

兴业证券(601377)

报告日期: 2023年07月07日

## 资管业务亮眼的中上游券商

### ——兴业证券首次覆盖报告

#### 投资要点

##### □ 公司概况

**区域走向全国:** 兴业证券于2010年登陆上交所主板, 实控人为福建省财政厅。公司立足福建布局全国, 业务覆盖基金、期货、资产管理、私募投资基金、另类及直接股权投资等专业领域, 向建设一流证券金融集团的战略目标逐步迈进。

**资管业务突出:** 从业务条线收入结构来看, 2022年资管业务(包括基金管理业务收入)占比近30%。从公司板块收入来看, 2022年资管板块收入占比32%, 可见大资管业务板块是公司的支柱业务。

##### □ 资管业务布局深入

**兴业证券在公募赛道布局深入, 持有兴证全球51%的股权和南方基金9.15%的股权, 2022年二者合计对兴业证券的净利润贡献度为39%。**

**南方基金:** (1) 规模: 南方基金管理规模从2018年的5,539亿元增长至2023年5月末的10,702亿元, 排名行业第4; (2) 业绩: 2018-2021年兴证全球的净利润复合增速为37%, 2018-2022年平均ROE为20%。

**兴证全球:** (1) 规模: 兴证全球管理规模从2018年的1,877亿元增长至2023年5月末的5,840亿元, 规模排名行业第15; (2) 业绩: 2018-2021年兴证全球的净利润复合增速为45%, 2022年受权益市场表现影响净利润下滑25%, 2018-2022年平均ROE为44%。兴全基金主打精品模式, 截至2023年5月31日, 公司在管股票+混合型基金数量28只, 低于同业平均水平33只, 但公司专业能力获得业内普遍认可, 获金牛公司大奖次数位居行业第一。在个人养老基金产品方面, 截至23Q1末, 兴全安泰积极养老目标五年Y净值排名第一。截至2023年6月30日, 兴证全球旗下几只养老基金Y份额回报率均排名领先, 个人养老金业务有望成为公募新的增长点。

##### □ 其他业务齐头并进

**财富管理转型升级:** 公司财富管理表现较优, 2021年代销金融产品收入排名行业第10, 远高于代理买卖证券业务收入排名, 2018-2022年公司代销金融产品收入复合增速为36%, 高于代买收入的复合增速18%, 代销金融产品收入占经纪业务净收入的比重从2010年的3%提高至2022年的17%, 代销股票+混合型公募基金保有规模在券商中多次进入前10名。公司持续强化兴证财富管理品牌建设, 依靠庞大的投顾团队、丰富的产品体系, 加快财富管理转型升级。

**投行区域优势深化:** 公司积极把握注册制改革机遇, 2022年股权主承销规模排名行业第11位, 2018年以来市占率呈提升趋势。公司持续深化区域战略, 在福建省内保持相对竞争优势, 2022年公司在福建省内主承销项目数量排名第一, 在北上广深江浙等核心经济圈的股权融资业务竞争力排名提升明显。

##### □ 盈利预测与估值

公司参控股两大规模、业绩领先的公募基金, 财富管理加速转型升级, 投行业务区域优势深化, 预计2023-2025年营业收入同比增长28%/10%/8%; 归母净利润同比增长53%/10%/9%; 2023-2025年BPS为6.47/6.94/7.44元每股, 现价对应PB为0.97/0.91/0.84倍。给予公司2023年1.2倍PB, 对应目标价7.77元, 首次覆盖给予“买入”评级。

##### □ 风险提示

宏观经济大幅下行; 资本市场改革进度不及预期; 权益市场修复不及预期。

#### 投资评级: 买入(首次)

**分析师: 梁凤洁**  
 执业证书号: S1230520100001  
 021-80108037  
 liangfengjie@stocke.com.cn

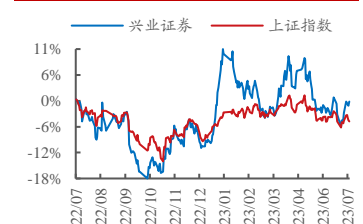
**分析师: 洪希柠**  
 执业证书号: S1230523070001  
 hongxingning@stocke.com.cn

**研究助理: 胡强**  
 huqiang@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥6.28
总市值(百万元)	54,234.00
总股本(百万股)	8,635.99

#### 股票走势图



#### 相关报告

## 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	10,660	13,640	14,992	16,259
(+/-) (%)	-44%	28%	10%	8%
归母净利润	2,637	4,022	4,414	4,803
(+/-) (%)	-44%	53%	10%	9%
每股净资产(元)	6.94	6.47	6.94	7.44
P/B	0.90	0.97	0.91	0.84

资料来源：浙商证券研究所

## 正文目录

<b>1 中型券商走向全国</b> .....	<b>5</b>
1.1 发展历程 .....	5
1.2 股权结构 .....	6
1.3 业绩概况 .....	6
<b>2 资管业务布局深入</b> .....	<b>9</b>
2.1 公募基金 .....	9
2.2 券商资管 .....	12
2.3 私募股权 .....	13
<b>3 其他业务齐头并进</b> .....	<b>14</b>
3.1 财富管理转型升级 .....	14
3.2 投行区域优势深化 .....	15
3.3 投资规模稳步扩张 .....	15
<b>4 盈利预测及估值</b> .....	<b>17</b>
4.1 核心假设 .....	17
4.2 盈利预测 .....	17
<b>5 风险提示</b> .....	<b>18</b>

## 图表目录

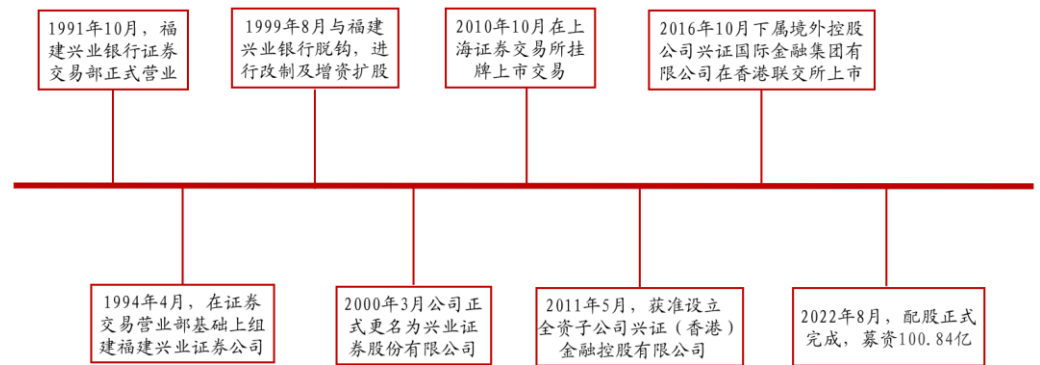
图 1: 兴业证券发展历程图.....	5
图 2: 兴业证券主要参控股公司.....	5
图 3: 兴业证券股权结构图 (截至 2023 年一季度末) .....	6
图 4: 兴业证券净利润及增速.....	7
图 5: 兴业证券 ROE.....	7
图 6: 兴业证券收入结构 (按业务条线分) .....	7
图 7: 兴业证券收入结构 (按板块分) .....	7
图 8: 我国公募基金规模及增速.....	9
图 9: 兴证全球管理规模.....	9
图 10: 南方基金管理规模.....	9
图 11: 兴证全球营收与净利润.....	10
图 12: 南方基金营收与净利润.....	10
图 13: 兴证全球 ROE.....	11
图 14: 南方基金 ROE.....	11
图 15: 兴证资管管理规模.....	12
图 16: 兴证资管平均管理费.....	12
图 17: 兴证资本在管与服务基金规模.....	13
图 18: 兴证资本营收及净利润.....	13
图 19: 兴业证券股基成交额市占率.....	14
图 20: 兴业证券代销金融产品收入及占比.....	14
图 21: 兴业证券股权承销规模及增速.....	15
图 22: 兴业证券债权承销规模及增速.....	15
图 23: 兴业证券金融资产规模及增速.....	16
图 24: 兴业证券金融资产结构.....	16
图 25: 兴业证券投资净收入.....	16
表 1: 兴业证券股权结构 (截至 2023 年一季度末) .....	6
表 2: 兴业证券主要指标排名.....	8
表 3: 部分个人养老金基金 Y 份额规模与业绩表现.....	10
表 4: 公募基金对券商的利润贡献.....	11
表 5: 部分券商代销股票+混合型基金保有规模.....	14
表 6: 可比公司估值表.....	17
表附录: 报表预测值.....	19

## 1 中型券商走向全国

### 1.1 发展历程

从福建走向全国，力争建设一流证券金融集团。公司前身为福建兴业银行证券业务部，1994年改组设立为福建兴业证券公司。1998年，根据金融业“分业经营和分业管理”的要求，公司与兴业银行脱钩并进行改制。2000年，公司更名为兴业证券股份有限公司，并获证监会核准成为全国首批经营各类证券业务的综合证券公司。2010年10月，公司于上交所主板上市。截至23Q1末，公司在全国设有166家营业部，其中福建72家，北、上、粤、浙、苏等经济发达地区共59家，已经实现立足福建布局全国。2018年初，公司明确提出建设一流证券金融集团的战略目标，朝着专业化、集团化、国际化方向迈进。

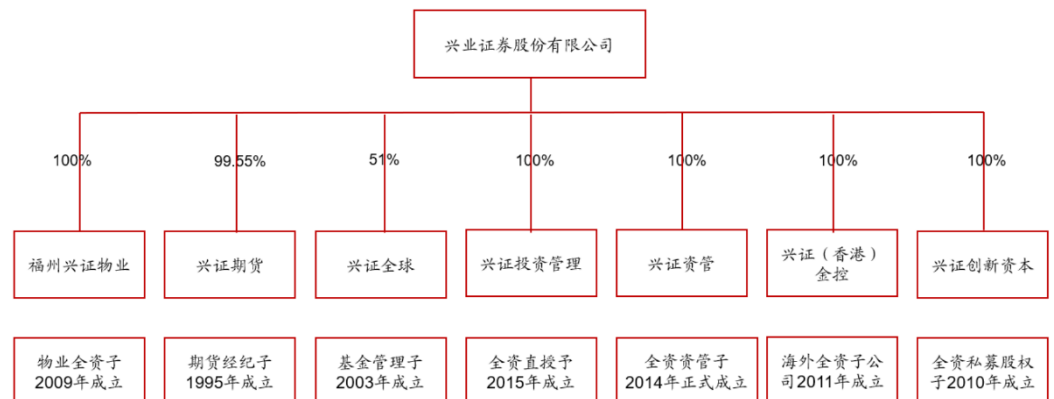
图1：兴业证券发展历程图



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

历经三十载，业务覆盖全。兴业证券业务覆盖基金、期货与风险管理、资产管理、私募投资基金、另类及直接股权投资、跨境金融等专业领域。旗下控股兴证全球基金管理有限公司、兴证国际金融集团有限公司、兴证期货有限公司、兴证风险管理有限公司；全资拥有兴证证券资产管理有限公司、兴证创新资本管理有限公司、兴证投资管理有限公司。其中，兴证国际金融集团有限公司已于2019年在香港联交所主板上市，是兴业证券集团国际化和全球化发展的平台。

图2：兴业证券主要参控股公司

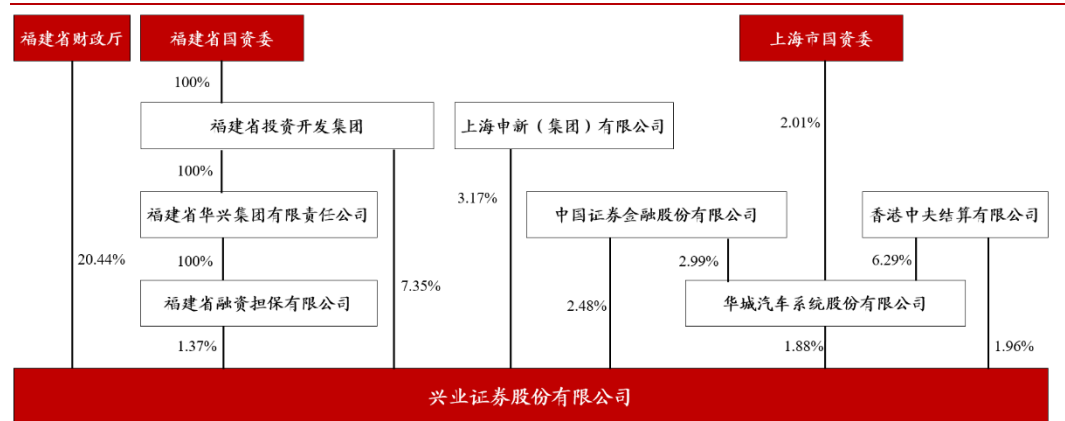


资料来源：公司年报，浙商证券研究所

## 1.2 股权结构

公司股权结构稳定，公司实际控制人、第一大股东均为福建省财政厅。截至 2023 年一季度末，福建省财政厅持股 17.65 亿股，占总股本比例为 20.44%。第二、第三大股东分别为福建省投资开发集团有限责任公司和上海中新（集团）有限公司，持股比例分别为 7.35% 和 3.17%。

图3：兴业证券股权结构图（截至 2023 年一季度末）



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

表1：兴业证券股权结构（截至 2023 年一季度末）

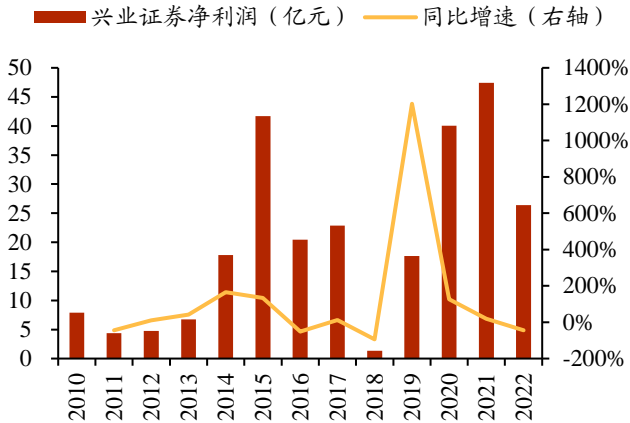
排名	股东名称	持股数量 (亿股)	占总股本比例 (%)
1	福建省财政厅	17.65	20.44
2	福建省投资开发集团有限责任公司	6.35	7.35
3	上海中新(集团)有限公司	2.73	3.17
4	中国证券金融股份有限公司	2.14	2.48
5	香港中央结算有限公司	1.69	1.96
6	华城汽车系统股份有限公司	1.62	1.88
7	国泰中证全指证券公司交易型开放式指数证券投资基金	1.49	1.72
8	福建省融资担保有限责任公司	1.19	1.37
9	全国社保基金 118 组合	1.12	1.29
10	华宝中证全指证券公司交易型开放式指数证券投资基金	1.11	1.28

资料来源：wind，浙商证券研究所

## 1.3 业绩概况

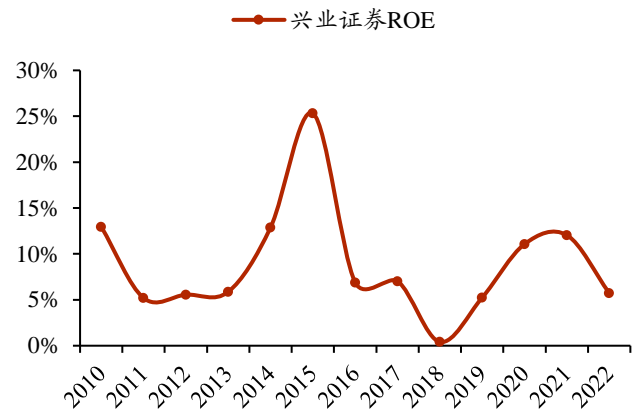
2018 年以来净利润及 ROE 呈提升趋势。2019 年起公司净利润增速亮眼，2019-2021 年复合增速为 64%，2022 年受权益市场环境影 响下滑 44% 至 26 亿元。公司 ROE 从 2018 年的低点 0.41% 提升至 2021 年的 12.04%，2022 年短暂下滑至 5.74%，但 2023 年有望随着经营环境改善而迎来修复。

图4: 兴业证券净利润及增速



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

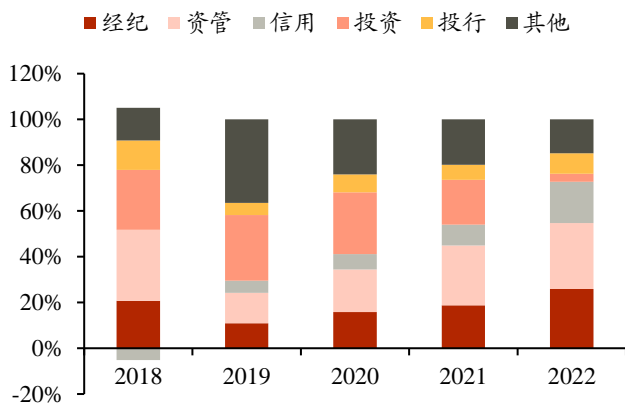
图5: 兴业证券 ROE



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

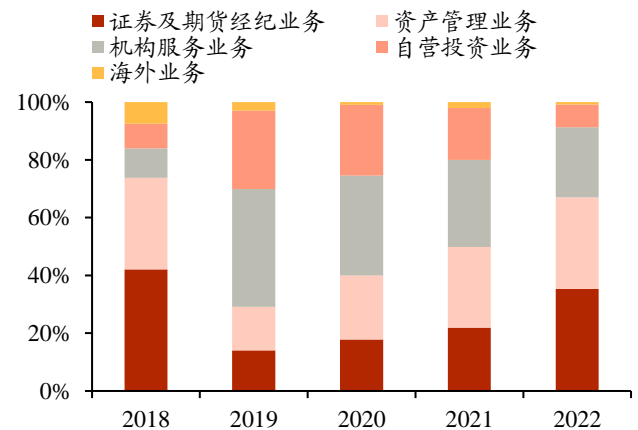
**资管业务优势突出, 代销收入排名较高。**从业务条线收入结构来看, 2022 年资管业务 (包括基金管理业务收入) 占比近 30%。从公司板块收入来看, 2022 年资管板块收入占比 32%, 可见大资管业务板块是公司成长的支柱业务。根据中证协的券商业绩排名数据, 兴业证券的综合排名在 15 名左右。其中, 代销金融产品收入排名高于公司综合排名, 说明公司财富管理转型较为领先。展望未来, 在资产管理、财富管理等优质轻资产业务的带动下, 公司有望打开长期成长空间, 提高业绩排名。

图6: 兴业证券收入结构 (按业务条线分)



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图7: 兴业证券收入结构 (按板块分)



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

表2：兴业证券主要指标排名

指标	2017	2018	2019	2020	2021
总资产	14	14	15	17	17
净资产	16	16	16	16	17
营业收入	14	19	15	16	17
净利润	15	30	17	12	14
净资产收益率	27	54	36	7	6
代理买卖证券业务收入（含席位租赁收入）	18	18	19	19	19
投资银行业务收入	14	15	22	15	16
代理销售金融产品收入	4	5	4	8	10
融资融券业务利息收入	17	17	18	18	18
资产管理业务收入	21	25	24	29	24
证券投资收入	6	11	12	12	13

资料来源：中基协，浙商证券研究所



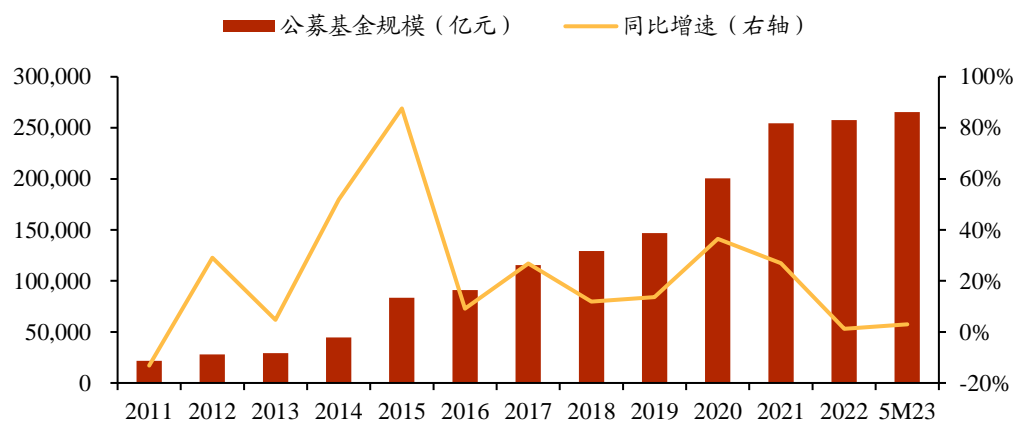
## 2 资管业务布局深入

资管业务板块是公司的强项，主要包括资产管理业务、公募基金管理业务及私募基金管理业务。根据公司披露的分部业务报告，资管板块收入占总营收比重呈上升趋势，2022年占比达32%。

### 2.1 公募基金

随着居民财富向权益市场转移，公募基金市场持续扩容。公募基金规模从2011年的2.2万亿元增长至2023年5月末的26.5万亿元，2011-2022年复合增速达25%。基金投顾试点与个人养老金制度支撑市场进一步扩容，公募基金长坡厚雪。

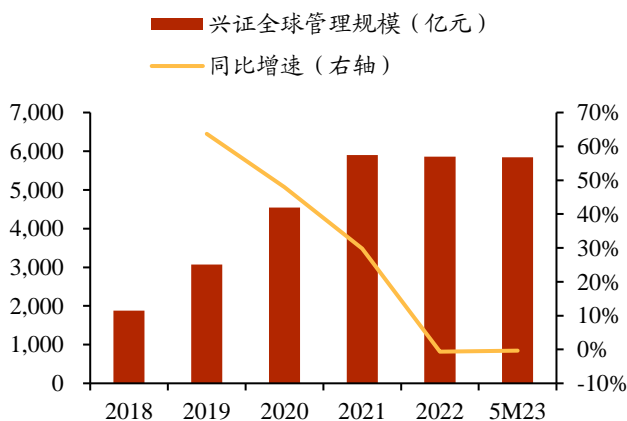
图8：我国公募基金规模及增速



资料来源：wind，浙商证券研究所

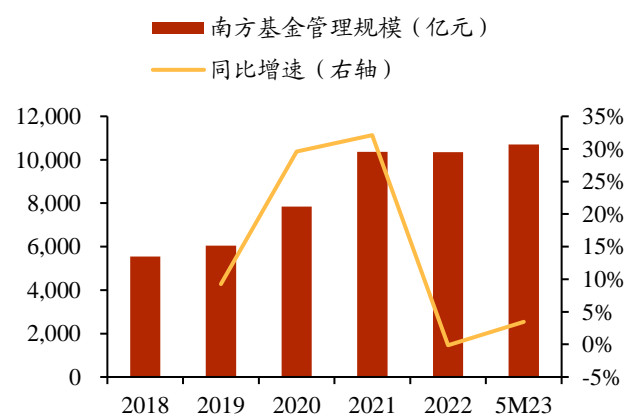
兴业证券在公募赛道布局深入，持有兴证全球51%的股权和南方基金9.15%的股权。兴证全球管理规模从2018年的1,877亿元增长至2023年5月末的5,840亿元，南方基金管理规模从2018年的5,539亿元增长至2023年5月末的10,702亿元。2018-2021年兴证全球和南方基金的营收、净利润均实现快速增长，净利润复合增速分别为45%/37%，2022年受权益市场波动影响，二者净利润均出现下滑。

图9：兴证全球管理规模



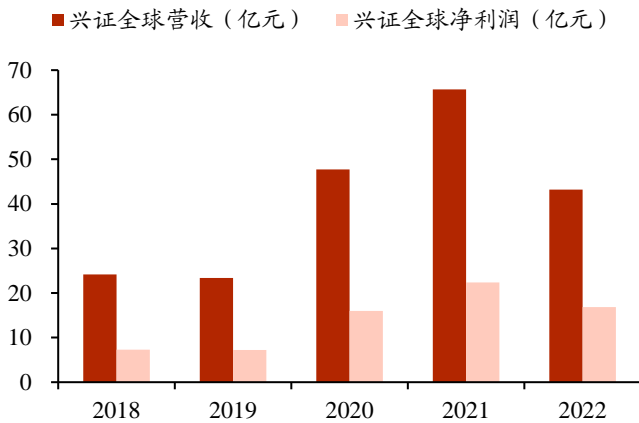
资料来源：wind，浙商证券研究所

图10：南方基金管理规模



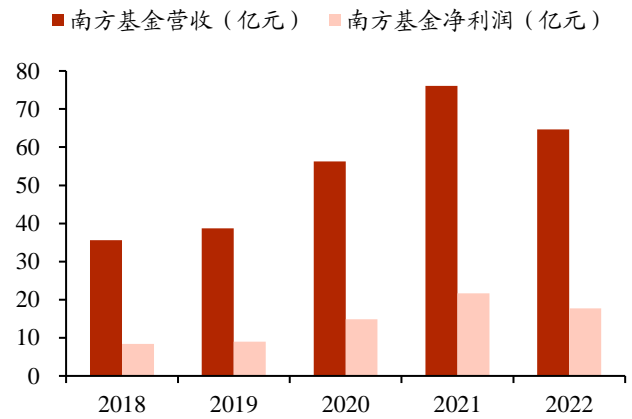
资料来源：wind，浙商证券研究所

图11: 兴证全球营收与净利润



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图12: 南方基金营收与净利润



资料来源: wind, 浙商证券研究所

**重视核心投研能力, 注重人才培养。**兴证全球投研人才选聘采取内部培养+外部引进“双轨制”, 且人才培养周期较长, 基金经理的平均投研从业年限在十年以上。公司内部重视人才梯队的培养, 新老衔接和交替做得较好。

**主打精品模式, 专业能力获认可。**兴全基金主打精品模式, 截至2023年5月31日, 公司在管股票+混合型基金数量28只, 低于同业平均水平33只。但公司专业能力获得业内普遍认可, 2022年兴证全球基金共荣获4项金牛奖、3项明星基金奖、3项金基金奖, 其中第12次摘得金牛公司大奖, 获奖次数位居行业第一。公司多年深耕公募FOF领域, 截至2022年末, 旗下FOF类公募基金规模排名行业第一。在个人养老基金产品方面, 公司积极抢占市场, 截至2023年一季度末, 兴全安泰积极养老目标五年Y净值排名第一。截至2023年6月30日, 兴证全球旗下几只养老基金Y份额回报率均排名领先。

表3: 部分个人养老金基金Y份额规模与业绩表现

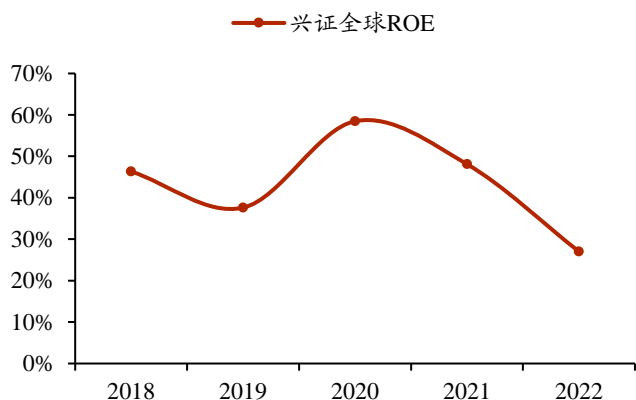
证券简称	基金资产净值 (23Q1末, 万元)	今年以来回报 (截至20230630, 未年化, %)	成立以来回报 (截至20230630, 未年化, %)	基金成立日
中欧预见养老 2025 一年持有(FOF)Y	2,622	3.39	3.58	2022-11-16
平安稳健养老一年Y	1,091	3.45	3.36	2022-11-16
兴证全球安悦稳健养老一年持有Y	1,862	2.73	2.80	2022-11-17
兴全安泰稳健养老一年持有Y	3,272	2.20	2.49	2022-11-17
兴全安泰平衡养老(FOF)Y	657	2.60	2.75	2022-12-24
华夏保守养老Y	1,249	2.64	2.26	2022-11-16
兴业养老 2035Y	5,683	1.39	2.57	2022-11-18
南方富祥稳健养老目标一年持有Y	903	2.50	2.30	2022-11-16
万家养老 2035 三年Y	272	2.38	2.11	2022-11-16
万家稳健养老(FOF)Y	564	1.89	1.71	2022-11-16

资料来源: wind, 浙商证券研究所

**旗下基金公司 ROE 及净利润贡献度较高。**兴证全球和南方基金 ROE 水平均远高于券商整体 ROE, 是驱动 ROE 提升的支撑之一。2022 年两家基金公司对兴业证券的净利润贡

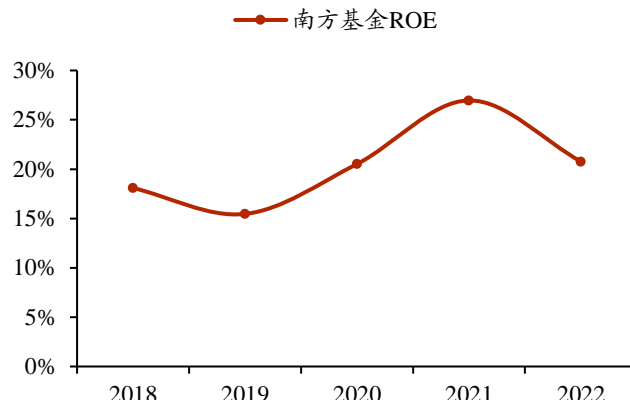
献为 39%，展望未来，在居民财富向权益市场转移的大趋势下，公募基金市场将继续扩容，公募对券商的利润贡献也有望保持高位。

图13: 兴证全球 ROE



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图14: 南方基金 ROE



资料来源: wind, 浙商证券研究所

表4: 公募基金对券商的利润贡献

券商名称	公募基金名称	参持股比例	基金营业收入 (亿元)	基金净利润 (亿元)	券商归母净利润 (亿元)	对 22A 净利润贡献	对 22A 净利润贡献合计
西南证券	银华基金	44%	37	8	3	117%	117%
东北证券	银华基金	19%	37	8	2	67%	86%
	东方基金	58%	7	1	2	19%	
长城证券	景顺长城基金	49%	42	14	9	75%	84%
	长城基金	47%	10	2	9	9%	
第一创业	银华基金	26%	37	8	4	53%	73%
	创金合信基金	51%	10	2	4	20%	
东方证券	东方红	100%	27	8	30	28%	53%
	汇添富基金	35%	68	21	30	25%	
	长城基金	18%	10	2	30	1%	
国海证券	国海富兰克林基金	51%	7	2	2	50%	50%
兴业证券	兴证全球基金	51%	43	17	26	33%	39%
	南方基金	9%	65	18	26	6%	
中泰证券	万家基金	49%	16	3	6	27%	27%
广发证券	广发基金	55%	84	21	79	15%	26%
	易方达基金	23%	139	38	79	11%	
申万宏源	富国基金	28%	74	21	28	21%	24%
	申万菱信基金	67%	6	1	28	3%	
招商证券	博时基金	49%	53	17	81	10%	21%
	招商基金	45%	58	18	81	10%	
海通证券	富国基金	28%	74	21	65	9%	12%
	海富通基金	51%	13	5	65	4%	
华泰证券	华泰柏瑞基金	49%	14	4	111	2%	8%

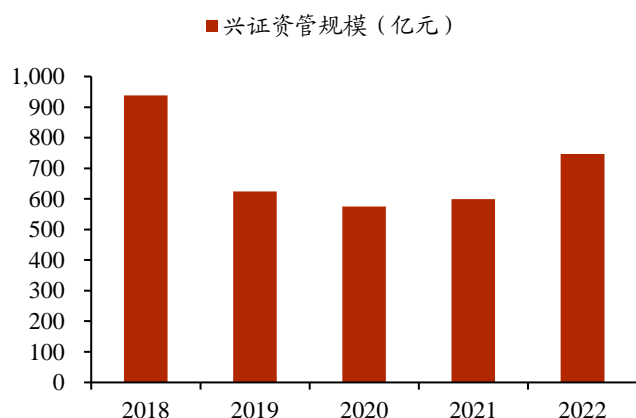
	南方基金	41%	65	18	111	7%	
国信证券	鹏华基金	50%	44	10	61	8%	8%
西部证券	西部利得基金	51%	4	1	4	7%	7%
中信证券	华夏基金	62%	75	22	213	6%	6%
长江证券	长信基金	45%	6	2	15	5%	5%
光大证券	光大保德信基金	55%	5	1	32	2%	5%
	大成基金	25%	19	4	32	3%	
财通证券	财通基金	40%	7	2	15	5%	5%
国泰君安	华安基金	51%	36	10	115	5%	5%
东兴证券	东兴基金	100%	1	0	5	2%	2%
国元证券	长盛基金	41%	5	1	17	2%	2%
华安证券	华富基金	49%	4	0	12	2%	2%
方正证券	方正富邦基金	67%	3	0	21	1%	1%
浙商证券	浙商基金	25%	3	0	17	1%	1%
东吴证券	东吴基金	70%	2	0	17	1%	1%
中信建投	中信建投基金	100%	3	0	75	0%	0%
国金证券	国金基金	51%	2	0	12	0%	0%
国联证券	中海基金	33%	2	(0)	8	-1%	-1%
南京证券	富安达基金	49%	1	(1)	6	-4%	-4%
红塔证券	红塔红土基金	59%	0	(1)	0	-78%	-78%

资料来源：公司年报，浙商证券研究所

## 2.2 券商资管

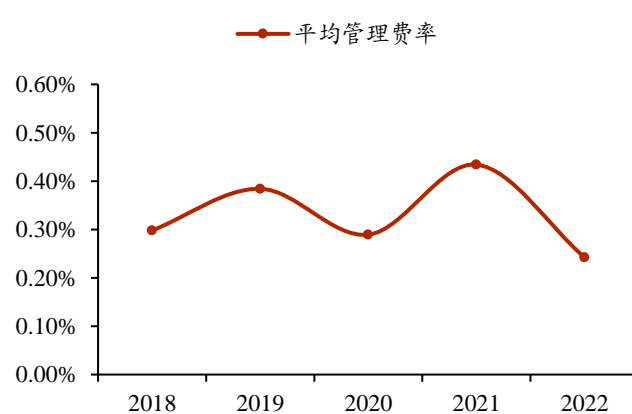
**资管新规过渡期结束首年，资管改革已见成效。**受资管新规影响，兴业证券资管规模持续压降，从2018年的938亿元降低至2020年的575亿元。公司积极整改，聚焦于“固收+”和公募化转型两大业务方向，2021和2022年资管规模分别实现4%/24%的正增长，平均管理费率在0.2%-0.4%徘徊。展望未来，公司将继续深挖财富管理及机构客户需求，持续丰富和完善公司产品线布局，有望实现资管规模稳步增长。

图15：兴证资管管理规模



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图16：兴证资管平均管理费率

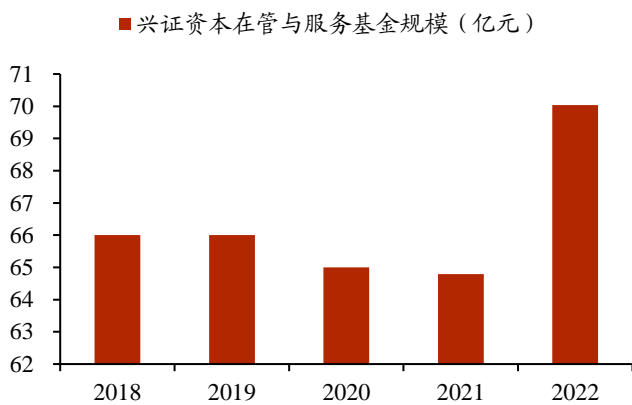


资料来源：公司年报，浙商证券研究所

### 2.3 私募股权

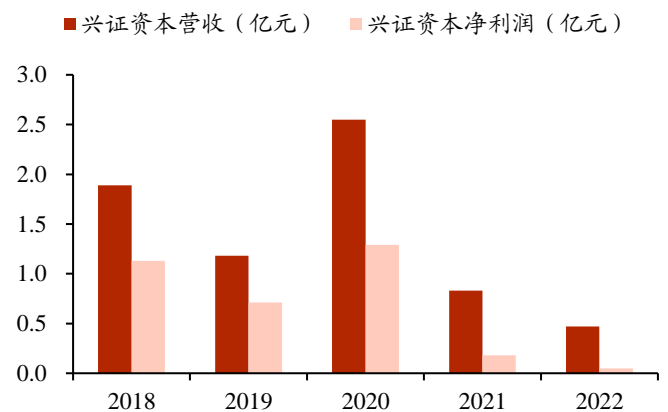
公司通过兴证资本开展私募股权投资，重点深耕医疗健康、科技智能、先进制造、碳中和等行业领域，积极推进基金设立与项目投资工作。截至 2022 年末，兴证资本在管与服务基金规模 70.04 亿元，月均规模位列证券公司私募子公司私募基金前 20 位。

图17: 兴证资本在管与服务基金规模



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图18: 兴证资本营收及净利润



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

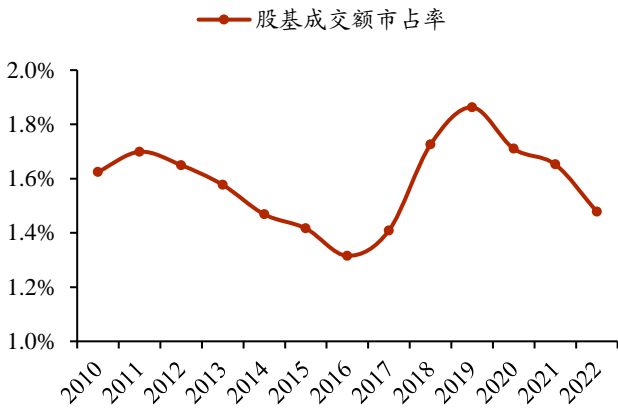
### 3 其他业务齐头并进

#### 3.1 财富管理转型升级

公司传统经纪业务表现并不强势，代理买卖证券业务净收入行业排名接近 20，股基成交额市占率波动 下滑。但公司财富管理转型表现较优，2021 年代销金融产品收入排名行业第 10，高于代理买卖证券业务收入排名，2018-2022 年公司代销金融产品收入复合增速为 36%，高于代买收入的复合增速 18%，代销金融产品收入占经纪业务净收入的比重从 2010 年的 3%提高至 2022 年的 17%。公司持续强化兴证财富品牌建设，依托基金投顾业务，加快财富管理转型升级。

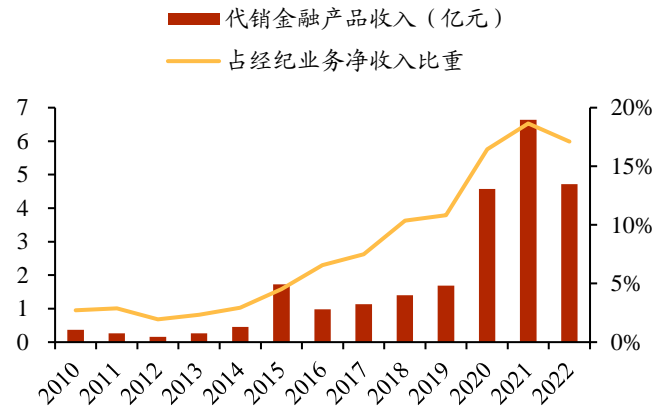
**代销公募基金规模排名券商前列。**根据中国基金业协会披露的数据，截至 2023 年一季度末，兴业证券代销股票+混合公募基金保有规模、非货币型公募基金保有规模分别为 392/413 亿元，代销股票+混合型公募基金保有规模在券商中多次进入前 15 名，财富管理将成为新的增长点。

图19： 兴业证券股基成交额市占率



资料来源：公司年报，wind，浙商证券研究所

图20： 兴业证券代销金融产品收入及占比



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

表5： 部分券商代销股票+混合型基金保有规模

公司名称	22Q1	公司名称	22Q2	公司名称	22Q3	公司名称	22Q4	公司名称	23Q1
华泰证券	1,230	华泰证券	1,266	华泰证券	1,190	中信证券	1,417	中信证券	1,309
中信证券	1,163	中信证券	1,250	中信证券	1,075	华泰证券	1,226	华泰证券	1,282
广发证券	770	广发证券	814	广发证券	767	广发证券	821	广发证券	832
招商证券	612	中信建投	706	中信建投	671	中信建投	723	中信建投	718
中信建投	578	招商证券	668	招商证券	666	招商证券	683	招商证券	700
中国银河	552	中国银河	552	中国银河	532	中国银河	571	中国银河	576
平安证券	490	国泰君安	493	平安证券	484	平安证券	505	国信证券	536
国泰君安	471	国信证券	480	国泰君安	478	国泰君安	499	国泰君安	501
国信证券	445	东方证券	449	国信证券	451	国信证券	477	平安证券	497
兴业证券	400	兴业证券	417	东方证券	391	东方证券	397	东方证券	411
东方证券	377	平安证券	417	兴业证券	382	兴业证券	382	海通证券	407
海通证券	365	申万宏源	393	海通证券	348	海通证券	365	兴业证券	392

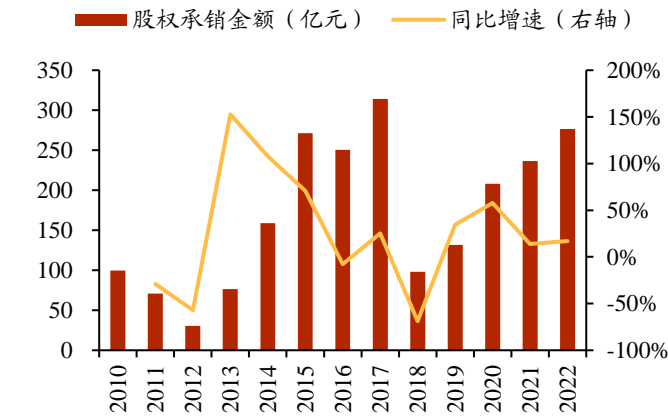
光大证券	304	海通证券	368	申万宏源	342	中金公司	356	中金公司	389
长江证券	275	光大证券	320	中金公司	310	申万宏源	340	申万宏源	364
中金公司	265	中金公司	306	东方财富证券	276	东方财富证券	299	东方财富证券	325
申万宏源	244	长江证券	297	长江证券	270	长江证券	288	长江证券	289
安信证券	239	东方财富证券	274	光大证券	260	光大证券	262	中泰证券	273
方正证券	235	安信证券	256	安信证券	240	中泰证券	251	光大证券	269
中泰证券	234	方正证券	241	中泰证券	224	安信证券	248	安信证券	267
中银国际	205	中泰证券	238	方正证券	217	方正证券	223	中银国际	231

资料来源：中基协，浙商证券研究所

### 3.2 投行区域优势深化

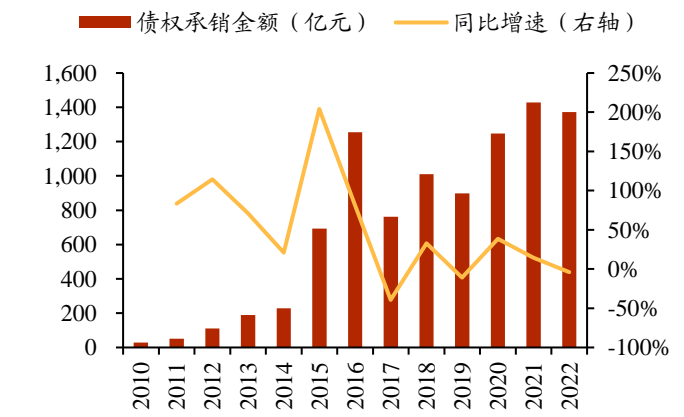
**抓住改革机遇，深化区域战略。**2018年以来，公司股权承销规模稳步扩张，债权承销规模也实现波动增长。公司积极把握注册制改革机遇，2022年股权主承销规模排名行业第11位，2018年以来市占率呈提升趋势。公司持续深化区域战略，在福建省内保持相对竞争优势。2022年公司在福建省内主承销项目数量排名第一，在北上广深江浙等核心经济圈的股权融资业务竞争力排名提升明显，福建地区信用债承销规模突破300亿元，保持区域市场第一的同时市场份额进一步扩大。

图21：兴业证券股权承销规模及增速



资料来源：wind，浙商证券研究所

图22：兴业证券债权承销规模及增速

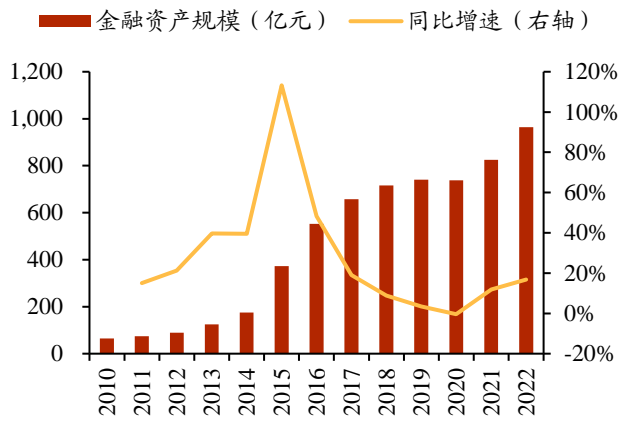


资料来源：wind，浙商证券研究所

### 3.3 投资规模稳步扩张

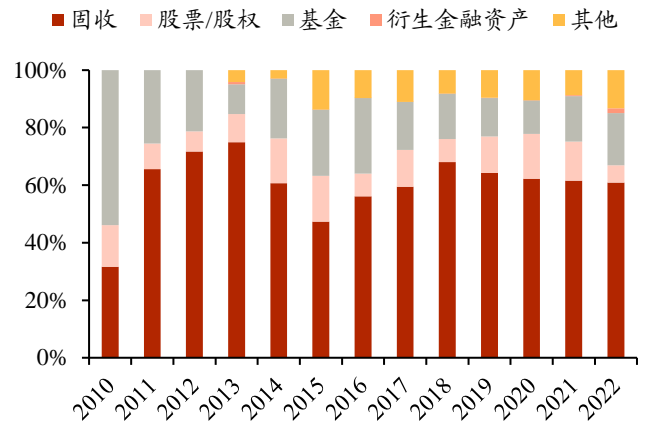
**金融资产规模持续扩大，以固收类为主。**从规模来看，兴业证券金融资产规模从2010年的64亿持续增长至2022年的963亿元，支撑投资收益增长。从结构来看，金融资产以固收类为主，2022年金融资产中固收类占比61%，股票类占比6%，基金类占比18%，投资风格较稳健，但投资收益与权益市场表现关联度较高，因此仍然具有一定波动性。

图23: 兴业证券金融资产规模及增速



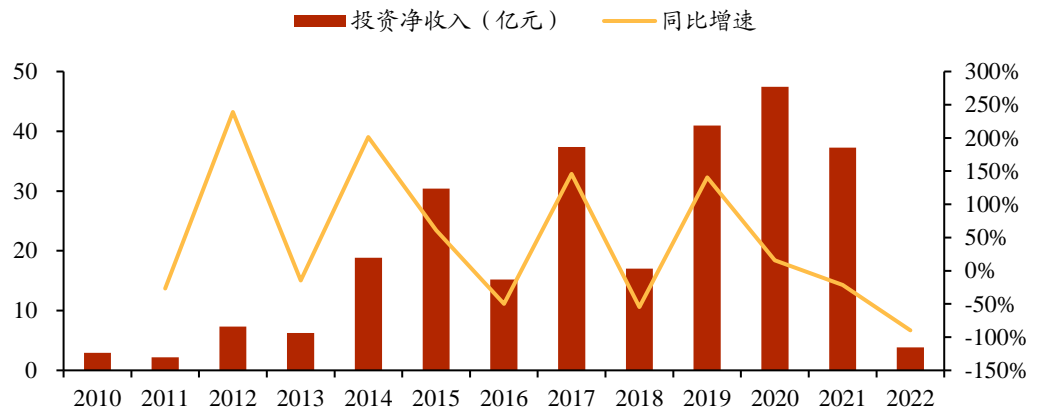
资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图24: 兴业证券金融资产结构



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图25: 兴业证券投资净收入



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所



## 4 盈利预测及估值

### 4.1 核心假设

**经纪业务:** 预计 2023-2025 年经纪业务收入同比增速为 12%/9%/8%。主要基于以下核心假设: 2023-2025 年两市日均股基成交额为 11,258/11,821/12,175 亿元; 公司市占率保持在 1.5%; 公司佣金率保持在万分之 2.8。

**投行业务:** 预计 2023-2025 年投行业务收入同比增速为 24%/7%/7%。主要基于以下核心假设: 2023-2025 年行业股权融资规模 1.68/1.76/1.85 万亿元, 债券承销规模 11.5/12.7/13.9 万亿元; 公司股权承销市占率保持在 1.7%, 债券承销市占率保持在 1.3%; 公司股权承销费率为 2.4%, 债券承销费率为 0.3%。

**资管业务:** 预计 2023-2025 年资管业务净收入同比增速为 16%/10%/10%。主要基于以下核心假设: 2023-2025 年公司资管受托资产管理资本金总额为 82,105/90,316/99,347 亿, 平均资管费率为 0.2%。

**利息净收入:** 预计 2023-2025 年利息净收入同比增速为 16%/11%/5%。主要基于以下假设: 2023-2025 年市场两融余额 1.69/1.76/1.83 万亿元; 公司两融市占率为 1.75%; 公司两融利率为 6.4%。

**投资业务:** 预计 2023-2025 年投资收益同比增速为 429%/11%/10%。主要基于以下假设: 2023-2025 年公司金融投资资产为 1,096/1,205/1,326 亿元。

### 4.2 盈利预测

我们预计公司 2023-2025 年营业收入同比增长 28%/10%/8%; 归母净利润同比增长 53%/10%/9%; 2023-2025BPS 为 6.47/6.94/7.44 元, 现价对应 PB 为 0.97/0.91/0.84 倍。

我们选取广发证券、东方证券、国信证券、光大证券、中泰证券等资产管理业务突出以及资产规模与兴业证券相近的上市券商公司作为可比公司, 采用可比估值法进行估值。可比公司 2023E 平均 PB 为 1.0 倍, 2022 年平均 ROE 为 4.95%。公司参控股两大规模、业绩领先的公募基金, 财富管理加速转型升级, 投行业务区域优势深化, ROE 高于可比公司均值, 我们给予公司 2023 年 1.2 倍 PB, 对应目标价 7.77 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

表6: 可比公司估值表

公司名称	股票代码	股价(元)	PB (2023E)	PB (2024E)	PB (2025E)	2022年 ROE
广发证券	000776.SZ	14.83	0.9	0.9	0.8	7.23%
东方证券	600958.SH	9.95	1.1	1.0	1.0	4.16%
国信证券	002736.SZ	8.93	1.0	0.9	0.9	5.40%
光大证券	601788.SH	16.40	1.2	1.1	1.1	5.27%
中泰证券	600918.SH	6.89	1.3	1.2	1.1	1.61%
<b>平均值</b>			<b>1.0</b>	<b>1.0</b>	<b>0.9</b>	<b>4.95%</b>
兴业证券	601377.SH	6.28	1.0	0.9	0.8	5.74%

资料来源: wind, 浙商证券研究所注: 兴业证券 BPS 使用浙商证券研究所预测值, 其他均为 wind 一致性预期。股价为 2023 年 7 月 7 日收盘价。

## 5 风险提示

- 1、宏观经济大幅下行：宏观经济大幅下行会影响资本市场景气度、居民收入与风险偏好，可能导致个人、机构投资者减少股票、基金投资，进而影响公司盈利能力。
- 2、资本市场改革进度不及预期：公司多项业务受益于资本市场改革带来的行业景气度上行，若改革进度远不及预期，公司业绩表现可能受到影响。
- 3、权益市场修复不及预期：公司资产管理、财富管理、投资等业务表现与权益市场表现相关度较高，若权益市场修复不及预期，或将导致公司业绩增速不及预期。

## 表附录：报表预测值

### 资产负债表

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
客户资金	67,508	77,634	86,950	95,645	手续费及佣金净收入	7,137	8,046	8,786	9,561
自有资金	21,941	25,232	28,260	31,086	经纪业务手续费净收入	2,756	3,087	3,362	3,626
融出资金	28,647	30,080	33,088	36,396	投行业务手续费净收入	955	1,180	1,268	1,363
买入返售金融资产	10,008	11,009	12,110	13,321	资管业务手续费净收入	161	187	206	226
应收款项	1,720	1,806	1,986	2,185	其他手续费净收入	3,265	3,591	3,950	4,345
交易性金融资产	62,627	72,021	79,223	87,146	利息净收入	1,924	2,236	2,482	2,601
债权投资	2,214	2,878	3,166	3,482	投资收益	515	2,166	2,412	2,653
其他权益工具投资	1,551	1,706	1,876	2,064	其他收入	1,085	1,193	1,312	1,443
其他债权投资	28,431	31,274	34,401	37,842	营业总收入	10,660	13,640	14,992	16,259
衍生金融资产	1,527	1,680	1,848	2,033	税金及附加	(71)	(91)	(100)	(108)
长期股权投资	4,865	5,109	5,364	5,632	业务及管理费	(5,609)	(6,618)	(7,280)	(7,863)
固定资产	861	948	1,042	1,147	减值损失	(68)	(74)	(82)	(90)
商誉及无形资产	1,142	1,165	1,188	1,212	其他业务成本	(792)	(951)	(1,046)	(1,129)
其他资产	12,816	13,385	14,723	16,194	营业总支出	(6,540)	(7,735)	(8,508)	(9,191)
<b>资产总计</b>	<b>245,859</b>	<b>275,926</b>	<b>305,226</b>	<b>335,385</b>	营业外收支	(24)	(26)	(29)	(32)
银行借款	894	983	1,082	1,190	利润总额	4,096	5,879	6,455	7,037
卖出回购及拆入资金	33,072	39,686	45,639	50,203	所得税费用	(753)	(1,081)	(1,187)	(1,294)
代理买卖证券款	71,570	78,727	86,600	95,260	净利润	3,343	4,798	5,268	5,743
代理承销证券款	-	-	-	-	少数股东权益	(706)	(776)	(854)	(939)
交易性金融负债	2,695	2,964	3,261	3,587	归母净利润	2,637	4,022	4,414	4,803
衍生金融负债	514	565	622	684					
应付债券	57,097	58,239	64,063	70,469	<b>核心指标</b>				
其他负债	23,180	34,053	39,015	44,444		<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>负债合计</b>	<b>189,022</b>	<b>215,218</b>	<b>240,280</b>	<b>265,836</b>	每股收益(元)	0.35	0.47	0.51	0.56
少数股东权益	4,573	4,801	5,041	5,294	每股净资产(元)	6.94	6.47	6.94	7.44
归属母公司股东权益	52,265	55,907	59,905	64,255	ROA	1.14%	1.54%	1.52%	1.50%
<b>负债和股东权益</b>	<b>245,859</b>	<b>275,926</b>	<b>305,226</b>	<b>335,385</b>	ROE	5.74%	7.34%	7.53%	7.64%
					净利润增长率	-44%	53%	10%	9%
					净杠杆倍数	3.1	3.3	3.4	3.4

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>