

# 财通证券 (601108)

## 国资赋能创一流投行，互联网助力财富管理 买入 (首次)

2024 年 11 月 19 日

证券分析师 胡翔

执业证书: S0600516110001  
021-60199793  
hux@dwzq.com.cn

证券分析师 武欣姝

执业证书: S0600524060001  
wuxs@dwzq.com.cn

证券分析师 葛玉翔

执业证书: S0600522040002  
021-60199761

geyx@dwzq.com.cn

研究助理 罗宇康

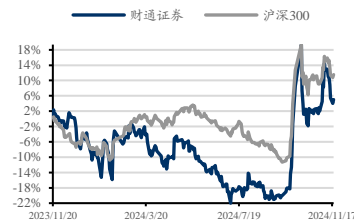
执业证书: S0600123090002  
luoyk@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	4,827	6,517	6,459	7,377	8,437
同比 (%)	-24.67%	35.03%	-0.90%	14.21%	14.38%
归母净利润 (百万元)	1,517	2,252	2,207	2,632	3,168
同比 (%)	-40.88%	48.43%	-2.00%	19.27%	20.35%
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.33	0.48	0.48	0.57	0.68
P/E (现价&最新摊薄)	25.83	17.40	17.76	14.89	12.37

### 投资要点

- **根植浙江，服务全球浙商。** 1) 浙江国资龙头券商，深耕本省三十年。2017 年 10 月 24 日，财通证券在上海证券交易所主板上市，实控人为浙江省财政厅。2024 年，公司提出“新机遇、新定位、新品牌”，明确做“浙商浙企自己家的券商”新定位，出台《以“五个全力”落实金融支持经济高质量发展的专项行动方案》，积极承接运用系列增量政策。2) 高管团队赋能财通，政企合作密切。财通证券坚持做“浙商浙企自己家的券商”，已经实现浙江省内 11 个地级市战略合作全覆盖，并与台州、舟山、衢州、绍兴等 4 个地市建立“总对总、总对分”的全域战略合作；与浙商总会及 4 地浙江商会达成战略合作，17 家省外分公司全部成为当地浙江商会副会长单位。3) 政府产业基金助力，把打造一流投资银行作为“一号工程”。强化“投行+投资+投研”三投联动，2022 年至今，完成 IPO 项目 11 单，去年公司债和企业债承销规模首破千亿，北交所上市家数、债券承销规模抢占浙江市场第 1。同时致力于提升投资投研能力，截至 2023 年，私募子财通资本管理及服务政府产业基金规模达 522.5 亿元，私募基金实缴规模达 108 亿元。
- **互联网基因财富管理，打造核心竞争力。** 1) 区位优势助力资产管理规模持续增长，风险控制良好。浙江繁荣的民营经济可以为金融机构提供广阔的业务平台和增长潜力。子公司财通资管提出做强“一主两翼”多元业务格局，“一主”意在夯实传统股债、量化、FOF、衍生品等领域的主动管理能力，“两翼”主要指 ABS、REITs 等投融联动类业务和股票质押、员工持股计划等资本市场创新业务。2) 提前布局互联网金融，证券经纪市场份额上升迅速。财通证券主动融入长三角一体化、上海国际金融中心建设和成渝共建西部金融中心等国家战略，全力推进五大业务总部建设，目前上海业务总部迭代升级，重庆、北京业务总部正式揭牌，深圳、海南两地总部建设已陆续启动。重点发力数字金融、科技金融，与蚂蚁、同花顺、恒生电子达成深度战略合作，构建从零售到高净值各级客户的多元化服务场景，挖掘公司整体客户价值，今年客户数、客户资产总规模分别创新高。
- **低风险性运行重资产，高稳定性确保增长率。** 1) 资本中介保持稳定，两融规模跑赢市场。公司大力推广“信用业务+”模式，转变质押业务管理思路，提升自有资金质押业务质量。截至 2024 年半年度，财通证券实现信用业务利息收入 12.53 亿元，同比增长 2.85%；融资融券市占率保持稳定，近五年一直维持在 1.0%-1.2%，风险较低。2) 证券自营收入排名再创新高，公允价值变动净收益扭亏为盈。2023 年开始，公司以跨周期发展为目标，推进自营投资去方向型转型，自营收入排名从 2022 年的 77 名跨越至 19 名，增速排名行业第一。固收投资方面，夯实债券投资业务，持续布局大类资产配置。权益投资方面，把握了信创和 AI 的主题投资机会，取得了相较于指数的超额收益，若公司持有的权益投资公允价值上下浮动 10%且其他市场变量保持不变，则公司净资产将会上下浮动 23.58 亿元。
- **盈利预测与投资评级：** 我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 22/26/32 亿元，同比-2%/+19%/20%；截至 2024 年 11 月 19 日，分别对应 1.11/1.06/1.01 倍 PB。基于对财通证券轻资产业务处于战略转型期，及重资产业务较为稳健的盈利预测，首次覆盖，我们给予“买入”评级。
- **风险提示：** 1) 证券市场系统性风险；2) 行业竞争加剧风险；3) 业务恢复不及预期风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	8.44
一年最低/最高价	6.24/9.59
市净率(倍)	1.11
流通 A 股市值(百万元)	39,193.16
总市值(百万元)	39,193.16

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	7.58
资产负债率(% ,LF)	74.82
总股本(百万股)	4,643.74
流通 A 股(百万股)	4,643.74

### 相关研究

## 内容目录

<b>1. 根植浙江，服务全球浙商 .....</b>	<b>5</b>
1.1. 国资背景，深耕浙江三十年.....	5
1.2. 高管团队赋能财通，政企合作密切.....	6
1.3. 政府产业基金助力，把打造一流投资银行作为“一号工程” .....	8
<b>2. 互联网基因财富管理，打造核心竞争力 .....</b>	<b>13</b>
2.1. 区位优势助力资产管理规模持续增长，风险控制良好.....	13
2.2. 提前布局互联网金融，证券经纪市场份额上升迅速.....	15
<b>3. 低风险性运行重资产，高稳定性确保增长率 .....</b>	<b>20</b>
3.1. 资本中介保持稳定，两融规模跑赢市场.....	20
3.2. 自营投资收入排名创新高，公允价值变动净收益扭亏为盈.....	21
<b>4. 盈利预测与投资评级 .....</b>	<b>24</b>
4.1. 多元化业务布局，构建稳健盈利能力.....	24
4.2. 业务盈利预测与估值.....	26
4.3. 整体盈利预测与投资评级.....	27
<b>5. 风险提示 .....</b>	<b>29</b>

## 图表目录

图 1:	财通证券发展历程.....	5
图 2:	2024Q3 财通证券股东明细.....	6
图 3:	2024Q3 财通证券控股与参控股明细.....	6
图 4:	“平台型财通”战略.....	8
图 5:	2023 年政府引导基金地区分布.....	9
图 6:	2023 年政府引导基金类型分布.....	10
图 7:	投行业务收入排名.....	11
图 8:	财通证券投资银行业务手续费净收入及同比增速.....	11
图 9:	财通证券投资银行业务债券承销规模.....	12
图 10:	2022-2024Q1~3 全国前六省份 GDP (亿元).....	13
图 11:	2022-2024Q1~3 居民人均可支配收入 (元).....	13
图 12:	资产管理业务收入排名.....	14
图 13:	财通证券资产管理业务净收入及增速.....	14
图 14:	2020 年-2024 年 11 月 8 日财通证券资管基金业务规模.....	15
图 15:	2020 年-2024 年 11 月 8 日财通基金基金业务规模.....	15
图 16:	经纪业务收入排名.....	16
图 17:	财通证券经纪业务手续费净收入及同比增速.....	16
图 18:	财通证券股基交易市占率及净佣金率 (2022 及 2023 为预估值).....	17
图 19:	财通证券客户资产规模及增速.....	18
图 20:	财通悦享 APP.....	18
图 21:	财通证券分支机构分布图 (2023 年报数据, 2024 半年度未公布).....	19
图 22:	信用业务收入排名.....	20
图 23:	信用业务利息收入及其增速.....	21
图 24:	财通证券融资融券市占率.....	21
图 25:	自营业务收入排名.....	22
图 26:	财通证券自营业务收入.....	22
图 27:	2023 年财通证券权益类风险敞口.....	23
图 28:	财通证券业务收入结构明细.....	24
图 29:	2019-2024Q1~3 财通证券营业总收入及增速.....	25
图 30:	2019-2024Q1~3 财通证券归母净利润及增速.....	25
图 31:	2019-2024Q3 财通证券总资产及增速.....	25
图 32:	2019-2024Q3 财通证券归母净资产及增速.....	25
图 33:	2019-2024Q1~3 财通证券 ROE 及增速.....	25
图 34:	2019-2024H1 财通证券资本杠杆率及增速.....	25
图 35:	财通证券和券商指数 PB Band (截至 11 月 19 日).....	28

表 1: 财通证券高级管理人员 (部分) .....	7
表 2: 财通资本主要经营数据 (2021 年起开始披露) .....	10
表 3: 证券公司蚂蚁财富号粉丝数, 数据更新于 2024 年 11 月 08 日 .....	17
表 4: 财通证券盈利预测表 (截至 2024 年 11 月 19 日) .....	26
表 5: 证券公司 P/B 估值表 .....	27

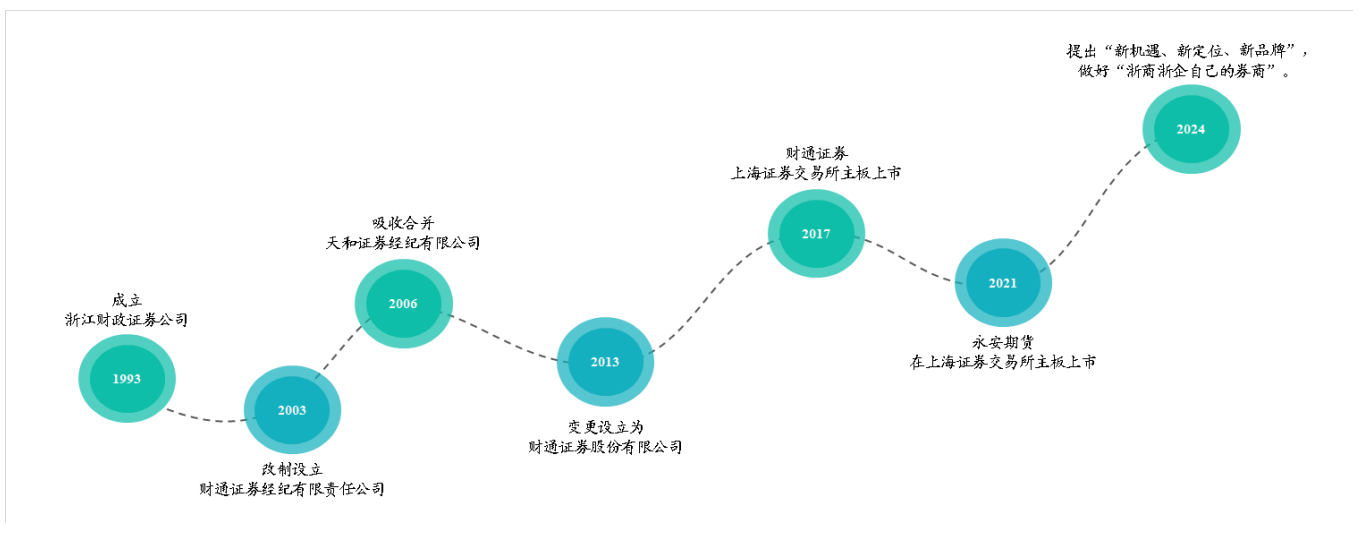
## 1. 根植浙江，服务全球浙商

### 1.1. 国资背景，深耕浙江三十年

浙江国资龙头券商，深耕本省三十年。财通证券（601108.SH）是一家省属国资背景的老牌证券公司，成立于1993年，总部位于中国浙江省杭州市。公司由财通经纪和浙江财政证券公司发展而来，2003年6月，由浙江省财务开发公司等数十家单位共同出资并改制设立财通证券经纪有限责任公司。2006年年底，财通证券吸收合并资不抵债的天和证券经纪有限公司，一举成为浙江省规模最大的券商之一。2007年，公司正式由浙江省委、省政府授权浙江省财政厅通过其全资子公司浙江金控监管，并于同年年底完成对永安期货的控股。2013年年底，公司变更设立为股份有限公司。2017年10月24日，财通证券在上海证券交易所主板上市。

上市后坚持集团化发展，做“浙商浙企自己家的券商”。2021年12月23日，公司参股公司永安期货在上海证券交易所主板上市，使得财通证券成为首家双上市的证券集团。2024年10月24日，财通证券举办第四届“财通日”，正式提出“新机遇、新定位、新品牌”，明确做“浙商浙企自己家的券商”新定位，出台《以“五个全力”落实金融支持经济高质量发展的专项行动方案》，积极承接运用系列增量政策，打响“选择财通财运亨通”新品牌。

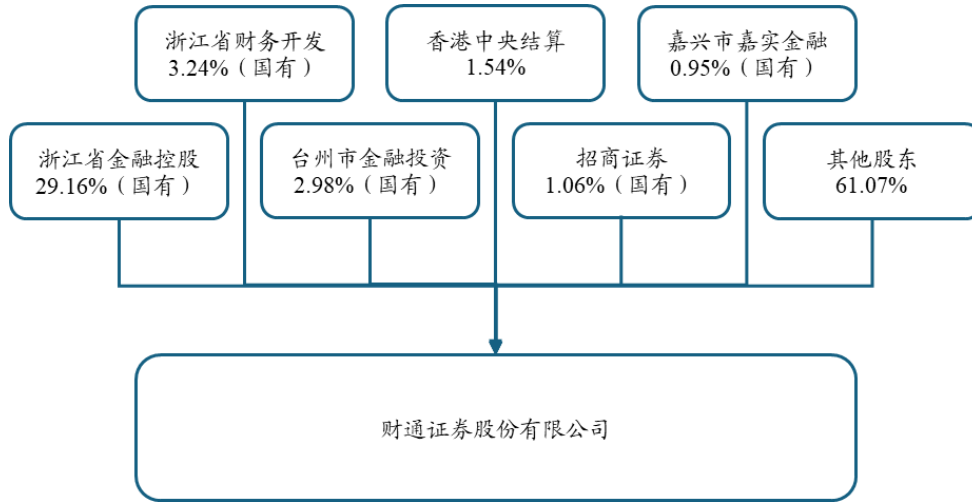
图1：财通证券发展历程



数据来源：Wind，东吴证券研究所

省财政厅实控，股权较为清晰。截至2024年第三季度，财通证券的第一大股东为浙江省金融控股有限公司（浙江金控），持有公司约13.54亿股股份，占总股本比例29.16%，而浙江金控和第二大股东浙江省财务开发有限公司的实际控制人均为浙江省财政厅，使得公司在区位和客户资源获取方面具有显著优势。前十大股东中有七家为国有企业性质，一家为中国香港特别行政区实控企业。

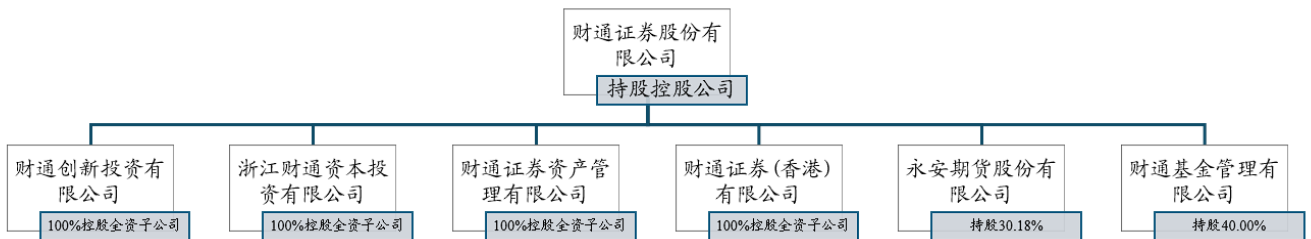
图2：2024Q3 财通证券股东明细



数据来源：Wind，东吴证券研究所

**子公司布局全面，业务分布全面。**作为浙江省内领先的证券公司，财通证券依托浙江省的经济活力和政策扶持，不断扩展业务范围。财通证券业务涵盖多个领域：证券、期货、基金、资管、股权投资、境外金融等，旗下有四家全资子公司，分别是财通证券资产管理有限公司，浙江财通资本投资有限公司，财通创新投资有限公司和财通证券(香港)有限公司，并有两家一级控股公司，财通基金管理有限公司和永安期货股份有限公司。公司旗下参控股子公司都在其细分领域，特别是浙江省内形成了独特的优势地位。

图3：2024Q3 财通证券控股与参控股明细



数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 1.2. 高管团队赋能财通，政企合作密切

公司管理层多数具有丰富的相关行业工作经验。财通证券董事会以及高管成员均具

有丰富的金融行业、政府机构或国央企管理和从业经验，出于公司的国资背景，多位董事同时也在浙江金融控股有限公司和浙江财务开发有限公司任职，所有董事会、监事会以及高层人员均无境外永久居留权。

**表1: 财通证券高级管理人员（部分）**

姓名	职务	主要工作经历
章启诚	董事长	曾任浙江省财政厅副厅长、党组成员，浙江省财务开发有限责任公司董事长、党委书记、浙江省金融控股有限责任公司董事长、党委书记。现任财通证券党委书记、董事长。兼任中国证券业协会第七届理事会理事、浙商总会第二届副会长、浙江省普惠财富管理研究院第一届理事会理事长。
黄伟建	总经理	曾任浙江省交通投资集团有限公司董事、党委副书记。现任财通证券总经理、党委副书记、董事，兼任中国证券业协会发展战略委员会副主任委员、上海证券交易所第五届理事会薪酬与财务委员会委员、深圳证券交易所第五届理事会薪酬与财务委员会委员、浙江证券业协会第六届理事会会长、浙江省并购联合会第一届理事会轮值会长、上海市商会第十一届理事会执行副会长。
夏理芬	副总经理	曾任中信证券(浙江)公司合规总监、执行总经理，中信证券股份有限公司江西分公司总经理。2017年3月加入公司，曾任财通证券首席风险官、总经理助理兼首席风险官，财通基金董事长，现任财通证券党委委员、副总经理，兼任中国证券业协会证券经纪与财富管理委员会委员、中国证券业协会投资者服务和保护专业委员会委员。
吴佳伟	副总经理	曾任财通证券股份有限公司中小企业投资银行部副总经理、运营管理部总经理、投行综合管理部总经理、党群工作部部长、职工董事。现任财通证券副总经理。
王跃军	首席风险官	曾任浙江财政证券计划财务部副总经理。2003年6月加入公司，曾任财通证券计划财务部总经理，财务总监、合规总监，现任财通证券首席风险官，兼任浙江省金融学会常务理事、中国证券业协会风险管理委员会委员、浙江证券业协会合规风控专业委员会副主任委员。
周瀛	财务总监	曾任浙江省财政厅金融处处长兼省道路交通事故社会救助基金管理中心主任。现任财通证券财务总监、计划财务部总经理，兼任财通创新投资有限公司董事。
官勇华	董事会秘书	2003年6月加入财通证券，曾任合规总监、董事会办公室主任。现任财通证券董事会秘书，兼任浙江财通资本投资有限公司董事长、浙江财通海港投资管理有限公司董事长、中国证券行业文化建设委员会委员、浙江股权服务集团有限公司董事、浙江省国有资产管理协会常务理事、浙商总会金融服务委员会执行主任。
裴根财	总经理助理	曾任方正证券经纪业务总部营销中心总经理，华西证券杭州学院路证券营业部总经理。2010年6月加入公司，曾任财通创新董事长，总经理助理兼研究所所长。现任财通证券总经理助理，兼任浙江证券业协会创新发展委员会副主任委员、上海证券交易所理事会衍生品发展委员会委员。
钱斌	总经理助理	曾任东方证券经纪业务总部副总经理，爱建证券有限责任公司副总裁。2011年12月加入公司，曾任财通香港董事长、总经理，现任财通证券总经理助理。
马晓立	总经理助理	曾任中信证券交易与衍生产品部执行总经理、财通证券资产管理部总经理、财通证券资产管理有限公司董事长总经理。现任财通证券总经理助理，兼任财通证券资产管理有限公司董事长、中国证券业协会资产管理业务委员会委员、中国证券投资基金业协会资产管理业务专业委员会委员。
申建新	总经理助理	曾任浙江财政证券公司市场管理总部经理。财通证券风险管理部总经理兼合规部总经理，董事会秘书兼总经理办公室主任，合规总监，浙江财通资本投资有限公司董事长。现任财通证券总经理助理，兼任永安期货董事、杭州市企业上市与并购促进会副会长、杭州市金融人才协会副会长、中国证券业协会股权与另类投资业务专业委员会委员、浙江证券业协会合规风控专业委员会主任委员。

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

与政府和地方商会合作，助力打造“平台型财通”。截至2023年年末，实现浙江省内11个地级市战略合作全覆盖，并与台州、舟山、衢州、绍兴等4个地市建立“总

对总、总对分”的全域战略合作。此外，公司秉持“浙商浙企发展到哪里，财通就跟进服务到哪里”的理念，还与浙商总会和各地浙商商会展开了合作。截至目前，公司与浙商总会及 4 地浙江商会达成战略合作，17 家省外分公司全部成为当地浙江商会副会长单位。

**“浙商浙企发展到哪里，财通就跟进服务到哪里”**。公司坚持做“浙商浙企自己家的券商”，截至 2023 年，已陪伴新赣江药业等浙商企业在省外地区投资创业；联合集团旗下永安期货，在衢州打造生猪“保险+期货”创新模式“共富样板”，为当地 123 家农户 20 余万头生猪养殖提供价格风险保障，推动现货增收超过 3.5 亿元。同时，公司还联合浙商总会和各地商会举行财运亨通·走进浙商”金融助企系列活动，活动已覆盖浙商浙企超 3000 家，通过金融服务助企业提信心、稳预期、促增长，助力浙江“地瓜经济”根深叶茂，推动“平台型财通”建设提质增效。

图4: “平台型财通”战略

#### 平台型财通

一是构建与地方政府协同合作“一本账”机制，与地方政府的战略合作扩面增效，主动对接有效投资“千项万亿”工程，着力扩大公募REITS、ABS 等融资规模，受托管好地方产业基金，重点支持重大项目招商引资和重要开放平台提能升级。

二是构建与同业机构协同合作“一本账”机制，与银行、私募等同业机构共同策划和提升服务企业的产品和服务能力，探索特色化同业机构客户服务及合作模式，为企业注入更多金融活水。

三是构建与链主企业协同合作“一本账”机制，与省工商联、浙商总会、浙商研究中心以及链主型企业等建立战略合作机制，以链主企业协同合作为“牛鼻子”，支持主导产业与链主企业做强做大，更好延伸服务至上下游企业，助力形成“高大上、链群配”“企-链-群”协同发展格局。

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

### 1.3. 政府产业基金助力，把打造一流投资银行作为“一号工程”

浙江省民营经济发展飞速，上市企业数量位居全国第二。2006 年 A 股上市公司数量突破 100 家大关；2016 年突破 300 家大关；2020 年突破 500 家大关；从 600 家到 700 家，浙江省仅用了不到两年时间。截至 2024 年 11 月 3 日，浙江省 A 股上市公司数量达 710 家，十年时间规模增长至 2 倍，总数位居全国第二位，仅次于广东省。

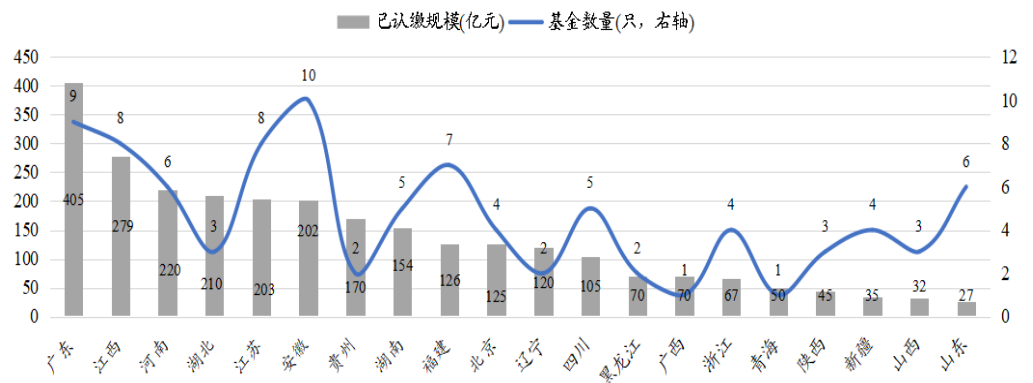
股权投资历经调整，政府引导基金设立放缓。2023 年，我国的政府引导基金以资本、人才和产业为创新点全面向市场化方向演变，但由于地方政府的财政近年持续承压，引导基金的设立规模逐年下降。截至 2023 年，我国总计设立政府引导基金 2086 只，目



标规模约 12.19 万亿元人民币，已认缴规模约 7.13 万亿元人民币。其中，2023 年设立的引导基金已认缴规模为 3118.46 亿元人民币，同比下降 35.0%；总计 107 只，同比下降 25.2%。

**中西部地区设立加速。**按地区来看，2023 年中西部省份新设立政府引导基金节奏高于其他省份，已认缴规模达 1,595.19 亿元人民币，占比 51.2%；总计新增 56 只，占比 52.3%。而从全国范围来看，2023 年新设立政府引导基金数量排名前四的省份为安徽、广东、江苏和江西，已认缴规模排名前三的省份依次为广东、江西、河南，中西部省份均有出现。

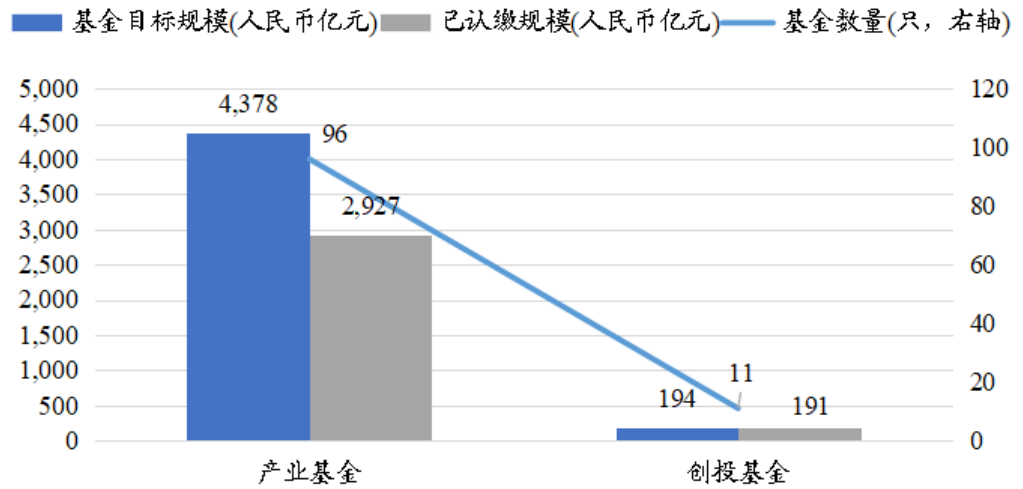
图5：2023 年政府引导基金地区分布



数据来源：清科研究中心，东吴证券研究所

**产业类基金占据主导，助力产业转型升级。**按类型来看，2023 年，新设立产业类政府引导基金有 96 只，占比 89.7%；已认缴规模约 2,927.42 亿元人民币，占比 93.9%；新设立的创投类政府引导基金有 11 只，占比 10.3%，已认缴规模约 191.04 亿元人民币，占比 6.1%。大部分产业类政府引导基金的设立都是基于当地的产业布局，聚焦现代产业集群发展以及重大项目的招商引资，促进地方产业结构优化升级并加快新旧动能接续转换。

图6: 2023 年政府引导基金类型分布



数据来源: 清科研究中心, 东吴证券研究所

**专注政府产业基金，联动投行业务。**财通证券通过全资子公司财通资本开展私募股权投资业务，以母基金为引领，股权投资基金和政府产业基金双驱动，投行业务与产业基金紧密联动，通过资金投入获取项目的话语权，并与企业签订协议，确保未来投行业务的合作。

**布局五大新兴领域，管理规模持续增长。**2023 年，财通证券的全资子公司财通资本重点在新兴科技、先进制造、智能汽车与新能源、新材料与新一代信息技术、生命大健康五大领域进行投资布局；财通资本管理及服务的政府产业基金规模达 522.5 亿元，同比增长 31%，协助省内引入一批重大项目；在管私募股权基金 37 只，认缴规模 207 亿元，实缴规模达 108 亿元，同比增长 153%，实现管理费收入同比增长 121%；新增股权投资金额 55 亿元，同比增长 190%；已实现 7 家被投企业 IPO 上市，累计投资企业超过 60 家，累计投资规模超过 100 亿元。

表2: 财通资本主要经营数据 (2021 年起开始披露)

项目	2021	2022	2023
服务政府产业基金规模(亿元)	190	398.50	522.5
私募股权基金实缴规模(亿元)	22.57	42.62	108
累计撬动规模(亿元)	-	271.78	626.7

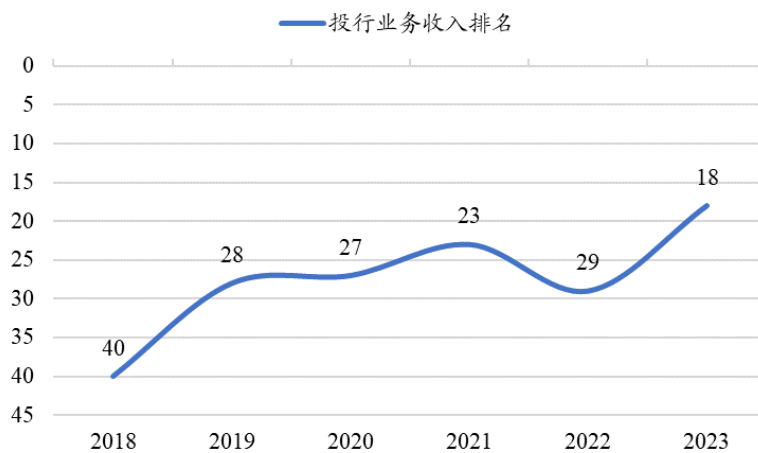
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

截至 2024 年第三季度，财通证券实现投资银行业务手续费净收入 3.91 亿元，同比增长-28.82%。股权业务方面，2022 年至今，完成 IPO 项目 11 单。2024 年前三季度股权融资规模 34.54 亿元，同比增长 5.53%，完成 IPO 数量 1 单，规模 3.94 亿元。截至 2024 年 6 月 30 日，IPO 保荐家数位居行业第 13；北交所做市家数位居行业第 8；完成 3 家新三板企业挂牌，位居全行业第 12、浙江省内第 2，新三板持续督导家数位居行业

第 9、省内第 1。

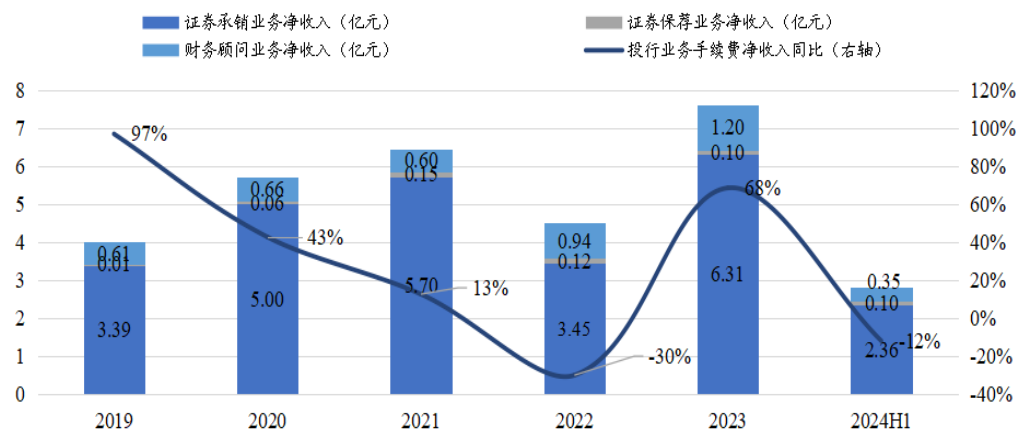
债权业务方面，2024 年前三季度，债权融资规模 843.31 亿元，同比增长-19.09%。2023 年公司债和企业债承销规模首破千亿，北交所上市家数、债券承销规模抢占浙江市场第 1。截至 2024 年 6 月 30 日，公司债和企业债承销规模位居行业第 9、省内第 1，省内市占率 22.3%，同比提升 5.8 个百分点，在浙江省 6 个地级市的市占率位居第 1。公司投行业务在 2022 年出现过轻微波动，主要是由于市场表现的持续低迷，导致股权融资的数量与规模双双走低，2022 年同比分别减少 17.91%和 11.54%，因此公司在 2022 年的投行收入有所下滑，但在 2022 年年末，财通证券提出“打造一流投行”战略目标后，投行所有相关子业务的增速基本上可以在一众券商同行里一骑绝尘。

图7：投行业务收入排名



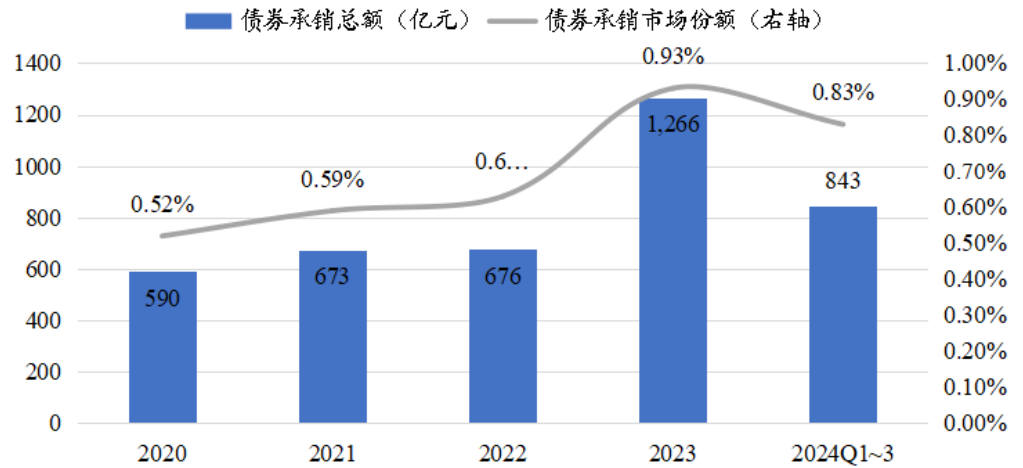
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：财通证券投资银行业务手续费净收入及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：财通证券投资银行业务债券承销规模



数据来源：Wind，东吴证券研究所

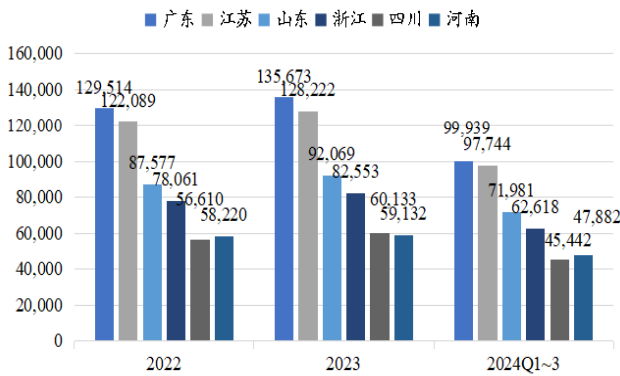
**不断注入新能量，助力投行竞争力进一步增强。**2022年起，财通证券投资银行业务开始转型升级，特别是在并购重组领域。由于IPO在监管和政策下的收紧，公司将并购重组业务看成是未来发展的一个重要方向。为此，财通证券持续引入投资银行业务团队，截至2024年7月，财通证券共有保荐代表人83位，其中2023年1月份起新注册保荐代表人就达到31位。此外，由于IPO的收紧，财通证券也正在寻找其他增量来源，比如财务顾问，债券发行，以及将投行业务向产业链的前端延伸，比如参与产业基金的前端投资和服务，实现业务协同，为公司未来的IPO业务提供了潜力项目。

## 2. 互联网基因财富管理，打造核心竞争力

### 2.1. 区位优势助力资产管理规模持续增长，风险控制良好

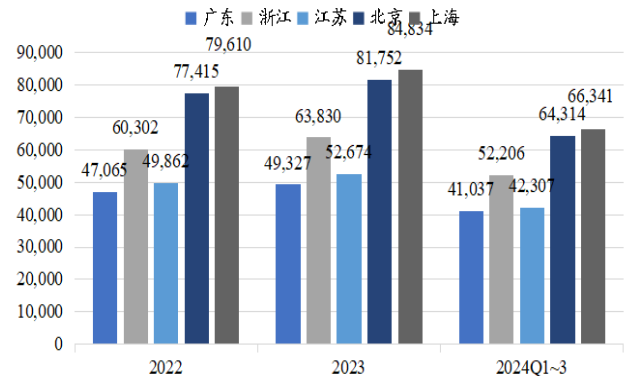
民营经济发达，打造“共同富裕示范区”。浙江作为中国境内发达程度前列的省份，并在 2021 年，国家在《关于支持浙江高质量发展建设共同富裕示范区的意见》中提出在 2025 年要将浙江打造成共同富裕示范区，为实现“2035 年全体人民共同富裕”的目标打下基础。2024 年前三季度，浙江省实现地区生产总值 6.26 万亿元，仅次于广东，江苏和山东，连续多年在全国排名第四。浙江一直是个“藏富于民”的省份，2024 年前三季度浙江省居民人均可支配收入达 5.2 万元，多年稳居全国前三，仅次于北京和上海两大直辖市。随着居民可支配收入持续上升和中等收入阶层的持续扩大，居民对金融服务和财富管理的需求将会迅速增加。

图10: 2022- 2024Q1~3 全国前六省份 GDP (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

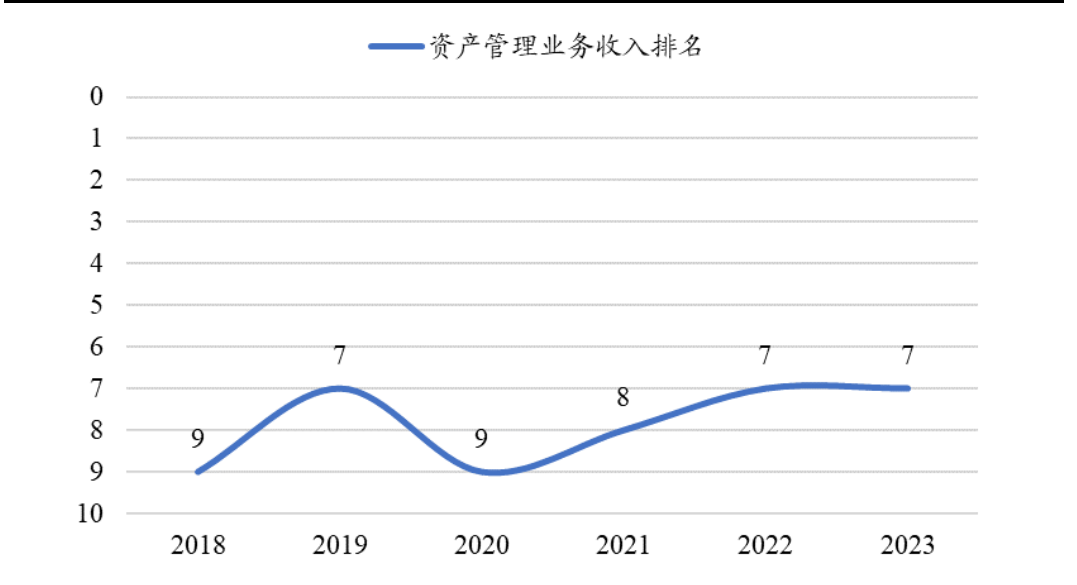
图11: 2022-2024Q1~3 居民人均可支配收入 (元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

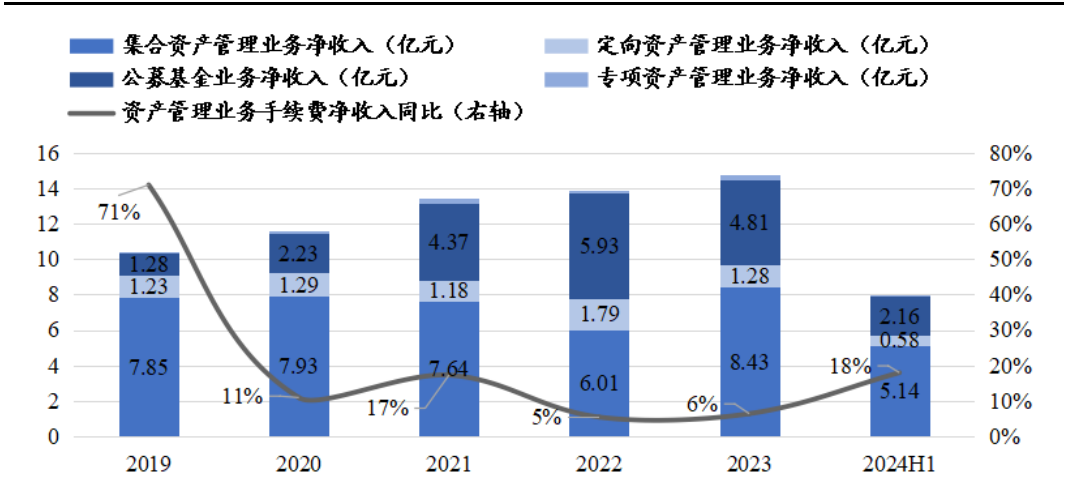
**规模持续增长，风险控制良好。**财通证券资产管理有限公司（财通资管），是财通证券于 2014 年年末成立的全资子公司，前身为财通证券资产管理部。2024 年，财通资管提出要做强“一主两翼”多元业务格局，“一主”意在夯实传统股债、量化、FOF、衍生品等领域的主动管理能力，“两翼”主要指 ABS、REITs 等投融联动类业务和股票质押、员工持股计划等资本市场创新业务。2024 年前三季度，财通证券实现证券资产管理业务手续费净收入 11.80 亿元，较 2023 年同比增长-0.01%。2024 年上半年，财通资管实现净利润 2.23 亿元，同比增长 6%；公司一季度资管收入排名保持行业前三位。2024 年一季度末，财通资管获得母公司财通证券的增资，注册资本从 2 亿元增加至 5 亿元。

图12: 资产管理业务收入排名



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

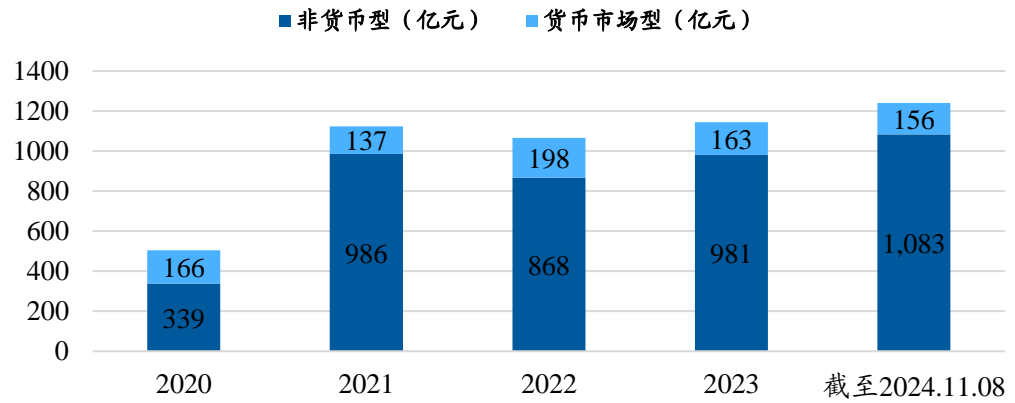
图13: 财通证券资产管理业务净收入及增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

基金业务管理规模持续增长，领头人十年磨一剑。截至2024年11月8日，财通证券资管的基金管理规模为1239.53亿元，基金数量为67只，较2023年同期增长5只，规模同比增长23.46%。其中，非货币公募管理规模为1083.16亿元，占比87.38%，在160家公募持牌管理人中排名前30%，具体排名为45/160，在券商资管中排名第2。除了规模增长外，财通资管董事长马晓立的带领也十分出色。马晓立曾任联合证券研究所首席分析师，中信证券研究部执行总经理，2012年加入财通证券资管部，并从2014年财通资管成立后一直深耕在此，2005-2010连续6年蝉联“新财富最佳分析师”第一名，2016-2017获“中国财富管理领军人物君鼎奖”，2023年获得“中国资产管理2023领军榜专项奖—最佳领导力奖”。

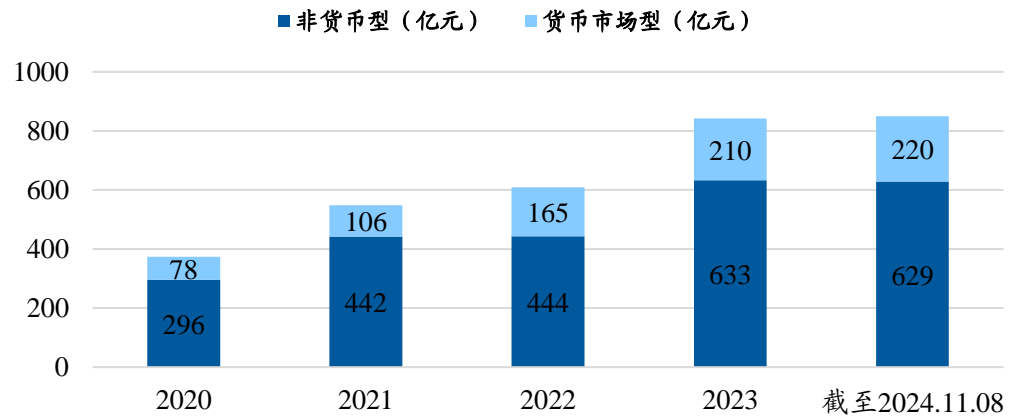
图14: 2020年-2024年11月8日财通证券资管基金业务规模



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

除财通资管外,财通证券还通过参股财通基金管理有限公司(财通基金)开展基金管理业务。2024上半年,财通基金实现营业总收入3.04亿元,较2023年同比增长-21.62%,净利润5108.63万元,同比增长-54.89%。截至2024年11月8日,财通基金的基金管理规模为849.33亿元,基金数量为53只,较2023年同期增长5只,规模同比增长6.31%。其中,非货公募管理规模为629.05亿元,占比74.06%,在160家公募持牌管理人中排名前41%,具体排名为65/160。

图15: 2020年-2024年11月8日财通基金基金业务规模



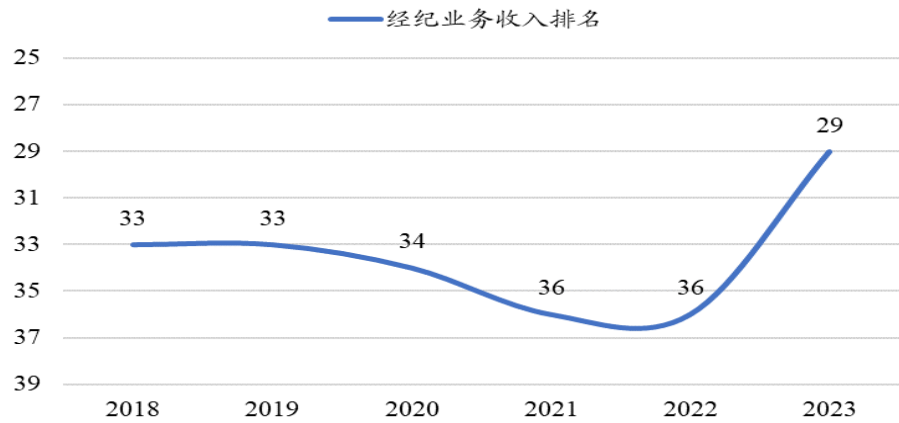
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 2.2. 提前布局互联网金融, 证券经纪市场份额上升迅速

**主动融入国家战略, 业务机构化转型初见成效。**财通证券2024年前三季度实现证券经纪业务手续费净收入8.33亿元,较2023年同比增长-7.52%;2023全年实现证券经纪业务手续费净收入11.99亿元,收入在所有上市券商中排名第29,排名较2022年有适当的提升,2022年经纪业务净收入排名为36名。2023年起至今,财通证券深入推进分公司综合化改革和业务机构化转型,主动融入长三角一体化、上海国际金融中心建设

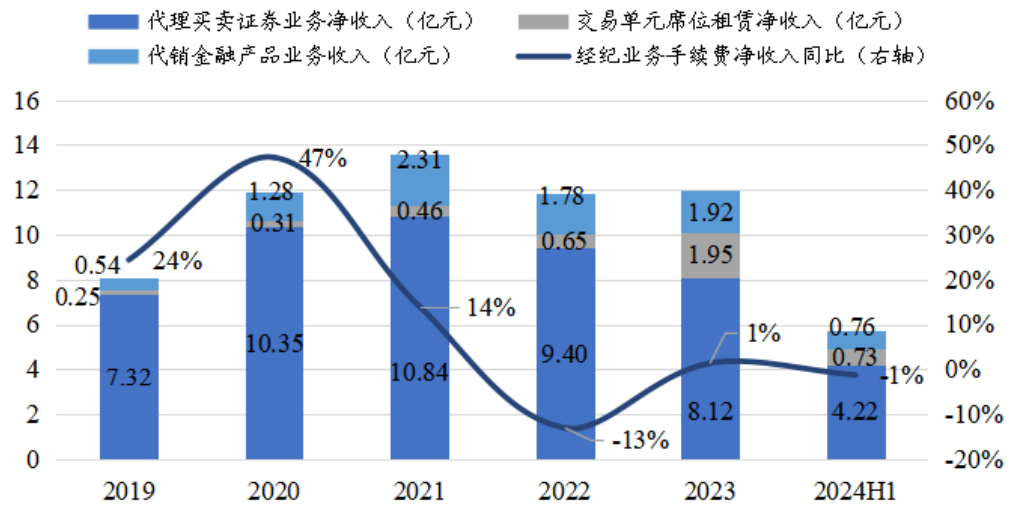
和成渝共建西部金融中心等国家战略，全力推进五大业务总部建设，今年上海业务总部迭代升级，重庆、北京业务总部正式揭牌，深圳、海南两地总部建设陆续启动。行业整体上看，2023 全年上市券商经纪业务净收入（含席位租赁）为 984.37 亿元，同比下降 12.95%，在行业收入出现整体下滑的背景下，财通证券 2023 和 2024 前三季度的经纪业务收入增速远超行业平均水平，可以看出经纪业务转型初有成效。

图16: 经纪业务收入排名



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

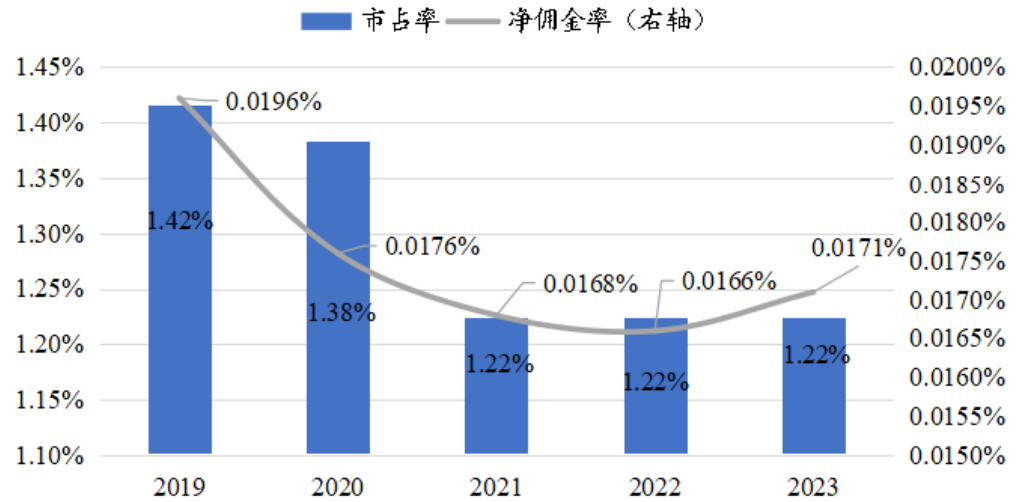
图17: 财通证券经纪业务手续费净收入及同比增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所



图18: 财通证券股基交易市占率及净佣金率 (2022 及 2023 为预估值)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**合理利用区位优势, 发力科技金融。**科技与互联网创新是一直以来浙江省所大力推动的, 阿里巴巴、蚂蚁、网易等中国知名互联网大厂以及吉利、正泰等重量级科技企业纷纷将总部落户在杭州, 龙头企业的落户会带来大量行业上下游的各种其他企业和机构, 为金融服务的需求提供坚实的保障。自 2015 年起, 财通开始布局互联网金融, 公司 2015 年与同花顺, 2018 年与蚂蚁、支付宝, 2022 年与恒生电子达成全面战略合作。

**互联网助力财富管理客户量逆市增长。**通过互联网引流, 公司在财富管理客户数量和资产方面实现了逆市增长。目前, 蚂蚁引流的客户量非常可观, 财通证券财富号粉丝超过 60 万 (财通证券资管财富号粉丝超过 270 万, 财通基金财富号粉丝超过 60 万), 近 3 年公司年均开户量超 30 万户, 其中 2023 年增加超 40 万, 互联网渠道开户量占比超 50%。财通与蚂蚁的合作不仅在技术服务和金融科技方面, 还实现了系统对接和业务前端的有效运营。我们预计通过支付宝客户引流的客户年龄相对较小。

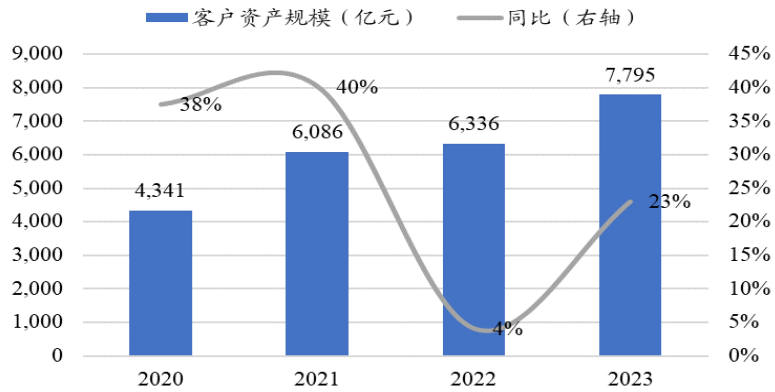
表3: 证券公司蚂蚁财富号粉丝数, 数据更新于 2024 年 11 月 08 日

排序	机构名称	2024/11/08 粉丝数 (万)
1	国联证券	107.7
2	中信建投	111.3
3	国信证券	91.9
4	财通证券	64.3
5	兴业证券	49.6

数据来源: 支付宝财富号, 东吴证券研究所

**数字赋能，自主研发。**财通证券截至 2023 年年底，客户数量超过 326 万户，同比增长 14%，客户资产总规模增加至 7795 亿元。基于强大的本土机构客户基数，公司构建机构客户经理体系。2023 年，公司持续加大在数字化领域的投入，推出了专门为机构客户、企业客户、高净值个人客户打造的一站式综合金融服务平台 APP-“财通悦享”，达成席位租赁收入 1.95 亿元，较 2022 年增长 199.78%。该平台实现了整合集团各业务条线及子公司的机构服务资源和特色服务能力，提供研究、投行、投资、股份管理、特色工具等一揽子金融综合服务。截至 2023 年年底，公司机构客户资产超过 3000 亿元，机构客户业务收入占比提升至 22.9%。

图19：财通证券客户资产规模及增速



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图20：财通悦享 APP



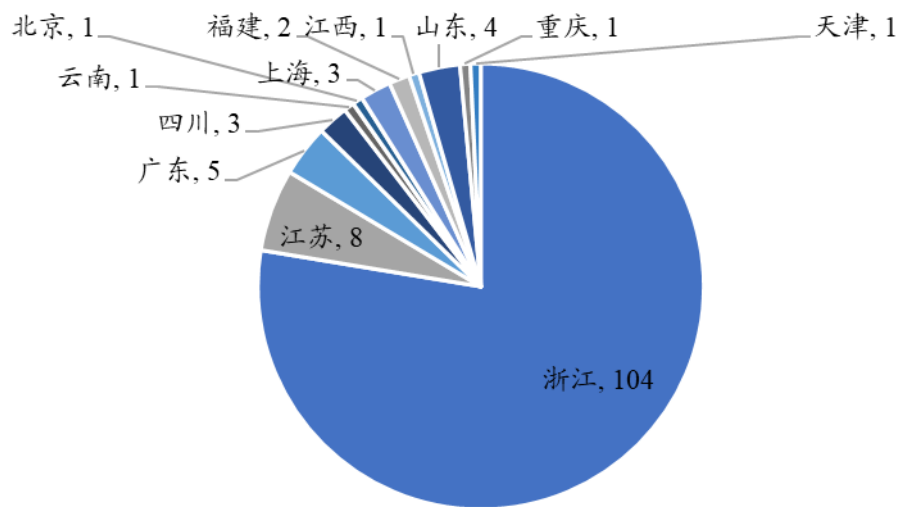
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

**打造卖方业务特色研究所，对内投研服务持续增强。**2023 年，公募基金股票交易总额为 23.07 万亿元，券商斩获分仓佣金总收入达 168.36 亿元，同比下滑 10.92%。在公募基金分仓收入整体缩水之下，财通证券在中小券商中分仓佣金收入增幅最高。数据显示，财通证券 2023 年分仓佣金收入 1.85 亿元，同比增长 211.49%，是 TOP40 排行榜中唯一一家实现佣金翻倍的券商，财通证券研究所截至 2023 年共有约 180 名的研究人员，研

究所业务收入同比增长 7.5 倍,服务机构家数同比增长超 50%,研究行业覆盖率达 80%,在行业最为权威的新财富评选中,荣获“进步最快研究机构”和“最具潜力研究机构”双料第一。

**分支机构规模较大。**截至 2023 年,财通证券已建立了 29 家分公司,并运营着 134 家证券营业部,证券营业部主要位于经济较发达的地区,包括浙江省各区县(104 家)、江苏省(8 家)、广东省(5 家),山东省(4 家),四川省(3 家),上海市(3 家)显示出公司在浙江地区的区位优势。在行业中,这一数量在上市证券公司中排名第 19,处于中等水平。

图21: 财通证券分支机构分布图(2023 年报数据,2024 半年度未公布)



数据来源: 公司 2023 年报, 东吴证券研究所

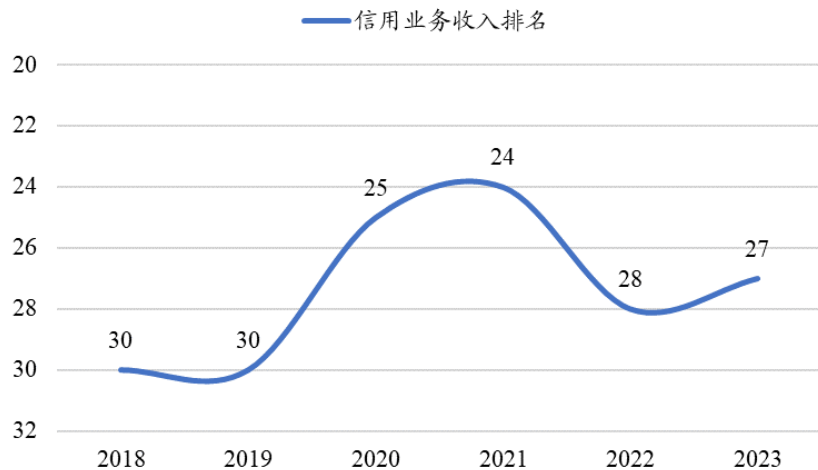
### 3. 低风险性运行重资产，高稳定性确保增长率

#### 3.1. 资本中介保持稳定，两融规模跑赢市场

2024 年，全市场信用两融、股质业务均出现下滑，财通证券却逆势增长，公司于 2023 年起大力推广“信用业务+”模式，转变质押业务管理思路，提升自有资金质押业务质量。截至 2024 年前三季度，财通证券实现信用业务利息收入 18.42 亿元，同比增长 2.06%，净收入 3.81 亿元。

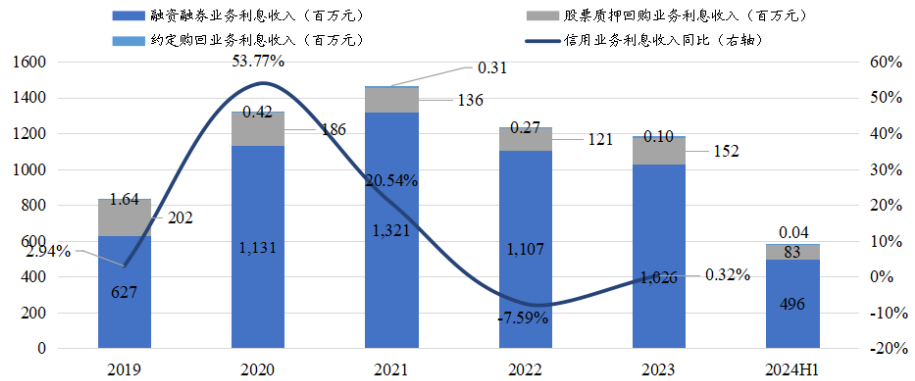
同时，财通证券 2024 上半年两融余额 168.98 亿元；质押余额 45.2 亿元，其中自有资金质押余额 29.99 亿元；2023 年全年财通证券实现信用业务余额规模 227.69 亿元，同比增长 22.14%，其中，自有资金股票质押回购余额规模 37.94 亿元，较年初增长 33.50%；融资融券余额规模 189.12 亿元，占比 83.06%，较年初增长 20.5%，增速跑赢市场 13.4 个百分点，市占率稳定在 1.1% 左右，因此，可以看出公司融资融券业务风险较低。

图22：信用业务收入排名



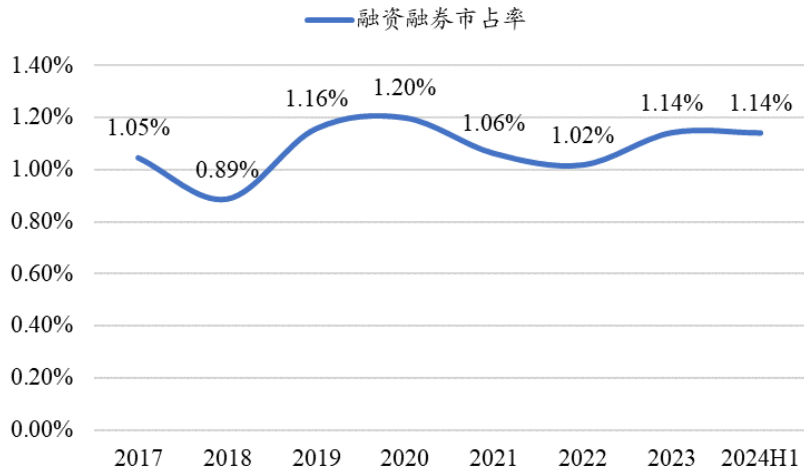
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图23: 信用业务利息收入及其增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图24: 财通证券融资融券市占率



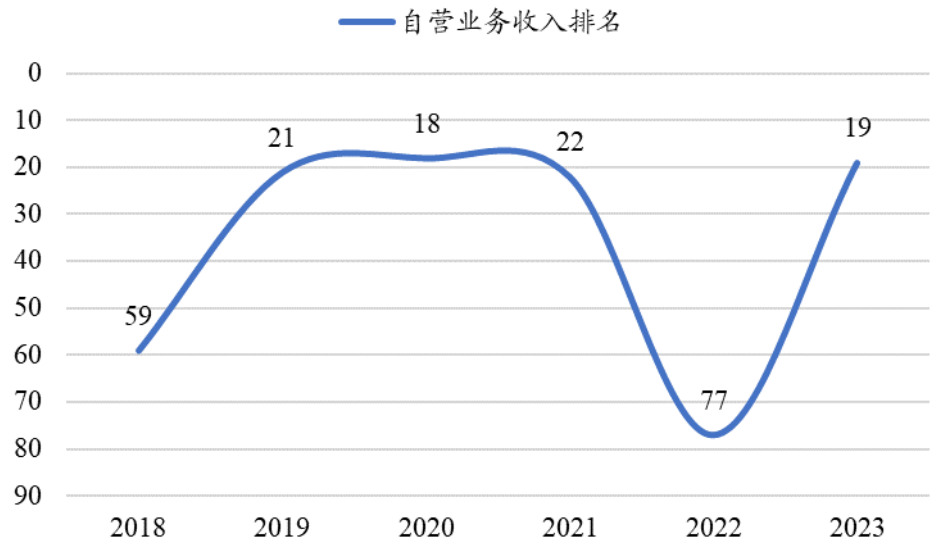
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 3.2. 自营投资收入排名创新高, 公允价值变动净收益扭亏为盈

大类资产配置坚持去方向性转型, 助力自营业务收入排名创下新高。财通证券 2024 前三季度实现自营投资业务收入 11.85 亿元, 同比下降 15.95%。2023 年开始, 公司以跨周期发展为目标, 推进自营投资去方向型转型。2023 年全年实现自营投资业务营业收入 17.57 亿元, 同比上升 1056%, 收入排名从 2022 年的 77 名跨越至 19 名, 增速排名行业第一。其中, 投资收益自 2021 年开始逐年大幅下降, 主要原因是受市场影响, 权益投资收益同比下降较多; 公允价值变动净收益较 2021, 2022 年相比实现了扭亏为盈。2023 年全年, 公司金融投资类资产/归母净资产的比例为 1.98, 公司以跨周期发展为目标, 推进自营投资去方向型转型, 导致系受市场影响金融工具投资收益(含公允价值变动)同比增加, 大幅度提高自营业务在多个投资方向上的收益稳健性。

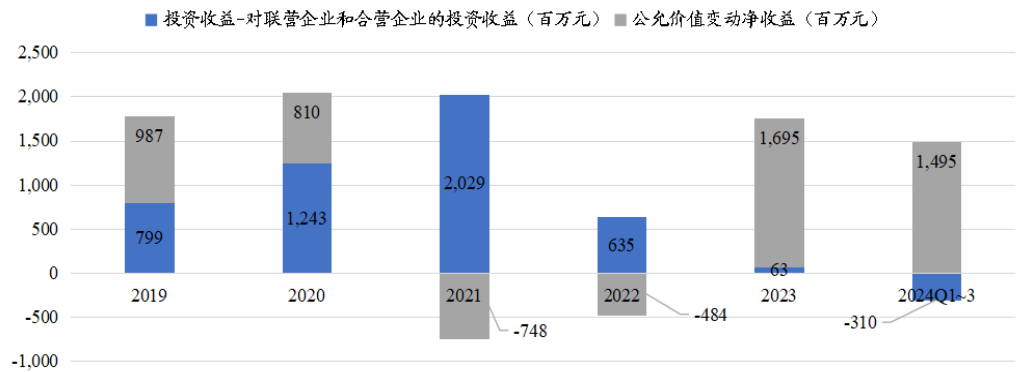
**夯实债券投资，持续布局大类资产。**固收投资方向上，2023 年公司自营非权益类证券及其衍生品/净资本比例为 281.93%，同比 2022 年增长-3.98pct。公司根据市场行情在夯实债券投资业务的基础上持续布局大类资产配置，在把控好市场风险和信用风险的同时，研究市场策略，抓住有利时机，合理扩大投资规模，整体业绩大幅领跑行业对标指数。同时，多款量化 IT 系统工具被研发用于投资，再结合人工操作来有效管控各项风险，保障收益。

图25：自营业务收入排名



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图26：财通证券自营业务收入

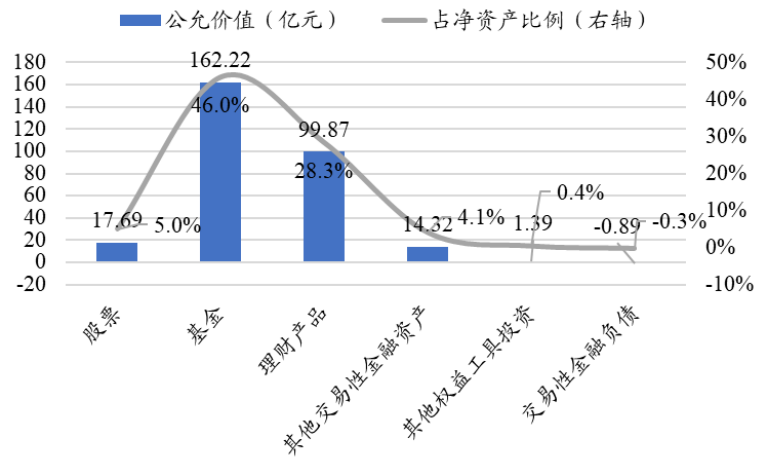


数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

**把握热门主题，取得超额收益。**权益投资方向上，公司 2024 上半年自营权益类证券及证券衍生品/净资本比例为 19.40%，同比 2023 年底下降 0.42pct。财通证券提出要坚持控风险、低仓位运行，加强对重点行业和个股的研究，重点把握了信创和 AI 的主题投资机会，因此取得了相较于指数的超额收益。同时，公司北交所做市家数跻身市场前 10。截至 2024 年上半年，公司权益类投资的公允价值合计 294.58 亿元，占净资产比

例为 83.51%，若公司持有的权益投资公允价值上下浮动 10%且其他市场变量保持不变，则公司净资产将会上下浮动 22.10 亿元。

图 27：2023 年财通证券权益类风险敞口



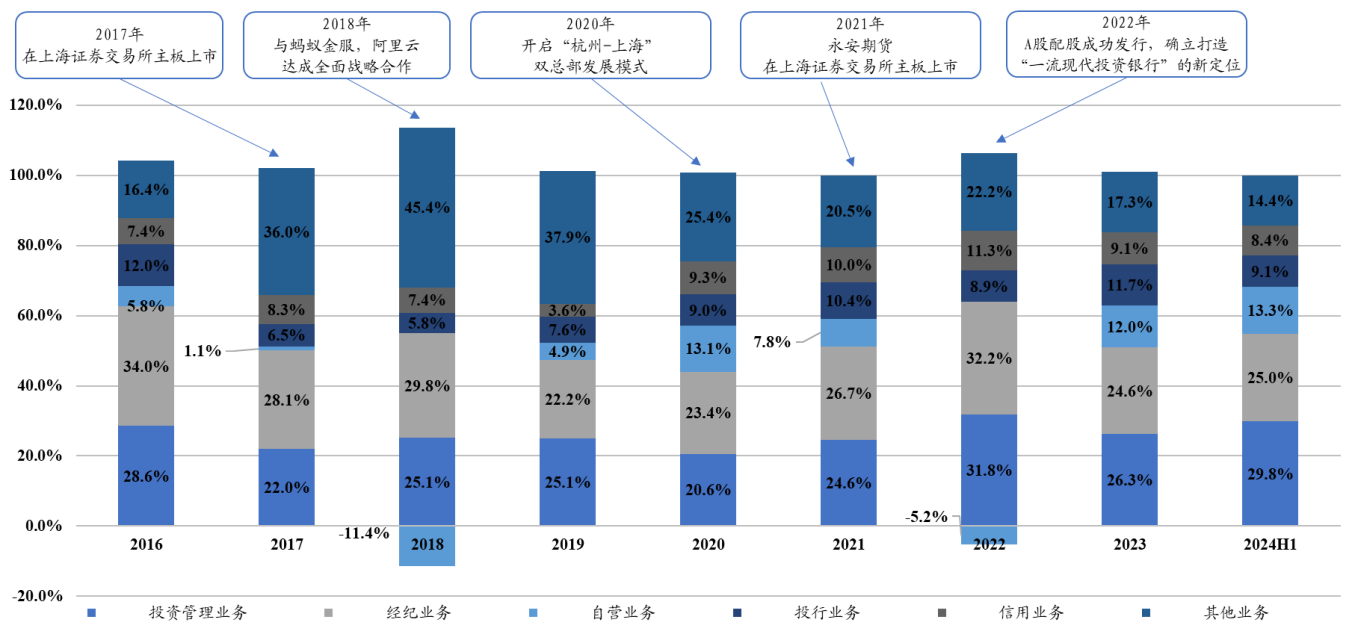
数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

## 4. 盈利预测与投资评级

### 4.1. 多元化业务布局，构建稳健盈利能力

**业务结构稳定，打造轻资产核心竞争力。**财通证券作为一家综合性的证券公司，公司的业务十分全面，其涉及领域包括证券经纪、投资银行、资产管理、资本中介、证券自营、境外证券以及其他业务。从各项业务收入占营业收入比例中看，经纪业务近几年一直稳定在 25%-35%，投行业务稍有上升，从 2022 年的 8.9% 上升到 2023 年的 11.7%，而资管业务和信用业务则呈现占比下降的趋势，资管业务占比由 2022 年的 31.8% 下降到 2023 年的 26.3%，信用业务占比由 2022 年的 11.3% 下降到 2023 年的 9.1%。自营业务呈现占比迅速扩大的趋势，从 2022 年的 -5.2% 扩大到 2023 年的 12.0%。

图28：财通证券业务收入结构明细

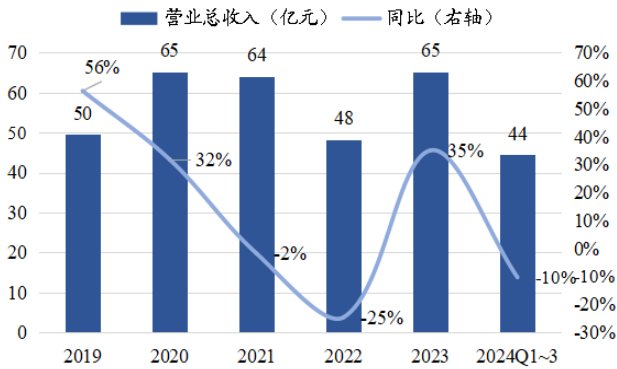


数据来源：Wind，东吴证券研究所

近年来，中国证券行业受到宏观经济下行压力和政策调整影响，行业整体表现稍有波动。因此，2022 年，财通证券各项核心指标出现适当的下降。2022 年 4 月 12 日，财通证券 A 股配股成功发行，募资 71.72 亿，认配率 97.96%。2023 年，财通证券营业总收入实现 65.17 亿元，较 2022 年同比上升 35.03%，据 Wind 数据统计，财通证券 2023 年营业总收入增幅在所有上市证券公司中排名第 6；归母净利润实现 22.52 亿元，同比增长 48.43%；总资产 1337.54 亿元，同比增长 6.41%；归母净资产 346 亿元，同比增长 5.02%。

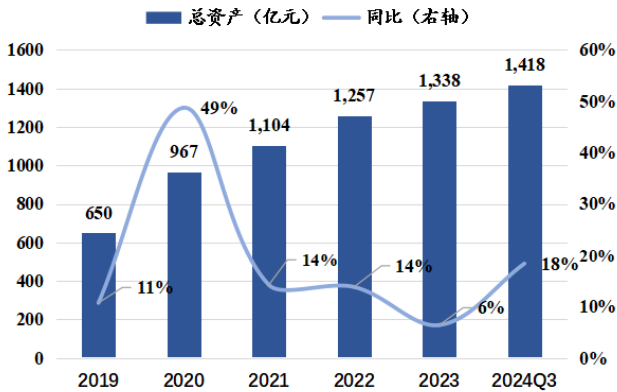


图29: 2019-2024Q1~3 财通证券营业总收入及增速



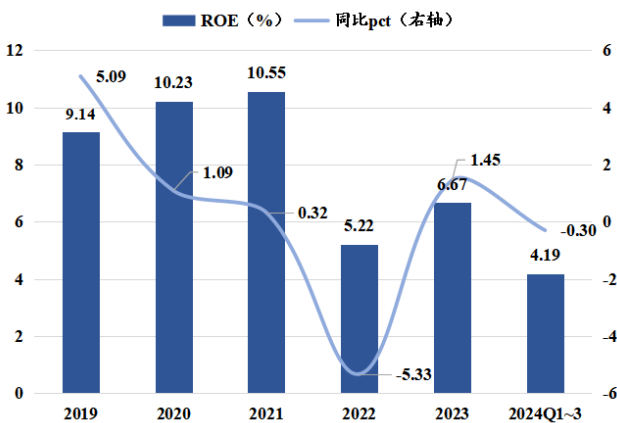
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图31: 2019-2024Q3 财通证券总资产及增速



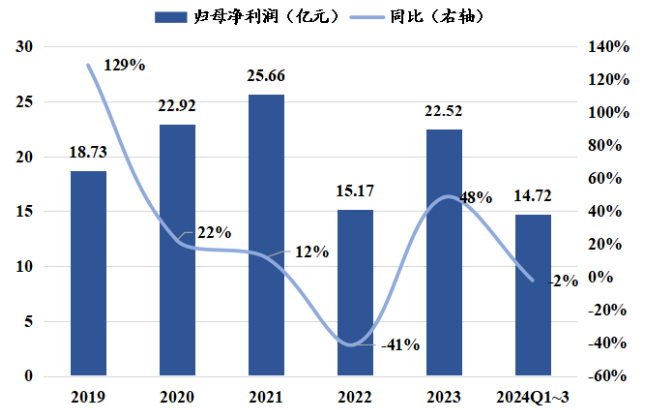
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图33: 2019-2024Q1~3 财通证券 ROE 及增速



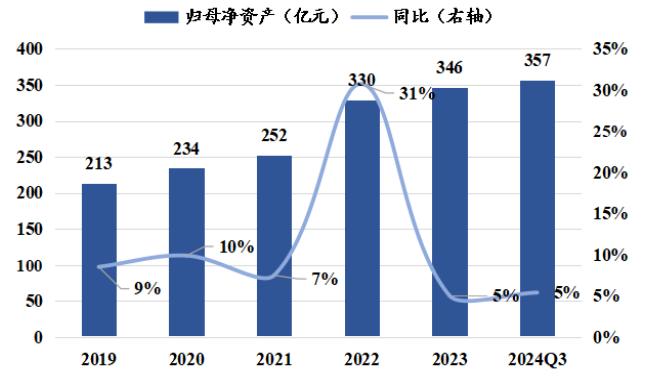
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图30: 2019-2024Q1~3 财通证券归母净利润及增速



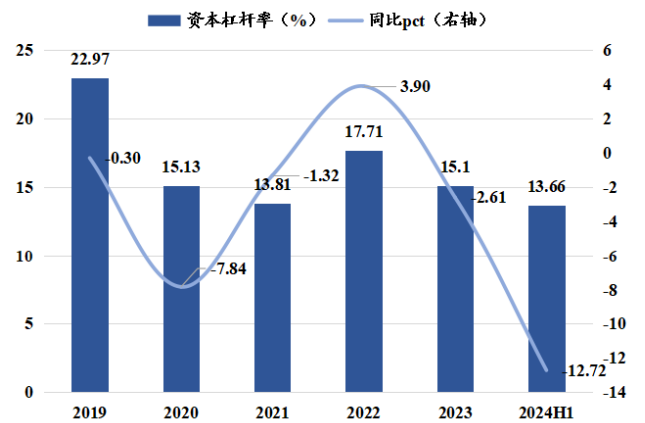
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图32: 2019-2024Q3 财通证券归母净资产及增速



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图34: 2019-2024H1 财通证券资本杠杆率及增速



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

## 4.2. 业务盈利预测与估值

**迎难而上，把握机遇。**2024年，我国证券行业市场处于一个机遇与挑战并存的大环境，例如股票发行全面注册制改革正式实施，IPO和再融资阶段性收紧等等，投行业务承压；同时，9月末一揽子增量政策的发布增加资本市场流动性，提振股民信心，有利于券商各项业务的发展，财通证券可通过自身的独特优势，如互联网金融，政府产业基金等为其轻资产业务导流，进一步打开增长的空间。因此我们预测公司2024-2026年营业收入为64.59、73.77、84.37亿元。

据统计，2023年末，我国金融业机构总资产为461.09万亿元，同比增长9.9%，其中，证券业机构总资产为13.84万亿元，同比增长5.6%。考虑到财通证券高度重视数字化改革，提前规划坚定的战略方针，具有良好的区位优势和国资背景，我们预计在这样的环境下，公司未来的发展稳定性较高。因此，我们预计公司2024-2026年归属于母公司股东净资产也将稳定提升，分别为351.93、369.13、387.72亿元。

表4：财通证券盈利预测表（截至2024年11月19日）

单位：百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,827	6,517	6,459	7,377	8,437
手续费及佣金净收入	3,139	3,558	3,443	3,891	4,271
经纪业务手续费净收入	1,183	1,199	1,412	1,594	1,786
投行业务手续费净收入	452	761	685	753	904
资管业务手续费净收入	1,460	1,553	1,300	1,494	1,523
利息净收入	747	539	586	474	351
投资收益	1,352	611	363	666	1,230
公允价值变动损益	-484	1,695	1,956	2,231	2,468
其他业务收入	4	7	7	8	8
营业支出	3,221	3,889	3,881	4,306	4,744
归属于母公司股东净利润	1,517	2,252	2,207	2,632	3,168
归属于母公司股东净资产	32,951	34,605	35,193	36,913	38,772
营业收入增速	-24.67%	35.03%	-0.90%	14.21%	14.38%
归属于母公司股东净利润增速	-40.88%	48.43%	-2.00%	19.27%	20.35%
归属于母公司股东净资产增速	30.73%	5.02%	1.70%	4.89%	5.04%
ROE	5.22%	6.67%	6.32%	7.30%	8.37%
EPS（元/股）	0.33	0.48	0.48	0.57	0.68
BVPS（元/股）	7.10	7.45	7.58	7.95	8.35
P/E（A）	25.83	17.40	17.76	14.89	12.37
P/B（A）	1.19	1.13	1.11	1.06	1.01

数据来源：Wind，东吴证券研究所

财通证券作为证券行业的成长性公司，我们选取与财通证券业务类型相似的中信证券、华泰证券、中金公司、中泰证券、国泰君安作为其可比公司，其中中信证券、中金公司和国泰君安为国内龙头券商，华泰证券和中泰证券为地方性龙头券商。财通证券作为浙江省龙头券商，目前所处阶段为业务稳健增长时期，与大型券商相比更具成长性。我们参考几家券商的估值均值，使用可比估值法进行估值，预计可比公司 2024-2026 年的 PB 均值为 1.33、1.27、1.20 倍，均高于财通证券 2024-2026 年 PB 预测值 1.11、1.06、1.01 倍，我们认为财通证券的估值仍具有增长空间。

表5: 证券公司 P/B 估值表

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	归母净资产 / PB	2023A	2024E	2025E	2026E
600030.SH	中信证券	4353.61	归母净资产 (亿元)	2688.4	2770.79	3002.78	3216.26
			PB(A)	1.78	1.68	1.59	1.50
601688.SH	华泰证券	1563.98	归母净资产 (亿元)	1791.08	1749.43	1855.95	2003.09
			PB(A)	1.05	0.95	0.9	0.83
601995.SH	中金公司	1301.81	归母净资产 (亿元)	1046.03	1075.88	1113.53	1154.07
			PB(A)	1.95	1.72	1.66	1.58
600918.SH	中泰证券	481.53	归母净资产 (亿元)	399.30	394.45	408.38	425.11
			PB	1.29	1.22	1.18	1.13
601211.SH	国泰君安	1623.96	归母净资产 (亿元)	1669.69	1651.69	1783.47	1841.04
			PB(A)	1.16	1.07	1.01	0.96
			<b>PB 平均值</b>	<b>1.45</b>	<b>1.33</b>	<b>1.27</b>	<b>1.20</b>
601108.SH	财通证券	391.93	归母净资产 (亿元)	346.05	351.93	369.13	387.72
			PB(A)	1.13	1.11	1.06	1.01

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 可比公司 2024E-2026E 预测值来自 Wind 一致预期, 总市值及 PB 估值数据时间为 2024/11/19 收盘

### 4.3. 整体盈利预测与投资评级

2024 年三季度, 公司营业总收入同比-10.36%至 44.41 亿元, 归母净利润同比-1.93%至 14.72 亿元, 归母净资产较上年同期+5.39%至 356.77 亿元。

基于对财通证券轻资产业务处于战略转型期, 及重资产业务较为稳健的盈利预测, 我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 64.59/73.77/84.37 亿元, 分别同比-0.9%/+14%/+14%; 预计归母净利润分别为 22/26/32 亿元, 分别同比-2%/+19%/20%; 截至 2024 年 11 月 19 日收盘, 分别对应 1.11/1.06/1.01 倍 PB。基于财通证券的多元化业务布局, 以及其稳健的盈利能力, 首次覆盖, 我们给予“买入”评级。

图35: 财通证券和券商指数 PB Band (截至 11 月 19 日)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 5. 风险提示

**1) 证券市场系统性风险:** 公司主营轻重资产业务的经营情况与证券市场的发展和景气程度密切相关, 若证券市场出现长期低迷、市场交投不活跃等情况, 投资者或机构对经纪、投行、资管等服务的需求可能出现下降或发生较大变化, 从而引起公司收入和利润的下滑。

**2) 行业竞争加剧风险:** 公司以多年经营积累的经验, 以及区位优势 and 具有前瞻性的战略得以凭借轻资产业务持续盈利。由于国内同行业企业各类业务的水平和投入不断提升, 若市场竞争加剧、公司产品竞争能力下滑, 或将导致公司面临不利的市场竞争局面。

**3) 业务恢复不及预期风险:** 若市场出现持续低迷, 公司各项业务增速放缓或继续下滑从而不及预期, 则可能导致公司盈利增长不及预期。

## 财通证券财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	18,894	23,176	23,054	21,871	营业总收入	6,517	6,459	7,377	8,437
其中: 客户存款	14,247	18,296	17,930	16,491	手续费及佣金净收入	3,558	3,443	3,891	4,271
结算备付金	5,050	7,391	7,520	7,374	其中: 经纪业务手续费净收入	1,199	1,412	1,594	1,786
其中: 客户备付金	2,951	5,082	4,981	4,581	投资银行业务手续费净收入	761	685	753	904
拆出资金					资产管理业务手续费净收入	1,553	1,300	1,494	1,523
融出资金	19,073	21,445	25,019	30,443	利息净收入	539	586	474	351
衍生金融资产	1,128	1,297	1,492	1,715	投资收益	611	363	666	1,230
买入返售金融资产	5,505	6,966	8,815	11,155	其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	548	548	548	548
应收款项	2,182	2,505	2,874	3,296	资产处置收益	0	0	1	2
应收利息					公允价值变动收益	1,695	1,956	2,231	2,468
存出保证金	1,086	1,086	1,086	1,086	汇兑收益	1	1	1	1
供出金融资产					其他收益	108	103	105	106
交易性金融资产	50,161	57,193	63,273	70,775	其他业务收入	7	7	8	8
债权投资	11,198	12,318	13,550	14,905	营业利润	2,629	2,578	3,071	3,693
其他债权投资	6,941	8,971	11,006	13,140	加: 营业外收入	1	2	2	2
其他权益工具投资	138	141	144	147	减: 营业外支出	17	17	17	17
长期股权投资	8,928	9,821	10,312	10,827	利润总额	2,612	2,562	3,056	3,678
投资性房地产	16	14	12	10	减: 所得税	361	356	425	512
固定资产	226	189	193	199	净利润	2,251	2,206	2,631	3,166
无形资产	338	321	305	289	减: 少数股东损益	-1	-1	-1	-2
递延所得税资产	437	437	437	437	归属母公司净利润	2,252	2,207	2,632	3,168
使用权资产	557	529	503	478	每股收益-最新股本摊薄 (元)	0.48	0.48	0.57	0.68
其他资产	1,898	1,993	2,192	2,411					
资产总计	133,754	155,791	171,784	190,557	EBIT	-	-	-	-
短期借款	9	11	13	15	EBITDA	-	-	-	-
应付短期融资款	12,794	15,304	17,726	20,800					
拆入资金	1,705	2,040	2,362	2,772	销售净利率 (%)	34.54	-	-	-
交易性金融负债	115	138	160	187	归母净利率 (%)	34.55	-	-	-
衍生金融负债	290	117	212	383					
卖出回购金融资产款	23,151	27,692	32,075	37,638	收入增长率 (%)	35.03	-0.90	14.21	14.38
代理买卖证券款	18,866	25,411	24,903	22,904	归母净利润增长率 (%)	48.43	-2.00	19.27	20.35
应付职工薪酬	2,156	2,177	2,201	2,228	归母净资产增长率 (%)	5.02	1.70	4.89	5.04
应交税费	132	132	159	190					
应付款项	1,519	1,636	1,851	2,231					
应付债券	30,185	36,105	41,820	49,073					
递延所得税负债	22	27	31	36					
合同负债	49	58	67	79	重要财务与估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E
租赁负债	555	660	763	897	BVPS (元)	7.45	7.58	7.95	8.35
其他负债	7,578	9,064	10,498	12,319	最新发行在外股份 (百万股)	4,644	4,644	4,644	4,644
负债合计	99,127	120,575	134,847	151,759	ROIC (%)	-	-	-	-
归属母公司股东权益	34,605	35,193	36,913	38,772	ROE (%)	6.67	6.32	7.30	8.37
少数股东权益	23	23	24	26	资产负债率 (%)	74.11	-	-	-
所有者权益合计	34,627	35,216	36,937	38,798	P/E (现价&最新股本摊薄)	17.40	17.76	14.89	12.37
负债和股东权益合计	133,754	155,791	171,784	190,557	P/B (现价)	1.13	1.11	1.06	1.01

数据来源: Wind, 东吴证券研究所, 全文如无特殊注明, 相关数据的货币单位均为人民币, 预测均为东吴证券研究所预测。

## 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>