



联合研究 | 港股公司深度 | 九方智投控股 (9636.HK)

九方智投控股：顺势而为，成就 Beta 中的 Beta

报告要点

本轮牛市一大特点是需求侧的习惯发生了改变。数据对比发现当代投资者更愿意使用融媒体作为信息来源的渠道，且更依赖于专业的投顾内容，这样的变化反向驱动行业供应商要及时提高自身的内容供给专业性和触达渠道，以适应行业的新变化。九方智投控股在互联网渠道的搭建上具备明确的先发优势，且围绕账号矩阵构建起的一整套商业模式使得公司在本轮牛市中展现出了强烈的 Alpha 属性。我们认为公司高质量经营的背后反映的是合规、先发、内容、技术四大支撑。

分析师及联系人



吴一凡

SAC: S0490519080007

SFC: BUW596



宗建树

SAC: S0490520030004

SFC: BUX668



戴永飞

SAC: S0490524070001

九方智投控股 (9636.HK)

2025-03-14

联合研究 | 港股公司深度

投资评级 买入 | 首次

九方智投控股：顺势而为，成就 Beta 中的 Beta

锁定行业的变化：新投资者入市创造出新的需求点，三方投顾行业需要更新模式

金融科技板块的投资具备很强的肌肉记忆，经过过去多轮牛市的反复实验，市场已经构建出了金融科技公司 EPS 将直接受益于交易量提升的思路，因此导致股价反应往往与交易量回温保持同步，远早于 EPS 层面的验证。但是今年的资本市场出现了两个较大的变化：一是 ETF 占交易量比重的大幅提升，二是新一批投资者的入市使得三方投顾需要做更针对性的布局。投资者获取理财信息的渠道及投资习惯都与此前的投资者存在明显的差异。根据交通大学研究院和蚂蚁集团联合发布的调研报告，目前看两个特点较为突出：1) 对于专业投资顾问的依赖明显提高；2) 对互联网渠道的依赖明显提高。我们认为，新投资者群体的入市创造出了新的行业需求，因此反向驱动行业供应商要及时提高自身的内容供给的专业性和触达渠道，以适应行业的新变化，从而打造自身的品牌价值。

九方智投：国内在线高端投教服务领军企业

九方智投控股（前九方财富）成立于 1996 年，公司是国内在线高端投教服务领军企业。1998 年公司成为首批获得中国证监会颁发的证券投资咨询牌照公司之一。公司是中国最早运用融媒体为个人投资者提供金融信息和内容的先行者之一，头部三方投顾公司。公司的主要业务模式为 MCN 账号引流+私域流量沉淀为客户提供投顾服务，非常适应最新的需求侧变化。我们认为，九方智投控股在互联网渠道的搭建上具备明确的先发优势，且围绕账号矩阵构建起的一整套商业模式使得公司在本轮牛市中展现出了强烈的 Alpha 属性。2024 年为适应全新的市场需求，提高对长尾客户的渗透率，公司对标同花顺推出了小额产品，价格在 36~2180 元不等。同时，为构建更明确的生态壁垒并增加用户粘性，公司又推出了股票学习机产品“易知股道”，使得产品体系更加完善。

探讨公司优势：牌照+渠道+成本费用结构确保公司商业模式的稳定性

市场对于互联网金融公司的主要商业模式有一定的了解，但对于九方智投控股的商业模式认知及壁垒的认知仍存在一定的模糊地带。我们认为公司真正具备的优势包括以下几项：1) 稀缺的投顾牌照带来的合规优势；2) 合理的组织架构带来的稳定内容输出优势；3) 稳健的成本费用结构带来的经营杠杆。以上三大优势使得公司的优质经营可以直接传导至报表 EPS 层面，支撑公司的基本面。而与其他竞争对手相比，我们认为九方的商业模式成功更容易触达新一代投资者，其专业的内容亦更容易满足年轻人的需求。

稳定性背后的支撑：优质运营的背后是合规、先发、内容、技术四大支撑

我们认为，公司能维持较优质的运营情况，映射出其体内具备的四大优势：1) 合规优势保证公司的一切运营均有章有法，且具备较强的过程管理能力。2) 先发优势：公司的商业模式类似互联网公司，因此更早地培养用户习惯不论是对于品牌的打造还是市占率的提升都非常重要。3) 内容优势：公司高效专业的团队架构使得公司可以持续输出优质内容。4) 技术优势：公司在 AI 和学习机方面的布局证明公司拥有利用新技术增强自身竞争力的格局和能力。

风险提示

- 1、市场监管风险；
- 2、市场成交额不稳定风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价 (HKD) 42.00

注：股价为 2025 年 3 月 13 日收盘价

相关研究


 更多研报请访问
 长江研究小程序

目录

引言.....	6
行业复盘&公司简介：韧性+弹性兼具的商业模式，渠道+内容优势成就 Beta 中的 Beta	6
从流量的角度解读，金融科技行业的商业模式可概括为“流量再变现”	6
投资者总量增速放缓，但结构上出现明显变化.....	7
九方先发优势明显，借助融媒体加强品牌塑造.....	8
九方智投控股：国内领先的在线投资决策解决方案提供商.....	10
前端类 MCN 玩法孵化账号矩阵拉新，后端优质内容加速用户转化.....	10
公司业绩与成交额挂钩，订单收入及成本费用更好反映当期的运营情况	13
投资亮点：顺势而为，独占鳌头.....	20
合规优势：公司底层优势，行业出清有助于龙头获取更高份额.....	20
先发优势：率先布局融媒体渠道，商业模式具备先发优势	21
内容优势：专业团队保证稳定、优质的内容供给	21
技术优势：将 AI 技术与现有业务深度结合，积极拥抱最新的产业趋势	23
风险提示.....	26

图表目录

图 1：同花顺营收增速与市场成交额增速呈现强相关性（单位：%）	7
图 2：同花顺营收及净利润随市场成交额脉冲式增长（单位：亿元）	7
图 3：公司 PE 走势亦与成交额走势一致，包含对未来业绩兑现的预期	7
图 4：同花顺收盘价与成交金额基本走势一致	7
图 5：金融科技公司商业模式基本为流量再变现.....	7
图 6：股票账户新开户状况（A+B 股，单位：万户）	8
图 7：A 股新增自然人投资者数量（单位：万人）	8
图 8：9.24 日前后投资者结构对比（单位：%）	8
图 9：2024.9.24 之后抖音平台关于股市的关键词搜索指数热度飙升	9
图 10：2019-2021 三年大牛市中，抖音平台基本没有股市的热度	9
图 11：2C 金融信息服务商收入占比（单位：%）	10
图 12：九方智投股权结构（截至 2024.06.30）	11
图 13：公司的商业模式可以分为两个体系，流量体系和产品体系	11
图 14：公司前端获客类似 MCN 账号矩阵	12
图 15：公司产品体系	13
图 16：同花顺营收增速与市场成交额增速呈现强相关性（单位：%）	13
图 17：九方订单金额与成交额走势相关度高，收入存在半年左右递延（单位：%）	14
图 18：公司退款率存在一定的波动主要系行情影响（单位：%）	14
图 19：公司收入及同比（单位：亿元，%，24 年营收取业绩预告数值）	15
图 20：公司净利润及同比（单位：亿元，%，24 年营收取业绩预告中值）	15
图 21：九方智投收入结构（单位：%）	15

图 22: 九方智投旗舰系列付费用户数 (单位: 人)	16
图 23: 九方智投擒龙版付费用户数 (单位: 人)	16
图 24: 公司毛利率、净利率变化情况 (单位: %)	16
图 25: 公司成本费用结构 (单位: %)	16
图 26: 公司员工成本占营收比例情况 (单位: 亿元, %)	17
图 27: 公司销售费用及费用率情况 (单位: 亿元, %)	17
图 28: 2023 九方与同业公司销售费用及费用率对比 (单位: 亿元, %)	17
图 29: 公司流量采购费用情况 (单位: 亿元)	18
图 30: 公司投入产出比情况	18
图 31: 公司研发费用及费用率情况 (单位: 亿元, %)	18
图 32: 2023 九方与同业公司研发费用及费用率对比 (单位: 亿元, %)	18
图 33: 2023 九方与同业公司研发人员数量及占比对比 (单位: 人, %)	18
图 34: 2023 九方与同业公司研发人员人均薪酬对比 (单位: 万元)	18
图 35: 公司 ARPU 值逐步回升至 3 万元	19
图 36: 公司未来成长聚焦转化率的提升和成本费用的稳定性	19
图 37: 公司与竞争对手相比合规方面更加稳妥	20
图 38: 公司直播间措辞及时调整	21
图 39: 公司的互联网布局非常完善	21
图 40: 公司人员架构保证优质的内容供给	22
图 41: 公司人员架构 (单位: 人, 截至 2024.06.30)	22
图 42: 专业的投顾课程是公司产品体系的重要组成部分	23
图 43: 公司对于 AI 的应用主要是客服和合规两方面	23
图 44: 九方学习机易知股道图示	24
图 45: 易知股道的课程体系	24
表 1: 公司发展历史&大事件	10

引言

金融科技板块的投资具备很强的肌肉记忆，经过过去多轮牛市的反复实验，市场已经构建出了金融科技公司 EPS 将直接受益于交易量提升的思路，因此导致股价反应往往与交易量回温保持同步，远早于 EPS 层面的验证。但是今年的资本市场出现了两个较大的变化：一是 ETF 占交易量比重的大幅提升，二是新一批投资者的入市使得三方投顾需要做更针对性的布局。九方智投控股在互联网渠道的搭建上具备明确的先发优势，且围绕融媒体账号矩阵构建起的一整套商业模式使得公司在本轮牛市中展现出了强烈的 Alpha 属性。

市场对于金融科技公司的主要商业模式有一定的了解，但对于九方智投控股的商业模式认知及壁垒的认知仍存在一定的模糊地带。我们认为公司真正具备的优势包括以下几项：1) 稀缺的投顾牌照带来的合规优势；2) 合理的组织架构带来的稳定内容输出优势；3) 稳健的成本费用结构带来的经营杠杆。以上三大优势使得公司的优质经营可以直接传导至报表 EPS 层面，支撑公司的基本面。而与其他竞争对手相比，我们认为九方的商业模式成功更容易触达新一批投资者，其专业的内容亦更容易满足当代投资者的需求。

除去基本面，估值的变化亦是金融科技板块的另外一层研究重点。正是因为市场已经从过去的牛市中学习到成交额兑现到金融科技业绩的确定性和递延周期，导致金融科技行业的估值与成交额直接相关。体现在市场上，我们发现牛市初期随着成交额的上升金融科技股价会在估值的催化下先于基本面抢先上升。

结合上述讨论，我们在当前时间点推荐关注九方智投控股。我们认为随着成交额回暖，公司可以将新一批更依赖融媒体渠道的投资者的流量价值最大化利用，从而达到新的利润高峰。

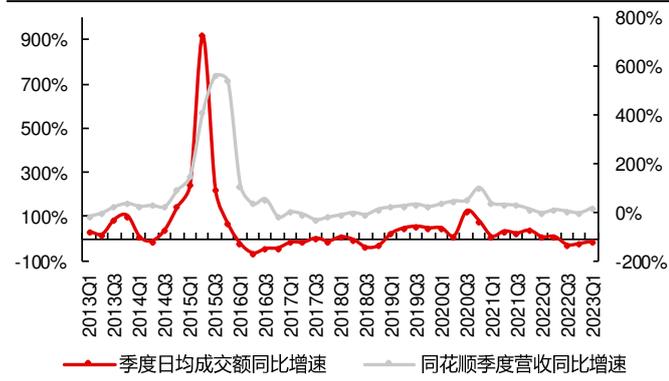
行业复盘&公司简介：韧性+弹性兼具的商业模式，渠道+内容优势成就 Beta 中的 Beta

从流量的角度解读，金融科技行业的商业模式可概括为“流量再变现”

前几轮牛市中，金融科技公司展现出急涨慢跌的特性，因此是非常好的投资品种：1) 在交易量放量时股价出现脉冲式的急速上涨。背后的逻辑在于，商业模式决定了这类资产在 EPS 和 PE 上经常呈现戴维斯双击，即股市越活跃、收入预期越高、估值中枢也不断抬升，上涨弹性比大盘更大。2) 疯涨慢跌。在市场逐渐回归理性之后，股价会从高处回落，但是此时金融科技资产开始兑现 EPS。在 EPS 支撑下，估值缓慢回落。

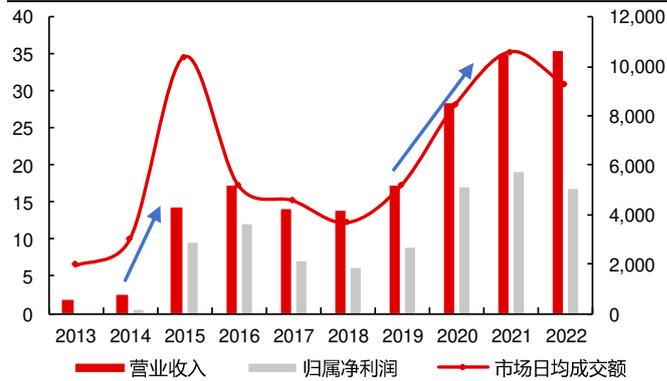
14-15 年牛市之后，市场学习到了金融科技公司 EPS 与交易量的直接相关性和确定性，形成了肌肉记忆。以同花顺为例，公司的营收增速与市场成交额增速呈现强相关性——营收及净利润随市场成交额脉冲式增长。在学习到这一点后，市场开始在成交额出现明显增长时提前交易未来的 EPS，导致股价上涨明显领先于基本面的兑现。

图 1: 同花顺营收增速与市场成交额增速呈现强相关性 (单位: %)



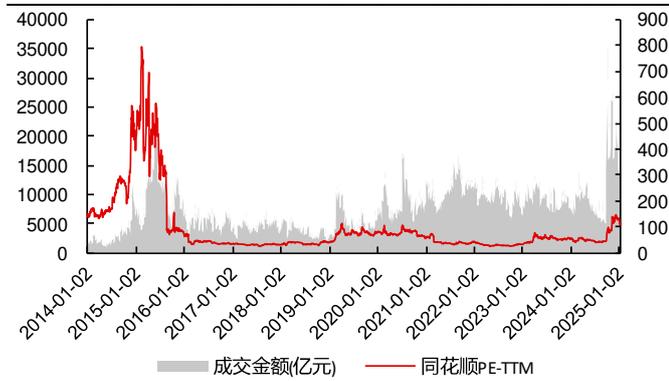
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 2: 同花顺营收及净利润随市场成交额脉冲式增长 (单位: 亿元)



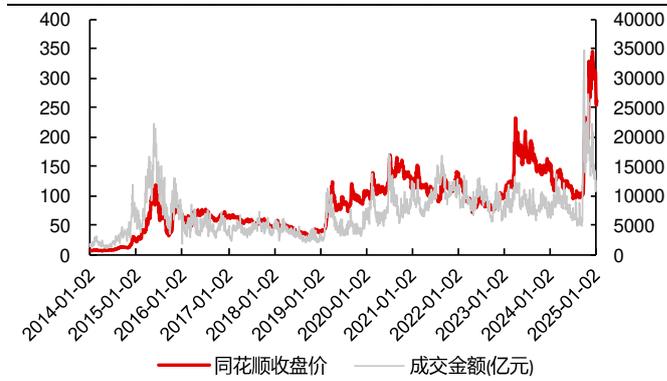
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 3: 公司 PE 走势亦与成交额走势一致, 包含对未来业绩兑现的预期



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 4: 同花顺收盘价与成交金额基本走势一致



资料来源: Wind, 长江证券研究所

成交额会带来金融科技公司的 EPS 的确定性增长, 这是因为金融科技公司的商业模式本质上是一种流量再变现。从商业模式的角度看, 金融科技行业其实就是有证券牌照的互联网公司, 明确的 C 端属性使得金融科技行业的商业模式可概括为流量再变现, 类似互联网公司的基本模式。当然, 不同公司的流量的变现渠道和方式不同, 主要限制条件之一是牌照。

图 5: 金融科技公司商业模式基本为流量再变现



资料来源: 长江证券研究所

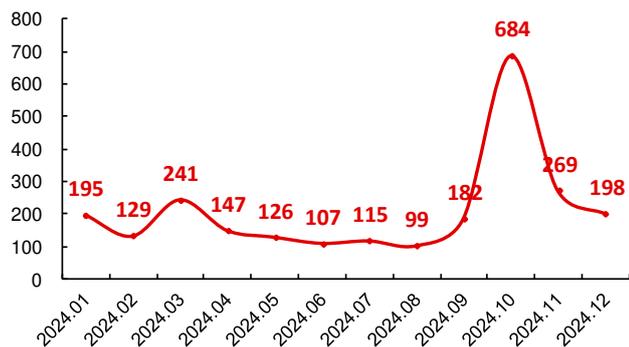
投资者总量增速放缓, 但结构上出现明显变化

去年三季度末, 政策的刺激使得投资者开户热情高涨。2024 年 9 月 24 日, 国务院办公厅召开发布会, 详细介绍金融支持经济高质量发展的相关情况, 并公布了一揽子政策组合拳。政策的出台有效激发了市场活力, 增强了投资者信心, 吸引了更多投资者涌入市场。9 月, A 股新增开户数环比大增 83%。10 月, 新增开户数飙升至 684 万户,

环比大增 275%。但即使如此，从总量上看二级市场的投资者数量增长已经降速，过去靠新开户带来的流量红利正在减弱。

值得注意的是结构侧的变化。投资者结构变化中，我们发现 9 月 24 日之后 20-40 岁的新一批投资者大量涌入市场，使得投资者结构发生了显著变化。更重要的是，新时代的投资者更依赖社交媒体（尤其是短视频、直播等形式）作为获得理财信息的渠道，另外对于专业投顾的依赖性也有明显的上升。

图 6：股票账户新开户状况（A+B 股，单位：万户）



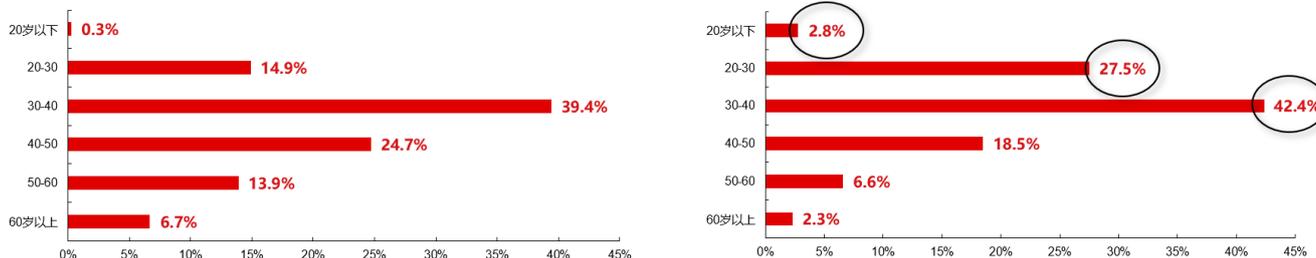
资料来源：上海证券交易所，长江证券研究所

图 7：A 股新增自然人投资者数量（单位：万人）



资料来源：中国结算，长江证券研究所

图 8：9.24 日前后投资者结构对比（单位：%）

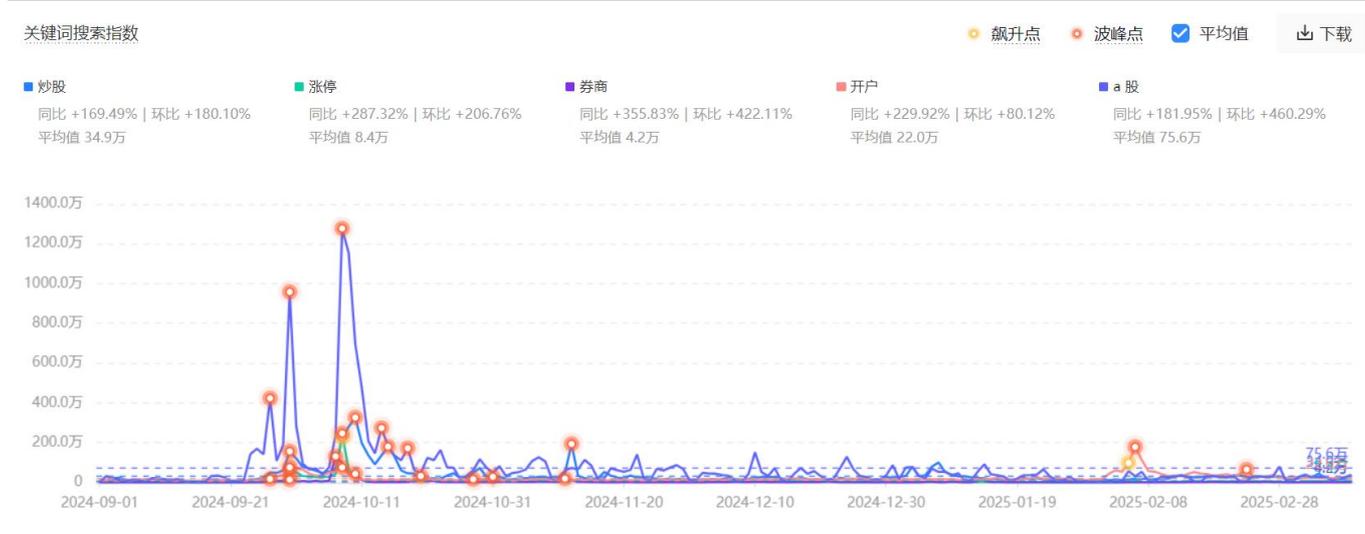


资料来源：平安证券，胡润百富，长江证券研究所

九方先发优势明显，借助融媒体加强品牌塑造

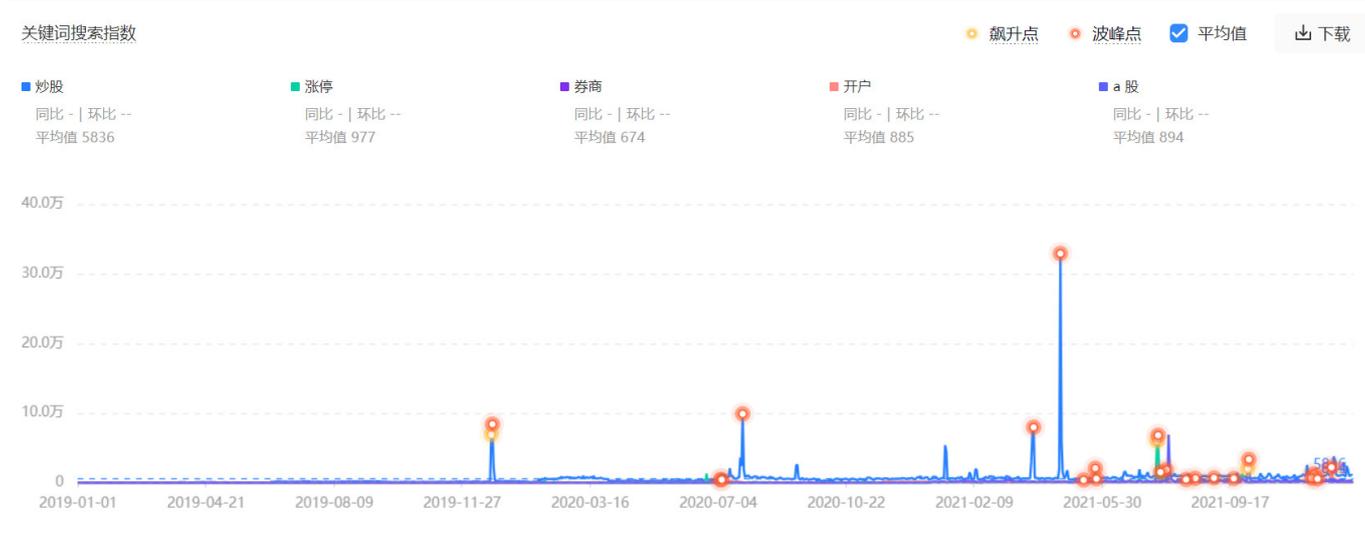
通过对融媒体数据复盘，我们发现在本轮牛市中短视频平台扮演了非常重要的角色。巨量算数的数据显示，今年 9 月 24 号之后，抖音上与股市相关的关键词（下图举例“炒股”“涨停”“券商”“开户”“A 股”）的搜索指数热度明显飙升，而在 2019-2021 的上一轮牛市中，同样的关键词并没有太多的热度。

图 9：2024.9.24 之后抖音平台关于股市的关键词搜索指数热度飙升



资料来源：巨量算数，长江证券研究所

图 10：2019-2021 三年大牛市中，抖音平台基本没有股市的热度



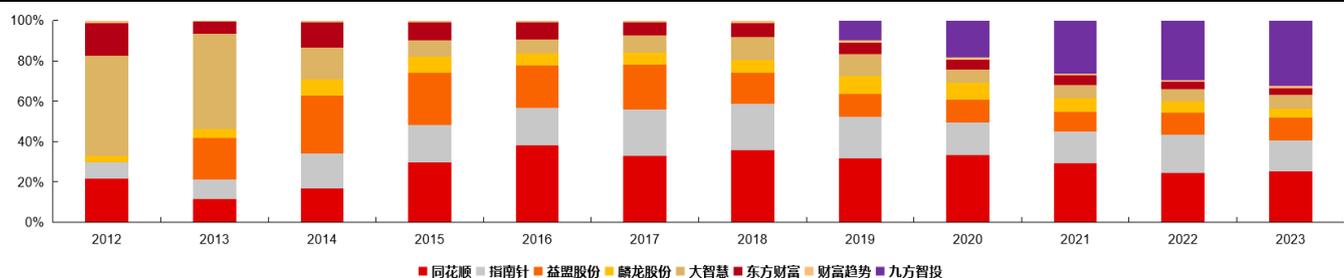
资料来源：巨量算数，长江证券研究所

结合上述数据，我们认为新一代投资者的信息获取渠道和习惯正在发生变化，这促使供给端也需要积极跟进。供给端来看，渠道和内容的双向升级是当务之急，我们认为，当下领先的金融信息服务商需要在以下两方面紧跟时代：

- 1) 内容的专业性和丰富度要同步提升：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。
- 2) 渠道的触达要更接近需求侧的新习惯，更多采取高互动的新媒体渠道：新媒体的出现，如直播、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。

我们认为，九方智投控股在短视频时代把握流量积累的先发优势，且自身的研究团队完善可以提供高质量的内容产品，使得公司把握住了时代的机遇，市占率在近几年快速提升。

图 11: 2C 金融信息服务商收入占比 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

九方智投控股: 国内领先的在线投资决策解决方案提供商

前端类 MCN 玩法孵化账号矩阵拉新, 后端优质内容加速用户转化

九方智投控股 (前九方财富) 成立于 1996 年, 公司是国内在线高端投教服务领军企业。1998 年公司成为首批获得中国证监会颁发的证券投资咨询牌照公司之一。公司是中国最早运用融媒体为个人投资者提供金融信息和内容的先行者之一, 头部三方投顾公司。

截至 2024H1, 公司抖音、快手、微信、微博等平台拥有 488 个 MCN 账户, 粉丝数达 4560 万。公司的主要业务模式为 MCN 账号引流+私域流量沉淀为客户提供投顾服务。公司具备较强的经营杠杆, 因此具备较强的业绩弹性。

表 1: 公司发展历史&大事件

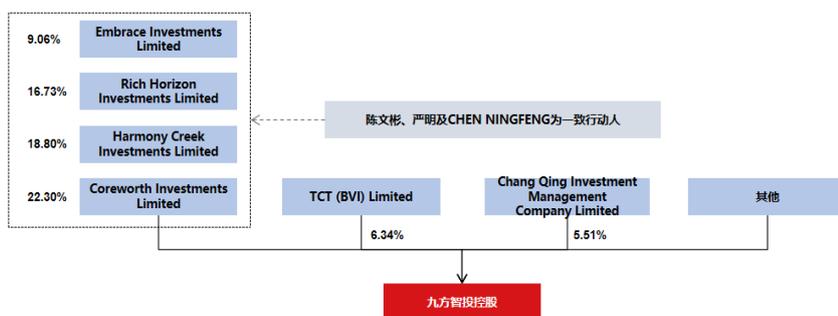
时间	重要事件
2024 年	荣获投顾行业首批“PIA (个人信息保护影响评估) 一星级标识”认证 公司战略升级, 由“九方财富”更名为“九方智投控股” 全新发布九方智投易知股道股票学习机 上榜中国品牌日晚会“2024 我喜爱的中国品牌” 连续多年独家冠名第一财经“巴菲特股东大会”国内直播 九章证券领域大模型算法获“深度合成服务算法备案” 获普陀区人力资源和社会保障局批准, 入驻“博士后创新实践基地” 九方智投股票行情软件焕新上线
2023 年	携手新华财经“金融人才创造营”, 助力金融素养进高校 九方财富 (9636.HK) 入选“港股通” 九方财富 (9636.HK) 纳入“恒生综合指数” 联合科大讯飞共创人工智能实验室 发布九方智能投顾数字人产品“九哥” 联合华为云共建科技创新实验室 九方财富 (9636.HK) 港股上市 连续三年支持新华社中国经济信息社“沪上金融家”
2022 年	获行业首张中国信通院“数据安全能力认证”证书 通过 ISO27001 及 ISO27701 双认证
2021 年	三门研发课程入选证券业协会网络采购课程 当选中国证券业协会第七次会员大会会员理事单位

2020年	品牌正式升级为“九方智投”
2019年	慧投资 APP1.0 版本正式上线（九方智投股票行情软件前身）
1998年	首批获得中国证监会颁发的证券投资咨询牌照公司之一
1996年	上海九方云智能科技有限公司（曾用名“新汇通”）成立

资料来源：公司官网，长江证券研究所

大股东持股比例相对集中。从股权结构来看，截止 2024 年 6 月末，公司第一大股东是 Coreworth Investments Limited，持股比例为 22.30%。穿透到底层来看，陈文彬、严明、CHEN NINGFENG 为公司大股东，持股比例分别为 31.36%、18.80%、16.73%，三者为一致行动人，合计持股比例为 66.89%，此外公司员工股权激励计划持股比例为 6.34%。

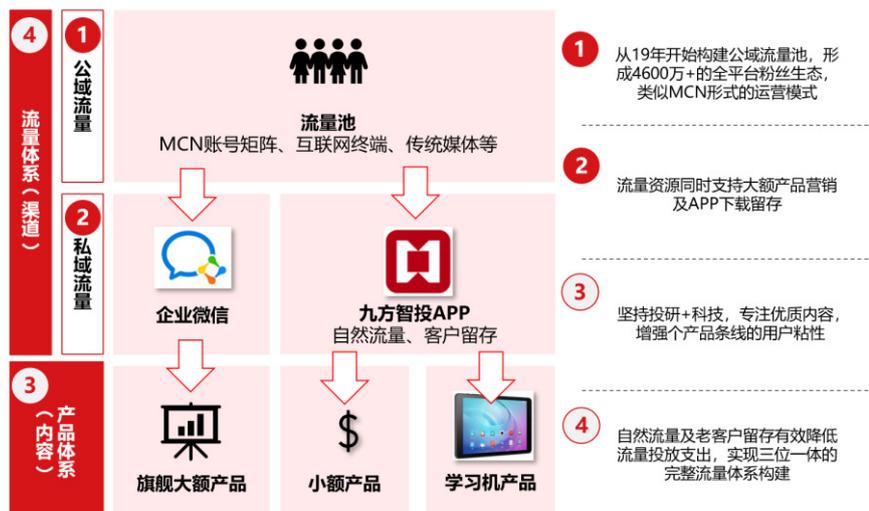
图 12：九方智投股权结构（截至 2024.06.30）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

公司目前所属行业可简称为证券三方投顾，与传统的券商投顾相比，三方投顾的展业方式相对灵活，大量使用互联网渠道获客。公司的商业模式可以分为两个体系，流量体系和产品体系。

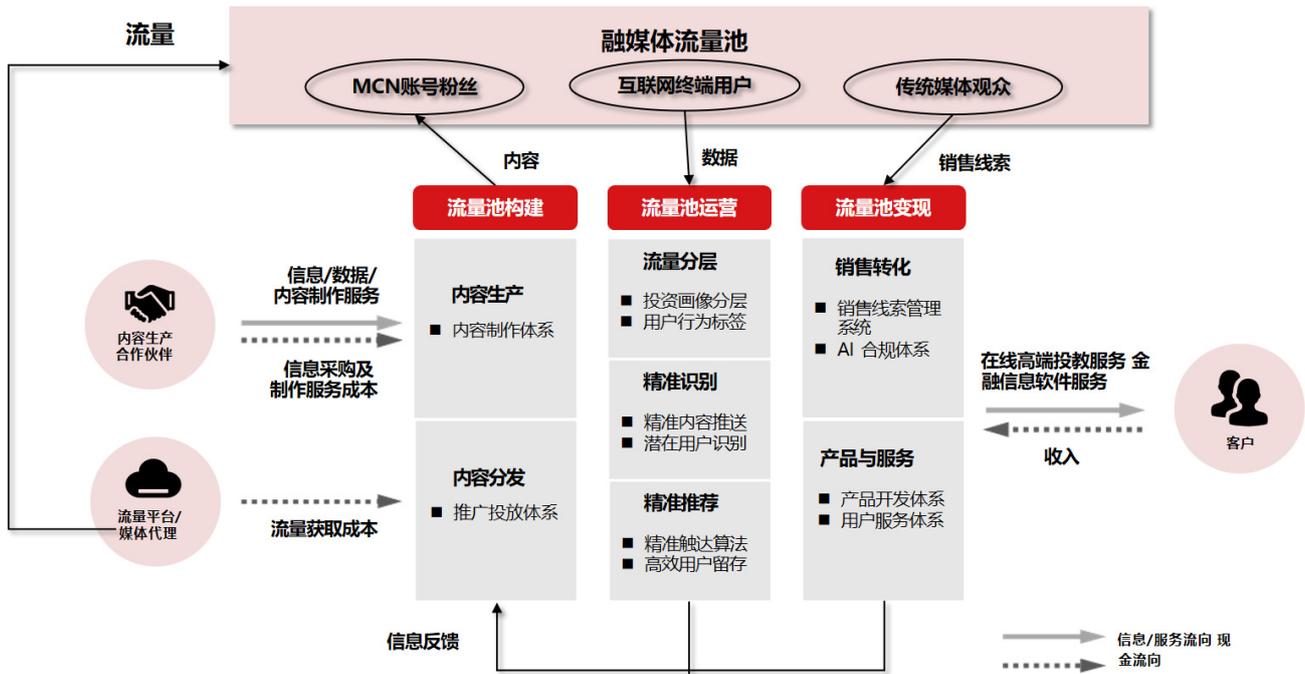
图 13：公司的商业模式可以分为两个体系，流量体系和产品体系



资料来源：长江证券研究所

流量体系：分开探讨，流量体系又可以分为公域和私域两部分。前端是以类似 MCN 账号矩阵的模式，与互联网公司的运营方式非常相似。公司通过直播间的形式打造差异化的内容矩阵，在抖音和视频号上构建源源不断的**公域流量池**。一旦用户对公司所提供的公域内容感兴趣，则将进入以企业微信和九方 APP 形式组成的**私域流量池**。

图 14：公司前端获客类似 MCN 账号矩阵



资料来源：公司公告，长江证券研究所

公司主要的服务是为投资者提供投顾服务，近期又推出了股票学习机产品，其中又以投顾服务中的大额产品作为最主要的收入贡献。公司最新的大额产品体系分为超级投资家和股道领航两大系列，价格在 29800/6 个月~69800/3 个月不等。去年，为适应全新的市场需求，提高对长尾客户的渗透率，公司对标同花顺推出了小额产品，价格在 36~2180 元不等。同时，为构建更明确的生态壁垒并增加用户粘性，公司又推出了股票学习机产品“易知股道”。

图 15: 公司产品体系

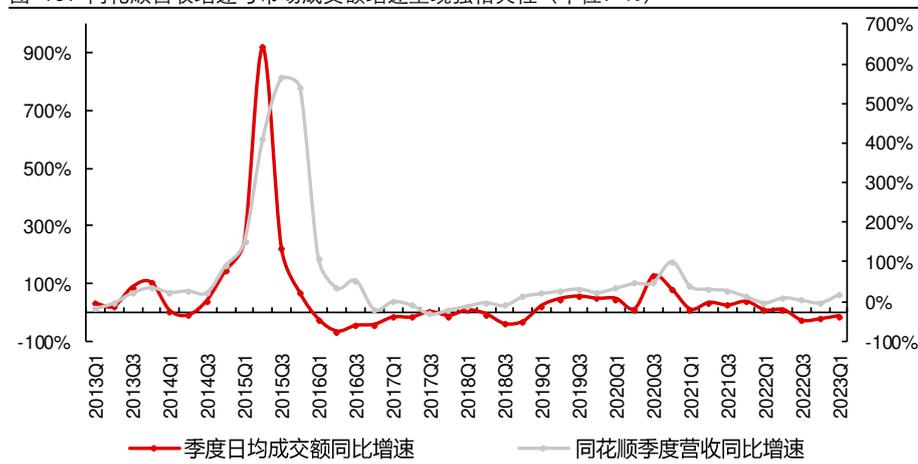
产品类型	软件产品			硬件产品
产品线	超级投资家系列	股道领航系列	小额产品	股票学习机
产品定价	69800元/3个月	优享系列 (3系列可选) 9800元/6个月 尊享系列 (5系列可选) 29800元/6个月	36元 ~2180 元区间 20余款 轻量级 产品	2980元-5880元

资料来源: 公司公告, 京东, 长江证券研究所

公司业绩与成交额挂钩, 订单收入及成本费用更好反映当期的运营情况

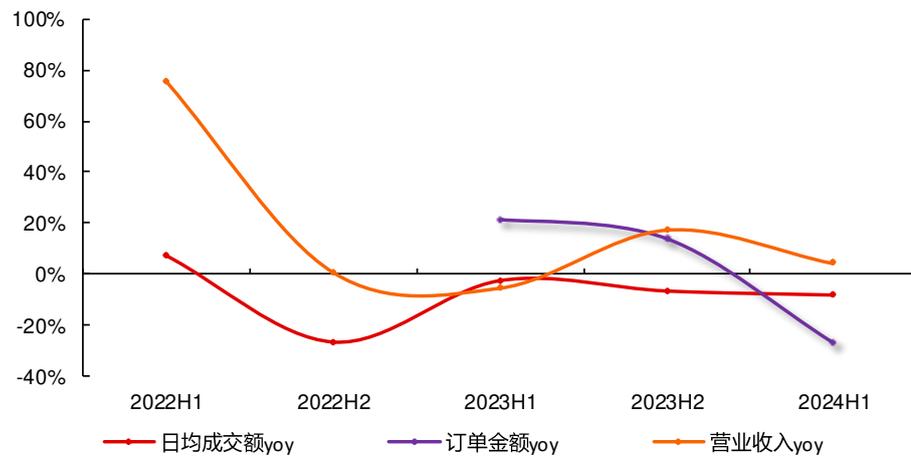
作为金融科技行业代表公司, 公司的业绩表现亦与成交额直接挂钩。由于存在收入递延和后期退款的问题, 我们认为订单收入和当期的成本费用可以更好、更直接地反映当期的运营情况。从过去的市场成交额、订单金额和营业收入增速看, 公司的收入与订单收入之间存在半年度的递延情况, 这主要是因为公司产品的服务期限通常为 6 个月所致。

图 16: 同花顺营收增速与市场成交额增速呈现强相关性 (单位: %)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

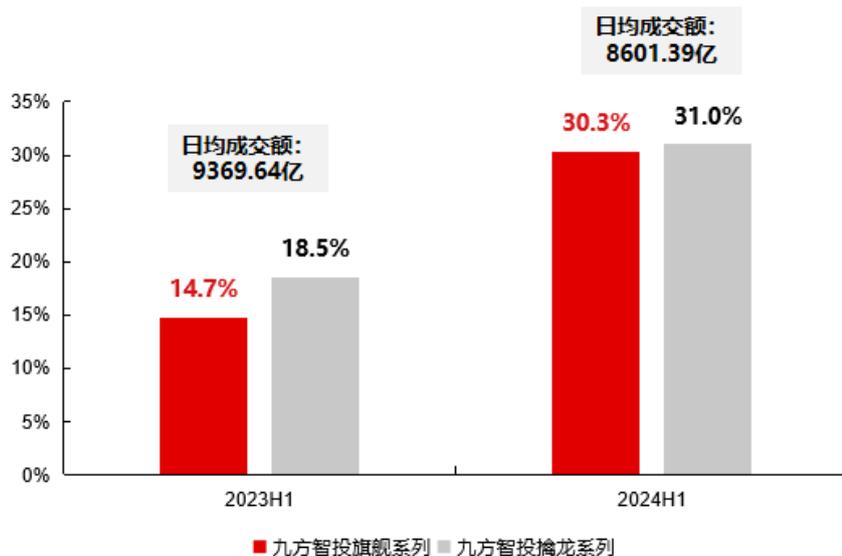
图 17：九方订单金额与成交额走势相关度高，收入存在半年左右递延（单位：%）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

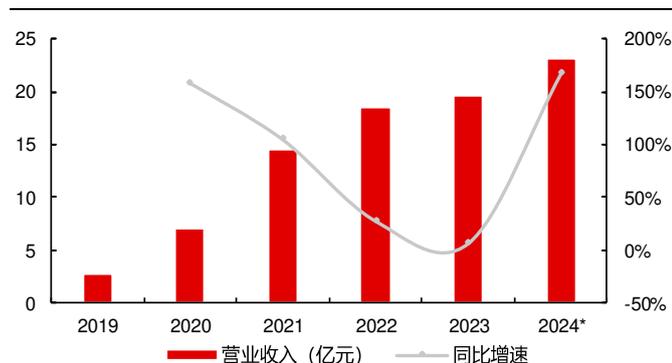
另一个影响公司收入情况的重要指标是退款率，而退款率主要与对应季度的成交额相关。成交额下行意味着市场情绪降温，而低迷的情绪又会导致恶意代理维权退款的比例上升，更进一步抬高退款率。

图 18：公司退款率存在一定的波动主要系行情影响（单位：%）



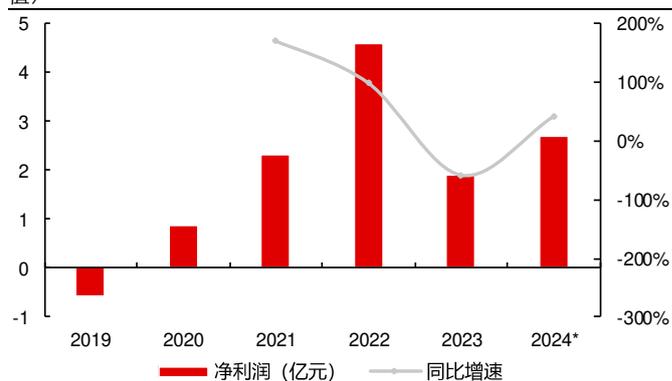
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 19: 公司收入及同比 (单位: 亿元, %, 24 年营收取业绩预告数值)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 20: 公司净利润及同比 (单位: 亿元, %, 24 年营收取业绩预告中值)

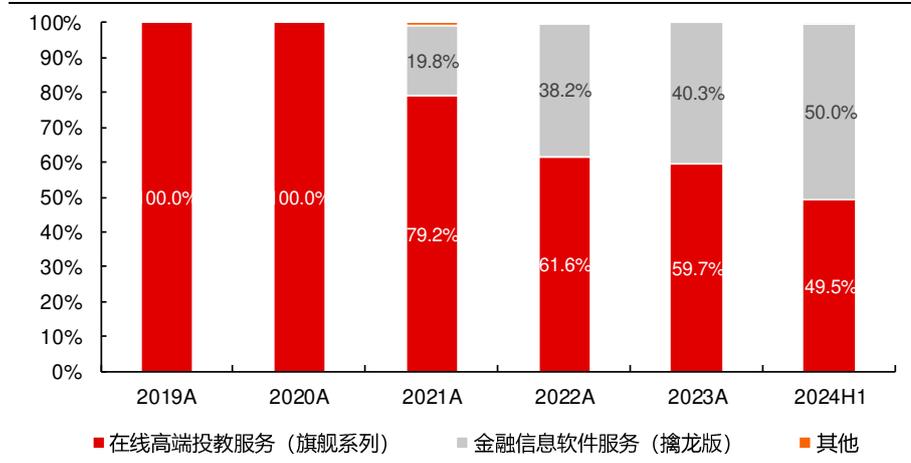


资料来源: Wind, 长江证券研究所

收入端

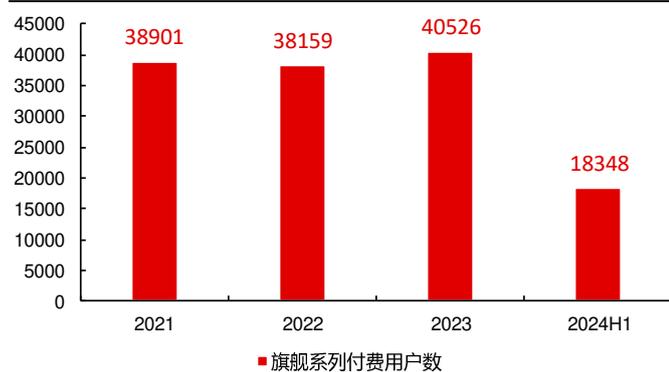
高端投教及金融信息服务两条产品线并重。从收入结构来看, 2024 上半年, 公司两大业务板块在线高端投教服务 (旗舰系列) 及金融信息软件服务 (擒龙版) 分别实现收入 4.4、4.5 亿元, 贡献收入比重分别为 49.5%、50.0%。公司自 2018 年开始提供在线高端投教服务, 于 2021 年开发及推出了金融信息软件服务, 目前已经形成高端投教及金融信息服务两条产品线并重的产品格局。

图 21: 九方智投收入结构 (单位: %)



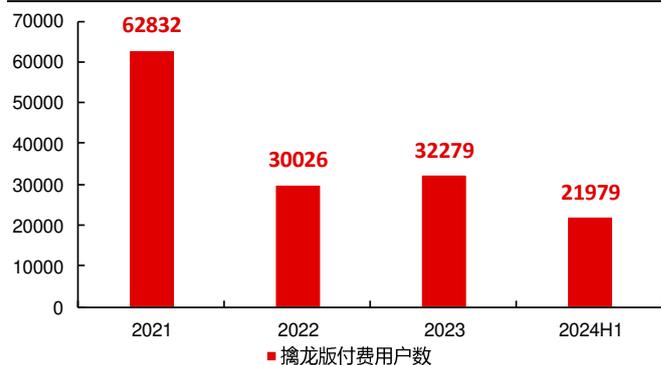
资料来源: 公司年报, 长江证券研究所

图 22: 九方智投旗舰系列付费用户数 (单位: 人)



资料来源: 公司年报, 长江证券研究所

图 23: 九方智投擒龙版付费用户数 (单位: 人)

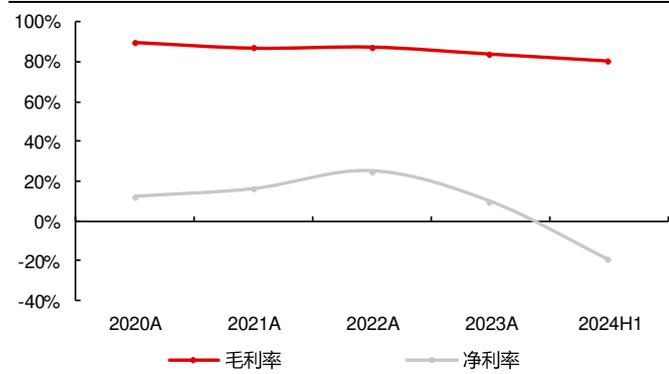


资料来源: 公司年报, 长江证券研究所

成本端

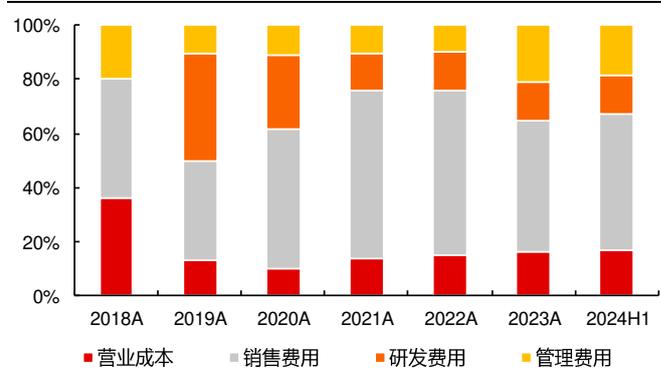
毛利率水平较高, 费用端以销售费用为主。公司毛利率稳定在较高水平, 净利率则受到上市后会会计口径调整、投资波动等因素影响有所承压, 2024 上半年, 公司毛利率、净利率分别为 80.0%、-19.4%。从成本结构来看, 公司营业成本、销售费用、研发费用、管理费用分别为 1.8、5.5、1.5、2.0 亿元, 在公司总成本中占比分别为 16.6%、50.9%、14.2%、18.3%, 销售费用为公司的主要成本。聚焦员工成本来看, 2024 上半年, 公司员工成本达 5.8 亿元, 占营业总收入比重达 64.0%。

图 24: 公司毛利率、净利率变化情况 (单位: %)



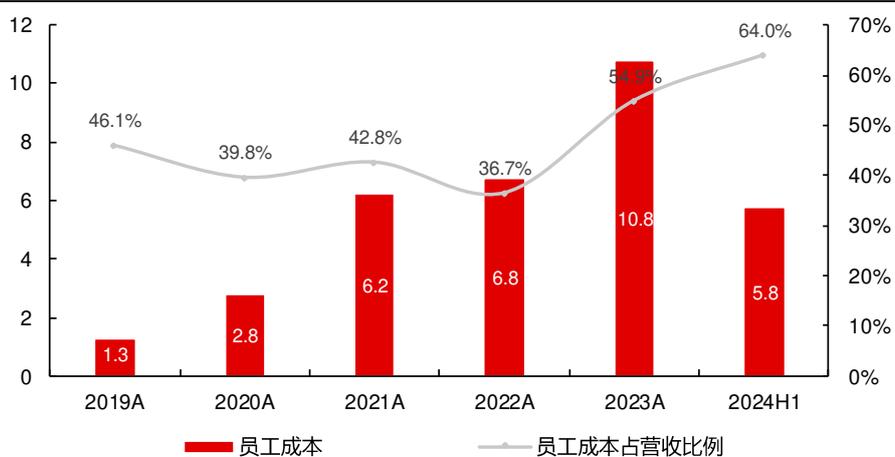
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 25: 公司成本费用结构 (单位: %)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

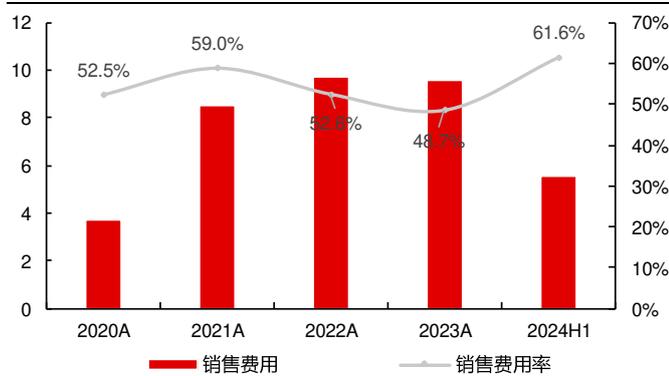
图 26：公司员工成本占营收比例情况（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

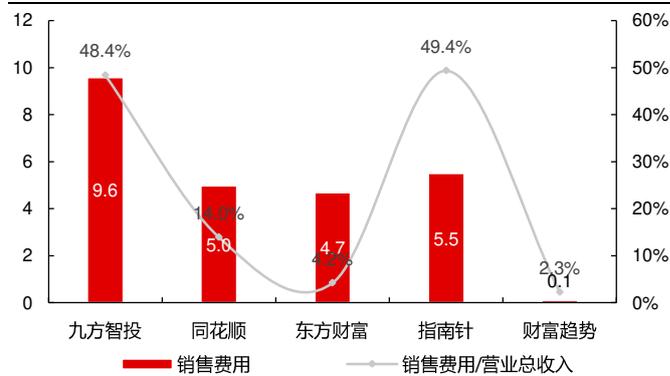
前端依靠于流量采购及销售转化而获客，销售费用率较高。2024 上半年，公司销售费用为 5.5 亿元，占营业总收入比重达 61.6%。由于商业模式的差异，与同业相比，公司销售费用及费用率均较高，2023 年公司销售费用率为 48.4%，与指南针相近 (49.4%)，高于同花顺 (14.0%)、东财 (4.2%) 及财富趋势 (2.3%)。销售费用分为流量采购费用和销售员工费用两部分，如 2024 上半年的 5.5 亿销售费用即包含 3.95 亿流量采购费用。

图 27：公司销售费用及费用率情况（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

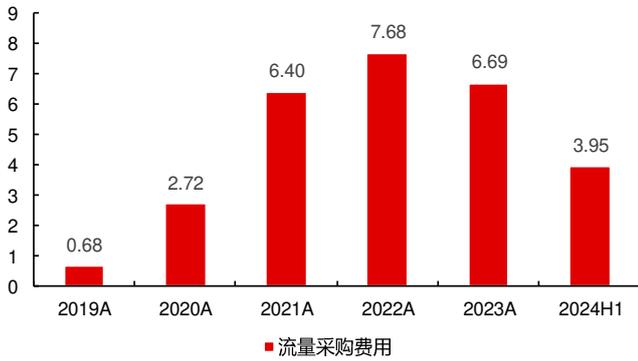
图 28：2023 九方与同业公司销售费用及费用率对比（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

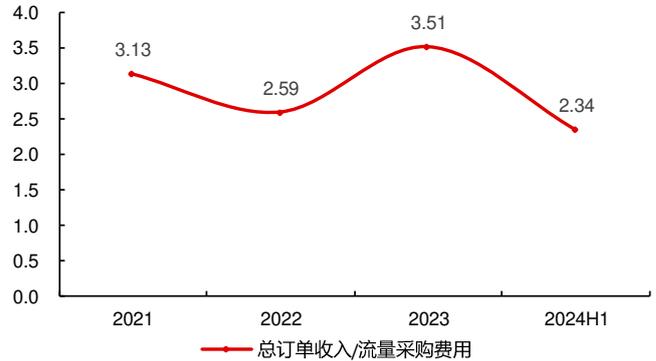
随着市场回暖，看好公司的流量转化弹性。从过往周期来看，公司流量转化效率随着市场环境而变化，呈现明显的向下有底、向上有弹性的特征。2024 上半年，受市场震荡等因素影响，公司总订单收入/流量采购费用为 2.34，位于近年来低位。924 国新办发布会后，市场交易热度显著回暖，公司流量转化效率有望显著提升，看好公司的流量转化弹性。

图 29: 公司流量采购费用情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

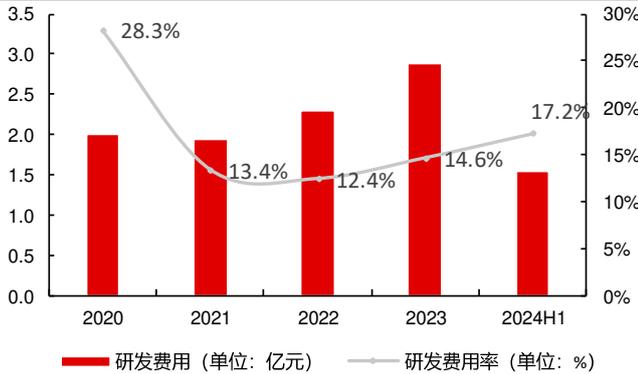
图 30: 公司投入产出比情况



资料来源: Wind, 长江证券研究所

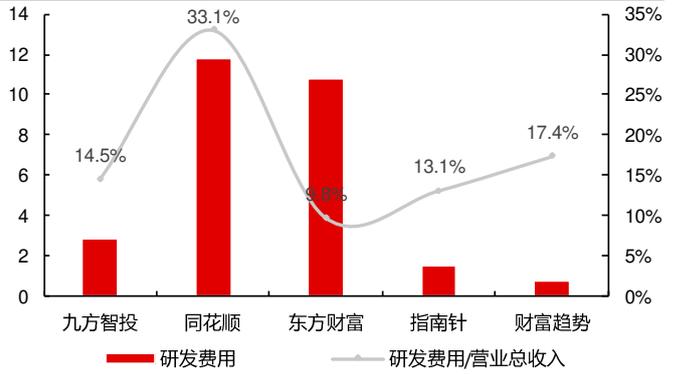
以创新和技术研发作为核心驱动力，研发投入高于同业。公司践行“科技+投研”双轮驱动战略，发挥在专业投研内容输出及金融科技创新上的优势，拓展新业务条线，推动现有产品的创新和升级。近年间公司持续提升研发投入，组建了一支稳定且高效的技术研发团队，围绕数智化转型持续发力。截至 2024 上半年末，公司共有研发人员 654 名，占员工总数的 22.7%，2024H1 研发投入为 1.54 亿元，占营业总收入比重为 17.2%。与同业相比，公司研发费用、费用率、人员数量及人均薪酬均处于较高水平。

图 31: 公司研发费用及费用率情况 (单位: 亿元, %)



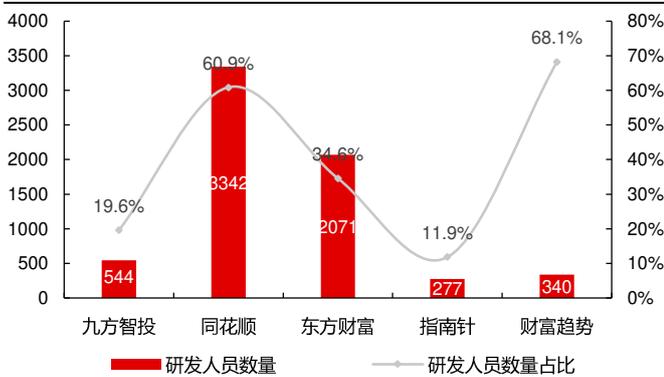
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 32: 2023 九方与同业公司研发费用及费用率对比 (单位: 亿元, %)



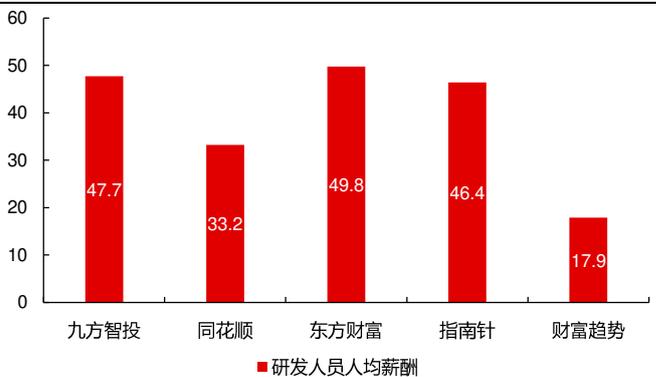
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 33: 2023 九方与同业公司研发人员数量及占比对比 (单位: 人, %)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 34: 2023 九方与同业公司研发人员人均薪酬对比 (单位: 万元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

公司短期的经营重点是在私域流量的变现环节中积极做高转化，并根据市场的反馈灵活调整产品矩阵布局，深度挖掘单客户价值。2021年之后，公司 ARPU 值稳步回升。

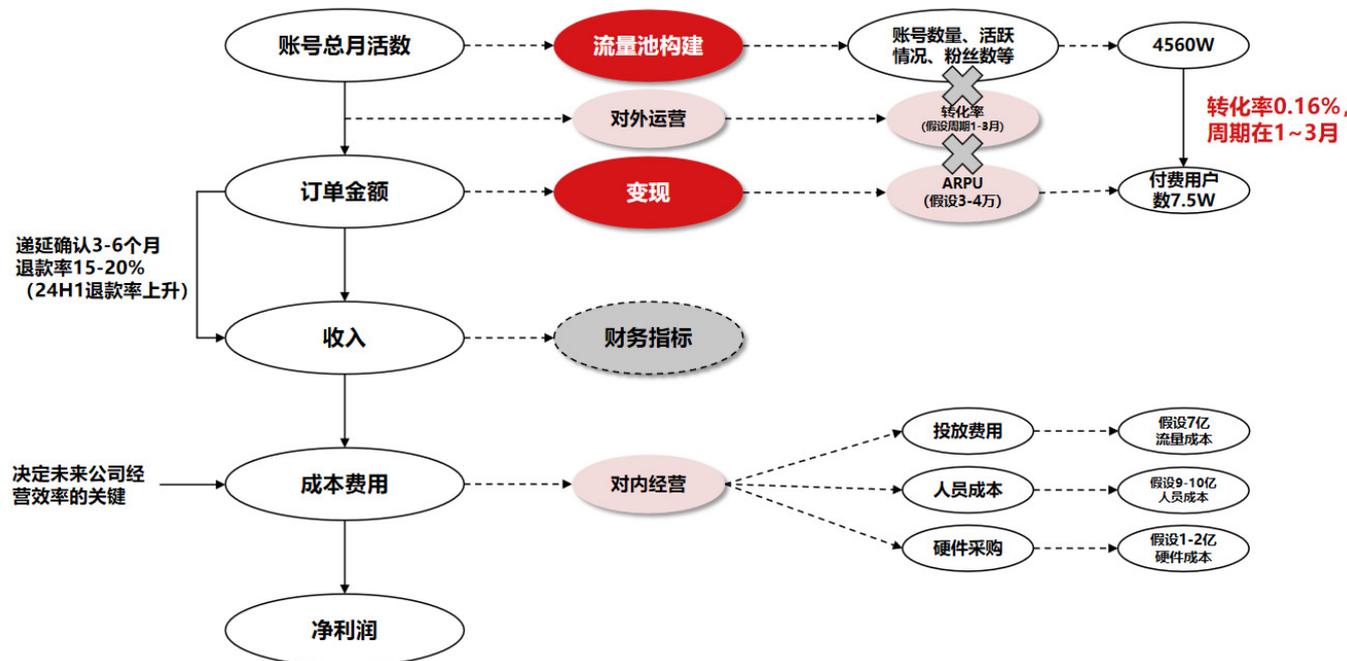
图 35：公司 ARPU 值逐步回升至 3 万元

	2019	2020	2021	2022	2023
九方智投旗舰版 (在线高端投教服务)					
总订单金额 (单位: 亿元)	4.13	10.26	13.73	11.74	13.64
付费用户数 (单位: 人)	13089	32387	38901	38159	40526
ARPU (单位: 千元)	31.55	31.68	35.29	30.77	33.66
九方智投摘龙版 (金融信息软件服务)					
总订单金额 (单位: 亿元)			6.11	8.18	9.83
付费用户数 (单位: 人)			62832	30026	32279
ARPU (单位: 千元)			9.72	27.24	30.45
二者合计					
总订单金额 (单位: 亿元)	4.13	10.26	19.84	19.92	23.47
付费用户数 (单位: 人)	13089	32387	101733	68185	72805
ARPU (单位: 千元)	31.55	31.68	19.50	29.21	32.24

资料来源：公司公告，长江证券研究所

未来，我们认为公司的成长性需要聚焦两个环节，一是从公域的月活到私域付费用户转化率的提升，二是探讨公司的成本费用端是否可以保证相对的稳定。

图 36：公司未来成长聚焦转化率的提升和成本费用的稳定性



资料来源：长江证券研究所

投资亮点：顺势而为，独占鳌头

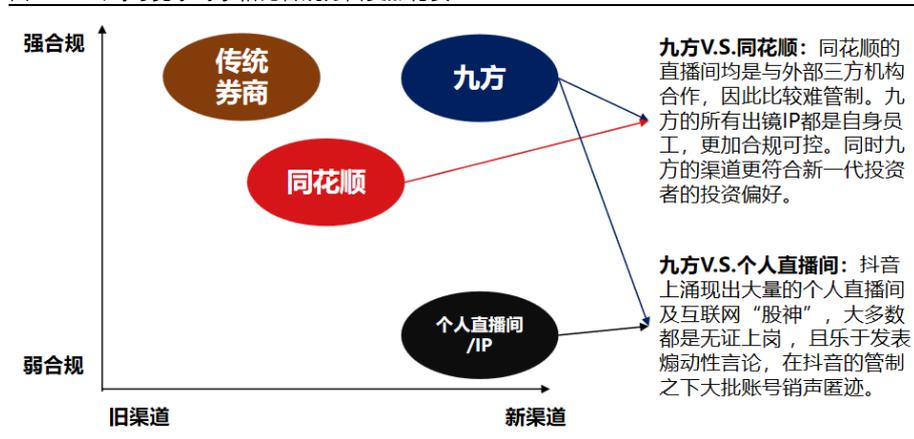
我们认为，公司能维持较优质的运营情况，映射出其体内具备的四大优势：1) 合规优势保证公司的一切运营均有章有法，且具备较强的过程管理能力。2) 先发优势：公司的商业模式类似互联网公司，因此更早地培养用户习惯不论是对于品牌的打造还是市占率的提升都非常重要。3) 内容优势：公司高效专业的团队架构使得公司可以持续输出优质内容。4) 技术优势：公司在 AI 和学习机产品方面的布局证明公司拥有利用新技术增强自身竞争力的格局和能力。

合规优势：公司底层优势，行业出清有助于龙头获取更高份额

金融行业的直播获客其实一直是受到监管管制的行业。监管明确要求，出镜的主播必须为真人，必须要有投顾牌照，且必须挂靠在拥有投顾牌照的机构下。另外严禁在直播中公开宣传股票代码及发表煽动性言论，严禁在直播间卖课。今年 10 月份之后平台对于财经类直播间的管制出现明显的收紧信号。如 10 月 11 日抖音公告称长期坚决打击包括“非法荐股”在内的各类非法证券活动。最近一个月，抖音累计治理股市相关违规账号 3600 余个、违规内容 15000 余条。

公司的合规优势主要来自于几方面：公司很早就拥有投顾牌照，且旗下所有 IP 均为公司员工，持证上岗，严格培训，获客环节的可控性较高。

图 37：公司与竞争对手相比合规方面更加稳妥



资料来源：长江证券研究所

图 38：公司直播间措辞及时调整



资料来源：抖音，长江证券研究所

先发优势：率先布局融媒体渠道，商业模式具备先发优势

互联网金融行业的流量属性较重，流量累计成使用习惯和品牌效应之后，就会使得头部玩家享有更多的资源。九方的成功在于，在行业供需两端升级的情况下，提早布局了新的流量入口，孵化了一定数量的账号。

截至 2024 年 6 月 30 日，集团共有 488 个在多个互联网平台上运营的 MCN 账户，拥有约 4560 万名粉丝，较同期增加 160 个 MCN 账户和约 1460 万粉丝。头部 IP 粉丝数在 200 万+，直播在线人数上万人。这样的提前布局在 9.24 日之后为公司带来了明确的收入弹性。

图 39：公司的互联网布局非常完善



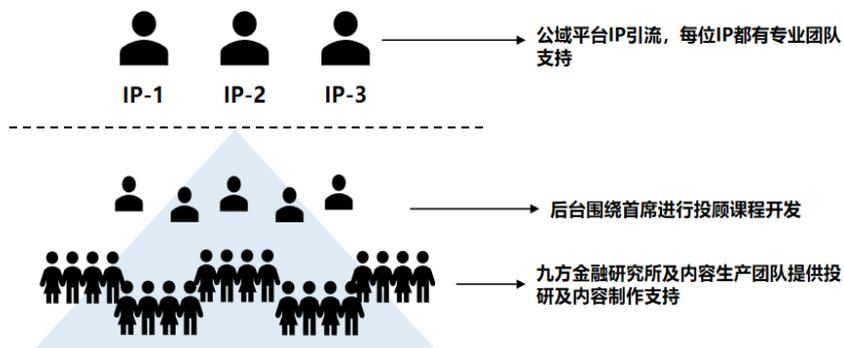
资料来源：公司业绩推介材料，长江证券研究所

内容优势：专业团队保证稳定、优质的内容供给

公司内部具备 150 人完善的研究所——九方金融研究所，日常工作包括对公司、行业的深度研究，支撑起整个公司的研究底层。同时公司还具备专业的销售、运营服务等团队，

以类似“大中台”的构建提高整体的组织效率。对于公司大 IP，公司会搭建独立的运营团队，保障头部 IP 的运营效率。

图 40：公司人员架构保证优质的内容供给



资料来源：长江证券研究所

图 41：公司人员架构（单位：人，截至 2024.06.30）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 42：专业的投顾课程是公司产品体系的重要组成部分

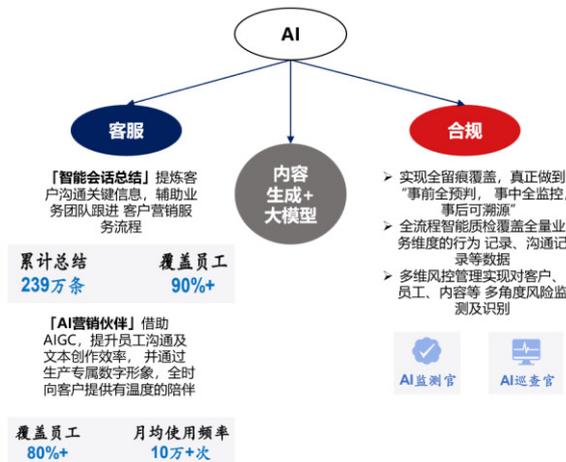


资料来源：公司官网，长江证券研究所

技术优势：将 AI 技术与现有业务深度结合，积极拥抱最新的产业趋势

公司将 AI 技术与现有业务深度结合，对内赋能客服、合规等流程，对外积极拥抱最新的产业趋势。从对内赋能看，公司在 AI 方面的布局主要体现在客服和合规两方面，公司可以利用 AI 技术实现全流程监管，保证其运营全流程的合规性。

图 43：公司对于 AI 的应用主要是客服和合规两方面



资料来源：公司公告，长江证券研究所

公司积极拥抱 AI 技术，目前在产品端的布局主要包含以下几部分：

- 1) **大模型服务体系**：2023 年公司发布自主研发“九章证券领域大模型”。九章证券领域大模型以华为 AI 算力云平台为底座，提供稳定可靠的 AI 算力，同时基于科大讯飞“星火认知大模型”并结合九方 20 余年沉淀的海量宏观政策、经济数据、行情数据、业务数据、研究报告、资讯新闻、公司公告、法律法规八大行业特色知识库，进行大模型证券行业知识增强训练，全面赋能证券行业投顾、投研、客服、合规、风控、营销六大业务场景。2025 年 2 月公司率先部署 DeepSeek 大模型，是证券投顾行业的佼佼者。后续公司将把 DeepSeek 优秀的推理能力应用于投研投顾、风险合规、智能营销、客户服务等证券领域核心业务场景。公司将持续建设以“九章证券领域大模型”为核心，结合通义千问、DeepSeek 等开源大模型协调工作的“1+N”大模型服务底座，统一构建“九方 AI 能力矩阵”的智能服务体系。
- 2) **数字人**：2023 年九方推出智能投顾数字人“九哥”，基于九章大模型与华为云算力，提供个股诊断、策略生成、情绪陪伴等 8 大核心服务，覆盖从新手到资深投资者的全生命周期需求。
- 3) **股票学习机**：公司于 24H2 推出了学习机产品“易知股道”，其打造的“AI 脑图-AI 笔记-AI 推荐-AI 测评”AI 智慧学全链路学习体系及全天候智能投资顾问“小九”，或将重塑投资者教育的效率与体验。

图 44：九方学习机易知股道图示



资料来源：易知股道，长江证券研究所

图 45：易知股道的课程体系

三大基座系统	硬件系统	AI 系统	投研系统
六大核心模块	全景课程、系统性直播、精品资讯、行情分析、智投工具、实时交易		
九维课程体系	选股、择时、基本面、技术面、风控、行业、股道、资产配置、投资策略		
三类学习内容	研究所精选课程 140+课程 900+课时 500+课件	IP 定期直播 每日讲盘 宏观视界 课程解码	海量热点资讯 全球市场 投资机会 热点行业
	投研能力：九方研究所 研究所课程累计时长 超 10,000 分钟 并将长期持续更新		技术能力：系统开发及 AI 能力嵌入 自研系统应用提升用户体验 接入“九哥”数字人 AI 功能帮助查漏补缺

资料来源：易知股道，长江证券研究所

除以上产品之外，2025 年 1 月 9 日，公司旗下品牌九方智投数智新品发布会在上海圆满举办，正式推出新一代股票投资对话助手“九方灵犀”及一站式智能投研平台“九方智研”两款 AI 新品。

- 1) 九方灵犀是基于九方智投自研九章证券领域大模型而研发的金融对话智能体，拥有自主思维链决策推理能力、工具调用能力、用户记忆体构建能力和图文回复功能。它主要从智能体验与专业投顾能力两方面进行打造，旨在为用户提供更加智能化、专业化和个性化的股票投资服务。
- 2) 九方智研是基于九章证券长文本大模型和检索增强技术而研发，通过整合多源金融数据，利用先进技术手段进行智能筛选和分析，能针对不同研发方向筛选出投资者需要的数据信息，也能进一步实现数据智能筛选、智能分析，使得生成的报告内容更专业、更有深度。

我们认为，公司近年来在 AI 方面的积极布局和跟进证明了公司面对 AI 时代浪潮时的积极心态。我们认为，公司的业务模式与 AI 的落地范式天然耦合，而公司亦在积极探索新时代投顾行业发展的最新范式。通过“大模型底座-数字人交互-生态化协作”的三维布局，公司正尝试将 AI 从工具属性升维为服务生态的核心驱动力。

风险提示

- 1、市场监管风险。公司所处三方投顾行业属于高监管行业，部分友商的不合规行为或给行业带来一定的监管压力。
- 2、市场成交额不稳定风险。公司订单与成交额直接挂钩，若市场成交额不稳定，则可能导致公司订单情况不及预期。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务（例如：配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资）。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。