



2025 年 04 月 24 日

公司深度研究

买入/维持

湘财股份(600095)

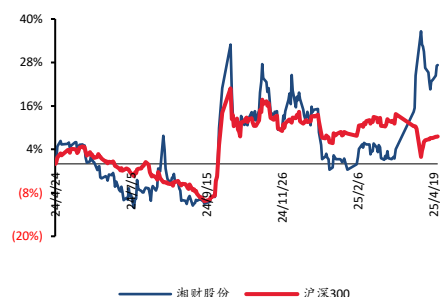
目标价:

昨收盘:8.43

非银金融 证券 II

湘财股份深度报告：老牌券商起新程，金融科技再推进

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股) 28.59/28.59
总市值/流通(亿元) 241.03/241.03
12 个月内最高/最低价 9.37/5.75 (元)

相关研究报告

<<湘财股份 2024 年中报点评：自营业务高质量发展，重资产业务稳步增长>>—2024-09-03

<<湘财股份 2023 年年报点评：业绩大幅转正，自营同比高增>>—2024-04-24

<<湘财股份 Q3 点评：归母净利同比高增，自营资产质量稳健>>—2023-12-14

证券分析师：夏聿印

电话：010-88695119

E-MAIL: xiaama@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190523030003

研究助理：王子钦

E-MAIL: wangziqin@tpyzq.com

一般证券业务登记编号：S1190124010010

报告摘要

公司治理持续优化，始终坚持轻资产模式运行。湘财证券前身为湖南省湘财证券营业部，于 2020 年借壳哈高科实现上市，后更名为湘财股份。2024 年 7 月，浙江国资入股形成“民企控股+国资参股”的混合所有制结构，治理结构不断优化。**营收构成上**，证券业务贡献 96.25% 的净收入，实业板块占比持续压缩，目前实业板块资产占比不到 2%。**财务表现上**，受自营业务影响近年来业绩有所波动，2024 年湘财证券营收、营业利润同比分别+5.89%、+42.04%，实现稳健增长；湘财证券杠杆率远低于行业平均，轻资产业务模式特征突出，年化 ROE 逐步回升。

以金融科技赋能业务发展，打造差异化竞争优势。1) **经纪业务：金融科技深度赋能，积极推进财富管理转型。**业务发展以“金融科技赋能财富管理”为核心思路，将金融科技打造为推动业务发展的重要引擎，着力发展投顾业务，支撑财富管理生态圈建设。2) **信用业务：两融业务稳健发展，股质业务规模清零。**截至 2024 年末，湘财证券融出资金为 72.72 亿元，同比+12.60%，质押式回购业务、表外股票质押式回购业务规模均清零。3) **自营业务：践行长期价值投资，提升固收投资占比。**湘财证券近年来加大 OCI 债权配置，以降低利润波动，2024 年末 OCI 债券占比达 47.78%。4) **投行业务：构建区域深耕服务样板，坚持精品投行发展路线。**湘财证券投行业务深耕区域形成错位竞争，投行业务利润率不断提升，验证精品投行战略效用。5) **资管业务：资管规模逐步回升，转型成果持续显现。**2022 年以来资管规模实现良性增长，24Q3 末资管总规模达 88.50 亿元，主要由集合资产管理计划增长支撑。

金融科技基因深厚，并购大智慧再进一步。湘财证券在互联网证券领域深耕多年，始终将金融科技视为发展引擎。2022 年与益盟股份深度合作，全方位赋能业务发展。湘财股份拟吸收合并大智慧，“互联网+券商”再增一员。参考东方财富和指南针发展路径，湘财股份证券业务有望快速扩张。“互联网流量加持+低价展业策略”将带动经纪业务收入和市占率实现快速跃升，“平台导流+精准营销”亦将推动信用业务迅速发展。湘财证券智能投顾转型加速，大智慧研发投入转化途径拓宽，双赢局面可期。

盈利预测：湘财股份坚持金融科技驱动，吸收合并大智慧业务协同空间广阔，有望实现跨越式发展。预计湘财股份 2024-2026 年营业总收入为 22.60、25.11、28.30 亿元，归母净利润为 1.03、1.95、2.55 亿元；摊薄 EPS 为 0.04、0.07、0.09 元，对应 4 月 23 日收盘价的 PE 估值为 235.05、123.53、94.34 倍；每股净资产为 4.16、4.21、4.27 元，对应 4 月 23 日收盘价的 PB 估值为 2.03、2.00、1.97 倍。维持“买入”评级。

风险提示：资本市场大幅波动、监管政策收紧、合并进度不及预期、业务协同进度不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2,321.22	2,260.00	2,510.87	2,829.55
营业收入增长率(%)	-33.98%	-2.64%	11.10%	12.69%
归母净利（百万元）	119.42	102.54	195.12	255.48
净利润增长率(%)	136.60%	-14.13%	90.28%	30.94%
摊薄每股收益（元）	0.04	0.04	0.07	0.09
市盈率（PE）	201.83	235.05	123.53	94.34
BVPS（元）	4.15	4.16	4.21	4.27
市净率（PB）	2.03	2.03	2.00	1.97

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 公司治理持续优化，始终坚持轻资产模式运行.....	5
（一）三十余载风雨路，上市开启新征程.....	5
（二）引入浙江国资股东，股权结构进一步优化.....	5
（三）业绩受自营业务影响有所波动，轻资产业务模式特征显著.....	6
二、 以金融科技赋能业务发展，打造差异化竞争优势.....	8
（一）经纪业务：金融科技深度赋能，积极推进财富管理转型.....	8
（二）信用业务：两融业务稳健发展，股质业务规模清零.....	11
（三）自营业务：践行长期价值投资，提升固收投资占比.....	12
（四）投行业务：构建区域深耕服务样板，坚持精品投行发展路线.....	13
（五）大资管业务：资管规模逐步回升，转型成果持续显现.....	14
三、 金融科技基因深厚，并购大智慧再进一步.....	15
（一）互联网基因由来已久，始终将金融科技视为发展引擎.....	15
（二）吸收合并大智慧，业务协同空间广阔.....	17
四、 盈利预测.....	21
五、 风险提示.....	23

图表目录

图表 1：湘财股份发展历程	5
图表 2：湘财股份主要股权结构	6
图表 3：2020-2023 年湘财股份营业收入分布（单位：百万元）	7
图表 4：2020-2023 年湘财股份营业净收入分布（单位：百万元）	7
图表 5：2020-2024Q3 湘财股份营业收入及同比增速	7
图表 6：2020-2024Q3 湘财股份归母净利润及同比增速	7
图表 7：2020-2024Q3 湘财证券营业收入及同比增速（母公司口径）	8
图表 8：2020-2024Q3 湘财证券归母净利润及同比增速（母公司口径）	8
图表 9：2020-2024Q3 湘财证券杠杆率（剔除客户交易保证金）	8
图表 10：2020-2024Q3 湘财股份和湘财证券年化 ROE	8
图表 11：2019-2024 年湘财证券业务构成（母公司口径）	9
图表 12：2019-2024H1 湘财证券代销金融产品金额和代销收入（单位：亿元）	10
图表 13：2019-2024H1 湘财证券投资咨询业务收入及同比增速	11
图表 14：2019-2024 年湘财证券利息净收入及同比增速（母公司口径）	11
图表 15：2019-2024 年湘财证券融出资金及同比增速（母公司口径）	11
图表 16：2019-2024H1 湘财证券股质业务规模及同比增速	12
图表 17：2019-2024 年湘财证券自营业务收入及同比增速（母公司口径）	12
图表 18：2019-2024 年湘财证券金融投资分布及同比增速（母公司口径）	12
图表 19：2019-2024Q3 湘财证券自营投资品种分布	13
图表 20：2019-2024Q3 湘财证券自营投资监管指标	13
图表 21：2019-2024 年湘财证券投行业务净收入及同比增速（母公司口径）	13
图表 22：2019-2024Q3 湘财证券投行业务毛利及毛利率	13
图表 23：2019-2024 年湘财证券股权承销情况	14
图表 24：2019-2024 年湘财证券债券承销情况	14
图表 25：2019-2024Q3 湘财证券资产管理分类（单位：亿元）	15
图表 26：2019-2024 年湘财证券资管业务净收入及同比增速（母公司口径）	15
图表 27：2019-2025Q1 湘财基金管理类型分布（单位：亿元）	15
图表 28：近 5 年湘财基金总指数和沪深 300 指数走势	15
图表 29：湘财证券在互联网证券领域的事件梳理	16
图表 30：益盟股份发展历程	17
图表 31：2019 年至今益盟操盘手经典版+加强版月活人数及市占率	17
图表 32：2019 年至今大智慧月活人数及市占率	18
图表 33：2015-2024 年东方财富证券服务收入	19
图表 34：2022-2024 年指南针证券服务收入	19
图表 35：2015-2024 年东方财富证券经纪业务净收入及市占率	20
图表 36：2022-2024 年麦高证券经纪业务净收入及市占率	20
图表 37：2015-2024 年东方财富利息净收入及同比增速	20
图表 38：2015-2024 年东方财富证券融出资金规模及市占率	20
图表 39：湘财股份盈利预测核心假设	22

一、公司治理持续优化，始终坚持轻资产模式运行

(一) 三十余载风雨路，上市开启新征程

湘财证券前身为湖南省湘财证券营业部，于 2020 年借壳哈高科实现上市。1993 年，湘财证券前身湖南省湘财证券营业部获准成立，1995 年改组为湘财证券有限责任公司，形成全国性综合类券商雏形。2007 年，新湖集团注资 24 亿元控股湘财证券，并在此后多次增资，持股比例达到 74.59%。2014 年，湘财证券在新三板挂牌，成为国内首家新三板挂牌的金融机构，后于 2018 年从新三板摘牌。2020 年，哈高科通过发行股份收购湘财证券 99.75% 的股份，成为湘财证券的控股股东，并更名为湘财股份，主营业务变更为证券服务业。

图表1：湘财股份发展历程

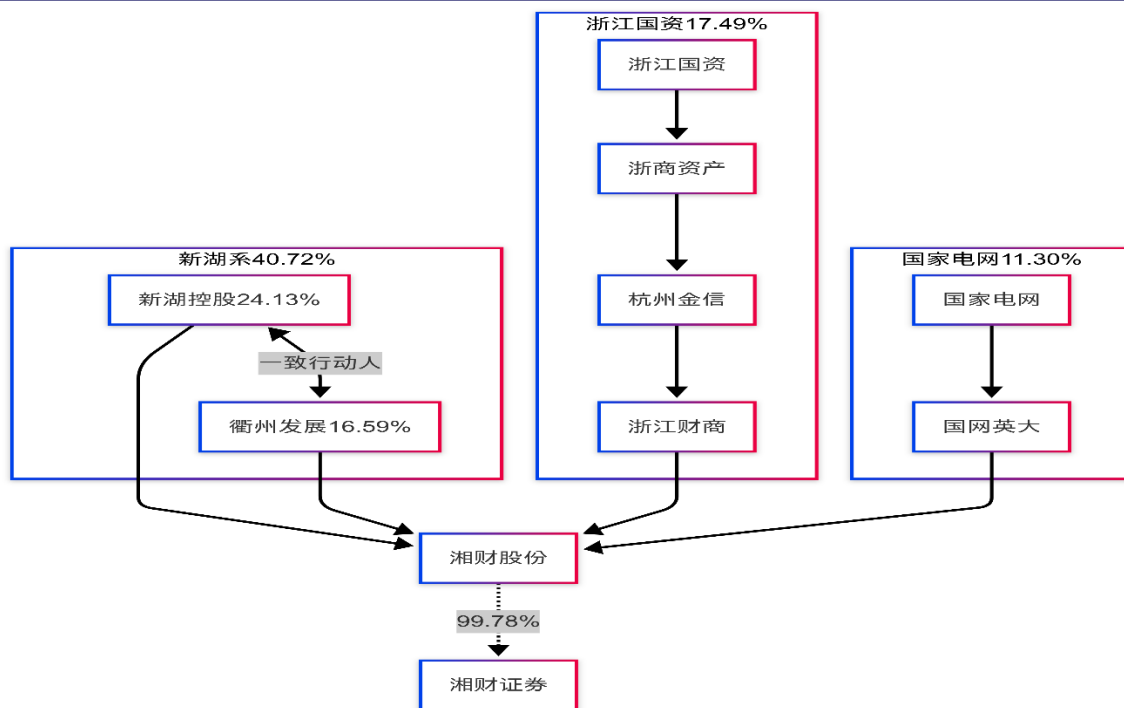


资料来源：公司公告，公司官网，太平洋证券整理

(二) 引入浙江国资股东，股权结构进一步优化

浙江国资入股后形成“民企控股+国资参股”的混合所有制结构。新湖系合计持有公司 40.72% 的股份，其中新湖控股直接持有公司 24.13% 的股份，新湖控股一致行动人衢州发展持有 16.59% 的股份。衢州发展由新湖中宝更名而来，2024 年 7 月新湖中宝发布了关于控股股东、实际控制人变更的公告，公告称衢州智宝成为新湖中宝控股股东、衢州工业集团成为新湖中宝实际控制人。2024 年 7 月，公司股东财商实业控股股东（杭州金信）的执行事务合伙人由新湖控股变更为浙商特资（浙商资产全资子公司），浙江国资进入公司的股东序列。此外，国家电网通过国网英大持有公司 11.30% 的股份。公司直接持有湘财证券 99.78% 的股份，并通过孙公司杭州新湘科技持有湘财证券 0.22% 的股份。公司混合所有制股权结构既保持了决策的高效性和灵活性，也能有效利用地方国资的资源禀赋。

图表2：湘财股份主要股权结构



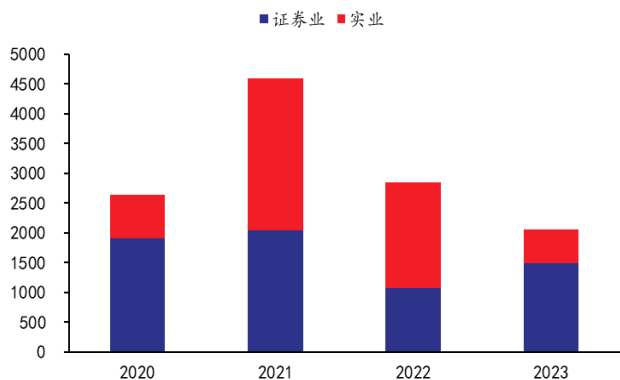
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

高管团队经验丰富，复合背景有力支撑公司发展。公司董事长兼总裁为史建明先生，此前就职于浙商银行，曾担任总行部门总经理、分行副行长、分行行长，管理经验丰富。目前核心管理团队具备会计师事务所、保险、证券、银行、监管部门等多行业任职经历，对于金融行业发展趋势具有深刻洞悉，高管层复合背景将为公司提供多方面助力，有力支撑公司长期稳健发展。

（三）业绩受自营业务影响有所波动，轻资产业务模式特征显著

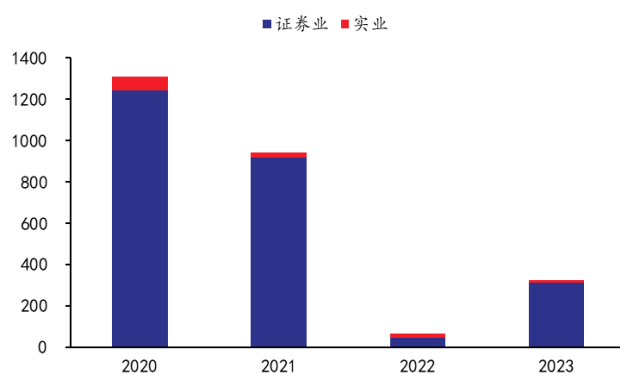
证券业务贡献主要净收入，实业板块占比压缩。金融企业报表口径下，2023年证券业、实业分部营收分别为14.85、5.77亿元，占比分别为72.01%、27.99%；按净收入计算，2023年证券业、实业分部净收入分别为3.11、0.12亿元，占比分别为96.25%、3.75%。近年来公司逐步压缩实业板块占比，通过关停并转、降本增效等多种策略盘活资产，并通过精细化管理提升存量资产竞争力。截至24H1末，实业板块总资产在公司占比不到2%。

图表3：2020-2023 年湘财股份营业收入分布（单位：百万元）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理
注：2023 年证券业为金融企业报表口径

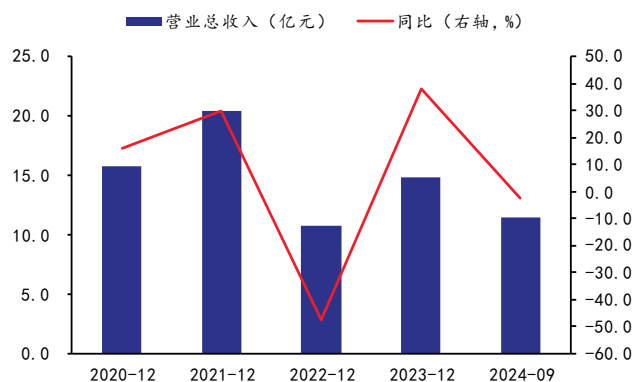
图表4：2020-2023 年湘财股份营业净收入分布（单位：百万元）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理
注：2023 年证券业为金融企业报表口径

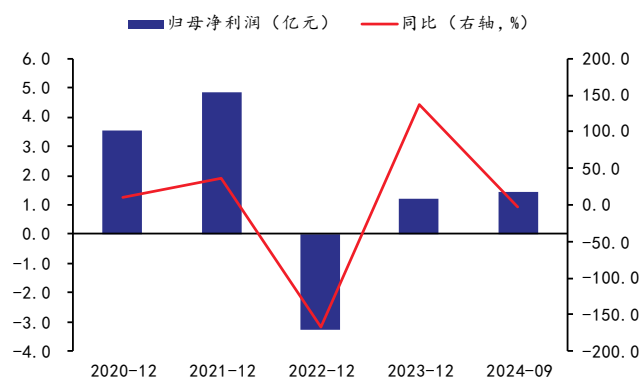
受自营业务影响，近年来业绩有所波动。2022 年公司业绩下滑，营收、归母净利润同比分别-23.08%、-167.17%至 35.16、-3.26 亿元，主要系湘财证券自营业务及其子公司收入下滑影响；2022 年公司自营投资业务分部收入同比-96.20%至 0.22 亿元。2023 年受益于利率下行带来的固收资产估值上升，公司自营投资业务大幅回暖，自营投资业务收入同比+1552.25%至 3.66 亿元，支撑营收增长、归母净利润转正。2024 年，母公司口径下湘财证券营收、净利润分别为 15.18、2.15 亿元，同比分别+5.89%、-21.61%；净利润下滑主要受 24Q4 营业外支出环比增加 2.36 亿元影响，剔除此影响，2024 年湘财证券营业利润同比+42.04%至 4.77 亿元。

图表5：2020-2024Q3 湘财股份营业收入及同比增速



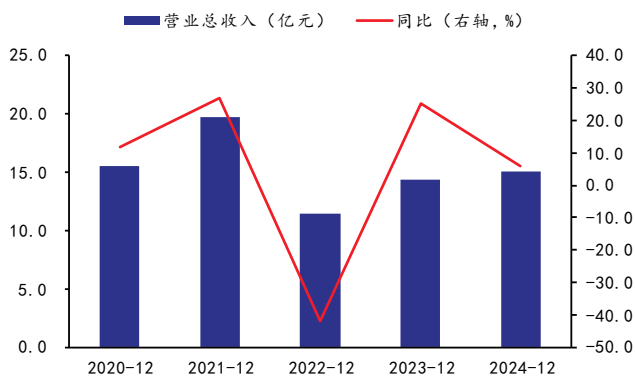
资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表6：2020-2024Q3 湘财股份归母净利润及同比增速



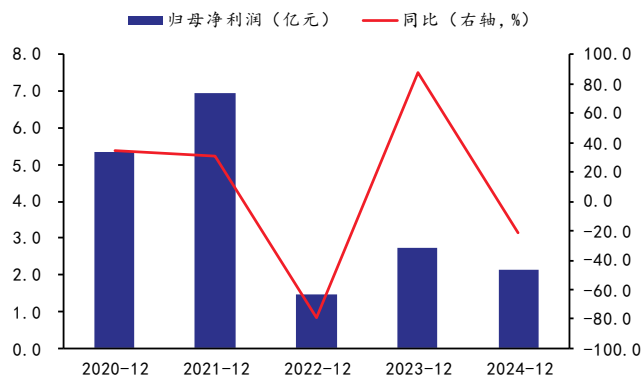
资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表7：2020-2024Q3 湘财证券营业收入及同比增速（母公司口径）



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

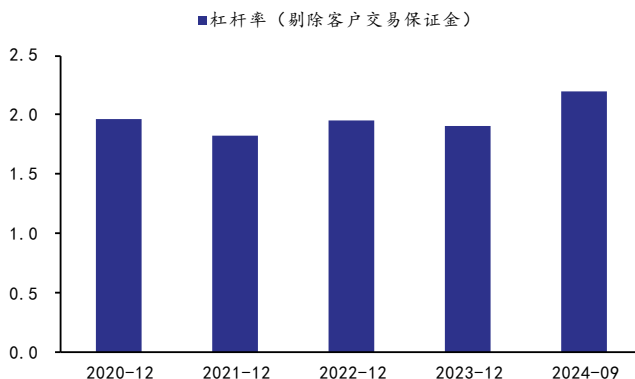
图表8：2020-2024Q3 湘财证券归母净利润及同比增速（母公司口径）



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

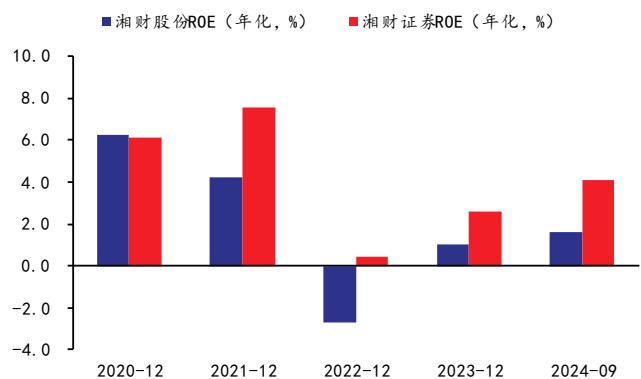
坚持轻资产模型运行，年化 ROE 逐步回升。湘财证券杠杆率呈现波动上升趋势，截至 24Q3 末，湘财证券杠杆率（剔除客户交易保证金）为 2.20 倍，较 23 年末+0.30 倍。对比来看，湘财证券杠杆率始终远低于行业平均，轻资产业务模式特征突出；按证券业协会口径，24H1 末和 2024 年末证券行业杠杆率（剔除客户交易结算资金）分别为 3.30 和 3.31 倍，显著高于湘财证券杠杆率水平。2022 年以来，湘财证券年化 ROE 稳步提升，24Q3 湘财证券年化 ROE 为 4.08%，同比+0.82pct。

图表9：2020-2024Q3 湘财证券杠杆率（剔除客户交易保证金）



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表10：2020-2024Q3 湘财股份和湘财证券年化 ROE



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

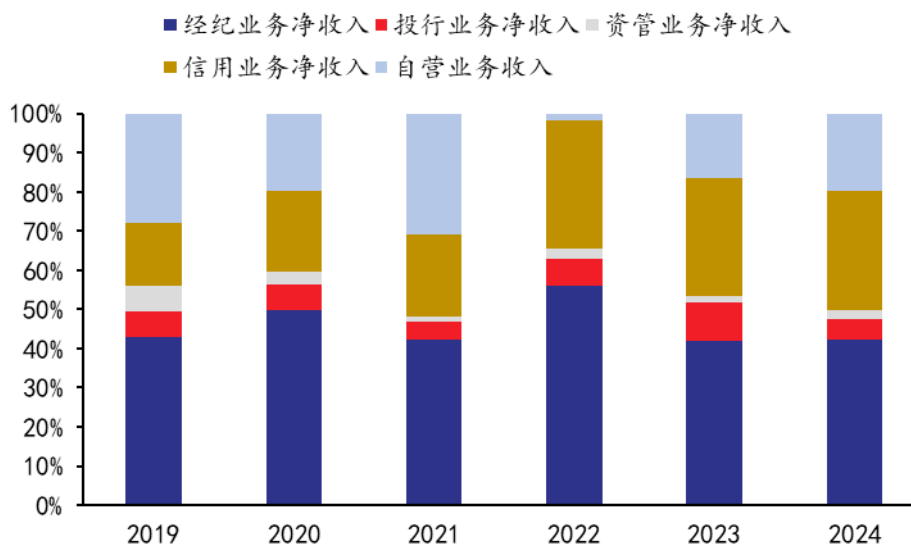
二、以金融科技赋能业务发展，打造差异化竞争优势

(一) 经纪业务：金融科技深度赋能，积极推进财富管理转型

经纪业务为核心收入来源，2024 年小幅增长。湘财证券经纪业务收入占比明显高于上市券商

平均水平，母公司口径下，2024 年湘财证券经纪业务贡献 42.43% 的营收，近 5 年经纪业务占比平均在 45.85%。受益于三季度末以来资本市场回暖，2024 年湘财证券经纪业务同比+3.90%至 6.92 亿元，年末客户存款、客户备付金同比分别+44.90%、+78.64%。

图表11：2019-2024 年湘财证券业务构成（母公司口径）



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

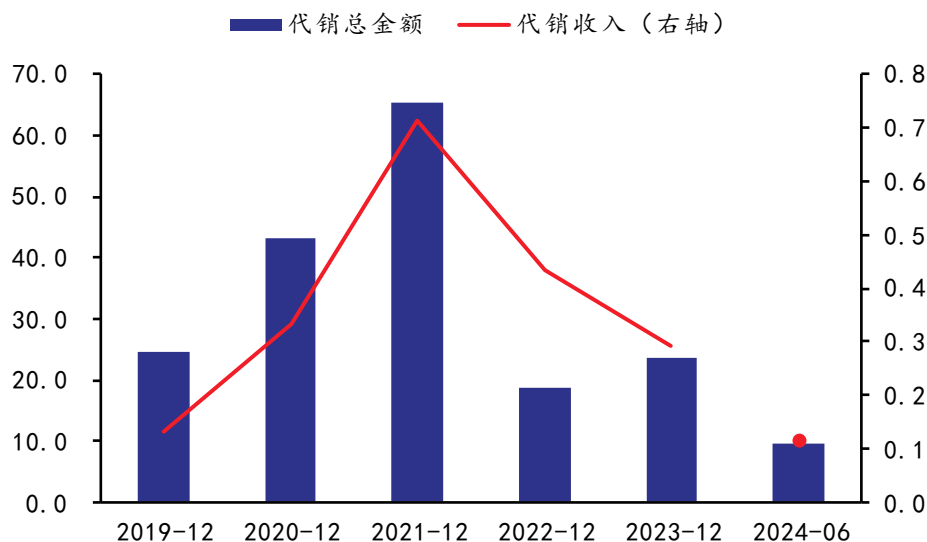
湘财证券网点布局均衡，互联网禀赋加持下营业部创收能力优异。湘财证券共有 67 家证券营业部、4 家业务分公司、4 家区域分公司、2 家全资子公司，营业部分布于全国各主要大中城市，业务覆盖主要经济发达地区。湘财证券充分利用自身的互联网基因，打造线上客户综合金融服务平台体系，搭建层次丰富的内容和服务体系，以数字化、智能化提升网点经营效率，营业部创收能力位于行业前列。

以“金融科技赋能财富管理”为核心思路，推动业务创新发展。湘财证券一直致力于将金融科技打造为推动业务发展的重要引擎，把大数据、云计算、人工智能、数字员工等前沿技术深度融合在业务发展的多方面。在内部，建立“金刚钻”服务体系，成功打造出湘财证券在高频量化交易领域的品牌知名度；通过“百宝湘”、“湘管家”、“湘财智盈”智能条件单等众多公司重大项目建设，提升其业务利用互联网平台与数据分析、智能服务的能力。在外部，湘财证券持续与大智慧、万得信息、益盟股份、九方财富等领先的金融科技公司开展深度合作，利用金融科技手段不断丰富服务内容、提升服务品质，全面打造面向未来的差异化核心优势。

积极调整客户结构，助推财富管理转型。湘财证券大力提升上市公司、私募机构客户等专业

机构客户比重，同时深度挖掘机构客户和高净值客户，以投资顾问业务和主经纪服务业务等为抓手，有效推动经纪业务的转型升级和客户结构调整。截至 24H1 末，服务于私募机构客户的“金刚钻”平台服务客户的交易量占湘财证券经纪业务股基交易总量的 30.18%，同比基本持平。代销业务方面，24H1 湘财证券代销金融产品 9.58 亿元，同比-23.65%，实现代销收入 1148.06 万元，同比-22.76%，主要受上半年资本市场景气度低迷影响。据基金业协会数据，截至 2024 年末，湘财证券非货公募基金保有量为 80 亿元，同比+9.59%，位于全部销售机构的第 67 位、证券公司的第 34 位。

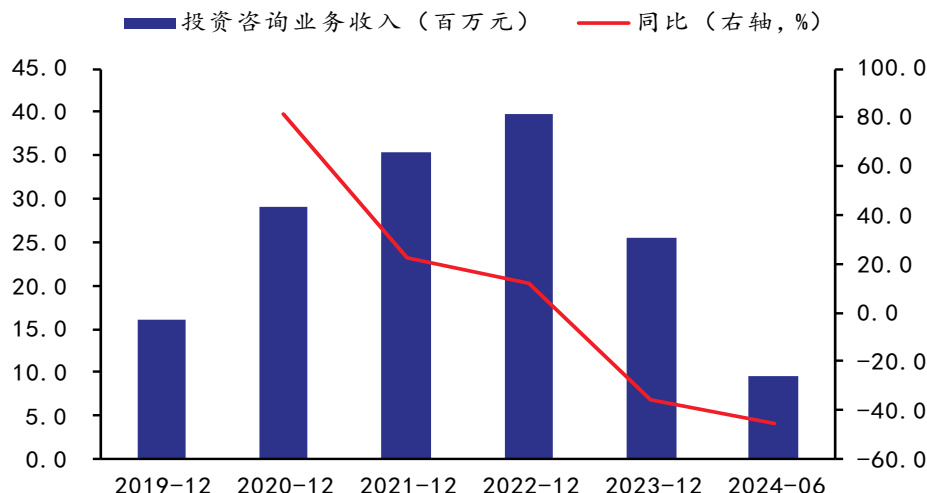
图表12：2019-2024H1 湘财证券代销金融产品金额和代销收入（单位：亿元）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

着力发展投顾业务，支撑财富管理生态圈建设。与证券行业重资本趋势不同，湘财证券近年来着力发展投顾业务，坚持轻资本模式差异化经营。湘财证券投顾产品在数字化转型的赋能下，内容不断丰富，对于零售客户、高净值客户、机构客户等不同类型客户，先利用“湘管家”平台刻画客户画像，再以自身禀赋尽可能满足多样化需求，为客户带来差异化的内容和体验。在与益盟股份战略合作的背景下，双方联合开发“湘财智盈”投顾产品，集软件工具、投顾服务于一身，为投资者提供专业化、体系化投顾服务，通过陪伴式服务促进客户的付费转化。2024 年上半年，湘财证券实现投资咨询业务收入 953.98 万元，同比-45.75%，考虑到 24Q3 末以来资本市场交投情绪高涨，全年投资咨询业务收入有望修复。

图表13：2019-2024H1 湘财证券投资咨询业务收入及同比增速

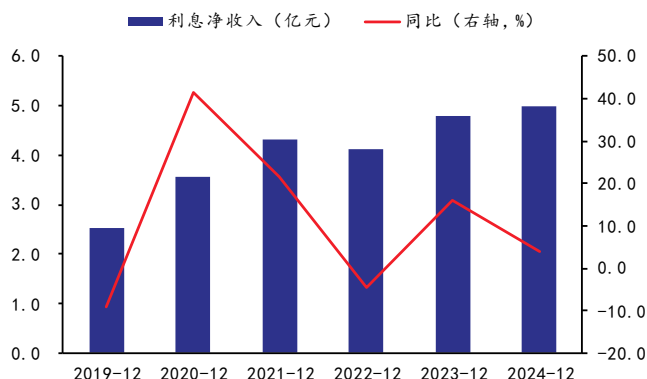


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

(二) 信用业务：两融业务稳健发展，股质业务规模清零

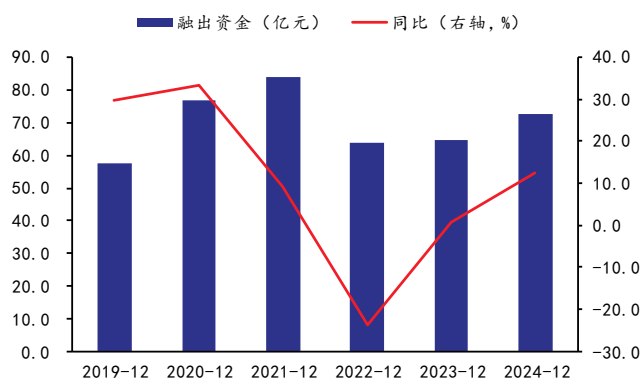
精细化风险控制，股质业务清零。湘财证券信用业务在坚持逆周期调节的基础上，立足数智化运营和精细化风控，加大金融科技赋能，整体实现稳健发展。母公司口径下，2024 年湘财证券利息净收入为 4.98 亿元，同比+3.88%；截至 2024 年末，湘财证券融出资金为 72.72 亿元，同比+12.60%。1) 两融业务方面，2023 年末湘财证券两融业务余额 65.54 亿元，市占率为 0.40%，融资融券金融/净资产为 84.63%，同比+3.16pct。2) 股质业务方面，湘财证券质押式回购业务、表外股票质押式回购业务规模均清零。

图表14：2019-2024 年湘财证券利息净收入及同比增速（母公司口径）



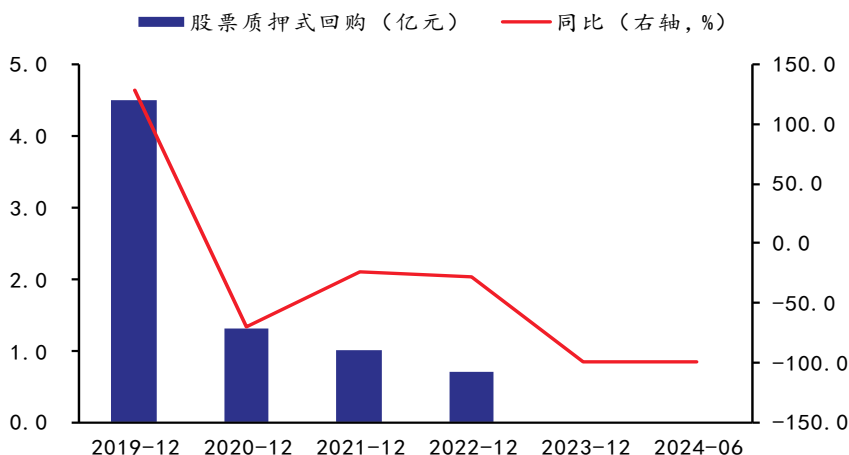
资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表15：2019-2024 年湘财证券融出资金及同比增速（母公司口径）



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表16：2019-2024H1 湘财证券股权质押业务规模及同比增速

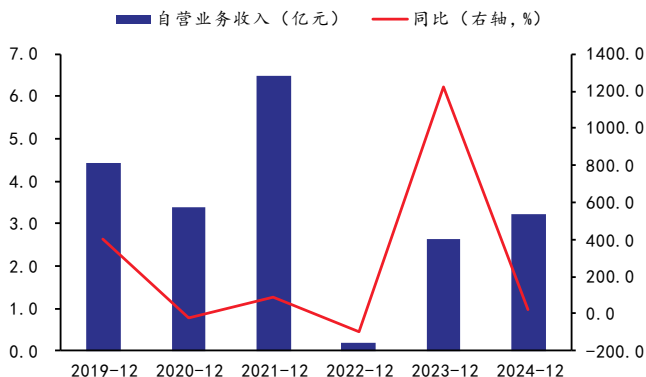


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

(三) 自营业务：践行长期价值投资，提升固收投资占比

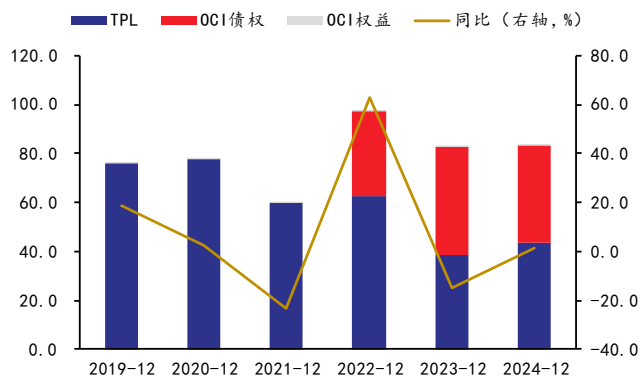
自营收入波动较大，加大固收资产配置。2024 年湘财证券自营业务收入（投资收益+公允价值变动，母公司口径）为 3.23 亿元，同比+22.35%，预计主要受利率下行提升固收资产公允价值和股票市场表现回暖影响。金融投资规模整体较为稳定，除 2022 年外，2019-2024 年金融投资规模基本在 60-85 亿元之间。为降低波动性，湘财证券近年来加大 OCI 债权配置，以降低利润波动；2024 年末，OCI 债权为 40.01 亿元，占比 47.78%。分投资品种看，股票投资占比持续降低，由 2021 年的 14.26%持续降至 2023 年的 3.06%，债券投资占比逐步上升至 2023 年的 61.50%。

图表17：2019-2024 年湘财证券自营业务收入及同比增速（母公司口径）



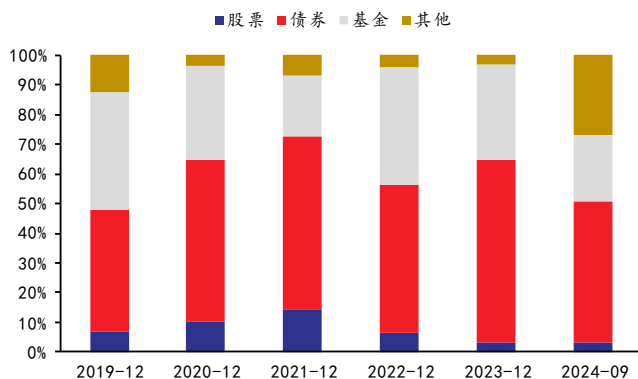
资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表18：2019-2024 年湘财证券金融投资分布及同比增速（母公司口径）



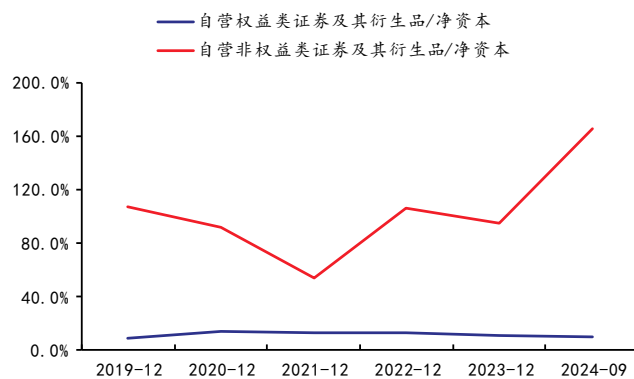
资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表19：2019-2024Q3 湘财证券自营投资品种分布



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表20：2019-2024Q3 湘财证券自营投资监管指标

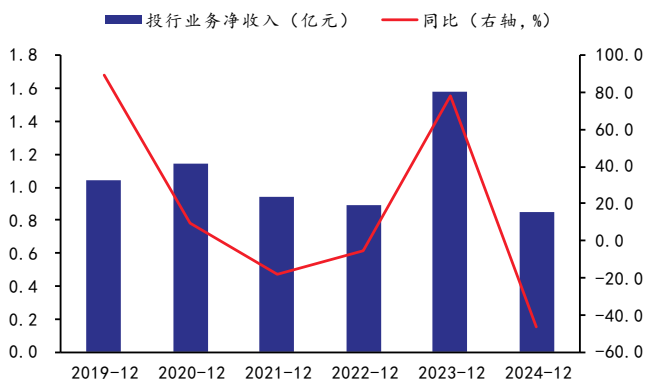


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

(四) 投行业务：构建区域深耕服务样板，坚持精品投行发展路线

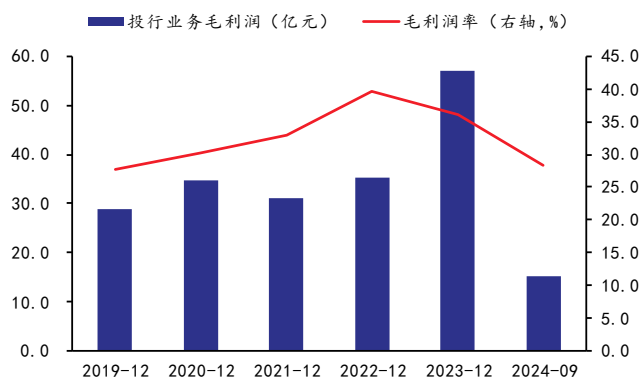
深耕区域形成错位竞争，精品投行战略效用逐步显现。湘财证券投行业务以区域深耕为抓手，构建与客户的协同发展阵地，打造多元化服务矩阵，构建区域深耕的服务样板。2024 年湘财证券投行业务净收入为 0.85 亿元，同比-46.18%，主要受 2023 年高基数和监管政策收紧影响。2019-2022 年湘财证券投行业务利润率不断提升，从 2019 年的 27.66%持续上升至 2022 年的 39.75%，精品投行战略效用得到验证；2023 年和 2024 年利润率有所下滑，分别为 36.12%和 28.36%，预计主因股权融资政策收紧及行业竞争加剧影响。

图表21：2019-2024 年湘财证券投行业务净收入及同比增速（母公司口径）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表22：2019-2024Q3 湘财证券投行业务毛利及毛利率

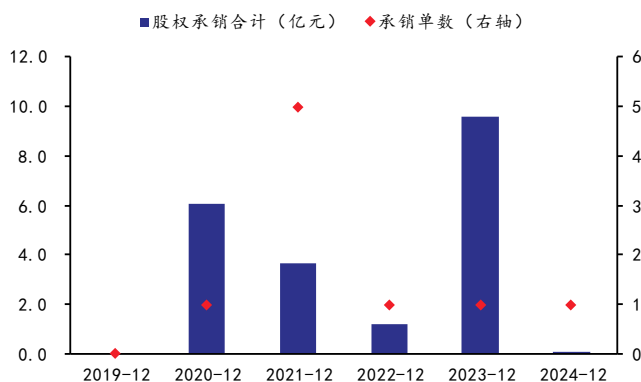


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

股权投行聚焦新三板、北交所，债券投行取得长足进步。1) 股权投行业务方面，湘财证券聚

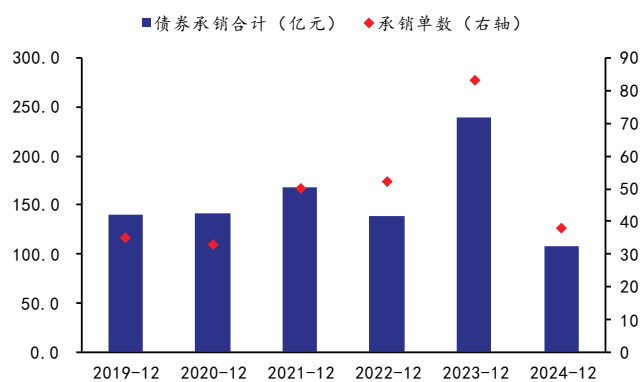
焦新三板、北交所业务，以新三板业务为基础、以北交所业务为重点突破口，构建特色业务；2023 年湘财证券完成首单 IPO 项目飞南资源，承销规模 9.93 亿元，达成精品投行战略重要里程碑；2024 年股权投行新增 9 家项目储备，项目储备已达 29 家。2) 固收投行业务方面，投行部门积极应对市场变革，探索业务模式转型；2019-2023 年湘财证券债券承销金额及数量趋势性上行，2023 年公司债承销规模突破 200 亿元，承销数量达 76 单；2024 年湘财证券债券承销合计 108.44 亿元，承销数量 38 单，均为公司债。

图表23：2019-2024 年湘财证券股权承销情况



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表24：2019-2024 年湘财证券债券承销情况

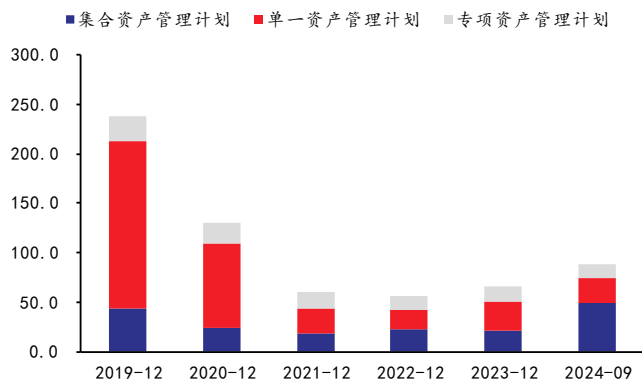


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

(五) 大资管业务：资管规模逐步回升，转型成果持续显现

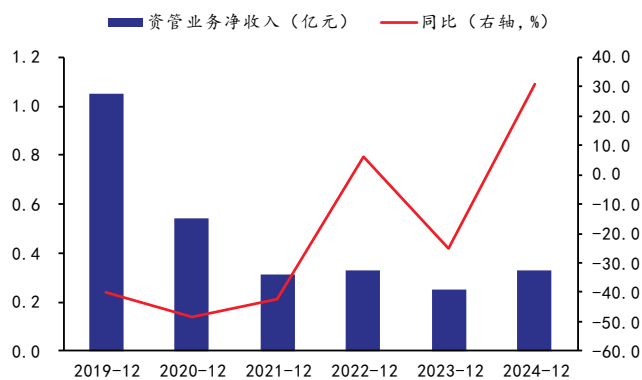
资管规模良性增长，业务水平稳步提升。受资管新规影响，2019-2022 年湘财证券单一资产管理计划迅速压缩，由 2019 年的 169.98 亿元大幅降至 2022 年的 18.54 亿元，使得资产管理总规模逐年下降。湘财证券资管分公司积极应对市场变化，坚持主动管理转型，形成了以固收产品为基石、以量化权益为特色的资管投资风格，2022 年以来资管规模实现良性增长，24Q3 末资管总规模达 88.50 亿元，主要由集合资产管理计划增长支撑。在规模增长、资本市场景气度提升驱动下，2024 年湘财证券资管业务净收入同比+30.69%至 3253.00 万元。

图表25：2019-2024Q3 湘财证券资产管理分类（单位：亿元）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

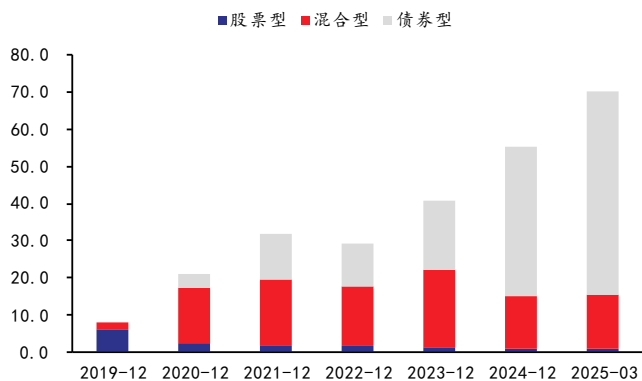
图表26：2019-2024 年湘财证券资管业务净收入及同比增速（母公司口径）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

公募基金管理规模稳步提升，投资风格稳健。湘财基金逐步建立了一支专业沉淀深厚的投研团队和业务团队，建立了稳定的投资盈利模式。截至 25Q1 末，湘财基金管理运作 19 只公募产品，公募基金管理规模 70.20 亿元，较 2024 年底+26.65%；其中债券型基金管理规模提升是主要驱动力，截至 25Q1 末债券型公募基金规模 54.74 亿元，较 2024 年底+54.74%。业绩表现上，截至 4 月 22 日，湘财基金近 5 年收益率为 32.02%，位列 140 家同类中的第 25 位。

图表27：2019-2025Q1 湘财基金管理类型分布（单位：亿元）



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表28：近 5 年湘财基金总指数和沪深 300 指数走势



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

三、金融科技基因深厚，并购大智慧再进一步

(一) 互联网基因由来已久，始终将金融科技视为发展引擎

湘财证券在互联网证券领域深耕多年。2014 年，湘财证券与大智慧合作成立互联网证券营业

部，奠定互联网转型基础。2015 年，湘财证券获批互联网证券业务试点资格。2017 年，湘财证券进一步与益盟股份、万得信息合作设立互联网营业部，进一步推进互联网证券业务转型。2020 年，湘财股份收购大智慧 15%的股权，强化金融科技协同。2022 年，湘财证券与益盟股份签订 10 年战略合作协议，推进 AI 投顾和数字化业务布局，并随后联合推出“湘财智盈”投顾产品，“AI+投顾”雏形显现。2025 年，湘财证券率先接入满血版 DeepSeek-R1，持续优化 DeepSeek 在投研、风控、营销等场景的深度应用，推动“智能业务化”转型。

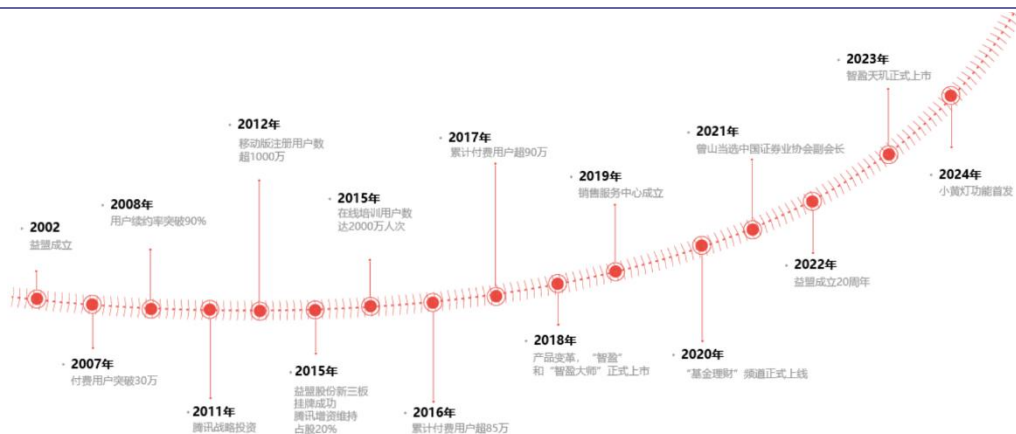
图表29：湘财证券在互联网证券领域的事件梳理

时间	事件梳理
2014 年	湘财证券与大智慧合作成立陆家嘴互联网证券营业部，一年内开户数突破 26 万户，为湘财证券交易量最大的营业部
2015 年	湘财证券获批互联网证券业务试点资格
2017 年	湘财证券进一步与益盟股份、万得信息合作设立互联网营业部（上海国权北路营业部、浦明路营业部），加速互联网证券转型
2020 年	湘财股份收购大智慧 15%股权，成为第二大股东，强化金融科技协同
2022 年	湘财证券与益盟股份签订 10 年战略合作协议，加强 AI 投顾和数字化布局
2023 年	湘财证券与益盟股份联合推出“湘财智盈”投顾产品，结合软件工具与陪伴式服务提升付费转化率
2025 年	湘财证券接入满血版 DeepSeek-R1，优化客户体验、提升运营效率，推动“业务数字化”向“智能业务化”转型

资料来源：公司官网，中国证券报，太平洋证券整理

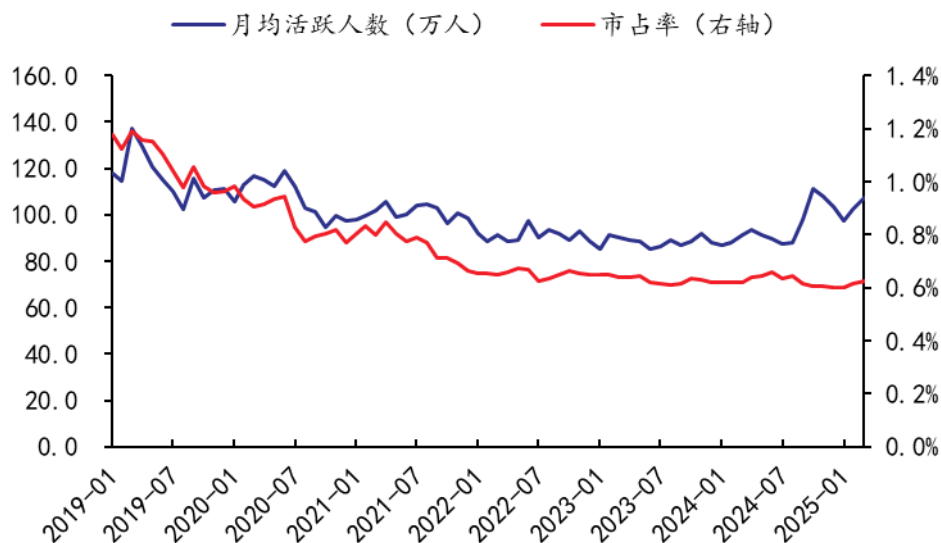
与益盟股份深度合作，多方位赋能业务发展。益盟股份主要从事证券信息软件研发、销售及系统服务，致力于向投资者提供及时、专业的金融数据分析和证券投资咨询服务；2025 年 3 月，益盟操盘手经典版+加强版月均活跃人数为 107.48 万人，市占率为 0.63%。2022 年，湘财证券与益盟股份签订 10 年战略合作协议，涵盖互联网客户运营合作、投资顾问业务合作、财富管理业务合作、研究业务合作、信息技术合作、股权合作六大核心领域。湘财证券可充分利用益盟股份的用户资源和营销经验，扩大触客范围、提升获客效率；益盟股份则可利用湘财证券的综合牌照优势和专业服务能力，提高客户转化效率、增强客户使用粘性。目前双方已联合推出“湘财智盈”投顾产品，以智能工具+深度陪伴为核心，帮助投资者构建盈利体系，提升湘财证券的投顾服务综合能力。

图表30：益盟股份发展历程



资料来源：益盟股份官网，太平洋证券整理

图表31：2019年至今益盟操盘手经典版+加强版月活人数及市占率



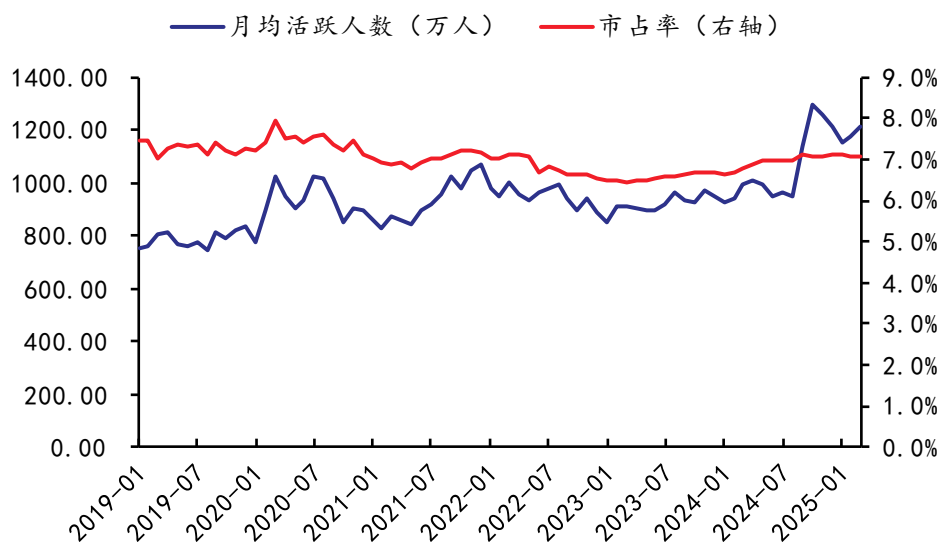
资料来源：易观千帆，太平洋证券整理

(二) 吸收合并大智慧，业务协同空间广阔

拟吸收合并大智慧，“互联网+券商”再进一步。3月28日，湘财股份发布换股吸收合并上海大智慧股份有限公司并募集配套资金暨关联交易预案，拟按照1:1.27换股比例进行吸收合并，同时配套募集不超过80亿元的资金，用于存续公司业务发展、金融科技研发、补充流动资金及支付

本次交易相关并购整合费用等。大智慧为国内领先的金融信息服务商，月均活跃人数超过 1200 万，仅次于同花顺和东方财富，并拥有 AI 量化模型等大量金融科技资产，有望深度赋能湘财证券业务发展和财富管理转型。

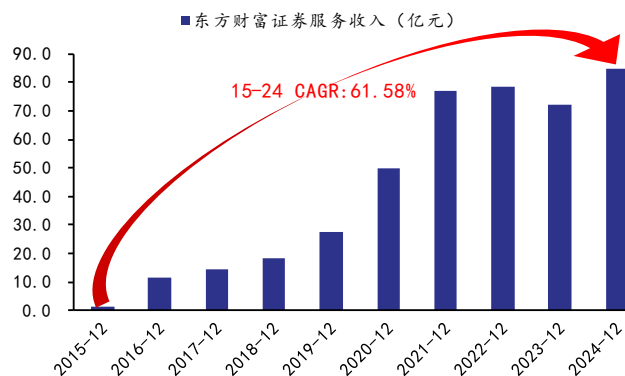
图表32：2019 年至今大智慧月活人数及市占率



资料来源：易观千帆，太平洋证券整理

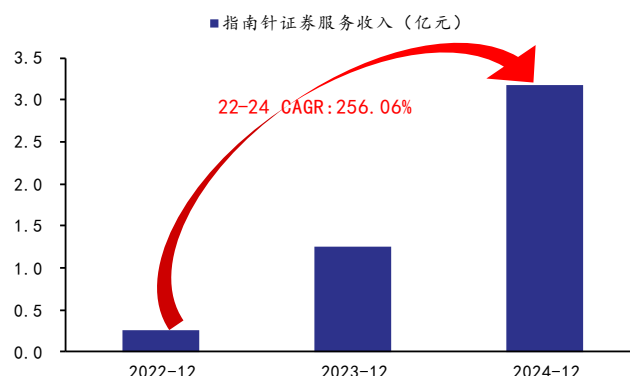
参考东方财富和指南针发展路径，证券业务规模有望快速扩张。2015 年，东方财富通过收购西藏同信证券取得证券牌照，成为国内首家拥有券商牌照的互联网平台。东方财富将前期积累的用户流量导入证券业务，利用流量优势和低价策略，迅速扩大 C 端经纪业务和两融业务，同时结合天天基金的基金销售业务，实现财富管理生态闭环。2022 年，指南针支付 15 亿元现金清偿网信证券债务，获得重整后网信证券 100% 股权，由此获得券商牌照；2023 年网信证券更名为麦高证券，同年指南针定增 30 亿元用于对其增资，支持证券业务稳健发展。完成收购后，东方财富和指南针证券业务均实现了快速扩张，东方财富证券服务收入从 2015 年的 1.13 亿元增长至 2024 年的 84.94 亿元，CAGR 高达 61.58%，指南针证券服务收入从 2022 年的 0.25 亿元增长至 2024 年的 3.17 亿元，CAGR 高达 256.06%。

图表33：2015-2024 年东方财富证券服务收入



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表34：2022-2024 年指南针证券服务收入

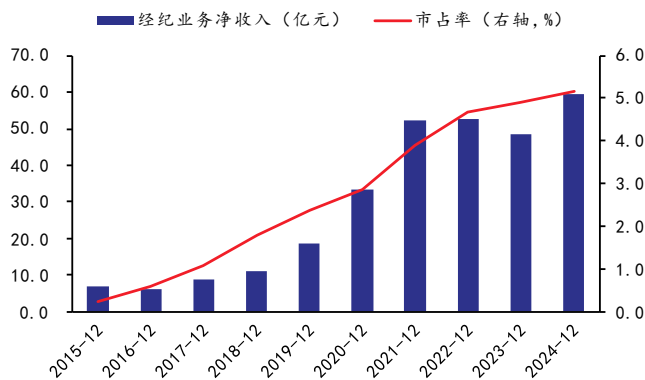


资料来源：iFinD，太平洋证券整理

湘财证券预计将通过用户分层、精准营销提高流量转化效率。大智慧庞大的用户流量将是湘财证券重要的增量客户来源，参考东方财富导流路径，后续可通过用户分层、精准营销提高流量转化效率。对新客，可通过 APP、PC 终端的首页广告位、推送弹窗，直接引导用户进入湘财证券开户或交易界面。对已有付费客户，可通过大智慧“慧信”社区构建投资社群，湘财证券投顾人员参与互动，进行精准营销。对于高风险偏好和高净值用户，可进一步提供定制化、个性化服务，并拓展至信用业务。

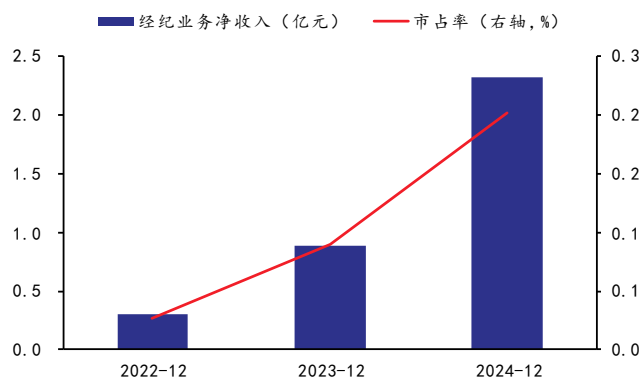
“互联网流量+低价策略”将推动经纪业务收入跃升。参考东方财富证券和麦高证券发展历程，互联网流量加持+低价展业策略将带动经纪业务收入和市占率实现快速跃升。东方财富证券经纪业务收入从 2015 年的 6.88 亿元快速增长至 2024 年的 59.52 亿元，CAGR 达 27.09%；受资本市场波动影响，年度间经纪业务净收入增长亦有波动，但东方财富证券市占率持续提升，从 2015 年的 0.26% 逐年提升至 2024 年的 5.17%。麦高证券经纪业务收入从 2022 年的 0.30 亿元快速增长至 2024 年的 2.32 亿元，CAGR 达 175.59%，市占率从 2022 年的 0.03% 快速升至 2024 年的 0.20%。

图表35：2015-2024 年东方财富证券经纪业务净收入及市占率



资料来源：iFinD，中证协，太平洋证券整理

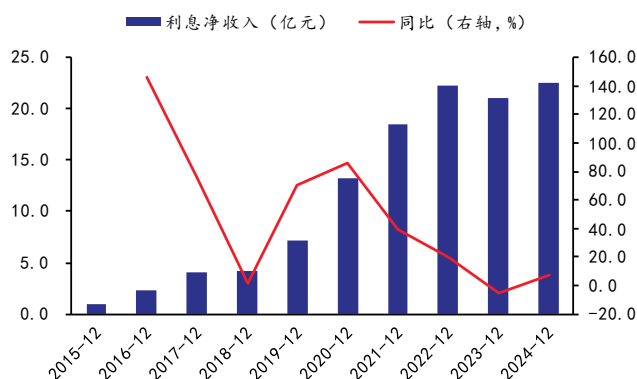
图表36：2022-2024 年麦高证券经纪业务净收入及市占率



资料来源：iFinD，中政协，太平洋证券整理

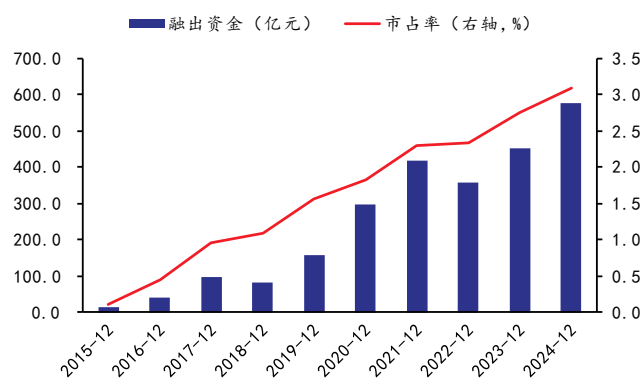
“平台导流+精准营销”亦将推动信用业务跨越式发展。一方面，大智慧将为湘财证券信用业务带来大量的用户增量，并在存量客户中精准识别高净值客群；另一方面，湘财证券可基于大智慧用户行为数据，预先生成用户画像，从而提供个性化服务、优化风险监测模型，在业务扩张的同时也能加强风险识别与控制。东方财富证券利息净收入由 2015 年的 0.96 亿元增长至 22.50 亿元，CAGR 达 41.98%；融出资金规模由 2015 年的 13.60 亿元增长至 2024 年的 577.21 亿元，CAGR 达 51.66%，市占率由 2015 年的 0.12%持续提升至 2024 年的 3.10%。

图表37：2015-2024 年东方财富利息净收入及同比增速



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表38：2015-2024 年东方财富证券融出资金规模及市占率



资料来源：iFinD，中证协，太平洋证券整理

智能投顾转型有望加速，大智慧研发投入转化途径拓宽。对湘财证券而言，投顾业务是大财富管理生态圈的重要一环，湘财证券可通过将大智慧 AI 投研与现有投顾产品深度结合，实现“数

据驱动-策略定制-服务转化”的创新发展，加速投顾业务智能化转型。对大智慧而言，费用率高企是短期压制业绩表现的重要原因，2024 年销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 21.83%、41.43%、28.66%，同比分别+2.65pct、+5.99pct、+1.67pct，主要是拓展新业务导致相关费用增长；而与湘财证券投顾产品结合后，AI 投研、行业大模型等研发投入成果可快速赋能湘财股份业务发展，使得大智慧研发投入转化的途径拓宽、效率提升。

四、盈利预测

核心假设：

1、经纪业务：受益于 24Q3 末以来资本市场回暖，2024 年市场股基成交额同比+20.71%至 292.87 万亿元，考虑增量政策效用逐步显现，假设 2025-2026 年市场股基成交额同比+5.00%、+3.00%。随着湘财股份吸收合并大智慧，大智慧用户流量导入有望提升湘财证券经纪业务市占率，假设 2024 年-2026 年市占率为 0.95%、1.20%、1.40%。市场竞争加剧下，佣金率预计维持下行趋势，假设 2024 年-2026 年佣金率为 2.60%、2.56%、2.52%。

2、信用业务：截至 2024 年末，市场两融业务余额为 1.86 万亿元，同比+12.94%；假设 2025-2026 年市场两融业务余额同比+3.00%、+2.00%。大智慧用户增量有望带动市占率快速提升，假设 2024 年-2026 年市占率为 0.39%、0.45%、0.55%。

3、自营业务：截至 2024 年末，湘财证券金融投资为 82.87 亿元，假设 2025-2026 年金融投资同比+8.00%、+5.00%。假设 2024 年-2025 年金融投资平均收益率为 3.85%、3.60%、3.50%。

4、投行业务：2024 年，湘财证券承销金额合计 108.47 亿元，假设 2025-2026 年承销金额同比-8.00%、+5.00%。精品投行策略下，承销费率有望抬升，假设 2024-2026 年承销费率为 0.82%、0.85%、0.87%。

5、资管业务：假设 2024-2026 年湘财证券资产管理规模同比+38.00%、+12.00%、+8.50%，综合费率为 0.42%、0.41%、0.40%。

6、实业：湘财股份主动缩减贸易规模，通过关停并转、降本增效等多种策略盘活资产，提升存量资产竞争力。假设 2024-2026 年实业板块营收同比-20.00%、-16.00%、-12.00%，毛利率为 2.50%、2.65%、2.85%。

图表39：湘财股份盈利预测核心假设

核心假设	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经纪业务						
市场股基成交额（亿元）	2,762,968.19	2,484,156.44	2,426,245.99	2,928,653.08	3,075,085.74	3,167,338.31
公司股基成交额（亿元）	29,235.56	24,382.65	22,630.50	27,822.20	36,901.03	44,342.74
市占率（%）	1.06	0.98	0.93	0.95	1.20	1.40
佣金率（‰）	3.31	2.98	2.67	2.60	2.56	2.52
经纪业务收入（亿元）	9.67	7.27	6.04	7.23	9.45	11.17
信用业务						
两融业务余额（亿元）	18,321.91	15,403.92	16,508.96	18,645.83	19,205.20	19,589.31
公司融出资金（亿元）	83.98	64.03	64.58	72.72	86.42	107.74
市占率（%）	0.46	0.42	0.39	0.39	0.45	0.55
两融利率（%）	10.70	11.09	13.75	12.80	12.20	11.80
利息收入（亿元）	8.61	8.21	8.84	8.79	9.71	11.46
自营业务						
金融投资（亿元）	59.91	97.37	82.87	83.74	90.44	94.96
投资收益率（%）	9.37	0.25	2.93	3.85	3.60	3.50
自营业务收入（亿元）	6.48	0.20	2.64	3.21	3.14	3.24
投行业务						
承销金额（亿元）	171.14	139.62	249.71	108.47	99.79	104.78
承销费率（%）	0.56	0.66	0.66	0.82	0.85	0.87
投行业务收入（亿元）	0.96	0.92	1.64	0.89	0.85	0.91
资管业务						
资产管理规模（亿元）	59.64	56.76	65.35	90.18	101.00	109.59
规模增速（%）	-54.34	-4.83	15.13	38.00	12.00	8.50
综合费率（%）	0.32	0.56	0.41	0.42	0.41	0.40
资管业务收入（亿元）	0.30	0.33	0.25	0.33	0.39	0.42
实业板块						
营业收入（亿元）	25.46	17.67	5.77	4.62	3.88	3.41
收入增速（%）	-	-30.59	-67.36	-20.00	-16.00	-12.00
营业成本（亿元）	25.20	17.44	5.65	4.50	3.77	3.31
毛利率（%）	1.03	1.31	2.10	2.50	2.65	2.85

资料来源：公司公告，iFinD，太平洋证券整理

基于以上假设，预计湘财股份 2024-2026 年营业总收入为 22.60、25.11、28.30 亿元，归母净利润为 1.03、1.95、2.55 亿元；摊薄 EPS 为 0.04、0.07、0.09 元，对应 4 月 23 日收盘价的 PE

估值为 235.05、123.53、94.34 倍；每股净资产为 4.16、4.21、4.27 元，对应 4 月 23 日收盘价的 PB 估值为 2.03、2.00、1.97 倍。维持“买入”评级。

五、风险提示

资本市场大幅波动、监管政策收紧、合并进度不及预期、业务协同进度不及预期。

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。