

研究所：

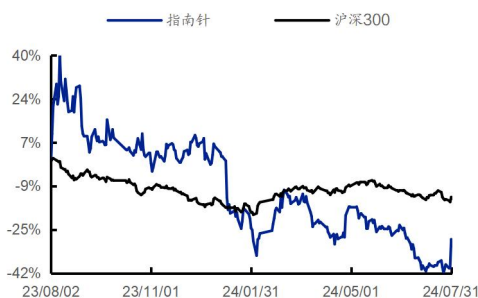
证券分析师：

孙嘉康 S0350523120002
sunjg@ghzq.com.cn

老牌 C 端金融信息服务商，收购麦高证券开启第二增长极

——指南针（300803）公司深度研究

最近一年走势



相对沪深 300 表现

2024/08/01

表现	1M	3M	12M
指南针	6.6%	-17.6%	-30.3%
沪深 300	-1.7%	-5.1%	-14.5%

市场数据

2024/08/01

当前价格（元）	38.92
52 周价格区间（元）	33.14-87.43
总市值（百万）	15,917.24
流通市值（百万）	15,731.33
总股本（万股）	40,897.34
流通股本（万股）	40,419.67
日均成交额（百万）	877.90
近一月换手（%）	1.78

投资要点：

- **老牌 C 端金融信息服务商，收购麦高证券开启第二增长极。** 指南针品牌创建于 1997 年，深耕金融信息服务近三十载，1997-2003 年专注证券分析技术与工具开发，2004-2014 年向金融信息服务商转型，2015 年至今向互联网券商转型，产品矩阵持续迭代升级。金融信息服务为公司业务基石，收购麦高证券后打造证券服务第二增长曲线，长期有望增厚业绩。
- **金融信息服务与互联网券商行业双 β，未来市场空间潜力较大。** 政策在金融信息端和市场端同时发力，助推金融信息服务行业进入健康有序、稳步增长的新时期。2023 年 A 股成交量达 16.98 万亿股，2013-2023 年的 CAGR 为 13.54%；2023 年 A 股成交额达 212.10 万亿元，2013-2023 年 CAGR 为 16.43%。个人投资者参与证券市场意愿增强。此外，国内金融信息服务商上市公司较少，各家细分发展路径有所差异。目前 A 股上市金融信息服务商主要包括同花顺、东方财富、大智慧、指南针、财富趋势五家。从 2023 年金融信息服务相关业务收入来看，同花顺、指南针位列第一、第二的位置。
- **金融信息服务为基，证券业务有望二次变现。** 金融信息服务的核心在于客户，指南针主要通过线上推广方式进行获客，绝大多数新用户通过不同广告渠道获取。激活用户以电话营销、线上客户等人工手段为主，保有互联网的免费经济学商业色彩。2016 年 1 月-2019 年 6 月，从新客转化率来看，指南针新客户转化率整体呈现上升趋势；从登录用户向付费用户的转化率来看，整体维持在 20% 左右。从实际落地效果来看，指南针具备较好的运营能力，得益于公司优秀的产品与服务模式。新客方面，用户完成注册后会收到专人客服的一对一服务，从老客来看，2016 年 1 月-2019 年 6 月付费用户数单月新增最高可达 28811 人，对应付费用户 ARPU 单月最高可达 12426 元，体现公司产品与服务具备一定优势。2022 年 7 月公司收购麦高证券，相互赋能，经纪业务和自营业务已实现良好有序展业。获客端充分发挥客群重叠优势，证券业务全面协同有望实现第二增长极。
- **盈利预测和投资评级** 公司作为行业领先的金融信息服务商，收购

麦高证券开展业务协同，证券业务赋能有望开启第二增长极。基于审慎性原则，暂不考虑定向增发摊薄因素影响。因此我们预计2024-2026年公司营业收入分别为12.41/18.53/25.73亿元，归母净利润分别为2.30/3.89/5.63亿元，EPS分别为0.56/0.95/1.38元/股，当前股价对应PE分别为69.10/40.88/28.26x。首次覆盖给予“增持”评级。

- **风险提示** 市场竞争加剧、技术水平发展不及预期、监管合规风险、人力资源风险、定增实施进度不及预期。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1113	1241	1853	2573
增长率(%)	-11	12	49	39
归母净利润（百万元）	73	230	389	563
增长率(%)	-79	217	69	45
摊薄每股收益（元）	0.18	0.56	0.95	1.38
ROE(%)	4	11	16	18
P/E	334.78	69.10	40.88	28.26
P/B	13.16	7.52	6.35	5.19
P/S	22.14	12.83	8.59	6.19
EV/EBITDA	402.60	67.08	39.62	26.96

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

内容目录

1、老牌 c 端金融信息服务商，收购网信证券开启第二增长线	6
1.1、深耕金融信息服务近三十载，产品矩阵持续迭代升级	6
1.2、公司经营稳健，收购麦高证券带来业绩空间	8
1.3、管理层技术背景奠定产品优势，核心团队与股权结构稳定	12
1.4、收购麦高证券、投资先锋基金，完善战略版图	14
2、金融信息服务与互联网券商行业双 β，未来市场空间潜力较大	15
2.1、金融信息服务行业：市场需求持续增长，政策促进行业高速发展	15
2.1.1、金融信息服务行业迈入发展新阶段，市场规模有望攀升	15
2.1.2、上市金融信息服务商对比：细分路径各有所长	21
2.2、互联网券商行业：重塑证券业务新格局	23
2.2.1、互联网券商具备独特竞争优势，进入壁垒较高	23
2.2.2、东方财富 VS 指南针：发展阶段不同，且非零和博弈关系	29
3、金融信息服务为基，证券业务有望二次变现	33
3.1、从商业模式看其金融信息服务的运营与产品优势	33
3.2、从收购麦高证券、投资先锋基金看其未来业绩成长空间	37
4、盈利预测与评级	41
4.1、盈利预测	41
4.2、估值分析与投资评级	42
5、风险提示	42

图表目录

图 1: 指南针发展历程	6
图 2: 指南针发展阶段	7
图 3: 2013-2024Q1 年指南针营业收入与归母净利润情况	9
图 4: 2019Q1-2024Q1 指南针营收与归母净利润	10
图 5: 2013-2023 年指南针分业务营收	10
图 6: 2013-2023 年指南针分业务营收占比	10
图 7: 2013-2023 年指南针分业务毛利率	11
图 8: 2013-2024Q1 年指南针各项费用率情况	11
图 9: 指南针股权结构	12
图 10: 2013-2023 麦高证券营收与归母净利润情况	14
图 11: 2013-2021 年金融信息服务行业市场规模	16
图 12: 金融信息服务业产业链	19
图 13: 2013-2023 年 A 股成交量与成交额	20
图 14: 2013-2022 年投资者数量 (万户)	20
图 15: 各公司金融信息服务相关业务收入 (亿元)	21
图 16: 国内泛互联网券商行业产业链	24
图 17: 互联网公司商业模式的相似性——传统互联网 vs 互联网券商	24
图 18: 2010-2023 年中国网民规模及增长情况	25
图 19: 2010-2023 年中国互联网普及率	25
图 20: 传统券商 vs 互联网券商 2021 年 4 月 app 活跃用户数对比	26
图 21: 传统券商 vs 互联网券商 2023 年末员工数量对比(单位: 人)	26
图 22: 2019-2024Q1 互联网券商与部分传统券商管理费用对比	26
图 23: 传统券商 vs 互联网券商客户股票交易资金周转率对比 (单位: %)	27
图 24: 东方财富 vs 指南针收购期间券商牌照监管变化	30
图 25: 东方财富 vs 指南针收购期间 A 股市场成交额变化	30
图 26: 2012-2014 年同信证券营收与归母净利润情况	31
图 27: 2019-2021 年麦高证券收与归母净利润情况	31
图 28: 2013-2023 年销售费用率对比	32
图 29: 东方财富 vs 指南针获客	32
图 30: 指南针商业模式概览	33
图 31: 不同渠道注册账户数比例	34
图 32: 线上推广广告支出构成	34
图 33: 指南针 PC 端三款付费产品及其核心功能	35
图 34: 2016 年 1 月-2019 年 6 月指南针用户转化率情况	36
图 35: 2016 年 1 月-2019 年 6 月新增付费用户数和新增付费用户 ARPU 值	37
图 36: 2016 年 1 月-2019 年 6 月付费用户数和付费用户 ARPU 值	37
图 37: 指南针 app 已加入麦高证券开户入口	38
图 38: 2014-2023 年东方财富各业务收入 (万元) 及总营收 YoY	40
图 39: 2014-2023 年东方财富各业务收入同比变化	40

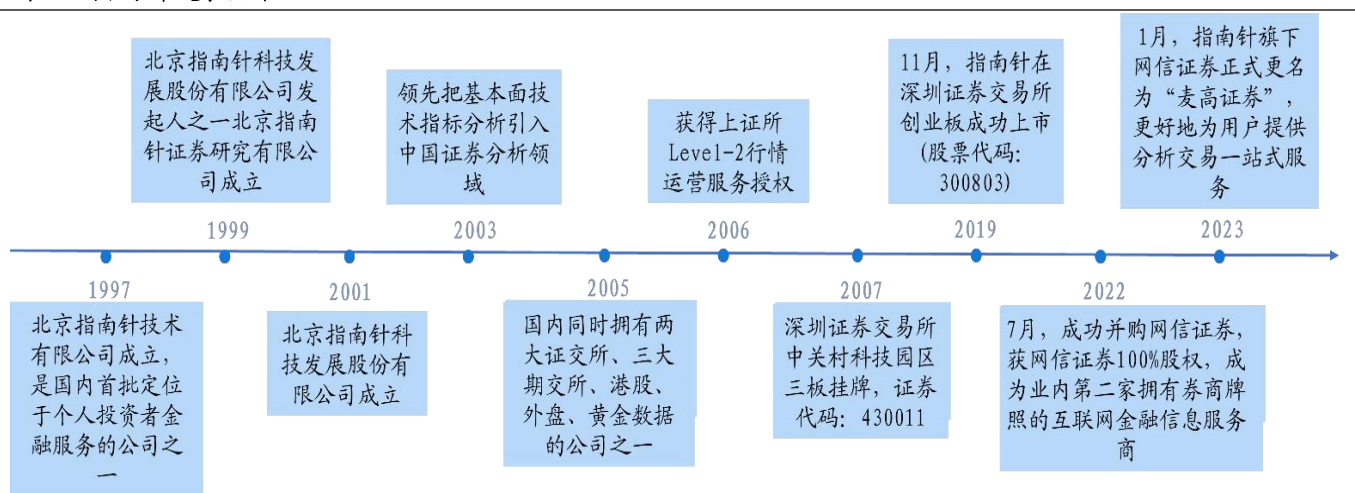
表 1: 指南针金融信息服务产品介绍	8
表 2: 指南针高管介绍	13
表 3: 金融信息服务行业分类	16
表 4: 金融信息服务行业政策梳理	18
表 5: 金融信息服务行业市场规模分情景测算	20
表 6: 上市金融信息服务商业业务对比	23
表 7: 券商股权管理办法主要内容	28
表 8: 近年来部分证券公司控股权收购案例情况	29
表 9: 指南针产品插件	35
表 10: 2023 年指南针股权激励计划	39
表 11: 2023 年指南针激励计划年度业绩考核目标	39
表 12: 指南针营收预测 (百万元)	41

1、老牌 C 端金融信息服务商，收购网信证券开启第二增长线

1.1、深耕金融信息服务近三十载，产品矩阵持续迭代升级

深耕证券分析及金融信息服务近三十年。指南针品牌创建于 1997 年，总部设立在北京，自成立以来一直专注于证券分析和证券信息服务。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。2007 年 1 月至 2019 年 9 月，公司在全国中小企业股份转让系统挂牌。2019 年 11 月，指南针在深圳证券交易所创业板成功上市。

图 1：指南针发展历程



资料来源：指南针官网，国海证券研究所

技术为基，产品为本。根据公司技术与产品的发展，公司可以划分为三个阶段：

1) 1997-2003: 证券分析技术与工具开发

公司技术核心班底为清华计算机博士与硕士，在 1997-2003 年间专注于证券分析技术研发。1998 年公司率先发布的“筹码分布技术”，一举成为行业标杆。后续又推出股市博弈理论、季风理论、价值投机原理，夯实证券分析技术基础，并开发一系列分析工具。

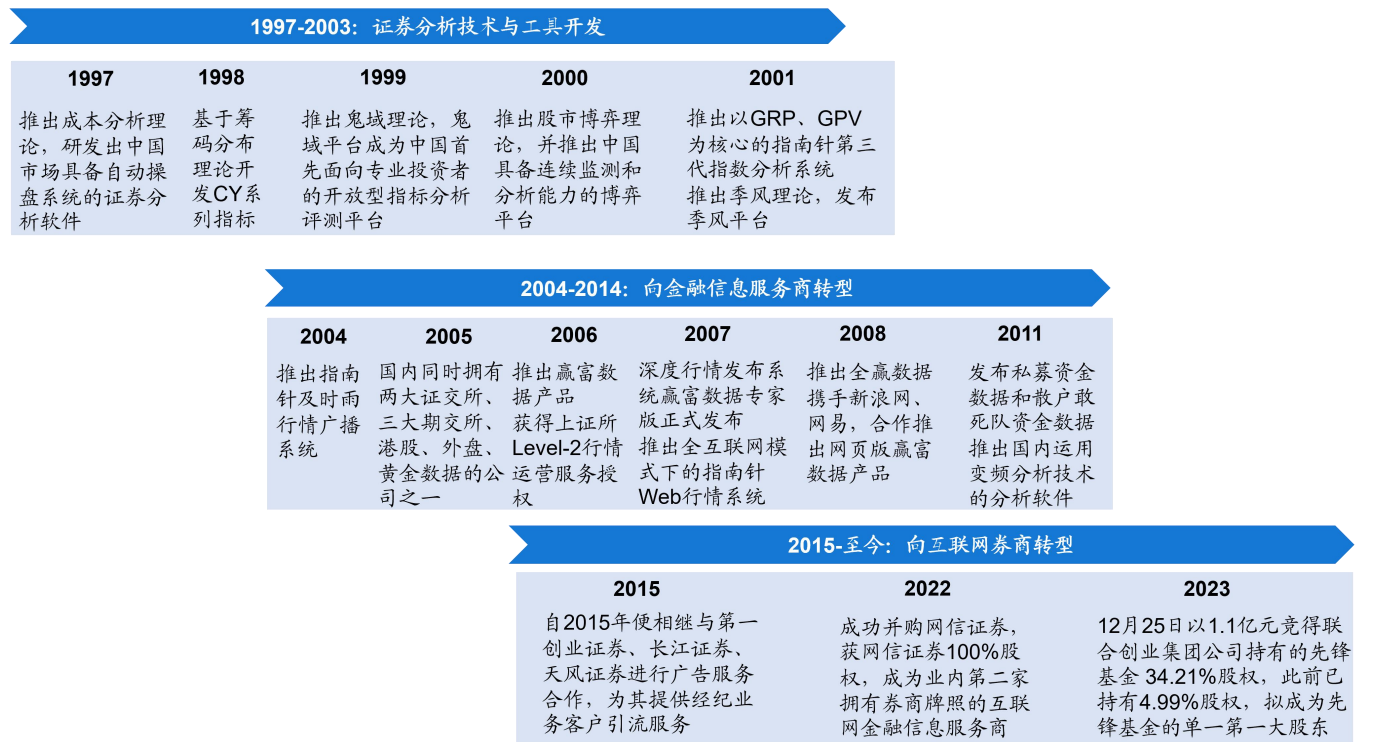
2) 2004-2014: 向金融信息服务商转型

随着我国资本市场制度规范逐步完善，资本市场愈发活跃，指南针开始转型金融信息服务商。2006 年，指南针成为全国首家赢富数据服务商和最早的沪深交易所 level-2 运营商，同年又开始推出赢富数据产品，并逐步沉淀产品。

3) 2015 至今：向互联网券商转型

指南针自 2015 年起便相继与第一创业证券、长江证券、天风证券进行广告服务合作，2022 年并购网信证券取得券商牌照，2023 年 12 月 25 日以 1.1 亿元竞得联合创业集团公司持有的先锋基金 34.21% 股权，指南针此前已持有先锋基金 4.99% 股权，拟成为先锋基金的单一第一大股东，逐步向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”格局靠拢。

图 2：指南针发展阶段



资料来源：指南针官网，同花顺财经，指南针公告，国海证券研究所

公司目前主要业务包括：

- (1) 金融信息服务业务：即向投资者提供及时、专业的金融数据分析和证券投资咨询服务等，主要产品包括全赢系列和财富掌门系列产品等。公司使用自主研发的证券工具型软件终端为载体，通过直销模式进行销售，主要客户群体为专业的个人投资者，实现 PC 端和移动端全覆盖。
- (2) 证券业务：公司收购麦高证券后，深度融合金融信息与证券服务，进一步将麦高证券发展为以金融科技为特色的证券公司，进而全面提升经营能力和盈利能力。
- (3) 广告服务业务：即向证券公司收取的广告服务费用。公司通过积累的金融信息服务客户资源和流量入口优势，与证券公司进行深度合作，帮助证券公司在金融信息服务产品中投放广告。未来随着麦高证券的经纪业务有序展业，公司预计与合作证券公司的合作规模与收入将逐步减少。

表 1: 指南针金融信息服务产品介绍

系列	种类	产品介绍	产品特色功能
全赢系列	全赢博弈私享家版	为公司全赢系列的旗舰产品，是一款具备基础及高级功能的多模型分析平台，目标客户主要为资金管理规模较大的专业投资者。包括 1 年期和 4 年期两个版本，其中 4 年期产品包含“倚天 100 插件”和“Ukey 私密插件”两个插件，相比于 1 年期产品功能更加全面。	私募英雄榜、高管交易榜、席位龙虎榜、三花聚鼎私密选股器、大宗揭秘、大数据主力雷达、指数全景监控、盘口功能、盘中实时监控、基因平台、财报掘金。
	全赢博弈先锋版	为公司全赢系列的中端产品，目标客户主要为中端专业投资者。包括 1 年期、2 年期、3 年期三个版本，相比于 1 年期版本，2 年期版本包含“研报监控插件”功能，3 年期版本包含“研报监控插件”、“重组监控插件”和“信号旗插件”功能	先锋策略平台 2.0、操盘策略、主力仓位、消息龙虎榜、盯盘龙虎榜、变频资金。
	全赢博弈版	目标客户主要为证券市场中对金融信息有较为强烈需求的中小个人投资者。	三大榜单 TOP50、舆情监控、操盘训练系统。
	全赢博弈智能操盘系统	目标客户为初次尝试使用公司金融信息终端的投资者，产品终身免费使用。	估值空间分析、牛熊判市。
	全赢决策系统私享家手机版	作为私享家 PC 版的延伸性服务，进一步丰富了公司产品在使用平台上的多样性。	
	全赢决策系统智能阿尔法版	利用了基本面类、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，满足用户对于大盘、行业板块、个股的综合分析的需求。	
财富掌门系列	财富掌门 DPFMRAII 系统标准版	主要面向中高端客户和管理资金规模较大的专业投资者销售。财富掌门系列产品在功能上更侧重于证券投资的风险控制管理。	选股评级、选时评级、滤网评级、行情评级。
	财富掌门 DPFMRAII 系统高级版		

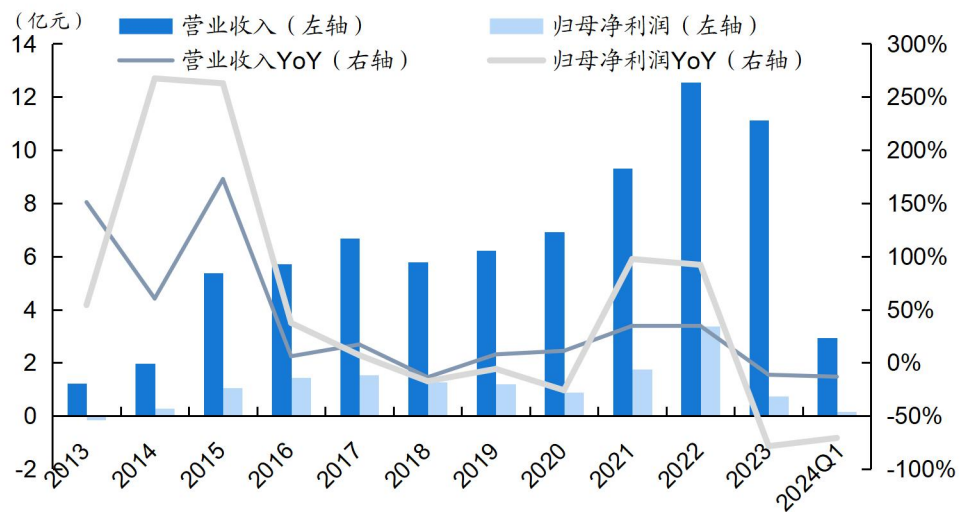
资料来源：指南针招股说明书，指南针官网，指南针公告，国海证券研究所

1.2、公司经营稳健，收购麦高证券带来业绩空间

收购麦高证券前，公司经营稳健，业绩良好。自 2013 年起，公司营业收入呈现整体持续上涨的趋势，仅 2018 年受国内证券市场表现较为低迷的影响同比下滑 13.66%。此外，公司归母净利润亦有较好增长，2019-2020 年系公司经营战略相关导致相关费用上涨，从而引发归母净利润下滑：2019 年由于公司在深交所创业板上市导致宣传推广费用及管理费用较上年同期有所增加；公司加大研发投入，研发费用出现较大增长，2020 年加大广告宣传及网络推广费以及研发费用。公司 2022 年实现营收 12.55 亿元，同比增长 34.60%；同期实现归母净利润 3.38 亿元，同比增长 92.06%。

收购麦高证券后，短期对公司业绩有一定影响，长期有望增厚业绩。2023 年公司实现营收 11.13 亿元，同比下滑 11.33%，归母净利润 0.73 亿元，同比下滑 78.54%，主要原因系：1) 公司产品方面：公司金融信息服务业务与资本市场景气度关联度高，较为低迷的证券市场交易使得公司中高端产品销售承压。2) 麦高证券方面：公司参与麦高证券重整投资及增资使得公司常年账面闲置的自有资金大幅减少，并大幅改变公司资产负债结构，对利息及理财收入影响较大。同时，受制于市场较低景气度，公司与麦高证券的业务协同效果尚未得到充分发挥。未来随着市场回暖，公司产品销售有望得到修复，与麦高证券的业务协同效应也有望持续打开。2024Q1，公司实现营收 2.94 亿元，同比-13.02%，环比-31.47%；归母净利润 0.17 亿元，同比-70.18%，环比-84.96%。公司 2024Q1 业绩与上年同期相比出现下滑，主要原因为：1) 受 2024 年春节较晚影响，2024 年公司高端产品全赢系列私享家版软件的现金回款节奏较上年同期出现“错月”效应，本年度该产品的部分现金回款将被计入二季度；2) 春节后，资本市场整体有所回暖，公司适时加大品牌推广及客户拓展力度，2024Q1 新增付费用户同比显著增加，同时广告宣传及网络推广费同比小幅增长，销售费用同比小幅增长；3) 相关股份支付费用同比出现一定程度的增加，对公司 2024Q1 利润亦产生一定影响。

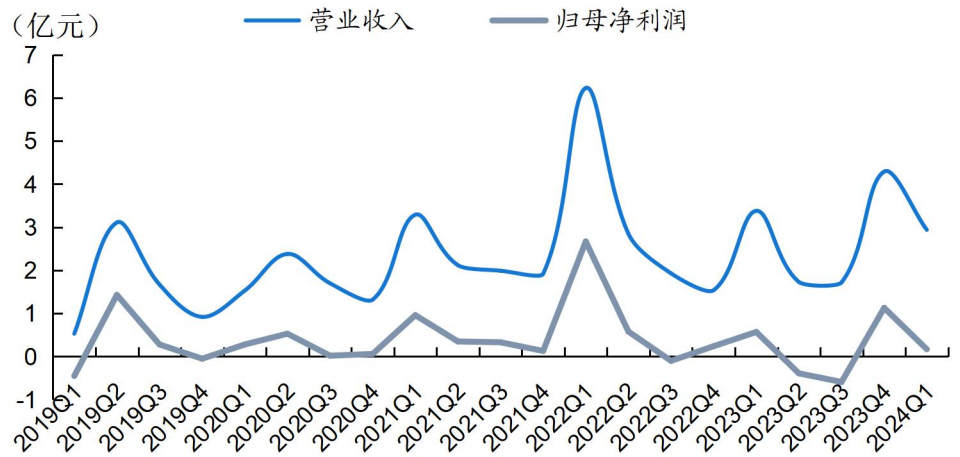
图 3：2013-2024Q1 年指南针营业收入与归母净利润情况



资料来源：ifind，国海证券研究所

“体验式”和“节奏性”销售模式决定着业绩呈现强季节性特征，营销节奏调整有望拉平单季度收入差距。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，不同级别版本的产品销售周期各年度不完全相同，且全年分布不均衡，受此业务特点影响，公司业绩往往呈现经营业绩全年分布不均衡的特点。2023 年 Q2 与 Q3 归母净利润为负原因系：1) 虽然麦高证券被收购后托管客户规模和经纪业务有显著增长，但 2023 年前三季度暂时未盈利，一定程度拖累了公司整体盈利水平；2) 公司调整了营销节奏，从 2023 年起将高端产品均匀分布在上下半年销售。

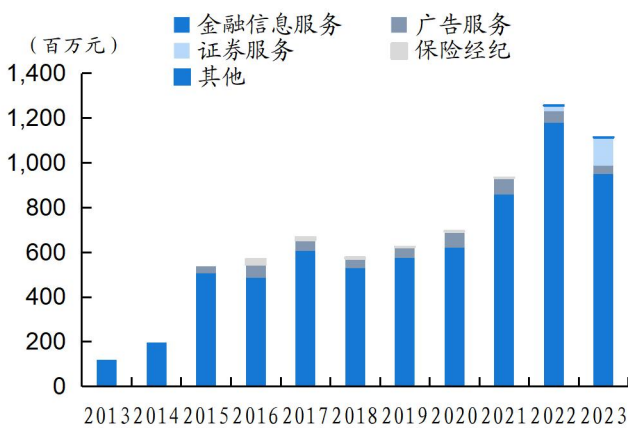
图 4: 2019Q1-2024Q1 指南针营收与归母净利润



资料来源: ifind, 国海证券研究所

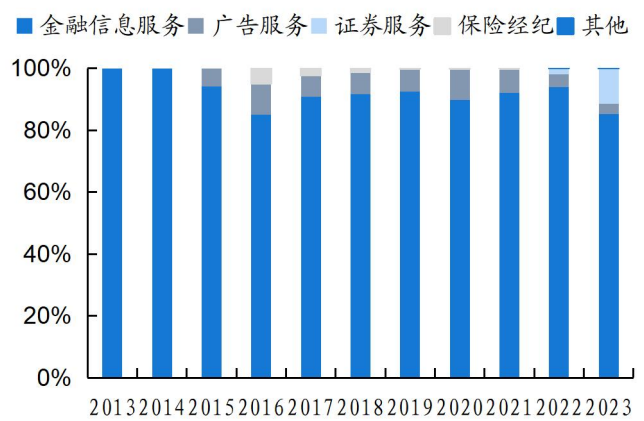
金融信息服务为公司业务基石, 收购麦高证券后打造证券服务第二增长曲线, 广告服务与保险经纪服务逐渐退出。1) 金融信息服务业务方面, 2023 年实现收入 9.49 亿元, 同比下降 19.56%; 毛利率 85.17%, 同比下降 3.48pct。2) 广告服务方面, 2023 年实现收入 0.379 亿元, 同比下滑 24.98%, 系公司并购麦高证券后与其他券商合作开展的广告业务将下滑, 从而更好的为子公司麦高证券导流; 毛利率 99.99%, 同比增加 0.70pct。3) 保险经纪业务方面, 2023 年实现收入 4.1 万元, 公司目前已转让保险经纪子公司 100% 股权, 未来业务方向将会更加聚焦金融信息服务和证券服务两大板块。4) 证券服务业务方面, 指南针收购麦高证券一年以来, 经纪业务和自营业务已实现良好有序展业, 2023 年实现收入 1.259 亿元, 同比提升 403.14%。

图 5: 2013-2023 年指南针分业务营收



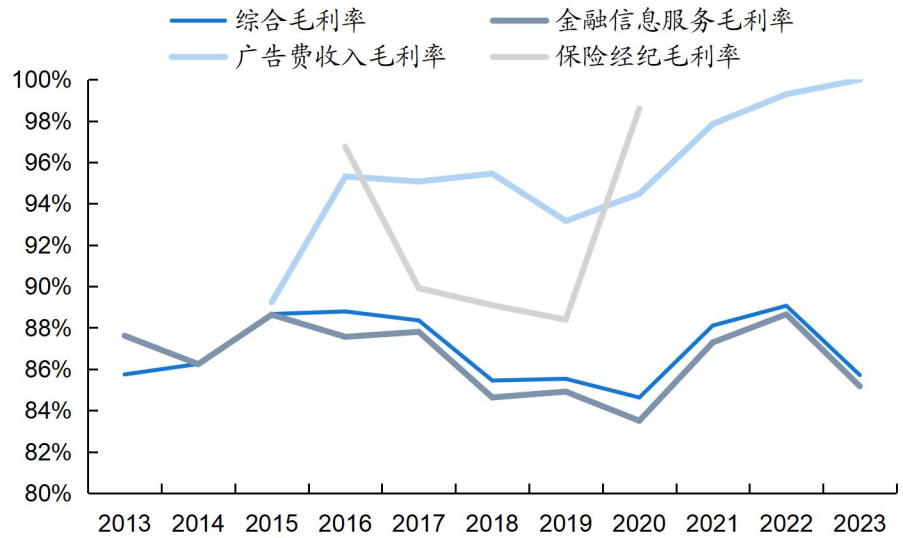
资料来源: ifind, 国海证券研究所

图 6: 2013-2023 年指南针分业务营收占比



资料来源: ifind, 国海证券研究所

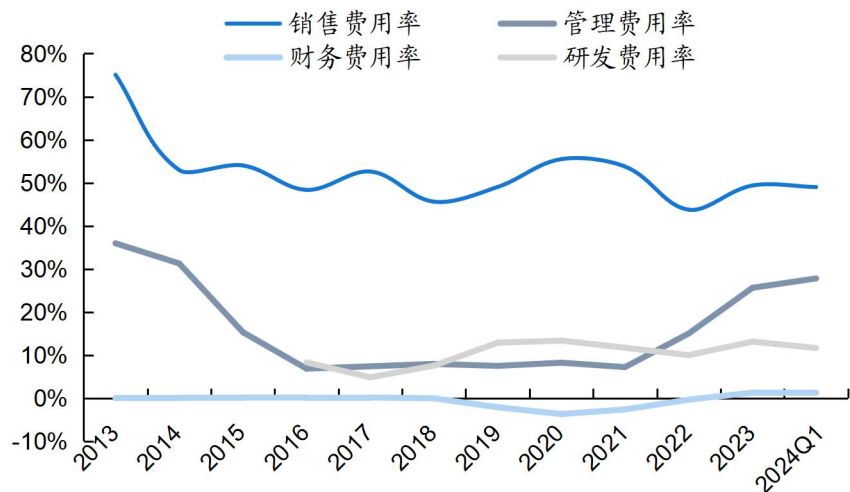
图 7：2013-2023 年指南针分业务毛利率



资料来源：ifind，国海证券研究所

专注 C 端的业务模式决定着公司重销售的费用特征。1) 销售费用方面，公司的销售费用主要由广告推广费用和销售人员薪酬构成。自 2013 年以来，公司以用户为核心，始终重视销售服务，销售费用率保持在 40% 以上。2023 年公司销售费用率 49.35%，同比+5.6pct。2024Q1 公司销售费用率 49.0%，同比+8.82pct，环比+10.67pct，主要因广告宣传及网络推广费同比小幅增长；2) 管理费用方面，2023 年管理费用率为 25.6%，同比+10.6pct，主要因为麦高证券并表后产生的业务及管理费在管理费用中列示，以及股权激励的股份支付费用增加。2024Q1 管理费用率为 27.78%，同比+7.74pct，环比+9.80pct；3) 财务费用方面，2023 年财务费用率为 1.24%，同比+1.6pct，系分次支付网信证券的破产重整投资款及增资，使用的流动性资金贷款同比增加。2024Q1 财务费用率为 1.21%，同比+0.11pct，环比+0.15pct；4) 研发费用方面，2023 年研发费用率为 13.1%，同比+3.1pct，主要因为研发人员薪酬上涨。2024Q1 研发费用率为 11.62%，同比+0.98pct，环比-1.09pct。

图 8：2013-2024Q1 年指南针各项费用率情况

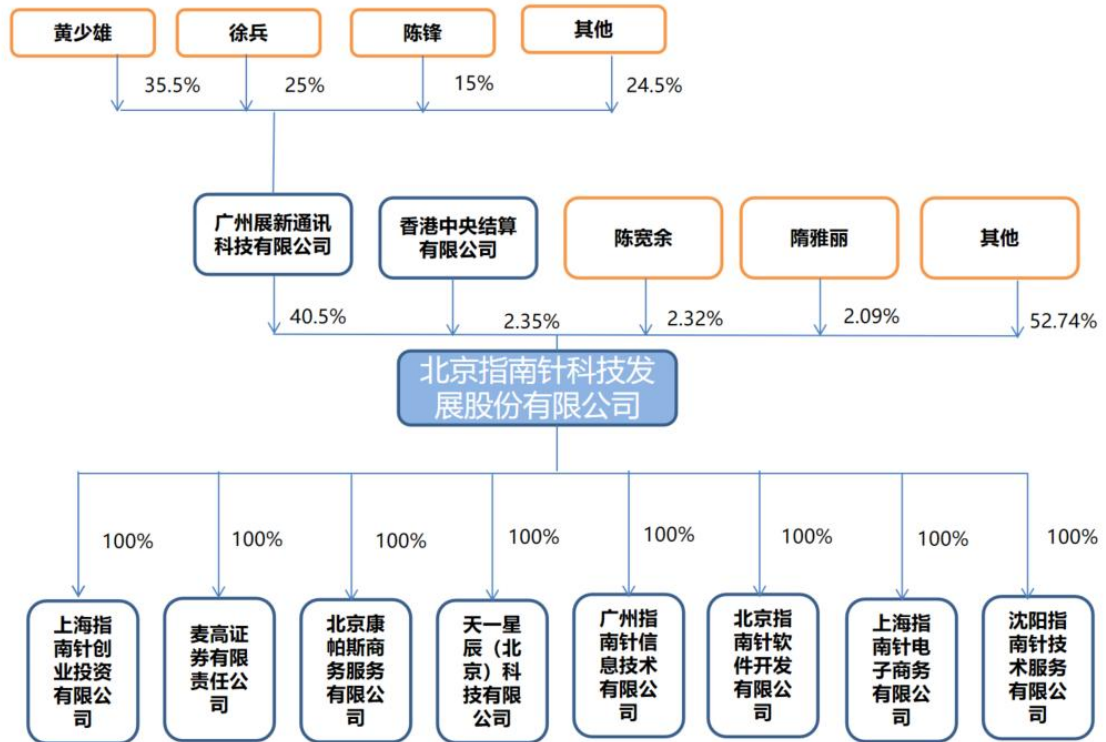


资料来源：ifind，国海证券研究所

1.3、管理层技术背景奠定产品优势，核心团队与股权结构稳定

公司股权结构稳定，徐兵为实际控制人。广州展新成立于2010年7月，2011年4月至2012年1月间通过代办股份转让系统受让公司合计31.49%的股份，成为公司控股股东。截至2024年8月1日，广州展新持股比例为40.50%。黄少雄、徐兵分别持有广州展新的35.5%、25%的股权，为公司的实际控制人。

图 9：指南针股权结构



资料来源：Wind，国海证券研究所

注：截至2024年8月1日

公司高管管理经验与技术实力双重加码。公司管理层结构稳定，多位高管任职逾十年，顿衡、郑勇先生管理经验丰富，自2011年加入指南针；冷晓翔、孙鸣先生毕业于清华计算机科学与技术系，多年研发技术经验。公司高管在金融领域的管理经验以及过硬的技术背景契合指南针并购麦高证券后的互联网+金融路线。

表 2: 指南针高管介绍

姓名	职务	背景	工作经历
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, 现任公司董事长。
冷晓翔	副董事长、总经理	1982 年出生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 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、董事会秘书、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 月在北京创之君咨询有限公司担任经理职务; 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	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。

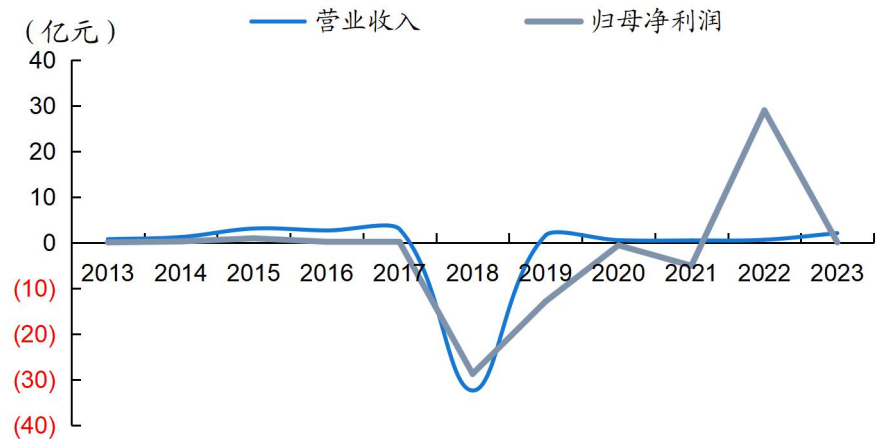
资料来源: Wind, 国海证券研究所

注: 以上数据截至 2024.08.01

1.4、收购麦高证券、投资先锋基金，完善战略版图

收购麦高证券，成为国内第二家持有券商牌照的互联网券商。网信证券成立于1988年4月21日，总部位于辽宁省沈阳市，在全国各主要城市拥有4家分公司，35家营业部。因经营不善，网信证券自2018年以来连续亏损，在2021年7月由沈阳中院裁定进入破产重整程序。指南针于2021年9月报名参与网信证券破产重整投资人的招募和遴选，后通过债权人会议表决被确定为网信证券重整投资人，根据重整计划投入15亿元重整投资款用于网信证券债务清偿，并取得重整后网信证券100%股权。2022年7月29日，网信证券纳入指南针合并报表范围内，并于2023年1月12日更名为麦高证券。

图 10：2013-2023 麦高证券营收与归母净利润情况



资料来源：Wind，国海证券研究所

推进麦高证券各项业务恢复展业，并以经纪业务展业为主。受益于与指南针的业务协同效应，麦高证券2023年各项业务发展良好，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。2023年麦高证券营业收入为2.06亿元，同比增加+243.3%。归母净利润方面，由于2022年麦高证券受益于重整，获得了约28.9亿元的营业外收入，使得2022年净利润基数较高。2023年公司归母净利润为0.05亿元，同比下降99.8%。

展望未来，公司拟将麦高证券打造为以金融科技为驱动，以财富管理为特色的全国知名金融服务商。根据指南针提交的《重整投资方案》，麦高证券后续将按照“五年三步走”发展规划（2022年至2026年）逐步发展。①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；②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；③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。

拟成为先锋基金单一第一大股东，开启“一体两翼”业务发展新格局。2023年12月25日，公司以1.1亿元竞得联合创业集团持有的34.21%先锋基金的股权。而在参与本次司法拍卖前，公司已受让富海（厦门）企业管理有限公司持有的先

锋基金 4.99% 股权，并于 2023 年 12 月 11 日完成前述股权的工商变更登记。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，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。

2、金融信息服务与互联网券商行业双 β ，未来市场空间潜力较大

2.1、金融信息服务行业：市场需求持续增长，政策促进行业高速发展

2.1.1、金融信息服务行业迈入发展新阶段，市场规模有望攀升

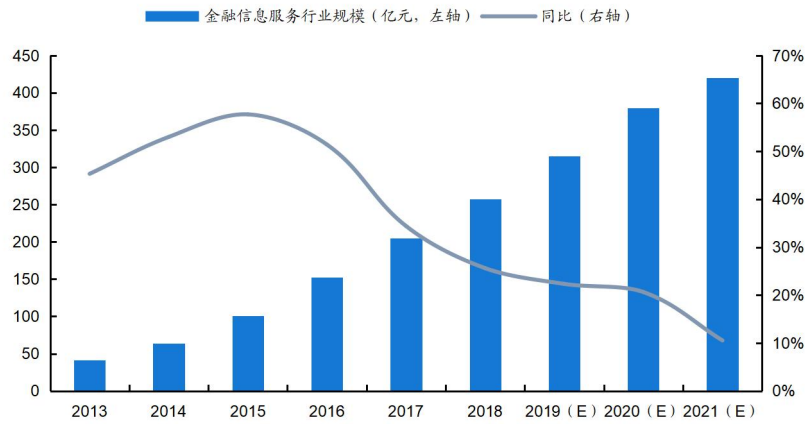
金融信息服务行业，是指向从事金融分析、金融交易、金融决策或者其他金融活动的用户提供可能影响金融市场的信息和金融数据等服务的行业。20 世纪 90 年代以来，互联网金融信息服务行业经历了不同的发展阶段。

1) 起步培育期（1990 至 2004 年）：我国资本市场处于建立和探索阶段，下游用户需求也相对疲软，金融信息服务行业处于培育期，参与者众多，但提供的仅是简单的财经资讯。

2) 快速发展期（2005 至 2012 年）：股权分置改革启动后，我国证券市场快速扩容，投资者对于金融信息的需求高企，叠加互联网技术日益成熟，我国金融信息服务行业的规模迅速扩张，行业的主要经营模式和盈利模式基本成型，业内出现了一批代表性的企业。

3) 分化期（2013 年至今）：随着互联网的普及步入后期，金融信息服务行业规模增速步入成熟阶段。金融信息服务行业的重点从获客转到客户留存与变现。在这期间金融信息服务商逐渐分化出了各自特色。

图 11: 2013-2021 年金融信息服务行业市场规模



资料来源: 指南针招股说明书, 国海证券研究所

根据经营模式, 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。

- (1) **金融信息终端服务:** 依托 PC 和移动终端为用户提供金融资讯及数据, 从而收取信息终端使用费。是中国金融信息服务行业中产品销售规模比较大、技术含量较高的业务类型。
- (2) **证券行情交易系统服务:** 以软件终端为载体, 为金融机构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并提供相关服务, 并向金融机构收取软件终端定制、使用及维护费用。该模式对系统的容量、运行速度、稳定性、安全性等方面要求较高, 存在较高的技术壁垒。
- (3) **网络财经信息服务:** 通过财经网站或门户网站的财经频道或论坛等渠道, 向用户提供各类财经资讯、新闻浏览、金融资讯查询或资料下载等服务, 并依靠网站的流量、访问量和点击率, 吸引广告, 并通过收取网络广告服务费用方式盈利。该模式进入门槛不高, 竞争较为激烈, 但专业的内容服务需要通过较长时间的积累, 同时新进入企业亦难以在短期内形成一定的用户规模。

表 3: 金融信息服务行业分类

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

资料来源: 指南针招股说明书, 国海证券研究所

政策助推金融信息服务行业进入健康有序、稳步增长的新时期。我国政府十分重视互联网和金融行业发展,出台了一系列有助于金融信息服务行业发展的政策措施,为互联网技术和金融信息服务的融合提供了基本遵循,为金融信息服务业发展创造了良好的政策环境。①金融信息端,2022年中国人民银行印发《金融科技发展规划(2022-2025年)》、2021年《“十四五”规划和二〇三五年远景目标纲要》等相关政策提出了将数字元素注入金融服务、加快金融与科技深度融合。②金融市场端,近年来,资本市场持续深化改革,新《证券法》的实施进一步完善了证券市场基础制度等,为证券市场全面深化改革落实落地,有效防控市场风险、打造规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场,提供了坚强的法治保障。

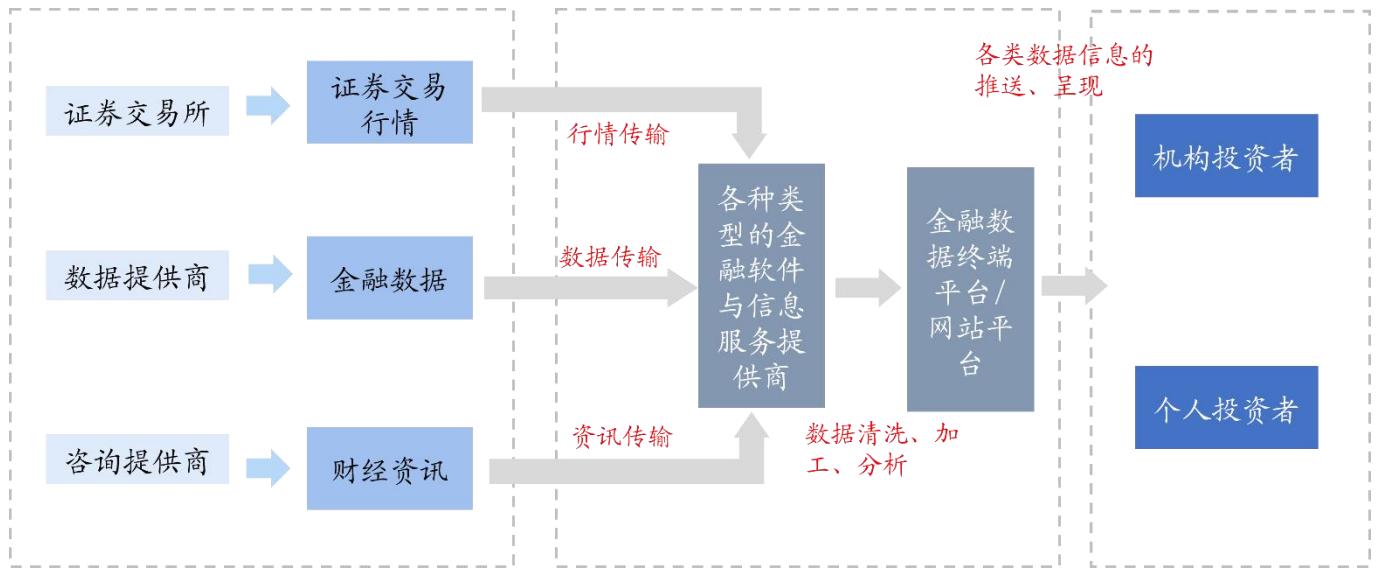
表 4: 金融信息服务行业政策梳理

年份	政策	机构	主要内容
2022	《金融科技发展规划（2022-2025 年）》	中国人民银行	指出以加强金融数据要素应用为基础，以深化金融供给侧结构性改革为目标，以加快金融机构数字化转型、强化金融科技审慎监管为主线，将数字元素注入金融服务全流程，将数字思维贯穿业务运营全链条，注重金融创新的科技驱动和数据赋能，推动我国金融科技从“立柱架梁”全面迈入“积厚成势”新阶段。
2021	《“十四五”规划和二〇三五年远景目标纲要》	全国人大	提出了将新一代人工智能列为前沿科技攻关方向之一，促进专用芯片研发，深度学习框架等开源算法平台构建，学习推理与决策、图像图形、语音视频、自然语言识别处理等领域创新。
2020	《个人金融信息保护技术规范》	中国人民银行	规定了个人金融信息在收集、传输、存储、使用、删除、销毁等生命周期各环节的安全防护要求，从安全技术和安全管理两个方面，对个人金融信息保护提出了规范性要求。
2019	新《证券法》	证监会	进一步完善了信息披露制度、投资者保护制度、证券市场基础制度等，为证券市场全面深化改革落实落地，有效防控市场风险，提高上市公司质量，促进证券市场服务实体经济功能发挥，打造规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，提供了坚强的法治保障。
2019	《信息安全技术——金融信息服务安全规范》	国家市场监督管理总局、国家标准化管理委员会	标准规定了金融信息服务提供商提供金融信息服务时的基本原则、服务过程要求、技术要求和和管理要求。
2018	《金融信息服务管理规定》	国家互联网信息办	明确金融信息服务提供者应当履行主体责任，配备与服务规模相适应的管理人员，建立信息内容审核、信息数据保存、信息安全保障、个人信息保护、知识产权保护等服务规范。
2017	《新一代人工智能发展规划》	国务院	开发面向人工智能的操作系统、数据库、开发工具等关键基础软件。
2016	《“十三五”国家信息化规划》	国务院	提出了集成电路、基础软件、核心元器件等关键薄弱环节要实现系统性突破的目标。发挥资本市场对技术产业的积极作用。
2015	《国务院关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》	国务院	充分发挥我国互联网的规模优势和应用优势，坚持改革创新和市场需求导向，大力拓展互联网与经济社会各领域融合的广度和深度。
2014	《国务院办公厅转发密码局等部门关于金融领域密码应用指导意见的通知》	国务院办公厅	指出要建立以国产密码为主要支撑的金融信息安全保证体系，实现金融领域信息安全核心产品及系统的自主可控。

资料来源：中国人民银行，证监会，人民日报，华经产业研究院，国海证券研究所

从金融信息服务行业产业链来看，金融信息服务行业具备“金融+互联网”双重属性。①从产业链各环节角色来看，上中下游都是金融行业重要组成部分。上游是各类基础信息提供商；中游是金融软件与信息服务提供商；下游是机构投资者及个人投资者。②从行业传递链条来看，金融信息服务涵盖的数据加工、传输及最终的呈现方式都带有互联网属性。上游机构将自有或整理、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，中游企业开发各类行情交易、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。

图 12：金融信息服务业产业链



资料来源：指南针招股说明书，国海证券研究所

用户是金融信息服务行业最为核心的资产。由于金融信息服务行业上游数据均为公开可得信息，因此数据源差异不大，因此各家区分度在于加工分析方法，而加工分析方法相对来说技术壁垒不高，总体来看金融信息服务行业是一个相对高度同质化的行业。金融信息服务行业的互联网属性决定着对于金融信息服务商来说，用户是最为核心的资产。

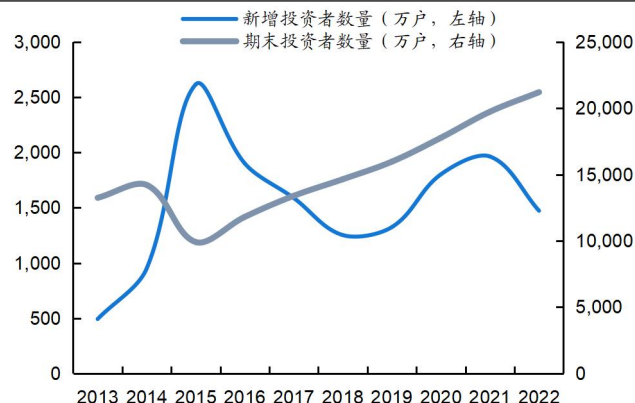
投资者数量不断新增，投资者投资体系不断完善，对金融信息服务需求有望不断上涨。随着国民经济的持续快速增长和多层次资本市场建设的日益完善，我国证券市场近年来获得了长足发展，投资者参与证券市场的意愿不断增强，其投资能力也在不断提高。2023年A股成交量达16.98万亿股，2013-2023年的CAGR为13.54%；2023年A股成交额达212.10万亿元，2013-2023年CAGR为16.43%。个人投资者参与证券市场意愿增强。国内证券市场参与者以个人投资者为主，大多数投资者没有经过系统的学习，缺乏专业投资技术，对于金融数据深度挖掘的付费金融信息服务的需求和认同度逐渐升高。

图 13: 2013-2023 年 A 股成交量与成交额



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 14: 2013-2022 年投资者数量 (万户)



资料来源: 中国证券登记结算公司, 国海证券研究所

我国金融信息服务行业处于快速增长阶段。根据智研瞻产业研究院统计, 2022 年我国金融信息服务市场规模达到 561.54 亿元, 而 A 股流通市值为 66.22 万亿元, 我们基于历史数据算出金融信息服务市场渗透率, 得出 2018-2022 年渗透率分别为 0.10%/0.08%/0.07%/0.07%/0.08%。中性预测下, 我们预计 2023-2025 年 A 股流通市值增长率分别为 2.00%/10.00%/14.00%, 2023-2025 年金融信息服务市场渗透率分别为 0.09%/0.09%/0.09%, 最终我们测算得出 2023-2025 年金融信息服务市场规模分别为 607.86/668.65/762.26 亿元。

表 5: 金融信息服务行业市场规模分情景测算

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
中性情形								
①A 股流通市值(万亿元)	35.24	48.22	64.24	75.03	66.22	67.54	74.29	84.70
A 股流通市值同比		36.81%	33.23%	16.79%	-11.74%	2.00%	10.00%	14.00%
②金融信息服务行业市场规模(亿元)	340.86	383.67	435.10	493.84	561.54	607.86	668.65	762.26
金融信息服务行业市场规模同比		12.56%	13.40%	13.50%	13.71%	8.25%	10.00%	14.00%
③渗透率(=②/①*10000)	0.10%	0.08%	0.07%	0.07%	0.08%	0.09%	0.09%	0.09%
乐观情形								
①A 股流通市值(万亿元)	35.24	48.22	64.24	75.03	66.22	68.20	77.07	89.40
A 股流通市值同比		36.81%	33.23%	16.79%	-11.74%	3.00%	13.00%	16.00%
②金融信息服务行业市场规模(亿元)	340.86	383.67	435.10	493.84	561.54	613.82	732.15	894.00
金融信息服务行业市场规模同比		12.56%	13.40%	13.50%	13.71%	9.31%	19.28%	22.11%

③ 渗透率 (= ② / ① * 10000)	0.10%	0.08%	0.07%	0.07%	0.08%	0.09%	0.10%	0.10%
悲观情形								
① A 股流通市值(万亿元)	35.24	48.22	64.24	75.03	66.22	67.54	71.59	77.32
A 股流通市值同比		36.81%	33.23%	16.79%	-11.74%	2.00%	6.00%	8.00%
② 金融信息服务行业市场规模(亿元)	340.86	383.67	435.10	493.84	561.54	540.32	572.74	618.56
金融信息服务行业市场规模同比		12.56%	13.40%	13.50%	13.71%	-3.78%	6.00%	8.00%
③ 渗透率 (= ② / ① * 10000)	0.10%	0.08%	0.07%	0.07%	0.08%	0.08%	0.08%	0.08%

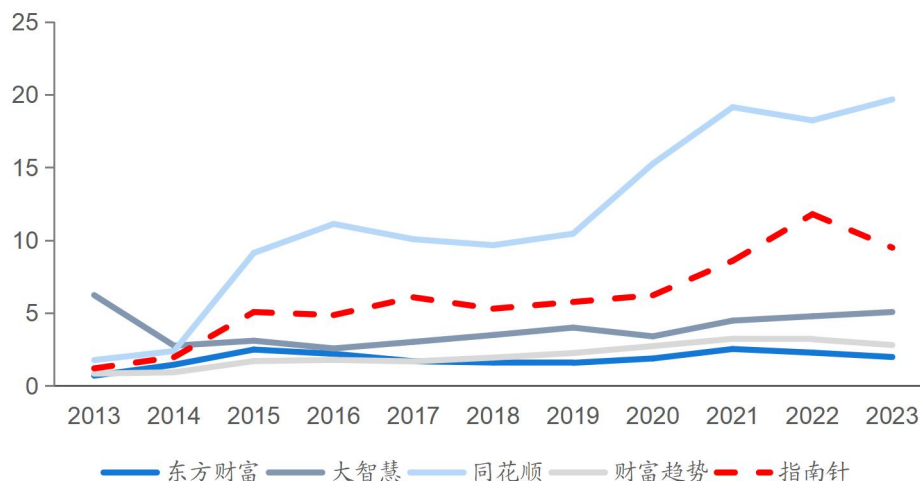
资料来源: Wind, 智研瞻公众号, 国家统计局, 国海证券研究所

注: 2023 年 A 股流通市值、金融信息服务行业市场规模数据暂未披露

2.1.2、上市金融信息服务商对比: 细分路径各有所长

国内金融信息服务商上市公司较少, 各家细分发展路径有所差异。目前 A 股上市金融信息服务商主要包括同花顺、东方财富、大智慧、指南针、财富趋势五家。从 2023 年金融信息服务相关业务收入来看, 同花顺、指南针位列第一、第二的位置, 东方财富、财富趋势和大智慧相对来讲业务体量较小, 主要原因系各家在用户、业务、技术等层面存在差异, 下文将进行具体分析。

图 15: 各公司金融信息服务相关业务收入(亿元)



资料来源: ifind, 国海证券研究所

(1) 用户侧: 财富趋势以 B 端为主; 同花顺、指南针、东方财富、大智慧以 C 端为主。各家获客方式有所差异:

① 同花顺——依靠网络直销、网站推广方式获客: 同花顺通过网络在线直销方式销售金融资讯和数据服务及手机金融信息服务等产品; 通过百度、

Google 等搜索引擎以及证券公司网站、各综合门户网站、金融网站推广同花顺免费客户端平台。

- ② **东方财富——依靠互联网生态圈产生自然流量：**东方财富形成了“财经门户+垂直频道+互动社区”的互联网流量生态圈，积累了丰富且优质的用户资源。
 - ③ **指南针——依靠媒体，线上推广获客：**指南针会根据自身经营情况在市场上选取具有影响力的媒体或者相关媒体的代理商进行线上推广投放。所有推广投放行为均以指南针与媒体直投部门或者媒体代理商以商务协商方式约定投放媒体（部分代理商拥有多个媒体资源）、投放方式、投放内容和单价等关键信息，并以签订书面合同形式对双方行为进行法律约束。
 - ④ **财富趋势——主打 B 端获客：**主要面向证券公司等金融机构客户提供安全、稳定、可靠的金融软件解决方案，为证券公司等金融机构建设其投资者行情交易终端、终端用户信息系统以及客户服务系统等。
 - ⑤ **大智慧——主打 C 端，从移动端获客：**大智慧通过与手机厂商合作开发定制手机金融终端软件，与证券公司合作推出手机委托交易版产品，与电信运营商合作开发客户，与网站媒介合作提供产品下载链接等方式不断扩大与各方的合作领域。
- (2) **业务侧：**从业务来看，除传统的金融信息服务业务之外，**主打 C 端的金融信息服务商利用 C 端积累流量，开展投资咨询、基金销售、保险经纪、期货、基金管理等业务，实现二次变现。**同花顺、东方财富、指南针业务线较全面，其中指南针与前两者的业务侧重点有所不同：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，更加偏向于基本面分析，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，更偏技术面和资金面分析。

表 6: 上市金融信息服务商业务对比

	金融数据终端服务	证券行情交易系统服务	网络财经信息服务	投资咨询业务	基金销售资格	证券业务	保险经纪业务	期货业务	基金管理业务
同花顺	✓	✓	✓	✓	✓第三方销售牌照				
东方财富	✓	✓	✓	✓	✓第三方销售牌照	✓	✓	✓	✓
大智慧	✓	✓	✓				✓		
指南针	✓	✓	✓	✓	✓非第三方销售牌照	✓			✓(进展中)
财富趋势	✓	✓	✓						

资料来源: Wind, 界面新闻, 指南针招股说明书, 各公司官网, 各公司公告, 国海证券研究所

(3) 技术侧: 同花顺、东方财富、财富趋势目前侧重布局 AI 前沿领域, 指南针目前重心在麦高证券与母公司的协同发展。同花顺、东方财富、财富趋势在 AI 大模型等 AI 前沿领域均有布局, 指南针目前重心在麦高证券与母公司的协同发展, 对 AI 技术的应用主要停留在成熟技术应用层面, 尚未布局 AI 前沿技术, 这也体现了公司较为稳健的经营风格以及明确业务重心的经营理念。

2.2、互联网券商行业: 重塑证券业务新格局

2.2.1、互联网券商具备独特竞争优势, 进入壁垒较高

互联网券商产业链上游为软硬件基础设施提供商以及相关服务提供商。中游泛互联网券商主要分为两种, 一是传统券商获取网上证券业务资质进行平台搭建转型, 二是金融信息服务商通过收购券商获得牌照转型而成, 本文仅把后者归类为互联网券商, 旨在更精确的探讨推荐标的指南针所处行业。互联网券商产业链下游分为 B 端、与 C 端客户。

图 16: 国内泛互联网券商行业产业链



资料来源: 艾媒咨询, 各公司官网, 有图网, 国海证券研究所

互联网券商某一维度上可以理解为拥有券商牌照的互联网公司。

互联网属性决定其商业模式本质: 获客——运营——变现。

券商属性即拥有牌照的中介: ①中介意味着轻资产、无本买卖和寄生属性。②牌照决定其盈利产品不同于传统互联网公司: 以金融服务类产品和券商业务产品为主, 吸引特定用户, 意味着壁垒和垄断利润。

与传统互联网对比, 互联网券商与传统互联网商业模式十分相似, 差异在于围绕产品展开的售卖形式与内容。“互联网+”商业模式大致思路是: 通过内容平台获得海量用户, 再通过社区或产品的互动、更好用户体验及创新性服务供给留存用户, 转化为入金客户, 最后通过不同的产品或服务变现盈利。

图 17: 互联网公司商业模式的相似性——传统互联网 vs 互联网券商



资料来源: 各公司官网、HeiJee、快图网、观研报告网、爱给网、国海证券研究所

与传统券商对比，互联网券商具备客群优势、定价优势、技术优势、开展证券经纪业务优势。

- ① **客群优势**：随着我国互联网普及率及网民规模的增长，互联网券商的需求逐渐增强，互联网券商有望逐步抢占传统券商份额。值得注意的是，网民规模的增速自 2021 年起进入成熟下行期，因此互联网券商此阶段的重心已经从获客转移至用户留存与变现。

图 18：2010-2023 年中国网民规模及增长情况

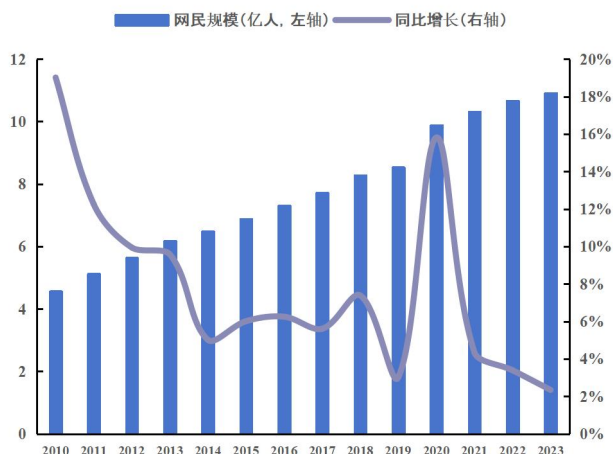
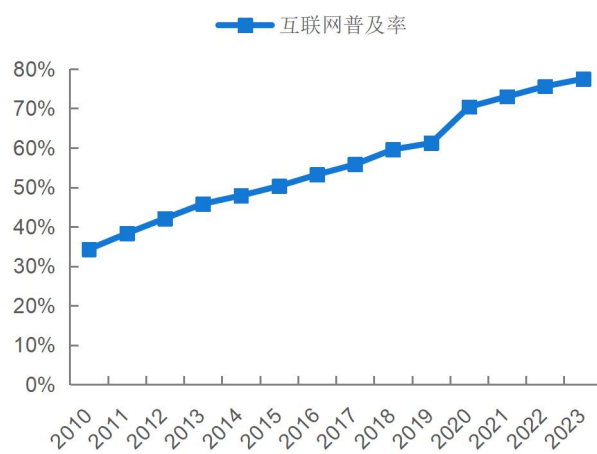


图 19：2010-2023 年中国互联网普及率

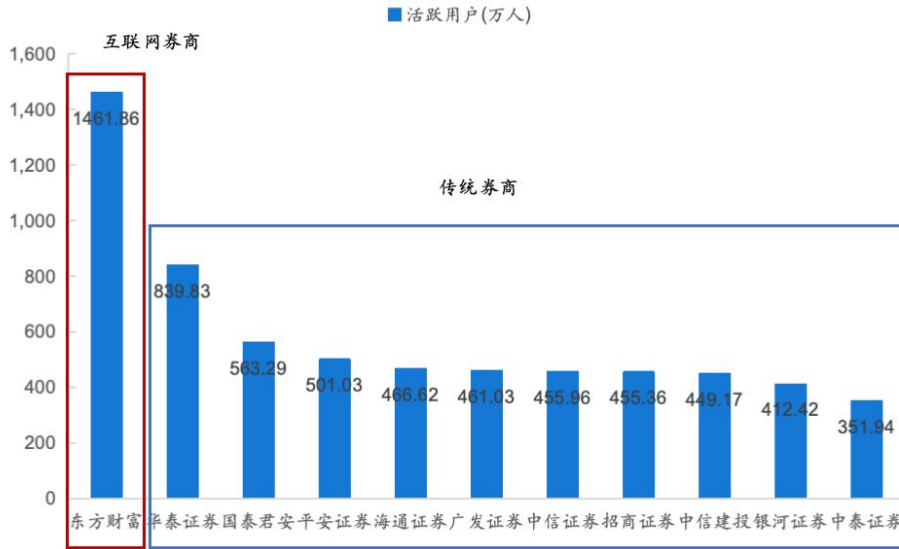


资料来源：中国互联网络信息中心，新华社，中国网信网，国海证券研究所

资料来源：中国互联网络信息中心，新华社，中国网信网，国海证券研究所

相比之下，互联网券商在长尾需求层面更具优势。通常来说，从业务的角度来看，传统券商的业务模式包括经纪业务、自营业务、投资银行业务以及资产管理业务。经纪业务以及资产管理业务是传统券商的重要收入来源。互联网证券平台的盈利模式包括通过提供证券交易服务向客户收取一定的证券交易佣金、通过提供融资融券服务获得利息收入、通过提供个性化的投资组合、风险管理等服务获取资产管理收入以及通过提供精准的市场分析、风险预测等服务收取数据服务收入。互联网券商借助网络优势，可以更好地面向散户投资者，尤其是那些未被充分服务的长尾客户。根据财联社报道，2021 年 4 月，东方财富 app 当月活跃用户 1461.86 万人，远高于传统券商。

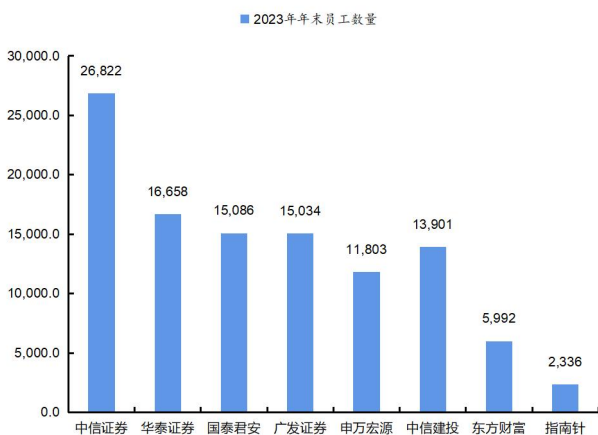
图 20: 传统券商 vs 互联网券商 2021 年 4 月 app 活跃用户数对比



资料来源: 财联社, 国海证券研究所

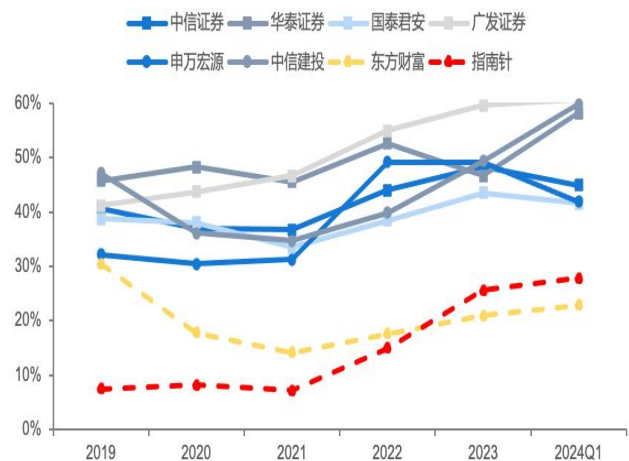
- ② **定价优势:** 互联网券商一般采用更具竞争力的定价, 主要由于其低成本的运营模式实现, 主要体现在线下分支机构少, 员工结构轻, 管理费用少。截至 2023 年末, 东方财富员工数量与指南针员工数量分别为 5992 人、2336 人, 远低于传统券商 1 万人以上的员工数量。2020-2024Q1, 东方财富与指南针管理费用维持在 30% 以下, 始终低于传统券商。

图 21: 传统券商 vs 互联网券商 2023 年末员工数量对比(单位: 人)



资料来源: ifnd, 国海证券研究所

图 22: 2019-2024Q1 互联网券商与部分传统券商管理费用对比



资料来源: Wind, 国海证券研究所

- ③ **底层技术优势:** 新兴互联网证券平台与互联网金融资讯平台自身具备 IT 属性, 具备底层技术优势, 传统券商多于后续进行数字化转型。互联网

券商通常提供多种交易工具和技术分析指标，帮助投资者进行更精准的交易决策。同时，互联网券商也会不断更新和优化交易平台，提升用户体验。

- ④ **开展证券经纪业务优势：**互联网券商客户群体的股票交易换手率远高于传统券商，因此成交额更高，在排除交易佣金率影响之外，反映在经纪业务上的净收入更高。

图 23：传统券商 vs 互联网券商客户股票交易资金周转率对比（单位：%）

证券公司	2020年经纪业务收入排名	2017年	2018年	2019年	2020年
中信证券	1	3.18	2.53	3.18	3.91
国泰君安证券	2	4.29	3.6	4.91	5.29
平安证券	13	11.13	12.71	14.65	15.39
长江证券	17	6.18	6.24	8.9	9.54
兴业证券	19	5.67	4.7	6.11	7.3
东方证券	20	5.98	4.76	6.99	9.3
信达证券	38	9.51	12	9.91	11
天风证券	40	12.07	9.91	12.33	14.77
国海证券	45	7.53	5.99	6.87	8.88
第一创业证券	57	6.62	5.6	8.53	9.68
宏信证券	64	11.9	7.94	12.25	15.25
红塔证券	69	3.42	2.2	2.82	3.08
首创证券	73	8.4	6.79	9.15	10.68
万和证券	82	16.56	12.1	11.44	10.69
平均值	-	8.03	6.93	8.43	9.63
加权平均值	-	4.95	4.29	5.5	6.35
东方财富证券	15	25.32	28.41	36.8	33.04
指南针	-	31.48	28.29	33.38	33.2

资料来源：指南针公告，国海证券研究所

互联网券商行业进入壁垒较高，主要在于牌照稀缺性及前期业务难以协同。

① **牌照稀缺性：**

政策端：纵观 2014-2022 年间券商股权收购案例，收购方多为资金雄厚的大券商或者国有资本，互联网平台作为收购方的案例仅有东方财富和指南针两家。互联网平台收购券商股权较难，其原因在于：2021 年证监会修改《证券公司股权管理规定》后，收购券商股权条件较为严格，叠加国家近年来对于互联网公司涉足金融业务的常态化监管，传统互联网公司收购券商股权取得牌照难度比较大。2015-2022 年间，阿里、腾

讯、字节跳动等互联网巨头均积极布局互联网券商业务，但都未获得内地券商牌照。

指南针收购麦高证券的特殊性：回顾过往收购案例，无一例外皆为市场化收购，而指南针则通过破产重整投资并购以 15 亿收购 100% 麦高证券股权。麦高证券（原网信证券）为首例证券公司市场化破产，在强监管的背景下，指南针收购麦高证券的案例或难以复制。

指南针并不具备全资控股券商的基本资质，收购困境券商，并不适用一般门槛。

表 7：券商股权管理办法主要内容

情况	应符合的条件
证券公司的第一大股东、控股股东	<p>财务状况良好，资产负债和杠杆水平适度，净资产不低于 5000 万元人民币，具备与证券公司经营业务相匹配的持续资本补充能力；</p> <p>公司治理规范，管理能力达标，风险管控良好；</p> <p>不存在净资产低于实收资本 50%、或有负债达到净资产 50% 或者不能清偿到期债务的情形；</p> <p>能够为提升证券公司的综合竞争力提供支持。</p> <p>开展金融相关业务经验与证券公司业务范围相匹配；</p> <p>入股证券公司与其长期战略协调一致，有利于服务其主营业务发展；</p> <p>对完善证券公司治理结构、推动证券公司长期发展有切实可行的计划安排；</p> <p>对保持证券公司经营管理的独立性和防范风险传递、不当利益输送，有明确的自我约束机制；</p> <p>对证券公司可能发生风险导致无法正常经营的情况，制定合理有效的风险处置预案。</p>
证券公司从事的业务具有显著杠杆性质，且多项业务之间存在交叉风险的，其第一大股东、控股股东	<ol style="list-style-type: none"> 1. 最近 3 年持续盈利，不存在未弥补亏损； 2. 最近 3 年长期信用均保持高水平，最近 3 年规模、收入、利润、市场占有率等指标居于行业前列。 3. 总资产不低于 500 亿元人民币，净资产不低于 200 亿元人民币； 4. 核心主业突出，主营业务最近 5 年持续盈利。 5. 证券公司合并或者因重大风险被接管托管等中国证监会认可的特殊情形不适用本条规定。

资料来源：证监会，国海证券研究所

表 8：近年来部分证券公司控股权收购案例情况

完成时间	收购方	被收购方	交易对价（亿元）
2014 年	方正证券	民族证券 100% 股权	132.02
2015 年	申银万国证券	宏源证券 100% 股权（吸收合并）	395.65
2017 年	中金公司	中投证券 100% 股权	167.01
2020 年	中信证券	广州证券 100% 股权	134.4
2022 年	中国诚通集团	新时代证券 98.24% 股权	131.35
2022 年	国新资本	华融证券 71.99% 股权	109
传统券商控股权收购交易对价平均值			178.24
2015 年	东方财富	同信证券 100% 股权	44.05
2022 年	指南针	网信证券 100% 股权	15

资料来源：各公司公告，财新，券商中国，国海证券研究所

- ② **前期业务难以协同**：东方财富与指南针在转型互联网券商前业务领域为金融信息服务，其客群在证券业务需求高企，因此业务协同性较大，而其他公司不具有此特征，难以进行协同。此外，二者自身资金实力较为雄厚，收购券商股权获取牌照可以较好地利用原有业务客群打开新增长空间。

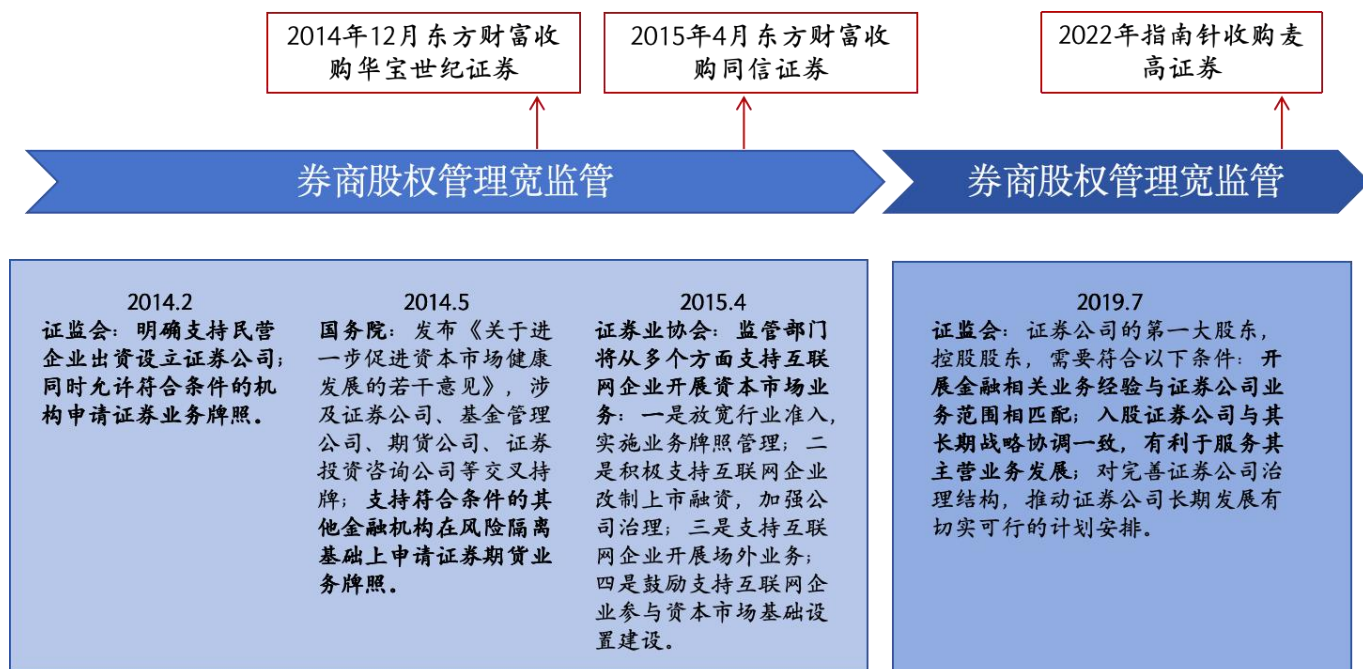
2.2.2、东方财富 VS 指南针：发展阶段不同，且非零和博弈关系

国内真正意义上的互联网券商仅东方财富和指南针两家，二者非零和博弈关系。宏观角度，互联网券商共同挤兑传统券商市场份额；微观角度，我们不同于市场上普遍认为指南针复制东方财富路径的说辞，我们认为指南针与东方财富存在发展差异，指南针在借鉴东方财富成功发展路径的基础上具备自身特色，适当借鉴东方财富之路，最大化打造自身差异化特色。下文将进行详细分析：

（1）收购时：二者收购动作有何不同？

- ① **东方财富收购券商牌照乘监管放开之风，指南针收购券商牌照的稀缺性弥足珍贵**：2014、2015 年正值国家鼓励民营资本申请证券业务牌照，东方财富顺利相继收购华宝世纪证券和同信证券。而 2019 年后国家对券商牌照监管愈发严格，券商牌照稀缺性较高，指南针成功收购麦高证券具备较高壁垒。

图 24: 东方财富 vs 指南针收购期间券商牌照监管变化



资料来源：一财网，中国政府网，第一财经，财新，人民网，证券时报，国海证券研究所

- ② 资本市场活跃度不同意味着业绩兑现进度不同：东方财富在完成两家券商收购后，正值 2015 年牛市，业绩快速兑现，迎来飞速成长。而指南针收购网信证券、竞拍先锋基金股权的时间节点处于行业下行期，短期业绩兑现可能不及预期，但长期向好。

图 25: 东方财富 vs 指南针收购期间 A 股市场成交额变化



资料来源：Wind，财新，人民网，证券时报，国海证券研究所

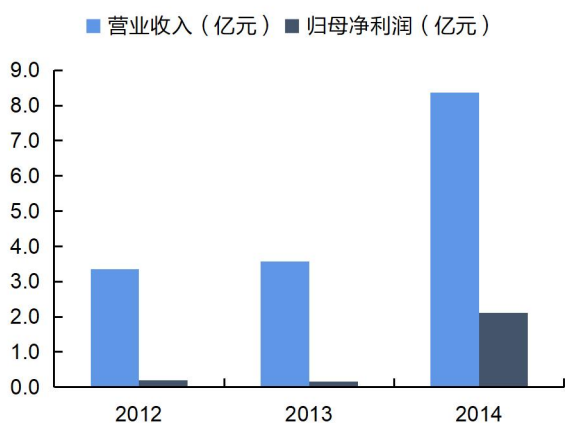
- ③ 收购标的质地不同：

2015 年东方财富向宇通集团、西藏投资以 28.53 元股价发行 1.54 亿股合计 44.05 亿元，收购其持有的同信证券 100% 的股份。收购时同信证券经营情况良好，2012/2013/2014 年同信证券营业收入分别为 3.36/3.57/8.37 亿元，2012/2013/2014 年归母净利润分别为 0.20/0.16/2.10 亿元。

2022 年指南针以 15 亿元重整投资取得重整后麦高证券 100% 股权。收购时麦高证券经营已经陷入困境，2019/2020/2021 年麦高证券归母净利润分别为-12.92/-0.60/-5.08 亿元。

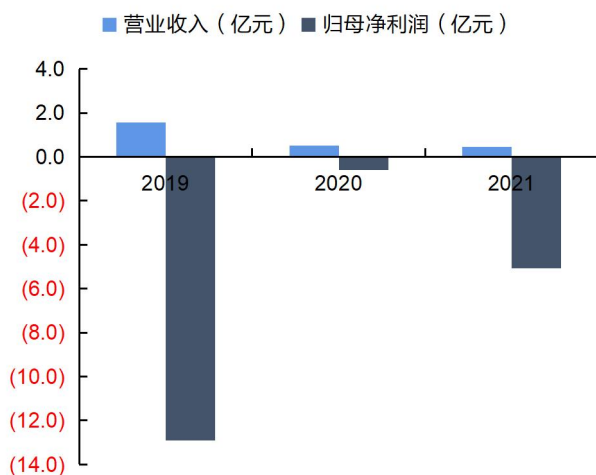
因此我们认为，从收购标的质地来看，指南针需要时间对收购标的进行重整，业绩兑现可能会略有滞后，但我们仍然长期看好指南针收购麦高证券后预计带来的业绩增量。

图 26: 2012-2014 年同信证券营收与归母净利润情况



资料来源：澎湃新闻，国海证券研究所

图 27: 2019-2021 年麦高证券收与归母净利润情况



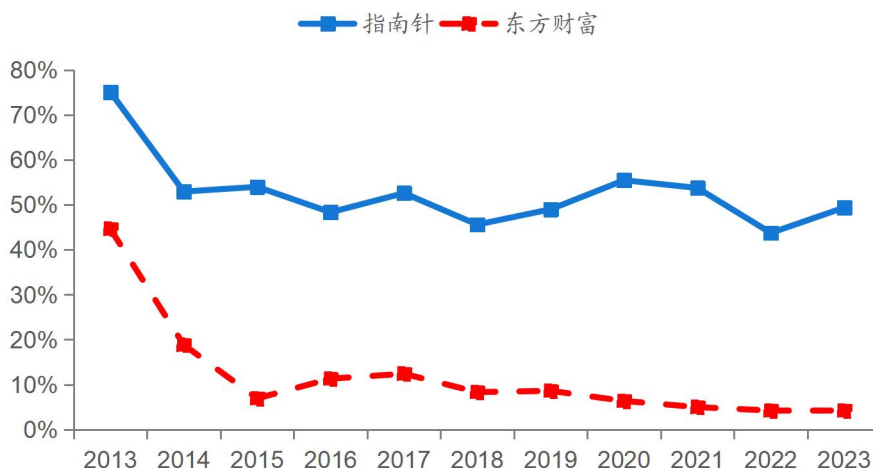
资料来源：Wind，国海证券研究所

(2) 收购后：二者原互联网平台对新业务的赋能有何不同？

获客及客群角度：

指南针与东方财富在获客上最大的区别是流量的获取，在客群上的区别是大而广与小而精的区别。具体来说，东方财富构建了以“东方财富网”为核心的互联网财富管理生态圈，聚集了海量用户资源和用户黏性优势，获客主要来自自然流量，具备行业相对较低的获客成本。而指南针主要通过线上推广的方式获取客户，获客成本呈波动趋势。通过对比 2013-2023 年二者销售费用率，我们可以发现，指南针销售费用率始终高于东方财富。

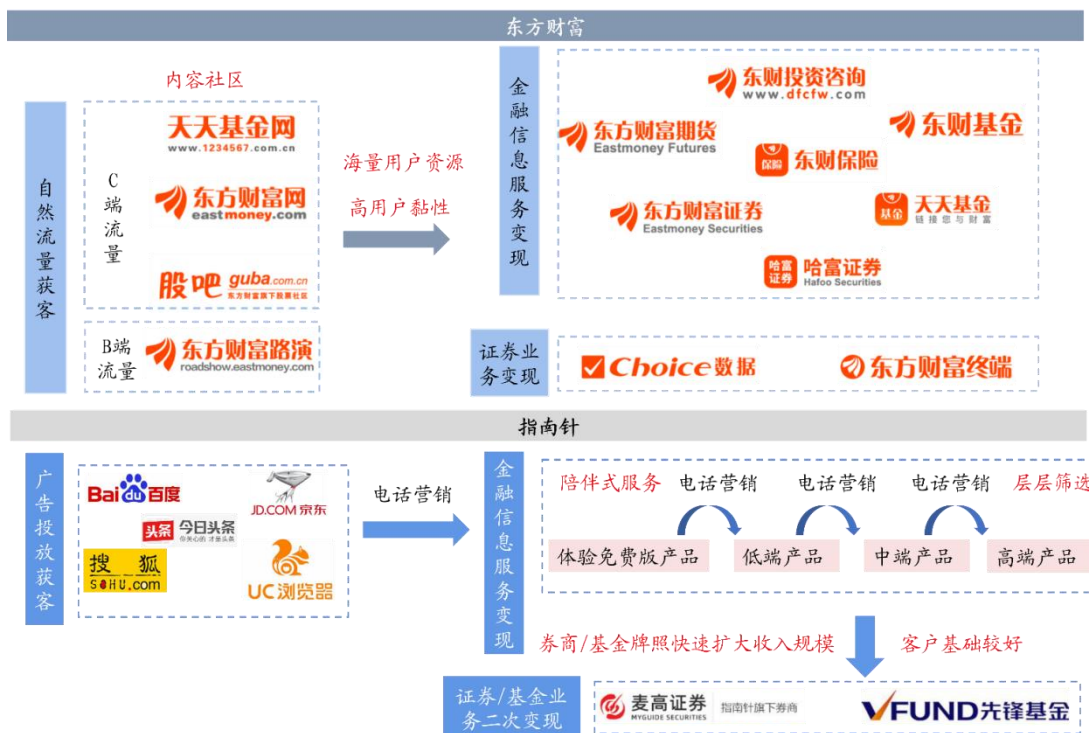
图 28: 2013-2023 年销售费用率对比



资料来源: Wind, 国海证券研究所

二者获客模式的不同与客群的差异有一定关系。指南针主要客群为专业的中小投资者，客群基础较好。东方财富以生态圈吸引庞大数量用户，客群基数占优。对于指南针来说，随着后续的证券业务的下沉，免费注册用户也可实现二次变现，因此现有获客方式可能无法蓄力规模效应。对于东方财富来说，客群较为广泛可能意味着客单价相对较低。

图 29: 东方财富 vs 指南针获客



资料来源: 各公司官网, 东方财富招股说明书, 指南针招股说明书, 国海证券研究所

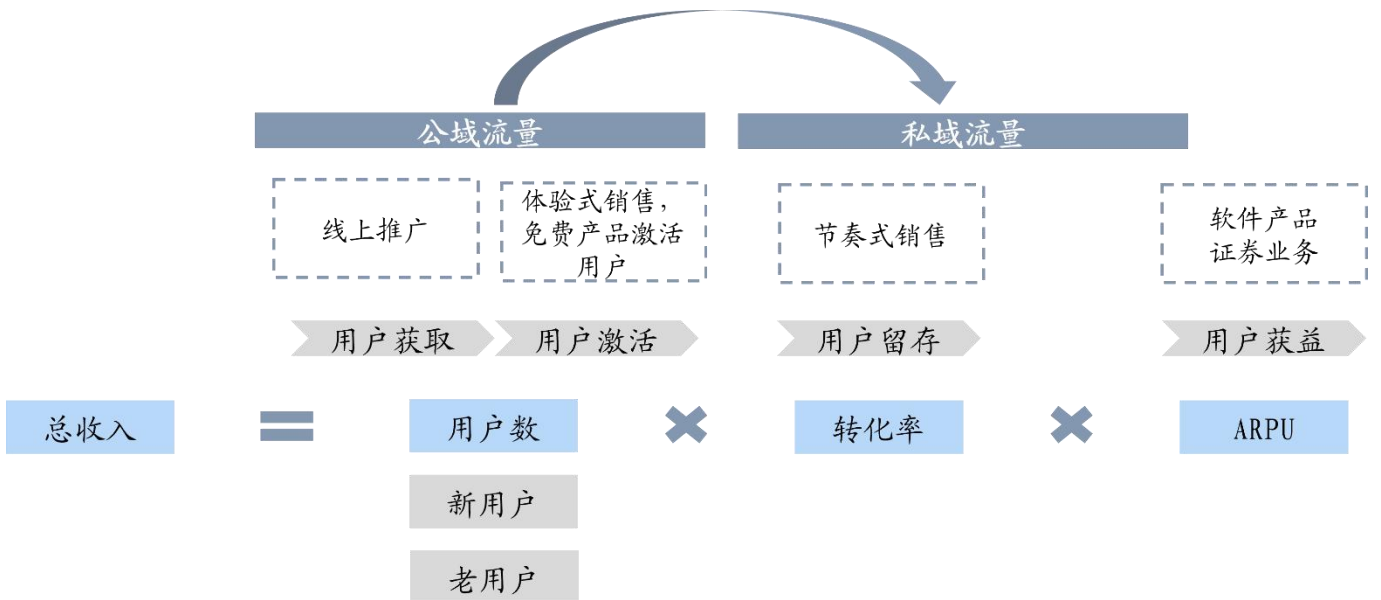
3、金融信息服务为基，证券业务有望二次变现

我们在此部分对指南针未来主要两大业务：金融信息服务、证券业务进行分别分析。

3.1、从商业模式看其金融信息服务的运营与产品优势

根据前文分析，金融信息服务行业本质是以用户为核心，面对目前网民规模饱和、增速下坡的大背景，商业模式能否长久致远的关键在于用户留存与变现环节。指南针商业模式简单来说就是获取公域流量转化为私域流量，从而实现收益，对于此类 to c 业务，总收入=用户数*转化率*ARPU（平均每用户收入），我们以互联网商业分析中常用的 AARRR 用户生命周期模型拆解分析指南针的商业模式。

图 30：指南针商业模式概览

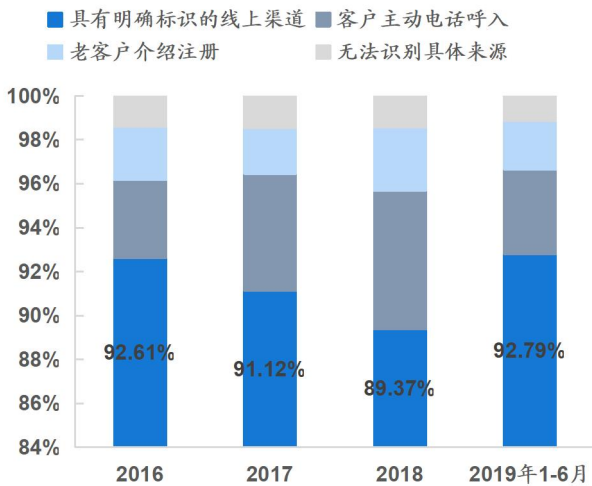


资料来源：人人都是产品经理社区，运营派，指南针招股说明书，国海证券研究所

(1) 用户获取 (Acquisition)：通过线上推广，获取公域流量。

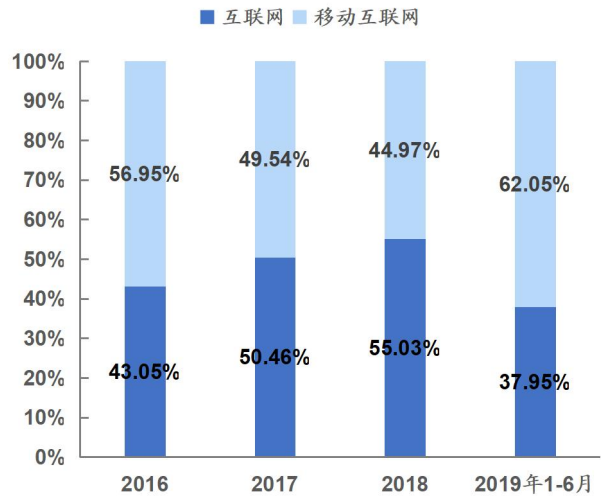
指南针主要通过线上推广方式进行获客，绝大多数新用户通过不同广告渠道获取。新增免费注册用户形成渠道主要分类四类：①具有明确线上广告投放渠道标识的注册用户，如通过百度、360、今日头条等渠道推广获取，渠道标识具体且明确，该类客户占比最高，2016-2019H1年占比约在90%左右；②客户通过公司线上广告投放预留的400电话主动拨入进行注册；③由老客户介绍进行注册；④无法识别渠道来源的注册用户。线上推广主要分为移动端和PC端，移动端占比在2019H1有提升趋势，符合我国互联网用户变迁趋势。

图 31: 不同渠道注册账户数比例



资料来源: 指南针招股说明书, 国海证券研究所

图 32: 线上推广广告支出构成



资料来源: 指南针招股说明书, 国海证券研究所

(2) 用户激活与留存: “体验式+节奏性”销售, 主打 C 端深耕产品。

指南针激活用户以电话营销、线上客户等人工手段为主, 保有互联网的免费经济学商业色彩。此阶段公司产品的销售主要以“体验式”模式开展, 即从免费版产品试用开始, 后续再逐步引导客户购买付费产品。公司付费产品分为低中高三个等级, 通常情况下, 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到一年时间。“体验式+节奏性”的销售模式前提是用户对公司产品进行了深度使用和体验, 从而基于更高阶的需求出发购入付费产品。指南针深耕于 C 端客户群体, 不断进行产品迭代、开发、升级。从新客转化率来看, 2016 年 1 月-2019 年 6 月指南针新客户转化率整体呈现上升趋势; 从登录用户向付费用户的转化率来看, 整体维持在 20% 左右。

图 33: 指南针 PC 端三款付费产品及其核心功能

私享家版	动态擒龙版	动态全赢版
<p>电脑版19800元 / 手机版15800元</p> <ul style="list-style-type: none"> - 揭秘机构持仓明细与操作轨迹 - 追踪顶尖私募操盘轨迹 - 监控上市公司高管交易明细 - 破解游资敢死队盘口动向 	<p>电脑版7800元 / 手机版7800元</p> <ul style="list-style-type: none"> - 跟趋势 踏节奏抓轮涨 抓轮动龙头 - 跟主力 抓吸筹抓抢筹 抓资金龙头 - 跟政策 卡主线布双核 抓政策龙头 - 低布局 敢抄底抓反弹 抓反弹龙头 - 以快制快 盘中动态定买卖 	<p>1580元</p> <ul style="list-style-type: none"> - 顺势而为 抓上涨大波段 - 择强而入 抓股性活跃股 - 紧跟主力 做机构抢筹股 - 基本面 资金面 消息面多维抓股票

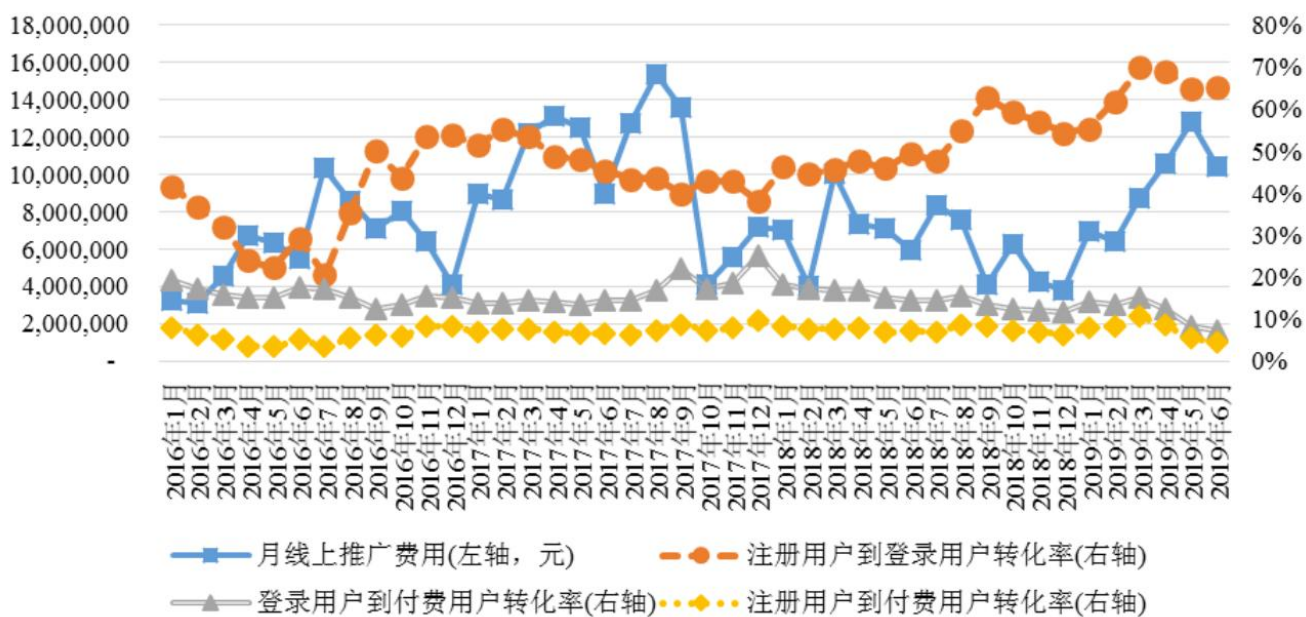
资料来源: 指南针官网

表 9: 指南针产品插件

插件	功能	价格
北上资金监控平台	跟踪外资动向, 抓低估潜力白马	3000元
杠杆资金(融资融券)监控平台	告诉你哪些股票被看多融资抢着买、买得多	3000元
盘中实时监控	全天候监控 盘中第一时间发现股票启动基因	2800元
研报监控系统	监控机构调研动向, 抓机构扎堆潜力股票	3000元
股权监控系统	抢优质股权, 低位定增、股权激励、并购重组机会	3180元
信号旗监控系统	龙一抬头打龙二 抓跟风龙头	2980元
倚天 100 策略系统	实时买卖指令 智能动态仓位管理	1800元
Ukey 私密插件	机构仓位加密数据 精准捕捉高控盘庄股	4800元
财报掘金系统	财报监控系统, 高成长、高业绩白马股一网打尽	2800元
消息龙虎榜	全面捕捉市场突发消息, 热点概念一目了然	120元
鹰眼股期联动监控系统	实时监控, 智能关联, 异动提醒, 出击提示	3000元

资料来源: 指南针官网, 国海证券研究所

图 34: 2016 年 1 月-2019 年 6 月指南针用户转化率情况



资料来源：指南针招股说明书

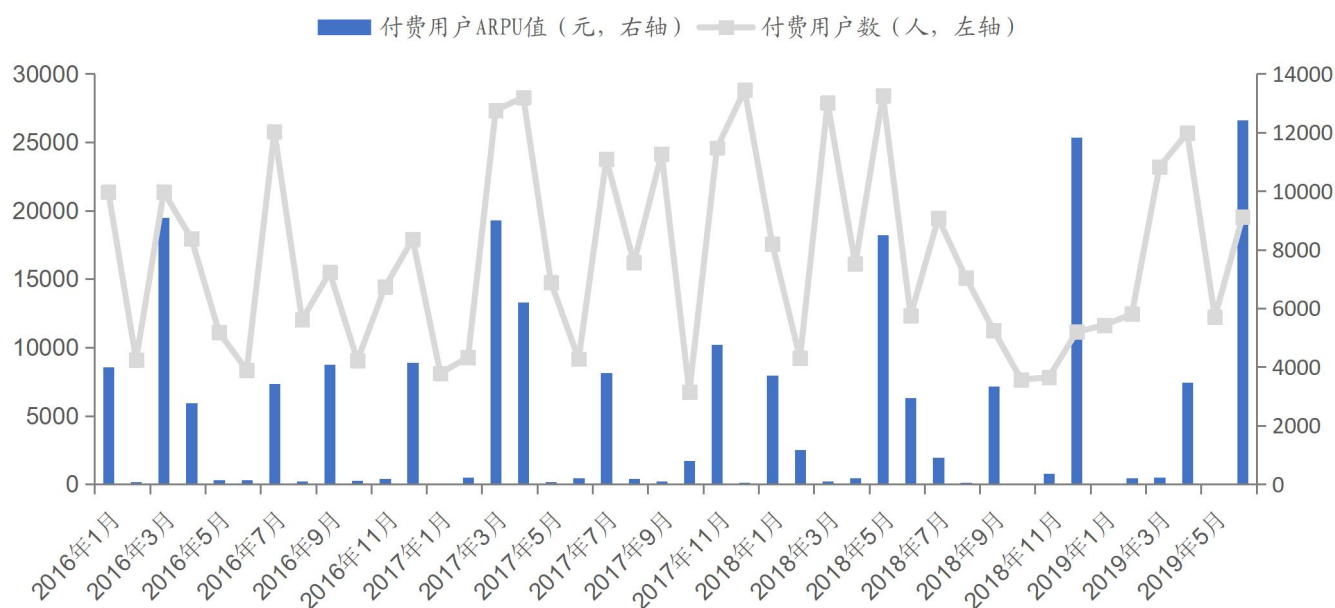
(3) 用户变现:

从实际落地效果来看，指南针具备较好的运营能力，得益于公司优秀的产品与服务模式。

从新客来看：用户完成注册后会收到专人客服的一对一服务，在 2016 年 1 月-2019 年 6 月期间，指南针注册用户到登录用户的转化率呈上升趋势。同时，新增付费用户数及对应 ARPU 值由于经营策略呈现非均匀分布，单月新增付费用户数最高可达 22414 人，对应新增付费用户 ARPU 单月最高可达 1531 元。

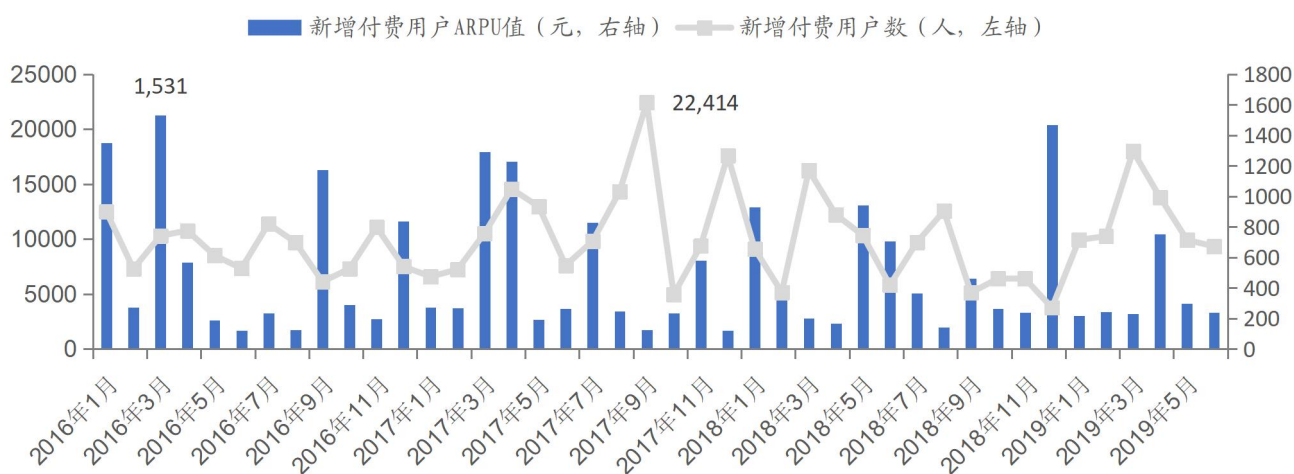
从老客来看：2016 年 1 月-2019 年 6 月期间，付费用户数单月新增最高可达 28811 人，对应付费用户 ARPU 单月最高可达 12426 元，体现公司产品与服务具备一定优势。

图 35: 2016 年 1 月-2019 年 6 月新增付费用户数和新增付费用户 ARPU 值



资料来源：指南针招股说明书，国海证券研究所

图 36: 2016 年 1 月-2019 年 6 月付费用户数和付费用户 ARPU 值



资料来源：指南针招股说明书，国海证券研究所

3.2、从收购麦高证券、投资先锋基金看其未来业绩成长空间

指南针收购麦高证券、竞拍先锋基金股权旨在实现业务赋能与协同，完善战略版图。因先锋基金收购仍在进程中，下文仅先分析麦高证券与母公司的业务协同，先锋基金与其原理一致。对于麦高证券来说，指南针植入科技基因，旨在打造一

站式财富管理平台，为用户提供涵盖交易服务、投资理财等金融解决方案。指南针与麦高证券目前具体的协同与赋能动作如下：

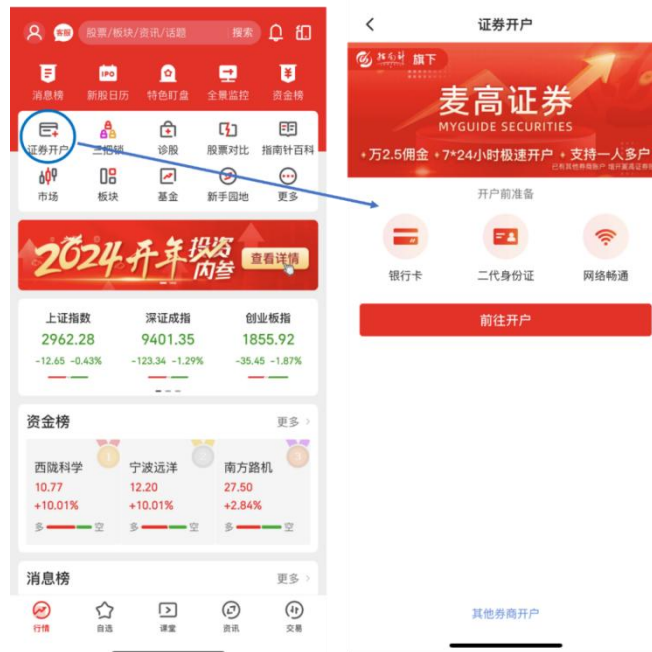
(1) 管理层协同：麦高证券的新任高管陆续到位，反映出公司未来“互联网+金融”的背景属性。指南针原分管大数据业务的副总经理屈在宏先生任职麦高证券的副总经理、首席数据官，保证母公司对于公司的控制。拥有资深证券业务经验的宋成先生任总裁，意味着指南针的风格将比较市场化。

(2) 技术面协同：麦高证券将通过指南针进行 IT 赋能，高度依赖数据驱动的模式，走互联网证券的特色发展道路。2023 年麦高证券的交易系统已由顶点 A2 升级更新为 A5。在 A5 交易系统上线运行后，用户体验评价较好，推动了经纪业务的展业。同时，指南针在产品与麦高证券交易系统的使用方面，也做了更深层次的结合，用户在登录交易系统后，可较为方便的实现闪电下单等快捷交易方式，提高了产品的易用性和便捷性，对交易型客户的辅助功能显著提升。

(3) 业务面协同：公司收购麦高证券一年以来，经纪业务和自营业务已实现良好有序展业。指南针通过广告引流、定增、股权激励多种方式大力发展麦高证券业务。

①获客端充分发挥客群重叠优势。指南针 APP 现已加入麦高证券开户入口，将现有业务积累的客户通过广告引流方式注入到麦高证券，麦高证券则进行开户转化后的促入金活动：分别采用赠送金融信息服务产品，以及给予客户积分回馈，积分积累后用于指南针付费产品再消费的两种方式。

图 37：指南针 app 已加入麦高证券开户入口



资料来源：指南针 app，国海证券研究所

②股权激励将手续费和佣金收入纳入考核目标。指南针于 2023 年 11 月发布股权激励公告，这次是公司上市以来进行的第三次股票期权激励，本次股票期权激

励以 2023 年 11 月 30 日为授予日，以 59.20 元/份的价格向符合条件的 354 名激励对象授予 812.93 万份股票期权。

表 10：2023 年指南针股权激励计划

姓名	国籍	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	中国	副董事长、总经理	25	3.08%	0.06%
孙鸣	中国	董事、副总经理	25	3.08%	0.06%
郑勇	中国	董事、财务总监	20	2.46%	0.05%
陈岗	中国	副总经理	20	2.46%	0.05%
张黎红	中国	副总经理	20	2.46%	0.05%
高海娜	中国	副总经理	20	2.46%	0.05%
李静怡	中国	董事会秘书	8	0.98%	0.02%
LIM LI CHI	马来西亚	核心技术(业务)骨 干	0.5	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：指南针公告，国海证券研究所

表 11：2023 年指南针激励计划年度业绩考核目标

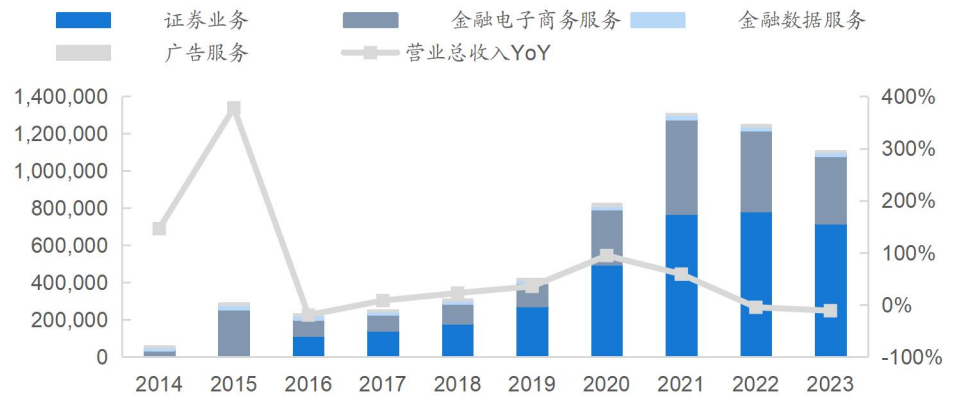
行权期	业绩考核目标	
第一个行权期	以 2023 年为基数，2024 年营业总收入增长率不低于 12%，或手续费及佣金净收入增长率不低于 50%。	
第二个行权期	考核目标一	以 2023 年为基数，2025 年营业总收入增长率不低于 26%，或手续费及佣金净收入增长率不低于 125%。
	考核目标二	以 2024 年为基数，2025 年营业总收入增长率不低于 12%，或手续费及佣金净收入增长率不低于 50%。

资料来源：指南针公告，国海证券研究所

③定增有望恢复两融业务。2023 年 5 月公司发布公告计划定增，发行对象不超过 35 名，募资总额不超过 30 亿元，此前，指南针根据麦高证券经营状况和发展规划，已于 2022 年 7 月以自筹资金 5 亿元先行增资麦高证券，将在募集资金到位后予以置换。未来随着定增推进，后续有望恢复麦高证券的两融业务。

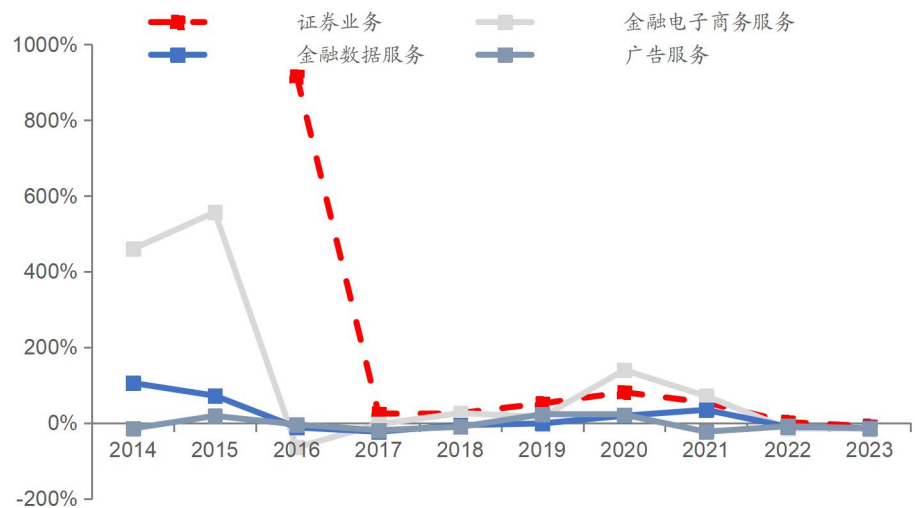
复盘东方财富收购同信证券前后收入变化，窥指南针后续收入变化之势。东方财富证券业务在完成收购同信证券后的第一年（2016年）开始实现营收，当年证券业务同比增加 915.1%；收购后第二年（2017年）证券业务占收入结构的比重便超过 50%，直到 2023 年年末东方财富证券业务一直保持 50% 以上的收入占比。因此我们认为，指南针收购麦高证券后有望打造公司第二增长曲线。

图 38：2014-2023 年东方财富各业务收入（万元）及总营收 YoY



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 39：2014-2023 年东方财富各业务收入同比变化



资料来源：Wind，国海证券研究所

4、盈利预测与评级

4.1、盈利预测

金融信息服务:

金融信息服务作为公司的主要收入来源和基本盘，深谙用户留存与变现之道，主要通过线上推广方式进行获客，绝大多数新用户通过不同广告渠道获取。“体验式+节奏性”销售，主打C端深耕产品。2016年1月至2019年6月，单月新增付费用户数可达最高22414人，对应新增付费用户ARPU可达单月最高1531元。我们预计公司2024-2026年公司金融信息服务营收分别为9.87/13.93/15.42亿元，同比分别增长3.99%/41.19%/10.70%。

证券服务收入:

2022年7月公司收购麦高证券，相互赋能，经纪业务和自营业务已实现良好有序展业。获客端充分发挥客群重叠优势，证券业务全面协同有望实现第二增长极。我们预计公司2024-2026年公司证券服务营收分别为2.24/4.33/10.06亿元，同比分别增长77.76%/93.35%/132.36%。

广告、保险经纪及其他收入:

近年来，公司着力发展金融信息服务业务，并积极拓展证券服务业务，因此我们预计广告、保险经纪及其他收入呈现逐年降低的趋势。我们预计公司2024-2026年公司广告、保险经纪及其他营收分别为0.31/0.28/0.25亿元，同比分别-20.01%/-10.00%/-10.00%。

表 12: 指南针营收预测 (百万元)

业务结构	类别	2023A	2024E	2025E	2026E
金融信息服务	收入	948.65	986.53	1,392.93	1,541.99
	YOY	-19.56%	3.99%	41.19%	10.70%
证券服务收入	收入	125.94	223.86	432.83	1,005.75
	YOY	403.14%	77.76%	93.35%	132.36%
广告、保险经纪及其他收入	收入	38.28	30.62	27.55	24.80
	YOY	-24.51%	-20.01%	-10.00%	-10.00%
合计	收入	1112.86	1241.01	1853.32	2572.54
	YOY	-11.33%	11.52%	49.34%	38.81%

资料来源: Wind, 国海证券研究所

4.2、估值分析与投资评级

公司作为行业领先的金融信息服务商，收购麦高证券开展业务协同，证券业务赋能有望开启第二增长极。基于审慎性原则，暂不考虑定向增发摊薄因素影响。因此我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 12.41/18.53/25.73 亿元，归母净利润分别为 2.30/3.89/5.63 亿元，EPS 分别为 0.56/0.95/1.38 元/股，当前股价对应 PE 分别为 69.10/40.88/28.26x。首次覆盖给予“增持”评级。

5、风险提示

- 1) **风险提示一；市场竞争加剧的风险。**随着行业持续发展，行业竞争或将面临持续加剧，来自潜在竞争者进入行业以及原有竞争者的威胁可能导致公司的市场份额有所下滑。
- 2) **风险提示二；技术水平发展不及预期的风险。**对于金融 IT 市场，技术水平是较为重要的影响因素之一，公司如果不能及时跟踪技术的发展升级并开发符合市场需求的新产品，公司产品的竞争力可能出现不足。
- 3) **风险提示三；监管合规风险。**对于已进行业务合作的客户，如果相关客户受到处罚或公司的相关软件服务被暂停或终止开展，将对公司的经营产生不利影响。
- 4) **风险提示四；人力资源风险。**随着金融科技的高速发展，金融 IT 人力需求旺盛，其他公司若能提供较高的薪酬待遇，将对公司人才资源产生较大影响。
- 5) **风险提示五；定增实施进度不及预期，**定向增发的实施进度可能低于预期，导致资金无法及时到位，从而影响公司的资本补充。

附表：指南针盈利预测表（暂不考虑定向增发摊薄因素影响）

证券代码:	300803				股价:	38.92		投资评级:	增持		日期:	2024/08/01	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E				
盈利能力					每股指标								
ROE	4%	11%	16%	18%	EPS	0.18	0.56	0.95	1.38				
毛利率	86%	87%	86%	86%	BVPS	4.58	5.17	6.13	7.50				
期间费率	86%	84%	87%	112%	估值								
销售净利率	7%	23%	27%	36%	P/E	334.78	69.10	40.88	28.26				
成长能力					P/B	13.16	7.52	6.35	5.19				
收入增长率	-11%	12%	49%	39%	P/S	22.14	12.83	8.59	6.19				
利润增长率	-79%	217%	69%	45%									
营运能力					利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E				
总资产周转率	0.23	0.22	0.31	0.39	营业收入	1113	1241	1853	2573				
应收账款周转率	13.03	11.56	16.04	13.54	营业成本	141	137	195	219				
存货周转率	178.42	209.30	205.94	195.59	营业税金及附加	8	9	13	18				
偿债能力					销售费用	549	617	925	1340				
资产负债率	66%	63%	60%	56%	管理费用	285	268	345	442				
流动比	1.21	1.14	1.11	1.17	财务费用	14	-33	-29	-28				
速动比	1.06	0.99	0.97	1.04	其他费用/（-收入）	146	125	169	214				
资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	63	201	334	487				
现金及现金等价物	2954	2809	2866	3145	营业外净收支	-1	0	0	0				
应收款项	107	69	108	123	利润总额	63	201	334	487				
存货净额	0	1	1	1	所得税费用	-10	-29	-55	-76				
其他流动资产	435	449	455	458	净利润	73	230	389	563				
流动资产合计	3497	3328	3430	3727	少数股东损益	0	0	0	0				
固定资产	374	379	382	379	归属于母公司净利润	73	230	389	563				
在建工程	0	0	0	0	现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E				
无形资产及其他	1561	2005	2448	2815	经营活动现金流	1437	204	409	537				
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	73	230	389	563				
资产总计	5431	5712	6260	6921	少数股东损益	0	0	0	0				
短期借款	192	251	307	362	折旧摊销	67	38	42	44				
应付款项	60	53	77	87	公允价值变动	-11	0	0	0				
合同负债	39	38	53	59	营运资金变动	1326	-1	58	25				
其他流动负债	2592	2577	2641	2668	投资活动现金流	-71	-416	-398	-301				
流动负债合计	2883	2919	3078	3176	资本支出	-65	-487	-488	-407				
长期借款及应付债券	29	29	29	29	长期投资	-17	-1	-1	-1				
其他长期负债	665	668	668	668	其他	11	72	90	107				
长期负债合计	694	697	697	697	筹资活动现金流	82	67	46	43				
负债合计	3578	3616	3774	3873	债务融资	43	59	56	55				
股本	409	409	409	409	权益融资	65	13	0	0				
股东权益	1853	2096	2485	3049	其它	-26	-5	-10	-12				
负债和股东权益总计	5431	5712	6260	6921	现金净增加额	1448	-146	57	279				

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【非银小组介绍】

孙嘉赓，非银金融与金融科技团队首席分析师，主要覆盖证券、保险、多元金融、金融科技等若干领域，专注中小市值成长股挖掘，善于开展差异化、特色化行业深度研究。

【分析师承诺】

孙嘉赓，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
 卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有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提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与

本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。