

# 同花顺 (300033.SZ)

## 金融+AI 开启向上引擎，有望驱动业绩持续增长

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	3509.86	3559.14	4154.28	4934.06	5933.82
增长率 yoy (%)	23.43	1.40	16.72	18.77	20.26
归母净利润 (百万元)	1911.20	1691.18	2160.23	2467.03	2966.91
增长率 yoy (%)	10.86	-11.51	27.73	14.20	20.26
ROE (%)	33.59	25.55	28.59	24.99	23.57
EPS 最新摊薄 (元)	3.56	3.15	4.02	4.59	5.52
P/E (倍)	45.63	51.56	40.37	35.35	29.39
P/B (倍)	13.46	12.04	9.85	8.03	6.52

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院注: 股价为 2023年5月30日收盘价

**国内领先的金融服务供应商，重视自身技术研发。**同花顺是国内首家上市的互联网金融信息服务公司，公司从 2015 年起布局人工智能技术提速，打造的一系列智能产品服务长期处于业内领先地位，已被列入国家重点扶持的“软件类”“技术类”企业。公司主要客户覆盖了金融市场各层次的主体，主营业务是向各类机构提供软件产品和系统维护服务、金融数据服务、智能推广服务及为个人投资者提供金融资讯、投资理财分析工具和理财产品投资交易服务。2020 年受行情的带动，公司迈入发展新台阶。目前，同花顺的管理层及股权结构较为稳定，可对管理层起到较好的激励作用，彰显公司长期发展信心。

**四大业务板块，广告业务优势明显。**公司主营业务主要有四大板块：1) 通过增值电信服务为客户提供增值的金融资讯与数据（营收占比最大）；2) 向证券公司提供网上行情交易系统综合解决方案，进行软件销售和维修；3) 通过广告和互联网推广服务为证券公司的开户交易进行引流；4) 为基金公司代销基金产品。具体来看，1) 公司增值电信服务主要为基于同花顺的 PC 及移动端应用，提供针对 C 端客户的股票分析及辅助决策工具，其日均活跃用户数接近 1500 万人，高月活特性为其增值电信业务打下了坚实的流量基础。2) 同花顺的广告业务搭建于其增值电信业务带来的高流量之上，占比高毛利高，在行业内显著领先，优势明显。3) 公司软件销售及维修服务以 iFinD 为主，面向机构客户提供研究、投资决策服务，客户对象涵盖证券公司、基金公司、银行、期货、投资咨询、媒体、高校、政府及上市公司等，有望借助价格优势提高其市场份额。4) 同花顺于 2012 年获得基金代销牌照并成立同花顺基金销售有限公司。目前，公司的“爱基金”平台已接入基金公司及证券公司 194 家，产品覆盖股票型、混合型、债券型、货币型、保本型、理财型等资产大类，但与佼佼者蚂蚁基金和天天基金流量差异仍较明显。

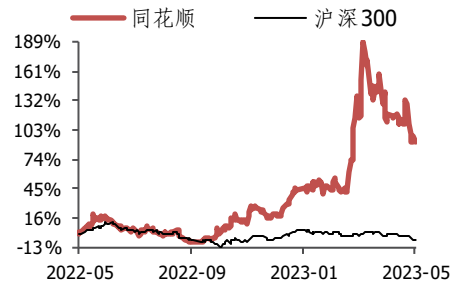
**深耕 AI 领域，构筑公司长期核心竞争力。**同花顺是我国最早布局 AI 的公司之一，自 2006 年以来在 AI 领域已有十余年积累。公司致力于突破关键技术，特别是在 AI 大模型、AI 内容生成 (AIGC) 等领域，其重点打造的 i 问财，是目前财经领域落地较为成功的自然语言、语音对话交互问答系统。公司在 2015-2022 年的研发投入增长很快，研发人员也保持着较快增长，持续高强

### 买入 (首次评级)

#### 股票信息

行业	计算机
2023 年 5 月 29 日收盘价 (元)	154.45
总市值 (百万元)	83,032.32
流通市值 (百万元)	41,940.31
总股本 (百万股)	537.60
流通股本 (百万股)	271.55
近 3 月日均成交额 (百万元)	2,207.82

#### 股价走势



#### 作者

分析师 刘文强

执业证书编号: S1070517110001

邮箱: liuwq@cgws.com

分析师 侯宾

执业证书编号: S1070522080001

邮箱: houbin@cgws.com

分析师 张文珺

执业证书编号: S1070522050003

邮箱: zhangwenjun@cgws.com

#### 相关研究

度的研发投入有望构筑起公司长期核心竞争力，把握数字化发展先机。

**估值及投资建议：**公司持续加大研发创新投入，进一步加大对机器学习、自然语言处理、智能语音、图形图像识别与处理、数字人等关键技术攻关，我们看好公司在新一轮 AI 浪潮下的发展前景。在 AI2.0 时代，公司的产品升级，将迎来付费意愿和 ARPU 值的双重提升。公司的核心业务增值电信服务表现突出，2018-2022 年的 CAGR 为 13.32%。中长期来看，同花顺高月活特性为增值电信服务打下流量基础，付费客户数量和 ARPU 值均有望实现翻倍以上的增长。

我们预计公司 2023-2025 年的净利润率为 52.00%、50.00%、50.00%，对应摊薄 EPS 分别为 4.02、4.59、5.52 元，PE 分别为 40.37、35.35、29.39 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济下行风险；股市系统下行风险；行业政策收紧等风险；行业竞争加剧风险；AI 研发落地进度不及预期；中美摩擦加剧风险；地缘政治风险；中美利差持续倒挂风险；IPO 过快对股市流动性冲击风险；公司业绩不达预期风险；市场活跃度下降。

## 内容目录

2022 年业务稳步发展，金融+AI 开启向上引擎 .....	5
同花顺：国内领先的金融服务供应商 .....	6
起步于 2001 年，现为国内首家上市的互联网金融信息服务公司 .....	6
公司发展历经三个阶段，2020 年受行情带动迈入新台阶 .....	6
公司管理层及股权结构稳定，彰显长期发展信心 .....	7
公司四大业务板块，增值电信服务营收贡献大 .....	8
增值电信服务：同花顺高月活特性打下流量基础 .....	9
产品优势分析 .....	10
增长空间分析 .....	11
广告及互联网业务推广业务：高占比高毛利、优势显著领先行业 .....	11
产品优势分析 .....	11
增长空间分析 .....	12
软件销售及维护服务：iFinD 软件系统有望借助价格优势弯道超车 .....	12
基金销售及其他交易服务：“爱基金”保有规模弱势或采取差异化竞争策略 .....	13
同花顺 AI 布局的进阶之路 .....	15
公司深耕 AI 领域，打造新的盈利增长引擎 .....	15
研发投入逐年上升，构筑公司长期核心竞争力 .....	16
盈利预测与投资建议 .....	20
风险提示 .....	20
附：盈利预测表（单位：百万） .....	22

## 图表目录

图表 1：2022 年 3 月以来相对股价变化图 .....	5
图表 2：同花顺公司发展历程 .....	6
图表 3：同花顺营收及同比增速单位：亿元/% .....	7
图表 4：同花顺归母净利润及同比增速单位：亿元/% .....	7
图表 5：同花顺 2012 年-2022 年营业收入及归母净利润单位：亿元 .....	7
图表 6：公司股东及持股情况 单位：% .....	8
图表 7：公司四大业务板块 .....	9
图表 8：同花顺营收及同比增速单位：亿元/% .....	9
图表 9：同花顺 2022 年各业务板块营收占比单位：% .....	9
图表 10：同花顺注册用户数变化图 .....	10
图表 11：同花顺活跃用户数变化图 .....	10
图表 12：证券 APP 活跃用户规模对比变化情况图 .....	10
图表 13：券商 APP TOP20 用户活跃人数单位：万人 .....	10
图表 14：同花顺、大智慧 APP 月活数单位：万人 .....	11
图表 15：同花顺、大智慧 APP 月启动次数对比 单位：万次 .....	11
图表 16：近五年同花顺业务毛利率情况单位：% .....	12
图表 17：iFinD 金融数据终端部分客户 .....	12
图表 18：2014-2021 年金融终端市场规模单位：亿元 .....	13
图表 19：2021 年金融终端收入单位：亿美元 .....	13
图表 20：2017-2022 年同花顺软件销售收入情况单位：百万元 .....	13

图表 21:	2018-2022 年公司基金代销及其他业务收入变化情况单位: 亿元/%.....	14
图表 22:	2018-2022 年公司接入基金及证券公司数增长情况.....	14
图表 23:	2018-2022 年公司代销基金及资管产品数增长情况.....	14
图表 24:	2013-2022 年我国公募基金净值增长情况单位: 万亿元/%.....	15
图表 25:	同花顺 AI 领域发展历程.....	16
图表 26:	同花顺 2015-2022 年研发投入金额及营收占比变化情况.....	17
图表 27:	东方财富 2015-2022 年研发投入金额及营收占比变化情况.....	17
图表 28:	2015 年以来研发费用和研发人员变化图.....	17
图表 29:	BloombergGPT 在金融专业任务和一般任务中的表现.....	18
图表 30:	i 问财与 ChatGPT 对比.....	18
图表 31:	i 问财与 ChatGPT 对比.....	18
图表 32:	数据、用户、模型关系.....	19
图表 33:	同花顺 i 问财产品介绍.....	19

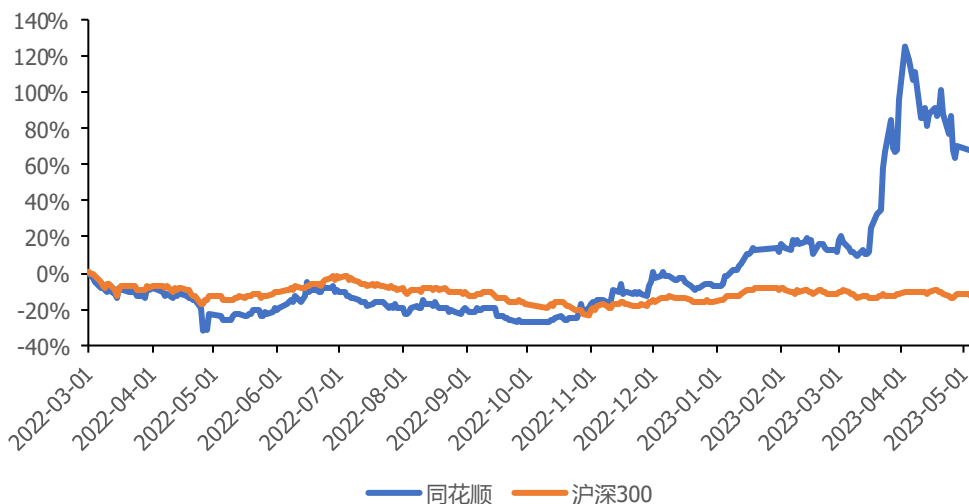
## 2022 年业务稳步发展，金融+AI 开启向上引擎

同花顺 2022 年业绩报告显示，公司实现营业收入 35.59 亿元，同比+1.40%；净利润 16.91 亿元，同比-11.51%，主要受证券市场波动、新冠疫情因素以及加大研发投入等因素拖累；EPS 为 3.15 元，ROE 为 25.55%。2022Q4 公司实现营业收入 12.83 亿元，同比-3.12%，实现归母净利润 8.09 亿元，同比-12.15%。公司主营业务为增值电信业务、软件销售、广告及互联网业务推广、基金销售等。截至 2022 年 12 月 31 日，同花顺金融服务网累计注册用户约 61,437 万人；每日使用同花顺网上行情免费客户端的人数平均约为 1,463 万人，每周活跃用户数约为 1,942 万人。公司旗下“爱基金”平台接入基金公司及证券公司 194 家，代销基金产品及资管产品 17,396 只。

2023 年 4 月 24 日，同花顺发布的一季报超预期。2023Q1 公司实现营业收入 6.10 亿元，同比+18.42%，实现归母净利润 1.22 亿元，同比+9.26%。2023Q1 营收实现较大幅度增长，主要系公司不断利用 AI 等最新技术优化产品，深度挖掘用户需求，投资者对金融信息服务需求增加所致。随着同花顺 AI 产品不断深化，特别是在 AI 大模型、AI 内容生成（AIGC）等领域的应用研究，并将相关成果运用到金融信息产品和服务中，进一步提升用户体验和产品竞争力，公司在今年后续季度有望在 AI 领域持续发力。

公司在实现业务稳步发展的同时，持续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，打造培育人工智能产业生态。2023 年初 A 股市场掀起“人工智能”热潮，公司借助已构建的同花顺 AI 平台，股价受到资本市场关注。

图表 1: 2022 年 3 月以来相对股价变化图



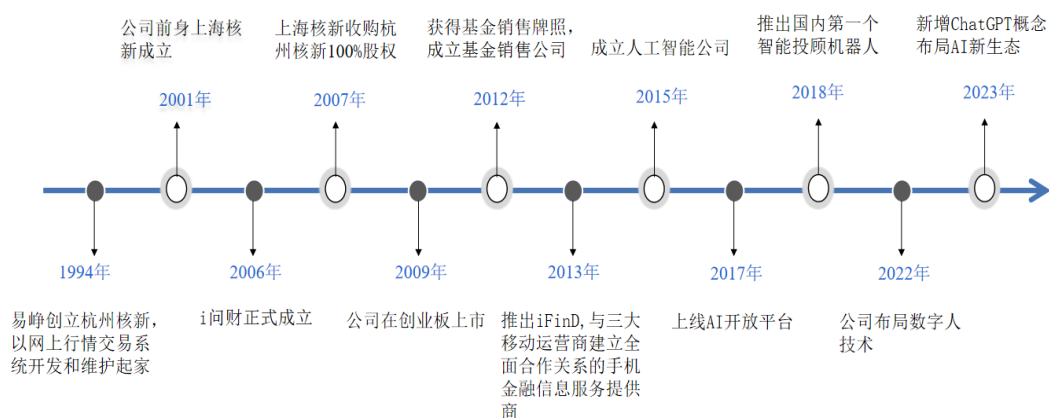
资料来源: iFinD, 长城证券产业金融研究院, 数据截至 2023 年 5 月 8 日

## 同花顺：国内领先的金融服务供应商

### 起步于 2001 年，现为国内首家上市的互联网金融信息服务公司

浙江核新同花顺网络信息股份有限公司成立于 2001 年，总部设立于杭州未来科技城，前身是上海核新软件技术有限公司。2009 年，同花顺成功在创业板上市，现成为国内首家上市的互联网金融信息服务公司，被列入国家重点扶持的“软件类”“技术类”企业。公司的主要客户覆盖金融市场各层次的主体，主营业务是向各类机构提供软件产品和系统维护服务、金融数据服务、智能推广服务以及为个人投资者提供金融资讯、投资理财分析工具和理财产品投资交易服务。公司从 2015 年起布局人工智能技术提速，出资 1000 万设立同花顺人工智能资产管理有限公司，逐步打造一系列智能产品服务，诸如推出 AI 开放平台、智能投顾机器人等。同花顺秉承“让投资变得更简单”的经营宗旨，注重技术的创新与研发，在技术储备等方面长期处于业内领先地位。

图表 2: 同花顺公司发展历程



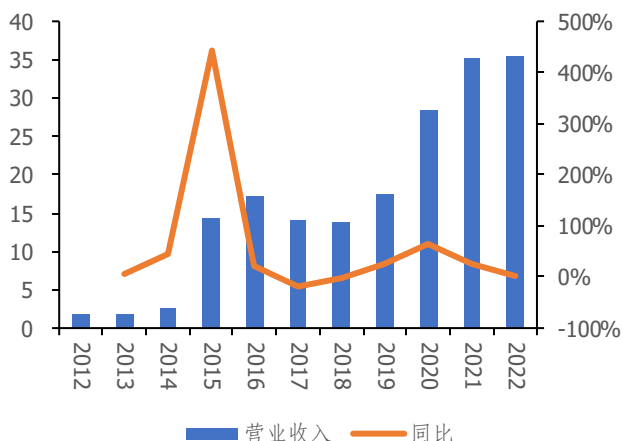
资料来源：公司年报，长城证券产业金融研究院

### 公司发展历经三个阶段，2020 年受行情带动迈入新台阶

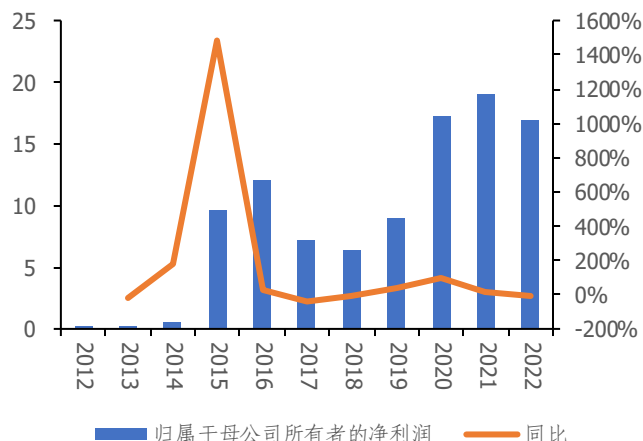
从营收规模看，公司的发展可分为三个阶段。1) 第一阶段(2014 年之前)：公司整体营收规模较小，增长速度也较为缓慢。2) 第二阶段(2015 年-2019 年)：2015 年，尽管市场经历了大幅波动，公司抓住了互联网行业快速发展的机遇，在营销力度、新产品开发、业务创新等方面同步发力，各项业务同比均取得了大幅增长，总营收同比增长了 442.91%，迈入公司发展的第二阶段。3) 第三阶段(2020 年以来)：2020 年，A 股上证指数全年上涨 13.88%，深证指数上涨 38.73%，受交投活跃带动，投资者对于金融信息服务以及基金交易的需求高增，公司广告业务及基金代销收入增长最为突出，2020 年实现营收同比+63.23%，归母净利润同比+92.05%，步入第三阶段。2022 年，受疫情影响，证券市场呈低迷姿态，除广告业务(同比+18.88%)逆势上扬，其余业务模块均呈一定程度的收缩，且公司同步加大了研发费用的投入，一定程度拖累公司净利润。



图表3: 同花顺营收及同比增速单位: 亿元/%



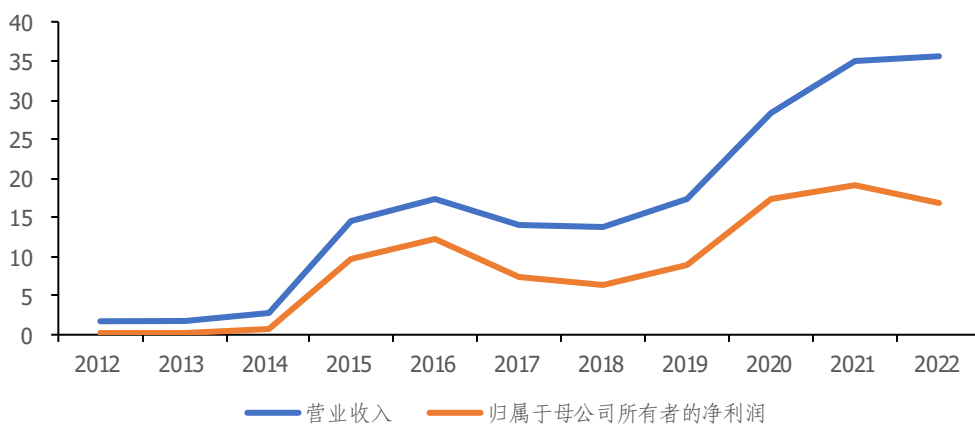
图表4: 同花顺归母净利润及同比增速单位: 亿元/%



资料来源: iFinD, 2012-2022 年公司年报, 长城证券产业金融研究院

资料来源: iFinD, 2012-2022 年公司年报, 长城证券产业金融研究院

图表5: 同花顺 2012 年-2022 年营业收入及归母净利润单位: 亿元

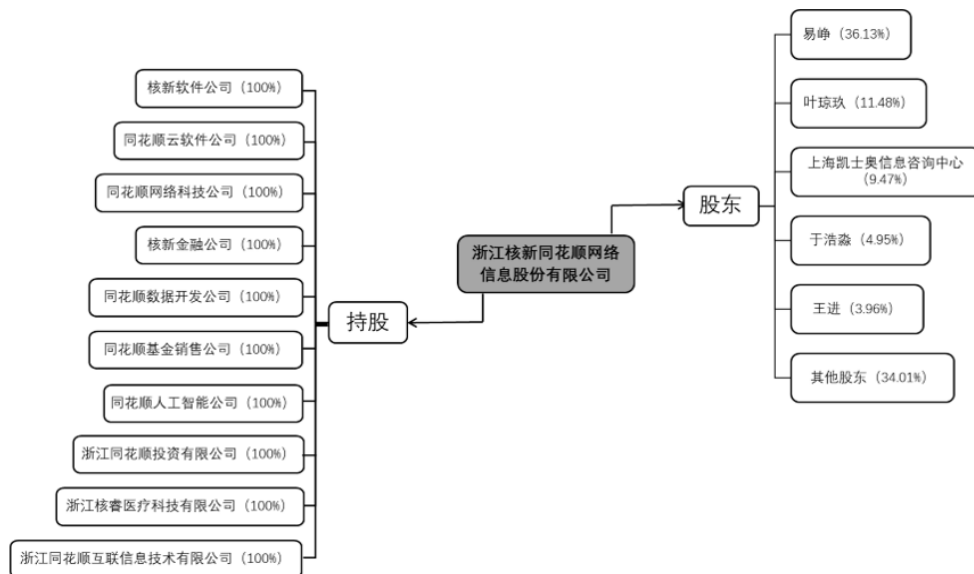


资料来源: iFinD, 2012-2022 年公司年报, 长城证券产业金融研究院

### 公司管理层及股权结构稳定, 彰显长期发展信心

截至 2023 年 3 月 27 日, 公司第一大股东为公司创始人兼董事长总经理易峥先生, 持股占比 36.13%, 较 2019 年同比增加 0.13%。其余主要持股人除上海凯士奥信息咨询中心之外, 均为公司管理层。公司董事兼副总经理叶琼玖女士持股占比 11.48%, 公司董事兼总工程师于浩淼先生持股占比 4.95%, 公司董事兼技术总监王进先生持股占比 3.96%。此外, 持股平台上海凯士奥信息咨询中心持股 9.46%, 是同花顺第三大股东。同花顺持股平台上海凯士奥信息咨询中心是 2007 年 8 月成立的, 截至 2022 年 12 月 31 日, 上海凯士奥信息咨询中心股东分别为叶琼玖、王进、朱志峰等, 均为同花顺公司董事。从近三年股东减持情况来看, 叶琼玖和上海凯士奥分别做了少部分减持, 减持占比较小。综合来看, 公司股权结构保持稳定且能对管理层起到较好的激励作用。

图表6: 公司股东及持股情况 单位: %



资料来源: 2022年公司年报, 长城证券产业金融研究院, 时间截至 2023年3月27日

## 公司四大业务板块, 增值电信业务营收贡献大

公司主营业务分为四大板块: 1) 通过增值电信业务为客户提供增值的金融资讯与数据; 2) 向证券公司提供网上行情交易系统综合解决方案, 进行软件销售和维护; 3) 通过广告和互联网推广服务为证券公司的开户交易进行引流; 4) 为基金公司代销基金产品。

增长率来看, 公司增值电信业务、广告及互联网业务推广服务、软件销售及维护、基金销售及其他交易手续费业务在2018-2022年的年均复合增长率分别为13.32%、36.65%、14.83%及15.80%, 其中广告及互联网业务推广服务增速最快; 截至2022年, 公司各业务模块收入分别为15.38、15.27、2.85及2.10亿元, 分别占比43.22%、42.89%、8.01%及5.89%, 增值电信业务和广告及互联网业务推广服务营收占比最大, 贡献公司主要收入。



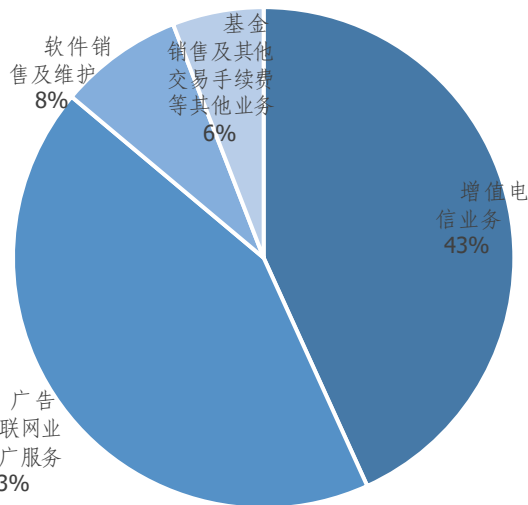
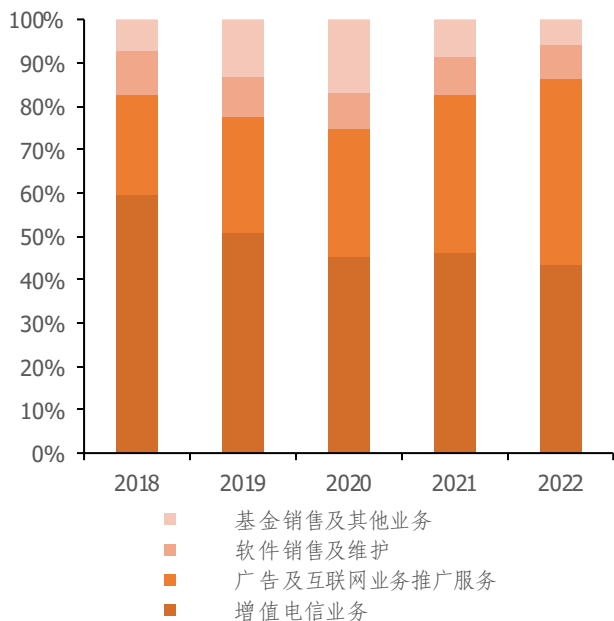
图表7: 公司四大业务板块



资料来源: 2022 年公司年报, 长城证券产业金融研究院

图表8: 同花顺营收及同比增速单位: 亿元/%

图表9: 同花顺 2022 年各业务板块营收占比单位: %



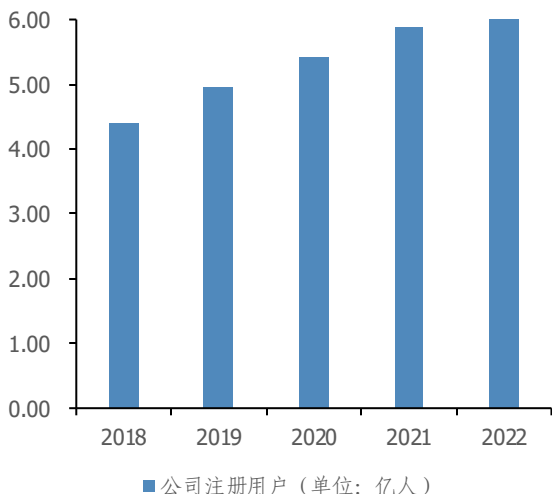
资料来源: iFinD, 2018-2022 年公司年报, 长城证券产业金融研究院

资料来源: iFinD, 2022 年公司年报, 长城证券产业金融研究院

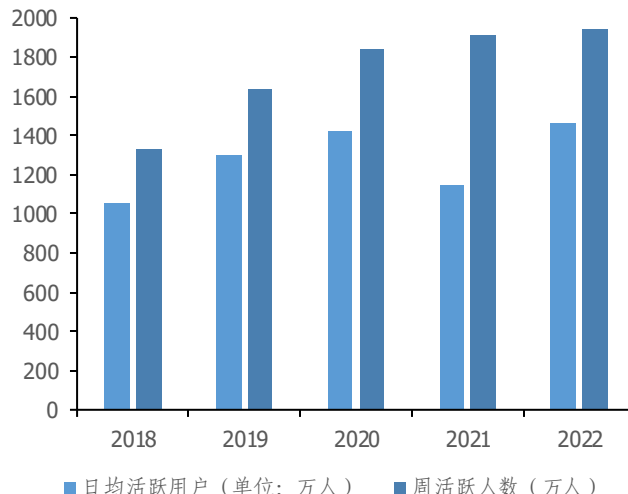
### 增值电信服务: 同花顺高月活特性打下流量基础

公司增值电信服务主要为基于同花顺的 PC 及移动端应用, 提供针对 C 端客户的股票分析及辅助决策工具。官网显示, 同花顺的付费产品包括财富先锋、金融大师、价投至尊等, 按照价格高低可分为针对普通投资者的低端系列, 以及针对专业投资者的高端系列, 产品线较为齐全。截至 2022 年, 同花顺注册用户已达到 6.14 亿人, 近五年复合增长率达 11.59%。其中, 日均活跃用户数接近 1500 万人, 近两年周活跃人数维持在 1900 万人以上。同花顺拥有相对优势的流量, 为其增值电信业务打下了良好的基础。

图表10: 同花顺注册用户数变化图



图表11: 同花顺活跃用户数变化图



资料来源: iFinD, 2018-2022 年公司年报, 长城证券产业金融研究院, 数据截至 2023 年 3 月 24 日

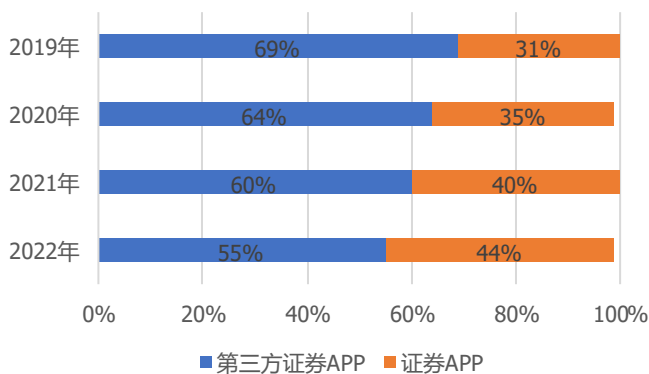
资料来源: iFinD, 2018-2022 年公司年报, 长城证券产业金融研究院, 数据截至 2023 年 3 月 24 日

### 产品优势分析

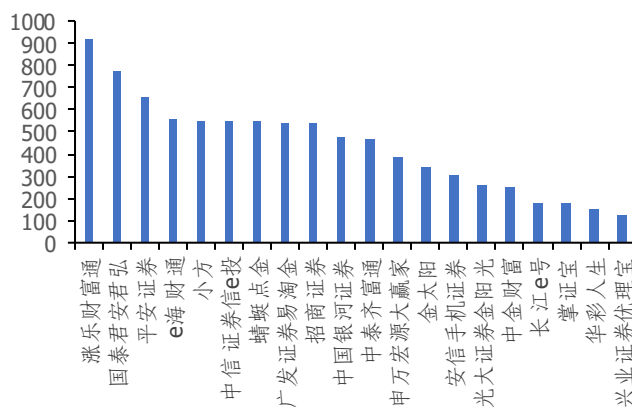
近几年来, 券商自营 APP 利用自身牌照优势, 发力产品设计以及提供多种类金融服务, 专注于交易与理财两大业务板块。其活跃用户规模逐年上升, 占比从 2019 年的 31% 上升到 2022 年的 44%。从用户活跃度来看, 头部券商 APP 占据较多市场份额, 包括华泰证券、国泰君安、中信证券、海通证券等。

相较传统券商自营 APP, 第三方 APP 则能够为客户提供更加丰富的个性化体验。以目前用户最多且知名度最高的同花顺、大智慧为例, 大智慧创造慧友圈和股吧群等社区平台, 主打流量模式; 同花顺呈现高月活、高粘性的特性, 且在社区氛围和交易数据行情等方面具有显著优势, 技术端发力输出增值电信服务, 拥有全网最高的用户活跃量, 月均保持在 3000 万以上。

图表12: 证券 APP 活跃用户规模对比变化情况图



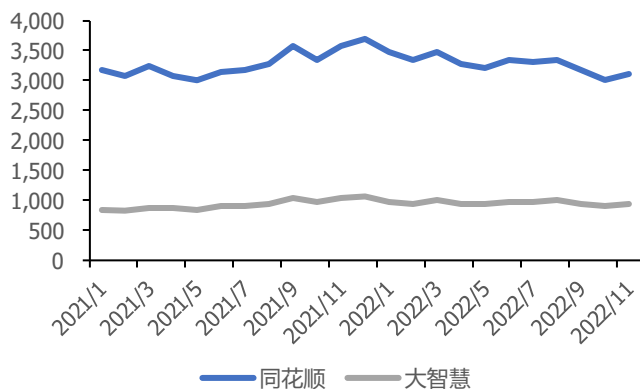
图表13: 券商 APP TOP20 用户活跃人数单位: 万人



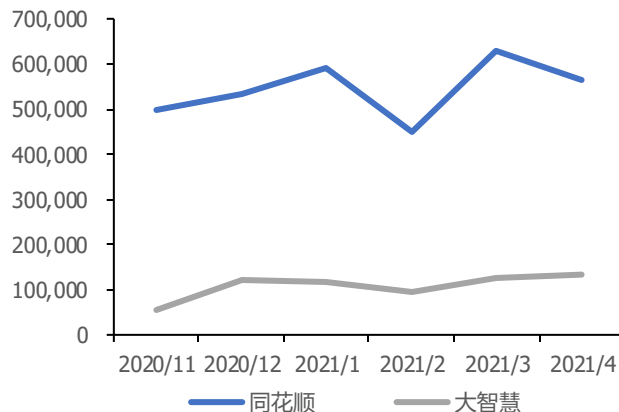
资料来源: 易观千帆, 长城证券产业金融研究院, 数据截至 2022 年 12 月 31 日

资料来源: 易观千帆, 长城证券产业金融研究院, 数据截至 2022 年 11 月 30 日

图表14: 同花顺、大智慧 APP月活数单位: 万人



图表15: 同花顺、大智慧 APP月启动次数对比 单位: 万次



资料来源: 易观千帆, 长城证券产业金融研究院, 数据截至 2022 年 11 月 30 日

资料来源: 易观千帆, 长城证券产业金融研究院, 数据截至 2021 年 4 月 30 日

### 增长空间分析

根据增值电信服务的营收模式, 同花顺在该业务上的营收可拆解为“活跃用户数\*付费率\*客单价”。因此, 通过分析每一个因子的未来增长空间, 可大致分析出同花顺增值电信业务的营收增长空间。

同花顺的月活跃用户数从 2018 年起一直维持在 3000 万人以上且增速开始放缓。我们认为未来还有一定增长空间, 巨额流量支撑业绩增长。付费率是指付费用户数与活跃用户数之比, 虽然同花顺未披露付费客户数量占比, 但我们根据中国知识付费市场的体量不断增长, 可以判断未来几年同花顺 C 端产品付费率将在维持现有水平的基础上同步增长。在客单价方面, 同花顺加速 AI 领域研发力度, 具备推出专业版 i 问财的技术条件, 客单价有望迈向新台阶。

### 广告及互联网业务推广业务: 高占比高毛利、优势显著领先行业

同花顺的广告业务搭建于其增值电信业务带来的高流量之上, 公司提供的广告服务包括为证券公司导流, 吸引投资者开户和提供广告推广服务这两大类。同花顺广告业务优势显著, 在行业内遥遥领先。同花顺的毛利率在同业中也属于第一梯队, 大智慧的广告业务毛利率与同花顺相当, 但业务规模小于同花顺。东方财富广告业务毛利率较低, 与同业存在差距。

### 产品优势分析

同花顺近五年的毛利率维持在 90% 附近, 凸显出强劲的盈利能力。从毛利拆解来看, 广告及互联网推广业务的毛利率最高, 2018-2022 年毛利率分别为 97.27%、94.62%、96.91%、96.89%、94.82%。结合营收占比来看, 广告及互联网推广业务占比达到 43%, 其高占比、高毛利特征保证了同花顺营收的稳定增长。

图表16: 近五年同花顺业务毛利率情况单位: %

	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
增值电信业务	87.77%	86.86%	89.91%	89.48%	86.21%
广告及互联网业务推广服务	97.27%	94.62%	96.91%	96.89%	94.82%
软件销售及维护	84.96%	85.56%	84.09%	86.36%	84.29%
其他收入	84.87%	92.93%	91.04%	83.69%	83.88%
毛利率合计	89.47%	89.62%	91.66%	91.42%	89.61%

资料来源: iFinD, 长城证券产业金融研究院

### 增长空间分析

同花顺广告业务中,为证券公司导流是广告业务的一大收入来源。过去十年间,除2016年-2018年A股个人投资者新增开户数呈下跌态势,其余时间均呈上升趋势。稳定的新开户需求以及新增投资者数量有利于推动同花顺导流业务的扩张,考虑到当前政策下,一人多户的大背景,或进一步带来增长空间。

在为证券公司导流的领域,同花顺已形成优势地位,且接入券商数量越多,越能吸引新的券商及期货公司接入,进一步推动广告业务扩展。

### 软件销售及维护服务: iFinD 软件系统有望借助价格优势弯道超车

同花顺的软件销售及维护服务主要以 iFinD 为主, iFinD 金融数据终端为同花顺旗下一款面向机构客户提供研究、投资决策服务的软件系统。iFinD 金融数据终端主要包含以下功能: 1) 智能搜索,运用文本、图像、语音语义的识别技术,极大地提升了用户准确高效获取信息的速度; 2) 非结构化数据库,通过智能算法技术,包含了金融研究所需要的各类非结构化数据; 3) 产业图谱,把上下游的产业链及对应的上市公司呈现在一张图上,极大地方便了用户快速了解产业链布局; 4) 舆情监控,24小时进行全网信息挖掘,及时掌握市场动态。iFinD 的机构客户对象涵盖证券公司、基金公司、银行、期货、投资咨询、媒体、高校、政府及上市公司等。

图表17: iFinD 金融数据终端部分客户

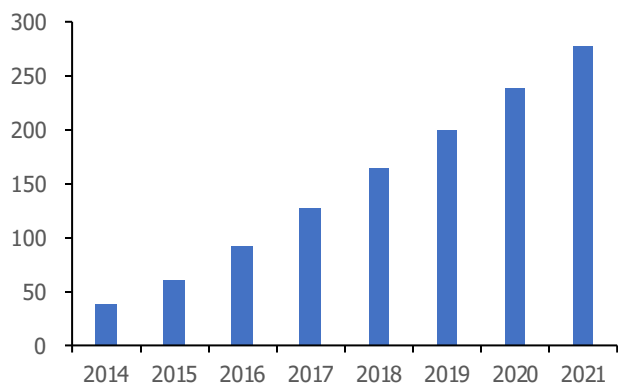
			
			
			

资料来源: iFinD, 长城证券产业金融研究院

2014-2021年,国内金融终端市场规模逐步扩大,2021年达到277亿元的峰值。在金融终端收入方面,Bloomberg仍占据龙头地位,国内金融终端收入远低于国外。可见,相较于美国市场,中国的金融终端市场体量虽小,但存在巨大发展空间。

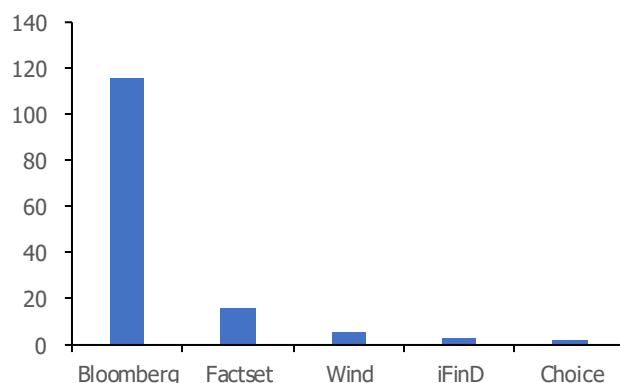
2017-2022 年，同花顺的软件销售收入增长迅速，复合增速达 14.83%，2021 年市场占比 1.07%，未来或可凭借其价格优势占领国内大部分市场。

图表 18: 2014-2021 年金融终端市场规模单位: 亿元



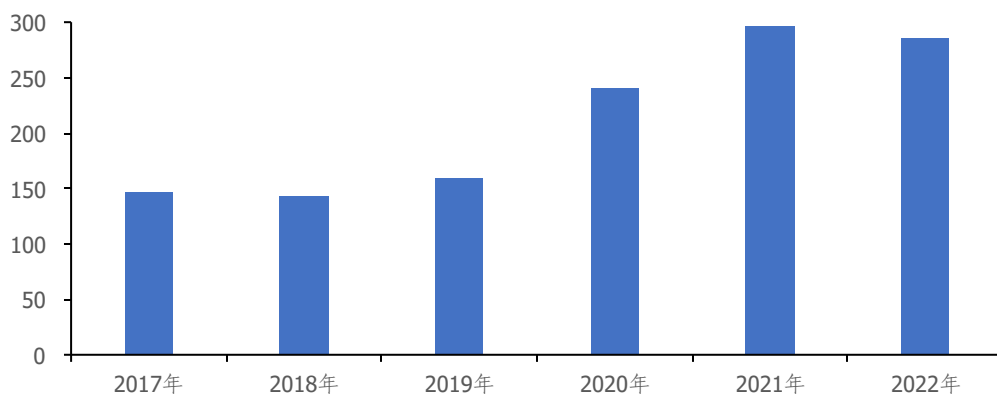
资料来源: 赛迪咨询, 长城证券产业金融研究院, 数据截至 2021 年 12 月 31 日

图表 19: 2021 年金融终端收入单位: 亿美元



资料来源: 同花顺、东方财富 2021 年公司年报, *Financial Times* 网站, 长城证券产业金融研究院, 数据截至 2021 年 12 月 31 日

图表 20: 2017-2022 年同花顺软件销售收入情况单位: 百万元

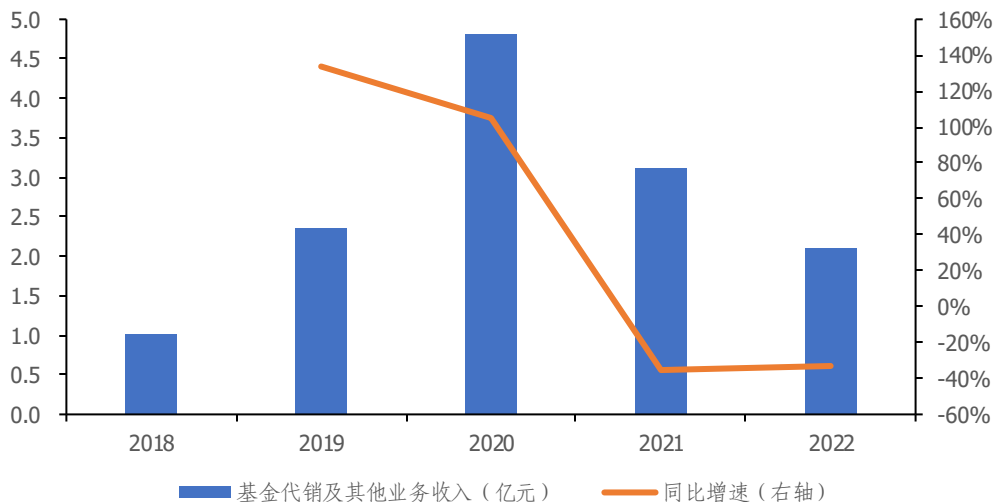


资料来源: 2017-2022 年公司年报, 长城证券产业金融研究院, 数据截至 2022 年 12 月 31 日

### 基金销售及其他交易服务: “爱基金”保有规模弱势或采取差异化竞争策略

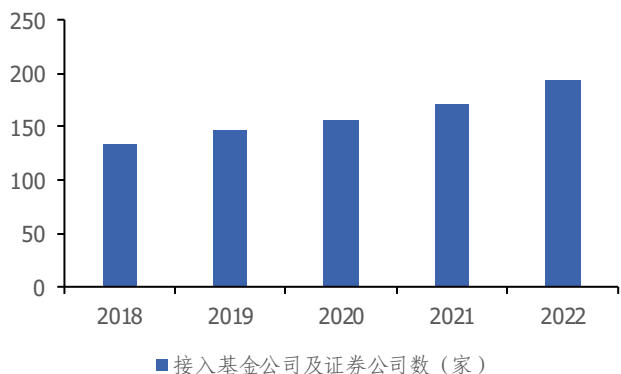
同花顺于 2012 年获得基金代销牌照并成立同花顺基金销售有限公司。公司依托互联网泛金融智能服务平台, 打造涵盖数据、资讯、交易的一站式金融理财服务, 基金产品覆盖股票型、混合型、债券型、货币型、保本型、理财型等资产大类, 已形成规模可观、覆盖广泛的基金代销体系, 凸显运营优势和市场影响力。辅以基金课堂和投资助手, 满足不同投资者对综合性金融信息的需求。目前, 公司已获得个人养老金销售试点资格, 帮助投资者实现多元化财富管理。截至 2022 年 12 月 31 日, 公司“爱基金”平台接入基金公司及证券公司 194 家。其中, 代销基金只数达 7798 只, 位于同行业第 7 位。2021-2022 年同花顺基金代销业务收入出现下滑, 主要是由于市场行情影响和佣金费率下降, 导致基金代销业务收入的减少。

图表21: 2018-2022年公司基金代销及其他业务收入变化情况单位: 亿元/%

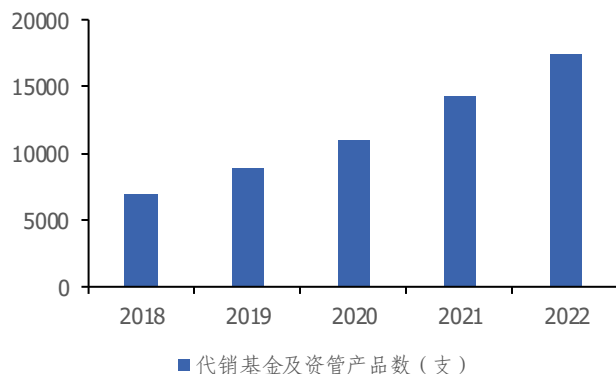


资料来源: iFinD, 2018-2022年公司年报, 长城证券产业金融研究院, 数据截至2022年12月31日

图表22: 2018-2022年公司接入基金及证券公司数增长情况



图表23: 2018-2022年公司代销基金及资管产品数增长情况



资料来源: iFinD, 2018-2022年公司年报, 长城证券产业金融研究院, 数据截至2022年12月31日

资料来源: iFinD, 2018-2022年公司年报, 长城证券产业金融研究院, 数据截至2022年12月31日

经过十余年的发展, 基金业突飞猛进。国内公募基金净值从2013年的4.22万亿增长到2022年的26.03万亿, 十年间年均增长率为17.85%。截至2022年底, 剔除基金中基金(FOF)全球受监管的开放式基金资产规模达60.15万亿美元。我国受监管开放式公募基金规模3.27万亿美元(约为22.76万亿人民币), 继续坐稳全球第四位置。在美、英、德等发达国家, 公募基金规模已经超过年度GDP总额, 占国家总资产的比例在6%以上。2022年我国公募基金规模占GDP比例不足20%, 仍有巨大发展空间。

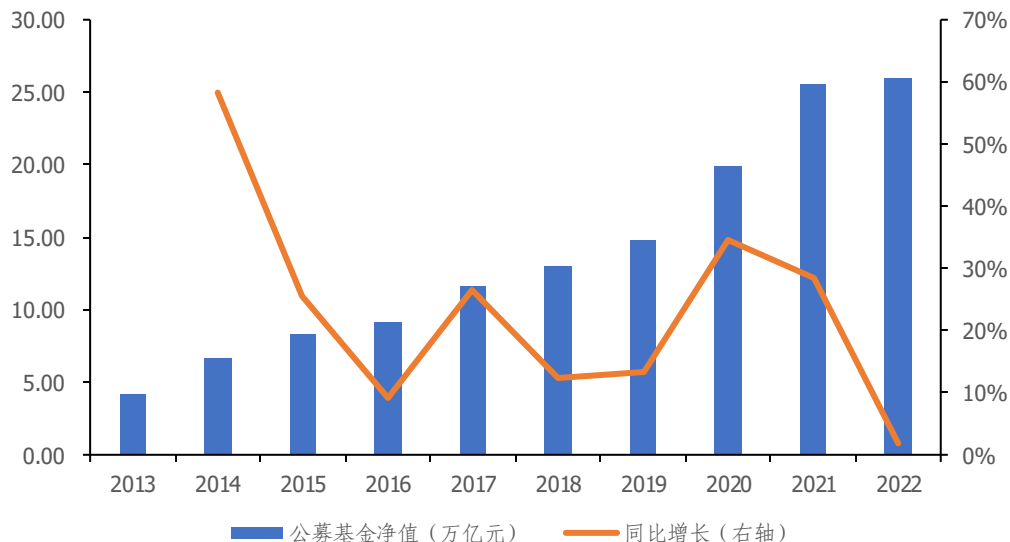
根据Mob研究院调查数据, 2020年新增基民中25-34岁人群占比约为44%; 根据艾瑞咨询数据, 2021-2022年八成以上(82.3%)投资者为中青年人, 其中, 27-39岁人群居多, 占比82.3%。每月收入在5000至10000元的投资者占比为65.2%。半数以上(58.0%)投资者为本科学历, 年轻用户群体未来将逐步发力。在线上化趋势发展下, 独立三方具有方便、便宜、功能多样、高流量等优势, 未来将大量抢占年轻用户群体以及银行市场份额。

短期内想要超越天天基金和蚂蚁财富可能性不大, 市场已形成壁垒, 更多的是看公募基



金市场规模是否会扩大,以及基民画像的变化。鉴于年轻基民群体更偏好于第三方机构,因而随着这类群体的增加,也会给同花顺带来一定的流量。未来如何更好地从同花顺向爱基金导流,给用户塑造同花顺除“股票”之外的“基金”标签和差异化功能竞争,或是爱基金未来需突破的方向。

图表24: 2013-2022年我国公募基金净值增长情况单位: 万亿元/%



资料来源: 中国证券投资基金业协会, 长城证券产业金融研究院

## 同花顺 AI 布局的进阶之路

### 公司深耕 AI 领域，打造新的盈利增长引擎

公司 AI 领域技术及落地经验丰富,深耕技术十余年, AI 领域积累深厚。公司自 2006 年推出“i 问财”以来,在 AI 领域已有十余年积累,其在 AI 领域的发展大致可分为以下三大时间段:

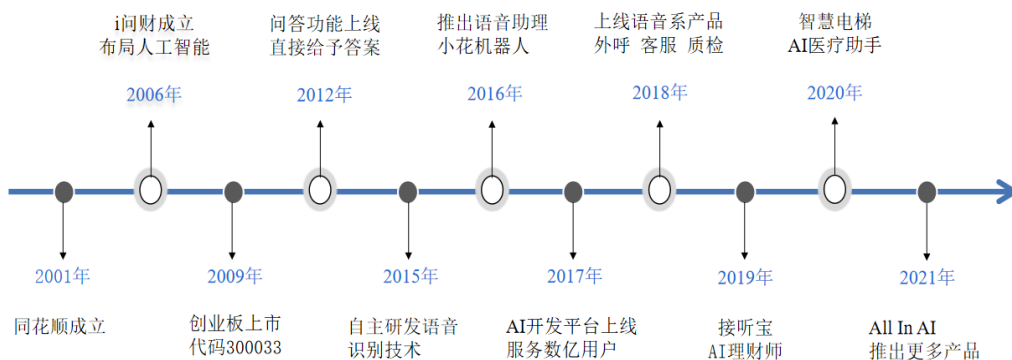
1) 萌芽期: 2006 年,同花顺开始布局人工智能领域,成立了一个新部门“i 问财”,成立后的定位为金融垂直搜索引擎,专门为股民提供专业的股票信息搜索服务; 2012 年,问答功能上线,可以直接给用户想要的答案,并从金融垂直领域拓展出更多领域: 股票、基金、债券、保险、百科、法律法规等领域。

2) 技术突破: 2015 年,公司自主研发语音识别,为语音应用推广打下良好基础; 2017 年,同花顺上线 AI 开放平台,并推出智能投顾、知识图谱、智能语音技术、自然语言基础服务、智能金融问答、智能大数据等多项产品服务。此后,同花顺人工智能产品遍地开花,有智能语音领域的智能外呼、智能客服、智能质检、会议转写; 也有金融领域的智能投顾、智能投研、AI 理财师、舆情监控; 还有跨领域的 AI 医疗产品、智慧电梯产品等。同年,浙江同花顺智能科技有限公司成立,注册资本 3 亿元,深耕人工智能行业。

3) 应用加速落地: 同花顺积极开发互联网金融信息技术前沿领域,基于人工智能、大数据、云计算、金融工程、人机交互等技术的产品及应用,创新业务模式,突破技术壁垒,不断实现技术创新层面新的增长点。同花顺表示将继续保持人工智能技术研发投入,在

多个领域打造新的盈利增长引擎。2021年，拟投资14.02亿元的同花顺未来科技园正式开工，由“浙江同花顺智能科技有限公司”具体实施。

图表25：同花顺AI领域发展历程



资料来源：同花顺AI开放平台，同花顺智能科技官网，长城证券产业金融研究院

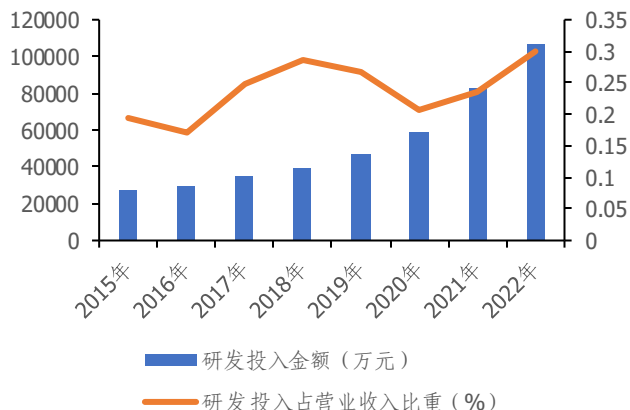
## 研发投入逐年上升，构筑公司长期核心竞争力

近年来公司在研发方面投入逐年递增。研发人员从2015年的836人提升至2022年的3196人，研发费用从2015年的2.79亿提升至2022年的10.67亿元（占比29.98%），研发投入2015-2022年的CAGR高达18.26%。同花顺自上市以来便致力于技术研发，技术基因贯穿其成长过程。2022年公司持续加大研发创新投入，该年研发投入占营业收入的比重近30%，研发人员占比已过半。公司致力于关键技术的研究，特别是AI大模型、AI内容生成（AIGC）等领域，并将相关成果运用到公司金融信息产品和服务中，进一步提升用户体验和产品竞争力。

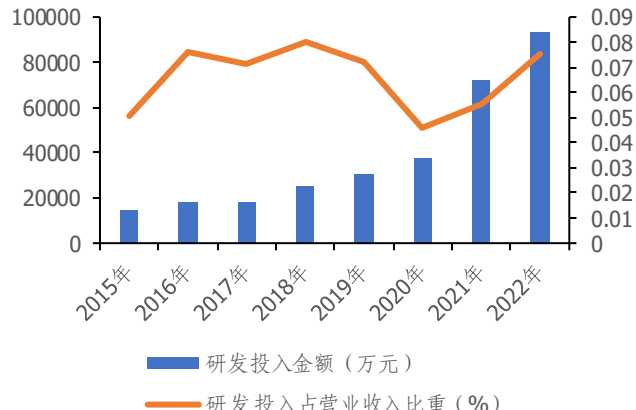
其中，公司重点打造的i问财，目前是财经领域落地较为成功的自然语言、语音对话交互问答系统。2022年内，公司进一步加大对i问财的研发投入，扩展服务场景至通用领域，将单一中文环境拓展至多语言环境，可有效提升i问财服务效率，快速支撑业务新需求。此外，公司的iFind金融信息服务终端、金融数据库、智能投顾、智能客服、智能投研等产品在AI相关技术加持下，在行业内具有较强的竞争优势。当前公司AI技术日趋成熟，有望与传统业务扩展融合，打造其长期利润增长点。

横向比较来看，同花顺与主要竞争对手——东方财富两家公司在2015-2022年的研发投入都增长很快，研发人员也保持着较快增长。东方财富研发人员从2015年的1623人提升至2022年的2123人，研发投入从2015年的1.49亿元提升至2022年的9.36亿元（占比7.49%），研发投入2015-2022年的CAGR为25.83%。截至2022年末，公司研发人员比东方财富多了1073人，而人均研发成本在2020年及之前均高于东方财富，但在2020年后，东方财富人均研发成本快速增加，2022年高出同花顺10.69万元/人/年。相较而言，同花顺积累更为深厚，持续高强度的研发投入构筑起公司长期核心竞争力，在全社会数字化转型的背景下，公司有望持续把握先机。

图表26: 同花顺 2015-2022 年研发投入金额及营收占比变化情况



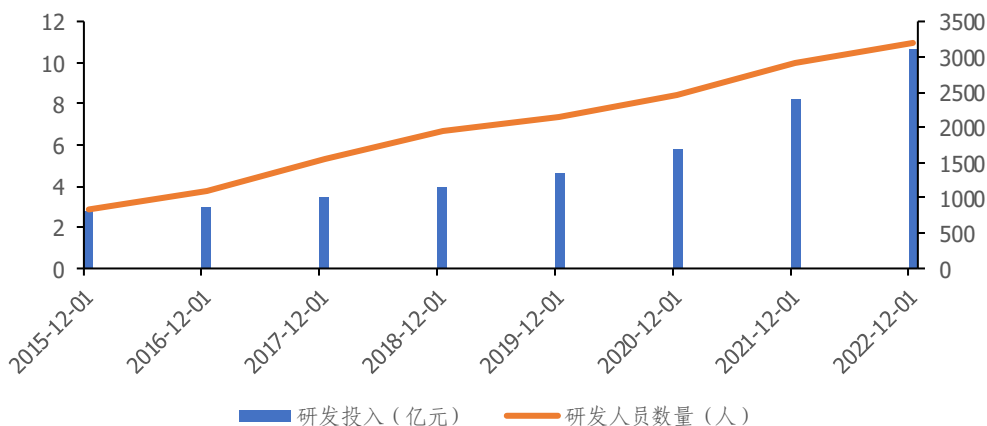
图表27: 东方财富 2015-2022 年研发投入金额及营收占比变化情况



资料来源: 2015-2022 年公司年报, 长城证券产业金融研究院

资料来源: 2015-2022 年公司年报, 长城证券产业金融研究院

图表28: 2015 年以来研发费用和研发人员变化图



资料来源: 2015-2022 年公司年报, 长城证券产业金融研究院, 数据截至 2023 年 3 月 27 日

## 彭博社推出 BloombergGPT, 金融行业 AI 大模型大有可为

2023 年 3 月 30 日, 彭博社发布专为金融行业打造的大语言模型(LLM)BloombergGPT。该模型采用混合训练方法, 将金融数据与通用数据集相结合, 在通用 LLM 基准上保持足够竞争力的同时, 在金融基准上取得最佳成果。该模型的推出有助于改进彭博现有的金融自然语言处理任务, 包括市场情绪分析、命名实体识别、新闻分类和问题回答等。依托彭博海量的金融数据资源, 彭博研究团队成功构建了规模最大的专业领域数据集之一, 此数据集共包含超过 7,000 亿词例, 并被用于训练 500 亿个参数的纯解码器因果语言模型。BloombergGPT 模型的率先推出有望引领大模型在金融领域的加速落地。

图表29: BloombergGPT 在金融专业任务和一般任务中的表现

Finance-Specific	BloombergGPT	GPT-NeoX	OPT-66B	BLOOM-176B
Financial Tasks	62.51	51.90	53.01	54.35
Bloomberg Tasks (Sentiment Analysis)	62.47	29.23	35.76	33.39

General-Purpose	BloombergGPT	GPT-NeoX	OPT-66B	BLOOM-176B	GPT-3
MMLU	39.18	35.95	35.99	39.13	43.9
Reading Comprehension	61.22	42.81	50.21	49.37	67.0
Linguistic Scenarios	60.63	57.18	58.59	58.26	63.4

资料来源: 彭博官网, 长城证券产业金融研究院

### 以数据与用户为基础, 公司 AI+金融领域行业领先

经过在 AI 领域的多年技术积累, 公司成功实现多项 AI+金融产品落地。从当前 AI 技术发展趋势来看, AI 技术与各产业相结合趋势明显, 在金融领域的发展也早已开始, 并且未来在智能投研、智慧投资、智能运营等领域具有广阔的发展前景。大数据是 AI 技术发展的重要基础, 算法的优化和模型的改进都需要大数据的训练, 而大数据源自大用户, 两者为 AI 技术发展必不可少的两要素。在数据和用户领域, 公司拥有天然的领先优势, 基于此, 公司有望进一步强化在 AI+金融领域的行业壁垒。

图表30: i问财与 ChatGPT 对比



资料来源: ChatGPT, 同花顺问财, 长城证券产业金融研究院

图表31: i问财与 ChatGPT 对比



资料来源: ChatGPT, 同花顺问财, 长城证券产业金融研究院

在用户方面, 公司拥有庞大的 C 端用户资源, 一方面可为公司算法模型持续提供数据; 另一方面, 公司产品功能的优化与智能程度的提升可为公司用户增长提供新动能。截至去年底, 公司同花顺金融服务网累计注册用户约 6.14 亿人; 每日使用同花顺网上行情免费客户端的人数平均约为 0.15 亿人, 每周活跃用户数约为 0.194 亿人。

在数据方面, 公司具备三大优势, 成就公司在 AI+金融领域的领先地位。

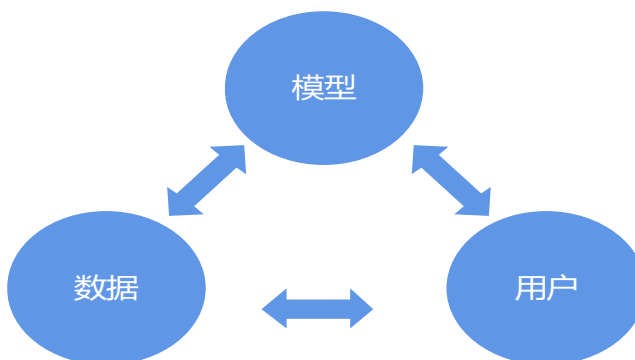
优势一: 公司拥有专业准确的金融数据。与 ChatGPT 需从网上抓取数据不同, 公司拥有

高质量、可靠的数据来源，保障了公司模型算法的专业性，更好地稳固其在金融领域难以被替代的地位。

优势二：公司的数据库规模庞大，历史数据丰富，公司可根据不同训练目的需要提取对应的数据进行训练，公司数据涵盖了互联网用户数据、新闻资讯、招投标等结构化、非结构化等诸多数据。

优势三：公司数据获取成本相对较低，公司本身为金融数据提供商，数据共享成本低，以及通过自有平台获取数据都降低了公司获取数据的成本。在这三大优势的叠加作用下，公司有望进一步提升 AI 算法能力，巩固 AI 技术的领先地位。

图表32: 数据、用户、模型关系



资料来源: 长城证券产业金融研究院

### 产品线丰富，积极拥抱 AI+ 浪潮

公司拥抱 AI+ 发展浪潮，积极推出更加丰富的人工智能应用产品，并利用现有的资源，将人工智能技术拓展至更多行业中去，实现应用行业由 1 到 N 的拓展模式。目前公司可为证券业、银行业、基金业、保险业、私募、高校、政府机构、运营商等提供人工智能解决方案，未来还将积极推进人工智能技术在生活、医疗、教育等更多领域的应用。

公司的 AI 开放平台智能产品丰富，可面向客户提供数字虚拟人、智能金融问答、智能语音、智能客服机器人、智能质检机器人、会议转写系统、智慧政务平台、智能医疗辅助系统等 40 余项人工智能产品及服务；公司产品智能化程度高、产品竞争力强，公司自主研发的同花顺智能语音平台，在中文金融场景语音识别准确率达到 98% 以上，中英文通用场景识别准确率超过 95%，多种方言识别准确率超过 90%。公司虚拟数字人对话平台，运用多模态数字人对话技术，实现与真人用户“面对面”的交互体验，目前也已落地多个大型客户。

图表33: 同花顺 i 问财产品介绍





资料来源: 同花顺官网, 长城证券产业金融研究院

## 盈利预测与投资建议

公司是国内领先的互联网金融信息服务提供商。公司拥有近三十年金融信息服务行业经验, 在产品、客户资源、技术、人力资源、数据资源、品牌认可度、管理团队等方面拥有独特而明显的竞争优势。公司持续加大研发创新投入, 进一步加大对机器学习、自然语言处理、智能语音、图形图像识别与处理、数字人等关键技术攻关, 特别是在 AI 大模型、AI 内容生成 (AIGC) 等领域的应用研究, 并将相关成果运用到金融信息产品和服务中, 进一步提升用户体验和产品竞争力。公司重点打造的 i 问财目前是财经领域落地较为成功的自然语言、语音对话交互问答系统, 我们看好公司在新一轮 AI 浪潮下的发展前景。在 AI 2.0 时代, 公司的产品升级, 将迎来付费意愿和 ARPU 值的双重提升。以公司核心业务增值电信服务为例, 中长期来看, 付费客户数量和 ARPU 值均有望实现翻倍以上的增长。

我们预计公司 2023-2025 年的净利润率为 52.00%、50.00%、50.00%, 对应摊薄 EPS 分别为 4.02、4.59、5.52 元, PE 分别为 40.37、35.35、29.39 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

## 风险提示

**宏观经济下行风险。** 同花顺作为互联网金融服务公司, 营收依赖于股市景气度。宏观经济下行导致资本市场风险较高, 投资者对于市场情况预期谨慎, 投资意愿下降, 进而影响投资者对于金融服务的需求, 从而导致公司营收承压。

**股市系统下行风险。** 公司营收与股市系统景气度息息相关, 宏观政策收紧, 宏观经济增速放缓以及国际地缘政治等因素均可导致股市系统不景气以及下行。股市系统不景气或下行导致个人以及机构投资者投资意愿下降, 进而导致投资者互联网金融服务需求收缩, 从而可能导致公司整体经营业绩下滑。



**行业政策收紧等风险。**随着互联网金融服务行业迅速发展，相关部分以及监管机构出台一系列监管措施以及法律法规，对互联网金融服务公司实施严格管理，规范互联网金融服务行业准入制度，完善相关法律体系和建立信息安全保障机制来规范行业发展。行业政策收紧可能导致公司创新开发业务受阻，带来不利影响。

**行业竞争加剧风险。**互联网金融服务行业处于发展初期，门槛较低，进而导致互联网金融服务行业市场份额分散，集中度不高。伴随市场扩大以及技术发展，互联网行业内部竞争激烈，竞争趋于复杂和严峻。激烈的竞争环境会导致公司面临产品价格下降、服务质量要求提高、市场份额难以保持以及其他风险。

**AI 研发落地进度不及预期。**公司在研发方面投入逐年递增，大力发展人工智能，但公司付出过多成本支持技术开发以及公司人工智能技术暂未达到行业领先水平。随着 AIGC 展示出强大的生产力和创造力，AI 行业化落地应用市场竞争激烈，Wind 已抢先推出 AI 智能助理 Alice。如公司未来在 AI 技术领域研发、落地进度不及预期，或会在激烈市场竞争中丢失部分市场份额。

中美摩擦加剧风险；地缘政治风险；中美利差持续倒挂风险；IPO 过快对股市流动性冲击风险；公司业绩不达预期风险；市场活跃度下降。

## 附：盈利预测表（单位：百万）

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>增值电信业务</b>					
收入	1618.24	1538.12	1784.22	2105.38	2421.19
yoy	25.95%	-4.95%	16.00%	18.00%	15.00%
成本	170.18	212.04	246.04	290.33	333.88
毛利	1448.06	1326.08	1538.18	1815.05	2087.30
毛利率	89.48%	86.21%	86.21%	86.21%	86.21%
<b>软件销售及维护</b>					
收入	295.96	284.96	307.76	353.92	424.70
yoy	22.58%	-3.72%	8.00%	15.00%	20.00%
成本	40.36	44.76	48.35	53.83	62.47
毛利	255.60	240.20	259.41	300.09	362.23
毛利率	86.36%	84.29%	84.29%	84.79%	85.29%
<b>广告及互联网业务推广服务</b>					
收入	1284.04	1526.50	1831.80	2198.16	2747.70
yoy	53.64%	18.88%	20.00%	20.00%	25.00%
成本	39.95	79.05	86.20	103.44	129.30
毛利	1244.09	1447.45	1745.60	2094.72	2618.40
毛利率	96.89%	94.82%	95.29%	95.29%	95.29%
<b>基金销售及其他交易手续费等其他业务</b>					
收入	311.62	209.55	230.51	276.61	340.23
yoy	-35.30%	-32.75%	10.00%	20.00%	23.00%
成本	50.83	33.78	37.16	44.59	54.84
毛利	260.79	175.77	193.35	232.02	285.38
毛利率	83.69%	83.88%	83.88%	83.88%	83.88%
营业收入	3509.86	3559.14	4154.28	4934.06	5933.82
增长率	23.43%	1.40%	16.72%	18.77%	20.26%
综合毛利率	91.42%	89.61%	89.94%	90.02%	90.22%
净利润率	54.45%	47.52%	52.00%	50.00%	50.00%
净利润	1911.20	1691.18	2160.23	2467.03	2966.91

资料来源：Wind，长城证券产业金融研究院注：股价为 2023 年 5 月 30 日收盘价

### 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

### 投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		

### 长城证券产业金融研究院

#### 深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层  
邮编：518033  
传真：86-755-83516207

#### 上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层  
邮编：200126  
传真：021-31829681  
网址：<http://www.cgws.com>

#### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层  
邮编：100044  
传真：86-10-88366686