

兴业证券（601377）

财富管理与机构业务双轮驱动，新领导班子注入新活力

买入（维持）

| 盈利预测与估值 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入（百万元） | 10,627 | 12,354 | 11,565 | 13,697 | 14,892 |
| 同比（%） | -0.30% | 16.25% | -6.38% | 18.44% | 8.72% |
| 归母净利润（百万元） | 1,964 | 2,164 | 2,945 | 3,787 | 4,161 |
| 同比（%） | -25.51% | 10.16% | 36.07% | 28.60% | 9.89% |
| EPS-最新摊薄（元/股） | 0.23 | 0.24 | 0.34 | 0.44 | 0.48 |
| P/E（现价&最新摊薄） | 30.00 | 28.75 | 20.44 | 15.90 | 14.46 |

投资要点

- **长期稳定的治理结构，赋予公司良好的战略定力和执行力。**纵观兴业证券最近 25 年的发展历程，公司从一家排名不到 20 名的券商跻身行业前 20 位，最高曾进入前 15 位，得益于公司治理的良好正反馈以及管理层稳定，历任核心管理层在公司深耕近十年。2025 年 6 月公司新董事长苏军良上任，上任初期在财富管理、研究与机构服务、风险管理三大条线启动组织架构优化改革。
- **省属背景，在区域资本市场中占据核心地位。**公司实控人为福建省财政厅，省属金融企业的背景使公司在福建省内拥有无可比拟的资源优势，服务了全省 70% 以上的省属国企及各级政府，在区域资本市场中占据核心地位。此外，海峡股权交易中心是福建省唯一的区域性股权市场，公司作为其第一大股东，掌握了福建省内海量中小微企业的“入口”，形成了“投行+产投”的良性生态，有望受益于区域政策红利和产业升级。
- **经营指标已经进入恢复增长阶段。**2022、2023 年受股票市场低迷的影响，兴业证券净利润较 2021 年高点分别下滑 44% 及 59%。随着 2024 年 9 月 24 日，股票市场显著回暖，公司营收及净利润触底回升，2024 年、2025 年前三季度公司营业收入分别同比增长 16% 及 40%，净利润分别同比增长 10% 及 91%。公司 2022 年增发后 ROE 中枢有所下滑，随着公司财富管理转型逐步加深、股票市场有所回暖，公司 ROE 进入稳步复苏阶段。2025 年前三季度，公司 ROE 为 4.37%，同比增加 2 个百分点。
- **线上线下积极拓客，看好公司财富管理转型。**新领导班子到任后，从多维度调整财富管理战略，一方面通过优化网点布局，实现资源的有效集中；另一方面通过线上线下的方式积极拓客。线上与支付宝等渠道展开合作，线下通过传统营业网点、地推、渠道合作等方式拓客，我们预计在股市高活跃度下，公司经纪市占有望稳中有升。2025 年 12 月兴业证券推出战略级财富管理品牌“知己理财”，同步发布“知己享投”、“知己优投”、“知己智投”三大解决方案，标志着公司正加速向买方投顾转型。公司基金投顾业务自 2022 年开始展业，低基数下高速增长，截至 2025 年 10 月末，公司投顾总保有规模较年初增长 526%。
- **盈利预测与投资评级：**我们下调了公司 2025 年盈利预测，上调了 2026/2027 年盈利预测，估算公司 2025E/26E/27E 净利润分别为 29/38/42 亿元（前值 33/35/38 亿元），分别同比+36%/+29%/+10%。我们看好公司财富管理转型及组织架构调整带来的正向反馈，预计公司 2026 年业绩有望继续较快增长。公司估值远低于行业平均，维持“买入”评级。
- **风险提示：**财富管理转型不及预期；金融政策改革推行不达预期；市场持续低迷，股债市场波动加剧，导致公司投资收益波动较大等。

2026 年 02 月 10 日

证券分析师 孙婷

执业证书：S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

证券分析师 何婷

执业证书：S0600524120009

heting@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|-----------|
| 收盘价(元) | 7.02 |
| 一年最低/最高价 | 5.36/7.92 |
| 市净率(倍) | 1.08 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 60,624.63 |
| 总市值(百万元) | 60,624.63 |

基础数据

| | |
|-------------|----------|
| 每股净资产(元,LF) | 6.50 |
| 资产负债率(%，LF) | 78.75 |
| 总股本(百万股) | 8,635.99 |
| 流通 A 股(百万股) | 8,635.99 |

相关研究

《兴业证券(601377)：2025 年三季报点评：经纪、自营业务带动公司 3Q 归母净利润同比增长超两倍》

2025-10-31

《兴业证券(601377)：2025 年中报点评：经纪、自营业务带动公司归母净利润增长超过 40%》

2025-08-31

内容目录

| | |
|--------------------------------------|-----------|
| 1. 新领导班子到任，组织架构重调整 | 4 |
| 1.1. 良好的公司治理是公司的核心竞争优势..... | 4 |
| 1.2. 组织架构重调整，“三大条线、五项优化”改革..... | 5 |
| 1.3. 省属背景，在区域资本市场中占据核心地位..... | 6 |
| 2. 兴业证券：财富管理业务与机构业务双轮驱动 | 6 |
| 2.1. 财富管理：打造三大服务体系，线上线下积极拓客..... | 8 |
| 2.2. 大资管业务：“一参一控一牌”，对利润贡献度大幅提升..... | 10 |
| 2.3. 投行业务：布局重点行业与区域..... | 12 |
| 2.4. 自营业务：主动降低权益方向性头寸..... | 13 |
| 3. 投资建议 | 14 |
| 3.1. 盈利预测..... | 14 |
| 3.2. 估值及投资建议..... | 14 |
| 4. 风险提示 | 16 |

图表目录

| | | |
|-------|--|----|
| 图 1: | 兴业证券营业部和分公司数 (家) | 5 |
| 图 2: | 兴业线下经纪业务人员曾随着集团化扩张 (人) | 5 |
| 图 3: | 2016-2025 年前三季度兴业证券营业收入及净利润 | 7 |
| 图 4: | 兴业证券与行业平均 ROE (%) | 7 |
| 图 5: | 兴业证券分部收入 | 7 |
| 图 6: | “知己理财”三大服务体系 | 8 |
| 图 7: | 兴业证券客户结构中机构客户占比较高 | 10 |
| 图 8: | 兴业证券机构佣金+代销收入在总佣金中占比高 | 10 |
| 图 9: | 2015-2025 年兴业证券股权承销规模 (亿元) | 13 |
| 图 10: | 兴业证券 2017 年以来投资净收益及权益类持仓 | 14 |
| 图 11: | 兴业证券金融投资资产结构 (合并口径) | 14 |
| 表 1: | 兴业证券管理层变迁情况 | 4 |
| 表 2: | 兴业证券前十大股东 (2025Q3) | 6 |
| 表 3: | 部分券商基金投顾产品及发展情况 | 9 |
| 表 4: | 4 类标准解决方案——多资产、多策略 | 9 |
| 表 5: | “N” 方舟系列: 单资产、单策略、单客定制 | 10 |
| 表 6: | 2020-2024 年部分券商持有公募基金股权及盈利情况 (亿元, 前十贡献度) | 11 |
| 表 7: | 证券行业可比公司估值 (2026 年 2 月 10 日) | 15 |

1. 新领导班子到任，组织架构重调整

1.1. 良好的公司治理是公司的核心竞争优势

长期稳定的治理结构能够赋予券商以良好的战略定力和战略执行力。纵观兴业证券最近 25 年的发展历程，公司从一家排名不到 20 名的券商跻身行业前 20 位，最高曾进入前 15 位，得益于公司治理的良好正反馈以及管理层稳定。2000-2017 年，兰荣任公司董事长，期间推动兴业证券完成股份制改制、上市等重要发展节点，带领公司从地方证券部发展为综合金融集团。2017 年公司更换董事长杨华辉，曾任职于兴业银行多个部门，具有丰富的金融从业背景，能较好的为公司实现资源导入和整合，业务发展侧重在机构业务。2025 年 6 月公司新董事长苏军良上任，上任初期在财富管理、研究与机构服务、风险管理三大条线启动组织架构优化改革。公司总裁刘志辉自 2009 年任公司总裁至今已有 16 年，曾任职于监管机构，与两任董事长共同带领兴业证券从一个地方性证券公司发展成为全国性上市券商，从一个处在中部地位的证券公司，逐渐向头部迈进。

表1：兴业证券管理层变迁情况

| 职务 | 姓名 | 任期 | 简历 | 兴业综合排名 |
|-----|-----|-------------|--|--------------------|
| 董事长 | 兰荣 | 2000-2017 年 | 中国证券行业首批创业者，长期担任兴业证券主要领导职务。于 1991 年筹建兴业银行证券业务部，1994 年组建福建兴业证券并任总裁，1999 年起担任兴业证券董事长长达 18 年，期间推动公司完成股份制改制、上市等重要发展节点。 | 从 20 名开外最高进入前 15 位 |
| | 杨华辉 | 2017-2025 年 | 曾任兴证全球基金董事长、兴证（香港）董事局主席；兼任中国证券业协会副监事长，福建省证券期货业协会会长。曾任兴业银行上海证券部总经理，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，兴业证券股份有限公司党委书记、董事长等社会职务。 | 排名基本稳定在 15 名左右 |
| | 苏军良 | 2025 年-至今 | 历任兴业银行南宁分行、福州分行、杭州分行党委书记、行长。历任福建省金融投资有限责任公司党委委员、副总经理，华福证券党委书记、董事长。任内推动华福证券确立“数智引领、人才突围”战略方向，制定“1335”战略实施路径。 | |
| 总裁 | 刘志辉 | 2009 年-至今 | 曾任福建省政府办公厅信息技术处、证券办公室科员、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。 | 从 20 名开外最高进入前 15 位 |

数据来源：Wind，东吴证券研究所

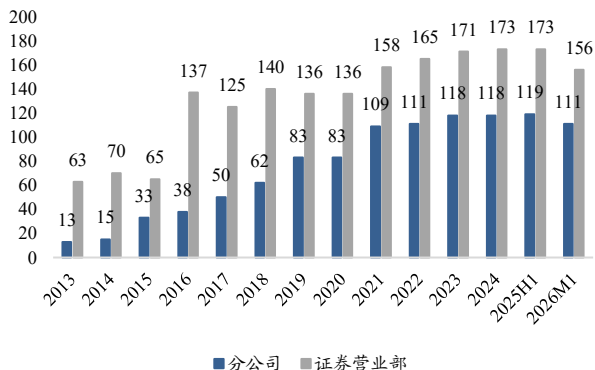
1.2. 组织架构重调整，“三大条线、五项优化”改革

“三大条线、五项优化”改革，提升客户综合服务能力和风险管理能力。2025 年 11 月，兴业证券在财富管理、研究与机构服务、风险管理三大条线启动组织架构优化改革。

1) 在财富管理领域，公司一方面新设一级部门金融产品部，整合集团资源推动产品向定制化、专业化升级，摆脱单纯依赖产品销售的传统模式；另一方面将数智平台部升级为集团统一的财富客户拓展与服务平台，借助数智化工具实现客户触达精准化与服务响应高效化，构建线上线下融合的全流程服务体验。

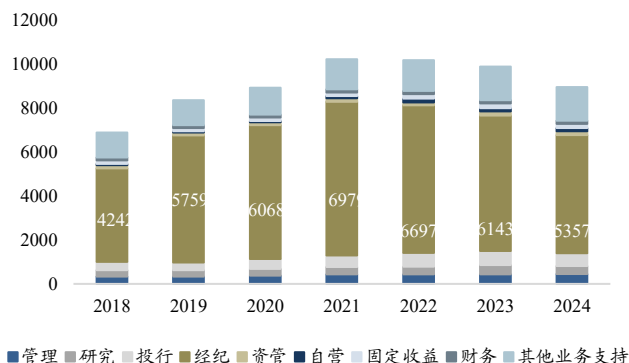
2018 年以来兴业证券的重点改革工作主要集中在分公司体系制度的建设，在合规的情况下将业务和客户全部下沉到分公司。营业网点和分支机构数快速增长，分别由 2018 年的 62 家和 140 家增长到 2025 年上半年的 119 家和 173 家。随着分公司的快速扩张，经纪业务人员数（包括投顾、机构业务、中后台人员等）占比一度提升至 69%。但随着行业持续降费、互联网金融高度普及，传统的销售通道模式已无法满足财富管理转型的需求，“买方投顾”模式、数智化发展成为主流。2025 年下半年开始，公司通过优化网点布局，来适应当前财富管理的竞争格局，已公告撤并近 10 家分公司及近 30 家营业网点。

图1：兴业证券营业部和分公司数（家）



数据来源：公司公告，中国证券业协会，东吴证券研究所 注：数据截至 2026 年 1 月 22 日

图2：兴业线下经纪业务人员曾随着集团化扩张（人）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2) 研究与机构服务条线，聚焦核心职能强化协同，通过优化销售交易部职责聚焦研究销售核心业务。同时，机构业务总部将全面推动 FICC 业务体系的重构，打通销售、做市、现券交易、资金支持等关键业务环节，通过整合内部资源、优化业务流程，实现 FICC 业务各环节的高效协同，为机构客户提供一站式、全链条的综合服务。

3) 风险管理层面，公司将原投融资审批部职责并入风险管理部，实现了风险管理组织架构的统一。打破了过去风险管理的部门壁垒，构建了覆盖市场风险、信用风险、操作风险的全面垂直穿透管理体系。通过统一的风险管控标准和流程，实现对集团各项

业务风险的全流程监控和精准管控。

1.3. 省属背景，在区域资本市场中占据核心地位

福建省财政厅实控，在区域资本市场中占据核心地位。兴业证券的实际控制人为福建省财政厅，直接持有公司股份 20.49%，其他主要股东包括福建省投资开发集团（持股 7.35%）、上海申新集团（持股 3.17%）、中证金融公司（持股 2.48%）等。省属金融企业的背景使得公司在福建省内拥有无可比拟的资源垄断优势，服务了全省 70%以上的省属国企及各级政府，在区域资本市场中占据核心地位。

表2：兴业证券前十大股东（2025Q3）

| 序号 | 股东名称 | 持股数量(亿股) | 占总股本比例(%) |
|----|---------------------------|----------|-----------|
| 1 | 福建省财政厅 | 17.70 | 20.49 |
| 2 | 福建省投资开发集团有限责任公司 | 6.35 | 7.35 |
| 3 | 上海申新(集团)有限公司 | 2.73 | 3.17 |
| 4 | 中国证券金融股份有限公司 | 2.14 | 2.48 |
| 5 | 香港中央结算有限公司 | 1.80 | 2.09 |
| 6 | 国泰中证全指证券公司交易型开放式指数证券投资基金 | 1.79 | 2.07 |
| 7 | 华域汽车系统股份有限公司 | 1.62 | 1.88 |
| 8 | 福建省融资担保有限责任公司 | 1.19 | 1.37 |
| 9 | 华泰柏瑞沪深 300 交易型开放式指数证券投资基金 | 1.17 | 1.36 |
| 10 | 华宝中证全指证券公司交易型开放式指数证券投资基金 | 1.16 | 1.35 |
| 合计 | | 37.65 | 43.61 |

数据来源：Wind，东吴证券研究所

控股海峡股权交易中心，构建“投早投小”生态。海峡股权交易中心是福建省唯一的区域性股权市场，公司作为其第一大股东，掌握了福建省内海量中小微企业的“入口”。为其投行业务及直投业务提供了源源不断的优质项目储备，形成了“投行+产投”的良性生态。此外，福建作为海峡西岸经济区核心和两岸融合发展示范区，经济活力强劲，兴业证券作为本地龙头，深度受益于区域政策红利和产业升级。

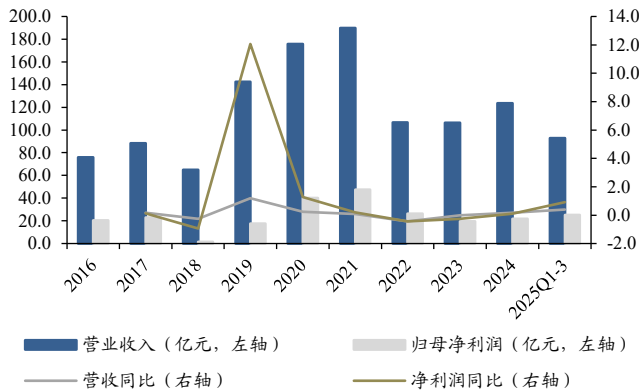
2. 兴业证券：财富管理业务与机构业务双轮驱动

兴业证券经营指标已经进入恢复增长阶段。2022、2023 年受股票市场低迷的影响，兴业证券净利润较 2021 年高点分别下滑 44%及 59%。随着 2024 年 9 月 24 日，股票市场显著回暖，公司营收及净利润触底回升，2024 年、2025 年前三季度公司营业收入分别同比增长 16%及 40%，净利润分别同比增长 10%及 91%。

2020-2021 年，市场呈现结构性行情，叠加公募基金行业快速发展，公司凭借大资

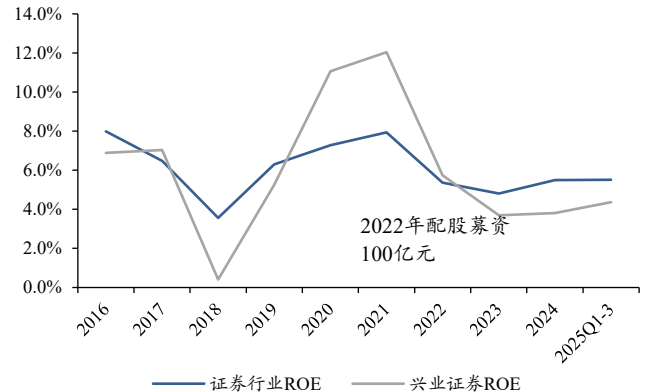
管业务的优势，ROE 在 2020-2021 年超过 10%，超过行业平均 4 个百分点。此后公司 ROE 中枢下滑至 5% 左右，略低于行业平均，一方面是由于股票市场持续低迷，公司投资业务亏损；另一方面主要是由于公司在 2022 年 8 月配股募资 100 亿元，净资本由 412 亿元增长至 523 亿元。我们认为，随着公司财富管理转型逐步加深、股票市场有所回暖，公司 ROE 进入稳步复苏阶段。2025 年前三季度，公司 ROE 为 4.37%，同比增加 2 个百分点。

图3：2016-2025 年前三季度兴业证券营业收入及净利润



数据来源：Wind，东吴证券研究所

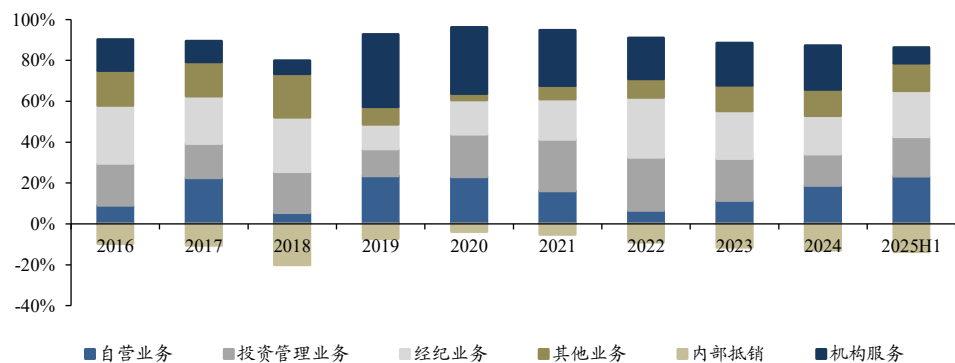
图4：兴业证券与行业平均 ROE (%)



数据来源：Wind，中国证券业协会，东吴证券研究所

大财富管理业务与机构业务双轮驱动。1) 公司大财富管理业务主要包括传统经纪业务以及投资管理业务收入：2016 年以来，公司传统经纪业务收入占比在 30% 左右，与行业平均水平基本相当；公司控股兴证资管（持股 100%）、兴证全球基金（持股 51%），参股南方基金（持股 9.15%），投资管理板块布局全面，收入占比在 25% 左右，高于行业平均水平。2) 机构服务业务包括研究与机构服务业务和投资银行业务，与头部券商进行差异化竞争，更聚焦中小微企业、区域股权市场、私募客户等，收入占比约 25% 左右。

图5：兴业证券分部收入



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.1. 财富管理：打造三大服务体系，线上线下积极拓客

2025 年 12 月 16 日，兴业证券正式推出战略级财富管理品牌“知己理财”，同步发布“知己享投”、“知己优投”、“知己智投”三大解决方案，标志着公司正加速向买方投顾转型。1) **知己享投**：资产配置专家。基于深度市场研究与客户需求洞察，提供全方位、定制化的资产配置解决方案，致力于实现财富的长期稳健增值。2) **知己优投**：专业投顾伙伴。依托专业投研实力，打造研究驱动型证券投顾服务，精准匹配多元投资策略。3) **知己智投**：智能交易助手。专注于智能交易领域，提供差异化投资建议和交易工具。

图6：“知己理财”三大服务体系



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

布局投顾团队，加码基金投顾，低基数下高速增长。打造专业化的投资顾问队伍已被各大券商作为经纪业务向财富管理转型的关键基础，而基金投顾业务意味着券商财富管理业务从产品代销的“卖方模式”转向账户管理的“买方模式”，即通过类似于“全权委托”的模式，将投资顾问与客户利益进行绑定，使得投资顾问能够真正站在客户的角度思考问题，从而提升服务的针对性、及时性和丰富性。目前共有 29 家券商获批了基金投顾业务试点资格，兴业证券于 2021 年第二批次获得基金投顾业务资格，并于 2022 年 1 月开始展业。据财联社信息，截至 2025 年 10 月末，兴业证券投顾总保有规模较年初增长 526%；其中，非货保有规模 25 亿元，较年初增长 781%。客户盈利占比 93.5%，客服平均使用投顾服务时间 400 天，复投率超 50%。

表3：部分券商基金投顾产品及发展情况

| 券商 | 投顾品牌 | 上线时间 | 发展情况 |
|--------|-----------------|------------------|--|
| 国联民生 | 基智投 | 2020 年 4 月 21 日 | 2024 年投顾保有规模 92.38 亿元，服务客户超 34 万户，复投率 76.8%。 |
| 东方证券 | “悦”系列和 “钉”系列 | 2021 年 11 月 23 日 | 共 27 个投顾组合策略，2024 年合计规模约 153.71 亿元，较年初增长 7.05%； 存量账户数 19.28 万户，客户留存率 58.18%，复投率 76.80%。 |
| 国泰海通 | 君享投 | 2020 年 8 月 12 日 | 2024 年保有规模达 165.71 亿元，较上年增长 30.2%。 |
| 兴业证券 | 知己 | 2022 年 1 月 24 日 | 截至 2025 年 10 月末，投顾总保有规模较年初增长 526%；其中，非货保有规模 25 亿元，较年初增长 781%。客户盈利占比 93.5%，客服平均使用投顾服务时间 400 天，复投率超 50%。 |
| 中金公司 | A+基金投顾 | 2020 年 9 月 9 日 | 买方投顾累计签约客户资产超 2400 亿元 |
| 申万宏源证券 | 星基汇 | 2020 年 9 月 | 截至 2024 年末，公司公募基金投顾累计签约客户超 7 万人，累计复投率超 98%，客户平均使用投资顾问服务时间超 1300 天。 |
| 华泰证券 | 涨乐星投 | 2020 年 10 月 | 截至 2025 年上半年末，基金投顾业务规模 210.37 亿元，较年初 180.79 亿元增长 16.36%。 |

数据来源：各公司 2024 年年报、2025 年半年报，道乐科技，华泰证券 APP，券商中国，财联社，同花顺财经，东方财富网等，东吴证券研究所

基金投顾组合纳入“知己享投”序列，依托“9+4+N”多元配置体系持续优化。公司通过“9”大收益来源构筑多元资产基础，包括 5 类稳健收益来源及 4 类进取收益来源；“4”大多资产系列精准匹配标准化需求，主要为标准化组合策略；“N”种定制方案满足个性化诉求，为投资者提供了全方位、多层次的资产服务方案。

表4：4 类标准解决方案——多资产、多策略

| 享投序列 | 组合策略 | 组合定位 | 起投金额 | 风险等级 |
|------|--------------------|------------|--------|------|
| 知己鹿鸣 | 货币小福星 | 货币增强 | 200 元 | R1 |
| | 安稳宝 | 多资产 5% | 200 元 | R2 |
| | 月月享 | 多资产 10% | 200 元 | R2 |
| | 知己目标盈 (标准款+安欣版) | 多资产 10%+止盈 | 1000 元 | R2 |
| 知己凤翔 | 固收佳进取 | 多资产 20% | 200 元 | R2 |
| | 全球多元配置 | 多资产 30% | 200 元 | R3 |
| 知己虎跃 | 均衡小确幸 | 多资产 50% | 200 元 | R3 |
| | 四维配置 | 多资产 75% | 200 元 | R4 |
| 知己龙腾 | 进取全明星 | 偏股基金增强 | 200 元 | R4 |
| | 海外权益 | 海外权益 | 200 元 | R4 |

数据来源：兴业证券公众号，东吴证券研究所

表5: “N” 方舟系列：单资产、单策略、单客定制

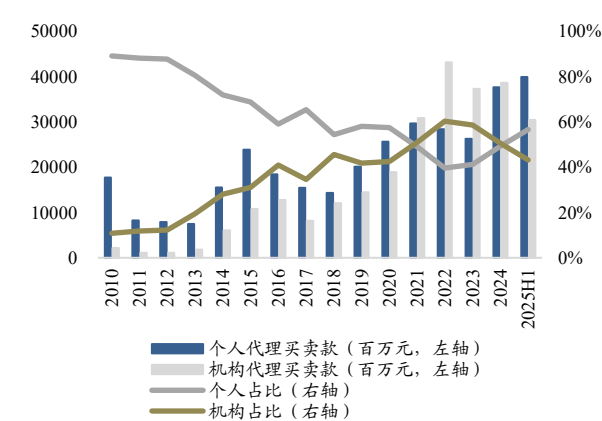
| 享投序列 | 分类 | 组合策略 | 组合定位 | 风险等级 |
|------|--------|-----------------------------------|------------|------|
| 知己方舟 | 单资产 | 现金宝 | 货币增强 | R1 |
| | | 短债增强 | 短债增强 | R2 |
| | 单策略 | 300 增强 | 沪深 300 增强 | R4 |
| | | 500 增强 | 中证 500 增强 | R4 |
| | | 1000 增强 | 中证 1000 增强 | R4 |
| | 单一客户定制 | 根据客户投资需求，定制多资产组合，风险等级从 R2 到 R4 不等 | | |

数据来源：兴业证券公众号，东吴证券研究所

公司具有良好的机构客户业务基础，财富管理战略转型后零售比重有所提升。兴业证券自机构业务转型以来，代理买卖证券款中的机构保证金占比持续提升，在 2022 年最高曾达到 60%，赋予公司更多衍生业务的开展空间。公司代销金融产品收入占经纪业务收入比自 2018 年以来一直在 15%左右。随着降佣逐步蔓延至机构经纪及代销业务，公司将重心逐步转至投顾业务，零售经纪的收入占比有所提升，由 2021 的 49%回升至 2025 年上半年的 69%。

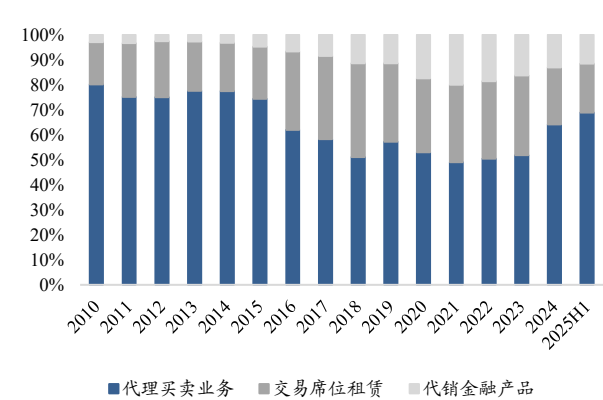
优化网点布局，线上线下积极拓客，预计公司经纪市占稳中有升。新领导班子到任后，从多维度调整财富管理战略，一方面通过优化网点布局，实现资源的有效集中；另一方面通过线上线下的方式积极拓客。公司线上与支付宝等渠道展开合作，线下通过传统营业网点、地推、渠道合作等方式拓客，我们预计在股市高活跃度下，公司经纪市占有望稳中有升。

图7：兴业证券客户结构中机构客户占比较高



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：兴业证券机构佣金+代销收入在总佣金中占比高



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2. 大资管业务：“一参一控一牌”，对利润贡献度大幅提升

公司控股兴证全球基金（持股 51%），参股南方基金（持股 9.15%），兴证资管（持

股 100%) 于 2023 年 11 月取得公募牌照，实现“一参一控一牌”，2020 年以来公募基金对公司净利润贡献度持续提升，由 2020 年的 23.7% 提升至 2024 年的 43%，“含基量”排名行业第一。参控股公募基金不仅是兴业证券重要的盈利来源，同时也是公司财富管理产品端的重要创设主体。

1) 兴证全球基金：自成立以来以“基金持有人利益最大化”为首要经营原则，贯彻风险控制、长期投资、价值投资的投资理念，是公募基金行业有口皆碑的长跑型选手，在权益类产品方面形成了良好的市场形象，先后打造出“兴全趋势”、“兴全全球视野”、“兴全社会责任”、“兴全合润”、“兴全轻资产”等长期回报率优秀的权益类产品。截至 2025 年末，兴证全球管理公募规模达 7491 亿元，其中非货管理规模 3031 亿元。

2) 南方基金：持续锻造投研核心竞争力，设立了权益、固定收益、混合资产、国际业务四大投研条线，搭建了科学高效的投研、合规风控体系和经验丰富的专业团队，公募与非公募两大业务线各类产品及组合中长期业绩稳健，旗下公募基金产品累计盈利和分红均长期位居行业前列。经过 27 年的发展，南方基金已成为产品种类丰富、业务领域全面、经营业绩优秀、资产管理规模位居前列的基金管理公司之一。截至 2025 年末，南方基金管理公募规模达 1.5 万亿元，其中非货管理规模 8742 亿元。

3) 兴证资管：2023 年取得公募基金牌照，截至 2025 年末，公募管理规模 81 亿元，其中非货管理规模 13 亿元。

表6：2020-2024 年部分券商持有公募基金股权及盈利情况（亿元，前十贡献度）

| 券商 | 持股公募基金 | 持股比例 | 2024 | | 2023 | | 2022 | | 2021 | | 2020 | |
|--------|--------|---------|-----------------|------------------|-----------------|------------------|-----------------|------------------|-----------------|------------------|-----------------|------------------|
| | | | 基金公 司净利 润 | 对券商 净利润 贡献 | 基金公 司净利 润 | 对券商 净利润 贡献 | 基金公 司净利 润 | 对券商 净利润 贡献 | 基金公 司净利 润 | 对券商 净利润 贡献 | 基金公 司净利 润 | 对券商 净利润 贡献 |
| 1 兴业证券 | 兴证全球基金 | 51.00% | 14.13 | | 13.69 | | 16.83 | | 22.35 | | 15.97 | |
| | 兴证资管 | 100.00% | 0.09 | 43.2% | | 44.9% | | 38.7% | | 28.2% | | 23.7% |
| | 南方基金 | 9.15% | 23.52 | | 20.11 | | 17.71 | | 21.63 | | 14.84 | |
| 2 西南证券 | 银华基金 | 44.10% | 5.58 | 35.2% | 6.36 | 46.6% | 8.17 | 116.5% | 9.22 | 39.2% | 8.28 | 33.4% |
| 3 长城证券 | 长城基金 | 47.06% | 2.31 | | 2.30 | | 1.78 | | 1.65 | | 1.59 | |
| | 景顺长城基金 | 49.00% | 9.51 | 36.4% | 11.75 | 47.6% | 13.68 | 83.9% | 14.02 | 43.3% | 8.22 | 31.8% |
| 4 东方证券 | 汇添富基金 | 35.41% | 15.47 | | 14.15 | | 20.94 | | 32.63 | | 25.66 | |
| | 长城基金 | 17.65% | 2.31 | 27.5% | 2.30 | 37.5% | 1.78 | 53.2% | 1.65 | 48.8% | 1.59 | 64.1% |
| | 东证资管 | 100.00% | 3.33 | | 4.91 | | 8.28 | | 14.38 | | 8.10 | |
| 5 财通证券 | 财通基金 | 40.00% | 1.49 | | 1.72 | | 1.91 | | 1.63 | | 1.27 | |
| | 财通资管 | 100.00% | 5.20 | 24.8% | 4.63 | 23.6% | 4.58 | 35.2% | 4.56 | 20.3% | 2.37 | 12.6% |
| 6 中泰证券 | 万家基金 | 60.00% | 3.27 | | 3.60 | | 3.29 | | 3.06 | | 2.19 | |
| | 中泰资管 | 60.00% | 0.48 | 24.0% | 2.22 | 19.4% | 1.20 | 45.7% | 0.69 | 7.0% | 0.94 | 7.4% |
| 7 第一创业 | 银华基金 | 26.10% | 5.58 | | 6.36 | | 8.17 | | 9.22 | | 8.28 | |
| | 创金合信基金 | 51.07% | 1.22 | 23.0% | 1.06 | 66.5% | 1.56 | 73.1% | 1.52 | 42.7% | 0.95 | 32.5% |
| 8 广发证券 | 广发基金 | 54.53% | 20.00 | 20.5% | 19.50 | 26.2% | 21.34 | 25.6% | 26.07 | 22.6% | 18.24 | 16.1% |

| | | | | | | | | | | | | | |
|----|------|----------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | 易方达基金 | 22.65% | 39.00 | | 33.82 | | 38.37 | | 45.35 | | 27.50 | |
| 9 | 国海证券 | 国海富兰克林基金 | 51.00% | 1.57 | 18.7% | 1.76 | 27.4% | 2.45 | 50.1% | 2.67 | 17.8% | 1.58 | 11.1% |
| 10 | 东北证券 | 银华基金 | 18.90% | 5.58 | 17.6% | 6.36 | 24.7% | 8.17 | 86.0% | 9.22 | 14.3% | 8.28 | 14.3% |
| | | 东方基金 | 57.60% | 0.84 | | 0.78 | | 0.77 | | 1.01 | | 0.60 | |
| 11 | 华泰证券 | 南方基金 | 41.16% | 23.52 | | 20.11 | | 17.71 | | 21.63 | | 14.84 | |
| | | 华泰柏瑞基金 | 49.00% | 7.30 | 14.4% | 5.02 | 15.9% | 3.79 | 18.0% | 4.13 | 17.9% | 2.72 | 17.7% |
| | | 华泰资管 | 100.00% | 8.82 | | 9.52 | | 10.74 | | 13.02 | | 11.72 | |
| 12 | 招商证券 | 博时基金 | 49.00% | 15.28 | 14.4% | 15.11 | 17.5% | 17.24 | 20.6% | 17.79 | 13.7% | 12.47 | 10.7% |
| | | 招商基金 | 45.00% | 16.50 | | 17.53 | | 18.13 | | 16.03 | | 9.04 | |
| 13 | 国泰海通 | 华安基金 | 51.00% | 9.10 | | 9.35 | 8.1% | 10.31 | 6.6% | 10.06 | 7.5% | 7.11 | 9.7% |
| | | 国泰君安资管 | 100.00% | 3.37 | 11.5% | 2.84 | | 2.33 | | 6.14 | | 7.18 | |
| | 海通证券 | 海富通基金* | 51.00% | 4.00 | | 4.17 | 71.1% | 4.57 | 12.3% | 5.30 | 7.7% | 3.78 | 6.0% |
| | | 富国基金 | 27.78% | 17.51 | | 18.14 | | 20.66 | | 25.64 | | 16.52 | |
| 14 | 申万宏源 | 申万菱信基金 | 67.00% | 0.77 | 10.3% | 0.85 | 12.2% | 1.34 | 23.8% | 1.25 | 8.5% | 1.04 | 6.8% |
| | | 富国基金 | 27.78% | 17.51 | | 18.14 | | 20.66 | | 25.64 | | 16.52 | |
| 15 | 长江证券 | 长信基金 | 44.55% | 1.11 | 6.3% | 1.35 | 2.9% | 1.73 | 11.2% | 1.99 | 14.8% | 1.79 | 15.7% |
| | | 长江资管 | 100.00% | 0.67 | | -0.15 | | 0.92 | | 2.68 | | 2.47 | |
| 16 | 中信证券 | 华夏基金 | 62.20% | 21.58 | 6.2% | 20.13 | 6.3% | 21.63 | 6.3% | 23.12 | 6.2% | 15.98 | 6.7% |
| 17 | 国信证券 | 鹏华基金 | 50.00% | 7.51 | 4.6% | 8.39 | 6.5% | 10.01 | 8.2% | 10.08 | 5.0% | 5.89 | 4.5% |
| 18 | 光大证券 | 光大保德信基金 | 55.00% | 0.47 | 4.6% | 0.89 | 3.5% | 1.05 | 5.1% | 1.63 | 5.4% | 1.60 | 7.2% |
| | | 大成基金 | 25.00% | 4.61 | | 4.05 | | 4.17 | | 3.89 | | 3.25 | |
| 19 | 东兴证券 | 东兴基金 | 100.00% | 0.31 | 2.0% | 0.31 | 3.7% | 0.12 | 2.3% | -0.10 | -0.6% | 0.03 | 0.2% |
| 20 | 浙商证券 | 浙商基金 | 25.00% | 0.20 | 1.8% | 0.35 | 3.3% | 0.45 | 5.7% | 0.21 | 3.9% | -0.01 | 5.0% |
| | | 浙商资管 | 100.00% | 0.29 | | 1.33 | | 0.84 | | 0.80 | | 0.81 | |

数据来源：Wind，东吴证券研究所 注：海富通基金未披露 2024 年净利润，年度数为估算值

2.3. 投行业务：布局重点行业与区域

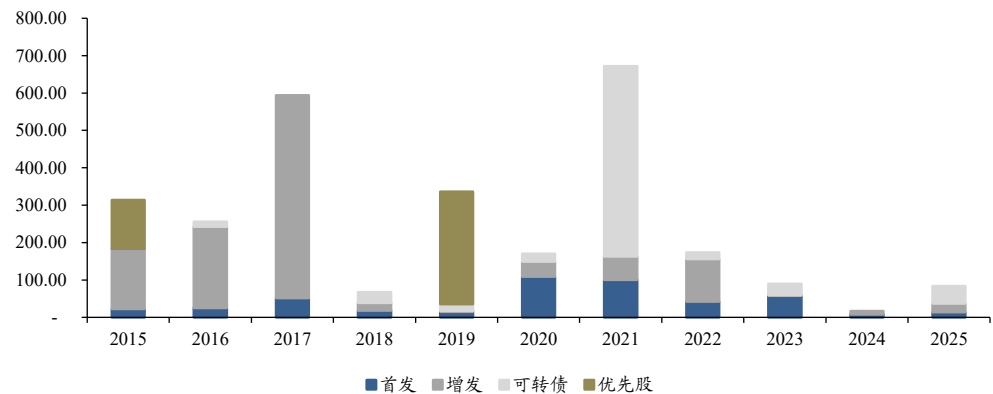
兴业证券布局重点行业与区域。投行业务主要依赖于两大核心要素，其一在于公司股东资源禀赋，其二在于公司良好激励机制。兴业证券作为福建省最大的券商，在省内项目获取方面具备一定领先优势，异地扩张则将依赖于公司的集团化战略，将项目的承揽工作进一步下沉至分公司，以此拓展项目获取的广度，另一方面优秀的业务团队储备是投行能力的保障。

2025 年兴业证券股权业务承销规模（含可转债）同比+392%，增长主要来自于可转债；其中，IPO 发行 14 亿元，同比增长 83%，增发募资 23 亿元，同比增长 150%，可转债发行 46 亿元。公司股权类投行项目排名基本位于行业 15-20 位左右，项目较多集中在福建省、广东省、江浙沪地区。2015-2025 年间，公司 IPO 项目合计 69 个，其中福建省 20 个、广东省 11 个、江浙沪 27 个。近年来公司项目主要集中在新材料、先进制造等新质生产力领域，并强化对创新型中小企业的赋能，深度整合北交所与新三板业务

资源。

IPO 储备有待进一步提升。截至 2026 年 2 月 4 日，兴业证券 IPO 储备项目 2 家，排名第 36，都是北交所项目，储备项目数与中大型券商差距较大，但集团化战略对于投行业务能力的培育依然处于不断兑现中。

图9：2015-2025 年兴业证券股权承销规模（亿元）



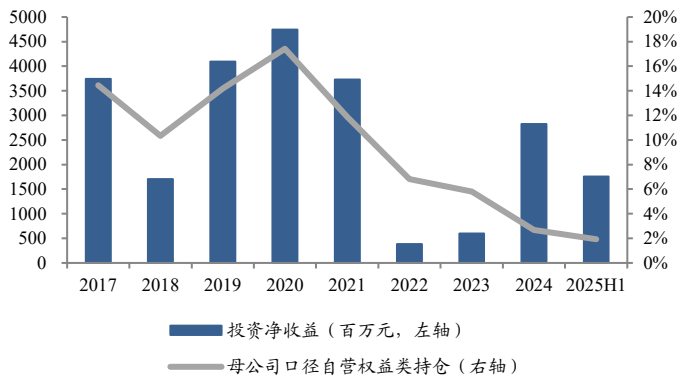
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.4. 自营业务：主动降低权益方向性头寸

2022 年以前公司权益类自营占比偏高，2017-2021 年母公司口径权益类自营占比在 14%，固收类自营占比约 86%，且权益类自营主要为方向性头寸，因此受市场影响较大。随着 2022 年权益市场持续走低，公司投资净收益大幅下滑。公司 2022 年上半年兴业证券投资净亏损 2.0 亿元，而 2021 年上半年公司盈利 18.2 亿元，自营业务的亏损拖累了公司整体业绩，公司 2022 年实现营业收入 107 亿元，同比下滑 44%，实现净利润 26 亿元，同比下滑 44%。

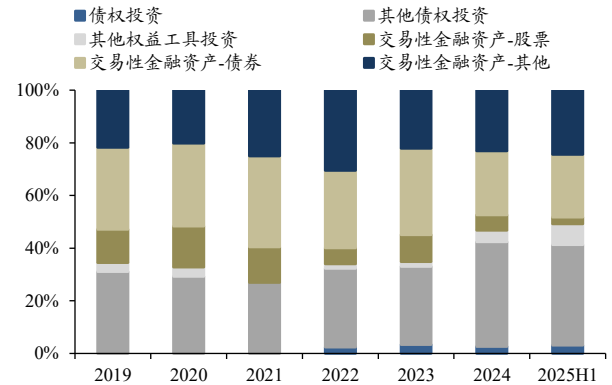
主动降低方向性头寸，增配债券或其他权益工具以平滑业绩波动。2022 年以来，公司一方面大幅压缩交易性金融资产规模，尤其是权益自营规模，同时提高债券自营规模，公司“交易性金融-股票”占金融投资资产的比重由 2021 年的 14%降低至 2025 年上半年的 3%，其他债权占比由 27%提升至 38%；另一方面公司分散投资，例如委外一些资金给兴全、宁泉资产等。近年来，公司通过其他权益工具增配红利类资产及永续债，进一步分散投资，以平滑因市场波动带来的影响。

图10: 兴业证券 2017 年以来投资净收益及权益类持仓



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 兴业证券金融投资资产结构 (合并口径)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 投资建议

3.1. 盈利预测

基于假设: 1) 2025E/26E/27E 日均股基交易额为 1.98/2.6/2.7 万亿元, 同比分别 +67%/32%/5%; 2) 2025E/26E/27E 融资融券余额为 2.54/2.67/2.80 万亿元, 同比分别 +36%/5%/5%。3) 兴业经纪市占持续小幅增长, 2025E/26E/27E 经纪市占分别为 1.29%/1.35%/1.41%。

我们估算兴业证券 2025E/26E/27E 营业收入分别为 115.7/137.0/148.9 亿元, 同比分别不可比 (2025 年存在会计准则变更需追溯) /+18%/+9%; 净利润分别为 29.5/37.9/41.6 亿元, 同比 +36%/+29%/+10%; 对应 EPS 分别为 0.34/0.44/0.48 元, BVPS 分别为 6.64/7.03/7.45 元。

3.2. 估值及投资建议

估值低, 维持“买入”评级。截至 2026 年 2 月 10 日, 公司股价对应 1.05x 2025E PB、0.99x 2026E PB, 远低于行业平均 (中信 II 指数估值 1.4x 2025E PB), 分别处于近十年和近五年估值的 37%、62%分位水平。我们看好公司财富管理转型及组织架构调整带来的正向反馈, 预计公司 2026 年业绩有望继续较快增长, 维持“买入”评级。

表7：证券行业可比公司估值（2026年2月10日）

| 代码 | A 股 | 股价 (元) | BVPS | | | PB (倍) | | |
|-----------|------|-----------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|
| | | | 2024A | 2025E | 2026E | 2024A | 2025E | 2026E |
| 600030.SH | 中信证券 | 28.09 | 17.70 | 21.58 | 21.96 | 1.6 | 1.3 | 1.3 |
| 300059.SZ | 东方财富 | 22.89 | 5.11 | 5.78 | 6.51 | 4.5 | 4.0 | 3.5 |
| 601211.SH | 国泰海通 | 20.14 | 17.50 | 17.33 | 18.50 | 1.2 | 1.2 | 1.1 |
| 601688.SH | 华泰证券 | 22.61 | 18.10 | 21.03 | 22.67 | 1.2 | 1.1 | 1.0 |
| 601881.SH | 中国银河 | 15.21 | 10.12 | 11.64 | 12.78 | 1.5 | 1.3 | 1.2 |
| 000166.SZ | 申万宏源 | 5.10 | 4.18 | 4.43 | 4.66 | 1.2 | 1.2 | 1.1 |
| 000776.SZ | 广发证券 | 21.62 | 15.88 | 18.74 | 20.33 | 1.4 | 1.2 | 1.1 |
| 601995.SH | 中金公司 | 35.05 | 19.15 | 23.58 | 25.23 | 1.8 | 1.5 | 1.4 |
| 601066.SH | 中信建投 | 24.33 | 9.88 | - | - | 2.5 | - | - |
| 600999.SH | 招商证券 | 17.24 | 13.24 | - | 16.15 | 1.3 | - | 1.1 |
| 600958.SH | 东方证券 | 10.38 | 8.99 | 9.67 | 10.24 | 1.2 | 1.1 | 1.0 |
| 002736.SZ | 国信证券 | 12.54 | 9.23 | 11.66 | 12.57 | 1.4 | 1.1 | 1.0 |
| 601788.SH | 光大证券 | 16.96 | 12.80 | - | - | 1.3 | - | - |
| 601878.SH | 浙商证券 | 10.71 | 7.69 | 8.19 | 8.69 | 1.4 | 1.3 | 1.2 |
| 600918.SH | 中泰证券 | 6.42 | 5.41 | 5.53 | 5.76 | 1.2 | 1.2 | 1.1 |
| 601555.SH | 东吴证券 | 9.44 | 8.40 | 8.93 | 9.45 | 1.1 | 1.1 | 1.0 |
| 000783.SZ | 长江证券 | 8.01 | 6.27 | 7.40 | 7.69 | 1.3 | 1.1 | 1.0 |
| 601901.SH | 方正证券 | 7.77 | 5.85 | 6.24 | 6.61 | 1.3 | 1.2 | 1.2 |
| 002939.SZ | 长城证券 | 9.90 | 7.44 | 7.96 | 8.28 | 1.3 | 1.2 | 1.2 |
| 000686.SZ | 东北证券 | 9.07 | 8.17 | - | - | 1.1 | - | - |
| 600109.SH | 国金证券 | 9.19 | 9.09 | 9.64 | 10.15 | 1.0 | 1.0 | 0.9 |
| 002673.SZ | 西部证券 | 7.93 | 6.45 | - | - | 1.2 | - | - |
| 601236.SH | 红塔证券 | 8.22 | 5.18 | - | - | 1.6 | - | - |
| 601108.SH | 财通证券 | 8.91 | 7.73 | 8.25 | 8.74 | 1.2 | 1.1 | 1.0 |
| 000728.SZ | 国元证券 | 8.28 | 8.49 | 9.00 | 9.58 | 1.0 | 0.9 | 0.9 |
| 601198.SH | 东兴证券 | 14.33 | 8.77 | - | - | 1.6 | - | - |
| 000750.SZ | 国海证券 | 4.22 | 3.46 | - | 3.88 | 1.2 | - | 1.1 |
| 002926.SZ | 华西证券 | 9.06 | 8.97 | - | - | 1.0 | - | - |
| 601375.SH | 中原证券 | 4.41 | 3.03 | - | - | 1.5 | - | - |
| 002500.SZ | 山西证券 | 6.06 | 5.01 | - | - | 1.2 | - | - |
| 600155.SH | 华创云信 | 6.81 | 8.90 | - | - | 0.8 | - | - |
| 600909.SH | 华安证券 | 6.53 | 4.71 | - | 5.44 | 1.4 | - | 1.2 |
| 601696.SH | 中银证券 | 13.92 | 6.47 | - | - | 2.2 | - | - |
| 002797.SZ | 第一创业 | 6.92 | 3.88 | 4.04 | 4.22 | 1.8 | 1.7 | 1.6 |
| 600369.SH | 西南证券 | 4.60 | 3.88 | - | - | 1.2 | - | - |
| 601456.SH | 国联民生 | 9.84 | 6.56 | 8.38 | 8.68 | 1.5 | 1.2 | 1.1 |
| 601990.SH | 南京证券 | 7.92 | 4.85 | - | - | 1.6 | - | - |
| 600095.SH | 湘财股份 | 10.95 | 4.14 | 4.20 | 4.37 | 2.6 | 2.6 | 2.5 |
| 600906.SH | 财达证券 | 6.82 | 3.68 | - | - | 1.9 | - | - |
| 601099.SH | 太平洋 | 4.19 | 1.42 | - | - | 2.9 | - | - |

| | | | | | | | | |
|-----------|------|-------|------|------|------|-----|-----|-----|
| 002945.SZ | 华林证券 | 19.77 | 2.47 | - | - | 8.0 | - | - |
| 600621.SH | 华鑫股份 | 16.66 | 7.95 | - | - | 2.1 | - | - |
| 大券商平均 | | | 13.4 | 15.2 | 16.3 | 1.5 | 1.2 | 1.1 |
| 平均 | | | 8.0 | 8.7 | 9.3 | 1.6 | 1.4 | 1.3 |
| 兴业证券 | | 7.02 | 6.35 | 6.64 | 7.03 | 1.1 | 1.1 | 1.0 |

数据来源：Wind，东吴证券研究所 注：“大券商平均”采用中信、国泰海通、华泰、银河、申万宏源、广发、中金、中信建投、招商、国信、光大算术平均值。可比公司BVPS 预测值为 wind 一致预期（2026/2/10），兴业证券 BVPS 来源于东吴证券研究所。

4. 风险提示

- 1、财富管理转型不及预期，经纪业务面临量价双杀的风险。
- 2、金融政策改革推行不达预期，新业务试点收紧。
- 3、市场持续低迷，股债市场波动加剧，导致公司投资收益波动较大。

兴业证券财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | 利润表 (百万元) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 客户资金 | 100,233 | 101,885 | 101,484 | 103,891 | 营业收入 | 12,354 | 11,565 | 13,697 | 14,892 |
| 自有资金 | 8,263 | 10,480 | 10,689 | 10,903 | 手续费及佣金净收入 | 5,273 | 6,233 | 7,561 | 8,430 |
| 交易性金融资产 | 80,642 | 90,937 | 94,956 | 94,541 | 其中：经纪业务 | 2,130 | 3,190 | 4,162 | 4,482 |
| 其他债权投资 | 60,200 | 63,611 | 66,422 | 69,027 | 投资银行业务 | 701 | 544 | 600 | 860 |
| 其他权益工具投资 | 6,652 | 11,225 | 11,721 | 12,181 | 资产管理业务 | 159 | 162 | 183 | 210 |
| 长期股权投资 | 1,814 | 1,675 | 1,709 | 1,794 | 利息净收入 | 1,419 | 1,917 | 2,509 | 2,712 |
| 买入返售金融资产 | 4,996 | 1,344 | 1,294 | 1,274 | 投资收益 | 2,299 | 3,209 | 3,401 | 3,502 |
| 融出资金 | 33,675 | 53,353 | 56,020 | 58,821 | 公允价值变动收益 | 545 | - | - | - |
| 资产总计 | 301,016 | 334,962 | 345,214 | 353,929 | 汇兑收益 | 3 | - | - | - |
| 代理买卖证券款 | 76,311 | 84,509 | 82,818 | 84,475 | 其他业务收入 | 2,558 | 6 | 6 | 6 |
| 应付债券 | 55,878 | 59,177 | 65,095 | 65,095 | 营业支出 | 9,272 | 7,432 | 8,410 | 9,081 |
| 应付短期融资款 | 25,424 | 23,507 | 23,507 | 23,507 | 营业税金及附加 | 65 | 85 | 101 | 109 |
| 短期借款 | 2,536 | 4,773 | 4,869 | 4,966 | 业务及管理费 | 6,585 | 7,286 | 8,218 | 8,861 |
| 应付债券 | 55,878 | 62,308 | 55,878 | 62,308 | 信用减值损失 | 36 | 50 | 80 | 100 |
| 负债总计 | 452 | 1,639 | 1,721 | 1,807 | 其他业务成本 | 2,584 | 6 | 6 | 6 |
| 总股本 | 8,636 | 8,636 | 8,636 | 8,636 | 营业利润 | 3,082 | 4,133 | 5,287 | 5,811 |
| 普通股股东权益 | 57,815 | 63,020 | 66,443 | 70,033 | 利润总额 | 3,081 | 4,115 | 5,292 | 5,816 |
| 少数股东权益 | 5,104 | 5,651 | 6,443 | 7,465 | 所得税 | 185 | 174 | 224 | 246 |
| 负债和所有者权益合计 | 301,016 | 334,962 | 345,214 | 353,929 | 少数股东损益 | 733 | 997 | 1,282 | 1,409 |
| | | | | | 归属母公司所有者净利润 | 2,164 | 2,945 | 3,787 | 4,161 |
| | | | | | 归属于母公司所有者的综合收益总额 | 2,759 | 3,414 | 4,423 | 4,855 |
| | | | | | 益总额 | | | | |

数据来源：Wind，东吴证券研究所

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。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），北交所基准指数为北证 50 指数），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>