



Research and
Development Center

受益注册制与新经济的精品投行即将腾飞

—— 华兴资本控股（1911.HK）深度报告

2020 年 09 月 16 日

王舫朝 非银金融行业
分析师

受益注册制与新经济的精品投行即将腾飞

2020 年 09 月 16 日

本期内容提要：

- ◆ **新经济业务领先的投资银行和投资管理公司。** 华兴资本是专注于中国新经济业务领先的投资银行及投资管理公司，从最初的海外市场精品投行逐渐专注国内，业务范围横跨美国、香港和大陆三地。华兴以私募股权融资顾问起家，并逐渐拓展到 IPO 和 post-IPO 领域，曾主导和参与了中国互联网领域具有影响力的融资、并购及 IPO。除此之外，华兴以投资管理为突破，以财富管理作为延伸，打造轻型投行，走出有别于传统券商的差异化道路。截止 2018 年底，公司累计服务 780 家企业，前 20 大互联网公司（按市值统计）有 15 家是华兴的客户，独角兽客户占中国独角兽总市值的 56%。
- ◆ **经济结构转变以及资本市场改革加速 IPO 上市，华兴有望深度受益。** 经济下行过程中，原本以投资为主导推动经济发展的模式不再延续，新经济在驱动经济结构转型中发挥了重要作用。华兴主导和参与了制高点交易，推动新经济发展趋势，重要案例有美团收购摩拜，滴滴合并快的等。第三产业占比的提升也催生了直接融资的需求，注册制改革带来资本市场扩容，华兴有望成为中国资本市场改革最大的受益者，与新经济企业一同分享价值增长的红利。
- ◆ **较早专注新经济，在竞争对手中构筑较高行业壁垒。** 华兴之所以能俘获众多优秀创新企业，和一般券商相比主要竞争优势在于 1) 较早专注新经济，已构筑较高行业壁垒，头部效应逐步显现。2) 为企业提供全生命周期的服务，3) 着力建设二级市场分销能力，将一级优势逐渐延伸至二级，4) 合伙人机制以及以业绩为导向的激励机制造就业务能力不断提升。
- ◆ **以轻资产业务为主的盈利模式造就较高的 ROE，且高 ROE 有望持续。** 不同于传统券商，华兴以轻资产业务为主，具备较高的盈利能力。我们认为高 ROE 有望持续，原因是：从收费类业务来看，未来高 ROA 的资管和财富将成为重要的收入贡献。投行将继续发挥流量入口的作用，加大对资管和财富的引流，将资产进一步变成产品变现。资管业务方面，1) 华兴过往优异的投资业绩有望持续贡献 AUM，带来稳定增长的管理费收入，2) 随着基金的逐渐退出，累计 7 亿的未实现净附权益将逐渐释放到利润中，逐步增厚 ROE。从资金业务来看，1) 今年华菁证券拿到自营和代销牌照后，未来资金使用效率有望大幅提升，2) 集团层面，1. 将为重点投行客户提供结构化融资，2. 战略化为华菁证券增资，通过华菁进一步放杠杆，提升资金收益，3. 将资金进一步投放到资管业务和财富管理，提升资金回报率和 ROE。
- ◆ **盈利预测与投资评级：** 我们预计公司 2020-2022E 收入增速 50.9%/20.8%/20.3%，净利润增速 98.4%/14.68%/14.24%，对应 PE 为 17.7x/15.4x/13.5x。我们采用分部估值法得到公司的目标估值为 HK\$29.08。其中：1) 投资银行：采用 P/E 估值法，给予投资银行估值 9.3 亿元。2) 投资管理业务：采用 P/E 估值法，预测 2020E 投资管理业务估值为 87.8 亿元。未实现净附带

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>

证券研究报告

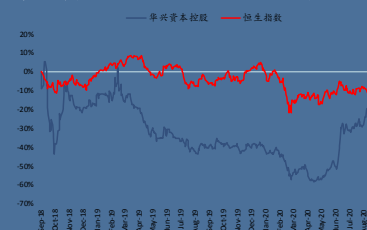
公司研究——深度研究

华兴资本控股 (1911.HK)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

华兴资本控股相对恒生指数表现



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据 (2020.9.15)

收盘价(元)	18.40
52 周内股价波动区间(元)	9.94-19.80
最近一月涨跌幅(%)	3.55
总股本(亿股)	5.35
流通 A 股比例(%)	100
总市值(亿元)	98

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

王舫朝 非银金融首席分析师

执业编号：S1500519120002

联系电话：(010) 83326877

邮箱：

wangfangzhao@cindasc.com

朱丁宁 研究助理

邮箱：zhudingning@cindasc.com

权益 (carry) 为 16.9 亿元, 3) 华菁证券: 给予华菁证券的估值为 20.58 亿元 4) 投资资产和归属华兴的净现金: 采用 2019 年的账面价值得到其估值为 21 亿元。首次覆盖, 给予“买入”评级。

- ◆ **股价催化剂:** 新业务增长高于预期; 优势业务市占率提升; 资本市场表现较好, carry 大幅增长; 宏观经济企稳; 资金使用效率高于预期
- ◆ **风险因素:** 宏观经济下滑; 竞争激烈导致优势业务市场份额下滑; 新业务增长低于预期; 投资收益不及预期等。

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(千元)	1,460,102	1,494,471	2,255,127	2,723,434	3,277,231
增长率 YoY %		2.35%	50.90%	20.77%	20.33%
归属母公司净利润(千元)	-1,619,391	246,778	489,610	561,501	641,465
增长率 YoY%		-115.24%	98.40%	14.68%	14.24%
经营利润率%	18.26%	22.49%	30.25%	28.87%	27.52%
净资产收益率 ROE%	9.46%	6.38%	11.23%	12.05%	12.87%
EPS(摊薄)(元)	-5.15	0.46	0.92	1.05	1.20
市盈率 P/E(倍)	-3.15	32.81	17.69	15.42	13.50
市净率 P/B(倍)	1.03	1.57	1.55	1.44	1.33

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2020 年 09 月 15 日收盘价

目 录

投资聚焦	1
与市场主流认识的不同	1
核心推荐逻辑	1
一、引领中国新经济发展的投资银行和投资管理公司	2
公司概况	2
股权结构	3
财务数据	3
业务介绍	5
二、三个核心问题解答未来估值提升的关键所在	12
Q1: 为何看好公司目前的新经济赛道?	12
Q2: 公司为何能俘获如此多的头部公司, 相比同业主要的竞争优势在哪?	16
Q3: 华兴高 ROE 与传统券商有何不同, 是否可持续?	20
三、盈利预测、估值与投资评级	26
盈利预测	26
估值与投资评级	31
风险因素	32

表 目 录

表 1: 华兴资本大事记	2
表 2: 华兴资本私募融资情况	7
表 3: 提供顾问服务的重大并购交易	7
表 4: 提供医药顾问服务的私募融资交易	8
表 5: 股权发售交易	9
表 6: 私募股权基金已作出或承诺会作出的投资	10
表 7: 投行业务 (人民币千元)	27
表 8: 投资管理 (人民币千元)	28
表 9: 华菁证券	30
表 10: 新业务	30
表 11: SOTP 估值	31
表 12: 同业比较	32

图 目 录

图 1: 包凡为公司实际控制人 (截止 2019 年 12 月)	3
图 2: 收入和净投资收益 (百万元) 及增速	4
图 3: 经营利润 (百万元) 及增速	4
图 4: 收入结构	4
图 5: 经营利润结构	4
图 6: 经营利润率	5
图 7: 成本收入比	5
图 8: 华兴资本业务结构	6
图 9: 华菁证券收入及净投资收益 (百万元)	11
图 10: 华菁证券经营利润+政府补助 (千元)	11
图 11: 中国新经济行业市场规模 (万亿美元)	13
图 12: 新经济增速 vs GDP 增速	13
图 13: 中国三大产业占 GDP 比重	13
图 14: 高净值人群 (可投资资产超过 1000 万) 占比提升 (万亿元)	14
图 15: 高净值人群可投资金融资产 (万亿元) 及增速	14
图 16: 华兴在细分领域实现全覆盖	15
图 17: IPO 规模 (亿元) 和家数	16
图 18: PE/VC 投资规模 (亿美元) 和单笔均值 (万美元)	17
图 19: “漏斗式” 业务模式	17
图 20: 构建全生命周期的产品和服务	18
图 21: 投行业务收入结构	19
图 22: 销售交易与经纪业务增长强劲	19
图 23: 薪酬/总收入	20
图 24: ROE 同业比较	21
图 25: 业务结构比较	21
图 26: 主基金成立时间和 AUM	22
图 27: AUM (百万元)	23
图 28: 认缴资本 (百万元)	23
图 29: 未实现净附带权益 (百万元)	23
图 30: 管理费收入 (千元)	23
图 31: 集团现金 (百万元)	25
图 32: 杠杆较低	25
图 33: ROA 预测	26
图 34: 调整后 ROE 预测	26

投资聚焦

与市场主流认识的不同

不同于主流券商，且为注册制和新经济发展的最大受益者。1) 市场往往把公司当成券商，而我们认为华兴在业务结构上与一般券商大不相同，以投行、投资管理和财富等轻资产业务为主，不过度依赖重资产业务，具备较低的信用风险和较高的盈利能力。2) 市场尚未意识到新经济发展和注册制对华兴基本面带来的实质性变化和华兴在新经济领域的垄断地位。华菁证券有望大量承接华兴积累的优质新经济项目，加速在 A 股的变现，同时也有望加速被投企业的退出，增厚业绩回报。华兴在新经济领域的垄断地位为后来者构筑了较高的壁垒，实现强者恒强。

核心推荐逻辑

华兴推动新经济发展，同时有望受益于资本市场改革。新经济代表着中国未来经济结构调整和转型的方向，华兴在其中则扮演了推动新经济发展的角色，主导了众多制高点交易。此外，经济结构转型带来的第三产业占比的提升也催生了股权融资需求，同时注册制改革加速资本市场扩容步伐。鉴于注册制和海外制度在定价策略和销售方式等方面更相似，华兴具备先发优势，同时结合华兴对新经济的深刻理解，有望深度受益，同时分享新经济价值增长红利。

华兴较早专注新经济，构筑较高的行业壁垒。华兴深耕私募融资 15 年以来，积累了极高的品牌价值和广阔的客户资源，并与客户建立了密切的合作关系，具备覆盖企业全生命周期的业务能力，龙头效应逐步增强，其中 TMT 和医疗领域市占率分别为 37%和 46%。未来随着私募融资单笔交易均值的不断扩大以及优质资金和项目向头部集中趋势越发明显，华兴市场份额将进一步扩大。

一、引领中国新经济发展的投资银行和投资管理公司

公司概况

华兴资本成立于 2004 年，是专注于中国新经济业务的领先投资银行及投资管理公司，旨在发掘优秀创业家及优质业务并于其整个发展阶段为他们提供顾问、资本市场及投资服务。公司成立最初业务主要为私募融资财务顾问业务，2009 年开始提供并购财务顾问服务，2011 年开始提供私募股权投资管理服务，到 2012 年获得香港证券业务牌照，2013 年获得美国证券业务牌照，2016 年正式拿到 A 股证券牌照，至此业务扩展到了证券市场，从最初的海外市场精品投行逐渐专注国内，业务范围横跨美国、香港和大陆三地。华兴资本于 2018 年 9 月在香港联交所成功上市。

公司以新经济客户为核心，以私募股权融资顾问起家，并逐渐拓展到 IPO 和 post-IPO 领域，以投资管理为突破，以财富管理作为延伸，打造创新型投行，走出有别于传统券商的差异化道路。公司以研究为驱动，具备独创的全周期和跨地域的分析视角，对新经济领域有深刻的认知和敏锐的洞察，与境内外新经济领先企业保持密切联系，成为新经济企业的长期资本市场伙伴。目前公司已实现新经济细分行业（互联网、消费、医疗、科技、金融、物流、教育等多个领域）全覆盖，从初创开始为客户提供全生命周期的服务。同时公司拥有业内最大的新经济投资人网络，涵盖超过 4000 家包括主权基金、私募基金、共同基金、对冲基金等在内的境内外机构投资者和独有的战略投资者，覆盖一二级市场，横跨中港美三地。公司曾主导和参与了中国互联网领域具有影响力的融资、并购及 IPO，IPO 方面包括优信登陆纳斯达克的联席主承销商、爱奇艺首次公开发行的副承销商、京东 IPO 时唯一的国内承销商，并购方面参与并主导了滴滴和快的、美团和大众点评、58 同城和赶集网、美团和摩拜等大型互联网行业的并购案。前 20 大互联网公司中 15 家为华兴的客户，独角兽客户占中国独角兽总市值的 56%。

公司主要业务均在市场上取得领先地位。从 2005 到 2019 年底，新经济私募融资交易金额连续 14 年第一，总共完成交易金额 604 亿美元；并购顾问在 2015-2018 新经济前十大并购交易中交易金额达 570 亿美元，占比达 46%；2013-2018，新经济企业海外 IPO 承销数排行第三；2018 年投资管理 AUM 达 49 亿美元，在清科中国股权投资机构排行中位列第 12。

表 1：华兴资本大事记

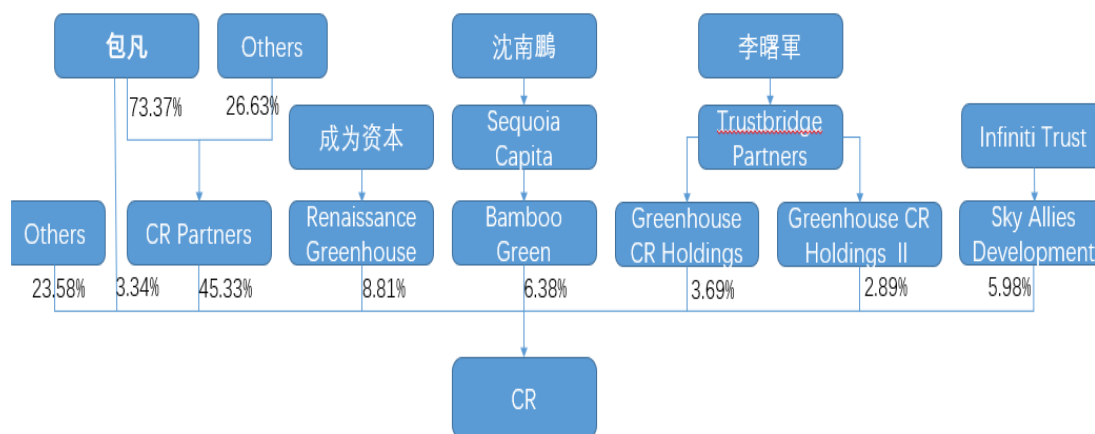
2005	于北京成立
2005	开始提供私募融资顾问服务
2009	开始提供并购顾问服务
2012	开始于香港提供财务顾问、股票承销、销售、经纪及研究服务
2013	开始于美国提供财务顾问、股票承销、销售、经纪及研究服务；开展投资管理业务
2014	成立早期顾问平台
2015	成立专门医疗行业团队；私募股权业务的总实缴资本超过 10 亿美元
2016	华菁证券在中国开展业务

2018 年 华兴资本控股有限公司（股票代码：1911.HK）正式在香港交易所主板挂牌交易

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

股权结构

图 1：包凡为公司实际控制人（截止 2019 年 12 月）

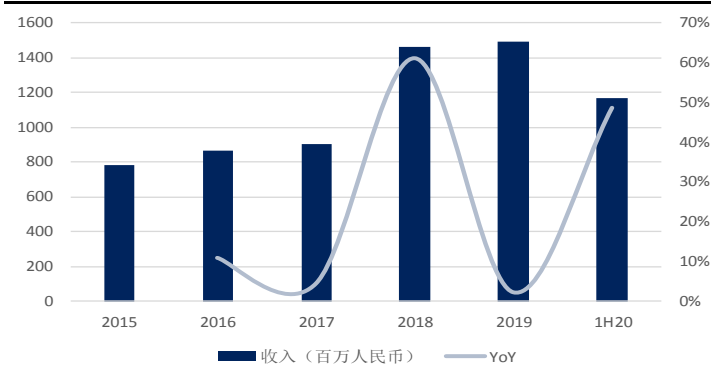


资料来源：wind，信达证券研发中心

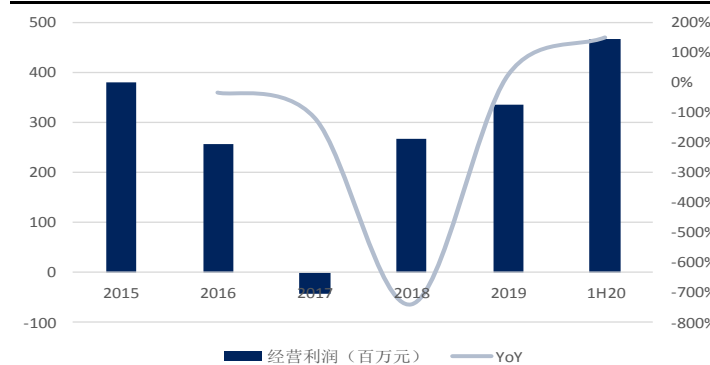
财务数据

收入结构渐驱平衡，资管、华菁和新业务占比提升。公司营业收入由投行、投资管理、华菁证券和其它新业务收入（财富管理及结构化融资）构成。投资银行业务占全公司收入比重从 2015 年的 93% 降至 1H20 年的 23.7%，投资管理业务的收入占比从 7% 上升到 1H20 的 55%，华菁证券的收入占比从 2016 年的 1% 上升至 1H20 的 16.6%。与此同时，1H20 财富管理与结构化金融在内的新业务已经贡献了 4.6% 的收入。更为多元化的业务结构促使华兴资本整体收入结构持续优化，抗风险能力显著增强。

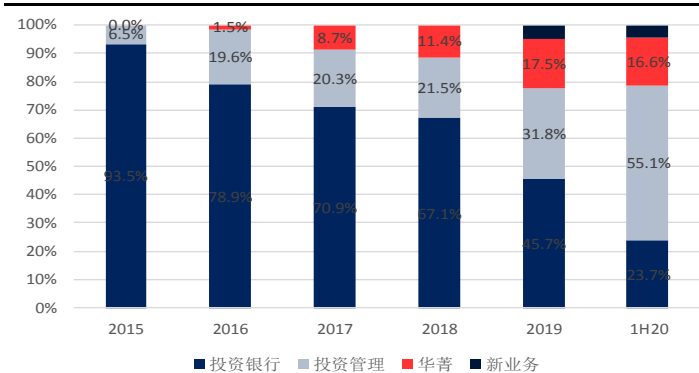
投资管理盈利能力增强，未来将和财富业务成为最主要盈利重要贡献。投资管理业务盈利能力逐步提升，2015-2019 年复合增速达 34%，经营利润率从 2015 年的 30% 提升至 1H20 的 61.3%。2019 年华菁证券的净利润首次转正，迎来盈利拐点，1H20 利润率升至 23.1%。而投资银行业务 2019 年来利润率和经营利润下降，主要由于国内和全球经济金融形势严峻以及执行延迟导致私募融资顾问费及并购顾问收入明显下降，经营利润 2019/1H20 降幅达 73%/13.6%，利润率从 2015 年的 50% 降至 1H20 的 14.1%，1H20 新业务尚起步，利润率仍为负值。从利润结构看，未来资管和财富将成为重要盈利贡献。资管贡献占比从 2015 年的 4.2% 提升至 1H20 的 84.3%，而财富管理仍处于投入期，随着未来战略地位的不断提升以及产品逐渐落地，预计盈利贡献将显著提升。

图 2: 收入和净投资收益(百万元)及增速


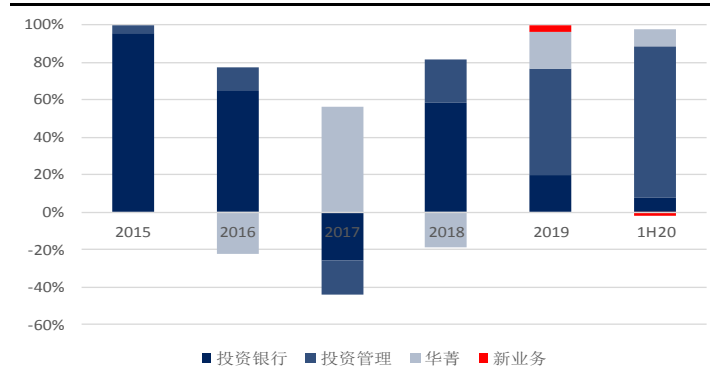
资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

图 3: 经营利润 (百万元) 及增速


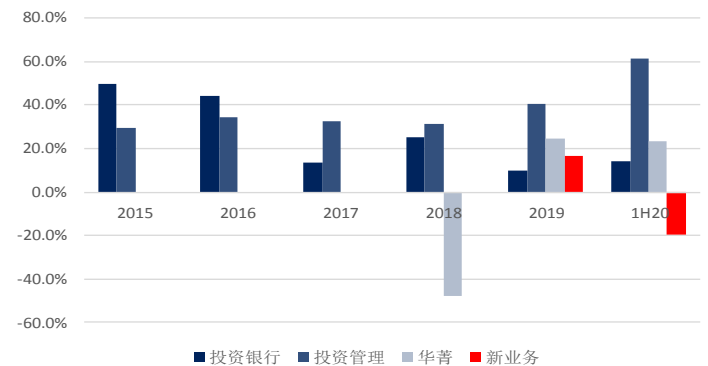
资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

图 4: 收入结构


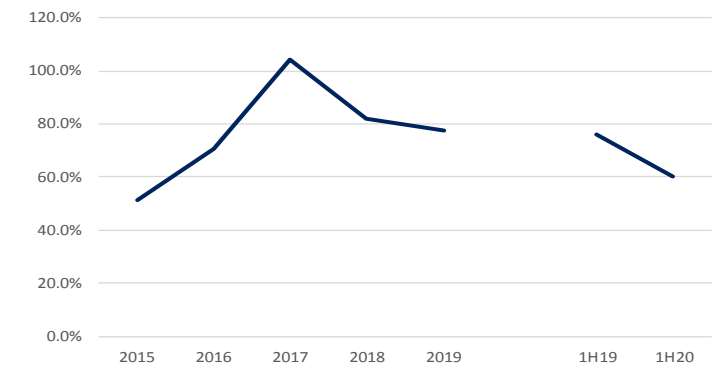
资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

图 5: 经营利润结构


资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

图 6：经营利润率


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 7：成本收入比


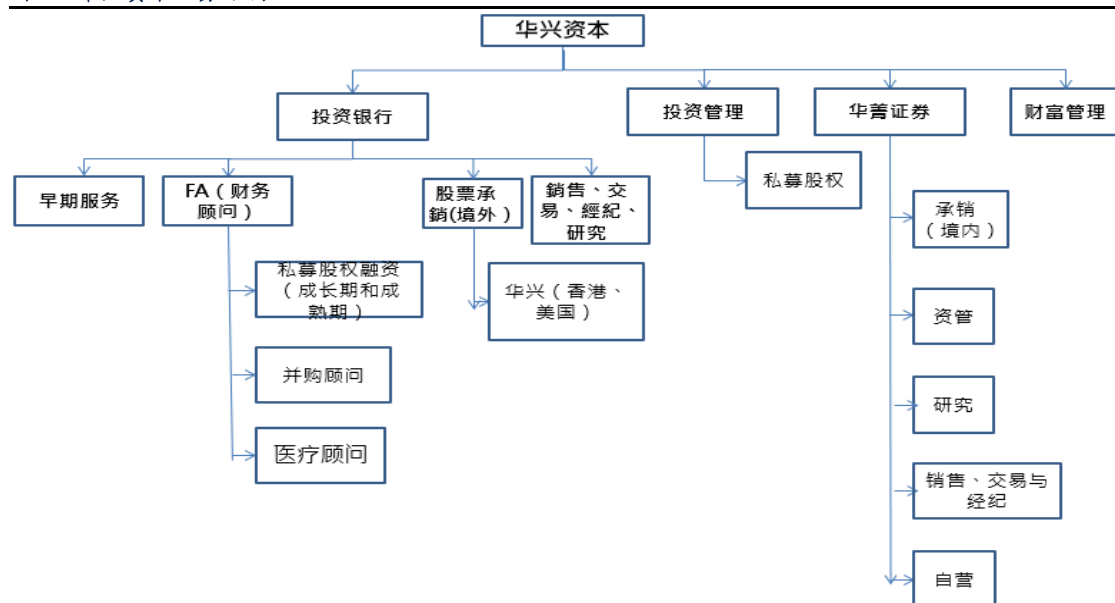
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

成本不断优化。得益于经营管理效率的提升，公司成本收入比从 2017 年高点的 104% 降至 1H20 的 60%。其中投资管理业务降幅最为明显，同期从 90% 降至 38.7%，投行业务平稳下降，从 86.6% 降至 85.9%，而华菁和新业务由于仍处于大力发展期，成本收入比短期内有所提升。

业务介绍

不同于传统券商全牌照经营模式，公司以投资银行、投资管理、多牌照境内证券合资公司华菁证券以及新业务（财富管理和结构化产品）四大主线。盈利模式方面，投资银行部分，公司赚取交易及顾问费，承销收入以及投资结构性产品的投资收益；投资管理部分，公司赚取管理费及资产增值带来的附带权益收入，以及自有资金投资自有私募基金和第三方私募基金的投资收益；华菁部分，公司赚取交易及顾问费、承销收入、利息收入、研究收入、投资结构性产品及自营带来的投资收益，和科创板跟投收益。新业务部分，公司赚取投资结构性产品的投资收益以及财富管理的顾问服务费。

图 8：华兴资本业务结构



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

投资银行业务

投资银行业务主要业务为四块：早期服务、顾问服务、股票承销、股票销售、交易与经纪

1) 早期服务

专注于早期融资的 Alpha 团队推动客户对接，并通过专注一级市场交易的星起平台获得进一步支持，以撮合创业者和投资人之间的早期融资交易。早期服务有助于公司打开流量入口，识别出优质创业家和初创企业，并与他们建立密切关系，通过兴起平台有望提升撮合效率，吸引更多企业家和投资者。同时通过平台积累更多数据，以便公司较竞争对手更为敏锐地发现市场趋势，在新经济发展中保持领先地位。截至目前，星起已累积了超过 8000 家投资机构，超过 2 万名个人投资者、以及超过 1.5 万个在融资项目，覆盖全网超过 20 万活跃信息。

2) 财务顾问服务

- **私募股权融资。**华兴资本的私募融资顾问业务是最早涉足且最为擅长的领域，主要帮助成长期企业提供定制化的私募融资顾问服务。自 2015 年以来至 2019 年底，新经济私募融资交易金额达 604 亿美元，连续 14 年位居行业第一。FA

业务按行业来分，TMT 领域市占率达 37%，医疗领域市占率达 46%，且大幅领先第二名。

表 2：华兴资本私募融资情况

公司名称	日期	融资规模
百布	2019 年 12 月	3 亿美元
知乎	2019 年 8 月	4.3 亿美元
京东健康	2019 年 5 月	10 亿美元
新潮传媒	2018 年 11 月	21 亿人民币
Grab	2018 年 10 月	20 亿美元
途虎养车	2018 年 9 月	4.5 亿美元
自如	2018 年 1 月	40 亿人民币
摩拜单车	2017 年 6 月	6 亿美元
快手	2017 年 3 月	3.5 亿美元
摩拜单车	2017 年 2 月	3 亿美元
美团点评	2016 年 1 月	33 亿美元
滴滴出行	2016 年 6 月	45 亿美元
滴滴出行	2015 年 7 月	20 亿美元

资料来源：公司公告

- **并购业务。**华兴为以中国为基地的新经济客户提供各种复杂的国内外并购交易咨询，帮助国内收购方接触优质的境外公司，连接国际机构投资者与境内优质新经济机遇。2015-2018 年新经济前十大并购交易覆盖率达 46%，完成交易总额 570 亿美元。

表 3：提供顾问服务的重大并购交易

策略并购	意义	金额	年份
腾讯战略投资明略科技	形成优势互补，共同在企业级 AI 领域深耕	20 亿	2019 年
美团点评收购摩拜单车	推进共享出行	未披露	2018 年
猫眼与微影合并	打破三足鼎立局面，成为最大的互联网娱乐平台	137 亿	2017 年

58 速运与 GOGOVAN 战略合并	拓展海外业务	约 10 亿	2017 年
京东分拆京东金融	打造金融业务的独立发展	143 亿	2017 年
猫眼电影合并微影时代	结束行业三强争霸，合并后稳居市场龙头地位		2017 年
赶集网与 58 同城战略合并	合并后成为中国最大本地生活信息服务商		2015 年
美团与大众点评战略合并	成为新的市场领导者	约 170 亿	2015 年
滴滴出行与快的打车合并	成为中国最大的共享出行平台	约 60 亿	2015 年

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

需要指出的是，公司在新经济以外设立了独立的医疗顾问服务。华兴资本于 2015 年设立专门的医疗顾问团队。华兴医疗顾问团队拥有丰富的行业知识和交易经验，备受医疗创业家及投资者的认可。研究范围涵盖例如细胞治疗、基因学及生物医药等逾十个细分行业，覆盖公司总数逾 300 家。

表 4：提供医药顾问服务的私募融资交易

公司名称	日期	融资规模
方创医疗	2020 年 9 月	未披露
药捷安康	2020 年 7 月	未披露
华大智造	2020 年 5 月	10 亿美元
联亚药业	2020 年 5 月	10 亿人民币
科美诊断	2018 年 8 月	20 亿人民币
诺诚健华	2018 年 2 月	0.55 亿美元
泛生子	2018 年 1 月	4 亿人民币
杰华生物	2017 年 12 月	0.5 亿美元
药明明码	2017 年 9 月	2.4 亿美元
亚盛医药	2016 年 12 月	5 亿人民币

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3) 股票承销、销售交易与经纪业务

公司是少数获准于香港、美国和中国提供承销服务的境内金融机构之一。公司于 2012 年开始提供承销服务，开始服务原有的顾问服务客户进入公开市场，后拓展香港和美国股权资本市场业务。

海外业务方面，华兴通过香港和美国的子公司经营境外股票承销业务，海外业务分销实力较为强劲。公司于 2012 年成立华兴证券（香港），同年获香港证监会发牌，并提供证券顾问、承销、销售及交易、经纪以及股票研究服务等。2013 年公司成立了华兴证券（美国）。2017 年，2018 年 6 月，华兴证券（香港）获证监会发牌可担任香港首次公开发售保荐人。2013—2018 年，公司新经济企业海外 IPO 承销数量排名行业第三，完成交易金额 317 亿美元。大陆业务方面，华兴通过 2016 年设立华菁证券开拓大陆新经济投行业务，一方面承接集团的优质项目在科创板及创业板上市的机会（华菁为科创板首批上市公司保荐人和承销商）。此外，公司近年来加大 A 股销售交易和经纪业务的投入，以便更好地服务 IPO，承接新经济在 A 股的变现。

表 5：股权发售交易

发行人	发售规模	年份	预售类型
嘉楠科技	1 亿美元	2019 年	美国首次公开发售
心脉医疗	8.3 亿人民币	2019 年	科创板首次公开发售
猫眼娱乐	2.5 亿美元	2019 年	香港首次公开发售
腾讯音乐娱乐	10.7 亿美元	2018 年	美国首次公开发售
华兴资本	4.3 亿美元	2018 年	香港首次公开发售
美团点评	42 亿美元	2018 年	香港首次公开发售
百济神州	9 亿美元	2018 年	香港首次公开发售
拼多多	17 亿美元	2018 年	美国首次公开发售
爱奇艺	24 亿美元	2018 年	美国首次公开发售
华米	1.265 亿美元	2018 年	美国首次公开发售
乐信	1.242 亿美元	2017 年	美国首次公开发售
简普科技	2.137 亿美元	2017 年	美国首次公开发售
阅文集团	12 亿美元	2017 年	美国首次公开发售
YY	4.628 亿美元	2017 年	美股增发
万国数据	2.007 亿美元	2016 年	美国首次公开发售
中通快递	14 亿美元	2016 年	美国首次公开发售
神州租车	5.377 亿美元	2014 年	香港首次公开发售

陌陌

3.084 亿美元

2014 年

美国首次公开发售

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

投资管理业务

2013 年华兴开始从事投资管理业务, 并于同年推出首支美元私募股权基金。华兴新经济基金关注新经济龙头公司的成长期及中后期, 这些公司关注中国消费升级、技术革新及行业转型领域。医疗领域基金与新经济基金独立运行, 华兴医疗产业基金投资于医疗仪器、医药及医疗保健服务等广泛医疗领域。截至 2020 年 6 月 30 日, 华兴管理七支主要私募股权基金 (包括华兴新经济基金的六支私募股权基金, 另有一支华兴医疗产业人民币一期基金), 并管理数支投资单个公司的专项基金, 另有花心医疗产业二期基金和河海基金正在募集中。预计 2022 年以前将募集完毕新经济人民币基金四期和美元基金四期, 以及推出更多的新策略基金。截止 2020 年上半年, AUM 近 400 亿人民币, 到 2020 年预计将超过 500 亿元人民币。2019 年基金投资取得显著成就, 2019 年人民币基金引入重量级 LP 社保基金, 2019 年首次实现净附带权益收入。我们认为, 投资管理业务有望承接投行业务的优质项目, 进一步提升变现能力。

2015-2019 私募股权基金认缴承诺总额由 69 亿元人民币上升至 260.6 亿人民币, 年复合增长率达 35%。AUM 从 2015 年的 77.5 亿元提升至 2019 年的 342.4 亿元, 年复合增速达 43%。2018 年华兴投资管理获清科中国股权投资年度榜中国私募股权投资机构 Top12。

表 6: 私募股权基金已作出或承诺会作出的投资

公司名称	行业	年份
慧智微电子	电子	2019
明略科技	人工智能	2017/2019
幸福西饼	食品	2018
巴图鲁	互联网	2018
贝壳	房地产电商	2016-2018
途家	电商	2017
找钢网	B2B 电商	2015/2017
商汤科技	人工智能	2017
京东金融	金融科技	2016
链家	房地产服务	2016
乐信	金融科技	2014/2016
分众传媒	数字传媒	2015
药明康德	医疗	2015

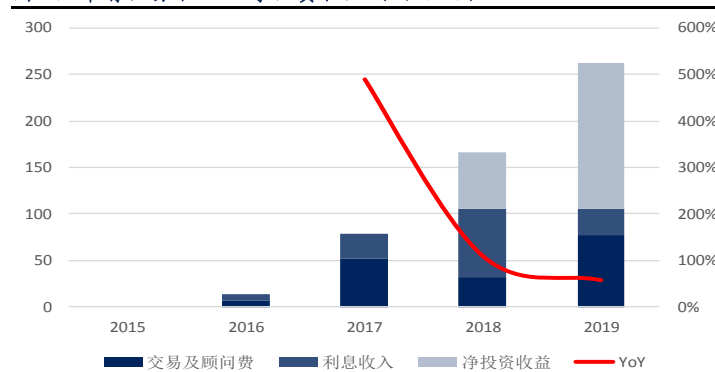
滴滴出行	共享出行	2014
美团点评	电商服务	2012/2014

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

华菁证券

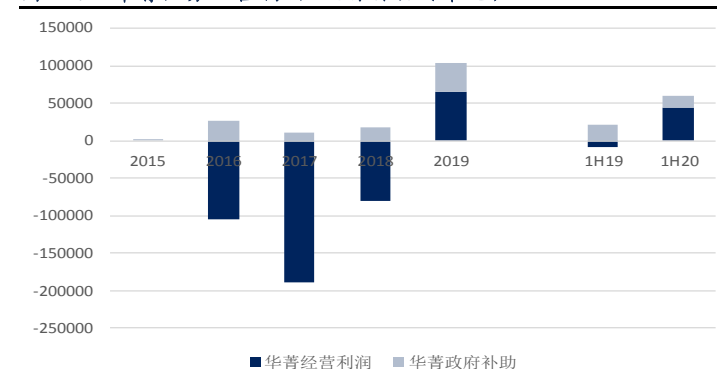
华兴资本集团旗下的华菁证券是 CEPA 协议下首批成立的合资券商, 是华兴资本全牌照证券子公司。自 2016 年底成立以来, 华菁证券有序开展投资银行 (为新经济客户提供股权和债权融资)、固定收益、资产管理、财富管理、证券经纪、证券研究等多项业务, 是华兴资本进军二级市场的重要举措。华菁于 2019 年第一次实现盈利, 目前投行仍为主要业务。此外, 华菁证券也是首批科创板保荐机构和承销机构。2020 年华菁获取自营和代销牌照, 未来资金使用效率有望进一步提升。我们认为, 华菁为注册制改革最大的受益者, 有望趁着注册制和中概股回归的东风, 加速承接集团优质项目并上市, 在增加协同能力的同时加速获得承销收入和跟投收入。此外, 鉴于注册制的发行制度跟海外的制度相对来说更加相似, 不管是定价策略、销售方式等等, 凭借华兴在海外资本市场有丰富的经验, 以及对中概股市场以及新经济的理解, 华菁在这块具备较大的竞争优势。

图 9: 华菁证券收入及净投资收益 (百万元)



资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

图 10: 华菁证券经营利润+政府补助 (千元)



资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

财富管理

财富管理是华兴开拓的新业务板块, 于 2019 年四季度正式开始试运行, 进一步延伸现有的新经济生态链。目前财初始团队人数超过 20 人, 去年四季度 AUM 达 2.8 亿美元, 未来有望比肩投资管理成为重要的利润贡献。华兴财富管理业务所定位的人群是在新经济领域的财富人群, 包括新经济企业创始人以及他们的合伙人。在伴随新经济企业成长的过程中, 资产的增值使得这部分人群较快迈入高净值人群行列, 财富管理的需求日益凸显, 对能够提供优秀资管业务的中介机构具有较大依赖。华

兴优势在于，1）公司已与创始人在企业的成长过程中建立起良好的关系，并获得他们的信任。2）公司提供的新经济和医疗私募基金产品又与他们的投资偏好相吻合，3）公司与列支敦士登皇家银行（LGT）达成的战略合作也有助于其更将世界级财富管理银行的产品配置提供给客户。此外，财富管理又能和公司的投资管理业务形成联动，作为财富管理方式之一的私募股权基金能为高净值人群提供灵活资产配置，财富人群也有望成为私募基金的 LP。

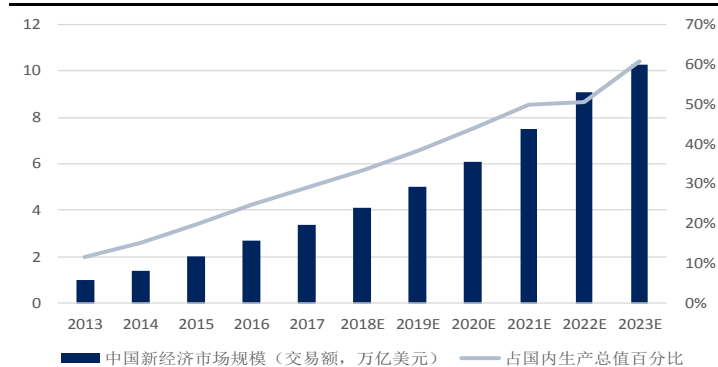
二、三个核心问题解答未来估值提升的关键所在

Q1：为何看好公司目前的新经济赛道？

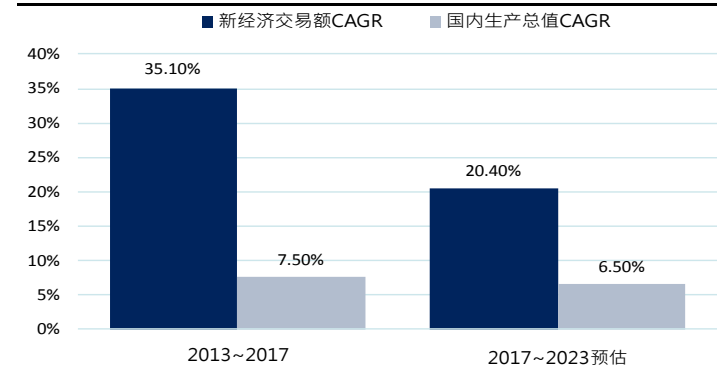
随着宏观经济下行，原本以投资为主导推动经济发展的模式不再延续，新经济在驱动经济结构转型中发挥了重要作用。华兴主导和参与了制高点交易，推动新经济发展趋势。第三产业占比的提升也催生了直接融资的需求，注册制改革带来资本市场扩容，华兴有望成为中国资本市场改革最大的受益者，与新经济企业一同分享价值增长的红利。

新经济驱动我国经济结构转型，华兴起到重要助推作用

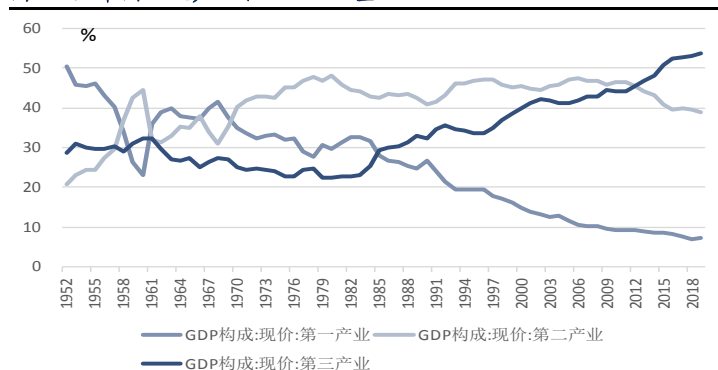
新经济在驱动经济结构转型中发挥了重要作用，对中国经济增长贡献持续增强。中国经济在经历了高速增长的 30 年后，GDP 增速自 2010 年开始逐渐步下行。原本的“三驾马车”中以投资为主导推动经济发展的模式开始发生变化，新经济在驱动经济结构转型中发挥了重要作用。新经济范围也从互联网 TMT 逐渐扩大到生命科学、先进制造、新零售、新能源、教育等更多具备技术领先、商业模式创新的新领域。从产业结构来看，以传统制造业与房地产基建投资为主导的旧经济日渐势微，而以科技创新、信息技术、服务业为主导的新经济则日益壮大。据统计，2013 年我国第三产业增加值占 GDP 比重首次超越第二产业，达 46.9%，2019 年第三产业增加值跃升至 53.92%，成为了经济增长的重要支柱。其中新经济 GDP 占整体 GDP 比重从 2013 年的 5% 提升至 2018 年的 16%，预计 2023E 有望达到 34%。新经济的成长也驱动了相关融资交易的增加。根据灼识咨询报告，新经济交易总额由 2013 年的 1.0 万亿美元增至 2017 年的 3.4 万亿美元，年复合增长率为 35.1%，预计新经济交易额于 2023 年将达到 10.3 万亿美元，2017 年至 2023 年年复合增长率达到 20.4%。新经济交易总额占国内生产总值的比例由 2013 年的 11.7% 升至 2017 年的 29.1%，预计 2023 年将达到 60.7%。

图 11: 中国新经济行业市场规模 (万亿美元)


资料来源: 灼识咨询, 信达证券研发中心

图 12: 新经济增速 vs GDP 增速


资料来源: 灼识咨询, 信达证券研发中心

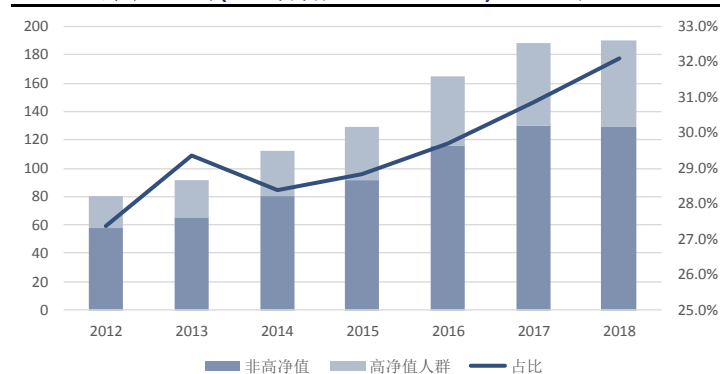
图 13: 中国三大产业占 GDP 比重


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

新经济重塑高净值人群，催生更多的资管和财富需求。根据 Forbs 统计，2006-2017 年，新经济的财富效应贡献了大部分新晋高净值人群，目前已占高净值人群的近 50%，为重要的富豪经济体。因此也催生了更多的投资理财需求，对具备主动管理优势的资管机构依赖度逐步提升。截至 2018 年，我国个人持有的可投资资产规模达 190 万亿元，2016-2018 年复合增速为 7%，为 2008 年来首次降至个位数增长，但资产大于 1000 万的高净值人群的可投资资产规模达 61 万亿元，占比从 2012 年的 27.4% 提升至 32.1%。同时，高净值客户可投资资产中金融资产投资高增长。根据 BCG 预测，随着高净值人群资产配置从房地产更多转移至金融资产，2018-2023 年高净值客户可投资金融资产仍将维持年化 16% 的快速增长，2023 年有望达到 82 万亿人民币。我们认为，鉴于未来房地产作为致富引擎的作用逐渐淡化，以及直接融资重要性逐渐提升，叠加目前中国居民相对较低的权益投资占比，高净值人群或将寻求更加多元的资产配置以求资产的保值增值，权益部分包括股权融资在内的配

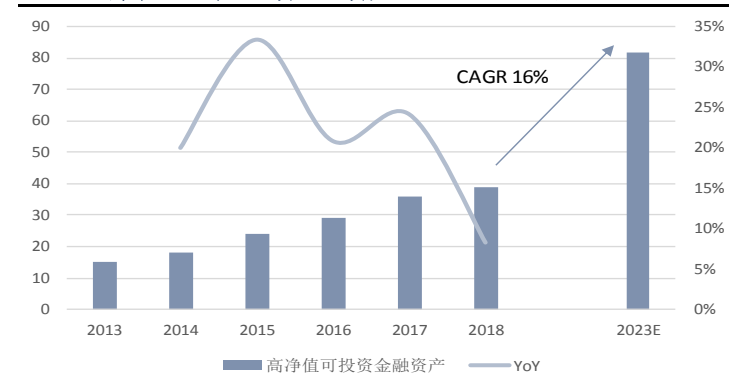
比有望提升，有望受益于注册制改革实现资产的快速升值。

图 14: 高净值人群(可投资资产超过 1000 万)占比提升 (万亿元)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 15: 高净值人群可投资金融资产 (万亿元) 及增速



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

华兴在推动经济转型中起到了关键作用。公司主导和参与了制高点交易，推动新经济发展趋势，重要案例有美团收购摩拜，滴滴合并快的等。公司最大的优势在于从初创期开始陪伴和帮助新经济企业成长，与新经济企业建立了非常密切的联系，目前已实现了细分行业的全覆盖。截止 2018 年底，公司累计服务 780 家企业，前 20 大互联网公司（按市值统计）有 15 家是华兴的客户，独角兽客户占中国独角兽总市值的 56%。

未来，面对经济不景气和前端业务量下滑，公司将早期的私募融资后移，更多向 IPO 靠拢，并通过华菁证券把握 A 股注册制改革的红利。同时也在前几年加大了对华菁的投入，加大二级市场分销能力，以便能承接新经济企业在 A 股的变现。此外，针对高净值人群旺盛的资管和财富需求，华兴大力开拓资管和财富这两块中国金融领域最大的结构性机会。资管业务方面，华兴抓住去杠杆以及资本市场扩容的机会加大买方业务投入，做大资产管理规模。截止 2018 年底，买方业务累计投资了超过 130 家的新经济企业。同时利用新经济人群的财富积累和投资理财的需求，着力打造华兴特色的新经济财富管理业务，将低频的投行业务转化为高频的财富业务，增强客户粘性。我们认为，公司在过往私募股权业绩上持续的优秀表现也有望吸引更多的高净值客户参与更多的新经济企业融资，叠加财富客户也有机会成为资管的 LP，均有望助推新经济行业的进一步发展。

图 16：华兴在细分领域实现全覆盖

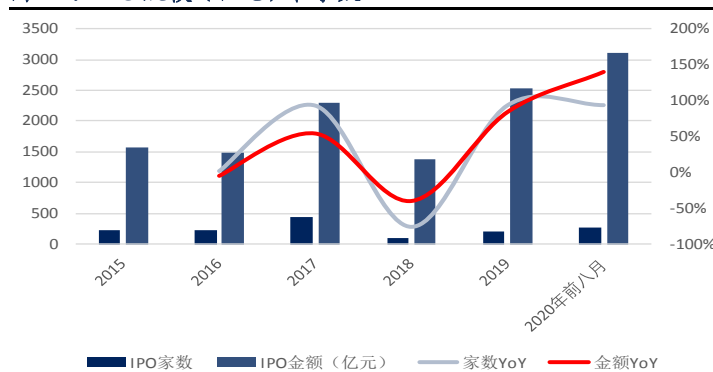
门户搜索	消费电商	本地生活	社交	文化娱乐	交通/物流	硬件科技	金融	房产服务	教育	医疗与生命科学	海外
Baidu 百度	阿里巴巴	携程	Tencent 腾讯	阅文集团	ZTO 中通快递	Lenovo 联想	LEXIN 乐信	安居客	TAL 好未来	华大基因	Asainfo
Sina 新浪	京东	美团	陌陌	巨人网络	顺丰	小米	高客科技	房多多	新东方	Beigene	Grab
网易	唯品会	58同城	微博	爱奇艺	滴滴	NIO	宜人贷	链家	51Talk	I-MAG	AKULAKU
360	聚美优品	美团	QQ音乐	QQ音乐	滴滴	senseTime	宜人贷	链家	有道	INNOCARE	GOGOVAN
搜狗	找钢网	美团	斗鱼	斗鱼	滴滴	车和家	京东金融	土巴兔	一起作业	康龙化成	
	蘑菇街	途家	XinChao 新潮传媒	XinChao 新潮传媒	京东物流	Ucloud	WeBank 微众银行	氮空间	掌门一对一	Akesobio	
	美团	美团	哈啰出行	哈啰出行	哈啰出行	达观数据	91金融	UOKO 优客工场	8星教育	MCI 科大讯飞	
	美团	美团	知乎	知乎	知乎	WISE 智慧	大数金融	蘑菇租房	蘑菇租房	amcare	

资料来源：公司 PPT，信达证券研发中心

华兴为注册制改革最大的受益者

经济结构转变加速资本市场改革，华兴有望深度受益。十八大以来，我国经济发展逐渐步入新阶段，我国经济结构也已发生了实质性的转变，第三产业占比逐年提升，叠加降杠杆的需求以及资管新规下非标转标的迫切需求，间接融资开始逐步让位于直接融资，相关配套制度也随着资本市场改革帷幕的拉开而相继推出，尤其是科创板和创业板注册制加速企业 IPO 上市，今年前八月 IPO 上市家数和金额分别较去年同期提升 93.6%和 139.5%，且已超过去年全年水平。华兴多年来深耕新经济领域，主导和参与制高点交易，推动新经济发展趋势，对细分行业细分赛道实现了全覆盖，对新经济赛道头部企业均有布局。华兴服务的新经济公司不仅适应经济结构转型的方向（互联网、人工智能、5G 等大趋势前景光明），同时性质上也与注册制的上市企业要求（科创板扶持新技术公司发展，创业板注册制强调高增长、创新创业企业）紧密契合。华菁作为科创板保荐券商之一，有望借力资本市场改革的东风，承接华兴在新经济领域的项目储备，加速集团客户转化，实现新经济在 A 股的变现，此外自身也将加大符合注册制要求的项目储备。

图 17: IPO 规模 (亿元) 和家数



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

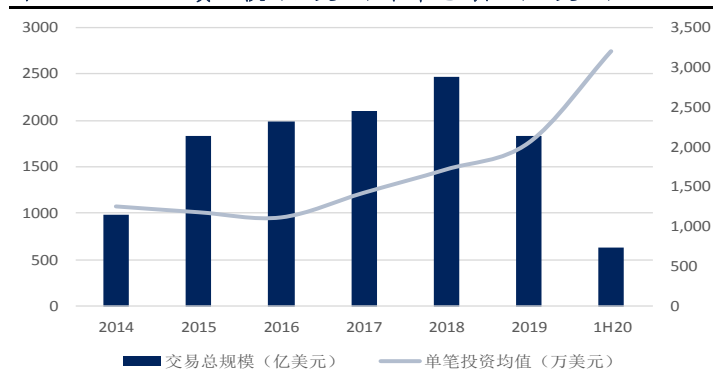
Q2: 公司为何能俘获如此多的头部公司, 相比同业主要的竞争优势在哪?

我们认为, 公司主要竞争优势在于 1) 较早专注新经济, 已构筑较高行业壁垒, 头部效应逐步显现。2) 为企业提供全生命周期的服务, 3) 着力建设二级市场分销能力, 将一级优势逐渐延伸至二级, 4) 合伙人机制以及以业绩为导向的激励机制造就业务能力不断提升。

(一) 公司较早专注新经济, 已构筑较高的行业壁垒, 私募股权头部效应进一步显现

华兴在新经济私募融资 FA 深耕 15 年以来, 积累了品牌优势和广阔的客户资源, 龙头优势显赫, 已经构建了较高的行业壁垒, 目前 TMT 市占率达 37%, 医疗领域市占率达 46%。一方面, 尽管 2018 年下半年开始受监管趋严、资管新规出台影响 PE/VC 市场出现回调, 募资额下滑明显, 但资管新规的实施使得机构投资更加理性, 投资阶段向成长期和发展期偏移, 项目选择上更加回归价值投资本源, 使得大额交易增多, 体现在每笔交易均值明显提升, PE/VC 单笔交易均值从 2014 年的 1257 百万美元提升至 1H20 的 1964 百万美元, 2014-2019 年复合增速达 10.4%。而华兴服务的对象始终是新经济细分赛道的前几名, 有望深度受益于这些头部客户带来的大单增加。另一方面, 从行业发展情况来看, 目前低迷的经济环境加速了行业的优胜劣汰, 资金和优质项目向头部机构集中趋势更加明显, 未来两级分化将进一步加剧, 行业有望深度洗牌, 反而为华兴这样的优秀头部企业提供了较好的机遇, 推动市占率提升。华兴有望凭借强大的品牌优势、专业能力、和深厚的客户关系, 以及全生命周期的服务 (内资券商提供不了全面的早期服务), 和多年来坚持头部客户的策略, 把握大单机遇, 市场份额将进一步扩大。例如 2019 年, 公司完成了知乎 4.3 亿美元和京东健康 10 亿美元成长期融资等具备里程碑的项目。今年以来, 公司在贝壳找房 IPO 担任主承销商, 其他项目涉及即将挂牌的泡泡玛特、京东港股 IPO、华大智造 10 亿美元私募融资等。

图 18: PE/VC 投资规模 (亿美元) 和单笔均值 (万美元)

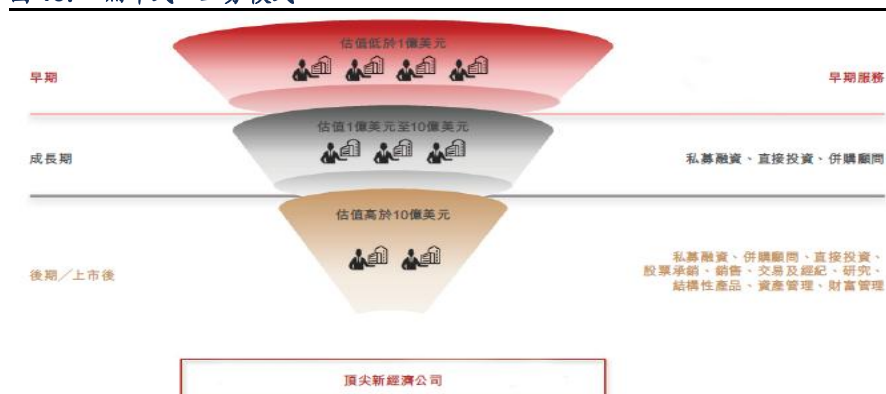


资料来源: China Venture, 信达证券研发中心

(二) 提供覆盖企业全生命周期的服务

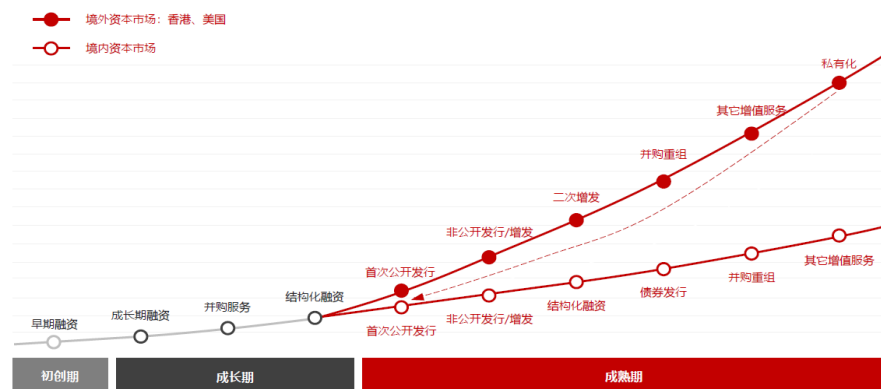
华兴资本搭建了“漏斗式”的独特业务模式，在早期识别出优质的创业家以及初创企业，并与他们建立密切的关系。早期交易的星起平台在撮合业务的同时也积累了大数据，通过大数据分析出更多具备潜力的创新商业模式，能较行业更敏锐地抓住新的商业趋势，同时也进一步加深对新经济行业的认知，巩固新经济领导力的地位。依托这一特色业务模式，华兴资本已经串联起创业早期、成长期、pre-ipo 以及 post-ipo 的几大成长历程，并根据其所处不同阶段，提供私募融资、并购、股票承销、资产管理、交易与经纪等全周期金融服务。这也给予华兴差异化的竞争优势：一般券商投行业务更多是偏后期，很少有布局早期业务，而同样从事 FA 业务的泰合、光源、汉能、易凯等也不涉及后期业务，且华兴在 FA 业务市占率上也较之远远领先（30-40%按交易额）。

图 19: “漏斗式”业务模式



资料来源: 公司招股书, 信达证券研发中心

图 20: 构建全生命周期的产品和服务



资料来源: 公司 PPT, 信达证券研发中心

（三）公司着力打造二级市场分销能力，将一级市场优势延伸至二级

考虑到私募股权 FA 受制于经济周期以及外界环境影响，交易额多年下滑，目前宏观环境不确定性仍然较多，尽管市占率仍然保持高位，但未来增量有限。而另一方面，华兴在过去几年加大了二级市场分销投入，旨在将一级市场的实力延伸到二级，主要体现在：

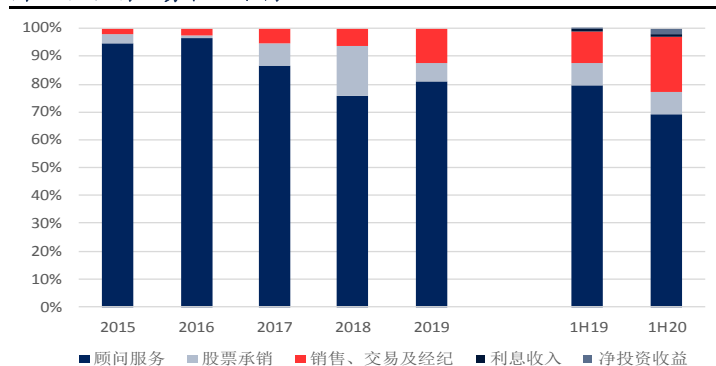
1) 增强 IPO 的实力，以便在三地 IPO 承销中担任更重要的角色（华兴于 2018 年获得香港保荐牌照，在手续费分配份额得到大幅提升），同时也能够免于一级市场客户流失，与其建立全生命周期的联系。未来华兴有望将海外优势承销能力复制到 A 股上，增强 A 股分销能力，尤其是在未来中概股回归趋势和创业板注册制的背景下承接新经济企业在 A 股变现。我们此前的行业深度报告《更高格局看待券商的核心增量在哪里》中也提到强大的分销能力是二级市场的基础和重要保证，投行会因具备为市场提供流动性的能力而被市场选择。发行人更愿意与具备丰富客户资源、强大分销能力的承销商合作，以便在二级市场提供足够流动性。

2) 增强经纪、研究、做市等二级市场的后续机构服务。销售、交易和经纪业务收入多年保持强劲增长。2016-2019 年复合增速达 53.7%。尤其在香港市场，尽管 2019 年港股交易量下降 19%，但华兴销售交易仍然实现 43.5% 的增长，逆势提升。二级市场市占率排名也有提升趋势：2019 年华兴在港股市场经纪业务市场份额提升至前 20 名。未来还将继续投入，进一步完善综合金融服务体系。

我们认为，凭借华兴在私募股权融资深厚的创业者网络和对新经济公司独到的了解，以及二级市场分销能力的逐步提升有望加速私募客户转换成 IPO 客户，在上市过程中独立完成或者担任更加显赫的角色，同时提升后端综合金融服务能力，投行业

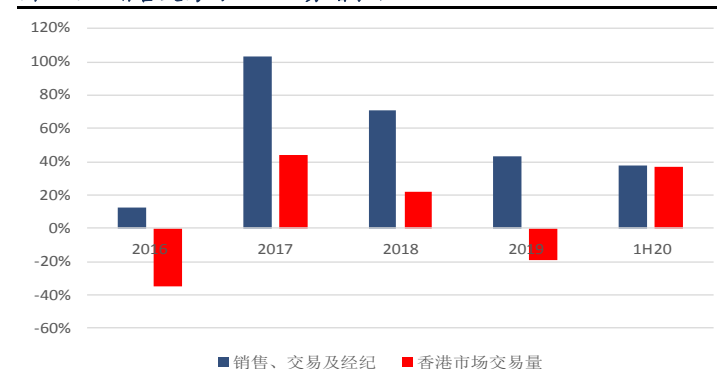
务一二级联动效果将更加显现。

图 21：投行业务收入结构



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 22：销售交易与经纪业务增长强劲



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

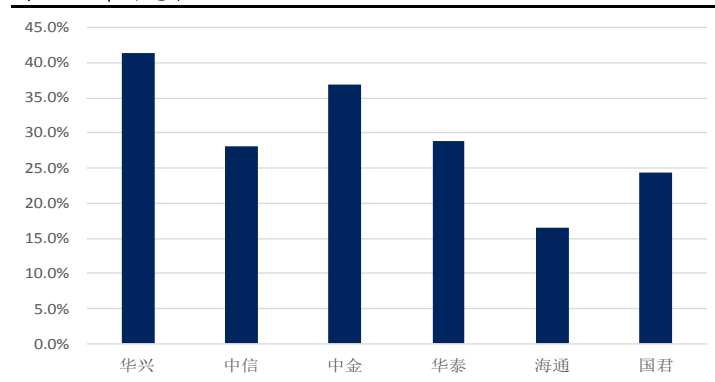
（四）合伙制吸引优秀人才不断加入，激励机制与业绩紧密挂钩

不同于大部分大陆券商，公司合伙人机制以及以业绩为导向的激励机制造就业务能力不断提升。优秀的公司离不开优异的公司治理和激励机制。合伙制有助于吸引业内优秀人才，形成稳定而有效的管理架构。高盛之所以能成功，合伙制文化在其中扮演了重要作用。首先，华兴高管是重要股东，核心岗位的人员都站在主人翁的角度，高级管理人员因承担更多的业绩压力而具备较高的风险意识和责任意识。其次，公司是人力密集型企业，吸引优秀人才也构建了华兴独特的企业文化。华兴着力搭建优秀的团队，形成自身的培养体系。在人员选拔和培养上，华兴近年来从大的国际投行招聘了具备资深经验的员工，并给到具有影响力的薪酬。校招方面，选拔具备优秀背景的人才，并且关注他们的成长，注重后期培养。此外，华兴于2018年开启了未来领袖计划，旨在发掘80后优秀合伙人（对新事物抱有创新的精神，和公司文化相契合），为其提供更多的培训，使其直接进入到公司的管理，这也有助于核心骨干的留存。通过年轻合伙人的不断加入，华兴也有望努力摆脱对包总个人的人脉和经验的依赖，使公司的业务能够永久传承。很重要的一点是，合伙人机制不仅是一种制度，更是塑造了团队至上的企业文化。个人与集体利益能够有效融合，个人对收入的贪婪、野心转化为团队精神。

从激励机制来看，一方面是来自精神层面的激励：华兴和员工一起成长，华兴的成就也让团队有了更强拼搏的动力，更进一步巩固了打造中国新经济最佳投行的愿景。而另一方面则是收入层面的激励：华兴建立注重业绩导向的市场化激励机制。随着业务的不断扩张，华兴于2014年就开始事业部制改革，以适应互联网行业的快速发展。改革后业务部门成为独立的利润中心，通过业务垂直管理来提升运营效率，建立市场化激励机制，体现在每个事业部的业绩与收入紧密挂钩，以具备竞争力的薪酬和股票激励来回报员工的付出。华兴薪酬及福利开支占总收入的比重较高，1H20薪酬和福利开支占比达41.3%。事业

部制改革也有助于团队在收获业绩的同时揽获更多的优质项目，形成良性循环，避免人才流失，同时也对其他团队形成正向激励。此外，在晋升机制方面，华兴对内部员工职业发展体系上也设立人才晋升通道，唯贤是举，给予更懂互联网、TMT 的年轻人更多上升机会，鼓励他们承担更多的职责，而这种晋升制度在同业中也是不具备的。

图 23: 薪酬/总收入



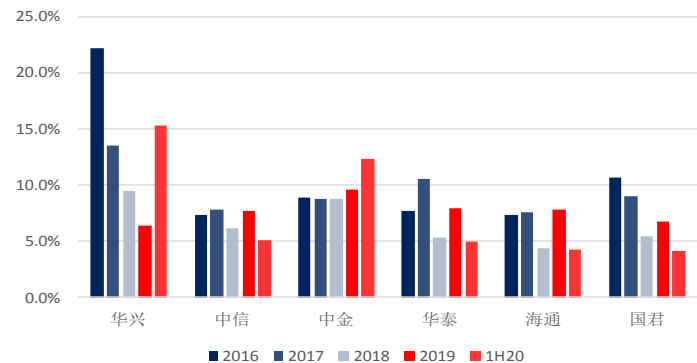
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

Q3: 华兴高 ROE 与传统券商有何不同，是否可持续？

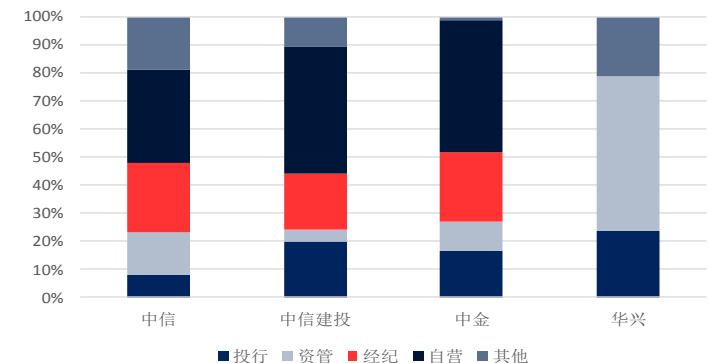
不同于传统券商，华兴以轻资产业务为主，具备较高的盈利能力。我们认为高 ROE 有望持续，原因是：从收费类业务来看，未来高 ROA 的资管和财富将成为重要的收入贡献。投行将继续发挥流量入口的作用，加大对资管和财富的引流，将资产进一步变成产品变现。资管业务方面，1) 华兴过往优异的投资业绩有望持续贡献 AUM，带来稳定增长的管理费收入，2) 随着基金的逐渐退出，累计 7 亿的未实现净附带权益将逐渐释放到利润中，逐步增厚 ROE。从资金业务来看，2018 年上市后，公司资产负债表增加对 ROE 有一定摊薄，随着资金使用效率的提升将恢复增长。1) 今年华菁证券拿到自营和代销牌照后，未来资金使用效率有望大幅提升，2) 集团层面，1. 将为重点投行客户提供结构化融资，2. 战略化为华菁证券增资，通过华菁进一步放杠杆，提升资金收益，3. 将资金进一步投放到资管业务和财富管理，提升资金回报率和 ROE。

轻资产运营模式，盈利能力较高

华兴以投行、投资管理等轻资产业务为主，未来将逐渐拓展同样轻资产的财富管理业务，战略定位上不过度依赖投资等资金类业务，因此较同业相比具备较高的 ROE 水平。除了 2018 年上市导致资本摊销，其 ROE 水平均大幅领先同业。得益于投资收益的大幅贡献以及资金使用效率的提升，1H20 ROE 重回 15.3% 的高位。此外，相比于重资产模式，轻资产运营模式也避免了融资融券、股票质押、直投、自营等带来的较高信用风险。不依赖经纪业务也意味着公司不需要设立大规模线下营业部，资本消耗较少。

图 24: ROE 同业比较


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 25: 业务结构比较


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

ROE 提升路径主要来自收费类的资管业务和财富业务，以及华菁和集团的资金类业务。

(一) 收费类业务

投行业务

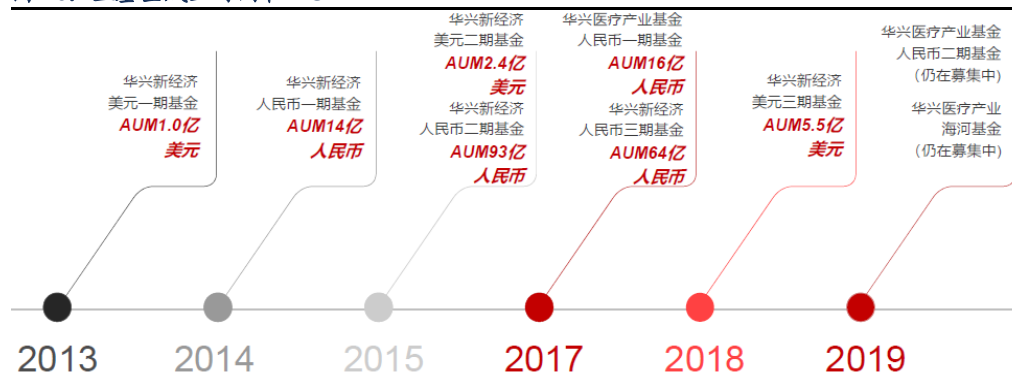
把握投行业务的流量入口，为资管和财富管理引流。尽管投行业务整体近年来受经济周期波动影响较大，在收入结构中的占比也逐年下降，且经营利润较低（比起投行和财富业务），但投行仍然是重要的引擎，与投资管理和财富管理的协同效应不断深化。投行作为客户和流量的入口，资管和财富将投行资产变成产品进一步推广到市场，实现进一步变现。与投资管理业务协同上，公司在私募股权领域积累了丰富的优质案例，投行部门通过早期的星起平台，从众多案例中筛选出新经济行业细分领域最头部企业，然后再从中筛选出作为独具投资价值目标。目前资管项目 1/3 来源于投行。与财富业务协同上，投行新经济客户高管有望成为华兴的财富客户，通过高频的财富服务进一步增强投行客户粘性。未来收入结构上更高频、更透明的资管、财富业务占比料提升。单从投行业务来看，华兴和华菁投行在经过过去几年的投入期和整合期之后，对一级市场、一级半和二级均实现了打通，投行委员会统一管理业务，提升效率的同时，项目储备和人均产出也有明显提升，预计未来收入变现的能力也有望提升，且二级市场能力的提升也对 FA 业务进行了一定的平滑。

资管业务

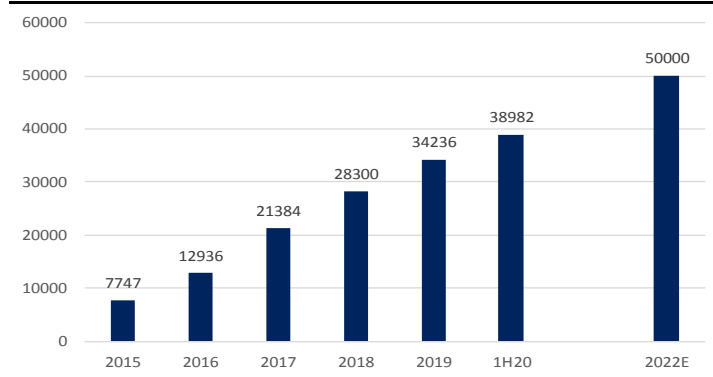
过往优秀的投资业绩推动资金募集较好进展，有望贡献稳定的管理费收入。华兴从 2013 年设立第一只基金至今，总共发行了三期美元基金、三期人民币基金、二期医疗产业人民币基金以及医疗产业海河基金。尽管 2019 年来一级市场表现持续低迷，基金募集却逆势提升，2019 年认缴资本增速达 19%。2019 年公司完成了新经济人民币三期和新经济美元三期基金募集，且均

实现了超募，新经济人民币三期基金募集超过 6 亿美元，人民币三期募集 65 亿美元，其中 10 亿来自社保基金。从过往业绩来看，2015-2019 认缴资本年复合增速达 39%。AUM 稳步提升，从 2015 年的 77 亿元提升至 1H20 的 389.8 亿美元，2015-2019 年复合增速达 45%。这主要得益于公司过往优异的投资表现。截止 1H20，已完成投资基金 MOIC 平均为 2.5x，已完成投资基金 IRR 平均达 33%，2019 年首次实现附带收益至今共实现附带收益 6297 万元。2015-2019 管理费收入年复合增速达 70%。我们认为，尽管今年募资放缓（主要源于三期基金尚在投资进程中）以及新认缴资本流入减缓导致管理费收入下滑，但考虑到 1H20 公司新投项目（泡泡玛特、每日优先、华大智造等）以及投资组合现有优质项目（贝壳、美团点评、京东数科、南微医学、新脉医疗等）有望持续助推资管业务优秀的业绩表现，以及疫情带来诸多高性价比的投资机会，我们预计公司后续 AUM 仍有望稳步提升，带来确定的投资管理手续费收入。

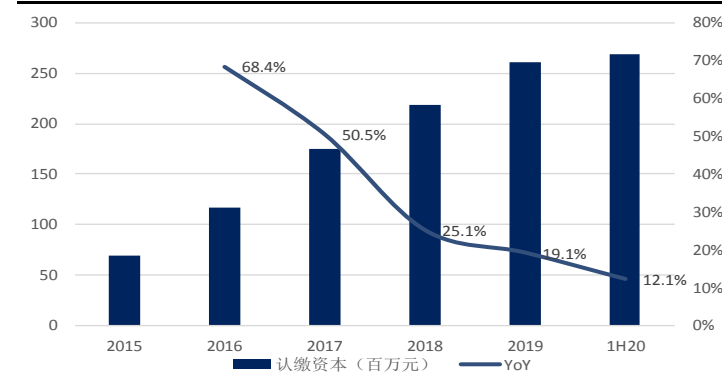
图 26：主基金成立时间和 AUM



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

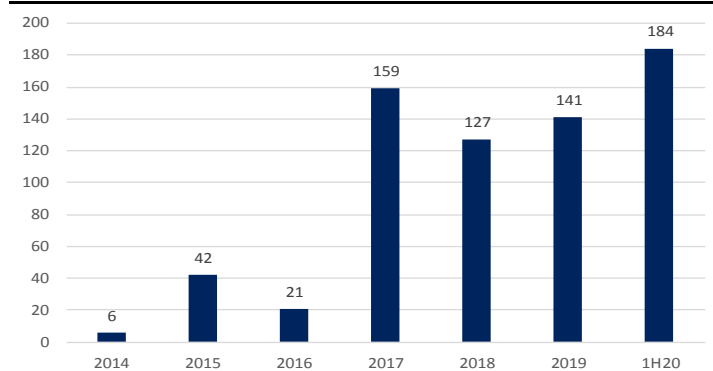
图 27: AUM (百万元)


资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

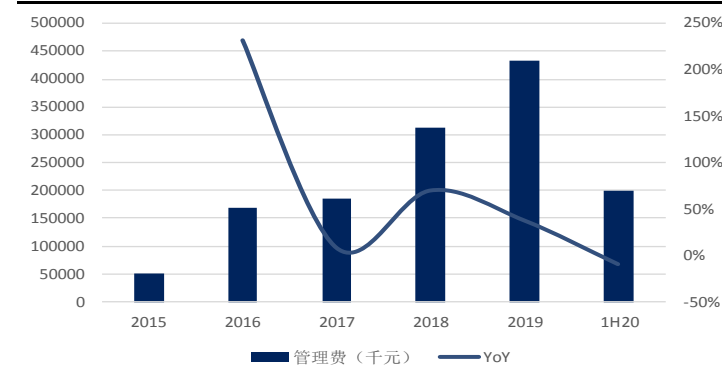
图 28: 认缴资本 (百万元)


资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

随着后续科创板和创业板注册制的快速退出, 未实现附带权益有望不断释放。去年受益于科创板的推出, 公司所投基金项目取得了较好的收益。去年新增 5 个 IPO 项目中有 4 个来自科创板, 首次实现附带权益收入 4204 万元。去年的科创板和今年创业板注册制的推出为华兴所投企业 (包括新经济和医疗健康领域, 众多被投企业符合注册制要求) 提供了新的退出通道。公司资管业务从 2014 年至今未实现净附带权益达 7 亿元。预计未来 3-4 年随着基金不断进入退出阶段, 累计未实现经附带权益将逐渐释放到净利润中, 进而增厚集团的 ROE。

图 29: 未实现净附带权益 (百万元)


资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

图 30: 管理费收入 (千元)


资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

将 TMT 成功经验复制到医疗基金。华兴于 2017 年推出了专注于医疗领域全周期投资的第一只医疗产业基金, 从具备结构性

机会的医疗器械切入，主要布局具备成长性、潜力大的医疗产业领军企业。医疗产业一期总共募集了 10 亿，投资 8 个项目，其中心脉医疗、南微医学、华熙生物已在科创板上市，股价涨幅明显（截止 2020 年 9 月 10 日，股价相对发行价涨幅分别为 425.6%、290.8%、147%）。另有 3 家被投企业预计会在今年上市。华兴医疗产业基金一期自成立至 2020 年 6 月 30 日，IRR 高达 72%。目前第二期医疗产业基金也正处于募资当中，预计年底有望完成募集。我们认为，鉴于医疗健康领域广阔的增长空间叠加公司专业的人才储备、深刻的洞察力和优异的投资业绩表现，预计未来医疗健康 AUM 有望加速提升。

财富管理业务

财富管理进一步延伸新经济生态链，实现与投行的联动，同时反哺资管。华兴财富管理定位人群主要是新经济企业家、企业高管以及核心技术人员（这部分人群随着新经济股权增值效应而实现财富自由），旨在将投行高净值客户转化为财富客户，将华兴特色的新经济资产产品化，通过财富推向市场，为这部分人群提供资产配置服务，实现投行业务的进一步变现，这也是华兴财富管理区别于其他机构的亮点。另外财富管理也为 B 端头部新经济企业提供现金管理服务。华兴财富管理的盈利模式更多是对标国外私行模式，以收取管理费而非销售驱动模式。另外，财富管理也通过将高净值客户变为资管业务 LP 协同资管业务的发展，提升 AUM。

财富管理业务稳步发展，版图日趋完善。财富管理自去年九月开始进入试运行阶段，初始团队搭建完毕，中后台人均也在逐渐优化，同时也引入境内财富领军人才，为境内财富业务扩张打下良好基础。华兴与 LGT 银行的外部合作也进一步深入，打通了外部资产管理人的客户服务模式，产品体系也已初步建立，积聚了数十只产品储备，覆盖现金管理、固收、权益、另类投资四大类资产，内部协同完成华兴特色股权单项目以及港美股 IPO 认购路径（财富参与了京东港股 IPO 和贝壳美股 IPO），资产管理初具规模。截止 2020 年上半年，华兴财富管理累计存续 AUM 达 26 亿元。今年下半年到明年，财富管理将进入投入和快速发展期，未来有望继续加大团队人员招募，积极发挥新经济客户的流量优势，继续完善华兴特色产品体系。我们预计随着未来几年 AUM 的加速提升，手续费收入有望大幅提升，增厚 ROE。

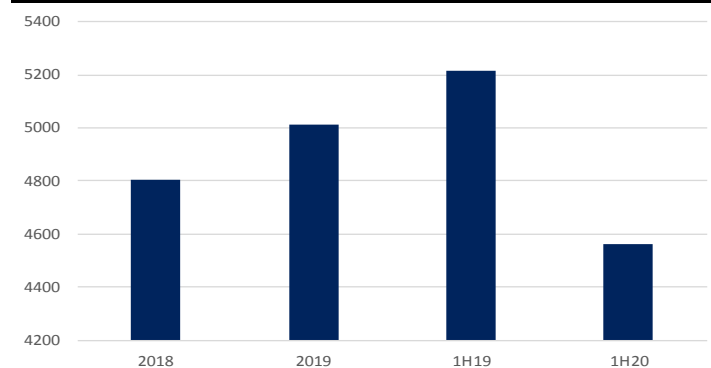
（二）资金类业务

华菁：自营牌照获取将提升华菁资金使用效率，助力 ROE 提升。受制于牌照限制，此前华菁证券自有资金无法充分使用导致投资回报率较低。上半年在获取自营投资和分销牌照后，华菁证券的自有资金得到合理利用，带来资本使用效率和资金回报率的提升。目前华菁大部分现金均处于闲置状态，尚未使用杠杆，未来资金使用主要渠道有：1）加大对权益类和债权类传统资产的投放，2）华菁资产管理计划，3）结构化融资产品，4）包括科创板和创业板跟投等在内的众多方向，进一步提升杠杆，提升 ROE 水平。从资金回报率来看，截止 1H20，华菁现金管理 IRR 为 3%，而结构化融资 IRR 为 8-10%，若华菁证券将 25 亿元现金余额投放至结构化融资亦或是更高回报率资产，有望显著提升 ROE。

集团层面：通过 1）为投行客户提供结构化融资增加资金使用渠道，2）将更多资金分配资管投资，3）战略化增资华菁来扩大华菁资产负债表。截止 2020 年上半年，华兴账面准现金达 46 亿元，资金具有较大的使用空间。1）结构化融资致力于为

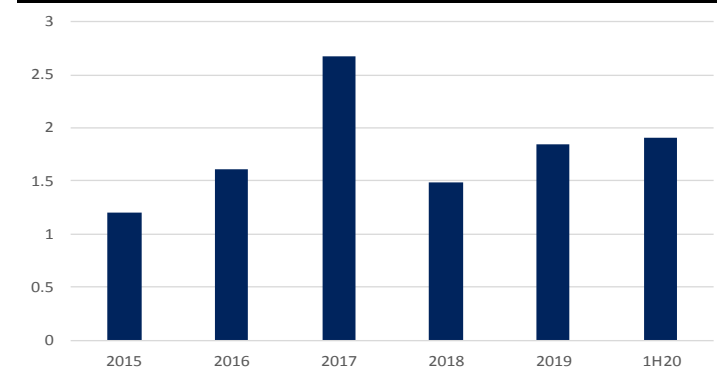
新经济投行客户探索及发展非股权融资服务，可以是债权也可以是介于股债之间，搭建新经济和传统金融的桥梁。华兴相比传统间接融资的优势在于对新经济的深刻理解，具备市场化定价和估值的能力，投入自有资金作为夹层或劣后级对产品进行增信。例如，华兴于 2017 年推出夹层基金，聚焦成熟期新经济企业的债权、夹层和并购融资，通过融合债权和股权特征进行混合配置，在获取固定利息的同时也通过转股、期权等权利获得资本增值的收益，可以撬动资金杠杆，实现较为客观风险可控的收益回报。未来也将积极探索尝试设立证券化产品提供出表服务等方式来撬动社会资金。2) 集团计划将更多自有资金投入自有资管产品以及第三方资管产品提升投资收益。今年上半年，华兴净投资收益同比+586.9%至 4.2 亿元，其中来自于自有管理私募股权基金收益为 4 亿元，同比+1241.9%。自有管理私募股权基金和第三方私募股权基金内部回报率分别为 33%和 21%。3) 战略性增资扩大华菁资产负债表，一方面科创板跟投对资金需求增大，另一方面更多是客需方向，为投行客户提供结构化融资，融资融券等资本中介业务。

图 31：集团现金（百万元）

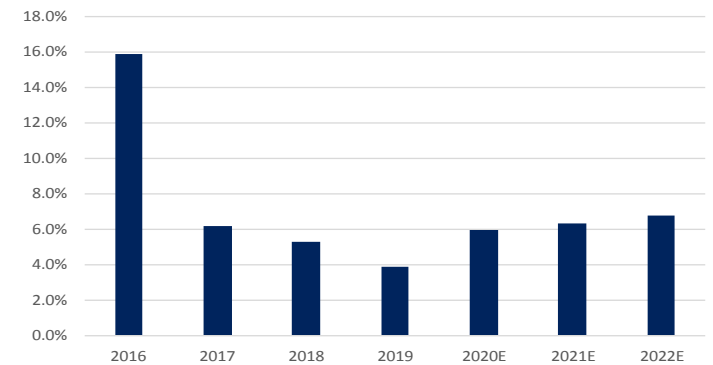


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

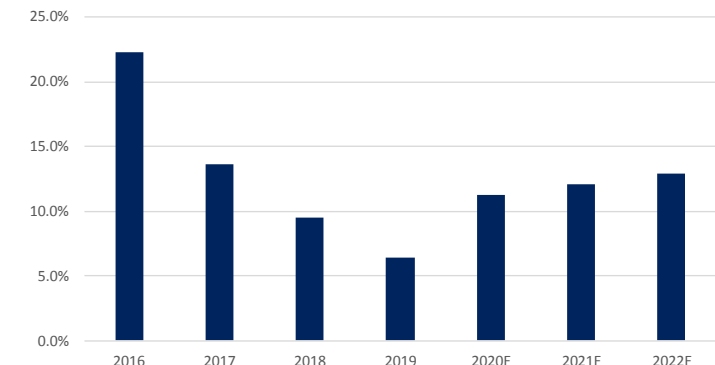
图 32：杠杆较低



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 33: ROA 预测


资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

图 34: 调整后 ROE 预测


资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

三、盈利预测、估值与投资评级

盈利预测

投行业务

截止 1H20, 投行业务收入 2.77 亿元, YoY-21.6%, 占营收及净投资收益比从年初的 46% 下降至 24%。经营利润 3910 万元, YoY-13.6%。业绩负面影响源于: 1) 新冠疫情导致项目延后执行, 私募融资顾问和并购顾问收入减少 31.8%, 但私募融资金额降幅远小于行业, 2) 股票承销同比-22.5%。可喜之处在于 1) 股票销售、交易和经纪实现 37.6% 的增长部分抵消了私募融资和 ECM 业务的波动, 4) 加大对结构化金融产品投入驱动净投资收益同比+380%。

展望未来, 我们认为下半年业绩有望加速释放, 主要假设如下:

(1) 顾问业务方面: 1) 一级市场融资滞后二级市场 6-9 个月, 随着 6 月以来二级市场回暖, 一级市场活跃度也逐步提升, 带来新签项目增加, 2) 受疫情延迟的项目下半年有望逐渐增加, 3) 市场环境不佳加速优胜劣汰, 同时私募投资大单增加利好华兴 (聚焦头部客户策略), 叠加独特的全生命周期服务, 市场份额有望逐步提升。预计 2020-2022E 收入增速 YoY-19.6%/17.5%/14.8%。

(2) ECM 方面, 公司从去年开始加大对投行业务的整合, 打通了不同业务条线, 业务范围拓宽, 同时加大人才投入。目前人才投入和组织架构调整初具成果, 未来 6-18 个月积累了丰富的项目储备, 例如公司在 8 月份已经挂牌的贝壳找房 IPO 中担任主承销商, 另外下半年即将挂牌的泡泡玛特也将在未来半年后逐步贡献投行业绩。预计 2020-2022E 收入增速

YoY-10%/5%/10%。

(3) 销售交易与经纪方面，由于前几年加大二级市场分销投入，预计未来业绩将持续释放，收入增速 YoY38%/30%/25%。

(4) 投资业务和利息收入方面，假设占投资银行比重达 3%。

综上，我们预测 2020-2022E 投行业务收入增速分别为-9%/19.1%/16.7%，得益于良好的成本管控，OPAT 增速分别为 1.8%、26.7%、39.7%。

表 7：投行业务（人民币千元）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入								
顾问服务	692,712	660,615	558,051	740,918	551,530	443,212	520,713	597,958
股票承销	21,951	5,779	49,439	178,995	44,965	40,469	42,492	46,741
销售、交易及经纪	15,405	17,271	35,126	59,985	86,049	118,748	154,372	192,965
利息收入						6,211	7,398	8,636
净投资收益						12,421	14,795	17,271
收入	730,067	683,664	642,616	979,898	682,544	621,060	739,769	863,571
YoY								
顾问服务		-5%	-16%	33%	-26%	-20%	17%	15%
股票承销		-74%	756%	262%	-75%	-10%	5%	10%
销售、交易及经纪		12%	103%	71%	43%	38%	30%	25%
利息收入							19%	17%
净投资收益							0	0
收入				52.5%	-30.3%	-9.0%	19.1%	16.7%
营运开支	-	-	-	-732,197	-615,448	-552,743	-653,216	-742,671
薪酬及福利开支	-	-	-	-568,992	-429,598	-385,057	-454,958	-518,143
其他经营开支	-	-	-	-163,205	-185,850	-167,686	-198,258	-224,529
营运利润	364,982	300,495	86,366	247,701	67,096	68,317	86,553	120,900
YoY		-18%	-71%	187%	-73%	2%	27%	40%

营运利润率	50%	44%	13%	25%	10%	11%	12%	14%
成本收入比	50%	56%	87%	75%	90%	89%	88%	86%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

投资管理

1H20 投资管理增长强劲，1H20 实现收入 6.4 亿元，YoY +105.3%，在营收及净投资收益比从 2019 年的 32%进一步提升至 55%，首次成为第一大收入贡献来源。实现经营利润 3.94 亿元，YoY+166.6%，经营利润率同比提升 14.1pct 至 61.3%。资管业绩主要源于投资自有管理私募基金收益大幅贡献带来净投资收益同比增长 586.9%，而新认缴资本流入导致管理费收入同比-9%。已实现附带权益收入 2093 万元。

展望未来，我们预计 2020E-2022E 投资管理收入增速为 99.7%/12.0%/14.6%，opat 增速为 186.5%/12.9%/3.6%。主要假设如下：

- （1）管理费收入方面，1）鉴于管理层表示今年将更注重投资，募资进度料放缓，预计认缴资本增速料放缓，2021 开始新一轮基金募集、投行回暖带来的协同效应不断提升叠加投资管理过往优异的业绩表现为 AUM 扩容提供基础，认缴资本有望明显提速，2020-2022E YoY 5.2%/17.3%/19.2%，带来 AUM 持续扩容，2）管理费率边际下降，源于未来或增加更多元化的基金策略，例如夹层基金费率水平低于私募股权。
- （2）已实现净附带权益方面，由于公司今年在项目退出上相对谨慎，预计 2020E 已实现净附带权益增速下滑。考虑到公司将积极把握上半年疲弱的市场机遇加大资产投放，叠加未来 3-4 年基金将迎来退出期，累计未实现附带权益收入也会逐渐释放，我们预计 2021 年开始净附带权益有望加速回升。
- （3）净投资收益方面，我们假设 2020-2022E 第三方基金和自有基金收益率分别为 6%/15%/15%，40%/25%/20%，预计投资收益增速分别为 254.4%/9.9%/-12.8%。

表 8：投资管理（人民币千元）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入								
管理费	51,045	169,774	184,269	313,962	433,762	467,830	506,209	598,755
已实现附带权益收入	-	-	-	-	42,044	31,533	63,066	189,198
净投资收益	-	-	-	-	-	450,986	495,457	431,796
收入	51,045	169,774	184,269	313,962	475,806	950,348	1,064,732	1,219,749
YoY		232.6%	8.5%	70.4%	51.5%	99.7%	12.0%	14.6%
经营利润	59,378	81,549	215,423	98,878	191,440	548,449	619,452	641,895
经营利润率	29.7%	34.2%	32.7%	31.5%	40.2%	57.7%	58.2%	52.6%

成本收入比	92.1%	74.3%	90.6%	68.5%	59.8%	42.3%	41.8%	47.4%
假设								
认缴资本（千元）	6,922,000	11,619,000	17,484,000	21,873,000	26,055,000	27,411,270	32,142,752	38,298,966
占新经济交易额	0.5%	0.9%	1.4%	1.7%	2.4%	2.9%	3.0%	3.1%
平均管理费	0.0%	1.8%	1.3%	1.6%	1.8%	1.8%	1.7%	1.7%
认缴资本 YoY	0.0%	67.9%	50.5%	25.1%	19.1%	5.2%	17.3%	19.2%
管理费	-	169,773.50	184,268.50	313,962.00	433,762.00	467,829.86	506,209.18	598,754.60
私募基金投资余额								
投资私募基金	259,708	359,392	490,893	823,888	1,010,029	1,696,631	2,035,591	2,447,031
第三方	125,977	180,466	240,253	314,888	414,015	476,117	523,729	576,102
自有	133,731	178,926	250,640	509,000	596,014	1,220,513	1,511,862	1,870,929
占管理资产的比重	1.7%	1.4%	1.2%	1.8%	1.7%	3.1%	3.2%	3.3%
投资收益	50,973	53,677	63,232	117,744	127,266	450,986	495,457	431,796
第三方	15,782	37,512	24,336	98,253	53,446	23,806	41,898	57,610
自有	35,191	16,166	38,896	19,491	73,820	427,180	453,559	374,186
投资收益率	19.6%	14.9%	12.9%	14.3%	12.6%	26.6%	24.3%	17.6%
第三方	12.5%	20.8%	10.1%	31.2%	12.9%	5.0%	8.0%	10.0%
自有	26.3%	9.0%	15.5%	3.8%	12.4%	35.0%	30.0%	20.0%

资料来源：公司公告、信达证券研发中心

华菁

华菁证券上半年收入和净投资收益达 1.94 亿元，YoY +93.5%，主要因为科创板带来股权投资升值所致。经营利润 4487 万元，同比扭亏为盈。上半年公司获批自营和代销牌照，有望带来资金回报率的提升。

展望未来，交易及顾问费方面，得益于中概股回 A 进程加快以及注册制改革推进，我们预计受益于集团 FA 的协同效应，华菁将加大承接集团项目并在 A 股上市，同时加大二级市场机构业务以及资管和财富管理服务，交易和顾问费用有望稳步提升，2020-2022E YoY 15%/18%/20%。同样，净投资收益也有望受益于科创板上市增值而持续贡献利润，但跟投企业由于前期涨幅较大后续增值空间下降，同时自营牌照助力资金使用效率提升，综合预计 2020-2022E YoY 125%/50%/30%。利息收入由于现金管理类利率下行导致收益承压。综上，我们预计 2020-2022E 华菁收入增速 YoY 76.2%/41.3%/27.9%。考虑到华兴未来或继续加大对华菁的人力投入，我们预计 2020-2022E 经营利润增速 YoY 7.2%/22.6%/66.9%。

表 9：华菁证券(人民币千元)

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
华菁							
交易及顾问费	6,890	51,389	31,305	77,823	89,496	105,606	126,727
利息收入	6,533	27,918	73,660	27,344	19,141	17,227	18,949
净投资收益	-	-	61,277	157,041	353,342	530,013	689,017
收入	13,423	79,307	166,242	262,208	461,980	652,846	834,694
YoY		491%	110%	58%	76.2%	41.3%	27.9%
营运开支	-118,261	-267,501	-246,216	-197,128	-392,221	-567,323	-691,961
薪酬及福利开支	-78,949	-192,348	-178,158	-130,917	-249,469	-359,065	-450,735
综合资产管理计划权益持有人应占投资亏损	-	-	1,730	2,919	5,082	7,181	9,182
其他经营开支	-39,312	-75,153	-69,788	-69,130	-147,833	-215,439	-250,408
营运利润	-104,839	-188,195	-79,974	65,080	69,759	85,523	142,733
营运利润率				24.8%	15.1%	13.1%	17.1%

资料来源：公司公告、信达证券研发中心

新业务

2020 年上半年其他业务收入（财富管理+现金管理）实现收入和净投资收益达 5314 万元，同比+194.8%，主要源于财富管理业务的稳健增加和现金管理回报增加。

展望未来，管理层表示下半年开始财富管理将进入投入期，团队招募料继续加大，未来三年收入贡献仍不作为考核，三年后收入有望逐步贡献。我们预计 2020-2022E 新业务收入 YoY200%/20%/35%，而经营利润仍承压。

表 10：新业务（人民币千元）

	2019	2020E	2021E	2022E
新业务				
利息收入	38,148	110,870	133,043	179,609
管理费	2,385	11,087	13,304	17,961
净投资收益	33,380	99,783	119,739	161,648
收入	73,913	221,739	266,087	359,217
YoY		200%	20%	35%
经营开支	-61,443	-226,174	-271,409	-362,809

薪酬及福利开支	-50,226	-181,826	-218,191	-294,558
其他经营开支	-11,217	-44,348	-53,217	-68,251
经营利润	12,470	-4,435	-5,322	-3,592

资料来源：公司公告、信达证券研发中心

估值与投资评级

我们采用分部估值法得到公司的目标估值。其中：

1) 投资银行：采用 P/E 估值法，参照美国精品投行 Moelis、Houlihan、PJT、Lazard、Evercore 估值，我们给予 17x 2020PE，给予投资银行估值 9.3 亿元。

2) 投资管理业务：采用 P/E 估值法，采用 Blackstone、KKR、Carlyle 等全球领先的私募股权投资管理公司估值，给予 20xPE，预测 2020E 投资管理业务估值为 87.8 亿元。未实现净附带权益按 6x PE 估值，得到 2020E 16.9 亿元。

3) 华菁证券：我们采用 2020E 1.5xPB，给予华菁证券的估值为 20.58 亿元（华菁 2019 净资产人民币 28.09 亿元，假设华兴持股 48.83%）。

4) 投资资产和归属华兴的净现金：我们采用 2019 年的账面价值得到其估值为 21 亿元。

综上，加总各部分业务估值，得到公司的目标价 HK\$29.08，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 11：SOTP 估值

分部	指标	2020E (千元)	估值方法	倍数	估值(千元)	注释
投资银行	净利润	54653	PE	17	929105	
投资管理	净利润	438759	PE	20	8775189	
投资管理	未实现净附带权益	281856	PE	6	1691136	
华菁证券	净资产	2809118	PB	1.5	2057538	华兴持股 48.83%
现金(扣除华菁)	净资产	2100000	PB	1	2100000	
总估值					15552969	
稀释后股数					534845	人民币兑港元=0.88
目标价 (HK\$)					29.08	

资料来源：信达证券研发中心

表 12: 同业比较

分类	名称	代码	9/14 股价	PE			PB		
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
精品投行	Moelis & Co	MC US Equity	32.84	17.38	71.55	19.44	5.74	4.45	4.24
	Houlihan	HLI US Equity	58.82	23.91	20.38	21.90	4.65	3.85	3.39
	PJT Partners	PJT US Equity	57.20	26.48	18.84	16.24	22.88	9.90	6.41
	Lazard	LAZ US Equity	33.76	10.62	15.29	11.29	5.44	5.61	4.84
	Evercore	EVR US Equity	64.50	9.15	17.20	11.23	3.03	2.82	2.49
	Average			17.51	28.65	16.02	8.35	5.33	4.28
PE	KKR	KKR US Equity	35.19	21.07	22.44	17.67	1.88	1.87	1.65
	Blackstone	BX US Equity	52.67	22.80	26.45	18.19	5.84	6.42	4.25
	Carlyle	CG US Equity	25.53	15.02	14.96	12.16	1.23	3.72	3.46
	Apollo	APO US Equity	45.42	16.76	24.07	16.78	9.18	20.63	12.63
	Average			18.91	21.98	16.20	4.53	8.16	5.50
券商	中信建投	601066.SH	51.03	76.16	53.97	46.82	8.37	6.44	5.75
	中信证券	600030.SH	30.09	29.79	23.39	20.38	2.26	2.18	2.05
	华泰证券	601688.SH	20.29	19.51	15.65	13.75	1.50	1.40	1.29
	中金	3908.HK	17.36	15.43	12.32	10.54	1.38	1.27	1.16
	Average			35.22	26.33	22.87	3.38	2.82	2.56

资料来源：WIND，bbg，信达证券研发中心

风险因素

宏观经济下滑；竞争激烈导致优势业务市场份额下滑；新业务增长低于预期；投资收益不及预期等

合并损益表 (人民币千元)

	FY18	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
营业收入	1,398,825	1,304,050	1,332,385	1,556,032	1,968,862
交易及顾问费	1,011,203	760,367	691,924	823,182	964,391
管理费	313,962	436,147	478,917	519,514	616,715
利息收入	73,660	65,492	136,221	157,668	207,194
收入+净投资收益	1,460,102	1,494,471	2,255,127	2,723,434	3,277,231
经营开支	1,193,497	1,158,385	1,567,759	1,933,006	2,371,918
薪酬及福利开支	870,372	773,215	989,449	1,214,450	1,478,987
其他经营开支	324,855	361,816	568,944	690,508	787,138
经营利润/亏损	266,605	336,086	687,368	790,428	905,313
投资收入	150,417	33,143	-	-	-
利息开支	-75,829	-6,597	-5,278	-4,222	-3,378
可转换可赎回优先股的 公允价值变动	-1,939,356	-	-	-	-
其他收入/损失	44,331	25,960	-9,707	-13,265	-17,473
所得税前利润/亏损	-1,553,832	388,592	677,661	777,164	887,840
所得税开支					

资产负债表 (人民币千元)

	FY18	FY19F	FY20F	FY21F	FY22F
非流动资产	1,820,019	2,720,772	3,524,146	3,887,532	4,297,652
按公允价值计入损益的金 融资产	639,013	1,507,186	1,657,905	1,823,695	2,006,065
按公允价值计入其他全面 收益的金融资产	355,741	-	-	-	-
流动资产	5,495,738	6,789,658	7,128,413	7,601,220	8,128,080
应付帐款和其他应付款	630,735	879,094	1,758,188	1,934,007	2,127,407
按公允价值计入损益的金 融资产	2,370,533	3,222,352	3,383,470	3,552,643	3,730,275
现金及现金等价物	442,391	1,022,043	1,124,247	1,236,672	1,360,339
总资产	7,315,757	9,510,430	10,652,559	11,488,753	12,425,732
非流动负债	26,483	97,909	140,900	150,093	160,324
流动负债	895,533	2,740,376	3,343,971	3,827,400	4,402,066
应付帐款及其他应付款	622,796	1,286,790	1,801,506	2,161,807	2,594,169
总负债	922,016	2,838,285	3,484,871	3,977,493	4,562,390
本公司拥有人应占权益	4,938,841	5,159,105	5,571,825	6,017,564	6,498,962
非控股权益	1,454,900	1,513,040	1,634,081	1,764,805	1,905,988
所有者权益合计					

	-97,655	-78,337	-101,649	-116,575	-133,176
净利润/亏损	-1,651,487	310,255	576,012	660,589	754,664
少数股东权益	-32,096	63,477	86,402	99,088	113,200
本公司拥有人应占年内 (亏损) 利润	-1,619,391	246,778	489,610	561,501	641,465
附带权益相关调整前小 计	319,010	322,374	602,643	698,007	805,728
未实现净附带权益	127,441	140,928	281,856	422,784	549,619
本公司拥有人应占经调 整净利润	446,451	463,302	884,499	1,120,791	1,355,348
年成长率和关键比率(%)					
收入	54.4%	-6.8%	2.2%	16.8%	26.5%
收入+净投资收益	61.4%	2.4%	50.9%	20.8%	20.3%
经营利润	N/A	26.1%	104.5%	15.0%	14.5%
本公司拥有人应占年内 (亏损) 利润	N/A	N/A	98.4%	14.7%	14.2%
附带权益相关调整前小 计	-5.2%	2.5%	74.5%	50.0%	30.0%
本公司拥有人应占经调 整净利润	18.2%	3.8%	90.9%	26.7%	20.9%
ROA	5.3%	3.8%	6.0%	6.3%	6.7%
ROE	9.5%	6.4%	11.2%	12.0%	12.9%

资料来源: Wind、信达证券研发中心

	6,393,741	6,672,145	7,205,906	7,782,369	8,404,950
AUM	28,300	34,236	39,371	47,246	56,695
经营指标					
经营利润率(%)	18.3%	22.5%	30.2%	28.9%	27.5%
投行	25.3%	9.8%	11.0%	11.7%	14.0%
投资管理	31.5%	40.2%	57.7%	58.2%	52.6%
华菁	-48.1%	24.8%	15.1%	13.1%	17.1%
薪酬费用率	62.2%	59.3%	74.3%	78.0%	75.1%
成本收入比	81.7%	77.5%	69.5%	71.0%	72.4%
每股指标					
基本每股收益(RMB)	-5.15	0.49	0.92	1.05	1.20
每股净资产(RMB)	15.69	10.32	10.42	11.25	12.15
估值分析					
市盈率(x)	N/A	32.81	17.69	15.42	13.50
市净率(x)	1.03	1.57	1.55	1.44	1.33

研究团队简介

王舫朝，硕士，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019 年 11 月加入信达证券研发中心，负责非银金融研究工作。

朱丁宁，硕士，毕业于英国格拉斯哥大学金融专业，曾工作于台湾富邦证券和瑞银证券，于 2020 年 4 月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

王锐，硕士，毕业于美国波士顿大学金融专业，2019 年加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。