

# 牵手益盟发力金融科技，重整旗鼓有望实现增长突破

增持(首次)

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	3,516	2,496	2,880	3,185
同比	-23.08%	-29.02%	15.38%	10.60%
归属母公司净利润(百万元)	-326	186	302	353
同比	-167.17%	-	62.24%	16.73%
每股收益-最新股本摊薄(元/股)	-0.11	0.07	0.11	0.12
P/E(现价&最新股本摊薄)	-	122.52	75.52	64.70

关键词: #新产品、新技术、新客户

## 投资要点

- 湘财证券简介:紧握金融科技抓手,积极寻求转型突围。**湘财证券为湖南省老牌券商,2020年6月成功装入哈高科,后者于2020年9月更名为湘财股份。目前湘财证券为湘财股份的重要利润来源。**1)股权结构及管理团队:**决策机制灵活,新帅上任打开创新新机制;在股权结构方面,当前新湖系及国资股东国家电网合计持有湘财股份70.70%股权,决策机制相对灵活,湘财证券为湘财股份全资子公司。在管理团队方面,湘财证券新总裁周乐峰对于券商互联网运营模式具备丰富经验,此次换帅足见湘财证券以科技赋能金融的决心。**2)发展历程:**风雨三十载,老牌券商焕发新生机:湘财证券自1992年成立以来行而不辍,于2020年借由哈高科的重大资产重组登陆A股市场,同年哈高科更名为“湘财股份”,全资控股湘财证券。**3)财务分析:**2022年业绩承压,2023年触底反弹:2022年受市场拖累,湘财证券自营业务表现不佳,致其营收/归母净利润分别同比-47%/-94%至10.76/0.39亿元。2023H1,受益于一季度结构性行情,湘财证券自营业务大幅改善,带动当期营收/归母净利润分别同比+53%/+386%至7.99/1.75亿元。
- 湘财证券发展亮点:金融科技+精品投顾,财富管理转型出奇制胜。**1)深耕金融科技多年,互联网基因由来已久:2014-2017年,湘财证券先后与大智慧、益盟股份、万得合作成立互联网证券营业部,为其转型发展奠定良好基础。2020-2022年,湘财股份先后收购大智慧成为其第二大股东、与益盟股份实现10年战略合作,全方位增强金融科技实力。2)金融科技赋能投顾发展,牵手益盟拓展增长空间:益盟股份在金融科技领域深耕20余年,与湘财证券共同推出湘财智盈产品,双方战略合作有望实现双赢。3)经纪业务成发展核心,投资咨询业务稳中有进:2023H1受交投情绪影响,湘财证券经纪业务净收入同比-14.15%至2.37亿元,仍待提振。考虑到湘财证券营业部布局合理,经营能力可圈可点,财富管理业务整体呈上升趋势,预计经纪业务有望横制颓波。投资咨询业务方面,湘财证券充分发挥投顾方面优势,业务收入稳中有进,2022年同比+12%至0.40亿元。2023H1湘财证券投资咨询业务收入同比-10%至0.18亿元,预计系散户交投意愿仍较低迷。
- 湘财证券其他业务:紧跟行业趋势,坚持稳健经营。**1)自营业务:资产配置多元化,23H1显著回暖:2022年受市场行情波动影响,湘财证券自营业务收入同比-110%至-0.67亿元。2023H1,受益于一季度行情回暖,湘财证券自营业务收入同比大幅扭正至1.94亿元。2)信用业务:整体发展稳健,整体担保比例维持较高水平。2022年,湘财证券信用业务收入同比-16%至5.01亿元,两融规模有所收缩,股票质押规模持续压降。3)投行及资管业务:固收表现相对突出,资管规模持续压降:湘财证券秉持“精品+深耕”战略,步履不怠发展投行业务,23H1投行业务收入逆势高增(同比+93%至0.66亿元)。另外,其固收业务成绩斐然,其优质项目结构比肩头部券商。资管业务方面,湘财证券主动管理转型初见成效,未来有望带动资管业务收入企稳回升。
- 盈利预测与投资评级:**我们预计湘财股份2023-2025年归母净利润分别为1.86/3.02/3.53亿元,2023年实现扭亏为盈。2024/2025年归母净利润对应同比增速分别为62%/17%。预计2023-2025年每股收益分别为0.07/0.11/0.12亿元,对应PE为123/76/65倍,对应PB为1.90/1.87/1.85倍。我们看好湘财证券通过与益盟的战略合作兑现金融科技方向的发展潜力,给予湘财股份2023年2.38倍PB估值,首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示:**1)重大诉讼事项风险;2)与益盟股份战略合作推进不及预期;3)权益市场大幅震荡。

2023年12月07日

证券分析师 胡翔

执业证书: S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

证券分析师 朱洁羽

执业证书: S0600520090004

zhujieyu@dwzq.com.cn

证券分析师 葛玉翔

执业证书: S0600522040002

021-60199761

geyx@dwzq.com.cn

研究助理 罗宇康

执业证书: S0600123090002

luoyk@dwzq.com.cn

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	7.83
一年最低/最高价	7.16/11.33
市净率(倍)	1.88
流通A股市值(百万元)	22,387.44
总市值(百万元)	22,387.44

## 基础数据

每股净资产(元,LF)	4.17
资产负债率(% ,LF)	66.44
总股本(百万股)	2,859.19
流通A股(百万股)	2,859.19

## 内容目录

1. 湘财证券简介: 紧握金融科技抓手, 积极寻求转型突围 .....	4
1.1. 股权结构及管理团队: 决策机制灵活, 新帅上任打开创新新机制 .....	4
1.2. 发展历程: 风雨三十载, 老牌券商焕发新生机 .....	5
1.3. 财务分析: 2022 年业绩承压, 2023 年触底反弹 .....	5
2. 湘财证券发展亮点: 金融科技+精品投顾, 财富管理转型出奇制胜 .....	9
2.1. 深耕金融科技多年, 互联网基因由来已久 .....	9
2.2. 金融科技赋能投顾发展, 牵手益盟拓展增长空间 .....	9
2.3. 经纪业务成为发展核心, 投资咨询业务稳中有进 .....	11
3. 湘财证券其他业务: 紧跟行业趋势, 坚持稳健经营 .....	14
3.1. 自营业务: 资产配置多元化, 23H1 显著回暖 .....	14
3.2. 信用业务: 整体发展稳健, 严控股票质押信用风险 .....	14
3.3. 投行及资管业务: 固收表现相对突出, 资管规模持续压降 .....	15
4. 盈利预测及估值 .....	17
4.1. 核心假设 .....	17
4.2. 估值分析 .....	19
5. 风险提示 .....	20

## 图表目录

图 1: 湘财证券股权结构 (截至 2023 年 11 月 27 日) .....	4
图 2: 湘财证券发展历程及重大事件梳理 .....	5
图 3: 2017-2023H1 湘财股份营业收入情况及增速 .....	6
图 4: 2017-2023H1 湘财股份归母净利润及增速 .....	6
图 5: 2017-2023H1 湘财证券营收情况及增速 .....	6
图 6: 2017-2023H1 湘财证券归母净利润及增速 .....	6
图 7: 2023 年以来市场行情有所好转 .....	7
图 8: 证券行业 2021-2023H1 投资收益 (亿元) .....	7
图 9: 湘财证券杠杆率低于行业平均水平 .....	7
图 10: 湘财证券 2023H1 年化 ROE 有所回升 .....	7
图 11: 部分券商杠杆率对比 .....	8
图 12: 2018-2022 年湘财证券主要业务收入结构图 .....	8
图 13: 湘财证券在互联网证券方面深耕多年 .....	9
图 14: 益盟操盘手 (含加强版)、指南针股票月活人数 (万人) .....	10
图 15: 益盟操盘手目前市占率偏低 .....	10
图 16: 湘财证券与益盟股份战略合作协议内容 .....	11
图 17: 湘财证券股基交易量市占率 .....	12
图 18: 湘财证券 2022 年及 2023H1 经纪业务承压 .....	12
图 19: 2017-2021 湘财证券营业部平均代理买卖证券收入 .....	13
图 20: 2019-2023H1 湘财证券代销金融产品业务情况 .....	13
图 21: 2018-2023H1 湘财证券投资咨询业务收入及增速情况 .....	13
图 22: 2023H1 湘财证券自营业务收入大幅扭正 .....	14
图 23: 2018-2022 年湘财证券信用交易业务收入及增速情况 .....	15
图 24: 2018-2022 年湘财证券股票质押规模情况 .....	15
图 25: 2018-2022 年湘财证券融出资金及融出资金利息收入情况 (亿元) .....	15
图 26: 2018-2023H1 湘财证券投行业务收入及增速情况 .....	16
图 27: 2018-2023H1 湘财证券资管业务收入变化情况 .....	17
图 28: 湘财股份分业务核心假设 .....	18
图 29: 湘财股份盈利预测 .....	18
图 30: 可比公司估值 (截至 2023 年 12 月 04 日) .....	19
图 31: 湘财股份 PB Band (截至 2023 年 12 月 04 日) .....	19
图 32: 湘财股份财务预测表 (截至 2023 年 12 月 04 日) .....	21

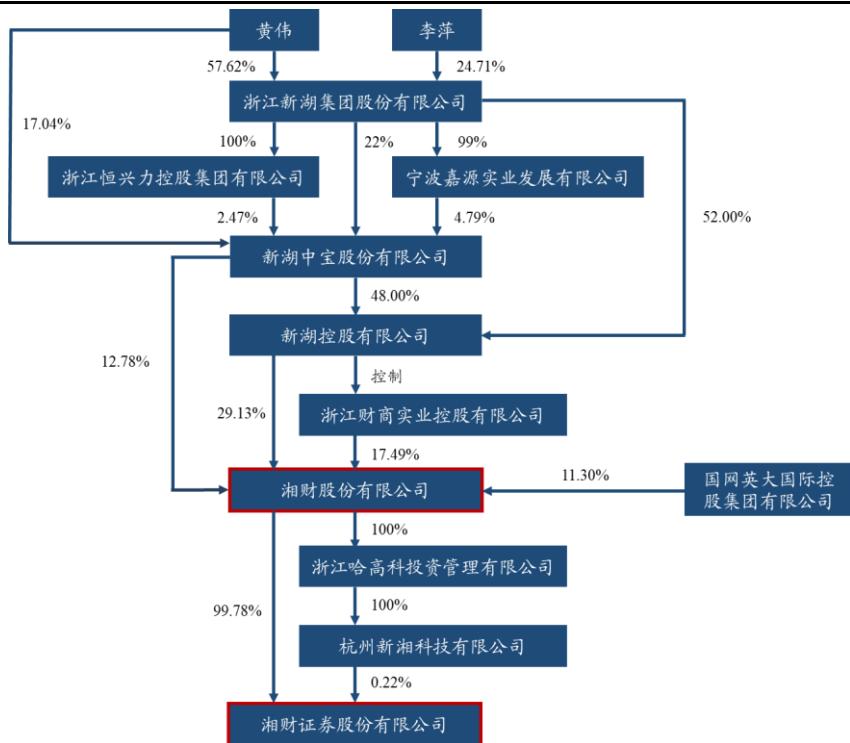
湘财证券为湖南省老牌券商，2020年6月成功装入哈高科，后者则在完成重大资产重组后于2020年9月更名为湘财股份。目前湘财证券为湘财股份重要的子公司及利润来源，同时在牵手益盟重点发力金融科技的背景下，湘财证券有望充分把握财富管理行业发展机遇，实现自身实力跃升。

## 1. 湘财证券简介：紧握金融科技抓手，积极寻求转型突围

### 1.1. 股权结构及管理团队：决策机制灵活，新帅上任打开创新新机制

湘财股份决策机制灵活，湘财证券为湘财股份全资子公司。截至2023年11月27日，新湖控股有限公司为湘财股份第一大股东，直接持有29.13%的股权，并通过浙江财商实业控股有限公司控制湘财股份17.49%的股权；新湖中宝股份有限公司持有12.78%的股权，湘财股份一致行动人合计持股比例为59.40%。此外，国家电网旗下上市公司国网英大持有湘财股份11.30%的股权。新湖系及国资股东国家电网合计持有湘财股份70.70%股权，决策机制相对灵活。湘财证券是湘财股份全资子公司，湘财股份直接持有湘财证券99.78%股权，并通过孙公司杭州新湘科技有限公司持有湘财证券剩余的0.22%股权。

图1：湘财证券股权结构（截至2023年11月27日）



数据来源：湘财证券官网，公司公告，Wind，东吴证券研究所

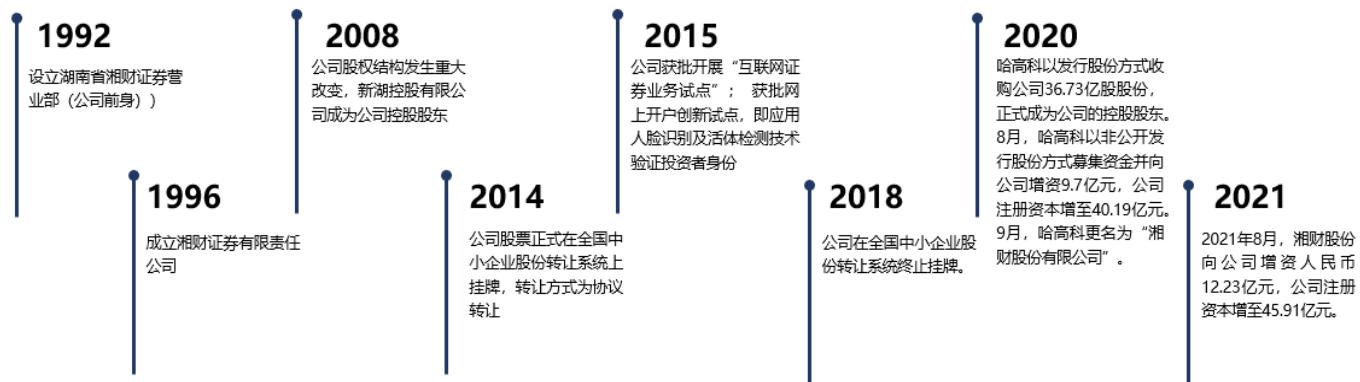
年轻的“券业老兵”，湘财证券新总裁上任体现发展新思考。2022年7月，湘财证

券迎新帅上任，周乐峰升任总裁，其从 2001 年湘财证券上海营业部的普通员工，一路升迁至总裁，在湘财深耕坚守长达 22 年，基层工作经验颇为丰富。周乐峰一直将金融科技视为业务发展的重要引擎，2014 年，周乐峰曾带领团队从零出发建立了上海陆家嘴营业部，率先探索互联网营业部的运营模式，在一年时间内将该营业部交易量带入行业前六位，并在后续使其成为湘财证券交易规模最大的营业部，其超前思想和业务能力可见一斑。本次换将也彰显出湘财证券将积极深化发展金融科技业务的规划布局。

## 1.2. 发展历程：风雨三十载，老牌券商焕发新生机

**三十年行而不辍，曲线上市终迎新征程。**1992 年，湘财证券的前身湖南省湘财证券营业部成立，1995 年经中国人民银行批准改组设立为湘财证券有限责任公司，1996 年在湖南省工商局正式登记注册。1999 年，湘财证券成为首家全国性综合类证券公司。2008 年，湘财证券股权结构发生重大改变，新湖控股成为其控股股东。2014 年，湘财证券成功在新三板挂牌，成为国内首家登陆新三板的金融机构，但是在 2018 年，湘财证券因业务发展需要及长期战略发展规划终止挂牌。2020 年 6 月，哈高科完成重大资产重组，通过发行股份购买资产方式收购湘财证券股份有限公司股权，主营业务变更为证券服务业，并更名为“湘财股份有限公司”。

图2：湘财证券发展历程及重大事件梳理



数据来源：湘财证券官网，东吴证券研究所

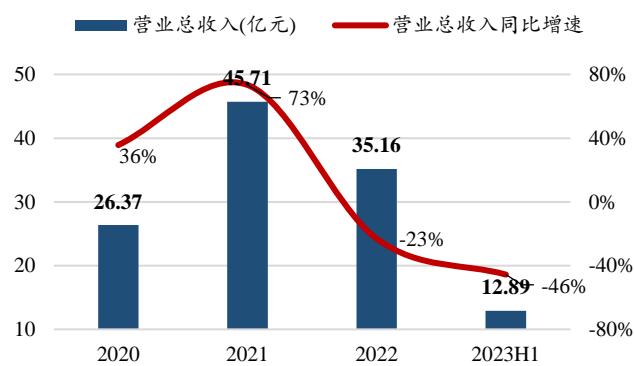
## 1.3. 财务分析：2022 年业绩承压，2023 年触底反弹

**实业板块持续收缩，湘财股份整体业绩有所下滑。**湘财股份 2022 年营业总收入同比-23.08%至 35.16 亿元，归母净利润出现亏损，由 4.86 亿元跌至-3.26 亿元。业绩下滑归因于其实业营收大幅下滑，同比-30.56%至 17.69 亿元，其中贸易业务及大豆深加工业

务营收规模缩减尤为明显，致使湘财股份收入下滑。同时，公允价值变动损益和资产及信用减值损失也导致了归母净利润大幅下滑。2023H1，受实业板块业务规模持续压降影响（实业板块贸易业务部分品类的业务规模同比下降了近9亿元），湘财股份营业总收入同比-46%至12.89亿元。

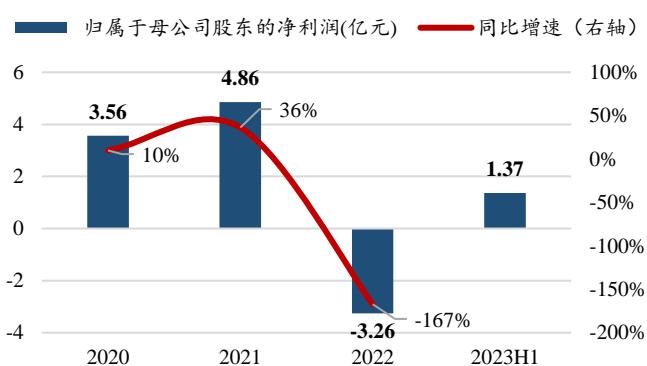
**湘财证券2022年全年业绩表现不佳，2023年实现触底回升。**1) **市场行情不济，自营业务拖累湘财证券2022年业绩。**2022年，受市场行情下挫影响，湘财证券自营投资业务分部收入同比-96%至0.22亿元，致使湘财证券营收在经历了三年稳步增长态势后，由20.45亿元骤降至10.76亿元，同比-47.38%；归母净利润由2021年的6.94亿元降至0.39亿元，同比-94.36%。2) **2023年行情转暖带动湘财证券业绩回升。**2023年，得益于一季度市场结构性恢复，证券行业自营业务表现大幅改善，据中证协统计，2023H1证券行业投资收益同比大幅增长147%至748亿元。受益于此，湘财证券合并报表口径下公允价值变动净收益同比大幅扭正至2.11亿元（上年同期为-1.52亿元），驱动湘财证券2023H1营收同比+53%至7.99亿元，归母净利润同比+386%至1.75亿元。

图3：2017-2023H1湘财股份营业总收入情况及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图4：2017-2023H1湘财股份归母净利润及增速



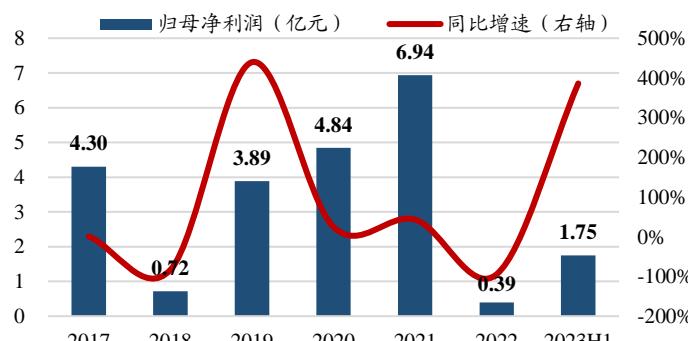
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图5：2017-2023H1湘财证券营收情况及增速



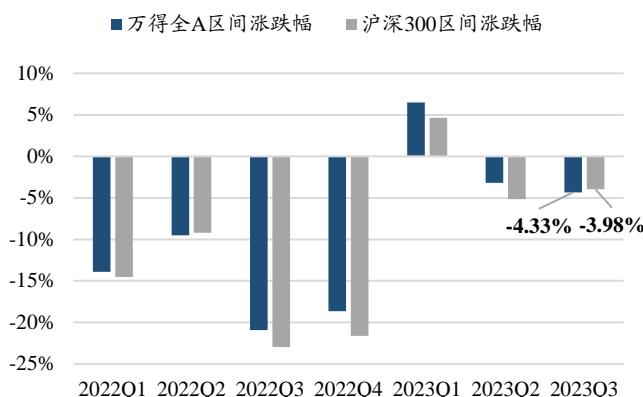
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图6：2017-2023H1湘财证券归母净利润及增速



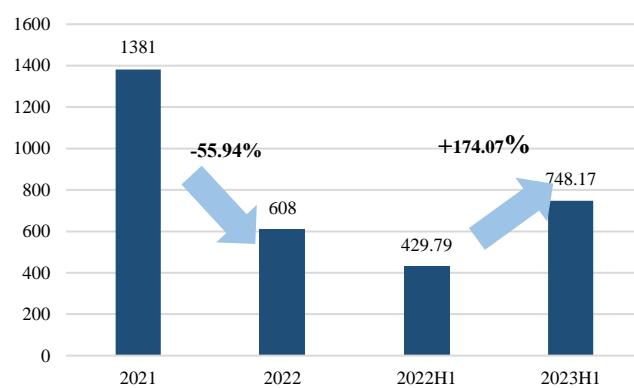
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图7: 2023年以来市场行情有所好转



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

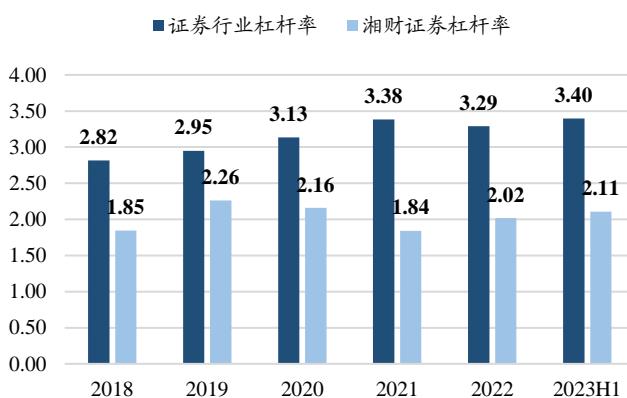
图8: 证券行业 2021-2023H1 投资收益 (亿元)



数据来源: 中证协, 东吴证券研究所

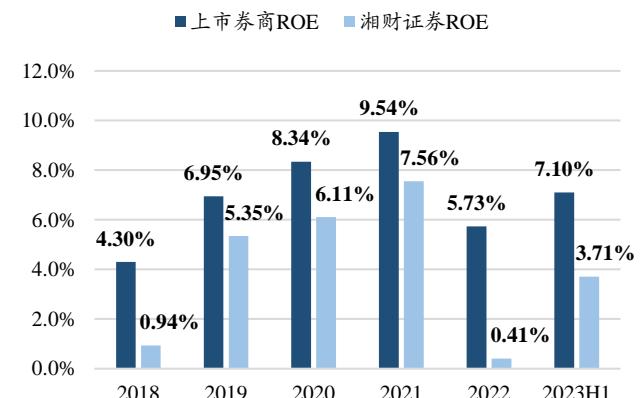
**湘财证券 2023H1 年化 ROE 有所回升，轻资产业务模式下杠杆率较低。**受市场环境较差、业绩下滑严重等因素影响，2022 年湘财证券 ROE 连续提升趋势中止，ROE 由 2021 年的 7.56% 降至 0.41%；2023H1 在业绩好转的情况下，湘财证券年化 ROE 回升至 3.71%。在杠杆率方面，湘财证券轻资产业务模式突出，因此杠杆率始终保持在低位，2023H1 湘财证券杠杆率 2.11，低于行业平均水平（3.40）。

图9: 湘财证券杠杆率低于行业平均水平



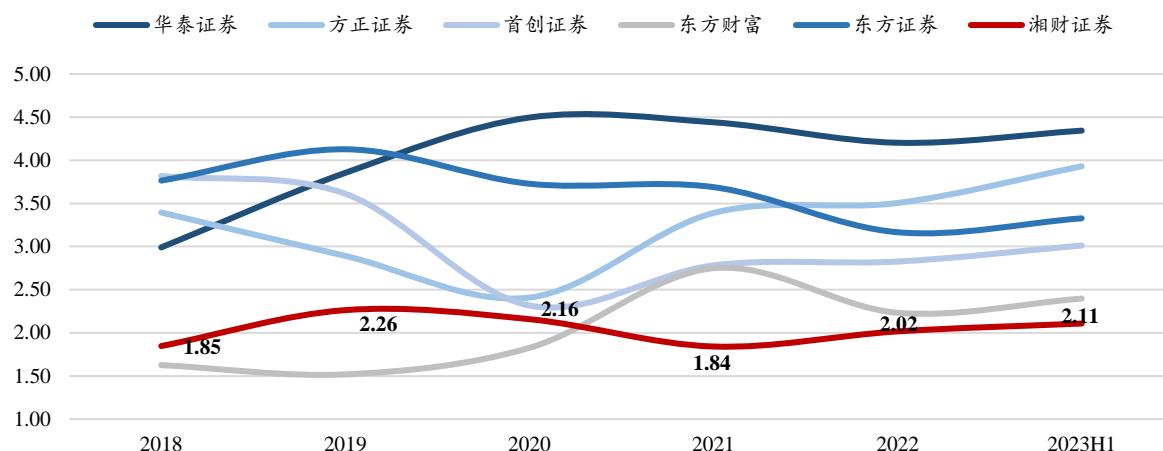
数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

图10: 湘财证券 2023H1 年化 ROE 有所回升



数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

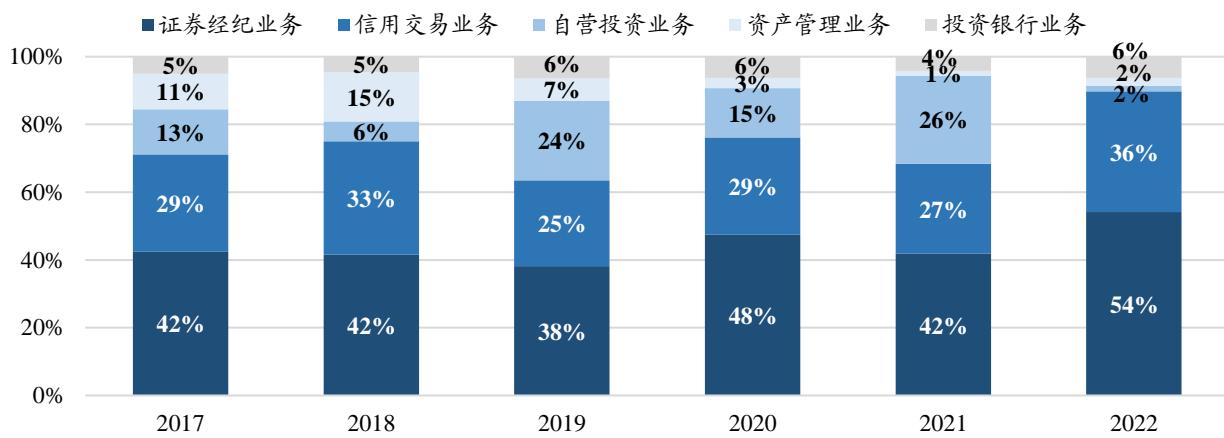
图11：部分券商杠杆率对比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

湘财证券以经纪和信用业务为主要营收来源，其财富管理能力相对突出。1) 湘财证券稳步推进传统经纪业务向财富管理业务转型。湘财证券作为以金融科技赋能财富管理业务的代表券商之一，积极推进传统经纪业务转型，并以经纪业务打造自身的核心特色。2022年，经纪业务在湘财证券主要业务收入中占比54%。目前，其已陆续推出百宝湘、湘管家、金刚钻等一系列应用软件，并形成了同业领先的2+3+N专业交易服务体系，已然逐步形成了独有特色的证券经纪业务发展模式。2) 信用业务保持稳健发展。湘财证券融资融券业务规模基本维持在较高水平，根据中证协统计，2021年湘财证券的融资融券业务利息收入在证券公司中位列第37位，高于自身规模排名（总资产位列第60位）。2023H1，信用业务在湘财证券主要业务收入中占比32%，表现相对稳健。

图12：2018-2022年湘财证券主要业务收入结构图



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：此处收入结构计算采用湘财股份公告业务分部口径，并剔除另类投资业务、公募基金管理业务、结构化主体、其他业务收入及抵消项。

## 2. 湘财证券发展亮点：金融科技+精品投顾，财富管理转型出奇制胜

### 2.1. 深耕金融科技多年，互联网基因由来已久

湘财证券在互联网证券方面深耕多年，始终将金融科技作为业务发展的重要引擎。2014年，湘财证券与大智慧牵手成立了互联网证券营业部，为湘财证券的互联网转型发展奠定了坚实的基础。2015年，湘财证券正式获得互联网证券业务试点资格。2017年，湘财证券先后与益盟股份、万得合作设立多家互联网营业部，互联网证券战略布局逐步铺开。2020年，湘财股份成功收购大智慧15%的股权，并成为其第二大股东，进一步提升了湘财证券在金融科技以及互联网证券方向的竞争力。2022年，随着周乐峰总裁上任，推动进一步探索互联网证券营业模式，湘财证券最终敲定与前合作商益盟股份签下为期十年的战略合作协议，全方位赋能自身金融科技能力建设。

图13：湘财证券在互联网证券方面深耕多年

时间	事件
2014年11月	湘财证券与大智慧签署《业务合作协议》，双方将通过共同努力将湘财证券旗下陆家嘴营业部打造成面向全国的领先的互联网营业部，创建高端互联网证券服务品牌，形成完整的产品服务线、系统标准的服务模式及规模化的开户能力。
2015年3月	湘财证券获批互联网证券业务试点。
2017年	湘财证券年内分别与益盟股份、万得合作设立互联网营业部（上海国权北路营业部以及浦明路营业部）。
2018年12月	湘财证券正式发布服务于私募机构客户的“金刚钻”、服务于互联网零售客户的“百宝湘”和打通司内前中后台为员工赋能的“湘管家”等金融科技服务品牌。
2020年8月	湘财股份收购大智慧15%的股权，以推动湘财证券与大智慧在产业链上下游的深度合作，助力湘财证券深入推进金融科技战略。
2022年7月	湘财证券新聘任周乐峰为公司总裁。2014年周乐峰曾被指派担任陆家嘴营业部负责人，带领团队从零出发，以陆家嘴营业部为切入点探索互联网营业部的运营模式。作为中国证券行业第一批深度拥抱互联网，并付诸实践的探路者，周乐峰也一直将金融科技视作业务发展的重要引擎。
2022年8月	湘财证券与益盟股份签订战略合作协议，在平等合作、互惠互利、合法合规的前提下，进行全方位、全业务领域的深度合作。

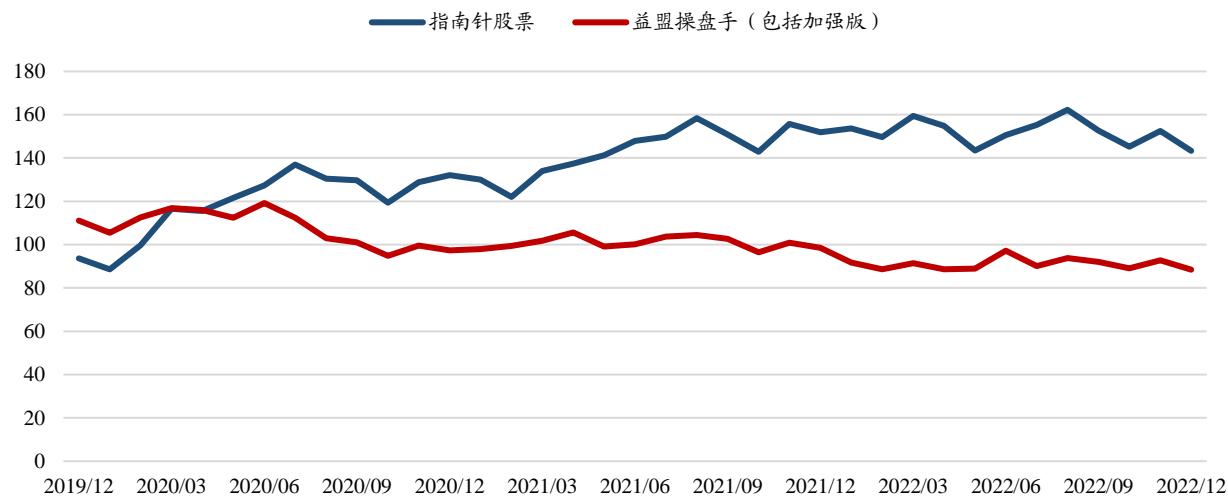
数据来源：公司公告，财联社，东吴证券研究所

### 2.2. 金融科技赋能投顾发展，牵手益盟拓展增长空间

益盟股份为始终坚持金融科技业务的积极创新公司。1) 益盟股份以证券工具型软件终端为基础，不断向客户提供多样化智能金融服务。自2002年成立以来，益盟在金融科技领域深耕了20多年，积累了丰富的实践经验。公司一直以“用户第一”为自身使命，以“投资理财教育及服务领跑者”为企业愿景，努力为个人投资者提供互联网化的深度金融服务。2) 益盟股份与指南针是同赛道的直接竞争对手。益盟股份旗下终端“益盟操盘

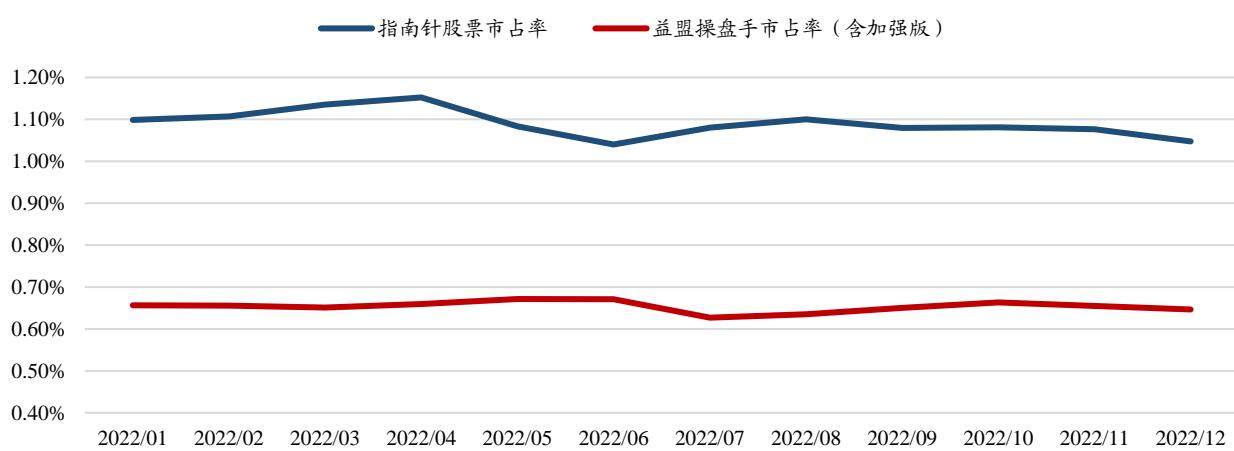
“手”及其加强版目前月活人数基本稳定在 90 万人左右，低于可比公司指南针(月活约 150 万人)。但是，从历史趋势来看，指南针于 2019 年末上市，其月活人数借上市之势于 2020 年初超过了益盟操盘手。这次益盟股份与湘财的合作或许能为益盟带来新机遇，再次发力超越指南针，形成双赢局面。

图14：益盟操盘手（含加强版）、指南针股票月活人数（万人）



数据来源：易观千帆，东吴证券研究所

图15：益盟操盘手目前市占率偏低



数据来源：易观千帆，东吴证券研究所

**湘财证券与益盟股份携手深度合作，开拓业务新局面。**湘财证券与益盟股份协议本着平等合作、互惠互利、共同发展的原则，结成战略伙伴关系。在十年合作期内，预计湘财证券有望从以下几个方面受益：1) 借助益盟股份高粘性的用户基础及营销经验，利用“券商+互联网”模式的优势，推动湘财证券经纪业务发展；2) 结合益盟股份的投资者教育和投资顾问服务体系，与湘财证券的网点和客户资源相互配合，共同推出投顾产品和教育

项目，增加投顾业务收入。3)整合双方的研究力量和信息技术资源，提升湘财证券的研究业务和金融科技能力；4)借助益盟股份强大的互联网客户运营经验和金融科技能力，探索基金投顾业务新模式，打造智能化资产配置平台，丰富财富管理产品线，提升客户资产配置能力和财富管理能力。

**此次合作从基础的运营合作、业务合作到最终可能的股权合作，层层推进有望实现双方的共赢发展。**这是湘财证券和益盟股份基于各自发展战略和市场定位的一次有益尝试，也是双方在金融服务领域的一次有意义的探索。在双方达成协议3个月后，已共同推出了湘财智盈产品，旨在构建属于投资者自己的盈利体系，并提升湘财证券的投顾服务能力。我们预计，在合作顺利推进的前提下，双方将充分发挥各自的核心资源优势，未来将以更专业、更科技的方式满足零售端客户个性化的财富管理需求。

图16：湘财证券与益盟股份战略合作协议内容

合作领域	具体合作方式
互联网客户运营合作	将对各方核心客户优质资源进行合作服务，积极开展联合营销推广，利用益盟股份在软件、金融科技、大数据等方面的优势及各方证券业务经验、平台和核心竞争力，提升客户服务质量和客户服务质量。
投资顾问业务合作	充分发挥益盟股份在投资者教育、投资顾问服务等方面的优势，以及湘财证券的营业网点与客户资源优势，共同在投顾业务与投资者教育方面进行深度合作，通过联合开发产品等形式实现投顾业务收入快速增长。
财富管理业务合作	在满足监管要求的前提下，各方将充分发挥自身互联网平台和证券金融业务的核心竞争力和优势，共同打造智能化资产配置平台，丰富各类产品线，提升零售端客户资产配置的产品匹配度，为客户提供专业的财富管理服务。
研究业务合作	益盟股份将以自身投研优势为湘财证券的机构业务拓展赋能，推动湘财证券研究所业务的发展。
信息技术服务合作	各方将共同组建数字化运营团队，依托成熟的AI和大数据智能分析系统，联合开发软件应用，完善各类营销工具，并利用金融科技能力提高各自的营销水平和客户服务能力。
股权合作	将在适当的时候以市场化的方式实现股权方面的合作。

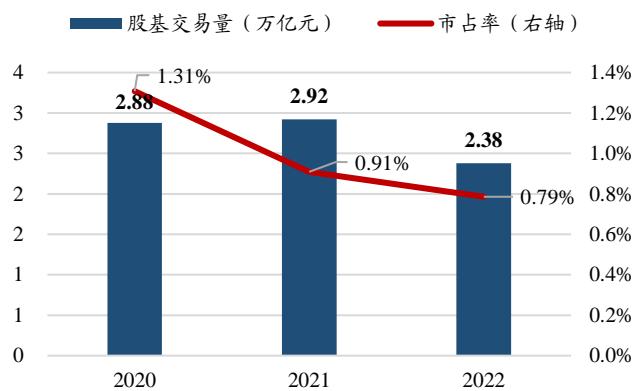
数据来源：湘财证券官网，东吴证券研究所

### 2.3. 经纪业务成为发展核心，投资咨询业务稳中有进

**多角度发力，积极推动经纪业务转型。**经纪业务为湘财证券主要营收来源，亦是其着重发力的板块。湘财证券近年稳步推进传统经纪业务向财富管理业务转型，借助公募、私募头部管理人的引入、营销活动的组织等全力推动其财富管理业务的发展与转型。对内，湘财证券凭借金刚钻等平台提升经纪业务股基交易量，逐步打造具有自身特色的专业交易服务品牌；对外，湘财证券不断深化与金融科技公司的合作，将自身网点、客户等资源与合作方的运营优势结合，持续提升核心竞争力。

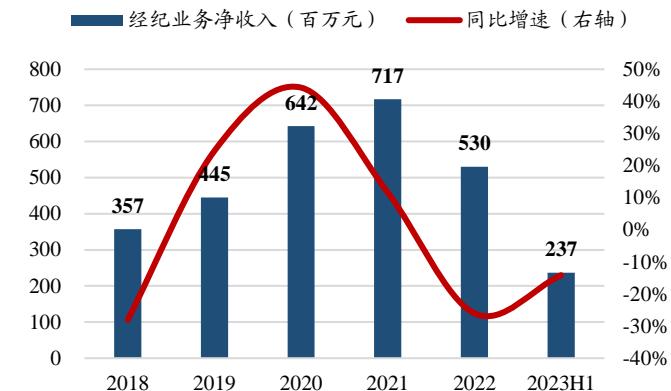
经纪业务净收入连续四年稳增，2022年及2023H1经纪业务净收入明显承压。2018-2021年，湘财证券经纪业务净收入持续向上，年复合增长率达26%。2021年实现经纪业务净收入7.17亿元，在证券业协会公布的证券公司经营业绩排名中位列41名，显著高于其自身规模排名（总资产位列第60位）。2022年，由于整体市场情绪萎靡，湘财证券经纪业务表现疲软，净收入同比-26.02%降至5.30亿元，整体降幅大于上市券商平均降幅（14%）。2023H1湘财证券经纪业务净收入同比-14.15%至2.37亿元，仍待提振。

图17：湘财证券股基交易量市占率



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

图18：湘财证券2022年及2023H1经纪业务承压

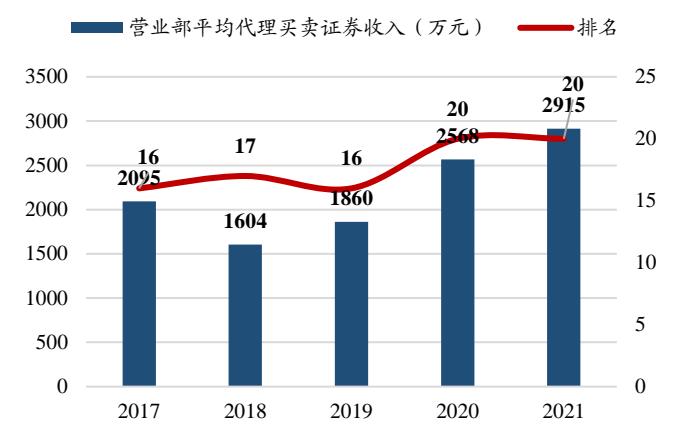


数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

**湘财证券营业部布局合理，有效提升经纪业务竞争力。**在渠道布局方面，截至2023H1，湘财证券在全国共有66家证券营业部、4家业务分公司、4家区域分公司、2家全资子公司，证券营业部分布于全国各主要大中城市，业务覆盖我国主要经济发达地区，营业网点布局合理，已形成以五大片区为中心的全国战略布局。其目前能够充分覆盖各地区的客户需求，并有效利用各地区的资源优势。湘财证券2021年营业部平均代理买卖证券收入达2915万元，在证券业协会统计口径排名第20名，大幅高于其余排名，其营业部经营能力可圈可点。同时，湘财证券积极拓宽线上渠道，通过自有APP及第三方平台更加高效的在线服务，持续提升自身竞争力。

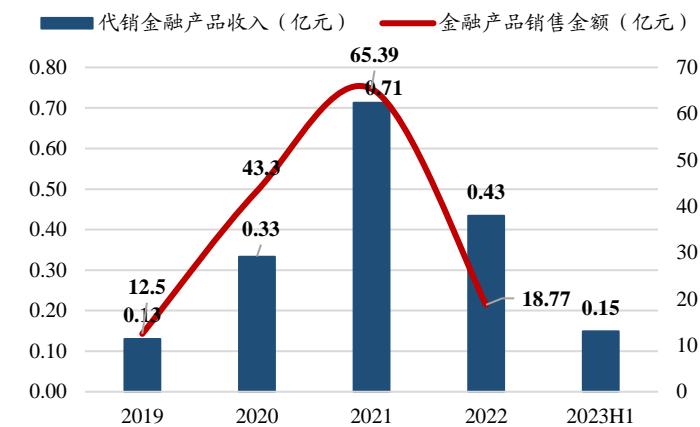
**湘财证券坚持推进财富管理转型，推动经纪业务稳健发展。**湘财证券财富管理部门借力公募、私募头部管理人，组织营销活动，建设系统平台，全面推进财富管理业务的发展和升级。2021年湘财证券代销金融产品收入为0.71亿元，同比增长113.72%，金融产品销售金额65.39亿元，同比增长51.00%。2022年，受宏观环境和股市赚钱效应恶化影响，其代销金融产品收入及基金销售金额均出现大幅下滑，分别为0.43亿元/18.77亿元。2023H1，湘财证券代销金融产品收入同比-21.91%至0.15亿元。

图19：2017-2021 湘财证券营业部平均代理买卖证券收入



数据来源：Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

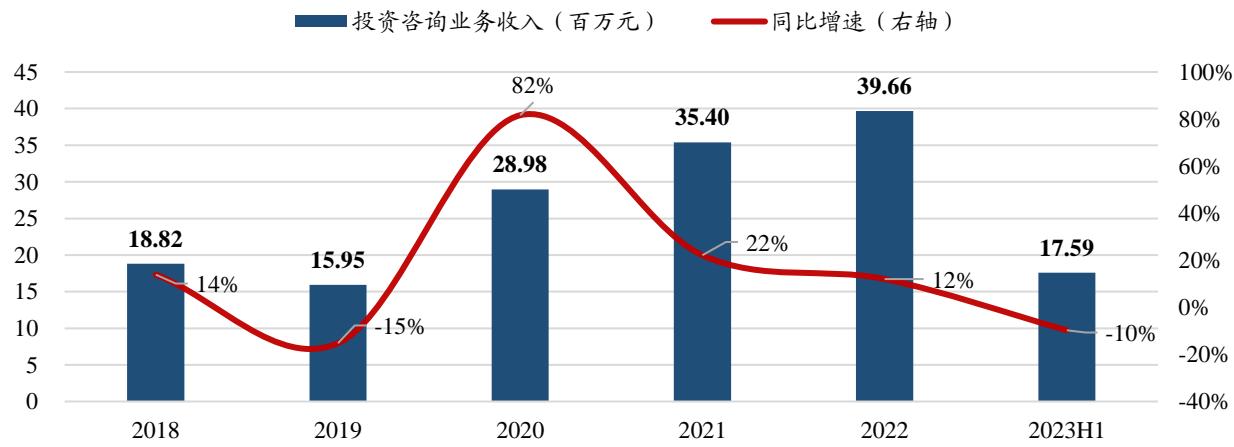
图20：2019-2023H1 湘财证券代销金融产品业务情况



数据来源：Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

**投资咨询业务稳中有进。**投顾业务是湘财证券的重要业务之一，多年保持稳步增长。2022年，湘财证券持续积极探索券业投顾业务模式，结合自身的资源禀赋优势，设计了全新的投顾社区，有效提升了客户的专业投顾服务体验。此外，湘财证券还推出了智能条件单这一策略工具类的投顾产品，解决客户无暇盯盘的痛点，帮助客户实现策略的有效执行，降低了情绪化交易的影响，从而增强了客户的忠诚度。与益盟达成战略合作后，湘财证券更是推出了“湘财智盈”产品，其拥有众多高科技加持，旨在构建属于投资者自己的盈利体系，并提升湘财证券的投顾服务能力。2022年，湘财证券投资咨询业务收入同比+12%至0.40亿元，连续三年正增长。2023H1湘财证券投资咨询业务收入同比-10%至0.18亿元，预计系2023H1市场交易结构中机构量化占比较高，散户交投意愿仍较低迷。

图21：2018-2023H1 湘财证券投资咨询业务收入及增速情况



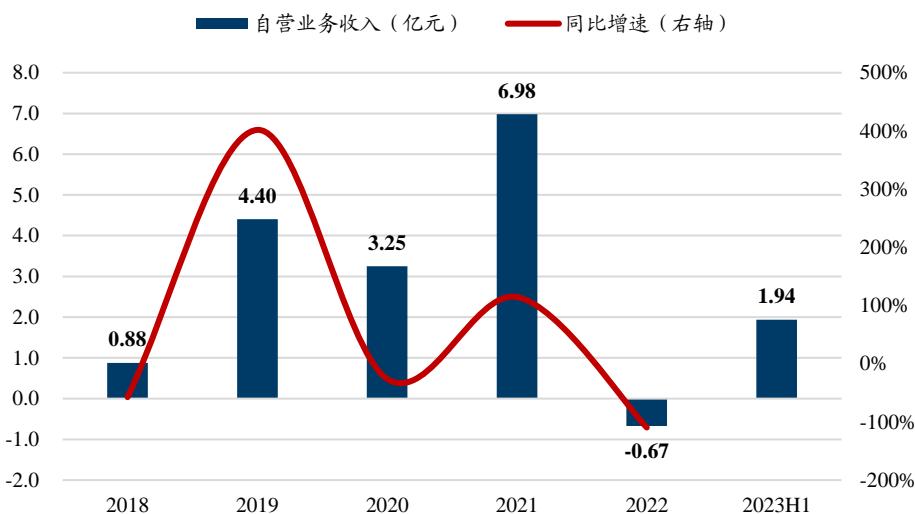
数据来源：公司公告, 东吴证券研究所

### 3. 湘财证券其他业务：紧跟行业趋势，坚持稳健经营

#### 3.1. 自营业务：资产配置多元化，23H1 显著回暖

自营业务维持稳健投资风格，23H1 实现复苏。湘财证券自营主要投资于权益类证券和固收类产品。其中权益类大盘蓝筹股为侧重，以主题性投资机会为补充；债券类侧重 AA 及以上评级的信用债，在保证持仓安全性的前提下合理利用杠杆，提高收益率。同时，湘财证券将各类信用债作为固定收益类业务的主要投资标的，2022 年全年投资各类信用债占比始终保持在 80%以上，年末时甚至占到 100%，投资策略较为稳健。2022 年，受市场行情波动影响，湘财证券自营业务表现不佳，自营业务收入（投资净收益+公允价值变动净收益-对联营企业和合营企业的投资收益）同比-110%至-0.67 亿元。2023H1，受益于一季度行情回暖，湘财证券自营业务收入同比大幅扭正至 1.94 亿元。

图22：2023H1 湘财证券自营业务收入大幅扭正



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

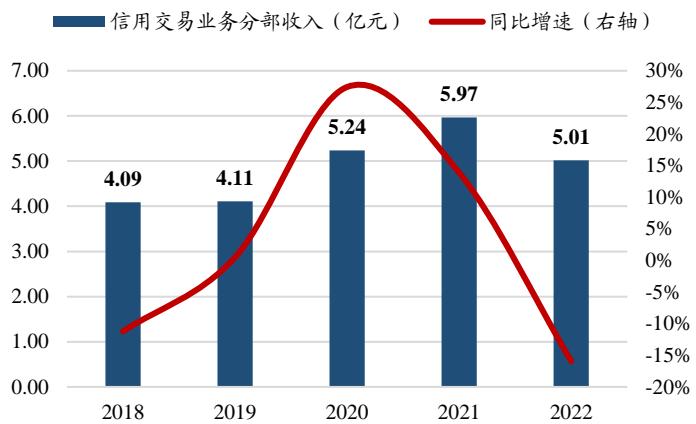
注：自营业务收入=投资净收益+公允价值变动净收益-对联营企业和合营企业的投资收益。

#### 3.2. 信用业务：整体发展稳健，严控股票质押信用风险

湘财证券信用业务发展稳健，整体维持担保比例在较高水平。湘财证券信用交易业务始终坚持稳健发展经营策略，在有效风险控制的基础上逐步扩张，总体发展趋势稳定。1) 两融业务规模有所回落。2022 年，湘财证券融资融券业务融出资金为 64.03 亿元，较上年末-23.76%，致使湘财证券 2022 年信用交易业务分部收入同比-15.95%致 5.01 亿元。2023H1，湘财证券融出资金为 64.54 亿元，较上年末（64.03 亿元）微增 1%，两融业务

规模小幅回升。2)股票质押式回购规模持续压降。2019-2022年,湘财证券股票质押式回购规模已从4.49亿元压降至0.71亿元,当前质押规模处于低位。截至2022年末,湘财证券质押式回购业务年度平均维持担保比率为336.75%,并且全年均未出现融资融券资不抵债、股票质押违约的情况,风险较为可控。

图23: 2018-2022年湘财证券信用交易业务收入及增速情况



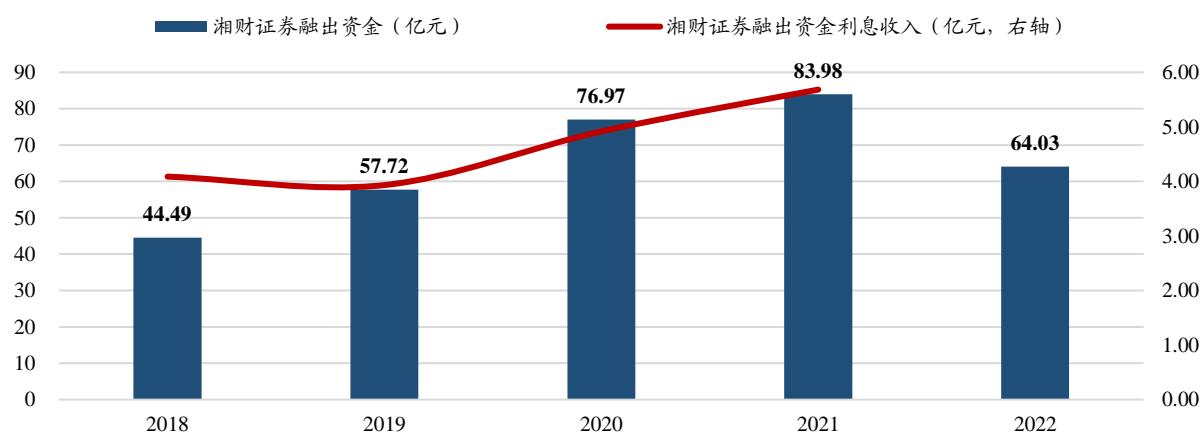
数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

图24: 2018-2022年湘财证券股票质押规模情况



数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

图25: 2018-2022年湘财证券融出资金及融出资金利息收入情况(亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

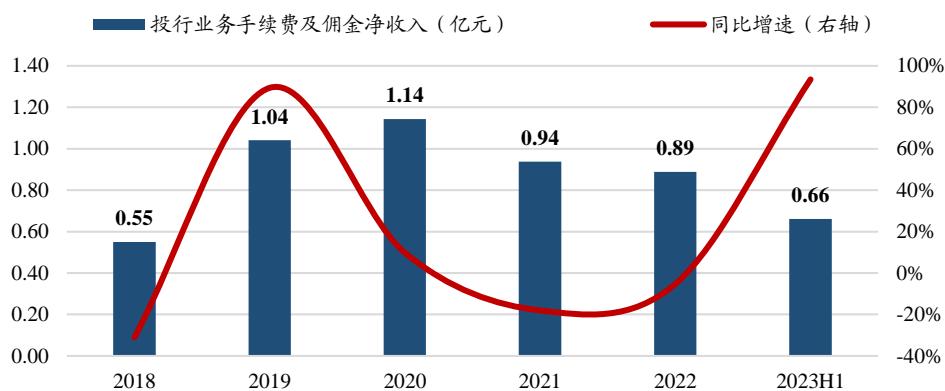
### 3.3. 投行及资管业务: 固收表现相对突出, 资管规模持续压降

秉持“精品+深耕”战略,助力推进投行业务发展。1)投行业务收入多年保持稳健态势。2019-2022年间,湘财证券投行业务基本保持稳健发展,收入稳定在1亿元左右。2023H1,全市场IPO募资额大幅收缩(同比-16%至2,187亿元),湘财证券投行业务手续费及佣金

净收入逆势增长，同比+93.45%至 0.66 亿元。2) 固收业务成绩斐然。2022 年，湘财证券固定收益总部 AA+及以上高等级债券项目承销只数占比达 74%，优质项目结构比肩头部券商，显示出湘财证券在固收业务方面的竞争力和信用债风险管理能力。全年顺利发行债券项目 50 只，承销规模达 129.72 亿元；立项项目 56 个，同比+43.59%。

**投行业务或迎发展新机遇。**2022 年，由湘财证券担任保荐机构的广东飞南资源利用股份有限公司 IPO 项目顺利通过创业板上市委审核，并于 2023 年 9 月 21 日成功上市，成为了注册制下湘财证券首家过会项目，使得湘财证券实现投行业务的关键突破。湘财证券未来将积极聚焦新三板以及北交所 IPO 业务，以新三板业务收入补偿成本支出，以北交所 IPO 业务实现市场影响力，坚持“聚焦+深耕+精品”的投资银行战略。

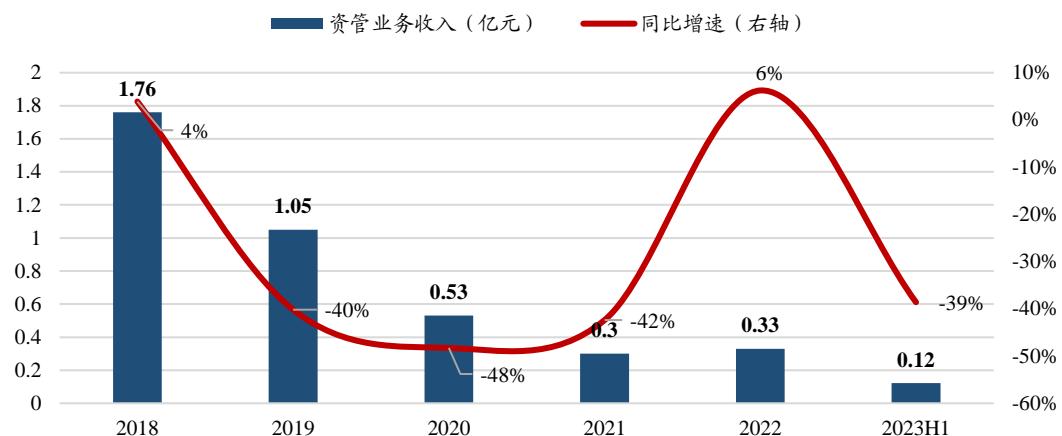
图26：2018-2023H1 湘财证券投行业务收入及增速情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**资管产品体系有所完善，业务转型持续突破。**2022 年及 2023H1，湘财证券资管业务收入分别同比+6%/-39% 至 0.33/0.12 亿元。在资管业务转型升级方面，湘财证券取得了一定成效。2022 年，湘财天天盈货币型集合资产管理计划作为公募化转型产品改造完成并顺利上线，并实现了客户数量和规模的双增长，分别增长 48.60% 和 18.60%，表现优秀。另外，湘财证券发行了安享系列的固定收益集合资产管理产品，作为风险适中、收益稳健的债权类投资产品，有效补充了固收产品谱系，并完善了资管产品体系。

图27: 2018-2023H1 湘财证券资管业务收入变化情况



数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

## 4. 盈利预测及估值

### 4.1. 核心假设

**1) 证券经纪业务:** 考虑到当前疫情风险降低, 宏观经济已然开始复苏, 且当前货币政策转向宽松, 预计 A 股日均股基成交额将逐渐上行。因此, 我们假设 2023-2025 年两市日均股基成交额分别为 10100/10600/11000 亿元。由于湘财证券旗下的金刚钻平台及湘财智盈快速发展, 股基交易量有望提升, 结合 2023Q1~3 市场交投情况及湘财证券经营情况, 预计湘财证券市占率分别为 0.45%/0.50%/0.50%, 净佣金率为 0.020%/0.020%/0.021%。基于以上假设, 湘财股份经纪业务收入同比增速为-14%/+17%/+20%。

**2) 投行及资管业务:** 湘财证券已实现投行业务重大突破, 其投行业务有望在未来贡献增量收入。结合 2023Q1~3 湘财证券经营情况, 我们预计湘财股份 2023-2025 年承销保荐业务收入增速为 20%/20%/15%, 投行业务收入将同比增长 11%/18%/14% 至 0.98/1.16/1.32 亿元。资管业务方面, 受资管新规影响, 湘财证券近年资管规模近年整体呈下滑趋势。随着湘财证券进一步丰富产品体系, 强化主动管理能力, 我们认为湘财证券资管及公募基金管理业务规模将在未来缓慢回升, 费率受益于主动管理转型也将有所提升。预计 2023-2025 年湘财证券年末资产管理规模分别较上年同期-7%/-2%/+9% 至 57.85/56.55/61.70 亿元, 资管业务综合费率分别达到 0.51%/0.60%/0.66%, 带动湘财证券资管业务净收入分别同比-7%/+13%/+13% 至 0.31/0.35/0.39 亿元。

**3) 实体业务:** 实业并非湘财股份未来发展重点, 其实业所在行业毛利率均较低。2023 年起湘财股份多数贸易产品开始以净额法确认收入, 且湘财股份实业板块贸易业务部分品类的业务规模有所收缩, 结合湘财股份 2023Q1~3 经营情况, 预计湘财股份实业部分营业收入 2023 年出现较大幅度下滑, 2024-2025 年实现稳定增长。

图28: 湘财股份分业务核心假设

(单位: 亿元, CNY)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>1. 经纪业务</b>						
湘财证券: 股基交易额	28809.18	29235.56	23776.31	22179.60	25864.00	26840.00
市占率	0.66%	0.53%	0.48%	0.45%	0.50%	0.50%
<b>2. 投行业务</b>						
证券承销保荐业务收入增速	-0.89%	63.04%	2.70%	20.00%	20.00%	15.00%
<b>3. 资产管理业务</b>						
资产管理规模	130.62	59.44	62.10	57.85	56.55	61.70
资管规模增速	-45.14%	-54.50%	4.48%	-6.84%	-2.25%	9.11%
资产管理业务综合费率	0.29%	0.32%	0.54%	0.51%	0.60%	0.66%

数据来源: 公司公告, Wind, 东吴证券研究所

基于上述假设, 我们预测 2023-2025 年湘财股份手续费及佣金收入分别为 8.45/9.81/11.61 亿元, 利息收入分别为 9.14/10.61/11.06 亿元, 营业收入(实业部分收入)分别为 7.36/8.37/9.18 亿元。预计 2023-2025 年湘财股份营业总收入分别为 24.96/28.80/31.85 亿元, 同比回升-29%/+15%/+11%; 归母净利润分别为 1.86/3.02/3.53 亿元, 2023 年实现扭亏为盈。2024/2025 年归母净利润对应同比增速分别为 62%/17%。预计 2023-2025 年每股收益分别为 0.07/0.11/0.12 亿元, 对应 PE 为 123/76/65 倍, 对应 PB 为 1.90/1.87/1.85 倍。

图29: 湘财股份盈利预测

利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>一、 营业总收入</b>	<b>4,571.42</b>	<b>3,516.16</b>	<b>2,495.71</b>	<b>2,879.51</b>	<b>3,184.69</b>
营业收入	2,548.27	1,769.48	736.40	836.63	917.79
利息收入	863.64	820.29	914.41	1,061.48	1,105.69
手续费及佣金收入	1,159.51	926.39	844.90	981.40	1,161.20
<b>二、 营业总成本</b>	<b>4,575.19</b>	<b>3,607.55</b>	<b>2,564.86</b>	<b>2,901.87</b>	<b>3,181.33</b>
管理费用	1,186.30	1,095.14	1,073.16	1,238.19	1,369.42
销售费用	17.77	12.41	9.98	11.52	12.74
研发费用	0.29	6.41	6.42	6.43	6.44
财务费用	147.11	122.34	126.01	129.79	133.68
资产减值损失	-0.36	-165.32	-2.50	-2.88	-3.18
加: 投资收益	345.76	387.35	200.09	77.04	166.28
公允价值变动收益	-96.76	315.28	-274.77	255.17	285.04
<b>三、 营业利润</b>	<b>713.06</b>	<b>-326.95</b>	<b>267.56</b>	<b>434.08</b>	<b>506.70</b>
归属于母公司股东净利润	485.75	-326.29	186.22	302.12	352.66
营业收入增速	73.38%	-23.08%	-29.02%	15.38%	10.60%
归属于母公司股东净利润增速	36.33%	-167.17%	-	62.24%	16.73%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 4.2. 估值分析

因湘财证券发展战略已明确转向互联网+券商模式，我们选取同为A股上市互联网券商的东方财富以及净资产规模相近的财达证券、华鑫股份作为对标公司，利用相对估值法进行估值。截至2023年12月04日，湘财股份PB(LF)估值为1.92倍，低于多数可比公司。在实业方面，湘财股份已披露将大力推进实业公司资产盘活工作，加大对实业公司资产和股权的出租、出售力度，积极寻找时机，进行资产结构调整优化，因此实体业务业绩贡献度预计逐步降低。鉴于子公司湘财证券投顾业务能力突出，与益盟股份联手后有望进一步以科技赋能经纪业务，在互联网+的大背景下逐步增强竞争力，我们给予湘财股份2023年2.38倍PB估值，对应目标价10.10元/股，首次覆盖给予“增持”评级。

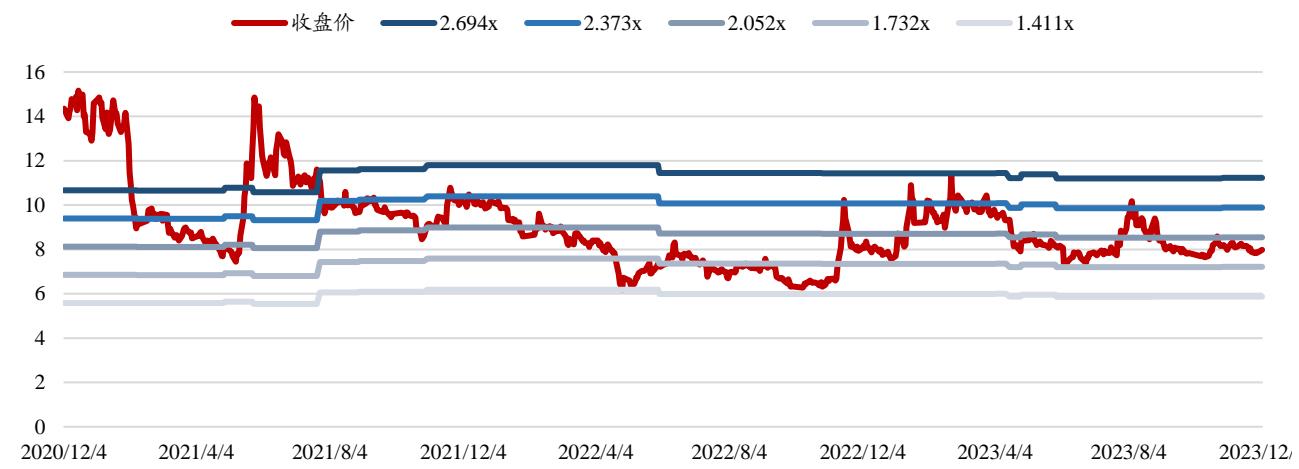
图30：可比公司估值（截至2023年12月04日）

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	营收 (亿元, 2022)	归母净利润 (亿元, 2022)	PB (2022)	PB (2023E)
300059.SZ	东方财富	2,334.15	46.29	85.09	3.31	3.29
600906.SH	财达证券	251.49	16.44	3.02	2.18	2.16
600621.SH	华鑫股份	129.64	1.06	3.52	1.68	1.68
平均			<b>21.26</b>	<b>30.54</b>	<b>2.39</b>	<b>2.38</b>
600095.SH	湘财股份	228.16	17.69	-3.26	1.92	1.90

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：东方财富、湘财股份PB(2023E)数据来自于东吴证券研究所盈利预测，财达证券、华鑫股份PB(2023E)数据来自于万得一致预期。

图31：湘财股份PB Band（截至2023年12月04日）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 5. 风险提示

**1) 重大诉讼事项风险:** 2023年9月6日, 湘财股份发布公告称, 子公司湘财证券近日收到南京中级法院送达的起诉状、举证通知书等文件, 共计涉及10起案件。本次诉讼的原告均为云南国际信托有限公司, 被告包括苏宁易购集团股份有限公司苏宁采购中心、广东中诚实业控股有限公司、广东康安贸易有限公司、罗静、湘财证券股份有限公司。云南信托以侵权责任纠纷为案由, 认为多名被告的行为共同造成了云南信托经济损失, 主张判令被告连带赔偿原告因罗静等人侵权行为遭受的损失。本次诉讼涉案金额达16.78亿元, 占公司最近一期经审计净资产的14.30%, 相关案件对于公司当期利润以及期后利润的影响具有不确定性。上述案件涉及的信托产品, 湘财证券作为代销机构的, 曾有投资者对云南信托、湘财证券等机构提起过诉讼。在已生效的判决中, 最高人民法院等审判机关均未支持相关要求湘财证券的连带或赔偿等诉讼请求。

**2) 与益盟股份的合作推进不及预期:** 若后续湘财证券与益盟股份深度合作推进进程不及预期, 则将影响湘财证券财富管理业务展业情况, 从而拖累公司业绩增速。

**3) 权益市场大幅震荡:** 若市场行情大幅波动, 湘财证券自营业务收入将遭受负面影响, 同时交投活跃度的下滑也将导致湘财证券经纪业务规模收缩。

图32: 湘财股份财务预测表 (截至 2023 年 12 月 04 日)

利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>一、营业总收入</b>	<b>4,571</b>	<b>3,516</b>	<b>2,496</b>	<b>2,880</b>	<b>3,185</b>
营业收入	2,548	1,769	736	837	918
利息收入	864	820	914	1,061	1,106
手续费及佣金收入	1,160	926	845	981	1,161
<b>二、营业总成本</b>	<b>4,575</b>	<b>3,608</b>	<b>2,565</b>	<b>2,902</b>	<b>3,181</b>
管理费用	1,186	1,095	1,073	1,238	1,369
销售费用	18	12	10	12	13
研发费用	0	6	6	6	6
财务费用	147	122	126	130	134
资产减值损失	-0	-165	-2	-3	-3
加: 投资收益	346	387	200	77	166
公允价值变动收益	-97	315	-275	255	285
<b>三、营业利润</b>	<b>713</b>	<b>-327</b>	<b>268</b>	<b>434</b>	<b>507</b>
<b>归属于母公司股东净利润</b>	<b>486</b>	<b>-326</b>	<b>186</b>	<b>302</b>	<b>353</b>
营业总收入增速	73.38%	-23.08%	-29.02%	15.38%	10.60%
归属于母公司股东净利润增速	36.33%	-167.17%	-	62.24%	16.73%

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>30,481</b>	<b>28,606</b>	<b>31,055</b>	<b>33,962</b>	<b>36,385</b>
货币资金	11,490	10,437	11,719	13,031	14,334
交易性金融资产	6,611	6,915	7,053	7,194	7,338
衍生金融资产	5	-	-	-	-
经营性应收款项	676	1,418	1,773	2,127	2,552
预收款项	209	50	100	150	200
其他流动资产	11,490	9,786	10,410	11,460	11,960
<b>非流动资产</b>	<b>4,787</b>	<b>6,182</b>	<b>6,310</b>	<b>7,246</b>	<b>7,613</b>
其他债权投资	-	1,562	1,500	2,000	2,000
长期股权投资	2,601	2,433	2,500	2,600	2,600
投资性房地产	61	53	55	56	58
商誉	1,173	1,173	1,173	1,273	1,373
其他非流动资产	952	961	1,082	1,316	1,582
<b>资产总计</b>	<b>35,268</b>	<b>34,788</b>	<b>37,365</b>	<b>41,208</b>	<b>43,997</b>
<b>流动负债</b>	<b>19,838</b>	<b>18,013</b>	<b>20,312</b>	<b>21,989</b>	<b>23,834</b>
短期借款	1,136	542	553	564	575
交易性金融负债	64	53	54	55	56
经营性应付款项	470	92	107	126	150
其他金融类流动负债	14,701	14,631	16,653	18,218	19,940
其他流动负债	3,467	2,695	2,946	3,026	3,112
<b>非流动负债</b>	<b>2,839</b>	<b>4,892</b>	<b>5,017</b>	<b>6,981</b>	<b>7,825</b>
长期借款	1	1	1	1	1
应付债券	2,673	4,780	4,999	6,962	7,806
其他非流动负债	165	111	17	18	18
<b>负债合计</b>	<b>22,677</b>	<b>22,905</b>	<b>25,330</b>	<b>28,970</b>	<b>31,659</b>
归属母公司股东权益	12,561	11,855	12,006	12,209	12,309
少数股东权益	30	28	29	29	30
<b>所有者权益合计</b>	<b>12,591</b>	<b>11,883</b>	<b>12,035</b>	<b>12,238</b>	<b>12,339</b>
<b>负债和所有者权益</b>	<b>35,268</b>	<b>34,788</b>	<b>37,365</b>	<b>41,208</b>	<b>43,997</b>

重要估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
EPS (元/股)	0.17	-0.11	0.07	0.11	0.12
BVPS (元/股)	4.39	4.15	4.20	4.27	4.31
P/E	46.15	-	120.37	74.20	63.56
P/B	1.78	1.89	1.87	1.84	1.82

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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提供。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A股市场基准为沪深300指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普500指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

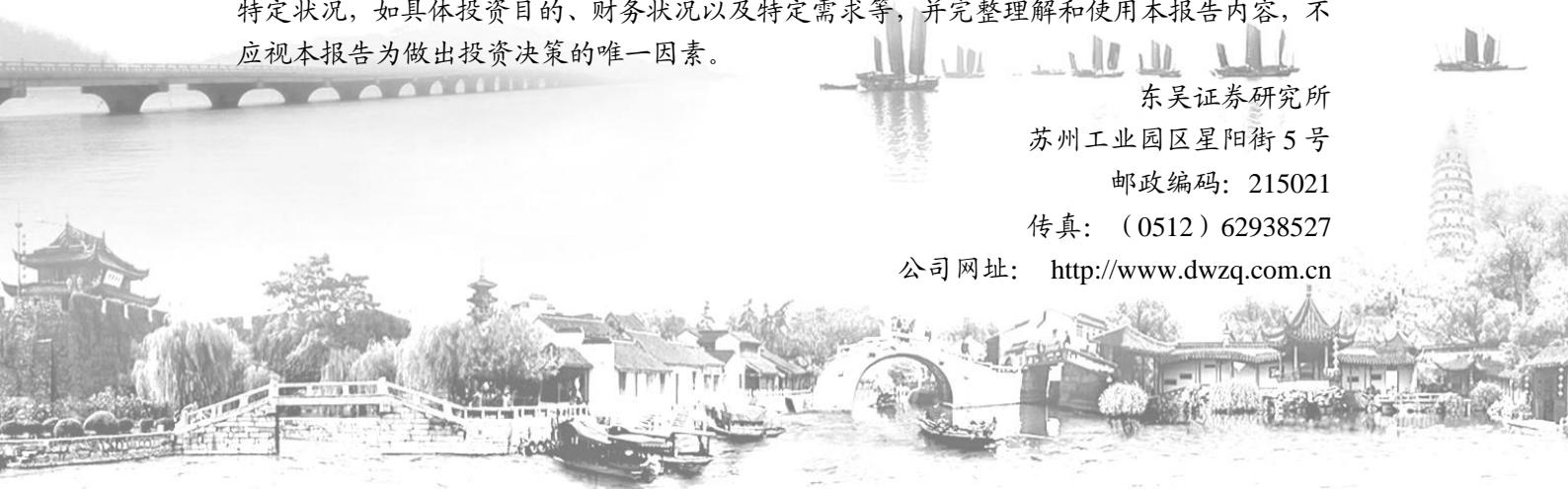
### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上;
- 增持: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间;
- 中性: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间;
- 减持: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

### 行业投资评级:

- 增持: 预期未来6个月内,行业指数相对强于基准5%以上;
- 中性: 预期未来6个月内,行业指数相对基准-5%与5%;
- 减持: 预期未来6个月内,行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

 东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>