

## 指南针 (430011.00)

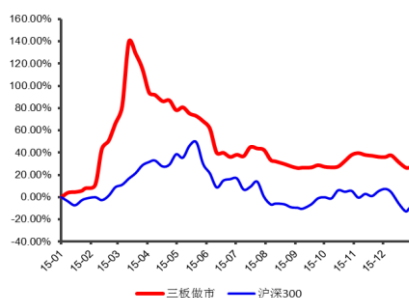
### 打通价值链，业务转型迈向财富管理

评级: -- 前次: --  
 分析师 张帆, CFA  
 S0740514080002 S0740515020001  
 021-20315190 021-20315209  
 zhangjun@r.qlzq.com.cn zhangfan@r.qlzq.com.cn  
 2016年1月20日

#### 基本状况

总股本(百万股)	156.16
流通股本(百万股)	72
市价(元)	14.42
市值(亿元)	22.52
流通市值(亿元)	10.44

#### 新三板市场走势



#### 业绩预测

指标	2012A	2013A	2014A	2015	2016E
营业收入(百万元)	49	50	198	503	785
营业收入增速(%)	(56.92)	1.47	296.69	154.86	56.01
净利润增长率(%)	(2041)	6.05	-187.63	252.18	56.24
摊薄每股收益(元)	(0.43)	-0.23	0.20	0.66	1.03
前次预测每股收益(元)	-	-	-	-	-
市场预测每股收益(元)	-	-	-	-	-
偏差率(本次-市场/市场)	-	-	-	-	-
市盈率(倍)	-	-	-	-	-
每股净资产(元)	0.48	0.07	0.41	1.04	2.07
每股现金流量	(0.64)	0.73	0.77	0.82	1.46
净资产收益率	(89.26)	(621)	49.74	63.66	49.86
市净率	-	-	-	-	-
总股本(百万股)	73.13	73.13	143.13	156.16	156.16

备注: 市场预测取 聚源一致预期

#### 投资要点

- 公司成立于2001年，定位于个人投资者金融服务，产品服务涵盖技术分析、及时行情、Level-2行情、多维技术指标类和基于Level-2行情的衍生品服务等。公司第一大股东为广州展新通讯科技有限公司，持股比例为47.52%。2007年指南针在中关村新三板挂牌，目前为协议转让方式。
- 产品多层次分级实现用户价值深挖，线上引流迎来华丽蜕变。公司目前拥有一款免费终端软件，四款“全赢”系列付费产品以及六款插件付费产品，通过搜索引擎优化引流—免费软件试用导入—线上客服维护关系—深挖客户需求推荐不同层次付费产品的模式最终实现流量变现。公司的直营销售团队规模也进一步扩大，由2013年12个部门350人增长至420人，在公司收购天一星辰后，直营销售团队进一步扩展到18个部门580人。到2015年底公司直营销售团队发展到1500多人。
- 互联网金融面向平台化发展，增加流量变现渠道大势所趋。参照同类型主要上市公司路径，我们可以发现，不满足于单一金融信息服务业务，通过多种方式向上下游拓展成为主要趋势。公司储备的高净值股民为深挖客户需求奠定优良基础，精准的客户管理有助于提高客户粘性，具有很高的合作价值，而零佣金时代倒逼传统券商业务加速转型，也将给公司带来丰富的合作机遇。
- 证券经纪业务有望率先发力。我们认为指南针有望凭借与券商的深度合作，作为流量入口吸引开户人流，并可通过佣金分成等方式实现利润，达到双赢。我们估计公司与券商的合作可以初步向通过向指南针存量客户推广经纪业务实现，预计能向合作券商实现万人级别的定向开户交易客户。
- 盈利预测: 我们预计2015-2016年公司的主营业收入分别为503和785百万元; 增速为154.86%、56.01%; 归属母公司净利润分别为103百万元和161百万元，增速分别为252.18%、56.24%; 按照最新股本全面摊薄后的2015-2016年EPS分别为0.66、1.03元。目前公司股票尚未做市，暂时不给予评级。
- 风险提示: 转型进展低于预期的风险; 证券市场波动风险; 行业内竞争加剧风险。

内容目录

公司简介.....	- 4 -
目前主要定位在个人投资者金融服务.....	- 5 -
定位于个人投资者金融服务，产品多层次分级实现用户价值深挖 .....	- 5 -
营销方式脱胎换骨，主攻线上导流迎来华丽蜕变 .....	- 7 -
收购控股股东子公司，消除同业竞争实现资源整合 .....	- 8 -
互联网金融面向平台化发展，增加流量变现渠道大势所趋.....	- 9 -
打造综合性互联网服务平台，拓展业务生态圈大势所趋 .....	- 9 -
“高净值、高粘性”的客户优势奠定转型基础，传统券商亦有转型需求..	- 10 -
证券经纪业务有望率先发力，第三方理财、财富管理指日可待.....	- 12 -
与券商合作已有实质性进展，证券经纪业务有望率先发力 .....	- 12 -
第三方理财产品销售到“自营自销”，成长路径日渐明晰 .....	- 13 -
泛资产管理时代来临，财富管理市场才露尖角.....	- 14 -
预测与估值 .....	- 15 -
盈利预测 .....	- 15 -
风险提示 .....	- 16 -

图表目录

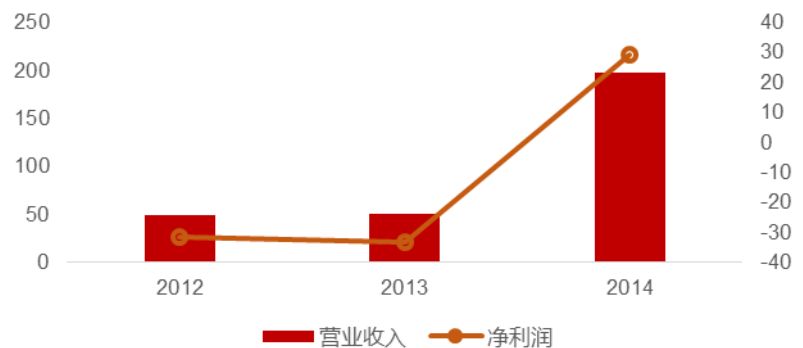
图表 1：公司营业收入与净利润(百万元) .....	- 4 -
图表 2：公司股权分布.....	- 4 -
图表 3：公司发展历程.....	- 5 -
图表 4：牛市行情有望助长公司业务收入（单位：亿元） .....	- 5 -
图表 5：主要竞争对手产品收入情况（亿元） .....	- 6 -
图表 6：受访投资者获取投资信息的主要渠道.....	- 6 -
图表 7：公司全赢系列软件产品（单位：元） .....	- 7 -
图表 8：公司主要竞争对手付费软件产品及价格（单位：元） .....	- 7 -
图表 9：SEM 获取潜在客户，线上营销深挖客户价值 .....	- 8 -
图表 10：天一星辰积累的客户资源将有助于增厚指南针业绩.....	- 8 -
图表 11：天一星辰 2012-2014 3Q 营业收入（百万） .....	- 9 -
图表 12：迈向互联网金融，转型、合作、业务拓展已成主旋律 .....	- 9 -
图表 13：指南针未来可面向多层次客户群体.....	- 10 -
图表 14：指南针精准的客户管理有助于提高客户粘性 .....	- 11 -
图表 15：传统券商面对互联网冲击的转型思路.....	- 12 -
图表 16：各券商拥抱互联网金融，纷纷“触网” .....	- 12 -
图表 17：2014 上市券商经纪业务排名（以股票交易份额为例，%） .....	- 13 -
图表 18：指南针未来可获得经纪业务关键假设.....	- 13 -
图表 19：各渠道基金销售占比 .....	- 14 -

图表 20: 部分独立基金销售机构销售情况 (2014) .....	- 14 -
图表 21: 个人可投资资产和高净值人群数量呈现双增长局面 .....	- 15 -
图表 22: 盈利预测 .....	- 16 -
图表 23: 财务报表预测 .....	- 17 -

## 公司简介

- 公司成立于 2001 年，定位于个人投资者金融服务，基于对金融数据的深度挖掘和分析，运用市场领先的投资理念和方法，为个人投资者提供先进的投资工具和解决方案，产品服务涵盖技术分析、及时行情、Level-2 行情、多维技术指标类和基于 Level-2 行情的衍生品服务等。公司目前通过直营开拓业务，主要收入来源是软件产品服务费收入，2014 年全年实现营业收入 1.97 亿元，较 2013 年增长率达 60.36%，净利润达 2,932 万元，增长 269.04%。

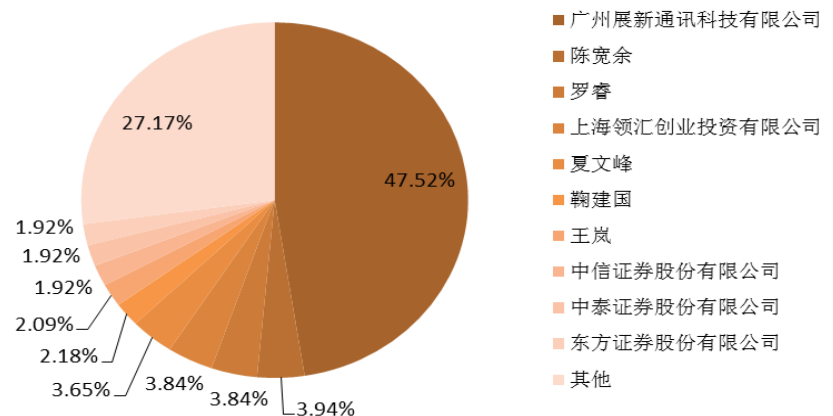
**图表 1：公司营业收入与净利润(百万元)**



来源：wind，中泰证券研究所

- 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”)正式成立。公司第一大股东为广州展新通讯科技有限公司，持股比例为 47.52%。广州展新的控股股东和实际控制人为黄少雄和徐兵，二者也是指南针的实际控制人，二人在广州展新存续期间为一致行动人。2007 年指南针在中关村新三板挂牌，目前为协议转让方式。

**图表 2：公司股权分布**



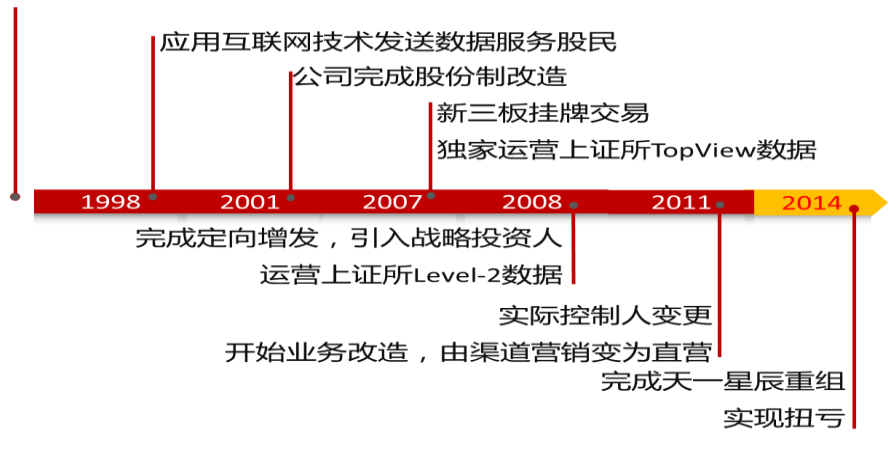
来源：公司公告，中泰证券研究所

## 受益于证券市场行情，目前主要定位在个人投资者金融服务

定位于个人投资者金融服务，产品多层次分级实现用户价值深挖

- 公司定位于个人投资者金融服务，主营金融信息服务和证券投资咨询，主要通过提供软件服务收取费用盈利。公司销售的产品全部为自主研发的软件，为客户在金融证券领域提供工具型软件产品服务以及投资咨询服务，软件的客户主要面向证券市场中小投资者。2014年，公司金融信息服务和证券投资咨询业务收入达到1.97亿，毛利率在94.87%。

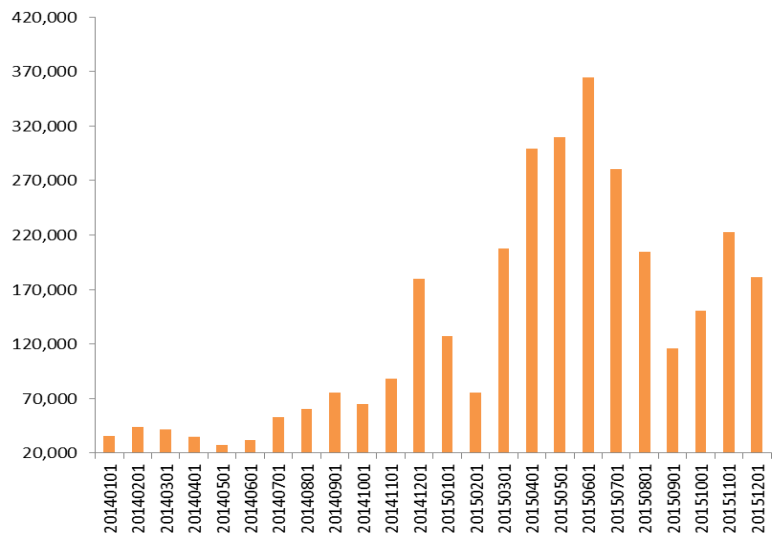
**图表3：公司发展历程**



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 受益于A股行情，A股的股票成交金额从年初的12.77万亿攀升至12月份的18.14万亿，全年同比增长344%。公司的软件销售收入有望继续实现业绩爆发。我们保守估计，公司的金融信息服务和证券投资咨询业务2015年有望增至4.5亿元，和去年的1.79亿元相比增长150%。

**图表4：牛市行情有望助长公司业务收入（单位：亿元）**



来源：wind，中泰证券研究所

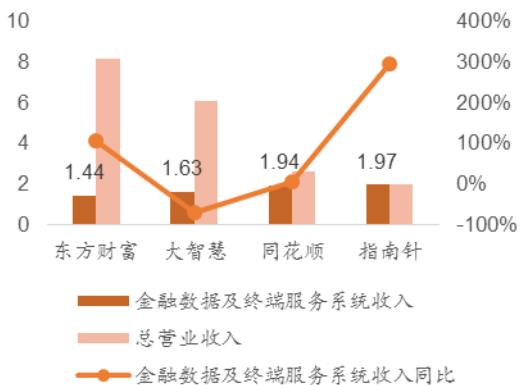
- 公司目前拥有一款免费终端软件“全赢博弈智能操盘系统”，四款“全赢”系列付费产品以及“财报掘金”、“消息龙虎榜”、“先锋策略平台 2.0”、“鹰眼股期联动监控系统”、“重组监控系统”、“中国 K 线”六款插件付费产品，通过搜索引擎优化引流—免费软件试用导入—线上客服维护关系—深挖客户需求推荐不同层次付费产品的模式最终实现流量变现。
- 金融数据终端业务仍未见顶，业务发展大有可为。根据中证登公布数据，截至 2015 年 4 月，我国目前的有效 A 股账户为 1.63 亿户，个人投资者占比约为 80%。据深交所公布的《深交所 2014 年个人投资者状况调查报告》，依据股票价格走势、成交量变化等技术指标分析的占到 62%，我们假设其中 2% 的投资者有更高的信息需求，愿意选择付费软件享受更多信息服务。目前市场上付费金融信息软件价格分布在几千元元至几万元不等，考虑到个人投资者的资金实力一般低于机构投资者，我们假设个人投资者能够接受的价格价格中枢在 5000 元左右。则针对个人投资者的金融信息服务市场规模则约在 80 亿。我们按照人均消费金额 1500 元，分悲观（用户增速 20%），中性（用户增速 30%）以及乐观（用户增速 50%）三种情形假设，到 2017 年中性情况时相关收入达到 6.34 亿元，和目前不足 2 亿的营收规模相比还有很大发展空间。除此之外，指南针在发展个人投资者的基础上还会向机构投资者拓展，可以预见，金融数据终端业务仍未见顶，仍是一片广阔天地。

图表 5：不同假设场景下软件销售情况

情景假设	悲观（用户增速 20%）			中性（用户增速 30%）			乐观（用户增速 50%）			
	年份	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
人均消费额（元）		1500	1400	1300	1500	1500	1500	1500	1500	1500
用户数量（万）		17.00	20.40	24.48	25.00	32.50	42.25	30.00	45.00	67.50
软件销售收入（亿元）		2.55	2.86	3.18	3.75	4.88	6.34	4.50	6.75	10.13

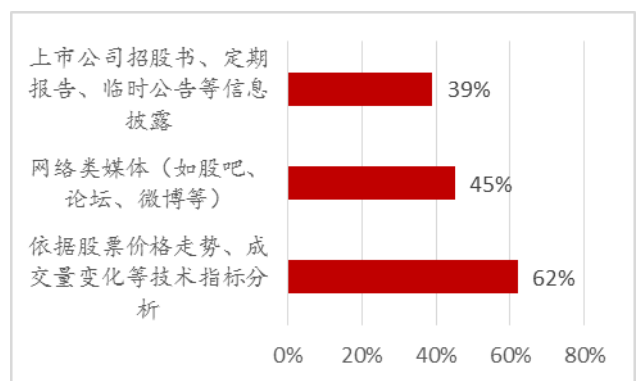
来源：中泰证券研究所

图表 6：主要竞争对手产品收入情况（亿元）



来源：上市公司年报，中泰证券研究所

图表 7：受访投资者获取投资信息的主要渠道



来源：深交所 2014 年个人投资者状况调查报告，中泰证券研究所

**图表 8：公司全赢系列软件产品（单位：元）**

	产品	价格
免费产品	全赢博弈智能操盘系统	免费
主打产品	全赢博弈私享家版	18000/年
	全赢博弈一键选股	5600/年
	全赢博弈版	1580/年
	全能博弈先锋版	7600/年
插件产品	财报掘金	2800/年
	消息龙虎榜	120/年
	先锋策略平台	4800/年
	鹰眼股期联动监控系统	3000/年
	重组监控系统	3180/年
	中国 K 线	880/年

来源：公司网站，中泰证券研究所

**图表 9：公司主要竞争对手付费软件产品及价格（单位：元）**

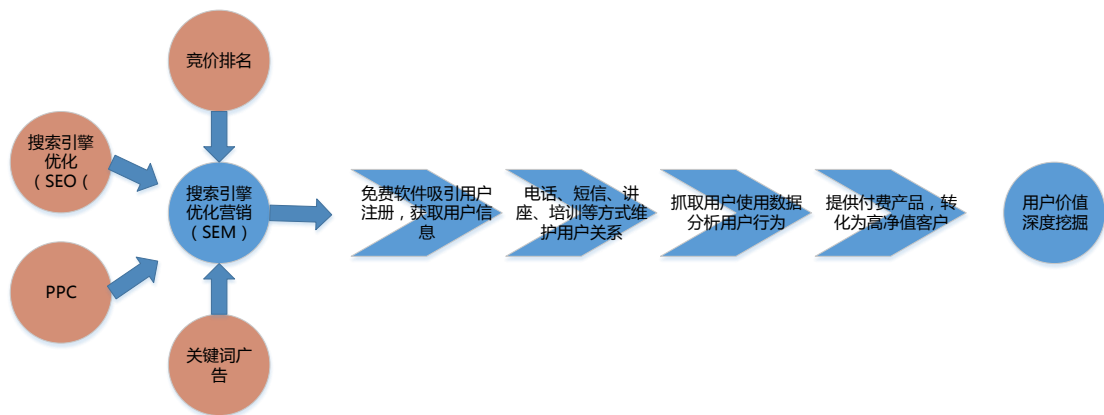
提供商	产品	价格	
同花顺	投研一体量化 (iFind)	29800 元/年	
	财富先锋	主力版 16800 元/年；至尊版 26800 元/年	
	云计算决策版	6800 元/年；10880 元/2 年	
	实时港股经典版	个人：2880 元/年；4980 元/2 年 企业：5880 元/年；8000 元/2 年 国际用户：4580 元/年；8000 元/2 年	
	大战略-机构股票池	68000 元/年	
	短线宝	788 元/季	
	智能交易机构版	12800 元/年	
	股指期货闪电版	3250 元/年	
	大研究内参版	22500 元/年	
	大□究经典版	9500 元/年	
	大智慧	大智慧 365	998 元/年；19□6 元/2 年
		大智慧专业版	2680 元/年；3980 元/2 年
		大智慧港股通专业版	3800 元/年
大智慧财富版		9800 元/年	
大智慧策略投资终端		3.8 万元/年；5.8 万元/2 年	
大智慧大数据终端		机构专用	
大智慧期货投资终端		2888 元/年	
DTS 大智慧策略交易平台	机构专用		
东方财富	choice 金融终端	优惠套餐 980 元/年，5 套起售 或 3800 元/年	

来源：各公司网站，中泰证券研究所

**营销方式脱胎换骨，主攻线上导流迎来华丽蜕变**

- 报告期内，公司的营销策略在 2013 年整体策划和团队营销模式的基础上，完善“从营销到潜销”的蜕变，针对客户需求全面优化讲师文章、视频和课程的内容，加强对业务团队的技术培训和营销指导工作，公司的存量收费客户数量获得稳步增长。2014 年，公司收费客户数较 2013 年增长率达 75%，直营销售团队规模进一步扩大，由 2013 年 12 个部门 350 人增长至 420 人，在公司收购天一星辰后，直营销售团队进一步扩展到 18 个部门 580 人。
- 公司目前的销售主要采取线上销售，通过搜索引擎优化获取访问量，通过优质产品内容吸引注册用户，并由专业销售人员持续跟踪有价值的免费终端试用客户，然后根据用户使用习惯、细化需求针对性的推荐付费产品，将免费用户转变成付费用户，成功实现流量导入。

**图表 10: SEM 获取潜在客户，线上营销深挖客户价值**



来源：中泰证券研究所

### 收购控股股东子公司，消除同业竞争实现资源整合

- 2014 年 12 月，指南针以定向发行股份的方式，以 1.4 亿元作价购买控股股东广州展新持有的天一星辰的 100% 股权。天一星辰与指南针均从事互联网证券金融信息服务产品和证券投资咨询服务等业务，在主营业务上存在重合。通过本次交易，广州展新将其持有的天一星辰 100% 股权置入指南针，以彻底解决天一星辰与指南针之间存在的同业竞争问题，有利于指南针整合资源，提高市场竞争能力。2014 年 12 月份，天一星辰完成工商变更登记手续，2014 年指南针年报合并范围增加天一星辰。

**图表 11: 天一星辰积累的客户资源将有助于增厚指南针业绩**

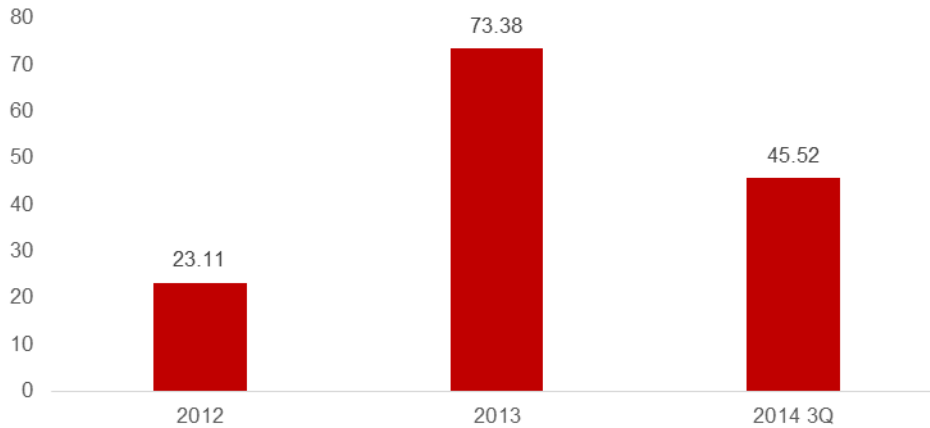
产品类别	客户群体	价格	2014 3Q 收入 (万元)	年客户数量估计 (人)
免费产品	一般投资者	免费		
面向低端用户产品	主要面向中小散户，对资金数据有一定需求的用户	360 元/年	160.79	5954
面向中端用户产品	主要面向有选股需求的用户	3,600 元/年	1879.13	6958
面向高端用户产品	主要面向高端用户，有深层次、多角度分析需求的用户	18,000 元/年	699.71	518
其他红马甲软件产品			1784.29	



非红马甲软件收入	28.55
总计	4552.47

来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 12：天一星辰 2012-2014 3Q 营业收入（百万）**



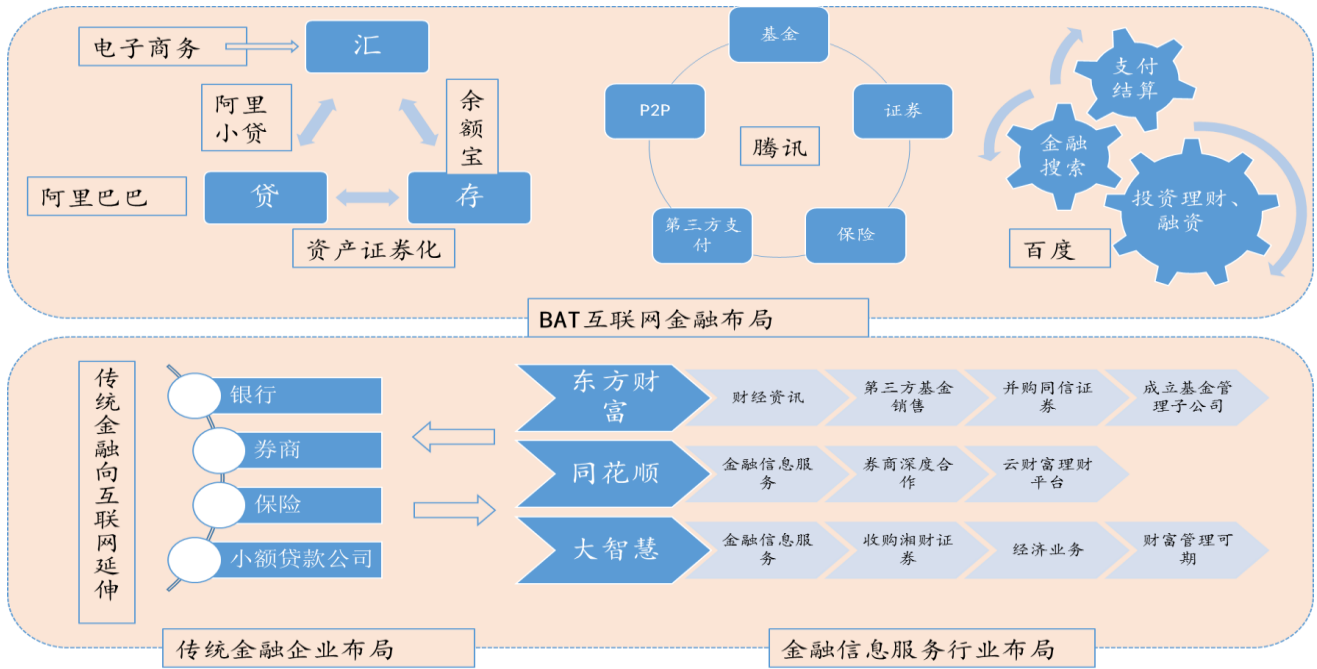
来源：公司公告，中泰证券研究所

## 互联网金融面向平台化发展，增加流量变现渠道大势所趋

### 打造综合性互联网服务平台，拓展业务生态圈大势所趋

- 单一采用销售金融数据软件表现的盈利模式较为单一，扩展业务生态圈是现实需要。目前指南针通过“卖软件”取得的收入占据主营业务收入的 99.99%，存在依赖单一产品的风险。整个金融行业本身受证券市场前景气度波动就十分显著，而一旦证券市场前景气度下降，市场活跃程度和投资者热情均会受到直接影响，投资者对金融信息服务的需求也会大受抑制。
- 迈向互联网金融，转型、合作、业务拓展已成主旋律。参照同类型主要上市公司路径，我们可以发现，不满足于单一金融信息服务业务，通过多种方式向上下游拓展成为主要趋势。
  - 转型：东方财富在收购同信证券后，再次发力，宣布成立基金管理子公司，跃升为以资产管理为核心的综合互联网金融平台。
  - 合作：大智慧与收购湘财证券，意在进军证券经纪业务和布局财富管理业务。同花顺与东吴证券深度合作，意在开发流量变现新途径。
  - 业务拓展：从金融信息服务，逐渐拓展至经纪业务、理财和财富管理。

**图表 13：迈向互联网金融，转型、合作、业务拓展已成主旋律**

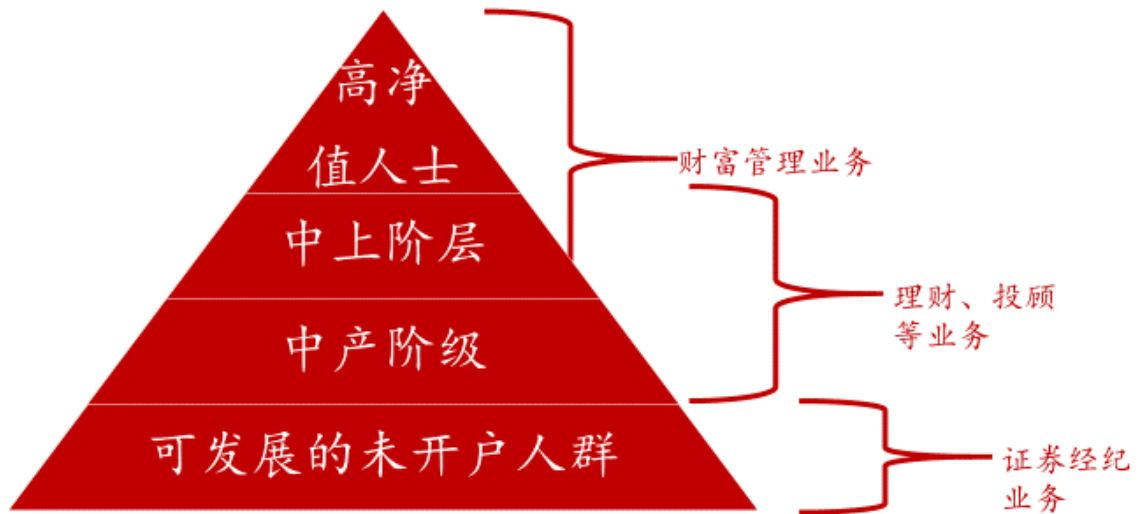


来源：中泰证券研究所

**“高净值、高粘性”的客户优势奠定转型基础，传统券商亦有转型需求**

- **高净值股民为深挖客户需求奠定优良基础。**指南针的产品主要面向个人投资者，而据深交所《深交所 2014 年个人投资者状况调查报告》，受访投资者账户平均资产为 52 万，这些投资者有能力也有需求承担单价不菲、但投入成本只占总财富小部分的付费金融信息服务，也正是指南针的主要用户。可以说，指南针拥有一批高净值的客户群和隐藏在客户背后的庞大的价值数据。在分级产品对客户群体进行初步细分的基础上，公司可以实现通过用户交易行为、信息偏好等进行数据挖掘，按需定制产品和提供服务。

**图表 14：指南针未来可面向多层次客户群体**



来源：根据网络公开信息整理，中泰证券研究所

- O2O 模式提高客户粘性。**投资者可以在指南针官网提交注册信息后免费使用特定全赢软件，并会有销售人员通过一对一方式与潜在客户对接，进行免费线上培训和持续跟踪。我们认为，优越的产品体验和完善的线下服务是培养客户忠诚、提高客户粘性和转换成本的基础，而指南针拥有完善的产品线和感恩客户的服务理念，其完善的 O2O 模式会大大提高客户粘性。

图表 15：指南针精准的客户管理有助于提高客户粘性

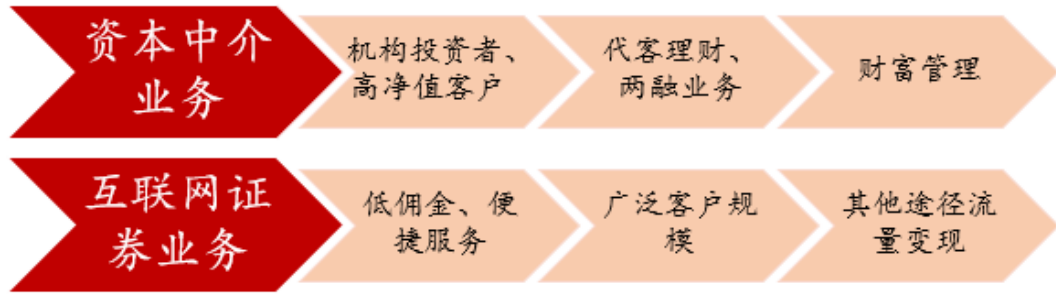


来源：公司资料，中泰证券研究所

- 零佣金时代倒逼券商业务加速转型。**传统券商在资金实力、机构资源、人力资源等方面具备天然优势，其面向机构业务具有较高门槛，而互联网企业的长尾属性更加明显，其面向普通大众的零售业务开展会更加灵活。目前，券商机构业务占比不足 20%，而证券经纪业务收入占比在 40% 以上，但互联网金融大战已从银行、基金蔓延到券商领域，伴随国金证券与腾讯合作产品“佣金宝”上线，券商正式开启“零佣金时代”，传统

券商面临业务转型压力。

**图表 16: 传统券商面对互联网冲击的转型思路**



来源：金融观察，中泰证券研究所

- **监管政策利好互联网证券发展。**同时，监管层也明确表示“支持证券公司与互联网金融公司合作，支持设立网上证券公司”，相继颁发《网上证券委托暂行管理办法》、《网上证券经纪公司管理暂行办法》和《证券账户非现场开户实施暂行办法》，对网上证券业务加以法律规范。指南针2014年主营业务收入1.97亿元，主打产品价格分布在1580-18000元，其付费用户数量在1-12.5万（用户数量越低则意味着客户净值越高，客户价值开发潜力越大），与指南针合作意味着可以直接从其存量用户中引流，大大降低引流成本，对目标开拓互联网业务的传统券商极具合作价值。

**图表 17: 各券商拥抱互联网金融，纷纷“触网”**

券商	产品/合作内容	合作方	产品详情
国泰君安	君弘金融商城		提供国泰君安理财产品、
华创证券	天猫网上商城		奢侈品和金融产品
方正证券	泉友商城		提供基础服务、软件工具、咨询信息、投顾服务、量化产品和营业部产品
长城证券	财富长城网		银行理财、基金、投顾通、私募基金托管、网上开户等；打造网上金融超市，并实现各类金融产品的在线销售；
东吴证券	建立全面战略合作关系	同花顺	其次，深度合作在线开户及高端客户的开发；第三，在客户、投行、投资、研究和数据等方面的优势进行互补，合作打造社区投资平台
国金证券	佣金宝	腾讯	网上开户、闲置资金管理、投顾服务等

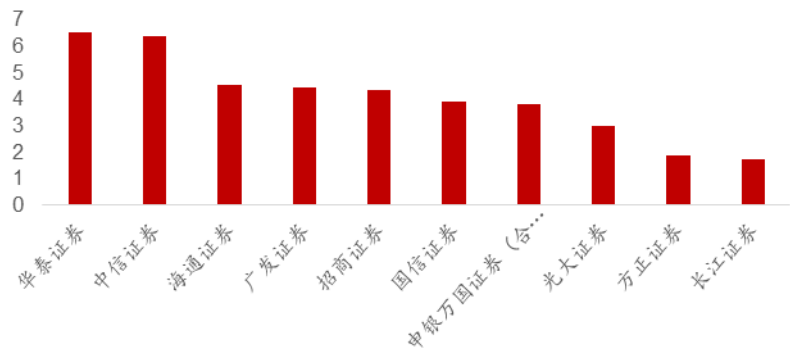
来源：根据网络公开信息整理，中泰证券研究所

**证券经纪业务有望率先发力，第三方理财、财富管理指日可待**

证券经纪业务有望率先发力

- 牛市氛围下，中国资本市场如火如荼，股民入市情绪高涨。加之“一人一户”限制的放开，证券经纪业务有望在未来一段时期内将持续贡献业绩增量。我们认为指南针有望凭借与券商的深度合作，作为流量入口吸引开户人流，并可通过佣金分成等方式实现利润，达到双赢。我们估计公司与券商的合作可以初步向通过向指南针存量客户推广经济业务实现，预计能向合作券商实现万人级别的定向开户交易客户。
- 我们假设指南针能够得到 0.005% 的佣金分成，2015-2017 年的经纪业务占有率可分别达到 1%、2% 和 3%，则指南针的总佣金收入有望达亿元规模。

**图表 18：2014 上市券商经纪业务排名（以股票交易份额为例，%）**



来源：交易所，中泰证券研究所

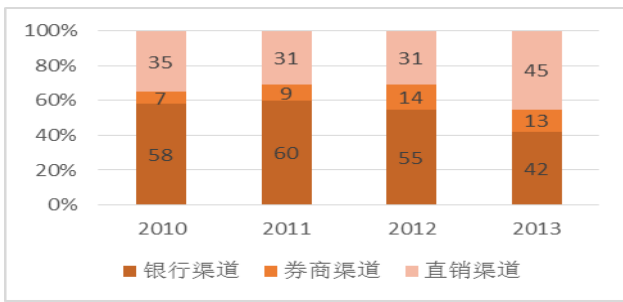
**图表 19：指南针未来可获得经纪业务关键假设**

	2014	2015E	2016E	2017E
券商合作开户收入 (亿)		1.2	2.4	3.6
YOY			100%	50%
关键假设：日均股票交易额		9500	9500	9500
分成佣金率		0.005%	0.005%	0.005%
市场占有率		1%	2%	3%
总计	1.97	4.33	7.18	10.20
YOY	60%	120%	66%	42%

来源：wind，中泰证券研究所

- 第三方理财产品销售到“自营自销”，成长路径日渐明晰根据证监会公布的公开募集基金销售机构名录（2014 年 9 月），取得基金销售资质的第三方机构共有 42 家，包括东方财富旗下的天天基金网、同花顺旗下的爱基金等。基金销售机构的盈利模式主要包括认购申购费、客户维护费以及销售服务费，整体佣金率在 1% 左右。截至 2015 年 4 月份，我国公募基金资产已达 6.2 万亿，基金销售的市场规模约在 620 亿。目前我国的基金销售渠道仍以银行为主，而美国的第三方基金销售比例高达 70%，英国比例在 55% 左右，互联网时代，我国第三方基金销售比例有望达到 40%，则第三方基金销售规模可达 300 亿左右。

图表 20: 各渠道基金销售占比



来源: 中泰证券研究所

图表 21: 部分独立基金销售机构销售情况 (2014)

基金名称	基金产品 (只)	基金销售规模	营业收入
天天基金	2051	2297亿	3.73亿
爱基金	1433	166亿 (估计)	0.27亿
数米基金	2100	191亿 (估计)	0.31亿

来源: 中泰证券研究所

- 长久以来, 基金销售被银行、券商等传统渠道牢牢占据, 而仅仅靠销售量抽取佣金分成的模式将无法在互联网时代取得长远发展, 打通产业链上下游, 提升供应链掌控能力方是立足之道。对于金融信息服务業者, 从金融数据服务和互联网基金第三方销售服务延伸至基金募集、基金销售、资产管理等业务环节, 有利于企业打造金融互联网平台, 实现综合发展。日前, 东方财富宣布公告称, 拟出资 2 亿元注册一家全资基金管理有限公司, 从事基金募集、基金销售、资产管理等证监会许可的其他业务。其旗下的天天基金代销同业的基金产品, 仅可以获得基金申购、赎回的手续费和一半的管理费收入, 但自营基金可以获得所有的管理费收入, 大大增厚公司业绩。东方财富的基金“自营化”无疑向后来者证明了此路径的可复制性。

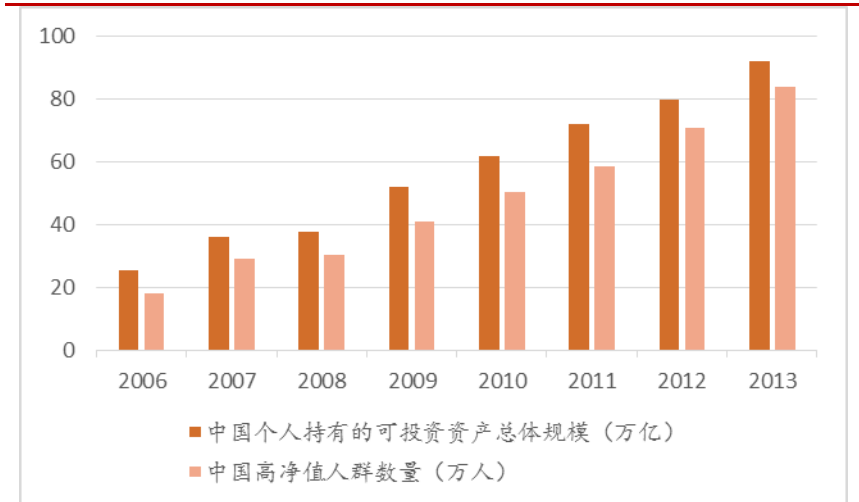
### 泛资产管理时代来临, 财富管理市场才露尖角

- 伴随 30 年来的经济快速增长, 我国居民积累了大量财富, 其中更是涌现出了大量的高净值群体阶层:

  - 1) 收入分配体制改革更将扩大居民财富增长空间;
  - 2) 当前的经济结构调整使得产业资本领域出现了大量闲置资金;
  - 3) 随着中国房地产价格快速上涨预期的消失, 居民财富配置将逐渐由不动产转向金融资产。

这三者共同催生了大量的财富管理需求, 为我国财富管理行业提供了广阔的市场需求空间。2013 年, 我国个人持有的可投资资产达到 92 万亿, 随着投资渠道的不断扩展, 我们认为未来会有 50% 的可投资资产投向各财富管理产品, 规模将在 46 万亿。
- 资产管理规模、人均资产证券化比例和资产管理费率是主要影响因素。**我们认为, 人均财富的增长 (高净值人群数量的增加)、人均资产证券化比例的增加和托管资产人数的增长都有助于财富管理行业的规模扩大。若划分资产在 1000 万以上的人群为高净值人群, 其数量在 2013 年达到 84 万人。

**图表 22：个人可投资资产和高净值人群数量呈现双增长局面**



来源：wind，中泰证券研究所

## 预测与估值

### 盈利预测

- 我们认为公司今年保持平稳增长，未来几年将出现 50% 以上的高增速，主要有以下几个原因：首先，受益于 A 股行情，A 股的股票成交金额从年初的 12.77 万亿攀升至 12 月份的 18.14 万亿，全年同比增长 344%。公司的软件销售收入有望继续实现业绩爆发。公司证券投资咨询业务 2015 年收入出现 150% 以上的增长；其次，与券商合作已有实质性进展，证券经纪业务有望率先发力，随着公司的高净值客户引流到合作券商的比率逐步提升，公司获得的佣金分仓未来将逐年提升，逐步打破过去依赖证券投资咨询业务的束缚，向多元化方向发展，这块业务的收入在 2016 年有望达到亿元级别的销售规模；再次，公司的基金销售和财富管理泛资产管理业务有望逐步打开局面，2016 年也将贡献千万级别的收入。我们分三种情景假设分别预计公司未来几年收入增速情况，在最悲观的情景假设条件下，公司 2017 年的收入将达到 6.1 亿元，最乐观的假设条件下公司收入达到 16.32 亿元。相比公司 2014 年 1.97 亿元的收入规模有较大幅度的增长。

**图表 23：分项目公司未来收入变化情况**

年份		2014	2015E	2016E	2017E
软件销售收入 (亿)	悲观	1.97	3.94	4.73	5.20
	中性	1.97	4.43	6.29	8.18
	乐观	1.97	5.12	7.43	10.77
YOY	悲观	-	100.00%	20.00%	10.00%
	中性	-	125.00%	42.00%	30.00%
	乐观	-	160.00%	45.00%	45.00%
基金销售业务收入 (亿)	悲观	-	0.10	0.20	0.30
	中性	-	0.20	0.52	1.04
	乐观	-	0.30	0.90	2.25

	悲观	-	-	100.00%	50.00%
YOY	中性	-	-	160.00%	100.00%
	乐观	-	-	200.00%	150.00%
券商合作开户 收入(亿)	悲观	-	0.20	0.40	0.60
	中性	-	0.40	1.00	1.80
	乐观	-	0.50	1.50	3.30
	悲观	-	-	100.00%	50.00%
YOY	中性	-	-	150.00%	80.00%
	乐观	-	-	200.00%	120.00%
总计(亿)	悲观	1.97	4.24	5.33	6.10
	中性	1.97	5.03	7.81	11.02
	乐观	1.97	5.92	9.83	16.32

来源：中泰证券研究所

- 关于毛利率这块，我们判断公司在保持高毛利率的同时也有一个略微下降的过程，但下降幅度不会太大。公司产品属于软件行业，同时也是技术及脑力密集型行业，公司的话语权比较强，因此我们判断公司的高毛利率将有望持续。同时公司的成本相对刚性，在达到一定销售规模之后，公司的净利润增速将大大高于收入增速。
- 我们预计 2015-2016 年公司的主营业收入分别为 503 和 785 百万元；增速分别为 154.86%、56.01%；归属母公司净利润分别为 103 百万元和 161 百万元，增速分别为 252.18%、56.24%；按照最新股本全面摊薄后的 2015-2016 年 EPS 分别为 0.66、1.03 元。

**图表 24：盈利预测**

	2012	2013	2014	2015E	2016E
营业收入(百万元)	49	50	198	503	785
增长率 YoY%	(56.92)	1.47	296.69	154.86	56.01
净利润(百万元)	(32)	-33	29	103	161
增长率 YoY%	(2041)	6.05	-187.63	252.18	56.24
摊薄每股收益(元)	(0.43)	-0.23	0.20	0.66	1.03
毛利率%	78.67	84.39	94.87	93.72	92.75
净资产收益率%	(89.26)	(621)	49.74	63.66	49.86

来源：中泰证券研究所

### 风险提示

- **转型进展低于预期的风险。**公司处于转型期，新平台的搭建与后续扩张在短时间内盈利有限，如果公司无法保持平稳的现金流将面临转型风险。
- **证券市场波动风险。**公司主要服务于金融信息服务业，金融信息服务业作为我国新兴产业，未来仍将保持持续增长，但受证券市场周期性波动影响，行业发展的周期性波动依然存在。受到国家宏观经济发展的影响，



金融信息服务业经营压力普遍增大。

- 行业内竞争加剧风险。**公司核心产品在金融信息服务市场有一定优势，在行业中占据一定地位，在证券领域已经广泛应用，但依然面临来自大智慧、同花顺等竞争压力，若公司在技术创新和新产品开发方面不能保持领先优势，在竞争加剧的市场环境下，公司产品将面临产品毛利率下降的风险。

图表 25：财务报表预测

资产负债表						利润表					
(万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>资产</b>						<b>营业收入</b>	50	198	503	785	1,100
<b>流动资产</b>						减:营业成本	8	10	32	57	90
货币资金	53	110	168	393	692	营业税金及附加	2	2	5	8	11
应收账款	1	0	3	5	5	销售费用	39	112	272	416	572
预付款项	1	21	3	5	8	管理费用	39	71	91	141	198
其他应收款	2	5	17	27	37	财务费用	0	0	0	0	0
存货	0	0	0	0	0	资产减值损失	0	2	0	0	0
其他流动资产	25	5	72	72	72	加:投资收益	0	8	0	0	0
<b>非流动资产</b>						营业利润	-39	9	104	163	229
长期股权投资净值	6	0	0	0	0	加:营业外收支净额	5	6	0	0	0
固定资产净值	19	21	23	25	26	减:所得税	0	-14	1	2	2
在建工程净值	0	0	0	0	0	净利润	-33	29	103	161	227
无形资产净值	1	2	1	1	1	<b>应占:</b>					
商誉	0	0	0	0	0	母公司股东	-33	29	103	161	227
其他非流动资产	6	26	25	24	24	少数股东权益	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>114</b>	<b>190</b>	<b>312</b>	<b>552</b>	<b>866</b>	<b>每股收益(全面摊薄)</b>	<b>-0.21</b>	<b>0.19</b>	<b>0.66</b>	<b>1.03</b>	<b>1.45</b>
<b>负债</b>						<b>现金流量表</b>					
<b>流动负债</b>						(万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
短期借款	0	0	0	0	0	经营活动产生的现金流量	-51	8	128	227	301
应付账款	0	0	0	0	0	投资性活动产生的现金流量	33	30	-70	-2	-2
其他应付款	4	5	7	9	11	筹资活动产生的现金流量	0	7	0	0	0
应交税费	1	0	0	0	0	现金本期增加或减少	-19	44	58	225	299
其他流动负债	101	123	139	216	301	<b>主要财务指标</b>					
<b>非流动负债</b>						资产负债率(%)	95.28	68.36	47.61	41.15	36.30
长期借款	0	0	0	0	0	净资产收益率(%)	(621.93)	48.81	63.22	49.69	41.13
长期应付款	0	0	0	0	0	毛利率(%)	84.39	94.87	93.72	92.75	91.84
其他非流动负债	2	2	2	2	2	净利率(%)	(67.20)	14.84	20.51	20.54	20.63
<b>负债合计</b>	<b>108</b>	<b>130</b>	<b>148</b>	<b>227</b>	<b>314</b>	流动比率	0.76	1.10	1.79	2.23	2.61
<b>所有者权益</b>						营业收入增长率(%)	1.47	296.69	154.86	56.01	40.05
实收资本(或股本)	73	143	156	156	156	净利润增长率(%)	6.05	-187.63	252.18	56.24	40.62
资本公积	72	9	(4)	(4)	(4)						
留存收益	(140)	(93)	10	171	398						
少数股东权益	0	1	1	1	1						
<b>所有者权益合计</b>	<b>5</b>	<b>60</b>	<b>163</b>	<b>325</b>	<b>552</b>						
<b>负债及所有者权益总计</b>	<b>114</b>	<b>190</b>	<b>312</b>	<b>552</b>	<b>866</b>						

来源: wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明**

**买入：**预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持：**预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有：**预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

**减持：**预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

**重要声明：**

本报告仅供中泰证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告系公司研究员根据指南针（代码：430011.0C）公开信息所做的独立判断。本报告涉及的指南针（代码：430011.0C），中泰证券股份有限公司持股数量占指南针总股本的比例超过 1%。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

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