



300033.SZ

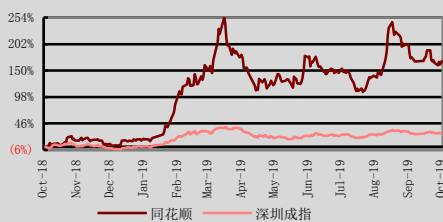
增持

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 100.11

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	163.3	(4.8)	6.5	170.5
相对深证成指	128.2	(4.7)	3.1	142.2

发行股数(百万)	538
流通股(%)	49
总市值(人民币 百万)	53,819
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,247
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
易峥	36

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银国际证券
以2019年10月25日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

非银金融: 多元金融

王维逸

021-20328592

weiyi.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518050001

*孙嘉康为本报告重要贡献者

同花顺

AI+Fintech 皇冠上的钻石

公司坐拥流量优势与技术优势, 早已成为互联网金融信息领域的王者, 同时抢先布局人工智能领域获得先发优势, 为公司未来发展提供新的强大动能。首次覆盖, 给予公司**增持**评级。

- **证券服务移动端王者, 沉淀了海量高含金量大数据。**1) 移动端产品逐渐成为公司产品体系的重心。近年来, 同花顺 app 的月活跃用户数(MAU)稳定保持在 3000 万以上, 一直处于证券服务类 app 的第一位, 且大幅领先于主要竞争对手东方财富、大智慧。2) 当前公司券商网上交易系统覆盖率预计达到 90% 以上, 在贡献稳定收入的同时, 也使公司掌握投资者交易行为与习惯等核心大数据。
- **强大研发能力助公司积累技术优势, 并已抢先布局 AI 领域。**1) 同花顺研发投入快速增长, 2018 年公司研发投入已高达 3.96 亿元, 上市以来年复合增速达 25.88%, 2018 年研发人员数量已达 1941 人, 年复合增速达 23.38%, 两项指标均大幅领先于东方财富、大智慧。2) 同花顺抢先进行 AI 技术研发和应用, 目前 AI 技术累计有 23 年的技术沉淀、3 亿海量用户使用量、30 项核心技术服务以及近 180 亿次的 AI 服务调用量。公司 AI 技术在 AI 开放平台、2C 产品设计、业务推销、资产管理等多个场景获得应用, 未来 AI 技术有望大幅提升公司盈利水平。
- **产品付费率与 ARPU 有望不断提升, 海量流量获多元化变现渠道。**1) 付费产品是提升客户粘性并实现流量+技术变现的重要途径, 强大功能的付费产品体系形成了差异化竞争的重要基础, 2C 端包括 level 2、短线宝金融大师等数十种产品, 2B 端则拥有发展空间巨大的 iFinD 明星产品, 未来有望不断提高付费率与 ARPU, 提升盈利能力。2) 公司依托海量流量优势在广告、券商开户导流、基金销售、基金管理、贵金属交易、智能投顾、保险经纪、期货等领域已率先展开布局, 流量变现渠道日趋多元化。3) 19 年市场行情转好, 高 Beta 属性下公司业绩彰显高弹性。

估值

- 预计公司 2019/2020/2021 年分别实现归母净利润 9.15/11.85/14.55 亿元, 对应 EPS 分别为 1.70/2.20/2.71 元。公司作为 AI+Fintech 领域龙头, 发展前景良好, 且行情好转之下业绩彰显高弹性, 首次覆盖, 给予公司**增持**评级。

风险提示

- 宏观经济、市场行情不及预期, 政策不确定增加, 技术+流量变现遇阻。

投资摘要

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	1,410	1,387	1,757	2,174	2,608
变动(%)	(40.06)	(1.62)	26.69	23.76	19.96
归母净利润(百万元)	726	634	915	1,185	1,455
变动(%)	1.66	(12.64)	44.28	29.55	22.75
每股收益(元/股)	1.35	1.18	1.70	2.20	2.71
每股净资产(元/股)	5.89	6.21	7.44	8.96	10.79
市盈率(倍)	74.17	84.90	58.84	45.42	37.00
市净率(倍)	16.98	16.11	13.46	11.17	9.28

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

目录

1 移动端 MAU 遥遥领先，高含金量大数据沉淀	5
1.1 移动端成为公司获取海量流量的主战场	5
1.2 月活跃用户数遥遥领先，移动端证券服务应用流量之王	5
1.3 PC 端注册用户数与活跃用户数均保持快速增长	7
1.4 高券商交易系统覆盖率，公司掌握大数据优势	7
2 研发投入厚积薄发，AI 技术研发与应用提供发展新动能	9
2.1 研发投入不断加大，打造核心研发团队	9
2.2 AI 开放平台飞速发展，公司抢先布局 AI 领域并获取先发优势	10
3 流量+技术变现渠道通畅且日趋多元化	13
3.1 付费产品销售：流量+技术变现的完美融合	13
3.2 广告与券商开户导流：流量的最直接变现方式	16
3.3 基金销售：公司未来重要的流量变现途径	17
3.4 开拓多元化流量变现渠道，公司剑指互联网金融旗舰	20
4 财务状况与估值：现金流改善，公司业绩望触底反弹	22
4.1 公司财务现状：公司业绩具有较高的 BETA 属性	22
4.2 公司财务现状：现金流与预收账款改善，公司业绩望回暖	24
4.3 盈利预测与估值：看好公司未来发展前景	25
5 投资建议	28
6 风险提示	29
附：互联网金融信息提供商领军者，深耕主业二十年	30
附 1：同花顺的前世今生：历经两轮发展周期，日趋成熟	30
附 2：外部发展环境：互联网金融信息行业正起航，未来发展空间仍巨大	33
附 3：内部发展环境：股权结构、管理层稳固，公司发展策略一以贯之	35

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1.同花顺 app 功能界面.....	5
图表 2.证券服务类 app 月活数对比：同花顺 vs.东方财富&大智慧.....	6
图表 3.证券服务 app 月活数 MAU 排行榜（截至 2019 年 9 月）.....	6
图表 4.同花顺金融服务网注册用户数.....	7
图表 5.同花顺 PC 免费客户端日使用人数与周活数.....	7
图表 6.同花顺大数据主要来源.....	8
图表 7.2009-2019H1 研发投入对比：同花顺 vs.东方财富&大智慧.....	9
图表 8.2009-2019H1 研发投入占营收比重对比：同花顺 vs.东方财富&大智慧.....	9
图表 9.2009-2018 研发人员数量对比：同花顺 vs.东方财富&大智慧.....	10
图表 10.2009-2018 研发人员占比比较：同花顺 vs.东方财富&大智慧.....	10
图表 11.同花顺 AI 开放平台提供的产品、服务与解决方案（53 家）.....	11
图表 12.同花顺人工智能资产管理公司中基协登记备案信息.....	12
图表 13.同花顺流量+技术变现商业模式.....	13
图表 14.同花顺 app 付费决策功能与应用.....	14
图表 15.同花顺 iFinD 提供多版本.....	15
图表 16.iFinD 拥有强大而全面的功能.....	15
图表 17.与同花顺合作导流开户业务的 A 股券商（53 家）.....	16
图表 18.同花顺在券商开户导流业务中的议价能力.....	17
图表 19.基金销售机构代销产品数量排名（万得资讯统计）.....	18
图表 20.基金销售业务收入：同花顺 vs.东方财富.....	18
图表 21.基金销售业务毛利率：同花顺 vs.东方财富.....	19
图表 22.2005-2019 基金管理公司家数与公募基金只数均快速增长.....	19
图表 23.2005/12-2019/6 全市场公募基金总规模变化.....	20
图表 24.同花顺阿尔法一号私募证券投资基金备案信息.....	20
图表 25.同花顺旗下贵金属交易平台——猎金界面.....	21
图表 26.同花顺旗下贵金属交易平台——猎金界面.....	21
图表 27.2009-2019H1 同花顺营业收入及增速.....	22
图表 28.2009-2019H1 同花顺归母净利润及增速.....	22
图表 29.2009-2011 同花顺收入结构.....	23
图表 30.2012-2019H1 同花顺收入结构.....	23

图表 31.2012-2019H1 增值电信服务收入及占比	23
图表 32. 2015-2019H1 广告及互联网推广收入及占比	23
图表 33. 2014-2019H1 基金销售及其他业务收入及占比	24
图表 34.2012-2019H1 软件销售及维护收入及占比	24
图表 35.2016/03-2019/06 同花顺预收账款及增速	24
图表 36.2015/06-2019/06 同花顺经营活动现金流入	25
图表 37. 2015/06-2019/06 同花顺经营活动现金净流入	25
图表 38.同花顺 2019 年各主营业务收入与成本测算（万得资讯统计）	25
图表 39.同花顺 2019 年业绩测算（万得资讯统计）	26
图表 40. 部分上市互联网金融企业估值表	27
图表 41.同花顺商业模式日渐成熟	28
图表 42.同花顺针对不同客群提供多样化服务	30
图表 43.同花顺全资控股子公司（11 家）	31
图表 44.同花顺经历了两轮发展周期	31
图表 45.同花顺上市以来发展大事记	32
图表 46.互联网金融信息服务提供商位于产业链中游	33
图表 47.2009/6-2019/6 中国网民规模与互联网普及率	34
图表 48.2009/6-2019/6 中国手机网民规模与占比	34
图表 49.2015/6-2019/8 期末投资者数量与增速	35
图表 50.2014/6-2019/6 互联网理财用户规模与网民理财使用率	35
图表 51.2018 年末公司十大股东构成	36
图表 52.同花顺董事会、监事会与管理层构成（截至 2018 年末）	36

1 移动端 MAU 遥遥领先，高含金量大数据沉淀

1.1 移动端成为公司获取海量流量的主战场

移动端产品逐渐成为公司产品体系的重心。截至2019年6月，我国手机网民规模达8.47万亿，网民中使用手机上网人群的占比已提升至99.10%，随着移动端上网的普及，公司产品开发的重心由发展早期的PC端转移至移动端。同花顺app作为公司流量之王，自然成为公司重点打造的重要产品。同花顺app整合了几乎公司所有的产品系列与功能，既包含了全部的免费基础功能，同时也引入了付费的高级或定制化功能，并且通过同花顺app，公司可以将2C端客户导流到公司的其他app产品或是外部app（如各券商app）。公司已经将同花顺app打造成为综合服务平台与流量中枢。

图表 1. 同花顺 app 功能界面



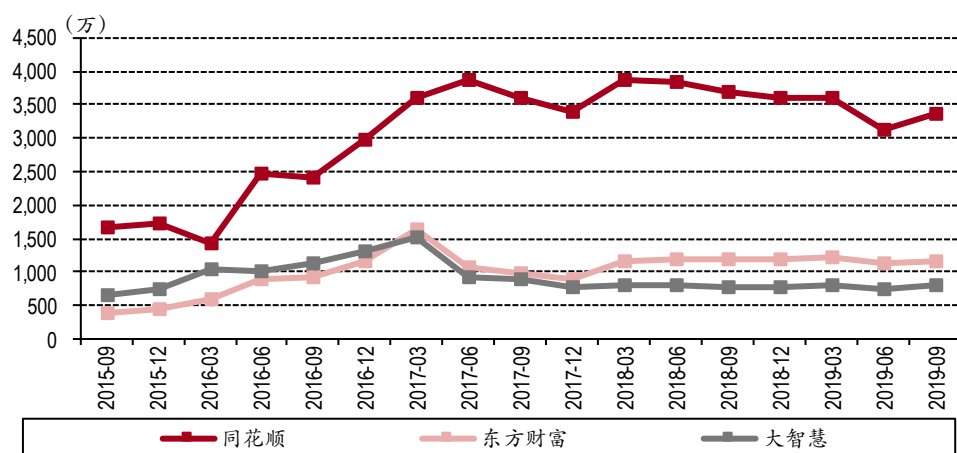
资料来源：同花顺 app，中银国际证券

移动端业务有较高的行业壁垒，对技术实力和服务能力有很高的要求。行情数据需要正规的授权，从事增值电信业务需要经营和销售许可以及证券投资咨询职业资格。同花顺是少数能够得到三大运营商许可的企业。跟其他手机金融信息服务企业相比，同花顺的手机金融信息服务系统目前支持手机类型最多、应用最广泛的手机证券产品，app 种类也最为丰富。

1.2 月活跃用户数遥遥领先，移动端证券服务应用流量之王

同花顺 app 月活遥遥领先于其他竞争对手。自 2015 年以来同花顺 app 的月活跃用户数一直保持证券服务类 app 的第一位，且大幅领先于其他主要竞争对手，如东方财富、大智慧。同花顺 app 的 MAU 由 2015 年 9 月的 1661 万增加到 2019 年 9 月的 3362 万，曾经一度逼近 4000 万，近年来稳定保持在 3000 万以上。

图表 2. 证券服务类 app 月活数对比：同花顺 vs. 东方财富&大智慧



资料来源：万得，中银国际证券

根据易观千帆发布数据，截至 2019 年 9 月，同花顺 app 高居证券服务应用 MAU 排行榜第一位，市占率高达 30.65%。此外，在日均启动次数以及日均使用时长方面，同花顺 app 均大幅领先其他同类 app。

图表 3. 证券服务 app 月活数 MAU 排行榜 (截至 2019 年 9 月)

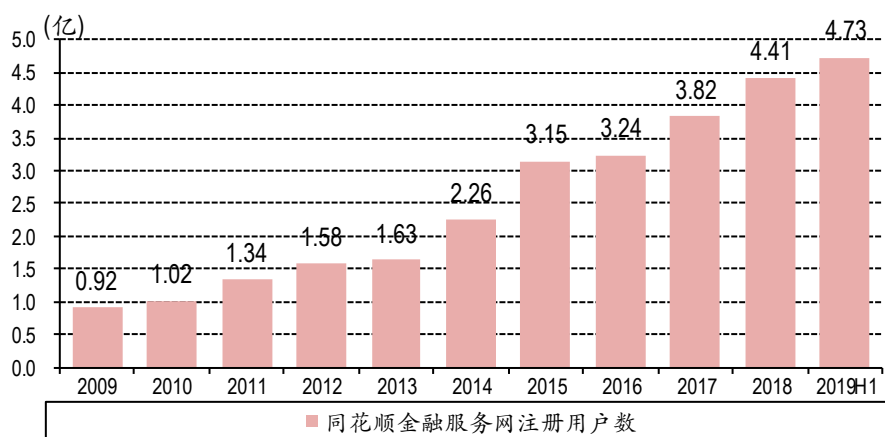
排名	APP 名称	月活数 MAU (万)	MAU 市占率	日均活跃人数 (万)	日均启动次数 (万次)	日均使用时长 (万小时)
1	 同花顺	3,361.57	30.65%	1,978.31	13,831.13	1,564.61
2	 东方财富	1,176.88	10.73%	716.87	4,774.78	765.43
3	 大智慧	809.84	7.38%	286.10	1,894.85	192.16
4	 涨乐财富通	766.10	6.98%	268.48	2,083.86	238.67
5	 国泰君安君弘	433.83	3.96%	162.32	824.66	115.07
6	 平安证券	403.05	3.67%	185.99	1,261.14	113.50
7	 广发证券易淘金	357.42	3.26%	164.42	1,025.80	92.99
8	 海通e海通财	354.09	3.23%	144.68	992.19	116.33
9	 小方	353.21	3.22%	148.37	968.11	75.72
10	 中信证券	330.98	3.02%	84.13	582.19	62.18
11	 蜻蜓点金	329.75	3.01%	152.53	1,230.18	84.08
12	 中国银河证券	329.40	3.00%	145.25	765.73	91.43
13	 智远一户通	313.91	2.86%	117.05	1,096.53	75.61
14	 中泰齐富通	312.18	2.85%	156.80	1,077.86	96.62
15	 中万宏源大赢家	311.59	2.84%	113.70	557.34	56.56

资料来源：易观千帆，中银国际证券

1.3 PC 端注册用户数与活跃用户数均保持快速增长

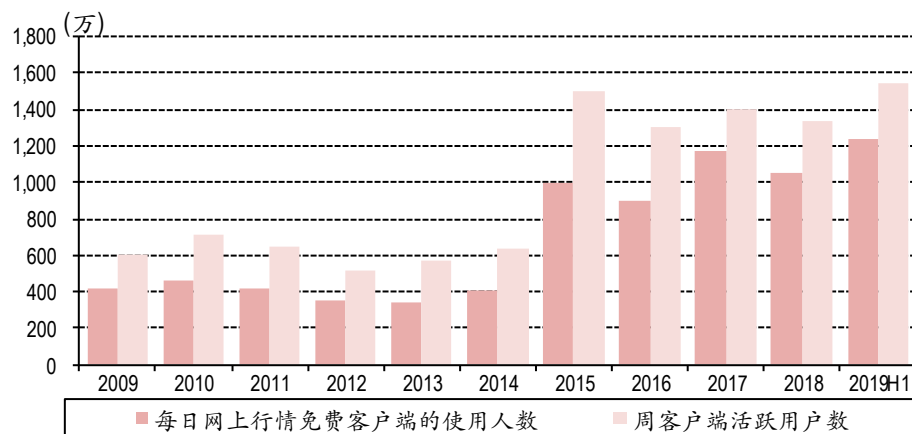
公司 PC 网站与客户端注册用户数与活跃客户数均保持快速增长态势。根据公司年报，2009 年公司上市之初，同花顺金融服务网注册用户数 9172 万，每日网上行情免费客户端的使用人数为 416 万，每周客户端活跃用户数 608 万。在经历了 2009-2014 年的平台发展期之后，公司流量于 2015 年迎来爆发式增长（2015 年每日网上行情免费客户端的使用人数增至 1000 万，每周客户端活跃用户数增至 1500 万）并维持较高流量水平至今，截至 2019H1，同花顺金融服务网注册用户数达到 4.73 亿，每日网上行情免费客户端的使用人数达 1236 万，每周客户端活跃用户数达 1549 万。

图表 4.同花顺金融服务网注册用户数



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 5.同花顺 PC 免费客户端日使用人数与周活数

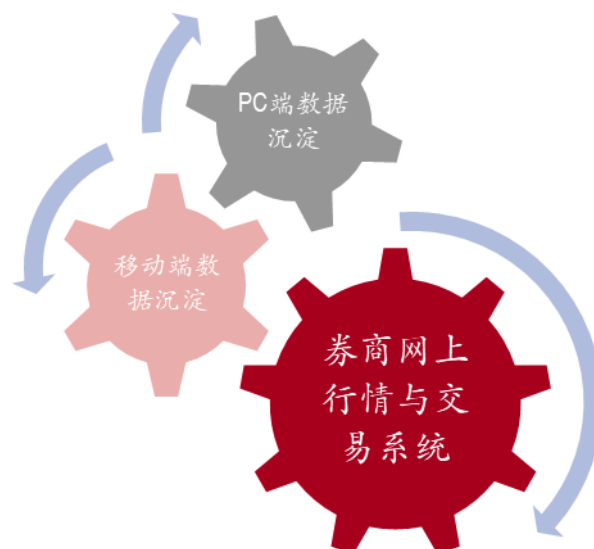


资料来源：公司公告，中银国际证券

1.4 高券商交易系统覆盖率，公司掌握大数据优势

券商交易系统覆盖率 90%+，提升公司大数据含金量。公司获取大数据的来源主要包含 PC 端的流量数据沉淀、移动端的流量数据沉淀（如关键词搜索频率、功能使用频率、个股浏览量等大数据）以及券商网上交易系统获取的数据，使得公司掌握大数据优势。网上行情与交易系统业务是公司最传统的优势业务之一，当前公司的网上交易系统已经广泛应用于全国 97 家券商的 2600 多家营业部中，覆盖率预计达到 90% 以上，在为公司贡献稳定收入的同时，也为公司提供了宝贵的投资者交易行为与习惯等核心大数据。这些数据作为公司大数据库中的重要组成部分，不仅提升了公司流量数据的含金量，而且有助于公司充分利用数据提升产品开发质量与精准度并进一步拓展创新业务领域、增加流量变现渠道。

图表 6.同花顺大数据主要来源



资料来源：公司公告，中银国际证券

2 研发投入厚积薄发，AI 技术研发与应用提供发展新动能

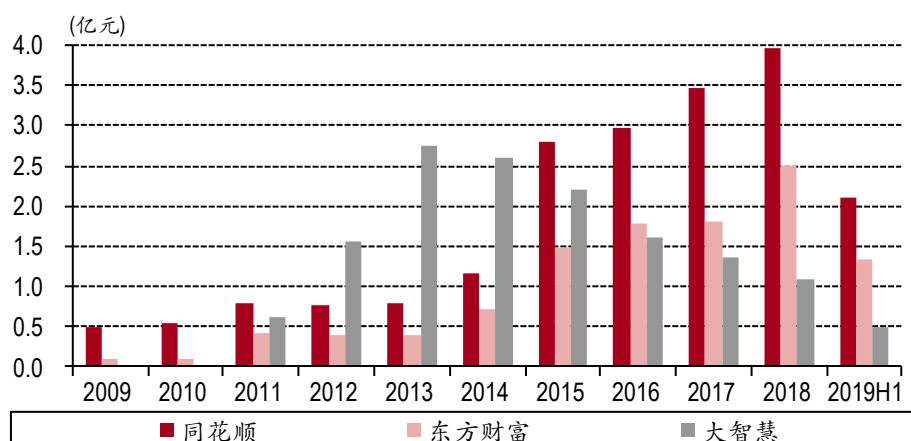
2.1 研发投入不断加大，打造核心研发团队

上市以来同花顺研发投入快速增长。由于公司是以软件开发起家的，以创始人与掌舵人易峥为首的管理层深知技术研发的重要性，20 年来从未放慢研发工作的脚步。自 2009 年公司上市以来，研发投入保持快速增长：

1) 2009 年公司研发投入 0.50 亿元，至 2018 年公司研发投入已高达 3.96 亿元，年复合增速达 25.88%。2019 年仅上半年投入就高达 2.11 亿元。

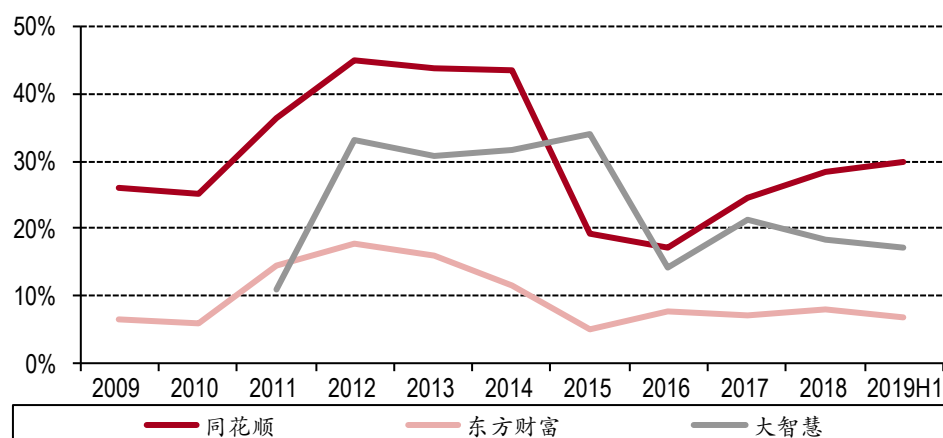
2) 与同时期的东方财富、大智慧相比，公司研发投入力度与占营收比重明显更高。以 2019H1 为例，同花顺研发投入达 2.11 亿元，占营收比重 29.98%，东方财富、大智慧研发投入分别仅为 1.35 亿元、0.50 亿元，占营收比重分别为 6.75% 与 17.22%。

图表 7.2009-2019H1 研发投入对比：同花顺 vs. 东方财富&大智慧



资料来源：公司公告，中银国际证券

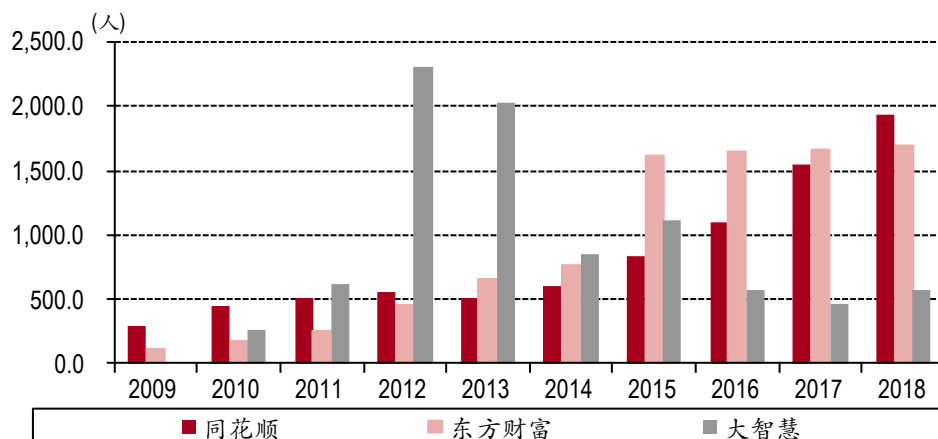
图表 8.2009-2019H1 研发投入占营收比重对比：同花顺 vs. 东方财富&大智慧



资料来源：公司公告，中银国际证券

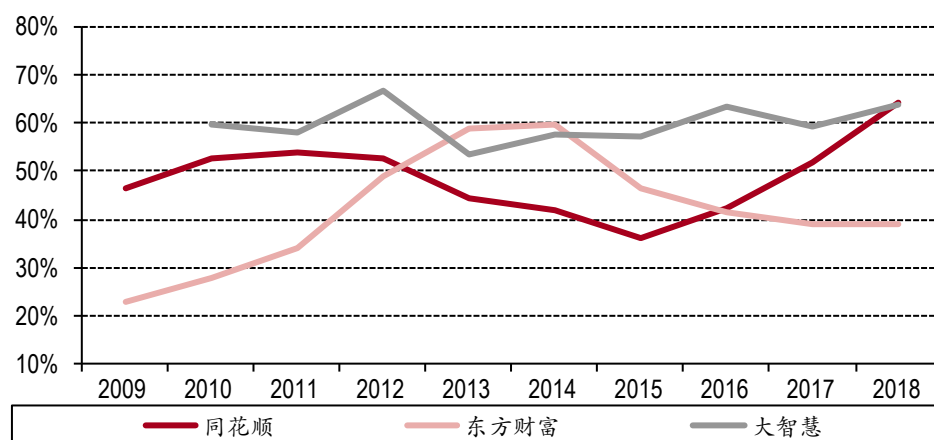
公司大力打造核心研发团队，团队成员数量快速增长。1) 上市以来公司一直致力于打造核心研发团队，2018 年研发人员数量已多达 1941 人，年复合增速达 23.38%；东方财富与大智慧 2018 年研发人员分别为 1690 人与 566 人。2) 从研发人员占比来看，2018 年研发人员占比已高达 64.21%；东方财富、大智慧 2018 年研发人员占比分别为 39.08%与 63.95%。

图表 9.2009-2018 研发人员数量对比：同花顺 vs.东方财富&大智慧



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 10.2009-2018 研发人员占比比较：同花顺 vs.东方财富&大智慧



资料来源：公司公告，中银国际证券

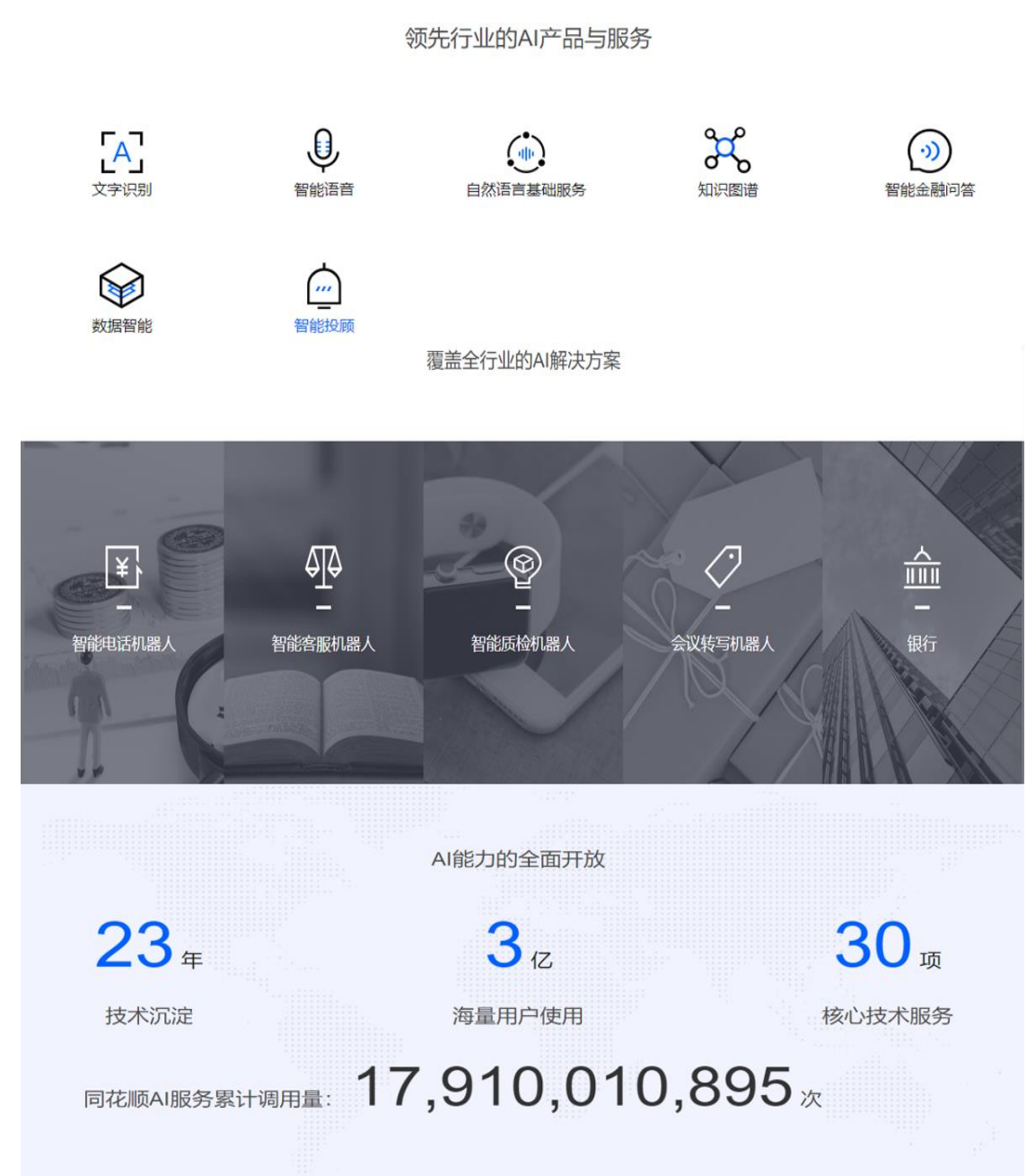
持续的研发投入与研发团队的打造为公司长远发展保驾护航。2017 年以来，受市场行情下行以及行业竞争加剧等不利影响，公司营业收入出现连续下滑，但公司并未因此减少研发投入，反而是持续加大研发投入。短期来看，这使得营业成本率快速提升，严重影响业绩兑现（2016-2019H1 公司的净利润率分别为 69.91%、51.50%、45.71%、37.73%）；但是公司着眼于长远发展的考量，作为互联网金融信息提供商的龙头，掌握并保持技术优势将成为公司未来重要的核心竞争力。

2.2AI 开放平台飞速发展，公司抢先布局 AI 领域并获取先发优势

公司 AI 技术研发日渐成熟。同花顺 2009 年就开始进行 AI 技术的研发和应用。2015 年，公司将 AI 技术应用于自身的产品模块和增值服务中。当前公司 AI 技术日臻成熟，AI 技术向产品的转化更加顺畅，与传统业务的融合度不断提高，AI 技术应用的场景也在逐步增加。

同花顺 AI 开放平台：提供领先行业的产品、服务以及覆盖全行业的 AI 解决方案。同花顺 AI 开放平台是公司 AI 技术集中体现的产品，其能提供的产品与服务包括文字识别、智能语音、自然语言基础服务、知识图谱、智能金融问答、数据智能、智能投顾；AI 解决方案包括：智能电话机器人、智能客服机器人、智能质检机器人、会议转写机器人、银行理财机器人顾问。截至目前，公司 AI 技术累计有 23 年的技术沉淀、3 亿海量用户使用量、30 项核心技术服务以及接近 180 亿次的 AI 服务调用量。

图表 11. 同花顺 AI 开放平台提供的产品、服务与解决方案（53 家）



资料来源：公司官网，中银国际证券

AI 技术与业务结合的体现，是 AI 产品化能力的提升。在公司多个 2C 的产品模块中都有 AI 技术的应用。AI 技术的应用能够提升产品的用户体验，进一步强化用户的使用粘性，提升转化率和留存率；从公司 AI 的产品链可以看出，同花顺的 AI 技术不仅应用于自身业务，比如 i 问财、智能投顾，还包括利用智能客服推广自己的 2C 产品以替代人工坐席推销的老方式；而且 AI 产品已经扩展到其他非投资类领域。AI 产品覆盖领域的延展性逐步体现。



公司成立全资私募基金管理子公司，以期实现人工智能与资管的融合。同花顺全资控股的浙江同花顺人工智能资产管理有限公司，成立于2015年5月21日，注册、实缴资本1000万元。2018年11月1日，同花顺人工智能资产管理公司正式在中国基金业协会登记成为私募证券投资基金管理人。法人代表林海明是这家公司销售部的募集销售总监。公司将给予前沿的人工智能、机器学习技术，结合传统金融投资逻辑，从大数据中发掘国内股票、期货等市场的交易机会，为投资者提供风险收益特征相匹配的投资产品。

图表 12. 同花顺人工智能资产管理公司中基协登记备案信息

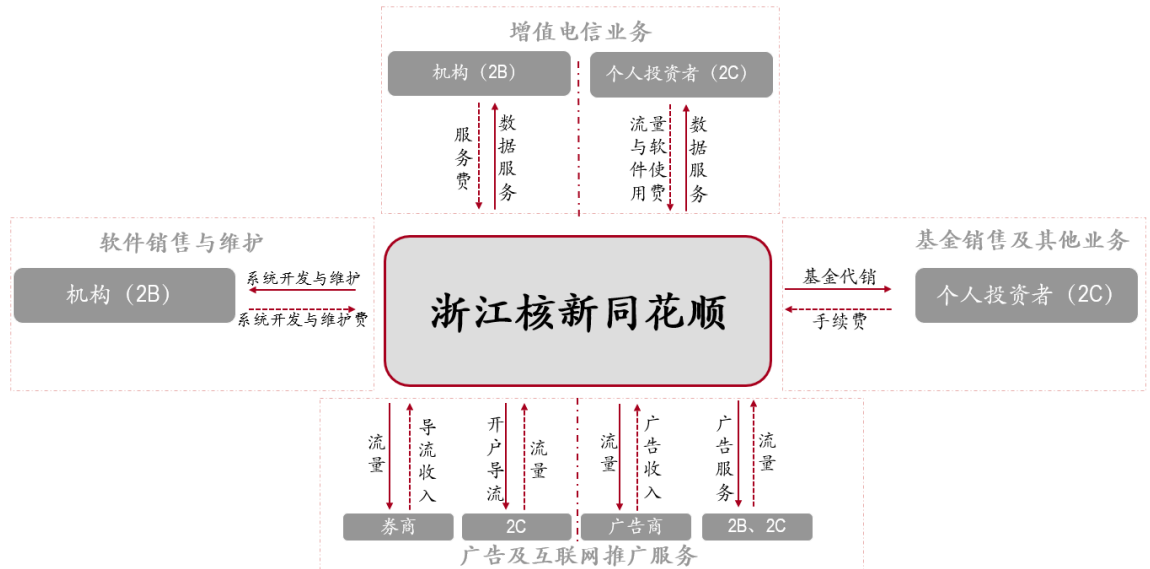
基金管理人全称(中文):	浙江同花顺人工智能资产管理有限公司	投诉	
基金管理人全称(英文):			
登记编号:	P1069166		
组织机构代码:	913301083417793158		
登记时间:	2018-11-01	成立时间:	2015-05-21
注册地址:	浙江省杭州市西湖区文二西路1号904室		
办公地址:	浙江省杭州市西湖区文二西路1号904室		
注册资本(万元)(人民币):	1,000	实缴资本(万元)(人民币):	1,000
企业性质:	内资企业	注册资本实缴比例:	100%
机构类型:	私募证券投资基金管理人	业务类型:	
! 全职员工人数:	12	! 取得基金从业人数:	11
机构网址:			
是否为符合提供投资建议条件的第三方机构:	否		

资料来源：中基协，中银国际证券

3 流量+技术变现渠道通畅且日趋多元化

公司业务版图不断扩充，持续拓展流量+技术的变现渠道。当前比较成熟的变现渠道包括付费产品销售、广告服务与券商开户导流、基金销售、线上投顾、贵金属交易等，未来仍有望在新兴业务领域兑现流量优势。

图表 13. 同花顺流量+技术变现商业模式



资料来源：公司公告，中银国际证券

3.1 付费产品销售：流量+技术变现的完美融合

2C 端付费产品打造公司招牌，差异化竞争助公司提升变现能力。公司 2C 端的产品大都是免费的，以赚取流量为主，但是免费产品提供的功能相对基础并且同质化严重，难以在与同类产品的竞争中获得优势。如果说免费产品帮助公司获取并巩固海量流量，付费产品才是公司提升客户粘性并实现流量+技术变现的重要途径。公司往往通过在免费产品中加入部分付费功能或是提供付费产品免费试用期的方式吸引客户，待客户对于付费功能或产品的需求不断提高，成功将客户转变成为付费客户。

通过多样化与差异化的付费功能与应用，公司有望不断提高付费率与 ARPU。与免费产品相比，公司产品链中真正亮眼的是多样化与差异化的付费产品系列，以同花顺 app 中包含的决策付费功能或应用为例，从最基础的付费功能——同花顺 VIP (18 元/年) 到最顶级的付费应用金融大师 (普通版：80000 元/年，超级会员版：238000 元/2 年)，公司的付费产品体系几乎可以满足所有不同层次、不同投资能力的个人投资者的定制化投资需求。正是这些强大功能的付费产品形成了公司差异化竞争的重要基础，也有助于公司未来不断提高付费率与单用户付费额 ARPU，提升公司的盈利能力。



图表 14. 同花顺 app 付费决策功能与应用

产品系列	产品名称	产品价格	主要功能简介
基础行情	AI 龙头寻宝手机版	298 元/月	AI 深度学习, 筛选补涨潜力股
	同花顺 VIP	18 元/月	更快更稳定, 手机炒股体验全面提升
	股价预警 (短信)	12 元/100 条	个股异动监控、短信程序全方位提醒
	避险宝	168 元/季	监控利空、规避风险
	大盘早知道	78 元/月	轻松看懂大盘, 透视杠杆与境外资金流向
	热点擒龙	288 元/季	把握热点炒作方向, 跟踪龙头机会
高低点	知识付费	-	海量文章、付费 Live、投资课程
	超级 Level2	88 元/年	多档委托数据、掌握资金动向
	神奇电波	268 元/季	红绿波高低点建议, 电波信号选股
	AI 机构探测器	168 元/月	监控个股背后的资金, 诊断个股活跃度
	云参数	98 元/月	判断多空、选股择时更精准
	AI 分时顶底	188 元/季	实时提醒分时高低点, 为交易提供参考
选股诊股	打板黄金眼	98 元/月	打板利器, 实时监控涨停所需资金
	AI 波段雷达	388 元/季	K 线上提示高低点, 为交易提供参考
	短线宝	518 元/季	超跌赚反弹、把握短线机会
	涨停助手	268 元/季	挖掘涨停潜力股, 诊断个股短期实力
	涨价概念	168 元/季	关注原材料价格, 匹配高同步率个股
	荐股师	288 元/季	追踪分析师, 推荐潜力个股
高端投资	手机高级诊股	243 元/季	综合诊股、全方位了解个股实力
	金牛情报	98 元/月	深度挖掘板块前景, 精心推荐个股
	主力密码	168 元/月	大数据挖掘主力意图, 跟踪主力操作
	黄金十分钟	128 元/季	尾盘发出信号买入, 次日冲高卖出赚钱
	AI 价值回归	288 元/季	潜心研究公司基本面, 精准挖掘低估个股
	手财经典	6498 元/年	热点狙击, 高低点提醒, 专属投顾服务
港美股及其他	手财至尊	9800 元/年	紧跟财富热点, 高端 VIP 投资战略
	深度看盘	298 元/月	深度剖析市场机会, 把握热点炒作风口
	操盘总纲	298 元/篇	作战总指挥, 提供详细操盘计划
	金融大师	普通版: 80000 元/年 超级会员版: 238000/2 年	畅享全站投资产品; 金融大师辉煌战绩; 智识投资逻辑
	财富先锋至尊版	32800 元/年	一站式高端投资服务体系, 选势、选股、选时、服务、智能、交易
	大研究内参版	19800 元/年	消息面金股挖掘机, 趋势·热点·资讯分析; 四大选股系统; 四大内参研究; 四大数据决策
港美股及其他	港股智能盯盘	50 元/月	异动行情, 实时掌握; 提前埋单, 一键成交
	美股实时行情	998 元/年	报价速度快; 成交明细多; 分时成交量全; 全新买卖档好
	PC 短线宝	798 元/季	大单监控资金动向, 策略抓捕潜力个股
	Level2 云端版	280 元/年	一站式满足选股择时需求

资料来源: 同花顺 app, 中银国际证券

公司 2B 端产品起步较晚, 但发展前景与业绩提升空间大。相比于 2C 端产品的先发优势, 公司在 2B 端起步较晚, 早期主要集中于网上行情交易系统服务, 具备核心技术优势和创新性解决方案, 主打差异化竞争。公司上市后开始进军 2B 端金融数据终端领域, 于 2010 年首次推出机构版金融终端 iFinD 试用版, 后续几经更新与升级, 逐步成为了现在的 iFinD 终端。

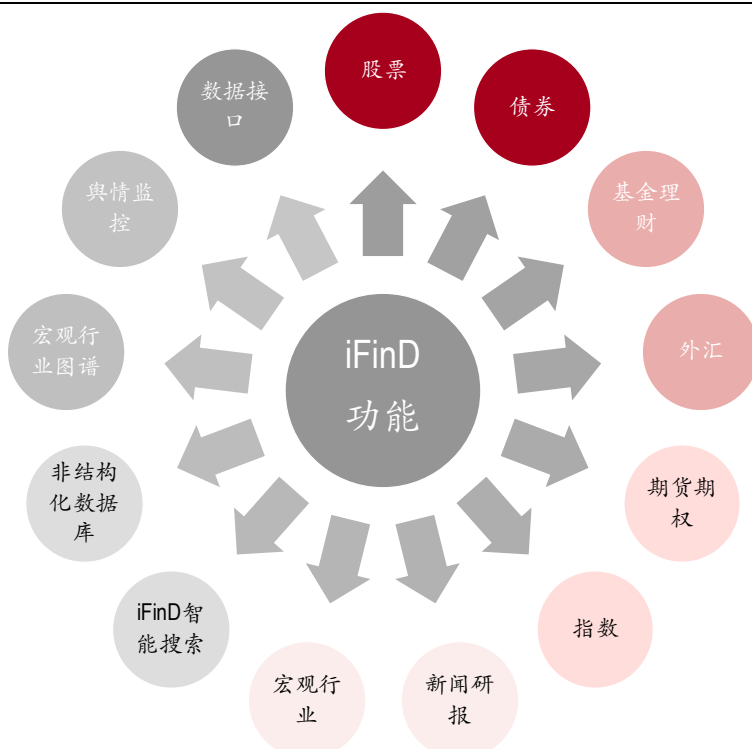
iFinD: 流量+技术变现的重要出口, 日臻完善的 2B 端金融终端。同花顺 iFinD 金融数据终端是公司主打的 2B 端产品, 主要服务于专业机构, 专注于整合与资本市场密切相关的信息资源。近年来不断升级完善终端功能, 提供的功能包括股票、债券、基金理财、外汇、期货期权、指数、新闻研报、宏观行业、iFinD 智能搜索、非结构化数据库、宏观产业图谱、舆情监控、数据接口等功能, 并针对不同的客户群体推出多个版本, 同时覆盖 PC 端与移动端, 满足不同的需求。

图表 15. 同花顺 iFinD 提供多版本

同花顺 iFinD 版本	版本简介
同花顺 iFinD PC 全版	提供最全面的金融市场数据与信息，也是最普及的 iFinD 版本。
同花顺 iFinD 手机版	作为 iFinD 唯一的移动端数据终端，作为对 PC 产品的补充，提供 ios 与 Android 两个版本。
同花顺 iFinD	提供全面的金融市场数据与信息，7×24×365 不间断为券商、基金、银行、私募等专业金融机场以及市场参与者提供准确、及时、完整的金融资讯
同花顺 iFinD 专业版	为券商营业部、大客户以及基金公司后台部门提供融合全球行情、极速交易、智能选股的专业化平台，涵盖各市场证券品种的结构化与非结构化数据、咨询、法规等。
同花顺 iFinD 集群版	提供全面的金融市场数据与信息，7×24×365 不间断为券商、基金、银行、私募等专业金融机场以及市场参与者提供准确、及时、完整的金融资讯
同花顺 iFinD 中介机构版	为中介机构专门定制的版本，提供较为全面的金融市场数据与信息，包括但不限于股票、债券、基金、新闻咨询、法律法规等
同花顺 iFinD 投顾版	提供股票分析的全面数据与信息，以及相关的债券、基金、指数等资讯信息
同花顺 iFinD 上市公司版	针对上市公司用户量身打造，整合全版功能，快速定位上市公司最常用的功能、结合上市公司实际工作，新增市值管理、竞争对手比较、关系管理等模块
同花顺 iFinD 银行理财版	终端以全面的理财数据与信息为基础，结合三个维度的销售策略，提供各个层面的分析展示工具，设计出针对不同投资者的解决方案

资料来源：公司官网，中银国际证券

图表 16. iFinD 拥有强大而全面的功能



资料来源：公司公告，中银国际证券

后发劣势下，同花顺 iFinD 提升空间大。作为金融数据终端领域的后进入者，iFinD 的主要竞争者包括行业龙头老大 Wind 以及东方财富的数据终端 Choice。我们根据调研结果预计，当前 Wind 在 2B 端市场的市占率高达 90%-95%，处于绝对领先地位，短期内优势难以撼动。东方财富 Choice 与同花顺 iFinD 分列二三位，但是彼此差距并不大。虽然 iFinD 相较于 Wind 在功能方面并不存在明显劣势，甚至在性价比与响应速度方面还具备优势，但 Wind 作为行业的先发者与领先者，其积累的经验优势较大，其 2B 端客户群体庞大且粘性较高，产品切换成本与障碍较高。对于同花顺来说，其优势在于 2C 端与 2B 端双管齐下，长期的服务 2C 端客户经验让其产品能够与时俱进、及时更新，强大的研发能力与团队保证其产品的较强竞争力。可以预见的是 iFinD 未来的提升空间仍然很大。

3.2 广告与券商开户导流：流量的最直接变现方式

海量流量打造天然的广告平台，为公司赚取丰厚的广告费收入。类似于新闻媒体、各大门户网站，公司 PC 端与移动端的海量流量平台构成了天然的广告平台，为各大广告商所青睐，公司得以顺势利用这一流量优势于 PC 网站以及移动端 app 开放各式各样广告位，将流量成功引入各大广告商，赚取丰厚的广告费收入。

互联网开户成为大潮流，公司顺势开发券商开户导流业务。2013 年 3 月 15 日，中国证券业协会发布《证券公司开立客户账户规范》（以下简称《规范》）。《规范》放开非现场开户限制，明确证券公司不仅可以在经营场所内为客户现场开立账户，也可以通过见证、网上及中国证监会认可的其他方式为客户开立账户。2015 年 4 月，A 股市场全面放开“一人一户”限制，券商经纪业务进入完全市场化竞争阶段。

顺应政策方向，公司于 2014 年上线移动客户端证券账户非现场开户功能。随着政策放开及 2015 年牛市推动，券商开户导流逐渐成为公司流量变现的重要业务渠道。公司与多家证券公司展开合作，顺应互联网金融发展的背景下经纪业务佣金率不断下行的趋势，通过促销等营销手段，将公司 2C 端客户流量引入券商 2B 端，并提供开户、交易、行情、资讯、社交等一站式服务，公司根据提供服务方式的不同收取广告费收入或导流费用。根据同花顺 app 显示，截至 2019 年 9 月公司可以提供 A 股开户导流服务的券商多达 53 家（另有两家港美股开户券商）。

图表 17. 与同花顺合作导流开户业务的 A 股券商（53 家）

 银泰证券 金牌综合型券商 万 2.5 佣金	 华金证券 超低融资利率 万 2.5 佣金，全免开户	 中信建投证券 一流金牌上市券商，极速开户 万 2.5 佣金，股票服务，新客理财	 中港证券 上海自贸区首家全牌照合资券商 万 2.5 佣金	 万联证券 国有全牌照券商，百万用户选择 万 2.5 佣金，全免理财
 太平洋证券 A 股上市金牌综合型券商 万 2.5 佣金	 长江证券 金牌上市券商，28 年品牌服务 万 2.5 佣金，全免开户	 国泰君安证券 金牌研究，超 20 年大型国有综合金融 24 小时开户，全免理财	 中山证券 互联网券商，为年轻人理财 万 2.5 佣金，24 小时开户，全免理财	 兴业证券 上市券商，3 分钟极速开户 万 2.5 佣金，上市券商
 华西证券 上市券商，6.00% 新客理财 万 2.5 佣金，全免开户	 中信证券 龙头券商，7x24 小时开户 万 2.5 佣金，上市券商	 国金证券 低利率融资融券，在线开通科创板 万 2.5 佣金，全免开户	 华融证券 金牌 30 年国有券商 万 2.5 佣金	 国联证券 新户 4.5% 专享理财 万 2.5 佣金，新户专享理财
 大同证券 投资课堂，实战技术 万 2.5 佣金，全免开户	 光大证券 500 强国企旗下 A 股上市券商，万 2.5 佣金，全免开户	 东亚前海证券 极速开户 闪电交易 万 2.5 佣金	 东兴证券 国有上市券商，智能极速开户 全免开户，万 2.5 佣金	 山西证券 国有控股 金牌上市券商 万 2.5 佣金，金牌股票服务，新客理财
 国开证券 开心才好，行胜于言 万 2.5 佣金	 东吴证券 金融科技券商 交易便捷 极致服务 万 2.5 佣金，极速开户	 华创证券 A 股上市券商 股票专属服务 万 2.5 佣金，极速开户	 东方财富 A 股上市券商，20 年行业领先 万 2.5 佣金，新户专享理财	 天风证券 A 股上市金牌综合型券商，分支机构一 万 2.5 佣金，新户专享理财
 银河证券 顶级券商，极速开户 上市券商	 平安证券 7x24 小时服务，极速开户！万 2.5 佣金 万 2.5 佣金	 东海证券 特快开户 闪电交易 万 2.5 佣金，极速开户	 联储证券 全牌照综合券商，极速开户 全免开户，万 2.5 佣金	 恒泰证券 上市券商，免费股票服务，极速开户 万 2.5 佣金
 五矿证券 500 强央企旗下券商 财富宝藏，尽在... 万 2.5 佣金	 华泰证券 金牌科技券商 交易便捷 极致服务 万 2.5 佣金，全免开户	 国融证券 16 年专业金融服务，值得信赖！ 万 2.5 佣金	 湘财证券 领先的金融科技综合服务平台 万 2.5 佣金，全免开户	 财通证券 极致服务，热点捕捉 万 2.5 佣金
 新时代证券 专业化、全国性的综合类证券公司 万 2.5 佣金，全免极速开户	 财富证券 国有控股券商，立即开户 极致服务 万 2.5 佣金，全免开户	 中原证券 A 股上市券商 股票专属服务 万 2.5 佣金，上市券商	 长城证券 新户专享理财产品，业绩比较基准... 万 2.5 佣金，全免开户	 西南证券 做您身边最贴心的公司 万 2.5 佣金，24 小时开户
 财达证券 河北地区全牌照综合类券商 万 2.5 佣金	 中泰证券 金牌上市券商 24 小时在线服务 万 2.5 佣金，全免极速开户	 华融证券 2018 中国财富管理先锋券商 万 2.5 佣金	 浙商证券 7x24 小时开户，无套牢队等待！ 万 2.5 佣金，上市券商，新客理财	 开源证券 闪电下单+极速指南 万 2.5 佣金
	 东北证券 国有控股上市全牌照券商 万 2.5 佣金	 华林证券 国内首创成立的金牌股票券商 万 2.5 佣金，24 小时开户，金牌股票服务	 东莞证券 新客专享理财，极速开户 0 等待 万 2.5 佣金，全免开户	 江海证券 全牌照国有控股，网点遍布全国 万 2.5 佣金
	 德邦证券 极速开户，闪电交易！ 万 2.5 佣金，全免开户，金牌股票服务	 首创证券 北京国资背景的综合类券商 万 2.5 佣金，24 小时开户	 万和证券 深圳首家国有全牌照综合类券商 万 2.5 佣金	 中航证券 军工集团背景类券商，开户后 9.9 元... 万 2.5 佣金

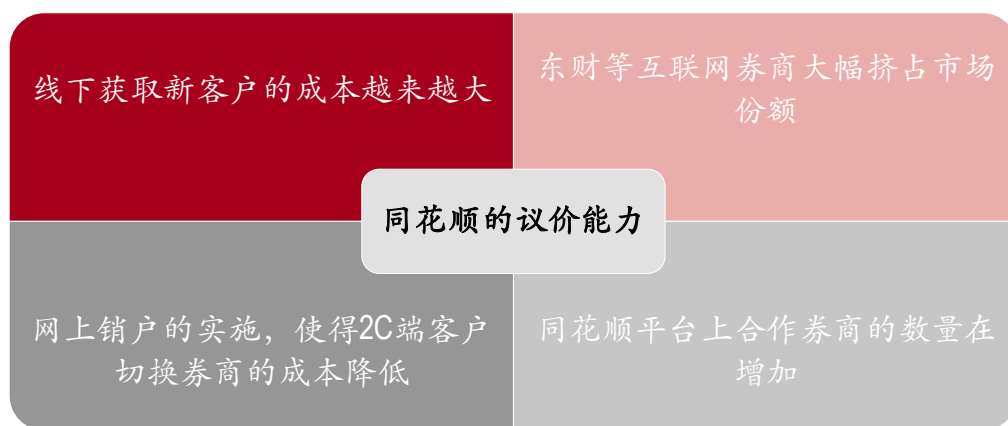
资料来源：同花顺 app，中银国际证券



同花顺 app 开户优势——超低佣金率与免费附加功能。绝大部分与公司合作的券商均提供万 2.5 的超低佣金率，同时在同花顺 app 开户的客户还将免费获得一定期限的同花顺付费功能(Level-2 行情、VIP 投顾等)。同花顺依托海量流量、技术优势及绑定产品和服务，强势切入券商开户导流。

拥有较强的金融垂直领域的流量优势，同花顺议价能力较强。目前券商对同花顺流量的依赖程度高，使得同花顺拥有较强议价能力：1) 线下获取新客户的成本越来越大。过去券商还可以通过赠送礼品的形式来激励线下开户的积极性，但目前线下获客成本过高，线上开户逐渐成为主流；2) 东财等互联网券商经纪业务的崛起。以东方财富为代表的互联网券商依靠自身的流量优势，经纪业务市占率在快速提升，对传统券商市占率造成较大挤压。3) 网上销户的实施，使得 2C 端客户切换券商的成本降低。2C 端客户在不同券商之间转移将更加容易与频繁，线上开户更成为各家券商必争之地。4) 同花顺平台上合作券商的数量在增加。近年来虽然一些实力较强的大型券商陆续中止了与同花顺的合作，通过自有渠道来吸引客户，但是牛市行情下，同花顺的流量优势仍然会吸引大量券商加强与公司在网上开户方面的合作。

图表 18. 同花顺在券商开户导流业务中的议价能力



资料来源：公司公告，中银国际证券

3.3 基金销售：公司未来重要的流量变现途径

借助互联网发展东风与公司流量优势，同花顺逐步开拓基金销售业务。互联网基金销售平台的诞生打破了商业银行对基金销售领域的垄断，随着互联网普及率的提升以及互联网理财用户的快速提升，第三方互联网基金代销机构逐渐成为该领域的主力军。2012 年同花顺顺利取得了互联网基金销售牌照，并建立了爱基金平台。公司不仅同时拥有爱基金移动端 app 与爱基金网站，同时在同花顺 app 中建立了爱基金频道，旨在借助同花顺 app 的海量流量优势开拓基金销售业务。

据万得资讯统计的基金代销机构数据显示，截至 2019 年 10 月 17 日，前十大基金销售机构中，有 7 家是第三方互联网基金销售机构。天天基金排名此份榜单的第一名，而同花顺基金销售排名第六。

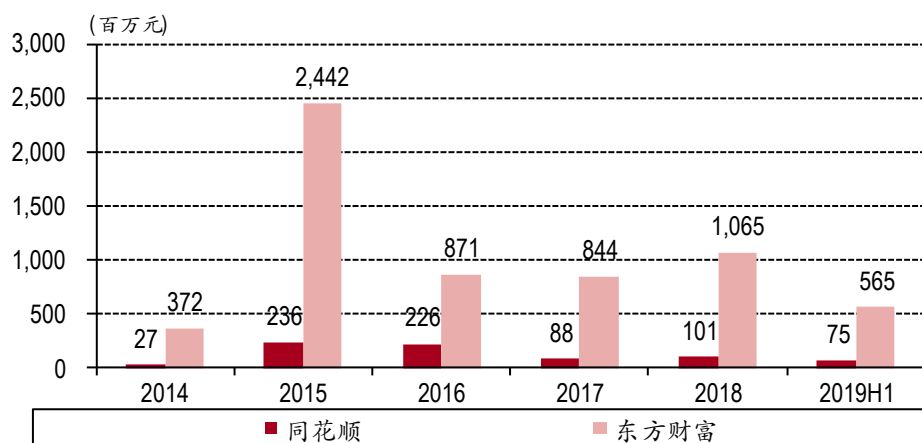
图表 19.基金销售机构代销产品数量排名（万得资讯统计）

排名	基金代销机构	机构类型	代销公募基金只数	代销公募基金公司家数
1	上海天天基金销售有限公司	独立基金销售机构	4,792	136
2	上海好买基金销售有限公司	独立基金销售机构	4,450	133
3	珠海盈米基金销售有限公司	独立基金销售机构	4,348	122
4	蚂蚁(杭州)基金销售有限公司	独立基金销售机构	4,347	127
5	中信建投证券股份有限公司	证券公司	4,219	117
6	浙江同花顺基金销售有限公司	独立基金销售机构	4,214	117
7	中信证券股份有限公司	证券公司	4,204	116
8	上海陆金所基金销售有限公司	独立基金销售机构	4,202	118
9	中信证券(山东)有限责任公司	证券公司	3,991	116
10	北京肯特瑞基金销售有限公司	独立基金销售机构	3,962	108
11	深圳众禄基金销售股份有限公司	独立基金销售机构	3,962	108
12	上海基煜基金销售有限公司	独立基金销售机构	3,910	118
13	北京汇成基金销售有限公司	独立基金销售机构	3,827	111
14	中国银河证券股份有限公司	证券公司	3,726	112
15	平安证券股份有限公司	证券公司	3,713	105
16	上海长量基金销售有限公司	其他	3,689	115
17	光大证券股份有限公司	证券公司	3,659	99
18	北京蛋卷基金销售有限公司	独立基金销售机构	3,626	97
19	申万宏源证券有限公司	证券公司	3,543	113
20	诺亚正行基金销售有限公司	独立基金销售机构	3,531	113

资料来源：万得，中银国际证券

公司基金销售业务付费转化率与毛利率仍待提高。同花顺与东方财富于同一时期开始发展基金销售业务，虽然在线上基金公司与产品数量方面二者不相伯仲，但是同花顺在基金销售规模与销售收入方面均大幅落后于东方财富。以2019H1为例，东方财富基金销售收入高达564.99亿元，而同花顺销售收入仅为75.07亿元，不到东方财富的七分之一。由此可见，同花顺基金销售的流量付费转化率较低，如何提升转化率将成为公司未来业务发展的重心之一。

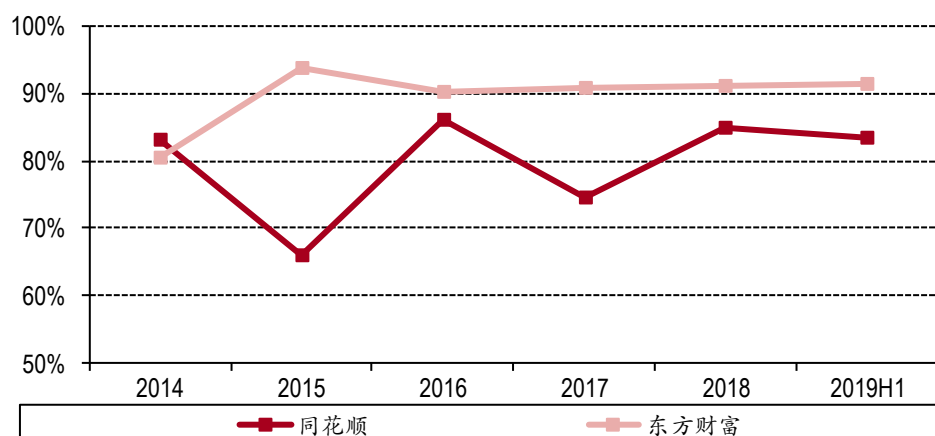
图表 20.基金销售业务收入：同花顺 vs. 东方财富



资料来源：公司公告，中银国际证券

从基金销售业务的毛利率来看，同花顺同样落后于东方财富，同样以2019H1为例，东方财富与同花顺基金销售的毛利率分别为91.54%与83.53%。未来随着公司基金销售业务快速发展，规模效应下毛利率也有望随之提升。

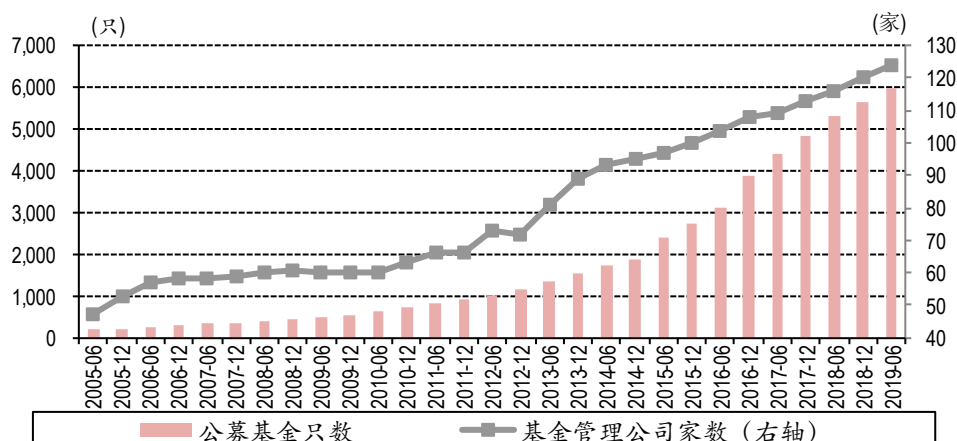
图表 21.基金销售业务毛利率：同花顺 VS.东方财富



资料来源：公司公告，中银国际证券

基金销售业务挑战与机遇并存。2014 年以来公募基金市场取得快速发展，据中国证监会数据统计，公募基金管理家数由 2014 年 12 月的 95 家增加至 2019 年 8 月的 126 家，增幅达到 32.63%。据中基协数据统计，全市场公募基金只数由 2014 年 12 月 1897 只增至 2019 年 8 月的 6118 只，累计增加 222.51%。

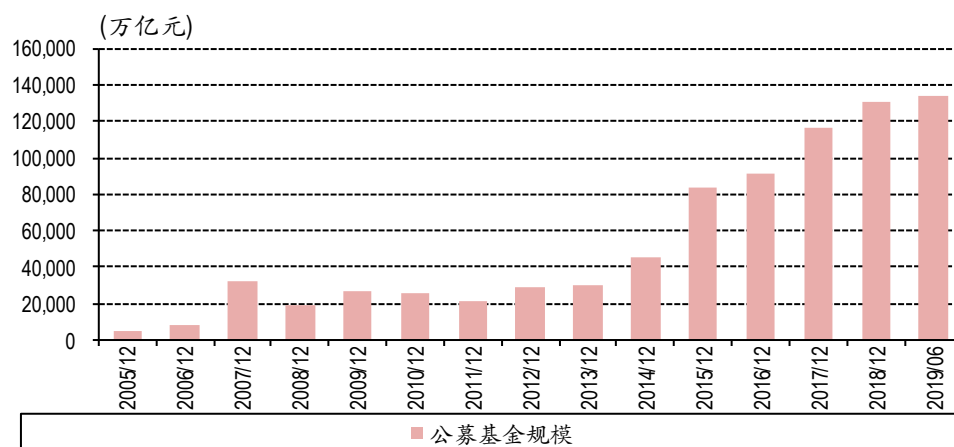
图表 22.2005-2019 基金管理公司家数与公募基金只数均快速增长



资料来源：证监会，中基协，中银国际证券

全市场公募基金总规模由 2014 年 12 月的 4.54 万亿元增至 2019 年 8 月的 13.46 万亿元，累计增长 196.48%。未来随着我国个人可投资资产总额的不断增加（根据建行与招行私人财富报告披露的数据，近 10 年我国个人可投资资产总额复合年化增速分别为 16.84%与 17.52%），基金市场乃至基金销售行业的发展仍有较大空间；但是受到来自互联网巨头对基金销售领域的冲击以及价格战的影响，基金销售业务面临利润率下行的挑战。

图表 23.2005/12-2019/6 全市场公募基金总规模变化



资料来源：中基协，中银国际证券

3.4 开拓多元化流量变现渠道，公司剑指互联网金融旗舰

同花顺于 2016 年初涉足基金管理领域。2016 年 2 月 23 日，泰达宏利成立了国内首只与大型网上证券交易系统供应商深度合作的基金产品——泰达宏利同顺大数据，借助同花顺的大数据资源掘金投资。同花顺正式涉足了基金管理领域。

公司第一只私募基金已完成中基协备案。2019 年 3 月 6 日，公司成立了第一只私募基金产品——同花顺阿尔法一号私募证券投资基金，并于 3 月 20 日在中基协完成备案，托管人为兴业证券，公司正式迈出了进军私募基金管理的第一步。

图表 24.同花顺阿尔法一号私募证券投资基金备案信息

私募基金公示信息			
<<中国证券投资基金业协会提示>>			
基金名称:	同花顺阿尔法一号私募证券投资基金	币种:	人民币现钞
基金编号:	SEW884	基金管理人名称:	浙江同花顺人工智能资产管理有限公司
成立时间:	2019-03-06	管理类型:	受托管理
备案时间:	2019-03-20	托管人名称:	兴业证券股份有限公司
基金备案阶段:	暂行办法实施后成立的基金	运作状态:	正在运作
基金类型:	私募证券投资基金	基金信息最后更新时间:	2019-03-20

资料来源：中基协，中银国际证券

公司探索贵金属交易领域期待取得突破。同花顺旗下全金融衍生品业务子公司杭州猎金信息技术有限公司成立于 2016 年 4 月 27 日，注册资金 3,000 万人民币。公司下控有子公司杭州猎金红杰软件技术有限公司。2016 年 7 月 25 日，同花顺黄金、白金等贵金属交易平台——猎金正式上线，猎金通过代理深圳金融电子结算中心接入上海黄金交易所的现货延期品种交易，为广大投资者提供投资黄金的新选择。公司同时上线掌上猎金 app，提供掌上交易平台的同时每日推送黄金市场上相关政策、市场动向、八卦及猎金财经独家市场分析。

图表 25.同花顺旗下贵金属交易平台——猎金界面

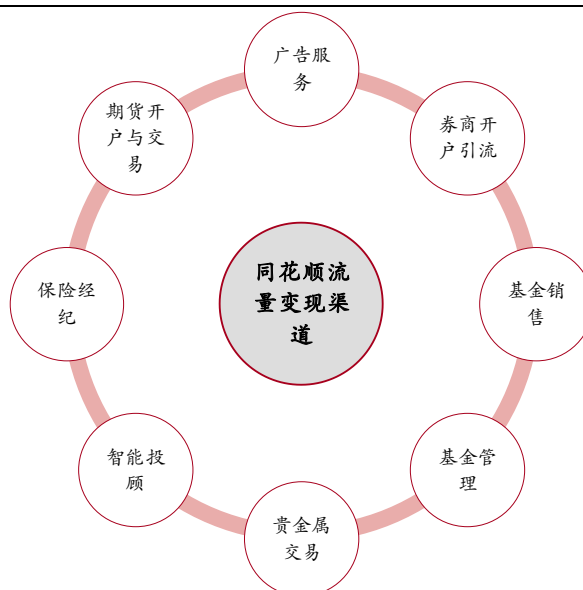


资料来源：中基协，中银国际证券

2017年1月，猎金获得深圳黄金投资有限公司颁发的2016年年度“耀眼新星机构”和“合规与优秀管理机构”的荣誉，当前合作伙伴由深圳黄金投资有限公司、浦发银行、工商银行与平安银行。借助先发优势，同花顺未来仍有望在贵金属交易领域取得较大突破。

同花顺在智能投顾、保险经纪、期货等领域均有所布局。1) 同花顺先后于2013年与2017年9月推出“爱问财”搜索引擎与“i问财”人工智能平台，期所具备语义识别、人工智能和大数据分析能力已经构成了机器人投顾的雏形，未来产品有望演化成更为智能、功能更加综合的机器人投资顾问，为用户投资提供强大的智能支持。2) 同花顺已经于2018年将“保险经纪服务”列入了公司产品服务中，“2018年，同花顺通过子公司浙江核新软件技术有限公司以2082.44万元全资收购了浙江恒诚保险经纪有限公司100%的股权，后又更名为浙江核新同花顺保险经纪有限公司，注册资本5000万元，正式涉足保险经纪领域以充分发挥公司线上流量优势。3) 同花顺已经于财经资讯网站开设期货频道，包含股指期货、期货市场、现货市场等服务功能，并于同花顺app中设立期货开户导流功能；此外同花顺官方唯一期货交易app已于2019年2-3月在ios与Android平台上线运营。

图表 26.同花顺旗下贵金属交易平台——猎金界面



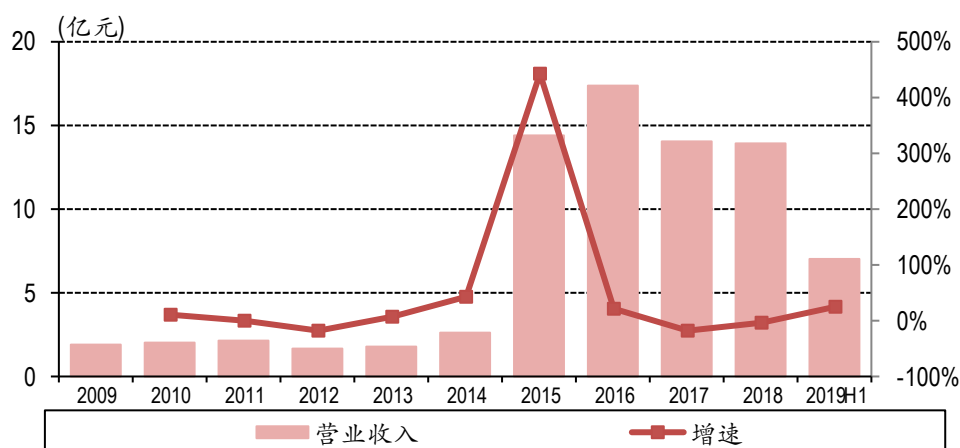
资料来源：中基协，中银国际证券

4 财务状况与估值：现金流改善，公司业绩望触底反弹

4.1 公司财务现状：公司业绩具有较高的 Beta 属性

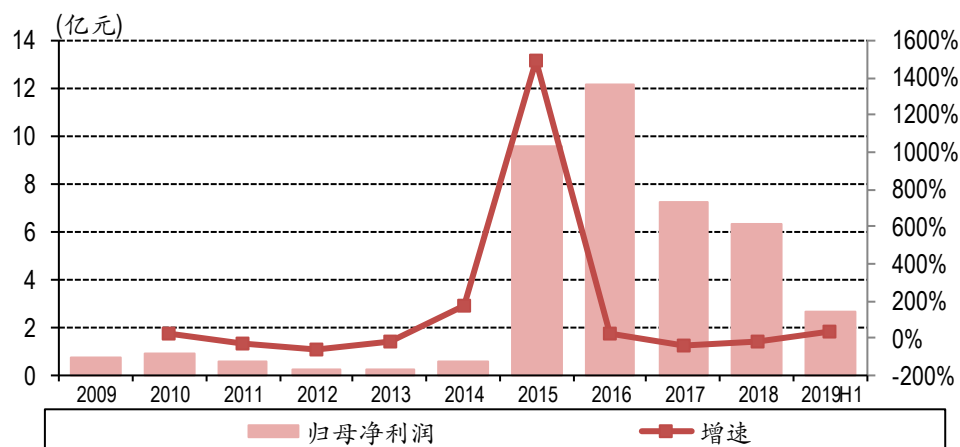
2019 年市场行情好转，高 Beta 属性下公司业绩彰显高弹性。公司业绩 Beta 属性较强，受益于牛市行情公司于 2015-2016 年迎来业绩爆发增长（其中 2015 年归母净利润同比增速 1483%）。随着市场行情的下行（其中 2018 年沪深 300 指数下跌 25.31%），2017、2018 年分别实现营业收入 14.10 亿元与 13.87 亿元，同比分别下滑 18.7%与 1.6%；归母净利润分别为 7.26 亿元与 6.34 亿元，同比分别下滑 40.1%与 12.7%。2019 年市场行情好转，公司业绩有望于 2019 年回暖，2019H1 公司实现归母净利润 2.65 亿元，同比增速达 38.45%。

图表 27.2009-2019H1 同花顺营业收入及增速



资料来源：中基协，中银国际证券

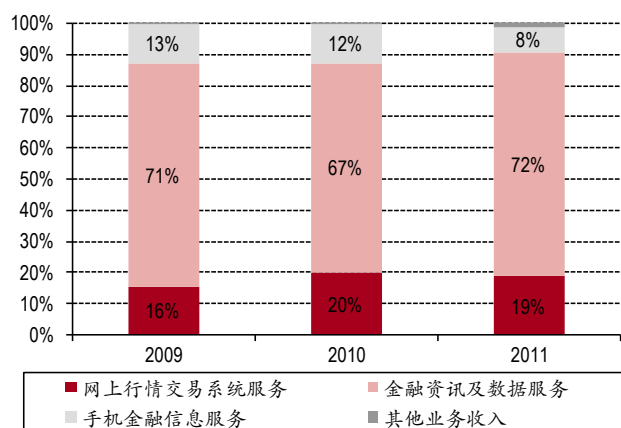
图表 28.2009-2019H1 同花顺归母净利润及增速



资料来源：中基协，中银国际证券

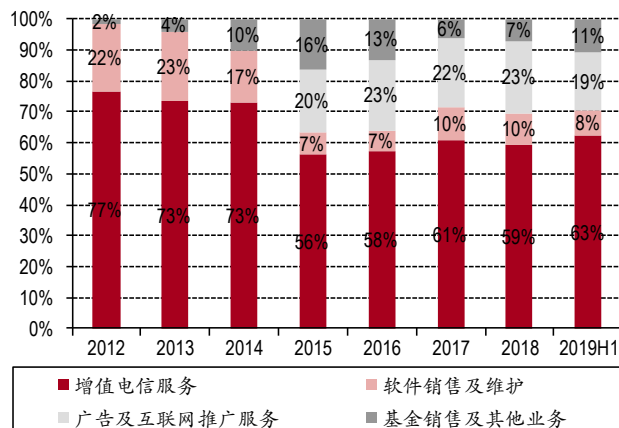
2C 与 2B 并重，业务日趋多元化。公司上市初期，业务相对单一化，业务模式也以 2C 为主。根据公司年度报告对业务的划分标准，2009-2011 年，公司主营业务仅包含增值电信业务（彼时分为金融资讯及数据服务与手机金融信息服务）与软件销售与维护（彼时称作网上行情交易系统服务）。随着公司的不断发展，业务范围也不断扩大，业务模式逐渐转变为 2C 与 2B 并重。公司于 2012 年开始调整了主营业务的名称与分类，并先后于 2014 年与 2015 年开始大力发展基金销售业务与广告及互联网推广服务。根据公司年报业务分类标准，当前公司四大主营业务包括：**1) 增值电信业务，主要包括金融资讯及数据服务和手机金融信息服务。**该业务通过金融数据终端（PC 或手机版）分别向个人投资者与机构投资者提供 2C 与 2B 金融数据服务。**2) 广告及互联网推广服务，主要包括券商互联网开户导流服务与广告服务。**其中开户导流主要面向 2C 端，广告服务同时面向 2C 端与 2B 端。**3) 软件销售与维护。**公司向证券公司等金融机构提供交易系统软件的开发与维护，主要面向 2B 端。**4) 基金销售及其他业务，**包括向个人投资者代销基金等产品以及其他交易业务等，主要面向 2C 端。

图表 29.2009-2011 同花顺收入结构



资料来源：万得，中银国际证券

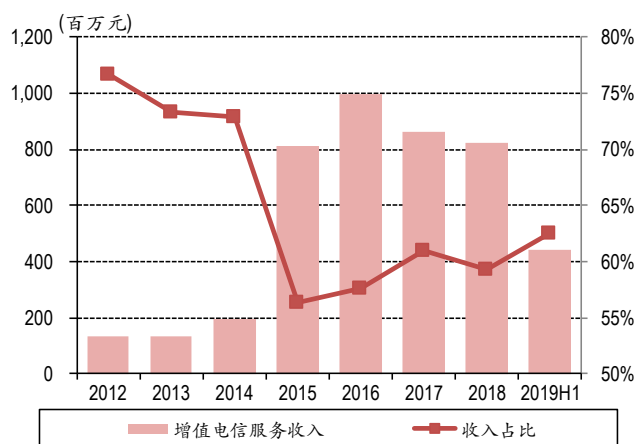
图表 30.2012-2019H1 同花顺收入结构



资料来源：万得，中银国际证券

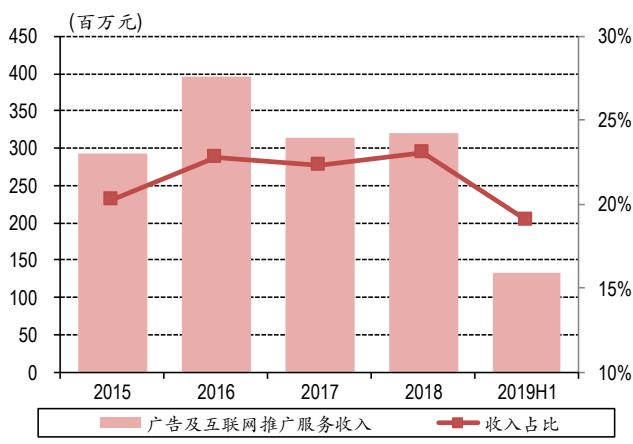
增值电信业务贡献六成收入，基金销售增长空间大。1) 2015 年以来，公司的传统主营业务增值电信业务贡献稳定收入，占比维持 6 成。2) 2015 年以来，广告及互联网推广服务一直是公司第二大收入贡献来源，占比超 2 成。3) 基金销售收入于 2015 年收入贡献占比一度达 16%，但是受近年来市场行情的下行，此项收入占比不断下行，2017/2018 收入贡献分别仅为 6% 与 7%，随着 2019 年市场行情转好，预计公司基金销售收入有望大幅回暖。4) 软件销售与维护服务曾经是公司早期重要的收入来源，但近年来该项业务已经逐渐退居二线，收入贡献占比在 10% 或以下。

图表 31.2012-2019H1 增值电信业务收入及占比



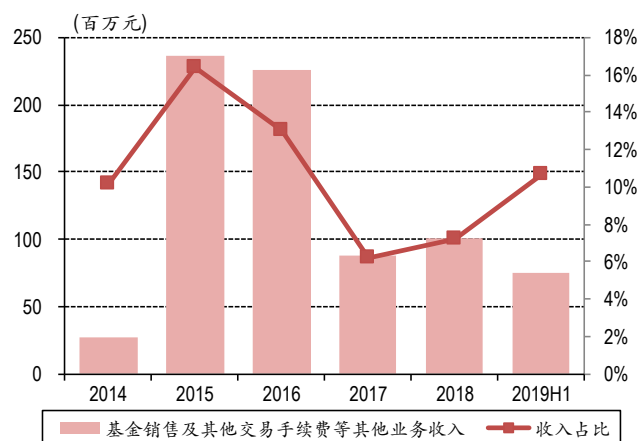
资料来源：万得，中银国际证券

图表 32.2015-2019H1 广告及互联网推广收入及占比



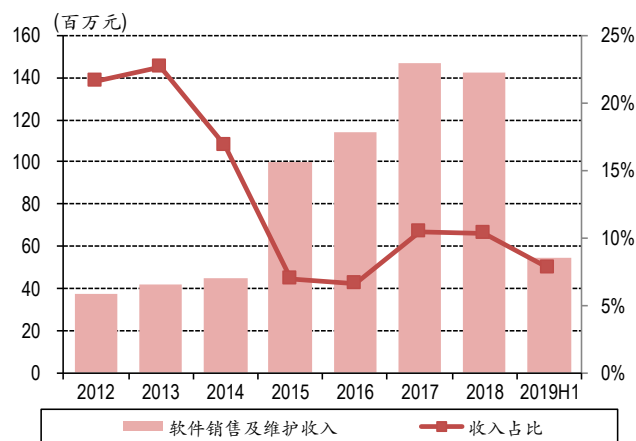
资料来源：万得，中银国际证券

图表 33. 2014-2019H1 基金销售及其他业务收入及占比



资料来源：万得，中银国际证券

图表 34. 2012-2019H1 软件销售及维护收入及占比



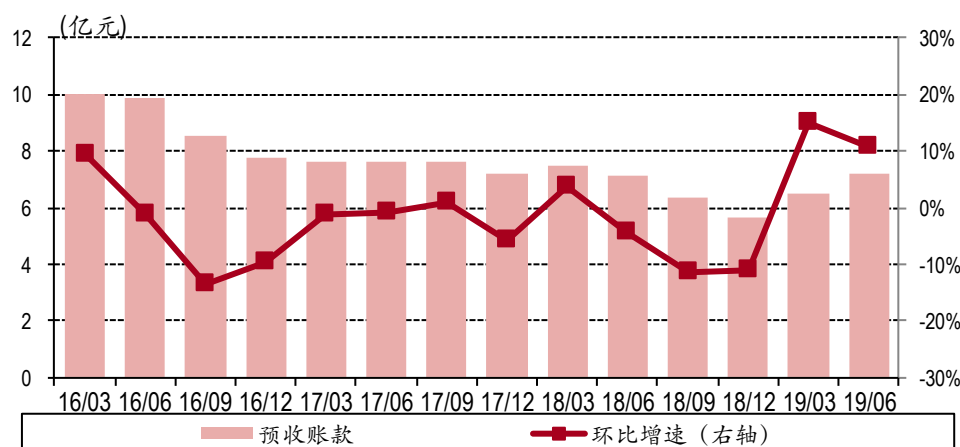
资料来源：万得，中银国际证券

4.2 公司财务现状：现金流与预收账款改善，公司业绩望回暖

预收账款历经三年的下滑之后，于 19 年迎来回升。由于公司大部分产品的收入是分期确认的，因此部分销售回款不能第一时间确认收入，而是作为预收账款确认。作为公司业绩的领先指标，预收账款的增减能够帮我们提前判断公司业绩的变化走势。2016-2018 年，公司预收账款呈现逐季度下滑的态势，由 2016Q1 的 10.03 亿元下滑至 2018Q4 的 5.65 亿元，降幅达到 43.63%，与公司业绩的走势高度吻合。2019 年以来，公司预收账款迎来显著回升，连续两个季度快速增长，截至 2019H1 公司预收账款增至 7.20 亿元，较年初增长 27.41%，为未来释放利润奠定基础。

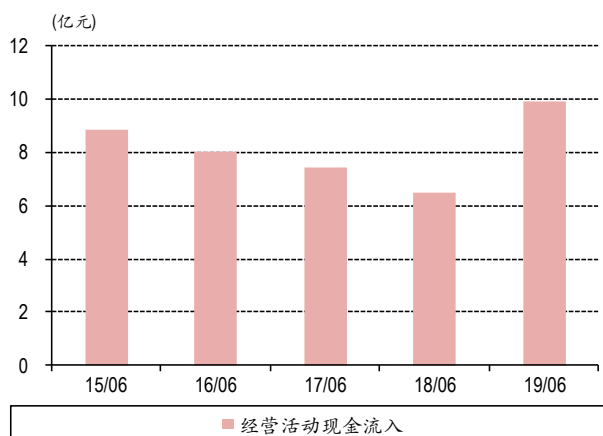
市场情绪提振，经营现金流显著改善。同预收账款相似，公司经营现金流同样能提前预判公司未来业绩的兑现，2019 年来公司经营现金流也发生显著改善。截至 2019H1，公司发生经营活动现金流入 9.93 亿元，同比增长 52.58%，甚至超过 2015H1 的现金净流入 8.87 亿元；公司发生经营活动现金净流入 4.08 亿元，同比增长 181.78%，显著高于 2016-2018 年上半年的净流入，仅低于 2015 年的经营活动现金净流入 5.94 亿元。市场情绪提振，经营现金流发生显著改善。

图表 35. 2016/03-2019/06 同花顺预收账款及增速



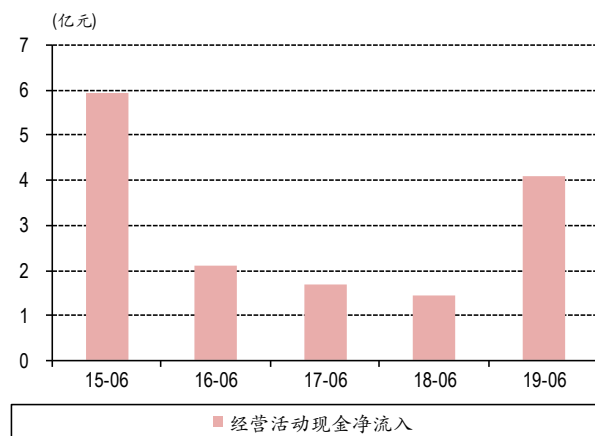
资料来源：中基协，中银国际证券

图表 36. 2015/06-2019/06 同花顺经营活动现金流入



资料来源：万得，中银国际证券

图表 37. 2015/06-2019/06 同花顺经营活动现金净流入



资料来源：万得，中银国际证券

4.3 盈利预测与估值：看好公司未来发展前景

1. 盈利预测：业绩有望显著回暖

假设一：市场行情于 2019 保持好转趋势并维持到 2020 年，增值电信业务、软件销售及维护保持稳健增长，主要产品价格维持稳定且用户付费转化率与 ARPU 稳健增长；

假设二：受益于行情回暖，公司广告及互联网推广服务、基金销售收入在低基数下将于 2019 年大幅回升，并保持快速增长态势；

假设三：公司各业务毛利率保持稳定，成本可控，销售费用、管理费用、财务费用、研发费用与营业收入保持稳定的正相关关系，有效所得税率保持稳定；

假设四：宏观经济与海外市场等因素不发生较大的超预期变化，互联网金融信息行业保持稳健发展；

图表 38. 同花顺 2019 年各主营业务收入与成本测算（万得资讯统计）

单位：	2017	2018	2019E	2020E	2021E
百万元	实际	实际	预测	预测	预测
营业总收入	1,409.70	1,386.90	1,757.00	2,174.47	2,608.44
营业收入增速 (yoy) (%)	(18.70)	(1.60)	26.70	23.80	20.00
营业成本	142.16	141.02	146.08	194.04	214.74
营业成本增速 (yoy) (%)	(0.80)	3.60	32.80	10.70	10.90
分部收入					
增值电信业务	860.26	823.22	922.01	1,023.43	1,136.00
同比增长(%)	(14.00)	(4.00)	12.00	11.00	11.00
毛利率(%)	89.00	88.00	87.00	88.00	89.00
营业成本	93.30	100.64	119.86	122.81	124.96
软件销售及维护	146.56	142.71	178.39	222.98	278.73
同比增长(%)	29.00	(3.00)	25.00	25.00	25.00
毛利率(%)	87.00	85.00	84.00	85.00	86.00
营业成本	18.83	21.47	28.54	33.45	39.02
广告及互联网推广服务	315.07	320.35	480.53	672.74	874.56
同比增长(%)	(20.00)	2.00	50.00	40.00	30.00
毛利率(%)	98.00	97.00	96.00	97.00	97.00
营业成本	6.49	8.75	19.22	20.18	26.24
基金销售及其他业务	87.81	100.62	176.09	255.32	319.15
同比增长(%)	(61.00)	15.00	75.00	45.00	25.00
毛利率(%)	74.00	85.00	85.00	85.00	85.00
营业成本	22.40	15.22	26.41	38.30	47.87

资料来源：万得，中银国际证券



图表 39. 同花顺 2019 年业绩测算 (万得资讯统计)

单位:	2017	2018	2019E	2020E	2021E
百万元	实际	实际	预测	预测	预测
营业总收入	1,409.70	1,386.89	1,757.00	2,174.47	2,608.44
营业收入	1,409.70	1,386.89	1,757.00	2,174.47	2,608.44
营业总成本	684.23	764.08	837.10	967.11	1,114.53
营业成本	141.01	146.08	194.04	214.74	238.09
税金及附加	21.01	20.38	28.11	34.79	41.74
销售费用	123.68	148.18	175.70	195.70	208.68
管理费用	459.49	105.45	122.99	152.21	182.59
研发费用	0.00	396.06	439.25	521.87	626.03
财务费用	(61.01)	(71.41)	(122.99)	(152.21)	(182.59)
资产减值损失	0.03	19.34	0.00	0.00	0.00
其他收益	38.31	51.08	53.64	56.32	59.13
投资净收益	42.80	9.45	9.92	10.41	10.93
营业利润	806.58	683.37	983.46	1,274.10	1,563.98
营业外收入	0.12	0.09	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.52	0.68	0.00	0.00	0.00
利润总额	806.18	682.78	983.46	1,274.10	1,563.98
所得税	80.52	48.85	68.84	89.19	109.48
净利润	725.65	633.93	914.62	1,184.91	1,454.50
归母净利润	725.65	633.93	914.62	1,184.91	1,454.50
营收增速(%)	(18.69)	(1.62)	26.69	23.76	19.96
净利润增速(%)	(40.11)	(12.64)	44.28	29.55	22.75

资料来源: 万得, 中银国际证券

2. 估值

我们预计公司 2019/2020/2021 年分别实现营业总收入 17.57 亿元/21.74 亿元/26.08 亿元, 分别实现归母净利润 9.15 亿元/11.85 亿元/14.55 亿元, 对应 EPS 分别为 1.70 元/2.20 元/2.71 元, 同比增速分别为 44.28%、29.55%、22.75%。同花顺作为牛市高弹性品种, 行情好转之下业绩彰显高弹性, 同时公司作为人工智能+金融科技龙头, 未来发展前景良好, 当前公司 PE (TTM) 76.1 倍, 低于 wind 互联网金融指数 PE (TTM) 166.08 倍, 首次覆盖, 给予公司 **增持** 评级。

图表 40. 部分上市互联网金融企业估值表

股票简称	股价 (元)	总市值 (亿元)	PB				PE				评级
			2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E	
东方财富	15.08	1,013.00	6.45	5.35	4.43	3.66	105.63	53.19	42.57	35.47	买入
同花顺	100.11	538.00	16.11	13.46	11.17	9.28	84.90	58.84	45.42	37.00	增持
中天金融	3.40	238.00	1.40	1.22	1.05	0.89	16.24	10.78	8.04	6.21	未有评级
海印股份	2.71	61.00	1.88	1.56	1.46	1.41	44.01	28.98	25.69	21.41	未有评级
中嘉博创	9.25	62.00	1.72	1.59	1.46	1.33	24.47	18.50	15.09	12.39	未有评级
苏宁易购	10.48	976.00	1.21	1.04	1.00	0.95	7.32	7.52	25.12	18.69	未有评级
生意宝	24.17	61.00	7.18	6.48	5.44	4.27	175.29	66.93	34.23	19.84	未有评级
报喜鸟	2.95	36.00	1.32	1.31	1.23	1.17	69.29	24.77	18.10	15.49	未有评级
证通电子	7.92	41.00	1.69	1.66	1.61	1.54	(16.92)	40.00	26.16	17.98	未有评级
世联行	3.73	76.00	1.44	1.34	1.25	1.15	18.33	18.86	16.65	14.47	未有评级
海宁皮城	4.31	55.00	0.74	0.71	0.69	0.67	15.18	16.28	15.98	16.19	未有评级
协鑫集成	6.47	329.00	7.74	7.71	7.63	7.52	728.71	965.67	378.36	248.85	未有评级
东易日盛	7.20	30.00	2.53	2.27	2.06	1.85	11.96	11.04	9.75	8.54	未有评级
银之杰	16.03	113.00	8.38	8.26	8.07	7.82	316.85	270.78	178.11	128.34	未有评级
腾邦国际	5.38	33.00	1.17	1.03	0.89	0.75	19.77	13.17	10.42	8.44	未有评级
上海钢联	68.40	109.00	11.37	9.65	7.79	6.09	90.00	52.12	33.61	24.35	未有评级
汉鼎宇佑	9.88	67.00	2.86	2.71	2.55	2.37	53.89	46.98	39.05	30.96	未有评级
润和软件	13.76	110.00	2.37	2.22	2.05	1.87	34.86	28.05	21.98	17.55	未有评级
汇金股份	9.18	49.00	5.88	5.40	4.78	4.10	102.18	65.52	41.41	28.77	未有评级
赢时胜	11.99	89.00	3.28	3.06	2.89	2.67	50.06	38.92	31.59	25.76	未有评级
盛天网络	13.43	32.00	3.26	3.14	2.94	2.71	60.31	57.32	33.87	25.66	未有评级
恒生电子	74.99	602.00	18.93	14.97	12.06	9.65	93.32	63.41	51.97	40.56	未有评级
大智慧	7.69	153.00	10.60	10.04	9.43	8.82	141.12	94.08	78.40	68.17	未有评级
板块平均		4,873.00	5.20	4.62	4.09	3.60	97.69	89.39	51.49	37.98	

资料来源：万得，中银国际证券

注：股价截止日 2019 年 10 月 25 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

5 投资建议

1. 证券服务应用王者+券商系统覆盖率 90%+，公司掌握大数据优势。1) 移动端产品逐渐成为公司产品体系的重心。近年来，同花顺 app 的月活跃用户数 (MAU) 稳定保持在 3000 万以上，一直处于证券服务类 app 的第一位，且大幅领先于主要竞争对手东方财富、大智慧。2) 当前公司券商网上交易系统覆盖率预计达到 90% 以上，在贡献稳定收入的同时，也使公司掌握投资者交易行为与习惯等核心大数据。

2. 强大研发能力助公司积累技术优势，并已抢先布局 AI 领域。1) 同花顺研发投入快速增长，2018 年公司研发投入已高达 3.96 亿元，上市以来年复合增速达 25.88%，2018 年研发人员数量已达 1941 人，年复合增速达 23.38%，两项指标均大幅领先于东方财富、大智慧。2) 同花顺抢先进行 AI 技术研发和应用，目前 AI 技术累计有 23 年的技术沉淀、3 亿海量用户使用量、30 项核心技术服务以及近 180 亿次的 AI 服务调用量。公司 AI 技术在 AI 开放平台、2C 产品设计、业务推销、资产管理等多个场景获得应用，未来 AI 技术有望大幅提升公司盈利水平。

3. 依托流量变现并搭建 2C&2B 多层次立体化服务平台，公司商业模式日渐成熟。公司以成为综合性金融服务商为长远发展目标，同花顺业务发展经历券商手机行情服务、多重商业形态、多重领域三个阶段，目前处于第二阶段。展望未来，同花顺第三阶段正在试水的领域如贵金属、基金管理等已经领先于行业，更加多元化的流量变现是未来发展必然趋势。

图表 41. 同花顺商业模式日渐成熟



资料来源：中基协，中银国际证券

4. 产品付费率与 ARPU 有望不断提升，海量流量获多元化变现渠道。1) 付费产品是提升客户粘性并实现流量+技术变现的重要途径，强大功能的付费产品体系形成了差异化竞争的重要基础，2C 端包括 level 2、短线宝金融大师等数十种产品，2B 端则拥有发展空间巨大的 iFinD 明星产品，未来有望不断提高付费率与 ARPU，提升盈利能力。2) 公司依托海量流量优势在广告、券商开户导流、基金销售、基金管理、贵金属交易、智能投顾、保险经纪、期货开户交易等领域已率先展开布局，流量变现渠道日趋多元化。



6 风险提示

- 1.中美关系等国际环境、国内宏观经济恶化，互联网金融信息行业发展或市场行情走势不及预期；
- 2.行业内部竞争加剧，各业务费率下滑，营业成本率上升较快，毛利下降；
- 3.AI等重要核心技术研发进展与成果不及预期或被竞争对手超越；
- 4.同花顺 app 等移动端流量优势缩小或由优势转为劣势；
- 5.公司控费不力，尤其是管理费用、研发费用占比大幅提升，大幅压缩利润率；
- 6.技术、流量变现渠道开发进展不及预期。
- 7.金融科技以及人工智能领域政策超预期；
- 8.互联网巨头对行业的冲击加大。

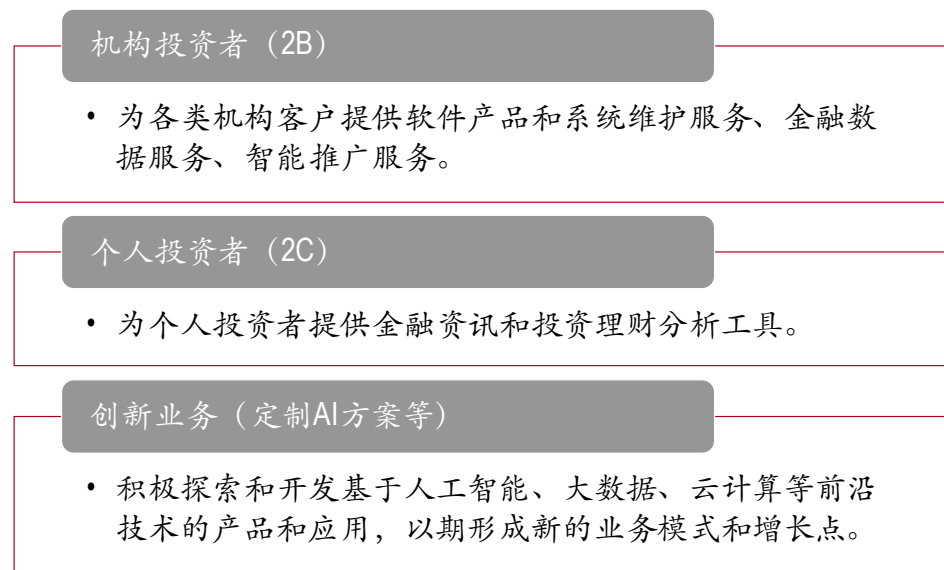
附：互联网金融信息提供商领军者，深耕主业二十年

附 1：同花顺的前世今生：历经两轮发展周期，日趋成熟

同花顺（300033）公司成立于 2001 年，总部位于杭州未来科技城，是国内第一家互联网金融信息服务上市上市公司，是业内唯一一家国家信息化试点工程单位，是国家规划布局内重点软件企业、高新技术企业。技术创新作为公司的驱动力，公司长期坚持技术创新，实践“让投资变得更简单”的理念。

作为国内领先的互联网金融信息服务提供商，公司在业内拥有完整的产业链，产品及服务覆盖产业链上下游。主要客户涵盖金融市场的各层次参与主体，包括证券公司、公募基金、私募基金、银行、保险、政府、研究机构、上市公司等机构客户，以及广大个人投资者。公司主要业务是为各类机构客户提供软件产品和系统维护服务、金融数据服务、智能推广服务，为个人投资者提供金融资讯和投资理财分析工具。同时，公司基于现有的业务、技术、用户、数据优势，积极探索和开发基于人工智能、大数据、云计算等前沿技术的产品和应用，以期形成新的业务模式和增长点。目前，公司已构建同花顺 AI 开放平台，可面向客户提供智能语音、自然语言处理、智能金融问答、知识图谱、智能投顾等多项 AI 产品及服务，为银行、证券、保险、基金、私募等行业提供智能化解决方案。

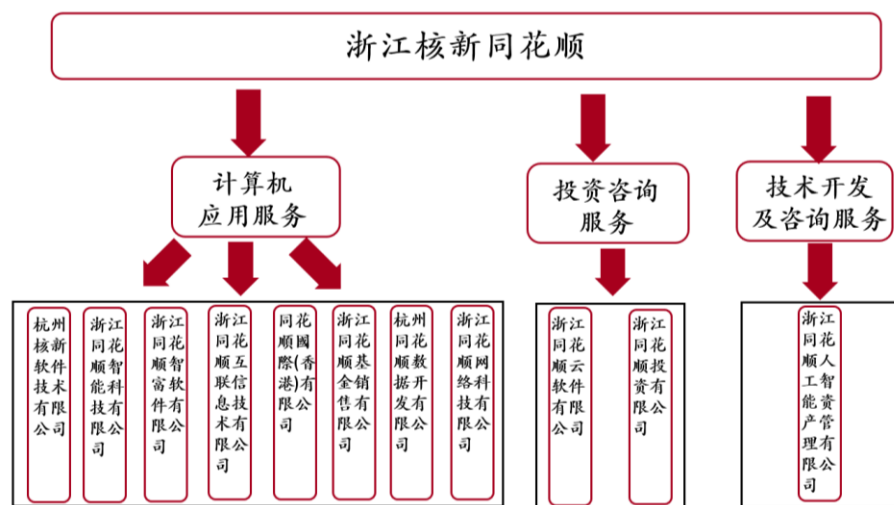
图表 42. 同花顺针对不同客群提供多样化服务



资料来源：公司公告，中银国际证券

公司现拥有十一家全资子公司与四大主营业务。公司作为国内首家上市的互联网金融信息服务公司，拥有同花顺科技、同花顺软件等十家子公司，涉及多个高端金融和科技领域。营收主要来自增值电信业务(主要针对个人投资者)、网上行情交易系统(针对机构投资者)、广告与互联网推广业务和基金销售及其他业务。自成立至今，公司已经经历了两轮完整的周期，公司平台已逐渐成熟。

图表 43. 同花顺全资控股子公司（11 家）



资料来源：公司公告，中银国际证券

- 1) **2006-2009 年第一轮高速增长期：**这一轮成长是公司内生飞跃和股票市场牛市周期影响的叠加。在该轮快速成长过程中，公司自身业务的发展更为重要。
- 2) **2010-2013 年业绩承压期：**2012 和 2013 年，公司业绩增速承压。一方面，长期低迷的二级市场对公司业务造成影响；另一方面在这两个年度中，公司进行了大规模的产品升级，并创建新一代网上交易服务平台和机构版金融数据库。在这两年中，公司投放了大量经费用于产品完善。同时，为了获取更多用户，C 端产品也扩大了免费范围，这对营收及利润也造成一定影响。虽然免费范围放宽、研发费用增加，导致短期内业绩上的波动，但却保证了产品丰富、用户规模扩大及技术创新，为以后迈向 Fintech 尖端领域打下了坚实的基础。
- 3) **2014-2016 年第二轮快速发展期：**2014 年随着大牛市的来临，公司再次爆发式增长。2015 年营收达到 14.42 亿元，同比增长 443%；实现归母净利润 9.6 亿元，同比增长 1483%。股票市场活跃度快速提升是本轮行情向好的重要因素，同时公司新一轮技术进步不可忽略。
- 4) **2017 至 2018 年业绩下滑期：**受市场行情持续下行以及活跃度走低的拖累，公司业绩自 2017 年出现下滑，同时叠加行业内部竞争加剧等因素，公司主业盈利能力再次受到挑战。

图表 44. 同花顺经历了两轮发展周期



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 45. 同花顺上市以来发展大事记

时间	事件	简介	拓展领域
2009 年 12 月	完成 IPO	IPO 实际募资 8.4 亿元，投资于手机金融服务网二期项目，系列产品升级和机构版金融数据库。主营业务包括网上行情交易系统、金融资讯与数据服务、手机金融信息服务	金融信息服务
2010 年	推出机构版金融终端（试用版）	推出同花顺股指期货交易软件、融资融券交易软件；推出领航家、大研究等高端信息产品；推出试用版机构版金融数据终端，从 2C 业务模式转向 2C 与 2B 并重	机构业务
2011 年	云参数和大战略	推出云参数和大战略等新产品，为客户提供崭新的金融信息服务	金融信息服务
2011 年	设立子公司核新金融	在美国设立子公司核新金融信息服务公司，开展境外业务的前期探索	境外业务
2012 年	完善机构版金融数据服务	机构版金融数据由试用阶段转入销售，在完善公司盈利模式的同时实现机构业务初步布局	机构业务
2012 年	开发专业化金融资讯平台	在投顾业务、经纪业务等细分领域整合开发专业化的金融资讯平台，推进高端金融信息服务快速发展	金融信息服务
2012 年	推出银行理财	推出银行理财、炒股公开课等创新产品，满足投资者多元化的投资需求和全天候的投资教育需求	银行理财
2012 年	金融衍生品综合营运平台	金融衍生品综合营运平台开始销售，进一步扩大高端用户覆盖范围，为衍生品市场的开拓奠定良好基础	衍生品市场
2012 年	同花顺系列产品升级	同花顺系列产品升级开始全面推向市场，具有个性化的界面、丰富全面的资讯	产品升级
2013 年	推出 iFinD2.0 版和手机版	公司完成“可变利率下债券定价模型”、“量化平台的 ETF 高频配对交易”等多个项目研发，并在机构版金融数据库 iFinD 和量化交易平台等多个产品中广泛运用	金融信息服务
2013 年	完善大战略、财富先锋	公司不断完善大战略、财富先锋、大研究和机构版金融数据终端 iFinD 等一系列产品，根据市场需求产品不断更新升级	金融信息服务
2013 年	爱问财	基于大数据环境下运用云计算、语义识别、人工智能等新技术推出财经直接搜索引擎“爱问财”	财经搜索引擎
2013 年	手机财富先锋、手机诊股	手机金融服务二期项目深入推进，推出了手机财富先锋、手机诊股等一系列用户喜爱的增值服务	用户增值服务
2013 年 8 月	收益宝	正式推出基于货币基金现金管理的创新理财工具——“收益宝”	理财工具
2014 年	iFinD 金融数据终端新版本	公司研发了一系列针对银行、上市公司、高等院校等衍生的 iFinD 金融数据终端新版本	金融数据服务
2014 年	“金融大脑”投资机器人	公司应用人工智能、金融大数据、语义分析等技术，成功研发了实现自动交易和风控，可模仿人类投资逻辑，并具有自主学习的“金融大脑”—投资机器人	辅助投资
2014 年	网上开户	公司不断完善新一代网上行情交易系统，和合作券商一起探索互联网证券的各类创新应用，实现用户服务的差异化与个性化	网上开户
2014 年	完善实时港股	公司不断完善实时港股，满足了沪港通实施以来投资者对港股实时行情和资讯的需求	港股投资
2014 年	完善舆情监控系统	公司不断完善、优化基于大数据和云计算的金融信息搜索、处理、存贮、挖掘、分析技术的舆情监控系统	舆情监控
2015 年	优化网上行情交易系统	根据互联网金融信息服务行业技术的最新发展，不断完善和优化新一代网上行情交易系统，和合作券商一起构建良好的互联网证券创新生态，实现用户服务的差异化与个性化。	网上行情交易
2015 年	优化手机产品功能	公司对“手机炒股”、“iFinD 手机版”、“爱基金手机版”等一系列手机产品的功能进行拓展和优化	产品销售
2016 年	重构 iFinD 金融数据终端	重构 iFinD 金融数据终端，引入人工智能和垂直搜索引擎技术，可实现基于自然语言的交互	人工智能
2016 年	构建知识图谱	构建基于上市公司、行业数据的知识图谱，新增了新经济产业链，强化行业数据可视化阅读	金融数据服务
2016 年	iFinD 增加在线模式	增加上市公司、研究员、投顾等金融行业人员在线路演、交流定增业务等在线模式，将 iFinD 金融数据终端打造成深度投研交流平台	金融数据服务
2016 年	构建互联网金融平台	公司与基金公司开展深度合作，构建互联网金融大数据服务开放平台，利用大数据分析开展证券投资	互联网金融
2017 年	推出“MindGo”量化交易终端	公司利用在数据资源的优势与人工智能技术突破，在量化交易服务领域推出量化交易终端——“MindGo”平台	人工智能
2017 年 5 月	股市助手小花	推出智能投顾产品——股市助手小花，该产品为广大的互联网用户提供基于语音交互的智能资讯、智能选股、智能诊股、智能客服、股市百科等服务	智能投顾
2017 年 9 月	i 问财人工智能开放平台	面向金融机构提供公开服务的 i 问财人工智能开放平台上线，该平台可向机构用户提供智能问答、舆情分析、智能助理、组件云、数据可视化等服务	人工智能
2018 年	完善 AI 开放平台	继续完善同花顺 AI 开放平台，将领先的智能语音、自然语言处理、智能金融问答、知识图谱、智能投顾等多项 AI 技术运用于银行、证券、保险、基金、私募等行业，为各类用户提供智能化解决方案	人工智能
2018 年	完善 MindGo 量化交易平台	进一步深化 MindGo 量化交易平台的研发，利用金融大数据、人工智能、云计算等手段降低量化投资门槛	人工智能
2018 年	发展 iFinD 金融数据终端	继续大力发展 iFinD 金融数据终端，运用机器阅读、智能搜索、语音识别、自然语言处理、知识图谱、数据可视化等人工智能技术，实现了基于语音交互与智能搜索服务、机器阅读研报、研报知识图谱自动生成、企业财务数据可视化展示等功能	金融数据服务
2018 年	获得保险经纪牌照	子公司核新软件公司获得保险经纪牌照和同花顺人工智能公司通过私募基金管理人备案登记	基金销售

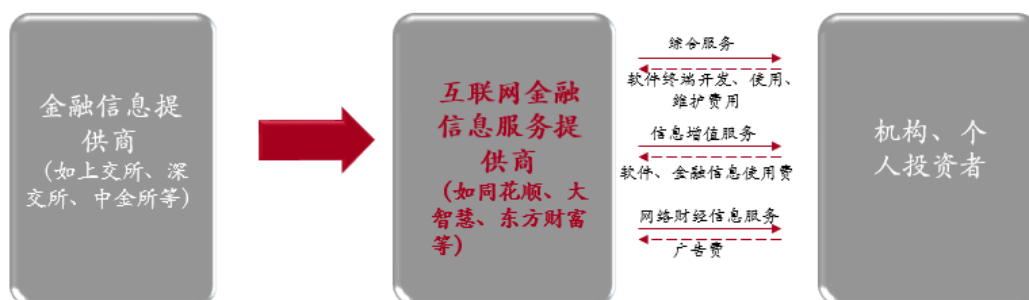
资料来源：公司公告，中银国际证券

附 2：外部发展环境：互联网金融信息行业正起航，未来发展空间仍巨大

市场容量不断上升，行业正起航。自 2005 年中国证券市场实施股权分置改革以来，我国证券市场进入快速发展时期，互联网金融信息服务行业迎来了高速发展的机遇。互联网金融信息服务业在我国属于新兴行业，经过 20 多年的发展，行业经营模式和盈利模式基本成型，发展状况良好。随着我国资本市场的不断壮大，居民财富的稳定增长，金融产品逐渐丰富，互联网技术的成熟，投资者对金融信息的需求不断增加，我国互联网金融信息服务市场容量不断上升。目前，市场上主流的金融信息服务商主要有大智慧、同花顺、东方财富、万得资讯、益盟股份、指南针等，并出现了以大智慧、同花顺、东方财富为代表的上市公司。相对于我国庞大的证券投资者规模和金融业产值，未来互联网金融信息服务行业仍然有较大的发展空间。

互联网金融信息提供商处于产业链中游，起到了承上启下的重要纽带作用。互联网金融信息服务业的产业链分为上游、中游、下游。位于产业链上游的是各类金融信息提供商，包括各交易所的专属信息发布机构和其他专业研究、咨询机构，例如上海证券交易所、深圳证券交易所、中国金融期货交易所等。这些基础信息的提供商将自有的数据、资讯、报告提供给下游的信息使用机构。位于产业链中游的是各类互联网金融信息服务提供商，他们通过对基础信息进行加工整合，开发互联网金融信息产品，从而向下游客户销售产品并提供金融信息。互联网金融信息服务的提供商是该行业的核心力量，起到了加工信息和传递信息的作用。位于产业链下游是金融信息产品和服务的最终用户，包括机构和个人投资者，是该行业的最终消费者。投资者借助互联网金融信息服务提供商加工整合过的金融信息，方便快捷地做出投资决策。

图表 46. 互联网金融信息服务提供商位于产业链中游

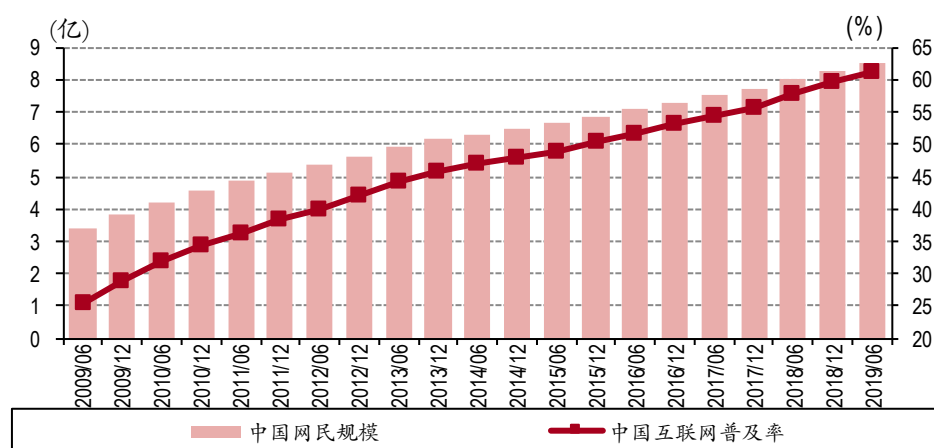


资料来源：公司公告，中银国际证券

国家相关产业政策大力支持行业未来发展。在“十三五”期间，国家出台了多项鼓励企业进行技术创新和产业升级的政策。《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》明确指出，信息技术核心产业应顺应网络化、智能化、融合化等发展趋势，加快推动信息技术关键领域创新技术研发与产业化，推动电子信息产业转型升级。作为信息技术业的核心产业之一，互联网金融信息服务业也将迎来新的发展机遇。众多行业外的优秀企业已通过各种方式进行了互联网金融信息服务业的产业布局，未来的行业将迎来百花齐放的局面。

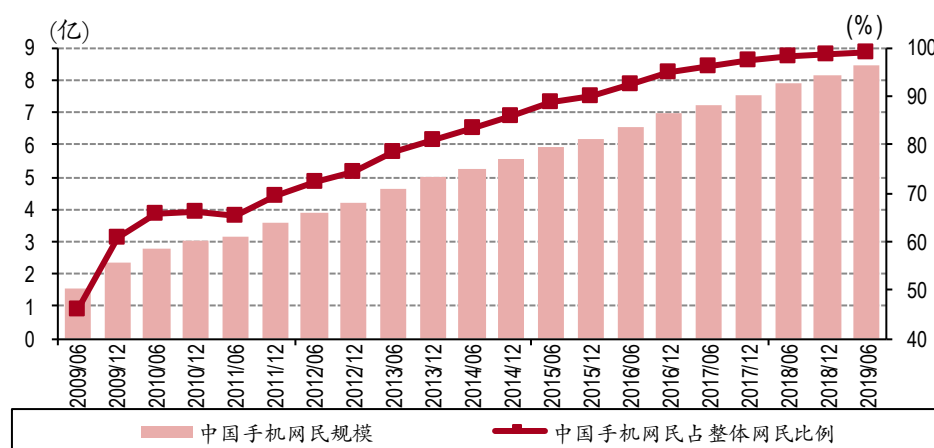
网民规模和手机上网比例不断增加，助推行业起航。根据中国互联网络信息中心（CNNIC）发布统计报告，截至 2019 年 6 月，我国网民规模为 8.54 亿，上半年新增网民 2600 万人，较 2018 年末增加 3%，互联网普及率达 61.20%，较 18 年末提升近 2 个百分点。截至 2019 年 6 月，我国手机网民规模达 8.47 万亿，上半年新增手机网民 2983 万人，较 2018 年末增加 4%。网民中使用手机上网人群的占比由 2018 年的 98.60% 提升至 99.10%，网民手机上网比例继续攀升，接近 100%。

图表 47.2009/6-2019/6 中国网民规模与互联网普及率



资料来源：公司公告，中银国际证券

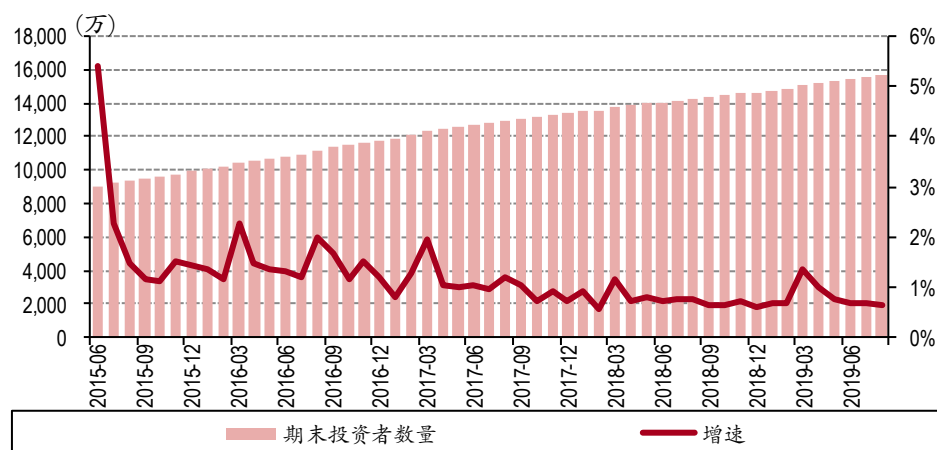
图表 48.2009/6-2019/6 中国手机网民规模与占比



资料来源：公司公告，中银国际证券

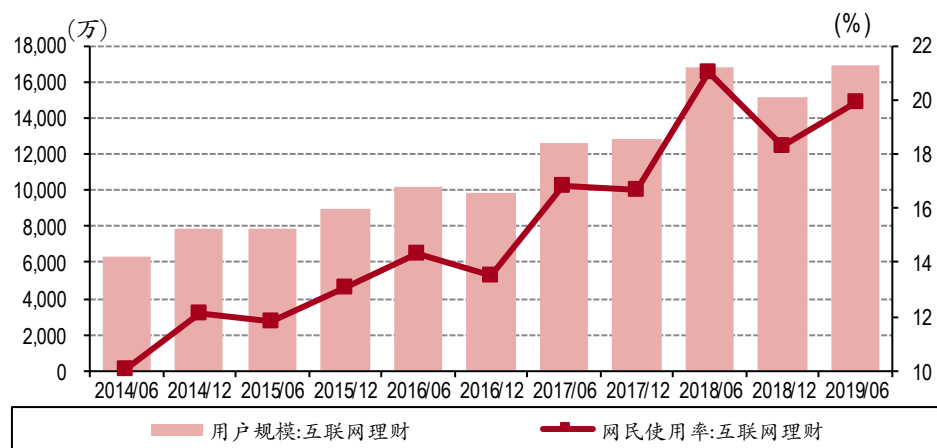
投资者基数与互联网理财用户规模持续扩大，为行业发展提供了动能。中国证券登记结算有限责任公司发布的统计月报显示，截至2019年8月底，证券投资者数达到1.5636亿户，较2018年底增长7%，其中自然人投资者超过1.5599亿户，占比仍高达99.76%。我国互联网理财用户规模持续扩大，网民理财习惯逐渐得到培养，截至2019年6月，我国购买互联网理财产品的网民规模就达到了1.70亿，上半年互联网理财用户增加1834万，较2018年末增长12%，呈现高速增长趋势。互联网理财用户占网民规模的19.9%，占比较年初提升1.6个百分点。

图表 49.2015/6-2019/8 期末投资者数量与增速



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 50.2014/6-2019/6 互联网理财用户规模与网民理财使用率

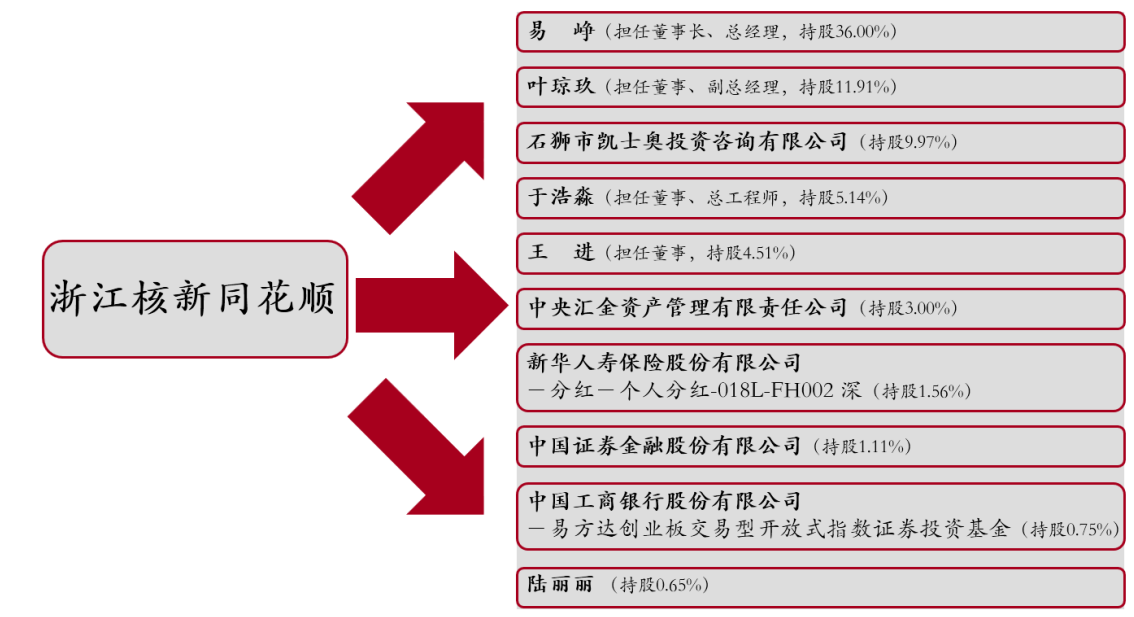


资料来源：公司公告，中银国际证券

附 3：内部发展环境：股权结构、管理层稳固，公司发展策略一以贯之

股权结构稳定且集中，有利于公司的决策效率。公司从最初一家小软件企业逐渐发展壮大，其民营基因与特色根深蒂固，从公司股权结构来看，易峥与叶琼玖作为前两大股东（同时也是自然人股东），自公司上市以来持股比例基本保持不变，截至 2019 年 8 月，易峥持股 36%，叶琼玖持股 11.91%，再加上公司第三大股东石狮市凯士奥投资咨询有限公司（前四大股东分别为易峥的姐姐易晓梅、同花顺第五大股东王进、叶琼玖、同花顺第四大股东于浩淼，共持有 70% 股份，为一致行动人），合计持股比例近 58%，在公司拥有绝对的控制权与话语权，这也保证了公司股权结构的稳定与决策的高效率，为公司的发展战略一以贯之奠定坚实基础。

图表 51.2018 年末公司十大股东构成



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 52.同花顺董事会、监事会与管理层构成 (截至 2018 年末)

姓名	职务	任职日期	持股比例
易峰	董事长、董事、总经理	2007/12/1	36.00%
叶琮玖	董事、副总经理	2007/12/1	11.91%
于浩淼	董事、总工程师	2007/12/1	5.14%
王进	董事	2007/12/1	4.51%
吴强	董事、副总经理	2007/12/1	间接持股
朱志峰	董事、副总经理、董事会秘书	2007/12/1	间接持股
刘利剑	独立董事	2013/12/25	-
姚先国	独立董事	2013/12/25	-
韩世君	独立董事	2018/3/20	-
郭昕	监事会主席、监事	2007/12/1	-
夏炜	监事	2013/5/15	-
俞立峰	职工监事	2012/8/24	-
杜烈康	财务总监	2007/12/1	间接持股

资料来源：彭博

在创始人与掌舵人易峰的坚持与带领下，公司坚守并深耕主业不动摇。公司创始人易峰作为公司第一大股东，同时也兼任公司董事长与总经理。由于早年间易峰创立的同花顺是通过软件开发起家的，让其更加清楚地认识到研发投入的重要性，同花顺更加坚定地围绕互联网金融信息服务业这一主业不断挖掘与长期深耕，二十年来不动摇。

损益表(人民币百万)

年结日：12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
一、营业总收入	1,410	1,387	1,757	2,174	2,608
营业收入	1,410	1,387	1,757	2,174	2,608
二、营业总成本	684	764	837	967	1,115
营业成本	141	146	194	215	238
营业税金及附加	21	20	28	35	42
销售费用	124	148	176	196	209
管理费用	459	105	123	152	183
研发费用	0	396	439	522	626
财务费用	(61)	(71)	(123)	(152)	(183)
资产减值损失	0	19	0	0	0
其他收益	38	51	54	56	59
投资净收益	43	9	10	10	11
四、营业利润	807	683	983	1,274	1,564
加：营业外收入	0	0	0	0	0
减：营业外支出	1	1	0	0	0
五、利润总额	806	683	983	1,274	1,564
减：所得税	81	49	69	89	109
六、净利润	726	634	915	1,185	1,455
归母净利润	726	634	915	1,185	1,455

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

资产负债表(人民币百万)

年结日：12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	3,507	3,435	4,214	4,967	5,841
应收账款	12	13	14	16	19
其他应收款	51	29	32	42	48
其他流动资产	175	122	290	406	528
流动资产合计	3,744	3,599	4,550	5,430	6,435
固定资产	362	396	421	434	477
在建工程	16	52	82	91	104
无形资产	80	79	79	79	79
非流动资产合计	467	532	587	607	664
资产总计	4,211	4,131	5,137	6,038	7,100
应付账款	34	36	51	66	76
预收账款	722	565	793	832	874
应付职工薪酬	63	75	98	103	108
应交税费	82	49	58	67	77
其他应付款	136	60	134	147	162
流动负债合计	1,036	786	1,134	1,216	1,297
预计负债	1	1	1	1	1
递延收益-非流动负债	5	3	3	3	3
非流动负债合计	6	4	4	4	4
负债合计	1,042	791	1,138	1,220	1,302
实收资本(或股本)	538	538	538	538	538
资本公积金	357	357	357	357	357
盈余公积金	295	361	452	571	716
未分配利润	1,993	2,078	2,643	3,343	4,179
归属母公司股东的权益	3,169	3,340	3,998	4,818	5,798
所有者权益合计	3,169	3,340	3,998	4,818	5,798
负债及股东权益总计	4,211	4,131	5,137	6,038	7,100

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

现金流量表(人民币百万)

年结日：12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
商品、劳务收到的现金	1,447	1,314	1,989	2,161	2,606
收到的税费返还	15	10	11	12	14
收到其他经营活动现金	70	132	229	252	277
经营活动现金流入小计	1,531	1,456	2,229	2,425	2,897
商品、劳务支付的现金	126	111	110	123	144
支付给职工的现金	491	580	715	865	1,012
支付的各项税费	259	173	87	115	141
支付其他经营活动现金	75	63	70	77	84
经营活动现金流出小计	952	928	982	1,180	1,381
经营活动现金流量净额	579	528	1,247	1,245	1,516
取得投资收益收到的现金	43	10	10	10	11
收到其他投资活动现金	42	58	39	41	43
投资活动现金流入小计	85	71	49	52	54
购建长期资产支付的现金	28	105	55	21	57
支付其他投资活动现金	32	0	205	157	165
投资活动现金流出小计	59	121	260	178	222
投资活动现金流量净额	26	(50)	(211)	(126)	(168)
分配股利支付的现金	484	484	258	366	474
筹资活动现金流出小计	484	484	258	366	474
筹资活动现金流量净额	(484)	(484)	(258)	(366)	(474)
现金净流量	121	(5)	779	753	874

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

主要比率(%)

年结日：12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
收入构成					
增值电信收入(%)	61	59	52	47	44
软件销售及维护收入(%)	10	10	10	10	11
广告及互联网推广收入	22	23	27	31	34
基金销售及其他业务收入	6	7	10	12	12
成长性					
营业总收入增长率(%)	(40)	(2)	27	24	20
营业总成本增长率(%)	(60)	12	10	16	15
营业利润增长率(%)	21	(15)	44	30	23
归母净利润增长率(%)	2	(13)	44	30	23
每股指标					
EPS(元)	1.35	1.18	1.70	2.20	2.71
BVPS(元)	5.89	6.21	7.44	8.96	10.79
盈利能力					
经营利润率(%)	57	49	56	59	60
净资产收益率(ROE)	23	19	23	25	25
总资产收益率(ROA)	17	15	18	20	20
估值比率					
PE	74.17	84.90	58.84	45.42	37.00
PB	16.98	16.11	13.46	11.17	9.28

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1)基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2)中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话:(8621)68604866
传真:(8621)58883554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852)39886333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：108008521065
中国电信 21 省市客户请拨打：108001521065
新加坡客户请拨打：8008523392
传真:(852)21479513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852)39886333
传真:(852)21479513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话:(8610)83262000
传真:(8610)83262291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R7DB
United Kingdom
电话:(4420)36518888
传真:(4420)36518877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话:(1)2122590888
传真:(1)2122590889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话:(65)66926829/65345587
传真:(65)65343996/65323371