

## 非银金融

2024年06月21日

## 行业马太效应明显，高 beta 弹性特征突出

### ——2C 金融信息服务商行业深度报告

投资评级：看好（维持）

高超（分析师）

卢崑（分析师）

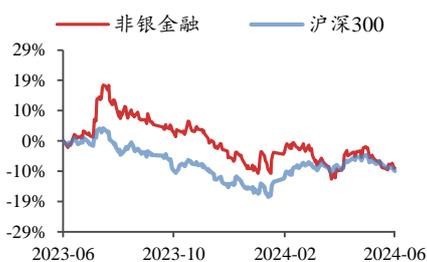
gaochao1@kysec.cn

lukun@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

证书编号：S0790524040002

### 行业走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《关注陆家嘴论坛表态，价升量稳看好支付板块机会——行业周报》

-2024.6.16

《价升量稳看好支付板块机会，高频交易监管细则发布——行业周报》

-2024.6.10

《金融时报关注长债利率，继续看好资产负债改善的寿险——行业周报》

-2024.6.2

### ● 行业马太效应明显，高 beta 弹性特征突出

(1) 2C 金融信息服务行业集中度高，行业利润流向头部公司，马太效应突出。在监管趋严、规模效应的影响下，行业不合规的中小机构逐步出清。(2) 行业盈利弹性优于券商经纪业务和市场交易量，主因行业竞争格局较好、业务需求弹性更大以及预付款的模式影响。(3) 受益于供需两端升级，行业渗透率有所提升。机构化、股民专业化趋势凸显，全市场单活跃股民价值有所提升，预计主要由付费转化率提升驱动，未来核心关注 beta 弹性。(4) 头部公司具有完善高效的商业模式，在品牌效应、资金实力、人才建设、合规管理上均有更大优势。外延关注获取证券或基金代销牌照带来的新增长点；内生增长关注 AI 等新技术运用带来的业务赋能。推荐盈利弹性和市值弹性突出、拥有证券牌照的头部 2C 金融信息服务商指南针；受益标的：同花顺、九方财富。

### ● 监管趋严，集中度较高，行业利润流向头部公司，马太效应突出

2C 金融信息服务商指持牌的证券投资咨询公司以及其他金融信息服务商，行业主要为个人投资者提供金融信息、专业分析工具、交易策略、研究报告和数据库等服务。行业监管趋严，监管全面提高个人业务展业要求，推动形成只有少数优质、规范机构方可开展此类业务的局面。2023 年证券投资咨询公司营收、净利润 CR10 分别为 54%、155%，行业集中度较高，盈利能力分化明显，头部公司获取行业主要利润。2C 金融信息服务商竞争格局来看，同花顺、指南针、益盟股份保持行业领先地位，九方财富抓住流量入口高速增长，近 5 年跃升为行业头部。

### ● 供需两端升级推动行业渗透率提升，业务弹性较强

(1) 受益于供需两端升级，2C 金融信息服务渗透率有所提升。需求端：个人投资者呈现专业化、成熟化的趋势，对金融信息服务和投资咨询服务的需求增加，对服务的品质要求进一步提高。供给端：一方面金融信息服务商技术水平提高，提供的产品类型不断丰富，满足不同投资者的多元化、差异化需求；另一方面，新媒体的出现，直播、短视频等提高了与股民互动的粘性和方式，也助推了业务渗透率的提高。(2) 2C 金融信息服务牛市弹性优于券商经纪业务和交易量，主因行业竞争格局较好、业务需求弹性更大以及预付款的模式影响。长期看，2C 金融信息服务收入增速优于券商经纪以及券商的投资咨询业务。(3) 机构化、股民专业化趋势凸显，全市场单活跃股民价值有所提升，预计主要由付费转化率提升驱动，未来核心关注 beta 弹性。

### ● 头部公司商业模式完备、高效，关注新技术业务赋能以及外延并购

(1) 2C 金融信息服务商业务收入核心要素包括用户数、转化率、ARPU 值，对应 3 部分经营环节，分别为流量池构建、运营与变现。头部公司凭借自身资源禀赋，形成的商业模式有一定差异：同花顺、东方财富以自建流量池为主，获客成本低，基于流量池进行“超市货架”模式销售产品，销售费用率低，净利率高。指南针、九方财富、益盟股份主要为销售驱动模式，以外买流、私域运营为主。

(2) 我们认为头部公司的核心优势在于服务个人客户的完整商业模式能够实现高效运转，形成了品牌优势，进而带来规模效应。外延方面，头部公司基于服务个人投资者的优秀能力，能够在收购证券、基金代销牌照后实现较好协同。关注 AI 技术赋能业务，促进内生发展，提升转化率与 ARPU 值。

● **风险提示：**市场持续低迷；监管政策风险；行业口碑下滑风险。

## 目 录

1、 监管趋严，集中度较高，马太效应突出.....	4
2、 供需两端升级推动行业渗透率提升，业务弹性较强.....	11
3、 头部公司具有完善高效的商业模式，内生发展关注新媒体形式、新技术赋能，外延关注 2C 业务协同.....	17
4、 投资建议.....	24
5、 风险提示.....	25

## 图表目录

图 1： 个人投资者投资股票产生的需求主要由证券公司和金融信息服务商解决.....	4
图 2： 2C 金融信息服务商满足用户金融信息获取、分析、决策、交易、投教等需求.....	5
图 3： 金融信息软件服务市场规模持续增长，个人业务占比提升.....	5
图 4： 证券投资咨询公司数量在缓慢减少，2024 年 5 月末为 78 家.....	6
图 5： 证券投资咨询业务是主要收入来源.....	7
图 6： 证券投资咨询业务以销售软件产品和传统荐股业务为主.....	7
图 7： 证券投资咨询行业收入集中度高，盈利能力分化，头部公司获取行业主要利润.....	9
图 8： 2013 年以来同花顺、指南针、益盟股份保持行业领先地位，近 5 年九方财富快速增长跃升为行业头部.....	10
图 9： 2C 金融信息服务收入渗透率有所提升.....	11
图 10： 头部 2C 金融信息服务商收入增速优于券商经纪，优于券商的投资咨询业务.....	12
图 11： 证券行业经纪业务佣金率持续下降.....	13
图 12： 券商的投资咨询业务收入增速优于券商经纪业务.....	13
图 13： 2015 年起个人投资者成交额占比呈下降趋势.....	14
图 14： 2021 年新开户数增速放缓，2022、2023 年新开户数持续下降.....	15
图 15： 2021 年起个人投资者人数增速放缓.....	15
图 16： 2011-2022 年个人持股账户数 11 年 CAGR 为 3%.....	15
图 17： 10 万以下个人投资者数量占比呈下降趋势.....	15
图 18： 10 万以下个人投资者持股市值占比下降.....	15
图 19： 商业模式核心在于流量池构建、运营和变现.....	17
图 20： 指南针插件功能定价在几千元不等.....	21
图 21： 同花顺、东方财富研发投入金额领先.....	22
表 1： 金融信息软件服务市场个人业务 2017-2021 年复合增速 23%高于整体增速.....	5
表 2： 2014-2022 年证券投资咨询公司收入呈增长趋势，净利润波动幅度较大，2022 年行业 ROE 8.5%.....	6
表 3： 2022 年末行业总人数达 3 万人，证券从业人员 2 万人，持续快速增长.....	7
表 4： 监管对金融信息服务和证券投资咨询业务有明确定义，对证券投资咨询业务监管政策趋严.....	8
表 5： 行业分化明显，规模小的公司业务竞争能力较弱，盈利能力较差.....	9
表 6： 同花顺、指南针份额（占样本公司）居领先地位，九方财富近年来迅速提升.....	10
表 7： 牌照对比：8 家样本公司中 6 家具有证券投资咨询牌照.....	11
表 8： 同花顺和指南针 2C 软件业务现金流弹性高于个人投资者交易量和券商经纪业务收入.....	12
表 9： 证券公司的投资顾问业务向互联网转型.....	13
表 10： 复盘来看，单活跃股民价值提升驱动行业收入增长，活跃股民数量平稳增长.....	16
表 11： 九方财富 2019-2021 年付费客户数快速增长，2022-2023 年 ARPU 值回升至较高水平.....	16
表 12： 同花顺、东方财富以自建流量池为主，指南针、九方财富、益盟股份以外部买流、私域运营为主.....	18

表 13: 同花顺、东方财富净利率相对较高.....	18
表 14: 指南针、益盟股份、九方财富销售费用率相对较高, 属于销售驱动模式.....	18
表 15: 指南针、九方财富、益盟股份从业人数行业领先.....	19
表 16: 九方财富金融信息服务 2021-2023 年 ARPU 值 9716/27243/30463 元.....	19
表 17: 同花顺主要产品定价范围在几十至几万元不等.....	20
表 18: 指南针主要产品定价范围在 1580 元/年至 50000 元/年.....	20
表 19: 九方财富主要产品定价相对较高.....	21
表 20: 2019 年以来九方财富付费客户获客成本有所提高.....	22
表 21: 金融领域 AI 应用落地将利好用户数和 ARPU 值提升.....	22
表 22: 金融信息服务商通过收购牌照、与券商战略合作, 发挥 2C 业务优势.....	23
表 23: 2C 金融信息服务行业发展趋势展望.....	23
表 24: 受益标的估值表.....	24

## 1、监管趋严，集中度较高，马太效应突出

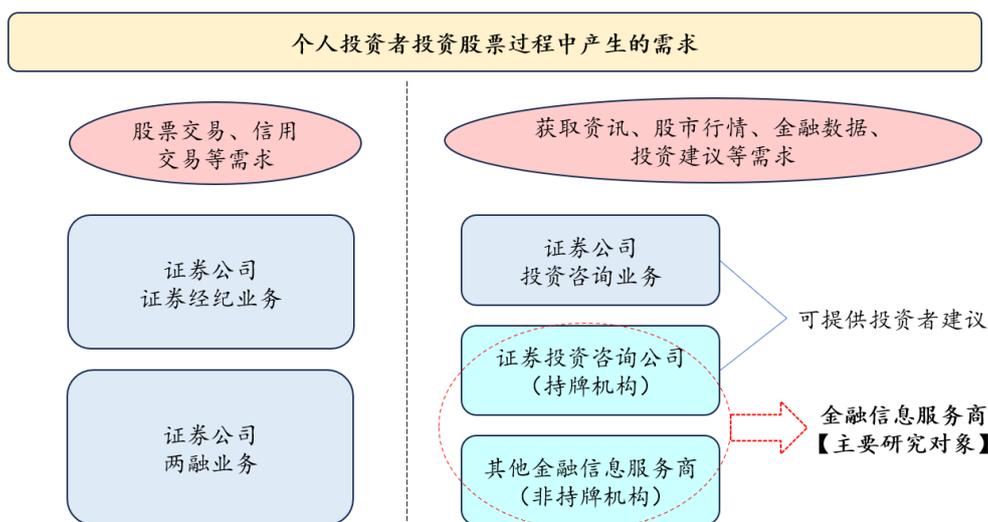
2C 金融信息服务商满足个人投资者多维度需求，持牌公司可以额外提供投资建议。

(1) 个人投资者投资股票产生的需求主要由证券公司和金融信息服务商解决。其中，股票交易和信用交易的需求主要由证券公司经纪业务和两融业务覆盖；获取财经资讯、股市行情、金融数据、投资建议等需求由 78 家持牌证券投资咨询公司、具有证券投资咨询资质的证券公司以及其他非持牌机构共同满足。

(2) 2C 金融信息服务业务是指，证券分析软件开发商和证券信息服务商为个人投资者提供金融信息、专业分析工具、交易策略、研究报告和数据库等服务，满足个人投资者金融信息获取、分析、决策、交易、投教相关需求，多以销售软件终端形式收取金融信息服务费。

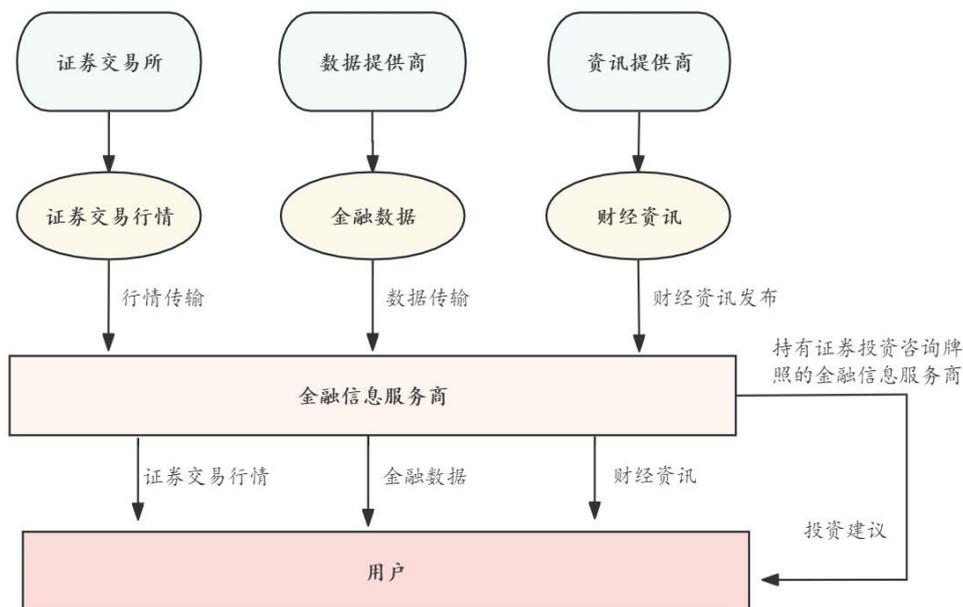
(3) 金融信息服务商通过上游（交易所、数据提供商、资讯提供商）获取证券交易行情、金融数据、财经资讯等信息和数据，整合加工后通过网站平台或 APP 提供给终端客户；持有证券投资咨询牌照的公司可以额外为客户提供投资建议。

图1：个人投资者投资股票产生的需求主要由证券公司和金融信息服务商解决



资料来源：开源证券研究所

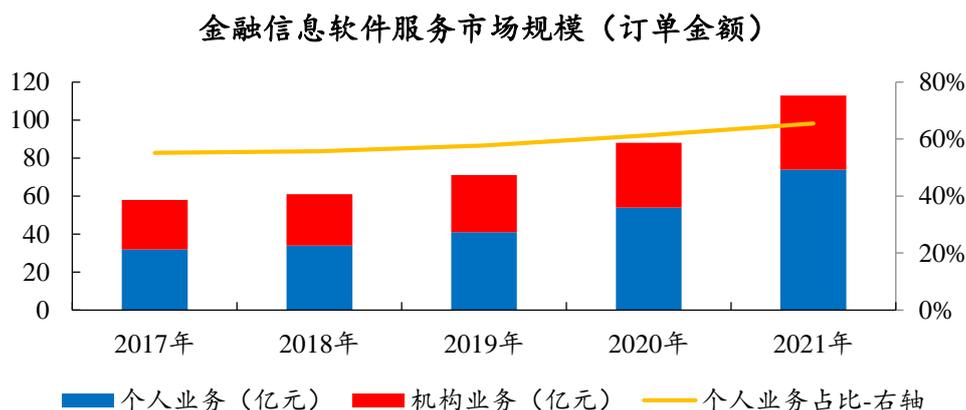
图2：2C 金融信息服务商满足用户金融信息获取、分析、决策、交易、投教等需求



资料来源：东方财富招股说明书、开源证券研究所

金融信息软件服务行业规模持续扩张，个人业务复合增速高于全行业，预计未来保持增长。据弗若斯特沙利文数据，2021 年末金融信息软件服务行业市场规模达 113 亿，其中个人业务 74 亿，占比 65%。金融信息软件服务市场规模保持增长，2017-2021 年 4 年 CAGR 达 17.7%，其中个人业务 CAGR22.7%，机构业务 CAGR10.3%。

图3：金融信息软件服务市场规模持续增长，个人业务占比提升



数据来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

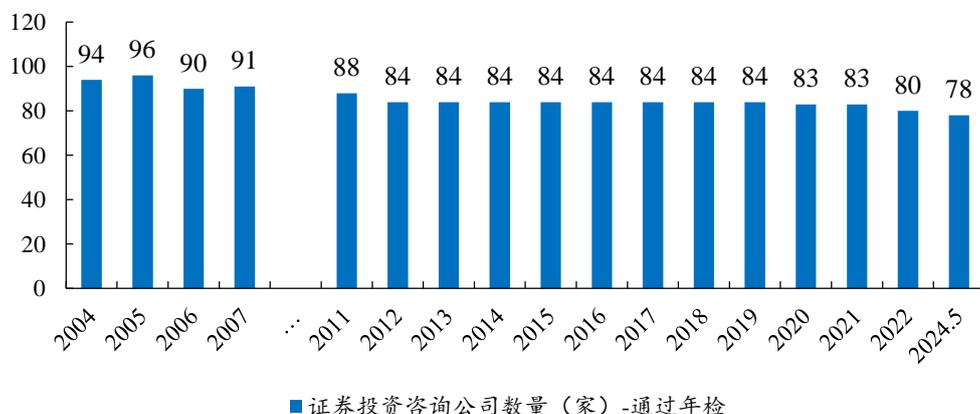
表1：金融信息软件服务市场个人业务 2017-2021 年复合增速 23% 高于整体增速

	2017年-2021年复合增速
个人	22.70%
机构	10.30%
合计	17.70%

数据来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

独立证券投资咨询公司是 2C 金融信息服务商重要组成，该类公司业务主要通过软件工具开展。(1) 独立证券投资咨询公司多数为民营模式、独立经营，有自身独特的公司规划和市场化的盈利模式。证券投资咨询业务是核心业务，该业务需要向证监会申请牌照，业务主要服务个人投资者，早期以会员制为主，目前大部分公司通过各类软件工具（证券分析软件、荐股软件）开展。(2) 2024 年 5 月末，证券投资咨询公司为 78 家，监管加大准入门槛的背景下，行业公司数量保持相对稳定，经营不善的公司正在出清。而行业人员数量整体呈增加趋势，近 5 年仍保持较快增长。(3) 2021/2022 年证券投资咨询公司行业收入体量 123/141 亿元，同比+33%/+12%，净利润 10.0/7.4 亿元，ROE 为 12.7%/8.5%。(4) 行业收入以证券投资咨询业务为主，投资咨询业务以销售软件产品和传统荐股业务为主。2022 年软件销售产品占证券投资顾问业务的比重达 54%，占证券投资咨询业务的比重达 50%，超过传统荐股业务。

图4：证券投资咨询公司数量在缓慢减少，2024 年 5 月末为 78 家



数据来源：中证协、证监会、开源证券研究所

表2：2014-2022 年证券投资咨询公司收入呈增长趋势，净利润波动幅度较大，2022 年行业 ROE 8.5%

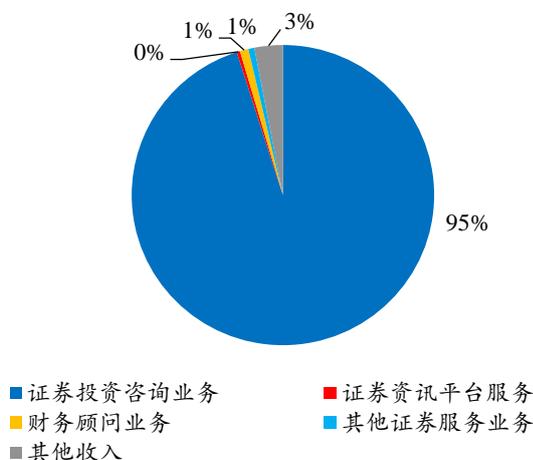
单位：百万元	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
证券投资咨询公司营业收入	2,153	4,817	6,114	8,987	8,794	7,278	9,304	12,332	14,066
收入 YOY (同口径披露值)		124%	30%	48%	1%			33%	12%
YOY (计算值)		124%	27%	47%	-2%	-17%	28%	33%	14%
净利润	102	993	873	708	-22	-	-	997	742
净利润 YOY (同口径披露值)		875%	5%	9%	-103%				-36%
YOY (计算值)		874%	-12%	-19%	-103%				-26%
统计样本数量		82 家	82 家	83 家	80 家	77 家	77 家	77 家	75 家
ROE								12.7%	8.5%

数据来源：中证协、开源证券研究所

注：上述数据根据每年中证协问卷调查分析得到，每年样本数量有波动，同比变化披露值是同口径，计算值非同口径，仅供参考

图5：证券投资咨询业务是主要收入来源

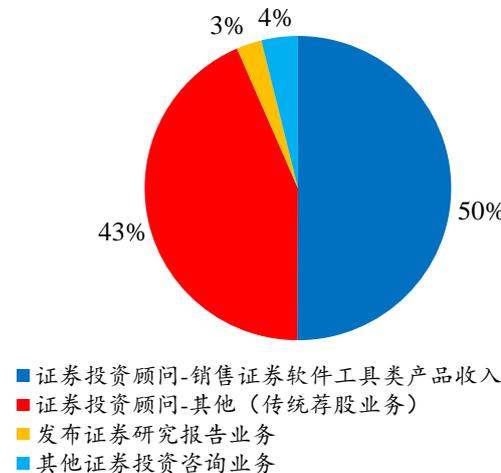
2022年投资咨询公司行业总体收入结构



数据来源：中证协、开源证券研究所

图6：证券投资咨询业务以销售软件产品和传统荐股业务为主

2022年投资咨询公司证券投资咨询业务收入结构



数据来源：中证协、开源证券研究所

表3：2022年末行业总人数达3万人，证券从业人员2万人，持续快速增长

单位（人）	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
行业员工总数		2108					22782	18331		18669	24358	30255
YOY								-20%			30%	24%
中证协登记人员总数	1215	1384	1457	1522	1894	3313	6354	7754	8729	11848	16067	20608
YOY		14%	5%	4%	24%	75%	92%	22%	13%	36%	36%	28%
一般证券业务		212	222	267	585	1631	4080	5445	6342	9230	13133	16837
投资顾问		982	998	1046	1160	1558	2135	2150	2209	2448	2772	3603
分析师		190	237	209	149	124	139	159	178	170	162	168

数据来源：中证协、开源证券研究所

投资咨询机构监管政策趋严，全面提高个人业务展业要求，推动行业集中度提升。2020年4月，证监会发布《证券投资基金投资咨询业务管理办法（征求意见稿）》，在大幅提高准入门槛的基础上，重启证券投资基金投资咨询机构的准入，同时强化股东资质要求，对不符合资质要求或者严重违法违规的机构坚决出清。政策对向普通投资者的荐股行为提出更高展业要求，全面提高经营和违规成本，推动形成只有少数优质、规范机构方可开展此类业务的局面。监管对证券投资咨询机构和从业人员行为加强管理，重点关注各公司业务合规性。

监管加大检查力度，合规管理能力是关键。针对不当营销和违规经营问题，证监会加大检查力度，2018年证监会对58家咨询机构或其分支机构采取行政监管措施，其中对35家采取责令暂停新增客户的行政监管措施。2019年行业收入回落或与相关机构受处罚有关。截至2024年3月末，有19家证券投资咨询机构或其分支机构被采取暂停新增客户监管措施。行业加大合规管理系统投入，2022年行业建设合规信息管理系统已投入资金6.25亿元，同比+96.54%，55家公司合规信息管理系统已经建好并使用，占行业的73%，行业规范化程度进一步提高。

**表4: 监管对金融信息服务和证券投资咨询业务有明确定义, 对证券投资咨询业务监管政策趋严**

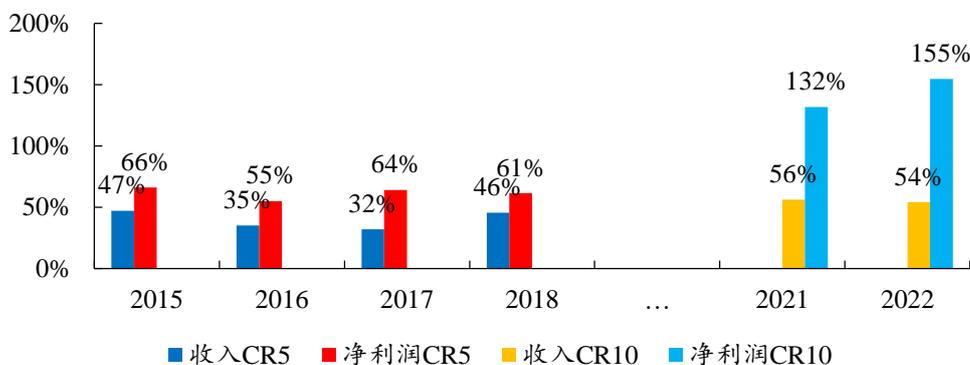
时间	监管部门	政策	要点
1997年12月25日与1998年4月23日	国务院, 证监会	《证券、期货投资咨询管理暂行办法》和《实施细则》	政策对我国证券投资咨询机构在资格管理、业务范围等方面进行了明确的规定。证监会向符合条件的证券咨询机构颁发了执业执照, 把证券咨询业正式纳入了监管的范围, 成为证券投资咨询业发展史上的一个里程碑。
2010年10月12日	证监会	证券投资顾问业务暂行规定	<p>证券投资顾问业务, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构接受客户委托, 按照约定, 向客户提供涉及证券及证券相关产品的投资建议服务, 辅助客户作出投资决策, 并直接或者间接获取经济利益的经营行为。投资建议服务内容包括投资的品种选择、投资组合以及理财规划建议等。</p> <p>向客户提供证券投资顾问服务的人员, 应当符合相关从业条件, 并在中国证券业协会注册登记为证券投资顾问。</p> <p>证券公司、证券投资咨询机构应当规范证券投资顾问业务推广和客户招揽行为, 禁止对服务能力和过往业绩进行虚假、不实、误导性的营销宣传, 禁止以任何方式承诺或者保证投资收益。</p>
2015年1月19日	中证协	关于拓宽证券投资咨询公司业务范围的通知	证券投资咨询公司在向中国证监会备案后可在全国股转系统开展公司挂牌推荐、做市业务
2018年12月	国家网信办	金融信息服务管理规定	<p>金融信息服务, 是指向从事金融分析、金融交易、金融决策或者其他金融活动的用户提供可能影响金融市场的信息和/或者金融数据的服务。</p> <p>金融信息服务不同于互联网新闻信息服务, 它的主要服务对象是机构和特定投资者, 即“特定用户”, 而不是社会大众。金融信息服务主要是提供包括信息和数据在内的金融信息业务服务, 而不是直接提供存贷款、证券交易、购买保险、基金交易、债券交易、外汇买卖等金融业务服务。</p>
2019年6月	中证协	证券投资咨询机构执业行为规范(试行)	<p>加强对证券投资咨询机构的自律管理, 要点包括: 员工需要持证上岗, 投资建议要有理有据, 禁止承诺投资收益, 禁止虚假、不实、误导性宣传, 从业人员不能在多家机构上班, 禁止出租业务牌照, 合规部门文件至少要保留5年。</p> <p>文件要求从事证券投资顾问业务的营销、客服等直接为客户提供服务的工作人员应该是证券投资咨询机构的正式员工。从事证券投资顾问业务的营销、客服等直接为客户提供服务, 但不涉及向客户提供投资建议的业务人员应取得证券从业资格。</p>
2020年4月17日	证监会	证券投资基金投资咨询业务管理办法(征求意见稿)	<p>(1) 大幅提高准入门槛, 强化股东资质要求。明确从事证券投资基金投资咨询业务应当依法持牌经营, 要求申请开展投资咨询业务的机构净资产不低于1亿元。要求持股5%以上股东净资产不得低于5000万元, 控股股东最近3年连续盈利, 净资产不低于5亿元, 具有良好的资本补充能力, 最近3年未被采取重大监管措施等, 并提出“一参一控”要求。</p> <p>(2) 对向普通投资者的荐股行为提出更高展业要求, 全面提高经营和违规成本, 推动形成只有少数优质、规范机构方可开展此类业务的局面。引导投资咨询机构主要面向资管产品、专业机构等机构投资者提供股票等高风险资产的投资建议, 对普通投资者则主要提供公募基金等相对低风险资产的投资建议服务。</p> <p>(3) 丰富和完善业务类型, 明确投资建议服务可涵盖证券、基金、衍生品等各类标的, 形成证券投资顾问、基金投资顾问、发布研究报告三种类型为主体的业务结构, 更好满足客户的财富管理需求。</p> <p>(4) 严格从业人员和高管人员资质管理。</p>
2020年10月30日	证监会	关于加强对利用“荐股软件”从事证券投资咨询业务监	<p>荐股软件是指具备下列一项或多项证券投资咨询服务功能的软件产品、软件工具或者终端设备: (1) 提供涉及具体证券投资品种的投资分析意见, 或者预测具体证券投资品种的价格走势; (2) 提供具体证券投资品种选择建议; (3) 提供具体证券投资品种的买卖时机建议; (4)</p>

时间	监管部门	政策	要点
		管的暂行规定	提供其他证券投资分析、预测或者建议。其中，具备证券信息汇总或者证券投资品种历史数据统计功能，但不具备上述4项所列功能的软件产品、软件工具或者终端设备，不属于“荐股软件”。 向投资者销售或者提供“荐股软件”，并直接或者间接获取经济利益的，属于从事证券投资咨询业务，必须取得证券投资咨询业务资格。强调未取得证券投资咨询业务资格，任何机构和个人不得利用“荐股软件”从事证券投资咨询业务。 不得对产品功能和服务业绩进行虚假、不实、夸大、误导性的营销宣传，不得以任何方式向客户承诺或者保证投资收益。
2020年10月30日	证监会	关于规范面向公众开展的证券投资咨询业务行为若干问题的通知	任何机构或个人从事就证券市场、证券品种的走势，投资证券的可行性，以口头、书面、电脑网络或者中国证监会认定的其他形式向公众提供分析、预测或建议的业务，必须先行取得中国证监会授予的证券投资咨询业务资格证书或者经取得中国证监会授予的证券投资咨询业务资格证书的机构聘任并符合相关从业要求。

资料来源：证监会、国家网信办、中证协、开源证券研究所

**证券投资咨询行业集中度高，盈利能力分化明显，头部公司获取行业主要利润。**2023年证券投资咨询行业总资产、净资产 CR10 分别为 65%、79%，营业收入、净利润 CR10 分别为 54%、155%，行业集中度高，行业 39 家公司盈利，36 家亏损，各公司盈利能力差异明显。员工人数 CR10 为 42%，人员集中度较高。我们认为，除了监管趋严、牌照经营特征外，行业本身具有规模效应，无论是流量获取、产品研发等均需要持续投入，上市公司在品牌效应、资金实力、人才建设、合规管理系统上均有更大优势，带来市占率持续提升。

**图7：证券投资咨询行业收入集中度高，盈利能力分化，头部公司获取行业主要利润**



数据来源：中证协、开源证券研究所

注：2018年全行业亏损，其中45家机构盈利，净利润5.3亿，2018年净利润CR5占行业实现盈利的咨询机构净利润总额的61%

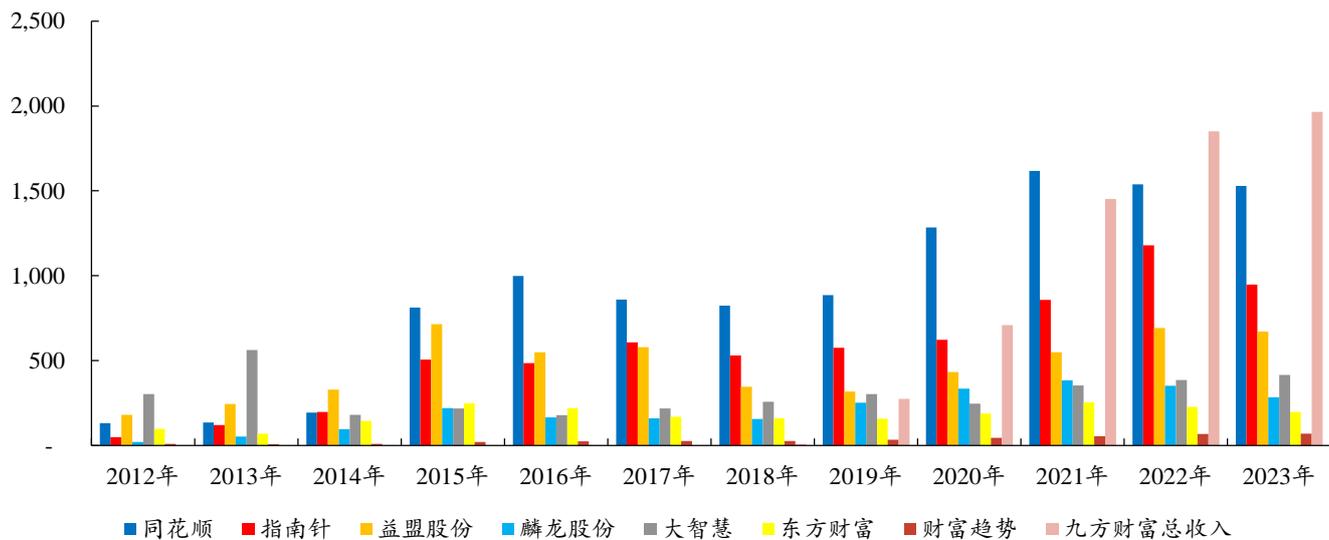
**表5：行业分化明显，规模小的公司业务竞争能力较弱，盈利能力较差**

证券投资咨询公司盈利情况(家)	2015	2016	2017	2018	...	2021	2022
盈利公司数量	47	57	55	45		42	39
净利润为零	4	4	4	1			
亏损公司数量	31	21	24	34		35	36

数据来源：中证协、开源证券研究所

**2C 金融信息服务商竞争格局：同花顺、指南针、益盟股份保持行业领先地位，九方财富高速增长，近 5 年跃升为行业头部。**我们选取 8 家已上市的 2C 金融信息服务商，8 家样本公司中 6 家具有证券投资咨询牌照，2023 年收入占比 92%。(1) 2012-2013 年，大智慧业务体量领先于可比公司，2014 年 6 月大智慧公告决定暂不参加证券投资咨询机构 2013 年度年检，从而不再持有证券投资咨询牌照，收入体量下降。(2) 2015 年牛市叠加移动互联网兴起，同花顺收入份额快速增长。(3) 2019 年以来，九方财富乘短视频流量东风，收入份额实现快速增长。

**图8：2013 年以来同花顺、指南针、益盟股份保持行业领先地位，近 5 年九方财富快速增长跃升为行业头部**

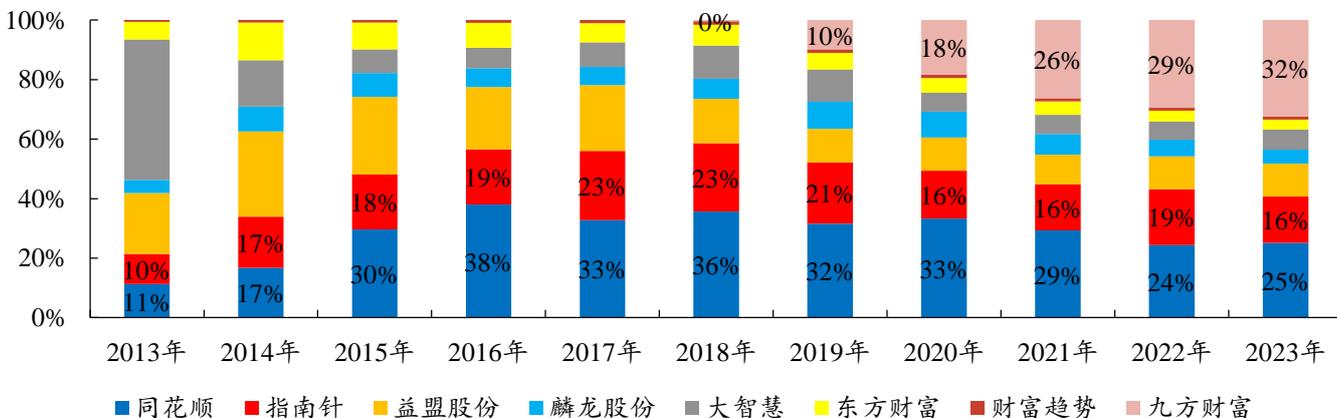


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：我们选取 8 家连续披露财务数据的金融信息服务商作为样本公司，选取各公司的 2C 金融信息服务业务收入进行计算，样本公司包括同花顺、东方财富、指南针、益盟股份、大智慧、麟龙股份、财富趋势、九方财富。

数据口径选取方面，同花顺为增值电信收入；指南针为金融信息服务收入；大智慧为金融资讯及数据 PC 终端服务系统收入+金融资讯及数据移动终端服务系统收入；东方财富为金融数据服务收入；益盟股份为金融资讯及数据服务收入；麟龙股份为证券分析软件销售及数据信息服务；财富趋势为金融终端及证券信息服务收入；九方财富为主营业务收入，下同。

**表6：同花顺、指南针份额（占样本公司）居领先地位，九方财富近年来迅速提升**



数据来源：Wind、开源证券研究所

**表7：牌照对比：8家样本公司中6家具有证券投资咨询牌照**

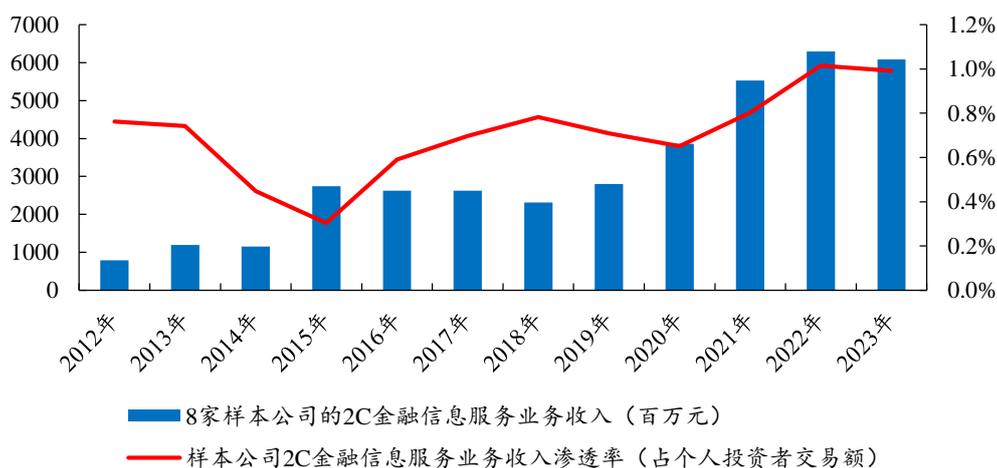
2C 金融信息服务商	证券投资咨询牌照	基金销售牌照	证券业务牌照
同花顺	√	√	
指南针	√	√	√
益盟股份	√		
麟龙股份	√	√	
大智慧		√	
财富趋势			
九方财富	√		
东方财富	√	√	√

资料来源：证监会、各公司公告、开源证券研究所

注：麟龙股份子公司财咨道拥有证券投资咨询牌照和基金销售牌照。大智慧 2014 年 6 月公告决定暂不参加证券投资咨询机构 2013 年度年检，从而不再持有证券投资咨询牌照。

## 2、供需两端升级推动行业渗透率提升，业务弹性较强

**渗透率有所提升，受供需两端升级共同驱动。**8 家样本公司的 2C 金融信息服务收入渗透率有所提升，2018-2023 年平均渗透率为 0.8%，较 2012-2017 年平均渗透率 0.6% 有所提升。2C 金融信息行业供需两端升级，推动渗透率提升：（1）需求端来看，个人投资者呈现专业化、成熟化的趋势，对金融信息服务和投资咨询服务的需求增加，对服务的品质要求进一步提高。（2）供给端来看，一方面金融信息服务商提供的产品类型不断丰富，满足不同投资者的多元化、差异化需求。另一方面，新媒体的出现，直播、短视频等提高了与股民互动的粘性和方式，也助推了业务渗透率的提高。

**图9：2C 金融信息服务收入渗透率有所提升**


数据来源：Wind、各公司公告、中证协、开源证券研究所

**2C 金融信息服务弹性优于券商经纪收入和成交额，主因行业竞争格局更好、业务需求弹性更大以及软件预付款模式影响。**2C 金融信息服务业务盈利弹性高于券商经纪业务和个人投资者成交额，2015 年指南针、同花顺 2C 业务现金流同比分别增长 255%/363%，高于券商经纪和个人投资者成交额的 159%和 252%。我们认为 3 方面原因：（1）2C 金融行业竞争格局向头部集中，价格竞争有限。（2）业务需求弹性更

大，牛市时用户数、转化率和 ARPU 值均受益。(3) 软件类产品多为预付款模式，使得盈利弹性更强。

表8: 同花顺和指南针 2C 软件业务现金流弹性高于个人投资者交易量和券商经纪业务收入

单位: 百万元	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
指南针销售商品、服务现金流 YOY	544%	-10%	255%	-7%	9%	-16%	4%	37%	34%	25%	-22%
同花顺 2C 软件现金流 (估算) YOY	72%	103%	363%	-42%	-13%	-22%	77%	37%	3%	-17%	-5%
个人投资者日均成交额同比	54%	60%	252%	-51%	-15%	-21%	34%	50%	16%	-10%	-1%
券商经纪业务收入同比	53%	40%	159%	-62%	-24%	-26%	29%	44%	9%	-16%	-13%

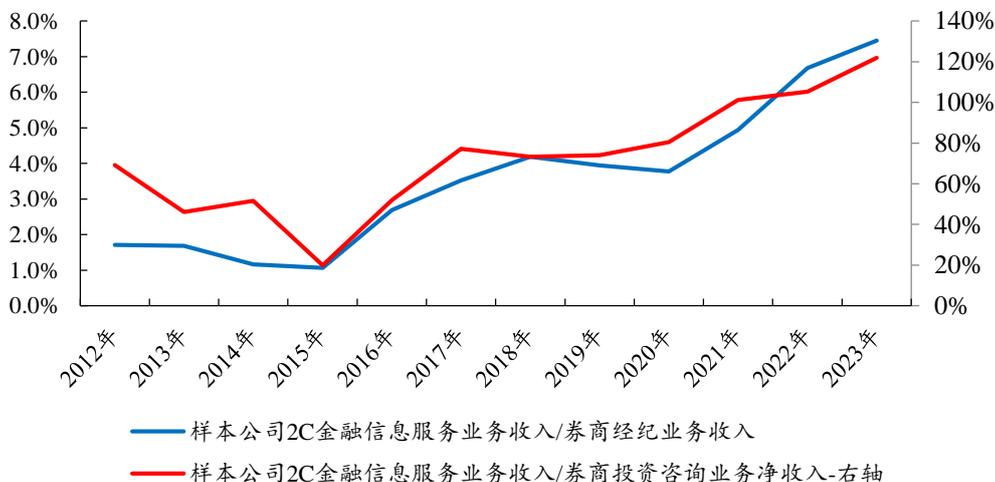
数据来源: Wind、中证协、上交所、开源证券研究所

### 2C 金融信息服务收入增速优于券商经纪，优于证券公司的投资顾问业务。

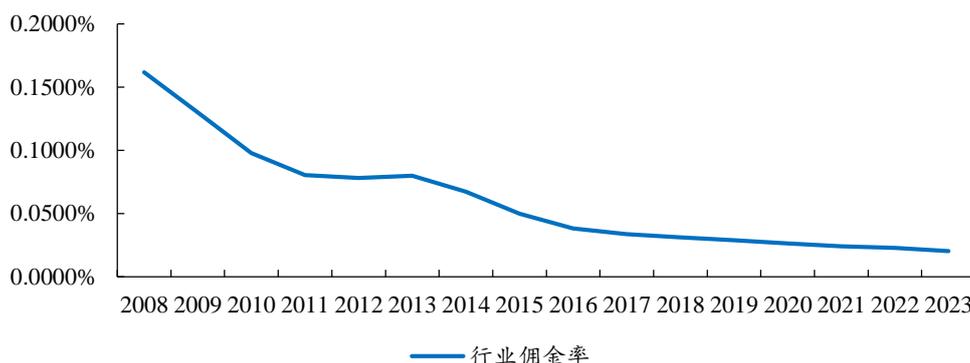
样本公司 2C 金融信息服务收入/券商经纪业务收入比率明显提高，2C 金融信息服务收入增速优于券商传统经纪业务收入。与 2C 金融信息服务行业相比，证券经纪业务集中度较低，竞争激烈下行业佣金率持续下降拉低了经纪业务收入，2008 年至今经纪佣金率呈持续下降趋势。此外，券商的投资咨询业务收入增速亦优于经纪业务。

样本公司 2C 金融信息服务收入/证券公司的投资顾问业务比率明显提高，2C 金融信息服务收入增速优于证券公司的投资顾问业务。我们认为：(1) 金融信息服务商在投资咨询业务上更加聚焦，在新媒体使用、互联网拓客等方面更具优势，在金融数据加工等数据服务上也有优势。(2) 券商的投资咨询业务是总部和分支机构分支协作，总部负责投顾业务规章制度、投研体系、风控体系的构建，以及业务组织形式、推广、培训、指导及系统支持等，分支机构负责投顾业务具体开展，其优势是有庞大的证券用户基数，有较深入的研究内容储备。据中证协专项调查，近年来券商传统投顾签约带来的差异化佣金投顾签约收入及收入占比逐年收窄，以标准化、产品化为特色的互联网投顾产品及服务业务的收入效果逐年凸显。

图10: 头部 2C 金融信息服务商收入增速优于券商经纪，优于券商的投资咨询业务

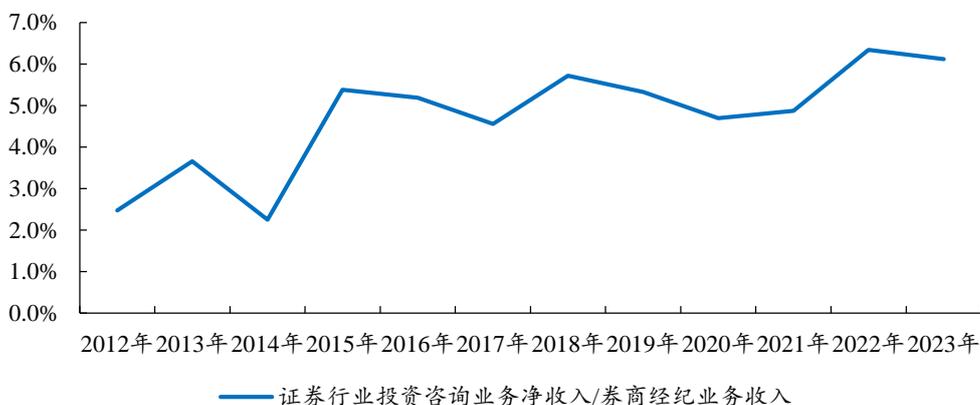


数据来源: 中证协、各公司公告、开源证券研究所

**图11：证券行业经纪业务佣金率持续下降**


数据来源：Wind、中证协、开源证券研究所

注：行业佣金率=代理买卖证券业务净收入（含交易席位租赁）/股票基金成交额

**图12：券商的投资咨询业务收入增速优于券商经纪业务**


数据来源：Wind、中证协、开源证券研究所

**表9：证券公司的投资顾问业务向互联网转型**

模式	证券公司的投资顾问业务
收入来源	投资顾问尾佣、差别佣金
组织架构	2022年底，中证协调研的98家证券公司中，95家开展投资顾问业务，66家设立专门从事及管理投顾业务的独立部门。其中，25家成立一级部门来从事投顾业务，其余41家在经纪业务总部、研究发展中心、零售业务部和财富管理部等一级部门下开展业务
组织形式	总部和分支机构分支协作：总部负责投顾业务规章制度、投研体系、风控体系的构建，以及业务组织形式、推广、培训、指导及系统支持等，分支机构负责投顾业务具体开展
产品类型	(1) 根据风险偏好：稳健型、平衡型、进取型产品 (2) 根据投资标的：权益类、固定收益类、资产配置类 (3) 根据服务对象：标准化和定制化 (4) 根据服务方式：基础服务产品、终端服务产品、投资顾问服务产品、短信服务产品、线上投顾服务产品及资讯服务产品 (5) 根据收费方式：基础服务产品、固定收费产品和浮动佣金产品
收入结构变化	据中证协专项调查，证券公司传统投顾签约带来的差异化佣金投顾签约收

模式

证券公司的投资顾问业务

入及收入占比逐年收窄，以标准化、产品化为特色的互联网投顾产品及服务业务的收入效果逐年凸显，服务涵盖客户数有明显新增，客户对线上化、产品化、标准化的服务接受度有所提升。

资料来源：中证协、开源证券研究所

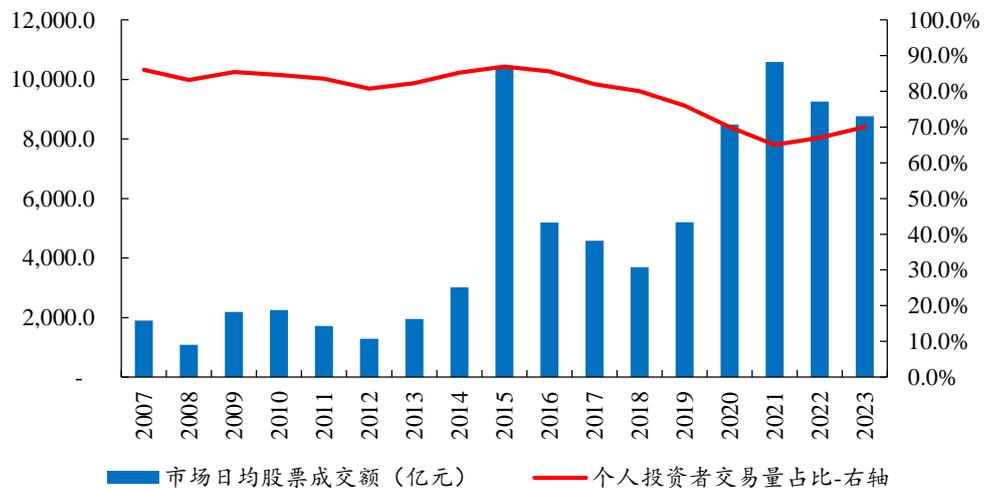
**机构化、股民专业化趋势凸显，单活跃股民价值有所提升，预计未来行业保持平稳增长，核心关注 beta 弹性。**

**(1) 机构化趋势下，个人投资者增速放缓，活跃股民数量保持相对稳定：**2015 年起个人投资者交易量占比呈下降趋势，新开户数增速放缓、下降，机构化趋势凸显。伴随新开户数下降，以及存量客户流失，个人投资者人数增速放缓，截至 2023 年 8 月，个人投资者人数 2.2 亿人，较 2023 年初+4%。历经市场长周期，活跃股民数量（个人持股账户数）保持相对稳定，2022 年末存续有效户为 4626 万人，2011-2022 年 11 年 CAGR 为 3%。

**(2) 股民结构变化明显，中高净值人群占比提高：**个人投资者持股账户数以及市值结构来看，10 万以下个人投资者数量占比和市值占比呈下降趋势，反映中高净值股民占比提高。

**(3) 复盘看全市场单活跃股民价值有所提升，预计由付费转化率驱动，预计行业未来平稳增长，核心关注 beta 弹性：**我们测算，2014-2023 年全行业收入 9 年复合增速 17%，活跃股民数量 9 年复合增速 5%，单活跃股民价值 9 年复合增速 12%。其中，2016-2021 年单活跃股民价值由 299 元提升到 390 元，假设 2021 年全市场 10%付费转化率，APRU 值是 3900 元，该阶段单活跃股民价值的提升预计由付费转化率提升所驱动。2022-2023 年单活跃股民价值分别为 433、400 元，预计受市场低迷影响，付费转化率和 ARPU 值均有一定压力。伴随行业供需升级，付费转化率长期或保持提升，预计行业未来收入平稳增长，核心关注 beta 弹性。

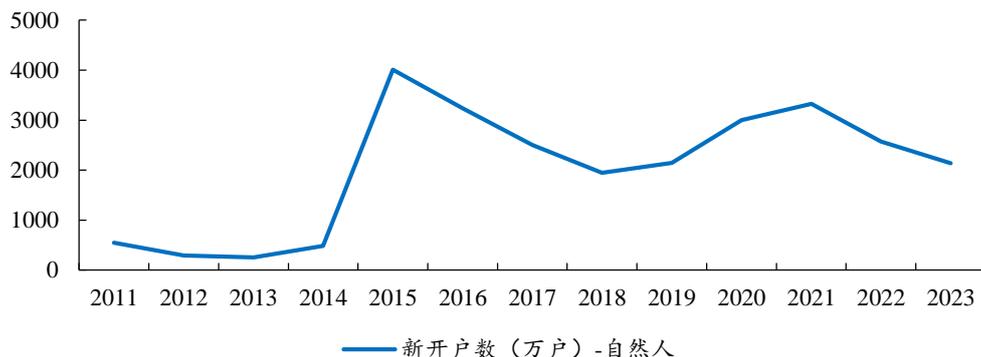
图13：2015 年起个人投资者成交额占比呈下降趋势



数据来源：上交所、Wind、开源证券研究所

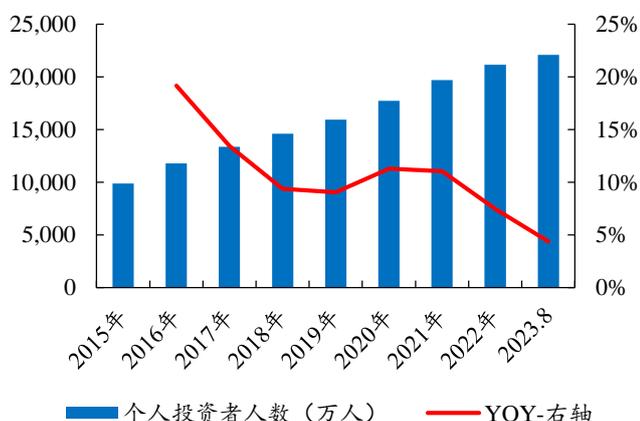
注：2018-2023 年的个人投资者交易量占比为估算值

图14：2021年新开户数增速放缓，2022、2023年新开户数持续下降



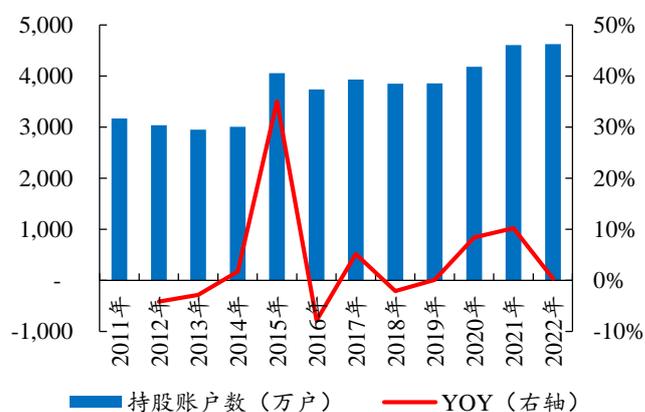
数据来源：上交所、开源证券研究所

图15：2021年起个人投资者人数增速放缓



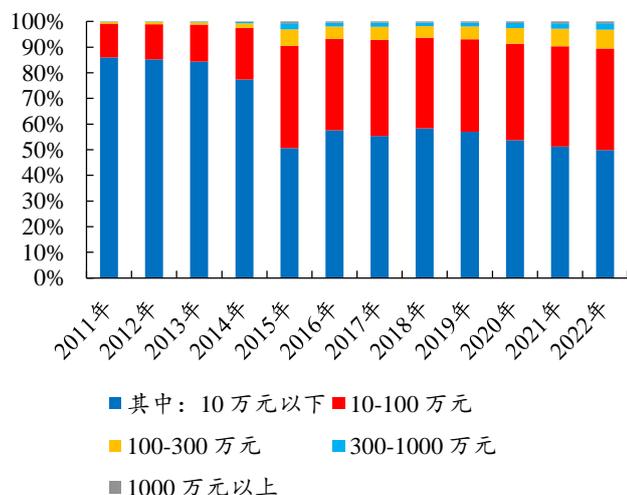
数据来源：中国结算、开源证券研究所

图16：2011-2022年个人持股账户数11年CAGR为3%



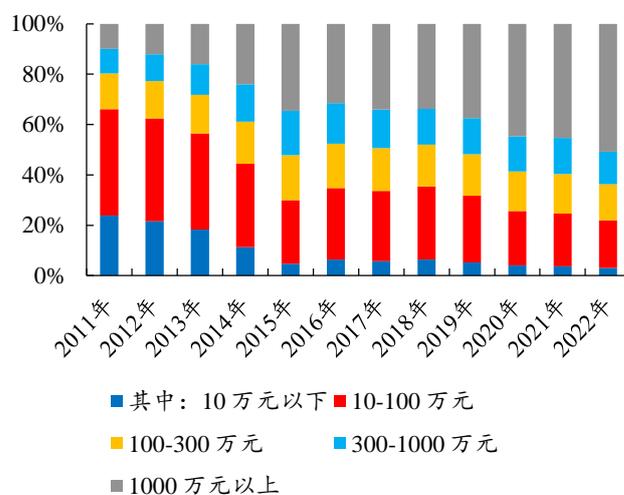
数据来源：上交所、开源证券研究所

图17：10万以下个人投资者数量占比呈下降趋势



数据来源：上交所、开源证券研究所

图18：10万以下个人投资者持股市值占比下降



数据来源：上交所、开源证券研究所

**表10: 复盘来看, 单活跃股民价值提升驱动行业收入增长, 活跃股民数量平稳增长**

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2014-2023 年9年 CAGR
8家样本2C金融信息服务商收入(百万元)	1,151	2,744	2,622	2,621	2,309	2,801	3,863	5,524	6,291	6,082	
YOY	-4%	139%	-4%	0%	-12%	21%	38%	43%	14%	-3%	20%
证券投资咨询公司行业收入(百万元)	2,153	4,817	6,114	8,987	8,794	7,278	9,304	12,332	14,066	12,941	
YOY		124%	27%	47%	-2%	-17%	28%	33%	14%	-8%	22%
券商的投资咨询业务净收入(百万元)	2231	13793	5054	3396	3152	3784	4803	5457	5974	4990	
YOY	-14%	518%	-63%	-33%	-7%	20%	27%	14%	9%	-16%	9%
全行业收入(百万元)	4,384	18,610	11,168	12,383	11,946	11,062	14,107	17,789	20,040	17,931	
YOY		324%	-40%	11%	-4%	-7%	28%	26%	13%	-11%	17%
活跃股民数量(万人)	3,006	4,059	3,741	3,934	3,851	3,857	4,182	4,609	4,626	4,487	
YOY	2%	35%	-8%	5%	-2%	0%	8%	10%	0%	-3%	5%
单活跃股民价值(元)	146	459	299	315	310	287	337	386	433	400	
YOY		214%	-35%	5%	-1%	-8%	18%	14%	12%	-8%	12%

数据来源: 中证协、Wind、各公司公告、开源证券研究所

注: (1) 表格内蓝色字体为披露值, 黑色为公式计算值, 红色为预测值。

(2) 全行业收入=证券投资咨询公司行业收入+券商的投资咨询业务净收入。

(3) 单活跃股民价值=全行业收入/活跃股民数量。

**表11: 九方财富2019-2021年付费客户数快速增长, 2022-2023年ARPU值回升至较高水平**

	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
九方智投旗舰版(在线高端投教服务)					
总订单金额(百万元)	413	1026	1373	1174	1364
付费用户数量(人)	13089	32387	38,901	38,159	40,526
ARPU值(千元)	31.6	31.7	35.3	30.8	33.7
九方智投擒龙版(金融信息软件服务)					
总订单金额(百万元)			611	818	983
付费用户数量(人)			62,832	30,026	32,279
ARPU值(千元)			9.7	27.2	30.5
投教+金融信息服务合计(不含财商教育)					
订单金额合计(百万元)	413	1026	1984	1992	2348
付费客户数合计(人)	13089	32387	101,733	68,185	72,805
ARPU值(千元)	31.6	31.7	19.5	29.2	32.2

数据来源: 九方财富公司公告、开源证券研究所

注: 九方财富2021年开展金融信息软件服务业务

### 3、头部公司具有完善高效的商业模式，内生发展关注新媒体形式、新技术赋能，外延关注 2C 业务协同

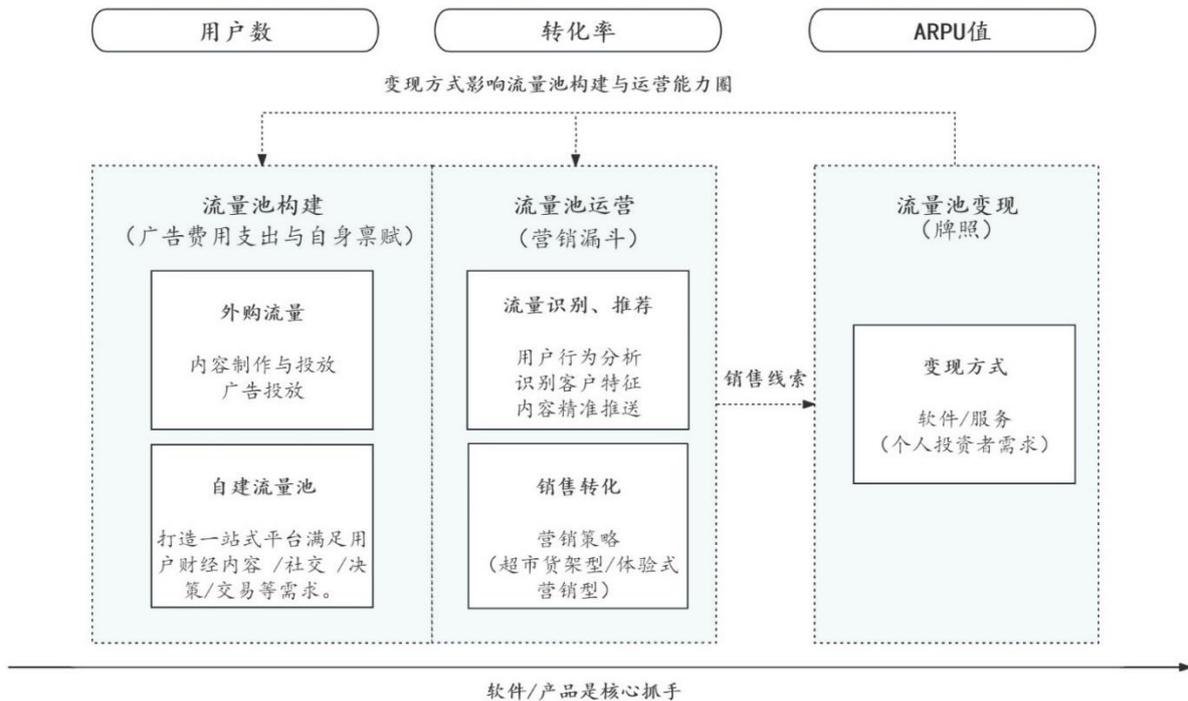
行业商业模式：2C 金融信息服务商业务收入核心要素包括用户数、转化率、ARPU 值，对应 3 部分经营环节，分别为流量池构建、运营与变现。通过分析头部金融信息服务商的商业模式，我们发现：（1）由于各公司自身禀赋不同，流量池构建主要分为自建流量池和外部买流；（2）不同的流量体量和获客成本决定了差异化的运营模式，各公司营销漏斗模型的效率决定转化率；（3）模式打法及可变现方式是影响 ARPU 值的核心，满足个人投资者多维度需求能够带来更高的客户黏性和单客收入。此外，不同的变现方式会反作用于流量池构建与运营的能力圈范围。在全流程中，软件/产品/服务是贯穿流量池构建、运营及变现的核心抓手。

#### 各公司对比：

（1）**流量平台型**：同花顺、东方财富通过自身禀赋（股票交易 APP/股吧）获得自然流量。依靠 APP 内容运营推送和销售员电销共同促进付费转化，转化率更多受行情因素影响。基于庞大流量池，两家公司拥有多种变现路径，有助于提高单客价值。由于获客成本较低，同花顺、东方财富净利率相对较高。

（2）**外部买流型**：指南针、九方财富、益盟股份通过外购流量获得用户信息。凭借自身强大的电销团队、运营团队，配合营销策略转化用户，转化率受各家营销漏斗模型的效率影响（营销体系）。变现方式主要是金融信息服务业务。销售驱动模式的公司人员更多，截至 2024 年 6 月 20 日，指南针、九方财富、益盟股份从业人员分别为 1757、1672、1331 人，行业排名领先。九方财富、指南针投顾人员分别为 344/255 人，排名第 1/第 3。

图19：商业模式核心在于流量池构建、运营和变现



资料来源：开源证券研究所

**表12: 同花顺、东方财富以自建流量池为主, 指南针、九方财富、益盟股份以外部买流、私域运营为主**

商业模式	公司	方式
流量池构建	同花顺	自建流量池。同花顺股票交易 APP 活跃用户行业领先。东方财富通过门户网站、股吧及相关 APP 为用户提供财经资讯、数据、交易等服务, 获取自然流量。
	东方财富	
	指南针	外部买流为主。通过各种媒体平台 (包括传统媒体、互联网终端及 MCN 频道) 投放广告、自己制作
	九方财富	并分发内容或直播等方式获取流量平台的公域流量。下载 APP、主动索取资料的用户即可被筛选进
	益盟股份	入至公司自身私域流量池 (电话号码/企业微信/自家 APP)。
流量池运营	同花顺	自身 APP 内容运营转化为主, 同时有销售人员电销促转化
	东方财富	
	指南针	制定针对性营销计划, 电销潜在用户, 指导下载免费版产品登录使用。对免费注册用户统一进行体验式销售升级, 转化为付费用户, 同时付费产品引导由低端逐渐升级为中端、高端。公司各版本产品销售周期不同, 低端常态化销售, 中端每年 3 次左右集中销售, 高端每年 1-2 次集中销售。
	九方财富	通过人工智能算法及大数据分析进行流量分层、识别、推荐。业务人员通过企业微信等对接私域流量池客户, 高频推送市场观点并引导转化付费客户。
	益盟股份	对客户进行电话直销, 用户下载体验版后给予 7 天免费体验期, 体验期后进入销售期。
流量池变现	同花顺	(1) 金融信息服务 (43%)。(2) 广告及互联网业务推广服务 (38%)。(3) 软件销售及维护 (12%)。(4) 基金销售业务 (7%)。
	东方财富	(1) 金融数据服务 (2%)。(2) 证券业务 (65%)。(3) 基金销售业务 (33%)。
	指南针	(1) 金融信息服务 (85%)。(2) 证券业务 (11%)。
	九方财富	(1) 金融信息服务 (40%)。(2) 在线高端投教 (60%)。(3) 在线财商教育。
	益盟股份	(1) 金融信息服务 (98%)。

资料来源: 各公司公告、开源证券研究所

注: 流量池变现中括号标注的是各业务收入占比, 取自 2023 年报数据。

**表13: 同花顺、东方财富净利率相对较高**

净利率	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
同花顺	15%	12%	23%	66%	70%	51%	46%	52%	61%	54%	48%	39%
东方财富	17%	2%	27%	63%	30%	25%	31%	43%	58%	65%	68%	74%
指南针	-64%	-12%	15%	19%	25%	23%	22%	19%	13%	19%	27%	7%
益盟股份		-12%	23%	45%	31%	9%	-25%	-26%	38%	32%	9%	8%
九方财富							-98%	-21%	12%	15%	24%	10%

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 净利率=净利润/营业总收入

**表14: 指南针、益盟股份、九方财富销售费用率相对较高, 属于销售驱动模式**

销售费用率	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
同花顺	17%	19%	21%	6%	6%	9%	11%	11%	10%	10%	10%	14%
东方财富	43%	45%	19%	7%	11%	12%	8%	9%	6%	5%	4%	4%
指南针	52%	75%	53%	54%	48%	53%	46%	49%	55%	54%	44%	49%
益盟股份	0%	58%	46%	43%	44%	39%	82%	87%	60%	59%	64%	64%
九方财富							102%	46%	51%	56%	50%	48%

数据来源: Wind、开源证券研究所

**表15：指南针、九方财富、益盟股份从业人数行业领先**

机构名称	从业人员数	行业排名	一般证券业务	行业排名	证券投资咨询 (投资顾问)	行业排名
北京指南针科技发展股份有限公司	1757	1	1502	1	255	3
上海九方云智能科技有限公司	1672	2	1328	2	344	1
益盟股份有限公司	1331	4	1203	3	128	15
浙江同花顺云软件有限公司	772	9	634	8	138	10
财咨道信息技术有限公司	426	22	396	17	30	53
上海东方财富证券投资咨询有限公司	111	52	81	49	30	54
<b>80家证券投资咨询机构合计</b>	<b>25427</b>		<b>19615</b>		<b>5630</b>	

数据来源：中证协、开源证券研究所

注：(1) 财咨道信息技术有限公司是麟龙股份全资子公司；

(2) 上述数据截至2024年6月21日。

**同花顺、指南针、九方财富在客户画像、产品定价、营销策略上有差异。**

(1) 同花顺为自建流量池，2023年每日使用同花顺网上行情免费客户端的人数平均约为1,447万人，每周活跃用户数约为1,936万人。公司基于流量池进行“超市货架”模式销售多类型产品和功能插件，定价从几十到几万不等，满足长尾用户和高净值客户需求。

(2) 指南针通过向各媒体平台投放广告获得用户信息、推广软件及APP，电销客户就开发的软件终端进行体验式营销，客户ARPU值随低、中、高端产品的使用而提升。指南针产品定价范围在1580元/年至50000元/年区间，同时销售功能插件。

(3) 九方财富通过在各种媒体平台（包括传统媒体、互联网终端及MCN频道）制作及分发优质内容建立流量池，截至2023年12月31日，九方财富共有374个在多个互联网平台上运营的MCN账号，累计拥有约3890万名粉丝。2023年末，九方研究所有124名专业人员进行产品与服务内容开发。九方财富从业人员通过向私域客户持续输出市场观点进行营销转化，在线高端投教和金融信息软件服务面向中高端客户群体，定价相对较高。

**表16：九方财富金融信息服务2021-2023年ARPU值9716/27243/30463元**

九方智投擒龙版（金融信息软件服务）	2021年	2022年	2023年
总订单金额（百万元）	610.5	818	983
标准	34.1		
高级	507.4	688.4	630.3
豪华	69	129.5	352.8
付费用户数量	62832	30026	32279
每名付费用户平均总订单金额（元）	9716	27243	30463

数据来源：九方财富公司公告、开源证券研究所

**表17：同花顺主要产品定价范围在几十至几万元不等**

同花顺产品	产品名称	定价
选股诊股	AI 机构探测器	298 元/季 (特惠)
	手机高级诊股	88 元/年 (特惠)
	短线宝	798 元/季
看盘必备	盘中特快	298 元/月
	决策助手	12 元/月
	涨停助手	138 元/首季
	热点擒龙	288 元/季
	金牛会员	73 元/年
	云参数	98 元/年
	机构持仓	18 元/季
	手机超级 L2	8 元/月 (特惠)
	避险宝	168 元/季
	决策先锋主力版	6880 元/年
高低点	波段高低	68 元/月
	神奇电波	138 元/首季
	港股主力资金	698 元/季
港美股	港美 GS 策略	698 元/季
	恒科趋势	388 元/季 (特惠)
	大研究内参版	19800 元/年
高端投资	财富先锋至尊版	32800 元/年
	金融大师	80000 元/年

资料来源：同花顺 APP、开源证券研究所

**表18：指南针主要产品定价范围在 1580 元/年至 50000 元/年**

指南针	产品	定价
低端	动态全赢版	1580 元/年
中端	动态擒龙版	7800 元/年
高端	全赢博弈私享家版	19800 元/年
	财富掌门标准版	20000 元/年
	财富掌门高级版	50000 元/年
	全赢决策系统智能阿尔法版	

资料来源：指南针招股书与公司公告、指南针官网、开源证券研究所

注：上述为一年期价格

图20：指南针插件功能定价在几千元不等

其他产品			
	<b>北上资金 监控平台</b>	北上资金 监控平台 跟踪外资动向 抓低估潜力白马	售价：3000元 <a href="#">查看详情 &gt;</a>
	<b>杠杆资金 (融资融券) 监控平台</b>	杠杆资金 (融资融券) 监控平台 告诉你哪些股票被看多融资抢着买、买得多	售价：3000元 <a href="#">查看详情 &gt;</a>
	<b>盘中实时监控</b>	盘中实时监控 全天候监控 盘中第一时间发现股票启动基因	售价：2800元 <a href="#">查看详情 &gt;</a>
	<b>研报监控</b>	研报监控系统 监控机构调研动向，抓机构扎堆潜力股票	售价：3000元 <a href="#">查看详情 &gt;</a>
	<b>股权监控系统</b>	股权监控系统 抢优质股权，抓低位定增、股权激励、并购重组机会	售价：3180元 <a href="#">查看详情 &gt;</a>
	<b>信号旗监控</b>	信号旗监控系统 龙一抬头打龙二 抓跟风龙头	售价：2980元 <a href="#">查看详情 &gt;</a>
	<b>倚天100策略</b>	倚天100策略系统 实时买卖指令 智能动态仓位管理	售价：1800元 <a href="#">查看详情 &gt;</a>
	<b>Ukey私密插件</b>	Ukey私密插件 机构仓位加密数据 精准捕捉高控盘庄股	售价：4800元 <a href="#">查看详情 &gt;</a>
	<b>财报掘金</b>	财报掘金系统 财报监控系统，高成长、高业绩白马股一网打尽	售价：2800元 <a href="#">查看详情 &gt;</a>
	<b>消息龙虎榜</b>	消息龙虎榜 全面捕捉市场突发消息，热点概念一目了然	售价：120元 <a href="#">查看详情 &gt;</a>
	<b>鹰眼股期联动</b>	鹰眼股期联动监控系统 实时监控，智能关联，异动提醒，出击提示	售价：3000元 <a href="#">查看详情 &gt;</a>

数据来源：指南针官网

表19：九方财富主要产品定价相对较高

九方财富	内容	客户画像	载体	定价
在线高端投教服务	在线高端投教服务通常指以录制视频或在线直播课程的形式提供全面的培训及课程，帮助投资者打下扎实的金融知识基础。 服务主要采用预录在线课程、直播、市场快评以及一对一顾问服务（高端产品独享）、投资策略服务（高端产品独享）等各种优质服务的形式提供	专为大众富裕阶层的个人投资者（不低于人民币30万元可投资证券余额的个人投资者）； 年均收入50万以内的富裕大众阶层个人投资者	九方智投	标准：29800元/每半年 高级：69800元/每三个月 或139600元/每半年
金融信息软件服务	金融信息软件服务向投资经验较丰富及有更复杂需求的客户，提供专业、及时与广泛的金融市场有关资讯、数据分析以及投资决策支援，从而扩大我们的资深个人投资者客户群	投资经验较丰富及有更复杂需求的客户。年均收入50万以内的个人投资者。	九方擒龙	标准：5800元/年 高级：28800元/每半年 豪华：68800元/每半年
在线财商教育服务	提供金融知识和资产管理技巧	新手个人投资者	赢马学堂	标准：6980元/每三个月

资料来源：九方财富招股书、开源证券研究所

市场低迷环境下，行业付费客户获客成本提升。根据九方财富招股书，2019-2022 年前 10 月，九方财富付费用户获客成本为 5219/9303/6091/14003 元，2022 年付费客户获客成本有所提高。一方面，市场低迷影响付费转化率，进而影响付费用户的获客成本。另一方面，产品策略的变化会影响付费客户受众，使得付费客户数量波动，进而影响付费客户获客成本。预计全行业在市场低迷环境下，付费客户获客成本有所提升。

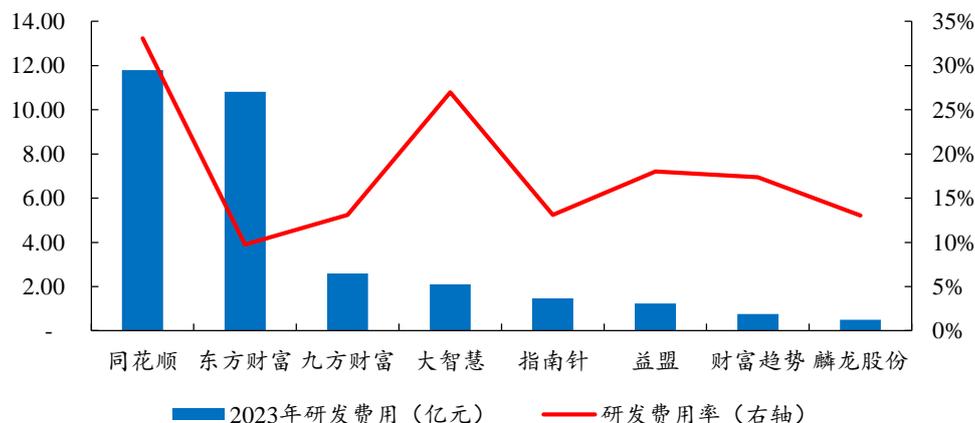
表20：2019 年以来九方财富付费客户获客成本有所提高

九方财富	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1-10 月
获客成本（付费用户）（元/人）	5219	9303	6091	14003

数据来源：九方财富招股书、开源证券研究所

研发费用与 AI 赋能：2023 年同花顺、东方财富研发投入金额 11.8/10.8 亿元，研发费用率 33%/10%，投入金额在行业领先。使用场景、金融数据与持续研发投入是 AI 技术在金融领域业务应用落地的必要因素，头部 2C 金融信息服务商拥有竞争优势。看好 AI 技术赋能的 2C 金融服务业务在相关场景的应用落地，有望提升用户转化率和 ARPU 值。

图21：同花顺、东方财富研发投入金额领先



数据来源：Wind、开源证券研究所

表21：金融领域 AI 应用落地将利好用户数和 ARPU 值提升

AI 技术	相关进展
同花顺	(1) AI 开放平台：已开放渠道代理商的申请，代销 AI 语音产品以及为区域企业提供定制化 AI 产品及服务 (2) 爱问财：同花顺人工智能在金融领域场景应用的重磅产品，为投资者提供搜索、智能选股、诊股等一系列投资顾问服务。 (3) 大模型：2024 年 1 月自研金融行业大模型—问财 HithinkGPT 启动内测。
东方财富	(1) 2023 年 3 月 23 日东方财富在互动平台表示已经陆续研发了多个人工智能相关项目并具体应用，将继续深入 AIGC、交互式 AI 等领域研究 (2) 大模型：2024 年 1 月自主研发的“妙想”金融大模型已正式开启内测。 (3) 大模型与 choice 结合：东方财富妙想大模型携手 Choice 数据，首发下一代智能金融终端

AI 技术	相关进展
九方财富	<p>(1) 数字人：2023 年 8 月份推出了行业内首款智能投顾数字人产品——“九哥”，为客户提供大盘分析、板块挖掘、热点追踪、个股诊断、量化策略、金融百科、事件推理、情绪陪伴八大核心服务。</p> <p>(2) 大模型：2023 年 8 月推出了九章证券领域大模型，该模型结合了科大讯飞“星火认知大模型”内测版和华为云 AI 算力云平台，同时发挥九方的证券业务专长，为客户提供证券行业专业、全面、精确的智能服务方案。九方财富与科大讯飞共建了人工智能实验室。</p>
财富趋势	公司着力发展小达智能写手，问小达等产品，由此形成了一套系统的金融数据解决方案，并研发了智能金融问答、公司图谱等一系列特色 AI 功能。

资料来源：同花顺 AI 开放平台、爱问财、中国证券报、东方财富网、深交所互动易、界面新闻、财富趋势公司公告、开源证券研究所

**行业发展趋势展望：**2C 金融信息服务业务满足个人投资者投资相关需求，核心优势在于服务个人客户的完整商业模式高效运转。基于该优势，各公司外延收购证券、基金代销牌照后，能够与原有业务实现较好的协同效应，实现跨越式发展。关注 AI 技术赋能业务，促进内生发展，提升转化率与 ARPU 值。

**表22：金融信息服务商通过收购牌照、与券商战略合作，发挥 2C 业务优势**

事件	内容
指南针获证券牌照	2022 年 2 月 10 日公司被确定为网信证券重整投资人。2022 年 4 月 29 日，公司完成网信证券破产重组，证监会核准公司成为网信证券的主要股东。2022 年 5 月 17 日，发布定增预案，拟募资 30 亿用于网信证券重启。2022 年 7 月，指南针完成网信证券收购，完成工商变更登记。
益盟股份与湘财证券达成战略合作	2022 年 8 月，益盟股份与湘财证券、湘财股份签订战略合作协议，结成战略合作伙伴关系。根据《战略合作协议》，双方将围绕互联网客户运营、投资顾问业务、财富管理业务、研究业务、信息技术服务、股权等六大领域展开全方位的深度合作。此次战略合作的期限为十年，将有利于充分发挥各方的核心资源优势，提升各方能力，以更专业、更科技的方式服务于证券投资者。

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

**表23：2C 金融信息服务行业发展趋势展望**

角度	展望
付费客户数	<ol style="list-style-type: none"> <li>1、自建流量池或多元化开发流量渠道，降低获客成本，提高品牌知名度</li> <li>2、通过提高产品质量或优化营销策略提高转化率</li> </ol>
ARPU 值	<ol style="list-style-type: none"> <li>1、发力挖掘高端客户，增加服务高净值客户的业务形式，如定制化产品或服务</li> <li>2、差异化。政策明确投资建议服务可涵盖证券、基金、衍生品等各类标的</li> <li>3、增加变现方式，收购牌照（证券牌照、基金代销牌照）</li> </ol>
持续性	行业退货率较高，应重视客户体验，增加客户黏性，提升客户满意度。据弗若斯特沙利文，2019-2021 年金融信息服务行业退货率区间为 12%-20%。

资料来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

## 4、投资建议

**行业马太效应明显，高 beta 弹性特征突出。**(1) 2C 金融信息服务行业集中度高，行业利润流向头部公司，马太效应突出。在监管趋严、规模效应的影响下，行业不合规的中小机构逐步出清。(2) 行业盈利弹性优于券商经纪业务和市场交易量，主因行业竞争格局较好、业务需求弹性更大以及预付款的模式影响。(3) 受益于供需两端升级，行业渗透率有所提升。机构化、股民专业化趋势凸显，全市场单活跃股民价值有所提升，预计主要由付费转化率提升驱动，未来核心关注 beta 弹性。(4) 头部公司具有完善高效的商业模式，在品牌效应、资金实力、人才建设、合规管理上均有更大优势。外延关注获取证券或基金代销牌照带来的新增长点；内生增长关注 AI 等新技术运用带来的业务赋能。推荐盈利弹性和市值弹性突出、拥有证券牌照的头部 2C 金融信息服务商指南针；受益标的：同花顺、九方财富。

### ● 同花顺

公司技术实力行业领先，凭借拳头产品打造自有流量池，积累了丰富的 C 端客户资源及相关数据。公司持续加大 AI 技术研发投入，推动金融信息服务向专业化、智能化发展，自研大模型表现优秀，人工智能产品线持续丰富。

### ● 指南针

作为头部 2C 金融信息服务商，公司收购证券牌照后，延伸了对个人投资者的服务链条，看好软件与证券业务协同效应。公司证券业务持续验证成长性，整体业绩弹性和估值弹性突出，受益于交易量改善及市场信心恢复。

### ● 九方财富

公司是 2C 金融信息服务商龙头，主要面向大众富裕人群提供高端投教和金融信息软件服务。公司具有强内容支撑的产品体系，深耕 MCN 精细化流量运营，在流媒体平台获客及运营能力优势明显。

表24：受益标的估值表

证券代码	证券简称	股票价格	EPS (元, 人民币)			P/E		评级
		(元, 原始货币)	2023A	2024E	2025E	2024E	2025E	
300803.SZ	指南针	40.75	0.18	0.63	1.01	64.2	40.3	买入
300033.SZ	同花顺	110.73	2.61	3.16	3.81	35.0	29.1	买入
9636.HK	九方财富	9.32	0.44	0.43	0.45	19.7	18.8	买入

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：上述指南针 2024、2025 年 EPS 预测数据取自 Wind 一致性预期，同花顺、九方财富 2024、2025 年 EPS 预测数据来自开源证券研究所。九方财富股票价格数据为港元。2024 年 6 月 21 日汇率：1 港元=0.91 人民币，PE 计算已考虑汇率换算。

## 5、风险提示

- **市场持续低迷：**市场持续低迷影响投资者信心，对金融信息服务需求有负面影响。
- **监管政策风险：**监管机构重视保护个人投资者合法权益，监管持续加强投资咨询业务对个人业务展业的要求，未来监管政策对于展业门槛、合规要求或更加严格。
- **行业口碑下滑风险：**若某些不确定事件使得行业口碑下降，易使得转化率、ARPU值增长不及预期。

## 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。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。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。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn