

# 金融Maas龙头，开启AI重估之路

## 同花顺

华西计算机团队

2023年4月3日

分析师：刘泽晶

SAC NO: S1120520020002

邮箱：liuzj1@hx168.com.cn

## 核心逻辑

- ◆ **流量奠定模式基石，规模/月活优势明显**：公司商业模式为“流量基石 → B/C端多渠道变现 → 预收模式带动现金流 → 研发投入反哺流量基石”。近年来公司持续夯实流量基石，注册用户规模不断扩张，APP月活数领跑行业远超对手东方财富和大智慧。
- ◆ **AI 2.0时代，公司有望转型成平台型MaaS服务商**：
  - ✓ 公司具有行业领先的流量入口，在移动互联网时代，同花顺APP已接入外部投顾，以文字、直播等方式为投资者提供服务；同时利用自身技术优势和流量优势为机构提供软件、导流等服务。
  - ✓ 我们认为，在AI 2.0时代，公司具备向平台型MaaS服务商转型的优势（流量优势、技术优势、数据优势、生态优势）。未来公司有望基于AI技术，提供各种MaaS服务，赋能各类生态合作伙伴，最终为各类投资者提供丰富的创新应用。
  - ✓ 我们认为，在AI 2.0时代，公司的产品升级，将迎来付费意愿和ARPU值的双重提升。以公司核心业务增值电信服务为例，中长期来看，付费客户数量和ARPU值均有望实现翻倍以上的增长。
- ◆ **纵比2015年，投资者扩容、结构优化、平台导流带来新机遇**：
  - ✓ 2015年至今证券投资者显著扩容，2022年2月我国证券投资者数达到2.15亿人，较2015年底大幅增长116.60%，且进一步扩容空间巨大，利好公司做流量基石。此外“高净值”投资者占比提升也有望推升付费用户ARPU值。随着市场回暖，公司业绩弹性有望随之释放。
  - ✓ 放开第三方平台，新生态下同花顺在证券交易平台中一枝独秀：根据证监会2月针对《关于对从事金融信息中介和交易撮合服务机构加强准入管理的建议》的答复，导流业务有望纳入合规范畴；收入来自于券商开户与交易环节，是典型的beta“放大器”业务，后市收入/利润弹性可期。
- ◆ **投资建议**：我们维持盈利预测不变，预计23-25年公司实现营收收入分别为45.36/55.12/67.04亿元；实现每股收益（EPS）分别为4.40/5.52/6.97元，对应2023年4月3日235.00元/股收盘价，PE分别为53.5/42.6/33.7倍。维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示**：1）行业竞争加剧；2）科技巨头入场冲击现有格局；3）流量运营维护效果不及预期；4）金融市场系统性风险。



## 目录

- 01 互联网证券龙头，兼具alpha/beta属性
- 02 快速成长中的金融MaaS龙头
- 03 AI赋能，把握流量变现新机遇
- 04 投资建议
- 05 风险提示



**01 互联网证券龙头，兼具alpha/beta属性**

## 1.1 公司概况：国内互联网证券服务商龙头

- ◆ **国内互联网证券服务商龙头，深耕行业近30年。**
  - ✓ 成立于1994年，一方面为各类机构客户提供软件产品和系统维护服务、金融数据服务、智能推广服务，另一方面也为个人投资者提供金融资讯和投资理财分析工具。
  - ✓ 凭借突出的产品优势和优异的运营服务逐渐在C端积累了海量的个人投资者用户，注册用户超6亿。
  - ✓ 产品及服务覆盖资本市场上下游的各层次参与主体，包括证券公司、公募基金、私募基金、银行、保险、政府、研究机构、上市公司等机构客户，以及广大个人投资者。
  
- ◆ **兼具高成长（alpha）与强周期（beta）属性。**
  - ✓ **alpha属性：**2012-2022年公司营收从不足2亿元大幅增长至35.59亿元，CAGR保持在35.39%；同时归母净利润从0.26亿元增长至16.91亿元，CAGR保持在51.82%，长周期来看营收/净利持续高速增长。
  - ✓ **Beta属性：**2007-2009年间凭借一轮A股牛市迅速发展，营收破亿；2014/2015年，A股再迎大级别牛市行情，公司业绩迎来爆发式增长，2015年收入增速达到442.91%，归母净利润增速更是高达1,483.35%。

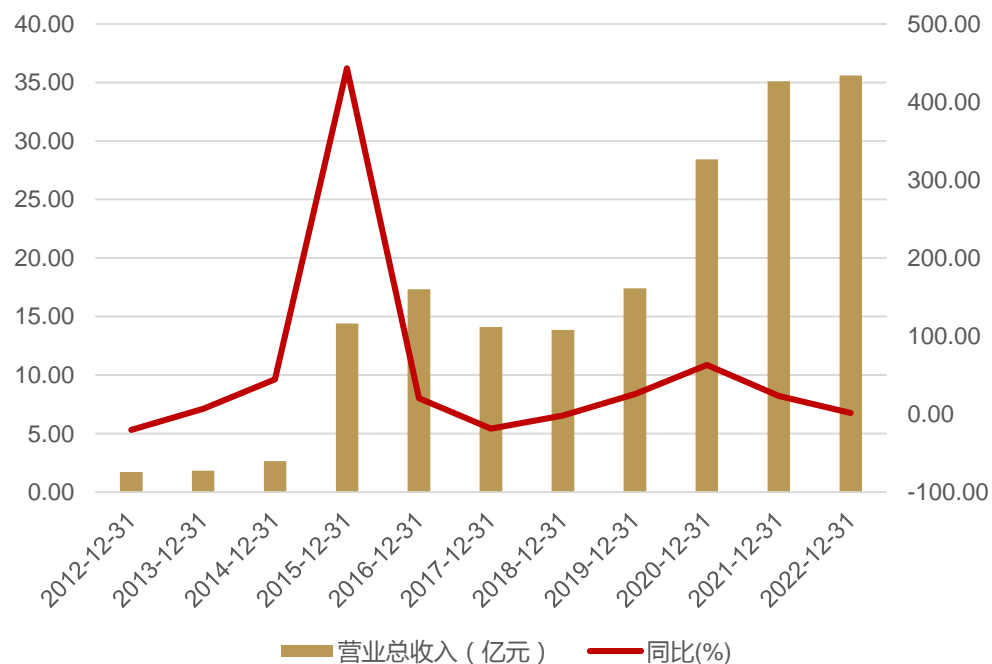
### 同花顺发展大事记



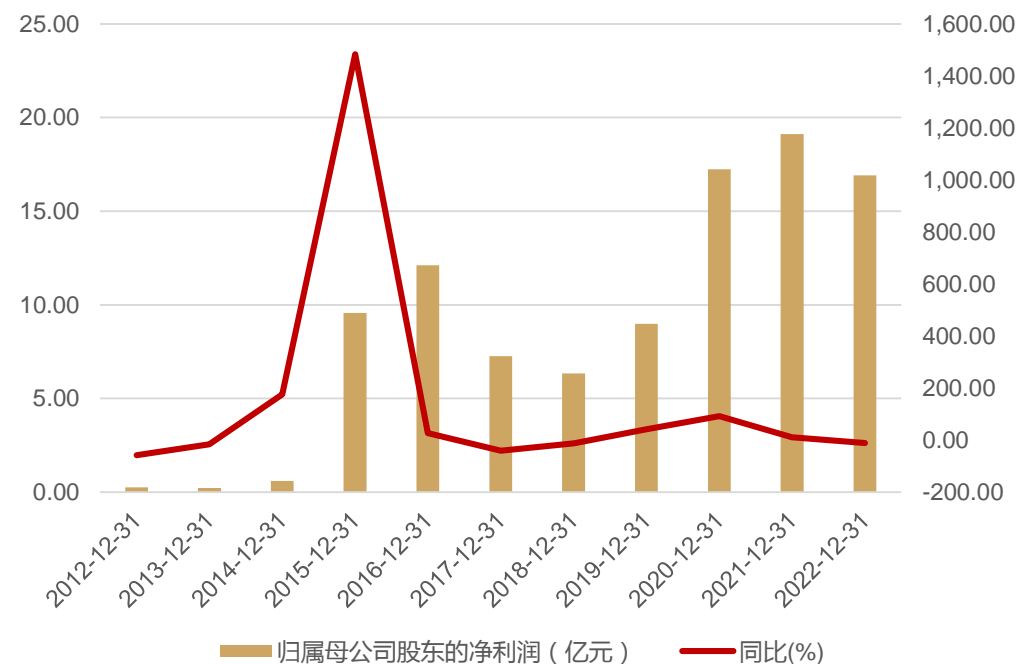
## 1.2 业绩回顾：2022年体现韧性

- ◆ 2022年营业收入达到35.59亿元，同比增长1.40%，在证券市场波动的前提下，公司经营体现韧性：
  - ✓ 1) 广告及互联网业务推广服务较去年增加18.88%，主要是由于客户对公司广告业务需求增加，以及公司通过人工智能技术不断提升广告投放效果，广告及互联网业务推广服务规模增加所致。
  - ✓ 2) 基金销售及其他交易手续费较去年减少32.76%，主要是由于证券市场波动，投资者对基金需求量下降，导致基金代销手续费减少所致。
- ◆ 利润端来看，2022年归母净利润为16.91亿元，同比下降11.51%，主要是因为公司不断加大研发投入，研发费用有所增加导致。

营收及同比 (2012-2022)

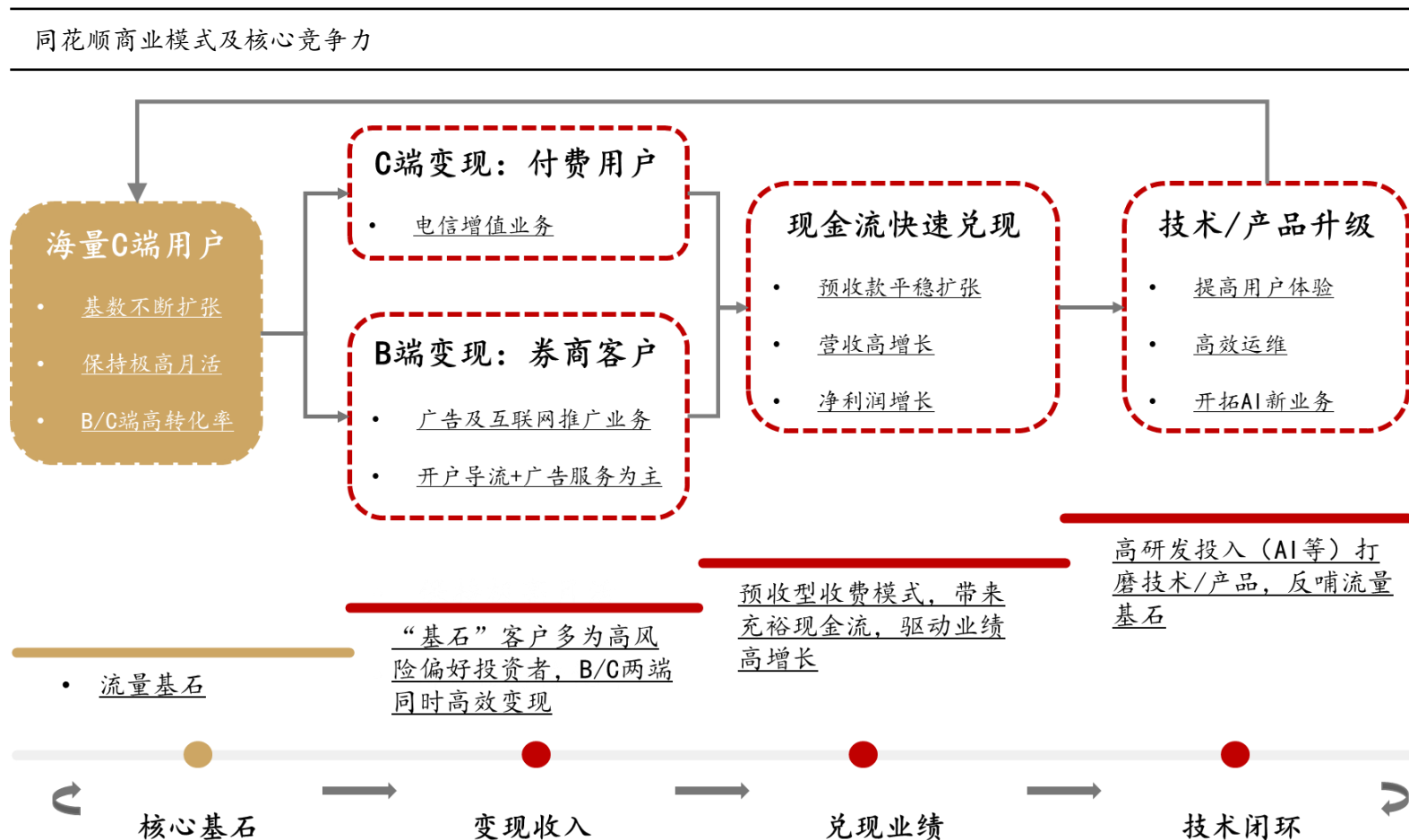


归母净利润及同比 (2012-2022)



## 1.3 流量变现模式愈加成熟，有望展现更优业绩弹性

- ◆ “流量变现”具体而言就是“核心（流量）基石 → B端/C端多渠道变现 → 预收模式带来充裕现金流 → 研发深化技术优势，反哺流量基石”的闭环模式。其中海量C端用户形成的流量基石是公司商业模式的根本，也是核心竞争力所在。





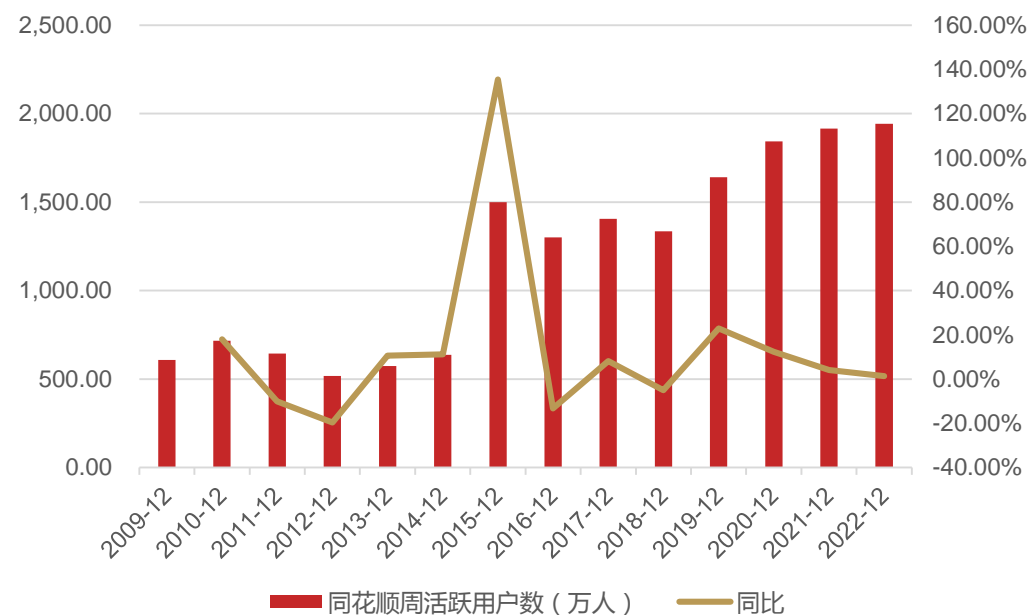
## 1.3 流量奠定模式基石，规模/活跃用户优势明显

- ◆ **注册用户规模不断扩张**：2014/2015年同花顺金融服务网注册用户数同比增速分别为38.29%和39.29%，年增长将近四成，反映赚钱效应催化下目标用户快速入场的态势；即便在行情波动的2022年，用户规模同样在平稳扩张。
- ◆ **周活用户近2000万**：根据公司公告，截至2022年12月31日，同花顺金融服务网累计注册用户约61,437万人；每日使用同花顺网上行情免费客户端的人数平均约为1,463万人，每周活跃用户数约为1,942万人。种类繁多的机构投资者及庞大而活跃的个人投资者，有利于公司打造互联网金融信息服务生态圈，促进公司产品及服务的推出、升级、更新换代，能被市场快速接受，客户资源优势明显。

2009-2022同花顺注册用户数（万人）及同比



2009-2022同花顺周活跃用户数（万人）及同比



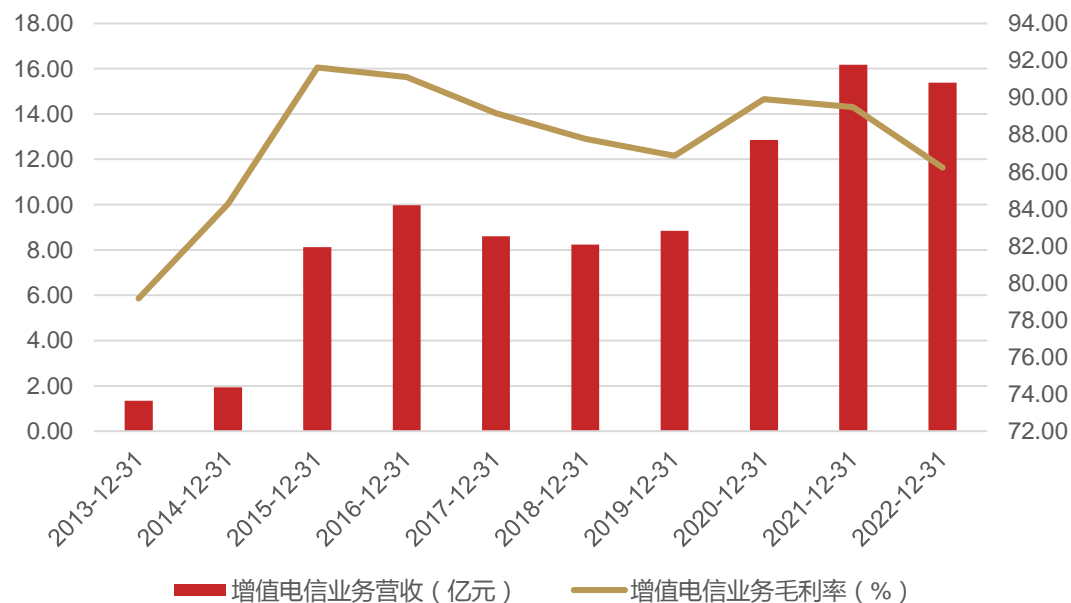


## 1.3 变现渠道不断拓宽，B/C两端共振

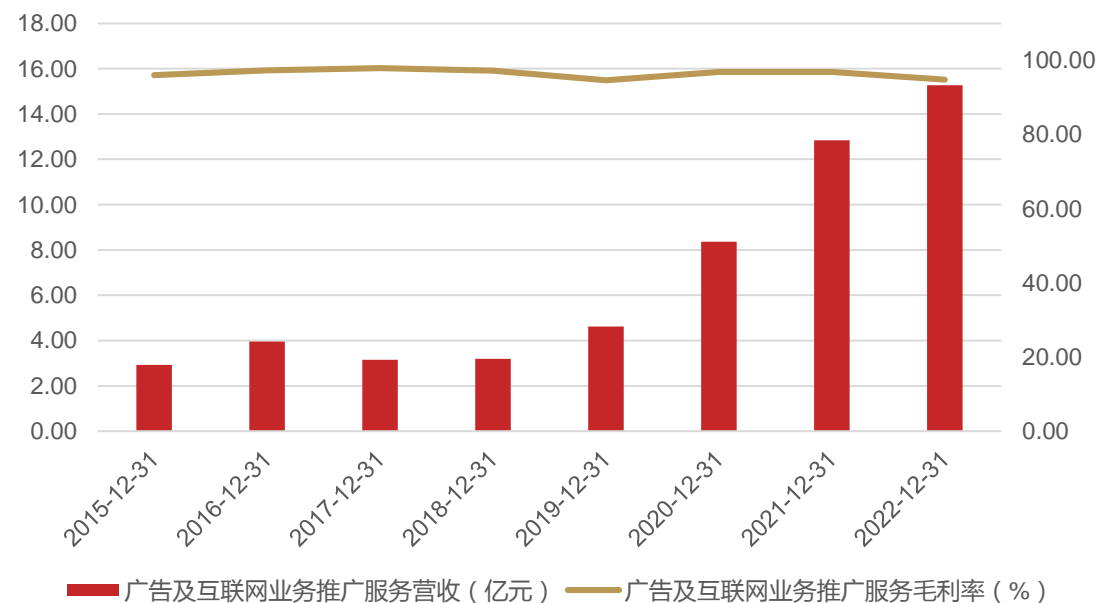
- ◆ **C端变现：个人客户直接转化，上有业绩弹性，下有需求刚性。**
  - ✓ 基于C端流量基石，公司主要通过增值电信业务对个人客户进行直接变现。
  - ✓ 增值电信业务2015-2016年呈现爆发式增长，呈现高beta属性；后续2017-2018年间增速随市场回落，趋于平稳；2019-2021年重回增长；2022年保持稳定。

- ◆ **B端变现：2015年以来机构客户合作模式趋于成熟，放大弹性空间：**
  - ✓ B端业务以广告及互联网推广业务为主，实质上可一分为二，分别是券商合作开户和广告推广业务。
  - ✓ 广告及互联网业务推广服务从2018年的3.20亿元增长到2022年的15.27亿元，复合增长率为47.80%，是公司成长的新动力。
  - ✓ 目前公司B端业务模式已经完全成熟，一旦大级别行情来临，业绩弹性空间有望极致释放。

增值电信业务营收及毛利率（2013-2022）



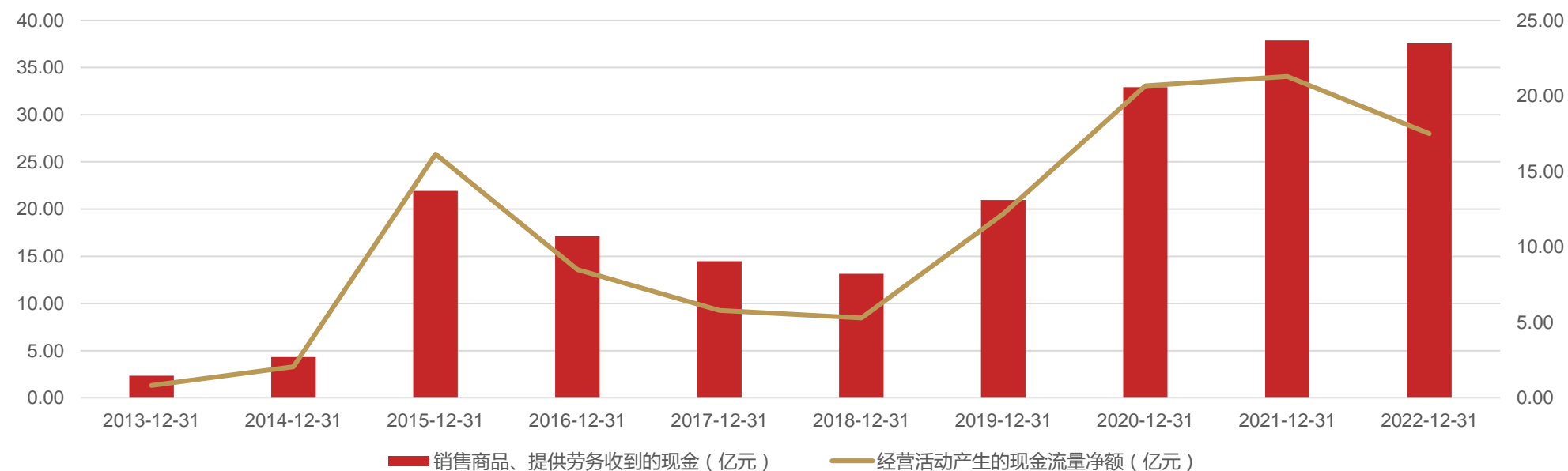
广告及互联网业务推广服务营收及毛利率（2013-2022）



## 1.4 预收模式带来充裕现金流，拐点信号浮现

- ◆ 公司第一大业务是C端的增值电信业务，收入贡献超过40%，其最大的特点是用户先以现金购买增值服务，并以年费的购买形成预收款，后续再逐月确认为收入，最终转化成利润。基于这一特点，判断公司业务模式的传导路径为：“经营性现金流 → 预收款项 → 营业收入 → 净利润”，可见预收模式正是保障现金流水平长期充裕的关键。
- ◆ 2016-2018年公司经营性现金流受市场行情回落影响整体下行，但边际改善趋势明显。2022年在市场波动的前提下，经营活动产生的现金流净额仍然保持高位（17.50亿元）。看好公司在“AI+”时代的流量变现能力，同时持续通过研发投入反哺流量基石。

公司经营性现金流（2013-2022）

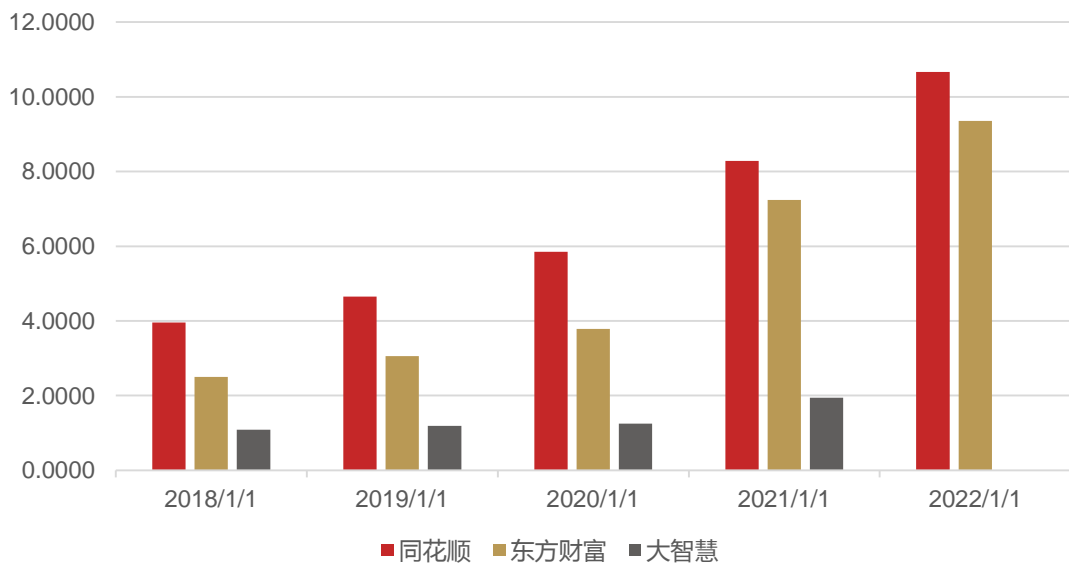


## 1.5 技术升级聚焦AI，产品优势反哺流量

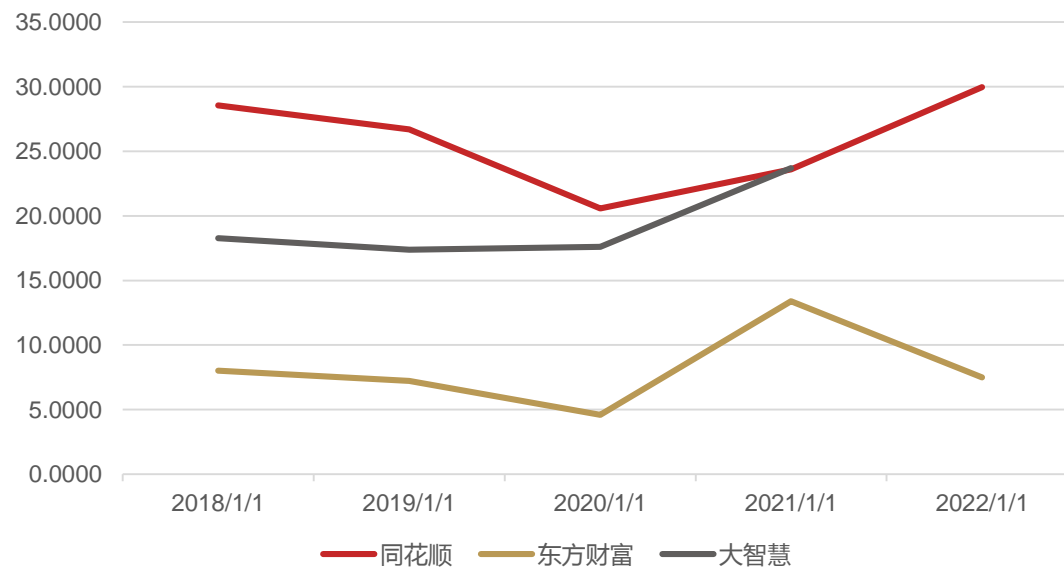
- ◆ 横向比较来看，主要竞争对手东方财富、大智慧无论在研发投入额度还是占比上都逊于公司。
- ✓ 2022年，公司研发投入高达10.67亿元（占比29.98%）高于东方财富的9.36亿元（占比7.49%）。
- ✓ 根据公司年报，截至2022年12月31日，公司已累计获得自主研发的软件著作权435项，发明专利授权29项（其中美国专利11项），非专利技术146项，形成了明显的技术领先优势。公司机器翻译团队在国际机器翻译评测比赛WMT22翻译效率任务GPU Latency赛道中，夺得该赛道第一名。

- ◆ 深度聚焦前沿技术，AI产品化能力提升，探索新利润增长点。
- ✓ 公司早在2009年就开始进行AI技术的研发和应用，并在2018、2019年加速推出AI产品/应用模块。目前在公司多个面向C端产品模块中都有AI技术的应用，典型产品如i问财、智能投顾等。
- ✓ 产品AI化不仅能够提升用户体验，强化流量粘性，更能直接提升转化率/付费率，驱动电信增值业务扩张。当前公司AI技术日臻成熟，产品AI化正在加速，与传统业务融合之余也有望实现场景扩展，打造远期利润增长点。

公司及竞争对手的研发投入比较(亿元)



公司及竞争对手的“研发投入占收比”比较(%)



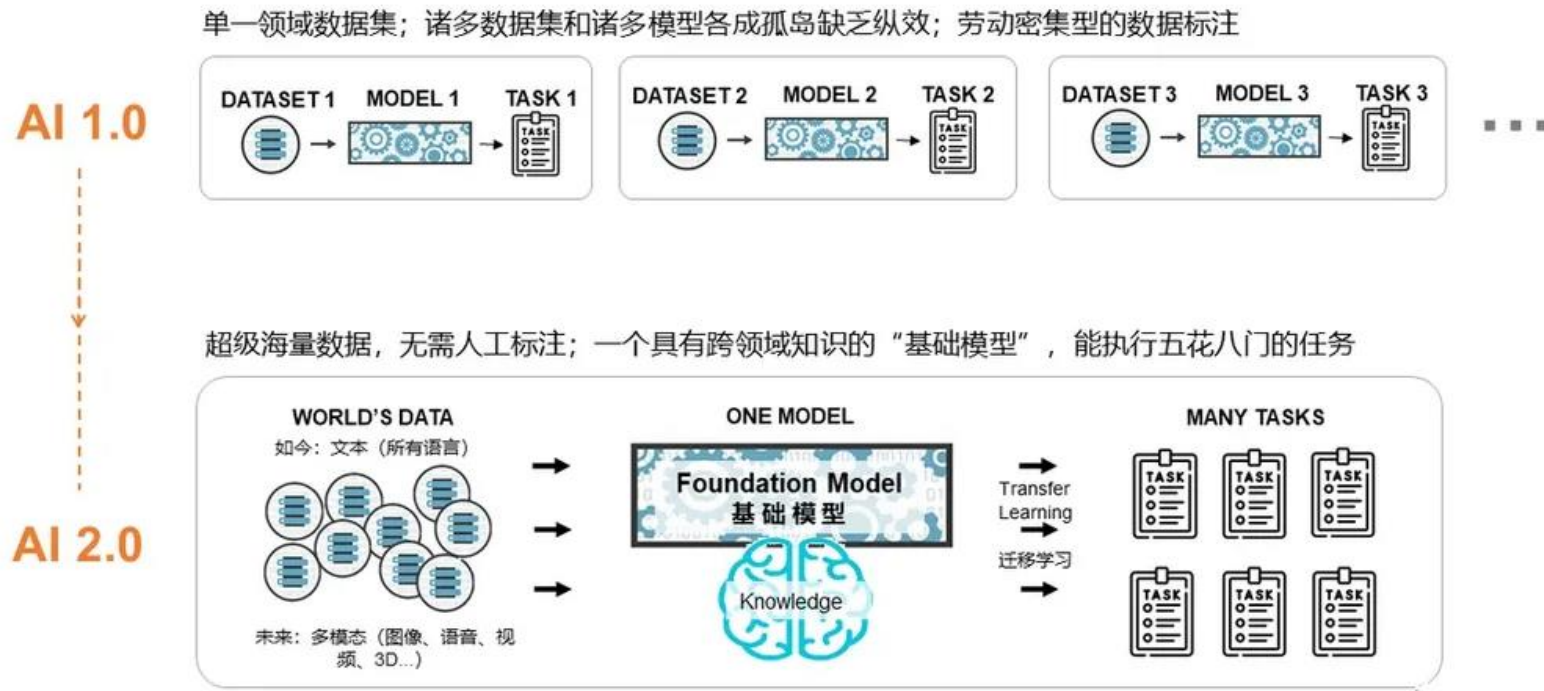


## **02 快速成长中的金融MaaS龙头**

## 2.1 AI 2.0时代来临，金融行业有望率先落地

- ◆ **AI 1.0**：以CNN为核心的计算机技术，机器开始在计算机视觉（CV）、自然语言理解技术（NLP）等领域超越人类，并创造了显著的价值。但AI 1.0缺少像互联网时代的 Windows 和 Android一样的规模化能力，来降低应用开发的门槛，打造完善生态链。
- ◆ **AI 2.0**：AI 2.0克服了AI 1.0单领域、多模型的限制，可以用无需人工标注的超级海量数据去训练一个具有跨领域知识的基础大模型（Foundation Model）；基于大模型，各种创新应用将层出不穷。
- ✓ **AI 2.0 + 金融**：更快、更准确、更智能的内容生产方式，将大幅度提高财经新闻和市场研究分析的及时性与产出量。AI 还可以将金融信息的生产和金融产品的上线自动化，提高金融机构信息流及交易量的效率和质量。

AI 2.0时代来临



## 2.1 AI 2.0时代来临，金融行业有望率先落地

- ◆ 3月14日，OpenAI发布GPT-4时公布了6个使用案例，其中就包括了摩根士丹利财富管理部门。
- ✓ 摩根士丹利维护着一个内容库，其中包含数十万页涵盖投资策略、市场研究和评论以及分析师见解的知识。这些大量的信息分布在许多内部网站上，主要以PDF形式呈现，需要顾问们浏览大量信息才能找到特定问题的答案，这样的搜索可能耗时费力。
- ✓ 从去年开始，摩根士丹利开始探索如何利用GPT的嵌入和检索功能来利用其智库。该模型将驱动一个面向内部的聊天机器人，在财富管理内容中执行全面搜索，并有效地释放财富管理部门所积累的知识。
- ✓ 目前已经使用GPT-4技术将所有智库内容转化为更易于使用和操作格式；并用300名顾问测试这款工具，并计划在未来几个月广泛推广。

摩根士丹利财富管理部门应用GPT-4





## 2.1 AI 2.0时代来临，金融行业有望率先落地

- ◆ 根据彭博官微的消息，3月30日，彭博发布一篇关于BloombergGPT开发情况的研究论文，文章详细介绍了这一全新的大规模生成式人工智能（AI）模型。该大语言模型（LLM）专门针对各类金融数据进行训练，以全方位支持金融领域的自然语言处理（NLP）任务。
- ✓ 由于金融行业的复杂性并且含有大量金融术语，需要一个专攻金融专业的模型。BloombergGPT的推出意味着这项新技术在金融领域的发展和应用已经迈出了第一步。
- ✓ 彭博的研究团队利用该语料库的一部分内容，训练了纯解码器（decoder-only）因果语言模型，包含500亿个参数。团队还对训练出的模型进行了基准测试。BloombergGPT模型在金融任务上的表现远超类似规模的开放模型，而在一般NLP基准上的表现也达到甚至超过了平均水平。

BloombergGPT测试结果

<i>Finance-Specific</i>	<b>BloombergGPT</b>	<b>GPT-NeoX</b>	<b>OPT-66B</b>	<b>BLOOM-176B</b>
<b>Financial Tasks</b>	<b>62.51</b>	51.90	53.01	54.35
<b>Bloomberg Tasks (Sentiment Analysis)</b>	<b>62.47</b>	29.23	35.76	33.39

<i>General-Purpose</i>	<b>BloombergGPT</b>	<b>GPT-NeoX</b>	<b>OPT-66B</b>	<b>BLOOM-176B</b>	<b>GPT-3</b>
<b>MMLU</b>	<b>39.18</b>	35.95	35.99	39.13	<b>43.9</b>
<b>Reading Comprehension</b>	<b>61.22</b>	42.81	50.21	49.37	<b>67.0</b>
<b>Linguistic Scenarios</b>	<b>60.63</b>	57.18	58.59	58.26	<b>63.4</b>



## 2.2 MaaS：公司具有多重优势，有望成为金融领域MaaS服务商

- ◆ **公司在语音合成、自然语言处理、机器翻译、图像识别等领域具有核心技术。**
- ✓ **语音合成**：通过先进的深度学习技术，将文本转换成自然流畅的语音。目前有多种音色可供选择，并提供调节语速、语调、音量等功能。适用于智能客服、语音交互、文学有声阅读和无障碍播报等场景。
- ✓ **自然语言处理**：自动写文章集合了同花顺领先的自然语言处理和知识图谱技术，提供自动写作和辅助写作的能力，全面提升内容创作效率，旨在成为最懂你的智能写作助手。金融文本审核通过NLP和NLU以及大数据分析等技术，自动化审核工作底稿和文本，智能化检查显示疏漏、错误、谬误。
- ✓ **机器翻译**：采用世界领先的神经机器翻译模型，实现中文、英文、西法德语等高质量互译，支持定制化语料库训练。
- ✓ **图像识别**：基于同花顺的深度学习算法和海量数据集，根据摄像头中人物的面部特征等进行活体检测，可实现精准的人脸检测和人脸识别。

---

公司在AI领域的核心技术能力

---

语音合成

语音合成

自然语言处理

自动写文章

金融文本审核

合同文档对比

机器翻译

文本翻译

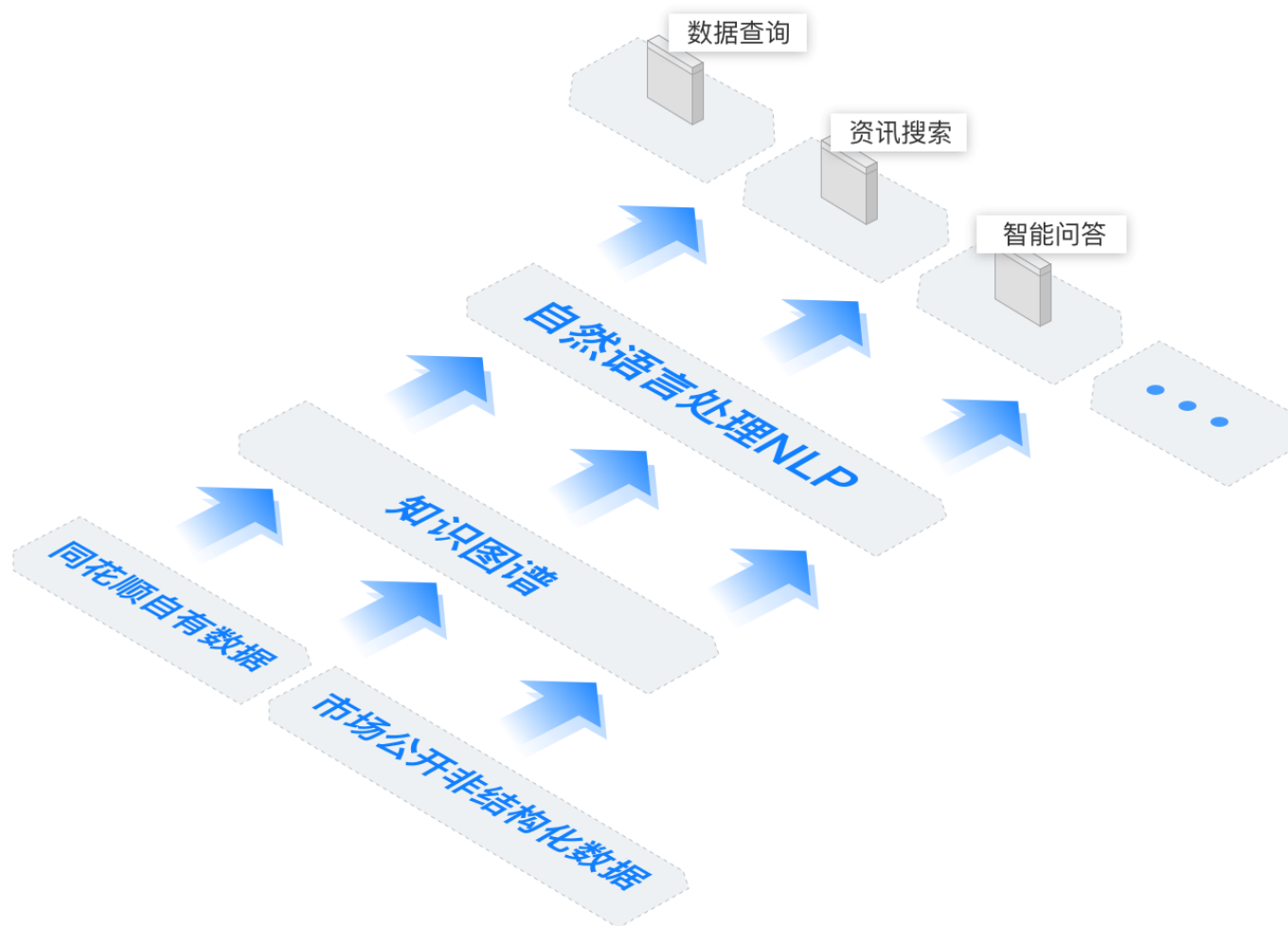
图像识别

摄像头人脸识别

## 2.2 MaaS：公司具有多重优势，有望成为金融领域MaaS服务商

- ◆ **公司具有丰富的金融数据，有望成为专业领域MaaS服务商。**
- ✓ 根据彭博官微的消息，3月30日，彭博发布一篇关于 BloombergGPT开发情况的研究论文，文章详细介绍了这一全新的大规模生成式人工智能（AI）模型。
- ◆ **我们认为，公司与彭博类似，具有多年的金融数据积累和AI相关技术储备，后续有望结合自身数据优势和技术优势，推出面向金融行业的专业大模型。**
- ✓ **公司的行业特色大数据定制化抓取行业数据，实时监控。整理汇集行业核心特色数据，为分析研究提供重要的支撑服务。**
- ✓ **公司的知识图谱旨在梳理数据间的关联关系，为大模型的训练打下了坚实的技术基础和数据基础。**

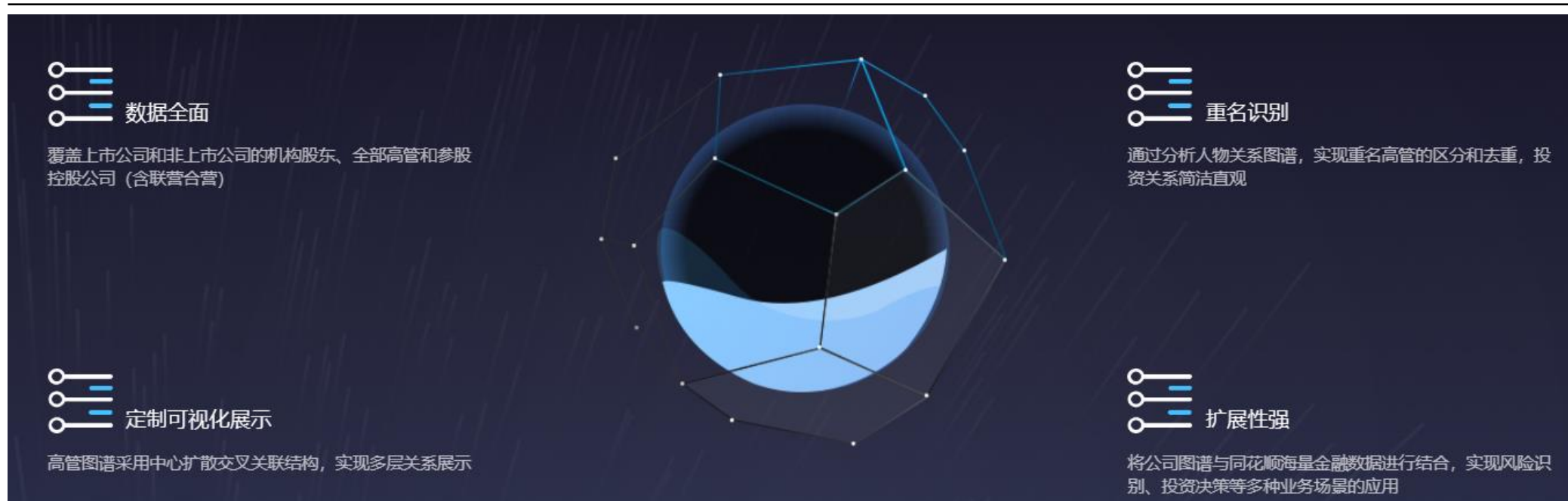
同花顺智能金融问答产品结构



## 2.2 MaaS：公司具有多重优势，有望成为金融领域MaaS服务商

- ◆ 公司多年来深耕于行业大数据，已经积累大量高质量的行业数据。
- ◆ 同时，公司的知识图谱旨在梳理数据间的关联关系，为大模型的训练打下了坚实的技术基础和数据基础。
  - ✓ **阅读理解**：借助深度学习算法，赋予机器阅读理解文章的能力，提高信息收集效率。
  - ✓ **智能信息抽取**：智能处理金融行业大量存在的文本、表格内容，抽取其中关键实体关系，降低信息收集成本，提升投研工作效率。
  - ✓ **公司图谱**：深度挖掘公司投资关系，可视化展示股东、高管、控股参股、实控人多维关系网。

同花顺推出的“公司图谱”



## 2.2 MaaS：公司具有多重优势，有望成为金融领域MaaS服务商

- ◆ 公司具有行业领先的流量入口，在移动互联网时代，同花顺APP已接入外部投顾，以文字、直播等方式为投资者提供服务同时利用自身技术优势和流量优势为机构提供软件、导流等服务。
- ◆ 我们认为，在AI 2.0时代，公司具备向平台型MaaS服务商转型的优势（流量优势、技术优势、数据优势、生态优势）。未来公司有望基于AI技术，提供各种MaaS服务，赋能各类生态合作伙伴，最终为各类投资者提供丰富的创新应用。

公司的AI开放平台



## 2.3 SaaS : AI赋能产品，提升用户效率和用户体验

- ◆ 公司致力于AI技术的落地应用，推出了多款AI赋能的特色产品。
- ✓ **虚拟人**：同花顺AI虚拟人运用多模态数字人对话技术，实现与真人用户“面对面”的交互体验。主要面向券商、银行、运营商、政务、媒体等行业，旨在为客户提供智能化数字人解决方案，提升用户体验、提高服务效率、降低企业人力成本，给客户带来更高的价值。

同花顺虚拟人



自然语言理解

能够识别用户的说话意图，并给出数字人的回复内容，解答用户问题并关心用户情绪



金融问答

内置庞大金融数据库，覆盖金融标准句2.1W+，支持3W+金融知识的问答



语音合成

为形象定制个性化语音合成库，可以根据客户需求模拟员工的声音，提高数字人逼真度



## 2.3 SaaS : AI赋能产品，提升用户效率和用户体验

- ◆ 公司致力于AI技术的落地应用，推出了多款AI赋能的特色产品。
- ✓ **短视频平台**：同花顺AI短视频平台作为智能化的短视频生产工具，其内容框架由金融专家预设，经过超长时间和庞大金融语料的训练，最终利用数据可视化及虚拟人播报等技术，实现了短视频的自动化生产。该平台的出现，打破了短视频制作的技术壁垒，让零基础的内容生产者像做PPT一样，通过简单的拖拽和拼装，即可批量产出视频内容，并在云端实现视频的自动化生产与推送。

同花顺短视频平台



自动创作，秒级生产



辅助创作，提升效率



一键转换，简单便捷

支持用户通过简单的拖拽、拼装与数据接入，创作专属视频模板。此外，我们还主要提供产业链诊断、大盘收评、风险早报、每周热股、财报解读、基金解读等视频模板，最快仅需10秒即可完成短视频的制作发布。



AI虚拟主播



多端平台，自动发布



海量数据，随取随用

## 2.3 SaaS : AI赋能产品，提升用户效率和用户体验

- ◆ 公司致力于AI技术的落地应用，推出了多款AI赋能的特色产品。
- ✓ **智能投研**：同花顺智能投研系统在金融大数据的支持下，通过机器学习、深度学习、NLP等AI技术，对数据、资讯事件、观点逻辑等信息进行自动化处理和分析，高效处理全网信息，智能辅助成果生产，提高分析师、基金经理等从业人员的投工作效率和投研能力。

### 同花顺智能投研



#### 事件驱动

监测全网金融类事件，感知市场热点，  
回测收益幅度



#### 舆情预警

实时监测新闻、资讯、公告、研报等各种消息源，及时推送标的正负舆情走势和事件舆情信息



#### 智能公告

对上市公司公告进行自动分类和关键事件元素自动抽取，例如增发、减持、并购、重组等



#### 研报解析

收录市场上公开的第三方研报成果，供分析师查看和参考，准确把控当前市场研究方向



#### 数据可视化

自动从研报的图片和表格中提取数据，将其进行可视化展示并持续予以入库及更新



#### 产业图谱

以2.5d形式展现7大主要行业的90多个子行业产业链上下游关系，支持修改或构建专属图谱



## 2.3 SaaS : AI赋能产品，提升用户效率和用户体验

- ◆ 公司致力于AI技术的落地应用，通过AI提升用户效率、改善用户感受。
- ✓ 公司也将AI能力应用到公司明星产品中（i问财、iFind），以i问财为例，比如问“ChatGPT概念和互联网金融概念股中股价大于20，市值大于100亿元，换手率小于20%，量比大于0.8，振幅大于3%的个股？” i问财能马上给出答案。

同花顺i问财

The screenshot shows the iWencai search interface. At the top, a search bar contains the query: "ChatGPT概念和互联网金融概念股中股价大于20, 市值大于100亿元, 换手率小于20%, 量比大". Below the search bar, the results are summarized as "ChatGPT概念 (+1.63%)", with 48 stocks up, 19 down, and 0 suspended. A "条件说明" section explains that the query is parsed into several conditions: "所属概念是chatgpt概念 (73个)", "所属概念是互联网金融 (122个)", "收盘价>20元 (1717个)", "总市值>100亿元 (1585个)", "换手率<20% (5111个)", "量比>0.8 (3654个)", and "振幅>3% (1569个)".

Under "选出A股 3", there are three tabs: "股票列表" (selected), "多股同列", and "可视化分析". Below this, there are options for "+加自选", "+加板块", and "导出数据 NEW". A search bar shows "我的自选股" and "我的板块股".

序号	股票代码	股票简称	涨跌幅(%)	所属概念	收盘价·不复权(元) 2023.03.29	总市值(元) 2023.03.29	换手率(%) 2023.03.29	量比 2023.03.29	振幅(%) 2023.03.29	所属概念数量(个)	开盘价·不复权(元) 2023.03.29	最高价·不复权(元) 2023.03.29
1	300229	拓尔思	5.58	【ChatGPT概念】; 【AIGC概念】; 【腾讯概念...】	31.59	251.23亿	11.51	1.16	8.22	40	29.93	31.6
2	300033	同花顺	1.23	【ChatGPT概念】; 【AIGC概念】; 【MSCI概...】	181.20	974.13亿	4.36	1.08	5.53	21	175.05	181.2
3	301236	软通动力	-0.54	【ChatGPT概念】; 【ERP概念】; 【华为概念...】	51.61	327.88亿	6.68	0.96	4.55	36	51.41	51.8

## 2.4 AI 2.0时代，公司多重受益

- ◆ 根据公司2022年年报，截至2022年12月31日，同花顺金融服务网累计注册用户约61,437万人；每周活跃用户数约为1,942万人。同时公司在AI领域布局多年，具有技术和数据优势。
- ◆ 我们认为，在AI 2.0时代，公司的产品升级，将迎来付费意愿和ARPU值的双重提升。
  - ✓ 以公司核心业务增值电信服务为例，中长期来看，付费客户数量和ARPU值均有望实现翻倍以上的增长。
  - ✓ 公司的广告及互联网业务推广服务，随着AI提升推广效果，成长空间广阔。

同花顺i问财



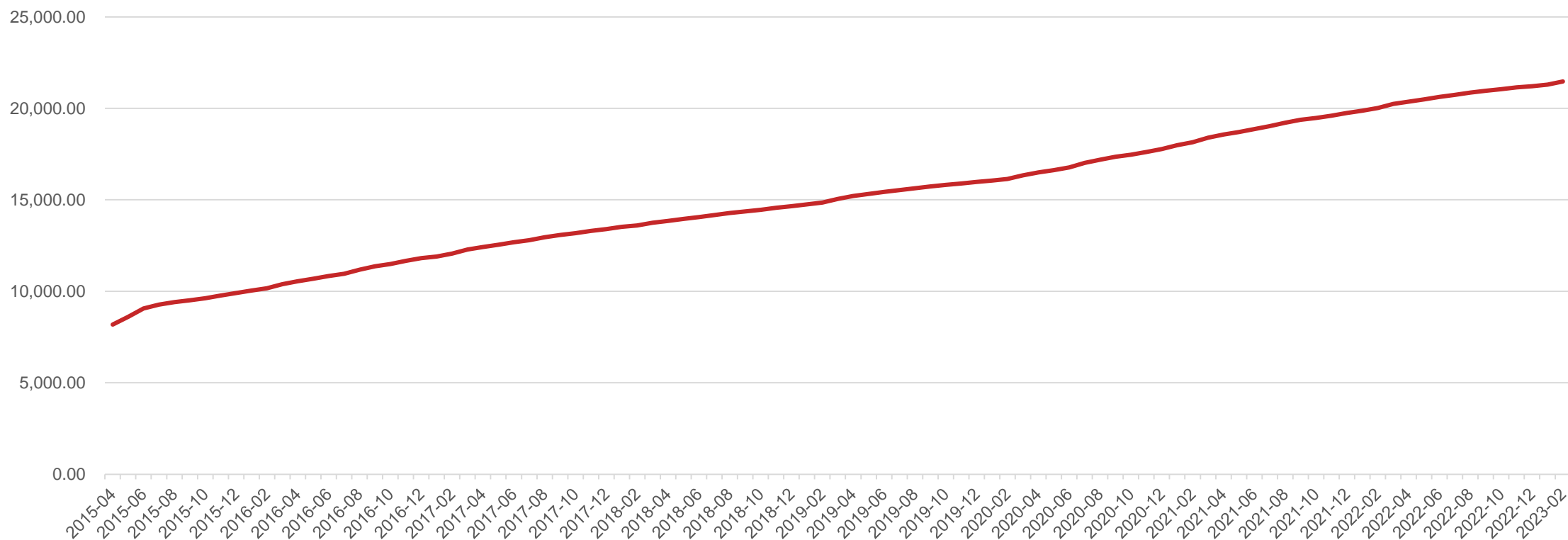


## **03 AI赋能，把握流量变现新机遇**

## 3.1 投资者扩容空间巨大，利好公司做流量基石

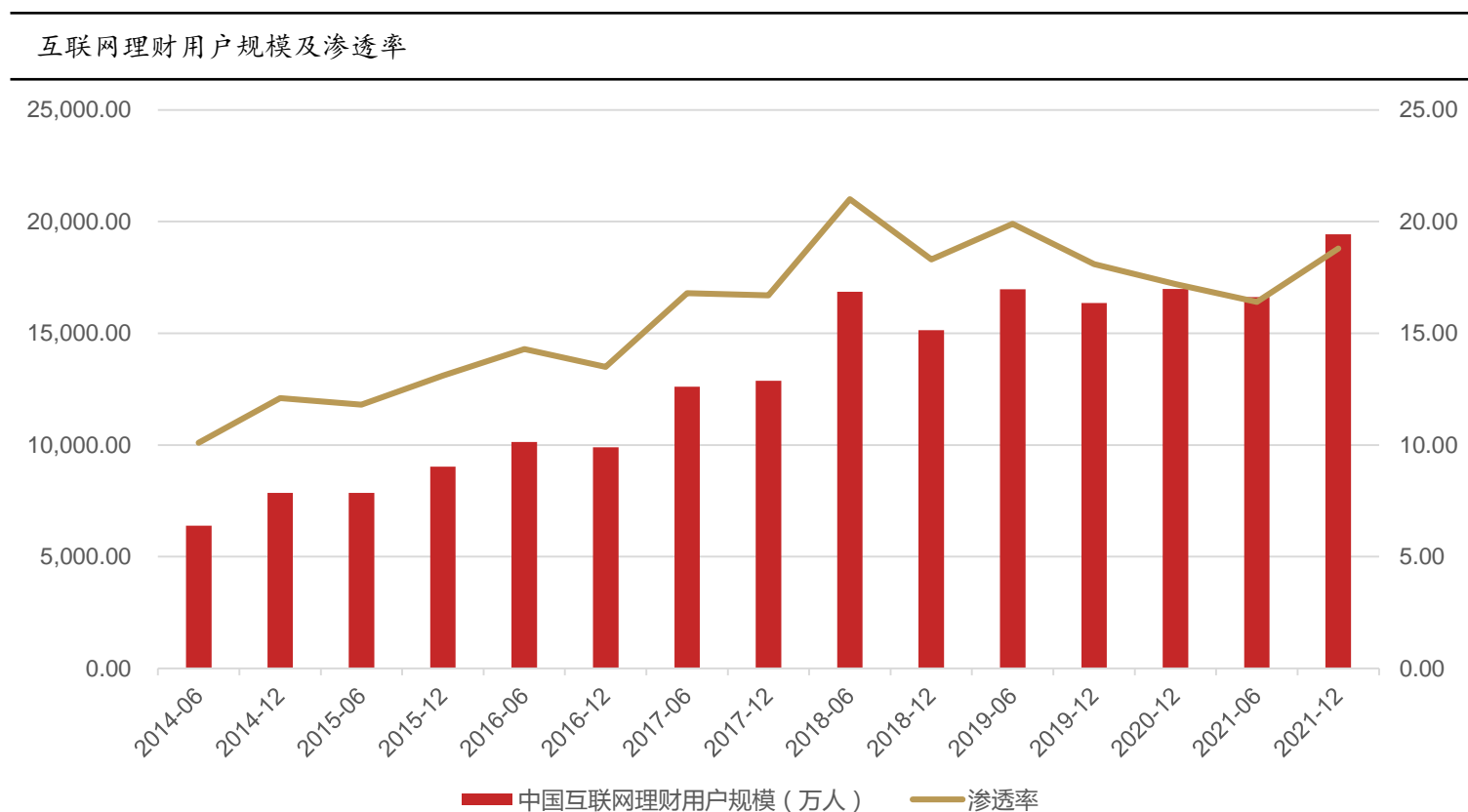
- ◆ 2015年至今证券投资者已经显著扩容，且进一步扩容空间巨大，利好公司做流量基石。
- ✓ 根据Wind数据，截至2022年2月我国证券投资者数达到2.15亿人，较2015年底大幅增长116.60%，行业用户基数扩容有效保障了互联网证券服务商的成长空间，公司作为龙头公司直接受益，有望进一步做大流量基石。
- ✓ 我国互联网理财用户规模同样快速增长，Wind数据显示2021年底我国购买互联网理财产品的网民规模达到1.94亿人，较2015年年底的0.9亿人大幅增长，市场进一步扩容空间同样巨大，行情回暖或催化增量用户爆发式入场。

中国投资者数量(万人)



## 3.2 用户结构优化，带来增长新动力

- ◆ 散户依旧占据主导，但“高净值”投资者占比提升或将推升付费用户ARPU值。
- ✓ 根据《上海证券交易所统计年鉴(2018卷)》，持股市值在10万元以下的账户数占比从2010年的81.92%下降到2017年的55.28%，持股市值在100万元以上的账户数占比从2010年的1.25%上升到2017年的7.16%。即过去十年间投资者结构变化明显，“高净值”投资者比例大幅提升。
- ✓ 我们判断2015年至今“高净值”投资者数量显著增长，带来更多具有高付费能力的活跃用户，并对应拉高ARPU值，这一趋势仍将持续。



### 3.3 第三方导流政策有望重启，证券平台将最受益

- ◆ 2020年8月，证监会就关于《证券公司租用第三方网络平台开展证券业务活动管理规定(试行)》公开征求意见。
- ◆ 2023年2月，证监会公布了对十三届全国人大四次会议第1029号建议的答复。**对这份答复中，证监会表示将适时推动证券公司租用第三方网络平台开展证券业务活动相关规定的制定出台。**

#### 《证券公司租用第三方网络平台开展证券业务活动管理规定（试行）》主要条款与解读

1、加强证券公司与第三方合作监管的必要性	监管层在券商与第三方合作新规的起草说明中指出，证券公司租用第三方网络平台开展证券业务活动有利于提高获客能力和服务效率，但也显现出一些新情况、新问题、新风险：一是业务合规风险。相关主体可能借助为证券公司提供信息技术服务的机会，混淆业务活动和技术服务的边界，违规开展证券业务。二是技术安全与数据安全风险。相关主体可能非法截留、获取投资者开户、交易等敏感数据，其负面行为、技术风险可能传导至证券公司。三是对行业生态可能产生不利影响。相关主体可能利用优势地位获取不当利益，或者开展竞争性报价，影响市场秩序，损害投资者合法权益。
2、明确证券公司与第三方合作的边界	《管理规定》指出， <u>证券公司租用第三方网络平台开展证券业务活动，是指证券公司将承载证券服务功能的网络页面以“浮动窗口”等方式链接至第三方网络平台，后台系统部署在证券公司端。</u> 该模式下，第三方平台实际上出租了流量入口，相关页面或者功能模块及其承载的内容仍由证券公司自行管理和维护，客户开户和交易行为在证券公司实际控制下完成。
3、明确调整范围	对于《管理规定》的适用范围，监管指出，证券公司租用第三方网络平台的网络空间经营场所，向投资者提供证券经纪、证券投资咨询等证券服务，适用于《管理规定》。基金管理公司、证券投资咨询机构及从事公开募集基金的销售、投资顾问等基金服务业务的机构参照执行。
4、明确第三方网络平台的合作资质	对于第三方网络平台的界定，是指证券公司、投资者之外的第三方机构运营管理的门户网站、应用程序等网络服务平台。对于第三方网络平台的合作资质，除诚实守信、经营稳健、信誉良好等基本要求以来，监管并要求第三方机构未从事与证券公司存在利益冲突的业务，仅仅是作为从事信息技术系统服务的证券服务机构。 <u>当证券公司租用商业银行、保险公司的网络平台开展证券业务时，证券公司与相关商业银行、保险公司应当存在股权控制关系，或者由同一金融控股公司控制。</u>
5、规范证券公司的展业行为	一是保障技术安全，证券公司应当自主运营、自主管理相关业务信息系统或功能模块。二是做好数据隔离，确保第三方机构不接触、存储相关业务及客户数据。三是规范收费模式，规定费用支付上限。四是保持业务独立，明确投资者保护措施，明确提示投资者该证券服务由证券公司提供。
6、限定第三方平台的合作收费标准	证券公司租用第三方网络平台开展证券业务活动，应当结合租用时间、交易笔数、实施效果等因素与第三方平台确定合理的费用支付标准。 <u>按全成本核算的费用支付总额不得超过证券公司在第三方网络平台开展证券业务净收入的30%。</u>
7、强化证券公司的内部控制要求	一是要求证券公司事前开展内部评估、制定业务方案，并经信息技术治理委员会审查。与相关第三方机构签订书面协议，明确其不得从事的行为。二是事中持续跟踪评估第三方网络平台的合规性、安全性以及双方协议履行情况，将合作纳入公司合规风控范围。三是事后做好应急管理，建立退出机制。
8、完善投资者的保护与服务工作	《管理规定》强调了对投资者的保护与服务，券商在第三方平台展业时，应当在租用的网络空间经营场所中设置醒目的客户服务访问入口，并充分揭示潜在风险，以适当方式告知投资者风险防范及应对措施。租用第三方平台开展证券业务活动，其客户服务能力应当与展业规模相适应。使用技术手段提供智能客户服务的，还应配备充足的人工客服及其他必要资源，辅助解答客户咨询并受理、反馈客户诉求。即必须要有人工客服解决客户的问题。
9、明确证券公司必须要报送合作信息	《管理规定》要求，当券商与第三方达成合作后，应当在合作协议签订后五个工作日内向证监会及其派出机构报送评估报告、业务方案、书面审查意见和合作协议等有关资料，并根据证监会及其派出机构的要求，定期或不定期报送业务运行有关资料。
10、明确《管理规定》实施后过渡期时间为一年	《管理规定》实施前，证券公司已租用第三方网络平台开展证券业务活动的，应当妥善处理，就存量业务的规范整改方案报告住所地证监会派出机构，并在本规定实施之日起一年内完成整改。整改未完成前，证券公司不得在第三方网络平台增加新客户或者提供新服务。



### 3.3 开放三方平台将开启新时代，公司或核心受益

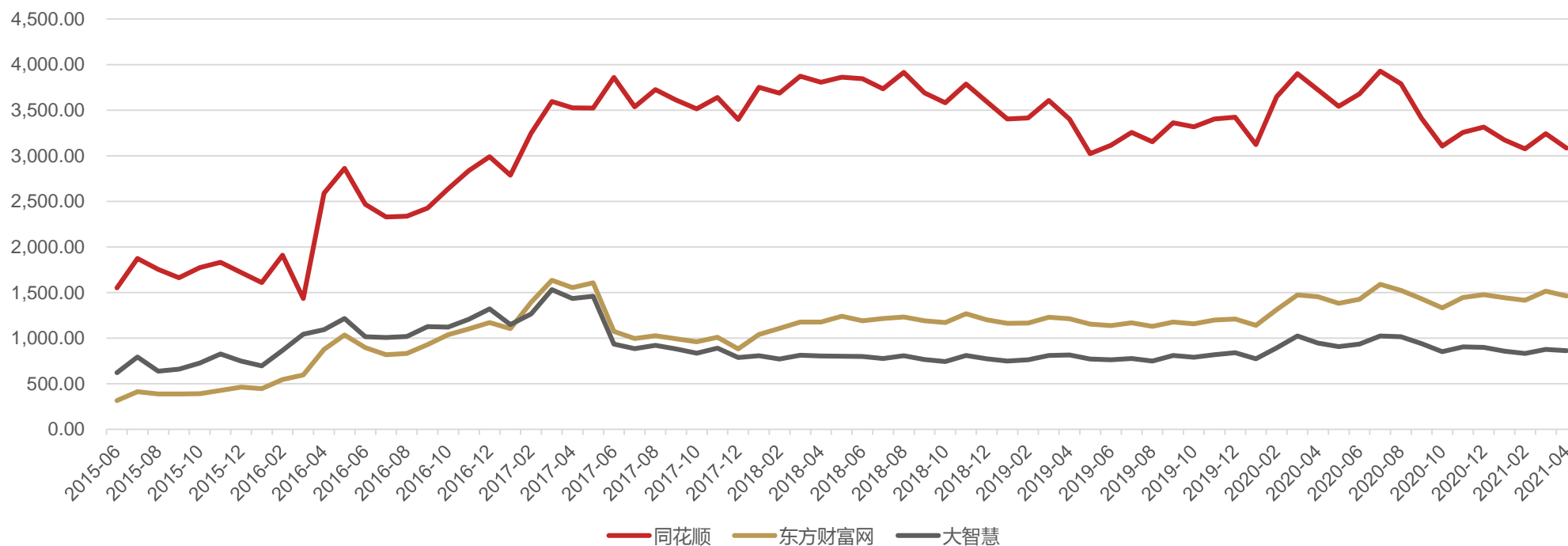
- ◆ **一、明确证券公司与第三方合作的边界：**《管理规定》指出，证券公司租用第三方网络平台开展证券业务活动，是指证券公司将承载证券服务功能的网络页面以“浮动窗口”等方式链接至第三方网络平台，后台系统部署在证券公司端。该模式下，第三方平台实际上出租了流量入口，相关页面或者功能模块及其承载的内容仍由证券公司自行管理和维护，客户开户和交易行为在证券公司实际控制下完成。**事实上，以同花顺现有界面为例，60余家券商借道顺引流开户的模式已经存在，界面中同花顺只是提供了开户的入口，点击开户后即进入证券公司的开户页面流程，判断这一流程（业务边界）在头部证券交易平台上已经较为完善。**
- ◆ **二、明确第三方网络平台的合作资质：**对于第三方网络平台的界定，是指证券公司、投资者之外的第三方机构运营管理的门户网站、应用程序等网络服务平台。对于第三方网络平台的合作资质，除诚实守信、经营稳健、信誉良好等基本要求以来，监管并要求第三方机构未从事与证券公司存在利益冲突的业务，仅仅是作为从事信息技术系统服务的证券服务机构。当证券公司租用商业银行、保险公司的网络平台开展证券业务时，证券公司与相关商业银行、保险公司应当存在股权控制关系，或者由同一金融控股公司控制。**对于本条款，主要关注两方面：1) 就第三方平台的资质而言，“金融归金融，技术归技术”依旧是监管层在互金、金融科技领域的一贯宗旨，第三方平台赚取收入必须来自技术服务，不可越界金融；2) 具备金控背景的券商有望依靠其在同一金控下或有股权控制关系的银行、保险网络平台，实现更程度的流量提升。**
- ◆ **三、限定第三方平台的合作收费标准：**证券公司租用第三方网络平台开展证券业务活动，应当结合租用时间、交易笔数、实施效果等因素与第三方平台确定合理的费用支付标准。按全成本核算的费用支付总额不得超过证券公司在第三方网络平台开展证券业务净收入的30%。**本条款明确，全成本口径的净收入30%可分给第三方，这一比例虽略低于彼时巅峰期的分成比例，但考虑近年来各家平台（尤其是2C证券平台）月活数的极大提升，依旧将带来极大的分成收入。**



### 3.3 开放三方平台将开启新时代，公司或核心受益

- ◆ 对于券商而言，有望借助第三方平台增强获客能力，提振经纪收入。
- ✓ 证券公司租用第三方网络平台开展证券业务活动，核心是利用平台流量基础提高获客效率。当前证券公司月活与第三方机构仍有较大差异。
- ◆ 对于第三方平台而言，我们认为证券交易平台类仍将是最大程度受益的。
- ✓ 在三类明确受益的平台中，我们认为证券交易平台类app将最大程度受益，同花顺（3,085万）、东方财富（1,462万）、大智慧（862万）深耕风险偏好较高的资本市场潜在客户，在转化率方面要远高于其他类别app，依旧是券商引流的首选。

APP月活用户数（单位：万人）



### 3.3 开放三方平台&AI赋能，公司核心受益

- ◆ 同花顺的广告及互联网推广业务正是基于和券商的合作，导流模式具有良好基础，券商合作开户和广告推广业务有望成为持续增长点。
- ✓ 1) 前者的付费用户是券商，主要包括首次开户返费（按人头）和合作开户带来的运营分成，其中运营分成是主要收入构成。由于收入直接来自于券商开户与交易环节，因此该业务与二级市场关联度极高，是典型的beta“放大器”业务。
- ✓ 2) 后者的付费用户以券商为主，同时还包含了其他的金融互联网机构。收费模式是根据C端用户点击率进行广告返点。
- ◆ 我们认为，C端基石的流量正是券商的核心目标客户，公司借此充分挖掘券商付费的可能性，同时通过导流和广告两种方式创造B端收入。
- ◆ 值得注意的是，B端业务的开展始于2015年，尽管彼时行情火热，开户及交易需求高涨，但展业初期公司客户资源及收费模式尚未健全，因此只实现了2.93亿元收入。随着B端业务AI产品赋能，有望实现持续高增长。

核心应用：同花顺APP



### 3.3 开放三方平台&AI赋能，公司核心受益

- ◆ 分成比例固定，投资者扩容+结构优化带来新机遇，收入弹性可期。
- ◆ 流量奠定基石，3000余万月活大幅领先同业，将成券商导流首选。公司自成立以来始终深耕C端个人投资者，近年来更是依靠产品创新及运维优势夯实流量基石。
- ✓ 注册用户规模不断扩张：2022年年底，公司注册用户数已突破6亿大关。
- ✓ 3000余万APP月活强势领跑：公司持续加码研发投入，产品高频迭代，带来更佳的用户体验，APP月活数和使用时长两项指标不断创新高。根据Wind数据，截至2021年4月公司旗下同花顺APP月活数已经高达3,085万人，大幅领先第二位的东方财富（1,462万人）大智慧（862万人）。优势巨大，将成为券商导流首选。

同花顺AI赋能





## 04 盈利预测与估值

## 4.1 基于业务体系的收入端拆解预测

### ◆ 基于公司基本面情况，对公司未来经营作如下假设：

收入方面：

- 增值电信业务受益于证券市场稳定发展，我们预计23-25年增速保持在25%左右。
- 网上行情交易系统服务受益于23年市场回暖和后续的稳定发展，我们预计23-25年增速分别为25%/20%/20%。
- 广告及互联网业务推广服务受益于23年市场回暖和后续的稳定发展，我们预计23-25年增速分别为30%/20%/20%。
- 电子商务及其他受益于23年市场回暖和后续的稳定发展，我们预计23-25年增速分别为30%/10%/10%。

毛利率方面：

- 增值电信业务较成熟，23-25年毛利率将保持在86.21%左右。
- 网上行情交易系统服务较成熟，23-25年毛利率将保持在84.29%左右。
- 广告及互联网业务推广服务较成熟，23-25年毛利率将保持在94.82%左右。
- 随着电子商务的业务规模扩大，23-25年毛利分别为84%/90%/90%。

### ◆ 得到公司收入拆分预测如右图。

公司收入拆分预测（百万元）

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>增值电信业务</b>				
营业收入（百万元）	1538.12	1922.65	2403.31	3004.14
同比（%）	-4.95%	25.00%	25.00%	25.00%
营业成本（百万元）	212.04	265.13	331.42	414.27
毛利（百万元）	1326.08	1657.52	2071.90	2589.87
毛利率（%）	86.21%	86.21%	86.21%	86.21%
<b>网上行情交易系统服务</b>				
营业收入（百万元）	284.96	356.20	427.44	512.93
同比（%）	-3.72%	25%	20%	20%
营业成本（百万元）	44.76	55.96	67.15	80.58
毛利（百万元）	240.21	300.24	360.29	432.35
毛利率（%）	84.29%	84.29%	84.29%	84.29%
<b>广告及互联网业务推广服务</b>				
营业收入（百万元）	1526.50	1984.45	2381.34	2857.61
同比（%）	18.88%	30.00%	20.00%	20.00%
营业成本（百万元）	79.05	102.79	123.35	148.02
毛利（百万元）	1447.46	1881.66	2257.99	2709.58
毛利率（%）	94.82%	94.82%	94.82%	94.82%
<b>电子商务及其他（基金代销服务）</b>				
营业收入（百万元）	209.55	272.42	299.66	329.62
同比（%）	-33%	30%	10%	10%
营业成本（百万元）	33.78	43.59	29.97	32.96
毛利（百万元）	175.77	228.83	269.69	296.66
毛利率（%）	83.88%	84.00%	90.00%	90.00%
<b>合计</b>				
营业收入（百万元）	3559.13	4535.72	5511.75	6704.30
同比（%）	1.40%	27.44%	21.52%	21.64%
营业成本（百万元）	369.63	467.47	551.89	675.84
毛利（百万元）	3189.50	4068.24	4959.86	6028.46
毛利率（%）	89.61%	89.69%	89.99%	89.92%



## 4.2 投资建议与估值

- ◆ 公司是2C证券IT绝对龙头，流量变现模式日趋成熟、外部政策鼓励券商合作运营、AI赋能的情况下，公司流量Beta逻辑进一步强化，一旦行情来临，有望演绎极致弹性。
- ◆ 盈利预测方面：我们维持盈利预测不变，预计23-25年公司实现营收收入分别为45.36/55.12/67.04亿元；实现每股收益（EPS）分别为4.40/5.52/6.97元，对应2023年4月3日235.00元/股收盘价，PE分别为53.5/42.6/33.7倍。维持“买入”评级。

同花顺盈利预测表

<b>盈利预测与估值</b>					
<b>财务摘要</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
营业收入（百万元）	3,510	3,559	4,536	5,512	6,704
YoY（%）	23.4%	1.4%	27.4%	21.5%	21.6%
归母净利润（百万元）	1,911	1,691	2,363	2,968	3,749
YoY（%）	10.9%	-11.5%	39.7%	25.6%	26.3%
毛利率（%）	91.4%	89.6%	89.7%	90.0%	89.9%
每股收益（元）	3.56	3.15	4.40	5.52	6.97
ROE	29.5%	23.3%	24.6%	23.6%	23.0%
市盈率	66.01	74.60	53.47	42.57	33.70



## 05 风险提示



## 风险提示

### ◆ 行业竞争加剧：

- ✓ 警惕东方财富、大智慧等对手的产品、价格竞争。

### ◆ 科技巨头入场冲击现有格局：

- ✓ BAT等科技巨头在流量端具有碾压性优势，一旦其摆脱牌照制约、深度参与互联网证券业务，将对行业空间构成挤压。

### ◆ 流量运营维护效果不及预期：

- ✓ C端产品及运维领域的黑天鹅事件或对“流量基石”造成较大冲击。

### ◆ 金融市场系统性风险：

- ✓ 疫情、原油价格可能成为引发全球金融危机的导火索，继而带来系统性风险。

# 附录-三张表及主要财务比例

财务报表和主要财务比率									
利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,559	4,536	5,512	6,704	净利润	1,691	2,363	2,968	3,749
YoY (%)	1.4%	27.4%	21.5%	21.6%	折旧和摊销	54	65	77	92
营业成本	370	467	552	676	营运资金变动	12	1,152	268	523
营业税金及附加	47	46	57	75	经营活动现金流	1,750	3,534	3,294	4,334
销售费用	368	454	529	644	资本开支	-282	-271	-269	-286
管理费用	161	191	220	268	投资	-9	-1	0	0
财务费用	-184	-150	-193	-229	投资活动现金流	-290	-227	-251	-256
研发费用	1,067	1,134	1,268	1,408	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
投资收益	0	45	19	30	筹资活动现金流	-969	0	0	0
营业利润	1,841	2,547	3,225	4,066	现金净流量	544	3,307	3,044	4,078
营业外收支	1	0	0	0	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
利润总额	1,842	2,547	3,225	4,066	<b>成长能力 (%)</b>				
所得税	151	184	257	317	营业收入增长率	1.4%	27.4%	21.5%	21.6%
净利润	1,691	2,363	2,968	3,749	净利润增长率	-11.5%	39.7%	25.6%	26.3%
归属于母公司净利润	1,691	2,363	2,968	3,749	<b>盈利能力 (%)</b>				
YoY (%)	-11.5%	39.7%	25.6%	26.3%	毛利率	89.6%	89.7%	90.0%	89.9%
每股收益	3.15	4.40	5.52	6.97	净利润率	47.5%	52.1%	53.8%	55.9%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	总资产收益率ROA	18.7%	18.8%	18.8%	18.6%
货币资金	7,538	10,846	13,889	17,967	净资产收益率ROE	23.3%	24.6%	23.6%	23.0%
预付款项	1	1	1	1	<b>偿债能力 (%)</b>				
存货	0	0	0	0	流动比率	4.53	3.82	4.45	4.90
其他流动资产	77	107	120	145	速动比率	4.53	3.82	4.45	4.90
流动资产合计	7,616	10,953	14,010	18,113	现金比率	4.48	3.79	4.42	4.86
长期股权投资	2	3	3	4	资产负债率	19.7%	23.6%	20.5%	18.9%
固定资产	701	760	845	961	<b>经营效率 (%)</b>				
无形资产	347	437	462	498	总资产周转率	0.39	0.36	0.35	0.33
非流动资产合计	1,412	1,619	1,812	2,006	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	9,028	12,572	15,822	20,119	每股收益	3.15	4.40	5.52	6.97
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	13.48	17.87	23.39	30.37
应付账款及票据	110	116	149	184	每股经营现金流	3.25	6.57	6.13	8.06
其他流动负债	1,572	2,747	2,997	3,509	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,682	2,864	3,146	3,693	<b>估值分析</b>				
长期借款	0	0	0	0	PE	56.83	40.73	32.42	25.67
其他长期负债	101	101	101	101	PB	7.32	9.40	7.18	5.53
非流动负债合计	101	101	101	101					
负债合计	1,782	2,964	3,246	3,794					
股本	538	538	538	538					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	7,245	9,608	12,576	16,325					
负债和股东权益合计	9,028	12,572	15,822	20,119					

## 分析师与研究助理简介

刘泽晶（首席分析师）2014-2015年新财富计算机行业团队第三、第五名，水晶球第三名，10年证券从业经验  
刘波（联系人）17年计算机产业经验，主要覆盖工业软件、金融科技方向。

## 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

**THANKS**

