

金财互联 (002530)

证券研究报告

2020年01月20日

社交电商势头正旺，赋能小 B 有望带来新增长点

社交电商潜力持续释放，MCN 迎来显著增长

社交电商行业规模快速增长，根据艾瑞咨询报告，2018 年中国社交电商行业规模达 6268.5 亿元，同比增长 255.8%；根据中国互联网协会发布的《2019 中国社交电商行业发展报告》显示，2019 年社交电商从业人员数量达 4,801 万人；根据克劳锐统计，2018 年 MCN 数量突破 5,000 家。我们认为，社交电商繁荣背后，庞大的电商经营者有望为公司业务奠定广阔的用户基础。

政策面趋严，合法合规成运营底线

自 2018 年以来，国家出台多项法律法规推动电商的规范化发展，合法合规成为运营底线，上千万社交电商从业者合规化痛点突出。我们认为，政策面趋严，行业规范化发展有望为公司业务带来新的机遇。

赋能“小 B”用户，未来市场超 200 亿

小 B 用户因财务知识及应用能力不足，在当前政策趋严背景下，合规化痛点格外突出。公司旗下金财云商推出的新商合规宝提供包括在线注册、银行开户、税务登记到区块链技术的电子发票开具等服务，为用户降低管理成本，并且在合规的基础上进行降负筹划。我们测算，社交电商税务合规化对应市场空间超过 200 亿，公司作为行业领军者之一有望显著受益。

投资建议

看好公司壁垒仍在，合规宝业务有望成为新增长点。预计 2019-2021 年公司实现净利润 3.56/4.24/4.96 亿元，对应 EPS 为 0.46/0.54/0.64 元，维持“买入”评级。

风险提示：社交电商发展不及预期；业务推广不及预期；行业市场竞争加剧

投资评级

行业	计算机/计算机应用
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	15.16 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	779.20
流通 A 股股本(百万股)	636.88
A 股总市值(百万元)	11,812.64
流通 A 股市值(百万元)	9,655.13
每股净资产(元)	5.55
资产负债率(%)	14.47
一年内最高/最低(元)	16.00/5.41

作者

沈海兵 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030001
shenhaibing@tfzq.com

缪欣君 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080003
miaoxinjun@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《金财互联-首次覆盖报告:财税业务带来快速增长,卡位 G 端打造核心优势》2019-11-24
- 《丰东股份-首次覆盖报告:核心优势筑造龙头地位,泛财税战略有望加速落地》2017-05-01

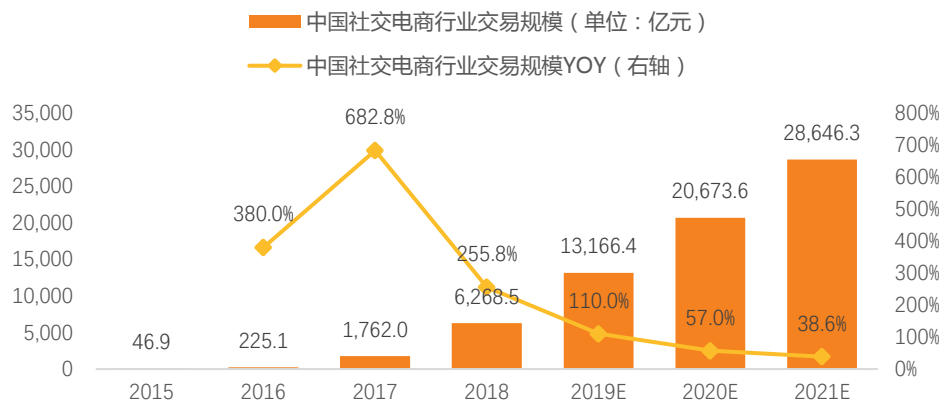
财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	997.74	1,264.09	1,546.71	1,918.70	2,396.49
增长率(%)	106.21	26.70	22.36	24.05	24.90
EBITDA(百万元)	290.06	467.32	455.60	537.07	636.71
净利润(百万元)	230.47	291.04	356.31	424.34	496.25
增长率(%)	395.04	26.28	22.43	19.09	16.95
EPS(元/股)	0.30	0.37	0.46	0.54	0.64
市盈率(P/E)	51.25	40.59	33.15	27.84	23.80
市净率(P/B)	3.00	2.83	2.61	2.40	2.19
市销率(P/S)	11.84	9.34	7.64	6.16	4.93
EV/EBITDA	38.97	9.52	23.98	19.91	16.28

资料来源：wind，天风证券研究所

1. 社交电商潜力持续释放，MCN 迎来显著增长

社交电商势头正旺，2020 年交易规模有望突破 2 万亿元。社交电商是基于社交媒体或支持社会互动的网络媒体，是通过客户参与推动在线购销产品和服务的电商新业态。根据艾瑞咨询报告显示，社交电商近年来保持高速增长，预计 2020 年行业交易规模达 20,673.6 亿元，同比增长 57.0%。此外，根据中国互联网协会发布的《2019 中国社交电商行业发展报告》显示，2019 年社交电商从业人员规模预计将达 4,801 万人，同比增长为 58.3%。

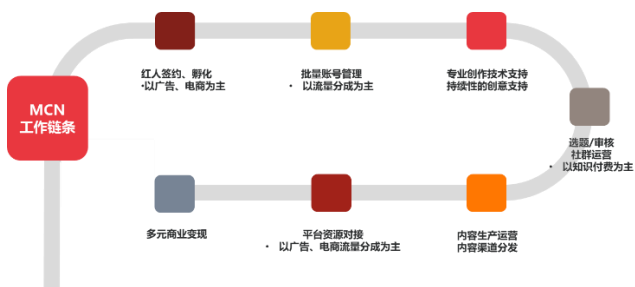
图 1：社交电商自 2017 年显著增长，预计 2020 年交易规模超 2 万亿



资料来源：艾瑞咨询、天风证券研究所

受益社交电商持续发展，MCN 端整体市场规模迈向百亿。MCN (全称 Multi-Channel Network)，在中国，指的是基于内容行业、以 MCN 为“名片”切入、专注于以内容生产和运营为基础的不同业务形态的组织机构。根据克劳锐统计显示，目前中国的 MCN 整体市场规模已达百亿级；截至 2018 年 12 月，MCN 机构数量已经超过 5,000 家。我们认为，MCN 内容呈现方式丰富，具备互动性和社交属性，受益于直播、短视频发展以及社交电商潜力的持续释放，MCN 等内容生产者的数量规模有望得到进一步提升。

图 2：MCN 通过保障内容持续输出，实现流量稳定变现



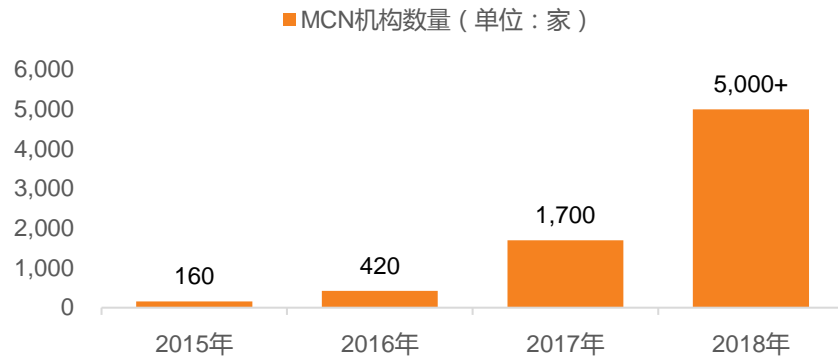
资料来源：克劳锐指数研究院、天风证券研究所

图 3：MCN 以内容连接消费者，实现商品与内容协同



资料来源：艾瑞咨询、天风证券研究所

图 4：MCN 机构数量迎来显著增长，2018 年增长近两倍

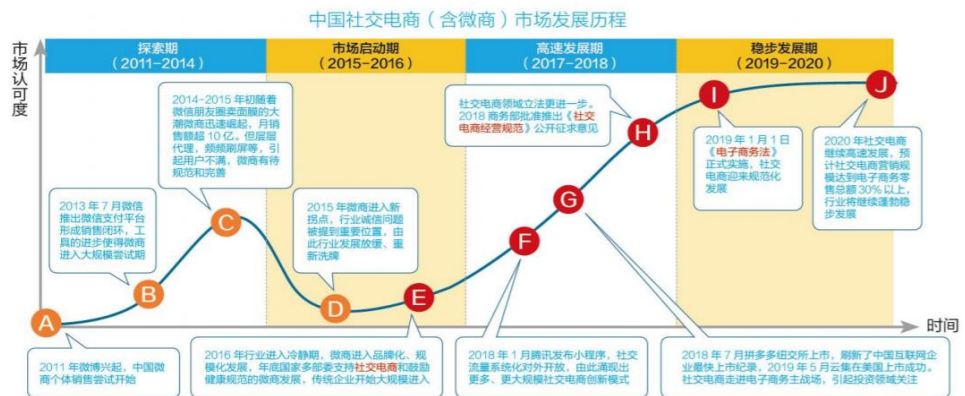


资料来源：克劳锐指数研究院、天风证券研究所

2. 政策面趋严，合法合规成运营底线

社交电商迎来规范发展，合法合规问题亟待解决。2018 年 7 月，商务部批准推出《社交电商经营规范》公开征求意见，其中提到社交电商交易中的各方作为交易主体，应当按照交易的性质以及在交易中获得的利益，依法履行纳税义务；2019 年 1 月 1 日，《电子商务法》正式实施，进一步明确了从事电子商务的自然人经营者也需要进行工商登记，财务账目建立，依法纳税。2019 年 8 月，《社交电商行业白皮书》正式发布，强调社交电商从业者要拥抱监管加强自律。我们认为，社交电商行业正迎来规范化发展，合法合规化愈发重要。

图 5：中国社交电商市场化与规范化并行发展



资料来源：中国互联网协会、天风证券研究所

图 6：政策面逐渐趋严，六大风险威胁社交电商正常运营



资料来源：公司微信公众号、天风证券研究所

3. 赋能“小 B”用户，未来市场超 200 亿

行业走向专业化与程序化，合规宝赋能社交电商合规运营。公司旗下子公司金财云商推出新商合规宝，提供包括在线注册、银行开户、税务登记到区块链技术的电子发票开具等服务，为用户降低管理成本，并且在合规的基础上进行降负筹划，通过全流程的合规运营，为可持续经营提供强大的后台支撑。目前已经与服装、美妆、零售等行业领域的社交电商品牌方和平台方进行深度合作。此外，新商合规宝还利用区块链等技术系统提升运营效率，将人、货两端之间进行更加高效的链接，在赋能社交电商行业合规升级的同时，提高行业效率。

图 7：合规宝可为电商法下的新业态从业者提供方便快捷的合规化服务



资料来源：公司微信公众号、天风证券研究所

潜在小 B 用户超千万，业务增长空间达 240 亿。在微商行业经历了大起大落之后，大批微商从业者涌入会员制社交电商平台成为小 B 店主并快速转化为生产力。我们认为，与大中型公司不同，小 B 用户因财务知识及应用能力不足，在当前政策趋严背景下，合规化痛点格外突出。根据会员制社交电商云集微店的公告显示，截至 2019 年 6 月 30 日，云集付费会员数增长到 1,077 万人。我们乐观假设约存在付费合规化需求的用户与云集微店付费用户持平，即约 1,000 万用户；参照当前代账公司收费标准，即每年约 2,400 元；我们认为，

《电商法》下，小 B 用户合规化需求每年将带来约 240 亿的市场增量，有望形成新的业务增长点。

图 8：潜在小 B 用户超千万，业务增长空间达 240 亿



资料来源：云集财报、华淼财务官网、天风证券研究所

4. 风险提示

1. 社交电商发展不及预期；
2. 业务推广不及预期；
3. 行业市场竞争加剧。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	723.20	840.89	1,051.26	1,352.61	1,697.15
应收票据及应收账款	423.20	544.97	648.42	660.76	974.43
预付账款	147.71	175.39	51.37	303.32	177.49
存货	199.44	284.58	308.08	389.77	575.69
其他	961.57	382.70	473.39	622.36	518.31
流动资产合计	2,455.11	2,228.53	2,532.53	3,328.81	3,943.08
长期股权投资	100.04	104.18	104.18	104.18	104.18
固定资产	266.40	499.55	523.30	560.68	593.22
在建工程	22.25	37.57	58.54	83.13	79.88
无形资产	147.69	285.58	257.54	229.49	201.44
其他	1,801.93	2,032.58	2,011.48	1,998.07	1,981.97
非流动资产合计	2,338.31	2,959.45	2,955.04	2,975.54	2,960.68
资产总计	4,793.42	5,187.98	5,487.57	6,304.34	6,903.76
短期借款	223.10	82.00	92.00	113.00	98.00
应付票据及应付账款	181.69	263.17	182.93	401.41	375.75
其他	315.33	388.70	400.73	537.51	684.46
流动负债合计	720.12	733.87	675.66	1,051.91	1,158.21
长期借款	2.15	88.98	98.98	113.98	97.98
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	29.90	30.78	30.89	30.52	30.73
非流动负债合计	32.05	119.76	129.87	144.50	128.71
负债合计	752.17	853.63	805.53	1,196.42	1,286.92
少数股东权益	109.50	153.09	163.10	184.72	211.09
股本	490.74	785.19	779.20	779.20	779.20
资本公积	2,953.85	2,644.97	2,644.97	2,644.97	2,644.97
留存收益	3,441.01	3,396.07	3,739.74	4,144.01	4,626.56
其他	(2,953.85)	(2,644.97)	(2,644.97)	(2,644.97)	(2,644.97)
股东权益合计	4,041.25	4,334.35	4,682.04	5,107.92	5,616.85
负债和股东权益总	4,793.42	5,187.98	5,487.57	6,304.34	6,903.76

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	240.73	314.83	356.31	424.34	496.25
折旧摊销	51.38	69.41	43.32	46.09	48.75
财务费用	4.02	13.27	4.52	4.22	1.45
投资损失	(18.66)	(35.83)	(18.93)	(18.93)	(18.93)
营运资金变动	(1,026.49)	332.99	(134.57)	(127.65)	(133.48)
其它	936.62	(575.23)	10.00	21.62	26.37
经营活动现金流	187.60	119.45	260.66	349.70	420.41
资本支出	253.22	579.88	59.88	80.37	49.79
长期投资	6.90	4.14	0.00	0.00	0.00
其他	(1,525.09)	(249.43)	(100.95)	(141.44)	(80.86)
投资活动现金流	(1,264.96)	334.59	(41.07)	(61.07)	(31.07)
债权融资	225.25	180.08	194.01	231.02	201.37
股权融资	10.46	(19.34)	(9.29)	(3.00)	(0.23)
其他	(203.05)	(548.04)	(193.95)	(215.31)	(245.94)
筹资活动现金流	32.66	(387.31)	(9.22)	12.71	(44.80)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(1,044.69)	66.73	210.37	301.34	344.54

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	997.74	1,264.09	1,546.71	1,918.70	2,396.49
营业成本	542.50	655.50	746.62	960.92	1,237.35
营业税金及附加	9.48	10.87	18.22	19.11	24.23
营业费用	39.49	57.62	69.27	83.11	106.79
管理费用	159.55	143.47	225.38	268.06	318.67
研发费用	60.70	64.06	77.34	95.94	119.82
财务费用	(9.84)	6.13	4.52	4.22	1.45
资产减值损失	16.30	25.76	16.54	19.53	20.61
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	18.66	35.83	18.93	18.93	18.93
其他	(106.38)	(79.43)	(37.86)	(37.86)	(37.86)
营业利润	267.28	344.29	407.76	486.76	586.51
营业外收入	5.86	9.81	9.73	8.46	9.33
营业外支出	0.80	7.06	3.07	3.64	4.59
利润总额	272.34	347.03	414.42	491.58	591.25
所得税	31.61	32.20	48.11	45.61	68.63
净利润	240.73	314.83	366.32	445.97	522.62
少数股东损益	10.25	23.79	10.00	21.62	26.37
归属于母公司净利润	230.47	291.04	356.31	424.34	496.25
每股收益(元)	0.30	0.37	0.46	0.54	0.64

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	106.21%	26.70%	22.36%	24.05%	24.90%
营业利润	497.41%	28.81%	18.44%	19.37%	20.49%
归属于母公司净利润	395.04%	26.28%	22.43%	19.09%	16.95%
获利能力					
毛利率	45.63%	48.14%	51.73%	49.92%	48.37%
净利率	23.10%	23.02%	23.04%	22.12%	20.71%
ROE	5.86%	6.96%	7.88%	8.62%	9.18%
ROIC	10.59%	9.27%	10.54%	12.27%	13.66%
偿债能力					
资产负债率	15.69%	16.45%	14.68%	18.98%	18.64%
净负债率	-12.32%	-15.25%	-18.31%	-21.96%	-26.63%
流动比率	3.41	3.04	3.75	3.16	3.40
速动比率	3.13	2.65	3.29	2.79	2.91
营运能力					
应收账款周转率	2.96	2.61	2.59	2.93	2.93
存货周转率	5.69	5.22	5.22	5.50	4.96
总资产周转率	0.22	0.25	0.29	0.33	0.36
每股指标(元)					
每股收益	0.30	0.37	0.46	0.54	0.64
每股经营现金流	0.24	0.15	0.33	0.45	0.54
每股净资产	5.05	5.37	5.80	6.32	6.94
估值比率					
市盈率	51.25	40.59	33.15	27.84	23.80
市净率	3.00	2.83	2.61	2.40	2.19
EV/EBITDA	38.97	9.52	23.98	19.91	16.28
EV/EBIT	45.38	10.94	26.50	21.78	17.62

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com