

同花顺 (300033)

证券研究报告

2018年11月11日

探索智能资管之道，市场寻底之路或接近尾声

高研发投入助金融数据服务收入登顶，移动流量优势明显

同花顺的研发投入营收占比持续高于行业可比公司，这令其主业金融数据资讯服务的毛利率高于对手。坚持高研发投入的策略让同花顺的金融数据资讯收入反超大智慧，近年来已超东方财富和大智慧之和。

早在智能手机尚未普及的 2007 年初，同花顺就开始布局移动端产品，且研发费用也是坚持移动端产品优先。这让同花顺炒股 APP 的 MAU 持续领先对手东方财富和大智慧，近期 MAU 已稳定在 3500 万人左右，超东方财富和大智慧之和。

付费个人用户转换率偏低，公司或在探索人工智能资产管理之路

据测算，在同花顺营收净利最高的 2016 年，公司付费个人用户转换率不超过 1.8%。我们认为以同花顺现有商业模式，付费用户转换率较难提升。使用金融咨询及数据服务的个人客户最核心的诉求是赚取较稳定的相对或绝对收益，公司目前的增值服务距离满足个人核心诉求尚有一定距离。为此，公司成立人工智能资产管理公司，用不超 10 亿自有资金进行证券及衍生品进行投资，或是在探索一条智能资产管理之路，以实现公司进一步转型。倘若可以实现，公司业务将切入规模超 20 万亿的证券资产管理行业。

公司并未消除周期性，但业绩拐点或在临近

2016 年股票市场活跃程度远低于 2015 年，同花顺 2016 年营收净利实现了双增长，市场观点认为公司周期性已消除。我们认为，公司业绩仍然与股票证券市场景气度呈紧密正相关性。但是，从持续时间、各板块估值、市场破净股数量及占比等角度观察，这一轮大熊市周期的底部或在临近，这或利好公司中短期业绩反转。

投资建议：我们预测公司 2018-2020 年实现营业收入 13.11 亿、15.47 亿、18.87 亿，净利润 5.47 亿、6.73 亿、8.04 亿，EPS 分别为 1.02 元、1.25 元、1.5 元，对应 2018-2020 年 PE 为 37.79X、30.67X、25.69X。

我们认为，公司相较行业可比公司在移动端具备较大的流量优势，是金融信息服务行业当之无愧的龙头企业，人工智能投顾等方面技术储备丰厚，公司业务多元化布局合理。虽受证券周期影响，在 A 股市场仍具备稀缺性。依据三阶段企业自由现金流折现估值法 (DCF) 测算出公司目标价为每股 52.26 元，维持“买入评级”。

风险提示：股票证券市场熊市周期继续延长；公司业务转型失败；用户流失超预期

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,733.66	1,409.70	1,311.02	1,547.00	1,887.34
增长率(%)	20.23	(18.69)	(7.00)	18.00	22.00
EBITDA(百万元)	1,277.73	745.76	560.81	699.81	820.32
净利润(百万元)	1,211.58	725.65	546.61	673.43	804.03
增长率(%)	26.57	(40.11)	(24.67)	23.20	19.39
EPS(元/股)	2.25	1.35	1.02	1.25	1.50
市盈率(P/E)	17.05	28.46	37.79	30.67	25.69
市净率(P/B)	6.99	6.52	6.13	5.43	4.83
市销率(P/S)	11.91	14.65	15.75	13.35	10.94
EV/EBITDA	26.28	31.32	31.04	23.43	19.79

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	38.42 元
目标价格	52.26 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	537.60
流通 A 股股本(百万股)	264.10
A 股总市值(百万元)	20,654.59
流通 A 股市值(百万元)	10,146.91
每股净资产(元)	5.63
资产负债率(%)	22.11
一年内最高/最低(元)	64.00/28.48

作者

廖志明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070001
liaozhiming@tfzq.com

朱于敞 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518090006
zhuyuchang@tfzq.com

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

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《同花顺-季报点评:Q3 业绩符合预期，预收账款企稳，股东尚未减持》
2017-10-30
- 《同花顺-半年报点评:先行指标企稳回升，下半年业绩有望反弹》
2017-08-21
- 《同花顺-首次覆盖报告:人工智能加持流量入口，科技金融龙头增长可期》
2017-05-02

内容目录

1. 重研发的金融数据信息服务公司，精准把握行业转折点	4
1.1. 大熊市与 PC 互联网时代来临促使公司第一次转型	4
1.2. 早期即重视技术研发，前瞻性布局移动互联网时代	5
2. 流量领跑移动互联网时代，稳健开启多元化之路	7
2.1. 移动互联网时代赢得巨额流量，高研发投入成效显著	7
2.2. 开启多元化之路，注重协同效应	11
3. 新一轮战略转型已到来，提升付费个人用户转换率是关键	14
3.1. 付费个人用户转换率偏低，目前商业模式有待升级	14
3.2. 智能资管或是公司未来转型方向	15
4. 公司仍未消除周期性，但证券周期拐点或邻近	16
4.1. 预收账款熨平公司 2016 年周期性	16
4.2. 股票市场周期拐点或在邻近，或对公司中短期业绩构成利好	17
5. 盈利预测和估值	19

图表目录

图 1：90 年代上证的牛市极大促进证券公司金融信息服务软件的需求	4
图 2：同花顺早期产品“大机构”	5
图 3：同花顺早期产品“小财神”	5
图 4：中国股票账户数量自 2000 年以来稳步增长（百万户）	5
图 5：PC 时代网民规模大爆发(百万人)	5
图 6：大智慧早期收入超过同花顺与东财（百万元）	6
图 7：大智慧 2009 年净利润领先（百万元）	6
图 8：三家公司早期 PC 端付费用户数量（万，截至 3Q09）	6
图 9：三家公司 level-2 数据费收取情况（万，截至 3Q09）	6
图 10：同花顺研发投入营收占比在早期三家中遥遥领先	7
图 11：同花顺早期毛利率高于后两者	7
图 12：同花顺上市募集资金运用在移动端研发投入占比最高	7
图 13：同花顺手机金融信息业务在 2009 年便产生了不菲的收入	7
图 14：自 2011 年后三者扣非净利润对比反应出各自处境（百万元）	8
图 15：同花顺在研发上投入营收占比持续高于竞争对手（15 年因收入大增扩大了分母）	8
图 16：同花顺 MAU 在炒股类 APP 中优势明显（万人）	9
图 17：近年来同花顺的金融资讯服务（PC+移动端）收入已超大智慧和东方财富之和（百万元）	9
图 18：金融数据资讯服务毛利率同花顺遥遥领先（%）	10
图 19：公司整体毛利率同花顺也是第一（%）	10
图 20：销售费用率同花顺最低（%）	11

图 21: 同花顺金融终端 iFinD 功能特点	11
图 22: iFinD 手机版	11
图 23: 同花顺财网站也是其流量获取的重要渠道之一	12
图 24: 同花顺的营收结构	12
图 25: 同花顺的营收成本结构	12
图 26: 基金代销行业面临较大竞争压力 (百万元)	13
图 27: 公司开户导流及广告收入这两年占比较为稳定 (百万元)	13
图 28: 同花顺 APP 开户支持的券商列表	14
图 29: 天天基金网月度覆盖用户数远低于同花顺 MAU (万人)	14
图 30: 天天基金网 MAU 远低于同花顺 MAU (万人, 截至 1Q18)	14
图 31: 得益于高付费转换率和高 ARPU 东财基金代销收入曾高于同花顺电信增值服务 (百万元)	15
图 32: 中国证券投资规模稳步增长, 前景广阔 (单位: 万亿)	16
图 33: 2016 年公司营收逆势增长 (百万元)	17
图 34: 2016 年公司季度净利逆势增长 (百万元)	17
图 35: 同花顺 15-16 年经营现金流净额与净利润倒挂 (百万)	17
图 36: 预收账款增长的递减已提前显示 2016 年颓势 (百万元)	17
图 37: 2001 年开始的 A 股史上最长时间熊市	18
图 38: 2009 年开启的第二长的熊市	18
图 39: 近期创业板 PE(TTM)已是历史新低	18
图 40: 近期上证综指 PB (LF) 十分接近历史最低位	18
图 41: 近期 A 股破净股占比已超越历次大底的数目	19
表 1: 大智慧早期产品种类数目、定价高于同花顺和东方财富	6
表 2: 同花顺在金融数据终端产品的种类和定价上反超老对手大智慧 (元, 截至 18M10)	10
表 3: 国外知名智能资管公司 (截至 3Q18)	16

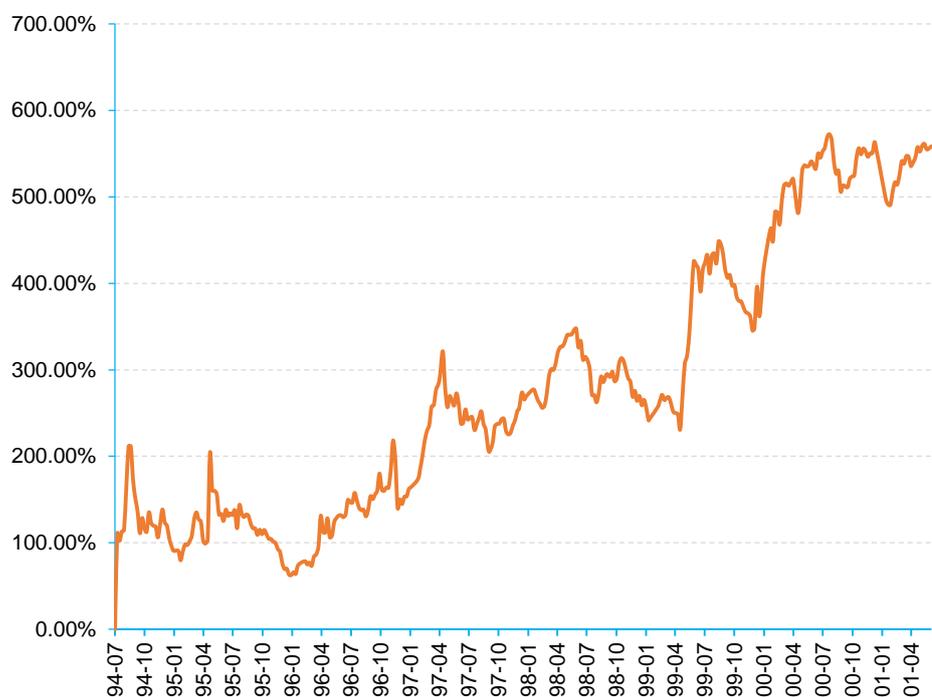
“A股无长牛”，似乎是股民对中国股票市场的一种固有印象。但在上个世纪90年代，上证市场确实经历过一轮长期牛市。1994年7月29日，《人民日报》发表证监会与国务院有关部门共商稳定和发展股票市场的措施。以此为起点，上证指数从325点一路上涨至2001年6月14日的2245点，7年的时间涨幅接近7倍。

这一轮大牛市极大地刺激了金融机构（证券、基金、信托等）对金融数据信息软件的需求，催生了一批金融数据信息服务公司，不少后来成长为各大资本市场的上市公司，同花顺便是其中的佼佼者之一。

早期同花顺（浙江核新）公司员工使用名片的背面是扑克牌花色点数，方块是工程部，梅花是研发部。

公司创始人易峥选用“同花顺”作为公司的名字，或许就是希望公司能在行业变革和转折的关键点打出一副‘同花顺’，反超和逆转对手。反观公司的发展史，它也确实做到了这一点。

图 1：90 年代上证的牛市极大促进证券公司金融信息服务软件的需求



资料来源：wind，天风证券研究所

与易峥同一年（1993年）大学毕业的沈军（东方财富创始人兼董事长），工作后开始使用“其实”这个笔名在《上海证券报》发表期货类文章。

在这轮长牛的结尾，41岁的张长虹洞察到了金融数据信息服务行业的大商机，辞去了优越稳定的工作（上海万国股市测评咨询有限公司董事长），于2000年创建大智慧公司。

1. 重研发的金融数据信息服务公司，精准把握行业转折点

1.1. 大熊市与 PC 互联网时代来临促使公司第一次转型

同花顺早期的主营业务，就是为证券公司开发网上证券行情分析和交易系统。公司以证券网上行情交易系统为核心，以网上行情交易客户端为平台，为证券公司提供网上证券交易综合解决方案和服务。这时期公司的业务是纯机构业务，很少为个人客户服务。

图 2：同花顺早期产品“大机构”

代码	名称	拓高T+0选股				机构持仓
		机构持仓度	机构持仓度(选股)	机构持仓度(机构)	机构持仓度(散户)	
1 600000	浦发银行	86.77%	82.77%	4.00%	13.23%	-0.06%
2 600001	邯郸钢铁	76.30%	65.27%	11.03%	23.70%	-0.17%
3 600003	ST东北高	63.86%	52.37%	11.40%	35.14%	-0.04%
4 600004	白云机场	79.28%	75.06%	4.20%	20.74%	-0.05%
5 600005	武钢股份	78.01%	61.71%	8.29%	29.89%	-0.40%
6 600006	东风汽车	72.23%	6.76%	15.50%	77.47%	-0.02%
7 600007	中国国贸	85.81%	83.41%	2.40%	14.19%	-0.12%
8 600008	首创股份	70.95%	66.56%	4.38%	29.85%	-0.07%
9 600009	上海机场	71.34%	66.37%	4.97%	28.66%	-0.22%
10 600010	XO总回报	39.80%	26.95%	12.88%	60.12%	-0.07%
11 600011	华能国际	87.08%	86.19%	0.89%	12.92%	-0.03%
12 600012	皖通高速	82.15%	77.60%	4.47%	17.95%	-0.17%
13 600015	华夏银行	87.23%	82.93%	4.30%	12.77%	-0.14%
14 600016	民生银行	83.76%	74.15%	9.61%	16.24%	-0.08%
15 600017	日照港	23.81%	7.27%	16.53%	75.19%	-0.07%
16 600018	上港集团	57.25%	48.95%	8.30%	42.75%	-0.03%
17 600019	宝钢股份	89.42%	86.25%	3.17%	10.58%	-0.04%
18 600020	中原高速	59.20%	46.40%	12.79%	40.80%	-0.03%
19 600021	上海电力	79.84%	76.46%	3.38%	20.16%	-0.09%
20 600022	济南钢铁	81.54%	77.02%	4.52%	18.45%	-0.02%
21 600026	中海发展	85.65%	85.04%	0.61%	14.35%	-0.12%
22 600027	华电国际	55.11%	54.00%	5.11%	40.89%	-0.29%
23 600028	中国石化	82.12%	78.35%	3.77%	17.88%	-0.03%

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

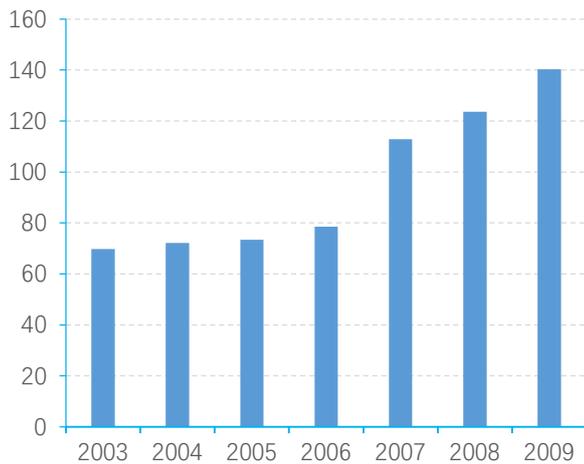
图 3：同花顺早期产品“小财神”



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

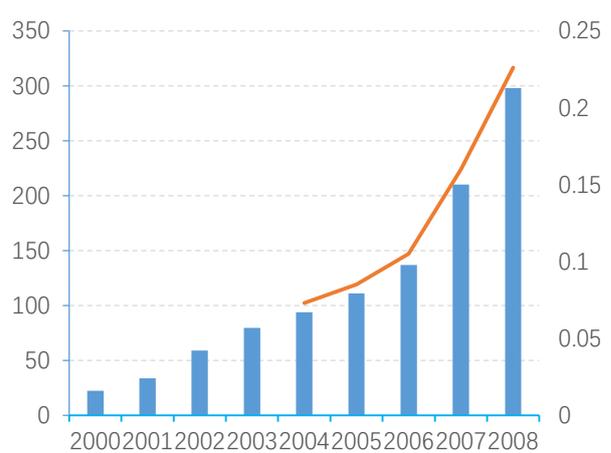
2001 年开始持续近 4 年的大熊市让整个金融数据信息服务行业的需求急剧减少，金融机构对信息服务商压价，服务商备受煎熬。同花顺在此期间同样低迷，甚至成立了当时势头很热的生物技术公司来谋求转型。在股市低迷这段时期，PC 时代的中国互联网用户规模呈爆发式增长，股票账户开立的规模也稳步增长——同花顺应大势，在此期间实现公司的主营业务从 TO B 业务（机构业务）向 TO C 业务（个人业务）的转型。

图 4：中国股票账户数量自 2000 年以来稳步增长（百万户）



资料来源：中登公司，天风证券研究所

图 5：PC 时代网民规模大爆发(百万人)

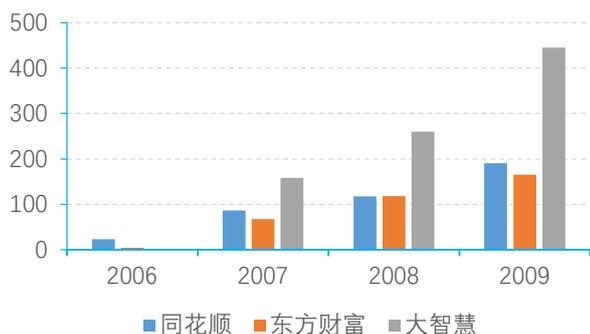


资料来源：CNNIC，天风证券研究所

1.2. 早期即重视技术研发，前瞻性布局移动互联网时代

自 2005 年底开启的新一轮牛市，让转型 To C 业务的金融数据信息服务商营收与利润得到了较大的增长。在 PC 互联网时代，金融信息服务厂商中最耀眼不是同花顺，而是大智慧。早期大智慧在 PC 端付费客户数量、向上证信息公司支付的 level-2 数据费用均高于同花顺与东方财富，其营收更是接近同花顺与东方财富之和。在大智慧上市的 2011 年，其产品 PC 终端日均在线用户突破 1000 万人。

图 6：大智慧早期收入超过同花顺与东财（百万元）



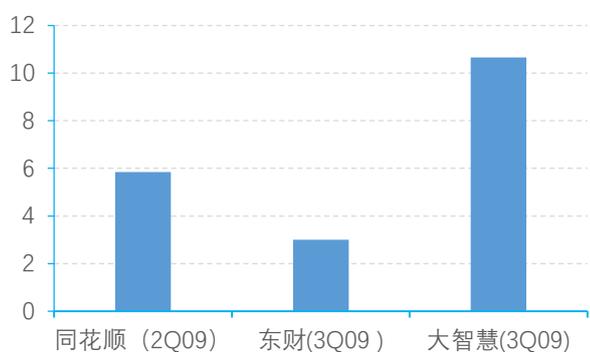
资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：大智慧 2009 年净利润领先（百万元）



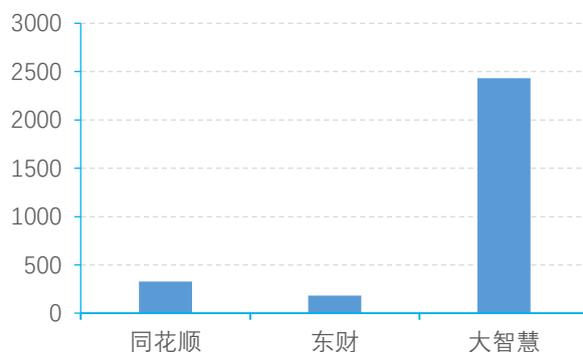
资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：三家公司早期 PC 端付费用户数量（万，截至 3Q09）



资料来源：各公司招股说明书，天风证券研究所

图 9：三家公司 level-2 数据费收取情况（万，截至 3Q09）



资料来源：各公司招股说明书，天风证券研究所

得益于领先的 PC 端付费用户数量,大智慧早期的金融数据终端产品种类数量和定价均高于同花顺和东方财富。大智慧早期的领先优势或是其比其他两家公司更早向 TO C 业务转型促成,而其产品或更适合 PC 时代的个人用户。

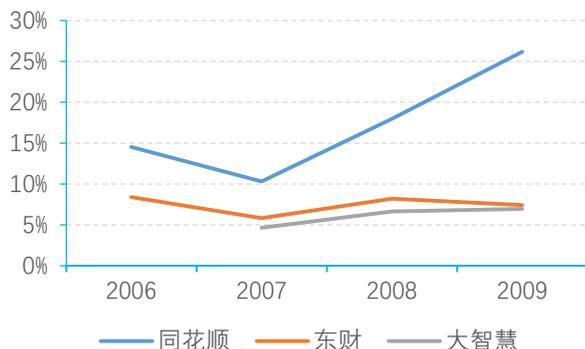
表 1：大智慧早期产品种类数目、定价高于同花顺和东方财富

大智慧 (2011)	东方财富 (2010)	同花顺 (2009)
大智慧金融交易终端专家超赢版 38000 元/年	财富密码机构版 29800 元/年	大机构系列 12800-22800 元/年
大智慧金融交易终端机构版 26800 元/年	财富密码专业版 9800 元/年	决策家系列 3000-6880 元/年
大智慧金融交易终端专家版 16800 元/年	财富密码经典版 4280 元/年	Level-2 系统 900-3280/年
大智慧金融交易终端主力资金版 6800 元/年	东方财富金融终端经典版 4280 元/年	手机金融信息服务 10 元-25 元/月
大智慧金融交易终端超赢专业版 2680 元/年	操盘密码 3800 元/年	TopView 系列 (09 年已下线)
大智慧新一代高速行情 Level-2 版 980 元/年		
大智慧港股通 2,680 元/年		

资料来源：各公司招股说明书，天风证券研究所

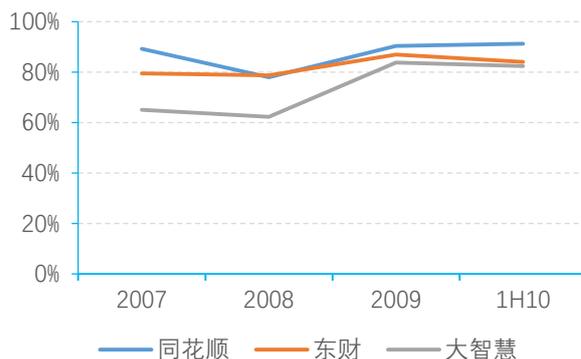
相比之下,这时期的同花顺比对手更重视研发投入,其毛利率亦高于大智慧和东方财富。同花顺董事长易峥是靠软件开发打出一片天地,使他更重视企业的研发投入。自 2006 以来,同花顺的研发投入占比一直高于大智慧和东方财富,产品专利数也领先,这或是同花顺早期毛利率高于大智慧和东方财富的原因。

图 10：同花顺研发投入营收占比在早期三家中遥遥领先



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

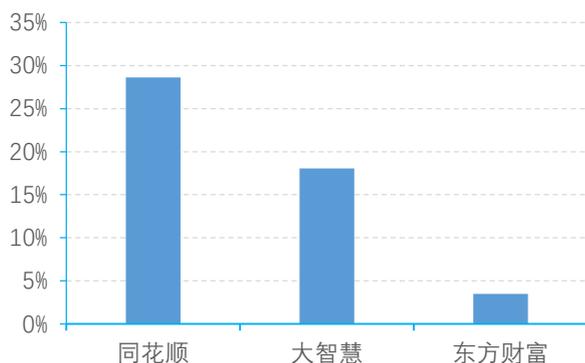
图 11：同花顺早期毛利率高于后两者



资料来源：WIND，天风证券研究所

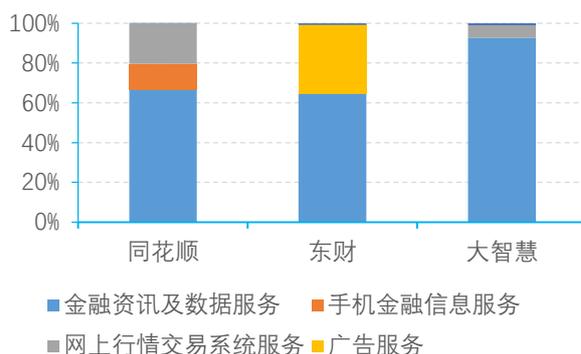
同花顺前瞻性布局，精准卡位移动互联网时代。在智能手机还未普及的年代，重研发的易峥便敏锐地嗅探到了移动互联网时代即将来临——早在 2007 年，同花顺就与中国电信、中国移动、中国联通合作，依托其移动运营网络，通过传统的短信、彩信、WAP 方式、GPRS 方式为用户提供金融信息服务。在 2009 年同花顺的手机金融信息服务在营收中占比超过 12%，同时期东方财富和大智慧在移动端尚未布局。在上市募集的资金运用中，同花顺投入移动端的占比为 28.6%，显著高于大智慧的 18.05%和东方财富的 3.5%。这表明当时的同花顺将重心放在了移动互联网时代。

图 12：同花顺上市募集资金运用在移动端研发投入占比最高



资料来源：各公司招股说明书，天风证券研究所

图 13：同花顺手机金融信息服务在 2009 年便产生了不菲的收入



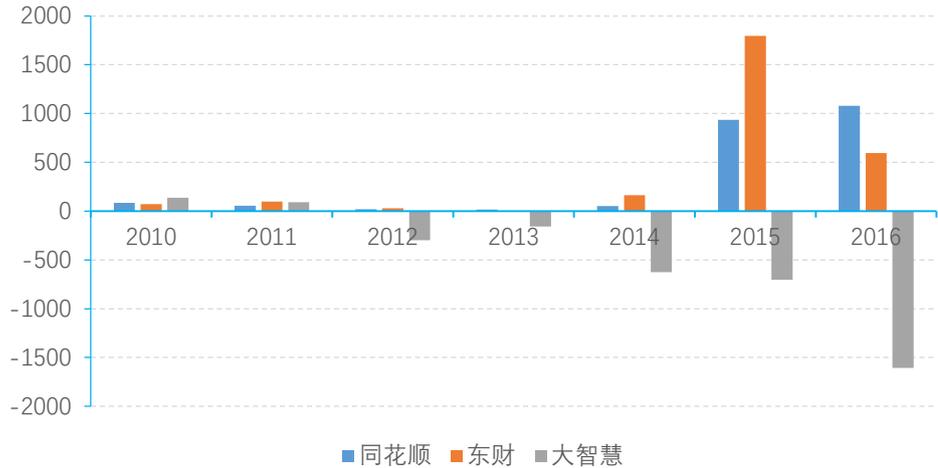
资料来源：各公司招股说明书，天风证券研究所

2. 流量领跑移动互联网时代，稳健开启多元化之路

2.1. 移动互联网时代赢得巨额流量，高研发投入成效显著

自股票市场从 2010 年进入新的熊市周期后，同花顺、东方财富、大智慧相继开启多元化之路，攻入对手擅长的领域，金融信息服务商差异化竞争越来越明显。每家公司扩张之路几乎都与创始人的风格息息相关，张长虹青睐资本并购之路——2011 年至 2014 年的 4 年间，大智慧先后共并购 13 家企业。但从上市后扣非净利润数据来看，大智慧并购之路并不顺畅。

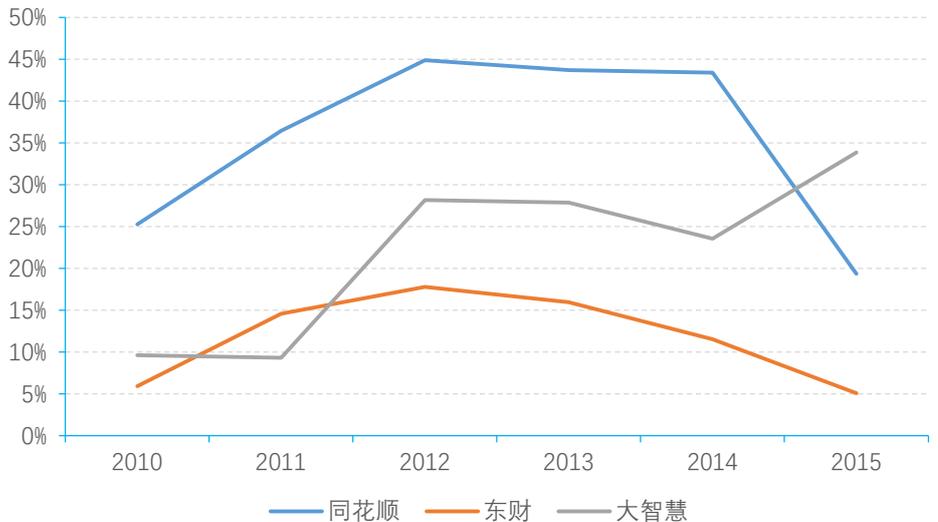
图 14：自 2011 年后三者扣非净利润对比反应出各自处境（百万元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

靠技术背景出道的易峥，选择让同花顺继续在金融信息服务方面精耕细作，研发投入在此期间仍旧遥遥领先于东方财富和大智慧。进入 2010 年后，同花顺的研发投入营收占比呈快速上升趋势，自 25% 一度增至 45%，这表明期间同花顺对技术研发从未松懈过。相较而言，东方财富的研发投入营收占比从未超过 18%，曾一度持续下降并处在低位。

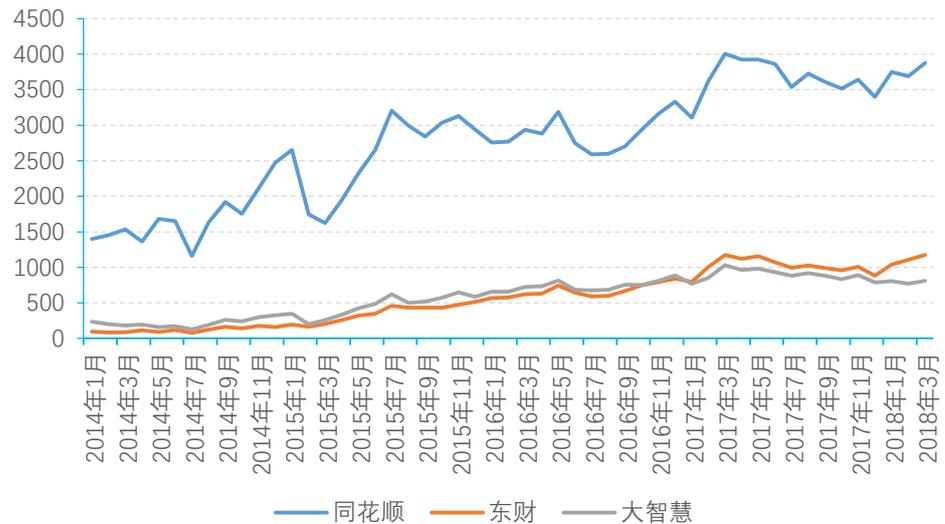
图 15：同花顺在研发上投入营收占比持续高于竞争对手（15 年因收入大增扩大了分母）



资料来源：wind，天风证券研究所

由于同花顺前瞻性地布局移动互联网，加之公司研发投入移动产品优先，令同花顺在移动端产品流量获取方面领先对手。公司在移动端的拳头产品同花顺炒股票 APP 的 MAU（月度活跃用户）数量持续领先于东方财富和大智慧移动端 APP，优势呈扩大之势。进入 2018 年以来，其 MAU 已稳定在 3500 万以上，超过东方财富和大智慧之和。

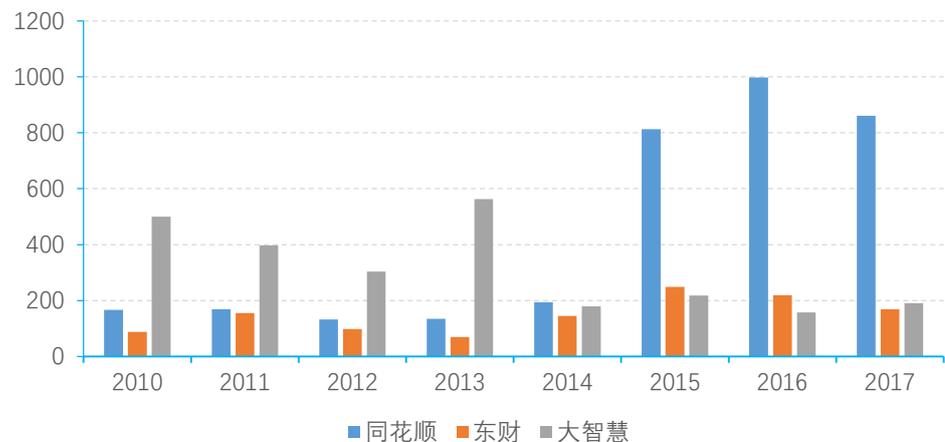
图 16: 同花顺 MAU 在炒股类 APP 中优势明显 (万人)



资料来源: 易观千帆, 天风证券研究所

公司高研发投入的成效不仅体现在移动流量领先上, 在金融信息服务的主业上, 同花顺的收入也实现了反超并将优势持续扩大。金融数据和资讯服务曾是这三家的核心主营业务 (东方财富业务结构调整较大), 同花顺的金融数据咨询服务收入自 2014 年反超老对手大智慧后, 领先优势持续扩大, 2015 年起已超东方财富和大智慧之和。

图 17: 近年来同花顺的金融资讯服务 (PC+移动端) 收入已超大智慧和东方财富之和 (百万元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

领先的移动流量与高研发投入, 让同花顺的金融终端产品比对手丰富, 各层次的产品定价更是反超老对手大智慧。当年大智慧在产品定价上的领先优势被同花顺完全反转, 东方财富在金融数据终端产品方面的数量和定价与其上市初期 (2010 年) 相比也有所下降。

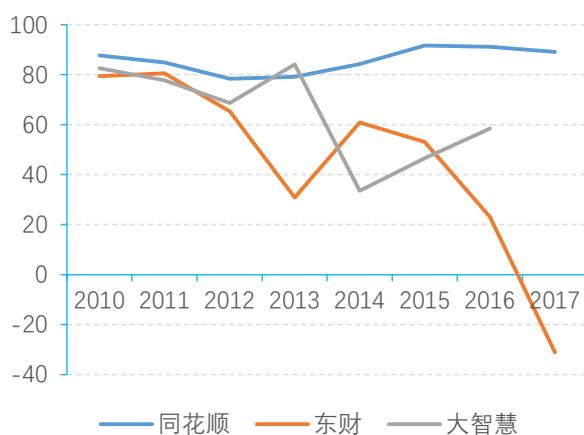
表 2：同花顺在金融数据终端产品的种类和定价上反超老对手大智慧（元，截至 18M10）

同花顺	大智慧	东方财富
同花顺免费版 免费	大智慧 (365) 998	choice 金融终端 5,800
同花顺大战略 78,000	大智慧专业版 2,680	choice 金融终端+沪深 Level-2 6,520
财富先锋至尊版 32,800	大智慧港股通专业版 3,800	东方财富 (电脑版) 免费
财富先锋主力版 16,800	大智慧财富版 9,800	东方财富 (手机版) 免费
同花顺沪深 level-2 基础版 2,880	大智慧策略投资终端 38,000	
同花顺超级 level-2 云端版 280	大智慧 (手机版) 免费	
同花顺实时港股 (经典版) 2,880		
同花顺实时港股 (机构版) 4,280		
同花顺股指期货闪电版 3,250		
同花顺智能交易 (个人版) 14,000		
同花顺智能内参系统 998		
iFinD 78,000		
短线宝 2,800		

资料来源：各公司官网，天风证券研究所

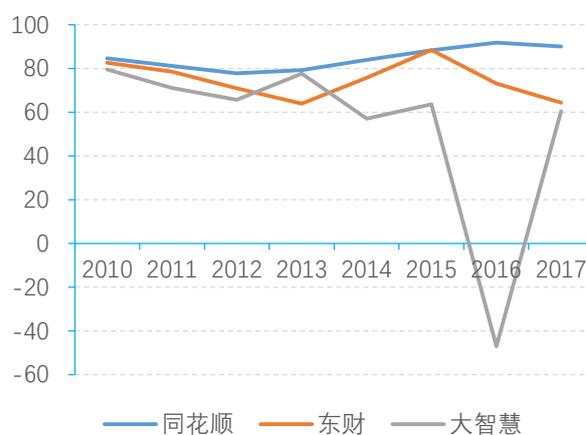
体现金融数据资讯服务收入质量的毛利率，同花顺也是大幅超越对手，近三年接近 90%。高研发投入让同花顺拥有比对手更多的专利技术及产品，让自身产品的用户体验、功能、质量等方面比对手更具竞争力，因此拥有更高的定价能力，更低的成本。受益于主业金融数据资讯服务的高毛利率，同花顺公司整体毛利率亦同样领先于对手。

图 18：金融数据资讯服务毛利率同花顺遥遥领先（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

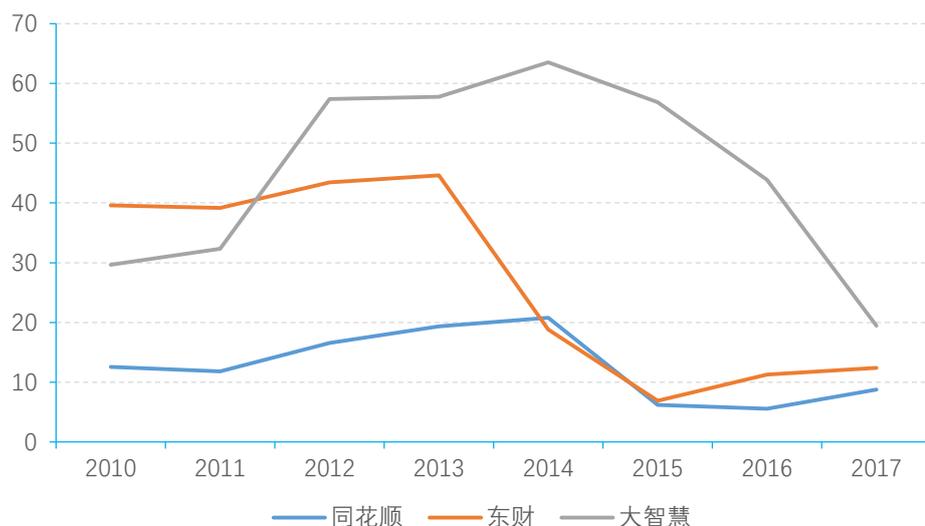
图 19：公司整体毛利率同花顺也是第一（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

受益于领先的移动流量和客户形成良好的粘性，同花顺的销售费用率在三家公司中最低。领先的流量和客户粘性成就了同花顺的品牌效应，让公司不需要在广告投放、宣传推广、客户拓展等方面投入太多成本——公司的销售费用率大多时候是三家公司中最低，自 2015 年以来更是降至 10% 以下。

图 20: 销售费用率同花顺最低 (%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

2.2. 开启多元化之路，注重协同效应

相比大智慧大肆并购，同花顺的多元化之路稳健的多，一直围绕其主业开展，注重协同效应。同花顺于 2012 年推出同花顺金融终端机构版 iFinD，挑战国内金融数据终端机构领域的霸主 wind。对标东方财富网，同花顺也推出财经网站，并申请第三方基金销售牌照，开展广告推送和基金代销服务，拓展公司收入渠道。此外，利用其流量为合作券商开户导流也是亮点。

图 21: 同花顺金融终端 iFinD 功能特点



资料来源: 同花顺官网, 天风证券研究所

图 22: iFinD 手机版



资料来源: 同花顺 iFinD APP, 天风证券研究所

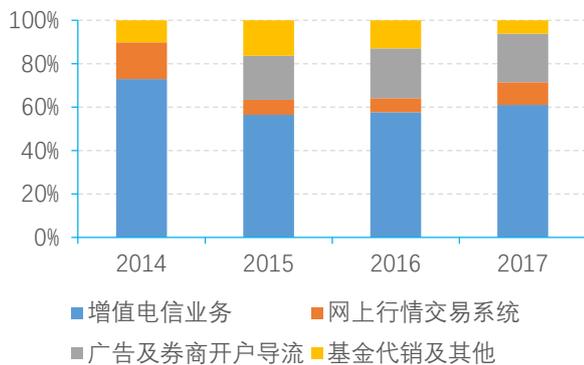
图 23：同花顺财网站也是其流量获取的重要渠道之一



资料来源：公司官网，天风证券研究所

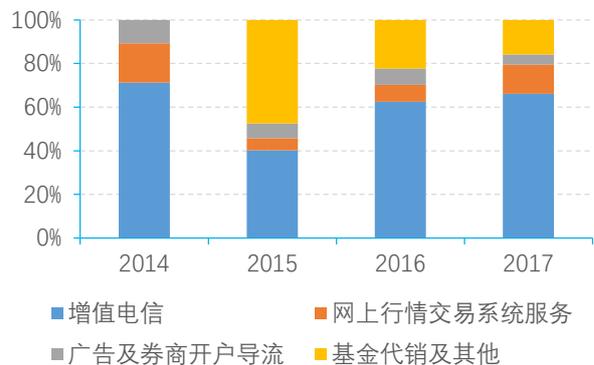
同花顺营业收入以金融数据资讯服务（电信增值）为支柱，近年来随着业务多元化有所下降，依然稳定在 60%附近。金融数据终端是同花顺的主营收入来源，也是公司优势所在，营收成本结构也成同样的趋势。从营收结构的变化可看出，同花顺的收入拓展一直围绕其流量变现来进行，像给合作券商开户引流，基金代销，广告等。

图 24：同花顺的营收结构



资料来源：wind，天风证券研究所

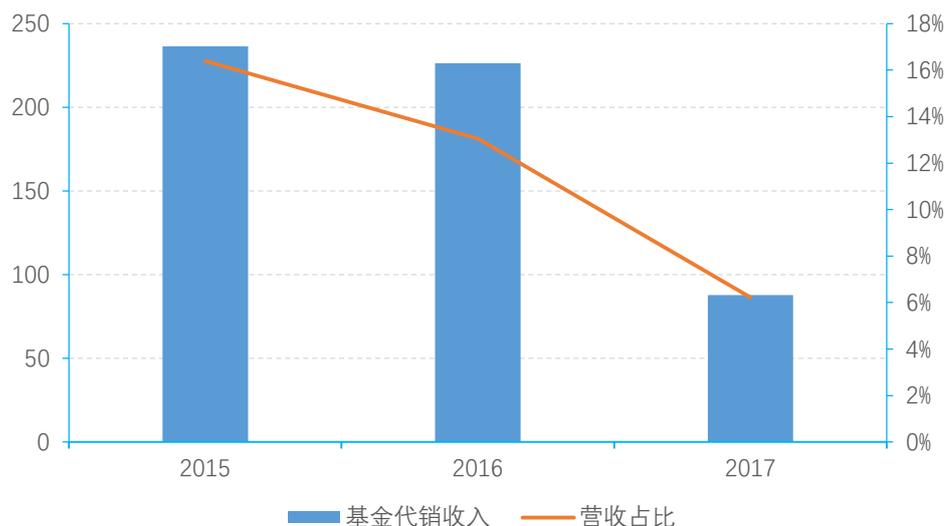
图 25：同花顺的营收成本结构



资料来源：wind，天风证券研究所

同花顺的基金代销收入落后于东方财富，15-16 年在营收中占比曾超过 13%。但 2017 年随着阿里巴巴（蚂蚁基金）、腾讯（好买基金）、肯特瑞（京东金融）等互联网巨头入局，加上原本强势的天天基金网（东方财富），第三方基金销售行业竞争显著加剧，同花顺的基金代销收入和占比因此出现下滑。第三方基金销售行业竞争已成红海之势，公司在此领域无后发优势，突围的可能性不大。

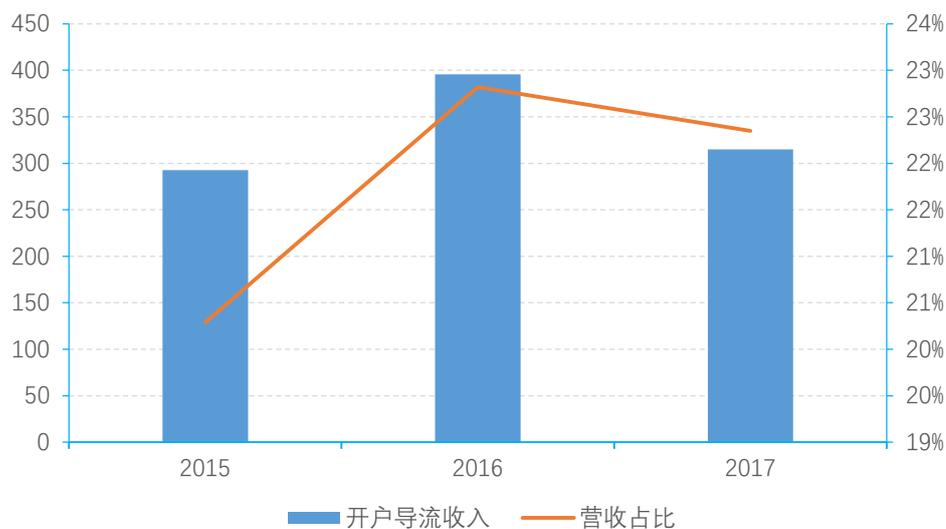
图 26：基金代销行业面临较大竞争压力（百万元）



资料来源：wind，天风证券研究所

同花顺券商导流业务及广告收入近两年稳定在 22%附近，但此业务仍然与证券市场景气度高度相关。公司拥有较高的移动流量，与其合作开户导流的券商超 60 家，开户导流是同花顺移动流量变现的重要渠道之一。

图 27：公司开户导流及广告收入这两年占比较为稳定（百万元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 28：同花顺 APP 开户支持的券商列表

爱建证券	财达证券	财富证券	财富证券	长城证券
长江证券	网信证券（原诚浩）	川财证券	大同证券	德邦证券
东北证券	东方证券	东海证券	东莞证券	东吴证券
东兴证券	华福证券	国都证券	国金证券	国开证券
国联证券	国盛证券	华金证券	恒泰证券	华宝证券
华创证券	华林证券	华融证券	红塔证券	华鑫证券
江海证券	中航证券	金元证券	开源证券	联讯证券
民生证券	民族证券	平安证券	中泰证券（原齐鲁）	国融证券（原日信）
山西证券	上海证券	世纪证券	首创证券	太平洋证券
天风证券	万和证券	万联证券	五矿证券	西藏东方财富证券
西南证券	长城国瑞证券	湘财证券	兴业证券	银河证券
银泰证券	英大证券	浙商证券	中金公司	中山证券
中天证券	中投证券	中银国际	中邮证券	中原证券
广州证券	联储证券	申港证券		

资料来源：同花顺财经网，天风证券研究所

东方财富网在 2012 年获得基金销售牌照后，业务重点逐渐转到以天天基金网为重心的基金代销上，其财经网站和金融数据终端变为了基金代销导流的通道。在 2015 年东方财富并购同信证券后，它已经彻底转型为一家互联网证券公司，与同花顺、大智慧不再属于同类型的公司。

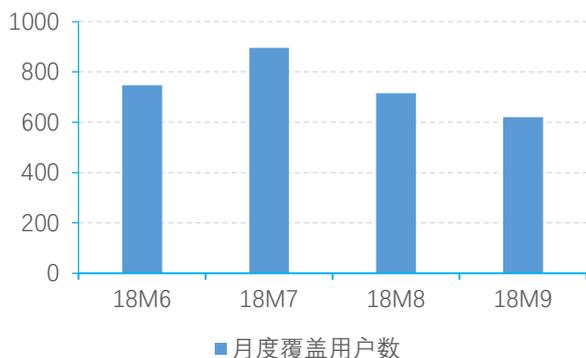
3. 新一轮战略转型已到来，提升付费个人用户转换率是关键

3.1. 付费个人用户转换率偏低，目前商业模式有待升级

同花顺目前付费个人用户转换率偏低，我们认为同花顺移动端流量的付费用户转换率和 ARPU 在现有商业模式下较难有突破。根据天风研究所计算机组测算，同花顺炒股票 APP 的月活用户在收入利润达到最高的 2016 年付费用户转换率不超过 1.8%，大智慧在其高峰的 2010 年，其 PC 端月活用户付费用户转化率大约在 1.2%，两者都偏低。

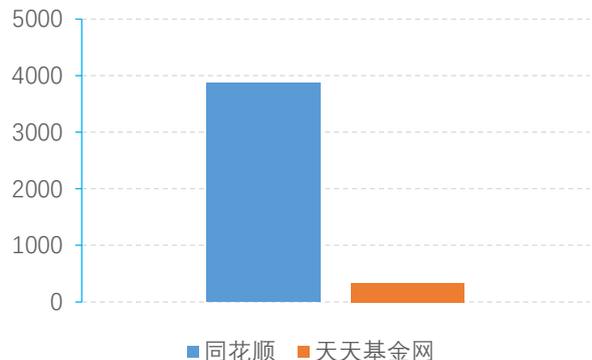
使用金融咨询及数据服务的个人客户最核心的诉求是赚取较稳定的相对或绝对收益。业余的个人客户即便购买同花顺等服务商的增值服务（即各类证券分析、买卖点推荐、挖掘数据等），或许在一定程度上能加强客户投资分析能力，但距离实现核心目标还有一段不小的距离。也就是说，大多数个人客户并不认同金服信息服务商的增值服务能帮自己较稳定地实现收益或规避亏损，且学习操作这些系统和指标还需投入时间精力。而他们需要的上市公司及行业相关信息，可以免费获得。

图 29：天天基金网月度覆盖用户数远低于同花顺 MAU（万人）



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

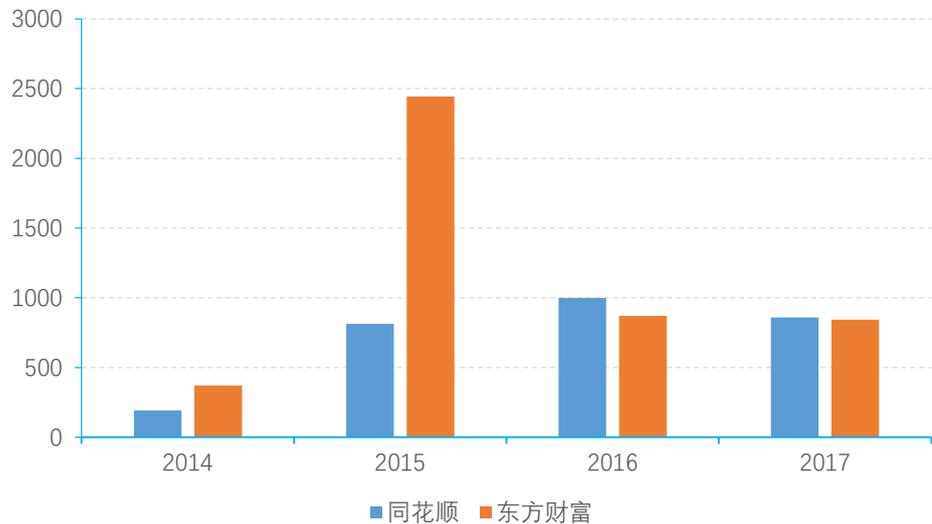
图 30：天天基金网 MAU 远低于同花顺 MAU（万人，截至 1Q18）



资料来源：易观千帆，天风证券研究所

相较而言,东方财富旗下的天天基金网是通过专业机构投资者(基金管理公司)代客投资,这种模式直击客户最核心的诉求——有更大的概率获取收益,且并不需自己费时费力。天天基金网的月度覆盖用户数量低于同花顺 MAU (MAU 月度活跃用户是从月度覆盖用户中转化而来,价值远高于覆盖用户),而天天基金网 MAU 仅为同花顺 MAU 的 1/10,但其基金代销收入在 2014-2015 年超过同花顺电信增值服务,16-17 年几乎持平。由此可见,天天基金网具有更高的付费用户转换率及 ARPU。

图 31: 得益于高付费转换率和高 ARPU 东财基金代销收入曾高于同花顺电信增值服务 (百万元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

在 2014 年,同花顺的电信增值业务收入被东财的基金代销收入超越后,同花顺显然认识到自身商业模式的短板,迅速在 2015 年开启了新一轮转型。

3.2. 智能资管或是公司未来转型方向

专业的资产管理能力是帮助金融客户实现其核心诉求的最佳途径,同花顺新一轮转型已在路上,AI 资产管理或是其重心之一。公司没有跟随东财向互联网券商转型,而是选择一条契合自己特点的道路:智能资产管理公司。公司在 2015 年成立金融大脑资产管理子公司(后已改名为人工智能资产管理公司),并在 2016 年宣布公司及控股子公司分别用不超 10 亿元的自有资金进行证券投资,不超 5000 万元自有资金进行衍生品投资。这或是公司用自己沉淀多年的金融数据和智能证券分析技术能力进行探索的一次尝试。

智能资产管理行业(国外称机器人顾问),即利用人工智能技术组建证券投资组合策略,在互联网上为投资者提供管理投资账户的自动化服务。智能资管行业在国外发展属于初级阶段,具备一定资管管理规模,盈利模式较为清晰。它的管理费率比理财规划师便宜,但比直接购买交易所指数基金贵。目前,国外智能资产管理行业的投资品种一般是指数基金和 ETF,较少涉及个股和期权等复杂品种,尚无法进行复杂交易。

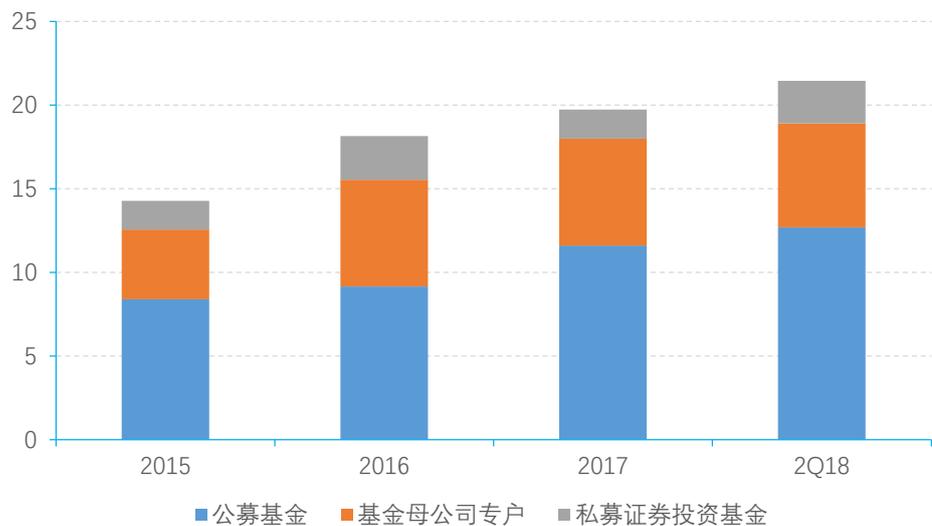
表 3: 国外知名智能资管公司 (截至 3Q18)

公司	管理规模 (亿美元)	管理费率
Betterment	145	0.25%~0.4%
Wealthfront	>100	0.25%~
Schwab Intelligent Portfolios	333	免费 (母公司管理 3.36 万亿资产)
Personal Capital	80	0.49%~89%

资料来源: 各公司官网, 天风证券研究所

如果公司在智能资产管理领域取得突破, 将切入管理规模超 20 万亿的国内证券投资基金行业 (截至 1H18)。按现有规模测算, 以公司远胜传统资产管理公司的互联网流量, 假如公司市场份额能达到 2% (参考东方财富挟流量优势进入证券行业后, 3Q18 股票经纪市占率超 2%), 其资产管理规模将超 4000 亿, 假设基金综合费率 (包含申赎、管理、托管等) 为 0.5%, 将为公司创造超 20 亿的收入。

图 32: 中国证券投资规模稳步增长, 前景广阔 (单位: 万亿)



资料来源: 证券投资基金业协会, 天风证券研究所 注: 此统计不包含基金公司、证券资管中投向证券的部分

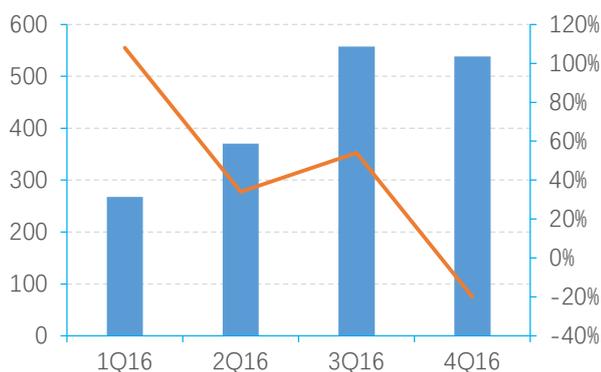
当然, 目前国内的监管政策, 证券投资品种, 投资分析水平等方面与国外差异较大, 这条路能否走通有待观察。从项目目前的进展来看, 公司在这条道路上仍处于探索阶段, 没有实质性突破。另外, 同花顺 2016 年与泰达宏利合作推出了“泰达宏利同顺大数据基金”, 这或是公司切入资产管理行业的另一种模式。

4. 公司仍未消除周期性, 但证券周期拐点或邻近

4.1. 预收账款熨平公司 2016 年周期性

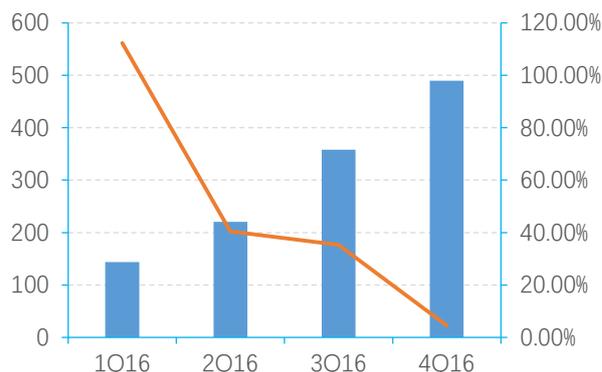
2016 年的股市成交量同比大幅下滑, 公司却在 2016 年逆势增长, 市场观点认为这是公司摆脱周期性的特征, 对此我们并不认同。我们认为这只是预收账款确认为收入的会计原则使然。从经营现金流净额来看, 16 年仅为 15 年的 50%左右, 但公司 16 年的净利润 YoY + 26.6%。因为用户是一次性付费, 后续分期确认为收入, 15 年收取部分的预收款到 16 年再确认为营业收入, 因此公司 2016 年营收净利实现双增长。

图 33：2016 年公司营收逆势增长（百万元）



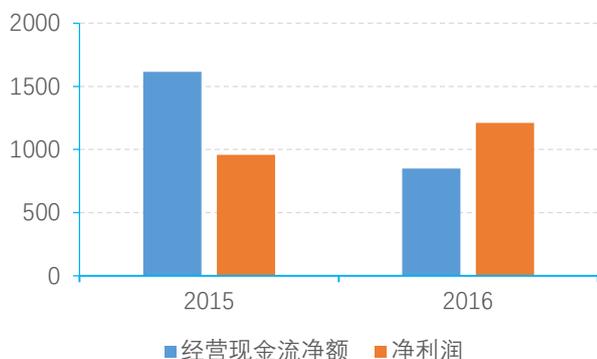
资料来源：wind，天风证券研究所

图 34：2016 年公司季度净利逆势增长（百万元）



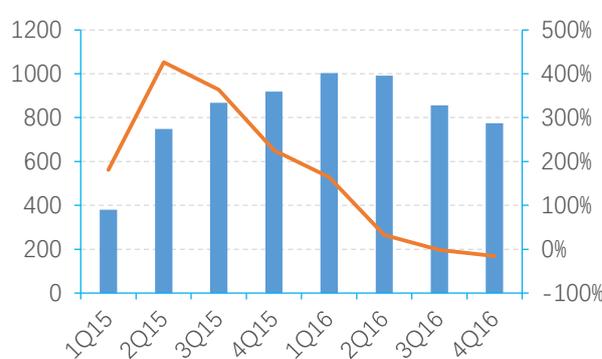
资料来源：wind，天风证券研究所

图 35：同花顺 15-16 年经营现金流净额与净利润倒挂（百万）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 36：预收账款增长的递减已提前显示 2016 年颓势（百万元）



资料来源：wind，天风证券研究所

此外，同花顺的贵金属业务子公司国承信作为津交所综合类会员，在 15-1H16 期间可获得大宗商品交易结算收益，分别贡献了 2.42 亿，9200 万收入。16 年还有 8400 多万的信托分红收益（可供出售金融资产，计入投资净收益），对这 15-16 年的收入起到了支撑作用。但是自 2016 年 6 月份起，国承信原作为天津贵金属交易所的综合类会员按规定转换为经纪类会员。作为经纪类会员，收入来自于大宗商品交易手续费，**根据交易结算和会员管理规则不再有大宗商品结算收益。**

2017 年后，公司营收和净利逐季开始下滑，截至 3Q18 仍旧没有企稳，再度显示出与股票市场周期的正相关性。

4.2. 股票市场周期拐点或在邻近，或对公司中短期业绩构成利好

上证指数在 2017 年的成交量与 2016 年持平，交投并不活跃。进入 2018 年以来，各大指数相继大幅下跌，令公司营收净利持续承压。在目前新业务还未培育成型之际，公司中短期的业绩拐点较大程度上取决于证券市场周期的反转。

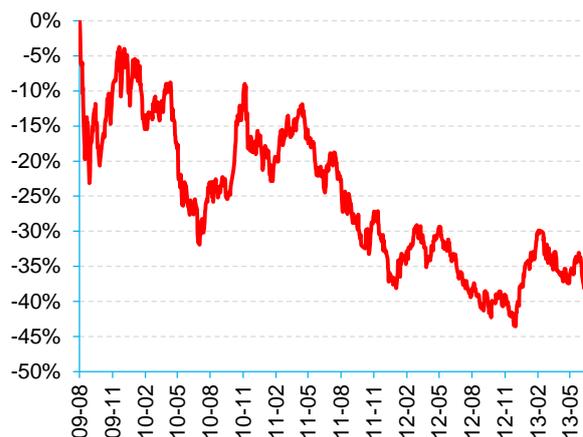
从目前 A 股的各大运行指标来看，我们认为本轮熊市周期拐点或许正在邻近，这对同花顺中短期业绩的反转或构成利好。首先是持续时间，同花顺前两次转型都是在 A 股历史上两轮长周期的熊市中完成。第一轮大熊市是 2001 年 6 月 14 日至 2005 年 6 月 3 日（持续近 4 年，时间最长），第二轮是 2009 年 8 月 4 日至 2013 年 6 月 25 日（持续近 3 年零 8 个月，时间第二长），这一波创业板熊市从 2015 年 6 月 12 日至今已持续 3 年零 5 个月。上证综指近期跌破股灾底（2638），或在提示市场一直处在熊市周期中。

图 37：2001 年开始的 A 股史上最长时间熊市



资料来源：wind，天风证券研究所

图 38：2009 年开启的第二长的熊市



资料来源：wind，天风证券研究所

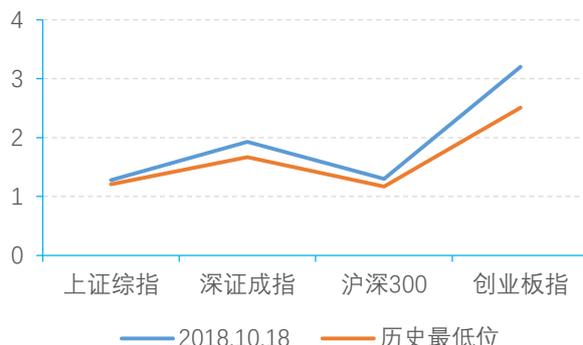
其次是估值水平。当前低点（上证 10 月 18 日收于阶段低点 2486）的上证综指，深证成指，沪深 300 指数，创业板指的 PE (TTM) 和 PB (LF) 估值绝对数都已逼近历史最低位，创业板指数的 PE (TTM) 更是创出了历史新低。以 10 月 18 日（本轮下跌的低点）为基准，目前上证综指的 PE (TTM) 倍数比历史最低高出 24.9%，PB (TTM) 倍数仅比历史最低位高出 5.8%。当然，估值接近历史底部不一定意味着市场反转已近在咫尺。

图 39：近期创业板 PE(TTM)已是历史新低



资料来源：wind，天风证券研究所

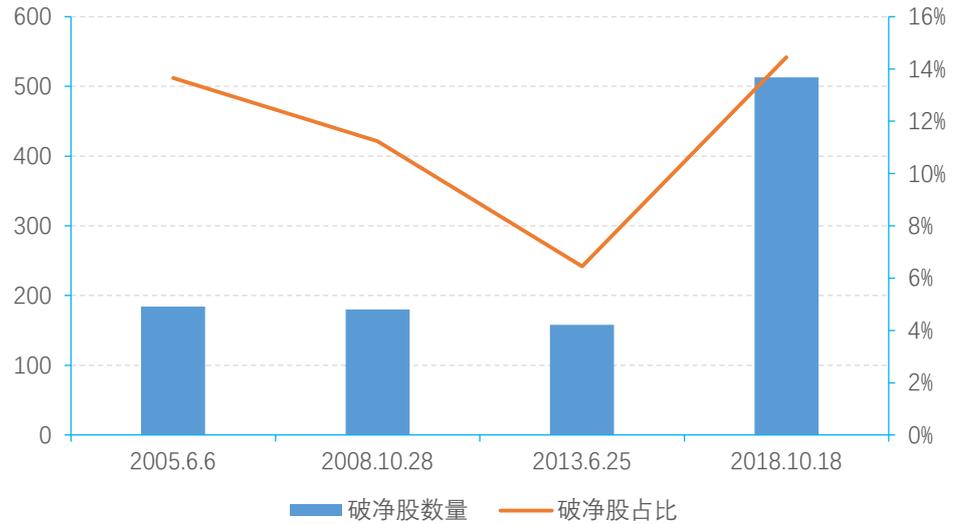
图 40：近期上证综指 PB (LF) 十分接近历史最低位



资料来源：wind，天风证券研究所

第三，近期 A 股市场破净股数量和占比也超越了以往历次大底。截至 10 月 18 日，破净股曾达到 513 只，数量远超 A 股各历史大底。这一天破净股数量占全部 A 股比例为 14.44%，不仅远超上证指数 1664 点时期以及 1849 点时期，而且超过了 2005 年上证指数跌至 998 点大底时的 13.65%。综合上面各类指标，市场有较大概率距离这第三轮大熊市的尽头或已不远。

图 41：近期 A 股破净股占比已超越历次大底的数目



资料来源：wind，天风证券研究所

5. 盈利预测和估值

我们预测公司 2018-2020 年实现营业收入 13.11 亿、15.47 亿、18.87 亿，净利润 5.47 亿、6.73 亿、8.04 亿，EPS 分别为 1.02 元、1.25 元、1.5 元，对应 2018-2020 年 PE 为 37.79X、30.67X、25.69X。

我们认为，公司相较行业可比公司在移动端具备领先的流量优势，是金融信息服务行业当之无愧的龙头企业。公司人工智能投顾方面技术储备丰厚，业务多元化布局合理。虽受证券周期影响，在 A 股市场仍具备稀缺性。

我们使用三阶段企业自由现金流折现估值法（DCF）计算公司每股目标价。

$$V = \sum_{t=1}^k \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \left[\frac{CF_{k+1}}{(r-g_2)(1+r)^k} - \frac{CF_m(1+g_2)}{(r-g_2)(1+r)^m} \right] + \frac{CF_{m+1}}{(r-g_3)(1+r)^m}$$

其中，我们根据模型测算得出折现率 $r = 10.27\%$ 。

根据公司以往发展规律及我们预测，假设公司发展半显性期增长率为 $g_2 = 5\%$ ，变动幅度为 0.1%，永续增长率 $g_3 = 1\%$ 。根据 DCF 模型测算出当前公司每股目标价为 52.26 元，维持“买入评级”。

风险提示：股票证券市场熊市周期继续延长；公司业务转型失败；用户流失超预期

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	3,351.70	3,507.14	2,743.42	4,254.77	4,417.42
应收账款	63.16	62.48	13.84	5.57	8.02
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	145.18	174.59	646.00	321.92	380.84
流动资产合计	3,560.04	3,744.21	3,403.26	4,582.26	4,806.28
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	390.13	361.92	371.47	398.27	422.42
在建工程	1.24	16.48	45.89	75.53	75.32
无形资产	81.95	79.77	77.62	75.48	73.33
其他	45.82	8.81	9.73	9.72	9.23
非流动资产合计	519.13	466.97	504.71	559.00	580.30
资产总计	4,079.17	4,211.19	3,907.97	5,141.26	5,386.58
短期借款	0.00	0.00	(500.22)	0.00	0.00
应付账款	137.67	169.44	89.96	253.39	138.30
其他	976.85	866.77	937.55	1,071.76	966.39
流动负债合计	1,114.52	1,036.21	527.29	1,325.15	1,104.69
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	11.47	5.83	12.08	9.79	9.23
非流动负债合计	11.47	5.83	12.08	9.79	9.23
负债合计	1,125.99	1,042.03	539.37	1,334.94	1,113.92
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	2,403.33	2,645.15	2,830.99	3,268.72	3,735.06
其他	(344.53)	(370.37)	(356.78)	(356.78)	(356.78)
股东权益合计	2,953.18	3,169.15	3,368.59	3,806.32	4,272.66
负债和股东权益总	4,079.17	4,211.19	3,907.97	5,141.26	5,386.58

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,211.58	725.65	546.61	673.43	804.03
折旧摊销	36.67	38.73	23.18	25.70	28.21
财务费用	(0.14)	(3.04)	(53.19)	(59.55)	(73.79)
投资损失	(180.61)	(42.80)	(20.00)	(15.00)	(17.50)
营运资金变动	(422.57)	(225.31)	(426.13)	627.70	(281.89)
其它	203.45	86.03	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	848.37	579.27	70.48	1,252.28	459.05
资本支出	82.44	28.98	53.75	82.29	50.56
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(187.78)	(3.37)	(93.75)	(147.29)	(83.06)
投资活动现金流	(105.33)	25.61	(40.00)	(65.00)	(32.50)
债权融资	0.00	0.00	(500.22)	0.00	0.00
股权融资	65.48	35.16	66.78	59.55	73.79
其他	(463.30)	(519.00)	(360.76)	264.52	(337.69)
筹资活动现金流	(397.82)	(483.84)	(794.21)	324.07	(263.90)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	345.21	121.04	(763.72)	1,511.35	162.65

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,733.66	1,409.70	1,311.02	1,547.00	1,887.34
营业成本	142.16	141.01	119.32	147.78	176.03
营业税金及附加	23.68	21.01	18.73	22.58	27.25
营业费用	96.88	123.68	131.10	145.21	182.95
管理费用	409.29	459.49	524.41	572.39	726.63
财务费用	(53.21)	(61.01)	(34.60)	(59.55)	(73.79)
资产减值损失	(0.37)	0.03	(0.17)	(0.07)	(0.12)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	180.61	42.80	20.00	15.00	17.50
其他	(361.23)	(123.91)	(58.59)	(30.00)	(35.00)
营业利润	1,295.85	806.58	590.81	733.66	865.89
营业外收入	28.87	0.12	1.00	5.00	10.00
营业外支出	4.86	0.52	0.88	0.70	0.79
利润总额	1,319.86	806.18	590.93	737.96	875.10
所得税	108.29	80.52	44.32	64.53	71.08
净利润	1,211.58	725.65	546.61	673.43	804.03
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	1,211.58	725.65	546.61	673.43	804.03
每股收益(元)	2.25	1.35	1.02	1.25	1.50

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	20.23%	-18.69%	-7.00%	18.00%	22.00%
营业利润	19.06%	-37.76%	-26.75%	24.18%	18.02%
归属于母公司净利润	26.57%	-40.11%	-24.67%	23.20%	19.39%
获利能力					
毛利率	91.80%	90.00%	90.90%	90.45%	90.67%
净利率	69.89%	51.48%	41.69%	43.53%	42.60%
ROE	41.03%	22.90%	16.23%	17.69%	18.82%
ROIC	-123.96%	-152.37%	-145.03%	516.41%	-160.21%
偿债能力					
资产负债率	27.60%	24.74%	13.80%	25.97%	20.68%
净负债率	-54.55%	-70.23%	-73.18%	-44.76%	-68.34%
流动比率	3.19	3.61	6.45	3.46	4.35
速动比率	3.19	3.61	6.45	3.46	4.35
营运能力					
应收账款周转率	25.63	22.44	34.36	159.41	277.68
存货周转率	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
总资产周转率	0.45	0.34	0.32	0.34	0.36
每股指标(元)					
每股收益	2.25	1.35	1.02	1.25	1.50
每股经营现金流	1.58	1.08	0.13	2.33	0.85
每股净资产	5.49	5.89	6.27	7.08	7.95
估值比率					
市盈率	17.05	28.46	37.79	30.67	25.69
市净率	6.99	6.52	6.13	5.43	4.83
EV/EBITDA	26.28	31.32	31.04	23.43	19.79
EV/EBIT	27.03	33.02	32.37	24.32	20.49

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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