板上市（代码600570）
- 2015年，**蚂蚁金服**收购浙江融信，间接持有恒生电子20.72%股权

商业模式

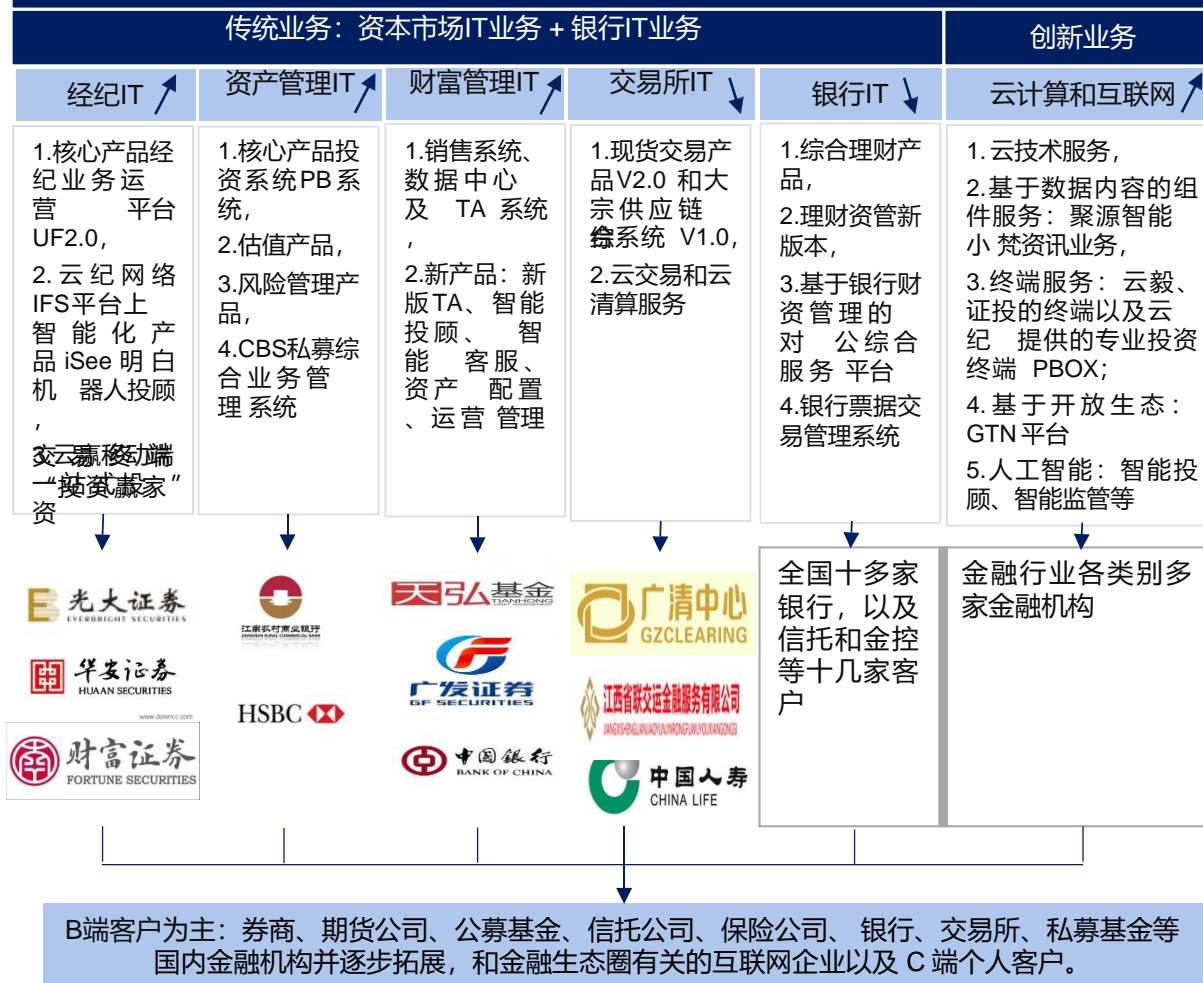
业务来源：
五大客户
需求

- 金融产品的增加
- 金融政策及制度的变化
- 金融客户的增加或并购
- IT技术发展，客户对产品更新的需求
- 客户因差异化竞争带来的个性化需求

发展战略：
四个
“online”

- Move online，即提供在线的解决方案
- Live online，在恒生云上逐步搭建全行业的金融科技生态体系
- Think online，不同场景人工智能应用
- Hundsun online，U+和类合伙人计划

主要业务及产品



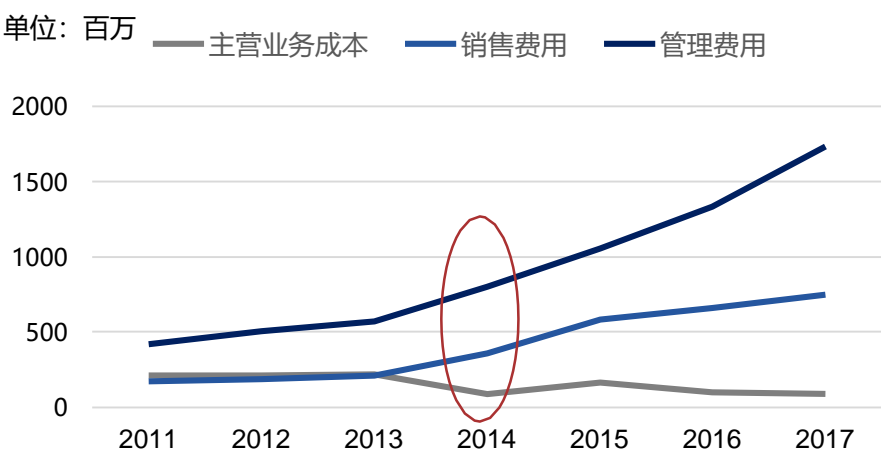
财务核心异动及原因分析：成本&费用

2014年营业成本骤减，销售与管理费用剧增

2014年，由于公司加强执行收入成本配比原则所致，将该期无法具体配比到项目的营业成本（如：平台建设铺设通讯专线、租赁本地、异地机房服务费用、外购云服务、Level2行情数据、美股和港股行情、人力外包、软件购置费、项目咨询费等）计入销售费用、管理费用等科目核算。

导致从该年起营业成本减少，销售与管理费用增加。

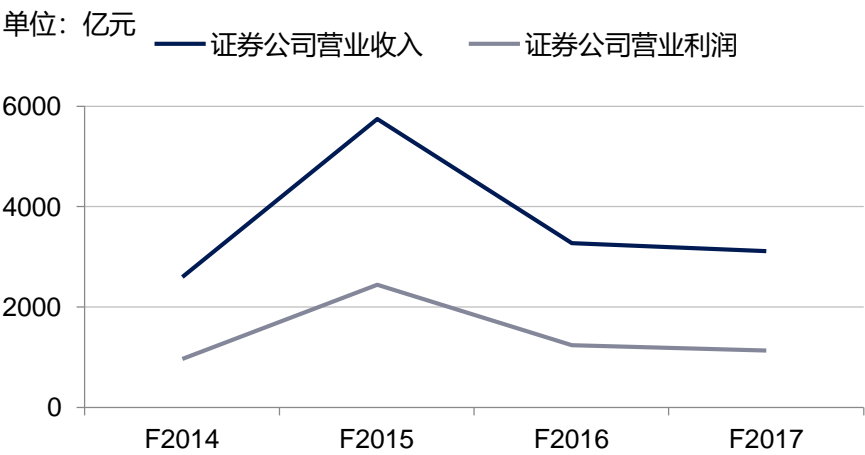
成本费用变化图



券商业绩下降使得其2016年IT支出大幅下降

2016年整体市场行情低迷，券商整体业绩下滑，特别是券商经纪业务及自营业务，导致其IT投入大幅下降，从而使得恒生电子公司的营业收入下降。而与2016年相比，2017年券商整体业绩并无上升，但是恒生电子收入却大幅上升，主要原因是2017年资管新规的颁布，受投资者适当性管理办法的影响，券商经纪业务IT系统改造需求上升，从而使得公司的经纪IT业务实现较大幅度增长。

证券公司盈利变化图

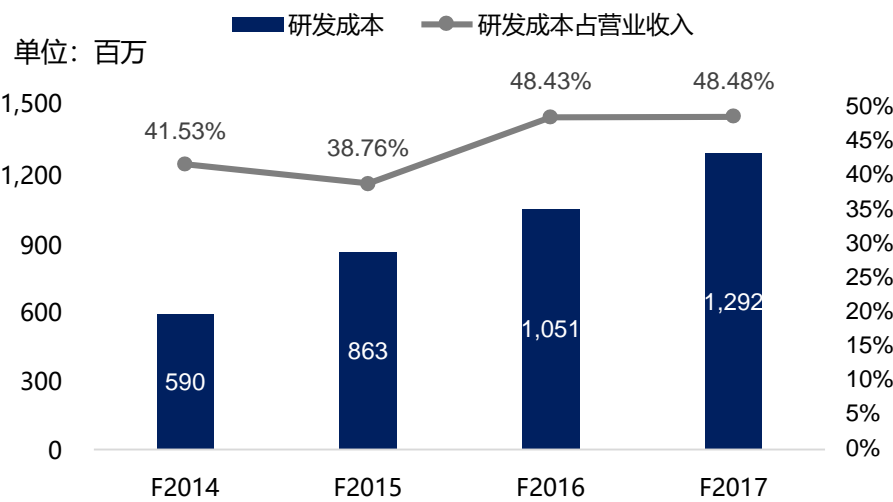


财务核心异动及原因分析：成本&费用

研发成本：研发支出占比高，并且全部费用化

恒生电子几乎每年都有超过40%以上的研发成本，并且**都是费用化处理**，而不是资本化，因此，每年都有较大数额的管理费用，减少净利润。在2016年时，研发支出占营业收入的比重高达48.43%，使得公司的净利润下降，但公司的真正价值还没有得到释放。

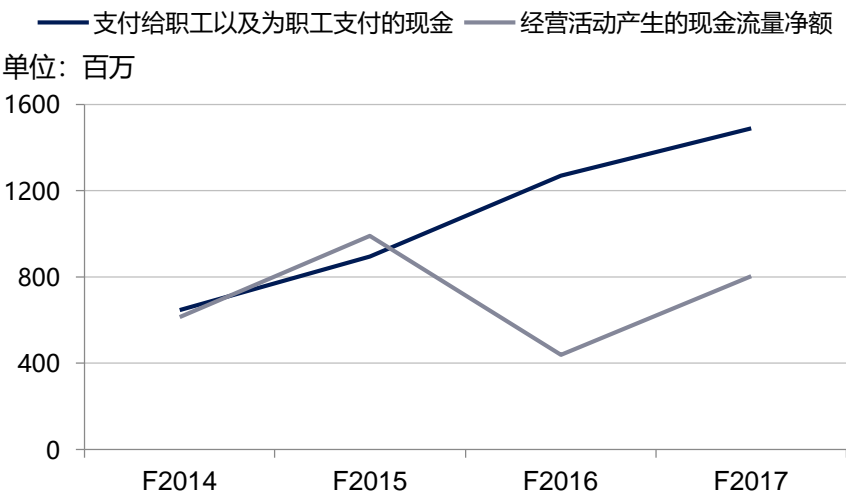
研发成本变化图



员工持股计划和激励机制对现金流和费用造成影响

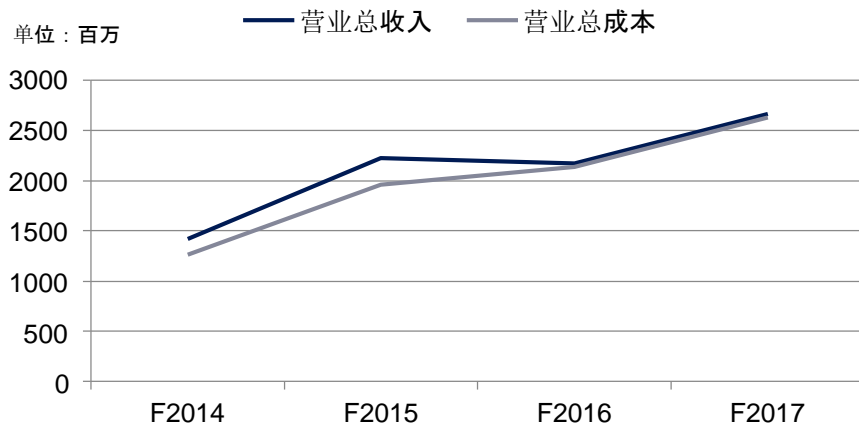
2016年现金流量减少主要是因为支付给职工及为职工支付的现金增加，经营活动产生的现金流量净额下降55.64%，为职工支付的现金增加42%。2017年，创新业务子公司持股计划继续稳步推进，多家子公司层面开始实施**直接管理团队与核心员工的员工持股计划**，通过加大对子公司骨干员工的激励力度，促进子公司取得更快的发展。员工薪酬的增长以及股份支付费用也是2017年费用增长的一大原因。

现金流变化图

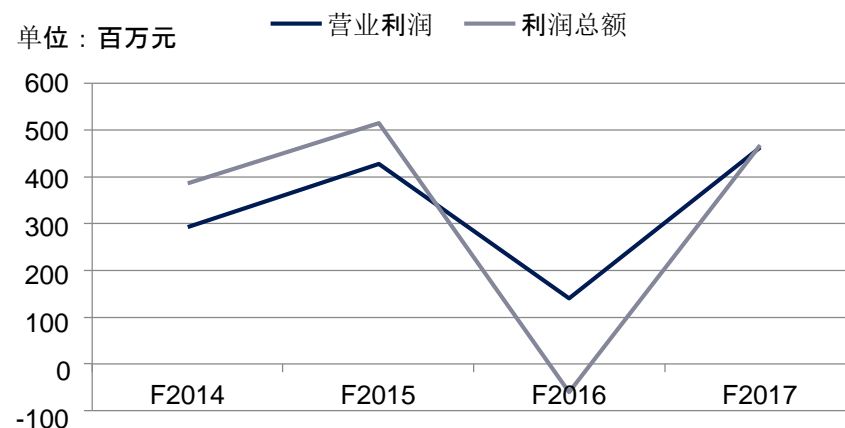


财务核心异动及原因分析：2016罚款事件

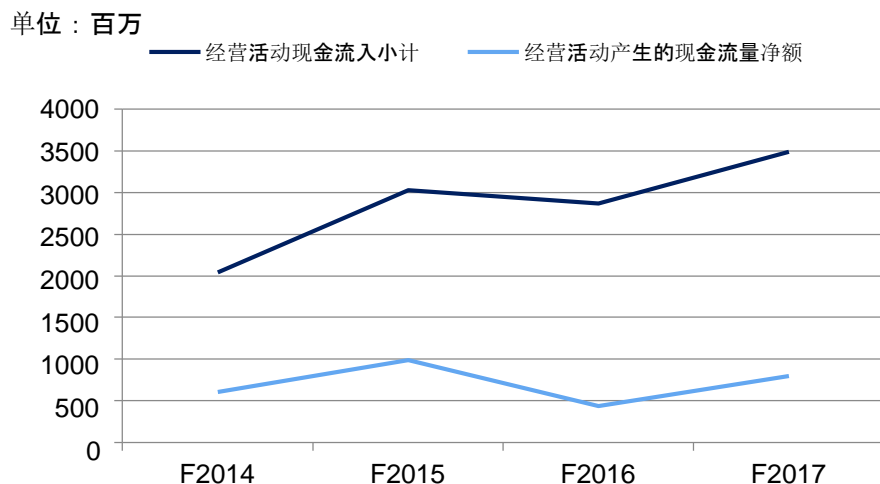
营业总收入及成本的变化图



利润变化图



与经营活动有关的现金流量变化



- 2016年营业总收入下降，而总成本继续上升；
- 2016年营业利润和利润总额都下降了，并且利润总额的下降幅度远大于营业利润，营业外收支存在异常；
- 2016年经营活动产生的现金流入及现金流量金额均减少，但现金流量金额减少幅度远大于现金流入减少的幅度。

控股子公司恒生网络公司行政处罚事件简介

HOMS 配资系统简介

恒生网络HOMS系统盈利模式大致有两块：即卖软件授权的费用和根据用户交易额按固定比率收取的费用。事实上，大量的出资人做配资业务的话，都是借助信托产品的模式，HOMS就是个外挂软件，它可以外挂在通达信等金融终端上。

证监会 处罚认定

证监会在进行违规认定时表示，恒生电子控股子公司恒生网络公司HOMS的配资系统构成《证券法》第一百九十七条所述“非法经营证券业务”的行为。恒生公司、铭创公司开发具有开立证券交易子账户、接受证券交易委托、查询证券交易信息、进行证券和资金的交易结算清算等多种证券业务属性功能的系统。通过该系统，投资者不履行实名开户程序即可进行证券交易。恒生公司、铭创公司在明知客户的经营方式的情况下，仍向不具有经营证券业务资质的客户销售系统、提供相关服务，并获取非法收益，严重扰乱证券市场秩序。

证监会 处罚

根据证监会公布的处罚决定，将没收恒生公司违法所得1.328亿元，恒生公司也将为此付出3.98亿元的罚款。同时，恒生公司董事长刘曙峰、总经理官晓岚也将面临警告，并分别被处以30万元的罚款。

财务核心异动及原因分析：现金流

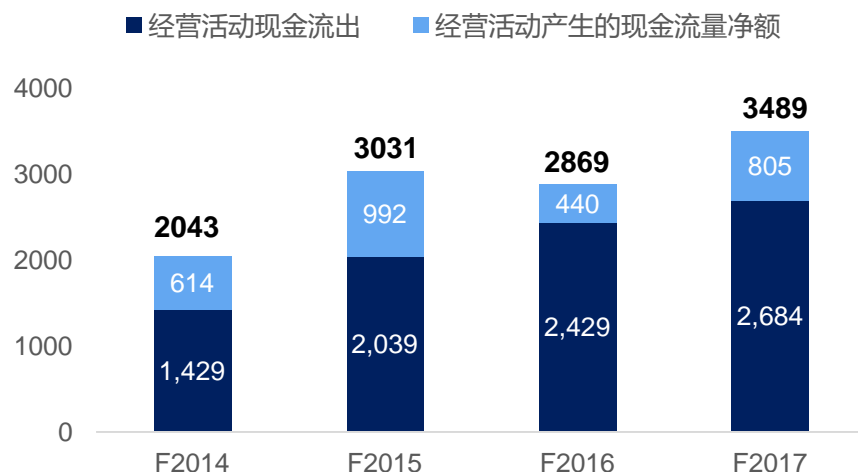
经营性现金流：流动性好，业务循环能力强

恒生电子2017年经营性现金流净额有8亿元，现金充足，2017年现金流量增长主要因为公司**该期销售商品提供劳务收到的现金比上年同期增长**。同时，该公司自2015年以来**长期负债为0**，可看出公司经营效益一直较好，预测其未来产生现金流量的能力也很强。

并且近两年现金流量净额减少的原因并不是外部因素，而是研发投入加大和员工激励计划，更有利于公司的技术水平提升。

经营性现金流分析图

单位：百万

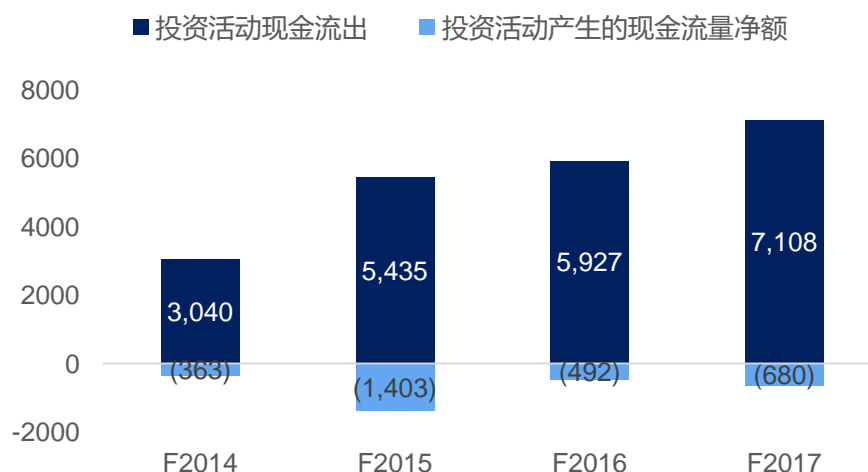


投资活动现金流：积极开展Fintech投资项目

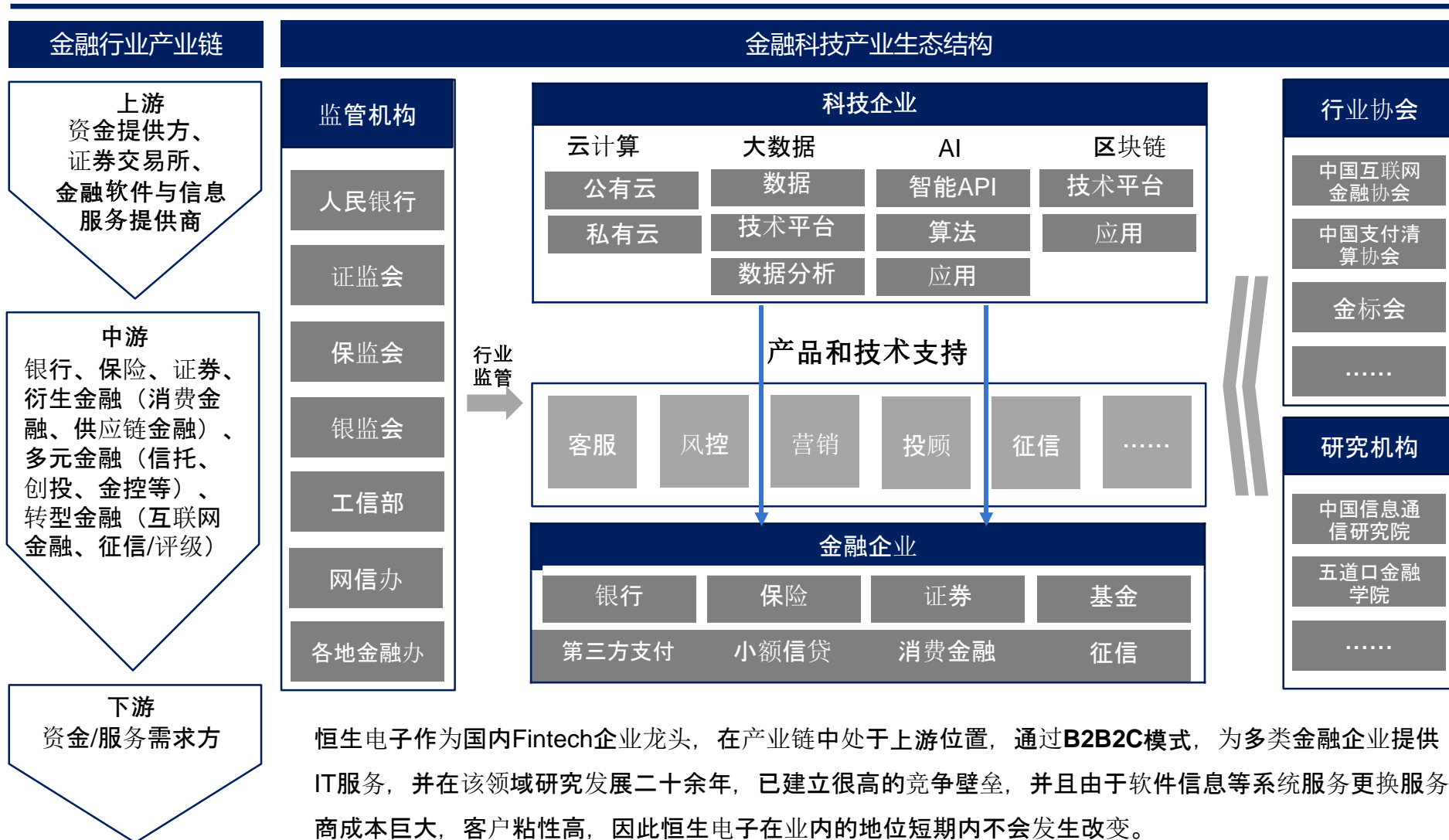
2017年，恒生继续在Fintech行业发力，以主营业务投资/并购为核心，通过控股子公司、金融科技生态圈投资、设立创业投资基金/产业基金等方式投资收购具有核心竞争力的企业，优化公司的战略布局。2017年公司投资了擅长智能投顾产品的商智神州(北京)软件有限公司，通过全资子公司洲际控股投资了致力于区块链技术的symbiont公司，收购了大智慧(香港)投资控股有限公司，进一步扩大了在香港市场的占有率。

投资性现金流分析图

单位：百万



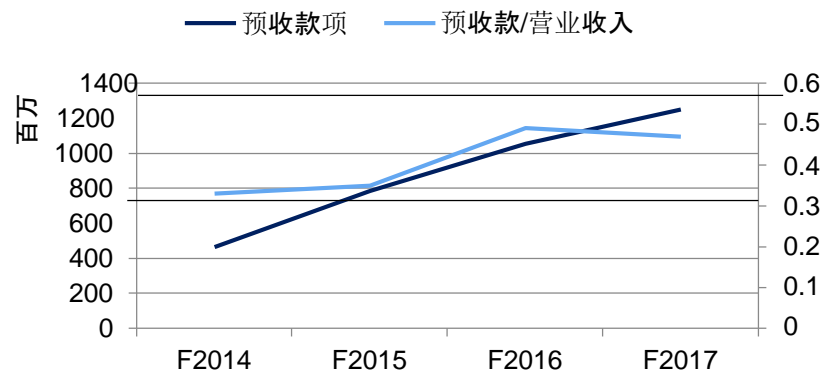
产业链分析



上下游议价能力分析

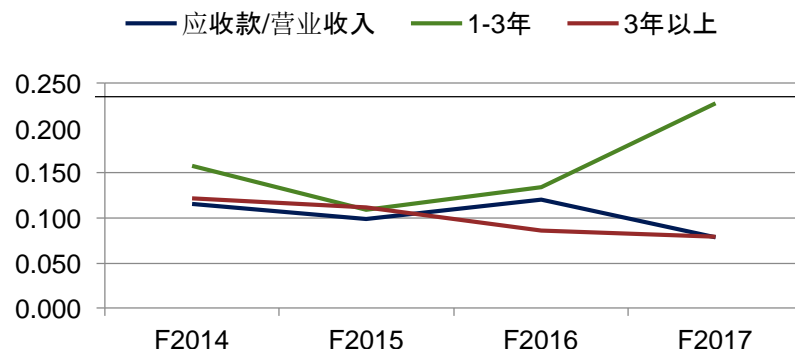
预收款项及应收账款的变化反应了恒生电子下游议价能力的不断增强

预收账款及预收款/营业收入占比变化图



➤ 预收账款数额不断增加 Ø 预收账款占营业总收入的比重不断增加 Ø 恒生电子对下游的议价能力逐渐增强

应收账款及其期限变化图

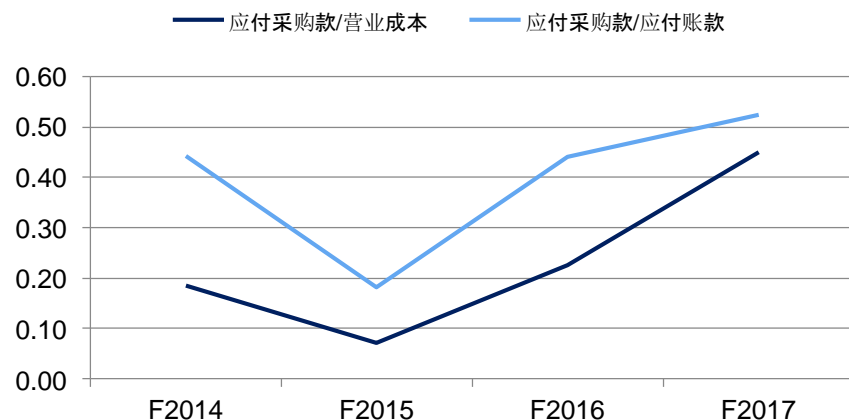


➤ 应收账款占营业收入的比重呈下降的趋势；
➤ 3年以上的应收账款逐渐减少，1到3年的应收账款有所增加，说明应收账款的账龄在减小，对下游的议价能力在提高。

上下游议价能力分析

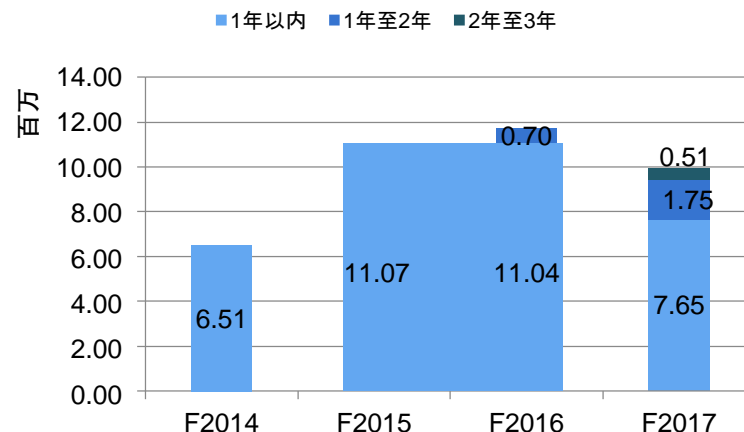
应付账款和预付账款的变化反应了恒生电子对上游的议价能力的不断增强

应付账款有关指标变化图



采购货物和材料的应付账款占营业成本的比例不断增加，占应付账款的比例也不断增加，说明对上游厂商的议价能力不断增加。

预付账款及其期限变化图

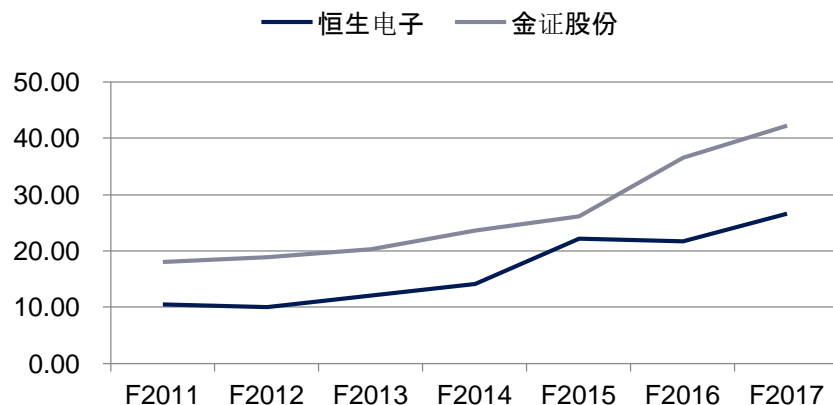


从预付账款的年限来看，预付账款的年龄在增加，2017年开始出现持续时间达3年的预付账款，但是从预付账款总额来看，2017年额度减少了，说明之前年度的预付账款额度较大，而到了2017年情况是好转的，对上游的议价能力在提升。

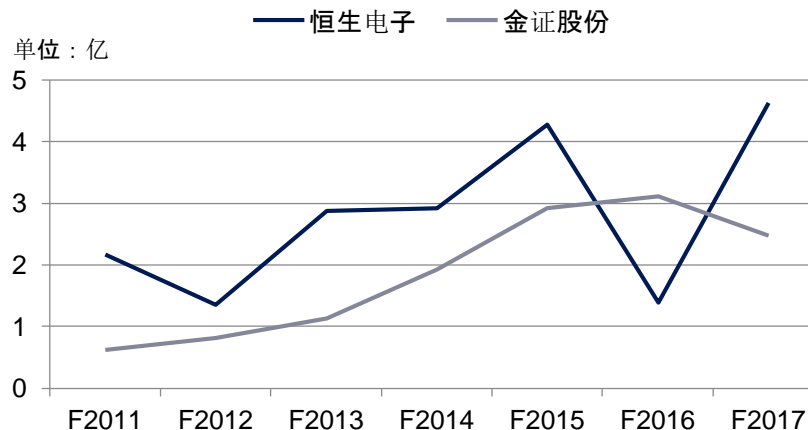
恒生电子与金证股份之间的比较

与金证股份相比，恒生电子的成本控制较好

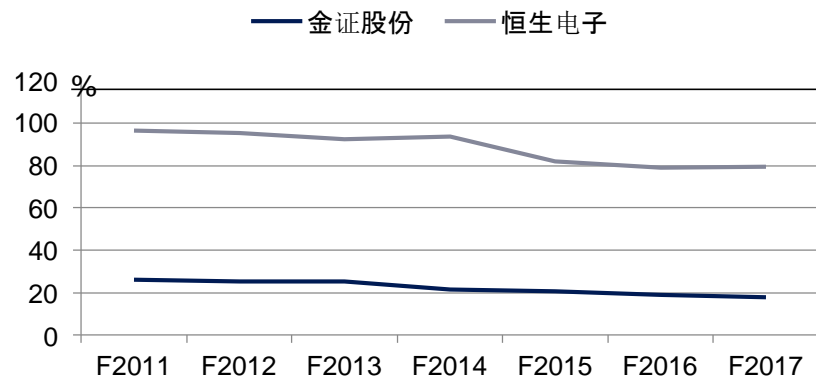
营业总收入变化图



营业利润变化图



毛利率变化图

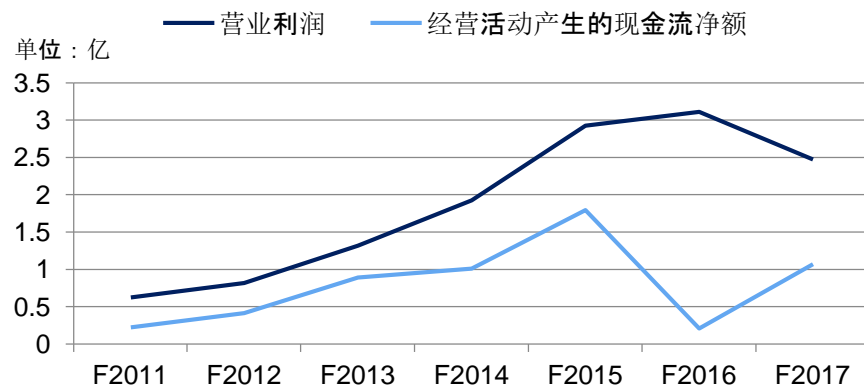


- ✓ 从2011到2017年的数据可知，金证股份每年的营业总收入几乎是恒生电子的两倍，而营业利润却不到恒生电子的一半，再比较二者之间的毛利率，恒生电子每年的毛利率都在80%以上，而金证股份的毛利率却不超过30%。
- ✓ 这与两家公司的研发支出资本化和费用化的比例有很大关系。

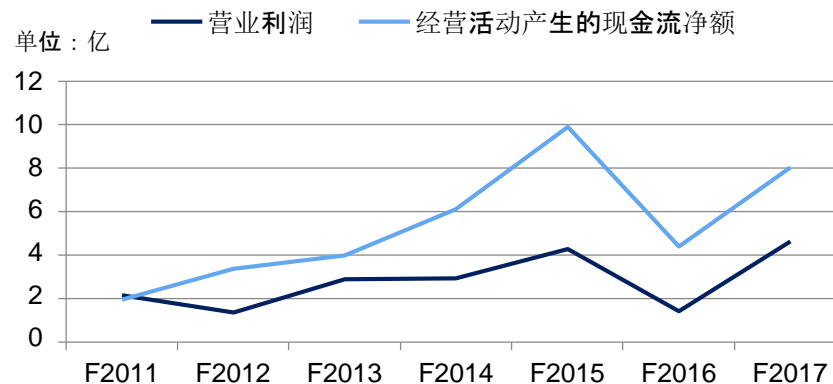
恒生电子与金证股份之间的比较

与金证股份相比，恒生电子现金流更加充足，对下游的议价能力更强

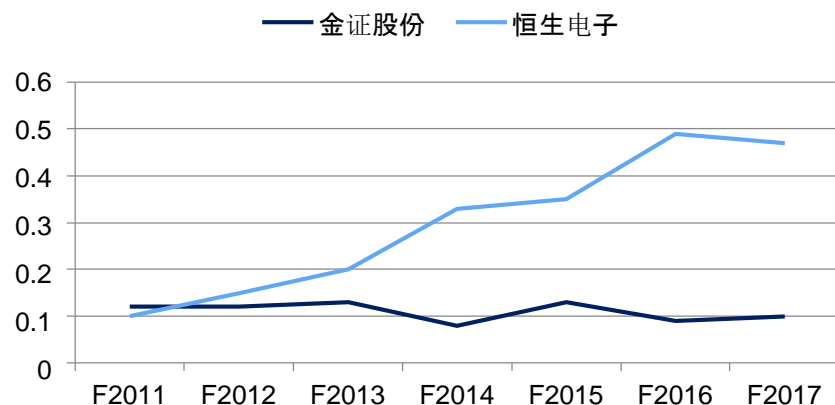
金证股份营业利润与现金流比较图



恒生电子营业利润与现金流比较图



预收款/营业收入变化图

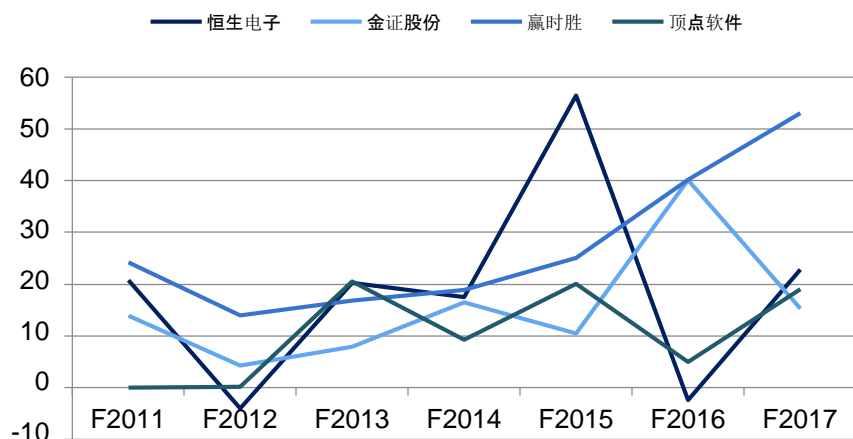


比较金证股份、恒生电子的营业利润与现金流量净额可得一个有趣的现象，金证股份的营业利润远大于其现金流净额，而恒生电子的现金流净额却远大于其营业利润，再比较二者之间的预收款，可知，恒生电子的预收款占其收入的比重远大于金证股份，判断可能恒生电子对于下游的议价能力超过金证股份。

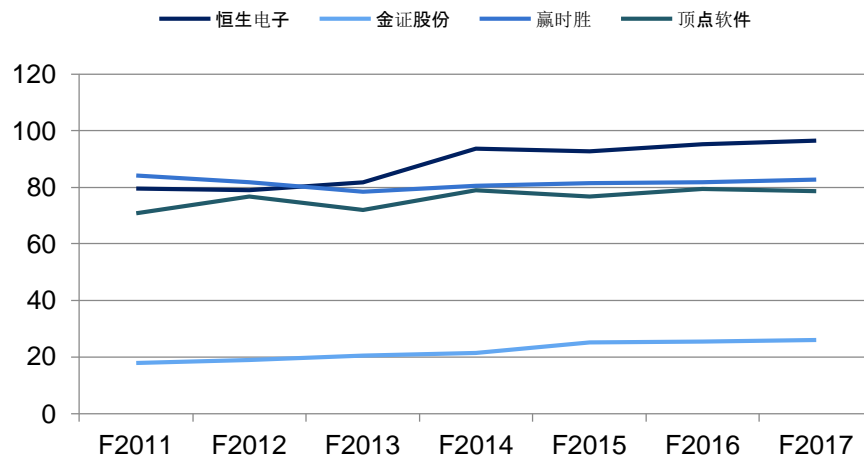
四大公司之间的财务数据比较

与同行业相比，恒生电子的盈利能力较强，毛利率位居首位

营业总收入同比增长变化图



毛利率增长变化图

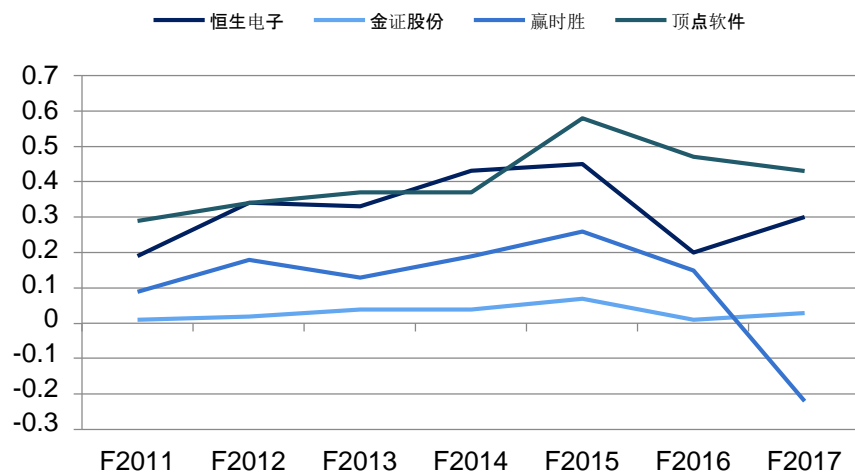


- ✓ 与同行业的其他三家公司相比，恒生电子的营业总收入增长较为不稳定，起伏较大，2012年由于券商行业整体低迷，四家公司的营业收入均有所下降，但恒生电子的下降幅度最为明显。相比较而言，赢时胜公司的营业总收入增长则较为稳定，增长速度一直保持上升趋势。
- ✓ 相比其他三家公司，恒生电子的毛利率一直位居前列，并稳定维持在80%以上，并在2016和2017两年中，达到95%以上。在毛利率的比较上，恒生电子具有较强的竞争力。

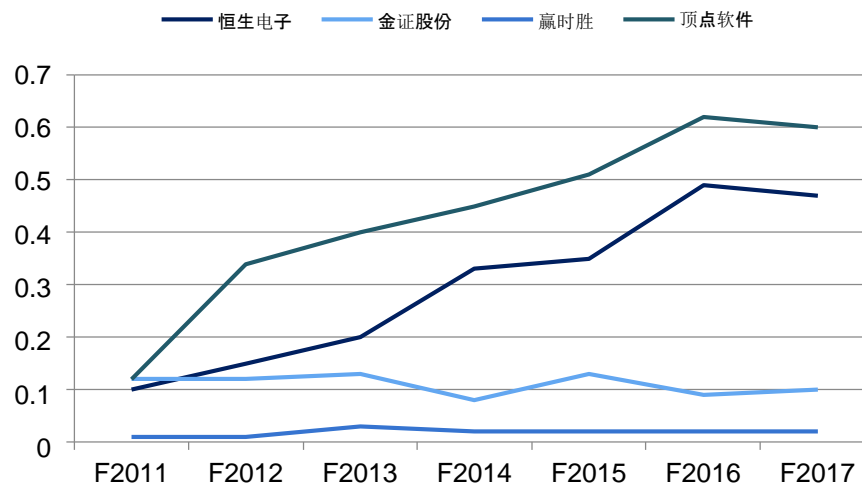
四大公司之间的财务数据比较

与同行业相比，恒生电子的现金流状况较好，下游议价能力较强

经营现金流/营业收入变化图



预收款/营业收入变化图

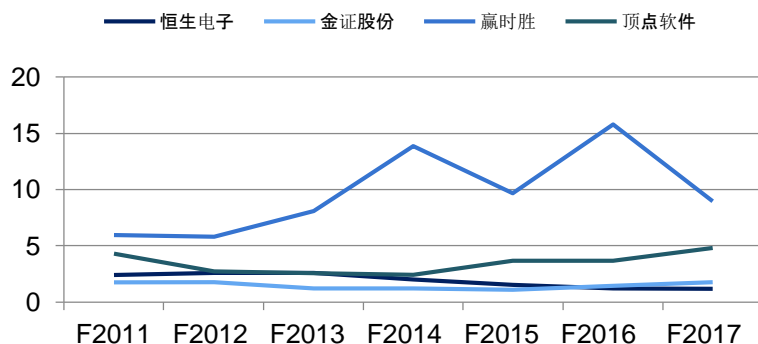


- ✓ 与同行业的公司相比，恒生电子的经营性现金流状况较好，出现财务危机的可能性较低，这是因为恒生电子销售商品、提供劳务收到的现金流入较高，主要与营业收入和较高额度的预收账款有关。
- ✓ 恒生电子的预收款占营业收入的比重逐年上升，并且在同行业中位居前列，说明恒生电子在下游的议价能力较强。但是，就预收款占营业收入的比重而言，顶点软件的比重高于恒生电子，下游议价能力优于恒生电子。

四大公司之间的财务数据比较

与同行业相比，恒生电子资产负债率较为合理，但短期偿债能力较弱

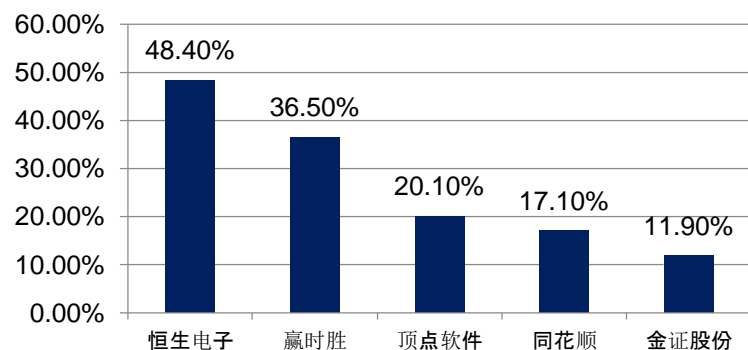
流动比率变化图



恒生电子的流动比率逐年降低，从2015年开始，流动比率小于2，2017年降为1.2，融资策略逐渐变得激进，短期偿债能力较弱，需防止资金链的断裂，而恒生电子相比其他公司则显得有些保守，流动比率过低。

与同行业相比，恒生电子研发支出占营收比超过50%，遥遥领先于其他公司

各公司研发支出/营业总收入的比较



与同行业公司相比，恒生电子的研发支出较大，在同行业中位居首位，有助于该公司提高技术竞争壁垒和核心竞争力，在未来较长时间内继续保持技术和行业领先。

典型的财务分析指标

盈利能力分析

- 1.销售净利率=(净利润÷销售收入)×100%;该比率越大,企业的盈利能力越强。
- 2.资产净利率=(净利润÷总资产)×100%;该比率越大,企业的盈利能力越强。
- 3.权益净利率=(净利润÷股东权益)×100%;该比率越大,企业的盈利能力越强。
- 4.总资产报酬率=(利润总额+利息支出)÷平均资产总额×100%;该比率越大,企业的盈利能力越强。
- 5.营业利润率=(营业利润÷营业收入)×100%;该比率越大,企业的盈利能力越强。
- 6.成本费用利润率=(利润总额÷成本费用总额)×100%;该比率越大,企业的经营效益越高。

盈利质量分析

- 1.资产现金回收率=(经营活动现金净流量÷平均资产总额)×100%;与行业平均水平相比进行分析。
- 2.盈利现金比率=(经营现金净流量÷净利润)×100%;该比率越大,企业盈利质量越强,其值一般应大于1。
- 3.销售收现比率=(销售商品或提供劳务收到的现金÷主营业务收入净额)×100%;数值越大表明销售收现能力越强,销售质量越高。

偿债能力分析

- 1.净运营资本=流动资产-流动负债=长期资本-长期资产;对比企业多期值,进行比较
- 2.流动比率=流动资产÷流动负债;与行业平均水平相比进行分析。
- 3.速动比率=速动资产÷流动负债;与行业平均水平相比进行分析。
- 4.现金比率=(货币资金+交易性金融资产)÷流动负债;与行业平均水平相比进行分析。
- 5.现金流量比率=经营活动现金流量÷流动负债;与行业平均水平相比进行分析。
- 6.资产负债率=(总负债÷总资产)×100%;该比值越低,企业偿债越有保证,贷款越安全。
- 7.权益乘数=总资产÷股东权益;权益乘数越高,企业偿债越有保证,贷款越安全。
- 8.利息保障倍数=息税前利润÷利息费用=(净利润+利息费用+所得税费用)÷利息费用;利息保障倍数越大,利息支付越有保障。
- 9.现金流量利息保障倍数=经营活动现金流量÷利息费用;现金流量利息保障倍数越大,利息支付越有保障。
- 10.经营现金流量债务比=(经营活动现金流量÷债务总额)×100%;比率越高,偿还债务总额的能力越强。

营运能力分析

- 1.应收账款周转率:应收账款周转次数=销售收入÷应收账款;与行业平均进行分析。
- 2.存货周转率:存货周转次数=销售收入÷存货;与行业平均水平相比进行分析。
- 3.流动资产周转率:流动资产周转次数=销售收入÷流动资产;与行业平均相比进行分析。
- 4.净营运资本周转率:净营运资本周转次数=销售收入÷净营运资本;与行业平均水平相比进行分析。
- 5.非流动资产周转率:非流动资产周转次数=销售收入÷非流动资产;与行业平均水平相比进行分析。
- 6.总资产周转率:总资产周转次数=销售收入÷总资产;与行业平均水平相比进行分析。

休闲食品行业零售额逐年稳定增长，卤制品子行业增速最高

休闲食品零售额逐年增长，增速保持稳定

图表 1 休闲食品零售额及增速（十亿元）



休闲卤制品增速明显高于其他休闲食品子行业

图 2：2015 年中国休闲食品子板块市场份额占比

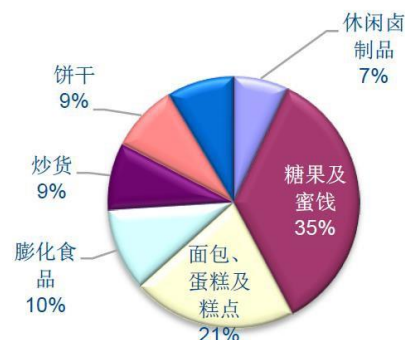
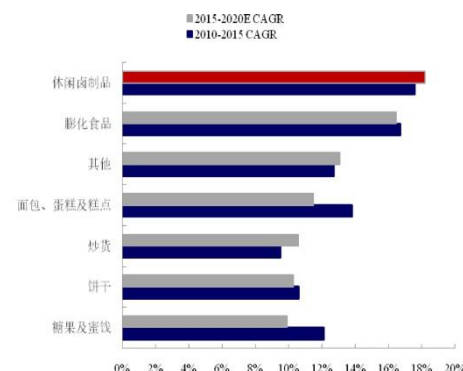


图 2、休闲卤制品未来 CAGR 有望继续跑赢其他子行业



休闲卤制品年均复合增速达20%，未来市场增长空间大

图表 3 休闲卤制品零售额及增速（十亿元）



- 2015 年我国休闲食品行业零售额约为7355 亿元，2010 年-2015 年复合增速12.9%，预计2015 年-2020 年复合增速将稳定在12%左右
- 在休闲食品中，卤制品目前市场份额占比还不小，在整个休闲食品市场占比7%，但其近年来的年复合增长率明显高于其他子行业，未来市场增长空间很大
- 从2010 年-2015 年，休闲卤制品零售额由232 亿元增长到521 亿元，复合增速18%；预计到2020 年零售额将达到1235 亿元，2015 年-2020 年复合增速保持在19%的较高水平，占比将提升至10%

行业发展趋势

行业向包装化、品牌化、集中化和标准化发展；各品牌线上线下共同发力，异地扩张趋势明显；此外，各品牌均围绕主业研发新品、扩张品类，内生外延不断推新。

卤制品向包装化发展

- 消费者的卫生意识逐渐增强，对食品的包装提出了较高的需求，倒逼食品包装技术革新。目前市场上主要采用MAP充氮气包装，无需高温杀菌，较好地保存卤制品口感。
- 无包装的散装卤制品2010年到2015年的复合增长率为15.6%，远低于包装休闲卤制品的同期复合增长率29%。包装休闲卤制品的快速发展正抢占着无包装休闲卤制品的市场份额，占比由2010年的12%上升至2015年的19.2%。



图 6：品牌/非品牌休闲卤制品的市场价值图（单位：亿元）



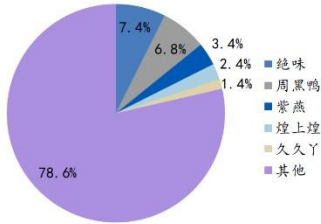
品牌卤制品更受消费者青睐

- 随着消费升级，人们更加青睐品牌产品，对品牌价值的认同感增强，对品牌附加值的要求逐渐上升，消费者看重盘口味和安全性，对价格的敏感度不高。
- 非品牌的休闲卤制品的零售价值从2010年的173亿元上升到281亿元，5年间复合增长率为10.1%，低于卤制品行业平均增长速度。
- 品牌的休闲卤制品的零售价值从2010年的59亿元上升到241亿元，5年间复合增长率为32.6%，远高于卤制品行业平均增长速度，市场份额由25.4%上升至46.2%。

向集中化和标准化发展

- 目前我国休闲卤制品行业集中度相对较低，小作坊式生产模式依然众多，收入CR3为17.6%，收入CR5为21.4%，行业正朝向集中化方向发展。
- 行业的包装化和品牌化是发展趋势，食品店的作坊类短保产品无法迎合这样的趋势，标准化产品抢占作坊类产品市场份额，食品店和食品市场的作坊类收入占比近几年大幅下降，从2010年的51.9%下降至2015年的39.7%；连锁门店的收入占比提升4个PCT。

图表 7：卤制品市场份额（按收益）



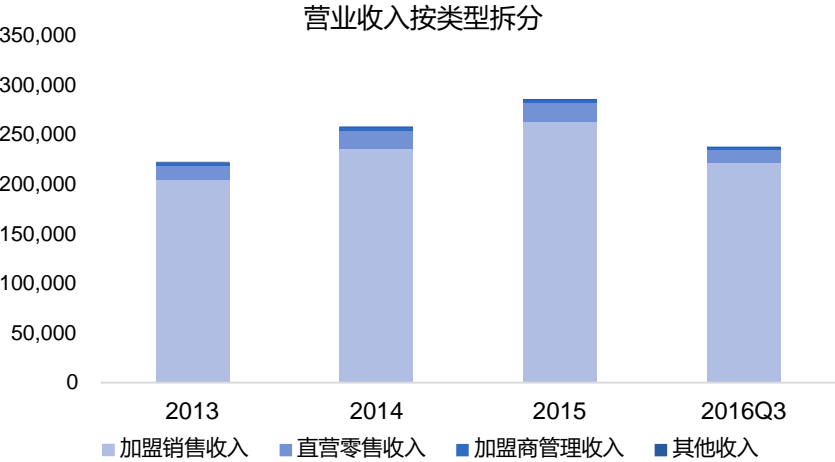
行业竞争格局

- 休闲卤制品行业有三类经营模式：即小作坊经营模式、区域性连锁品牌经营模式、全国性连锁品牌经营模式。
- 全国性品牌包括绝味、周黑鸭、煌上煌、久久丫及紫燕，销售区域遍布全国。

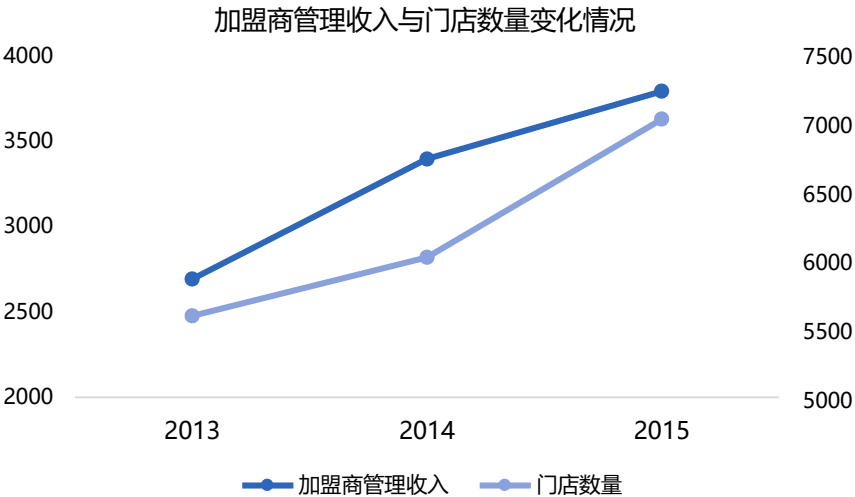
品牌	绝味食品	周黑鸭	煌上煌
品牌 logo			
门店情况	8610家门店 (截止2017H1) 未来计划每年新增门店800-1200间	892家门店 (截止2017H1) 交通枢纽处门店较多	2560家门店 (截止2017H1)
销售模式	直营 (100余家) + 加盟 (8400-8500家)	直营	直营 (180家) + 加盟 (2380家)
覆盖区域	覆盖29个省、自治区和直辖市 华东和华中销售收入占比超51%	覆盖13个省份及直辖市内47个城市 华中收入占约2/3, 华南收入占约1/7	覆盖12个省份直辖市 江西收入占约1/2, 浙江、广东占约1/3
2016 财务数据	营收: 32.74亿元 净利润: 3.8亿元	营收: 28.16亿元 净利润: 7.15亿元	营收: 12.2亿元 净利润: 0.88亿元

加盟商管理收入与其他应付款变化反映加盟商增长情况

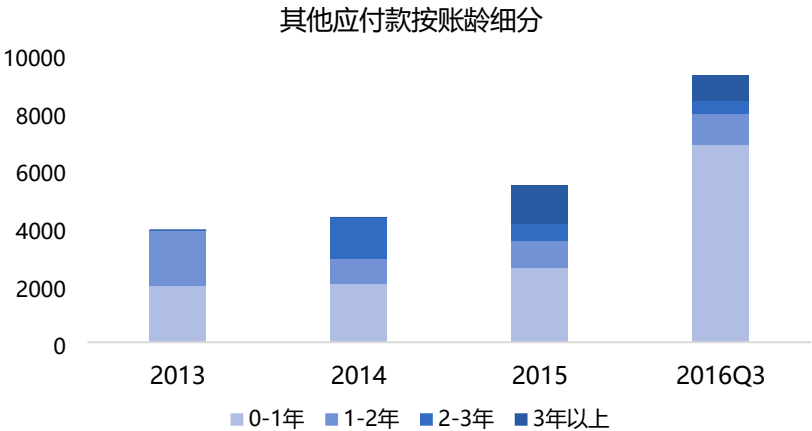
采用加盟模式，直接向加盟商销货



加盟商管理收入直接反映门店扩张情况



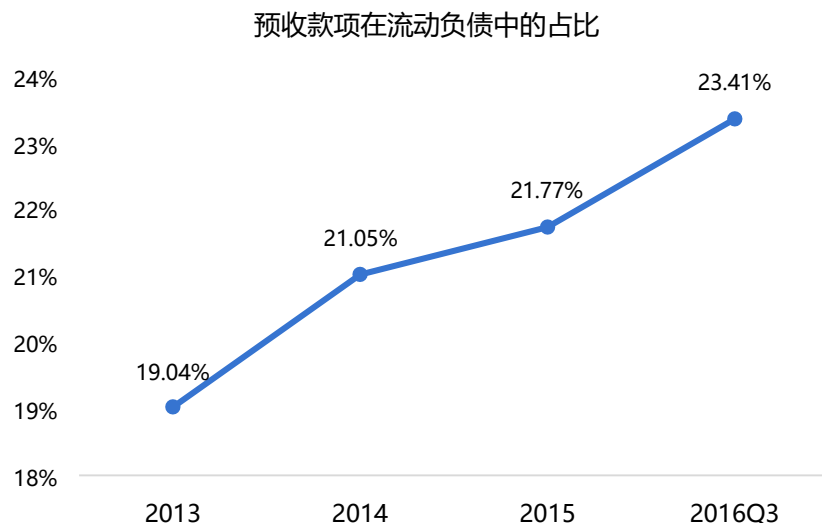
其他应付款结构反映加盟商构成



- 绝味食品采用加盟模式扩张，公司采用向加盟商销货的模式，由于直营店数量很少，因此主要收入来自于向加盟商的销售收入
- 公司加盟费收取标准根据不同地区有标准差异，范围在4000-8000元，保持相对稳定，因此从加盟商管理收入可以直接反映门店数量增长情况
- 其他应付款主要为向加盟商收取的保证金，账龄长的其他应付款变化反映长期加盟商的留存情况，1年以内其他应付款的变化反映新加入加盟商的增长情况

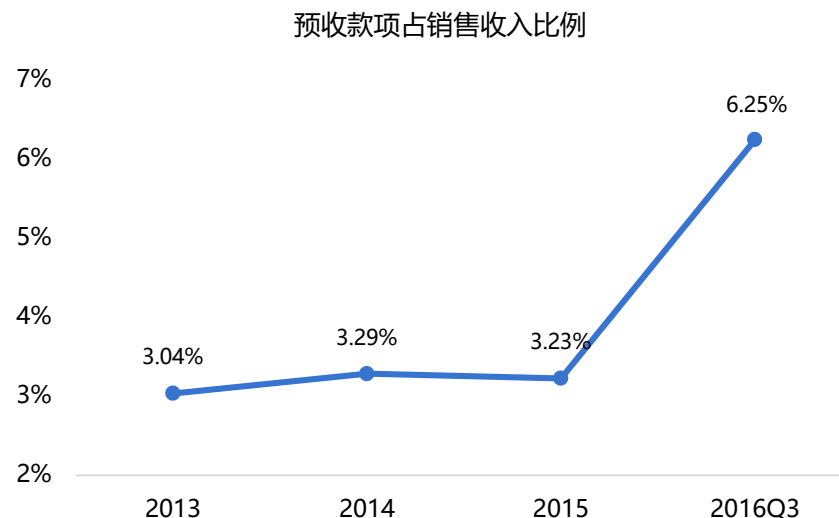
预收款项在流动负债和收入中占比升高，对下游话语权增强

预收款项在流动负债中的占比持续上升



- 预收款项主要为加盟商预先付款暂未收货的金额
- 预收账款绝对金额保持增加，是因为随着市场规模的扩大，加盟商数量的增加导致预收款项增加
- 预收款项在流动负债中占比的上升速度很快，从2013年的19.04%提升至23.41%，体现出这段时间内加盟商数量的迅速上升和公司业务规模的快速扩张

预收款项在销售收入中占比在平稳期过后迅速提升

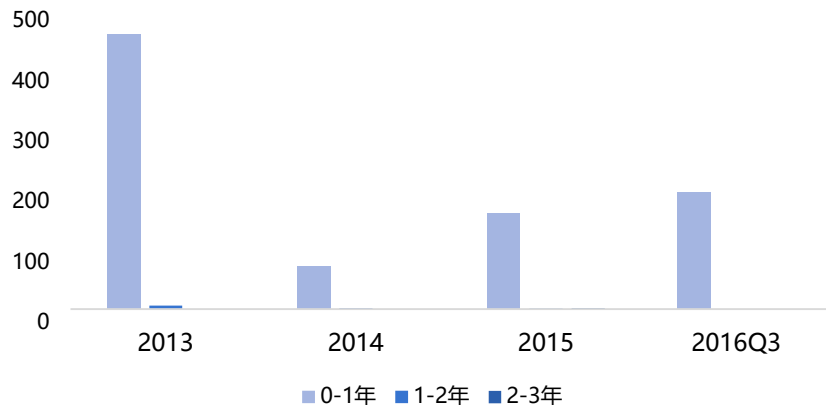


- 2013-2015年，预收款项在销售收入中的占比维持在3%左右，这一数字到2016年第三季度已翻倍达到6.25%
- 加盟商提前打款订货，绝味按量生产发货，避免了供大于求和存货积压的情况
- 预收款项在收入中占比的提升反映出绝味对下游加盟商的话语权的增强

应收账款占比很低且账期短，对下游加盟商话语权较强

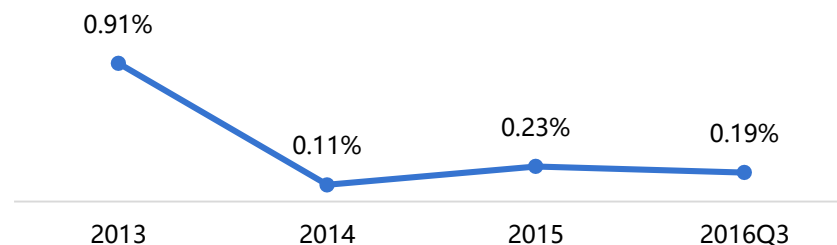
原材料是存货的主要构成部分

应收账款账龄结构



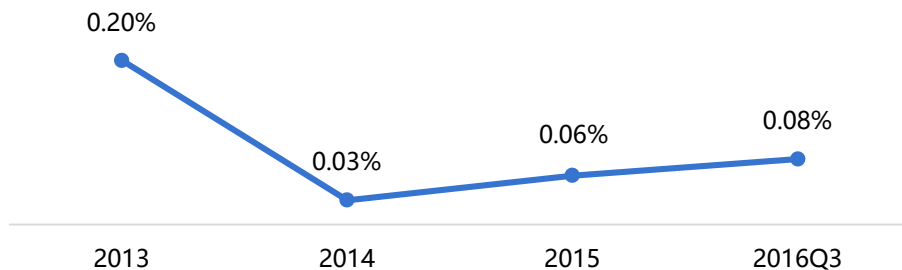
应收账款在流动资产中占比很低

应收账款占流动资产比例



以预收款销售为主，赊销比例很低

应收账款占营业收入比例

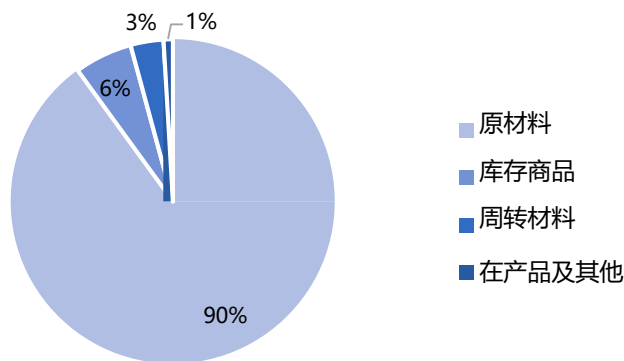


- 2016Q3，账龄在1年以内的应收账款余额占比100%，账龄结构合理，体现了稳健的销售收款政策
- 目前销售客户主要为加盟门店，采用预收款的政策，赊销比例较小，应收账款在营业收入中占比很低
- 由于加盟门店数量很多，应收账款存在单店金额小且账龄较短的特点，因此发生坏账的可能性较小

存货储备以原材料为主，根据门店订单组织生产避免存货积压

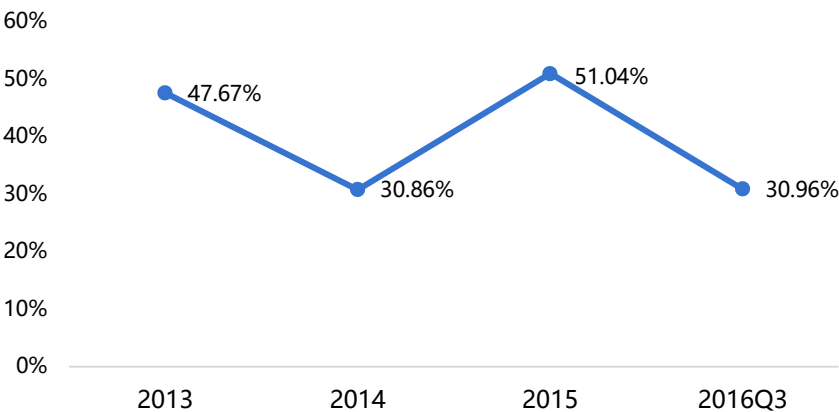
原材料是存货的主要构成部分

2016年存货具体构成情况



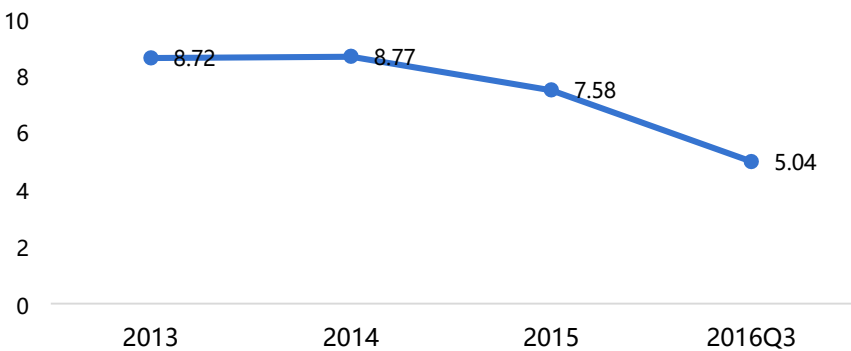
存货变动由原材料储备量变动引起

存货在流动资产中的占比



存货周转率近两年有所下降

存货周转率变动情况

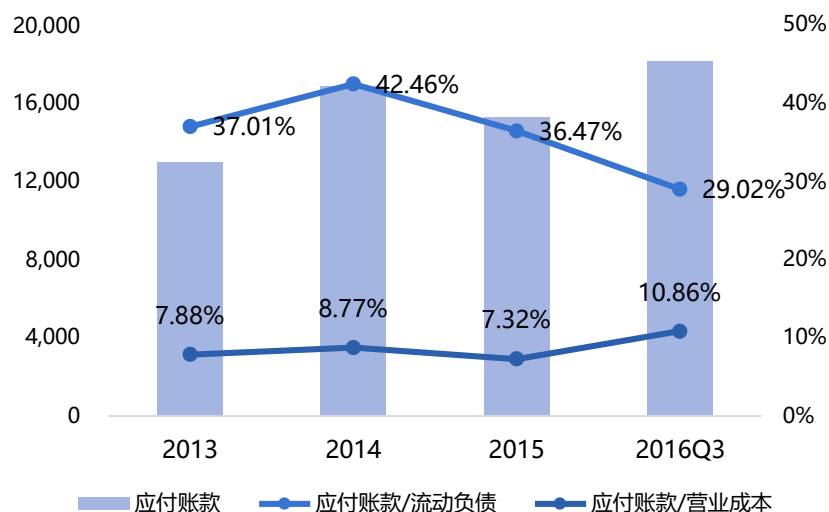


- 原材料占存货的90%，所占比例较高符合行业的一般特点
- 绝味食品根据门店订单组织生产及发货，因此存货构成中库存商品金额较小且所占比重较低
- 存货2015年期末账面价值占流动资产比例较上年增长较多，主要市通过原材料市场价格变化及波动趋势分析在低价位调整采购策略、增加原材料储备量所致
- 2013-2016年存货周转率有所下降，主要由于原材料备货所致

赊购比例小幅提升且预付款采购占比低，与上游供应商关系稳定

应付账款在流动负债中占比降低

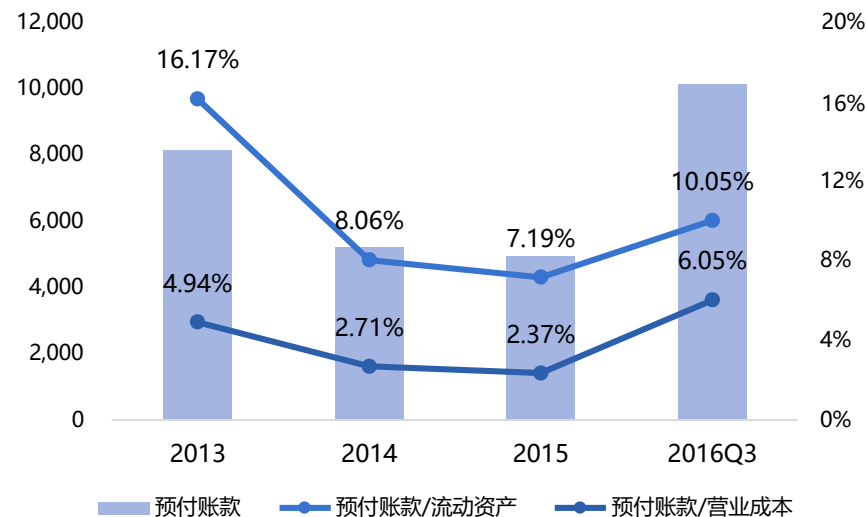
应付账款及在流动负债与营业成本中占比变化



- 应付账款主要是应付供应商采购款，账龄基本在一年以内，说明未长期拖欠供应商货款
- 应付账款在营业成本中占比相对稳定并有小幅提升，说明对供应商的占款能力和话语权有一定程度的提升

预付账款在流动资产中整体呈下降趋势

预付账款及在流动负债中占比变化



- 预付账款主要为预付的原材料采购款和租金，账龄在1年以内，账龄结构合理
- 预付账款占营业成本比例在2013-2015年呈下降趋势，且预付款采购占比较低，说明与供应商关系较稳定，不需要预付款以确保货源供应