

## 计算机

2026年01月06日

## 同花顺

(300033)

## ——四大成长要素与三大增量

报告原因：强调原有的投资评级

## 买入（维持）

市场数据：	2026年01月05日
收盘价（元）	332.11
一年内最高/最低（元）	426.88/232.00
市净率	23.8
股息率%（分红/股价）	0.93
流通A股市值（百万元）	91,498
上证指数/深证成指	4,023.42/13,828.63

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2025年09月30日
每股净资产（元）	13.96
资产负债率%	34.49
总股本/流通A股（百万）	538/276
流通B股/H股（百万）	-/-

## 一年内股价与大盘对比走势：



## 相关研究

《同花顺（300033）点评：现金流增速高于收入，合同负债预示后续利润潜力》  
2025/08/24

《同花顺（300033）点评：25Q1业绩略低预期，但现金流和预收款等前瞻数据仍乐观》  
2025/04/27

## 证券分析师

洪依真 A0230519060003  
hongyz@swsresearch.com  
黄忠煌 A0230519110001  
huangzh@swsresearch.com  
刘洋 A0230513050006  
liuyang2@swsresearch.com  
研究支持  
罗宇琦 A0230124070004  
luoyq@swsresearch.com  
联系人  
罗宇琦 A0230124070004  
luoyq@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

## 投资要点：

- 本报告复盘同花顺历年所有年报，尝试回答同花顺 30 余年引领行业的秘密，总结出驱动其成长的四大要素，同时指出其未来三大增量。全文对战略定力、技术与产品优势、AI 数据优势、iFinD 竞争力趋势等论述具有较大预期差！
- 兼具牛市弹性与平淡期韧性。复盘同花顺业绩，同花顺收入受资本市场活跃度影响较大。同时，同花顺也具备市场平淡期业绩韧性。韧性来源包括：1) 市场成交额下滑期间积极布局新领域，包括产品创新、客户拓展、技术布局等；2) 同花顺的商业模式和产业链地位带来“利润表韧性”。
- 四大要素：战略定力、产品技术核心、布局全面、C 端优势。复盘公司历年年报，公司有很强战略定力，始终致力于打造全面、智能的金融信息服务平台，无论在牛市、低迷市场环境中均注重长期业务及技术布局。经整理对比，同花顺产品线较同业最为全面，领先的移动端布局带来绝对流量优势。根据易观千帆上半年发布的数据，同花顺证券类 APP 中大幅领先第二名的东方财富，根据证券服务应用市场上半年平均月活计算，同花顺市占率为 21%。
- 市场增量：中长期资金入市，资本市场吸引力提升。政策发力下，近一年资本市场收益率与投资性价比均较往年有较大提升，预计资本市场吸引力有望提升。
- 技术突破增量：AI 数据+问财平台。同花顺 AI 应用方面数据优势显著，包括信息费投入大、数据接口完善、大模型测评集数据质量高等。同花顺在 AI 技术方面长期布局，2006 年成立 i 问财部门，发展至今技术齐备。近年对 AI 投入加码，顶会论文数量、级别与人才待遇体现。C、B 端 AI 均已开始变现，B 端近期中标国泰海通大单证明技术实力，C 端问财 AI 已开始阶梯收费。
- 客户拓展增量：iFinD 价格优势，海外布局。佣金费率双降，降本增效成行业主基调，同花顺定位机构，主打性价比，是降本增效主要受益者，iFinD 市场空间至少 22 亿元/年。同花顺近年海外市场布局节奏加快，彭博等海外销售终端定价为 iFinD 近 20 倍。
- 维持“买入”评级。基于我们对同花顺业务梳理和增量重新评估，预计同花顺 2025-2027 年归母净利润分别为 28.54、35.13、43.08 亿元，增速分别为 57%、23%、23%；此前预期归母净利润分别为 22.86、27.49、31.59 亿元。剔除指南针后的可比公司 2026 年平均 PE 为 63x，当前同花顺 2026 年 PE 为 51x，仍有 20% 以上的上涨空间，维持“买入”评级。
- 风险提示：市场交投活跃度下降、问财能力提升不及预期导致商业化不及预期、竞争对手客户粘性导致 iFinD 推进不及预期。

## 财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1-3	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	4,187	3,261	5,717	6,751	7,882
同比增长率 (%)	17.5	39.7	36.5	18.1	16.8
归母净利润(百万元)	1,823	1,206	2,854	3,513	4,308
同比增长率 (%)	30.0	85.3	56.5	23.1	22.6
每股收益 (元/股)	3.39	2.24	5.31	6.53	8.01
毛利率 (%)	89.4	89.0	90.2	90.1	89.9
ROE (%)	22.9	16.1	28.8	29.3	29.6
市盈率	98		63	51	41

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 投资案件

### 投资评级与估值

**维持“买入”评级。**基于我们对同花顺业务梳理和增量重新评估，预计同花顺 2025-2027 年归母净利润分别为 28.54、35.13、43.08 亿元，增速分别为 57%、23%、23%；此前预期归母净利润分别为 22.86、27.49、31.59 亿元。剔除指南针后的可比公司 2026 年平均 PE 为 63x，当前同花顺 2026 年 PE 为 51x，仍有 20%以上的上涨空间，维持“买入”评级。

### 关键假设点

由于我们对后市交投活跃度较为乐观，预计 2025-2027 年 A 股自然人投资者数量每年增长 1500 万人；由于同花顺 iFinD 产品在当前市场环境下极具性价比，我们假设市占率逐步提升。

### 有别于大众的认识

**1) 市场可能忽略同花顺在市场平淡期依然具有韧性。**我们发现同花顺在市场交易额下滑的年份收入增速通常远好于市场。韧性来源包括：1) 市场成交额下滑期间积极布局新领域，包括产品创新、客户拓展、技术布局等；2) 同花顺的商业模式和产业链地位带来“利润表韧性”。

**2) 市场可能缺乏对同花顺多年发展优势的洞见。**我们梳理公司历年年报，发现公司具有很强的战略定力，始终致力于打造全面、智能的金融信息服务平台，无论在牛市、低迷市场环境中均注重长期业务及技术布局。经整理对比，同花顺产品线较同业最为全面，领先的移动端布局带来绝对流量优势。

**3) 市场可能对同花顺发展驱动力的印象更多是随行就市。**我们认为同花顺在技术突破、客户拓展等方面有较多成长点，同花顺成长性不止依赖于市场交投活跃周期。

**4) 市场可能对同花顺各类业务的详细拆分不清楚。**我们对同花顺的收入尽可能进行了基于公开可得数据的估计，让市场对同花顺业务占比有大致地了解。

### 股价表现的催化剂

市场交投活跃度进一步提升；AI 大模型金融领域能力大幅提升；C 端 AI 收入起量；iFinD 市占率提升

### 核心假设风险

市场交投活跃度下降、问财能力提升不及预期导致商业化不及预期、竞争对手客户粘性导致 iFinD 推进不及预期。

## 目录

<b>1 同花顺：兼具牛市弹性与韧性，四大要素</b>	<b>6</b>
1.1 业务：核心是 C 端流量变现	6
1.2 业绩复盘：牛市爆发，韧性两大来源	7
1.3 战略定力、产品技术核心	11
1.4 产品线全面布局、C 端领先	13
<b>2 市场：中长期资金入市，资本市场吸引力提升</b>	<b>15</b>
<b>3 技术突破：AI 数据+问财平台</b>	<b>16</b>
3.1 AI 壁垒在高质量数据，技术路线全面布局	16
3.2 问财 AI 阶梯收费，但仍有价值提升空间	21
<b>4 客户拓展：iFinD 价格优势，海外布局</b>	<b>23</b>
4.1 降本增效潮 iFinD 获渗透机遇，空间至少 22 亿/年	23
4.2 海外是长期高潜力市场	25
<b>5 盈利预测和估值分析</b>	<b>28</b>
5.1 收入拆分	28
5.2 毛利率拆分	32
5.3 费用拆分	32
5.4 估值分析	33
<b>6 风险提示</b>	<b>33</b>

## 图表目录

图 1：同花顺业务发展标志性事件梳理 .....	6
图 2：C 端流量变现为公司收入主要支柱（单位：亿元） .....	7
图 3：同花顺收入主要受到资本市场活跃度影响 .....	7
图 4：业务市场成交额下滑期间同花顺软件业务表现好于市场（单位：百万元） ...	9
图 5：市场成交额下滑期间积极布局新领域 .....	9
图 6：同花顺经营性现金流通常好于净利润（单位：百万元） .....	10
图 7：同花顺现金流口径收入通常好于利润表收入（单位：百万元） .....	10
图 8：同花顺的（广义）预收款项，对第二年业绩有一定支撑作用 .....	10
图 9：公司历年年报中战略描述，前后一致性很高 .....	11
图 10：同花顺历年年报内下一年计划梳理 .....	12
图 11：同花顺研发投入、研发费用率均领先行业 .....	12
图 12：同花顺历年维持高研发 .....	12
图 13：同花顺产品线较同业最为全面，且过去多个产品引领行业 .....	13
图 14：同花顺月均活跃人数大幅领先同业，市占率 21% .....	15
图 15：同花顺 APP 最新下载量也领先 .....	15
图 16：同花顺约 50%的成本来自信息费及托管费，且该投入仍在提升 .....	16
图 17：测试模型判断事件对股价影响的数据集 .....	17
图 18：判断用户情绪的数据集 .....	17
图 19：BizFinBench 测试集数据类型释义 .....	18
图 20：主流模型在 BizFinBench 上的测试结果 .....	18
图 21：同花顺历年重要 AI 产品发布或事件梳理 .....	18
图 22：同花顺 AI 开放平台能力涉及智能语音、智能图像、智能翻译及法律、金融大大模型 .....	20
图 23：功能主要通过问答方式提供，点击子功能会获得提示词举例 .....	21
图 24：功能主要通过问答方式提供，点击子功能会获得提示词举例 .....	22
图 25：万得中报项目数量、金额处于下滑态势 .....	23
图 26：同花顺中标项目金额增速远高于万得 .....	23
图 27：同花顺客户主要来源于金融业与学校 .....	24
图：同花顺近年海外市场布局节奏加快 .....	

图 29: 同花顺 2025H1 海外收入增速 29%。 .....	25
图 30: 终端产品核心支持中美股票、基金数据 .....	27
表 1: 同花顺各业务商业模式、驱动因素及竞争格局拆解 .....	6
表 2: 市场成交量下行期, 同花顺营业总收入增速多数好于两市成交量增速 .....	8
表 3: 近一年资本市场收益率与投资性价比均较往年有较大提升 .....	16
表 4: 同花顺有详细的证券基础数据、交易数据和宏观数据 .....	17
表 5: ChatGPT 爆火前同花顺人工智能产品化的路线聚焦于 BERT 及其变种, 具体业务场景需要训练特定模型 .....	19
表 6: 同花顺 2025 年会议收录论文含金量提升 .....	20
表 7: 问财提供包括大势研判、买卖点预测等 15 大功能 .....	21
表 8: 问财大模型会员价格及权益 .....	22
表 9: Wind 价格远高于同花顺 .....	23
表 10: Wind 数据更全面、专业, iFinD 优势在于更丰富的功能和性价比 .....	24
表 11: 测算 iFinD 仅金融业+学校市场空间可达 22 亿元/年 .....	25
表 12: 同花顺海外子公司布局 .....	26
表 13: 同花顺海外提供服务梳理 .....	26
表 14: 增值电信服务收入拆分 .....	28
表 15: 广告及互联网业务推广服务收入拆分 .....	29
表 16: 基金代销及其他收入拆分 .....	30
表 17: 软件销售及维护收入拆分 .....	30
表 18: 收入拆分 .....	31
表 19: 毛利率拆分 .....	32
表 20: 费用拆分 .....	32
表 21: 可比公司估值表 .....	33

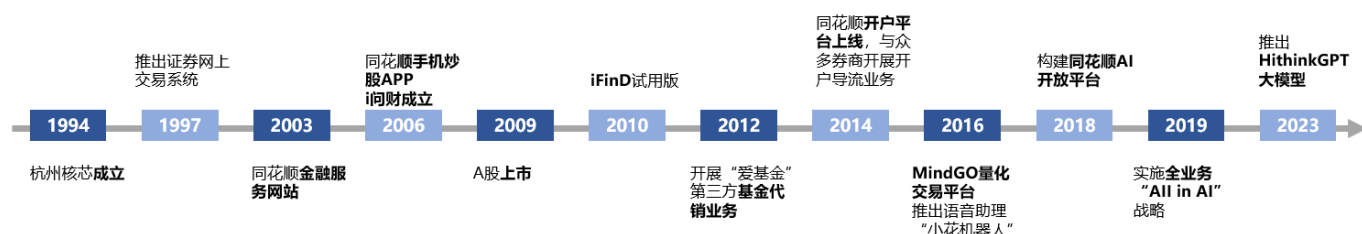
# 1 同花顺：兼具牛市弹性与韧性，四大要素

本章我们复盘了同花顺的业务与业绩，并进一步总结出同花顺在金融信息服务领域领先至今的四大要素：战略定力、产品技术核心、布局全面、C端优势。

## 1.1 业务：核心是 C 端流量变现

同花顺是国内领先的金融信息服务提供商。公司于 1994 年成立，1997 推出证券网上行情交易系统，2009 年上市。除提供增值电信服务外，依次拓展基金代销、券商开户导流等业务。于 2015 年前后完成从软件制作商到互联网平台企业的转变。于 2019 年开始实施全业务“AI in AI”战略。

图 1：同花顺业务发展标志性事件梳理



资料来源：公司公告，新浪财经，财新网，申万宏源研究

**to B、to C 全面布局。**公司的主要业务模块分为增值电信服务、软件销售及维护、广告及互联网业务推广服务、基金销售及其他交易手续费等其他业务。此处 to C、to B 划分主要基于收入来源判断：

**to C：**增值电信服务（部分）、基金销售及其他交易手续费等业务直接面向消费者售卖付费产品或基于交易金额抽佣。

**to B：**包括广告及互联网业务推广服务、软件销售及维护（包括网上行情交易系统、AI 开放平台产品及解决方案等）、金融数据终端 iFinD 等数据服务。

表 1：同花顺各业务商业模式、驱动因素及竞争格局拆解

	主要业务性质	当前核心驱动因素	各业务竞争对手
增值电信服务	to C：PC、APP 端付费增值服务，不同产品对应不同价格	月活、付费率、客单价	金融界、大智慧、指南针、益盟操盘手、麟龙等
	to B：金融数据终端（iFinD）	市场份额	万得（Wind）、东方财富（Choice）、大智慧（财汇资讯）等
软件销售及维护	to B：销售行情交易系统	券商存在日常扩容需求 信创推进	通达信、盛立科技、大智慧等
	to B：AI 开放平台	企业降本增效的需求+同花顺自身 AI 技术能力	百度、腾讯、网易、小爱、讯飞等

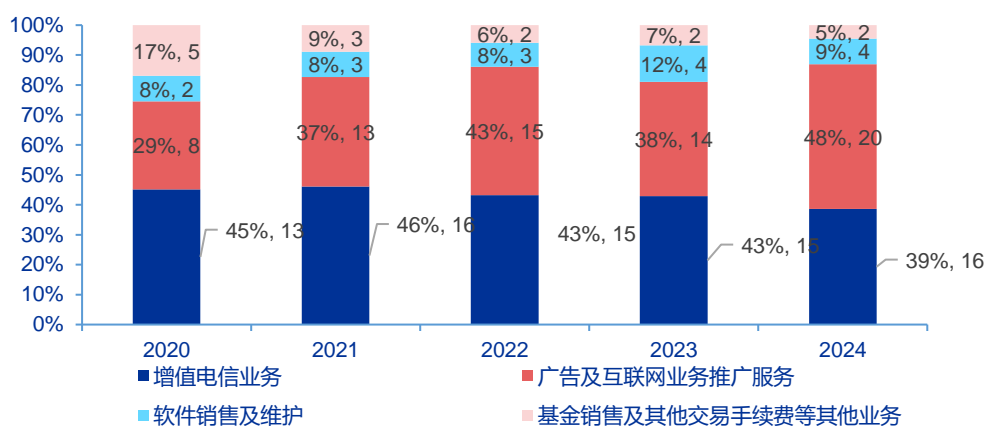
广告及互联网业务推广服务	to B: 券商开户导流等 to B: 产品内广告位租用等	市场活跃度	同花顺私域流量
基金销售及其他交易手续费等其他业务	to C: 基金代销&其他交易手续费收入	买方智能投顾	蚂蚁基金、天天基金、腾安基金、珠海盈米基金、北京汇成基金等

资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：to B 与 to C 分类标准主要基于收入来源判断

**C 端流量变现为公司收入主要支柱。**2024 年同花顺收入构成：增值电信业务收入占比 39%、广告及互联网业务推广服务收入占比 48%、软件销售及维护收入占比 9%、基金销售及其他交易手续费等企业业务收入占比 5%。除 PC、APP 端付费增值服务、基金销售及其他交易手续费等由 C 端直接付费的服务外，同花顺的流量优势一方面带来广告业务收入，另一方面也有利于促进 B 端软件销售，包括 iFinD、AI 应用软件开发等。因此，同花顺四部分业务收入本质上均直接或间接基于 C 端流量变现。

**图 2：C 端流量变现为公司收入主要支柱（单位：亿元）**

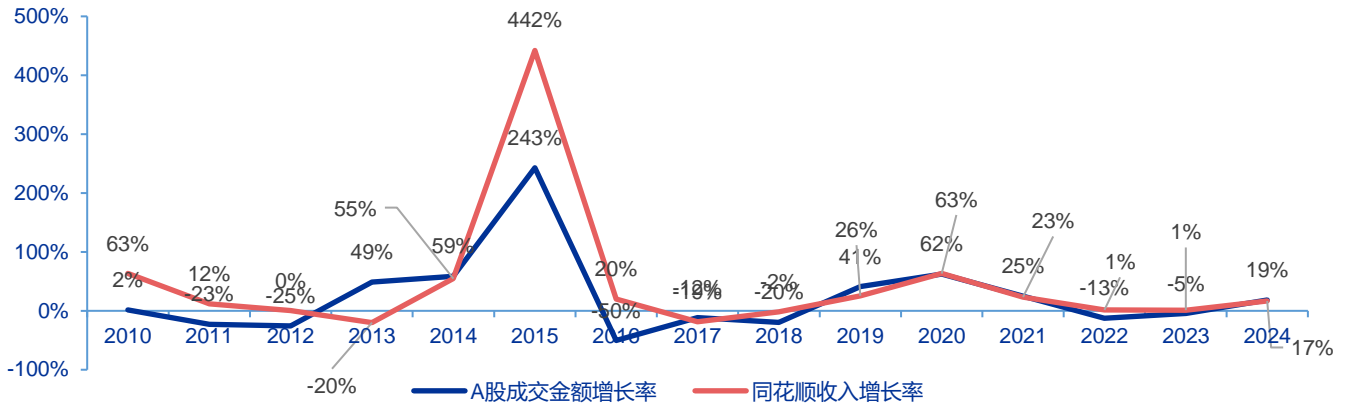


资料来源：iFinD，申万宏源研究

## 1.2 业绩复盘：牛市爆发，韧性两大来源

**同花顺收入受资本市场活跃度影响较大。**2006-2024 年以来的同花顺营业总收入同比增速与沪深两市成交额同比增速变化趋势接近，股市交投活跃度是公司业绩的重要影响因素。这主要是因为牛市中大量新个人投资者加入，金融信息服务需求大幅提升；券商、基金公司为了争取新用户也积极投广告引流；同时，牛市中网上交易系统运维、扩容需求也更多。

**图 3：同花顺收入主要受到资本市场活跃度影响**



资料来源: wind, 申万宏源研究

市场通常认为同花顺业绩驱动力主要是市场 beta, 实际公司在市场平淡期仍具韧性。

我们发现市场成交量下行期, 同花顺营业总收入增速多数好于两市成交量增速, 体现韧性。由于数据可得性, 考察 2007-2024 年相关数据, 其中两市成交金额增速为负的年数为 8 年, 同花顺营业总收入增速有 7 年高于两市成交金额增速。

2017 年为例外情况主要由于当年因天津贵金属交易所业务规则调整等因素, 子公司国承信公司业务大幅下滑, 导致大宗商品交易手续费下滑幅度较大; 另外广告业务为改善用户体验优化广告质量并减少广告投放频率导致当年收入下滑较多。

表 2: 市场成交量下行期, 同花顺营业总收入增速多数好于两市成交量增速

单位: 百万元	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
营业总收入	23	86	117	191	214	215	172	184	266	1,442
营业总收入 yoy		274%	36%	63%	12%	0%	-20%	7%	44%	443%
归母净利润	9	47	38	75	91	62	26	22	60	957
归母净利润 yoy		439%	-18%	95%	22%	-32%	-58%	-16%	176%	1483%
两市成交金额 (亿元)	90469	46055	2671	53598	54563	42165	31466	46872	74391	25507
两市成交金额 yoy		409%	-42%	101%	2%	-23%	-25%	49%	59%	243%
收入增速是否超过两市成交量增速										
		N	Y	N	Y	Y	Y	N	N	Y
单位: 百万元	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	
营业总收入	1,734	1,410	1,387	1,742	2,844	3,510	3,559	3,564	4,187	
营业总收入 yoy	20%	-19%	-2%	26%	63%	23%	1%	0%	17%	
归母净利润	1,212	726	634	898	1,724	1,911	1,691	1,402	1,823	
归母净利润 yoy	27%	-40%	-13%	42%	92%	11%	-12%	-17%	30%	
两市成交金额 (亿元)	12672	11210	9017	12741	20682	25797	22504	21484	25478	
两市成交金额 yoy	63	14	39	59	54	34	85	27	56	
两市成交金额 yoy		-50%	-12%	-20%	41%	62%	25%	-13%	-5%	19%
收入增速是否超过两市成交量增速										
		Y	N	Y	N	Y	N	Y	Y	N

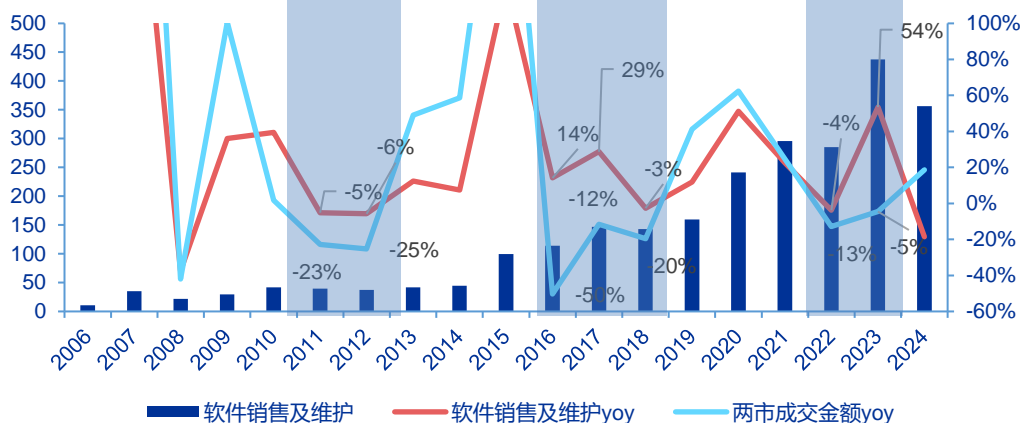
资料来源: iFinD, 申万宏源研究

**韧性来源之一：市场成交额下滑期间积极布局新领域。**复盘公司历年年报，公司在市场平淡期通常进行丰富的产品创新、客户拓展及技术布局：

**1) 产品创新：市场平淡期优化产品或推出面向新客群产品。**同花顺 2012 年深化细分领域平台及开展投教、申请基金销售牌照；2017 年发布面向机构的 i 问财及智能投顾小花、推出 MindGo 量化交易终端；2018 年发布智能外呼机器人、智能客服，获得保险经纪、私募基金牌照；2022 年养老金销售试点。

**2) 客户拓展：市场平淡期发力 B 端用户。**例如 2011 年 iFinD 推广测试；2016 年将大数据应用延伸至基金、高校、科研院所、政府；2017 年面向政府、高校、上市公司等提供 AI 应用；2022 年面向证券、基金、电信运营商提供智能语音平台、虚拟数字人落地大客户；2023 年 AI 开放平台推出金融、政务、医疗、营销、法律解决方案。公司软件销售及维护收入在市场成交额下滑期间，同比增速均好于市场成交额同比增速。

**图 4：业务市场成交额下滑期间同花顺软件业务表现好于市场（单位：百万元）**



资料来源：iFinD，申万宏源研究

注：软件销售及维护业务仅包含同花顺部分 B 端业务收入

**3) 技术布局：紧跟技术热点，持续研发。**同花顺持续投入前沿技术研发，包括云计算、垂直搜索、量化交易、人工智能、大数据、AI 大模型等领域。

**图 5：市场成交额下滑期间积极布局新领域**

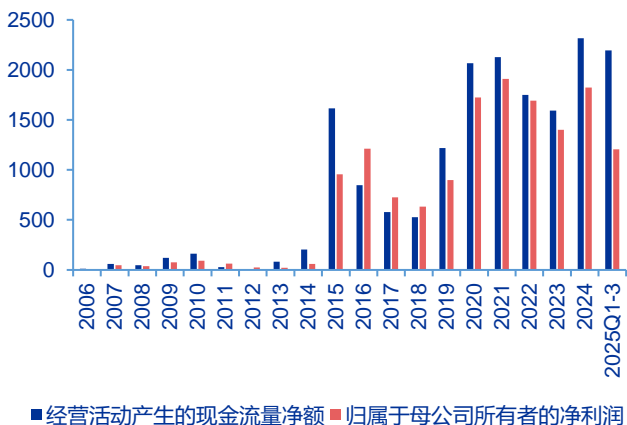


资料来源：2011 年至今历年年报，申万宏源研究

**韧性来源之二：同花顺的商业模式和产业链地位带来“利润表韧性”。**

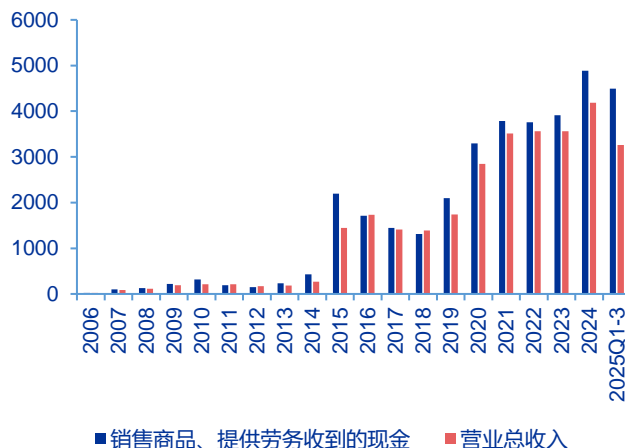
同花顺的主要商业模式是先收钱后提供服务，经营性现金流通常好于净利润、现金流口径收入通常好于利润表收入。同花顺的金融信息服务 to C 部分中用户先付款，后享受服务，这种收费模式是 to C 常见模式；在面向券商的广告服务中也是由同花顺先收取费用，再投放广告，体现同花顺平台的高价值和产业链地位。

图 6: 同花顺经营性现金流通常好于净利润 (单位: 百万元)



资料来源: iFinD, 申万宏源研究

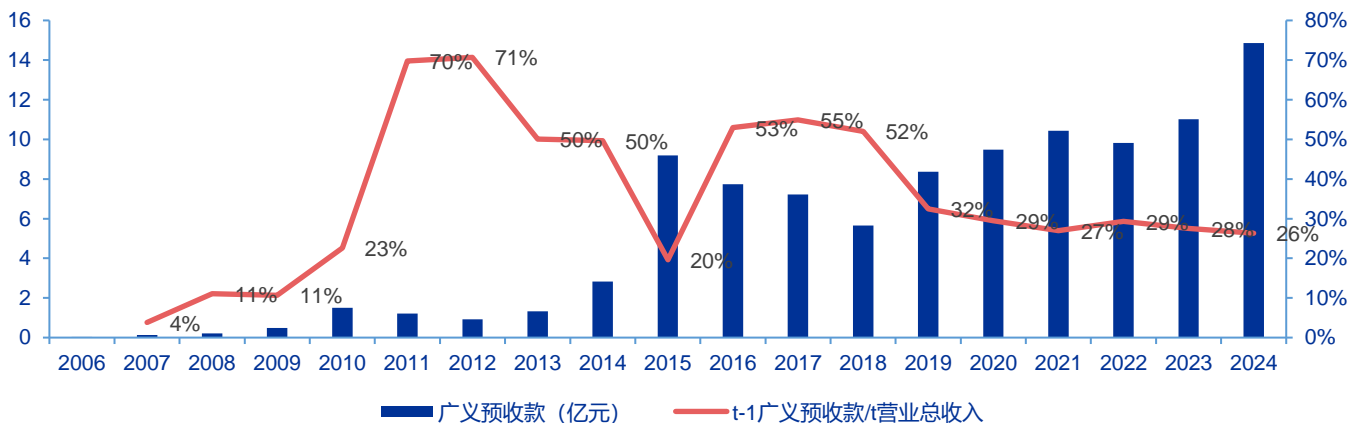
图 7: 同花顺现金流口径收入通常好于利润表收入 (单位: 百万元)



资料来源: iFinD, 申万宏源研究

当前高额 (广义) 预收款项, 对明年业绩有支撑作用。根据同花顺年报的收入确认政策, 增值电信业务收入、软件维护收入、广告及互联网业务推广服务均属于在某一时段内履行的履约义务, 根据服务期间占总使用期限比例或履约进度确认收入; 基金代销及其他交易服务收入根据合同约定提供相关服务并经双方结算后确认收入。定义 (广义) 预收款为预收款项与合同负债的加总。同花顺多数产品月度、季度、年度订阅, 预计多数 (广义) 预收款在 1 年内能转化为收入, 前一年末的 (广义) 预收款为后一年业绩提供一定支撑。近 5 年, 前一年广义预收款/当年营业总收入均在 30% 附近。

图 8: 同花顺的 (广义) 预收款项, 对第二年业绩有一定支撑作用



资料来源: iFinD, 申万宏源研究

由于市场交投具有较大不确定性, 同花顺成长性的研究应聚焦于其产品创新、客户拓展、技术布局带来的未来增量空间。每一轮牛市中同花顺业绩的爆发式增长, 都离不开公司在市场平淡期的全面布局。

### 1.3 战略定力、产品技术核心

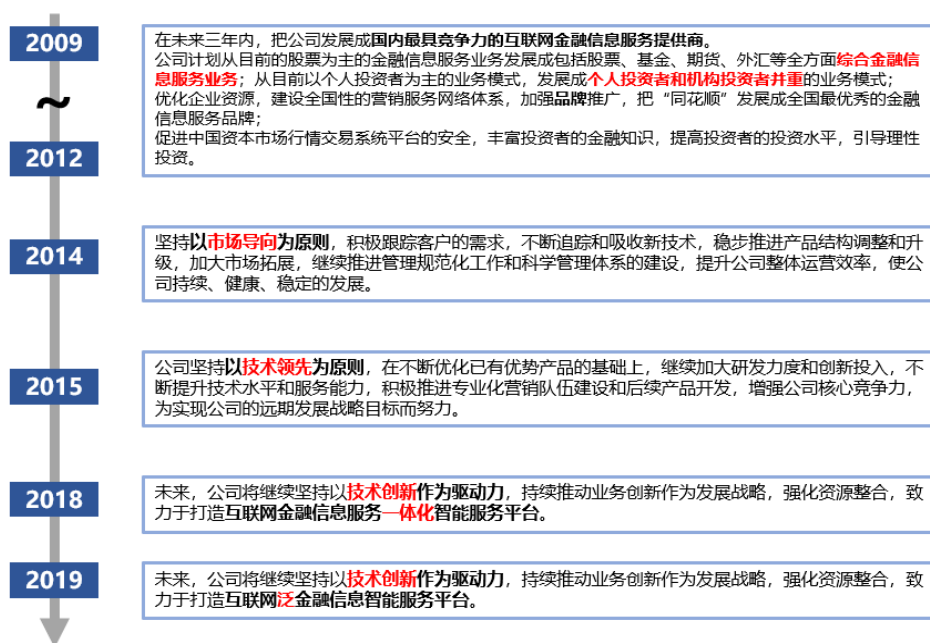
公司有很强战略定力，致力于打造全面、智能的金融信息服务平台。结合同花顺历年年报中对公司战略的描述，公司始终坚持不断提升金融信息平台的全面性与智能性。公司的实际业务也反映了这种战略定力，例如：

2009 年为牛市，多数公司可能更侧重于抓住牛市的机遇，追求短期收益和市场份额的快速扩张，投入上更着重于营销。同花顺则长远布局综合金融及机构投资者；

2015 年为大牛市，同花顺却改变 2014 年年报中“市场导向”的战略，转为“技术领先”原则，这种战略的切换似乎反直觉，却体现公司在市场回暖过程中的前瞻布局以及人声鼎沸中的清醒自守；

2018 年市场低迷，多数公司可能更重视成本控制、减少创新投入、短期优化，同花顺则坚持技术创新、业务创新，技术人员逆势扩张，由 2017 年 1543 人提升至 2018 年 1941 人，始终坚持长期布局。

图 9：公司历年年报中战略描述，前后一致性很高



资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：年份缺失由于该年度年报中未提及战略

历年计划也可体现战略定力，对比历年计划变化我们发现：

1) 业务与技术创新始终是核心，2016 年开始尤其着重于 AI 技术的研发与应用。

2) 业务从开拓到聚焦，产品能力打磨及智能性提升成为首要任务；营销、人力资源重要性下降。说明同花顺目前人力资源相对丰富、客户资源相对稳定，未来计划更多以产品价值量提升作为主要发展驱动力。

3) 信批等相对优先级不高。说明投资者可以更多关注公司“业务大于披露”的实质，很可能公司的产品、技术、业务影响力，大于媒体和信披表述。

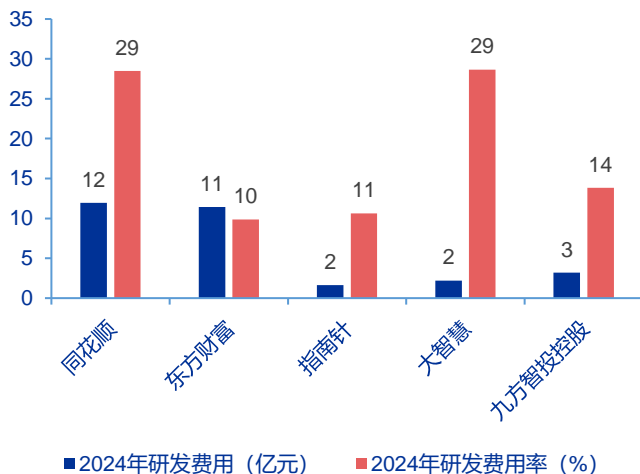
图 10：同花顺历年年报内下一年计划梳理

		计划类型		图例						
		业务&产品	技术	营销	人力	内控	募投	投关		
2009	业务开拓与创新计划	客户与市场开发	人力资源发展	募投项目资金使用	投资者关系管理					
2010	业务开拓与创新计划	客户与市场开发	人力资源发展	募投项目资金使用	投资者关系管理					
2011	业务开拓与创新计划	客户与市场开发	人力资源发展	募投项目资金使用	投资者关系管理					
2012	业务开拓与创新计划	客户与市场开发	人力资源发展	募投项目资金使用	投资者关系管理					
2013	产品升级与开发	完善营销管理	内控、防范风险	人力资源发展	募投项目资金使用	投资者关系管理				
2014	技术创新和新产品研发	加强营销队伍建设, 强化技术营销手段	内控、防范风险	人力资源发展	募投项目资金使用	投资者关系管理				
2015	技术创新和新产品研发	加强品牌建设及营销	内控、防范风险	人力资源发展	募投项目资金使用	投资者关系管理				
2016	聚焦行业发展前沿	加快人工智能技术应用的落地	业务融合与创新, 产品推陈出新	人力资源发展	完善营销推广体系, 扩大品牌影响力	内控	募投项目资金使用	投资者关系管理		
2017	加强品牌建设	提升人工智能技术与新产品的契合度	产品优化	加强新业务的拓展	人力资源发展	内控	募投项目资金使用	投资者关系管理		
2018	内部资源整合优化协同	推进品牌建设	提升人工智能技术与新产品的契合度	产品优化	加强市场开拓力度	积极完善激励机制, 继续扩充技术团队	内控	募投项目资金使用	信披、投关	
2019	整合内部资源	加强品牌推广	提升人工智能技术在产品中的应用	扩大人工智能技术的应用领域	加强销售团队建设	完善人力资源管理体系, 扩大人才队伍	内控	募投项目资金使用	信披、投关	
2020	立足金融信息服务主业	打造互联网泛金融理财智能服务平台	立足同花顺A 研投平台, 打造生态	加大品牌推广力度, 优化营销团队	加强人才队伍建设, 培养和引进高层次人才	内控	信披、投关			
2021	做强金融信息服务主业	深化互联网财富管理智能服务平台建设	拓展人工智能产业生态	创新营销策略, 加强营销团队建设	加大引进高层次人才, 建设多元化人才培养体系	内控	信披、投关			
2022	立足金融信息服务主业	加大基金销售业务投入, 完善互联网财富管理智能服务平台	加大人工智能技术研发力度	开拓营销渠道, 提高品牌影响力	加强人才培养与引进, 完善员工培养体系	内控	信披、投关			
2023	立足金融信息服务主业	不断优化升级大模型, 提高大模型服务能力	大模型赋能人工智能产品	加强销售团队建设, 提高产品与服务市场口碑	持续优化员工结构, 加强高层次人才引进与培养	内控	信披、投关			
2024	聚焦金融信息服务主业	升级大模型, 提升服务能力	大模型赋能	加强品牌推广, 扩大市场口碑	优化员工结构, 加强人才培养	内控	信披、投关			

资料来源：公司公告，申万宏源研究

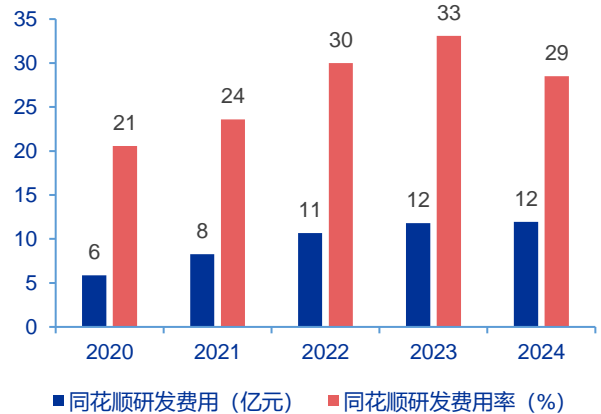
同花顺对技术创新重视不止于战略、计划，同花顺历年维持高研发，研发投入、研发费用率均领先行业。2024 年，同花顺研发投入 12 亿元，研发费用率 29%，均为同业第一。2020-2023 年，同花顺研发费用率持续提升至 33%，2024 年回落至 29%，近三年研发费用稳定在 11-12 亿元左右。

图 11：同花顺研发投入、研发费用率均领先行业



资料来源：iFinD，申万宏源研究

图 12：同花顺历年维持高研发



资料来源：iFinD，申万宏源研究

## 1.4 产品线全面布局、C 端领先

**行业产品先发优势明显，合规也非常重要。**复盘金融信息服务相关产品推出时间，我们发现该行业领先产品均属于业内较早发布的产品，因此创新在该行业重要性非常高。另外，我们观察到大智慧在 2007 年之前产品创新能力非常强，处于引领市场的地位，其公司发展拐点在于 2015 年大智慧筹划收购湘财证券时因信息披露违规被证监会立案调查，后续被查实存在财务造假行为，导致收购失败也错过了最好的发展机遇，后续逐渐掉队。

**同花顺产品线较同业最为全面，多个产品引领行业。**经整理，同花顺产品覆盖金融信息服务终端（网站、PC、手机版），品类从股票拓展至基金、期货等；客户从 C 端投资者拓展至机构投资者；交易方式由普通手工交易拓展至量化交易平台；还提供“淘股堂”、模拟炒股等衍生服务；2013 年开始推出 AI 产品并不断将 AI 技术融入产品。其他同业公司仅布局其中部分产品，且多数没有 AI 功能。同花顺同时也具有很强的创新精神，例如最早看到移动终端的机会布局炒股 APP、行业 AI 布局最领先等。

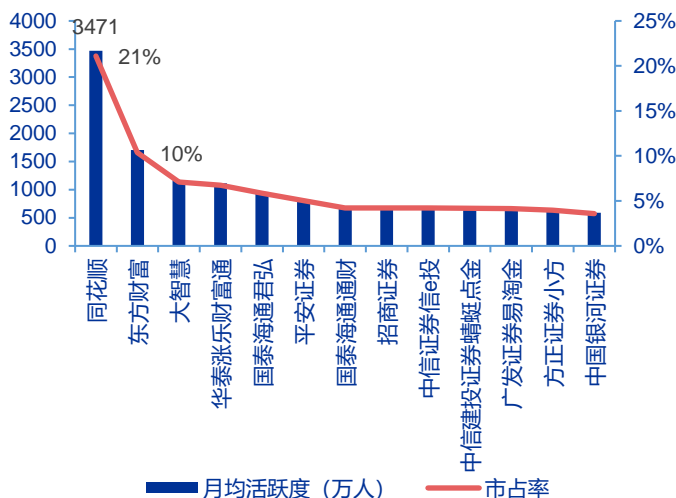
图 13：同花顺产品线较同业最为全面，且过去多个产品引领行业

	1998	1999	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
同花顺		大网网上交易系统 3.0版		同花顺金融服务平台			同花顺标准版 (PC)	同花顺炒股APP 爱基金网	同花顺“淘股吧”		iPhone		
东方财富					东方财富网		股吧	天天基金网				东方财富APP	天天基金APP
指南针	计算机股票交易系统					富盈数据系列					全赢无根系列		全赢博弈系列
大智慧			PC版互联网投资软件				Level-2行情	大智慧APP					
财富趋势								成立88级证券行 绩交易					
益盟股份			益盟操盘手										移动端用户超1000万
九方智投													
	2013	2014	2015	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	
同花顺	同财 收钱宝	同花顺APP 同花顺开户平台		智能投顾 助手小花 MindGo		同花顺精 选通					同花顺AI PC版 同花顺AI PC版		
东方财富	Choice 达顺宝					提供私募 APP	东方财富 期货				妙想金融 大模型		
指南针			指南针股 票APP			动态捕地 板APP 财富掌门 量化交易		资管阿尔 法系统 指南针基 金APP					
大智慧						慧信			大智慧 VIP				
财富趋势							上市 布局C端						
益盟股份					智慧 掘金大师		“基金理 财” 网络				智能天讯		
九方智投					智能化营 销平台 Finder	九方智投 APP AI理财	AI监测 产品	AI创新产 品	AI路演 产品	九方大模 型 九方数字 人	知识图谱 股票学习 机	九方灵犀 九方智研	

资料来源：各公司官网，中证网，人民网，新浪网，申万宏源研究

注：表中橙色表示较领先产品

**领先的移动端布局带来绝对流量优势。**根据易观千帆上半年发布的数据，同花顺证券类APP中大幅领先第二名的东方财富，同花顺上半年的月均活跃度为3470.62万人、东方财富为1706.23万人；根据证券服务应用市场上半年平均月活计算，同花顺市占率为21%，流量优势明显。另外同花顺APP最新单目下载量为1.6万，也约为第二名东方财富的2倍，同花顺市占率有望保持。

**图 14: 同花顺月均活跃人数大幅领先同业, 市占率 21%**


资料来源: 易观千帆, 申万宏源研究

**图 15: 同花顺 APP 最新下载量也领先**

应用名称	榜单	评分	关键词 T3	昨日下载量
同花顺-炒股、股票	108	★★★★★	30,250 / 2,282	15,939
东方财富-股票、炒股、理财	187	★★★★★	18,031 / 1,402	8,363
东方财富通-炒股、股票、理财	-	★★★★★	15,245 / 3,627	3,258
国泰君安-股票开户、炒股、股票	495	★★★★★	22,482 / 2,126	3,209
通达信	-	★★★★★	19,917 / 633	2,420
指南针股票	-	★★★★★	2,121 / 154	2,394
大智慧-股票、炒股平台	-	★★★★★	16,964 / 818	1,133
九方智投	-	★★★★★	26,728 / 1,045	1,096

资料来源: 七麦数据(数据截止 2025 年 12 月 24 日), 申万宏源研究

## 2 市场: 中长期资金入市, 资本市场吸引力提升

2025 年 1 月, 经中央金融委员会审议同意, 6 部门联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》, 重点引导商业保险资金、全国社会保障基金、基本养老保险基金、企业年金基金、公募基金等中长期资金进一步加大入市力度。《方案》重点包括**积极实施长周期考核、提高权益类基金规模和占比、努力营造良好市场生态三大举措**:

1) **积极实施长周期考核**: 公募基金、国有商业保险公司、基本养老保险基金、年金基金等都要全面建立实施三年以上长周期考核, 大幅降低国有商业保险公司当年度经营指标考核权重, 细化明确全国社保基金五年以上长周期考核安排。**大型国有保险公司要发挥“头雁”作用, 力争每年新增保费的 30%用于投资股市。**

2) **提高权益类基金规模和占比。**

公募基金总规模从 2019 年的 13 万亿元增长到 2024 年底的 33 万亿元。其中, 以股票投资为主的权益类基金规模从 2.3 万亿元增长到 8.2 万亿元, 权益类 ETF (交易型开放式指数基金) 突破 3 万亿元。《方案》明确**公募基金持有 A 股流通市值未来三年每年至少增长 10%。**

**公募基金持有市值增量可能来自中低波动性产品的创新、指数化投资的发展、基金公司利润自购旗下基金等。**《方案》提出公募基金改革四大举措: 一是推出更多适配投资者需求的产品, 加大中低波动型产品创新力度, 实现浮动费率产品试点转常规。二是加快推进指数化投资发展, 实施股票 ETF 产品的快速注册机制, 原则上从受理之日起 5 个工作日内完成注册。三是强化监管分类评价引导, 提高权益类基金规模占比和长期业绩等指标在监管分类评价当中的权重, 引导基金公司将每年利润的一定比例用于自购旗下权益类基金。四是

督促提升投研能力，建立基金公司投研能力评价制度，切实提高大类资产配置和风险管理能力。

**3) 努力营造良好市场生态。**引导上市公司加大股份回购力度，落实一年多次分红政策，推动上市公司加大股份回购增持再贷款工具的运用。在资产端，着力提升上市公司质量和投资价值；在交易端，不断丰富适合中长期投资的产品和工具供给；在执法端，坚决维护市场“三公”秩序。

**政策发力下，近一年资本市场收益率与投资性价比均较往年有较大提升。**近一年上证指数、深证成指、创业板指在收益率、年化夏普比率均高于往年，预计随着政策进一步落实，资本市场性价比有望进一步提升，从而增加对投资者吸引力。

**表 3：近一年资本市场收益率与投资性价比均较往年有较大提升**

	收益率		年化波动率			年化夏普比率		
	近一年	近三年	近一年	近三年	近五年	近一年	近三年	近五年
上证指数	15%	7%	12%	16%	15%	1.14	0.41	0.18
深证成指	24%	5%	19%	22%	21%	1.1	0.24	0
创业板指	43%	10%	27%	29%	28%	1.34	0.38	0.19

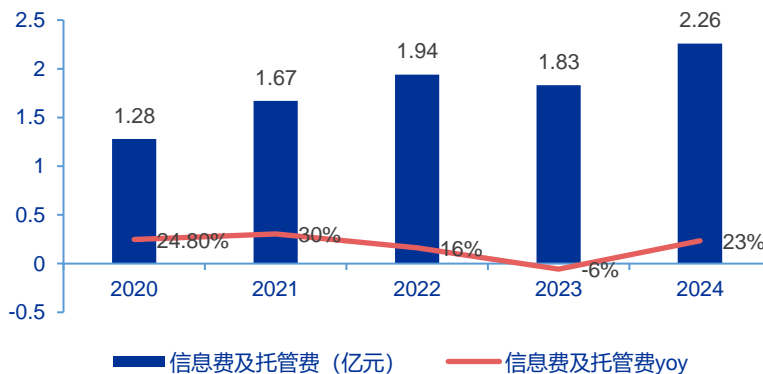
资料来源：iFinD，申万宏源研究

## 3 技术突破：AI 数据+问财平台

### 3.1 AI 壁垒在高质量数据，技术路线全面布局

**同花顺每年近 50%的成本来自信息费及托管费，且该投入仍在提升。**同花顺作为金融信息服务提供商，主业即为获取全面丰富的金融数据、处理后向客户提供，因此市场上主流的金融信息同花顺均覆盖。同花顺 2024 年信息费及托管费投入为 2.26 亿元，占营业成本比重为 50.9%。

**图 16：同花顺约 50%的成本来自信息费及托管费，且该投入仍在提升**



资料来源：公司公告，申万宏源研究

同花顺有详细的证券基础数据、交易数据和宏观数据，且接口封装良好，便于 AI Agent 的调用和分析。

表 4：同花顺有详细的证券基础数据、交易数据和宏观数据

同花顺接口函数	描述
基础数据：THS_BD	该函数用于获取对应证券品种的基本资料、财务报表、盈利预测、并购重组等指标数据，支持多代码多指标输入。
日期序列：THS_DS	获取选定各证券品种的历史序列数据，包括日间的行情数据、基本面数据以及各种技术指标数据。
历史行情：THS_HQ	获取各证券品种的历史行情数据，包括日间的行情数据、基本面数据以及技术指标数据。针对债券、基金和期货还有一些专用指标数据。时间周期用户可以自己选定，目前可选的时间周期有日、周、月、年。其他的可选参数如复权方式、报价类型(债券)、货币等用户可以根据自己的需要自己选择。
高频序列：THS_HF	该命令用来获取证券的分钟历史 K 线行情、技术指标等数据。分钟线的周期可以自己选定，目前可选的周期有 1 分钟、3 分钟、5 分钟、10 分钟、15 分钟、30 分钟和 60 分钟。
实时行情：THS_RQ	获取对应证券品种的最新最近一笔行情数据。支持多代码多指标。
日内快照：THS_SS	获取对应证券品种的日内和历史的快照和盘口数据。
EDB 数据：THS_EDB	获取宏观经济数据，具体包括中国宏观数据、区域宏观数据、全球宏观数据、行业经济数据、经济效益数据、利率走势数据和世界经济数据等。
智能选股：THS_WCQuery	调用问财的接口，通过语义识别进行条件选股。
公告查询：THS_ReportQuery	返回所选股票的公告日期、发布时间、证券代码、公告标题、公告链接等公告信息。
形态预测：THS_Special_ShapePredict	根据用户所需要的证券代码和参数返回与用户所选股票有着高匹配度的股票。
期股联动：THS_Special_StockLink	通过期货的商品名称，获得所有与该种商品相关的股票相关信息。
基金实时估值：THS_realTimeValuation	返回指定基金的最新实时估值数据或者当日所有的所有实时估值数据。

资料来源：iFinD 数据接口产品手册，申万宏源研究

借数据优势发布 BizFinBench 测评集，数据案例体现其行业 knowhow。BizFinBench 测评集为首个专为评估 LLMs 在真实世界金融应用中能力的评测基准。该测评集包含 6,781 条经过良好标注的中文查询。这些查询主要来源于 i 问财 APP 用户的真实查询记录，该平台服务于个人投资者和金融专业人士。

图 17：测试模型判断事件对股价影响的数据集

Anomalous Event Attribution		
您是一个知识渊博乐于助人的金融领域专家。需要基于<时间>和<新闻>回答用户问题，给出令用户满意的答复。以下是一个参考样例：		
序号	时间	新闻
1	2023年9月5日	公司半年业绩交流中提到，目前隆基绿能BC产能主要为30GW HPBC（高效复合钝化背接触技术）电池项目，并已于上半年投入量产。
2	2023年11月15日	据报道，特斯拉现已大量发出邀请，确认Cybertruck交付活动将于11月30日在得州超级工厂举行，这意味着发布四年的Cybertruck终于要交车。
3	2023年11月14日	国盛证券指出，BC电池或成为行业未来新选择，技术加速渗透有望拉动激光设备采购需求，建议重点关注在BC电池布局的龙头电池企业隆基股份。
4	2023年11月14日	当地时间11月14日，美国劳工统计局公布数据显示，CPI环比不变，同比增速降至3.2%；去势食品、能源价格的核心通胀环比上升0.2%，同比增速降至4.0%。中信证券指出，预计美联储或已完成本轮加息，10年期美债利率短期或走弱，但仍将在4%以上水平运行。

用户问题：哪些新闻导致了特斯拉股票在2023-11-15这个时间大涨这个事实。

答案：（“相关新闻序号”[2,4]“具体分析”“特斯拉股票在2023年11月15日大涨，主要受到两条新闻的影响。第一，新闻2提到特斯拉确认Cybertruck交付活动将于11月30日在得州超级工厂举行，这是备受期待的事件，对市场情绪产生了积极影响，反映了市场对新能源车发布和销售业绩增长的乐观预期。第二，新闻4显示美国核心通胀环比上升0.2%，但总体CPI同比增速降至3.2%，市场对美联储结束加息周期的预期增强，带来了整体市场的反弹。这种宏观利好尤其有助于科技股和成长型公司的上涨，其中特斯拉作为标杆性企业受益显著。”）

图 18：判断用户情绪的数据集

<p>5. 即使市场出现重大事件，投资者也能基于数据分析做出客观判断，避免情绪化决策。</p> <p>六、后情</p> <p>特点：对过去的决策感到遗憾或自责，尤其是当结果不如预期时。</p> <p>示例场景：</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>投资者因犹豫不决错过了某只股票的最佳买入时机，事后发现该股票大幅上涨。</li> <li>投资者在市场高位时卖出资产，随后市场继续上涨，导致错失更多收益。</li> <li>投资者未能及时止损，导致原本的小幅亏损变成重大损失。</li> <li>投资者听信他人建议进行了一次高风险投资，最终失败并造成巨大损失。</li> <li>投资者在市场下跌时抄底建仓，事后发现市场很快反弹，导致重大投资失败。</li> </ol> <p>请严格按照以下JSON格式输出你的分析结果：</p> <pre>{   "col": "&lt;请在此处填写你的推理过程或判断依据，描述清楚得出结论的理由&gt;";   "result": [     "&lt;请填写你的情绪分类结果1&gt;";     "&lt;请填写你的情绪分类结果2&gt;";   ] }</pre>	<pre>{   "日期": "2024-12-30",   "标题": "纺织行业景气度持续回升",   "摘要": "海关总署数据显示12月纺织品出口同比增长18%，行业迎来量价齐升周期" }</pre> <p>“用户的最新问题”</p> <p>“用户问题”：“涤纶这个量价配合，是不是有可能走出一波主升浪？”</p>
<p>“col”：用户当前关注涤纶的量价配合情况，从技术面分析，量能放大突破形态上推测其可能进入主升浪阶段。结合涤纶近期回购消息、行业景气度提升以及用户已经持有该股票并浮盈8%的情况，用户对涤纶的未来走势可能持乐观态度。此外，从用户积极提问并寻找市场机会的行为来看，其情绪可能受到一定程度的兴奋驱动。</p> <p>“result”：[乐观，兴奋]</p>	

资料来源：AI academic space (AI 学术空间)，申万宏源研究

资料来源：AI academic space (AI 学术空间)，申万宏源研究

发布行业数据集基准可能是为了在产品相关功能上挑选最优模型，因此主流大模型的更新迭代均有望增强同花顺产品相关功能。公司在测试集上测试了当时主流的 25 个 LLMs (包括闭源和开源模型)，发现模型能力各异，无全类别绝对领先者。

当前大模型在金融领域能力尚无法成为“主驾”，无法胜任复杂推理场景。当前大模型在金融问答(Q&A)领域已基本可胜任(优秀模型评分在 90 以上)，而在预测认知(Prediction recognition)方面表现得最差。细分类别上，大模型在金融数值计算(FNC)、情绪价值评估(ER)、股价预测(SP)和金融命名实体识别(FNER)类别表现欠佳。金融时间推理(FTR)顶尖模型(GPT-4o 得分 76.20)与表现较差模型(Llama-3.1-8B-Instruct 得分 2.91)之间存在巨大差距。

图 19: BizFinBench 测试集数据类型释义

Category	Data	Evaluation Dimensions
Reasoning	Anomalous Event Attribution (AEA)	Causal consistency Information relevance Noise resistance
	Financial Time Reasoning (FTR)	Temporal reasoning correctness
	Financial Tool Usage (FTU)	Tool selection appropriateness Parameter input accuracy Multi-tool coordination
Numerical calculation	Financial Numerical Computation (FNC)	Computational accuracy Unit consistency
Q&A	Financial Knowledge QA (FQA)	Question comprehension Knowledge coverage Answer accuracy
	Financial Data Description (FDD)	Trend accuracy Data consistency
Prediction recognition	Emotion Recognition (ER)	Emotion classification accuracy Implicit information extraction
	Stock Price Prediction (SP)	Trend judgment, Causal reasoning
Information extraction	Financial Named Entity Recognition (FNER)	Recognition accuracy Entity classification correctness

资料来源：Github (代码仓库网站)，申万宏源研究

图 20: 主流模型在 BizFinBench 上的测试结果

Table 3: Performance Comparison of Large Language Models on BizFinBench. The models are evaluated across multiple tasks, with results color-coded to represent the top three performers for each task: **golden** indicates the top-performing model, **silver** represents the second-best result, and **bronze** denotes the third-best performance.

Model	AEA	FNC	FTR	FTU	FQA	FDD	ER	SP	FNER	Average
Proprietary LLMs										
ChatGPT-o3	86.23	61.30	85.86	89.15	91.25	98.53	44.48	53.27	65.13	73.86
ChatGPT-o4-mini	85.62	60.10	71.23	74.40	90.27	95.73	47.67	52.32	64.24	71.29
GPT-4o	79.42	56.51	76.20	82.37	87.79	98.84	45.33	54.33	65.37	73.91
Gemini-2.0 Flash	86.94	62.05	73.97	82.55	90.29	98.62	22.17	36.18	54.43	69.75
Claude-3.5-Sonnet	84.68	63.18	42.81	88.05	87.35	96.85	16.67	47.60	63.09	65.59
Open source LLMs										
Qwen2.5-7B-Instruct	73.87	32.88	39.38	79.03	83.34	78.93	37.50	51.91	30.31	56.35
Qwen2.5-72B-Instruct	69.27	54.28	70.72	85.29	87.79	97.43	35.33	55.13	54.02	67.70
Qwen2.5-VL-3B	53.85	15.92	17.29	8.95	81.60	59.44	39.50	52.49	21.57	38.96
Qwen2.5-VL-7B	73.87	32.71	40.24	77.85	83.94	77.41	38.83	51.91	33.40	56.68
Qwen2.5-VL-14B	37.12	41.44	53.08	82.07	84.23	7.97	37.33	54.93	47.47	49.52
Qwen2.5-VL-32B	76.79	50.00	62.16	83.57	85.30	95.95	40.50	54.93	58.36	68.62
Qwen2.5-VL-72B	69.55	54.11	69.86	85.18	87.37	97.34	35.00	54.94	54.41	67.53
Qwen3-1.7B	77.40	35.80	33.40	75.82	73.81	78.62	22.40	48.53	11.23	50.78
Qwen3-4B	83.60	47.40	50.00	78.19	82.24	80.16	42.20	50.51	25.19	59.94
Qwen3-14B	84.20	58.20	65.80	82.19	84.12	92.91	33.00	52.31	50.70	67.05
Qwen3-32B	83.80	59.60	64.60	85.12	85.43	95.37	39.00	52.26	49.19	68.26
XuanYuan3-70B	12.14	19.69	15.41	80.89	86.51	83.90	29.83	52.62	37.33	46.48
Llama-3.1-8B-Instruct	73.12	22.09	2.91	77.42	76.18	69.09	29.00	34.21	36.56	48.95
Llama-3.1-70B-Instruct	16.26	34.25	56.54	80.64	79.97	86.90	33.33	62.16	45.95	55.09
Llama 4 Scout	73.60	45.80	44.20	85.02	85.21	92.32	25.60	55.76	43.00	61.17
DeepSeek-V3 (671B)	74.34	61.82	72.60	86.54	91.07	98.11	32.67	55.73	71.24	71.57
DeepSeek-R1 (671B)	80.36	64.04	75.68	81.96	91.44	98.41	39.67	55.13	71.46	73.68
QwQ-32B	84.02	52.91	64.90	84.81	89.60	94.20	34.50	56.68	30.27	65.77
DeepSeek-R1-Distill-Qwen-14B	71.33	44.35	16.95	81.96	85.52	92.81	39.50	50.20	52.76	59.49
DeepSeek-R1-Distill-Qwen-32B	73.68	51.20	50.86	83.27	87.54	97.81	41.50	53.92	56.80	66.29

资料来源：AI academic space (AI 学术空间)，申万宏源研究

AI 布局早，2016 年以来 AI 为公司战略计划重点。公司 2006 年即开始布局 AI 领域，成立新部门“i 问财”，2016 年开始每年计划中均有对发展人工智能技术与应用落地的描述且重要性靠前，并在 2019 年宣布实施全业务“All in AI”战略。

图 21: 同花顺历年重要 AI 产品发布或事件梳理



资料来源：新浪财经，申万宏源研究

**同花顺 AI 技术布局全面，大小模型技术、应用能力兼备。**

大小模型适合任务类型不同，目前是相互配合而非替代关系。小模型资源需求较低、响应较快、部署灵活且建设成本较低。以工业为例，目前 80% 的情况还是小模型去解决现场实际问题。小模型在工业 AI 支出中的比例，未来还将占到 70%，保守估计也有 60%。过去小模型在 3C、装备、汽车领域应用较广，现在医药等行业也在铺开应用。

ChatGPT 爆火前同花顺人工智能产品化的路线聚焦于 BERT 及其变种，具体业务场景需要训练特定模型。同花顺过去看中轻量化，偏向 BERT 等语言模型应用，优化方向也着力于对于 BERT-base 为基础的模型进行 Continue-Train 或者对大模型进行知识蒸馏。

**表 5: ChatGPT 爆火前同花顺人工智能产品化的路线聚焦于 BERT 及其变种，具体业务场景需要训练特定模型**

业务场景	同花顺具体业务场景	实现方式举例	模型
问答	同花顺问财（包括同花顺 app 语音助手、问财 app 端、问财 web 版等）	将用户输入的问句解析为可用于取数的 condition（如股票标的、指标、时间），并将取数结果拼装为回答 问句领域包括股市、基金、债券、宏观数据等每日回答问句近 1 千万，累计不同问句 5 亿+	Electra 和 BERT，采用数据迭代的方式进行优化
对话	C 端支持智能投顾，B 端支持来电助理、数字人客服、智能外呼等多个产品		中文 BERT 模型、RoBERTa 模型
金融图谱构建	图谱类型：宏观经济图谱、A 股大盘图谱、A 股个股事件图谱等	个股因果事理图谱： 1. 从金融研报等文本数据中，抽取包含金融事件因果关系三元组，三元组可描述为（因，影响，果） 2. 从因果事件短文本中抽取事件论元，如：概念，状态，时间，地点等	BERT 及其变种
金融数据库构建	抽取公司基础信息和关联事件，补充同花顺 iFind 数据库，用于智能投顾相关业务	抽取上市公司的诉讼信息 1. 从诉讼公告中抽取执行情况、违规案例说明、对公司影响； 2. 从违规案例说明中抽取诉讼详情，包括：原告、被告、诉讼请求、违约金等	BERT 及其变种，也通过数据增强等方式优化模型效果
舆情监控	机构名称识别	舆情企业库的基础模型服务，从文本中识别出机构名称，包括公司、政府、社会组织，以便进一步挖掘机构信息。	6 层 Ernie
	舆情风险识别	新闻资讯打标签，负面和非负面，如果是负面，需要进一步判别出具体的风险标签。	4 层 TinyBERT

资料来源：同花顺官方资料，申万宏源研究

自身大模型技术紧跟前沿趋势不断迭代。公司大模型 HithinkGPT 2024 年初发布，2024 年 12 月对基座模型升级，2025 年 7 月再次升级加入深度思考 2.0 能力成为自主规划推理智能体。

研究团队参与顶会并发布多篇论文，2025 年收录论文含金量明显提升。同花顺 2025 年截止目前已被 A 类会议 ACL、ACM MM 收录 6 篇论文。对比 2024 年 A 类会议收录仅 1 篇。另外，公司研究团队参与顶会学习行业趋势与应用也证明团队积极了解 AI 技术前沿。团队能力的提升可能源自同花顺 年初开启 AIME 计划。该计划面向全球硕博毕业生，

要求候选人具有学术经验或丰富实战经验或获得国际竞赛佳绩，同花顺给予候选人百万年薪、技术专家培养及全方位研究支持。

**表 6: 同花顺 2025 年会议收录论文含金量提升**

学术会议	领域	等级	同花顺参与方式
ASE 2025	软件工程/系统软件/程序设计语言	B	分享 AI coding 研究
ICCV 2025	人工智能	A	学习技术趋势、实践案例
<b>ACL 2025</b>	<b>人工智能</b>	<b>A</b>	<b>收录论文 4 篇</b>
Interspeech 2025	计算机图形学与多媒体	C	收录论文 5 篇
<b>ACM Multimedia 2025</b>	<b>计算机图形学与多媒体</b>	<b>A</b>	<b>收录论文 2 篇</b>
<b>AAAI 2024</b>	<b>人工智能</b>	<b>A</b>	<b>收录论文 1 篇</b>
GTC 2024			学习技术趋势、实践案例
ICASSP 2024	计算机图形学与多媒体	B	收录论文 4 篇
ICSE 2024	软件工程/系统软件/程序设计语言	A	学习技术趋势、实践案例
PacificVis 2024	计算机图形学与多媒体	C	收录论文 3 篇
CVPR 2024	人工智能	A	学习技术趋势、实践案例
ACL 2024	人工智能	A	学习技术趋势、实践案例
Interspeech 2024	计算机图形学与多媒体	C	收录论文 1 篇
ISSTA 2024	软件工程/系统软件/程序设计语言	A	学习技术趋势、实践案例
EMNLP 2024	人工智能	B	收录论文 4 篇
SIGGRAPH Asia 2024	计算机图形学与多媒体	A	学习技术趋势、实践案例
ICUS 2024			收录论文 1 篇

资料来源：同花顺官网，中国计算机学会，申万宏源研究

注：1.会议等级参考《中国计算机学会推荐国际学术会议和期刊目录（2022 版）》 2.仅整理同花顺 2024-2025 年参与会议

**B 端 AI 已开始变现。**公司在追求 AI 技术的过程中也积极将 AI 技术应用于 B 端客户服务，当前同花顺 AI 开放平台涉及能力包括智能语音、智能图像、智能翻译等，大模型主要聚焦于法律、金融行业。根据采招网，近期同花顺中标国泰海通证券 2025 年灵犀智能化服务升级项目二期采购，中标金额 900 万元；其他 AI 服务案例包括智能外呼、智能搜索、智能问答、AI 智能体平台、数字人、智能研报管理等，中标金额十几万到上百万不等。

**图 22: 同花顺 AI 开放平台能力涉及智能语音、智能图像、智能翻译及法律、金融大大模型**

智能语音	智能图像	智能翻译	大模型
一句话识别	通用文档解析 <b>NEW</b>	身份证识别	换衣服
实时语音识别	图片擦除 <b>NEW</b>	银行卡识别	换人像
在线语音合成 <b>NEW</b>	图片去屏幕纹	图片抠图	换模特 <b>NEW</b>
长文本转语音-专业版 <b>NEW</b>	图片去阴影	视频抠图	AI试衣 <b>NEW</b>
录音文件识别	图片超清	图片换脸	视频数字人 <b>NEW</b>
声音转换	图片修复	视频换脸	活照片
声音克隆 <b>NEW</b>	图片扩图 <b>NEW</b>	视频超分	宠物驱动 <b>NEW</b>
声音克隆合成	照片风格化	文生图 <b>NEW</b>	视频生成 <b>NEW</b>
声纹识别	人像上色	图生图 <b>NEW</b>	
在线语音翻译	人像图片替换背景	人脸检测识别	
人声分离	修复人脸	漫画风格图片生成	
性别识别	通用文字识别	宠物跳舞	

资料来源：同花顺 AI 开放平台官网，申万宏源研究

## 3.2 问财 AI 阶梯收费，但仍有价值提升空间

同花顺智能投顾助手问财在同花顺 APP、PC 端、网页版均有入口，提供包括大势研判、买卖点预测等 15 大功能。

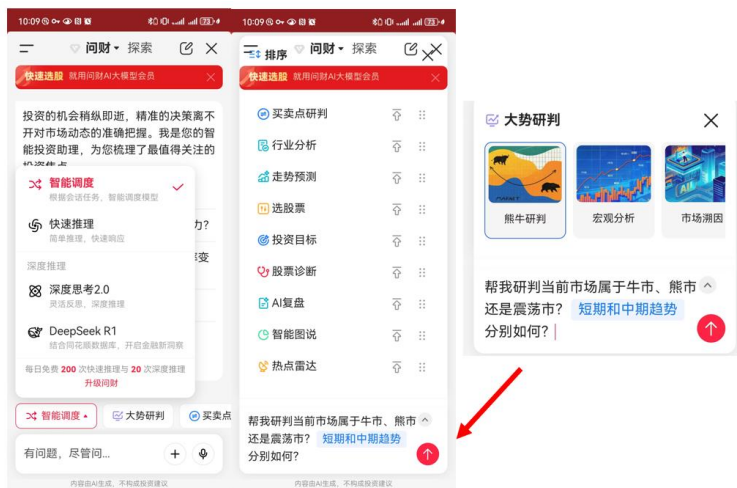
表 7：问财提供包括大势研判、买卖点预测等 15 大功能

功能	子功能（举例）
大势研判	牛熊研判、宏观分析、市场溯因、风险洞察
买卖点研判	止损策略、波段操作、止盈策略、买卖点
行业分析	板块分析、行业对比、风口挖掘、产业链分析
走势预测	走势预测、5 日走势预测、支撑压力位、股价预测
选股票	<b>形态选股</b> ：老鸭头形态、仙人指路形态、均线多头、W 底形态 <b>条件选股</b> ：主题投资、中线波段、短线游资、长线价投
投资目标	资产配置、目标制定、策略规划、目标可行性
股票诊断	异动分析、诊股报告、趋势诊断、股票对比
AI 复盘	板块热点复盘、个股复盘、交易行为复盘、市场复盘
智能图说	<b>动态图表</b> ：动态双柱图、动态气泡图、动态柱状图、动态折线图、动态饼图、动态树图 <b>静态图表</b> ：预测目标价、并购重组、分红率、表格、思维导图、散点图、堆叠柱状图、分组折线图、分组柱状图、折线图、堆叠折线图、汇率汇总、股息率、承压位、主力持仓成本、龙虎榜、条形图、筹码集中度、组织架构图、矩形树图、资产负债表、流程图、柱折图、饼图、柱状图、收支构成、基金业绩走势、收盘获利、分时 k 线、散户数量
热点雷达	事件解读官、情绪温度计、热点掘金器、热点追踪器
账户管理	收益跟踪、仓位配置、风险控制、仓位管理
圈选分析	-
语音通话	-
文档问答	-
图像问答	-

资料来源：同花顺 APP，申万宏源研究

功能主要通过问答方式提供，点击子功能会获得提示词举例，用户可以根据具体情况稍作修改，提高 prompt 编辑效率也明确了功能意图。用户也可以直接自拟提问，由问财自动选择相应快速推理或深度思考模式进行回答。

图 23：功能主要通过问答方式提供，点击子功能会获得提示词举例



资料来源：同花顺 APP，申万宏源研究

问财思考过程体现同花顺优质数据库、封装良好的 API 接口优势。以行业研究板块产业链分析为例，同花顺数据库中维护了个股各类标签与标签具体原因等结构化数据，结合封装良好的 API 进行语义理解与智能调用，可较准确地得到结果。

图 24：功能主要通过问答方式提供，点击子功能将获得提示词举例



资料来源：同花顺 APP，申万宏源研究

当前问财付费吸引力可能更多在特色数据、指标。目前问财已推出阶梯收费版本，其中进阶版可享受特色数据诊股，价格 268 元/季；专业版可享受特色数据诊股、特色数据选股和 130+ 特色指标，价格 518 元/季。从测试感受上看，访问次数与输入长度并非使用限制，进阶版、专业版增量的特色数据和指标可能是当前主要付费吸引力。

表 8：问财大模型会员价格及权益

权益对比		免费版	进阶版	专业版
模型对话	快速推理	200 次/天	500 次/天	不限次数

	深度思考	5 次/天	100 次/天	500 次/天
特权数据	特色数据诊股	×	✓	✓
	特色数据选股	×	×	✓
	特色指标	×	×	✓
基础权益	输入问句字数	200 字	500 字	5 万字+
	导出数据次数	2 次/天	50 次/天	100 次/天
	导出数据指标列	30 列	60 列	120 列
价格元/季度		0	268	518

资料来源：同花顺 APP，申万宏源研究

当前多数 AI 功能免费的原因可能包括：1) 仍需更多用户反馈迭代模型。预计同花顺会不断积累 i 问财中积累的类似 BizFinBench 测评集的数据以迭代与测评模型能力；2) 金融大模型能力变现仍有距离：前文已述，2025 年发布的 BizFinBench 测评集中各大主流大模型尚无法胜任复杂推理环境。

我们认为随着问财问答数据的积累、大模型金融推理能力的提升，问财带来的投资价值有望进一步提升，产品定价、客户付费意愿均有望进一步提升。

## 4 客户拓展：iFinD 价格优势，海外布局

### 4.1 降本增效潮 iFinD 获渗透机遇，空间至少 22 亿/年

佣金费率双降，降本增效成行业主基调，同花顺定位机构，主打性价比，是降本增效主要受益者。

Wind 价格远高于同花顺 iFinD。根据采招网上的中标记录，wind 金融终端 WFT + EDB 一套价格为 68000 元/年，其中一套 WFT 价格为 39800 元/年，EDB 价格为 34600 元/年，终端价格根据购买数量也有差异；同花顺 iFinD 在 1 万元左右，且报价包括宏观数据。

表 9：Wind 价格远高于同花顺

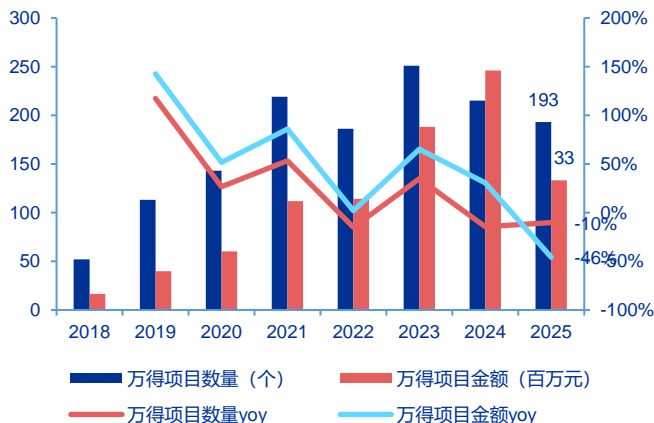
供应商	客户	价格 (元)	终端数量	平均终端价格元/年	备注
Wind	北京某实验中心	408000	2	68000	3 年
	大地期货	272000	4	68000	Wind 金融终端 (WFT) 和经济数据库 (EDB) 一体化，组合大中华终端
iFinD	湖北某公司	99000	10	9900	10 个固定终端，1 个集群账号
	长城资管	98000	2	16333	3 年
	太平基金	185000	14	13214	终端 14 个+财经大屏 1 个

资料来源：采招网，申万宏源研究

加速渗透效果初显现，同花顺中标项目数量、金额增速均高于万得。根据剑鱼标讯公司中标分析显示，同花顺 2025 年（截止 2025 年 12 月 17 日）中标项目数量、金额增速分别 6%、133%，万得为-10%、-46%。

图 25：万得中报项目数量、金额处于下滑态势

图 26：同花顺中标项目金额增速远高于万得



资料来源：剑鱼标讯，申万宏源研究

注：统计数据来自剑鱼标讯，分析企业名称为“万得信息技术股份有限公司”



资料来源：剑鱼标讯，申万宏源研究

注：统计数据来自剑鱼标讯，分析企业名称为“杭州同花顺数据开发有限公司”

**Wind 数据更全面、专业，iFinD 优势在于更丰富的功能和性价比。**整理 Wind 与 iFinD 的评价，普遍认为 Wind 确实在数据权威性上有优势，且具有较强粘性。但其价格在当前环境下不降反升，对客户态度也较为强势，iFinD 的数据能满足大多数常用需求且数据量也在不断增加，相较之下成为性价比更高的选择。

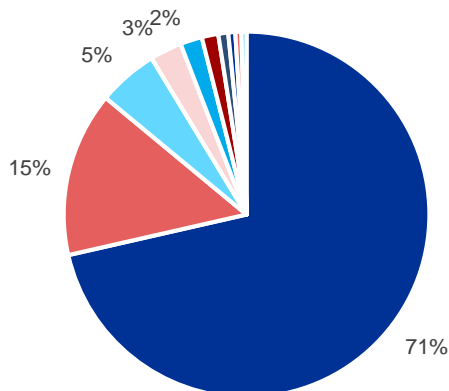
**表 10: Wind 数据更全面、专业，iFinD 优势在于更丰富的功能和性价比**

维度	Wind	iFinD
市场地位	过去为机构标配，有先发优势	快速崛起的挑战者，近年进步显著
数据全面性	全球覆盖，历史数据深，EDB 800 万指标	A 股强，部分细分领域数据欠缺
界面体验	老旧，学习成本高，速度较慢	现代美观，操作直观
价格	昂贵	相对便宜，性价比高
特色	数据更全面准确，市场粘性	智能选股(i 问财)，产业链中心功能强

资料来源：wind 终端，iFinD 终端，申万宏源研究

**结合同花顺主要客户、相关行业单项目平均中标金额，iFinD 市场空间至少 22 亿元/年。**2024 年同花顺增值电信业务收入 16 亿元，保守估计若 iFinD 实现 50% 的市占率每年贡献 11 亿元收入，将成为该部分业务重要的收入支柱，且粘性大于 C 端炒股 APP。

**图 27: 同花顺客户主要来源于金融业与学校**



■ 金融业 ■ 学校 ■ 财政 ■ 信息技术 ■ 科技 ■ 人行 ■ 运输物流 ■ 政府办 ■ 交通 ■ 应急管理

资料来源：剑鱼标讯，申万宏源研究

表 11: 测算 iFinD 仅金融业+学校市场空间可达 22 亿元/年

行业	数量	预计单项目平均中标金额 (万)	市场空间 (亿元/年)	iFinD 市场空间测算 (亿元)	
金融业	银行业	1665	30	5.0	22
	证券业	151	150	2.3	
	基金业-公募基金管理人	165	30	0.5	
	期货业-期货公司	150	30	0.5	
	基金业-私募基金管理人	7592	5	3.8	
	总计			12	
学校	全国高等学校	3167	30	10	

资料来源：中国证券投资基金业协会官网，中国证券业协会，中国期货业协会，中国政府网，申万宏源研究

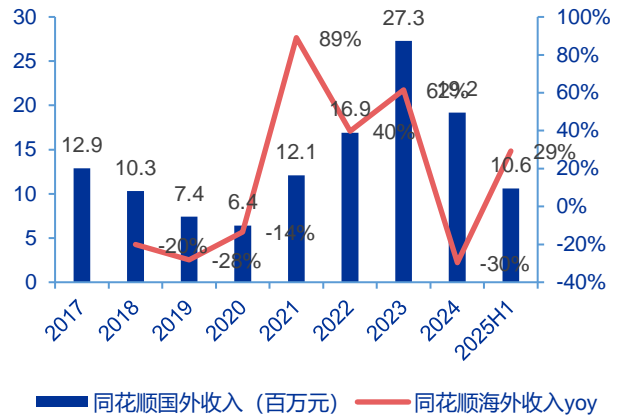
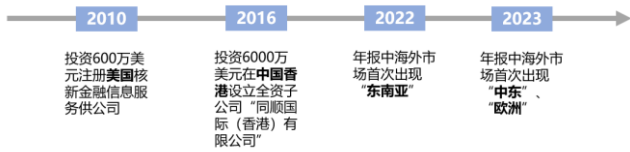
注：“预计单项目平均中标金额”参考剑鱼标讯真实中标信息，为估计值；银行业中农村合作机构仅考虑农商行

## 4.2 海外是长期高潜力市场

同花顺近年海外市场布局节奏加快。同花顺出海历程可追溯到 2010 年，但地区扩展较慢，海外收入增长也较平淡。但 2022 年以来，公司加快海外布局，目前海外涉及的地区美国、东南亚、中东、欧洲等国家和地区。2025H1 海外收入增速 29%。2025 年 9 月同花顺也积极参与中国金融科技出海峰会，与陆金所、海尔消费金融等企业共同探讨关键议题。

图 28: 同花顺近年海外市场布局节奏加快

图 29: 同花顺 2025H1 海外收入增速 29%。



资料来源：公司公告，东方财富，申万宏源研究

资料来源：iFinD，申万宏源研究

**表 12：同花顺海外子公司布局**

海外子公司名称	注册资本	主要经营地
核新金融信息公司	1210 万美元	美国
数据智能公司	1211 万美元	中国香港
核新国际公司	2203 万美元	新加坡
同花顺美国公司	3500 万美元	美国

资料来源：公司年报，申万宏源研究

海外产品类型与国内基本相同，主要面向 B 端客户。同花顺海外官网显示同花顺海外主要提供包括金融 IT 开发、金融数据、人工智能解决方案三类服务。

**表 13：同花顺海外提供服务梳理**

海外服务类型	具体产品/服务
金融 IT 开发	白标交易工具
	交易中后台办公室
	智能投资助手
	公司基本面数据解决方案
	行为分析平台
金融数据	iFinD 数据终端
	iFinD 移动应用
	iFinD 数据库
人工智能解决方案	智能客户服务中心
	虚拟解决方案
	AIGC
	程序化广告
	代码自动生成
	智能外呼
	智能客户服务
	虚拟人建模
	虚拟人屏幕显示
	虚拟展厅
	AI 文本
	AI 绘画
	AI 聊天

资料来源：同花顺海外官网，申万宏源研究

**终端产品目前核心支持中美股票、基金数据。**根据官网产品介绍，海外 iFinD 数据终端主要支持上海、深圳、香港和美国交易所公司的估值模型，基金主要支持中国和美国的金融产品。另外，海外版同花顺手机 APP 界面与国内版一致且语言为中文，可能短期面向海外的中国投资者。

**图 30：终端产品核心支持中美股票、基金数据**

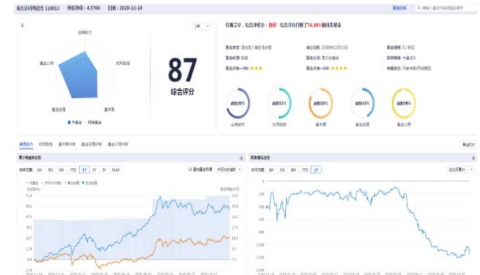
### Stocks

It provides investors with massive structured data and rich characterized unstructured data in an accurate and timely manner, and can be conveniently viewed through in-depth data F9, special reports, data browser, intelligent search and other way. It supports valuation models for exchanges in Shanghai, Shenzhen, Hong Kong and the United States and provides enterprise library, enterprise atlas, conditional stock selection, intelligent financial inquiry, event driven, portfolio management, valuation model, investment assistant and other characteristic functions to assist institutional investors in making investment and research decisions in an all-round way.



### Fund

It covers financial products such as public funds in China and the U.S, brokerage asset management, trust private placement, bank financial management and insurance asset management, and provides basic query functions such as multidimensional data, special reports and market conditions. It also provides analysis tools such as product comparison, fund panoramic diagnosis, fixed investment calculation and portfolio management to assist institutional investors in making investment and research decisions.



资料来源：同花顺海外官网，申万宏源研究

**彭博等海外销售终端定价为 iFinD 近 20 倍，体现付费意愿。**根据 2024 年 8 月财经网文章，全球商业信息平台市场彭博终端市场份额为 33.4%，排名第一；伦交所集团 Workspace (LSEG Workspace) 的终端市场份额为 19.6%，排名第二；标普全球 (S&P Global) 的 Capital IQ 市场份额约为 6.2%，排名第三；FactSet 市场份额约为 4.5%，排名第四。彭博终端许可证费用为每年 27660 美元，如果租用两台或两台以上的彭博终端，则每台终端每年的许可证费用降至 24240 美元。彭博 2023 年收入达 125 亿美元，其中财经媒体彭博新闻社收入约 5 亿美元，大部分均来自金融终端销售。

**中国市场对海外投资者吸引力提升，iFinD 需求有望提升。**根据摩根士丹利披露的数据，截至 2025 年 11 月，境外长线资金通过沪深港通等渠道净买入约 100 亿美元的 A 股及 H 股，对比 2024 年约 170 亿美元资金流出大幅改善。海外中国 ETF 今年以来需求大幅提升，根据富途数据，截至 12 月 9 日中国海外互联网 ETF-KraneShares 资产规模为 89.14 亿美元，较去年底的 54.14 亿美元增长 35 亿美元；MSCI 中国 ETF-iShares 资产规模为 78.78 亿美元，较去年底的 54.51 亿美元增长 24.27 亿美元。

**积极扩充海外市场数据，长期海外吸引力有望提升。**当前 iFinD 已提供包括亚太（日本等 14 国）、欧洲中东（英国等 20 国）、美洲（加拿大等 3 国）行情、基础数据，其中美股、港股、台股、日股等 8 个市场已纳入 iFinD 海外财务科目体系，可横向比较跨市场公司财务数据。

## 5 盈利预测和估值分析

### 5.1 收入拆分

前文已详述，同花顺收入可拆分为四块：1) 增值电信服务；2) 广告及互联网业务推广服务；3) 基金销售及其他交易手续费等；4) 软件销售及维护。

#### 1) 增值电信服务

该部分业务又可大致拆分为 C 端增值服务收入和 B 端金融终端收入。

由于公司未披露详细业务收入，B 端业务收入我们根据潜在客户数量、各类客户平均采购量、终端平均单价进行收入体量的估计。B 端增速的核心假设为：1) 由于做基础工作的投研人员可能随着 AI 能力不断提升而减少，因此平均采购量作下滑假设；2) 由于同花顺 iFinD 产品在当前市场环境下极具性价比，我们假设市占率逐步提升；3) 由于后续 iFinD 数据、功能就将更丰富，预计每年有一个 5% 的提价。综合以上，我们预计 2025-2027 年 B 端金融终端收入增速分别为 14%、18%、16%。

C 端我们将收入拆分为付费用户数与付费用户 ARPU。付费用户数=A 股自然人投资者数量\*市场活跃渗透率\*付费转化率。历史整体付费用户数、ARPU 值估算的主要假设为：1) C 端收入 40% 来自购买中高端产品的客户，60% 来自购买 APP 中低价增值服务的客户；2) 观察同花顺产品线，假设中高端产品客户 ARPU 约 10000 元、增值服务客户 ARPU 约 500 元。由于我们对后市交投活跃度较为乐观，预计 2025-2027 年 A 股自然人投资者数量每年增长 1500 万人；结合历史市场活跃渗透率趋势以及同花顺 APP 当前在证券 APP 中活跃用户占比，预计 2025-2027 年市场活跃渗透率分别为 16%、17%、18%；考虑到 AI 问财能力不断加强，预计整体付费转化率 2025-2027 年分别为 6%、7%、7%；整体 ARPU 受到低中高端用户结构影响，由于问财短期收费较低，预计低端用户占比提升，预计 2025-2027 年整体 ARPU 为 732、728、725 元。综上，预计 2025-2027 年 C 端增值服务收入增速分别为 63%、21%、20%。

表 14：增值电信服务收入拆分

单位：百万 CNY	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>1 增值电信服务</b>	<b>1285</b>	<b>1618</b>	<b>1538</b>	<b>1529</b>	<b>1616</b>	<b>2389</b>	<b>2877</b>	<b>3425</b>
同比%	45%	26%	-5%	-1%	6%	48%	20%	19%
占总收入%	45%	46%	43%	43%	39%	42%	43%	43%
<b>1.1 C 端增值服务</b>	<b>1285</b>	<b>1318</b>	<b>1140</b>	<b>1078</b>	<b>1106</b>	<b>1805</b>	<b>2190</b>	<b>2627</b>
同比%	45%	3%	-13%	-5%	3%	63%	21%	20%
占总收入%	45%	38%	32%	30%	26%	31%	32%	33%
全国总人口(万人)	141212	141260	142593	140967	140828	140216	139607	139000
A 股自然人投资者数量(万人)	17676	19636	21105	22294	23567	25067	26567	28067
占总人口比重%	13%	14%	15%	16%	17%	18%	19%	20%
yoy	%	%	%	%	%	%	%	%

市场活跃渗透率(%)	10%	12%	13%	13%	14%	16%	17%	18%
公司 C 端活跃用户规模 (万人)	1845	2349	2717	2898	3299	4011	4516	5052
yoy	14%	27%	16%	7%	14%	22%	13%	12%
整体付费转化率(%)	9%	7%	5%	5%	4%	6%	7%	7%
整体付费用户数(万人)	159	163	141	134	137	247	301	362
整体 ARPU(元)					806	732	728	725
yoy						-9%	0%	0%
<b>1.2 B 端金融终端收入</b>		<b>300</b>	<b>398</b>	<b>451</b>	<b>510</b>	<b>584</b>	<b>686</b>	<b>798</b>
同比%			33%	13%	13%	14%	18%	16%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：表格中除 2020-2024 年增值电信服务总收入摘自公司公告外，其他细项均为基于公开数据估计数

## 2) 广告及互联网业务推广服务

公司该部分业务主要受到券商投流需求的影响，由于我们对后市预期乐观，预计该部分收入仍将维持一个较高的增速，我们预计 2025-2027 年同花顺广告及互联网推广收入增速分别为 35%、18%、17%。

表 15：广告及互联网业务推广服务收入拆分

单位：百万 CNY	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
2 广告及互联网推广	836	1284	1527	1359	2025	2740	3243	3781
同比%	81%	54%	19%	-11%	49%	35%	18%	17%
占总收入%	29%	37%	43%	38%	48%	48%	48%	48%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 3) 基金销售及其他交易手续费等

公司基金销售及其他交易手续费可以分拆为基金代销收入、与其他代销收入，基金代销收入又可拆分为基金认购/申购/赎回等收入与尾随佣金/销售服务费收入。

我们假设基金代销收入占该部分收入的 90%，根据行业情况假设尾随佣金/销售服务费收入占比约占基金代销收入的 70%。

**基金认购/申购/赎回等收入我们拆分为爱基金 MAU 与 ARPU。**由于同花顺 APP 对爱基金有一定导流作用，我们假设同花顺爱基金 MAU/同花顺炒股票 MAU 相对稳定，2022 年该比值为 0.92%，假设 2023 年以后该比值维持在 0.9%。ARPU 历史值根据收入与 MAU 倒算，由于政策引导认购费、申购费降费预计 2025 年有较大调整后保持不变。综上，预计 2025-2027 年基金认购/申购/赎回等收入增速分别为-27%、13%、12%。

**尾随佣金/销售服务费收入我们拆分为爱基金保有基金规模与基金尾随佣金费率。**我们预计随着 ETF 的大量发行，爱基金保有基金规模有望进一步提升，预计 2025-2027 年增速分别为 % 、 % 、 % ；基金尾随佣金费率受政策引导下调，预计 - 年下降至

平均 0.15%。综上，预计 2025-2027 年尾随佣金/销售服务费收入增速分别为-22%、15%、10%。

其他基金代销收入体量较小，不做趋势性假设。

综上，预计 2025-2027 年基金代销及其他收入增速分别为-21%、12%、9%。

表 16：基金代销及其他收入拆分

单位：百万 CNY	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>3、基金代销及其他收入</b>	<b>482</b>	<b>312</b>	<b>210</b>	<b>239</b>	<b>190</b>	<b>150</b>	<b>168</b>	<b>184</b>
同比%	105%	-35%	-33%	14%	-20%	-21%	12%	9%
占总收入%	17%	9%	6%	7%	5%	3%	2%	2%
<b>3.1 基金代销收入(百万元)</b>	<b>433</b>	<b>280</b>	<b>189</b>	<b>215</b>	<b>171</b>	<b>131</b>	<b>149</b>	<b>165</b>
yoy	105%	-35%	-33%	14%	-20%	-24%	14%	11%
尾随佣金收入占比	65%	65%	70%	70%	70%	71%	72%	71%
<b>3.1.1 基金认购/申购/赎回等收入：(投资者支付)</b>	<b>152</b>	<b>98</b>	<b>57</b>	<b>65</b>	<b>51</b>	<b>37</b>	<b>42</b>	<b>47</b>
yoy		-35%	-42%	14%	-20%	-27%	13%	12%
爱基金 MAU (万人)	22	34	25	26	30	36	41	45
yoy	58%	52%	-26%	4%	14%	22%	13%	12%
ARPU	6.8	2.9	2.3	2.5	1.7	1.0	1.0	1.0
yoy		-57%	-22%	10%	-30%	-40%	0%	0%
<b>3.1.2 尾随佣金/销售服务费收入：(机构支付)</b>		<b>182</b>	<b>132</b>	<b>151</b>	<b>120</b>	<b>93</b>	<b>107</b>	<b>118</b>
yoy		0%	-28%	14%	-20%	-22%	15%	10%
爱基金保有基金规模 (亿元)		396	415	460	514	617	709	780
yoy		0%	5%	11%	12%	20%	15%	10%
基金尾随佣金费率		0.46%	0.32%	0.33%	0.23%	0.15%	0.15%	0.15%
<b>3.2 其他代销收入</b>		<b>31</b>	<b>21</b>	<b>24</b>	<b>19</b>	<b>19</b>	<b>19</b>	<b>19</b>
yoy		-35%	-33%	14%	-20%	0%	0%	0%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：表格中除 2020-2024 年基金代销及其他收入总收入摘自公司公告外，其他细项均为基于公开数据估计数

#### 4) 软件销售及维护

该部分软件主要包括证券公司行情交易系统以及 AI 开放平台相关收入。我们假设随着公司业务拓展，证券公司覆盖率仍有提升空间；由于企业对 AI 应用的需求提升，公司的 AI 平台需求提升，ARPU 有望进一步提升。综上，预计 2025-2027 年软件销售及维护收入增速为 23%、6%、6%。

表 17：软件销售及维护收入拆分

单位：百万 CNY	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
-----------	------	------	------	------	------	-------	-------	-------

4、软件销售及维护收入	241	296	285	438	356	438	463	491
同比%	51%	23%	-4%	54%	-19%	23%	6%	6%
占总收入%	8%	8%	8%	12%	9%	8%	7%	6%
行情交易系统证券公司覆盖率	90%	90%	90%	90%	90%	92%	94%	96%
全国证券公司数量 (家)	138	140	140	145	150	151	145	140
覆盖券商数量	124	126	126	131	135	139	136	134
ARPU (万元)	194	235	226	335	264	290	319	351
yoy	46%	21%	-4%	48%	-21%	10%	10%	10%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：表格中除 2020-2024 年软件销售及维护收入总收入摘自公司公告外，其他细项均为基于公开数据估计数

综上，预计 2025-2027 年同花顺收入分别为 57.17、67.51、78.82 亿元，增速分别为 37%、18%、17%。

表 18：收入拆分

单位：百万 CNY	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
合计	2844	3510	3559	3564	4187	5717	6751	7882
同比%	63%	23%	1%	0%	17%	37%	18%	17%
1、增值电信服务	1285	1618	1538	1529	1616	2389	2877	3425
同比%	45%	26%	-5%	-1%	6%	48%	20%	19%
占总收入%	45%	46%	43%	43%	39%	42%	43%	43%
2、广告及互联网推广	836	1284	1527	1359	2025	2740	3243	3781
同比%	81%	54%	19%	-11%	49%	35%	18%	17%
占总收入%	29%	37%	43%	38%	48%	48%	48%	48%
3、基金代销及其他收入	482	312	210	239	190	150	168	184
同比%	105%	-35%	-33%	14%	-20%	-21%	12%	9%
占总收入%	17%	9%	6%	7%	5%	3%	2%	2%
4、软件销售及维护收入	241	296	285	438	356	438	463	491
同比%	51%	23%	-4%	54%	-19%	23%	6%	6%
占总收入%	8%	8%	8%	12%	9%	8%	7%	6%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 5.2 毛利率拆分

公司营业成本主要包括员工薪酬、信息费及托管费与结算手续费及其他，2025-2027 年毛利率主要参考 2025H1 毛利率、历年变化趋势及行业趋势。**公司历年毛利率较稳定。**

增值电信业务毛利率近年略下降主要系由于为不断提升数据质量，相应的信息数据采购费、技术服务费增加，同时随着大模型技术在业务中的深入应用，相应的服务器、托管费等成本上升所致。2025H1 毛利率回升至 85%，我们预计后续毛利率仍可能为下降趋势，预计 2025-2027 年毛利率分别为 85%、85%、84%。

广告及互联网推广 2024 年毛利率回升，预计随着交投活跃仍有上升空间，预计 2025-2027 年毛利率分别为 96%、96%、96%。

基金代销及其他由于申赎手续费、尾随佣金限制费率，若成本端费率未按比例下降，可能导致毛利率下降，预计 2025-2027 年毛利率分别为 85%、85%、85%。

软件销售及维护 2025H1 毛利率同比少量提升，预计随着 AI 编程普及，该部分毛利率有一定上升空间，预计 2025-2027 年毛利率分别为 85%、85%、86%。

表 19: 毛利率拆分

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增值电信业务	90%	89%	86%	86%	84%	85%	85%	84%
广告及互联网推广	97%	97%	95%	93%	95%	96%	96%	96%
基金代销及其他	91%	84%	84%	90%	88%	85%	85%	85%
软件销售及维护	84%	86%	84%	87%	84%	85%	85%	86%
合计	92%	91%	90%	89%	89%	90%	90%	90%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 5.3 费用拆分

同花顺过去几年销售费用、管理费用占收入比重较为稳定，研发费用绝对值较为稳定，预计 2025-2027 年营销费用、管理费用占收入比例稳定略降，研发费用占比在保证绝对值略增的情况下下降。

表 20: 费用拆分

单位: 百万 CNY	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用	288	337	368	497	592	800	945	1,025
销售费用占营业总收入比重 (%)	10%	10%	10%	14%	14%	14%	14%	13%
管理费用	117	146	161	204	221	286	304	355
管理费用占营业总收入比重 (%)	4%	4%	5%	6%	5%	5%	5%	5%
研发费用	585	828	1,067	1,179	1,193	1,258	1,350	1,419
研发费用占营业总收入比重 (%)	%	%	%	%	%	%	%	%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

综上，我们预计同花顺 2025-2027 年归母净利润分别为 28.54、35.13、43.08 亿元，增速分别为 57%、23%、23%。

## 5.4 估值分析

由于同花顺属于能稳定产生利润的成熟公司，选取 PE 估值法进行估值。

选取恒生电子、金证股份、财富趋势、指南针、金山办公作为可比公司，分别覆盖同花顺 B 端与 C 端的业务特征。在 B 端维度，恒生电子、金证股份、财富趋势均为券商核心系统与资管 IT 主力供应商，其中财富趋势、同花顺的券商覆盖率实际已达 90% 以上，财富趋势行情交易系统及维护业务与同花顺 B 端业务形成直接对照。在 C 端维度，指南针与同花顺同属金融信息服务商，主要产品相似度高，且业绩均受市场交投活跃影响。金山办公在商业模式上与同花顺有较大相似性，均为 C 端 SaaS+AI 产品化，因而也选取为可比公司。

**维持“买入”评级。**由于市场对指南针金融信息服务业务与证券业务协同给予较高预期，PE 远高于可比公司，计算可比公司平均 PE 过程中予以剔除。剔除指南针后的可比公司 2026 年平均 PE 为 63x，当前同花顺 2025 年 PE 为 51x，仍有 20% 以上的上涨空间，应维持“买入”评级。

表 21：可比公司估值表

证券代码	公司名称	2026/1/5	Wind 一致预期归母净利润 (亿元)				PE			
		总市值 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
600570.SH	恒生电子	582	10.4	11.8	13.7	15.9	56	49	43	37
600446.SH	金证股份	151	-2.0	1.9	2.5	3.4	-	80	60	45
688318.SH	财富趋势	350	3.0	3.4	4.2	4.2	115	103	83	83
300803.SZ	指南针	826	1.0	3.0	3.8	5.3	792	273	220	156
688111.SH	金山办公	1,515	16.5	18.9	22.9	28.0	92	80	66	54
							<b>平均 PE</b>	<b>117</b>	<b>94</b>	<b>75</b>
							<b>平均 PE (去 除指南针)</b>	<b>78</b>	<b>63</b>	<b>55</b>
300033.SZ	同花顺	1,785	18.2	28.5	35.1	43.1	98	63	51	41

资料来源：Wind，申万宏源研究

## 6 风险提示

**市场交投活跃度下降。**同花顺业务收入高度依赖市场活跃度，若市场交投活跃度下降，可能对同花顺业务收入造成较大影响。

**问财能力提升不及预期导致商业化不及预期。**当前主流大模型的金融实战能力仍有较大提升空间，若后续大模型金融领域能力提升不及预期可能导致问财无法如期为用户创造价值，导致商业化能力不及预期。

**竞争对手客户粘性强导致 iFinD 推进不及预期。**当前 iFinD 主打性价比进行市场推广，若随着市场活跃下游客户预算增加可能导致对价格敏感度下降，由于金融终端转换存在转换成本导致 iFinD 市场推进不及预期。

## 财务摘要

### 合并损益表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,564	4,187	5,717	6,751	7,882
营业收入	3,564	4,187	5,717	6,751	7,882
营业总成本	2,125	2,318	2,765	3,108	3,401
营业成本	389	443	558	670	796
税金及附加	58	74	101	120	140
销售费用	497	592	800	945	1,025
管理费用	204	221	286	304	355
研发费用	1,179	1,193	1,258	1,350	1,419
财务费用	-203	-206	-238	-281	-332
其他收益	73	76	104	123	144
投资收益	1	21	21	21	21
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
信用减值损失	-1	1	0	0	0
资产减值损失			0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	1,512	1,967	3,077	3,787	4,645
营业外收支	-11	-2	0	0	0
利润总额	1,501	1,965	3,077	3,787	4,645
所得税	99	142	223	274	337
净利润	1,402	1,823	2,854	3,513	4,308
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	1,402	1,823	2,854	3,513	4,308

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

### 合并现金流量表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,402	1,823	2,854	3,513	4,308
加：折旧摊销减值	74	76	62	82	102
财务费用	-7	-1	-238	-281	-332
非经营损失	-1	-21	-21	-21	-21
营运资本变动	122	437	-25	-14	-7
其它	2	1	0	0	0
经营活动现金流	1,592	2,316	2,632	3,279	4,051
资本开支	201	104	200	200	200
其它投资现金流	-283	-16	-29	-29	-29
投资活动现金流	-484	-119	-229	-229	-229
吸收投资	0	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0	0
支付股利、利息	1,217	1,310	912	1,427	1,756
其它融资现金流	-1	-1	238	281	332
融资活动现金流	-1,218	-1,311	-673	-1,146	-1,424
净现金流	-87	900	1,730	1,904	2,397

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

### 合并资产负债表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	8,265	9,372	11,176	13,144	15,598
现金及等价物	8,170	9,250	11,030	12,984	15,431
应收款项	85	72	97	110	117
存货净额	0	0	0	0	0
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	10	50	50	50	50
长期投资	10	11	11	11	11
固定资产	1,225	1,258	1,396	1,514	1,612
无形资产及其他资产	345	336	336	336	336
资产总计	9,845	10,977	12,919	15,005	17,557
流动负债	2,416	2,886	2,886	2,886	2,886
短期借款	1	0	0	0	0
应付款项	508	578	578	578	578
其它流动负债	1,907	2,309	2,309	2,309	2,309
非流动负债	110	116	116	116	116
负债合计	2,526	3,002	3,002	3,002	3,002
股本	538	538	538	538	538
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	357	357	357	357	357
其他综合收益	32	46	46	46	46
盈余公积	361	361	361	361	361
未分配利润	6,032	6,673	8,615	10,701	13,253
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	7,319	7,974	9,917	12,003	14,555
负债和股东权益合计	9,845	10,977	12,919	15,005	17,557

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

## 重要财务指标

报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(元)					
每股收益	2.61	3.39	5.31	6.53	8.01
每股经营现金流	2.96	4.31	4.90	6.10	7.53
每股红利	0.00	2.20	1.70	2.65	3.27
每股净资产	13.61	14.83	18.45	22.33	27.07
关键运营指标(%)					
ROIC	-162.3	-139.8	-262.2	-372.7	-521.0
ROE	19.2	22.9	28.8	29.3	29.6
毛利率	89.1	89.4	90.2	90.1	89.9
EBITDA Margin	38.5	43.8	50.7	53.2	56.0
EBIT Margin	36.4	42.0	49.7	51.9	54.7
营业总收入同比增长	0.1	17.5	36.5	18.1	16.8
归母净利润同比增长	-17.1	30.0	56.5	23.1	22.6
资产负债率	25.7	27.4	23.2	20.0	17.1
净资产周转率	0.49	0.53	0.58	0.56	0.54
总资产周转率	0.36	0.38	0.44	0.45	0.45
有效税率	6.6	7.3	7.3	7.3	7.3
股息率	0.0	0.7	0.5	0.8	1.0
估值指标(倍)					
P/E	127.3	97.9	62.6	50.8	41.4
P/B	24.4	22.4	18.0	14.9	12.3
EV/Sale	50.1	42.7	31.3	26.5	22.7
EV/EBITDA	130.3	97.3	61.6	49.8	40.5
股本	538	538	538	538	538

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	shaojingli@swhysc.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。