

## 23 年业绩有望大幅扭转颓势，重点关注湘财智盈对投顾/经纪/两融的拉动

——湘财股份 2022 年&1Q2023 业绩点评

### 核心观点

- **2022 年湘财股份及湘财证券业绩惨淡，23 年有望大幅扭转颓势。** 1) 2022 年公司实现营业总收入 35.2 亿元，-23.1%yoy；实现归母净利润-3.3 亿元，-167.2%yoy。2) 1Q2023 实现营业总收入 5.6 亿元，-56.6%yoy；实现归母净利润 1.5 亿元，同比大幅扭亏（1Q22 为-0.6 亿元）。3) 2022 年公司旗下主要子公司湘财证券实现营业收入 10.8 亿元，-47.4%yoy，实现归母净利润 0.39 亿元，-94.4%yoy。预计在极低基数下，23 年湘财证券有望显著扭转颓势。
- **实业分部难以贡献利润，中长期或渐续剥离。** 1) 2022 年公司实现营业收入（实业部分，下同）17.7 亿元，-30.6%yoy；1Q2023 实现营业收入 1.3 亿元，-85.2%yoy；2) 2022 年及 1Q2023，实业分部毛利率分别为 1.32%与 0.73%，净利润方面持续亏损状态，考虑到实业分部难以贡献实质利润，中长期或呈现逐渐剥离态势。
- **湘财证券：22 年经纪与自营是业绩拖累主因，1Q23 业绩反转明显。** 1) 2022 年湘财证券分别实现经纪、投行、资管、资本中介、自营业务收入 5.3、0.9、0.6、4.1、-0.7 亿元，-26.0%/-5.3%/+11.6%/-5.2%/-109.6%yoy，占比分别为 49%/8%/6%/38%/-6%，其中自营占比大幅下滑 40pct。2) 不难看出，湘财证券 2022 年的业绩下滑主因即经纪与自营业务；考虑到 1Q23 市场行情同比回暖明显，预计自营业务大幅修复将带动业绩出现明显反转。
- **投顾&湘财智盈 App：23 年的主要看点。** 1) 2022 年湘财证券实现投资咨询业务收入 0.4 亿元，+12.0%；这是在市场行情疲软之下完成的。2) 22 年湘财证券股基成交额及两融余额市占率分别为 0.49%/0.42%，同比均-4bp。3) 考虑到 22 年底公司正式上线与益盟股份合作的湘财智盈 App，其投顾获客情况与单客价值挖掘将成为 23 年重点，在带来投资咨询收入大增的同时有望拉动经纪与两融业务竞争力提升。

### 盈利预测与投资建议

- 采用分部估值法，1) 维持证券分部 23-24 年 EPS 预测 0.25/0.30 元，新增 25 年预测 0.35 元，参考可比公司估值，我们维持分部 23 年 44.0xPE，对应分部目标价值为 309 亿元；2) 维持实业分部 23 年 1.0xPB，对应目标价值 26 亿元。合并目标价值为 336 亿元，对应 2023 年目标价 11.76 元，维持公司买入评级。

### 风险提示

- 监管趋严风险；市场风险；自营投资高波动风险；战略合作进程/效果不及预期。

### 公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	2,548	1,769	2,103	2,498	2,865
同比增长(%)	248.7%	-30.6%	18.8%	18.8%	14.7%
营业利润(百万元)	713	(327)	730	889	1,063
同比增长(%)	48.4%	-145.9%	323.3%	21.9%	19.5%
归属母公司净利润(百万元)	486	(326)	534	652	778
同比增长(%)	36.3%	-167.2%	263.6%	22.1%	19.5%
每股收益(元)	0.17	(0.11)	0.19	0.23	0.27
毛利率(%)	1.0%	1.3%	2.1%	1.9%	1.8%
净利率(%)	19.1%	-18.4%	25.4%	26.1%	27.2%
净资产收益率(%)	4.2%	-2.7%	4.4%	5.2%	5.8%
市盈率	49.4	(73.5)	44.9	36.8	30.8
市净率	1.9	2.0	2.0	1.9	1.7

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。

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。

投资评级	买入（维持）
股价（2023年04月28日）	8.39 元
目标价格	11.76 元
52 周最高价/最低价	11.33/6.19 元
总股本/流通 A 股（万股）	285,915/113,380
A 股市值（百万元）	23,988
国家/地区	中国
行业	非银行金融
报告发布日期	2023 年 04 月 29 日

### 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	3.05	-17.51	-8.8	38.2
相对表现	3.14	-18.25	-5.15	35.45
沪深 300	-0.09	0.74	-3.65	2.75



### 证券分析师

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

### 相关报告

联手益盟打开投顾新增增长极，行业老马期待开启逆袭之路：——湘财股份首次覆盖报告 2023-03-10

**表 1：湘财股份 2022 年&1Q2023 业绩表现概览**

单位：百万元	2021	2022	同比增速	1Q2022	1Q2023	同比增速
<b>营业总收入</b>	4,571.42	3,516.16	-23.1%	1,298.03	563.22	-56.6%
营业收入	2,548.27	1,769.48	-30.6%	848.28	125.60	-85.2%
其他类金融业务收入	2,023.14	1,746.68	-13.7%	449.74	437.63	-2.7%
<b>营业总成本</b>	4,575.19	3,607.55	-21.1%	1,260.48	608.05	-51.8%
营业成本	2,521.97	1,746.12	-30.8%	839.49	124.68	-85.1%
税金及附加	20.02	15.65	-21.8%	3.93	3.15	-19.8%
销售费用	17.77	12.41	-30.2%	3.98	1.00	-74.9%
管理费用	1,186.30	1,095.14	-7.7%	229.93	305.50	32.9%
研发费用	0.29	6.41	2075.8%	1.11	0.00	-99.8%
财务费用	147.11	122.34	-16.8%	27.20	26.01	-4.4%
其中：利息费用	138.43	113.92	-17.7%	21.98	24.79	12.8%
减：利息收入	5.20	7.20	38.4%	0.51	0.24	-52.6%
其他业务成本(金融类)	681.72	609.49	-10.6%	154.84	147.71	-4.6%
加：其他收益	8.60	8.21	-4.6%	1.81	3.29	82.1%
<b>投资净收益</b>	387.35	200.09	-48.3%	13.28	54.18	307.9%
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0.82	-13.18	-1708.1%	-8.42	42.32	N/A
<b>公允价值变动净收益</b>	315.28	-274.77	-187.2%	-109.05	188.88	N/A
<b>资产减值损失+信用减值损失</b>	6.33	-171.69	-2812.1%	-3.48	-0.11	N/A
<b>资产处置收益</b>	0.04	-0.32	-893.8%	-0.31	0.00	N/A
<b>汇兑净收益</b>	-0.77	2.92	-479.2%	-0.16	-0.52	N/A
<b>营业利润</b>	713.06	-326.95	-145.9%	-60.36	200.89	N/A
加：营业外收入	6.92	10.07	45.5%	0.17	0.86	393.7%
减：营业外支出	6.89	6.42	-6.9%	0.17	0.25	45.2%
<b>利润总额</b>	713.09	-323.30	-145.3%	-60.36	201.49	N/A
减：所得税	225.38	4.86	-97.8%	2.77	50.25	1712.0%
<b>净利润</b>	487.72	-328.17	-167.3%	-63.14	151.24	N/A
减：少数股东损益	1.96	-1.88	-195.5%	-1.04	-1.61	N/A
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	485.75	-326.29	-167.2%	-62.09	152.86	N/A
<b>每股收益：</b>						
基本每股收益	0.18	-0.11	-162.4%	-0.02	0.05	-346.5%
稀释每股收益	0.18	-0.11	-162.4%	-0.02	0.05	-346.5%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

**表 2：湘财证券 2022 年业绩概览**

单位：百万元	2021	2022	同比增速
<b>营业收入</b>	<b>2,044.88</b>	<b>1,075.95</b>	-47.4%
手续费及佣金净收入	906.26	724.82	-20.0%
经纪业务净收入	716.96	530.39	-26.0%
投行业务净收入	93.74	88.80	-5.3%
资产管理业务净收入	30.01	32.82	9.4%
基金管理业务净收入	23.33	26.68	14.3%
投资咨询业务净收入	35.40	39.66	12.0%

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。

其他手续费收入	6.82	6.47	-5.1%
利息净收入	435.16	412.37	-5.2%
投资净收益	385.56	210.14	-45.5%
公允价值变动净收益	311.41	-280.27	-190.0%
汇兑净收益	-0.77	2.92	N/A
其他业务收入	2.07	2.12	2.6%
<b>营业支出</b>	<b>1,129.58</b>	<b>1,033.87</b>	<b>-8.5%</b>
营业税金及附加	15.00	11.17	-25.6%
业务及管理费	1,113.10	1,011.83	-9.1%
资产减值损失+信用减值损失	-0.59	8.96	N/A
其他业务成本	2.06	1.91	-7.3%
<b>营业利润</b>	<b>915.31</b>	<b>42.08</b>	<b>-95.4%</b>
加：营业外收入	<b>6.70</b>	<b>7.48</b>	11.7%
减：营业外支出	<b>6.16</b>	<b>5.52</b>	-10.3%
<b>利润总额</b>	<b>915.85</b>	<b>44.04</b>	<b>-95.2%</b>
减：所得税	<b>222.12</b>	<b>4.92</b>	-97.8%
<b>净利润</b>	<b>693.73</b>	<b>39.12</b>	<b>-94.4%</b>
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>693.73</b>	<b>39.12</b>	<b>-94.4%</b>

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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	11,490	10,437	7,644	10,301	13,412	营业总收入	4,571	3,516	4,204	4,958	5,790
应收票据、账款及款项融资	338	710	843	1,002	1,149	营业成本	2,522	1,746	2,058	2,450	2,813
预付账款	209	50	141	159	173	营业税金及附加	20	16	18	21	24
存货	19	16	17	21	24	销售费用	18	12	15	17	20
其他	18,424	17,394	20,227	21,562	22,667	管理费用及研发费用	1,187	1,102	1,213	1,379	1,577
<b>流动资产合计</b>	<b>30,481</b>	<b>28,606</b>	<b>28,872</b>	<b>33,045</b>	<b>37,424</b>	财务费用	147	122	133	155	175
长期股权投资	2,601	2,433	2,517	2,475	2,496	资产、信用减值损失	(6)	172	5	7	8
固定资产	404	383	335	279	223	公允价值变动收益	315	(275)	299	356	395
在建工程	0	0	0	0	0	投资净收益	387	200	363	414	460
无形资产	74	78	73	68	63	其他	7,043	7,088	6,254	7,329	8,490
其他	1,708	3,288	4,865	5,231	5,595	<b>营业利润</b>	<b>713</b>	<b>(327)</b>	<b>730</b>	<b>889</b>	<b>1,063</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>4,787</b>	<b>6,182</b>	<b>7,791</b>	<b>8,053</b>	<b>8,377</b>	营业外收入	7	10	7	7	7
<b>资产总计</b>	<b>35,268</b>	<b>34,788</b>	<b>36,663</b>	<b>41,099</b>	<b>45,801</b>	营业外支出	7	6	6	6	6
短期借款	1,136	542	500	593	692	<b>利润总额</b>	<b>713</b>	<b>(323)</b>	<b>731</b>	<b>891</b>	<b>1,064</b>
应付票据及应付账款	235	46	40	56	60	所得税	225	5	195	236	282
其他	18,467	17,425	18,959	21,217	23,896	<b>净利润</b>	<b>488</b>	<b>(328)</b>	<b>536</b>	<b>655</b>	<b>782</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>19,838</b>	<b>18,013</b>	<b>19,499</b>	<b>21,866</b>	<b>24,648</b>	少数股东损益	2	(2)	2	3	4
长期借款	1	1	1	1	1	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>486</b>	<b>(326)</b>	<b>534</b>	<b>652</b>	<b>778</b>
应付债券	2,673	4,780	4,780	6,185	7,233	每股收益(元)	0.17	-0.11	0.19	0.23	0.27
其他	165	111	96	95	95						
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,839</b>	<b>4,892</b>	<b>4,877</b>	<b>6,281</b>	<b>7,330</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>22,677</b>	<b>22,905</b>	<b>24,376</b>	<b>28,147</b>	<b>31,977</b>		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	30	28	30	33	37	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	2,855	2,855	2,859	2,859	2,859	营业收入	248.7%	-30.6%	18.8%	18.8%	14.7%
资本公积	6,892	6,909	6,945	6,945	6,945	营业利润	48.4%	-145.9%	323.3%	21.9%	19.5%
留存收益	1,905	1,163	1,499	2,021	2,722	归属于母公司净利润	36.3%	-167.2%	263.6%	22.1%	19.5%
其他	908	929	954	1,094	1,261	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>12,591</b>	<b>11,883</b>	<b>12,287</b>	<b>12,951</b>	<b>13,824</b>	毛利率	1.0%	1.3%	2.1%	1.9%	1.8%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>35,268</b>	<b>34,788</b>	<b>36,663</b>	<b>41,099</b>	<b>45,801</b>	净利率	19.1%	-18.4%	25.4%	26.1%	27.2%
						ROE	4.2%	-2.7%	4.4%	5.2%	5.8%
						ROIC	4.1%	-1.2%	3.5%	3.9%	4.2%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	64.3%	65.8%	66.5%	68.5%	69.8%
净利润	488	(328)	536	655	782	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	63	39	61	61	61	流动比率	1.54	1.59	1.48	1.51	1.52
财务费用	147	122	133	155	175	速动比率	1.54	1.59	1.48	1.51	1.52
投资损失	(387)	(200)	(363)	(414)	(460)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(2,222)	1,196	(372)	2,005	2,696	应收账款周转率	11.8	3.4	2.7	2.7	2.7
其它	1,563	10	(250)	(226)	(222)	存货周转率	139.5	101.2	125.2	128.2	124.9
<b>经营活动现金流</b>	<b>(349)</b>	<b>839</b>	<b>(255)</b>	<b>2,235</b>	<b>3,033</b>	总资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
资本支出	(52)	19	(0)	(0)	(0)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(2,503)	(1,385)	(1,709)	(315)	(390)	每股收益	0.17	-0.11	0.19	0.23	0.27
其他	307	1,300	(965)	(264)	(207)	每股经营现金流	-0.12	0.29	-0.09	0.78	1.06
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2,248)</b>	<b>(67)</b>	<b>(2,674)</b>	<b>(578)</b>	<b>(598)</b>	每股净资产	4.39	4.15	4.29	4.52	4.82
债权融资	954	2,690	468	1,192	828	<b>估值比率</b>					
股权融资	1,675	17	40	0	0	市盈率	49.4	-73.5	44.9	36.8	30.8
其他	108	(2,819)	(372)	(192)	(153)	市净率	1.9	2.0	2.0	1.9	1.7
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2,737</b>	<b>(113)</b>	<b>136</b>	<b>1,001</b>	<b>675</b>	EV/EBITDA	13.4	-74.6	13.3	11.2	9.5
汇率变动影响	(4)	18	-0	-0	-0	EV/EBIT	14.3	-60.3	14.3	11.8	10.0
<b>现金净增加额</b>	<b>136</b>	<b>678</b>	<b>(2,793)</b>	<b>2,657</b>	<b>3,111</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。