

# 联手益盟打开投顾新增长极，行业老马期待开启逆袭之路

——湘财股份首次覆盖报告

## 核心观点

- **少帅新上任彰显新发展思路，有望形成旗帜鲜明的行业风格。** 1) 2022年7月周乐峰担任湘财证券总裁，新任总裁也是湘财老将，自2001年至今皆任职于湘财证券，历任经纪总部、基金托管部、金融衍生品部、信用交易部、网络金融部、上海经纪业务管理分公司、总裁助理、副总裁等。2) 亲自筹建了湘财证券陆家嘴营业部，截至2022年6月底，陆家嘴营业部约有客户65万，托管资产约250亿。3) 更为重要的是他在行业内以互联网证券和金融科技业务为抓手，推进财富管理业务发展，与益盟股份的战略合作也由其全权负责，已经形成了自己的行业风格，从此次合作进程推进之快可见一斑，同时此次换将也充分展现公司对于未来发展方向的锚定。
- **互联网基因由来已久且深耕金融科技多年，奠定未来发展基础。** 1) 互联网基因由来已久且深耕金融科技多年，奠定未来发展基础。1) 湘财证券早在2014年，就与大智慧合作落地了互联网营业部，陆家嘴营业部湘财证券的互联网基因可见一斑。2) 而后2017年与益盟合作落地上海国权北路营业部、2017年与万得合作组建上海浦明路营业部，加深了以互联网促进业务发展的理解。3) 2020年湘财股份上市后收购大智慧股权成为其第二大股东，进一步增强公司在互联网方向上的竞争力。
- **益盟合作层层推进有望深至股权，以投顾为抓手打开经纪与财管新增长极。** 1) 2022年8月湘财证券与益盟股份签订战略合作协议，进行全方位、全业务领域的深度合作，合作期长达10年。双方将通过整合研究力量、信息技术资源，提升湘财证券研究业务和金融科技能力。此次合作从基础的运营合作、业务合作到最终的股权合作，层层深入由表及里有望实现1+1>2的共赢局面。2) 战略合作在带来投资咨询收入快速增长的同时，也有望打开经纪与财管业务的新增长极。

## 盈利预测与投资建议

- 采用分部估值法，1) 预测证券分部2022-2024年EPS分别为0.01/0.25/0.30元，参考可比公司调整后平均估值，我们给予分部23年44.0xPE，对应分部目标价值为309.03亿元；2) 给予实业分部23年1.0xPB，对应目标价值23.41亿元。合并目标价值为332.44亿元，对应2023年目标价11.64元，首次覆盖，给予公司买入评级。

## 风险提示

- 监管政策趋严风险；市场风险；自营投资带来业绩的高波动风险；战略合作进程/效果不及预期。

## 公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	2,637	4,571	3,949	4,598	5,334
同比增长(%)	56.3%	248.7%	-17.5%	18.8%	14.6%
营业利润(百万元)	480	713	(300)	721	892
同比增长(%)	-11.0%	48.4%	-142.0%	340.5%	23.8%
归属母公司净利润(百万元)	356	486	(329)	522	645
同比增长(%)	10.0%	36.3%	-167.8%	258.7%	23.4%
每股收益(元)	0.12	0.17	(0.12)	0.18	0.23
毛利率(%)	9.7%	1.0%	-1.1%	1.2%	0.8%
净利率(%)	13.5%	10.6%	-8.3%	11.4%	12.1%
净资产收益率(%)	3.6%	4.2%	-2.7%	4.1%	4.9%
市盈率	79.4	58.3	(86.0)	54.2	43.9
市净率	2.7	2.3	2.3	2.2	2.1

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算，毛利率为实业部分毛利率

投资评级	买入 (首次)
股价 (2023年03月09日)	9.68元
目标价格	11.64元
52周最高价/最低价	11.33/5.97元
总股本/流通A股 (万股)	285,550/113,015
A股市值 (百万元)	27,641
国家/地区	中国
行业	非银行金融
报告发布日期	2023年03月10日

## 股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-6.5	1.88	19.62	19.45
相对表现	-4.12	4.57	19.08	24.34
沪深300	-2.38	-2.69	0.54	-4.89



## 证券分析师

孙嘉虞 021-63325888\*7041  
sunjiageng@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860520080006  
香港证监会牌照：BSW114

## 目录

1. 金融科技助力转型发展，老牌券商寻求破局新解.....	5
1.1. 三十年风风雨雨，行业老马开启新篇章.....	5
1.2. 新湖系股权集中，少帅新上任彰显新发展思路.....	5
1.3. 财务分析：22年遭遇业绩“滑铁卢”，23年有望重上增长轨道.....	8
1.4. 核心看点：Fintech驱动财富管理转型，打造独特竞争力.....	10
2. 业务拆解：经纪与财管是重头戏，投顾或成出奇制胜法宝.....	13
2.1. 经纪财管：金融科技赋能财富管理，益盟合作助力业务转型.....	13
2.2. 投顾业务：田忌赛马，小众赛道或成为出奇制胜的法宝.....	15
2.3. 信用业务：快速压降股票质押，审慎控制风险.....	17
2.4. 投行业务：“精品+深耕”战略，投行业务稳健发展.....	18
2.5. 自营业务：增配固收及基金，股票仍是最大波动来源.....	19
2.6. 资管业务：规模压降持续中，主动管理转型成果显现.....	20
3. 盈利预测与投资建议.....	21
3.1. 盈利预测.....	21
3.2. 投资建议.....	24
4. 风险提示.....	24

## 图表目录

图 1：湘财证券发展历程 .....	5
图 2：公司股权架构图（截至 2023 年 2 月） .....	6
图 3：2020-2022 年前三季湘财股份营业收入 .....	8
图 4：2020-2022 年前三季湘财股份归母净利润 .....	8
图 5：2017-2022 年前三季湘财证券营业收入 .....	8
图 6：2017-2022 年前三季湘财证券归母净利润 .....	8
图 7：2017-2022 年前三季湘财证券加权 ROE 及杠杆倍数 .....	9
图 8：2020-2022Q3 湘财股份加权 ROE .....	9
图 9：湘财证券收入结构 .....	10
图 10：益盟发展历程 .....	11
图 11：指南针股票与益盟平台月活人数（万） .....	12
图 12：2017-2022 年前三季湘财证券经纪业务净收入 .....	13
图 13：2019-2022H 湘财证券代销金融产品销售金额及销售收入 .....	14
图 14：湘财智盈 APP 界面及功能展示 .....	16
图 15：2019-2022 前三季度湘财证券投资顾问业务收入 .....	17
图 16：2017-2022 前三季湘财证券利息净收入 .....	17
图 17：2017-2022Q2 湘财证券融资融券规模及市占率 .....	17
图 18：2017-2022Q3 湘财证券买入返售金融资产规模 .....	18
图 19：2017-2022H 湘财证券主承销单数及投行业务利润率 .....	18
图 20：2017-2022H 湘财证券债券承销情况 .....	18
图 21：2017-2022Q2 湘财证券股权承销情况 .....	19
图 22：2017-2021 湘财证券财务顾问业务收入及增速 .....	19
图 23：2017-2022 前三季湘财证券自营业务收入及同比增速 .....	20
图 24：2019-2022Q3 湘财证券自营资产总规模（亿元） .....	20
图 25：湘财证券投资结构(合并口径) .....	20
图 26：湘财证券投资结构(母公司口径) .....	20
图 27：2019-2022H 湘财证券资产管理分类规模 .....	21
图 28：2017-2022 前三季湘财证券资产管理业务净收入 .....	21
表 1：湘财股份高管情况 .....	7
表 2：湘财股份主要控股参股企业经营状况（2022 年上半年） .....	9
表 3：湘财股份的互联网基因 .....	11
表 4：湘财证券与益盟的合作内容 .....	13
表 5：湘财证券投资业务差异化服务体系 .....	15

表 6：湘财智盈特色模块 .....	17
表 7：湘财证券估值模型预测假设指标 .....	22
表 8：湘财股份实业部分收入分类预测 .....	22
表 9：湘财证券分类收入预测 .....	23
表 10：湘财证券可比公司估值表（2023/3/9） .....	24
表 11：湘财股份情景分析 .....	25

# 1. 金融科技助力转型发展，老牌券商寻求破局新解

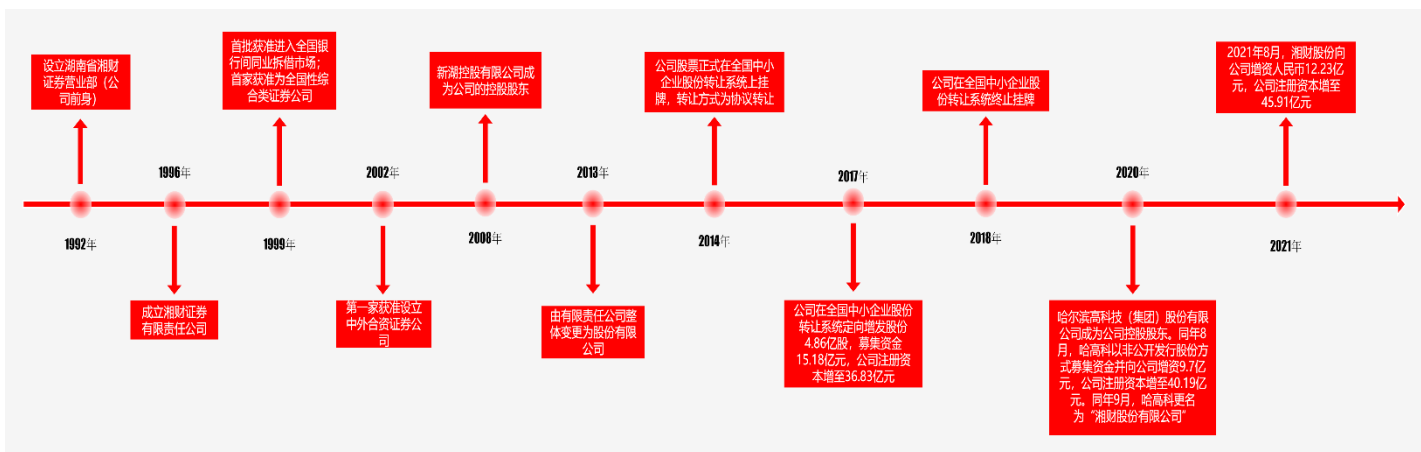
## 1.1. 三十年风风雨雨，行业老马开启新篇章

湘财证券前身是 1992 年 9 月批准设立的湖南省湘财证券营业部，1995 年 10 月改组设立为湘财证券有限责任公司。1999 年 4 月湘财证券增资扩股，注册资本由 1 亿元增至 10.02 亿元，同年 10 月，经证监会批准，成为首家全国性综合类证券公司。2002 年 4 月完成第二次增资扩股，注册资本由 10.02 亿元增至 25.15 亿元。2007 年 1 月完成第三次增资扩股，注册资本增至 29.29 亿元。2007 年 4 月完成第四次增资扩股，注册资本增至 32.69 亿元。

2008 年新湖控股有限公司出资 10 亿元成为湘财证券的控股股东，注册资本增至 42.69 亿元。2009 年 10 月实施减资暨债转股股权解决方案，注册资本由 42.69 亿元减至 29.97 亿元。2012 年 6 月完成增资扩股 2 亿元，注册资本由 29.97 亿元增至 31.97 亿元。2013 年 11 月公司组织形式正式变更为股份有限公司，更名“湘财证券股份有限公司”。2014 年 1 月湘财证券股票正式在全国中小企业股份转让系统上挂牌。2017 年 12 月公司发行股票 485,873,877 股，注册资本增至 36.83 亿元。2018 年公司在全国中小企业股份转让系统终止挂牌。

哈高科控股增资，增强湘财证券资本实力。2020 年哈尔滨高科技（集团）股份有限公司以发行股份方式收购湘财证券原 16 家股东持有的 36.73 亿股股份，正式成为湘财证券的控股股东。2020 年 8 月，哈高科以非公开发行股份方式募集资金并向公司增资 9.7 亿元，公司注册资本增至 40.19 亿元。同年 9 月，哈高科更名为“湘财股份有限公司”。2021 年 8 月，湘财股份向湘财证券增资人民币 12.23 亿元，湘财证券注册资本增至 45.91 亿元。哈高科控股增资不但完成了自身转型，也有效增强了湘财证券的资本实力。

图 1：湘财证券发展历程



数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 1.2. 新湖系股权集中，少帅新上任彰显新发展思路

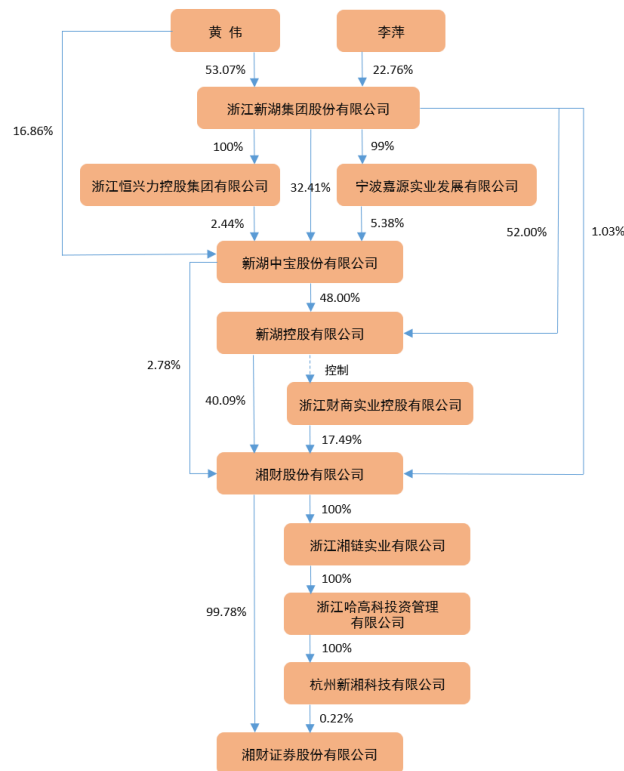
新湖系血统纯正，股权结构相对集中。截至 2022 第三季度，新湖控股有限公司持有公司 40.13% 股权，为公司第一大股东，新湖中宝股份有限公司持股 2.79%，浙江新湖集团股份有限公

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

司持股 2.03%，公司前五大股东合计持股 74.59%。值得注意的是作为控股股东之一的新湖集团，因经营发展需要拟自 2022 年 11 月 29 日起 15 个交易日后的 6 个月内以集中竞价方式减持公司股份，减持数量不超过公司股份总数的 2%。

**换帅彰显新发展思路。**2022 年 7 月周乐峰担任湘财证券总裁，新任总裁也是湘财老将，自 2001 年至今皆任职于湘财证券，曾担任该公司经纪总部总经理、基金托管部总经理、金融衍生品部总经理、信用交易部总经理、网络金融部总经理、上海经纪业务管理分公司总经理、公司总裁助理、公司副总裁等职务，亲自筹建了湘财证券陆家嘴营业部，截至 2022 年 6 月底，陆家嘴营业部约有客户 65 万，托管资产约 250 亿，其业务能力可见一斑，更为重要的是其对互联网证券和金融科技业务有着自己的深刻理解，且目前与益盟股份的战略合作也由总裁周乐峰负责，此次换将也充分展现了公司对于金融科技业务的重视。

图 2：公司股权架构图（截至 2023 年 2 月）



数据来源：公司官网，东方证券研究所

**高管团队专业经验丰富，复合背景为公司发展保驾护航。**湘财股份组建了一支经验丰富、开拓进取的管理层团队，公司董事长史建明先生此前就职于浙商银行，从基层科员开始，历任支行副行长、支行行长，总行部门副总经理、总经理，工作经验丰富、进取心强。其他核心班子成员曾分别就职于保险公司、外企、高校以及国有银行等，任职经验丰富，且普遍对金融行业有着深刻认识；同时班子成员的复合背景有助于为公司的中长期稳健发展保驾护航。

**表 1：湘财股份高管情况**

姓名	职务	年龄	背景介绍
史建明	董事长	55	历任中国银行浙江省分行职员、副科长、科长，中国银行杭州开元支行副行长，浙商银行总行部门副总经理、总经理，浙商银行嘉兴分行行长，浙商银行杭州分行副行长，浙商银行义乌分行行长。现任湘财股份董事长。
蒋军	董事、总裁	47	历任中国银行湖南省分行营业部科员，中国证监会湖南监管局主任科员、副处长、处长，中国证监会江苏监管局副局长，上海鑫沅服饰有限公司总经理，浙江新湖集团股份有限公司执行副总裁。现任湘财股份董事、总裁。
许长安	董事	52	历任英大泰和人寿保险股份有限公司财务部副主任（主持工作），国网英大国际控股集团有限公司财务资产部副主任等职。现任国网英大国际控股集团有限公司财务资产部主任、中国电力财务有限公司董事、英大证券有限责任公司监事、中广核二期产业投资基金有限公司咨询委员会委员、湘财股份董事。
程海东	董事	34	历任毕马威华振会计师事务所审计部助理经理、海通证券股份有限公司中小企业融资部副总裁。现任浙江省浙商资产管理股份有限公司投资银行事业部副总经理。
程华	独立董事	44	历任财政部中国注册会计师协会高级会计师，现任职于财政部会计准则委员会、湘财股份独立董事。
周昆	独立董事	46	历任微软亚洲研究院副研究员，研究员和研究主管，现任浙江大学计算机科学与技术学院教授，浙江大学计算机辅助设计与图形学国家重点实验室主任，湘财股份独立董事。
韩灵丽	独立董事	60	历任浙江财经学院法学院副院长、院长。现任浙江财经大学教授、英洛华科技股份有限公司独立董事、江潮电机科技股份有限公司独立董事、杭州和泰机电股份有限公司独立董事、杭州若鸿文化股份有限公司独立董事。
汪勤	监事会主席	62	历任浙江省杭州市富阳县科委，中国农业银行浙江省分行计划处、办公室、人事处干部，中国农业银行浙江省分行人事处副科长、科长，中国农业银行浙江省分行综合计划处科长，中国农业银行浙江省分行综合计划处、资产负债管理处副处长、处长，中国农业银行浙江省分行营业部党委书记、总经理，中国农业银行浙江省分行党委委员、副行长，中国农业银行审计局直属分局局长，中国农业银行吉林省分行党委书记、行长，中国农业银行辽宁省分行党委书记、行长，中国农业银行审计局党委书记、局长，现任新湖集团董事、总裁，湘财股份监事会主席。
李景生	监事	57	历任湘财证券有限责任公司监事会主席等职，现任湘财证券股份有限公司监事会主席，湘财股份监事。
王锦岐	监事	58	历任哈尔滨高科技（集团）股份有限公司资产管理部副部长、资产管理部部长、投资总监。现任湘财股份投资管理部总经理、投资总监、职工代表监事。
黄海伦	董事会秘书、副总裁	36	历任摩根士丹利（中国）股权投资管理有限公司投资分析师，新湖中宝股份有限公司投资部副总经理，新湖中宝总裁助理兼投资部总经理。现任湘财股份董事会秘书、副总裁。
孙景双	财务负责人、副总裁	62	历任黑龙江省石油化工机械厂财务处长、总会计师、副厂长，哈尔滨石油化工（集团）公司财务中心主任、哈尔滨华宇化工有限公司副总经理，中国蓝星哈尔滨石化公司总经理助理兼财经办主任，哈尔滨高科技（集团）股份有限公司财务部长、总裁助理。现任湘财股份副总裁、财务负责人。

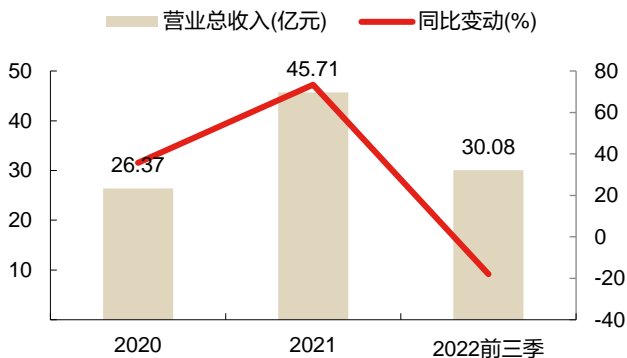
数据来源：公司公告，东方证券研究所

### 1.3. 财务分析：22 年遭遇业绩“滑铁卢”，23 年有望重上增长轨道

湘财证券业绩结束连续四年增长趋势，2022 年遭遇业绩“滑铁卢”。湘财股份 2021 年营业总收入 45.71 亿元，同比增长 73.38%；2021 年实现归母净利润 4.86 亿元，同比增长 36.33%；2022 年前三季度营业总收入 30.08 亿元，同比下降 18.02%，归母净利润-1.13 亿元同比下降 128.99%，连续三季度亏损，亏损主要原因是湘财股份有限公司母公司及黑龙江哈高科实业（集团）有限公司、哈高科大豆食品有限责任公司、浙江湘链实业有限公司，上海大智慧股份有限公司等控股、参股公司亏损导致。

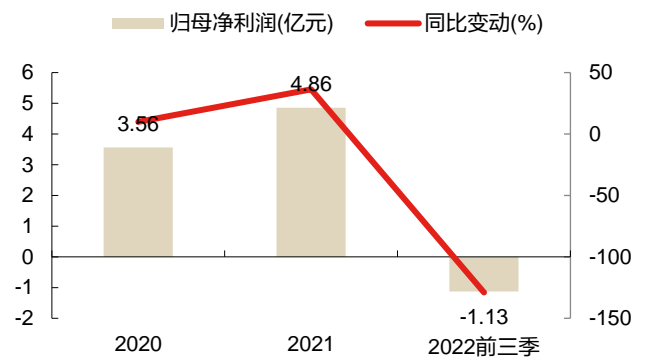
2021 年湘财证券营业收入 20.45 亿元，同比增长 29.62%，18-21 年 CAGR 达 27.40%；2021 年实现归母净利润 6.94 亿元，同比增长 43.29%，18-21 年 CAGR 达到 112.82%；2022 年前三季度营业收入 8.18 亿元，同比下降 45.42%，归母净利润 0.52 亿元，同比下降 90.31%。湘财证券净利润同期下降较大，主要系受宏观环境、新冠疫情等因素影响，国内证券市场行情波动加大，湘财证券自营业务收入及子公司收入较上年同期出现了较大幅度的下滑，导致利润下降。

图 3：2020-2022 年前三季度湘财股份营业收入



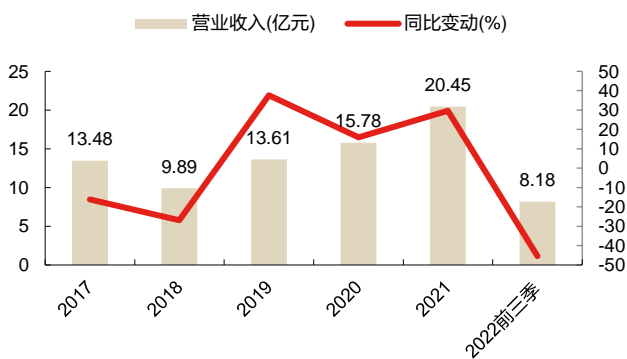
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 4：2020-2022 年前三季度湘财股份归母净利润



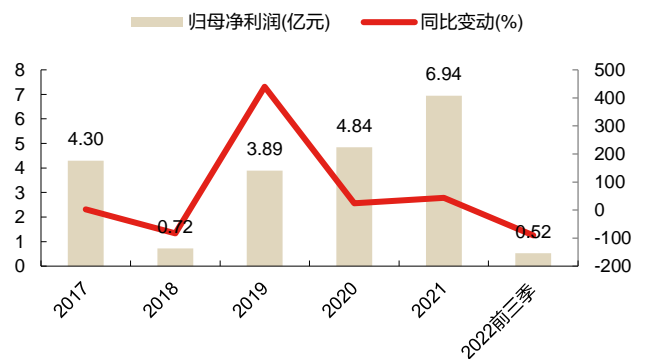
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 5：2017-2022 年前三季度湘财证券营业收入



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 6：2017-2022 年前三季度湘财证券归母净利润



数据来源：公司公告，东方证券研究所



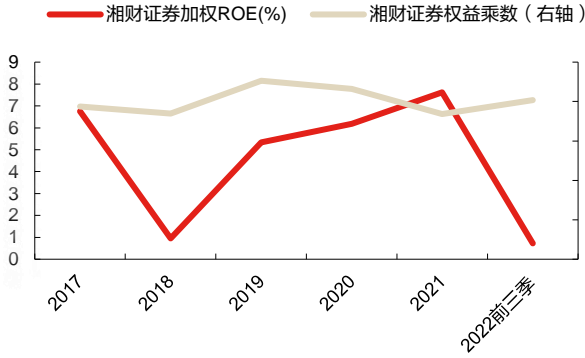
**表 2：湘财股份主要控股参股企业经营状况（2022 年上半年）**

被参控公司	主营业务	直接持股比例(%)	营业收入(万元)	净利润(万元)
湘财证券股份有限公司	证券业	99.75	52,170.45	3,597.76
上海大智慧股份有限公司	互联网金融信息服务	14.64	41,884.48	-7,205.97
哈高科大豆食品有限责任公司	大豆深加工	100.00	205.74	-385.01
浩韵控股集团有限公司	金融服务	20.00	3,683.19	-3,007.71
黑龙江哈高科实业(集团)有限公司	资本市场服务	100.00	0.00	-10.85
哈高科白天鹅药业集团有限公司	药品生产与销售	100.00	665.92	-872.53
上海益同投科技有限公司	科技推广和应用服务	25.00	0.00	-507.59
浙江湘链实业有限公司	贸易批发	100.00	98,181.87	-1,147.65
黑龙江省哈高科营养食品有限公司	营养食品销售	100.00	668.64	-51.63
哈高科绥棱二塑有限公司	防水材料生产与销售	50.47	882.06	61.05
哈尔滨高科物业管理有限公司	物业管理	100.00	940.64	64.56
上海易安飞玛生物技术有限公司	医药研发		0.00	-23.34
杭州智湘科技有限公司	科技推广和应用服务	100.00		
哈尔滨高科科技企业孵化器有限公司	科技企业孵化	100.00		
哈尔滨哈高科油脂有限责任公司	粮油加工	100.00		
浙江哈高科投资管理有限公司	投资管理	100.00		
哈尔滨高科技集团房地产开发有限公司	房地产开发处理债权债务	100.00		

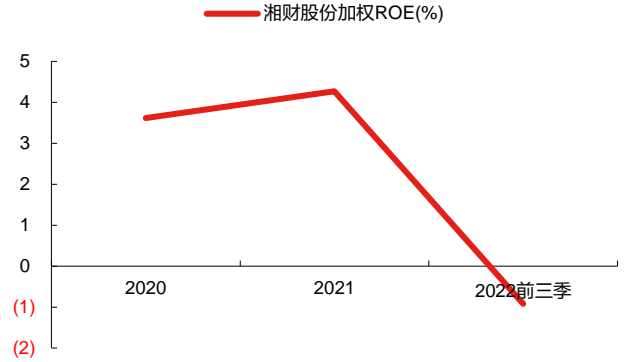
数据来源：公司公告，东方证券研究所

**2018 年以来湘财证券 ROE 基本保持上升态势，2022 年同样下滑显著。**2021 年湘财证券加权 ROE 为 7.62%，相较 2018 年增加 6.67pct；2022 年前三季度年化 ROE 仅为 0.72%，下滑显著。2021 湘财股份加权 ROE 为 4.27%，相较 2018 年增加 2.22pct，2022 年前三季度湘财股份加权 ROE-0.92%，同样出现严重下滑；湘财证券杠杆运用水平在行业中属于偏低水平，权益乘数（剔除代理买卖证券款）仅约 2 倍左右，体现出公司的轻资产模式的特征非常明显。

**图 7：2017-2022 年前三季度湘财证券加权 ROE 及杠杆倍数**
**图 8：2020-2022Q3 湘财股份加权 ROE**



数据来源: wind, 东方证券研究所

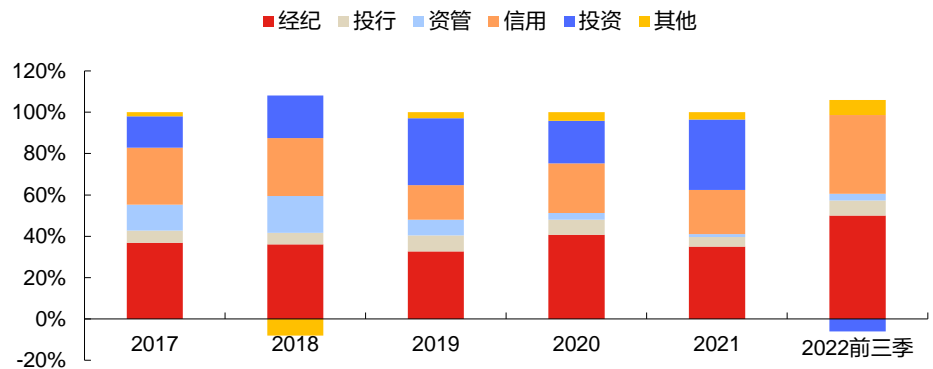


数据来源: wind, 东方证券研究所

## 1.4. 核心看点: Fintech 驱动财富管理转型, 打造独特竞争力

证券经纪业务是湘财证券的重要业务板块, 近年来公司着力推动传统经纪业务向财富管理业务转型, 以金融科技赋能财富管理业务。近年来, 湘财证券经纪业务收入比例最高, 在 36%附近波动, 2022 年前三季度经纪业务收入占总营收达到 50%。公司围绕“金融科技、财富管理双轮驱动”发展战略。对内将持续加大信息技术投入, 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, 陆续推出百宝湘、湘管家、金刚钻等一系列应用软件, 逐步打造了具有自身特色的专业交易服务品牌; 对外加深与大智慧、万得资讯、益盟股份等金融科技合作, 将自身网点、客户等资源与对方运营优势相结合, 进一步提升公司核心竞争力。

图 9: 湘财证券收入结构



数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

湘财证券互联网基因由来已久且已在互联网证券深耕多年, 与益盟合作后有望深入至股权层面。湘财证券早在 2014 年, 就与大智慧合作落地了互联网证券营业部, 陆家嘴证券营业部, 湘财证券的互联网基金可见一斑。2020 年湘财股份上市后收购大智慧股权成为其第二大股东, 进一步增强公司在互联网方向上的竞争力。2022 年 8 月 14 日, 湘财股份、湘财证券与益盟股份签订

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

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，合作期长达 10 年。且在此之前湘财证券与益盟股份的合作早在 2016-2017 年便已经展开，此次战略合作进一步加强了双方的合作力度。

**表 3：湘财股份的互联网基因**

时间	重大事件
2014 年	大智慧与湘财证券打造互联网营业部，陆家嘴营业部一年内客户数近 40 万，交易量名列全国营业部前十。
2014 年	大智慧发布公告称，拟与旗下全资子公司共同收购湘财证券 100% 股权。
2015 年 4 月	与大智慧的重组方案曾经获得证监会并购重组委的有条件通过，但大智慧涉嫌信披违规，而被监管查处。而并购事项也因“市场变化”，2016 年初取消。
2016 年	湘财证券和益盟股份开展了互联网客户服务合作。
2017 年中	湘财证券与益盟合作设立互联网营业部，上海国权北路营业部。随着合作的深入，湘财证券在互联网客户服务、转化、资产配置和财富管理上所呈现的水平和能力逐渐得到了益盟股份上下的认可，为 22 年战略合作打下了基础。
2017 年	湘财证券与万得合作设立互联网营业部，浦明路营业部。
2020 年 6 月	湘财证券借道哈高科曲线上市，哈高科更名为湘财股份。
2020 年 8 月	湘财股份发布公告称，拟发行股份购买购买大智慧 15% 股份，并表示将与大智慧将在金融科技、经纪业务、财富管理业务三方面开展相关业务合作。
2021 年 1 月	湘财股份成为大智慧的第二大股东。
2022 年 7 月 28 日	湘财证券聘任副总裁周乐峰为公司总裁。周乐峰是成立上海陆家嘴营业部的负责人，带领团队从零出发，探索互联网营业部的运营模式。
2022 年 8 月 14 日	湘财证券宣布与益盟股份签订 10 年战略合作协议

数据来源：券商中国，中国证券报，东方证券研究所

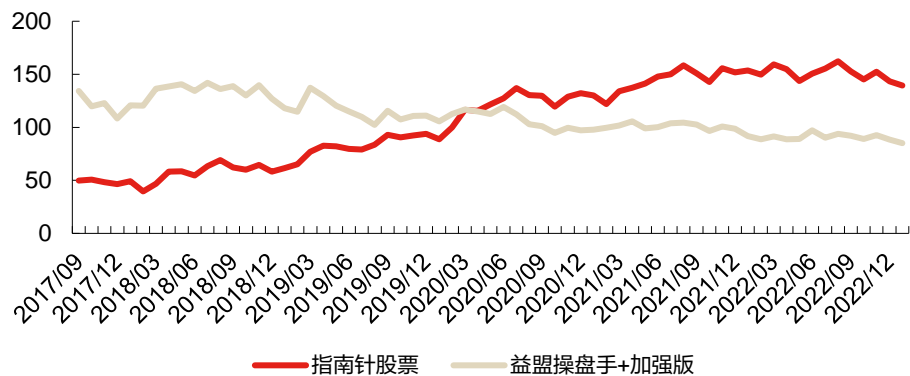
**益盟是一家互联网、软件技术和证券金融复合型企业。**公司从事主要业务是互联网金融信息及咨询服务，是一家从事软件研发与销售的科技型企业。公司为证券投资者提供证券投资解决方案，给客户提供服务 and 投资者培训体系，为不同投资方式、不同投资习惯、不同风险偏好的证券投资者提供不同的证券投资辅助决策产品。指南针是益盟在细分赛道上的直接竞争对手，只不过两者对于投资者教育的侧重有所不同，指南针更偏向技术层面与相关数据指标的分析，益盟差异化发展，是基于基本面与技术分析相结合的方式给用户提供投资者咨询与教育服务。截至 23 年 1 月，益盟与指南针的月活人数分别是 85.06 与 139.39 万人。借助于上市带来的东风，指南针的月活于 2020 年 4 月超过益盟，但是在与湘财证券战略合作之后，益盟未来仍未失去重新追赶的机会。

**图 10：益盟发展历程**



数据来源：益盟官网，东方证券研究所

图 11：指南针股票与益盟平台月活人数（万）



数据来源：Datayes，东方证券研究所

益盟股份自成立以来，一直专注于大数据分析、人工智能、云计算、金融工程等前沿技术的研究，拥有一系列自主研发的核心技术。此次合作之后，预计湘财证券将受益于 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) 将益盟股份专业投顾服务体系与湘财证券营业网点与客户资源的优势相结合，共同在投顾业务与投资者教育方面联合开发产品。3) 利用益盟股份的互联网客户运营经验积极探索基金投顾业务新模式、打造智能化资产配置平台。4) 双方将通过整合研究力量、信息技术资源，提升湘财证券研究业务和金融科技能力。此次合作从基础的运营合作、业务合作到最终的股权合作，层层深入由表及里有望实现 1+1>2 的共赢局面。

**表 4：湘财证券与益盟的合作内容**

序号	合作方式	具体内容
1	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。
2	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。
3	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。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。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。
4	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。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。
5	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。
6	股权合作	双方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：券商中国，东方证券研究所

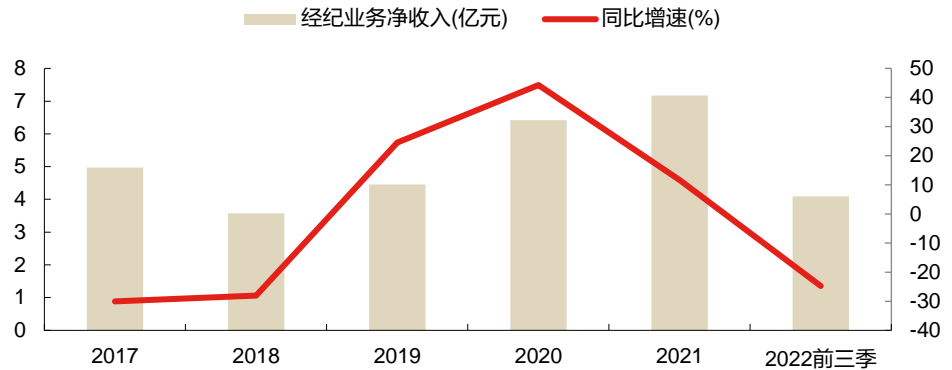
**投资顾问业务合作是湘财证券与益盟股份合作的重点内容之一，致力于实现投资咨询业务获得特色优势。**目前湘财证券投资顾问业务产品分线上与线下两类，线下为高净值客户定制产品，客单价较高，线上为标准化产品，后续会增加部分与益盟联合研发的产品。同时针对不同类型的客户，提供差异化服务，向交易型用户提供工具、资讯等服务；向产品型用户提供筛选工具。合作分阶段来看，前期将围绕现有公司客户，共同在投顾业务与投资者教育方面进行深度合作；中期加大媒体投放，长期关注业务数据及客户流量的稳定性。

## 2. 业务拆解：经纪与财管是重头戏，投顾或成出奇制胜法宝

### 2.1. 经纪财管：金融科技赋能财富管理，益盟合作助力业务转型

**2018 年以来公司经纪业务净收入持续向上，2022 年遭遇显著压力。**2021 年实现经纪业务净收入 7.17 亿元，同比增长 11.62%，18-21 年 CAGR 达到 26.17%；21 年股票基金交易量达到 2.92 万亿元，较上年增长 1.48%；全年经纪业务新增客户 24.86 万户，同比增长 4.02%。2022 年受市场行情拖累，经纪业务表现疲软，前三季度实现经纪业务收入 4.10 亿元，同比下滑 24.73%。

**图 12：2017-2022 年前三季湘财证券经纪业务净收入**

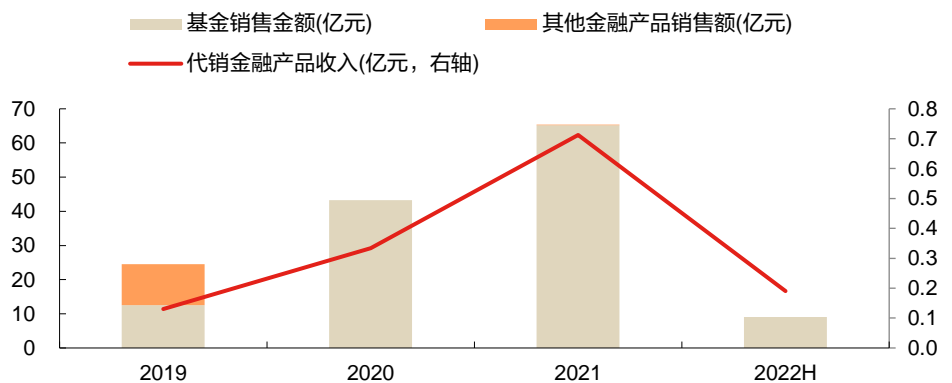


数据来源：公司公告，东方证券研究所

**湘财证券营业网点布局均衡合理，渠道优势较为明显。**证券营业部已覆盖我国华东地区、华中地区、华南地区、华北地区、西南地区、西北地区、东北地区等全国大部分地区，已经形成了以五大片区为重心的全国战略布局，且主要聚焦于我国经济发达地区，据公司 21 年年报披露，2021 年湘财证券新设了长沙银杉路证券营业部，另有四家新设证券营业部的筹建工作正在推进中，渠道布局合理、优势明显。

**财富管理业务的加速转型成为经纪业务增长的重要驱动。**公司推进财富管理战略，财富管理部门借助公募、私募头部管理人的引入、营销活动的组织全力推动财富管理业务的转型与发展。此次与益盟股份合作将益盟股份的研究评价体系与湘财证券的渠道优势、牌照优势相结合，最终实现双赢。2021 年湘财证券代销金融产品收入达 7125.20 万元，同比增长 113.72%，基金销售总金额 65.18 亿元，同比增长 50.52%，2022 年前两季度受宏观环境和股市赚钱效应恶化影响，业绩出现了明显下滑，前两季度代销金融产品收入 0.19 亿元，同比下降 46.10%，基金销售总额 9.07 亿元，同比下降 72.21%。

图 13: 2019-2022H 湘财证券代销金融产品销售金额及销售收入



数据来源：公司公告，东方证券研究所

公募基金方面，截至 2022 年 12 月 31 日，湘财证券已与 89 家公募管理人建立代销合作关系，在已合作基金管理人数量方面处于券商同业前 20 名，其中保有规模前 20 的管理人已全部合

作；非货币型公募基金时点保有规模 64 亿元，根据中国基金业协会三季度数据显示，湘财证券股票+混合型基金保有规模全市场排名第 72 名，券商同业排名第 32 名。

私募产品方面，截至 2022 年 9 月 30 日，湘财证券已与 66 家私募基金管理人建立代销合作关系，存续私募产品共计 72 只；私募产品日均保有量 25.37 亿元，较 21 年同期增长 12.23%。湘财证券代销私募基金涵盖 6 种类型策略，具体包括股票多头策略、指数增强策略、CTA 策略、债券策略、市场中性策略、混合多策略等。

**Fintech 布局、益盟合作助力业务发展。**湘财证券在金融科技领域布局较早，陆续推出百宝湘、湘管家、金刚钻等一系列应用软件，已逐步打造“湘财金刚钻”服务品牌并形成特色鲜明的交易服务体系，涵盖引入、运营、退出的全生命周期管理；2022 年 8 月与益盟股份签订《战略合作协议》，合作内容主要包括客户运营合作、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，最后双方将可能达成股权合作，合作由表及里，环环相扣，从外围客户导流到研究业务合作、共设研究机构，最终达成股权合作，可见双方均对此次合作寄予厚望。投资顾问业务合作是目前湘财证券与益盟股份合作的重要内容，此方面两者合作第一个项目是湘财 OEM 软件的联合开发，软件内部嵌入益盟股份的指标、算法及策略工具，用户可以免费下载软件体验，部分功能需付费购买。

**小众赛道上联合互联网平台，发力轻资产业务。**目前大型券商将核心精力集中于重资产业务，以湘财证券为代表的中小券商资本金相对大型券商较少，经纪业务体量也和大型券商存在巨大差距，无法在传统业务与大型券商直接竞争。所以另辟蹊径、出奇制胜便成了中小券商的选择，着力发展投顾等轻资本 C 端业务。以益盟股份为代表的互联网平台虽然有自身的基金研究评价体系，但缺少基金代销牌照，无法将方法论变现，故与湘财证券等中小券商联合变成成为最优解，湘财证券也可借助平台基础获客，并在投顾这一小众赛道上获得优势，实现双赢。

## 2.2. 投顾业务：田忌赛马，小众赛道或成为出奇制胜的法宝

投顾业务是湘财证券近年来发展着力点之一，2022 年湘财证券投顾产品与服务内容不断丰富，推出了条件单与湘财智盈投资工具，针对不同类型客户提供差异化服务内容。利用湘管家平台构建财富管理客户分类画像，再以自身资源禀赋尽可能满足不同投资人群、不同人生阶段的财富管理需求。面向零售客户，新增自研资讯产品、自研投资工具、自研股票组合产品，全方位提高了零售客户的资讯质量和投资体验；面向个人高净值客户，新增投研研究、资产配置、工具及数据服务，进一步满足了高净值人群的全生命周期的财富管理需求。面向机构客户，新增了定制投研、综合金融服务内容，创新性解锁了专业投资者的更多服务场景。

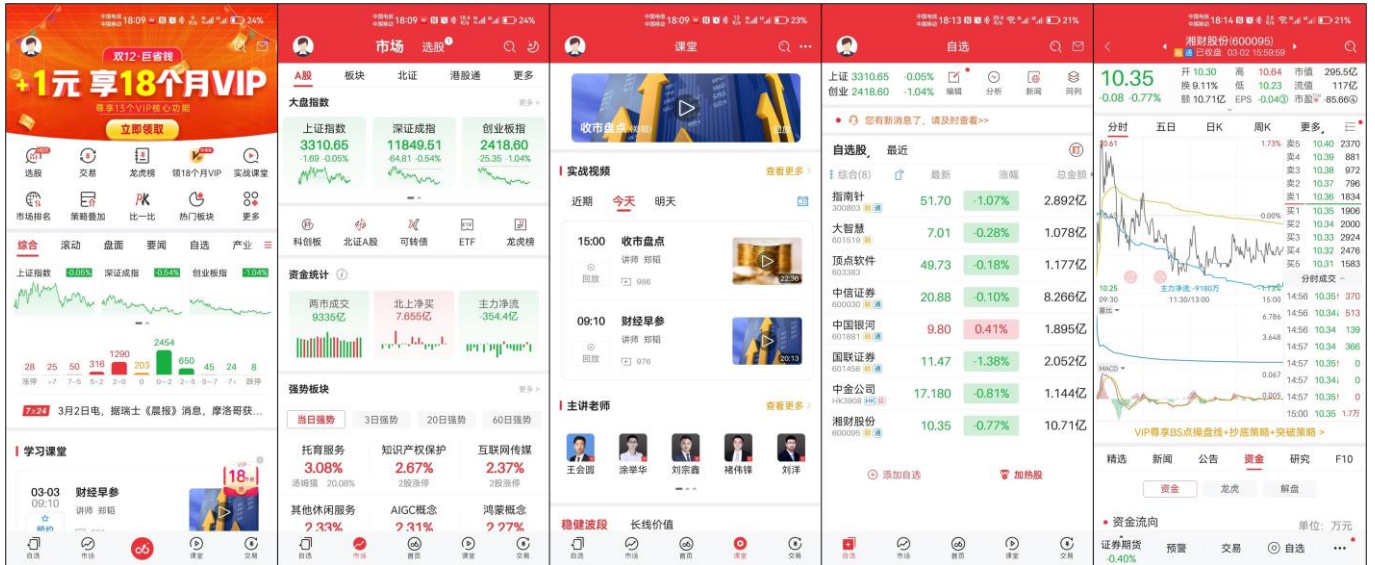
**表 5：湘财证券投顾业务差异化服务体系**

客户类型	差异化服务内容
零售客户	自研资讯产品、自研投资工具、自研股票组合产品等
个人高净值客户	投研研究、资产配置、工具及数据服务等
企业客户	定制投研、综合金融服务内容等

数据来源：公司公告，东方证券研究所

投资顾问业务是湘财证券和益盟股份合作的重要组成部分，双方达成战略合作后率先围绕投资顾问业务展开合作。2022年12月发布的湘财智盈便是湘财证券与益盟战略合作，聚焦投资顾问业务的率先探索，围绕着构建盈利体系、铸造投顾能力两大维度，湘财智盈成为赋能投顾业务数字化转型的重要抓手。

图 14：湘财智盈 APP 界面及功能展示



数据来源：湘财智盈 app，东方证券研究所

对于投资者而言，湘财智盈有利于构建投资者盈利体系。通过优质投顾服务，为个人投资者提供选股策略指导、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。湘财智盈也内嵌了多种技术面指标如“经典决策”“有效买点”以及及时捕捉拐点、中继、压力突破等技术形态；“最强基本面”可以为投资者筛选出好公司好股票；“黄金战法”则可以满足投资者不同的博弈需求。

对于湘财证券而言，湘财智盈有利于铸造湘财证券投顾能力。通过湘财智盈，湘财证券可以发挥其金融科技优势，做好客户的服务和陪伴工作，同时借助益盟股份在证券信息服务领域的专业实力，从投教业务进一步延伸至财富管理、资产配置等等综合性服务，提升湘财证券投顾服务的综合能力。

经过深度研发打磨，湘财智盈拥有课程、工具、服务“三位一体”的专业服务体系。课程内容包括专家在线直播、实时解读市场策略、智慧教育三类课程等，帮助投资者提升市场认知与实战操作能力；工具层面基于自身金融科技的深厚基础以及益盟股份在证券信息服务领域的积累，涵盖多项技术面及基本面指标，核心功能是操盘线 BS 点，叠加辅助指标，提供多种优选策略，解决择股择时的难题；服务方面湘财证券打造了双重投顾服务体系，基础部分是投资顾问在线对话，帮助投资者答疑解惑，进阶部分是成长顾问 1 对 1 在线服务，通过陪伴式服务为投资者提供更好的投资体验。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

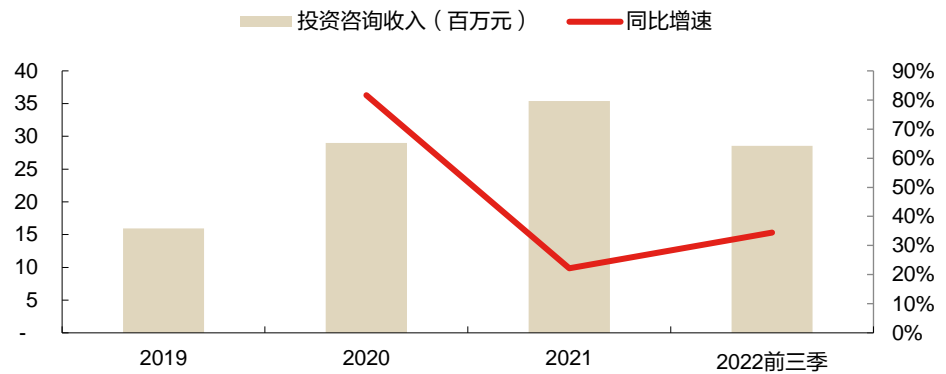


**表 6：湘财智盈特色模块**

1.BS 操盘线	告别决策困难买卖机会自动提示，下跌风险预先警示
2.策略选股	3 分钟优选好股，多维度策略股池，轻松应对各类行情
3.K 线分析	股市实战神器，指数善加统计，技术面分析利器
4.个股 3 分钟	选股更简单，快速掌握公司基本面，辅助买卖决策
5.天眼盯盘	聚焦风门主题，分时段直播解盘，聚焦热点机会

数据来源：湘财智盈 APP，东方证券研究所

湘财证券投顾业务加速增长。截至 2022 年三季度投顾业务累计签约 5267 人次，累计签约资产 38.40 亿元；2022 年前三季度投资咨询收入为 2855.76 万元，同比增长 34.43%，业务收入加速增长表明公司对于投顾业务的正确战略预判与合理布局。

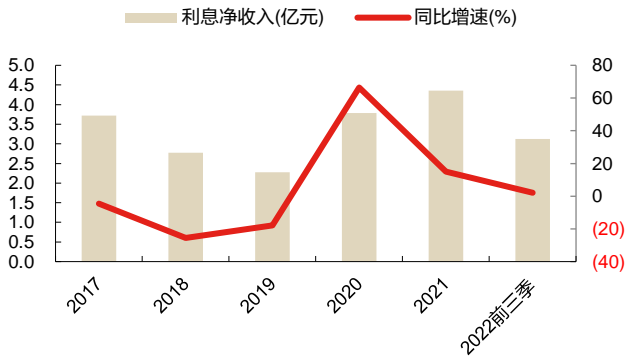
**图 15：2019-2022 前三季度湘财证券投资顾问业务收入**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

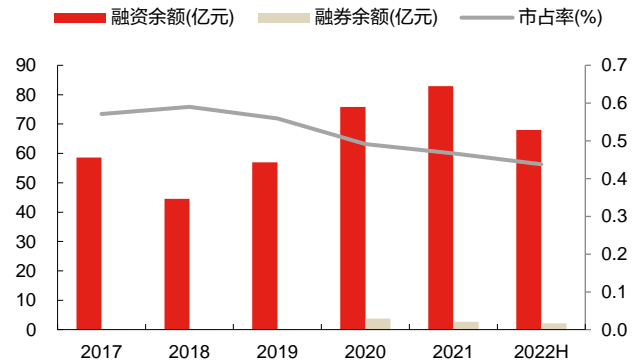
### 2.3. 信用业务：快速压降股票质押，审慎控制风险

**利息收入逐步提升，两融业务稳健发展。**2021 年湘财证券利息净收入 4.35 亿元，同比上升 14.99%，2022 年前三季度利息净收入 3.12 亿元，同比增加 2.06%，信用业务收入稳中有升。2021 年公司两融余额 85.51 亿元，市占率 0.47%，18-21 年两融余额 CAGR24.25%，总体规模保持较快增长。信用业务是湘财证券营收的重要组成部分，坚持稳健发展经营策略，得益于良好的风险管理措施，2021 年全年信用业务没有出现客户融资融券资不抵债或股票质押违约的情况。

**图 16：2017-2022 前三季度湘财证券利息净收入**
**图 17：2017-2022Q2 湘财证券融资融券规模及市占率**



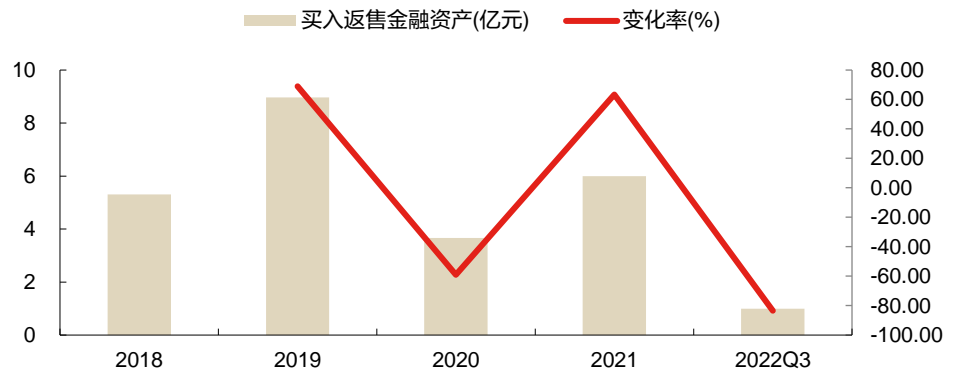
数据来源：公司公告，东方证券研究所



数据来源：公司公告，东方证券研究所

截至 2022Q3 湘财证券买入返售金融资产规模 0.99 亿元，表外股票质押式回购业务规模 0 万元，总体规模较小、风险可控。

图 18: 2017-2022Q3 湘财证券买入返售金融资产规模



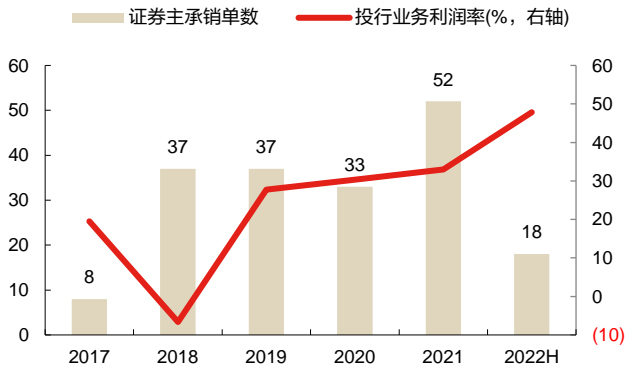
数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 2.4. 投行业务：“精品+深耕”战略，投行业务稳健发展

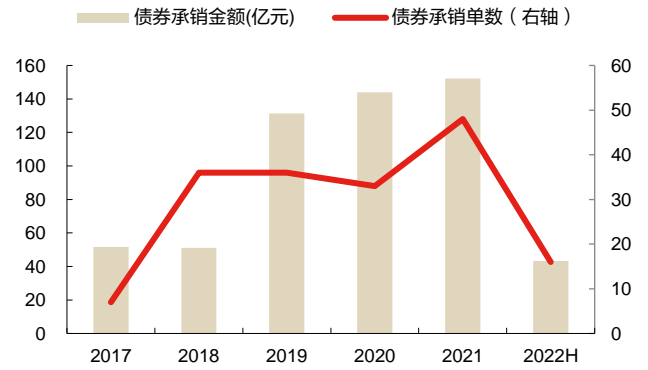
**精品投行初见成效，利润率稳步提升。**湘财证券投行业务围绕“精品+深耕”战略，2021 年投行业务净收入 0.94 亿元，同比下降 18.15%，投行业务部人数 80 人，相比 2017 年的 103 人下降 22.33%，投行业务规模略有回落，但利润率不断提升，2022 年前两季度公司共完成证券主承销 18 次，投行业务利润率 47.84%，相较 2021 年末上涨 14.85pct，说明投行业务盈利能力不断提升，降本增效打造精品投行。

图 19: 2017-2022H 湘财证券主承销单数及投行业务利润率

图 20: 2017-2022H 湘财证券债券承销情况



数据来源: Wind, 东方证券研究所

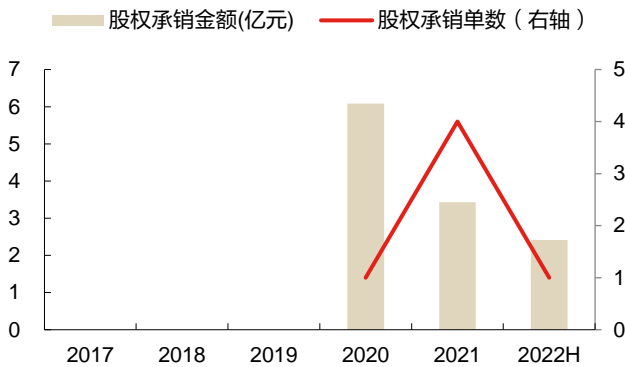


数据来源: Wind, 东方证券研究所

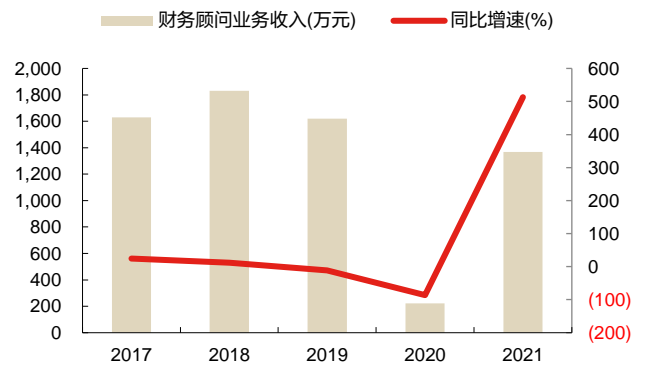
**不断发挥客户粘性优势,固收投行业务进步明显。**面对激烈的市场竞争,固收业务不断发挥客户粘性优势,同时紧抓政策机遇,助力疫情防控和疫区企业的融资需求。2021年湘财证券合计承销金额 155.64 亿元,承销金额较上年增长 3.71%,其中固收类投行业务发挥主力作用,2021年债券承销金额 152.21 亿元,占总承销金额 97.80%,其中承销 39 单公司债,金额合计 126.94 亿元,5 单企业债,金额达到 19.4 亿元,同时承销 4 单 ABS,金额共计 5.87 亿元。2021 年财务顾问业务显著回暖,收入达到 1367 万元,同比增长 513%。

图 21: 2017-2022Q2 湘财证券股权承销情况

图 22: 2017-2021 湘财证券财务顾问业务收入及增速



数据来源: 公司公告, 东方证券研究所



数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

**专注新三板,备战北交所。**公司投行业务专注于新三板与北交所,2021年在新三板完成了 2 家挂牌公司非公开发行业务。在持续督导领域积极开展数字化和系统化探索,并对持续督导业务系进行了选型和测试,为督导业务的开展做了充分的准备工作,未来仍将继续备战北交所上市业务。

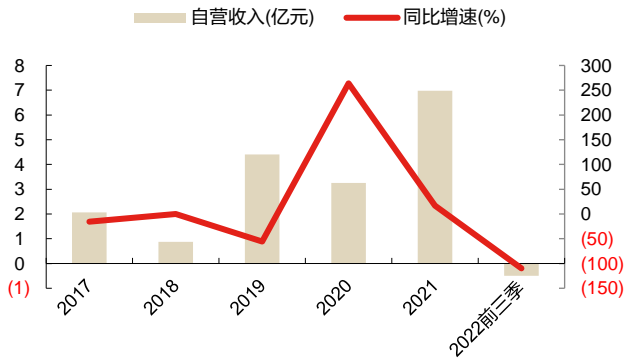
## 2.5. 自营业务: 增配固收及基金, 股票仍是最大波动来源

**自营资产规模整体保持稳定,但自营收入波动较大。**近年来,公司自营资产总规模整体保持稳定,处于 65-85 亿元区间,2022 年由于两融业务规模收缩致使资金回笼等原因,公司可投资产

有关分析师的申明,见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分,或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

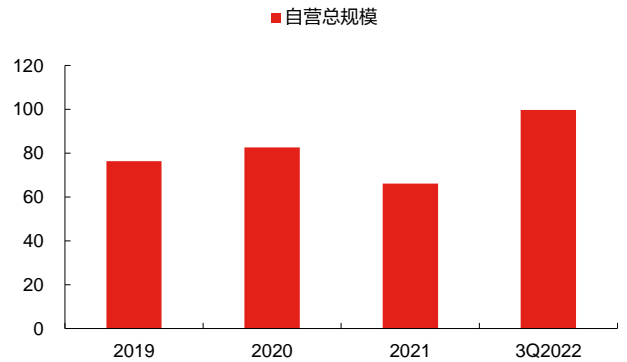
增多，一度突破 110 亿元，但多投资于货币基金。整体来看，公司和其他中小券商相仿，自营投资多以方向性投资为主，尤其是股票的多头仓位，致使收入呈现较高的波动性。

图 23：2017-2022 前三季湘财证券自营业务收入及同比增速



数据来源：公司公告，东方证券研究所

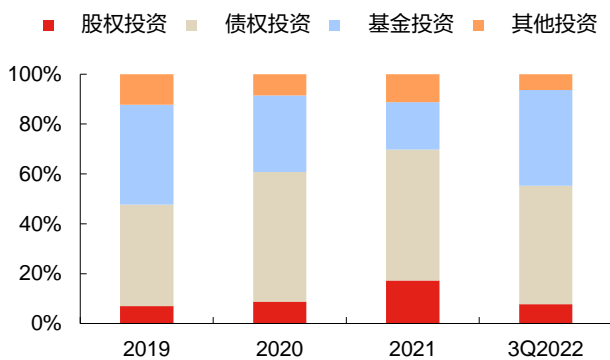
图 24：2019-2022Q3 湘财证券自营资产总规模（亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

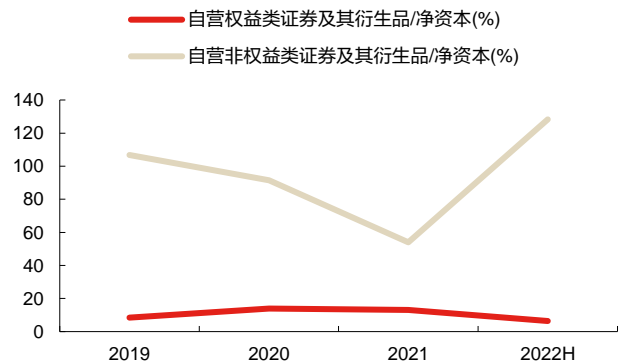
**固收及货币基金仍是增配的重点品种，谨慎控制股票仓位。**从自营投资结构来看，湘财证券以债权类投资为主，截至 2022Q3，合并口径下债权投资占比 47%，基金投资（多为货币型基金）占比 38%；从母公司口径来看自营非权益类证券及证券衍生品/净资本比率有较大提升。对于湘财证券来说，谨慎控制股票多头仓位、严把风险关仍是重中之重。

图 25：湘财证券投资结构(合并口径)



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 26：湘财证券投资结构(母公司口径)



数据来源：公司公告，东方证券研究所

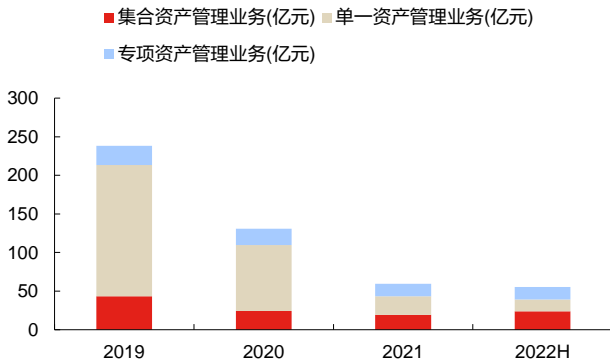
## 2.6. 资管业务：规模压降持续中，主动管理转型成果显现

**资管规模仍在持续压降，但是主动管理转型成果显现。**受资管新规影响，2019 年以来，湘财证券资管规模持续下降，主要原因是单一资产管理业务规模的快速下降，2022Q2 末湘财证券单一资产管理业务 15.48 亿元，较 21 年末下降 36.27%，2022Q2 末资管规模总体较 21 年末下降 7.17%；相比之下，集合资产管理规模上升较快，较 2021 年末增长 23.89%，规模达到 23.68 亿元。受益于转型成果，公司 2022 年前三季度资产管理业务净收入 0.26 亿元，同比增加 11.62%，扭

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

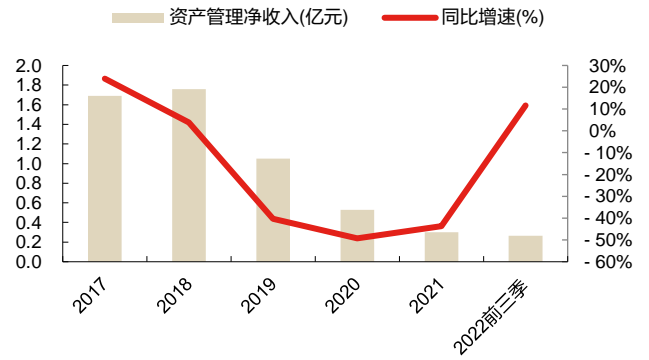
转了近年来资管业务收入的下降趋势。基金管理收入则持续保持增长态势，2022H 实现 0.15 亿元。

图 27：2019-2022H 湘财证券资产管理分类规模



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 28：2017-2022 前三季湘财证券资产管理业务净收入



数据来源：公司公告，东方证券研究所

**完善产品线，开发机构客户。**湘财证券逐步提升主动管理能力，积极适应资管新规要求，努力构建适合自身资源禀赋的资管业务新模式，资管分公司持续升级、优化私募 FOF 投资体系，已形成了以目标策略为核心、适合不同风险偏好的 FOF 产品线。同时大力发展机构业务，截至 2022H，公司资产管理业务共有机客户 47 家，合计受托资金 31.65 亿元，占总受托金额 57.36%。

## 3. 盈利预测与投资建议

### 3.1. 盈利预测

我们对公司 2022-2024 年盈利预测做如下核心指标的假设：

- 1) 考虑到 A 股市场有望于 23 年开始逐渐开启修复行情，成交额与市值均有望持续上行，因此我们假设 2022-2024 年两市日均股基成交额增速分别为 -9.99%/6.49%/19.18%，2022-2024 年 A 股市值增速分别为 -13.98%/15.43%/14.85%，2022-2024 年 A 股市值/GDP 分别为 65.11%/70.11%/75.11%；
- 2) 投行市场也有望于 23 年开始显著升温，我们假设 2022-2024 年公司债承销规模/GDP 分别为 4.00%/4.50%/4.73%；
- 3) 考虑到湘财智盈有望对湘财证券经纪与两融业务带来正向贡献，我们假设 2022-2024 年湘财证券股基成交额市占率分别为 0.49%/0.51%/0.53%，湘财证券两融余额市占率分别为 0.42%/0.48%/0.50%；
- 4) 我们假设 2022-2024 年公司应付债券增长率分别为 65.04%/15.00%/20.00%；
- 5) 在经历了 2022 年自营资产结构的显著调整（具体表现为股票减仓，债券与货币基金大增）之后，我们预计未来几年公司自营资产结构保持稳定，我们假设 2022-2024 年权益

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

资产规模增长率分别为-30%/13%/13%，债券资产规模增长率分别为 34%/15%/13%，基金资产规模增长率分别为 196%/15%/13%。

- 6) 我们假设 23-24 年经济复苏阶段贸易业务仍将保持收入方面的增长趋势，但是毛利率极低，对利润影响有限；我们假设物业管理板块将保持温和增长态势，但食品加工和防水卷材业务将持续收缩。

**表 7：湘财证券估值模型预测假设指标**

市场假设	2021	2022E	2023E	2024E
%日均成交额增速	25.33%	-9.99%	6.49%	19.18%
%市值增速	14.91%	-13.98%	15.43%	14.85%
市值/GDP	80.10%	65.11%	70.11%	75.11%
换手率	3.23	2.91	3.12	3.23
两融/市值	2.00%	1.95%	1.95%	2.00%
公司债/GDP	5.25%	4.00%	4.50%	4.73%
公司假设	2021	2022E	2023E	2024E
成交量市占率	0.53%	0.49%	0.51%	0.53%
佣金率(‰)	0.245	0.239	0.229	0.224
两融市占率	0.47%	0.42%	0.48%	0.50%
%客户资金存款/代理买卖证券款	80.60%	76.50%	75.00%	72.50%
%买入返售金融资产/货币资金	5.44%	1.10%	0.80%	0.60%
%卖出回购金融资产/货币资金	7.31%	25.81%	26.50%	25.95%
%融出资金/两融规模	98.06%	101.00%	101.00%	101.00%
%应付债券增长率	17.67%	65.04%	15.00%	20.00%
%两融利率	6.87%	6.90%	6.96%	6.96%
%权益投资增长率	57%	-30%	13%	13%
%债权投资增长率	-19%	34%	15%	13%
%基金投资增长率	-50%	196%	15%	13%
%其他投资增长率	6%	-15%	13%	13%

数据来源：Wind，东方证券研究所

根据以上的核心假设，我们对湘财股份实业部分营业收入的分部收入预测结果如下：

**表 8：湘财股份实业部分收入分类预测**

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>贸易</b>					
销售收入（百万元）	604.5	2,442.5	2,018.9	2,422.7	2,786.1
增长率		304.0%	-17.3%	20.0%	15.0%
毛利率	3.3%	-0.2%	-2.0%	0.4%	0.2%
<b>物业管理</b>					
销售收入（百万元）	23.0	25.3	31.6	37.9	43.6
增长率		10.1%	24.8%	20.0%	15.0%
毛利率	30.8%	24.4%	14.3%	23.2%	20.6%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

<b>大豆深加工</b>					
销售收入（百万元）	39.0	27.1	13.7	10.3	9.2
增长率		-30.5%	-49.6%	-25.0%	-10.0%
毛利率	25.7%	20.4%	9.7%	18.6%	16.3%
<b>防水卷材业务</b>					
销售收入（百万元）	30.4	27.6	18.5	13.9	12.5
增长率		-9.2%	-32.9%	-25.0%	-10.0%
毛利率	42.0%	39.3%	33.4%	38.2%	37.0%
<b>其他业务</b>					
销售收入（百万元）	29.3	23.7	13.3	10.0	9.0
增长率		-19.0%	-43.8%	-25.0%	-10.0%
毛利率	64.9%	35.7%	14.4%	38.3%	29.5%
<b>证券业务</b>					
销售收入（百万元）	4.7	2.1	6.9	4.6	4.5
增长率		-55.8%	236.0%	-34.3%	-0.8%
毛利率	54.8%	0.1%	33.5%	29.4%	21.0%
<b>合计</b>	<b>730.9</b>	<b>2,548.3</b>	<b>2,102.9</b>	<b>2,499.3</b>	<b>2,864.9</b>
增长率		<b>248.7%</b>	<b>-17.5%</b>	<b>18.8%</b>	<b>14.6%</b>
<b>综合毛利率</b>	<b>9.7%</b>	<b>1.0%</b>	<b>-1.1%</b>	<b>1.2%</b>	<b>0.8%</b>

数据来源：Wind，东方证券研究所

同时我们对湘财证券的营业收入的分类收入预测结果如下：

**表 9：湘财证券分类收入预测**

	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经纪业务收入</b>	<b>716.96</b>	<b>581.76</b>	<b>686.99</b>	<b>832.20</b>
同比增速	11.62%	-18.86%	18.09%	21.14%
营收占比	35.06%	54.30%	33.72%	34.81%
<b>投行业务收入</b>	<b>93.74</b>	<b>79.80</b>	<b>108.20</b>	<b>107.77</b>
同比增速	-18.05%	-14.87%	35.60%	-0.40%
营收占比	4.58%	7.45%	5.31%	4.51%
<b>资管业务收入</b>	<b>53.34</b>	<b>66.05</b>	<b>75.63</b>	<b>89.71</b>
同比增速	-26.07%	23.84%	14.50%	18.62%
营收占比	2.61%	6.17%	3.71%	3.75%
<b>信用业务收入</b>	<b>435.16</b>	<b>444.26</b>	<b>450.84</b>	<b>492.99</b>
同比增速	14.99%	2.09%	1.48%	9.35%
营收占比	21.28%	41.47%	22.13%	20.62%
<b>自营业务收入</b>	<b>700.18</b>	<b>(161.51)</b>	<b>629.47</b>	<b>737.64</b>
同比增速	115.30%	-123.07%	NA	17.18%
营收占比	34.24%	-15.08%	30.89%	30.85%
<b>投资咨询等其他手续费收入</b>	<b>42.22</b>	<b>58.84</b>	<b>88.26</b>	<b>132.39</b>
同比增速	27.89%	39.36%	50.00%	50.00%
营收占比	2.06%	5.49%	4.33%	5.54%
<b>其他业务收入</b>	<b>3.28</b>	<b>2.13</b>	<b>(1.84)</b>	<b>(1.92)</b>

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

同比增速	-72.79%	-34.93%	-186.06%	4%
营收占比	0.16%	0.20%	-0.09%	-0.08%
营业收入	<b>2044.88</b>	<b>1071.33</b>	<b>2037.55</b>	<b>2390.78</b>

数据来源：公司公告，东方证券研究所 注：此处营收占比为占湘财证券营收比重

## 3.2. 投资建议

由于湘财股份（以下简称公司）有多个业务分部，整体可以划分为证券分部与实业分部，因此我们将采用分部估值法：

1) 证券分部：湘财证券作为一家有特色的中小券商，主打经纪、投顾等财富管理轻资产业务，尤其考虑到与益盟的战略合作将打开投顾业务乃至经纪业务的第二增长极，因此我们对证券分部采用可比公司估值法，参考指标为市盈率。我们预测湘财证券 2022-2024 年 EPS（分母为湘财股份股本数量）分别为 0.01/0.25/0.30 元。由于公司未来将主打“炒股软件+线上投顾”的模式，以期打开投资咨询业务乃至经纪业务的增长空间，因此我们选取 A 股中具有相似经营理念与模式的华林证券、指南针、财富趋势、同花顺等互联网科技型券商或炒股软件运营商以及同样拥有“困境反转”逻辑的中小券商天风证券作为可比公司，其 2023 年调整后平均 PE 为 44.00x（剔除最高值与最低值）。参考可比公司调整后平均估值，我们给予分部 2023 年 44.00xPE，对应证券分部目标价值为 309.03 亿元。

表 10：湘财证券可比公司估值表（2023/3/9）

股票代码	可比公司	最新价格 (元)	每股收益(元)				市盈率 PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
002945	华林证券	14.25	0.18	0.19	0.23	0.26	79.52	73.83	61.45	54.18
300803	指南针	49.31	0.43	0.83	1.29	1.83	113.91	59.67	38.34	26.90
688318	财富趋势	122.10	3.02	1.55	3.67	4.44	40.46	78.77	33.26	27.51
300033	同花顺	116.66	3.56	3.15	4.14	5.09	32.81	37.08	28.19	22.93
601162	天风证券	2.97	0.07	0.04	0.05	0.07	43.87	81.15	60.74	42.61
	<b>调整后平均</b>						<b>55.00</b>	<b>71.00</b>	<b>44.00</b>	<b>32.00</b>

数据来源：Wind，东方证券研究所

2) 实业分部：由于多个实业分部利润贡献度日趋边缘化，且并非公司未来发展的重点，同时实业分部业绩波动太大，因此我们给予实业分部整体 2023 年 1.00xPB，对应实业分部目标价值 23.41 亿元。

合并证券及实业分部之后的 2023 年目标价值为 332.44 亿元，对应 2023 年目标价 11.64 元，首次覆盖，给予公司买入评级。

## 4. 风险提示

- 1) **监管及政策趋严**：公司所处行业与金融行业、实体经济紧密相关，经营可能受到宏观经济政策、行业监管机构政策的影响；

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



- 2) **市场风险：**公司所处证券行业为高 Beta 属性行业，容易受 A 股市场大幅波动的影响；
- 3) **自营投资风险：**公司自营资产多为方向性仓位，尤其是股票持仓极易带来投资净收益/公允价值变动损益乃至业绩的大幅波动；
- 4) **战略合作进程/效果不及预期：**湘财智盈获客与营收不及预期，与益盟的深层次股权合作进展不及预期。

我们对日均成交额增速、股票投资收益率等指标进行敏感性测试，在悲观、中性及乐观假设的情景下，公司业绩的表现如下：

**表 11：湘财股份情景分析**

	悲观			中性				乐观		
	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
%日均成交额增速	-9.99%	4.49%	9.18%	25.33%	-9.99%	6.49%	19.18%	-9.99%	8.49%	21.18%
两融余额/市值	1.95%	1.90%	1.95%	2.00%	1.95%	1.95%	2.00%	1.95%	2.00%	2.05%
成交量市占率	0.49%	0.49%	0.51%	0.53%	0.49%	0.51%	0.53%	0.49%	0.53%	0.55%
自营收入(百万元)	(171.51)	377.68	590.11	700.18	(161.51)	629.47	737.64	(156.51)	755.36	885.16
营业收入(百万元)	3949.12	4536.13	5172.47	4571.42	3949.12	4598.15	5333.61	3949.12	4659.23	5428.20
归母净利润(百万元)	(339.99)	303.72	444.64	485.75	(329.08)	522.70	645.17	(323.63)	650.11	807.86
归母净利润较中性变化	NA	-41.89%	-31.08%					NA	24.37%	25.22%

数据来源：Wind，东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	10,408	11,490	10,204	12,680	15,124	营业总收入	2,637	4,571	3,949	4,598	5,334
应收票据、账款及款项融资	96	338	960	1,141	1,308	营业成本	660	2,522	2,127	2,470	2,841
预付账款	57	209	156	197	224	营业税金及附加	29	20	15	19	21
存货	18	19	18	19	23	销售费用	31	18	16	18	21
其他	18,507	18,424	15,835	18,367	19,694	管理费用及研发费用	983	1,187	1,141	1,191	1,342
<b>流动资产合计</b>	<b>29,085</b>	<b>30,481</b>	<b>27,174</b>	<b>32,405</b>	<b>36,374</b>	财务费用	8	147	173	121	140
长期股权投资	95	2,601	2,594	2,598	2,596	资产、信用减值损失	37	(6)	4	0	1
固定资产	411	404	354	295	236	公允价值变动收益	(97)	315	(292)	283	339
在建工程	0	0	0	0	0	投资净收益	346	387	131	343	395
无形资产	63	74	70	66	61	其他	656	674	612	685	810
其他	2,015	1,708	4,437	4,818	5,203	<b>营业利润</b>	<b>480</b>	<b>713</b>	<b>(300)</b>	<b>721</b>	<b>892</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,584</b>	<b>4,787</b>	<b>7,455</b>	<b>7,776</b>	<b>8,096</b>	营业外收入	7	7	7	7	7
<b>资产总计</b>	<b>31,669</b>	<b>35,268</b>	<b>34,629</b>	<b>40,181</b>	<b>44,470</b>	营业外支出	7	7	8	7	7
短期借款	194	1,136	541	499	592	<b>利润总额</b>	<b>480</b>	<b>713</b>	<b>(301)</b>	<b>720</b>	<b>891</b>
应付票据及应付账款	111	235	156	206	222	所得税	123	225	37	192	238
其他	20,704	18,467	17,205	21,265	23,927	<b>净利润</b>	<b>357</b>	<b>488</b>	<b>(338)</b>	<b>528</b>	<b>654</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>21,008</b>	<b>19,838</b>	<b>17,902</b>	<b>21,970</b>	<b>24,742</b>	少数股东损益	1	2	(9)	6	9
长期借款	1	1	1	1	1	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>356</b>	<b>486</b>	<b>(329)</b>	<b>522</b>	<b>645</b>
应付债券	0	2,673	4,351	5,038	6,025	每股收益(元)	0.12	0.17	-0.12	0.18	0.23
其他	22	165	157	157	157						
<b>非流动负债合计</b>	<b>23</b>	<b>2,839</b>	<b>4,510</b>	<b>5,196</b>	<b>6,183</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>21,031</b>	<b>22,677</b>	<b>22,412</b>	<b>27,166</b>	<b>30,925</b>		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	38	30	21	27	36	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	2,682	2,855	2,855	2,855	2,855	营业收入	56.3%	248.7%	-17.5%	18.8%	14.6%
资本公积	5,390	6,892	6,894	6,897	6,897	营业利润	-11.0%	48.4%	-142.0%	340.5%	23.8%
留存收益	1,889	1,905	1,519	2,167	2,519	归属于母公司净利润	10.0%	36.3%	-167.8%	258.7%	23.4%
其他	638	908	928	1,069	1,238	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>10,638</b>	<b>12,591</b>	<b>12,217</b>	<b>13,015</b>	<b>13,545</b>	毛利率	9.7%	1.0%	-1.1%	1.2%	0.8%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>31,669</b>	<b>35,268</b>	<b>34,629</b>	<b>40,181</b>	<b>44,470</b>	净利率	13.5%	10.6%	-8.3%	11.4%	12.1%
						ROE	3.6%	4.2%	-2.7%	4.1%	4.9%
						ROIC	2.8%	4.1%	-0.8%	3.3%	3.7%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	66.4%	64.3%	64.7%	67.6%	69.5%
净利润	357	488	(338)	528	654	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	360	63	63	63	63	流动比率	1.38	1.54	1.52	1.48	1.47
财务费用	8	147	173	121	140	速动比率	1.38	1.54	1.52	1.47	1.47
投资损失	(346)	(387)	(131)	(343)	(395)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(1,847)	(5,330)	40	1,850	2,418	应收账款周转率	10.0	11.8	3.2	2.4	2.3
其它	1,722	4,672	1,078	(127)	(165)	存货周转率	6.1	139.5	116.7	132.4	133.4
<b>经营活动现金流</b>	<b>255</b>	<b>(349)</b>	<b>886</b>	<b>2,092</b>	<b>2,715</b>	总资产周转率	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
资本支出	(567)	(52)	(0)	(0)	(0)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	137	(2,503)	(2,699)	(400)	(389)	每股收益	0.12	0.17	-0.12	0.18	0.23
其他	86	307	(770)	(442)	(307)	每股经营现金流	0.10	-0.12	0.31	0.73	0.95
<b>投资活动现金流</b>	<b>(344)</b>	<b>(2,248)</b>	<b>(3,469)</b>	<b>(842)</b>	<b>(696)</b>	每股净资产	3.71	4.40	4.27	4.55	4.73
债权融资	(2,718)	954	2,121	1,260	766	<b>估值比率</b>					
股权融资	975	1,675	2	4	0	市盈率	79.4	58.3	-86.0	54.2	43.9
其他	2,339	108	(825)	(38)	(341)	市净率	2.7	2.3	2.3	2.2	2.1
<b>筹资活动现金流</b>	<b>596</b>	<b>2,737</b>	<b>1,298</b>	<b>1,226</b>	<b>426</b>	EV/EBITDA	18.7	17.2	-252.6	17.5	14.5
汇率变动影响	(12)	(4)	-0	-0	-0	EV/EBIT	32.5	18.4	-125.7	18.8	15.4
<b>现金净增加额</b>	<b>495</b>	<b>136</b>	<b>(1,286)</b>	<b>2,476</b>	<b>2,444</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究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。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级——由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级——根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。