

# 同花顺 (300033)

证券研究报告

2017年05月02日

## 人工智能加持流量入口，科技金融龙头增长可期

### 成长属性抵消周期属性，2017年利润有望保持增长

市场较为担心同花顺业绩与市场环境相关性较大，周期属性占主导因素。通过我们对同花顺业绩的拆分，我们发现 1.相比 2015 年末，2016 年末预收款项仅下降 2.7 亿元，2017 年将至少确认 6.1 亿元营收，2.券商对客户资源的抢夺升级，作为流量入口，同花顺开户导流业务有望持续快速增长，3.ToB 端销售市场渗透率提升，iFinD 有望超越东方财富 choice 成为市场排名第二的机构金融终端，4.人工智能协助创新业务迅速成长，辅助资管、舆情管理有望获得跨越式发展。综上，我们认为同花顺有望迅速摆脱周期性对业绩的影响，进入成长轨道。

### ToC 端与 ToB 端业务渗透率与 ARPU 值均快速提升

ToC 端用户加速向移动端迁移，同花顺坐拥移动端近 3000 万月活用户。在人均可投资资产迅速上升的同时，同花顺积极拓展 C 端用户服务种类与变现渠道，2015 年上线的投资机器人获得市场较大认可，此外开户导流、基金代销、贵金属交易、美股开户等业务也蓬勃发展为公司提供持续成长能力。ToB 端业务，一方面加强地推团队的建设，另一方面加大研发投入，服务与产品均获升级。创新业务中，与泰达宏利的辅助资管数据服务业务有望迅速复制，为上市公司提供的舆情监控服务也已斩获订单，定增平台业务持续推进。我们认为同花顺两条业务主线发展逻辑清晰，有望实现多点突破。

### 人工智能加持流量入口创造全新商业模式，打开 ARPU 值天花板

公司作为流量入口拥有海量 C 端与 B 端数据，作为人工智能核心竞争壁垒的数据资源有望提升同花顺语义理解算法准确度，进而创造全新商业模式：1.C 端投资机器人将融入人工智能算法，并为 C 端用户提供量化策略，帮助用户实现超额收益，2.将海量数据整合为量化因子，为基金提供辅助资管数据服务，3.跟踪用户行为，为上市公司提供舆情监控与管理服务。我们认为一旦形成“数据-算法-商业模式”的稳定传导链条，同花顺将建立强大竞争壁垒，也将驱动业绩迅速成长。

**首次覆盖，给予“买入”评级，2017、2018 年预计营收 19.9，24.9 亿元，净利润 13.0，16.2 亿元，对应 2017，2018 年市盈率 23.4，18.8 倍，6 月目标价 76.50 元/股。**

**风险提示：**1.市场活跃度迅速下降，用户采购意愿不及预期，2.产品研发与推广速度不及预期，3.政策调整导致部分业务不能如期开展。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,441.94	1,733.66	1,987.98	2,490.15	3,120.41
增长率(%)	442.91	20.23	14.67	25.26	25.31
EBITDA(百万元)	1,056.41	1,277.73	1,394.02	1,710.58	2,074.45
净利润(百万元)	957.22	1,211.58	1,299.70	1,620.04	1,954.73
增长率(%)	1,483.35	26.57	7.27	24.65	20.66
EPS(元/股)	1.78	2.25	2.42	3.01	3.64
市盈率(P/E)	31.81	25.13	23.43	18.80	15.58
市净率(P/B)	14.31	10.31	8.16	6.47	5.18
市销率(P/S)	21.12	17.56	15.32	12.23	9.76
EV/EBITDA	33.27	26.28	18.32	14.62	10.70

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	计算机/计算机应用
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	56.64 元
目标价格	76.50 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	537.60
流通 A 股股本(百万股)	263.62
A 股总市值(百万元)	30,449.66
流通 A 股市值(百万元)	14,931.45
每股净资产(元)	4.80
资产负债率(%)	31.98
一年内最高/最低(元)	87.88/54.97

### 作者

<b>沈海兵</b>	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030001	
shenhaibing@tfzq.com	
<b>王竟之</b>	联系人
wangjingzhi@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

## 内容目录

<b>1. 同花顺近几年业绩增长力强劲</b>	<b>5</b>
1.1. 经营业绩突飞猛进，收入主体为成长属性	5
1.1.1. 同花顺近两年经营业绩突飞猛进	5
1.1.2. 营业收入主体为成长属性	6
1.2. 未来业绩成长属性提升，有望摆脱周期影响	9
1.2.1. 同花顺业绩稳定性高于市场预期	9
1.2.2. 年报数字表明 17 年业绩无需担忧	10
<b>2. ToC 端业务条线增多，受行情周期影响有限</b>	<b>11</b>
2.1. 开户导流与创新服务将成为业绩增长的核心驱动力	11
2.1.1. 手机开户与一人多户点燃开户热情，金融创新成热点话题	11
2.1.2. 创新渠道业务有望打开 ARPU 值天花板	12
2.1.3. 同花顺发挥平台优势，促进开户导流及创新业务新增长	12
2.2. 贵金属交易业务成绩显著，增加资产配置渠道	13
2.3. 行情软件业务受行情影响下降有限	14
2.3.1. 平淡市场下投资大户的增多	14
2.3.2. ToC 端客户群付款能力和意愿上升	15
2.3.3. 发挥手机移动端优势，行情软件业绩较为乐观	16
2.4. 基金代销业务面临机遇与挑战	17
2.4.1. 基金市场生气勃勃	17
2.4.2. 基金代销业务竞争压力越来越大	18
2.4.3. 基金代销业务头部效应明显，行业集中度有望上升	18
<b>3. ToB 端挑战万德霸主地位，渗透率迅速上升</b>	<b>19</b>
3.1. ToB 端客户群体规模不断扩大	19
3.2. 行情软件业务竞争激烈，万得霸主地位持续已久	20
3.3. 挑战万得霸主地位，渗透率迅速提升	20
<b>4. 人工智能加持流量入口创造全新商业模式</b>	<b>21</b>
4.1. 同花顺在人工智能领域抢占先机	21
4.2. i 问财平台将为同花顺 AI 业务提供有价值数据挖掘机	22
4.3. AI 投资机器人或成付费热点	23
4.4. 资管业务上升空间大	24
4.4.1. 量化基金不断发展，AI 策略交易萌芽	24
4.4.2. 大数据助力资管业务	26
4.4.3. 同花顺与公募基金合作，资管业务不断创收	26
4.5. 舆情管理服务有望打开新增市场空间	27
<b>5. 盈利预测</b>	<b>28</b>
<b>6. 风险提示</b>	<b>28</b>

## 图表目录

图 1: 同花顺产品系列 .....	5
图 2: 同花顺历史营业收入变化与增速 .....	5
图 3: 同花顺历史利润变化与毛利率水平 .....	5
图 4: 同花顺营业收入结构变化 .....	6
图 5: 同花顺销售人员数目变化 .....	7
图 6: PC 端各平台用户渗透率 .....	7
图 7: 移动端各平台用户渗透率 .....	7
图 8: 同花顺销售现金流与上证 A 股季度日均交易额比值 .....	8
图 9: 渠道拓宽为 ARPU 值增长提供重要保障 .....	8
图 10: 同花顺业务细分图 .....	9
图 11: 股市投资者数 (万人) .....	11
图 12: 2017 年 1 月股票类 APP 月活用户数 (万人) .....	12
图 13: 当周持股账户数 (万户) .....	14
图 14: 当周交易账户数 (万户) .....	14
图 15: 国民可投资资产规模 (万亿) .....	14
图 16: 个人投资者持有流通市值 (亿元) .....	15
图 17: 股民人均持有流通股市值 (万元) .....	15
图 18: 股民占比: 按持股市值 (%) .....	15
图 19: A 股流通市值大于 1000 万元账户数 (万户) .....	16
图 20: 网站炒股用户比例 .....	17
图 21: APP 炒股用户比例 .....	17
图 22: 公募基金市场基本情况 .....	18
图 23: 基金投资者账户数 (千万户) .....	18
图 24: 基金代销业务收入 .....	19
图 25: 上市证券公司总员工数 .....	19
图 26: 公募基金数目 .....	19
图 27: wind 系列产品 .....	20
图 28: 同花顺技术人员变化 .....	21
图 29: 人工智能产品化壁垒 .....	22
图 30: i 问财是国内当前技术最成熟、体量最庞大的语义理解库 .....	22
图 31: 国内风起云涌的智能投顾融资项目 .....	23
图 32: 金融大师产品 .....	24
图 33: 量化基金市值 (亿元) .....	24
图 34: AI 科技先行者 kensho .....	25
图 35: 泰达宏利同顺大数据基金跑赢沪深 300 .....	27

表 1: 同花顺业务拆分及预测 .....	9
表 2: 同花顺各业务部门历史业绩增长与增速预测 .....	10
表 3: 开户导流业绩预测 .....	13
表 4: 创新业务收入 .....	13
表 5: 行情软件企业对比 .....	20
表 6: 量化交易对比 AI 策略交易 .....	25

## 1. 同花顺近几年业绩增长力强劲

浙江核新同花顺（300033）网络信息股份有限公司是一家产品类别全面、技术领先的互联网金融信息服务商。公司是上证信息公司许可的 22 家 Level-2 数据经营商之一，布局互联网金融信息服务全行业，为投资者提供金融资讯与服务、为券商提供网上交易行情系统，此外还致力于丰富产品结构，对金融科技进行研究。目前同花顺官方网站推出的软件产品丰富，数量众多，满足投资者各项金融服务需求。

图 1：同花顺产品系列



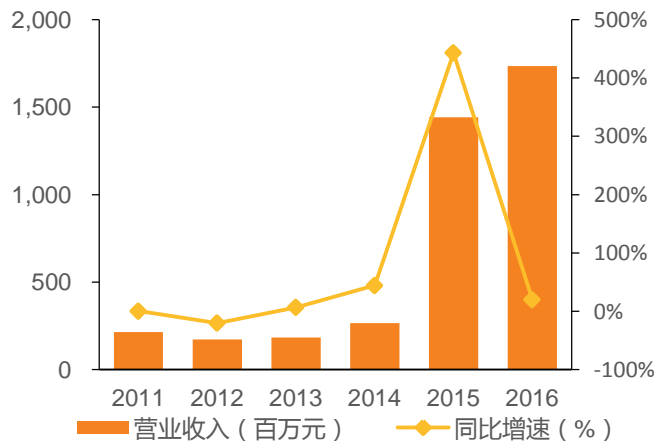
资料来源：公司官网，天风证券研究所

### 1.1. 经营业绩突飞猛进，收入主体为成长属性

#### 1.1.1. 同花顺近两年经营业绩突飞猛进

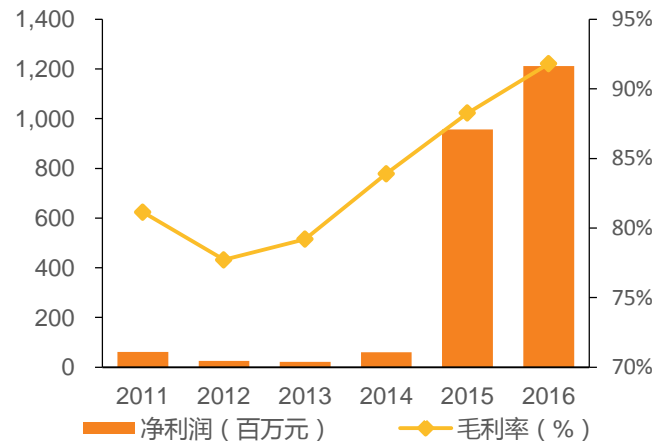
近年来，同花顺业绩突飞猛进。凭借其产品的高技术属性和极好的用户体验，同花顺自上市以来业绩不断上升，营业收入于 2015 年实现飞跃式增长，增幅接近 450%，在 2016 年超过 17 亿元。利润方面，同花顺无论毛利率还是净利润在公司上市后均不断攀升，2016 年毛利率高达 91.8%，净利润达到 12.11 亿元。

图 2：同花顺历史营业收入变化与增速



资料来源：wind，天风证券研究所

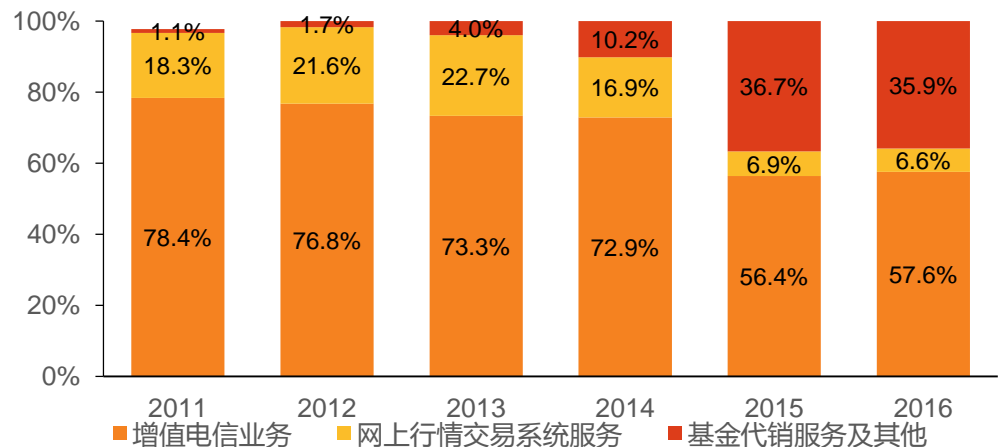
图 3：同花顺历史利润变化与毛利率水平



资料来源：wind，天风证券研究所

同花顺公司产品结构不断优化，产品线趋于完善。公司主营业务的一种分类方法如下：增值电信业务、行情交易系统服务、基金代销服务及其他。其中基金代销服务及其他包括广告、互联网业务推广服务、电子商务及其他服务，近年来比重不断上升，可见公司产品多样性增强。而传统的网上行情交易系统服务和增值电信业务（包括金融资讯及数据服务和手机金融信息服务）比重下降，但仍处于主要营业收入来源的地位。目前同花顺官方网站推出的软件产品丰富，数量众多，包括电脑端财经论坛、炒股软件和手机端丰富的软件。其中又分为免费版和付费版，面向不同金融产品市场，满足不同层次投资者的对各种金融服务的需求，公司产品线不断完善。

图 4：同花顺营业收入结构变化



资料来源：wind，天风证券研究所

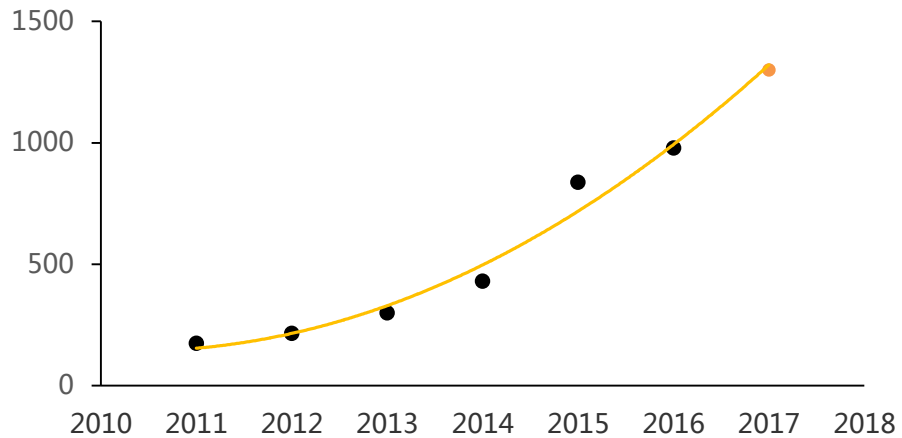
### 1.1.2. 营业收入主体为成长属性

根据服务面向客户群的不同，同花顺的业务又可以细分为 ToB 端（面向机构投资者）和 ToC 端（面向个人投资者）。这种根据客户群体分类的方法更加直观明确、易于理解。而同花顺的营业收入根据此方法可以通过以下公式表达：

$$\begin{aligned}
 \text{同花顺营收} &= \text{B 端订单收入} + \text{C 端订单收入} \\
 &= \text{B 端订单收入} + \text{C 端用户数} * \text{活跃度} * \text{ARPU} \\
 &= \text{成长属性} + \text{成长属性} * \text{周期属性} * \text{成长属性}
 \end{aligned}$$

公司 B 端订单收入为成长属性，较为稳定，受行业周期影响作用轻微，将成为业绩驱动力。B 端订单收入即为金融机构客户购买公司产品产生的收入，包括 B 端行情软件、交易系统服务、数据服务等。公司与金融机构签订的服务往往期限长，合作稳定，基本不受行业周期因素的影响。而 B 端订单的多少和公司销售团队的规模相关，在市场上投入更多的销售人员，金融机构对同花顺系列产品的接触和了解就会更充分，B 端订单数则更多。因此 B 端订单收入属于成长属性，与产品销售效果密切相关。通过对公司历年销售人才数量统计，可以发现同花顺的销售团队不断壮大，保守估计在 2017 年能达到 1300 人的规模。可以预见接下来同花顺的 B 短订单收入将成为公司整体业绩一个稳健的驱动力。

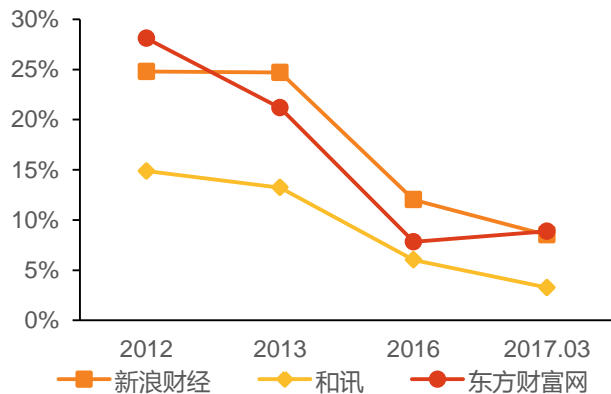
图 5：同花顺销售人员数目变化



资料来源：wind，天风证券研究所

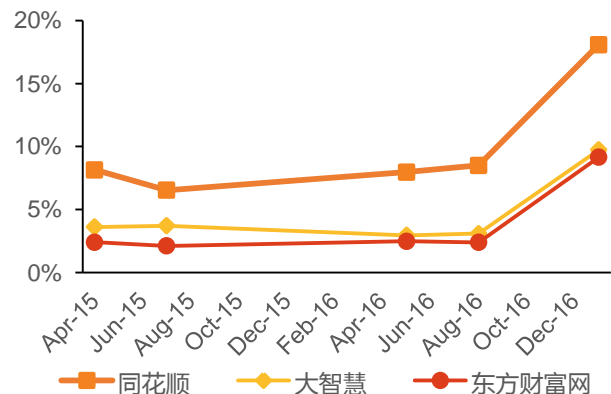
公司 C 端账户收入受成长属性影响更多，受行业周期影响有限。根据上文公式，C 端账户收入可分解为 C 端用户数、活跃度（渗透率）和 ARPU 综合作用的结果。其中 C 端客户数为成长属性，近年来随着股票市场的火热，更多的个人投资者进入股票市场，同花顺 C 端系列产品的潜在客户数不断攀升。值得注意的是，股市的个人投资者获取行情数据的渠道逐渐从 PC 端转向手机移动端，手机炒股 APP 日均活跃用户数不断增加，占股民群体的比重逐步提高。而使用电脑在各财金网站上炒股的用户占比逐渐下降。可见当下股票服务正处于一个从 PC 端向移动端过渡的时期。如何把握好机会，发挥同花顺在手机炒股 APP 方面的市场优势进行 ToC 端客户转移极为关键。

图 6：PC 端各平台用户渗透率



资料来源：ChinaRank，Wind，天风证券研究所

图 7：移动端各平台用户渗透率



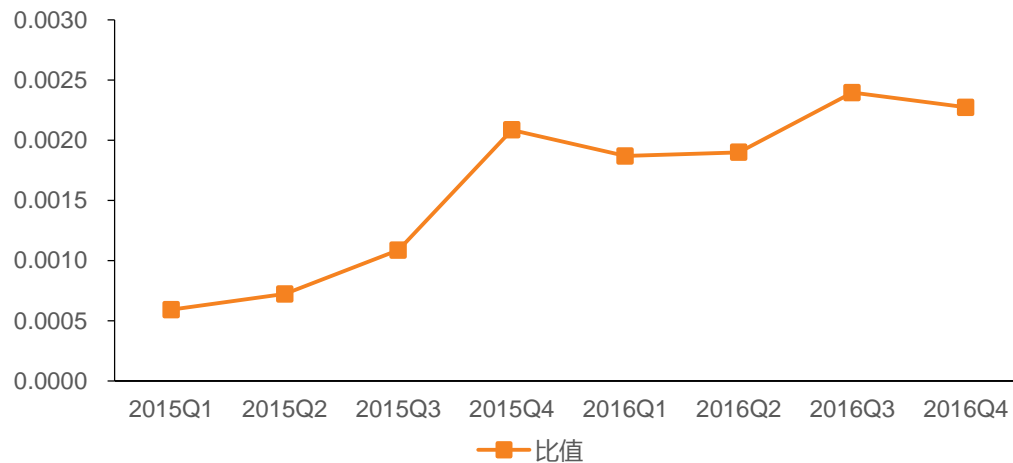
资料来源：Big Data，Wind，天风证券研究所

散户活跃度（渗透率）为 C 端营业收入中仅有的周期属性，在市场周期中易受影响。渗透率简单来说就是股民群体中使用同花顺 C 端产品人数的比例。这一数值受市场整体投资氛围的影响，当大盘成交额高时，散户付费意愿增强，同花顺产品的渗透率提高，大盘交易活跃度低时渗透率低。在同花顺公司财务数据中，期限为一年内的预收账款能衡量 C 端渗透率。

因此，我们对于公司盈利能力与市场活跃度进行了相关性研究，同花顺整体盈利能力在过去的八个季度中形成了稳步较快增长。同花顺销售现金流与市场交易量（上证 A 股日均交

易量) 比值由 2015Q1 的 0.0005 持续上升至 2016 年的平均水平 0.0020 左右。这一数值的上升说明公司在证券市场中提供服务的能力和业务范围有着核心的提升。根据我们的预计, 这一比值将在 2016 年保持稳定上升。

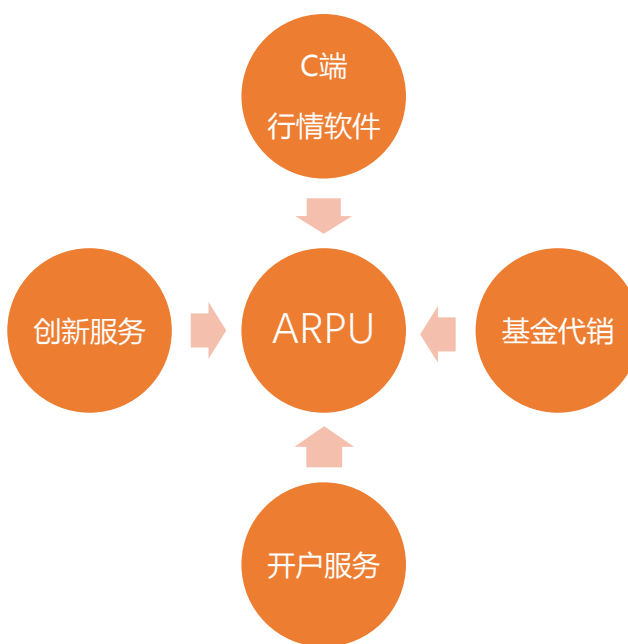
图 8: 同花顺销售现金流与上证 A 股季度日均交易额比值



资料来源: Wind, 天风证券研究所

ARPU 也是成长属性, 随着业务渠道的拓宽而增大。ARPU 即用户平均收入, 衡量用户群体在公司产品中付费的多少。近年来公司 C 端服务不断丰富, 目前包括: C 端行情软件、基金代销、开户服务和创新服务四个方面。这四块业务拓宽了与其他同类金融服务公司的竞争渠道, 提供了更多面向用户的付费服务。加上股民投入股市金额的增加和大户比例的上升, 用户的付费能力和付费意愿也不断增加, 可以预见同花顺的 ARPU 值将成为营业收入增长动力。

图 9: 渠道拓宽为 ARPU 值增长提供重要保障



资料来源: 天风证券研究所

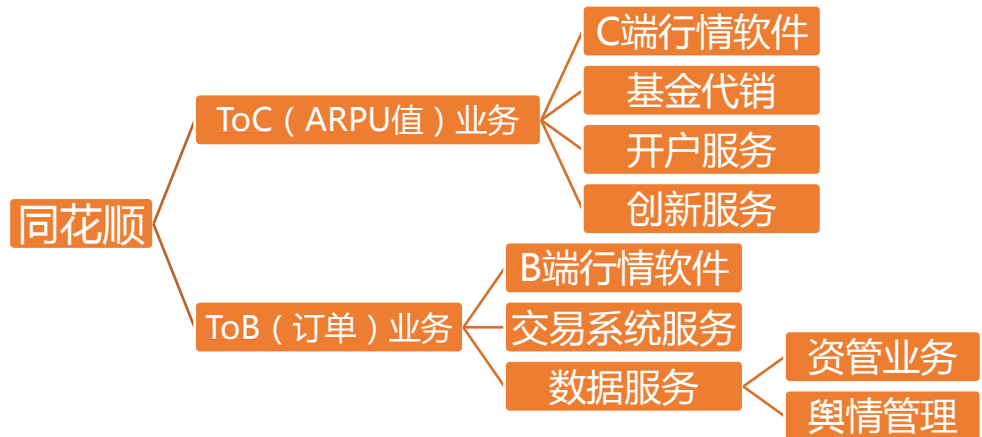


## 1.2. 未来业绩成长属性提升，有望摆脱周期影响

### 1.2.1. 同花顺业绩稳定性高于市场预期

同花顺业绩稳定性高于市场预期。市场预期金融服务类公司会受到行业周期影响，近期将出现业绩下滑的现象。但我们的预期与市场不完全相同，根据合理测算和预估，认为同花顺业绩稳定性较好。具体来说，同花顺业务可分为 ToB 端和 ToC 端，其中仅有 ToC 端行情软件受行业周期调整影响较大，其他业务稳定性较好，属于成长因素，有望成为业绩推动力。

图 10：同花顺业务细分图



资料来源：天风证券研究所

行情软件业绩下降，开户导流、贵金属交易和 ToB 端成新动力。根据同花顺公司报表，经过合理推算，预测 ToC 端营业收入具有较强周期性的行情软件收入占比将迅速下降。但此部分业务的减少不足以影响整体业绩，ToC 端开户导流，增加广告业务收入；ToB 端传统业务随着销售团队的扩张，势必获得更多订单。以上两块业务预计将成为业绩驱动力。此外资管数据服务、定增平台、舆情管理等创新业务将迅速成长，拓宽了业绩收入渠道。因此对同花顺近期的表现仍持有乐观态度。

表 1：同花顺业务拆分及预测

	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
增值电信业务	134.8	193.7	813.2	997.8	1043	1317	1710
ToC	102.6	153.2	724	897.7	850	987	1134
Level2 及其他软件	102.6	153.2	644.9	728.4	670	737	804
贵金属交易			79.1	169.3	180	250	330
ToB	32.2	40.5	89.2	100.1	193	330	576
基础软件与交易系统	32.2	40.5	85.2	86.6	133	180	240
数据库			4	12	25	40	76
资管数据服务				1.5	15	30	60
定增平台					10	40	100
舆情管理服务					10	40	100
网上行情交易系统服务	41.7	44.8	99.8	113.9	135	165	205
基金代销服务及其	7.3	27.1	529	621.9	810	1008	1200

他								
	广告及推广		292.6	395.7	540	700	820	
	开户导流业务		80.4	240.4	360	500	600	
	代销佣金	7.3	236.4	226.3	270	308	380	
=								
总收入		183.8	265.6	1442	1733.6	1988	2490	3115

资料来源：天风证券研究所

### 1.2.2. 年报数字表明 17 年业绩无需担忧

**预收账款显示 17 年业绩无须担心。**根据报表分析，2016 年年末，同花顺将在 2017 年确认至少 6.09 亿预收款项，较 2016 年下降 2.7 亿元。考虑到 ToB 端业务保持稳定，其下降的部分主要来自于 ToC 业务的递延效应。尽管 ToC 端软件业务递延的收入有一定幅度下降，但鉴于同花顺有望在 C 端用户中取得更大市场份额，并展开更为丰富的服务内容，我们保守预测 2017 年 ToC 软件部分收入约下滑 8%，并将在 2018 年开始逐步回升。

表 2：同花顺各业务部门历史业绩增长与增速预测

同比增长	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		
增值电信业务		44%	320%	23%	5%	26%	30%		
	ToC		49%	373%	24%	-5%	16%	15%	
			Level2 及其他软件	49%	321%	13%	-8%	10%	9%
			贵金属交易		114%	6%	39%	32%	
	ToB		26%	120%	12%	93%	71%	75%	
			基础软件与交易系统	26%	110%	2%	54%	35%	33%
			数据库		200%	108%	60%	90%	
			资管数据服务			900%	100%	100%	
			定增平台				300%	150%	
			舆情管理服务				300%	150%	
网上行情交易系统服务		7%	123%	14%	19%	22%	24%		
基金代销服务及其他		271%	1852%	18%	30%	24%	19%		
	广告及推广			35%	36%	30%	17%		
	开户导流业务				199%	50%	39%	20%	
	代销佣金				-4%	19%	14%	23%	
总收入		45%	443%	20%	15%	25%	25%		

资料来源：天风证券研究所

## 2. ToC 端业务条线增多，受行情周期影响有限

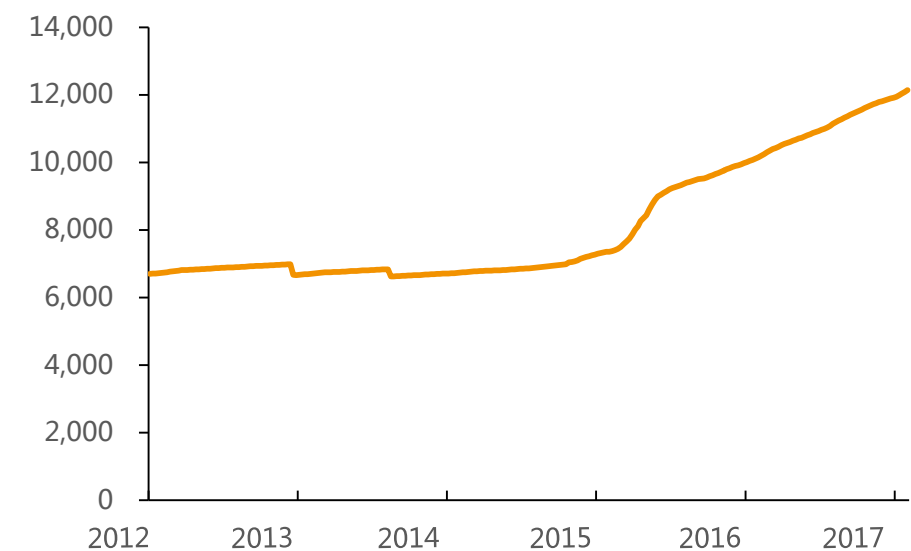
同花顺 ToC 端业务主要包括创新服务、开户服务、C 端行情软件和基金代销。其中创新服务和开户服务有望成为业绩增长核心驱动力；C 端行情软件虽然受行业周期影响较大，但仍能保持其稳定性；基金代销业务面临新兴竞争者的挑战，但仍有很多机遇。

### 2.1. 开户导流与创新服务将成为业绩增长的核心驱动力

#### 2.1.1. 手机开户与一人多户点燃开户热情，金融创新成热点话题

**手机开户使得开户更便捷。**《证券账户非现场开户实施暂行办法》规定自然人投资者申请开立证券账户，可以通过网上开户方式办理。网上开户不需要投资者前往证券公司营业部办理手续，只需上传证件照片，进行视频认证即可，极大地简化了开户流程。近年来，随着智能手机的普及，手机开户因为其方便快捷，逐渐成为年轻股民的首选。越来越多的股民通过手机进行开户。通过股票市场投资者数据可以看到，我国股民数目持续上涨。

图 11：股市投资者数（万人）



资料来源：中证登，Wind，天风证券研究所

**从一人一户到一人多户。**1998 年以来，为防止个人证券被盗，证监会规定一人只能选择一家证券公司作为证券买卖受托人，即只能开立一个证券账户。2015 年，中国结算发布通知称，“取消自然人投资者开立 A 股账户的一人一户限制，允许自然人投资者根据实际需要开立多个沪、深 A 股账户及场内封闭式基金账户”。该政策实施后开户人数大涨。其后为解决账户空置率高的问题，一年多后中国结算对《证券账户业务指南》进行修订，确定了“一人三户”的政策。综合股市不断增长的投资者数，可以预见我国股市账户数非迅速增长。

**金融创新成热点话题。**金融创新旨在变更现有金融体制，增加新的金融工具，以获取现有的金融体制和金融工具所无法取得的潜在利润。它是一个为盈利动机推动、缓慢进行、持续不断的发展过程。我国目前金融服务企业主要业务来源较为单一，创新性不足；金融市场发展不均衡，投资者缺少对衍生品，如期权期货，以及国外市场进行投资的有效渠道。近年来，随着 AI 投资机器人的发展，金融创新不断被提及，Fintech 公司不断涌现，各大金融机构纷纷开始创新。

### 2.1.2. 创新渠道业务有望打开 ARPU 值天花板

平台型企业存在 ARPU 值天花板。以同花顺为例的提供金融服务的平台类企业，在庞大的客户群体中，通过行情软件等传统业务能够吸收到的客户付款金额在达到一个水平后会遭遇瓶颈，如果不进行创新，则企业就缺少了持续成长的动力。

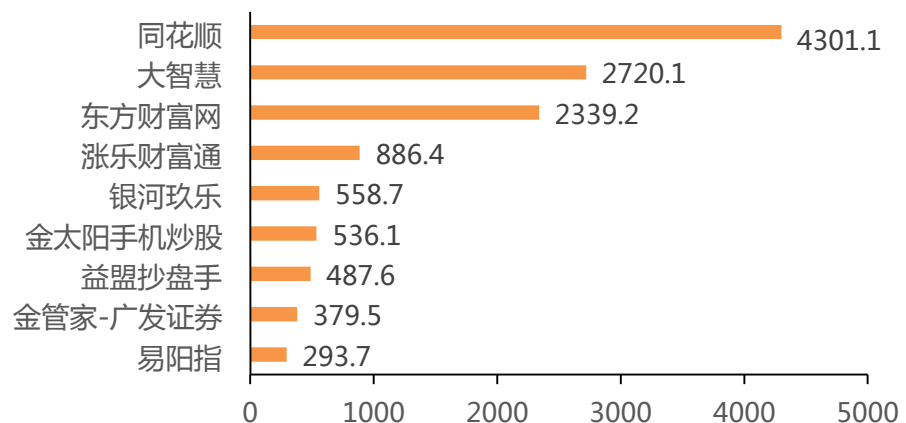
开户需求的上升给开户导流业务提供机会。随着一人多户和手机开户的放开，股市开户需求增高，各大券商通过多种方式争取客源。一方面，券商们推出超低佣金服务，进行“价格战”。另一方面则是通过平台型企业，进行广告宣传，来获得客户。对于平台型企业来说，引导客户获得的提成势必迅速增加。换句话说，开户导流业务将提高 ARPU 值。但机遇与挑战共存，如何在众多金融平台企业中脱颖而出，和更多券商合作进行广告推广；如何在客户群体中进行有效宣传，引导更多客户进行开户？以上两点均要求平台拥有极高的影响力。只有拥有众多用户数，占据大量市场份额的平台能在竞争中创造盈利。

AI 投资机器人或成付费热点。今年 3 月，华尔街第一大投行摩根大通开发了金融合约解析软件，据称可以几秒内完成原先律师和贷款人员每年需要 36 万小时才能完成的工作。而更多的 AI 投资机器人正在开发，AI 操盘因为风险因素或许一时无法兴起，但 AI 无疑成了目前金融创新的热门。通过 AI 投资机器人预测股价涨跌，给出投资建议，这样新型的产品吸引着投资者的眼球，预计将成为一大吸金业务。根据调研，公司 2016 年出货该机器人约 800 套左右，2017 年预计出货 1500 套左右。

### 2.1.3. 同花顺发挥平台优势，促进开户导流及创新业务新增长

同花顺 C 端渠道有望持续上升。继大智慧收到证监会处罚、东方财富并购同信证券后，同花顺凭借中立的定位与市场知名度有望成为行业中 C 段平台的第一名。根据 2017 年 1 月比达咨询的一份研究报告显示，同花顺手机 APP 月活数达到 4301 万人，远远超过竞争对手大智慧和东方财富。

图 12：2017 年 1 月股票类 APP 月活用户数（万人）



资料来源：比达网，天风证券研究所

同花顺在手机移动端的优势顺应手机开户的大趋势。而其平台的影响力，势必为其吸引更多的合作券商，通过同花顺 APP 平台宣传开户业务。同花顺在此合作中议价能力较强，有望争取到更高的佣金。数量上，不断扩张的客户群体保证了开户导流业务的体量。因此我

们预测开户导流将成为同花顺业绩增长的核心驱动力之一。

2015 年证监会批准网上开户以后，同花顺一直是该领域的先行者。目前，已有多家券商与同花顺合作开始尝试网上开户服务。券商通常支付开户中介费与未来佣金分成。以某中小型券商为例，每导流一名用户，开户中介费用约为 100-200 元，佣金分成比例为万分之 0.75 佣金分成期一般为 5 年。

表 3： 开户导流业绩预测

	APP 用户数	新交易用户占比	开户中介费	交易佣金分成	总收入
乐观预期	8000 万	8%	150	75	10.8 亿元
中性预期	5000 万	5%	100	30	3.3 亿元
保守预期	3000 万	3%	50	10	0.5 亿元

资料来源：天风证券研究所

**产品组合丰富，AI 助力 C 端产品爆发。**同花顺针对 C 端用户的产品覆盖面较广，而且目前渗透率仍然较低。根据我们测算，2016 年同花顺手机炒股软件月活用户数约为 2500 万，而其中付费用户数仅 46 万，约为 1.8%，仍有极大上升空间。值得关注的是 2016 年，同花顺推出含有人工智能数据分析能力的“投资机器人”产品，有望迅速抢占高端市场，并提升 ARPU 值。具体内容会在第 4 部分详细介绍。

表 4： 创新业务收入

产品	单价（元/年）	收入占比	估算 2016 年收入(百万元)	估算用户量
AI 投资机器人	88000	10%	66	750
财富先锋主力版	16800	40%	263	15655
短线宝 PC 版	2872	10%	66	22981
短线宝手机版	2072	20%	132	63707
LEVEL-2PC 版	2880	20%	132	45833
LEVEL-2 手机版	144	10%	66	458333

资料来源：天风证券研究所

此外，期货交易、美股交易等更多金融渠道业务也在逐渐展开中，为进一步打开用户 ARPU 值提升空间。

## 2.2. 贵金属交易业务成绩显著，增加资产配置渠道

公司拥有两家子公司分别在贵金属期货市场提供配套服务，子公司国承信公司主要为投资者提供交易系统和软件服务，而子公司猎金公司主要提供贵金属交易经纪业务。因此，公司在贵金属交易中既收取开户费、获得交易流水分成，又帮投资者存管保证金。

根据子公司国承信的业绩报告，2014 年该公司营收仅有 586 万元，2015 年该公司营收迅速增加至 7908 万元，至 2016 年该公司营收同比翻倍，增加至 1.69 亿元，可见其业务开拓能力及市场需求庞大。

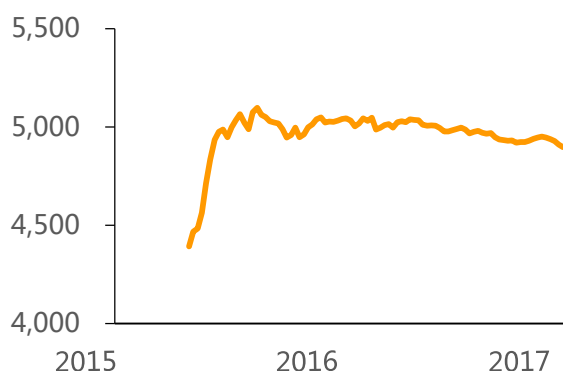
从长远角度观察，国内期货市场体量及交易量均呈现明显上升趋势，随着网络化交易与服务渗透率的提升、业务渠道的迅速拓展，同花顺凭借巨大 C 端用户优势，有望迅速进入该市场，并承担引流的重要角色。在资产荒的当下，为用户提供额外资产配置渠道的企业将极大提升用户黏性并持续进行商业变现。

## 2.3. 行情软件业务受行情影响下降有限

### 2.3.1. 平淡市场下投资大户的增多

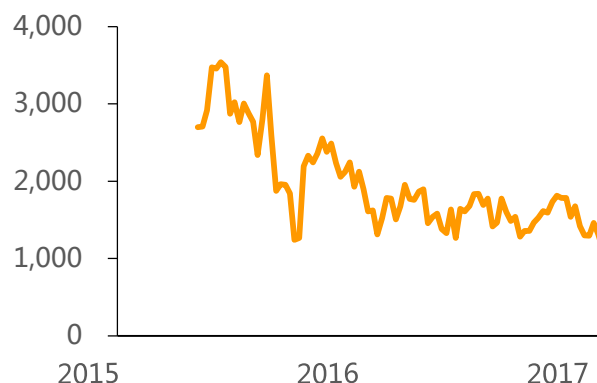
股票市场平稳运行，当周持仓账户数保持稳定，交易账户数持续下降。我国股票市场在经历了 2015 年的大起大落和 2016 年的周期调整之后，目前市场趋于稳定，上证 A 股成交额回到 13.32 万亿这一平稳水平。尽管股票市场上投资者数已超过 1.2 亿人次，根据每周统计数据，A 股股民中期末持仓的投资者数在 2015 年迅速攀升后一直保持稳定水平，维持在 5000 万人次左右。而当周参与 A 股交易的投资者数则呈现出一个下降趋势，从最高峰每周超过 3500 万账户进行交易到目前的每周 1200 万户左右。可见目前市场投资热情较为缺乏，受行业周期影响较大。

图 13: 当周持股账户数 (万户)



资料来源: wind, 天风证券研究所

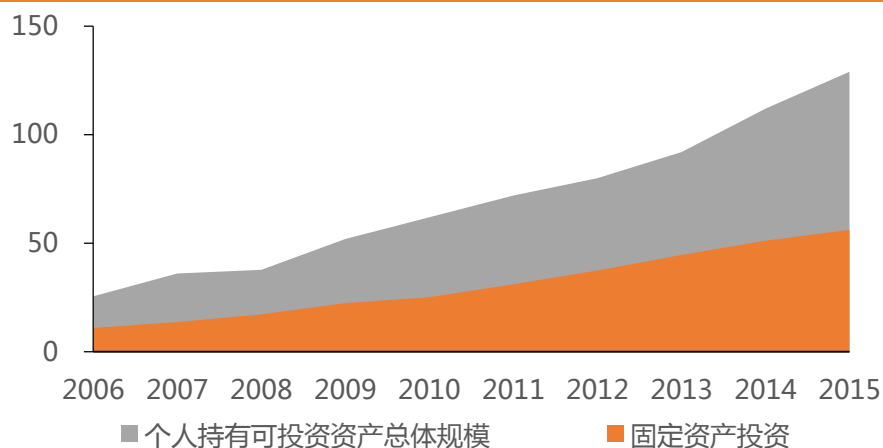
图 14: 当周交易账户数 (万户)



资料来源: wind, 天风证券研究所

股民人均投入增加。随着我国经济发展，人们生活越发富足，国民持有的可投资资产总规模不断增大，至 2015 年已达到 129 万亿。剔除固定资产投资部分，可投入金融市场的资金量也逐年增加，其中在股票市场的投入同时也在增长。

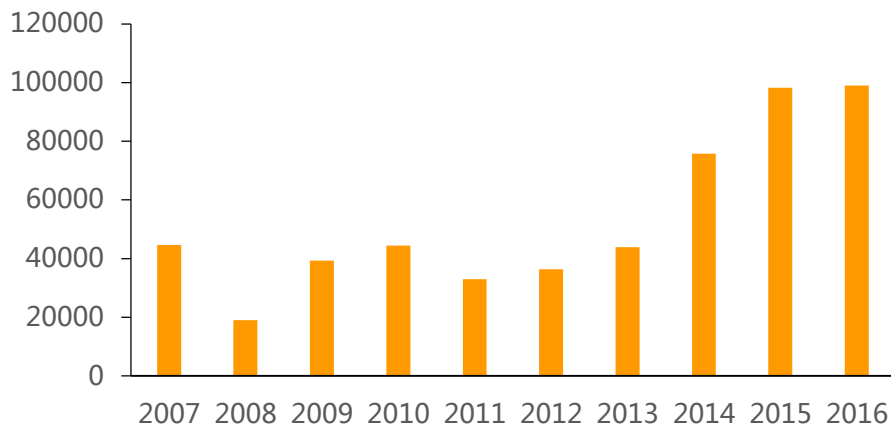
图 15: 国民可投资资产规模 (万亿)



资料来源: wind, iFinD, 天风证券研究所

通过个人投资者持有流通市值可以看到,我国散户在股票市场里的投入逐渐增多,在2016年涨势略微减弱,但数值上仍在增加。

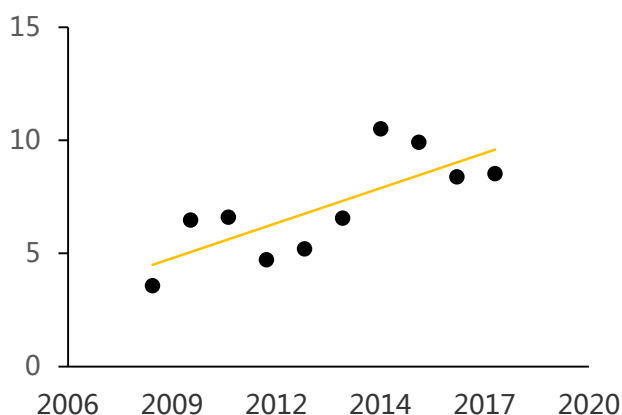
图 16: 个人投资者持有流通市值 (亿元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

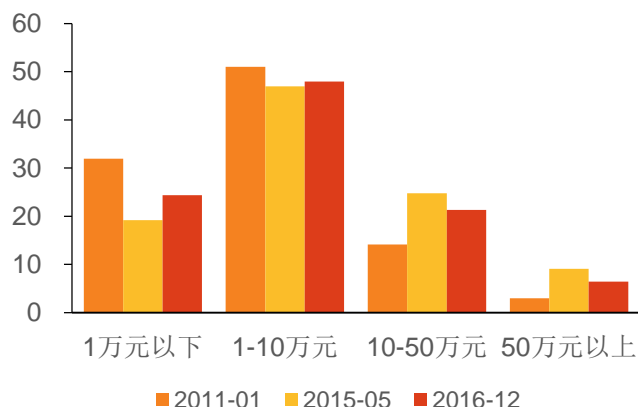
**A 股大户比例上升。**根据万德数据库统计数据显示,我国股民在股票市场中人均投入金额近年来波动式上升,尽管在市场平淡时,比如2012年,人均投入有所下降,但整体趋势保持向上,可以认为我国股民在股市的人均投入不断上升。此外,通过不同持股市值自然人账户数占比数据,可以发现,虽然市场上持股10万元以下的自然人仍是主体,但这一比重在近年来不断下降,特别是持股1万元以下的股民比重。相反,持股10万元以上的股市大户比重不断上升。为简化图表,这里只展示了持股10万元以上所有账户合计比例。根据未显示数据,2011年初到2016年末,持股10万元以上各层次的账户比例均上升超过一倍,其中持股一亿元以上的大户实现了从无到有的突破。

图 17: 股民人均持有流通股市值 (万元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 18: 股民占比: 按持股市值 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

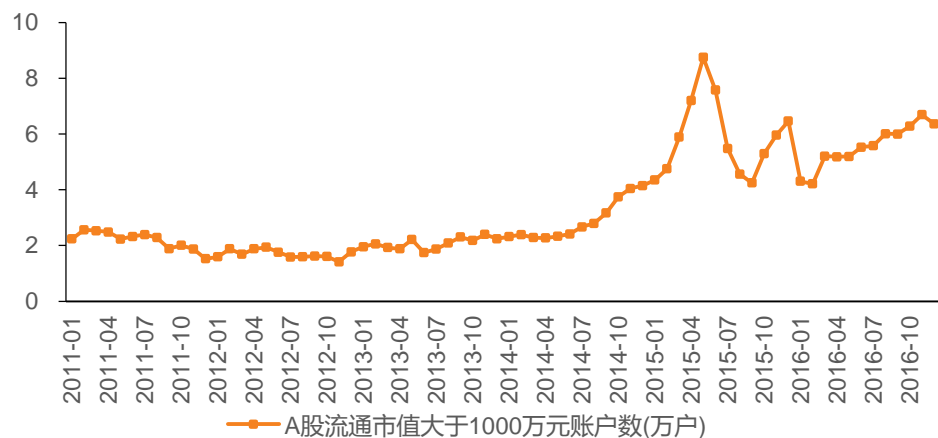
### 2.3.2. ToC 端客户群付款能力和意愿上升

**股市投资资金增加, 客户付款能力增强。**根据股民整体投资金额的上升,可以看出股票投资者资金充足,能够花费在行情软件上的资金也相应增长,即股民的付款能力增强。因此

尽管当前处于平淡市场，投资活跃的股民数下降，但股民能承受得花费上升，更多的股民能够开始支付行情软件服务费，更多的股民能够支付更高的服务费获得更优质的服务。这对于同花顺来说无疑是一大业绩推动力。

**大户比例增加，客户付款意愿增强。**股票市场中持股 10 万元以上的大户比重不断上升，一方面是新进入市场的投资者持股市值高，另一方面是过去持股 10 万元以下的股民增加了其在股市的投入。大户的增多说明股票市场成为了股民投资一大阵地，投资意愿增强，更多的投入期望更多的收益。因此股民对行情软件的付费意愿也相应提高，综合客户不断提高的付款能力，即便股市处于平淡时期，股民投资活动不如过去频繁，但我们认为对 ToC 端行情软件的需求仍较为稳定。

图 19：A 股流通市值大于 1000 万元账户数（万户）



资料来源：Wind，天风证券研究所

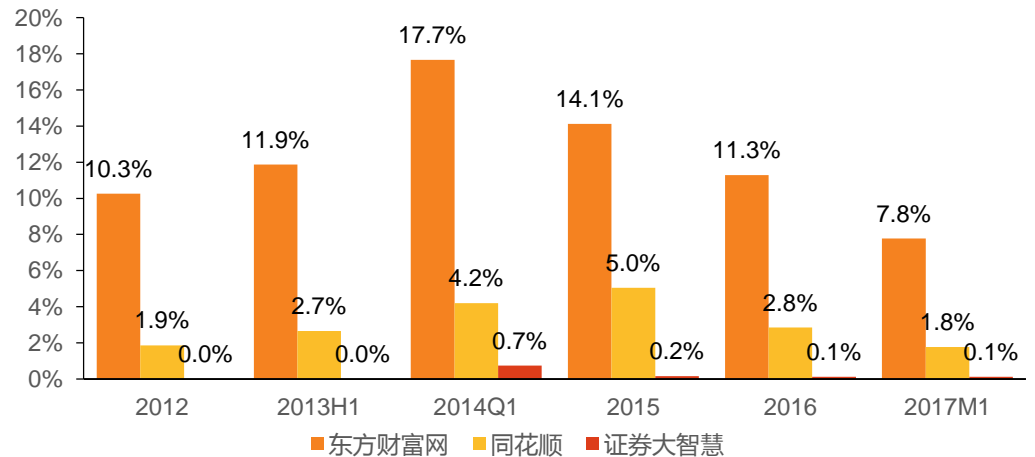
同时，资金超过 1000 万元的个人投资者将成为 AI 投资机器人的主要消费主体，过去的三年中这部分高端人数数量增加了 3 倍，由 2013 年的 2 万余户，上升至 2016 年底的 6.3 万户。随着高端用户的迅速增加，AI 投资机器人获得更大受众，并为客户创造更多价值。

### 2.3.3. 发挥手机移动端优势，行情软件业绩较为乐观

**网站炒股比例下降。**在论证了市场上对 ToC 端业务需求不会大幅下降后，如何把握客户群体，提供股民更愿意使用的行情软件就是同类金融服务公司竞争的重点。根据对市场上投资者看盘方式的统计，我们发现通过电脑网站看盘的股民比例不断下降，即使是炒股网站中排名第一的东方财富网，也在这一趋势中使用人数占比下降约一半。



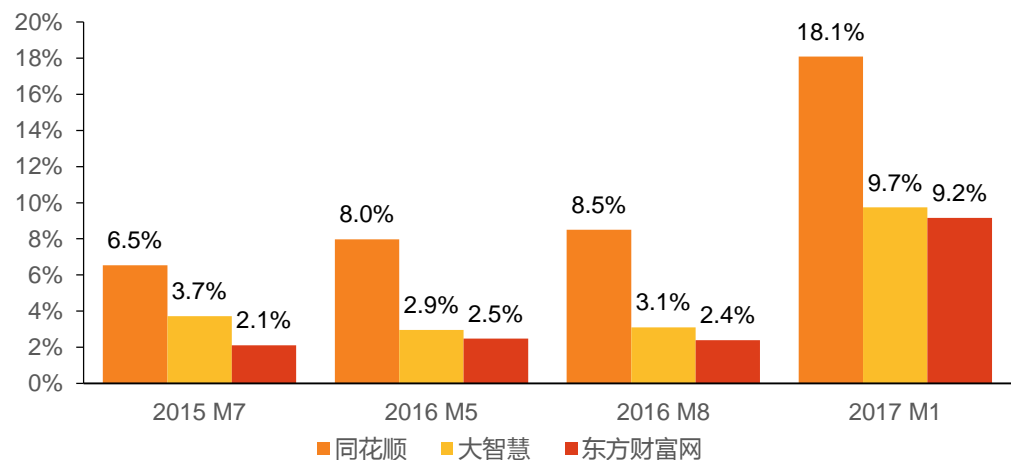
图 20：网站炒股用户比例



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

**手机炒股渐成主流。**手机 APP 炒股的股民比例不断上升，我们认为当下时点是炒股用户从 PC 端向移动端的过渡时期，炒股 APP 渐成看盘主流。数值上，从 2015 年至今，炒股 APP 的用户使用比例已翻倍，随着智能手机的进一步普及，我们预测这一趋势还将继续持续。

图 21：APP 炒股用户比例



资料来源：App Annie，Wind，天风证券研究所

**同花顺发挥手机 APP 端优势，业绩保持稳健。**从上图可以看到，同花顺作为手机炒股 APP 龙头企业，炒股 app 日均使用量为为同类公司的两倍以上，占据绝对优势。在炒股用户从 PC 端向移动端转移的过程中，同花顺势必成为最大赢家。综合起来，其 ToC 端股票行情收入预计将受行业周期影响有限。

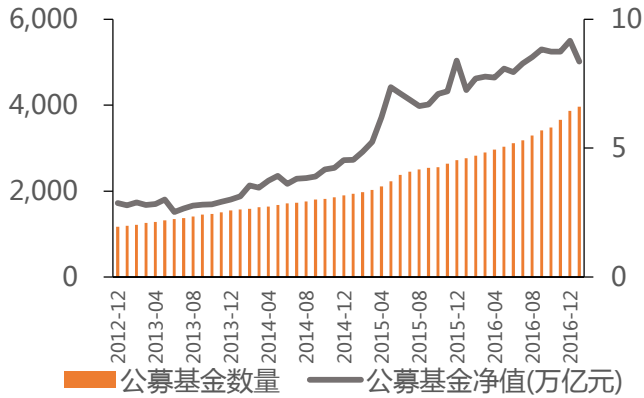
## 2.4. 基金代销业务面临机遇与挑战

### 2.4.1. 基金市场生气勃勃

**公募基金净值不断上升，投资者人数逐年增加。**我国投资基金起步于 1991 年，经过十多年的发展，规模不断壮大。到 2017 年 1 月，公募基金发行数量已达到 3964 只，净值达到 8.36 万亿，市场上其中排名前十的基金公司管理规模均在 3000 亿以上。随着市场的升温，

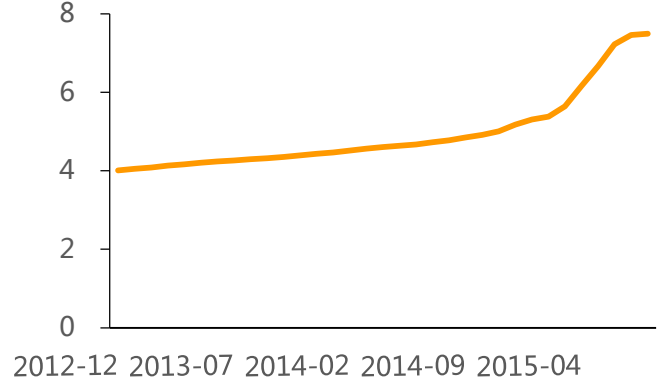
进入其中的投资者人数也逐年增加。2015 年伴随一轮牛市，“基民”账户数于 2015 年底达到 7490 万，从趋势上看 2017 年投资账户数或将超过股市投资者数，达到 1.5 亿户。

图 22：公募基金市场基本情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 23：基金投资者账户数（千万户）



资料来源：wind，天风证券研究所

#### 2.4.2. 基金代销业务竞争压力越来越大

基金代销业务中，银行渠道越来越强势，目前已获得近八成的业务。剩下两成基金代销业务在证券公司，基金公司直销和其他代销机构之间划分。除了传统的代销机构，近年随着互联网金融的发展，更多新公司进入基金代销业务市场中抢占份额。

比如蚂蚁金服在收购了数米基金网后，成为正式展业的第三方基金销售机构。蚂蚁金服旗下的蚂蚁聚宝和数米基金网合作，首批接入的基金数量就超过 900 只，覆盖所有主流基金公司，业务广泛开展。其后蚂蚁金服推出的“佣金一折”等活动，通过价格战进一步打开市场；通过支付宝可直接购买基金，吸引了更多的年轻基金投资者。

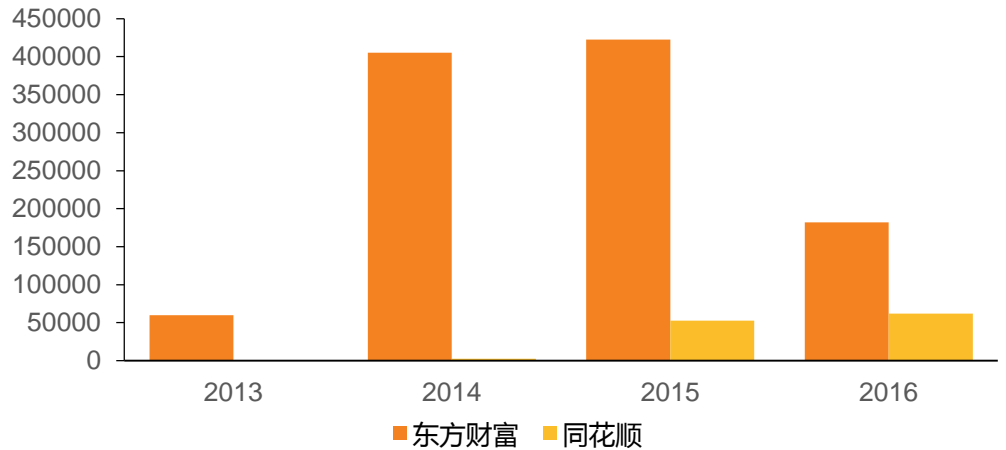
近期，蚂蚁金服宣布向基金行业开放自运营平台“财富号”，用技术支撑基金公司在蚂蚁聚宝打造属于自己的品牌专区，直接触达和服务用户。由此基金公司自销渠道更为广泛，可争取的基金代销业务进一步缩水。目前基金代销市场份额不断被新兴金融公司抢占，如何在越来越强的竞争中获得一席之地是所有传统基金代销机构考虑的问题。

#### 2.4.3. 基金代销业务头部效应明显，行业集中度有望上升

我们认为基金代销业务的头部效应明显，行业集中度正在迅速上升。虽然和基金代销市场中实力雄厚的银行和蚂蚁金服竞争难度较大，但同花顺可以通过挤压规模较小竞争对手，获得基金代销业务市场份额。

同时，从同花顺与东方财富的对比观察，尽管东方财富基金第三方销售业务收入高达 40 亿，但 2016 年下降幅度巨大，收入不及 2015 年的一半。而同花顺的基金代销业务近年来一直呈现上升趋势，2016 年已超过 6.2 亿。因此我们认为，同花顺凭借自己强大的 C 端渠道和资源，将来在基金代销业务上的表现较为乐观，均有成为行业寡头的资源与优势。

图 24：基金代销业务收入



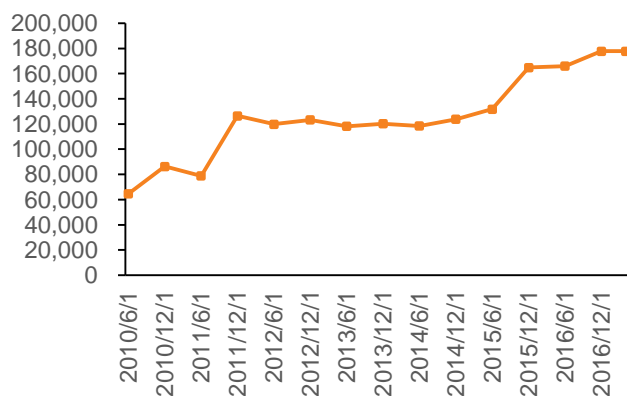
资料来源：公司年报，天风证券研究所

### 3. ToB 端挑战万德霸主地位，渗透率迅速上升

#### 3.1. ToB 端客户群体规模不断扩大

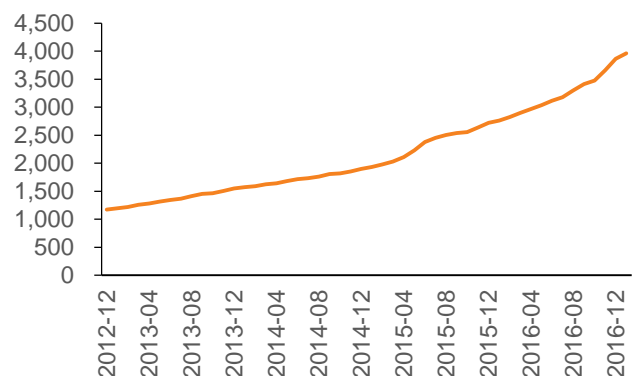
我国证券行业持续兴旺。市场的发展不止体现在股市中投资者数量的增加，还体现在国内证券公司也不断出现，证券从业者数量上涨。根据申万宏源对我国上市股票的行业分类，统计我国上市证券公司员工数，六年来上市证券公司员工总数从 6 万人上涨三倍多，于 2016 年达到约 18 万人。预计这一趋势还将继续维持。此外，市场上公募基金数目不断上升，基金经理数据也随之增加。而我国证券市场上大多数证券公司尚未上市，未统计到的证券从业者数目巨大，也维持着增长趋势。

图 25：上市证券公司总员工数



资料来源：wind，天风证券研究所

图 26：公募基金数目



资料来源：wind，天风证券研究所

证券从业人员的持续增长意味着 ToB 端行情软件和交易系统的客户群体不断壮大。每一个从业者均需要及时准确地获取市场行情信息，进行有效的交易操作。ToB 端行情软件和交易系统销售以人为单位，也就是说每增加一个从业者，ToB 端业务就有希望增加一单。证券从业者的持续增加给同花顺的行情软件和交易系统业务提供了巨大的上升空间。

### 3.2. 行情软件业务竞争激烈，万得霸主地位持续已久

根据公开数据显示，万得作为全国最大 ToB 行情软件与信息系统，2016 年收入约为 10 亿元，霸主地位不容质疑。而根据我们草根调研的数据显示，同花顺的 ToB 业务收入仅为 1 亿元左右，但已与东方财富 Choice 成为并列市场份额第二的厂商。

三个竞争对手选择了不同的竞争策略。万得定价最高，达到 2-5 万元一套，同花顺 iFinD 其次，定价约为 6000-20000 元一套，东方财富 Choice 最低，定价约为 2000-8000 元一套。为防止垄断所造成的价格劣势，在未来可以预见大部分机构用户将会选择两家及两家以上信息数据库及行情软件服务商。再考虑到行情软件目前服务形式较为单一，通过业务丰富和创新，用户使用感可以进一步提升。因此我们预计，多家行情软件并存的寡头局面将持续较长时间。

图 27: wind 系列产品



资料来源：wind 官网，天风证券研究所

### 3.3. 挑战万得霸主地位，渗透率迅速提升

同花顺 iFinD 具有较强性价比。对比当前市面上排名前三的行情软件供应商，在定价策略上，同花顺选择把产品定价设为万得的一半，具有价格优势。而从研发投入角度观察三家公司产品未来发展变化，同花顺系列产品研发投入最高，产品质量持续提升，尽管目前市场占有率只有约 15%，但我们认为同花顺机构行情软件及数据库产品在该市场中的渗透率仍有非常广阔的空间。

表 5: 行情软件企业对比

	2016 年营收体量	市占率	价格 (元/套)	研发投入
万得资讯 iWind	~10 亿元	80%~90%	2 万-5 万	较高
同花顺 iFinD	~1 亿元	~15%	6 千-2 万	较高
东方财富 Choice	~1 亿元	~30%	2 千-8 千	较低

资料来源：公司官网，草根调研，天风证券研究所

打通交易平台，同花顺 iFinD 在用户使用便捷程度上也进行了提升。传统行情软件只提供市场信息数据，如果客户需要进行交易，则需要登录其他平台进行下单，这样操作不可避免存在时滞。在如今高频及交易逐步普及的阶段，极小的时滞也可能造成巨大损失，因此传统行情软件的这一缺陷未来将阻碍其进一步发展。为解决这一问题，同花顺 iFinD 实现了行情软件和交易系统相结合，通过行情软件即可及时下单，方便快捷。同等的，运用同花顺交易系统下单也可以实时掌握市场行情信息。我们认为同花顺这一创新点将成为其行情软件和交易系统未来增长的推动力，结合其价格优势，同花顺 iFinD 有望冲击万得霸主地位，进一步提升自己的渗透率。

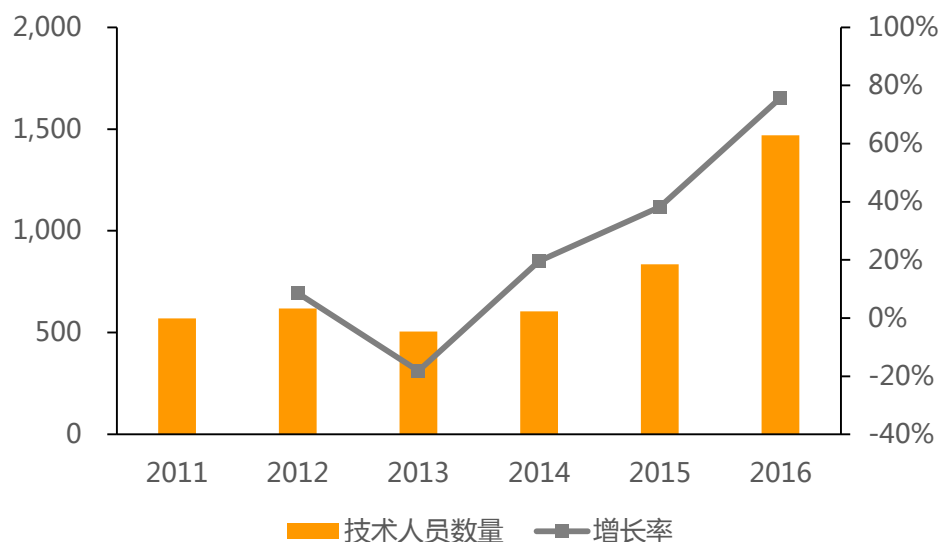
## 4. 人工智能加持流量入口创造全新商业模式

### 4.1. 同花顺在人工智能领域抢占先机

**同花顺率先试水人工智能。**人工智能投资概念在今年逐步进入投资者视线，而同花顺公司早在 2015 年，就以云计算、金融大数据为支撑，构建金融财经知识图谱，采用语义分析、自然语言理解、语音识别等技术，着力开发人工智能产品，改善人机交互的模式，以最快的速度响应投资者的提问，帮助其进行投资决策。公司于 2015 年 5 月出资设立浙江同花顺人工智能资产管理有限公司，该公司注册资本 1000 万元，同花顺百分百控股。公司主营业务包括受托企业资产管理，投资管理，投资咨询，企业管理咨询，企业财务咨询，技术开发，技术服务，技术咨询等。在公司发展壮大的 2 年里，同花顺人工智能资产管理有限公司始终为客户提供最好的产品、健全的售后服务，与多家杭州投资与资产管理业黄页零售商和代理商建立了长期稳定的合作关系。

此外，根据同花顺年报，公司近两年研发人员数量大幅提升，于 2016 年达到 1469 人，比 2014 年的 604 人有明显增加。公司技术人员占总员工数的 56%，可见同花顺在技术方面投入巨大。

图 28：同花顺技术人员变化



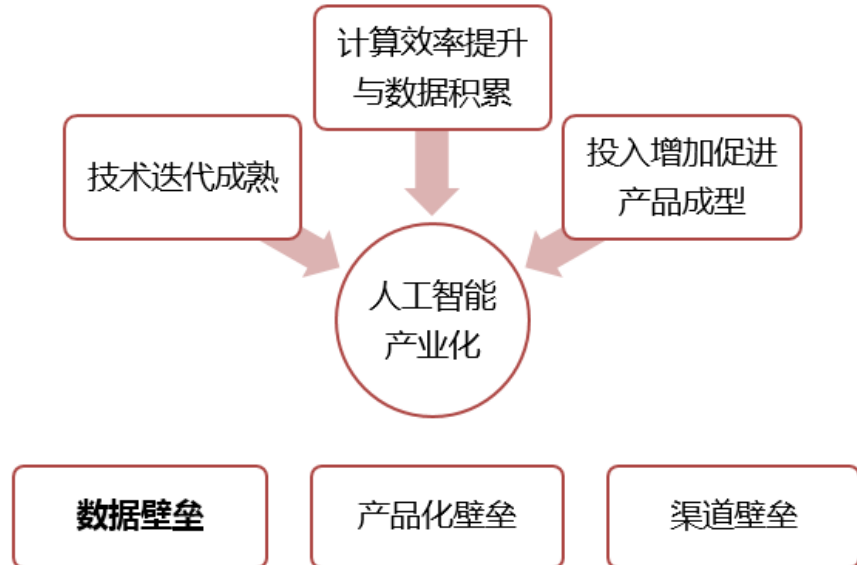
资料来源：wind，天风证券研究所

**庞大客户数据为 AI 提供先天优势。**除了研发早，同花顺开展人工智能产品还拥有另一个优势——庞大的用户及大数据。年报披露，公司通过网站平台、券商平台、无线移动平台，为客户提供全面的互联网金融信息服务，覆盖了中国证券市场不同类型的客户群体，与国内 90% 以上的证券公司建立了业务合作关系。截至 2015 年 12 月 31 日，每日使用同花顺网上行情免费客户端的人数平均约 1000 万人，每周活跃用户数约为 1500 万人。另截至 2015 年 12 月，子公司浙江同花顺基金销售有限公司已上线 85 家基金公司，共计 2479 只基金产品。

一个有效的人工智能算法的实现需要通过大量数据进行不断地训练和优化。随着人工智能技术迭代的成熟、计算效率的提升和投入增加，AI 的算法红利正在不断消失。数据、产品化和渠道成为限制人工智能进一步发展的阻碍。而对于同花顺来说，智能投顾产品已面世，公司销售人员也不断增加，产品化和渠道壁垒不成问题。同花顺具备规模巨大的客户群体

意味着客户数据极为丰富，能够满足人工智能投资算法的训练的数据需求。根据大量客户的数据，人工智能可以设计不同的应用场景进行投资推荐，以满足不同风险偏好客户的投资需求。

图 29：人工智能产品化壁垒



资料来源：天风证券研究所

#### 4.2. i 问财平台将为同花顺 AI 业务提供有价值数据挖掘机

金融的核心命题是如何调整资源配置，而金融大数据无异于打开了资产配置“上帝视角”。掌握数据越精确，配置模型调整得越合理，资产配置的效率越高。而这其中包含三个主要过程：1. 数据的收集，2. 数据的分析，3. 数据的运用。

图 30：i 问财是国内当前技术最成熟、体量最庞大的语义理解库



资料来源：i 问财网站，天风证券研究所

作为金融流量入口平台，同花顺有着天然的优势与行业壁垒。每天超越千万量级的 C 端用户和大量 B 端机构客户在使用同花顺平台进行证券研究与交易，这将产生海量数据。有别于微博、微信等流量入口，同花顺的数据与金融直接相关，拥有更大的直接数据价值。也

不同于万得、券商，同花顺收集的更多是用户非结构化数据，而非已经结构化的，如盈利预测、历史行情等标准数据，这部分数据价值仍有待开发。

同花顺人工智能平台核心打造的能力是对非结构化数据的结构化能力。这种结构化包含，1. 对研报、公告、评论、语音等文字信息进行关键词匹配与关联，舆情推导，2. 对用户海量数据，如页面点击、重点内容阅读等，进行趋势分析与预判，3. 将已有标准数据进行知识图谱关联，例如油价与 GDP 之间传导路径等。通过数据的结构化加工，原始的语言数据将形成对各项经济活动的较为“量化”的描述，而这些参数进一步为数据应用提供了重要素材。

金融领域的的数据应用方向十分广阔，从服务于银行信贷系统的征信大数据，到金融机构内部风控的风控大数据，到金融资产定价与交易的智能资管大数据，数据均能为金融各个领域提供丰厚的价值。人工智能技术运用于金融领域将带来无法比拟的优势：哪怕对银行坏账率预测精准多几个基点，对资产定价精确提升一个百分点，也将撬动巨额资金，提高经济运转效率。

图 31：国内风起云涌的智能投顾融资项目

名称	创始人/CEO	融资轮次	融资金额	投资方	主要特色
量化派	周灏	2016C	5亿元	阳光保险/复兴集团等	机器学习/算法挖掘数据价值
Quantifeed	Alex Ypsilanti	2016A	450万美元	PGA	亚洲私人财富管理(香港)
拿铁财经	徐志刚	2016天使	1亿元	分众传媒	智能财富管理/消费金融
因果树	腾放	2016B	1亿元	保利资本等	股权投资大数据库/智能知识图谱
量·财富	何丽峰	2016A	1亿元	广州基金	全球量化投资分析
蓝海智投	刘震	2016Pre-A	1500万元	老鹰基金	耶鲁模式全球资产配置
海鲸金融	张小磊	2016Pre-A	3000万元	未公布	中高净值华人海外投资理财
惠理财	张沈	2016天使	2000万元	联想乐基金	机器人资产管理投顾服务
财鲸	叶鑫	2016Pre-A	数百万美元	创新工场	大数据量化筛选全球投资顾问服务

资料来源：公司官网，天风证券研究所整理

i 问财集数据收集、数据分析、数据应用三方面于一体的金融领域大数据人工智能平台。一方面，i 问财自 2013 年开通以来，已经积累了大量用户及用户数据，加之同花顺 PC 终端、手机终端、官网及论坛，可以说同花顺收集了证券市场主要门类中大部分数据，而这些数据为以下多种变现渠道提供了重要保障和数据基础。

### 4.3. AI 投资机器人或成付费热点

通过 AI 投资机器人预测股价涨跌，给出投资建议，这样新型的产品吸引着投资者的眼球，预计将成为一大吸金业务。同花顺在金融大数据领域深耕数年，积累了丰富的大数据处理、大数据分析、大数据系统建设的经验。从去年开始，公司尝试推出“智能投顾”功能，也就是用人工智能来预测大盘涨跌并提供操作建议，暂时来看，其准确程度和技术分析师相当。今年同花顺推出“智能大师”产品，结合智能深度学习，对市场活跃资金进行大数演算，并构成 AI 大数据三大功能系统。该产品已于今年三月份进行预售。

AI 投资机器人或在 ToC 端带来消费热点。随着我国股市投资大户比例的不断增加，越来越多的个体投资者展现出购买高端投资咨询产品的意愿和能力，金融大师产品有望迅速抢占高端市场，并提升 ToC 端部分的 ARPU 值。而 ToB 端方面，随着量化基金的火热，资管业

务越发依赖大数据。以大数据为基础的“金融大师”产品或成机构投资者宠儿，帮助机构进行资产配置等业务。

根据调研，公司 2016 年出货该机器人约 800 套左右，2017 年预计出货 1500 套左右，创造收入过亿。

图 32：金融大师产品



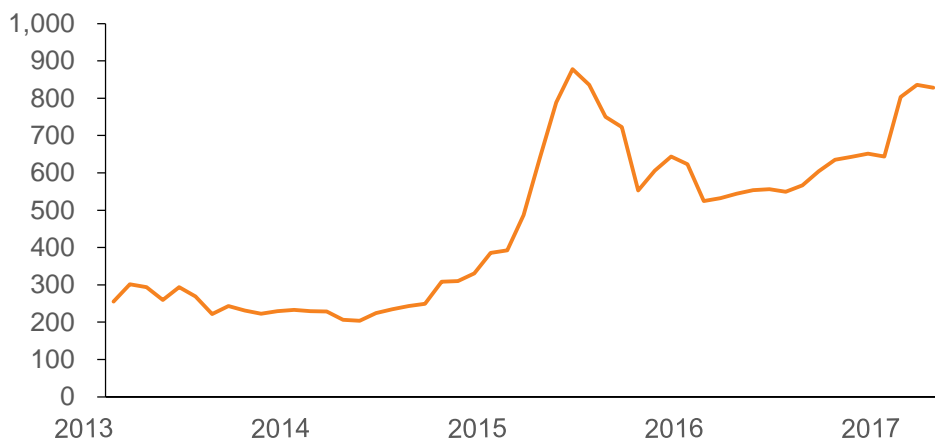
资料来源：同花顺官网，天风证券研究所

## 4.4. 资管业务上升空间大

### 4.4.1. 量化基金不断发展，AI 策略交易萌芽

**量化基金火爆。**目前我国量化基金主要包括主动量化型和量化对冲型，利用计算机模型挑选股票，具有收益率高于其他基金，抗跌能力更强的特点。量化基金从 2013 年开始爆发，从当年的十几只增长到目前的 150 只，总市值达到 859 亿元。

图 33：量化基金市值（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

但我国量化基金规模和美国相比仍有差距。根据美国金融市场数据，2000 年，量化基金总体管理规模体量超过 150 亿美元，增强指数基金超过 250 亿元，同年，美国公募基金总规



模约为 7 万亿美元，占比约为 0.6%。而中国公募基金规模 2016 年底约为 9 万亿，专户管理规模 17 万亿，量化占比仅为 0.3%，与美国量化基金体量相比差距大，存在很大的上升空间。

**AI 策略交易强调对下跌趋势的保护，特性更优。**但是量化策略存在弊端，交易失误会造成市场剧烈波动，出现“黑天鹅”事件，造成大幅损失。而使用 AI 技术的对冲基金平均收益率均高于行业平均水平，大部分这类 AI 技术强调对下跌趋势的保护，具有更优的特性，受到投资者的喜爱。

表 6： 量化交易对比 AI 策略交易

		量化交易	AI 策略交易
相同点	出发点	均利用人类在数据分析深度和广度上的短板进行价值发现	
	实现方案	均采用机器交易，避免人类非理性因素和响应延迟	
不同点	数据广度	仅涵盖技术指标	技术面、基本面、宏观指标
	算法类型	统计模型	进化模型
	决策形式	自主交易	决策辅助
	模型特性	精确	模糊
	时间尺度	短（高频、超高频）	中长
	有效期	较短	较长
	收益捕捉	波动套利（beta）	长线趋势（alpha）
	成熟度	较为成熟	萌芽阶段
	实现难度	容易	困难

资料来源：天风证券研究所

图 34： AI 科技先行者 kensho



The World Economic Forum names Kensho a **Technology Pioneer** — one of the most innovative private technology companies in the world.

资料来源：Kensho 官网，天风证券研究所

**中国 Kensho 正在孕育。**在美国，人工智能公司肯硕（Kensho）可谓改变了华尔街。其研发的一款基于云计算的财经软件“沃伦”，能够帮助普通股民通过扫描世界上可以查询到的、直接或间接影响金融股票市场的一切可能的、实时变化的各种宏观和微观大数据，诸如药物审批、经济报告、货币政策变更、社会事件等，利用极其复杂的统计学、人工智能、机器学习、大数据算法、数量经济学理论和模型，推演出与某个事件相关联的特定类型股票（甚至是个股）最可能的变化趋势及其概率，最后通过人人都可以理解的自然语言表达出来。

而我国在 AI 策略交易领域发展仍有限，大量人工智能或大数据公司正处于襁褓之中，尚未发展成熟。随着中国股市有效性不断增强，Fintech 行业不断发展，越来越多的资金和技术力量涌入 AI 策略投资领域。相信凭借着我国数据量巨大的优势，国内的相关企业会逐步兴起，未来也将出现一个类似 Kensho 的公司，实现对金融市场上各类事件进行智能分析。

#### 4.4.2. 大数据助力资管业务

大数据是继云计算、物联网之后 IT 产业又一次颠覆性的技术变革，市场上许多基金开始运用大数据技术进行选股，形成了一批量化基金。为了形成有效的投资策略，一方面要求原始数据的体量和准确性，另一方面也需要数据提供商创新性地给出一些关键因子，方便机构形成自身策略。AI 投资作为当下投资策略新趋势，正处于萌芽阶段，技术难度更大。AI 算法超越了技术面分析，涵盖多种语言分析，基本面和经济数据分析，要求的数据更为丰富。

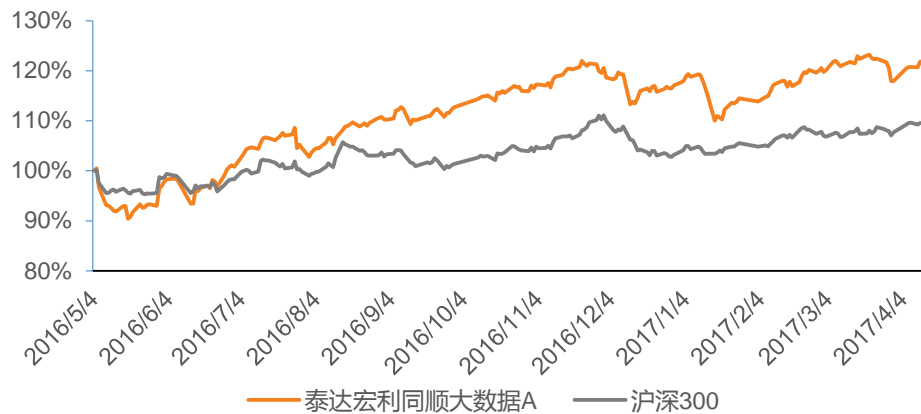
量化基金和 AI 投资的火热给数据提供商带来了机遇与挑战。高质量的数据将尤为受欢迎，企业议价能力也将上升，有望获得更多的收益；有效的策略因子构建将帮助企业客户更好的形成策略，增大客户对本公司数据的依赖性。相反，数据质量低下，缺乏创新能力的数

#### 4.4.3. 同花顺与公募基金合作，资管业务不断创收

在大数据的背景下，同花顺凭借其海量数据，为量化基金提供“关键因子数据”。在这一过程中，公募基金将与同花顺共享每年约 1.5% 的基金管理费。根据以往合作经验，同花顺可以获得基金管理费的一半左右，约基金规模的 0.75%。假设公司合作发行的基金产品达到 20 亿元规模，公司将获得 1500 万元管理费用。

2016 年，泰达宏利基金也与同花顺联合推出大数据基金——泰达宏利同顺大数据上市，已得到市场的充分验证，从价格走势上来看，泰达宏利同顺大数据跑赢市场，获得客观的超额正收益。伴随着“量化”时代的到来，量化基金持续跑赢主动管理型基金，同花顺的大数据服务有望迅速铺开。我们相信，将有越来越多的公募基金管理者与同花顺在数据与资管业务中取得合作。

图 35：泰达宏利同顺大数据基金跑赢沪深 300



资料来源：wind，天风证券研究所

#### 4.5. 舆情管理服务有望打开新增市场空间

公司围绕现有的大数据业务平台，积极拓展人工智能在舆情管理领域的信息服务，面向上市公司提供传媒与舆情管理服务。作为广大 C 端用户的信息入口和渠道，同花顺在金融市场中拥有强大的话语权与管道效应。随着金融市场的迅速成熟，舆情的管控与信息沟通成为上市公司公关部门的核心诉求。

一方面，同花顺公司掌握着大量 C 端和 B 端用户的信息入口，且拥有媒体牌照，在市场信息交互中扮演着重要的角色，可为上市公司提供宣传与公关服务。上市公司在拓展信息披露与市场沟通渠道中，也已开始积极与线上媒体合作。

另一方面，同花顺拥有强大的语义理解与识别技术，可实时监控 C 端用户舆情，并进行有针对性的舆情管理。公司布局的 i 问财信息服务平台已上线运营 4 年，期间积累了大量用户数据，并建立起完善的金融市场语义库。

根据中国上市公司市值管理研究中心在第十届中国上市公司市值管理高峰论坛上发布的“2016 年度中国上市公司市值管理绩效百佳榜”显示，2016 年度创业板公司市值管理绩效表现突出，有 41 家公司入选“百佳榜”，且在前十名中占据 4 席。而中小板有 31 家上榜，主板方面，深市主板和沪市主板分别有 9 家和 19 家上榜。对比 2015 年“百佳榜”，2016 年度“百佳”公司市值管理绩效整体水平下滑。其中，“百佳”公司市值管理绩效平均得分降至 67.13 分，较上年度的 73.41 分下降 8.55%。

在复杂的宏观经济和市场环境下，A 股公司市值管理绩效总体水平有待提高。在市值管理方面优秀的公司，有望在资本筹集和资本运作领域取得核心优势，并进一步提升价值创造、价值经营和价值实现的能力。

目前，同花顺公司已与 30-40%江苏浙江地区上市公司签订合作协议，并为其提供基础数据库终端服务和广告增值服务。平均订单体量约为 10-20 万元，尽管短期而言，业务不具备较大体量，但是随着上市公司持续进入，同花顺平台上的信息数据也将持续积累。公司持续加大上市公司与投资者之间交流的频次，证券信息平台的优势将牢不可破。

## 5. 盈利预测

### 核心假设

1. 2017、2018 年市场活跃度市场活跃度稳定,市场交易量较 2016 年同比稳定或小幅增长, C 端软件服务受到递延效应影响, 2017、2018、2019 年预测业绩增速为-8%、10%、9%,
2. 开户导流业务受到券商行业竞争加剧受益,伴随用户数增加,导流业务持续增长,2017、2018、2019 年预测增速为 50%、39%、20%,
3. 贵金属交易服务,受到业务结构调整、渗透率提升及渠道拓展利好,2017、2018、2019 年预测增速为 6%、39%、32%,
4. 以人工智能为核心技术的高端 C 端产品与资管数据服务业务推进顺利,下游客户接受度与渗透率稳步提升, AI 投资机器人预计营收翻倍,而辅助资管数据服务业务持续增长。
5. 创新业务(数据库服务、舆情管理等)市场开拓顺利,并形成规模体量,
6. 传统 ToB 市场,保持稳定增长,超越东方财富 choice 成为行业第二,行情系统三年增长分别为 54%、35%、33%,而交易系统增长 19%、22%、24%,
7. 基金代销业务由于基数较低,竞争对手份额减少,稳步增长,2017、2018、2019 年预测增速为 19%、14%、23%。

综上,2017、2018 年预测公司营收总额为 19.9、24.9 亿元,净利润为 13.0、16.2 亿元,对应当前 304 亿元市值,2017、2018 年市盈率为 23.4, 18.8 倍,6 月目标价 76.50 元/股。

## 6. 风险提示

公司业绩推进不达预期的核心风险包括:

- 1.市场活跃度迅速下降,用户采购意愿不及预期,
- 2.产品研发与推广速度不及预期,
- 3.政策调整导致部分创新业务不能如期开展。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	3,042.01	3,351.70	4,866.67	5,400.25	8,205.42
应收账款	72.14	63.16	170.39	42.44	63.92
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	1.32	145.18	50.69	65.73	87.20
<b>流动资产合计</b>	<b>3,115.47</b>	<b>3,560.04</b>	<b>5,087.75</b>	<b>5,508.42</b>	<b>8,356.54</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	405.66	390.13	393.12	415.98	437.75
在建工程	1.10	1.24	36.74	70.05	72.03
无形资产	26.70	81.95	79.73	77.52	75.31
其他	9.25	45.82	43.59	43.96	44.24
<b>非流动资产合计</b>	<b>442.70</b>	<b>519.13</b>	<b>553.18</b>	<b>607.50</b>	<b>629.33</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,558.17</b>	<b>4,079.17</b>	<b>5,640.94</b>	<b>6,115.91</b>	<b>8,985.87</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	234.59	137.67	268.18	213.81	459.75
其他	1,177.47	976.85	1,625.66	1,184.72	2,631.64
<b>流动负债合计</b>	<b>1,412.06</b>	<b>1,114.52</b>	<b>1,893.85</b>	<b>1,398.53</b>	<b>3,091.39</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	18.95	11.47	13.62	14.68	13.26
<b>非流动负债合计</b>	<b>18.95</b>	<b>11.47</b>	<b>13.62</b>	<b>14.68</b>	<b>13.26</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,431.01</b>	<b>1,125.99</b>	<b>1,907.47</b>	<b>1,413.21</b>	<b>3,104.65</b>
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
留存收益	1,589.58	2,403.33	3,195.87	4,165.10	5,343.62
其他	(356.79)	(344.53)	(356.78)	(356.78)	(356.78)
<b>股东权益合计</b>	<b>2,127.17</b>	<b>2,953.18</b>	<b>3,733.47</b>	<b>4,702.70</b>	<b>5,881.22</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>3,558.17</b>	<b>4,079.17</b>	<b>5,640.94</b>	<b>6,115.91</b>	<b>8,985.87</b>

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	957.22	1,211.58	1,299.70	1,620.04	1,954.73
折旧摊销	17.95	36.67	23.72	26.06	28.46
财务费用	0.00	(0.14)	(68.34)	(85.37)	(113.13)
投资损失	(242.73)	(180.61)	(211.67)	(196.14)	(203.91)
营运资金变动	1,124.92	(422.57)	770.97	(381.72)	1,648.20
其它	(242.53)	203.45	0.00	(0.00)	(0.00)
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,614.84</b>	<b>848.37</b>	<b>1,814.38</b>	<b>982.87</b>	<b>3,314.34</b>
资本支出	139.23	82.44	57.84	78.94	51.42
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(8.86)	(187.78)	93.83	37.20	102.49
<b>投资活动现金流</b>	<b>130.38</b>	<b>(105.33)</b>	<b>151.67</b>	<b>116.14</b>	<b>153.91</b>
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	48.68	65.48	56.09	85.37	113.13
其他	(70.19)	(463.30)	(507.16)	(650.81)	(776.21)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(21.50)</b>	<b>(397.82)</b>	<b>(451.08)</b>	<b>(565.44)</b>	<b>(663.08)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>1,723.71</b>	<b>345.21</b>	<b>1,514.97</b>	<b>533.57</b>	<b>2,805.17</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>1,441.94</b>	<b>1,733.66</b>	<b>1,987.98</b>	<b>2,490.15</b>	<b>3,120.41</b>
营业成本	169.28	142.16	198.20	226.23	297.30
营业税金及附加	35.97	23.68	38.38	41.04	55.84
营业费用	89.66	96.88	117.35	143.07	181.74
管理费用	348.18	409.29	474.68	591.23	742.97
财务费用	(48.72)	(53.21)	(68.34)	(85.37)	(113.13)
资产减值损失	1.87	(0.37)	0.75	0.19	0.47
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	242.73	180.61	211.67	196.14	203.91
其他	(485.46)	(361.23)	(423.35)	(392.29)	(407.82)
<b>营业利润</b>	<b>1,088.43</b>	<b>1,295.85</b>	<b>1,438.63</b>	<b>1,769.89</b>	<b>2,159.13</b>
营业外收入	43.51	28.87	36.19	32.53	34.36
营业外支出	11.88	4.86	8.37	6.61	7.49
<b>利润总额</b>	<b>1,120.06</b>	<b>1,319.86</b>	<b>1,466.46</b>	<b>1,795.81</b>	<b>2,186.00</b>
所得税	162.84	108.29	166.76	175.77	231.27
<b>净利润</b>	<b>957.22</b>	<b>1,211.58</b>	<b>1,299.70</b>	<b>1,620.04</b>	<b>1,954.73</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>957.22</b>	<b>1,211.58</b>	<b>1,299.70</b>	<b>1,620.04</b>	<b>1,954.73</b>
每股收益(元)	1.78	2.25	2.42	3.01	3.64

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	442.91%	20.23%	14.67%	25.26%	25.31%
营业利润	2121.61%	19.06%	11.02%	23.03%	21.99%
归属于母公司净利润	1483.35%	26.57%	7.27%	24.65%	20.66%
<b>获利能力</b>					
毛利率	88.26%	91.80%	90.03%	90.91%	90.47%
净利率	66.38%	69.89%	65.38%	65.06%	62.64%
ROE	45.00%	41.03%	34.81%	34.45%	33.24%
ROIC	-2022.66%	-123.96%	-275.74%	-129.56%	-248.04%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	40.22%	27.60%	33.81%	23.11%	34.55%
净负债率	-39.56%	-54.55%	-59.62%	-62.93%	-67.79%
流动比率	2.21	3.19	2.69	3.94	2.70
速动比率	2.21	3.19	2.69	3.94	2.70
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	27.25	25.63	17.02	23.40	58.68
存货周转率	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
总资产周转率	0.56	0.45	0.41	0.42	0.41
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.78	2.25	2.42	3.01	3.64
每股经营现金流	3.00	1.58	3.37	1.83	6.17
每股净资产	3.96	5.49	6.94	8.75	10.94
<b>估值比率</b>					
市盈率	31.81	25.13	23.43	18.80	15.58
市净率	14.31	10.31	8.16	6.47	5.18
EV/EBITDA	33.27	26.28	18.32	14.62	10.70
EV/EBIT	33.81	27.03	18.64	14.85	10.85

### 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 3 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 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com