

我国第二家互联网券商正式扬帆起航

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:	64.76/31.6
目标价格:		总市值(亿)	221.87
最新收盘价:	60.2	自由流通市值(亿)	121.17
		自由流通股数(百万)	221.88

事件概述

2021年9月，公司报名参与网信证券破产重整；2022年2月公司正式成为网信证券破产重整投资人；2022年5月公司发布定增预案计划募集30亿元向网信证券增资；2022年7月网信证券完成工商变更登记，正式成为公司全资子公司，公司主营业务在金融信息服务业务的基础上新增证券业务，开启全新增长曲线。

分析判断:

▶ 参考东财发展路径，网信证券将以零售业务作为切入点快速发展。

2015年，东方财富通过相继收购香港宝华世纪证券和西藏同信证券，获得券商牌照，成为我国第一家互联网券商。2016年3月，同信证券更名为东方财富证券；2016年5月，东方财富对东方财富证券增资40亿元。

凭借同信证券的全牌照，东财逐步发力证券经纪业务、两融业务、期货经纪业务等。东财经纪业务收入从2016年的5.8亿元增至2021年的46亿元，CAGR达51%。此外，随着东方财富证券经纪业务市占率的提升，其两融业务也得到了快速发展。

1) 东财将流量导入同信，且打出“万2.5的佣金+一分钟开户”的口号，抢夺客户。

2014年-21Q1，经纪业务客户数量从16万户增至733万户。

2) 2014-2021年，东财经纪业务市场份额从0.21%提升到4.47%，收入排名从75名提升到15名。

此外，东方财富通过定增、发行债券等多种募资手段，向东方财富证券注资，助力东财证券业务快速发展，近年来合计募资超500亿元。

1) 2016年定增40亿元，对同信证券增加资本金、补充营运资金。

2) 17、20、21年三次发行可转债(均已摘牌)，合计募资278亿元，用于发展证券业务。其中，245亿元用于信用交易业务，27亿元用于证券投资业务，1.5亿元用于增设网点。

3) 2021年发行了美元债，募资3亿美元。

4) 2021年10月，证监会同意东财发行不超过120亿元的公司债。2022年发行了第一期，合计募资26亿元。

根据指南针披露的投资者关系活动记录，公司表示证券经纪业务将分三步走：1、1年之内，扭亏为盈；2、3年之后，网信经纪业务排名到行业40-50名，经纪业务收入做到10亿元；3、5年之后，公司希望能够把经纪业务排名推进到前20。我们认为，指南针可从组织架构、技术底座、营销策略等全方位对网信证券进行重塑，加速将其打造成真正的互联网券商。

目前指南针股票App已经在“交易”栏新增网信证券开户及交易入口。随着网信证券正式开业，未来指南针将通过向网信证券导流客户，并通过定增向网信证券增资，其经纪业务、两

融业务等均有有望得到快速发展。此外，经纪业务作为现金牛业务，公司现金流状况也将得到持续改善。

► **互联网券商行业天花板仍高，轻型化、线上化是网信证券发展的必由之路。**

经过多轮佣金战，目前行业佣金率已跌至冰点。客户数量增长成为券商扩大经纪业务市场份额的主要途径，而互联网券商天然具有互联网流量，优势明显。我国互联网普及率 2021 年为 73%，互联网普及率仍有约 27pct 的提升空间。而 2010-2021 年每 4 年的提升幅度在 11-13%，按此估算大概还有 8 年成长期。

根据公司披露的投资者关系活动记录，公司会在基本保留 40 家营业部的基础上，根据指南针现有客户分布，适当补充一些网点。但公司营业部的建设将会区别于传统证券公司的营业部，主要功能是作为触达客户的窗口，将是轻型营业部为主的模式，我们认为轻型化、线上化是网信证券发展的必由之路。

► **市场成交量持续放大，公司金融信息服务业务持续高增。**

6 月以来，全 A 成交金额持续放大，日均成交金额破万亿元。公司金融信息服务业务业绩亮眼，22Q1 营收同比增长 90%，归母净利润同比增长 177%，预计 Q2 仍将保持快速增长。

投资建议

维持盈利预测，我们预计公司 2022-2024 年分别实现营业收入 16.05/24.26/32.22 亿元，分别同比增长 72.1%/51.2%/32.8%；2022-2024 年分别实现归母净利润 3.95/5.67/8.23 亿元，分别同比增长 124%/43.5%/45%；2022-2024 年 EPS 分别为 0.98/1.4/2.03 元，对应 2022 年 8 月 11 日收盘价 60.2 元的 PE 分别为 62X/43X/30X，维持“买入”评级。

风险提示

1) 中高端产品推广不及预期风险；2) 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) 定增落地存在不确定性。

盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	693	932	1,605	2,426	3,170
YoY (%)	11.2%	34.6%	72.1%	51.2%	30.7%
归母净利润(百万元)	89	176	395	567	822
YoY (%)	-25.9%	97.5%	124.2%	43.5%	44.9%
毛利率 (%)	84.6%	88.1%	86.8%	72.0%	70.1%
每股收益 (元)	0.22	0.44	0.98	1.40	2.03
ROE	8.0%	13.7%	23.6%	25.3%	26.8%
市盈率	273.30	138.37	61.71	42.99	29.67

资料来源：wind、华西证券研究所

分析师：刘泽晶

邮箱：liuzj1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520020002

华西计算机&华西非银联合覆盖

分析师：罗惠洲

邮箱：luohz@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520070004

分析师：李婉云

邮箱：liwy1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520010002

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	932	1,605	2,426	3,170	净利润	176	395	567	822
YoY (%)	34.6%	72.1%	51.2%	30.7%	折旧和摊销	22	7	7	7
营业成本	111	211	680	949	营运资金变动	189	115	671	370
营业税金及附加	6	8	12	16	经营活动现金流	373	491	1,206	1,147
销售费用	501	730	849	983	资本开支	-15	-1	-1	-2
管理费用	67	109	133	158	投资	41	0	0	0
财务费用	-25	-25	-31	-45	投资活动现金流	-25	26	39	52
研发费用	109	193	243	317	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	75	0	0	0
投资收益	16	27	41	53	筹资活动现金流	53	-1	-1	-1
营业利润	190	426	611	885	现金净流量	401	516	1,245	1,198
营业外收支	-1	0	-1	-1					
利润总额	190	425	611	885	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
所得税	13	30	43	63	成长能力				
净利润	176	395	567	822	营业收入增长率	34.6%	72.1%	51.2%	30.7%
归属于母公司净利润	176	395	567	822	净利润增长率	97.5%	124.2%	43.5%	44.9%
YoY (%)	97.5%	124.2%	43.5%	44.9%	盈利能力				
每股收益	0.44	0.98	1.40	2.03	毛利率	88.1%	86.8%	72.0%	70.1%
					净利率	18.9%	24.6%	23.4%	25.9%
					总资产收益率 ROA	8.6%	15.2%	14.4%	15.8%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	净资产收益率 ROE	13.7%	23.6%	25.3%	26.8%
货币资金	1,607	2,124	3,368	4,566	偿债能力				
预付款项	6	12	39	55	流动比率	6.46	5.28	3.03	2.99
存货	1	2	6	9	速动比率	6.43	5.24	2.99	2.95
其他流动资产	80	125	179	229	现金比率	6.13	4.95	2.84	2.81
流动资产合计	1,695	2,262	3,593	4,859	资产负债率	37.3%	35.7%	42.9%	40.9%
长期股权投资	0	0	0	0	经营效率				
固定资产	328	320	312	304	总资产周转率	0.46	0.62	0.62	0.61
无形资产	3	5	7	9					
非流动资产合计	351	345	338	332	每股指标 (元)				
资产合计	2,046	2,607	3,932	5,191	每股收益	0.44	0.98	1.40	2.03
短期借款	75	75	75	75	每股净资产	3.17	4.14	5.54	7.57
应付账款及票据	38	72	231	322	每股经营现金流	0.92	1.21	2.98	2.83
其他流动负债	150	282	881	1,227	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	262	429	1,186	1,624	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	138.37	61.71	42.99	29.67
其他长期负债	501	501	501	501	PB	12.50	11.12	8.31	6.08
非流动负债合计	501	501	501	501					
负债合计	764	930	1,687	2,125					
股本	405	405	405	405					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	1,282	1,677	2,244	3,066					
负债和股东权益合计	2,046	2,607	3,932	5,191					

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（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。

李婉云（分析师）：6年证券研究经验。西南财经大学硕士，山东大学学士。主要覆盖金融科技方向。

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。