

## 互联网券商扬帆起航，中长期成长空间广阔

## 买入|首次推荐

### ——指南针(300803.SZ)首次覆盖报告

#### 报告要点:

#### ● 综合性大型金融信息服务企业，收购麦高证券打开全新成长空间

公司于1997年创建品牌，2001年正式成立公司，主要业务是以证券工具型软件终端为载体，以互联网为工具，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，并积极拓展广告服务等业务。2019-2023年，营业总收入的CAGR为15.61%。2022年，公司通过参与麦高证券破产重整投资的方式来实现收购，公司战略版图进一步完善，成长空间逐步打开。2023年，公司有序推进麦高证券各项业务恢复展业，净利润实现扭亏为盈。

#### ● 金融信息服务行业快速发展，市场规模持续扩大，竞争格局较为分散

随着我国证券市场规模、品种不断增加，金融信息服务行业快速发展，并呈现出规模扩大化、技术专业化和趋势。根据《2023上海金融信息行业发展报告》，2021年中国金融信息服务市场规模为420亿元，同比增长10.50%；2022年为440亿元，同比增长4.76%。目前，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、财富趋势等上市公司以及益盟股份、麟龙股份等全国股转系统挂牌公司，行业格局较为分散。

#### ● 持续研发投入打造竞争优势，品牌优势驱动公司持续成长

1) 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，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。2) 受益于良好的品牌形象，公司培育了具有一定规模和品牌忠诚度的用户群体。这些用户群体开展证券经纪业务的效率较高，将给麦高证券经纪业务提供较大的挖掘潜力。3) 管理经营团队具有丰富的行业经验和较强的市场把握能力，能够带领公司在快速变化的行业环境中准确判断发展方向。4) 公司已制定麦高证券“五年三步走”发展规划，2022-2026年的第三阶段目标是：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。

#### ● 盈利预测与投资建议

通过收购麦高证券，公司已经成功进入互联网证券领域，全新成长空间已经逐步打开。预测公司2024-2026年的营业收入为14.38、18.57、22.79亿元，归母净利润为2.14、3.99、5.79亿元，EPS为0.52、0.98、1.42元/股，对应PE为89.83、48.22、33.25倍。考虑到行业的发展空间和公司业务的持续成长性，首次推荐，给予“买入”评级。

#### ● 风险提示

市场波动引致经营业绩变动的风险；市场竞争加剧风险；技术及产品创新滞后的风险；互联网系统及数据安全风险；整合麦高证券后商誉减值风险等。

#### 附表：盈利预测

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1255.06	1112.86	1437.63	1857.01	2278.96
收入同比(%)	34.60	-11.33	29.18	29.17	22.72
归母净利润(百万元)	338.40	72.61	214.15	398.94	578.51
归母净利润同比(%)	92.06	-78.54	194.93	86.29	45.01
ROE(%)	19.89	3.88	10.26	16.04	18.87
每股收益(元)	0.83	0.18	0.52	0.98	1.42
市盈率(P/E)	56.85	264.94	89.83	48.22	33.25

资料来源: Wind, 国元证券研究所

当前价: 47.09元

#### 基本数据

52周最高/最低价(元): 79.72 / 36.92

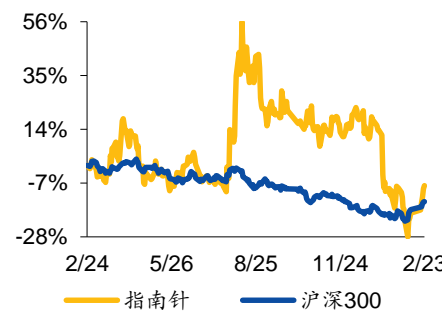
A股流通股(百万股): 404.16

A股总股本(百万股): 408.94

流通市值(百万元): 19031.87

总市值(百万元): 19256.81

#### 过去一年股价走势



资料来源: Wind

#### 相关研究报告

#### 报告作者

分析师 耿军军

执业证书编号 S0020519070002

电话 021-51097188-1856

邮箱 gengjunjun@gyzq.com.cn

联系人 王朗

邮箱 wanglang2@gyzq.com.cn

## 目 录

1. 公司概况：聚焦金融信息服务，全力发展证券业务	4
1.1 历史沿革：专注证券信息服务，成功收购麦高证券	4
1.2 财务分析：营收实现稳健增长，持续加大研发投入	6
1.3 股权架构：公司股权结构稳定，激励计划护航成长	8
2. 行业分析：政策助力行业发展，长期成长空间巨大	10
2.1 政策驱动：产业链条分工明确，政策驱动快速成长	10
2.2 市场发展：技术驱动行业变革，市场规模快速增长	12
2.3 行业格局：竞争格局较为分散，差异化竞争是关键	14
3. 核心亮点：研发打造竞争优势，证券业务前景广阔	15
3.1 产品研发：持续提升研发实力，产品迭代不断升级	15
3.2 品牌壁垒：品牌优势逐步显现，高端客户潜力巨大	16
3.3 营销优势：直销模式深耕市场，付费转化效率较高	17
3.4 管理团队：核心团队经验丰富，引领行业发展趋势	17
3.5 证券业务：各项业务恢复展业，协同效应逐步显现	18
4. 盈利预测与投资建议	20
5. 风险提示	23

## 图表目录

图 1：公司发展历程	5
图 2：公司营业总收入情况	6
图 3：公司扣非归母净利润情况	6
图 4：金融信息服务业务收入情况	6
图 5：广告服务业务收入情况	6
图 6：公司期间费用率情况	7
图 7：研发投入情况	7
图 8：研发人员情况	7
图 9：扣非归母净利润与经营性现金流量净额对比	8
图 10：公司股权结构（截至 2023 年 12 月 31 日）	8
图 11：金融信息服务业产业链	11
图 12：全国投资者数及增长情况	13
图 13：2018-2022 年中国金融信息服务市场规模	13
图 14：公司金融信息服务业务部分产品	16
表 1：公司主营业务情况	5
表 2：2023 年股票期权激励计划（草案）分配情况	9
表 3：2023 年股票期权激励计划（草案）公司层面业绩考核目标	9
表 4：金融信息服务行业业务类型	10
表 5：金融信息服务行业相关政策梳理	12

---

表 6: 金融信息服务行业主要企业概况.....	14
表 7: 公司核心管理团队概况 .....	18
表 8: 麦高证券“五年三步走”发展规划 .....	18
表 9: 公司收入拆分 (单位: 百万元) .....	21
表 10: 可比公司估值情况.....	21

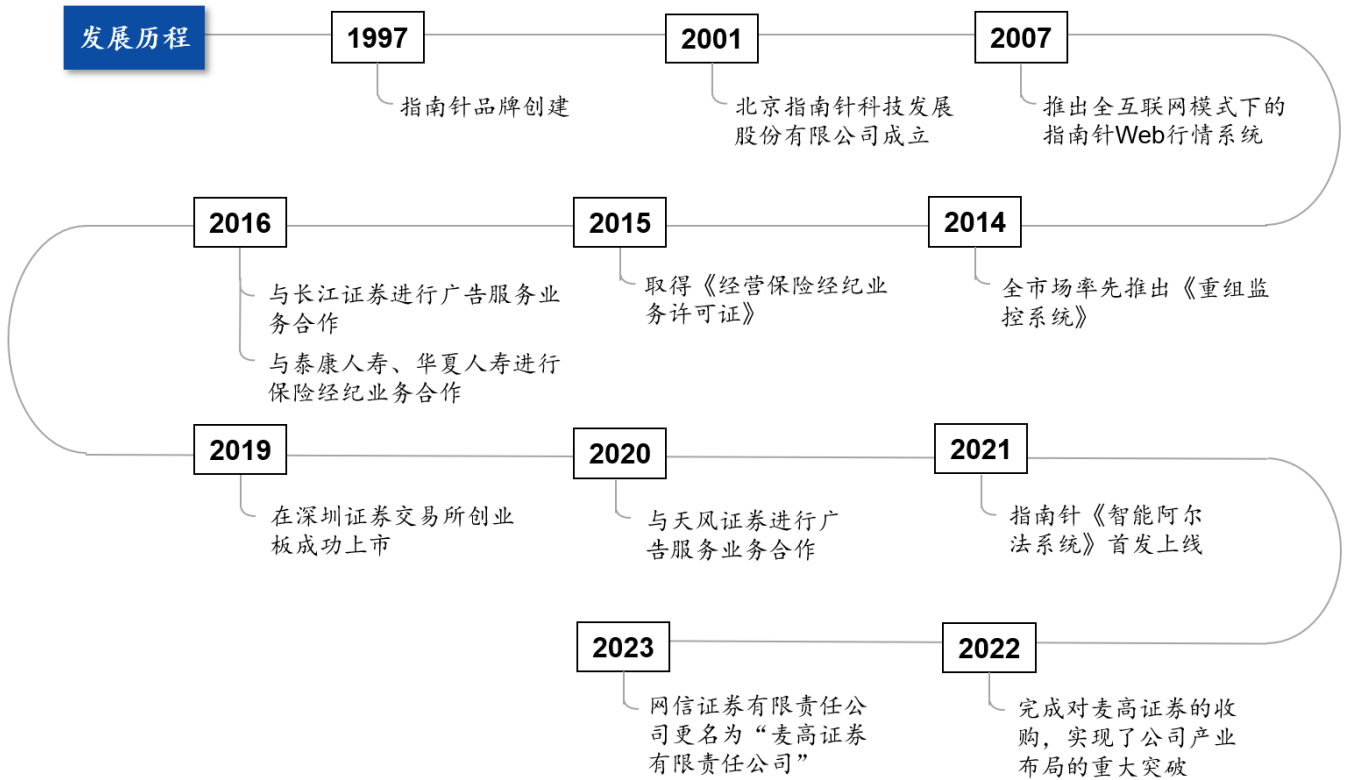
## 1. 公司概况：聚焦金融信息服务，全力发展证券业务

### 1.1 历史沿革：专注证券信息服务，成功收购麦高证券

指南针品牌创建于 1997 年。2001 年，经北京市人民政府批准，北京指南针科技发展股份有限公司成立。2019 年在深圳证券交易所创业板成功上市，指南针品牌经过 20 多年的发展，已成为综合性的大型金融信息服务股份制企业。作为证券分析软件开发商和证券信息服务商，公司是早期获得深交所 Level-2 数据授权的信息运营商之一，同时也是较早获得上交所 Level-2 数据授权信息运营商之一。

2022 年 7 月，公司通过破产重整投资的方式完成了对网信证券的收购，取得其 100% 股权，并于 2023 年 1 月正式更名为麦高证券，其业务范围涵盖：证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售、证券资产管理、证券承销、代销金融产品、证券保荐、与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，融资融券。收购后，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，公司将依托专业研发能力和软件技术优势，以用户需求为中心，推进金融科技赋能证券业务，利用多年来底蕴深厚的技术基因，为麦高证券提供先进的金融科技服务手段，深度融合金融信息与证券服务，推动在量化交易、快速柜台、大宗经纪和机构服务等方面的综合性发展。同时，也将利用公司优秀的产品基因，为用户提供丰富的交易工具和手段，结合公司大数据和 O2O 的服务模式，为传统证券业务带来新型特色的证券公司服务。

2023 年，公司参与了江苏省泰州市中级人民法院在淘宝网司法拍卖网络平台开展的“被执行人联合创业集团有限公司所持有先锋基金管理有限公司比例为 34.2076% 股权”的司法拍卖，并以 110211594.50 元的价格竞得。在参与此次司法拍卖前，公司已受让富海（厦门）企业管理有限公司持有的先锋基金 4.9900% 股权，并于 2023 年 12 月 11 日完成了工商变更登记。公司竞得先锋基金股权后，拟成为先锋基金的单一第一大股东。如本次股权变更事项取得中国证监会核准，将有助于公司形成以原有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，为公司持续强化综合财富管理能力奠定坚实基础。

**图 1：公司发展历程**


资料来源：公司招股说明书，公司公告，公司官网，国元证券研究所

公司的传统业务是以证券工具型软件终端为载体，以互联网为工具，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；同时，公司基于自身在金融信息服务领域积累的客户资源、流量入口优势及营销优势，积极拓展广告服务业务。公司在2022年7月成功收购麦高证券后，积极推动金融信息服务与证券服务的深度融合，围绕中小投资者，以财富管理和金融科技为特色发展互联网证券业务。

**表 1：公司主营业务情况**

业务分类	业务情况
金融信息服务业务	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等。公司的金融信息服务已布局 PC 端和移动端，面向个人投资者提供专业化的服务。公司采用直销模式进行销售，即直接向客户提供包括金融资讯及数据的 PC 终端等产品及服务。公司的主要客户群体为专业的个人投资者，公司自主研发的证券工具型软件主要包括全赢系列和财富掌门系列产品等。
证券业务	公司利用在金融信息服务行业底蕴深厚的技术基因，为麦高证券提供先进的金融科技服务手段，深度融合金融信息与证券服务，发展以金融科技为特色的证券公司，从而进一步完善公司在证券服务领域的业务布局，全面提升公司的经营能力和盈利能力。
广告服务业务	利用公司金融信息服务积累的客户资源和流量入口优势，与证券公司进行深度合作，通过在金融信息服务产品中投放广告等方式，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。随着麦高证券的经纪业务有序展业，预计公司与合作证券公司的合作规模将逐步缩小，相关收入预计亦将逐步萎缩。此外，公司也将参照与合作证券公司的合作模式，向麦高证券收取相关广告费。由于麦高证券是公司的全资子公司，相关收入和费用在合并报表时将抵消。

资料来源：公司公告，国元证券研究所

## 1.2 财务分析：营收实现稳健增长，持续加大研发投入

2019-2023 年，公司营业总收入的 CAGR 为 15.61%。2023 年，在复杂多变的宏观经济形势及资本场景气度偏低的背景下，公司审时度势，立足于金融信息服务与证券服务双主业并进的战略定位，坚持以用户需求为中心，深度挖掘金融信息服务与证券业务的协同性，积极赋能麦高证券。在金融信息服务业务保持健康稳健发展的同时，证券业务逐步进入良性发展轨道并实现扭亏为盈，公司全年实现营业总收入 11.13 亿元，同比下降 11.33%；实现扣非归母净利润 0.65 亿元，同比下降 80.39%。

图 2：公司营业总收入情况

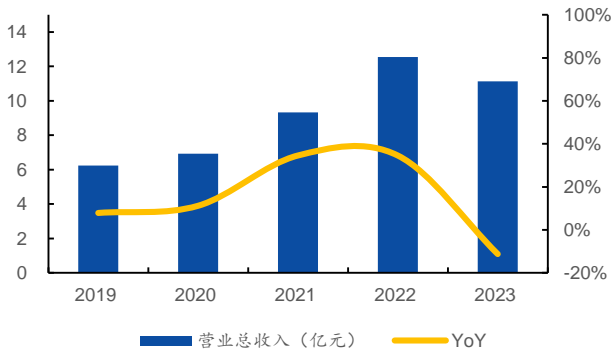
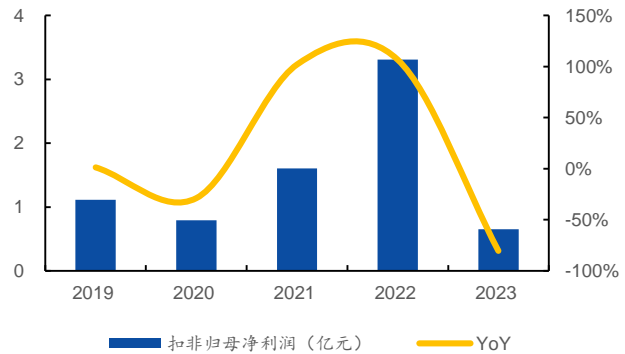


图 3：公司扣非归母净利润情况



资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

2023 年，金融信息服务业务的收入占比为 85.24%，广告服务业务的收入占比为 3.41%，证券服务业务的收入占比为 11.32%。

- **金融信息服务业务**：2023 年，该业务的收入为 9.49 亿元，同比下降 19.56%，毛利率为 85.17%。
- **证券服务业务**：2023 年，该业务的收入为 1.26 亿元，同比增长 403.14%。
- **广告服务业务**：2023 年，该业务的收入为 0.38 亿元，同比下降 24.98%。

图 4：金融信息服务业务收入情况

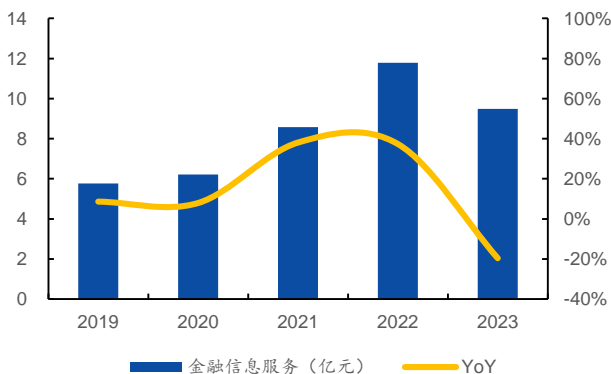
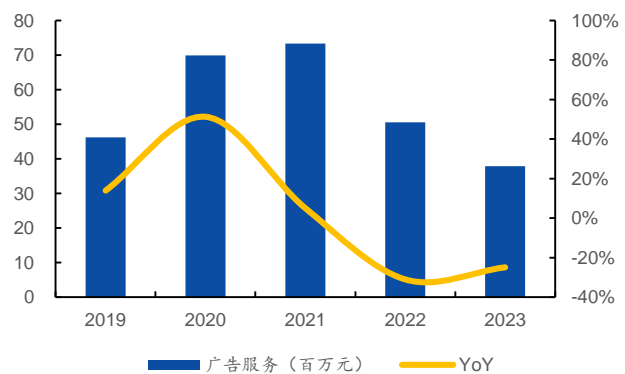


图 5：广告服务业务收入情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

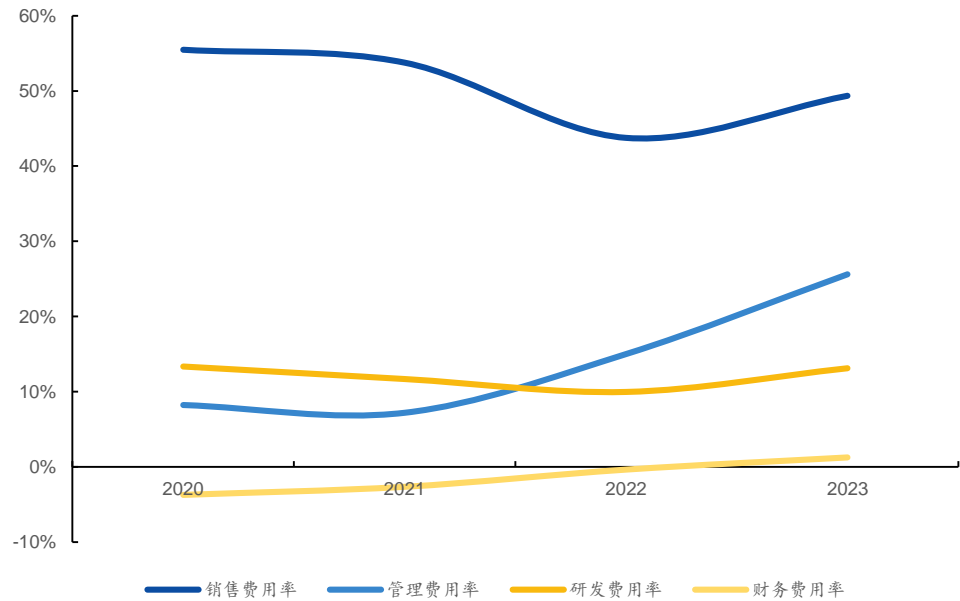
资料来源：公司公告，国元证券研究所

2020-2023 年，公司期间费用合计占营业总收入的比重分别为 73.31%、69.97%、



68.34%、89.30%。

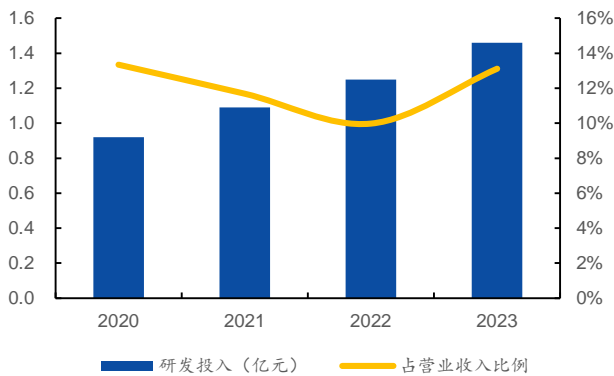
图 6：公司期间费用率情况



资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

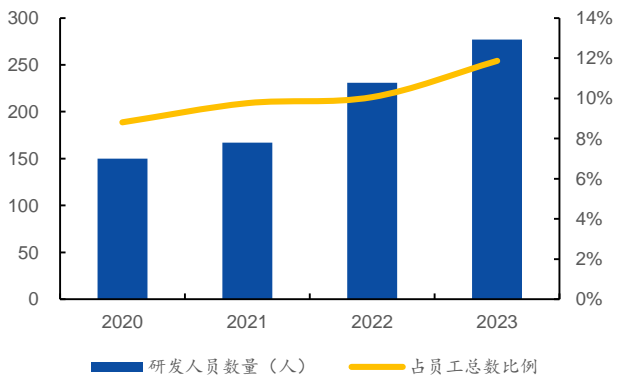
公司持续加大研发投入，以科技创新驱动产品升级。2020-2023 年，公司不断增加研发投入，扩充研发团队，研发投入金额与研发人员数量逐年增长。2023 年，研发投入为 1.46 亿元，占营业总收入的比重为 13.11%。2023 年底，公司研发人员为 277 人，占公司员工总数的比例达到 11.86%。

图 7：研发投入情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

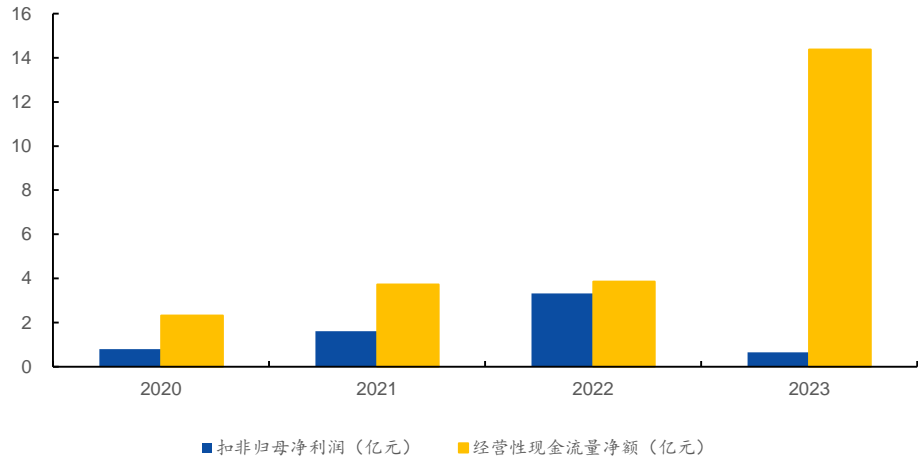
图 8：研发人员情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

2020-2023 年，公司经营性现金流量净额分别为 2.31、3.73、3.86、14.37 亿元。2023 年，公司经营性现金流量净额为 14.37 亿元，同比增长 272.72%，主要系麦高证券经纪业务客户存款增加所致。

图 9：扣非归母净利润与经营性现金流量净额对比

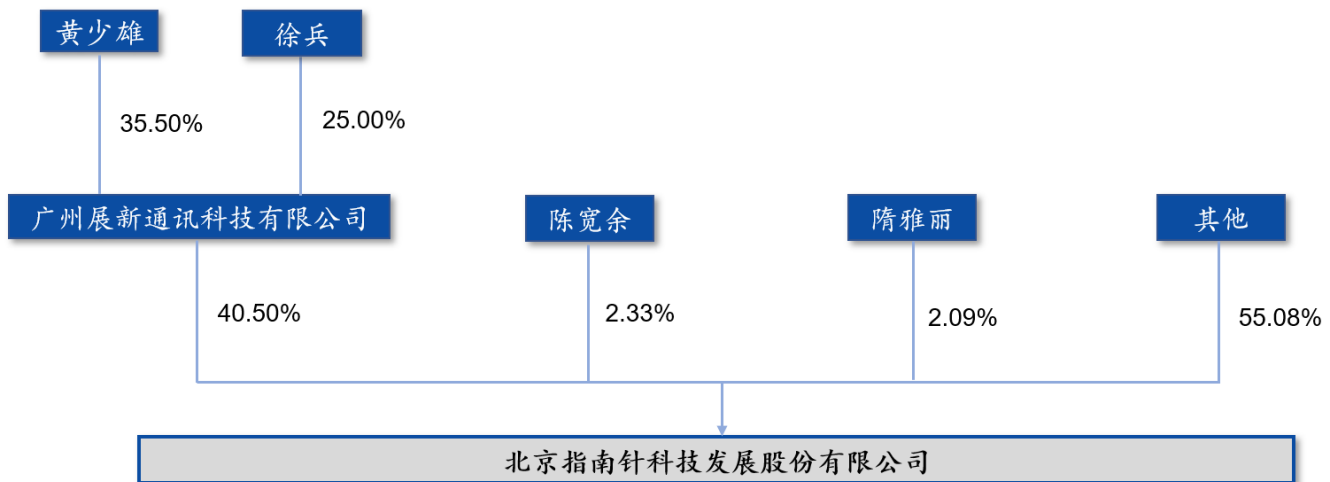


资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

### 1.3 股权架构：公司股权结构稳定，激励计划护航成长

目前，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 40.50%，公司实控人黄少雄先生、徐兵先生分别持有广州展新 35.50%、25.00%的股权。

图 10：公司股权结构（截至 2023 年 12 月 31 日）



资料来源：Wind，国元证券研究所

2023 年 11 月 15 日，公司发布《2023 年股票期权激励计划（草案）》，拟授予的股票期权数量为 812.93 万份，约占本激励计划公告时公司股本总额 40887.8599 万股的 1.99%，行权价格为 59.20 元/份。拟授予的激励对象总人数为 354 人，包括公司公告本激励计划时在公司（含控股子公司）任职的董事、高级管理人员、中层管理人员、核心技术（业务）骨干以及董事会认为需要激励的其他人员。



**表 2：2023 年股票期权激励计划（草案）分配情况**

激励对象	职务	获授的股票期权数量 (万份)	占授予股票期权总数的比 例	占本激励计划公告时公司总股本的 比例
冷晓翔	副董事长、总经理	25.00	3.08%	0.06%
孙鸣	董事、副总经理	25.00	3.08%	0.06%
郑勇	董事、财务总监	20.00	2.46%	0.05%
陈岗	副总经理	20.00	2.46%	0.05%
张黎红	副总经理	20.00	2.46%	0.05%
高海娜	副总经理	20.00	2.46%	0.05%
李静怡	董事会秘书	8.00	0.98%	0.02%
LIM LI CHI	核心技术（业务）骨干	0.50	0.06%	0.001%
中层管理人员、核心技术（业务）骨干以及董事会 认为需要激励的其他人员（346 人）		674.43	82.96%	1.65%
合计（354 人）		812.93	100.00%	1.99%

资料来源：公司公告，国元证券研究所

本激励计划的考核年度为 2024-2025 年两个会计年度，每个会计年度考核一次。

**表 3：2023 年股票期权激励计划（草案）公司层面业绩考核目标**

行权期	业绩考核目标
第一个行权期	以 2023 年为基数，2024 年营业总收入增长率不低于 12%，或手续费及佣金净收入增长率不低于 50%。
第二个行权期	考核目标一 以 2023 年为基数，2025 年营业总收入增长率不低于 26%，或手续费及佣金净收入增长率不低于 125%。
	考核目标二 以 2024 年为基数，2025 年营业总收入增长率不低于 12%，或手续费及佣金净收入增长率不低于 50%。

资料来源：公司公告，国元证券研究所

注：第二个行权期的两个考核目标完成任意一个即视为完成当期的业绩考核目标。

## 2. 行业分析：政策助力行业发展，长期成长空间巨大

### 2.1 政策驱动：产业链条分工明确，政策驱动快速成长

金融信息服务主要指向从事金融分析、金融交易、金融决策或者其他金融活动的个人投资者和机构用户提供可能影响金融市场的信息及金融数据等服务，可进一步抽象概括为满足投资者提升投资收益需求的工具。按照经营模式划分，我国金融信息服务行业主要分为金融数据终端服务、证券行情交易系统服务和网络财经信息服务三种类型。

表 4：金融信息服务行业业务类型

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	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
	综合门户	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
	财经频道	东方财富网、和讯网等
		新浪财经、搜狐财经、腾讯财经、网易财经等

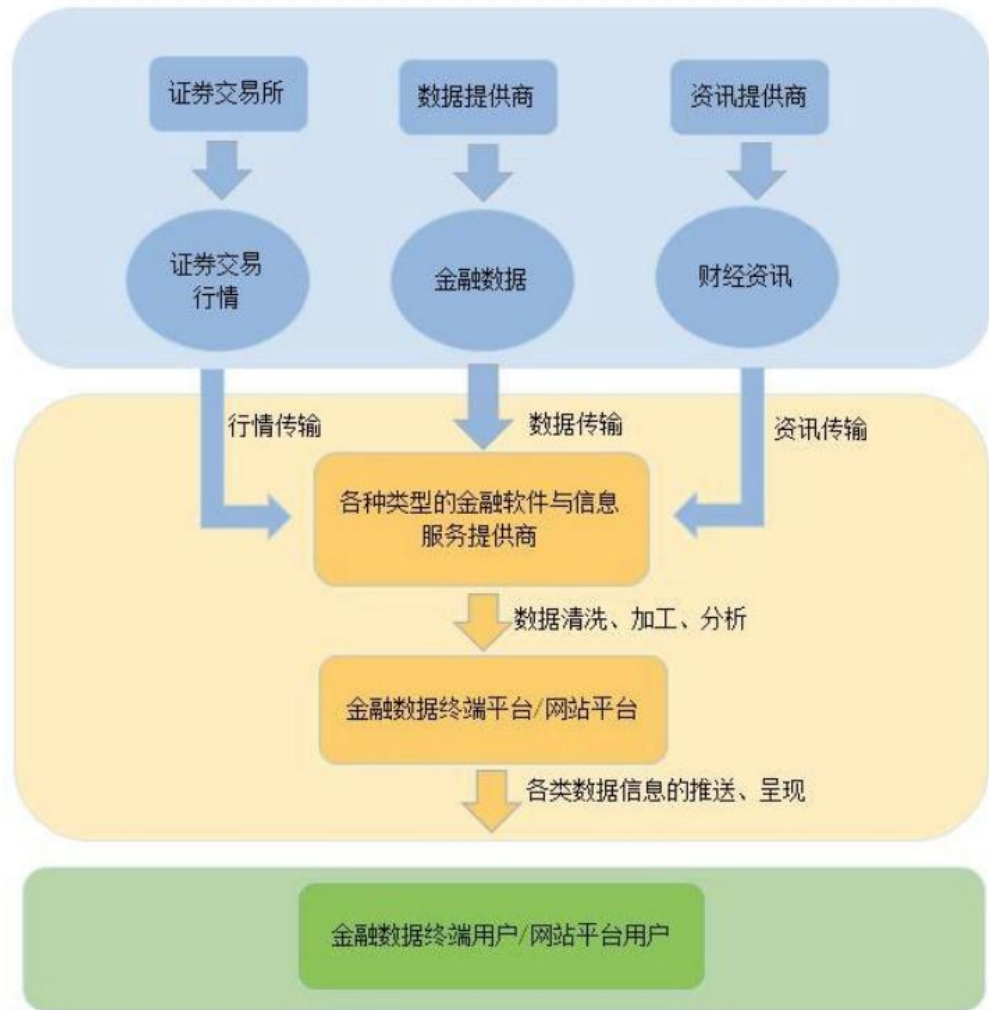
资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

在金融信息服务行业的产业链中，位于产业链上游的是各类基础信息提供商，主要包括各交易所专属的信息发布机构和专业的资讯机构，例如上证信息公司、深证信息公司等。上游机构的主要业务为将自有或整理、编辑得到的数据、资讯和报告提供给中下游的信息使用机构，在整个金融信息服务产业链条中扮演原始信息提供商的角色。

位于产业链条中游的是各种类型的金融软件与信息服务提供商，主要业务为开发各类行情交易、证券分析、金融资讯等软件，将从上游机构处获得的原始数据及采编的各类金融财经信息进行再加工，并通过自身的软件产品传递给下游的各类客户，在整个产业链条中扮演原始信息加工商和信息服务提供商的角色。

位于产业链条下游的是各类金融信息软件和服务的用户，其中既包括基金公司、资产管理机构、私募投资基金、期货公司等机构投资者，也包括个人投资者。用户通过下载安装相应的软件来获得各类金融信息服务，部分客户还会选择付费来获得更专业或者更优质的增值服务。

图 11：金融信息服务业产业链



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

**表 5：金融信息服务行业相关政策梳理**

时间	文件名称	颁布单位	政策内容
2023.06	《证券公司网络和信息 安全三年提升计划 (2023-2025)》	中国证券业协会	通过组织引导证券公司积极落实各项行动举措，促进证券行业网络和信息安全建设取得扎实成效：行业从业人员网络和信息安全意识明显增强，科技治理能力有效提升，信息系统架构掌控能力全面加强，科技资金投入和人才培养力度持续加大，网络和信息安全防护体系基本健全，行业科技创新和数字化转型迈上新的台阶，为行业高质量发展提供有力支撑，全力支持资本市场改革发展，牢牢守住不发生系统性网络和信息安全风险底线。
2022.11	《上海市、南京市、杭州 市、合肥市、嘉兴市建设 科创金融改革试验区总 体方案》	中国人民银行、 国家发展改革委 等八部门	《总体方案》着眼金融、科技和产业良性循环与互动，紧扣科技高水平供给和区域高质量发展，以金融支持长三角协同创新体系建设，加快构建广渠道、多层次、全覆盖、可持续的科创金融服务体系为主线，从健全科创金融机构组织体系、推动科创金融产品创新、充分利用多层次资本市场体系、推进科技赋能金融、夯实科创金融基础、扎实推进金融风险防控七个方面提出 19 项具体政策措施。
2022.01	《金融科技 (FinTech) 发展规划 (2022-2025 年)》	中国人民银行	强化金融科技治理，全面加强数据能力建设，建设绿色高可用数据中心，深化数字技术金融应用，健全安全高效的金融科技创新体系，深化金融服务智慧再造，加快监管科技的全方位应用，扎实做好金融科技人才培养。
2021.12	《证券期货业移动互联 网应用程序安全检测规 范》	证监会	规定了证券期货业移动互联网应用程序安全检测的总体要求及检测方法等，适用于信息安全检测服务、移动互联网应用程序的安全测试评估、自动化安全检测工具的设计与开发等。标准的制定实施，将统一行业对移动互联网应用程序的安全要求，提高移动互联网应用程序的安全性，增强行业机构移动业务信息安全能力，有效防范相关安全风险。
2021.02	《证券账户非现场开户 实施细则》	中国证券登记结 算有限责任公司	强化开户代理机构通过非现场方式办理证券账户业务的风控要求，细化非现场办理证券账户业务的流程，加强投资者身份识别；允许开户代理机构在加强合规管理和内部风控的前提下自主选择开户方式。
2020.12	《证券交易数据交换协 议》	证监会	进一步规范证券交易数据交换接口，增强接口适应业务创新变化的灵活性，有利于降低行业技术开发成本和风险，提高数据的可靠传输及系统的安全运行，有效降低国际市场参与者接入国内市场的技术门槛。
2020.12	《资本市场场外产品信 息数据接口》	证监会	针对在报价系统或证券公司柜台发行的场外产品类型，规定了产品信息数据接口的数据化要求、分类模板、数据化过程和产品信息，适用于产品注册、产品销售以及其他数据交换场景。
2019.08	《金融科技 (FinTech) 发展规划 (2019-2021 年)》	中国人民银行	加强金融科技战略部署，强化金融科技合理应用，赋能金融服务提质增效，增强金融风险技防能力，强化金融科技监管，夯实金融科技基础支撑。

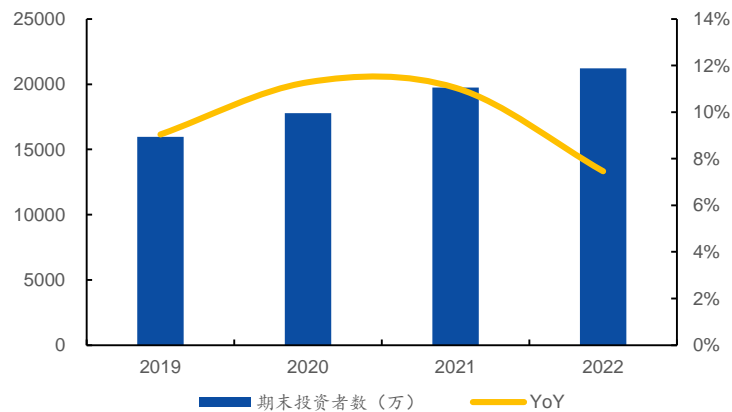
资料来源：中国证券业协会官网，中华人民共和国中央人民政府官网，中国证券监督管理委员会官网，中国证券登记结算有限责任公司官网，国元证券研究所

## 2.2 市场发展：技术驱动行业变革，市场规模快速增长

金融信息服务行业呈多元化业务形态，证券投资者数量持续稳步攀升。移动互联网、大数据、云计算等技术不断创新，人工智能、物联网、5G 等应用日益成熟，数字技术改变了社会生产和人们的生活方式，也为金融信息数据服务商带来了新的发展机遇。机构及个人投资者的交易习惯逐渐由 PC 端向移动 APP 端转移，各类金融信息数据服务商紧密结合用户需求，适时推出差异化的产品及服务，形成当前国内金融信

息服务行业多元化的业务形态。同时，随着中国居民的整体收入水平、资产结构及财富增值方式相应得到提升和改变，居民资产配置迎来拐点，金融信息服务需求提升。据中国证券登记结算有限责任公司统计，2022 年全年新增投资者 1472.77 万，期末投资者数为 21213.62 万，较上年增加 7.46%；截至 2023 年 8 月底，期末投资者数为 22141.58 万。

图 12：全国投资者数及增长情况

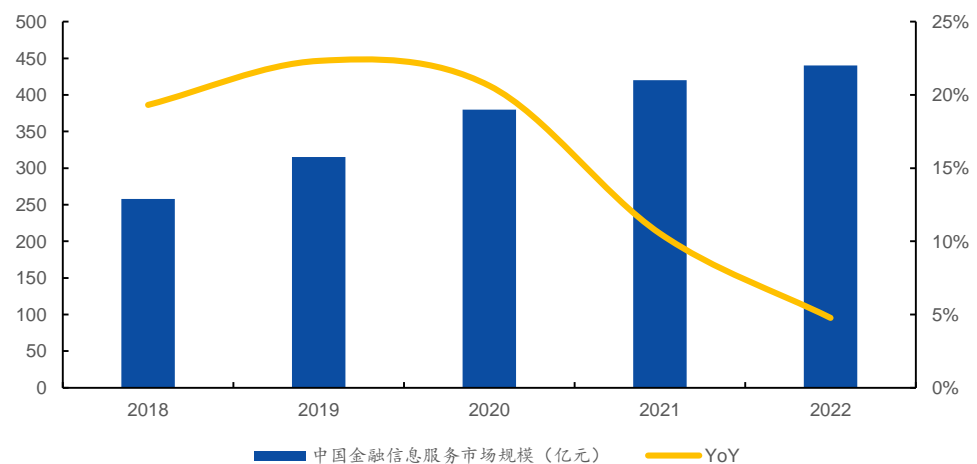


资料来源：中国证券登记结算有限责任公司官网，国元证券研究所

根据易观分析的数据，2023 年 9 月证券服务应用活跃人数 14128.18 万人，环比下降 3.44%，同比下降 0.06%；2023 年 9 月自营类证券服务应用 Top20 活跃人数 9009.87 万人；2023 年 8 月第三方证券服务应用 Top10 活跃人数 7042.63 万人。

根据上海金融信息行业协会发布的《2023 上海金融信息行业发展报告》，在我国金融市场不断扩大，金融信息服务产品不断丰富，金融信息服务需求不断提升的背景下，我国金融信息服务行业进入快速发展期，金融信息服务市场规模稳步增长，但是受整体经济运行压力大及行业业务增量放缓等因素的影响，2022 年中国金融信息服务市场规模同比增速放缓至 4.76%，整体规模为 440 亿元。

图 13：2018-2022 年中国金融信息服务市场规模



资料来源：上海金融信息行业协会《2023 上海金融信息行业发展报告》，国元证券研究所

### 2.3 行业格局：竞争格局较为分散，差异化竞争是关键

随着软件行业的不断发展和国内证券投资者数量的快速增长，中国的金融信息服务业在过去获得了快速发展。目前，国内金融信息服务行业的市场参与者包括同花顺、东方财富、大智慧、财富趋势、指南针等上市公司以及益盟股份、麟龙股份等全国股转系统挂牌公司。其中，同花顺、东方财富的证券、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；而指南针等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。

**表 6：金融信息服务行业主要企业概况**

企业简称	企业情况简介
指南针 (300803.SZ)	于 1997 年创建品牌，于 2001 年成立公司，2019 年在深圳证券交易所创业板成功上市，公司经过 20 多年的发展已成为综合性的大型金融信息服务股份制企业。作为证券分析软件开发商和证券信息服务商，公司是早期获得深交所 Level-2 数据授权的信息运营商之一，同时也是较早获得上交所 Level-2 数据授权信息运营商之一。
东方财富 (300059.SZ)	成立于 2005 年，是国内领先的网络财经信息平台综合运营商和国内用户访问量较高的互联网财经信息平台之一，2010 年 3 月在深交所创业板上市，主要通过网站平台提供专业的、及时的、海量的资讯信息，旗下的主要网站有东方财富网、股吧、天天基金网等。2015 年 9 月东方财富收购同信证券并开始从事证券业务。
同花顺 (300033.SZ)	成立于 1995 年，是国内产品类别较为全面的金融信息提供商之一，2009 年 12 月在深交所创业板上市，主要产品包括同花顺免费版、基础版、决策版、股指期货版等金融资讯及数据 PC 终端服务系统和同花顺手机炒股、爱基金等移动端软件产品。
大智慧 (601519.SH)	成立于 2000 年，是国内一家专业从事金融领域信息技术产品开发、生产、销售和服务的公司，2011 年 1 月在上交所主板上市，主要产品包括大智慧金融交易终端机构版/专家版、新一代高速行情 Level-2 等金融资讯及数据 PC 终端服务系统和大智慧手机超赢专业版、免费版等移动终端服务系统，以及证券公司综合服务系统等产品。
益盟股份 (832950.NQ)	成立于 2002 年 7 月，主要从事为个人投资者提供深度金融服务，2014 年 7 月在全国股转系统挂牌上市，主要产品和服务包括基于 PC 端与移动端的金融平台和投资顾问业务及在线投资教育业务。
麟龙股份 (430515.NQ)	成立于 2002 年 1 月，主要从事证券软件及系统研发、销售，向投资者提供金融数据、数据分析服务及证券投资咨询服务，2014 年 1 月在全国股转系统挂牌上市，主要产品和服务包括麟龙选股决策系统软件、期天大胜股指期货软件以及证券投资咨询服务。

资料来源：公司招股说明书，各公司官网，国元证券研究所



### 3. 核心亮点：研发打造竞争优势，证券业务前景广阔

#### 3.1 产品研发：持续提升研发实力，产品迭代不断升级

作为国内经营经验丰富的金融信息服务提供商之一，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在内的核心技术。

- **证券研究技术：**公司自创立以来陆续推出了包括庄家成本分析理论、股市博弈理论、季风理论、“价值投机”原理、全赢理论在内的创新证券研究技术。基于这些先进的证券研究技术，公司研发出包括鬼域平台、自定义指标平台、一键选股平台、资金流向平台、先锋策略平台和横向统计平台等证券分析产品。其中：鬼域平台实现了对多种指标条件进行综合评测和选股的功能；自定义指标平台实现了对个性化指标进行创造和评测的功能；一键选股平台实现了对一段行情连续监测条件的评测与选股功能；资金流向平台实现了从资金指标和板块属性对股票进行归类的功能；先锋策略平台实现了从先锋指标和板块属性对股票进行归类的功能；横向统计平台实现了综合市场行情数据从而计算个股和大盘指标的功能。
- **业务管理及信息安全技术：**公司通过自主研发，目前已形成了一体化全流程的业务管理平台。该平台依托数据库，将客户管理、财务管理和市场管理结合在一起。公司的加密技术能够在很大程度上杜绝盗版软件的滋生，为公司产品的销售奠定了良好的基础。这些技术主要运用在指南针终端用户的服务体系、行情信息传输的安全机制、客户端软件的安全等方面。
- **多媒体和网络技术：**公司拥有先进的多媒体和网络技术。针对内地证券市场、期货市场行情信息的特点，公司以自主研发的行情编解码技术为基础，构建了具有高扩展性、高效的行情服务系统。该项服务系统的关键技术，如安全性、压缩效率等重要技术参数在行业内具有领先优势，保证了公司可以以相对较低的成本和较高的质量为客户提供行情信息服务。同时，针对证券信息服务一对多的特点，公司利用分布式多媒体广播技术、即时消息和软件状态同步技术为用户提供语音等流媒体点对点服务，有效解决了软件培训视频服务和即时服务过程中对服务器及带宽带来的压力问题。
- **大数据结构化技术：**公司经过多年的研发和积累，对大数据平台技术有着深入的理解和技术储备。目前，以 Http、FTP、syslog、Socket 等协议接口为支撑的 Flume/Node.js 分布式数据采集技术，以 Storm+Redis 的 ETL 数据预处理技术，以 HDFS 的数据存储技术，均已广泛应用于公司开发的各种行情监控及决策类软件中。

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。目前的主要产品为 PC 端软件和手机端 APP，并根据不同类型投资者的需求开发了全赢系列和财富掌门系列产品。近年来公司为进一步提升用户使用体验，持续在手机端 APP 研发上投入力量，不断完善相关产品。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

化了指标和信号模型的基础上，不断完善用户的使用体验。公司继续发挥原有产品研发优势，多角度，多方位的完成了实时行情以及数据深度挖掘功能的迭代升级，例如，推出 Level-2 极速行情、完成席位、私募等优势功能的改造升级等。同时，有所侧重的进行开发技术的改造升级，公司产品的开发效率、计算能力、服务效率都得到了有效的提升。此外，逐步推进指南针客户端产品与麦高证券交易属性的优势互补，不断提升用户同时在两端使用产品的便捷性。

图 14：公司金融信息服务业务部分产品

私享家	动态擒龙	动态全赢版
		
<h3>私享家版</h3> <p>电脑版19800元 / 手机版15800元</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 揭秘机构持仓明细与操作轨迹</li> <li>- 追踪顶尖私募操盘轨迹</li> <li>- 监控上市公司高管交易明细</li> <li>- 破解游资敢死队盘口动向</li> </ul>	<h3>动态擒龙版</h3> <p>电脑版7800元 / 手机版7800元</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 跟趋势 踏节奏抓抢涨 抓轮动龙头</li> <li>- 跟主力 抓吸筹抓抢筹 抓资金龙头</li> <li>- 跟政策 卡主线布双核 抓政策龙头</li> <li>- 低布局 敢抄底抓反弹 抓反弹龙头</li> <li>- 以快制快 盘中动态定买卖</li> </ul>	<h3>动态全赢版</h3> <p>1580元</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 顺势而为 抓上涨大波段</li> <li>- 择强而入 抓股性活跃股</li> <li>- 紧跟主力 做机构抢筹股</li> <li>- 基本面 资金面 消息面多维抓股票</li> </ul>
<p><a href="#">下载安装</a></p> <p><a href="#">查看电脑版详情 &gt;</a></p> <p>推荐使用windows 64位操作系统 运行内存6G及以上，推荐硬盘空间60G及以上</p>	<p><a href="#">下载电脑版</a></p> <p><a href="#">查看电脑版详情 &gt;</a></p> <p>推荐使用windows 64位操作系统 运行内存4G及以上，推荐硬盘空间40G及以上</p>	<p><a href="#">下载安装</a></p> <p><a href="#">查看详情 &gt;</a></p> <p>windows运行版本不限 推荐硬盘空间30G及以上</p>

资料来源：公司官网，国元证券研究所

公司将利用多年来底蕴深厚的技术基因，为麦高证券提供深度金融科技服务手段，推动在量化交易、快速柜台、大宗经纪和机构服务等综合性发展。同时，也将利用公司优秀的产品基因，为用户提供丰富的交易工具和手段；结合公司在大数据和 O2O 服务模式的经验和优势，为传统证券业务带来新型特色的证券公司服务。

### 3.2 品牌壁垒：品牌优势逐步显现，高端客户潜力巨大

金融信息服务产品的品牌重要性较高，企业需要具备一定的市场知名度和名誉才能取得用户信任。公司自成立以来坚持通过提升产品质量、丰富产品功能、优化客户体验、不断完善服务来树立公司产品的品牌形象，在市场上形成了较高的知名度与品牌认可度；2019 年公司实现创业板上市以来，品牌和知名度优势得到了进一步的巩固和提升。同时，公司通过与互联网广告平台及服务商合作进行持续的广告推广，进一

步提高了公司的品牌知名度和价值。

公司产品用户主要是以个人的专业投资者为主。受益于良好的品牌形象，公司培育了具有一定规模和品牌忠诚度的用户群体。这些用户群体开展证券经纪业务的效率较高，将给麦高证券经纪业务提供较大的挖掘潜力。根据公司公告《投资者关系活动记录表（2023年3月16日-3月21日）》，截至2021年底，公司累计注册用户有1500万，其中包含150万累计付费用户。2022年，公司结合证券市场发展态势与金融信息服务需求，持续品牌推广力度，新增注册用户和付费用户都有稳步增长，整体呈现逐年增长态势。2023年，公司在证券市场整体景气度不足的背景下，依然坚持持续扩大品牌推广及客户拓展力度，广告宣传及网络推广费继续保持增长，年内新增用户规模保持稳定，确保了业务长期可持续发展。

### 3.3 营销优势：直销模式深耕市场，付费转化效率较高

公司一贯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，培养了一支专业能力强、从业经验丰富的服务与营销团队。公司自2013年起开始全面实行直营销售模式，提高了营销效率，实现了营业收入的快速增长。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。

公司金融信息服务业务的产品和服务以“体验式”销售模式开展，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、智能阿尔法版）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。

近年来，公司主要通过互联网广告精准获客，积累了丰富的获客经验和能力，形成了健康良好的投产比，且产生了稳定的业务和逐年利润增长趋势。未来，随着公司业务规模扩大，预计在保持获客成本相对稳定的前提下，获客规模仍有望继大。同时，伴随证券业务的发展，公司将向投资者提供更多元的产品及服务，提升公司获客后的付费转化率，从而提高公司的盈利规模。

### 3.4 管理团队：核心团队经验丰富，引领行业发展趋势

公司的经营管理和研发团队是以毕业于清华计算机系的人员为核心班底，具有丰富的行业经验和较强的市场把握能力，能够带领公司在快速变化的行业环境中准确判断发展方向，不断挖掘新的市场机会。公司通过自身的人才队伍优势，为麦高证券配备研发、营销及管理团队，使麦高证券快速恢复正常经营。同时，公司还通过外部引进金融证券行业背景的专业人才，为麦高证券业务发展搭建班子、组建团队、储备人才。

**表 7：公司核心管理团队概况**

姓名	职务	毕业院校及专业
顿衡	董事长	美国佐治亚州立大学会计和金融专业
冷晓翔	副董事长、总经理	清华大学计算机科学与技术系
孙鸣	董事、副总经理	清华大学计算机科学与技术系
郑勇	董事、财务总监	英国伯明翰城市大学审计管理及咨询专业
陈岗	副总经理	东南大学仪器科学与工程系智能控制系统专业
张黎红	副总经理	北京工商大学货币银行专业
高海娜	副总经理	中央财经大学财政与公共管理专业
李静怡	董事会秘书	泰国正大管理学院

资料来源：公司公告，Wind，国元证券研究所

2023 年，公司持续加强专业人才培养，完善激励机制，优化业务人员结构。一方面，公司积极从外部引进具有金融证券行业经营管理经验和专业能力的中高级人才，为公司证券业务发展搭建班子，组建团队，储备人才。另一方面，公司在实施 2021 年限制性股票与股票期权激励计划和 2022 年股票期权激励计划的基础上，继续推出 2023 年股票期权激励计划，进一步建立和完善公司常态化的长效激励约束机制，增强公司凝聚力，共享公司发展成果，吸引和留住优秀人才，激发公司管理团队和业务骨干的工作热情，为企业高质量发展奠定坚实的人才基础。

### 3.5 证券业务：各项业务恢复展业，协同效应逐步显现

网信证券有限责任公司创建于 1988 年 4 月 21 日，2022 年，公司通过参与破产重整投资的方式完成对其的收购。2023 年 1 月，因经营发展需要，公司对其名称进行了变更，变更后的名称为“麦高证券有限责任公司”。

根据公司公告《投资者关系活动记录表（2022 年 7 月 6 日-7 月 18 日）》：“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，争取把网信证券的经纪业务排名推到行业中位。从中国证券协会近期公布的证券公司 2021 年经营业绩指标排名情况来看推断，如果三年后达到这样的目标，需要经纪业务收入在 10 亿左右，这是一个相对来说有一定挑战性的目标。公司制定这样一个目标，是立足于公司自身的一些数据，例如现在的客户保有量和业务规模，以及在过往六七年期间和市场上三家中小型证券公司开展合作，所积累了一些关键经验数据等。”

**表 8：麦高证券“五年三步走”发展规划**

姓名	职务
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麦高证券的经纪业务
第二阶段（2024 年底前）	夯基础、立长远，丰富和完善麦高证券现有业务版图
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，国元证券研究所

目前，麦高证券有限责任公司是经中国证监会批准设立的从事证券业务的有限责任公司，是中国证券业协会、中国国债协会、中国证券投资基金业协会、上海证券交易所、深圳证券交易所的会员单位。其经营范围涵盖：证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售、证券资产管理、证券承销、代销金融产品、证券保荐、与



证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，融资融券。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。麦高证券下设北京、深圳、大连、东北 4 家分公司，并在北京、上海、深圳、沈阳等城市拥有 35 家营业部，业务版图逐步扩充、业务范围辐射全国，是一家全国范围的全业务证券公司。

2023 年，公司有序推进麦高证券各项业务恢复展业，充分发挥资源整合、产品研发等核心竞争优势及整体协同效应，麦高证券的经纪业务收入、自营业务收入及客户托管资产规模均有显著增长，净利润实现扭亏为盈。其中，手续费及佣金净收入 9170.21 万元，较上年同期增长 161.32%；利息净收入 3423.36 万元，较上年同期增长 103.42%；自营业务投资收益 6951.83 万元，较上年同期增长 450.13%；净利润 593.38 万元，实现收购后首年经营性盈利。2023 年底，代理买卖证券款 24.10 亿元，较上年度末增长 106.98%。2023 年，麦高证券持续加大人才队伍建设和 IT 等投入，着力恢复证券经纪业务和证券自营业务，其他证券业务亦根据自身情况及上级主管部门指导意见，以自查展业或验收展业方式陆续建设和恢复，相关工作进展顺利。同时，公司向特定对象发行股票申请材料仍处于深交所审核过程中，各项工作正常推进。此次定增所募资金，将全部投入麦高证券充实其资本金，将有助于充分提升麦高证券资本实力、改善资本结构，巩固麦高证券包括证券经纪业务在内的各条业务线发展。未来，麦高证券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，进一步完善业务版图，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。

## 4. 盈利预测与投资建议

### 核心假设：

公司在积极发展金融信息服务业务的同时，成功完成了对麦高证券的收购，实现了公司业务结构的重大突破，搭建起双主业发展雏形。母公司极具优势的金融信息服务业务与子公司的证券业务具有高度协同性，二者的有机结合与紧密协同将有利于公司进一步做大做强、实现可持续发展。目前，分行业来看，公司业务包括：互联网金融服务、证券服务、其他。我们按照这三个维度预测公司未来的收入和毛利率情况。

- 1. 互联网金融服务：**该业务是以证券工具型软件终端为载体，以互联网为工具，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；同时，公司基于自身在金融信息服务领域积累的客户资源、流量入口优势及营销优势，积极拓展广告服务业务等。2022-2023年，该业务收入增速分别为31.90%、-19.78%，未来三年有望保持稳健的增长态势，预测收入增速分别为15.65%、13.34%、10.62%。毛利率方面，2022-2023年分别为89.06%、85.72%，预测未来三年将保持在2023年的水平，维持在85-86%的区间。
- 2. 证券服务：**公司收购麦高证券之后，利用在金融信息服务行业底蕴深厚的技术基因，为麦高证券提供先进的金融科技服务手段，深度融合金融信息与证券服务，发展以金融科技为特色的证券公司，从而进一步完善公司在证券服务领域的业务布局，全面提升公司的经营能力和盈利能力。2022-2023年，该业务收入分别为0.25、1.26亿元，未来三年有望保持高速增长态势，预测收入增速分别为135.25%、90.17%、50.51%。2022-2023年，该业务的毛利率均为100%，预测未来三年将保持在2023年的水平，维持在100%的水平。
- 3. 其他：**该业务在公司营业总收入中的占比很小。2023年，该业务收入为0.33百万元，未来三年有望保持平稳的增长态势，预测收入增速分别为10.85%、9.54%、8.37%。毛利率方面，2022-2023年分别为62.51%、64.09%，预测未来三年将保持在2023年的水平，维持在64-65%的区间。



**表 9：公司收入拆分（单位：百万元）**

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>互联网金融服务</b>					
收入	1229.89	986.59	1140.99	1293.20	1430.54
增长率	31.90%	-19.78%	15.65%	13.34%	10.62%
毛利率	89.06%	85.72%	85.75%	85.78%	85.80%
<b>证券服务</b>					
收入	25.03	125.94	296.26	563.40	847.98
增长率	-	403.14%	135.25%	90.17%	50.51%
毛利率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
<b>其他</b>					
收入	0.13	0.33	0.37	0.40	0.44
增长率	-	150.51%	10.85%	9.54%	8.37%
毛利率	62.51%	64.09%	64.14%	64.19%	64.23%
<b>合计</b>					
收入	1255.06	1112.86	1437.63	1857.01	2278.96
增长率	34.60%	-11.33%	29.18%	29.17%	22.72%
毛利率	89.28%	87.33%	88.68%	90.09%	91.08%

资料来源：Wind，国元证券研究所

**可比公司估值：**

在国内上市公司中，东方财富、财富趋势、同花顺也从事金融信息服务业务，另外，东方财富还从事互联网证券业务，与公司主营业务相近，因此我们选择这三家公司作为可比公司。从 PE 估值水平的角度来看，公司的估值水平高于可比公司的平均水平。目前，麦高证券的收入体量较小，但各项费用已经纳入上市公司合并报表，对盈利能力构成一定影响，伴随着公司各项业务的持续成长，PE 估值水平有望不断降低。

**表 10：可比公司估值情况**

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE			
				2022	2023(E)	2024E	2025E	2022	2023(E)	2024E	2025E
300059.SZ	东方财富	13.73	2177.17	0.54	0.55	0.64	0.75	25.59	25.19	21.29	18.19
688318.SH	财富趋势	116.43	152.14	1.17	2.37	3.03	3.77	99.07	49.20	38.44	30.88
300033.SZ	同花顺	130.62	702.21	3.14	3.17	3.89	4.68	41.52	41.21	33.53	27.88
<b>平均</b>		-	-	-	-	-	-	<b>55.39</b>	<b>38.53</b>	<b>31.09</b>	<b>25.65</b>
300803.SZ	指南针	47.09	192.57	0.83	0.18	0.52	0.98	56.85	264.94	89.83	48.22

资料来源：Wind，国元证券研究所

注：可比公司均采用 Wind 一致预期，收盘价的日期为 2024 年 2 月 23 日

**投资建议：**

公司是专注于证券分析和证券信息服务的综合性的大型金融信息服务股份制企业，主要业务是以证券工具型软件终端为载体，以互联网为工具，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；同时，公司基于自身在金融信

息服务领域积累的客户资源、流量入口优势及营销优势，积极拓展广告服务等业务。2022年，公司成功完成了对麦高证券的收购，实现了公司产业布局的重大突破，搭建起双主业发展雏形。母公司极具优势的金融信息服务业务与子公司的证券业务具有高度协同性，二者的有机结合与紧密协同将有利于公司进一步做大做强、实现可持续发展，中长期成长空间广阔。

综上，预测公司2024-2026年的营业收入为14.38、18.57、22.79亿元，归母净利润为2.14、3.99、5.79亿元，EPS为0.52、0.98、1.42元/股，对应PE为89.83、48.22、33.25倍。考虑到行业的发展空间和公司业务的持续成长性，首次推荐，给予“买入”评级。

## 5. 风险提示

- 1. 市场波动引致经营业绩变动的风险：**公司的主营业务与证券市场的发展和景气程度密切相关。未来，若证券市场出现长期低迷、市场交投不活跃等情况，或证券市场出现大幅波动、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最终导致公司盈利能力的波动；
- 2. 现有业务受行业监管政策变动影响的风险：**目前国内对证券期货信息经营业务实行许可经营制度，未经证券交易所或期货交易所许可，任何单位和个人不得发布证券期货交易即时行情。若未来国内关于金融信息经营许可、证券投资咨询业务许可的政策发生变化，出现公司当前证书失效后无法继续取得该类许可的情形，则可能直接影响公司现有业务的正常经营；
- 3. 市场竞争加剧的风险：**由于互联网技术、金融产品的创新速度较快，国内同行业公司均在不断增加资金、技术的投入，国际知名企业也在不断进入国内市场，互联网金融信息服务行业的市场竞争日趋激烈。随着投资者对金融信息的需求不断增加，对相关产品的数据处理能力、安全性、系统可扩展性的要求不断提高。如果公司不能适时加大人力物力的投入、及时进行产品升级和新产品开发，或出现决策失误、市场开拓不力等情况，则将面临不利的市场竞争局面；
- 4. 技术及产品创新滞后的风险：**由于互联网技术、软件技术及数据处理技术发展迅速，金融工具创新速度不断加快，而客户对金融信息的需求也日益多元化、个性化。在此情况下，若公司未来不能紧跟技术更新步伐、准确掌握用户需求，则可能出现技术及产品创新滞后的情形，从而可能对公司市场竞争力和盈利能力造成不利影响；
- 5. 专业技术人员流失的风险：**公司属于技术密集型企业，技术研发和产品创新工作依赖公司的专业技术人员，专业技术人员流失可能会对公司的经营和发展带来重大影响。公司自成立以来，始终重视人才的培养，拥有一支技术过硬、人员稳定的技术团队。随着市场竞争的加剧，不排除专业技术人员流失的可能，从而对公司的未来发展产生不利的影响；
- 6. 互联网系统及数据安全风险：**公司的主营业务是以互联网为工具开展的，因此公司业务的持续开展依托于网络系统安全可靠的运行。为确保产品服务的稳定性和安全性，公司将网络服务器托管于中国联通、中国电信等大型网络运营商提供的专业机房中，并配置了稳定、成熟的数据安全硬件和软件，同时在内部建立了严格的数据备份管理制度及相关操作制度。但是，互联网及相关设备客观上存在着网络基础设施故障、软件漏洞、网络恶意攻击及自然灾害等因素引起网络瘫痪的风险。上述风险一旦发生，客户将无法及时享受公司提供的产品和服务，严重时可能造成公司业务中断，从而影响公司的声誉和经营业绩，甚至引起法律诉讼。因此，公司存在互联网系统和数据安全风险；
- 7. 客户开发及管理风险：**公司现有的庞大的用户群体是公司收入和利润快速增长的主要来源，也是公司开展证券业务、广告服务业务在内的各项延伸业务的基础。

公司通过不断丰富产品功能、持续优化客户体验等方式积极满足客户日趋多样化的信息使用需求。随着未来市场竞争的加剧，公司若不能有效地实现净付费用户规模的增加，则会对公司的业务发展带来重大不利影响；

8. **规模扩大引致的管理风险：**近年来，随着业务规模的扩张，公司资产规模、人员规模快速扩大，在此过程中实施精细化管理的重要性也越来越高，未来公司在机制建立、战略规划、组织设计、运营管理、资金管理和内部控制等方面的管理水平将面临更大的挑战。如果公司未能及时调整经营观念和管理手段，将面临企业规模扩张所带来的管理风险；
9. **证券业务恢复不及预期风险：**2022年，公司通过参与麦高证券破产重整投资的方式完成对麦高证券的收购。公司为进一步完善业务布局，提升公司核心竞争力，凭借自身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下属证券公司赋能，进一步打通上下游产业链，因此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。然而在证券行业竞争日益激烈的总体背景下，证券公司的发展尤其是证券经纪业务的发展能否达到预期水平存在一定的不确定性；
10. **整合麦高证券后商誉减值风险：**公司收购麦高证券系非同一控制下的企业合并。根据《企业会计准则第20号—企业合并》，购买方对合并成本大于合并中取得的被购买方可辨认净资产公允价值部分的差额应当确认为商誉。麦高证券于2022年7月29日纳入公司合并报表范围，形成商誉12.86亿元。根据现行会计准则，该等商誉不作摊销处理，但需要在每个会计年度进行减值测试。若麦高证券未来经营情况不及预期，则上述商誉存在减值风险，从而对公司未来经营业绩产生不利影响。

**财务预测表**

资产负债表					
单位: 百万元					
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	2394.62	3496.51	3925.54	4492.62	5136.33
现金	1218.92	2569.53	3182.90	3642.32	4207.87
应收账款	44.49	106.98	121.64	137.72	145.42
其他应收款	30.57	8.39	17.69	22.76	27.66
预付账款	6.38	5.62	6.04	6.77	7.42
存货	1.09	0.49	0.57	0.66	0.77
其他流动资产	1093.15	805.50	596.71	682.40	747.20
<b>非流动资产</b>	1872.50	1934.34	1946.56	1954.96	1962.04
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	388.24	373.56	376.59	376.16	375.49
无形资产	43.42	60.38	61.53	62.72	63.92
其他非流动资产	1440.83	1500.40	1508.44	1516.08	1522.63
<b>资产总计</b>	4267.11	5430.84	5872.10	6447.58	7098.38
<b>流动负债</b>	1931.09	2883.39	3093.17	3241.60	3275.19
短期借款	149.53	192.44	204.32	188.76	165.48
应付账款	46.48	60.48	63.99	66.21	65.30
其他流动负债	1735.08	2630.48	2824.85	2986.63	3044.41
<b>非流动负债</b>	654.78	694.27	711.18	739.25	777.89
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	654.78	694.27	711.18	739.25	777.89
<b>负债合计</b>	2585.87	3577.66	3804.35	3980.85	4053.08
少数股东权益	-19.86	-19.87	-19.85	-19.81	-19.74
股本	406.97	408.94	408.94	408.94	408.94
资本公积	338.75	436.52	436.52	436.52	436.52
留存收益	955.38	1027.99	1242.14	1641.07	2219.58
<b>归属母公司股东权益</b>	1701.10	1873.06	2087.60	2486.53	3065.04
<b>负债和股东权益</b>	4267.11	5430.84	5872.10	6447.58	7098.38

现金流量表					
单位: 百万元					
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	385.61	1437.24	580.43	464.37	581.42
净利润	338.44	72.60	214.17	398.98	578.57
折旧摊销	32.11	50.56	29.37	31.09	32.81
财务费用	-4.66	13.80	-5.72	-8.47	-11.81
投资损失	-18.75	-77.88	-40.31	-53.48	-65.58
营运资金变动	89.87	1295.09	370.67	71.68	11.97
其他经营现金流	-51.41	83.08	12.25	24.58	35.46
<b>投资活动现金流</b>	-745.38	-70.58	9.64	0.02	-5.64
资本支出	53.43	65.38	25.46	23.42	24.58
长期投资	-6.11	21.70	0.23	0.03	0.04
其他投资现金流	-698.06	16.50	35.33	23.47	18.98
<b>筹资活动现金流</b>	122.28	81.81	23.29	-4.97	-10.24
短期借款	74.80	42.91	11.88	-15.56	-23.28
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	1.97	1.96	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	78.67	97.77	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-33.16	-60.83	11.41	10.59	13.04
<b>现金净增加额</b>	-237.49	1448.47	613.37	459.42	565.55

资料来源: Wind, 国元证券研究所

利润表					
单位: 百万元					
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	1255.06	1112.86	1437.63	1857.01	2278.96
营业成本	134.56	141.00	162.67	184.01	203.31
营业税金及附加	8.92	7.62	9.78	12.26	14.36
营业费用	549.07	549.25	604.38	717.92	829.77
管理费用	188.13	284.91	320.16	384.03	453.28
研发费用	125.16	145.93	164.32	203.46	248.73
财务费用	-4.66	13.80	-5.72	-8.47	-11.81
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	-5.37	10.60	0.00	0.00	0.00
投资净收益	18.75	77.88	40.31	53.48	65.58
<b>营业利润</b>	273.83	63.19	225.83	419.89	608.60
营业外收入	0.90	0.52	0.93	0.98	1.02
营业外支出	0.23	1.03	0.29	0.36	0.41
<b>利润总额</b>	274.51	62.68	226.47	420.51	609.21
所得税	-63.94	-9.92	12.30	21.53	30.64
<b>净利润</b>	338.44	72.60	214.17	398.98	578.57
少数股东损益	0.04	-0.01	0.02	0.04	0.06
<b>归属母公司净利润</b>	338.40	72.61	214.15	398.94	578.51
EBITDA	301.29	127.55	249.48	442.51	629.60
EPS (元)	0.83	0.18	0.52	0.98	1.42

主要财务比率					
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	34.60	-11.33	29.18	29.17	22.72
营业利润(%)	43.86	-76.92	257.40	85.93	44.94
归属母公司净利润(%)	92.06	-78.54	194.93	86.29	45.01
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	89.28	87.33	88.68	90.09	91.08
净利率(%)	26.96	6.52	14.90	21.48	25.38
ROE(%)	19.89	3.88	10.26	16.04	18.87
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	60.60	65.88	64.79	61.74	57.10
净负债比率(%)	6.15	5.79	5.89	5.29	4.66
流动比率	1.24	1.21	1.27	1.39	1.57
速动比率	1.24	1.21	1.27	1.39	1.57
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.40	0.23	0.25	0.30	0.34
应收账款周转率	46.35	14.60	12.50	14.24	16.00
应付账款周转率	3.20	2.64	2.61	2.83	3.09
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.83	0.18	0.52	0.98	1.42
每股经营现金流(最新摊薄)	0.94	3.52	1.42	1.14	1.42
每股净资产(最新摊薄)	4.16	4.58	5.11	6.09	7.50
<b>估值比率</b>					
P/E	56.85	264.94	89.83	48.22	33.25
P/B	11.31	10.27	9.21	7.74	6.28
EV/EBITDA	54.56	128.88	65.89	37.15	26.11



## 投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

## 分析师声明

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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: [www.gyzq.com.cn](http://www.gyzq.com.cn)

## 国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188