

# 指南针 (300803)

## 金融科技驱动财富管理，看好公司长期潜力

买入 (首次)

2023年04月18日

证券分析师 胡翔

执业证书: S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

证券分析师 王紫敬

执业证书: S0600521080005

021-60199781

wangzj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	932	1,255	1,667	2,563
同比	34.63%	34.58%	32.82%	53.80%
归属母公司净利润 (百万元)	176	344	374	564
同比	97.51%	95.07%	8.72%	50.98%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.43	0.84	0.92	1.39
P/E (现价&最新股本摊薄)	127.98	65.61	60.34	39.97

关键词: #新产品、新技术、新客户

### 投资要点

- 金融信息服务为基石，布局证券业务助增长:** 1) 立足C端金融信息服务，公司发展稳健。自成立以来，指南针便以金融信息服务业务为主要发力点(2021年公司金融信息服务业务收入8.58亿元，业务收入占比营收持续超过85%)，且专注于个人投资者端。具有针对性的发展战略使得公司在C端市场竞争力强盛。2) 管理团队奠定产品优势，股权结构稳定。管理层技术背景加持使得公司产品研发具有优势;指南针第一大股东是广州展新通讯科技(持股占比40.7%)，其他股东持股占比均不超过5%，且公司股权结构稳定。3) 基石业务拉升净利润，毛利率持续提升。①指南针收入结构稳定，金融信息服务业务带动利润快速增长:2018-2021年，公司归母净利润由1.28亿元增长至1.76亿元(3年CAGR达11.2%)。中高端产品销量上涨，驱动公司业绩高增。②2016-2021年，公司毛利率基本维持在85%-89%(近十年毛利率保持于80%以上)。
- 深耕金融信息服务，产品具竞争优势:** 1) 金融信息服务行业稳步发展。中国证券市场在近20年内取得了飞速发展，投资者数量稳定增长，金融信息服务需求持续拉升。2013-2020年，中国金融信息服务市场规模年复合增速高达44.52%。2) 产品+服务差异化竞争，公司优势推动增长。指南针侧重于证券分析软件产品设计，2021年公司旗下付费产品付费使用人数及收入均有明显上涨，高端付费产品收入较去年上涨逾40%。3) 重营销+产品优+坚持创新，构筑坚实壁垒。指南针维持高营销投入，注重获客和客户粘性，2021年公司销售费用率高达55.48%。同年公司营业收入中92%来源于金融信息服务，针对客户需求提供针对性服务，将王牌业务越做越强。公司坚持多元化发展战略，2021年投入研发费用1.09亿元，研发费用率达11.89%，旨在维持产品科技优势，在PC端基础上开发移动端产品。
- 转型互联网券商，增强发展潜力:** 1) 收购网信，证券业务步入正轨。网信证券业务牌照齐全，公司借助其现有业务资源转型互联网券商，形成围绕个人投资者的业务闭环，助力突破未来收入增长瓶颈。2) 战略赋能，金融科技驱动财富管理。指南针提出网信证券“五年三步走”业务规划，计划兼顾金融信息服务和证券服务业务的发展，借鉴东方财富发展经验，依托金融信息服务业务流量为证券业务发展导流。公司致力于将麦高证券打造为以金融科技为驱动、财富管理为特色的金融服务商，主要客群具备高转化率、经纪业务属性较强及较高的换手率，三大特点将为财富管理业务发展提供增长保障。
- 盈利预测与投资评级:** 指南针金融信息服务业务稳健增长，考虑到公司收购网信证券，目前所处阶段为业务协同的高增速成长阶段，预计2023-2025年公司归母净利润分别为3.74/5.64/8.45亿元，对应PE分别为60.34x、39.97x、26.67x，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 1) 证券市场系统性风险; 2) 行业竞争加剧风险; 3) 证券业务恢复不及预期风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	56.96
一年最低/最高价	39.99/64.76
市净率(倍)	13.85
流通 A 股市值(百万元)	22,302.90
总市值(百万元)	23,181.04

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	4.11
资产负债率(% ,LF)	46.22
总股本(百万股)	406.97
流通 A 股(百万股)	391.55

### 相关研究

## 内容目录

<b>1. 金融信息服务为基石，布局证券业务助增长</b> .....	<b>5</b>
1.1. 立足 C 端金融信息服务，公司发展稳健 .....	5
1.2. 管理团队奠定产品优势，股权结构稳定 .....	6
1.3. 基石业务拉升净利润，毛利率持续提升 .....	7
<b>2. 深耕金融信息服务，产品具竞争优势</b> .....	<b>9</b>
2.1. 金融信息服务行业稳步发展 .....	9
2.2. 产品+服务差异化，形成多元竞争格局 .....	11
2.3. 三大竞争力构筑坚实壁垒 .....	13
<b>3. 转型互联网券商，增强发展潜力</b> .....	<b>16</b>
3.1. 收购网信，证券业务步入正轨 .....	16
3.2. 战略赋能，金融科技驱动财富管理 .....	17
<b>4. 盈利预测与估值</b> .....	<b>20</b>
4.1. 股价复盘 .....	20
4.2. 盈利预测与估值 .....	21
4.3. 投资评级 .....	22
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>23</b>

## 图表目录

图 1:	指南针发展历程图.....	5
图 2:	指南针股权结构图.....	6
图 3:	2014-2022Q3 指南针营业收入及年增长率.....	8
图 4:	2017-2022Q3 指南针归母净利润及年增长率.....	8
图 5:	指南针主营业务构成.....	8
图 6:	指南针整体毛利率及各项业务毛利率.....	8
图 7:	指南针各项费用率.....	9
图 8:	指南针费用构成.....	9
图 9:	各大金融信息服务厂商净利率.....	9
图 10:	指南针 ROE 及净利率.....	9
图 11:	中国证券市场累计股票成交额 (单位: 万亿元).....	10
图 12:	中国 A 股市场投资者数量逐年上升.....	10
图 13:	中国城乡居民人均可支配收入逐年上升.....	10
图 14:	中国个人持股规模 (亿元).....	10
图 15:	2013-2020 年金融信息服务行业规模.....	11
图 16:	行业内可比公司营收情况.....	11
图 17:	2017 年-2022Q3 公司销售费用 (百万元) 及占比.....	13
图 18:	指南针销售人员数量及销售费用占比.....	13
图 19:	主要竞争者金融信息服务业务营收占比.....	14
图 20:	指南针、益盟股份主要产品及价格.....	14
图 21:	东方财富、大智慧、同花顺主要产品及价格.....	15
图 22:	指南针产品介绍.....	15
图 23:	2017 年-2021 年公司研发费用 (百万元) 及占比.....	16
图 24:	2017 年-2021 年研发人员 (人) 及占比.....	16
图 25:	网信证券营业收入 (百万元).....	17
图 26:	网信证券净利润 (百万元).....	17
图 27:	指南针收购网信证券时间线.....	17
图 28:	网信证券“五年三步走”规划.....	18
图 29:	指南针定增时间线.....	18
图 30:	2019-2020 年指南针股价复盘.....	20
图 31:	2021 年 指南针股价复盘.....	20
图 32:	2022 年指南针股价复盘.....	21
表 1:	指南针业务介绍.....	6
表 2:	指南针管理层介绍.....	6
表 3:	中国金融信息服务行业其他主要公司简介及主要产品和服务.....	11
表 4:	中国金融信息服务行业服务模式.....	12
表 5:	麦高证券 开户人数预测.....	19
表 6:	客户股票交易资金周转率对比.....	19
表 7:	指南针盈利预测表 (截至 2023 年 4 月 18 日).....	21
表 8:	金融科技 P/E 估值表 (截至 2023 年 4 月 18 日).....	22

表 9: 指南针盈利预测表 (截至 2023 年 4 月 18 日) .....	22
表 10: 指南针 盈利预测表 (截至 2023 年 4 月 18 日) .....	24

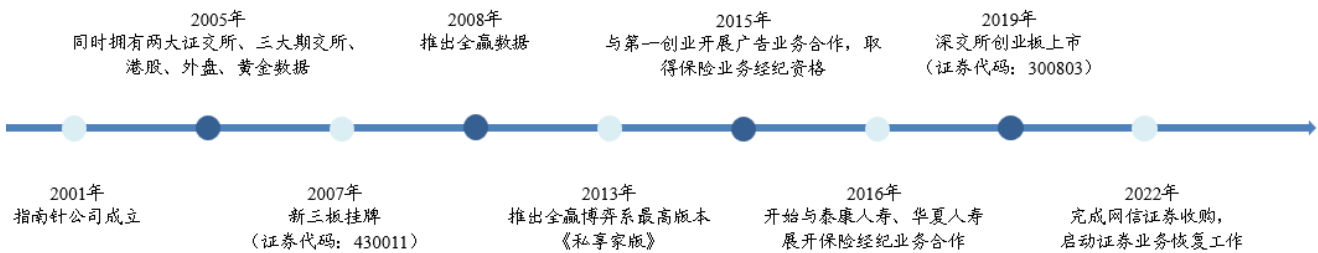
## 1. 金融信息服务为基石，布局证券业务助增长

### 1.1. 立足 C 端金融信息服务，公司发展稳健

**早期专注于个人投资者金融信息服务。**指南针全称为北京指南针科技发展股份有限公司，是国内首批定位于 C 端投资者金融信息服务的企业之一，公司通过自主研发的证券工具型软件为个人投资者提供金融信息和投资咨询服务。

**公司自成立以来发展稳健。**指南针的业务发展受益于中国资本市场的蓬勃发展，期间也经历了证券市场的波折，仍保持稳健经营。2007 年公司于新三板挂牌；2019 年在深圳证券交易所创业板成功上市；2022 年完成网信证券收购布局证券业务。公司成立 20 多年以来，凭借产品优势，积累了庞大的用户群体，截止 2021 年末累积付费客户超过 150 万。

图1：指南针发展历程图



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

**以金融信息服务为基石，业务派生扩展经营范围。**公司以金融信息服务业务为业务开展的主要发力点，并基于金融信息服务业务积累的优质客户资源及流量入口优势，派生出广告服务及保险经纪业务，助力公司业务得以辐射整个 C 端金融业。

**1) 金融信息服务业务，公司的王牌业务。**主要以公司自主研发的证券工具型软件终端为载体，向投资者提供及时、专业的金融数据分析和证券投资咨询服务。该业务为公司核心业务，2021 年，公司金融信息服务业务营收达 8.58 亿元，占公司主营业务营收的 92%。

**2) 广告业务&保险经纪业务，派生业务扩宽经营范围。**为更好地整合、利用公司资源，公司于 2015 年、2016 年先后开展了广告业务及保险经纪业务，增强公司营收能力的同时进一步扩宽了公司的业务辐射领域。近年来随着公司业务的进一步调整，保险经纪业务量不断下降；2023 年 2 月，指南针公告在收购麦高证券后，为遵循国家金融分业经营的基本原则，以公开挂牌方式转让持有的指南针保险经纪 100% 股权，不再经营保险经纪业务。而广告业务预计随着网信证券的有序重启，将逐步合并至网信证券。

**表1: 指南针业务介绍**

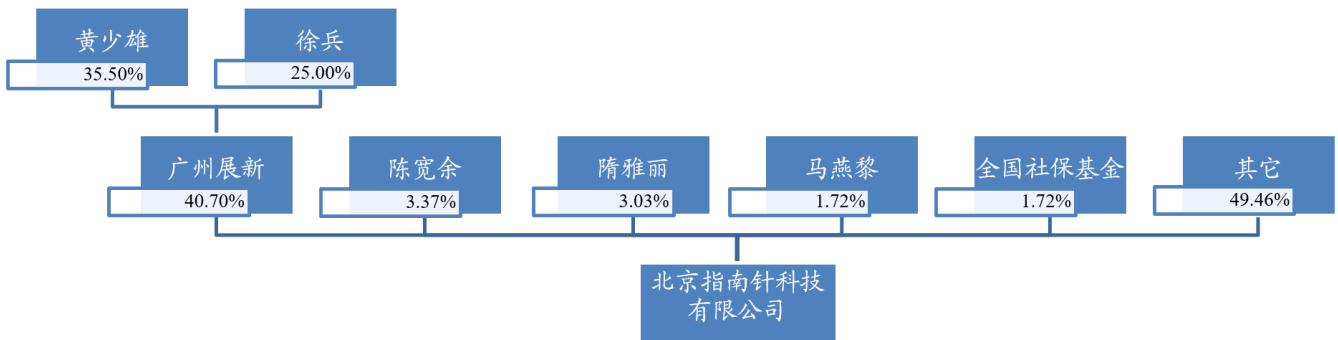
业务分类	业务介绍
金融信息服务	以证券工具型软件终端为载体, 以互联网为工具, 向个人投资者提供及时和专业的金融数据分析和证券投资咨询服务。
证券业务	通过收购网信布局证券业务, 率先发力经纪和两融业务, 逐步恢复资管、投资等业务。
广告业务	在金融信息服务产品中投放广告等, 吸引投资者在合作的证券公司开户、交易, 从而向证券公司收取相应广告服务费用。

数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

## 1.2. 管理团队奠定产品优势, 股权结构稳定

指南针的第一大股东是广州展新通讯科技有限公司(截至2022年11月30日, 持股占比40.7%), 其主要业务为电子、通信和自动控制技术的研究和开发, 其他股东持股占比均不超过5%。

**图2: 指南针股权结构图**



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**管理层技术背景, 为公司奠定产品优势。**公司管理层结构保持稳定, 多位管理人员在公司任职超过10年, 公司总经理冷晓翔、副总经理孙鸣均毕业于清华大学计算机科学与技术系, 副总经理陈岗毕业于东南大学仪器科学与工程系, 管理层深厚的技术背景助力指南针在金融科技产品研发方面如鱼得水, 为公司的持续发展注入核心动力。

**表2: 指南针管理层介绍**

姓名	职务	简历
顿衡	董事长	2007年5月取得MBA金融学位; 2008年-2011年任职于北京掌上网公司; 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, 兼任战略委员会主任、薪酬委员会委员、提名委员会委员。

冷晓翔	副董事长 总经理	1982 年出生, 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, 2007 年 12 月入职公司, 先后担任项目经理、经理、总监、副总经理职务。在公司任职超过十五年, 现任公司董事、总经理。
孙鸣	董事 副总经理 董事会秘书	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。2013 年 5 月至今在公司先后担任董事、副总经理, 现任公司董事、董事会秘书、副总经理。
郑勇	董事 财务总监	2003 年毕业于英国伯明翰城市大学, 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	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。
张黎红	副总经理	1976 年出生, 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; 2001 年 2 月加入, 先后在资讯部、市场部、产品部工作, 指南针现任公司副总经理、产品部总监。

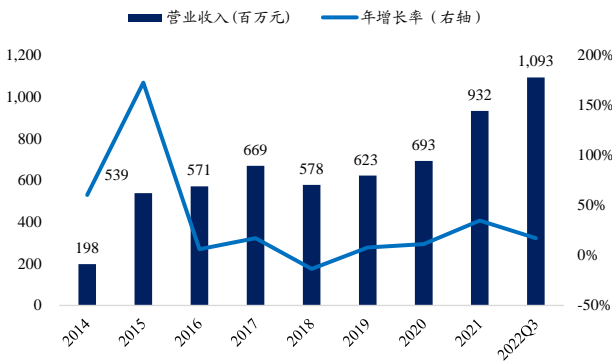
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 1.3. 基石业务拉升净利润, 毛利率持续提升

**收入结构稳定, 金融信息服务业务带动利润迅速增长。**2018-2021 年, 公司营业收入由 5.78 亿元增长至 9.32 亿元 (3 年 CAGR 达 24.8%), 归母净利润由 1.28 亿元增长至 1.76 亿元 (3 年 CAGR 达 11.2%)。金融信息服务为公司核心业务: 2016-2021 年, 该项业务收入占比总营收持续超过 90%。

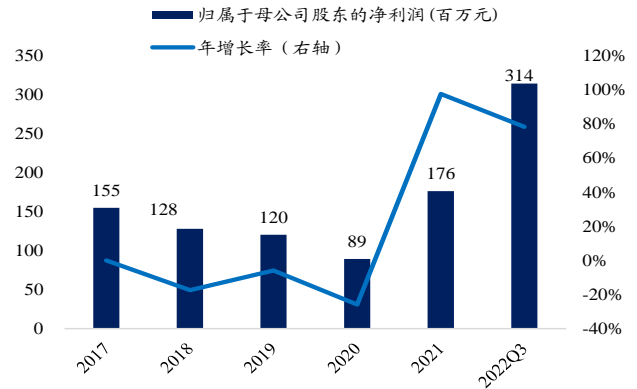
**中高端产品销量上涨, 驱动公司业绩高增。**截至 2022Q3, 公司主营业务收入已达 10.93 亿元 (同比增长 48%), 归母净利润达 3.14 亿元 (同比增长 91.89%); 公司金融信息服务收入同比增长 38.1% 至 8.59 亿元, 占总营收比重达 92.1%。公司结合证券市场良好发展态势和金融信息服务需求, 加大品牌推广力度, 增加互联网广告投放, 利用社交媒体和传统媒体等多种途径提高品牌知名度, 新增注册用户和付费用户都有稳步增长。公司持续聚焦金融信息服务业务, 增加研发投入, 产品迭代升级, 上半年推出了两款新的高端产品 (全赢系列私享家版 APP、全赢决策智能阿尔法版), 更好提升了用户体验。中高端产品销售是公司收入的重要来源, 其销量上涨将有力推动公司业绩高增。每年一、二季度是公司高端、中端产品销售的关键时期, 在 2022 上半年公司中高端产品销售的拉动下, 公司 2022H1 实现营收 9.08 亿元, 同比增长 68%, 保持了较快增长态势。

图3：2014-2022Q3 指南针营业收入及年增长率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

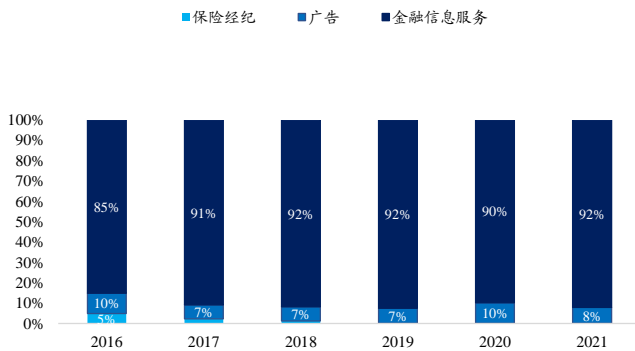
图4：2017-2022Q3 指南针归母净利润及年增长率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

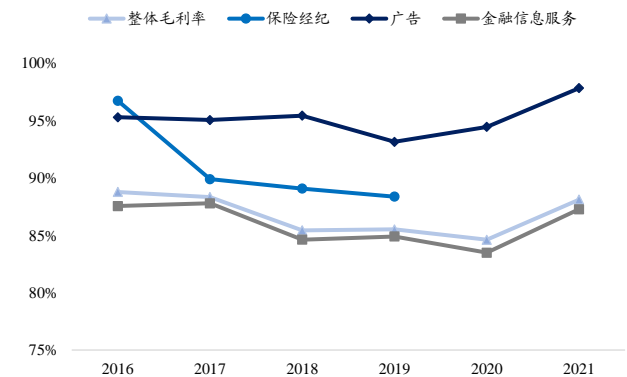
**公司毛利率保持较高水平。**2016-2021年，公司毛利率基本维持在85%-89%（近十年毛利率保持于80%以上）；截至2022Q3，指南针毛利率达90.53%，同比+1.42pct，明显高于同花顺（88.42%）、大智慧（42.85%）等金融信息服务公司毛利率。**分业务来看**，公司金融信息业务毛利率从2016年的88%逐渐下滑至2020年的83.5%，但于2021年强势反弹至87.3%，接近金融科技行业领先公司东方财富及同花顺，在同类业务上的同期毛利率（分别为87.72%/89.00%）。

图5：指南针主营业务构成



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图6：指南针整体毛利率及各项业务毛利率



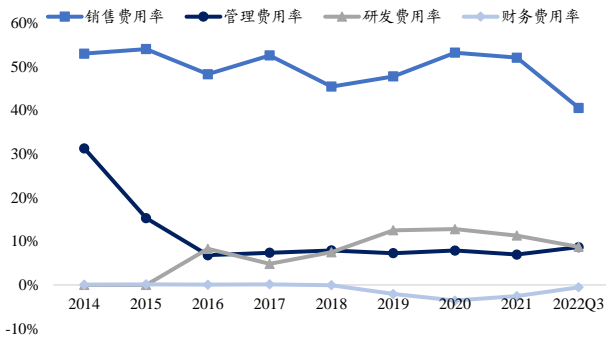
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**重视营销获客，费用管控得当。**2017-2021年，公司成本控制合理，营业成本复合年均增长率（CAGR）为10.3%。截至2022Q3，公司营业收入达10.93亿元（首次突破十亿元）；得益于公司对费用的把控及收入稳定抬升，公司销售费用率及研发费用率分别为60.2%/13.0%，环比2022Q2分别-4.9pct/-1.1pct。**①研发费用增长迅速**，从2017年的约3200万元增长到2021年的1.09亿元（CAGR达238%）；同期销售费用及管理费用CAGR分别为42.4%和35.8%，公司费用投入重点清晰。**②自2014年以来，公司销售费用占比稳定过半**，2017、2020和2021年销售费用增加量更是占比公司成本总增加



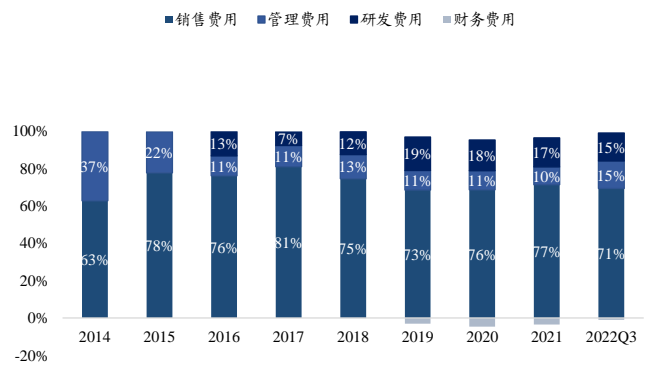
量的 77%以上（销售费用带动营业总成本变化），其主要原因为提高经营效率，公司自 2013 年起开始全面实行直营销售模式；公司销售软件回款基本保持于 1:5 左右，较高的营销投入促使公司实现营收快速增长。

图7: 指南针各项费用率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

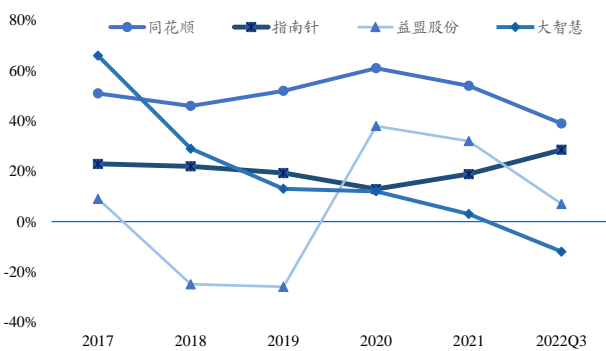
图8: 指南针费用构成



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

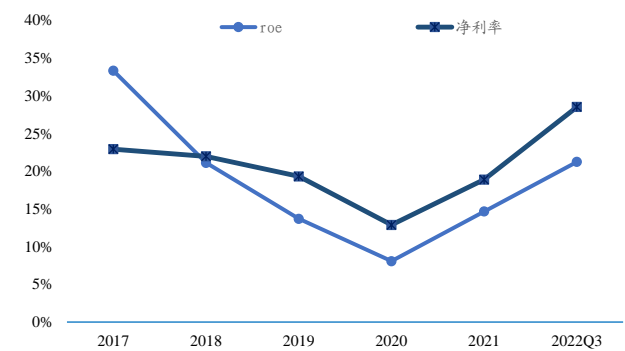
**盈利环境改善, ROE 持续优化。**2017-2020 年, 随着市场波动, 指南针产品推广难度加大, 公司净利润及 ROE 随之走低; 2020-2022Q3, 公司前期费用投入发挥成效, 各项利润指标持续改善。**截至 2022Q3, 净利率具有优势:** 指南针净利率为 29%, 优于益盟股份的 7%、大智慧的-12% (可比公司范围内仅次于同花顺的 39%); **ROE 水平领先行业:** 指南针 ROE 为 21%, 高于益盟股份的 7%、大智慧的-5%, 同花顺的 14%, 处于金融科技行业领先水平。

图9: 各大金融信息服务厂商净利率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 指南针 ROE 及净利率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

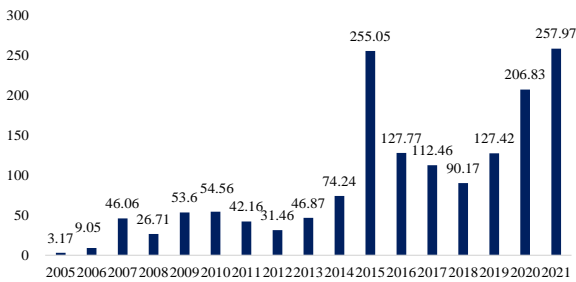
## 2. 深耕金融信息服务, 产品具竞争优势

### 2.1. 金融信息服务行业稳步发展

证券市场繁荣发展, 打开金融信息服务需求空间。①A 股成交额稳定增长, 推动证券市场飞速发展: 根据国家统计局的统计数据, 自 2005 年股权分置改革以来, 中国证

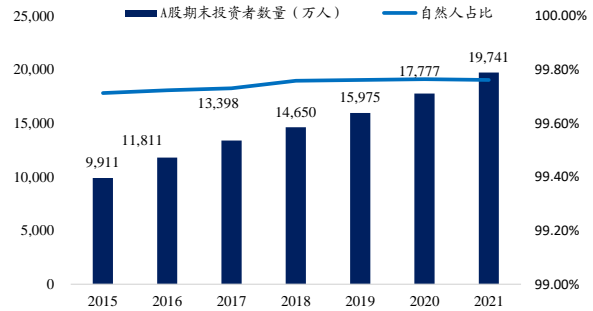
券市场累计成交额呈现波动上涨的趋势。2021年累计成交额达到257.97万亿元，2005-2021年CAGR达31.6%，中国证券市场在近20年内取得了飞速的发展，日均股基成交额从2002年的约110亿元增长至9251.06亿元，增长迅猛。**②投资者数量稳定增长，金融信息服务需求持续拉升：**从2015年起A股市场投资者数量每年呈现上涨趋势，证券市场的蓬勃发展提升了金融市场的信息化程度，越来越多的信息化软件响应投资者需求产生，为金融信息服务业的发展提供了空间。

图11：中国债券市场累计股票成交额(单位：万亿元)



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

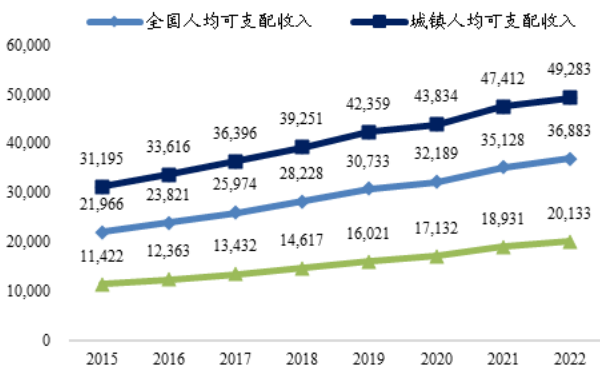
图12：中国A股市场投资者数量逐年上升



数据来源：中国证券登记结算统计年鉴，东吴证券研究所

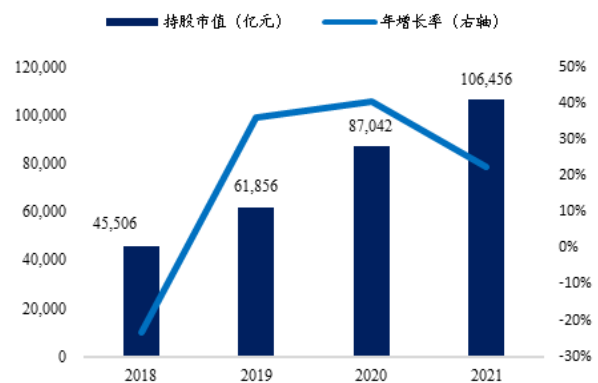
**个人投资者金融信息需求，随收入稳定增长逐步增加。****①**国民经济的持续发展，居民财富逐步增加。根据国家统计局的统计数据，2015-2021年我国城乡居民收入增长稳定，其中2022年城镇居民人均可支配收入49,283元，同比名义增长3.9%，农村居民人均可支配收入20,133元，同比名义增长6.3%。**②**投资者参与证券市场意愿不断加强。2021年我国自然人投资者持股市值已达10.64万亿，同比增长22%。国内个人投资者大多没有经过系统学习，缺乏专业的投资技术和金融知识，随着对于金融数据深度挖掘的付费金融信息服务的认同度及需求逐渐提高。

图13：中国城乡居民人均可支配收入逐年上升



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图14：中国个人持股规模(亿元)

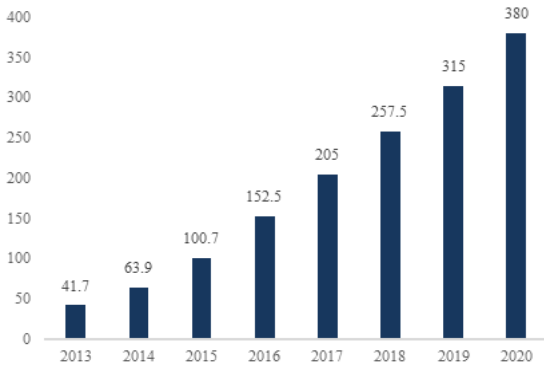


数据来源：上交所年鉴，东吴证券研究所

**金融信息服务行业规模进入平稳增长阶段。**经过多年发展，中国金融信息服务行业经营模式及盈利模式基本成型，发展良好。2013-2020年，中国金融信息服务市场规模

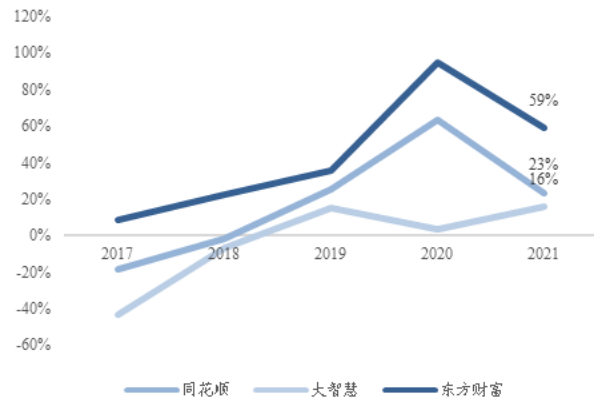
年复合增速高达 44.52%。2021 年 3 月 13 日,《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》正式公布,“十四五”规划对金融机构创新能力明确提出了在审慎监管的前提下,稳妥发展金融科技,加快金融机构数字化转型,强调金融科技监管框架建立,构建与数字经济发展相适应的政策法规体系,建立金融信息共享整合机制,有利于金融信息服务行业的发展。随着证券市场规模的提升和信息化程度的提高,我们认为金融信息服务市场规模仍然具有不错的成长空间。

图15: 2013-2020 年金融信息服务行业规模



数据来源: 赛迪顾问, 东吴证券研究所

图16: 行业内可比公司营收情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 2.2. 产品+服务差异化, 形成多元竞争格局

行业格局多元化, 指南针有望在细分领域发展壮大。国内金融信息服务行业的市场参与者主要包括同花顺、东方财富、大智慧、指南针、益盟软件、麟龙股份等。每家金融信息服务商提供的产品及服务存在差异化, 且产品品种不断增多。①同花顺、东方财富的证券市场、期货市场信息服务业务较为全面, 软件功能趋于平台化, 客户群体相对庞大; ②指南针则更侧重证券分析软件产品设计, 产品更加专业化、多样化, 客户群体相对较小但更有针对性。指南针采用 60%/40%的收入确认政策, 在销售产品时确认 60%收入, 其余 40%收入在产品服务期内平摊, 在此收入确认政策下, 2021 年全年确认收入 2.45 亿元, 同比上升 28.7%, 带动 2021 年度营收上涨至 9.32 亿元, 同比上升 34.6%。③从资产规模以及营业总收入规模情况来看, 东方财富远超行业内其余公司, 但东方财富自 2015 年收购同信证券后证券业务成为其主要收入来源。金融信息服务行业整体呈现出多家竞争的态势。

表3: 中国金融信息服务行业其他主要公司简介及主要产品和服务

公司	简介	主要产品和服务
东方财富	一站式互联网服务平台, 旗下拥有证券、基金销售、金融数据、互联网广告、期货经纪、公募基金、私募基金、证券投顾等业务板块, 向海量用户提供金融交易、行情查询、资讯浏览、社区交流、数据支持等全方位、一站式的金融服务。	东方财富网、天天基金网、东方财富证券、股吧、choice 数据、东方财富终端、优优私募、东方财富期货、东方财富基金、东财保险经纪等

同花顺	国内第一家互联网金融信息服务业上市公司，业内唯一一家国家信息化试点工程单位。	同花顺免费版/基础版/极速版、模拟炒股、iFind、财富先锋、AI 价投至尊、短线宝、同花顺手机炒股等
大智慧	致力于以软件终端为载体，以互联网为平台，向投资者提供及时、专业的金融数据和数据分析。	大智慧 365、大智慧策略投资终端、DTS 大智慧策略交易平台、大智慧专业版、大智慧金融终端、大智慧港股通等
益盟股份	自 2002 年成立以来，一直秉承着“用户第一”的理念来打造产品，并借此来帮助中小投资者进行正确和有效的投资。	益盟操盘手智盈系列、益盟操盘手其他产品、席位龙虎榜、北上资金、机构调研、北上强买、顺势龙腾
麟龙股份	具备一定的技术研发实力、市场开拓能力和客户服务经验，目前已成为国内具有一定竞争力的互联网金融信息综合服务提供商。	麟龙选股决策系统、麟龙期天大胜、如来神涨 App、龙周刊、投顾讲堂、石头网、麟龙基金

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

**用户规模决定市场份额，用户需求推动多元化发展。**目前中国金融信息服务行业的市场份额主要由东方财富、大智慧、同花顺、指南针等起步较早、用户规模较大的公司占有。伴随着中国证券市场的逐步建设，投资者对于金融产品创新的需求逐步增加，进一步促进了用户需求的多元化、差异化发展，推动了金融信息服务行业的产品品种日新月异。能够推出抓住用户需求的产品，就能够获得更大的市场份额。行业内每种经营模式的收入来源也存在差异。目前，金融数据终端仍为行业内主要收入来源，具有较高的技术水平和进入门槛，并且收入占比仍将保持逐年上涨的趋势。

**表4：中国金融信息服务行业服务模式**

服务模式	收入来源	相关企业
金融数据终端服务	通过专用客户端为证券市场投资者提供金融信息、金融数据、分析工具等	大智慧、同花顺、东方财富、指南针、益盟股份、麟龙股份等
证券行情交易系统服务	为证券公司、基金公司提供证券行情委托交易系统、资讯发送系统、网络安全应用等系统及日常维护	同花顺、通达信、恒生电子等
网络财经信息服务	<p>垂直财经门户网站 凭借其专业化的信息渠道，吸引了诸多高端的深度财经信息用户</p> <p>综合门户财经平道 凭借多年来积累的门户网站品牌知名度和广泛客户基础，进入网络财经信息服务市场，以开设财经频道的方式，细分其网站用户</p>	东方财富网、和讯网等

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

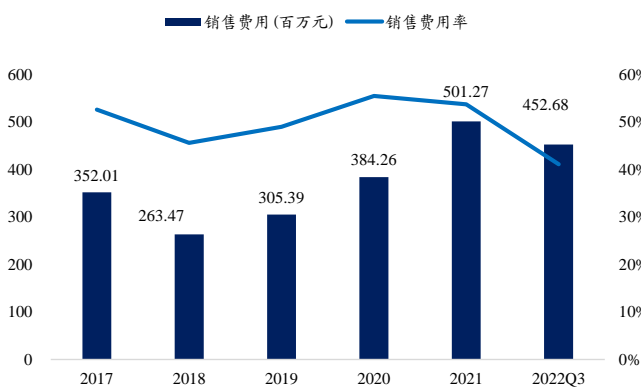
## 2.3. 三大竞争力构筑坚实壁垒

### 1、高营销投入优化用户体验。

1) **注重营销投入，超过行业平均水平。**2021 年度公司销售费用率为 55.48%，远高于同行业可比公司平均水平。公司采用直接销售模式，通过体验式营销实现产品的最终销售，因此具有较高的人工成本；公司在培养销售队伍的同时配合适度的广告投放，积极获取潜在客户。另外，为提升广告业务效果，指南针推出“开户换积分”等促销活动。公司金融信息服务产品的付费用户如果选择在合作证券公司指定营业部开户并进行证券交易，其在合作证券公司的交易活跃情况会按一定的规则转换为积分计划中的积分，用户可以用该等积分冲抵购买公司金融信息服务产品的价款，进一步推进金融信息产品销售，实现反馈买量变现渠道；公司在营销方面的投入对于客户获取以及产品推广可以起到促进作用，有助于公司获得更高的市场份额。

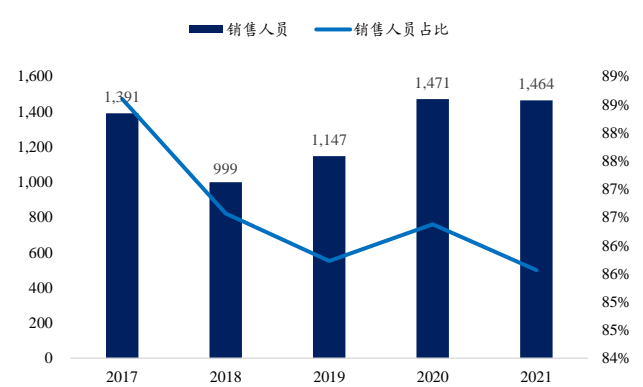
2) **专业客服提升用户体验。**公司重视用户服务与用户体验，建立了完善的服务体系，树立了先进的服务理念，拥有专业能力强、从业经验丰富的服务与营销团队。从投资者提交注册信息起，公司就会安排专业的销售客服人员通过一对一方式与潜在客户对接，进行免费线上培训和持续跟踪，提供完善的售前及售后服务。此外，公司还针对客户需求全面优化服务内容，定期开展需求讨论会和技术交流会，完善服务体系并提升用户体验。

图17：2017年-2022Q3公司销售费用（百万元）及占比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图18：指南针销售人员数量及销售费用占比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

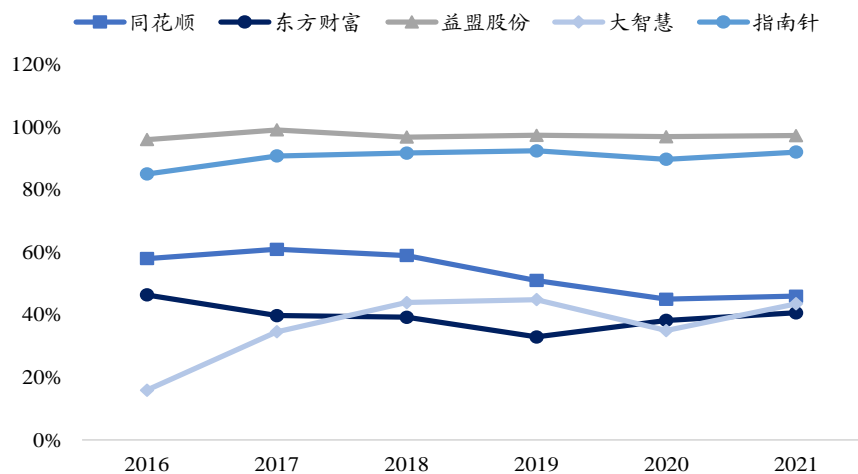
### 2、产品聚焦凸显专业化水平。

1) **专注细分领域，产品优势明显。**在国内的金融信息服务行业的市场参与者中，同花顺、东方财富的证券市场、期货市场信息服务的业务较为全面，软件功能趋于平台化，客户群体相对庞大；而指南针则更侧重证券分析软件产品设计，产品更加专业化、多样化，客户群体相对较小但更有针对性，2021 年公司营业收入中 92%来源于金融信息服务，占比情况在同行业中远超同花顺、东方财富等竞争公司。公司作为国内经营经验丰富的金融信息服务提供商之一，拥有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。

2) 针对客户需求提供针对性服务。指南针产品主要为面向专业个人投资者的证券分析软件，公司核心产品为财富掌门系统和全赢博弈系列，各产品均采用分层销售的方式，针对拥有不同需求和金融知识的客户，从免费版产品进行升级销售，从而使客户获取所需要的金融信息服务。同时公司形成了一整套科学严密、分工高效的产品设计、开发、测试、运维的流程，可以对市场上用户的最新需求进行收集反馈，推动产品的不断升级。

图19: 主要竞争者金融信息服务业务营收占比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图20: 指南针、益盟股份主要产品及价格

指南针			益盟股份		
产品	价格		产品	价格	
动态全赢智能操盘系统	私享家版	19800元, 33600元/4年	益盟智盈大师	深度资金版	35800元, 优惠29800元/年
	动态擒龙版	7800元, 11700元/3年		掘金版	29800元, 优惠25800元/年
	动态全赢版	1580元, 活动+优惠券175元/年	益盟操盘手	智盈	3880元, 优惠588元/年
财富掌门	高级版	50000元+服务费1800元			
	标准版	20000元+服务费1200元			
	产品插件	平均约3000元		产品插件	平均约7000元

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图21: 东方财富、大智慧、同花顺主要产品及价格

东方财富			大智慧			同花顺		
产品		价格	产品		价格	产品		价格
操盘密码	投资大师	29800元	大智慧	策略投资终端	38000元	同花顺	财富先锋	32800元 (附加功能+19800元)
	level2决策	7580元		财富版	9800元		level2	280元
level2极速	level2极速	280元		365	998元	同花顺	金融大师	8W-12W元
				启航版	299元			
			港股通专业版	3800元		实时港股	2880元	

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图22: 指南针产品介绍

产品	版本	面向客户	产品功能	价格	产品界面图
财富掌门	标准版 高级版 专业版 定制版	中高端客户专业投资者	更侧重证券投资的风险控制管理	标准版: 2万 高级版: 5万	
全赢博弈系列	私享家	资金管理规模较大的专业投资者	多市场、多品种的行情信息和咨询; 主力资金、游资动向等特色辅助决策的指标	19800元	
	擒龙版	中端专业投资者	行情数据资讯, 辅助决策功能	7800元	
	博弈版	对金融信息有较强需求的中小个人投资者	特色分析与决策指标	1580元	
	免费版	初次尝试客户	行情显示, 行情基础分析	--	

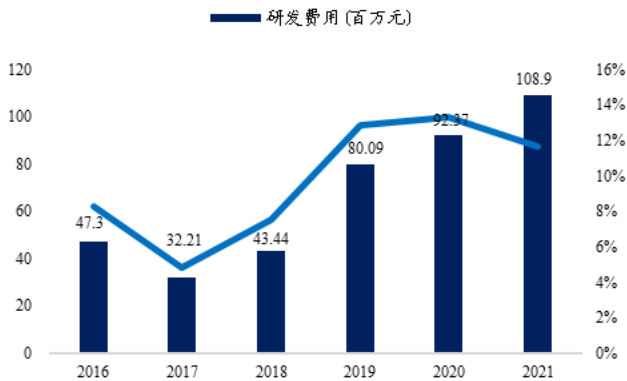
数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

### 3、坚持创新多元化发展战略符合未来趋势。

1) 稳定研发投入促进技术创新。公司每年研发投入水平保持稳定增长, 持续增强产品研发和技术创新能力; 2021年, 公司研发费用 1.09 亿元, 研发费用率达 11.89%。高额研发投入使得公司维持产品科技优势, 提升公司业务竞争力。

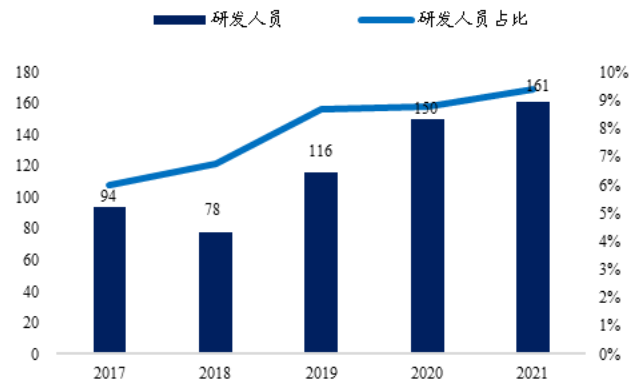
2) PC 端与移动端产品有机配合。公司围绕客户需求和市场发展趋势进行深度开发和创新, 打造一流的金融信息产品体系。公司计划在优化升级现有 PC 端产品的基础上, 完成移动端产品的升级与开发, 满足客户在移动情境下获取信息的需求, 与 PC 端产品形成有机配合, 提高用户粘性。伴随着金融信息服务行业未来的产品多样化发展趋势, 同时布局 PC 端与移动端能够满足更多客户的需求, 创造更加可观的收益。

图23: 2017年-2021年公司研发费用(百万元)及占比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图24: 2017年-2021年研发人员(人)及占比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 3. 转型互联网券商, 增强发展潜力

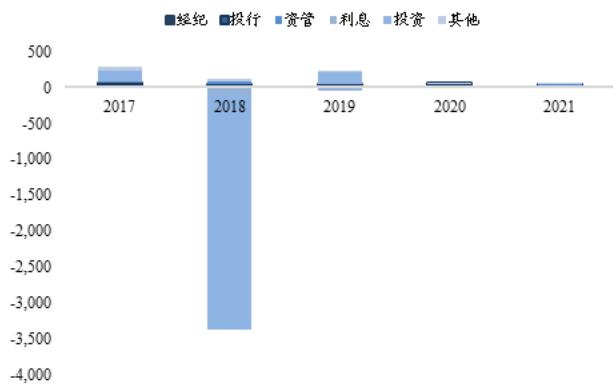
#### 3.1. 收购网信, 证券业务步入正轨

网信证券成立于1988年, 是一家全国规模的综合型券商。公司2018年出现重大经营风险, 资管产品大量逾期和证券买断式回购大规模违约。截止2021年末, 网信证券实现营业收入4,625万元, 其中经纪业务收入占比72.6%, 净亏损为5,476万元。网信证券面临经营困境, 2019年由辽宁证监局接管进行风险监控, 2021年7月进入破产重整程序。

**收购网信证券获牌照, 扩张业务增强发展潜力。**截止2022年7月, 指南针完成对网信证券的收购。网信证券自身金融牌照齐全, 经营范围涵盖证券经纪、证券自营、证券资产管理、证券承销等, 指南针整合网信证券布局证券业务后可以形成围绕中小投资者的业务闭环, 借助网信证券的业务资源, 更加精准把握客户需求提供多元化服务, 增强公司的持续经营能力和发展潜力, 助力突破收入增长瓶颈。2023年1月12号, 指南针全资子公司网信证券因经营发展需要, 更名为麦高证券。

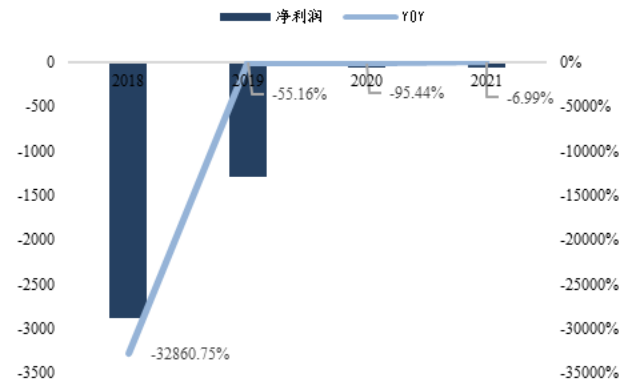


图25: 网信证券营业收入 (百万元)



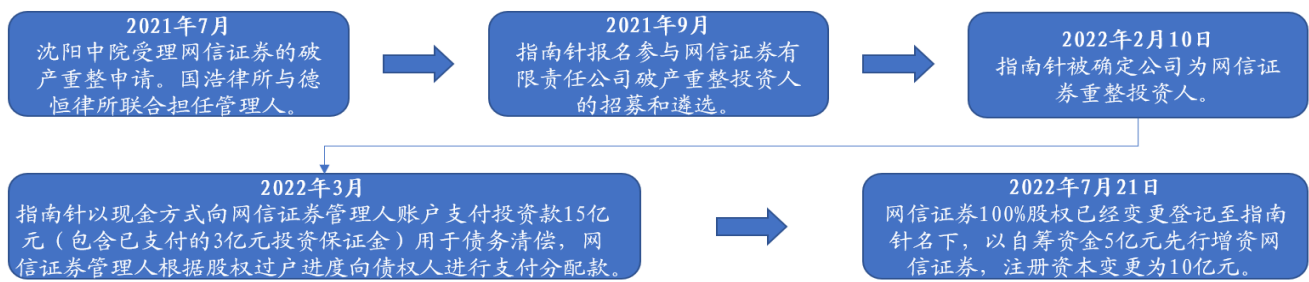
数据来源: 证券业协会, 东吴证券研究所

图26: 网信证券净利润 (百万元)



数据来源: 证券业协会, 东吴证券研究所

图27: 指南针收购网信证券时间线

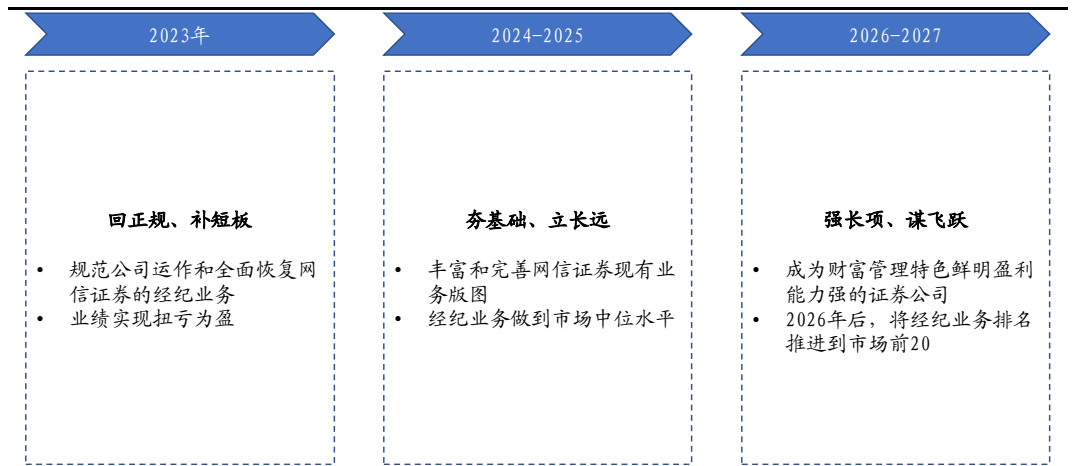


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 3.2. 战略赋能，金融科技驱动财富管理

指南针提出网信证券“五年三步走”业务规划。指南针未来将逐步网信证券恢复全线下业务，巩固网信证券包括证券经纪/两融等在内的传统业务，同时在财富管理基础上、以资管业务为突破、以投行/自营及其他业务为补充，将网信证券打造成为以金融科技为驱动、财富管理为特色的金融服务商。指南针未来会兼顾金融信息服务和证券服务业务的发展，保持“两条腿”前进。

图28: 网信证券“五年三步走”规划

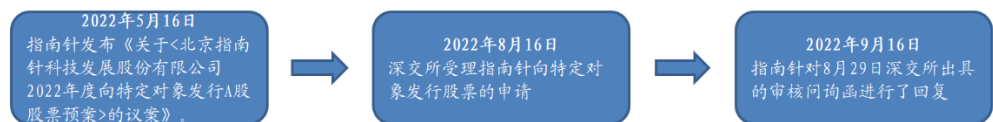


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**率先提出经纪业务的具体经营目标。**网信证券的经纪业务是与指南针金融信息服务业务最具协同效应的业务板块，指南针将凭借在股票交易软件领域的市场领先地位将原有与体外证券公司合作的业务模式变为直接给网信证券赋能。指南针计划在未来三年内把网信证券经纪业务做到市场中位水平即 40-50 名左右，对应经纪业务收入需要实现 10 亿左右；五年之后把经纪业务排名推进到前 20，对应经纪业务收入水平在 20 亿左右。

**定增募资促网信证券加快其他证券业务发展。**指南针通过定增募集资金将全部用于增资网信证券，为后续发展其他证券业务提供资本支持。根据指南针最新披露的定增流程公告，指南针于 2022 年 9 月 16 日对深交所 8 月 29 日出具的审核问询函的进行了回复。

图29: 指南针定增时间线



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**经纪业务借鉴东方财富导流模式。**东方财富主要通过自身金融数据服务积累的流量优势，为证券及基金业务导流。而指南针也将依托金融信息服务积累的客户基础，为网信证券经纪业务导流，且主要客户群体具备高转化率和高资金周转率两大优势。

**1)高转化率。**指南针收购网信证券之前就已经通过广告服务业务与部分券商合作，将金融信息服务业务的用户转化到合作券商开户，未来内部系统完成磨合后，有望通过该成熟的引流机制为证券经纪业务提供稳定的客户基础，预测 2025 年开户总人数可达到 49 万人。

**2) 经纪业务属性较强。**指南针以证券软件为载体培养的客户群体，属于更精准的证券交易型客户，典型特征是高活跃度、高频交易、高持仓比，客户单位资金的经纪业务产出极高，开展证券经纪业务的效率突出。由于核心产品购买具有“从低到高”的升级过程且销售过程中采取优惠政策促使客户长期购买软件，加上证券交易软件本身特点，指南针用户的黏性较强。

**3) 换手率较高。**指南针的主营业务和客户群体与东方财富高度类似，但指南针客户（尤其是中高端客户）黏性强，且对中高端产品的付费意愿较强，同时指南针和东方财富的客户群体都具备高资金周转率的特点（2020年，指南针/东方财富客户股票交易资金周转率分别为33.20/33.04），是传统券商的3-4倍（2020年，传统券商客户股票交易资金周转率均值为9.63），更高的用户活跃度及交易频次带来了更高的单位资金效率，从而为公司证券经纪业务提供了更高价值。

表5: 麦高证券 开户人数预测

单位: 万人	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>指南针</b>					
累计-注册用户数量	1,500	1,575	1,467	1,697	1,845
累计-付费用户数量	150	100	99	149	211
新增-注册用户	261	300	333	450	403
新增-付费用户	37	40	38	76	99
<b>麦高证券</b>					
累计开户数量	11	17	41	55	85

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表6: 客户股票交易资金周转率对比

证券公司	2020年	2019年	2018年	2017年
平均值	9.63	8.43	6.93	8.03
加权平均值	6.35	5.5	4.29	4.95
东方财富证券	33.04	36.8	28.41	25.32
指南针	33.2	33.38	28.29	31.48

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注: 客户股票交易资金周转率=年股票交易总金额/((上一年年底托管证券市值+上一年年底客户资金余额+当年年底托管证券市值+当年年底客户资金余额)/2); “加权平均值”系考虑各证券公司“年股票交易总金额”差异后的加权平均值, 即“所有证券公司年股票交易总金额之和/年均托管证券市值及客户资金余额之和”

**融资融券业务蓄势待发。**两融业务的开展需要具备两个条件，一是客户基础，二是资金规模。网信证券未来两融业务的发展将基于经纪业务的稳步增长所形成的客户基础，针对性为有两融需求的客户提供业务服务；而在资金规模方面，指南针通过收购网信证

券后初次定增所募集资金可以支持两融业务初期发展所需的资金量。

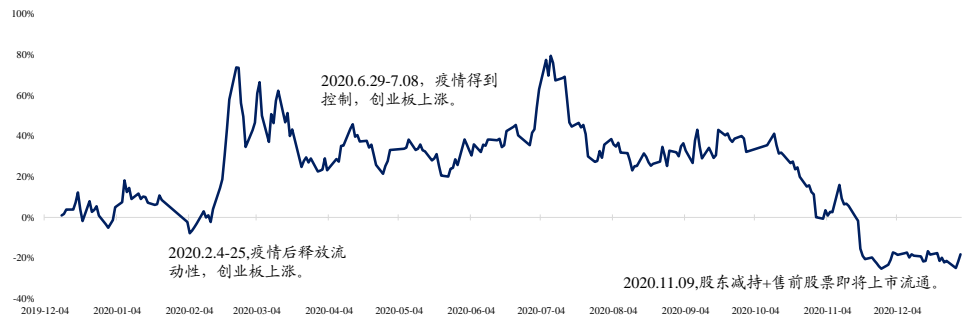
## 4. 盈利预测与估值

### 4.1. 股价复盘

**亮眼业绩及创业板牛市推动股价上涨。**2020年2月，受疫情后稳健的货币政策影响，创业板迎来新一轮牛市，2020年2月4日-15日期间，指南针累计涨幅达76%。2022年10月25日，指南针发布三季报，2022年前三季度业绩表现十分亮眼。指南针股价应声上涨，累计涨幅达7%。

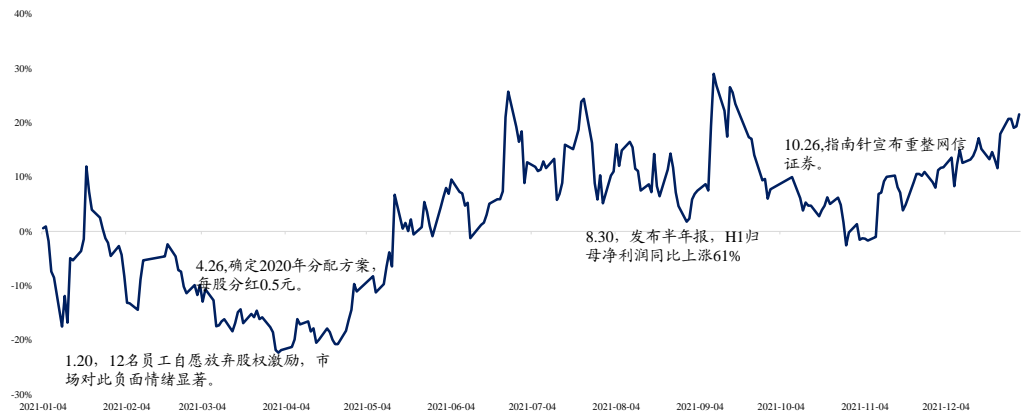
**负面消息驱使股价下跌，分红及利好消息出现后股价回弹。**2020年11月，指南针1.69亿售前股上市流通，市场产生消极情绪，公司股价一路下滑，期间累计跌幅达-37%。2021年4月份分红后，市场对指南针情绪回暖，股价在5月份便回到年初水平。当年10月末，指南针宣布重整网信证券，股价应声走高。

图30: 2019-2020年指南针股价复盘



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图31: 2021年指南针股价复盘



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图32: 2022年指南针股价复盘



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

#### 4.2. 盈利预测与估值

伴随我国证券市场发展企稳及公司不断加大买量力度, 指南针客户规模及客户购买意愿将得到进一步扩张, 我们预测公司 2023-2025 年金融信息服务收入为 12.72、17.89、25.28 亿元。

指南针通过自身金融信息服务积累的流量为经纪业务导流开户, 在国内资本市场稳健发展的情况下, 考虑到指南针每年付费人数稳步增长和过去开展广告业务积累的经营经验, 我们预计公司未来开户总人数将稳定提升, 同时指南针导流客户具备经纪业务属性较强、且换手率较高的特点, 我们预计指南针客户单位佣金略高于传统券商客户。2023-2025 年, 公司手续费及佣金净收入 (经纪业务净收入) 分别为 227、559、922 亿元。

表7: 指南针盈利预测表 (截至 2023 年 4 月 18 日)

单位: 百万元	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
营业总收入	932	1,255	1,667	2,563	3,801
金融信息服务收入	859	1,188	1,272	1,789	2,528
手续费及佣金净收入	0	35	227	559	922
利息净收入	31	106	113	119	120
投资收益	16	13	13	14	14
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
营业支出	769	953	1,239	1,899	2,805
归属于母公司股东净利润	176	344	374	564	845
营业总收入增速	34.63%	34.58%	32.82%	53.80%	48.27%
归属于母公司股东净利润增速	97.51%	95.07%	8.72%	50.98%	49.86%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

指南针作为金融信息服务领域的成长性公司, 我们选取与指南针业务类型相似的东

东方财富和同花顺作为其可比公司，使用可比估值法进行估值。参考同花顺和东方财富估值水平。考虑到公司目前所处阶段为业务协同及证券业务成长时期，而同业公司早已迈入稳健增长阶段，我们认为公司 2023 年 PE 可达 55 倍。

表8: 金融科技公司 P/E 估值表 (截至 2023 年 4 月 18 日)

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润 / PE	2022A	2023E	2024E	2025E
300059.SZ	东方财富	2,885	归母净利润 (亿元)	85.09	104.77	123.96	142.5
			PE	33.60	27.29	23.06	20.06
300033.SZ	同花顺	1,073	归母净利润 (亿元)	16.91	22.1	27.15	33.32
			PE	62.02	47.45	38.63	31.47
300803.SZ	指南针	232	归母净利润 (亿元)	3.44	5.04	7.21	5.92
			PE	65.61	44.79	31.26	38.11
PE 平均值				53.74	39.84	30.98	29.88

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 2023E-2025E 归母净利润来自 Wind 一致预期

### 4.3. 投资评级

据 2022 年业绩快报，公司营业总收入为 12.55 亿，同比增长 34.58%；归母净利润 3.44 亿，同比增长 95.07%。

我们基于对指南针证券业务处于快速成长期，及金融信息服务业务较为稳健的盈利预测，我们预计 2023-2025 年公司营业总收入分别为 1,667/2,563/3,801 亿元，归母净利润分别为 374/564/845 亿元，同比+8.72%/+50.98%/+49.86%，分别对应 62.03/41.09/27.42 倍 PE，首次覆盖，给予“买入”评级。

表9: 指南针盈利预测表 (截至 2023 年 4 月 18 日)

单位: 百万元	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
营业总收入	932	1,255	1,667	2,563	3,801
归属于母公司股东净利润	176	344	374	564	845
归属于母公司股东净资产	1,282	1,707	1,787	1,873	1,968
营业收入增速	34.63%	34.58%	32.82%	53.80%	48.27%
归属于母公司股东净利润增速	97.51%	95.07%	8.72%	50.98%	49.86%
归属于母公司股东净资产增速	14.40%	33.11%	4.73%	4.82%	5.06%
ROE	14.67%	23.00%	21.39%	30.82%	44.01%
EPS	0.43	0.84	0.92	1.39	2.08
BVPS	3.15	4.19	4.39	4.60	4.84
P/E (A)	127.98	65.61	60.34	39.97	26.67
P/B (A)	17.59	13.21	12.62	12.04	11.46

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 5. 风险提示

**1) 证券市场系统性风险:** 公司主营金融信息服务业务的经营情况与证券市场的发展和景气程度密切相关, 若证券市场出现长期低迷、市场交投不活跃等情况, 投资者对金融信息及咨询等服务的需求可能出现下降或发生较大变化, 从而引起公司产品销售和服务收入的下滑。

**2) 行业竞争加剧风险:** 公司以多年经营积累的技术、产品优势得以凭借金融信息工具业务持续盈利。由于国内同行业企业研发水平和投入不断提升, 若市场竞争加剧、公司产品竞争能力下滑, 或将导致公司面临不利的市场竞争局面。

**3) 证券业务恢复不及预期风险:** 公司 2022 年完成收购网信证券拓展证券业务, 若客户转化及客户质量不及预期, 则可能导致公司盈利增长不及预期。

表10: 指南针 盈利预测表 (截至 2023 年 4 月 18 日)

单位: 百万元	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
营业总收入	198	539	571	669	578	623	693	932	1,255	1,667	2,563	3,801
金融信息服务收入	197	507	486	608	530	576	622	859	1,188	1,272	1,789	2,528
手续费及佣金净收入	0	0	0	0	0	0	0	0	35	227	559	922
经纪业务手续费净收入							36	34	35	227	559	922
利息净收入	0	0	1	1	2	17	30	31	106	113	119	120
投资收益	6	22	19	18	21	10	10	16	13	13	14	14
公允价值变动损益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
营业支出	197	442	434	520	445	519	618	769	953	1,239	1,899	2,805
归属于母公司股东净利润	29	105	145	155	128	120	89	176	344	374	564	845
归属于母公司股东净资产	60	242	387	542	669	1,089	1,121	1,282	1,707	1,787	1,873	1,968
营业收入增速		172.66%	6.08%	17.13%	-13.66%	7.84%	11.18%	34.63%	34.58%	32.82%	53.80%	48.27%
归属于母公司股东净利润增速		262.73%	37.39%	7.02%	-17.41%	-5.86%	-25.89%	97.51%	95.07%	8.72%	50.98%	49.86%
ROE		69.70%	45.95%	33.34%	21.12%	13.69%	8.07%	14.67%	23.00%	21.39%	30.82%	44.01%
归属于母公司股东净资产增速		306.23%	59.66%	39.87%	23.61%	62.73%	2.89%	14.40%	33.11%	4.73%	4.82%	5.06%
EPS	0.07	0.26	0.36	0.38	0.31	0.30	0.22	0.43	0.84	0.92	1.39	2.08
BVPS	0.15	0.60	0.95	1.33	1.64	2.68	2.75	3.15	4.19	4.39	4.60	4.84
P/E (A)	776.79	214.15	155.87	145.65	176.35	187.33	252.78	127.98	65.61	60.34	39.97	26.67
P/B (A)	377.79	93.00	58.25	41.64	33.69	20.70	20.12	17.59	13.21	12.62	12.04	11.46

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 2022 年之前的经纪业务手续费净收入及投资收益为网信证券数据, 2022 年 8 月网信证券与指南针并表



## 免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

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

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

