

指南针(300803)

报告日期: 2025 年 01 月 10 日

## 老牌金融信息服务商，证券业务打开成长空间

## ——指南针首次覆盖报告

## 投资要点

## 金融信息服务商正式进入证券业

**公司概况:** 指南针于 1997 年设立于北京，主业为金融信息服务业务，向投资者提供证券软件及金融资讯，不断开发、迭代产品。2022 年，公司收购网信证券（现麦高证券），正式成为国内第二家有证券牌照的互联网加金融信息服务商。

**业务结构:** 指南针的主要收入来源是金融信息服务收入，在收购麦高证券前占比一直在 90% 以上。广告服务收入占比在 5%-10% 左右，近两年下降至 5% 以内。收购麦高证券后，证券业务收入占比迅速提升，1H24 占比为 20%。

## 金融信息服务受益于成交额抬升

**金融信息服务收入主要来自中高端产品。**根据公司公告，2021 年公司全赢私享家版（高端）、全赢先锋版（中端）产品的收入分别为 4.2、3.7 亿元，占比分别为 49%、44%。以产品收入及产品均价进行测算，2021 年私享家版、先锋版、博弈版产品的付费用户数分别为 2.1、6.3、32.7 万，低端产品付费用户数数量最多，但由于均价过低，因此收入贡献较少，将低端产品付费用户转化至中高端产品能够贡献业绩增量。截至 2021 年末公司已累计注册客户人数超过 1,500 万，累计付费客户超过 150 万，转化率仅 10%，还有较大提升空间。

**成交量抬升，利好中高端产品销售及客户转化。**“924”以来交投活跃度保持高位，利好中高端产品销售，金融信息服务业务有望把握交易量抬升机遇实现高增。

## 麦高证券发展打开第二成长曲线

**与东财差异:** ①管理层背景: 指南针高管团队以清华计算机系的技术人才为主，东财的高管团队兼具技术和金融背景；②历史业务结构: 东财收购同信证券前已开展基金代销业务，2015 年代销收入占比 83%。指南针收购网信证券前金融信息服务收入占比 90% 以上；③收购时点: 东财于 2015 年交投活跃度极高时切入证券市场，指南针切入时市场活跃度平平；④券商资质: 2014 年同信证券资产规模排名行业 81 位，2021 年网信证券资产规模排名 106 位，业绩不理想，但也意味着可提升空间较大；⑤流量优势: 东财的各项服务已形成闭环，流量优势显著。指南针 APP 月活约东财的十分之一，但二者原先的目标客群不同，且指南针的客户也有较高粘性，可以为合作券商导流的经验应用在麦高证券导流上。

**发展前景:** ①规划明晰: 指南针为麦高证券制定了 2022-2026 “五年三步走”发展规划，并将经纪业务作为发展的基石，目标明晰；②活跃的市场环境: 根据艾媒咨询数据，我国证券类 APP 用户规模从 2015 年的 0.4 亿人增长至 2022 年的 1.8 亿人，复合增速为 24%，持续增长的投资者及证券 APP 用户数量能够为麦高证券经纪业务发展提供良好的环境；③客户导流可挖掘: 公司的客户群体以高活跃度、高交易频率的中小个人投资者为主，客户交易资金周转率高于传统券商，也就意味着单位客户资金能产生的经纪业务收入更高，对于麦高证券来说，指南针导流的客户的可挖掘价值与空间较大；④发展两融业务: 两融业务作为代买业务的配套业务，市场份额有望跟随代买业务市占率提升。

## 盈利预测与估值

麦高证券业务在逐步恢复，金融信息服务业务受益于市场热度提升，我们预测 2024-2026 年公司归母净利润同比增速分别为 19%/192%/21%，EPS 分别为 0.21/0.62/0.75 元。考虑到指南针处于高速成长期，首次覆盖给予“买入”评级。

## 风险提示

市场活跃度大幅下降；产品销售不及预期；证券业务恢复不及预期。

## 投资评级: 买入(首次)

分析师: 洪希柠

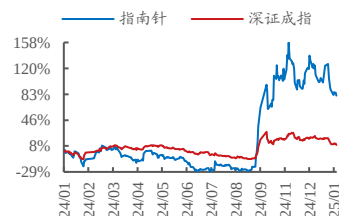
执业证书号: S1230523070001

hongxingning@stocke.com.cn

## 基本数据

|          |           |
|----------|-----------|
| 收盘价      | ¥ 84.50   |
| 总市值(百万元) | 34,603.14 |
| 总股本(百万股) | 409.50    |

## 股票走势图



## 相关报告

## 财务摘要

| (百万元)     | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 1,113 | 1,346 | 2,178 | 2,542 |
| (+/-) (%) | -11%  | 21%   | 62%   | 17%   |
| 归母净利润     | 73    | 86    | 253   | 305   |
| (+/-) (%) | -79%  | 19%   | 192%  | 21%   |
| 每股收益(元)   | 0.18  | 0.21  | 0.62  | 0.75  |
| P/E       | 476   | 400   | 137   | 113   |

资料来源：浙商证券研究所

## 正文目录

|                        |           |
|------------------------|-----------|
| <b>1 金融信息服务商跨入证券行业</b> | <b>5</b>  |
| 1.1 领先的金融信息服务商，切入证券领域  | 5         |
| 1.2 高管团队技术背景较强，股权结构集中  | 5         |
| 1.3 证券业务尚处于恢复期，销售费率较高  | 6         |
| <b>2 金融信息：具备产品体系优势</b> | <b>8</b>  |
| 2.1 金融信息服务行业受益于资本市场发展  | 8         |
| 2.2 公司产品丰富，成交量抬升促客户转化  | 8         |
| <b>3 麦高证券：打开第二增长曲线</b> | <b>11</b> |
| 3.1 麦高能否复制东财路径         | 11        |
| 3.2 麦高证券发展前景展望         | 14        |
| <b>4 盈利预测与估值</b>       | <b>18</b> |
| 4.1 核心假设               | 18        |
| 4.2 盈利预测               | 18        |
| <b>5 风险提示</b>          | <b>19</b> |

## 图表目录

|                                         |    |
|-----------------------------------------|----|
| 图 1: 指南针发展历程图.....                      | 5  |
| 图 2: 指南针营业收入及同比增速.....                  | 6  |
| 图 3: 指南针归母净利润及同比增速.....                 | 6  |
| 图 4: 指南针营业收入构成 (百万元) .....              | 7  |
| 图 5: 指南针营业收入结构.....                     | 7  |
| 图 6: 指南针 ROE 及毛利率变化.....                | 7  |
| 图 7: 指南针费率变化.....                       | 7  |
| 图 8: 金融信息服务行业产业链.....                   | 8  |
| 图 9: 指南针金融信息服务收入及同比增速.....              | 9  |
| 图 10: 2023 年指南针与可比公司金融信息服务收入情况 .....    | 9  |
| 图 11: “924” 以来新增开户数显著增长.....            | 10 |
| 图 12: A 股成交额大幅提升 .....                  | 10 |
| 图 13: 东方财富营收结构变化.....                   | 11 |
| 图 14: 指南针营收结构变化.....                    | 12 |
| 图 15: 2014-2015 年上交所新增开户数情况.....        | 12 |
| 图 16: 2022 年上交所新增开户数情况.....             | 12 |
| 图 17: 同信证券被收购前业绩情况.....                 | 13 |
| 图 18: 网信证券被收购前业绩情况.....                 | 13 |
| 图 19: 东方财富的各项服务已经形成闭环.....              | 14 |
| 图 20: 2023 年 10 月证券服务应用类 APP 月活人数 ..... | 14 |
| 图 21: 我国证券 APP 用户数量.....                | 15 |
| 图 22: 客户股票资金周转率比较 (%) .....             | 16 |
| 图 23: 东财证券代理买卖证券业务市占率变化.....            | 16 |
| 图 24: 东方财富销售费用率变化.....                  | 16 |
| 图 25: 东方财富 PE 变化 .....                  | 18 |
| 图 26: 同花顺 PE 变化 .....                   | 18 |
| 表 1: 指南针高管团队以技术背景为主.....                | 5  |
| 表 2: 指南针前 10 大股东 (截止 2024 年三季度末) .....  | 6  |
| 表 3: 金融信息服务行业模式分类.....                  | 8  |
| 表 4: 指南针产品矩阵.....                       | 9  |
| 表 5: 指南针核心产品收入贡献.....                   | 10 |
| 表附录: 报表预测值.....                         | 20 |

## 1 金融信息服务商跨入证券行业

### 1.1 领先的金融信息服务商，切入证券领域

**大型金融信息服务商，积极拓展业务领域。**指南针于1997年设立于北京，自成立以来一直专注于证券分析和证券信息服务业务。2001年，北京指南针科技发展股份有限公司成立，2007年在原中关村科技园区三板挂牌，2019年登陆创业板上市。经过二十余年的发展，指南针已成为综合性的大型金融信息服务商。2022年，公司收购网信证券（现已更名为麦高证券），正式成为国内第二家有证券牌照的互联网加金融信息服务商。2023年，公司竞拍了先锋基金34.2076%的股权，计划拓展财富管理业务领域。

图1：指南针发展历程图

| 1997      | 2001                | 2007              | 2019        | 2022     | 2023       |
|-----------|---------------------|-------------------|-------------|----------|------------|
| • 指南针品牌创建 | • 北京指南针科技发展股份有限公司成立 | • 在原中关村科技园区三板成功挂牌 | • 在深交所创业板上市 | • 收购网信证券 | • 收购先锋基金股权 |

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

### 1.2 高管团队技术背景较强，股权结构集中

**高管团队稳定，且有较强的技术背景。**公司高管以名校硕士为主，多位高管毕业于计算机系，且加入公司时长约20年，既深谙技术又了解公司发展情况，为公司不断创设、迭代优质产品打下坚实基础。

表1：指南针高管团队以技术背景为主

| 姓名  | 职务   | 出生年份  | 主要工作经历                                                                                                                                                                            |
|-----|------|-------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 顿衡  | 董事长  | 1973年 | 2005年1月毕业于美国佐治亚州州立大学，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，2013年5月至今担任公司董事长。            |
| 冷晓翔 | 总经理  | 1982年 | 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，副总经理职务。现任公司董事，总经理。                                 |
| 陈岗  | 副总经理 | 1976年 | 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。                                                                        |
| 孙鸣  | 副总经理 | 1976年 | 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。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。 |

张黎红副总经理 1976 年

1999 年毕业于北京工商大学货币银行专业；1999 年 7 月至 2001 年 2 月，任北京鑫牛财经资讯有限公司编辑；2001 年 2 月加入指南针，先后在资讯部，市场部，产品部工作，现任公司副总经理，产品部总监。

高海娜副总经理 1976 年

2001 年毕业于中央财经大学税务专业，获学士学位；2004 年毕业于中央财经大学财政与公共管理专业，获硕士学位。曾任兴业基金管理有限公司北京分公司总经理助理，北京宇跳网络技术有限公司证券基金业务公共事务负责人，2022 年 7 月入职公司，现任公司首席风险官。

资料来源：wind，浙商证券研究所

**股权结构集中且较为稳定。**公司实控人为黄少雄、徐兵，第一大股东为广州展新通讯科技有限公司，持股比例为 40.45%，黄少雄和徐兵分别持有展新通讯 35.5%、25% 的股权。指南针其余股东持股比例均低于 5%。

表2：指南针前 10 大股东（截止 2024 年三季度末）

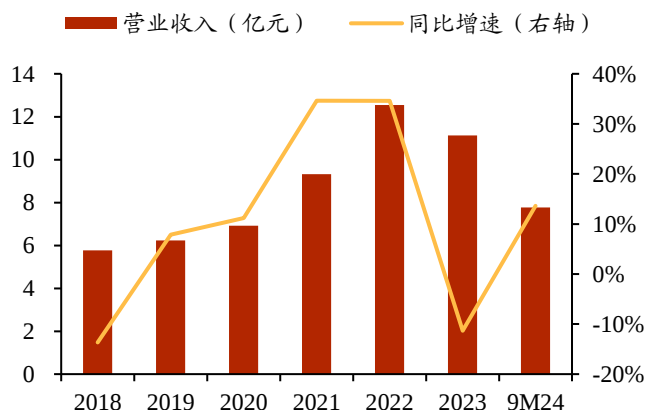
| 排名 | 股东名称                  | 持股数量（万股） | 占总股本比例 |
|----|-----------------------|----------|--------|
| 1  | 广州展新通讯科技有限公司          | 16,563   | 40.45% |
| 2  | 陈宽余                   | 816      | 1.99%  |
| 3  | 隋雅丽                   | 805      | 1.97%  |
| 4  | 易方达创业板交易型开放式指数证券投资基金  | 641      | 1.57%  |
| 5  | 戴思元                   | 578      | 1.41%  |
| 6  | 挚盟超弦五号私募证券投资基金        | 535      | 1.31%  |
| 7  | 中证 500 交易型开放式指数证券投资基金 | 430      | 1.05%  |
| 8  | 张春林                   | 369      | 0.90%  |
| 9  | 孙鸣                    | 350      | 0.85%  |
| 10 | 德清天禧企业管理合伙企业(有限合伙)    | 240      | 0.59%  |

资料来源：wind，浙商证券研究所

### 1.3 证券业务尚处于恢复期，销售费率较高

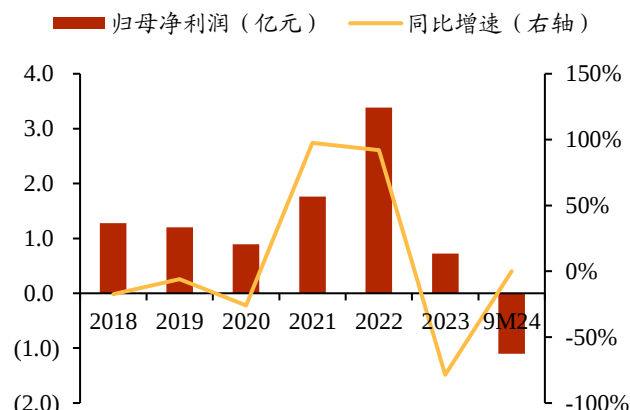
**2018-2022 业绩增速较高，2023 年以来承压。**公司的主业经营情况与资本市场景气度高度相关，2018 年起资本市场开启上行周期，公司营收、利润也受益增长。2018-2022 年公司营业收入、归母净利润复合增速分别为 21%、28%。2023 年以来，受市场成交额下滑影响，公司开展中高端产品销售减少，且麦高证券各项业务还在恢复中，尚未实现较高的盈利，导致 2023 年归母净利润同比下降 79%，9M24 出现亏损，业绩短期承压。2024 年 9 月以来，随着资本市场活跃度显著改善，公司中高端产品销售及麦高证券业务有望恢复。

图2：指南针营业收入及同比增速



资料来源：wind，浙商证券研究所

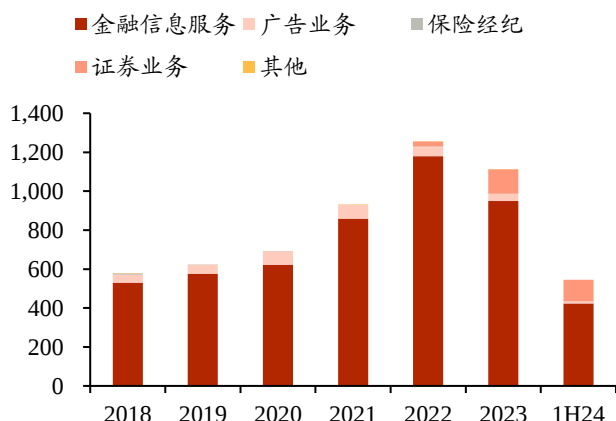
图3：指南针归母净利润及同比增速



资料来源：wind，浙商证券研究所

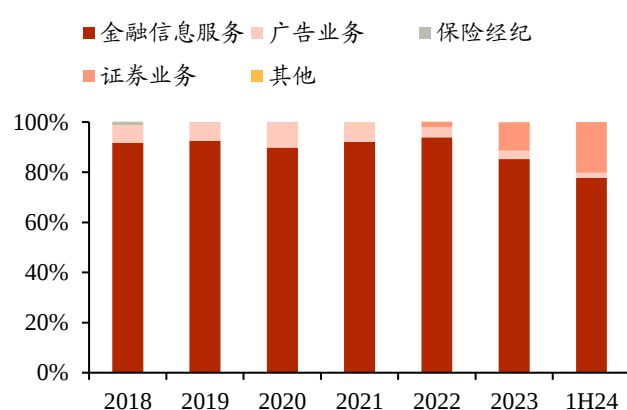
**主业为金融信息服务，切入证券行业后，收入结构有所变动。**从收入构成来看，指南针的主要收入来源是金融信息服务收入，主要以公司自主研发的证券工具型软件终端为载体，向投资者提供及时、专业的金融数据分析和证券投资咨询服务等，在收购麦高证券前占比一直在 90% 以上。广告服务业务即利用公司金融信息服务积累的客户资源和流量入口优势，为合作的证券公司引流，收入占比在 5%-10% 左右，近两年下降至 5% 以内。收购麦高证券后，证券业务收入占比提升至 20%。

图4：指南针营业收入构成（百万元）



资料来源：wind，浙商证券研究所

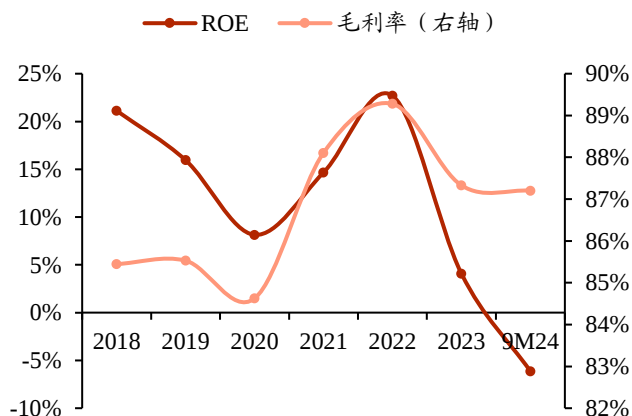
图5：指南针营业收入结构



资料来源：wind，浙商证券研究所

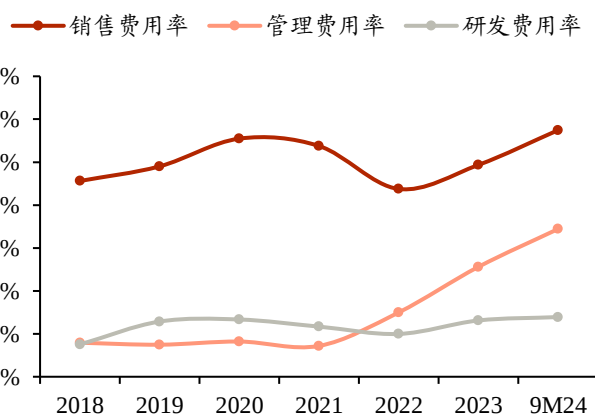
**毛利率稳定，销售费率较高。**盈利能力方面，收购麦高证券前，公司 ROE 基本在 10% 以上，随资本市场活跃度变化而波动，毛利率维持在 85% 以上，收购麦高证券后，因相关成本增加但经营尚未完全恢复正常导致 ROE 下降。销售费用方面，公司销售费用率高于同花顺、东方财富等可比公司，主要是因为公司的客户主要为专业的中小投资者，采取的销售模式为人工直销，人工成本等支出相对较高。研发费用方面，以金融信息服务业务为核心业务，对技术研发较重视，因此研发费用率在 10% 以上且在继续提升。

图6：指南针 ROE 及毛利率变化



资料来源：wind，浙商证券研究所

图7：指南针费率变化



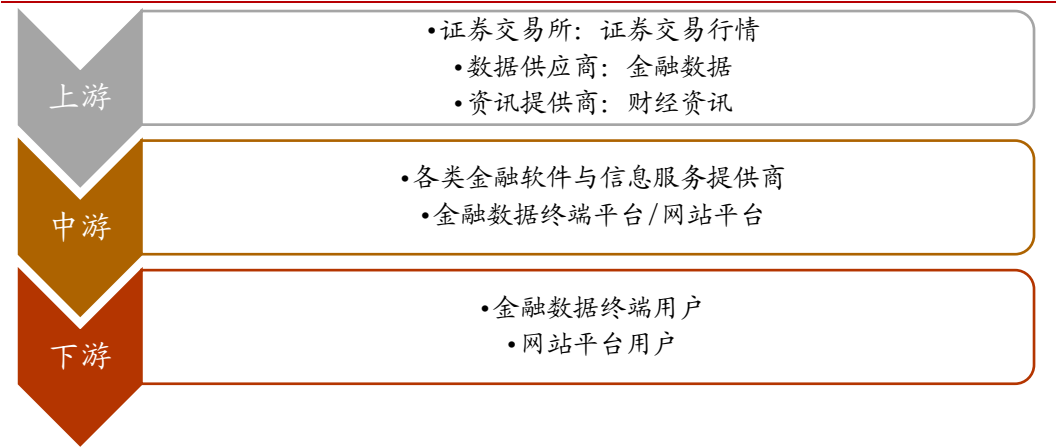
资料来源：wind，浙商证券研究所

## 2 金融信息：具备产品体系优势

### 2.1 金融信息服务行业受益于资本市场发展

金融信息服务行业的产业链主要包括上游、中游、下游三个环节，位于产业链上游的是将金融数据、咨询等信息提供给中下游机构使用的各类基础信息提供商，如上证信息公司、深证信息公司等。位于中游的是各种类型的金融软件与信息服务提供商，将从上游获得信息进行加工，并开发各类行情交易、证券分析软件等，提供给下游客户，如指南针。位于下游的是基金、资管、个人投资者等用户。

图8：金融信息服务行业产业链



资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

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。与指南针同属金融数据终端服务商的有大智慧、同花顺、东方财富等。

表3：金融信息服务行业模式分类

| 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               |
| 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                  |
| 网络财经信息服务   | 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        |

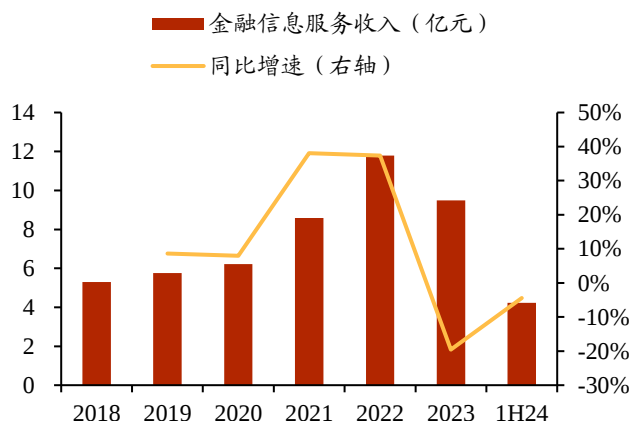
资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

### 2.2 公司产品丰富，成交量抬升促客户转化

公司金融信息服务收入主要来自于客户购买证券软件及金融资讯的费用，与资本市场景气度关联度较高。2018-2022 年公司金融信息服务收入复合增速为 22%，2023 年中高端

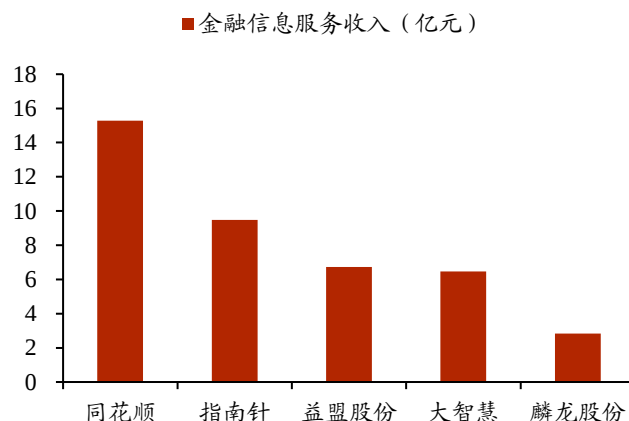
产品的销售活动受成交额下滑影响而减少，收入出现下降。与可比同业相比，指南针的金融信息服务收入低于同花顺，但高于大智慧、东方财富等公司。

图9：指南针金融信息服务收入及同比增速



资料来源：wind，浙商证券研究所

图10：2023年指南针与可比公司金融信息服务收入情况



资料来源：wind，浙商证券研究所

**打造丰富产品矩阵，定位专业的个人投资者。**公司产品包含多层级，能够满足不同资产规模以及专业度的投资者的多样化需求。公司绝大多数付费客户是从免费版产品试用开始，经过一段时间体验后，指南针会根据客户需求进行低端付费产品的影响，并逐渐引导使用中端版本付费产品，最终至购买高端版本产品，因此公司的销售模式依赖人力直销。

表4：指南针产品矩阵

| 产品系列             | 产品名称          | 产品价格（元） | 产品功能                                                                                                                                  |
|------------------|---------------|---------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 全赢系列             | 智能操盘系统（免费版）   | 0       | 提供行情显示、行情基础分析并进行信息即时接收，特色功能包括估值空间分析、牛熊判市等                                                                                             |
|                  | 博弈版（低端产品）     | 1,580   | 提供基础数据产品的行情及资讯查询功能以及多项特色的分析工具与决策指标，例如：提供资金、媒体、股民积极关注的榜单 TOP50、舆情监控指标、操盘训练系统等功能                                                        |
|                  | 先锋版/擒龙版（中端产品） | 7,800   | 提供包括行情数据及资讯信息等各类技术指标以及多项具有特色的深度分析工具在内的辅助决策功能，主要特色功能模块包括先锋策略平台 2.0、操盘策略、结构性牛市、变频资金等                                                    |
|                  | 私享家版（高端产品）    | 19,800  | 提供多市场、多品种的行情信息及资讯，还立足于数据挖掘整理、模型算法拟合以提供包括主力资金动向、游资动向、高管交易、大宗交易等特色信息的查询；提供用来辅助用户进行投资决策分析的多项决策指标与深度分析工具，包括成本均线、多头能量、承接因子、趋势指标等决策指标和基因平台等 |
| 财富掌门 DPFMRAII 系统 | 标准版           | 20,000  | 更侧重于证券投资的风险控制管理，从风险控制角度将投资管理过程进行模块化切分，分为选股评级、选时评级、滤网分级、行情评级等功能模块                                                                      |
|                  | 高级版           | 50,000  |                                                                                                                                       |

资料来源：公司官网，公司招股书，浙商证券研究所

**金融信息服务收入主要来自中高端产品。**根据公司公告，2021 年公司全赢私享家版、全赢先锋版产品的收入分别为 4.2、3.7 亿元，占比分别为 49%、44%。以产品收入及产品均价进行测算，2021 年私享家版、先锋版、博弈版产品的付费用户数分别为 2.1、6.3、32.7 万，低端产品付费用户数数量最多，但由于均价过低，因此收入贡献较少，将低端产

品付费用户转化至中高端产品能够贡献业绩增量。截至 2021 年末公司已累计注册客户人数超过 1,500 万，累计付费客户超过 150 万，转化率仅 10%，还有较大提升空间。

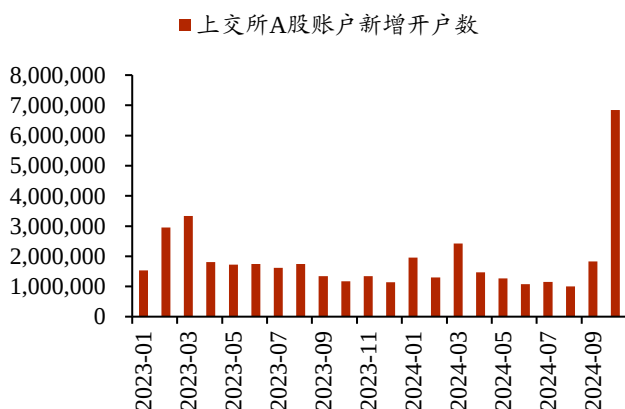
表5: 指南针核心产品收入贡献

| 产品名称           | 2021 年收入 (万元) | 收入占比   | 2020 年收入 (万元) | 收入占比   |
|----------------|---------------|--------|---------------|--------|
| 全赢私享家版 (高端)    | 41,980        | 48.89% | 26,442        | 42.52% |
| 全赢先锋版/擒龙版 (中端) | 37,482        | 43.56% | 30,701        | 49.37% |
| 全赢博弈版 (低端)     | 6,211         | 7.23%  | 4,877         | 7.84%  |
| 其他             | 188           | 0.22%  | 165           | 0.27%  |

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

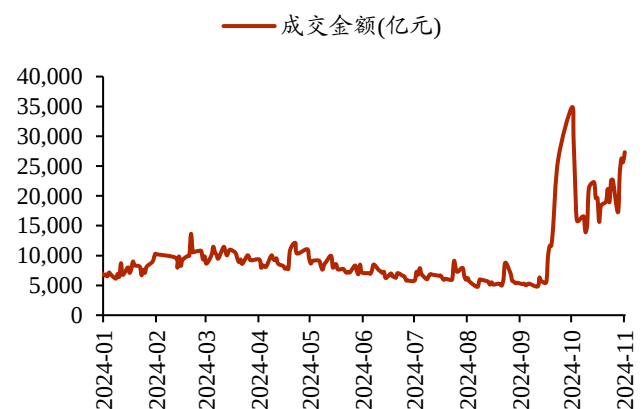
**成交量抬升, 利好中高端产品销售及客户转化。**“924”以来, A 股出现迅速上涨, 股民入市热情高涨, A 股成交额及新增开户数剧增, 反映较为活跃的市场情绪。根据浙商证券宏观组分析, 预计 2025 年市场风险偏好改善、海外流动性走向宽松。在此基础上, A 股市场交投活跃度有望继续保持高位, 利好指南针销售中高端产品, 金融信息服务业务有望把握交易量抬升机遇实现不错的增长。

图11: “924”以来新增开户数显著增长



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图12: A 股成交额大幅提升



资料来源: wind, 浙商证券研究所

## 3 麦高证券：打开第二增长曲线

### 3.1 麦高能否复制东财路径

“互联网券商”赛道可以分为几类玩家：（1）生而为互联网券商的公司，如富途证券；（2）传统券商叠加了较强的互联网因素，如华泰证券；（3）作为互联网公司起家，随后进入证券领域的公司，如东方财富。指南针作为金融信息服务商，收购麦高证券进军证券领域，与东方财富路径类似，二者具有一定可比性，可以以东财的发展路径作为参考。

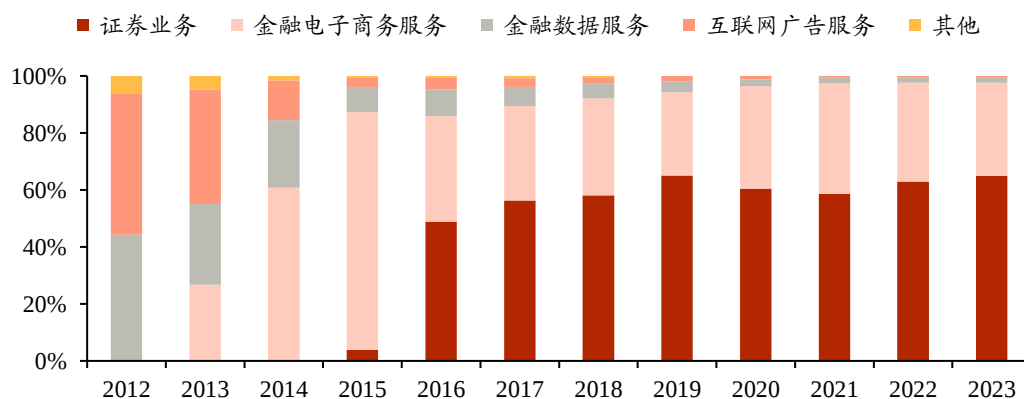
#### 1、管理层背景

- 东方财富：高管背景多元，技术与金融兼顾。董事长其实本科毕业于上海交通大学，拥有复旦大学博士研究生学历、博士学位，曾任职中国国际期货经纪(上海)有限公司、上海世基投资顾问有限公司副总经理、上海久联证券经纪有限公司总裁助理兼研发部总经理、上海益邦投资咨询有限公司总经理，拥有多年财经、证券行业经验。公司副董事长陈凯与郑立坤分别在长江计算机集团与恒生聚源担任过工程师职位，董事黄建海拥有哈佛商学院工商管理硕士学位及注册会计师资格。技术与金融背景的碰撞使公司能够更好地将“互联网”与“金融”的基因融合。
- 指南针：从切入证券业务前的高管团队来看，指南针的管理层中科技背景偏多，总经理、副总经理基本都是计算机科学技术专业，因此能够领导公司将金融信息服务业务做大做强，但是公司高管在金融领域的管理经验偏少。不过，公司已经积极引进金融证券行业背景的人才，麦高证券董事长、总经理宋成，曾就职于中信证券、新时代证券、宏信证券，券业经验丰富。

#### 2、历史业务结构

● 东方财富：在收购同信证券前，东方财富已经开展基金代销业务，代销基金的收入在2015年占比高达83%。基金销售业务的目标客户和证券业务的目标客户有重叠度，且将积攒的流量引导至基金代销业务的经验也为后续导流至证券业务打下坚实基础。开展证券经纪业务后，东财证券的成交额市占率从2015年的0.27%迅速攀升至2018年的2%以上，我们测算24Q3末市占率超4%。两融业务市占率从2015年的0.12%提升至24Q3末3%左右的水平。

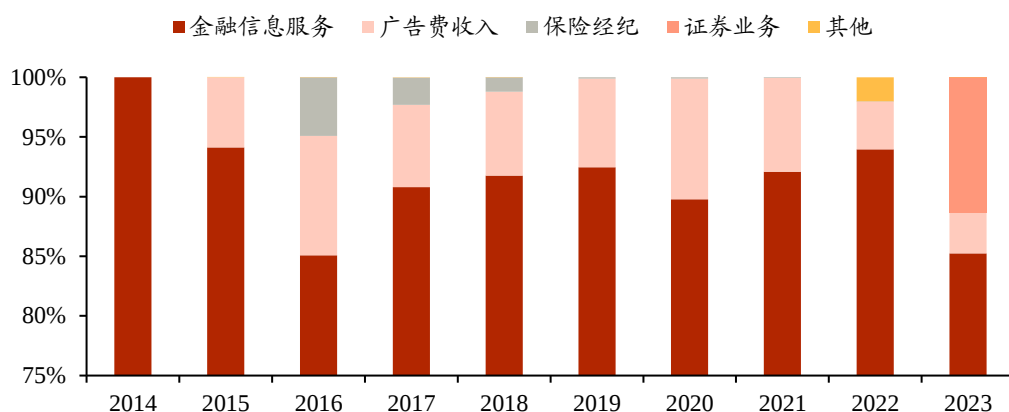
图13：东方财富营收结构变化



资料来源：wind，浙商证券研究所

- **指南针**：在收购网信证券前，指南针的主要收入来源于金融信息服务，占比在 90% 以上，还有 5%-10% 的广告费收入，主要是公司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。相比东方财富，指南针历史业务结构更接近同花顺，销售金融软件的收入占比较高，金融业务领域的经验较少。

图14：指南针营收结构变化

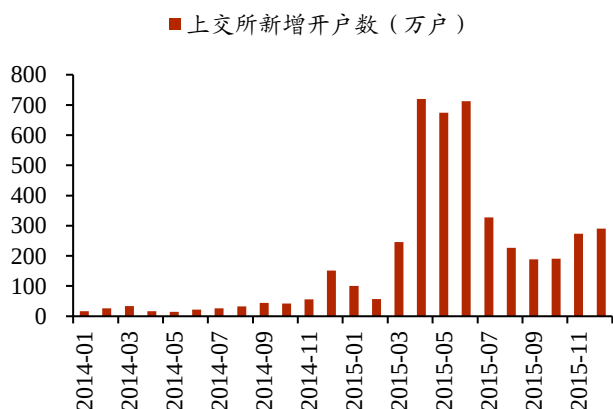


资料来源：wind，浙商证券研究所

### 3、收购时点

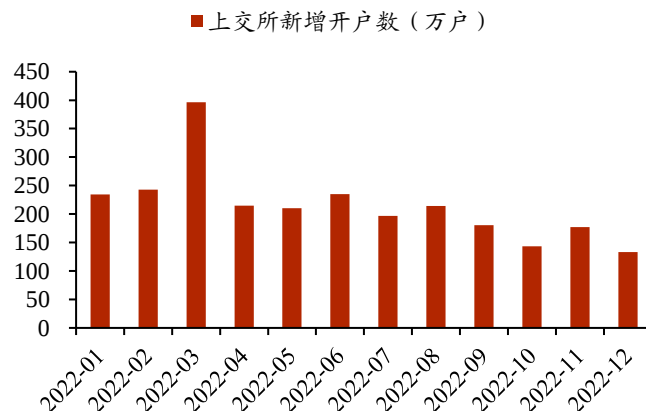
- **东方财富**：于 2015 年切入证券市场：2013 年中国证券业协会发布《证券公司开立客户账户规范》，明确放开非现场开户的限制，2015 年 A 股市场全面放开“一人一户”的限制。两个利好政策叠加股票市场走牛，2015 年 4-6 月每月新增投资者数量都超过 400 万，交投活跃度极高，此时东方财富开展证券经纪业务，很大程度上利于东财证券抢占市场份额。不仅量有提高，价格方面东财也有优势。2015-2016 年行业内价格竞争尚不充分，平均佣金率为万四到万五左右，东方财富证券佣金率约万分之二点五，仅为行业水平的二分之一左右，低价策略略效果好。

图15：2014-2015 年上交所新增开户数情况



资料来源：wind，浙商证券研究所

图16：2022 年上交所新增开户数情况



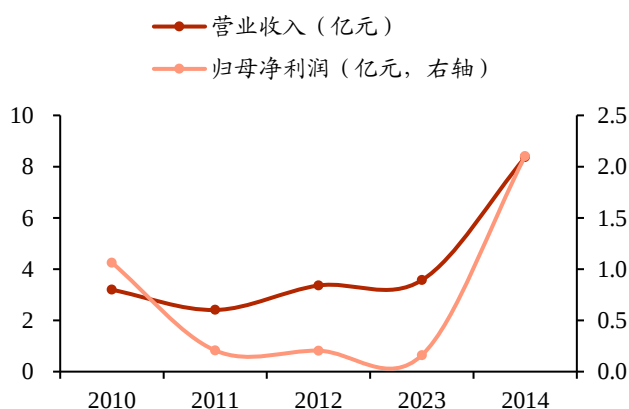
资料来源：wind，浙商证券研究所

- 指南针：于 2022 年切入证券市场，月度新增投资者数量主要依赖市场活跃度表现。当前行业平均佣金率为万分之二到二点五左右，指南针表示麦高证券不采取激进、低佣金的方式开展经纪业务，经纪业务的佣金率约万分之二点五，与市场水平接近。即使后续麦高证券采取低佣金率的策略，预计与市场的价差会小于东财证券起步时的价差水平，低价策略效果有所降低。

#### 4、券商资质

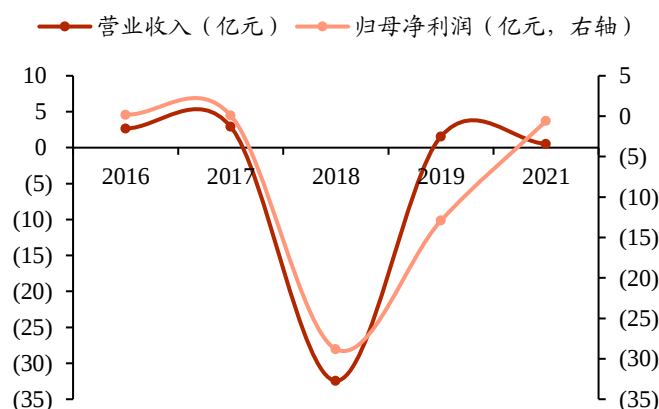
- 同信证券：被收购前几年，同信证券的业绩波动上升，2014 年资产总规模在协会公布的券商中排名第 81 位。
- 网信证券：被收购前几年，网信证券经营情况不理想，2018 年出现较大亏损，此后业务停滞了几年，2021 年资产总规模在券商中排名 106 名。不理想的盈利情况也意味着较低的基数，后续成长的空间较大。

图17：同信证券被收购前业绩情况



资料来源：wind，浙商证券研究所

图18：网信证券被收购前业绩情况



资料来源：wind，浙商证券研究所

#### 5、流量优势

- 东方财富：东方财富旗下各网站及 APP 月活排名较高，流量体量较大且粘性高。从月活数来看，2023 年 10 月，东方财富 APP 月活为 1,525 万人。公司手握“东方财富网”、“天天基金网”、“股吧”（股吧的互动性也极大程度上提高了用户的粘性）等多个流量入口，提供了包括金融交易、行情咨询、数据信息、互动社区等多项服务，已经形成闭环，进一步增强用户粘性，构筑核心护城河，因此在向证券业务导流时具备优势。

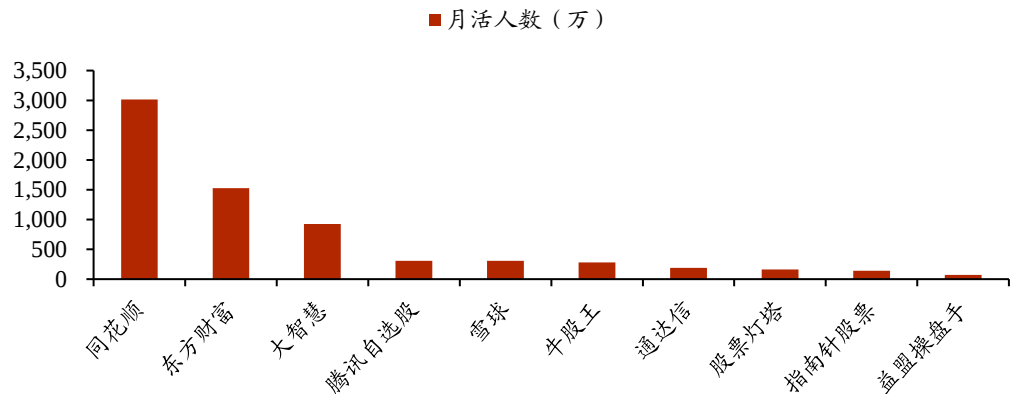
图19: 东方财富的各项服务已经形成闭环



资料来源: 东方财富官网, 浙商证券研究所

- 指南针: 2023 年 10 月, 指南针股票 APP 月活数为 141 万人, 仅约东方财富 APP 的十分之一, 二者流量方面存在不小差距, 主要因为原先的目标客群不同。不过指南针已经有向合作的证券公司导流的经验, 可以应用在向麦高证券导流上。此外, 公司通过开户赠送金融信息产品及服务的方式吸引客户、将金融信息产品的客户向证券业务转化, 这类使用指南针的金融信息产品的客户也有较高粘性。

图20: 2023 年 10 月证券服务应用类 APP 月活人数



资料来源: 易观千帆, 浙商证券研究所

## 3.2 麦高证券发展前景展望

### 1、整体发展规划明晰

**整体规划方面:** 指南针为麦高证券制定了 2022-2026 “五年三步走” 发展规划: 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网信证券的经纪业务; ② 第二阶段 (2024 年底前): 夯基础、立长远, 丰富和完善网信证券现有业务版图; 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。24H1 麦高证券已经实现扭亏为盈, 但是对指南针的营收贡献已经有所增长。2022 年证券业务营收占比为 2%, 24H1 占比超 10%, 麦高证券在逐步发力。不过证券行业强者恒强的趋势明显, 中小券商受资本金、人才团队等方面与头部券商的差距影响, 难以把各

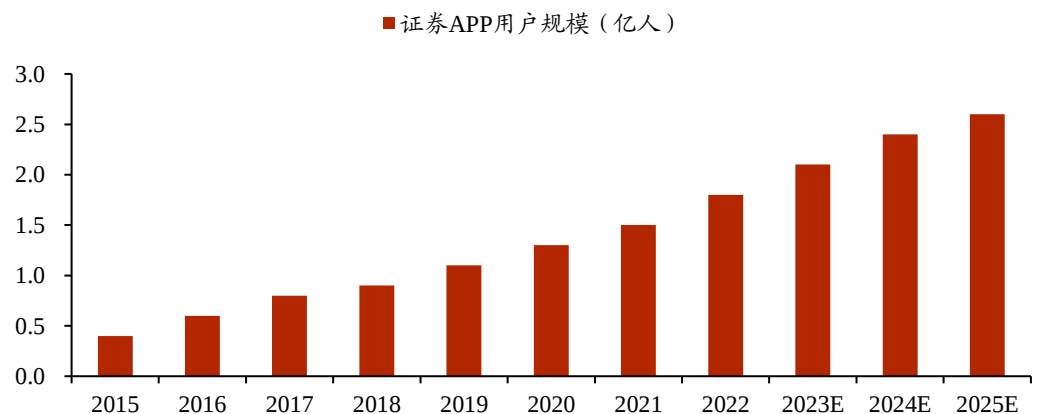
项业务都做大，因此走出差异化发展的道路或者聚焦部分业务是更为可行的方式，预计麦高证券聚焦于经纪、两融业务，再向财富管理方向拓展。

**经纪业务规划：**经纪业务是公司发展的基石，公司也做出了三步走计划。第一步是扭亏为盈；第二步是三年之内，争取把经纪业务排名推到行业中位，大概排名在 40-50 名左右，对应经纪业务收入 10 亿左右；第三步是五年之后，希望能够把经纪业务排名推进到前 20。24H1 末，麦高证券代理买卖证券款为 36.2 亿元，较 2023 年末增长 8%，经纪业务收入高速增长。截至 24H1 末，麦高证券下设北京、深圳、大连、东北等 5 家分公司，并在北京、上海、深圳、沈阳等城市拥有 34 家营业部，与东财证券被收购时的营业部数量接近。指南针发展多年积累了规模较大的用户群体，截至 2021 年末公司已累计注册客户人数超过 1500 万，累计付费客户超过 150 万，指南针有望通过成熟的引流机制为麦高证券提供稳定的客户基础。

## 2、活跃的市场提供良好的成长环境

根据 wind 数据，2024 年 10 月底我国投资者数量为 3.65 亿人。根据艾媒咨询数据，我国证券类 APP 用户规模从 2015 年的 0.4 亿人增长至 2022 年的 1.8 亿人，复合增速为 24%，预计还将继续增长，2025 年达 2.6 亿人。持续增长的投资者及证券 APP 用户数量能够为麦高证券经纪业务发展提供良好的环境。

图21： 我国证券 APP 用户数量

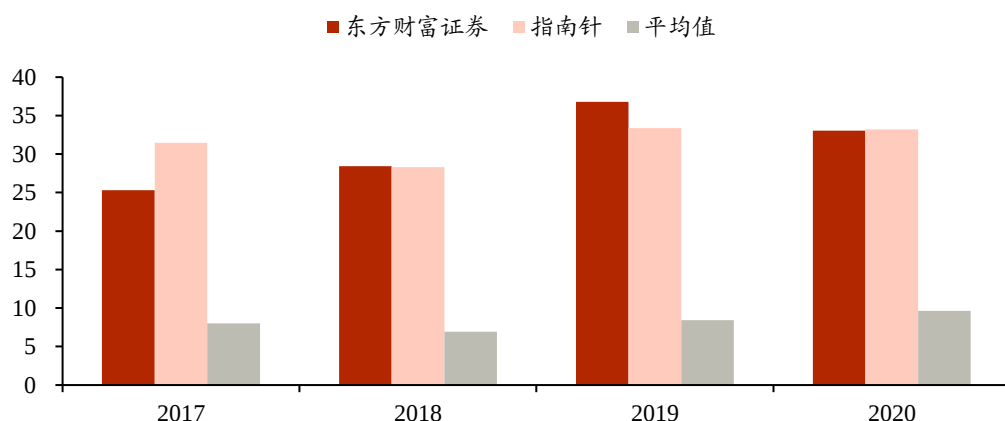


资料来源：艾媒咨询，浙商证券研究所

## 3、客户导流还有可挖掘空间

**客户可挖掘空间较大：**截至 2021 年末公司已累计注册客户人数超过 1500 万，累计付费客户超过 150 万，转化率仅 10%，指南针推出各类软件相关营销活动促进客户在麦高证券开户、入金和交易，未来有望进一步提高客户转化率。公司的客户群体以高活跃度、高交易频率的中小个人投资者为主。相比传统证券公司客户群体，指南针客户群体的股票交易资金周转率较高，2020 年为 33.20%，与东方财富证券客户接近（33.04%），是传统券商的 3-5 倍，也就意味着单位客户资金能产生的经纪业务收入更高，对于麦高证券来说，指南针导流的客户的可挖掘价值与空间较大。

图22: 客户股票资金周转率比较 (%)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所 注: 指南针自 2015 年起与部分证券公司开展广告业务合作, 通过将客户引流至证券公司开户交易获取广告服务业务收入。相关数据由合作证券公司基于指南针客户汇总统计后反馈。

#### 4、提升路径可参考东财

按照东财证券经验, 前三年市占率提升速度较快, 麦高证券有望三年实现经纪业务排名提升至行业中位的目标。

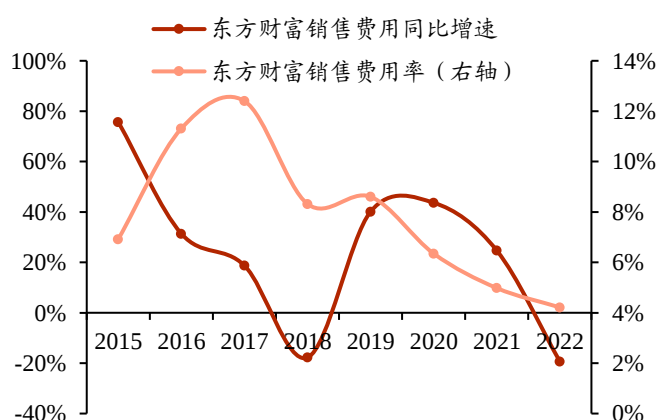
东财证券的市占率从 2015 年的 0.27% 增长至 2022 年的 3.88%, 但是边际提升程度呈放缓趋势。在发力证券业务的前期 (2016-2018), 市占率分别提升 0.53/0.64/0.76pct, 即使在 2018 年市场较差的时候, 东财证券仍然实现了市占率的提升, 2018 年后提升幅度开始波动下滑。判断前三年的高增速背后一是因为基数低, 导流效果明显; 二是因为销售费用的投入较大, 2015-2017 年东方财富销售费用同比增速分别为 76%/31%/19%, 销售费用占营收比重在 7%-12% 左右, 当前销售费用占营收比重已经降至 4% 左右。参照东财的发展经验, 麦高证券也有望在未来几年实现较快的提升。

图23: 东财证券代理买卖证券业务市占率变化



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图24: 东方财富销售费用率变化



资料来源: wind, 浙商证券研究所

**低价策略仍是可采用的手段。**虽然指南针当前表示不采取激进、低佣金等方式开展经纪业务, 但是麦高证券作为互联网券商, 可降价的空间要大于传统券商, 若是采取低价策略, 有望进一步提高市场份额。

**募集资金到位后将向两融业务拓展，但有滞后性。**根据东方财富的经验，两融市占率增长滞后于股基成交额市占率增长，主要是因为（1）开通融资融券账户有交易满半年的要求；（2）两融业务是作为客户股基交易的补充性需求而开展，并不是公司最重点的发力领域；（3）两融业务是资本消耗型业务，业务发展受制于资本金的规模；（4）两融业务对线下营业网点有要求，东财证券发展初期时营业部数量较少，但目前营业部数量已经从初期的40家左右增长至目前超170家，两融利息收入也从2016年的1.38亿元增长至2022年的24亿元，复合增速超60%。麦高证券发展两融业务也面临着同样的问题，当前营业部数量较少且客户从经纪业务向两融业务转化需要时间。指南针募资将用于麦高证券发展，有望把握两融规模扩张的机遇提高两融业务市占率。

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 核心假设

证券业务：预计 2024-2026 年手续费及佣金净收入同比增长 148%/164%/33%。主要基于以下核心假设：预计 2024-2026 年市日均股基成交额为 1.21/1.39/1.18 万亿元；公司凭借金融信息服务业务客户导流及广告营销等方式提高市占率，2024-2026 逐年提升至 0.15%/0.35%/0.55%。

金融信息服务业务：预计 2024-2026 年金融信息服务收入同比增长 6%/34%/-8%。主要基于以下核心假设：市场活跃度提高、投资者使用证券分析软件的意愿提高，2024-2026 年付费用户数同比增长 3%/12%/2%，ARPU 同比增长 3%/20%/-10%。

### 4.2 盈利预测

我们预计公司 2024-2026 年营业收入同比增速为 21%/62%/17%；归母净利润同比增速为 19%/192%/21%；2024-2026 年 EPS 为 0.21/0.62/0.75 元每股，现价对应 PE 为 400/137/113 倍。

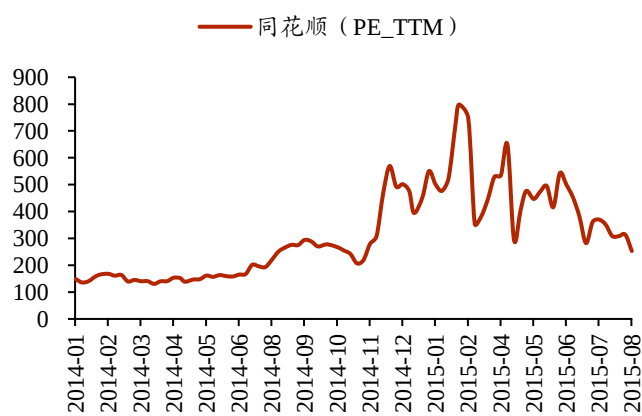
我们选取东方财富、同花顺作为可比公司进行估值。2014-2015 年，市场活跃度大幅提高、东方财富切入证券领域，当时东方财富、同花顺的 PE 在 400 倍左右。指南针目前所处的发展期及市场环境在当时接近。考虑到当前市场活跃度较高，且指南针处于高速增长期，首次覆盖给予“买入”评级。

图25：东方财富 PE 变化



资料来源：wind，浙商证券研究所

图26：同花顺 PE 变化



资料来源：wind，浙商证券研究所

## 5 风险提示

1、市场活跃度大幅下降：公司证券分析软件销售情况及证券业务开展都与市场活跃度高度相关，若活跃度大幅下降，则产品销售收入及手续费佣金收入都可能减少；

2、产品销售不及预期：公司需要通过集中销售促使不付费客户向付费客户转化、低端产品用户向高端产品用户转化，若营销活动效果不佳或客户情绪受市场环境的影响，则产品销售收入可能不及预期；

3、证券业务恢复不及预期：麦高证券虽然是全牌照证券公司，但多数业务尚未恢复。恢复业务也需要有相应的必要设备、系统和人员，若配置不及预期，可能拖延恢复进度。

## 表附录：报表预测值

### 资产负债表

| (百万元)          | 2023         | 2024E        | 2025E        | 2026E        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金           | 2,570        | 5,558        | 5,002        | 5,252        |
| 结算备付金          | 242          | 452          | 407          | 427          |
| 交易性金融资产        | 385          | 596          | 727          | 873          |
| 买入返售金融资产       | 149          | 75           | 82           | 90           |
| 应收账款           | 107          | 86           | 90           | 94           |
| 固定资产           | 374          | 392          | 412          | 432          |
| 商誉及无形资产        | 1,392        | 1,419        | 1,490        | 1,520        |
| 其他资产           | 213          | 216          | 228          | 239          |
| <b>资产总计</b>    | <b>5,431</b> | <b>8,794</b> | <b>8,438</b> | <b>8,929</b> |
| 短期借款           | 192          | 196          | 200          | 204          |
| 代理买卖证券款        | 2,410        | 5,481        | 5,207        | 5,727        |
| 卖出回购金融资产款      | -            | 84           | 92           | 102          |
| 应付账款           | 60           | 121          | 85           | 86           |
| 其他应付款          | 39           | 39           | 39           | 39           |
| 其他负债           | 876          | 945          | 728          | 490          |
| <b>负债总计</b>    | <b>3,578</b> | <b>6,866</b> | <b>6,350</b> | <b>6,649</b> |
| 少数股东权益         | (20)         | (20)         | 5            | 5            |
| 归属母公司股东权益      | 1,873        | 1,948        | 2,083        | 2,275        |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>5,431</b> | <b>8,794</b> | <b>8,438</b> | <b>8,929</b> |

### 利润表

| (百万元)           | 2023         | 2024E        | 2025E        | 2026E        |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入</b>     | <b>1,113</b> | <b>1,346</b> | <b>2,178</b> | <b>2,542</b> |
| 营业成本            | (141)        | (171)        | (254)        | (297)        |
| 销售费用            | (549)        | (658)        | (1,064)      | (1,229)      |
| 管理费用            | (285)        | (345)        | (383)        | (447)        |
| 研发费用            | (146)        | (190)        | (312)        | (369)        |
| 财务费用            | (14)         | (2)          | (2)          | (2)          |
| 税金及附加           | (8)          | (9)          | (15)         | (17)         |
| 减值损失            | 1            | 0            | 0            | 0            |
| 投资净收益           | 78           | 78           | 105          | 126          |
| 其他              | 14           | 26           | 29           | 32           |
| <b>营业利润</b>     | <b>63</b>    | <b>76</b>    | <b>281</b>   | <b>340</b>   |
| 营业外收支           | (1)          | (0)          | (0)          | (0)          |
| <b>利润总额</b>     | <b>63</b>    | <b>75</b>    | <b>281</b>   | <b>339</b>   |
| 所得税             | 10           | 11           | (28)         | (34)         |
| <b>净利润</b>      | <b>73</b>    | <b>86</b>    | <b>253</b>   | <b>305</b>   |
| 少数股东损益          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>73</b>    | <b>86</b>    | <b>253</b>   | <b>305</b>   |

### 核心指标

|          | 2023  | 2024E | 2025E  | 2026E  |
|----------|-------|-------|--------|--------|
| 营业总收入增速  | -11%  | 21%   | 62%    | 17%    |
| 归母净利润增速  | -79%  | 19%   | 192%   | 21%    |
| 每股收益(元)  | 0.18  | 0.21  | 0.62   | 0.75   |
| 每股净资产(元) | 4.53  | 4.71  | 5.10   | 5.57   |
| ROE      | 4.08% | 4.57% | 12.58% | 13.99% |

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>