



湘财股份 (600095.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

携手金融科技行业聚势共赢，财富管理转型加速

核心内容

公司概况：湘财股份定位于金融科技赋能的特色财富管理发展路径，拟吸收合并大智慧打开盈利空间。公司前身于 1997 年在上交所上市，2020 年 6 月完成重大资产重组，通过发行股份收购湘财证券股权，实现主营业务向证券服务业转型。其核心资产湘财证券确立了金融科技驱动业务转型的战略定位，并持续加强信息技术的前瞻性投入。除证券主业外，公司仍保留部分食品加工、防水卷材等实业板块及投资业务，但整体呈现收缩态势。

业务结构：证券业务为公司主要收入来源，经纪业务、信用业务是证券板块收入的压舱石，2024 年合计占比超六成。公司证券业务收入贡献大头，2024 年证券板块收入 16.50 亿元，yoy+11%，占比约 79%；实业板块持续收缩，实现收入 4.36 亿元，yoy-24%，占比为 21%。在证券业务内部，经纪业务与信用业务是核心支柱，正稳步推进传统经纪业务向财富管理业务转型。2024 年经纪业务收入为 5.29 亿元，yoy+18%，占比为 32%；信用业务收入为 5.02 亿元，yoy+5%，占比为 30%。

核心竞争优势：公司依托“平台+牌照”模式，将金融科技定位为业务发展的核心驱动力，赋能财富管理转型。子公司湘财证券持续与金融科技行业龙头大智慧、万得信息、益盟股份、邦盛科技、趣链科技及九方财富等开展深度合作，打造面向未来的差异化核心优势。

2025 年 3 月公司公告称拟收购大智慧，有望形成新的盈利增长点，提升公司盈利能力和综合竞争力。根据《交易预案》，本次合并将按 1:1.27 的换股比例进行，公司拟发行的股份数量合计为 22.94 亿股，交易完成后其总股本将增至约 51.53 亿股。就经营业绩方面，大智慧营业收入表现较为稳健，2024 年实现营业收入 7.71 亿元，同比-0.84%；但净利润波动较大，实现归母净利润-2.01 亿元。

盈利预测、估值和评级

盈利预测不考虑收购大智慧和配套融资事项。我们预计公司 2025-2027 年营业总收入分别为 27.29 亿元、30.26 亿元、33.07 亿元，同比+24.5%/+10.9%/+9.3%；归母净利润分别为 3.58 亿元、5.34 亿元、5.99 亿元，同比+228.0%/+49.0%/+12.2%。我们给予公司 2026 年 73x 倍 PE，对应目标价 13.62 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

1、宏观经济大幅下行；2、权益市场大幅下行；3、大股东质押风险；4、未决诉讼风险；5、收购大智慧存在不确定性。

国金证券研究所

分析师：舒思勤 (执业 S1130524040001)

shusiqin@gjzq.com.cn

分析师：洪希柠 (执业 S1130525050001)

hongxingning@gjzq.com.cn

分析师：夏昌盛 (执业 S1130524020003)

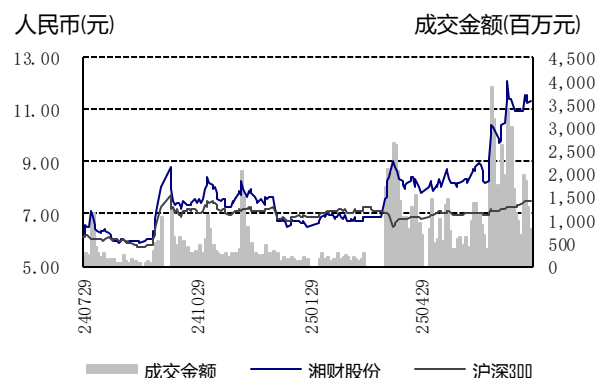
xiachangsheng@gjzq.com.cn

联系人：方丽

fangli@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：11.36 元

目标价 (人民币)：13.62 元



公司基本情况 (人民币)

项目	12/23	12/24	12/25E	12/26E	12/27E
营业收入(百万元)	2,321	2,192	2,729	3,026	3,307
营业收入增长率	-34.0%	-5.6%	24.5%	10.9%	9.3%
归母净利润(百万元)	119	109	358	534	599
归母净利润增长率	136.6%	-8.6%	228.0%	49.0%	12.2%
摊薄每股收益(元)	0.04	0.04	0.13	0.19	0.21
ROE(归属母公司)(摊薄)	1.0%	0.9%	3.0%	4.3%	4.6%
P/E	277.5	303.5	107.3	62.1	55.3

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、公司概况：拟吸收合并大智慧，金融科技深度赋能业务发展.....	4
1.1 公司发展历程.....	4
1.2 公司股权结构集中.....	4
1.3 财务表现.....	5
二、湘财证券：经纪、信用筑业绩压舱石，财富管理加速转型.....	6
三、核心优势：金融科技驱动湘财证券业务创新和发展.....	7
3.1 与益盟股份合作，发力投顾业务.....	7
3.2 拟收购大智慧，实现“流量+牌照”闭环.....	9
四、盈利预测与投资建议.....	11
4.1 盈利预测.....	11
4.2 投资建议及估值.....	13
风险提示.....	13

图表目录

图表 1： 公司发展历程.....	4
图表 2： 公司股权结构图.....	5
图表 3： 公司营业收入及同比增速.....	5
图表 4： 公司归母净利润及同比增速.....	5
图表 5： 公司证券板块收入占比持续扩大.....	6
图表 6： 公司业务结构.....	6
图表 7： 湘财证券营业收入及其同比变化.....	6
图表 8： 湘财证券归母净利润及其同比变化.....	6
图表 9： 湘财证券资产规模总体保持扩张.....	7
图表 10： 湘财证券分业务收入表现（亿元）.....	7
图表 11： 湘财证券业务收入结构.....	7
图表 12： 湘财证券与益盟股份战略合作协议具体内容.....	8
图表 13： 湘财证券投资咨询业务收入及同比增速.....	8
图表 14： 公司与大智慧重组历程.....	9
图表 15： 2024 年第三方炒股软件平均月活前三名（万人）.....	10
图表 16： 大智慧营业收入及同比增速.....	10
图表 17： 大智慧归母净利润及同比增速.....	10
图表 18： 2010-2024 年三家公司净资产对比（亿元）.....	11
图表 19： 2010-2024 年三家公司净利润对比（亿元）.....	11



图表 20: 公司盈利预测情况 (百万元)	11
图表 21: 公司证券板块收入预测 (百万元)	11
图表 22: 公司实业板块收入预测	12
图表 23: 可比公司 PE 估值表	13
图表 24: 可比公司 PB 估值表	13



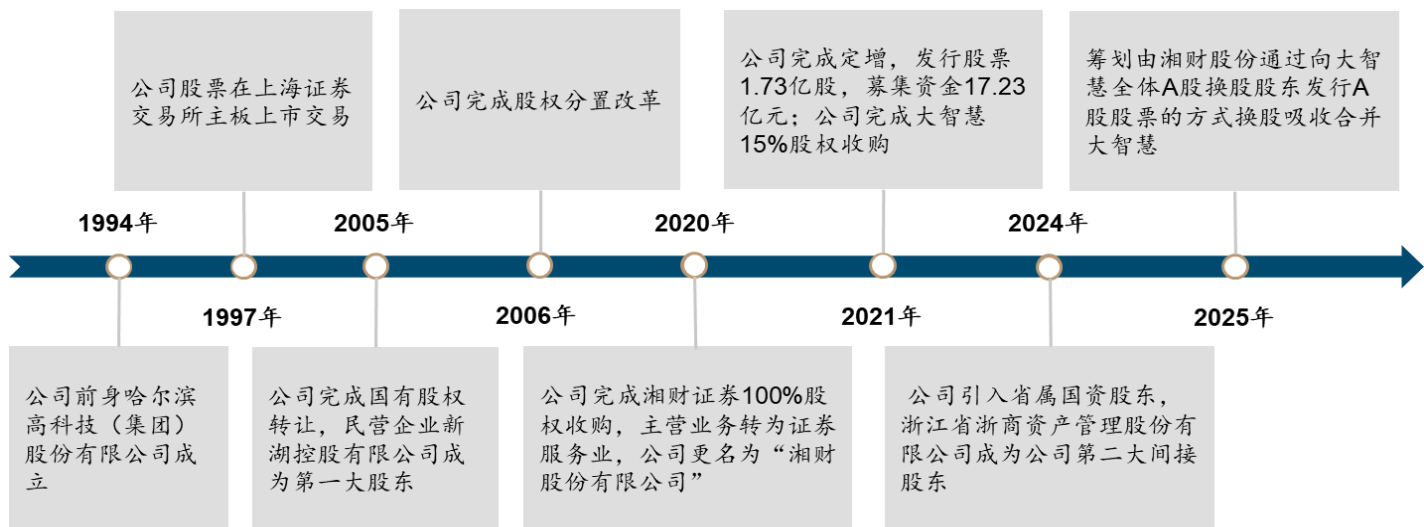
一、公司概况：拟吸收合并大智慧，金融科技深度赋能业务发展

1.1 公司发展历程

湘财股份于 1997 年在上海证券交易所上市。2020 年 6 月，公司完成重大资产重组，通过发行股份购买资产方式收购湘财证券股权，公司主营业务变更为证券服务业。公司全资子公司湘财证券经过多年发展，坚持以客户为中心的服务体系建设，突出金融科技在业务转型中的战略定位，加强信息技术发展的前瞻性和系统性规划。此外，公司其它业务板块包括食品加工、防水卷材、贸易等实业板块及投资板块。

2025 年 3 月 16 日，公司发布关于筹划重大资产重组的停牌公告。公司筹划通过向大智慧全体 A 股换股股东发行 A 股股票的方式换股吸收合并大智慧，并发行 A 股股票募集配套资金。此次吸收合并完成后，双方有望进一步达成深度战略合作，整合资源、发挥协同效应，以金融科技赋能证券业务，有利于形成新的盈利增长点，提升盈利能力和综合竞争力。

图表1：公司发展历程

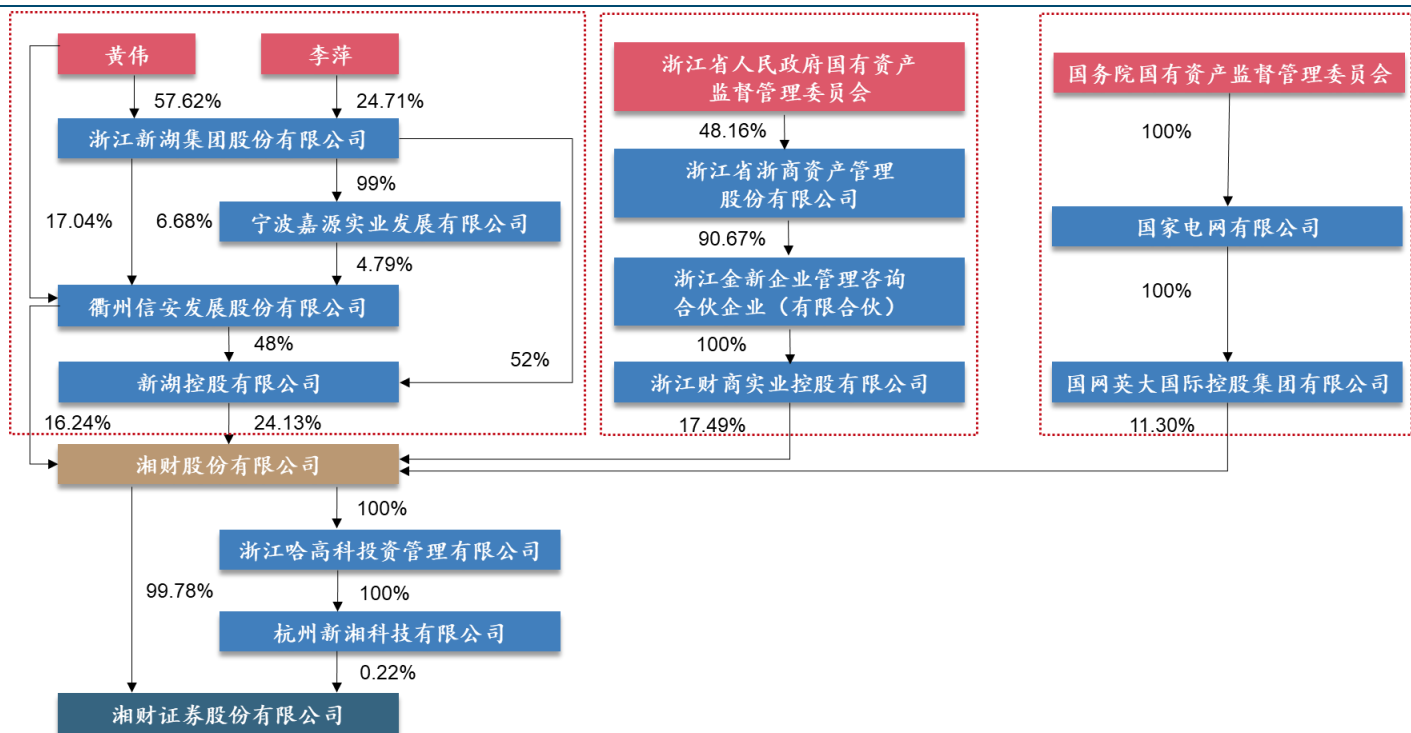


来源：公司官网，公司公告，国金证券研究所

1.2 公司股权结构集中

公司股权结构较为集中，湘财证券为公司全资子公司。截至 2025 年 3 月 31 日，新潮控股有限公司为公司第一大股东，直接持有 24.13%的股权；衢州信安发展股份有限公司持有 16.24%的股权，公司一致行动人合计持股比例为 40.37%。湘财证券是公司全资子公司，公司直接持有湘财证券 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。

图表2: 公司股权结构图



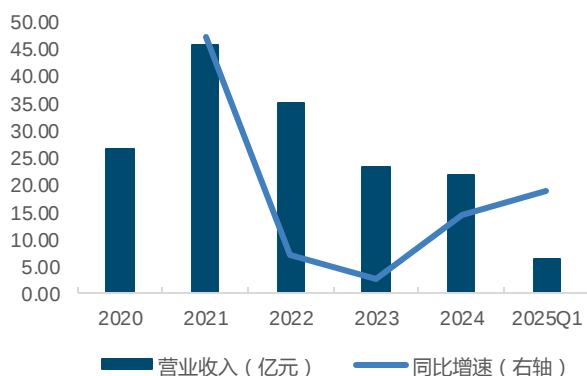
来源：iFind，公司公告，湘财证券官网，国金证券研究所

1.3 财务表现

2024 年，公司实现营业总收入 21.92 亿元，同比-5.56%；实现归母净利润 1.09 亿元，同比-8.59%。业绩下滑主要是实业板块收入下滑（2024 年实业板块收入为 4.36 亿元，同比-24.45%）；以及年末计提未决诉讼预计负债 2.33 亿元，导致营业外支出大幅增长。7 月 18 日，公司发布诉讼事项的进展公告，根据一审判决情况，子公司湘财证券已全额计提预计负债，最新进展为二审裁定撤销一审判决并发回重审，但最终审理结果尚存在不确定性，建议关注诉讼事项后续进展。

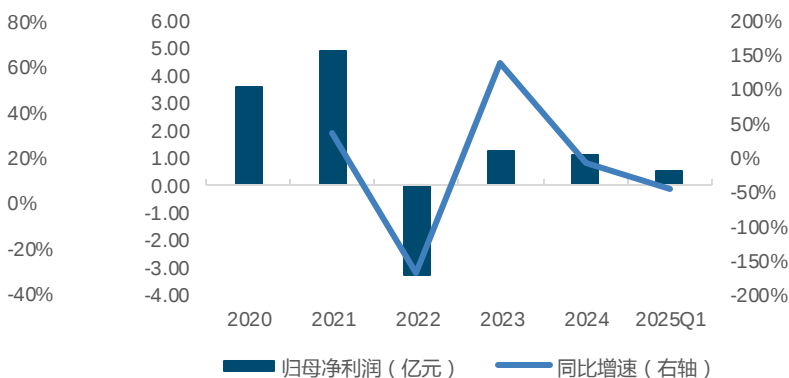
2025Q1 公司实现营业总收入 6.21 亿元，同比+5.44%；实现归母净利润 0.49 亿元，同比-45.75%。归母净利润下滑主要系湘财证券持有的金融资产的公允价值下降（2025Q1 公允价值变动损益为-0.08 亿元，2024Q1 为 1.01 亿元）。

图表3: 公司营业收入及同比增速



来源：iFinD，国金证券研究所

图表4: 公司归母净利润及同比增速



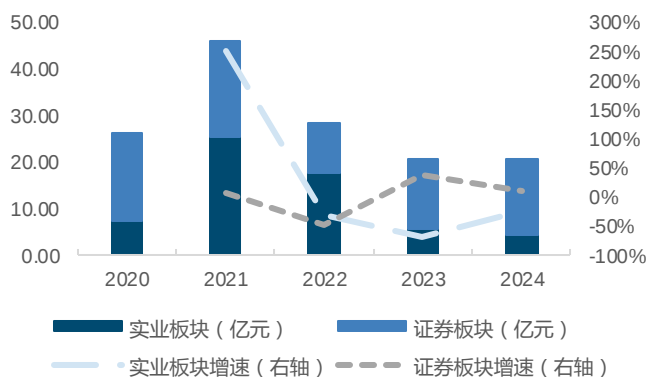
来源：iFinD，国金证券研究所

2024 年实业板块持续收缩，证券板块收入贡献超 79%。分业务来看：1) 公司证券板块以湘财证券为经营主体，证券业务收入贡献营业总收入大头，2024 年证券板块收入占比约 79%。2) 实业板块包括贸易、防水卷材、食品加工、物业管理等行业，2024 年实业板块收入为 4.36 亿元，同比-24.45%，占公司营业总收入比重 19.9%。其中贸易行业收入 4.10 亿元，同比-24.58%，占公司营业总收入比重 18.7%；防水卷材收入为 0.08 亿元，同比



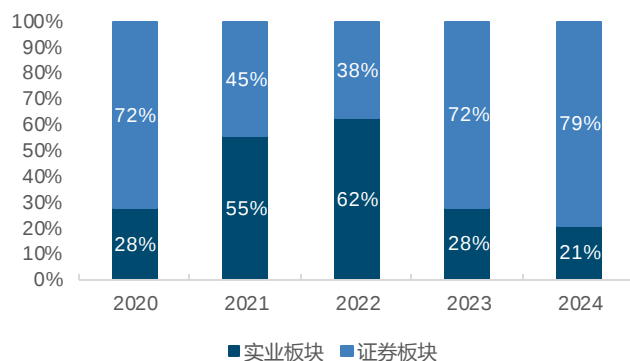
-46.66%，占比 0.4%；食品加工收入为 0.09 亿元，同比+18.09%，占比 0.4%；物业管理收入为 0.04 亿元，同比-2.93%，占比 0.2%；其他行业收入为 0.06 亿元，同比-22.8%，占比 0.3%。截至 2024 年末，公司实业板块资产规模相对有限，占总资产比重不足 2%。2024 年，公司持续推进资产优化战略，一方面通过关停并转、降本增效等措施盘活存量资产，另一方面通过人员结构优化、产品结构调整及经营模式升级等精细化运营手段提升资产效益。

图表5：公司证券板块收入占比持续扩大



来源：公司公告，国金证券研究所

图表6：公司业务结构



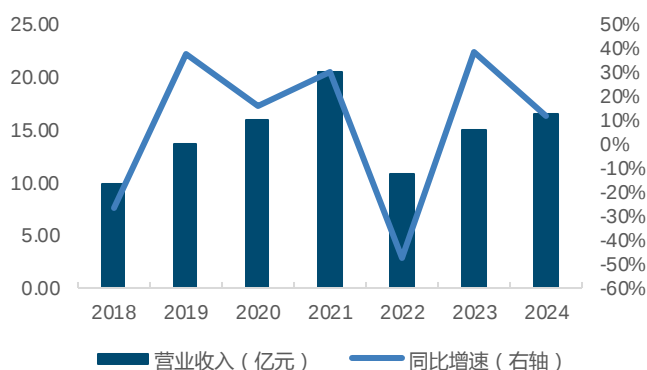
来源：公司公告，国金证券研究所

二、湘财证券：经纪、信用筑业绩压舱石，财富管理加速转型

公司旗下全资子公司湘财证券整体经营稳健，但业绩表现与市场行情关联度较高，波动性较大。2018 至 2021 年期间，公司营收及归母净利润均实现持续增长。2022 年，受市场环境的影响，公司自营投资业务录得亏损，净利显著承压：全年营收为 10.76 亿元，较上年大幅缩减 47.38%；归母净利润收报 0.39 亿元，同比骤降 94.36%。

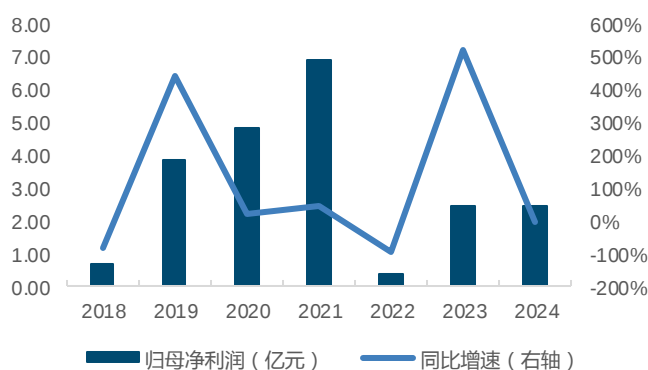
但伴随市场环境好转，公司业绩于 2023 及 2024 年逐步回升。2024 年，公司达成营业收入 16.50 亿元，同比增长 11.14%；实现归母净利润 2.43 亿元，同比微降 0.26%。

图表7：湘财证券营业收入及其同比变化



来源：iFind，国金证券研究所

图表8：湘财证券归母净利润及其同比变化

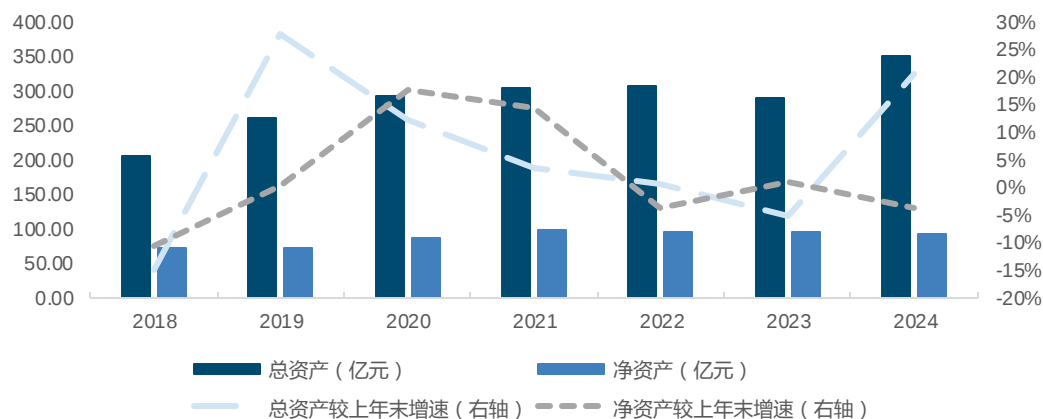


来源：iFind，国金证券研究所

公司资产规模总体呈现扩张态势。2018 年末至 2024 年末，公司总资产自 204.46 亿元增至 350.20 亿元，复合年均增长率 (CAGR) 达 9.38%；同期，净资产从 72.55 亿元升至 91.65 亿元，对应 CAGR 为 3.97%。



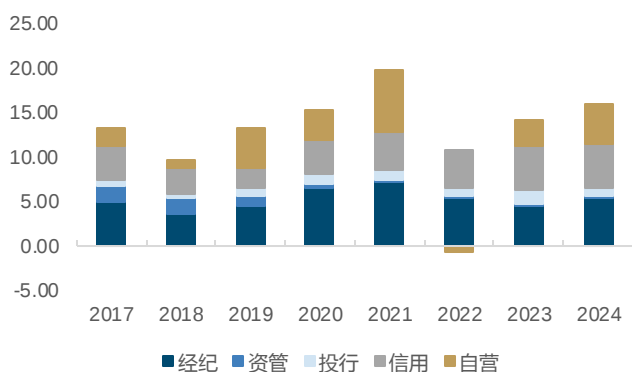
图表9：湘财证券资产规模总体保持扩张



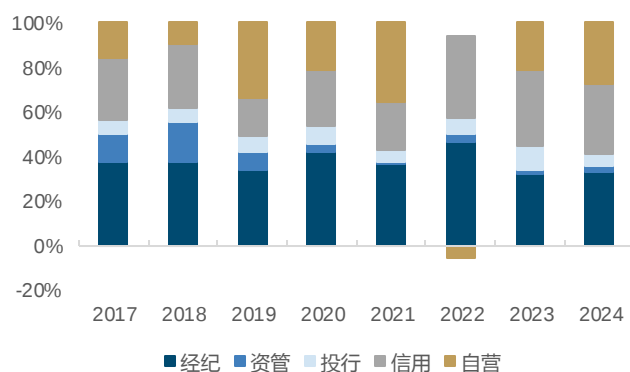
来源：iFinD，国金证券研究所

经纪业务、信用业务是湘财证券营业收入的压舱石，2024 年合计占比超六成。2024 年公司经纪/投行/资管/信用/自营业务收入分别为 5.29 亿元、0.85 亿元、0.32 亿元、5.02 亿元、4.33 亿元，经调整后收入占比（业务收入占剔除其他业务成本后的营业收入的比重）分别为 32%、5%、2%、30%、26%。

图表10：湘财证券分业务收入表现（亿元）



图表11：湘财证券业务收入结构



来源：iFinD，国金证券研究所

来源：iFinD，国金证券研究所

三、核心优势：金融科技驱动湘财证券业务创新和发展

湘财证券一直致力于将金融科技打造成推动公司业务发展的引擎，以“金融科技赋能财富管理”理念作为核心思路，注重通过自主研发积累技术底蕴和人才队伍，把大数据、云计算、人工智能、数字员工等前沿技术，应用在关键技术应用、业务流程管理、客户市场开拓、团队文化建设等方面。通过建立“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。

依托平台+牌照模式，湘财证券持续与金融科技行业龙头大智慧、万得信息、益盟股份、邦盛科技、趣链科技及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，全面打造面向未来的差异化核心优势。

3.1 与益盟股份合作，发力投顾业务

借助益盟股份在证券信息服务领域的专业实力，湘财证券志在打造国内证券业投资者教育及投顾服务的领先品牌，助推公司向高精度、多元化的财富管理模式的转变，进一步辐射带动公司投研、运营等多领域的发展。2022 年 8 月 14 日，湘财证券与益盟股份签署战略合作协议，进行全方位、全业务领域的深度合作，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、信息技术服务合作、股权合作等六大方面，战略合作期限为十年。



图表12：湘财证券与益盟股份战略合作协议具体内容

合作方式	具体内容
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	1) 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。 2) 通过打造互联网财富管理服务平台方式，提升湘财证券的资产配置服务能力和财富管理能力。 3) 在符合相关监管政策的前提下，积极探索基金投顾业务模式，推动基金投顾业务的发展。
研究业务合作	1) 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。 2) 通过研究力量与资源的整合，共同打造研究服务品牌，提升湘财证券研究业务水平，并在条件成熟时，择机共同出资设立证券研究机构。
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。

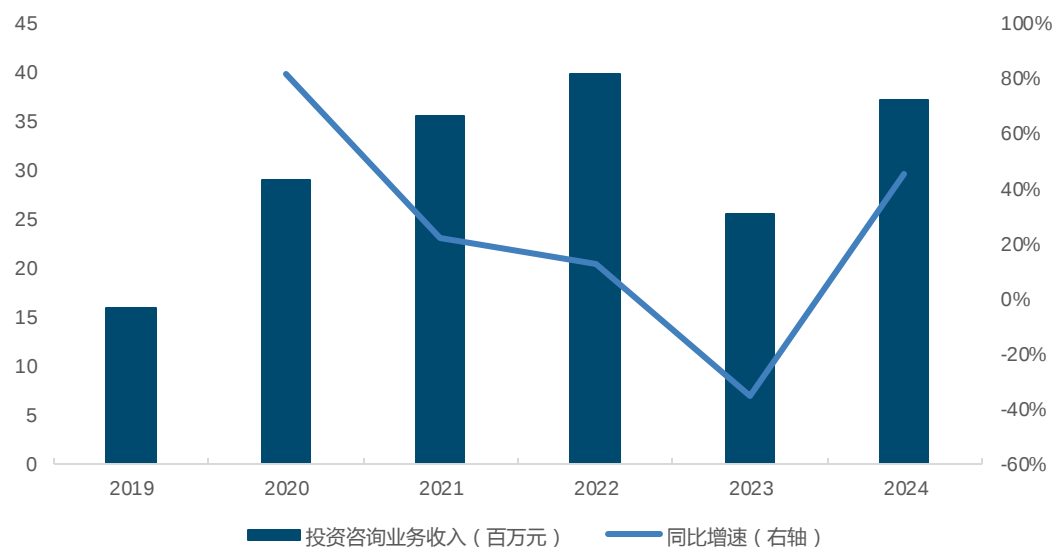
来源：湘财证券官微，国金证券研究所

双方率先围绕投资顾问业务展开合作，并在2022年12月推出了双方联合开发“湘财智盈”投顾产品。湘财智盈旨在通过优质投顾服务，提高投资者的投资能力和应对风险的能力，提供选股策略指导、智能盯盘、名师课程等成体系的专业服务，从市场认知、优选策略、专业指导、培训教学四个维度，立体化地服务投资者，帮助其构建盈利体系，最终通过陪伴式服务促进客户的付费转化。目前湘财智盈已形成鲜明的“智能化+陪伴式”品牌标签。

除了投资顾问业务合作之外，未来湘财证券与益盟股份还将充分发挥各方的核心资源优势，在研究业务、财富管理业务等领域深度合作，以更专业、更科技的方式服务投资者。比如：财富管理业务方面，双方将充分发挥证券金融业务和互联网平台的核心竞争力和优势，共同打造智能化资产配置平台，丰富各类金融产品线，提升零售端客户资产配置的产品匹配度，为客户提供更专业的一站式财富管理服务，同时推动基金投顾业务的发展。

在湘财证券与益盟股份战略合作的背景下，投资顾问业务实现了进一步的跨越。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%。但目前投资顾问收入占营业总收入比重仅为2%，未来仍有较大的增长空间。

图表13：湘财证券投资咨询业务收入及同比增速



来源：公司公告，国金证券研究所



3.2 拟收购大智慧，实现“流量+牌照”闭环

公司通过战略投资、合资合作等方式，积极布局人工智能、数据挖掘及新一代信息技术等金融科技领域，构建公司金融科技生态圈，持续赋能湘财证券数字化转型。2025 年 3 月 28 日，公司董事会会议审议通过拟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，并拟发行 A 股股票募集配套资金等相关议案。此次交易完成后，有望将大智慧的产品、技术和流量优势与湘财证券的牌照、运营能力、网点布局等优势深度融合，强化双方的协同价值，提升湘财证券财富管理和金融服务能力，以科技推动公司跨越式发展。

公司与大智慧的合作可追溯至 2014 年。最初双方合作设立了陆家嘴营业部，其出色的营收表现（曾位居全国前 10）成功验证了互联网券商模式的可行性，由此促成了后续深化合作的意向。2014 年 8 月，大智慧及其全资子公司财汇科技拟通过非公开发行大智慧股份并支付现金的方式，以不超过 90 亿元的对价收购湘财证券 100% 股权。该重组计划于 2016 年 3 月宣告终止。2020 年 8 月，公司通过收购新潮集团所持股权，取得了大智慧 15% 的股份，标志着双方资本纽带的实质性建立。2025 年 3 月，公司发布公告，宣布拟通过向大智慧全体 A 股换股股东发行 A 股股票的方式换股吸收合并大智慧，并募集配套资金。根据《交易预案》，本次合并将按 1:1.27 的换股比例进行，公司拟发行的股份数量合计为 22.94 亿股，交易完成后其总股本将增至约 51.53 亿股。两家公司历经十余年的股权整合探索，最终迈向了合并的新阶段。

图表14：公司与大智慧重组历程

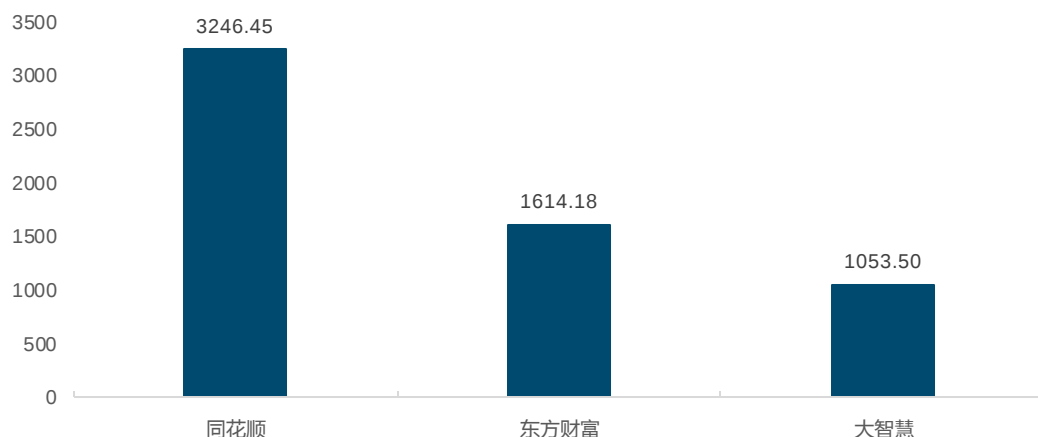
公告日期	公告名称	具体内容
2014/08/13	大智慧关于同意与湘财证券股份有限公司现有股东签署重组意向书的公告	大智慧及财汇科技拟通过向湘财证券全体股东以非公开发行股份及支付现金的方式购买湘财证券 100% 的股份并募集配套资金，各股东以截至交割日所持合计 30.85 亿股湘财证券股份（占总股本的 96.5%）按比例折换为大智慧新增发行的股份。
2016/03/09	大智慧关于撤回发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金申请文件并终止重大资产重组的公告	大智慧董事会决定向中国证监会申请撤回重大资产重组相关申请文件并终止重大资产重组事项。
2019/06/19	哈高科关于筹划重大资产重组事项的停牌公告	哈高科拟以发行股份方式购买新潮控股等股东持有的湘财证券股份。
2020/08/15	哈高科关于重大资产重组事项的一般风险提示公告	哈高科拟以现金方式购买新潮集团持有的大智慧 2.98 亿股（占大智慧总股本的 15%）无限售条件的流通股股份。
2020/09/15	哈高科关于公司变更名称、增加公司注册资本及完成工商变更登记的公告	公司名称由“哈尔滨高科技（集团）股份有限公司”变更为“湘财股份有限公司”。
2025/03/17	湘财股份关于筹划重大资产重组的停牌公告	湘财股份拟通过向大智慧全体 A 股换股股东发行 A 股股票的方式换股吸收合并大智慧并发行 A 股股票募集配套资金。

来源：大智慧公告，公司公告，国金证券研究所

大智慧在金融科技行业深耕二十余年，已成为中国领先的金融信息服务商之一。据易观千帆统计，2024 年全年来看大智慧月活用户数量月均为 1053.50 万人，位居行业第三名。大智慧作为大数据及数据工程处理领域的专家，数据整合维度广，能为客户快速提供各类型定制化的平台搭建与项目研发服务。大智慧拥有业内完整的产品组合，可以为各层次的个人及机构客户，提供全面、准确、及时的金融信息服务和增值服务，客户覆盖银行、券商、基金、保险、资管和普通投资者等金融市场的各层次参与主体。在国际业务方面，大智慧境外金融信息服务已辐射至东亚及东南亚多个国家，在亚洲三大金融中心中国香港、新加坡和日本东京都设立有子公司，进行了前瞻性的国际板块布局。双方合并重组能够充分发挥双方的业务优势，实现客户和资源共享、技术合作和市场协同、重塑内部管理、强化优势业务领域竞争力。交易双方将整合成熟的产品体系、客户资源、技术储备及渠道资源，进一步完善业务布局，强化双方在客户、渠道和金融产品的协同价值，提升综合金融服务能力。同时，在国际业务领域，公司可以与大智慧充分协同，推动公司证券业务国际化布局。



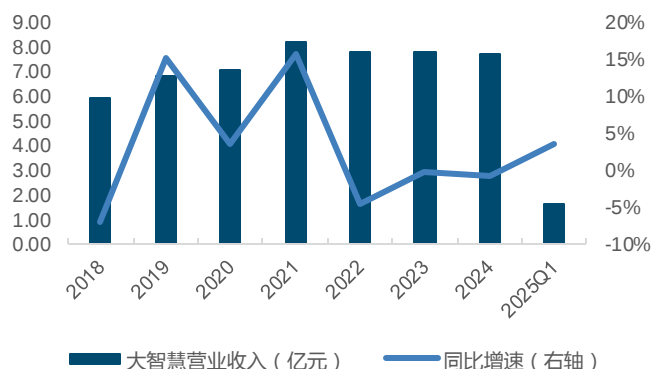
图表15：2024年第三方炒股软件平均月活前三名（万人）



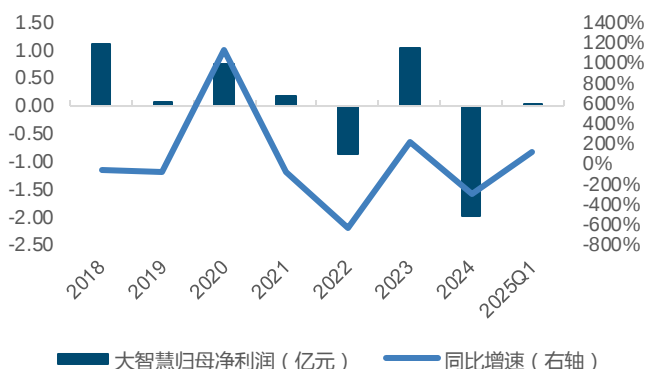
来源：易观千帆，国金证券研究所，以1-12月APP活跃度数据计算平均值

从业绩表现来看，大智慧营业收入表现较为稳健，但净利润波动较大。2018年以来，大智慧营业收入基本在7亿元左右。2024年实现营业收入7.71亿元，同比-0.84%；2025Q1实现营收1.65亿元，同比+3.46%。净利润波动较大，2024年大智慧实现归母净利润-2.01亿元，2025Q1净利为0.02亿元，同比扭亏为盈。

图表16：大智慧营业收入及同比增速



图表17：大智慧归母净利润及同比增速



来源：iFinD，国金证券研究所

来源：iFinD，国金证券研究所

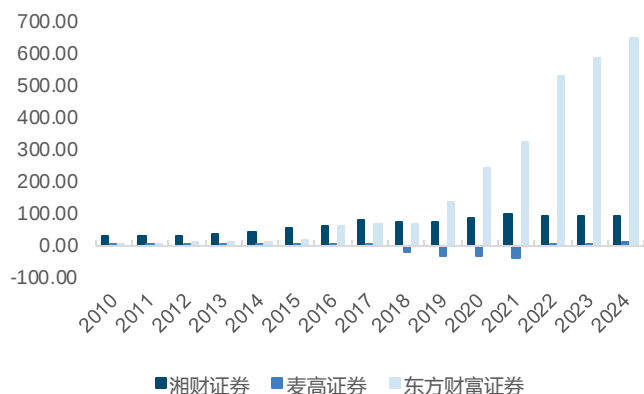
从战略逻辑分析，公司吸收合并大智慧的战略意图，可对标行业成功案例：一是借鉴东方财富通过收购同信证券（后更名为东方财富证券）获取证券牌照，实现自有流量的证券业务闭环；二是参考指南针并购网信证券（后更名为麦高证券）取得券商牌照，着力构建“科技+金融”的协同生态。

具体而言，东方财富于2015年12月完成对同信证券的收购，成功切入证券业务领域。目前，证券板块已成为其核心收入支柱。指南针则在2022年7月收购网信证券后，采取了一系列整合措施，包括强化专业人才储备、升级核心IT系统，并在其自有股票APP内嵌入麦高证券开户功能。同时，通过向用户赠送金融数据服务及积分激励等方式促进客户转化，推动麦高证券各项业务步入稳步恢复轨道。

从核心财务指标对比观察，截至2024年末，湘财证券归属于母公司股东的净资产规模为92亿元，居于东方财富证券（648亿元）与麦高证券（10亿元）之间。盈利能力方面，湘财证券2024年实现归母净利润2亿元，同样介于东方财富证券（72亿元）与麦高证券（1亿元）之间。

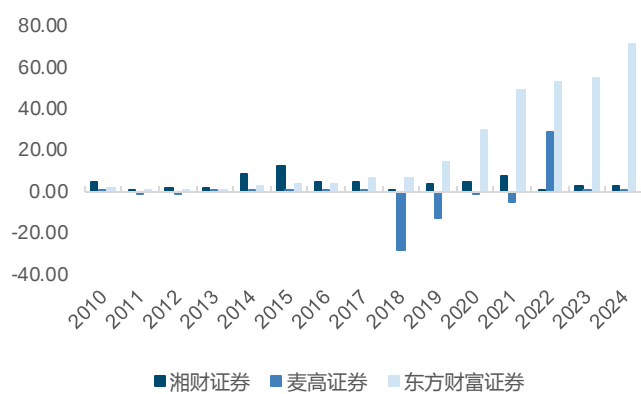


图表18: 2010-2024 年三家公司净资产对比 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表19: 2010-2024 年三家公司净利润对比 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

盈利预测不考虑收购大智慧和配套融资事项。我们预计公司 2025-2027 年营业总收入分别为 27.29 亿元、30.26 亿元、33.07 亿元，同比+24.5%/+10.9%/+9.3%；归母净利润分别为 3.58 亿元、5.34 亿元、5.99 亿元，同比+228.0%/+49.0%/+12.2%。

图表20: 公司盈利预测情况 (百万元)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,516.16	2,321.22	2,192.10	2,728.98	3,026.40	3,307.23
yoy	-23.1%	-34.0%	-5.6%	24.5%	10.9%	9.3%
营业总成本	3,779.24	2,474.00	2,246.99	2,582.85	2,665.04	2,868.18
其中:营业成本	1746.12	566.67	428.08	453.19	474.27	532.75
营业税金及附加	15.65	14.15	14.75	14.78	14.45	14.70
销售费用	12.41	6.39	11.12	10.56	10.32	10.50
管理费用	1095.14	1215.79	1156.43	1334.86	1377.46	1531.55
研发费用	6.41	1.10	0.46	0.42	0.41	0.42
财务费用	122.34	99.07	94.35	90.94	72.63	23.45
营业利润	-326.95	190.00	398.93	471.29	698.68	781.34
利润总额	-323.30	188.60	168.98	467.29	694.68	777.34
净利润	-328.17	116.86	105.79	355.14	527.96	590.78
归母净利润	-326.29	119.42	109.17	358.12	533.50	598.71
yoy	-167.2%	136.6%	-8.6%	228.0%	49.0%	12.2%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

我们对公司证券板块主要收入项目预测如下:

图表21: 公司证券板块收入预测 (百万元)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经纪业务收入	530.39	447.47	529.25	814.33	909.51	1002.37
同比增速	-26.0%	-15.6%	18.3%	53.9%	11.7%	10.2%
营收占比	49.3%	30.1%	32.1%	41.7%	40.9%	40.6%
投行业务收入	88.80	157.84	84.95	112.02	143.42	172.84
同比增速	-5.3%	77.7%	-46.2%	31.9%	28.0%	20.5%
营收占比	8.3%	10.6%	5.1%	5.7%	6.4%	7.0%
资管业务收入	32.82	24.70	32.49	42.88	54.71	65.67



	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
同比增速	-38.5%	-24.8%	31.5%	32.0%	27.6%	20.0%
营收占比	3.1%	1.7%	2.0%	2.2%	2.5%	2.7%
信用业务收入	412.37	479.30	501.78	593.14	715.79	802.39
同比增速	-5.2%	16.2%	4.7%	18.2%	20.7%	12.1%
营收占比	38.3%	32.3%	30.4%	30.4%	32.1%	32.5%
自营业务收入	-91.91	359.42	413.11	415.26	420.46	426.65
同比增速	-113.1%	-491.0%	14.9%	0.5%	1.3%	1.5%
营收占比	-8.5%	24.2%	25.0%	21.3%	18.9%	17.3%
投资咨询等其他手续费收入	72.81	62.34	64.08	70.36	79.15	94.35
同比增速	142.6%	-14.4%	2.8%	9.8%	12.5%	19.2%
营收占比	6.8%	4.2%	3.9%	3.6%	3.6%	3.8%
湘财证券营业收入	1075.95	1484.57	1649.94	1951.82	2226.42	2466.58
同比增速	-47.4%	38.0%	11.1%	18.3%	14.1%	10.8%

来源：公司公告，国金证券研究所

(1) 经纪业务：资本市场活跃度较高，2024 全年日均股票成交额为 1.21 万亿元，同比+22%；2025H1 日均股票成交额为 1.61 万亿元，同比+64%。预计市场成交额持续提升，假设 2025-2027 年市场日均股基成交额增速分别为 11.0%/7.2%/5.3%。考虑到公司具有互联网基因，且客户基础较佳，预计 2025-2027 年公司股基成交市占率分别为 0.51%、0.53%和 0.55%，对应的经纪业务净收入分别为 8.14 亿元、9.10 亿元、10.02 亿元，同比+53.9%/+11.7%/+10.2%。

(2) 信用业务：市场交投活跃度较高，2024 年末市场两融规模 18646 亿元，同比+13%；2025H1 末市场两融规模 18505 亿元，同比-1%。预计两融规模持续增长，假设 2025-2027 年市场两融/市值比重分别为 2.15%/2.16%/2.17%，预计公司市占率小幅提升，2025-2027 年公司两融市占率为 0.40%、0.42%和 0.44%，利息收入分别为 5.93 亿元、7.16 亿元、8.02 亿元，同比+18.2%/+20.7%/+12.1%。

(3) 投资业务：公司自营投资以湘财证券自营业务和另类投资为主，自营业务投资资产以债券为主，在 2025 年权益市场维持上行预期及整体货币维持宽松环境下，我们预计公司金融投资规模稳健扩张，2025-2027 年投资收益分别为 4.15 亿元、4.20 亿元、4.27 亿元，同比+0.5%/+1.3%/+1.5%。

预计贸易业务降幅有所趋缓，毛利率稳定在 0.5%左右的较低水平，利润贡献有限；预计防水卷材、食品加工、物业管理及其他实业板块销售收入基本稳定。我们对公司实业板块营业收入及毛利率预测结果如下：

图表22：公司实业板块收入预测

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
贸易						
销售收入（百万元）	1696.82	543.07	409.56	390.31	382.90	389.03
增长率		-68.0%	-24.6%	-4.7%	-1.9%	1.6%
毛利率	0.3%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
防水卷材						
销售收入（百万元）	20.40	14.94	7.97	11.46	9.71	10.59
增长率		-26.8%	-46.7%	43.7%	-15.2%	9.0%
毛利率	37.8%	39.9%	50.4%	42.7%	44.3%	45.8%
食品加工						
销售收入（百万元）	11.85	7.29	8.61	7.95	8.28	8.11
增长率		-38.5%	18.1%	-7.7%	4.1%	-2.0%
毛利率	26.8%	11.7%	24.3%	20.9%	19.0%	21.4%
物业管理						



	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
销售收入（百万元）	17.20	3.69	3.58	3.63	3.61	3.62
增长率		-78.6%	-2.9%	1.5%	-0.7%	0.4%
毛利率	22.7%	60.6%	53.6%	45.6%	53.3%	50.8%
其他						
销售收入（百万元）	21.09	7.97	6.15	7.06	6.60	6.83
增长率		-62.2%	-22.8%	14.8%	-6.4%	3.4%
毛利率	15.2%	7.3%	-11.7%	3.6%	-0.3%	-2.8%
合计	1767.36	576.95	435.87	420.41	411.10	418.17
增长率		-67.4%	-24.5%	-3.5%	-2.2%	1.7%
综合毛利率	1.3%	2.1%	2.3%	2.4%	2.4%	2.5%

来源：公司公告，国金证券研究所

4.2 投资建议及估值

我们采用可比估值法进行估值，基于互联网券商的商业模式，我们选取东方财富、指南针、同花顺为可比公司。截至 2025 年 7 月 28 日，2026E 可比公司平均 PE 为 96.9 倍，2026E 可比公司平均 PB 为 11.8 倍。综合考虑两种估值指标，我们选取 PE 估值方法，给予公司 2026 年 73x 倍 PE，对应目标价 13.62 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表23：可比公司 PE 估值表

证券代码	公司简称	最新股价	净利润增速（2025E）	EPS					PE		
				2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	25E	26E	27E
300803.SZ	指南针	93.74	44.11%	0.18	0.25	0.36	0.49	0.66	250.1	186.4	138.2
300059.SZ	东方财富	24.12	16.39%	0.52	0.61	0.71	0.79	0.86	34.1	30.7	27.9
300033.SZ	同花顺	292.19	10.73%	2.61	3.39	3.76	4.30	4.73	84.3	73.7	66.9
	平均	136.68	23.74%	1.10	1.42	1.61	1.86	2.09	122.8	96.9	77.7
600095.SH	湘财股份	11.36	193.88%	0.04	0.04	0.13	0.19	0.21	107.3	62.1	55.3

来源：Wind，国金证券研究所 注：指南针、同花顺为国金证券预测数据，东方财富为一致预测数据，数据截至 2025 年 7 月 28 日

图表24：可比公司 PB 估值表

证券代码	公司简称	最新股价	净利润增速（2025E）	BPS					PB		
				2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	25E	26E	27E
300803.SZ	指南针	93.74	44.11%	4.58	5.44	5.81	6.30	6.95	15.7	14.5	13.1
300059.SZ	东方财富	24.12	16.39%	4.54	5.11	5.70	6.31	6.93	4.2	3.8	3.5
300033.SZ	同花顺	292.19	10.73%	13.61	14.83	16.39	18.49	21.02	19.3	17.1	15.1
	平均	136.68	23.74%	7.58	8.46	9.30	10.36	11.63	13.1	11.8	10.5
600095.SH	湘财股份	11.36	193.88%	4.15	4.14	4.27	4.46	4.72	2.7	2.6	2.5

来源：Wind，国金证券研究所 注：指南针、同花顺为国金证券预测数据，东方财富为一致预测数据，数据截至 2025 年 7 月 28 日

风险提示

- 1、宏观经济大幅下行：宏观经济下行可能导致居民可支配收入下降、企业利润承压，从而影响资本市场交投活跃度以及企业上市的意愿和能力等，对公司的经纪、投行、资管、投资等多方面的收入都有影响；
- 2、权益市场大幅下行：权益市场大幅下行对市场成交额、投资的赚钱效应都有负面影响，从而影响多业务条线收入；
- 3、大股东质押风险：公司控股股东新湖控股有限公司及其一致行动人所持部分股份存在质押情况；
- 4、未决诉讼风险：公司目前涉及未决诉讼案件，该案件二审裁定已撤销一审判决并发回重审。最终审理结果尚存在不确定性，暂时无法评估该裁定对本公司本期及期后利润的具体影响，建议关注后续诉讼进展；



5、收购大智慧存在不确定性：本次交易的进度存在不确定性，方案尚待双方董事会再次审议通过、双方股东大会批准及有权监管机构的批准、核准、注册或同意，能否取得相关批准、核准、注册或同意，以及最终取得的时间均存在不确定性。



附录：三张报表预测摘要

资产负债表 (人民币百万元)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	10,437	9,590	12,943	10,354	9,664	8,090
应收票据、账款及款项融资	710	1,286	1,014	978	957	973
预付账款	50	98	76	43	44	46
存货	16	13	29	12	15	15
其他	17,394	14,488	17,573	20,392	20,603	21,766
流动资产合计	28,606	25,474	31,636	31,780	31,282	30,891
长期股权投资	2,433	2,335	1,902	1,899	1,906	1,900
固定资产	383	328	273	242	202	161
其他债权投资	1,562	3,169	2,934	3,093	3,441	3,796
无形资产	78	94	100	91	83	75
其他	1,726	1,642	1,716	1,774	1,773	1,770
非流动资产合计	6,182	7,568	6,924	7,099	7,405	7,702
资产总计	34,788	33,041	38,560	38,879	38,687	38,593
短期借款	542	472	390	176	323	163
应付票据及应付账款	46	54	41	35	35	40
其他	17,425	17,802	22,849	22,454	21,920	22,426
流动负债合计	18,013	18,328	23,280	22,665	22,278	22,629
长期借款	1	1	1	1	1	1
应付债券	4,780	2,727	3,126	3,755	3,650	2,473
其他	111	86	310	236	2	2
非流动负债合计	4,892	2,814	3,437	3,991	3,653	2,475
负债合计	22,905	21,142	26,717	26,656	25,931	25,104
一般风险准备	958	1,018	1,065	1,065	1,069	1,218
实收资本 (或股本)	2,855	2,859	2,859	2,859	2,859	2,859
资本公积	6,909	6,932	6,890	6,935	6,969	6,990
留存收益	1,163	1,025	986	1,344	1,845	2,417
其他	-1	65	42	19	13	4
股东权益合计	11,883	11,900	11,843	12,223	12,756	13,489
负债和股东权益总计	34,788	33,041	38,560	38,879	38,687	38,593

现金流量表 (人民币百万元)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-328	117	106	355	528	591
折旧摊销	39	-46	59	49	49	49
财务费用	122	99	94	91	73	23
投资损失	-200	-59	-297	-130	-127	-129
营运资金变动	1196	-3870	5871	-2501	89	834
其它	10	2345	-23	-202	-429	-47
经营活动现金流	839	-1414	5810	-2338	181	1321
资本支出	19	137	47	40	45	50
长期投资	-1385	-1503	650	-150	-349	-347
其他	1300	1449	-735	-1156	-428	-439
投资活动现金流	-67	83	-37	-1266	-732	-735
债权融资	2690	1411	-2885	1367	-171	-1225
股权融资	17	28	-42	44	35	21
其他	-2819	-2400	1457	-357	42	-211
筹资活动现金流	-113	-961	-1470	1054	-95	-1414
汇率变动影响	18	3	3	3	3	3
现金净增加额	678	-2289	4306	-2546	-642	-825

损益表 (人民币百万元)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3516	2321	2192	2729	3026	3307
营业成本	1746	567	428	453	474	533
营业税金及附加	16	14	15	15	14	15
销售费用	12	6	11	11	10	11
管理费用及研发费用	1102	1217	1157	1335	1378	1532
财务费用	122	99	94	91	73	23
资产、信用减值损失	172	-7	-13	4	5	5
公允价值变动收益	-275	265	165	187	193	196
投资净收益	200	59	297	130	127	129
其他	7088	3704	3023	3850	3961	4319
营业利润	-327	190	399	471	699	781
营业外收入	10	6	7	6	7	5
营业外支出	6	8	237	10	11	9
利润总额	-323	189	169	467	695	777
所得税	5	72	63	112	167	187
净利润	-328	117	106	355	528	591
少数股东损益	-2	-3	-3	-3	-6	-8
归属于母公司净利润	-326	119	109	358	534	599
每股收益 (元)	-0.11	0.04	0.04	0.13	0.19	0.21

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力						
营业收入	-30.6%	-67.3%	-24.4%	-3.5%	-2.2%	1.7%
营业利润	-145.9%	158.1%	110.0%	18.1%	48.2%	11.8%
归属于母公司净利润	-167.2%	136.6%	-8.6%	228.0%	49.0%	12.2%
获利能力						
毛利率	1.3%	2.1%	2.2%	-7.3%	-14.8%	-26.8%
净利率	-18.4%	20.6%	24.9%	84.8%	129.2%	142.5%
ROE	-2.7%	1.0%	0.9%	3.0%	4.3%	4.6%
ROIC	-1.2%	1.0%	1.8%	2.5%	3.3%	3.4%
偿债能力						
资产负债率	65.8%	64.0%	69.3%	68.6%	67.0%	65.0%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.59	1.39	1.36	1.40	1.40	1.37
速动比率	1.59	1.39	1.36	1.40	1.40	1.36
营运能力						
应收账款周转率	3.38	0.58	0.38	0.42	0.43	0.44
存货周转率	101.22	39.77	20.56	22.03	35.13	35.05
总资产周转率	0.05	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01
每股指标 (元)						
每股收益	-0.11	0.04	0.04	0.13	0.19	0.21
每股经营现金流	0.29	-0.49	2.03	-0.82	0.06	0.46
每股净资产	4.15	4.15	4.14	4.27	4.46	4.72
估值比率						
市盈率	-101.6	277.5	303.5	107.3	62.1	55.3
市净率	2.8	2.8	2.8	2.7	2.6	2.5
EV/EBITDA	-138.6	94.3	41.4	37.5	27.9	26.8
EV/EBIT	-111.9	79.2	46.4	40.7	29.7	28.5

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	2	2	2	5
增持	0	0	1	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.33	1.50	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究