

# 同花顺 (300033)

公司研究/深度报告

## 同花顺的“河牌”与“底牌”

—同花顺 (300033.SZ) 深度报告

深度研究报告/计算机

2021年12月09日

### 报告摘要:

#### ● 精准把握移动浪潮，砥砺前行AI开花结果

纵观同花顺的发展历程，每次砥砺前行离不开公司对于技术趋势的精准判断以及研发投入的高度重视。早在2007年初同花顺就前瞻性地布局了移动端，并在精准把握移动浪潮下流量优势尽显。此外，公司积极拥抱前沿技术，有效地与传统业务进行融合，而其基于前沿技术筑底下的战略布局和转型信心正是市场普遍忽视的深刻变化。

#### ● “河牌”：流量为王，顶级Beta领军

同花顺的增值电信业务与股票市场存在正相关性，贴近日C端且占比较高，导致公司业绩Beta属性明显。而该业务受三方面因素影响，其中活跃用户数是基础，但长期看难有再次大幅的提振机会，未来提升的空间在于ARPU值以及付费率的提升。根据我们测算，公司产品付费率的峰值不超过7%，相较于同类型应用仍有较大提振空间。

#### ● “底牌”：研发筑基，蕴含无限可能

**前瞻研发布局，AI落地开花：**公司13年便布局AI领域的研发，同时持续加大研发力度，17-20年研发投入占比始终超过20%，研发人员占比超过50%。目前已经形成AI开放平台+AI组件+行业解决方案的生态体系，AI+金融、AI+行业有成熟的落地应用。

**爱基金：复盘蚂蚁与天天基金，看爱基金如何突围。**我们通过复盘第三方基金代销行业的发展，认为居民资产向互联网理财转移、公募“出圈”两轮浪潮极大地推动行业发展，而在这两轮浪潮中蚂蚁基金实现对于天天基金的超越，我们认为生态流量差距是核心、余额宝带来的应用创新是催化。回到爱基金，基于同花顺生态中3300万+的月活是基石，AI赋能有望帮助爱基金实现腾飞。

**iFind：极佳的Saas模式，迎天时地利。**公司经过多年的研发积淀，目前iFind在数据、功能上具备较强的竞争力，有望凭借价格差异化的竞争策略、优良的服务以及极具特色的功能实现市场份额的突破，从而推动收入快速增长。

**智能投顾：数据维度、技术底座、产品渠道是发力智能投顾的核心要素，而同花顺是少数同时拥有三维优势的公司，率先设立了人工智能资产管理公司，并以大手笔自有资金进行智能投顾探索。**

#### ● 投资建议

预计同花顺21-23年营收分别为38.98、50.11、61.00亿元，同比增速分别为37.1%、28.5%、21.7%；21-23年归母净利润分别为24.02、30.38、37.28亿元，同比增速分别为39.4%、26.4%、22.7%；当前市值对应21/22/23年PE分别为29/23/19倍。同花顺是我国互联网金融IT公司的龙头企业，我们选择金融IT另外两家细分领域龙头东方财富、恒生电子作为可比公司，当前市值对应21、22年PE的均值分别为52、41倍，公司的估值横向对比仍有较大空间；若纵向比较，同花顺与自身过去3年滚动市盈率均值61倍相比，估值上有显著的差距。首次覆盖，给予“推荐”评级。

#### ● 风险提示

资本市场活跃程度不及预期；爱基金导流不及预期；iFind市场速度不及预期；技术提升不及预期

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,844	3,898	5,011	6,100
增长率(%)	63.2%	37.1%	28.5%	21.7%
归属母公司股东净利润(百万元)	1,724	2,402	3,038	3,728
增长率(%)	92.0%	39.4%	26.4%	22.7%
每股收益(元)	3.21	4.47	5.65	6.93
PE(现价)	40.38	29.01	22.94	18.69
PB	12.76	9.14	6.53	4.84

资料来源：公司公告、民生证券研究院

### 推荐

首次评级

当前价格：129.62元

### 交易数据 2021-12-8

近12个月最高/最低(元)	159.79/92.67
总股本(百万股)	538
流通股本(百万股)	272
流通股比例(%)	50.59
总市值(亿元)	697
流通市值(亿元)	353

### 该股与沪深300走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

### 分析师：吕伟

执业证号：S0100521110003

电话：021-80508288

邮箱：lvwei\_yj@mszq.com

### 分析师：蒋领

执业证号：S0100521110002

电话：13917583492

邮箱：Jiangling@mszq.com

### 研究助理：丁辰晖

执业证号：S0100120090026

电话：18817739265

邮箱：dingchenhui@mszq.com

## 目录

1	德扑奥义：“河牌”与“底牌”的博弈	3
2	同花顺：领先的金融数据信息服务商	4
2.1	国内互联网金融信息服务领军	4
2.2	国内互联网金融信息服务领军	5
2.3	关键指标，料敌于先	7
3	河牌：流量为王，顶级BETA领军	9
3.1	探索增值电信业务与股市周期的秘密	9
3.2	BETA属性的关键变量	11
4	底牌：前沿技术筑基，蕴含无限可能性	16
4.1	“技术立身”是核心标签，AI已然开花结果	16
4.2	爱基金：复盘蚂蚁与天天基金，看爱基金如何突围	17
4.2.1	第三方基金代销：持续增长，双巨头格局形成	17
4.2.2	复盘蚂蚁与天天基金，两轮浪潮下成长为行业双巨头	18
4.2.3	对标巨头，爱基金如何突围	20
4.3	IFIND：技术积淀深厚，迎天时地利	21
4.4	智能资管：与AI深度契合，商业模式远胜传统业务	23
4.4.1	前瞻布局，智能资管带来模式变革	23
4.4.2	优势显然，逐鹿与智能投顾	25
5	盈利预测与投资建议	27
5.1	四大业务收入预测	27
5.2	估值比较	28
6	风险提示	30
	插图目录	32
	表格目录	33

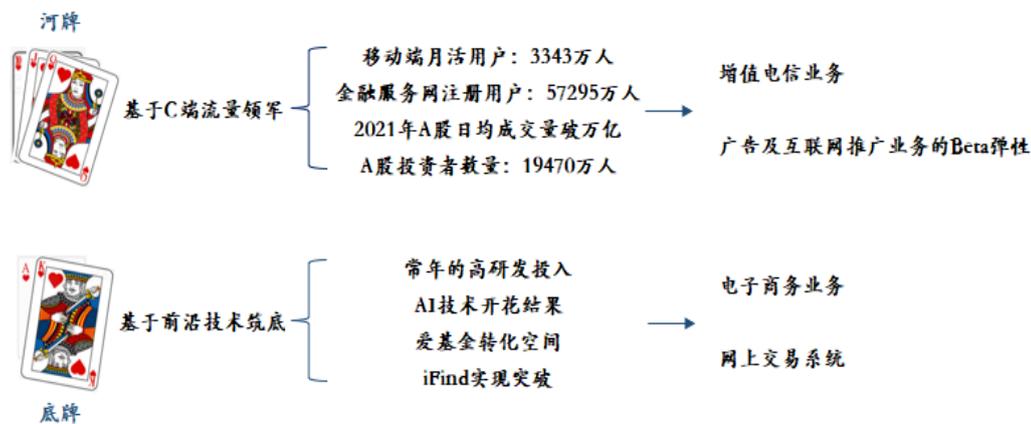
# 1 德扑奥义：“河牌”与“底牌”的博弈

德克萨斯扑克全称“Texas Hold'em poker”，中文简称为德州扑克。它是一种玩家对玩家的公共牌类游戏。

德州扑克玩法：每个玩家有 2 张牌作为“底牌”，同时还有 5 张公共牌，其中最后一张公共牌称为“河牌”。玩家选择 5 张公共牌里的 3 张，与手里的 2 张底牌组合，最后以期得到最好的 5 张牌的组合，按照“Card Ranking”决定最后的胜负。

在游戏中，“河牌信息”虽作为公共信息，但其具备了逆转牌局的强大属性，而“底牌信息”则属于隐藏信息，因而真正拥有出奇制胜的效果。纵观同花顺的发展历程，我们认为，市场目前更多地把同花顺当作牛市的博弈品种，而忽视了其内在业务的深刻变化；习惯性地把同花顺看作是一个由流量为主导的高 Beta 行情企业，而忽略了其在基于前沿技术筑底下的战略布局和转型信心。对于同花顺而言，其“河牌”指的是由 C 端流量领军所带来的明确利润弹性，而其“底牌”则是市场普遍忽略的，通过大量前期的研发投入，铸就的 AI 技术平台，以及在技术赋能下，爱基金、iFind 业务所具备的较大潜力。

图1：同花顺的“河牌”与“底牌”



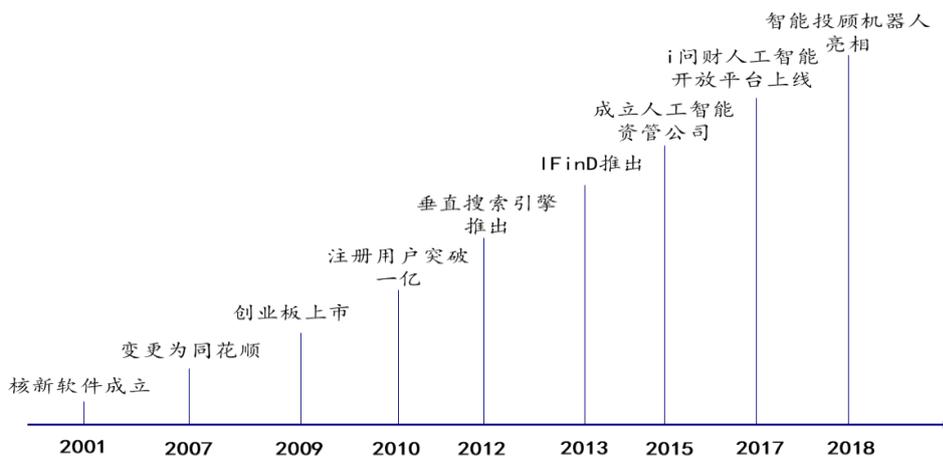
资料来源：民生证券研究院整理

## 2 同花顺：领先的金融数据信息服务商

### 2.1 国内互联网金融信息服务领军

同花顺自 2001 年成立以来一直专注于金融资讯、数据分析和软件系统服务，是国内领先的互联网金融信息服务供应商。经过 19 年的持续发展，已全面布局互联网金融信息服务业，为券商等机构客户提供金融软件产品及多项增值服务，为个人投资者提供金融资讯与多维分析工具。公司积极开展人工智能、云计算等前沿技术的产品和应用，已成功构建同花顺 AI 开放平台，可面向客户提供智能语音、自然语言处理和智能资管等多项 AI 产品及服务。

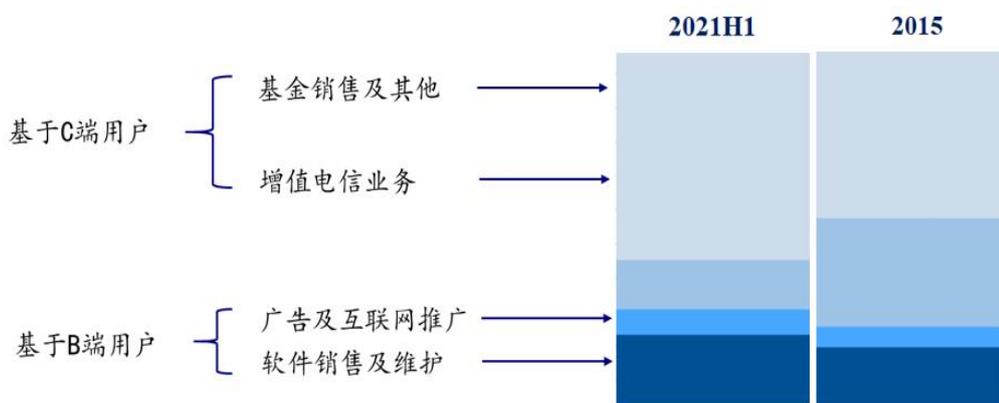
图2：公司成立以来业务发展历程



资料来源：公司公告，民生证券研究院

**商业模式丰富，产品覆盖优势明显。**公司主营业务按商业模式/收费群体来划分，大致分为 2B 和 2C 业务，其中 2B 业务包括软件销售与维护、广告及互联网推广业务，2C 业务则包含增值电信业务、基金代销及其他。若按照产品类型来分类，则分为手机端和 PC 端产品，其中手机端产品包括手机炒股、爱基金、同花顺财经等。而 PC 端产品又可以分为免费和收费产品，免费产品主要包括行情资讯、模拟炒股、爱基金等，收费产品主要包括 iFinD、LEVEL-2、大战略等。

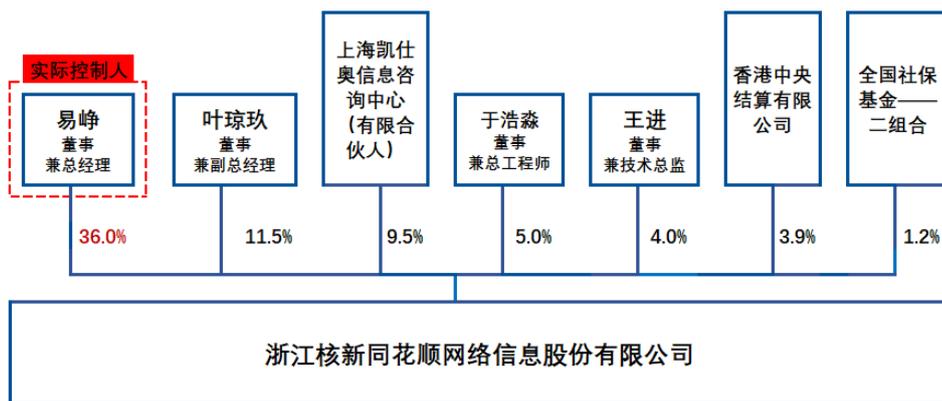
图3：同花顺的业务构成



资料来源：公司公告，民生证券研究院

管理层持股比高，实控人从未减持。截止 2021 年 9 月，公司实控人易峥持有 36.00%，从上市至今，一直担任公司的董事长兼总经理，且从未减持过公司股票。公司创始团队兼高管 3 人持有公司股权合计 20.5%，员工持股平台凯仕奥持有公司股权合计 9.5%。整体看公司股权结构稳定，高管持股比例较高，且创始人兼董事长对于公司发展的信心非常坚定。

图4: 截至 2021 年三季报同花顺股权架构情况

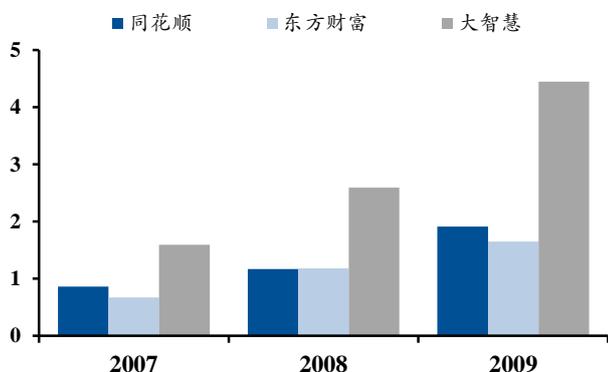


资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 2.2 国内互联网金融信息服务领军

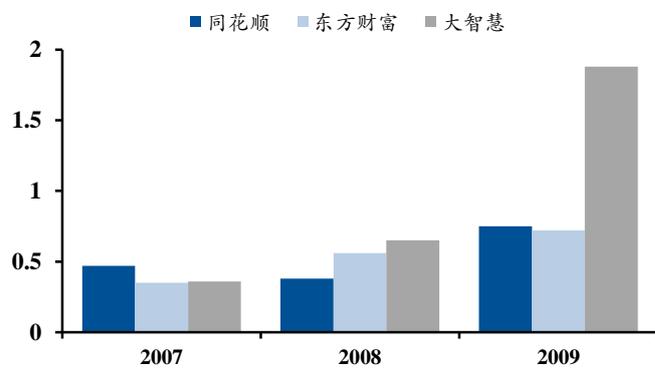
自 2005 年实施股权分置改革后，证券市场进入快速发展通道，牛市行情启动带来了线上交易人数的剧增，并促进了投资者对金融信息服务需求的提升，从而让转型 2C 业务的金融数据信息服务商营收与利润得到了较大的增长。其中，大智慧凭借先发优势，在 PC 终端、证券公司营业部系统等平台，培育了数量庞大的用户群体，并成为了 PC 互联网时代领先的企业。

图5: 大智慧早期收入高于竞争对手 (亿元)



资料来源：Wind，民生证券研究院

图6: 大智慧在利润端也一骑绝尘 (亿元)

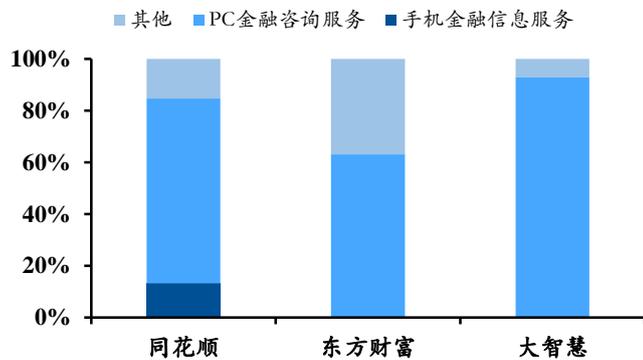


资料来源：Wind，民生证券研究院

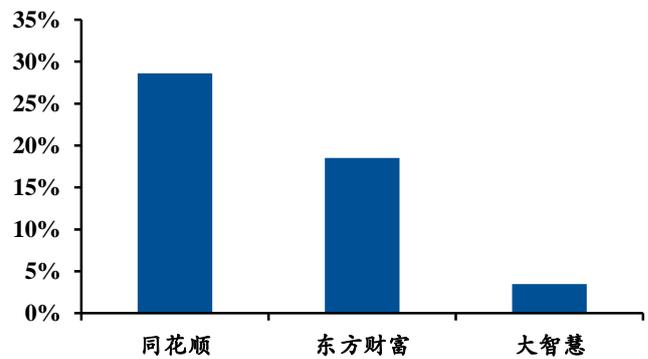
相比之下，该时期的同花顺仍砥砺前行，蓄力移动端的投入，而其前瞻性的布局使得公司精准把握了下一波移动浪潮，并实现了弯道超车。早在 2007 年，同花顺就与中国电信、中国移动、中国联通展开合作，依托其移动运营网络，通过传统的短信、彩信、WAP 和 GPRS 等方式为用

本公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

户提供金融信息服务。在 2009 年同花顺的手机金融信息服务在营收中占比超过 12%，而同期东方财富和大智慧在移动端尚未实现布局。在上市募集的资金运用中，同花顺在移动端的投入占比达 28.6%，明显高于大智慧的 18.05% 和东方财富的 3.5%。

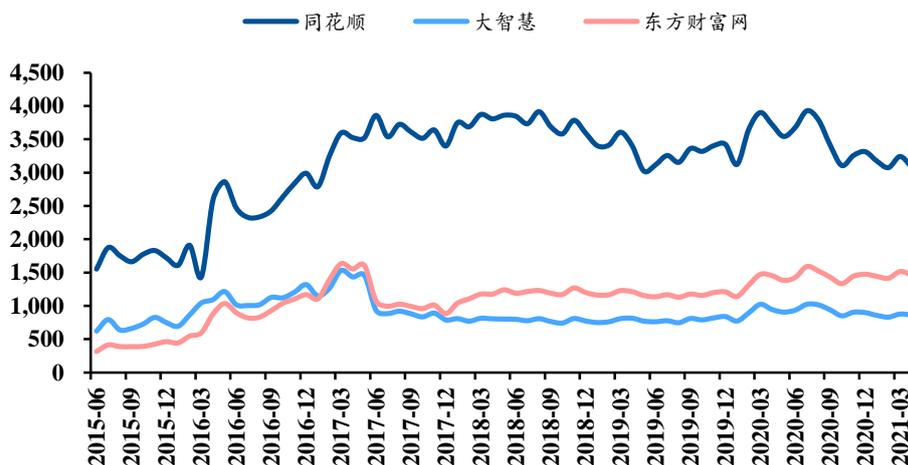
**图7: 2009 年公司在手机金融业务中斩获收入**


资料来源: Wind, 民生证券研究院

**图8: 公司上市募集资金在移动端的占比最高**


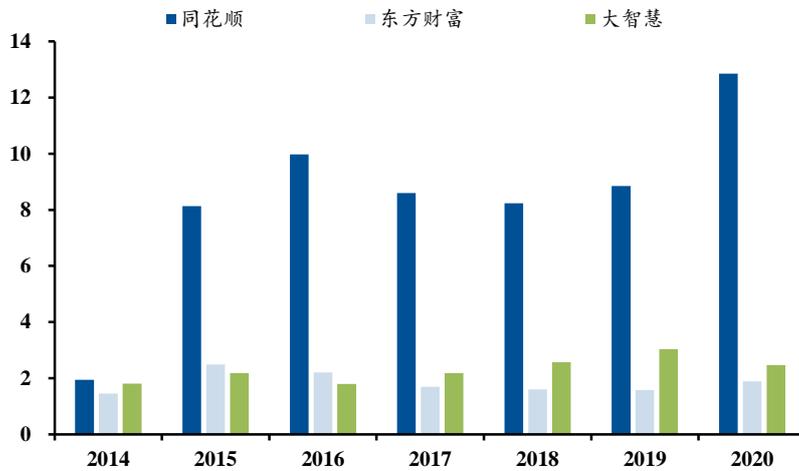
资料来源: Wind, 民生证券研究院

而正因为其前瞻性的眼光和布局，使得同花顺在移动端的流量获取及其相关收入的增速远超竞争对手。公司在移动端的拳头产品同花顺炒股 APP 的月活数量持续领先于东方财富和大智慧移动端 APP，且优势不断扩大。2017 年以来，公司该产品的 MAU 已稳定在 3000 万人以上，已超过东方财富和大智慧的 MAU 之和。同时，随着月活用户的高增长叠加产品线的不断丰富，公司在增值电信业务的收入也呈现井喷式的增长，2011-2020 年期间该业务收入的 CAGR 高达 25.59%。

**图9: 同花顺月活用户数远超竞争对手 (万人)**


资料来源: Wind, 民生证券研究院

图10: 公司紧握移动浪潮, 增值电信业务实现弯道超车 (亿元)



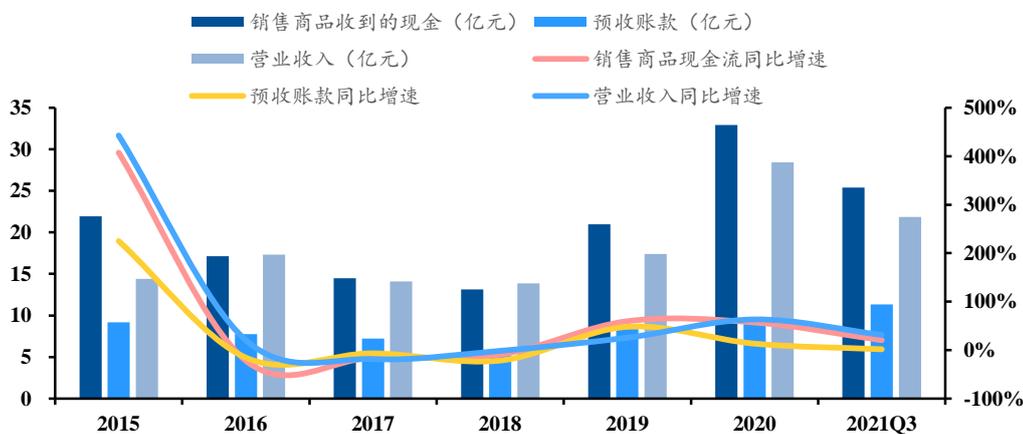
资料来源: Wind, 民生证券研究院

## 2.3 关键指标, 料敌于先

同花顺的互联网属性, 使其业绩具备了高弹性的特征和潜质, 而业绩弹性的前瞻信号是相关变量的变化, 其具体的传导链条为“销售商品收到的现金流→预收账款→营业收入→归母净利润”。

销售商品收到的现金流作为衡量同花顺未来业绩的前瞻性指标, 其相较于经营性现金流更能直观地体现公司业务与市场活跃度的相关性。可以看到, 2015年股票市场高度活跃, 公司销售商品收到的现金流也呈现井喷式的增长, 达到21.93亿元, 同比增幅为407.44%。但随着股票市场在2016-2018年逐步走入熊市, 公司销售商品收到的现金流也几近腰斩, 2018年该项指标达到近5年来的最低点, 为13.14亿元。直至2019年, 公司销售商品收到的现金流才出现回暖, 上升至20.97亿元, 同比增速为59.60%, 而该数值也是自2015年以来的最高值。截止2021年Q3, 公司销售商品收到的现金流为25.42亿元, 同比增速达到20.36%。由此证明, 公司业务在股票市场相对活跃的基础上已处于快速回升阶段。

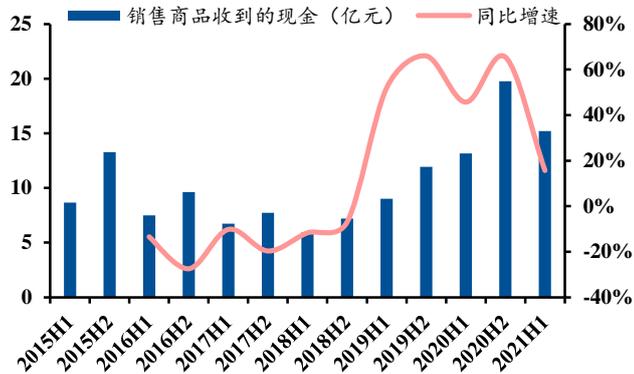
图11: 销售商品现金流是衡量同花顺未来业绩的前瞻性指标



资料来源: Wind, 民生证券研究院

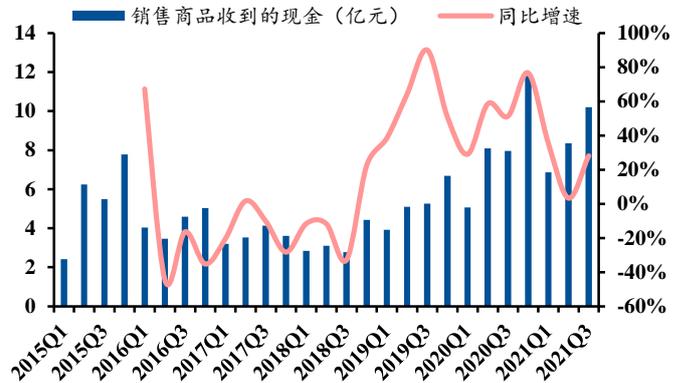
从单季度增速来看, 2021 年 Q1, 公司销售商品收到的现金为 6.86 亿元, 同比增长 1.8 亿元, 同比增速达 35.44%; 二季度该数值持续扩大, 高达 8.36 亿元, 同比增加 0.27 亿元, 同比增幅为 3.31%。; 2021Q3 公司单季度销售商品收到的现金流为 10.20 亿元, 其同比增速高达 28.11%。

图12: 同花顺半年度销售商品收到现金流情况



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图13: 同花顺单季度销售商品收到现金流情况

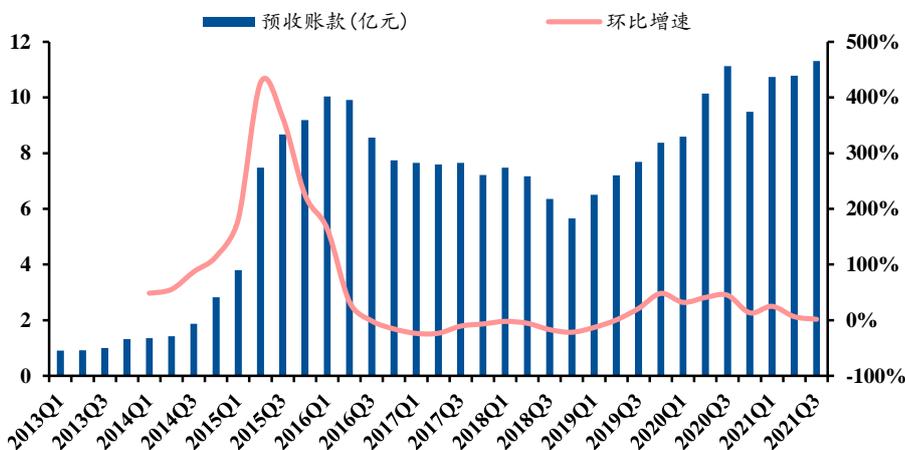


资料来源: Wind, 民生证券研究院

现金流作为所有指标的源头, 其变化将体现于当期收入及后续预收款中。鉴于公司 2C 业务在确认方式的特殊性, 即当期销售商品收到的现金流入根据服务期限进行平摊, 其中将符合收入确认的部分归为当期收入, 而不符合收入确定的置于预收款中, 体现为预收款的变化值, 并最终确认在后期收入中。

我们统计了 2013-2021Q3 年公司预收账款的情况, 从单季度的变化来看, 2015 年 Q2 公司预收账款余额较 Q1 增长 3.68 亿, 环比增幅高达 96.86%, 达到区间内的增幅的峰值, 为 7.48 亿元。但此后, 该增速就呈现持续下滑, 直至 2019 年 Q1, 公司预收账款余额的环比增幅才由负转正, 为 15.06% (2019 年 Q1 预收账款余额总计为 6.51 亿元), 此后该指标的绝对值仍在上升, 至 2021 年 Q3 达到 11.31 亿元, 已超过 2015 年同期的 8.67 亿元, 厚增的预收账款将最终体现在后续的收入中, 为公司未来业绩呈现高增长奠定基础。

图14: 同花顺收账款情况



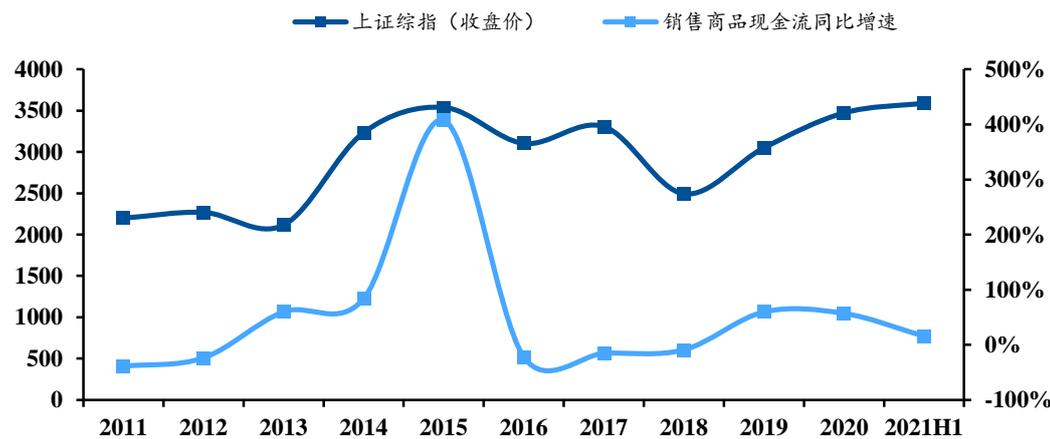
资料来源: Wind, 民生证券研究院

### 3 河牌：流量为王，顶级 Beta 领军

#### 3.1 探索增值电信业务与股市周期的秘密

同花顺的增值电信业务与股票市场存在明显的正相关性，即股市的上涨，将带来市场参与度的提升，而增值电信业务是为 C 端用户提供选股软件及相关增值服务，因此参与度提升的程度将最终传导至公司在增值电信业务的收入中。

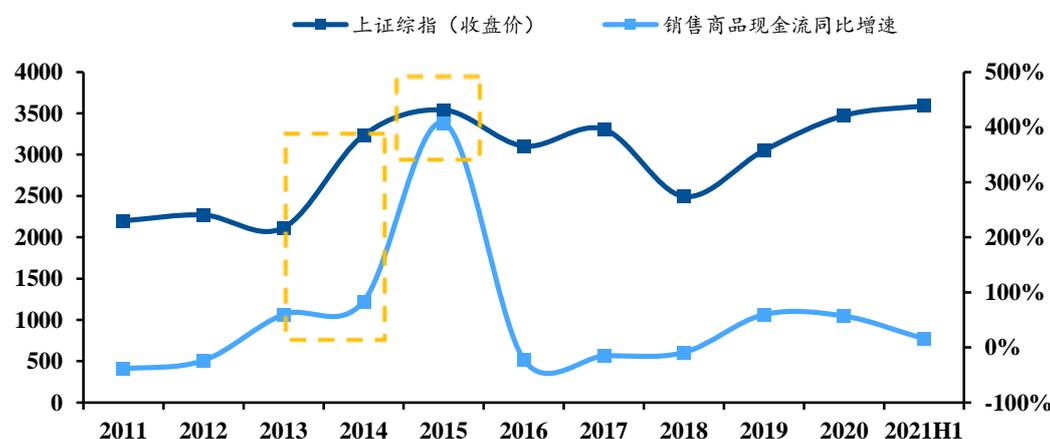
图15： 同花顺业绩与股市活跃度高度相关



资料来源：Wind，民生证券研究院(注：上证综指单位：点)

在 2013 年至 2014 年期间，上证综指从 2116 点急速上升至 3235 点，期间增幅达到 1119 点，为区间范围内增幅的最大值。此后，上证综指虽仍继续冲高，至 2015 年达到阶段性顶峰 3539 点，但区间增幅较 2014 年仍略逊一筹，仅为 304 点。值得注意的是，2014 年上证综指的快速攀高并未及时反映在当期公司增值电信业务中，其中我们重点关注公司“销售商品收到的现金”这一前瞻性指标，即能及时反映出 C 端用户对于增值电信业务的真实需求。根据年报数据显示，公司 2014 年销售商品收到的现金达 4.32 亿元，同比增速为 83.69%，但其增速仍远低于 2015 年的 407.44%。同花顺增值电信业务的需求与指数呈现错配，我们判断其根源是投资者“从观望到入场”的一种市场行为。

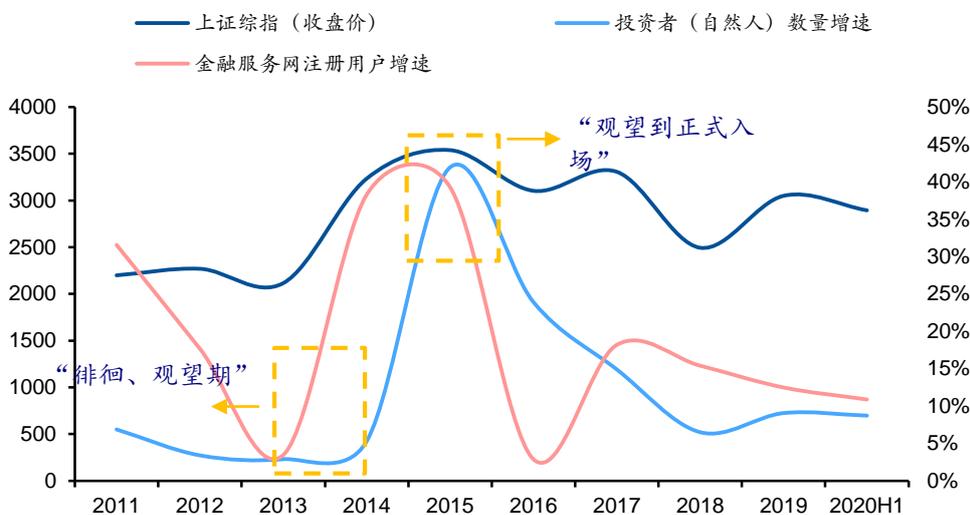
图16： 同花顺增值电信业务的需求与指数存在错配



资料来源：Wind，民生证券研究院(注：上证综指单位：点)

通过选取公司年报中披露的“金融服务网注册用户数”以及 CSDN 披露的“投资者(自然人)数量”这一指标来演示 C 端投资者由“观望到入场”的转化过程。2014 年上证综指大涨, 股票市场迎来牛市, 可以明显观察到此时公司金融服务网的注册用户数出现了快速上升, 达到 22581 万人, 同比增速高达 38.29%。但当时股市中实际投资者的数量并未产生较大变化, 2014 年股票市场中投资者总数为 9536.9 万人, 同比增速仅为 5.30%。根据同花顺注册用户与实际投资者数量增速之间的差异, 我们判断, 当时投资者大概率处于“徘徊、观望期”, 并未直接选择进行股票投资, 而同花顺金融服务网能及时提供金融咨询与股票信息, 因此股市的上涨直接导致了其注册用户数迅速攀升。

图17: 投资者从“观望到入场”的演示过程

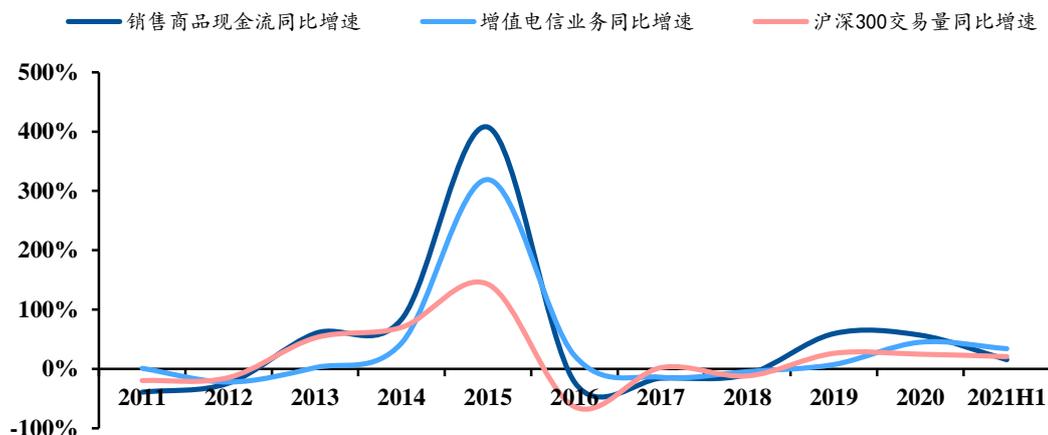


资料来源: CSDN, Wind, 民生证券研究院 (注: 上证综指单位: 点)

2015 年, 股票市场持续上涨, 上证综指达到阶段性顶峰 3539 点。可以看到, 当时投资者数量出现了闪电式地攀升, 其总数由 2014 年的 9536.9 万人上升至 2015 年的 13536.3 万人, 同比增幅达 41.94%, 为 2011-2018 年期间的峰值。投资者已从“观望”到正式入场, 而其数量的快速上升也带来了市场参与度的提升, 并最终引导至公司增值电信业务收入的提振。根据 Wind 数据统计, 2015 年沪深 300 交易量同比增速为 143.49%; 公司“销售商品收到的现金”增速为 407.44%; 公司增值电信业务收入的同比增速为 319.07%, 都为阶段性峰值。

因此, 我们认为公司业绩的体现将滞后于股市的表现, 且关键变量在于后续股市的向上动力, 其具体传导逻辑为“股市上涨→注册用户数提振→若股市持续强劲→用户参与度提升→销售商品收到的现金增加→增值电信业务表现亮眼”。

图18: 相关指标存在明显的同步性



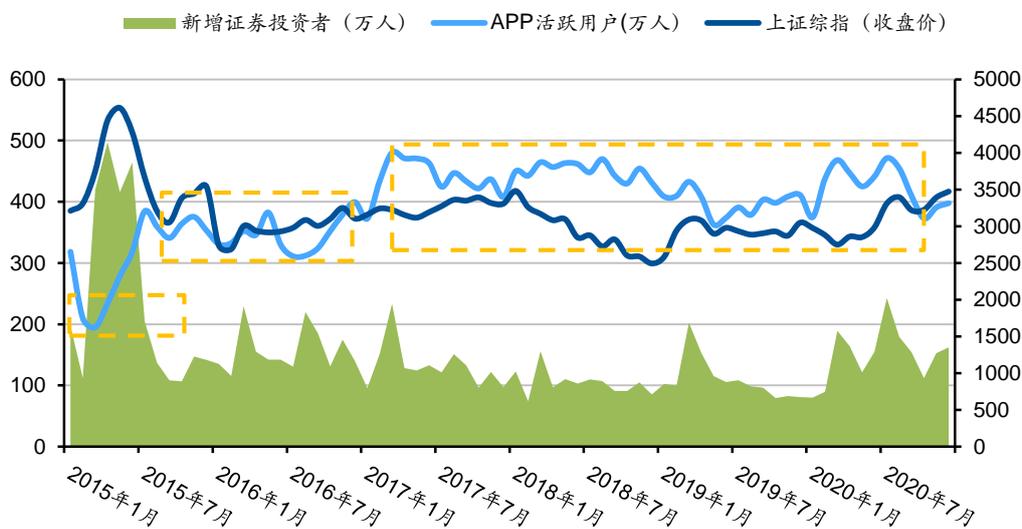
资料来源: Wind, 民生证券研究院

### 3.2 Beta 属性的关键变量

纵观公司各项业务占比, 增值电信业务常年占据 55% 以上的份额, 而其业务贴近于 C 端, 在流量效应下使得公司 Beta 属性明显。增值电信业务受三方面因素影响, 其中活跃用户数是基础, 但长期看难有再次大幅度的提振机会, 而未来提升的空间在于 ARPU 值以及付费率的提升, 其遵循以下公式: 活跃用户数量 x 付费率 x ARPU 值。

牛市带动活跃用户提振, 熊市依靠粘性稳定基础。从移动端月活增长的历史来回溯, 早在 2015 年初股票市场出现持续上涨行情时, 我们能明显发现, 当时新增投资者数量随着行情的演绎也出现了闪电式的攀升, 而公司凭借其在移动端的先发优势以及在技术基础上的强大实力, 吸筹效应显著, 促使移动端 APP 的 MAU 也呈现快速上升, 从 1623 万人直线攀升至 3473 万人。

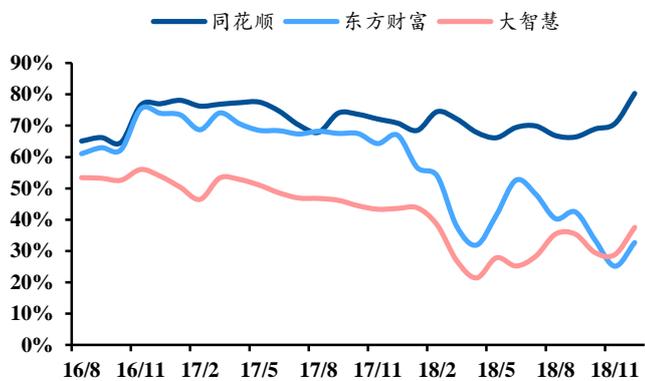
图19: 牛市带动月活用户提振, 熊市依靠粘性稳定基础



资料来源: 易观千帆, CSDN, Wind, 民生证券研究院 (注: 左侧为新增证券投资者与 APP 活跃用户数; 右侧为上证综指, 单位: 点)

此后，股票行情虽一路下滑，并于2016年2月达到阶段性低点2688点。但此时公司移动端MAU却仍逆势维持在2800万人左右。直至2017年3月，移动端月活又再次出现回升，从2016年末的3000万人上升至4002万人，并长期保持在该水平线上。我们判断，该阶段月活用户数的回升及维稳主要是因为当时股市呈现结构性+主题性行情，导致“期间投资者数量”上升。根据CSDC披露的数据显示，仅2017年1月股票市场中“期间投资者数量”就达到4072万人，环比增长高达52.89%。而服务属性的增值业务模式对客户吸引力较强，并在基于先进的AI交互能力下具备多维度的金融业务服务功能，导致产品粘性显著。根据易观千帆的统计数据显示，公司移动端APP的次月留存率一直远高于同类竞争者，并长期保持在65%以上，高客户留存率是佐证产品粘性的最好方式之一，而产品粘性则是公司能在熊市仍立于“不败之地”的坚实基础。

图20: 同花顺产品粘性远超竞争对手



资料来源: 易观千帆, 民生证券研究院

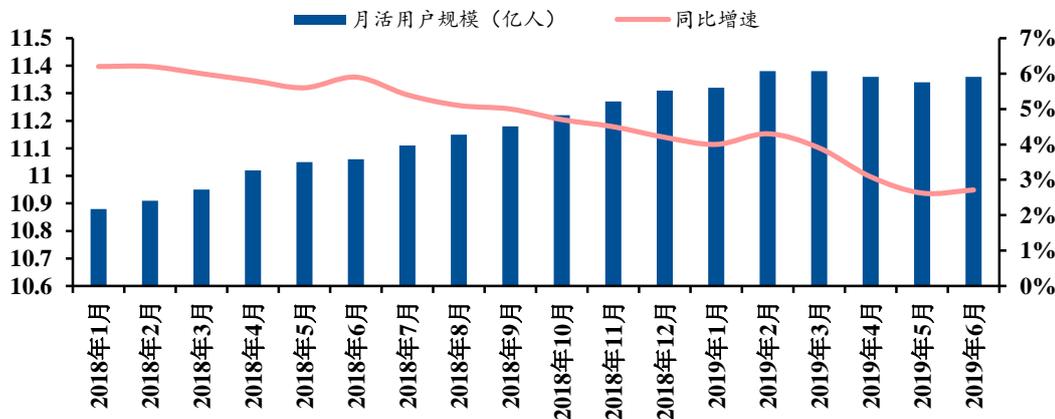
图21: 移动端APP具备多维业务服务功能



资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

公司月活用户已稳定维持在3500万人左右，但未来提振空间相对有限。春暖未至，移动端红利见底。根据群邑智库的数据显示，2018年我国移动互联网用户数已达到8.17亿人，其渗透率接近98.6%。同时，根据QuestMobile统计的数据，2019年6月我国移动互联网月活用户规模达到11.36亿人，同比增速跌至4%以下，呈现逐步收窄趋势。这也进一步预示着我国移动互联网红利已见底，用户规模的收窄将逐步明显。

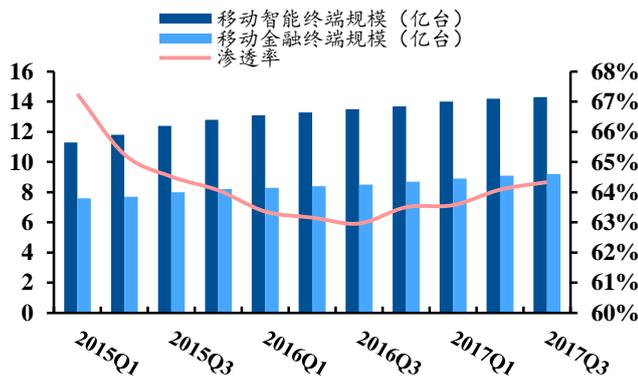
图22: 移动互联网用户规模收窄明显



资料来源: Wind, 民生证券研究院

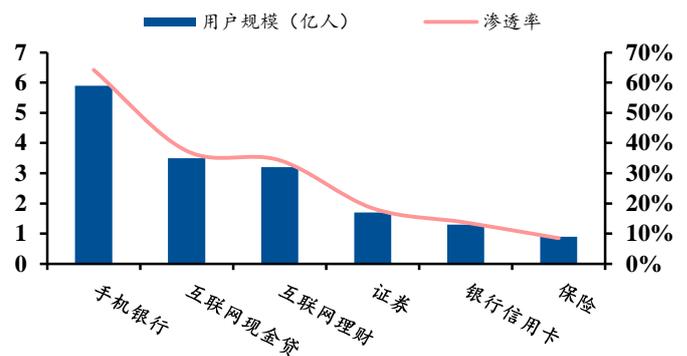
证券应用的渗透率已达到较高水平。根据 Talking Data 的资料显示,截止 2017 年 Q3,我国移动金融终端的规模已达到 9.2 亿台,其在移动智能终端中的渗透率也已高达 64.3% (从 2015 年 Q1-2017 年 Q3,金融在移动智能终端规模中的渗透率均超过 60%,增减幅度并不明显,预计未来大概率仍将维持该水平)。其中,证券用户的规模为 1.7 亿人,渗透率为 18.4%,已达到较高水平。

图23: 移动金融终端渗透率



资料来源: Talking Data, 民生证券研究院

图24: 6类移动金融用户规模及渗透率

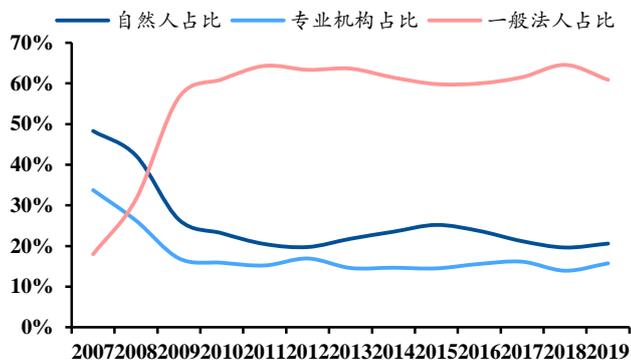


资料来源: Talking Data, 民生证券研究院

“证券市场机构化”或将导致应用人群减少。我国股票投资者结构按管理机构类型来划分,主要分为个人投资者、一般法人、境内专业机构投资者和境外机构。其中,境内专业机构投资者又可分为公募基金、私募基金、证券机构等。从持股市值占比来看,根据上海证券交易所的数据显示,专业机构投资者持股市值占比近年来波动并不明显,但个人投资者流通股持股市值占比从 2007 年的 48.29% 下降至 2019 年 20.59%,股市的“去散户化”已初见成效。若我国证券市场按照美国“证券市场机构化”的趋势发展,这将直接影响个人投资者的参与比例,并在一定程度导致证券 APP 应用人数的减少。

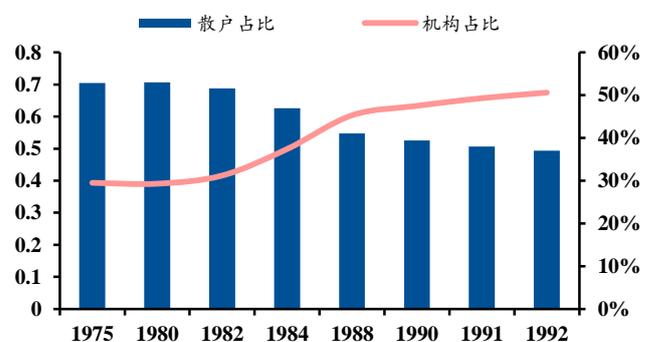
同时,考虑到证券应用的起步较早,发展也相对成熟,同时其应用群体的范围比较狭隘,多为对金融市场感兴趣的“专业人士”。基于此,我们认为目前证券应用的用户群体饱和程度较高,未来渗透率的提升空间相对有限。

图25: 我国“散户化”程度已下降



资料来源: 上海证券交易所, 民生证券研究院

图26: 美国证券市场机构化趋势明显



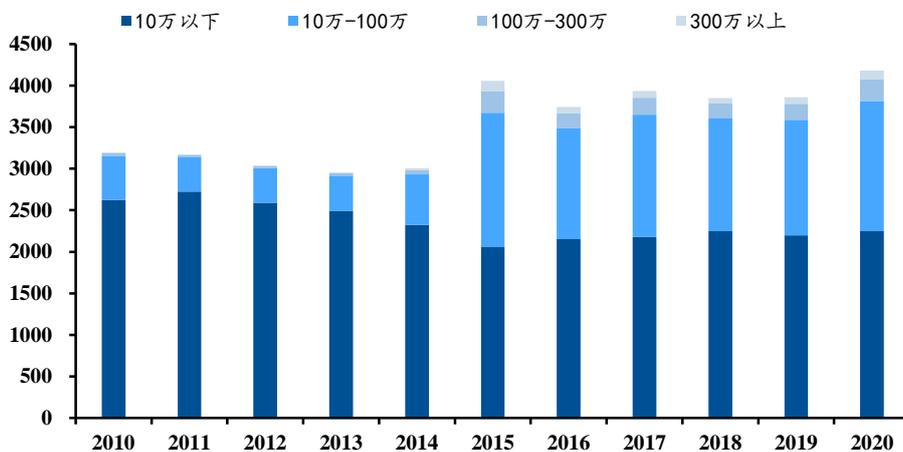
资料来源: SIA, 民生证券研究院

### 3.3 付费率+ARPU 值将是驱动因素

“去散户化”趋势将导致投资者结构发生改变，而“大户”比例的加码叠加产品矩阵的丰富有望促使付费率与 ARPU 值双双提升。根据测算，同花顺产品付费率的峰值不超过 7%，与视频网站存在明显差距，而这也正是公司未来可提升的空间所在。

我国证券市场“去散户化”已初见成效，未来若按照美国“证券市场机构化”的趋势发展，将直接影响个人投资者比例。从上海证券交易所统计的数据也可以观察到这一趋势，在个人投资者中，持股 10 万以下的投资者从 2010 年的 2622.94 万人下降到 2020 年 2249.17 万人，占比从 82% 下降至 54%；100-300 万投资者比例从 0.99% 上升至 6.21%；300 万以上投资者比例从 0.28% 上升至 2.51%。

图27: “大户”加码的趋势明显 (单位: 万人)



资料来源: 上海证券交易所, 民生证券研究院

我们认为，中小散户在证券市场中的投资需求主要以信息获取为主，而“大户”则相对专业，对于信息、数据的分析依赖程度更高。同时，由于其持有股票市值较大，因而对于投资风险和收益率也更为敏感，但对于价格容忍度和产品接受度也相对较强。

同花顺的核心优势在于对技术趋势和用户痛点的精准判断及深刻理解，总是能够前瞻性地布局，并以此为基础积极扩充产品矩阵。而随着产品维度的拉升，种类的丰富，能够满足用户差异化需求的能力也就越强，其产品的付费率也有望基于“大户”投资者的特性下再度提升。同时，公司根据产品功能的差异化程度设置了阶梯式价格，而“大户”投资者更有意愿及能力购买功能较强但单价相对高的产品。因此，我们判断，在投资者结构变化的背景下，公司产品的付费率与 ARPU 值也有望双双提升。

表1: 同花顺的产品链完整, 价格呈阶梯状

2021 年			
PC 端产品		手机端产品	
类型	价格	类型	价格
<b>PC 高端系列</b>		<b>手机炒股 高端产品</b>	
AI 价投至尊	80000 元/年	手机财富	6498 元/年
金融大师 (AI 大数据版)	80000 元/年	手机至尊	9800 元/年
财富先锋至尊版	32800 元/年	<b>手机炒股 个性化系列</b>	
同顺管家	18800 元/年	手机诊股	128 元/年
大研究内参版	19800 元/年	手机短线宝	518 元/季
<b>PC 基础行情</b>		深度看盘	3280 元/年
AI 分时顶底	698 元/年	AI 龙头寻宝手机版	2998 元/年
避险宝	168 元/季	壹号研报	598 元/季
<b>PC 选股诊股</b>		好股九点荐	488 元/季
短线宝	798 元/季	早盘选股宝	388 元/月
机构探测器	168 元/月	金股攻略合集	5280 元/年
主力密码	488 元/季	热点擒龙	898 元/年
高级诊股	1200 元/年	AI 波段雷达	998 元/年
金牛情报	698 元/年	涨价概念	518 元/年
神奇电波选股	588 元/年	大盘早知道	78 元/月
涨停助手	268 元/季	手机云参数	898 元/年
荐股师	288 元/季	手机神奇电波指标版	58 元/季
形态掘金	18 元/月	股价预警 (短信)	12 元/年
AI 价值回归	288 元/季		
问财专业版	298 元/季		

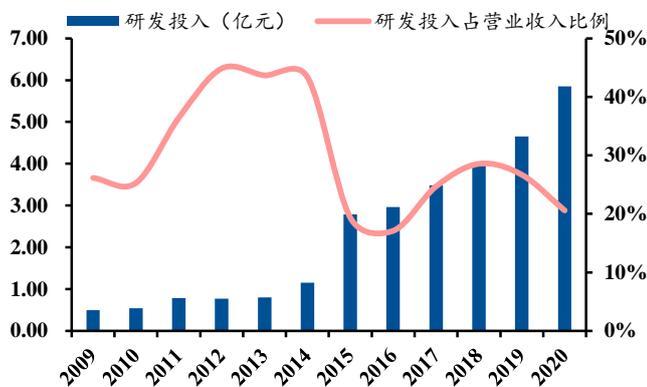
资料来源: 公司官网、民生证券研究所

## 4 底牌：前沿技术筑基，蕴含无限可能性

### 4.1 “技术立身”是核心标签，AI 已然开花结果

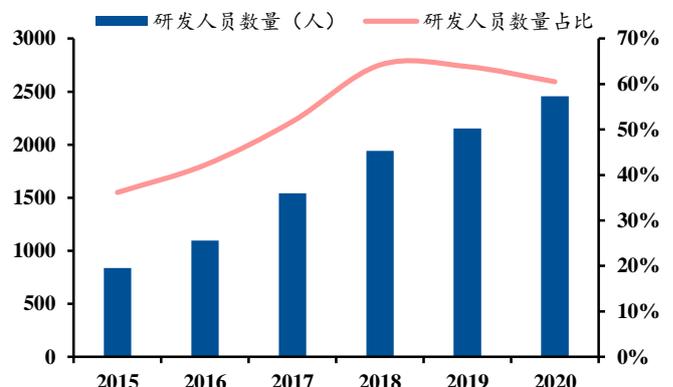
前瞻研发布局抓住移动互联网浪潮，技术立身研发持续加大投入。同花顺创始人以开发交易软件开始创业之路，技术基因贯穿成长过程，公司早年间持续保持极高的研发投入，11-14 年研发投入占营收比在 35% 以上。得益于对于移动端的前瞻预判以及高研发投入积淀，公司得以抓住移动互联网的浪潮和 15 年大牛市的机遇，收入实现飞跃式增长。公司腾飞后并未停下前瞻研发的角度，13 年便布局 AI 领域的研发，同时持续加大研发力度，17-20 年研发投入占比始终超过 20%，研发人员占比超过 50%。

图28: 2009~2020 年同花顺研发投入金额及营收占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

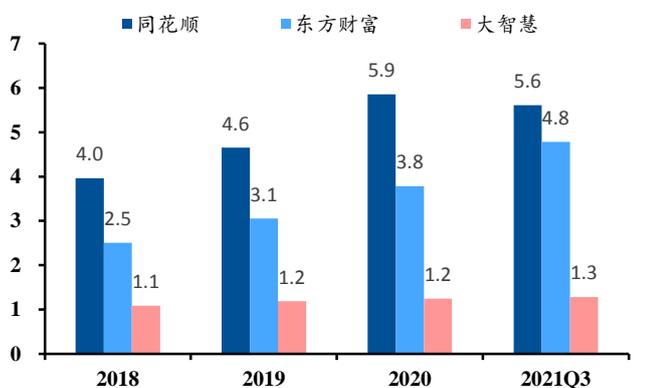
图29: 2015~2020 年同花顺研发人员数量及占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

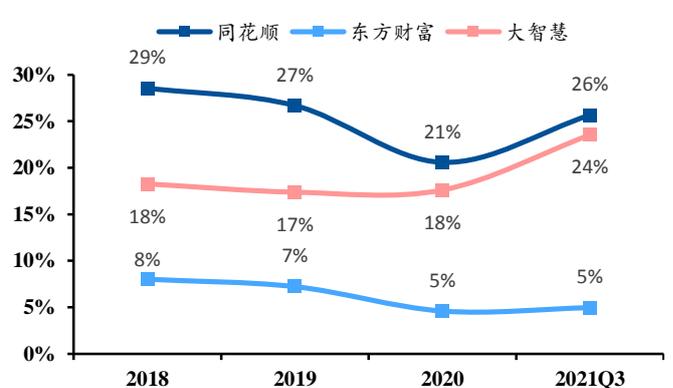
对比竞争对手，同花顺通过专注技术构筑核心优势。目前互联网金融 IT 公司中，同花顺在研发投入的绝对值和力度均显著领先，18-20 年同花顺研发投入分别为 4.0、4.6、5.9 亿元，研发投入占比分别为 29%、27%、21%。同花顺的研发投入力度远超可比公司，且研发投向聚焦 AI 等前沿领域。高强度研发投入构筑的领先技术实力，是公司一直以来的核心壁垒之一，在金融领域乃至全社会向数字化、智能化转型的背景下，公司有望继续把握先机。

图30: 18~21Q3 同花顺与可比公司研发费用 (亿元)



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图31: 2018~2021Q3 同花顺与可比公司研发费率比较



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

人工智能+金融开花结果，AI 开放平台持续建设。同花顺在 13 年前瞻布局 AI 领域的研发，目前已经 AI 开放平台+AI 组件+行业解决方案的丰硕成果。公司的 AI 开放平台目前具备 11 大具体组件，能够结合行业场景形成一体化解决方案。目前公司在金融投研领域开发 i 问财平台，结合自身在 AI 的积累能够实现更加便捷的投研体验，同时 AI 技术向多行业扩展也有所成效，在营销、金融、法律、医疗、智能硬件与大数据方面不断拓展。

图32: 同花顺 AI 开放平台



资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

图33: 同花顺 i 问财投研平台



资料来源: 同花顺官网, 民生证券研究院

图34: 同花顺 AI+行业已拓展至多个领域



资料来源: 同花顺官网, 民生证券研究院

## 4.2 爱基金：复盘蚂蚁与天天基金，看爱基金如何突围

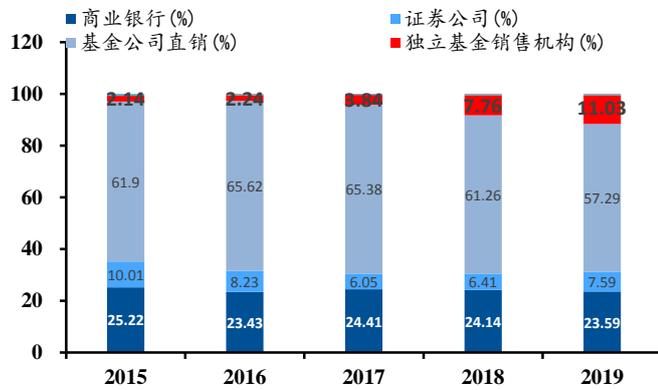
### 4.2.1 第三方基金代销：持续成长，双巨头格局形成

第三方基金代销快速增长，双巨头跻身前 4 位。根据中国基金业协会披露的数据，我国公募基金各渠道保有规模迎来较大变化，第三方独立基金销售公司占比在近三年快速提升，2019 年达到 11.03%，较 2018 年提升 3.27pct，较 2015 年提升 8.89pct。从具体公司的视角看，前十大基金销售渠道中第三方代销公司占据 3 席，截至 2021Q3 蚂蚁基金、天天基金股票+混合型公募基金保有规模分别为 6810、4841 亿元，占据第二、第四位，两大巨头已经与传统商业银行渠道呈现分

本公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

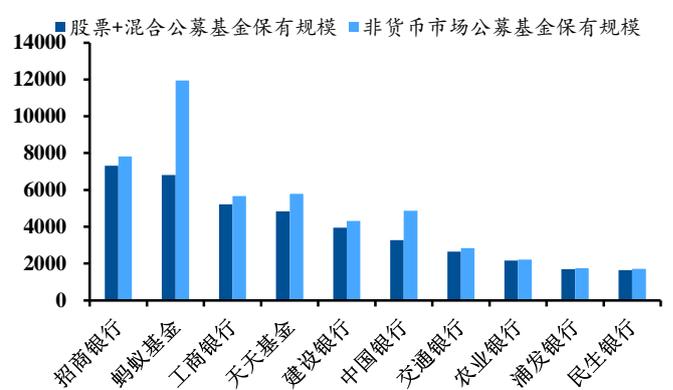
庭抗礼之势。

图35: 2015~2019年我国第三方基金代销市场格局



资料来源: 中国基金业协会, 民生证券研究院

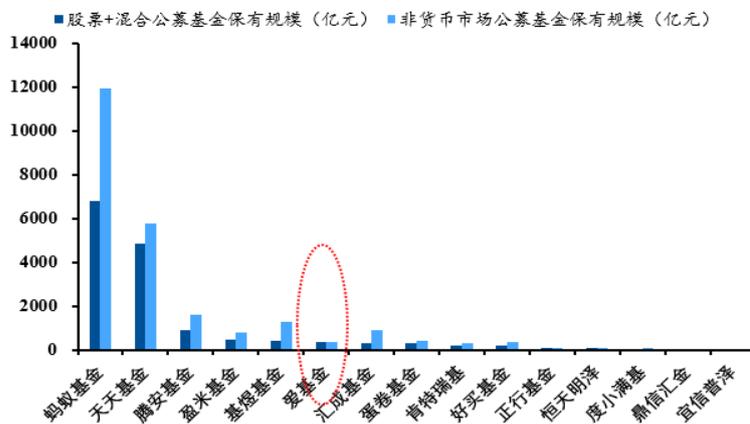
图36: 2021Q3基金代销渠道前十名情况 (单位: 亿元)



资料来源: 中国基金业协会, 民生证券研究院

**第三方基金销售渠道呈现双寡头格局, 爱基金暂列第5位。**根据中国基金业协会的数据, 截至2021Q3, 前100名基金销售公司中第三方渠道中, 第三方基金代销渠道总共15家, 股票+混合型公募基金保有规模合计1.51万亿, 占比24%。聚焦第三方基金代销, 目前蚂蚁基金、天天基金股票+混合型保有规模合计1.17万亿, 占整个第三方市场77%, 双寡头已经形成。爱基金2021Q3股票+混合型基金保有规模为347亿, 在第三方市场中占比5.6%, 位列第5位。

图37: 截至2021Q3第三方基金代销公司两类基金保有规模统计

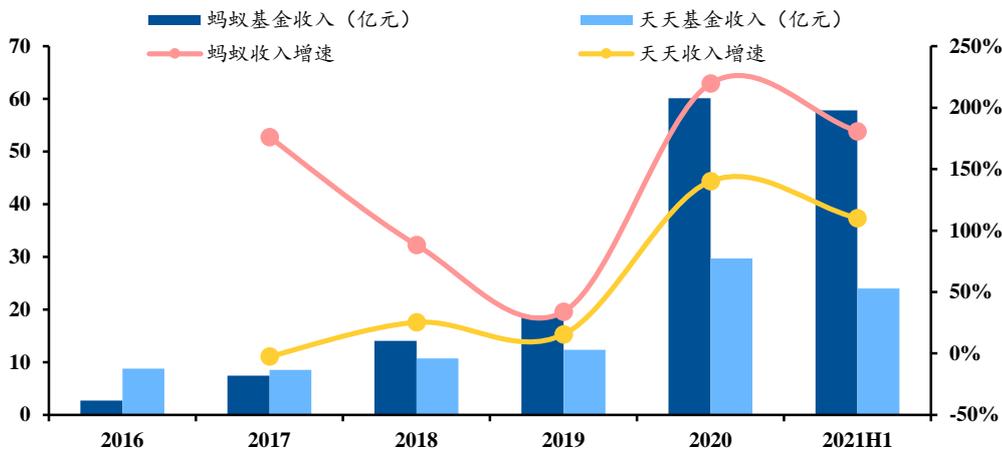


资料来源: 中国基金业协会, 民生证券研究院

## 4.2.2 复盘蚂蚁与天天基金, 两轮浪潮下成长为行业双巨头

**蚂蚁基金18年实现超越, 双巨头尽享行业红利。**以营业收入作为关键指标, 复盘2016-2021H1这段时间蚂蚁基金、天天基金两大巨头的发展历程, 能够看到16-17年天天基金在规模上仍处于领先地位, 这得益于天天基金的先发优势。但17-19年蚂蚁基金凭借飞跃式的增长, 实现了对天天基金的超越。2020、2021H1两大巨头在收入增速上迎来新一轮飞跃, 同比增速均超过100%, 尽享基金行业大发展的红利。

图38: 2016~2021H1 蚂蚁基金、天天基金营业收入及增速



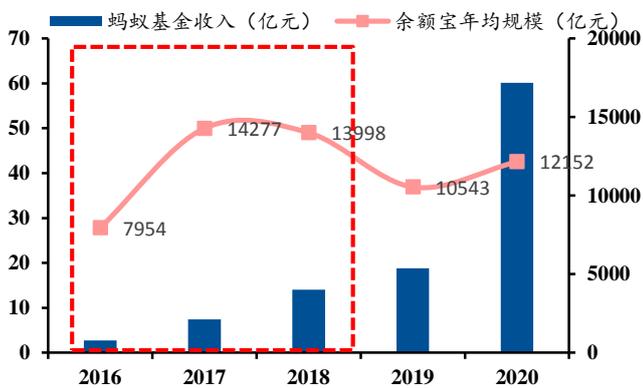
资料来源: 各公司公告, 民生证券研究院

余额宝成为国民产品引领第一轮热度, 20 年公募基金再掀热潮。回顾 15 年大牛市后, 2016-2021H1 基金代销行业的成长之路, 我们认为有两轮浪潮推动着第三方基金代销行业的发展。

首先是 2016-2018 年余额宝的崛起, 期间余额宝年均规模从 7954 亿元上升至 14277 亿元 (峰值为 18 年的 16892 亿元), 背后是余额宝收益率从 2.5% 提升至超过 4%。余额宝成为国民产品的现象推动居民端资产从银行向互联网理财方式的迁移, 同时蚂蚁作为创造出余额宝的成功者, 实现了对天天基金的超越。

第二轮浪潮是自 19 年开始, 到 20 年热度不断升级的公募基金“出圈”, 2020、2021H1 公募基金管理规模同比增速分别为 35%、36%, 同比增速创下 15 年以后的新高。在上一轮居民互联网理财心智逐渐得到开发的基础上, 这一轮热潮中以互联网为主要渠道的第三方代销市场被迅速打开, 两大巨头的收入增速均实现 100% 以上的增长。

图39: 2016~2018 年蚂蚁基金收入与余额宝规模



资料来源: Wind, 民生证券研究院

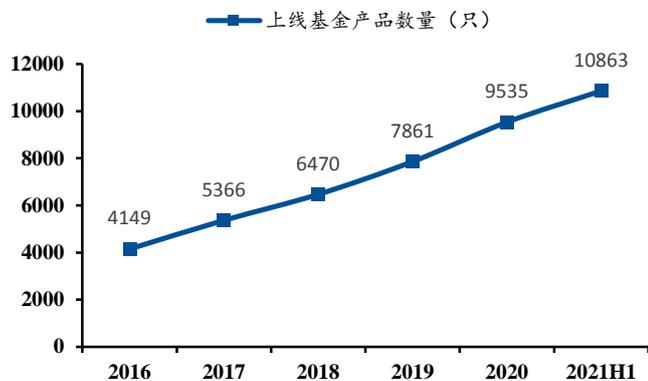
图40: 20、21H1 公募基金规模大增带来第二轮热潮



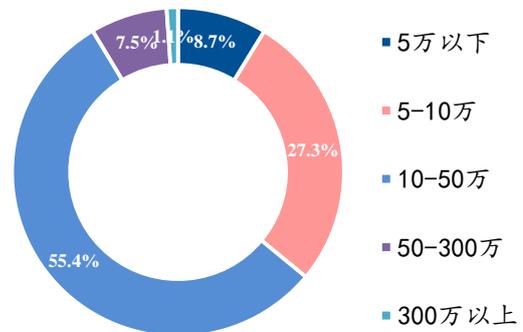
资料来源: Wind, 民生证券研究院

基金超市模式+低费率打法+互联网渠道, 迅速占领长尾市场。从具体的模式上看, 蚂蚁基金、天天基金以互联网渠道为主, 主要针对个人投资者这一长尾市场。两大巨头均采用“基金超市”的策略, 上架基金数量、覆盖基金公司数量远超银行、券商渠道, 同时通过极低的申购费 (1 折)

作为营销的手段。从结果看，蚂蚁基金、天天基金迅速占领长尾市场，双巨头的格局目前已经形成，两者基金保有规模占据第三方基金销售市场 77%。

**图41: 2016~2021H1 年天天基金上线基金产品数量**


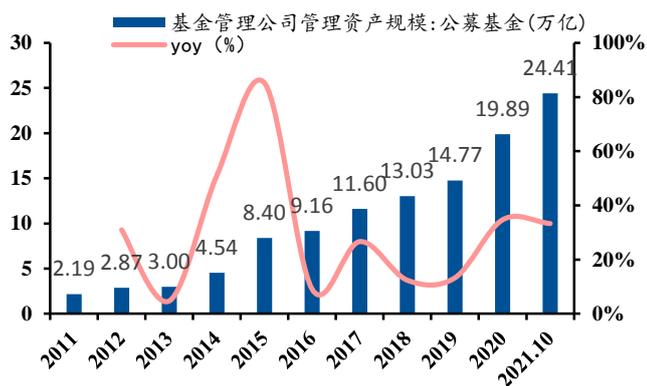
资料来源: 东方财富公司公告, 民生证券研究院

**图42: 按照收入划分 91%投资者低于 50 万**


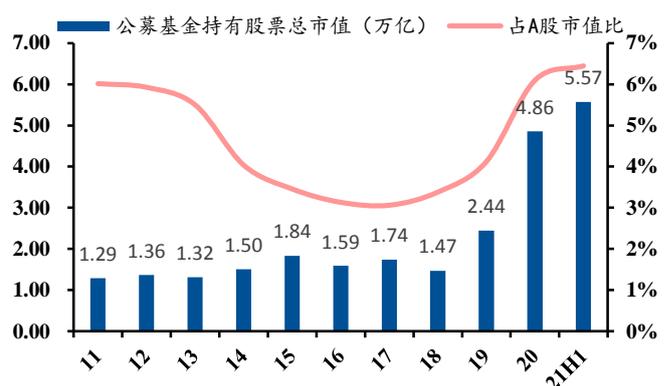
资料来源: 中国基金业协会, 民生证券研究院

### 4.2.3 对标巨头，爱基金如何突围

**管理规模与第三方渗透率不断提升，第三方代销市场有望迎双击。**从整体行业情况看，目前我国资本市场正处于向财富管理转型的大时代，资管行业有望迎来戴维斯双击。一方面，我国资本市场受益于政策支持与金融改革，长期健康向上的趋势有望逐步形成；另一方面，资管“机构化”与“专业化”的趋势也在不断显现，截至 2021 年 10 月末公募基金管理规模达到 24.41 万亿元，同比增速为 33%；2021H1 公募基金持有 A 股市值达到 5.57 万亿，占比提升至 6.45%。

**图43: 2011~2021 年 10 月末公募基金管理资产规模**


资料来源: Wind, 民生证券研究院

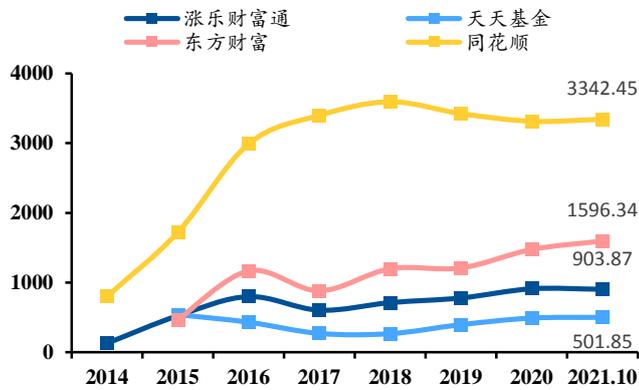
**图44: 2011~2021H1 公募持有 A 股市值及比例**


资料来源: Wind, 民生证券研究院

**月活是突破的基础，转化方式上需更具策略。**同花顺相较于专业的证券相关 APP，在生态流量基数上拥有显著的领先优势。根据易观千帆的数据，截至 2021 年 10 月末同花顺 APP 月活数为 3342.45 万人，对比来看东方财富、天天基金、涨乐财富通（华泰证券 APP，券商中月活数排名第一）分别为 1596.34、501.85、903.87 万人，同花顺在生态流量基数上拥有显著优势，是爱基金能否实现突破的基础。在营销推广和流量转化策略上更进一步（如直播接口、导流营销等），是

爱基金下一步重点发力的领域。

图45: 2014~2021年10月末证券APP月活(万人)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图46: 天天基金APP具备完备的直播组件



资料来源: 天天基金APP, 民生证券研究院

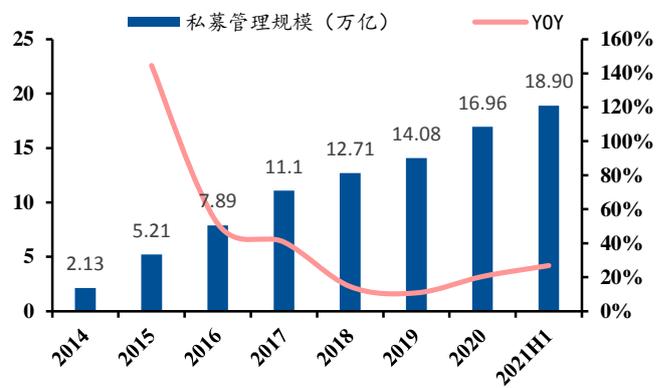
新技术是破局之道, AI 赋能提供差异化竞争策略。在互联网马太效应明显的前提下, 如何实现格局上的突破是行业挑战者需要思考的问题。横向参考其他互联网行业细分领域, 技术延伸(如高德地图)或需求下沉及扩展(如拼多多)是可以借鉴的案例。回到爱基金, 借助同花顺在AI领域前瞻性的布局, 实现功能上的延伸, 以及发力私募销售市场, 或成为爱基金的突破口, 帮助爱基金销售收入实现超越行业增速的增长。

图47: 同花顺 AI 问财在爱基金中的应用



资料来源: 爱基金APP, 民生证券研究院

图48: 2014~2021H1 私募管理规模



资料来源: Wind, 民生证券研究院

### 4.3 iFind: 技术积淀深厚, 迎天时地利

同花顺 iFind 生态建设日益完善, 满足客户多样化需求。面向机构的金融数据终端过去呈现 Wind 一家独大的格局, 数据全面准确、excel 接口、研究生态建设是制胜的法宝, 而 B2B2C 的属性又使得客户粘性强, 难以替换。在当前时点, 同花顺 iFind 经过多年的技术积累, 逐步实现了功能上的追赶和差异化的特色功能, 在智能搜索、非结构化数据库、产业图谱、舆情监控等领域具备特色。



## 4.4 智能资管：与 AI 深度契合，商业模式远胜传统业务

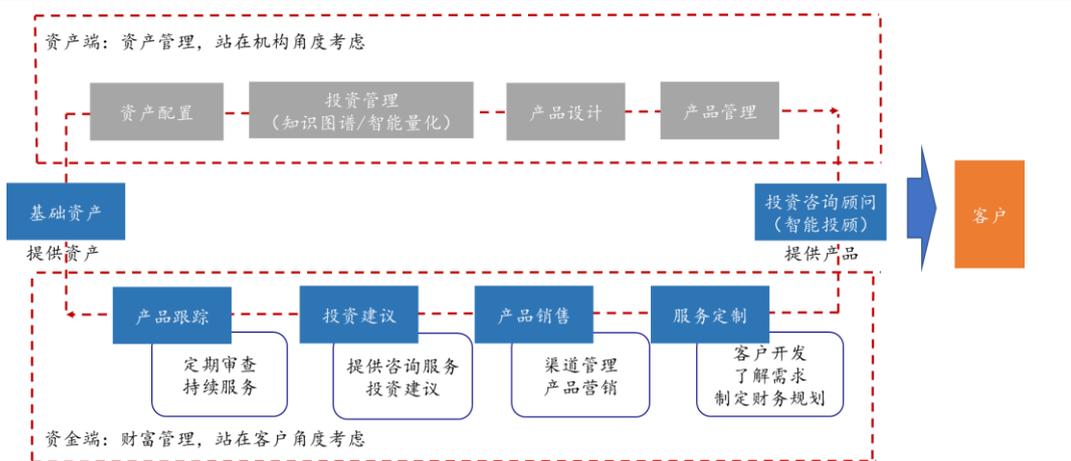
### 4.4.1 前瞻布局，智能资管带来模式变革

智能资管业务，源于政策监管的放开，带来原有业务的外延拓展。准确而言，其应属于资产信托的概念，即：将资产托管给投资机构去管理，并通过人工智能等前沿技术实现风险与收益两大方面的匹配，提供最为优化的投资方案。

根据对接类型的不同，可以将智能资管业务大致分为“资金端”与“资产端”两条主线，即：  
 1) “资金端”：“财富管理”，站在客户的角度考虑，寻求可信赖的机构，获取多元化的金融产品，为资产进行保值增值；  
 2) “资产端”：“资产管理”，从机构角度出发，根据客户资金状况及其投资需求的不同，利用“智能量化”、“知识图谱”等技术，提高“资产管理”的运营效率，完善资产配置。

综上，智能资管本质上是对“资产端”与“资金端”的匹配，不同属性的金融机构在整个产业链中扮演不同的角色，以实现“财富管理”与“资产管理”职能。

图52： 智能资管业务流程



资料来源：民生证券研究院整理

同花顺的智能资管之路已开启。早在 2015 年，公司就出资设立了同花顺人工智能资产管理公司，并于 2016 年宣布公司及控股子公司分别用不超 10 亿元的自有资金进行证券投资，不超 5000 万元自有资金进行衍生品投资。

此次大手笔自有资金的证券投资是以公司长期积累的人工智能投资技术为主导，实际上是其为打造智能投顾平台进行的一次大规模“军事演习”，意义重大。而智能投顾平台的完善则是公司迈向智能资管的关键一步，相较于传统业务，其进入门槛更高，未来空间也更值得期待。

智能投顾，打开资管新时代的钥匙。智能投顾，又称机器投顾，即根据个人投资者的风险偏好、财务状况与理财目标等特征，运用智能算法及投资组合理论，为用户提供智能化的投资管理服务。而对比传统的投资顾问业务，智能投顾的核心特征也体现在借助客观的投资组合模型，来实现服务流程的标准化，以及投资决策的规范化及智能化。

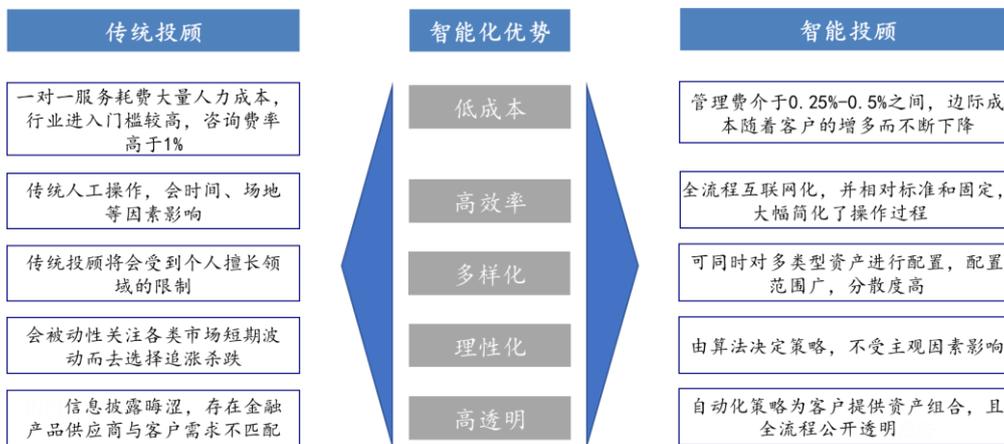
图53: 智能投顾服务示意图



资料来源：36氪、民生证券研究院

智能投顾的优势在于通过对技术的引入，实现了投顾服务的智能化、高效化以及普惠化。智能投顾本质上就是传统投顾的智能化，指具有人工智能的计算机程序系统根据客户自身的理财需求，通过算法和产品搭建数据模型，来完成传统上由人工提供的理财顾问服务。事实上，智能投顾并未改变传统投顾行业内部的服务链结构，而是以技术代替人工，弥补传统投顾现存缺陷，成就低成本、高效率、多样化、理性化、高透明五大优势，充分挖掘投顾行业长尾市场。

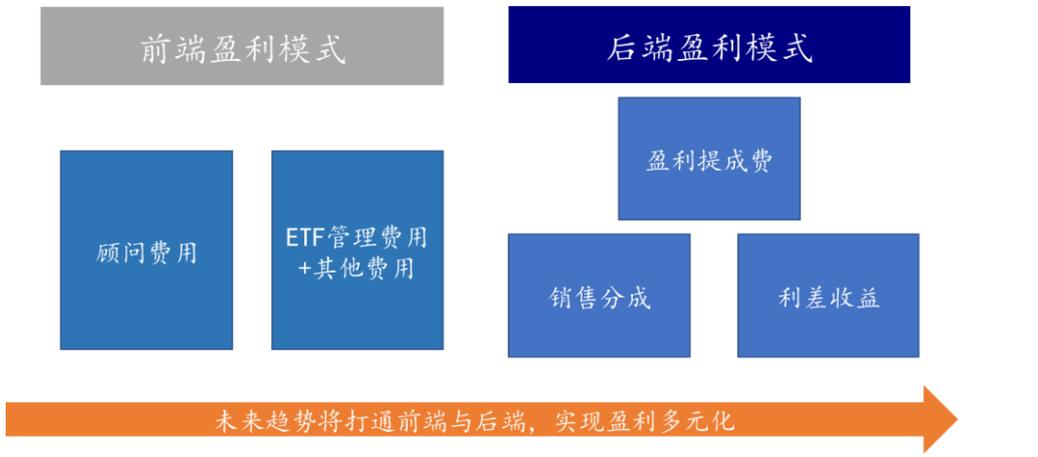
图54: 智能投顾的优势



资料来源：民生证券研究院整理

我国智能投顾的收费主要集中在后端，即：将资产端和投资端的利差转变为服务费的盈利模式；相比于美国固定费率的咨询费模式（前端收费模式），即：只收取顾问费用和ETF管理费，且费用按照资产总额阶梯式收费；后端收费的弹性更大，但不稳定性也较高。目前国内部分以智能投顾模式开展理财投资服务的公司，其客户基础仍较为薄弱，利差盈利模式为平台获得的收益有限。因此，短期内收费向前端靠拢势在必行。但随着智能投顾相关技术及模式的成熟，我们认为，未来其盈利模式有望前后两端打通，实现收费方式的多元化。

图55: 智能投顾的盈利模式有望更多元化

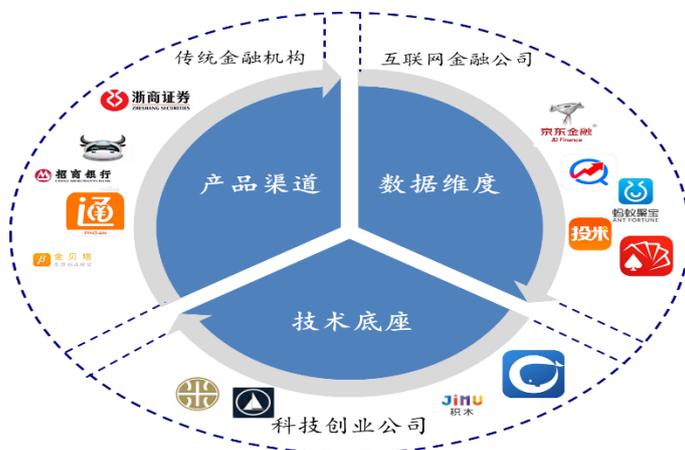


资料来源: 民生证券研究院整理

#### 4.4.2 优势显然，逐鹿与智能投顾

数据维度、技术底座、产品渠道是发力智能投顾的核心要素。其中数据来源的多样性是发挥“智能”的关键，算法与模型则是实现资产优化的基础，而产品与渠道将最终决定其落地及推广程度的深浅。就这三个核心模块而言，各类型机构具备不同的优势。

图56: 智能各类型机构在智能投顾中优势不同



资料来源: 民生证券研究院整理

同花顺是少数同时拥有三维优势的互联网金融公司。首先，在数据维度方面，公司的核心优势之一在于线上流量的领军，同花顺在坐拥 3500 万人的月活资源下，随着产品使用频率的上升，其数据积累的维度也日益丰富，这也是公司能深切了解用户需求的核心原因。其次，在技术方面，算法与模型一直是智能投顾最重要的组成部分，算法决定了投资分析方法，模型则确定了资产配置比例。值得注意的是，公司自上市之初就深耕于技术研发，拥有多项量化非专利技术，2018 年其获得“基于深度学习的个股交易系统”、“基于人工智能的组合管理优化”等多项人工智能领域的非专利技术，也标志着公司已全面具备了人工智能投资的技术储备。

图57: 同花顺 APP 当月启动次数持续上升



资料来源：易观千帆，民生证券研究院

有了资产配置方案，产品的渠道建设将是最后一环。能否将智能投顾产品卖给客户，还要看能否找到合适的金融产品工具以及销售渠道。目前很多智能投顾公司，大多做到提出方案阶段，受制于本身没有基金牌照和基金销售牌照，只能把客户向其他方向导流。因此，此环节相对来说是传统金融机构的强项。但我们看到，同花顺在 2015 年就出资设立了同花顺人工智能资产管理公司，并于 2018 年通过私募基金管理人备案登记，积极拓展私募基金管理业务。在产品维度方面，公司重金打造了投顾 AI 辅助系统、智能机器人、资产配置三款产品，并重点基于 i 问财为客户提供智能投顾的相关服务。

基于此，我们认为，公司在坐拥数据+技术+产品+渠道的基础上，优势显然，在这场关于智能投顾的逐鹿战中，率先拔得头筹，并向智能资管全面进军。同时，公司在深耕 AI 技术下，未来向行业级应用的延伸同样值得期待。

## 5 盈利预测与投资建议

### 5.1 四大业务收入预测

公司业务分为四大类，分别是增值电信业务、基金销售与其他、广告及互联网推广以及软件销售及维护，我们在对公司进行估值时分拆了各项细分业务，并作出如下假设：

1.增值电信业务：增值电信业务仍然是公司目前业绩的主要支撑，而影响该业务收入的核心因素是月活用户数、ARPU 值以及产品付费率。从未来 2-3 年的维度来看，假设后续行情持续向上且交易量出现明显好转，我们认为，公司的月活用户数有望从近 3500 万人上升至 4000 万人，且付费率逐步回升至 2016 年水平。在 ARPU 值方面，可以看到目前产品的数量仍在不断增加，且价格随着 AI 技术的丰富也将逐步提高。基于以上判断，我们认为，在 2021-2023 年期间，该业务的收入增速将分别达到 25%、12%、10%。

2.基金销售与其他：同花顺在坐拥近 3500 万月活用户的基础上，已实现向综合金融服务平台的跃升，而随着基金销售规模持续扩容以及“证券市场机构化”效应的显现，部分中、低风险偏好的用户将向基金实现有效转换。爱基金平台目前已全面嵌入于同花顺 APP 中，同时公司也强化了对于基金广告的植入和内容运营，而这两款 APP 之间流量壁垒的共享以及转换，或将是公司在基金代销市场中“逆势翻盘”的核心筹码。我们认为，公司该业务未来成长动力充足，预计在 2021-2023 年期间，其收入增速将分别达到：70%、50%、40%。

3.广告及互联网推广：未来该项业务的成长动力在于 1) 传统券商间竞争加剧，中小券商缺乏竞争力，对于公司依赖度或将提升，促使导流及广告费用增加；2) 网上销户开通，减少了个人切换券商的成本，有望打开存量用户迁移所带来的增量空间。基于以上判断，我们认为，在 2021-2023 年期间，该业务的收入增速将分别达到：30%、15%、10%。

4.软件销售及维护：软件销售及维护主要是指 1) 同花顺在 2012 年推出的 iFinD：主要是针对机构户销售软件，并每年收取服务费，是极为优良的 SaaS 模式，考虑到目前公司在价格方面的差异化竞争以及在客户服务方面的专注，预计 iFind 在未来 2 到 3 年有望实现高速增长。我们判断，在 2021-2023 年期间，网上行情交易系统服务业务收入增速将分别达到：60%、90%、40%。

表2: 同花顺 2021-2023 年收入拆分及预测 (单位: 亿元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	13.87	17.42	28.44	38.98	50.11	61.00
YOY	-2%	26%	63%	37%	29%	22%
增值电信业务	8.23	8.85	12.85	16.06	17.99	19.79
YOY	-4%	8%	45%	25%	12%	10%
网上行情交易系统服务	1.43	1.6	2.41	3.86	7.33	10.26
YOY	-3%	12%	51%	60%	90%	40%
广告及互联网业务推广服务	3.2	4.62	8.36	10.87	12.50	13.75
YOY	2%	44%	81%	30%	15%	10%
电子商务及其他	1.01	2.35	4.82	8.19	12.29	17.21
YOY	15%	133%	105%	70%	50%	40%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

关于毛利率，我们预计公司 21-23 年整体业务毛利率分别为 91.2%、90.6%、90.2%，毛利率总体稳定但呈现一定的小幅下滑，主要为毛利率较低的网上行情交易系统服务（iFind 低价竞争策略）所致。

表3: 同花顺 2021-2023 年毛利率预测 (单位: 亿元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>整体业务毛利率</b>	<b>89%</b>	<b>90%</b>	<b>92%</b>	<b>91.2%</b>	<b>90.6%</b>	<b>90.2%</b>
增值电信业务	88%	87%	90%	90%	90%	90%
网上行情交易系统服务	85%	86%	84%	82%	82%	82%
广告及互联网业务推广服务	97%	95%	97%	97%	97%	97%
电子商务及其他	85%	93%	91%	90%	90%	90%

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

费用端，考虑到公司持续稳定的费用投放以及对于研发力度的重视，预计销售费用、管理费用、研发费用未来 3 年将分别保持稳定的比率，预计销售费率为 10%、管理费率为 4%、研发费率稳定在 20%。

预计同花顺 21-23 年营收分别为 38.98、50.11、61.00 亿元，同比增速分别为 37.1%、28.5%、21.7%；21-23 年归母净利润分别为 24.02、30.38、37.28 亿元，同比增速分别为 39.4%、26.4%、22.7%。

表4: 同花顺 2021-2023 年盈利预测结果 (单位: 百万元)

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业总收入</b>	<b>2,844</b>	<b>3,898</b>	<b>5,011</b>	<b>6,100</b>
营业成本	237	345	472	596
营业税金及附加	26	39	50	61
销售费用	288	370	501	610
管理费用	117	156	200	244
研发费用	585	780	1,002	1,220
<b>EBIT</b>	<b>1,804</b>	<b>2,345</b>	<b>2,935</b>	<b>3,552</b>
财务费用	-139	-184	-263	-372
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	16	19	25	31
<b>营业利润</b>	<b>1,815</b>	<b>2,529</b>	<b>3,198</b>	<b>3,924</b>
营业外收支	-0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>1,814</b>	<b>2,529</b>	<b>3,198</b>	<b>3,924</b>
所得税	90	126	160	196
<b>净利润</b>	<b>1,724</b>	<b>2,402</b>	<b>3,038</b>	<b>3,728</b>
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,724</b>	<b>2,402</b>	<b>3,038</b>	<b>3,728</b>

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

## 5.2 估值比较

根据我们的预测，预计公司 21-23 年实现归母净利润分别为 24.02、30.38、37.28 亿元。同花顺是我国互联网金融 IT 公司的龙头企业，我们选择金融 IT 另外两家细分领域的龙头东方财富、

恒生电子作为可比公司。其中东方财富的基金销售业务与公司在业务上有一定竞争，两者的本质内核都为互联网金融巨头；恒生电子与同花顺在业务上同样有一定的交叉（主要为以券商、基金为主的 B 端软件销售），且两者均为泛证券 IT 领域的领军者，因此在催化上有一定的相近，故选作可比公司。两家公司当前市值对应 21、22 年 PE 的均值分别为 52.18、41.19 倍，而根据我们的预测同花顺当前市值对应 21、22 年 PE 分别为 29.01、22.94 倍，公司的估值横向对比仍有较大空间。

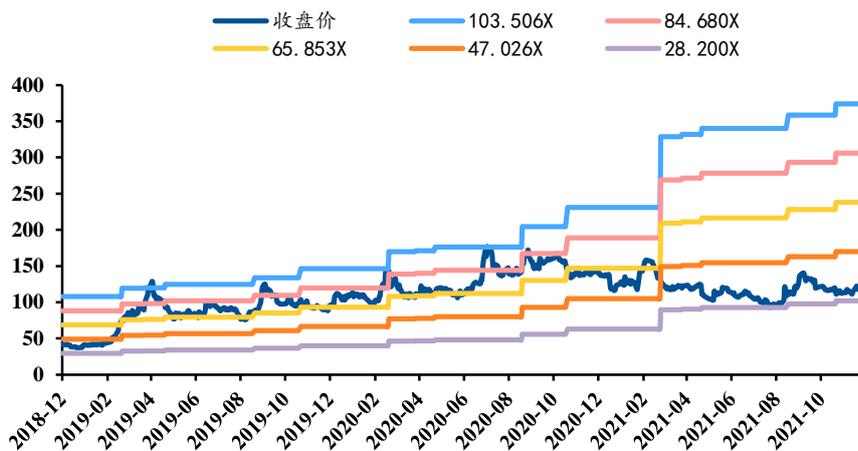
表5: 同花顺与可比公司市值、估值比较 (数据截至 2021 年 12 月 8 日)

公司	市值 (亿元)	PE(TTM)	PE(2021E)	PE(2022E)
东方财富	3,734.31	49.04	46.24	35.03
恒生电子	895.50	56.67	58.12	47.36
<b>均值</b>		<b>52.85</b>	<b>52.18</b>	<b>41.19</b>
同花顺	696.84	35.87	29.01	22.94

资料来源：公司公告，民生证券研究院

若纵向比较，同花顺与自身过去 3 年滚动市盈率均值 60.99 倍相比，估值上有显著的差距，仍有较大的提升空间。

图58: 过去 3 年同花顺 PE-Band



资料来源：Wind，民生证券研究院

## 6 风险提示

### 资本市场活跃程度不及预期

当前资本市场活跃度持续提升，2021 年日均交易额已达万亿以上，相较于 2020 年更进一步。若未来在货币政策、财政政策及经济形势发生重大变化，导致资本市场的活跃度下降，对于依托于资本市场繁荣的同花顺来说有一定的不利影响。

### 爱基金导流进度不及预期

爱基金是公司未来增长的重要动力之一，目前同花顺月活达到 3000 万以上，远超东方财富和天天基金，但两者的基金保有规模有明显差距。若未来同花顺向爱基金持续输入生态流量的进度不及预期，会对爱基金的基金销售和保有规模增长产生不利影响。

### iFind 市场拓展速度不及预期

iFind 是公司在 B 端的重要产品，在当前机构财富管理需求大增的背景下有望凭借行业红利以及自身销售策略实现份额上的提升，若 iFind 的市场拓展情况不及预期，可能会对公司未来的增长速度产生不利影响。

### 技术提升不及预期

公司前瞻性地加大 AI 领域的研发投入，目前依然开花结果。AI 技术对于爱基金、iFind 以及投顾的赋能是公司能否实现长期成长的一个重要支柱。若公司技术提升不及预期，可能会对几大新兴业务的增长有不利影响。

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业总收入</b>	<b>2,844</b>	<b>3,898</b>	<b>5,011</b>	<b>6,100</b>
营业成本	237	345	472	596
营业税金及附加	26	39	50	61
销售费用	288	370	501	610
管理费用	117	156	200	244
研发费用	585	780	1,002	1,220
EBIT	1,804	2,345	2,935	3,552
财务费用	-139	-184	-263	-372
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	16	19	25	31
<b>营业利润</b>	<b>1,815</b>	<b>2,529</b>	<b>3,198</b>	<b>3,924</b>
营业外收支	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>1,814</b>	<b>2,529</b>	<b>3,198</b>	<b>3,924</b>
所得税	90	126	160	196
净利润	1,724	2,402	3,038	3,728
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,724</b>	<b>2,402</b>	<b>3,038</b>	<b>3,728</b>
<b>EBITDA</b>	<b>1,845</b>	<b>2,378</b>	<b>2,969</b>	<b>3,588</b>
<b>资产负债表 (百万元)</b>				
<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	
货币资金	6,125	8,755	12,398	16,686
应收账款及票据	44	53	69	84
预付款项	0	0	0	0
存货	0	0	0	0
其他流动资产	40	53	65	77
<b>流动资产合计</b>	<b>6,209</b>	<b>8,861</b>	<b>12,532</b>	<b>16,847</b>
长期股权投资	2	2	2	2
固定资产	419	416	412	407
无形资产	363	363	363	363
<b>非流动资产合计</b>	<b>947</b>	<b>1,044</b>	<b>1,140</b>	<b>1,234</b>
<b>资产合计</b>	<b>7,156</b>	<b>9,905</b>	<b>13,672</b>	<b>18,081</b>
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	44	66	91	114
其他流动负债	1,747	2,071	2,776	3,433
<b>流动负债合计</b>	<b>1,791</b>	<b>2,137</b>	<b>2,867</b>	<b>3,548</b>
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	141	141	141	141
<b>非流动负债合计</b>	<b>141</b>	<b>141</b>	<b>141</b>	<b>141</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,931</b>	<b>2,278</b>	<b>3,007</b>	<b>3,688</b>
股本	538	538	538	538
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	<b>5,224</b>	<b>7,627</b>	<b>10,664</b>	<b>14,392</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>7,156</b>	<b>9,905</b>	<b>13,672</b>	<b>18,081</b>

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	63.2	37.1	28.5	21.7
EBIT 增长率	91.4	30.0	25.2	21.0
净利润增长率	92.0	39.4	26.4	22.7
<b>盈利能力</b>				
毛利率	91.7	91.2	90.6	90.2
净利润率	60.6	61.6	60.6	61.1
总资产收益率 ROA	24.1	24.3	22.2	20.6
净资产收益率 ROE	33.0	31.5	28.5	25.9
<b>偿债能力</b>				
流动比率	3.47	4.15	4.37	4.75
速动比率	3.47	4.15	4.37	4.75
现金比率	3.42	4.10	4.33	4.70
资产负债率	27.0	23.0	22.0	20.4
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	5.61	5.00	5.00	5.00
存货周转天数	0.00	0.00	0.00	0.00
总资产周转率	0.40	0.39	0.37	0.34
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	3.21	4.47	5.65	6.93
每股净资产	9.72	14.19	19.84	26.77
每股经营现金流	3.84	5.10	6.97	8.16
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>估值分析</b>				
PE	40.38	29.01	22.94	18.69
PB	12.76	9.14	6.53	4.84
EV/EBITDA	32.81	25.63	19.29	14.77
股息收益率	0.0	0.0	0.0	0.0

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	1,724	2,402	3,038	3,728
折旧和摊销	41	33	34	36
营运资金变动	311	324	702	654
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,066</b>	<b>2,740</b>	<b>3,749</b>	<b>4,387</b>
资本开支	-370	-130	-130	-130
投资	-2	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>101</b>	<b>-111</b>	<b>-105</b>	<b>-99</b>
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-457</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>现金净流量</b>	<b>1,672</b>	<b>2,629</b>	<b>3,644</b>	<b>4,288</b>

资料来源：公司公告、民生证券研究院

## 插图目录

图 1:	同花顺的“河牌”与“底牌”.....	3
图 2:	公司成立以来业务发展历程.....	4
图 3:	同花顺的业务构成.....	4
图 4:	截至 2021 年三季报同花顺股权架构情况.....	5
图 5:	大智慧早期收入高于竞争对手 (亿元) .....	5
图 6:	大智慧在利润端也一骑绝尘 (亿元) .....	5
图 7:	2009 年公司在手机金融业务中斩获收入.....	6
图 8:	公司上市募集资金在移动端的占比最高.....	6
图 9:	同花顺月活用户数远超竞争对手 (万人) .....	6
图 10:	公司紧握移动浪潮, 增值电信业务实现弯道超车 (亿元) .....	7
图 12:	同花顺半年度销售商品收到现金流情况.....	8
图 13:	同花顺单季度销售商品收到现金流情况.....	8
图 17:	投资者从“观望到入场”的演示过程.....	10
图 19:	牛市带动月活用户提振, 熊市依靠粘性稳定基础.....	11
图 20:	同花顺产品粘性远超竞争对手.....	12
图 21:	移动端 APP 具备多维业务服务功能.....	12
图 23:	移动金融终端渗透率.....	13
图 24:	6 类移动金融用户规模及渗透率.....	13
图 25:	我国“散户化”程度已下降.....	13
图 26:	美国证券市场机构化趋势明显.....	13
图 28:	2009~2020 年同花顺研发投入金额及营收占比.....	16
图 29:	2015~2020 年同花顺研发人员数量及占比.....	16
图 30:	18~21Q3 同花顺与可比公司研发费用 (亿元) .....	16
图 31:	2018~2021Q3 同花顺与可比公司研发费率比较.....	16
图 32:	同花顺 AI 开放平台.....	17
图 33:	同花顺 i 问财投研平台.....	17
图 34:	同花顺 AI+ 行业已拓展至多个领域.....	17
图 35:	2015~2019 年我国第三方基金代销市场格局.....	18
图 36:	2021Q3 基金代销渠道前十名情况 (单位: 亿元) .....	18
图 37:	截至 2021Q3 第三方基金代销公司两类基金保有规模统计.....	18
图 38:	2016~2021H1 蚂蚁基金、天天基金营业收入及增速.....	19
图 39:	2016~2018 年蚂蚁基金收入与余额宝规模.....	19
图 40:	20、21H1 公募基金规模大增带来第二轮热潮.....	19
图 41:	2016~2021H1 年天天基金上线基金产品数量.....	20
图 42:	按照收入划分 91% 投资者低于 50 万.....	20
图 43:	2011~2021 年 10 月末公募基金管理资产规模.....	20
图 44:	2011~2021H1 公募持有 A 股市值及比例.....	20
图 45:	2014~2021 年 10 月末证券 APP 月活 (万人) .....	21
图 46:	天天基金 APP 具备完备的直播组件.....	21
图 47:	同花顺 AI 问财在爱基金中的应用.....	21
图 48:	2014~2021H1 私募管理规模.....	21
图 49:	同花顺 iFind 架构特色图解.....	22
图 50:	同花顺 MindGO 量化平台.....	22
图 51:	2014~2021H1 私募从业人员及私募基金数量.....	22
图 52:	智能资管业务流程.....	23
图 53:	智能投顾服务示意图.....	24
图 54:	智能投顾的优势.....	24
图 55:	智能投顾的盈利模式有望更多元化.....	25
图 56:	智能各类型机构在智能投顾中优势不同.....	25
图 57:	同花顺 APP 当月启动次数持续上升.....	26
图 58:	过去 3 年同花顺 PE-Band .....	29

## 表格目录

表 1: 同花顺的产品链完整, 价格呈阶梯状 .....	15
表 2: 同花顺 2021-2023 年收入拆分及预测 (单位: 亿元) .....	27
表 3: 同花顺 2021-2023 年毛利率预测 (单位: 亿元) .....	28
表 4: 同花顺 2021-2023 年盈利预测结果 (单位: 百万元) .....	28
表 5: 同花顺与可比公司市值、估值比较 (数据截至 2021 年 12 月 8 日) .....	29
公司财务报表数据预测汇总 .....	31

## 分析师与研究助理简介

吕伟，民生证券计算机行业首席分析师，北京大学理学硕士，2021年加入民生证券研究院。

蒋领，民生证券计算机行业资深分析师，萨塞克斯大学商科硕士，2021年加入民生证券研究院。

丁辰晖，民生证券计算机行业助理研究员，复旦大学资产评估硕士，2020年加入民生证券研究院。

## 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 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以其他方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。