同花顺（300033）

金融信息服务领域王者，掘金中国权益投资黄金时代

买入（维持）

2021 年 01 月 04 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,742	2,638	3,352	4,069
同比（%）	25.6%	51.4%	27.1%	21.4%
归母净利润（百万元）	898	1,318	1,690	2,082
同比（%）	41.6%	46.8%	28.2%	23.2%
每股收益（元/股）	1.67	2.45	3.14	3.87
P/E（倍）	75.48	51.42	40.09	32.54

投资要点

- **海量投资者用户积累，流量变现头部渠道。**公司上市初期主要从事网上行情交易软件的开发和销售，积累了大量权益投资用户。2015 年后转型互联网金融信息服务平台，形成电信增值业务、广告及互联网业务推广服务、基金代销业务、软件销售及维护四大业务，深耕流量变现逻辑。2020 年 11 月，公司股票行情交易软件 MAU 达到 3257 万，大幅领先其他第三方股票行情软件和券商自有交易软件，构建起流量壁垒。

- **金融信息服务龙头，AI 技术赋能造就产品力持续提升。**电信增值业务是公司主要收入贡献业务（2019 年营收占比 50.82%），为使用免费股票行情交易软件的用户提供自研增值产品和服务，主要为资讯和决策辅助。2017 年-2019 年公司研发费用占比达 25%/29%/27%，处于行业领先地位。持续的研发投入使公司增值产品丰富度远超主要竞争对手。随着公司基于自有 AI 技术产品的持续落地，产品力站上新台阶，增值电信业务 ARPPU、付费率迎来新的增长点。

- **多元化业务布局，展望泛金融理财综合平台。**公司持续探索全新业务场景，拓展了三大流量变现渠道：券商开户导流业务、增值电信业务、金融产品代销业务，覆盖投资理财全周期。随着基金销售市场、证券公司第三方平台开户导流市场规模持续扩张，看好公司凭借流量优势与渠道优势提升市场占有率，形成规模效应，带来业绩的成长动力。

- **公司兼具成长性及强 Beta 属性。**选取沪深 300 指数作为标的指数，横向对比下，2015 年至今公司 Beta 系数远超中信证券行业指数。历史上来看，公司 Beta 系数具有攻守兼备和成长性的特点，三大 C 端流量变现业务为公司带来业绩弹性及股价弹性。对公司经营活动现金流与市场成交额的弹性分析发现：1）在市场上升期，公司业绩弹性约为 1.5 倍，且 2020 年弹性显著大于 2015 年弹性；2）在市场热度下降的情况下，市场成交额每同比下降 1%，公司现金流同比下降 0.8%，反映了公司较好的用户粘性。

- **盈利预测与投资评级：**预计公司 2020 年-2022 年实现营业收入 26.38/33.52/40.69 亿元，同比增长 51.4%/27.1%/21.4%；实现归母净利润 13.18/16.90/20.82 亿元，同比增长 46.8%/28.2%/23.2%。考虑到公司互联网金融信息服务龙头地位及竞争力，给予公司 2021E 行业平均 PE53x，对应目标价 166.6 元，维持“买入”评级。

- **风险提示：**行业竞争日趋激烈风险；互联网系统及数据安全风险；监管风险等。

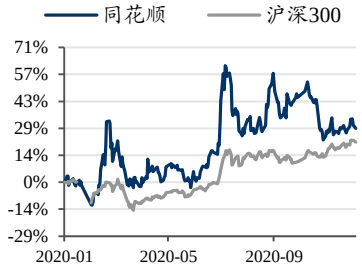
证券分析师 张良卫
执业证号：S0600516070001
021-60199793
zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 胡翔
执业证号：S0600516110001
021-60199793
hux@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖
执业证号：S0600517110002
021-60199793
zhoulj@dwzq.com.cn

证券分析师 朱洁羽
执业证号：S0600520090004
zhujieyu@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	126.03
一年最低/最高价	90.29/187.99
市净率(倍)	21.59
流通 A 股市值(百万元)	33,888.21

基础数据

每股净资产(元)	7.99
资产负债率(%)	29.61
总股本(百万股)	537.60
流通 A 股(百万股)	268.89

相关研究

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 同花顺：行业领先的互联网金融信息服务平台 5
1.1. 历史沿革：25 年深耕金融信息服务行业 5
1.2. 业务发展历程：三次转型造就互联网金融信息服务公司，展望人工智能新增长点 6
1.3. 财务分析：先行指标创新高，后续业绩释放可期 9
2. 业务解析：3C1B 业务框架，贯彻落实流量变现逻辑 11
2.1. 增值电信业务：C 端金融信息服务行业龙头，流量、产品形成竞争壁垒 12
2.2. 广告及互联网业务推广服务：政策驱动市场扩张，渠道优势、流量壁垒引领，挖掘中小型券商第三方导流需求 16
2.3. 基金销售业务：基金销售市场高景气度，头部渠道地位带来高成长性 21
2.4. 软件销售与维护：起家 B 端业务，未来收入稳定 25
3. 贝塔属性强于券商，19 年后贝塔系数进一步放大 27
3.1. Beta 系数大于券商，19 年后贝塔系数进一步放大 27
3.2. 上升期业绩弹性具有成长性，下滑期安全边际约为四个季度 29
4. 金融信息服务王者，掘金中国权益投资黄金时代，展望 AI 技术加持泛金融理财综合平台 30
4.1. 掘金中国权益投资黄金时代 30
4.2. 竞争格局逐步明晰，展望泛金融理财综合平台 32
4.3. 研发投入持续加大，AI 技术赋能产品，打开远期成长空间 34
5. 盈利预测与投资建议 36
5.1. 核心假设与盈利预测 36
5.2. 投资建议 37
6. 风险提示 38

图表目录

图 1：1991 年-2001 年上证指数（右轴）与成交量（左轴）走势 5
图 2：2000 年-2004 年固定宽带互联网用户激增 6
图 3：面向 C 端用户的“小财神”软件 6
图 4：2006 年-2010 年手机金融信息服务营业收入快速增长后企稳 7
图 5：公司 4G 时代主要产品：爱基金、同花顺 app 7
图 6：i 问财智能投顾：标的搜索、后市操作提示 8
图 7：AI 读研报，抓取关键词及逻辑 9
图 8：产业链数据库 9
图 9：2014Q1-2020Q3 单季度销售商品、提供劳务受到的现金 9
图 10：2012 年-2019 年营业收入和预收款项 10
图 11：2012 年-2020 年 Q3 预收账款期末值及同比增长率 10
图 12：2014Q1-2020Q3 个季度营业收入（万元） 10
图 13：2014 年-2019 年营业收入（万元）及季度占比 10
图 14：2012 年-2019 年营业收入及净利润 11
图 15：2012 年-2019 年毛利率、净利率、ROE 11
图 16：公司业务营收占比 11
图 17：国内互联网金融信息服务市场规模 12
图 18：主要参与者金融信息服务业务营业收入（万元） 13
图 19：2015 年-2019 年 C 端金融信息服务业主要公司研发费用（万元） 14
图 20：同花顺及主要竞品移动端 APP 的 MAU（单位：万） 16
图 21：A 股市场自然人投资者数量及增速 17
图 22：广告及互联网业务收入具有较强 β 属性 17
图 23：全行业佣金收入总量及行业平均佣金费率 17
图 24：2015 年-2019 年市场占有率持续提升 18
图 25：线上渠道分类 19
图 26：2009 年-2019 年全国营业部数量（个）及增速 19
图 27：2012 年-2019 年公司网上行情系统开发业务覆盖证券公司情况 21
图 28：覆盖基金、资管产品数（左轴）及接入的基金公司和券商资管部门（右轴）数量 21
图 29：公司基金销售业务收入相对体量较小 22
图 30：季度新成立偏股型基金份额（单位：亿份） 23
图 31：中国居民金融资产中基金占比仍处于低位 23
图 32：2000 年至今中国居民金融资产占比持续提升 23
图 33：2013 年至今各销售渠道占比 24
图 34：同花顺 app 接入爱基金平台，撬动空仓资金的同花顺钱包 24
图 35：2015 年-2019 年公司基金销售业务毛利率% 25
图 36：同花顺为东方财富制作的行情交易分析系统 I 26
图 37：同花顺为东方财富制作的行情交易分析系统 II 26
图 38：业务营收呈阶梯上升趋势 26
图 39：2015 年-2019 年主要玩家收入对比 27
图 40：2012 年-2019 年公司覆盖券商情况 27
图 41：2015 年至今 Beta 系数表现横向对比 27
图 42：上市至今公司 Beta 系数情况 28

图 43：2015 年-2019 年公司各业务收入及市场成交额情况 28
图 44：上升期公司现金流/成交额弹性系数 29
图 45：下滑期公司现金流/成交额弹性系数 30
图 46：1994 年-2019 年万得全 A 指数（左轴）及成交量（右轴） 30
图 47：2014 年-2019 年 A 股期末投资者数量 31
图 48：2007 年-2017 年各类投资者成交量贡献程度 31
图 49：2004 年-2015 年 A 股投资者年龄分布 32
图 50：2007 年-2018 年 A 股投资者投资额分布 32
图 51：金融信息服务主要玩家营收情况（万元） 33
图 52：主要竞争者金融信息服务业务营收占比 33
图 53：2017 年至今同花顺、大智慧 MAU（万人） 33
图 54：同花顺、大智慧金融信息服务营业收入（万元） 33
图 55：2020 年 7 月行情交易软件 MAU 前十（万人） 34
图 56：2015 年-2019 年公司研发费用（万元）及占比 34
图 57：2015 年-2019 年研发人员（人）及占比 34
图 58：2019 年主要竞争对手研发费用占比 35
图 59：2019 年各公司研发人员人数（人） 35

表 1：公司大事年表 5
表 2：公司增值电信产品价格分布 13
表 3：公司产品及价格（加粗为自研 AI 产品） 13
表 4：主要竞品及年价情况 15
表 5：证券公司经纪业务集中度相对稳定 18
表 6：主流券商 app 月活与对应券商规模排名 20
表 7：第三方基金销售业务主要玩家 22
表 8：公司已上线 AI 技术相关产品 35
表 9：主营业务收入预测 36
表 10：可比公司估值表 37

1. 同花顺：行业领先的互联网金融信息服务平台

1.1. 历史沿革：25 年深耕金融信息服务行业

七年长牛推动国内金融信息服务业起步。自 1994 年 7 月探底 334 点后，上证指数开启了一段长达 7 年的牛市，在 2001 年 6 月达到 2218 点(+17.72%CAGR)；成交量由 1994 年的 686 亿手，增至 2000 年的 3217 亿手，年复合增长率达到 29.37%。快速增长的成交量，提升了证券公司金融信息系统的需求，需求又刺激了 90 年代方兴未艾的中国软件业，大量服务于金融行业的信息服务公司成立，同花顺便是其中之一。

图 1：1991 年-2001 年上证指数（右轴）与成交量（左轴）走势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

软件创业公司血统，十五年发展登录创业板。公司董事长、创始人易峥 1993 年毕业于浙江大学电机工程系，工业自动化控制专业。1994 年，大学毕业的易峥与合作伙伴叶琼玖创建了杭州核新软件技术有限公司，开发期货交易分析软件“龙虎榜”，2009 年，公司登陆创业板。

表 1：公司大事年表

1994	杭州核新软件技术有限公司成立
1997	转战网上证券交易分析系统
2001	上海核新软件技术有限公司成立
2003	正式启用"同花顺"为金融服务的品牌，开通同花顺金融服务网站
2006	获得上证所信息网络有限公司 level-2 行情授权
2007	上线同花顺手机炒股业务，变更为浙江核新同花顺网络信息股份有限公司
2009	创业板上市
2010	正式上线 iFind，获得投资咨询牌照
2012	获得基金销售牌照

2015	转型互联网金融信息服务平台
2018	上线同花顺 AI 开放平台
2019	推出智能电话机器人

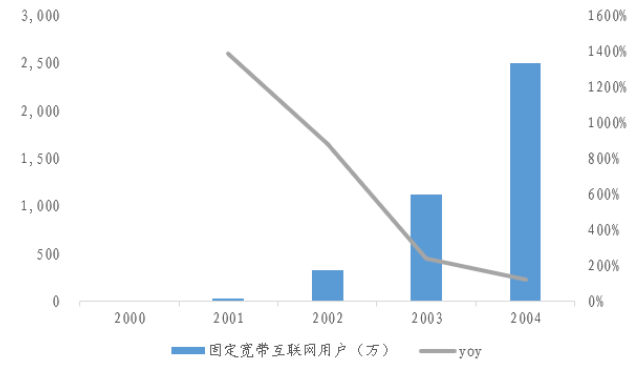
数据来源：公司招股说明书、年报，东吴证券研究所

1.2. 业务发展历程：三次转型造就互联网金融信息服务公司，展望人工智能新增长点

PC 互联网时代：开拓 C 端业务，完成 B+C 布局。

1998 年-2001 年，公司转战网上证券交易分析系统业务后，从事 B 端项目，主要为证券公司开发互联网行情分析系统和交易系统。随着 2001 年市场走低，证券公司金融信息系统建设需求下降，公司收入受到较大影响，表现低迷。与此同时，2000 年以来，中国正式迈入 PC 互联网时代：固定宽带互联网用户从 2000 年的 2 万户出头，快速增长至 2005 年的 3735 万户，5 年间 CAGR 高达 340%。公司顺应 PC 互联网兴起的趋势，推动业务 C 端转型，上线免费的网上行情交易客户端和同花顺金融服务网，并且针对性的为个人投资者设计可以直接获得营业部交易数据，并且进行静态、动态统计分析的“小财神”软件，形成了 B+C 的业务布局模式。

图 2：2000 年-2004 年固定宽带互联网用户激增



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3：面向 C 端用户的“小财神”软件

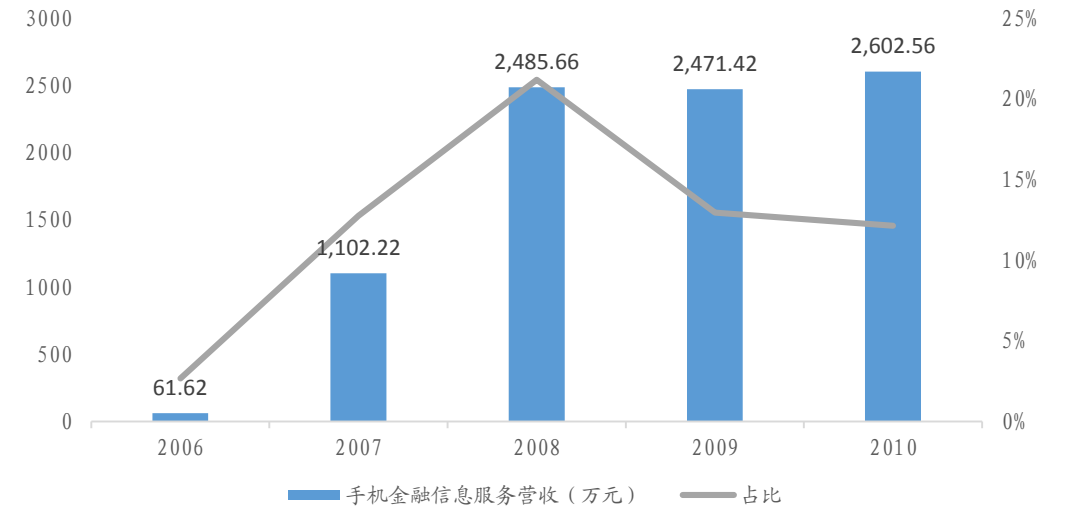


数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

3G 时代：提前布局移动端，快速切入手机金融服务，奠定先发优势。

2007 年，得益于以移动、联通、电信的合作，公司实现了注册用户数的快速增长和突破：2 月注册用户数突破 1000 万，10 月，注册用户突破 2500 万。根据 CCID 调查，截至 2009 年，公司仍然是是唯一与中国移动、中国联通和中国电信三家移动运营商同时开展合作的金融信息服务商。同期主要竞争对手东方财富、大智慧都尚未开始移动端布局。2006 年-2008 年，手机金融信息服务营收快速增长，2008 年营收占比高达 21.18%，之后由于其他业务增长，占比回落，但仍稳定在 12%上下。

图 4：2006 年-2010 年手机金融信息服务营业收入快速增长后企稳

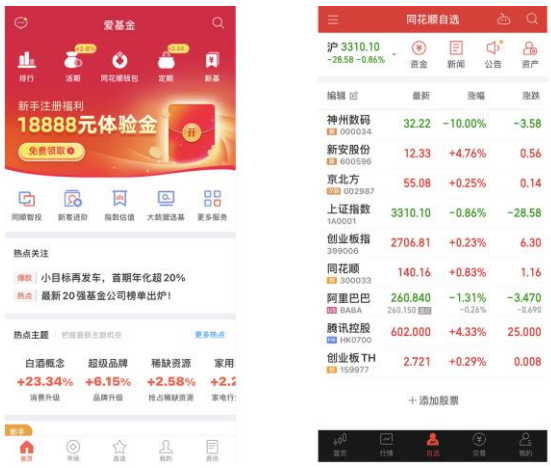


数据来源：Wind，东吴证券研究所

4G 时代：三张牌照构建全新体系，激活流量积累，完成互联网金融信息服务平台转型。

公司 2010 年获得投资咨询牌照，开展荐股软件销售业务，后期与原有的金融信息服务共同构成了同花顺 app 增值服务的雏形；2012 年获得基金销售牌照，开始基金销售业务；2014 年监管放开后，积极拓展券商合作开户相关业务。2015 年，公司正式转型互联网金融信息服务公司，形成增值电信业务、基金销售及其他交易手续费、广告及互联网推广服务（主要为券商开户导流）三大 C 端流量变现业务 + 传统 B 端业务软件销售及维护（主要是互联网行情分析系统和交易系统更新与维护）的 3C1B 构架，通过对长期积累的 C 端高质量流量进行变现，获得了业绩的高弹性。

图 5：公司 4G 时代主要产品：爱基金、同花顺 app

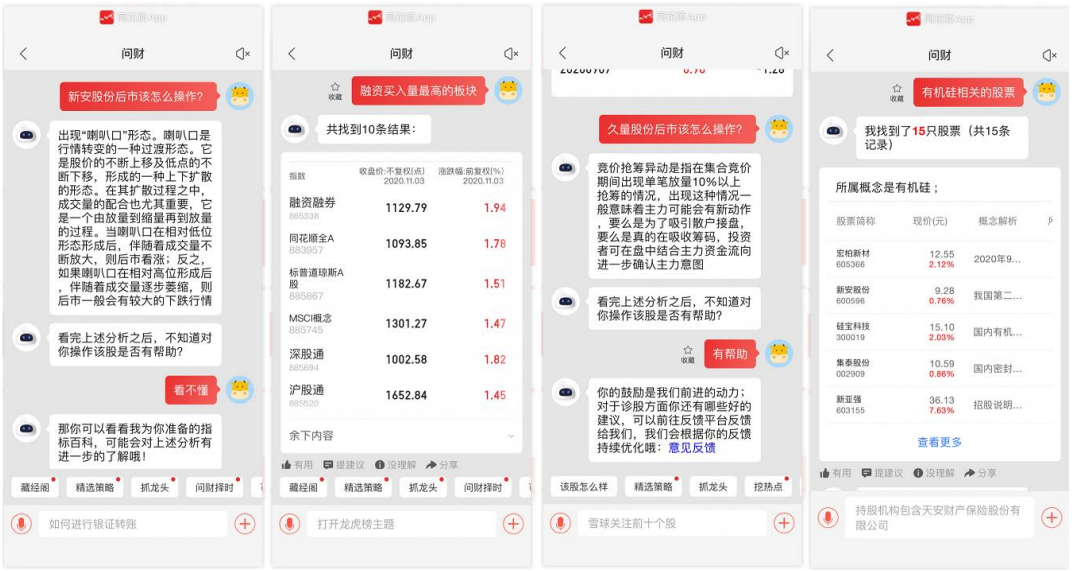


数据来源：爱基金、同花顺 app，东吴证券研究所

布局未来：加码前沿技术，布局大数据、人工智能、云计算，逐步垂直扩展多行业解决方案。目前公司人工智能技术主要应用场景为自有产品的优化和使用体验的提升。

2013 年公司推出 i 问财智能投顾，以搜索作为人工智能落地的切入口，目前该产品可以实现自然语言对话，功能包括标的搜索查询、标的近期表现分析、简单的投资判断供使用者参考，在一定程度上可以提升使用者同花顺 app 的使用效率。

图 6：i 问财智能投顾：标的搜索、后市操作提示



数据来源：同花顺 app，东吴证券研究所

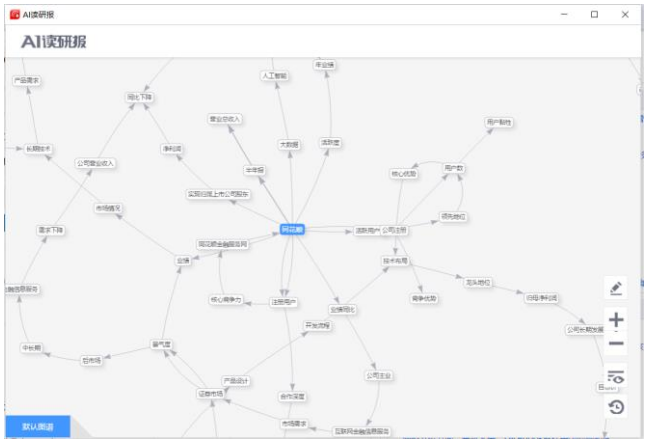
2016 年，同花顺 iFinD 金融信息终端上线 AI 研报解读功能与产业链图谱功能。

AI 读研报功能，可以对研报内容进行分析，抽离出研报主要内容及关系，用一张图的方式直观展示出来，在一定程度上提升了使用者读研报的效率。

产业图谱功能可以对数据库中的数据进行智能抓取、整合，提升机构投资者进行行业分析的效率。

2018 年正式上线同花顺 AI 开放平台，整合了公司已有的 AI 相关产品和功能，并推出了银行、保险、证券、基金、私募以及海外市场等金融行业的解决方案。值得一提的是，公司基于自有自然语言识别技术，还推出了法律行业的解决方案，具体包括罪名预测、法条推荐、刑期预测等功能。因此可以预见，若公司人工智能技术持续形成突破，有机会为公司创造跨行业人工智能解决方案提供商的转型、拓展机会。

图 7：AI 读研报，抓取关键词及逻辑



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

图 8：产业链数据库



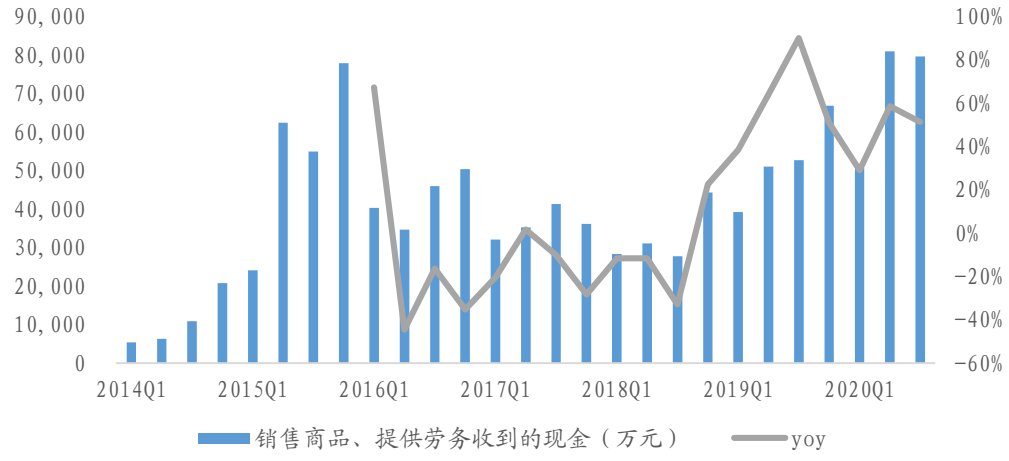
数据来源：iFinD，东吴证券研究所

1.3. 财务分析：先行指标创新高，后续业绩释放可期

对公司财务分析的核心逻辑是：销售商品、提供劳务收到的现金-预收款项（合同负债）-营业收入及净利润。2015 年完成互联网金融信息平台转型后，公司现金流的主要贡献产品多数按年计费，再按月确认收入，未确认部分计入预收款项（2020 年后计入合同负债）。因此，公司经营活动现金流是公司业绩的先行指标，预收款项（合同负债）是过程指标，营业收入与净利润是最终的结果指标。

销售商品、提供劳务收到的现金 2020Q2 创新高。2020Q2 公司销售商品、提供劳务收到的现金流入达到 8.1 亿元（+58.6%yoy），超过 2015Q4 的 7.8 亿元，创历史新高。考虑到每年四季度会进行证券公司网上行情交易系统、券商开户导流业务的相关资金入账，四季度现金流入通常为四个季度中最高（2015 年-2019 年中仅 2017 年为三季度最高），公司 2020Q4 销售商品、提供劳务收到的现金有望创历史新高。

图 9：2014Q1-2020Q3 单季度销售商品、提供劳务受到的现金



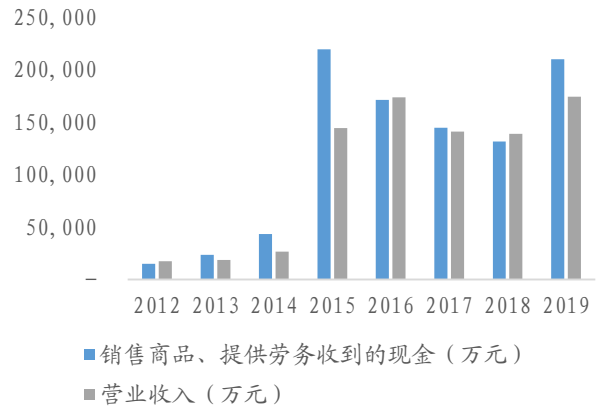
数据来源：Wind，东吴证券研究所

收入确认方式导致现金流最高点领先营业收入最高点。2015 年，公司销售商品、

提供劳务收到的现金达到 21.93 亿元(+225%yoy),为上市之后最高点,之后 2016 年-2018 年陷入三年的连续下降(-16%、-7%、-22%yoy)。相比之下,公司营业收入 2015 年、2016 年分别达到 14.4 亿元、17.3 亿元(+443%、+20%yoy),2016 年创上市后新高,晚于现金流最高点。出现错峰情况的主要原因系向客户收取的服务款项按照用户服务期限分期确认所致。

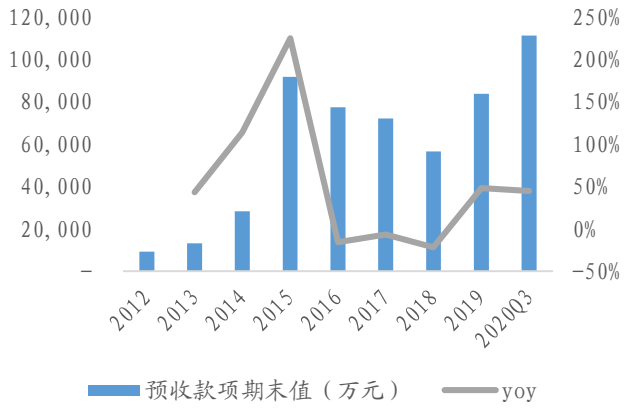
合同负债创新高,蓄水池效应明显,后续业绩释放可期。2020Q3 公司合同负债(新版会计准则下的预收账款)创下历史新高。作为公司业绩的蓄水池,2019 年以来公司的持续提升的现金流入(除 2020Q1 因春节假期叠加疫情引起短期下降),推高了该过程指标,一方面等同于提高了公司可以预期的未来业绩,一方面提升了公司抵抗市场下行、投资者参与度下降风险的能力。

图 10:2012 年-2019 年营业收入和预收款项



数据来源:Wind,东吴证券研究所

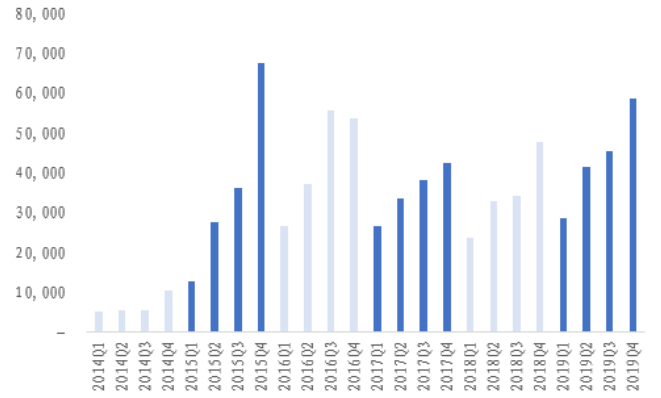
图 11:2012 年-2020 年 Q3 预收账款期末值及同比增长率



数据来源:Wind,东吴证券研究所

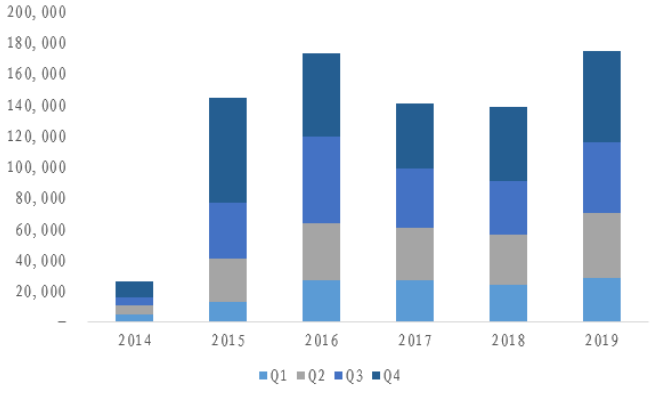
营收季度性明显,四季度营收占比高。2015 年后公司营收呈现出明显的季度递增态势,Q4 营收占比显著高于前三季度,主要原因为 1)券商开户导流业务收入确认主要发生在 Q4;2)公司 B 端客户主要采用预算制,相关业务收入确认也主要发生在 12 月。

图 12:2014Q1-2020Q3 个季度营业收入(万元)



数据来源:Wind,东吴证券研究所

图 13:2014 年-2019 年营业收入(万元)及季度占比



数据来源:Wind,东吴证券研究所

业绩具有较强 Beta 属性,2019 年迎来业绩复苏,2020 前三季度营业收入先行指标

皆创新高。

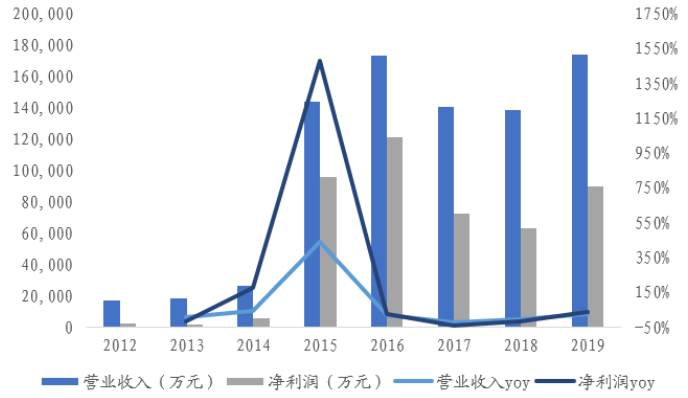
公司 2015 年转型互联网金融信息平台，彻底转变商业模式，叠加 2015 年牛市行情，所有业绩指标均有较大提升，2015 年公司营业收入、净利润分别同比增长 443%、1483%，毛利润、净利润、ROE 分别增加 4.36pct、43.62pct、39.93pct；

由于预收款项蓄水池效应的影响，2016 年公司营业收入、净利润仍有小幅增长；

2017 年、2018 年由于股市表现较弱，投资者参与度下降，公司业务需求受到较大影响，各指标都出现了相对滑落的情况；

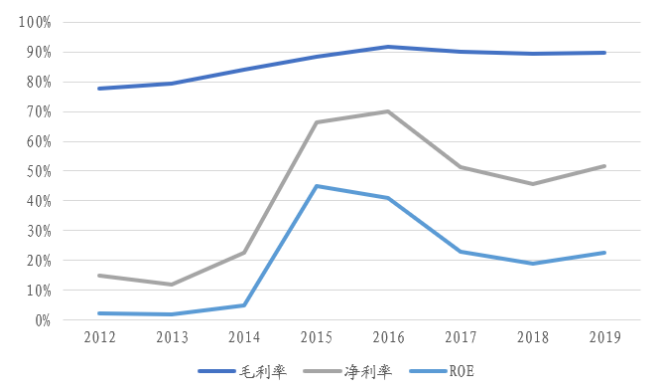
2019 年市场回暖后，公司业绩出现明显上升，随着 2020Q2 销售商品、提供劳务收到的现金、2020Q3 合同负债（预收款项）接连创下新高，2020 各项指标持续好转可期。

图 14：2012 年-2019 年营业收入及净利润



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 15：2012 年-2019 年毛利率、净利率、ROE



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 业务解析：3C1B 业务框架，贯彻落实流量变现逻辑

C 端业务进行流量变现，B 端业务贡献稳定收入。公司 2015 年完成互联网金融信息平台转型后，业务结构由“增值电信业务+软件销售及维护”的二元结构，转变为“三大 C 端业务进行流量变现+传统 B 端业务贡献稳定收入”的四元结构。三大 C 端业务分别为：

1）增值电信业务，公司收入的主要贡献业务，2015 年-2019 年营收占比均超过 50%；

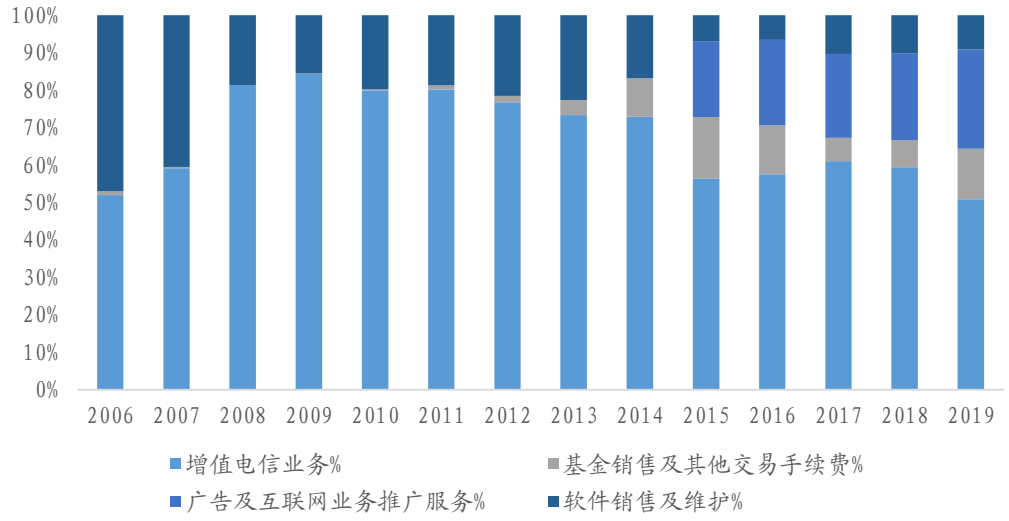
2）广告及互联网业务推广服务，主要为券商提供开户导流业务，2015 年-2019 年营收占比持续提升，2019 年达到 26.52%；

3）公司利用自身流量优势及代销基金、贵金属、大宗商品及保险资质，提供金融电商服务，目前收入主要由基金代销提供，2019 年该业务营收占比达到 13.15%；

B 端业务主要为软件销售及维护，为证券公司开发和维护网上行情交易系统，是公司的传统优势业务，市场竞争格局稳固，增长较为稳定。

图 16：公司业务营收占比

请务必阅读正文之后的免责声明部分

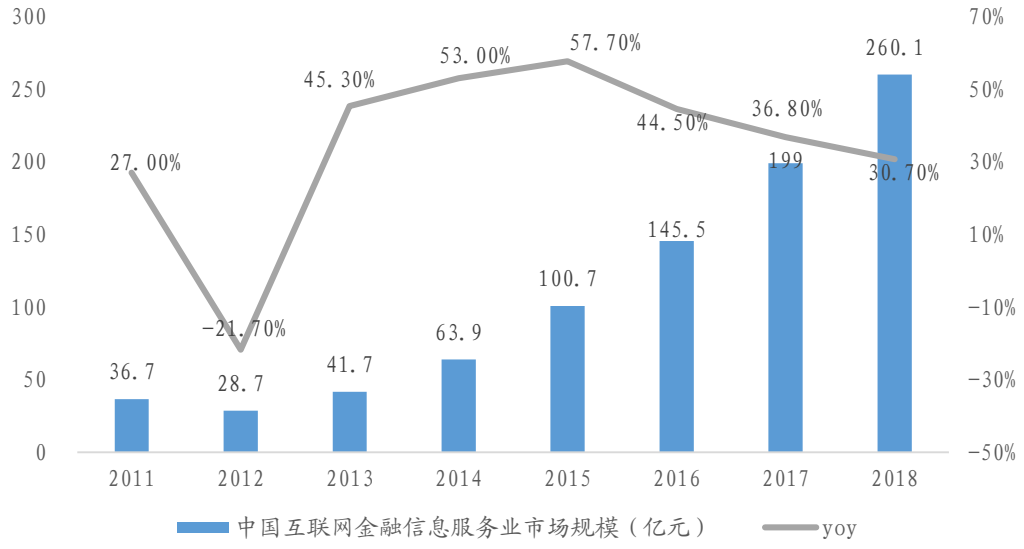


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.1. 增值电信业务：C 端金融信息服务行业龙头，流量、产品形成竞争壁垒

互联网金融信息服务行业：上接金融信息提供商，下连投资者，2018 年国内市场规模预计达 260 亿元（+30.7%），市场空间广阔，行业景气度高。互联网金融信息服务提供商的上游行业为上交所、深交所、中金所等金融信息提供商，下游行业为机构及个人投资者。2018 年国内互联网金融信息服务市场规模达到 260.1 亿元，同比增速 30.70%，反映了国内互联网金融信息服务市场的高景气度与高天花板。

图 17：国内互联网金融信息服务市场规模

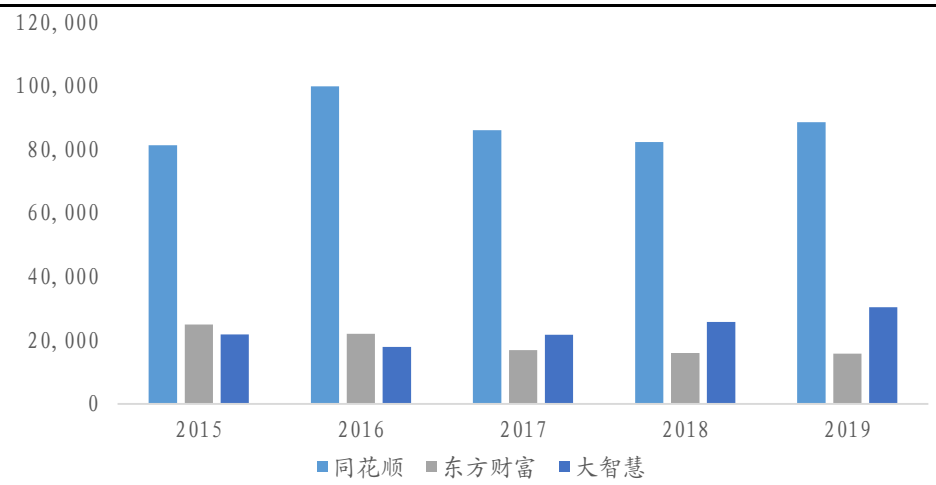


数据来源：《中国金融信息服务发展报告（2019）》，东吴证券研究所

依托增值业务成为金融信息服务行业龙头。公司增值电信业务依托于公司的互联网金融信息服务终端，为投资者提供额外的收费功能，投资者所购买的产品会作为一个功能模块接入到公司的金融信息服务终端。2015 年-2019 年，公司凭借产品优势与流量优

势，营业收入行业领先。

图 18：主要参与者金融信息服务业务营业收入（万元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

统计口径：同花顺选取增值电信业务、东方财富选取金融数据服务业务、大智慧选取金融资讯及数据终端服务系统及金融资讯及数据移动终端服务系统两项业务之和。

产品种类丰富，价格覆盖低、中、高三大区间，主要提供信息服务、技术分析和荐股功能。公司现有 C 端增值电信业务产品 27 款，售价 60 元至 8 万元每年不等，价格差异化明显，除高端投资外产品均价与中位价分别为 1245 元/年、1152 元/年。按照功能分为基础行情、高低点、选股诊股、高端投资、港美股五大板块。归纳来看，主要功能是为投资者提供更为丰富、及时的信息、技术指标及基于算法和模型的选股、荐股。此外，除高端投资板块的功能外，其余产品皆可在手机端和 PC 端同时使用，或分别提供手机端和 PC 端的版本。

表 2：公司增值电信产品价格分布

价格分布	数量	占比
500 元以下	4	15%
500 元-1000 元	6	22%
1000 元-5000 元	13	48%
5000 元以上	4	15%
合计	27	100%
中位数（除高端投资）元/年	1152	
均值（除高端投资）元/年	1245	

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 3：公司产品及价格（加粗为自研 AI 产品）

功能板块	产品名称	每年费用（元）
基础行情	**AI 龙头寻股手机版**	1192

	同花顺 VIP	144
	短信股价预警	60
	避险宝	672
	大盘早知道	936
	热点擒龙	1152
	形态掘金	168
高低点	Level-2 行情	68
	神奇电波	596
	AI 机构探测器	2016
	云参数	1176
	AI 分时顶底	752
	AI 波段雷达	1552
选股诊股	手机短线宝	2072
	PC 短线宝	3192
	早盘选股宝	4656
	涨停助手	1072
	涨价概念	672
	荐股师	1152
	金牛情报	1176
	主力密码	2016
	AI 价值回归	1152
高端投资	金融大师	80000
	财富先锋至尊版	32800
	大研究内参版	19800
	同顺管家	18800
港美股	美股高级行情	998

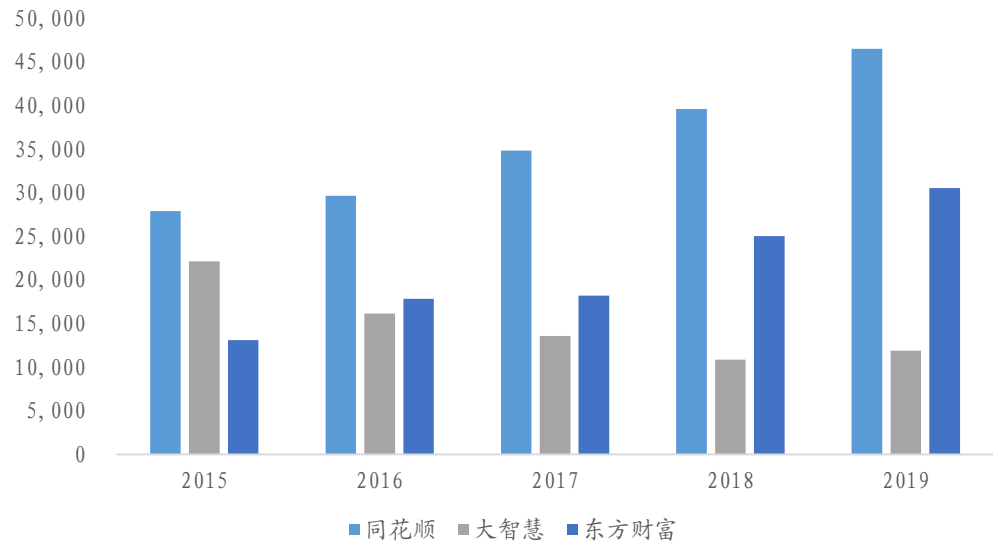
数据来源：同花顺 app，东吴证券研究所

持续高研发投入、自研 AI 技术赋能形成产品力优势。公司研发费用投入高于主要竞争对手大智慧和东方财富，持续领先的研发投入成就了公司的产品力优势：

公司已上线多款基于自主研发 AI 技术产品，通过自研的 AI 算法为用户提供投资顾问服务；

远超行业的丰富度，一方面有利于满足投资者多样化的增值服务需求，一方面相对较低的单价有利于吸纳消费额较低的客户，提升 MAU 转化率。

图 19：2015 年-2019 年 C 端金融信息服务业主要公司研发费用（万元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 4：主要竞品及年价情况

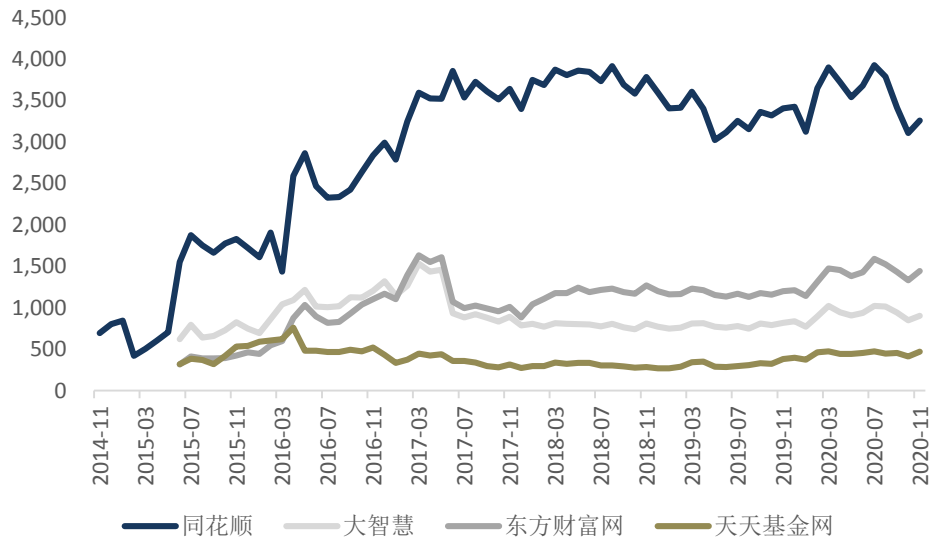
公司	产品名称	每年费用（元）
大智慧	Level-2 手机版	58
合计：20 个	神奇 D 信号	98
均价：1119 元/年	双突战法	106
	云梯通道	588
	黄金通道	588
	大智慧 365	598
	分时见顶	912
	抢筹先锋	912
	追击反转	952
	大智慧专业版	1068
	尾盘动能	1112
	主力筹码追踪	1176
	资金搏击	1184
	波段王	1188
	情绪转点	1298
	九转交易	1308
	大智慧财富版	5880
	大智慧策略投资终端	38000
	大智慧港股通专业版	3800
东方财富	Level-2（手机版）	58
合计：16 个	VIP 资讯	216

均价：3350 元/年	Level-2 极速版（PC）	280
	尾盘掘金	600
	个股反弹	600
	日内高低点	672
	T+0 主力监控（手机版）	1056
	核心内参	1800
	竞价狙击	3096
	东方财富专业版	6980
	短线雷达	8800
	操盘密码-Level2 决策版	9580
	VIP 财富内参	9800
	操盘密码-投资大师	29800
	操盘密码-先锋版	39800
	操盘密码-领航版	39800

数据来源：大智慧、东方财富 app 及官网，东吴证券研究所

2017 年后主流第三方金融信息平台 MAU 格局稳定，流量优势形成壁垒。2020 年内 11 月，同花顺、大智慧、东方财富网、天天基金网移动端 APP 的月活分别为 3,257.00、904.20、1,444.50、471.50 万。

图 20：同花顺及主要竞品移动端 APP 的 MAU（单位：万）



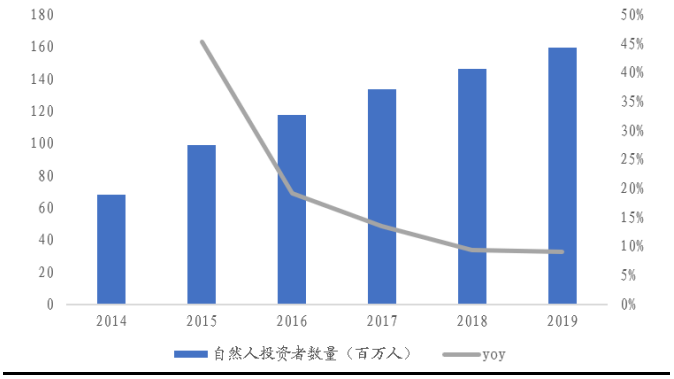
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2. 广告及互联网业务推广服务：政策驱动市场扩张，渠道优势、流量壁垒引领，挖掘中小型券商第三方导流需求

“一人多户”政策打开流量变现通道，收入 Beta 属性强。同花顺软件主要使用者为 A 股个人投资者，多年来为公司积累了大量的优质流量。随着 2015 年一人多户政策

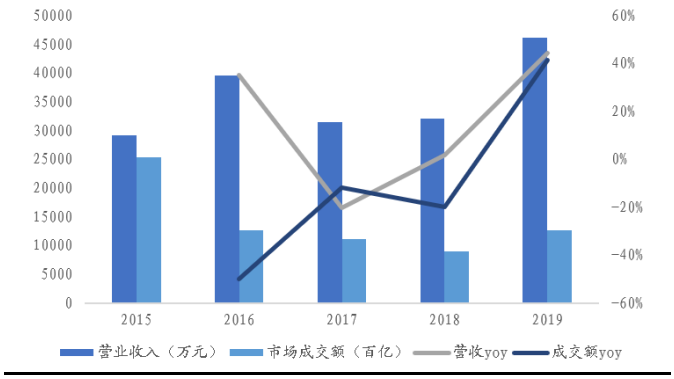
的推行，为公司广告推广业务带来了新的增长点——开户导流广告。收入可以分为有效开户带来的一次性收入，及对通过同花顺导流进行开户的用户进行持续的交易佣金收入分成。由于新增开户数量及存量客户的交易手续费分成受市场活跃度影响较大，因此广告业务收入具有较强的 Beta 属性。

图 21：A 股市场自然人投资者数量及增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 22：广告及互联网业务收入具有较强 β 属性

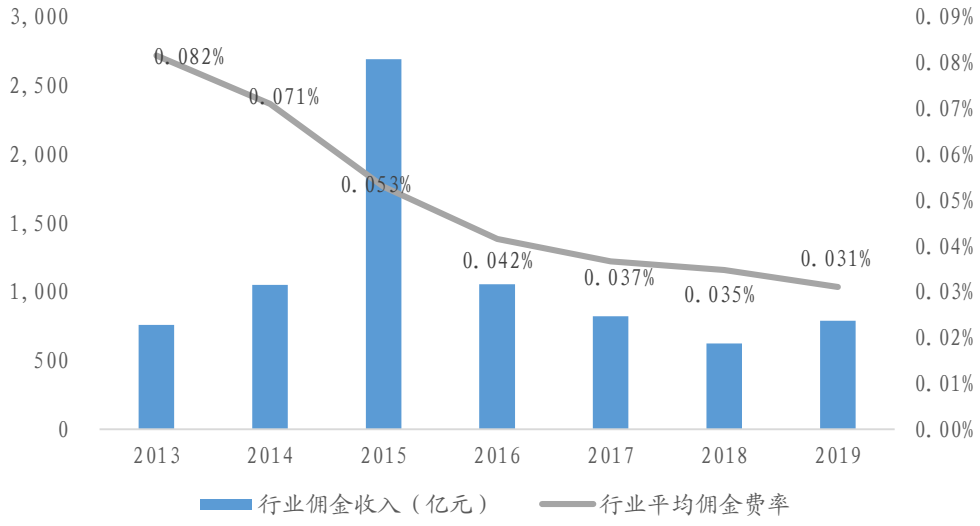


数据来源：Wind，东吴证券研究所

佣金费率持续降低，2013 年后全市场佣金收入呈下行态势。2013 年后，券商行业平均佣金率走入下行通道，经纪业务行业进入价格竞争阶段。随着一人多户制度的落地，及互联网终端开户的便捷性提升，投资者在不同券商转移的壁垒下降，议价能力提升，佣金费率下降成为大趋势。

根据同花顺导流入口数据，目前新开户佣金多为 2.5%%。如果不考虑人工费用和营业部费用，代理买卖证券业务成本仅为支付给各类清算代理机构的手续费，实际成本在 1%%左右：印花税（每笔五元）、证券监管费（0.2%%，双向）、证券交易经手费（0.487%%，双向）、过户费（0.2%%，双向），券商仍有进行降价促销的空间。

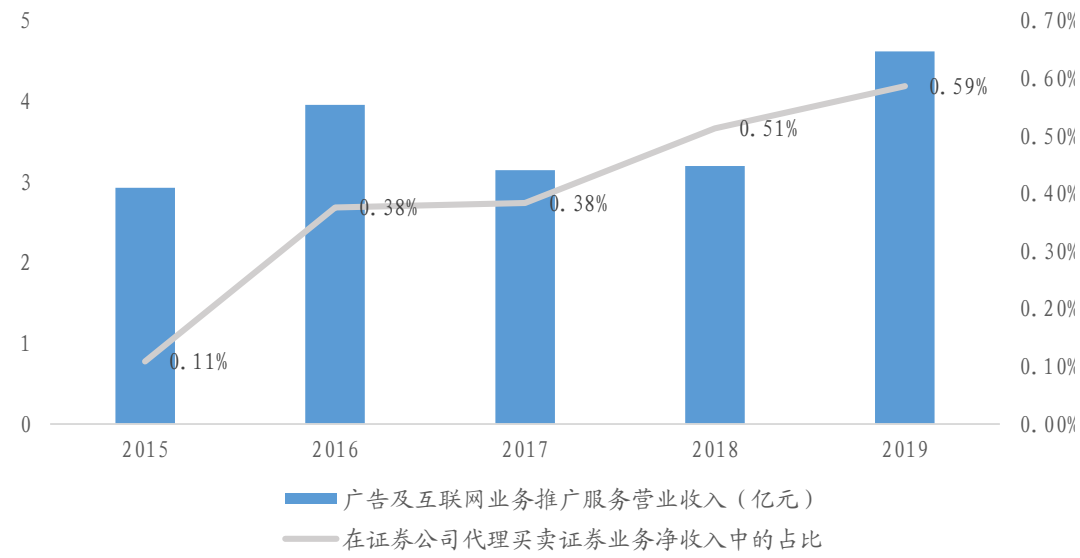
图 23：全行业佣金收入总量及行业平均佣金费率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

过去五年公司券商导流业务收入在全行业佣金收入占比逆势上升。公司券商开户导流业务的收入主要由两部分构成：开户的一次性导流收入，及导流开户客户的长期交易佣金分成，因此公司该项业务收入是行业佣金收入中从券商中转移出来的一部分。2015年-2019年，公司该项业务在全行业佣金占比持续上升，但同期市场集中度相对稳定，体现公司开户导流业务增长的独特性。此外，同期市场交易量、行业平均佣金率皆呈现下降趋势，因此2015年后，导流开户的新客户增长及这部分客户带来的佣金分成增量是业务营收增长的主要驱动力。

图24：2015年-2019年市场占有率持续提升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

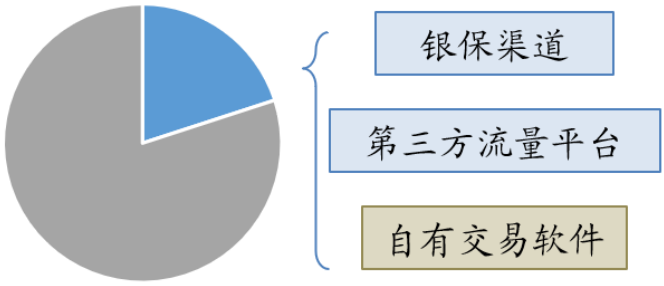
表5：证券公司经纪业务集中度相对稳定

	证券公司CR5	证券公司CR10
2012	27.04	48.35
2013	26.99	49.12
2014	24.93	43.50
2015	27.95	48.06
2016	27.01	44.92
2017	26.99	44.38

数据来源：Wind，东吴证券研究所

线下目前仍是证券公司获客主要渠道。根据券商中国的报道，目前线下获客依然是多家券商开户的主要渠道，该渠道主要以银行渠道获客、存量客户转介绍和分支机构各类活动为主，多家券商线下渠道获客占比超过公司整体获客数量的80%以上。而线上获客渠道又可以具体的分为：银保渠道、第三方流量平台和券商自有的交易软件。

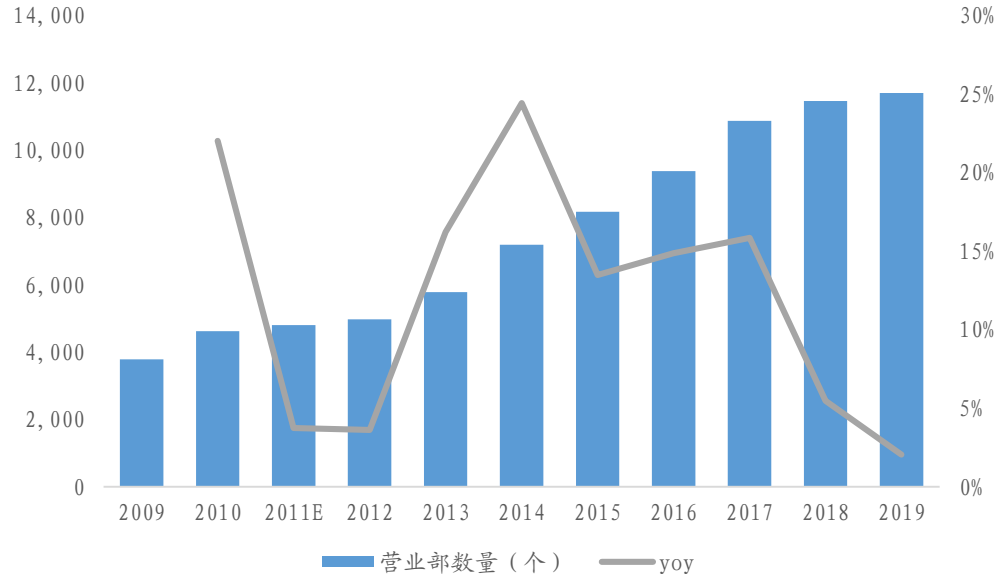
图 25：线上渠道分类



数据来源：东吴证券研究所绘制

线下获客依赖规模效应，中小型券商线下获客成本较高。线下获客能力与证券公司规模呈正相关。营业部数量多、营销团队规模大的券商，在线下获客方面占有优势，而中小型券商和区域性券商线下获客成本较高。2015 年后，全国证券公司营业部数量增速显著降低，券商营业部规模扩张出现停滞，反映营业部数量渐趋饱和，行业竞争加剧，盲目扩张营业部数量难以带来获客优势。两者叠加，中小券商难以通过线下获客扩张获客规模。

图 26：2009 年-2019 年全国营业部数量（个）及增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：2011 年数据缺失，选用了 2012 年与 2010 年的中位数作为预测值

中小型券商自有交易软件月活低，通过自有交易软件进行导流效果有限，券商对第三方互联网金融信息平台的导流需求存在差异：大型券商有实力通过自身经纪业务的体量支撑自有证券交易软件的流量开发与维护，而中小券商会更加依赖于第三方平台的导流。2020 年 7 月，自有股票行情软件月活跃用户数排名前二十的券商中，有十七家 2019 年期末总资产排名也在前二十。

表 6：主流券商 app 月活与对应券商规模排名

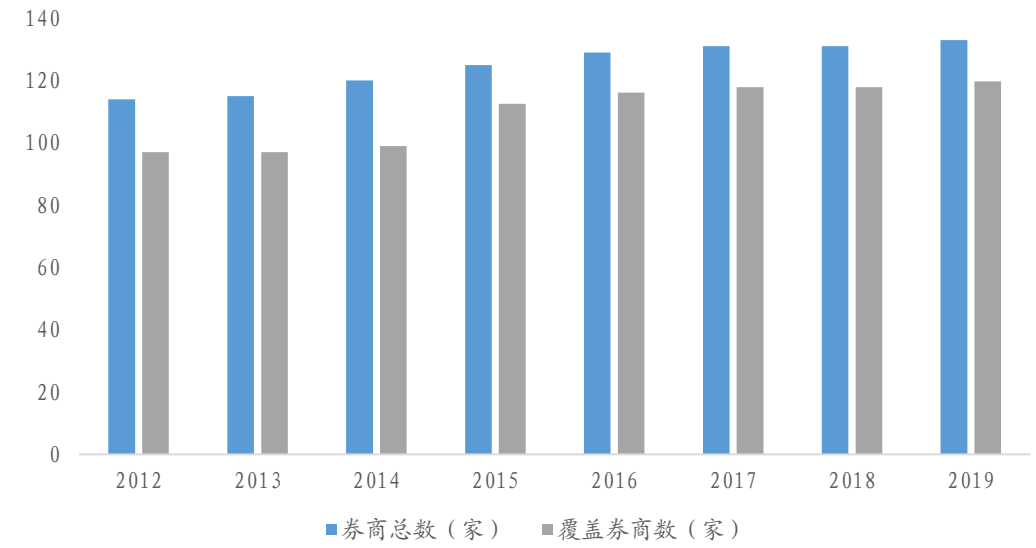
app	对应券商	MAU（万）	月活排名	期末总资产排名
涨乐财富通	华泰证券	1007.55	1	3
国泰君安君弘	国泰君安	563.55	2	4
平安证券	平安证券	538.78	3	17
小方	方正证券	532.8	4	18
海通 e 海通财	海通证券	523.59	5	2
广发证券易淘金	广发证券	522.47	6	5
智远一户通	招商证券	520.26	7	6
中信证券信 e 投	中信证券	510.24	8	1
蜻蜓点金	中信建投	509.17	9	10
中国银河证券	银河证券	449.92	10	9
中泰齐富通	中泰证券	435.28	11	16
申万宏源大赢家	申万宏源	416.43	12	7
金太阳	国信证券	391.47	13	12
安信手机证券	安信证券	386.39	14	15
光大金阳光	光大证券	295.58	15	13
长江 e 号	长江证券	228.89	16	19
掌中投	中金财富	222.31	17	8
掌证宝	东莞证券	189.07	18	47
华彩人生	华西证券	159.18	19	24
信达天下	信达证券	106.15	20	40

数据来源：Wind、Choice 数据，东吴证券研究所

通过银保渠道引流双方应存在控股关系，或由同一金控公司控股，第三方平台导流市场有望扩张。中国证监会 8 月 14 日就《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）》（下称《规定》）公开征求意见，体现了监管层规范券商通过第三方网络平台引流行为的决心。《规定》明确银保渠道引流应存在控股关系，或由同一金控公司控股。银保渠道作为早期券商网上获客的主要渠道，《规定》落地会使得不与银保渠道存在控股关系或没有金控公司背景的券商更加依赖于同花顺等第三方平台进行导流。

看好公司借助渠道优势和精准流量形成议价能力，实现规模效应，提升市场占有率。目前同花顺平台支持 66 家券商的开户导流，作为目前具有流量壁垒的第三方平台，公司在中小券商中具有较强的议价权。此外，公司长期以来为证券公司开发网上行情交易系统，具有渠道优势。看好行情启动后，公司借助流量优势实现导流开户数的提升，进而通过导流开户客户的长期交易佣金分成形成“滚雪球”的规模效应，提升市场占有率。

图 27：2012 年-2019 年公司网上行情系统开发业务覆盖证券公司情况

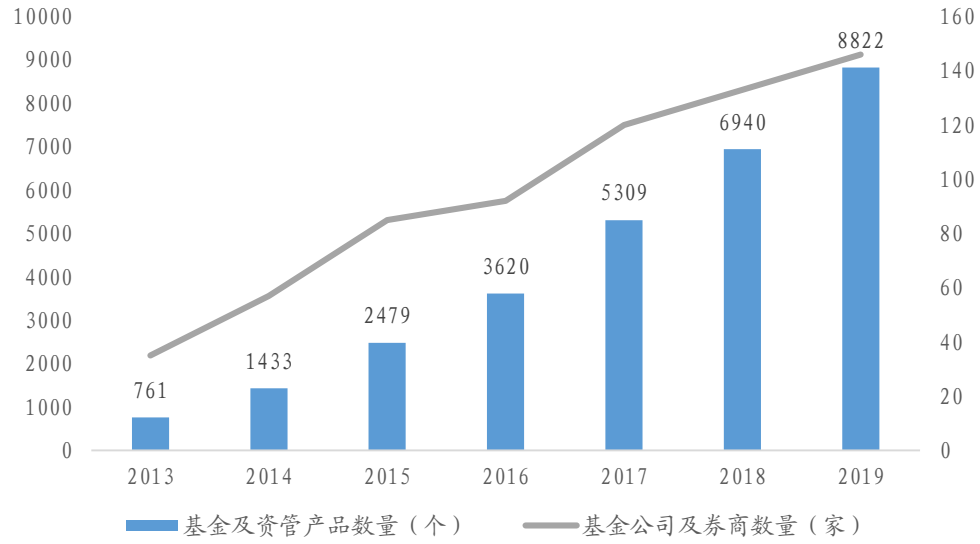


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.3. 基金销售业务：基金销售市场高景气度，头部渠道地位带来高成长性

公司自 2012 年获得基金销售牌照后，持续扩充销售的基金产品数量，截至 2019 年末，公司旗下爱基金平台已经覆盖 8822 款基金及券商资管产品，接入 146 家基金公司及券商资管部门。

图 28：覆盖基金、资管产品数（左轴）及接入的基金公司和券商资管部门（右轴）数量



数据来源：公司历年年报，东吴证券研究所

随着以余额宝为代表的货币基金产品的成功，2015 年起，互联网巨头积极布局基金销售业务，实现了营业收入的快速增长：以蚂蚁金服和恒生电子共同持股的蚂蚁基金为例，2015 年-2019 年 CAGR 高达 82.65%。

2019 年，公司基金代销业务实现营收 2.4 亿元，分别为天天基金收入的约 1/5、蚂

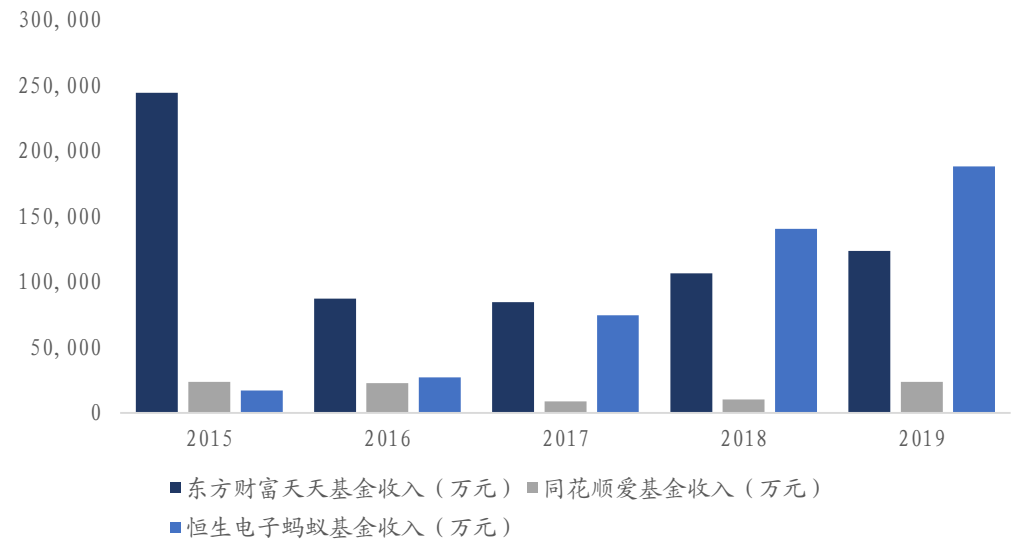
蚁基金收入的约 1/7，与头部基金销售机构仍有较大差距。

表 7：第三方基金销售业务主要玩家

基金销售机构	相关上市公司	获得牌照时间	属性
爱基金	同花顺	2012 年	金融
天天基金	东方财富	2012 年	金融
蚂蚁基金（原数米基金）	阿里巴巴/恒生电子	2012 年	金融/电商
陆金所	中国平安	2015 年	金融
好买基金	腾讯	2012 年	社交
腾安基金	腾讯	2018 年	社交
肯特瑞	京东	2016 年	电商
百度百盈	百度	2018 年	搜索

数据来源：Wind，东吴证券研究所

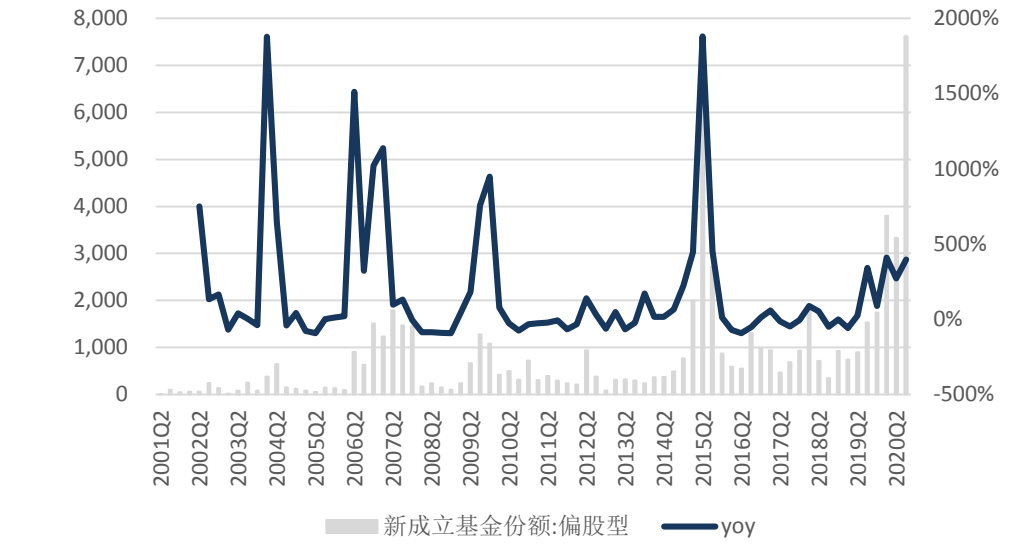
图 29：公司基金销售业务收入相对体量较小



数据来源：Wind，东吴证券研究所

余额宝与理财通打开了投资者对于基金产品的认知，2015 年牛市后，股票型、混合型基金份额持续提升，2019 年后，新发偏股基金份额保持较高增速。

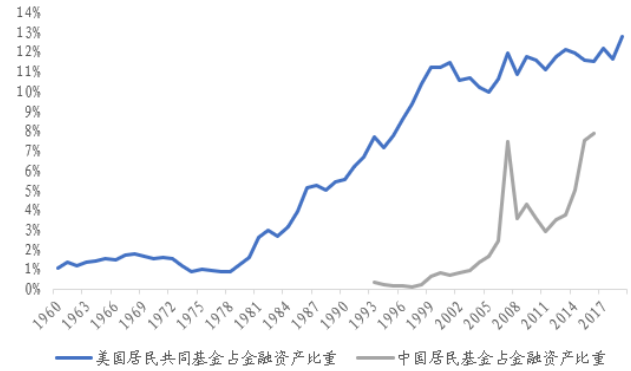
图 30：季度新成立偏股型基金份额（单位：亿份）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

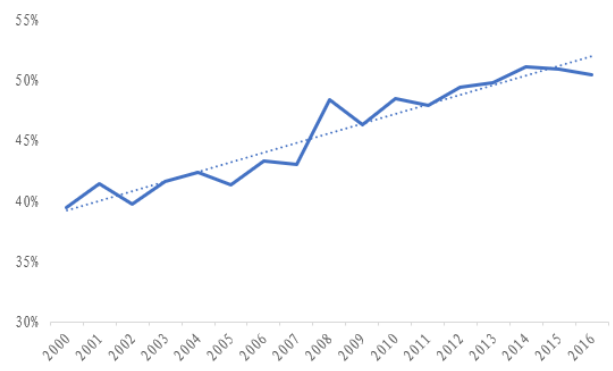
对比美国，中国居民基金占金融资产比重仍有提升空间。1978 年后，美国居民共同基金（即公募基金）占金融资产比重经历了一段长达 20 年的快速上升期，在进入 2000 年进入相对稳定的阶段。2000 年-2019 年，美国居民共同基金在金融资产的占比平均值为 11.35%，并仍在缓慢上升。中国居民基金金融资产占比在 2000 年-2008 年及 2011 年-2016 年经历了两段快速上升期，体现与股市表现的强相关性。2016 年，中国居民基金金融资产占比为 7.83%，仅相当于美国 1995 年的水平（7.76%），随着中国居民金融资产占比持续提升，中国公募基金市场仍有较大的空间。

图 31：中国居民金融资产中基金占比仍处于低位



数据来源：中国社科院、BEA，东吴证券研究所

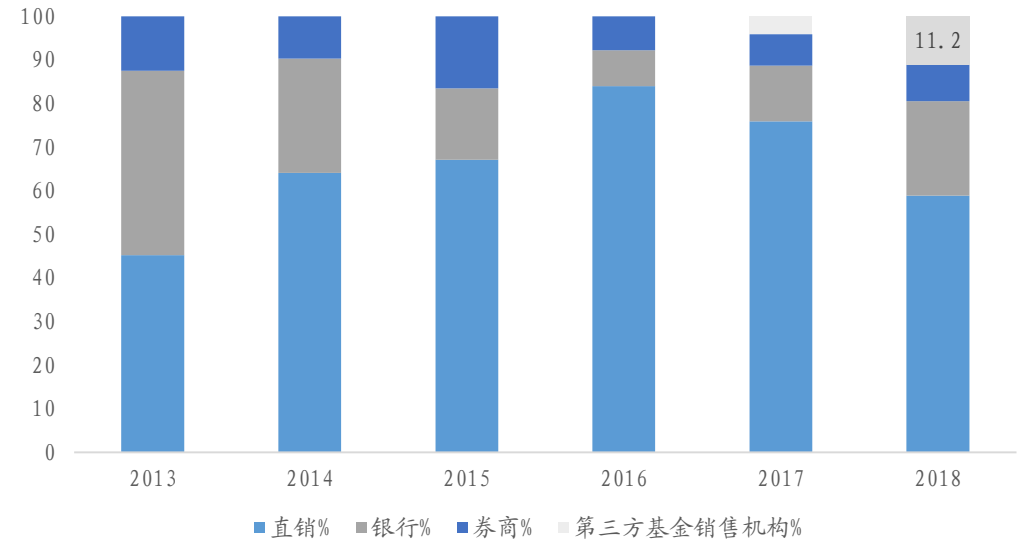
图 32：2000 年至今中国居民金融资产占比持续提升



数据来源：中国社科院，东吴证券研究所

基金份额扩张，第三方独立基金销售机构占比提升空间大。目前基金销售主要有四大渠道：基金公司直销、银行代销、券商代销及第三方独立销售公司代销。2017、2018 年，第三方机构销售额占比分别达到 4.1%、11.2%，相比于基金公司直销和银行代销，占比仍然较小，但占比提升较快。第三方独立基金销售公司多依托互联网渠道进行流量变现，实现精准营销，销售效率高，有望迎来占比提升。

图 33：2013 年至今各销售渠道占比

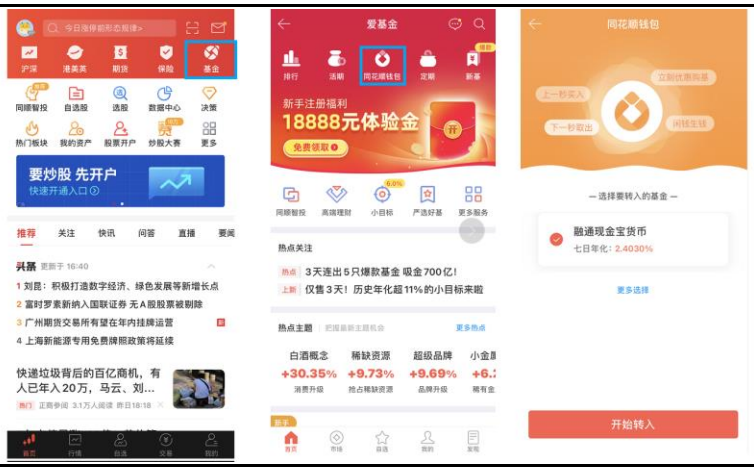


数据来源：Wind，东吴证券研究所

精准流量壁垒构成公司基金销售业务核心竞争力。对比第一梯队其他第三方基金销售机构，公司产品主要使用者为二级市场投资者，具有流量精准的先天优势。对比其他深耕金融信息服务、流量较为精准的第三方基金销售机构，公司 MAU 规模具有较大优势。虽然公司基金代销业务起步较晚（2016 年爱基金营收为 4067.29 万元，同期东方财富基金代销业务营收为 8.7 亿元），依旧看好公司依托自身作为头部渠道流量优势，形成议价能力，提升尾佣分成收入，形成规模效应，实现低基数下的快速增长。

爱基金平台接入同花顺 app，加大自身流量变现挖掘力度，实现流量壁垒共享。目前公司爱基金平台内置于同花顺 app，通过股票交易软件高 MAU 为基金销售平台进行引流。公司于 2018 年上线同花顺钱包，对接的万家现金宝货币基金，可以实现 T+0 灵活资金存取，撬动股票投资者空仓资金理财需求。

图 34：同花顺 app 接入爱基金平台，撬动空仓资金的同花顺钱包



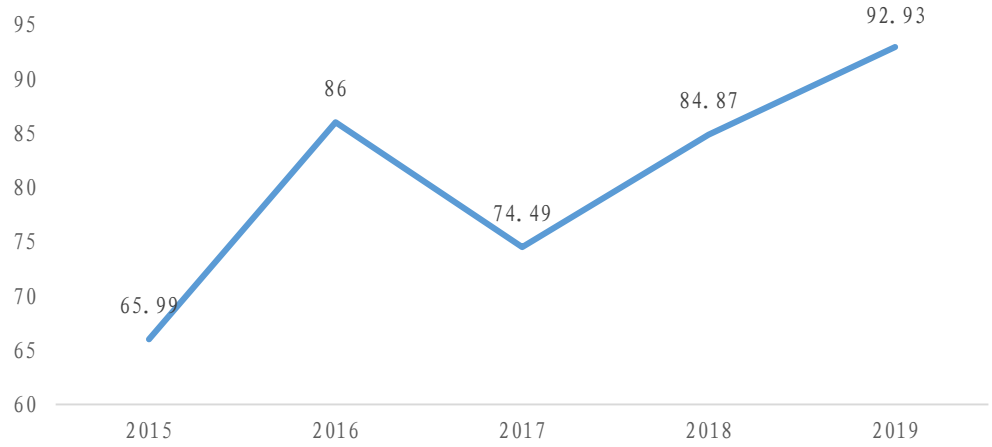
数据来源：同花顺 app，东吴证券研究所

成熟基金销售业务由尾佣贡献主要收入，可以形成规模效应。基金代销收入由流量

和存量两部分共同贡献。流量部分贡献认购、申购、赎回等费用，存量部分贡献向基金公司收取的尾随佣金和销售服务费。由于公募基金主要赚取管理费，因此规模是决定公募基金公司收入的第一要素，为了提升销售效果，通常会给予销售方较高的管理费分成作为尾随佣金。具有良好业绩的基金销售公司具有较强的议价能力，与基金公司协商更高的尾佣分成。参考头部基金销售机构数据，2019 年上半年，东方财富天天基金金融电子商务服务业务向客户收取的认购、申购、赎回等费用占 29.22%，向基金公司收取的尾随佣金和销售服务费占 70.78%。

毛利率持续提升，看好基金销售市场发展带动公司基金销售业务形成规模效应。2017 年至 2019 年，基金代销业务毛利率持续提升，主要由于公司代销基金业务存量逐渐形成规模，尾佣收入提升，拉高了毛利率。考虑到目前公司基金销售业务体量较小，尾佣议价能力较差，推测来自于流量形成的认购、申购、赎回等费用收入占比较大。看好公司该业务随着股票型、混合型基金份额持续提升，叠加第三方独立基金销售机构占比提升，结合公司固有的流量壁垒，实现存量客户的积累，提升尾佣的收入占比。

图 35：2015 年-2019 年公司基金销售业务毛利率%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.4. 软件销售与维护：起家 B 端业务，未来收入稳定

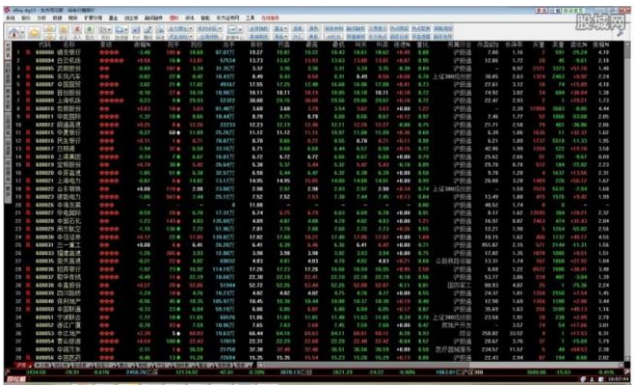
面向 B 端客户的定制化、项目化网上行情交易系统开发。网上行情交易系统指为证券公司设计、开发和安装基于互联网和无线网络的行情、交易、资讯、安全等系统，以及提供相应的升级和维护服务。网上行情交易系统包括：网上行情交易软件、SSL 数据安全软件和均衡负载软件三大组件，主要部署于证券公司营业部及个人投资者的终端上。业务模式为，公司根据客户的具体需求，在基础模块基础上，进行个性化的开发，并在产品上线后提供长期的维护服务。

图 36：同花顺为东方财富制作的行情交易分析系统 I



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

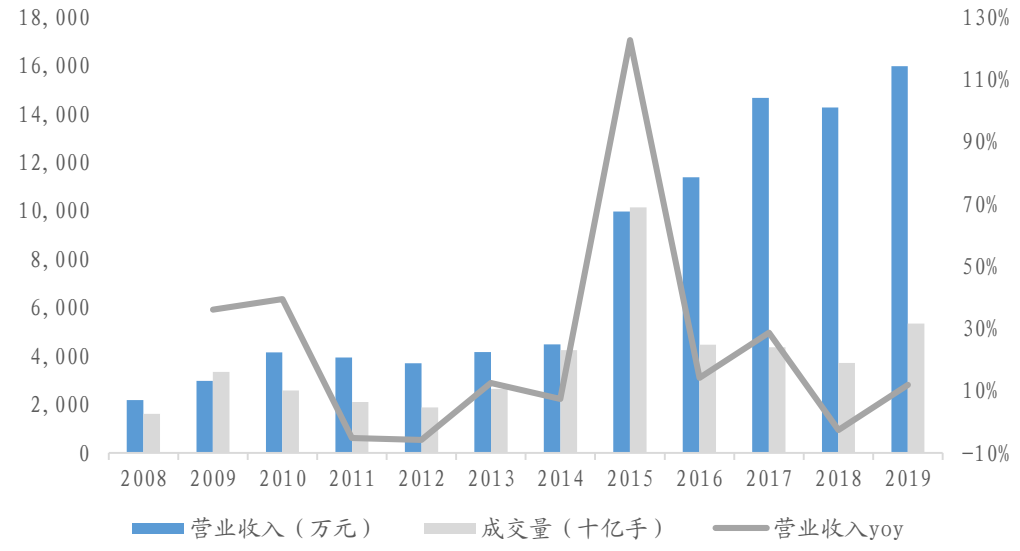
图 37：同花顺为东方财富制作的行情交易分析系统 II



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

收入主要由系统扩容费用、维护费用及系统采购费用构成，棘轮效应明显，呈阶梯形上升趋势。系统扩容费用具有极强的棘轮效应——扩容后的系统会增加每年的维护费用收入。扩容的主要推动因素是市场成交量的增加，公司 2008 年后共遇到两次成交量的高峰，分别为 2009 年和 2015 年。两次高峰后，公司该业务的营收都上升到了一个新的台阶，并且在成交量高峰过去后，收入可以维持在高位，形成阶梯。考虑到 2015 年市场成交量的特殊性，短时间内该业务收入都会维持在目前这一阶梯上。

图 38：业务营收呈阶梯上升趋势

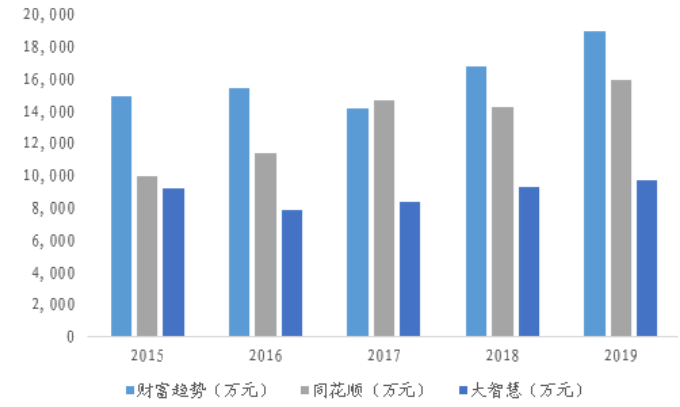


数据来源：Wind，东吴证券研究所

存量市场格局稳定，增量市场空间较小。作为最早成型的业务，公司常年覆盖国内 90%以上的证券公司，深度参与行业竞争。目前这一行业的主要参与者是通达信、同花顺和大智慧，2019 年分别实现营收 1.9 亿元、1.6 亿元、1 亿元，近年来竞争格局较为稳定。考虑到证券公司网上行情交易系统较大的迁移成本，可以认为存量市场格局不会发生明显变化。2015 年后，该业务营收增长与新增券商数量具有强相关性，2017 年-2018

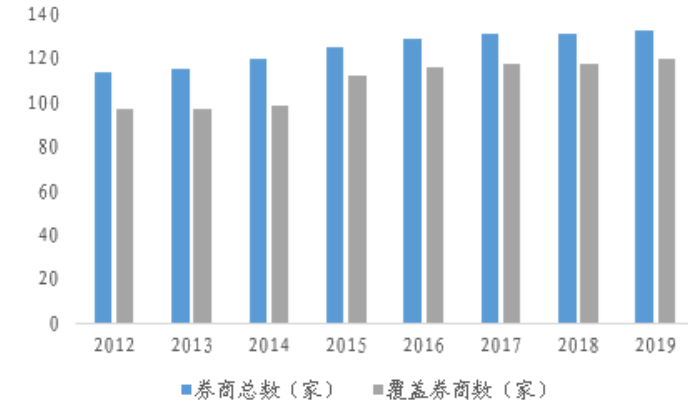
年市场无新增证券公司，同期该业务营收出现负增长（-3%yoy）。鉴于 2015 年后平均一年新成立证券公司一家，增量较小，可以认为网上行情交易系统业务较为稳定，在市场交易量不超过 2015 年水平时不会有较大增长。

图 39：2015 年-2019 年主要玩家收入对比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 40：2012 年-2019 年公司覆盖券商情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

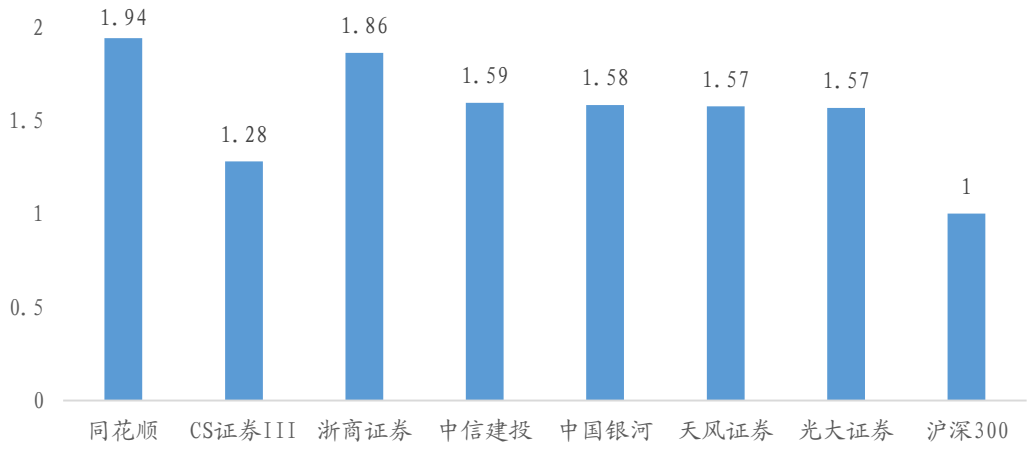
统计口径：同花顺：网上行情交易系统服务、大智慧：证券公司综合服务系统、财富趋势：证券行情交易系统及维护服务

3. 贝塔属性强于券商，19 年后贝塔系数进一步放大

3.1. Beta 系数大于券商，19 年后贝塔系数进一步放大

Beta 系数远超沪深 300 指数和中信证券行业指数。选取 2015 年 1 月 1 日至 2020 年 11 月 12 日交易数据，选择沪深 300 作为标的指数，选取同花顺、中信证券行业指数 CS 证券 III 成分股作为比较对象，并进行算数平均，选取除 2020 年上市的中泰证券外 Beta 系数排名前五的券商作比对。2015 年公司完成互联网金融信息服务平台转型后，Beta 系数达到 1.94，远超券商行业平均 1.28，大幅领先券商行业 Beta 前五公司。

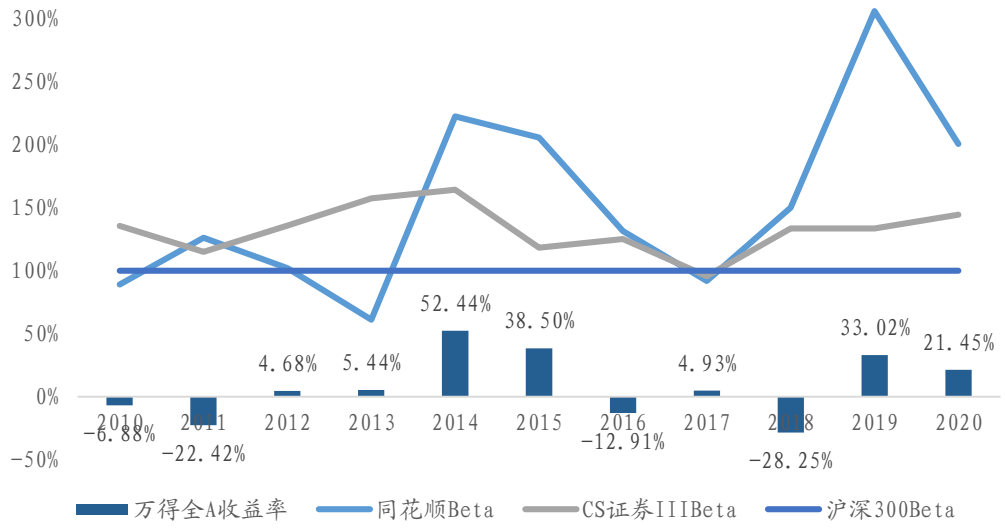
图 41：2015 年至今 Beta 系数表现横向对比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

从历史上来看，公司的 Beta 系数也具有成长性，彰显了三大 C 端业务的业绩弹性。以沪深 300 指数作为标的指数，取各年度同花顺 Beta 系数、CS 证券 III Beta 系数，并选取万得全 A 指数收益率作为市场情况的反映。在 2014 年、2015 年及 2019 年、2020 年的两次牛市中，公司 Beta 系数皆高于券商行业 Beta 系数，且公司 2019 年、2020 年牛市 Beta 系数显著高于 2015 年、2016 年牛市。在市场稍弱的 2016 年-2018 年，公司 Beta 系数出现了显著的下降，公司股价对于牛市的放大作用强于对于熊市的放大作用。

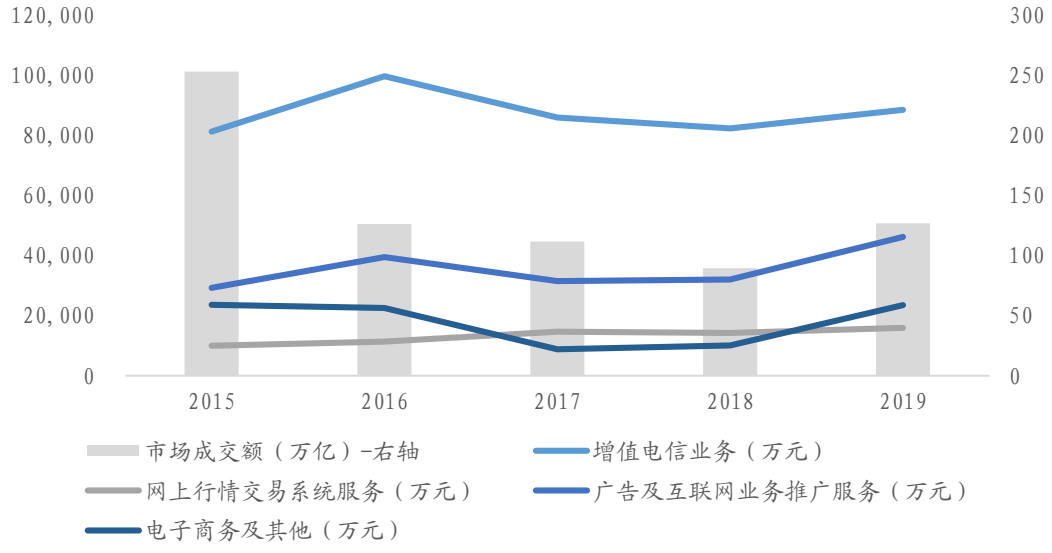
图 42：上市至今公司 Beta 系数情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司完成互联网金融信息服务平台转型后，商业逻辑转化为流量变现，2016 年-2018 年，三大 C 端业务受市场交易额下行影响，出现营收负增长或增长停滞。2019 年后，三大 C 端业务营收皆出现较大幅度增长，B 端业务收入相对稳定。

图 43：2015 年-2019 年公司各业务收入及市场成交额情况



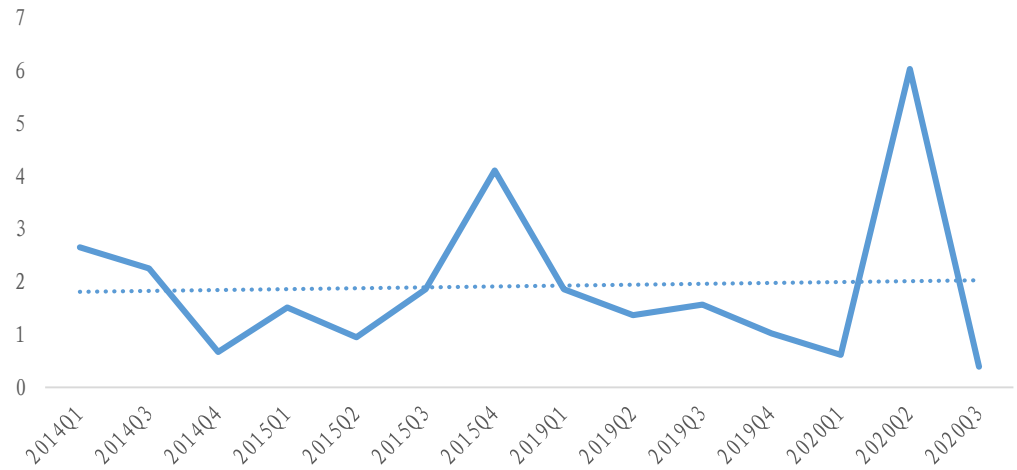
数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.2. 上升期业绩弹性具有成长性，下滑期安全边际约为四个季度

公司经营情况的变化会传导至公司股价。根据公司财务逻辑，经营活动现金流的变化可以即时的反映公司经营情况的变化。选取公司 2014Q1-2020Q3 经营活动现金流季度数据，考虑到公司四季度收入较多的软件企业特性，计算同比增速而非环比增速。同时选取同时期 A 股成交额数据，计算同比增速。为了衡量公司现金流变化对于市场成交量变化的反映程度，构建弹性指标=现金流 yoy/成交额 yoy。选取公司经营活动现金流和市场成交额都同比上升的季度数据，衡量公司业绩的进攻性；选取两者都同比下降的季度数据，衡量公司业绩的防守性。

上升期：业绩弹性约为 1.5 倍，具有成长性。在衡量进攻性的数据中，弹性均值为 1.92，中位数为 1.54。考虑到公司弹性易产生极端值的特性，选取中位数作为衡量指标：在市场热度上升的情况下，A 股市场成交额每同比增长 1%，公司现金流同比增长 1.54%。进攻弹性在 2015Q4 及 2020Q2 分别录得极值 4.10、6.02，反映了公司业绩在 2020 年体现了对市场更强的放大能力，体现了公司业务的内生成长性。

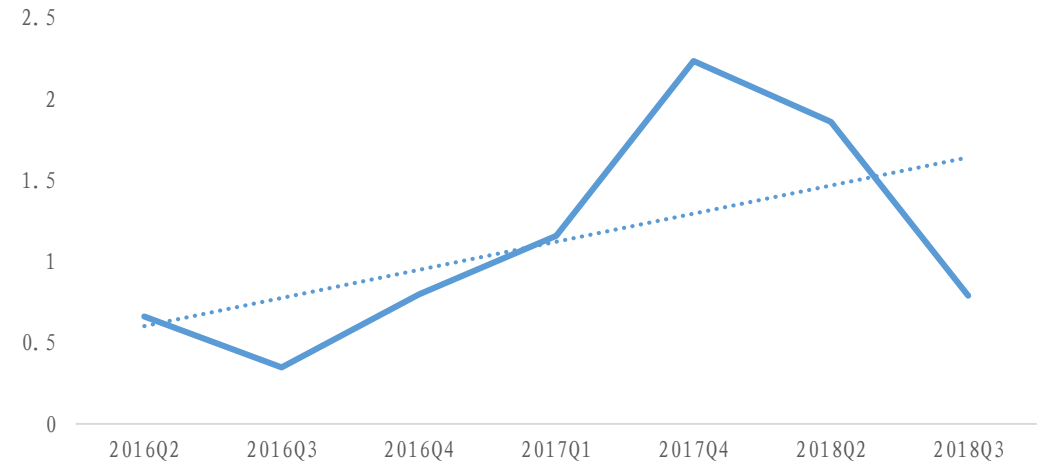
图 44：上升期公司现金流/成交额弹性系数



数据来源：Wind，东吴证券研究所

下滑期：业绩弹性约为 0.8 倍，安全边际约为四个季度。在衡量防守型的数据中，弹性均值为 1.12，中位数为 0.80。同样考虑到易产生极端值的特性，选取中位数作为衡量指标：在市场热度下降的情况下，市场成交额每同比下降 1%，公司现金流同比下降 0.8%，反映了公司较好的用户粘性。另一方面，随着市场热度下降，弹性逐渐上升，即在持续下跌中会出现用户失去耐心而停止付费的情况。考虑到 2016Q2 起至 2017Q1，弹性首次超过 1，也即在现金流、成交额同比下跌超过四个季度后会出现付费客户加速流失，现金流加速降低的情况。考虑到客户对公司弹性业务消费的根本动力为获得绝对收益，在难以获得绝对收益的情况下，存量客户会出现分化，因此可以将这一时间区间理解为公司的客户粘性形成的安全边际。

图 45：下滑期公司现金流/成交额弹性系数



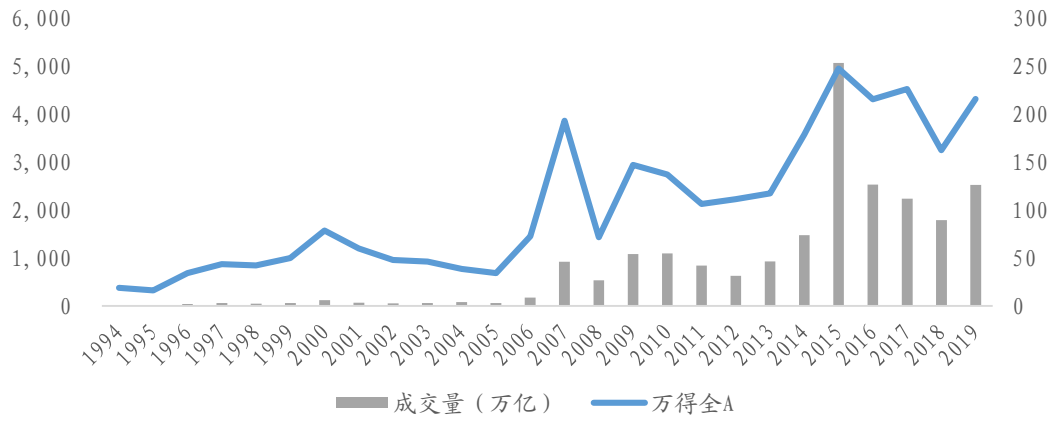
数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 金融信息服务王者，掘金中国权益投资黄金时代，展望 AI 技术加持泛金融理财综合平台

4.1. 掘金中国权益投资黄金时代

A 股市场：30 岁年轻市场，成交额与指数阶梯型上升，系列政策落地打开全新想象空间。纵观 1994 年至 2019 年的万得全 A 指数与成交量，都呈现出阶梯形上升的特点。随着科创板、创业板注册制的放开使得 A 股全面推行注册制成为可以展望的未来，叠加创业板放松单日涨跌幅限制等一系列改革政策的落地，监管层对证券市场改革的信心日益彰显，打开了 A 股市场的全新想象空间。

图 46：1994 年-2019 年万得全 A 指数（左轴）及成交量（右轴）

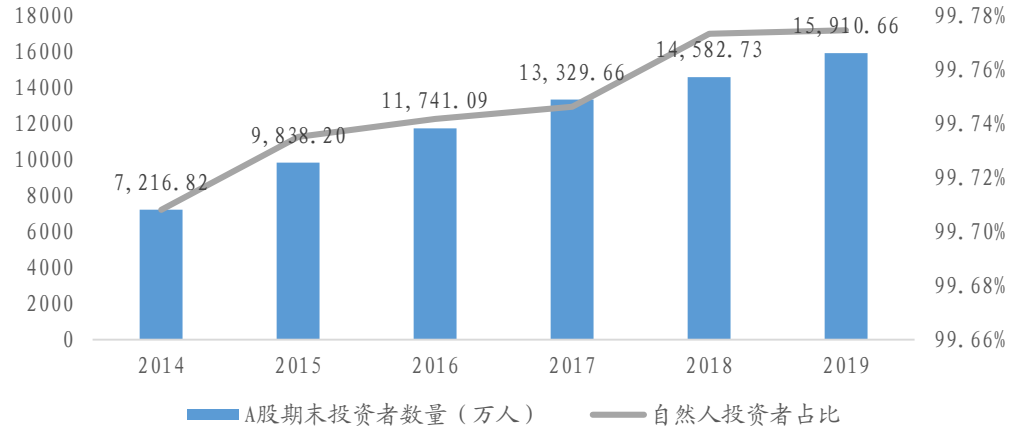


数据来源：Wind，东吴证券研究所

A 股活跃投资者数量持续提升，自然人投资者数量占比超过 99%。2019 年 A 股期末投资者（期末投资者数量指持有未注销、未休眠的 A 股、B 股、信用账户、衍生品合约

账户的一码通账户数量）接近 1.6 亿，自然人投资者数量占比超过 99.78%。

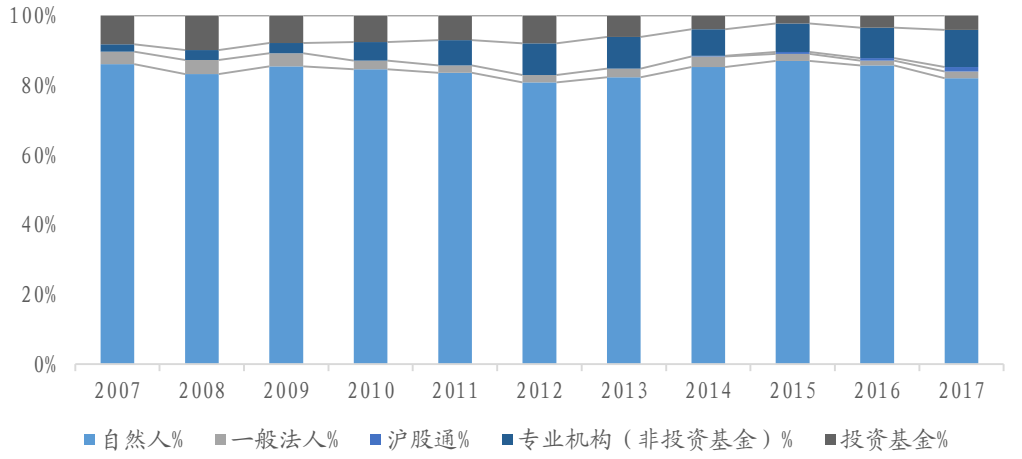
图 47：2014 年-2019 年 A 股期末投资者数量



数据来源：中国证券结算登记有限公司年鉴，东吴证券研究所整理

自然人投资者仍贡献主要成交量，投资者结构日趋多元化。2007 年至今，A 股主要交易量贡献者仍是自然人投资者，2017 年占比达到 82.01%。随着沪股通、银行理财子公司、证券公司自营部门的持续发展，非投资基金的专业机构投资者成交量贡献度持续走高，2017 年达到 10.61%。投资基金是第三大成交量贡献者，2017 年达到 4.15%。

图 48：2007 年-2017 年各类投资者成交量贡献程度

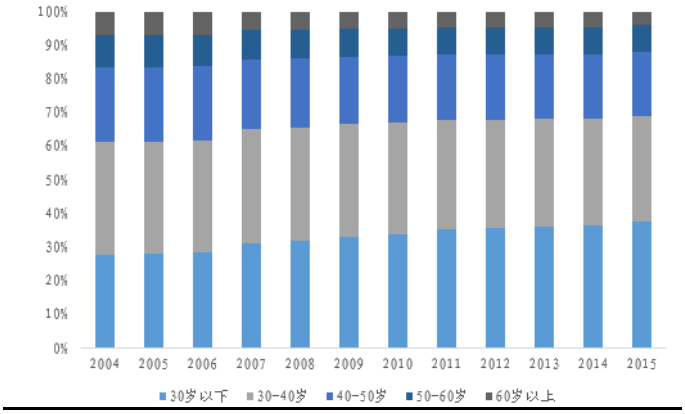


数据来源：Wind，东吴证券研究所

近年来投资者结构年轻化、高净值化，带来付费用户数、ARPPU 提升的土壤。根据《2019 年度全国股票市场投资者状况调查报告》，自然人投资者的年龄越大，证券知识水平越高，持股时间越长，同时越倾向于长线价值投资。根据上交所年鉴数据，2004 年-2015 年，中国 30 岁以下投资者数量占比持续提升，投资者年龄中枢持续下移，而投资者相对更加偏好中短线的投资。而公司增值电信业务产品主要提供在中短线投资中使用频率更高的信息服务、技术分析和荐股功能，中短线偏好的投资者的增加可以为公司产品的市场需求增加提供基础。

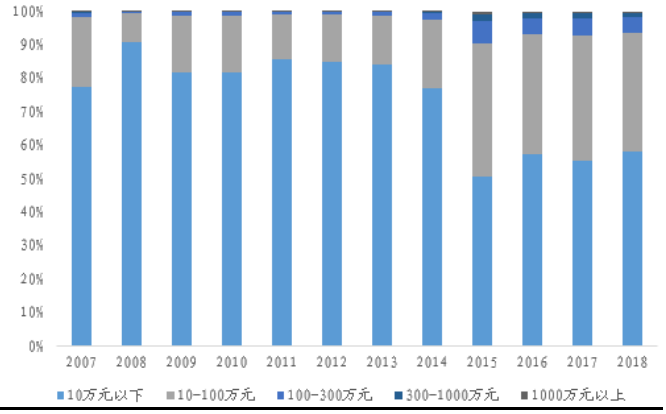
此外，2015 年后，A 股市场散户投资额结构发生了显著变化，投资额大于 10 万但小于 100 万元的投资者占比大幅度提升。2019 年在股票投资中盈利的受调查自然人投资者比例由四分之一提升至半数以上，10%-30%为主要盈利区间，而公司增值产品价格中位数为 1150 元。因此我们可以推断，投资额在 10 万元-100 万元之间的投资者，更有可能购买公司的增值服务。高净值投资者数量的提升有望推动公司付费用户增加和 ARPPU 上升。

图 49：2004 年-2015 年 A 股投资者年龄分布



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 50：2007 年-2018 年 A 股投资者投资额分布



数据来源：Wind，东吴证券研究所

4.2. 竞争格局逐步明晰，展望泛金融理财综合平台

目前公司所处的金融信息服务赛道主要有大智慧、东方财富、财富趋势、万得资讯等竞争对手，但业务模式与公司有所差异，竞争格局逐步明晰：

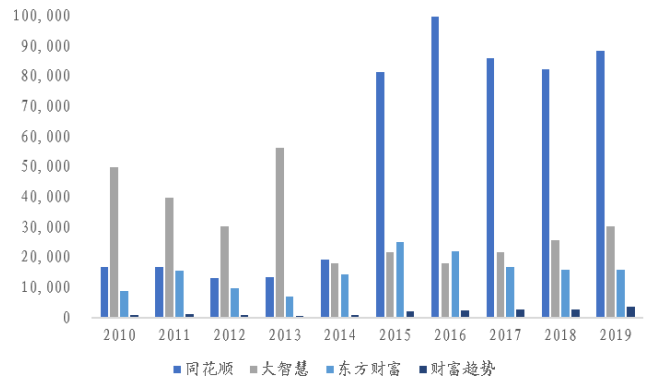
东方财富 2015 年收购西藏同信证券后转型成为互联网券商，目前主要收入由证券业务构成（2019 年营收占比 65%），金融数据服务营收占比自 2015 年后持续走低，2019 年仅为 3.73%；

财富趋势主营业务为 B 端证券行情交易系统（2019 年营收占比 84.14%），与公司主要业务形成错位竞争；

万得咨询深耕金融信息终端，旗下产品 Wind 在 B 端市场具有较大的占有率，但 C 端产品万得股票 2020 年 7 月 MAU 仅为 45.17 万，与公司业务逻辑存在较大差异；

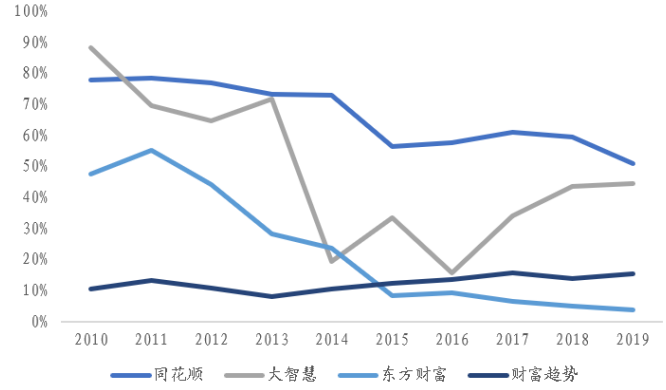
2015 年后，公司金融信息服务业务收入显著增长，取得较大优势，目前已成为行业龙头。

图 51：金融信息服务主要玩家营收情况（万元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

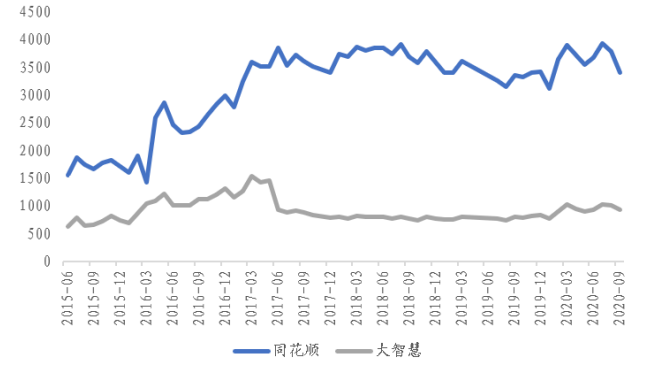
图 52：主要竞争者金融信息服务业务营收占比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

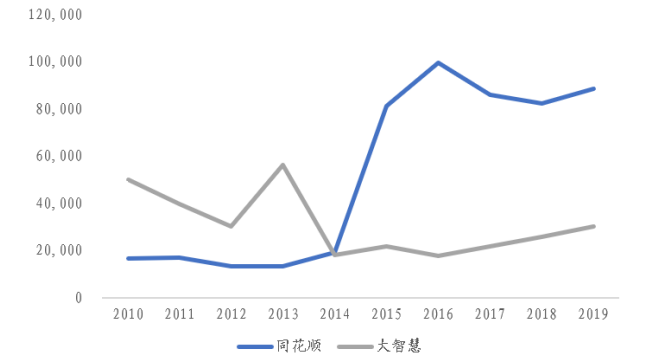
对比业务重合竞争对手大智慧：切换赛道实现超越。公司 2015 年完成互联网金融信息服务平台转型，依托于 3G 时代移动端提前布局带来的 4G 时代先发优势，及这次赛道切换带来的窗口期，公司对长期以来积累的股票投资者流量进行了变现，实现了营业收入的快速增长。

图 53：2017 年至今同花顺、大智慧 MAU（万人）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

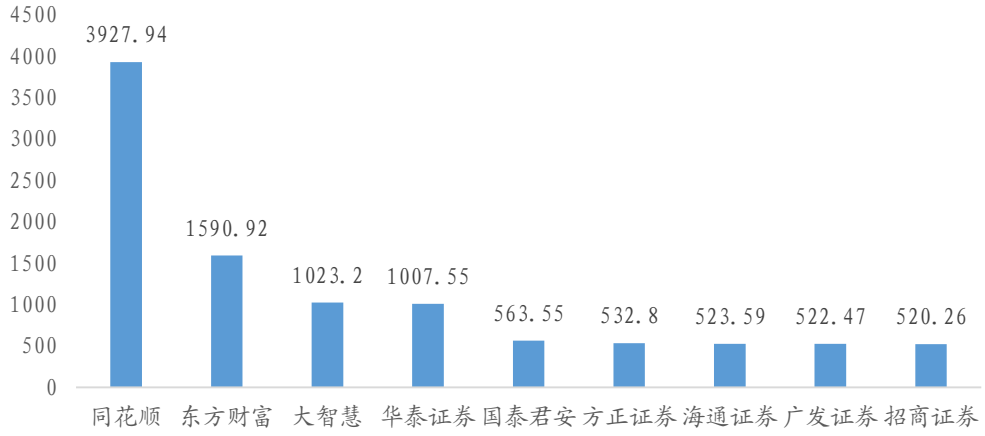
图 54：同花顺、大智慧金融信息服务营业收入（万元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

券商自有交易软件方面，易观千帆《2020 年 7 月份移动 APPTOP1000 榜单》显示，2020 年 7 月仅有 9 家券商自有行情交易软件 MAU 超过 500 万，最高为华泰证券涨乐财付通，MAU 为 1007 万，也是唯一超过 1000 万 MAU 的券商自有行情交易软件。由于券商行情自有交易软件数量较多、功能近似，竞争激烈，且主要覆盖自有开户用户，单个产品很难出现较大 MAU。且自有软件开发、维护成本较高，主要玩家多为中大型券商，长期来看难以对公司流量优势形成威胁。

图 55：2020 年 7 月行情交易软件 MAU 前十（万人）



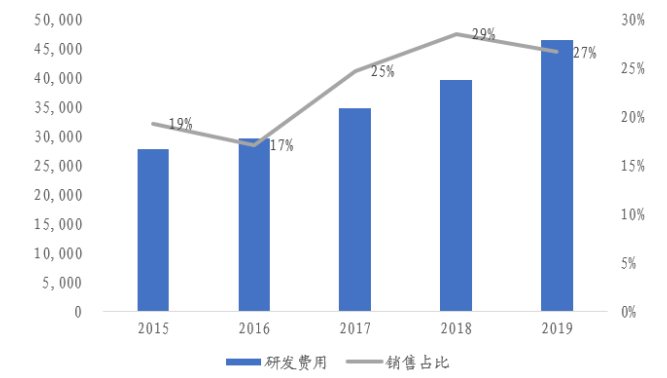
数据来源：易观千帆，东吴证券研究所

形成流量变现闭环，展望泛金融理财综合平台。公司围绕同花顺股票交易 app，形成股票交易开户导流、股票交易增值产品、基金代销三大主要业务，覆盖了投资者从开户入市，到投资交易中参考的投资建议，再到购买使用空仓基金丰富投资组合的全流程需求。公司还提供港美股交易及开户、期货交易及开户、黄金交易及开户、保险代销等服务，投资者可以在同花顺 app 中完成进入投资市场、设计投资组合、管理投资组合的全部流程，使得同花顺 app 不再是一个股票交易软件，而成为一个泛金融理财综合平台。

4.3. 研发投入持续加大，AI 技术赋能产品，打开远期成长空间

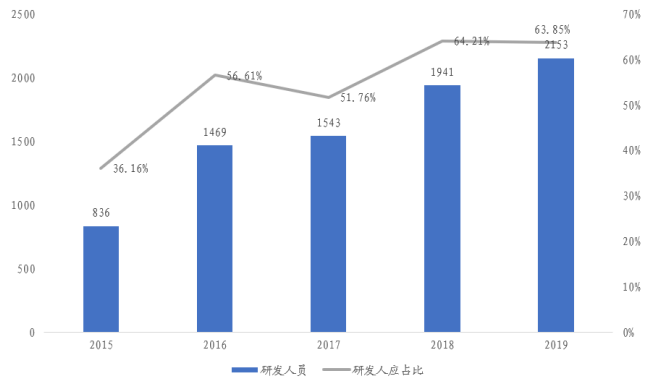
持续研发投入，构建产品核心竞争力基础。2019 年公司研发投入占比 26.69%，远超竞争对手（大智慧 17.38%、财富趋势 13.34%、东方财富 7.22%）；研发人员达到 2153 人，员工占比 63.85%。持续增加的研发投入夯实了公司作为互联网金融信息服务平台，通过增值产品收入进行流量变现的逻辑基础，截至 2020 年 H1，公司上线增值产品 27 款。

图 56：2015 年-2019 年公司研发费用（万元）及占比



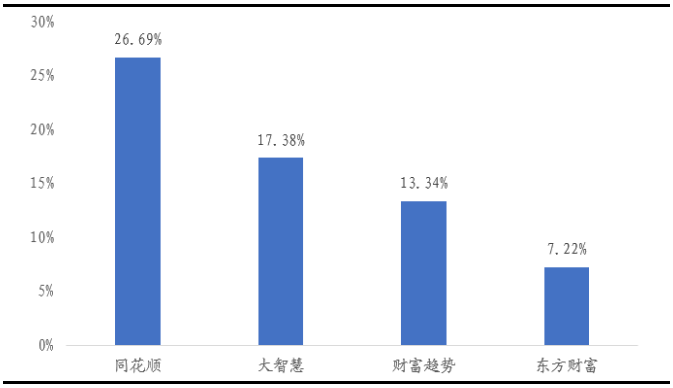
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 57：2015 年-2019 年研发人员（人）及占比



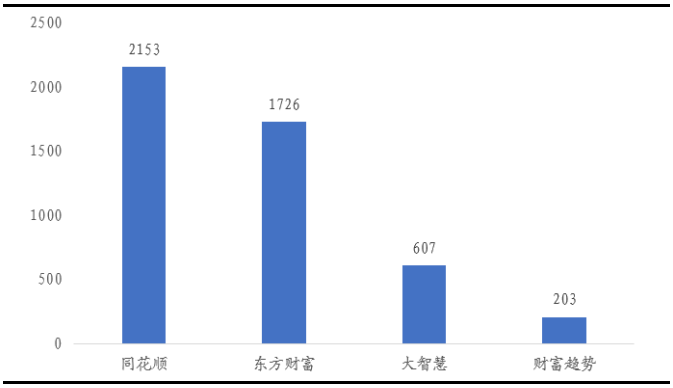
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 58：2019 年主要竞争对手研发费用占比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 59：2019 年各公司研发人员人数（人）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

AI 技术产品落地，打开增值电信业务 ARPPU、付费率新增长点。公司自 2013 年起开始布局人工智能领域，截至 2020Q3 公司已上线 5 款基于 AI 技术的增值服务产品，通过算法判断买卖点，为不同类型的投资者提供投资建议。

表 8：公司已上线 AI 技术相关产品

AI 产品	折合年价（元/年）	简介
AI 龙头寻股	1192	通过 AI 算法获得龙头股票出现的逻辑，筛选即将成为龙头股的股票。
AI 机构探测器	2016	通过 AI 算法识别机构投资者操作行为，并给出投资参考。
AI 分时顶底	752	通过 AI 算法在盘中分时图上提醒高低点，给出买入卖出参考。
AI 波段雷达	1552	通过 AI 算法在 K 线图上提醒高低点，给出买入卖出参考。
AI 价值回归	1152	通过 AI 算法分析个股、市场估值，给出进场、离场信号，辅助选股。

数据来源：同花顺 app，东吴证券研究所

个人投资者通常难以获得市场超额收益，而 AI 算法投资建议可以让投资者获得更加接近市场收益的投资结果。个人投资者购买公司增值产品的核心述求在于获得绝对收益，基于 AI 技术的增值服务产品可以满足这一述求，因此随着公司 AI 技术发展，更多基于 AI 技术的增值服务产品落地，可以为公司 ARPPU、付费率打开新的增长点。

展望未来：AI 行业解决方案+AI 智能投顾。2018 年正式上线同花顺 AI 开放平台，整合了公司已有的 AI 相关产品和功能，并提出了银行、保险、证券、基金、私募以及海外市场等金融行业及法律行业的解决方案。目前公司上线 AI 技术主要集中于 AI 语音技术、AI 数据挖掘及 AI 智能投顾。AI 语音技术的主要应用场景是智能客服，根据前瞻产业研究院，国内 AI 智能客服市场空间约为 200 亿-300 亿元。我们预计公司会持续输出成熟的 AI 行业解决方案，在进行金融行业垂直拓展之余，进行横向拓展，覆盖更多

行业的 AI 技术解决方案。

智能投顾在美国已经经过了 10 多年的发展，2019 年管理的资产达到 7497.03 亿美元，这一领域中国市场仍有较大空间。公司基于自有 AI 语言识别技术、AI 数据挖掘技术，形成了以 i 问财为交互界面，数据挖掘技术为后台算力支撑的体系，并将其嵌入至同花顺 app 中，用户可以通过与 i 问财进行自然语言交互获得投资建议。我们预计公司会继续加码 AI 投顾相关技术，形成完整的 AI 智能投顾产品线。

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 核心假设与盈利预测

对公司各项业务做出如下假设及盈利预测：

增值电信业务：考虑到公司较高的渗透率、AI 技术产品化落地带来的产品力提升，给予该业务 2020 年-2022 年+42%/+12%/+11%的同比增长率。

软件销售与维护业务：该业务为证券公司开发和维护网上行情交易系统，目前主要收入来自于存量客户的维护费用、扩容费用及新增客户的开发费用。考虑到 2015 年高成交量，我们认为 2020 年-2022 年暂不存在大规模的系统扩容需求给予该业务 2020 年-2022 年+11%/+9%/+7%的同比增长率，体现客户系统升级需求和新购买功能模块需求。

广告及互联网业务推广服务：看好公司凭借流量精准及渠道优势提升市场份额，强化规模效应，给予该业务 2020 年-2022 年+59%/+24%/+23%的同比增长率。

基金销售及其他交易手续费：公司持续加大基金业务营销力度，全市场非货基基金销售额提升，2019 年后新发偏股基金份额保持较高增速。认为该业务未来三年在低基数下快速增长，给予该业务 2020 年-2022 年+100%/+80%/+40%的同比增长率。

综上，预计公司 2020 年-2022 年实现营业收入 26.38/33.52/40.69 亿元，同比增长 51.4%/27.1%/21.4%；实现归母净利润 13.18/16.90/20.82 亿元，同比增长 46.8%/28.2%/23.2%。

表 9：主营业务收入预测

	2019	2020E	2021E	2022E
增值电信业务				
营业收入（万元）	88,525.89	125,379.53	139,838.65	155,808.82
yoy	8%	42%	12%	11%
软件销售及维护				
营业收入（万元）	15,965.22	17,752.47	19,331.12	20,658.95
yoy	12%	11%	9%	7%
广告及互联网业务推广服务				

营业收入（万元）	46,201.58	73,651.56	91,366.61	111,944.75
yoy	44%	59%	24%	23%
基金销售及其他交易手续费				
营业收入（万元）	23516.7	47033.4	84660.12	118524.168
yoy	134%	100%	80%	40%
合计				
营业收入（万元）	**174,209.39**	**263,816.96**	**335,196.50**	**406,936.68**
yoy	**26%**	**51%**	**27%**	**21%**

数据来源：wind，东吴证券研究所预测

5.2. 投资建议

鉴于公司主要业务为互联网金融信息增值服务、券商开户导流及基金代销，选取东方财富、恒生电子、大智慧、财富趋势作为可比公司，2021E 平均 PE 为 53x。

考虑到公司互联网金融信息服务龙头地位及竞争力，给予公司 2021E 行业平均 PE53x，对应目标价 166.6 元，维持“买入”评级。

表 10：可比公司估值表

证券代码	简称	总市值（亿元）	收盘价（元）	EPS			PE		
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
300033.SZ	**同花顺**	667	124	1.67	2.45	3.14			
300059.SZ	东方财富	2,670	31	0.28	0.56	0.74	112	55	42
600570.SH	恒生电子	1,095	105	1.76	1.39	1.66	60	75	63
601519.SH	大智慧	206	10	0.00	-	-	-	-	-
688318.SH	财富趋势	142	213	3.48	-	-	-	-	-
均值							86	65	53

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：1.东方财富及恒生电子盈利预测来自东吴证券研究所，大智慧及财富趋势均没有有效一致预期数据；

2.收盘价格采用 2020-12-31 数据。

6. 风险提示

行业需求减少的风险：公司专业从事互联网金融信息服务，市场需求与证券市场的景气度紧密相关。国内经济增速的减缓、国际经济发展形势的不明朗等宏观经济因素均有可能导致证券市场不景气。若证券市场出现中长期低迷，市场交投不活跃，投资者对互联网金融信息服务的需求下降，可能会导致公司产品销售收入下滑，从而可能使公司整体经营业绩下滑。

行业竞争日趋激烈风险：尽管互联网金融信息服务业目前发展态势良好，但从长期来看，行业仍然处于发展初期。当前，行业市场份额集中度不高，内部竞争激烈，竞争趋于复杂和严峻。激烈竞争的市场环境可能会带来产品价格下滑、服务质量要求提高、市场份额难以保持等风险。

互联网系统及数据安全风险：公司现有的金融信息服务必须基于互联网提供，因此必须确保相关计算机系统和数据的安全。然而，设备故障、软件漏洞、网络攻击以及自然灾害等因素客观存在。上述风险一旦发生，客户将无法及时享受公司的增值服务，严重时可能造成公司业务中断，从而影响公司的声誉和经营业绩，甚至引起法律诉讼。

监管风险：近年来，随着互联网金融信息服务行业的迅猛发展，相关监管机构出台了一系列政策文件，通过完善市场准入制度、加强法律法规建设、完善监管体制机制和信息安全保障机制等措施来规范行业发展。这可能造成行业内的创新开发业务在短期内可能面临一定的不确定性。

同花顺三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**4,618**	**5,564**	**6,850**	**8,735**
现金	4,012	4,950	6,238	8,095
应收账款	20	0	0	0
存货	0	0	0	0
其他流动资产	587	614	613	640
非流动资产	**618**	**841**	**1,000**	**1,147**
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	439	658	812	958
在建工程	96	92	88	88
无形资产	77	85	94	95
其他非流动资产	6	6	5	6
资产总计	**5,236**	**6,405**	**7,850**	**9,882**
流动负债	**1,243**	**1,551**	**1,727**	**2,082**
短期借款	0	0	0	0
应付账款	41	0	0	0
其他流动负债	1,201	1,551	1,727	2,082
非流动负债	**3**	**3**	**3**	**3**
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	3	3	3	3
负债合计	**1,246**	**1,554**	**1,730**	**2,085**
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	3,990	4,851	6,120	7,797
负债和股东权益	**5,236**	**6,405**	**7,850**	**9,882**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,219	1,534	1,771	2,285
投资活动现金流	-542	-250	-200	-201
筹资活动现金流	-258	-346	-283	-227
现金净增加额	426	938	1,287	1,857
折旧和摊销	38	38	53	66
资本开支	129	223	159	147
营运资本变动	299	301	177	327

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**1,742**	**2,638**	**3,352**	**4,069**
减：营业成本	181	263	321	378
营业税金及附加	26	38	50	60
营业费用	199	302	383	466
管理费用	570	805	1,006	1,200
财务费用	-105	-111	-137	-178
资产减值损失	0	0	0	0
加：投资净收益	12	12	12	12
其他收益	72	40	50	53
营业利润	**951**	**1,393**	**1,793**	**2,209**
加：营业外净收支	2	6	2	2
利润总额	**953**	**1,399**	**1,794**	**2,211**
减：所得税费用	56	82	105	129
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	**898**	**1,318**	**1,690**	**2,082**
EBIT	833	1,265	1,627	1,996
EBITDA	871	1,303	1,680	2,062

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益（元）	1.67	2.45	3.14	3.87
每股净资产（元）	7.42	9.02	11.38	14.50
发行在外股份（百万股）	538	538	538	538
ROIC（%）	19.6%	24.5%	25.0%	24.1%
ROE（%）	22.5%	27.2%	27.6%	26.7%
毛利率（%）	89.6%	90.0%	90.4%	90.7%
销售净利率（%）	51.5%	49.9%	50.4%	51.2%
资产负债率（%）	23.8%	24.3%	22.0%	21.1%
收入增长率（%）	25.6%	51.4%	27.1%	21.4%
净利润增长率（%）	41.6%	46.8%	28.2%	23.2%
P/E	75.48	51.42	40.09	32.54
P/B	16.98	13.97	11.07	8.69
EV/EBITDA	73.08	48.14	36.58	28.90

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn