

指南针 (300803.SZ)

启动互联网券商新蓝图

买入

核心观点

指南针兼具“互联网流量+证券牌照”两大优势。公司坐拥千万客户流量，面向C端以金融信息服务为核心，客户粘性高，付费意愿强。当前公司以软件服务为主，信息服务占比近九成，产品在高交易属性客户中口碑较强。截止2021年底，公司累计付费客户150万人，高端线产品私享家版收入增长迅速。2022年收购网信证券获得证券业务资格，突破发展瓶颈。数据积累和流量优势将为公司后续推进财富投顾、研发量化资管产品等业务提供基础。

国内证券分析和信息服务的初创者与领跑者。1997年，指南针品牌在北京创立，2001年北京指南针科技发展股份有限公司成立，是中国首家定位于个人投资者金融服务的股份制企业。公司是国内老牌金融信息服务商，深耕证券分析和信息服务26年，公司当前以民营企业和自然人股东为主，核心管理层为技术人员，高筑互联网技术护城河，预计新品类研发持续。

重整网信证券，实现“信息服务+证券经营”双增长曲线。公司自2022年2月即被确定为网信证券重整投资人，后续探索“金融信息服务商+互联网券商”战略版图，探索流量多元变现模式。市场可能低估新一代互联网券商的发展空间，对标海外嘉信理财、Robinhood等机构探索经验，除传统经纪业务导流外，判断后续有望在信用（客户加杠杆）、资管（优质管理人孵化）、财富（投顾）、数据（零售客户流量数据脱敏后整合）等多个维度实现变现。

与东方财富、同花顺形成差异化优势。相比东方财富，公司客户群体以高净值个人客户为主，客户粘性较高；相比同花顺，同花顺主要以APP为主，指南针以PC为主，APP为辅，此外公司拥有券商牌照，发展天花板更高。公司产品和服务功能主要立足于资本市场数据信息的收集、整理、汇总、展示等角度，向投资者提供投资角色的辅助工具和功能，依托金融工程学方面的积淀，以及对中国证券市场和中小投资者的理解，推出满足中小投资者的服务。公司尤其是面对高端客户的产品比较丰富。

盈利预测与估值：预计2023年-2025年公司营业收入分别为14.66亿元、17.35亿元、20.71亿元，归母净利润分别为4.84亿元、6.77亿元、8.08亿元，增速分别为41%、40%、19%。考虑到整合网信证券后，在充分发挥业务协同效应的同时，将持续完善业务布局，迎来快速稳健的成长预期。因此，我们在估值均值上给予30%-40%的溢价，对应目标价为70.59-76.02元/股，较当前还有32%-39%的增长空间，首次覆盖对公司给予“买入”评级。

风险提示：金融监管政策不确定性风险；金融信息服务业务受证券市场景气度影响的风险；网信证券整合效果不及预期的风险；市场竞争加剧的风险。

盈利预测和财务指标

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	932	1,254	1,466	1,735	2,071
(+/-%)	35%	35%	17%	18%	19%
净利润(百万元)	176	344	484	677	808
(+/-%)	98%	95%	41%	40%	19%
摊薄每股收益(EPS)(元)	0.44	0.84	1.19	1.66	1.98
净资产收益率(ROE)	14.7%	23.0%	24.9%	26.4%	27.8%
市盈率(PE)	91.0	64.3	45.7	32.7	27.4
市净率(PB)	12.5	13.0	10.5	8.0	7.0

资料来源: Choice、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

非银金融·证券 II

证券分析师: 戴丹苗 0755-81982379 daidanmiao@guosen.com.cn
 证券分析师: 王剑 021-60875165 cnwangjian@guosen.com.cn
 S0980520040003 S0980518070002

证券分析师: 林珊珊

linss@guosen.com.cn
 S0980518070001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	70.59 - 76.02元
收盘价	51.39元
总市值/流通市值	20914/20122百万元
52周最高价/最低价	64.76/39.99元
近3个月日均成交额	530.11百万元

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《指南针(300803.SZ)-业绩快速增长,互联网券商成长可期》
——2022-08-21
- 《指南针(300803.SZ)-一季度持续快速增长,现金流大幅提升》
——2022-05-05

内容目录

主要内容和核心观点	5
公司概况：国内证券分析和信息服务的初创者	5
历史沿革：深耕金融信息服务业 26 年	5
公司治理：管理层稳定 股权结构集中	6
公司业务与产品：聚焦主业，稳健发展金融信息服务业务	8
行业简析：“互联网+券商”重塑市场新格局	11
金融信息服务行业：市场需求持续增长，政策促进行业高速发展	11
互联网券商行业：“互联网+券商”重塑证券业务新格局	12
互联网券商竞争格局：金融科技赋能，构建核心竞争力	14
行业发展空间：互联网券商迈入“互联网+财富管理”新时代	15
竞争优势分析：技术为基、产品为本	16
传统金融信息服务的竞争优势	16
聚焦主业，加大广告宣传与研发投入	17
收购网信证券，打造“金融信息服务商+互联网券商”战略版图	18
财务分析	19
持续聚焦主营业务，营收稳健增长	19
盈利能力稳定，毛利率稳定在 80%以上	22
盈利预测	23
假设前提	23
未来三年盈利预测	23
盈利预测的敏感性分析	24
估值与投资建议	24
相对估值	24
相对估值的敏感性分析	25
投资建议	25
风险提示	25
附表：财务预测与估值	27

图表目录

图 1: 指南针历史大事沿革	6
图 2: 公司股权结构	7
图 3: 2017 年-2022 年三季度公司营收状况	9
图 4: 公司主营业务构成图	9
图 5: 2017 年-2021 年公司广告服务业务营收构成	10
图 6: 2017 年-2021 年公司主营业务收入结构	11
图 7: 2018 年-2022 年我国软件和信息技术服务收入情况	12
图 8: 2015 年-2022 年证券市场自然人与非自然人投资者情况	13
图 9: 2017 年-2021 年中国网民规模	13
图 10: 2017 年-2021 年网销基金净值规模	13
图 11: 中国互联网券商分类	14
图 12: 2019 年-2022 年三季度同业营业收入 (亿元)	15
图 13: 2016 年-2022 年证券市场投资者情况	16
图 14: 2017 年-2022 年三季度同业 ROE 对比	17
图 15: 2018 年-2022 年三季度同业财务费用率 (%)	18
图 16: 2018 年-2022 年三季度同业管理费用率 (%)	18
图 17: 2018 年-2022 年三季度同业销售费用率 (%)	18
图 18: 2018 年-2022 年三季度同业研发费用率 (%)	18
图 19: 2016 年-2022 年公司营业收入情况	20
图 20: 2016 年-2022 年公司净利润情况	20
图 21: 2017 年-2021 年金融信息服务业务营收情况	20
图 22: 2017 年-2021 年广告服务业务营收情况	20
图 23: 2016 年-2022 年上半年公司经营性现金流量净额及增速	21
图 24: 2020 年-2021 年公司三大产品营业收入与销售回款情况	22
图 25: 2016 年-2022 年三季度公司毛利率与净利率趋势图	22
图 26: 2016 年-2022 年三季度公司主要费用构成 (千万元)	22
表 1: 公司高管背景与工作经历	8
表 2: 我国金融信息服务行业分类与主要公司	9
表 3: 上市券商经纪业务客户资金余额情况	15
表 4: 可比公司主要业务与产品对比	17
表 5: 网信证券主营业务	19
表 6: 2021 年公司主要产品营收情况	21
表 7: 2022 年-2025 年可比公司 PE 与 EPS 值	23
表 8: 公司未来 3 年盈利预测表	24
表 9: 公司归母净利润与 ROE 敏感性分析	24
表 10: 可比公司估值表	25

表 11： 公司估值对 EPS 和 PE 的敏感性分析 25

主要内容和核心观点

指南针兼具“互联网流量+证券牌照”两大优势。公司坐拥千万客户流量，面向 C 端以金融信息服务为核心，客户粘性高，付费意愿强。当前公司以软件服务为主，信息服务占比近九成，龙头产品均价较高。产品在高交易属性客户中口碑较强。截止 2021 年底，公司累计付费客户 150 万人，高端线产品私享家版收入增长迅速。2022 年收购网信证券获得证券业务资格，突破发展瓶颈。数据积累和流量优势将为公司后续推进财富投顾、研发量化资管产品等业务提供基础。

与东方财富、同花顺形成差异化优势。相比东方财富，公司客户群体以高净值个人客户为主，客户粘性较高；相比同花顺，同花顺主要以 APP 为主，指南针以 PC 为主，APP 为辅，此外公司拥有券商牌照，发展天花板更高。公司产品和服务功能主要立足于资本市场数据信息的收集、整理、汇总、展示等角度，向投资者提供投资角色的辅助工具和功能，依托金融工程学方面的积淀，以及对中国证券市场和中小投资者的理解，推出满足中小投资者的服务。公司尤其是面对高端客户的产品比较丰富。

公司概况：国内证券分析和信息服务的初创者

历史沿革：深耕金融信息服务业 26 年

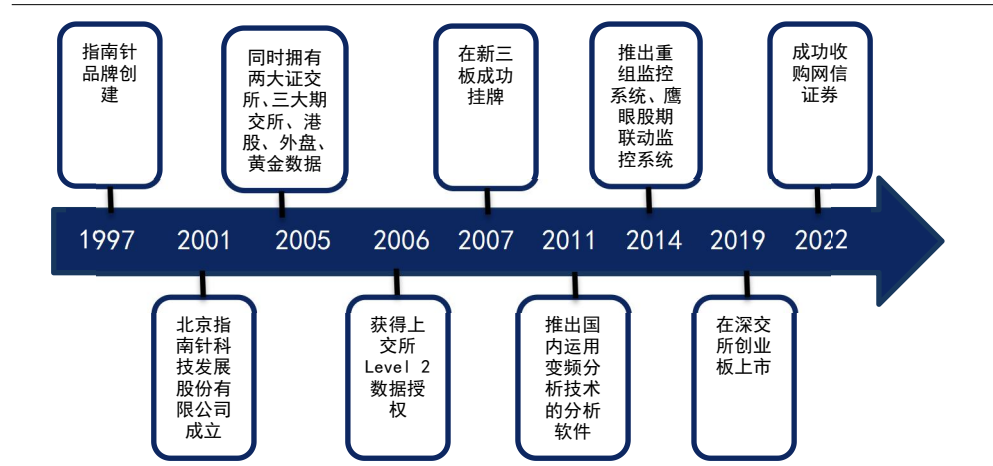
指南针品牌创建于 1997 年，是中国最早的证券分析软件开发者和证券信息服务提供商之一。2001 年 4 月，北京指南针科技发展股份有限公司（以下简称“指南针”或“公司”）正式成立。自成立以来，公司一直专注于证券分析和证券信息服务。指南针深耕金融信息服务业 20 多年，截至 2022 年，公司拥有千万级的注册用户，其中累计付费用户超过 150 万人，通过强大的客户资源的积累，实现了从流量入口到流量转化的市场营销推广力量，为公司奠定了强有力的流量与营销的推广优势。2007 年，公司在新三板成功挂牌。2019 年 9 月 30 日，指南针从新三板摘牌，并于 11 月 18 日在创业板上市，注册资本为 4.07 亿元人民币。2022 年，指南针收购网信证券，成为中国第二家拥有券商牌照的互联网公司。

公司是国内老牌金融信息服务商，自成立以来一直专注于证券分析和证券信息服务。1997 年，指南针品牌在北京创立，2001 年成立北京指南针科技发展股份有限公司，是中国首家定位于个人投资者金融服务的股份制企业。根据公司官网信息，公司于 1997 年推出成本分析理论，首次把庄家分析方法公之于众，并研发出中国首个具备自动操盘系统的证券分析软件。1999 年，北京指南针证券研究有限公司成立，以鬼域理论为基础研发鬼域平台，建设中国首个面向专业投资者的开放型指标分析评测平台。2001 年 4 月，北京指南针科技发展股份有限公司成立，推出以 GRP、GPV 为核心的第三代指数分析系统，领跑证券技术分析领域。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，并推出了以“内在价值”和“安全边际”为核心的股权分析理论和价值投机理论。2006 年，公司获得上交所 Level 2 数据授权，成为全国首家赢富数据信息服务商，通过交易所赢富数据研发出首个赢富数据系列产品，传统的计算机模拟预测分析时代宣告终结。2007 年，公司在新三板挂牌，同年推出全互联网模式下的指南针 Web 行情系统。2011 年，指南针推出国内运用变频分析技术的分析软件，获中国证券信息服务行业 2011 年度客户满意品牌。2014 年，公司在全市场率先推出《重组监控系统》，抓国企改革重组龙头，抓重组概念股的暴涨机会。2019 年 9 月 30 日，指南针从新三板摘牌，同年 11 月 18 日，在深交所创业板上

市。2021年，指南针上线了对上市公司重仓基金的数据解析功能、股票Level 2的涨停特色分析功能、以及基于盘口主力大单统计分析的盘口密码分析平台，是第一批获得深交所Level 2数据授权的信息运营商之一。经过26年的发展，指南针已成为综合性的大型金融信息服务企业，完成网信证券收购后成为中国第二家拥有券商牌照的互联网公司。

顺应行业发展趋势，布局互联网券商赛道。网信证券是一家业务覆盖全国的综合性券商，2018年以来，网信证券处于持续亏损状况，由负利润到负资产，已经不具有持续经营能力。在2021年因债券交易产生重大交易风险，严重资不抵债。2022年7月进入破产重整程序，指南针作为网信证券的重整投资人，投入15亿元收购网信证券100%的股权，成为我国第二家拥有券商牌照的互联网企业。指南针整合网信证券后，将按“五年三步走”规划，逐步恢复网信证券全线业务，以实现券商“传统业务+科技”新模式的深度融合。

图1: 指南针历史大事沿革

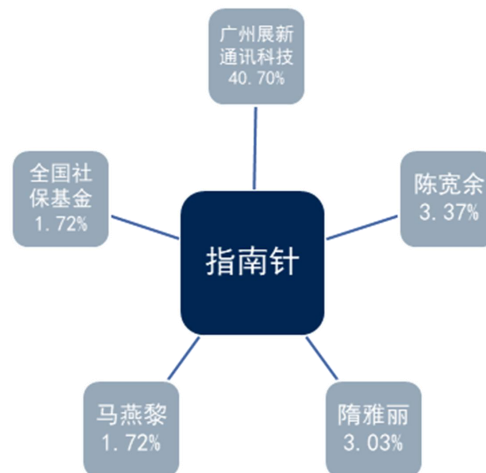


资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

公司治理：管理层稳定 股权结构集中

公司股权结构稳定且集中，有助于提高公司决策的效率。广州展新通讯科技有限公司是指南针第一大股东。广州展新通讯科技有限公司成立于2010年7月，2011年4月至2012年1月间通过代办股份转让系统受让公司合计31.49%的股份，成为指南针控股股东。截至2022年12月31日，广州展新共持有公司16,562.65万股股份，占公司股本总额的40.70%。十大股东中其余均为个人或投资基金，且持股均不超过5%。公司高级管理人员和核心技术人员基本保持稳定，为公司的核心凝聚力奠定强大的发展基石。多数管理人员在公司工作超过10年，如总经理陈晓翔、副总经理孙鸣。

图2: 公司股权结构



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表1: 公司高管背景与工作经历

姓名	职务	背景	从业经历
顿衡	董事长	1973年出生, 美籍华人, 硕士研究生。2005年1月毕业于美国佐治亚州立大学, 取得会计和金融专业学士学位, 于2007年5月取得MBA金融学位。	曾就职于北京市五金矿产进出口公司。2008年至今在北京掌上网络科技有限公司工作, 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职务, 现任公司董事长。
冷晓翔	副董事长, 总经理	1982年出生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 硕士研究生。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月入职指南针, 历任项目经理、经理、总监, 副总经理等职务, 现任公司董事、总经理。
孙鸣	董事、董事会秘书、副总经理	1976年出生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 本科学历。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。	为北京指南针科技发展股份有限公司发起人之一, 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。曾担任公司信息总监、公司副总经理、公司高级顾问等职务。现任公司董事、董事会秘书、副总经理。
郑勇	董事, 财务总监	1977年出生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 硕士研究生。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。
税翎	监事会主席, 股东代表监事	1977年出生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 法律专业大专学历。1996年毕业于四川省邮电校, 2002年毕业于四川省宜宾学院。	1996年6月至1999年8月任职于四川省邮电局, 1999年8月至2002年8月任职于四川省联合通信有限公司, 2002年9月至2008年5月任职于TOM.COM, 2008年6月至2009年1月任职于结信网络技术服务(上海)有限公司, 2009年2月至今任北京掌上网络科技有限公司市场部总监、总经理职务。现任公司监事会主席。
朱曦	股东代表监事	1973年出生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 本科学历。1994年毕业于中国人民解放军第二军医大学(现海军军医大学), 获理学士学位。	曾在部队服役多年; 曾在北京维深集团及其控股子公司、掌上网络科技有限公司担任首席技术官、副总经理等职务; 2010年至今任职于指南针全资子公司天一星辰(北京)科技有限公司, 历任首席技术官、副总经理职务; 2020年12月至今担任公司党支部纪律检查委员。2021年6月至今担任公司监事。
王浩	职工代表监事	1978年出生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 本科学历; 2001年毕业于北京联合大学机械工程学院。	2001年进入指南针工作, 曾担任客户经理、产品设计经理等职务, 2008年任指南针山东分公司副总经理, 2009年起担任指南针市场部、合规部总监; 现任公司销售部门副总监及职工代表监事。
张黎红	副总经理	1976年出生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 本科学历。1999年毕业于北京工商大学货币银行专业, 具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, 现任公司副总经理、产品部总监。
陈岗	副总经理	1976年出生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 本科学历。1998年毕业于东南大学仪器科学与工程系智能控制系统专业。	1999年至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, 现任公司副总经理。

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司拥有以清华计算机博士和硕士为核心的团队、专业技术研发团队和行业资深投资顾问团队, 为企业持续发展提供了核心动力。公司团队不断投入技术创新和专业证券研究, 增加了交易所授权的高端商业数据工作并不断提炼, 最终形成了让投资者简单易用、高效实用的分析产品, 为投资者提供优质的服务。

公司业务与产品: 聚焦主业, 稳健发展金融信息服务业务

指南针是中国首家定位于个人投资者金融服务的股份制企业。公司围绕技术为基、产品为本的核心, 通过不断保持研发技术的领先性、产品的创新性、服务的优质性, 同时提升从PC、云端载体, 向移动领域的拓展, 为投资者提供专业严谨、简单易用的投资工具。目前公司业务涵盖证券、期货、基金、外汇四大领域, 从业务类型来看, 公司主营业务分别为金融信息服务业务、广告服务业务和保险经纪业务。

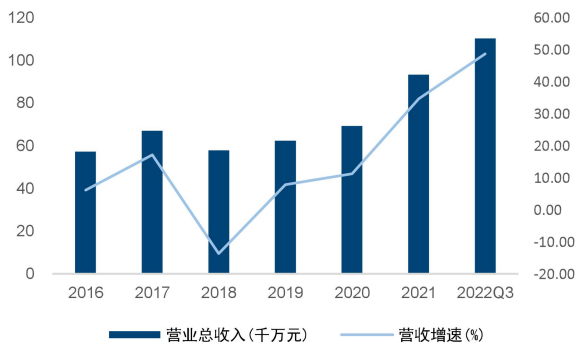
金融信息服务业务: 以产品为本, 持续创新型研究

以研发证券分析软件为核心, 为客户提供高端、专业的金融信息服务。金融数据终端服务主要是为投资者提供金融信息、金融数据与分析、委托交易等服务, 产

品分为 PC、移动端，如智能操盘系统、赢富数据系列、全赢无极系列、全赢博弈系列新一代全自动智能操盘决策系统等。

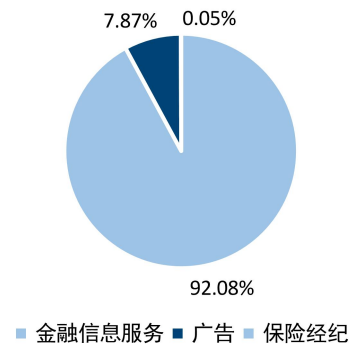
公司金融信息服务业务营收稳定。金融信息服务业务作为公司的核心业务，是公司营收与利润的最大来源，每年营收占比稳定在 90%以上，服务内容包括金融数据终端服务、证券行情信息以及财经资讯服务等，服务需求与证券市场的活跃度有着密切的关系。以 2018 年为例，根据 Choice 数据显示，2018 年 A 股市场成交额 90 万亿元，较 2017 年下降 19.78%；公司营业收入 5.78 亿元，较 2017 年下降 13.56%；2018 年之后，市场逐步活跃，公司收入也进入快速增长时期。

图3：2017 年-2022 年三季度公司营收状况



资料来源：Choice，国信证券经济研究所整理

图4：公司主营业务构成图



资料来源：Choice，国信证券经济研究所整理

目前我国金融信息服务行业分成三大板块，其中金融数据终端服务主要面向 C 端、B 端投资者，提供金融资讯、专业数据下载与分析、委托交易等服务；产品分为 PC 端、移动端，收取终端使用费，模式包括按年订阅制、买断+年信息费制；此外，部分厂商通过广告服务变现，如为证券公司导流、展示企业广告等。

证券行情交易系统服务主要面向 B 端证券公司、基金公司等金融机构，提供证券行情委托交易系统、资讯发送系统、网络安全应用等，并提供日常系统维护等服务，收取软件终端定制、使用及维护费用。对系统的容量、运行速度、稳定性、安全性等方面要求较高。

网络财经信息服务主要面向 C 端投资者与广大网民，提供各类海内外财经新闻、资讯、资料等服务，引用网站流量、访问量、点击率等吸引广告客户，并通过收取广告服务的方式获得收入。

表2：我国金融信息服务行业分类与主要公司

服务模式分类	客户群	主要公司
金融数据终端服务	C 端、B 端	东方财富、同花顺、指南针、万得资讯、大智慧、益盟股份、麟龙股份等
证券行情交易系统服务	B 端	同花顺、大智慧、指南针等
网络财经信息服务	C 端	东方财富、和讯、新浪财经、腾讯财经、指南针等

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

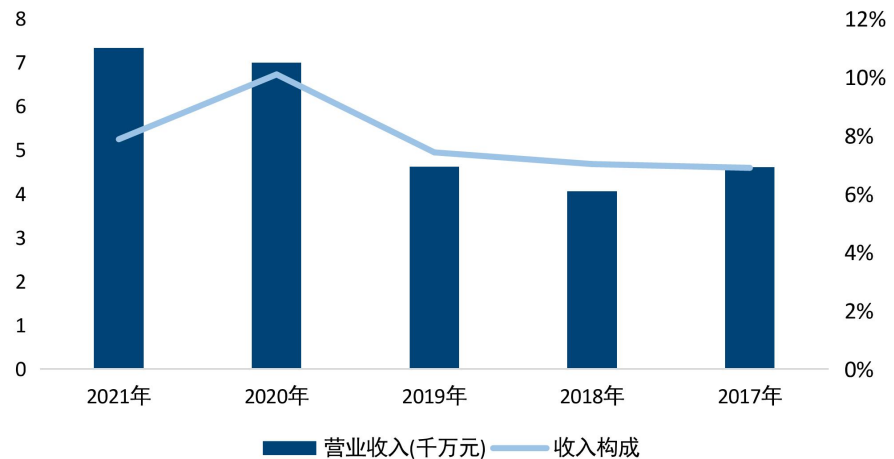
公司的客户群体是以个人投资者为主，通过线上推广模式挖掘用户，从“体验式”销售逐渐转化为付费用户。针对专业投资者的证券分析软件是公司的主打产品，分别有赢富数据系列、全赢无极系列以及全赢博弈系列等。目前，根据公司公告，

全赢博弈系列作为公司的核心产品，旗下从高端到低端分为四款软件，分别为私享家版（15800-19800元/年）、动态擒龙版（7800元/年）、动态全赢版（1580元/年）和免费版。公司通过开展线下“体验式”销售，客户从免费试用版开始，再付费购买低端、中端和高端产品逐步升级，从免费升级至最高端产品的体验周期在半年到一年。

广告服务业务：利用流量优势，扩大品牌效应

利用公司金融信息服务积累的客户资源和流量入口优势，与证券公司深度合作，为券商提供广告制作、发布等服务。广告服务业务是结合流量入口到流量转化的市场营销推广力量，通过在金融信息服务产品中投放广告、相关信息内容等方式，吸引投资者在合作的券商开户、交易，从而向券商收取相应的广告服务费用。由于公司的客户群体中以专业投资者为主，与券商的目标客户群高度重合。为了进一步增加客户粘性，公司通过广告服务业务与券商积极开展合作，促进双方业务发展。

图5：2017年-2021年公司广告服务业务营收构成

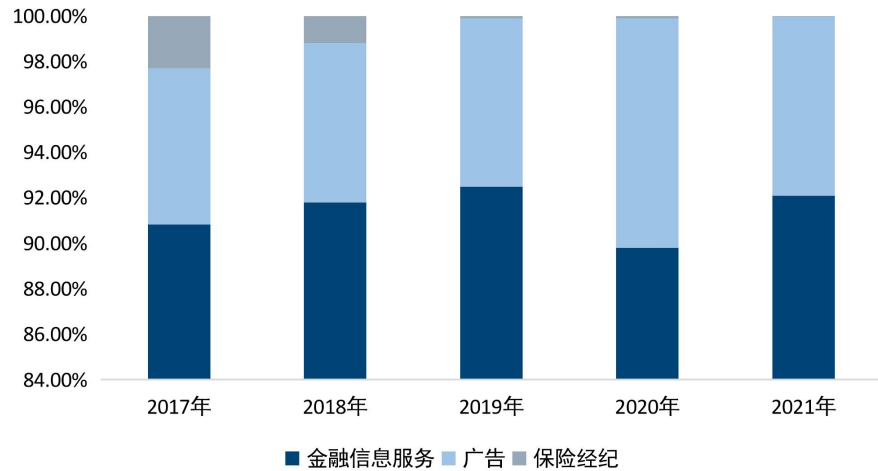


资料来源:Choice、国信证券经济研究所整理

保险经纪业务：增强客户粘性，提高盈利能力

利用金融信息服务积累的客户资源、流量入口优势及营销优势，与保险公司合作开展保险产品的宣传与推介业务。公司的保险经纪业务主要通过拥有保险经纪业务许可证的子公司指南针保险开展，运用专业的大数据分析整合技术，通过深入了解现有金融信息服务客户和潜在客户群体需求的基础上，为付费用户提供办理投保手续、保全变更、理赔咨询等相关保险方案和资产配置方案，积极维护客户利益，协助提供保全变更及理赔咨询服务，为客户提供个性化需求的产品服务及保障服务，从而进一步增加客户粘性，并向合作的保险公司收取相应经纪费用。保险业务是公司对现有用户资源和互联网入口资源的深度挖掘，既丰富了公司的收入结构，又提升了公司的持续盈利能力。

图6: 2017年-2021年公司主营业务收入结构



资料来源: Choice、国信证券经济研究所整理

近年来公司着力于发展金融信息服务业务与证券投资咨询业务，未拓展保险经纪业务，因此保险经纪业务收入呈现逐年降低的趋势，2021年保险经纪业务的收入占公司营业收入的比重低于0.05%。2023年2月，公司拟在北京产权交易所以公开挂牌方式转让持有的指南针保险经纪100%股权。此次转让的首次挂牌价格将不低于人民币5,000万元，具体以最终挂牌价格为准。

收购网信证券：发挥业务协同效应，布局互联网券商赛道

收购网信证券，开启全新收入增长曲线。2022年9月，公司拟参与网信证券破产重整投资的方式实现对网信证券100%股权的收购，成为继东方财富之后的第二家互联网公司转型为互联网券商。公司获得证券业务资格，极大增强了公司为客户提供财富管理的专业能力，进一步完善业务布局。

网信证券多年来一直处于持续亏损状况，由负利润到负资产，已经不具有持续经营能力。根据公司公告，在整合网信证券后更名为“麦高证券”，其将按“五年三步走”规划，逐步恢复网信证券全线业务，以实现券商“传统业务+科技”新模式的深度融合。

行业简析：“互联网+券商”重塑市场新格局

金融信息服务行业：市场需求持续增长，政策促进行业高速发展

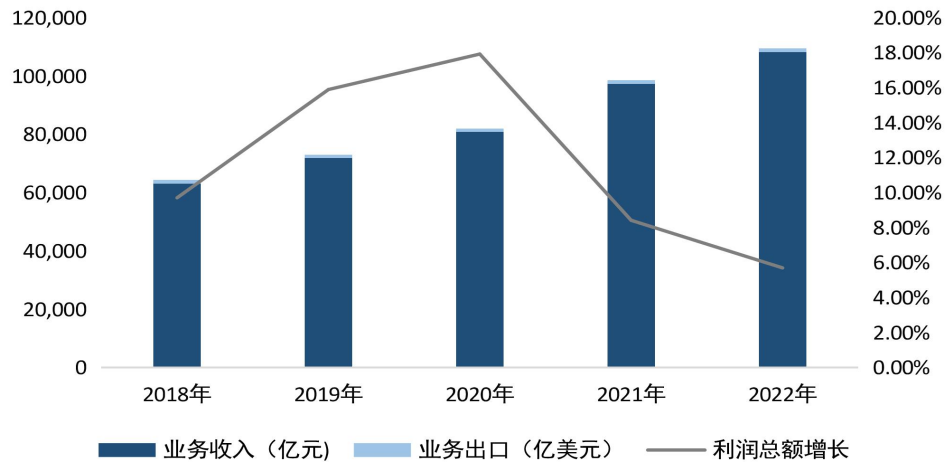
在财富管理时代，互联网投资理财需求快速增长伴随着中国居民财富增长、资产配置结构不断优化，越来越多的投资者开始将投资理财纳入生活中不可或缺的部分，居民投资理财需求也呈现出多元化的发展趋势。

截至2022年末，我国证券投资者规模达2.12亿人，新增投资者1964.36万人，同比增长11%，快速增长的投资者规模夯实了国内金融信息服务产业的发展需求基础。2021年，《国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》发布，其中提到加快推动数字产业化，培育壮大人工智能、大数据、区块链、云计算、网络安全等新兴数字产业，提升通信设备、核心电子元器件、关键软件等产业水平。中央一系列的政策措施有助于促进金融信息服务行业发展，为金融

科技和金融信息服务的融合提供了良好的政策环境。

根据工信部统计数据显示,2022年我国软件和信息技术服务收入为10.81万亿元,同比增长11.2%,实现利润总额1.26万亿元,同比增长5.7%。

图7: 2018年-2022年我国软件和信息技术服务收入情况



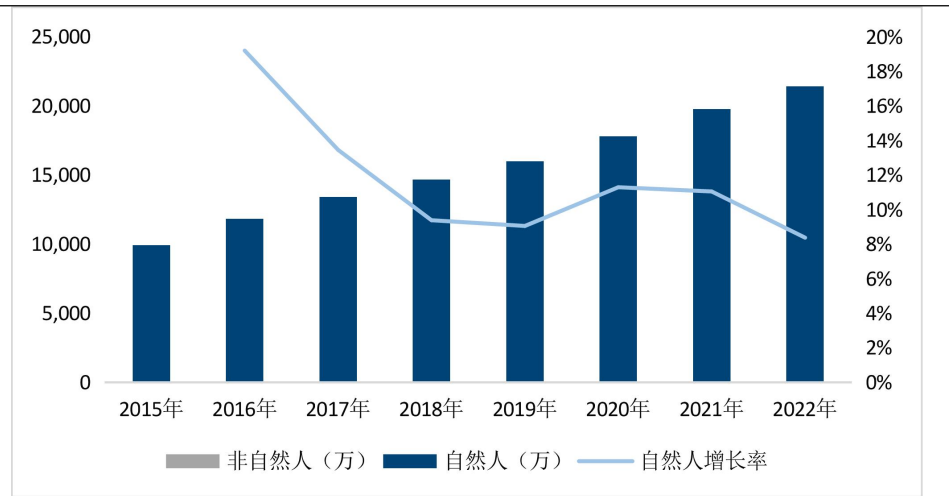
资料来源:Choice、国信证券经济研究所整理

互联网券商行业：“互联网+券商”重塑证券业务新格局

随着互联网和智能终端的普及,互联网券商应运而生。“互联网+券商”是互联网技术和信息通信技术运用低成本、实时性、多媒体、互动性与全球性等特质结合传统证券业务,以实现从金融、支付、投资、信息中介服务的新型金融业务模式,是用户对安全、移动等网络技术的新模式和新业务的创新与融合。

随着我国居民的个人财富规模不断增长,对财富管理的需求进一步增加。根据中国证券登记结算公司数据统计,截至2022年12月,我国投资者总额达2.12亿人,其中自然人投资者规模占比超过99%增速达8.37%。

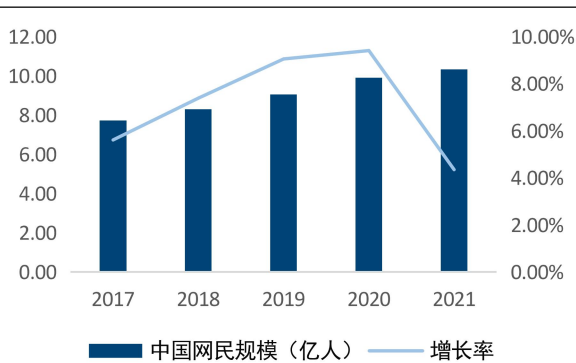
图8: 2015年-2022年证券市场自然人与非自然人投资者情况



资料来源: 中国证券登记结算公司、Choice、国信证券经济研究所整理

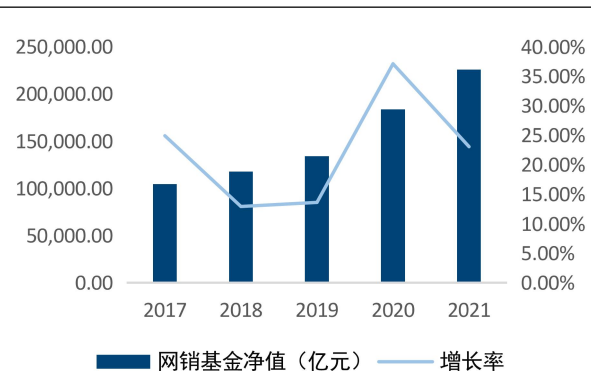
互联网投资者的持续扩容，促进证券公司加强数字化转型的投入，尤其是通过互联网平台建立“以客户为中心”的财富管理服务体系，打造互联网财富管理新业态。中国互联网络信息中心(CNNIC)在发布的第49次《中国互联网络发展状况统计报告》显示，截至2021年12月，我国网民规模达10.32亿，同比增长4.35个百分点，互联网普及率达73%。其中网络支付用户规模达9.04亿，互联网理财用户规模达1.94亿人，较2020年12月增长2437万，同比增长23.05个百分点，占网民整体的18.2%。中国互联网理财用户规模在七年时间里增加了4.75倍，平均增速为67.86%，预计2023年将突破2亿人。

图9: 2017年-2021年中国网民规模



资料来源: choice, 国信证券经济研究所整理

图10: 2017年-2021年网销基金净值规模



资料来源: choice, 国信证券经济研究所整理

中国互联网券商通常由传统券商或互联网企业转型而成。一是“券商+互联网”模式，券商经营模式呈现出从“线下”到“线上”的发展趋势，各类证券业务逐步迈向与互联网结合的新模式，例如线上证券开户、产品销售、融资、投资等业务。2012-2015年，移动互联网加速发展，大数据、云计算、人工智能等新技术加快落地，中央、中证协等号召互联网+金融行业的深度融合。2014年，共有6家券商获得首批互联网券商试点资格，随后获得互联网券商资格的券商逐渐增多。随着互联网金融的监管政策的出台，金融科技逐步渗透券商的业务流程。二是“互

“互联网+券商”模式，互联网企业利用自身的流量优势，通过创新研发证券业务移动端、与证券公司合作、收购证券公司等方式开展证券业务。三是以提供金融数据和资讯服务为主业务的第三方证券平台，因具备转型证券业务的天然基因，因此在转型互联网券商方向发展的最为迅速。

图11: 中国互联网券商分类



资料来源：IIMEDIA RESEARCH，国信证券经济研究所整理

互联网券商竞争格局：金融科技赋能，构建核心竞争力

用户思维结合金融科技，构建核心竞争新优势。随着中国居民通过互联网进行投资理财的需求越来越高，互联网+券商的新格局应运而生。互联网券商的轻资本模式叠加互联网业务的规模效应，使互联网经纪业务增长势头向好。

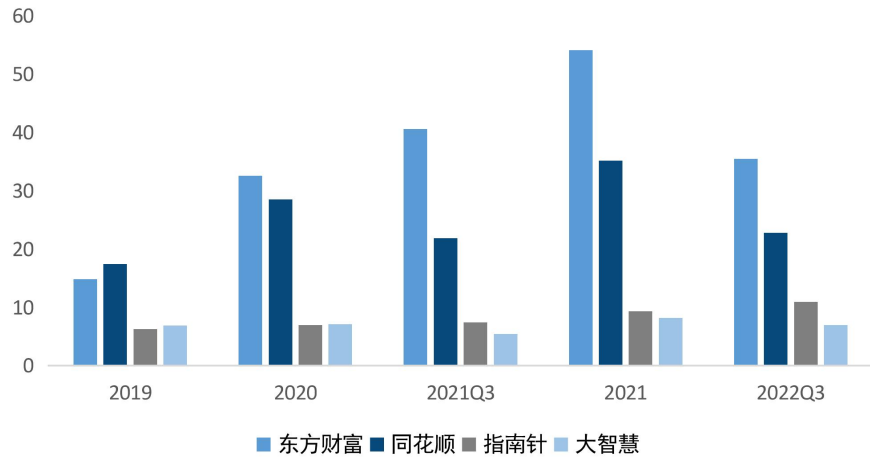
从经纪业务客户资金余额来看，2021年，东方财富、中信建投、中金公司和平安证券市占率明显提升。券商经纪业务格局分化，互联网券商近年市占率有所提高。2022年，在证券市场震荡走势下，互联网券商业绩依然保持较好的成长性，2022年前三季度东方财富证券业务收入同比增长7.8%，同花顺营收同比增长4.2%，指南针在完成网信证券收购后转型为互联网券商，获得证券业务资格，实现双业务线增长。

表3: 上市券商经纪业务客户资金余额情况

市占率排名	券商名称	客户资金余额 (2020年)		客户资金余额 (2021年)		市占率
		金额(亿元)	同比增长率(%)	金额(亿元)	同比增长率(%)	
1	中信证券	1,241.5158	73.5697	1,434.2982	15.5280	7.53%
2	华泰证券	1,005.3350	42.7574	1,096.9566	9.1135	6.10%
3	广发证券	885.6063	22.0929	951.4528	22.2075	5.37%
4	国泰君安	778.5552	21.7340	876.1071	-1.0726	4.72%
5	银河证券	698.5381	21.2811	785.9755	12.5172	4.24%
6	招商证券	695.8259	39.6483	771.3025	10.8471	4.22%
7	中信建投	626.1990	30.5457	768.3465	22.7001	3.80%
8	海通证券	673.5343	19.3884	728.7335	8.1955	4.09%
9	申万宏源	696.8295	21.5920	681.0005	-2.2716	4.23%
10	国信证券	583.0322	28.0493	657.0635	12.6976	3.54%
11	中金公司	524.4085	42.9856	635.1856	21.1242	3.18%
12	平安证券	502.3463	45.3555	597.3040	18.9028	3.05%
13	东方财富	311.2661	64.7013	442.5588	42.1802	1.89%
14	中泰证券	327.8297	23.3996	385.9366	17.7247	1.99%
15	安信证券	389.4115	29.4609	387.7322	-0.4312	2.36%

资料来源: Choice, 国信证券经济研究所整理

图12: 2019年-2022年三季度同业营业收入(亿元)

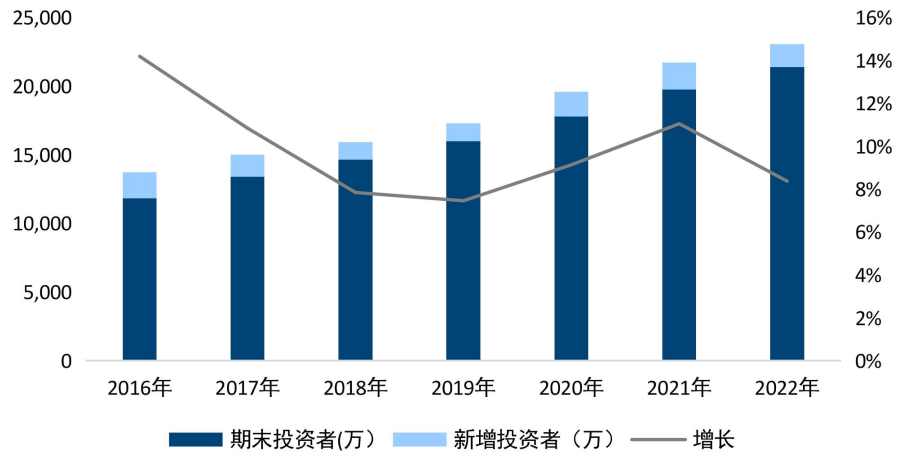


资料来源: Choice、国信证券经济研究所整理

行业发展空间: 互联网券商迈入“互联网+财富管理”新时代

互联网投资者规模持续扩容, 为财富管理业务奠定了客户群基础, 互联网+财富管理业务潜力大。截至2022年12月, 证券投资者数达到2.12亿人, 较2021年12月底增长8.3%, 其中自然人投资者2.11亿人。

图13: 2016年-2022年证券市场投资者情况



资料来源: 中国证券登记结算公司、Choice、国信证券经济研究所整理

互联网券商行业全面向财富管理转型。随着券商获得基金投顾资格，各家券商将根据自身禀赋开展财富管理业务，金融科技的应用能力将成为券商的核心竞争力。财富管理的核心是以客户为中心，互联网的运用可以通过大数据分析客户的账户状态、账户价值、交易习惯、投资偏好等。实现对客户的细分，通过对客户的画像，从而进行定制化的客户财富管理服务。

竞争优势分析：技术为基、产品为本

传统金融信息服务的竞争优势

目前，我国已上市的金融信息服务行业公司主要包括同花顺、东方财富、大智慧、指南针以及益盟软件、麟龙股份等全国股转系统挂牌公司等。而同花顺和东方财富的证券、期货市场信息服务业务较为全面，信息服务软件功能更趋于平台化，客户群体相对较大。公司则以证券分析软件产品设计为主，产品更加专业化、多样化，客户群体更有针对性，但客户规模相对较小。

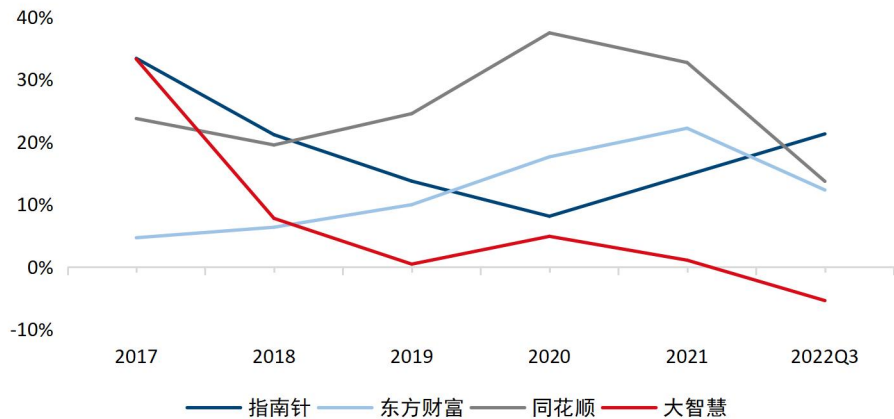
表4: 可比公司主要业务与产品对比

公司	业务板块	业务内容	产品	特点与优势
指南针	金融信息服务	为投资者提供金融信息、金融数据与分析、委托交易等服务, 产品分为 PC、移动端	1. PC 端: 财富掌门系列(标准版、高级版); 全赢博弈系列(免费版、全赢版、擒龙版、私享家版)、赢富数据系列等	侧重于系统研发和证券分析软件产品设计, 产品更加专业化、多样化, 客户群体相对较小, 以专业的中小投资者为主, 在完成网信证券收购后成为中国第二家拥有券商牌照的互联网公司
	广告服务	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	2. 移动端: 指南针股票 APP、指南针基金 APP	
	证券业务	收购网信证券获得证券业务资格	3. 其他产品: 智能操盘系统、北上资金监控平台、杠杆资金(融资融券)监控平台、盘中实时监控、研报监控系统、重组监控系统、鹰眼股期联动监控系统等	
东方财富	证券业务	通过拥有相关业务牌照的东方财富证券、东方财富期货、哈富证券等公司, 为用户提供证券、期货经纪等服务	1. PC 端: Level-2(极速版、专业版、决策版、策略版、领航版)、港股 Level-2、Choice 数据、东方财富期货、东方财富通等	在证券、期货市场信息服务业务发展较为全面, 软件功能趋于平台化, 客户群体相对庞大, 中国首家全牌照互联网券商、为客户提供全面的财富管理业务
	金融电子业务	通过天天基金为客户提供基金第三方销售服务	2. 移动端: 东方财富 app、天天基金移动端 app 等	
	金融数据业务	以金融数据终端为载体, 向用户提供专业化金融数据服务	3. 其他: 东方财富网、天天基金网、股吧、金牌课程等	
	保险业务	东财保险: 向客户销售健康险、意外险、财产险等保险产品		
	互联网广告业务	为客户各专业频道、互动社区等页面上通过文字链、图片和富媒体等表现形式提供互联网广告服务		
同花顺	增值电信服务	为个人投资者和机构投资者提供金融资讯、投资理财分析工具、投资理财产品交易等服务	1. PC 端: 同花顺(免费版、远航版、财富先锋版)、Level-2(基础版、云端版、极速版)、短线宝、金融大师、iFinD、期货通等	金融信息服务业务发展较为全面, 注重产品研发, 通过 AI、大数据等金融科技提升已有产品及服务
	软件销售及维护业务	为机构客户提供软件产品与系统维护服务	2. 移动端: 同花顺、iFinD、期货通、爱基金等	
	广告与互联网业务	为机构客户提供智能推广服务		
	基金销售及其他交易服务	通过“爱基金”平台代销基金产品与资管产品等服务		

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司 ROE 持续增长。从加权平均净资产收益率 (ROE) 来看, 东方财富和同花顺 ROE 较稳定, 大智慧 ROE 在 2018 年之后处于下降趋势。2017 年-2018 年, 指南针 ROE 水平都高于同行企业; 2019 年-2020 年, 由于研发投入和销售扩张的成本费用均有大幅度增长, 公司 ROE 水平持续下降; 在 2020 年和 2021 年低于东方财富和同花顺, 但在 2022 年大幅提升。

图14: 2017 年-2022 年三季度同业 ROE 对比



资料来源: Choice、国信证券经济研究所整理

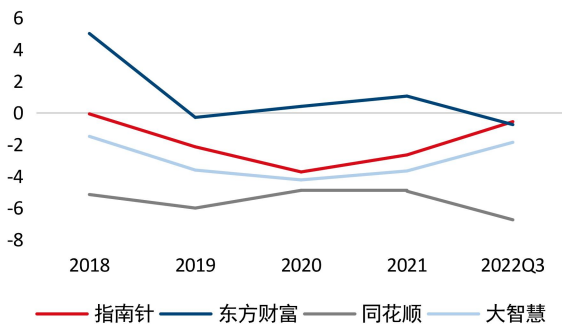
聚焦主业, 加大广告宣传与研发投入

公司持续加大广告、研发投入, 扩大客户规模与产品升级。近年来, 公司在发展过程中持续加大广告宣传与研发投入的同时, 于 2021 年向 372 名公司员工开展了

2021 年限制性股票与股票期权激励计划。与东方财富、同花顺、大智慧等同业公司对比：

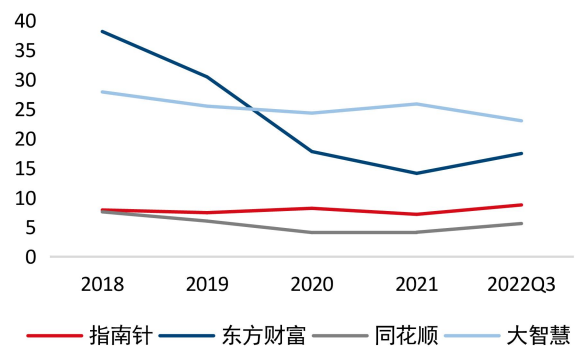
- 销售费用：由于销售模式的不同，公司以人工直销模式为主，因此销售费用率相对较高销售费用率显著高于与东财、同花顺与大智慧等平台化供应商，销售费用率维持在 40%以上。东方财富、同花顺、大智慧会主要以在线直销与产品咨询等方式进行销售，因此销售费用率普遍较低，其中东方财富的销售费用率一直维持在 19%以下。
- 管理费用：由于公司主营业务持续稳定发展，管理费用率低于东方财富与大智慧，长期保持较低水平。
- 研发费用：由于金融信息服务行业对于研发要求较高，行业内公司需要持续研发创新、升级迭代产品。因此，行业内公司研发费用率根据不同产品的研发周期、技术变革等原因呈现较高波动性。公司总体研发费用率在可比公司中保持较低水平，研发费用率总体可控。

图15: 2018 年-2022 年三季度同业财务费用率 (%)



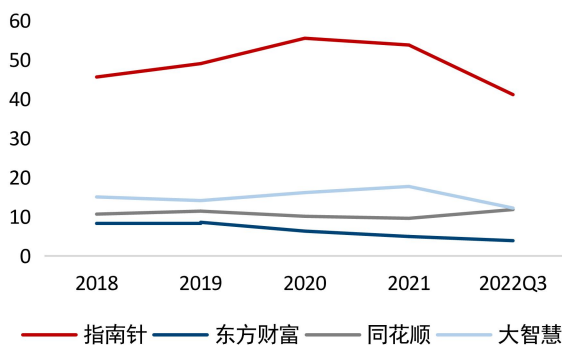
资料来源: choice, 国信证券经济研究所整理

图16: 2018 年-2022 年三季度同业管理费用率 (%)



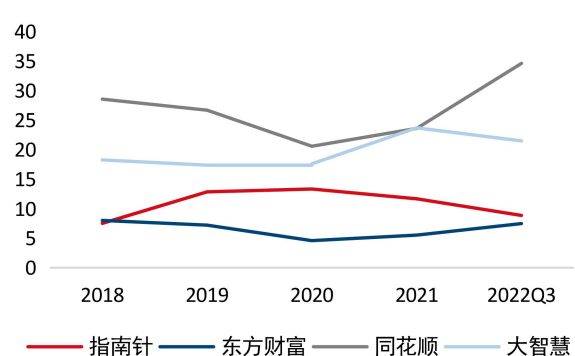
资料来源: choice, 国信证券经济研究所整理

图17: 2018 年-2022 年三季度同业销售费用率 (%)



资料来源: choice, 国信证券经济研究所整理

图18: 2018 年-2022 年三季度同业研发费用率 (%)



资料来源: choice, 国信证券经济研究所整理

收购网信证券，打造“金融信息服务商+互联网券商”战略版图

2022 年 2 月 10 日，公司被确定为网信证券重整投资人。2022 年，公司参与网信证券破产重整投资的方式来实现对网信证券的收购。中国证监会核准公司成为网

信证券主要股东，沈阳中院裁定批准网信证券重整计划，公司向网信证券管理人支付了 15 亿元投资款，网信证券成为公司的全资子公司。

网信证券前身为沈阳市国库券流通服务公司，总部设立在沈阳，成立于 1988 年，同年更名为沈阳财政证券公司，2015 年更名为网信证券有限责任公司，2018 年因债券回购交易业务出现重大经营风险，并开始持续亏损，从 2019 年开始，连续三年在证券公司评级中被评为 D 类 D 级，在 2021 年 7 月法院裁定进入破产重整程序前已经严重资不抵债。2021 年网信证券营业收入 4625 万元，归母净利润为-5.08 亿元。

公司目标是将网信证券打造为以金融科技为驱动、财富管理为特色的金融服务商。网信证券业务范围覆盖经纪、自营、投资咨询、基金销售、资产管理、承销保荐和财务顾问、代销金融产品等领域。公司收购网信证券后，成为继东方财富之后的第二家互联网公司转型为互联网券商，公司获得**证券业务**资格，极大增强公司为客户提供财富管理的专业能力，进一步完善业务布局，开启全新收入增长曲线。整合网信证券将使指南针的产品研发能力与业务范围得到进一步加强与扩展，充分发挥业务协同效应并持续完善业务布局，提升客户资源利用。

表5: 网信证券主营业务

业务板块	服务内容
投资银行	为各类企业和客户提供全方位的投资银行服务,业务范围涵盖首次公开发行股票(IPO)、上市公司再融资、债券承销、新三板、重大资产重组、财务顾问、结构化融资与ABS等
资产管理	券商、信托、融资租赁等投资运作
自营业务	以自有资金或者依法筹集的资金,为本公司买卖依法公开发行或证监会认可的其他有价证券,以获取盈利
经纪业务	通过公司设立的证券营业部,接受客户委托,按照客户要求,代理客户买卖证券等
投资咨询	为各类机构和客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议
	小微贷
信用交易	股票质押
	融资融券

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

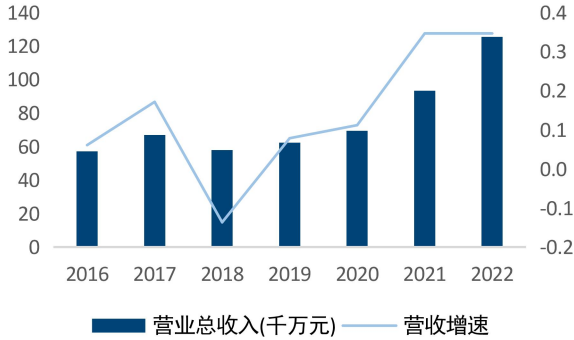
财务分析

持续聚焦主营业务，营收稳健增长

根据公司 2022 年业绩快报，公司营业收入稳健增长，2022 年度归母净利润回升至近六年的最高点。在主营业务稳健增长的加持下，公司 2021 年实现归母净利润 1.76 亿元，同比增长 97.51%，实现净利率 18.9%，同比提升 6.02 个百分点，为近五年最高点。2022 年，公司立足主营业务，持续加大研发投入与品牌推广力度，更好地满足客户对金融信息和数据的个性化需求，新用户数稳定增长，存量用户和付费用户均有提升，收入和净利润持续呈现高增长态势。其中，2022 年上半年，金融信息服务收入快速增长，实现营业收入 8.81 亿元，同比增长 73.41%，营收占比 97%；广告业务实现营业收入 0.27 亿元，营收占比 0.296%，保险经纪业务对当期收入增长贡献较低。公司总营收持续增长，主要基于自身在金融信息服务领域积累的客户资源、流量入口优势及营销优势，积极促进新用户、存量用户、付

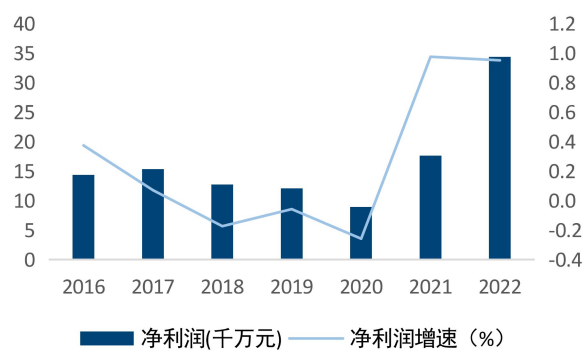
费用户的稳步提升。2022年，公司实现营业收入12.55亿元，同比增长34.58%；归属于上市公司股东的净利润3.44亿元，同比增长95.08%。

图19: 2016年-2022年公司营业收入情况



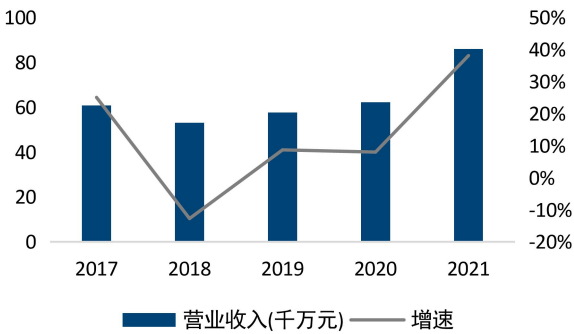
资料来源: choice, 国信证券经济研究所整理

图20: 2016年-2022年公司净利润情况



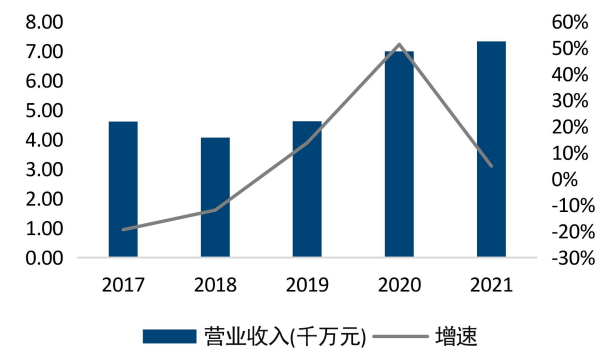
资料来源: choice, 国信证券经济研究所整理

图21: 2017年-2021年金融信息服务业务营收情况



资料来源: choice, 国信证券经济研究所整理

图22: 2017年-2021年广告服务业务营收情况



资料来源: choice, 国信证券经济研究所整理

中高端线产品驱动公司收入持续增长。公司的主要的产品销售收入来自于全赢博弈系列产品的中高端产品线—私享家版与擒龙版，2021年全赢博弈系列产品收益占金融信息服务收入的比例达99.77%，其中，中高端线产品收入占比90%以上。2021年，公司全赢博弈系列产品旗下私享家版、擒龙版、博弈版收入分别为4.2、3.8、0.6亿元，收入占比分别为48.9%、43.7%、7.2%，其中中高端线产品私享家版收入增长58.8%，表现亮眼，成为拉动收入增长的主要驱动。

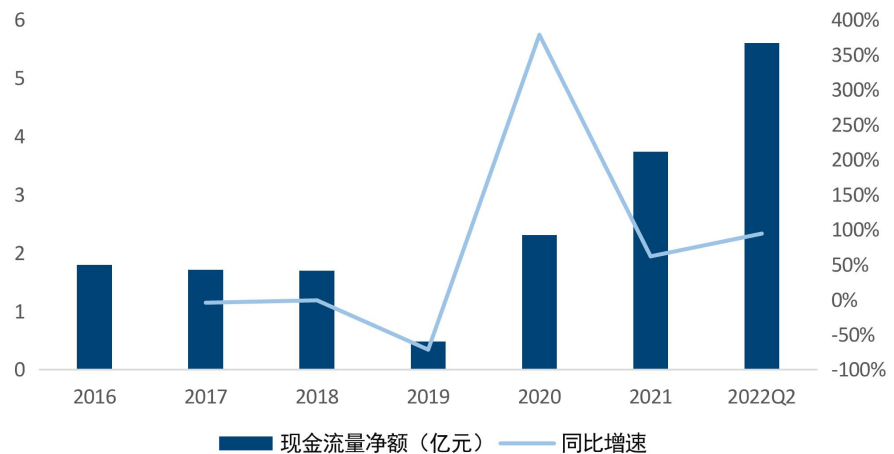
表6: 2021 年公司主要产品营收情况

业务类型	产品或服务	备注	2021 年营收 (亿元)	收入占比
金融信息服务	财富掌门高级版	50,000/年, 面向中高端客户和管理资金规模较大的专业投资者。	未开展实际销售	
	财富掌门标准版	20,000/年		
	全赢博弈私享家版 (高端)	电脑版 19800/手机版 15800, 目标客户主要为资金管理规模较大的专业投资者。	4.2	45.04%
	全赢博弈动态擒龙版 (中端)	电脑版 7800/手机版 7800, 目标客户主要为中端专业投资者。	3.8	40.25%
	全赢博弈动态全赢版 (低端)	1580/年, 目标客户主要为证券市场中对金融信息有较为强烈需求的中小个人投资者。	0.6	6.63%
	全赢博弈智能操盘系统	免费试用, 目标客户为初次尝试使用公司金融信息终端的投资者。	/	
广告服务	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。		0.73	7.87%
保险经纪	利用金融信息服务积累的客户资源、流量入口优势及营销优势, 与保险公司合作开展保险产品的宣传与推介业务, 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。		0.05	0.05%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司现金流强劲, 回款力度大。2021 年销售商品、提供劳务收到的现金达 11.42 亿元, 同比增长 34.09%, 截至 2022 年上半年, 公司经营活动产生的现金流量净额 5.6 亿元, 同比增长 94.27%。主要受益于公司经营稳健强劲, 金融信息服务回款增加, 因此公司经营性现金流量净额同比增长迅速。

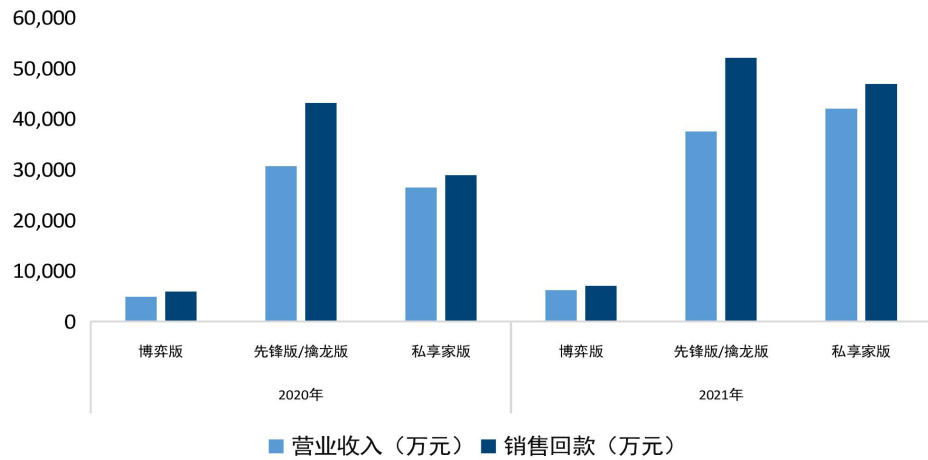
图23: 2016 年-2022 年上半年公司经营性现金流量净额及增速



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

以中高端产品为核心, 创新产品销售转化效率较高。公司付费用户销售收入主要来自于价格较高的私享家版、先锋版/擒龙版。2021 年, 私享家版营收 4.2 亿元, 销售回款达 4.69 亿元; 先锋版/擒龙版营收 3.75 亿元, 销售回款达 5.2 亿元。其中, 自 2019 年推出财富掌门产品后销售占比迅速增长, 公司研发产品推出后销售转化效率较高。

图24: 2020年-2021年公司三大产品营业收入与销售回款情况



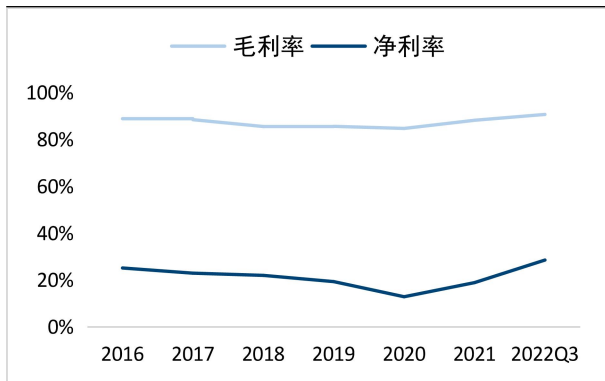
资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

盈利能力稳定，毛利率稳定在 80%以上

以软件服务为主，费用率下降。由于公司金融信息服务属于软件服务，主要成本为信息使用费、合规和后台支持人员的人工成本费用、IDC 费用等，总体费用较低，综合毛利率较高。自 2016 年以来，公司的毛利率基本保持在 84%-89%；净利润率保持在 12%-26%。

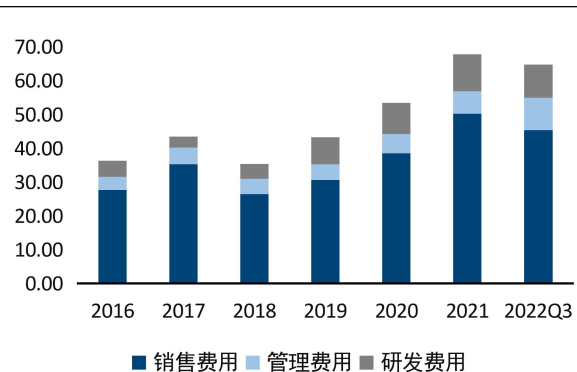
从 2019 年开始公司加大对研发的投入，研发投入金额占营业收入的比例提高到 10%以上，2021 年研发投入达到 1.09 亿元，研发费用同比增长 84.37%，占营业收入的 11.68%。2020 年，公司净利润为 12.88%，低于可比同业，毛利率为 84.63%，主要是因为扩大销售团队和广告投放所带来的销售费用和管理费用的增加。随后，投入也获得了明显的效果，2022 年三季度公司毛利率达 90.6%，同比提升 1.66 个百分点，净利率为 28.52%，同比提升 29.11 个百分点。从费用来看，2022 年 Q3，公司的销售费用、管理费用和研发费用分别为 4.53 亿元，0.97 亿元和 0.98 亿元，同比增长了 18.2%，106.41%和 32.48%。

图25: 2016年-2022年三季度公司毛利率与净利率趋势图



资料来源: choice, 国信证券经济研究所整理

图26: 2016年-2022年三季度公司主要费用构成 (千万元)



资料来源: choice, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

根据 2021 年公司年报,公司主要业务收入来源为金融信息服务和广告服务。其中,金融信息服务收入快速增长,实现营业收入 8.59 亿元,同比增长 38.06%,营收占比 92.08%;广告业务实现营业收入 0.73 亿元,同比增长 4.86%,营收占比 7.87%。我们的盈利预测基于以下假设:

第一,在金融信息服务业务方面,公司的大幅度增长主要来自于金融信息服务业务的中端和高端产品。近年来,公司持续加大终端产品研发投入,扩大客户规模与产品升级,未来公司产品将更加丰富。另外,在完成网信证券的整合过后,将形成协同作用,拉动金融信息服务业务将快速发展,我们假设公司金融信息服务 2023 年-2025 年收入平均增速分别为 20%。

第二,在证券业务方面,公司收购网信证券后,成为继东方财富之后的第二家互联网公司转型为互联网券商,公司获得证券业务资格,增加了公司证券业务的营收与利润收入,实现双业务线增长我们假设公司 2023 年-2025 年证券业务营业收入将增长 5%, 20%, 30%。

第三,公司收购网信证券后,2022 年 7 月网信证券将正式并表,由于网信证券存在相当规模尚未到期的企业所得税可弥补亏损,对合并利润产生了影响。但金融信息服务与证券业务的协同效应推动公司业绩加速发展,我们预计 2023 年-2025 年公司金融信息服务与证券业务将高速增长,平均增速超过 30%。

未来三年盈利预测

根据上述假设,我们可以得到公司未来三年的盈利预测。我们预测 2023 年-2025 年金融信息服务收入分别为 13.43 亿元、16.11 亿元、19.33 亿元;证券业务收入分别为 0.63 亿元、0.76 亿元、0.99 亿元。从总体业务收入和增长率来看,我们预测 2023-2025 年营业收入分别为 14.66 亿元、17.35 亿元、20.71 亿元,归母净利润分别为 4.84 亿元、6.77 亿元、8.08 亿元,对应的净利润率分别为 33%、39%、39%。当前股价对应 PE 分别为 45.68、32.65、27.36 倍,选取金融信息服务行业公司东方财富与同花顺作为可比公司,公司 PE 估值高于可比公司的平均水平。

表7: 2022 年-2025 年可比公司 PE 与 EPS 值

证券简称	PE				EPS			
	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
东方财富	30.13	27.74	23.53	20.18	0.65	0.78	0.92	1.07
同花顺	31.35	46.83	38.42	31.97	3.15	4.08	4.98	6.00
均值	30.74	37.29	30.98	26.08	1.90	2.43	2.95	3.54
指南针	64.29	45.68	32.65	27.36	0.84	1.19	1.66	1.98

资料来源: Choice、国信证券经济研究所整理

表8: 公司未来 3 年盈利预测表

	2022	2023E	2024E	2025E
金融信息服务				
收入	1118.76	1342.51	1611.01	1933.21
增长率	30%	20%	20%	20%
毛利率	0.87	0.87	0.87	0.87
成本	142.19	170.63	204.76	251.32
毛利	976.56	1171.87	1406.25	1681.89
广告服务				
收入	75.13	60.11	48.08	38.47
增长率	2.50%	-20.00%	-20.00%	-20.00%
毛利率	0.98	0.98	0.98	0.98
成本	1.62	1.29	1.03	0.83
毛利	73.52	58.81	47.05	37.64
证券业务				
收入	60.44	63.46	76.15	99.00
增长率		5.00%	20.00%	30.00%
毛利率		0.73%	2.83%	9.09%
营业总支出	86.00	63.00	74.00	90.00
毛利	-25.56	0.46	2.15	9.00
营业收入				
营业收入	1254.83	1466.07	1735.25	2070.68
增长率	34.58%	16.83%	18.36%	19.33%
综合毛利率	82%	84%	84%	83%
净利润率	27%	33%	39%	39%
净利润				
净利润	343.72	483.80	676.75	807.56

资料来源: Choice, 国信证券经济研究所整理 (单位: 百万元)

盈利预测的敏感性分析

公司的金融信息服务业务在收入结构中占比最高, 随着市场景气度变化, 金融信息服务业务和证券业务营收也会发生变化, 从而对公司未来盈利产生较大影响。我们对公司净利润和 ROE 的变化做出悲观和乐观情景的不同分析, 可以测算得出 ROE 在 23.66%-28.92% 这一区间。

表9: 公司归母净利润与 ROE 敏感性分析

沪深成交额	归母净利润同比			ROE		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
年复合增长 15%	39.06%	38.22%	18.53%	23.66%	25.05%	24.29%
年复合增长 20% (基准)	40.76%	39.88%	19.33%	24.91%	26.37%	27.76%
年复合增长 25%	42.45%	41.54%	20.14%	26.16%	27.69%	28.92%

资料来源: Choice、国信证券经济研究所整理

估值与投资建议

相对估值

随着互联网投资者规模持续扩容, 居民多元财富管理需求的持续增长, 互联网券商未来具有非常大的发展潜力。因此, 我们选取市盈率作为参考指标, 采用相对估值法对公司进行估值。进一步地, 我们选取东方财富与同花顺作为可比公司。截至 2023 年 4 月 10 日, 从市场一致预期来看, 上述可比公司的 PE (2023E) 估

值均值为 37.29 倍。

指南针是国内的老牌金融信息服务商，是国内证券分析和信息服务的初创者与领跑者。作为综合性的大型金融信息服务企业，在 2022 年完成网信证券收购后成为中国第二家拥有券商牌照的互联网公司。考虑到整合网信证券后，公司的产品研发能力与业务范围将得到进一步加强与扩展，在充分发挥业务协同效应的同时持续完善业务布局，提升客户资源利用。因此，我们在估值均值上给予 30%-40% 的溢价，对应目标价为 70.59-76.02 元/股，较当前还有 32%-39% 的增长空间。

表10: 可比公司估值表

证券简称	代码	最新日期	总市值 (亿元)	PE (2023E)	PE (2024E)	PE (2025E)
东方财富	300059.SZ	2023/04/10	2674.55	27.74	23.53	20.18
同花顺	300033.SZ	2023/04/10	947.58	46.83	38.42	31.97
均值				37.29	30.98	26.08
指南针	300803.SZ	2023/04/10	222.12	45.68	32.65	27.36

资料来源: Choice、国信证券经济研究所整理

相对估值的敏感性分析

相对估值法对每股收益 (EPS) 和市盈率 (PE) 较为敏感，我们以 EPS 和 PE 作为敏感性因子对指南针的估值水平进行敏感性分析。

表11: 公司估值对 EPS 和 PE 的敏感性分析

		给予指南针 PE 估值的溢价水平						
		5%	10%	20%	30%	40%	50%	
EPS (元)	-4%	1.14	54.73	57.34	62.55	67.77	72.98	78.19
	-2%	1.17	55.87	58.54	63.86	69.18	74.50	79.82
	基准	1.19	57.02	59.73	65.16	70.59	76.02	81.45
	2%	1.21	58.16	60.92	66.46	72.00	77.54	83.08
	4%	1.24	59.30	62.12	67.77	73.41	79.06	84.71
				47.96x	50.24x	54.81x	59.38x	63.95x

资料来源: Choice、国信证券经济研究所整理和预测

投资建议

综合上述分析，我们认为公司股票合理估值区间在 70.59-76.02 元之间。较当前还有 32%-39% 的增长空间。未来我们认为 2023 年权益市场温和上涨，以及公司整合网信证券后开展证券业务，公司将进一步迎来快速稳健的成长预期，首次覆盖对公司投资评级给与“买入”评级。

风险提示

估值和盈利预测的风险

我们采取相对估值方法计算得出公司的合理估值在 70.59-76.02 元之间。在估值方面，我们参考了东方财富、同花顺等同类金融信息供应商的估值，最终给予公司 59-63 倍 PE，可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。在盈利预测方面，我们对公司业务占比最高的金融信息服务业务和新的证券业务进行了假设，给出了较为乐观的判断，即假设公司未来市占率会在未来三年进一步扩大，这可能导致我们最终估值偏乐观的风险。

金融监管政策不确定性风险

金融行业监管政策多变，互联网金融政策持续收紧，数据和流量运营或将面临低于预期的风险，证券行业的经营模式与展业方式也可能会受到新的政策影响，对公司证券业务预期产生重大影响。

金融信息服务业务受证券市场景气度影响的风险

公司的金融信息服务业务的市场需求与证券市场的景气度具有高度的相关性。如果未来证券市场出现大幅波动、投资者交易活跃度大幅下滑等情况，投资者对金融信息及咨询等服务的需求可能出现下降，从而对公司的盈利能力产生重大影响。

网信证券整合效果不及预期

当前网信证券的基础较为薄弱，公司将持续扩大 IT、柜台系统等各项投入，在重建系统与建设新的人才队伍之后才能继续推进开展相关证券业务。除此之外，指南针与网信证券在经营模式与管理模式等方面存在一定的差异，导致公司推行的各项整合措施的时候会面临难以顺利推进的风险。2022 年网信证券将正式并表，由于网信证券存在相当规模尚未到期的企业所得税可弥补亏损，对合并利润产生了影响。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1607	1069	1282	1475	1696	营业收入	932	1255	1466	1735	2071
交易性金融资产	0	0	0	0	0	证券业务		60	63	76	99
应收账款	9	28	34	40	48	金融信息服务	859	1119	1343	1611	1933
其他流动资产	18	25	30	33	37	保险经济业务	1	1	0	0	0
流动资产合计	1695	2288	2517	2769	3046	广告服务	73	75	60	48	38
固定资产	328	378	416	458	481	营业成本	111	144	172	206	252
无形资产及其他	3	19	21	24	27	证券业务		86	63	74	90
长期股权投资	0	0	0	0	0	金融数据服务	103	142	171	205	251
资产总计	2046	4255	4681	5149	5663	保险经济业务	0	0	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	75	0	0	0	0	广告服务	4	2	1	1	1
应付账款	38	0	0	0	0	净利润率	19%	27%	33%	39%	39%
其他金融类流动负债	149	1596	1277	1149	1035	净利润	176	344	484	677	808
流动负债合计	262	1596	1277	1149	1035						
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0						
递延所得税负债	3	0	0	0	0						
非流动负债合计	501	952	904	859	902						
负债合计	764	2549	2182	2517	2496						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
股东权益	1282	1707	2499	2632	3168						
负债和股东权益总计	2046	4255	4681	5149	5663						

关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股收益	0.44	0.84	1.19	1.66	1.98
每股净资产	0.32	4.19	5.15	6.76	7.76
ROE	14.67%	23.01%	24.91%	26.37%	27.76%
毛利率	84.63%	82%	84%	84%	83%
收入增长率	35%	35%	17%	18%	19%
净利润增长率	98%	95%	41%	40%	19%
资产负债率	37.32%	59.89%	46.61%	48.88%	44.06%
P/E	90.95	64.29	45.68	32.65	27.36
P/B	12.50	12.96	10.54	8.03	6.99

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032