

指南针（300803.SZ）

2025 年 02 月 25 日

金融信息服务龙头，证券与基金牌照开启成长空间

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（维持）

高超（分析师）

卢崑（分析师）

gaochao1@kysec.cn

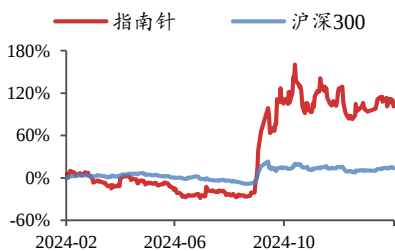
lukun@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

证书编号：S0790524040002

日期	2025/2/25
当前股价(元)	92.90
一年最高最低(元)	124.88/33.14
总市值(亿元)	383.27
流通市值(亿元)	378.46
总股本(亿股)	4.13
流通股本(亿股)	4.07
近 3 个月换手率(%)	319.56

股价走势图



数据来源：聚源

● 金融信息服务龙头，证券与基金牌照开启成长空间

公司作为头部 2C 金融信息服务商，收购证券与公募基金牌照延伸了对个人投资者的服务链条，打开了业务上限与成长空间，驱动客户黏性与单客价值提升。公司聚焦零售业务赛道，拥有服务中小投资者的专业能力与基因，证券业务持续验证成长性，整体业绩弹性和估值弹性突出，充分受益于本轮个人投资者积极入市驱动的交易量改善及市场信心恢复。2025 年业绩有望明显释放，看好软件与证券业务协同效应，远期成长空间开启。关注市场交易活跃度、证券业务导流开户和定增推进等催化。我们预计 2025-2027 年归母净利润为 3.5/5.6/7.7 亿，同比+238%/+58%/+38%，EPS 分别为 0.9/1.4/1.9 元，当前股价对应 PE 115/73/52 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 头部 2C 金融信息服务商，强 beta 特性突出

（1）2C 金融信息服务商行业竞争格局向头部集中，马太效应突出，流量获客、产品研发、投顾服务是核心竞争要素。行业收入与市场景气度高度相关且弹性较大，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。（2）公司通过外部买流获客，体验式营销转化，“体验式”和“有节奏”的销售模式利于提高客户体验、减少退货率。我们测算 2024 年新增免费客户 392 万人，新增付费客户 47 万户，ARPU 值 3282 元。据 2020、2021 年销售回款及产品均价推算，公司付费客户低端、中端、高端品客户结构为 80%/15%/5%，预计近年来保持稳定。金融信息服务业务与自身销售计划节奏影响呈现不规律特征，强 beta 特性突出，核心跟踪现金流指标。

● 收购证券牌照打开业务上限，成长性持续验证

公司重整网信证券并改名为麦高证券，获得稀缺证券牌照有助于公司围绕中小投资者财富管理打造业务生态闭环。发展初期，麦高证券凭借母公司软件产品优势进行客户导流，可通过优惠活动促进用户开户与入金，驱动集团客户黏性与单客价值提升，指南针高活跃度、高频交易、高持仓比的中小投资者客户赋能有助于麦高证券打造差异化优势，证券业务成熟后我们看好麦高证券独自获客并为软件端赋能。2023 年至今麦高证券经纪业务与客户入金持续逆势增长，2023 年/2024 年手续费净收入 0.92/2.4 亿元，同比+155%/+163%，2024 年末代理买卖证券款达 66 亿元，较年初+175%，环比+27%，反映 9 月末市场转向带来的客户入金增加，本轮个人投资者驱动的行市下，看好公司阿尔法驱动市占率快速提升。

● 风险提示：市场交易量低迷；导流获客增长不及预期；定增事项具有不确定性。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1112.9	1528.7	2238.2	2803.1	3365.0
YOY(%)	(11.3)	37.4	46.4	25.2	20.0
归母净利润(百万元)	72.6	104.2	352.4	557.5	771.0
YOY(%)	(78.5)	43.5	238.2	58.2	38.3
毛利率(%)	87.3	88.7	91.8	92.7	93.6
净利率(%)	6.5	6.8	15.7	19.9	22.9
ROE(%)	4.1	5.1	14.6	19.4	21.8
EPS(摊薄/元)	0.2	0.3	0.9	1.4	1.9
P/E(倍)	556.4	387.7	114.6	72.5	52.4
P/B(倍)	21.6	18.0	15.5	12.8	10.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、深耕 2C 业务，打造“一体两翼”新业务格局	4
2、软件业务：头部 2C 金融信息服务商，强 beta 特性突出	8
2.1、行业介绍：金融信息服务行业马太效应突出，具有高 beta 弹性	8
2.2、公司商业模式高效：外部买流获客，体验式营销转化	10
3、证券业务：收购证券牌照打开业务上限，成长性持续验证	15
4、盈利预测、估值与投资建议	19
4.1、盈利预测	19
4.2、估值与投资建议	19
5、风险提示	20
附：财务预测摘要	21

图表目录

图 1：指南针品牌深耕 27 年，打造“一体两翼”业务格局	4
图 2：公司营业收入和归母净利润受市场影响波动较大	6
图 3：2023 年以来证券业务占比快速提升	6
图 4：证券投资咨询行业收入集中度高，盈利分化，头部公司获取行业主要利润	9
图 5：2013 年以来指南针保持行业第一梯队	9
图 6：头部公司份额领先，指南针近四年市占率整体稳定	10
图 7：2019 年以来公司广告投流费用保持增长	11
图 8：公司体验式营销模式高效	11
图 9：公司人数呈增长趋势	12
图 10：业务受市场和销售计划影响而不规律，高 beta 特性突出	13
图 11：公司核心产品分为三档	13
图 12：公司研发费用持续增长	14
图 13：2023、2024 年营业收入同比快速增长	17
图 14：2022 年完成收购，2023 年营业利润扭亏	17
图 15：2023、2024 年手续费及佣金收入快速增长	17
图 16：2023、2024 年利息净收入快速增长	17
图 17：客户入金规模持续增长，2024Q4 环比+27%	17
图 18：投资收益有所增长，受益于债市向好	17
图 19：2024 年 10 月市场新开户 685 万户，环比+274%，同比+484%，单月历史第三	18
表 1：公司为民企性质，第一大股东为广州展新通讯科技有限公司	4
表 2：公司管理层稳定，以技术型人才为主	5
表 3：2019 年以来公司成本费用率有所提升	7
表 4：公司股权激励以营收和净利润为基准考察	7
表 5：2C 金融信息服务商在软件产品、商业模式上与证券公司具有一定差异	8
表 6：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	8
表 7：测算 2022-2024 新增付费客户数 32/34/47 万户，ARPU 值 4460/3244/3282 元	11
表 8：指南针在投资咨询公司中从业人数第一，投顾人数第二	12
表 9：公司核心产品梯度分明，体验式营销有助于提升客户满意度	14
表 10：参与网信证券破产重整，完成证券牌照收购	15

表 11: 麦高证券客户数与客户资产快速增长, 股基市占率提升	16
表 12: 收购时公司制定网信证券“五年三步走”规划	18
表 13: 盈利预测: 预计 2025-2027 年归母净利润 3.5/5.6/7.7 亿, 同比+238%/+58%/+38%	19
表 14: 可比公司估值分析	20

1、深耕 2C 业务，打造“一体两翼”新业务格局

深耕于金融信息服务行业，收购券商、公募牌照打造财富管理业务生态闭环。指南针品牌创立于 1997 年，2001 年北京指南针科技发展股份有限公司成立，自成立以来一直专注于证券分析和证券信息服务。2007 年 1 月至 2019 年 9 月在新三板挂牌，2019 年 11 月在深交所创业板成功上市。(1) 收购稀缺券商牌照，打开业务空间。2022 年 7 月，指南针通过破产重整投资方式完成对网信证券的收购，并在 2023 年 1 月将其更名为麦高证券，公司成为业内第二家拥有证券牌照的互联网金融信息服务商。(2) 布局先锋基金，打造“一体两翼”业务格局。公司布局公募基金牌照，于 2023 年 12 月 11 日受让先锋基金股份 4.99%，于 2023 年 12 月竞拍得先锋基金 34.2076% 股权，于 2024 年 12 月获证监会核准批复，并于 2024 年 12 月 26 日登记成为先锋基金股东持股 39.1976%，2025 年 2 月 18 日进一步收购先锋基金 22.5050% 股权，成为控股股东（持股 61.7026%）。公司完成收购券商与公募基金牌照，形成以金融信息服务为主体，证券服务和公募基金服务为两翼的“一体两翼”业务发展新格局，有助于打造专注服务中小投资者财富管理需求的业务生态闭环。

图1：指南针品牌深耕 27 年，打造“一体两翼”业务格局



资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

公司股权结构相对稳定，第一大股东持股 40.15%。2024 年末公司第一大股东为广州展新通讯科技有限公司，持股比例为 40.15%，其中黄少雄、徐兵作为一致行动人分别持有广州展新 35.5% 和 25.0% 股权，为公司实际控制人。其他股东持股比例均较低，相对分散。

表1：公司为民企性质，第一大股东为广州展新通讯科技有限公司

前十大股东（2024 年末）	持股比例
广州展新通讯科技有限公司	40.15%
隋雅丽	1.68%
易方达创业板交易型开放式指数证券投资基金	1.66%
陈宽余	1.34%
挚盟超弦五号私募证券投资基金	1.30%
香港中央结算有限公司	1.11%
孙鸣	0.85%
中证 500 交易型开放式指数证券投资基金	0.83%
华安创业板 50 交易型开放式指数证券投资基金	0.69%
张春林	0.68%

资料来源：Wind、开源证券研究所

公司高层管理团队保持稳定，以技术型人才为主。公司管理层中，多位管理人员长期任职，保持了公司高层结构的长期稳定，拥有丰富的行业从事经验，确保公司的持续健康发展。同时，大量的管理层人员拥有丰富的计算机技术背景，彰显了公司的科技属性。

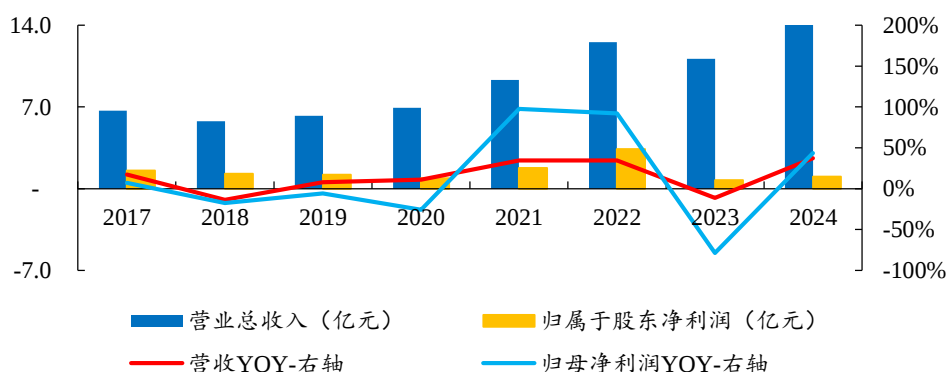
表2：公司管理层稳定，以技术型人才为主

姓名	职务	简历
顿衡	董事长	1973 年出生，美籍华人，硕士学历；2005 年 1 月毕业于美国佐治亚州州立大学，取得会计和金融专业学士学位；于 2007 年 5 月取得 MBA 金融学位；曾就职于北京市五金矿产进出口公司；2008 年至 2018 年 8 月在北京掌上网络科技有限公司工作，先后任财务总监助理、财务总监、副总裁、监事等职务；2011 年 4 月至 2013 年 5 月曾担任公司董事会秘书，2013 年 5 月至今担任公司董事长。
冷晓翔	副董事长、 总经理	1982 年出生，中国国籍，拥有香港居民身份证（非香港永久居民身份证），不享有香港永久居留权，硕士研究生学历，2004 年毕业于清华大学计算机科学与技术系，获工学学士学位，2007 年毕业于清华大学计算机科学与技术系，获工学硕士学位；2006 年 7 月至 2007 年 12 月，任搜狐公司研发中心研发工程师、项目经理职务；2007 年 12 月入职公司，先后担任项目经理、经理、总监、副总经理等职务，现任公司副董事长、总经理。
孙鸣	董事、副总 经理	1976 年出生，中国国籍，拥有香港居民身份证（非香港永久居民身份证），不享有香港永久居留权，本科学历；1999 年毕业于清华大学计算机科学与技术系，获工学学士学位。孙鸣先生是公司发起人之一，指南针软件程序主创人员，参与了软件系统的实施、编写、管理工作；2001 年 4 月至 2011 年 8 月担任公司信息总监、副总经理等职务；2011 年 9 月至 2013 年 5 月在君之创担任经理职务；2013 年 5 月至 2023 年 8 月担任董事、副总经理、董事会秘书，现任公司董事、副总经理。
郑勇	董事、财务 总监	1977 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，硕士学历；1999 年毕业于广东外语外贸大学，获得会计专业学士学位；2003 年毕业于英国伯明翰城市大学，获得审计管理及咨询专业硕士学位；曾任普华永道会计师事务所并购交易部高级顾问，德勤会计师事务所审计部、并购交易部经理，华奥物种集团内审总监、投资部高级经理、甘肃公司财务总监；2011 年至今担任公司董事、财务总监。
陈岗	副总经理	1976 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历，1998 年毕业于东南大学仪器科学与工程系智能控制系统专业；1999 至 2001 年，任职于北京指南针证券研究有限公司；2001 年入职指南针，先后担任公司市场部、资讯部、策划部经理及总经理助理等职务，现任公司副总经理、总编辑。
张黎红	副总经理	1976 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历，1999 年毕业于北京工商大学货币银行专业，具有证券投资咨询执业资格；1999 年 7 月至 2001 年 2 月，任北京鑫牛财经资讯有限公司编辑；2001 年 2 月加入指南针，先后在资讯部、市场部、产品部工作，现任公司副总经理、产品部总监。
高海娜	副总经理	1979 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，研究生学历，2001 年毕业于中央财经大学税务专业，获学士学位，2004 年毕业于中央财经大学财政与公共管理专业，获硕士学位。曾任兴业基金管理有限公司北京分公司总经理助理、北京宇跳网络技术有限公司证券投资基金业务公共事务负责人，2022 年 7 月入职公司，现任公司副总经理、首席风险官。
李静怡	董事会秘 书	1986 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，博士学历。2014 年毕业于美国约翰逊威尔士大学，获工商管理硕士学位，2021 年毕业于泰国正大管理学院，获工商管理哲学博士学位，已取得深圳证券交易所颁发的董事会秘书资格证书。2014 年 5 月至 2015 年 10 月任 PCG Advisory Group 大中华区副总裁；2015 年 11 月至 2016 年 8 月任皓天财经集团客户经理；2016 年 10 月至 2020 年 1 月任狮华公关顾问（上海）有限公司助理总监。2020 年 2 月入职公司，先后担任公司投资者关系总监、证券事务代表，现任公司董事会秘书。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

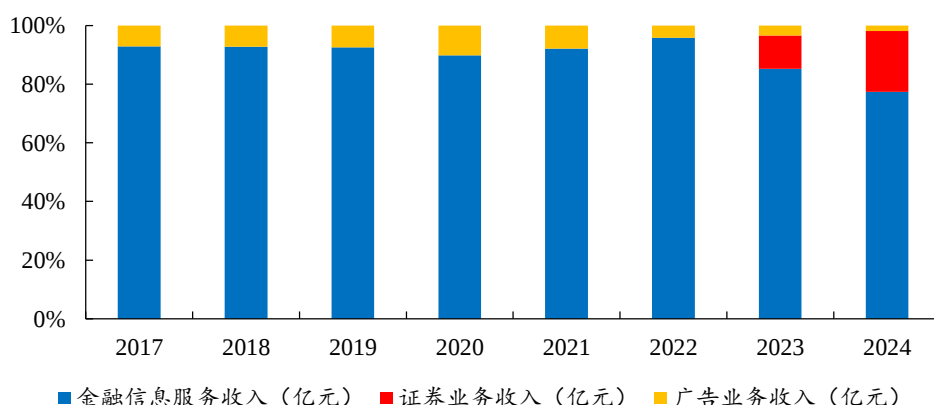
公司收入和净利润 beta 属性突出，受资本市场景气度影响明显。(1) 收入与净利润：2024 年公司营业总收入/归母净利润分别为 15.3/1.0 亿，同比+37%/+44%。2022-2023 年市场低迷导致公司金融信息服务业务承压，同时收购券商牌照带来资金占用、麦高证券前期成本投入影响成本年费用，导致净利润承压。2024 年 9 月末政策转向驱动股市反弹，市场活跃度提升驱动公司业务向好，2024 年收入利润实现增长。**(2) 收入结构：**收入以金融信息服务为主，证券业务收入占比快速提升，2022-2024 年金融信息服务收入 11.8/9.5/11.8 亿，YOY+37%/-20%/+25%，证券收入占比 2%/11%/21%。两业务均与市场景气度相关，且弹性较大。**(3) 成本费用：**2019 年以来公司营业成本率相对稳定。销售费用持续增长，绝对水平上相对刚性，主因广告投放费用增长，反映公司在市场景气度较低的环境下，逆势加大品牌推广及客户拓展力度，销售人员薪酬主要和公司各期的销售成果相关。管理费用自 2022 年明显提升，主因麦高证券的费用并入以及后续加大投入，同时股权激励也有一定影响。研发费用投入持续增长，主因公司加大研发投入，扩充研发团队，增加研发人员的薪酬。总体来看，公司经营杠杆高，驱动净利润弹性进一步放大。

图2：公司营业收入和归母净利润受市场影响波动较大



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：2023 年以来证券业务占比快速提升



数据来源：公司年报、开源证券研究所

表3：2019 年以来公司成本费用率有所提升

单位：百万元	2019A	2020A	2021A	2022A	2023 年	2024 年
营业成本	90	106	111	135	141	173
营业成本率	14%	15%	12%	11%	13%	11%
销售费用	305	384	501	549	549	804
销售费用率	49%	55%	54%	44%	49%	53%
管理费用	47	57	67	188	285	452
管理费用率	7%	8%	7%	15%	26%	30%
研发费用	80	92	109	125	146	163
研发费用率	13%	13%	12%	10%	13%	11%

数据来源：Wind、开源证券研究所

持续股权激励完善长效机制，定价略高于市价彰显信心。公司上市以来，先后于 2021 年 2 月、2022 年 12 月、2023 年 11 月、2025 年 1 月做过四轮股票期权激励方案，通过股权激励持续提升公司长效激励机制，留存核心业务团队，激励业务增长。2025 年 1 月的股权激励授予价格 91.75 元，本次股权激励授予价格高于此前股权激励授予价格，体现公司对股价的信心，业绩考核为公司未来盈利增速指引下限。2025-2027 三年需摊销费用 0.87 亿元，2025 年摊销 0.44 亿元，对盈利影响较小。

表4：公司股权激励以营收和净利润为基准考察

行权期	业绩考核目标
第一个行权期	以 2024 年基数，2025 年营收增速不低于 12%，或净利润增速不低于 12%
第二个行权期	以 2025 年基数，2026 年营收增速不低于 12%或净利润增速不低于 12%；或者以 2024 年为基数，2026 年营收增速不低于 26%或净利润增速不低于 26%，第二行权期考核目标完成其一即可。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

拟定增 29 亿元以提升证券子公司竞争力，已先行增资 7 亿元。公司参与网信证券破产重整并完成收购证券牌照后，证券子公司资本实力仍较为薄弱，为摆脱历史经营困境，公司于 2022 年 5 月发布定增预案，拟募集不超过 30 亿元用于增资证券子公司，2025 年 2 月 21 日调整定增募资金额为 29.0458 亿元(因 2024Q4 财务性投资 9541 万，按照相关法律法规应在定增金额中扣除)。在定增的董事会审议通过之后至发行募集资金实际到位之前，公司可根据子公司麦高证券经营状况和发展规划以自筹资金先行对麦高证券进行增资，并将在募集资金到位之后按照相关法规规定的程序对前期自筹资金予以置换。公司于 2022 年 7 月、2024 年 12 月以自筹资金 5.0、2.0 亿元先行增资麦高证券，截至 2024 年末麦高证券注册资本为 12 亿元。据公司 2024 年报披露，目前定增材料仍处于深交所审核过程中，各项工作正常推进。

2、软件业务：头部 2C 金融信息服务商，强 beta 特性突出

2.1、行业介绍：金融信息服务行业马太效应突出，具有高 beta 弹性

2C 金融信息服务商多为持牌投资咨询机构，能够为客户提供投资建议，多数机构通过荐股软件开展投资咨询业务，客户付费模式多数为一次性付费购买软件终端。与券商投资咨询业务相比，2C 金融信息服务商在软件产品力、获客与付费转化的商业模式打法上有一定差异。

表5：2C 金融信息服务商在软件产品、商业模式上与证券公司具有一定差异

投资咨询赛道	证券投资咨询机构 (持牌的 2C 金融信息服务商)	证券公司
业务产品、服务	多数为软件、投教课形式	传统投资咨询服务，近年来标准化、产品化为特色的互联网投顾产品及服务业务的收入占比提升
付费模式	多为提前一次性付费购买软件终端	收取投资顾问尾佣、差别佣金
组织形式与商业模式	多数独立经营，专注证券投资咨询业务，多数通过互联网渠道获客并进行影响转化	证券公司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

资料来源：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6：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%

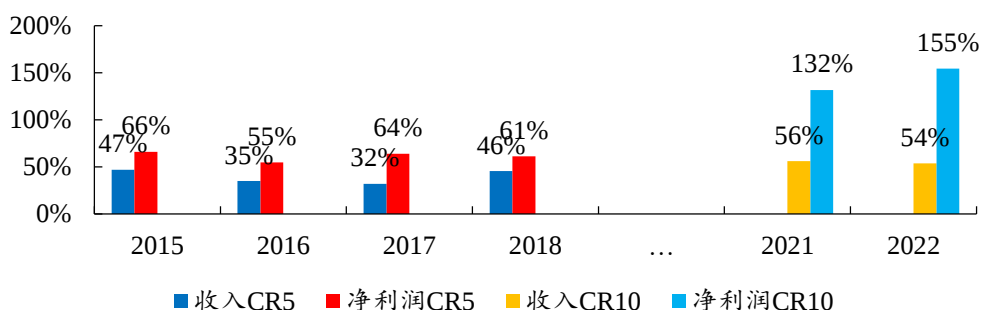
数据来源：Wind、中证协、开源证券研究所

行业向头部集中，马太效应突出，流量获客、产品研发、投顾服务是核心竞争要素。

(1) 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%，行业集中度较高，行业 39 家公司盈利，36 家亏损，各公司盈利能力差异明显。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，使得其在流量获客、产品研发、投顾服务方面领先同业，带来市占率持续提升。

(2) 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%。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。总的来看，指南针处于行业第一梯队。

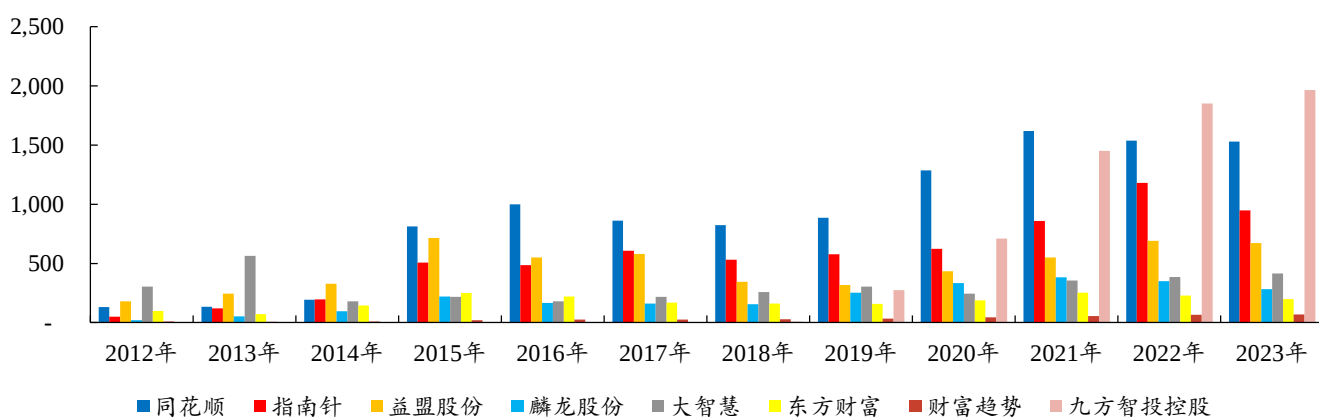
图4：证券投资咨询行业收入集中度，盈利分化，头部公司获取行业主要利润



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%

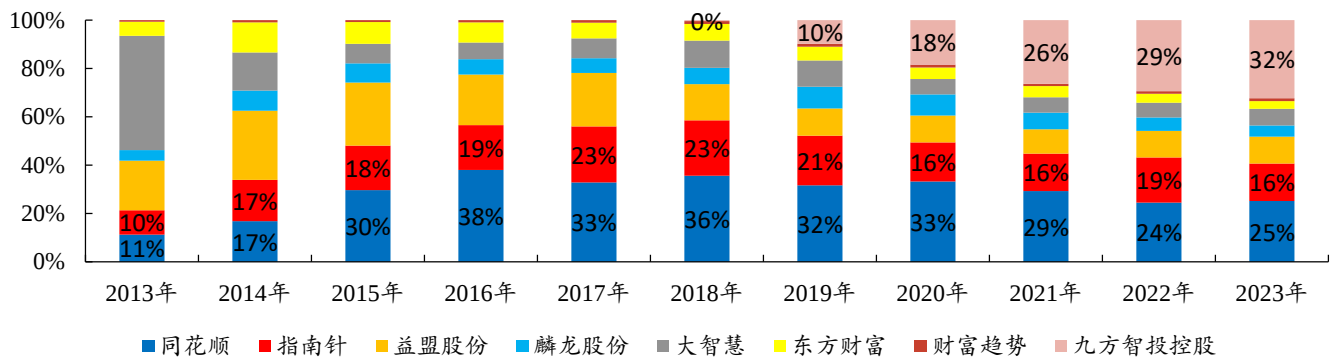
图5：2013 年以来指南针保持行业第一梯队



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、九方智投控股。

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；九方智投控股为主营业务收入，下同。

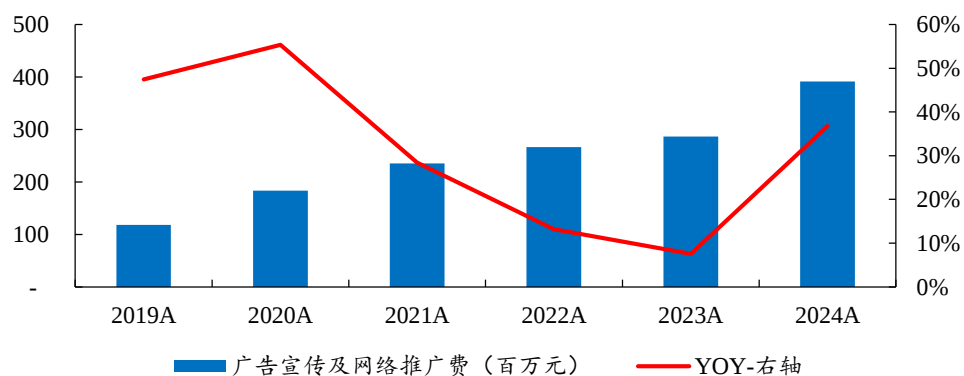
图6：头部公司股份领先，指南针近四年市占率整体稳定


数据来源：Wind、开源证券研究所

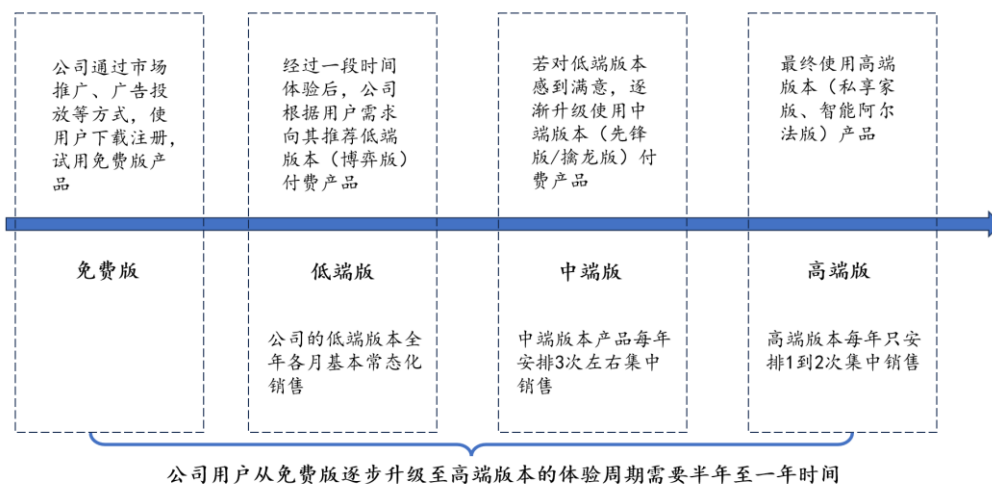
2.2、公司商业模式高效：外部买流获客，体验式营销转化

(1) 广告投流精准获客：公司通过投放互联网广告获客，在主要流量平台均有投流，获客情况受市场景气度和广告投放费用共同影响。2022 年以来广告投流费用保持增长，公司持续扩大品牌推广及客户拓展力度，保证每年新增付费客户稳健增长。2024 年公司广告投流费用 3.9 亿元，同比+37%，假设获客成本 100 元（招股书披露 2019H1 为 78 元，假设近年来有所增长），测算 2024 年新增免费客户 392 万人，假设 12% 转化率（据招股书披露数据测算 2019H1 转化率 10%，假设近年来有所提升），对应新增付费客户 47 万户，测算得到 ARPU 值 3282 元。

(2) 体验式营销模式促进转化：公司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。经过一段时间体验后，公司根据用户需求向其推荐低端版本（博弈版）付费产品，并逐渐升级使用中端版本（先锋版/擒龙版）付费产品，最终到高端版本（私享家版、智能阿尔法版）产品。注册用户从免费版逐步升级至高端版本的体验周期需要半年至一年时间。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。“体验式”和“有节奏”的销售模式利于提高客户体验、减少退货率，根据客户积累情况开展个版本销售，有助于集中公司各部门协同力量完成销售目标。据公司披露的 2021 年报问询函回复，以 2020、2021 年销售回款及产品均价推算，公司付费客户中低端、中端、高端品客户结构为 80%：15%：5%，预计近年来保持稳定。

图7：2019年以来公司广告投流费用保持增长


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图8：公司体验式营销模式高效


资料来源：公司公告、开源证券研究所

表7：测算 2022-2024 新增付费客户数 32/34/47 万户，ARPU 值 4460/3244/3282 元

	2022 年估算	2023 年估算	2024 年估算
广告投流费用 (百万元)	266	286	392
新增免费客户获客成本 (元)	100	100	100
新增免费客户数 (万户)	266	286	392
付费转化率	12%	12%	12%
付费客户数 (万户)	31.94	34.36	46.98
销售现金流 (百万元)	1,424	1,115	1,542
ARPU 值 (元)	4,460	3,244	3,282
目标客户	证券市场中小投资者		
客户体量	据公司公告，截至 2021 年年末，公司累计注册用户约 1500 万人，其中包含累计付费用户 150 万人。随着 2022 年和 2023 年上半年的公司广告持续投放，		

2022 年估算	2023 年估算	2024 年估算
----------	----------	----------

累计注册用户和累计付费用户均有所增长。2024H1 新增付费用户规模同比增长近 50%。

据公司披露的 2021 年报问询函回复，以 2020、2021 年销售回款及产品均价付费客户结构：推算，公司付费客户中低端、中端、高端品客户结构为 **80%：15%：5%**，预计近年来保持稳定。

数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：上表红色字体为假设值，蓝色字体为披露值，黑色字体为计算值

营销转化需要销售客服人员支撑，公司员工以销售客服人员为主，从业人员位居行业第一。2024 年公司总人数（含证券子公司）2720 人，其中销售客服人员 1720 人，占比 63%。截至 2025 年 2 月 20 日，指南针证券从业人员数量达 2093 人，位居证券投资咨询行业第一，投顾资格从业人员 407 人，位居行业第二。

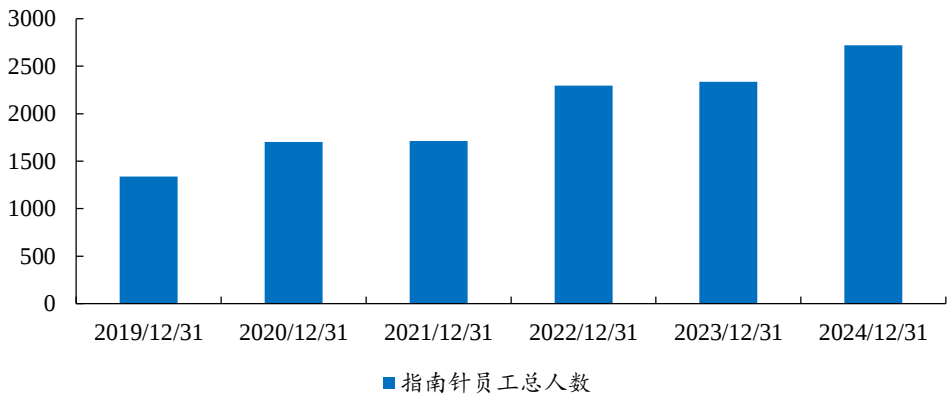
表8：指南针在投资咨询公司中从业人数第一，投顾人数第二

机构名称	从业人员数总数	一般证券业务	证券投资咨询（投顾）
北京指南针科技发展股份有限公司	2093	1686	407
上海九方云智能科技有限公司	1755	1388	367
和讯信息科技有限公司	1223	772	451
江苏百瑞赢证券咨询有限公司	1204	1086	118
益盟股份有限公司	1133	982	151

数据来源：中证协、开源证券研究所

注：数据截至 2025.2.20

图9：公司人数呈增长趋势

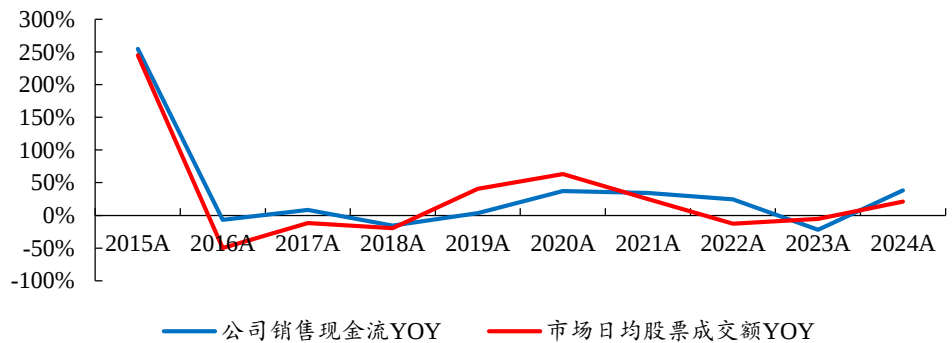


数据来源：Wind、开源证券研究所

业务受资本市场与自身销售计划节奏影响呈现不规律特征，强 beta 特性突出。公司的商业模式高效且具有差异性，是经过多年探索并打磨自身营销漏斗模型得到，业务收入也受此影响而呈现全年分布不均衡的特征。资本市场环境影响获客、客户积累以及转化等多个维度，因此一定周期内公司业务与市场成交额呈一定的正相关性和滞后性，总体来看强 beta 特性突出。

核心跟踪现金流指标。金融信息服务业务在产品销售时一次性预收全部款项，其中初始化费用部分在客户取得产品授权后一次性确认收入，后继维护运行费在服务期限内分期确认收入，故收入指标相对滞后，现金流指标更充分反映业务需求变化。2024Q4 公司单季度销售现金流 9.4 亿，环比+688%，高于市场日均股票成交额环比增速 122%。

图10：业务受市场和销售计划影响而不规律，高 beta 特性突出



数据来源：Wind、开源证券研究所

指南针公司致力于打造多元化的产品矩阵，满足消费者的各类差异化需求。指南针在 PC 端打造全赢系列和财富掌门系列两大产品线，为不同类型的投资者提供专业化的咨询服务，满足投资者的多元化需求。同时在 APP 端推出指南针股票、指南针基金两款产品，为客户提供实时资讯查询、知识交流学习、购买交易服务的平台。2023 年公司产品推陈出新，陆续完成了全赢系列产品从免费版到智能阿尔法版本的全系迭代升级，在进一步优化了指标和相关分析模型的基础上，不断完善用户的使用体验。

图11：公司核心产品分为三档



资料来源：公司官网、开源证券研究所

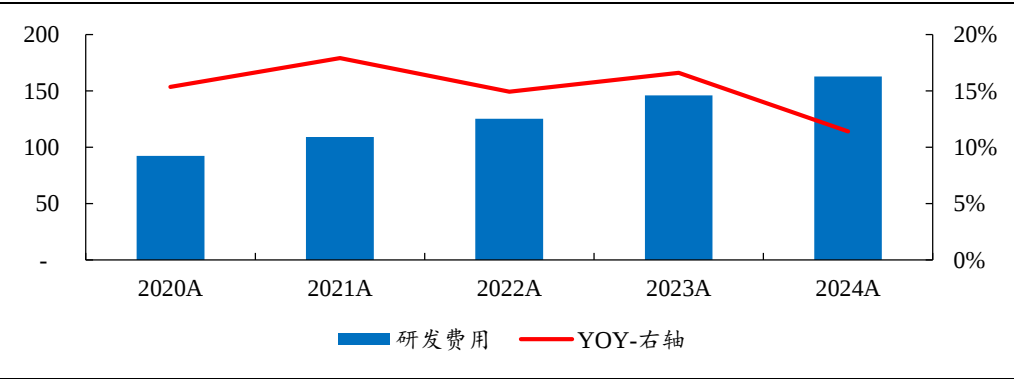
表9：公司核心产品梯度分明，体验式营销有助于提升客户满意度

产品类型	产品名称	产品价格	产品简介
免费版	全赢博弈智能操盘系统	/	提供行情显示、行情基础分析并进行信息即时接收的证券投资辅助决策平台。其操作简单，与业内传统产品的界面和操作方式相似，方便投资者上手使用，无需特别维护。另外能够提供较强的分析功能，提供包括估值空间分析、牛熊判市、慧眼关注等高级分析功能。
低端版	动态全赢版	价格为 1580 元/年	全赢版除提供基础数据产品的行情及资讯查询功能之外，还提供三大榜单 TOP50、舆情监控指标、操盘训练系统等多项特色的分析工具与决策指标。
中端版	动态擒龙版	价格为 7800 元/年	擒龙版主要提供包括各类技术指标以及多项具有特色的深度分析工具，特色功能模块包括资金动向、擒龙平台、蓝筹模式、监控平台等，实时帮助投资者做出更好的选择。
高端版	全赢私享家版	PC 版价格为 19800 元/年, APP 版价格为 15800 元/年	私享家版核心功能包括排雷系统、私募英雄榜、大宗揭秘、外围资金、索罗斯空间等，并提供专业化定制化的投资服务和指导，以及通过多项深度分析使用户了解市场行情，帮助客户做出更好的投资决策。
高端版	全赢决策系统智能阿尔法版		2022 年推出，主要功能为利用基本面类、资金类、技术类、事件因子等多因子进行组合，利用大数据的评价体系及归因分析方法，实现模型构建。同时，对个股及其所属的行业和市场，划分成不同的策略等级，用户可根据条件范围，自行选择策略方案。
高端版	财富掌门标准版/高级版	标准版 20000 元/年 高级版 50000 元/年	2019 年推出，产品从风险控制角度将投资管理过程进行模块化切分，分为选股评级、选时评级、滤网分级、行情评级等功能模块，通过对上述模块的独立评级，能够将各模块的投前预测结果和投后管控方法直观呈现给投资者，便于投资者对投资过程进行条理化的评价与纠正，从而达到控制投资风险的既定目标。功能上更注重于证券投资的风险控制管理，与全赢系列的高端产品之私享家版在功能上各有侧重。

资料来源：招股说明书、定增募集说明书（申报稿）、开源证券研究所

持续加大研发投入，增强产品核心竞争力。公司多年来始终重视对研发的投入与综合技术能力的培养，掌握了一批包括证券研究技术、电子商务技术和多媒体网络技术等的核心技术。公司凭借强大的证券研究技术和产品研发能力，开发出了种类丰富、功能强大的产品体系。公司加大研发投入，扩充研发团队，增加研发人员的薪酬，2022-2024 年公司研发费用分别为 1.3/1.5/1.6 亿元，同比+15%/+17%/+11%。

图12：公司研发费用持续增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、证券业务：收购证券牌照打开业务上限，成长性持续验证

收购证券牌照，拓展业务空间。（1）**重整网信证券，获得稀缺证券牌照：**网信证券是一家业务覆盖全国的综合性券商，2021 年末下设 3 个分公司及 40 个营业部，因债券交易产生重大交易风险，严重资不抵债。2021 年 7 月沈阳中院裁定受理网信证券的破产重整申请，2021 年 9 月指南针报名参与网信争取破产重整投资；2022 年 2 月，指南针被确认为网信证券重整投资人，并于 3 月发布重大资产购买报告书公告，拟以货币资金 15 亿元清偿网信证券债务。2022 年 4 月证监会核准指南针为网信证券主要股东，5 月指南针发布定增预案拟募资 30 亿增资证券子公司，2022 年 7 月指南针取得营业执照，持有网信证券 100% 股权，成为行业内第二家取得券商牌照的互联网公司，2023 年 1 月网信证券正式更名为麦高证券。（2）**拓展业务空间，提升业务发展上限：**公司作为金融信息服务商民企之一，获得稀缺证券牌照后有望与软件业务协同并打破原有业务上限空间，更好地满足个人投资者获取信息、金融分析、投资决策、股票交易的需求，即围绕中小投资者的财富管理打造业务生态闭环。

表10：参与网信证券破产重整，完成证券牌照收购

时间	事件
2021.07	沈阳中院裁定受理网信证券的破产重整申请
2021.09	指南针报名参与网信证券破产重整投资
2022.02	指南针被确认为网信证券重整投资人
2022.03	指南针发布重大资产购买报告书公告，以 15 亿资金清偿网信证券债务
2022.04	证监会核准指南针成为网信证券主要股东
2022.05	指南针发布定增预案，拟募集 30 亿元以增资证券子公司。指南针拟先以自筹资金 5 亿元增资证券子公司并在募集资金到位后进行置换。
2022.07	指南针取得营业执照，持有网信证券 100% 股权，公司完成对证券子公司的 5 亿元增资，网信证券的注册资本由 5 亿元变更为 10 亿元。
2023.01	网信证券正式更名为麦高证券
2024.12	公司以自筹资金 2 亿元对麦高证券先行增资并于定增资金到位后进行置换，麦高证券注册资本由 10 亿元变更为 12 亿元。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

证券与软件业务协同开展，驱动集团客户黏性与单客价值提升。发展初期，麦高证券凭借母公司软件产品优势进行客户导流，自 2022Q3 以来，公司开始在指南针股票 APP 内提供麦高证券开户入口，实验性启动了指南针客户引流工作，并于 2022Q4 启动一定规模化的客户引流工作。同时，麦高证券积极举办促开户、促入金活动，与母公司金融信息服务业务协同，麦高证券客户数与客户资产实现快速增长，2022-2023 年累计客户数 28/45 万户，同比+44%/+62%，客户资产总额 82/225 亿元，同比+20%/+176%。公司软件业务与证券业务的协同开展，利于提高客户黏性与留存，提升月活与市占率，提升客户体验的同时促进交叉销售以及软件复购，驱动单客价值提升。证券业务成熟后我们看好麦高证券独自获客并为软件端赋能。

具有服务中小投资者的能力与基因。与传统券商相比，麦高证券在股东协同方面是最大的差异化优势，指南针成立以来聚焦 2C 金融信息服务赛道，在服务中小投资者方面具有丰富的经验和专业能力，品牌拥有较高的知名度和美誉度，拥有优质的 C 端客户，即高活跃度、高频交易、高持仓比的中小投资者，利于麦高证券推进自身差异化的战略。

表11：麦高证券客户数与客户资产快速增长，股基市占率提升

单位：百万元	2022A	2023A
累计客户数量（万户）	28	45
YOY	44%	62%
客户资产总额（亿元）	81.53	225
YOY	20%	176%
总户均资产（万元）	2.94	5.01
换手率	9.77	18.04
公司股基市占率	0.015%	0.058%
代理买卖股基成交额（亿元）	730	2,765
YOY	-3%	279%
佣金率	0.0404%	0.0318%

数据来源：麦高证券年报、开源证券研究所

注：换手率=代理买卖股基成交额/客户总资产期初期末平均值

麦高证券业务快速发展，成长性持续验证。

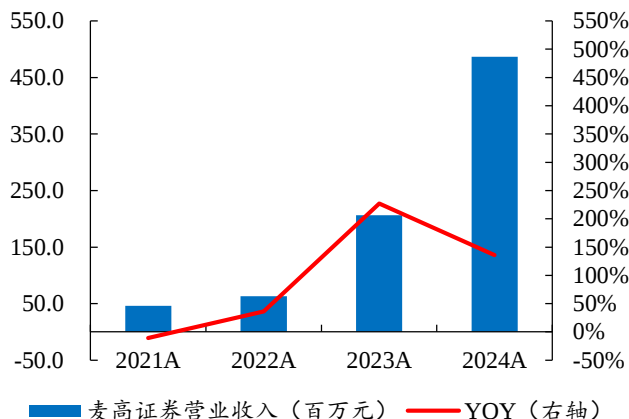
（1）基本情况：2024 年末麦高证券总资产/净资产为 64.3/8.1 亿元，2024 年末麦高证券下设 5 家分公司和 33 家证券交易营业部，重点集中在北京、上海、沈阳及东南沿海城市。截至 2025.2，麦高证券从业人员数量 689 人，其中一般从业人员 565 人，投资顾问 80 人。

（2）收入与利润：麦高证券收入实现快速增长，2023/2024 年麦高证券收入为 2.1/4.9 亿元，同比+227%/+136%，2023 年度营业利润实现扭亏为盈并于 2024 年实现快速增长，2023/2024 年营业利润为 0.06/1.0 亿元。公司收入以经纪业务为主，2024 年收入结构为，经纪净收入/利息净收入/投资收益（含公允价值收益）48%/16%/29%。

（3）经纪业务：受益于母公司导流以及优秀的客户资源，麦高证券客户数与客户资产快速增长，驱动经纪业务收入增长，在市场交易量下行的环境下逆势增长，2023 年/2024 年手续费净收入 0.92/2.4 亿元，同比+155%/+163%，主要为证券经纪业务净收入；实现利息净收入 0.34/0.76 亿元，同比+103%/+123%，主要为客户保证金带来的利息收入。麦高证券客户保证金体量持续增长，2024 年末代理买卖证券款达 66 亿元，较年初+175%，环比+27%，反映 9 月末市场反弹带来的客户入金增加。

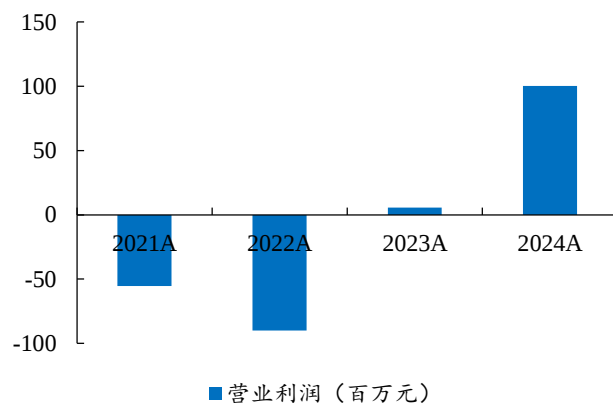
（4）投资业务：麦高证券投资收益（含公允价值变动损益，下同）实现快速增长，2024 年实现投资收益 1.4 亿元，同比+77%，投资业务以固收业务为主，主要投资于利率债和 AAA 级信用债，2024 年公司年化投资收益率 21.5%（合并口径），预计受益于债市向好。2024Q4 末公司交易性金融资产规模 9.3 亿元，较年初+141%。

图13：2023、2024 年营业收入同比快速增长



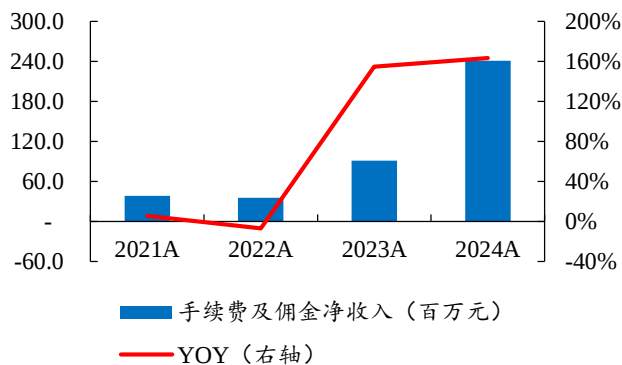
数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2022 年完成收购，2023 年营业利润扭亏



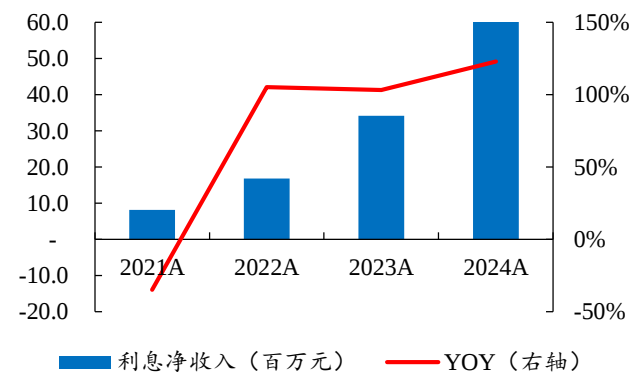
数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：2023、2024 年手续费及佣金收入快速增长



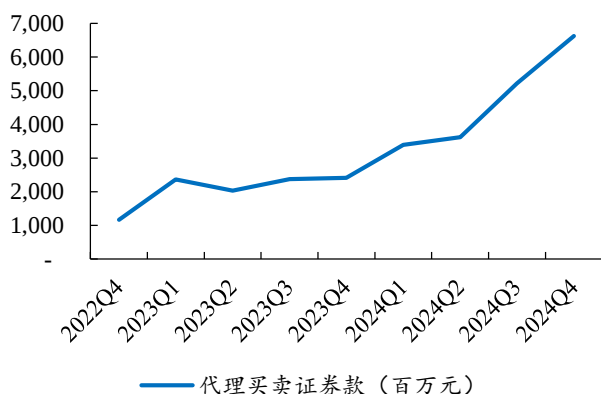
数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2023、2024 年利息净收入快速增长



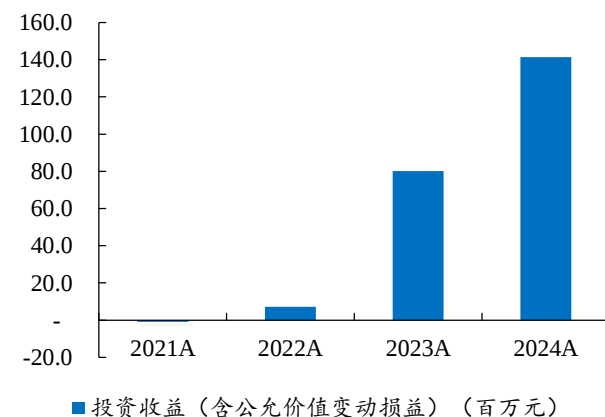
数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：客户入金规模持续增长，2024Q4 环比+27%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：投资收益有所增长，受益于债市向好



数据来源：Wind、开源证券研究所

展望：经纪业务是核心发展方向，开户增长有望驱动收入大幅提升。

(1) 收购时规划“五年三步走”：2022 年，公司在收购网信证券时制定“五年三步走”的目标规划，在未来三到五年，麦高证券将围绕经纪业务作为证券业务的主要经营方向，优先开展经纪业务的恢复和业务迭代，优化开户引流各环节的转化率等。同时，随着公司定增完成，资金准备充分后，逐步开展两融业务。据披露的投资者关系活动记录，发展证券业务第一步是扭亏为盈，预计在一年之内完成。第二步是三年之内，争取经纪业务排名提升至行业中位。**第三步是五年后，希望经纪业务排名进入行业前 20。**

(2) 定增进程晚于预期。定增进程晚于预期，麦高证券仍未有效补充资本金，定增事项仍在推进中，麦高证券业务拓展进程有所延误，或影响自身三步走规划。

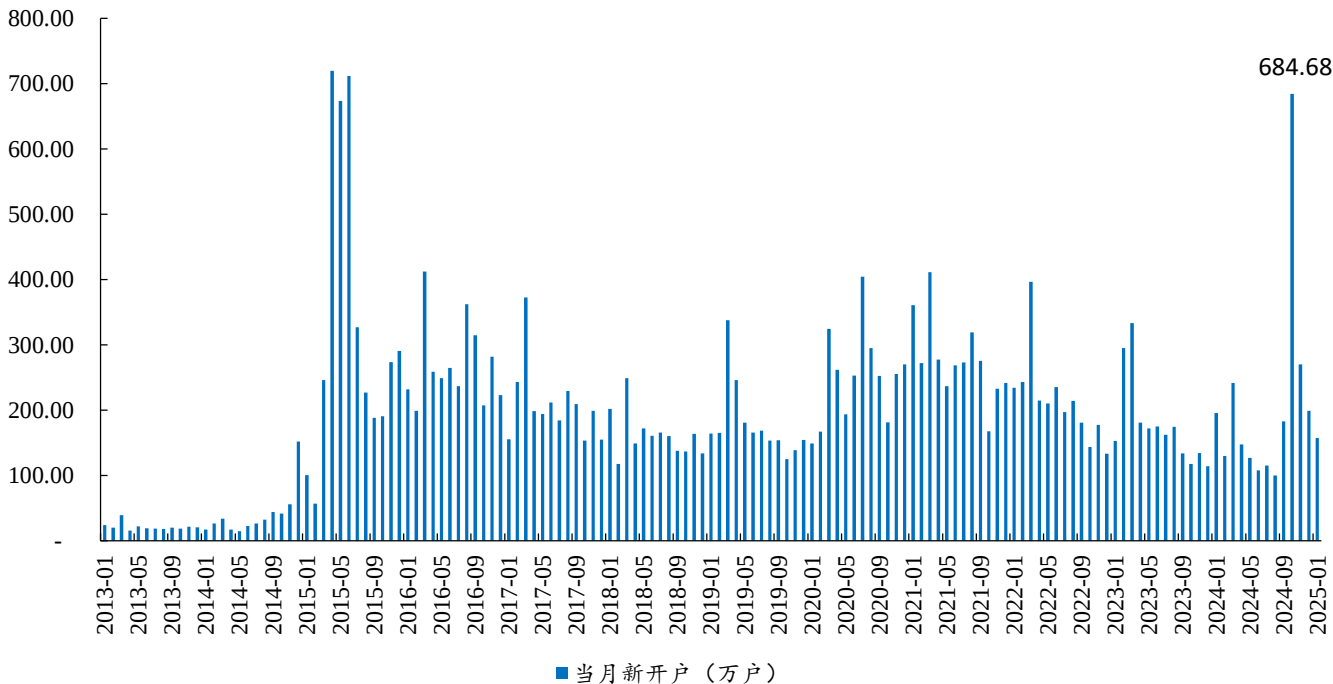
(3) 2024 年 9 月末 beta 行情带来机会。2024 年 9 月末市场交易量活跃，个人投资者积极入市，市场环境向好利于公司证券业务发展，看好本轮行情公司发挥差异化优势提升市场份额。

表12：收购时公司制定网信证券“五年三步走”规划

阶段	规划
第一阶段 2022 年底前	回正轨、补短板，规范公司运作和全面恢复网信证券的经纪业务：
第二阶段 2024 年底前	夯基础、立长远，丰富和完善网信证券现有业务版图：
第三阶段 2026 年底前	强长项、谋飞跃，成为财富管理特色鲜明、盈利能力强的证券公司。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

图19：2024 年 10 月市场新开户 685 万户，环比+274%，同比+484%，单月历史第三



数据来源：上交所、开源证券研究所

4、盈利预测、估值与投资建议

4.1、盈利预测

核心假设与盈利预测：考虑到个人投资者积极入市，市场交易量明显增长，公司充分受益于本轮个人投资者驱动的交易量改善及市场信心恢复，软件及证券业务客户有望实现较好增长。我们假设 2025-2027 年市场日均股票成交额 13827/15210/16731 亿元, 同比+30%/+10%/+10%, 我们预测公司 2025-2027 年归母净利润为 3.5/5.6/7.7 亿, 同比+238%/+58%/+38%。

表13：盈利预测：预计 2025-2027 年归母净利润 3.5/5.6/7.7 亿，同比+238%/+58%/+38%

单位：百万元	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
日均股票成交额	9,259	8,774	10,636	13,827	15,210	16,731
YOY	-13%	-5.2%	21.2%	30%	10%	10%
麦高证券营业收入	63.1	206.4	486.7	862	1,277	1,804
YOY	36%	227%	136%	77%	48%	41%
金融信息服务收入	1,179	949	1,184	1,533	1,693	1,730
YOY	37%	-20%	25%	30%	10%	2%
销售现金流入	1,424	1,115	1,542	1,825	1,968	1,944
YOY	25%	-22%	38%	18%	8%	-1%
营业总收入	1,255	1,113	1,529	2,238	2,803	3,365
YOY	35%	-11%	37%	46%	25%	20%
销售费用	549	549	804	978	1,059	1,111
YOY	10%	0%	46%	22%	8%	5%
销售费用占比	44%	49%	53%	44%	38%	33%
营业利润	274	63	103	412	679	967
YOY	44%	-77%	63%	300%	65%	42%
归母净利润	338	73	104	352	558	771
YOY	92%	-79%	44%	238%	58%	38%

数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、估值与投资建议

预计公司业绩保持较快增速，估值高于可比公司。我们选取商业模式类似的可比互联网券商与金融信息服务商（东方财富、同花顺、恒生电子、财富趋势）作为可比公司，可比公司 2024-2026 年平均 PE 为 77/65/57 倍，指南针 PE 为 388/115/73 倍高于可比公司，预计 2025/2026 年指南针净利润同比+238%/+58%，高于可比公司平均的+20%/+15%，故公司 PE 估值高于可比公司有一定合理性。指南针业务高 beta 弹性以及券商业务较强成长性，将充分受益于本轮 beta 行情，未来 3 年净利润有望实现快速增长。

金融信息服务龙头，证券与基金牌照开启成长空间。公司作为头部 2C 金融信息服务商，收购证券与公募基金牌照延伸了对个人投资者的服务链条，打开了业务上限与成长空间，驱动客户黏性与单客价值提升。公司聚焦零售业务赛道，拥有服务中小投资者的专业能力与基因，证券业务持续验证成长性，整体业绩弹性和估值弹性突出，充分受益于本轮个人投资者积极入市驱动的交易量改善及市场信心恢复。2025 年业绩有望明显释放，看好软件与证券业务协同效应，远期成长空间开启。关注市场交易活跃度、证券业务导流开户和定增推进等催化。我们预计 2025-2027 年归母净利润为 3.5/5.6/7.7 亿，同比+238%/+58%/+38%，EPS 分别为 0.9/1.4/1.9 元，当前股价对应 PE 115/73/52 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

表14：可比公司估值分析

单位：亿元		市值 2.21	归母净利润				PE				评级
代码	公司简称		2023A	2024A/E	2025E	2026E	2023A	2024A/E	2025E	2026E	
300059.SZ	东方财富	3,843.78	81.93	92.97	122.47	140.92	46.9	41.3	31.4	27.3	买入
300033.SZ	同花顺	1,710.97	14.02	14.23	17.33	19.58	122.0	120.2	98.7	87.4	买入
600570.SH	恒生电子	664.47	14.24	14.95	17.36	20.47	46.7	44.5	38.3	32.5	买入
688318.SH	财富趋势	311.46	3.11	3.05	3.40	3.84	100.2	102.1	91.7	81.2	买入
行业平均							79.0	77.0	65.0	57.1	
300803.SZ	指南针	403.98	0.73	1.04	3.52	5.58	556.4	387.7	114.6	72.5	买入

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：东方财富盈利预测数据来自开源证券研究所，同花顺、恒生电子、财富趋势盈利预测数据来自 Wind 一致预期，指南针 2024 年归母净利润为披露值

5、风险提示

- （1）市场交易量低迷：客户对公司的软件和证券业务需求受市场波动影响，市场交易量低迷将影响公司收入。
- （2）导流获客增长不及预期：公司通过线上导流获客，获客增长不及预期将影响收入和净利润。
- （3）定增事项具有不确定性：定增资金用途用于麦高证券补充资本金，定增事项具有不确定，将影响麦高证券发展。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3497	8619	14568	20055	25213
现金	2570	6559	10393	14302	18898
应收票据及应收账款	107	136	136	136	111
其他应收款	8	57	57	57	14
预付账款	6	9	9	9	24
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	806	1858	3973	5551	6167
非流动资产	1934	2255	2265	2275	2067
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	374	379	389	399	399
无形资产	60	68	68	68	58
其他非流动资产	1500	1808	1808	1808	1610
资产总计	5431	10874	16832	22330	27281
流动负债	2883	4647	6864	8684	9884
短期借款	192	403	1100	1400	1100
应付票据及应付账款	60	113	133	153	153
其他流动负债	2630	4130	5630	7130	8630
非流动负债	694	4001	7370	10490	13470
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	696	835	973	1042	1030
负债合计	3578	8648	14234	19174	23354
少数股东权益	(20)	(20)	0	0	0
股本	409	413	413	413	409
资本公积	437	701	701	701	449
留存收益	1028	1132	150	206	216
归属母公司股东权益	1873	2246	2598	3156	3927
负债和股东权益	5431	10874	16832	22330	27280

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3049	2613	2861	3267	3680
净利润	73	104	352	558	771
折旧摊销	32	32	32	32	32
财务费用	10	10	10	10	10
投资损失	(8)	(8)	(8)	(8)	(8)
营运资金变动	1275	1475	1675	1875	2075
其他经营现金流	1437	1000	800	800	800
投资活动现金流	(71)	(73)	(75)	(77)	(79)
资本支出	65	67	69	71	74
长期投资	2087	2150	2214	2281	2349
其他投资现金流	0	0	142	142	422
筹资活动现金流	82	84	87	89	92
短期借款	545	561	578	595	613
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	2	6	4	4	0
资本公积增加	65	67	69	71	73
其他筹资现金流	1	1	1	1	1
现金净增加额	1448	3990	3834	3909	6077

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1113	1529	2238	2803	3365
营业成本	141	173	184	203	216
营业税金及附加	8	14	20	23	26
营业费用	549	804	978	1059	1111
管理费用	285	452	632	779	959
研发费用	146	163	187	209	228
财务费用	14	19	35	55	56
资产减值损失	1	1	4	13	18
其他收益	4	52	30	30	30
公允价值变动收益	11	(1)	0	0	0
投资净收益	78	149	184	188	188
资产处置收益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
营业利润	63	103	412	679	967
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	1	2	2	2	2
利润总额	63	103	412	679	967
所得税	(10)	(3)	58	120	195
净利润	73	104	352	558	771
少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
归属母公司净利润	73	104	352	558	771
EBITDA	95	135	444	712	1000
EPS(元)	0	0	1	1	2

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	(11.3)	37.4	46.4	25.2	20.0
营业利润(%)	(76.9)	62.8	300.1	65.1	42.4
归属于母公司净利润(%)	(78.5)	43.5	238.2	58.2	38.3
获利能力					
毛利率(%)	87.3	88.7	91.8	92.7	93.6
净利率(%)	6.5	6.8	15.7	19.9	22.9
ROE(%)	4.1	5.1	14.6	19.4	21.8
ROIC(%)	3.5	4.0	9.5	12.2	15.3
偿债能力					
资产负债率(%)	65.9	79.5	84.6	85.9	85.6
净负债比率(%)	10.3	17.9	42.3	44.4	28.0
流动比率	1.2	1.9	2.1	2.3	2.6
速动比率	1.2	1.9	2.1	2.3	2.6
营运能力					
总资产周转率	23.0	18.8	16.2	14.3	13.6
应收账款周转率	1469.4	1257.0	1642.7	2057.3	2724.1
应付账款周转率	263.6	199.3	149.2	141.7	141.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.2	0.3	0.9	1.4	1.9
每股经营现金流(最新摊薄)	7.5	6.3	6.9	7.9	9.0
每股净资产(最新摊薄)	4.6	5.4	6.3	7.6	9.6
估值比率					
P/E	556.4	387.7	114.6	72.5	52.4
P/B	21.6	18.0	15.5	12.8	10.3
EV/EBITDA	37.5	57.9	31.5	26.8	23.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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

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

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

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