

再论公司的长期成长性与短期业绩弹性

核心观点

指南针原有主业是金融信息服务，通过向中小投资者售卖软件赚取收入，2022年整合麦高证券后，逐步发展成为互联网券商。我们认为，长期来看，流量平台的先发优势并非该行业的绝对壁垒，公司管理层的经营能力足以让公司成长为优秀的互联网券商。其次，短期来看，由于2022年下半年基数较低，叠加公司基本面的变化，2023年下半年有望实现业绩困境反转。

简评

公司简介：指南针原有主业是金融信息服务，通过向中小投资者售卖软件赚取收入，2022年整合麦高证券后，逐步发展成为互联网券商。根据公司回复深交所重组事项问询函的公告内容，截至2021年末，公司软件累计注册用户数1500万，累计付费用户数150万，2022年公司实现营收12.6亿，归母净利润3.4亿，其中金融信息服务收入11.8亿，该业务毛利率88.7%。

推荐逻辑：1) 下半年业绩有望困境反转：由于2022年下半年证券市场景气度下滑以及公司刚并表亏损的麦高证券，业绩同比基数较低(22H2营收3.47亿，归母净利0.14亿)，而公司拟在23年H2安排另一款高端产品的集中销售活动，同时叠加麦高证券经纪业务有序展业，有望实现盈亏平衡，预计下半年公司整体业绩有望大增。2) 互联网证券业务高成长性：未来待定增落地，资金充足后，麦高证券有望加速发展。

另外，市场普遍认为公司用户数量少，发展潜力有限，对此我们有不同观点：

1) 历史来看，尽管公司免费注册用户数与部分行业龙头相比有差距，但如果拆解同花顺等公司来对比，指南针的核心付费用户数量和金融信息服务业务创收能力与同行相比并不少。(2022年同花顺增值电信服务收入15.4亿，其中包括iFind终端销售收入；同花顺C端日活数量1463万人，我们推算全量转化率约为10-15%，对应付费用户150-200万)。

2) 短期来看，当前获客能力基本足够实现战略目标。公司战略目标是到2027年，麦高证券力争将经纪业务排名做到中证协披露的2021年证券公司经纪业务排名20名，根据公司在定增项目问询函中的预测，2025-2026年公司每年新增开户数分别约为20-24万，我们认为这与公司当前已具备的运营能力相匹配，目标实现的可能性较大。

指南针(300803.SZ)

维持

买入

赵然

zhaoran@csc.com.cn

021-68801600

SAC 编号:S1440518100009

SFC 编号:BQQ828

吴马涵旭

wumahanxu1@csc.com.cn

SAC 编号:S1440522070001

发布日期：2023年06月14日

当前股价：52.77元

目标价格6个月：81.5元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

1个月	3个月	12个月
-2.53/1.04	-3.98/-2.34	17.08/15.32
12月最高/最低价(元)		63.69/41.03
总股本(万股)		40,699.40
流通A股(万股)		40,187.02
总市值(亿元)		197.23
流通市值(亿元)		194.75
近3月日均成交量(万)		908.43
主要股东		
广州展新通讯科技有限公司		40.70%

股价表现



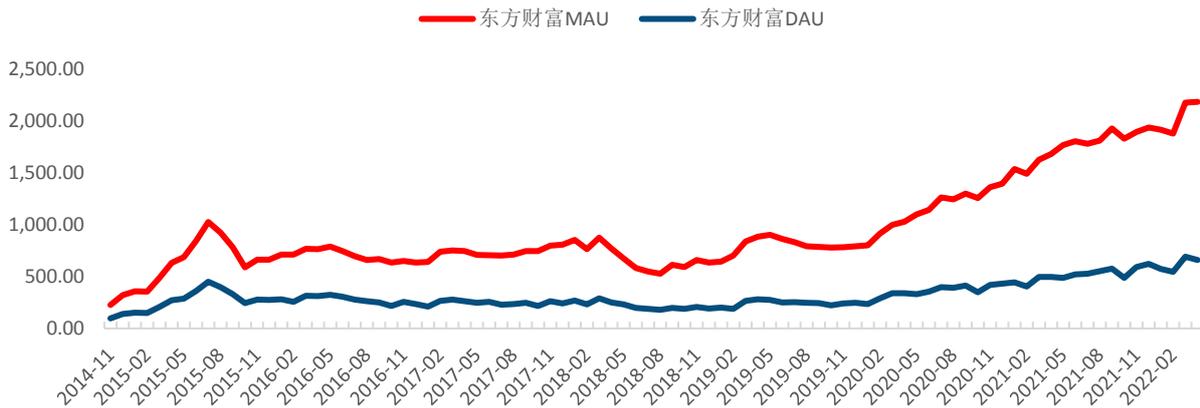
相关研究报告

3) 长期来看, 当前是否拥有流量平台, 并不构成公司成长性的核心掣肘。

原因有二: 一是中长期来看是否拥有流量平台并非是确定不变的情况, 市场上没有牌照但有流量的中小平台众多, 合作机会大有可为。二是拥有流量优势是增长的结果, 而不是增长的原因。对于后者具体分析如下:

数据显示: 当年东财收购同信证券时, 也并非市场上最有优势的流量平台。 2015 年东方财富收购西藏同信证券, 后来成为公司旗下东方财富证券, 为公司提供了经纪和两融业务的高额收入及利润, 而在收购之初, 公司的流量平台运营基础也并非如今日般强大, 根据 *QuestMobile* 统计的数据显示, 2014 年底, 东方财富 APP 的月活大约为 300 万, 日活约为 140 万, 当时业内如同花顺炒股票月活数量已有 2000 万, 而大智慧、雪球等平台月活数量分别也有 550 万和 160 万, 甚至券商 APP 中也有不少与东方财富不相上下, 例如中国银河证券月活 170 万、国信证券金太阳月活 200 万。但经过公司长期正确运营和投入, 叠加市场行情提供的机遇, 到 2023 年 4 月, 东方财富 APP 月活数量已经增长到 2000 多万。由此可见, 流量平台的先发优势并非简单地成为绝对壁垒, 东财之所以成功, 回过头来看, 更重要的是公司管理层的战略规划, 经营团队的互联网思维, 以及将用户和场景的理解力贯穿到产品设计开发上后的持续迭代。

图 1: 东方财富 2014 年以来月活用户和日活用户数对比



数据来源: *QuestMobile*, 中信建投证券

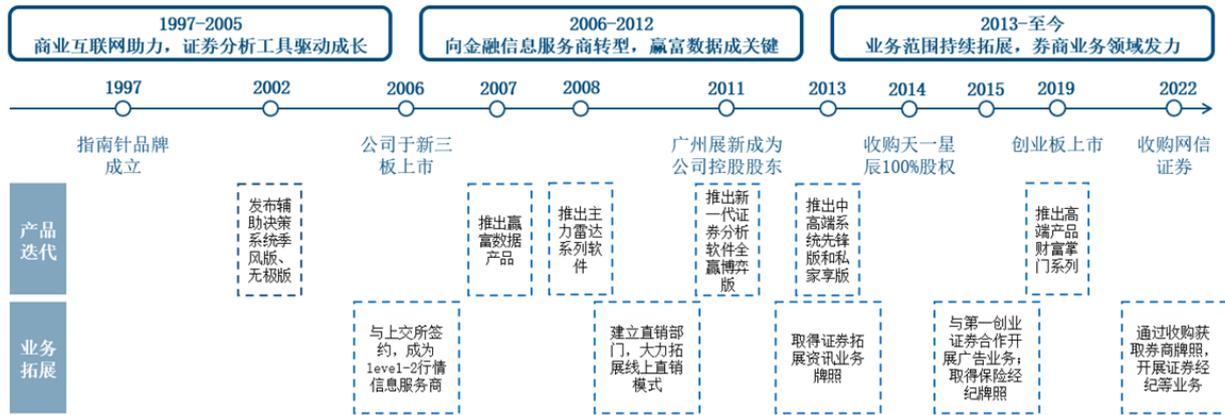
表 1: 整合证券牌照时, 东方财富与指南针情况对比 (2014 年的东方财富 vs 2021 年的指南针)

---	指南针	东方财富
经营情况	2021 年营收 9.32 亿元, 同比增长 34.63%; 其中金融信息服务 2014 年营收 6.12 亿元, 同比增长 146.31%; 其中金融数据服务收入贡献 8.59 亿元, 占比 92.08%; 归母净利润 1.76 亿元, 务贡献 1.45 亿元, 占比 23.64%, 金融电子商务业务贡献 3.72 亿元, 占比 60.79%; 归母净利润 1.66 亿元	同比增长 97.51%
主要业务	以证券工具型软件终端为载体, 向投资者提供金融数据分析 和证券投资咨询服务; 同时还涉及广告服务业务	通过网站平台提供专业的、及时的、海量的金融资讯信息, 旗下的主要网站包括东方财富网、股吧、天天基金网等
获客渠道	多元化产品矩阵+互联网直销模式精准获客, 通过体验式营销 实现产品的销售	通过股吧、东方财富网、天天基金网积累用户, 通过广告等形式推广, 转化为付费客户
用户数量	2021 年末累计注册用户 1500 万, 150 万累计付费用户	2014 年末 APP 月活跃用户 300 万, 日活 140 万
客户群体	客户群体相对较小但证券属性强; 用户群体呈现高活跃、专业化特征	涉及群体较为全面

资料来源: 公司公告, *Wind*, 中信建投证券

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

指南针的主创及核心管理层，既有清华大学计算机系毕业，曾在搜狐公司长期任职的互联网领军人才，也有长期从事财经资讯，或在基金公司任职过的金融高管，从过往多年公司产品所产生的用户粘性来看，形成了一定的用户壁垒和价值，此处不作赘述，详见我们 2023 年 4 月 10 日发布的公司深度报告《峥嵘二十余载，成长曲线逐步明晰》，关于公司的成长历程和管理层情况简介如下：

图 2:指南针的发展历程


数据来源：公司招股说明书，中信建投证券

表 2:指南针公司管理层主要人员

现任职位	姓名	曾任职位及履历
董事长	顿衡	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。
副董事长、总经理	冷晓翔	1982 年出生，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，总监，副总经理职务。
董事、副总经理、董事会秘书	孙鸣	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。孙鸣先生是公司发起人之一，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。
董事、财务总监	郑勇	曾任普华永道会计事务所并购交易部高级顾问，德勤会计事务所审计部，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；2011 年至今担任公司董事，财务总监。
副总经理	陈岗	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。
副总经理、产品部总监	张黎红	现拥有证券投资咨询执业资格；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。
副总经理、首席风险官	高海娜	曾任兴业基金管理有限公司北京分公司总经理助理，北京字跳网络技术有限公司证券投资基金业务公共事务负责人，2022 年 7 月入职公司。

资料来源：公司公告，中信建投证券

盈利预测与估值：预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 1682.97 百万元/2431.52 百万元/3352.06 百万元，对应同比增速 34.1%/44.5%/37.9%；归母净利润 342.85 百万元/510.50 百万元/537.89 百万元，对应同比增速 1.3%/48.9%/5.4%；按照 2023/6/13 日收盘价，对应 2023-2025 年 PE 估值分别为 62.64x/42.07x/39.93x，对应 PS 为 12.

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

76x/8.83x/6.41x，维持“买入”评级。

表 3:关键财务指标预测与估值

单位：百万 CNY	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	571.27	669.10	577.70	622.97	692.60	932.42	1255.06	1682.97	2431.52	3352.06
同比%		17%	-14%	8%	11%	35%	35%	34.1%	44.5%	37.9%
毛利率	88.8%	88.4%	85.5%	85.5%	84.6%	88.1%	89.3%	87.9%	89.0%	90.3%
归母净利润	144.67	154.82	127.87	120.38	89.21	176.2	338.40	342.85	510.50	537.89
同比%	37.4%	7.0%	-17.4%	-5.9%	-25.9%	97.5%	92.1%	1.3%	48.9%	5.4%
净利率	25.3%	23.1%	22.1%	19.3%	12.9%	18.9%	27.0%	20.4%	21.0%	16.0%
经营现金流	178.55	170.54	169.21	48.21	230.58	373.05	385.61	437.76	559.66	575.11
同比%		-4.5%	-0.8%	-71.5%	378.3%	61.8%	3.4%	13.5%	27.8%	2.8%
净资产	387.15	541.52	669.38	1089.26	1120.7	1282.08	1701.13	1946.29	2311.32	2695.95
同比%		39.9%	23.6%	62.7%	2.9%	14.4%	32.7%	14.4%	18.8%	16.6%
ROE		33.3%	21.1%	13.7%	8.1%	14.7%	22.7%	18.8%	24.0%	21.5%
EPS	0.42	0.44	0.37	0.34	0.22	0.44	0.83	0.84	1.25	1.32
BPS	1.77	1.56	1.92	2.69	2.77	3.17	4.18	4.78	5.68	6.62
动态 PE	125.64	119.93	142.62	155.21	239.86	119.93	63.46	62.64	42.07	39.93
动态 PS	37.60	32.10	37.18	34.48	31.01	23.03	17.11	12.76	8.83	6.41
预测 PE	--	--	--	--	--	--	--	60.00	65.00	65.00
目标市值（亿元）	--	--	--	--	--	--	--	205.7	331.8	349.6

资料来源：公司公告，中信建投证券

风险分析

市场波动引致经营业绩变动的风险。公司的主营业务是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。随着中国经济快速发展及国家政策的推动，国内证券市场发展迅速，投资者队伍不断壮大，也为互联网金融信息服务行业的发展带来了广阔的空间。该业务的经营情况与证券市场的发展和景气程度密切相关。未来，若证券市场出现长期低迷、市场交投不活跃等情况，或证券市场出现大幅波动、投资者对金融信息及咨询等服务的需求可能出现下降或发生较大变化，从而引起公司产品销售和服务收入的下滑最终导致公司盈利能力的波动。

现有业务受行业监管政策变动影响的风险。若未来国内关于金融信息经营许可、证券投资咨询业务许可的政策发生变化，出现公司当前证书失效后无法继续取得该类许可的情形，则可能直接影响公司现有业务的正常经营。

市场竞争加剧的风险。公司经过多年的研发和经营，已形成技术、产品、用户、服务及平台等多方面的竞争优势，具备一定的市场竞争实力。但是，由于互联网技术、金融产品的创新速度较快，国内同行业公司均在不断增加资金、技术的投入，国际知名企业也在不断进入国内市场，互联网金融信息服务行业的市场竞争日趋激烈。随着投资者对金融信息的需求不断增加，对相关产品的数据处理能力、安全性、系统可扩展性的要求不断提高。如果公司不能适时加大人力物力的投入、及时进行产品升级和新产品开发，或出现决策失误、市场开拓不力等情况，则将面临不利的市场竞争局面。

分析师介绍

赵然

中信建投非银金融与前瞻研究首席分析师

中国科学技术大学统计与金融系硕士。曾任中信建投金融工程分析师，2018 年 Wind 金牌分析师金融工程第 2 名团队成员，2020 年，2021 年 Wind 金融分析师非银金融第 1 名，2020 年，2021 年新浪金麒麟非银金融新锐分析师第 1 名。

吴马涵旭

复旦大学硕士，3 年多行研经验，主要覆盖证券行业和金融科技（支付/消金/理财等）。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街2号凯恒中心B
座12层
电话:(8610) 8513-0588
联系人:李祉瑶
邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号
南塔2103室
电话:(8621) 6882-1600
联系人:翁起帆
邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交
汇处广电金融中心35楼
电话:(86755) 8252-1369
联系人:曹莹
邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
中环交易广场2期18楼
电话:(852) 3465-5600
联系人:刘泓麟
邮箱:charleneliu@csci.hk