

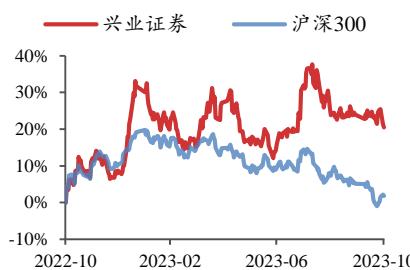
## 兴业证券 (601377.SH) 手续费业务承压，自营拖累 Q3 业绩转亏

2023 年 10 月 31 日

——兴业证券 2023 三季报点评

**投资评级：买入（维持）**

日期	2023/10/31
当前股价(元)	6.24
一年最高最低(元)	7.45/5.37
总市值(亿元)	538.89
流通市值(亿元)	538.89
总股本(亿股)	86.36
流通股本(亿股)	86.36
近 3 个月换手率(%)	61.55

**股价走势图**


数据来源：聚源

**相关研究报告**

《投资和投行业务表现亮眼，权益资产明显扩张—兴业证券 2023 年中报点评》-2023.8.27

《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》-2023.6.30

**高超（分析师）**

gaochao1@kysec.cn

证书编号: S0790520050001

**唐关勇（联系人）**

tangguanyong@kysec.cn

证书编号: S0790123070030

**● 手续费业务承压，自营拖累 Q3 业绩转亏**

2023 年前 3 季度公司营收/净利润分别为 88.6/15.8 亿元，分别同比+22.6%/-11.2%，年化 ROE 4.0%，同比-1.5pct，期末杠杆率（扣客户保证金）3.85 倍，较年初+16%，业绩低于我们预期。Q3 单季营收/净利润分别 19.2/-2.2 亿元，分别同比-15.7%/转亏，环比-30.7%/转亏。考虑 3 季度股市整体偏弱，我们下调 2023-2025 年归母净利润预测至 23.0/41.6/48.4 亿元（调前 37.0/45.8/56.4 亿元），分别同比-13%/+81%/+16%，对应 EPS 分别为 0.27/0.48/0.56 元，ROE 分别为 4.4%/7.6%/8.4%。公司“财富管理+机构业务”双轮联动与数智化建设战略推进，当前股价对应 PB 分别为 1.0/1.0/0.9 倍，维持“买入”评级。

**● 三季度经纪与投行业务收入受市场影响同比下降，IPO 规模市占率保持提升**

(1) 前 3 季度公司经纪业务净收入 17.7 亿元，同比-18.3%，Q3 单季实现 5.4 亿元，同比-27.1%，环比-13.1%，前 3 季市场日均股基成交额 10060 万亿元，同比-3.5%。(2) 前 3 季度公司投行业务净收入为 7.8 亿元，同比+4.7%，Q3 单季实现 1.9 亿元，同比-26.2%，环比-11.3%。前三季 IPO 收入 4.0 亿，同比+58.4%，承销规模/单数分别 52.7 亿元/6 单，分别同比+41.2%/+20.0%。前三季 IPO 承销规模市占率 1.63%，较 2022 年同期+0.86pct。(3) 2023 前三季公司实现受托资管业务净收入分别为 1.1 亿元，同比+0.6%。Q3 单季实现 0.4 亿元，同比+4.7%，环比+8.9%。

**● 三季度利息净收入同比明显下降，自营业务受股市波动拖累**

(1) 2023 前三季利息净收入 14.3 亿元，同比+3.7%，Q3 单季实现 4.3 亿元，同比-27.2%，环比-13.4%。第三季度末公司融出资金余额 295 亿元，两融市占率 1.95%，较年初-0.02pct。(2) 2023 前三季自营投资收益 8.2 亿元（2022 前三季亏损 7.0 亿元），自营年化投资收益率 2.89%（2022 前三季为-1.34%）。3 季度沪深 300 下跌 3.98%，Q3 单季自营投资收益亏损 4.2 亿元，预计受股市走弱影响。2023 前三季末自营金融资产规模 862 亿元，较年初+31%。(3) 2023 前三季公司管理费用 48.3 亿元，同比+32.7%，Q3 单季管理费用 17.0 亿元，同比+28.6%，环比+73.1%，预计主因公司信息技术和人力成本投入增加。

**● 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	12,650	16,502	18,817
YOY(%)	7.9	-43.8	18.7	30.4	14.0
归母净利润(百万元)	4,743	2,637	2,304	4,159	4,838
YOY(%)	18.5	-44.4	-12.6	80.5	16.3
毛利率(%)	40.6	38.6	29.1	41.8	42.5
净利率(%)	25.0	24.7	18.2	25.2	25.7
ROE(%)	12.0	5.6	4.4	7.6	8.4
EPS(摊薄/元)	0.71	0.31	0.27	0.48	0.56
P/E(倍)	8.8	20.4	23.4	13.0	11.1
P/B(倍)	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

**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
<b>流动资产</b>	169,987	185,521	212,083	245,012	274,525	<b>营业收入</b>	18,972	10,660	12,650	16,502	18,817
现金	66,854	80,352	79,790	89,726	96,660	营业成本	11,264	6,540	8,965	9,608	10,829
应收票据及应收账款	1,691	1,720	1,920	2,120	2,320	营业税金及附加	107	71	75	98	114
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	6,984	7,012	8,132
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	130,374	153,166	175,545	财务费用	-0	-0	-0	-0	-0
<b>非流动资产</b>	47,476	60,338	76,863	81,745	86,808	资产减值损失	(21)	(6)	-0	20	30
长期投资	4,729	4,865	5,585	6,231	6,692	其他收益	-0	-0	-0	-0	-0
固定资产	800	861	941	1,041	1,091	公允价值变动收益	603	264	-0	-0	-0
无形资产	362	433	433	433	433	投资净收益	3,178	251	1,605	3,562	4,162
其他非流动资产	41,585	54,179	69,903	74,040	78,591	资产处置收益	-0	-0	-0	-0	-0
<b>资产总计</b>	217,463	245,859	288,946	326,757	361,333	<b>营业利润</b>	7,708	4,120	3,685	6,894	7,988
<b>流动负债</b>	108,989	129,080	165,394	188,373	210,922	营业外收入	1	2	2	3	3
短期借款	433	894	1,520	1,748	1,923	营业外支出	45	25	28	36	42
应付票据及应付账款	5,765	15,594	20,594	22,594	24,594	<b>利润总额</b>	7,663	4,096	3,659	6,860	7,949
其他流动负债	102,791	112,592	143,280	164,031	184,405	所得税	1,808	753	587	1,314	1,499
<b>非流动负债</b>	63,119	59,942	66,029	77,915	85,996	<b>净利润</b>	5,855	3,343	3,072	5,546	6,450
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	4,743	2,637	2,304	4,159	4,838
其他非流动负债	63,119	59,942	66,029	77,915	85,996	EBITDA	7995	4530	4193	7494	8683
<b>负债合计</b>	172,108	189,022	231,423	266,288	296,917	EPS(元)	0.71	0.31	0.27	0.48	0.56
少数股东权益	4,166	4,573	4,458	4,687	4,992						
股本	6,697	8,636	8,636	8,636	8,636	<b>主要财务比率</b>	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	14,377	22,472	22,551	22,551	22,551	<b>成长能力</b>					
留存收益	13,856	14,264	15,049	17,768	21,408	营业收入(%)	7.9	-43.8	18.7	30.4	14.0
<b>归属母公司股东权益</b>	41,189	52,265	53,065	55,783	59,423	营业利润(%)	24.3	-46.6	-10.5	87.1	15.9
<b>负债和股东权益</b>	217,463	245,859	288,946	326,757	361,333	归属于母公司净利润(%)	18.5	-44.4	-12.6	80.5	16.3
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	40.6	38.6	29.1	41.8	42.5
						净利率(%)	25.0	24.7	18.2	25.2	25.7
						ROE(%)	12.0	5.6	4.4	7.6	8.4
<b>现金流量表(百万元)</b>	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	ROIC(%)	3.2	1.6	1.3	1.9	2.0
<b>经营活动现金流</b>	14989	22352	27582	35555	41960	<b>偿债能力</b>					
净利润	5855	3343	3072	5546	6450	资产负债率(%)	77.4	79.1	76.9	80.1	81.5
折旧摊销	331	434	534	634	734	净负债比率(%)	2.3	1.7	2.4	2.7	2.9
财务费用	0	0	0	0	0	流动比率	1.6	1.4	1.3	1.3	1.3
投资损失	-869	-533	-633	-733	-833	速动比率	1.6	1.4	1.3	1.3	1.3
营运资金变动	18104	20639	25639	30639	35639	<b>营运能力</b>					
其他经营现金流	-8433	-1531	-1031	-531	-31	总资产周转率	9.5	4.6	4.7	5.4	5.5
<b>投资活动现金流</b>	-935	-9847	-9747	-9647	-9547	应收账款周转率	1041.5	625.0	695.3	817.1	847.8
资本支出	2	1	1	1	1	应付账款周转率	267.1	61.2	49.5	44.5	45.9
长期投资	1233	0	100	200	300	<b>每股指标(元)</b>					
其他投资现金流	1268	1123	1223	1323	1423	每股收益(最新摊薄)	0.71	0.31	0.27	0.48	0.56
<b>筹资活动现金流</b>	2115	2755	-17789	-23201	-33429	每股经营现金流(最新摊薄)	0.00	0.00	0.00	0.00	4.86
短期借款	37794	1331	1431	1531	1631	每股净资产(最新摊薄)	6.15	6.05	6.14	6.46	6.88
长期借款	63431	39239	39339	39439	39539	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	8.8	20.4	23.4	13.0	11.1
资本公积增加	0	10031	10031	10031	10031	P/B	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9
其他筹资现金流	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	37.3	70.1	77.3	43.9	39.3
<b>现金净增加额</b>	16434	15530	45	2707	-1017						

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