2025年04月30日

超配

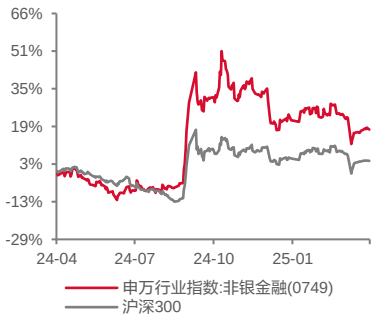
从蚂蚁要约收购耀才证券，看金融科技并购券商的国际化布局

——资本市场聚焦（一）

证券分析师

陶圣禹 S0630523100002

tsy@longone.com.cn



相关研究

1.蚂蚁财富要约收购耀才证券，万能险迎监管优化——非银金融行业周报（20250421-20250427）

2.预定利率研究值下调至2.13%，预计动态调整机制三季度启动——保险业态观察（二）

3.深化个险渠道改革，落实“报行合一”和长期激励——保险业态观察（一）

投资要点：

- **事件：**蚂蚁控股全资子公司上海云进通过旗下公司于4月25日向香港耀才证券金融（1428.HK）发起要约收购，拟以3.28港元/股（较停牌前溢价17.6%）收购大股东叶茂林先生及其一致行动人所持全部股权，占发行股份约50.55%，总对价28.14亿港元。

- **交易分析：拟要约收购50.55%股权，交易PE为9.96x，合计对价28.14亿港元，已支付10%定金。**1）要约人为Wealthiness and Prosperity Holding Limited（WPHL），其全资股东为Innovatech Empowerment Company Limited（IECL），而IECL为上海云进的间接全资子公司，后者又为蚂蚁控股全资拥有，且上海云进旗下拥有全资子公司蚂蚁财富；2）卖方为新长明控股及其全资股东叶茂林先生，而叶茂林先生为耀才证券现任主席，因此卖方及其一致行动人合计持有耀才证券8.58亿股（股份占比50.55%）；3）要约价为3.28港元/股，较停牌前溢价17.6%，对应最新披露的2024Q3末的交易PB为4.65x，2023/24年度PE为9.96x，PB估值较4月29日收盘后老虎证券（2.35x）和富途控股（3.55x）相比有一定溢价，但与其PE估值相比（上述两家分别为25.4x和18.3x）则显著低估；4）本次要约拟收购叶茂林先生及其一致行动人全部持股8.58亿股，完成后蚂蚁间接控股耀才证券50.55%股权，为控股股东及实控人；5）本次交易合计对价为28.14亿港元，已支付10%定金，后续补充定金为5%，公告披露总对价为买卖双方公平磋商后厘定，但仍需注意的是，截至4月29日收盘，耀才证券复牌后已累计上涨139%至7.3港元/股，较要约价溢价123%，后续交易节奏仍需密切关注；6）或重新调整股息分配，将在提供短期股东回报和最大化长期股东价值之间取得平衡，将更多资金重新投入业务也增强基础设施建设和风险管控。

- **耀才证券：香港金融牌照优势显著，距富途控股仍有一定差距。1）业务资质上来看，**耀才证券拥有香港1、2、3、4、5、7、9号牌照，覆盖港股、美股、沪深港通、孖展融资及期货业务，与富途控股和老虎证券的牌照相比并无较大差异，可满足蚂蚁集团在港开展全业务的战略需求；**2）客户资源上来看，**耀才证券截至2024年末的客户总数达57.9万个，呈现稳步抬升态势，但与富途控股和老虎证券相比仍有一定差距，两者2024年末客户数分别为241万户和245万户；客户资产规模也弱于互联网券商同业，2024年中报（截至9月30日的前6个月）显示户均资产为10.42万港元，为富途控股约1/3（2024年报披露为30.82万港元），反映在高净值客户吸引上仍有进步空间；**3）业务结构上来看，**核心业务仍以经纪和孖展为主，2024中报（截至9月30日的前6个月）显示占比约为85.1%，但公司于2003年取消最低佣金制度开始，即率先将佣金由千分之二五大幅调降至万五，推动市占率提升。据捷利金融云月报数据，2025年3月耀才证券月成交额排名17，市占率为0.82%，优于老虎证券的第40名和0.22%市占率水平，但较富途控股第4名和3.85%市占率仍有差距。

- **业务协同：客户、产品、牌照与科技的深度融合。1）客户资源和产品矩阵对接：**蚂蚁财富平台连接的150余家资管机构及丰富的理财产品线可与耀才证券的股票交易、资产管理、衍生品业务形成互补，叠加蚂蚁集团逾十亿体量的用户基础，有望进一步提升市场份额，并逐步构建客户资源深度挖掘、产品矩阵丰富完善的财富管理生态；**2）补齐香港金融牌照，完善国际化布局：**虽然蚂蚁集团早先通过持股云锋金融参与证券市场业务，但业务资质有限且未实现有效的规模扩张，此次对耀才证券的收购，有望借力香港本土券商优势和金融牌照资源，快速建立面向全球市场的证券服务能力，完善跨境金融服务网络布局；**3）金融科技深度赋能，推动数字化转型：**作为互联网巨头旗下的蚂蚁集团，优异的金融科技能力可显著提升耀才证券的数字化水平，在客户获取、服务、体验等方面提升满意度并通

过线上化转型降低运营成本，提升客户粘性和ARPU值，最终实现“金融科技+财富管理”的双轮驱动。

- **格局展望：或加速香港券商行业分化，金融科技竞争格局进一步强化。**此次战略布局标志着香港证券市场进入科技赋能的新阶段，行业分化趋势将进一步加剧：一方面，在香港市场超500家经纪商的背景下，缺乏技术支撑的中小型传统券商将面临更大生存压力，既难以匹敌互联网券商的佣金优势，又在差异化服务上难以做出特色；另一方面，市场格局将加速向“科技+金融”双轨制演进，其中传统巨头（如汇丰、中银香港）依托综合金融服务固守机构客户，而科技券商（蚂蚁+耀才证券、腾讯+富途证券、小米+老虎证券）则通过“低佣金+智能投顾+极致体验”争夺零售市场。长远来看，香港证券市场或将进入科技赋能的新阶段，数字化转型、持续创新、完善的产品体系将成为核心竞争力，也为内地资本市场发展提供重要参考。

- **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。

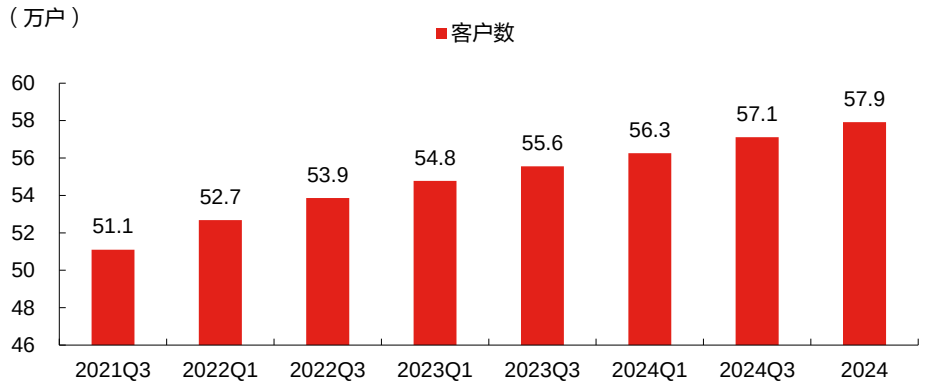
- **风险提示：权益市场大幅波动影响股票交投活跃度，投资者风险偏好降低拖累市场景气度，宏观环境下行影响市场基本面，政策落地力度不及预期。**

表1 耀才证券金融主要股东梳理

股东	要约完成前		拟要约完成后	
	持股数（股）	占比	持股数（股）	占比
要约人	-	-	857,980,000	50.55%
叶茂林先生及其一致行动人	857,980,000	50.55%	-	-
余韧刚先生	1,108,829	0.07%	1,108,829	0.07%
许绎彬先生	600,000	0.04%	600,000	0.04%
司徒维新先生	217,666	0.01%	217,666	0.01%
凌国辉先生	210,700	0.01%	210,700	0.01%
公众股东	837,179,113	49.32%	837,179,113	49.32%
合计	**1,697,296,308**	**100%**	**1,697,296,308**	**100%**

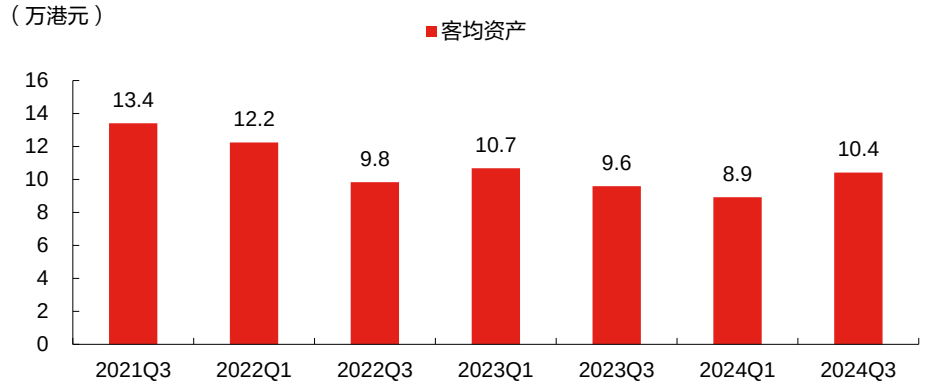
资料来源：公司公告，东海证券研究所

图1 耀才证券客户数稳步增长



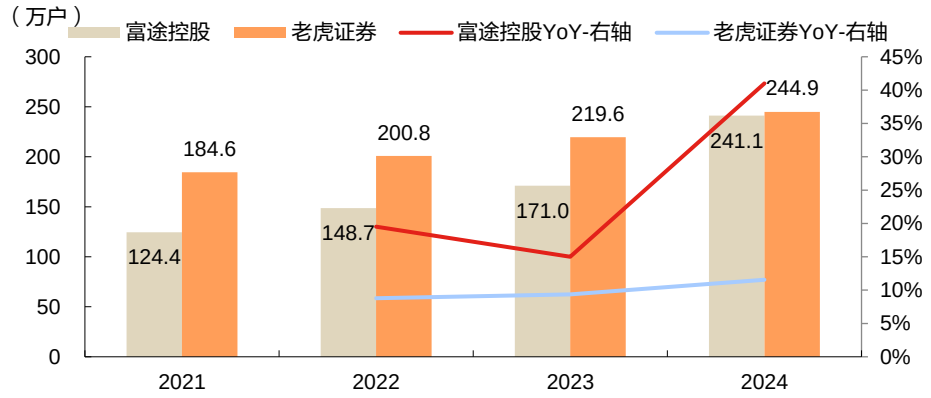
资料来源：公司公告，东海证券研究所

图2 耀才证券客均资产情况



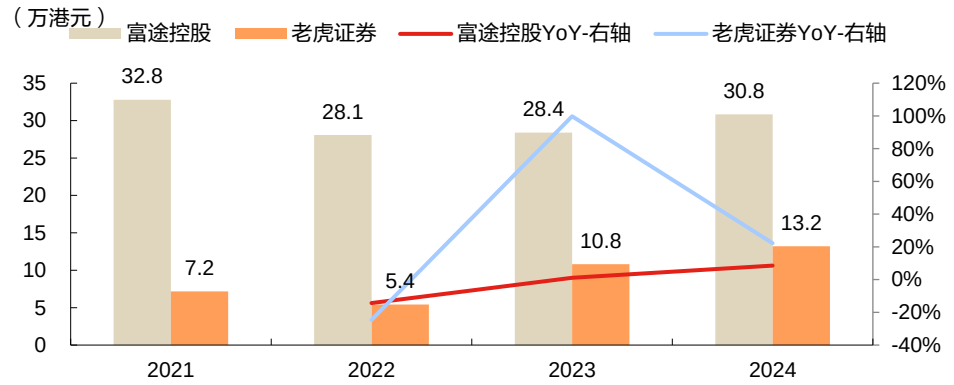
资料来源：公司公告，东海证券研究所

图3 富途控股及老虎证券客户数情况



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图4 富途控股及老虎证券客均资产情况



注：老虎证券 HKD/USD 汇率换算以 4 月 30 日中间价 7.7579 来计算。

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
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
座机：（8610）59707105
手机：18221959689
传真：（8610）59707100
邮编：100089