

2021年10月28日

# 同花顺 (300033.SZ)

## 深度分析

### 危机并存的金融信息服务业龙头

#### 投资要点

- ◆ **同花顺概况**：初创于1994年，去年末注册用户超5.4亿，今年MAU约3100万，MAU达东方财富+天天基金+大智慧之和。轻资产+高毛利运营，盈利能力突出，最初以网上行情交易系统起家，2006年推出金融资讯和数据服务，2012年取得基金代销牌照，2014年开始与券商等金融机构合作导流。受益于资本市场扩容和业务链延展，最近10年净利润CAGR 43.0%。
- ◆ **金融信息服务业“红海”or“蓝海”**？金融信息服务多以免费资讯聚集流量，然后通过广告、增值服务、业务线拓展等方式变现，看似门槛低、竞争激烈。但我们认为关键看三方面：1) 规模效应：同花顺抓住了移动互联网普及的时间窗口，海量用户远超同业；2) 数据源全面及时：目前，同时取得上交所、上期所实时数据授权的公司仅9家且战略侧重各异，直面竞争少；3) 产品线丰富度：同花顺深耕金融资讯近30年，研发团队规模与投入非竞争对手可比。
- ◆ **同花顺的危与机**：公司注册用户连续10年正增长，但MAU自2017中期停滞，用户活跃度有待提升。强监管下，与金融机构合作的主动权和持续性面临不确定性。此外，机构化趋势下，市场担忧其零售业务基本盘受到冲击。对此，我们认为零售市场仍在增长中，同时公司已布局私募业务，通过iFind、智能交易系统、私募通平台等为私募客户提供一站式服务；并大力发展人工智能技术，力图在语音识别和文本挖掘/分类领域打造技术壁垒。
- ◆ **投资建议**：我们预测2021-23年归母净利润22.12亿元、27.35亿元和33.54亿元，同比+28%、24%和23%。我们认为公司盈利能力强，ROE超30%，业绩表现良好，重视中小股东权益。目前股价对应2021E PE 27.1x，负面预期已过度反映。参考历史和可比公司，基于40x 2021E PE得出目标价164.6元，维持“买入-A”。
- ◆ **风险提示**：政策风险、市场需求下滑、竞争加剧、科技投入产出比低于预期等。

#### 财务数据与估值

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,742	2,844	3,733	4,661	5,654
YoY(%)	25.61%	63.23%	31.27%	24.86%	21.32%
净利润(百万元)	898	1,724	2,212	2,735	3,353
YoY(%)	41.61%	92.05%	28.32%	23.63%	22.59%
毛利率(%)	0.14%	0.17%	0.18%	0.20%	0.22%
EPS(摊薄/元)	1.67	3.21	4.11	5.09	6.24
ROE(%)	24.93%	38.37%	36.82%	35.96%	35.62%
P/E(倍)	66.7	34.7	27.1	21.9	17.9
P/B(倍)	15.0	11.5	8.8	7.1	5.8
净利率(%)	51.53%	60.62%	59.26%	58.68%	59.30%

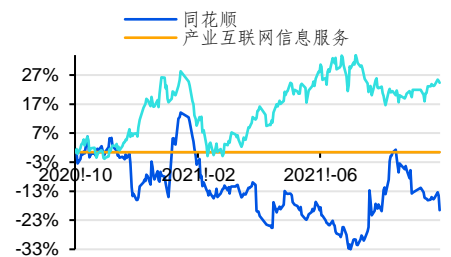
数据来源：贝格数据，华金证券研究所

投资评级 **买入-A(维持)**  
 股价(2021-10-27) 111.42元

#### 交易数据

总市值(百万元)	59,899.39
流通市值(百万元)	30,300.73
总股本(百万股)	537.60
流通股本(百万股)	271.95
12个月价格区间	91.25/164.96元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-14.54	14.56	-44.81
绝对收益	-12.14	16.92	-19.98

#### 分析师

崔晓雁  
 SAC执业证书编号：S0910519020001  
 021-20377098

#### 报告联系人

王德坤  
 wangdekun@huajinsec.com

#### 相关报告

同花顺：业绩符合预期，创新业务后劲十足  
 2017-02-11  
 同花顺：高预收平缓业绩，“智能投顾”助跑  
 2016-08-24

## 内容目录

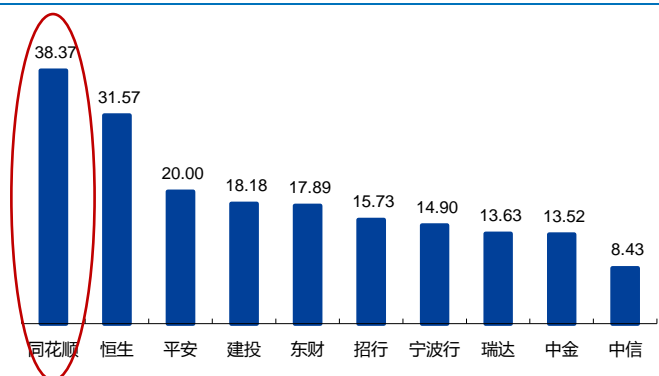
一、高毛利高 ROE 的金融信息服务业龙头 .....	3
(一) 高 ROE、高净利润率，盈利能力突出 .....	3
(二) 轻资产、低杠杆，与证券市场景气密切正相关 .....	4
(三) 金融信息服务业 .....	6
1、行业概况：高门槛的蓝海市场 .....	6
2、可比公司选择及比较 .....	8
二、同花顺详解 .....	10
(一) 乘移动互联网东风，聚集流量奠定行业地位 .....	10
(二) 流量变现路径解析 .....	11
1、行情交易软件：起家业务 .....	11
2、增值电信业务：贡献半壁江山 .....	12
3、广告与互联网业务推广 .....	15
4、金融产品销售 .....	16
(三) 危机并存的未来 .....	18
1、潜在风险：用户流失与机构化冲击 .....	18
2、机遇：私募业务与人工智能 .....	19
(1) 私募业务：零售与机构业务交叉区域 .....	19
(2) 人工智能：期待公司在细分领域打造出独特的技术优势 .....	21
三、财务分析与盈利预测 .....	24
(一) 财务分析 .....	24
(1) 收入、利润季节性波动较强 .....	24
(2) 合同负债创新高，为未来业绩提供支撑 .....	24
(3) 主要收入增长点及成本费用率 .....	25
(二) 盈利预测 .....	26
四、估值推导与投资建议 .....	28
(一) 估值推导 .....	28
(二) 投资建议 .....	29
1、管理层持股，与中小股东利益一致 .....	29
2、投资建议：“买入-A”评级 .....	30
风险提示 .....	31

## 一、高毛利高 ROE 的金融信息服务业龙头

### (一) 高 ROE、高净利润率，盈利能力突出

2018 年至 H121，同花顺 ROE（摊薄）分别达到 20.23%、24.93%、38.37%和 11.13%（全年预期 36.8%），净利润率分别 45.71%、51.53%、60.62%和 43.48%（全年预期 59.3%），盈利能力居全部 A 股上市公司前列，金融相关上市公司领先地位，高于同为金融科技的东方财富、恒生电子等公司。

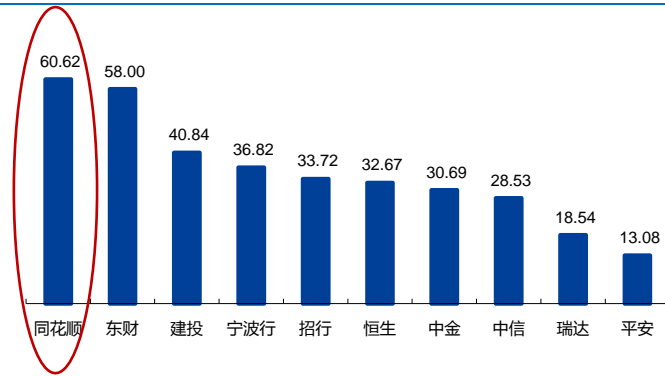
图 1：2020 年同花顺 ROE 与主要金融类上市公司比较（%）



资料来源：WIND，华金证券研究所，

注：同花顺业务季节性较强，H1 数据偏低，故使用 2020 年度数据

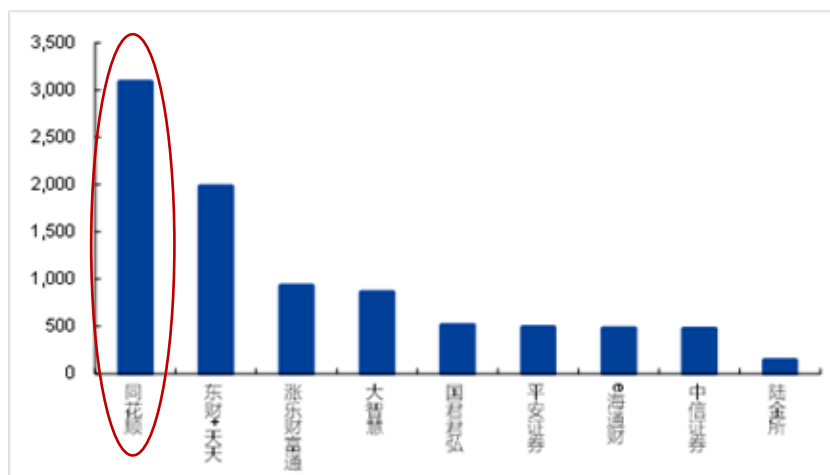
图 2：2020 年同花顺净利润率与主要金融类上市公司比较（%）



资料来源：WIND，华金证券研究所

同花顺 ROE、净利润率较高，一方面受益于金融信息服务业务的轻资产模式，另一方面则受益于庞大用户积累下，成本刚性带来的规模效应。根据 WIND 和易观千帆数据，同花顺目前月活跃用户 3000 多万户，是所有证券类 app 中最高的且优势明显。同时，不可否认的是，随着移动互联网普及，各垂直领域龙头用户数增长均遭遇瓶颈，同花顺月活数自 2017 年中期已增长乏力，甚至面临下滑压力。但我们认为，正是由于公司在用户拓展上已完成积累且趋于稳定，营销引流支出才不会对公司业绩产生压力。

图 3：2021 年证券类 APP 月活用户数比较（万户）



资料来源：WIND，易观千帆，华金证券研究所，注：WIND 最新数据更新于 2021 年 5 月 12 日

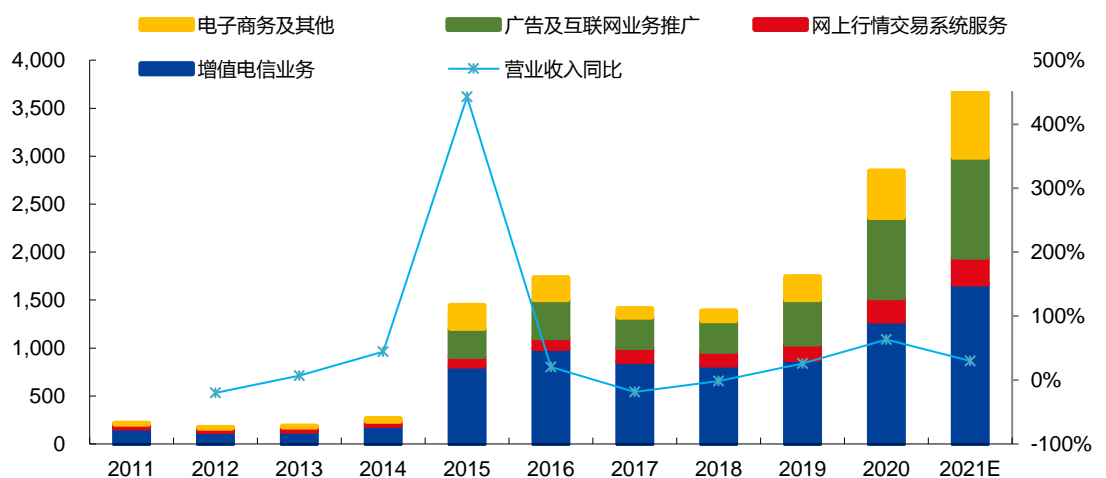
## （二）轻资产、低杠杆，与证券场景气密切正相关

同花顺全称浙江核新同花顺网络信息股份有限公司，正式成立于 2001 年 8 月，前身杭州核新成立于 1994 年，2009 年登录深圳创业板，证券代码 300033.SZ。

公司设立之初以网上行情交易系统开发和维护起家，目前几乎所有国内证券公司的用户端行情交易均支持同花顺版本。2006 年，公司推出面向个人投资者和机构投资者的金融资讯和数据服务，向客户收取年费或服务费；2007 年与移动联通等运营商合作，推出手机端金融信息服务产品，增值电信业务成为公司主要收入来源。2012 年，同花顺首批取得基金代销牌照，开始涉足基金销售业务。2014、15 年至今，同花顺与证券公司展开各种合作尝试，与证券公司分成、分润成为重要业绩来源。受益于资本市场发展和业务链延展，最近 10 年营业收入和归母净利润 CAGR 分别达到 33%、43%。

从收入构成来看，同花顺收入主要来源于四部分：1) 面向证券公司的网上行情交易系统业务，2020 年<sup>1</sup>收入占比 8.49%；2) 增值电信业务，包括面向机构的金融数据库和面向个人的炒股软件与金融资讯服务，2020 年收入占比 45.18%；3) 广告及互联网业务推广，主要是为券商开户导流所得，2020 年收入占比 29.39%；4) 电子商务及其他，主要为基金代销收入，2020 年收入占比 16.94%。

图 4：2011-21 年同花顺营业收入构成及收入增速（百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

从 2011 年以来，营业收入及分项结构变化看，公司业绩与证券场景气密切正相关，2015 年大牛市，公司业绩爆发式增长，营收同比+443%、归母净利润同比大涨 14.83x；2012、17、18 年市场相对低迷阶段，业绩也会出现一定幅度负增长。同时，值得注意的是，近年来互联网业务推广（为券商导流）、电子商务（基金代销）是推动业绩增长的主要力量。公司目前正积极探索和开发基于人工智能、大数据、云计算等新技术的产品和应用，拟将现有用户、数据等优势资源更好变现，或成未来利润增长点。我们预计新技术带来的业绩增长，或更多以增值电信业务的形式呈现。

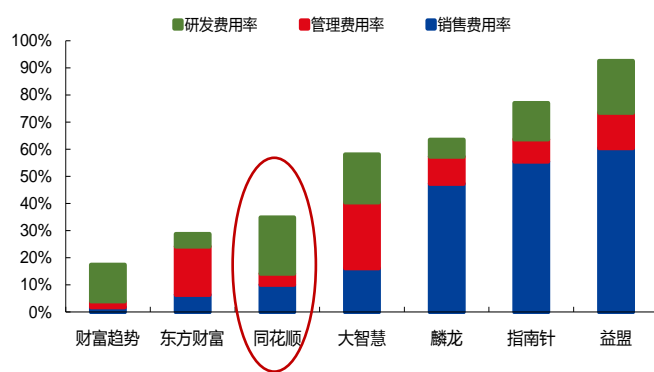
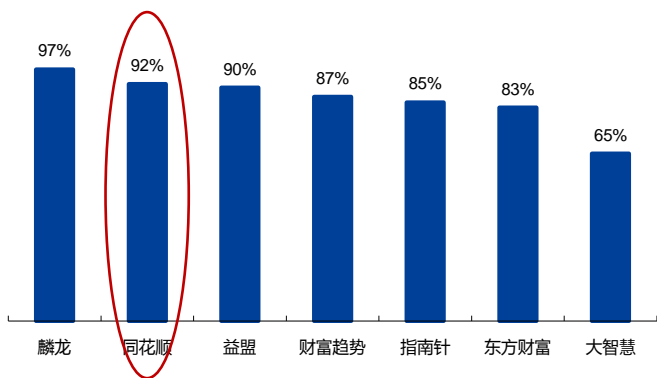
<sup>1</sup> 同花顺收入利润具有显著季节性，上半年数据不足以反映全年。

同花顺所涉及的软件制作、金融信息收集整理、资讯内容制作、金融产品销售等业务，对大型固定资产需求不大，业务拓展也不受资本规模约束，公司业务属性决定了其轻资产模式。公司可比的上市金融信息服务业公司，大智慧（601519.SH）、指南针（300803.SZ）、财富趋势（688318.SH）、益盟股份（832950.NQ）、麟龙股份（430515.NQ）等，也呈现轻资产、低杠杆、高毛利率的特征。同花顺 2020 年毛利率高达 92%，大智慧、指南针等可比公司 2020 年毛利率也处于 65-97% 的较高水平。

7 家公司净利润率差异较大，产生差异的主要原因在于各公司所处发展阶段不同，不同营销策略下，销售费用率差异很大。此外，规模效应下，同花顺、东方财富管理费用率很低。

图 5：2020 年同花顺毛利率与主要可比公司比较

图 6：2020 年同花顺销售+管理+研发费用率比较



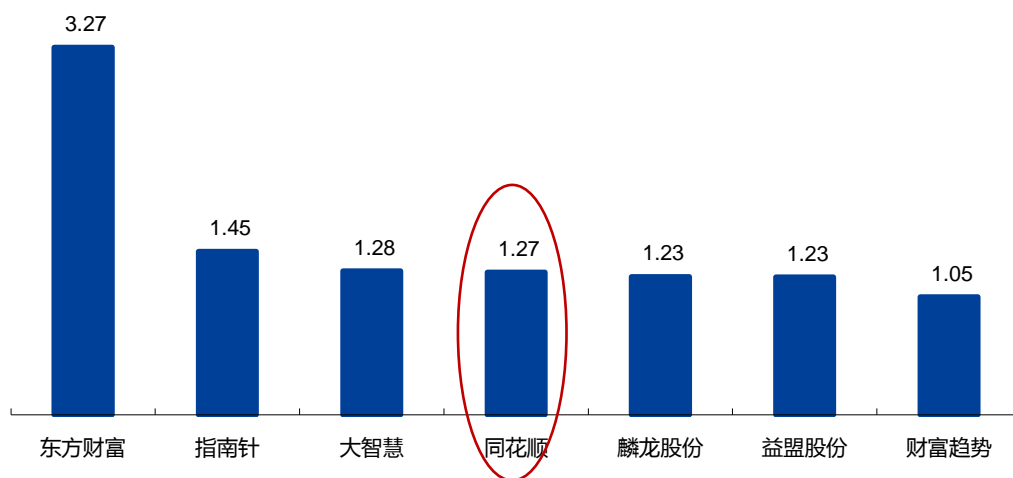
资料来源：公司公告，华金证券研究所

资料来源：WIND，华金证券研究所

同花顺的轻资产属性，在杠杆率上也所有体现。按照 2021 年中报数据，同花顺杠杆率（权益乘数）为 1.27x，大智慧、指南针等可比公司杠杆率也大致相当。东方财富由于收购了证券牌照，已涉足融资融券等资本消耗型业务，杠杆率较高。事实上，我们认为东方财富与同花顺的中长期策略已显著不同，仅在部分业务上存在可比性。

轻资产、高毛利、低三费率共同铸就了同花顺的高 ROE 和高净利润率。

图 7：2021 年中期末同花顺权益乘数与主要可比公司比较



资料来源：WIND，华金证券研究所，注：权益乘数=（总资产-其他应付款）/归母净资产，其他应付款主要为代理买卖基金款

### （三）金融信息服务业

#### 1、行业概况：高门槛的蓝海市场

金融信息服务业是依托网站、软件、app 终端等媒介向用户提供宏观、经济、股票、基金、债券等相关金融信息的行业，服务内容包括金融资讯、金融数据、信息交流、培训教育、分析工具、交易工具等。按照流量入口不同，金融信息服务业公司大致可分为三类：综合门户财经频道、垂直财经门户网站和金融资讯终端。

- **综合门户财经频道：**腾讯财经、新浪财经、搜狐财经等这一类的代表，大型综合门户网站是 PC 时代的王者，旗下财经频道依托较高的品牌知名度获取广泛用户资源。
- **垂直财经网站：**东方财富、金融界、证券之星、和讯网等是这一类的代表，凭借其专业性的信息和深度资讯，吸引特定用户群体。
- **金融资讯终端：**万得、同花顺、大智慧、指南针、益盟操盘手等是这一类的代表，相对垂直类财经网站更专业，更能提供高附加值的信息，付费版终端软件相对更容易被用户接受。进入移动互联网时代之后，手机 app 成为资讯承载的主流，无论综合门户网站、垂直财经网站均向终端模式转型。

市场中，提供金融信息服务的企业很多，多以免费资讯聚集流量，然后通过广告、增值付费、销售金融产品、扩展业务范围等方式变现，容易给人同质性强、门槛低，竞争激励的印象。然而，真实情况并非如此。聚集流量是变现的基础；信息过剩环境下，高价值信息的制作和供应是聚集流量和变现的本源。高价值信息的制作和供应，最重要的一方面是人才，知识密集行业，人才储备是重中之重。其次，作为“金融”信息服务，及时准确的一手证券信息来源也十分重要。

金融信息服务业准入门槛有二：一需取得电信管理机构的增值电信业务经营许可证，增值电信业务经营许可证全称是“中华人民共和国电信与信息服务业务经营许可证”，是通过互联网向上网用户提供有偿信息、广告、代制作网页、电子商务及其它网上应用的公司必须办理的网络经营许可证。增值电信业务经营许可证最主要的要求是注册资本 1000 万元和技术人员 10 人以上。

图 8：增值电信业务经营许可证有哪些？



资料来源：上海竹思网络技术有限公司，华金证券研究所

金融信息服务业准入门槛的第二条是，取得各个证券交易所（上交所、深交所、北交所、港交所、上期所、郑商所、大商所、金融期货交易所等）的资质认定，取得经营许可，并从各个交易所取得股票、基金、债券、期货、期权等证券品种的一手行情交易数据及其他公开信息。

根据上证所信息网络有限公司官网，截至 2021 年 9 月末，取得 Level1 行情经营许可的公司共 159 家，取得 Level2 行情经营许可的公司共 65 家，取得固定收益和期权行情展示数据经营许可的公司分别 30 家和 24 家。根据上海期货交易所官网，截至 2021 年 9 月末，取得实时交易行情转发授权的公司共 29 家。同时在上交所、上期所取得股票、期货、期权、固收实时交易数据的公司仅 9 家。

表 1：金融信息服务业，数据来源相对较全的 9 家公司

证券代码	公司	成立时间	注册资本 (万元)	人员规模 (人)	实控人
已上市					
300059.SZ	东方财富信息股份有限公司	2005/1/20	1,033,576	4,927	其实
601519.SH	上海大智慧股份有限公司	2000/12/14	202,822	980	张长虹
600570.SH	恒生电子股份有限公司	2000/12/13	146,156	9,739	蚂蚁集团
300033.SZ	浙江核新同花顺网络信息有限公司	2001/8/24	53,760	4,058	易峥
688318.SH	深圳市财富趋势科技股份有限公司	2007/1/25	6,667	327	黄山
未上市					
	万得信息技术股份有限公司	2005/4/4	67,558	527	陆风
	通联数据股份公司	2013/12/18	30,000	302	鲁伟鼎
	深圳希施玛数据科技有限公司	2015/3/24	5,000	214	陈春梅
	上海乾隆高科技有限公司	1994/9/21	3,868	95	杨庆寿

资料来源：上交所、上期所官网，华金证券研究所

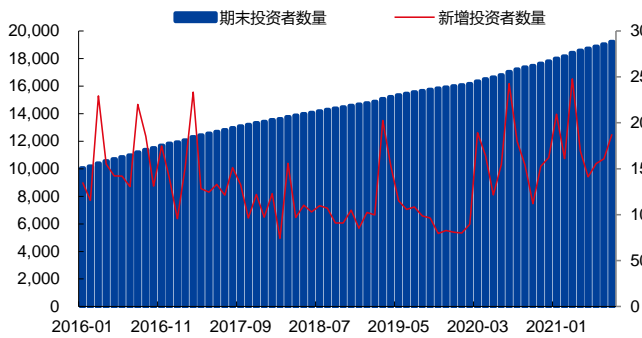
前文中提到的上市金融信息服务业可比公司中的指南针、益盟、麟龙并不在 9 家公司之列。其中，创业板上市的指南针，没有期权数据；新三板挂牌的益盟股份缺少固定收益数据，麟龙股份没有期权和固收数据。

虽然指南针等中小公司可从交易所授权的公司购买相关数据，但失去了及时性的证券交易信息，价值将大打折扣。此外，交易所的授权，本身也是资质良好的验证。

就数据源全面性和及时性来看，金融信息服务业的门槛不低，甚至可以算很高，目前仅 9 家公司实时数据源最全。若再考虑各家战略侧重点不同，东方财富已取得证券/公募基金牌照、涉足金融业务运营；恒生电子以券商、资管核心交易系统软件销售为主业；同花顺主要面向个人投资者；万得信息、通联数据主要面向专业投资机构；希施玛更多面向高校实验室……错位竞争下，金融信息服务业可谓蓝海一片。

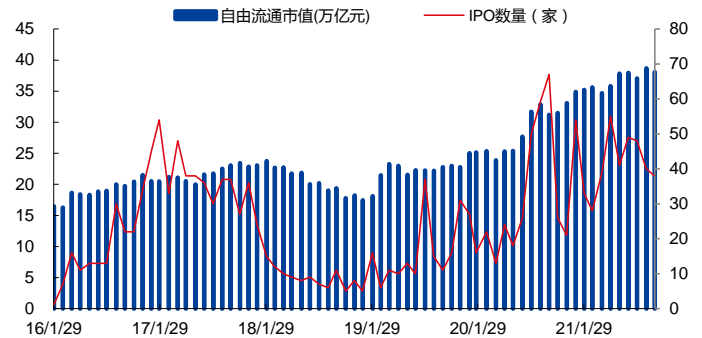
2021 年 9 月，证监会副主席表示，我国资本市场个人投资者已突破 1.9 亿。虽然，其中持股市值在 50 万元以下的中小投资者占比 97%，但自 2020 年 3 月开始，新增投资者数量连续 17 个月单月新增超百万。不断入场的新增投资者正是我国资本市场持续发展的基石。上市公司方面，2016-21 年 9 月，共 1740 家公司通过 IPO 登陆 A 股市场，推动 A 股自由流通市值由 16.5 万亿增至 38.5 万亿左右。我们认为在资本市场中长期持续发展的加成下，金融信息服务业的前景将更加广阔。

图 9: 2016 年以来投资者总数及新增数量 (万户)



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 10: 2016 年以来自由流通市值稳步提升, 且 IPO 有加速之势



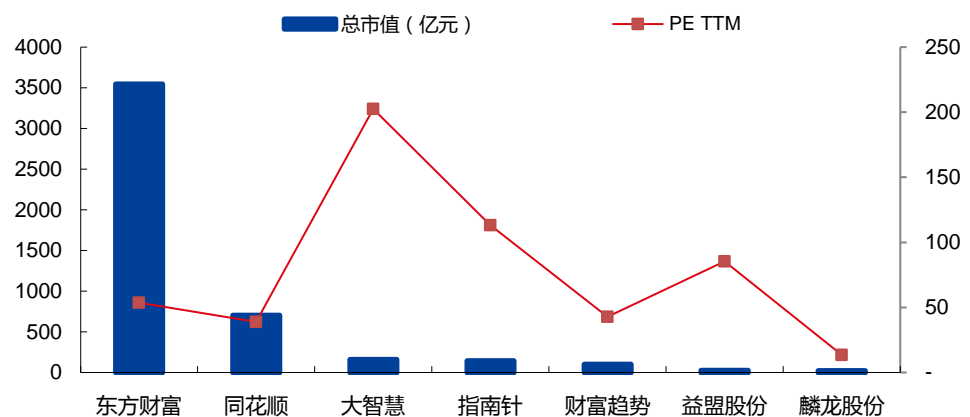
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

## 2、可比公司选择及比较

从业务范围角度, 同花顺与大智慧、财富趋势、乾隆高科技、益盟股份、麟龙股份最可比, 东方财富证券之外的业务也有可比性, 与万得、通联数据、希施玛、恒生客户群不同, 可比性较差。考虑乾隆高科技未上市, 数据可得性不高, 予以剔除。最终选择大智慧、财富趋势、指南针、益盟股份、麟龙股份、东方财富 (剔除证券子公司) 作为可比公司。

市值比较来看, 东方财富总市值遥遥领先。我们认为东财市值较高, 主要由于公司拥有券商牌照后, 已脱胎换骨为互联网券商, 业绩优异且资产规模显著高于其他公司。后续比较中, 我们将东财证券相关收入剔除, 以便在合理可比的基础上更好地分析同花顺。

图 11: 同花顺与可比公司总市值、PE TTM 比较 (亿元)



资料来源: WIND, 华金证券研究所, 注: 市值计算使用 2021 年 9 月 28 日收盘价

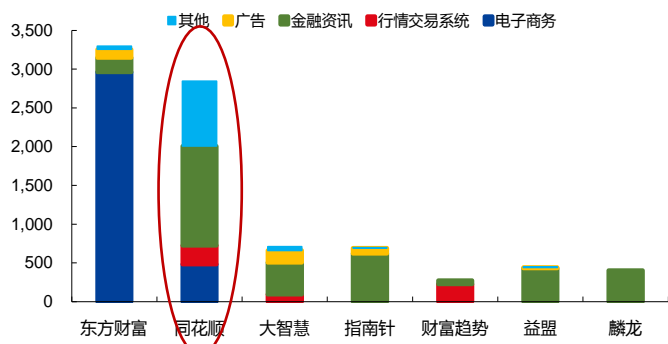
比较 7 家公司收入结构和利润结构, 业绩构成很形象地展现了各公司的业务侧重。我们注意到以下几点:

- 1) 东财、同花顺收入和利润规模较高, 基金销售对东财业绩的贡献十分关键, 同花顺收入和利润结构是 7 家公司中最均衡的;
- 2) 单就金融资讯相关的增值电信业务收入, 同花顺最高, 指南针次之, 大智慧、益盟、麟龙再次之, 且三家收入规模相当, 东财、财富趋势较低;



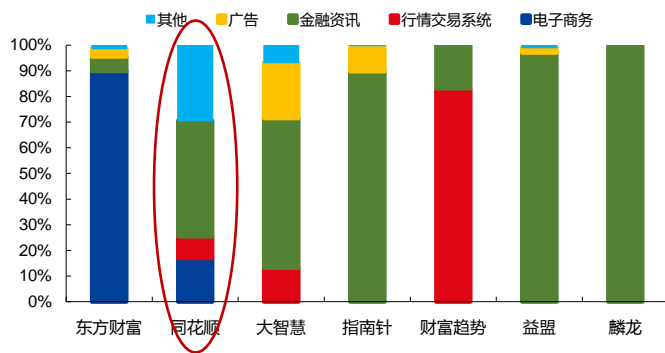
3) 财富趋势业绩贡献主要依靠行情交易系统，指南针、益盟、麟龙业绩贡献主要依靠金融信息服务，四家业务结构相对单一。

图 12: 同花顺收入构成与可比公司比较 (2020 年 百万元)



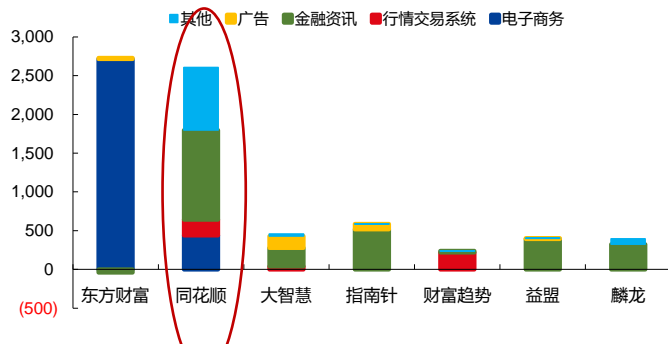
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所, 注: 东方财富剔除证券公司收入

图 13: 同花顺收入结构与可比公司比较 (2020 年)



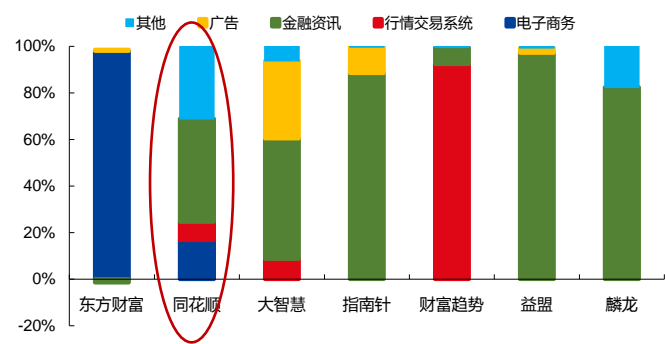
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所, 注: 东方财富剔除证券公司收入

图 14: 同花顺利润构成与可比公司比较 (2020 年 百万元)



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所, 注: 东方财富剔除证券公司毛利

图 15: 同花顺利润结构与可比公司比较 (2020 年)



资料来源: WIND, 华金证券研究所, 注: 东方财富剔除证券公司毛利

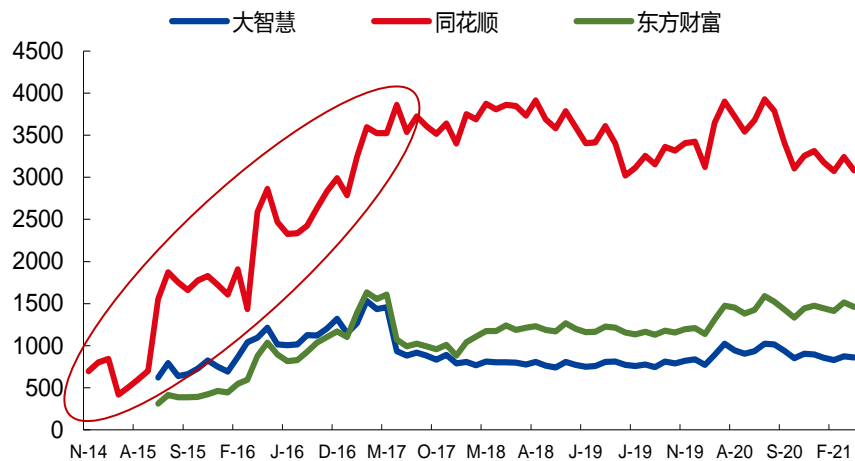
## 二、同花顺详解

### （一）乘移动互联网东风，聚集流量奠定行业地位

图 3 证券类 App 用户数比较显示，同花顺是证券类移动应用中当之无愧的领头羊，拥有全网最多的活跃用户。公司年报显示，2020 年末同花顺金融服务网注册用户约 5.42 亿人；每日使用同花顺网上行情免费客户端的人数平均约 1,418 万人，每周活跃用户数约 1,842 万人。易观千帆数据也显示，2021 年以来，同花顺月活用户数约 3,144 万人；同花顺月活用户数约为东方财富+天天基金网+大智慧之和<sup>2</sup>。

海量用户资源是互联网企业的根本，同花顺成就目前的市场地位，最关键的是抓住了 2014 年下半年至 2017 年上半年的时间窗口。

图 16: 前三大证券类 APP 月活用户数月度变化比较 (万户)



资料来源: WIND, 易观千帆, 华金证券研究所

2014-17 年正是 4G 网络、智能手机推动移动互联网快速普及的阶段。同花顺能够抓住移动互联网普及的窗口，在用户数上显著超越东方财富、大智慧等同业，主要受益于三方面：

- 1) 公司 2007 年开始和通信运营商合作，是业内最早提供电信增值服务的金融信息服务商，2013 年时是业内唯一与中国移动、中国联通、中国电信三大移动运营商建立全面合作关系的手机金融信息服务提供商。
- 2) 公司较早认识到智能手机应用的重要性，2013 年年报显示公司手机金融信息服务系列产品已覆盖 K-JAVA、Symbian、Android、SMARTPHONE、Windows Phone、iOS 等主流手机平台。
- 3) 相对同业，公司更加重视技术研发。2014-15 年东财、大智慧将战略重心置于券商牌照收购，同花顺则致力于对“手机炒股”、“iFinD 手机版”、“爱基金手机版”等一系列手机产品功能进行拓展和优化，并将各类产品 PC 版本和移动版本相融合，进一步优化适合手机屏幕阅读的展现形式，注重用户使用习惯，进一步提高用户黏性。

<sup>2</sup> 东方财富网与天天基金网用户数存在重合。

## （二）流量变现路径解析

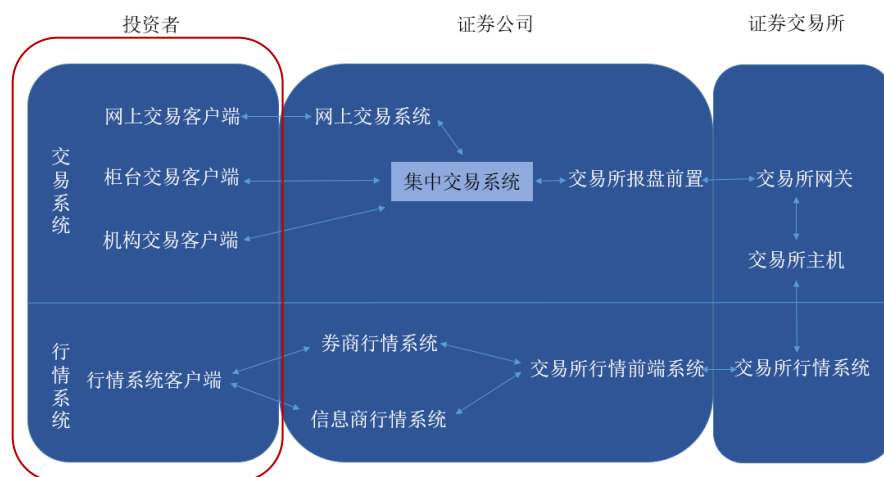
互联网企业在流量积累达到一定规模后，便开始变现之路。回顾同花顺发展历程，我们总结，公司变现路径主要分四种。

### 1、行情交易软件：起家业务

面向证券公司的行情交易软件是同花顺的起家业务，2006 年及之前是公司主要收入来源。后随着业务范围扩大，收入占比不断降低，近年来行情交易软件相关收入占比已降至 10% 以下。

证券行情交易软件是证券公司 IT 系统前端应用。证券公司交易系统大致由三部分组成——面向投资者的用户端、集中交易系统和与交易所对接的报盘系统。证券 IT 行业格局稳定，集中交易系统及与交易所对接部分供应商主要包括恒生电子、金证股份、金仕达，用户端及行情展示系统供应商主要包括同花顺、财富趋势、大智慧。

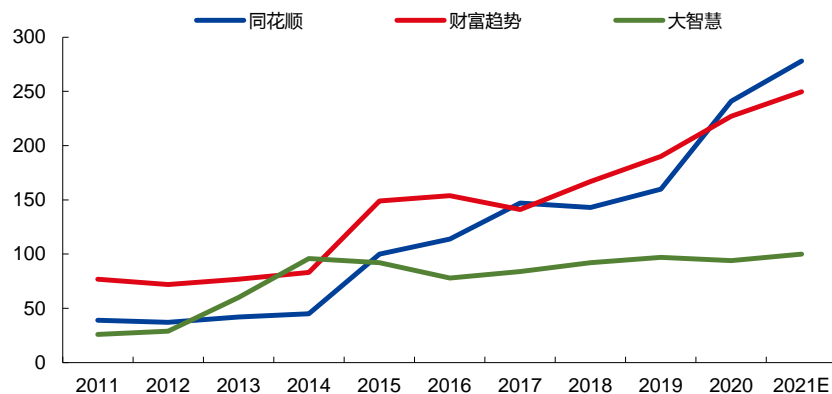
图 17：证券公司交易系统架构



资料来源：华金证券研究所整理

单就行情交易系统相关业务，目前同花顺与财富趋势（通达信）旗鼓相当，大智慧则在 2015 年被立案调查之后明显滞后。

图 18：同花顺行情交易系统收入与财富趋势、大智慧比较（单位：百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

## 2、增值电信服务：贡献半壁江山

增值电信服务是同花顺 2007 年以来的支柱业务,2020 年收入占比 45.18%、毛利占比 44.30% (H121 分别 58.78%和 58.18%)。重要产品主要包括神奇电波、股价预警等,以年费、季费、月费的形式收费,除高端投资类外,产品单价普遍在数十、数百元。

图 19: 同花顺主要收费项目 (1)



资料来源: 同花顺 app, 华金证券研究所

图 20: 同花顺主要收费项目 (2)



资料来源: 同花顺 app, 华金证券研究所

图 21: 同花顺主要收费项目 (3)



资料来源: 同花顺 app, 华金证券研究所

图 22: 同花顺主要收费项目 (4)

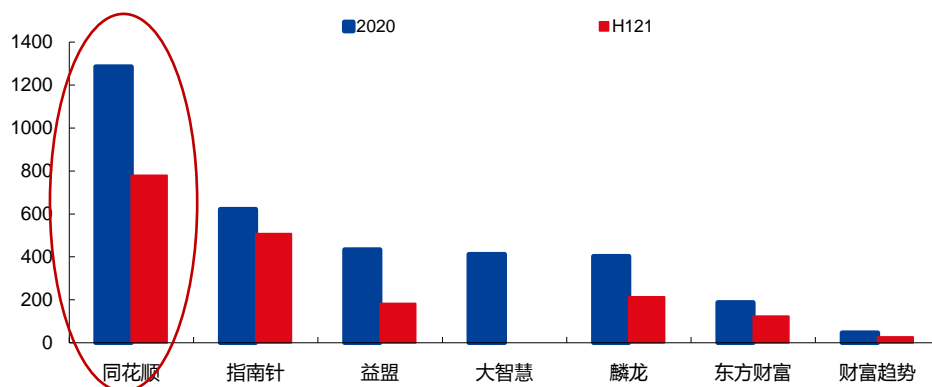


资料来源: 同花顺 app, 华金证券研究所

我们认为证券增值服务的基础是投资者面对众多不确定性因素时，期待获取更多信息用于决策指导的心理需求。受益于我国股市投资者以散户为主且股民基数庞大，金融信息服务类公司众多。在苹果 App store 中以股票、投资为关键字，可搜索出成百上千应用，显示市面上同类企业较多。从媒体搜索来看，同花顺、大智慧、益盟操盘手、指南针、腾讯自选股、牛股王、股票灯塔等是其中的佼佼者。

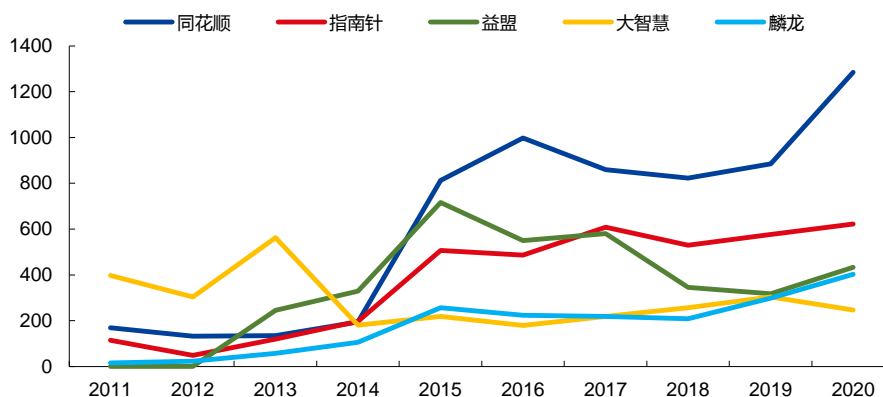
同花顺深耕金融信息服务业务近三十年，在客户、品牌、技术、数据等方面积累了一定优势。从产品角度比较来看，同花顺在产品品类丰富度、形式多样性等方面超越竞争对手，用户受众广泛，适用于不同类型不同层次的各种需求。我们将同花顺、大智慧、益盟操盘手、指南针以及东方财富、财富趋势、麟龙科技<sup>3</sup>增值电信服务（分部报表中也称金融资讯、数据终端、投资咨询）相关业务收入进行比较，同花顺收入规模优势明显。

图 23：2020、H121 同花顺增值电信服务收入与大智慧、益盟、指南针等可比公司比较（单位：百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 24：2011 年以来，同花顺增值电信服务收入与大智慧、益盟、指南针等可比公司比较（单位：百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

相对某些竞争对手，产品相对单一，在营销中注重强调个股推荐、买卖点提示，我们更看好工具型服务业务的前景，如 level-2 行情实时数据的分析与展示、大单监控、风险提示、相似 K 线形态、主力（知名机构、知名席位）持仓、要闻解读、热点跟踪等信息筛选传递。我们认为服务机构很难保证具体投资建议的准确率，若过分强调，反而可能适得其反。同花顺产品种类丰富，

<sup>3</sup> 腾讯自选股、牛股王、股票灯塔等未单独上市，数据不可得，暂不计入比较。

且较早布局大数据、人工智能，能及时调整，更好适应用户需求。这一点 2015 年以来，同花顺增值电信业务收入增速超越竞争对手正是验证。

增值电信业务收入=活跃用户数×付费渗透率×ARPU<sup>4</sup>。同花顺活跃用户数已见顶，即便未来股民用户数增加，考虑机构化进程，我们也并不认为公司用户数还有较大提升空间。但公司付费渗透率和 ARPU 仍有提升空间。

根据公司产品购买榜 Top3，手机超级 level-2（106 元/年、月销 5.3 万份）、神奇电波（998 元/年、月销 2.3 万份）、金牛会员（纯享版 73 元/年、尊享版 98 元/年、月销 2.3 万份），我们假设公司 ARPU 为 500 元/年，基于 2020 年增值电信收入倒推，付费用户共约 257 万，付费渗透率约 8.57%。同花顺付费渗透率低于互联网企业较为普遍的 10-20% 的区间。从热销产品手机超级 level-2 去年 96 元/年，今年 106 元/年来看，公司产品价格也仍有提升空间。

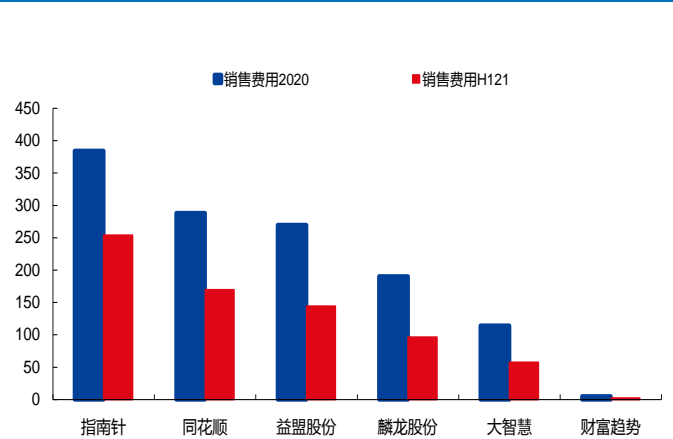
此外，增值电信服务收入与营销力度呈显著正相关关系，同花顺销售人员规模、销售费用总额在可比公司中处于较前位，而 2400 多人的研发技术团队又保证了产品开发的持续性。

图 25：同花顺增值电信服务收费产品热销榜



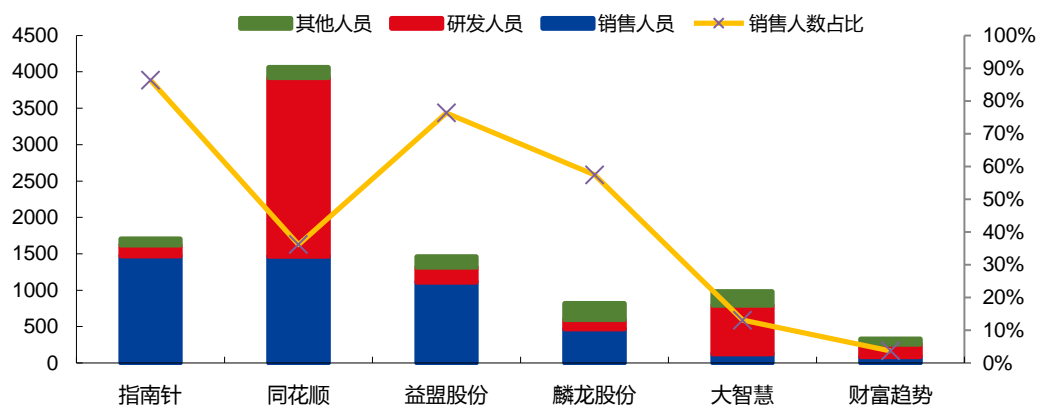
资料来源：同花顺 App，华金证券研究所，注：图片截于 2021 年 10 月 18 日

图 26：同花顺销售费用与可比公司比较（单位：百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 27：同花顺销售人员人数及员工占比与可比公司比较



资料来源：公司公告，华金证券研究所

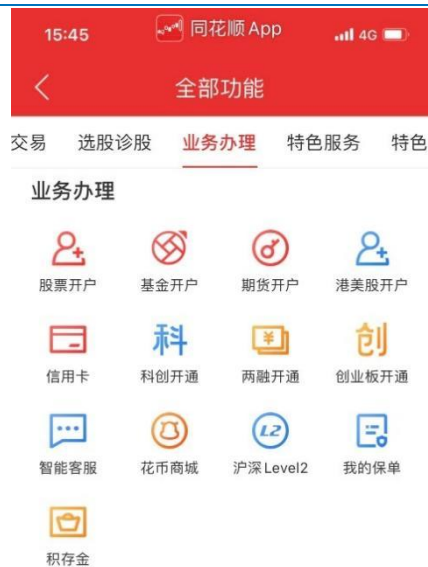
<sup>4</sup> 单用户平均收入

### 3、广告与互联网业务推广

广告与互联网业务推广是公司增值电信服务之后的第二大业绩来源。2020<sup>5</sup>年收入占比 29.39%、毛利占比 31.07%；H121 收入占比 20.54%、毛利占比 22.21%。

根据公司 2021 年中报，互联网业务推广是指在某一时段内，根据已推广服务期间占与客户约定推广期限的比例确定提供服务的履约进度，按履约并经双方验收结算后确认收入。简单来说，互联网业务推广是同花顺为证券公司、期货公司、银行、保险公司导流取得的相关收入，通常双方会约定分成比例、时间段以及收入确认条件。

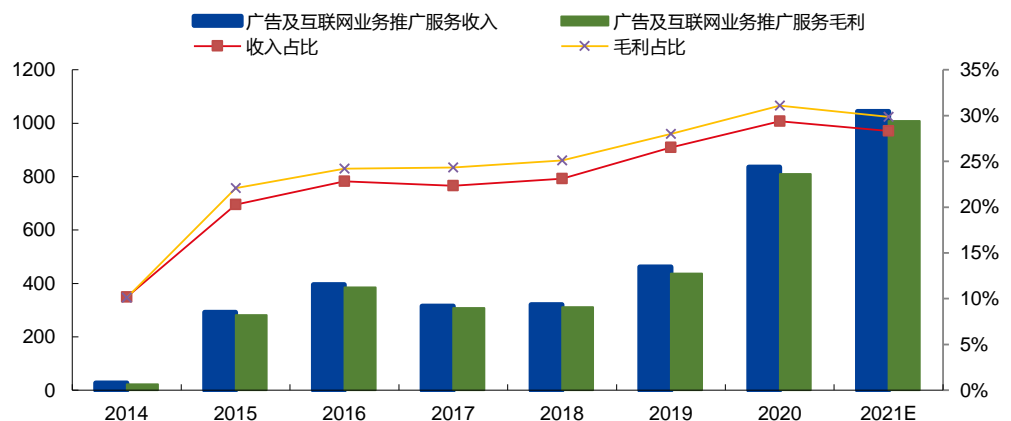
图 28：同花顺互联网业务推广相关展示



资料来源：同花顺 app，华金证券研究所，注：积存金是工商银行的贵金属定投业务，既可赎回现金，也可兑换实物

根据公司披露，截至 2021 年 3 季度末，公司与 90%以上的证券公司建立合作关系，为大部分证券公司提供第三方开户导流接口，移动端 APP 合作开户券商 60 余家、香港券商 7 家、信用卡开卡行 10 家。同花顺期货通显示，公司合作开户期货公司超过 40 家。

图 29：同花顺广告及互联网业务推广服务相关收入、毛利及占比（单位：百万元）

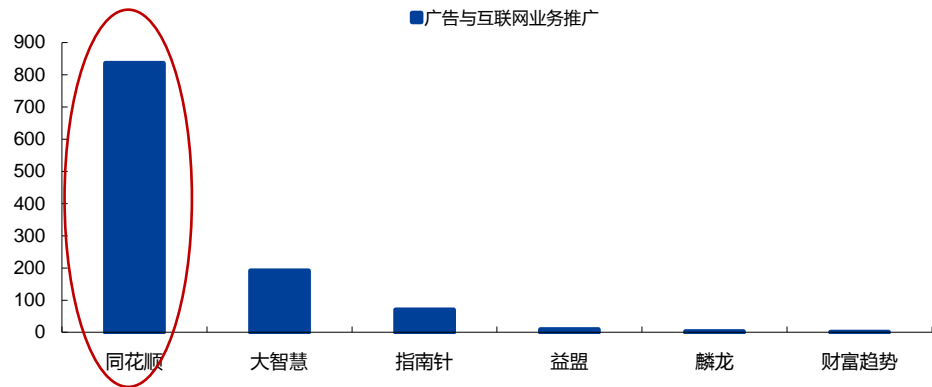


资料来源：公司公告，华金证券研究所

<sup>5</sup> H121 未披露分项数据

同花顺自 2015 年开始开展互联网业务推广，为持牌金融机构导流。根据草根调研，证券公司与同花顺等互联网平台合作引流的费用，普通户成本在 50-100 元，有效户（通常标准资金+证券>1 万元）成本在 100-200 元；较激进的约定后续手续费佣金分成，分成比例 3：7、4：6、5：5、9：1 不等，分成期限 5-10 年。目前，财富趋势、大智慧、指南针、益盟等可比公司均开展互联网业务推广，但受用户数限制，可比公司在合作券商家数和相关收入方面均不及同花顺。

图 30：同花顺广告及互联网业务推广服务相关收入与可比公司比较（单位：百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

2018 年 5 月，监管层开始“规范证券公司借助第三方平台开展网上开户交易及相关活动”，要求第三方机构仅限于提供网络空间经营场所、信息发布平台、链接跳转等技术服务，不得介入证券公司向客户提供证券相关服务的任何环节，包括但不限于开立、维护、管理和注销证券公司客户的账户、客户适当性管理、接收客户交易指令等操作。2019 年 2 月，证监会就《证券公司交易信息系统外部接入管理暂行规定》征求意见，进一步对证券公司交易信息系统外部接入存在的风险隐患及问题进行规范。监管趋严在很大程度上，限制了第三方平台直接涉足证券相关业务。

2020 年 8 月，证监会就《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)》公开征求意见，厘清了证券公司与第三方机构的合作边界，建立适应互联网特点的风险防范机制，对证券业与第三方合作创新予以认可，监管态度有所转向。

同花顺 2020 年互联网广告及互联网业务推广服务收入 8.36 亿元，假设其中广告收入 1.54 亿元（参照大智慧金额），则互联网业务推广收入 6.82 亿元，占 2020 年证券业零售业务代理买卖证券业务净收入（993.38 亿元）<sup>6</sup>的 0.69%。根据中登公司数据，2020 年我国股票投资者自然人户数年均 1.69 亿户，则户均佣金 587.80 元/年。假设同花顺与证券公司分成比例 3-6 成，则 6.82 亿元收入大致对应 193-387 万用户，相当于公司月活用户数的 5.47-10.94%，相当于公司总注册用户数的 0.36-0.71%。考虑到：1）导流用户占比仍然不高；2）我国资本市场个人投资者正在快速增长中，最近 5 年 CAGR 11.12%；3）我国资本市场持续活跃，日均过万亿或成常态，我们认为公司互联网业务推广服务收入仍有增长空间。

#### 4、金融产品销售

同花顺金融产品销售业务与东方财富极其相似，但表现远不如东财亮眼。同花顺 2012 年 4 月与东财同批取得基金销售牌照，后通过旗下“爱基金 App”开展基金代销业务。爱基金也采用

<sup>6</sup> 代理买卖证券业务净收入 1,161.10 亿元剔除交易单元席位租赁收入 167.72 亿元



金融产品超市模式，大类目前分：同花顺钱包、严选好基、稳健理财、高端理财、投顾组合，分别对应天天基金网的活期宝、基金优选、稳健理财、高端理财、投顾管家。此外，同花顺和东方财富都取得了保险经纪业务牌照，设立保险经纪子公司，代销保险产品。

根据 2021 年中报，同花顺披露“爱基金”接入基金公司及证券公司 162 家，代销基金产品、资管产品共 12,586 支；东方财富披露“天天基金网”上线 146 家公募基金管理人的 10,863 只基金产品。蚂蚁集团招股书披露，2020 年中期末，蚂蚁理财科技平台与约 170 家资产管理公司合作开展业务，其中包括中国绝大部分的基金公司、领先的保险公司、银行和证券公司。

从上线产品丰富度看，爱基金的金融产品已足够丰富。但从实现收入来看，H121 同花顺电子商务收入 1.85 亿元，显著少于蚂蚁理财 112.83<sup>7</sup>亿元（可比口径，后同），东方财富 23.97 亿元、陆金所 10.32 亿元。从同花顺、东财、陆金所相关收入过去几年的变化趋势来看，同花顺基数虽低，但 2018 年来呈持续稳步增长趋势，2020-21 年增速不及东财，但优于陆金所。

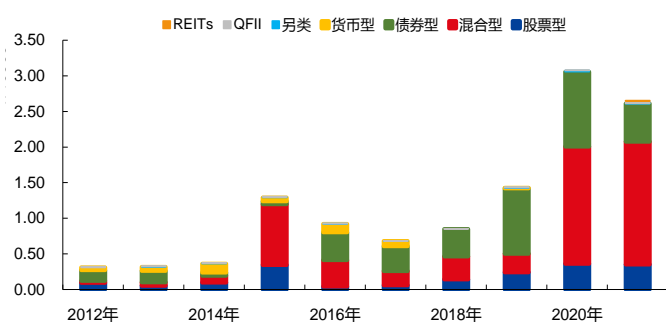
图 31：同花顺与东方财富金融电子商务服务收入比较（百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

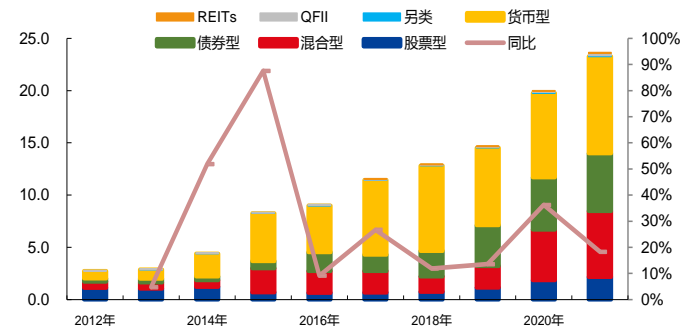
金融产品代销，尤其公募基金代销同质化较强，同花顺侧重技术发展，营销力度偏弱，因此业务发展不及主要同业。考虑到业务性质、公司管理风格未变化，我们认为同花顺基金代销业务难有超越东方财富等头部销售渠道的增速。但资本市场持续活跃下，资管行业迎来大发展契机，金融产品代销业务有望受益于机构化趋势。

图 32：2012 年以来新发基金规模（单位：万亿元）



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 33：2012 年以来公募基金存量规模（单位：万亿元）



资料来源：WIND，华金证券研究所

<sup>7</sup> 2020 年中期数据，根据行业情况，2021 年呈同比增长态势

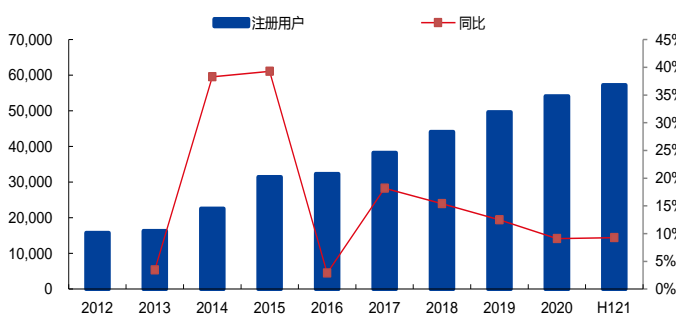
### （三）危机并存的未来

#### 1、潜在风险：用户流失与机构化冲击

我们总结，同花顺的潜在风险主要在三方面：

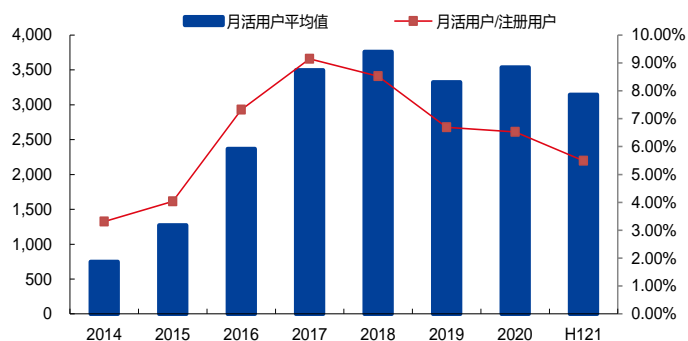
- 1) **用户活跃度下降**：受益于社会居民投资理财意识增强，同花顺注册用户持续增长，但增速有所放缓。考虑基数扩大及互联网用户数整体见顶，我们认为增速放缓属于正常现象。然而值得注意的是，公司月活用户 2017 年中期以来，徘徊在 3000-3500 万，并未随着注册用户增长提升，显示公司用户活跃度持续下降。如何提升用户活跃度成为公司必须迎接的挑战。

图 34：2012 年以来同花顺注册用户及同比增速（单位：户）



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 35：同花顺年度 MAU 均值及历年活跃度（单位：户）



资料来源：WIND，华金证券研究所

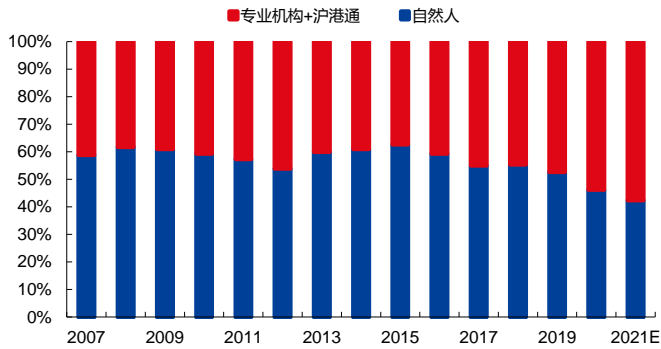
- 2) **防范用户流失**：2015 年，同花顺与东方财富走上了不同的发展路径。东方财富通过收购取得证券业牌照，直接进军证券业务，业绩优异但资产逐渐变重，ROE 下移。同花顺选择与金融机构合作，以销售费用或佣金分成形式进行变现，保持了轻资产模式，ROE 较高。

然而，作为“第三方”，同花顺等金融信息服务商与金融机构形成了一种危险的竞合关系，金融机构和金融信息服务商都担忧“人财两空”。我国金融业处于强监管之下，2018 年以来规范限制与第三方合作，正是对金融机构的保护。受监管限制影响，同花顺等金融信息服务商难以介入证券期货业务核心环节，无法掌控主动权，也就没有定价权。此外，手续费佣金分成模式具有期限约定，到期后如何保证客户不流失将成为公司不得不面对的一大挑战。

- 3) **机构化冲击零售业务**：同花顺以 2C 业务为主，个人用户是核心资源和基本盘，业绩主要贡献——电信增值服务、互联网业务推广、广告、金融产品销售均依托于其海量个人用户。然而，我国资本市场目前正处在机构化浪潮之中，专业投资机构崛起，个人投资者持股市值及交易额占比或持续降低。根据我们估算，2021 年专业机构及沪港通持股市值和交易额已分别达到 58%<sup>8</sup>和 19%。参考欧美成熟市场，若我国个人投资者交易额比例由目前的 80%左右降至 10%以下，个人投资者主要通过专业机构间接参与资本市场，对金融信息需求势必大幅减少。

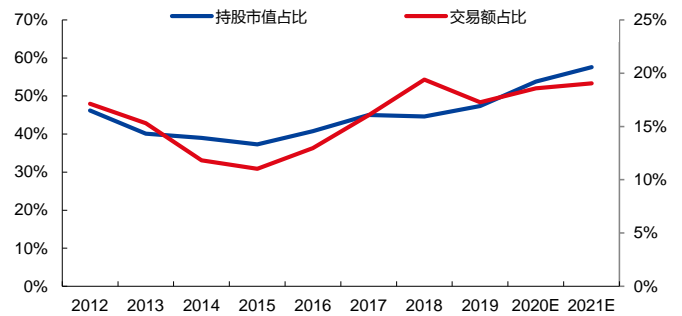
<sup>8</sup> 计算剔除一般法人持股，不剔除则为 25%

图 36: 2007 年以来, A 股投资者持有市值结构



资料来源: 上交所年鉴, 华金证券研究所, 注: 剔除一般法人持股

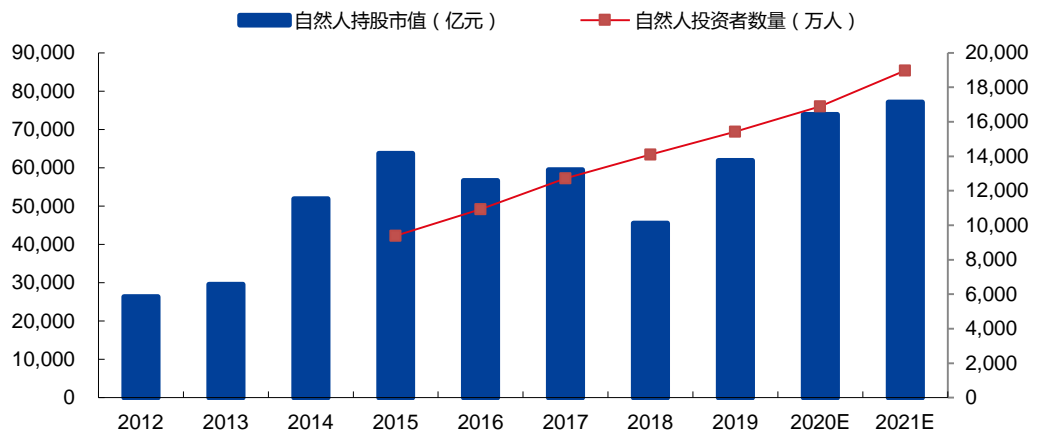
图 37: 2012 年以来专业机构+北上资金持股市值及交易额占比



资料来源: 上交所年鉴, 华金证券研究所, 注: 持股市值占比剔除一般法人

值得注意的是, 即便 2015 年以来机构化趋势明显, 专业机构+北上资金持股市值及交易额占比稳步提升, 但自然人投资者数量及持股市值也在增长之中。我们认为, 专业机构增量资金更多来源于监管主动压降的固定收益类资产和居民储蓄, 而非自然人股票投资。换言之, 机构化反映的是我国资本市场的快速扩容, 而非存量资金、存量投资人的收缩转移。同花顺面向个人用户的市场空间仍在增长中, 只是增速慢于专业机构, 导致占比下降。

图 38: 自然人投资者数量及持股市值持续增长



资料来源: 上交所年鉴, WIND, 华金证券研究所

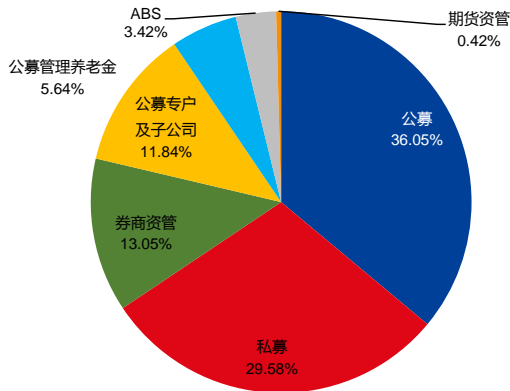
## 2、机遇: 私募业务与人工智能

### (1) 私募业务: 零售与机构业务交叉区域

同花顺以个人用户为基本盘, 与万得、通联数据等主要面向机构客户形成鲜明对比。用户基础正是我们担忧公司受到机构化冲击的原因。然而, 专业投资机构并非只有公募基金、券商资管、保险资管、QFII 等实力强大的金融机构, 也包括相对弱小, 甚至发迹于草根的私募机构。草根调研中, 我们注意到很多私募机构也是同花顺的存量用户。

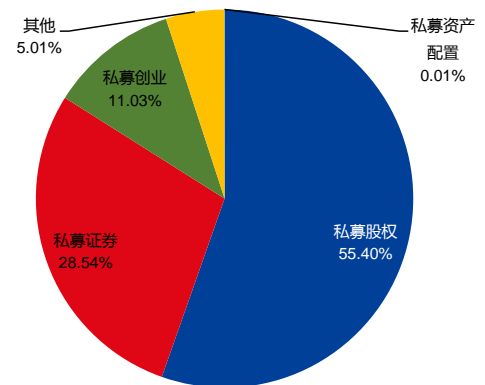
根据基金业协会数据, 2021 年中期末, 我国私募基金已达 18.9 万亿元, 占证券体系资管机构 AUM 的 29.58%, 其中私募证券投资基金公司 8,918 家, AUM 5.39 万亿元。私募证券投资基金管理规模达到同期公募非货币基金的 40%, 已形成可观的市场。

图 39：2021 年中期末证券体系资管机构 AUM 结构



资料来源：基金业协会,华金证券研究所

图 40：2021 年中期末私募基金 AUM 结构



资料来源：基金业协会,华金证券研究所

私募业务同花顺已有布局，在私募之家板块下展业，主要产品包括：金融数据终端 iFind、智能交易终端、数据库与数据接口、Datafeed 以及私募通平台，面向私募客户提供一站式服务。

- 同花顺 iFind 主要提供金融大数据、企业库、产业图谱等资讯支持，与 WIND、东方财富 Choice 互为竞品。WIND 深耕机构市场多年，是主流金融机构普遍使用的金融数据终端，功能强大但价格较高，市场报价约 40000 元/年。iFind 和 Choice 作为后进入者，价格相对较低，Choice 5800 元/年，iFind 大致相当，成为部分重视成本管理的私募基金的选择。与 Choice 相比，iFind 融入了人工智能，包括研报自动生成、舆情监控、买方标签、智能搜索等；此外，特色数据库、指数功能相对丰富。

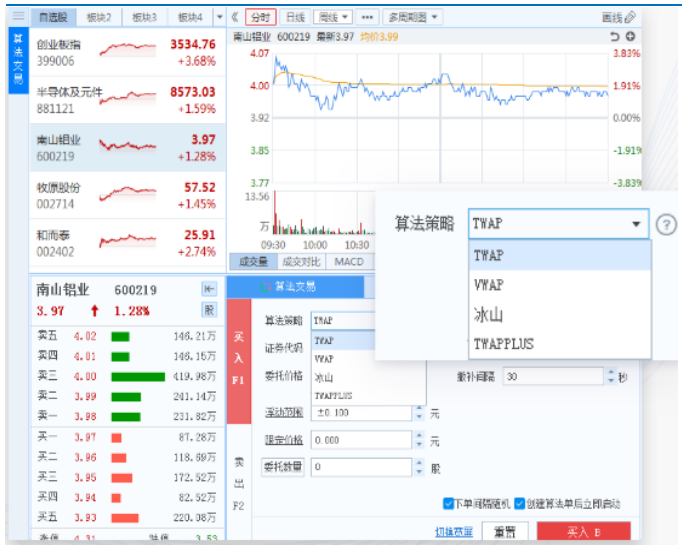
图 41：同花顺 iFind 数据构成



资料来源：同花顺官网,华金证券研究所

- 智能交易终端是功能强大的交易管理系统，销售给证券公司，即为 PB 系统；销售给个人或私募，可对接券商交易系统，实现组合条件单、网格交易、算法交易、闪电下单、智能拆单、账户合一等功能。同花顺智能交易终端标准版 5700 元/年。
- 数据库与数据接口和 Datafeed 用于支持量化策略、算法交易的客户。区别在于 Datafeed 是沪深交易所 Level-2 实时行情，主打低延迟（10ms）、高可用、高并发，主要受高频交易客户欢迎；数据库与数据接口时效性不及 Datafeed，但囊括 iFind 数据库、实时行情、历史数据等，可用于量化策略回测、市场行情监控、个性化应用开发等。
- 私募通是同花顺面向私募做的产品排名、推广、销售平台，与私募排排网、金斧子等私募产品平台类似。

图 42：同花顺智能交易系统智能拆单功能



资料来源：同花顺官网，华金证券研究所

图 43：同花顺智能交易系统多账户合一功能



资料来源：同花顺官网，华金证券研究所

图 44：同花顺数据库与数据接口系统架构



资料来源：同花顺官网，华金证券研究所

同花顺将金融资讯、数据库、交易系统、产品推广、组合分析、运营管理、个性定制组合起来，为私募客户打造了一站式解决方案供应平台。我们期待公司在个人客户基础上，再造一个以私募客户为主的金融生态。

## (2) 人工智能：期待公司在细分领域打造出独特的技术优势

同花顺是我国最早涉足人工智能的公司之一，2013年就基于大数据环境，运用云计算、语义识别、人工智能等新技术开发了财经垂直搜索引擎“爱问财 (www.iwencai.com)”。2015年5月出资1000万元设立同花顺人工智能公司。同花顺是我国最早涉足人工智能的公司之一，作为

参照，AI 四小龙之一的依图科技、旷视科技成立于 2013 年，商汤集团成立于 2014 年，云从科技成立于 2015 年；百度提出 ALL IN AI 于 2017 年。

人工智能大致可分为计算机视觉、语音识别、文本挖掘/分类、机器翻译、机器人五大分支：

- 计算机视觉主要应用于图像形成、图像处理、图像提取和图像三维推理，物体检测和人脸识别是其比较成功的研究领域。
- 语音识别指识别语音（说出的语言）并将其转换成对应文本的技术，或将特定文本转为语音，智能客服是其比较成功的领域。
- 文本挖掘/分类主要用于理解、组织和分类结构化或非结构化文本文档，涵盖任务主要包括句法分析、情绪分析和垃圾信息检测。文本挖掘技术在智能投顾的开发中有所应用。
- 机器翻译是自动将一种自然语言（源语言）的文本翻译成另一种语言（目标语言）的技术。
- 机器人指机器人的设计、制造、运作和应用，以及控制它们的计算机系统、传感反馈和信息处理。大致可分两大类：固定机器人和移动机器人。固定机器人通常被用于工业生产（如装配线）。常见的移动机器人有货运机器人、空中机器人和自动载具。机器人需要不同部件和系统协作，其中在硬件上包含传感器、反应器和控制器；软件上则需实现感知，如定位、地图测绘和目标识别。

截至 2021 年中期，同花顺最主要的人工智能对外服务平台是 2017 年推出的“i 问财”（<http://open.10jqka.com.cn>），向机构用户提供文字识别、智能资讯、证券预警系统、外呼机器人、银行业/保险业/证券业/基金业/私募业/港美股解决方案等服务。

同时，同花顺还将人工智能技术应用在软件产品、资讯产品、营销客服等方面，推出了基于人工智能技术的 AI 大师系统软件 V1.0（及 APP 手机端软件 V1.0）、“MindGo”量化交易终端平台、智能投资策略、智能组合管理优化、移动远程协同办公等。

此外，根据公司披露，除面向金融机构，公司还向政府、医疗、法律、教育、科研等行业提供智能服务解决方案，如智能客服系统、智能外呼系统、智能会议转写系统、智能文档审核系统、智能舆情监控系统、智能政务服务平台等产品。

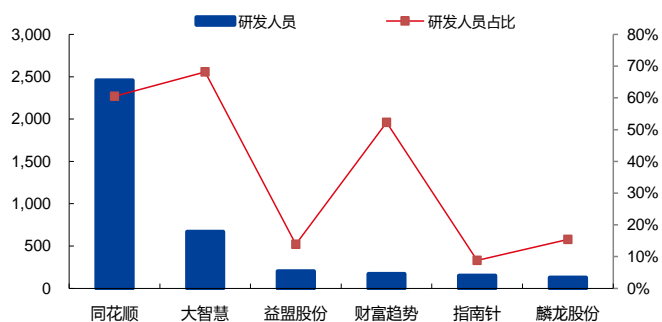
从公司介绍、现有产品及外部认可<sup>9</sup>来看，同花顺人工智能技术主要集中在语音识别和文本挖掘/分类两个领域。公司持续多年研发投入，旨在构建技术壁垒，形成自身的核心优势。单就技术成就而言，我们认为同花顺或暂未达到科大讯飞、思必驰、出门问问等专业技术公司的水平，也难与百度、阿里、小米等专注人工智能领域的互联网大厂媲美。但在金融资讯、证券投资这一细分领域，受益于多年经验沉淀与细分领域的专精尖，公司或可打造出独特的技术优势。

此外，科技迭代的重要性越来越被金融机构认同，然而面对持续大额科技投入，一些中小金融机构（券商、基金、保险、私募等）并不具备相关专业能力，也越来越难以承受其成本压力，缺乏规模优势下，“IT 黑洞”现象难以避免。这种情况下，中小金融机构对第三方服务支持的需

<sup>9</sup> 被国际语音处理顶级会议收录、权威比赛排名、顶级赛事获奖等。

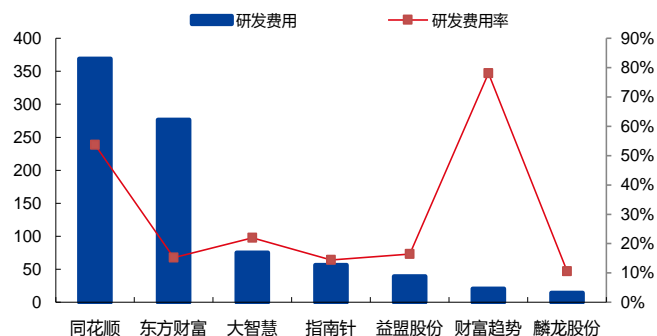
求越来越旺盛。我们认为同花顺基于人工智能技术的智能客服、精准营销、舆情监控、研报自动生成等有望满足这一市场需求。

图 45: 2021 年中期末同花顺及可比公司研发人员比较



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 46: 2021 年中期同花顺及可比公司研发费用比较



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

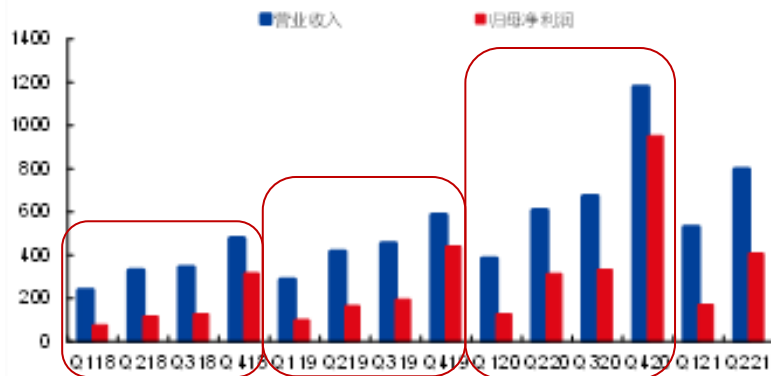
### 三、财务分析与盈利预测

#### (一) 财务分析

##### (1) 收入、利润季节性波动较强

同花顺的业绩呈现明显的季节性，第四季度是收入、利润的高峰，甚至经常出现四季度单季度利润超过前三季度总和的现象。

图 47：2018 年以来同花顺季度业绩趋势（单位：百万元）

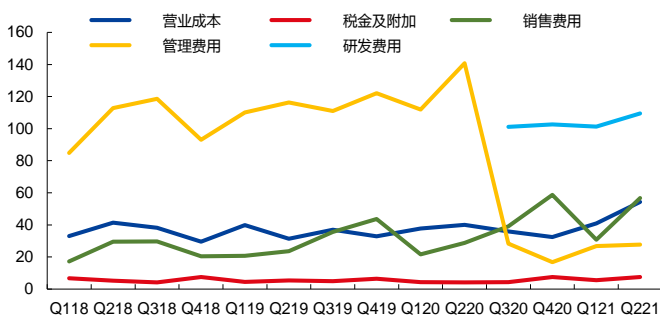


资料来源：公司公告，华金证券研究所

受业务性质影响，销售费用与公司营销策略相关，市场环境较好时会在第四季度加大投入；其他成本费用相对刚性。因此，公司的业绩季节性波动，主要是收入波动带来的。

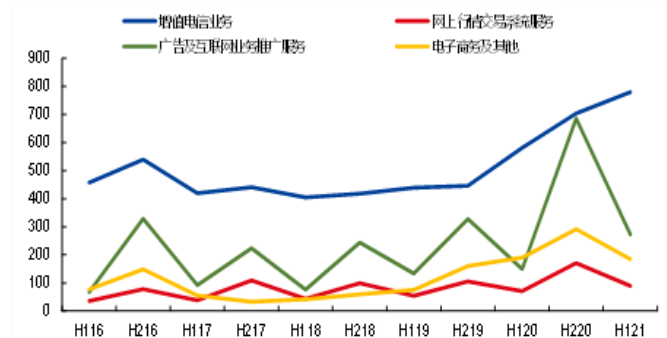
从公司分项收入半年度变化来看，网上行情交易系统服务、广告及互联网业务推广的季节性波动较为显著，增值电信业务和电子商务及其他季节性不强。我们认为同花顺的网上行情交易系统服务、广告及互联网业务推广的季节性主要与证券公司采购、结算周期相关。

图 48：2018 年以来同花顺各项成本费用季度趋势（单位：百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 49：2016 年以来同花顺分项收入半年变化趋势（单位：百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

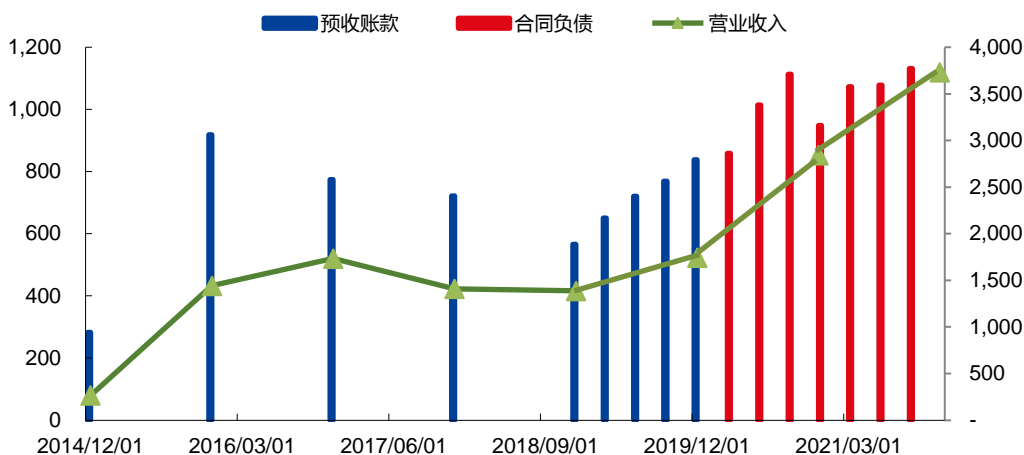
##### (2) 合同负债创新高，为未来业绩提供支撑

金融信息服务的业务属性导致，公司预收大量服务费、软件款，公司将这类收费先计入预收账款或合同负债。因此，预收账款、合同负债成为公司营业收入的先行指标。公司 2021 年三季



报显示，期末合同负债金额 11.31 亿元，创上市以来新高，超出上波牛市峰值 2016 年 1 季度末的 10.03 亿元。我们认为合同负债连创新高，为未来公司营业收入持续增长提供了有力支撑。而证券市场持续活跃，又为合同负债再创新高提供了支撑。

图 50: 同花顺预收账款（合同负债）与营业收入呈正相关关系



资料来源: WIND, 华金证券研究所

### (3) 主要收入增长点及成本费用率

从公司过去 3-5 年财务数据来看，增值电信业务、广告及互联网业务推广服务是相对成熟的业务支柱，毛利率较高且稳定，贡献主要业绩来源。

电子商务（即金融产品代销业务）增速最快，2021 年有望超越互联网业务推广，成为增量收入第二大贡献来源。

表 2: 2016-H121, 同花顺分项业务收入及增速（单位：百万元）

项目	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	H121
增值电信业务	998	860	823	885	1,285				780
yoy	23%	-14%	-4%	8%	45%	30%	25%	20%	34%
网上行情交易系统服务	114	147	143	160	241				90
yoy	14%	29%	-3%	12%	51%	15%	15%	15%	26%
广告及互联网业务推广	396	315	320	462	836				273
yoy	35%	-20%	2%	44%	81%	30%	20%	15%	82%
电子商务及其他	226	88	101	235	482				185
yoy	-4%	-61%	15%	134%	105%	45%	36%	35%	-3%
合计	1,734	1,410	1,387	1,742	2,844				1,327
yoy	20%	-19%	-2%	26%	63%				34%

资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

表 3: 2016-H121, 同花顺各业务毛利率 (%)

项目	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	H121
增值电信业务	91.1	89.2	87.8	86.9	89.9	90.0	90.0	90.0	87.4
网上行情交易系统服务	90.3	87.2	85.0	85.6	84.1	85.0	85.0	85.0	82.7
广告及互联网业务推广	97.3	97.9	97.3	94.6	96.9	96.5	96.5	96.5	95.5
电子商务及其他	86.0	74.5	84.9	92.9	91.0	90.0	90.0	90.0	84.3

资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

表 4: 2016-H121, 同花顺成本费用率

项目	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	H121
费用率	37.40%	51.37%	57.38%	54.55%	43.15%	44.98%	45.82%	45.70%	57.33%
营业成本率	8.20%	10.00%	10.53%	10.38%	8.34%	8.48%	8.52%	8.60%	11.68%
销售费用率	5.59%	8.77%	10.68%	11.44%	10.13%	10.00%	11.00%	12.00%	12.78%
管理费用率	23.61%	32.59%	7.60%	6.04%	4.10%	4.50%	4.30%	4.10%	5.05%
研发费用率			28.56%	26.69%	20.58%	22.00%	22.00%	21.00%	27.82%

资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

表 5: 2016-H121, 同花顺分项业务毛利及增速 (单位: 百万元)

项目	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	H121
增值电信业务	909	767	723	769	1,155				682
yoy	22%	-16%	-6%	6%	50%	30%	25%	20%	35%
网上行情交易系统服务	103	128	121	137	203				74
yoy	14%	24%	-5%	13%	49%	16%	15%	15%	26%
广告及互联网业务推广	385	309	312	437	810				260
yoy	37%	-20%	1%	40%	85%	29%	20%	15%	88%
电子商务及其他	195	65	85	219	439				156
yoy	25%	-66%	31%	156%	101%	43%	36%	35%	-7%
合计	1,592	1,269	1,241	1,561	2,607				1,172
yoy	25%	-20%	-2%	26%	67%				35%

资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

## (二) 盈利预测

基于上述核心假设,我们预计公司 2021-23 年营业收入分别 37.33 亿元、46.61 亿元和 56.54 亿元,同比分别+31%、25%和 21%; 2021-23 年归母净利润分别 22.12 亿元、27.35 亿元和 33.54 亿元,同比分别+28%、24%和 23%。

表 6: 同花顺主要财务指标预测 (单位: 百万元)

项目	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	H121
营业收入	1,734	1,410	1,387	1,742	2,844	3,733	4,661	5,654	1,327
yoy	20%	-19%	-2%	26%	63%	31%	25%	21%	34%
营业总成本	618	684	764	872	1,114	1,503	1,894	2,251	689
yoy	4%	11%	12%	14%	28%	35%	26%	19%	34%

项目	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	H121
归母净利润	1,212	726	634	898	1,724	2,212	2,735	3,354	577
yoy	27%	-40%	-13%	42%	92%	28%	24%	23%	31%
归母净资产	2,953	3,169	3,340	3,990	5,224	6,791	8,420	10,405	5,151
yoy	39%	7%	5%	19%	31%	30%	24%	24%	29%
净利润率(%)	69.89	51.48	45.71	51.53	60.62	59.26	58.68	59.30	43.48
ROE(%)	49.61	24.68	20.23	24.93	38.37	36.82	35.96	35.62	11.13

资料来源：公司公告，华金证券研究所

表 7：同花顺利润表主要项目及预测（单位：百万元）

项目	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,734	1,410	1,387	1,742	2,844	3,733	4,661	5,654
营业收入	1,734	1,410	1,387	1,742	2,844	3,733	4,661	5,654
其他类金融业务收入								
营业总成本	618	684	764	872	1,114	1,503	1,894	2,251
营业成本	142	141	146	181	237	317	397	486
税金及附加	24	21	20	26	26	34	43	52
销售费用	97	124	148	199	288	373	513	679
管理费用	409	459	105	105	117	168	200	232
研发费用			396	465	585	821	1,025	1,187
财务费用	-53	-61	-71	-105	-139	-210	-285	-385
加：其他收益		38	51	72	70	75	83	91
投资净收益	181	43	9	12	17	24	29	36
利润总额	1,320	806	683	953	1,814	2,329	2,879	3,529
减：所得税	108	81	49	56	90	116	144	176
净利润	1,212	726	634	898	1,724	2,212	2,735	3,353
归母净利润	1,212	726	634	898	1,724	2,212	2,735	3,353

资料来源：公司公告，华金证券研究所

我们的 2021 年盈利预测与市场一致预期大致相当，2022-23 年略低，幅度在 5% 之内。

表 8：华金盈利预测与 WIND 市场一致预期比较（单位：百万元）

	2021E	2022E	2023E
营业收入			
华金	3,733	4,661	5,654
WIND 一致预期	3,767	4,831	5,952
差异	-0.89%	-3.52%	-5.00%
归母净利润			
华金	2,212	2,735	3,353
WIND 一致预期	2,191	2,810	3,502
差异	0.98%	-2.68%	-4.27%

资料来源：WIND，华金证券研究所

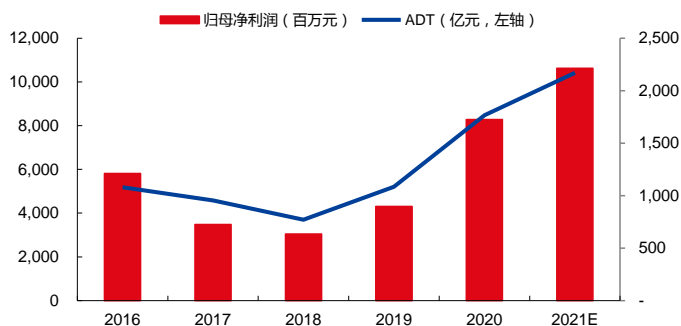
## 四、估值推导与投资建议

### (一) 估值推导

同花顺作为金融信息服务企业，轻资产运营，高利润率、高 ROE。与此同时，公司业绩、估值倍数与 A 股市场景气程度高度正相关，呈现一定周期性。

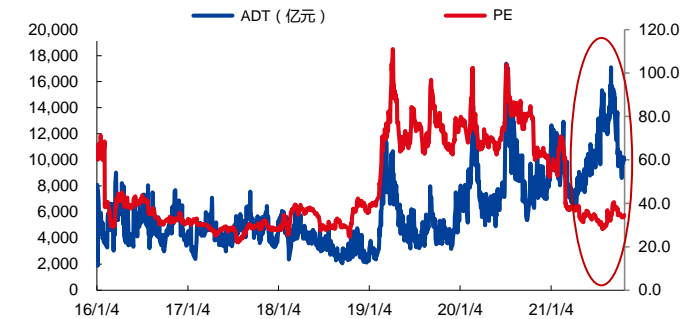
2016 年以来，公司 PE 估值与 A 股市场日均成交额对比显示，公司估值绝大部分时间与 A 股景气高度正相关，但今年 4 月以来出现了背离。PE 倍数并未随 A 股市场交易放量和公司业绩增长提升，反而有所走低，由接近 40x 降至 34x 左右。

图 51：同花顺业绩与 A 股景气高度正相关



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 52：同花顺 PE 估值，大部分时候也与 A 股景气高度正相关

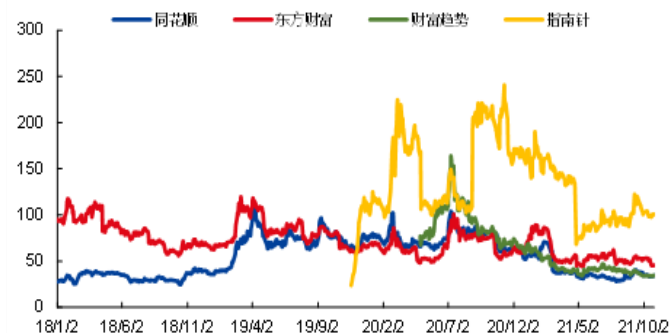


资料来源：WIND，华金证券研究所

2020 年 7 月以来，东方财富、同花顺、财富趋势、指南针估值倍数均出现整体下移。同花顺、财富趋势估值修正相对明显；东方财富以连续超预期的业绩增长，取得市场认可，估值倍数下移并不明显；指南针作为创业板次新股，享受了一定估值溢价。

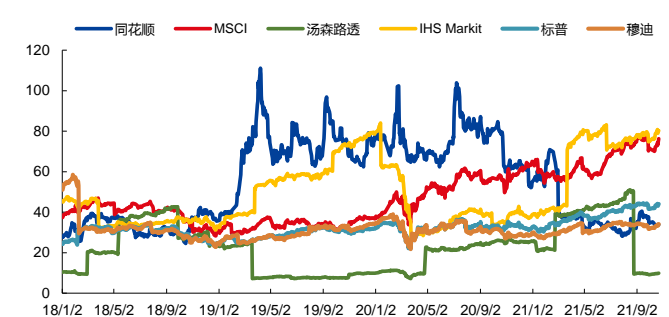
我们认为，2020 年 7 月以来，同花顺估值显著下移的原因主要包括：科技股与可比公司整体估值下移、业绩增速不及可比公司（尤其东方财富）、客户基础与机构化趋势相背三方面。

图 53：2018 年以来同花顺 PE TTM 与 A 股可比公司比较



资料来源：WIND，华金证券研究所，注：近年来，大智慧业绩不佳且波动较大，PE 估值参考价值不强

图 54：2018 年以来同花顺 PE TTM 与国际可比公司比较



资料来源：WIND，华金证券研究所

截至 2021 年 10 月 25 日收盘，同花顺 PE TTM 34.65x，2021E PE 29.20x，在国内外可比公司中已处于较低位，低于东方财富的 46.07x 约 25%；低于公司过去 5 年平均 PE 47.75x 近 40%；低于过去 1 年平均 PE 43.83x 约 20%。

考虑到目前科技股出现回暖迹象，同时未来 2-3 年保持 20-30% 的持续增长，已是较好的业绩表现，我们参考过去 1 年平均 PE 43.83x，给予 2021E 40x 目标 PE。基于 PE 估值法，推导出目标价 164.60 元。

## （二）投资建议

### 1、管理层持股，与中小股东利益一致

截至 2021 年中期末，公司管理层与核心骨干合计持股 65.87%。其中创始人、董事长、总经理——易峥持股 36.00%，员工持股平台上海凯士奥信息咨询中心（有限合伙）上，关系密切家庭成员易晓梅持股 2.64%，合计 38.64%；董事、副总经理——叶琼玖直接持股 11.48%，通过员工持股平台上海凯士奥信息咨询中心（有限合伙）间接持股 2.66%，合计 14.14%；董事、原总工程师——于浩森持股 4.95%；董事、技术总监——王进直接持股 3.96%，通过凯士奥间接持股 2.65%，合计 6.61%；其他高管及核心员工通过员工持股平台上海凯士奥信息咨询中心（有限合伙）持股 4.18%。

表 9：2021 中报同花顺前五大股东

排名	股东名称	职务	期末参考市值 (亿元)	持股数量 (万股)	持股比例 (%)
1	易峥	创始人，董事长，总经理	218.27	19,354	36.00
2	叶琼玖	董事，副总经理	69.62	6,173	11.48
3	上海凯士奥信息咨询中心(有限合伙)	员工持股平台	57.49	5,097	9.48
4	于浩森	董事，原总工程师	30.01	2,661	4.95
5	王进	董事，技术总监	24.01	2,129	3.96
	合计		399.40	35,414.22	65.87

资料来源：公司公告，华金证券研究所

表 10：2021 年 9 月上海凯士奥信息咨询中心（有限合伙）股东信息

排名	股东名称	职务	持股比例 (%)
1	叶琼玖	董事，副总经理	27.98
2	王进	董事，技术总监	27.89
3	易晓梅	董事长关系亲密家庭成员	27.76
4	朱志峰	副总经理，董秘	7.06
5	吴强	副总经理	5.77
6	邹鲁	凯士奥法人代表	2.26
7	杜烈康	财务总监	1.35
	合计		100.07

资料来源：公司公告，WIND，华金证券研究所

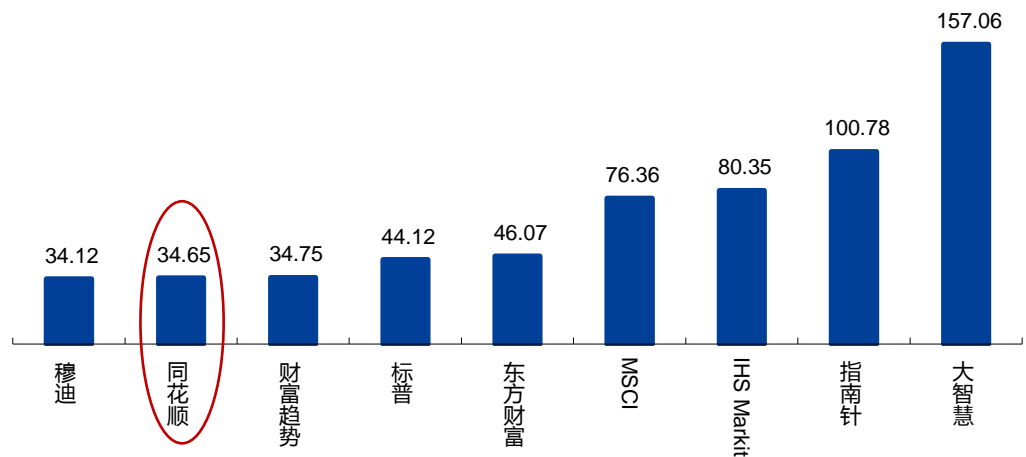
## 2、投资建议：“买入-A”评级

公司目前 PE TTM 30.8x，2021E PE 27.1x，不但处于自身历史相对低位，也处于可比公司相对低位。

我们预测公司 2021-23 年归母净利润 22.12 亿元、27.35 亿元和 33.54 亿元，同比分别+28%、24%和 23%，业绩表现良好，ROE 分别 36.82%、35.96%、35.62%，盈利能力较强。公司管理层与核心骨干合计持股 65.87%，与中小股东利益一致，更加重视中小股东权益。我们认为，公司虽然面临用户流失、机构化冲击等潜在风险，但 2021 年 4 月以来估值与市场景气出现背离，负面预期已在股价内反映。

目前科技股已出现回暖迹象，资本市场持续活跃预期下，公司个人用户金融资讯需求将保持旺盛，付费用户活跃度、渗透率有望提升，金融产品代销业务受益于财富管理市场持续扩张。我们看好公司较强的盈利能力和良好的业绩表现。参考历史平均和可比公司估值，基于 2021E 40x 目标 PE，推导得出目标价 164.6 元，维持“买入-A”评级。

图 55：同花顺与可比公司最新 PE TTM 比较



资料来源：WIND，华金证券研究所，注：A 股、新三板公司使用 2021 年 10 月 25 日数据，美股公司使用 10 月 24 日数据

## 风险提示

**资本市场景气低于预期：**公司深耕金融资讯服务业，各业务均与资本市场景气密切正相关。资本市场景气受国内外经济增速、货币财政政策、国际政治经济环境等众多不确定因素影响。若资本市场持续低迷，投资者，尤其个人投资者对金融信息需求下降，将导致公司产品销售不及预期，并最终导致公司整体业绩下降。

**金融资讯服务业竞争加剧：**金融资讯服务业竞争激励，东方财富、大智慧、指南针、财富趋势、益盟股份等上市可比公司都有各自的特色和优势。此外，行业内还有众多背景不一、实力参差不齐的未上市公司。激烈竞争市场中，同质化产品或难以避免陷入价格下滑、毛利率走低的困境，不断完善产品、提升服务质量，又难免面对研发成本、人力成本高企的风险。

**机构化导致个人用户金融资讯需求减少：**2019年以来，国内资本市场进入明显的机构化浪潮。专业投资机构管理资产规模快速提升，大量资金通过公募基金、私募基金、券商资管、保险、银行理财子等进入资本市场。未来，若越来越多的个人投资者将资金委托给专业机构，而自身退出市场，金融资讯服务需求或减少。

**人工智能发展低于预期：**人工智能是公司重点投入、着力打造的战略方向。公司目前可对外提供 30 多项人工智能技术与服务，可对金融、医疗、法律等多领域提供智能服务解决方案，基于人工智能技术的产品包括 i 问财、MindGo 等。若公司在人工智能方面持续大额投入，但技术进步落后于同业，则人工智能业务可为公司带来的业绩将面临较大不确定性。

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	4,618	6,209	7,770	9,486	11,567	<b>营业收入</b>	1,742	2,844	3,733	4,661	5,654
现金	4,012	6,125	7,505	9,163	11,172	营业成本	181	237	317	397	486
应收票据及应收账款	20	44	48	53	58	营业税金及附加	26	26	34	43	52
预付账款	-	-	-	-	-	营业费用	199	288	373	513	679
存货	-	-	-	-	-	管理费用	105	117	168	200	232
其他流动资产	477	10	-	-	-	研发费用	465	585	821	1,025	1,187
<b>非流动资产</b>	618	947	1,060	1,294	1,577	财务费用	-105	-139	-210	-285	-385
长期投资	-	2	-	-	-	资产减值损失	-	-	-	-	-
固定资产	439	419	411	413	417	公允价值变动收益	-	-	-	-	-
无形资产	77	363	365	402	442	投资净收益	12	17	24	29	36
其他非流动资产	-	-	-	-	-	<b>营业利润</b>	951	1,815	2,329	2,879	3,529
<b>资产总计</b>	5,236	7,156	8,830	10,779	13,144	营业外收入	2	0	-	-	-
<b>流动负债</b>	1,243	1,791	1,877	2,174	2,526	营业外支出	1	1	-	-	-
短期借款	-	-	-	-	-	<b>利润总额</b>	953	1,814	2,329	2,879	3,529
应付票据及应付账款	41	44	48	53	58	所得税	56	90	116	144	176
其他流动负债	-	1	1	1	1	<b>税后利润</b>	898	1,724	2,212	2,735	3,353
<b>非流动负债</b>	3	141	162	186	213	少数股东损益	-	-	-	-	-
长期借款	-	-	-	-	-	<b>归属母公司净利润</b>	898	1,724	2,212	2,735	3,353
其他非流动负债	0	137	158	182	209	<b>EBITDA</b>					
<b>负债合计</b>	1,246	1,931	2,038	2,359	2,739						
少数股东权益	-	-	-	-	-	<b>主要财务比率</b>					
股本	538	538	538	538	538	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	357	357	357	357	357	<b>成长能力</b>					
留存收益	2,718	3,985	5,331	6,686	8,638	营业收入(%)	25.61%	63.23%	31.27%	24.86%	21.32%
归属母公司股东权益	3,990	5,224	6,791	8,420	10,405	营业利润(%)					
<b>负债和股东权益</b>	5,236	7,156	8,830	10,779	13,144	归属于母公司净利润(%)	41.61%	92.05%	28.32%	23.63%	22.59%
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	0.14%	0.17%	0.18%	0.20%	0.22%
						净利率(%)	51.53%	60.62%	59.26%	58.68%	59.30%
						ROE(%)	24.93%	38.37%	36.82%	35.96%	35.62%
						ROIC(%)					
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	23.80%	26.99%	23.09%	21.89%	20.84%
						流动比率	371.58	346.76	414.05	436.35	457.92
						速动比率	371.58	346.76	414.05	436.35	457.92
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	37.20%	45.90%	46.70%	47.54%	47.27%
						应收账款周转率					
						应付账款周转率					
						<b>估值比率</b>					
						P/E	66.72	34.71	27.08	21.90	17.87
						P/B	15.01	11.47	8.82	7.11	5.76
						EV/EBITDA					

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所



## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

崔晓雁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn