

兴业证券 (601377.SH) 零售业务能力提升，自营投资收益高弹性

2025 年 04 月 29 日

——兴业证券 2024 年报及 2025 一季报点评

投资评级：买入（维持）

高超（分析师）

卢崑（分析师）

gaochao1@kysec.cn

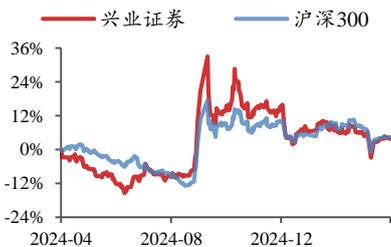
lukun@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

证书编号：S0790524040002

日期	2025/4/28
当前股价(元)	5.83
一年最高最低(元)	7.50/4.82
总市值(亿元)	503.48
流通市值(亿元)	503.48
总股本(亿股)	86.36
流通股本(亿股)	86.36
近 3 个月换手率(%)	31.59

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《客户保证金高增，自营投资收益率回升——兴业证券 2024 三季报点评》-2024.11.4

《手续费业务同比承压，二季度自营投资环比高增——兴业证券 2024 中报点评》-2024.9.3

● 零售业务能力提升，自营投资收益高弹性

2024 年公司营收/归母净利润分别为 123.5/21.6 亿元，同比+16.25%/+10.16%，2025Q1 公司营收/归母净利润分别 27.92/5.16 亿元，同比+17.48%/+57.32%，与此前披露的快报一致。2024 年/2025Q1 年化加权平均 ROE 3.81%/3.60%，同比+0.11/+1.36pct，2024 年/2025Q1 期末杠杆率（扣客户保证金）3.89/3.88 倍。考虑市场及监管环境对公司业务的影响，我们下调 2025、2026 年归母净利润预测至 25/29 亿元（调前 27/33），新增 2027 年归母净利润预测 34 亿元，EPS 为 0.3/0.3/0.4 元，公司“财富管理+机构业务”双轮联动与数智化建设战略持续推进，公司中期和年度分红 11 亿元，占归属于普通股股东净利润的 54.52%，分红率持续提升，当前股价对应 PB 分别为 0.9/0.8/0.8 倍，维持“买入”评级。

● 零售客户服务广度与深度大幅提升，股权投资项目数排名第 12 位

(1) 2024 年经纪业务净收入 21.3 亿元，同比-5%，其中席位收入 4.7 亿，同比-31%，主要受降佣影响，代销收入 2.66 亿元，同比-23%。2024 年公司股基市占率 1.28%，同比-0.11pct，零售客户服务广度与深度大幅提升，零售客群有效户规模取得历史性突破，首破百万大关。2025Q1 经纪业务净收入 6.6 亿元，同比+42%。(2) 2024 年/2025Q1 投行业务净收入 7.0/1.3 亿元，同比-33%/+8%。全年共完成 9 单股权主承销项目，家数排名行业第 12 位，其中 IPO 主承销项目 3 单，家数排名行业第 11 位，再融资项目 6 单，家数排名行业第 9 位。(3) 2024 年/2025Q1 资管业务净收入 1.59/0.37 亿元，同比+7.6%/+1.8%。规模驱动券商资管业务收入增长，2024 年兴证资管 AUM 1009.95 亿元，同比+20%。2024 年基金管理业务净收入 19.2 亿元，同比-20.7%，兴证全球基金 2024 年营业收入/净利润 32.79/14.13 亿元，同比-9.2%/+3.2%。

● 信用业务严控风险，自营投资高弹性带来业绩弹性

(1) 2024 年/2025Q1 利息净收入 14.2/3.3 亿元，同比-22%/+17%。2024 年/2025Q1 融出资金市占率为 1.82%/1.73%，2024 年末股票质押业务规模 7.74 亿元，同比-48%，平均履约保障比例为 272%，信用业务严控风险。(2) 2024/2025Q1 年公司自营投资收益 28.2/6.0 亿，同比+370%/+81%，自营投资弹性突出，年化自营投资收益率为 3.3%/2.7%，自营金融资产规模 884/883 亿元，同比+1%/+6%。

● **风险提示：**股市波动影响自营投资收益率；财富管理业务增长不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	10,627	12,354	12,771	13,876	15,719
YOY(%)	-0.3	16.2	3.4	8.7	13.3
归母净利润(百万元)	1,964	2,164	2,508	2,893	3,407
YOY(%)	-25.5	10.2	15.9	15.4	17.8
毛利率(%)	27.9	24.9	29.5	31.6	33.2
净利率(%)	18.5	17.5	19.6	20.9	21.7
ROE(%)	3.6	3.8	4.3	4.8	5.4
EPS(摊薄/元)	0.23	0.25	0.29	0.34	0.39
P/E(倍)	25.6	23.3	20.1	17.4	14.8
P/B(倍)	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8

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)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	198,130	213,833	224,457	243,580	265,743
现金	69,479	77,404	83,181	83,459	91,770
应收票据及应收账款	1,401	1,328	1,528	1,728	1,928
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	0	0	0	0	0
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	127,250	135,101	139,748	158,394	172,045
非流动资产	75,481	87,183	99,058	106,650	114,994
长期投资	5,235	1,814	6,610	7,092	7,619
固定资产	859	762	812	862	912
无形资产	479	439	439	439	439
其他非流动资产	68,909	84,168	91,198	98,257	106,023
资产总计	273,611	301,016	323,515	350,231	380,737
流动负债	144,967	176,434	189,961	207,645	227,483
短期借款	1,980	2,536	2,790	3,068	3,375
应付票据及应付账款	21,060	16,697	18,697	20,697	22,697
其他流动负债	121,927	157,200	168,474	183,879	201,410
非流动负债	67,674	61,663	69,299	75,950	83,805
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	67,674	61,663	69,299	75,950	83,805
负债合计	212,641	238,097	259,260	283,595	311,288
少数股东权益	4,599	5,104	5,118	5,308	5,532
股本	8,636	8,636	8,636	8,636	8,636
资本公积	22,560	22,577	22,585	22,585	22,585
留存收益	14,516	14,740	20,034	22,225	24,815
归属母公司股东权益	56,372	57,815	59,136	61,327	63,917
负债和股东权益	273,611	301,016	323,515	350,230	380,737

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-10658	23830	26434	31934	37434
净利润	2668	2897	0	0	0
折旧摊销	527	545	645	745	845
财务费用	0	0	0	0	0
投资损失	-776	-911	-1011	-1111	-1211
营运资金变动	6750	17404	22404	27404	32404
其他经营现金流	-19827	3895	4395	4895	5395
投资活动现金流	-11429	-22769	-22669	-22569	-22469
资本支出	1	4	4	4	4
长期投资	0	2844	2944	3044	3144
其他投资现金流	1650	2109	2209	2309	2409
筹资活动现金流	10716	10189	-2630	-11377	-14920
短期借款	6171	4535	4635	4735	4835
长期借款	50898	66426	66526	66626	66726
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	2998	0	0	0	0
其他筹资现金流	0	0	0	0	0
现金净增加额	-11058	11566	1135	-2012	45

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	10627	12354	12771	13876	15719
营业成本	7664	9272	9001	9497	10506
营业税金及附加	70	65	69	77	89
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	5798	6585	6051	6454	7363
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	0	0	0	0	0
资产减值损失	2	2	30	30	30
其他收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	584	545	0	0	0
投资净收益	76	2299	3056	3316	3672
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	2963	3082	3769	4379	5213
营业外收入	6	16	1	2	2
营业外支出	17	17	26	28	33
利润总额	2952	3081	3745	4352	5182
所得税	284	185	355	442	577
净利润	2668	2897	3389	3910	4605
少数股东损益	704	733	881	1017	1197
归属母公司净利润	1964	2164	2508	2893	3407
EBITDA	3479	3626	4390	5097	6027
EPS(元)	0.23	0.25	0.29	0.34	0.39

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-0.3	16.2	3.4	8.7	13.3
营业利润(%)	-28.1	4.0	22.3	16.2	19.0
归属于母公司净利润(%)	-25.5	10.2	15.9	15.4	17.8
获利能力					
毛利率(%)	27.9	24.9	29.5	31.6	33.2
净利率(%)	18.5	17.5	19.6	20.9	21.7
ROE(%)	3.6	3.8	4.3	4.8	5.4
ROIC(%)	1.1	1.1	1.1	1.2	1.3
偿债能力					
资产负债率(%)	77.7	79.1	80.1	81.0	81.8
净负债比率(%)	2.1	2.4	2.6	2.7	2.9
流动比率	1.4	1.2	1.2	1.2	1.2
速动比率	1.4	1.2	1.2	1.2	1.2
营运能力					
总资产周转率	4.1	4.3	4.1	4.1	4.3
应收账款周转率	681.0	905.4	894.6	852.6	860.1
应付账款周转率	41.8	49.1	50.9	48.2	48.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.23	0.25	0.29	0.34	0.39
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.23	2.76	3.06	3.70	4.33
每股净资产(最新摊薄)	6.53	6.69	6.85	7.10	7.40
估值比率					
P/E	25.6	23.3	20.1	17.4	14.8
P/B	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	79.5	77.5	69.0	60.7	58.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

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

分析师承诺

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

股票投资评级说明

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

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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

法律声明

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

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

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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

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

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

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3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