

证券业务开启第二增长曲线

核心要点：

公司评级：买入（首次覆盖）

近十二个月公司表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	39	34	195
绝对收益	41	35	209

注：相对收益与沪深 300 相比

分析师：张智琰

证书编号：S0500521120002

Tel: (8621) 50295363

Email: zzl6599@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼

□ 证券业务开启第二增长曲线，完成“一体两翼”业务布局

2022 年是公司重要战略转折点，公司通过破产重整投资完成对网信证券（后更名为麦高证券）的收购，获取了稀缺的券商牌照，成为国内第二家拥有券商牌照的金融信息服务商，打开了业务成长空间。为进一步完善金融服务业务布局，公司于 2023 年通过受让股份及竞拍方式取得少部分先锋基金股权，随后于 2025 年 3 月完成对先锋基金的收购，目前持有先锋基金 95.01% 的股权。通过两次重要收购，指南针成功构建了以金融信息服务为“主体”，以证券业务（麦高证券）和公募基金（先锋基金）为“两翼”的“一体两翼”业务新格局。

根据公司年报，2024 年公司实现营业总收入和归母净利润分别为 15.29 亿元（同比+37%）和 1.04 亿元（同比+44%）；25Q1 营业总收入和归母净利润分别为 5.42 亿元（同比+85%）和 1.39 亿元（同比+726%），金融信息服务及证券业务收入大幅增长，并表先锋基金是业绩主要驱动因素。

□ 金融信息服务是核心业务，证券业务快速增长

公司核心业务包括金融信息服务业务、证券业务（即麦高证券）、广告服务业务。其中金融信息服务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。目前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。根据公司年报，2024 年金融信息服务收入为 11.84 亿元（同比+25%），占营业总收入比重为 77%（2015-2022 年平均占比为 91%），占比在麦高证券并表后有所下降。毛利率整体稳定，2015 年至今保持在 85% 以上。截至 2021 年年末，公司累计注册用户达到 1500 万人，累积付费客户 150 余万人，付费客户转化率约 10%。25Q1 公司开展完成高端产品全赢系列私享家版软件的营销，当期销售商品、提供劳务收到的现金 5.08 亿元，较上年同期增长 93%。

麦高证券自 2022 年 7 月纳入公司合并报表，目前经纪业务和自营业务已经实现快速发展，证券承销与保荐业务、投研业务已完成验收并适度展业，但两融业务还尚未展业。根据公司年报，2024 年麦高证券手续费及佣金净收入为 2.41 亿元（同比+163%），主要由代理买卖证券业务贡献；利息净收入 7631 万元（同比+123%），主要是客户资金产生的利息收入；自营业务投资收益为 1.42 亿元（同比+105%）；投行业务收入约 640 万元，已经在承销业务适度展业。2025 年一季度，受益于资本市场交投活跃，麦高证券手续费及佣金净收入为 9728 万元（同比+143%），利息净收入为 2115 万元（同比+66%），代理买卖证券款较上年末增长 7.7%。

□ 关注定增进展，落地后证券业务竞争力将进一步提升

公司最初于 2022 年 5 月提交了向特定对象发行 A 股股票预案，并在 2025 年 5 月提交了最新的修订稿，目前仍处于交易所审核阶段。根据最新修订稿，公司计划融资 29 亿元，将全部用于增资麦高证券。具体来看，麦高证券拟使用不超过 8 亿元用于发展财富管理业务，不超过 5 亿元作为融资融

券业务的启动资金，不超过 3 亿元用于发展投行业务，不超过 4 亿元用于发展证券投资业务，不超过 5 亿元用于信息技术和合规风控建设投入，以及不超过 4 亿元补充运营资金。我们认为在持续稳定和活跃资本市场的政策支持下，市场交投将保持活跃，若麦高证券资本实力得到增强，同时指南针客户资源不断转化，证券业务具备较大增长空间。

投资建议

指南针深耕金融信息服务领域，历经二十多年发展具备流量优势和客户优势，收购麦高证券与原有业务形成了较强的协同效应，流量二次变现打开了公司的成长空间。公司未来业绩将受益于资本市场持续活跃，客户数量和市占率提升有望驱动金融信息服务和证券业务增长。此外，若定增进展顺利，证券业务竞争力将得到显著增强，有望进一步推动估值和业绩提升。

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 3.02/3.88/4.67 亿元，EPS 分别为 0.5/0.65/0.78 元。2025 年 6 月 26 日收盘价对应 PE 分别为 162.5x/126.6x/105.2x，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

活跃资本市场政策执行不及预期导致市场交易量大幅下降；获客引流不及预期导致核心业务收入增长放缓；定增进展不及预期导致证券业务发展缓慢；行业竞争加剧导致产品价格下降风险。

财务预测	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	1,529	2,017	2,310	2,562
同比	37.4%	31.9%	14.5%	10.9%
归母净利润（百万元）	104	302	388	467
同比	43.5%	189.9%	28.4%	20.3%
毛利率	85.7%	85.7%	86.2%	87.2%
每股收益（元）	0.17	0.50	0.65	0.78
PE	471.1	162.5	126.6	105.2
PS	40.5	32.6	28.4	25.8
PB	21.9	19.3	16.7	14.4

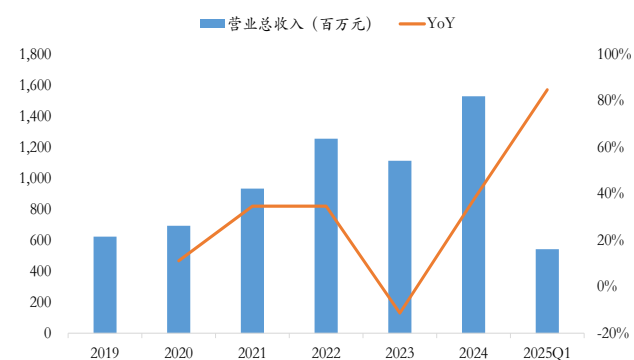
资料来源：同花顺 iFind、湘财证券研究所

1 公司概况：证券业务开启第二增长曲线

指南针品牌创建于 1997 年，北京指南针科技发展股份有限公司于 2001 年正式成立，二十多年来始终专注于证券分析与证券信息服务行业，是国内首批定位于个人投资者金融服务的公司之一。指南针针对个人投资者开发出一系列技术分析理论，先后推出了成本分析理论、筹码分布理论、鬼域理论等，并将这些理论落地到终端平台。从公司上市路径看，2007 年 1 月在新三板挂牌，2019 年 11 月成功在深交所创业板上市。

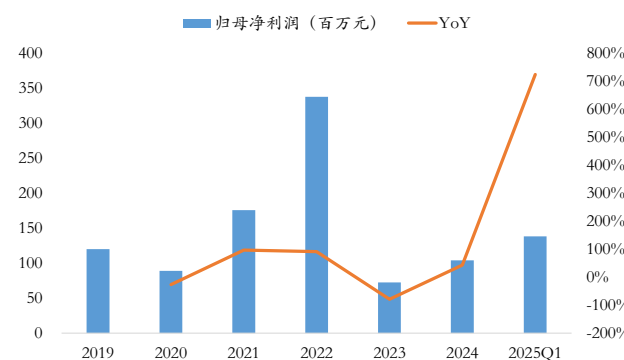
公司的重要战略转折点在 2022 年 7 月，公司通过破产重整投资完成对网信证券（后更名为麦高证券）的收购，获取了稀缺的券商牌照，成为国内第二家拥有券商牌照的金融信息服务商，打开了业务成长空间。为进一步完善金融服务业务布局，公司于 2023 年通过受让股份及竞拍方式取得少部分先锋基金股权，随后于 2025 年 3 月完成对先锋基金的收购，目前持有先锋基金 95.01% 的股权。通过两次重要收购，指南针成功构建了以金融信息服务为“主体”，以证券业务（麦高证券）和公募基金（先锋基金）为“两翼”的“一体两翼”业务新格局。根据公司年报，2024 年公司实现营业总收入和归母净利润分别为 15.29 亿元（同比+37%）和 1.04 亿元（同比+44%）；25Q1 营业总收入和归母净利润分别为 5.42 亿元（同比+85%）和 1.39 亿元（同比+726%），金融信息服务及证券业务收入大幅增长、并表先锋基金是业绩主要驱动因素。

图 1 营业总收入及增速（单位：百万元）



资料来源：同花顺 iFind、湘财证券研究所

图 2 归母净利润及增速（单位：百万元）



资料来源：同花顺 iFind、湘财证券研究所

2 业务模式：金融信息与证券业务协同效应显著

金融信息服务是公司的核心业务，毛利率保持稳定。公司核心业务包括金融信息服务业务、证券业务（即麦高证券）、广告服务业务。其中金融信息服务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。目前金融信息服务已布局 PC 端

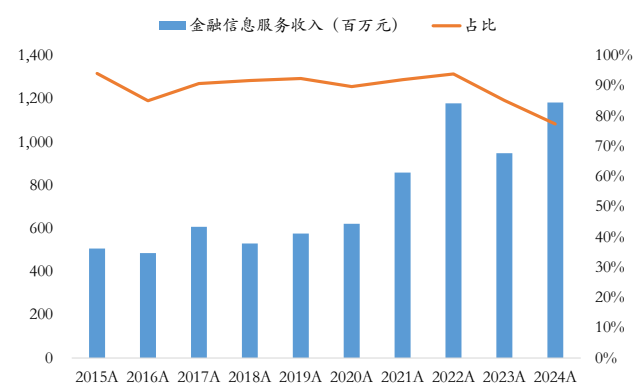
和移动端，面向个人投资者提供专业化的服务。根据公司年报，2024 年金融信息服务收入为 11.84 亿元（同比+25%），占营业总收入比重为 77%（2015-2022 年平均占比为 91%），占比在麦高证券并表后有所下降。毛利率整体稳定，2015 年至今保持在 85%以上。截至 2021 年年末，公司累计注册用户达到 1500 万人，累积付费客户 150 余万人，付费客户转化率约 10%。25Q1 公司开展完成高端产品全赢系列私享家版软件的营销，当期销售商品、提供劳务收到的现金 5.08 亿元，较上年同期增长 93%。

表 1 公司主要产品介绍

产品系列	公司中文名	产品定位及功能	产品价格
全赢系列产品	全赢博弈版	免费版（基础行情分析）	终身免费
	动态全赢版	低端产品（提供特色分析工具与决策指标）	1580 元
	动态先锋版/擒龙版	擒龙版由先锋版升级并更名而来，定位均为中端产品。提供特色深度分析工具辅助决策，私享家版简化版。	7800 元
	全赢博弈私享家版	高端产品（通过数据挖掘整理、模型算法拟合以提供资金动向、游资动向等信息）	电脑版 19800 元 手机版 15800 元
	全赢决策系统智能阿尔法版	高端产品（基于机器学习的股票智能策略系统，利用算法递归分区实现模型的智能构建及智能优化，并形成不同策略。）	-
财富掌门系列产品 （功能侧重证券投资风险管理，面向资金规模较大的专业投资者）	标准版	高端产品	-
	高级版	高端产品	-
	专业版	高端产品	-

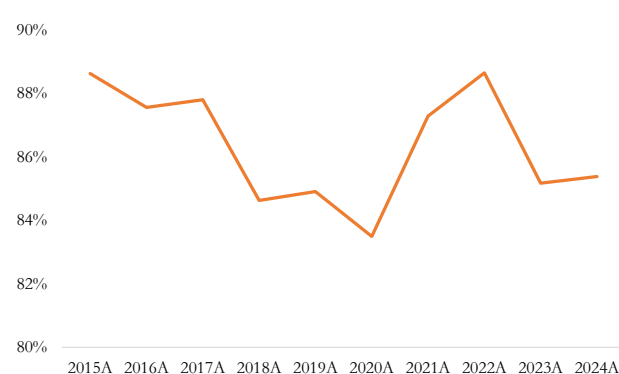
资料来源：2022 年度向特定对象发行 A 股股票募集说明书(修订稿)、公司官网、湘财证券研究所

图 3 金融信息服务收入及占比



资料来源：公司历年年报、湘财证券研究所

图 4 金融信息服务业务毛利率

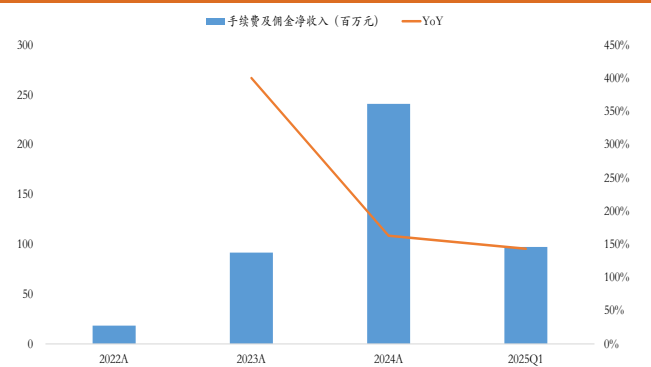


资料来源：公司历年年报、湘财证券研究所

公司依托金融信息服务积累的客户资源和流量入口优势，开展广告服务业务，但收入占比逐步下降。即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，预计公司与券商的合作规模将逐步缩小，广告收入将逐步下降。根据公司年报，2024 年广告业务收入仅 2741 万元（同比-28%），占比从 2020 年的高点 10.1% 下降至 1.8%。

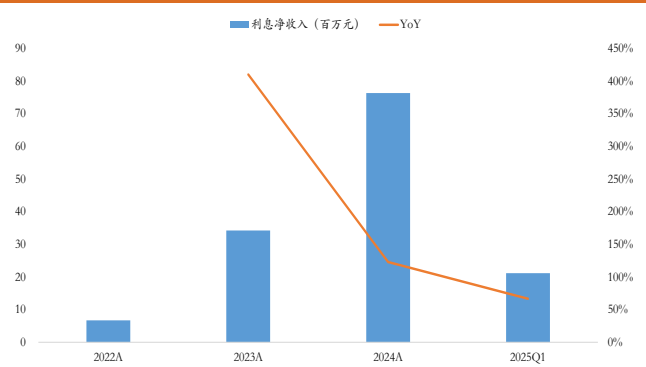
流量及客户优势助力麦高证券经纪业务快速增长。麦高证券作为公司全资子公司，自 2022 年 7 月 29 日起纳入公司合并报表。从展业情况看，目前经纪业务和自营业务已经实现快速发展，证券承销与保荐业务、投研业务已完成验收并适度展业，但两融业务还尚未展业。根据公司年报，2024 年麦高证券手续费及佣金净收入为 2.41 亿元（同比+163%），主要由代理买卖证券业务贡献；利息净收入 7631 万元（同比+123%），主要是客户资金产生的利息收入；自营业务投资收益为 1.42 亿元（同比+105%）；投行业务收入约 640 万元，已经在承销业务适度展业。2025 年一季度，受益于资本市场交投活跃，麦高证券手续费及佣金净收入为 9728 万元（同比+143%），利息净收入为 2115 万元（同比+66%），代理买卖证券款较上年末增长 7.7%。

图 5 麦高证券手续费及佣金收入



资料来源：公司历年年报、湘财证券研究所

图 6 麦高证券利息净收入



资料来源：公司历年年报、湘财证券研究所

收购先锋基金布局公募基金业务，全牌照协同效应有望增强。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，收购先锋基金将实现“金融信息服务+证券+基金”的一体两翼业务布局。今年一季度公司已持有先锋基金 95% 股权，成为控股股东，并表形成对应商誉且确认了 6554 万元的非经常性投资收益。

- ◆ 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。

关注定增进展，落地后证券业务竞争力将进一步提升。公司最初于 2022 年 5 月提交了向特定对象发行 A 股股票预案，并在 2025 年 5 月提交了最新的修订稿，目前仍处于交易所审核阶段。根据最新修订稿，公司计划融资 29 亿元，将全部用于增资麦高证券。具体来看，麦高证券拟使用不超过 8 亿元用于发展财富管理业务，不超过 5 亿元作为融资融券业务的启动资金，不超过 3 亿元用于发展投行业务，不超过 4 亿元用于发展证券投资业务，不超过 5 亿元用于信息技术和合规风控建设投入，以及不超过 4 亿元补充运营资金。我们认为在持续稳定和活跃资本市场的政策支持下，市场交投将保持活跃，若麦高证券资本实力得到增强，同时指南针客户资源不断转化，证券业务具备较大增长空间。

3 投资建议

指南针深耕金融信息服务领域，历经二十多年发展具备流量优势和客户优势，收购麦高证券与原有业务形成了较强的协同效应，流量二次变现打开了公司的成长空间。公司未来业绩将受益于资本市场持续活跃，客户数量和市占率提升有望驱动金融信息服务和证券业务增长。此外，若定增进展顺利，证券业务竞争力将得到显著增强，有望进一步推动估值和业绩提升。

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 3.02/3.88/4.67 亿元，EPS 分别为 0.5/0.65/0.78 元。2025 年 6 月 26 日收盘价对应 PE 分别为 162.5x/126.6x/105.2x，首次覆盖给予“买入”评级。

4 风险提示

活跃资本市场政策执行不及预期导致市场交易量大幅下降；获客引流不及预期导致核心业务收入增长放缓；定增进展不及预期导致证券业务发展缓慢；行业竞争加剧导致产品价格下降风险。

附表 指南针财务报表以及相应指标

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	
货币资金	6,559	6,908	7,623	8,352	
应收票据及账款	136	166	191	210	
预付账款	9	10	11	13	
其他应收款	57	42	48	52	
存货	0	0	1	1	
其他流动资产	1,858	2,166	2,373	2,597	
流动资产总计	8,619	9,292	10,246	11,224	
长期股权投资	127	127	127	127	
固定资产	433	342	250	159	
在建工程	0	0	0	0	
无形资产	68	48	29	9	
长期待摊费用	18	9	0	0	
其他非流动资产	1,609	1,608	1,608	1,608	
非流动资产合计	2,255	2,134	2,014	1,902	
资产总计	10,874	11,427	12,260	13,127	
短期借款	403	0	0	0	
应付票据及账款	113	102	114	116	
其他流动负债	7,331	7,996	8,411	8,813	
流动负债合计	7,847	8,098	8,525	8,929	
长期借款	35	35	53	49	
其他非流动负债	766	766	766	766	
非流动负债合计	801	801	819	815	
负债合计	8,648	8,899	9,344	9,745	
股本	413	413	413	413	
资本公积	701	701	701	701	
留存收益	1,132	1,434	1,822	2,289	
归属母公司权益	2,246	2,548	2,936	3,402	
少数股东权益	-20	-20	-20	-20	
股东权益合计	2,226	2,528	2,916	3,382	
负债和股东权益合计	10,874	11,427	12,260	13,127	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	
税后经营利润	104	109	193	281	
折旧与摊销	69	121	121	111	
财务费用	19	-13	-23	-25	
投资损失	-149	-174	-179	-169	
营运资金变动	4,255	-26	22	-9	
其他经营现金流	179	224	229	219	
经营性现金净流量	4,478	240	362	407	
资本支出	17	0	0	0	
长期投资	-224	0	0	0	
其他投资现金流	-101	498	311	301	
投资性现金净流量	-342	498	311	301	
短期借款	210	-403	0	0	
长期借款	5	0	19	-4	
普通股增加	4	0	0	0	
资本公积增加	264	0	0	0	
其他筹资现金流	-130	13	23	25	
筹资性现金净流量	354	-390	42	21	
现金流量净额	4,490	349	715	729	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	1,529	2,017	2,310	2,562	
营业成本	173	215	239	244	
税金及附加	14	15	17	18	
销售费用	804	935	1,003	1,064	
管理费用	452	528	605	665	
研发费用	163	213	244	268	
财务费用	19	-13	-23	-25	
资产减值损失	0	0	0	0	
信用减值损失	1	1	1	1	
投资收益	149	174	179	169	
公允价值变动损益	-1	0	0	0	
资产处置收益	0	0	0	0	
其他收益	52	52	52	52	
营业利润	103	353	458	551	
营业外收入	0	0	0	0	
营业外支出	2	2	2	2	
其他非经营损益	0	0	0	0	
利润总额	101	351	456	549	
所得税	-3	49	68	82	
净利润	104	302	388	467	
少数股东损益	0	0	0	0	
归属母公司股东净利润	104	302	388	467	
EPS (元)	0.17	0.50	0.65	0.78	

主要财务比率		2024	2025E	2026E	2027E
会计年度					
成长能力					
营收增长率		37.4%	31.9%	14.5%	10.9%
营业利润增长率		-35.6%	243.0%	29.8%	20.2%
EBIT 增长率		57.8%	180.1%	28.1%	20.9%
EBITDA 增长率		32.3%	142.4%	20.7%	14.7%
归母净利润增长率		43.5%	189.9%	28.4%	20.3%

盈利能力				
毛利率	85.7%	85.7%	86.2%	87.2%
净利率	8.6%	20.0%	22.4%	24.6%
营业利润率	6.7%	17.5%	19.8%	21.5%
ROE	4.6%	11.9%	13.2%	13.7%
ROA	1.0%	2.6%	3.2%	3.6%
ROIC	-14.6%	-6.1%	-6.8%	-7.6%

估值倍数				
P/E	471.1	162.5	126.6	105.2
P/S	40.5	32.6	28.4	25.8
P/B	21.9	19.3	16.7	14.4
股息率	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBIT	269.6	121.5	93.1	75.4
EV/EBITDA	172.0	89.6	72.8	62.1
EV/NOPLAT	279.7	140.6	109.0	88.4

资料来源：同花顺 iFinD、湘财证券研究所

分析师声明

本人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，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、雇员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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。