

# 兴业证券（601377.SH）

## 双轮驱动，数智协同

增持

### 核心观点

**重点布局财富管理与机构业务，特色定位形成经营优势。**（1）兴业证券成立于1991年，并于2010年10月在上交所上市。公司推进科技赋能，以客户需求为中心打造财富管理与大机构业务两大核心体系，是国内独具特色的综合性券商。（2）业务排名持续提升。截至2023年9月末，公司总资产2777亿元，位居上市证券公司第13名，较2022年末上升1位。2023Q3实现营收和归母净利润88.56亿元、15.81亿元，同比增速分别为22.64%、-11.20%；其中经纪/投行/资管/信用/自营同比增速分别为-18.26%/4.72%/0.55%/3.72%/217.74%。

**财富管理：“产品+服务”实现价值增长，兴证资管公募化推进，基金投顾与家族办公室有效实现客户分层。**公司财富管理持续发力金融产品销售和基金投顾业务，客户保有量持续提升。2023年11月，兴证资管公募基金牌照获批，公募化布局持续推进。2019年至2022年公司财富管理指标代销金融产品收入实现复合增长率41.4%，主因在于公司从2019年起，财富管理转型成效凸显，客户基础不断夯实、产品代销业绩突出。

**机构业务：构建销售生态圈、配股落地驱动中资本中介业务发力。**公司通过建立一级销售交易业务总部，持续构建直接面对公募基金、保险、私募、银行等机构客户的销售生态。2022年，公司配股落地，驱动资本中介业务发力。

**数智协同，推动数字化转型与布局，赋能财富管理，深化机构业务转型。**公司通过为外部对客服务、内部经营管理、底层数智基建等三个层次，布局金融科技产品，推动数字化转型。

**证券行业步入杠杆提升、并购整合新周期，公司顺应趋势ROE中枢将有效提升。**建设金融强国强化资本市场地位，完善多层次资本市场、做大做强资本市场、迎接居民财富迁徙成为行业发展共识。兴业证券以此为战略契机，后续重点整合资管等牌照资源，提升资本运用效率。

**盈利预测与估值：**预计公司2023年至2025年归母净利润分别为28.04/32.91/36.49亿元，同比增速为6.3%/17.4%/10.9%；EPS分别为0.32/0.38/0.42元；PB分别为1.0/0.9/0.9倍。我们采用相对估值法，考虑到兴业证券的特色化定位及发展战略，我们给予公司2024年目标价为7.55-7.87元/股，目前仍有26%以上上升空间。我们首次覆盖给予“增持”评级。

**风险提示：**估值风险；盈利预测偏差较大的风险；二级市场大幅波动风险；监管政策变动风险；资本市场全面深化基础性制度改革推进不及预期的风险；投资收益的大幅波动风险等。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	18,972	10,660	12,657	14,230	15,770
(+/-%)	7.9%	-43.8%	18.7%	12.4%	10.8%
归母净利润(百万元)	4,743	2,637	2,804	3,291	3,649
(+/-%)	18.5%	-44.4%	6.3%	17.4%	10.9%
摊薄每股收益(元)	0.71	0.35	0.32	0.38	0.42
净资产收益率(ROE)	12.0%	5.6%	5.3%	5.9%	6.3%
市盈率(PE)	8.4	17.1	18.5	15.7	14.2
市净率(PB)	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·深度报告

#### 非银金融·证券 II

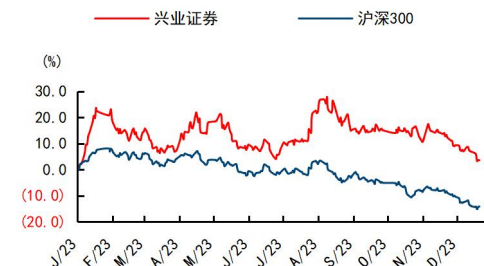
**证券分析师：孔祥** 021-60375452 kongxiang@guosen.com.cn S0980523060004  
**证券分析师：陈莉** 0755-81981575 chenli@guosen.com.cn S0980522080004

**证券分析师：林珊珊** 0755-81981576 linss@guosen.com.cn S0980518070001

#### 基础数据

投资评级	增持(首次评级)
合理估值	7.55 - 7.87 元
收盘价	5.78 元
总市值/流通市值	49916/49916 百万元
52周最高价/最低价	7.45/5.55 元
近3个月日均成交额	284.95 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

# 内容目录

<b>公司简介：起家福建的综合类券商</b>	<b>6</b>
基本情况	6
历史沿革	7
股权结构	7
管理层背景多元	8
<b>战略导向：特色定位，双轮驱动</b>	<b>10</b>
以财富管理与机构业务为主的双轮驱动	10
居民财富结构配置变化——财富管理机遇	10
资本市场机构化加强——机构业务机遇	11
资管机构需要绝对收益产品解决方案	12
<b>行业分析</b>	<b>14</b>
行业格局：综合头部券商领先、中小券商差异化发展	14
行业发展趋势：步入杠杆提升、并购整合新周期，ROE 中枢有效提升	15
<b>公司分析</b>	<b>16</b>
总资产规模增速快	16
公司营收及构成	17
ROE 有望持续提升	19
<b>财富管理：“产品+服务”实现价值增长</b>	<b>20</b>
客户分层	21
资管体系搭建和产品匹配	22
兴证全球基金：主打精品权益管理模式	23
南方基金：定位全能型资管机构	24
<b>机构业务：构建销售生态</b>	<b>25</b>
策略与产品创设	26
启动大销售改革	27
配股落地驱动资本中介业务发力	28
“数智兴证”助力科技转型	28
<b>盈利预测</b>	<b>29</b>
核心假设	29
未来 3 年盈利预测	31
盈利预测的敏感性分析	31
<b>估值与投资建议</b>	<b>32</b>
相对估值	32
相对估值的敏感性分析	33
投资建议	33

风险提示 .....	34
附表：财务预测与估值 .....	36

## 图表目录

图 1: 兴业证券营业部与分公司主要分布在江浙闽地区 .....	6
图 2: 兴业证券总资产位居上市证券公司第 13 位 (截至 2023 年 9 月末) .....	6
图 3: 兴业证券历史沿革 .....	7
图 4: 兴业证券股权结构 (截止 2023 年 9 月末) .....	8
图 5: 兴业证券旗下子公司 .....	8
图 6: 兴业证券组织架构 .....	9
图 7: “财富管理+大机构业务” 比重持续增长 .....	10
图 8: 2022 年证券公司四大板块营收结构 (单位: 亿元) .....	10
图 9: 中国个人持有的可投资资产总体规模 .....	11
图 10: 中国居民资产配置结构 .....	11
图 11: 2020 年各国居民资产配置结构 .....	11
图 12: 美国居民资产配置结构 .....	11
图 13: A 股机构持股数量 .....	12
图 14: A 股各投资主体持有流通股市值占比 (%) .....	12
图 15: 2023 年上半年 A 股市场投资者持股结构 .....	12
图 16: 银行理财规模缩减 .....	13
图 17: 居民定期存款比例上升较快 .....	13
图 18: 2022Q3、2023Q3 上市证券公司营业收入与归母净利润情况 .....	14
图 19: 兴业证券历年营业收入 .....	18
图 20: 兴业证券历年归母净利润 .....	18
图 21: 2023Q3 兴业证券营业收入排名第 15 位 .....	18
图 22: 2023Q3 兴业证券归母净利润排名第 17 位 .....	18
图 23: 2018 年-2023 年 Q3 兴业证券业务收入结构 (传统分类) .....	19
图 24: 2018 年-2023 年上半年兴业证券业务收入结构 (内部分类) .....	19
图 25: 2016 年-2023 年 Q3 兴业证券与行业 ROE 对比图 .....	20
图 26: 2017 年-2023 年 Q3 兴业证券与行业杠杆对比图 .....	20
图 27: 全市场公募基金佣金费率连降 .....	20
图 28: 兴业证券代销金融产品收入 .....	20
图 29: 银行理财产品存续规模 .....	21
图 30: 私募基金实缴规模 .....	21
图 31: 中国财富家庭规模 .....	22
图 32: 兴业证券集团一体化资管体系 .....	23
图 33: 2023H1 兴业证券主要控股参股公司营业收入 .....	23
图 34: 兴证全球基金公募基金规模 .....	24
图 35: 兴证全球基金公募基金配置比例 .....	24
图 36: 南方基金资产规模 .....	25
图 37: 南方基金资产配置 .....	25

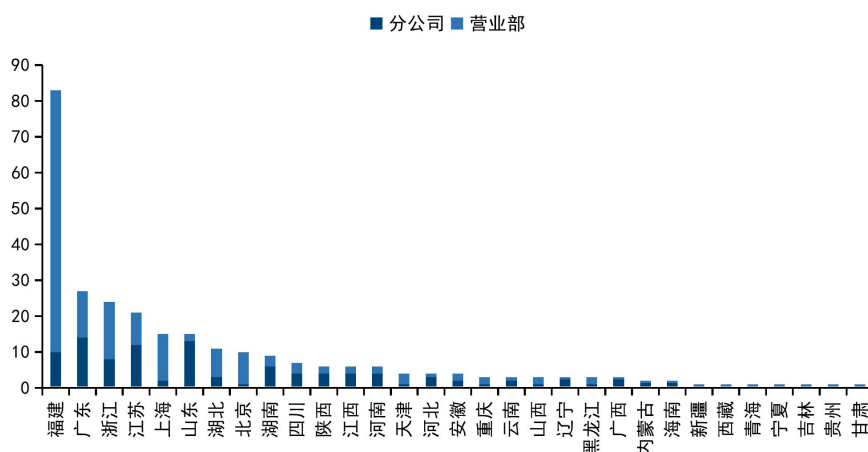
图 38: 2022 年公募基金保有规模 .....	26
图 39: 证券公司业务链分析 .....	26
图 40: 兴业证券搭建大销售体系 .....	27
图 41: 证券公司集团总部大销售体系工作图 .....	28
图 42: 兴业证券科技全面赋能核心要素 .....	29
表 1: 兴业证券管理层背景多元 .....	9
表 2: 2023 年前三季度 43 家上市证券公司营业收入与归母净利润情况 .....	15
表 3: 43 家上市券商总资产规模比较 .....	17
表 4: 资管产品体系及分类 .....	27
表 5: 营业收入预测 (单位: 亿元) .....	30
表 6: 营业支出预测 (单位: 亿元) .....	31
表 7: 兴业证券核心财务指标预测 .....	31
表 8: 归属母公司净利润增速及 ROE 对 A 股市场成交额增速的敏感性分析 .....	32
表 9: 归属母公司净利润增速及 ROE 对投资收益率的敏感性分析 .....	32
表 10: 兴业证券可比公司估值表 .....	32
表 11: 兴业证券估值对 EPS 和 PB 的敏感性分析 .....	33

## 公司简介：起家福建的综合类券商

### 基本情况

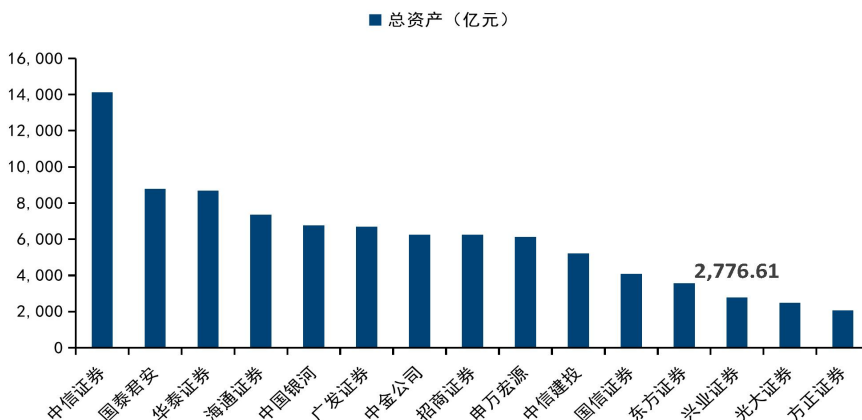
兴业证券股份有限公司（简称“兴业证券”）是中国证监会核准的全国性、综合类、创新型、集团化、国际化证券公司，成立于1991年10月。2010年10月，在上海证券交易所首次公开发行股票并上市（601377.SH）。公司注册地为福建省福州市，前十大股东主要包含福建省财政厅、福建省投资开发集团有限责任公司、上海申新（集团）有限公司、中国证券金融股份有限公司等。公司在全国31个省、市、区共设有286个分支机构，其中分公司116家、证券营业部170家。截至2023年9月末，公司总资产共计2777亿元，位居上市证券公司第13位，较2022年末上升1位；净资产超570亿元。

图1：兴业证券营业部与分公司主要分布在江浙闽地区



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：兴业证券总资产位居上市证券公司第13位（截至2023年9月末）



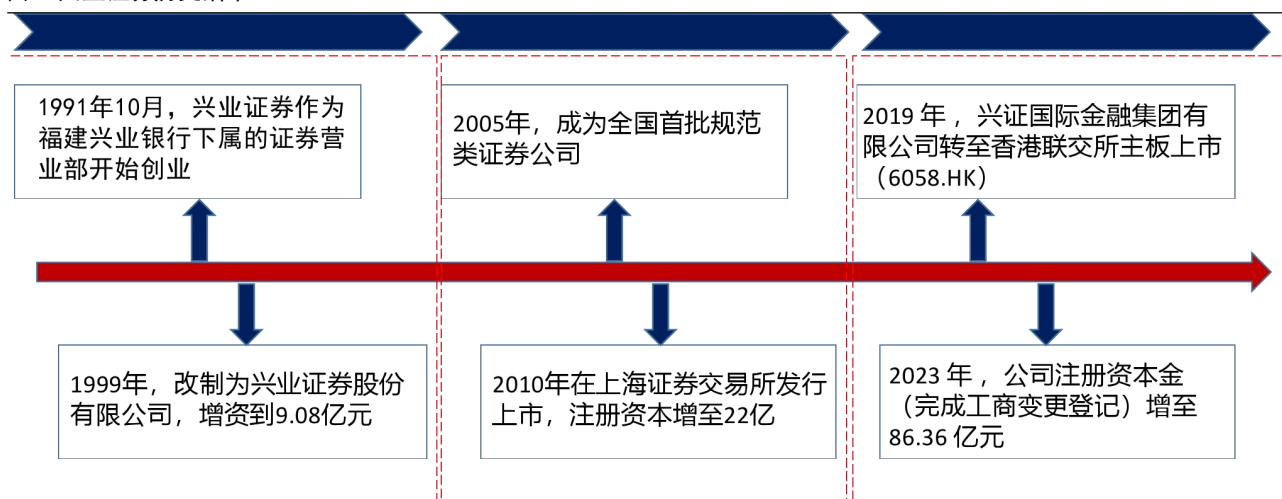
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 历史沿革

由福建走向全国。公司成立于 1991 年 10 月，公司总部设在福建省福州市。兴业证券前身可追溯至 1991 年设立的兴业银行证券业务部。1994 年在证券业务部基础上改组设立福建兴业证券公司。1999 年根据政策要求，改制增资并与兴业银行脱钩，正式创立为兴业证券股份有限公司。2003 年，发起设立兴业全球基金管理有限公司（现名兴全基金管理有限公司）。2008 年，注册资本增资至 19.37 亿元，获 A 类 A 级评级。2010 年在上海证券交易所发行上市，注册资本增至 22 亿，设立兴业创新资本管理有限公司（现名兴证创新资本管理有限公司）。2016 年注册资本增至 66.97 亿元；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（8407.HK）。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（6058.HK）。2023 年，公司注册资本金（完成工商变更登记）增至 86.36 亿元。

兴业证券成立至今已有 31 年，2019 年实现公司分支机构全国境内全覆盖，兴业证券境内外员工接近 6000 人，服务客户总数 500 多万户，服务客户资产总额超过 1 万亿元。

图3：兴业证券历史沿革



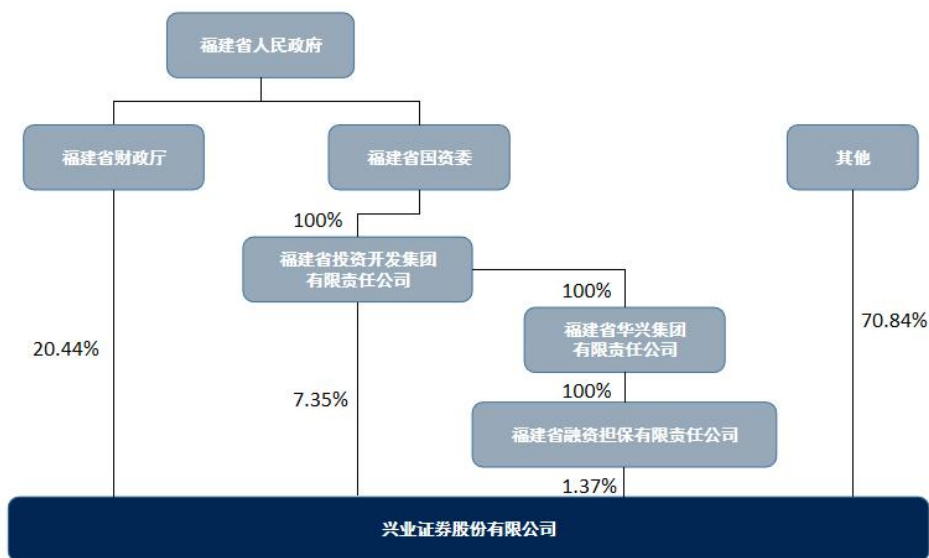
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 股权结构

截至 2023 年 9 月末，福建省财政厅为公司的第一大股东与实际控制人，持有公司 20.44% 的股权。福建省国资委间接持股 8.72%，其中，福建国资委通过全资子公司福建省投资开发集团持股 7.35%，通过福建省融资担保有限责任公司持股 1.37%。公司旗下有 7 家控股子公司，5 家参股公司。控股子公司有兴证全球基金管理、兴证期货、兴证证券资产管理、兴证创新资本管理、兴证（香港）金融控股等公司；此外还参股海峡股权交易中心（福建）、南方基金等公司，形成了证券、资管、期货、直投、基金等全牌照业务平台。

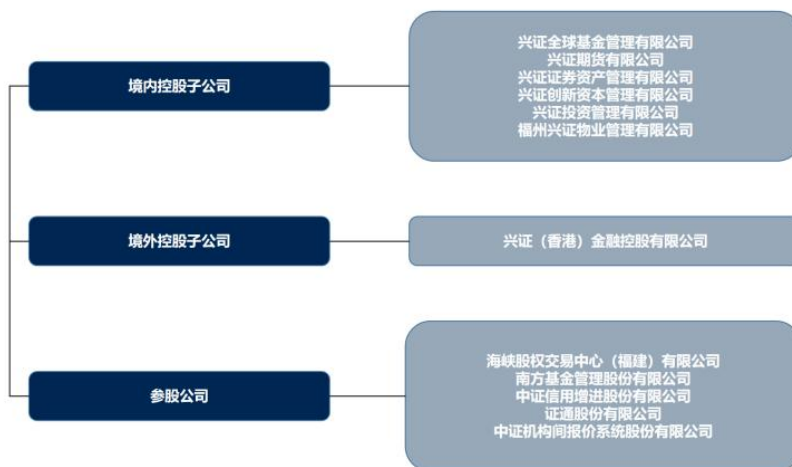


图4: 兴业证券股权结构（截止 2023 年 9 月末）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5: 兴业证券旗下子公司



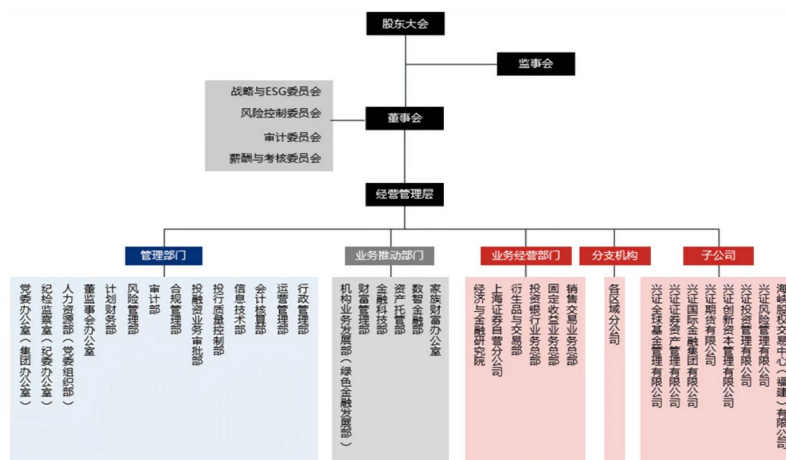
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 管理层背景多元

**管理层职业经验丰富，银行从业背景为后续发力机构业务提供了基础。**近年来，随着证券行业传统业务经营白热化，券商发展离不开自身独特的客户经营和战略选择。公司目前经营管理层下设管理部门、业务推动部门、业务经营部门、分支机构、子公司等，公司公告显示管理层硕士及以上学历约占比 70%，且过往工作经历涵盖政府机构、高等学校、证券行业、保险公司、国际公司，管理层多元执业经验为公司转型提供契机。



图6: 兴业证券组织架构



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

表1: 兴业证券管理层背景多元

序号	姓名	性别	年龄	学历	职务	工作经历
1	杨华辉	男	57	博士	董事长, 法定代表人等	曾任兴业银行上海分行党委委员等职务
2	刘志辉	男	54	硕士	总裁, 董事	曾任福建省政府办公厅科员等职务
3	胡平生	男	59	博士	副总裁	曾任公司研究发展中心副总经理等职务
4	郑城美	男	49	硕士	副总裁, 合规总监	曾任首席风险官等职务等职务
5	黄奕林	男	55	博士	副总裁	曾任固定收益与衍生产品部总经理等职务
6	孔祥杰	男	52	博士	副总裁	曾任兴业证券经纪业务总部总经理等职务
7	林红珍	女	54	硕士	董事, 首席风险官	曾任兴业证券风险管理部总经理等职务
8	李琼伟	男	46	本科	董事	曾任上海阳城房地产公司总经理助理等职务
9	耿勇	男	71	大专	董事	曾任福建省财政厅会计管理处副调研员等职务
10	叶远航	男	47	本科	董事	曾任人保财险福州市分公司党委委员等职务
11	林朵	女	52	硕士	董事会秘书	曾任兴业证券文化部总经理等职务
12	孙铮	男	66	博士	独立董事	曾任上海财经大学副校长等职务等职务
13	吴世农	男	67	博士	独立董事	曾任厦门大学工商管理学院院长等职务
14	刘红忠	男	58	博士	独立董事	任职复旦大学金融学教授等职务
15	余志军	男	52	本科	代理监事会召集人等	曾任兴业证券审计监察部总经理助理等职务
16	许建修	男	39	硕士	股东监事	曾任厦门象屿集团投资管理部副经理等职务
17	黄浩	男	47	硕士	股东监事	曾任华兴集团投资管理部副总经理等职务
18	张绪光	男	57	本科	职工代表监事	曾任中国建设银行福建分行副科长等职务
19	李子涛	男	48	硕士	首席信息官	曾任美国联合航空公司信息技术开发团队主管等职务
20	许清春	男	53	本科	首席财务官	曾任公司南平滨江中路证券营业部总经理等职务

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理。注：数据截至 2022 年末。

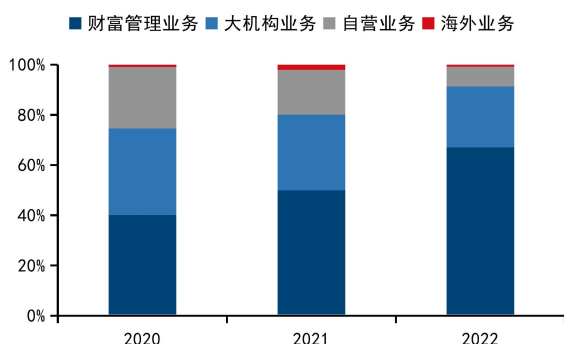
## 战略导向：特色定位，双轮驱动

### 以财富管理与机构业务为主的双轮驱动

在国内经济稳健发展，人口老龄化加剧且利率中枢下行背景下，我国居民财富管理需求保持增长态势，资本市场助力居民财富保值增值的任务更加明晰，证券公司财富管理转型迎来重要的发展机遇期，发展空间广阔。2018年，兴业证券提出协同战略，具体就是“以机构客户为中心，提升分公司机构业务能力，扩大机构业务流量入口”。2020年，兴业证券进一步提出“财富管理+机构业务”双轮驱动战略，明确机构业务和财富管理要加强双向赋能，协调发展。

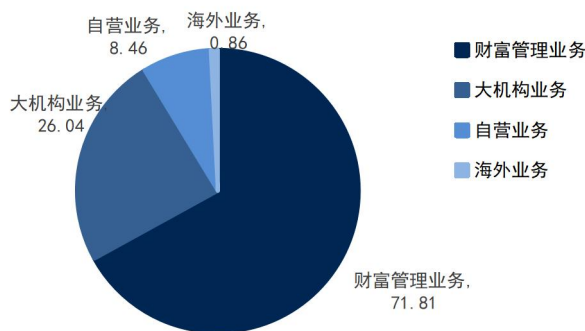
**双轮驱动持续推进。**2022年，在股债双杀的市场环境下，券商业务总体业绩下滑，公司实现主营业务收入106.60亿元，同比下降43.81%，按行业可分为四大板块，财富管理业务（证券及期货经纪业务、资产管理业务）营收71.81亿元，同比下降24.38%；机构服务业务（研究与机构服务业务、投资银行业务）营收26.04亿元，同比下降54.62%；自营投资业务营收8.46亿元，同比下降75.25%；海外业务等营收0.86亿元，同比下降77.90%。兴业证券的财富管理及机构业务营收同比下降54.5亿元，但其占主营营收比重累计提升11pct，“财富管理+大机构业务”双轮驱动战略深入推进。

图7：“财富管理+大机构业务”比重持续增长



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图8：2022年证券公司四大板块营收结构（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

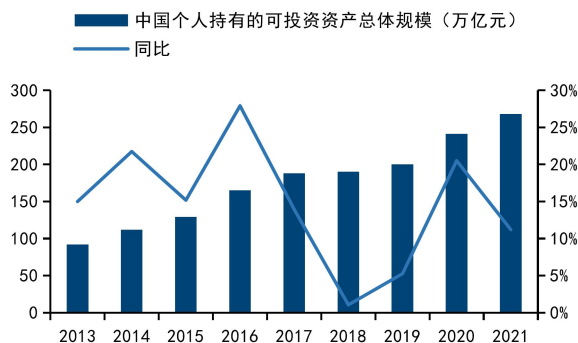
### 居民财富结构配置变化——财富管理机遇

**住房比例或已达到顶点，金融资产尤其权益资产占比逐步提升。**我国居民财富配置结构长期呈现出“重房产、轻金融”的格局。截至2022年，中国居民财富总量达790万亿人民币，2005-2022年年均复合增速高达14.2%，财富增速远超美日。中国个人持有的可投资资产规模达到278万亿元，同比增长3.73%。截至2022年末，我国财富管理市场规模达到109.40万亿元，较2018年增长4.03%，位居全球第二。结构层面，金融资产占比较低，实物资产占近七成；金融资产中，现金和存款超五成。近年来，中国财富管理市场规模总体呈现持续增长态势。从我国居民财富配置结构变化来看，2018年以来，在“房住不炒”政策的影响下，房地产在居民财富结构中的占比稳步下降，金融资产占比持续上升。预计未来房地产调控的长效机制将逐步落地，进一步弱化房地产的投资和投机属性，金融资产占比预计提升，财富管理业务预期会有较好发展。

2020年，我国居民财富中非金融资产占比约为69%，高于美国约40个百分点，高

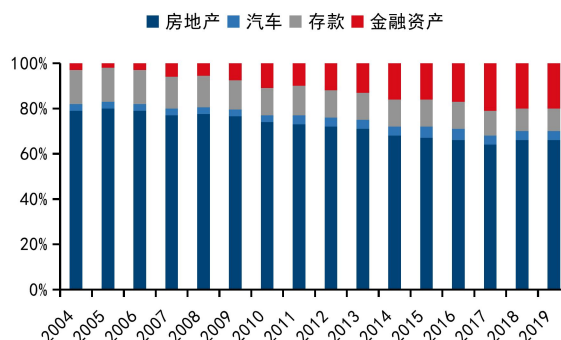
于全球平均值近 21 个百分点。纵观美国居民资产配置百年变迁，发现美国居民对非金融资产（尤其是房地产）的配置比例由 48% 逐步下降至 30%，而对金融资产的配置比例由 52% 逐步提升至 70%。随着监管环境的不断调整、财富资管机构的发展壮大，房地产投资吸引力将逐步下降，无法满足居民家庭对财富保值增值和资产流动性的诉求，预期我国将逐渐对标美国已趋近成熟的居民资产配置结构。

图9：中国个人持有的可投资资产总体规模



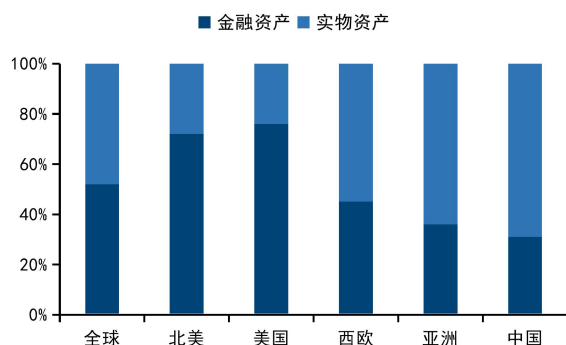
资料来源：招行&贝恩《2022 中国私人财富报告》，国信证券经济研究所整理

图10：中国居民资产配置结构



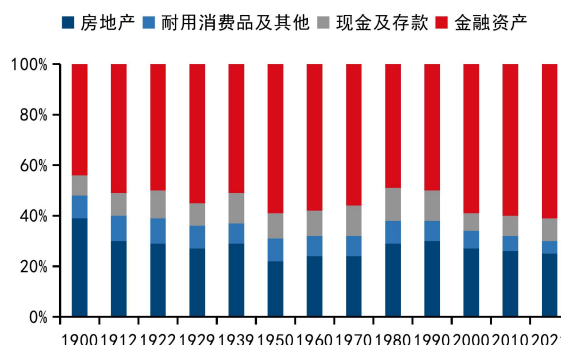
资料来源：招行&贝恩《2021 中国私人财富报告》，国信证券经济研究所整理

图11：2020 年各国居民资产配置结构



资料来源：招行&贝恩《2022 中国私人财富报告》，国信证券经济研究所整理

图12：美国居民资产配置结构



资料来源：国家资产负债表研究中心，国信证券经济研究所整理

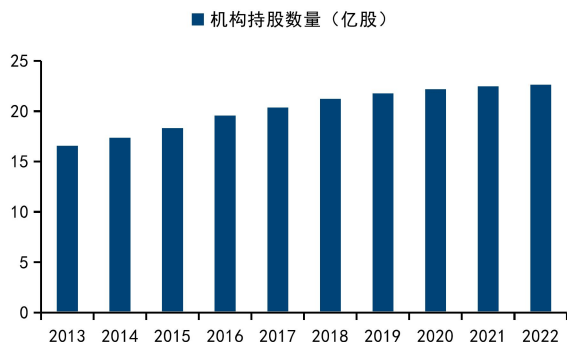
## 资本市场机构化加强——机构业务机遇

随着资本市场改革不断深化，以注册制为代表的政策变革进一步催化市场活力，“机构化”进入深化阶段。从公司投资者构成看，2014-2020 年间 A 股持股结构较为稳定，个人投资者在均值 37.71% 附近波动，境外机构投入资本逐步提升至 5% 附近。2020-2023Q1 期间，我国个人投资者持有 A 股流通股市值占比下降约 7pct，机构投资占比逐渐上升，市场机构化呈加速趋势。

2023 年上半年，A 股市场投资者持股结构细分来看，相比于 2022 年，机构投资者比例上升 1.82pct，主要来自境内专业机构由 2022 年 18.31% 上升至 2023 年上半年的 20.15%。伴随市场的震荡回调，截至 2023 年 6 月末，A 股境内机构持股市值较高点有所下降，但仍维持在 10 万亿元之上。资管新规发布以来，保本理财产品逐步退出市场，理财市场规模保持稳步增长态势，截至 2022 年末，银行理财产品

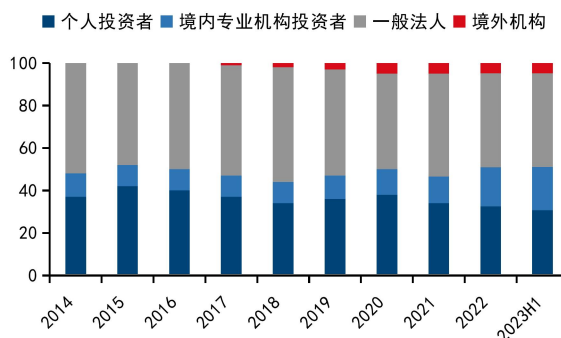
存续规模达 27.65 万亿，2013-2022 年间复合增长率达 17.39%；私募基金规模达 20.75 万亿，2015-2022 年间复合增长率达 38.62%，银行理财及私募崛起促使市场进一步机构化。

图13: A 股机构持股数量



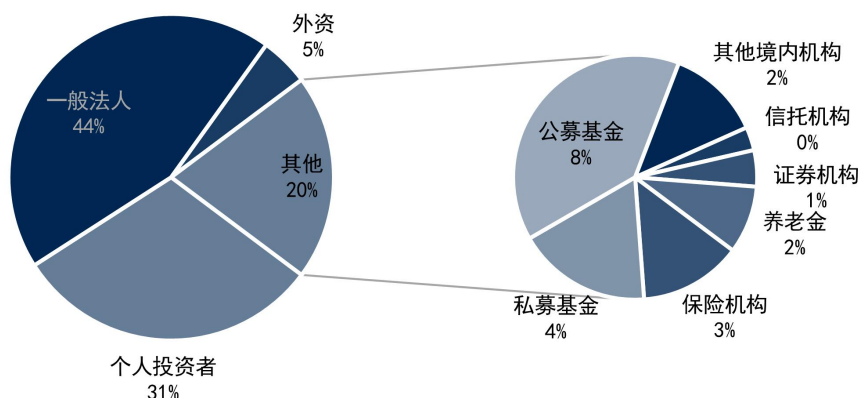
资料来源：招行&贝恩《2023 中国私人财富报告》，国信证券经济研究所整理

图14: A 股各投资主体持有流通股市值占比 (%)



资料来源：招行&贝恩《2023 中国私人财富报告》，国信证券经济研究所整理 注：高净值人群为可投资资产在千万人民币以上，下同

图15: 2023 年上半年 A 股市场投资者持股结构



资料来源：招行&贝恩，《2023 中国私人财富报告》，国信证券经济研究所整理

## 资管机构需要绝对收益产品解决方案

2022 年，资管新规过渡期结束，在打破刚兑、产品净值化、压降通道类业务、行业分化进一步加剧之下，中国资产管理行业正全面迈入高质量发展的新阶段。大资管时代，各类资管机构具备不同的资源禀赋及相对劣势，在客户渠道、投研能力、资产创设、产品灵活性、激励机制等方面差异化竞争，对症下药的寻求绝对收益产品解决方案成为资管机构转型关键，以银行理财为例：

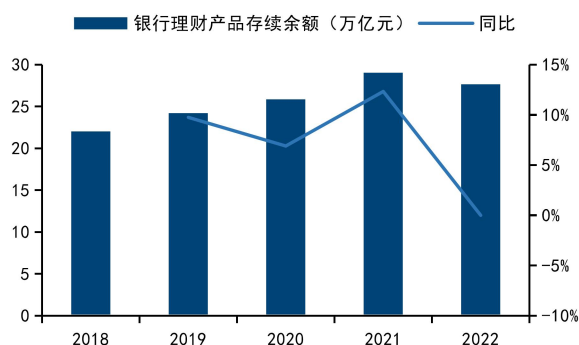
**银行理财规模缩减，短期业绩承压。**截至 2022 年末，全市场理财产品规模共计 27.65 万亿元，同比降低 4.66%。全年理财规模回撤 1.4 万亿元，是银行理财自资管新规转型以来，首次出现大幅负增长；其中，2022 年 11-12 月债市负反馈期间，理财产品累计净赎回规模达 3 万亿元，成为了全年规模负增长的主要因素。截至

2023 年 6 月末，全国理财产品，共存续产品 3.71 万只，较年初增长 6.88%；存续规模 25.34 万亿元，下滑 8.35%。

**净值化转型以来存款定期化加剧，投资者“保本”提升。**理财产品在历史上发挥着“保本刚兑”的属性，满足了投资者接近无风险的“稳增值”需求。资管新规后，随着理财产品净值化逐步推进，理财产品波动被逐渐放大，超出了部分中低风险投资者的承受能力，定期存款逐步成为满足投资者“保本”需求的主力；居民存款定期化的趋势也从资管新规落地以来逐步显现，在理财产品净值化转型的这 4 年半中，居民定期存款同比增速持续领先理财产品。截至 2018 年年中，个人定期存款占全部居民存款的比例为 62.1%（TTM），而截至 2022 年末，个人定期存款占比已累计提升 6.4 个百分点至 68.5%。

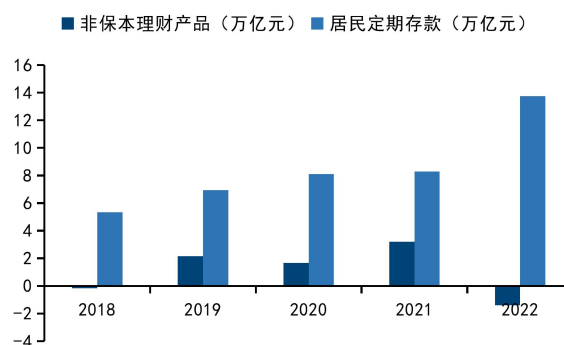
**银行理财推出混合估值等低波动产品。**截至 2023Q1，理财子公司新发公募产品共 1054 只，其中混合估值产品数量为 839 只，占比遥遥领先。混合估值产品以运作周期在 1-3 年（含）的封闭型产品为主，风险等级多集中于 R2（中低）水平。混合估值法兼具市值法和摊余成本法的优点，能够在平滑净值波动的情况下丰富配置策略，获取更大收益，满足部分投资者对稳健型理财的需求，有望成为理财市场的新增长点，进而支撑理财规模回升。

图16: 银行理财规模缩减



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图17: 居民定期存款比例上升较快



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

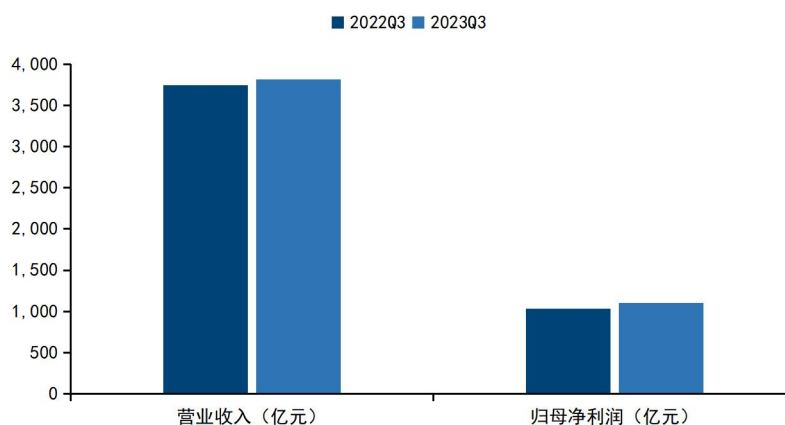
## 行业分析

### 行业格局：综合头部券商领先、中小券商差异化发展

证券市场是金融市场的重要组成部分，具有资金融通、资本定价与资源匹配等功能。中国证券市场经过三十余年的发展，已逐步迈向成熟。当前，证券行业间产品差异化较小，但是在规模、营业部的数量等方面存在较大差异。经过三十余年的发展，当前已形成以中信证券为代表的“综合头部券商”领先，“中小券商差异化发展”的行业竞争格局。

截至 2023 年前三季度，43 家上市券商共实现营业收入 3819.17 亿元，同比增长 1.87%；实现归母净利润 1099.73 亿元，同比增长 6.46%。

图18：2022Q3、2023Q3 上市证券公司营业收入与归母净利润情况



资料来源：Choice，国信证券经济研究所整理

其中，中信证券以 458.07 亿元的营业收入排名第一，华泰证券和国泰君安分别以 272.29 亿元和 270.29 亿元分别排名第二和第三位。



表2: 2023 年前三季度 43 家上市证券公司营业收入与归母净利润情况

证券公司	2023Q3 归母净利润 (亿元)	同比增速	2023Q3 营业收入 (亿元)	同比增速
中信证券	164.14	-0.93%	458.07	-8.06%
华泰证券	95.86	22.56%	272.29	15.29%
国泰君安	86.27	2.37%	270.29	1.18%
中国银河	66.03	2.53%	254.83	-6.58%
招商证券	64.02	1.93%	148.71	-2.79%
广发证券	58.10	11.00%	180.14	2.85%
中信建投	56.91	-11.58%	183.84	-19.03%
国信证券	48.74	2.35%	124.43	-6.48%
中金公司	46.08	-23.36%	174.66	-9.94%
海通证券	43.62	-28.21%	225.74	19.20%
光大证券	43.58	27.95%	77.55	-13.09%
申万宏源	43.47	1.60%	162.83	-9.82%
东方证券	28.57	42.71%	136.95	13.87%
方正证券	19.36	-0.24%	56.68	-4.02%
中泰证券	18.93	103.98%	92.76	25.05%
东吴证券	17.46	41.28%	80.36	-7.82%
兴业证券	15.81	-11.20%	88.56	22.64%
财通证券	15.01	39.11%	49.55	39.78%
国元证券	14.26	23.00%	49.34	27.68%
浙商证券	13.30	15.05%	126.22	8.96%
国金证券	12.36	50.27%	50.28	23.42%
长城证券	12.13	113.87%	31.47	15.73%
长江证券	12.00	25.49%	51.49	25.21%
信达证券	10.86	50.09%	27.39	1.74%
华安证券	9.59	0.23%	27.20	13.32%
西部证券	8.76	76.17%	57.23	31.12%
中银证券	8.10	5.76%	22.04	-2.25%
国联证券	7.27	12.94%	25.07	22.02%
东北证券	5.76	109.24%	48.55	22.37%
西南证券	5.70	151.51%	18.85	57.71%
南京证券	5.68	6.04%	17.73	15.87%
财达证券	5.54	48.06%	17.61	22.78%
东兴证券	4.70	-14.14%	30.08	7.29%
首创证券	4.60	2.26%	12.98	8.66%
天风证券	4.24	718.40%	25.97	42.17%
国海证券	3.92	30.18%	30.28	8.04%
华西证券	3.73	3.79%	25.89	2.07%
山西证券	3.38	-10.47%	24.74	-18.60%
第一创业	3.28	-3.67%	19.13	0.05%
太平洋	2.51	-493.52%	10.35	3.38%
红塔证券	2.15	747.75%	8.76	27.42%
中原证券	2.08	103.12%	14.77	2.03%
华林证券	1.87	-57.24%	7.53	-26.71%
合计	1099.73	6.46%	3819.17	1.87%

资料来源: Choice、国信证券经济研究所整理

## 行业发展趋势：步入杠杆提升、并购整合新周期，ROE 中枢有效提升

2023 年 7 月，中央政治局会议对资本市场作出重要部署，明确提出“活跃资本市场，提振投资者信心”。随后，证监会明确提出了“一揽子举措”，并于 11 月就《证券公司风险控制指标计算标准规定（修订稿）》公开征求意见，旨在优化证券公司风控指标计算标准，支持合规稳健的优质证券公司适度拓展资本空间，提升资本使用效率。一直以来，风险控制指标是制约券商扩表的重要因素，监管层的



新表态和风险控制指标的修订，表明证券行业步入杠杆提升的时代，资金使用效率有望改善，行业 ROE 中枢将有效提升。

11 月 3 日，证监会提出将支持头部证券公司通过业务创新、集团化经营、并购重组等方式做优做强，打造一流的投资银行，发挥服务实体经济主力军和维护金融稳定压舱石的重要作用。当前，券商间的竞争加剧使得部分中小型券商营收承压，佣金率持续走低，券商间合并的可能性提升，伴随着监管部门政策信号的释放，证券行业将步入并购整合新周期。

当前，建设金融强国强化资本市场地位，完善多层次资本市场、做大做强资本市场、迎接居民财富迁徙成为证券行业发展共识。以此为战略契机，能有效整合牌照资源、提升资本运用效率的券商将获得发展机遇。

## 公司分析

### 总资产规模增速快

从总资产规模来看，截止到 2023 年前三季度，43 家上市券商总资产规模共计 115,831.39 亿元，较 2022 年末增长 3.09%；而兴业证券总资产规模为 2776.61 亿元，同 2022 年末相比，总资产上升 1 位；较 2022 年末增长 12.93%，远超行业平均。

表3: 43 家上市券商总资产规模比较

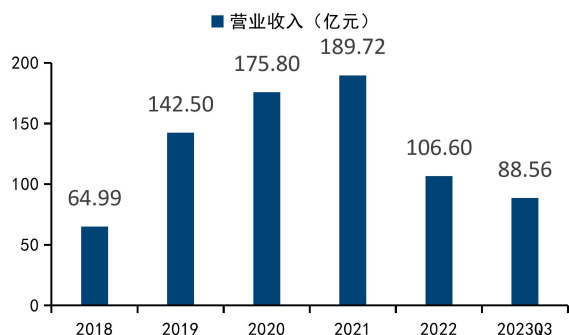
证券公司	2023Q3	2022	较 2022 年末增长 (%)
中信证券	14,128.21	13,082.89	7.99%
国泰君安	8,793.24	8,606.89	2.17%
华泰证券	8,680.56	8,465.67	2.54%
海通证券	7,361.73	7,536.08	-2.31%
中国银河	6,763.23	6,252.16	8.17%
广发证券	6,689.18	6,172.56	8.37%
中金公司	6,248.74	6,487.64	-3.68%
招商证券	6,240.17	6,116.62	2.02%
申万宏源	6,129.73	6,131.17	-0.02%
中信建投	5,225.42	5,099.55	2.47%
国信证券	4,092.59	3,943.31	3.79%
东方证券	3,568.78	3,680.67	-3.04%
兴业证券	2,776.61	2,458.59	12.93%
光大证券	2,478.45	2,583.54	-4.07%
方正证券	2,067.35	1,816.12	13.83%
中泰证券	2,021.70	1,988.94	1.65%
长江证券	1,597.13	1,589.85	0.46%
东吴证券	1,552.34	1,359.57	14.18%
浙商证券	1,469.79	1,369.61	7.31%
国元证券	1,349.50	1,294.81	4.22%
财通证券	1,197.52	1,256.92	-4.73%
长城证券	1,151.47	1,002.41	14.87%
国金证券	1,055.93	1,021.80	3.34%
天风证券	985.12	982.08	0.31%
东兴证券	963.13	1,017.53	-5.35%
西部证券	959.81	956.65	0.33%
国联证券	898.83	743.82	20.84%
华西证券	892.16	977.47	-8.73%
西南证券	875.91	809.94	8.14%
东北证券	841.19	788.99	6.62%
华安证券	781.03	738.89	5.70%
山西证券	778.81	829.09	-6.06%
信达证券	727.50	657.50	10.65%
中银证券	647.91	643.31	0.71%
国海证券	646.95	738.41	-12.39%
南京证券	553.07	516.61	7.06%
中原证券	525.97	501.83	4.81%
第一创业	513.02	478.07	7.31%
财达证券	444.08	438.43	1.29%
首创证券	422.60	397.32	6.36%
红塔证券	402.04	461.44	-12.87%
华林证券	180.19	207.43	-13.13%
太平洋	152.71	153.24	-0.35%
合计	115,831.39	112,355.44	3.09%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

## 公司营收及构成

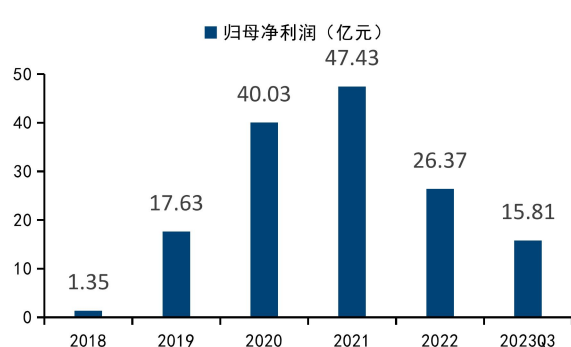
2023 年前三季度, 公司实现营业收入 88.56 亿元, 同比上涨 22.64%; 实现归母净利润 15.81 亿元, 同比下滑 11.20%; 其中投行业务实现收入 7.78 亿元, 同比上涨 4.72%; 实现信用业务收入 14.3 亿元, 同比上涨 3.72%。

图19: 兴业证券历年营业收入



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

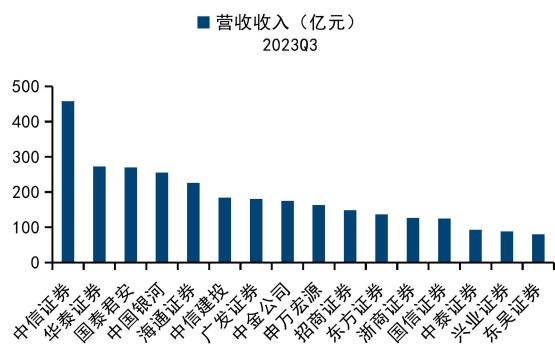
图20: 兴业证券历年归母净利润



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

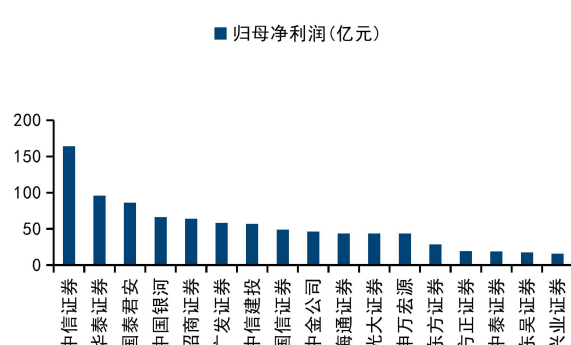
2023 年 9 月末, 兴业证券营业收入、归母净利润在上市券商中排名分别为第 15 名和第 17 名, 同 2022 年末相比, 营业收入排名不变, 归母净利润排名下降 3 位。

图21: 2023Q3 兴业证券营业收入排名第 15 位



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图22: 2023Q3 兴业证券归母净利润排名第 17 位

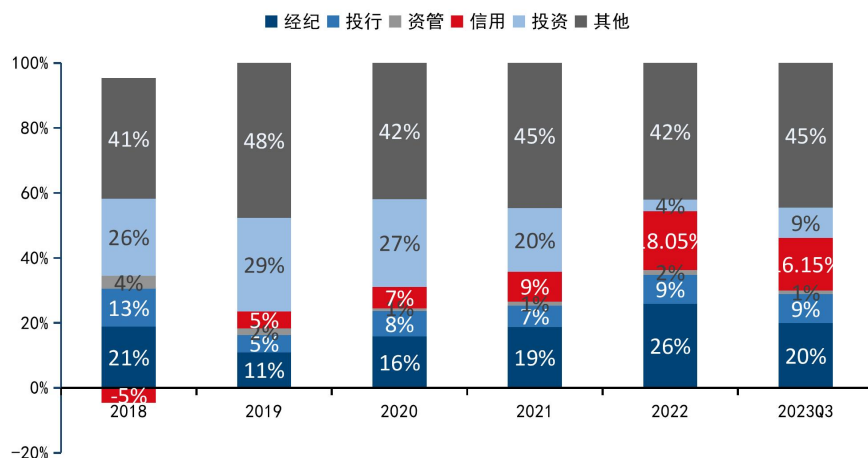


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2023 年前三季度, 公司实现营业收入 88.56 亿元, 同比提升 22.64%; 实现归母净利润 15.81 亿元, 同比下滑 11.2%; 加权平均净资产收益率为 2.99%, 同比减少 1.12pct; 基本每股收益为 0.18 元/股, 同比下滑 28.92%。

在市场动荡下, 公司仍然积极把握证券行业发展趋势, 持续扎实推进“双轮驱动”发展战略, 业务体系不断优化, 盈利能力始终维持在较高水平。从传统业务分类来看, 截至 2023 年前三季度, 公司经纪、自营、投行、信用、资管业务收入 (剔除其他业务) 贡献度分别为 20%、9%、9%、16%、1%, 其中, 经纪业务收入占比下滑 6pct, 自营业务收入占比提升 5pct。

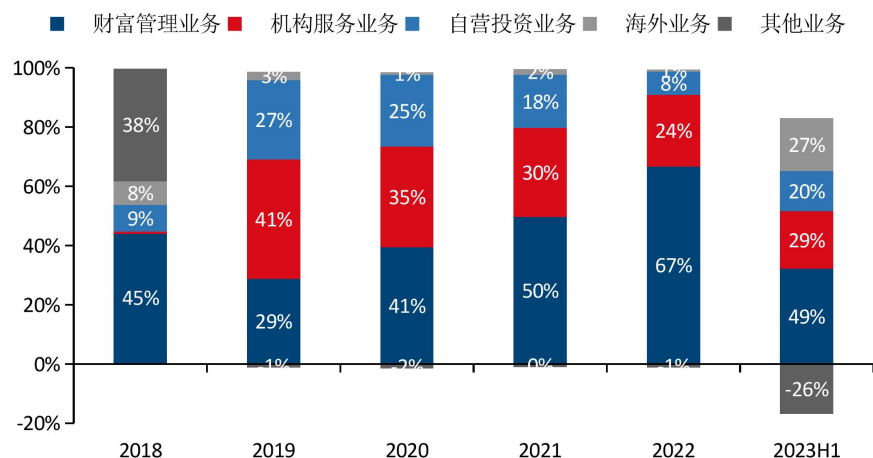
图23: 2018 年-2023 年 Q3 兴业证券业务收入结构（传统分类）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

从主营业务来看，公司以财富管理与机构业务为主的双轮驱动，利润贡献率持续上升。财富管理业务稳步转型，机构服务竞争优势正在持续加强。

图24: 2018 年-2023 年上半年兴业证券业务收入结构（内部分类）



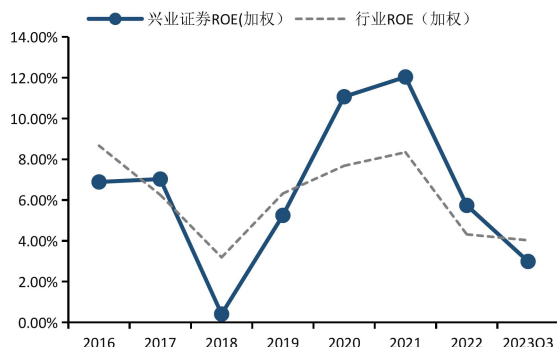
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## ROE 有望持续提升

从 ROE 来看，兴业证券在经历了 2018 年的低迷之后，不断发力向前提升，2019 年回升到 5.27%。兴业证券 2020 年到 2022 年，ROE 均超上市券商的平均值。但公司 2022 年的 ROE 为 5.74% 远低于其 2021 年的 12.04%；2023 年前三季度的 ROE 为 2.99%，低于行业平均 1.04pct，主因在于公司 2022 年完成配股，受配股影响，公司 2022 年、2023 年前三季度的 ROE 较前期均有所下降。随着公司所筹资金逐渐优化资产配置结构，公司 ROE 有望持续提升。

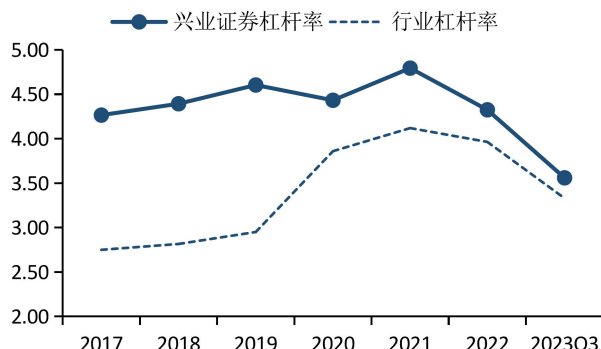
从杠杆率来看，受配股影响，兴业证券 2022、2023Q3 杠杆率大幅下降，进一步说明公司未来加杠杆的空间充足。

图25: 2016 年-2023 年 Q3 兴业证券与行业 ROE 对比图



资料来源: Choice, 国信证券经济研究所整理

图26: 2017 年-2023 年 Q3 兴业证券与行业杠杆对比图

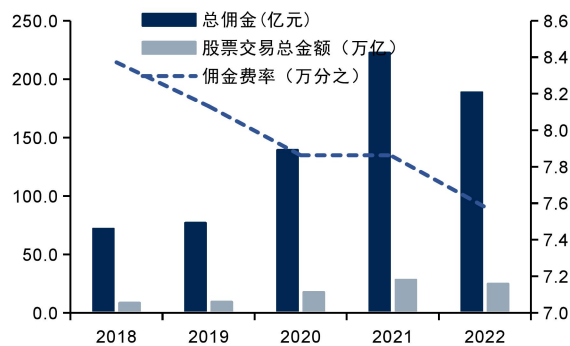


资料来源: Choice, 国信证券经济研究所整理

## 财富管理：“产品+服务”实现价值增长

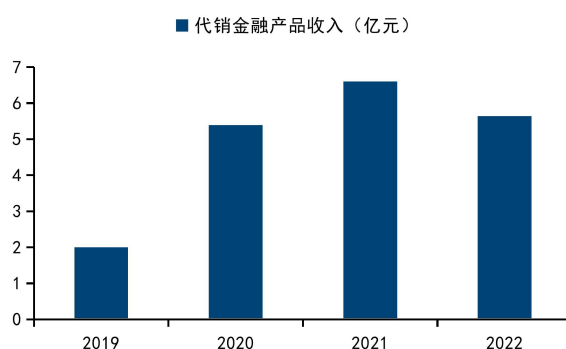
**佣金费率连降，财富销售模式谋转型。**证券行业佣金率持续下行，对经纪业务依赖度降低，券商逐步向财富管理转型。行业佣金率从 2011 年 0.063% 下降到 2022 年 0.023%，经纪业务收入占比也从 50% 左右下降到 26% 以下。券商从通道中介向专业的金融服务机构转型，行业通道佣金率下降促使财富销售模式加速转型，传统财富管理核心是卖产品，本质是一篮子买卖；新的财富销售模式将交易型客户转化为多样化长期投资型财富客户，更强调陪伴。截至 2022 年，兴业证券财富管理指标代销金融产品收入 5.64 亿元，同比下降 14.55%，2019-2022 年间复合增长率为 41.37%，主因在于公司从 2019 年起，财富管理转型成效凸显，客户基础不断夯实、产品代销业绩突出。

图27: 全市场公募基金佣金费率连降



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图28: 兴业证券代销金融产品收入



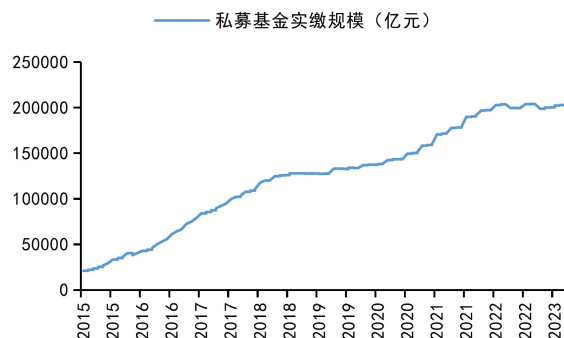
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图29：银行理财产品存续规模



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图30：私募基金实缴规模



资料来源：Choice，国信证券经济研究所整理（截至 2023 年 4 月 30 日）

## 客户分层

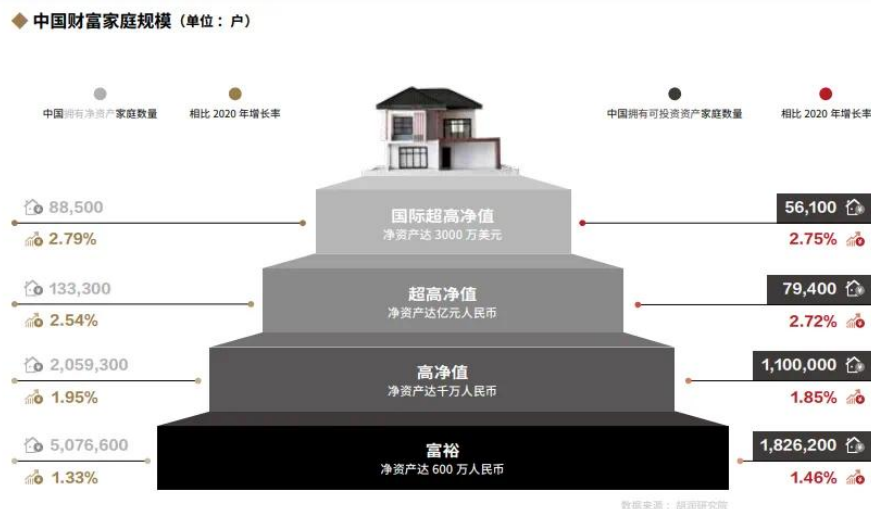
**财富管理转型旨在满足客户差异化需求，客户分层本质是以客户为中心提供专属化投资方案。**在银行和信托业的财富管理业务中，客户资产规模成为唯一或者权重最大的分层标准，通过客户资产的增值来获利；但对于收取交易佣金为利润来源的证券业，客户的交易频率和规模同等重要，难免产生诱导客户交易的动机，不仅无法和客户利益绑定，也不符合财富管理的本源，因此以客户财富净值规模分类成为客户分层的关键。

《2022 中国高净值人群家族传承报告》显示，以个人金融资产计算，中国已成为全球第二大财富管理市场，未来 5 年高净值及以上客户资产增速将进一步加快，预计将实现 13% 的年复合增长率。中国富裕及以上家庭个人金融资产占比在过去 5 年持续提升，从 36% 升至 40%，预计到 2025 年占比将达到 46%，其中高净值及超高净值客群的个人金融资产将占到总量的近三分之一。由于年龄、财富来源、风险偏好、投资目标等不同因素的影响，高净值客群内部需求出现了进一步分化。

兴业证券基于客户财富净值规模实施客户分层，将客户按净值规模划分为长尾、零售个人客户层面、高净值客户层面、超高净值及家族财富客户层面这四大类别，通过成立数智金融部、基金投顾团队、家族财富办公室为不同层级客户提供定制化及专业化的财富管理服务。



图31：中国财富家庭规模



资料来源：胡润研究院，国信证券经济研究所整理

**差异实施。**兴业证券财富管理业务以持续提升客户保有量为核心，结合金融产品销售和基金投顾业务实现业务转型。

**1. 在长尾、零售个人客户层面，建立数智金融部。**2022年，公司成立数智金融部，强化金融科技赋能，以线上运营模式和标准化产品为服务手段，以互联网化思维改造客户服务流程，提升客户服务质量和效率，推动零售及长尾客户财富管理业务模式的再造。

**2. 在高净值客户层面，成立基金投顾团队。**2021年6月，公司获得基金投顾业务牌照，控股子公司兴全基金亦获得基金投顾业务牌照。投资顾问是证券公司触达客户的最主要群体，是支撑其财富管理转型的关键。近年公司基金投顾与证券投顾业务稳步开展，持续丰富策略线与客户覆盖范围，升级投顾队伍专业能力。根据沪深交易所公布数据，2022年公司投顾人数达2089人，股票基金交易额7.32万亿元，母公司实现代理买卖证券业务净收入（不含席位）12.16亿元。

**3. 在超高净值及家族财富客户层面，设立家族财富办公室。**2021年，公司将家族办公室由二级部门调整为一部，发力高净值客户市场。定位为“投行+私行”型家族办公室，聚焦兴业证券集团的“投行+投研+投顾”三大核心能力。为更好地服务超高净值客户，满足高净值人群多元综合的财富管理需求，兴业证券家族财富办公室为客户提供“券商特色”、“兴证优势”的一站式综合服务方案。

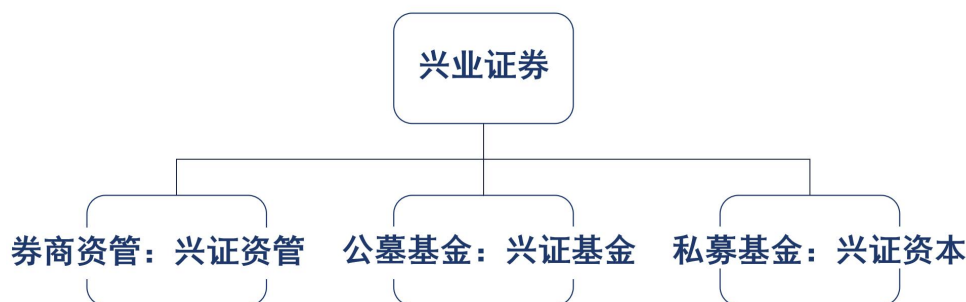
## 资管体系搭建和产品匹配

**公司形成券商资产、公募基金、私募投资一体化的产品体系。**公司下设兴证资管、兴全基金、兴证资本三家子公司分别开展券商资管（私募）、公募基金和私募基金业务，共筑集团一体化的资管体系。1) **券商资产管理业务：**兴证资管以“固收+”为核心，设置固收、权益、创新投资、组合投资、同业投资等投研业务部门，多元业务齐头并进，可为机构客户与个人客户提供一站式投融资解决方案。2023年11月，兴证资管获得公募基金牌照，公募化布局持续推进。2) **公募基金业务：**兴全基金专注于全球投资，依托母公司在权益市场的领先优势，专注于基础资产为股票的相关业务，重点开展权益类主动管理、收益权转让、综合财富管理以及金融机构同业合作等多种业务。2023年上半年，兴全基金养老基金规模行业前三，



公司有望把握个人养老金制度的发展机遇，寻求公募基金业务新的增长曲线。3) **私募投资基金业务**：兴证资本把投资的重心布局到了“碳中和”、“专精特新”等相关领域，充分发挥资本配置作用，有效为实体经济服务。

图32：兴业证券集团一体化资管体系

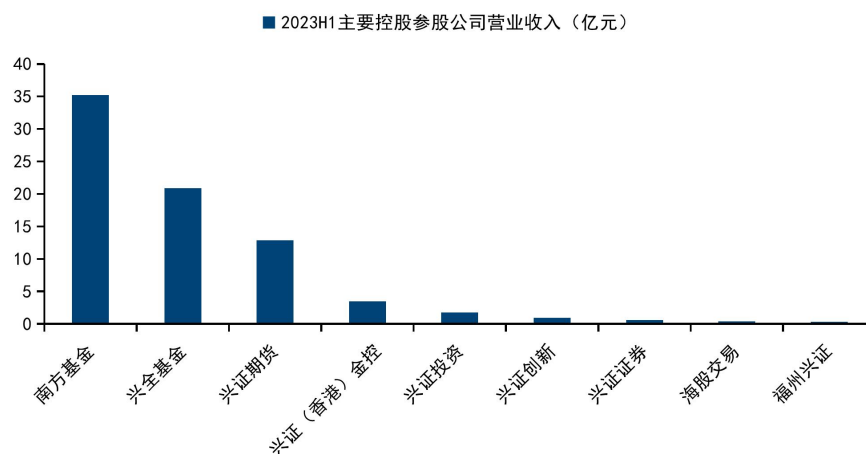


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 兴证资管：积极转型，发力“固收+”与 FOF

兴证证券资产管理有限公司（以下简称“兴证资管”），是兴业证券的全资子公司。前身为兴业证券资产管理部，2000 年即开展资产管理业务，2014 年正式成为兴业证券旗下子公司。公司累计服务 37 万余个人客户及 1700 家机构客户。截至 2023 年中期，兴证资管受托管理资产规模总额达 877.32 亿元，较 2022 年末增长 18%。公司深耕“固收+”和公募化转型两大方向，通过结合线上和线下渠道发展，持续丰富公司产品线及渠道布局。

图33：2023H1 兴业证券主要控股参股公司营业收入



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 兴证全球基金：主打精品权益管理模式

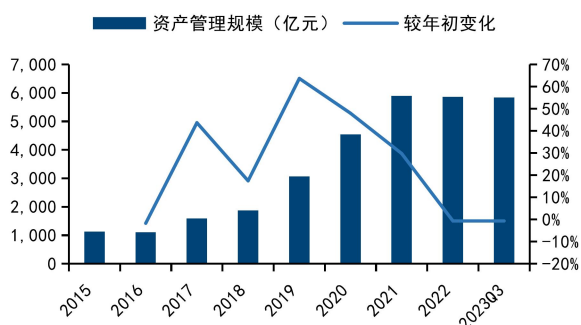
兴证全球基金是中外合资的基金管理公司，成立于 2003 年 9 月。2008 年全球人

寿保险国际公司受让公司股权成为公司股东，注册资本增加到 1.5 亿元，其中兴业证券持股 51%，成为兴证全球的战略投资者；荷兰全球人寿保险国际公司持股 49%，公司更名为“兴业全球基金管理有限公司”。2016 年，公司名称变更为“兴全基金管理有限公司”，打响“兴全基金”资管品牌；2020 年 3 月，公司将兴全基金更名为“兴证全球基金管理有限公司”。

公司经营范围为：基金募集、基金销售、资产管理、特定客户资产管理和中国证监会许可的其它业务。2022 年和 2023 年上半年，兴证全球基金总资产分别为 106.03 亿元、106.55 亿元，净资产分别为 66.97 亿元、74.94 亿元，实现营业收入分别为 43.17 亿元、20.91 亿元，净利润 16.83 亿元、7.96 亿元。

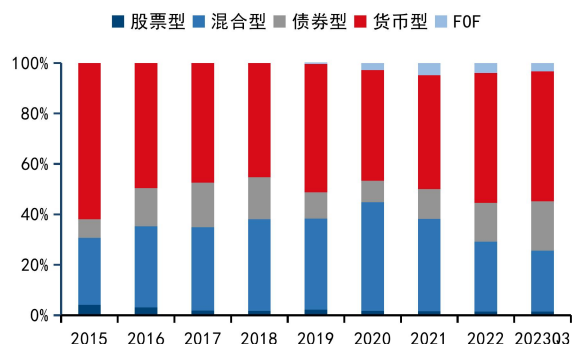
兴证全球基金旗下权益类、债券类基金过往十年加权平均收益率均位列行业前五。在持续强化投研核心优势的同时，不断探索产品和业务模式创新，多年深耕的公募 FOF 领域，管理规模继续保持行业第一，同时积极把握个人养老金政策正式落地的历史机遇，加大布局个人养老金产品 Y 份额的力度，截至 2023 年 6 月末，养老基金 Y 份额规模位居行业前三。此外，兴证全球基金稳步推进 QDII 业务、公募 REITs 业务等新业务线。同期，兴证全球基金资产管理总规模 6,413.32 亿元，其中公募基金规模 5,845.15 亿元。

图34：兴证全球基金公募基金规模



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图35：兴证全球基金公募基金配置比例

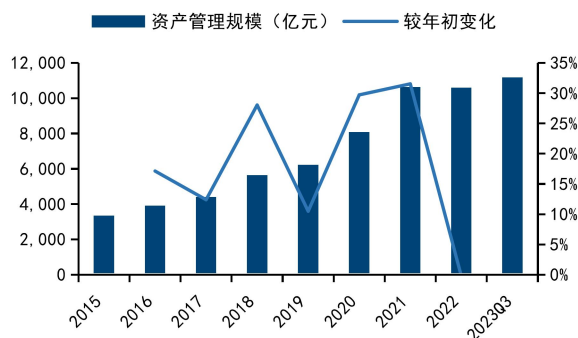


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 南方基金：定位全能型资管机构

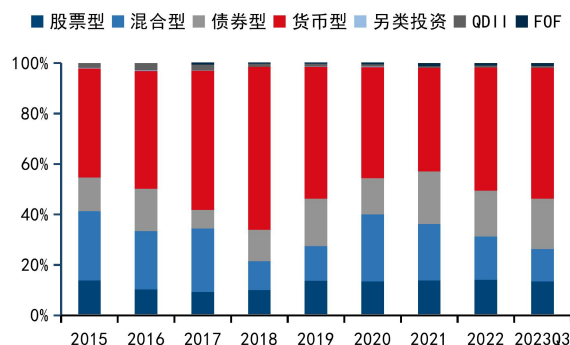
兴业证券作为参股公司，持有南方基金 9.15% 的股权。南方基金成立于 1998 年 3 月，是我国“新基金时代”起始标志，2019 年 7 月，完成实施员工持股计划，通过员工持股和股东增资，注册资本增至 3.62 亿元。截至 2022 年末，共有 8 家股东，其中第一大股东为华泰证券，持股比例 41.16%，兴业证券作为第四大股东对其持股 9.15%，其余参股股东有深圳投控（27.44%）、厦门国际信托（13.72%）、合泽盈（2.32%）等。2022 年和 2023 年上半年，南方基金总资产分别为 141.33 亿元、136.86 亿元，净资产 88.86 亿元、93.16 亿元，实现营业收入 64.69 亿元、35.21 亿元，净利润 17.71 亿元、9.85 亿元，其中归属于母公司股东净利润 16.92 亿元、9.27 亿元。

图36: 南方基金资产规模



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图37: 南方基金资产配置



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 机构业务：构建销售生态

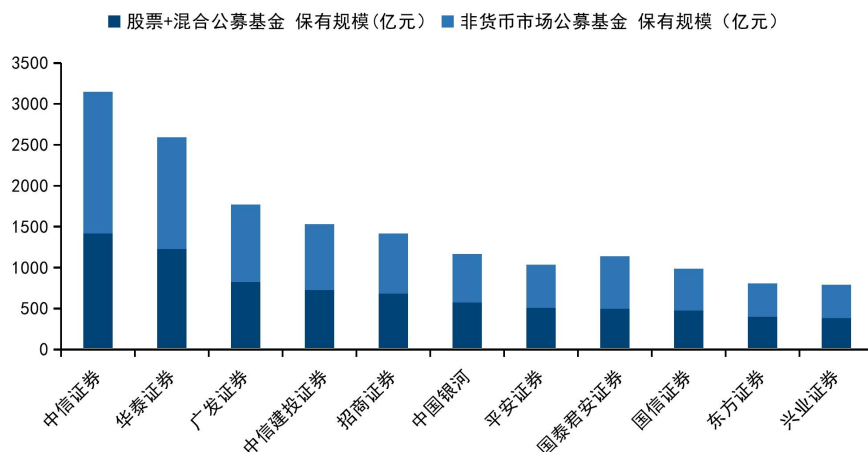
机构业务致力于满足机构客户在交易、投融资、风险管理等方面的需求，提供包含机构交易、托管外包、机构融资等在内的金融服务，收入分别源于手续费收入、托管费、利息净收入和投资收益等。券商所服务的机构客户主要包含银行、保险、信托、社保、公募和私募、理财子等。由于机构客户定制化和规模化等方面的需求，机构业务对券商在综合能力、资金实力、资产质量、业务能力、科研实力等方面均提出了较高的要求。

券商机构业务的盈利模式主要来源于以下几个方面：1）传统手续费业务；2）高质量及专业化的研究服务赚取的佣金；3）机构融资融券业务所获取的利差收入；4）通过产品和业务创新赚取利差收入。

佣金率的持续下降进一步促使机构业务实现转型。Wind 数据显示，全市场公募基金的佣金总体规模，在经历了 2019 年到 2021 年的三年连增后（2019-2021 年分别为 77 亿元、139 亿元、222.5 亿元），2022 年公募分仓佣金相比 2021 年的 222.50 亿元下降约 15%，为 188.72 亿元。2020 年以前，基金公司与券商之间的佣金费率长期稳定在万分之八左右，A 股投资者结构机构化趋势加速致使佣金费率逐步降低。2022 年公募基金股票交易总金额为 24.90 万亿元，随着监管政策改革，预计佣金率会进一步下滑。

根中基协数据显示，2022 年，公司私募基金产品托管规模达 127.04 亿元，行业排名第 8；公司“股票+混合”公募基金和非货币市场公募基金保有规模分别为 382 亿元、407 亿元，均排名证券公司第 11 名。

图38: 2022 年公募基金保有规模

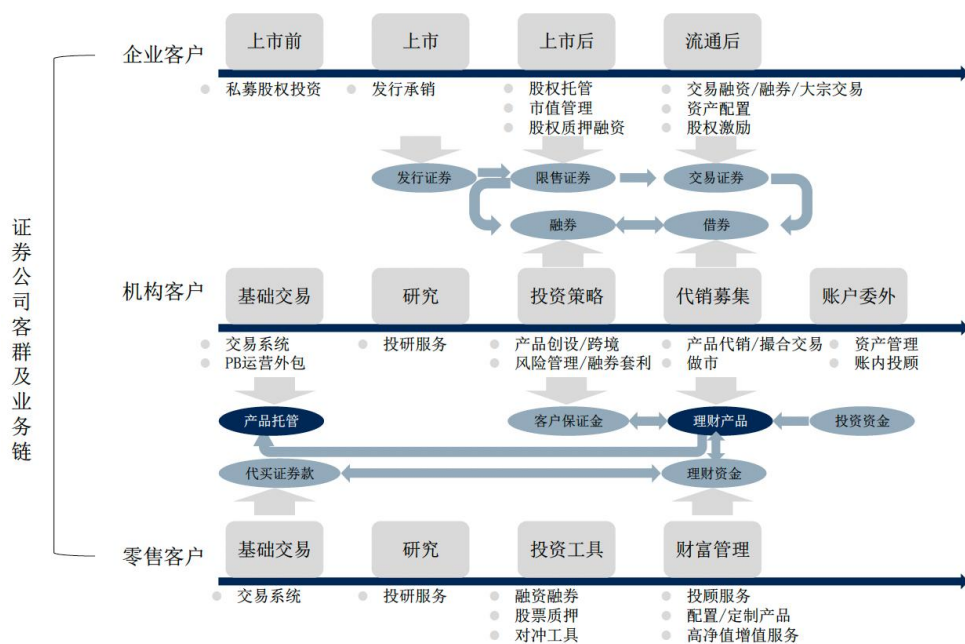


资料来源: 中基协, 国信证券经济研究所整理

## 策略与产品创设

2018 年资管新规以来, 资管业务全面回归本源, 走向良性发展的轨道。在理财打破刚兑、净值化后, 产品净值波动加大逐步成为常态; 信托、基金等各类产品新管理办法陆续出台, 市场正在分步搭建覆盖全生命周期、匹配不同风险偏好的产品体系。资管产品可根据监管机构分为金融监管局类和证监类这两大类。其中, 金融监管类以银行理财产品、集合资金信托计划、保险资管产品为代表; 证监类以公募基金产品、私募基金产品、私募资产管理计划为代表。

图39: 证券公司业务链分析



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表4: 资管产品体系及分类

监管体系	参与机构	产品类型	具体分类	券商可提供的服务类型
国家金融 监管总局	银行理财机构	银行理财产品	现金管理类，固定收益类，权益类，商品及金融衍生品类，混合类	以研究服务及业务协同服务为主，提供杠杆、融券、委外等专项服务
	信托公司	集合资金信托计划	固定收益类，权益类，商品及金融衍生品类，混合类	
	保险资管公司	保险资管产品	组合类，股权投资计划，债权投资计划	竞争相对稳定，主要提供总量资产配置等体系化服务
	金融资产投资公司	债转股投资计划	债转股投资计划	债转股投资计划投资相关服务
证监会	基金管理公司	公募基金	货币市场基金，债券基金，权益基金，FOF基金，混合基金	公募基金行业竞争相对激烈，提供投研、产业研究等方面服务
	基金管理公司及其子公司	基金专户	单一、集合资产管理计划（证券期货经营机构私募资产管理许）	
	证券公司及其子公司	券商资管		资产管理等
	期货公司及其子公司	期货资管		期权衍生品投资等
	私募基金管理人	私募基金	私募证券投资基金，私募股权创业投资基金，私募资产配置类，其他私募投资基金	私募投资服务、投研服务等

资料来源：国家金融监管总局、证监会，国信证券经济研究所整理

## 启动大销售改革

2018年底，兴业证券为迎接科创板设立和资本市场注册制改革，提出打造集团大销售体系建设改革思路并在业内率先布局销售端整合。公司通过**股债销售整合**和**大投行销售与研究销售融合**，形成融合股权销售、债权销售、卖方研究销售、金融产品销售的多维度、立体化集团大销售体系。

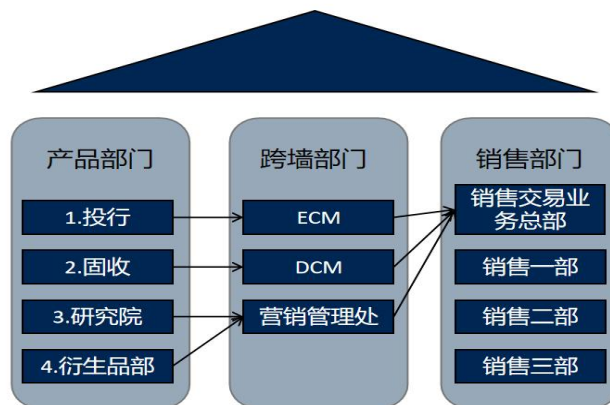
图40: 兴业证券搭建大销售体系



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**整合优势资源。**比如，投行的债券销售深耕银行资源，可以向研究销售推荐。而研究销售由于长期服务于基金、保险等机构，可以巩固投行销售在银行理财子公司的服务粘性。兴业证券通过建立一级销售交易业务总部，直接对向公募基金、保险、私募、银行、信托、证券、QFII/RQFII 七大类客户，持续构建直接面对机构客户的销售生态。

图41: 证券公司集团总部大销售体系工作图



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 配股落地驱动资本中介业务发力

**募资增加公司资本金，加速业务发展。**2022 年 8 月兴业证券《配股发行结果公告》显示，其以 5.20 元/股的价格以 10 股配 3 股的比例向全体股东配售 A 股，认购金额为 100.84 亿元，认配率达 96.53%。业务创新尤其是机构业务创新对公司的资本实力提出更高要求，此次配股成功，有助于公司扩大资本规模，增强公司资本实力，发力资本中介业务，提升公司多元化、综合化客户服务能力和风险抵御能力。

**配股落地后有利于公司突破资本瓶颈，但 ROE 有所下降。**受配股影响，公司 ROE（加权）有所下降，由 2021 年的 12.04% 降至 2022 年的 5.74%。但公司筹资用途规划清晰，正发力融资融业务、加快自营投资业务综合化转型，优化资产配置结构，有望快速恢复并提高盈利能力。

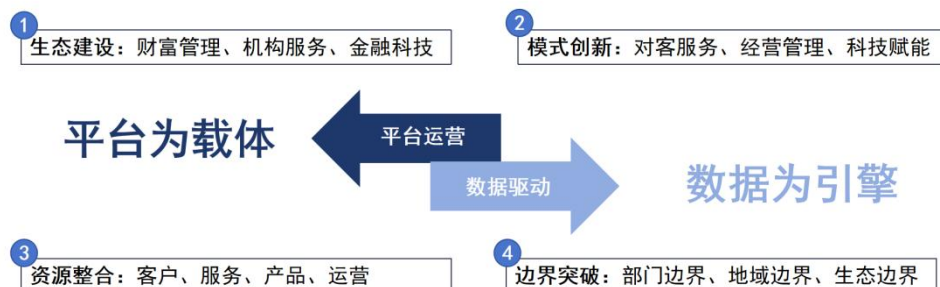
## “数智兴证”助力科技转型

2019 年至 2022 年，兴业证券聚焦数字化基础，以金融科技基础能力建设、组织架构和数字化文化建设等为发力点，逐步实现科技由“基础支持”到“局部赋能”。兴业证券提出打造科技“一个体系，三大生态，三项能力”，为外部对客服务、内部经营管理、底层数智基建等三个层次共 12 个领域打造金融科技产品布局，推行公司数字化转型。

2020 年公司分别与腾讯云和阿里云签署战略合作协议，2020 年 5 月，公司成立数智金融部，提出建立总分联动、业务支持、人机结合的方式为公司提供全生命周期的金融科技服务体系。



图42: 兴业证券科技全面赋能核心要素



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

兴业证券提出, 计划用 3 年时间由科技的“局部赋能”向“全面赋能”跃进。围绕平台运营、数据驱动、资源整合、边界突破、模式创新、生态建设六大基础要素, 全面推动公司数字化转型。1) 生态建设主要是重点打造财富管理、机构业务、金融科技三大领域, 从而实现以客户为中心的多层次金融科技生态圈。2) 模式创新是以客户视角为基础, 打造全新的对客户服务、管理、科技模式。3) 资源整合则是重新整合公司客服、产品、运营等多重资源。4) 边界突破是以客户为中心, 打破部门间、地域、各生态间的壁垒, 消除服务过程中的断层。5) 平台运营是通过公司平台, 实现各主体间的服务生态闭环及完善的业务体系。6) 数据驱动作为最基本的要素, 则是通过大数据平台助力产品、服务、客户等方面的精准匹配, 提高服务效率及管理能力。

## 盈利预测

兴业证券坚持全面推进科技赋能, 以客户需求为中心打造财富管理与大机构业务两大核心业务体系, 实施双轮驱动加速推进一流证券金融集团建设的战略。依据当前宏观经济环境和证券市场的未来发展趋势, 我们对兴业证券 2023 年-2025 年的盈利预测进行如下假设。

### 核心假设

(1) **经纪业务手续费净收入**: 股票市场成交额、市占率和佣金率是影响公司经纪业务手续费净收入的三个关键因素。1) 随着国内经济发展活力的逐步释放和资本市场的活跃, 有望带动股市成交额的增长, 因此我们预计 2023-2025 年股基成交额分别为 520.11 万亿, 572.12 万亿, 657.94 万亿, 对应每年 5.0%/10.0%/15.0% 的增速。2) 兴业证券搭建家族财富业务模式和高净值客户服务体系, 经纪业务稳步发展。因此假设未来三年公司经纪业务市占率分别为 1.50%/1.51%/1.52%。3) 经纪业务手续费率的激烈竞争会导致佣金率进一步下降, 因此假设未来三年公司经纪业务佣金率分别为 0.030%/0.028%/0.026%。4) 同时, 我们预计 2023-2025 年公司股票+混合公募基金保有规模 415.46 亿/454.93 亿/477.67 亿, 对应每年增速分别为 8.8%/9.5%/5.0%, 佣金率分别为 1.45%/1.42%/1.40%。

(2) **投行业务手续费净收入**: 市场融资规模、市占率和承销费率是影响投行业务手续费净收入的三个关键因素。1) 注册制的全面推进有助于证券行业投资银行业务的发展, 我们假设未来三年公司股权融资规模分别为 243.29 亿, 294.37 亿,



323.81 亿，债券融资规模分别为 1578.41 亿，1749.21 亿，1924.13 亿。2) 随着注册制改革的全面推进，我们假设未来三年公司股权主承销金额市占率分别为 2.00%/2.20%/2.20%，债券主承销金额市占率分别为 1.34%/1.35%/1.35%。3) 兴业证券赋能实体经济，并培育孵化未来投行储备项目，多措并举抢占投资银行业务发展先机。因此假设未来三年公司股权承销费率分别为 1.48%/1.47%/1.49%，债券承销费率分别为 0.31%/0.30%/0.30%。

**(3) 资产管理业务手续费净收入：**在资产管理方面，资产管理规模和管理费率是影响资产管理业务手续费净收入的两个关键因素。随着竞争和金融科技赋能，管理费率增长幅度减缓。我们假设未来三年公司资产管理规模分别为 895.69 亿，985.26 亿，1064.08 亿，管理费率分别为 0.23%/0.22%/0.20%，净利润为 2.06 亿，2.17 亿，2.13 亿。在基金方面，我们预测未来三年基金管理规模为 7144.94 亿，7859.43 亿，8645.38 亿，净收入为 25.01 亿，25.15 亿，25.94 亿。

**(4) 利息净收入：**随着我国两融资金余额的不断提升，券商作为资本中介，预计公司在两融业务方面的利息收入预计将得到进一步提升。市场融资融券余额、市占率、融资融券利率是影响利息净收入的三个关键因素，我们对于上述三个方面的假设如下：1) 考虑到我国融资融券业务未来具备仍具有较大上升空间，近期两融业务余额增速可观，我们预计 2023 年至 2025 年市场整体融资融券余额分别为，1.62 万亿，1.75 万亿，1.92 万亿分别对应增速 5.0%/8.0%/10.0%。2) 我们假设未来三年公司融资融券业务市占率将以 2.8%/1.7%/1.1% 的速率增长，分别为 1.80%/1.83%/1.85%。3) 我们假设未来三年公司融资融券利率分别为 7.10%/6.95%/6.90%。

**(5) 投资收益：**金融资产规模和投资收益率是影响投资收益的两个关键因素。公司主动管理能力持续提升，我们假设未来三年公司金融资产规模分别为 1011.67 亿，1112.84 亿，1224.12 亿，投资收益率分别为 3.5%/4.0%/4.2%。

表5: 营业收入预测 (单位: 亿元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	175.80	189.72	106.60	126.57	142.30	157.70
<b>YoY</b>	23.4%	7.9%	-43.8%	18.7%	12.4%	10.8%
<b>手续费及佣金净收入</b>	77.78	101.06	71.37	67.28	71.57	77.44
<b>YoY</b>	77.0%	29.9%	-29.4%	-5.7%	6.4%	8.2%
<b>其中：经纪业务手续费净收入</b>	27.78	35.61	27.56	25.79	26.93	29.16
<b>YoY</b>	77.7%	28.2%	-22.6%	-6.4%	4.4%	8.3%
<b>投资银行业务手续费净收入</b>	13.79	12.42	9.55	9.53	10.66	11.74
<b>YoY</b>	85.3%	-9.9%	-23.1%	-0.2%	11.9%	10.1%
<b>资产管理业务手续费净收入</b>	1.40	2.42	1.61	2.06	2.17	2.13
<b>YoY</b>	-52.5%	72.7%	-33.6%	28.2%	5.2%	-1.8%
<b>利息净收入</b>	11.67	17.24	19.24	22.74	24.44	26.98
<b>YoY</b>	55.5%	47.7%	11.6%	18.2%	7.5%	10.4%
<b>投资收益</b>	47.44	37.28	3.82	14.74	22.30	26.89
<b>YoY</b>	15.9%	-21.4%	-89.8%	286.1%	51.3%	20.6%
<b>其他业务收入</b>	36.68	31.11	7.58	7.20	7.92	8.71
<b>YoY</b>	-22.7%	-15.2%	-75.6%	-5.0%	10.0%	10.0%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

**(6) 费用：**包括税金及附加、业务及管理费、资产减值损失、信用减值损失和其

他业务成本。结合历史数据和宏观经济发展趋势，我们假设未来三年税金及附加占营业收入比例为 0.67%，业务及管理费占营业收入比例为 50%，资产减值损失分别为 0.03 亿元, 0.03 亿元, 0.03 亿元, 其他业务成本同比增长-7.3%/12.2%/10.0%。

表6: 营业支出预测（单位：亿元）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业支出</b>	113.80	112.64	65.40	82.90	91.07	100.93
<b>YoY</b>	-1.8%	-1.0%	-41.9%	26.8%	9.9%	10.8%
<b>税金及附加</b>	0.99	1.07	0.71	0.85	0.95	1.06
<b>YoY</b>	66.0%	8.4%	-33.7%	19.4%	12.4%	10.8%
<b>业务及管理费</b>	67.58	81.31	56.09	67.08	75.42	83.58
<b>YoY</b>	12.1%	20.3%	-31.0%	19.6%	12.4%	10.8%
<b>资产减值损失</b>	0.27	-0.21	-0.06	0.03	0.03	0.03
<b>YoY</b>	-1425.2%	-177.8%	-71.5%	-142.7%	12.4%	10.8%
<b>其他业务成本</b>	38.86	30.90	7.92	7.34	8.24	9.06
<b>YoY</b>	-18.2%	-20.5%	-74.4%	-7.3%	12.2%	10.0%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

## 未来 3 年盈利预测

我们预计兴业证券 2023 年至 2025 年营业收入分别为 126.57 亿元，142.30 亿元，157.70 亿元，同比增速分别为 19%/12%/11%；归属母公司净利润分别为 28.04 亿元，32.91 亿元，36.49 亿元，同比增速分别为 6%/17%/11%。

表7: 兴业证券核心财务指标预测

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入(亿元)</b>	175.80	189.72	106.60	126.57	142.30	157.70
<b>YOY</b>	23%	8%	-44%	19%	12%	11%
<b>归母净利润(亿元)</b>	40.03	47.43	26.37	28.04	32.91	36.49
<b>YoY</b>	127%	18%	-44%	6%	17%	11%
<b>ROE</b>	11.1%	12.0%	5.6%	5.3%	5.9%	6.3%
<b>每股收益 EPS(元)</b>	0.60	0.71	0.35	0.32	0.38	0.42
<b>每股净资产 BPS(元)</b>	5.64	6.15	6.05	6.29	6.59	6.91
<b>PE</b>	10.0	8.4	17.1	18.5	15.7	14.2
<b>PB</b>	1.1	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

## 盈利预测的敏感性分析

经纪业务手续费净收入和投资收益是公司营业收入的重要组成部分，我们认为 A 股市场成交额增速和投资收益率的变动会对公司经营业绩产生较大影响。因此，我们以 2023 年-2025 年 A 股市场成交额年复合增长率以及公司自营业务的年复合投资收益率作为敏感性因子对盈利预测进行敏感性分析。

表8: 归属母公司净利润增速及 ROE 对 A 股市场成交额增速的敏感性分析

	归母净利润同比			ROE		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
年复合增长-3%	5.8%	16.1%	10.0%	4.9%	5.5%	5.8%
年复合增长 5% (基准)	6.3%	17.4%	10.9%	5.3%	5.9%	6.3%
年复合增长 8%	6.5%	17.9%	11.2%	5.4%	6.1%	6.4%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

表9: 归属母公司净利润增速及 ROE 对投资收益率的敏感性分析

	归母净利润同比			ROE		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
年复合投资收益率 2.5%	6.3%	17.2%	10.8%	5.2%	5.9%	6.2%
年复合投资收益率 3.5% (基准)	6.3%	17.4%	10.9%	5.3%	5.9%	6.26%
年复合投资收益率 5%	6.4%	17.6%	11.0%	5.3%	6.0%	6.35%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

## 估值与投资建议

### 相对估值

随着资本市场全面深化基础性制度改革和居民多元财富管理需求的持续释放, 证券公司未来具备较强的盈利增长潜力。因此, 我们选取市净率作为参考指标, 采用相对估值法对公司进行估值。进一步地, 我们选取中信证券、中信建投、中金公司、国泰君安、广发证券、招商证券、海通证券、国信证券和中国银河作为可比公司。截至 2023 年 12 月 13 日, 从市场一致预期来看, 上述可比公司的 PB(2023E) 估值均值为 1.23x。

兴业证券以双轮联动和数智化建设为引擎, 使金融科技连接而成“财富管理”和“机构客户”两大生态圈, 驱动集团数字化建设和转型, 以科技为财富管理赋能。考虑到兴业证券双轮驱动对公司发展的正向促进作用, 考虑公司近五年来 0.93x-1.66x 的估值中枢给予公司 1.20x-1.25xPB 估值, 对应目标价为 7.55-7.87 元/股, 较当前还有 26%-31%的增长空间。

表10: 兴业证券可比公司估值表

公司	代码	最新日期	总市值 (亿元)	PB (2023E)	PB (2024E)	PB (2025E)
中信证券	600030.SH	2023/12/13	3069.34	1.17	1.08	0.99
中信建投	601066.SH	2023/12/13	1885.65	2.48	2.22	2.00
中金公司	601995.SH	2023/12/13	1900.49	1.97	1.81	1.66
国泰君安	601211.SH	2023/12/13	1332.13	0.88	0.82	0.75
广发证券	000776.SZ	2023/12/13	1083.72	0.90	0.85	0.80
海通证券	600837.SH	2023/12/13	1248.94	0.74	0.72	0.70
国信证券	002736.SZ	2023/12/13	850.70	1.01	0.93	0.85
中国银河	601881.SH	2023/12/13	1338.37	1.30	1.23	1.15
华泰证券	601688.SH	2023/12/13	1284.97	0.77	0.72	0.67
招商证券	600999.SH	2023/12/13	1222.73	1.07	0.99	0.92
平均值				1.23	1.14	1.05

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

## 相对估值的敏感性分析

相对估值法对每股净资产和市净率（PB）较为敏感，我们以每股净资产和 PB 作为敏感性因子对兴业证券的估值水平进行敏感性分析。

表11：兴业证券估值对 EPS 和 PB 的敏感性分析

			给予兴业证券 PB 估值的溢价水平					
			5%	10%	20%	30%	40%	50%
			1.00x	1.05x	1.14x	1.24x	1.33x	1.43x
每股净资产	-4%	6.04	6.34	6.65	7.25	7.85	8.46	9.06
	-2%	6.17	6.48	6.78	7.40	8.02	8.63	9.25
	基准	6.29	6.61	6.92	7.55	8.18	8.81	9.44
	2%	6.42	6.74	7.06	7.70	8.35	8.99	9.63
	4%	6.55	6.87	7.20	7.85	8.51	9.16	9.82

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

## 投资建议

**行业层面：**我国居民财富管理需求保持增长态势，叠加理财结构调整，证券公司财富管理转型迎来发展新机遇。兴业证券以机构客户为中心，提升机构业务能力的协同战略；进一步提出财富管理和机构业务的双轮驱动战略，明确机构业务和财富管理要加强双向赋能，协调发展。

**业务层面：**兴业证券提出打造集团大销售体系建设改革思路并在业内率先布局销售端整合，通过建立一级销售交易业务总部，直接面向公募基金、保险、私募、银行、信托、证券、QFII/RQFII 七大类客户，业务覆盖广泛。

**估值层面：**从估值结果来看，我们预计兴业证券 2023 年至 2025 年的 EPS 预估为 0.32 元/0.38 元/0.42 元。兴业证券以双轮联动和数智化建设为引擎，使金融科技连接而成“财富管理”和“机构客户”两大生态圈，驱动集团数字化建设和转型，以科技为财富管理赋能。

综合上述分析，我们认为公司股票合理估值区间在 7.55-7.87 元/股之间。考虑到公司业务盈利水平具备较高改善空间，我们首次覆盖，给予“增持”评级。

## 风险提示

### 估值的风险

我们采取相对估值的方法计算得出公司的合理估值，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的。由于相对估值法对每股净资产和市净率（PB）较为敏感，我们以每股净资产和 PB 作为敏感性因子对公司的估值水平进行敏感性分析，但在券商业务属性高 beta 的前提下，可能未充分考虑市场整体估值波动的风险。

### 盈利预测偏差较大的风险

盈利预测依赖于诸多假设，前提假设的细微变动便会对预测结果产生较大影响。考虑到证券行业未来发展空间、宏观调控政策调整，我们对公司的增长预期寄予了偏乐观的判断，即对各项业务线条给予了较为乐观的增速假设。而未来的市场环境存在较大不确定性，不利事件的发生可能会对公司盈利增长产生较大影响，导致盈利预测与未来的实际盈利出现较大偏差。

### 公司经纪业务与自营投资业绩不确定性的风险

经纪业务手续费净收入和投资收益是公司营业收入的重要组成部分，我们认为 A 股市场成交额增速和投资收益率的变动会对公司经营业绩产生较大影响。因此我们以 2023 年-2025 年 A 股市场成交额年复合增长率以及公司自营业务的年复合投资收益率作为敏感性因子对盈利预测进行敏感性分析，若市场出现比较大的波动，可能会对这一预测效果带来影响。

### 市场成交量、IPO 数量与规模不确定性的风险

在全面注册制下，投行业务面临更加严厉的监管，公司投行业务面临着较大的挑战和困难。因此，我们在对公司业绩进行预测的过程中，基于当前市场情况对未来行业进行了一定判断与假设，若后续市场出现较大变化，可能会影响公司的业绩表现。

### 投资收益的大幅波动风险

交易性金融资产和衍生金融工具是公司投资收益的主要来源，易受到投资标的盈利情况和宏观经济环境的影响。若权益市场或者宏观经济环境面临较大扰动，均会对公司投资收益造成不利影响，进而影响公司的营收及利润水平。

### 二级市场大幅波动风险

我国资本市场尚属于发展中阶段，整体波动较为剧烈，证券交易市场作为资本市场的重要组成部分，存在超预期波动风险。二级市场超预期的周期性波动会引起公司经纪业务收入较大波动，因此不能排除公司业绩增长不达预期的可能性。

### 监管政策变动风险

我国资产管理行业的监管政策尚处于发展完善阶段，因此存在较大变动的可能性。公司资产管理业务的开展严格受到监管政策的框架约束，未来如果监管政策发生重大调整，公司资管产品存在不再符合监管要求的风险，这会对公司资产管理业务产生重大不利影响。

### 资本市场全面深化基础性制度改革推进不及预期的风险

资本市场改革进展受到市场经济环境、宏观政策调控以及法律制度建设等诸多因素约束，存在基础性制度改革推进不及预期的风险，从而对公司经营业绩产生较为不利的政策影响。以注册制改革为例，若全面注册制改革推进不及预期，公司投资银行业务的营业收入和营业利润增速将会受到不利影响。

### 投资收益的大幅波动风险

长期股权投资、交易性金融资产和衍生金融工具是公司投资收益的主要来源，易受到投资标的盈利情况和宏观经济环境的影响。若投资标的盈利出现不利波动或者宏观经济环境面临较大扰动，均会对公司投资收益造成不利影响，进而影响公司的营收及利润水平。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>资产总计</b>	<b>217,463</b>	<b>245,859</b>	<b>282,738</b>	<b>311,012</b>	<b>342,113</b>	<b>营业收入</b>	<b>18,972</b>	<b>10,660</b>	<b>12,657</b>	<b>14,230</b>	<b>15,770</b>
货币资金	66,854	80,352	92,405	106,265	122,205	手续费及佣金净收入	10,106	7,137	6,728	7,157	7,744
融出资金	34,458	28,647	31,512	34,663	39,863	经纪业务净收入	3,561	2,756	2,579	2,693	2,916
交易性金融资产	60,102	62,627	68,890	75,779	83,357	投行业务净收入	1,242	955	953	1,066	1,174
买入返售金融资产	6,672	10,008	10,609	11,245	11,920	资管业务净收入	242	161	206	217	213
可供出售金融资产	0	0	0	0	0	利息净收入	1,724	1,924	2,274	2,444	2,698
<b>负债合计</b>	<b>172,108</b>	<b>189,022</b>	<b>223,661</b>	<b>249,159</b>	<b>277,277</b>	投资收益	3,728	382	1,474	2,230	2,689
卖出回购金融资产款	30,245	30,107	36,128	39,741	43,715	其他收入	3,111	758	720	792	871
代理买卖证券款	60,512	71,570	78,727	94,473	113,367	营业支出	11,264	6,540	8,290	9,107	10,093
应付债券	52,882	52,356	65,445	78,534	90,314	营业外收支	-45	-24	-12	-11	-10
<b>所有者权益合计</b>	<b>45,355</b>	<b>56,837</b>	<b>59,077</b>	<b>61,853</b>	<b>64,837</b>	<b>利润总额</b>	<b>7,663</b>	<b>4,096</b>	<b>4,355</b>	<b>5,112</b>	<b>5,668</b>
其他综合收益	269	227	250	275	303	所得税费用	1,808	753	801	940	1,042
少数股东权益	4,166	4,573	4,726	4,948	5,187	少数股东损益	1,112	706	750	881	977
<b>归属于母公司所有者权益合计</b>	<b>41,189</b>	<b>52,265</b>	<b>54,351</b>	<b>56,904</b>	<b>59,650</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4,743</b>	<b>2,637</b>	<b>2,804</b>	<b>3,291</b>	<b>3,649</b>
每股净资产（元）	6	6	6	7	7						
总股本	6,697	8,636	8,636	8,636	8,636						
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>						
每股收益	0.71	0.35	0.32	0.38	0.42						
每股红利											
每股净资产	6.15	6.05	6.29	6.59	6.91						
ROIC											
ROE	12.0%	5.6%	5.3%	5.9%	6.3%						
收入增长	7.9%	-43.8%	18.7%	12.4%	10.8%						
净利润增长率	18.5%	-44.4%	6.3%	17.4%	10.9%						
资产负债率	79.1%	76.9%	79.1%	80.1%	81.0%						
P/E	8.4	17.1	18.5	15.7	14.2						
P/B	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9						
EV/EBITDA											

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测



## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032