

Q3 环比表现坚挺，大额合同负债蓄力增长

投资要点

- **事件：**公司发布 2022 年三季度报告，前三季度，公司实现营业收入 22.8 亿元，同比+4.2%；实现归母净利润 8.8 亿元，同比-10.9%。单 Q3 实现营收 8.9 亿元，同比+3.3%；实现归母净利润 4.0 亿元，同比-3.9%。
- **Q3 单季度环比表现坚挺，高净利率是行业波动的缓冲墙。**三季度 A 股日均成交额为 9153 亿元，环比下降 3.2%；新发公募基金 6696.8 亿份，环比下降 40.3%。尽管受行业景气度低迷拖累，但公司业绩表现依旧坚挺：单三季度营收环比增长 1.3%，归母净利润环比增长 6.5%。从利润率来看，Q3 毛利率同比下降 1.41pp 至 89.8%；净利率同比下降 3.35pp 至 44.9%，公司高净利率是在行业下行情况下的盈利缓冲墙。
- **现金流充沛，大额合同负债蓄力未来增长。**从现金流来看，公司前三季度销售商品和提供劳务的现金流入达到 25.0 亿元，同比-1.7%，对营收比率为 109.8%；经营性现金流净额为 9.0 亿元，净现比为 101.7%，现金流充沛。2022Q3 末合同负债为 11.5 亿元，较 2022Q2 末+2962.1 万元(+2.6%)，较 2021Q3 末+1.1 亿元(+10.2%)，合同负债实现逆势增长，维持优良状态，为未来增长奠定坚实基础。
- **流量护城河依旧稳固，高研发投入探索多领域新增长点。**公司流量护城河依然稳固，截至 2022 年 9 月底同花顺 App 月度活跃用户数为 2802 万人，同比+11.3%，环比+3.6%。庞大用户基数下，公司加大对机器学习、自然语言理解、语音识别、人机交互、数字人等关键技术应用的研究开发投入，不断强化其金融资讯服务、投资理财分析工具等产品的竞争力。前三季度公司研发费用为 7.9 亿元，同比增长 40.5%，研发费用率同比增长 8.95pp 至 34.6%。高投入虽然短期影响利润表现，但公司 AI 平台技术已逐步成熟，未来有望依托流量优势，深挖用户价值以提升付费转化率和 ARPU 值，中长期逻辑依然向好。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2022-2024 年公司归母净利润复合增速为 15.9%，整体看公司业务收入受市场交投量短期波动影响较强，但公司基本面逻辑并未被削弱：依托壁垒高筑的流量资源，凭借 AI 技术深挖用户价值，持续丰富变现渠道，未来高成长依旧可期。预计 2022-2024 年 EPS 分别为 3.54/4.49/5.53 元，当前股价对应的 PE 分别为 22x/18x/14x，维持“买入”评级。
- **风险提示：**市场交投活跃度大幅下滑，市场监管政策变动，行业竞争加剧等。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3509.86	3853.35	4642.51	5518.90
增长率	23.43%	9.79%	20.48%	18.88%
归属母公司净利润(百万元)	1911.20	1903.41	2415.59	2972.21
增长率	10.86%	-0.41%	26.91%	23.04%
每股收益 EPS(元)	3.56	3.54	4.49	5.53
净资产收益率 ROE	29.51%	23.71%	24.01%	23.68%
PE	22	22	18	14
PB	6.61	5.33	4.26	3.41

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王湘杰
执业证号: S1250521120002
电话: 0755-26671517
邮箱: wxj@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	5.38
流通 A 股(亿股)	2.71
52 周内股价区间(元)	72.19-146.8
总市值(亿元)	428.20
总资产(亿元)	85.01
每股净资产(元)	12.05

相关研究

1. 同花顺(300033): 全年业绩稳中有进, 中长期逻辑依然坚定 (2022-03-02)

关键假设：

1) **增值电信服务**：主要为 C 端客户提供金融资讯、AI 交易工具等增值服务，是公司的业务基石及重点技术投入领域，收入公式为“月活跃用户数*付费转化率*ARPU 值”，伴随公司产品力的增强，短期受资本市场波动影响，未来三项因子皆有望持续提升，预计 2022-2024 年业务订单增速分别为 5%/18%/17%。

2) **软件销售及维护**：主要为 iFinD 金融数据终端等 2B 业务，短期与市场交投量关联性较强，增速放缓，未来有望凭借高性价比优势持续抢占市场份额，预计 2022-2024 年订单数量增速分别为 3%/17%/16%。

3) **广告及互联网业务推广服务**：主要为各类机构的导流营销服务，包括券商开户、银行信用卡、保险等，公司具备强大流量基础，又辅以竞品东方财富等所不具备的中立性优势，短期资本市场波动小幅削弱增势，未来该业务增速有望恢复至较高水平，预计 2022-2024 年订单增速分别为 20%/25%/23%。

4) **基金销售及其他交易手续费**：2022 年受公司战略调整叠加资本市场短期波动该业务增速放缓，但伴随居民习惯的逐步转变，未来资金或将持续流向基金市场，短期阵痛后基金代销业务将呈现良好增长势头，预计 2022-2024 年订单数量增速分别为 -1%/15%/10%。

5) 各项业务毛利率相对维持稳定，费用端管控效果可持续。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
增值电信服务	收入	1,618.2	1,699.2	2,005.0	2,345.8
	增速	25.9%	5.0%	18.0%	17.0%
	毛利率	89.5%	87.0%	88.0%	89.0%
软件销售及维护	收入	296.0	304.8	356.7	413.7
	增速	22.6%	3.0%	17.0%	16.0%
	毛利率	87.0%	84.0%	85.0%	86.0%
广告及互联网业务推广服务	收入	1,284.0	1,540.8	1,926.1	2,369.1
	增速	53.6%	20.0%	25.0%	23.0%
	毛利率	96.9%	94.0%	95.0%	96.0%
基金销售及其他交易手续费	收入	311.6	308.5	354.8	390.3
	增速	-35.3%	-1%	15%	10%
	毛利率	83.7%	82.00%	83.00%	84.00%
合计	收入	3509.9	3853.3	4642.5	5518.9
	增速	23.4%	9.8%	20.5%	18.9%
	毛利率	91.4%	89.2%	90.3%	91.4%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 38.5 亿元（+9.8%）、46.4 亿元（+20.5%）和 55.2 亿元（+18.9%），归母净利润分别为 19.0 亿元（-0.4%）、24.2 亿元（+26.9%）、29.7 亿元（+23.0%），EPS 分别为 3.54 元、4.49 元、5.53 元，对应动态 PE 分别为 22 倍、18 倍、14 倍。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3509.86	3853.35	4642.51	5518.90	净利润	1911.20	1903.41	2415.59	2972.21
营业成本	301.32	417.65	450.72	473.17	折旧与摊销	50.08	61.32	61.32	61.32
营业税金及附加	27.22	36.27	40.92	48.77	财务费用	-173.44	-188.81	-227.48	-270.43
销售费用	337.23	369.92	445.68	529.81	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	145.74	1194.54	1355.61	1545.29	经营营运资本变动	166.28	-812.45	106.23	2172.81
财务费用	-173.44	-188.81	-227.48	-270.43	其他	173.69	-8.44	-9.41	-8.79
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	2127.81	955.03	2346.25	4927.12
投资收益	0.01	10.00	10.00	10.00	资本支出	-481.67	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	245.37	3.66	2.56	1.99
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-236.30	3.66	2.56	1.99
营业利润	2095.66	2033.78	2587.06	3202.27	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-6.63	0.68	0.52	0.54	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	2089.04	2034.46	2587.58	3202.82	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	177.83	131.05	171.99	230.61	支付股利	-645.12	-382.24	-380.68	-483.12
净利润	1911.20	1903.41	2415.59	2972.21	其他	-0.97	218.68	227.48	270.43
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-646.09	-163.56	-153.20	-212.69
归属母公司股东净利润	1911.20	1903.41	2415.59	2972.21	现金流量净额	1232.82	795.13	2195.61	4716.41
资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	7274.78	8069.91	10265.52	14981.93	成长能力				
应收和预付款项	70.50	92.09	106.66	125.73	销售收入增长率	23.43%	9.79%	20.48%	18.88%
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润增长率	15.47%	-2.95%	27.20%	23.78%
其他流动资产	11.02	12.64	15.01	17.93	净利润增长率	10.86%	-0.41%	26.91%	23.04%
长期股权投资	1.92	1.92	1.92	1.92	EBITDA 增长率	14.86%	-3.35%	27.00%	23.64%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	768.51	710.83	653.15	595.47	毛利率	91.42%	89.16%	90.29%	91.43%
无形资产和开发支出	359.14	355.55	351.96	348.37	三费率	32.43%	35.70%	33.90%	32.70%
其他非流动资产	15.35	21.64	29.04	37.00	净利率	54.45%	49.40%	52.03%	53.86%
资产总计	8501.22	9264.58	11423.25	16108.35	ROE	29.51%	23.71%	24.01%	23.68%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	22.48%	20.55%	21.15%	18.45%
应付和预收款项	446.53	523.00	595.74	2757.10	ROIC	-230.08%	-523.72%	-10085.74%	-227.00%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	56.19%	49.47%	52.15%	54.23%
其他负债	1577.97	713.82	764.85	799.49	营运能力				
负债合计	2024.50	1236.82	1360.58	3556.59	总资产周转率	0.45	0.43	0.45	0.40
股本	537.60	537.60	537.60	537.60	固定资产周转率	8.51	10.23	14.55	21.12
资本公积	356.78	356.78	356.78	356.78	应收账款周转率	83.23	85.74	85.35	85.55
留存收益	5612.21	7133.38	9168.29	11657.38	存货周转率	—	—	—	—
归属母公司股东权益	6476.71	8027.76	10062.67	12551.76	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.93%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	6476.71	8027.76	10062.67	12551.76	资产负债率	23.81%	13.35%	11.91%	22.08%
负债和股东权益合计	8501.22	9264.58	11423.25	16108.35	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.76	7.00	8.05	4.34
					速动比率	3.76	7.00	8.05	4.34
					股利支付率	33.75%	20.08%	15.76%	16.25%
					每股指标				
					每股收益	3.56	3.54	4.49	5.53
					每股净资产	12.05	14.93	18.72	23.35
					每股经营现金	3.96	1.78	4.36	9.17
					每股股利	1.20	0.71	0.71	0.90
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	1972.30	1906.29	2420.90	2993.17					
PE	22.40	22.50	17.73	14.41					
PB	6.61	5.33	4.26	3.41					
PS	12.20	11.11	9.22	7.76					
EV/EBITDA	18.01	18.22	13.44	9.29					
股息率	1.51%	0.89%	0.89%	1.13%					

数据来源：Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知悉范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
北京	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn