

财通证券 (601108.SH)

区位优势得天独厚，财富管理和资管成长性可期

2023年08月14日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

高超（分析师）

卢崑（联系人）

gaochao1@kysec.cn

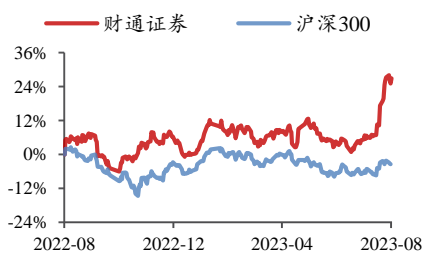
lukun@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

证书编号：S0790122030100

日期	2023/8/11
当前股价(元)	8.54
一年最高最低(元)	9.29/6.66
总市值(亿元)	396.58
流通市值(亿元)	396.58
总股本(亿股)	46.44
流通股本(亿股)	46.44
近3个月换手率(%)	62.08

股价走势图



数据来源：聚源

● 区位优势得天独厚，财富管理和资管成长性可期

公司是浙江省属券商，受益于区位优势和股东资源，公司投行+投资以及大财富管理等业务成长性可期。公司全资子公司财通资管近3年平均利润贡献19%，固收业务优势明显，公募非货币占率持续提升；公司新开户市占率持续提升，线上开户数迭创新高显现网金业务优势，公司与阿里集团合作密切，未来有望受益于三方导流松绑带来的支付宝流量红利。公司参股子公司永安期货、浙商资产2020-2022年平均合计利润贡献31%，作为期货和地方AMC龙头企业，两家子公司盈利能力突出，是公司ROE的稳定器。我们预计2023-2025年归母净利润21.8/27.7/35.3亿，同比+44%/+27%/+27%，ROE 6.5%/7.8%/9.2%，EPS分别为0.5/0.6/0.8元。当前股价对应PB 1.1/1.1/1.0倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 业务深耕浙江，子公司盈利能力较强

(1) 浙江省企业客户和零售客户资源优质、民间资本活跃、创投能力强，利于支撑公司投行+投资、大财富管理业务的长期发展。2022年公司在浙江省内营业部数量第一，股基成交金额省内第二，省内IPO过会项目数第一，债券承销规模省内第三，直投和跟投子公司持续加大对浙江省内项目直投比例。(2) 公司参股的永安期货和浙商资产提供稳定利润贡献，2020-2022年平均利润贡献达15%/15%。永安期货是期货行业龙头，2013-2021年ROE维持13%以上水平，浙江省内毛利占比81%，永安期货有望充分受益于期货行业政策利好。浙商资产是浙江省内最大的地方AMC，ROE保持提升趋势，2022年ROE达14%。

● 新开户市占率提升，资管固收优势突出，与阿里集团合作紧密

(1) 公司客户数量和资产规模增速均跑赢市场，2022年末公司客户数达286万户，同比+15%，新开户市占率持续提升，其中线上开户数持续增长，2022年线上新增户数创六年新高，同比增长46%。(2) 公司资管业务收入2021年行业排名第6，2022年末公募AUM位列券商持牌资管第三。2022年财通资管ROE达27%，公募债基AUM2017-2022年5年CAGR达250%。(3) 公司与同属浙江省的阿里集团合作紧密，数字化改革稳步推进。三方导流政策或落地，公司业务有望率先受益于支付宝流量红利。

● **风险提示：**市场波动影响资管业绩报酬；三方导流落地和影响有不确定性。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,408	4,827	6,877	8,391	10,214
YOY(%)	-1.8	-24.7	42.5	22.0	21.7
归母净利润(百万元)	2,566	1,517	2,181	2,771	3,527
YOY(%)	12.0	-40.9	43.8	27.0	27.3
毛利率(%)	47.6	33.3	42.1	44.1	46.2
净利率(%)	40.0	31.4	31.7	33.0	34.5
ROE(%)	9.2	4.6	6.5	7.8	9.2
EPS(摊薄/元)	0.55	0.33	0.47	0.60	0.76
P/E(倍)	15.5	26.1	18.2	14.3	11.2
P/B(倍)	1.2	1.2	1.14	1.08	1.00

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、深耕浙江，服务全国	4
2、财富管理深耕浙江，与阿里集团合作紧密	8
3、财通资管固收优势明显，财通基金定增业务行业领先	11
4、打造“一流投行”，夯实“浙江地域+科创业务”竞争优势	14
5、子公司发挥区位优势，盈利稳健，母公司自营以固收为主	16
6、盈利预测与估值：预计公司盈利景气度较高	20
6.1、关键假设	20
6.2、盈利预测	21
6.3、估值分析	22
7、投资建议	22
8、风险提示	22
附：财务预测摘要	23

图表目录

图 1：2023Q1 财通证券归母净利润 4.9 亿，同比+215%	8
图 2：财通证券 ROE 多数时间高于上市券商，2022 年配股稀释导致下降	8
图 3：公司在支付宝 APP 上运营财富号	11
图 4：2019 年以来财通资管营收、利润表现相对稳健	12
图 5：财通资管 ROE 水平较高	12
图 6：财通资管公募非货/偏股 AUM 市占率呈提升趋势	12
图 7：2017-2021 年公募业务占比持续提升	13
图 8：公募资管以债基为主，2023H1 债基占比 71%	13
图 9：2023H1 财通资管非货基金 E 类份额规模 92 亿，行业第一	13
图 10：财通基金 2022 年营收和归母净利润逆势提升	14
图 11：财通基金 ROE 持续提升	14
图 12：财通基金公募与专户 AUM 共同增长	14
图 13：2018 年起财通基金非货币占率持续提升	14
图 14：2020-2022 年永安期货对财通证券利润贡献 15%	17
图 15：2023Q1 永安期货年化 ROE6.9%	17
图 16：2020-2022 年浙商资产对财通证券利润贡献 15%	18
图 17：2022 年浙商资产 ROE 达 14%	18
图 18：2023Q1 年化自营投资收益率 6.2%，有所回升	19
图 19：财通证券 PB (LF) 和 PB (2023E) 低于可比券商，ROE (2022A) /PB 高于可比公司	22
表 1：背靠浙江省金融控股有限公司，股东资源雄厚	4
表 2：管理层背景相对多元化	4
表 3：资管业务具有相对优势，2021 年资管业务收入行业排名第 6	6
表 4：公司资管业务营收贡献高于上市券商平均	6
表 5：公司核心子公司利润贡献较高，永安期货和浙商资产分别贡献 15%/15%	7
表 6：公司参股永安期货 30%，参股浙商资产 21%，两者提供较稳定的利润贡献	7
表 7：中国高净值家庭数量 TOP20 城市中浙江省独占 6 席，是上榜数目最多的省份	9
表 8：2021 年公司在浙江省内于深交所的股票交易量市占率排名第二	9

表 9: 公司新开户市占率持续提升	9
表 10: 财通证券与蚂蚁集团合作紧密	10
表 11: 财通资管公募 AUM 快速增长, 债基驱动为主	12
表 12: 2022 年公司承销上市 8 单股权融资项目, 其中 IPO 项目 4 单	15
表 13: 目前 IPO 储备项目 12 单, 并列行业第 21 名	15
表 14: 财通创新股权投资规模持续增长	16
表 15: 财通资本 GP、LP 规模持续增长	16
表 16: 浙商资产 ROE 高于可比公司, 总资本化率高于可比公司	18
表 17: 公司自营投资资产以债券为主, 2022 年债券占比 66%	19
表 18: 公司配股计划募资 80 亿, 主要投向投资与交易类业务	19
表 19: 核心假设	20
表 20: 预计 2023-2025 年归母净利润 21.8/27.7/35.3 亿, 同比+44%/+27%/+27%, ROE6.5%/7.8%/9.3%	21

1、深耕浙江，服务全国

公司实控人为浙江省财政厅。财通证券股份有限公司是一家经中国证券监督管理委员会批准设立的综合性证券公司，前身是1993年成立的浙江财政证券公司，现为浙江省政府直属企业，总部设在浙江省杭州市，注册资本为46.44亿元。财通证券股份有限公司于2017年10月24日在上海证券交易所挂牌上市。公司控股股东为浙江省金融控股有限公司，实控人为浙江省财政厅。截至2023年3月31日，公司第一大股东浙江省金融控股有限公司及其一致行动人浙江省财务开发有限责任公司持有公司32.4%的股份。

表1：背靠浙江省金融控股有限公司，股东资源雄厚

排名	股东名称	占总股本比例 (%)
1	浙江省金融控股有限公司	29.16
2	浙江省财务开发有限责任公司	3.24
3	台州市金融投资集团有限公司	2.93
4	香港中央结算有限公司	1.77
5	维科控股集团股份有限公司	1.75
6	中国建设银行股份有限公司-国泰中证全指证券公司交易型开放式指数证券投资基金	1.5
7	莱恩达集团有限公司	1.37
8	中国建设银行股份有限公司-华宝中证全指证券公司交易型开放式指数证券投资基金	1.14
9	招商证券股份有限公司	1.07
10	嘉兴市嘉实金融控股有限公司	0.95
	合计	44.88

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：上述持股比例为2023Q1末数据

现任董事长章启诚2022年7月入职，章启诚曾任浙江省财政厅预算处副处长，总预算局副局长，省级部门预算编制中心主任，总预算局局长，浙江省财政厅副厅长、党组成员，浙江省财政学会理事会副会长、常务理事，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。公司管理层背景多元，包括浙江财政厅、浙江国资企业、金融机构以及公司内部培养。

表2：管理层背景相对多元化

姓名	职位	年龄	从业经历
章启诚	董事长	53	曾任浙江省财政厅预算处副处长，总预算局副局长，省级部门预算编制中心主任，总预算局局长，浙江省财政厅副厅长、党组成员，浙江省财政学会理事会副会长、常务理事，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。
黄伟建	董事、 总经理	58	曾任浙江兴源投资有限公司副董事长、总经理；浙江浙能电力股份有限公司董事；浙江省能源集团有限公司组织部部长、人力资源部主任，党委委员、组织部部长，副总经理、党委委员；浙江省交通投资集团有限公司董事、党委副书记。
方敬华	董事	58	曾任共青团淳安县委书记，淳安县千岛湖风景旅游管理局局长、党组书记，淳安县千岛湖旅游总公司总经理，

姓名	职位	年龄	从业经历
			浙江省旅游局市场开发处副处长，浙江省旅游局办公室主任，浙江旅游职业学院党委书记，浙江省旅游局副局长、党组成员，舟山市副市长，浙江舟山群岛新区管委会副主任，浙江省旅游集团有限责任公司党委书记、董事长。
支炳义	董事	44	曾任浙江省财政厅农业处干部、副主任科员（期间挂职景宁县财政局副局长、鹤溪镇党委副书记）、主任科员，省财政厅农业综合开发办公室副主任、直属机关纪委委员，省农业农村厅副处长级干部，浙江省担保集团有限公司计划财务部总经理。现任财通证券董事、浙江省金融控股有限公司党委委员、组织部（人力资源部）部长。
陈丽英	董事	44	曾任台州市水务集团股份有限公司副总会计师、计划财务部经理，台州市水务集团股份有限公司党委委员、副总会计师、董事会秘书。
胡宏文	职工董事	52	曾任财通证券股份有限公司义乌丹溪北路证券营业部总经理、财富管理部副总经理、杭州体育馆证券营业部总经理、嘉兴分公司总经理，援疆时历任阿拉尔市新鑫国有资产经营有限责任公司副总经理、董事长、董事长兼总经理、总经理，新疆生产建设兵团一师阿拉尔市国资委（企改办）副主任。
夏理芬	副总经理	54	曾任浙江省国际信托投资公司义乌证券交易营业部经理、杭州西湖证券营业部总经理，金通证券股份有限公司总裁办公室主任、运营管理部总经理，中信金通证券有限责任公司运营管理部总经理、总经理助理、合规总监，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。
吴佳伟	副总经理	45	曾任财通证券有限责任公司温州营业部总经理、财通证券股份有限公司零售业务部副总经理、投资银行总部投资银行三部副总经理、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、职工董事，现任财通证券股份有限公司副总经理，党群工作部部长。
裴根财	总经理助理	57	曾任浙江证券经纪管理总部副总经理、上海昆山路证券营业部总经理、经纪管理总部机构管理部总经理，方正证券经纪管理总部机构管理部总经理、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，曾任总经理助理兼营销服务中心总经理，总经理助理兼经纪业务总部总经理，财通创新董事长，总经理助理兼研究所所长。
钱斌	总经理助理	56	曾任海南中亚信托投资公司证券总部总经理，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。
申建新	总经理助理	50	曾任浙江财政证券公司湖墅路营业部副总经理、光复路营业部负责人、电脑中心副经理、西大街营业部总经理、市场管理总部经理。
吴林惠	运营总监	49	2003年6月加入公司，曾任经纪业务管理部副总经理、经纪业务总部副总经理、营销服务中心副总经理、机构运营部总经理、机构管理部总经理、运营总监兼机构管理部总经理、运营总监兼运营中心总经理。
王跃军	首席风险官	53	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，曾任财通证券富阳证券营业部总经理，杭州湖墅南路证券营业部总经理，杭州清泰街证券营业部总经理、计划财务部副总经理、总经理，财务总监、合规总监。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

注：年龄为2022年报披露

浙江省区位优势为公司业务发展提供良好环境，看好公司远期成长空间。浙江作为全国经济强省，地处我国繁荣的长三角地区，各项经济指标处于全国领先水平。浙江省2022年GDP超7.77万亿元，位列全国第四位。2020-2022年浙江省人均可支配收入分别为5.24/5.75/6.03万元，均位列全国第3，仅次于上海与北京。浙江省重视科技创新，在政策支持、财政投入、人才吸引、配套设施建设等方面持续发力，共同作用形成较强的创新能力，《中国区域创新能力评价报告2022》显示浙江省区域创新能力综合排名跃居全国第4位。省内整体营商环境较好，企业客户资源和零售客户资源优质，民间资本活跃，高净值人数较多，投资需求旺盛，为公司大财富管理、大投行、投资业务创造良好条件。公司作为财政厅实控的省属券商，坚持深耕浙江

和浙江人经济，充分发挥区域经济、政策支持及平台优势，我们看好公司远期发展空间。

公司资管业务具有相对优势。2021年财通证券资管业务收入排名第6，净资产排名第28名，净利润排名第19，公司资管业务是特色优势业务。

表3：资管业务具有相对优势，2021年资管业务收入行业排名第6

业务	指标	财通证券				
		2017	2018	2019	2020	2021
证券经纪业务收入	代理买卖证券业务收入（含席位）		26	26	26	28
	交易单元席位租赁收入	37	42	46	51	54
	代销金融产品收入	19	22	24	23	24
投行业务收入	投行业务收入	53	45	34	31	26
	股票承销业务收入			43	32	25
	债券承销业务收入	44	33	24	23	24
	财务顾问收入	38	42	54	42	40
资管业务	资管业务收入	11	13	8	9	6
利息净收入	融资类业务利息收入	34	29	30	22	22
	融资融券业务利息收入	22	22	29	20	22
投资业务	证券投资收入	17	27	23	19	31
	总资产	25	26	25	20	22
	净资产	22	23	21	25	28
	净利润	17	19	16	19	19

数据来源：中证协、开源证券研究所

资管业务营收贡献和利润贡献较高，优质子公司利润贡献较高。（1）营收结构来看，2018-2022年财通证券资管业务营收贡献22%高于上市券商平均10%。经纪和投行营收贡献20%/9%低于上市券商平均的25%/13%，投资营收贡献38%高于上市券商平均的32%。投资业务收入贡献高于上市券商平均，主要由于公司参控股优质子公司带来的投资收益。（2）利润结构来看，公司优质子公司利润贡献较高，近三年参股的永安期货利润贡献15%，参股的浙商资产贡献14%。此外，公司财富管理+信用业务利润贡献36%，资管业务贡献19%，投行贡献7%。

表4：公司资管业务营收贡献高于上市券商平均

	财通证券						上市券商平均					
	2018	2019	2020	2021	2022	2018-2022 平均	2018	2019	2020	2021	2022	2018-2022 平均
经纪业务	21%	16%	18%	21%	25%	20%	25%	22%	26%	27%	29%	25%
投行业务	6%	8%	9%	10%	9%	9%	13%	12%	13%	12%	15%	13%
资管业务	20%	22%	18%	22%	30%	22%	12%	9%	9%	10%	12%	10%
利息净收入	4%	5%	13%	13%	15%	10%	15%	12%	12%	12%	15%	13%
投资业务	47%	48%	41%	33%	18%	38%	29%	40%	36%	35%	22%	32%
其他业务	2%	1%	1%	2%	2%	2%	6%	5%	4%	5%	8%	6%

	财通证券						上市券商平均					
	2018	2019	2020	2021	2022	2018-2022 平均	2018	2019	2020	2021	2022	2018-2022 平均
手续费型收入	48%	47%	46%	55%	67%	53%	57%	48%	52%	54%	63%	55%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表5：公司核心子公司利润贡献较高，永安期货和浙商资产分别贡献 15%/15%

利润贡献占比	2020	2021	2022	三年平均
财通证券资管	10%	18%	30%	19%
永安期货	17%	15%	13%	15%
浙商资产	10%	11%	26%	15%
财通基金	2%	3%	5%	3%
财通创新（扣参股浙商资产的利润）	4%	0%	16%	7%
核心子公司利润贡献	43%	47%	90%	60%
财富管理+信用	25%	33%	49%	36%
投行	4%	7%	9%	7%
大自营及其他（反算）	28%	13%	-48%	-2%
财通证券归母净利润	100%	100%	100%	100%

数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

注：（1）财通证券通过子公司财通创新持股浙商资产 20.81%。

（2）上述自营投资收益（反算）=财通证券归母净利润-子公司利润贡献-财富管理和信用利润贡献-投行利润贡献。

（3）财富管理+信用利润贡献参考公司年报中分部报告的营业利润*（1-税率）进行计算得到

表6：公司参股永安期货 30%，参股浙商资产 21%，两者提供较稳定的利润贡献

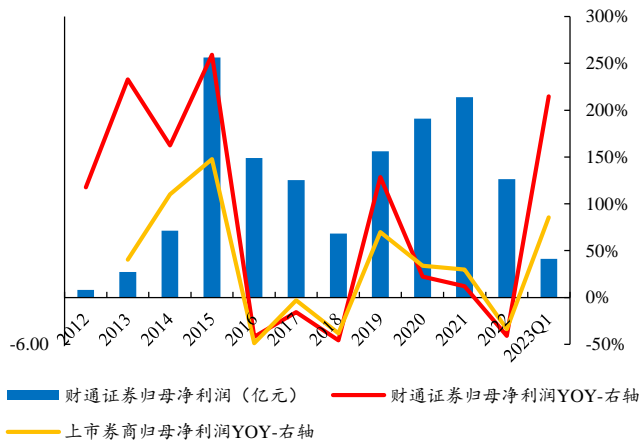
单位：百万元	简称	持股比例
财通创新投资有限公司	财通创新	100%
财通证券资产管理有限公司	财通证券资管	100%
浙江省浙商资产管理有限公司	浙商资产	20.81%
永安期货股份有限公司	永安期货	30.18%
财通基金管理有限公司	财通基金	40%
浙江财通资本投资有限公司	财通资本	100%
财通证券（香港）有限公司	财通香港	100%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：持股比例为 2022 年年报数据

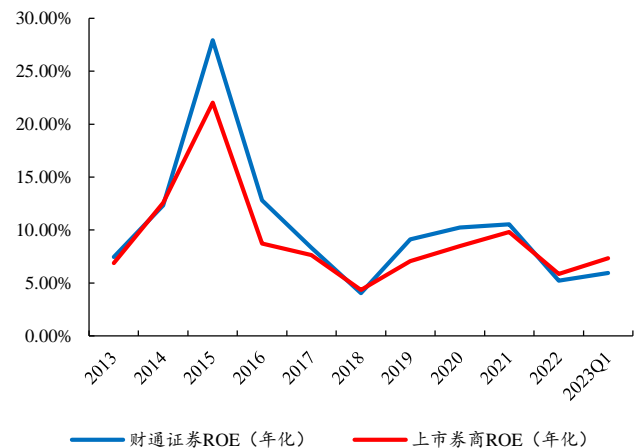
公司盈利能力较强，ROE 多数时间高于上市券商。公司 2015 年、2019 年、2023Q1 净利润同比高于上市券商，2023 中报预增+50%至+65%，预计盈利增速领跑行业。除 2014 年、2018 年、2022 年外，其余年份（2013、2015、2016、2017、2020、2021 年）公司 ROE 均高于上市券商，2022 年配股稀释净资产导致 ROE 水平下降。

图1: 2023Q1 财通证券归母净利润 4.9 亿, 同比+215%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图2: 财通证券ROE 多数时间高于上市券商, 2022 年配股稀释导致下降



数据来源: Wind、开源证券研究所

2、财富管理深耕浙江，与阿里集团合作紧密

浙江区位优势突出，聚集大量高净值客户，公司深耕浙江，股基成交额省内第二。据胡润财富报告，在中国高净值家庭数量 TOP20 城市中，浙江独占 6 席，分别是杭州、宁波、温州、绍兴、嘉兴、台州，是上榜数目最多的省份。公司充分发挥区位优势，在浙江省内有 117 家分支机构，占公司分支机构数量的 71%，公司在浙江省内营业部数量达 106 家，省内第一。2022 年公司股基成交额在省内排第二名，2021 年公司在浙江省内于深交所的股票交易量市占率排名第二。

新开户市占率提升，线上开户数高增。2022 年，公司客户数量和资产规模增速均跑赢市场，2022 年末公司客户数达 286 万户，同比+15%，新开户市占率持续提升，其中线上开户数持续增长，2022 年线上新增户数创六年新高，同比增长 46%。

加速财富管理转型，持续加强品牌建设。(1) 2022 年公司代销金融产品收入行业排名上升 5 位，至第 19 位。2022 年公司实现金融产品年化保有份额（不含货币类金融产品）395.1 亿，较 2021 年的 344.8 亿增长 14.6%；公募基金保有规模逆势提升，较 2021 年末增长 29%，2022 年末权益基金保有规模 59 亿，同比+31%。公司持续加强“财通赢家”品牌产品服务体系建设，不断优化赢家系列产品，形成自上而下统筹管理的销售合力，公募、私募、固收类赢家产品全面跑赢市场对标收益率。(2) 2022 年公司基金投顾业务展业签约规模居同类券商前列，策略业绩表现优异。截至 2023 年 3 月 24 日，公司基金投顾的纯权益策略“财星选价值”和“财星选成长”成立满一周年，以近一年 8.63%和 7.77%的绝对收益、8.22%和 12.34%的最大回撤，业绩跑赢同期所有公募 FOF 基金。2023 年 7 月 24 日财通证券基金投顾团队成功落地首单投顾型个人财富管理信托，首期规模 600 万元，探索了买方投顾机构与信托公司的创新合作模式。

表7：中国高净值家庭数量 TOP20 城市中浙江省独占 6 席，是上榜数目最多的省份

	城市	千万人民币净资产“高净值家庭”数量（户）	同比
1	北京	298,000	1.40%
2	上海	262,000	2.70%
3	中国香港	211,000	-5.40%
4	深圳	79,000	4.40%
5	广州	71,400	3.60%
6	杭州	51,600	7.10%
7	宁波	38,700	7.50%
8	中国台北	32,300	-2.10%
9	佛山	31,000	-1.00%
10	天津	27,000	2.30%
11	东莞	26,000	4.00%
12	苏州	25,300	1.60%
13	温州	22,500	5.10%
14	绍兴	20,600	2.00%
15	重庆	19,500	3.20%
16	南京	19,100	6.70%
17	无锡	19,000	6.70%
18	嘉兴	18,200	5.80%
19	台州	18,000	5.30%
20	成都	17,500	6.10%
	其他	751,600	2.70%
	总数	2,059,300	1.90%

数据来源：胡润研究院《2021 年胡润财富报告》、开源证券研究所

表8：2021 年公司在浙江省内于深交所的股票交易量市占率排名第二

排名	浙江省内股票成交额市占率（深交所）	2021 年
1	中信证券	16%
2	财通证券	11%
3	中国银河	8%
4	浙商证券	8%
5	平安证券	5%
6	海通证券	4%
7	方正证券	4%
8	申万宏源	4%
9	国泰君安	4%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表9：公司新开户市占率持续提升

	2019A	2020A	2021A	2022A
客户数（万户）	196	217	248	286
同比		11%	14%	15%
客户净增加数（万户）		21	31	38

	2019A	2020A	2021A	2022A
同比			49%	23%
开户市占率		0.69%	0.93%	1.47%
客户资产规模 (亿元)	2,583	4,341	6,086	6,336
同比		68%	40%	4%
全市场新开户	1,947.27	2,151.96	3,007.08	3,337.01
	-22%	11%	40%	11%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司与阿里集团合作紧密，数字化改革稳步推进。(1) 作为浙江省的省属券商，财通证券的金融科技战略得到了同样落户浙江的阿里集团的大力支持。2018 年末公司与蚂蚁金服签订战略合作协议，双方的合作重点在于财富管理领域，包括金融云、智能风控平台、金融产品服务等方面都将全面展开合作；2019 年 9 月与蚂蚁金服、阿里云正式建立金融科技全面战略合作伙伴关系，合作进一步深化。(2) 公司强化数字化改革顶层设计，加速金融科技赋能，落地“数智财通”应用场景，实施数字化改革“1+3+N”协同创新体系，丰富“1314N”数字化工具箱。

表10：财通证券与蚂蚁集团合作紧密

时间	事件	内容
2018 年 12 月 26 日	财通证券牵手蚂蚁金服正式签订 战略合作协议	双方的合作重点在于财富管理领域，包括金融云、智能风控平台、金融产品服务等方面都将全面展开合作。
2019 年 9 月 25 日	财通证券联合蚂蚁金服、阿里云正式建立 金融科技全面战略合作伙伴关系	随着战略合作伙伴关系的确立，参与三方将正式启动阿里飞天云、安全、大数据、智能双录和区块链等项目，推进金融科技在证券行业的应用能力，实现数字化驱动业务发展、互联网化运营变革、智能化业务应用等目标，共同推进金融科技在证券行业的应用能力，打造一流数字生态券商。

资料来源：券商中国、财通证券公众号、开源证券研究所

三方导流政策或落地，公司业务有望受益于支付宝流量红利。据 21 世纪经济报道，证券行业三方导流新规或即将重启（2020 年 8 月起公开征求意见），相关细则有望落地。公司与阿里集团合作紧密，三方导流政策落地后，我们认为公司有望率先与支付宝合作，公司基于支付宝流量平台的业务运营有望持续受益。

图3：公司在支付宝 APP 上运营财富号

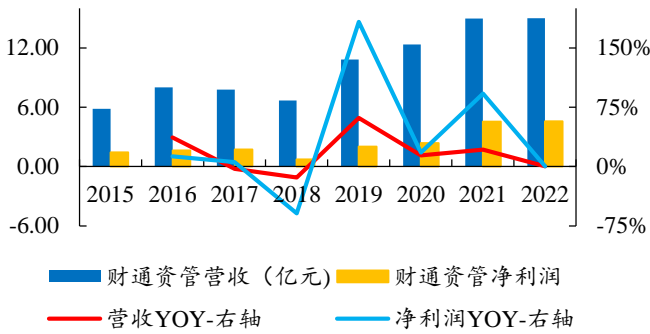

资料来源：支付宝 APP

3、财通资管固收优势明显，财通基金定增业务行业领先

公司控股财通资管子公司并参股财通基金，开展券商资管和公募基金业务。(1) **财通资管**：公司通过子公司财通证券资管公司开展境内证券资产管理业务，财通资管2014年12月成立，拥有证券资产管理业务及公开募集证券投资基金管理业务资格，2022年末公募AUM位列券商持牌资管第三。(2) **财通基金**：公司通过参股公司财通基金开展基金管理业务，财通基金于2011年6月成立，财通证券股份有限公司占股40%、杭州市实业投资集团有限公司占股30%，浙江瀚叶股份有限公司占股30%，股权结构稳定。2022年底，财通基金总资产管理规模为1112亿元，较年初逆势增长8.6%。

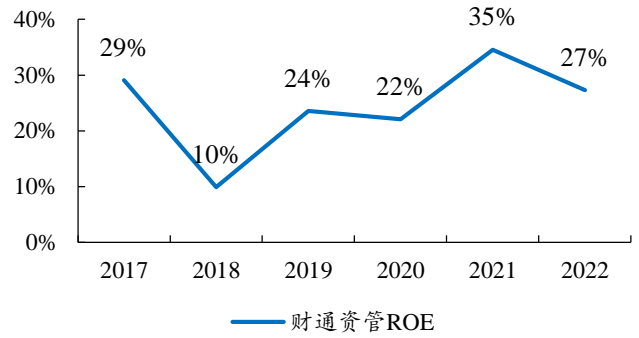
财通资管固收优势明显，非货币占率提升。(1) **财通资管基本面稳健，盈利能力较强。**2017-2022年财通资管营收/净利润5年CAGR分别为14%/21%。2022年财通资管营收/净利润15.0/4.6亿，同比+0.2%/+0.4%，表现稳健。2022年财通资管ROE27%，盈利能力水平较强。(2) **公募资管规模快速增长，债基驱动为主，非货币占率提升。**2017-2022年财通资管公募AUM5年CAGR达62%，其中偏股/债基5年CAGR分别为76%/250%。2023H1非货/偏股/债基AUM分别997/188/809亿，同比-20%/-3%/-23%。财通资管AUM市占率呈提升趋势，2023H1末非货/偏股市占率达0.63%/0.27%，较年初+0.06/+0.04pct。(3) **资管业务结构以固收类为主。**私募资管占比下降，公募资管占比提升，2022年公募资管占比43%。其中，公募资管以债基为主，2022年占比71%。(4) **与支付宝绑定紧密，E份额非货产品规模行业第一。**财通资管财富号是支付宝APP首家券商资管财富号。2023H1末财通资管非货E类份额产品规模92亿，行业第一。

图4：2019年以来财通资管营收、利润表现相对稳健



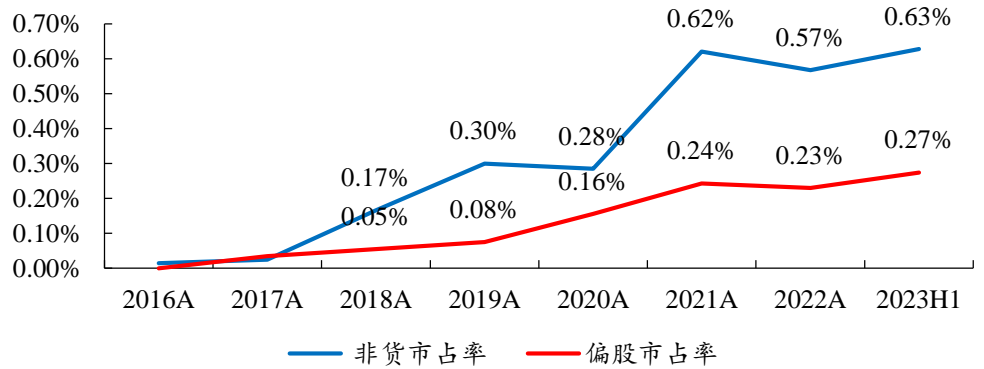
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：财通资管 ROE 水平较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：财通资管公募非货/偏股 AUM 市占率呈提升趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

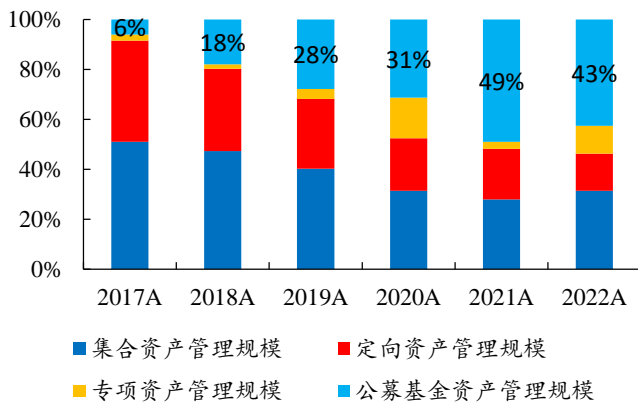
表11：财通资管公募 AUM 快速增长，债基驱动为主

亿元	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023H1	2017-2022年 5年 CAGR
集合资产 AUM	745	674	624	483	569	736		0%
yoy	5%	-10%	-7%	-23%	18%	29%		
定向资产 AUM	590	468	433	323	414	348		-10%
yoy	-30%	-21%	-8%	-25%	28%	-16%		
专项资产 AUM	35	25	61	250	57	260		49%
yoy	50%	-30%	149%	306%	-77%	354%		
公募基金 AUM	89	257	432	480	998	997	1139	62%
yoy	50%	190%	68%	11%	108%	0%	-20%	
公募 AUM 结构：								
财通资管非货 AUM	11	79	218	339	986	868	997	140%
yoy		625%	176%	56%	191%	-12%	-20%	
财通资管偏股 AUM	10	12	24	103	206	162	188	76%
yoy		27%	98%	329%	100%	-21%	-3%	
财通资管债基 AUM	1	67	194	236	780	706	809	250%
yoy		4849%	190%	22%	231%	-10%	-23%	

数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

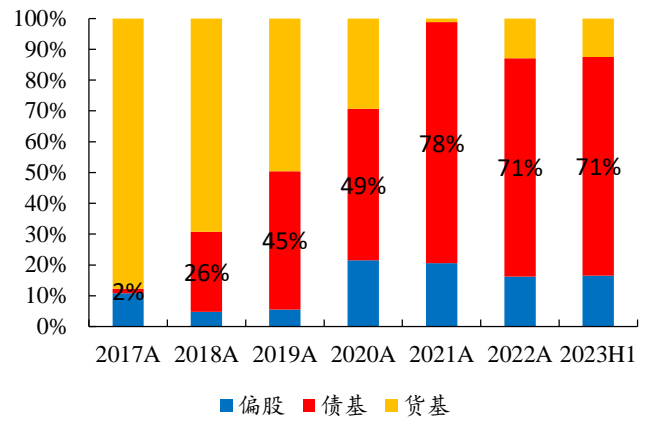
注：债基 AUM=非货 AUM-偏股 AUM

图7：2017-2021 年公募业务占比持续提升



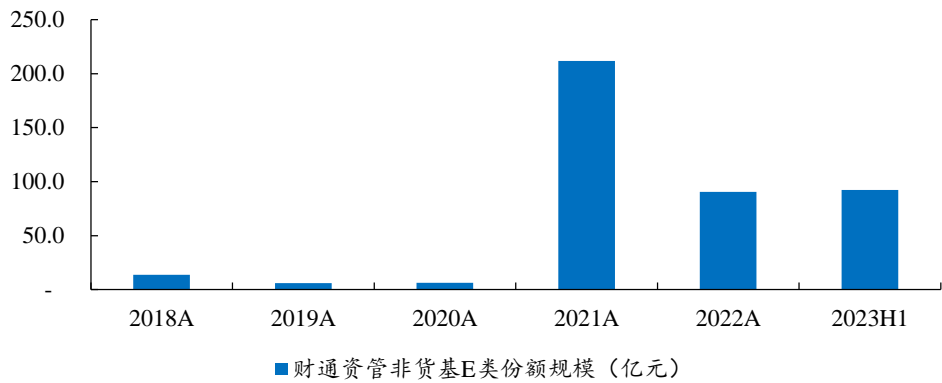
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图8：公募资管以债基为主，2023H1 债基占比 71%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2023H1 财通资管非货基 E 类份额规模 92 亿，行业第一



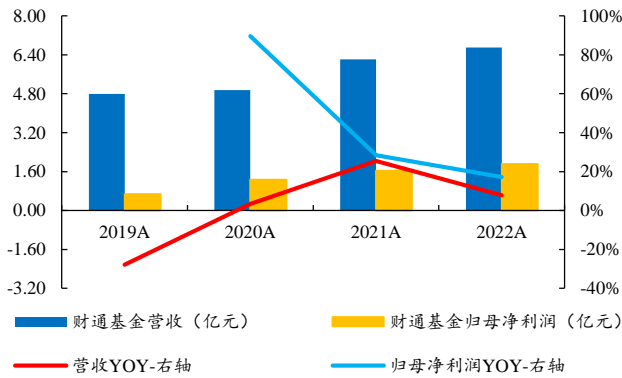
数据来源：Wind、开源证券研究所

注：E 类指仅通过基金公司网上交易系统、直销中心开放销售的基金份额。

财通基金盈利能力有所提升，非货币占率有所提升。2022 年财通基金营收/归母净利润分别为 6.7/1.9 亿，同比+8%/+17%，ROE 达 11%。公司总 AUM 呈提升趋势，2022 年末总 AUM1112 亿，较年初+8.6%。公募和专户业务相对均衡，2022 年末公募/专户 AUM 占比分别为 54%/46%。非货币占率自 2018 年起持续提升，2023H1 达 0.35%，较年初+0.06pct。

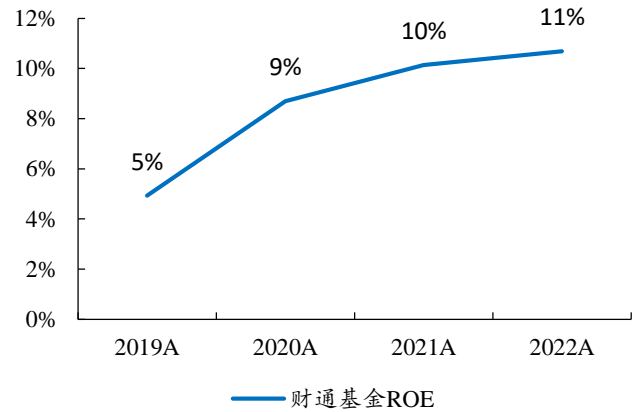
财通基金定增业务行业领先。2022 年财通基金定增中标数量、金额稳居市场第 1。2022 年新设立定增产品 349 只，累计吸收资金 158.46 亿元；参与定增项目 177 个，累计参与金额 350.21 亿元，同比增长 22.34%。定增量化对冲系列业绩领先市场同类产品。

图10: 财通基金 2022 年营收和归母净利润逆势提升



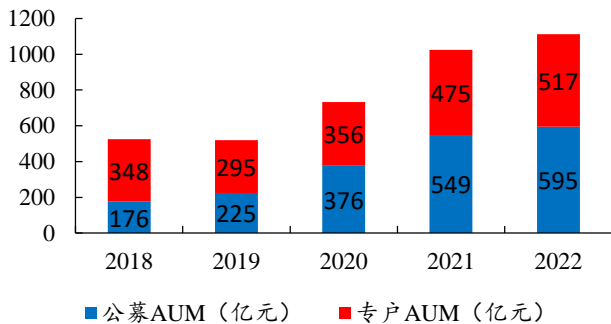
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图11: 财通基金 ROE 持续提升



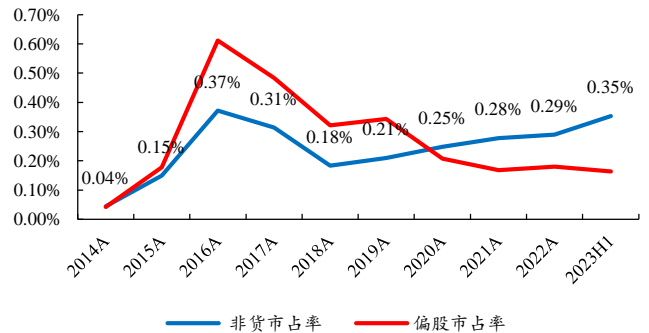
数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 财通基金公募与专户 AUM 共同增长



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图13: 2018 年起财通基金非货币占率持续提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

4、打造“一流投行”，夯实“浙江地域+科创业务”竞争优势

投行战略: 公司把打造一流现代投资银行作为“一号工程”。(1) 股权业务以产业为主、区域补充, 主动对接 315 创新体系建设工程, 聚焦 415X 先进制造业集群和专精特新企业, 充分挖掘财通浙江省属证券公司、深耕浙江经济和浙商经济的优势。(2) 债券业务以区域为主、创新补充, 以网格化分工深度服务浙江, 持续提升薄弱地区的市占率。

IPO 过会数量位列浙江第一: 2022 年公司 IPO 项目过会 10 单, 其中浙江省内项目过会 9 单, 市占率 11.39%, 创历史新高。2021-2022 年省内国企 IPO 市占率高达 40% 左右。

债券承销规模省内第三: 2022 年公司债券业务逆市增长, 债券承销规模达 675.67 亿元, 行业排名提升 2 位至 17 位。省内承销市占率创历史新高, 排名跻身前 3, 省内企业债、公司债承销 508.02 亿元, 省内市占率 13.11%, 位列浙江第三。

投行与投资联动，聚焦浙江和长三角。公司通过全资子公司财通创新开展另类投资业务，通过全资子公司财通资本开展私募股权投资业务。公司通过持续科技投入，加速赋能直投跟投业务，着力打造“浙里易投”直接融资生态系统，为科技型企业和专精特新企业提供精准便捷高效的直接融资服务，助力打造三大科创高地升级版，优化投融资环境，提升招商引资效率，增加生态用户的获得感。(1) 财通创新持续加大对浙企、浙商和长三角项目的投资比例，2022 年完成投资项目 11 个，认缴投资金额合计 5.1 亿元，累计投资股权项目 48 个，认缴投资金额累计 45.38 亿，其中累计实现 8 个项目 IPO 上市，4 个项目已完成退出。(2) 财通资本以母基金管理为引领，股权创投基金和政府产业基金双轮驱动，2022 年末积累管理及服务的政府产业基金规模达 398.50 亿元，同比+110%；私募股权基金实缴规模达 42.62 亿元，同比+77.23%。

表12：2022 年公司承销上市 8 单股权融资项目，其中 IPO 项目 4 单

	2020	2021	2022
股权融资业务（IPO+再融资）			
承销上市数量（单）	8	6	8
承销金额（亿元）	53.94	73.83	33.27
YOY		37%	-55%
股权承销业务收入（亿元）	1.62	2.57	0.79
YOY		59%	-69%
IPO 单数	4	5	4
IPO 规模（亿元）	30.9	58.8	8.7
债券融资业务			
承销数量（单）	78	103	128
承销金额（亿元）	571.75	638.46	675.67
YOY		12%	6%
债券承销业务收入（亿元）	3.33	3.23	2.79
YOY		-3%	-14%
新三板业务			
新三板挂牌项目（单）	2	0	4
新三板定向增发项目（单）	11	17	6

数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

表13：目前 IPO 储备项目 12 单，并列行业第 21 名

序号	保荐机构	合计	报审家数(按上市板)				
			上证主板	深证主板	北交所	创业板	科创板
1	中信证券股份有限公司	102	22	21	1	39	19
2	中信建投证券股份有限公司	73	20	10	9	25	9
3	海通证券股份有限公司	63	12	4	3	25	19
4	民生证券股份有限公司	52	7	7	8	24	6
5	国泰君安证券股份有限公司	51	15	13	3	11	9
6	中国国际金融股份有限公司	50	9	5	2	19	15
7	华泰联合证券有限责任公司	50	12	6	2	18	12
8	国金证券股份有限公司	43	11	4	3	15	10

9	招商证券股份有限公司	31	2	9	2	10	8
10	安信证券股份有限公司	30	7	5	3	13	2
11	申万宏源证券承销保荐有限责任公司	22	3	4	3	10	2
12	广发证券股份有限公司	20	2	7	1	10	0
13	国信证券股份有限公司	20	5	4	0	9	2
14	长江证券承销保荐有限公司	20	4	4	2	9	1
15	东吴证券股份有限公司	19	6	0	6	7	0
16	东方证券承销保荐有限公司	18	7	3	3	3	2
17	开源证券股份有限公司	15	0	0	13	1	1
18	东兴证券股份有限公司	15	6	2	0	5	2
19	浙商证券股份有限公司	14	2	3	6	3	0
20	中泰证券股份有限公司	13	2	2	3	3	3
21	国元证券股份有限公司	12	3	0	0	6	3
22	财通证券股份有限公司	12	4	2	2	4	0

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：数据截至 2023 年 8 月 2 日

表14：财通创新股权投资规模持续增长

财通创新	2020	2021	2022
累计投资金额（亿元）	32.4	40.8	45.4
累计投资股权项目（个）	24	38	48
净利润（百万元）	312	278	632

数据来源：公司公告、开源证券研究所

表15：财通资本 GP、LP 规模持续增长

财通资本	2020	2021	2022
累计管理及服务政府产业基金规模（亿元）	132.5	190.0	398.5
私募股权基金实缴规模（亿元）		22.6	42.6
净利润（百万元）	13	30	46

数据来源：公司公告、开源证券研究所

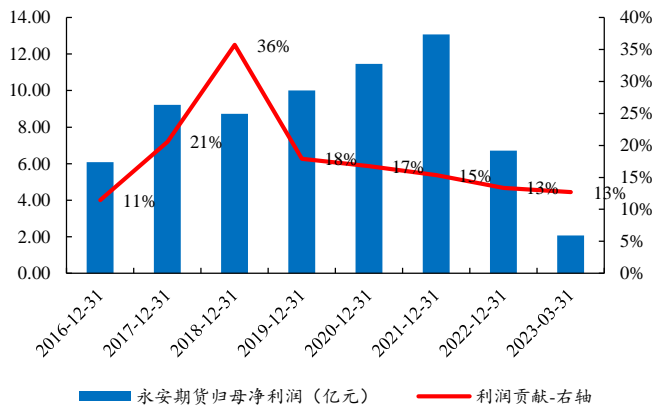
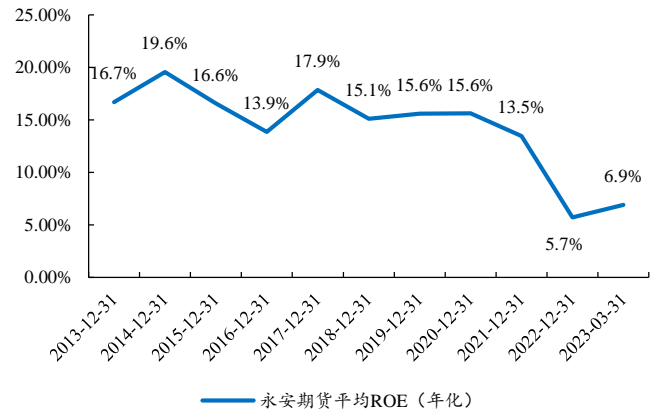
5、子公司发挥区位优势，盈利稳健，母公司自营以固收为主

● 永安期货：

公司持股永安期货 30.18%，是其第一大股东，永安期货为公司贡献利润 15%。永安期货股份有限公司是期货行业龙头，主营业务包括期货经纪、资产管理、基金销售、风险管理、境外业务。2020-2022 年永安期货对财通证券平均利润贡献 15%。

永安期货 ROE 有望回升，区位优势突出。（1）2022 年永安期货调整后营收/归母净利润 23.5/6.7 亿，同比-24%/-49%，主要由于证券市场波动导致投资业务受到较大冲击（调整后营收=营业收入-其他业务成本）。2022 年永安期货 ROE 5.7%，2023Q1 回升至 6.9%，2013-2021 年永安期货 ROE 维持高于 13% 的水平，未来 ROE 有望回升至历史平均水平。（2）2022 年浙江省内期货公司的期货经纪业务客户权益合计 1490 亿元，在全国占比超过 10%。永安期货深耕浙江省内业务，浙江省内分支机构数 16 家，占比 36%。2022 年省内业务收入占比 68%，省内毛利占比 81%。

期货行业利好政策或放开，永安期货收益。2023年3月，中国证监会就《期货公司监督管理办法（征求意见稿）》公开征求意见，征求意见稿中新增业务范围，允许开展期货保证金融资、期货自营业务，期货公司业务范围扩大。作为期货行业龙头，永安期货有望持续受益于行业利好政策。

图14：2020-2022年永安期货对财通证券利润贡献 15%

图15：2023Q1永安期货年化 ROE 6.9%


数据来源：Wind、开源证券研究所

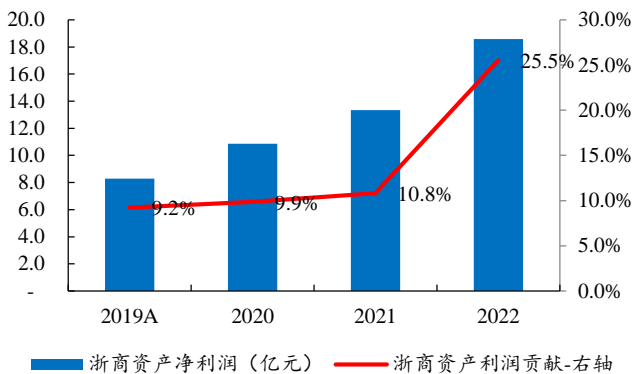
数据来源：Wind、开源证券研究所

注：永安期货 2021 年 12 月主板 IPO 上市，稀释净资产。

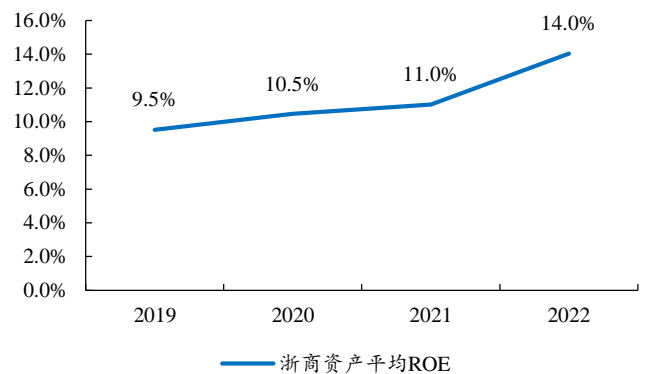
● 浙商资产：

公司通过财通创新持股浙商资产 20.81%，浙商资产是省内最大的地方 AMC。浙江省浙商资产管理股份有限公司是浙江省内最大的专业处置和经营不良资产的地方资产管理公司，注册资本 71 亿元，主体信用评级为 AAA。浙商资产主业为不良资产清收，同时还经营资产管理、托管重组与投行服务、基金管理业务、融通创新业务等。2018 年，浙商资产完成 30 亿元增资扩股计划，引入财通创新和远东宏信。目前主要股东为浙江省国贸集团（58.6%）、财通创新（20.8%）、宏信远展（8.5%）、国新双百壹号基金（6.8%）、湖州交投（4.99%）、杭州敦琢（员工持股平台）（0.29%）。浙商资产控股股东国贸集团是浙江省政府投资设立的国有独资公司。2020-2022 年浙商资产对财通证券平均利润贡献 15%。

浙商资产盈利稳健，具有区位优势，ROE 高于可比公司。（1）2022 年浙商资产营收/归母净利润 55.6/18.6 亿，同比-6%/+39%，公司围绕不良资产主营业务开展的投行化投资业务发展较快，实现投资收益同比+46%驱动净利润高增。2022 年浙商资产 ROE 14%，保持提升趋势。（2）不良资产收购处置业务是浙商资产核心业务，2022 年收入占比 61%，2022 年末累计收购资产包原值达 5064 亿元，其中，金融机构资产收购（不含地方 AMC）占比为 83.38%。（3）浙商资产把握区位优势，积极推动与省内各地市及县级政府合作，与金华、萧山、绍兴、义乌、台州、湖州、宁波、衢州等 8 个地方政府合资或独资设立地方资产管理平台，设立华东、华南、华中、华西、华北五大区域公司，同时正在搭建服务商管理平台及集群，实现覆盖全省、走向全国的区域布局。与广州、山东省地方 AMC 相比，浙商资产 ROE 高于可比公司，总资本化率高于可比公司。

图16: 2020-2022 年浙商资产对财通证券利润贡献 15%


数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 2022 年浙商资产 ROE 达 14%


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

表16: 浙商资产 ROE 高于可比公司, 总资本化率高于可比公司

2022 年数据	浙商资产	广州资产	山东金资
最新主体信用等级	AAA	AAA	AAA
地区	浙江省	广东省	山东省
总资产 (亿元)	695.3	449.2	1348.3
经调整的所有者权益 (亿元)	160.0	97.3	662.9
净利润 (亿元)	17.2	7.7	23.9
调整后 ROE	11.18%	8.02%	4.17%
总资本化率	75.83%	74.32%	49.87%

数据来源: 浙商资产评级报告、开源证券研究所

注: (1) “广州资产”为“广州资产管理有限公司”简称; “山东金资”为“山东省金融资产管理股份有限公司”简称。

(2) 经调整的所有者权益=所有者权益合计-混合型证券调整 -公益性资产调整

(3) 调整后 ROE=2*净利润/(期初+期末经调整的所有者权益)

(4) 总资本化率=总债务/(总债务+经调整的所有者权益)

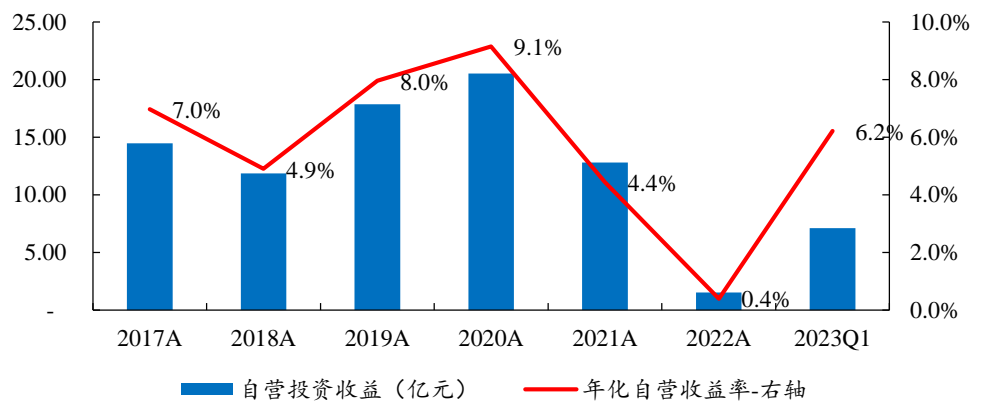
● 自营投资

公司自营投资以债券类资产为主。(1)2022 年公司对于固定收益投资加大资产配置, 及时对债券持仓结构调整, 扩大了利率债和地方债的配置规模。2022 年末公司债券类自营资产 429 亿, 占比 66%, 其中 219 亿计入交易性金融资产, 210 亿计入债权投资和其他债权投资。(2) 公司权益主动投资在逆境中管控风险, 通过调整仓位水平、精选赛道、优选个股等方式积极做好投资管理工作。自营股票占比较少, 2022 年自营股票规模 13 亿, 占比 2%。(3) 场外衍生品业务快速实现业务体系化布局。实现场外衍生品业务规模的逆势增长, 累计新增衍生品名义本金规模 134 亿元; 开发了“收益互换+折价股套利”以及“收益互换+TOF”等创新型中性业务模式, 累计落地业务 5.5 亿元。(4) 2022 年 9 月 15 日公司获得首批科创板做市业务资格, 并于 10 月 15 日展业。(5) 2023Q1 公司年化自营投资收益率 6.2%, 有所回升。

表17: 公司自营投资资产以债券为主, 2022 年债券占比 66%

单位: 亿元	规模			结构占比		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
债券	227	300	429	59%	63%	66%
其中, 债券 (计入交易性金融资产)	92	146	219	24%	31%	33%
其中, 债券 (计入债权投资和其他债权投资)	135	154	210	35%	32%	32%
基金	86	76	119	22%	16%	18%
私募基金及专户	32	49	57	8%	10%	9%
股票	23	12	13	6%	3%	2%
银行理财产品	5	4	3	1%	1%	0%
券商资管产品	6	24	21	2%	5%	3%
信托计划	0	2	1	0%	0%	0%
其他	5	9	10	1%	2%	2%
合计	385	476	653	100%	100%	100%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图18: 2023Q1 年化自营投资收益率 6.2%, 有所回升


数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 自营收益率 = (投资收益 + 公允价值变动损益 - 对联营、合营企业的投资收益) * 2 / (期初 + 期末 自营投资资产)

自营投资资产 = 交易性金融资产 + 衍生金融工具 + 其他权益工具

公司完成配股再融资, 资本补充利于扩大业务优势。2022 年 4 月财通证券完成配股募得资金净额 71 亿, 配股募资投向以重资本业务为主, 用于发展投资与交易类业务、资本中介业务, 资本消耗类业务依赖资本金实力, 公司完成再融资利于提升业务实力, 提升综合竞争力。此外, 公司于 2020 年 12 月上市财通转债募资 38 亿 (2026 年到期, 2023 年 8 月 2 日 99.99% 未转股)。

表18: 公司配股计划募资 80 亿, 主要投向投资与交易类业务

募集资金投资项目	金额
发展投资与交易类业务	不超过 45 亿元
发展资本中介业务	不超过 20 亿元
发展投资银行业务	不超过 3 亿元

募集资金投资项目	金额
加大信息技术及风控合规投入	不超过 5 亿元
补充其他营运资金	不超过 7 亿元
合计	不超过 80 亿元

数据来源：公司公告、开源证券研究所

6、盈利预测与估值：预计公司盈利景气度较高

6.1、关键假设

经纪业务：我们预计市场交易量保持增长，公司市占率提升。我们假设 2023-2025 年两市日均股基成交额分别同比+9%/+12%/+10%，公司股基成交额市占率 1.20%/1.35%/1.50%。

投行业务：我们预计公司 IPO 规模保持增长，单数提升，费率或受竞争影响而下降。我们假设 2023-2025 年公司 IPO 规模同比+10%/+10%/+10%，IPO 费率分别为 7.49%/6.45%/6.40%，IPO 单数分别为 5/7/8 单。

资管业务：我们预计公司资管业务保持优势，业务规模保持增长，费率持平。我们假设 2023-2025 年公司集合资管 AUM 同比+20%/+20%/+20%，定向资管规模同比+10%/+15%/+15%，专项资管 AUM 同比持平/持平/持平。公募非货 AUM 同比+27%/+20%/+17%，管理费率 0.55%/0.55%/0.55%。

利息净收入：我们预计市场两融保持增长，公司市占率持平。我们假设 2023-2025 年市场两融规模同比+8%/+12%/+11%，公司市占率 1.20%/1.25%/1.30%，两融利率 6.30%/6.30%/6.30%。

自营投资：我们预计公司自营投资规模持续增长，自营投资收益率稳健提升。我们假设 2023-2025 年公司自营 AUM 同比+20%/+20%/+20%，自营投资收益率 4.6%/4.9%/5.2%。

表19：核心假设

单位：百万元	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
两市日均股基成交额（亿元）	9,042	11,343	10,215	11,135	12,471	13,718
YOY	62%	25%	-10%	9%	12%	10%
股基成交额市占率	1.38%	1.22%	1.08%	1.20%	1.35%	1.50%
IPO 规模	3,092	5,883	868	955	1,050	1,155
YOY	363%	90%	-85%	10%	10%	10%
IPO 费率	5.11%	4.50%	7.49%	7.49%	6.45%	6.40%
IPO 单数	4	5	4	5	7	8
YOY	0%	25%	-20%	25%	40%	14%
集合资管规模	48,257	56,905	73,593	88,312	105,974	127,169
YOY	-23%	18%	29%	20%	20%	20%
管理费率	1.43%	1.51%	0.88%	0.88%	0.88%	0.88%
定向资管规模	32,289	41,381	34,765	38,241	43,978	50,574

单位：百万元	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
YOY	-25%	28%	-16%	10%	15%	15%
管理费率	0.34%	0.32%	0.46%	0.40%	0.40%	0.40%
专项资管规模	24,956	5,719	25,983	25,983	25,983	25,983
YOY	306%	-77%	354%	0%	0%	0%
管理费率	0.09%	0.14%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%
公募非货 AUM	33,889	98,630	86,814	110,254	132,305	154,797
YOY	56%	191%	-12%	27%	20%	17%
管理费率	0.85%	0.57%	0.53%	0.55%	0.55%	0.55%
市场期末两融融资金额	14,820	17,121	14,445	15,601	17,473	19,395
YOY	47%	16%	-16%	8%	12%	11%
财通证券两融市占率（期末值）	1.35%	1.17%	1.10%	1.20%	1.25%	1.30%
两融利率	6.90%	6.70%	6.31%	6.30%	6.30%	6.30%
自营投资资产规模	25,133	32,573	44,592	53,511	64,125	76,848
YOY	27%	30%	37%	20%	20%	20%
自营投资收益率	9.1%	4.4%	0.4%	4.6%	4.9%	5.2%

数据来源：Wind、开源证券研究所

6.2、盈利预测

我们预计公司 2023-2025 年归母净利润 21.8/27.7/35.3 亿，同比+44%/+27%/+27%，ROE6.5%/7.8%/9.3%。当前股价对应 PB 1.18/1.11/1.03 倍。

表20：预计 2023-2025 年归母净利润 21.8/27.7/35.3 亿，同比+44%/+27%/+27%，ROE6.5%/7.8%/9.3%

单位：百万元	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
1、经纪业务净收入	1,194	1,361	1,183	1,359	1,672	2,014
YOY	47%	14%	-13%	15%	23%	20%
2、投行业务净收入	572	645	452	610	702	819
YOY	43%	13%	-30%	35%	15%	17%
3、资管业务净收入	1,181	1,385	1,460	1,378	1,650	1,949
YOY	11%	17%	5%	-6%	20%	18%
4、利息业务净收入	825	819	747	550	616	680
YOY	262%	-1%	-9%	-26%	12%	10%
5、投资收益（含公允价值变动损益）	2,701	2,085	869	2,920	3,682	4,670
YOY	13%	-23%	-58%	236%	26%	27%
调整后营收	6,526	6,406	4,825	6,877	8,391	10,214
YOY	32%	-2%	-25%	43%	22%	22%
管理费用	3,232	3,348	3,165	3,920	4,615	5,413
YOY	23%	4%	-5%	24%	18%	17%
管理费率	49.5%	52.3%	65.6%	57.0%	55.0%	53.0%
归母净利润	2,292	2,566	1,517	2,181	2,771	3,527
YOY	22%	12%	-41%	44%	27%	27%
ROE	10.23%	10.55%	5.22%	6.45%	7.76%	9.25%
PB (8.9)	1.74	1.62	1.24	1.18	1.11	1.03

数据来源：Wind、开源证券研究所

6.3、估值分析

我们选取与财通证券净资产规模相近的可比公司，截至 8 月 11 日财通证券 PB(LF) 低于可比公司，ROE (2023E) /PB 略低于可比公司，ROE (2022A) /PB 高于可比公司。

图19：财通证券 PB (LF) 和 PB (2023E) 低于可比券商，ROE (2022A) /PB 高于可比公司

代码	简称	PB (2023E) -8.11	PB(LF) - 8.11	PB (LF) 估值分位数 (2017 年以来) - 8.11	总市值 (亿元) -8.11	ROE (2023E) /PB	ROE (2023Q1) /PB	ROE (2022A) /PB	ROE (2023E) -wind一致 预期	ROE (2023Q1) -年化	ROE (2022A)	2023Q1净 资产(亿 元) ↓
600918.SH	中泰证券	1.44	1.52	39%	551.9	5.03%	7.81%	1.05%	7.65%	11.87%	1.60%	394.9
601555.SH	东吴证券	1.11	1.18	43%	451.2	4.80%	5.14%	3.93%	5.65%	6.05%	4.62%	391.4
000783.SZ	长江证券	1.16	1.21	31%	365.0	6.36%	7.68%	4.04%	7.71%	9.31%	4.90%	341.8
000728.SZ	国元证券	0.95	0.99	27%	332.1	6.23%	6.34%	5.39%	6.14%	6.24%	5.31%	336.6
600109.SH	国金证券	1.39	1.20	27%	378.0	6.68%	6.35%	3.60%	8.00%	7.60%	4.31%	317.2
002939.SZ	长城证券		1.33	18%	367.5	4.43%	4.87%	2.86%	5.90%	6.49%	3.81%	280.1
002673.SZ	西部证券		1.19	21%	324.5		4.41%	1.32%		5.27%	1.58%	273.8
601878.SH	浙商证券	1.52	1.71	21%	428.2	4.70%	4.32%	3.87%	8.05%	7.41%	6.62%	265.7
601198.SH	东兴证券		1.11	19%	295.1		3.01%	1.76%		3.34%	1.96%	264.7
600369.SH	西南证券		1.21	32%	303.0		2.97%	1.02%		3.60%	1.23%	252.1
可比公司平均		1.26	1.27	28%	379.6	5.46%	5.29%	2.88%	7.01%	6.72%	3.60%	311.8
601108.SH	财通证券	1.18	1.22	22%	396.6	5.41%	4.88%	4.28%	6.60%	5.95%	5.22%	334.8

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：(1) 上述 PB 指标以 2023 年 8 月 11 日收盘价计算；(2) 除财通证券、国金证券外，上述券商 ROE (2023E) 选取 Wind 一致预期，其中近 180 天无机构对西部证券、东兴证券、西南证券进行盈利预测。(3) 除财通证券、国金证券外，PB (2023E) 取自 Wind 一致预期，其中 180 天无机构对长城证券、西部证券、东兴证券、西南证券每股净资产预测。

7、投资建议

区位优势得天独厚，财富管理和资管成长性可期。公司是浙江省属券商，受益于区位优势 and 股东资源，公司投行+投资以及大财富管理等业务成长性可期。公司全资子公司财通资管近 3 年平均利润贡献 19%，固收业务优势明显，公募非货币占率持续提升；公司新开户市占率持续提升，线上开户数迭创新高显现网金业务优势，公司与阿里集团合作密切，未来有望受益于三方导流松绑带来的支付宝流量红利。公司参股子公司永安期货、浙商资产 2020-2022 年平均合计利润贡献 31%，作为期货和地方 AMC 龙头企业，两家子公司盈利能力突出，是公司 ROE 的稳定器。我们预计 2023-2025 年归母净利润 21.8/27.7/35.3 亿，同比 +44%/+27%/+27%，ROE 6.5%/7.8%/9.2%，EPS 分别为 0.5/0.6/0.8 元。当前股价对应 PB 1.1/1.1/1.0 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

8、风险提示

- 市场波动影响资管业绩报酬；
- 三方导流落地和影响有不确定性。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	73,533	87,693	105,162	123,413	143,546
现金	17,694	21,109	26,130	29,886	33,193
应收票据及应收账款	1,848	1,038	1,053	1,068	1,083
其他应收款	-0	-0	-0	-0	-0
预付账款	-0	-0	-0	-0	-0
存货	-0	-0	-0	-0	-0
其他流动资产	53,991	65,546	77,979	92,460	109,270
非流动资产	36,738	37,999	40,307	43,756	47,529
长期投资	8,177	8,348	8,766	9,379	10,036
固定资产	280	271	261	271	274
无形资产	333	340	341	345	346
其他非流动资产	27,948	29,040	30,940	33,761	36,873
资产总计	110,270	125,692	145,469	167,170	191,074
流动负债	47,211	61,324	75,388	89,880	105,260
短期借款	254	109	125	151	188
应付票据及应付账款	31	803	1,165	1,165	1,165
其他流动负债	46,926	60,413	74,098	88,564	103,906
非流动负债	30,436	31,393	35,389	40,480	46,335
长期借款	25,481	25,286	29,079	33,440	38,457
其他非流动负债	4,955	6,107	6,310	7,039	7,878
负债合计	77,647	92,717	110,777	130,360	151,594
少数股东权益	24	24	24	26	-0
股本	4,644	4,644	4,644	4,644	4,644
资本公积	14,776	14,776	14,776	14,776	14,776
留存收益	1,257	1,302	1,520	1,797	2,150
归属母公司股东权益	32,599	32,951	34,668	36,784	39,480
负债和股东权益	110,270	125,692	145,469	167,170	191,074

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2931	-5031	-5803	-4934	-3898
净利润	2563	1516	2180	2769	3525
折旧摊销	204	200	210	220	230
财务费用	1229	1042	0	0	0
投资损失	-806	-743	-773	-803	-833
营运资金变动	6925	4817	5017	5217	5417
其他经营现金流	-8077	-12538	-12438	-12338	-12238
投资活动现金流	-91	70	170	270	370
资本支出	-194	-143	-143	-143	-143
长期投资	-32	-10	40	90	140
其他投资现金流	136	224	274	324	374
筹资活动现金流	1050	2582	4912	5012	5112
短期借款	-29813	-25433	-25383	-25333	-25283
长期借款	32827	23085	23135	23185	23235
普通股增加	1055	0	0	0	0
资本公积增加	12	7160	7160	7160	7160
其他筹资现金流	-3030	-2230	0	0	0
现金净增加额	3891	-2376	5021	3756	3307

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	6,408	4,827	6,877	8,391	10,214
营业成本	3,359	3,221	3,978	4,686	5,500
营业税金及附加	40	37	45	55	66
营业费用	5	5	5	5	5
管理费用	3,348	3,165	3,920	4,615	5,413
研发费用	-0	-0	-0	-0	-0
财务费用	-0	-0	-0	-0	-0
资产减值损失	(31)	17	14	17	20
其他收益	-0	-0	-0	-0	-0
公允价值变动收益	(748)	(484)	-0	-0	-0
投资净收益	2,834	1,352	2,920	3,682	4,670
资产处置收益	-0	-0	-0	-0	-0
营业利润	3,048	1,605	2,899	3,704	4,714
营业外收入	1	2	3	3	4
营业外支出	20	23	33	40	48
利润总额	3,048	1,605	2,899	3,704	4,714
所得税	466	68	688	899	1,144
净利润	2,563	1,516	2,180	2,769	3,525
少数股东损益	(3)	(1)	(1)	(2)	(2)
归属母公司净利润	2,566	1,517	2,181	2,771	3,527
EBITDA	3,252	1,806	3,109	3,925	4,944
EPS(元)	0.55	0.33	0.47	0.60	0.76

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	-1.8	-24.7	42.5	22.0	21.7
营业利润(%)	8.9	-47.3	80.6	27.8	27.2
归属于母公司净利润(%)	12.0	-40.9	43.8	27.0	27.3
获利能力					
毛利率(%)	47.6	33.3	42.1	44.1	46.2
净利率(%)	40.0	31.4	31.7	33.0	34.5
ROE(%)	9.2	4.6	6.5	7.8	9.2
ROIC(%)	4.4	2.6	3.4	3.9	4.5
偿债能力					
资产负债率(%)	70.4	73.8	76.2	78.0	79.3
净负债比率(%)	1.6	2.0	2.3	2.6	2.9
流动比率	1.6	1.4	1.4	1.4	1.4
速动比率	1.6	1.4	1.4	1.4	1.4
营运能力					
总资产周转率	6.2	4.1	5.1	5.4	5.7
应收账款周转率	608.4	334.5	657.9	791.3	949.8
应付账款周转率	1000.0	773.1	404.3	402.1	472.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.55	0.33	0.47	0.60	0.76
每股经营现金流(最新摊薄)	0.63	-1.08	-1.25	-1.06	-0.84
每股净资产(最新摊薄)	7.02	7.10	7.47	7.92	8.50
估值比率					
P/E	15.5	26.1	18.2	14.3	11.2
P/B	1.2	1.20	1.14	1.08	1.00
EV/EBITDA	33.3	71.3	45.9	41.0	36.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn