

麦高证券枯木发荣，金融科技乘 AI 东风

指南针(300803)

| | | | |
|--------|-------|--------------|-------------|
| 评级: | 买入 | 股票代码: | 300803 |
| 上次评级: | 买入 | 52 周最高价/最低价: | 62.18/41.14 |
| 目标价格: | | 总市值(亿) | 207.49 |
| 最新收盘价: | 50.82 | 自由流通市值(亿) | 205.06 |
| | | 自由流通股数(百万) | 403.50 |

事件概述

2023 年 7 月 15 日，公司发布麦高证券（未经审计）2022 年年度报告和 2023 年第一季度报告。2023 年上半年，麦高证券实现营业收入 7624 万元，同比增长 313%；归属于母公司股东的净亏损从 2022 年同期的 4593 万元收缩至 2019 万元。截至 2023 年 6 月底，麦高证券的净资产 7.33 亿元，较购买日（2022-7-29）公允价值（2.13 亿元）增幅 243%。

▶ 指南针逐步修复麦高证券的各项业务，金融科技垂直赋能

从业务结构的视角，2023 年上半年，麦高证券实现经纪业务手续费净收入 35854 万元，利息净收入 1322 万元，投资收益和公允价值变动合计 2684 万元；分别同比增加 148%、252%、无可比数据；三项业务贡献麦高证券营收比例分别为 46%、17%、35%。

自 2022 年 7 月 29 日，指南针与网信证券管理人完成财产和营业实务的交接事宜后，公司加大人才队伍建设、更新 IT 系统及技术设备，逐步修复麦高证券的各项业务，重点修复经纪业务。2022 年三季度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的工作；公司在 2022 年四季度开展了一定规模化的客户引流工作。根据公司投关活动记录表，2023 年二季度，麦高证券的交易系统已由原来的顶点 A2 升级更新为顶点 A5 交易系统。

指南针在股票交易软件领域具备市场领先地位，多年来与体外证券公司已有成熟的业务合作模式。证券经纪业务领域是麦高证券与公司自身业务最具协同效应的业务板块，公司直接给麦高证券赋能，预计将推动证券公司数字化转型与业务重构，以及在量化交易、快速柜台、大宗经纪、机构服务等综合性发展，提升客户服务能力和流量承接能力。

▶ 加速迭代产品升级、“体验式”销售模式，用科技改善用户投资体验

指南针持续发展金融信息服务业务，增加研发投入，产品升级迭代。公司于 2022 年推出的两款新产品（全赢决策系统智能阿尔法版、全赢决策系统私享家手机版）丰富了现有产品线，已有产品也不断扩充功能列表和财经信息源。

根据公司投关活动记录表，公司给中小投资者提供的金融信息服务软件，一直都有 AI 相关应用，比如金融工程学下的量化策略研究，又比如客户通话的语音语义识别等。

在产品销售方面，指南针以“体验式”销售模式开展，依据市场情况和自身实际经营情况制定有节奏、有规律的销售计划。根据公司投关活动记录表，绝大多数付费客户均是从公司免费版产品试用开始，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）产品。公司的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。

► **定增 30 亿元在途，完善证券公司+金融科技的产业战略版图**

指南针于 2022 年 5 月 16 日发布定增预案，并于 2023 年 5 月 15 日发布定增预案修订稿。公司拟募集不超过 30 亿元，扣除发行费用后全部用于增资麦高证券（公司已于 2022 年 7 月以自筹资金 5 亿元先行增资麦高证券），以期提升麦高证券的资本实力、有效降低其资产负债率和财务风险。本次发行将有助于巩固麦高证券证券经纪、融资融券等业务。麦高证券也将在财富管理的背景下，以资管业务为突破、以投行、自营等其他业务为补充，进一步完善指南针的战略版图，打造以金融科技为驱动、中小投资者财富管理为特色的证券业务生态闭环。

投资建议

随着麦高证券各项业务有序重启，指南针逐步形成证券公司+金融科技双轮驱动的发展模式。股票期权是公司员工激励的方法之一，公司于 2022 年 12 月 9 日向激励对象（339 人）首次授予部分行权价格为 49.75 元/份。我们维持 2023-2025 年营收预测 19.36/25.67/31.75 亿元；维持 2023-2025 年 EPS 预测 1.15/1.71/2.23 元，对应 2023 年 7 月 25 日 50.82 元/股收盘价，2023-2025 年 PE 分别为 44.45/29.85/22.82 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示

1) 麦高证券的业务开展进程不及预期风险；2) 中高端产品推广不及预期风险；新产品新功能研发不及预期风险；3) 行业竞争加剧导致市场份额下滑风险；4) 定增落地时间存在不确定性。

盈利预测与估值

| 财务摘要 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万 元) | 932 | 1,255 | 1,936 | 2,567 | 3,175 |
| YoY (%) | 34.6% | 34.6% | 54.2% | 32.6% | 23.7% |
| 归母净利润(百 万元) | 176 | 338 | 467 | 695 | 909 |
| YoY (%) | 97.5% | 92.1% | 37.9% | 48.9% | 30.8% |
| 毛利率 (%) | 88.1% | 89.3% | 79.7% | 75.2% | 72.9% |
| 每股收益 (元) | 0.43 | 0.83 | 1.15 | 1.71 | 2.23 |
| ROE | 13.7% | 19.9% | 21.5% | 24.3% | 24.1% |
| 市盈率 | 117.76 | 61.31 | 44.45 | 29.85 | 22.82 |

资料来源：wind、华西证券研究所

分析师：罗惠洲

邮箱：luohz@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520070004

分析师：刘泽晶

邮箱：liuzj1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520020002

华西计算机&非银团队联合覆盖

表 1 指南针的产品销售安排规律

| 产品分类 | 产品名称 | 往年销售周期安排 |
|-------------|------------|---|
| 低端 | 全赢博弈版 | 根据阶段性的免费版客户的数量累计和体验情况，全年各月常态化销售。 |
| 中端 | 全赢博弈擒龙版 | 根据博弈版用户数量累积和体验情况，每年二季度至四季度安排 3 次左右集中销售。 |
| 高端 | 全赢博弈私享家版 | 根据中端版本用户数量累积和体验情况，通常每年上半年集中销售一次。 |
| 2022 年新研发产品 | 全赢决策智能阿尔法版 | 拟安排在 2023 年下半年择期启动销售。 |

资料来源：2023-5-23 公司公告《投资者关系活动记录表》，华西证券研究所整理

表 2 麦高证券的经营数据（部分）

| 项目（单位：百万元） | 2023年上 半年 | 2022年上 半年 | 2023H1同 比增速 | 2022A | 2021A | 2023H1营 收结构 |
|------------------------|---------------|---------------|----------------|-----------------|----------------|----------------|
| 一、营业收入 | 76.24 | 18.47 | 313% | 63.09 | 46.25 | |
| 手续费及佣金净收入 | 35.85 | 14.46 | 148% | 35.91 | 38.48 | |
| 其中：经纪业务手续费净收入 | 34.90 | 14.17 | 146% | - | - | 45.78% |
| 投资银行业务手续费净收入 | 0.28 | - | | - | - | 0.37% |
| 资产管理业务手续费净收入 | - | - | | - | - | 0.00% |
| 利息净收入 | 13.22 | 3.75 | 252% | 16.21 | 8.21 | 17.35% |
| 其中：利息收入 | 18.10 | 4.87 | 271% | - | - | |
| 利息支出 | 4.88 | 1.12 | 335% | - | - | |
| 投资收益 | 20.59 | - | | 12.66 | 0.01 | 27.01% |
| 其他收益 | 0.09 | 0.07 | 36% | 0.31 | 0.13 | 0.12% |
| 公允价值变动收益 | 6.25 | - | | -2.49 | -0.97 | 8.19% |
| 其他业务收入 | 0.16 | 0.20 | -17% | 0.32 | 0.40 | 0.21% |
| 资产处置收益 | 0.07 | - | | 0.17 | -0.00 | 0.09% |
| 二、营业支出 | 96.17 | 47.76 | 101% | 150.91 | 101.65 | |
| 税金及附加 | 0.68 | 0.26 | 167% | 1.21 | 0.45 | |
| 业务及管理费 | 95.87 | 47.51 | 102% | 145.08 | 100.75 | |
| 资产减值损失 | | | | 4.57 | - | |
| 信用减值损失 | - | - | | -0.02 | 0.25 | |
| 其他资产减值损失 | -0.40 | - | | - | 0.08 | |
| 其他业务成本 | 0.02 | - | | 0.07 | 0.12 | |
| 三、营业利润 | -19.93 | -29.29 | 亏损收窄 | -87.82 | -55.40 | |
| 加：营业外收入 | 0.02 | 0.05 | -56% | 2,890.29 | 0.03 | |
| 减：营业外支出 | 0.28 | 10.90 | -97% | 2.40 | 452.68 | |
| 四、利润总额 | -20.19 | -40.13 | 亏损收窄 | 2,800.07 | -508.05 | |
| 减：所得税费用 | - | 5.79 | | -99.78 | - | |
| 五、净利润 | -20.19 | -45.93 | 亏损收窄 | 2,899.85 | -508.05 | |
| 其中：归属于母公司股东的净利润 | -20.19 | -45.93 | 亏损收窄 | - | - | |
| 少数股东损益 | - | - | | - | - | |
| 七、综合收益总额 | -20.19 | -45.93 | 亏损收窄 | 2,899.15 | -504.95 | |
| 归属于母公司股东的综合收益总额 | -20.19 | -45.93 | 亏损收窄 | | | |

资料来源：2023-7-15 公司公告《麦高证券有限公司 2023 年半年度未经审计非合并财务报表》，2023-1-13 公司公告《网信证券有限责任公司 2022 年度未经审计非合并财务报表》，华西证券研究所整理

财务报表和主要财务比率

| 利润表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 现金流量表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业总收入 | 1,255 | 1,936 | 2,567 | 3,175 | 净利润 | 338 | 467 | 695 | 909 |
| YoY (%) | 34.6% | 54.2% | 32.6% | 23.7% | 折旧和摊销 | 40 | 29 | 29 | 29 |
| 营业成本 | 135 | 393 | 638 | 861 | 营运资金变动 | 95 | 357 | 339 | 308 |
| 营业税金及附加 | 9 | 10 | 13 | 16 | 经营活动现金流 | 386 | 824 | 1,025 | 1,199 |
| 销售费用 | 549 | 881 | 1,052 | 1,206 | 资本开支 | -53 | -129 | -129 | -129 |
| 管理费用 | 188 | 132 | 175 | 206 | 投资 | -681 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | -5 | -51 | -80 | -106 | 投资活动现金流 | -745 | -100 | -91 | -82 |
| 研发费用 | 125 | 232 | 257 | 317 | 股权募资 | 65 | 0 | 0 | 0 |
| 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 | 债务募资 | 325 | -150 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 19 | 29 | 38 | 47 | 筹资活动现金流 | 122 | -150 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 274 | 379 | 564 | 738 | 现金净流量 | -237 | 574 | 934 | 1,117 |
| 营业外收支 | 1 | 0 | -1 | -1 | 主要财务指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 利润总额 | 275 | 379 | 564 | 738 | 成长能力 | | | | |
| 所得税 | -64 | -88 | -131 | -172 | 营业收入增长率 | 34.6% | 54.2% | 32.6% | 23.7% |
| 净利润 | 338 | 467 | 695 | 909 | 净利润增长率 | 92.1% | 37.9% | 48.9% | 30.8% |
| 归属于母公司净利润 | 338 | 467 | 695 | 909 | 盈利能力 | | | | |
| YoY (%) | 92.1% | 37.9% | 48.9% | 30.8% | 毛利率 | 89.3% | 79.7% | 75.2% | 72.9% |
| 每股收益 | 0.83 | 1.15 | 1.71 | 2.23 | 净利率 | 27.0% | 24.1% | 27.1% | 28.6% |
| 资产负债表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 总资产收益率 ROA | 7.9% | 9.3% | 11.4% | 12.4% |
| 货币资金 | 1,219 | 1,793 | 2,727 | 3,844 | 净资产收益率 ROE | 19.9% | 21.5% | 24.3% | 24.1% |
| 预付款项 | 6 | 19 | 30 | 41 | 偿债能力 | | | | |
| 存货 | 1 | 3 | 5 | 7 | 流动比率 | 1.24 | 1.38 | 1.55 | 1.76 |
| 其他流动资产 | 1,168 | 1,209 | 1,247 | 1,283 | 速动比率 | 1.24 | 1.37 | 1.54 | 1.74 |
| 流动资产合计 | 2,395 | 3,023 | 4,009 | 5,175 | 现金比率 | 0.63 | 0.82 | 1.06 | 1.31 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产负债率 | 60.6% | 57.0% | 53.3% | 48.9% |
| 固定资产 | 388 | 449 | 509 | 569 | 经营效率 | | | | |
| 无形资产 | 43 | 84 | 124 | 164 | 总资产周转率 | 0.29 | 0.39 | 0.42 | 0.43 |
| 非流动资产合计 | 1,873 | 1,973 | 2,073 | 2,174 | 每股指标 (元) | | | | |
| 资产合计 | 4,267 | 4,996 | 6,082 | 7,348 | 每股收益 | 0.83 | 1.15 | 1.71 | 2.23 |
| 短期借款 | 150 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产 | 4.18 | 5.33 | 7.04 | 9.27 |
| 应付账款及票据 | 46 | 136 | 220 | 298 | 每股经营现金流 | 0.95 | 2.03 | 2.52 | 2.95 |
| 其他流动负债 | 1,735 | 2,058 | 2,364 | 2,643 | 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 流动负债合计 | 1,931 | 2,193 | 2,584 | 2,941 | 估值分析 | | | | |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | PE | 61.31 | 44.45 | 29.85 | 22.82 |
| 其他长期负债 | 655 | 655 | 655 | 655 | PB | 12.20 | 9.57 | 7.25 | 5.50 |
| 非流动负债合计 | 655 | 655 | 655 | 655 | | | | | |
| 负债合计 | 2,586 | 2,848 | 3,239 | 3,596 | | | | | |
| 股本 | 407 | 407 | 407 | 407 | | | | | |
| 少数股东权益 | -20 | -20 | -20 | -20 | | | | | |
| 股东权益合计 | 1,681 | 2,148 | 2,843 | 3,753 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 4,267 | 4,996 | 6,082 | 7,348 | | | | | |

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

刘泽晶（计算机首席分析师）：2014-2015年新财富计算机行业团队第三、第五名，水晶球第三名，10年证券从业经验。

罗惠洲（非银组组长）：美国克莱蒙研究大学金融工程硕士，浙江大学工学学士，8年证券研究经验。曾任职太平洋证券研究院、中银国际证券研究所。致力于深耕券商、互联网金融和多元金融领域。2015年水晶球奖、新财富第一名团队成员；证券时报2019年第二届中国证券分析师“金翼奖”第二名。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|--------------------------------|------|--------------------------------|
| 以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15% |
| | 增持 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间 |
| | 中性 | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间 |
| | 减持 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间 |
| | 卖出 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15% |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10% |
| | 中性 | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
| | 回避 | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10% |

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。