

计算机

模型平权，聚焦高壁垒 Agent：TF 3D 选股框架

证券研究报告

2025 年 02 月 09 日

投资评级

行业评级

上次评级

强于大市(维持评级)

强于大市

作者

缪欣君

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517080003

miaoxinjun@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《计算机-行业专题研究:信创 2.0: 信创与鸿蒙共振, 招投标有望加速》 2025-01-22
- 2 《计算机-行业点评:美国 AI 芯片禁令发布, 重中国算力头部公司份额有望提升》 2025-01-22
- 3 《计算机-行业投资策略:从互联网到云再到 AI, AI Agent 下的三大投资机会》 2025-01-14

DS 引领模型平权下，各厂商产品能力有望快速提升，而产品长期价值取决于产品壁垒。我们判断 AI 赋能下行业应用价值分化主要取决于三大壁垒：

- 1、用户：用户量和强用户黏性
- 2、数据：垂直数据和数据飞轮
- 3、场景：具备强付费能力和亟需“深度思考”能力

具体如下：

1) 用户粘性强：数据和商业化基础

C/B 端刚性流量入口厂商的 AI 产品落地确定性更高，建议关注付费用户基数×渗透率×ARPU 提升潜力的乘数效应。典型案例如金山办公（C 端标杆）、同花顺（C 端股民流量）与金蝶国际（B 端粘性）：截止 24 年 Q3，金山办公 MAU 达 6.18 亿，PC 和移动版 MAU 分别为 2.77/3.38 亿；根据 QuestMobile 数据，截至 2024 年 Q3 同花顺平均 MAU 达 3163.3 万（我们测算，覆盖 A 股超 40%活跃股民流量）。金蝶卡位 B 端，SaaS 化转型驱动下，客户续费率 90%+（2024H1），累计服务企业、政府组织超 740 万家，我们认为，ERP 场景高频使用特征或奠定 AI 微调数据闭环基础。

2) 数据：数据飞轮下垂直模型竞争力

大模型通用能力仅解决泛化问题，但专业场景需叠加行业 know-how 数据。同时，需寻找垂直数据的沉淀周期长，并且可形成数据飞轮。同样以同花顺为例，我们认为，旗下 iFind（机构端）与问财（C 端）有望形成“数据-产品-用户”的垂直飞轮。iFind 拥有 3000 余项指标的时间序列数据，每日跟踪 2000 多家上市公司、400 个行业信息网站、50 个财经媒体的动态情报。C 端问财通过自然语言交互，将专业数据转化为散户可理解的投研结论（如“近三年 ROE > 15%且研发费用增长 > 30%的公司”）。金山办公日均文档处理量超 3 亿次。金蝶积累超过 740 万家企业、政府组织相关数据，我们认为，系统业务节点对逻辑流程处理 know-how 亦为核心资源。

3) 场景：强付费+深度思考有价值的应用场景

场景的强付费能力是基础，比如金融、教育等市场化竞争较为激烈的领域。以 R1 为代表大模型推理模型路线加速，正从“文科生”向“文理兼备”跃迁，跨模态认知决策有望成为可能。部分行业数据规模庞大且数据格式相对标准，同时行业人士依赖于大量数据进行决策。我们认为，具备这两个因素的行业与 R1 为代表的大模型推理模型相契合，比如金融、教育、医疗行业等。

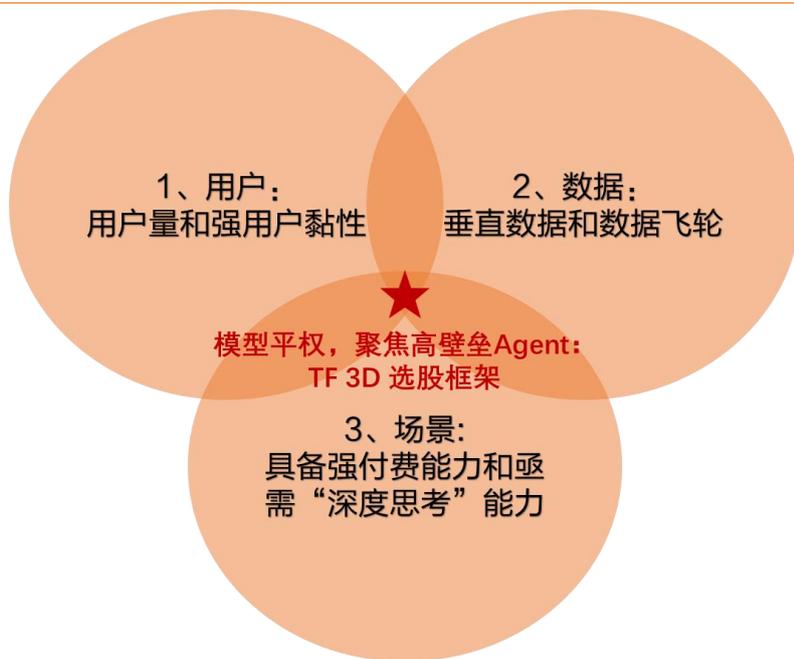
模型平权，聚焦高壁垒 Agent，基于“TF 3D 选股框架”建议关注：

通用型：1) 通用办公：金山办公、福昕软件、万兴科技；2) 企业 SaaS：金蝶国际、汉得信息、鼎捷软件、泛微网络、用友网络、品高股份、致远互联。

垂直型：1) 金融：同花顺、财富趋势、指南针、恒生电子、顶点软件；2) 教育&法律：科大讯飞。

风险提示：行业需求不及预期；AI 研发投入转化效率不及预期；宏观经济影响。

图 1：模型平权，聚焦高壁垒 Agent：TF 3D 选股框架



资料来源：天风证券研究所

表 1：我们测算，同花顺覆盖 A 股超 40%活跃股民流量

类型	数量 (万人)
2023 年最新披露活跃股票账户	约 5000
2024 年新开户数量 (假设均活跃)	2492.14
2024 年底	7492.14
同花顺 24Q3 平均 MAU	3163.3
同花顺覆盖度	42.22%

资料来源：财联社、巨潮 WAVE 公众号、QuestMobile 公众号，天风证券研究所

图 2：同花顺问财 2.0 注入慢思考能力



资料来源：同花顺 APP、同花顺理财公众号，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com