

兴业证券 (601377.SH)

2023 年 06 月 30 日

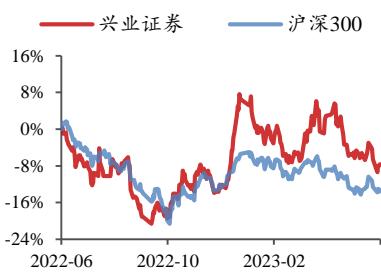
双轮联动与数智化建设协同，兼具业绩弹性与成长性

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

日期	2023/6/29
当前股价(元)	6.03
一年最高最低(元)	7.22/5.32
总市值(亿元)	520.75
流通市值(亿元)	520.75
总股本(亿股)	86.36
流通股本(亿股)	86.36
近 3 个月换手率(%)	59.44

股价走势图



数据来源：聚源

高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn

卢昆（联系人）

lukun@kysec.cn

证书编号: S0790520050001

证书编号: S0790122030100

● 双轮联动与数智化建设协同，兼具短期业绩弹性和业务成长性

中长期看，公司战略规划清晰且股权结构稳定，管理层团队兼具内生培育的骨干和国际化金融科技人才，“财富管理+机构业务”双轮联动与数智化建设协同赋能，数字化转型从基础支持、局部赋能走向全面赋能，未来成长性可期；公司在资产管理、代销基金等财富管理业务以及衍生品、研究等机构业务具备比较优势；边际上看，2022 年资本市场遇冷导致业绩下滑明显，2023 年伴随资本市场回暖、全面注册制落地、居民财富迁移启动，公司财富管理线条有望改善，同时自营板块具较好弹性，公司业绩增速有望领跑行业，估值具备安全边际。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 38.7/45.2/52.2 亿元，分别同比+47%/+17%/+16%。EPS 分别为 0.45/0.52/0.60 元，ROE 分别为 7.23%/8.20%/9.06%，当前股价对应 PB 1.0/0.9/0.9 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● “一流证券金融集团”战略目标清晰且改革成效显著，综合实力稳步增强

(1) **公司改革成效显著，凸显区域、业务、人才禀赋。**围绕“一流证券金融集团”目标，深耕福建战略效果显现；子公司业务涉及基金、期货、资管、股权投资等多元领域，集团一体化经营管理体制机制有效落地，管理团队多为内生培养骨干，业务协同能力显现。(2) **公司战略目标清晰，未来成长可期。**以“一流证券金融集团”为战略方向，践行“一个品牌、双轮联动+数智化建设、三大生态圈、四大重点、六项能力”战略方向，“1+3+N”网点布局和核心区域布局形成，分公司经营管理改革成效显著，“强总部、大分公司、专子公司”逐渐形成。(3) **综合实力稳步增强，差异化优势凸显。**公司业务排名位行业中上游水平，剑指行业前十，财富管理转型彰显特色，投行业务竞争力提升，轻资本为主的业务模式下 ROE 优于同业，双轮联动助推综合实力提升。

● 财富管理特色模式成效转型显著，“三维四驱国际化”策略打造差异化投行

(1) **双轮联动和数字化建设打造财富管理转型高质量发展。**公司 2022 年大财富管理利润贡献达 52%，受益于兴证全球“权益+”特色模式和南方基金头部竞争力，兴证资管公募化改造全面推进，券结模式先发，预计代销业务受益于财富管理转型和分公司改革兑现业绩。(2) **大投行业务改革紧跟政策方向，专业化和差异化优势形成。**执行“三维四驱国际化”策略，集团协同打造估值和销售体系、聚焦国家重点战略产业，把握福建省和核心区域竞争优势，打通投行+研究+投资产业链，投行业务净收入 2019-2021 年复合增速 29%，2023Q1 IPO 收入同比+120%，项目储备常年排名前 20。(3) **资本中介赋能全产业链，自营综合化转型加快。**公司加快衍生品业务布局，80 亿两融资金投入预计提升利息净收入。自营年化收益率多年优于同业，综合化转型有望使自营业绩更加稳健。

● 风险提示：股市波动对盈利带来不确定性；财富管理业务增长不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	18,972	10,660	13,670	15,803	18,056
YOY(%)	7.9	-43.8	28.2	15.6	14.3
归母净利润(百万元)	4,743	2,637	3,865	4,522	5,224
YOY(%)	18.5	-44.4	46.6	17.0	15.5
毛利率(%)	40.6	38.6	44.0	44.4	44.7
净利率(%)	25.0	24.7	28.3	28.6	28.9
ROE(%)	12.0	5.6	7.2	8.2	9.1
EPS(摊薄/元)	0.71	0.31	0.45	0.52	0.60
P/E(倍)	8.5	19.7	13.4	11.5	9.9
P/B(倍)	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 双轮联动与数智化建设并举，打造一流证券金融集团.....	5
1.1、 内生培养团队打造优秀公司治理、清晰的战略框架、多元业务版图.....	5
1.2、 财富管理和机构业务双轮联动，数智化建设强化业务协同.....	8
1.3、 业绩排名剑指行业前十，双轮联动轻资本模式提升 ROE 可期.....	10
2、 大财富管理：兴证全球品牌效应凸显，代销业务稳居前十.....	14
2.1、 公募基金与代销业务突出，利润贡献优于财富管理可比标的.....	14
2.2、 公募基金：公司财富管理特色转型的根基，合计贡献利润达 31%.....	14
2.3、 资管业务：兴证资管以“固收+”为核心，公募化改造成效显著.....	21
2.4、 财富管理：券结和投顾模式一枝独秀，机构业务助力财富管理扩容.....	23
3、 投行业务：执行“三维四驱国际化”策略，探索差异化发展.....	26
4、 资金型业务：资本中介掘客户需求，自营综合化转型加快.....	31
4.1、 资本中介业务：两融市占率保持稳增，衍生品对客业务布局初显.....	31
4.2、 自营业务：自营投资收益弹性高，综合化业务转型加快.....	32
5、 盈利预测：盈利成长性凸显.....	34
5.1、 关键假设.....	34
5.2、 盈利预测.....	36
6、 估值与投资建议.....	37
6.1、 估值分析.....	37
6.2、 投资建议.....	37
7、 风险提示	37
附：财务预测摘要	38

图表目录

图 1： 公司践行“一个品牌、“双轮联动+数智化建设”、三大生态圈、四大重点、六项能力”的战略框架	9
图 2： 2017 年以来分公司数量快速增长	9
图 3： 2017 年以来营业部数量数量快速增长	9
图 4： 分公司铺设构建“1+3+N”核心区域布局	10
图 5： 公司营业部分部仍以“1+3+N”核心区域为主	10
图 6： 公司新设数智金融部，融合财富管理、金融科技、客户服务团队资源，推动数字化全面赋能	10
图 7： 2018 年以来公司营业收入和净利润稳增，2023 年低基数+高弹性下有望改善	11
图 8： 2020 年和 2021 年公司加权年化 ROE 优于上市券商和财富管理标的	12
图 9： 2022 年公司再融资后杠杆率有所下降	12
图 10： 公司轻资本业务收入占比逐步提升，2022 年占比达 75%	13
图 11： 公司基金管理业务净收入高增，2019-2022 年复合增速达 22%	14
图 12： 2022 年末兴证全球非货 AUM 2846 亿	16
图 13： 2022 年末兴证全球偏股 AUM1713 亿	16
图 14： 2016-2022 年兴证全球基金股+混 AUM 占全部基金比重平均为 37%	16
图 15： 2019 年以来兴证全球新发非货币市占率小幅提升	16
图 16： 2020 年以来兴证全球新发偏股市占率小幅提升	16
图 17： 2019 年以来控股子公司兴证全球基金利润贡献超 20%	17
图 18： 2021 年兴证全球基金年化 ROE 达 48%，2022 下滑至 27%	18
图 19： 2022 年末公司非货 AUM 5177 亿，市占率 3.4%	20

图 20: 2022 年末公司偏股 AUM 2923 亿, 市占率 4.2%.....	20
图 21: 2020 年以来南方基金新发偏股 AUM 保持稳定	20
图 22: 2020 年以来南方基金新发非货 AUM 高增	20
图 23: 2022 年 9.15% 参股子公司南方基金对公司利润贡献约 5%	21
图 24: 2022 年南方基金 ROE20%, 仍保持长期均值水平	21
图 25: 公司积极向主动管理转型, 资管业务净收入稳步增长	22
图 26: 公司积极向主动管理转型, 资管规模增速稳定	22
图 27: 传统零售经纪业务向大财富管理转型成效显著	23
图 28: 公司代理买卖证券业务净收入稳步增长.....	23
图 29: 2021 公司代理买卖证券业务净收入排名第 17.....	23
图 30: 公司股基成交额市占率保持稳定	24
图 31: 公司净佣金率逐步稳定	24
图 32: 代销金融产品业务净收入自 2020 年以来高增.....	24
图 33: 2021 年公司代销金融产品业务收入排名第 10.....	24
图 34: 公司席位收入高速增长	25
图 35: 2021 年中证协披露交易单元席位收入排名第 9.....	25
图 36: 公司分仓佣金率保持稳定	25
图 37: 公司分仓市占率保持稳定	25
图 38: 公司投行与财富管理联动, 打造六位一体多层次上市公司财富管理服务圈	25
图 39: 2019 年以来公司期货经纪业务净收入保持增长.....	26
图 40: 2020 年投行业务净收入高增	28
图 41: 2023Q1 公司 IPO 收入同比+120%.....	28
图 42: 2023Q1 公司 IPO 市占率明显提升	28
图 43: 2022 年 IPO 项目集中在福建、大湾区、长三角	28
图 44: 2018 年至今公司 IPO 项目集中于信息技术等行业	28
图 45: 2018 年以来再融资规模快速回升	30
图 46: 债券融资规模稳定增长	30
图 47: 公司两融业务利息收入保持快速增长	31
图 48: 资本扩充后, 公司两融市占率较年初+0.03pct.....	31
图 49: 2018 年以来公司股票质押业务规模持续压降	31
图 50: 2021 年以来公司衍生品业务快速发展	32
图 51: 2022 年股指、场外、商品类衍生品名义本金占比 88%	32
图 52: 公司自营金融资产规模快速增长	33
图 53: 公司自营投资收益率弹性大于上市券商平均, 2023Q1 改善优于同业	33
 表 1: 公司历经 30 年洗礼形成机构业务与财富管理独特优势, 致力于打造“一流证券金融集团”.....	5
表 2: 福建省财政厅为股东公司的控股股东和实际控制人, 持股 20.44%.....	5
表 3: 兴业证券主要参股子公司涉猎基金、期货、资产管理、股权投资等领域, 其中两大基金公司利润贡献高	6
表 4: 高管团队中大多为公司内生培养的嫡系人才, 近年吸引国际化金融科技人才推动数智化转型	7
表 5: 2022 年公司通过 140 亿再融资方案以发展两融、投行、投资、金融科技领域	8
表 6: 公司各项业务排名位居行业中上水平	11
表 7: 2022 年公司 ROE 下滑主因自营业务高弹性和再融资后杠杆率下降, 尚待重资本业绩修复和募投资金显成效 ...	12
表 8: 公司公募基金和代销金融产品利润贡献占比相对优于其他财富管理标的	14
表 9: 2003 年以来兴证全球持续增资扩股, 跻身行业前列	15
表 10: 兴证全球注重人才战略, 内生培养和外部吸引并举	15

表 11: 兴全基金“兴全新视野”和“兴全社会价值三年持有”两只产品收取浮动管理费和业绩报酬	17
表 12: 兴证全球 2018-2021 年专户、养老金等收取业务浮动报酬收入占比约 30%，2022 年占比 14%	18
表 13: 南方基金多次增资扩股成为行业领先基金公司	19
表 14: 兴证资管坚持“固收+”为核心，把握主动管理和公募化改造机遇	21
表 15: 公司 2022 年大投行利润贡献绝对值位居全行业 17 位，2020-2022 平均利润贡献 8.05%.....	26
表 16: 2023 年 5 月末公司 IPO 储备项目（不含辅导备案）8 项，保荐代表人 166 位.....	29
表 17: 公司 2021 年以来跟投项目累计浮动盈亏位居行业前列，2023Q1 收益改善	30
表 18: 公司加快自营综合化转型，做大中低风险投资，发展对客交易业务	33
表 19: 核心假设	34
表 20: 预计公司 2023-2025 年归母净利润分别同比+47%/+17%/+16%.....	36
表 21: 预计兴业证券 2023 年 ROE/PB 为 7.37%，高于可比公司平均水平.....	37

1、双轮联动与数智化建设并举，打造一流证券金融集团

1.1、内生培养团队打造优秀公司治理、清晰的战略框架、多元业务版图

公司历经 30 年洗礼，持续增资扩股以全面发展各领域业务，形成机构业务与财富管理的行业领先优势。**(1) 公司历程：**公司成立于 1991 年 10 月，前身为福建省兴业银行证券业务部。1994 年改组建立兴业证券公司，并于 1999 年正式改制增资扩股，2010 年 10 月上交所正式挂牌；公司先后多次增资扩股，2023 年公司注册资本达到 86.36 亿元，持续开拓基金、资管、期货、投资、海外等业务板块；**(2) 公司发展成果：**截止 2023 年 3 月末公司旗下 25 个部门、111 家区域分公司、1 家专业分公司、166 家证券营业部，控股 6 家证券金融类子公司，业务板块基金、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。**(3) 公司优势：**公司在“财富管理+机构业务”双轮驱动业务体系建设成果基础上，进一步提出“双轮联动+数字化建设”战略，巩固“兴全基金+分公司改革”为特色的大财富管理业务高质量发展，与“大投行生态圈”综合机构业务协同联动，在机构化和财富管理大趋势下有望发挥先发优势领先布局，建成“一流证券金融集团”。

表1：公司历经 30 年洗礼形成机构业务与财富管理独特优势，致力于打造“一流证券金融集团”

时间	事件
1991 年 10 月	福建兴业银行证券业务部成立。
1994 年 4 月	组建福建兴业证券公司，福建兴业银行副行长马潞生兼任监事长，兰荣任总经理。
1999 年 8 月	公司与福建新业银行脱钩，改制并增资扩股。
2000 年 3 月	公司在第三届“《新财富》最佳分析师”评选中，在三个行业分别获一、二、三等奖，研发中心入选本年度最佳研究团队前 10。
2005 年 11 月	公司增资扩股获证监会批准，注册资本增至 14.9 亿元。
2007 年 9 月	公司增资扩股获证监会批准，注册资本增至 14.9 亿元。
2010 年 10 月	在上海证券交易所首次公开发行股票并上市。
2011 年 5 月	获准设立全资子公司兴证（香港）金融控股有限公司。
2013 年 1 月	公司获准非公开发行 4 亿新股，扩充注册资本至 26 亿。
2016 年 10 月	下属境外控股公司兴证国际金融集团有限公司在香港联交所上市，是兴业证券集团国际化和全球化发展的平台。
2019 年 1 月	兴证国际金融集团有限公司转至香港联交所主板上市。
2022 年 8 月	公司以 5.2 元/股完成配股，募集资金约 100 亿元。
2023 年 1 月	公司注册资本金增值 86.36 亿，完成工商变更登记。

资料来源：兴业证券官网、开源证券研究所

股权结构：福建省财政厅是公司的控股股东和实际控制人，股权结构长期保持稳定。

(1) 福建省财政厅持有公司股权 20.44%，福建国资委通过福建省投资开发集团有限责任公司和福建省融资担保有限责任公司间接持股 8.72%。(2) 地方国资控股有助于公司稳健经营，同时具备辐射福建省市场和项目资源优势。

表2：福建省财政厅为股东公司的控股股东和实际控制人，持股 20.44%

序号	股东	持股比例 (%)
1	福建省财政厅	20.4400
2	福建省投资开发集团有限责任公司	7.3500
3	上海申新(集团)有限公司	3.1700

序号	股东	持股比例 (%)
4	中国证券金融股份有限公司	2.4800
5	香港中央结算有限公司	1.9600
6	华域汽车系统股份有限公司	1.8800
7	国泰中证全指证券公司交易型开放式指数证券投资基	1.7200
8	福建省融资担保有限责任公司	1.3700
9	全国社保基金 118 组合	1.2900
10	华宝中证全指证券公司交易型开放式指数证券投资基	1.2800

资料来源：兴业证券 2023 年一季报、开源证券研究所

业务版图：子公司业务板块全面，顺应大财富管理和大投行趋势。（1）子公司辐射金融行业全领域，为一流证券金融集团建设铺设道路。参控股子公司公司旗下有 5 家全资子公司、2 家控股子公司以及多家间接参控股公司或联营企业，覆盖基金、期货、资产管理、股权投资等多业务领域，同时兴证（香港）金融控股、兴证国际证券、兴证国际投资等 6 家企业逐步拓展海外领域。（2）参控股基金、资管、PE、跟投子公司顺应大财富管理和大投行产业趋势。**大财富管理：**兴证全球基金和南方基金分别为公司全资控股子公司和持股比例 9.15% 的参股子公司，2022 年净利润分别为 16.83/17.71 亿，为公司实现约 31% 的利润贡献，兴证资管“固收+”优势突出，全力推进参公改造大集合产品营销和运营。**大投行：**兴证创新资本、兴证投资管理分别为开展直投和跟投业务，与公司投行板块形成协同。

表3：兴业证券主要参控股子公司涉猎基金、期货、资产管理、股权投资等领域，其中两大基金公司利润贡献高

序号	被参控公司	参控关系	持股比例/表 决权比例(%)	主营业务	营业收入 (亿元)	净利润 (亿 元)	总资产 (亿 元)
1	兴证期货有限公司	控股子公司	99.55	期货经纪业务	12.47	1.72	361.41
2	兴证全球基金管理有限公司	控股子公司	51.00	基金管理业务	43.17	16.83	106.03
3	兴证投资管理有限公司	全资子公司	100.00	投资管理服务	-0.23	0.03	68.93
4	兴证证券资产管理有限公司	全资子公司	100.00	资产管理服务	2.54	1.03	15.92
5	兴证创新资本管理有限公司	全资子公司	100.00	股权投资,财务顾问	0.47	0.05	27.38
6	福州兴证物业管理有限公司	全资子公司	100.00	物业管理服务	0.04	0.00	0.04
7	兴证(香港)金融控股有限公司	全资子公司	100.00	投资控股	3.07	-2.70	111.55
8	海峡股权交易中心(福建)有限公司	联营企业	45.25	股权投资	0.31	0.15	3.04
9	南方基金管理股份有限公司	参股子公司	9.15	基金管理业务	64.69	17.71	141.33
10	兴证咨询服务(深圳)有限公司	间接全资子公司	100.00	风险管理服务			

资料来源：Wind、开源证券研究所

注：子公司业绩为 2022 年度数据。

2017 年管理团队换届，形成管理经验丰富、战略目标清晰的内生培养团队。（1）公司领导团队多为内生培养：公司董事长杨华辉此前担任兴业银行上海分行与杭州分行党委干部，叶远航、林红珍、夏锦良、胡平生、郑城美等曾均为公司业务部门核心骨干；（2）吸引国际化人才顺应金融科技趋势：首席信息官李予涛曾任职芝加哥商品交易所集团信息技术 CBOT 交易系统架构团队主管、香港结算及交易股份有限公司董事总经理等重要任职，具备丰富的国际化管理经验和优秀的信息技术实力。



表4：高管团队中大多为公司内生培养的嫡系人才，近年吸引国际化金融科技人才推动数智化转型

姓名	职位	任职日期	从业经历
杨华辉	董事长	2017年11月29日	经济学博士，高级经济师。历任兴业银行上海分行党委委员、副行长，兴业银行杭州分行党委书记、行长，联华国际信托有限公司党委书记、董事长、代理总裁，兴业国际信托有限公司党委书记、董事长。现任本公司党委书记、董事长，兼任兴证全球基金管理有限公司董事长、兴证（香港）金融控股有限公司董事会主席。
耿勇	董事长	2015年12月30日	大专学历。曾任福建省财政厅会计管理处副调研员、税政条法处副处长、税政处副处长、调研员等职务。现任本公司董事。
叶远航	董事	2021年6月29日	本科学历。曾任人保财险福州市分公司党委委员、副总经理，人保财险福建省分公司银行保险部总经理，人保财险福州市分公司党委书记、总经理，人保财险福建省分公司党委委员、总经理助理、副总经理等职务。现任本公司董事，福建省投资开发集团有限责任公司党委委员、副总经理等职务。
李琼伟	董事	2021年12月8日	本科学历。曾任上海阳城房地产开发有限公司总经理助理，大华集团重庆项目总经理助理，辽宁华特美房地产开发有限公司总经理助理，大华集团大连房地产开发有限公司副总经理，上海申新（集团）有限公司副总经理等职务。现任本公司董事，上海申新（集团）有限公司总经理等职务。
刘志辉	董事、总裁	2008年10月29日	硕士研究生，国际商务师。曾任福建省政府办公厅科员、副主任科员、主任科员，福建证监局机构处、上市处、稽查处主任科员、副处长、处长等职务。现任本公司党委副书记、董事、总裁，兼任兴证（香港）金融控股有限公司董事会副主席。
林红珍	董事、首席财务官	2019年9月24日	硕士。曾任兴业证券风险管理部总经理、财务部总经理、资金运营管理部总经理(代)等职务。现任本公司董事、首席财务官(即财务负责人)。
夏锦良	副总裁、首席风险	2017年6月5日	硕士研究生，经济师。曾任公司资产管理部副总经理、风险管理部总经理、兴证期货总经理、合规法务部总经理、合规与风险管理部总经理、合规总监、公司董事、财务负责人等职务。现任本公司党委委员、副总裁、首席风险官，兼任兴证（香港）金融控股有限公司董事。
胡平生	副总裁	2008年10月29日	博士，副教授。曾任公司研究发展中心副总经理、投资银行总部副总经理、董事会秘书处主任、办公室主任、董事会秘书等职务。现任本公司党委委员、副总裁，兼任兴证证券资产管理有限公司董事长、中证信用增进股份有限公司监事。
郑城美	副总裁、董事会秘书、合规总监	2012年8月19日	硕士。曾任公司南平滨江路营业部负责人、计划财务部总经理、董事会秘书处总经理、董事会秘书、首席风险官等职务。现任本公司党委委员、副总裁、合规总监、董事会秘书，兼任兴证（香港）金融控股有限公司董事、福建省兴业证券慈善基金会监事长。
黄奕林	副总裁	2017年6月5日	博士。曾任公司研发中心总经理、客户资产管理部总经理、总裁助理兼投资银行总部总经理、上海证券自营分公司总经理、固定收益与衍生产品部总经理等职务。现任本公司党委委员、副总裁，兼任兴证全球基金管理有限公司监事会主席、兴证（香港）金融控股有限公司董事、兴证国际金融集团有限公司非执行董事兼董事会主席。
孔祥杰	副总裁	2019年9月10日	硕士。曾任兴业证券华林办事处总经理助理、金晖营业部负责人、直属营业部负责人、网点办负责人、湖东路营业部总经理、福州营销中心总经理、兴业证券总裁助理兼私人客户总部总监、兴证期货有限公司董事、总经理、董事长、兴业证券经纪业务总部总经理等职务。现任本公司党委委员、副总裁。
李予涛	首席信息官	2019年11月13日	硕士。曾任美国联合航空公司信息技术开发团队主管、芝加哥商品交易所集团信息技术CBOT交易系统架构团队主管、北方信托银行信息技术软件架构部经理、郑州商品交易所总经理助理、首席技术官(CTO)、香港交易及结算所有限公司高级副总裁(SVP)、董事总经理(MD)、香港交易及结算所有限公司子公司—深圳前海联合交易中心有限公司首席技术官、香港交易及结算所有限公司子公司—港胜技术服务(深圳)有限公司总经理兼法定代表人。现任本公司首席信息官。

姓名	职位	任职日期	从业经历
许清春	首席财务官	2023年4月7日	本科学历。曾任公司南平滨江中路证券营业部总经理，合规与风险管理部副总经理，福州分公司筹建组副组长、副总经理，私财委合规风控总监兼私财委合规风控部总经理、运营管理部总经理，合规管理部副经理（部门正职），经纪业务总部副总经理（部门正职），证券金融部总经理，厦门分公司总经理等职务。现任本公司首席财务官，兼任海峡股权交易中心（福建）有限公司董事。

资料来源：兴业证券 2022 年报、开源证券研究所

配股融资 100 亿夯实公司资本实力，发展两融、投行、投资、金融科技等重要领域。

(1) 2022 年 4 月 18 日公司配股公开发行证券的申请通过发行审核委员会的审核，2022 年 4 月 28 日取得中国证监会批复，2022 年 9 月 2 日正式上市。(2) 原计划配股募资 140 亿，实际募资 100.8 亿。(3) 募资用途：按 140 亿再融资方案，公司发展融资融券业务不超过 70 亿元、发展投资交易业务不超过 45 亿元，发展投资银行业务不超过 18 亿元等。我们预计配股将进一步增强公司两融、自营业务资本实力。

表5：2022 年公司通过 140 亿再融资方案以发展两融、投行、投资、金融科技领域

募集资金投资项目	金额	具体用途
发展融资融券项目	不超过 70 亿元	补充净资本，扩充两融业务增长空间
发展投资银行业务	不超过 18 亿元	提高兴证投资和兴证创新资本的资本实力，提升大投行项目储备
发展投资交易业务	不超过 45 亿元	推动创新牌照申请和业务发展
加大信息系统和合规风控投入	不超过 7 亿元	公司计划未来三年每年对信息系统投入金额不低于前一年度营业收入 6%，对合规风控投入金额不低于前一年度营业收入 3%
合计	不超过 140 亿元	

资料来源：兴业证券配股说明书、开源证券研究所

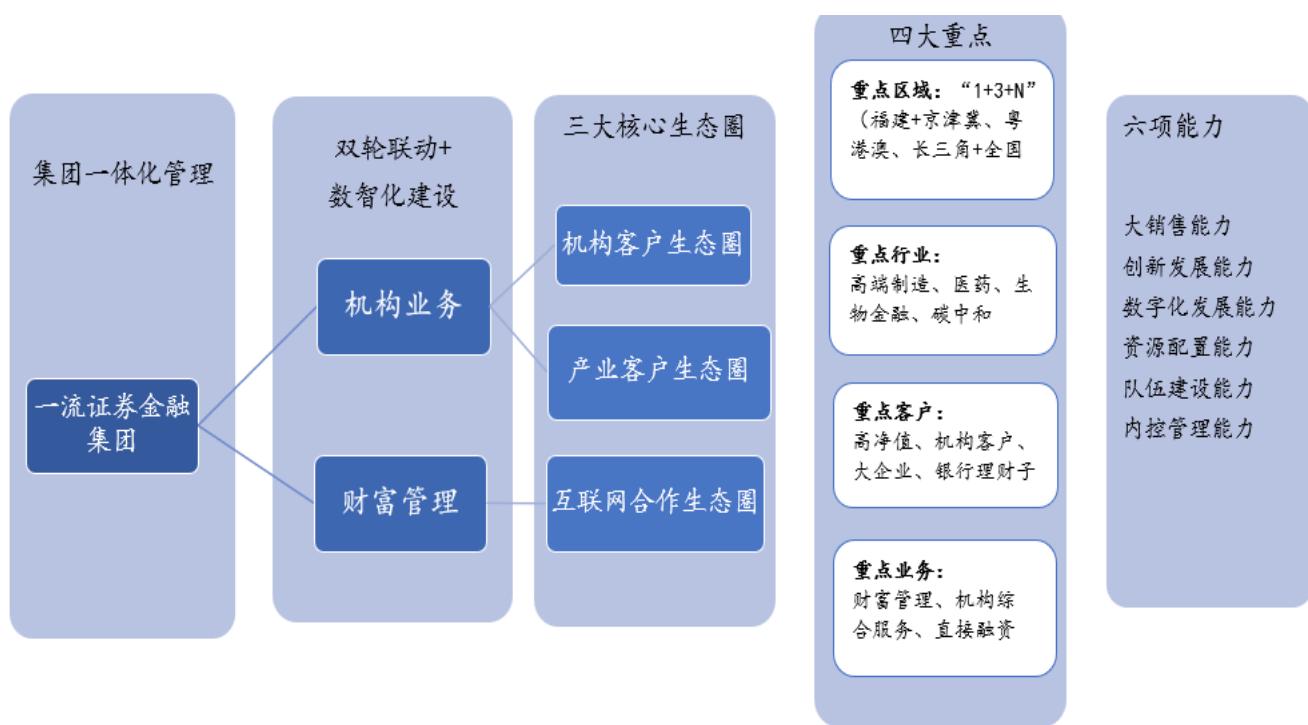
注：公司配股方案计划融资 140 亿，实际融资 100.8 亿，占可配售股份总数 96.53%

1.2、财富管理和机构业务双轮联动，数智化建设强化业务协同

公司践行“一个品牌、双轮联动+数智化建设、三大生态圈、四大重点、六项能力”的战略框架，“集团一体化+分公司改革”进一步巩固“强总部、大分公司、专子公司”的集团新发展格局。

战略深化：“双轮驱动”转向“双轮联动+数智化建设”以依托科技强化财富管理和机构业务协同。2018 年初公司确立“一流证券金融集团”战略目标，推进“集团一体化建设”和“分公司经营管理体制改革”以打造财富管理+机构业务双轮驱动模式，2022 年在“双轮驱动”建设成果上，明确以“双轮联动+数智化建设”为引擎，强化核心业务协同。

图1：公司践行“一个品牌、“双轮联动+数智化建设”、三大生态圈、四大重点、六项能力”的战略框架



资料来源：兴业证券 2022 年报、开源证券研究所

分公司经营管理体制改革：“1+3+N”重点区域布局+区域综合业务平台转型。区域布局：以福建地区为基础，“京津冀+长三角+粤港澳”三大核心经济圈为重点，进而辐射全国的区域布局已经形成；业务转型：推进分公司业务从传统零售向财富管理转型，作为前端综合化平台，直接负责投行、托管、财富管理业务对应的零售、机构、企业客户服务工作；管理模式：分公司管理层与公司总部高管实行轮岗制度，加强“总分协同”，提高分公司综合化平台地位。

图2：2017年以来分公司数量快速增长

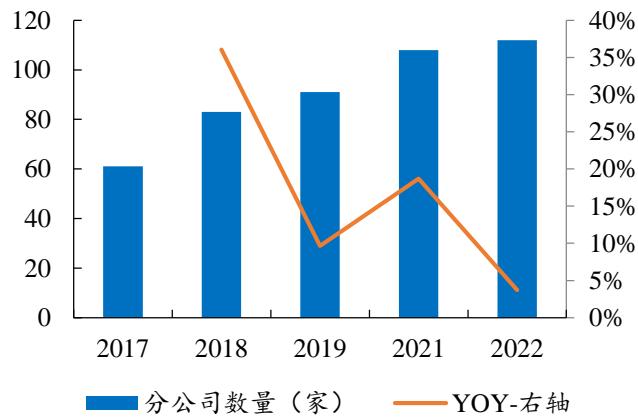
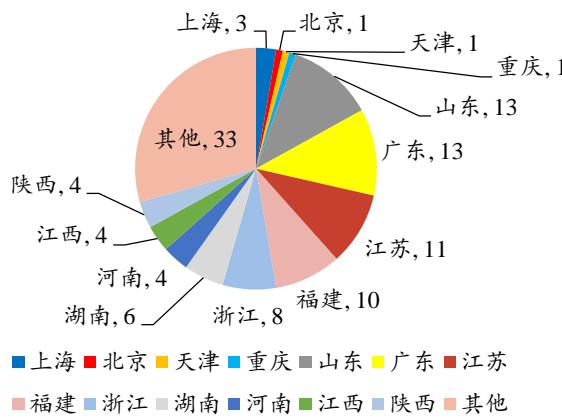


图3：2017年以来营业部数量数量快速增长

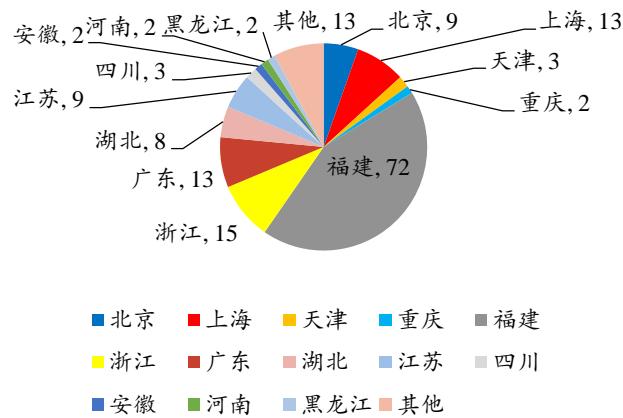


数据来源：兴业证券历年年报、开源证券研究所

数据来源：兴业证券历年年报、开源证券研究所

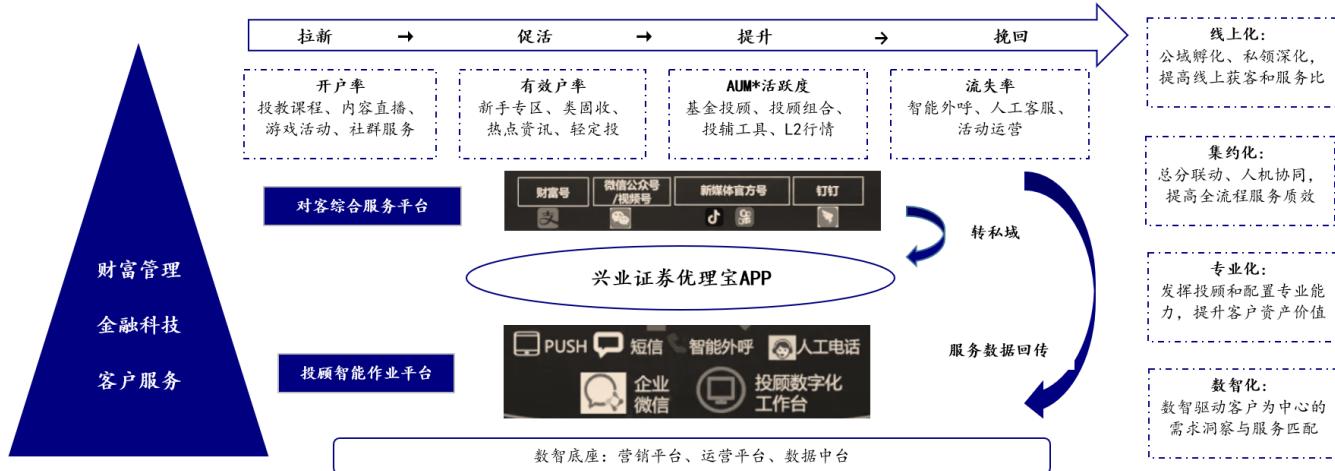
图4：分公司铺设构建“1+3+N”核心区域布局


数据来源：兴业证券 2022 年报、开源证券研究所

图5：公司营业部分部仍以“1+3+N”核心区域为主


数据来源：兴业证券 2022 年报、开源证券研究所

数智化建设：(1) 战略演变：从“基础支持”、“局部赋能”走向“全面赋能”。2019 年至 2022 年公司聚焦数字化转型，使数字化支撑模式从“基础支持”走向“局部赋能”；2022 年到 2025 年公司致力于全面推动数字化转型，由“局部赋能”向“全面赋能”迈进。(2) 2022 年举措：新设数智金融部，建设总部数字财富中心和分公司数字财富中心试点。以线上化、集约化、数字化、专业化的生态运营和客户服务模式为目标，打造财富管理、客户服务、金融科技的三年防融合。

图6：公司新设数智金融部，融合财富管理、金融科技、客户服务团队资源，推动数字化全面赋能


资料来源：中证协&券商中国联合专栏“证科谈·数字化转型蓝图擘画”、开源证券研究所

1.3、业绩排名剑指行业前十，双轮联动轻资本模式提升 ROE 可期

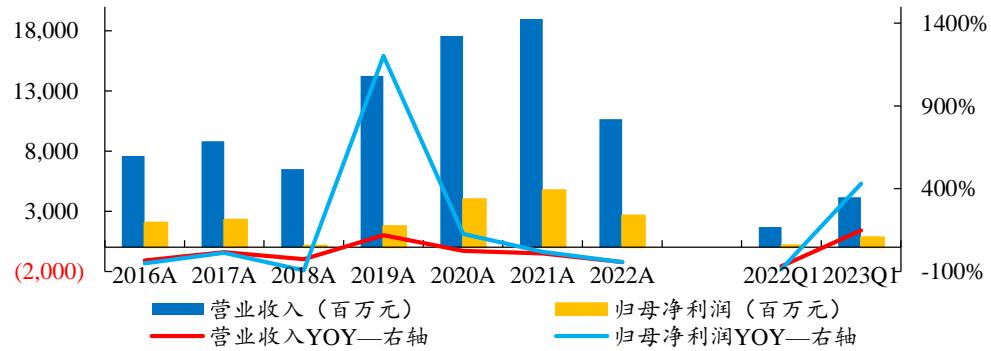
行业排名：各业务排名位于行业中上游，剑指跻身行业前十。(1) 公司资产规模相对稳定。净资产、净资本、总资产排名约 15 名；(2) 公司盈利能力稳步提升，财富管理和机构业务排名靠前。公司 2018 年改革以来，营业收入和净利润从 19 名和 30 名提升至 2021 年的 17 名和 14 名，盈利能力明显提升。具体板块来看，投行和投资业务排名相对靠前，经纪业务中交易席位和代销收入排名位居前 10。

表6：公司各项业务排名位居行业中上水平

	2017	2018	2019	2020	2021
盈利能力					
营业收入	14	19	15	16	17
净利润	15	30	17	12	14
资产规模					
净资产	16	16	16	16	17
净资本	12	15	15	16	19
总资产	14	14	15	17	17
各项业务					
证券经纪收入	18	18	19	19	19
代理买卖证券业务净收入（含席位）			45	19	19
交易单元席位租赁净收入	6	4	5	6	9
代销金融产品净收入	4	5	4	8	10
投资银行收入	14	15	22	15	16
股票主承销业务净收入	12	16	24	10	15
债券承销业务净收入	17	18	22	26	18
财务顾问净收入	17	32	30	41	29
资产管理收入					
资管业务净收入	21	25	24	29	24
融资类业务利息收入	14	14	18	17	18
融资融券业务利息收入	17	17	18	18	18
投资业务收入	6	11	12	12	13

数据来源：中国证券业协会、开源证券研究所

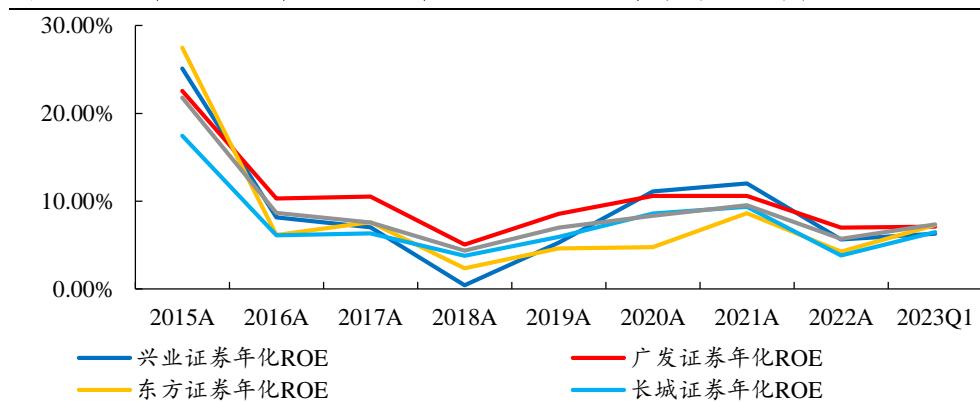
盈利能力：2018年以来公司营业收入和净利润稳步增长，2023年有望在业绩低基数和业务高弹性下明显改善。(1) 2018年公司确立战略目标推进改革，2019年实现营业收入和净利润分别为142/18亿，YOY分别为+119%/+1202%，此后稳步增长；(2) 2022年受资本市场影响，公司优势的财富管理业务和高权益的自营板块表现不佳，2022年营业收入和净利润分别为106.6/26.4亿，YOY分别为-44%/-44%，2023Q1资本市场回暖驱动自营业绩改善，营收/净利润分别同比+147%/+430%。

图7：2018年以来公司营业收入和净利润稳增，2023年低基数+高弹性下有望改善


数据来源：兴业证券历年年报及季报、Wind、开源证券研究所

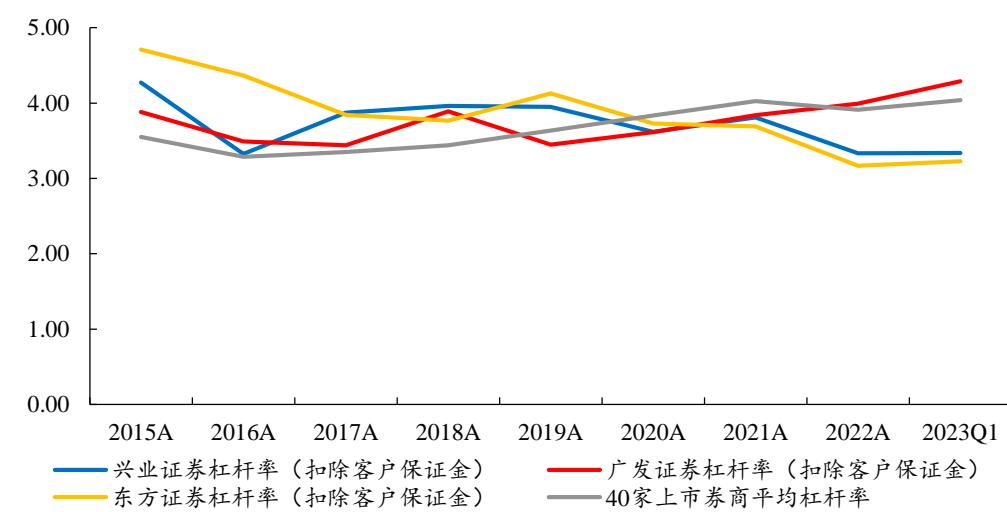
ROE 对比：2020-2021 年 ROE 位居行业前列，2022 年下滑主因自营业务高弹性和再融资后杠杆率下降。(1) 2020 年和 2021 年公司加权年化 ROE 为 11.07%/12.04%，受益高杠杆率和轻资本业务高占比而优于上市券商平均及财富管理线条标的，2022 年自营业务下滑和再融资使 ROE 有所下降；(2) 根据公司 2022 年战略规划，“财富管理+机构业务”的高 ROE 业务将进一步做大做强，重资本业务持续向资本中介转型提高 ROE 稳定性，“AA”评级+白名单利于公司扩表，募投资金见效后 ROE 有望修复。

图8：2020 年和 2021 年公司加权年化 ROE 优于上市券商和财富管理标的



数据来源：各公司历年年报及季报、Wind、开源证券研究所

图9：2022 年公司再融资后杠杆率有所下降



数据来源：各公司年报及季报、Wind、开源证券研究所

表7：2022 年公司 ROE 下滑主因自营业务高弹性和再融资后杠杆率下降，尚待重资本业绩修复和募投资金显成效

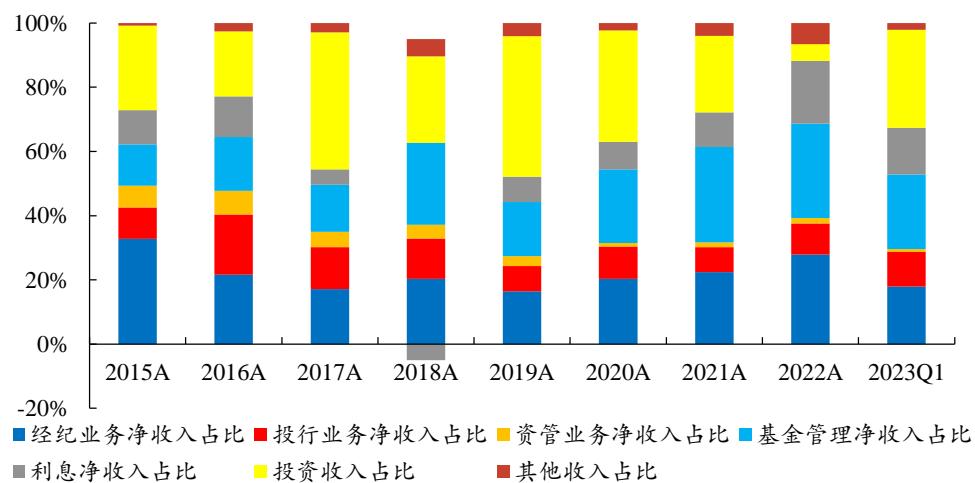
ROE 拆解比较	时间	兴业证券	广发证券	东方证券	上市券商平均
ROE	2020	11.09%	10.60%	4.77%	8.58%
	2021	12.02%	10.60%	8.64%	9.37%
	2022	5.64%	6.99%	4.25%	3.81%
平均杠杆率	2020	3.62	3.61	3.73	2.96
	2021	3.81	3.84	3.69	3.55
	2022	3.33	3.99	3.17	2.79

	2020	57%	52%	49%	52%
手续费收入占比	2021	64%	58%	59%	54%
	2022	72%	68%	66%	63%
净利差	2020	23%	34%	12%	28%
	2021	25%	32%	22%	30%
	2022	25%	32%	16%	26%
净息差	2020	4.8%	3.8%	3.3%	6.1%
	2021	4.2%	3.4%	2.8%	6.1%
	2022	1.6%	1.5%	1.8%	4.3%

数据来源：Wind、开源证券研究所

业务结构：财富管理+机构业务双轮驱动下，轻资本业务占比较高。(1) 2015 年以来公司轻资本业务占比基本超过 50%。2022 年财富管理和机构等轻资本业务形成业绩支撑，轻资本占比达 75%。(2) 2022 年经纪/投行/资管/基金管理/利息净收入/自营业务分别占比 28%/10%/2%/29%/19%/5%，其中兴证全球基金显现盈利能力，基金管理业务净收入占比自 2017 年 15% 提升至 2022 年 29%。(3) 2023Q1 资本市场回暖驱动自营业务明显改善，自营占比提升至 30%。

图10：公司轻资本业务收入占比逐步提升，2022 年占比达 75%



数据来源：兴业证券历年年报及季报、Wind、开源证券研究所

注：此表以调整后营收作为分母测算各业务收入占比

2、大财富管理：兴证全球品牌效应凸显，代销业务稳居前十

2.1、公募基金与代销业务突出，利润贡献优于财富管理可比标的

公司大财富管理利润贡献占比较高，公募基金与代销业务贡献优于同业。2021/2022年公司大财富管理利润贡献占比分别为37%/52%，2022公募基金/券商资管/代销金融产品贡献分别为39%/4%/9%，其中公募基金与代销业务贡献表现较优。(1) **公募基金利润贡献高：**得益于控股子公司兴证全球基金(持股51%)“权益+”的特色路线和参股子公司南方基金(持股9.15%)的头部规模优势；(2) **代销业务受益于公司特色财富管理转型：**“财富管理+机构业务”双轮联动下打造六位一体多层次上市公司财富管理服务圈，券结模式领先全行业、分公司改革赋能投顾团队。

表8：公司公募基金和代销金融产品利润贡献占比相对优于其他财富管理标的

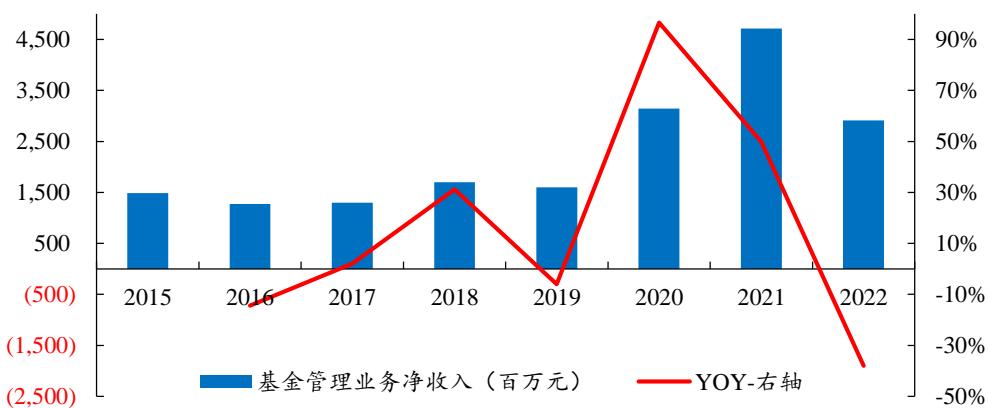
	2022				2021			
	兴业证券	东方证券	广发证券	长城证券	兴业证券	东方证券	广发证券	长城证券
维度一：旗下公募基金净利润贡献	39%	26%	26%	84%	28%	22%	23%	43%
维度二：券商资管净利润贡献	4%	33%	2%	3%	2%	27%	2%	3%
维度三：代销金融产品净利润贡献	9%	4%	5%	3%	7%	5%	5%	3%
大财富管理合计利润贡献	52%	63%	33%	91%	37%	54%	29%	49%

数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、公募基金：公司财富管理特色转型的根基，合计贡献利润达31%

2019年以来公司基金管理业务净收入高增，2019-2022年复合增速达22%。财富管理转型+机构化趋势推动公募基金行业快速发展，公司旗下控股子公司兴证全球基金管理AUM快速增长，产品收益率位居行业前列。基金管理业务净收入自2019年16亿增长至2021年47.1亿，2022年下降至29亿，2019-2022年复合增速22%。

图11：公司基金管理业务净收入高增，2019-2022年复合增速达22%



数据来源：兴业证券历年年报、开源证券研究所

● 兴证全球基金

兴证全球基金为公司财富管理转型根基，是公司利润贡献最高的子公司。**(1) 公司历程：**兴证全球基金管理有限公司（成立时为兴业基金）成立于 2003 年 9 月，2008 年 1 月，全球人寿保险国际公司成为公司股东，持有公司 49% 股份，2008 至 2020 年先后三次更名，2020 年 3 月变更为“兴证全球基金管理有限公司”。**(2) 行业地位：**兴证全球已形成业内优质品牌的基金公司，2022 年末非货和偏股 AUM 排名分别第 17 和第 14，位于行业前列。

表9：2003 年以来兴证全球持续增资扩股，跻身行业前列

时间	事件
2003 年 9 月 30 日	兴证全球基金管理有限公司（成立时名为“兴业基金管理有限公司”）经证监基字[2003]100 号文批准于 2003 年 9 月 30 日成立。
2008 年 1 月 1 日	中国证监会批复同意全球人寿保险国际公司（AEGON International B.V.）受让公司股权并成为公司股东。
2008 年 4 月 9 日	公司完成股权转让、变更注册资本等相关手续后，公司注册资本为人民币 1.2 亿元，其中兴业证券股份有限公司的出资占注册资本的 51%，全球人寿保险国际公司的出资占注册资本的 49%。
2008 年 7 月	公司变更公司名称、注册资本等相关手续后，公司名称变更为“兴业全球基金管理有限公司”，注册资本增加为 1.5 亿元人民币，其中两股东出资比例不变
2016 年 12 月 28 日	公司名称变更为“兴全基金管理有限公司”
2020 年 3 月 18 日	公司名称变更为“兴证全球基金管理有限公司”

资料来源：兴证全球基金公司官网、开源证券研究所

兴证全球优势：“权益+”特色模式具有较强盈利弹性和成长性，且注重人才战略。公司“权益+”特色突出，重视投资和研究的综合实力，打造主动权益投资的核心竞争力，未来逐步构建养老投资产品线，推进基金投顾业务，探索海外领先业务模式。此外，公司注重人才战略，同时强调市场化对标，吸引业内和海外高素质人才。

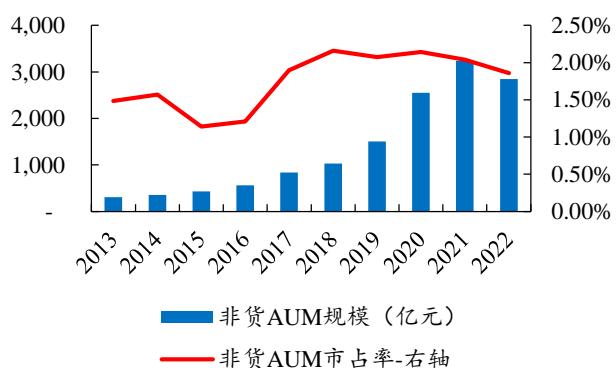
表10：兴证全球注重人才战略，内生培养和外部吸引并举

序号	人才战略	具体举措
1	重视内生培养	超 15 年的员工占比比较高，自身培养明星基金经理、研究员；不断加强和完善培养体系，专门成立兴证财富管理学院；重视校园招聘和员工职业生涯发展。
2	重视从行业、国外引进高素质、认同兴业文化的人才	和阿里合作的互创中心借助互联网理念精炼人才。

资料来源：兴业证券公司官网、开源证券研究所

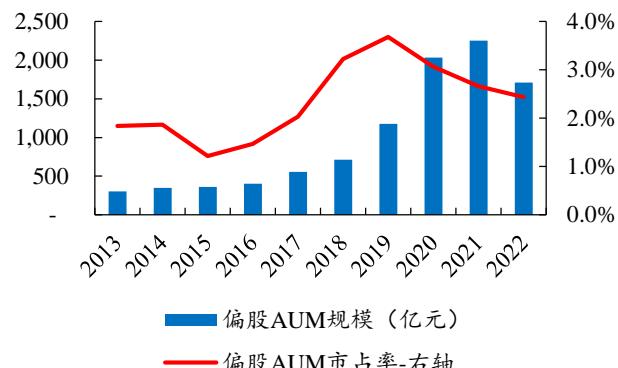
AUM 规模及结构：兴证全球基金管理规模稳步增长，2022 年受市场影响偏股 AUM 有所波动。2022 年末兴证全球非货/偏股 AUM 2846/1713 亿，市占率分别为 1.9% 和 2.4%。兴证全球非货 AUM 快速增长，2018-2022 年复合增速 29%，市占率相对保持稳定在 2%；偏股 AUM 2018-2022 年复合增速 24%，市占率受全市场偏股基金高增影响有所下滑但依然具有先发优势。

图12：2022年末兴证全球非货 AUM 2846 亿



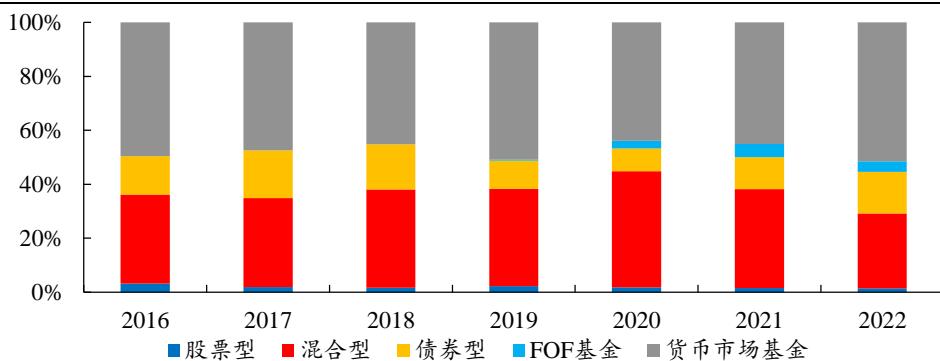
数据来源：Wind、兴证全球基金公司年报、开源证券研究所

图13：2022年末兴证全球偏股 AUM1713 亿



数据来源：Wind、兴证全球基金公司年报、开源证券研究所

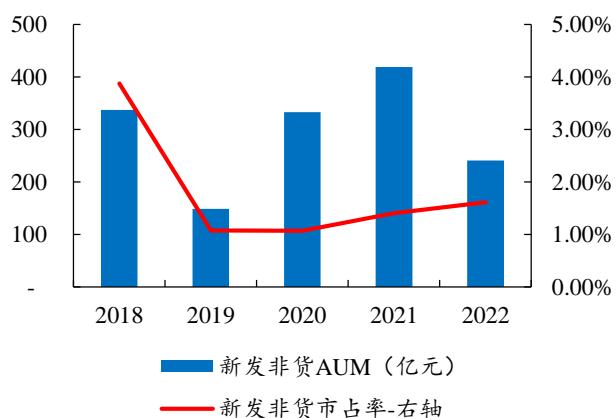
图14：2016-2022年兴证全球基金股+混 AUM 占全部基金比重平均为 37%



数据来源：Wind、开源证券研究所

兴证全球新发基金规模市占率稳增，基金管理规模成长可期。2022年兴证全球新发非货/偏股 AUM 规模分别为 241/127 亿，YOY-42.5%/-35.6%，新发市占率分别为 1.61%/0.85%，较 2021 年提升 0.21/0.19pct，新发市占率持续增长。

图15：2019年以来兴证全球新发非货市占率小幅提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2020年以来兴证全球新发偏股市占率小幅提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

产品特色：兼具收取浮动管理费的高弹性产品和长期稳健的养老 FOF 业务。(1) 旗下两只产品提取附加管理费或浮动报酬。“兴全新视野”和“兴全社会价值三年持有”年化收益率 7.19%/10.54%，同类排名 141/572 位和 320/853 位。(2) **2022 年兴证全球重点布局 FOF 业务和养老目标基金业务。**截止 2023 年 5 月末兴证全球 FOF 基金规模 234.6 亿，位居全行业第一。

表11：兴全基金“兴全新视野”和“兴全社会价值三年持有”两只产品收取浮动管理费和业绩报酬

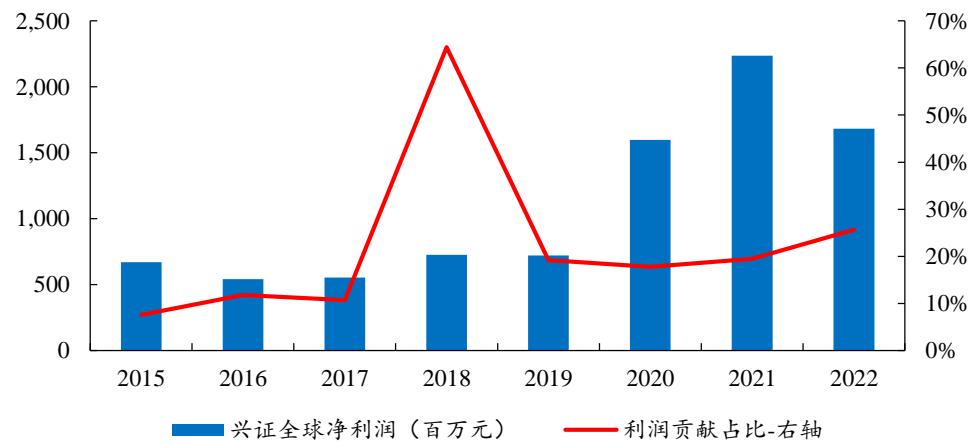
产品名称	产品类型	2022 年末 AUM	年化收益率	年化收益率市场排名	备注	具体收取方式
兴全新视野	混合型	111.90	7.51%	134/572	附加管理费	封闭期 $R \geq 1.5\% (年化 6\%)$ 且净值为提取评价日、开放期的新高 (不与封闭区净值比较)
兴全社会价值三年持有	混合型	33.94	10.54%	320/853	业绩报酬	以本基金每笔份额业绩报酬计算期间的投资年化收益率(采用简单算术平均法计算)高于 8% 的部分为基准进行计提，计提比例为 20%。

资料来源：Wind、开源证券研究所

注：年化收益率和排名数据截止于 2023 年 6 月 26 日

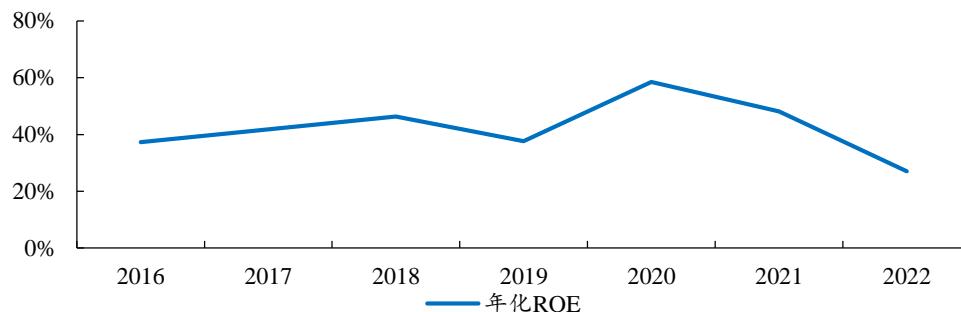
利润贡献：兴证全球基金盈利能力稳步增长，2012 年为公司贡献净利润达 26%。(1) 2018 年以来兴证全球基金净利润快速增长，自 2018 年 7.2 亿增长至 2021 年 22.35 亿，2018 年-2021 年复合增速达到 45%。作为全资控股子公司，兴证全球基金为兴业证券母公司利润贡献最高，2019 年以来保持在 20%，2022 年其他业务下滑情况下为公司贡献 26% 的净利润。(2) ROE 表现优异，2022 年受市场行情影响有所下滑。2015 年以来兴证全球基金年化 ROE 基本在 40% 左右，2022 受市场行情影响，专户等浮动报酬业绩不佳而导致净利润下滑严重。

图17：2019 年以来控股子公司兴证全球基金利润贡献超 20%



数据来源：兴业证券历年年报、开源证券研究所

图18：2021年兴证全球基金年化ROE达48%，2022下滑至27%



数据来源：兴业证券历年年报、开源证券研究所

业务结构：兴证全球基金“权益+”特色下浮动报酬收入占比较高，业绩弹性大。2018-2021年兴证全球基金专户、养老金等收入占总营收比约30%，业绩弹性较大；公募基金业务表现相对稳定，2022年净利润同比-25%，业绩下滑主要来自专户、养老金等收入YOY-68%。2023年资本市场回暖机遇下，兴证全球基金业绩有望明显改善。

表12：兴证全球2018-2021年专户、养老金等收取业务浮动报酬收入占比约30%，2022年占比14%

单位：百万元	2018	2019	2020	2021	2022
兴证全球基金净利润	726	721	1,597	2,235	1,683
YOY		-1%	121%	40%	-25%
持股比例	51%	51%	51%	51%	51%
兴证全球基金营业收入	2,415	2,338	4,776	6,568	4,317
YOY		-3%	104%	38%	-34%
其中：公募基金总管理费收入	1,596	1,772	3,507	4,689	3,722
YOY		11%	98%	34%	-21%
期末股+混基金保有规模	68,404	109,588	195,418	209,479	171,251
YOY		60%	78%	7%	-18%
综合管理费率(年化)		1.99%	2.23%	2.16%	1.94%
专户、养老金等收入	819	566	1,269	1,879	596
YOY		-31%	124%	48%	-68%
专户、养老金收入占比	34%	24%	27%	29%	14%
兴证全球基金营业成本	1,447	1,377	2,647	3,588	2,073
YOY		-5%	92%	36%	-42%
其中：客户维护费(可变成本)	361	501	793	1,257	1,228
YOY		39%	58%	58%	-2%
客户维护费/总公募管理费比重	23%	28%	23%	27%	33%
人力成本等(固定成本)	1,086	876	1,854	2,331	845
YOY		-19%	112%	26%	-64%
人力成本/营业收入比重		37%	39%	35%	20%
兴证全球基金营业利润	968	961	2,129	2,980	2,244
所得税率	25%	25%	25%	25%	25%

数据来源：兴业证券历年年报、开源证券研究所

● 南方基金

南方基金为业内领先基金管理公司，9.15%持股比例下为公司贡献净利润约5%。(1)公司历程：南方基金成立于1998年3月，由南方证券、厦门国际信托、广西信托发起成立；2000年11月，兴业证券具备敏锐投资眼光，在南方基金增资扩股下持股10%；多次增资扩股和股权转让下，2018年1月，公司整体变更设立为南方基金管理股份有限公司，注册资本为3亿元人民币，股本总额为3亿股。(2)行业地位：南方基金2022年末非货和偏股AUM排名均位列第6，位于行业头部地位。

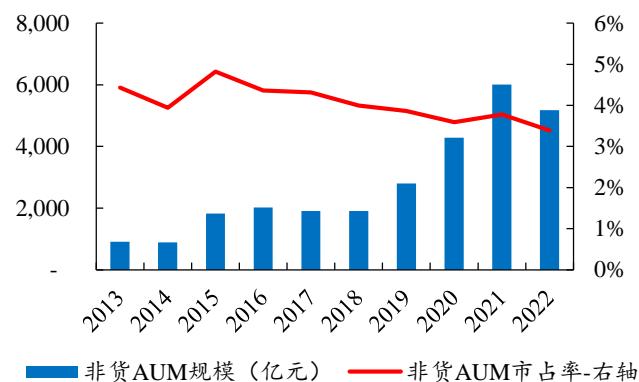
表13：南方基金多次增资扩股成为行业领先基金公司

时间	事件
1998年3月	经中国证监会批准成立，由南方证券有限公司（60%股权）、厦门国际信托投资公司（20%股权）、广西信托投资公司（20%股权）共同发起设立南方基金管理有限公司，注册资本为5000万元人民币。
2000年11月	经中国证监会批准，广西信托投资公司将股权转让给陕西省国际信托投资股份有限公司。
2000年11月	经中国证监会批准进行增资扩股，注册资本达1亿元人民币。增加长城证券有限责任公司、海通证券有限公司、兴业证券股份有限公司、华西证券有限责任公司、华泰证券有限责任公司5家股东单位，各占10%的股权；陕西省国际信托投资股份有限公司、厦门国际信托投资公司的股权比例变更为10%，南方证券有限公司股权比例变更为30%。
2003年3月	经中国证监会批准，长城证券有限责任公司、海通证券股份有限公司将各自10%的股权转让给华泰证券有限责任公司。
2003年9月	经中国证监会批准，南方证券有限责任公司将30%的股权转让给深圳市机场股份有限公司；陕西省国际信托投资有限公司、华西证券有限责任公司将各自10%的股权转让，此20%的股权按比例分别转让给了华泰证券有限责任公司（15%）、厦门国际信托投资有限公司（5%）。
2005年12月	经中国证监会批准进行增资扩股，注册资本达1.5亿元人民币。深圳市机场股份有限公司将其30%股份转让给深圳市机场（集团）有限公司。
2010年8月	经中国证监会核准，深圳市机场（集团）有限公司将其持有的公司30%股权转让给深圳市投资控股有限公司。
2014年11月	公司同比例增资，注册资本金达3亿元人民币。
2018年1月	公司整体变更设立为南方基金管理股份有限公司，注册资本为3亿元人民币，股本总额为3亿股。目前公司持股比例为：华泰证券股份有限公司持股45%，深圳市投资控股有限公司持股30%，厦门国际信托有限公司持股15%，兴业证券股份有限公司持股10%。
2019年7月	经中国证监会核准，公司的注册资本从3亿元增至3.6172亿元；公司新增四个股东：厦门合泽吉企业管理合伙企业（有限合伙）、厦门合泽祥企业管理合伙企业（有限合伙）、厦门合泽益企业管理合伙企业（有限合伙）和厦门合泽盈企业管理合伙企业（有限合伙）。

资料来源：南方基金官网、开源证券研究所

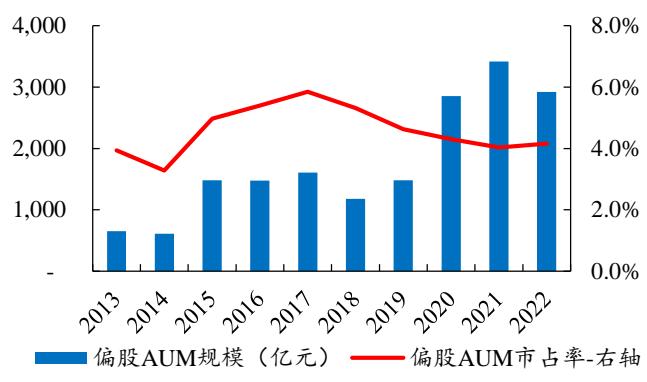
AUM 规模及结构：南方基金管理规模保持行业前列，非货/偏股 AUM 增长稳定。2022 年末南方基金非货/偏股 AUM 分别为 5177/2923 亿，市占率分别为 3.4% 和 4.2%。南方基金非货 AUM 快速增长，2018-2022 年复合增速 28%，偏股 AUM 2018-2022 年复合增速 26%，非货和偏股市占率保持稳定。

图19：2022年末公司非货 AUM 5177 亿，市占率 3.4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

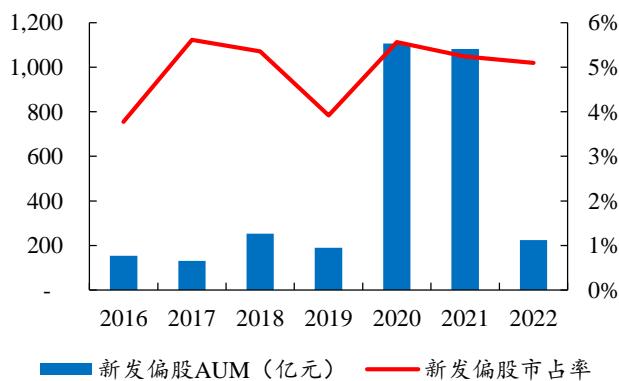
图20：2022年末公司偏股 AUM 2923 亿，市占率 4.2%



数据来源：Wind、开源证券研究所

南方基金新发基金规模市占率有所下滑。2022 年南方基金新发非货/偏股 AUM 规模分别为 483/223 亿，新发市占率分别为 3.23%/5.10%，较 2021 年分别为 -1.69pct/-0.15pct。

图21：2020年以来南方基金新发偏股 AUM 保持稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

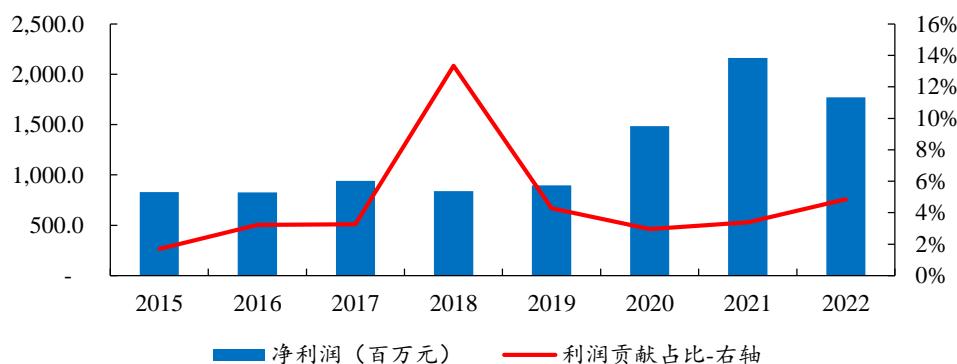
图22：2020年以来南方基金新发非货 AUM 高增



数据来源：Wind、开源证券研究所

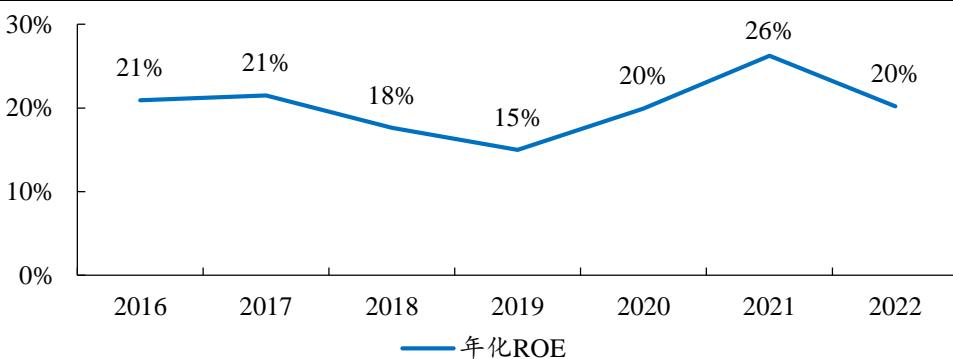
利润贡献：南方基金 9.15% 参股下为公司贡献 5% 净利润，2022 年业绩表现稳定。南方基金净利润快速增长，2018-2021 年复合增速 37%，2021 年为兴业证券贡献 3% 的净利润，2022 年达到 5%。南方基金 ROE 保持稳定增长，2021 年达到 26%，2022 年在资本市场下跌影响下仍保持在 20%。

图23：2022年9.15%参股子公司南方基金对公司利润贡献约5%



数据来源：Wind、兴业证券历年年报、开源证券研究所

图24：2022年南方基金ROE20%，仍保持长期均值水平



数据来源：Wind、兴业证券历年年报、开源证券研究所

2.3、资管业务：兴证资管以“固收+”为核心，公募化改造成效显著

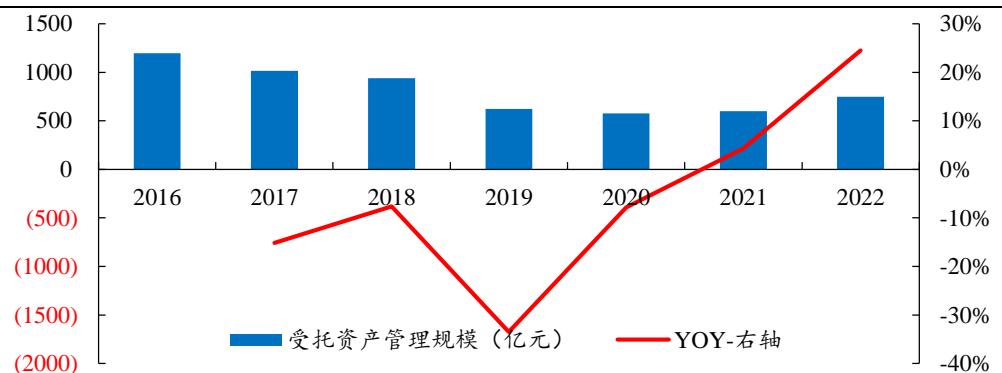
兴证资管把握“固收+”优势，拥抱主动管理转型和大集合改造趋势。(1) 公募化转型进程：2018 年资管新规以来，子公司兴证资管积极向主动管理转型，截止 2022 年末顺利完成所有大集合产品参公规范化工作，截止 3 月 17 日递交公募管理人资格审批行政许可，公募化转型顺利。(2) 业绩表现：2022 年公司受托资管业务净收入 1.6 亿，同比-34%，其中兴证资管实现净利润 1.08 亿，同比+38%，受托资管 AUM 达 746 亿，同比+24%。(3) 差异化定位：兴证资管相对兴证全球基金而言，作为集团内部客户和外部战略客户服务的重要载体，打造权益、固收、组合等相结合的业务模式，提供定制化、特色化的产品服务，进一步践行普惠金融理念。

表14：兴证资管坚持“固收+”为核心，把握主动管理和公募化改造机遇

布局	内容
战略定位	以“固收+”为未来发展的主要方向；
目标客户	以富裕阶层和机构客户作为主要目标客户，设计、发行、管理私募产品，同时

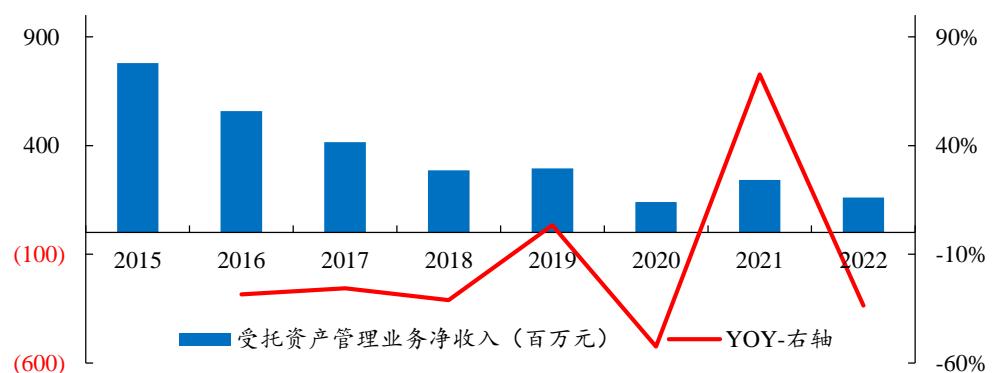
布局	内容
战略方向	做好大集合产品的公募化改造工作，抓住契机做大规模； 投研体系建设是长远发展的根本性基础；未来将要积极申请公募牌照。
资料来源：	兴业证券公司官网、兴业证券 2022 年报、开源证券研究所

图25：公司积极向主动管理转型，资管业务净收入稳步增长



数据来源：Wind、兴业证券历年年报及季报、开源证券研究所

图26：公司积极向主动管理转型，资管规模增速稳定

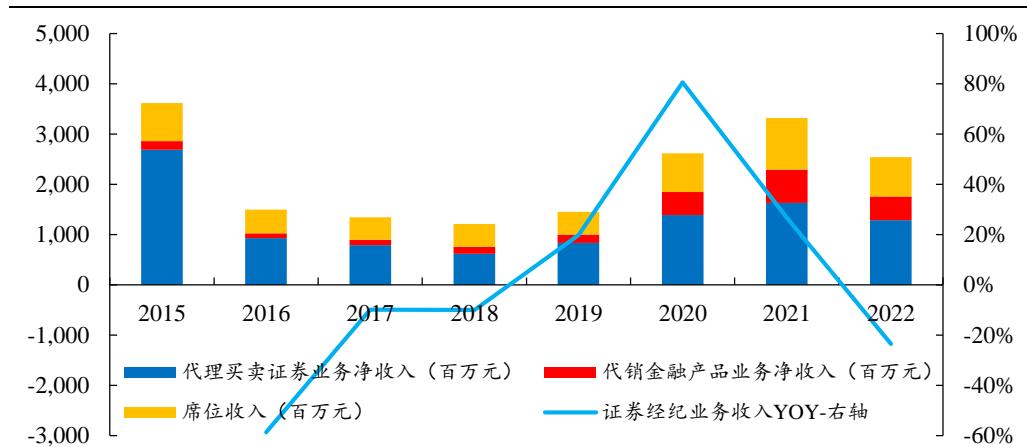


数据来源：兴业证券历年年报及季报、Wind、开源证券研究所

2.4、财富管理：券结和投顾模式一枝独秀，机构业务助力财富管理扩容

公司财富管理业务转型见效，代销产品和席位收入逐步发力。(1) 公司证券经纪业务净收入保持高增，2018-2022年复合增速达20%，2022年12.8亿，同比-21%；(2) 公司积极向财富管理转型，证券经纪业务结构收入逐步优化，代理买卖证券业务净收入/代销金融产品/席位收入占比从2016年62%/7%/31%增长至2022年51%/19%/31%。传统零售业务占比有所压缩，代销金融产品业务净收入占比提升10%，席位收入保持稳定。

图27：传统零售经纪业务向大财富管理转型成效显著

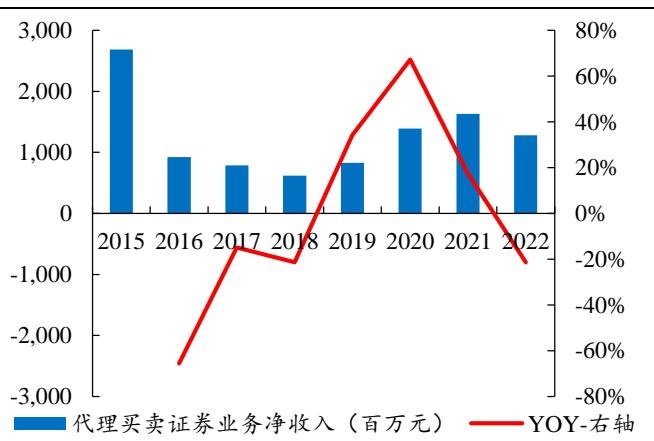


数据来源：兴业证券历年年报、Wind、开源证券研究所

传统零售：传统代理买卖证券业务净收入保持稳增，市占率和净佣金率相对稳定。

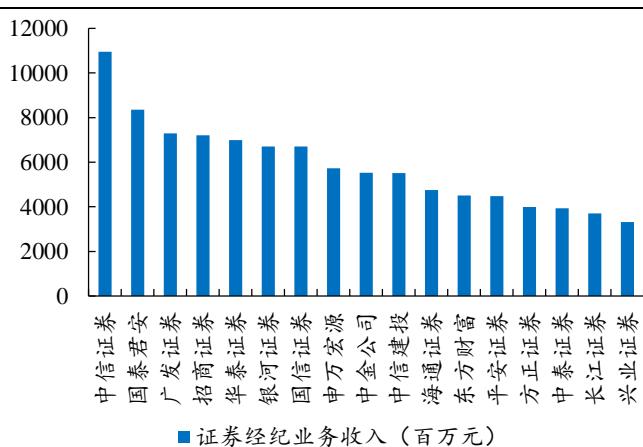
(1) 代理买卖证券业务净收入稳增，自2018年6.2亿增长至2022年12.8亿，复合增速20%，全行业排名从2020年19名提升至2021年17名；(2) 公司股基成交额市占率和行业佣金率保持稳定，2022年市占率和行业净佣金率分别为1.48%/0.0175%。

图28：公司代理买卖证券业务净收入稳步增长

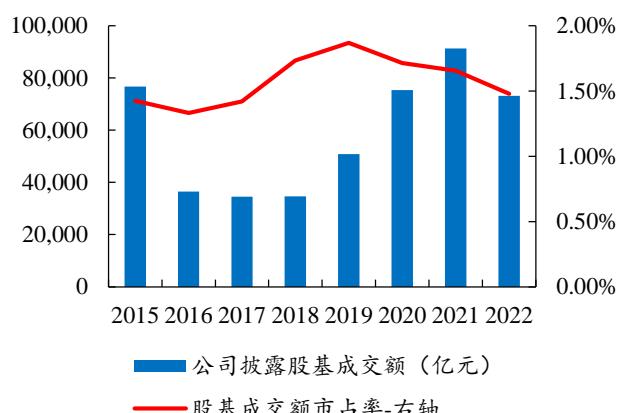


数据来源：兴业证券历年年报、Wind、开源证券研究所

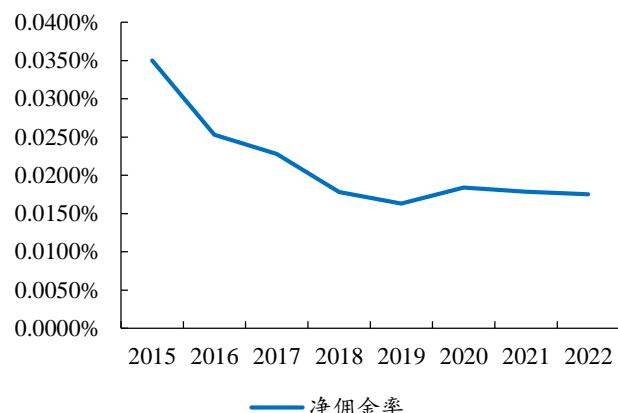
图29：2021公司代理买卖证券业务净收入排名第17



数据来源：中证协、开源证券研究所

图30：公司股基成交额市占率保持稳定


数据来源：兴业证券历年年报、开源证券研究所

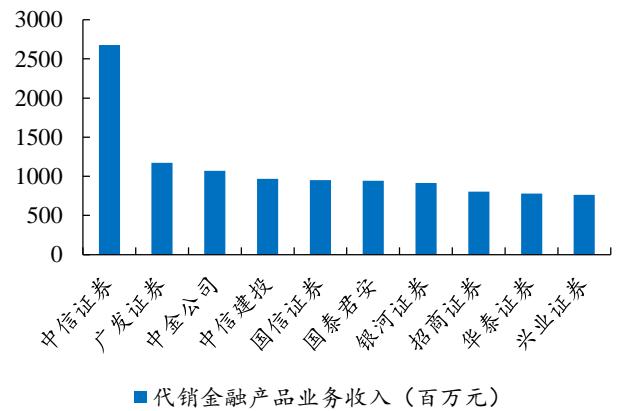
图31：公司净佣金率逐步稳定


数据来源：兴业证券历年年报、开源证券研究所

代销业务：代销金融产品业务净收入保持增长，券结基金和投顾团队布局 ToB 和 ToC 业务生态圈。（1）公司代销业务快速发展，2018 年-2022 年复合增速 36%，2022 年受资本市场影响代销产品业务净收入实现 4.7 亿元，同比-29%，连续九年位居行业前 10。（2）**券结模式：**公司持续巩固在券结业务方面的先发优势，进一步覆盖机构客户金融产品投资需求，布局基金 ToB 业务以建立券结业务生态圈，截止 2022 年末公司券结基金规模位居全行业前三。（3）**投顾业务：**截止 2023 年 6 月 27 日，公司共计投顾 2124 人，排名行业第 11 位，为客户投资咨询建议、定制化产品投资、大类资产配置服务、个人养老金支配、ETF 投资组合等专业化头部服务，连续 5 年获得新财富最佳投顾奖及最佳投资顾问团队。

图32：代销金融产品业务净收入自 2020 年以来高增


数据来源：兴业证券历年年报及季报、开源证券研究所

图33：2021 年公司代销金融产品业务收入排名第 10


数据来源：中证协、开源证券研究所

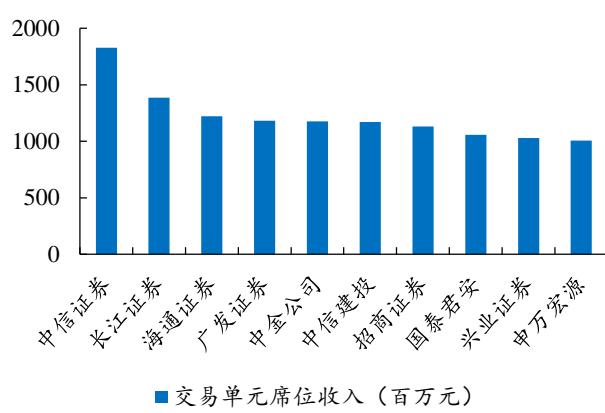
研究业务与财富管理协同联动：领先的投研能力赋能公司各业务链协同。2018 年以来公司席位收入高速增长，2018-2022 年复合增速 15%，2022 年收入 7.8 亿，同比-23%，预计主因资本市场下跌导致交易总佣金下降以及券结基金模式分仓佣金。公司连续 7 年蝉联“本土最佳研究团队”，综合研究专项赋能全业务链。

图34：公司席位收入高速增长



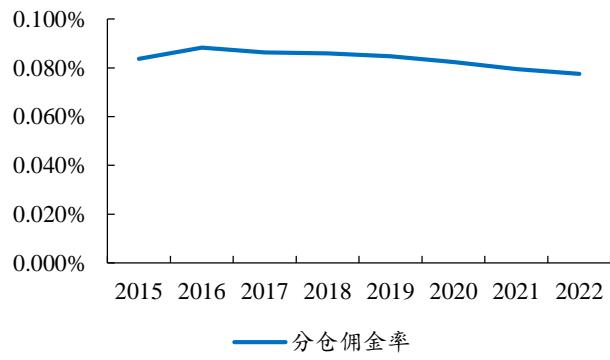
数据来源：兴业证券历年年报、Wind、开源证券研究所

图35：2021年中证协披露交易单元席位收入排名第9



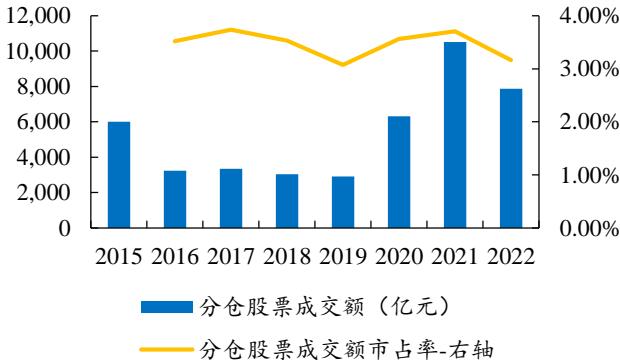
数据来源：中证协、开源证券研究所

图36：公司分仓佣金率保持稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

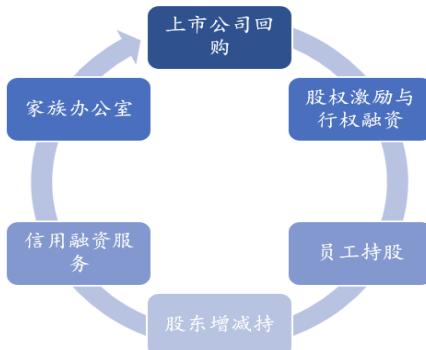
图37：公司分仓市占率保持稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

投行业务与财富管理协同联动：投行业务打通 ToB 财富管理业务，构建六位一体多层次上市公司财富管理服务圈。在上市公司财富管理服务上，关注上市公司客群的需求，聚焦上市公司回购、股权激励和行权融资、员工持股、股东增减持、信用融资服务和家族办公室等六大业务方向，打造六位一体多层次上市公司财富管理服务圈。

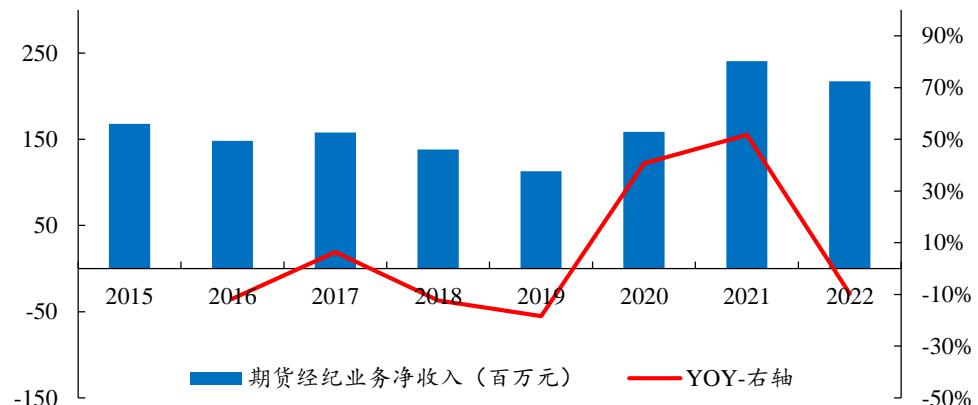
图38：公司投行与财富管理联动，打造六位一体多层次上市公司财富管理服务圈



资料来源：兴业证券 2022 年报、开源证券研究所

公司积极推进期货多元化模式和财富差异化发展，期货经纪业务净收入稳步增长。公司控股子公司兴证期货加速推动由传统佣金收费模式向佣金+增值服务收费的多元化模式转变，打造衍生品服务能力，推动机构经纪与财富管理差异化发展。2019-2022年期货经纪业务净收入复合增速24%，其中2022年实现收入2.2亿，同比-10%。

图39：2019年以来公司期货经纪业务净收入保持增长



数据来源：兴业证券历年年报、Wind、开源证券研究所

3、投行业务：执行“三维四驱国际化”策略，探索差异化发展

把握注册制机遇全面改革，投行业务净收入2019-2021年复合增速29%。(1)公司投行业务执行“三维四驱国际化”的策略，逐渐形成专业化、差异化竞争优势。构建区域、行业、产品三位一体，打造投行+商行、投行+投资、投行+财富管理、投行+研究的四驱生态圈，持续提升国际化水平，探索创新业务发展的新模式。(2)改革成效显著，2019-2021年复合增速29%。2019-2021年投行业务净收入复合增速29%，2022年受疫情影响同比-23%，2023Q1把握项目储备上市机遇，IPO收入同比+120%。

(3)大投行产业链空间较广。2020-2022年大投行利润贡献占比8.05%，未来公司机构业务协同发展，投行联动直投、跟投产业链拓宽利润仍有空间。

表15：公司2022年大投行利润贡献绝对值位居全行业17位，2020-2022平均利润贡献8.05%

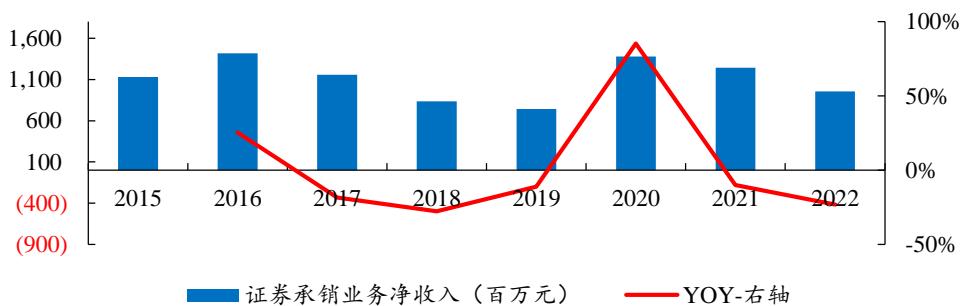
序号	证券简称	大投行利润贡献		大投行利润 贡献占比	维度一： 投行利润贡 献	维度二： 直投利润贡 献	维度三： 跟投利润贡 献	2019-2021年股 东占投行收入比 重
		2022	YOY					
		2020-2022年 平均		2022年				
1	中信证券	54.81	-15%	16.45%	26%	17.3%	2.9%	5.5%
2	海通证券	38.11	-42%	19.96%	58%	24.8%	8.1%	25.4%
3	中金公司	29.28	-13%	17.98%	39%	17.7%	10.4%	10.5%
4	中信建投	26.57	-19%	26.80%	35%	29.2%	2.1%	4.1%
5	国泰君安	18.75	10%	9.96%	16%	12.1%	1.8%	2.4%
6	东方证券	11.94	-11%	15.81%	40%	17.6%	2.3%	19.8%
7	招商证券	10.16	-53%	8.63%	13%	7.1%	-0.1%	5.6%

8	财通证券	7.71	69%	5.25%	51%	6.1%	3.0%	41.7%	25%
9	国信证券	7.16	-52%	7.44%	12%	8.0%	1.0%	2.8%	44%
10	国元证券	6.21	-3%	18.47%	36%	16.0%	2.5%	17.3%	64%
11	长江证券	5.03	-7%	12.44%	33%	18.0%	11.5%	3.8%	56%
12	中国银河	4.98	0%	2.88%	6%	2.5%	0.5%	3.4%	27%
13	申万宏源	4.24	-48%	11.55%	15%	21.1%	0.5%	-6.4%	28%
14	东吴证券	3.70	-41%	15.59%	21%	14.6%	0.0%	6.7%	32%
15	国金证券	3.55	-32%	19.15%	30%	25.6%	5.5%	-1.5%	48%
16	浙商证券	2.72	-22%	16.17%	16%	16.5%	0.0%	0.0%	21%
17	兴业证券	2.65	-71%	8.05%	10%	9.7%	0.2%	0.1%	41%
18	方正证券	1.96	-38%	1.59%	9%	-4.0%	9.8%	3.4%	10%
19	长城证券	1.53	17%	9.37%	17%	17.0%			17%
20	天风证券	1.46	-49%	26.00%					14%
21	中泰证券	1.27	-63%	13.77%	21%	21.5%			27%
22	西南证券	1.01	-60%	4.83%	33%	5.9%	-7.8%	34.6%	7%
23	财达证券	0.98	27%	21.77%	32%	32.2%	0.0%	0.0%	0%
24	东兴证券	0.85	-88%	27.53%	17%	50.0%	-4.9%	-28.6%	49%
25	华林证券	0.67	-25%	12.78%	15%	14.5%			56%
26	南京证券	0.57	-62%	12.20%	9%	8.8%			46%
27	华安证券	0.46	86%	2.13%	4%	3.9%			34%
28	国联证券	0.46	-64%	12.38%	6%	12.1%	-1.3%	-4.8%	31%
29	红塔证券	0.28	-67%	27.10%	72%	72.3%			36%
30	光大证券	0.24	-98%	28.50%	1%	23.1%	-17.8%	-4.5%	30%
31	东北证券	0.24	-82%	9.05%	10%	10.4%			29%
32	西部证券	0.20	-72%	6.62%	5%	4.8%			63%
33	国海证券	0.18	-91%	-1.26%	7%	-8.7%	16.0%		18%
34	第一创业	0.08	-145%	2.09%	2%	2.0%	0.0%	0.0%	39%
35	华西证券	0.02	-98%	4.60%	0%	0.5%			36%
36	中原证券	-0.05	-105%	0.45%	-4%	-4.3%			37%
37	太平洋证券	-0.11	-145%	5.55%					18%
38	广发证券	-0.21	-101%	-1.13%	0%	-2.3%	1.6%	0.5%	29%
39	山西证券	-0.27	-208%	2.04%	-5%	-4.7%			28%
40	中银证券	-0.88	-168%	1.72%	-11%	-8.3%	-0.4%	-2.1%	22%
41	华泰证券	-1.11	-105%	5.70%	-1%	5.6%	-6.2%	-0.4%	47%

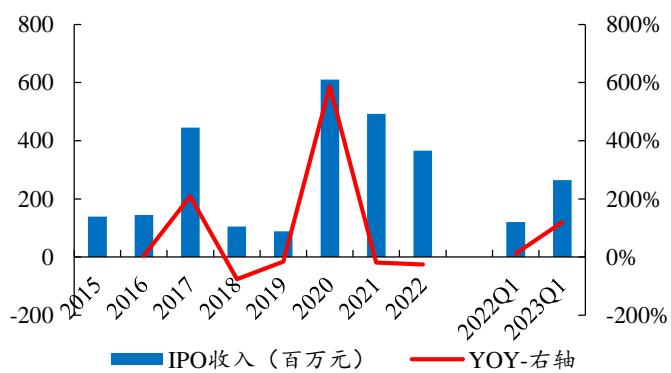
数据来源：Wind、开源证券研究所

注：天风证券和太平洋证券 2022 年净利润亏损未测算利润贡献

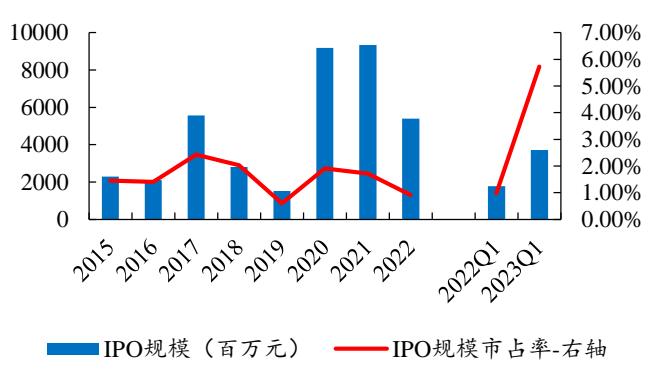
公司股权承销业务占比超 40%，2022 年 IPO 规模市占率保持稳定。(1)
 2019-2021 年股权承销业务占比超 40%，2020 年以来 IPO 收入高增，IPO 规模市占率自 2019 年增长至 2021 年 1.72%，2022 年市占率受全市场规模萎缩影响小幅下滑。
(2) 2023Q1 公司发挥项目储备优势，成功完成绿通科技等 3 家 IPO 项目，承销金额 37 亿，同比+110%，IPO 规模市占率自 2022 年 0.92% 提升至 5.72%。5 月 10 日公司作为联席承销商成功完成“中芯集成-U”IPO 项目，单笔承销金额 110.7 亿，预计 IPO 市占率仍将保持。

图40：2020年投行业务净收入高增


数据来源：兴业证券历年年报、Wind、开源证券研究所

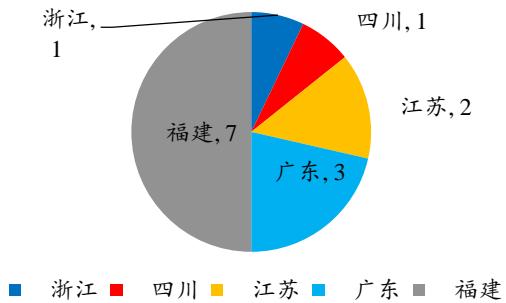
图41：2023Q1公司IPO收入同比+120%


数据来源：Wind、开源证券研究所

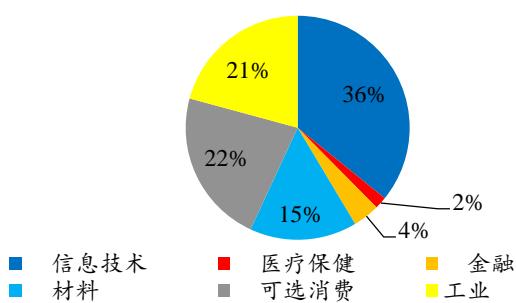
图42：2023Q1公司IPO市占率明显提升


数据来源：Wind、开源证券研究所

投行集中福建、大湾区、长三角区域，专精TMT、新材料等新兴产业。(1)2022年14项IPO中福建省项目有7项，福建省IPO规模53亿，占总规模34%。2022年公司完成华利集团的IPO工作，为2022年度A股市场前二十大IPO项目之一。(2)IPO未来储备和人才队伍：截止2023年5月末，公司IPO储备量8项，排名行业22名，2022年配股中18亿用于IPO项目储备增长，未来储备量逐步扩充；截止2023年3月末，公司保荐代表人166人，排名全行业第15位。(3)全面注册制落地后IPO定价能力要求提高，公司依托自有研究资源协助投行团队挖掘细分产业资源和完善投行项目市场定价，依托分公司综合平台寻找区域储备项。

图43：2022年IPO项目集中在福建、大湾区、长三角


数据来源：Wind、开源证券研究所

图44：2018年至今公司IPO项目集中于信息技术等行业


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：该数据为公司2018年以来至2023年5月末IPO项目规模

表16：2023年5月末公司IPO储备项目（不含辅导备案）8项，保荐代表人166位

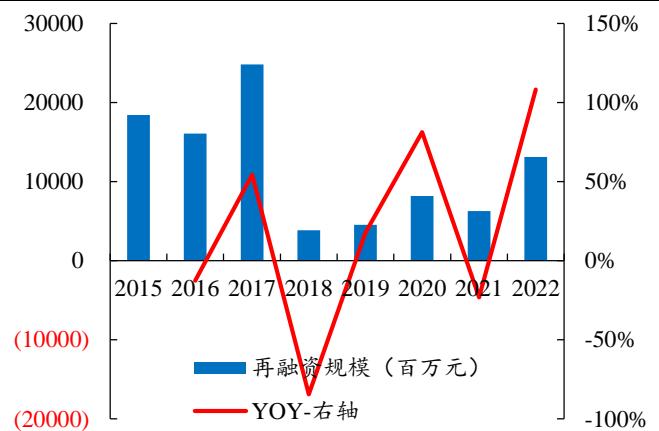
序号	公司名称	IPO 储备项目（不含辅导备案）	保荐代表人数
1	中信证券	83	586
2	中信建投	55	537
3	民生证券	45	304
4	中国国际	40	477
5	海通证券	40	365
6	华泰联合	38	391
7	国金证券	30	265
8	国泰君安	28	300
9	招商证券	24	229
10	安信证券	19	176
11	广发证券	17	195
12	国信证券	17	293
13	长江证券	15	104
14	东方证券	14	193
15	申万宏源	14	255
16	东吴证券	11	138
17	东兴证券	10	129
18	光大证券	10	133
19	财通证券	9	68
20	中泰证券	9	157
21	中银国际	8	52
22	兴业证券	8	166
23	国元证券	8	144
24	开源证券	7	97
25	华西证券	5	48

数据来源：Wind、中证协、开源证券研究所

注：IPO 储备项目数据统计截止于 2023 年 5 月末，保荐代表人数统计截止于 2023 年 6 月 27 日。

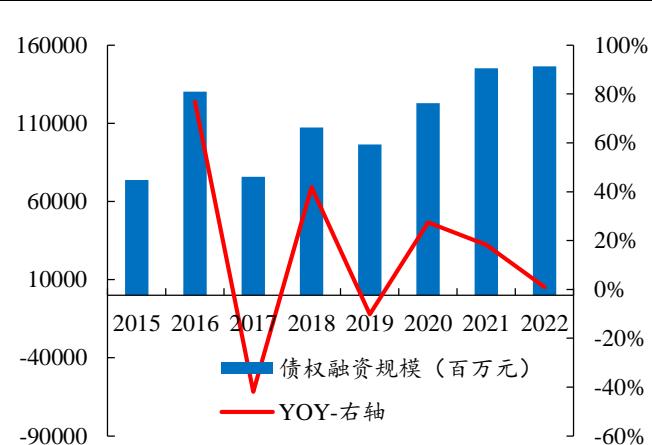
公司再融资业务自 2018 年开始回升，债券融资规模稳步增长。2018-2022 年以来再融资和债券融资规模复合增速 36%/8%。

图45：2018年以来再融资规模快速回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图46：债券融资规模稳定增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司跟投项目优质，2022 年跟投业务累计浮动盈亏仍保持盈利。2022 年以来资本市场持续下跌，大量科创板跟投项目亏损，兴业投资管理有限公司跟投业务浮动盈亏保持稳定，截止 2022 年末，2021 年以来跟投项目浮动盈亏实现收入位列第 7，2023Q1 浮盈 0.98 亿。

表17：公司 2021 年以来跟投项目累计浮动盈亏位居行业前列，2023Q1 收益改善

单位：亿元	2021/1/1-2021/12/31	2021/1/1-2022/12/31	2021/1/1-2023/3/31	2023Q1 单季
中信建投	9.79	14.49	16.43	1.93
中信证券	14.20	12.57	15.89	3.32
中金公司	9.83	5.47	7.67	2.20
海通证券	7.64	2.63	5.33	2.69
民生证券	8.05	4.45	4.60	0.15
国泰君安	2.55	3.29	4.48	1.19
兴业证券	4.06	3.40	4.38	0.98
招商证券	3.21	3.28	3.93	0.66
安信证券	2.67	3.55	3.44	-0.11

数据来源：Wind、开源证券研究所

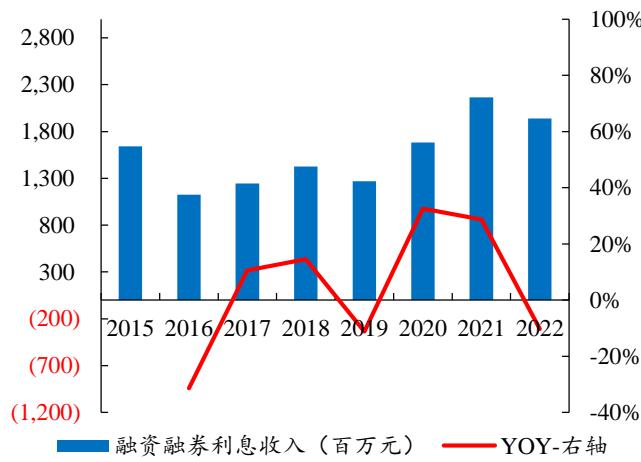
注：假设跟投项目锁定期后一直持仓

4、资金型业务：资本中介掘客户需求，自营综合化转型加快

4.1、资本中介业务：两融市占率保持稳增，衍生品对客业务布局初显

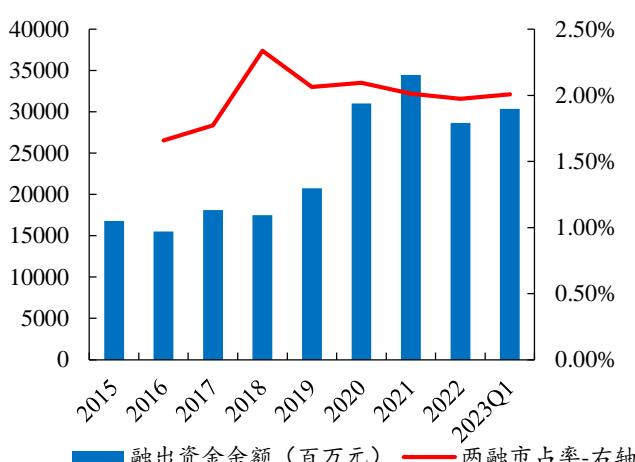
公司两融市占率稳步增长，增资后利息净收入有望提升。(1) 2019年以来，公司两融规模市占率约2%，利息净收入保持增长，2019年-2022年复合增速15%。(2) 2022年公司再融资方案140亿中超过80亿用于两融业务发展，2023Q1两融市占率较年初+0.03pct，我们预计公司两融业务利息收入将进一步提升。(3) 2018年以来公司股票质押规模持续压降，2021年规模约1.5亿，较2018年下降89.5%。

图47：公司两融业务利息收入保持快速增长



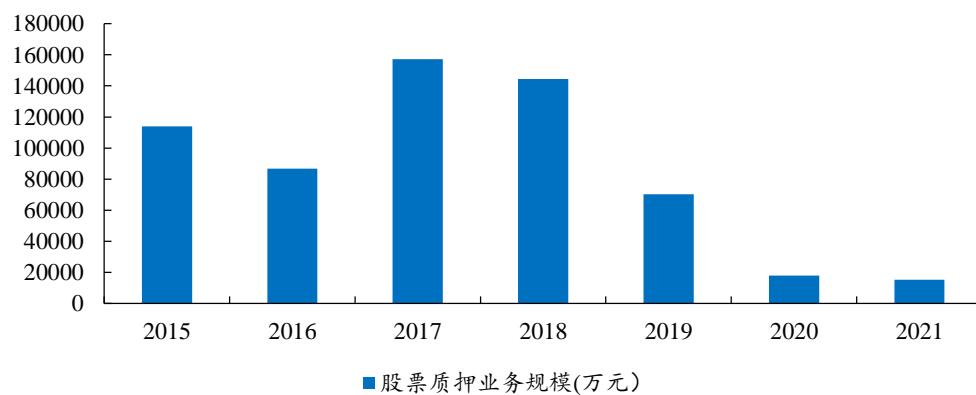
数据来源：兴业证券历年年报、Wind、开源证券研究所

图48：资本扩充后，公司两融市占率较年初+0.03pct



数据来源：兴业证券历年年报及季报、Wind、开源证券研究所

图49：2018年以来公司股票质押业务规模持续压降

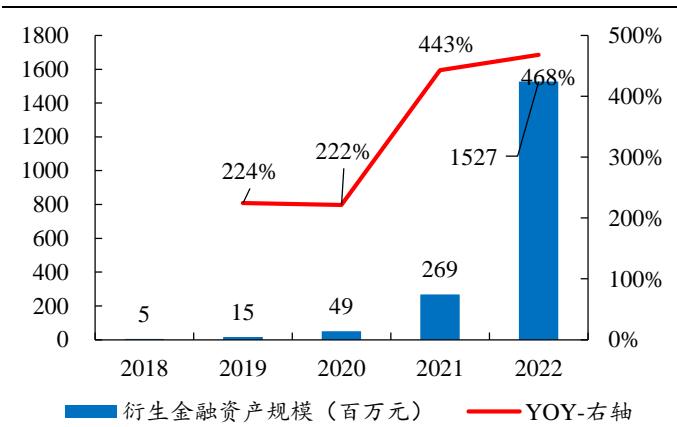


数据来源：中证协、开源证券研究所

注：截止2023年6月27日，中证协口径尚未披露2022年全行业证券公司股票质押业务规模数据

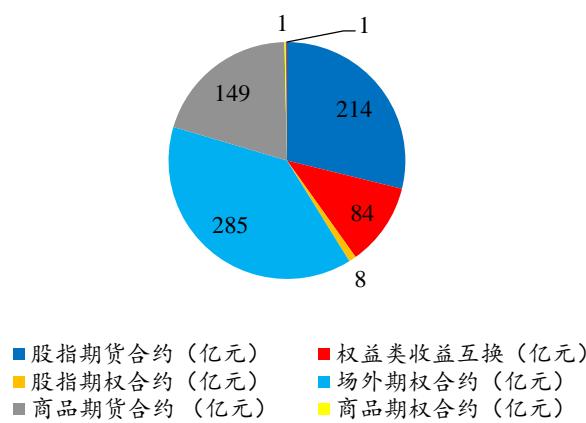
发力衍生品对客业务赋能全产业链，构建对标海外投行的资本服务客户模式。(1) **业务布局成效：**公司更名“金融衍生品部”为“衍生品与交易部”，突出“对客”特性，衍生品业务定位为银行、私募等重要客户服务切入口。目前已构建60+员工的衍生品团队，打造了以自主研发为主的管理、估值、交易、风控为一体的场外衍生品系统，获批沪深交易所基金做市牌照、科创板做市、北交所做市、商品期货和期权做市，股票期权做市资格品种。(2) **业务布局：**以传统衍生品为主，形成全资产全覆盖的全产业链条，完善柜台服务与交易线，以及场内外做市业务。(3) **衍生品业务与双轮联动战略协同：**推动与兴证国际合作搭建北上跨境通道；2022年衍生品部提交大量创新业务方案，推动兄弟部门和分公司紧密协作，对机构和高净值客户覆盖深度和广度有较大提升；加快对客业务发展，推动自营综合化转型。

图50：2021年以来公司衍生品业务快速发展



数据来源：兴业证券历年年报、开源证券研究所

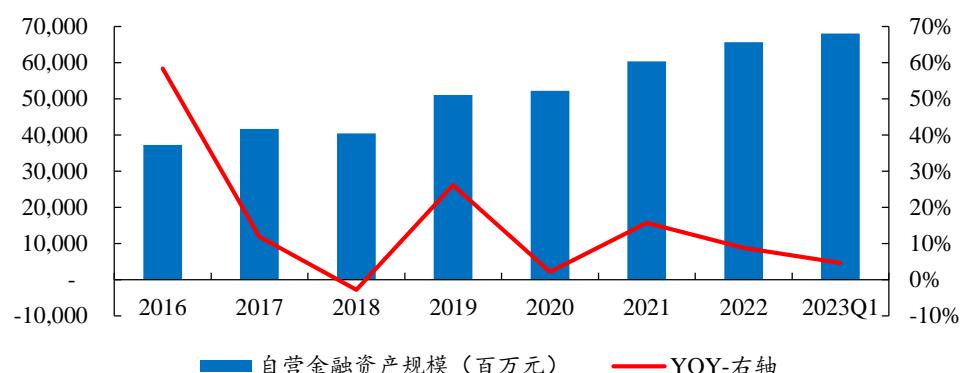
图51：2022年股指、场外、商品类衍生品名义本金占比88%



数据来源：兴业证券2022年年报、开源证券研究所

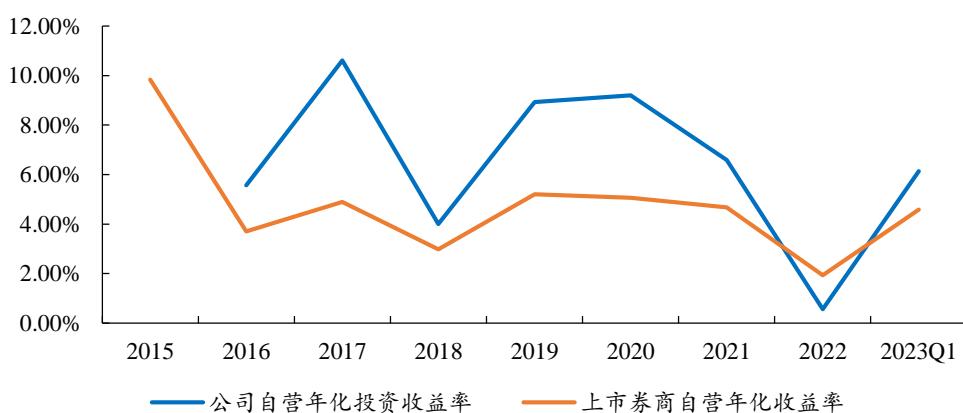
4.2、自营业务：自营投资收益弹性高，综合化业务转型加快

公司自营金融资产快速增长，得益于权益占比高，2023年自营业务有望改善。(1) 2015年以来公司自营金融资产快速增长，2022年末达657亿元，同比+9%。(2) 公司自营金融资产中，权益资产占比高，投资收益率波动较大，我们测算公司2019-2022年权益持仓占比23%/27%/18%/11%。(3) 2019年以来公司自营年化投资收益率位于行业前列；高权益持仓下2022年公司自营年化收益率0.56%，低于上市券商水平1.93%，2023Q1资本市场回暖使年化收益率达6.14%，优于上市券商1.56pct。

图52：公司自营金融资产规模快速增长


数据来源：兴业证券历年年报及季报、Wind、开源证券研究所

加快自营投资业务综合化转型，为公司业绩提供更加稳定的支撑。未来公司将重点加大对固收类和对客交易业务发展的力度，进一步做大非方向性的客户服务类投资交易资产的规模，积极对客投资交易服务转型，推动公司盈利模式多元化和综合金融服务能力的进一步提升。

图53：公司自营投资收益率弹性大于上市券商平均，2023Q1 改善优于同业


数据来源：兴业证券历年年报及季报、Wind、开源证券研究所

表18：公司加快自营综合化转型，做大中低风险投资，发展对客交易业务

关键词	具体内容
三增三降”原则	三增：增大投资交易业务资产的总规模，增加投资收益的规模，增强对客交易业务的综合服务能力。 三降：降低投资交易业务风险与收益的波动，降低方向性权益类投资资产规模，降低资产之间的相关性。
做大中低风险证券投资类资产	做大非方向性权益类的投资和中低风险固定收益类的投资业务规模，并严格控制高风险资产规模，逐步降低方向性权益类投资规模占比。
发展对客交易开发多元化的配置策略	在做大业务规模的同时，分散资产的品种、区域、策略的分布，降低资产资金的相关性，从而降低公司资产整体的风险。

资料来源：兴业证券 2022 年报、开源证券研究所

5、盈利预测：盈利成长性凸显

5.1、关键假设

经纪业务：我们预计全市场交投活跃度将持续改善，公司传统零售和代销等财富管理业务明显改善。我们假设 2023-2025 年两市日均股基成交额分别同比 +12%/+10%/+11%，公司股基成交额市占率 1.50%/1.53%/1.55%，代销金融产品净收入同比+15%/+20%/+25%，我们预计公司 2023-2025 年经纪业务收入 31.5/35.6/40.2 亿元，同比+14%/+13%/+13%。

投行业务：我们预计公司投行业务战略顺利推进，IPO 项目保持稳增，我们假设 2023-2025 年 IPO 单数分别为 8/12/15 单。我们预计公司 2023-2025 投行业务净收入 12.5/16.2/19.3 亿元，同比+31%/+29%/+19%。

资管与基金管理业务：我们预计兴证资管主动管理转型持续推进，我们假设 2023-2025 公司受托资管业务规模同比分别为 -5%/+8%/+12%，我们预计公司资管业务净收入分别为 1.8/1.9/2.1 亿，同比+10%/+8%/+12%；我们预计兴证全球基金 AUM 恢复增长，我们假设 2023-2025 兴证全球基金偏股 AUM 同比分别为 +10%/+17%/+20%，我们预计公司 2023-2025 基金管理业务净收入 30.8/34.8/41.1 亿元，同比+6%/+13%/+18%。

利息净收入与自营业务：我们预计资本市场回暖下融资需求提高，我们假设 2023-2025 市场两融规模同比+14%/+12%/+10%，公司两融市占率 2.1%/2.2%/2.3%，我们预计公司 2023-2025 年利息净收入分别为 21.3/22.1/23.3 亿元，同比+11%/+4%/+6%；我们假设 2023-2025 公司自营投资规模同比分别为 +21.1%/+19.4%/+19.4%，自营投资收益率分别为 2.89%/3.18%/3.16%，公司投资收益（含公允价值变动损益）分别为 23.0/30.4/36.2 亿元，同比+347%/+32%/+19%。

表19：核心假设

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
1.经纪业务净收入	3,561	2,756	3,145	3,557	4,017
YOY	28%	-23%	14%	13%	13%
两市日均成交额（亿元）	11340	10215	11441	12585	13970
YOY	25.4%	-9.9%	12.0%	10.0%	11.0%
股基成交额市占率	1.66%	1.48%	1.50%	1.53%	1.55%
YOY	-3.45%	-10.63%	1.32%	2.00%	1.31%
净佣金率	0.018%	0.018%	0.017%	0.017%	0.016%
YOY	-3.0%	-1.9%	-2.0%	-2.0%	-2.0%
2.投行业务净收入	1242	955	1254	1620	1927
YOY	-10%	-23%	31%	29%	19%
IPO 单数	10	8	8	12	15
YOY	-33%	-20%	0%	50%	25%
3.资管业务净收入	242	161	177	191	214

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
YOY	73%	-34%	10%	8%	12%
资管业务规模（亿元）	600	746	709	766	858
YOY	4%	24%	-5%	8%	12%
管理费率	0.41%	0.24%	0.25%	0.25%	0.25%
4.基金管理业务净收入	4712	2912	3082	3482	4106
YOY	49.9%	-38.2%	5.8%	13.0%	17.9%
兴证全球基金偏股 AUM（亿元）	2252	1713	1884	2204	2645
YOY	11%	-24%	10%	17%	20%
管理费率	2.09%	1.97%	1.97%	1.95%	1.93%
5.利息业务净收入	1724	1924	2130	2207	2329
YOY	47.7%	11.6%	10.7%	3.6%	5.5%
市场两融融资余额	1,712,051	1,452,447	1,655,790	1,854,484	2,039,933
YOY	15.5%	-15.2%	14.0%	12.0%	10.0%
公司两融市占率	2.01%	1.97%	2.10%	2.20%	2.30%
6.投资收益（含公允价值变动损益）	3782	515	2301	3037	3618
YOY	-20.3%	-86.4%	347.3%	32.0%	19.1%
自营投资资产规模	60371	65705	79582	95020	113474
YOY	15.7%	8.8%	21.1%	19.4%	19.4%
自营投资收益率	6.59%	0.56%	2.89%	3.18%	3.16%
南方基金偏股 AUM（亿元）	3419	3151	3781	4159	4575
YOY	19.8%	-7.8%	20.0%	10.0%	10.0%
管理费率	1.64%	1.66%	1.65%	1.65%	1.65%

数据来源：Wind、开源证券研究所

5.2、盈利预测

基于以上假设，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 38.7/45.2/52.2 亿元，分别同比+47%/+17%/+16%。公司 2023 年盈利增速有望领先同业，长期有望保持高增长。

表20：预计公司 2023-2025 年归母净利润分别同比+47%/+17%/+16%

单位：百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
一、营业收入	18,972	10,660	13,670	15,803	18,056
手续费及佣金净收入	10106	7137	7657	8850	10264
代理买卖证券业务净收入	3561	2756	3145	3557	4017
证券承销业务净收入	1242	955	1254	1620	1927
受托客户资产管理业务净收入	242	161	177	191	214
基金管理业务净收入	4712	2912	3082	3482	4106
利息净收入	1724	1924	2130	2207	2329
投资净收益	3178	251	2301	3037	3618
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	54	133	209	264	321
公允价值变动净收益	603	264			
其他业务收入	3111	758	1581	1708	1845
二、营业支出	11264	6540	7650	8783	9982
营业税金及附加	107	71	86	101	116
管理费用	8131	5609	6176	7190	8260
资产减值损失	-21	-6	70	70	70
其他业务成本	3070	786	1318	1423	1537
三、营业利润	7708	4120	6020	7019	8074
加：营业外收入	1	2	2	3	3
减：营业外支出	45.4	25.3	32.1	37.4	42.9
四、利润总额	7663	4096	5990	6985	8034
所得税率	23.6%	18.4%	19.4%	19.1%	18.7%
减：所得税	1808	753	1159	1332	1504
五、净利润	5855	3343	4831	5653	6530
少数股东权益占比	19%	21%	20%	20%	20%
减：少数股东损益	1112	706	966	1131	1306
归属于母公司所有者的净利润	4743	2637	3865	4522	5224
YOY	18%	-44%	47%	17%	16%
平均年化 ROE	12.02%	5.64%	7.23%	8.20%	9.06%

数据来源：Wind、开源证券研究所

6、估值与投资建议

6.1、估值分析

预计兴业证券2023年ROE/PB高于可比公司平均水平。考虑公司财富管理业务突出，我们选取3家财富管理线条上市券商作为可比公司，包括广发证券、东方证券、长城证券。(1)兴业证券过往三年ROE均高于可比公司平均水平，我们预测未来三年公司“双轮联动+数智化转型”战略推行顺利，轻资本为主的模式下ROE保持领先水平。(2)预计公司当前股价对应2023年PB为0.95倍，略高于可比公司平均。预计兴业证券2023年ROE/PB为7.37%，高于可比公司平均。

表21：预计兴业证券2023年ROE/PB为7.37%，高于可比公司平均水平

名称	PB		平均ROE(%) -年化						ROE/PB(%)	
	2023/6/29	2023E	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E
广发证券	1.00	0.87	10.60	10.60	6.99	7.50	9.20	10.10	7.02	7.53
东方证券	1.09	0.98	4.77	8.64	4.25	6.40	7.80	9.00	3.89	5.85
长城证券	1.16	-	8.58	9.37	3.81	-	-	-	3.28	
3家可比公司 平均	1.08	0.93	7.98	9.54	5.02	6.95	8.50	9.55	4.63	6.41
兴业证券	0.98	0.95	11.09	12.02	5.64	7.23	8.20	9.06	5.76	7.37

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：(1) 上述PB和ROE/PB指标以2023年6月29日收盘价计算；(2)近180天尚无机构对长城证券进行盈利预测；(3)广发证券、东方证券、兴业证券盈利预测取自开源证券研究所自有模型。

6.2、投资建议

中长期看，公司战略规划清晰且股权结构稳定，管理层团队兼具内生培育的骨干和国际化金融科技人才，“财富管理+机构业务”双轮联动与数智化建设协同赋能，数字化转型从基础支持、局部赋能走向全面赋能，未来成长性可期；公司在资产管理、代销基金等财富管理业务以及衍生品、研究等机构业务具备比较优势；边际上看，2022年资本市场遇冷导致业绩下滑明显，2023年伴随资本市场回暖、全面注册制落地、居民财富迁移启动，公司财富管理线条有望改善，同时自营板块具较好弹性，公司业绩增速有望领跑行业，估值具备安全边际。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为38.7/45.2/52.2亿元，分别同比+47%/+17%/+16%。EPS分别为0.45/0.52/0.60元，ROE分别为7.23%/8.20%/9.06%，当前股价对应PB1.0/0.9/0.9倍，首次覆盖给予“买入”评级。

7、风险提示

- 股市波动对公司盈利带来不确定影响；
- 财富管理业务增长不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	169,987	185,521	225,837	252,587	282,776	营业收入	18,972	10,660	13,670	15,803	18,056
现金	66,854	80,352	94,575	99,509	107,027	营业成本	11,264	6,540	7,650	8,783	9,982
应收票据及应收账款	1,691	1,720	3,524	3,403	1,543	营业税金及附加	107	71	86	101	116
其他应收款	0	0	0	0	0	营业费用	-0	-0	-0	-0	-0
预付账款	0	0	0	0	0	管理费用	8,131	5,609	6,176	7,190	8,260
存货	0	0	0	0	0	研发费用	-0	-0	-0	-0	-0
其他流动资产	101,442	103,450	127,737	149,675	174,205	财务费用	-0	-0	-0	-0	-0
非流动资产	47,476	60,338	58,199	61,725	63,819	资产减值损失	(21)	(6)	70	70	70
长期投资	4,729	4,865	5,674	6,374	6,899	其他收益	-0	-0	-0	-0	-0
固定资产	800	861	961	1,061	1,111	公允价值变动收益	603	264	-0	-0	-0
无形资产	362	433	563	663	713	投资净收益	3,178	251	2,301	3,037	3,618
其他非流动资产	41,585	54,179	51,000	53,626	55,095	资产处置收益	-0	-0	-0	-0	-0
资产总计	217,463	245,859	284,035	314,312	346,594	营业利润	7,708	4,120	6,020	7,019	8,074
流动负债	108,989	129,080	149,988	167,901	187,093	营业外收入	1	2	2	3	3
短期借款	433	894	1,118	1,285	1,414	营业外支出	45	25	32	37	43
应付票据及应付账款	5,765	15,594	17,594	20,594	23,594	利润总额	7,663	4,096	5,990	6,985	8,034
其他流动负债	102,791	112,592	131,277	146,022	162,085	所得税	1,808	753	1,159	1,332	1,504
非流动负债	63,119	59,942	74,509	85,725	94,547	净利润	5,855	3,343	4,831	5,653	6,530
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	4,743	2,637	3,865	4,522	5,224
其他非流动负债	63,119	59,942	74,509	85,725	94,547	EBITDA	7995	4530	6524	7619	8768
负债合计	172,108	189,022	224,498	253,627	281,640	EPS(元)	0.71	0.31	0.45	0.52	0.60
少数股东权益	4,166	4,573	4,913	5,007	5,359						
股本	6,697	8,636	8,636	8,636	8,636	主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	14,377	22,472	22,479	22,479	22,479	成长能力					
留存收益	13,856	14,264	16,789	17,842	21,759	营业收入(%)	7.9	-43.8	28.2	15.6	14.3
归属母公司股东权益	41,189	52,265	54,625	55,678	59,595	营业利润(%)	24.3	-46.6	46.1	16.6	15.0
负债和股东权益	217,463	245,859	284,035	314,312	346,594	归属于母公司净利润(%)	18.5	-44.4	46.6	17.0	15.5
						盈利能力					
						毛利率(%)	40.6	38.6	44.0	44.4	44.7
						净利率(%)	25.0	24.7	28.3	28.6	28.9
						ROE(%)	12.0	5.6	7.2	8.2	9.1
						ROIC(%)	3.2	1.6	2.0	2.0	2.1
						偿债能力					
						资产负债率(%)	77.4	79.1	76.9	79.0	80.7
						净负债比率(%)	2.3	1.7	2.2	2.4	2.5
						流动比率	1.6	1.4	1.5	1.5	1.5
						速动比率	1.6	1.4	1.5	1.5	1.5
						营运能力					
						总资产周转率	9.5	4.6	5.2	5.3	5.5
						应收账款周转率	1041.5	625.0	521.4	456.3	730.0
						应付账款周转率	267.1	61.2	46.1	46.0	45.2
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.71	0.31	0.45	0.52	0.60
						每股经营现金流(最新摊薄)	2.24	2.59	3.40	4.13	4.87
						每股净资产(最新摊薄)	6.15	6.05	6.33	6.45	6.90
						估值比率					
						P/E	8.5	19.7	13.5	11.5	10.0
						P/B	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9
						EV/EBITDA	35.2	66.2	46.8	40.7	36.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

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形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