

老牌期货公司发展稳健，境外业务优势突出

增持（首次）

2023年09月28日

证券分析师 胡翔

执业证书: S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

证券分析师 朱洁羽

执业证书: S0600520090004

zhujieyu@dwzq.com.cn

证券分析师 葛玉翔

执业证书: S0600522040002

021-60199761

geyx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	6,823	7,105	7,577	7,969
同比	-35.11%	4.14%	6.65%	5.17%
归属母公司净利润(百万元)	246	380	506	575
同比	1.01%	54.37%	33.21%	13.55%
每股收益-最新股本摊薄(元/股)	0.40	0.62	0.83	0.94
P/E(现价&最新股本摊薄)	32.21	20.86	15.66	13.79

关键词: #第二曲线

投资要点

- 行业格局：“大市场、小行业”格局待破，竞争日趋激烈：1) 期货市场交易量高企，但是期货行业盈利能力仍待提升：**我国期货行业具有显著的“大市场，小行业”特点。在交易规模上，2022年我国期货市场交易额534.9万亿元，其中商品期货与期权交易额国际市占率达到72.3%，位居世界第一。但是当前我国期货行业盈利能力不足，2022年行业净利润仅有109.89亿元，净利润不足证券行业的8%。2) 行业集中度逐年提升，行业佣金率整体下行：目前我国期货行业头部地位多被券商系期货公司占据，且分化趋势逐步加剧。2015-2022年，期货市场交易额CR5和CR10分别从25.70%和42.14%提升至48.52%和66.06%。同时，由于期货行业收入较为依赖经纪业务，盈利模式单一，当前行业同质化竞争日趋激烈，经纪业务佣金率整体呈现下行趋势。
- 公司简介：国内老牌期货公司，业务布局全球化：**1) 公司发展历史悠久，国际多元化特色发展：南华期货成立至今已有27年，多年维持证监会分类AA级评级，业务表现突出。股权结构稳定且集中，第一大股东横店集团资本实力雄厚，持股比例达69.68%，助力公司长期稳健发展。2) 业务布局范围广阔，定位全球化金融衍生品服务平台：公司业务板块定位明确，通过旗下3家全资子公司开展不同金融业务，境内境外协同发力。3) 财务状况稳定，经纪业务突出：2019-2022年南华期货净利润由0.8亿元增至2.5亿元，逆势微增，营收规模行业领先，远超行业平均水平，龙头位置凸显。2023H1公司实现净利润1.68亿元，同比增长122.55%。南华期货营收主要由经纪业务贡献，占比达到60%左右；境外金融业务发展迅速，预计未来将持续高增。
- 业务概况：境外业务势头向好，财富管理能力持续增强：**1) 国际化布局优势突出，境外业务表现亮眼：公司具备境外大部分主流交易所的金融牌照，较同业形成领先优势。截至2023H1，公司境外经纪业务客户权益总额为140.94亿港币，同比增长33.24%，预计未来境外金融服务业务将成为南华期货的主要抓手。2) 公司期货经纪业务稳步增长：公司坚持为客户提供差异化的服务，竞争力持续提升。2020-2022年，公司境内外期货经纪业务合计收入为4.78/6.80/7.50亿元。3) 风险管理业务需求增加，场外衍生品业务规模持续增长：2023年上半年，场外衍生品业务新增名义本金425.51亿元，同比增长6.56%。4) 财富管理能力持续增强：公司公募基金与资产管理业务齐头并进，截至23H1南华基金/公司资管规模分别较22H1增长129%/+128%，发展势头向好。
- 盈利预测与投资评级：**南华期货境内业务发展稳健，境外业务优势突出，在我国期货市场加速与国际接轨的背景下盈利能力有望进一步提升。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为3.80/5.06/5.75亿元，同比分别+54.37%/+33.21%/+13.55%。预计2023-2025年每股收益分别为0.62/0.83/0.94元，对应估值PE分别为20.86/15.66/13.79倍。首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：**1) 行业监管趋严；2) 境内期货市场发展不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	12.99
一年最低/最高价	8.38/15.38
市净率(倍)	2.27
流通A股市值(百万元)	7,924.76
总市值(百万元)	7,924.76

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.73
资产负债率(% ,LF)	90.86
总股本(百万股)	610.07
流通A股(百万股)	610.07

内容目录

1. 行业格局：“大市场、小行业”格局待破，竞争日趋激烈	4
1.1. 期货行业交易量高企，但是期货行业盈利能力仍待提升	4
1.2. 行业集中度逐年提升，行业佣金率整体下行	5
2. 公司简介：国内老牌期货公司，业务布局全球化	6
2.1. 多年发展硕果累累，股权结构保持稳定	6
2.2. 业务布局范围广阔，定位全球化金融衍生品服务平台	8
2.3. 财务状况相对稳定，期货经纪业务贡献营收“半壁江山”	8
3. 业务概况：境外业务势头向好，财富管理能力持续增强	10
3.1. 国际化布局优势突出，境外金融服务业表现亮眼	10
3.2. 境内期货经纪业务稳步增长，后续有望受益交易市场扩容	14
3.3. 风险管理业务需求增加，场外衍生品业务规模持续增长	15
3.4. 财富管理业务规模不断扩张，主动管理能力持续增强	16
4. 盈利预测及估值	18
5. 风险提示	20

图表目录

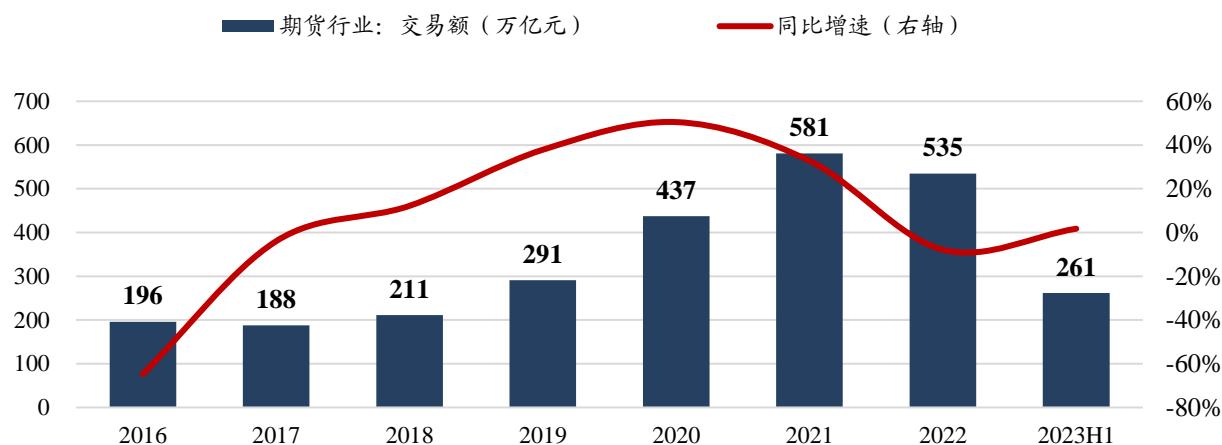
图 1: 我国期货市场近年持续快速扩展.....	4
图 2: 我国期货行业盈利规模远低于证券行业.....	5
图 3: 2016-2023H1 我国期货行业 ROE	5
图 4: 当前净资产规模靠前的期货公司多以券商系为主.....	5
图 5: 2015 年以来我国期货行业交易量集中度逐年抬升.....	5
图 6: 2016-2023H1 我国期货行业经纪业务营收及占比	6
图 7: 2009-2023H1 我国期货行业佣金率整体呈现下行趋势	6
图 8: 南华期货发展历程.....	7
图 9: 南华期货股权结构.....	7
图 10: 南华期货业务范围.....	8
图 11: 2017-2023H1 南华期货营收 (净额法) 情况	9
图 12: 2017-2023H1 南华期货归母净利润情况	9
图 13: 南华期货净资产及年化 ROE.....	9
图 14: 上市期货公司 ROE 情况对比.....	9
图 15: 2019-2023H1 南华期货收入结构	10
图 16: 南华期货境外金融服务业务覆盖范围.....	11
图 17: 横华国际及其子公司牌照资格.....	11
图 18: 南华期货境外经纪业务客户权益.....	13
图 19: 南华期货境外资管规模.....	13
图 20: 海外主要交易所中国背景清算会员情况	13
图 21: 南华期货境外金融业务营收占比高于同业	14
图 22: 2018-2023H1 南华期货境内期货交易额情况	15
图 23: 2019-2023H1 南华期货经纪业务收入	15
图 24: 南华期货基差贸易额.....	16
图 25: 南华期货场外衍生品业务发展迅速 (亿元)	16
图 26: 南华期货财富管理牌照.....	16
图 27: 南华期货财富管理业务收入持续提升	16
图 28: 南华期货公募管理规模连年上升	17
图 29: 南华期货资管规模连年上升	17
图 30: 2022 年期货公司资管规模分布情况	17
图 31: 南华期货分业务核心假设	18
图 32: 南华期货盈利预测 (总额法)	19
图 33: 可比公司估值	19
图 34: 南华期货 PE Band (截至 2023 年 9 月 27 日)	20

1. 行业格局：“大市场、小行业”格局待破，竞争日趋激烈

1.1. 期货市场交易量高企，但是期货行业盈利能力仍待提升

我国期货市场规模较大，商品期货交易量排名全球第一。近年来，新冠疫情、俄乌冲突等重大黑天鹅事件频发，大宗商品价格频现大幅波动，企业避险情绪持续升温，推动期货市场规模逐年走高。2023H1 我国期货市场交易额（单边）达到 262.13 万亿元，同比增长 1.80%，2016-2022 年期间内 CAGR 达到 18.25%。在美国期货业协会统计的 2023H1 全球期货交易所交易量排名中，我国郑商所、大商所、上期所、中金所均跻身前 25 位，分列第 6/8/9/25 名。在商品期货方面，我国期货市场商品期货与期权 2022 年成交量为 66.16 亿手，全球市场份额达到 72.3%，位居世界第一；2023H1 我国期货市场成交量为 39.71 亿手，同比增长 29.71%，半年累计成交量创历史新高。

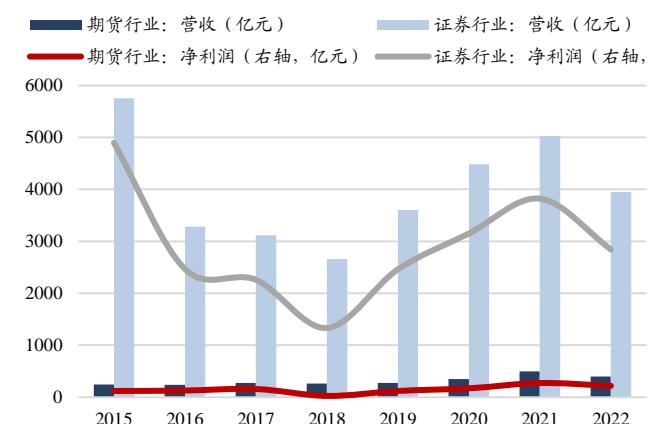
图1：我国期货市场近年持续快速扩展



数据来源：中期协，东吴证券研究所

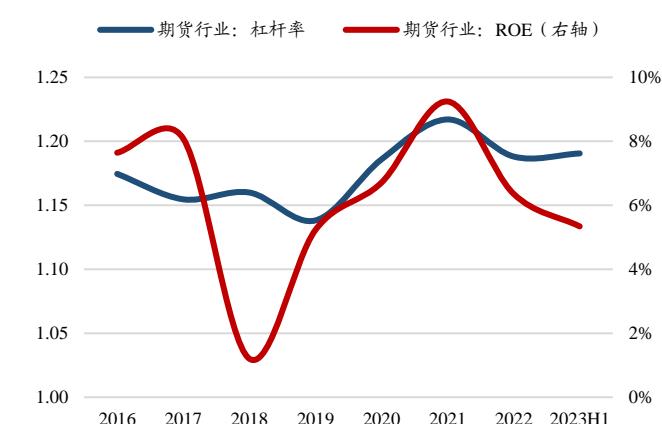
与庞大的市场规模形成对比，我国期货行业盈利能力较弱，潜在发展空间较大。1) 相较于证券行业，我国期货行业营收及净利润规模与市场成交规模不成比例。2022 年，我国期货行业营业收入和净利润分别为 401.58/109.89 亿元，2015-2022 年期间内 CAGR 分别为 7.37%/8.93%，虽然增长势头较为强劲，但是整体盈利规模仍待提升。以证券行业作为参照，2022 年我国证券市场股基成交额 247.21 万亿元，仅为期货交易额的 46%，但是 2022 年证券行业营收 3949.73 亿元，净利润 1423.01 亿元，营收及净利润规模分别为期货行业的 9.84/12.95 倍。2) 我国期货行业杠杆率处于低位。由于业务结构相对偏向轻资产业务，我国期货公司杠杆率始终保持在较低水平，2023H1 期货行业整体杠杆率（剔除客户权益）仅为 1.19 倍（证券行业同期杠杆率为 3.40 倍）。剔除 2018 年极端年份后，期货行业 ROE 大致在 5%~9% 之间波动。

图2：我国期货行业盈利规模远低于证券行业



数据来源：中期协，东吴证券研究所

图3：2016-2023H1 我国期货行业 ROE

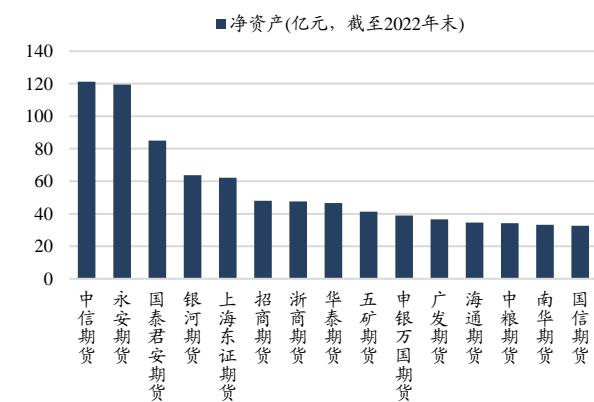


数据来源：中期协，东吴证券研究所

1.2. 行业集中度逐年提升，行业佣金率整体下行

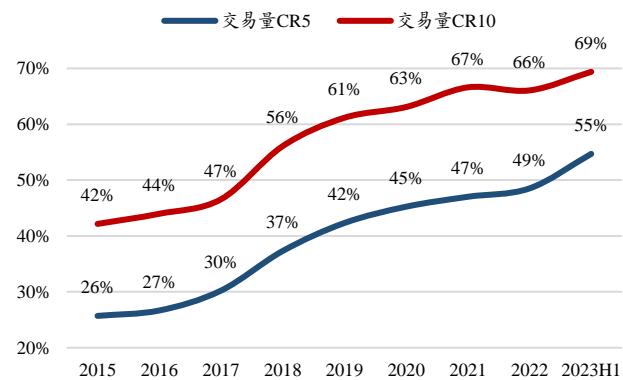
当前期货行业头部地位多被券商系期货公司占据，且分化趋势逐步加剧。**1) 我国期货行业头部公司多具备券商背景。**截至 2023H1，全国共有 150 家期货公司，按照股东背景分类大致可以划分为券商系（由大券商主要参控股，以中信期货、永安期货为例）和非券商系（由产业、央企及其他资本主要参控股，以五矿期货、中粮期货为例）。从净资产规模来看，截至 2023H1 期货行业净资产排名前 15 的头部公司中有 12 家为券商系期货公司（除五矿期货、中粮期货、南华期货外），占比达到 80%。**2) 期货行业头部效应近年逐渐凸显。**从交易量集中度来看，2015-2023H1，我国期货公司交易额 CR5 和 CR10 分别从 25.70% 和 42.14% 提升至 54.70% 和 69.39%，期货行业主体分化不断加剧。

图4：当前净资产规模靠前的期货公司多以券商系为主



数据来源：Wind，东吴证券研究所

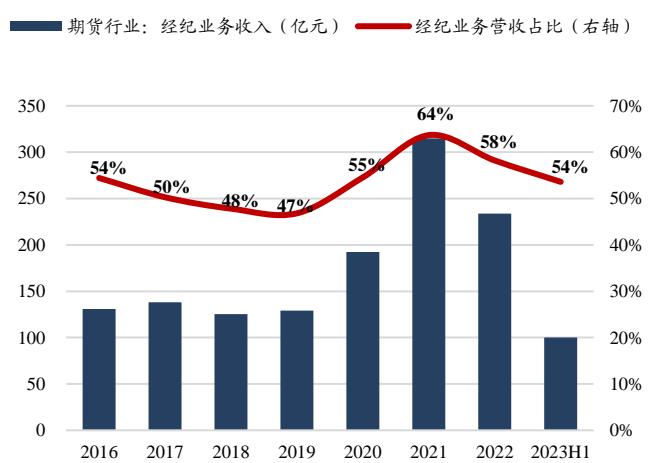
图5：2015 年以来我国期货行业交易量集中度逐年抬升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

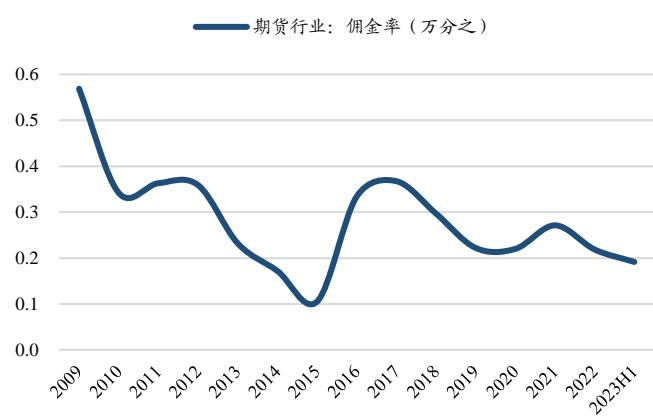
我国期货行业相对依赖经纪业务，同质化竞争激烈导致佣金率整体下滑。期货公司主营业务包括经纪业务、资产管理业务、期货交易咨询业务以及风险管理业务，如果通过净额法计算，则经纪业务是我国期货行业最主要的收入来源。据中期协统计，2022年/2023H1 我国期货行业分别实现经纪业务收入 233.75/100.09 亿元，收入占比分别达到 58%/54%。2016 年以来，期货行业经纪业务收入占比基本保持在 50%-70%区间内。由于盈利模式单一，手续费低价竞争成为了国内期货行业的主要竞争手段之一，导致我国期货行业佣金率持续面临下滑压力。2009-2023H1，我国期货行业佣金率由万分之 0.56 降至万分之 0.19，2016 年略有抬升，但是整体下行趋势不改。

图6：2016-2023H1 我国期货行业经纪业务营收及占比



数据来源：中期协，东吴证券研究所

图7：2009-2023H1 我国期货行业佣金率整体呈现下行趋势



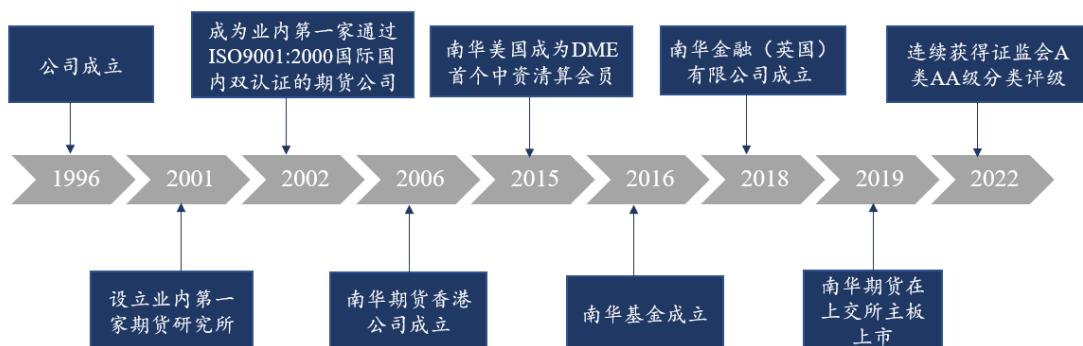
数据来源：中期协，东吴证券研究所

2. 公司简介：国内老牌期货公司，业务布局全球化

2.1. 多年发展硕果累累，股权结构保持稳定

二十七年老牌期货公司，国际化+多元化特色发展。1) 南华期货前身为浙江南华期货经纪有限责任公司，于 1996 年 5 月成立，是中国金融期货交易所首批全面结算会员单位，同时也是上期所、郑商所、大商所的全权会员单位。2012 年 8 月，公司整体变更为股份有限公司，并于 2019 年 8 月于上海证券交易所挂牌上市交易，成为国内首家 A 股上市的期货公司。2) 南华期货把握政策机遇，成为第一批在香港设立分支机构的 6 家境内期货公司之一。其全资控股的横华国际金融（前身南华香港）于 2007 年获批在香港地区经营香港及国际期货业务。3) 公司连续多年在期货公司分类评价中取得优异成绩，2017 年至 2022 年，南华期货证监会分类评级均保持为 AA 级最高等级。

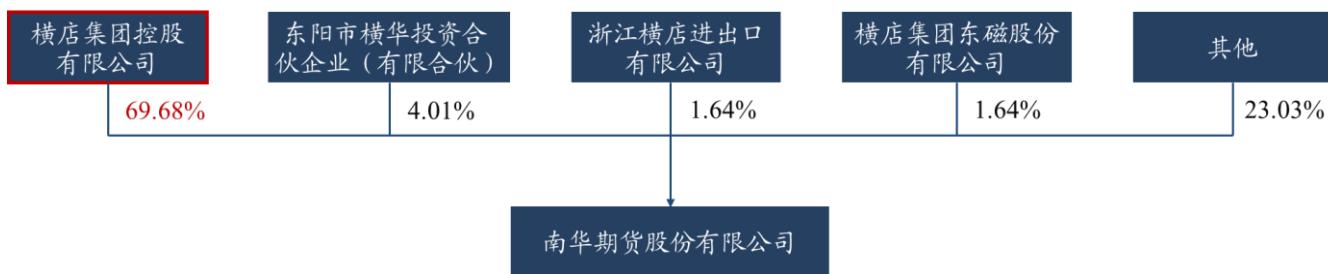
图8：南华期货发展历程



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司股东结构稳定，股东持股较为集中。1) 公司第一大股东为横店集团控股有限公司，其持股比例达 69.68%。横店集团是在中国改革开放中成长起来的多元化特大型民营企业，经过近 50 年的发展，其业务遍及 150 多个国家和地区。目前旗下有上市公司 6 家（英洛华、普洛药业、横店东磁、得邦照明、横店影视、南华期货），业务横跨电子电气、医药健康、影视文旅、现代服务等多个领域。横店集团资本实力雄厚，截至 2023H1，其总资产达到 962 亿元。2) 最终控制人为横店集团企业劳动群众集体。南华期货实控人为横店集团大股东东阳市横店社团经济企业联合会，系浙江省东阳市一社会团体。公司其余股东持股比例均不超过 5%，股权结构较为集中，助力公司长期稳健发展。

图9：南华期货股权结构

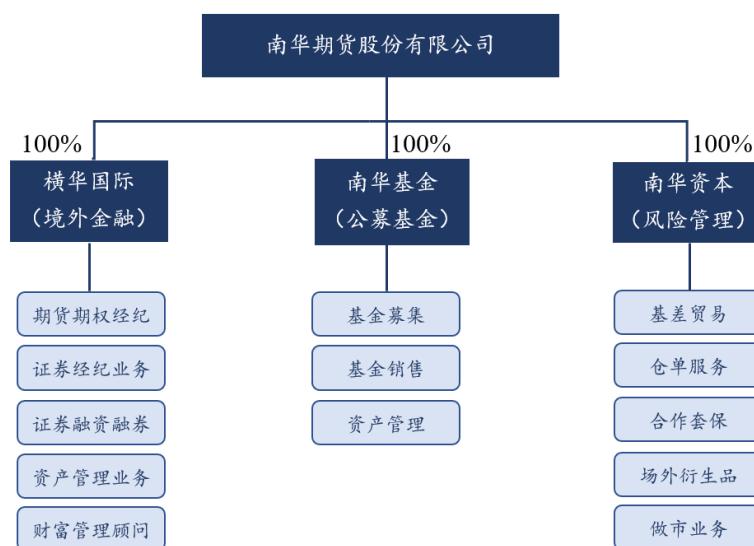


数据来源：公司公告，东吴证券研究所（截至 2023H1）

2.2. 业务布局范围广阔，定位全球化金融衍生品服务平台

业务板块定位明确，境内外业务协同发力。南华期货主要从事期货经纪业务、风险管理业务、财富管理业务、境外金融服务业务，并主要通过母公司开展境内期货经纪业务。公司旗下拥有三家全资子公司，其中南华资本管理有限公司主要开展境内风险管理业务；南华基金管理有限公司开展公募基金业务，其是是国内第一家由期货公司全资控股的公募基金管理公司；横华国际金融股份有限公司主要开展境外金融服务业务，范围已覆盖中国香港、新加坡、英国及美国。

图10：南华期货业务范围



数据来源：公司官网，东吴证券研究所（截至 2023H1）

2.3. 财务状况相对稳定，期货经纪业务贡献营收“半壁江山”

南华期货盈利能力稳定，近年业绩保持稳增。2019-2022 年，南华期货营收（净额法，剔除贸易成本）/归母净利润分别由 5.91/0.79 亿元增至 9.54/2.46 亿元，CAGR 分别达到 17%/46%。2023H1 期货市场总体净利润同比下滑 14%至 49.84 亿元，而南华期货归母净利润逆势大幅增长 123.62%至 1.68 亿元，行业龙头位置凸显。以其多年发展趋势来看，我们认为南华期货业绩在未来有望保持稳健增长。

图11：2017-2023H1 南华期货营收（净额法）情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

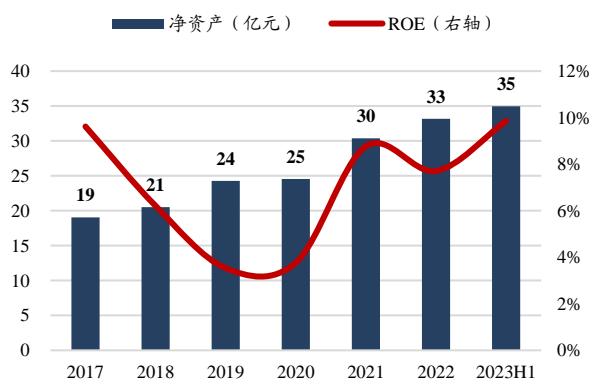
图12：2017-2023H1 南华期货归母净利润情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

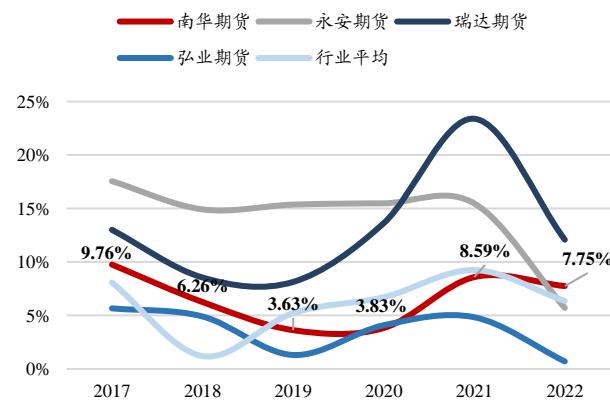
净资产稳步扩张，2023上半年 ROE 大幅提升。2017-2022年，南华期货净资产规模稳步提升，由19亿元提升至33亿元，CAGR达到12%，增速与行业基本持平(12%)。公司ROE中枢约为7%。2023H1，得益于高利率环境下境外金融业务业绩高增，公司年化ROE由22年末的7.75%大幅提升至9.86%，较之行业平均(5.34%)优势显著。

图13：南华期货净资产及年化ROE



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图14：上市期货公司 ROE 情况对比

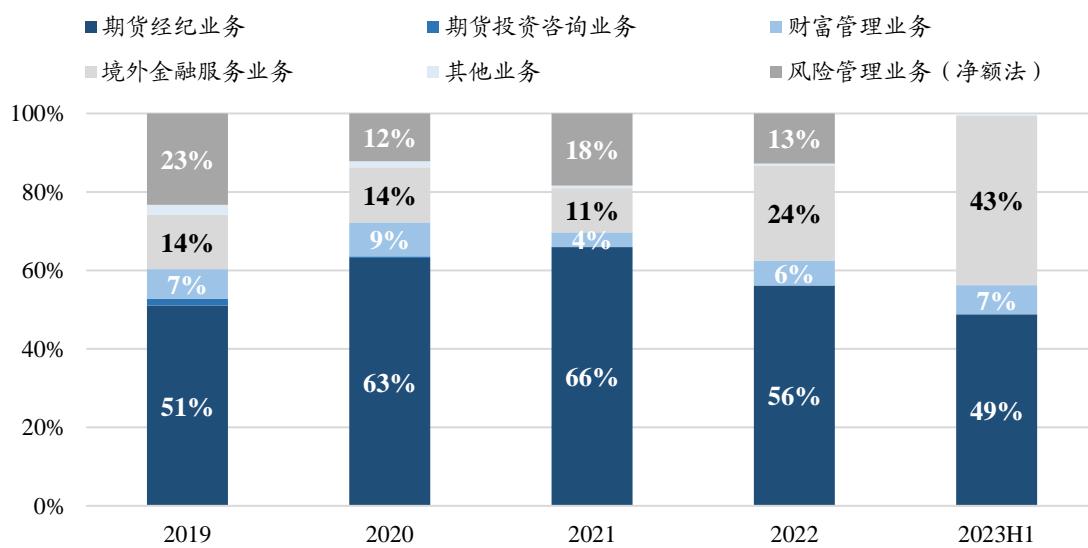


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

南华期货以期货经纪业务为主要营收来源，境外金融业务发展迅速。净额法下，南华期货营收结构较为多元。**1) 期货经纪业务是公司营收的主要来源。**公司期货经纪业务是指公司接受客户委托，并以自己的名义为客户进行期货交易的服务，主要分为商品期货经纪业务及金融期货经纪业务。近三年，经纪业务仍是利润的主要贡献者，其占比基本处于50%-60%区间内。**2) 公司通过南华资本及其子公司提供场外衍生品业务、基**

差贸易、做市业务等风险管理服务以及其他与风险管理相关的服务。公司风险管理业务目前主要以基差贸易为主，在扣除基差贸易成本后，其真实收入贡献在2020-2022年分别为12.17%/18.42%/12.58%。2023H1受证券、期货等市场价格变动影响，公司净额法下公司风险管理业务收入下降至-0.01亿元。**3)境外金融服务业务增势显著。**公司通过境外子公司开展境外金融服务，涵盖期货经纪业务、资产管理业务、证券经纪、证券投资咨询业务等多个领域。2023H1南华期货积极把握高利率环境下境外业务发展机遇期，依托海外布局的先发优势持续拓展业务版图，境外金融服务业务收入同比+298%至2.52亿元，营收占比由2022年末的24%提升至43%。**4)公司财富管理业务稳健扩张。**财富管理业务主要分为资产管理业务、公募基金业务及证券投资基金管理业务三部分。2020-2022年，财富管理营收占比分别为8.59%/3.73%/6.37%，2023H1公司财富管理业务营收占比进一步提升至7.48%。

图15：2019-2023H1 南华期货收入结构



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

注：风险管理业务收入（净额法）=风险管理业务收入-贸易成本

3. 业务概况：境外业务势头向好，财富管理能力持续增强

3.1. 国际化布局优势突出，境外金融服务业务表现亮眼

坚持国际化战略，国际市场竞争力强劲。南华期货通过子公司横华国际开展境外金融服务业务，其一直将国际化发展战略放在首要位置，依靠其前沿的发展战略，南华期货已经成为了在境外布局上走得最早、也是最远的期货经营机构之一，目前已经完成在中国香港、美国、英国及新加坡四个重要国际金融中心的战略布局，并在境外主流交易

所均有金融牌照，较同业已形成显著领先优势，切实提升了其在国际金融市场的竞争力。

图16：南华期货境外金融服务业务覆盖范围

中国香港	横华国际期货有限公司
	横华国际资产管理有限公司
	横华国际金融股份有限公司
	横华国际证券有限公司
	横华国际科技商贸服务有限公司
	横华国际财富管理有限公司
	Nanhua Fund SPC
	HGNH CAPITAL FUND
	横华国际资本有限公司
	横华资本（香港）有限公司
美国	Nanhua USA LLC
	Nanhua USA Holding LLC
	Chicago Institute of Investment, Inc.
	Nanhua USA Investment LLC
新加坡	Nanhua Singapore Pte. Ltd.
	NANHUA ASSET MANAGEMENT SG PTE.LTD
英国	Nanhua Financial (UK) Co. Limited

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图17：横华国际及其子公司牌照资格

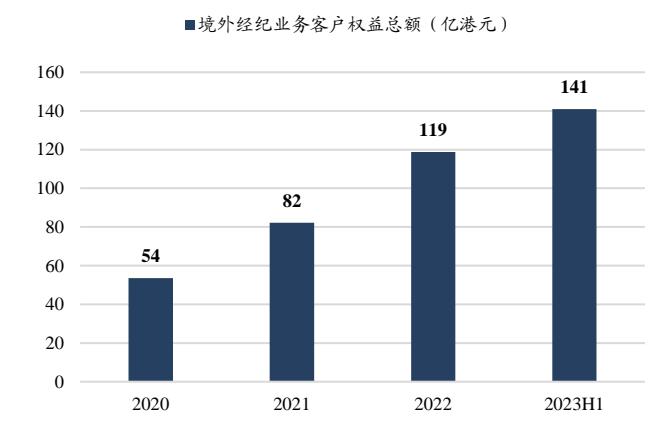
横华国际期货	2007年6月26日	中国香港期货合约交易资格
	2009年7月8日	中国香港期货交易所参与者资格
	2009年7月8日	中国香港期货结算公司参与者资格
	2009年7月8日	中国香港期货交易所交易权注册持有人资格
	2010年11月1日	中国香港期货合约交易、期货合约提供意见资格
	2011年3月21日	欧洲期货交易所(EUREX)交易会员资格
	2016年9月22日	巴黎泛欧交易所(EURONEXT)衍生品市场会员资格
	2017年8月8日	上海国际能源交易中心境外中介机构资格
	2018年4月9日	大连商品交易所境外经纪机构资格
	2018年11月19日	郑州商品交易所境外经纪机构资格
横华国际资产	2011年10月24日	中国香港提供资产管理资格
	2013年7月15日	人民币合格境外机构投资者资格
	2017年1月26日	中国香港就证券提供意见、提供资产管理资格
横华国际证券	2014年1月8日	中国香港证券交易资格
	2014年3月25日	中国香港中央结算所直接结算参与者资格
	2014年4月1日	中国香港联交所交易所参与者资格
	2014年11月10日	中华通(沪港通)结算参与者资格

	2016年12月5日	中华通(深港通)结算参与者资格
	2017年4月18日	中国香港证券交易、就证券提供意见资格
NANHUA USA	2014年7月16日	美国全国期货协会(NFA)会员，获得期货佣金商(FCM)业务资格
	2015年2月13日	芝加哥商业交易所集团下属四大交易所清算会员资格
	2015年7月6日	获得迪拜商品交易所(DME)清算会员资格
	2016年6月8日	获得美国全国期货协会(NFA)商品交易顾问和商品基金经理资格
NANHUA SINGAPORE	2017年12月14日	新加坡资本市场服务牌照，从事期货合约交易和杠杆式外汇交易
	2018年5月7日	新加坡亚太交易所(APEX)清算会员资格
	2018年12月6日	新加坡交易所(SGX)衍生品交易及清算会员资格
	2019年1月21日	上海国际能源交易中心境外中介机构资格
	2019年3月6日	郑州商品交易所境外经纪机构资格
NANHUA UK	2019年5月17日	英国金融行为管理局期货牌照
	2019年10月25日	伦敦金属交易所(LME)二类会员资格
	2020年12月18日	郑州商品交易所境外经纪机构资格
	2020年12月22日	大连商品交易所境外经纪机构资格
	2021年2月10日	上海国际能源交易中心境外经纪机构资格
NANHUA SG	2020年2月11日	新加坡资本市场服务牌照(CMS)下基金管理牌照
	2021年11月9日	合格境外投资者资格

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

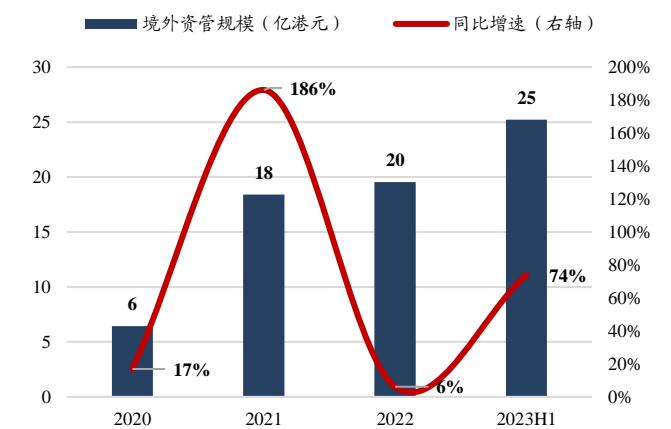
境外经纪及资管业务发展迅速，收入贡献卓越。 1) 受益于海外中资企业套保资金迁移，公司境外客户权益持续增长。公司在近年采取了低佣金率的策略吸引境外客户，提升客户粘性。由于中美博弈背景下出海风险提升，大量境外中资企业为保障持仓的保密性以及资金安全，逐渐将套保交易从外资机构切换至中资期货公司，带动南华期货的境外客户权益规模快速提升，为公司海外经纪业务进一步发展提供了良好契机。2019-2022年，南华期货境外经纪业务客户权益总额分别为54/82/119亿元。截至2023H1，公司境外经纪业务客户权益总额为140.94亿港币，同比增长33.24%。**2) 境外资管业务规模快速提升。** 南华期货境外资管业务成绩优异，公司积极顺应国际化发展趋势，积极梳理法规并完善投资流程，与多家头部券商进行了深入的业务合作，推进资产管理业务发展。截至2023H1，公司境外资管业务规模25.22亿港元，同比增长73.93%。

图18：南华期货境外经纪业务客户权益



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图19：南华期货境外资管规模



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

南华期货拥有完整的海外清算体系。经过多年布局，目前南华期货海外子公司横华国际已经形成了全球化清算体系，具备新加坡交易所（SGX-DC）、伦敦金属交易所（LME）、芝加哥商业交易所集团（CME）等多家主流商品交易所的清算会员资格，是清算资格最全的中资背景期货公司。在全球宏观环境走向高波动的背景下，南华期货能够借助强大的海外清算能力为中资企业在国际期货交易中保驾护航，有效保障客户资金安全性。另一方面，南华期货也能够凭借牌照优势将更多的国际客户引入中国期货市场，提高集团在国际金融市场的品牌。

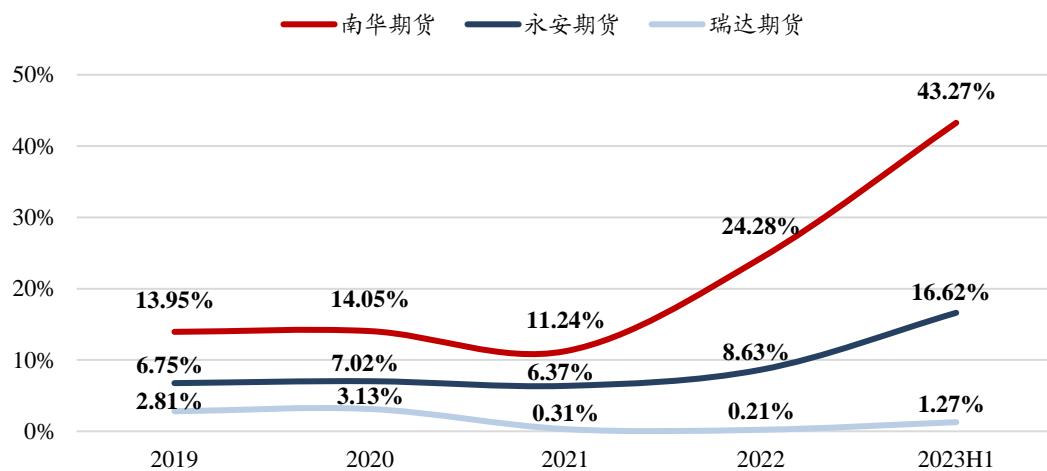
图20：海外主要交易所中国背景清算会员情况

	会员数量	中国背景会员数量	中国背景清算会员
SGX-DC（新加坡交易所）	27	6	海通国际、汇丰银行（中国香港）、凯基证券（中国台湾）、 南华新加坡 、东证期货、富途moomoo
LME（伦敦金属交易所）	42	5	中银国际商品期货、建银国际、广发金融交易、工银标准、 南华英国
ICE（洲际交易所）-欧洲清算所	69	2	广发金融交易、中银国际商品期货
CME Group（芝商所集团）			
-CME	52	4	
-CBOT	53	4	直达国际（美国）、 南华美国 、招商期货、中银国际期货
-NYMEX	53	4	
-COMEX	46	4	

数据来源：SGX, LME, ICE, CME, 东吴证券研究所

南华期货境外金融服务业务营收占比领先同业。相比于境内期货公司，南华期货境外子公司拥有所有境外主流交易所的金融牌照，在数量上遥遥领先。截至 2023H1，南华期货境外金融业务营收占比达到 43.27%，远高于同为上市期货公司的永安期货与瑞达期货（16.62%/1.27%）。预计未来境外金融服务业务将仍是南华期货的主要抓手，帮助公司在国际市场发挥光热。

图21：南华期货境外金融业务营收占比高于同业

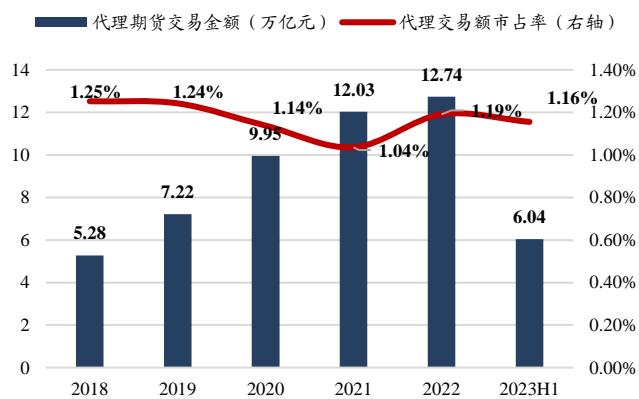


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. 境内期货经纪业务稳步增长，后续有望受益交易市场扩容

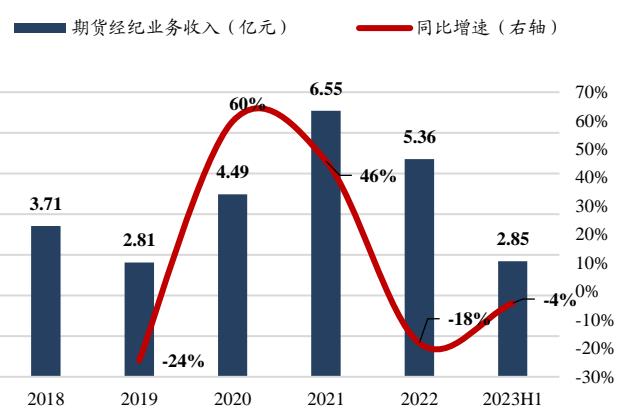
南华期货代理交易额逐年攀升，2023H1 期货经纪业务收入企稳。南华期货坚持为不同客户提供差异化、个性化的增值服务内容，期货经纪竞争力持续提升。2018-2022 年公司代理期货交易额由 5.28 万亿元增长至 12.74 万亿元，CAGR 达到 25%，交易额市占率基本保持在 1.1%-1.3% 区间内。受此推动，南华期货 2020 及 2021 年期货经纪业务收入持续高增（增速分别为 60%/46%）。2022 年受制于期货行业景气度下滑，公司境内期货经纪业务收入下滑 18% 至 5.36 亿元，降幅低于行业整体（-26%）。2023H1，南华期货经纪业务收入同比-4% 至 2.85 亿元，降幅进一步收窄，公司期货经纪业务收入市占率较 2022 年提升 0.55pct 至 2.84%。未来伴随期货市场交易活跃度回升，公司期货经纪业务有望继续迸发新活力。

图22：2018-2023H1 南华期货境内期货交易额情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图23：2019-2023H1 南华期货经纪业务收入



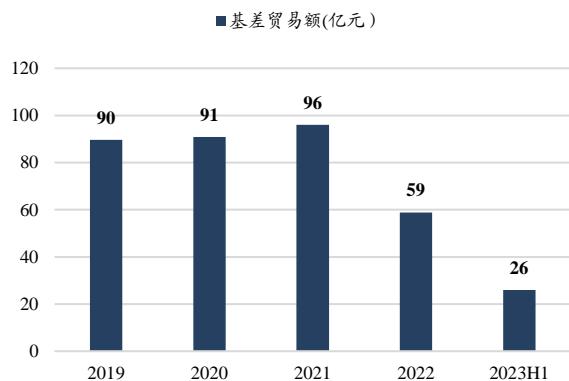
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

境内期货市场潜力持续兑现，南华期货经纪业务有望持续受益。2022年我国期货市场持续平稳运行，尽管市场规模呈下滑走势，但全年期货市场成交规模有所上涨。2022年我国期货产品体系扩充速度加快，全年共上市新品种16个，截至2022年底，我国期货期权品种总数已达110个，产品体系不断丰富。同时，我国期货行业制度建设持续完善。《期货和衍生品法》于2022年8月正式实施，将期货市场三十多年的发展经验、成果在法律层面上予以了肯定，同时也为期货市场的改革创新预留了空间。未来，期货市场有望进一步提升活跃度，服务实体经济的能力将持续增强。

3.3. 风险管理业务需求增加，场外衍生品业务规模持续增长

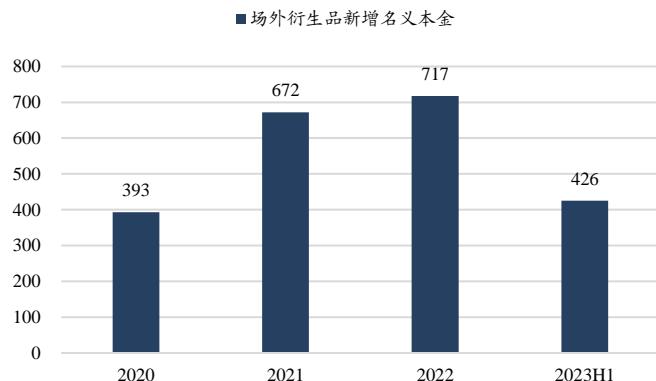
公司风险管理业务以基差贸易业务为主，场外衍生品业务后来居上。2021-2022年，大宗商品市场波动剧烈，大幅增加了实体企业的风险管理需求。南华期货通过其子公司南华资本开展风险管理业务，其中基差贸易业务为公司风险管理业务的主要组成部分。近年来公司基差贸易规模持续压降，2019-2022，南华资本基差贸易业务期现货贸易额分别为89.63/90.84/96.04/58.85亿元。2023年上半年，公司基差贸易业务实现期现货贸易额25.99亿元，同比减少13.40%。同时，公司紧跟市场需求，进一步推动远期、期权、掉期、互换等各类衍生品的多元化运用，充分发挥个股场外衍生品业务资质优势，实现场外衍生品业务迅速发展，2020-2022年，场外衍生品新增名义本金由393亿元增至717亿元。2023年上半年，场外衍生品业务新增名义本金425.51亿元，同比增长6.56%。在做市业务方面，公司多年持续优化做市策略，提升做市业务盈利能力，市场竞争力有所提升。

图24：南华期货基差贸易额



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图25：南华期货场外衍生品业务发展迅速（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.4. 财富管理业务规模不断扩张，主动管理能力持续增强

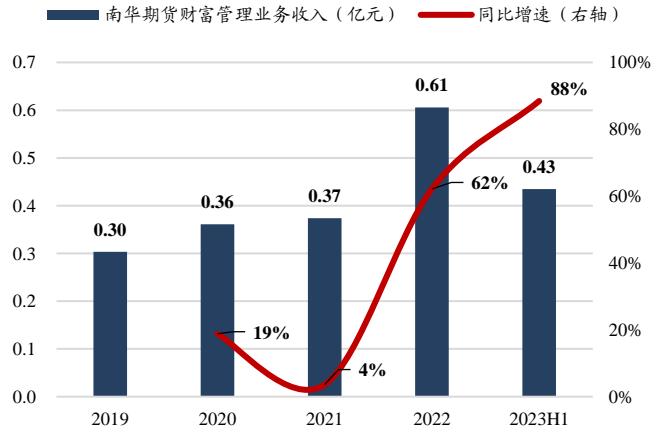
南华期货财富管理业务进步迅速，收入持续高增。南华期货财富管理业务包括境内资产管理、公募基金和金融产品代销业务。母公司主要开展境内资管及基金销售业务，子公司南华基金则开展公募基金管理业务，子公司横华国际开展境外资产管理业务，境内境外协同发力，助力南华期货财富管理业务增长。2019-2022 年，南华期货财富管理业务收入由 0.30 亿元提升至 0.61 亿元，CAGR 达到 26%。2023H1 公司财富管理业务收入维持高增，同比+88%至 0.43 亿元。

图26：南华期货财富管理牌照



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

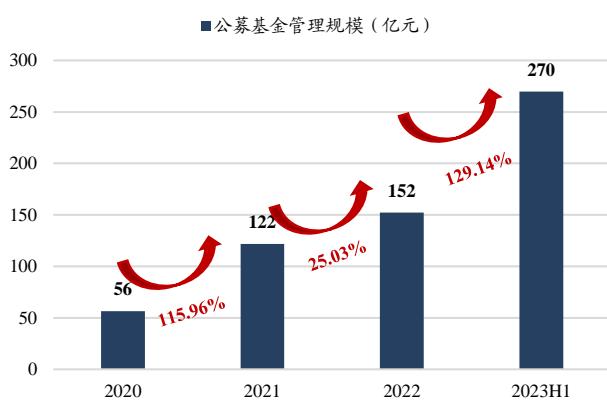
图27：南华期货财富管理业务收入持续提升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

深化财富管理业务转型，公募基金与资产管理业务齐头并进。2020-2022年，南华期货分别实现公募基金产品管理总规模56/122/152亿元，实现资产管理规模2.26/6.68/7.32亿元，增幅明显。1)南华基金作为国内第一家由期货公司控股的公募基金公司，2022年管理规模首次突破200亿元，净利润实现扭亏为盈。截至2023年6月30日，南华基金管理规模269.61亿元，同比增长129.14%。2)据中期协统计，截至2022年末，129家开展资产管理业务的期货公司中共有62家的管理规模小于5亿元，13家公司的管理规模处于5-9.99亿元间。南华期货资产管理规模超过行业平均水平，排名43名左右，并逐年稳步提升。截至2023年6月30日，公司资产管理规模为15.37亿元，同比增长127.70%。发展势头向好。

图28：南华期货公募管理规模连年上升



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图29：南华期货资管规模连年上升



数据来源：公司公告, 东吴证券研究所

图30：2022年期货公司资管规模分布情况

管理规模区间	公司数量	规模占比
<5亿元	62	53.45%
5-10亿元	13	11.21%
10-20亿元	17	14.66%
20-50亿元	12	10.34%
50-100亿元	5	4.31%
>100亿元	7	6.03%

数据来源：中期协, 东吴证券研究所

4. 盈利预测及估值

1) 期货经纪业务: 境内业务方面，随着期货行业新交易品种的上市速度和对外开放明显加快，我们预计境内期货市场成交额及客户权益将持续稳定增长。假设南华期货市占率小幅提升，2023-2025 年期货交易额市占率达到 2.5%，对应 2023-2025 年公司代理交易额分别达到 14.68/16.11/17.44 亿元，增速为 15%/10%/8%。

2) 财富管理业务: 随着公司进一步丰富产品体系，强化主动管理能力，我们认为公司资管及公募基金管理业务规模将迎来稳定增长。假设 2023-2025 年公司资产管理业务逐年同比增长 5%至 7.69/8.07/8.47 亿元，南华基金管理规模同比增长 20%/15%/10%至 183/210/231 亿元。同时考虑到主动管理能力提升或带动管理费率上行，我们假设 2023-2025 年公司资管与公募基金业务管理费率分别达到 3.0%/0.3%。

3) 风险管理业务: 我们认为在宏观环境复杂多变的背景下，基差贸易业务创收能力将受到影响，结合 2023H1 情况判断，预计在总额法下，2023-2025 年公司风险管理业务收入分别为 61/64/67 亿元。

图31：南华期货分业务核心假设

(单位：亿元，CNY)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
1. 期货经纪业务						
南华期货：代理交易额（万亿元）	9.95	12.03	12.74	14.68	16.11	17.44
增速	37.79%	20.92%	5.90%	15.23%	9.75%	8.25%
市占率	2.28%	2.08%	2.39%	2.50%	2.50%	2.50%
2. 财富管理业务						
南华期货：资产管理规模	2.26	6.68	7.32	7.69	8.07	8.47
增速	126.00%	195.58%	9.58%	5.00%	5.00%	5.00%
管理费率	1.80%	2.21%	2.90%	3.00%	3.00%	3.00%
南华基金：管理规模	56.39	121.78	152.26	182.71	210.12	231.13
增速	-34.03%	115.96%	25.03%	20.00%	15.00%	10.00%
管理费率	0.57%	0.21%	0.25%	0.30%	0.30%	0.30%
3. 风险管理业务						
风险管理业务收入	92.91	97.05	59.91	61.27	64.39	67.42

数据来源：中期协，公司公告，Wind，东吴证券研究所

基于上述假设，我们预计 2023-2025 年南华期货手续费净收入分别为 5.56/6.08/6.57 亿元，利息净收入分别为 4.43/4.91/5.59 亿元，其他业务收入分别为 60.31/63.35/66.43 亿元。预计南华期货 2023-2025 年营业收入（总额法）分别为 71.05/75.77/79.69 亿元，同比分别+4.14%/+6.65%/+5.17%；归母净利润分别为 3.80/5.06/5.75 亿元，同比分别+54.37%/+33.21%/+13.55%。预计 2023-2025 年每股收益分别为 0.62/0.83/0.94 元，对应 PE 分别为 20.86/15.66/13.79 倍。

图32：南华期货盈利预测（总额法）

单位：百万元	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
一、营业总收入	9,915	10,515	6,823	7,105	7,577	7,969
手续费净收入	370	511	498	556	608	657
利息净收入	167	240	327	443	491	559
其他业务收入	9,142	9,631	5,903	6,031	6,335	6,643
二、营业总成本	9,794	10,176	6,527	6,596	6,900	7,198
三、营业利润	121	339	296	509	677	771
归属于母公司股东净利润	94	244	246	380	506	575
营业总收入增速	3.96%	6.05%	-35.11%	4.14%	6.65%	5.17%
归属于母公司股东净利润增速	18.47%	158.67%	1.01%	54.37%	33.21%	13.55%
EPS	0.15	0.40	0.40	0.62	0.83	0.94
P/E	84.15	32.53	32.21	20.86	15.66	13.79

数据来源：Wind，东吴证券研究所（截至 2023 年 9 月 27 日）

注：此处以总额法确认风险管理业务收入，故其他业务收入占比较高。

我们选取同为 A 股上市期货公司的永安期货、瑞达期货作为对标公司，利用相对估值法进行估值。截至 2023 年 9 月 27 日，南华期货 PE（2023E）估值为 20.86 倍，低于瑞达期货（24.28 倍）和永安期货（24.62 倍）。考虑到公司境外业务优势突出，在我国期货市场加速与国际接轨的背景下盈利能力有望进一步提升，我们给予南华期货 2023 年 25 倍 PE 估值，对应目标价 15.57 元/股，首次覆盖给予“增持”评级。

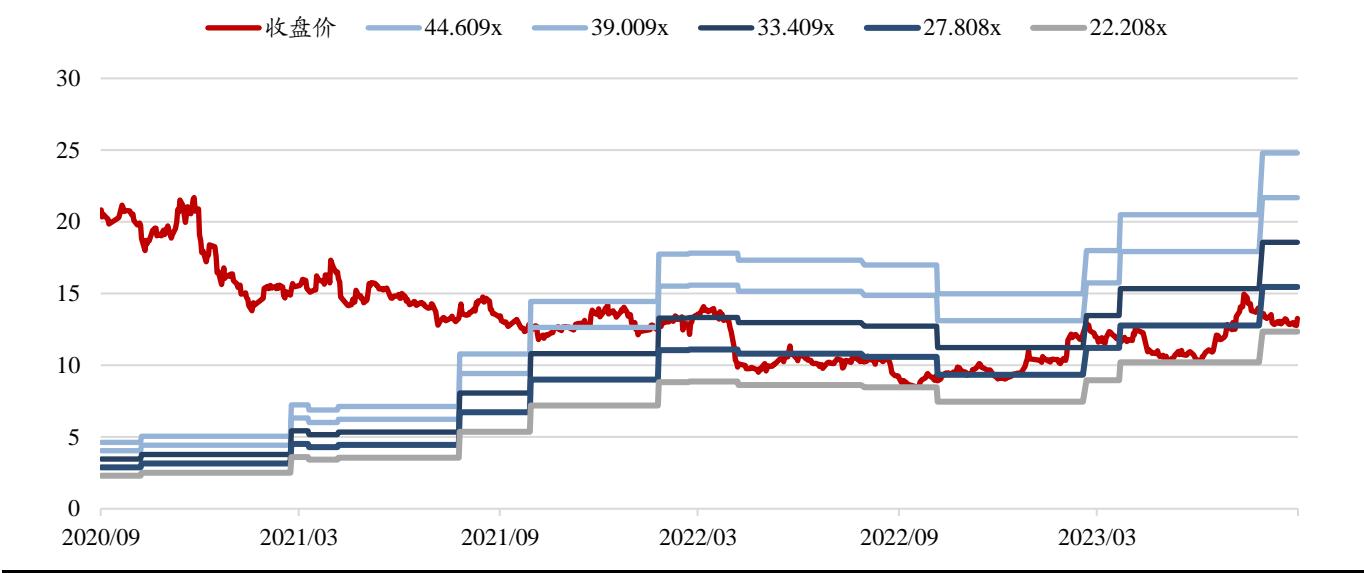
图33：可比公司估值

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	营收 (2022, 亿元)	归母净利润 (2022, 亿元)	PE (TTM)	PE (2023E)
002961.SZ	瑞达期货	69.96	21.06	2.94	31.27	24.28*
600927.SH	永安期货	236.24	347.75	6.72	30.74	24.62*
平均		153.10	184.41	4.83	31.00	24.45
603093.SH	南华期货	79.25	68.23	2.46	23.37	20.86

数据来源：Wind，东吴证券研究所（截至 2023 年 9 月 27 日）

注：加*数据为 Wind 一致预期

图34：南华期货 PE Band（截至 2023 年 9 月 27 日）



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

5. 风险提示

1) 行业监管趋严：监管政策收紧或将对公司境外业务经营环境造成影响，进而导致公司境外业务面临业绩波动风险。

2) 境内期货市场发展不及预期：若境内期货市场发展不济，成交额出现较大幅度下滑，将直接导致公司手续费收入出现萎缩。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15%与 -5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>