

湘财股份（600095）

金融科技加持，财富管理转型出奇制胜

增持（维持）

2025 年 06 月 26 日

证券分析师 孙婷

执业证书：S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

证券分析师 何婷

执业证书：S0600524120009

heting@dwzq.com.cn

研究助理 罗宇康

执业证书：S0600123090002

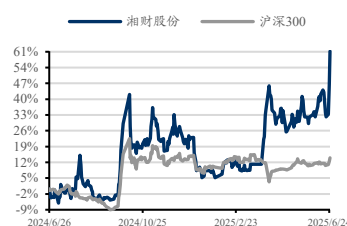
luoyk@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	2,321	2,192	2,637	2,965	3,318
同比（%）	-33.98%	-5.56%	20.28%	12.47%	11.87%
归母净利润（百万元）	119	109	335	391	429
同比（%）	-	-8.59%	206.49%	16.92%	9.67%
EPS-最新摊薄（元/股）	0.04	0.04	0.12	0.14	0.15
P/E（现价&最新摊薄）	239.42	261.91	85.45	73.08	66.64

投资要点

- **历经多次战略转型，近年资本运作与科技赋能不断加速。**前身为 1994 年成立的哈高科，以大豆深加工等传统产业为主营业务。2005 年引入民营资本新潮控股后开启股权结构改革，2020 年收购湘财证券 100% 股权，完成向证券服务业的转型。此后，公司通过收购大智慧股权、增资湘财证券等举措强化金融版图。2025 年，公司启动吸收合并大智慧计划，拟通过“券商+金融科技”模式整合流量与技术资源，打造差异化竞争力。
- **证券业务为主要收入来源，2023 年以来湘财证券业绩触底回升。**湘财股份 2023 年以来证券板块收入占比维持在 70% 以上，2024 年实业板块持续收缩。湘财证券以经纪和信用业务为主要营收来源，其财富管理业务能力相对突出。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。2024 年，经纪业务在湘财证券主要业务收入中占比 44%。目前，已陆续推出百宝湘、湘管家、金刚钻、湘财智盈等一系列应用软件，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。信用业务保持稳健发展。
- **湘财证券具有互联网基因，与大智慧等互联网企业深度合作多年。**2014-2017 年，湘财证券先后与大智慧、益盟股份、万得信息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 年以来，湘财股份先后收购大智慧成为其第二大股东，并与益盟股份、万得信息、九方财富等开展深度合作，将自身网点、客户、产品等资源与对方技术与运营优势相结合，利用金融科技手段不断丰富服务内容、提升服务品质。
- **与大智慧合并将有助于进一步提高湘财股份财富管理板块的竞争力。**大智慧作为金融信息服务商，拥有庞大的线上流量和技术优势，在金融数据、资讯服务等方面具有较强的竞争力。2025 年 4 月大智慧月活数超过 1100 万，合并后湘财股份可进一步通过大智慧实现用户引流，提高交易转化率，以互联网赋能金融提高公司财富管理板块竞争力。近年来，已有不少互联网企业与券商合并，实现规模的快速增长，如东方财富收购西藏同信证券、指南针收购网信证券等，用户规模及经纪业务市占率均快速提升。与西藏同信证券、网信证券较为不同的是，湘财证券的经纪业务具有不错的竞争力，2024 年末营业网点数 67 家，网点平均营收排名在 20 位左右，此次合并更多的是补足湘财证券在客户触达及大数据板块的短板，进一步提高公司财富管理板块的竞争力。
- **盈利预测与投资评级：**预计 2025-2027 年湘财股份归母净利润分别为 3.35/3.91/4.29 亿元，对应同比增速分别为 206%/17%/10%；每股收益分别为 0.12/0.14/0.15 元，对应 PE 为 85/73/67 倍。我们看好公司在收购大智慧背景下财富管理、金融科技方向的展业潜力，维持“增持”评级。
- **风险提示：**1) 重大诉讼事项风险；2) 收购事项推进不及预期；3) 权益市场大幅震荡。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.00
一年最低/最高价	5.75/10.00
市净率(倍)	2.41
流通 A 股市值(百万元)	28,591.88
总市值(百万元)	28,591.88

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.15
资产负债率(% ,LF)	69.29
总股本(百万股)	2,859.19
流通 A 股(百万股)	2,859.19

相关研究

《湘财股份(600095): 2024 年年报及 2025 年一季报点评: 证券业务稳健运行, 25Q1 利润下滑预计系自营拖累》

2025-04-27

《湘财股份(600095): 并购大智慧预案公布, 看好财富管理及金融科技竞争力提升》

2025-03-29

内容目录

1. 公司简介：紧握金融科技抓手，积极寻求转型突围	4
1.1. 湘财股份：决策机制灵活，新帅上任打开创新新机制	4
1.2. 湘财证券：风雨三十载，老牌券商焕发新生机	6
2. 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
3. 收购大智慧：实现“证券+互联网”的跃升	11
3.1. 进一步加深财富管理领域的业务协同	11
3.2. 业内已有“互联网+证券”的先例，实现证券业务的快速扩张	13
4. 盈利预测与投资建议	14
5. 风险提示	16

图表目录

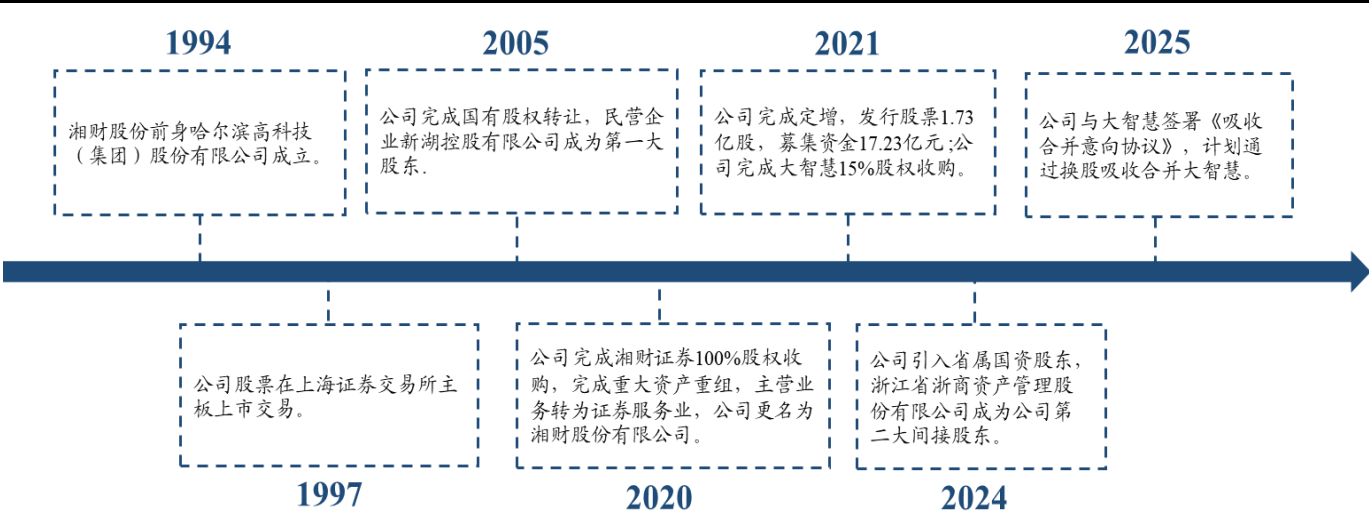
图 1:	湘财股份发展历程.....	4
图 2:	湘财股份股权结构（截至 2024 年末）.....	5
图 3:	2020-2024 年湘财股份营收（亿元）.....	5
图 4:	2020-2024 年湘财股份归母净利润（亿元）.....	5
图 5:	2020-2024 年湘财股份收入结构.....	6
图 6:	湘财证券发展历程及重大事件梳理.....	6
图 7:	2018-2024 年湘财证券营收情况.....	7
图 8:	2018-2024 年湘财证券归母净利润情况.....	7
图 9:	2018-2024 年证券行业及湘财证券杠杆率.....	8
图 10:	2018-2024 年证券行业及湘财证券 ROE.....	8
图 11:	2017-2024 年湘财证券主要业务收入结构图.....	8
图 12:	湘财证券与益盟股份战略合作协议内容.....	10
图 13:	湘财证券投资咨询业务收入.....	11
图 14:	大智慧研发费用投入及占营业收入比（亿元）.....	12
图 15:	大智慧营业收入及净利润.....	12
图 16:	第三方证券服务 APP 月活（万人）.....	12
图 17:	东方财富及西藏同信证券营业收入（亿元）.....	13
图 18:	东方财富及西藏同信证券净利润（亿元）.....	13
图 19:	东方财富营业收入占比.....	14
图 20:	东方财富经纪及两融市占率.....	14
表 1:	湘财证券在互联网证券方面深耕多年.....	9
表 2:	湘财股份核心假设.....	15
表 3:	可比公司估值对比（截至 2025 年 6 月 25 日）.....	16
表 4:	湘财股份盈利预测.....	17

1. 公司简介：紧握金融科技抓手，积极寻求转型突围

1.1. 湘财股份：决策机制灵活，新帅上任打开创新新机制

湘财股份历经多次战略转型，近年资本运作与科技赋能不断加速。公司前身为 1994 年成立的哈高科，1997 年登陆上交所主板，早期以大豆深加工等传统产业为主营业务。2005 年公司引入民营资本新湖控股后开启股权结构改革，2020 年通过重大资产重组收购湘财证券 100% 股权并更名，完成向证券服务业的全面转型。此后，公司通过收购大智慧股权（2020 年收购 14.65% 股权）、增资湘财证券（2021 年注资 12.23 亿元）等举措强化金融版图。公司持续推进轻资产运营，2024 年引入浙江国资股东优化治理结构，进一步增强金融服务实体经济能力。2025 年，公司启动吸收合并大智慧计划，拟通过“券商+金融科技”模式整合流量与技术资源，打造差异化竞争力。

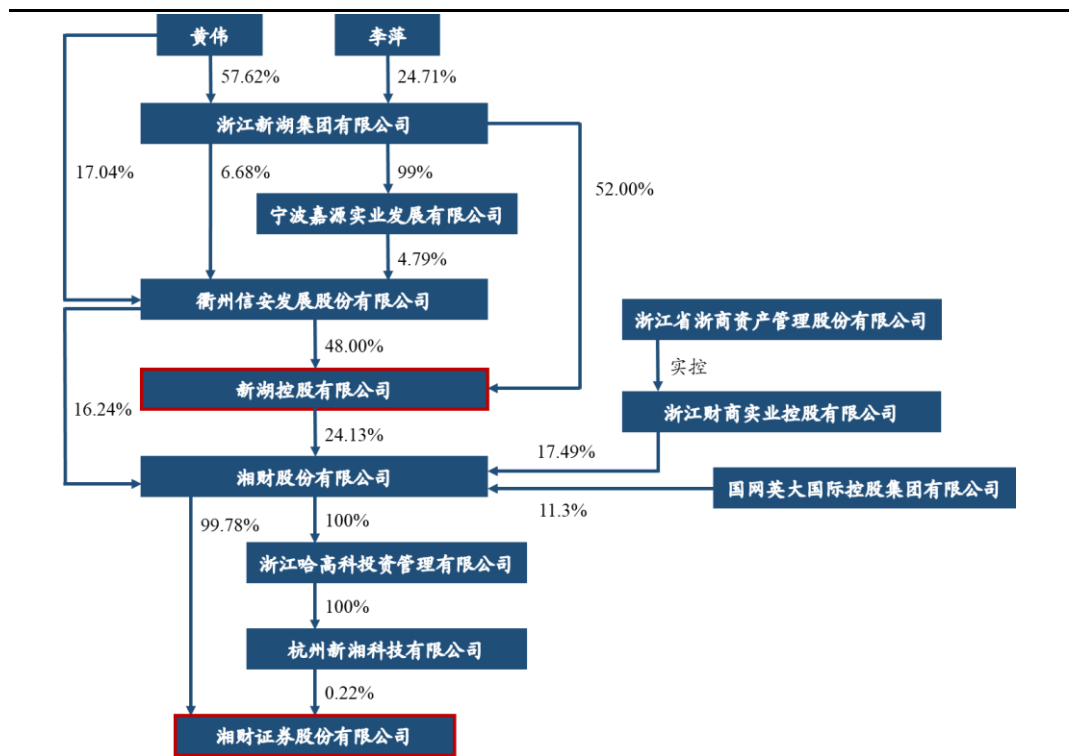
图1：湘财股份发展历程



数据来源：湘财股份官网，东吴证券研究所

民营控股与国资参股并存，整体决策机制较为灵活。2024 年股权结构调整后，新湖系通过“民营资本主导+国资参股”模式优化公司治理结构，当前股权结构体现了新湖系对湘财股份的控制权稳定性，同时通过国资入股增强信用背书。截至 2024 年末，新湖控股有限公司为湘财股份第一大股东，直接持有 24.13% 的股权，衢州发展（原新湖中宝）持有 16.24% 的股权，湘财股份一致行动人合计持股比例为 40.37%。此外，浙江国资旗下浙商资产实控的浙江财商实业、国家电网旗下上市公司国网英大分别持有湘财股份 17.49%、11.30% 的股权。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。

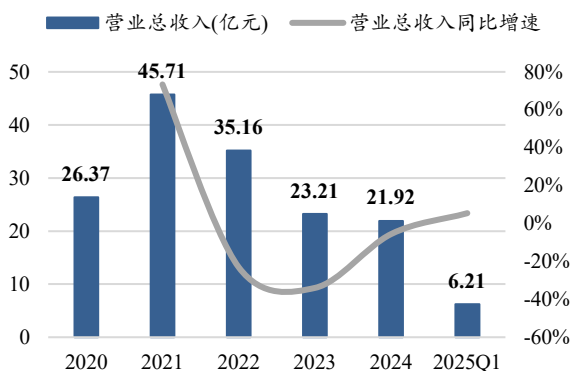
图2: 湘财股份股权结构 (截至 2024 年末)



数据来源：湘财股份官网，东吴证券研究所

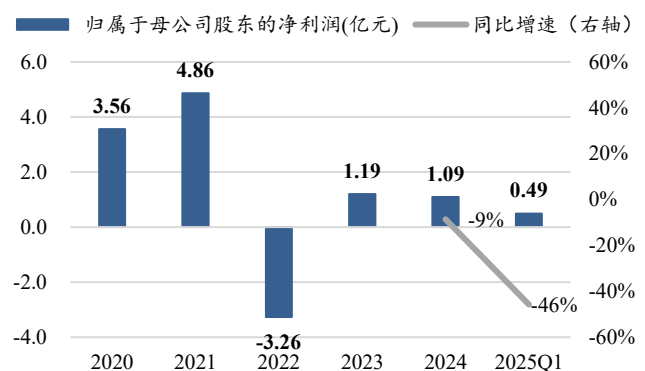
2024 年实业板块持续收缩，证券板块收入贡献超 70%。湘财股份 2024 年营业总收入同比-5.56%至 21.92 亿元，归母净利润同比-8.59%至 1.09 亿元。业绩下滑主要系其实业板块收入大幅下滑，同比-24.45%%至 4.36 亿元，其中成品油业务收入规模缩减尤为明显，致使湘财股份收入下滑。同时，年末计提未决诉讼预计负债，导致营业外支出大幅增长，亦对公司利润造成较大影响。公司证券业务收入贡献大头，2023、2024 年证券板块收入占比维持在 70%以上。2025 年一季度，受湘财证券持有的金融资产的公允价值下降影响，湘财股份归母净利润同比-45.8%至 0.49 亿元。

图3: 2020-2024 年湘财股份营收 (亿元)



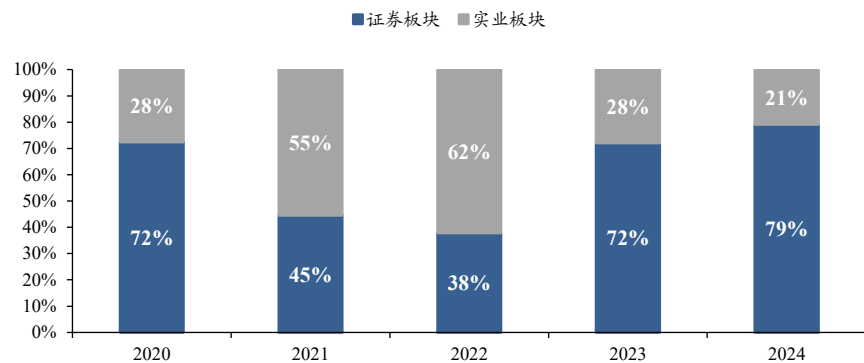
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图4: 2020-2024 年湘财股份归母净利润 (亿元)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图5：2020-2024 年湘财股份收入结构

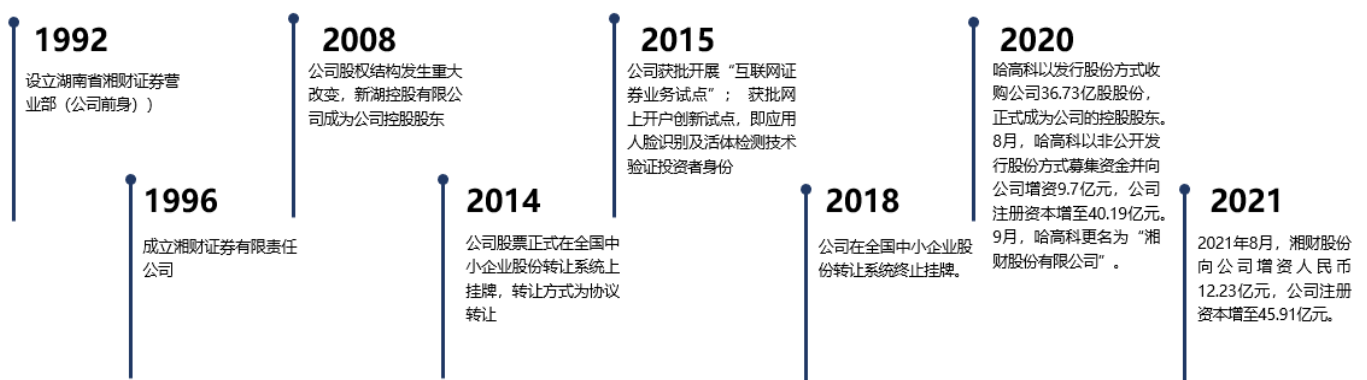


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 湘财证券：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6：湘财证券发展历程及重大事件梳理

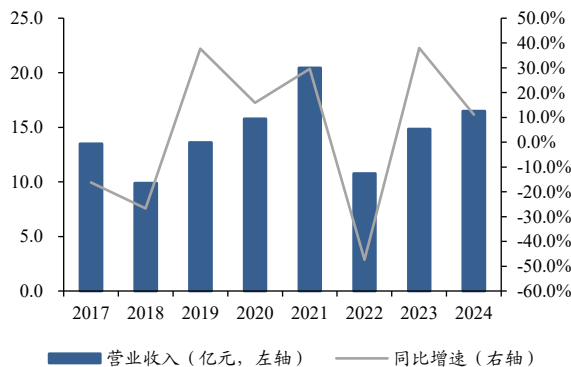


数据来源：湘财证券官网，东吴证券研究所

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。

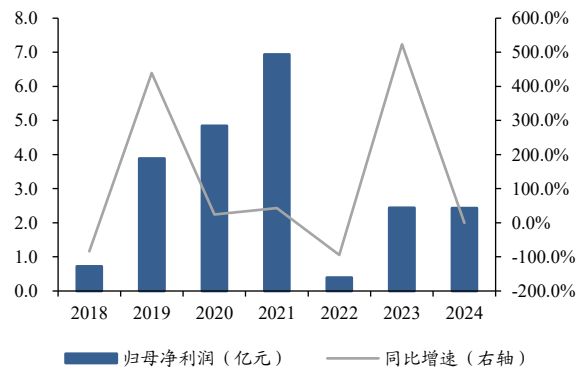
2023年以来湘财证券业绩实现触底回升。2022年，受行情下挫影响，湘财证券自营投资业务分部收入同比-96%至0.22亿元，致使湘财证券2022年营收在经历了三年稳步增长态势后，由2021年的20.45亿元骤降至10.76亿元，同比-47.38%；2022年归母净利润由2021年的6.94亿元降至0.39亿元，同比-94.36%。2023年，得益于一季度市场结构性恢复，证券行业自营业务表现大幅改善，湘财证券全年投资净收益（含公允价值变动净收益）大幅扭正至2.89亿元（2022年为-0.70亿元），带动湘财证券2023年归母净利润同比+523%至2.44亿元。2024年，得益于924新政下市场交投情绪快速释放以及权益市场回暖，湘财证券营收稳中有增，同比+11%至16.50亿元；受年末计提未决诉讼预计负债影响，公司营业外支出大幅增长，全年归母净利润同比-0.3%至2.43亿元。

图7：2018-2024年湘财证券营收情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

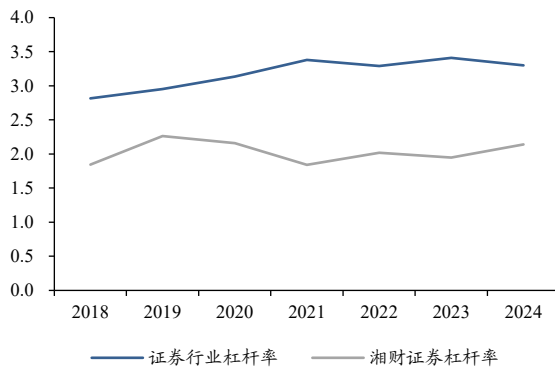
图8：2018-2024年湘财证券归母净利润情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

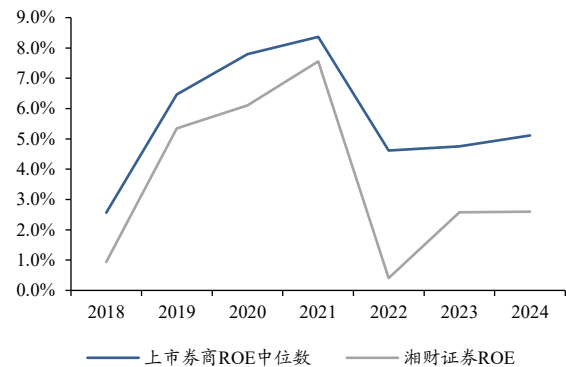
湘财证券2023年以来ROE有所回升，轻资产业务模式下杠杆率较低。受市场环境较差、业绩下滑严重等因素影响，2022年湘财证券ROE连续提升趋势中止，ROE由2021年的7.56%降至0.41%；2023年在业绩好转的情况下，湘财证券年化ROE回升至2.57%，2024年ROE为2.60%，较2023年基本持平。在杠杆率方面，湘财证券轻资产业务模式突出，因此杠杆率始终保持在低位，2024年湘财证券杠杆率2.14倍，低于行业平均水平（3.30倍）。

图9：2018-2024 年证券行业及湘财证券杠杆率



数据来源：中证协，Wind，东吴证券研究所

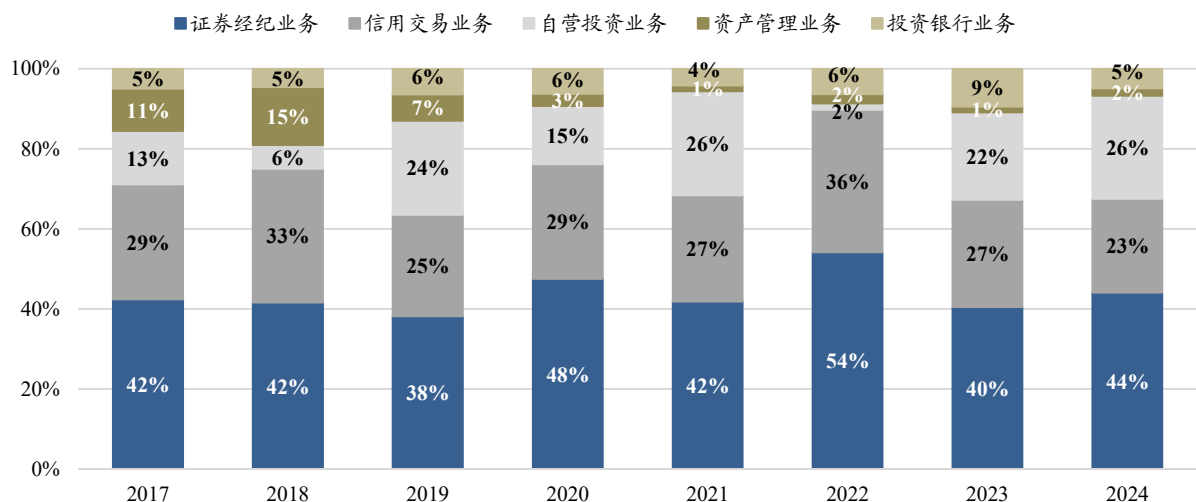
图10：2018-2024 年证券行业及湘财证券 ROE



数据来源：Wind，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。2024 年，经纪业务在湘财证券主要业务收入中占比 44%。目前，其已陆续推出百宝湘、湘管家、金刚钻、湘财智盈等一系列应用软件，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。2024 年，信用业务在湘财证券主要业务收入中占比 23%，表现相对稳健。

图11：2017-2024 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. 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。此外湘财股份与万得信息、九方智投、邦盛科技及趣链科技等开展深度合作，将自身网点、客户、产品等资源与对方技术与运营优势相结合，利用金融科技手段不断丰富服务内容、提升服务品质。

表1：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

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。2022年8月，湘财证券、湘财股份与益盟股份签订战略合作协议，结成战略伙伴关系，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。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教育和服务体系，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化技术资源，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，该产品集软件工具、投顾服务于一身，为投资者提供选股策略指导、智能盯盘、名师课程等成体系的优质投顾服务，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。

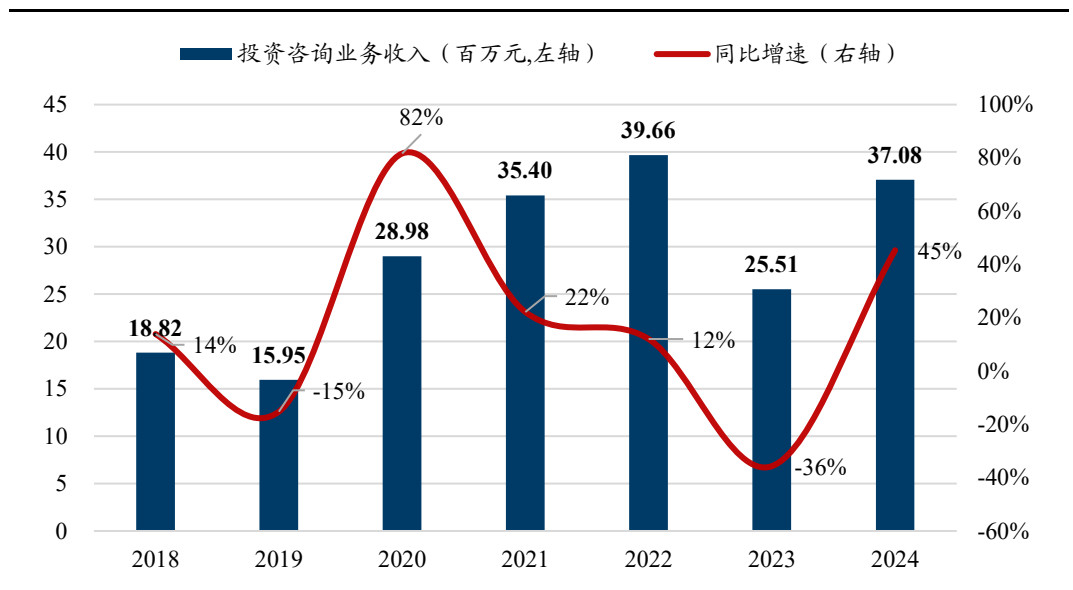
图12：湘财证券与益盟股份战略合作协议内容

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。
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

合作以来公司投资顾问业务已实现一定成绩。截至2023年末，湘财智盈APP注册客户已近4万人，智盈业务收入超过500万元。2024年，湘财证券实现投资咨询业务收入0.37亿元，同比增长45%。尽管投资顾问收入占总营业收入比仅为2%，但考虑到投顾业务具有更强的粘性，流量导入后，未来仍有较大的增长空间。

图13：湘财证券投资咨询业务收入



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 收购大智慧：实现“证券+互联网”的跃升

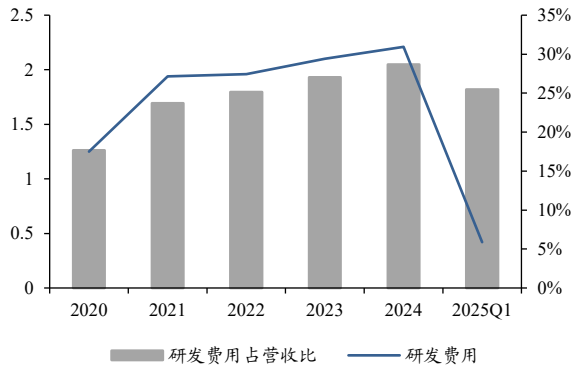
湘财股份公告将收购大智慧，并配套募资支持公司发展。2025年3月28日，湘财股份和大智慧同时公告披露换股吸收合并预案，湘财股份拟通过向大智慧全体换股股东发行A股股票的方式换股吸收合并大智慧。具体来看：1）换股比例为1:1.27，即每1股大智慧股票可换得1.27股湘财股份新增发行的A股对价股票；2）拟向不超过35名特定投资者发行股份募集配套资金，募资总额不超过80亿元，拟用于存续公司业务发展、金融科技研发、补充流动资金及支付本次交易相关并购整合费用等；3）不考虑配套融资的情况下，换股后新湖控股及其一致行动人合计持股22.4%，仍为公司控股股东。

3.1. 进一步加深财富管理领域的业务协同

大智慧在技术研发上投入大量资源，但近年来收入兑现程度不高。大智慧致力于以软件终端为载体，以互联网为平台，向投资者提供及时、专业的金融数据和数据分析。作为互联网金融信息服务提供商，公司凭借强大的技术研发实力、敏锐的市场洞察力和丰富的信息加工经验，不断地开发出满足投资者需求的创新产品，在行业内具有一定影响力。2024年大智慧在证券信息服务领域进行了多项升级，包括大智慧APP的迭代、慧信功能的优化以及AI辅助提问和回答等新功能的研发。公司在技术研发上投入大量资源，2020年-2024年累计投入9.5亿元，占营业收入的比重在25%左右。尽管大智慧APP在用户体验和功能多样性上有所提升，但大量的技术投入并未明显扩大大智慧的市场份额。此外，大智慧过去与券商、基金、期货等金融机构也有合作，但由于没有深度绑定，并未带来太多的收入增长。2020-2024年大智慧营业收入基本在8亿元左右，但净利润不足1亿元，且波动非常大，2022及2024年均亏损。此次大智慧与湘财股份合

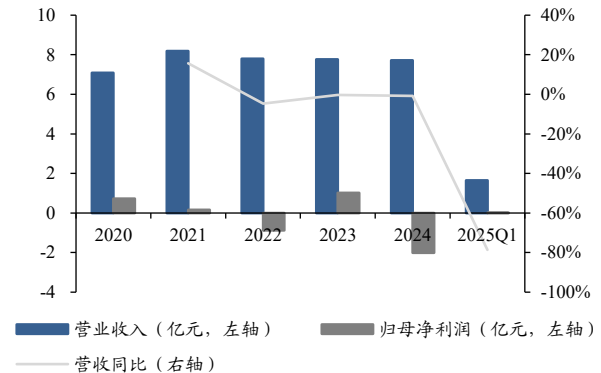
并，一方面可以增强“互联网-金融”的生态闭环，另一方面大智慧在大数据领域的技术积累，也可以给湘财证券在智能投顾、大数据服务方面带来正向收益，提升公司商业化能力。

图14：大智慧研发费用投入及占营业收入比（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

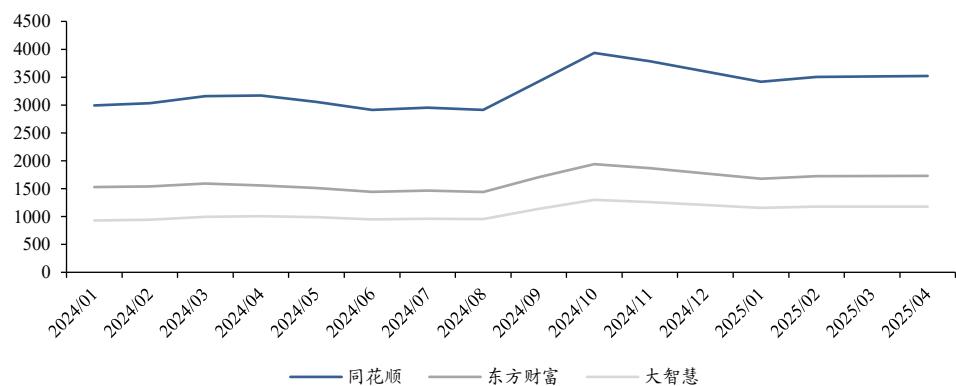
图15：大智慧营业收入及净利润



数据来源：Wind，东吴证券研究所

将采取“先投顾、再开户、再交易”的模式，持续推动客户引流。大智慧作为金融信息服务商，拥有庞大的线上流量和技术优势，在金融数据、资讯服务等方面具有较强的竞争力。2025年4月大智慧月活数超过1100万，在第三方证券服务APP中仅次于同花顺与东方财富。过去湘财证券与大智慧虽也有合作，但并未深度绑定，湘财证券的客户仍较多来自于自有渠道开发。合并后，湘财证券可进一步通过大智慧实现用户引流，提高交易转化率，以互联网赋能金融提高公司财富管理板块竞争力。湘财证券与大智慧的引流将采取“先投顾、再开户、再交易”的模式，先与客户签署投顾协议，再通过投顾产品、权益礼包等增强客户粘性，实现从用户到券商交易客户的转换。

图16：第三方证券服务APP月活（万人）



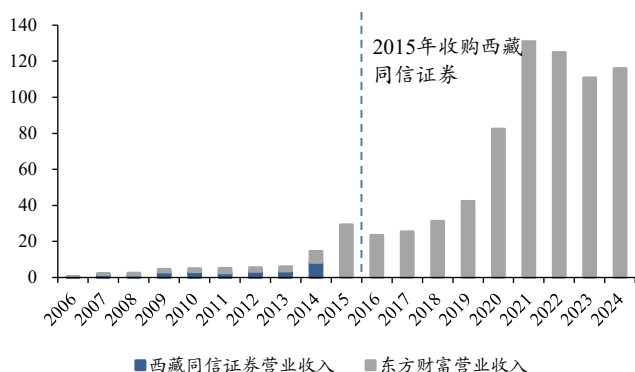
数据来源：易观千帆，东吴证券研究所

3.2. 业内已有“互联网+证券”的先例，实现证券业务的快速扩张

行业内已先后有东方财富、指南针等先例，实现证券业务的快速扩张。近年来，已有不少互联网企业与券商合并，实现规模的快速增长，如东方财富收购西藏同信证券、指南针收购网信证券等，用户规模及经纪业务市占率均快速提升。

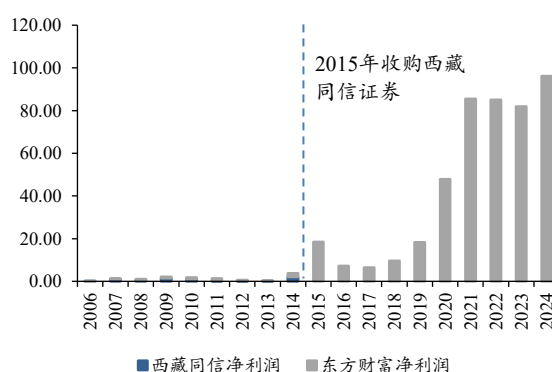
东方财富：“互联网+证券+基金代销”的逆袭典范。2015年，东方财富收购西藏同信证券取得证券牌照，成为国内首家拥有券商牌照的互联网平台。通过流量优势与低佣金策略，迅速扩大C端业务。同时通过天天基金网的流量优势，进一步赋能财富管理业务，代销保有规模稳居行业前列。2014年东方财富及西藏同信的营业收入分别为6.12亿元及8.37亿元，合并后经过5年的发展，2019年东方财富的营业收入及净利润分别为42.32亿元及18.31亿元，为2014年两者简单相加后营业收入的3倍，净利润的5倍，互联网+金融的协同效应显著。东方财富证券业务收入占比由2015年的4%增长到2024年的73%，为公司最主要的收入贡献来源。受益于流量优势，公司经纪业务市占由2015年的0.27%增长至2024年的4.14%，两融市占由2015年的0.1%增长至2024年的3.1%。

图17：东方财富及西藏同信证券营业收入（亿元）



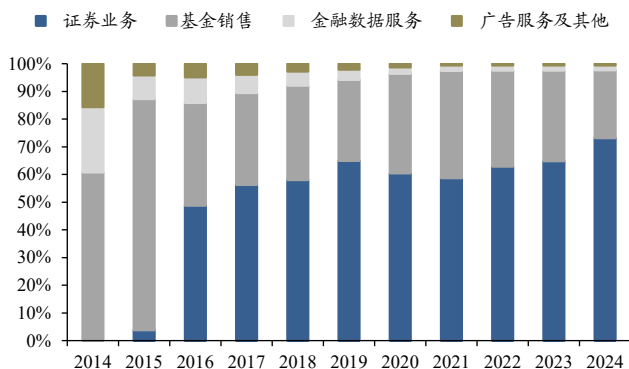
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图18：东方财富及西藏同信证券净利润（亿元）



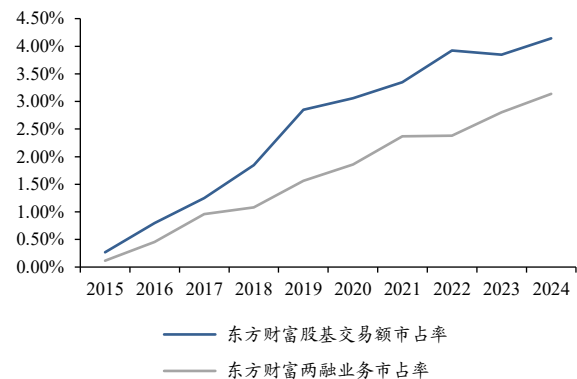
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图19：东方财富营业收入占比



数据来源：Wind，公司业绩报告，东吴证券研究所

图20：东方财富经纪及两融市占率



数据来源：Wind，公司业绩报告，东吴证券研究所
注：2019-2021 年市占率使用西藏地区股基交易额市占率估算

指南针：麦高证券业务逐步修复，互联网证券新星。2022 年，指南针作为重整投资人投入 15 亿元用于清偿网信证券债务，并取得重整后网信证券 100% 股权，由此获得券商牌照，并更名网信证券为麦高证券。收购麦高证券后，公司先后两次以自筹资金对麦高证券合计增资 7 亿元，并加大人才队伍建设、更新 IT 系统及技术设备，逐步修复麦高证券的各项业务，重点修复经纪业务。2022 年三季度开始在指南针股票 APP 内提供麦高证券开户入口，实验性启动客户引流工作，四季度开展一定规模化的客户引流工作。麦高证券各项业务逐步恢复和发展，客户规模增长，2024 年公司代理买卖证券款同比 +175% 至 66 亿元，2024 年实现营业收入 4.87 亿元，较 2021 年增长近 10 倍。

此次合并将进一步提高公司财富管理板块竞争力。与东方财富证券、麦高证券较为不同的是，湘财证券的经纪业务具有不错的竞争力，截至 2024 年末，公司营业网点数 67 家，网点平均营收排名在 20 位左右（2021 年协会排名）。此次合并湘财证券将借助大智慧在 AI 投顾、AI 投研、AI 交易、大数据、智能风控等方面的技术优势，赋能证券业务各条线，补足湘财证券在客户触达及大数据板块的短板，进一步提高公司财富管理板块的竞争力。

4. 盈利预测与投资建议

1) 证券经纪业务：“924”以来，资本市场增量政策迭出，市场交投活跃度大幅回升，预计 A 股日均股基成交额将保持高位。因此，我们假设 2025-2027 年两市日均股基成交额分别为 15000/15750/16538 亿元。若公司合并大智慧进展顺利，预计可进一步通过大智慧客户端引流获客，实现交易转化，有利于证券经纪业务表现进一步提升。叠加湘财证券旗下金刚钻平台及湘财智盈快速发展，结合当前市场交投情况及湘财证券经营情况，预

计 2025-2027 年公司证券经纪业务市占率将分别达到 0.57%/0.68%/0.76%。行业竞争持续加剧背景下，预计行业整体佣金率相对承压，预计 2025-2027 年公司证券经纪业务净佣金率为 0.021%，维持低位。基于以上假设，预计 2025-2027 年湘财股份经纪业务收入分别为 8.29/10.43/12.17 亿元，同比增速为+57%/+26%/+17%。

2) 投行业务：湘财证券近年投行业务实现重大突破，其投行业务有望在未来贡献增量收入。结合公司当前经营情况，我们预计公司 2025-2027 年承销保荐业务收入增速为 20%/15%/15%，投行业务收入将同比增长 15%/14%/15%至 0.98/1.12/1.29 亿元。

3) 实业板块：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，公司实业板块持续主动压降业务规模。结合公司当前经营情况，预计湘财股份实业部分收入持续处于低位，2025-2027 年公司实业板块收入分别为 3.51/2.83/3.11 亿元。

表2：湘财股份核心假设

(单位：亿元，CNY)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
1. 证券经纪业务						
全市场日均股基交易额	10132	9625	11853	15000	15750	16538
湘财证券：全年股基交易额	23776	24690	31422	41724	52572	61273
市占率	0.48%	0.53%	0.55%	0.57%	0.68%	0.76%
证券经纪业务净收入	5.30	4.47	5.29	8.29	10.43	12.17
证券经纪业务净收入增速	-26.04%	-15.56%	18.28%	56.68%	25.77%	16.66%
2. 投行业务						
证券承销保荐业务收入	0.76	1.61	0.81	0.98	1.12	1.29
证券承销保荐业务收入增速	2.70%	112.05%	-49.50%	20.00%	15.00%	15.00%
投行业务净收入	0.89	1.58	0.85	0.98	1.12	1.29
投行业务净收入增速	-5.46%	77.75%	-46.18%	15.44%	14.49%	14.55%
3. 实业业务						
贸易业务收入	16.97	5.43	4.10	3.28	2.62	2.88
实业板块合计收入	17.67	5.77	4.36	3.51	2.83	3.11
实业板块收入增速	-30.59%	-67.35%	-24.45%	-19.56%	-19.36%	9.85%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

基于以上假设，预计 2025-2027 年湘财股份营业总收入分别为 26.37/29.65/33.18 亿元，同比分别+20.28%/+12.47%/+11.87%；归母净利润分别为 3.35/3.91/4.29 亿元，对应同比增速分别为 206.49%/16.92%/9.67%。预计 2025-2027 年每股收益分别为 0.12/0.14/0.15 亿元，对应 PE 为 85/73/67 倍。我们选取同为 A 股互联网券商的东方财富、指南针作为可比公司进行估值比较，湘财股份当前 PE 估值与可比公司平均估值水平接近。我们看好公司在收购大智慧背景下财富管理、金融科技方向的展业潜力，维持“增持”评级。

表3：可比公司估值对比（截至 2025 年 6 月 25 日）

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	PE			
				2023	2024	2025E	2026E
300059.SZ	东方财富	24.00	3,792.97	27.17	42.41	33.91	30.55
300803.SZ	指南针	78.72	471.25	339.33	379.91	167.38	127.60
	平均			183.25	211.16	100.65	79.08
600095.SH	湘财股份	10.00	285.92	239.42	261.91	85.45	73.08

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：可比公司估值来自万得一致预期，湘财股份估值来自内部预测。

5. 风险提示

- 1) 重大诉讼事项风险：公司存在多起未决诉讼事项，主要为云南国际信托云涌系列信托产品受罗静及广东中诚实业控股侵权行为遭受损失。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。
- 2) 整合大智慧推进不及预期：若后续湘财股份吸收合并大智慧的重大资产重组推进进程不及预期，将影响公司的预期业绩增速。
- 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。

表4：湘财股份盈利预测

单位：百万元	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
一、营业总收入	3,516	2,321	2,192	2,637	2,965	3,318
营业收入	1,769.48	578.74	437.74	350.63	282.75	310.60
利息收入	820.29	884.14	878.26	792.01	828.65	871.71
手续费及佣金收入	926.39	858.33	876.10	1,493.96	1,854.10	2,135.20
二、营业总成本	3,607.55	2,474.00	2,246.99	2,441.85	2,728.57	3,049.65
管理费用	1,095.14	1,215.79	1,156.43	1,239.20	1,393.78	1,492.88
销售费用	12.41	6.39	11.12	10.55	11.86	13.27
研发费用	6.41	1.10	0.46	0.46	0.46	0.46
财务费用	122.34	99.07	94.35	97.18	100.09	103.09
资产减值损失	-165.32	-2.24	-11.55	-2.64	-2.97	-3.32
加：投资收益	387.35	200.09	59.24	297.23	187.25	220.51
公允价值变动收益	315.28	-274.77	264.68	164.57	124.44	133.75
三、营业利润	-326.95	190.00	398.93	511.81	596.22	652.64
归属于母公司股东净利润	-326	119	109	335	391	429
营业总收入增速	-23.08%	-33.98%	-5.56%	20.28%	12.47%	11.87%
归属于母公司股东净利润增速	-167.17%	-	-8.59%	206.49%	16.92%	9.67%
EPS（元/股）	-0.11	0.04	0.04	0.12	0.14	0.15
P/E	-	239.42	261.91	85.45	73.08	66.64

数据来源：Wind，东吴证券研究所（截至 2025 年 6 月 25 日）

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。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），北交所基准指数为北证 50 指数），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>