

2025年04月01日

超配

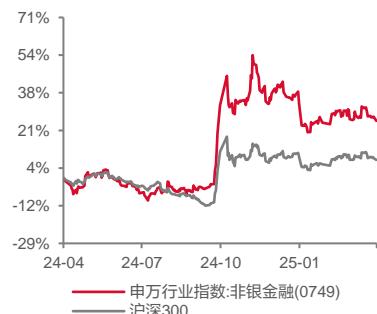
从湘财合并大智慧，看中小券商与金融科技跨界整合新路径

——非银金融行业简评

证券分析师

陶圣禹 S0630523100002

tsy@longone.com.cn



投资要点：

- **事件：**湘财股份与大智慧于3月16日同步公告重大资产重组计划，并于3月28日同步公告具体预案，即湘财股份换股吸收合并大智慧并募集配套资金，完成后大智慧将终止上市并注销法人资格，湘财股份为存续公司。
- **交易预案梳理：**
 - 1) 换股对象：**除湘财股份、大智慧自身、新湖集团以外的大智慧全体股东（前述三大股东所持大智慧股份直接予以注销）；
 - 2) 换股价格：**以定价基准日前120个交易日均价确定，湘财股份和大智慧换股价格分别为7.51元/股和9.53元/股，分别较停牌前收盘价（分别为6.89元/股和9.01元/股）溢价9.0%和5.8%，大智慧和湘财股份的换股比例为1:1.27，测算得拟发行股份数为22.94亿股，换股完成后湘财股份总股本增值51.53亿股；
 - 3) 募集资金：**拟向不超过35名特定投资者，募集配套资金不超过80亿元；
 - 4) 锁定期安排：**自A股发行结束之日起，募集配套资金认购对象锁定6个月，湘财股份控股股东及其一致行动人承诺锁定18个月，大智慧实际控制人张长虹及其一致行动人承诺锁定12个月；
 - 5) 股权结构：**换股前湘财股份控股股东新湖控股及其一致行动人合计持股40.37%（其中新湖控股、衢州发展分别持股24.13%、16.24%），换股实施后湘财股份控股股东新湖控股及其一致行动人合计持股22.40%（其中新湖控股、衢州发展分别持股13.39%、9.01%），张长虹及其一致行动人合计持股17.28%（其中张长虹持股13.93%，并出具了不谋求控制权的承诺）。
- **资本运作沿革：**始于2014年，是券商行业探索“流量+牌照”模式的缩影。湘财股份与大智慧的资本关联始于2014年大智慧拟以85亿元收购湘财证券，后因大智慧信披违规导致重组终止；2020年6月，哈高科通过收购湘财证券99.7273%股权实现其曲线上市，并于同年8月正式更名为湘财股份，转型为证券主业，随后通过收购新湖集团持有的大智慧15%股权成为其第二大股东，推动金融科技协同；2025年2月，湘财股份宣布减持大智慧不超过1%的股份，但仅一个月后转而公告拟换股吸收合并大智慧，形成“券商+金融科技”跨界整合。相较于传统券商间并购，此次合并创新性地探索了金融科技公司与券商的深度协同新路径，为中小券商差异化突围提供了新范式。
- **业务互补初探：**传统券商和金融科技企业在用户基础、获客方式、牌照经营、业务创新等方面均有较大的差异化，吸收合并有望带来以下几方面的互补。
 - 1) 庞大的用户基础带来较大的获客空间：**湘财证券截至2024H1末仅有67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，客户触达能力相对有限；而大智慧作为金融信息服务商，拥有显著的流量入口优势，吸收合并后可通过流量入口直接提升获客能力，进而赋能经纪与财富管理业务，形成“金融数据+证券交易”的闭环生态。从历史案例看，金融科技公司与券商合并对收入增厚效果显著，例如指南针2022年收购网信证券（现更名为麦高证券）后于2022Q3在指南针股票APP提供麦高证券开户入口，麦高证券2023-24年手续费及佣金净收入分别同比增长161.32%、162.83%，客户引流效应显著；东方财富2015年收购西藏同信证券（现更名为东方财富证券），东方财富证券2016年手续费及佣金净收入同比增速高达757.11%，爆发式增长验证了“流量+牌照”模式的可行性。
 - 2) 金融数据与资讯服务优势助力数字化转型和机构客户维系：**虽然湘财股份与万得信息、益盟股份、九方财富等金融科技企业有业务合作，但相互合作更多建立在丰富服务内容、提升服务品质上，其自身在金融科技领域的布局仍显薄弱，难以独立实现大规模用户转化

和业务创新。而大智慧在金融数据、资讯服务等领域具有较强的竞争力，合并后能够为湘财股份提供技术支持和数据赋能，助力其业务和系统的数字化转型。此外，大智慧机构客户覆盖金融市场各层次参与主体，包括所有具有托管业务资格的托管行、所有保险资产管理公司在内的90%以上的保险机构、95%以上的基金公司，70%以上的证券公司以及众多的信托公司、投资公司、金融高校等，业务协同深化有望进一步提升湘财股份对机构客户的维系力度。

3) 互联网基因与品牌效应助力创新业务拓展：大智慧作为老牌金融信息服务商，拥有较强的市场认知度和用户黏性，其互联网基因与湘财股份的传统券商业务形成互补，有望提升整体品牌影响力。此外，借鉴东方财富通过金融科技不断拓展业务边界（如基金代销、投顾服务等），湘财股份亦可探索基于大智慧数据的智能化投顾、量化交易等创新业务，进而实现业务协同和收益增厚，但成功的关键仍在于用户转化效率与生态整合能力。

- **投资建议：**我们认为在前期严监严管的背景下，未来高质量发展的具体细则将成为资本市场长远发展的主要推动力，一流投资银行建设的有效性和方向性不改，建议把握并购重组、高“含财率”和ROE提升三条逻辑主线，个股建议关注资本实力雄厚且业务经营稳健的大型券商配置机遇。
- **风险提示：**权益市场大幅波动影响股票交投活跃度，投资者风险偏好降低拖累市场景气度，宏观环境下行影响市场基本面，政策落地力度不及预期。

表1 换股吸收合并交易前后的湘财股份股权结构变化情况

(万股)	换股实施前		换股实施后	
	持股数量	持股比例	持股数量	持股比例
新湖控股及其一致行动人	115,428.28	40.37%	115,428.28	22.40%
其中：新湖控股	68,985.54	24.13%	68,985.54	13.39%
衢州发展	46,442.74	16.24%	46,442.74	9.01%
张长虹及其一致行动人	-	-	89,063.63	17.28%
其中：张长虹	-	-	71,758.11	13.93%
张婷	-	-	10,798.23	2.10%
张志宏	-	-	6,507.30	1.26%
股东合计	285,918.77	100.00%	515,299.46	100.00%

注：若湘财股份用于可交债质押的大智慧股份最后并未全部换股或大智慧库存股数量进一步增加，则上述表格中交易完成后的持股比例均同步上升。

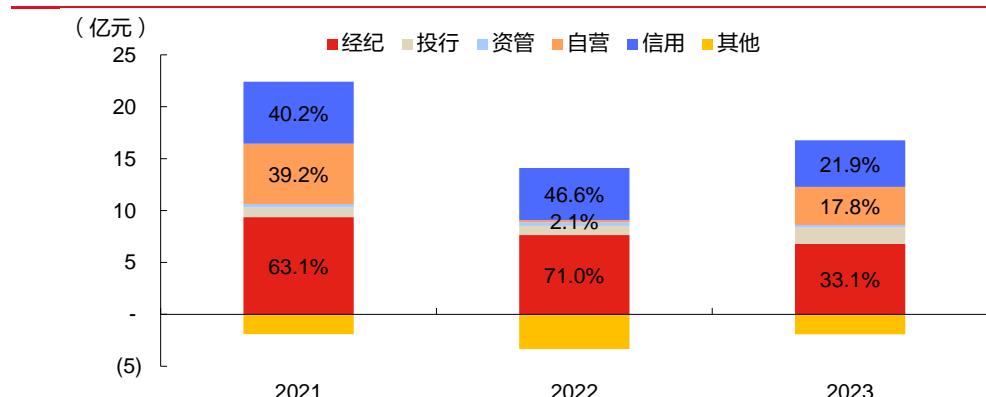
资料来源：公司公告，东海证券研究所

表2 近两年大智慧股权结构变化梳理

股东	2023/12/31	2024/6/30	2024/9/30	2025/3/14
张长虹	32.94%	32.94%	33.20%	33.20%
湘财股份	7.32%	6.70%	6.40%	9.32%
张婷	4.21%	4.24%	4.24%	4.24%
张志宏	2.54%	2.56%	2.56%	2.56%
香港中央结算（陆股通）	0.29%	0.41%	0.38%	1.45%
湘财股份可交债质押专户	4.05%	4.46%	4.64%	0.98%
湘财股份可交债（第二期）质押专户	2.74%	3.06%	3.18%	1.37%

资料来源：公司公告，东海证券研究所

图1 湘财证券营业收入中经纪和信用业务占主导



资料来源：公司公告，东海证券研究所

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其实现在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，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多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
座机：(8621) 20333275
手机：18221959689
传真：(8621) 50585608
邮编：200125

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
座机：(8610) 59707105
手机：18221959689
传真：(8610) 59707100
邮编：100089