

指南针 (300803.SZ)

2025 年 10 月 25 日

销售费用环比增长，关注 Q4 高端品销售情况

——指南针 2025 三季报点评

投资评级：买入（维持）

高超（分析师）

卢崑（分析师）

gaochao1@kysec.cn

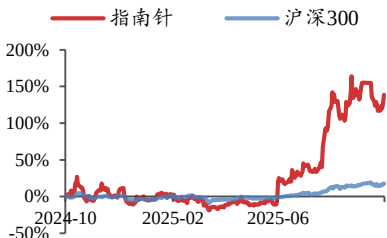
lukun@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

证书编号：S0790524040002

日期	2025/10/24
当前股价(元)	156.30
一年最高最低(元)	179.01/50.40
总市值(亿元)	950.64
流通市值(亿元)	935.70
总股本(亿股)	6.08
流通股本(亿股)	5.99
近 3 个月换手率(%)	501.89

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《新增客户数同比高增，下半年订单弹性可期——指南针 2025 中报点评》-2025.8.28

《扣非净利润符合预期，业绩和估值高弹性特征突出——指南针 2025 一季报点评》-2025.4.27

《金融信息服务龙头，证券与基金牌照开启成长空间——公司首次覆盖报告》-2025.2.25

● 销售费用环比增长，关注 Q4 高端品销售情况

公司 2025Q1-3 营业总收入/归母净利润分别为 14.0/1.2 亿，同比+81%/+205%，2025 单 Q3 营收/归母净利润分别为 4.7/-0.3 亿，同比+102%/亏损收窄，环比+19%/环比亏损，略低于我们预期。证券经纪保持高增，金融信息服务现金流略低于预期，销售费用投入高于预期，核心关注 Q4 高端品营销。考虑公司持续扩大销售费用投入且投产比稳定，我们下修 2025 年，上修 2026、2027 年归母净利润预测至 3.5/6.8/10.5 亿元(调前 4.2/6.4/9.8)，同比+234%/+97%/+53%，当前股价对应 PE 273.5/138.9/90.9 倍。公司软件体验式营销弹性突出，叠加经营杠杆较高，净利润弹性显著，Q4 营销高端品有望释放利润弹性，维持“买入”评级。

● Q3 销售现金流略低于预期，销售费用环比增长，关注 Q4 高端品销售情况

(1) 2025Q1-3 营业收入（主要为金融信息服务）9.6 亿，同比+62%，销售现金流入 10.4 亿，同比+71%，单 Q3 销售现金流入 3.2 亿，同比+169%，环比+52%，略低于我们预期。Q3 末预收账款（合同负债+非流动负债）7.9 亿，同比+25%，环比+1%，未来将持续兑现至收入。公司金融信息业务以“体验式”销售模式开展，预计 Q4 营销高端品，关注 Q4 释放弹性。

(2) 2025Q1-3 销售费用 8.0 亿，同比+67%，单 Q3 销售费用 3.1 亿，同比+88%，环比+38%，公司表示主因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。

● 经纪业务成长性延续，Q3 自营投资收益受债市影响环比下降

(1) 2025Q1-3 手续费净收入/利息净收入分别为 3.66/0.71 亿元，同比+171%/+54%，单 Q3 为 1.7/0.3 亿，环比+76%/+24%，同比+227%/+50%。Q3 末代买证券款 90 亿，同比+72%，环比+12%，客户入金规模增长。

(2) 2025Q1-3 公司合并口径投资收益(含公允价值变动损益)2.0 亿，同比+99%，Q3 为 0.47 亿，环比-7%，预计受债市走弱影响。交易性金融资产规模 18 亿元，环比持平，同比+230%。

● **风险提示：**市场交投活跃度下降；导流成本提升导致投产比下降；定增事项具有不确定性。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1112.9	1528.7	2330.1	3233.8	4152.9
YOY(%)	(11.3)	37.4	52.4	38.8	28.4
归母净利润(百万元)	72.6	104.2	347.5	684.5	1045.8
YOY(%)	(78.5)	43.5	233.5	97.0	52.8
毛利率(%)	87.3	88.7	90.8	92.4	93.6
净利率(%)	6.5	6.8	14.9	21.2	25.2
ROE(%)	4.1	5.1	14.4	23.3	27.5
EPS(摊薄/元)	0.2	0.3	0.8	1.7	1.7
P/E(倍)	1309.2	912.3	273.5	138.9	90.9
P/B(倍)	50.8	42.3	36.7	29.0	22.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3497	8619	13604	18924	24937	营业收入	1113	1529	2330	3234	4153
现金	2570	6559	10260	13926	17996	营业成本	141	173	215	246	264
应收票据及应收账款	107	136	136	136	456	营业税金及附加	8	14	14	19	24
其他应收款	8	57	57	57	19	营业费用	549	804	1174	1374	1598
预付账款	6	9	9	9	24	管理费用	285	452	603	784	967
存货	0	0	0	0	0	研发费用	146	163	179	197	216
其他流动资产	806	1858	3142	4796	6442	财务费用	14	19	25	34	48
非流动资产	1934	2255	2265	2275	2408	资产减值损失	1	1	4	14	20
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收益	4	52	40	40	40
固定资产	374	379	389	399	398	公允价值变动收益	11	(1)	0	0	0
无形资产	60	68	68	68	93	投资净收益	78	149	241	241	259
其他非流动资产	1500	1808	1808	1808	1917	资产处置收益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
资产总计	5431	10874	15868	21198	27346	营业利润	63	103	396	846	1314
流动负债	2883	4647	6364	8084	10284	营业外收入	1	0	0	0	0
短期借款	192	403	600	800	1500	营业外支出	1	2	2	2	2
应付票据及应付账款	60	113	133	153	153	利润总额	63	103	396	846	1314
其他流动负债	2630	4130	5630	7130	8630	所得税	(10)	(3)	47	160	267
非流动负债	694	4001	6911	9837	12738	净利润	73	104	348	684	1046
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
其他非流动负债	696	835	1002	1102	1248	归属母公司净利润	73	104	348	685	1046
负债合计	3578	8648	13275	17921	23022	EBITDA	95	135	429	879	1347
少数股东权益	(20)	(20)	0	0	0	EPS(元)	0	0	1	2	2
股本	409	413	413	413	598	主要财务比率					
资本公积	437	701	701	701	362		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
留存收益	1028	1132	149	218	236	成长能力					
归属母公司股东权益	1873	2246	2593	3278	4323	营业收入(%)	(11.3)	37.4	52.4	38.8	28.4
负债和股东权益	5431	10874	15868	21198	27346	营业利润(%)	(76.9)	62.8	285.2	113.6	55.3
现金流量表(百万元)						归属于母公司净利润(%)	(78.5)	43.5	233.5	97.0	52.8
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	获利能力					
经营活动现金流	3049	2613	2857	3394	3955	毛利率(%)	87.3	88.7	90.8	92.4	93.6
净利润	73	104	348	684	1046	净利率(%)	6.5	6.8	14.9	21.2	25.2
折旧摊销	32	32	32	32	32	ROE(%)	4.1	5.1	14.4	23.3	27.5
财务费用	10	10	10	10	10	ROIC(%)	3.5	4.0	10.9	16.8	18.0
投资损失	(8)	(8)	(8)	(8)	(8)	偿债能力					
营运资金变动	1275	1475	1675	1875	2075	资产负债率(%)	65.9	79.5	83.7	84.5	84.2
其他经营现金流	1437	1000	800	800	800	净负债比率(%)	10.3	17.9	23.1	24.4	34.7
投资活动现金流	(71)	(73)	(75)	(77)	(79)	流动比率	1.2	1.9	2.1	2.3	2.4
资本支出	65	67	69	71	74	速动比率	1.2	1.9	2.1	2.3	2.4
长期投资	2087	2150	2214	2281	2349	营运能力					
其他投资现金流	0	0	142	142	422	总资产周转率	23.0	18.8	17.4	17.4	17.1
筹资活动现金流	82	84	87	89	92	应收账款周转率	1469.4	1257.0	1710.1	2373.4	1401.5
短期借款	545	561	578	595	613	应付账款周转率	263.6	199.3	174.2	171.5	172.2
长期借款	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
普通股增加	2	6	4	4	189	每股收益(最新摊薄)	0.2	0.3	0.8	1.7	1.7
资本公积增加	65	67	69	71	73	每股经营现金流(最新摊薄)	7.5	6.3	6.9	8.2	6.6
其他筹资现金流	1	1	1	1	1	每股净资产(最新摊薄)	4.6	5.4	6.3	7.9	7.2
现金净增加额	1448	3990	3700	3666	8729	估值比率					
						P/E	1309.2	912.3	273.5	138.9	90.9
						P/B	50.8	42.3	36.7	29.0	22.0
						EV/EBITDA	37.5	57.9	29.3	19.7	16.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。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的书面或口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn