

财通证券股份有限公司

关于

湘财股份有限公司换股吸收合并

上海大智慧股份有限公司

并募集配套资金暨关联交易

之

估值报告



财通证券股份有限公司
CAITONG SECURITIES CO.,LTD.

二〇二五年九月

声 明

一、本报告分析对象为湘财股份有限公司（以下简称“湘财股份”）与上海大智慧股份有限公司（以下简称“大智慧”），相关资料来源于公开信息。

二、本报告为财通证券股份有限公司（以下简称“财通证券”）根据《上市公司重大资产重组管理办法》《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 26 号—上市公司重大资产重组》等上市公司重大资产重组相关法规和规范性文件的要求出具，供湘财股份董事会参考。本报告不构成对任何第三方的建议、推荐或补偿。

三、本报告中的分析、判断和结论受报告中假设和限定条件的限制，使用者应当充分考虑报告中载明的假设、限定条件及其对结论的影响。

四、尽管本报告是基于和倚赖报告中所涉及的公开信息的准确性和完整性而准备的，财通证券对任何前述信息的使用并不代表其已独立地进行核实或表示同意。本报告不构成对其准确性、完整性或适当性的任何保证。

五、本报告未对吸收合并双方的业务、运营、财务状况进行分析，未对吸收合并双方未来任何策略性、商业性决策或发展前景发表任何意见、预测和保证，亦未对其他任何事项发表意见。本报告以报告内所载日期的财务状况、经济情况、市场状况以及其它情况为基础，这些情况随时可能发生变化。对投资者根据本报告作出的任何投资决策（包括但不限于买入、卖出和持有）可能产生的风险或损失，财通证券不承担任何责任。

六、在形成本报告的过程中，并没有考虑任何特定投资者的投资目标、财务状况、纳税状况、风险偏好或个体情况。由于不同的投资者有不同的投资目的和组合，如需要具体的建议，投资者应及时就其投资组合咨询其各自的股票经纪人、律师、会计师、税务顾问或其它专业顾问。

七、财通证券未委托或授权其他任何机构和个人提供未在本报告中刊载的信息和对本报告做任何解释或说明。未经财通证券事先书面同意，任何人不得在任何时间、为任何目的、以任何形式复制、分发或者摘录本报告或其任何内容；对于本报告可能存在的任何歧义，仅财通证券自身有权进行解释。

八、本报告仅供湘财股份换股吸收合并大智慧并募集配套资金暨关联交易（以下简称“本次交易”）使用，不得用于任何其他目的，对于本报告的结论，需结合本报告以及本次交易的其他披露文件的整体内容一并进行考虑。财通证券特别提请广大投资者认真阅读就本次交易事项披露的相关公告，查阅有关文件。

九、除非本报告中另有定义，本报告中所使用的术语简称应具有《湘财股份有限公司换股吸收合并上海大智慧股份有限公司并募集配套资金暨关联交易报告书》对该等术语所规定的含义。

十、本报告中若出现部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上有差异，或部分比例指标与相关数值直接计算的结果在尾数上有差异，均为四舍五入所致；本报告所引用的财务数据和财务指标，如无特殊说明，均指合并报表口径下的财务数据和根据该类财务数据计算的财务指标。

第一章 背景情况介绍

一、吸收合并双方概况

湘财股份为上海证券交易所主板上市公司，主营业务以证券板块为主，还涉及实业板块和投资板块。公司证券板块以湘财证券为经营主体，包含证券经纪业务、投资自营业务、资产管理业务、投资银行业务、信用交易业务等。截至本报告签署日，新潮控股持有湘财股份 24.13%的股权，为湘财股份的控股股东，黄伟先生合计控制湘财股份 40.37%的股权，为湘财股份的实际控制人。

大智慧为上海证券交易所主板上市公司，公司主营业务为证券信息服务，提供大智慧移动 APP、大智慧 PC 终端等金融信息服务。截至本报告签署日，张长虹先生直接持有大智慧 56,502.45 万股股份，占大智慧总股本的 28.41%，为大智慧的控股股东。张长虹先生及其一致行动人持有大智慧 70,128.85 万股，占大智慧总股本的 35.26%，为大智慧的实际控制人。

吸收合并双方具体业务、财务等情况请参阅本次交易相关之《湘财股份有限公司换股吸收合并上海大智慧股份有限公司并募集配套资金暨关联交易报告书》。

二、本次交易方案

（一）方案概要

本次采用湘财股份换股吸收合并大智慧的方式，即湘财股份将向换股对象发行 A 股股份，作为向其支付吸收合并的对价。截至换股实施股权登记日，湘财股份持有的大智慧股份以及新潮集团持有的大智慧股份将直接予以注销，不参与换股，湘财股份亦不支付对价。本次吸收合并后，大智慧的股票将相应予以注销，大智慧将终止上市，并注销法人资格；湘财股份作为存续公司将承继及承接大智慧的全部资产、负债、业务、人员、资质及其他一切权利与义务，并相应对存续公司的注册资本、经营范围等内容予以变更。

本次交易方案中，湘财股份拟向不超过 35 名特定投资者发行股份募集配套资金，募集配套资金总额不超过人民币 80 亿元（含本数），本次发行股份的最

终发行价格将在本次交易经上交所审核通过并经中国证监会注册后，按照相关法律、法规的规定和监管部门的要求，由董事会及董事会授权人士根据股东大会的授权与本次发行的主承销商根据竞价结果协商确定。

（二）换股价格与换股比例

本次吸收合并的定价基准日为吸收合并双方关于本次吸收合并的首次董事会决议公告日。

本次吸收合并中，湘财股份、大智慧的换股价格按照定价基准日前 120 个交易日的 A 股股票交易均价确定，并由此确定换股比例。交易均价的计算公式为：董事会决议公告日前若干个交易日公司股票交易均价=决议公告日前若干个交易日公司股票交易总额/决议公告日前若干个交易日公司股票交易总量。每 1 股大智慧股票可以换得湘财股份股票数量=大智慧的换股价格/湘财股份的换股价格（计算结果按四舍五入保留两位小数）。

双方确认，湘财股份本次吸收合并的定价基准日前 120 个交易日的股票交易均价为 7.51 元/股；大智慧本次吸收合并的定价基准日前 120 个交易日的股票交易均价为 9.53 元/股。据此，双方同意本次吸收合并项下湘财股份的 A 股换股价格为 7.51 元/股，大智慧的 A 股换股价格为 9.53 元/股。

根据上述换股价格，双方确认并同意，大智慧与湘财股份的换股比例为 1:1.27（换股比例以四舍五入方式保留 2 位小数），即每 1 股大智慧股票可以换得 1.27 股湘财股份新增发行的 A 股对价股票。

（三）湘财股份异议股东的利益保护机制

为保护湘财股份股东利益，根据《公司法》及《湘财股份有限公司章程》的相关规定，本次吸收合并交易中将赋予湘财股份异议股东收购请求权。

湘财股份异议股东指在湘财股份审议本次吸收合并的股东会上就关于本次吸收合并方案的相关议案及逐项表决的各项子议案、关于本次吸收合并双方签订吸收合并协议的相关议案进行表决时均投出有效反对票的股东，并且自湘财股份审议本次吸收合并的股东会的股权登记日起，作为有效登记在册的湘财股份股东，一直持续持有代表该反对权利的股份直至异议股东收购请求权实施日，同时在规定时间内成功履行相关申报程序的湘财股份的股东。

湘财股份异议股东收购请求权价格为本次吸收合并的定价基准日前 120 个交易日内的湘财股份股票交易均价，即 7.51 元/股。若湘财股份的股票在定价基准日至发行日期间发生派息、送股、配股、资本公积转增股本等除权、除息事项，则收购请求权价格将做相应调整。

（四）大智慧异议股东的利益保护机制

为保护大智慧股东利益，根据《公司法》及《上海大智慧股份有限公司章程》的相关规定，本次吸收合并交易中将赋予大智慧异议股东现金选择权。

大智慧异议股东指在大智慧审议本次吸收合并的股东大会上就关于本次吸收合并方案的相关议案及逐项表决的各项子议案、关于本次吸收合并双方签订吸收合并协议的相关议案进行表决时均投出有效反对票的股东，并且自大智慧审议本次吸收合并的股东大会的股权登记日起，作为有效登记在册的大智慧股东，一直持续持有代表该反对权利的股份直至异议股东现金选择权实施日，同时在规定时间内成功履行相关申报程序的大智慧的股东。

大智慧异议股东现金选择权价格为本次吸收合并的定价基准日前 120 个交易日内的的大智慧股票交易均价，即 9.53 元/股。若大智慧的股票在定价基准日至发行日期间发生派息、送股、配股、资本公积转增股本等除权、除息事项，则现金选择权价格将做相应调整。

（五）募集配套资金安排

本次交易方案中，湘财股份拟向不超过 35 名特定投资者发行股份募集配套资金，募集配套资金总额不超过人民币 80 亿元（含本数），本次发行股份的最终发行价格将在本次交易经上交所审核通过并经中国证监会注册后，按照相关法律、法规的规定和监管部门的要求，由董事会及董事会授权人士根据股东大会的授权与本次发行的主承销商根据竞价结果协商确定。

三、本次交易的背景及目的

（一）本次交易的背景

- 1、资本市场全面深化改革，行业迎来历史性发展机遇

当前，我国正处于以中国式现代化全面推进强国建设、民族复兴伟业的关键阶段，金融作为国家核心竞争力的重要组成部分，其高质量发展已成为实现战略目标的关键支撑。党的二十届三中全会明确要求，健全投资和融资相协调的资本市场功能，防风险、强监管，促进资本市场健康稳定发展。2024年4月，国务院印发《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》，推动证券基金机构高质量发展，支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式提升核心竞争力，鼓励中小机构差异化发展、特色化经营。

2024年9月，中国证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，进一步强化并购重组资源配置功能，发挥资本市场在企业并购重组中的主渠道作用，适应新质生产力的需要和特点。支持上市公司围绕科技创新、产业升级布局，引导更多资源要素向新质生产力方向聚集。支持上市证券公司通过并购重组提升核心竞争力，加快建设一流投资银行。2024年3月15日，中国证监会发布《关于加强上市公司监管的意见（试行）》，支持上市公司通过并购重组提升投资价值。多措并举活跃并购重组市场，鼓励上市公司综合运用股份、现金、定向可转债等工具实施并购重组、注入优质资产，支持上市公司之间吸收合并。

2、政策推动金融数字化转型，金融行业迎接数字化智能化浪潮

当前新一轮科技革命和产业变革深入发展，人工智能、大数据、云计算、物联网等新一代信息技术突飞猛进，引发不同学科、不同行业、不同领域技术创新加速融合。随着数字经济的快速发展，数字金融的应用场景逐渐丰富，与实体经济的融合度不断提高，正在深刻改变传统金融的运行模式和服务方式。国务院发布了《国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》，其中提到加快推动数字产业化：培育壮大人工智能、大数据、区块链、云计算、网络安全等新兴数字产业，提升通信设备、核心电子元器件、关键软件等产业水平。

2024年11月27日，中国人民银行等七部门联合印发《推动数字金融高质量发展行动方案》（以下简称《行动方案》）。《行动方案》指出要以数据要素和数字技术为关键驱动，加快推进金融机构数字化转型，夯实数字金融发展基础，完善数字金融治理体系，支持金融机构以数字技术赋能提升金融“五篇大文章”服务质效，推动我国数字经济高质量发展。2025年3月5日，国务院办公厅发布《关于做好金融“五篇大文章”的指导意见》，要求推动做好科技金融、绿色金

融、普惠金融、养老金融、数字金融“五篇大文章”，加快建设金融强国。加快推进金融机构数字化转型，增强数字化经营服务能力。加快数字金融创新，支持巩固拓展数字经济优势。数字金融具有数字与金融的双重属性，有利于加速资金、信息、数字等要素的自由流通与高效配置，更好满足高质量发展对优质金融服务的需求，助力中国式现代化建设。

（二）本次交易的目的

1、金融科技赋能证券业务创新与发展

湘财股份的主营业务以证券服务业为主，主要依托全资子公司湘财证券开展证券板块业务。湘财股份一直致力于将金融科技打造成推动公司业务发展的重要引擎。本次交易完成后，湘财股份拟以金融科技赋能证券业务作为核心思路，致力于通过将大数据、云计算、人工智能等前沿技术，应用于湘财股份及子公司湘财证券技术创新、业务流程管理、市场开拓、业务拓展、服务能力提升、文化建设等方面，推动证券业务创新与发展。

本次交易是适应湘财股份的证券业务向金融科技服务领域扩展升级的重要举措，湘财股份及子公司湘财证券通过与金融科技行业领先企业大智慧融合，将自身网点、资质、产品等资源与对方客户、技术与运营优势相结合，利用金融科技手段不断提升金融信息化水平、丰富服务内容、提升服务品质，全面打造差异化、特色化竞争优势。

2、优势互补协同提升综合金融服务能力

湘财股份全资子公司湘财证券于 1999 年获得中国证监会批准，成为首批全国性综合类证券公司，2022 年以来连续三年中国证监会发布的分类评级均为“A”类，在市场中树立了具有一定影响力的企业品牌。湘财证券业务资质齐全，其中经纪、信用交易、财富管理、投资银行、资产管理等业务板块形成了较为成熟的经营思路和盈利模式，并构建了包括证券、基金管理、另类投资等在内的综合性证券金融服务体系。湘财证券线下营业网点均衡合理，证券营业部分布于全国各主要大中城市，业务覆盖我国主要经济发达地区，为湘财证券业务开展、客户服务提供了重要的触角和支撑。

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，且作为大数据及数据工程处理领域的专家，数据整合维度广。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。

本次交易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，湘财股份可以与大智慧充分协同，推动存续公司证券业务国际化布局。

四、报告目的

本报告的目的是为湘财股份董事会提供参考，分析本次交易的定价是否公允、合理以及是否存在损害湘财股份及其股东利益的情形。本报告不构成对任何第三方的建议、推荐或补偿。

五、报告基准日

本报告基准日与本次吸收合并的定价基准日一致，系湘财股份及大智慧审议本次交易有关事宜的首次董事会决议公告日，即 2025 年 3 月 28 日。本报告所引用的市场价格数据截至 2025 年 3 月 14 日（湘财股份及大智慧本次吸收合并停牌前 1 个交易日）。

第二章 报告假设

一、一般假设

（一）公开市场假设

公开市场假设，是假定在市场上交易的资产，或拟在市场上交易的资产，交易双方地位平等，彼此均有获取足够市场信息的机会和时间，以便于对资产的功能、用途及其交易价格等作出理智判断。公开市场假设以资产在市场上可以公开买卖为基础。

（二）持续经营假设

持续经营假设是以企业持续、正常的生产经营活动为前提，在可以预见的未来，企业将会按当前的规模和状态持续经营下去，不会停业，也不会大规模削减业务。

二、特殊假设

1、本报告假设报告基准日外部经济环境不变，国家现行的宏观经济不发生重大变化。

2、企业所处的社会经济环境以及所执行的税赋、税率等政策无重大变化。

3、相关公司在未来经营期内的管理层尽职，并继续保持目前的经营管理模式持续经营。

4、无其他人力不可抗拒因素及不可预见因素对企业造成重大不利影响。

5、本报告假设相关的基础资料、财务资料和公开信息是真实、准确、完整的。

当上述条件发生变化时，本报告中的分析一般会失效。

第三章 估值思路及方法选择

从并购交易的实践操作来看，一般可通过可比公司法、可比交易法、现金流折现法等方法进行交易价格合理性分析。

可比公司法是根据相关公司的特点，选取与其可比的上市公司的估值倍数作为参考，其核心思想是利用二级市场的相关指标及估值倍数进行定价分析，并得到企业价值。

可比交易法是挑选与相关公司同行业、交易形式类似、在估值前一段合适时期发生的交易案例，基于融资或并购交易的定价依据作为参考，从中获取有用的财务或非财务数据，据此进行分析得到企业价值。

现金流折现法的基本步骤如下：首先，建立并利用财务模型，对未来净利润、现金流等财务数据进行预测；其次，针对相关公司的特点，选取合理的折现率（即“加权平均资本成本”，WACC），对自由现金流进行贴现，以预期收益为基础，通过估算未来预期收益的现值，得到企业价值。

以上三种方法的优点、缺点以及适用性如下：

可比公司法的优点在于该方法基于有效市场假设，即假设交易价格反映包括趋势、业务风险、发展速度等全部可以获得的信息，相关参数较容易获得。其缺点在于，很难对可比公司业务、财务上的差异进行准确调整，较难将行业内并购、监管等因素纳入考虑。

可比交易法的优点在于，该方法以实际交易的价格为基础，估值水平比较确定且容易获取。其缺点在于，市场上没有两项交易在标的公司的风险及成长性方面是完全相同的，主要由于下列因素：（1）标的公司业务规模、特质及组成不同；（2）交易的股权比例不同；（3）标的公司自身发展程度不同；（4）所采用会计准则不同；（5）对标的公司发展预期不同，如何对历史交易价格进行调整得出相关公司现时价值具有较高的不确定性。

现金流折现法的优点在于从整体角度考察业务，是理论上最为完善的方法；受市场短期变化和非经济因素影响少；可以把换股吸收合并后的经营战略、协同效应结合到模型中；可以处理大多数复杂的情况。其缺点在于，财务模型中

变量较多、假设较多；估值主要基于对未来的假设且较敏感，波动性较大，可能会影响预测的准确性；具体参数取值难以获得非常充分的依据。

本次交易中，吸收合并双方均为上市公司，在换股吸收合并完成之前，受上市监管及商业保密限制不能提供更为详细的财务资料及未来盈利、现金流预测，并且公布未来盈利及现金流预测可能会引起股价异动，增加本次换股吸收合并成功的不确定性，因此本次换股吸收合并未进行盈利及现金流预测。因缺乏相关的可靠的财务预测数据，本次交易无法使用现金流折现法进行估值分析。

此外，本次换股吸收合并属于公开市场合并，吸收合并双方均为上市公司，在资本市场已有较为成熟的价值评估体系，并且交易形式在市场上存在可比案例，故本次交易主要采用可比公司法和可比交易法分析本次交易作价的公允性和合理性。

第四章 吸收合并双方换股价格合理性分析

一、市场参考价的选择

本次吸收合并中，湘财股份和大智慧换股价格以各自定价基准日前 120 个交易日股票交易均价作为定价基础。

（一）以吸收合并的定价基准日前 120 个交易日交易均价作为定价基础符合《重组管理办法》的规定

1、《重组管理办法》关于上市公司吸收合并的股份定价的规定

根据《重组管理办法》，上市公司发行股份的价格不得低于市场参考价的百分之八十。市场参考价为本次发行股份购买资产的董事会决议公告日前二十个交易日、六十个交易日或者一百二十个交易日的公司股票交易均价之一。

《重组管理办法》同时规定，换股吸收合并涉及上市公司的，上市公司的股份定价及发行按照前述规定执行。

因此，本次吸收合并应按照《重组管理办法》的上述规定执行，确定换股价格及换股比例。

2、本次吸收合并的定价方法符合《重组管理办法》的规定

本次吸收合并的定价基准日为吸收合并双方关于本次交易的首次董事会决议公告日。经吸收合并双方协商确定，本次吸收合并中，湘财股份、大智慧的换股价格按照定价基准日前 120 个交易日的股票交易均价，并由此确定换股比例。每 1 股大智慧股票可以换得湘财股份股票数量=大智慧的换股价格/湘财股份的换股价格（计算结果按四舍五入保留两位小数）。

湘财股份换股吸收合并的定价基准日前 120 个交易日的股票交易均价为 7.51 元/股。大智慧换股吸收合并的定价基准日前 120 个交易日的股票交易均价为 9.53 元/股。根据上述公式，大智慧与湘财股份的换股比例为 1:1.27，即每 1 股大智慧股票可以换得 1.27 股湘财股份股票。

本次吸收合并采用定价基准日前 120 个交易日的交易均价作为市场参考价，执行了《重组管理办法》关于股份定价的规定。因此，本次吸收合并的定价方法符合《重组管理办法》的规定。

（二）以吸收合并的定价基准日前 120 个交易日交易均价作为定价基础，有利于体现合并双方的长期市场价值，维护合并双方的股东利益

湘财股份和大智慧股票于 2025 年 3 月 17 日起因筹划重大资产重组事项停牌，定价基准日前 20 个交易日、60 个交易日及 120 个交易日 A 股股票交易均价如下：

项目	定价基准日前 20 个交易日均价	定价基准日前 60 个交易日均价	定价基准日前 120 个交易日均价
湘财股份 A 股均价（元/股）	6.84	7.09	7.51
大智慧 A 股均价（元/股）	8.98	9.27	9.53
大智慧 A 股均价/ 湘财股份 A 股均价	1.3129	1.3075	1.2690

2024 年下半年以来 A 股市场整体波动较大，长期交易均价更能反映吸收合并双方的长期市场价值，因此综合考虑投资者保护和兼顾本次交易相关各方的利益，经相关各方协商，湘财股份、大智慧选择定价基准日前 120 个交易日的交易均价作为市场参考价，由此确定换股比例，并考虑到 A 股股东在换股时尽量少出现不足一手的零碎股情形，对换股比例以四舍五入方式保留 2 位小数，确定为 1:1.27。A 股上市公司换股吸收合并案例中，中国船舶换股吸收合并中国重工、中航电子换股吸收合并中航机电、长城电脑换股吸收合并长城信息也都选择了以定价基准日前 120 个交易日的股票交易均价作为定价基础。

综上，本次吸收合并方案选择定价基准日前 120 个交易日的交易均价作为市场参考价，有利于体现吸收合并双方的长期市场价值，维护吸收合并双方股东的利益，参考可比市场案例，具有合理性。

二、可比公司估值法

（一）价值比率的选取

价值比率是指资产价值与其经营收益能力指标、资产价值或其他特定非财

务指标之间的“比率倍数”，常见的价值比率有市盈率（P/E）、市净率（P/B）、市销率（P/S）等。

1、吸收合并方

本次吸收合并方主营业务以证券板块为主，具有资本密集型的特征。净资产、净资产是衡量证券公司营运能力的核心指标，市净率（P/B）是主流估值指标。经查询近 10 年以证券公司为标的资产并公开披露评估信息的已实施完成的重组交易案例，市场法所选取的核心价值比率主要为市净率（P/B），具体见下表：

序号	收购方/合并方	标的资产/被合并方	评估基准日	作为最终结论的评估方法	市场法选取的价值比率
1	国泰君安证券股份有限公司	海通证券 100%股权	2024/10/10	市场法	市净率
2	国联证券股份有限公司	民生证券 99.26%股权	2024/3/31	市场法	市净率
3	北京指南针科技发展股份有限公司	网信证券 100%股权	2021/12/31	市场法	市净率
4	哈尔滨高科技（集团）股份有限公司	湘财证券 99.7273%股权	2019/10/31	市场法	市净率
5	上海置信电气股份有限公司	英大证券 96.67%股权	2019/3/31	市场法	市净率
6	中信证券股份有限公司	广州证券 100%股权	2018/11/30	市场法	市净率
7	上海华鑫股份有限公司	华鑫证券 92%股权	2016/8/31	市场法	市净率
8	哈尔滨哈投投资股份有限公司	江海证券 99.946%股权	2015/9/30	市场法	市净率
9	河北宝硕股份有限公司	华创证券 95.01%股权	2015/8/31	市场法	市净率
10	广东华声电器股份有限公司	国盛证券 100%股权	2015/4/30	市场法	市净率
11	东方财富信息股份有限公司	同信证券 100%股权	2014/12/31	市场法	市净率

因此，本次吸收合并方选取市净率（P/B）作为可比公司估值法的价值比率指标。

2、被吸收合并方

市盈率（P/E）、市净率（P/B）、市销率（P/S）是市场法常用的价值比率指标。由于被吸收合并方目前为亏损状态，而市盈率（P/E）通常适用于盈利企业，故被吸收合并方本次评估不适宜采用市盈率（P/E）。市净率（P/B）、市销率（P/S）可以适用于亏损企业，在企业股权转让中有较高参考价值，因此，

本次被吸收合并方选取市净率（P/B）、市销率（P/S）作为可比公司估值法的价值比率指标。

（二）吸收合并双方换股价格的可比公司估值法

本次吸收合并根据合并双方定价基准日前 120 个交易日的 A 股股票交易均价确定 A 股换股价格，并据此确定换股比例。

1、吸收合并方

本次吸收合并方湘财股份主营业务以证券板块为主，属于《国民经济行业分类》的“J67 资本市场服务”类别中“证券市场服务”。为了充分体现可参照性，按照如下标准选取可比公司：

- （1）在“J67 资本市场服务”类别中选取证券市场服务可比公司；
- （2）可比公司不包括湘财股份。

基于上述标准选取的 A 股上市可比公司，在合并双方停牌前一交易日（即 2025 年 3 月 14 日）的市净率情况如下表所示：

序号	证券代码	证券简称	2024 年末归属于母公司普通股股东的净资产（亿元）	归属于母公司普通股股东的每股净资产（元/股） ^{注1}	以 A 股收盘价计算的市净率 ^{注2}
1	600030.SH	中信证券	2,931.09	19.78	1.42
2	601688.SH	华泰证券	1,916.74	21.23	0.85
3	601211.SH	国泰海通	1,707.75	9.69	1.89
4	000776.SZ	广发证券	1,476.02	19.41	0.82
5	601881.SH	中国银河	1,404.81	12.85	1.46
6	600999.SH	招商证券	1,301.79	14.97	1.23
7	002736.SZ	国信证券	1,186.92	12.35	0.86
8	601995.SH	中金公司	1,153.48	23.90	1.56
9	601066.SH	中信建投	1,064.69	13.73	1.82
10	000166.SZ	申万宏源	1,047.84	4.18	1.24
11	600958.SH	东方证券	813.97	9.58	1.03
12	300059.SZ	东方财富	807.27	5.11	4.78
13	601788.SH	光大证券	683.90	14.83	1.21
14	601377.SH	兴业证券	578.15	6.69	0.91
15	600061.SH	国投资本	549.25	8.59	0.86
16	601901.SH	方正证券	481.80	5.85	1.41

17	600918.SH	中泰证券	427.22	6.13	1.06
18	601555.SH	东吴证券	417.29	8.40	0.98
19	000783.SZ	长江证券	392.00	7.09	0.94
20	000728.SZ	国元证券	370.43	8.49	0.97
21	601108.SH	财通证券	364.05	7.84	1.04
22	601878.SH	浙商证券	351.93	7.69	1.53
23	600109.SH	国金证券	337.31	9.09	0.97
24	002939.SZ	长城证券	299.97	7.44	1.16
25	002673.SZ	西部证券	288.11	6.45	1.28
26	601198.SH	东兴证券	283.52	8.77	1.44
27	600369.SH	西南证券	258.11	3.88	1.18
28	601236.SH	红塔证券	244.20	5.18	1.57
29	601059.SH	信达证券	238.09	7.34	2.51
30	002926.SZ	华西证券	235.47	8.97	0.97
31	601162.SH	天风证券	234.17	2.70	1.69
32	600909.SH	华安证券	224.51	4.80	1.22
33	000750.SZ	国海证券	221.08	3.46	1.22
34	600155.SH	华创云信	197.88	8.90	0.86
35	000686.SZ	东北证券	191.18	8.17	1.01
36	601456.SH	国联民生	185.84	3.27	3.44
37	601696.SH	中银证券	179.86	6.47	1.69
38	002500.SZ	山西证券	179.70	5.01	1.23
39	601990.SH	南京证券	178.72	4.85	1.77
40	002797.SZ	第一创业	163.06	3.88	2.06
41	601375.SH	中原证券	140.60	3.03	1.39
42	601136.SH	首创证券	132.29	4.84	4.71
43	600864.SH	哈投股份	128.70	6.19	1.04
44	600906.SH	财达证券	119.41	3.68	1.88
45	002670.SZ	国盛金控	111.24	5.75	2.36
46	601099.SH	太平洋	97.00	1.42	2.89
47	600621.SH	华鑫股份	84.39	7.95	1.87
48	002945.SZ	华林证券	66.60	2.47	6.42
49	000712.SZ	锦龙股份	24.00	2.68	5.14
市净率分析		最大值			6.42
		平均值			1.73
		中位数			1.28
		最小值			0.82

	湘财股份（以本次 A 股换股价格为基础进行测算）	1.82
--	--------------------------	------

注 1：归属于母公司普通股股东的每股净资产=可比公司 2024 年末归属于母公司普通股股东的净资产/可比公司 2025 年 3 月 14 日的总股数，下同；
注 2：以 A 股收盘价计算的市净率=可比公司 2025 年 3 月 14 日 A 股收盘价/2024 年末归属于母公司普通股股东的每股净资产；对于湘财股份，则以本次 A 股换股价格代替 2025 年 3 月 14 日收盘价测算市净率，下同；
注 3：数据来源于上市公司年度报告及 Wind 资讯。

本次吸收合并中，湘财股份 A 股的换股价格为 7.51 元/股，对应湘财股份市净率为 1.82 倍，略高于可比公司估值指标的平均值，但处于可比公司估值区间内。

2、被吸收合并方

本次被吸收合并方大智慧为上市金融科技公司，属于《国民经济行业分类》的“J69 其他金融业”类别中“金融信息服务”。为了充分体现可参照性，按照如下标准选取可比公司：

- （1）由于“J69 其他金融业”类别中“金融信息服务”上市公司数量较少，额外增加了“I65 软件和信息技术服务业”类别中“应用软件开发”上市公司，并从以上上市公司中选取以证券行业信息和软件为主营业务的公司；
- （2）可比公司不包括大智慧。

基于上述标准选取的 A 股上市可比公司，在合并双方停牌前一交易日（即 2025 年 3 月 14 日）的市净率（P/B）情况如下表所示：

序号	证券代码	证券简称	2024 年末归属于母公司普通股股东的净资产（亿元）	归属于母公司普通股股东的每股净资产（元/股）	以 A 股收盘价计算的市净率
1	600570.SH	恒生电子	86.66	4.58	6.92
2	300033.SZ	同花顺	79.74	14.83	21.49
3	600446.SH	金证股份	36.48	3.86	5.05
4	688318.SH	财富趋势	36.12	19.75	8.16
5	300803.SZ	指南针	22.46	5.44	17.06
6	603383.SH	顶点软件	14.76	7.19	5.45
7	688588.SH	凌志软件	12.53	3.13	4.50
市净率分析		最大值			21.49
		平均值			9.80
		中位数			6.92
		最小值			4.50

	大智慧（以本次 A 股换股价格为基础进行测算） ^注	13.32
--	--------------------------------------	-------

注 1：对于大智慧，则以本次 A 股换股价格代替 2025 年 3 月 14 日收盘价测算市净率，下同；

注 2：数据来源于上市公司年度报告及 Wind 资讯，下同。

本次吸收合并中，大智慧 A 股的换股价格为 9.53 元/股，对应大智慧市净率为 13.32 倍，高于可比公司估值指标的平均值，但处于可比公司估值区间内。

基于上述标准选取的 A 股上市可比公司，在合并双方停牌前一交易日（即 2025 年 3 月 14 日）的市销率（P/S）情况如下表所示：

序号	证券代码	证券简称	2024 年营业收入 (万元)	每股收入（元/ 股）	以 A 股收盘价 计算的市 销率
1	600570.SH	恒生电子	658,107.53	3.48	9.11
2	300033.SZ	同花顺	418,679.47	7.79	40.92
3	600446.SH	金证股份	469,311.80	4.96	3.93
4	688318.SH	财富趋势	38,898.45	2.13	75.73
5	300803.SZ	指南针	152,874.15	3.71	25.06
6	603383.SH	顶点软件	66,373.07	3.23	12.12
7	688588.SH	凌志软件	111,421.17	2.79	5.06
市销率分析		最大值			75.73
		平均值			24.56
		中位数			12.12
		最小值			3.93
		大智慧（以本次 A 股换股价格为基础进行测算） ^注			24.77

本次吸收合并中，大智慧 A 股的换股价格为 9.53 元/股，对应大智慧市销率为 24.77 倍，与可比公司估值指标的平均值相当。

综上，本次吸收合并双方以换股价格为基础测算的估值指标处于可比公司估值区间内，具有合理性。

三、可比交易估值法

本次交易的吸收合并双方都为 A 股上市公司，因此选取 A 股上市公司换股吸收合并 A 股上市公司的交易进行参考分析，统计可比交易在其市场参考价基础上设置溢价或折价的情况，具体如下表所示：

序号	交易类型	交易名称	市场参考价 ^{注1}	吸收合并方 A 股 换股价格相对市	被吸收合并方 A 股 换股价格相对市场
----	------	------	---------------------	----------------------	------------------------

				场参考价的溢价 率 ^{注2}	参考价的溢价率 ^{注3}
1	A 吸并 A	中国船舶吸并中国重工	定价基准日前 120 个交易日 A 股均价	0%	0%
2	A+H 吸并 A+H	国泰君安吸并海通证券	定价基准日前 60 个交易日 A 股均价	0%	0%
3	A 吸并 A	中航电子吸并中航机电	定价基准日前 120 个交易日 A 股均价	0%	0%
4	A 吸并 A	王府井吸并首商股份	定价基准日前 20 个交易日 A 股均价	0%	20.00%
5	A+H 吸并 A	大连港吸并营口港	定价基准日前 20 个交易日 A 股均价	0%	20.00%
6	A 吸并 A+B	美的集团吸并小天鹅	定价基准日前 20 个交易日 A 股均价	0%	10.00%
7	A 吸并 A	宝钢股份吸并武钢股份	定价基准日前 20 个交易日 A 股均价	-10.00%	-10.00%
8	A 吸并 A	长城电脑吸并长城信息	定价基准日前 120 个交易日 A 股均价	-10.00%	-10.00%
9	A+H 吸并 A+H	中国南车吸并中国北车	定价基准日前 20 个交易日 A 股均价	0%	4.56%
10	A 吸并 A	百视通吸并东方明珠	定价基准日前 20 个交易日 A 股均价	0%	0%
11	A 吸并 A	中国医药吸并天方药业	定价基准日前 20 个交易日 A 股均价	0%	0%
12	A+H 吸并 A	广州药业吸并白云山	定价基准日前 20 个交易日 A 股均价	0%	0%
13	A+B 吸并 A	友谊股份吸并百联股份	定价基准日前 20 个交易日 A 股均价	0%	0%
14	A 吸并 A	济南钢铁吸并莱钢股份	定价基准日前 20 个交易日 A 股均价	0%	16.27%
15	A 吸并 A	盐湖钾肥吸并盐湖集团	定价基准日前 20 个交易日 A 股均价	42.36%	0%
16	A+H 吸并 A	东方航空吸并上海航空	定价基准日前 20 个交易日 A 股均价	0%	25.00%
17	A 吸并 A	唐钢股份吸并邯郸钢铁、承德钒钛	定价基准日前 20 个交易日 A 股均价	0%	0%
18	A 吸并 A	上海医药吸并中西	定价基准日前 20 个	0%	0%

		药业、上实医药	交易日 A 股均价		
19	A 吸并 A	新潮中宝吸并新潮创业	定价基准日前 20 个交易日 A 股均价	0%	0%
20	A 吸并 A	攀钢钢钒吸并攀渝钛业、长城股份	定价基准日前 20 个交易日 A 股均价	0%	20.79%
最大值				42.36%	25.00%
平均值				1.12%	4.83%
中位数				0%	0%
最小值				-10.00%	-10.00%
本次吸收合并				0%	0%

注 1：若存在除权除息事项，均在交易均价基础上进行除权除息调整后得到市场参考价；

注 2：吸收合并方换股价格相对市场参考价的溢价率=（吸收合并方换股价格-市场参考价）/市场参考价；

注 3：被吸收合并方换股价格相对市场参考价的溢价率=（被吸收合并方换股价格-市场参考价）/市场参考价；

注 4：数据来源于上市公司公告及 Wind 资讯。

本次吸收合并中，湘财股份 A 股换股价格为 7.51 元/股，大智慧 A 股换股价格为 9.53 元/股，在吸收合并双方的定价基准日前 120 个交易日 A 股股票交易均价均未设置溢价或折价，吸收合并双方的换股价格较市场参考价的溢价率均为 0%。

A 股上市公司换股吸收合并 A 股上市公司的交易案例中，吸收合并方的换股价格相对市场参考价无溢价或折价的交易共有 17 个，被吸收合并方的换股价格相对市场参考价无溢价或折价的交易共有 11 个，全部可比交易的中位数为 0%。因此，本次吸收合并交易中，湘财股份和大智慧换股价格在市场参考价的基础上未设置溢价或折价，溢价率为 0%，与可比交易的中位数相一致。

综上，本次吸收合并双方换股价格的定价基础是市场公开交易均价，且在此基础上未设置溢价或者折价，与历史上多数可比交易案例的设置相一致，符合市场惯例，具有合理性。

第五章 异议股东利益保护机制价格合理性分析

一、吸收合并双方异议股东利益保护机制价格

（一）湘财股份异议股东收购请求权的价格

湘财股份异议股东收购请求权价格为本次吸收合并的定价基准日前 120 个交易日内的湘财股份股票交易均价，即 7.51 元/股。若湘财股份的股票在定价基准日至发行日期间发生派息、送股、配股、资本公积转增股本等除权、除息事项，则收购请求权价格将做相应调整。

（二）大智慧异议股东现金选择权的价格

大智慧异议股东现金选择权价格为本次吸收合并的定价基准日前 120 个交易日内的股票交易均价，即 9.53 元/股。若大智慧的股票在定价基准日至发行日期间发生派息、送股、配股、资本公积转增股本等除权、除息事项，则现金选择权价格将做相应调整。

二、吸收合并双方异议股东收购请求权及现金选择权定价分析

（一）本次异议股东保障机制的定价合理性分析

本次吸收合并双方在确定换股价格时以定价基准日前 120 个交易日的股票交易均价作为市场参考价，与此相应，本次收购请求权及现金选择权价格同样以定价基准日前 120 个交易日的股票交易均价作为定价参考。

湘财股份异议股东收购请求权价格为本次吸收合并的定价基准日前 120 个交易日内的湘财股份股票交易均价，即 7.51 元/股；大智慧异议股东现金选择权价格为本次吸收合并的定价基准日前 120 个交易日内的股票交易均价，即 9.53 元/股。本次吸收合并的异议股东保障机制定价合理，保护了异议股东的利益，异议股东除了可以在二级市场出售股份之外，还可在符合条件的前提下行使收购请求权及现金选择权实现退出，充分体现了对中小投资者利益的保护。

（二）异议股东收购请求权及现金选择权价格的确定方式符合市场惯例

本次交易的吸收合并双方都为 A 股上市公司，因此选取 A 股上市公司换股吸收合并 A 股上市公司的交易进行参考分析，统计可比交易收购请求权和现金选择权价格相对市场参考价格有无溢折价的情况，具体如下表所示：

序号	交易类型	交易名称	市场参考价	收购请求权价格相对市场参考价格有无溢折价	现金选择权价格相对市场参考价格有无溢折价
1	A 吸并 A	中国船舶吸并中国重工	定价基准日前 120 个交易日 A 股均价	按市场参考价格 80%定价	按市场参考价格 80%定价
2	A+H 吸并 A+H	国泰君安吸并海通证券	定价基准日前 60 个交易日 A 股均价	定价基准日前 60 个交易日最高成交价	定价基准日前 60 个交易日最高成交价
3	A 吸并 A	中航电子吸并中航机电	定价基准日前 120 个交易日 A 股均价	无	无
4	A 吸并 A	王府井吸并首商股份	定价基准日前 20 个交易日 A 股均价	无	无
5	A+H 吸并 A	大连港吸并营口港	定价基准日前 20 个交易日 A 股均价	无	无
6	A 吸并 A+B	美的集团吸并小天鹅	定价基准日前 1 个交易日 A 股收盘价	按市场参考价格 90%定价	按市场参考价格 90%定价
7	A 吸并 A	宝钢股份吸并武钢股份	定价基准日前 20 个交易日 A 股均价	按市场参考价格 90%定价	按市场参考价格 90%定价
8	A 吸并 A	长城电脑吸并长城信息	定价基准日前 120 个交易日 A 股均价	按市场参考价格 90%定价	按市场参考价格 90%定价
9	A+H 吸并 A+H	中国南车吸并中国北车	定价基准日前 20 个交易日 A 股均价	无	无
10	A 吸并 A	百视通吸并东方明珠	定价基准日前 20 个交易日 A 股均价	无	无
11	A 吸并 A	中国医药吸并天方药业	定价基准日前 20 个交易日 A 股均价	无	无
12	A+H 吸并 A	广州药业吸并白云山	定价基准日前 20 个交易日 A 股均价	无	无
13	A+B 吸并 A	友谊股份吸并百联股份	定价基准日前 20 个交易日 A 股均价	无	无

14	A 吸并 A	济南钢铁吸并莱钢股份	定价基准日前 20 个交易日 A 股均价	无	无
15	A 吸并 A	盐湖钾肥吸并盐湖集团	定价基准日前 20 个交易日 A 股均价	无	无
16	A+H 吸并 A	东方航空吸并上海航空	定价基准日前 20 个交易日 A 股均价	无	无
17	A 吸并 A	唐钢股份吸并邯郸钢铁、承德钒钛	定价基准日前 20 个交易日 A 股均价	无	无
18	A 吸并 A	上海医药吸并中西药业、上实医药	定价基准日前 20 个交易日 A 股均价	无	无
19	A 吸并 A	新湖中宝吸并新湖创业	定价基准日前 20 个交易日 A 股均价	无	无
20	A 吸并 A	攀钢钢钒吸并攀渝钛业、长城股份	定价基准日前 20 个交易日 A 股均价	无	无

上表 A 股上市公司换股吸收合并 A 股上市公司的交易案例中，大多数交易案例的收购请求权和现金选择权价格未在其市场参考价上设置溢价或折价。本次吸收合并中，湘财股份异议股东收购请求权价格按照定价基准日前 120 个交易日内的均价予以确定，为 7.51 元/股；大智慧异议股东现金选择权价格按照定价基准日前 120 个交易日内的均价予以确定，为 9.53 元/股。本次吸收合并中异议股东收购请求权价格和现金选择权价格未在其市场参考价上设置溢价或折价，符合市场惯例，具有合理性。

第六章 报告结论

一、报告结论

基于前述分析，本报告主要采用可比公司法和可比交易法，对本次交易换股价格和异议股东利益保护机制价格的合理性进行分析，本次交易的定价公允、估值合理，不存在损害湘财股份及其股东利益的情况。

二、报告使用限制

本报告只能用于本报告载明的目的和用途。同时，本报告是在报告所述目的下，论证本次吸收合并价格是否合理，未考虑国家宏观经济政策发生变化以及其它不可抗力对资产价格的影响。当前述条件以及本报告遵循的持续经营假设等条件发生变化时，本报告结论一般会失效。财通证券不承担由于这些条件的变化而导致报告结果失效的相关法律责任。

本报告成立的前提条件是本次经济行为符合国家法律、法规的有关规定，并得到有关部门的批准。

未征得财通证券同意并审阅相关内容，本报告的全部或者部分内容不得被摘抄、引用或披露于公开媒体，法律、法规规定以及相关当事方另有约定的除外。财通证券在报告中发表的意见均基于截至 2025 年 3 月 14 日收集的市场情况、经济形势、财务状况等信息。本报告未考虑本次交易定价基准日后发生的事件及情况。投资者应关注基准日后续发布的相关公告或事件。根据本报告目的，本报告未考虑相关公司未来的交易活动及股价表现。

本报告的使用有效期为 12 个月：自 2025 年 3 月 15 日至 2026 年 3 月 14 日期间有效。

（以下无正文）

（本页无正文，为《财通证券股份有限公司关于湘财股份有限公司换股吸收合并上海大智慧股份有限公司并募集配套资金暨关联交易之估值报告》之签章页）

估值人员（签字）：

徐小兵

程森郎

财通证券股份有限公司

年 月 日