

从财富神话到新星启示录

——互联网金融行业复盘&当前投资框架

证券分析师：孙婷

执业证书编号：S0600524120001

联系邮箱：sut@dwzq.com.cn

证券分析师：武欣姝

执业证书编号：S0600524060001

联系邮箱：wuxs@dwzq.com.cn

二零二六年三月十七日

- **复盘过去：**
 - ①**东方财富：**以海量累积流量为基础，依托流量、数据、牌照、场景四大要素实现财富生态圈多层次流量高价值、高效率变现。
 - ②**同花顺：**坚持技术为本，双向赋能金融机构和散户两端，向产业链上下游延伸。
 - ③**大智慧：**作为早期龙头，错失流量变现良机，历经危机后业务结构收缩聚焦，目前正通过与湘财合并探索转型路径。
- **当下环境：**
 - ①**政策方面：**规范与发展并重，“十五五”强调投资质量优化，激励科技金融求新求变，同时持续收紧合规监管。
 - ②**市场方面：**行情向好情绪热烈账户数量持续上升，科技金融政策预期维持带动指数走高跑赢大盘。
 - ③**客户方面：**年轻化趋势渐显，散户潜在价值不断上升，户均资产、交易额双双上升，目标客群分层细化，高毛利投顾服务需求增长。
 - ④**发展方向：**未来，“合规根基、技术护城河、清晰的变现路径”三大要素或成互联网金融行业发展关键。
- **未来展望：**
 - ①**指南针：**围绕麦高证券“三步走”规划，发展证券与公募基金业务，追求营收利润增长。
 - ②**九方智投控股：**深耕国内产品线，拓展长尾市场，同时通过收购方德证券布局海外，并加大AI投入以驱动业务增长。
 - ③**财富趋势：**依托现有B端业务现金流，持续加大AI研发投入，探索大模型落地，以突破单一业务结构瓶颈，打造第二增长曲线。
 - ④**湘财+大智慧：**加强合并协同，以流量+牌照结合赋能C端业务，拓展传统业务并转型投顾服务，带动收入增长。
- **投资建议：**
 - ①**关注具备较大金融数据基础+较好应用场景入口+较成熟AI技术运用经验的公司，我们推荐【同花顺】、【东方财富】，**
 - ②**关注有望构建业务闭环的新星互联网金融企业，推荐【九方智投控股】、【指南针】，【湘财股份】，建议关注【财富趋势】、【大智慧】。**
- **风险提示：**
 - ①**监管环境趋严抑制行业创新，**
 - ②**行业竞争加剧，**
 - ③**权益市场大幅波动，**
 - ④**技术风险，**
 - ⑤**金融风险传导。**



■ 1. 复盘东方财富、同花顺、大智慧，寻找成功异同

■ 2. 当前环境下，最好的互金模式

■ 3. 前瞻研究，互金新星当前情况及展望

■ 4. 投资建议

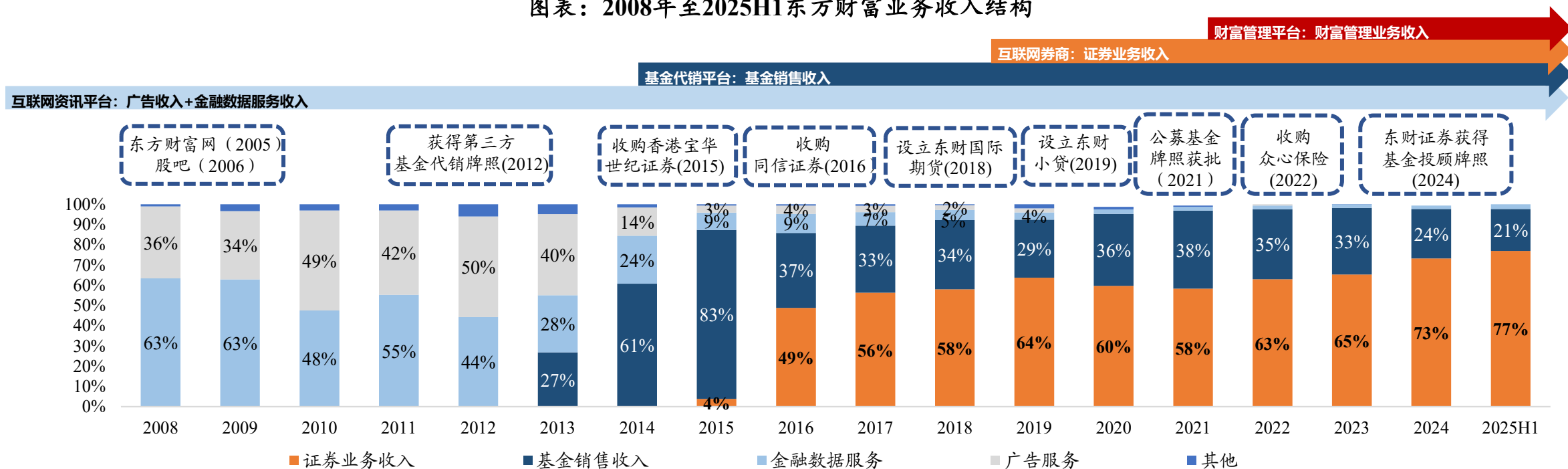
■ 5. 风险提示

复盘东方财富、同花顺、大智慧，寻找成功异同

1.1. 东方财富：从“流量”到“生态”的胜利者

- 进阶之路：资讯门户（东方财富网）→ 垂直流量池（股吧、天天基金网）→ 持牌金融闭环（东财证券、天天基金、东财基金等）。
- 核心能力：将不断累积的海量财经流量，通过自有金融各类牌照实现高效率、高价值的闭环变现。
- 东方财富依托流量、数据、牌照、场景四大要素实现财富生态圈多层次流量变现。自2012年获取第三方基金销售资格后，公司构建财富生态圈经历了三个阶段：基金代销—零售证券—财富管理。叠加每一轮牛市的助力，公司每一次的跃升，都推动其进入盈利更广阔的市场，并逐步形成规模效应。

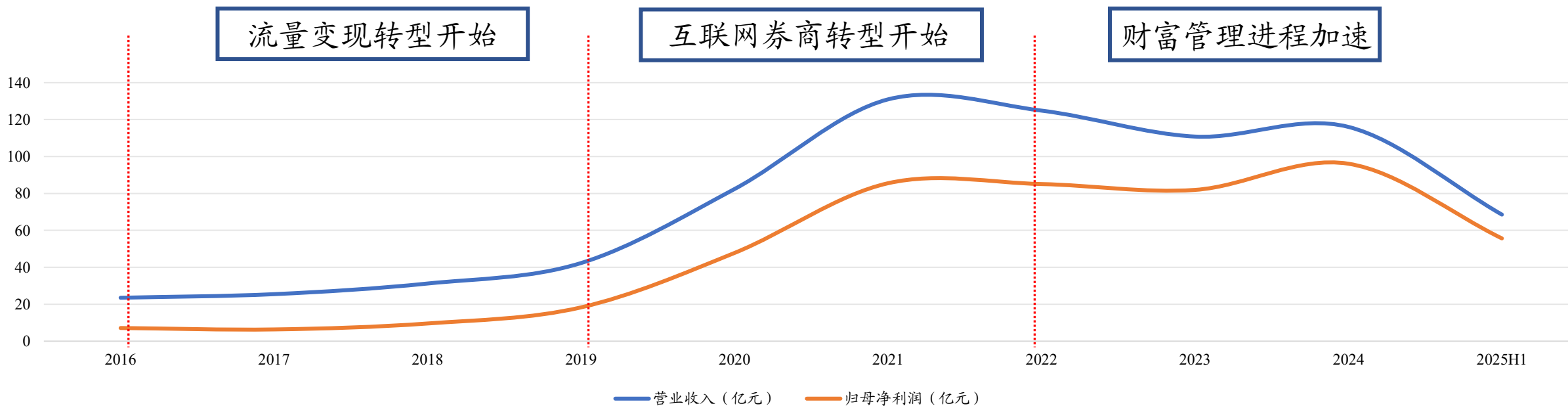
图表：2008年至2025H1东方财富业务收入结构



1.1. 东方财富：从“流量”到“生态”的胜利者

- 模式烙印：“自有流量+自有牌照”是互联网金融信息服务领域最坚固、最具延展性的商业模式。
- 依托着海量互联网财经流量，东方财富三次向上打开新业务市场，并在其经历的两轮开拓变现中展示出明显的业绩向上：①第一轮流量变现从金融数据到基金代销，驱动营收及归母净利润迅速增长，2016至2018年，公司营业收入及归母净利润CAGR分别约为15%/16%；②第二轮转型为互联网券商，业绩随之迅速增长，2019至2022年，公司营业收入及归母净利润CAGR分别约为43%/67%。③财富管理新时代仍在进程中，在过去三轮基金降费的背景下，渠道端费率越来越薄，但我们看好权益市场规模稳步向上，叠加东方财富较强的规模效应，公司仍有望打开新的业绩成长空间，以财富管理为核心的第三轮转型成效将更为显著。

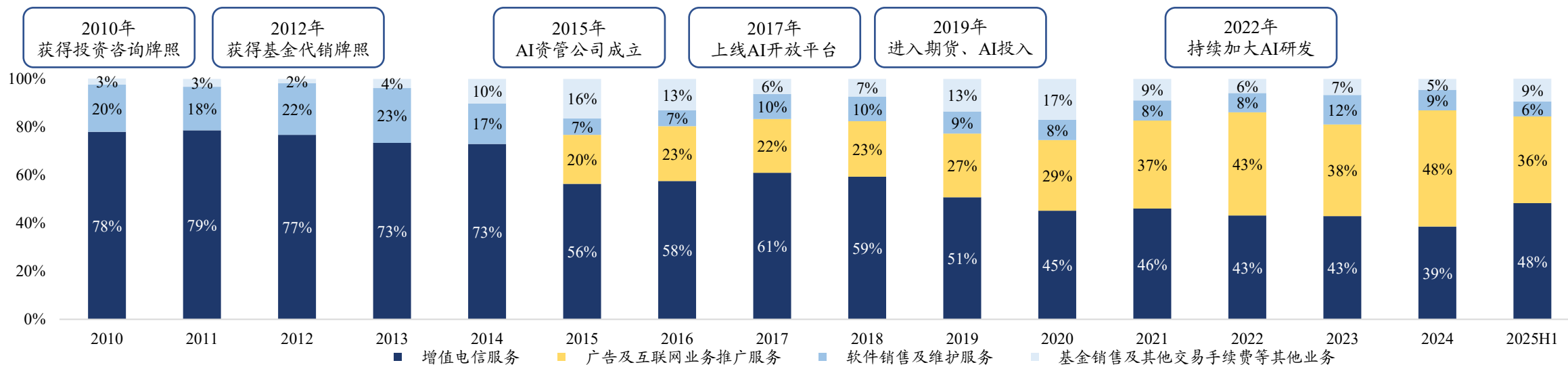
图表：2016年至2025H1东方财富营收利润情况



1.2. 同花顺：技术为本的“平台型”巨头

- 进阶之路：C端行情交易软件 + B端金融数据服务 → A股开户导流 → All in AI战略。
- 核心能力：强大的技术研发与产品化能力，服务于最广泛的C端用户与B端机构，构建双向赋能的平台生态。
- 同花顺依托其免费使用的行情交易软件，积累了大量C端流量。据易观千帆，截至2026年1月，全网证券服务应用活跃人数达1.75亿，同花顺以3,875万月活跃用户数稳居证券类App月活龙头位置。2010年起，公司延伸至机构金融数据服务，以iFinD对标Wind，为公募私募、券商、银行等机构提供更加专业的深度数据与分析工具。
- 2015年起，凭借其庞大的用户体量，同花顺将散户导流至合作的券商（A股开户），而后ETF首购及期货导流也逐步成为其广告及互联网推广业务的重要组成部分。同时，公司利用AI赋能app，提升其平台运行效率、内容生成能力提高用户粘性。

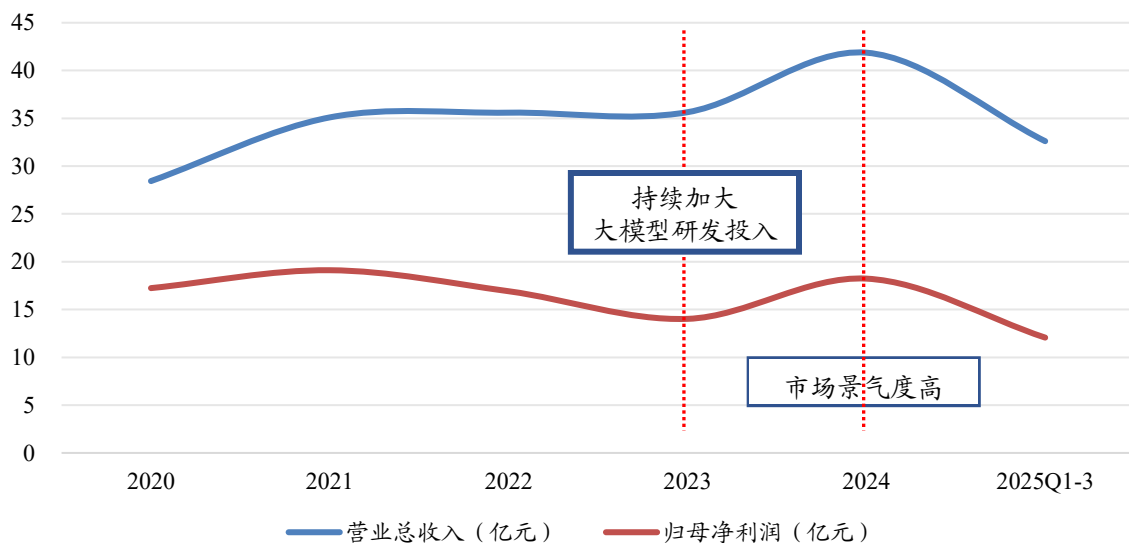
图表：2010年至2025H1同花顺各业务营收占比



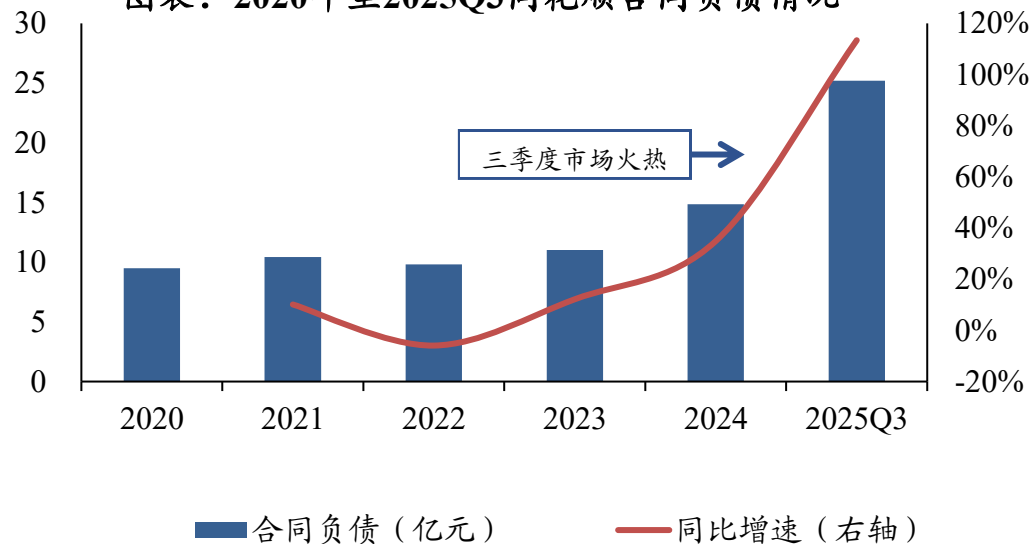
1.2. 同花顺：技术为本的“平台型”巨头

- 模式烙印：确立了以技术平台为核心，通过AI与数据服务，围绕金融机构和散户展开服务，向产业链上下游延伸的盈利模式。
- 同花顺的业务大都围绕其庞大的平台用户体量展开，但用户的价值贡献受市场波动影响显著，因此为了深挖用户价值，为收入提供稳定支撑，同花顺持续加大技术与AI模型研发投入，输出更加全面的金融服务提高客户潜在价值和使用粘性：
 - ①围绕个人投资者，同花顺持续发展AI大模型加强其平台内容输出和智能分析能力，以此增强其平台附加功能的吸引力，进而促进其增值服务销售、开户导流及基金代销业务持续增长。
 - ②围绕金融机构，同花顺的数据技术平台也持续加强其智能研究和数据搜集功能，意图形成toB端稳定业务流（包括行情交易系统销售及服务和iFinD销售）。

图表：2020年至2025Q3同花顺营收利润情况



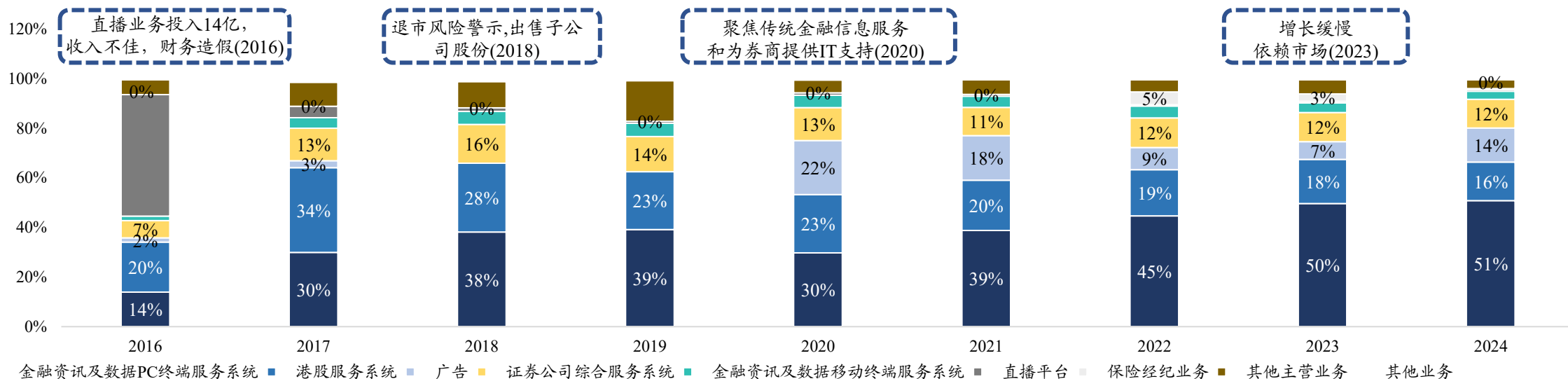
图表：2020年至2025Q3同花顺合同负债情况



1.3. 大智慧：战略转型的探索与沉淀

- 进阶之路：早期行情软件领导者 → 业务多元化受挫 → 用户与品牌价值沉淀 → 拟与湘财证券合并。
- 核心能力：积累了深厚的品牌认知与存量用户基础，但未将其有效转化为可持续的盈利业务。
- 大智慧凭借其在早期PC时代积累的先发优势与技术口碑，拥有庞大的活跃用户群和坚实的品牌影响力。其向直播、贵金属等领域的激进跨界（如“视吧”）因与主业协同性弱、消耗巨大成为财务黑洞；另一方面，为美化业绩而触及的财务造假红线，招致监管重罚与海量诉讼，使其陷入声誉与资金的双重危机。
- 为了稳固经营，大智慧收缩聚焦传统金融信息服务和为券商提供IT支持两大块相对稳定的业务，不再进行激进的新业务扩张。而今拟借力湘财证券重启合并，意在打通“软件+券商”的闭环，模仿东方财富的成功路径，一举获得证券牌照与交易场景，调动现有C端流量形成新的收入曲线。

图表：2016至2024年大智慧各业务营收占比



直播业务投入14亿，收入不佳，财务造假(2016)

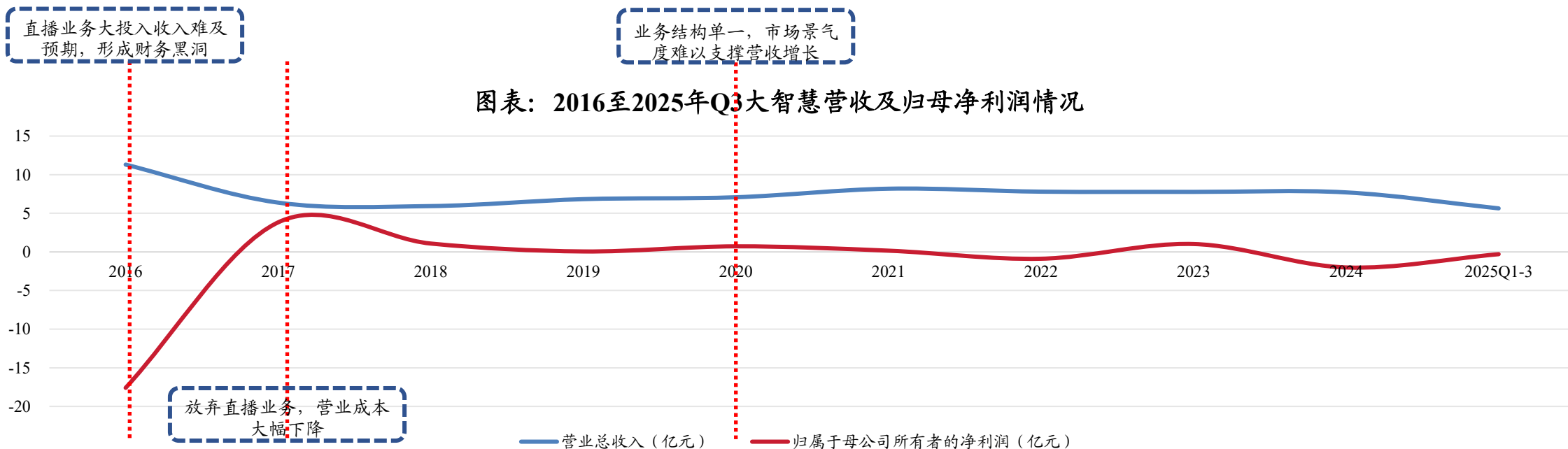
退市风险警示,出售公司股份(2018)

聚焦传统金融信息服务和为券商提供IT支持(2020)

增长缓慢 依赖市场(2023)

1.3. 大智慧：战略转型的探索与沉淀

- 模式烙印：在缺乏清晰战略定力和有效变现路径下，流量与品牌价值会随时间衰减。
- 2025年3月16日，湘财股份发布公告，拟以换股方式吸收合并大智慧，合并后定位科技公司，强化品牌宣传，聚焦高客单价、高毛利业务。
- 在组织架构方面实现“两块牌子、一个团队、一个声音”，同步数字化运营体系，线上、线下综合渠道发展，着重于财富管理和投顾服务，侧重往互联网方向强化。
- 在业务协同方面大智慧提供科技服务（软件、流量、数据），湘财证券提供金融服务（投顾、产品）和牌照，数据闭环运营，实现从“卖软件”到“卖服务”的转型。



1.4. 三家业务模式对比

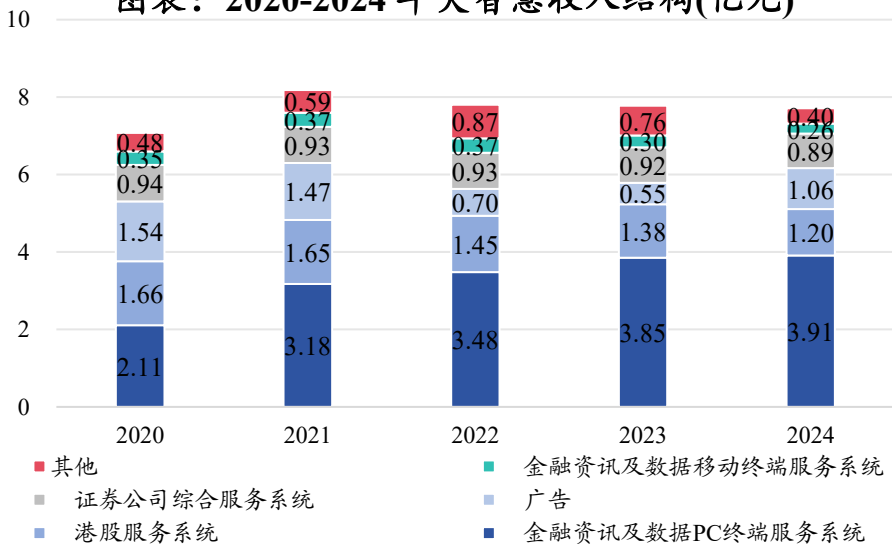


资料来源: 公司年报, 公司官网, 公司app, 东吴证券研究所

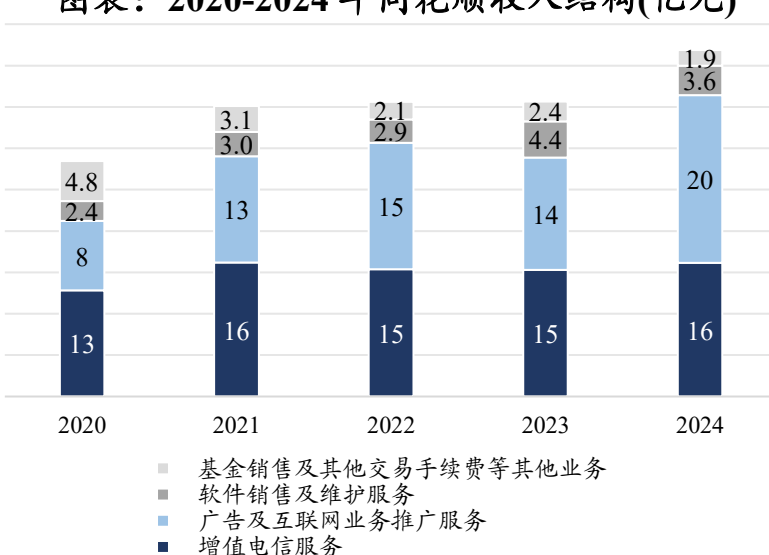
1.5. 三家业务体量对比

- ▶ 东方财富：从“流量”到“金融平台”的质变。**东方财富是唯一成功获得证券、基金销售等核心金融牌照，并完成“流量变现闭环”的公司。它的主要收入已不再是软件或广告费，而是来自证券交易佣金、融资融券利息和基金代销等真正的金融业务。2025年上半年，其证券业务收入占总营收比例高达77%，其已经从财经网站，质变为高利润的金融服务平台，收入规模和盈利能力远超同行。
- ▶ 同花顺：深耕“技术+流量”的变现专家。**同花顺是三者中最专注于技术和流量变现的公司，且通过AI来维持客户粘性，其收入主要来源于增值电信服务（B+C软件付费）、广告及互联网推广（为券商导流），它的商业模式决定了其收入本质是“技术服务费”和“流量广告费”。
- ▶ 大智慧：坐拥“流量”，仍在探索变现。**大智慧经历转型失败后营收表现持续收缩，虽然坐拥金融信息服务软件前三的月活流量，但受限于变现路径单一，增长乏力且常年处于微利或亏损边缘；但其客户粘性较高，尚未发生明显的用户流失现象。

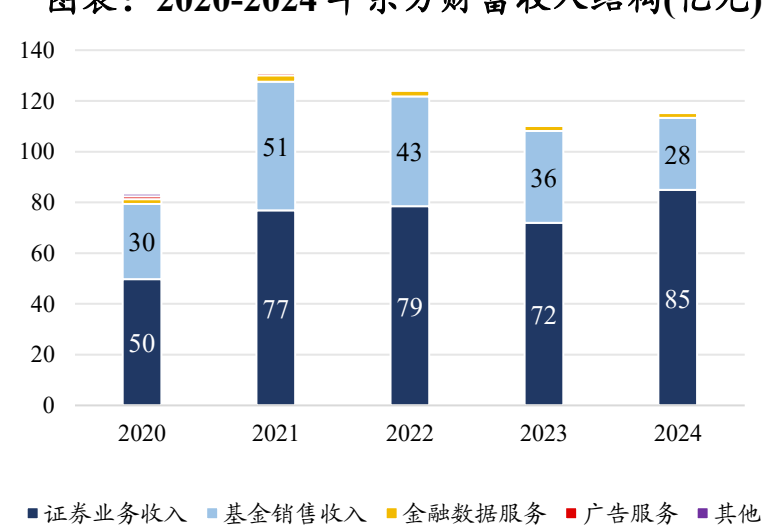
图表：2020-2024 年大智慧收入结构(亿元)



图表：2020-2024 年同花顺收入结构(亿元)



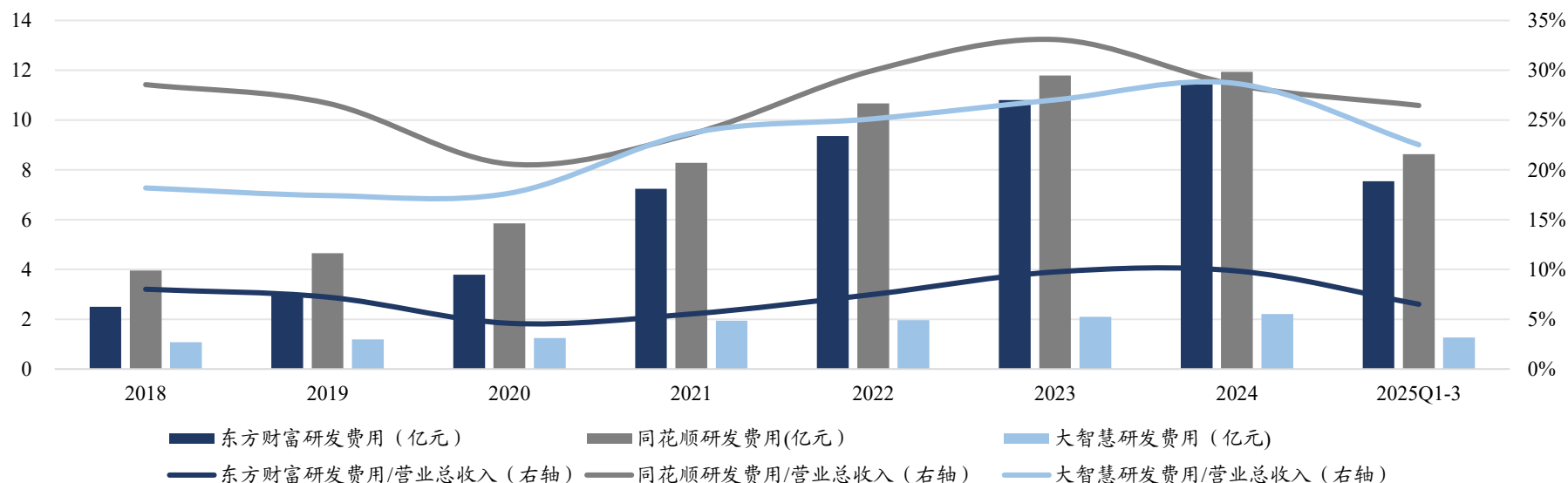
图表：2020-2024 年东方财富收入结构(亿元)



1.6. 三家研发费用情况对比

- 三家公司的研发费用情况清晰地反映了它们的战略定位：东方财富是“应用型”，研发服务于现有生态；同花顺是“技术型”，以高投入押注AI未来；大智慧的研发投入受制于即时的财务表现。
- 东方财富作为持牌券商，研发服务于其庞大的金融生态。由于其总营收规模较大，研发费用率显著低于同业（研发投入常年维持占比总营收5%-10%），但研发费用的绝对值水平与同花顺相当；我们认为其研发投入更具周期性，研发更偏向于应用型和技术维护，目的是巩固其交易、资讯、基金销售等现有业务的护城河。同花顺的研发投入方向高度集中于AI大模型，旨在构建长期的、难以逾越的技术壁垒。为保持技术水平的领先地位，维护客户使用粘性，其技术投入都保持在行业较高水平，2022至2025年的研发费用率基本维持在25%-30%。大智慧受总营收规模限制，研发投入的绝对值水平不高。

图表：2019-2025O3 三家公司研发费用情况对比



当前环境下，最好的互金模式

2.1. 当前政策环境

➤ 当前的互联网金融（数字金融）政策环境，已从早期的“鼓励创新、包容发展”转向“规范与发展并重，安全与创新平衡”的新阶段。

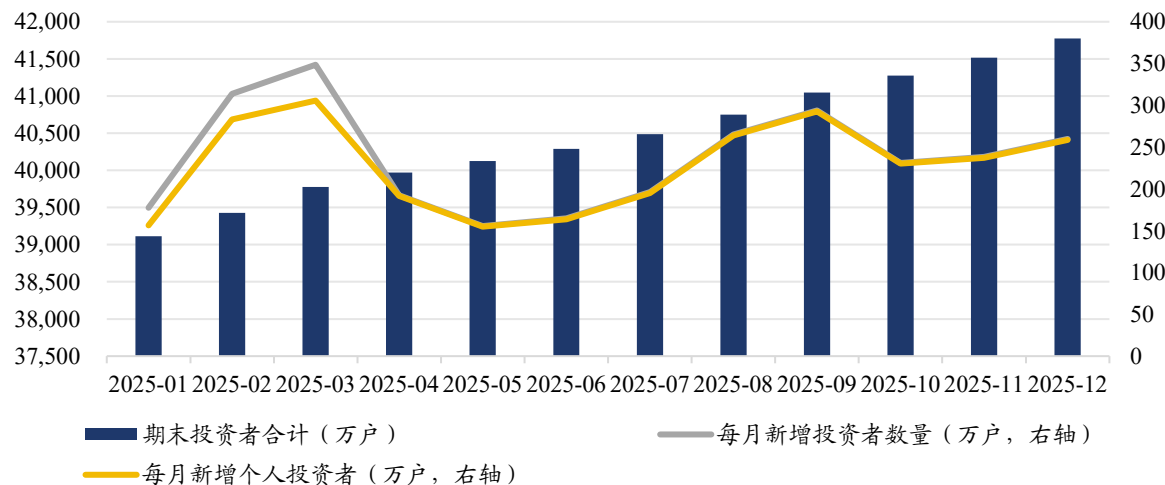
图表：2025年-2026年1月，互联网金融行业相关政策以及主要影响

维度	政策核心导向	对互联网金融的主要影响
发展定位	服务实体，做好金融“五篇大文章”	业务重心从消费金融转向科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融等领域
技术创新	鼓励“人工智能+金融”，夯实数字基础设施	推动AI从“工具”向“智能体”演进，同时要求补齐AI治理与安全短板
监管模式	“五大监管”（机构、行为、功能、穿透、持续）与数字化监管	监管更精准、穿透（如支付机构分类评级），合规成本与门槛显著提高。
风险防控	统筹发展与安全，强化数据与网络安全	智能风控成标配，对数据安全、算法风险、生态合作风险的管理空前严格
市场秩序	规范竞争，鼓励差异化发展，防范“马太效应”	头部机构优势可能巩固，但需加强科技输出；中小机构面临转型与合规压力

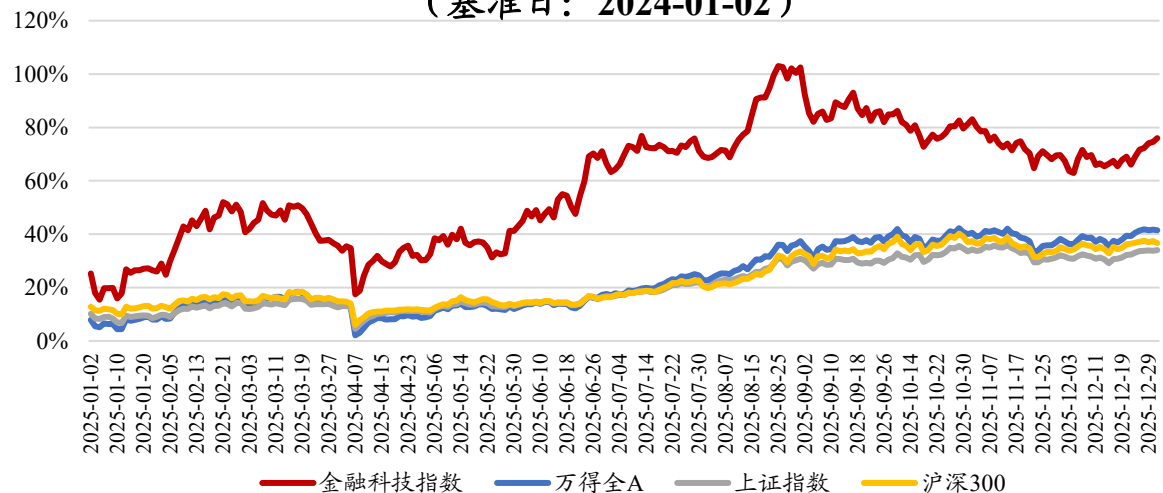
2.2. 当前资本市场环境

- **2025年以来，A股新增投资者保持高位运行：**2025年，1-3月新增投资者数月度上行，3月单月新增投资者数一度突破350万户，其中新增个人投资者306万户，带动期末投资者合计由年初约39,100万户升至40,000万户；进入第二、三季度，新增个人投资者在5-6月短暂回落至155-165万户区间后再度修复，8-9月回升至265-295万户，至12月一直保持稳定；截至2025年12月，投资者合计约41,774万户，年内净增2,659万户。
- **2025年以来，市场环境风格：**2025年，资本市场改革与“科技+金融”政策预期延续，且资本市场活跃度延续，叠加AI在投研、投顾与风控等场景的加速落地，带动金融科技景气度整体抬升。2025年，一季度指数运行震荡抬升，二季度指数运行回撤夯实，三季度指数运行快速上冲，四季度指数运行呈现高位波动的节奏。
- **金融科技指数明显跑赢大盘：**截至2025年12月31日，金融科技指数涨幅达76%（基准日：2024-01-02），年内于2025年8月25日达到最高位+103%（基准日：2024-01-02），同期万得全A/上证指数/沪深300涨幅分别为+41%/+35%/+37%。

图表：2025年新开户数量



图表：2025年金融科技指数、万得全A，上证指数及沪深300涨跌幅
(基准日：2024-01-02)



2.3. 互联网金融投资者呈年轻化趋势

- 把握已有用户，潜在客群的特征、数量、以及质量决定业务的拓展方向尤为重要。当前国内互联网金融市场的投资者结构核心特征是年轻化趋势显著，而投资风格则因年龄和资产背景呈现明显的两极化。

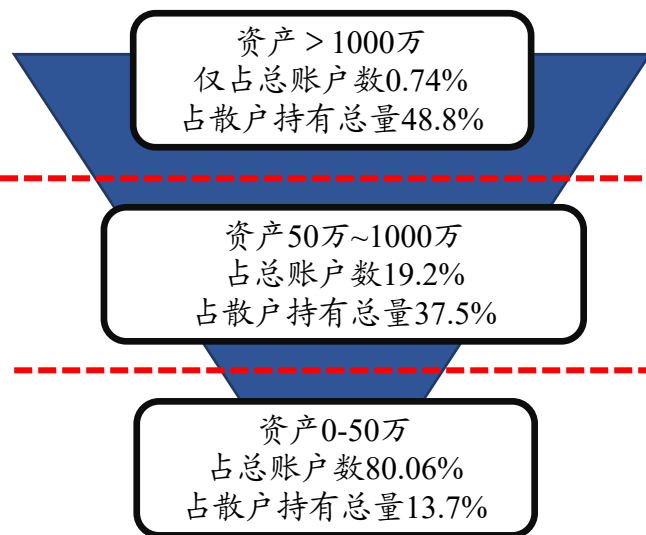
图表：不同年龄投资者投资特征对比

特征维度	以Z世代及青年为主的年轻投资者	以中年及以上为主的稳健型投资者
年龄分布	25-35岁是主力，18-25岁占比提升。80后、90后及00后是主流	更广泛的中年及以上人群
核心风格	自主决策	风险厌恶
投资偏好	偏好主动权益、指数基金等有潜力的产品，注重结构性行情，同时关注ESG（绿色金融）	“低波动、稳健收益”是核心，偏好银行理财、“固收+”、保险、高股息类产品
信息渠道与工具	高度依赖手机App、关注即时行情，积极利用社交平台和AI投顾学习决策	更依赖传统金融机构渠道和专业顾问，近年来也开始通过互联网平台配置资产

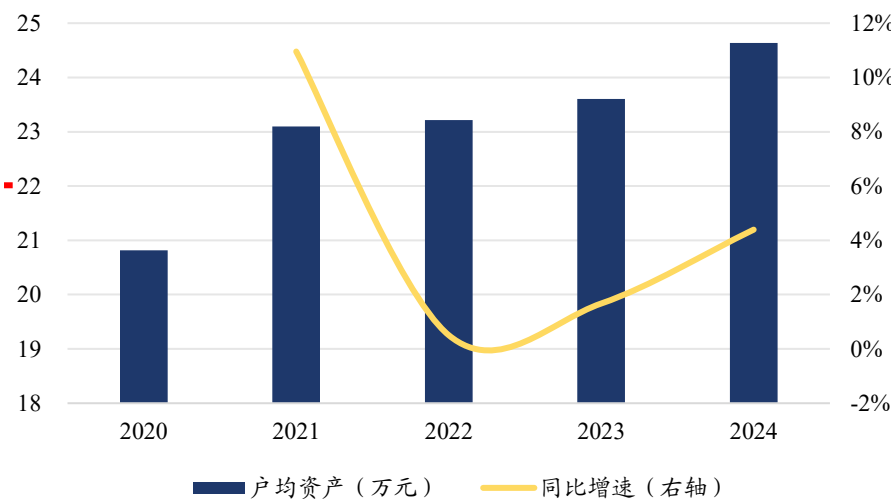
2.4. 散户潜在价值将不断上升

- 据2023年上交所统计数据，个人投资者的账户资产分布情况呈现“倒三角”分层，约80%的客户资产小于50万；而0.74%的高净值账户掌握48.8%的散户资金总量。2024年，户均资产上升4%，户均交易额上升16%，我们预计2025年上升幅度更大，客户对金融信息服务及投顾服务的需求将会加大，散户潜在价值将不断上升。

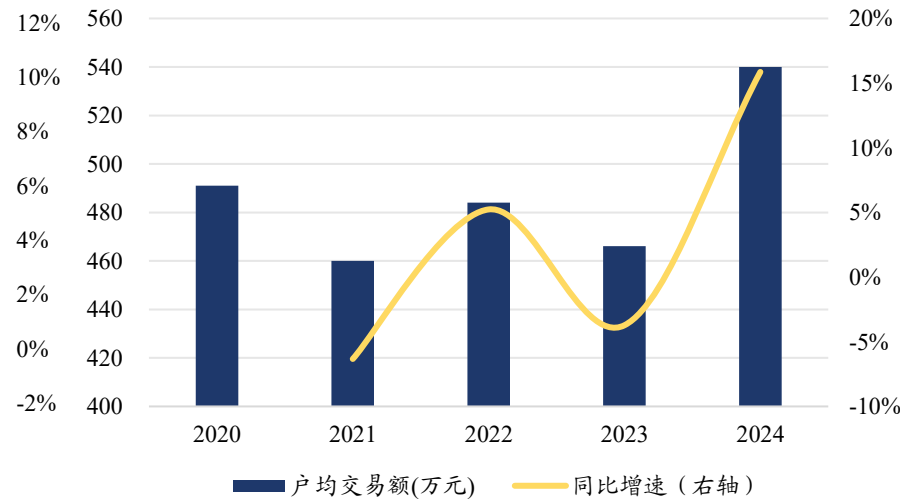
图表：2023年末各类个人投资者持股情况



图表：2020-2024年散户平均资产情况



图表：2020-2024年散户平均交易额情况



资料来源：上交所统计年鉴，东吴证券研究所

注：散户户均交易额=散户交易额/个人账户数，散户户均资产=个人投资者持股总市值/个人账户数，散户交易额取总交易额*0.7

2.4. “合规根基、技术护城河、清晰的变现路径” 三大要素或为关键

- 在当前强监管、重合规、持续活跃、C端投资者年轻化的市场背景下，我们认为互联网金融的“最佳”模式是“在严格合规的框架内，以技术和数据为核心驱动，实现流量与金融服务的深度、高效且稳定的结合”。

图表：当前市场环境下，我们认为最佳的四种互联网金融业务模式

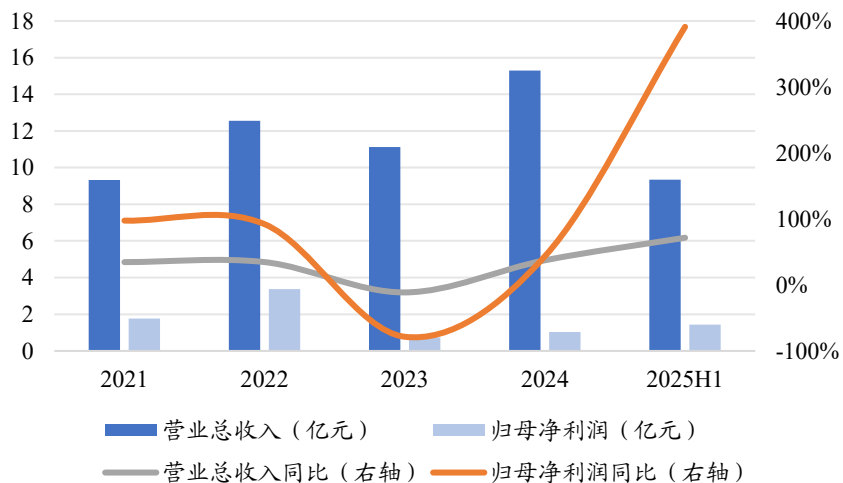
模式类型	核心逻辑与代表	当前优势与适应性	面临的主要挑战
牌照生态闭环模式	自有流量+核心金融牌照，形成内循环。典型代表：东方财富（证券、基金销售）。	护城河最深。将流量直接在自有体系内转化为高价值的金融业务收入（佣金、利息），盈利能力和抗周期能力强，符合当前“持牌经营”的监管导向。	牌照获取门槛极高，窗口期已过；生态运营复杂，对资本实力和风险管理要求严苛。
技术流量平台模式	技术/数据+海量用户，为金融机构赋能或导流。典型代表：同花顺（AI数据服务、广告）。	商业模式轻、弹性高。专注于技术和数据产品，通过服务B端机构或为C端提供增值工具盈利，不受资本金约束。契合AI与数据要素的行业趋势。	收入受资本市场活跃度影响大；面临金融机构自研技术的竞争；流量变现深度不及自有牌照。
垂直流量转化模式	特定场景/内容获客+金融产品销售。典型代表：九方智投控股，部分投教平台、财经大V。	获客精准、转化效率可能较高。在细分领域建立信任，实现销售转化。	合规风险突出，易触及无牌荐股、违规宣传等红线；用户生命周期价值相对有限。
牌照+流量整合模式	外部流量平台与持牌机构深度整合。探索案例：指南针，及湘财股份+大智慧。	理论上能快速补足短板，兼具流量入口与牌照功能，是追赶“东方财富模式”的捷径。	业务整合有难度，成功与否取决于战略协同、技术打通与文化融合的实际效果。

前瞻研究，互金新星当前情况及展望

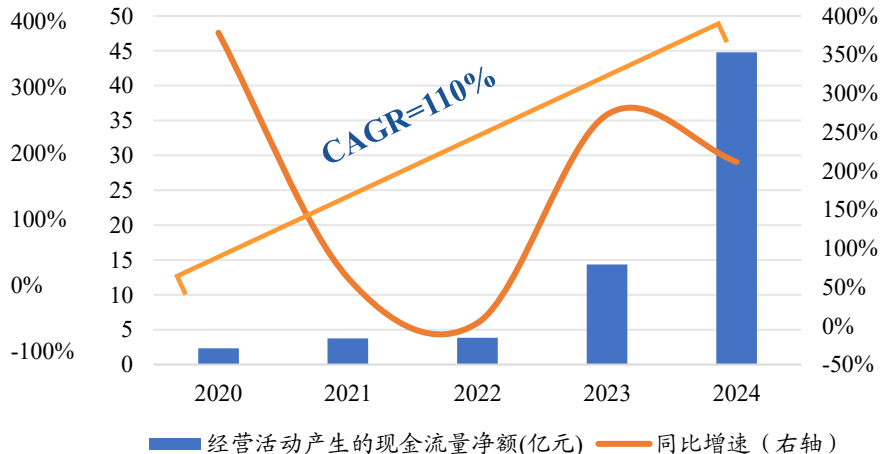
3.1.指南针——业务构成和营收分析

- 指南针的金融信息服务业务为其核心基础业务，负责客户引流和研发赋能，主要收入来源为其付费软件（如“全赢系列”、“财富掌门”系列）以及数据服务，作为收入基石在2024年占总营收79.22%，毛利率高达85.69%，业绩与市场景气度强相关。
- 证券业务作为指南针实现流量变现的关键环节，2024年营收同比增152%，是增长最快板块，已经逐步形成指南针的第二收入曲线。
- 公募基金业务目前对财报产生的影响尚不显著，是指南针意在发挥与现有业务的长期协同效应，完善财富管理闭环的未来布局。
- 总体营收和净利润方面，指南针2021-2024年营收和归母净利润呈现显著波动，经营现金流大幅上升：2023年因行业调整出现双位数下滑后，2024年均实现两位数增长（总营收+22.75%，归母净利润+43.5%），经营现金流从2020至2024年CAGR为110%，显示公司经营韧性增强，但整体增长仍受周期性影响。

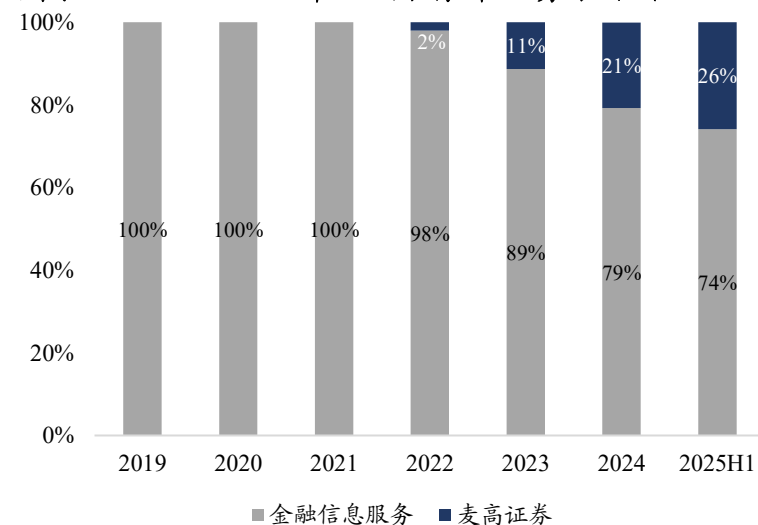
图表：2021-2025H1指南针营收利润及同比增速



图表：2020-2024指南针经营现金流情况



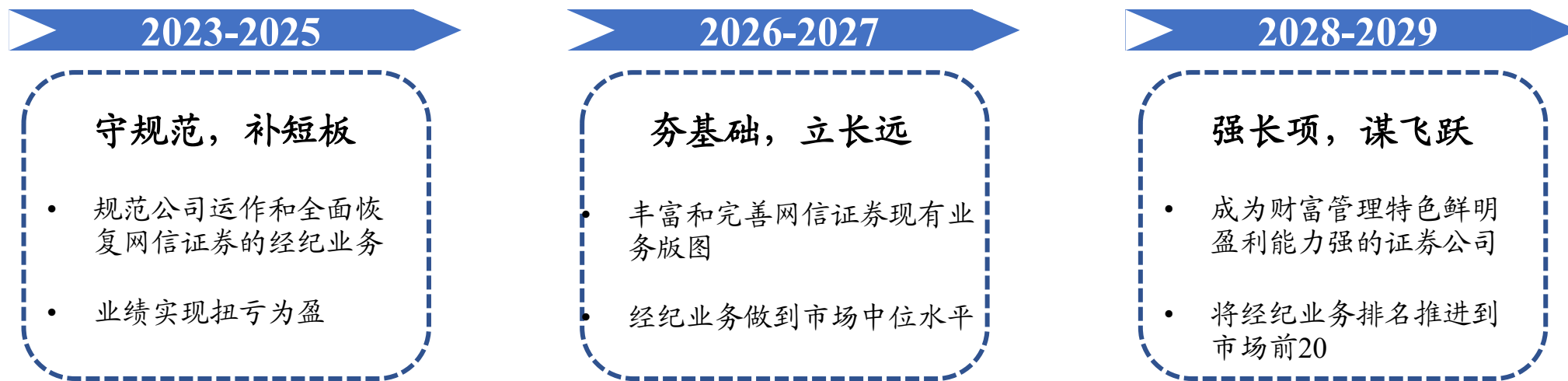
图表：2019-2025年H1指南针业务营收占比



3.1.指南针——未来业务可能性

- 指南针曾提出过麦高证券“五年三步走”业务规划。其中明确提出巩固麦高证券包括证券经纪/两融等在内的传统业务，同时在财富管理基础上、以资管业务为突破、以投行/自营及其他业务为补充，将麦高证券打造成为以金融科技为驱动、财富管理为特色的金融服务商。指南针未来会兼顾金融信息服务和证券服务业务的发展，保持“两条腿”前进。提出经纪业务的具体经营目标，我们预计公司将在2028-2029年把经纪业务排名推进到前20位，对应经纪业务收入水平在20亿元左右。
- 在公募基金业务方面的布局开展主要着手于先锋基金的收购计划，公司将利用原有流量和证券变现的支持不断发展基金业务，达到深化盈利结构，形成第三收入曲线和财富管理闭环的效果。我们预计公募基金业务将会于接下来的几年逐步贡献利润，并不断扩展指南针影响力从而赋能总营收和利润。
- 风险提示：业务发展不及预期，AI技术及应用发展不及预期。

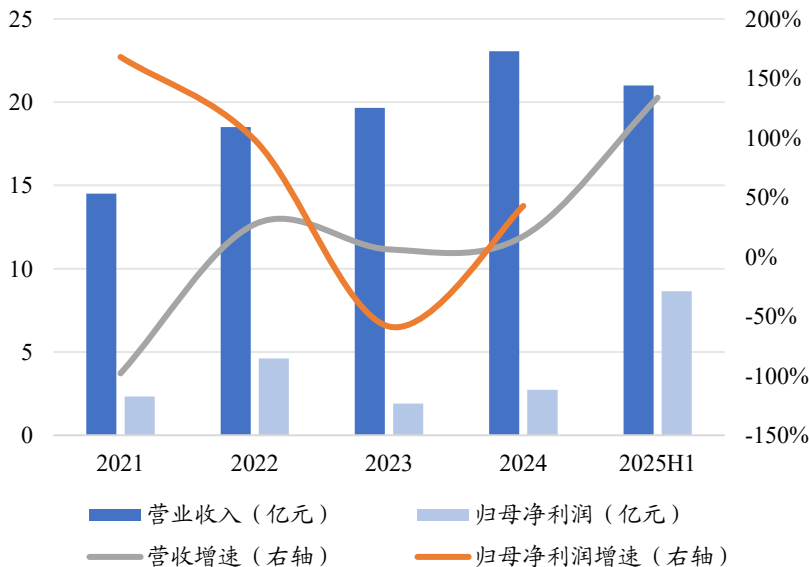
图表：麦高证券“三步走”计划



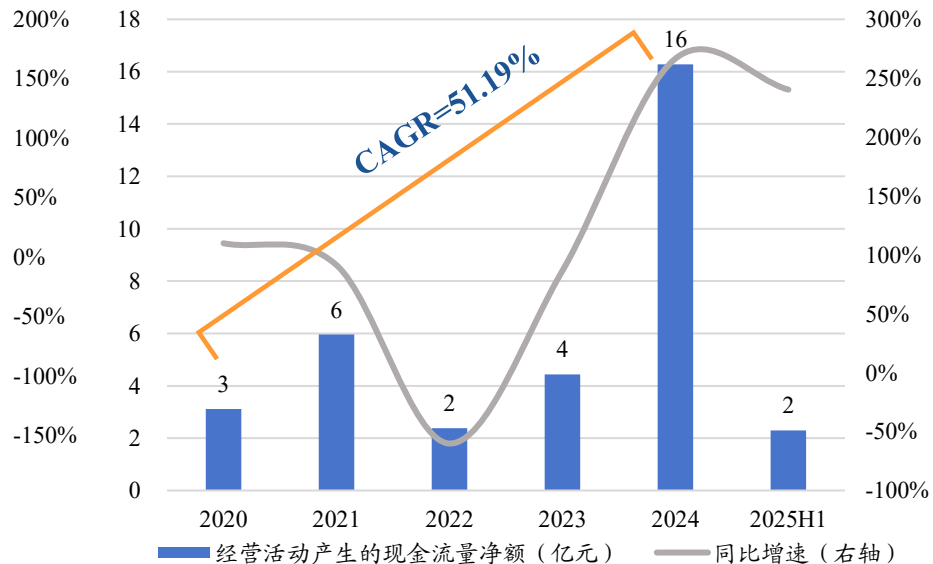
3.2.九方智投控股——业务构成和营收分析

- **九方智投控股在业务产品矩阵方面逐渐丰富优化。**活跃的市场有效推动了公司2025H1金融软件销售及服务的总订单金额增长；公司对产品进行战略升级，将旗舰、擒龙系列整合为股道领航与超级投资家系列，并推出4大产品矩阵：九方智投APP、小额产品（九艾股）、股票学习机、大额产品（股道领航、超级投资家），旨在培育自有流量池，高效转化存量客户。
- **业绩方面高增，AI与数字金融驱动新成长。**2025H1，公司营业总收入同比+134%至21亿元，归母净利润同比+597%至8.7亿元，主要系公司2025H1金融软件销售及服务的总订单金额创历史新高，同比+74%至16亿元。九方智投控股经营产生的现金流量净额从2020年到2024年复合年增长率高达51%，资金充沛。

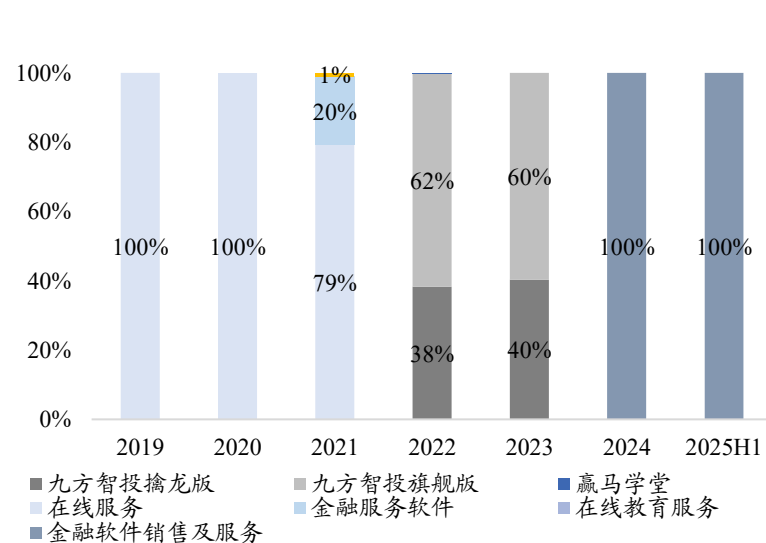
图表：2021-2025H1九方智投控股营收利润及同比增速



图表：2020-2025H1九方智投控股经营现金流情况



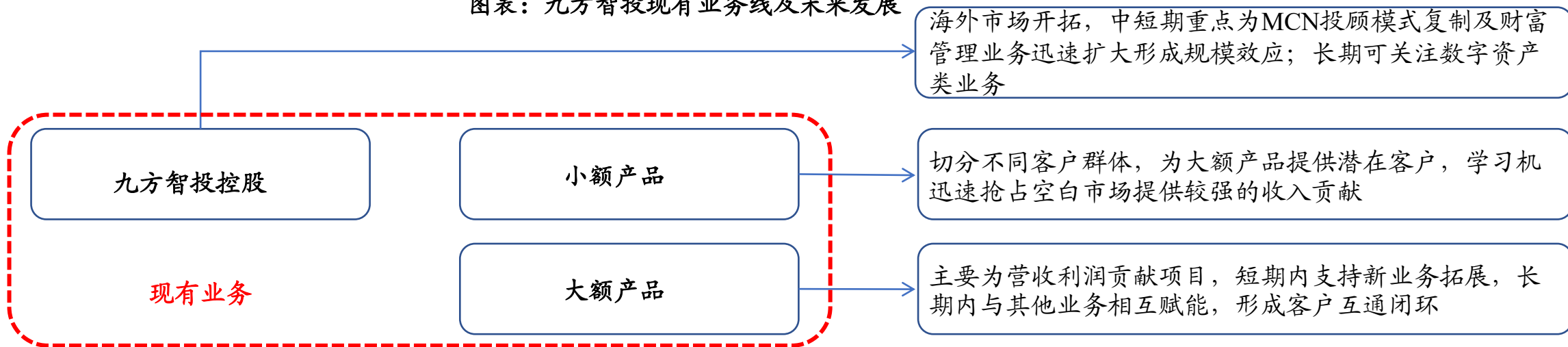
图表：2019-2025年H1九方智投控股业务营收占比



3.2.九方智投控股——未来业务可能性

- 国内市场方面，现有产品线持续多元化并形成自有特色：①大额产品业务线相对稳健，投流成本较刚性。②小额产品提升九方智投APP月活、打开下沉市场，并为大额产品培养目标客户。③学习机在市场上较为独特（目前无竞争对手），潜在长尾客户市场较大，且受市场行情波动影响小。我们预计，该产品销量将快速增长并占据市场，在缺少竞争的时期迅速发展出规模效应，预计中长期销量将占到总收入的1/3。
- 海外市场方面，九方智投控股近日宣布已经完成对方德证券的收购，意在复制现有投流和经营模式来扩充海外的证券业务，财富管理业务和数字资产业务。在方德证券对财报的影响方面，我们预计2026年方德证券将为九方带来较小的正向利润贡献，但其AUM将出现一定的增幅，伴随着中长期AUM的稳增，方德证券将逐步成为九方的重要业务牌照，2027-2030年贡献利润将稳步增长。
- AI研究投入方面：九方重点在对C端客户智能体不断更新，内容生产和智能客服以及全时全量合规监控方面优化升级，整体成本近年保持稳定。
- 风险提示：市场波动风险，宏观经济与政策风险，监管合规风险。

图表：九方智投现有业务线及未来发展

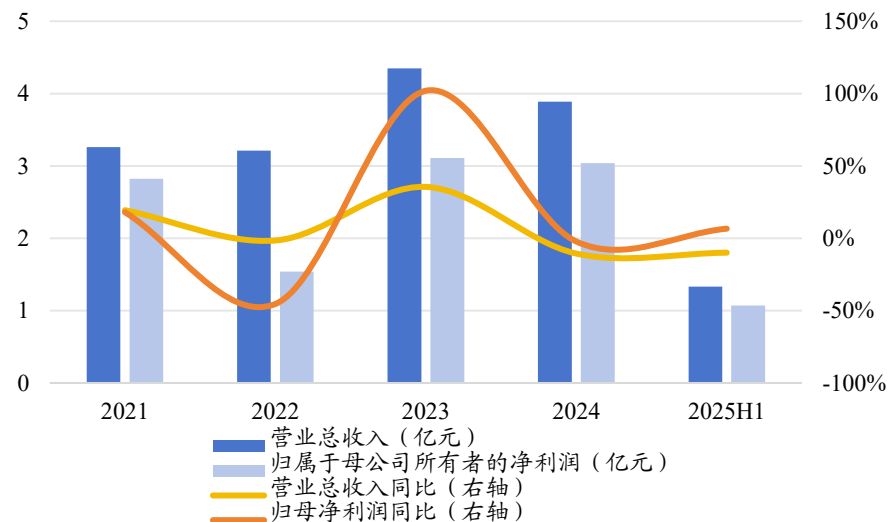


未来发展

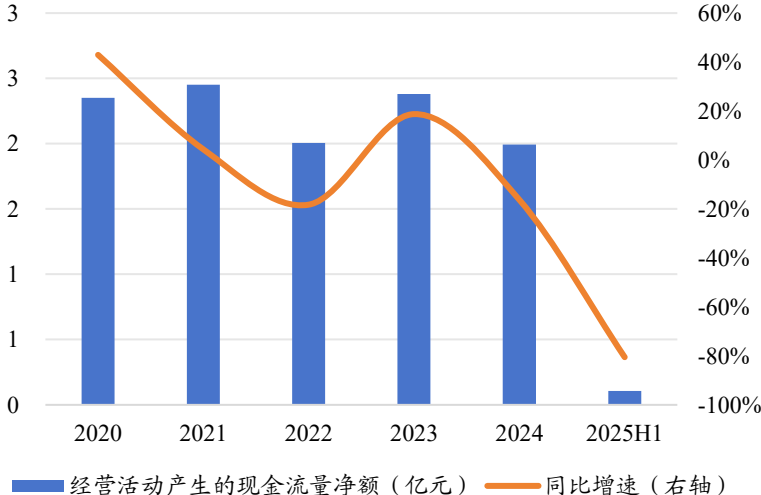
3.3.财富趋势——业务结构和营收分析

- 证券行情交易系统及维护为主要业务，金融终端及证券信息服务仍在发展中。财富趋势在2025年半年报宣布通达信开放式人工智能平台建设取得重大突破，支持券商客户定制化交易系统，巩固B端壁垒的同时，也在逐步改进财富趋势APP，为散户提供财经资讯、智能选股等增值服务，但目前用户规模较小，根据2026年1月数据，财富趋势旗下通达信App月活286.83万人，距离同花顺的3875万和东方财富的1929万月活差距明显。
- 业绩成长有限，经营现金流保持稳定。2025H1，公司营业总收入同比-10%至1.33亿元，归母净利润同比+7%至1.07亿元，净利润近年保持在1.5-3.0亿元区间，毛利率超70%，体现其以“通信达”平台为核心的B端软件销售及维护服务模式的高毛利特点。公司经营现金流维持在1亿元水平，上下波动较小。

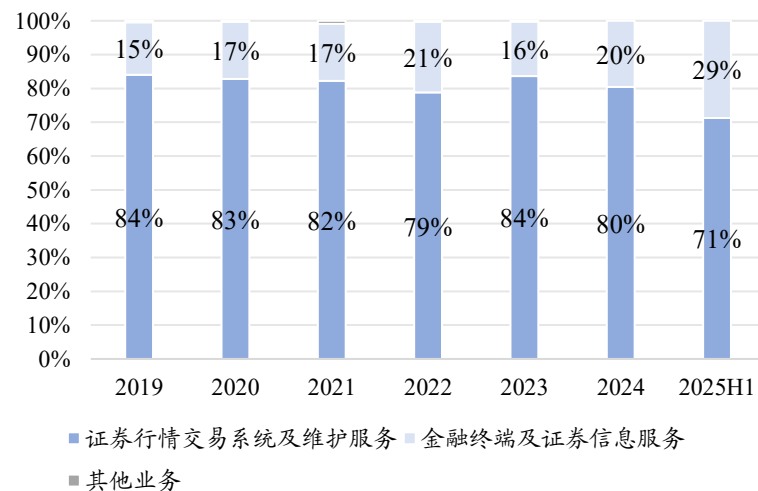
图表：2021-2025H1财富趋势总营收、归母净利润及同比增速



图表：2020-2025H1财富趋势经营现金流情况



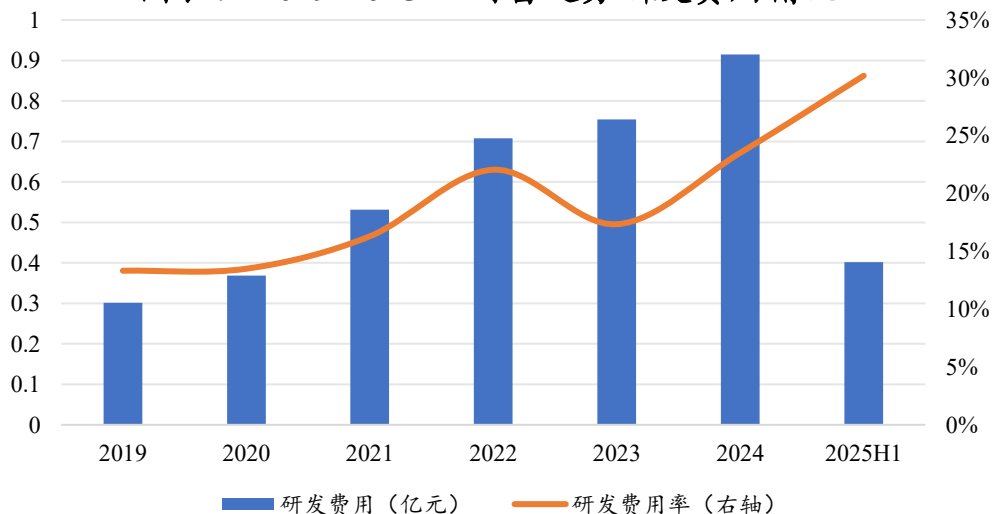
图表：2019-2025H1财富趋势业务营收占比



3.3.财富趋势——未来业务可能性

- **业务结构单一，B端业务饱和：** 通达信软件平台凭借其技术沉淀维持强用户粘性，形成收入支撑和健康现金流。在当前市场环境下，C端炒股软件类业务格局激烈，财富趋势的散户数量基础仍在持续积累的过程中。
- **市场竞争格局激烈，AI研发投入持续：** 财富趋势推出AI开放式平台“问小达”、智能行情预警等功能，接入Deepseek将自然语言处理、大数据分析嵌入终端。公司持续开发通达信行情分析软件信创版2.0，同时覆盖个人和机构投资者多方面需求。研发投入方面，财富趋势研发费用率已超过20%，但总营收规模较小，研发投入绝对规模仍不如C端业务龙头公司，且C端用户数据量较少，AI模型迭代速度存在差异。
- **AI技术落地形成第二收入曲线：** 财富趋势正探索大模型轻量化部署于投顾场景，待AI技术成熟打开C端市场或衍生高附加值机构服务后，或打开全新增长点。
- **风险提示：** 资本市场波动风险，技术创新进展不及预期。

图表：2019-2025H1财富趋势研发费用情况



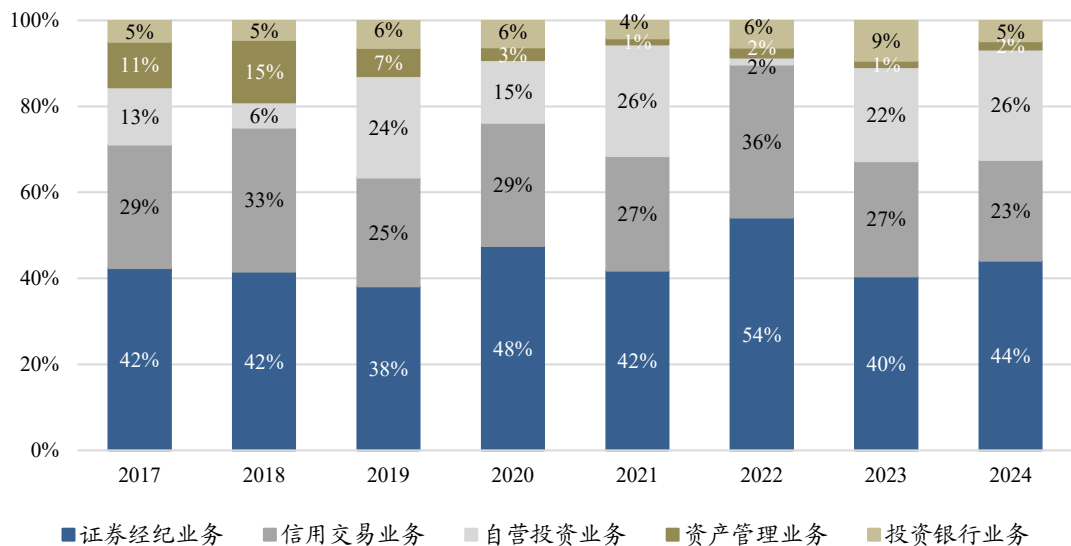
图表：财富趋势平台订阅产品



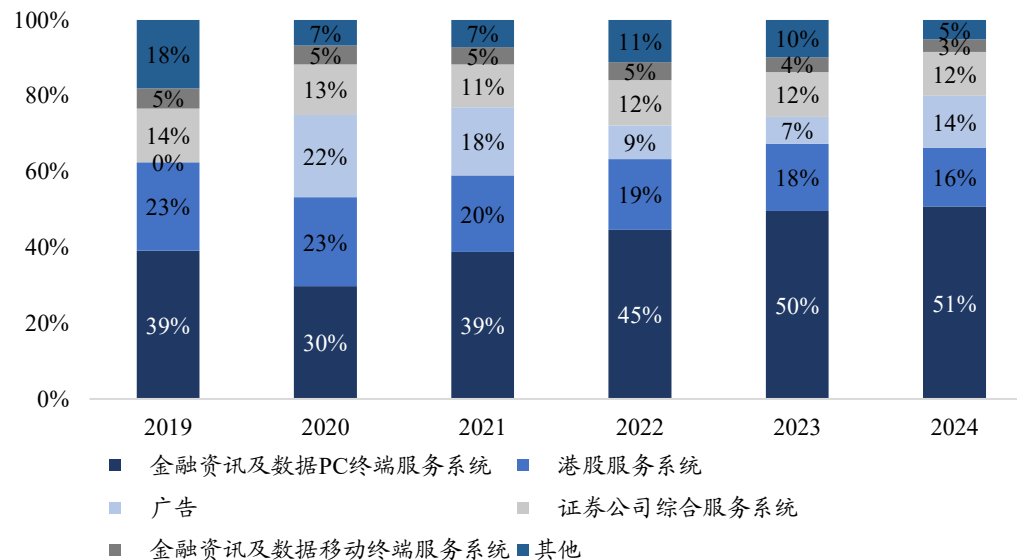
3.4.湘财+大智慧——业务结构分析

- 大智慧：金融资讯及数据终端服务系统收入占比相对稳定。**2024年，公司金融资讯及数据终端服务系统/港股服务系统/广告/证券公司综合服务系统业务分别占比51%/16%/14%/12%；金融资讯及数据终端服务占比总收入自2020年起提升，同年拓展广告业务（当期市场活跃度提升），并与金融信息服务相结合，提供更全面服务。
- 湘财股份：经纪与信用交易业务双支撑。**经纪业务主要收入为手续费，且占比逐年上升，投资咨询业务对经纪业务收入贡献不显著，两融业务利息收入保持稳定，展示低风险优势。投资收益强依赖市场景气度波动较大，总营收呈上涨趋势，业务恢复力好但结构相对单一。

图表：2019-2024年湘财股份各项业务营收占比

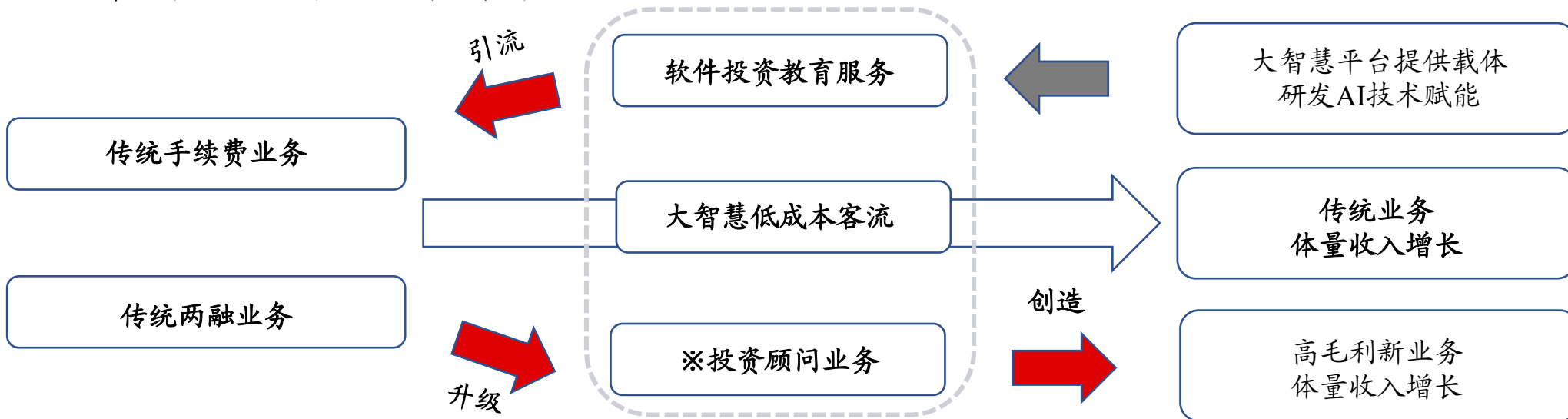


图表：2019-2024年大智慧各项业务营收占比



3.4.湘财+大智慧——未来业务展望

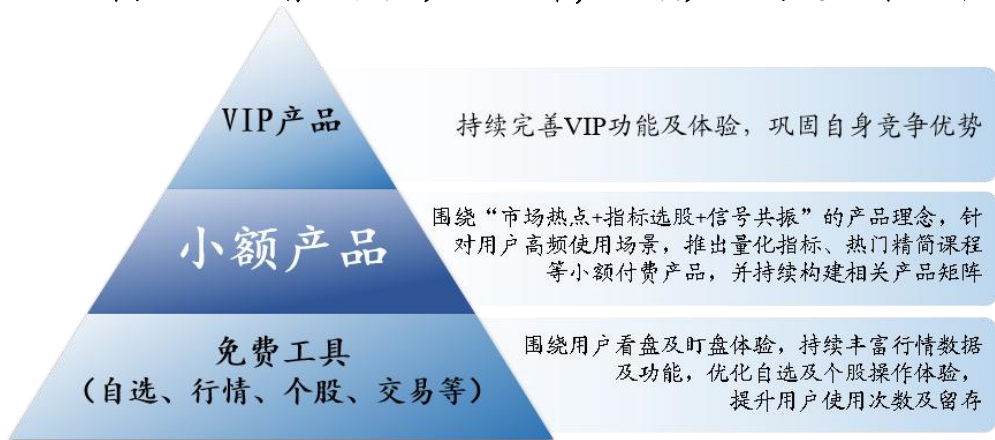
- 湘财股份对大智慧的吸收合并或已进入最后阶段：将大智慧的千万级日活用户流量，与湘财的金融牌照和服务能力结合。我们预计将会对C端业务产生协同作用，影响业务收入结构。
- 在对经纪业务和资产管理业务相关的手续费收入以及两融业务的增幅方面：大智慧用户流量的核心优势在于忠诚度高、PC端使用率靠前，传统券商的行情交易软件仍沿用大智慧的模式，C端传统网站刚需；客群可以与湘财现有客户结构形成互补，从而低成本拓展手续费和两融业务的客户面，赋能后续手续费收入继续对总营收进行强支撑。
- 在新业务拓展方面：湘财已经具有投顾资格牌照而投顾业务规模过小，整合后可以通过深入服务构建一套基于客户行为洞察的动态分层分类模型，实现从“销售软件”向“提供精准投顾服务”的商业模式转型，使现有传统业务客群转向高毛利率的业务，提升客户价值与毛利率，可以最大程度激活大智慧原有的潜在客户和其内在价值。
- 风险提示：收购事项推进不及预期，权益市场震荡风险。



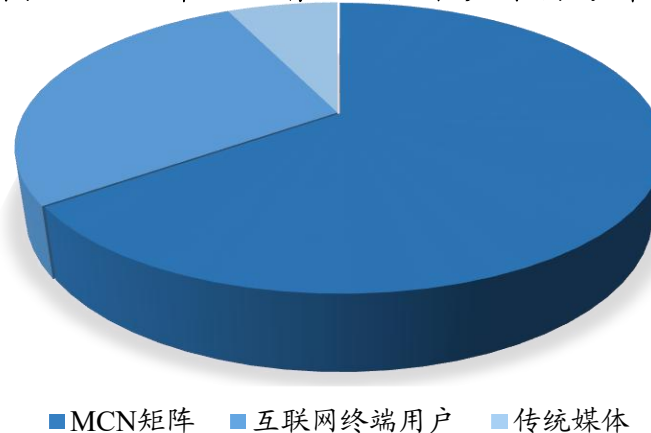
3.5. 九方/指南针vs湘财&大智慧——基于用户决定的业务延伸方向

- ▶ **湘财股份吸收合并大智慧意在控下大智慧平台的海量用户流量和信息资源：**大智慧平台每日稳定登录海量有效用户，户均资产相对较低，存量客户信息多；而与东方财富凭借证券佣金业务的流量变现路径不同之处在于，湘财计划依托大智慧的用户信息画像以及自身券商具有的专业投资素质，给客群提供更加精准的投顾服务，摆脱佣金依赖，用收费业务替代佣金业务，构建稳健收入结构，提升高毛利率业务占比，从而提升海量小资产客户的潜在价值，是以投顾服务为主线的自下而上业务延伸模式。
- ▶ **与之相对应的是九方智投控股，其业务重心在于锁定目标客群为净资产较高的客户，利用自媒体和私域产出高质量领先的投资顾问和投资教育服务：**但受限于目标客群数量有限，开发小额产品吸引切分小资产客户，实现对各层级资产规模客户一定程度的控制，使得小资产客户可以不断转化升级为其高单价服务的潜在客户，形成业务可持续性（这也是指南针金融信息服务业务的核心模式），是以投顾服务为主线的自上而下的业务延伸模式。
- ▶ **决定用户数量还是用户质量更重要的关键：**识别公司本身的业务优势是高技术高质量服务带来的高毛利率，还是平台带来的海量客流，在此基础上加强对另一方面的把握才可以放大乘数效应，增强业绩。

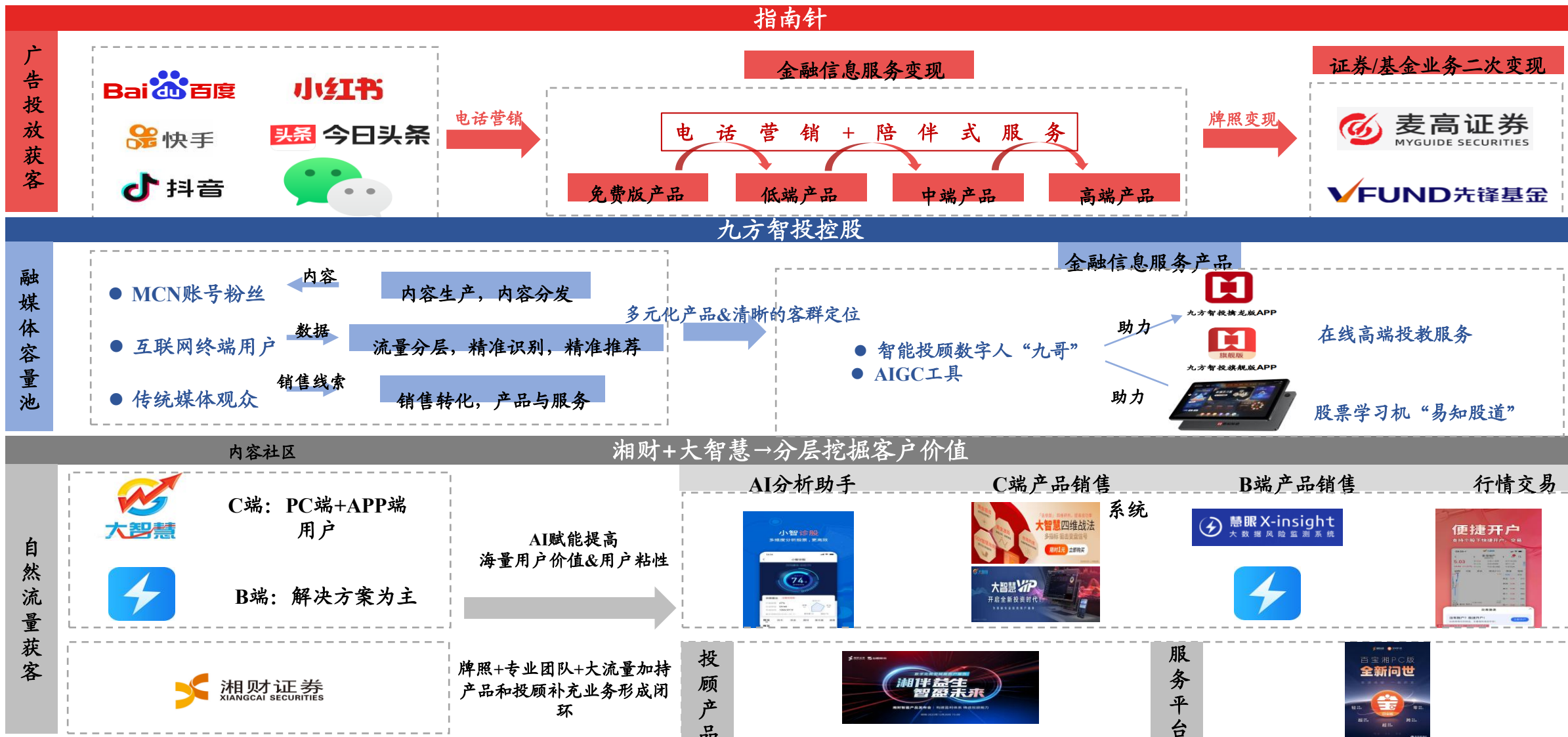
图表：九方智投控股产品矩阵，小额产品打通上下链路



图表：2024年九方智投控股客户来源分布图



3.6. 三家业务模式比对



投资建议

- **从行业角度来说：**

①**传统金融机构及互联网金融的业务与市场高度相关：**券商、互联网金融、保险及银行的传统业务模式与资本市场具有相关性，各项业务均会直接或间接地受到市场因素的影响，伴随着市场景气度的进一步上升和金融科技相关政策的进一步推行，金融科技公司业绩表现将继续上升。

②**AI赋能金融机构各项业务增长：**目前头部金融公司都在致力于以AI大模型赋能其APP、金融终端及公司内部工作系统，实现智能客服、智能投顾、智能风险控制、智能流程处理等多场景应用，通过大模型多样、便捷、高效的特点，提升原有客户粘性、提高获新客能力，增效内部工作流程，推动公司各项业务增长。
- **从个股角度来说：**

①**具备较大金融数据基础、较好应用场景入口、较成熟AI技术运用经验的AI金融企业将受益明显，我们推荐【同花顺】、【东方财富】，**

②**业务延伸和流量变现路径清晰，AI和技术研发投入较多，用户体量较大或质量较高、业务毛利率高且有可持续性，有望构建业务闭环的新星互联网金融企业，我们预计在业务阶段推进后，其业绩表现将持续向好，推荐【九方智投控股】、【指南针】，【湘财股份】，建议关注【财富趋势】、【大智慧】。**

6. 投资建议

图表：个股盈利预测与估值（截至2026年3月16日收盘）

公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元/CNY)	营业收入 (亿元)				归母净利润 (亿元)				EPS (元/股)				PE			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
东方财富	3,352	21	116	155	174	192	98	125	142	157	0.6	0.8	0.9	1.0	34	27	24	21
同花顺	1,708	318	42	60	74	86	18	31.8	38	45	3.4	5.9	7.1	8.5	93	54	45	38
指南针	640	105	15	21	28	34	1.0	2.2	3.7	5.0	0.3	0.4	0.6	0.8	612	293	171	127
财富趋势	300	117	3.9	3.7	4.7	5.0	3.0	3.1	3.8	4.1	1.7	1.2	1.5	1.6	99	95	80	73
湘财股份	285	10	22	28	30	34	0.9	5.8	7.2	8.4	0.0	0.2	0.3	0.3	320	49	40	34
大智慧	222	11	7.7	-	-	-	-2.0	-	-	-	-0.1	-	-	-	-110	-	-	-
九方智投控股	156	33	23	38	44	50	3	13	15	18	0.6	2.7	3.2	3.7	57	12	10	9

资料来源：Wind，东吴证券研究所

注：表中所用预期值均为Wind2026年3月16日一致预期，九方智投控股总市值、收盘价单位为港元，EPS单位为港元/股，若无特殊注明，相关数据货币单位均为人民币，截至2026年3月16日港元汇率为0.88。大智慧暂无Wind一致预期，指南针、同花顺已披露2025年年报

风险提示

7. 风险提示

1. **监管环境趋严抑制行业创新：**金融行业展业环境及革新进程受监管节奏影响较深，若行业监管趋严则将直接影响模型推广及应用进程。
2. **行业竞争加剧：**金融业全面对外开放，国内金融科技企业将直面海外头部机构的竞争，发展速度或将放缓。
3. **权益市场大幅波动：**行情大幅波动情况下市场活跃度将走低，对于金融机构业务或将造成负面影响。
4. **技术风险：**金融科技行业的发展依赖于前沿技术，如人工智能、区块链和大数据。技术故障、系统漏洞或黑客攻击可能导致数据泄露、资金损失和业务中断。
5. **金融风险传导：**金融科技的快速发展可能导致金融业务边界逐渐模糊，金融风险传导可能突破传统的时空限制，给货币政策、金融市场、金融稳定、金融监管等方面带来新挑战。

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，中国香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券 财富家园