

指南针（300803.SZ）

公司报告 | 首次评级报告

2026年10月19日

基本信息

所属行业 公用事业及金融
当前股价 53.26
总市值 476.13 亿
PE-TTM 226.12
PB-MRQ 14.89

估值结果

价值 402.00 亿
DDM 估值 上行空间 -16%
状态 合理估值

价值 402.00 亿
动态估值 上行空间 -16%
状态 合理估值

四维评级

成长空间 ★★★★★
盈利趋势 ★★★★★
产业格局 ★★★★★
护城河 ★★★★★

核心评级结论

公司依托金融信息服务主业，与证券经纪业务形成深度协同，属于业内稀缺的互联网券商标的。

公司成长空间星级较高，核心原因在于公司取得证券牌照后，可在金融行情软件、证券经纪、资产管理等业务板块形成协同效应，成长空间广阔。盈利趋势星级中等，主要系公司持续优化产品结构，整体盈利能力稳步提升，但受国内二级市场走势影响显著，盈利存在一定波动性。产业格局星级中等，主要系公司虽具备产品差异化竞争优势，但行业内传统券商竞争壁垒稳固、市场竞争激烈，综合影响下整体产业格局表现一般。护城河星级中等，公司为业内为数不多同时具备互联网渠道优势与证券业务牌照的金融企业，该差异化优势构成了公司核心护城河。

基于公司未来在证券经纪业务持续提升市场份额和在金融信息服务业务上持续提升收入规模的假设下，公司当前处于合理估值。

风险提示

1) 市场波动风险。业务与资本市场景气度高度相关，若二级市场向下波动，或影响付费用户规模及证券经纪业务收入。2) 监管政策风险。金融信息、证券、基金业务受严格监管，若政策剧烈变动，或增加合规成本。3) 竞争加剧风险。核心业务所处行业竞争激烈，若行业竞争进一步加剧，公司盈利或被削弱。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 研发强度	5
3.2 营销强度	5
3.3 人力资源密集度	5
3.4 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	6
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	7
4.4 股东回报评级	7
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	8
5.3 产业格局	8
5.4 护城河	9
6. 公司估值	10
6.1 核心假设及逻辑	10
6.2 估值确定性	10

图表目录

图1：预测2026 年收入占比 4

图2：预测2026 年毛利占比 4

图3：近年公司盈利能力趋势图 6

图4：近年公司历史成长能力趋势图 6

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势 7

图6：近年股东回报能力趋势图 7

表1：护城河详解表 9

表2：公司整体业绩预测 10

1. 基本信息

公司是国内领先的金融信息服务商与互联网券商。公司品牌创立于1997年，2001年正式成立，总部位于北京。2019年在深交所创业板上市，2022年收购网信证券（后更名麦高证券），获得券商全牌照。公司是证监会核准的证券投资咨询机构与国家高新技术企业。核心业务包括：证券分析软件（如全赢决策系统）、金融信息服务、证券经纪及财富管理。

2. 业务介绍

对于指南针公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

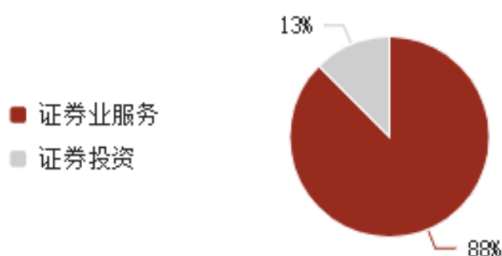
证券业服务：

证券业服务业务主要指金融信息服务、证券经纪业务、资产管理业务等。其中金融信息服务指向C端客户出售行情软件和提供投资咨询服务；证券经纪业务指向个人投资者和机构投资者提供交易服务；资产管理业务指向客户提供财富管理、财产增值等服务。我们对该业务的市场主要界定为中国境内。

证券投资：

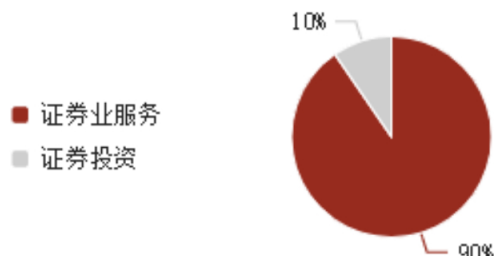
证券投资业务主要指根据公司自有的资金进行投资，获得资金增值的业务。我们对该业务的市场主要界定为中国境内。

图1：预测2026年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2026年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

指南针以金融信息服务和互联网证券双主业运营，依托PC与移动端软件，通过线上营销与体验式推广触达个人投资者。公司以证券工具软件为载体，提供金融数据、投顾咨询，收取软件使用费与数据服务费；同时通过全资子公司麦高证券开展经纪、两融、自营等业务，将软件用户转化为证券交易客户。公司经营特色是流量-交易-资管闭环，通过控股先锋基金切入公募赛道，深度挖掘客户价值，赚取经纪手续费、利息收入及财富管理服务费。

3.1 研发强度

低

较低

中等

较高

高

公司研发强度较高。作为金融科技与证券信息服务企业，核心竞争力依赖软件产品与数据技术，需持续投入研发以保持产品迭代与技术领先。2022年-2025年研发费用率分别为10.0%、13.1%、10.6%、7.7%，都处于较高位置。

3.2 营销强度

低

较低

中等

较高

高

公司营销强度高。公司采用“流量推广+直销”模式，以1元体验等产品低门槛吸引用户，通过电话、微信等渠道转化，持续扩大品牌推广与客户拓展。2022年-2025年销售费用率分别为43.7%、49.4%、52.6%、51.8%，体现了强营销的商业模式。

3.3 人力资源密集度

低

较低

中等

较高

高

公司人力资源密集度高。公司以电销与线上推广为主，依赖大量销售与客服人员触达用户。截至2025年末，员工总数3783人，较2024年增长39.08%。其中销售员工2437人，占比64.4%，形成高人力投入的业务模式。

3.4 客户集中度

低

较低

中等

较高

高

公司客户集中度低。公司聚焦个人投资者，提供标准化金融信息与软件服务，客户覆盖全国中小投资者。2025年前五大客户营收合计0.36亿元，占总营收仅1.71%。

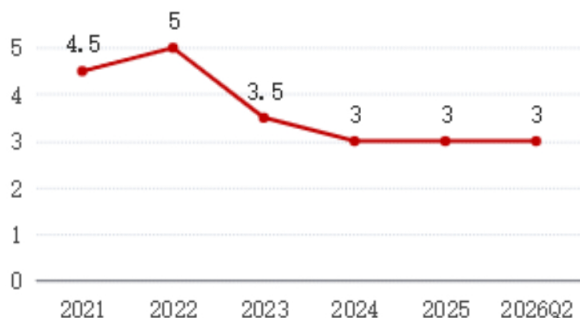
4. 历史经营绩效

公司历史成长能力和业务控制力及财务健康评级较强，历史盈利能力和股东回报评级中等。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



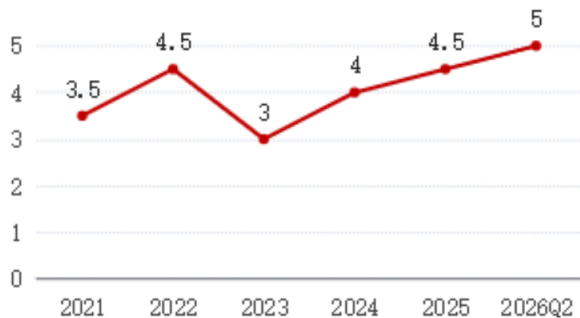
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史盈利能力星级整体呈先上行回落、而后逐步企稳修复的态势。2021至2022年，公司盈利能力星级处于较高区间，主要受益于A股市场行情向好、市场整体投资回报表现优异，带动公司金融终端与软件产品销售收入大幅增长，行业景气度显著上行。2023年，公司盈利能力评级大幅回落至3.5星，盈利水平出现明显下滑，核心原因系收购网信证券（现麦高证券）后，整合期各项成本与财务压力显著增加，阶段性拖累整体盈利表现。2024至2025年，公司盈利能力星级稳定维持在3星水平，一方面麦高证券并购整合带来的盈利拖累效应逐步消退，经营协同与成本管控持续优化；另一方面，2024年四季度开启的市场行情回暖，有效带动业务需求回升，公司整体盈利能力逐步筑底企稳。

4.2 历史成长能力

★★★★★

图4：近年公司历史成长能力趋势图



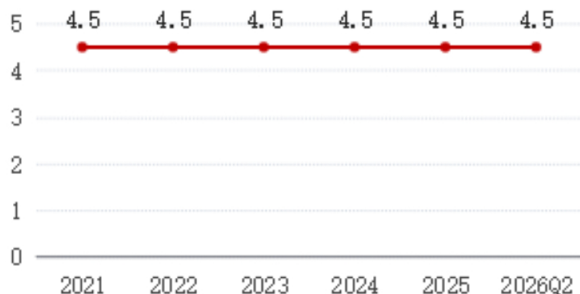
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史成长能力整体呈现持续提升的趋势。公司完成对网信证券（现为麦高证券）的收购与深度整合后，原有核心金融信息服务业务，与新增证券经纪、信用交易等券商牌照业务形成深度业务协同、流量互补与客户价值深挖的完整闭环，驱动成长动能全面释放。2023年至2025年期间，公司营业收入由11.1亿元大幅增长至21.5亿元，营收规模近乎翻倍，营收增速表现亮眼。该数据充分印证公司并购整合成效显著，双主业驱动的战略布局持续落地，长期成长属性与发展韧性持续凸显，展现出强劲的中长期成长潜力。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



数据来源：公司财报，壹评级

公司历史业务控制力及财务健康评级始终处在较高位置。核心原因在于指南针主业面向海量个人零售投资者，以预付费模式销售金融信息终端、投顾服务，绝大多数业务不存在款项拖欠问题，应收账款规模极低、回款效率极高。这种轻坏账、强现金流的业务特性，让公司营收质量优异、资金周转效率突出，因此业务控制力较强。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司历史股东回报星级中等。主要系公司此前为完成证券类核心牌照的收购布局、推进麦高证券的并购与后续深度整合，投入了大规模的自有存量资金，占用了大量经营性现金流与可分配留存收益。在此战略扩张阶段，公司优先将充裕资金用于业务并购、牌照资源获取与长期战略能力搭建，相应缩减了股东现金分红的比例与频次，持续回馈股东的能力与力度阶段性受限。受大额资本开支挤占可分配利润、分红回报长期偏弱的影响，公司历年股东回报水平表现不足，最终使得历史股东回报星级评级长期处于中等档位。

5. 四维评级

公司成长空间星级较高，盈利趋势星级、产业格局星级、护城河星级中等。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长空间星级较高，主要系其获取证券牌照后，证券经纪业务与自营投资业务均具备较大的成长潜力。

证券业服务(4星):

证券业服务业务成长空间星级较高。公司证券相关服务业务主要涵盖金融信息服务与证券经纪业务两大板块，前者以金融行情软件相关收入为主，后者则主要来源于交易佣金收入。在完成证券牌照收购后，公司能够充分整合自身互联网流量优势与持牌经营资质优势，实现两大业务资源互通。一方面可将原有软件用户高效导流至证券经纪业务，另一方面也能将经纪业务客户转化为金融信息服务用户，进而形成显著的业务协同效应，提升整体盈利空间与客户价值。

证券投资(4星):

证券业服务业务成长空间星级较高。公司完成对网信证券的收购后，短期内曾面临阶段性财务紧张状况，目前相关问题已逐步出清，财务结构持续改善。与此同时，公司重点打造的第二增长曲线（证券经纪业务）稳步提升，盈利贡献持续增强，不仅增厚公司整体利润，也为自营投资业务提供了稳定的资金支撑。随着资金面持续优化，公司自营投资规模有望逐步提升，未来成长空间较为广阔。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司的盈利趋势星级中等，主要系公司持续布局与拓展高盈利属性的业务板块，通过业务结构优化不断提升整体盈利水平与盈利质量。

证券业服务(3.5星):

证券业服务盈利趋势星级中等。在金融信息服务业务领域，公司持续推进产品结构优化与功能升级，通过精细化运营提升用户粘性与付费意愿，有效带动用户ARPU值稳步增长，推动该板块盈利水平持续改善。在证券经纪业务方面，公司依托自身金融信息软件积累的海量客户资源实现内部导流，有效降低外部流量采购与营销投放成本，提升客户转化效率，进而推动证券经纪业务盈利趋势持续向好。

证券投资(4星):

证券投资盈利趋势星级较高。在规模扩张层面，随着前期阶段性财务紧张问题持续出清，公司融资环境与资金结构逐步优化，可通过更低成本的市场化融资补充运营资金，为自营投资业务提供充足的资金支撑，推动投资规模稳步提升。在收益表现层面，当前国内资本市场整体呈现向好发展态势，市场活跃度与投资机会不断增加，公司凭借专业投研能力与资产配置优势，自营投资组合收益率有望维持在较高水平并保持稳定，进一步增强该业务的盈利贡献。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局星级中等，主要系行业竞争较为激烈。

证券业服务(3星):

证券业服务产业格局星级中等。在金融信息服务业务领域，随着传统证券公司加速布局相关业务领域，行业参与者持续增多，原有竞争格局被逐步打破，行业竞争烈度预计将显著提升，公司在该领域的市场份额与竞争优势均面临一定下行压力。在证券经纪业务方面，当前行业已处于充分竞争的红海市场，头部机构普遍通过下调佣金费率、加大渠道投入等方式争夺客户资源，价格竞争较为激烈，进一步压缩了行业整体盈利空间，也对公司经纪业务的盈利能力和市场拓展形成持续挑战。

证券投资(4星):

证券投资产业格局星级较高，整体发展态势良好。当前证券投资业务同质化程度较高，多数机构业务模式、产品体系及服务内容趋同，核心竞争集中在手续费率、渠道覆盖等基础层面，差异化优势尚未普及。但行业准入门槛较高，有效遏制了新增主体无序进入，现有参与者具备雄厚资本、完善风控及专业投研能力，市场竞争秩序规范。同时，依托资本市场稳步发展、居民财富管理需求提升，行业平均净资产收益率（ROE）维持在较高水平，盈利稳定性强。综合来看，虽有业务同质化局限，但高门槛与良好盈利表现，共同支撑产业格局较好，星级评定处于较高水平。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河星级中等，主要系同时具备互联网资源优势 and 证券牌照优势。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
证券业服务	(3星) 证券业服务业务护城河宽度星级中等。公司证券业服务市场份额排名市场靠后，其中证券经纪业务排名市场第42，金融信息服务排名行业第3，市场份额较低拖累护城河宽度星级；该业务经壹评级调整的超额ROE为5.5%，在券商行业中处于中游水平；公司的业务控制力为4星，具备较高的业务控制力。整体来讲，证券业服务业务的护城河宽度中等。	(4星) 证券业服务业务护城河持续性星级较高。在牌照优势方面，当前证券行业监管对牌照发放整体保持审慎收紧态度，行业准入壁垒较高、新进入者有限，公司依托持牌经营优势能够有效稳固现有业务基本盘，因此牌照所带来的超额 ROE 衰减速度相对平缓。在线上渠道优势方面，公司经过长期经营积累，叠加持续大额的营销投放，已构建起规模可观的互联网用户资源与流量体系，该壁垒难以在短期内被竞争对手复制突破，因此线上渠道所贡献的超额ROE 同样具备较慢的衰减速度。
证券投资	(1.5星) 证券投资业务护城河宽度星级较弱。公司自营投资业务目前仍处于起步发展阶段，自营规模与同业竞争对手相比存在明显差距。经壹评级调整后，该业务超额ROE为1.4%，在券商行业中处于下游水平。主要原因在于公司自营业务开展时间较短，投研体系、投资经验及资产配置能力尚不成熟，暂难以支撑更高的投资收益率。公司的业务控制力为4星，具备较高的业务控制力。整体来看，公司证券投资业务的护城河宽度评级较低。	(4星) 证券投资业务护城河持续性星级较高。从牌照优势维度来看，当前证券行业牌照审批标准严格、获取难度较大，形成了显著的行业准入壁垒。公司依托合法持有的经营牌照开展自营投资业务，由此形成的超额收益具有较强的可持续性，能够帮助公司在较长周期内持续维持核心竞争优势，为其业务稳定发展提供有力支撑。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于公司未来在证券经纪业务持续提升市场份额和在金融信息服务业务上持续提升收入规模的假设下，公司的估值当前处于合理估值状态。

6.1 核心假设及逻辑

收入假设：

（1）证券业服务收入假设：金融信息服务业务方面，行业收入规模将主要由投资者人数、付费均价两个因素驱动增长，其中，预计投资者人数将从2025年的2.51亿人增长至2035年的3.84亿人，人均付费均价将从2025年的0.67万元/人增长至2035年的0.99万元/人，在此基础上，预计2035年公司金融信息服务收入将达到41.5亿元。证券经纪业务方面，在中国金融深化程度不断提高的背景下，预计行业全佣金收入在1937亿元左右，我们认为指南针的经纪业务市场份额可达到2.70%，对应52.3亿元收入。

（2）证券投资收入假设：

预计公司投资资产规模稳定增长，2040年公司自营投资规模达到千亿级别。自营投资收益率方面，预计公司的自营收益率围绕3%的中枢波动。

盈利能力假设：

（1）主营业务方面，预计公司凭借互联网和证券牌照的双重优势，有望降低销售费用率，从而提升公司的证券业服务业务净利率。

（2）投资业务方面，随着国内资本市场持续向好发展以及公司投资策略的不断完善，预计公司的投资净利率将保持在70%左右。

表2：公司整体业绩预测

指南针	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	11.1	15.3	21.5	30.6	38.9	55.6	70.0	88.1
归母净利润(亿)	0.7	1.0	2.3	3.8	9.3	18.9	28.9	42.2
归母净利润增速(%)	-78.4	43.5	118.7	64.6	145.9	102.5	53.5	45.7
经营性净利润(亿)	0.7	1.0	2.3	3.8	9.3	18.9	28.9	42.2
经营性净利润增速(%)	-78.4	43.5	118.7	64.6	145.9	102.5	53.5	45.7
经营性归母净利润(亿)	0.7	1.0	2.3	3.8	9.3	18.9	28.9	42.2
经营性归母净利润增速(%)	-78.4	43.5	118.7	64.6	145.9	102.5	53.5	45.7

数据来源：壹评级

6.2 估值确定性

★★★★☆

公司的估值确定性一般。公司估值提升高度依赖证券经纪业务市场份额的扩张，而这一核心驱动因素存在较大不确定性，一定程度削弱公司估值的可预测性与稳定性。同时，公司证券经纪业务及金融信息服务业务营收均与资本市场表现高度绑定，盈利水平随二级市场行情波动显著，整体经营确定性偏弱，也降低了估值的稳定性与可预见性。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM 估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测-作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。