

市场东风频送暖，乘势而上扩版图

指南针(300803)

评级：	买入	股票代码：	300803
上次评级：	买入	52 周最高价/最低价：	166.0/33.35
目标价格：		总市值(亿)	912.53
最新收盘价：	150.05	自由流通市值(亿)	898.18
		自由流通股数(百万)	598.59

事件概述

2025 年 8 月 27 日晚，指南针发布 2025 年中报。2025 年上半年，公司实现营业总收入 9.35 亿元/yoy+71.55%，归母净利润 1.43 亿元/由负转正，归母扣非净利润 0.75 亿元/由负转正；期间公司总股本 6.082 亿股，基本每股收益 0.24 元/股。截至 2025 年二季度末，公司净资产 26.36 亿元；加权平均 ROE 为 6.36%，较去年同期增加 9.00 个百分点。

分析判断：

2025 年上半年，指南针三大主业：1) 金融信息服务实现营收 6.79 亿元，yoy+60.35%；2) 麦高证券实现营业收入 2.42 亿元，yoy+47.73%；3) 广告服务收入 2851.57 万元（包含向麦高证券收取的广告费，在合并报表时抵消），合并报表口径广告服务收入 1379.87 万元，yoy+17.62%。

营收结构：金融信息服务贡献营收比例 72.61%、证券服务贡献 25.90%、广告服务贡献 1.48%。

截至 2025 年二季度末，指南针总资产 132.57 亿元/yoy+92.16%，净资产 26.36 亿元/yoy+42.53%；麦高证券的客户资金存款 69.67 亿元，客户备付金 7.44 亿元。指南针每股净资产 4.33 元/股；杠杆率 5.03 倍，剔除了客户资金存款和备付金的杠杆率 2.10 倍；摊薄 ROE 5.41%，较去年同期增加 8.05 个百分点。

►麦高证券净利润高增，金融科技驱动证券业务驶入快车道

麦高证券中报业绩高增：2025 年上半年，麦高证券实现营业收入 2.42 亿元；净利润 7,036.24 万元，yoy+614.55%。经纪业务收入、自营业务收入及客户托管资产规模继续保持快速增长。其中，手续费及佣金净收入 1.93 亿元，yoy+134.44%；利息净收入 4,327.50 万元，yoy+57.41%；自营业务投资收益 8,796.83 万元，yoy+73.27%。2025 上半年末，麦高证券代理买卖证券款 80.53 亿元，较 2024 上半年末 36.22 亿元增长 122.36%。麦高证券的经营范围包括证券投资基金销售。

截至 2025 年二季度末，麦高证券净资产 11.26 亿元，总资产 101.89 亿元。公司下设北京、上海、深圳、大连、东北 6 家分公司，在北京、上海、深圳、沈阳等城市拥有 30 家营业部。

金融科技驱动业务协同：2022 年，指南针通过参与麦高证券（前身网信证券）破产重整投资的方式完成对麦高证券的收购。指南针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，打通上下游产业链，形成以金融科技为驱动、中小投资者财富管理为特色的证券业务生态闭环。指南针推动了麦高证券在量化交易、快速柜台、大宗经纪和机构服务等综合性发展。比如，指南针协同麦高证券推出麦 T 宝产品上线，为券商端提供丰富高效的交易类工具支持。

约 29 亿元定增在深交所审核过程中：2022 年 5 月 16 日，指南针董事会和监事会审议通过了定增不超过 30 亿元的相关议案。募集资金在扣除相关发行费用后，将全部用于增资麦高证券。2025 年 5 月 14 日公司发布了定增说明书修订稿，募集资金不超过 29.046 亿元。指南针已于 2022 年 7 月以自筹资金 5 亿元先行增资麦高证券，并于 2024 年 12 月和 2025 年 7 月以自筹资金再行增资 2 亿元和 2 亿元（麦高证券的注册资本将由 10 亿元变更为 14 亿元），本次发行募集资金到位后公司或将置换前期自筹资金 9 亿元。

► 金融信息服务具有季节性，受益于证券市场交投活跃

指南针的金融信息服务产品包括 PC 端软件和手机端 APP，产品种类丰富。公司产品侧重于证券交易信息的动态追踪与静态分析相结合，产品专业化、多元化，针对用户的不同需求，提供针对性的产品服务，并将投资者教育与技能培训融入产品与服务的过程中。2025 年上半年，公司配合资本市场情绪回暖扩大了品牌推广及客户拓展力度，广告宣传及网络推广费用较上年同期呈现较大幅度增长，新增注册用户和付费用户数量较上年同期亦呈现较大幅度增长，投产比保持健康稳定。

金融信息服务收入的季节性：从指南针的现金流量表可以观察“销售商品提供劳务收到的现金”一项在不同季度的变化。因为指南针的产品和服务以“体验式”销售模式开展，且各版本的销售是依据当时市场情况和自身实际经营情况进行有节奏、有规律的销售。一般地，低端版本（博弈版）销售全年各月基本常态化销售；中端版本（先锋版/擒龙版）产品每年安排 3 次左右集中销售；高端版本（私享家版、智能阿尔法版）每年只安排 1 到 2 次集中销售。

► 2025 年上半年完成先锋基金收购

2025 年上半年，指南针先后完成北京鹏康投资和大连亚联投资分别持有的先锋基金约 22.51%股权和 33.31%股权的收购，交易对价分别为 1.09 亿元和 1.61 亿元（隐含先锋基金总估值约 4.84 亿元）。同时，为尽快恢复先锋基金的展业，公司对其进行增资。目前，公司持有先锋基金 93.5317%股权，是先锋基金的控股股东。2025 年中报公司将先锋基金纳入合并报表范围，形成对应商誉并确认了 6,554 万元的非经常性投资收益，该事项是导致本期归母净利润与扣非归母净利润产生较大差异的核心因素。

投资建议

在资本市场情绪回暖、居民资产配置向权益类转移的背景下，我们看好具有流量优势的互联网券商迎来业绩“爆发”。我们维持此前对指南针 2025 年营业总收入预测 23.28 亿元，新增 2026-2027 年营收预测 25.42 亿元/26.65 亿元；因为公司于 2025 年 3 月资本公积转增股本，下调 2025 年 EPS 预测 1.15 元至 0.47 元，新增 2026-2027 年 EPS 预测 0.509/0.513 元。对应 2025 年 8 月 29 日 150.05 元/股收盘价，2025-2027 年 PE 分别为 317/295/293 倍。考虑到指南针深耕国内金融信息服务，聚焦中小投资者，树立了“指南针”品牌。公司流量丰富且具备畅通的变现渠道，将以金融科技驱动麦高证券稳健快速发展，我们维持公司“买入”评级。

风险提示

1) 金融信息服务方面，中高端产品推广不及预期风险；新产品新功能研发不及预期风险；2) 麦高证券和先锋基金的业务开展进程不及预期风险；3) 对于麦高证券重整计划执行完毕后新增债权的风险；4) 定增落地时间存在不确定性；5) 行业竞争加剧导致市场份额下滑风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,113	1,529	2,328	2,542	2,665
YoY (%)	-11.31	37.38	52.23	9.21	4.86
归母净利润(百万元)	73	104	288	309	312
YoY (%)	-78.40	42.47	176.63	7.51	0.80
毛利率 (%)	85.71	85.69	88.31	88.84	89.16
ROE (%)	3.90	2.66	9.29	9.19	8.64
每股收益 (元)	0.18	0.25	0.47	0.51	0.51
每股净资产 (元)	4.58	5.44	5.09	5.53	5.93
市盈率	840.57	595.24	317.19	295.03	292.68
市净率	32.76	27.57	29.47	27.12	25.28

资料来源：Wind 数据库，公司公告，华西证券研究所

分析师：罗惠洲

邮箱：luohz@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520070004

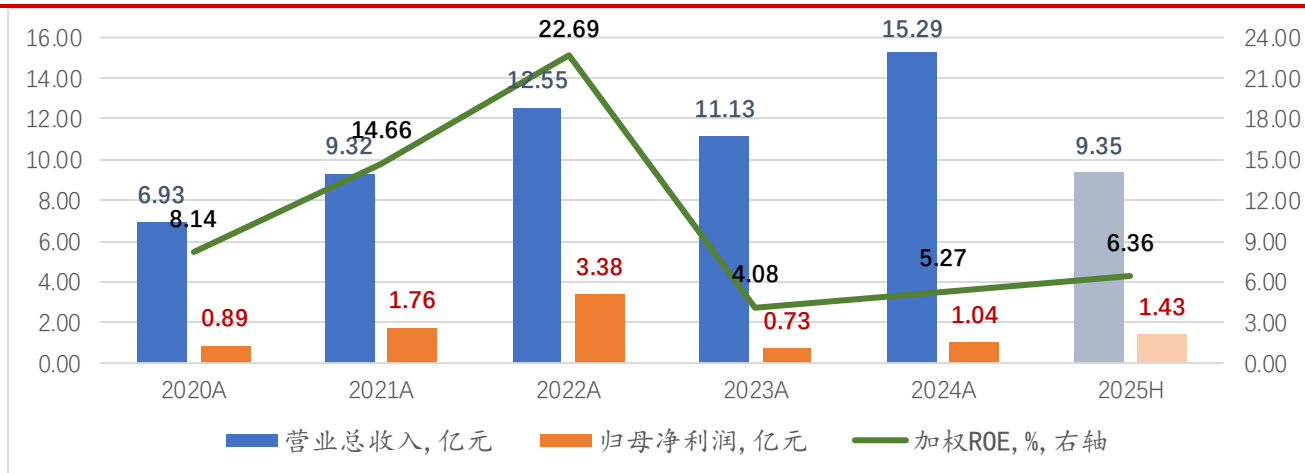
华西非银&计算机团队联合覆盖

分析师：刘泽晶

邮箱：liuzj1@hx168.com.cn

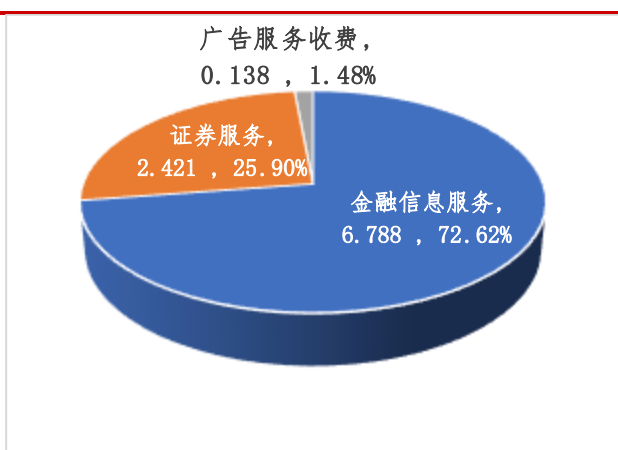
SAC NO: S1120520020002

图 1 指南针的营收、净利润及加权 ROE（2020 年以来）



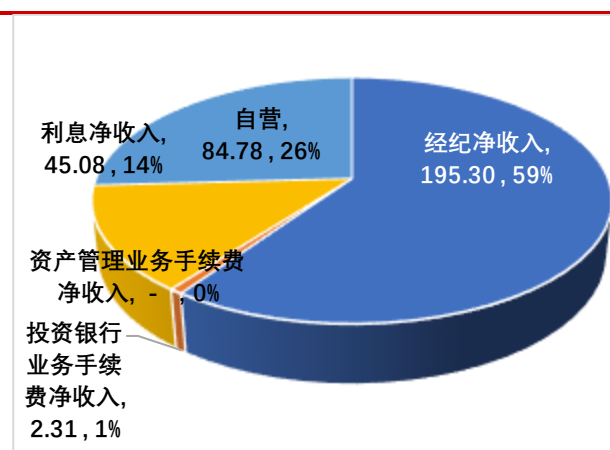
资料来源：Wind 数据，公司公告，华西证券研究所

图 2 指南针营收结构（单位:亿元）



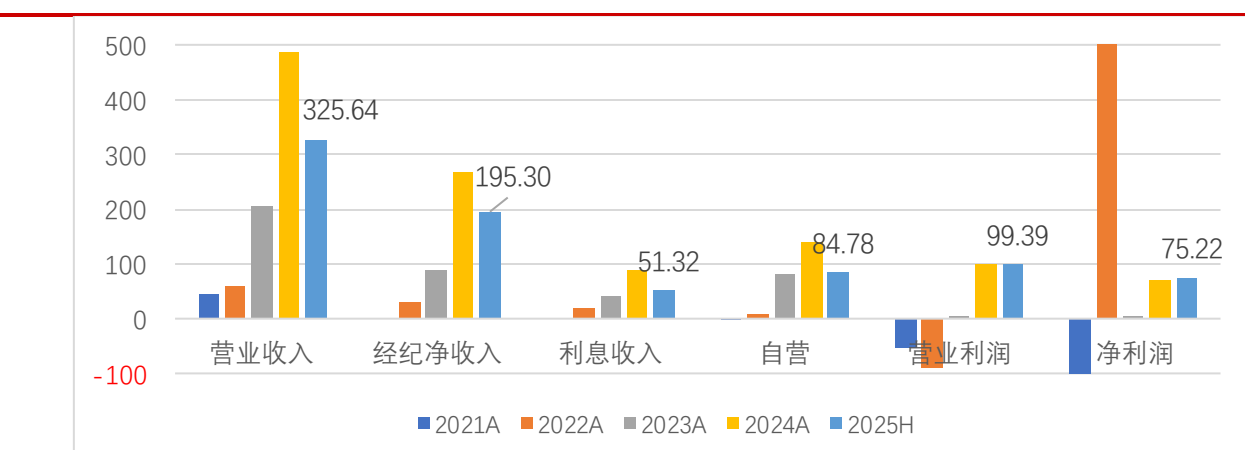
资料来源：Wind 数据，指南针 2025 年中报，华西证券研究所

图 3 麦高证券营收结构（单位:百万元）



资料来源：指南针于 2025-7-18 公告未经审计非合并的麦高证券 2025 年上半年财报，华西证券研究所

图 4 麦高证券的经营数据（2021 年以来，单位:百万元）



资料来源：指南针于 2022-3-17 公告的公司拟投资涉及的网信证券价值估值报告，及公司于 2023-1-13，2024-1-16，2025-1-17，2025-7-18 公告的麦高证券（原网信证券）未经审计财报，华西证券研究所

2021 和 2022 年，原网信证券的净利润因受债务清偿相关影响不可比，因此该数据点在纵轴坐标以外

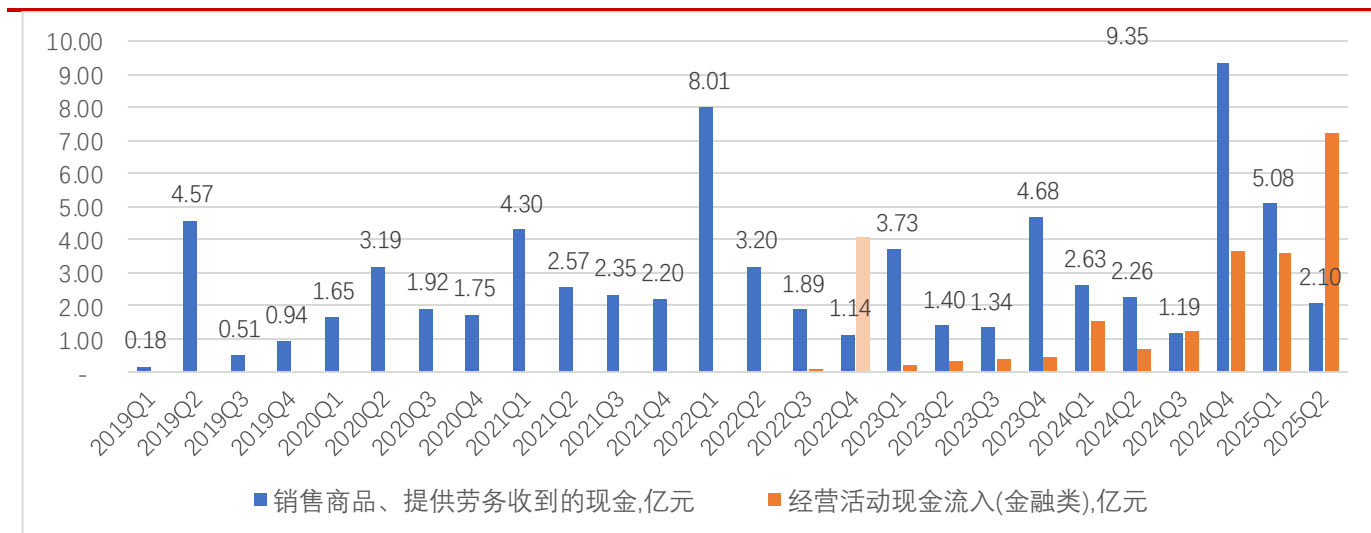
表 1 指南针此次定增*的进展及公司向麦高证券增资的进展

日期	定增及向麦高证券增资进展
2022/5/16	指南针发布定增预案：拟向不超过35名对象募集不超过30亿元。资金用途：全部用于增资麦高证券（原网信证券）。方案获公司董事会审议通过。
2022/6/2	指南针临时股东大会审议通过该定增预案。
2022/7/21	指南针以自筹资金向麦高证券增资5亿元，麦高证券的注册资本由5亿元增加至10亿元。
2022/8/16	该定增申请获得深交所受理。
2022/8/29	指南针收到深交所关于此次定增的审核问询函
2022/9/16	关于该定增的审核问询函，公司给出回复报告。
2023/5/16	因为公司总股本发生变化、自筹资金先行增资网信证券、网信证券更名为麦高证券，原定增预案进行调整。
2023/5/16	公司董事会、股东大会关于该定增预案的决议有效期和授权期限即将到期（2023-6-1），延长一年。
2024/5/16	公司董事会、股东大会关于该定增预案的决议有效期和授权期限即将到期（2024-6-1），延长一年。
2024/12/20	调整定增预案相关项目，包括再次增资麦高证券2亿元将在募集资金后置换，更新财务数据等。
2025/3/3	对2022-9-16的问询函回复报告，进行数据更新和内容补充。
2025/3/20	上市公司公告发行人及保荐机构(中信证券)关于该定增预案的审核问询函的回复
2025/5/14	公司董事会、股东大会关于该定增预案的决议有效期和授权期限即将到期（2025-5-31），延长一年。
2025/5/14	修订了定增募集说明书：拟募集不超过29.0458亿元，用途细化为8亿元用于财富管理、5亿元作为两融启动资金、3亿元用于投行业务、4亿元发展证券投资业务、5亿元用于信息技术和合规风控建设投入、4.458亿元补充运营资金（数值均为上限）
2025/7/4	指南针拟以自有资金向麦高证券增资2亿元，增资后注册资本由12亿元增至14亿元。

资料来源：上市公司对应日期的公告，华西证券研究所

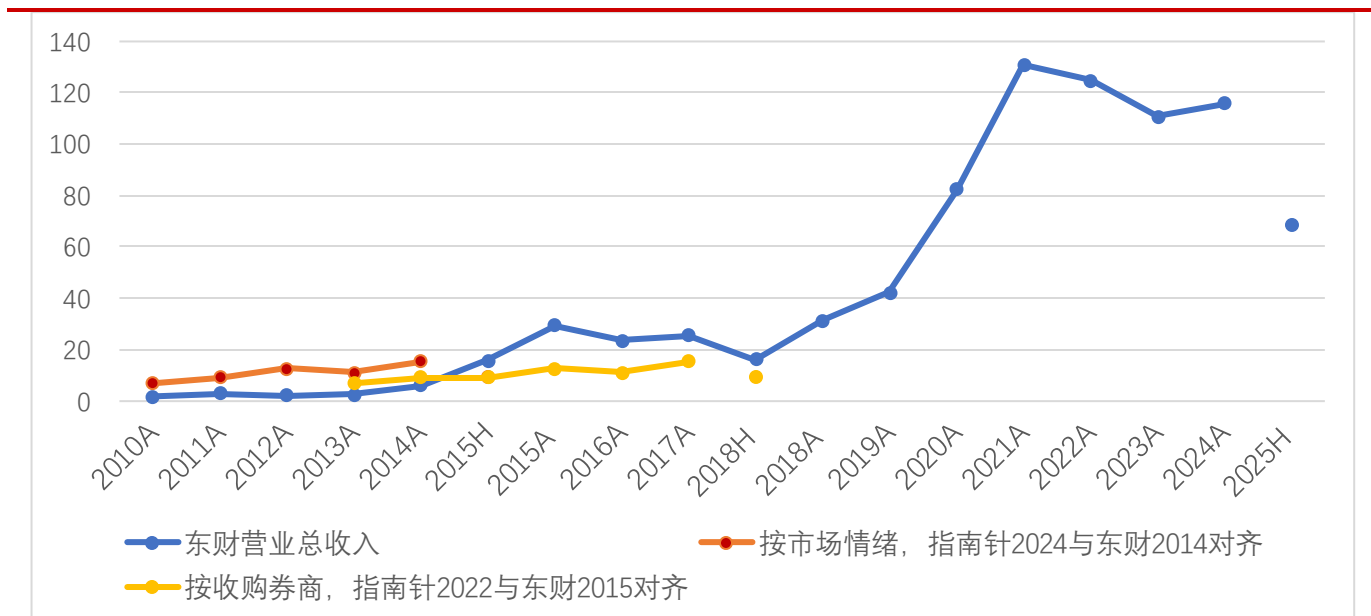
*“该/此次定增预案”指《关于公司 2022 年度向特定对象发行 A 股股票方案的议案》

图 5 指南针的金融信息服务和证券业务相关现金流指标（前者具有季节性）



资料来源：Wind 数据，公司公告，华西证券研究所

图6 指南针与不同年份东方财富营业总收入的比较（单位：亿元）



资料来源：Wind 数据，公司公告，华西证券研究所

其中，红色线是将指南针 2020 年和东方财富 2010 年设为 T0 作图，其中 2015H 对应红点为指南针 2025H 营业总收入。

黄色线是将指南针和东方财富获得券商牌照的年份 2022 和 2015 年数据对齐，2013A 对应的黄点为指南针 2020 全年营业总收入，2015H 对应的黄点为指南针 2022 中报营业总收入，2018H 对应的黄点为指南针 2025 中报营业总收入。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产:						营业总收入	1,113	1,529	2,328	2,542	2,665
货币资金	2,570	6,559	8,956	9,403	9,685	营业收入	987	1,211	1,734	1,907	2,003
交易性金融资产	385	930	1,807	1,952	2,049	其他类金融业务收入	126	317	594	635	663
应收票据及应收账款	107	136	193	202	213	利息收入	34	76	112	129	142
预付款项	6	9	8	8	9	手续费及佣金收入	92	241	482	506	521
其他应收款(合计)	8	57	14	25	40	营业总成本	1,143	1,626	2,367	2,576	2,707
买入返售金融资产	149	126	100	105	111	营业成本	141	173	203	213	217
其他流动资产	28	55	56	57	57	税金及附加	8	14	21	23	24
其他金融类流动资产	242	746	1,283	1,411	1,552	销售费用	549	804	1,204	1,264	1,289
流动资产合计	3,497	8,619	12,417	13,164	13,717	管理费用	285	452	709	815	896
非流动资产:						研发费用	146	163	196	225	243
其他权益工具投资	16	95	97	98	99	财务费用	14	19	35	36	37
固定资产(合计)	374	379	380	384	388	加: 其他收益	4	52	4	4	4
使用权资产	45	54	60	63	66	投资净收益	78	149	324	341	351
无形资产	60	68	95	100	104	公允价值变动净收益	11	-1	-5	-5	-5
商誉	1,287	1,287	1,589	1,589	1,589	营业利润	63	103	284	305	308
长期待摊费用	10	18	22	23	24	减: 所得税	-10	-3	-4	-4	-4
递延所得税资产	128	173	208	218	229	净利润	73	104	288	309	312
其他非流动资产	13	52	10	49	54	归母净利润	73	104	288	309	312
非流动资产合计	1,934	2,255	2,462	2,525	2,555						
资产总计	5,431	10,874	14,879	15,689	16,272						
流动负债:											
短期借款	192	403	508	518	523						
应付票据及应付账款	60	113	134	140	144						
合同负债	39	77	89	94	97						
应付职工薪酬	105	260	439	461	470						
应交税费	5	23	25	27	27						
其他应付款(合计)	48	49	49	49	50						
一年内到期的非流动	15	19	21	22	22						
其他金融类流动负债	2,410	6,894	9,756	10,534	11,234						
流动负债合计	2,883	7,847	11,029	11,563	11,893						
非流动负债:											
租赁负债	29	35	35	36	36						
其他非流动负债	657	758	726	733	740						
非流动负债合计	694	801	769	777	785						
负债合计	3,578	8,648	11,798	12,339	12,677						
所有者权益(或股东权益)											
实收资本(或股本)	409	413	608	608	608						
资本公积金	437	701	967	986	996						
盈余公积金	112	115	117	118	119						
未分配利润	916	1,018	1,405	1,652	1,886						
归属于母公司所有者	1,873	2,246	3,096	3,364	3,609						
少数股东权益	-20	-20	-15	-15	-15						
所有者权益合计	1,853	2,226	3,081	3,349	3,594						
负债和所有者权益总计	5,431	10,874	14,879	15,689	16,272						

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

主要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率 (%)	-11.31	37.38	52.23	9.21	4.86
净利润增长率 (%)	-78.40	42.47	176.63	7.51	0.80
盈利能力					
总资产收益率ROA (%)	1.34	0.96	1.93	1.97	1.92
净资产收益率ROE (%)	3.90	2.66	9.29	9.19	8.64
毛利率 (%)	85.71	85.69	88.31	88.84	89.16
每股指标 (元)					
每股收益	0.18	0.25	0.47	0.51	0.51
每股净资产	4.58	5.44	5.09	5.53	5.93
估值分析					
PE	840.57	595.24	317.19	295.03	292.68
PB	32.76	27.57	29.47	27.12	25.28

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。