

高景气凸显低估值，关注三个预期差

同花顺(300033)

评级:	买入	股票代码:	300033
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	187.99/105.0
目标价格:		总市值(亿)	738.18
最新收盘价:	137.31	自由流通市值(亿)	373.42
		自由流通股数(百万)	271.95

事件概述

2021年8月20日，公司发布2021H1财报，上半年实现营收13.3亿元，同比增长33.9%；实现归母净利润5.8亿元，同比增长31.4%；实现扣非归母净利润5.7亿元，同比增长33.5%，业绩符合预期。

分析判断：

▶ 2C 资本市场 IT 景气高昂，关注运营、终端、代销三预期差

公司业绩增长的主要原因是证券市场交投活跃，继而带动 2C 金融信息服务需求、2C 基金投资需求继续稳中向好。具体而言，电信增值业务收入同比增长 34.3% (7.8 亿元)；基金代销业务收入翻倍大增 113.1%。我们认为，尽管 2021 年上半年市场行情较此前两年有所震荡，但结构性行情仍能引发较强赚钱效应、交投处于高位，在此背景下 2C 投资者以炒股票、买基金等方式积极参与资本市场，公司作为证券 IT 2C 龙头持续受益：1) 个人投资者持续入场、手炒软件高频活跃，Level 2 等电信增值产品带来增量收入；2) 基金市场联动向好，公司顺势加码基金代销宣传、同时全面打通手炒软件与“爱基金”的内部导流机制，年内基金代销有望进一步超预期，并打开财富管理长逻辑。

但值得注意的是，我们认为公司业务层面仍有三点预期差值得重点关注：

1、合作运营业务 H1 大增 82.3% 仅体现部分结算，全年增速或更乐观：公司与券商的合作运营业务（广告业务口径）收入达到 2.7 亿元，同比增长 82.3%。但从历史情况来看，该业务的阶段更多集中于 Q4，判断全年增长或更乐观。此外，认为 2020H2 通过的《证券公司租用第三方网络平台开展证券业务活动管理规定（试行）》，进一步推动公司合作运营业务加速发展。

2、同类型竞品价格持续上涨凸显 iFind 性价比，2B 信息终端有望放量：面对 wind 所卡位的巨大市场，公司大力推广 iFind 系统，以高举高打的低价模式取得份额扩张，H1 营收同比增涨 26.1% 至 0.9 亿元。而更重要 2021 年中来看，业内部分竞品持续涨价趋势正在引发格局明显变化的可能性，iFind 性价比优势或成胜负手，推动 H2 业绩加速放量。

3、基金代销业务翻倍增速已追上东方财富，但仍未在表现有效体现：H1 的基金销售翻倍大增 113.1%，已经反超行业领军东方财富（同期 110.0%），反映公司强势追赶态势、与其内部强化导流战略高度相关，判断低基数效应下增速优势或阶段性扩大。但值得注意的是，表现口径下基金代销业务所属“基金销售及其他交易手续费”在 H1 反而同比下滑 2.7% 至 1.8 亿元，大概率与黄金代销有关。此前一年，跟公司黄金代销业务强势崛起、贡献一定增量，但随着“中行原油宝”事件暴雷，针对类期货产品的监管开始加码，公司旗下“掌上猎金”等 APP 与银行的代销合作出现短期调整。但考虑黄金代销基数有限，且为一次性调整，预计对全年业绩影响有限，公司也将聚焦基于“爱基金”平台的大财富管理主逻辑。

▶ APP 月活流量优势明显，万亿交投新常态下流量变现乐观

近年来公司持续加码研发，产品高频迭代，带来更佳的用户体验。结合良好的交投环境，APP 月活数和使用时长两项指标不断提升，流量虹吸效应明显。根据易观千帆数据，当前公司旗下同花顺 APP 月活数已经超过 3000 万人，大幅领先第二位的东方财富（1400 万+）大智慧（800 万+）。事实上，公司在月活用户上的优势由来已久，在 2014/2015 市场投资情绪高涨期间，同花顺 APP 月活用户数增势迅猛，增幅远超东方财富和大智慧。而后续 2016/2018 年股市低迷期间，判断受到银行理财类 APP 分流影响，证券类 APP 整体增长趋缓，但

公司 APP 表现仍优于其他证券类 APP。当前公司的月活数已经远超东方财富的 2 倍、大智慧的 3 倍，且领先优势不断扩大，为后续流量变现提供基石保障。

而从当前大背景来看，7 月底以来沪深两市成交额连续第 23 个交易日突破 1 万亿元，交投活跃、万亿已成新常态。公司稳居手炒软件赛道流量龙头，有望消化赛道高景气、超预期兑现业绩。

► 聚焦先行指标：预收款 & 现金流变化趋势，验证预期差

从业务逻辑来看，公司电信增值业务的特点是用户先以现金购买增值服务，并以年费的购买形成预收款，后续再逐月确认为收入，最终转化成利润。此外，同样具备预收属性的还有代销及广告业务等。综合来看，公司业务模式的传导路径为：“经营性现金流 → 预收款项 → 营业收入 → 净利润”，可见营业收入、净利润的体现具有相对滞后性，而预收账款、经营性现金流才是更优的前瞻性指标。

1、预收款方面，2021H1 公司合同负债为 10.8 亿元，环比 Q1 (10.7 亿元) 基本持平，合同负债金额达到历史最高值区域，为后续收入确认、利润释放奠定基础。

2、现金流方面，H1 公司销售商品收到的现金流为 15.2 亿元，同比增长 15.7%，而 Q1 单季同比增速为 35.4%，即 Q2 现金流同比增速出现季度环比下降，判断主要与代销业务调整有关（黄金等），系一次性影响，判断 H2 大概率边际改善。

基于 2021 开年至今活跃的市场交投情况，以及上文分析的三点预期差，我们认为重点在于持续跟踪 Q3 预收款及现金流指标。当前公司 2021 年估值约为 30 倍、2022 年估值略高于 20 倍，处于历史级底部，乐观看待基本面逻辑验证带动的估值反转趋势。

投资建议

维持盈利预测不变，预计 2021-2023 年营收为 39.5/52.4/67.9 亿元，分别同比+38.9%/32.7%/29.5%；三年间归母净利润为 24.3/33.3/44.6 亿元，分别同比+41.0%/36.8%/34.2%，考虑基本面预期差及超跌估值，维持“买入”评级。

风险提示

行业竞争加剧；金融科技创新政策落地不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,742	2,844	3,949	5,241	6,788
YoY (%)	25.6%	63.2%	38.9%	32.7%	29.5%
归母净利润(百万元)	898	1,724	2,430	3,326	4,462
YoY (%)	41.6%	92.0%	41.0%	36.8%	34.2%
毛利率 (%)	89.6%	91.7%	91.8%	91.9%	92.7%
每股收益 (元)	1.67	3.21	4.52	6.19	8.30
ROE	22.5%	33.0%	31.8%	30.3%	28.9%
市盈率	82.23	42.82	30.37	22.20	16.54

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：刘泽晶

邮箱：liuzj1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520020002

联系电话：

分析师：刘忠腾

邮箱：liuzt1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520050001

联系电话：0755-82533391

分析师：孔文彬

邮箱：kongwb@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520090002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,844	3,949	5,241	6,788	净利润	1,724	2,430	3,326	4,462
YoY (%)	63.2%	38.9%	32.7%	29.5%	折旧和摊销	41	30	30	35
营业成本	237	324	423	497	营运资金变动	311	568	659	483
营业税金及附加	26	48	56	77	经营活动现金流	2,066	2,936	3,873	4,818
销售费用	288	355	446	543	资本开支	-370	-143	-147	-127
管理费用	117	229	283	356	投资	-2	-50	-220	-295
财务费用	-139	-179	-258	-363	投资活动现金流	101	-101	-218	-249
资产减值损失	0	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	16	87	94	68	债务募资	0	50	50	50
营业利润	1,815	2,568	3,520	4,726	筹资活动现金流	-457	78	85	91
营业外收支	0	7	3	3	现金净流量	1,672	2,913	3,740	4,660
利润总额	1,814	2,575	3,523	4,729	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	90	144	197	267	成长能力 (%)				
净利润	1,724	2,430	3,326	4,462	营业收入增长率	63.2%	38.9%	32.7%	29.5%
归属于母公司净利润	1,724	2,430	3,326	4,462	净利润增长率	92.0%	41.0%	36.8%	34.2%
YoY (%)	92.0%	41.0%	36.8%	34.2%	盈利能力 (%)				
每股收益	3.21	4.52	6.19	8.30	毛利率	91.7%	91.8%	91.9%	92.7%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率率	60.6%	61.5%	63.5%	65.7%
货币资金	6,125	9,038	12,779	17,439	总资产收益率 ROA	24.1%	23.6%	23.0%	22.8%
预付款项	0	0	0	0	净资产收益率 ROE	33.0%	31.8%	30.3%	28.9%
存货	0	0	0	0	偿债能力 (%)				
其他流动资产	84	168	423	764	流动比率	3.47	3.77	4.15	4.85
流动资产合计	6,209	9,206	13,201	18,203	速动比率	3.47	3.77	4.15	4.85
长期股权投资	2	52	97	142	现金比率	3.42	3.70	4.02	4.64
固定资产	419	489	559	604	资产负债率	27.0%	25.8%	24.1%	21.3%
无形资产	363	363	363	363	经营效率 (%)				
非流动资产合计	947	1,112	1,272	1,407	总资产周转率	0.40	0.38	0.36	0.35
资产合计	7,156	10,318	14,473	19,609	每股指标 (元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	3.21	4.52	6.19	8.30
应付账款及票据	44	67	83	100	每股净资产	9.72	14.24	20.42	28.72
其他流动负债	1,747	2,375	3,099	3,656	每股经营现金流	3.84	5.46	7.20	8.96
流动负债合计	1,791	2,442	3,182	3,756	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	50	100	150	估值分析				
其他长期负债	141	171	211	261	PE	42.82	30.37	22.20	16.54
非流动负债合计	141	221	311	411	PB	12.76	9.64	6.72	4.78
负债合计	1,931	2,663	3,493	4,167					
股本	538	538	538	538					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	5,224	7,655	10,980	15,442					
负债和股东权益合计	7,156	10,318	14,473	19,609					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

刘泽晶（首席分析师）：2014-2015年新财富计算机行业团队第三、第五名，水晶球第三名，10年证券从业经验。

刘忠腾（分析师）：计算机+金融复合背景，3年IT产业+3年证券研究从业经验，深耕云计算和信创产业。

孔文彬（分析师）：金融学硕士，3年证券研究经验，主要覆盖金融科技、人工智能、网络安全研究方向。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

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

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

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

华西证券免责声明

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

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

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

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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