

同花顺(300033)

C端流量龙头, 持续变现可期

——同花顺首次覆盖报告

✍️ : 田杰华 执业证书编号: S1230520110001  
☎️ : 13774269309  
✉️ : tianjiehua@stocke.com.cn

报告导读

公司作为握有C端流量优势的互联网金融信息服务商龙头, 有望进一步深挖用户价值, 实现流量变现。

投资要点

□ 一个流量入口, 三大变现渠道

公司是国内领先的互联网金融信息服务提供商, 主打ToC业务, 凭借“平台免费、增值服务收费”的商业模式, 积累了处于行业龙头地位的客户流量。在传统的B端软件销售及维护业务外, 由三大业务实现流量变现, 即(1)增值电信服务; (2)基金销售及其他交易服务; (3)广告及互联网业务推广服务。

□ 两大壁垒: 流量优势 + 研发积累

公司流量优势显著, MAU超越行业第2、3名东方财富和大智慧之和, 已形成壁垒。公司坚持以研发为导向, 近3年研发支出占收入比例始终维持在20%以上, 持续打磨AI开放平台, 目前可对外提供约30项人工智能技术和服务。

□ 深挖用户价值, 基金代销成新引擎, 流量持续变现可期

国内金融数据服务市场空间广阔。公司有望持续将流量优势变现: (1)增值电信用户价值待深挖, 付费渗透率和ARPU有望提升; (2)基金代销营收占比创新高, 居民资产对权益类资产配置有望增加, 行业空间增大助力公司业务开展; (3)广告推广业务商业模式佳, 流量优势驱动业务渗透率持续提升; (4)B端软件销售及维护受益于金融开放, iFinD有望通过低价策略争取市场空间。

□ 盈利预测及估值

公司作为握有C端流量优势的互联网金融信息服务商龙头, 有望进一步挖掘用户价值, 实现流量持续变现。预计公司2021-2023年实现归母净利润分别为19.46、23.43、27.78亿元, 同比增速分别为12.89%、20.35%、18.57%; 对应EPS分别为3.62、4.36、5.17元; 参考可比公司估值以及公司过去5年估值中枢, 结合公司现有业务发展情况, 予以公司2021年40倍目标P/E, 对应目标市值778.49亿元, 目标价144.81元/股。首次覆盖, 予以“买入”评级。

□ 风险提示

付费用户数量增加低于预期; 市场交易量下降风险; 流量变现低于预期的风险。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	2844	3423	4095	4837
(+/-)	63.23%	20.38%	19.62%	18.13%
净利润	1724	1946	2342	2777
(+/-)	92.05%	12.89%	20.35%	18.58%
每股收益(元)	3.21	3.62	4.36	5.17
P/E	38.32	33.94	28.20	23.78

评级

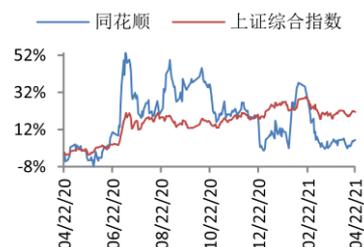
买入

上次评级: 首次评级  
当前价格: ¥122.88

单季度业绩

元/股

4Q/2020	1.77
3Q/2020	0.62
2Q/2020	0.58
1Q/2020	0.24



公司简介

公司是国内领先的互联网金融信息服务提供商, 主要业务是为个人投资者提供金融资讯以及各种投资理财分析工具; 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。

相关报告

报告撰写人: 田杰华

联系人: 田杰华

## 正文目录

<b>1. 国内领先的互联网金融信息服务提供商</b>	<b>4</b>
1.1. 一个流量入口，三大变现渠道	4
1.2. 三大特性：高成长、可预见、顺周期	7
1.3. 两大壁垒：流量优势 + 研发积累	8
<b>2. 深挖用户价值，基金代销成新引擎，流量持续变现可期</b>	<b>11</b>
2.1. 增值电信用户价值待深挖：付费渗透率和 ARPU 有望提升	11
2.2. 基金代销营收占比创新高：居民资产对权益类资产配置有望增加	14
2.3. 广告推广业务商业模式佳：流量优势驱动业务渗透率持续提升	16
2.4. 行情系统受益行业开放趋势，iFinD 终端有望带来增量	18
<b>3. 盈利预测</b>	<b>22</b>
3.1. 业务拆分及收入成本预测	22
3.2. 费用率分析与预测	24
3.3. 盈利预测、估值分析与投资评级	25
<b>4. 风险提示</b>	<b>25</b>

## 图表目录

图 1: 同花顺股权结构图	4
图 2: 2014—2020 同花顺营收结构	4
图 3: 同花顺 2020 分行业营收占比	5
图 4: 2009—2020 年同花顺营业收入及增速	7
图 5: 2009—2020 年同花顺净利润及增速	7
图 6: 2015—2020 年同花顺预收账款及增速	7
图 7: 2015—2020 年同花顺经营活动现金流及增速	7
图 8: 2009—2020 经营活动现金流及 A 股总成交金额	7
图 9: 2014—2020 同花顺分行业营收	8
图 10: 同花顺客户端日均使用人数及周活跃用户数	9
图 11: 同业公司移动 app 月活跃用户数	9
图 12: 2015—2020 同花顺及同业公司研发费用率对比	9
图 13: 2015—2020 同花顺四费率情况	9
图 14: 金融数据服务商相关收入对比	11
图 15: 网民规模与互联网普及率	12
图 16: 手机网民规模及占整体网民比例	12
图 17: 2017-2020 中国投资者数量	12
图 18: 2012-2020 年中国公募基金行业规模	14
图 19: 2015-2020 爱基金平台接入基金及券商规模	14
图 20: 中国居民可投资资产规模及预测	15
图 21: 2019 年中国城镇居民金融资产结构	15

图 22: 2018 年世界公募基金净值总规模排行 .....	15
图 23: 2014—2019 年同花顺基金销售及其他交易手续费等其他业务营收与其他公司对比 .....	16
图 24: 同花顺金融服务网注册用户数目及增速 .....	17
图 25: 同花顺广告及互联网推广业务营收及渗透率 .....	17
图 26: 网上行情交易系统行业竞争格局 .....	18
图 27: 三大网上行情交易系统销售商收入规模 .....	18
图 28: 中国证券公司数目与同花顺软件销售业务营收(百万元) .....	18
表 1: 同花顺主要业务及代表性产品 .....	5
表 2: 同花顺 AI 开放平台主要产品及功能 .....	9
表 3: 同花顺增值电信业务产品及价格(加粗为自研 AI 产品) .....	12
表 4: 同花顺增值付费渗透率及 ARPU 测算 .....	14
表 5: 2020 年 7 月券商自研 APP 月活跃人数及排名 .....	16
表 6: 主要券商开户政策 .....	17
表 7: 金融行业对外开放相关政策梳理 .....	19
表 8: 同花顺 iFinD 金融数据终端介绍 .....	20
表 9: 金融数据终端需求量测算 .....	21
表 10: Wind 资讯终端 2020 年部分中标情况 .....	21
表 11: 敏感性分析 .....	21
表 12: 增值电信业务增速预测 .....	22
表 13: 广告及互联网推广业务增速预测 .....	23
表 14: 营收预测 .....	23
表 15: 销售费用明细 .....	24
表 16: 管理费用明细 .....	24
表 17: 费用率预测 .....	24
表 18: 可比公司估值对比(2021 年 4 月 22 日) .....	25
表附录: 三大报表预测值 .....	26

## 1. 国内领先的互联网金融信息服务提供商

同花顺是国内领先的互联网金融信息服务提供商。公司于2001年正式成立，成为第一批券商网上行情交易系统制作商，于2009年在创业板上市。后期逐步切入金融资讯和数据服务等领域，于2015年前后逐渐完成了从软件制作商向互联网平台企业的转变。

**股权结构稳定，绑定核心员工利益。**截至2021年4月，同花顺持股前五名股东均为公司创始团队及核心员工控股平台。实控人为公司创始人易峥，直接持股36%；公司在上市之前即设立员工持股平台锁定优秀人才，目前员工持股平台上海凯士奥信息咨询中心持股比例为9.48%；核心业务团队叶琼玖、于浩淼、王进分别持股11.48%、4.95%、3.96%。

图 1：同花顺股权结构图

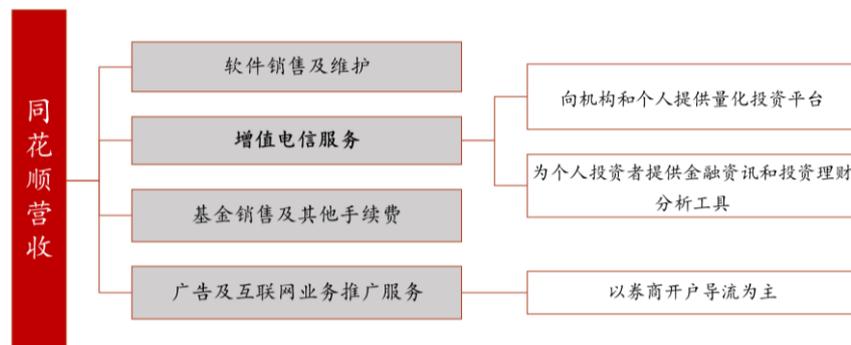


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 1.1. 一个流量入口，三大变现渠道

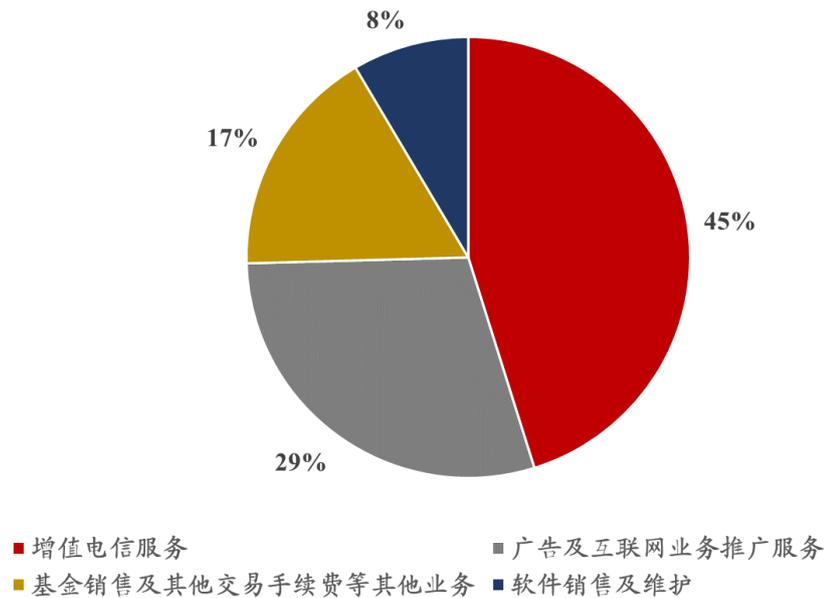
**主打 ToC 业务，布局 AI 等前沿技术。**公司已打造完备的产品和服务体系，产品及服务覆盖产业链上下游的各层次参与主体，包括机构和个人投资者。其中面向个人投资者，公司凭借“平台免费、增值服务收费”的商业模式，积累了巨大的客户流量。公司业务产品主要可分为四大类：增值电信服务、软件销售及维护服务、广告及互联网业务推广服务、基金销售及其他交易服务。其中，增值电信、广告推广和基金代销三大业务为 C 端流量变现的主要渠道。同时，公司构建了同花顺 AI 开放平台，已有多项 AI 产品及服务落地，可提供行业智能化解决方案。

图 2：2014—2020 同花顺营收结构



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 3：同花顺 2020 分行业营收占比



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2015 年前后公司完成从软件制作商向互联网平台企业的转变。2009—2013 年，公司主要收入来源为软件销售，包括网上行情交易软件、个人炒股软件、机构金融数据库。在此期间，公司利用免费版的 PC 软件和移动炒股 app 积累了大量流量，为业务转型提供了坚实的基础。公司于 2015 年前后逐步完成了向互联网平台企业的转变，并且在 A 股市场行情活跃和资本市场改革政策刺激下，实现营收大幅增长。

表 1：同花顺主要业务及代表性产品

业务分类	代表产品	产品介绍	图示
增值电信服务	手机超级 Level-2、神奇电波等	以同花顺财经网站及同花顺 APP 为平台，通过互联网和移动通信网络向证券市场投资者提供及时，全面，深入的金融资讯，数据及分析服务。	
	量化投资平台 Mind Go	用户可自行设计策略并对策略进行监控，并提供全面的因子库，设计因子策略，因子检验，并提供因子绩效分析。除个人用户之外，还提供面向资管机构、高校、券商的综合解决方案。	

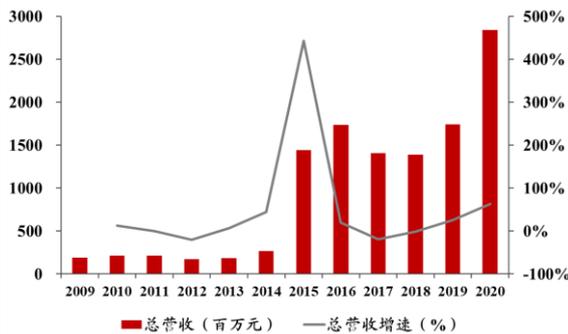
<p>软件销售及维护</p>	<p>同花顺 iFind</p>	<p>同花顺 iFind 向机构客户提供: 金融数据终端, 覆盖股票等金融品种, 提供最新最全市场行情等资料; 数据库, 为用户提供内部结构强、独立性高、安全可靠、全天候的标准数据和定制数据; 数据接口, 提供一系列标准化数据接口满足量化投资者的基础需求, 支持用户对金融大数据的获取、构建量化、进行策略开发。</p>	   
<p>基金销售及其他交易手续费等其他业务</p>	<p>爱基金</p>	<p>作为同花顺第三方理财产品的业务开展平台, 依托母公司丰富的资源, 从事基金销售业务, 为用户开辟一条具有高附加值的购买基金产品的崭新渠道。</p>	
<p>广告及互联网业务推广服务</p>	<p>公司官网开户导航</p>	<p>同花顺拥有行业领先的用户规模和用户粘性, 发展广告业务成为流量优势变现的重要手段。营收主要来自为合作券商开户导航。</p>	
<p>人工智能布局</p>	<p>同花顺 AI 开放平台</p>	<p>提供行业领先的语音识别、自然语言处理、文字识别、数据智能、智能投顾等服务, 以及覆盖全行业的 AI 解决方案: 智能电话机器人、智能质检机器人等。</p>	

资料来源: Wind, 公司官网, 爱基金 app, 同花顺 app, 浙商证券研究所

## 1.2. 三大特性：高成长、可预见、顺周期

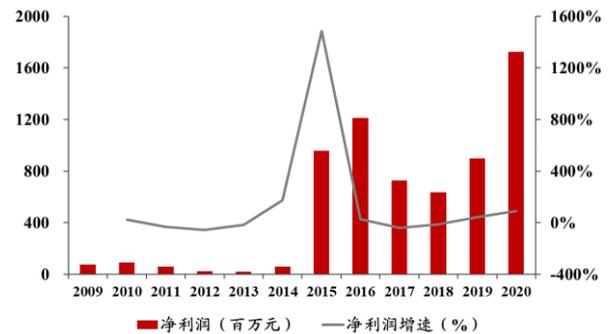
2015年转型以来，营业收入、净利润 CAGR 均超过 10%。从总营业收入以及净利润指标来看，2009-2020 年，公司总营收及净利润均实现了超十倍的增长。公司 2020 年实现营收 28.44 亿元，同比增长 63%，对应 2015—2020 年复合增速为 14.55%；2020 年公司净利润为 17.24 亿元，同比增长 12.49%，对应 2015—2020 年复合增速为 12.49%；2020 年经营活动现金流为 20.66 亿元，同比增长 92%，对应 2015—2020 年复合增速为 5.05%。

图 4：2009—2020 年同花顺营业收入及增速



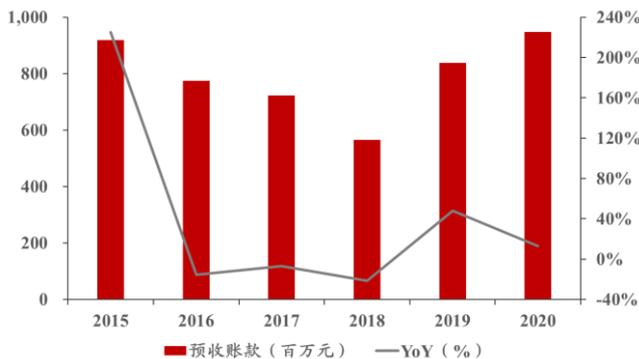
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 5：2009—2020 年同花顺净利润及增速



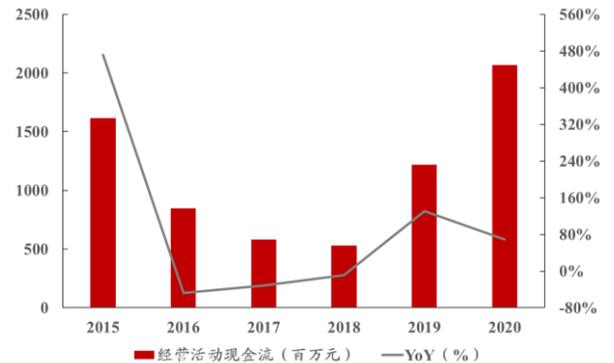
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 6：2015—2020 年同花顺预收账款及增速



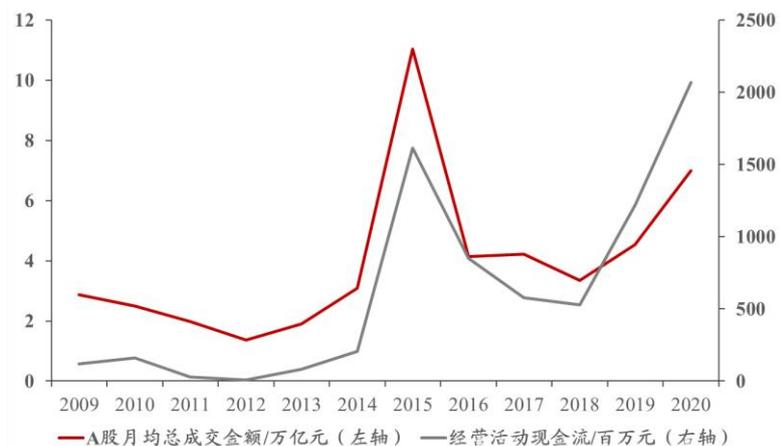
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 7：2015—2020 年同花顺经营活动现金流及增速



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

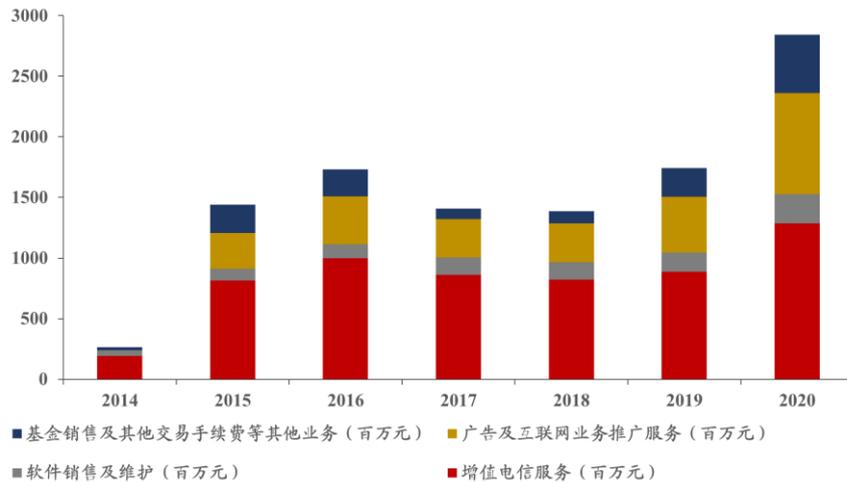
图 8：2009—2020 年经营活动现金流及 A 股总成交金额



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

预收账款（新收入准则下主要为合同负债）和经营活动净现金流可视为公司业绩的先行指标。公司最主要营收来源为增值电信服务，其销售模式是：用户一次性支付数月或一年的服务费用，公司先将其计入预收账款（2020年执行新收入准则后计入合同负债等），再分期确认收入。在这种销售模式下，经营活动现金流及合同负债可以充当公司业绩的先行指标，有效反映公司后续业绩。2020年底，公司合同负债（9.48亿元）相较2019年底预收账款（8.37亿元）增长约13.3%。

图 9：2014—2020 同花顺分行业营收



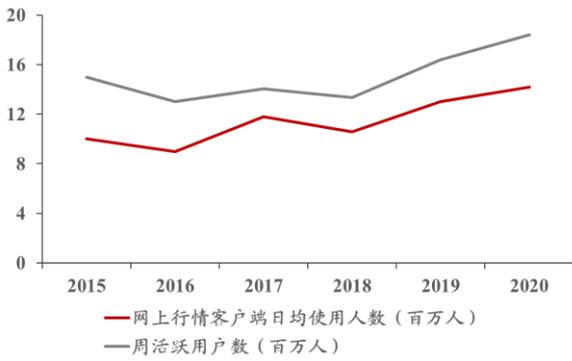
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司业绩与市场行情正相关，最近 10 年公司经营活动净现金流与 A 股总成交额相关系数达 0.85。2015—2020 年，电信增值业务是公司最主要的营收来源，2020 年实现营收 12.85 亿元，同比增长 45%，近 5 年增速随行情波动。广告及互联网业务推广业务增长最为迅速，2020 年实现营收 8.36 亿元，同比增长 81%，近 5 年复合增长率达到 23.36%，已经成为公司第二大营收来源。基金销售及及其他交易手续费受行情影响较大，2016—2018 年产生较大降幅，2020 年实现营收 4.82 亿元，同比增长 105%，当年占总营收的 17%，创历史新高。软件销售业务是公司起家的 ToB 业务，目前占比较小，2020 年营收为 2.41 亿元，同比增长 51%。

### 1.3. 两大壁垒：流量优势 + 研发积累

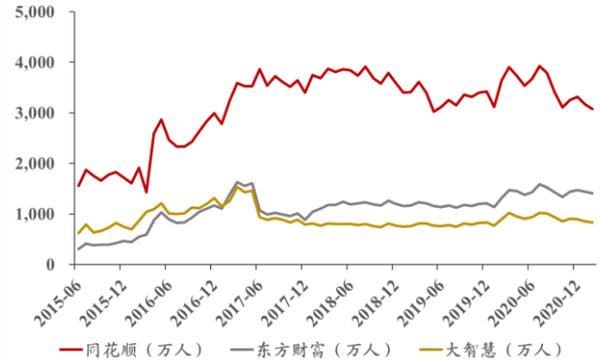
同花顺拥有行业居首的流量优势。2020 年，每日使用同花顺网上行情免费客户端的人数平均约为 1418 万人；周活跃人数达到 1842 万人，同比增长 12.32%。Wind 统计数据显示，2017 年后主流第三方金融信息平台 MAU 格局稳定。2021 年 2 月，同花顺、大智慧、东方财富网移动端 APP 的月活分别为 3,074.40、830.50、1,413.90 万。同花顺 MAU 超越行业第 2、3 名东方财富和大智慧之和，流量优势已形成壁垒。

图 10：同花顺客户端日均使用人数及周活跃用户数



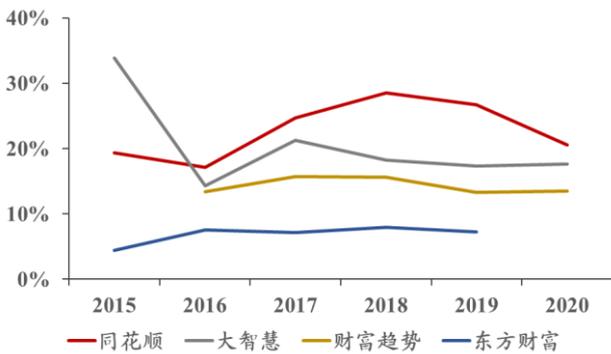
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 11：同业公司移动 app 月活跃用户数



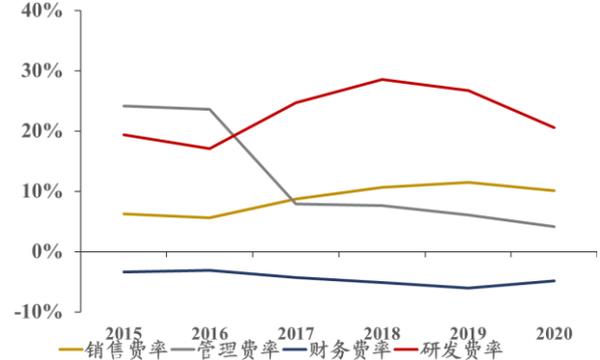
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 12：2015—2020 同花顺及同业公司研发费用率对比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 13：2015—2020 同花顺四费率情况



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

以研发为导向，持续打磨 AI 开放平台，积极开拓人工智能应用场景。公司作为技术驱动型公司，坚持以研发为导向，持续加大研发投入力度，近 3 年研发支出占收入比例始终维持在 20% 以上。同花顺 AI 开放平台持续发展，目前可对外提供 30 项人工智能技术和服务，公司仍在持续发展人工智能技术推出更加丰富的人工智能应用产品，打造基于人工智能的产业生态，将其打造成公司新的利润增长点，进一步增强公司的核心竞争力。

表 2：同花顺 AI 开放平台主要产品及功能

一级分类	二级分类	产品功能
同花顺 AI 开放平台	智能语音	语音合成：能够将文字信息转化为声音信息，让应用能够“说话”； 语音听写：把短语快速转换成对应的文字信息，让机器能够“听懂”人类语言； 语音转写：基于深度全序列卷积神经网络，可快速准确的将在会议、教学或采访的长时间语音转化为文字。
	自然语言基础服务	文本相似度：依托深度神经网络技术和词向量技术，为客户提供高精度的文本相似度服务和多维度的场景应用； 情感分析：对文本中的主观信息进行分析处理； 文字识别：提供个性化场景、高精度的图片文字检测和识别服务。
	AI 语音技术	语音合成；语音听写；语音唤醒；长语音听写；长语音转写
	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
	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；

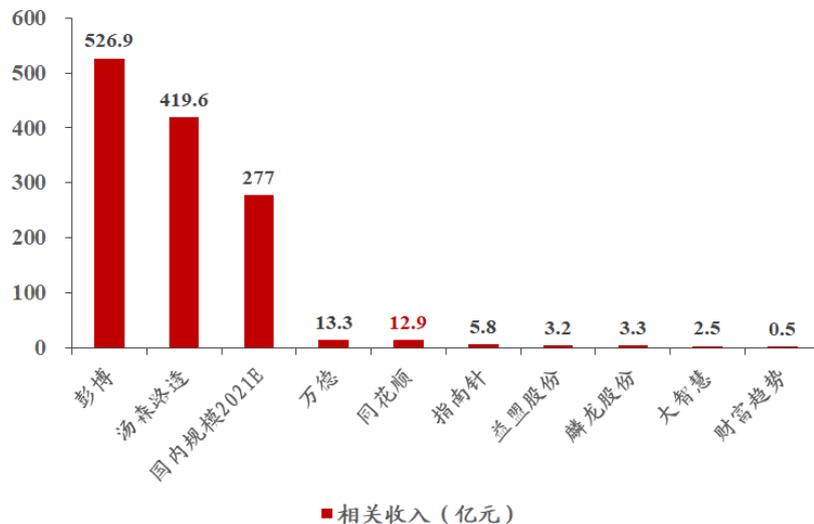
		<p>公司图谱: 深度挖掘公司投资关系, 可视化展示多维关系网;</p> <p>智能文本审核: 通过 NLP 和 NLU 以及大数据分析等技术, 自动化审核工作底稿和文本。</p>
	数据智能	<p>数据可视化: 提供更易用、可靠的金融可视化服务;</p> <p>金融数据图表分析平台: 引领金融市场数据分析高效, 智能, 简洁新时代;</p> <p>行业特色大数据: 定制化抓取各行业数据, 实时监控。整理汇集影响行业核心特色数据。</p>
	智能投顾	<p>投顾 AI 辅助系统: 人机结合的服务模式, 针对服务客户的真实场景打造的投顾助手;</p> <p>智能机器人: 运用 AI 技术打造更懂财经的个性化智能助理, 开启股市人工智能新纪元;</p> <p>资产配置: 基于用户画像、产品问卷, 构建用户风险测评系统, 提供个性化资产配置方案。</p>
解决方案	外呼机器人解决方案	可以替代真人, 自动拨打电话, 并筛选意向客户。
	金融行业解决方案	<p>银行理财机器人: 为银行打造理财机器人顾问, 提供全方位的产品及咨询服务, 高效满足用户多样诉求;</p> <p>港美股解决方案: 为港股和美股市场上个人投资者提供智能化股票投资解决方案;</p> <p>智能保险顾问: 一对一的智能保险顾问, 了解用户真实需求, 提供全方位的保险服务, 降低企业人力成本;</p> <p>证券行业解决方案: 为投顾、客服等提供快速解答方案, 为投资者、研究员和机构提供智能组件、资讯解决方案;</p> <p>基金解决方案: 从基金投研能力, 到提供基金资产配置产品及数据服务;</p> <p>私募解决方案: 提供行业特色数据和舆情风险控制服务, 助力证券私募投研分析。</p>
	通用行业解决方案	法律业解决方案: 赋予机器阅读理解法律文本与定量分析案件的能力, 辅助法律界人士高效完成法律判决预测。
	智能硬件解决方案	通过同花顺 OpenAI 平台技术赋能, 为多场景提供拥有 AI 能力的硬件设备解决方案。
	大数据解决方案	<p>智能标签: 具备全面、专业、细致的金融领域标签及分类体系, 提供对金融类文本多样化、多维度的挖掘分析服务;</p> <p>互联网舆情分析平台: 整合全渠道信源, 通过专业的舆情监测技术和优质的服务体系, 结合用户个性化需求, 为用户提供最优舆情追踪方案;</p> <p>智能资讯解决方案: 为机构提供资讯的整体解决方案, 包括整合信息, 智能推送, 多场景开发应用等, 用资讯创造价值。</p>

资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

## 2. 深挖用户价值，基金代销成新引擎，流量持续变现可期

国内金融数据服务市场空间广阔。中国金融信息服务业目前处于快速发展阶段，经过几十年的发展，行业经营模式和盈利模式基本成型，发展状况良好。根据赛迪咨询预测，2021年国内金融数据市场规模将达到277亿元，对应2019-2021三年复合增速达19%。同时，对比发达资本市场，我国金融数据服务市场空间广阔，仍有很大的挖掘空间。赛迪预测的2021年中国金融数据市场规模仍远低于彭博（2018）及汤森路透（2017）的单项业务营收。

图 14：金融数据服务商相关收入对比



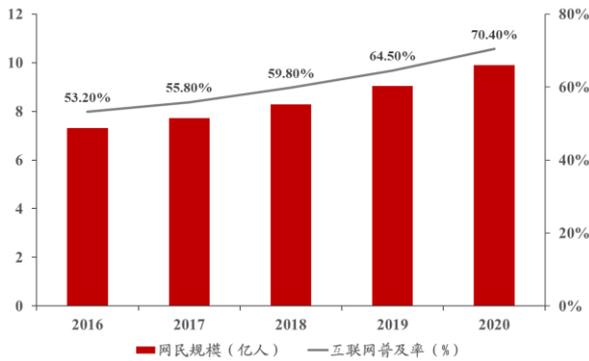
资料来源：Wind，赛迪，上海联合产权交易所，Business Insider，浙商证券研究所

注：彭博为2018年终端收入；汤森路透为2017年金融/发现管理业务收入；万得为2016年营收；同花顺为2020年增值电信业务收入；指南针为2019年金融信息服务营收；益盟股份为2019年金融咨询及数据服务收入；大智慧为2020年金融咨询及数据终端服务系统收入；麟龙股份为2020年金融数据系统及服务收入，财富趋势为2020年金融终端及证券信息服务收入；国内规模2021E为赛迪预计中国2021年金融数据市场规模。

### 2.1. 增值电信用户价值待深挖：付费渗透率和ARPU有望提升

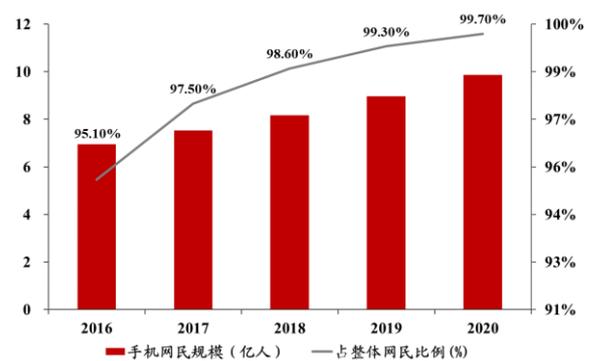
网民规模和投资者数量不断增加，为互联网金融信息服务行业发展奠定了坚实的基础。根据中国互联网络信息中心（CNNIC）发布的《第47次中国互联网络发展状况统计报告》，截至2020年12月，我国网民规模为9.89亿，较2020年3月新增网民8540万人，互联网普及率达70.4%；截至2020年12月，我国手机网民规模达9.86亿，较2020年3月新增手机网民8885万人，网民中使用手机上网的比例为99.7%。

图 15: 网民规模与互联网普及率



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

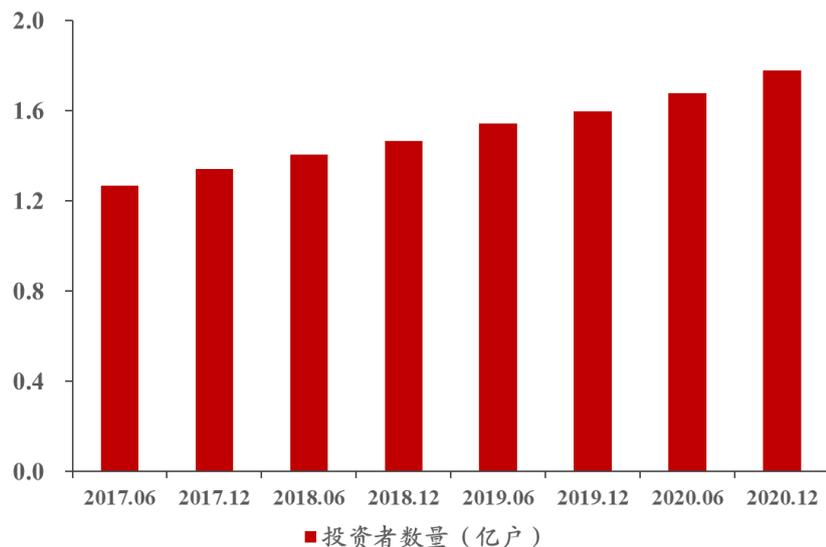
图 16: 手机网民规模及占整体网民比例



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

与此同时, 我国投资者规模也在迅速扩大。截至 2020 年 12 月, 我国投资者数量达 1.78 亿户, 同比增加 1800 万人, 2017—2020 年复合增速 11.93%。

图 17: 2017-2020 中国投资者数量



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

公司丰富产品矩阵满足 C 端用户需求。公司现有面向 C 端增值电信业务产品 35 款, 售价从 60 元至 8 万元/年不等, 按照功能分为基础行情、高低点、选股诊股、高端投资、港美股五大板块。产品价格差异化明显, 除高端投资外, 产品均价与中位价分别为 1862 元/年、998 元/年。产品功能主要是为投资者提供更为丰富、及时的信息、技术指标及基于算法和模型的选股、荐股。

表 3: 同花顺增值电信业务产品及价格 (加粗为自研 AI 产品)

功能板块	产品名称	每年费用 (元)
基础行情	<b>AI 龙头寻股手机版</b>	3272
	同花顺VIP	178
	短信股价预警	60

	避险宝	518
	热点擒龙	1152
	形态掘金	168
	神奇电波	980
高低点	<b>AI 机构探测器</b>	1952
	手机Level-2	96
	云参数	898
	<b>AI 分时顶底</b>	698
	<b>AI 波段雷达</b>	998
选股诊股	PC 短线宝	2998
	手机短线宝	1998
	早盘选股宝	3992
	涨停助手	998
	涨价概念	518
	荐股师	998
	手机高级诊股	128
	金牛情报	698
	主力密码	1952
	<b>AI 价值回归</b>	798
	壹号研报	2376
	手财经典	6948
	手财至尊	9800
	深度看盘	3576/5856
	操作总纲	298/篇
高端投资	金融大师	80000
	财富先锋至尊版	32800
	大研究内参版	19800
	同顺管家	18800
港美股	港股智能盯盘	600
	美股高级行情	998
	港股Level-2全球版	5496
	Level-2云端版	298

资料来源：同花顺 app，浙商证券研究所

**付费渗透率提升叠加 ARPU 增长，有望驱动业务进一步成长。**通过同花顺 APP 购买榜 TOP3 显示的月销量，我们可以估算公司的月付费客户数量。截至 2021 年 3 月底，手机超级 level2 (96 元/年)、神奇电波 (998 元/年) 和同花顺 VIP (178 元/年) 位列 TOP3，销量分别为 5.3 万、2.3 万和 2.3 万份。其中，Level2 是同花顺免费行情软件中的附加付费功能，与同花顺的月均活跃用户量直接相关。据此，我们预计，保守情景下公司月付费用户数为 5.3 万人，乐观情景下 9.9 万人，中性情景下 7.6 万人。

假设公司 2020 年增值电信业务收入按月均分，则保守/乐观/中性分别对应 ARPU (元/月) 为 2020.22/1081.53/1408.84。中性情景下 ARPU1408.84 元低于除高端投资外产品均价 1862 元，显示公司 ARPU 有进一步提升的空间。据 WIND 统计数据，同花顺 APP2020 年平均月活为 3535.02 万人，较 2019 年增长 6.36%。对应中性情景下的月付费人数，则付费渗透率为 0.21%，处于较低水平。随着公司月活增长和付费渗透率的提升，增值电信业务有望进一步增长。

表 4：同花顺增值付费渗透率及 ARPU 测算

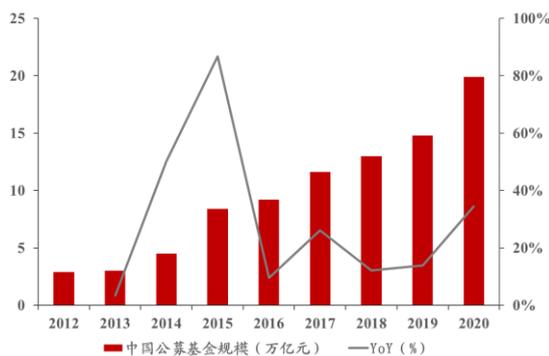
测算情景	保守	中性	乐观
2020 年增值电信业务营收(百万元)	107.07		
预计月付费用户数(万人)	5.3	7.6	9.9
ARPU 测算(元/月)	2020	1409	1082
2020 年同花顺 APP 平均月活(万人)	3535.02		
付费渗透率(%)	0.15%	0.21%	0.28%

资料来源：WIND，同花顺 APP，浙商证券研究所

## 2.2. 基金代销营收占比创新高：居民资产对权益类资产配置有望增加

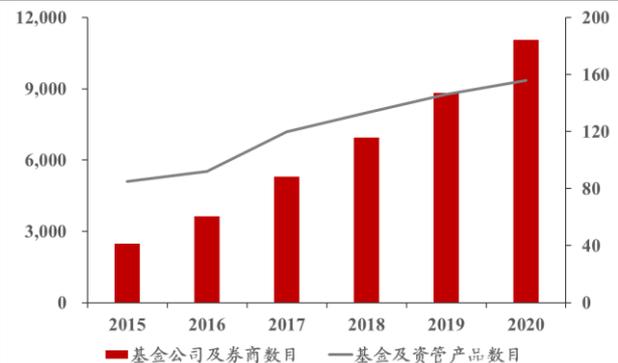
公司基金销售业务扩张迅速。近年来，国内证券市场交投活跃，投资者对基金投资需求增大，2020 年我国公募基金行业净值规模达 19.9 万亿元，同比增长 34%，对应 2012-2020 年复合增速 27.22%。公司自 2012 年获得基金销售牌照后，持续扩充销售的基金产品数量，截至 2020 年末，公司旗下爱基金平台已经覆盖 11063 款基金及券商资管产品，接入 156 家基金公司及券商资管部门。

图 18：2012-2020 年中国公募基金行业规模



资料来源：中国证券投资基金业协会，浙商证券研究所

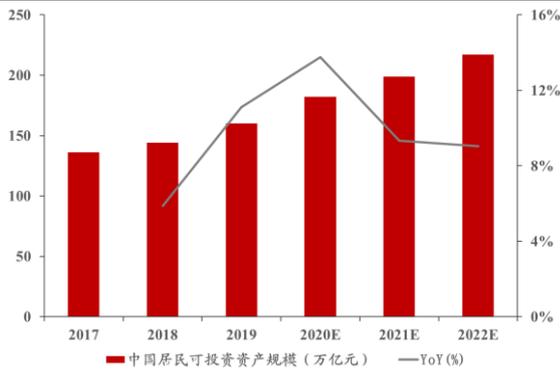
图 19：2015-2020 爱基金平台接入基金及券商规模



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

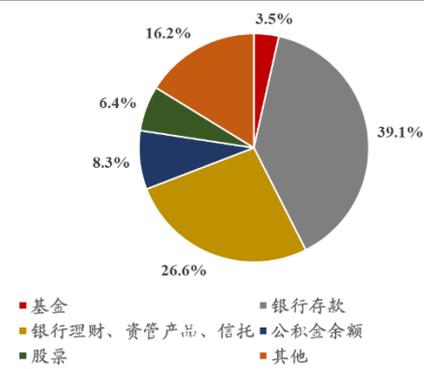
居民资产对权益类资产配置有望增加，或为基金销售业务打开广阔成长空间。根据奥纬咨询推测，到 2022 年，我国居民可投资资产规模将达到 217 万亿元，2017-2022 年 CAGR 达到 9.80%。2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况调查显示，基金资产仅占我国城镇居民金融资产的 3.5%，股票为 6.4%，银行理财、资管产品、信托合计 26.6%，加总仍低于银行存款比例 39.1%。同年，美国居民除现金及存款外的资产占比高达 88%。据 ICI，2018 年中国公募基金净值为 1.77 万亿美元，占 GDP 的 12.74%，而美国则达到 103.3%。

图 20：中国居民可投资资产规模及预测



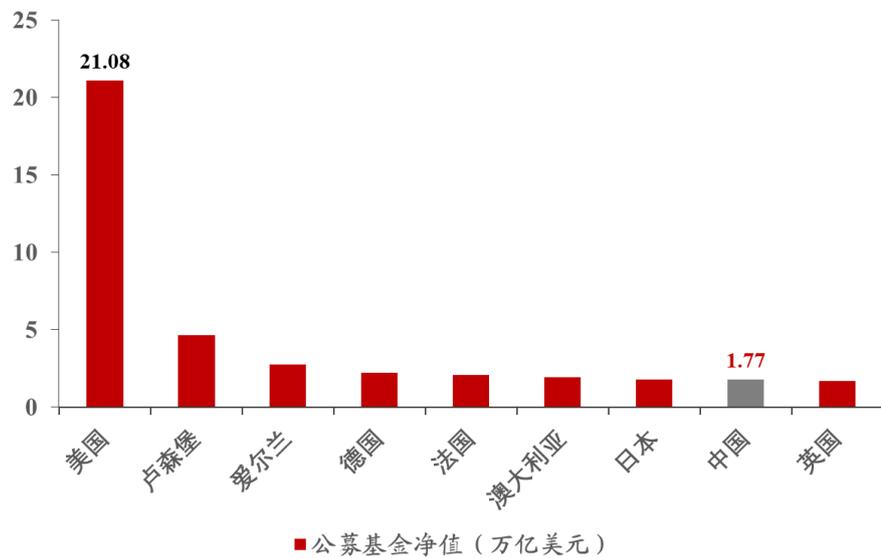
资料来源：奥纬咨询，浙商证券研究所

图 21：2019 年中国城镇居民金融资产结构



资料来源：2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况调查，浙商证券研究所

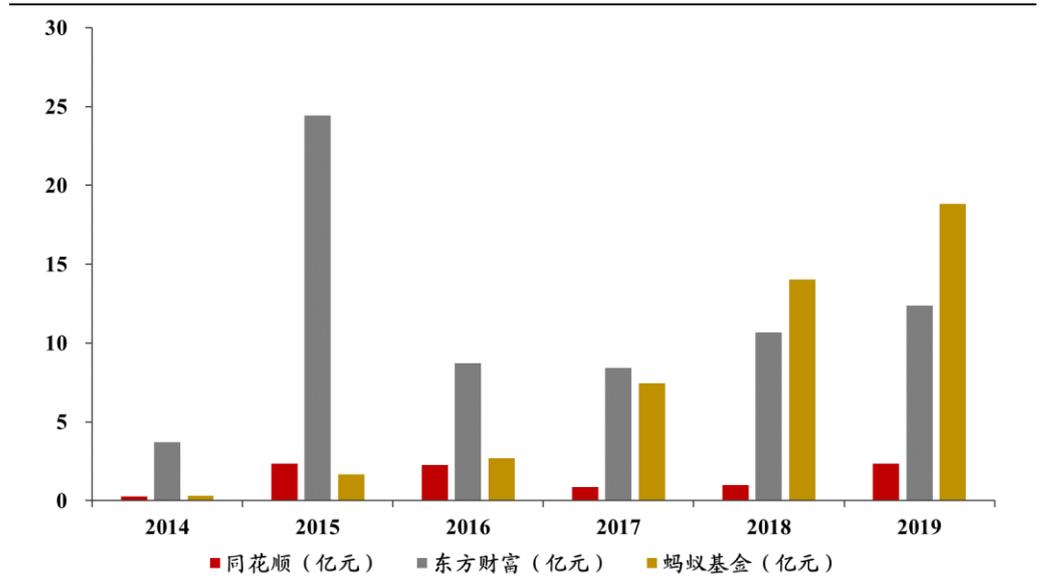
图 22：2018 年世界公募基金净值总规模排行



资料来源：ICI，浙商证券研究所

基金代销行业竞争激烈，随着全民理财和掌上理财的普及，独立基金销售机构渗透率有望提升。公司旗下“爱基金”平台上线基金公司及基金产品数量稳健增长，但因同质化、低壁垒等业务特点，面临蚂蚁基金、腾讯理财通、天天基金等巨头竞争。以天天基金网、同花顺爱基金为代表的独立基金销售机构的基金销售保有量相较于银行、直销等渠道依然具备进一步渗透的空间，尤其是对于渠道依赖度相对比较高的股票+混合类产品。

图 23：2014—2019 年同花顺基金销售及其他交易手续费等其他业务营收与其他公司对比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：东方财富口径为金融电子商务服务；蚂蚁基金口径为营业收入。

### 2.3. 广告推广业务商业模式佳：流量优势驱动业务渗透率持续提升

流量优势是与券商合作的基石。广告业务为基于自身流量向各类机构提供营销服务。客户包括券商、期货、银行信用卡开户等。同花顺软件主要使用者为 A 股个人投资者，2020 年同花顺周活跃人数即达到 1842 万人，同比增长 12.32%，数目远超券商自营 app 月活。截至 2021 年 3 月，投资者可通过同花顺 APP 进行 66 家券商的 A 股线上开户。

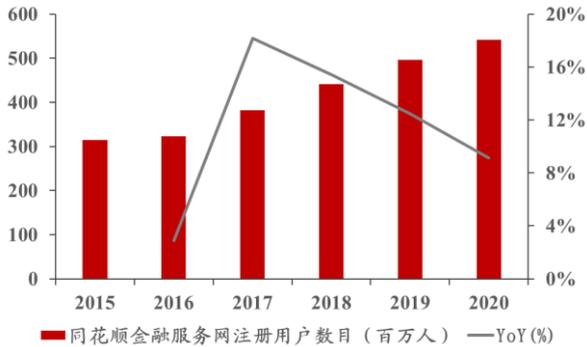
表 5：2020 年 7 月券商自研 APP 月活跃人数及排名

软件名称	券商	月活跃人数 (万人)	排名
涨乐财富通	华泰证券	1007.55	1
国泰君安君弘	国泰君安	563.55	2
平安证券	平安证券	538.78	3
小方	方正证券	532.8	4
海通 e 海通财	海通证券	523.59	5
广发证券易淘金	广发证券	522.47	6
智远一户通	招商证券	520.26	7
中信证券信 e 投	中信证券	510.24	8
蜻蜓点金	中信建投	509.17	9
中国银河证券	银河证券	449.92	10
中泰齐富通	中泰证券	435.28	11
申万宏源大赢家	申万宏源	416.43	12
金太阳	国信证券	391.47	13
安信手机证券	安信证券	386.39	14
光大金阳光	光大证券	295.58	15
长江 e 号	长江证券	228.89	16
掌中投	中金财富	222.31	17

掌证宝	东莞证券	189.07	18
华彩人生	华西证券	159.18	19
信达天下	信达证券	106.15	20

资料来源: Wind, Choice 数据, 浙商证券研究所

图 24: 同花顺金融服务网注册用户数目及增速



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 25: 同花顺广告及互联网推广业务营收及渗透率



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

注: 渗透率(市场份额)=广告及互联网推广业务营收/证券公司代理买卖证券业务净收入

开户政策的放开推动券商开户导流业务的发展。2014 年, 证券账户一人一户账户开放, 大大加强了客户的流动性。2016 年作出限制, 投资者开户数上限调整为三户, 但中国投资者数目仍在迅速增加, 券商寻求与平台的合作, 吸引平台用户开户是大势所趋。

表 6: 主要券商开户政策

时间	政策名称	颁布机构	主要内容
2013 年 3 月	《证券账户非现场开户实施暂行办法》	中国结算公司	新增见证开户及网上开户两种非现场开户方式。
2014 年 12 月	《关于取消自然人投资者 A 股等证券账户一人一户限制的通知》		投资者可根据需要在各证券公司开立最多 20 个沪、深账号。
2016 年 10 月	《证券账户业务指南修订》		将投资者开立证券账户数目上限调整为 3 户。

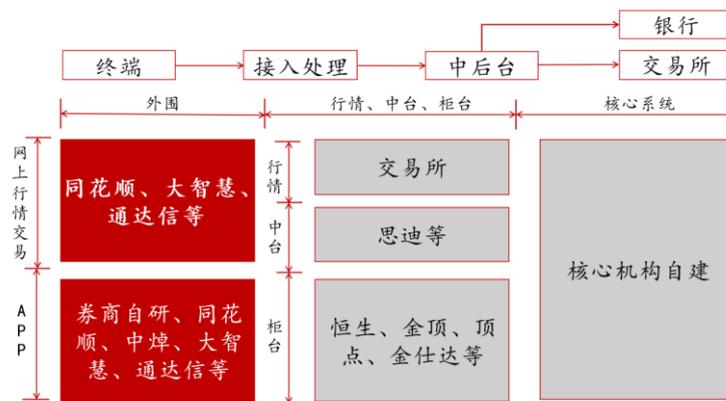
资料来源: 中国证券登记结算有限责任公司, 浙商证券研究所

渗透率提升有望打开成长空间。2020 年券商全行业代理买卖证券业务营收共计 1161.10 亿元。同花顺广告业务收入主要为导流开户广告费以及存量投资者在后续年度内的交易佣金分成收入。以公司该业务占券商全行业经纪业务收入比例计算渗透率, 则 2020 年公司广告业务渗透率为 0.72%, 近 5 年逐年递增。公司 C 端基于庞大的流量基础、操作便捷带来的用户黏性, B 端基于中立第三方的角色、与券商长期的合作关系, 在券商开户领域占据竞争优势, 渗透率有望进一步提高。年报显示, 公司已与中金财富、中信证券、中信建投证券以及华泰证券等开展开户合作。

## 2.4. 行情系统受益行业开放趋势，iFinD 终端有望带来增量

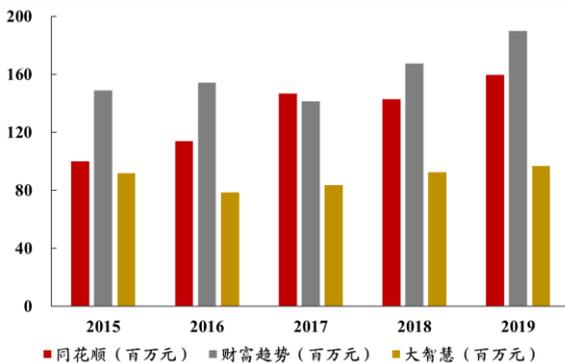
网上行情交易系统格局稳定。网上行情交易系统作为同花顺的起家业务，目前市场格局基本稳定。在证券公司信息系统前端应用领域，主要供应商为同花顺、大智慧和通达信（财富趋势软件品牌）等。网上行情交易系统业务收入主要包括初装收费、扩容收费、更新与维护收费。当前大部分券商系统已较为完善，主要以收取更新维护费用为主。目前，90%以上的国内券商同时与同花顺与通达信合作，两者该业务收入体量相近，且大幅领先于位列第三名的大智慧。自2017年开始，公司有针对性地满足客户个性化要求进行系统改造服务，实现业务增长，但由于满足客户个性化需求，增加了服务与人工成本，导致业务毛利率下滑。

图 26：网上行情交易系统行业竞争格局



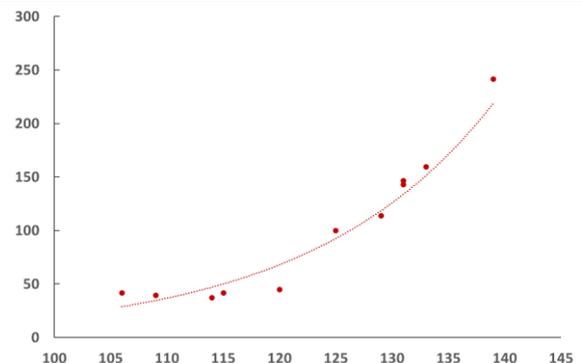
资料来源：财富趋势招股说明书，浙商证券研究所

图 27：三大网上行情交易系统销售商收入规模



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 28：中国证券公司数目与同花顺软件销售业务营收（百万元）



资料来源：证券业协会，公司公告，浙商证券研究所

注：X轴为基金公司数目，Y轴为同花顺软件销售业务营收

公司软件销售业务收入与证券公司数量高度相关，相关系数为 0.92。2015 年来，我国证券公司数目趋于稳定，2018 年至 2020 年我国券商数目由 131 家增长到 139 家。近年来，随着我国金融市场的进一步开放，外资持股比例放开后新券商及其他金融机构逐步在华设立。随着我国金融开放和资本市场改革，行业增长空间可期。

**表 7：金融行业对外开放相关政策梳理**

时间	政策名称/发布场所	发布者	主要内容
2017年11月	国新办吹风会	财政部副部长朱光耀	中方决定三年后将单个或多个外国投资者投资设立经营人身保险业务的保险公司投资比例放宽至51%，五年后比例不受限制
2018年4月	博鳌亚洲论坛	习近平主席	加大开放力度，加快保险行业开放进程，放宽外资金融机构设立限制，扩大外资金融机构在华业务范围
2018年4月	《关于放开外资保险经纪公司经营范围的通知》、《关于进一步放宽外资银行市场准入有关事项的通知》、《银保监会加快落实银行业和保险业对外开放举措》	银保监会	放开外资保险经纪公司经营范围；进一步放宽外资银行市场准入有关事项；确认银保监会尽早推动放宽外资设立机构条件、扩大外资机构业务范围等事项等
2018年5月	—	银保监会	批准工银安盛资产管理有限公司，是17年保险业加快对外开放进程以来获批的首家合资保险资管公司
2018年11月	—	银保监会	批准德国安联保险集团筹建我国首家外资保险控股公司
2019年5月	—	银保监会	拟推出12条对外开放新措施，包括：允许境外金融机构入股在华外资保险公司；允许外国保险集团公司投资设立保险类机构；允许境内外资保险集团公司参照中资保险集团公司资质要求发起设立保险类机构等
2019年7月	《关于进一步扩大金融业对外开放的有关举措》	国务院金融稳定发展委员会	推出11条金融业对外开放的进一步措施：鼓励境外金融机构参与设立、投资入股商业银行理财子公司；允许境外资产管理机构与中资银行或保险公司的子公司合资设立由外方控股的理财公司；允许境外金融机构投资设立、参股养老金管理公司；人身险外资股比限制从51%提高至100%的过渡期，由原定2021年提前到2020年；将原定于2021年取消证券公司、基金管理公司和期货公司外资股比限制的时点提前到2020年；允许外资机构获得银行间债券市场A类主承销牌照等
2019年9月	—	国家外汇管理局	取消部分投资额度限制，2019年9月，经国务院批准，国家外汇管理局决定取消合格境外机构投资者（QFII）和人民币合格境外投资者（RQFII）投资额度限制
2020年1月	—	银保监会	在全国范围内取消期货公司、合资寿险公司外资股比限制
2020年4月	—	证监会	在全国范围内取消基金管理公司外资股比限制
2020年12月	—	证监会	在全国范围内取消证券公司外资股比限制

资料来源：中国人民银行官网，银保监会官网，证监会官网，浙商证券研究所

**金融数据终端 iFinD 升级为投研一体智能化解决平台，与券商、基金和银行合作。**公司的 iFinD 产品已升级演变成提供投研一体智能化解决平台，面向用户提供金融大数据、企业库、产业图谱、研报自动化生成、舆情监控、买方标签研究体系等一整套智能化解决方案，技术实力和功能处于业内领先。iFind 官网显示，目前公司已推出面向券商、基金、银行、私募等专业金融机构的专业版、中介机构版、上市公司版、银行理财版等不同终端，以满足不同客户的需求。目前，公司的合作机构包括广发、海通、中信建投、国泰君安等券商，易方达、博时、富国、万家等基金，以及招商银行、平安银行等。

**表 8：同花顺 iFinD 金融数据终端介绍**

产品	功能介绍	产品界面
iFinD 金融数据终端	<p>是一款面向机构客户提供研究、投资决策服务的软件系统，核心功能包括不同金融品种的多维信息，若干宏观行业数据库以及资产管理系统、估值模型等研究工具。同时 iFinD 金融数据终端不断运用公司储备的各种 AI 技术对终端赋能：提升了底层金融信息的获取速度；形成了若干投资图谱；支持自然语言、语音对话，改变了传统交互模式；支持投资策略的回测与自动化交易。基于 AI 的赋能之下，iFinD 金融数据终端呈现个性化、智能化、流程化、社区化的新面貌</p>	

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

**经分析测算，降价策略有望争取超 5 亿元的金融数据终端市场空间。**金融数据终端的需求方是专业机构，由从业人员使用。因此，我们通过我国投研及投资人员数量估算 iFinD 等金融数据终端的市场空间。按照券商、基金、保险、银行理财子公司等不同机构的相关从业人员数量统计金融终端需求量，可得目前市场对金融数据终端的需求约为 4.7 万台。同时，公开中标信息显示，iFinD 主要竞对 Wind 资讯金融终端的采购均价约为 4.47 万元每端每年。按此价格推算，二级市场用户采购金融数据终端的年市场规模约为 21.2 亿元（4.7 万台\*4.47 万元每端每年）。在数据、功能和用户体验等方面没有明显差异的情况下，iFinD 金融数据终端有望凭借价格优势争取市场份额。假设以 10%至 50%的价格优惠，对应 10%至 50%的市场份额，形成敏感性分析如下表。经测算可得，当 50%的价格优惠可以换取 50%的市场份额时，iFinD 有望争取超 5 亿元的年度市场空间。

**表 9：金融数据终端需求量测算**

需求人群	人数（机构数）	需求系数	终端需求量
券商分析师	3413	1	3413
公募基金(投、研人员)	7167	1	7167
私募基金（机构数量）	24067	0.8	19254
券商营业部（机构数量）	10543	1	10543
保险（基金从业者）	1030	1	1030
券商自营和资管（投、研人员）	6006	1	6006
银行理财子公司（机构数量）	24	10	240
合计			47413

数据来源：中国证券投资基金业协会，中国银行业理财市场 2020 年度报告，中国证券业协会，每日经济新闻，浙商证券研究所

注：（1）券商分析师数据为中国证券业协会最新数据；公、私募基金、保险（基金从业者）以及券商自营和资管（投、研人员）人数（机构数）相关测算涉及数据为中基协最新数据；券商营业部数据为 2020 年数据。

（2）公募基金需求数目=（基金经理数目+投资经理数目+公募基金中研究员数目）\*1。假设每家公募基金中有 15 位研究员，且资金充足以满足每人对金融终端的需求，因此设定需求系数为 1。

（3）私募基金需求数目=私募基金机构数\*0.8。我国现有私募机构基金 24067 家，存在许多规模较小的机构，因此设定需求系数为 0.8。

（3）保险公司需求数目=保险公司中基金从业者数目\*1。我国保险公司体量庞大，基金从业者较少，因此设定需求系数为 1。

（4）券商自营和资管需求数目=（基金经理数目+投资经理数目+研究员数目）\*1。在券商自营和资管子公司中，假设研究员人数等于基金经理与投资经理之和，且预算足以满足每人对金融终端的需求，因此设定需求系数为 1。

（5）银行理财子公司需求数目=批准的银行理财子公司数目\*10。截至 2020 年底，已有 24 家银行理财子公司通过审批，假设每个银行理财子公司需要 10 台金融数据终端，因此设定需求系数为 10。

**表 10：Wind 资讯终端 2020 年部分中标情况**

机构	采购内容	采购时间	采购模式	使用期限	总价格	每年单价	采购均价
深圳市智慧城市产投私募基金管理有限公司	1 个 Wind 资讯终端	2020 年 8 月 7 日	二级市场客户采购	1 年	39800	39800	44667
深业资本（深圳）有限公司	1 个 Wind 资讯终端	2020 年 8 月 18 日	二级市场客户采购	1 年	54400	54400	
深圳市城市公共安全技术有限公司研究院有限公司	1 个 Wind 资讯终端	2020 年 9 月 28 日	二级市场客户采购	1 年	39800	39800	

数据来源：天眼查，浙商证券研究所

**表 11：敏感性分析**

对应市场空间		年收费相对折扣				
		10%	20%	30%	40%	50%
市场份额	10%	1.91	1.69	1.48	1.27	1.06
	20%	3.81	3.39	2.96	2.54	2.12
	30%	5.72	5.08	4.45	3.81	3.18
	40%	7.62	6.78	5.93	5.08	4.24
	50%	9.53	8.47	7.41	6.35	5.29

数据来源：浙商证券研究所

### 3. 盈利预测

#### 3.1. 业务拆分及收入成本预测

**1、增值电信业务：**主要面向 C 端用户为主，采用“平台免费、增值服务收费”的方式，向个人投资者提供金融资讯和投资理财分析工具等增值服务。

- **收入：**增值电信业务收入 = 月活跃用户数 \* 付费渗透率 \* ARPU 值。根据前文推算，中性情景下 2020 年公司月付费用户数为 7.6 万，对应 ARPU 为 1408.84 元，付费渗透率为 0.21%。假设随着经济发展个人消费能力提升，C 端客户购买意愿和力度有望提高，叠加公司产品线增加，未来公司付费渗透率有望每年提升 2 bp，ARPU 有望每年增长 5%，月活 2021/2022/2023 分别增长 6%/5.5%/5%，则增值电信业务业务 2021/2022/2023 增速分别为 21.65%/20.20%/18.90%。

**表 12：增值电信业务增速预测**

单位：万人	2020			2021E			2022E			2023E		
情景	保守	中性	乐观	保守	中性	乐观	保守	中性	乐观	保守	中性	乐观
月活跃用户数		3535.02			3747			3953			4151	
用户增速		6.36%			6.00%			5.50%			5.00%	
月付费用户数	5.3	7.6	9.9	6.37	8.81	11.24	7.51	10.08	12.65	8.71	11.41	14.12
付费渗透率	0.15%	0.21%	0.28%	0.17%	0.23%	0.30%	0.19%	0.25%	0.32%	0.21%	0.27%	0.34%
ARPU (元)	2020	1409	1082	2046	1479	1159	2085	1553	1237	2136	1631	1319
ARPU 增速					5%			5%			5%	
增值电信业务业务收入(百万)		107.07			130.26			156.57			186.16	
YoY					21.65%			20.20%			18.90%	

资料来源：WIND，浙商证券研究所

- **毛利率：**2016 年至 2020 年，公司该板块毛利率保持在 90%水平，分别为 91%、89%、88%、87%、90%。未来随着公司付费用户有望增加，规模效应体现，预计 2021/2022/2023 年该板块毛利率逐步提升分别为 90%/90.5%/91%。

**2、基金销售及其他手续费业务：**主要是公司旗下“爱基金”品牌开展的第三方基金代销业务以及公司旗下子公司开展的黄金经纪业务、期货交易业务和互联网保险经纪业务等。

- **收入：**如前文分析，在中国居民可投资资产由存款向理财、基金、股票等权益类资产增加的逻辑下，中国居民投往理财、基金、股票等资产的份额有望提升。对标 2019 年美国居民除现金及存款外的资产占比高达 88%，假设中国 10 年达到美国结构，则该类资产占比每年约增长 4%。叠加中国居民可投资资产规模增速，预计 2021/2022/2023 中国居民投往该类资产的规模增速为 20.3%/19.0%/18.1%。在与蚂蚁财富、东方财富等的竞争环境下，预计公司该业务板块增速与行业持平。
- **毛利率：**2016 年至 2020 年，公司该板块毛利率整体波动向上，分别为 86%、74%、85%、93%、91%。未来随着公司业务与行业龙一龙二展开竞争，毛利率或有所下降，预计 2021/2022/2023 年该板块毛利率分别为 90.5%/90%/90%。

**3、广告及互联网推广业务：**公司基于自身流量向各类机构提供营销服务，包括券商、期货、银行信用卡开户等。由于同花顺用户的交易型属性，其广告收入以券商开户为主。

- **收入：**如前文分析，以公司该业务占券商全行业经纪业务收入比例计算渗透率，近 5 年逐年递增。公司在券商开户领域占据竞争优势，渗透率有望进一步提高。假设：(1)

该板块收入主要为券商开户部分；（2）市场交易相对平稳，券商交易佣金保持年化6%~8%的增速且公司广告业务渗透率稳步提升。预计该板块业务2021/2022/2023增速分别为20.0%/20.4%/17.8%。

**表 13：广告及互联网推广业务增速预测**

单位：百万元	2020	2021E	2022E	2023E
券商经纪业务收入	116110	125399	134177	142227
增长率	47.42%	8%	7%	6%
券商开户分成渗透率	0.72%	0.80%	0.90%	1.00%
公司广告业务收入	835.74	1003.19	1207.59	1422.27
YoY	80.89%	20.04%	20.38%	17.78%

资料来源：WIND，浙商证券研究所

- **毛利率：**2016年至2020年，公司该板块毛利率分别为97%、98%、97%、95%、97%。鉴于公司在业内居于优势地位，预计未来该板块毛利率有望维持在97%水平。

**4、软件销售及维护业务：**主要是与证券公司合作开发网上行情与交易软件，收取软件开发费用以及后续维护更新费用，还包括iFinD金融数据终端业务部分收入等。

- **收入：**如前文分析，公司软件销售业务收入与证券公司数量高度相关。2020年，由于证券市场回暖，券商对行情系统需求增加，公司该板块业务收入同比增长51.23%。在我国资本市场改革、金融对外开放的大背景下，预计行业对网上行情交易系统需求将相应增长；同时，公司iFinD金融数据终端有望以低价策略逐步争取市场份额。综合考虑，假设公司该板块业务有望每年以15%的增速增长。
- **毛利率：**2016年至2020年，公司该板块毛利率整体下行，分别为90%、87%、85%、86%、84%。主要是因为近年来公司满足客户个性化需求，增加了服务与人工成本，导致业务毛利率下滑。考虑到未来该情况可能延续，且iFinD可能以低价策略争取市场份额，预计2021/2022/2023年该板块毛利率分别为83%/82%/81%。

**表 14：营收预测**

单位：百万元	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
增值电信服务	997.82	860.26	823.22	885.26	1284.86	1563.08	1878.87	2233.93
YoY	22.70%	-13.79%	-4.31%	7.54%	45.14%	21.65%	20.20%	18.90%
软件销售及维护	113.89	146.56	142.71	159.65	241.45	277.67	319.32	367.22
YoY	14.16%	28.69%	-2.63%	11.87%	51.24%	15.00%	15.00%	15.00%
广告及互联网业务推广服务	395.66	315.07	320.35	462.02	835.74	1003.19	1207.59	1422.27
YoY	35.23%	-20.37%	1.67%	44.22%	80.89%	20.04%	20.38%	17.78%
基金销售及其他交易手续费等其他业务	226.29	87.81	100.62	235.17	481.66	579.32	689.14	813.76
YoY	-4.26%	-61.20%	14.58%	133.73%	104.82%	20.27%	18.96%	18.08%
总营收	1733.66	1409.70	1386.89	1742.09	2843.71	3423.26	4094.92	4837.18
YoY	20.23%	-18.69%	-1.62%	25.61%	63.24%	20.38%	19.62%	18.13%

资料来源：WIND，浙商证券研究所

### 3.2. 费用率分析与预测

**销售费用率：**2018-2020年，公司销售费用率分别为10.68%、11.44%、10.13%。销售费用中，工资薪酬占比超八成，销售人员增速与公司业绩增速相关性较强。公司在2021年经营计划中指出，将加大品牌推广力度，优化营销团队。预计公司未来三年销售费用率维持稳定在10%水平。

**表 15：销售费用明细**

单位：百万元	2018	2019	2020
销售费用	148.18	199.29	288.02
工资薪酬	124.41	172.48	252.70
占比	84%	87%	88%
销售人员	963	1091	1468
YoY	5%	13%	35%
人均薪酬（万元）	12.92	15.81	17.21

资料来源：WIND，浙商证券研究所

**管理费用率：**2018-2020年，公司管理费用率分别为7.60%、6.04%、4.10%，伴随公司营收增长呈下降趋势，费用构成中工资薪酬占比近半。考虑到公司管理人员增速相对平稳，预计公司未来三年管理费用率有望稳定在4%水平。

**表 16：管理费用明细**

单位：百万元	2018	2019	2020
管理费用	105.45	105.26	116.69
工资薪酬	45.30	50.18	57.33
占比	43%	48%	49%
管理人员	119	128	134
YoY	-77%	8%	5%
人均薪酬（万元）	38.07	39.20	42.78

资料来源：WIND，浙商证券研究所

**研发费用率：**2018-2020年，公司研发费用率分别为28.56%、26.69%、20.58%。近年来公司不断投入新技术和新产品的研发，且在2021年经营计划中指出将立足金融信息服务主业，继续加大研发创新。预计公司未来三年研发费用率维持在21%水平。

**表 17：费用率预测**

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业费用率	11.44%	10.13%	10%	10%	10%
管理费用率	6.04%	4.10%	4%	4%	4%
研发费用率	26.69%	20.58%	21%	21%	21%

资料来源：WIND，浙商证券研究所

### 3.3. 盈利预测、估值分析与投资评级

**盈利预测：**预计公司 2021-2023 年实现营业收入 34.23、40.95 和 48.37 亿元，同比增速分别为 20.38%、19.62%、19.13%；实现归母净利润分别为 19.46、23.43、27.78 亿元，同比增速分别为 12.91%、20.35%、18.57%；EPS（最新摊薄）分别为 3.62、4.36、5.17 元。

**估值分析：**考虑公司为面向 C 端和 B 端的互联网金融信息服务提供商，我们选取国内领先的互联网金融服务平台综合运营商东方财富、国内领先的金融软件和网络服务供应商恒生电子作为可比公司，2021E 平均 P/E 为 51.07。可比公司中，东方财富具备券商牌照，恒生电子在 B 端处于龙头地位。同时，最近 5 年公司 P/E 倍数 50 分位值约为 38.86。结合公司现有业务发展情况，综合考虑，予以公司 2021 年 40 倍目标 P/E，对应目标市值为 778.49 亿元，目标价 144.81 元/股。首次覆盖，予以“买入”评级。

**表 18：可比公司估值对比（2021 年 4 月 22 日）**

代码	名称	EPS（摊薄）				P/E			
		2020E	2021E	2022E	2023E	TTM	2021E	2022E	2023E
	均值	1.39	1.10	1.37	1.08	102.31	51.07	40.99	28.30
300059	东方财富	0.58	0.72	0.91	1.08	54.98	42.12	33.61	28.30
600570	恒生电子	1.19	1.47	1.83	-	89.02	60.03	48.36	-

资料来源：WIND，浙商证券研究所；注：东方财富、恒生电子盈利预测为 WIND 一致预期。

### 4. 风险提示

- (1) 付费用户数量增加低于预期；
- (2) 市场交易量下降的风险；
- (3) 流量变现低于预期的风险。

## 表附录：三大报表预测值

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	6209	7863	10071	12746	<b>营业收入</b>	2844	3423	4095	4837
现金	6125	7754	9946	12604	营业成本	237	289	341	395
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	26	44	51	55
应收账款	44	40	51	61	营业费用	288	342	409	484
其它应收款	30	59	65	70	管理费用	117	137	164	193
预付账款	0	0	0	0	研发费用	585	719	860	1016
存货	0	0	0	0	财务费用	(139)	(102)	(129)	(165)
其他	10	10	10	10	资产减值损失	1	1	1	1
<b>非流动资产</b>	947	980	1011	1031	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	16	13	14	14
长期投资	2	1	1	1	其他经营收益	70	64	69	67
固定资产	419	451	476	491	<b>营业利润</b>	1815	2070	2481	2940
无形资产	363	361	358	356	营业外收支	(0)	0	1	0
在建工程	157	163	171	178	<b>利润总额</b>	1814	2070	2481	2940
其他	6	5	5	5	所得税	90	124	139	162
<b>资产总计</b>	7156	8843	11083	13777	<b>净利润</b>	1724	1946	2342	2777
<b>流动负债</b>	1791	2077	2477	2913	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	1724	1946	2342	2777
应付款项	44	64	72	81	<b>EBITDA</b>	1764	1997	2383	2808
预收账款	0	0	0	0	<b>EPS (最新摊薄)</b>	3.21	3.62	4.36	5.17
其他	1747	2013	2405	2832	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	141	49	64	85		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	<b>成长能力</b>				
其他	141	49	64	85	营业收入	63.23%	20.38%	19.62%	18.13%
<b>负债合计</b>	1931	2126	2542	2998	营业利润	90.75%	14.05%	19.84%	18.51%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	92.05%	12.89%	20.35%	18.58%
归属母公司股东权益	5224	6717	8541	10779	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	7156	8843	11083	13777	毛利率	91.66%	91.57%	91.67%	91.84%
					净利率	60.62%	56.85%	57.20%	57.42%
					ROE	37.42%	32.60%	30.70%	28.75%
					ROIC	30.53%	27.33%	25.77%	24.10%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	26.99%	24.04%	22.93%	21.76%
					净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.47	3.79	4.07	4.38
					速动比率	3.47	3.79	4.07	4.38
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.46	0.43	0.41	0.39
					应收帐款周转率	89.70	80.87	87.46	82.30
					应付帐款周转率	5.56	5.36	5.02	5.15
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	3.21	3.62	4.36	5.17
					每股经营现金	3.84	3.78	4.90	5.72
					每股净资产	9.72	12.49	15.89	20.05
					<b>估值比率</b>				
					P/E	38.32	33.94	28.20	23.78
					P/B	12.65	9.83	7.73	6.13
					EV/EBITDA	34.40	29.22	23.58	19.07

<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	2066	2032	2632	3075
净利润	1724	1946	2342	2777
折旧摊销	41	31	34	37
财务费用	(139)	(102)	(129)	(165)
投资损失	(16)	(13)	(14)	(14)
营运资金变动	996	260	382	418
其它	(539)	(90)	16	22
<b>投资活动现金流</b>	101	(52)	(51)	(43)
资本支出	(41)	(66)	(65)	(57)
长期投资	(2)	1	(0)	(0)
其他	144	12	14	14
<b>筹资活动现金流</b>	(457)	(352)	(389)	(374)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(457)	(352)	(389)	(374)
<b>现金净增加额</b>	1710	1629	2191	2658

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>