



2019年09月23日

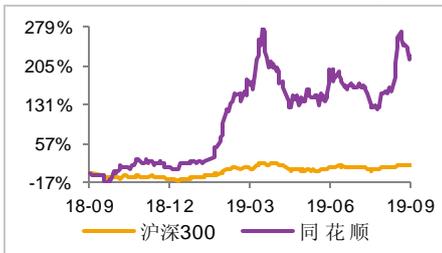
增持(首次覆盖)

当前价: 110.70 元
目标价: 元

分析师: 陈净娴

执业编号: S0300516090001
电话: 021-51759911
邮箱: chenzhengxian@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	1,387	1,809	2,361	3,027
(+/-)	-1.6%	30%	30%	28%
归母净利润	590	948	1,355	1,822
(+/-)	-15%	61%	43%	34%
EPS(元)	1.10	1.76	2.52	3.39
P/E	101	63	44	33

资料来源: 联讯证券研究院

同花顺(300033.SZ)

【联讯计算机】同花顺(300033.SZ, 增持):放大的 Beta,具备 2C 端优势的互联网金融信息服务提供商

投资要点

中国互联网金融信息服务渗透率具备提升空间

中国互联网金融信息服务仍处于高增期, 2018 年市场规模同比增长 15%, 其中 2C 类业务为主流变现模式, 规模占比 76% (2018 年)。智研资讯预估未来三年中国互联网金融信息服务市场规模的复合增长率为 18%。其中, 终端投资者信息服务增值服务 (2C) 规模占比为 61%, 证券交易中介机构综合服务 (2B) 规模占比 24%, 网络财经信息服务 (2C) 规模占比 15%。

公司为主攻 2C 端的互联网金融信息服务提供商

公司为中国领先的 2C 类互联网金融信息服务提供商, 1H19 增值电信业务 (2C)、广告及互联网推广服务 (2C) 和基金销售 (2C) 收入占比分别为 63%、19% 和 11%, 合计为 93%。公司 2C 类业务的商业模式为, 初期以免费的软件开拓客户, 待客户使用习惯沉淀后 (建立粘性, 对该客户进行多维度变现, 如推销收费版本, 并植入广告等, 客户忠诚度相对较高。

线上流量领导者地位稳固为其核心利基

于线上流量的领导者地位, 为其多维度变现的利基。以 2019 年 4 月数据计, 同花顺移动 APP 的月活跃用户数为东方财富 (300059.SZ, 未评级) 的 2.8 倍, 大智慧 (601519.SH, 未评级) 的 4.2 倍, 天天基金网 (未上市) 的 11.0 倍。

公司股性类似放大的 Beta 指数

公司财务表现与二级市场热络程度相关性较高。我们的分析显示, 占公司收入逾六成的增值电信业务与 A 股成交额节奏相关度高, 搭配占公司收入逾两成的证券交易中介机构服务亦与 A 股成交量密切相关, 即表示占公司收入八成以上的业务与二级市场成交量密切相关。我们认为公司股性类似放大的 Beta 指数。

盈利预测及投资评级

我们预估公司 2019 年、2020 年和 2021 年的营业收入分别为 18.09 亿元、23.61 亿元和 30.27 亿元, 同比增速分别为 30%、30% 和 28%; 归母净利润分别为 9.48 亿元、13.55 亿元和 18.22 亿元, 同比增速分别为 61%、43% 和 34%。基于同花顺在 C 端的用户流量优势及对研发创新的高投入, 公司未来成长性可期。首次覆盖给予「增持」的投资评级。

风险提示

市场风险偏好降低, 估值容忍度降低。



目 录

投资案件	4
投资评级与估值	4
关键假设点	4
有别于大众的认识	4
股价表现催化剂	4
核心风险提示	4
一、行业分析	5
(一) 规模：互联网金融信息服务行业存在较大发展空间	5
(二) 产业链：互联网金融信息服务提供商是核心力量	6
(三) 影响因素：互联网环境和金融证券市场共同影响行业发展	8
二、公司概况	9
(一) 公司简介	9
1、国内领先的互联网金融信息服务提供商	9
2、商业模式	10
3、与资本市场活跃度相关性较高	10
(二) 公司核心竞争力：	11
1、客户优势明显，线上流量冠军	11
2、注重研发，布局 AI	12
(三) 公司财务状况：2019 年上半年业绩回暖，费用管控能力较强	13
三、财务假设及盈利预估	15
四、风险提示	17

图表目录

图表 1： 互联网金融信息服务规模及同比增速	5
图表 2： 互联网金融信息服务市场结构	5
图表 3： 2017 年我国部分企业互联网金融信息服务业务收入及市场份额统计	6
图表 4： 互联网金融信息服务产业链	7
图表 5： 中国网民规模和互联网普及率	8
图表 6： 中国手机网民规模及其占网民比例	8
图表 7： 中国证券投资者数量	8
图表 8： 中国互联网理财用户规模及网民使用率	8
图表 9： 同花顺主营业务结构	9
图表 10： 同花顺主要产品	9
图表 11： 同花顺前十大股东	9
图表 12： 同花顺增值电信业务商业模式	10
图表 13： 同花顺广告及互联网推广服务商业模式	10
图表 14： 同花顺软件销售及维护业务商业模式	10



图表 15: 同花顺基金销售及其他业务商业模式	10
图表 16: 同花顺股价走势与 A 股行情相关	11
图表 17: 同花顺增值电信业务与 A 股成交总额强相关	11
图表 18: 同花顺注册用户数及同比增速	11
图表 19: 同花顺周活跃用户数及同比增速	11
图表 20: 同花顺线上流量优势明显	12
图表 21: 同花顺研发投入及同比增速	12
图表 22: 同花顺研发投入占营业收入比率	13
图表 23: 同花顺研发人员占公司总人数比例	13
图表 24: 同花顺 AI 产品与服务	13
图表 25: 同花顺营业收入及同比增速	14
图表 26: 同花顺营收构成	14
图表 27: 同花顺与可比公司综合毛利率	14
图表 28: 同花顺分业务毛利率	14
图表 29: 同花顺净利润	15
图表 30: 同花顺期间费用率	15
图表 31: 同花顺收入拆分及预测	15
图表 32: 可比公司估值表 (以 9 月 23 日盘中价为准)	16



投资案件

投资评级与估值

我们预估公司 2019 年、2020 年和 2021 年的营业收入分别为 18.09 亿元、23.61 亿元和 30.27 亿元，同比增速分别为 30%、30%和 28%；归母净利润分别为 9.48 亿元、13.55 亿元和 18.22 亿元，同比增速分别为 61%、43%和 34%。基于同花顺在 C 端的用户流量优势及对研发创新的高投入，公司未来成长性可期。首次覆盖给予「增持」的投资评级。

关键假设点

同花顺业务线主要分为增值电信业务、软件销售及维护、广告及互联网推广服务和基金销售及其他手续费等其他业务，我们按照业务进行拆分及预测：

- (1) 公司营收近 60%来自于增值电信业务，为公司核心业务，而增值电信业务与资本市场相关性较高，受 2019 年市场行情回暖及公司巨大的活跃用户，我们预计该业务收入增速将呈现稳定上升趋势，未来三年增速分别为 8%、10%和 10%。
- (2) 广告及互联网推广服务是公司 2016 年以来全力开拓的业务领域，是未来营收的重要增长点。基于公司的行业地位，对接的券商机构及其他广告商数量不断增加，2019 年上半年该业务增速高达 74%，因此我们预计未来三年该业务的收入增速分别为 75%、60%和 50%。
- (3) 软件销售及维护业务主要面向机构客户收取服务费，该业务发展较为稳定，2019 年上半年该业务增速为 26%，我们预计未来三年收入增速分别为 25%、20%和 18%。
- (4) 基金销售及其他业务收入受市场活跃度的影响，且随着机构投资者占比的逐年提升，基金代销业务有望保持高速增长，2019 年上半年该业务增速高达 79%，我们预计未来三年收入增速分别为 80%、50%和 30%。

有别于大众的认识

同花顺的线上流量优势明显，在 C 端积累了大量的用户优势，都有助于公司实现用户流量变现，变现形式多样，从而推动公司在业务多元化层面的开拓创新（譬如公司 2016 年开始布局的广告及互联网推广服务），进而减轻公司对资本市场的依赖性，有利于公司可持续稳定发展。

股价表现催化剂

用户流量变现效果超预期、资本市场行情向好、政策推动金融信息行业发展。

核心风险提示

用户流量变现效果不及预期、资本场景气度下滑、金融政策对业务带来不利影响。



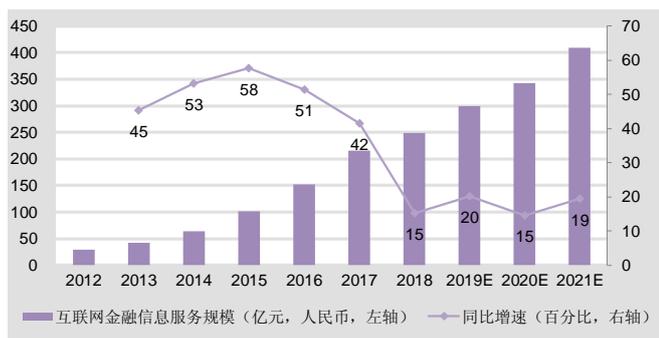
一、 行业分析

(一) 规模：互联网金融信息服务行业存在较大发展空间

自 2005 年中国证券市场实施股权分置改革以来，我国证券市场进入快速发展时期，互联网金融信息服务行业迎来了高速发展的机遇。2012-2018 年互联网金融信息服务规模复合增速达 43%，2018 年互联网金融信息服务规模达 249 亿元，同比增长 15%，同比增速虽较 2017 年有所下降，但仍保持稳定的增长态势。根据智研咨询预计，2021 年行业规模将有望突破 400 亿元大关，达到 409 亿元，同比增速达 19%。

互联网金融信息服务行业是伴随着互联网的发展而兴起的，它有效利用了互联网信息的便利性与快捷性，与信息传输和分析相结合，为投资者提供更加便利的信息服务。从细分领域来看，金融信息终端类产品和服务是中国金融信息服务中产品销售规模比重较大、技术含量较高的业务类型。2014-2018 年面向终端投资者的信息增值服务产品收入占金融信息服务整体收入的比例一直稳定在 61%，而面向机构端的证券交易中介机构综合服务占比稳定在 24%左右，网络财经信息服务占比维持在 15%左右。

图表1： 互联网金融信息服务规模及同比增速



资料来源：智研咨询，联讯证券研究院

图表2： 互联网金融信息服务市场结构

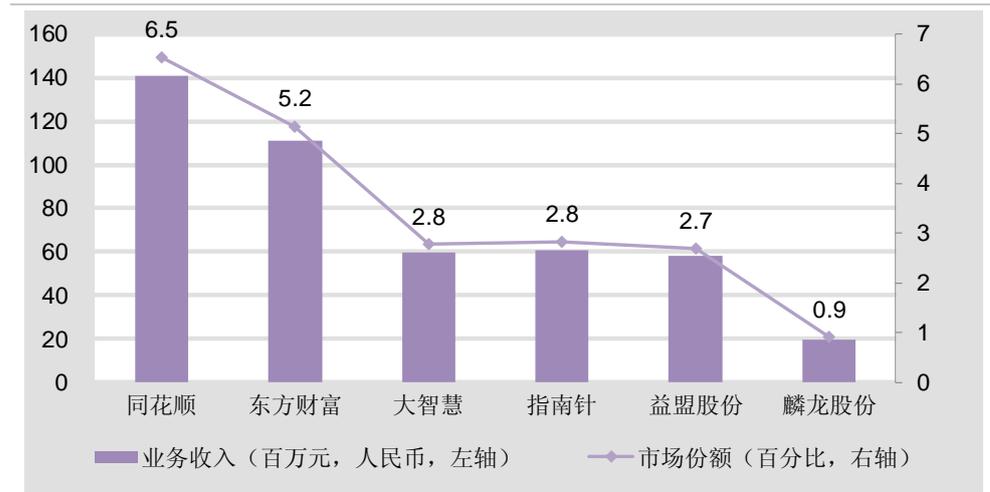


资料来源：智研咨询，联讯证券研究院

随着我国资本市场的不断壮大，居民财富的稳定增长，金融产品逐渐丰富，互联网技术的成熟，投资者对金融信息的需求不断增加，我国互联网金融信息服务市场容量不断上升。目前，市场上主流的金融信息服务商主要有大智慧、同花顺、东方财富、万得资讯、益盟股份、指南针等，并出现了以大智慧、同花顺、东方财富为代表的上市公司。2017 年同花顺互联网金融信息服务业务收入总额为 14.1 亿元，占同期国内市场份额的 6.53%，东方财富市场份额占比为 5.15%。



图表3： 2017年我国部分企业互联网金融信息服务业务收入及市场份额统计



资料来源：智研咨询，公司公告，联讯证券研究院

（二）产业链：互联网金融信息服务提供商是核心力量

互联网金融信息服务业的产业链分为上游、中游、下游。位于产业链上游的是各类金融信息提供商，包括各交易所的专属信息发布机构和其他专业研究、咨询机构，例如上海证券交易所、深圳证券交易所、中国金融期货交易所等。这些基础信息的提供商将自有的数据、资讯、报告提供给下游的信息使用机构。位于产业链中游的是各类互联网金融信息服务提供商，他们通过对基础信息进行加工整合，开发互联网金融信息产品，从而向下游客户销售产品并提供金融信息。互联网金融信息服务的提供商是该行业的核心力量，起到了加工信息和传递信息的作用。位于产业链下游是金融信息产品和服务的最终用户，包括机构和个人投资者，是该行业的最终消费者。投资者借助互联网金融信息服务提供商加工整合过的金融信息，方便快捷地做出投资决策。

按照面向的客户划分，我国互联网金融信息服务行业大致可以分为：面向证券交易中介机构的综合服务类、面向终端投资者的增值服务类和网络财经信息服务类。

- （1）面向证券交易中介机构的综合服务是指为证券公司等证券交易中介机构提供专用的行业应用系统和后续技术支持服务。该类服务的主要业务模式为：互联网金融信息服务软件提供商向证券公司等证券交易中介机构提供软件开发服务，例如开发网上证券行情交易系统、资讯系统和分析系统等。软件开发完成后，互联网金融信息提供商又为其提供后续技术支持、运营升级等服务。面向证券交易中介机构的综合服务对产品系统容量、运行速度、稳定性、安全性等方面要求均较为严格。该类服务具有较高的技术壁垒，要求企业具备较强的技术开发能力、创新能力和快速的市场反应能力。
- （2）面向终端投资者的信息增值服务是指企业对金融资讯、数据、信息进行搜集、整理、归类、深度发掘和加工后，通过安装在客户终端的软件产品向投资者提供信息增值服务，主要包括行情信息服务、深度研究报告、深度技术指标等增值服务。金融数据、资讯的全面性和及时性是投资者的根本需求，对数据信息的整合分析能力是企业能够从行业内脱颖而出的关键。该类服务需要企业具备一定的技术开发能力、较强的信息资源整合和市场推广能力，主要商业模式为：服务提供商依



托互联网，以计算机、手机、移动设备等终端向用户提供收费服务。服务内容包
括提供证券行情信息、专业分析工具、研究报告和数据库等。

- (3) 网络财经信息服务是指通过财经网站或门户网站的财经频道，向用户提供财经
资讯、新闻浏览、金融资讯查询或金融资料下载等服务，并依靠网站的流量、访
问量和点击率，吸引厂商投放广告或者潜在投资者在网站购买其他产品或服务。
提供网络财经信息服务需要具备较大规模和稳定的用户，才能获得较大的访问量
和点击率。

图表4： 互联网金融信息服务产业链



资料来源：wind，联讯证券研究院

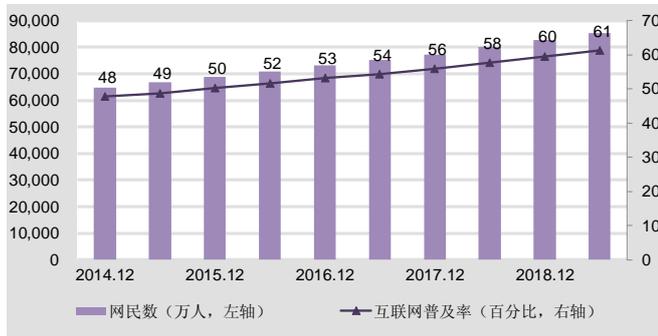
国内证券市场发展历程相对较短，虽然针对证券市场的互联网金融信息企业近年来发展较为迅速，经营状况良好，且产品大都具备自身独有的技术特点和客户群体，但企业规模仍然相对有限，在多个细分领域内占据优势地位的企业不多。而且经过二十多年的发展，中国互联网金融信息服务业规模不断壮大，一批主要的服务提供者凭借先发优势已成长为行业的领导者，而行业新进入者则面临着较高的进入壁垒。因此，预计未来，占据相对优势的企业将对行业内其他中小型企业进行并购重组，或与其他大型互联网企业展开合作，实现优势互补，行业内企业整合的趋势将愈加明显。



（三）影响因素：互联网环境和金融证券市场共同影响行业发展

互联网普及率超过六成，移动互联网使用持续深化，为行业发展奠定了坚实基础。根据中国互联网络信息中心（CNNIC）发布的第 44 次《中国互联网络发展状况统计报告》，截至 2019 年 6 月，我国网民规模达 8.54 亿，较 2018 年底增长 2598 万，互联网普及率达 61.2%，较 2018 年底提升 1.6 个百分点；我国手机网民规模达 8.47 亿，较 2018 年底增长 2984 万，网民使用手机上网的比例达 99.1%，较 2018 年底提升 0.5 个百分点。随着数字化进程的推进和数字经济的发展，我国互联网基础设施建设不断优化升级，互联网所能承载的服务愈来愈多，应用场景不断扩大。在此基础上，网民规模将持续增长，互联网渗透率不断提升，都为行业的发展带来了更大的想象空间。

图表5：中国网民规模和互联网普及率



资料来源：CNNIC，联讯证券研究院

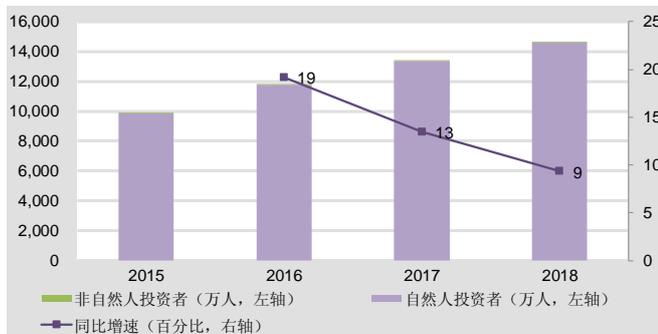
图表6：中国手机网民规模及其占网民比例



资料来源：CNNIC，联讯证券研究院

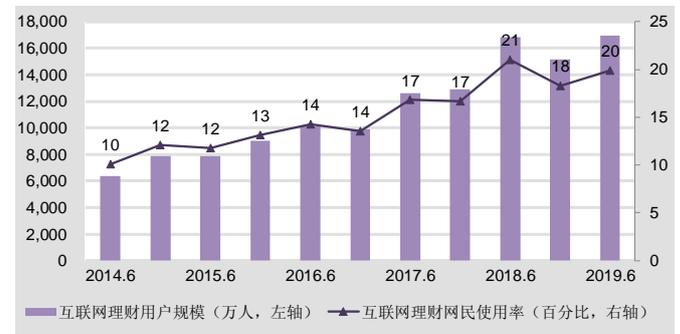
持续增长的证券投资者、互联网理财用户为行业发展开辟了新的发展空间。中国证券登记结算有限责任公司发布的统计月报显示，截至 2018 年 12 月底，证券投资者数达到 14,650 万人，较 2017 年底增长 9.35%，其中自然人投资者超过 14,615 万人，非自然人投资者达到 35 万人。与此同时，我国互联网理财用户规模持续扩大，网民理财习惯逐渐得到培养。2019 年上半年，我国购买互联网理财产品的网民规模达到了 1.69 亿，互联网理财用户增加 1,834 万，较 2018 年末增长 12%；互联网理财网民使用率达 20%，较 2018 年底增长 2 个百分点，均呈现稳定增长态势。

图表7：中国证券投资者数量



资料来源：中国证券登记结算有限责任公司，联讯证券研究院

图表8：中国互联网理财用户规模及网民使用率



资料来源：wind，联讯证券研究院



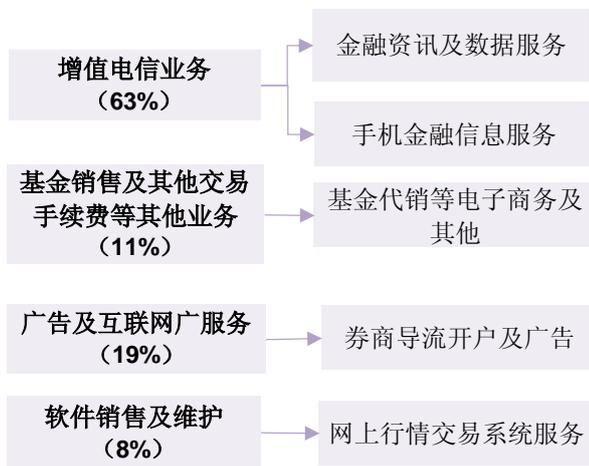
二、公司概述

(一) 公司简介

1、国内领先的互联网金融信息服务提供商

同花顺成立于 2001 年，2009 年 12 月在深交所上市，成为国内第一家互联网金融信息服务上市公司，拥有二十余年金融信息服务行业经验。同花顺的主要业务是为国内外的各类机构客户提供软件产品及系统维护服务、金融数据服务、智能推广服务，为个人投资者提供金融资讯以及各种投资理财分析工具。同花顺拥有完整的产品及服务体系，提供产品和服务内容主要包括网上行情及交易系统开发及服务、金融资讯与数据服务、手机金融信息服务、基金销售服务、保险经纪服务等。

图表9：同花顺主营业务结构



资料来源：公司公告，联讯证券研究院

图表10：同花顺主要产品



资料来源：公司官网，联讯证券研究院

根据公司 2019 年第一季度报，创始人易峥为公司实际控制人，现任董事长兼总经理，持股 36%。前十大股东共持股 73.41%，其中前五大股东中 4 位为公司高管，高管持股 57.19%，持股结构较集中。

图表11：同花顺前十大股东

股东名称	持股比例（百分比）	说明
易峥	36.00	实际控制人，创始人，现任董事长、总经理
叶琼玖	11.91	董事、副总经理
石狮市凯士奥投资咨询有限公司	10.00	
于浩森	4.95	董事、总工程师
王进	4.33	董事、技术总监
中央汇金资产管理有限责任公司	3.00	
中国证券金融股份有限公司	1.10	
香港中央结算有限公司	1.05	
中国工商银行股份有限公司一易方达创业板交易型开放式指数证券投资基金	0.69	
中国建设银行股份有限公司一华安创业板50交易型开放式指数证券投资基金	0.38	
合计	73.41	

资料来源：公司公告，联讯证券研究院

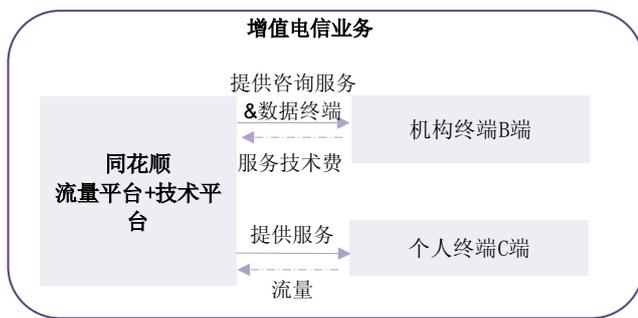


2、商业模式

同花顺在业内拥有完整的产业链，产品及服务覆盖产业链上下游。主要客户涵盖金融市场的各层次参与主体，包括券商、基金、私募、银行、保险、政府、科研院所、上市公司等机构客户和广大的个人投资者用户。

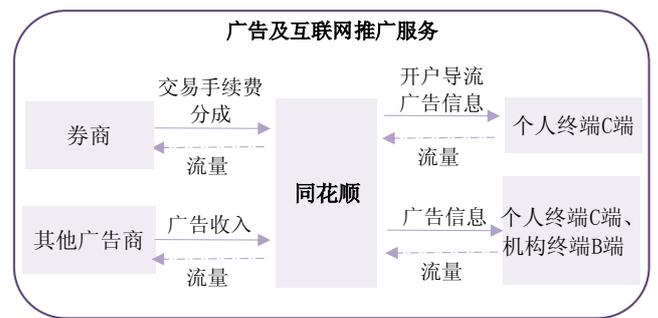
从公司的细分业务来看，同花顺的商业模式随着业务的多样性而愈发完善。增值电信业务的商业模式为：同花顺一方面为机构用户提供金融咨询、专业的数据终端等收费服务，另一方面为个人用户提供金融资讯、行情信息等服务以获取积累流量。广告及互联网推广服务的商业模式为：同花顺充分发挥自身的用户流量优势，吸引广告商在公司网站进行广告营销以获取广告收入，同时为券商开户进行导流以获取交易手续费分成。软件销售及维护业务主要是由同花顺为券商等专业机构客户提供软件等应用系统安装及后续技术支持服务以获取软件销售及维护费。基金销售及其他业务主要面向个人用户，为其提供基金购买等服务并收取手续费。从同花顺的业务终极消费者来看，个人用户是公司的主力服务对象，如何提高个人用户的消费转化率是公司的重中之重。

图表12：同花顺增值电信业务商业模式



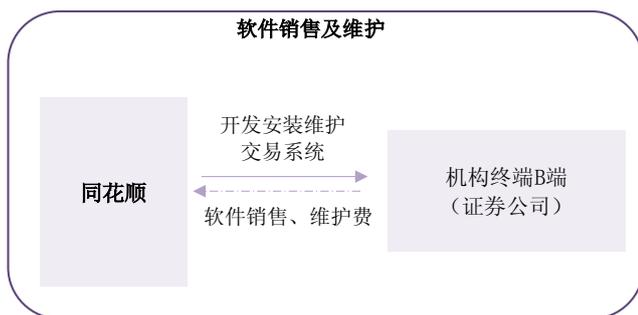
资料来源：联讯证券研究院

图表13：同花顺广告及互联网推广服务商业模式



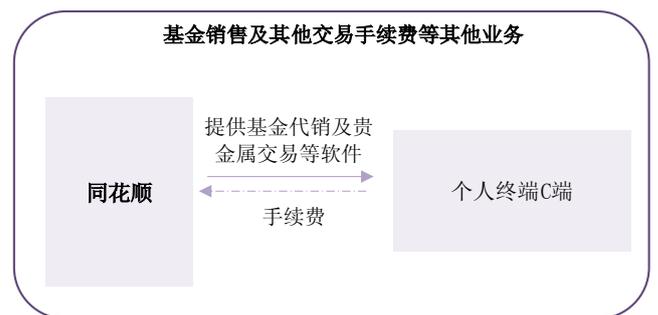
资料来源：联讯证券研究院

图表14：同花顺软件销售及维护业务商业模式



资料来源：联讯证券研究院

图表15：同花顺基金销售及其他业务商业模式



资料来源：联讯证券研究院

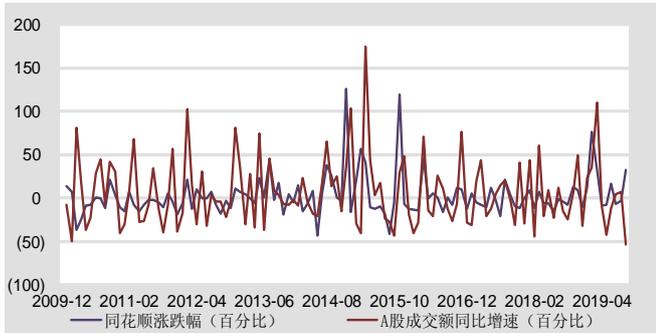
3、与资本市场活跃度相关性较高

同花顺专业从事互联网金融信息服务，目前通过互联网和移动通讯网为中国证券市场提供金融资讯、数据分析、软件系统等相关产品，该等产品的市场需求与证券市场的景气度紧密相关。从同花顺的股价走势与A股成交总额增速对比来看，同花顺的股价表现与证券市场活跃度相关，2015年3月、2015年10月和2019年3月是A股成交额的峰值点，公司的股价相应地也到达峰值点。从公司增值电信业务收入增速和沪深两市年成交总额增速对比情况看，增值电信业务收入和两市成交情况成强相关，在市场成交金额暴



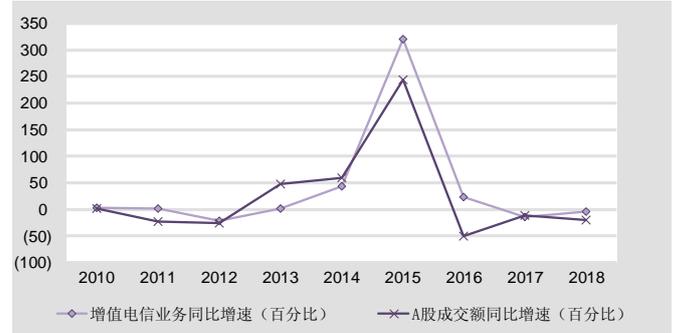
涨阶段，公司的增值电信业务收入同样暴增，且增速快于两市成交总额的增速，显示出足够好的弹性。值得注意的是，在 2016-2018 年的阶段，两市成交总额持续下滑，但公司的增值电信业务收入下滑幅度低于两市成交总额的下跌幅度，显示出公司产品在熊市中的收入刚性和用户的粘性。

图表16: 同花顺股价走势与 A 股行情相关



资料来源: wind, 联讯证券研究院

图表17: 同花顺增值电信业务与 A 股成交总额强相关



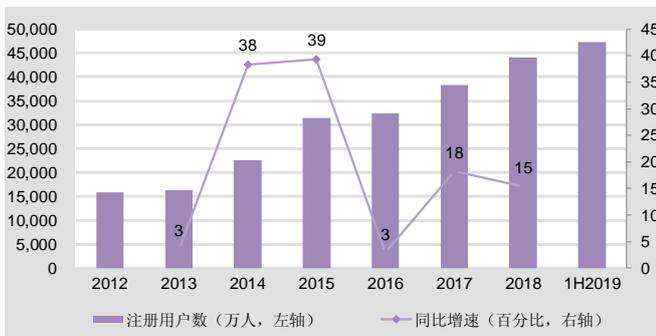
资料来源: wind, 联讯证券研究院

(二) 公司核心竞争力:

1、客户优势明显，线上流量冠军

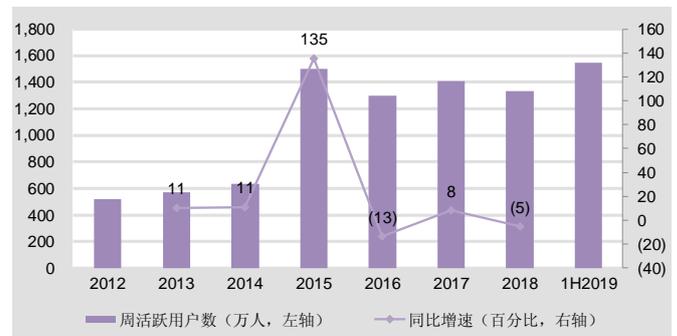
同花顺现有业务平台覆盖了证券市场中不同类型的客户群体。机构客户方面，公司的产品和服务已覆盖了国内 90% 以上的证券公司，券商机构市场覆盖率第一；此外，还覆盖了大量的公募基金公司、私募基金公司、银行、保险公司、政府、科研院所、上市公司等机构客户。个人用户方面，2019 年上半年，同花顺金融服务网注册用户约 47,283 万人，同比增长 14%；周活跃用户约 1,549 万人，同比增长 12%。种类繁多的机构投资者及庞大而活跃的个人投资者，有利于公司打造互联网金融信息服务生态圈，促进公司产品及服务的推出、升级、更新换代，能被市场快速接受，客户资源优势明显。

图表18: 同花顺注册用户数及同比增速



资料来源: wind, 联讯证券研究院

图表19: 同花顺周活跃用户数及同比增速

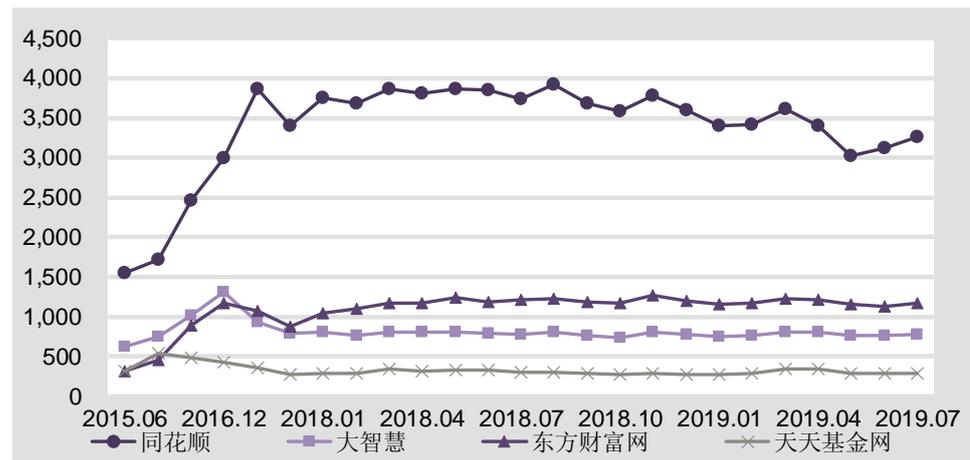


资料来源: wind, 联讯证券研究院



线上流量格局稳定，同花顺稳居线上流量首位。从移动 APP 月活跃用户数来看，业内巨头的线上流量格局较为稳定，同花顺的月活跃用户数一直远远高于同业可比公司，2019 年 7 月，同花顺的月活跃用户达 3,256 万人，甚至远超大智慧、东方财富和天天基金网的月活跃用户总和（共 2,240 万人）。由此，同花顺可依靠得天独厚的线上流量优势获得很多业务上的规模优势，成为金融信息领域的领头羊。

图表20： 同花顺线上流量优势明显

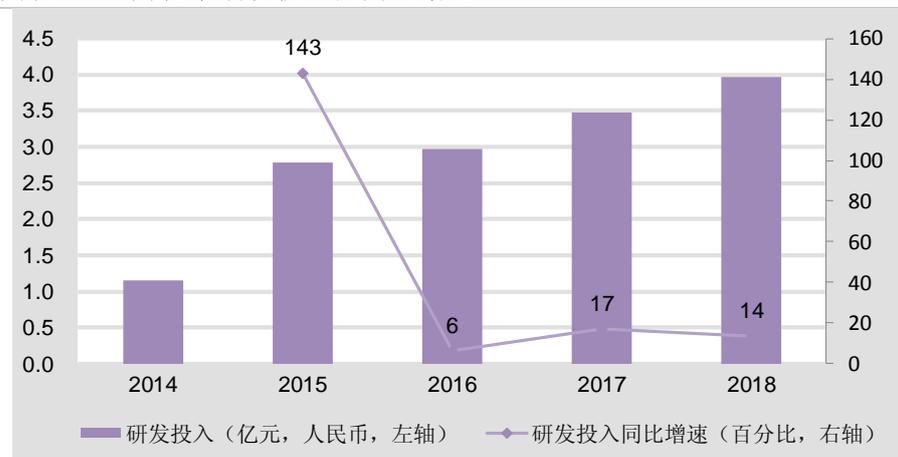


资料来源：wind，联讯证券研究院

2、注重研发，布局 AI

同花顺十分重视创新与技术研发，积极与国内外知名院校开展产、学、研等合作，拥有省级高新技术企业研发中心、省级工程技术中心、省级人工智能企业研究院等研发平台。公司在研发上投入较多，2018 年研发投入达 3.96 亿元，同比增长 14%，研发投入占营收达 29%，远高于同业东方财富、大智慧等知名公司；在人员配备上，2018 年公司研发人员共计 1,941 人，占总人数的 64%，在业内处于高位。公司的高研发投入为公司提升了技术能力，截至 2018 年底，已累计获得自主研发的软件著作权 221 项，非专利技术 98 项，形成了明显的技术领先优势。

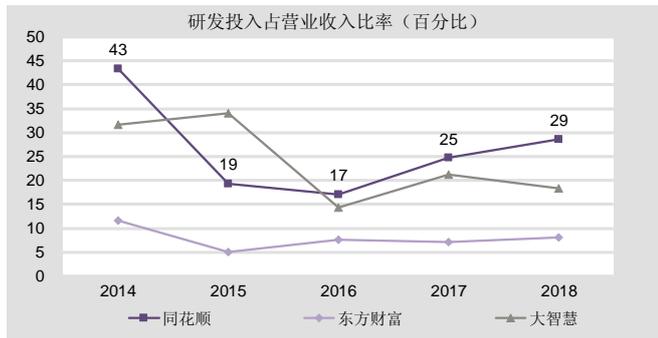
图表21： 同花顺研发投入及同比增速



资料来源：公司公告，联讯证券研究院

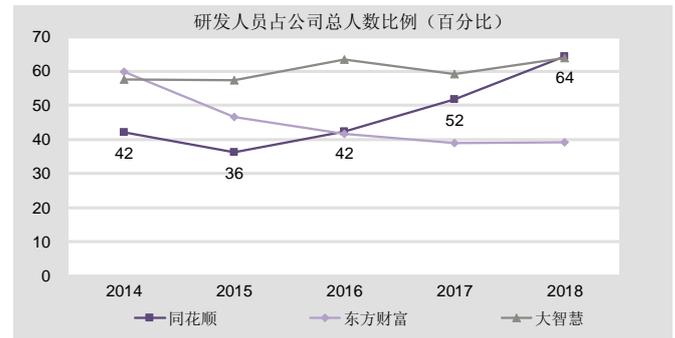


图表22: 同花顺研发投入占营业收入比率



资料来源: 公司公告, 联讯证券研究院

图表23: 同花顺研发人员占公司总人数比例



资料来源: 公司公告, 联讯证券研究院

经过二十余年的积累, 公司在技术储备、研发能力都处在业内领先地位, 并将技术研发优势用于移动互联网、云计算、大数据、智能搜索、人工智能等领域, 顺应时代, 积极布局 AI 战略。

图表24: 同花顺 AI 产品与服务

AI产品与服务	说明
文字识别	基于金融领域领先的深度学习技术和海量优质金融数据, 为您提供个性化场景、高精度的图片文字检测和识别服务
智能语音	语音合成、语音听写、语音转写
自然语言基础服务	文本相似度、情感分析
知识图谱	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; 公司图谱: 深入展示公司投资关系, 股东、高管、控股参股、实控人等多维关系网
智能金融问答	运用自然语言技术, 依靠同花顺丰富的金融信息资源, 为用户提供更快捷、准确、专业的金融问答体验
数据智能	数据可视化、金融数据图表分析平台、行业特色大数据
智能投顾	投顾AI辅助系统、智能机器人、资产配置

资料来源: 公司官网, 联讯证券研究院

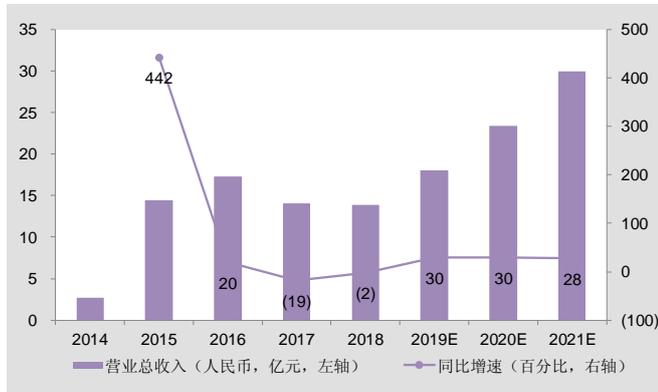
(三) 公司财务状况: 2019 年上半年业绩回暖, 费用管控能力较强

同花顺 2018 年营业总收入达 13.87 亿元, 同比下降 2%, 主要受 2017、2018 资本市场低迷的影响; 而随着资本市场行情的转暖及公司商业模式的完善, 2019 年上半年公司营业总收入达到 7 亿元, 同比增长 24%, 业绩出现回暖。从公司的营收构成来看, 增值电信业务一直是公司营收的核心业务, 2019 年上半年营收占比达到 63%; 基于流量优势而发展的广告及互联网推广服务营收占比逐年上升, 达到 23%左右, 且 2019 年上半年该业务收入增速达到 74%, 势头强劲; 软件销售及维护、基金销售及其他的营收占比较



为稳定，2019 年上半年营收占比分别为 8%和 11%。因此，考虑到资本市场的回暖和利好信号及公司在商业模式上的愈发成熟，我们预估未来三年公司的营业收入将保持稳定增长的态势，同比增速分别为 30%、30%和 28%。

图表25: 同花顺营业收入及同比增速



资料来源: wind, 联讯证券研究院

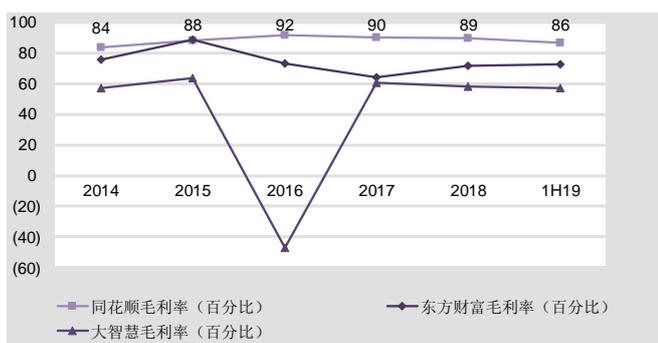
图表26: 同花顺营收构成



资料来源: wind, 联讯证券研究院

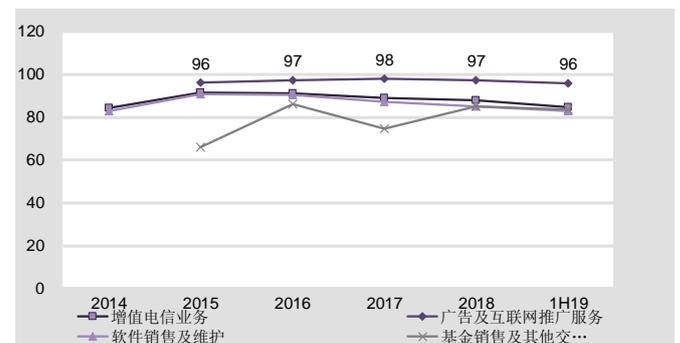
同花顺的综合毛利率维持在较高水平，2019 年上半年公司综合毛利率为 86%，相较之下，东方财富毛利率为 73%，大智慧毛利率为 57%，公司领先于同行。分业务来看，广告及互联网推广服务毛利率最高，维持在 96%左右，增值电信业务、软件销售及维护和基金销售及其他的毛利率均维持在 85%、83%和 86%的高水平，体现了同花顺产品化能力较高，具有较强的市场竞争力。

图表27: 同花顺与可比公司综合毛利率



资料来源: wind, 联讯证券研究院

图表28: 同花顺分业务毛利率

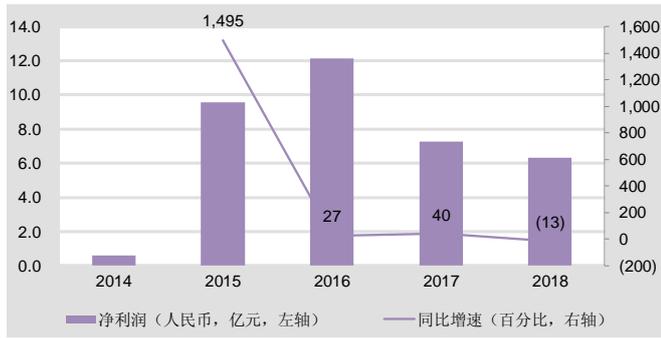


资料来源: wind, 联讯证券研究院

2018 年公司净利润为 6.34 亿元，同比下降 13%；2019 年上半年净利润为 2.65 亿元，同比增长 39%。2018 年净利润增速下降主要是受资本市场低迷的影响，随着资本市场回暖，2019 年上半年的净利润也随之出现增长拐点的迹象。2018 年公司期间费用率为 13%，同比下降 24 个百分点；2019 年上半年期间费用率仍维持在 13%的稳定低水平。费用率的下降主要体现在管理费用率和财务费用率的下降，说明了公司对费用和人员管控得力，公司的费用管控能力较强。

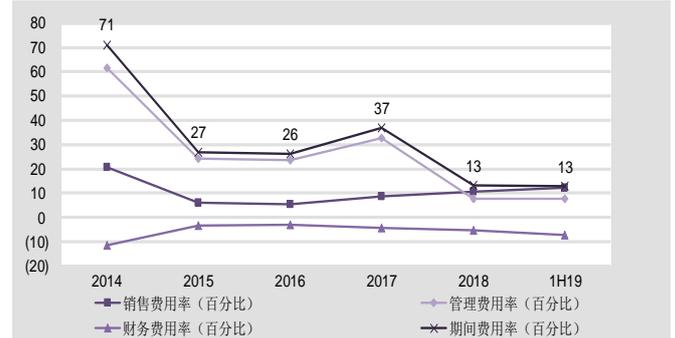


图表29: 同花顺净利润



资料来源: wind, 联讯证券研究院

图表30: 同花顺期间费用率



资料来源: wind, 联讯证券研究院

三、财务假设及盈利预估

同花顺业务线主要分为增值电信服务、软件销售及维护、广告及互联网推广服务和基金销售及其他手续费等其他业务，我们按照业务进行拆分及预测：

- （1） 公司营收近 60%来自于增值电信业务，为公司核心业务，而增值电信业务与资本市场相关性较高，受 2019 年市场行情回暖及公司巨大的活跃用户，我们预计该业务收入增速将呈现稳定上升趋势，未来三年增速分别为 8%、10% 和 10%。
- （2） 广告及互联网推广服务是公司 2016 年以来全力开拓的业务领域，是未来营收的重要增长点。基于公司的行业地位，对接的券商机构及其他广告商数量不断增加，2019 年上半年该业务增速高达 74%，因此我们预计未来三年该业务的收入增速分别为 75%、60%和 50%。
- （3） 软件销售及维护业务主要面向机构客户收取服务费，该业务发展较为稳定，2019 年上半年该业务增速为 26%，我们预计未来三年收入增速分别为 25%、20%和 18%。
- （4） 基金销售及其他业务收入受市场活跃度的影响，且随着机构投资者占比的逐年提升，基金代销业务有望保持高速增长，2019 年上半年该业务增速高达 79%，我们预计未来三年收入增速分别为 80%、50%和 30%。

图表31: 同花顺收入拆分及预测

营业收入 (人民币, 百万元)	同比增速 (百分比)	2018A	2019E	2020E	2021E
增值电信服务		823	889	978	1075
	增速		8	10	10
软件销售及维护		143	179	215	253
	增速		25	20	18
广告及互联网推广服务		320	560	896	1344
	增速		75	60	50
基金销售及其他交易手续费等其他业务		101	182	273	355
	增速		80	50	30
营业总收入		1387	1809	2361	3027
	增速		30	30	28

资料来源: wind, 联讯证券研究院



我们预估公司 2019 年、2020 年和 2021 年的营业收入分别为 18.09 亿元、23.61 亿元和 30.27 亿元，同比增速分别为 30%、30%和 28%；归母净利润分别为 9.48 亿元、13.55 亿元和 18.22 亿元，同比增速分别为 61%、43%和 34%。基于同花顺在 C 端的用户流量优势及对研发创新的高投入，公司未来成长性可期。首次覆盖给予「增持」的投资评级。

图表32：可比公司估值表（以 9 月 23 日盘中价为准）

证券代码	证券简称	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE (倍)			每股净资产 (元)	每股收入 (元)	2018-2021年净利润 复合增长率 (百分比)	PB (倍)	PS (倍)	PEG (倍)	
				2018	2019F	2020F	2021F	2018	2019F	2020F							
601360.SH	三六零	24.39	1,699	0.53	0.94	0.64	0.75	46.0	25.9	38.0	32.3	5.57	2.19	12.5	4.4	11.2	2.1
002230.SZ	科大讯飞	33.35	745	0.26	0.39	0.58	0.82	128.3	84.6	57.4	40.5	4.62	5.16	46.9	7.2	6.5	1.8
600588.SH	用友网络	32.61	861	0.32	0.35	0.44	0.58	101.9	92.8	73.8	56.6	2.93	3.71	21.6	11.1	8.8	4.3
600570.SH	恒生电子	76.15	641	1.04	1.15	1.42	1.79	73.2	66.0	53.4	42.5	5.01	5.09	19.9	15.2	15.0	3.3
300033.SZ	同花顺	109.40	595	1.18	1.72	2.15	2.58	92.7	63.5	50.8	42.4	7.46	3.55	29.7	14.7	30.8	2.1
300454.SZ	深信服	116.87	459	1.55	1.70	2.18	2.85	75.4	68.7	53.6	41.0	10.23	10.51	22.5	11.4	11.1	3.0
002153.SZ	石基信息	39.78	429	0.43	0.50	0.61	0.76	91.6	79.0	64.8	52.6	8.09	3.36	20.3	4.9	11.8	3.9
002410.SZ	广联达	36.71	420	0.39	0.40	0.51	0.72	93.7	91.7	71.9	50.9	3.10	2.96	22.6	11.8	12.4	4.1
888088	虹软科技	63.08	259	0.44	0.53	0.70	0.92	143.4	119.4	90.3	68.3	4.69	1.48	28.0	13.4	42.7	4.3
002405.SZ	四维图新	18.06	347	0.37	0.22	0.26	0.32	48.5	82.1	68.9	57.2	4.07	1.19	(5.4)	4.4	15.2	(15.3)
600845.SH	宝信软件	35.53	334	0.80	0.78	0.97	1.21	44.4	45.6	36.6	29.3	6.44	5.98	14.8	5.5	5.9	3.1
600536.SH	中国软件	79.90	403	0.22	0.45	1.09	1.73	363.2	179.0	73.2	46.2	4.86	14.12	98.8	16.4	5.7	1.8
002439.SZ	启明星辰	33.38	305	0.63	0.78	0.96	1.20	53.0	42.8	34.6	27.8	4.78	3.55	23.9	7.0	9.4	1.8
300253.SZ	卫宁健康	14.90	253	0.19	0.25	0.34	0.45	79.9	58.5	43.9	33.2	2.18	1.19	34.1	6.8	12.5	1.7
600446.SH	金证股份	22.81	198	(0.14)	0.24	0.37	0.54	(167.4)	96.3	62.2	42.3	2.14	6.73	(258.1)	10.7	3.4	(0.4)
300271.SZ	华宇软件	21.55	173	0.67	0.76	0.94	1.14	32.2	28.5	23.0	19.0	6.37	4.36	19.3	3.4	4.9	1.5
300768.SZ	迪普科技	41.95	167	0.56	0.63	0.80	1.00	74.9	66.3	52.2	41.7	4.23	2.08	21.5	9.9	20.1	3.1
300188.SZ	美亚柏科	17.98	149	0.38	0.46	0.58	0.76	47.3	39.2	31.1	23.7	3.47	2.66	25.9	5.2	6.8	1.5
300212.SZ	易华录	33.92	184	0.67	0.84	1.24	1.76	50.7	40.5	27.3	19.2	6.43	6.54	38.1	5.3	5.2	1.1
300168.SZ	万达信息	14.90	169	0.21	0.37	0.47	0.62	69.4	40.1	31.8	24.0	3.58	2.65	42.5	4.2	5.6	0.9
300166.SZ	东方国信	13.72	144	0.50	0.62	0.77	0.96	27.4	22.3	17.8	14.3	5.35	2.39	24.2	2.6	5.8	0.9
300496.SZ	中科创业	39.70	163	0.41	0.57	0.76	1.01	97.5	69.5	51.9	39.3	4.25	4.59	35.4	9.3	8.6	2.0
300451.SZ	创业慧康	15.85	122	0.44	0.39	0.50	0.65	36.0	41.1	31.7	24.3	3.70	2.26	14.0	4.3	7.0	2.9
300369.SZ	绿盟科技	18.60	151	0.21	0.29	0.37	0.49	88.6	64.5	49.8	38.3	4.14	2.10	32.2	4.5	8.9	2.0
300339.SZ	润和软件	16.60	137	0.40	0.50	0.63	0.76	41.5	33.5	26.2	21.7	6.19	3.19	24.1	2.7	5.2	1.4
603039.SH	泛微网络	68.44	106	1.14	1.00	1.28	1.65	60.0	68.8	53.3	41.5	6.09	8.87	13.1	11.2	7.7	5.3
603383.SH	顶点软件	79.83	100	1.00	1.27	1.53	1.91	79.8	63.1	52.1	41.7	9.80	3.13	24.2	8.1	25.5	2.6
002912.SZ	中新赛克	107.00	114	1.92	2.65	3.64	4.93	55.7	40.3	29.4	21.7	14.38	9.04	36.9	7.4	11.8	1.1
300085.SZ	银之杰	16.84	120	0.05	0.06	0.09	0.12	332.8	284.5	187.1	134.8	1.91	1.99	35.1	8.8	8.5	8.1
300365.SZ	恒华科技	14.20	89	0.68	0.60	0.80	1.06	20.9	23.7	17.7	13.4	3.76	2.47	15.8	3.8	5.8	1.5
300352.SZ	北信源	6.76	98	0.06	0.11	0.15	0.19	104.2	61.3	45.1	36.3	1.69	0.53	42.1	4.0	12.9	1.5
300377.SZ	赢时胜	12.25	91	0.24	0.31	0.38	0.46	51.1	39.9	32.6	26.4	3.92	1.12	24.7	3.1	11.0	1.6
002063.SZ	远光软件	10.24	87	0.23	0.27	0.35	0.43	44.7	37.6	29.6	24.1	2.89	1.80	22.9	3.5	5.7	1.6
300348.SZ	长亮科技	20.36	98	0.17	0.28	0.47	0.62	119.3	72.7	43.2	32.9	2.99	2.88	53.6	6.8	7.1	1.4
300036.SZ	超图软件	19.03	86	0.37	0.48	0.63	0.82	51.4	39.8	30.4	23.2	4.69	4.20	30.4	4.1	4.5	1.3
300379.SZ	东方通	41.95	115	0.44	0.65	1.27	1.99	95.3	64.5	33.0	21.0	6.33	2.01	65.5	6.6	20.8	1.0
300559.SZ	佳发教育	26.81	71	0.89	0.73	1.15	1.47	30.1	36.6	23.4	18.3	4.20	2.46	18.1	6.4	10.9	2.0
002777.SZ	久远银海	30.76	70	0.69	0.70	0.97	1.28	44.6	43.9	31.8	24.1	5.18	4.92	22.7	5.9	6.3	1.9
603636.SH	南威软件	12.22	63	0.35	0.43	0.59	0.77	34.9	28.6	20.7	15.9	3.72	2.66	30.0	3.3	4.6	1.0
002869.SZ	金溢科技	71.46	85	0.18	4.19	2.74	2.90	397.0	17.1	26.1	24.7	10.81	29.23	152.4	6.6	2.4	0.1
300229.SZ	拓尔思	12.48	61	0.13	0.40	0.49	0.59	96.4	31.4	25.3	21.2	4.17	2.09	65.6	3.0	6.0	0.5
300659.SZ	中孚信息	50.01	65	0.32	0.59	1.05	1.60	156.3	84.3	47.5	31.3	5.61	4.41	70.9	8.9	11.3	1.2
300579.SZ	数字认证	37.80	67	0.72	0.56	0.76	0.93	52.5	67.7	49.4	40.7	3.88	4.56	8.8	9.7	8.3	7.7
300075.SZ	数字政通	13.17	54	0.28	0.38	0.53	0.65	47.0	34.4	24.6	20.3	5.54	3.84	32.3	2.4	3.4	1.1
300448.SZ	浩云科技	8.31	57	0.34	0.28	0.35	0.44	24.4	30.0	23.8	18.8	2.08	1.46	9.2	4.0	5.7	3.3
002090.SZ	金智科技	11.97	50	0.39	0.38	0.52	0.74	30.9	31.5	23.1	16.1	3.42	4.66	24.3	3.5	2.6	1.3
300513.SZ	恒实科技	14.43	45	0.74	0.59	0.81	1.04	19.4	24.4	17.7	13.9	13.31	4.39	11.7	1.1	3.3	2.1
300525.SZ	博思软件	26.46	53	0.69	0.65	0.93	1.25	38.6	40.7	28.3	21.2	4.20	4.71	22.1	6.3	5.6	1.8
300624.SZ	万兴科技	72.19	53	1.05	1.26	1.59	1.98	68.8	57.4	45.4	36.4	8.90	8.62	23.6	8.1	8.4	2.4
300248.SZ	新开普	8.72	41	0.20	0.29	0.38	0.49	43.9	30.1	22.8	17.7	3.24	2.12	35.3	2.7	4.1	0.9
603990.SH	麦迪科技	27.73	32	0.69	0.64	0.85	1.12	40.2	43.5	32.5	24.8	4.94	3.27	17.5	5.6	8.5	2.5
300550.SZ	和仁科技	32.34	38	0.50	0.59	0.96	1.42	64.7	55.0	33.6	22.9	5.58	4.80	41.5	5.8	6.7	1.3
002380.SZ	科远智慧	15.47	38	0.47	0.62	0.82	1.10	32.9	24.9	18.8	14.1	9.21	3.41	32.7	1.7	4.5	0.8
300546.SZ	雄帝科技	27.00	37	0.80	1.05	1.40	1.79	33.8	25.7	19.3	15.1	6.33	6.12	30.7	4.3	4.4	0.8
603232.SH	格尔软件	33.88	39	0.84	0.76	0.92	1.24	40.3	44.7	36.9	27.3	5.81	3.24	14.0	5.8	10.4	3.2
300552.SZ	万集科技	56.50	59	0.06	0.70	0.99	1.32	924.7	81.2	57.3	42.9	7.85	11.87	178.2	7.2	4.8	0.5
300469.SZ	信息发展	17.41	35	0.37	0.27	0.35	0.44	47.1	63.7	49.7	39.8	2.68	4.48	5.7	6.5	3.9	11.1
300494.SZ	盛大网络	12.45	31	0.22	0.23	0.40	0.52	56.6	53.1	31.4	23.8	4.28	2.47	33.5	2.9	5.0	1.6
300605.SZ	恒锋信息	13.48	23	0.49	0.44	0.56	0.71	27.6	30.5	24.2	19.0	3.49	4.19	13.1	3.9	3.2	2.3
计算机软件平均								92.6	57.9	42.1	32.1			33.9	6.4	9.1	2.3

资料来源：wind，联讯证券研究院



四、风险提示

用户流量变现效果不及预期、资本市场景气度下滑、金融政策对业务带来不利影响。



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	3,472.4	4,311.7	5,722.0	7,624.3	经营活动现金流	527.2	1,050.3	1,692.3	2,218.8
货币资金	3,308.4	4,124.0	5,502.1	7,386.7	税后经营利润	624.9	948.0	1,355.3	1,822.2
应收账款	12.7	13.4	21.4	24.3	折旧摊销	38.1	144.1	180.5	224.8
其它应收款	29.1	52.1	76.2	91.0	资产减值损失	19.3	0.0	0.0	0.0
预付账款	0.0	0.0	0.0	0.0	利息费用	(1.1)	(83.6)	(108.3)	(145.0)
存货	0.0	0.0	0.0	0.0	营运资金变动	(153.1)	41.7	264.8	316.8
其他流动资产	122.3	122.3	122.3	122.3	存货的减少	0.0	0.0	0.0	0.0
非流动资产	530.7	490.6	494.1	493.2	投资活动现金流	(49.7)	(104.0)	(184.0)	(224.0)
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	资本支出	0.0	(104.0)	(184.0)	(224.0)
投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0	长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产和在建工程	447.4	412.7	422.0	427.3	其他	(49.7)	0.0	0.0	0.0
无形资产和开发支出	83.1	77.8	72.1	66.0	筹资活动现金流	(483.8)	(130.6)	(130.2)	(110.1)
其他非流动资产	0.1	0.1	0.0	0.0	短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
资产总计	4,003.1	4,802.3	6,216.0	8,117.5	长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
流动负债	662.2	727.6	1,024.5	1,358.9	其他	(483.8)	(130.6)	(130.2)	(110.1)
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	现金净增加额	14.1	815.6	1,378.1	1,884.7
应付账款	36.3	42.3	56.0	82.5					
预收账款	565.5	624.9	908.2	1,216.1					
其他应付款	60.4	60.4	60.4	60.4					
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0					
非流动负债	1.0	1.0	1.0	1.0	主要财务比率	2018A	2019E	2020E	2021E
长期带息债务	0.0	0.0	0.0	0.0	成长能力				
其他	1.0	1.0	1.0	1.0	营业收入	-1.6%	30.5%	30.5%	28.2%
负债合计	663.2	728.6	1,025.6	1,360.0	营业利润	-17.7%	66.6%	43.0%	34.4%
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	归属母公司净利润	-15.1%	60.7%	43.0%	34.4%
归属母公司股东权益	3,339.9	4,073.7	5,190.4	6,757.5	获利能力				
负债和股东权益	4,003.1	4,802.3	6,216.0	8,117.5	毛利率	89.5%	88.7%	89.8%	90.4%
利润表	2018A	2019E	2020E	2021E	净利率	42.6%	52.4%	57.4%	60.2%
营业收入	1,386.9	1,809.4	2,360.9	3,027.1	ROE	17.7%	23.3%	26.1%	27.0%
营业成本	146.1	204.5	240.9	290.8	ROIC	(3.0)	19.2	(39.0)	(5.9)
营业税金及附加	20.4	32.6	37.8	51.5	偿债能力				
营业费用	148.2	249.7	316.4	387.5	资产负债率	16.6%	15.2%	16.5%	16.8%
管理费用	105.5	352.8	368.3	417.7	流动比率	5.2	5.9	5.6	5.6
财务费用	(71.4)	(83.6)	(108.3)	(145.0)	速动比率	5.1	5.8	5.5	5.5
资产减值损失	19.3	0.0	0.0	0.0	营运能力				
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.4
投资净收益	9.4	0.0	0.0	0.0	应收账款周转率	108.8	135.2	110.4	124.7
其他经营损益	(396.1)	0.0	0.0	0.0	固定资产周转率	3.5	4.4	5.6	7.1
营业利润	632.3	1,053.4	1,505.9	2,024.6	每股指标(元)				
加：其他非经营损益	(0.6)	0.0	0.0	0.0	每股经营现金流	1.0	2.0	3.1	4.1
利润总额	631.7	1,053.4	1,505.9	2,024.6	每股净资产	6.2	7.6	9.7	12.6
所得税	41.5	105.3	150.6	202.5					
净利润	590.1	948.0	1,355.3	1,822.2					
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0					
归属母公司净利润	590.1	948.0	1,355.3	1,822.2					
EBITDA	599.3	1,113.9	1,578.1	2,104.5					
EPS（元）	1.10	1.76	2.52	3.39					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

陈净娴，2016 年加入联讯证券，现任传媒互联网组长。证书编号：S0300516090001。

研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com