

# 指南针 (300803.SZ)

## 金融综合服务龙头企业，证券业务开启全新成长曲线

**深耕金融 IT 二十余载，通过收购以拓展证券与财富管理业务。**公司成立于1997年，已沉淀28年金融IT行业经验，计划打造以金融信息服务为发展主体，证券服务和公募基金服务为两翼的“一体两翼”业务格局。2022年7月，公司收购了网信证券（现已更名为“麦高证券”）100%股权，成为拥有证券牌照的互联网金融IT服务商，成功切入证券业赛道。2025年，公司盈利能力显著改善，实现营收21.46亿元，同比+40.39%，实现归母净利润2.28亿元，同比+118.74%。

**金融信息服务：牛市预期+技术迭代双驱动，公司已构建成熟产品矩阵。**

1) 行情驱动：市场交投活跃期，指南针等金融IT领军企业未来业绩增长预期充足，因此往往成为行情先锋军，2025全年新增开户数2743.69万户，同比增加9.8%。2) 公司分析：指南针凭借在互金领域的垂类领域优势，构建了多价格段的产品矩阵，同时持续加大对营销端投入力度以把握流量入口，未来有望快速弥补证券类APP流量端的劣势，在用户与收入体量上对齐同花顺等头部玩家。

**证券业务：参考东财发展路径，麦高证券有望贡献业绩新增量。**自2022年收购完成以来，麦高证券一直处于快速发展阶段，经营情况与财务端得到了显著改善。参考东方财富证券的发展路径，麦高证券借助于指南针在金融IT领域积累的垂类优势，并在切入时点的选取与获客潜力方面或有一定优势，有望实现指南针为其规划的经营目标：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。

**盈利预测：**指南针作为金融信息服务商龙头，证券业务持续验证成长性，业绩弹性和估值弹性突出，有望充分受益于市场交投活跃。预计2026-2028年公司实现归母净利润分别为3.49/4.85/6.05亿元，以2026年5月11日收盘价计算，对应PE分别为189/136/109x，对应PS分别为22/17/15x，低于可比公司平均PS。首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**子公司经营不及预期风险；经济下行超预期风险；资本市场大幅波动风险。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1,529	2,146	2,966	3,799	4,437
增长率 yoy (%)	37.4	40.4	38.2	28.1	16.8
归母净利润(百万元)	104	228	349	485	605
增长率 yoy (%)	43.5	118.7	53.3	38.9	24.8
EPS 最新摊薄(元/股)	0.17	0.37	0.57	0.80	0.99
净资产收益率(%)	4.6	8.2	11.4	14.1	15.4
P/E(倍)	635.2	290.4	189.4	136.4	109.4
P/B(倍)	29.5	23.7	21.6	19.2	16.9

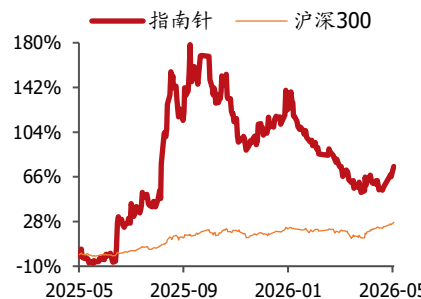
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2026年05月11日收盘价

### 买入(首次)

#### 股票信息

行业	软件开发
05月11日收盘价(元)	108.54
总市值(百万元)	66,186.81
总股本(百万股)	609.79
其中自由流通股(%)	99.27
30日日均成交量(百万股)	18.19

#### 股价走势



#### 作者

分析师 孙行臻

执业证书编号：S0680526010001

邮箱：sunxingzhen1@gszq.com

分析师 李纯瑶

执业证书编号：S0680525070005

邮箱：lichunyao@gszq.com

#### 相关研究

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	8619	12882	16258	20517	24419
现金	6559	9251	11799	14860	17574
应收票据及应收账款	136	202	234	288	338
其他应收款	57	14	43	62	52
预付账款	9	13	14	18	21
存货	0	2	1	2	3
其他流动资产	1858	3399	4168	5288	6432
<b>非流动资产</b>	2255	2415	2409	2405	2397
长期投资	127	0	0	0	0
固定资产	379	384	373	364	351
无形资产	68	100	100	100	100
其他非流动资产	1681	1931	1936	1941	1945
<b>资产总计</b>	10874	15297	18667	22922	26816
<b>流动负债</b>	7847	11208	14303	18176	21597
短期借款	403	525	650	803	936
应付票据及应付账款	113	130	147	192	217
其他流动负债	7331	10553	13505	17181	20444
<b>非流动负债</b>	801	1321	1323	1325	1326
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	801	1321	1323	1325	1326
<b>负债合计</b>	8648	12529	15626	19502	22923
少数股东权益	-20	-22	-23	-25	-29
股本	413	610	610	610	610
资本公积	701	829	829	829	829
留存收益	1132	1360	1635	2016	2492
归属母公司股东权益	2246	2789	3064	3445	3921
<b>负债和股东权益</b>	10874	15297	18667	22922	26816

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	4478	3053	2750	3500	3217
净利润	104	226	348	483	602
折旧摊销	69	101	47	50	55
财务费用	14	19	0	0	0
投资损失	-6	-69	-233	-309	-362
营运资金变动	4299	2790	2586	3274	2919
其他经营现金流	-1	-13	2	3	3
<b>投资活动现金流</b>	-342	-903	-256	-490	-507
资本支出	-118	-113	-30	-34	-35
长期投资	-224	-790	-445	-751	-819
其他投资现金流	0	0	219	295	347
<b>筹资活动现金流</b>	354	935	53	51	5
短期借款	210	122	125	153	133
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	4	197	0	0	0
资本公积增加	264	128	0	0	0
其他筹资现金流	-124	487	-72	-102	-129
<b>现金净增加额</b>	4490	3085	2547	3061	2715

**利润表 (百万元)**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	1529	2146	2966	3799	4437
营业成本	173	193	251	301	344
营业税金及附加	14	11	18	22	23
营业费用	804	1111	1476	1865	2143
管理费用	452	650	898	1148	1319
研发费用	163	164	259	359	440
财务费用	19	28	8	8	8
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	52	2	32	47	34
公允价值变动收益	-1	-8	0	0	0
投资净收益	149	229	233	309	362
资产处置收益	0	1	0	1	1
<b>营业利润</b>	103	211	321	453	556
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	2	6	3	4	4
<b>利润总额</b>	101	205	318	449	552
所得税	-3	-20	-30	-33	-49
<b>净利润</b>	104	226	348	483	602
少数股东损益	0	-2	-1	-2	-4
<b>归属母公司净利润</b>	104	228	349	485	605
EBITDA	43	119	373	508	616
EPS (元/股)	0.17	0.37	0.57	0.80	0.99

**主要财务比率**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	37.4	40.4	38.2	28.1	16.8
营业利润(%)	62.8	105.3	51.8	41.3	22.8
归属母公司净利润(%)	43.5	118.7	53.3	38.9	24.8
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	85.7	87.4	87.4	87.4	87.5
净利率(%)	8.6	14.8	17.5	20.3	22.0
ROE(%)	4.6	8.2	11.4	14.1	15.4
ROIC(%)	-1.0	0.5	8.6	10.5	11.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	79.5	81.9	83.7	85.1	85.5
净负债比率(%)	-274.2	-298.0	-350.8	-396.9	-415.1
流动比率	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
速动比率	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	10.0	9.1	9.2	9.2	8.8
应付账款周转率	2.0	1.6	1.8	1.8	1.7
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.17	0.37	0.57		0.99
每股经营现金流(最新摊薄)	7.34	5.01	4.51		5.28
每股净资产(最新摊薄)	3.68	4.57	5.02	5.65	6.43
<b>估值比率</b>					
P/E	635.2	290.4	189.4	136.4	109.4
P/B	29.5	23.7	21.6	19.2	16.9
EV/EBITDA	780.1	603.7	149.0	103.6	81.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 05 月 11 日收盘价

## 内容目录

指南针：金融综合服务平台龙头企业，积极拓展证券业务 .....	4
发展历程：深耕金融 IT 二十余载，通过收购以拓展证券与财富管理业务 .....	4
业务结构：金融信息服务为基本盘，证券业务逐步占比提升 .....	4
股权结构：股权较为集中，连续多年执行股权激励以完善人才储备 .....	5
财务分析：收入+利润+现金流端显著改善，费用率管控取得成效 .....	7
金融信息服务：牛市预期+技术迭代双驱动，公司已构建成熟产品矩阵 .....	9
行业特性：牛市先锋，优选炒股软件 .....	9
公司分析：打造多价格梯度产品矩阵，强化营销建设以提升获客能力 .....	11
证券业务：参考东财发展路径，麦高证券有望贡献业绩新增量 .....	13
收购网信证券：开展证券经纪业务，三步走战略进入良性循环 .....	13
未来展望：对标东财证券，麦高或在切入时机与获客潜力方面更具优势 .....	15
盈利预测 .....	17
风险提示 .....	18

## 图表目录

图表 1: 指南针发展历程梳理 .....	4
图表 2: 指南针主营业务情况 .....	5
图表 3: 指南针股权结构图 .....	6
图表 4: 指南针部分管理层背景介绍（截止至 2025 年年报） .....	6
图表 5: 指南针 2025 年股权激励目标 .....	7
图表 6: 2020-2025 年公司营业收入和归母净利润 .....	7
图表 7: 2020-2025 年公司毛利率与净利率 .....	7
图表 8: 2020-2025 年公司细分营收构成 .....	8
图表 9: 2020-2025 年公司销售/管理/研发费用率 .....	8
图表 10: 2020-2025 年公司销售/管理/研发费用（亿元） .....	8
图表 11: 2022-2025 年公司单季度经营性现金流净额 .....	9
图表 12: 规模指数 ETF 净流入金额与上证指数周收盘价（亿元） .....	10
图表 13: 2015-2025 年保险业原保费收入及增速 .....	10
图表 14: 2015-2025 年保险业资产总额及增速 .....	11
图表 15: 中国金融机构新增居民户人民币存款累计值（亿元） .....	11
图表 16: 指南针金融信息服务产品矩阵 .....	12
图表 17: 2020-2025 年研发费用情况（亿元） .....	12
图表 18: 2021-2025 年研发人员情况（人） .....	12
图表 19: 公司在广告宣传和推广投入上高于可比公司（亿元） .....	13
图表 20: 指南针收购网信证券历程 .....	13
图表 21: 麦高证券发展“五年三步走”规划 .....	13
图表 22: 麦高证券现有核心业务梳理 .....	14
图表 23: 2021-2025 年麦高证券营业收入快速增长（亿元） .....	14
图表 24: 2022 年收购完成，2023 年实现营业利润扭亏为盈（亿元） .....	14
图表 25: 2021-2025 年麦高证券代理买卖证券款（万元） .....	15
图表 26: 2021-2025 年麦高证券手续费及佣金收入（亿元） .....	15
图表 27: 2021-2025 年麦高证券利息净收入（万元） .....	15
图表 28: 2021-2025 年麦高证券投资收益快速增长（万元） .....	15
图表 29: 2016-2025 年东方财富证券营业收入与净利润（亿元） .....	16
图表 30: 2015-2025 年东方财富营收结构变化（%） .....	16
图表 31: 东方财富和指南针两家公司均选取在市场活跃度高的时点切入证券赛道（户） .....	16
图表 32: 公司分项业务预测 .....	17
图表 33: 可比公司估值表（截止至 2026 年 5 月 11 日，可比公司数据来自 wind 一致预期） .....	18

## 指南针：金融综合服务平台龙头企业，积极拓展证券业务

### 发展历程：深耕金融IT二十余载，通过收购以拓展证券与财富管理业务

**指南针：致力于打造“一体两翼”新格局。**公司成立于1997年，已沉淀28年金融IT行业经验，计划打造以金融信息服务为发展主体，证券服务和公募基金服务为两翼的“一体两翼”业务格局。2022年7月，公司通过收购了网信证券100%股权，正式步入证券行业。2025年年报，公司已持有先锋基金90.02%股权，加深在财富管理领域的业务布局。

**1997-2007年：初创成长期。**1) 1997年：公司成立，自此一直专注于证券分析和证券信息服务。2) 2001年：北京指南针科技发展股份有限公司成立，GRP以GPV为核心的指南针第三代指数分析系统。3) 2005年：指南针成为国内同时拥有两大证交所、三大期交所、港股、外盘、黄金数据的公司之一。4) 2007年：公司在原中关村科技园区三板挂牌。

**2008-2021年：新品扩张期。**为积累互联网流量，公司在此期间推出了一系列应用。1) 2010年：推出“智能操盘精灵系统”；2) 2012年：推出“一键选股版”。3) 2013年：推出了“私享家版”；4) 2013年：推出“先锋版”。5) 2021年：推出智能阿尔法版。

**2022年-至今：收购转型期。**1) 持证券牌照：2022年7月，公司收购了网信证券100%股权，成为拥有证券牌照的互联网金融IT服务商，网信证券于2023年1月正式更名为麦高证券。2) 拓展财富管理业务：2023年，公司参与了先锋基金的股权竞拍会，开始向财富管理业务领域拓展，截至2025年12月31日，公司已持有先锋基金90.02%股权。

图表1：指南针发展历程梳理



资料来源：Wind，公司官网，公司招股说明书，新浪财经，国盛证券研究所

### 业务结构：金融信息服务为基本盘，证券业务逐步占比提升

**主营产品：覆盖金融信息服务、广告服务、证券业务。**公司以证券工具型软件终端为载体，以互联网为工具，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，主要从事金融信息服务、广告服务业务及少量其他业务。

**金融信息服务业务（2025 年年报营业收入占比 70.32%）：** 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，现已布局 PC 端和移动端。客户群体集中在专业的个人投资者，证券工具型软件主要包括全赢系列和财富掌门系列产品。

**证券业务（2025 年年报营业收入占比 28.27%）：** 公司利用在金融信息服务行业底蕴深厚的技术基因，为麦高证券提供先进的金融科技服务手段，深度融合金融信息与证券服务，发展以金融科技为特色的证券公司，从而进一步完善公司在证券服务领域的业务布局，全面提升公司的经营能力和盈利能力。

**广告服务业务（2025 年年报营业收入占比 1.39%）：** 利用公司金融信息服务积累的客户资源和流量入口优势，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。

图表2: 指南针主营业务情况

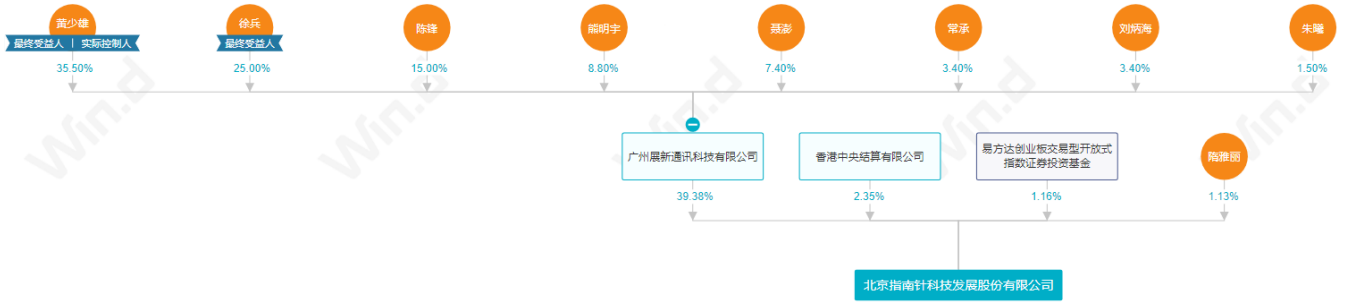
主营业务板块	主要产品或服务名称	
金融信息服务	PC 端金融服务平台	全赢博弈私享家版
		全赢博弈先锋版
		全赢博弈版
		全赢博弈智能操盘系统
广告服务	利用公司金融信息服务积累的客户资源、流量入口优势，与证券公司进行深度合作，通过在金融信息服务产品中投放广告等促销措施，吸引投资者在合作的证券公司开户、交易，从而向证券公司收取相应广告服务费用	
保险经纪	发行人基于金融信息服务积累的客户资源、流量入口优势及营销优势，与保险公司进行合作开展保险产品的宣传与推介，提供办理投保手续、保全变更、理赔咨询等服务，并向合作保险公司按照约定收取经纪费用	
其他	少量技术开发、电信增值等业务	

资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

### 股权结构：股权较为集中，连续多年执行股权激励以完善人才储备

**股权结构：** 广州展新为公司第一大股东，黄少雄为实际控制人。1) 控股股东：广州展新通讯科技有限公司是指南针的第一大股东，该公司成立于 2010 年 7 月，截至 2025 年底，广州展新对指南针持股占比达到 39.38%。2) 实际控制人：公司的实际控制人为黄少雄先生，持有广州展新 35.50% 股权。3) 其他股东：其余股东对公司持股比例均低于 5%。

图表3: 指南针股权结构图



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**管理团队:** 拥有清华计算机博硕士班底, 领头人产业与管理经验丰富。公司的经营管理和研发团队是以毕业于清华计算机系的人员为核心班底, 具有丰富的行业经验和较强的市场把握能力。截至 2025 年底, 公司及主要子公司共拥有 153 项计算机软件著作权。此外, 公司通过自身的人才优势, 并从外部引进具备金融券商行业背景的专业人才, 为麦高证券配备研发、营销及管理团队。

图表4: 指南针部分管理层背景介绍 (截止至 2025 年年报)

姓名	职务	履历
吴玉明	董事长	1966年出生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 博士研究生学历。1987年毕业于南开大学金融学专业, 获学士学位; 1990年毕业于南开大学金融学专业, 获硕士学位; 2006年毕业于南开大学金融学专业, 获博士学位。曾任君安证券有限公司营业部职员、中信证券股份有限公司部门经理、副总经理、天府证券有限责任公司党委书记、董事长, 现任公司董事长
冷晓翔	副董事长	1982年出生, 中国国籍, 拥有香港居民身份证(非香港永久居民身份证), 不享有香港永久居留权, 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
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
高海娜	董事、副总经理、首席风险官	1979年出生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 硕士研究生学历。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, 现任公司董事、副总经理、首席风险官

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**股权激励:** 重视人才队伍建设, 完善股权激励机制。2022 年股票期权激励计划和 2023 年股票期权激励计划正在实施中, 在此基础上, 公司进一步推出了 2025 年股票期权激励计划。

图表5: 指南针 2025 年股权激励目标

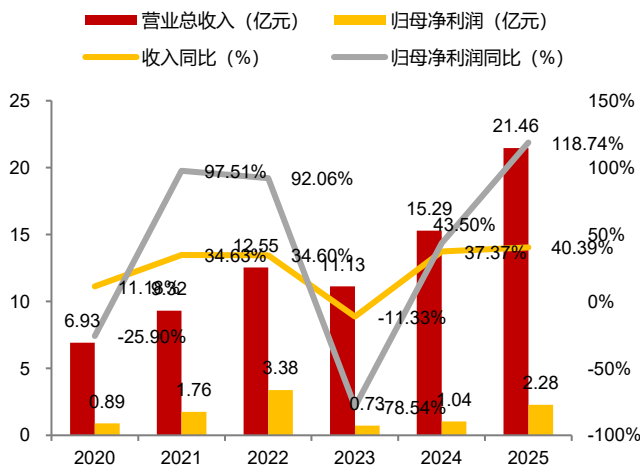
行权期	业绩考核目标
第一个行权期	以2024年为基数，2025年营业总收入增长率不低于12%，或净利润增长率不低于12%。
第二个行权期	考核目标一 以2025年为基数，2026年营业总收入增长率不低于12%，或净利润增长率不低于12%。
	考核目标二 以2024年为基数，2026年营业总收入增长率不低于26%，或净利润增长率不低于26%。

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

### 财务分析：收入+利润+现金流端显著改善，费用率管控取得成效

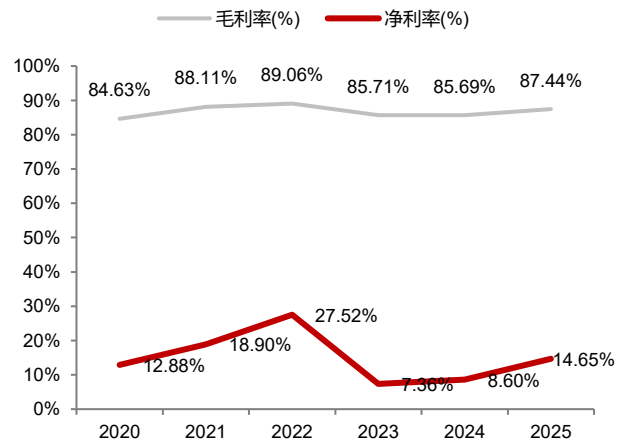
**2025 年收入显著提速，毛利率略增，利润端有所改善。** 1) 收入端：2025 年受益于市场活跃度提升，2025 年公司实现营收 21.46 亿元，同比+40.39%。2) 毛利率端：收入占比 70%+ 的金融 IT 业务毛利率基本稳定，2025 年毛利率略有提升，为 87.44%。3) 利润端：2025 年实现归母净利润 2.28 亿元，同比+118.74%，体现出较好的整体经营情况。

图表6: 2020-2025 年公司营业收入和归母净利润



资料来源：Wind，国盛证券研究所

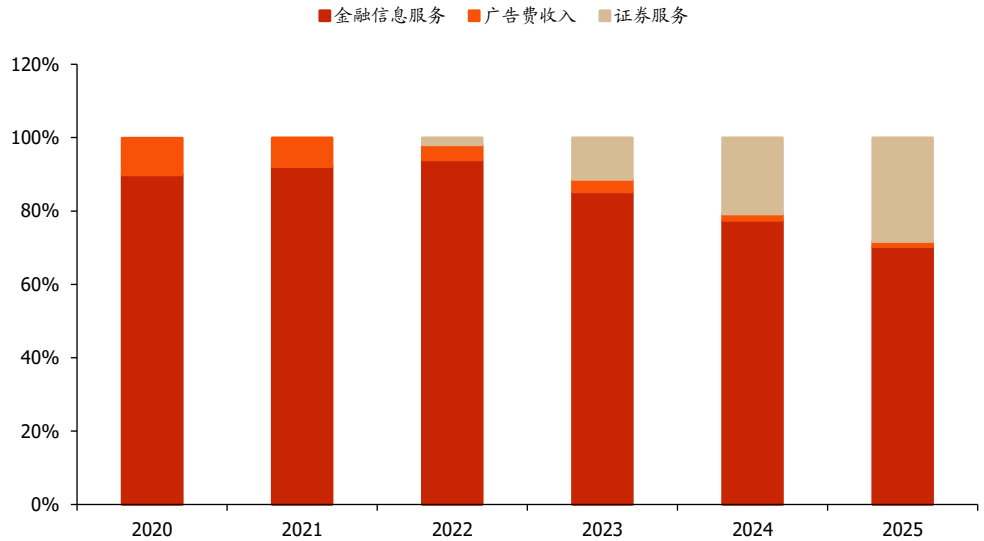
图表7: 2020-2025 年公司毛利率与净利率



资料来源：Wind，国盛证券研究所

**证券业务打开收入成长空间，金融 IT 服务+广告收入稳中有增。** 1) 金融信息服务：该业务保持稳健发展，市场行情向好助力收入提速，2025 年实现营收 15.09 亿元，同比+27.5%，营收占比达 70.32%。2) 证券业务：受益于 2025 年市场交易活跃度提升，同时麦高证券经营情况步入正轨，各项业务逐步进入快速发展阶段，2025 年实现营收 6.07 亿元，同比+91.19%；营收占比增至 28.27%。3) 广告收入：2025 年实现营收 0.30 亿元，营收占比 1.39%，2025 年同比+9.21%。

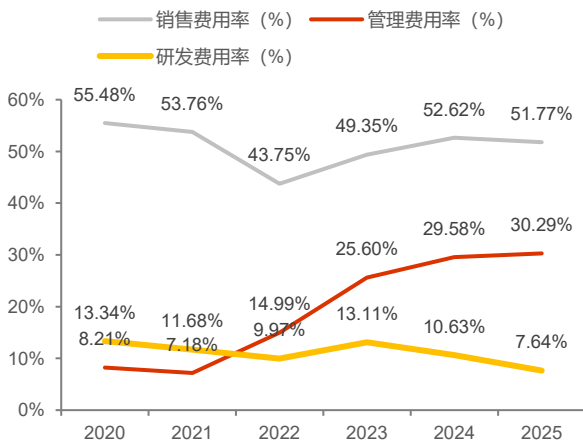
图表8: 2020-2025年公司细分营收构成



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

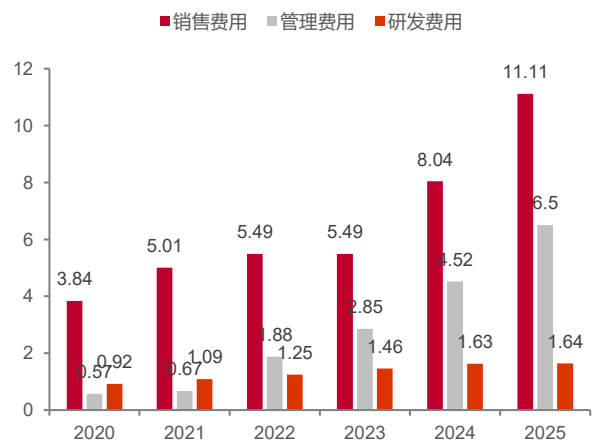
**2025年加大销售端投入力度, 收购麦高后管理费率提升。**2025年, 公司销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为51.77%、30.29%和7.64%, 同比变化-0.85pct、+0.71pct和-2.99pct。1) 2025年公司加大广告宣传投入, 销售费用达11.11亿元。2) 2025年研发费用率有所下降, 但费用投入额仍然提升, 2025年研发费用达1.64亿元。

图表9: 2020-2025年公司销售/管理/研发费用率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

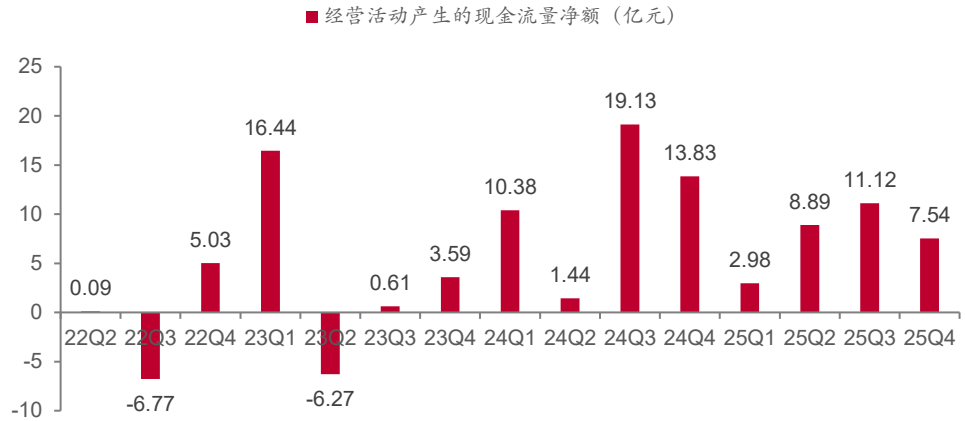
图表10: 2020-2025年公司销售/管理/研发费用 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**2024、2025年经营性现金流端显著改善。**受益于市场行情景气度提升, 公司收入规模扩大带动全年经营性活动现金流净额增长, 2024年实现44.78亿元, 相较2023年实现2倍增长。2024Q1、2024Q3和2024Q4, 公司经营性活动现金流净额分别为10.38亿元、19.13亿元和13.83亿元, 相较2023年增长显著。2025年实现经营性活动现金流净额30.53亿元, Q1-Q4分别实现2.98/8.89/11.12/7.54亿元。

图表 11: 2022-2025 年公司单季度经营性现金流净额



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 金融信息服务: 牛市预期+技术迭代双驱动, 公司已构建成熟产品矩阵

### 行业特性: 牛市先锋, 优选炒股软件

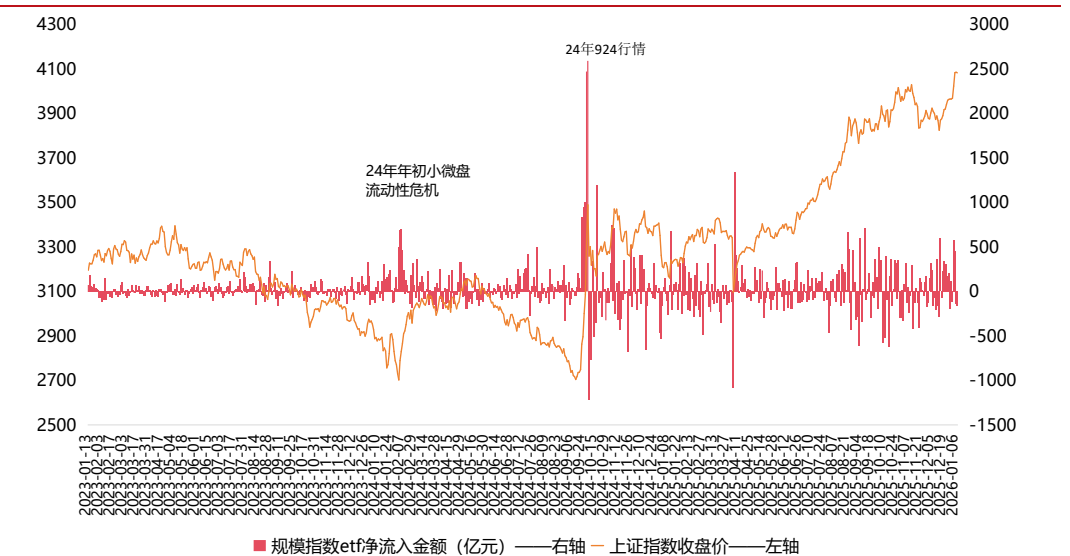
技术更迭是金融 IT 行业发展的内在动力。受益于炒股软件、理财 APP 等产品的更新迭代与功能完备, 金融 IT 的产品或服务将逐步优化用户使用体验, 从而拓展用户的覆盖面并提升应用的普及度。AI 赋能金融软件已成为时代趋势, 相关产品持续推出并更新迭代, 从头部玩家产品推出进展来看:

- **同花顺:** 推出问财 HithinkGPT 大模型, 覆盖智能投顾、金融问答、代码生成等技能, 融合多模态大模型技术, 实现更自然、精准的交互;
- **东方财富:** 研发的“妙想”金融大模型, 将模型能力深度应用于金融研究工作的信息获取、整合、分析各个环节, 不断优化金融垂直能力;
- **指南针:** 借助大数据和 O2O 模式为传统证券业务打造新型特色服务, 并于 2021 年推出智能阿尔法版。

**牛熊转换决定金融 IT 板块涨跌的周期性。**金融 IT 板块的涨跌与市场交易活跃程度紧密相关: 在每轮牛市或交易活跃的行情初期, 股票市场的成交量与其增长预期快速提升。而成交量的提升将拉动金融 IT 产品或服务的订阅量, 因此同花顺、东方财富、指南针等公司业绩增长预期往往会十分充足, 成为带领市场行情发动的“先锋军”。

**2025 年规模指数 ETF 净流入。**2025 年 12 月 31 日规模指数 ETF 资产净值 25656.20 亿元, 较 2024 年 12 月 31 日 21856.45 亿元, 增长 17%。其中, 2024 年年初小微盘流动性危机和 2024 年 924 行情, 指数 ETF 的净流入金额激增。

图表12: 规模指数ETF净流入金额与上证指数周收盘价(亿元)

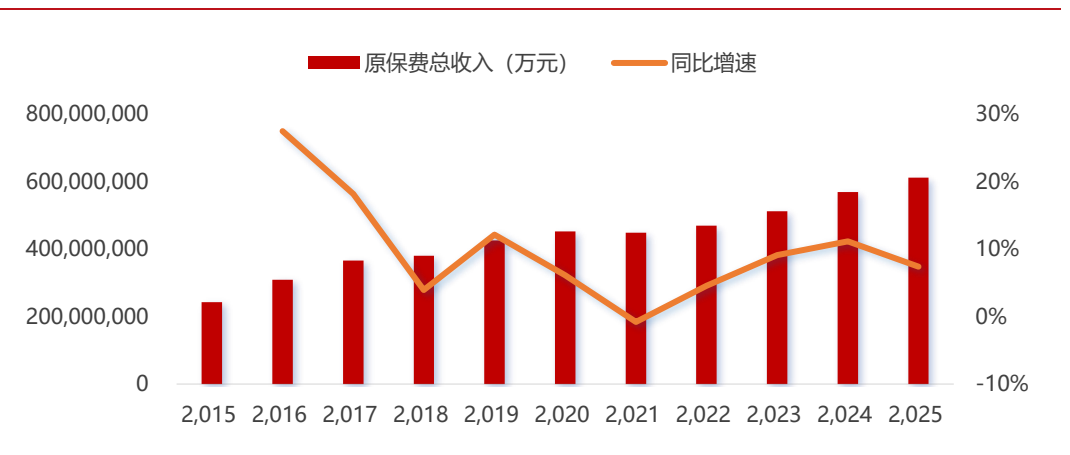


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**2025年保险业资产总额同比增长15.1%。**金融监管总局公布了2025年12月保险业经营情况, 总体来看, 2025年, 我国保险业原保险保费收入6.12万亿元, 其中财产险1.47万亿元、人身险4.65万亿元; 保险业原保险赔付支出2.44万亿元。按可比口径, 行业汇总原保险保费收入同比增长7.4%, 原保险赔付支出同比增长6.2%。截至2025年末, 我国保险业资产总额41.31万亿元, 同比增长15.1%; 净资产3.66万亿元, 同比增长10.2%。

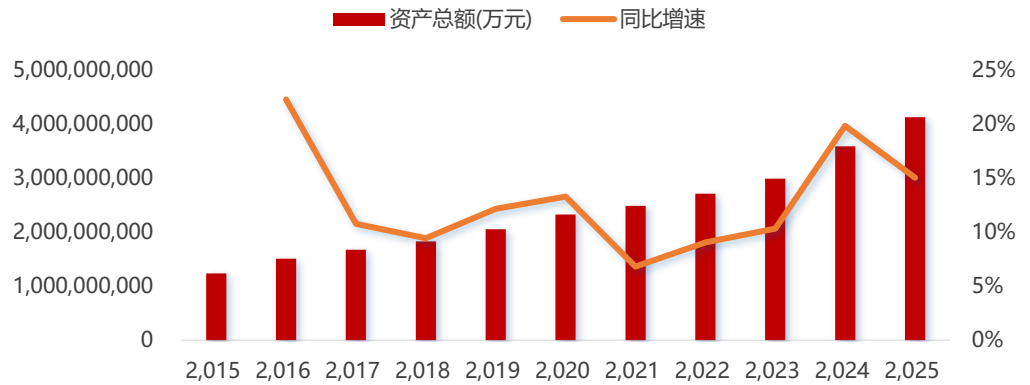
**保险公司权益类资产上调至最高可达到50%。**2025年4月8日, 金融监管总局印发了《关于调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知》, 上调权益资产配置比例上限, 将部分档位偿付能力充足率对应的权益类资产比例上调5%, 进一步拓宽权益投资空间。2020年, 原银保监会发布的《关于优化保险公司权益类资产配置监管有关事项的通知》明确, 根据保险公司偿付能力充足率、资产负债管理能力及风险状况等指标, 明确八档权益类资产监管比例, 最高可到占上季末总资产的45%。本次《通知》下发后, 最高档位偿付能力充足率对应的权益类资产将可达到50%。

图表13: 2015-2025年保险业原保费收入及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

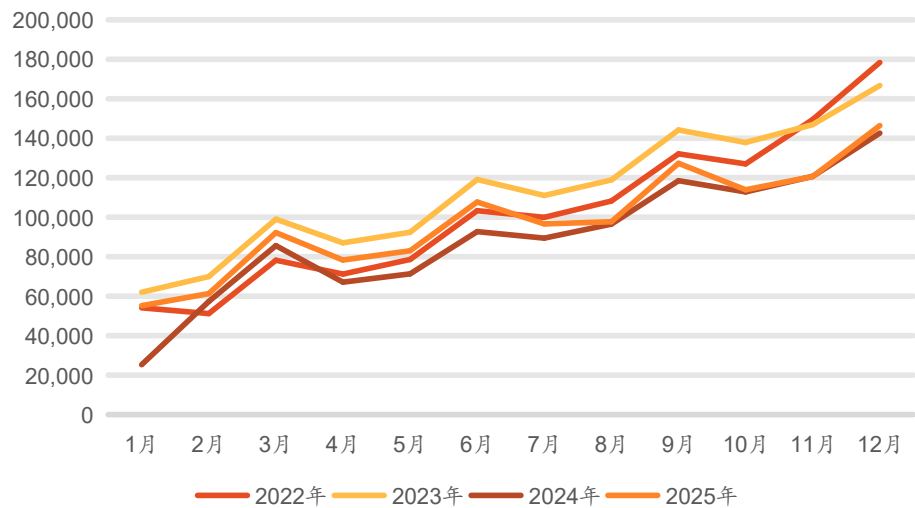
图表14: 2015-2025年保险业资产总额及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**存款搬家有望成为重要增量。**2025H1 居民定存的体量和增速稳健, 下半年增长显著放缓, 截至 2025 年 11 月, 住户存款增量仅 12.06 万亿元, 创下 2022 年以来住户存款增量的最低纪录; 2025 年 12 月略有回升, 但依旧低于 2022 与 2023 年。

图表15: 中国金融机构新增居民户人民币存款累计值(亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**国内流动性料将保持合理充裕。**国内将延续适度宽松基调。根据中国人民银行工作会议的最新定调, 2026 年货币政策将延续适度宽松基调, 2026 年仍有降息空间。

**2026 年我们看好指数继续上攻, 新增开户数与成交额有望跟随指数上涨。**险资托底+居民存款搬家+优质资产上市, A 股资产有望更加具备吸引力。

### 公司分析: 打造多价格梯度产品矩阵, 强化营销建设以提升获客能力

指南针凭借在互金领域的垂类领域优势, 构建了多价格段的产品矩阵, 同时持续加大对营销端投入力度以把握流量入口, 未来有望快速弥补证券类 APP 流量端的劣势, 在用户与收入体量上对齐同花顺等头部玩家。

**产品端：注重构建产品矩阵梯度，版本迭代以提升客户体验。**2025年下半年，公司在产品研发层面，以基于行业和板块主题特征为出发点，重点研发了题材图谱以及相关的题材选股等功能，进一步满足了投资者对于产业链细节的了解以及快速获取市场热点的需求。在因子挖掘方面，增加了潜伏吸筹、机构扫盘点等盘口特征的特色指标。此外，卡位、擒龙平台等核心功能都进行了不同程度的迭代升级，更好的提升了用户的产品使用体验。在技术迭代方面，鸿蒙系统完善了PC端的产品适配，安卓PAD的定制专版也已推进上线。

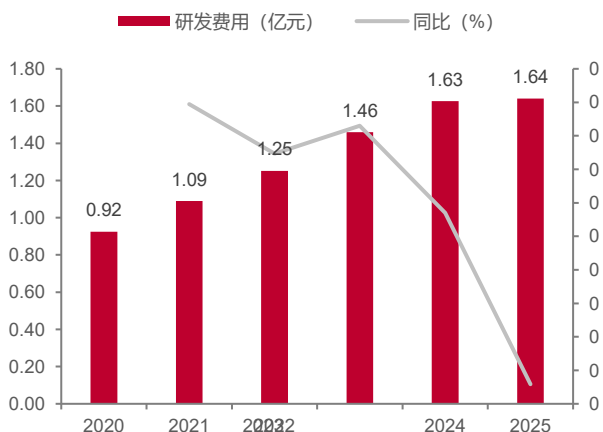
图表16: 指南针金融信息服务产品矩阵



资料来源：指南针官网，国盛证券研究所

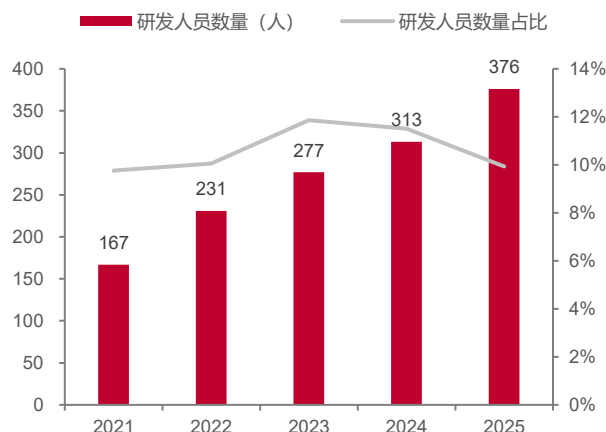
**研发端：高度重视产品创新，持续加大研发投入。**2020-2025年，指南针研发费用从0.92亿元增长至1.64亿元；同时注重研发团队的建设，研发人员数量从2021年的167人增至2025年的376人。截至2025年底，指南针及主要子公司共拥有153项计算机软件著作权，这为公司在金融信息服务领域保持领先地位提供了坚实的技术基础。

图表17: 2020-2025年研发费用情况(亿元)



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表18: 2021-2025年研发人员情况(人)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

**营销端：重视营销和获客投入，推广费显著高于同行。**2020-2025年，指南针的广告宣传和推广费用分别为1.83/2.35/2.66/2.86/3.92/6.53亿元，在广告及市场推广费方面的投入显著高于同花顺和东方财富。公司重视营销投入，采用多种推广模式吸引新客户，加大流量获取与转化力度，同时通过口碑传播和二次消费不断提升提高客户粘性，获取持续性的收入。长期来看，现阶段指南针为增强引流效果而选择加大战略性投入，待用户流量实现赶超之后，成本端优化空间更大，盈利能力有望进一步得到释放。

图表19: 公司在广告宣传和推广投入上高于可比公司 (亿元)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
同花顺	0.07	0.16	0.54	0.62	1.06	2.01	3.15
东方财富	0.87	0.52	1.8	0.75	1.53	1.11	1.29
指南针	1.18	1.83	2.35	2.66	2.86	3.92	6.53

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 证券业务: 参考东财发展路径, 麦高证券有望贡献业绩新增量

### 收购网信证券: 开展证券业务, 三步走战略进入良性循环

收购网信证券 100% 股权, 2023 年 1 月更名为麦高证券。网信证券是一家具有多项稀缺牌照的综合性券商, 2021 年严重资不抵债于 7 月正式进入破产重整流程。2021 年 9 月, 指南针报名参加网信证券破产重整投资人的招募与遴选。2022 年 2 月, 指南针被确定为网信证券重整投资人并在 4 月获批行政许可。2022 年 7 月, 指南针取得网信证券 100% 股权, 正式纳入合并报表。2023 年 1 月, 网信证券更名为麦高证券。

图表20: 指南针收购网信证券历程



资料来源: 指南针年报, 公司公告, 财联社, 21 世纪经济报道, 国盛证券研究所

做好“五年三步走”规划, 证券业务有望成为“第二增长曲线”。指南针计划将麦高证券打造为“以财富管理为基础, 以证券资产管理为重点, 以投行、自营等为重要补充”的证券公司, 为其未来五年的发展设计了“三步走”的规划。

图表21: 麦高证券发展“五年三步走”规划

阶段	规划
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;
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;
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。

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

麦高证券：逐步进入良性经营轨道，为母公司业绩增长注入新动能

业务领域多元，覆盖证券经纪、投行、资管、自营等。指南针持续发挥资源整合、产品研发等核心竞争优势及整体协同效应，推动麦高证券快速发展。麦高证券营收以经纪业务为主，赚取客户的手续费及佣金；自营业务主要靠赚取投资收益，自2022年网信证券被收购以来增长迅速。

图表22: 麦高证券现有核心业务梳理

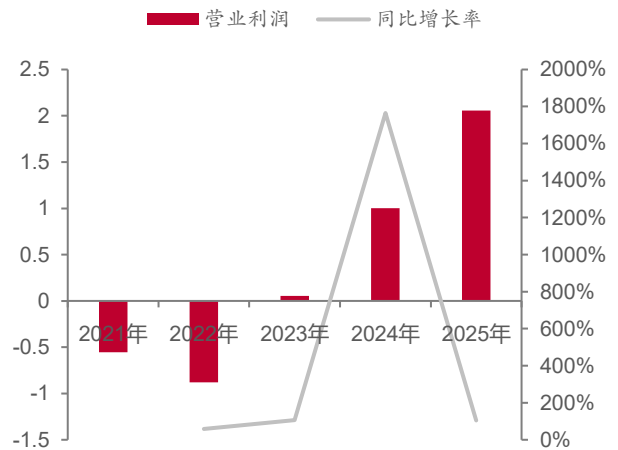
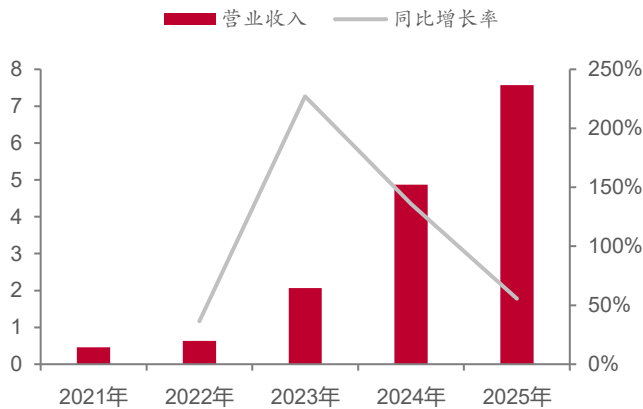
业务内容	
证券经纪	麦高证券经纪业务线在全国近25个重要中心城市设有29家分支机构及5家分公司，构建起辐射广泛、布局完善的服务网络。
投资银行	麦高证券投资银行部致力于为各类企业和客户提供全方位的投资银行服务，涵盖债券融资、股权融资、并购重组、新三板挂牌及北交所上市等业务。为适应客户需求和多元化发展需要，麦高证券各部门通力合作，致力于为客户提供一站式综合金融解决方案和个性化服务。
资产管理	已建成了一支高素质的专业团队，团队成员来自国内金融圈前沿，具有丰富的金融行业从业经验，在业界获得广泛的好评，致力为投资者提供全方位的、优质的资产管理服务。
研究业务	麦高研究遵循独立、客观、公正的原则，聚焦于打造具有麦高特色的、基于量化研究的金融产品研究体系。建立基础研究、专项研究、以及根据个性化需求的定制研究服务。我们深入追踪指数及指数产品市场动态，探寻投资者趋势，全方位描绘研究对象画像，充分尊重客户禀赋。
理财产品	诸多理财产品

资料来源：麦高证券官网，国盛证券研究所

收购助力子公司增收增利，经营情况与财务端显著改善。自2022年被收购以来，麦高证券营收从2022年0.63亿元增长到2025年的7.57亿元；营业利润从2022年-0.88亿元的亏损状态，至2023年实现扭亏为盈，2025年已创下盈利2.06亿元的新高水平，可见并购后子公司经营情况逐步回到正轨。

图表23: 2021-2025年麦高证券营业收入快速增长(亿元)

图表24: 2022年收购完成, 2023年实现营业利润扭亏为盈(亿元)

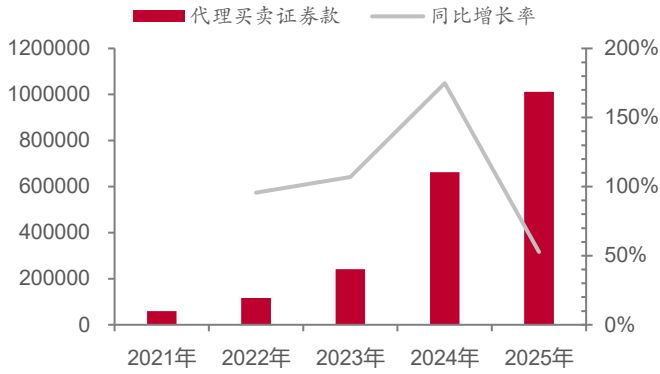


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

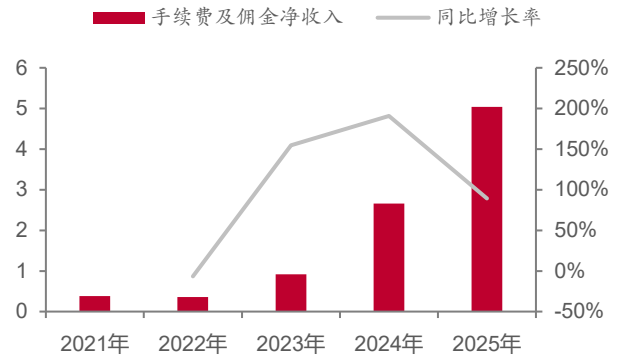
细分来看，2025年手续费及佣金净收入大幅增长，同比+89.37%。细分来看，2025年麦高证券手续费及佣金净收入5.04亿元，较上年同期增长89.37%；利息净收入1.01亿元，较上年同期增长32.61%；投资收益1.60亿元，较上年同期增长12.31%。2025年末，代理买卖证券款101.15亿元，较2024年末66.24亿元增长52.72%。

图表25: 2021-2025年麦高证券代理买卖证券款(万元)



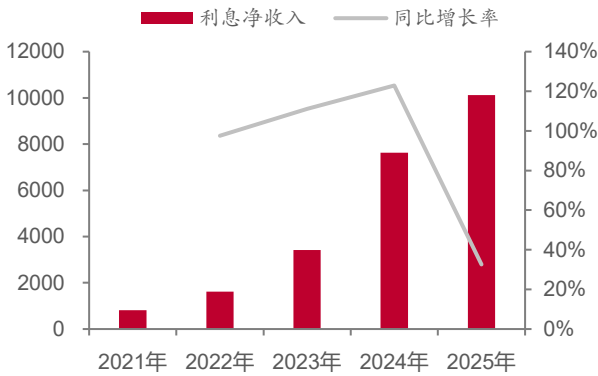
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表26: 2021-2025年麦高证券手续费及佣金收入(亿元)



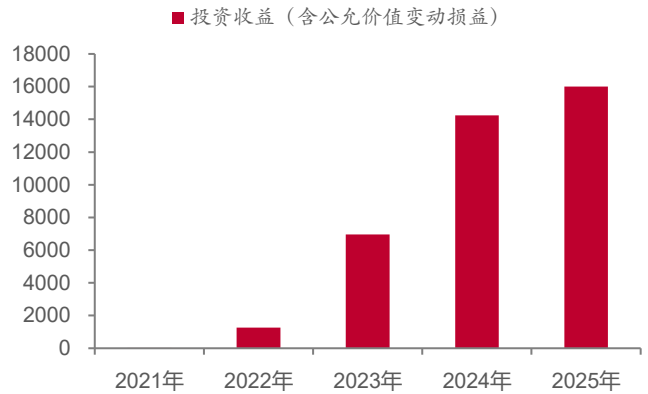
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表27: 2021-2025年麦高证券利息净收入(万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表28: 2021-2025年麦高证券投资收益快速增长(万元)

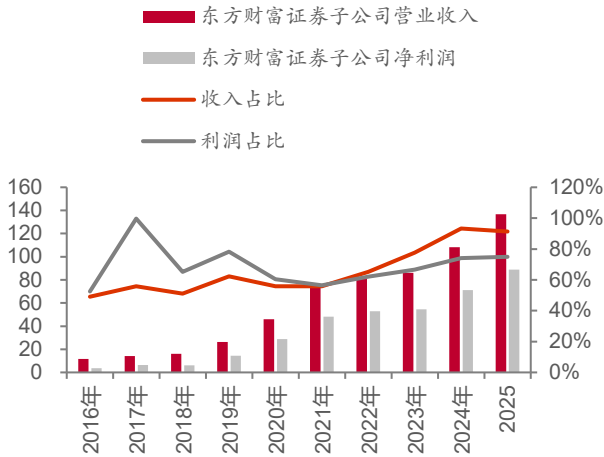


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**未来展望: 对标东财证券, 麦高或在切入时机与获客潜力方面更具优势**

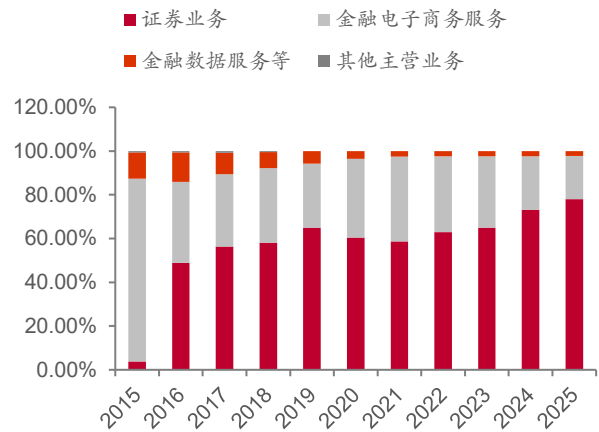
**东方财富证券: “互联网券商”龙头, 长期为母公司贡献业绩增量。**2015年, 东方财富通过发行股份购买资产的形式进行并购, 并配套融资40亿元, 实现对西藏同信证券控股, 持股比例为99%。2016年3月, 西藏同信证券正式更名为“东方财富证券”。经过多年发展, 东方财富证券已逐步成为母公司的收入与利润的贡献主力。

图表29: 2016-2025年东方财富证券营业收入与净利润(亿元)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表30: 2015-2025年东方财富营收结构变化(%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

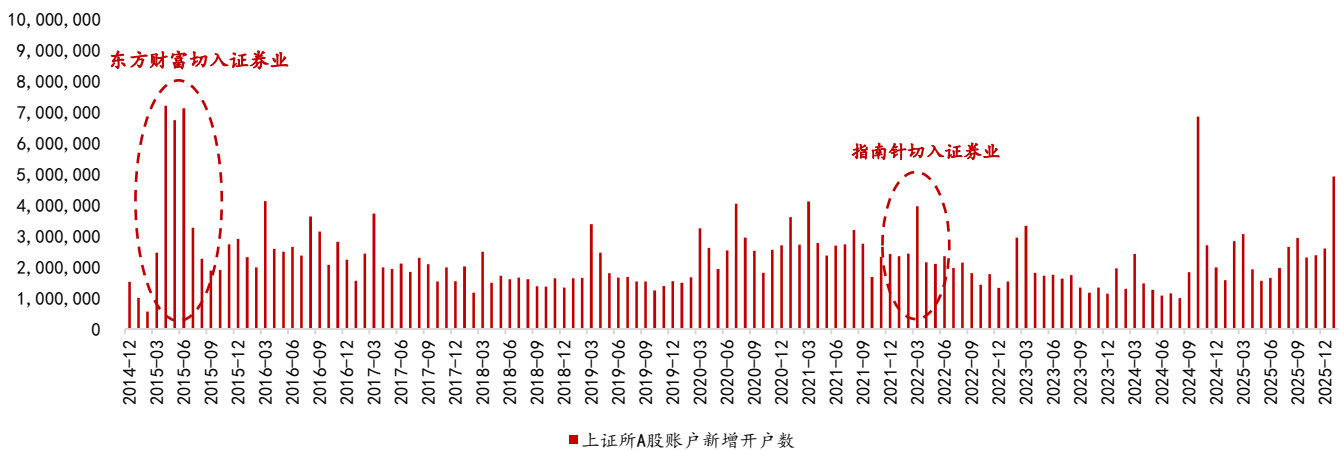
**借助于指南针在金融 IT 领域积累的垂类优势，麦高证券的未来发展路径有望对标东方财富证券，实现经纪业务排名快速上升至行业中位的目标。**

**市场行情可比：“9.24”引领新一轮行情，证券 APP 开户活跃度高。**指南针收购麦高证券的时间点和东方财富收购西藏同信证券时点均选取在市场活跃度高的时点。

**东方财富：**选择于 2015 年切入证券赛道，东方财富通过同信证券经纪业务提供用户流量接口，成功将自身积累的客户生态流量迅速变现，实现了基金代销、证券经纪、融资融券等收入的爆发式增长。

**麦高证券：**选择于 2022 年切入证券赛道，截至目前，麦高的经营情况已基本重回正轨，与指南针在运用和资源协同等方面已有一定经验。

图表31: 东方财富和指南针两家公司均选取在市场活跃度高的时点切入证券赛道(户)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 盈利预测

**收入端：**预计 2026 年-2028 年公司的营业收入为 **29.66/37.99/44.37** 亿元,同比增长 **38.2%/28.1%/16.8%**。

**金融信息服务：**金融信息服务业务与资本市场景气度高度关联，尤其是与一定周期内证券市场总成交额规模呈一定的正相关性和滞后性。2026 年，国内资本市场企稳向好，证券市场交易活跃度持续提升，预计对公司金融信息服务业务产生积极影响。2025 年全年新增开户数 2743.69 万户，同比增加 9.8%；2025 年公司金融信息服务增速为 27.5%，假设资本市场活跃度保持，2026-2028 年该业务营收增速为 30%/20%/15%。金融信息服务业务轻资产运营，毛利率保持稳定，假设 2026-2028 年该业务毛利率为 87%/87%/87%。因此，我们预测该业务 2026 年-2028 年营业收入为 19.62/23.54/27.07 亿元。

**证券服务：**公司利用在金融信息服务行业底蕴深厚的技术基因，为麦高证券提供先进的金融科技服务手段，深度融合金融信息与证券服务，发展以金融科技为特色的证券公司，从而进一步完善公司在证券服务领域的业务布局，全面提升公司的经营能力和盈利能力。证券经纪业务与资本市场成交额呈现相关性，2025 年证券经纪业务手续费净收入 5.04 亿元,较上年同期增长 89.37%。假设 2026-2028 年该业务营收增速为 60%/45%/20%。因此，我们预测该业务 2026 年-2028 年营业收入为 9.71/14.08/16.89 亿元。

图表32: 公司分项业务预测

(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
金融信息服务营收	1183.7	1509.2	1961.9	2354.3	2707.5
yoy	25%	28%	30%	20%	15%
证券服务营收	317.3	606.7	970.7	1407.6	1689.1
yoy	152%	91%	60%	45%	20%
其他业务营收	0.3	30.3	33.3	36.6	40.3
yoy		8756%	10%	10%	10%
营业收入(百万元)	1528.7	2146.2	2966.0	3798.5	4436.9
yoy	37%	40%	38%	28%	17%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**费用率端：**持续加码研发与营销投入。公司重视营销投入，采用多种推广模式吸引新客户，加大流量获取与转化力度，同时通过口碑传播和二次消费不断提升提高客户粘性，**预计 2026-2028 年销售费用率将分别为 50%/49%/48%**。随着公司规模扩展，运营经验不断积累，公司的管理费率维稳，**预计 2026-2028 年管理费用率将分别为 30%/30%/30%**。公司持续加大研发投入，**预计 2026-2028 年研发费用率将分别为 9%/9%/10%**。

**估值与投资建议：**预计 2026-2028 年公司实现归母净利润分别为 **3.49/4.85/6.05** 亿元，以 2026 年 5 月 11 日收盘价计算，对应 PE 分别为 **189/136/109x**，对应 PS 分别为 **22/17/15x**。我们选取同花顺、财富趋势、东方财富作为可比公司，原因在于三家公司均为金融终端信息服务领军公司，与指南针具备可比性。三家可比公司 2026-2028 年平均 PE 分别为 51/44/42x，平均 PS 分别为 38/33/30x (对应 2026 年 5 月 11 日收盘价)。由于金融信息服务 EPS 爆发与市场活跃度正相关，估值弹性牛市阶段也变化极大，故采用 PS 估值，指南针 PS 低于可比公司平均 PS。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表33: 可比公司估值表 (截止至 2026 年 5 月 11 日, 可比公司数据来自 wind 一致预期)

可比公司	市值 (亿元)	营业收入 (百万元)			归母净利润 (百万元)			PS			PE		
		2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
同花顺	1,920	7771	9132	10256	4262	5113	5903	25	21	19	45	38	33
财富趋势	313	444	515	547	373	417	425	71	61	57	84	75	74
东方财富	3,363	18984	21025	22967	14646	16341	17876	18	16	15	23	21	19
均值								38	33	30	51	44	42
指南针	662	2966	3799	4437	349	485	605	22	17	15	189	136	109

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 风险提示

子公司经营不及预期风险: 若麦高证券、先锋基金等子公司经营不及预期, 则对公司整体盈利能力会造成一定不利影响。

经济下行超预期风险: 若宏观经济景气度下行, 从而影响各行业生产意愿, 对股票市场会造成不利影响, 进而影响公司业绩。

资本市场大幅波动风险: 若资本市场大幅波动, 导致交易量大幅波动, 将会对企业的盈利能力产生影响。

### 免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层  
 邮编：100077  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋  
 邮编：200120  
 电话：021-38124100  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com