

基本面持续向好， β 属性助估值修复

——非银金融行业2023年中期策略报告

行业评级

非银金融 强于大市（维持）

2023年06月14日

证券分析师

王维逸 投资咨询资格编号：S1060520040001

李冰婷 投资咨询资格编号：S1060520040002

研究助理

韦霁雯 一般从业资格编号：S1060122070023

投资要点

- **一、保险行业：寿险长周期拐点已初现端倪，产险龙头强者恒强。** 1) 寿险：竞品收益率下降、预定利率下调预期强化，储蓄险需求释放。险企全力研发新产品，预计利率下调影响总体有限。个险企稳、银保发力，预计23年寿险新单与NBV持续修复、增速前高后低。2) 产险：车险保费有望稳增，非车业务将保持两位数增长。常态化出行使车险赔付率承压，但龙头险企未决赔款准备金计提充分、预计仍将实现承保盈利。3) 投资：预计A股市场温和修复、十年期国债收益率低位震荡，险企投资收益率改善。
- **二、证券行业：市场回暖助业绩修复，政策利好支持行业转型。** 1) 金融投资规模稳步增长，市场低位修复驱动投资收益率提升，自营业绩有望延续改善；场外衍生品、做市等代客业务仍是重要转型方向，头部券商转型更快。2) 全面注册制平稳落地，投行业务量价齐升；头部券商项目储备充足，可为客户提供全生命周期综合融资服务，将优先受益。3) 券商财富管理逆市彰显韧性，政策支持居民财富流向资本市场，居民风险偏好边际提升、权益配置需求修复，财富管理业绩改善可期。
- **三、投资建议：基本面持续向好， β 属性助估值修复，非银金融行业维持“强于大市”评级，建议优先关注保险板块。** 1) 保险：竞品吸引力下降、预定利率下调预期强化，储蓄险需求释放，23Q1寿险NBV已实现正增，预计23年业绩迎来修复；流动性保持合理充裕、权益市场温和修复，长端利率低位震荡，资产端有望迎来改善。当前行业估值和机构持仓仍处历史底部， β 属性将助力保险板块估值底部修复。2) 证券：资本市场长期向好趋势不变，券商商业模式从周期向成长转型方向不变，持续看好证券行业长期成长性。短期资本市场景气度整体温和修复，助力券商业绩改善，看好 β 属性带来的板块估值修复。当前行业估值处于低位，具有较高安全边际。
- **四、风险提示：** 1) 权益市场大幅波动；2) 投资者风险偏好降低；3) 宏观经济下行；4) 资本市场改革推进不及预期；5) 寿险代理人规模超预期下滑、质量改善不及预期，新单增长不及预期；6) 产险赔付超预期；7) 利率超预期下行。



CONTENT 目录

◎ 保险：

- 行业复盘：资负两端共振，险企业绩回暖
- 寿险：长周期拐点已初现端倪
- 产险：龙头强者恒强
- 投资：净利润增长需投资收益加持，资产端修复待市场回暖

◎ 证券：

- 市场回暖、投资改善，低基数下23Q1业绩高增
- 自营业绩有望延续改善，代客业务仍是长期发展方向
- 全面注册制平稳落地，头部券商优先受益
- 财富管理凸显韧性，业绩修复可期

◎ 投资建议与风险提示

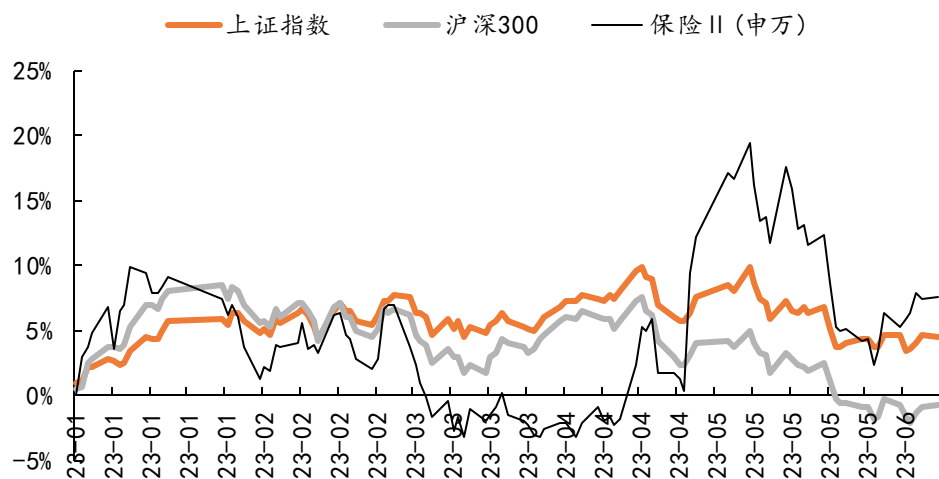
- 基本面持续向好， β 属性助估值修复，优先关注保险板块
- 权益市场大幅波动、宏观经济下行等

1.1 行业复盘：资负两端共振，险企业绩回暖

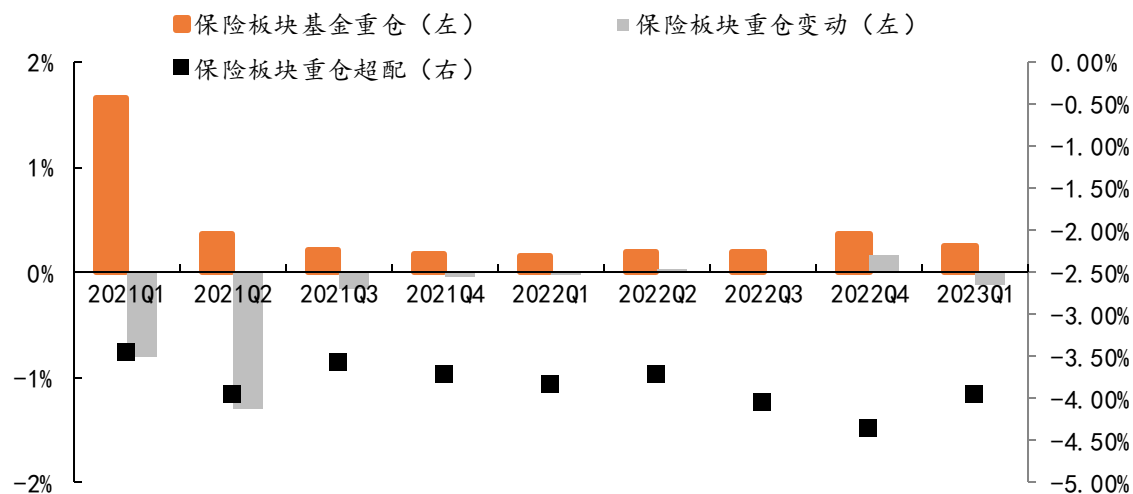
1.1.1 行情回顾：保险板块阶段性跑赢大盘，但机构持仓仍处于底部

- 上半年保险板块阶段性跑赢上证综指。23Q1国内经济整体结构型复苏，A股主要指数迎来反弹，β属性刺激板块估值修复；4月下旬以来，23Q1险企业绩改善预期落地，叠加“中特估”热度，保险指数迅速上涨，较上证综指形成超额收益。5月A股进入调整期，市场风格切换，板块随之调整。截至6月12日，保险指数（申万II）累计上涨7.5%。个股中，新华（+28.5%）、太保（+21.4%）、人保（+17.0%）涨幅靠前。
- 机构持仓仍处底部，23Q1遭全基金和主动管理型减持。23Q1保险板块全基金持股比例0.49%（QoQ-0.36pct）、主动管理型基金重仓股持股比例0.25%（QoQ-0.11pct）。全基金持仓依次为平安（0.37%）、太保（0.07%）、国寿（0.04%）、新华（0.01%）、人保（0.01%），主动管理型十大重仓股中持股比例依次为平安（0.15%）、太保（0.05%）、国寿（0.03%）、人保（0.01%）、新华（0.004%）。

2023年以来主要指数与保险指数（申万II）表现



保险板块主动管理型基金重仓情况

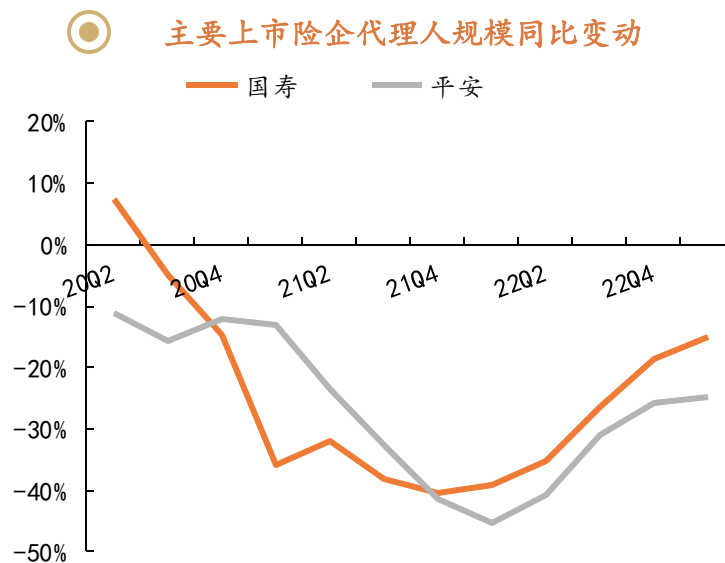
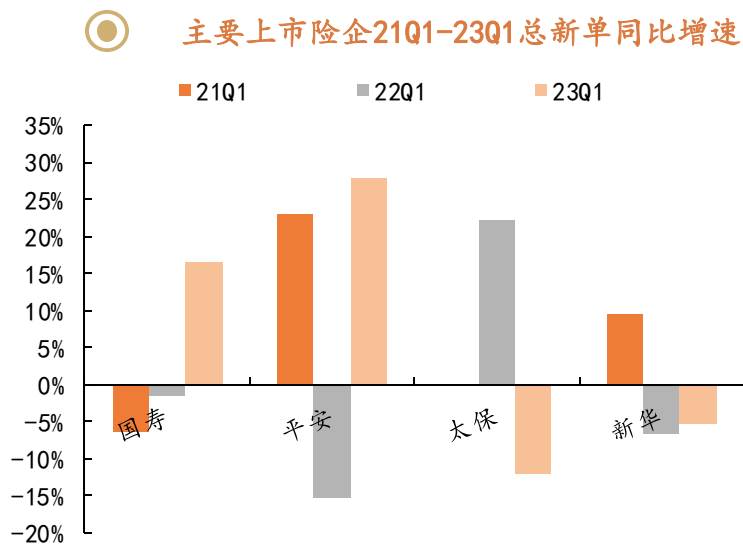
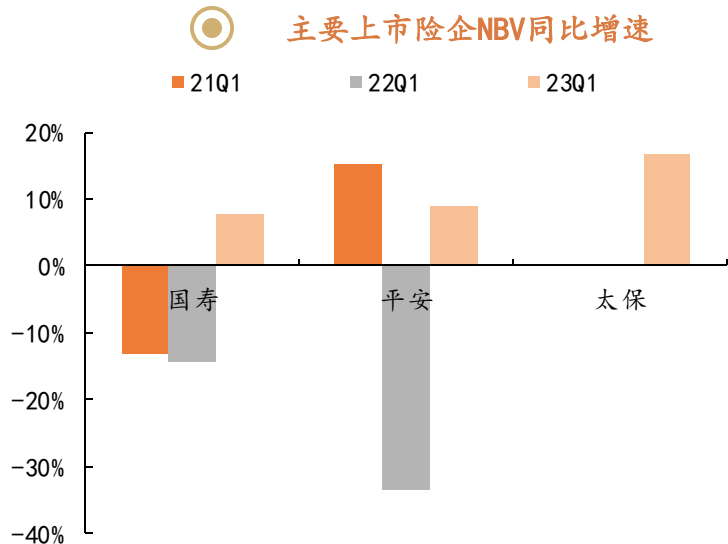


资料来源：Wind，平安证券研究所

1.1 行业复盘：资负两端共振，险企业绩回暖

1.1.2 负债端：寿险新单与NBV回暖，产险保费增速放缓

- 23Q1 储蓄险推动总新单改善，主要上市险企NBV正增长，预计NBVM表现各异。竞品吸引力下降、保险产品优势凸显，23H1上市险企主推增额终身寿和短交年金，储蓄险推动23Q1总新单同比增速改善：平安(+28%) > 国寿(+17%) > 新华(-5%) > 太保(-12%)。同时，23Q1主要上市险企NBV同比正增长：太保(+16.6%) > 平安(+8.8%) > 国寿(+7.7%) > 新华(预计+3%)。国寿、平安新单增幅高于NBV增幅，NBV主要由新单拉动、平安NBVM同比-3.7pct；太保、新华主销终身寿险，预计NBV增长主要由NBVM推动、新单辅之。
- 险企个险队伍稳量提质。上市险企20Q2起逐步收紧考核、加大清虚力度，22Q2以来队伍规模降幅收窄、队伍质态有所提升。23Q1国寿个险代理人66.2万人(YoY-15.1%、QoQ-0.9%)，个险月人均产能同比+28.8%；23Q1平安个险代理人40.4万人(YoY-24.9%、QoQ-9.2%)。



资料来源：Wind，平安证券研究所

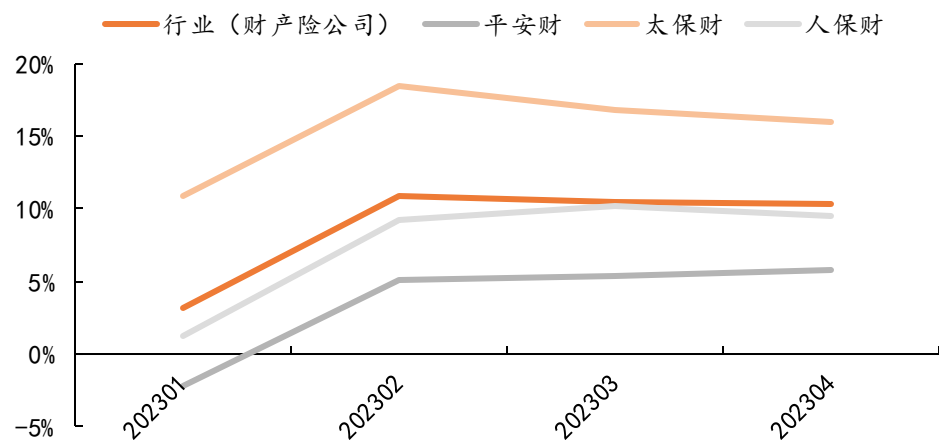
注：太保调整披露口径，规模保费下滑大概率由于23Q1主打增额终身寿险产品，并无万能险作为附加，预计原保费收入口径下总新单有望实现正增长。

1.1 行业复盘：资负两端共振，险企业绩回暖

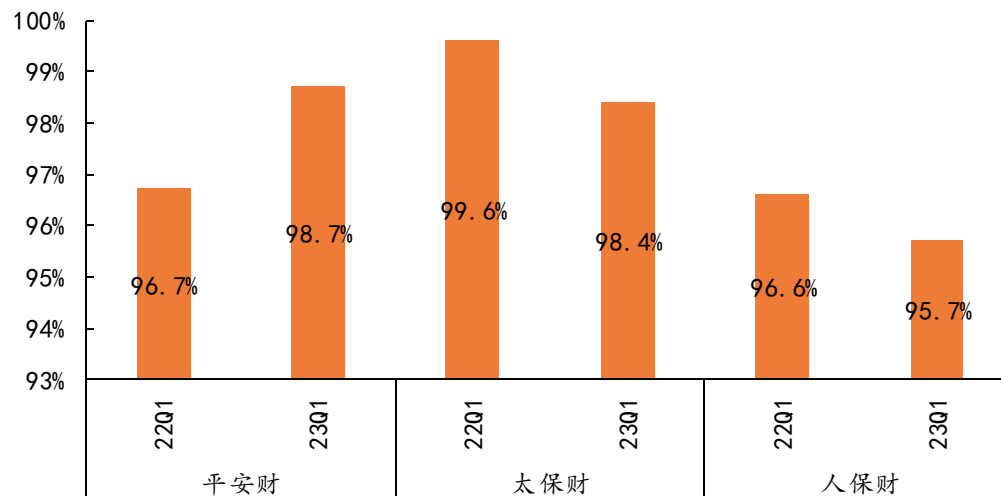
1.1.2 负债端：寿险新单与NBV回暖，产险保费增速放缓

- 车险保费增速放缓，非车保费维持较快增长。2023年前4月行业原保费收入5899亿元（YoY+10%），上市险企总保费增速排名：太保（+16.0%）>行业（+10.3%）>人保（+9.5%）>平安（+5.8%）。其中，受新车销售放缓、基数效应已逝的影响，车险增速放缓，行业前4月车险原保费2765亿元（YoY+6.2%）；农险、保证险推动非车险增长，行业前4月非车险原保费3134亿元（YoY+14.2%）。
- 赔付率分化导致综合成本率变动各异。23Q1平安保证险赔款支出增长导致综合成本率上升，新会计准则下平安产险综合成本率约98.7%（YoY+2.0pct）。太保、人保产险成本控制改善，新会计准则下综合成本率分别下降至98.4%（YoY-1.2pct）、95.7%（YoY-0.9pct）。考虑到23Q2基数影响显现、居民出行同比增加，预计综合成本率将略有承压。

2023年以来财产险累计保费同比增速



“老三家” 产险综合成本率



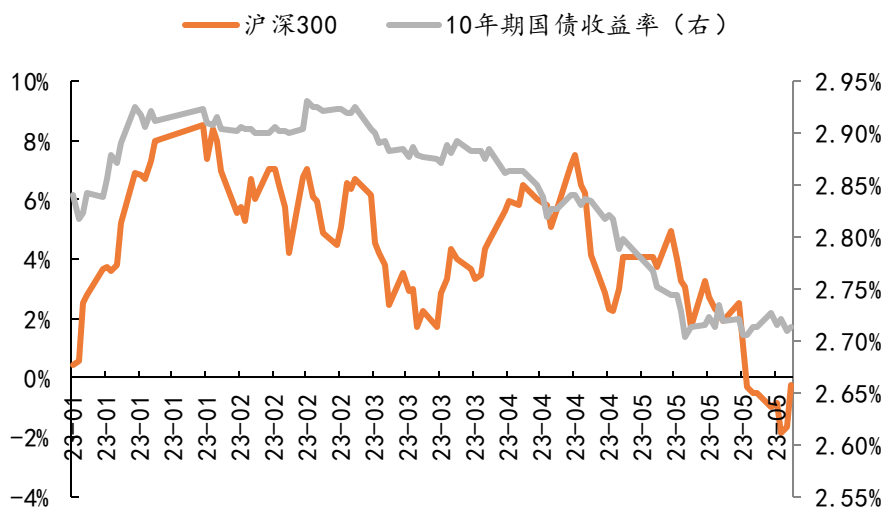
资料来源：Wind，平安证券研究所

1.1 行业复盘：资负两端共振，险企业绩回暖

■ 1.1.3 资产端：股市回暖、地产政策发力，投资收益率改善

- 权益市场回暖，长端利率先上后下，地产政策发力化解资产端风险。23Q1疫情影响清退、稳增长政策逐步出台，A股主要指数迎来反弹。年初受宏观经济修复预期刺激，十年期国债收益率震荡回升；3月后经济修复放缓、货币政策进一步宽松预期升温，长端利率下行。此外，22H2以来地产利好政策密集发布，三支箭及金融16条陆续出台，助力险企资产端相关投资风险缓释。
- 上市险企23Q1总投资收益率明显改善。23Q1权益市场回暖，以FVTPL计量的权益类资产浮盈浮亏直接计入利润表，23Q1国寿、平安、太保、新华总投资收益率分别4.2%、3.3%、5.6%、5.2%，分别同比+0.3pct、+1.0pct、+1.9pct、+1.2pct。

2023年以来股债市场表现



2022年11月以来地产重要利好政策

日期	政策内容
2022-10	房贷利率下调 ：下调首套个人住房公积金贷款利率，5年以下（含5年）和5年以上利率分别调整为2.6%和3.1%。第二套个人住房公积金贷款利率政策保持不变
2022-11	“金融16条” ：要求金融机构加强对房企的全面资金支持，对个人消费者的住房、租房需求与权益给予支持
2022-11	“三支箭” ：第一支箭：国有大行向优质房企提供万亿级授信额；第二支箭：支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资，额度为2500亿元；第三支箭：加强对房企的股权融资支持：恢复涉房上市公司并购重组及配套融资
2023-03	房企借壳上市 ：允许符合条件的房企“借壳”已上市房企，允许房地产和建筑等密切相关行业上市公司实施涉房重组
2023-03	REITs ：研究支持增强消费能力、改善消费条件、创新消费场景的消费基础设施发行基础设施REITs
2023-03	带押过户 ：北京、天津、山西、山东、江苏、浙江、福建、湖北等地开展“带押过户”

资料来源：Wind，证监会，中国政府网，平安证券研究所

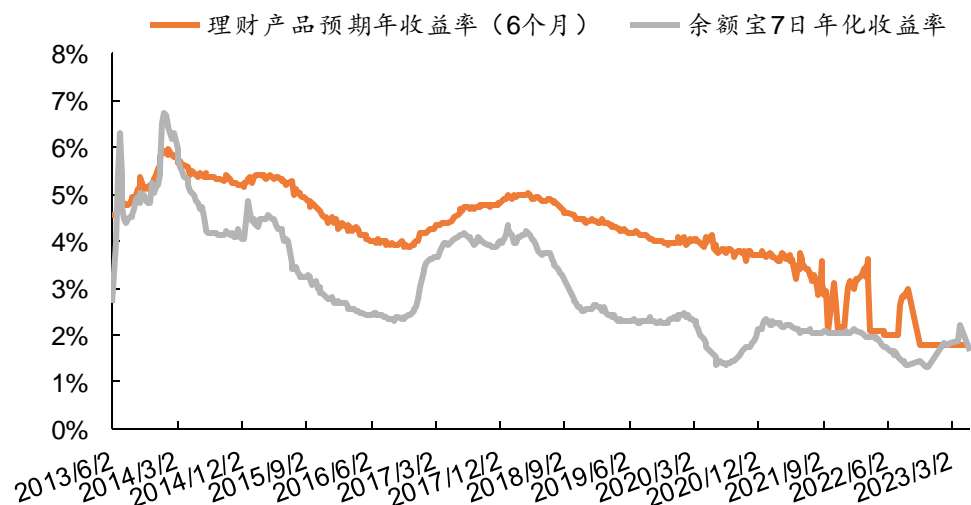
1.2 寿险：长周期拐点已初现端倪

■ 1.2.1 保险需求：储蓄需求充分释放，保障缺口仍存

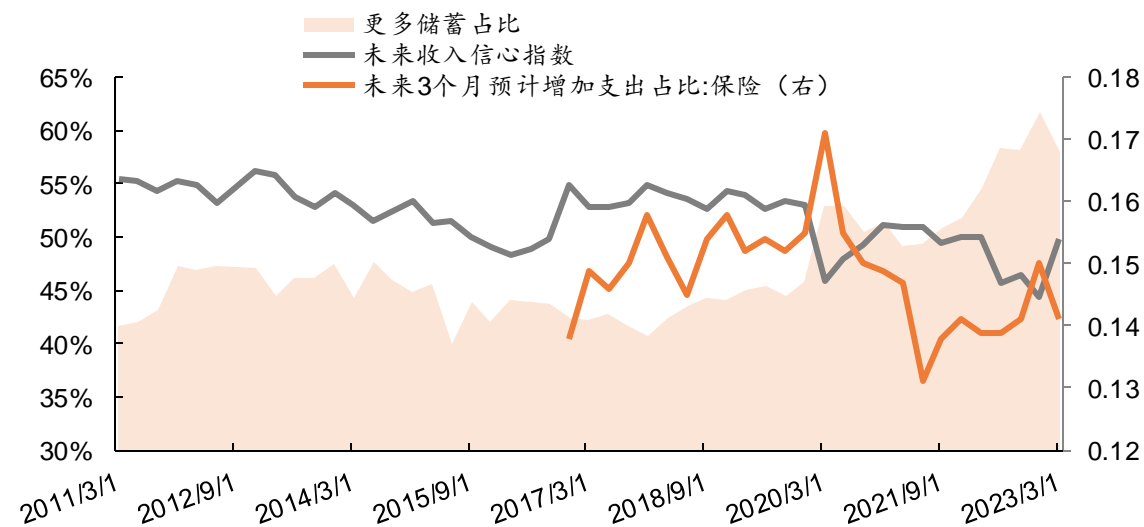
- **保险主要竞品收益率下降、吸引力较低。**近年来，银行存款和余额宝等偏储产品收益率持续下行；4月起，部分股份行和中小行下调银行存款利率，国有大行5月开始下调，从短期储蓄到两年期、三年期、五年期等中长期存款产品的利率普遍下降。同时，银行理财产品向净值化转型，且收益率下行，储蓄险竞品吸引力明显降低。
- **居民风险偏好较低、储蓄意愿维持高位，储蓄险需求持续旺盛。**根据央行城镇储户问卷调查报告，2020年以来，居民储蓄意愿维持高位、未来保险支出增加意愿低位震荡。因此，尽管居民保障缺口仍存、保障需求较大，但有效保障需求有待收入和消费意愿进一步改善后释放。而储蓄险需求持续旺盛，预计23Q2寿险负债端有望维持改善。



储蓄险主要竞品收益率持续下降



城镇储户的消费、储蓄和投资意愿



资料来源：Wind，平安证券研究所

1.2 寿险：长周期拐点已初现端倪

■ 1.2.2 产品策略：以客户为中心，聚焦储蓄险、升级保障险

- 居民储蓄意愿强烈、银行存款利率连续下调，储蓄险需求旺盛。主要上市险企聚焦客户保本储蓄需求，大力推动储蓄险销售，2月销售侧重点并未按照往年方案转向健康险，而是启动二次“开门红”，并在Q2持续推动“增额终身寿险+万能险”、“中短期年金险+万能险”的销售策略。同时，丰富储蓄险产品类型，推出养老年金产品；并关注中高端客户需求，搭配家族办公室等增值服务。此外，部分上市险企对十年期以上的长期期交产品给予适当费用激励，从而优化储蓄险期限结构、改善NBVM。
- 保障险产品以升级为主。医疗支出增长、个人现金支出占比高，居民的死亡保障、医疗给付等缺口需补足，但需求有待释放。险企主要聚焦增加健康管理服务、增加重疾多次给付和赔付保额等方式提升产品吸引力。

储蓄险：持续重点销售，关注高净值客群

- 中国平安：3月推出“盛世金越（至尊版）”养老年金，现金价值按3.5%递增，可附加重疾、满足“储蓄+保障”需求。
- 中国太保：5月推出“长相伴（精英版）”增额终身寿险，面向中高端客户（期缴保费 ≥ 30 万元）。搭配“太平洋家族办公室”服务，全方位满足高净值客户的财富管理、健康保障等需求。
- 中国太平：推出“传世三号（分红型）”，支持双被保险人、搭配“富贵尊”万能账户。搭配“太平 1929家族办公室”，为高净值客户提供资产管理定制服务。

保障险：产品体系升级，拓服务、提杠杆

- 中国太保：4月推出新重疾产品“金生无忧”，18-60岁责任期重疾保额150%，最多6次给付、8.9倍保额；附加“太保蓝本”提供就医、康复等一站式健康管理服务。
- 中国人寿：4月起推动保障险产品体系升级。4月新重疾+两全产品“相伴福”上市，最多14次给付、8.2倍保额。5月推出“臻爱无忧”医疗保险，报销比例高、免赔额低，保障范围全面覆盖公立医院普通部、特需国际部、特定定额给付和特定康复医疗费用保险金等。

1.2 寿险：长周期拐点已初现端倪

■ 1.2.3 预定利率下调预期强化，险企全力研发新产品，预计影响总体有限

- 在老产品停售预期下，预计储蓄险需求将在23Q2持续释放。但预定利率3.0%的长期产品相较银行存款仍具吸引力，同时上市险企也将通过加大分红险销售来丰富产品供给、留住客户。2023年3月末，原银保监会人身险部组织行业协会及多家保险公司召开座谈会，摸底调研行业负债成本及资产负债匹配状况。各险企已就降低责任准备金评估利率达成共识，有公司建议分阶段调整，比如普通型长期年金的责任准备金评估利率目前为年复利3.5%，可以先降到3%，以后再动态调整。
- 随着新保险合同准则应用、寿险产品预定利率下调预期强化，险企正积极筹备新产品。具体来看：1) 设计预定利率3.0%的增额终身寿险和年金险；2) 设计推出分红型的储蓄型产品；3) 优化资源配置，稳定重疾险、医疗险等保障型产品价格。

储蓄型产品：关注分红险

- 利率中枢下移、传统险经营压力增加，分红险由险企和客户共担投资风险、分享经营成果，可以避免产品结构单一带来的利率风险。
- 新保险合同准则虽不改变寿险业务和经营实质，但保险服务收入确认需要剔除投资合同成分并在期限内逐步确认，同时，19应用后，将有更多资产计入公允价值计量，预计净资产和利润波动增大。而分红险可用VFA方法降低负债端波动性。

保障型产品：稳定价格

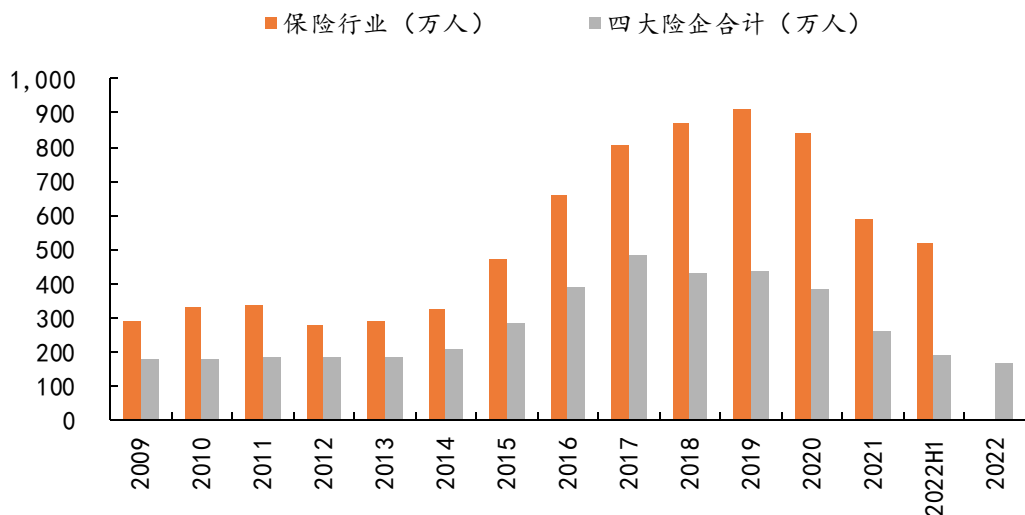
- 保费受预定利率、预定费用率、产品责任设计等因素影响，其他条件一定的情况下，预定利率下行导致保费上升、影响产品竞争力。
- 若未来监管分阶段分产品降低责任准备金评估利率，上市险企可以通过提升资源配置效率、提高投产比等方式，下调预定费用率、稳定产品价格。

1.2 寿险：长周期拐点已初现端倪

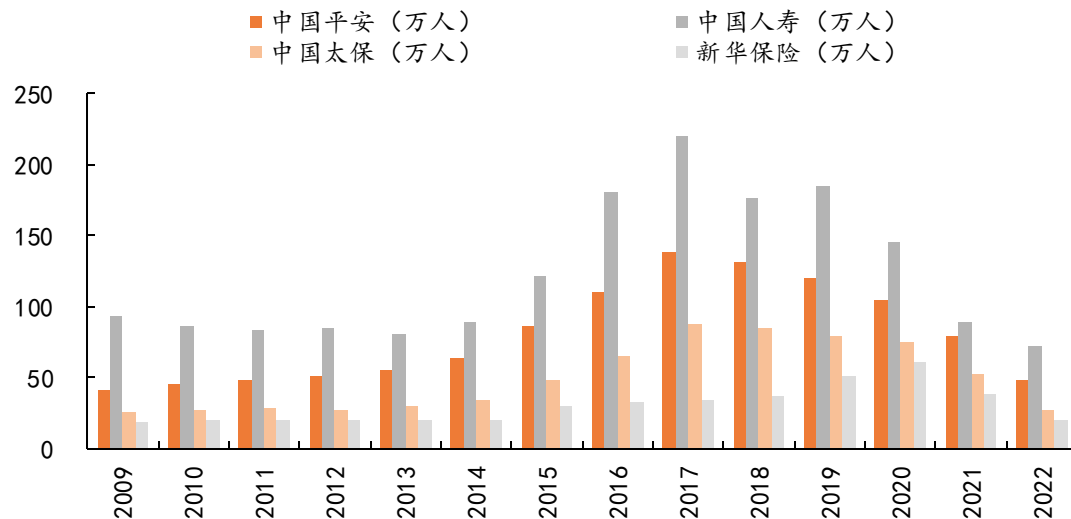
■ 1.2.4 渠道发展：个险企稳，银保发力

- 个险代理人队伍有望量稳质升。2020年起，主要上市险企主动对代理人渠道进行改革，加强清虚和考核；同时，聚焦绩优人力培养和优质新人招募，通过组织变革、基本法调整、产品体系和科技赋能来提升代理人产能。经过近3年的人力和新单下滑阵痛期后，目前代理人队伍规模呈现出企稳趋势，绩优人力的稳定性更强、人均产能和收入提升明显。
- 代理人队伍清虚基本到位。截至2022H1末，寿险行业代理人仅522万人，基本回落至2015年左右水平；上市险企队伍改革节奏更快，2022年末国寿、平安、太保、新华四大险企代理人总量仅169万人，基本回落至2010年左右的水平。

● 寿险行业及四大上市险企合计代理人数量一览



● 四大上市险企代理人数量一览

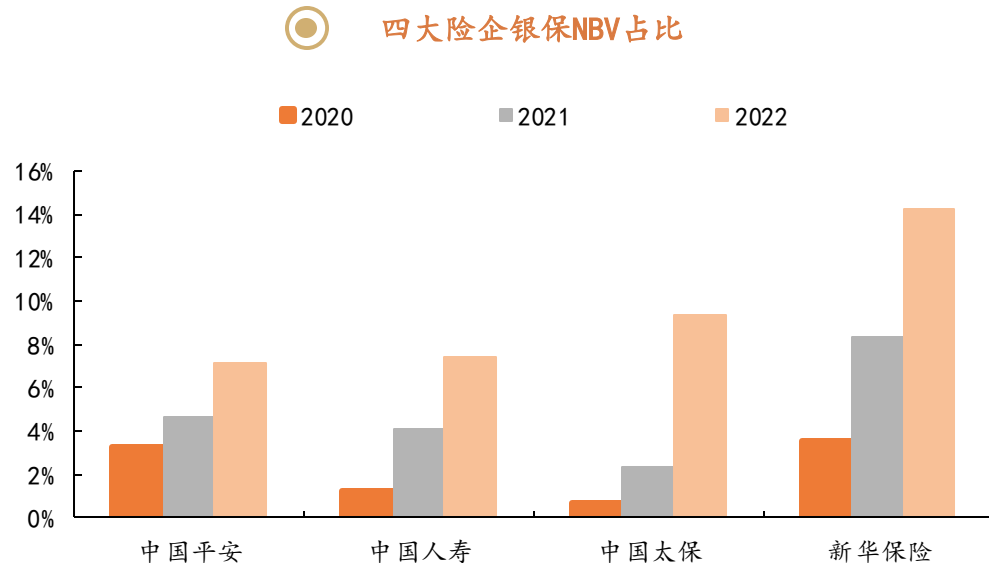
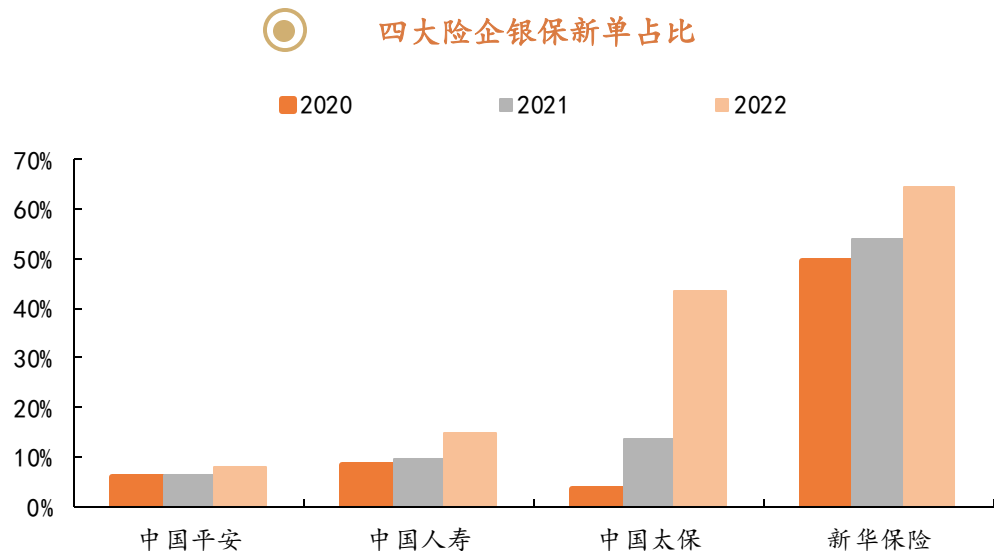


资料来源：Wind，平安证券研究所

1.2 寿险：长周期拐点已初现端倪

■ 1.2.4 渠道发展：个险企稳，银保发力

- 近年来，居民保本储蓄需求旺盛，而随着竞品收益率下行、吸引力降低，储蓄险配置价值凸显。在渠道方面，个险转型深化、新单与NBV承压；而险企以客户需求为中心，也进一步加强更易触达客户、转化客户储蓄需求的银保渠道建设。与以往不同，险企银保渠道合作注重期交业务发展、重视重点渠道和专业化队伍，价值与规模并重。
- 主要上市险企银保新单与NBV增长显著、NBV贡献提升，但对寿险业务NBV贡献仍较为有限。截至2022年末，国寿、平安、太保、新华的银保总新单分别同比+65%、+18%、+332%、+11%，在寿险总新单占比分别为15%、8%、43%、65%；银保NBV分别同比+46%、+16%、+175%、-30%，在寿险NBV占比分别为7.4%、7.1%、9.3%、14.3%，占比分别同比+3.3pct、+2.4pct、+7.0pct、+6.0pct。



资料来源：Wind，平安证券研究所

1.2寿险：长周期拐点已初现端倪

■ 1.2.5全年展望：代理人量稳质升，新单与NBV持续修复、预计增速前高后低



新单

预计储蓄险推动2023年新单增长，23H2新单增速或低于23H1

- 储蓄险：居民保本储蓄需求旺盛，新单有望持续增长；但预定利率下调预期强化，客户需求短期或提前在23Q2集中释放、23H2新单增速或放缓
- 保障险：件均保额偏低、医疗支出增长、保障缺口较大，但收入和消费有待释放
- 商业养老保险：政策支持力度加大、业务范围不断放开，发展空间较大



代理人

预计个险渠道代理人规模有望企稳、产能和收入有望提升

- 经过3年转型，基本清虚到位
- 22Q2以来，主要险企代理人队伍规模降幅收窄，呈现企稳趋势
- 居民保本储蓄需求旺盛助力新单增长、代理人产能和收入提升



新业务价值

预计新单高增助力NBV正增长

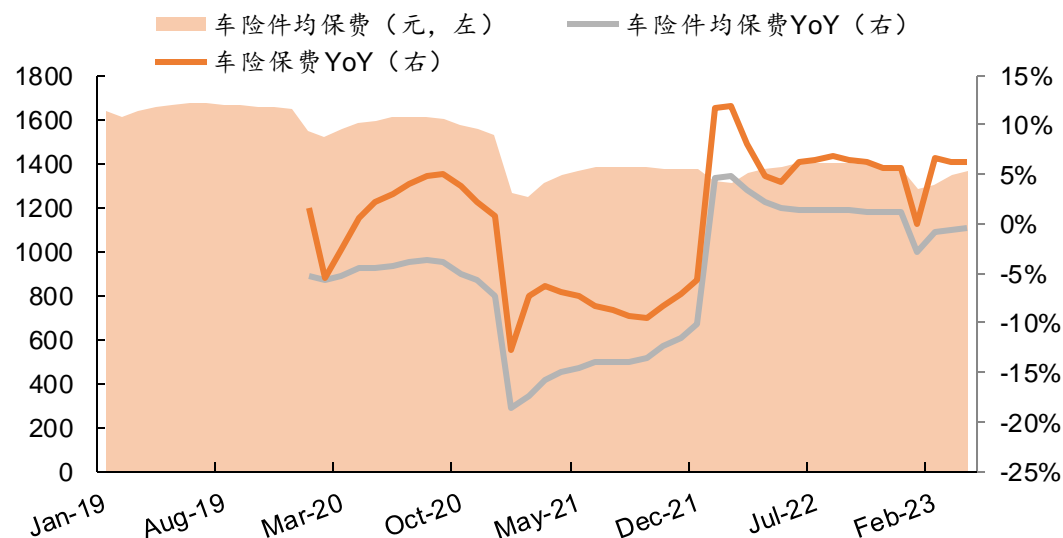
- 储蓄险新单高占比，NBVM或仍承压；NBV增长主要由新单拉动
- 新单增速影响NBV增速，预计NBV增速也将呈现出23H2低于23H1

1.3产险：龙头强者恒强

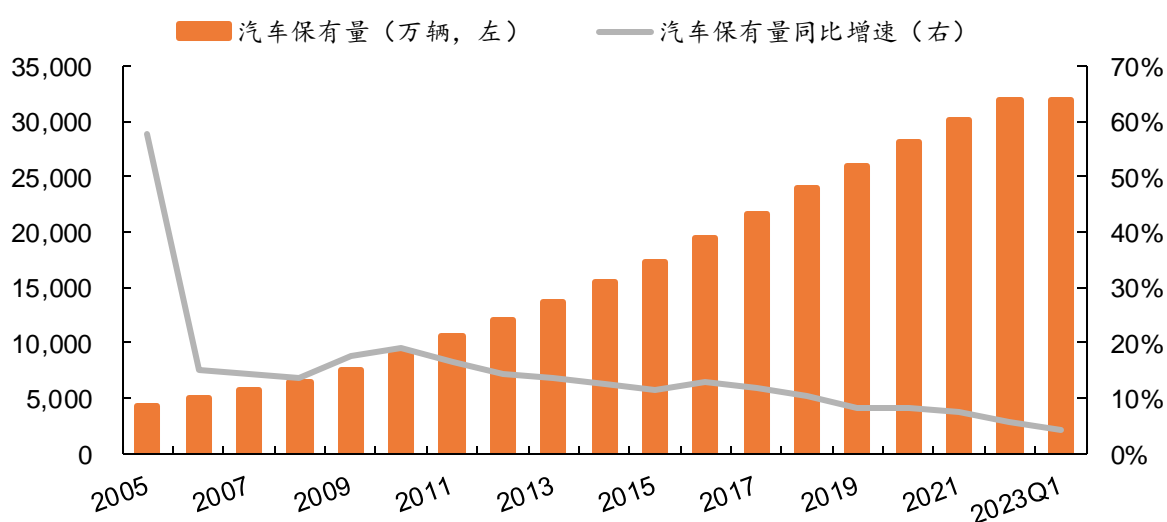
1.3.1 车险保费有望稳增，非车险保费将继续保持两位数增长

- 车险综改深化对车险件均保费影响有限，汽车保有量保持高位，车险保费有望稳定增长；龙头险企在定价能力上具备核心优势，保费增速有望持续高于行业。2022年12月30日，原银保监会明确商业车险自主定价系数的浮动范围由0.65-1.35扩大至0.5-1.5，各地因地制宜，执行时间原则上不晚于2023年6月1日。车险签单保单的定价系数在0.65和1.35的业务占比约5%，预计自主定价系数变动对现存业务影响不大、车均保费将保持平稳。但货车等高风险业务有望随着系数上限的进一步放开而实现承保，打开险企业务空间。
- 政策性业务为支撑，注重非车业务质量。农险目前是非车险第一大险种，农险保障水平提高和“扩面、增品、提标”将助农险保费持续增长。此外，头部险企强化风控，在风险业务出清后，谨慎发展信用保证保险、控制风险敞口；同时，优化企财险承保，控制赔付率。

车均保费和车险保费保持稳定



汽车保有量在高位保持增长



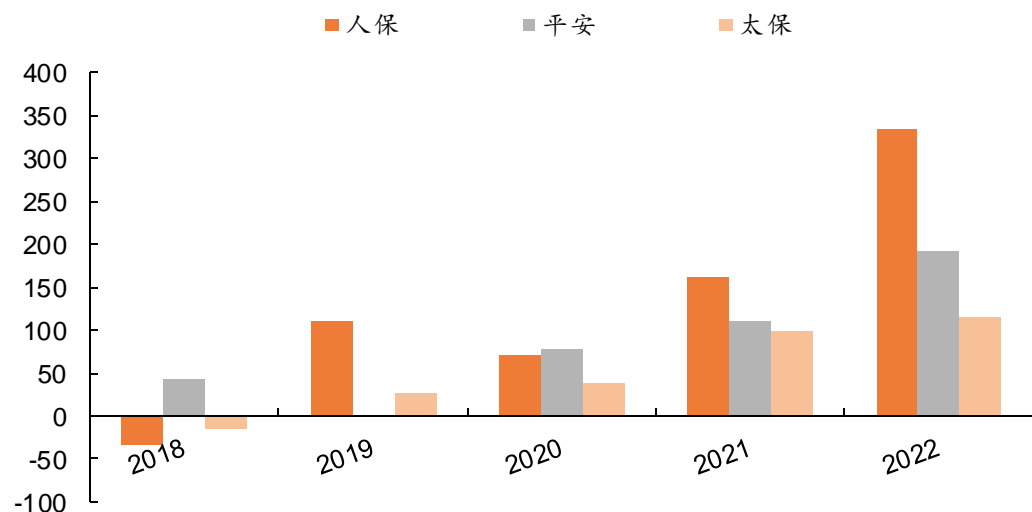
资料来源：Wind，平安证券研究所

1.3 产险：龙头强者恒强

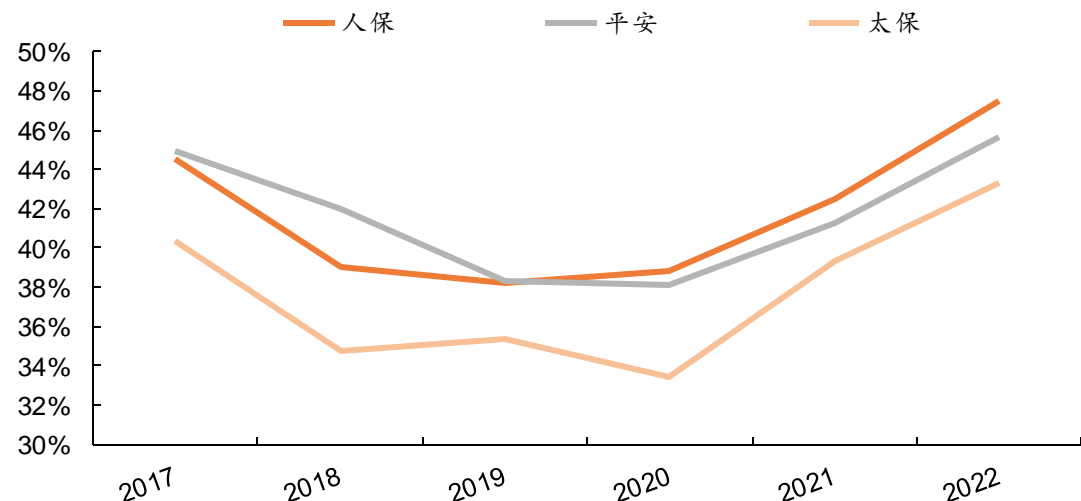
1.3.2 未决赔款准备金计提充分，缓解综合成本率压力

- 缓解常态化出行使车险赔付率承压，影响综合成本率。22H1居民出行频次较低，车险费用率相对稳定、赔付率较低，导致综合成本率较低。2023年以来，随着居民出行的快速恢复，出险频次大概率增加，进而使得赔付率提升、给车险综合成本率带来一定压力。
- 未决赔款准备金计提充分，预计龙头险企仍将实现承保盈利。未决赔款准备金是产险利润的重要调节器，2019年起，“老三家”普遍增提未决赔款准备金，2020年末决赔款准备金在已赚保费中占比触底回升。2022年人保、平安、太保产险未决赔款准备金增提幅度较大，未决赔款准备金在已赚保费中占比分别47.5%、45.6%、43.3%，分别同比+5.0pct、+4.4pct、+3.9pct。总体来看，未决赔款准备金计提充分，有望缓解2023年车险赔付率上升带来的综合成本率上升压力，承保利润具备安全垫。

“老三家”增提未决赔款准备金（亿元）



“老三家”未决赔款准备金/已赚保费比例

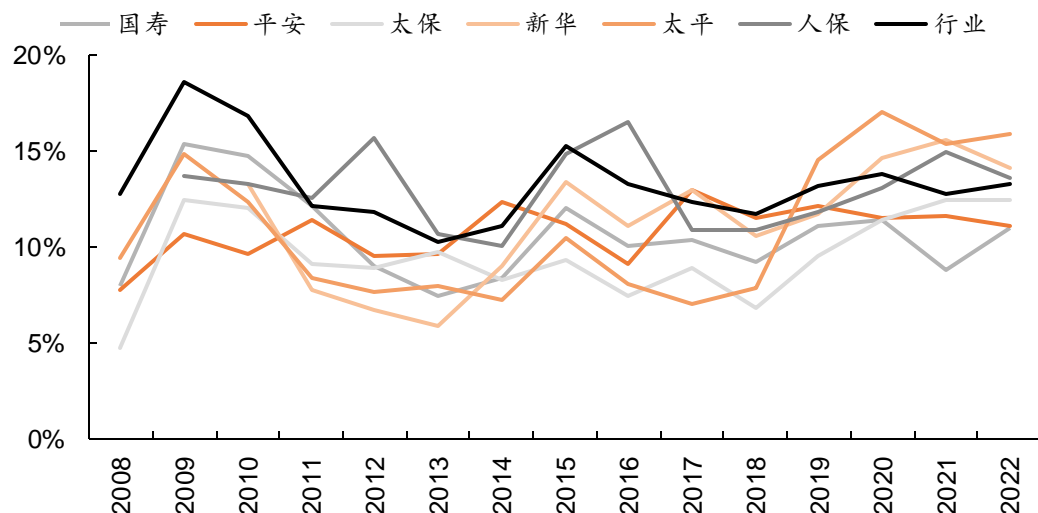


资料来源：Wind，平安证券研究所

1.4 投资：净利润增长需投资收益加持，资产端修复待市场回暖

- **A股市场底部震荡，但流动性保持合理充裕；**随着企业盈利改善、悲观预期修正，有望迎来温和复苏，助力险企投资收益率改善。险企股票和基金投资比例相对稳定，除牛市外，保险资金投资于股票和基金的比例普遍保持在11%-15%，但投资波动对收益率影响较大。当前市场流动性充裕，政策呵护经济的持续、渐进、稳步恢复。A股估值水平较低，市场悲观预期有望随着企业盈利改善而有所修正，A股或在压制因素缓解后迎来底部温和复苏，险企投资收益率有望同比改善、助净利润增长。
- **十年期国债收益率低位震荡，下行空间不大。**近期高频经济数据回落、国内宏观经济修复预期转弱、市场信心不足，十年期国债收益率拐头向下，目前至2.7%左右，定价已反映出弱基本面的预期。市场流动性保持充裕，政策呵护下，经济内生动能将逐步回升，预计下半年十年期国债收益率或先降后升，总体在2.5%-2.9%区间震荡。

主要上市险企股票和基金配置比例一览



十年期国债到期收益率一览



资料来源：Wind，平安证券研究所



CONTENT 目录



保险：

- 行业复盘：资产负债两端共振，险企业绩回暖
- 寿险：长周期拐点已初现端倪
- 产险：龙头强者恒强
- 投资：净利润增长需投资收益加持，资产端修复待市场回暖



证券：

- 市场回暖、投资改善，低基数下23Q1业绩高增
- 自营业绩有望延续改善，代客业务仍是长期发展方向
- 全面注册制平稳落地，头部券商优先受益
- 财富管理凸显韧性，业绩修复可期



投资建议与风险提示

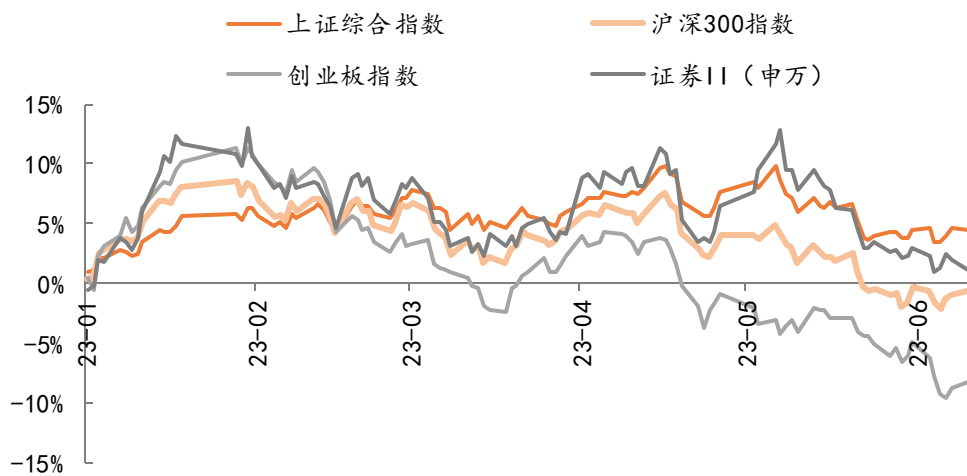
- 基本面持续向好， β 属性助估值修复，优先关注保险板块
- 权益市场大幅波动、宏观经济下行等

2.1 市场回暖、投资改善，低基数下23Q1业绩高增

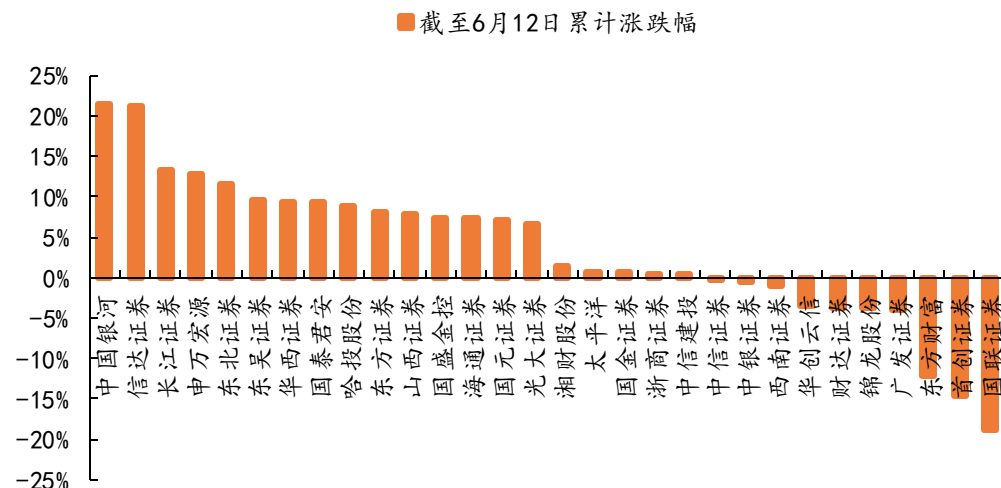
2.1.1 上半年权益市场宽幅震荡，券商个股表现分化

- 上半年A股市场宽幅震荡，主要指数变动各异，证券指数小幅上涨。23Q1宏观经济结构型修复，A股主要指数均反弹，叠加全面注册制落地、全面降准25bp， β 属性和政策红利驱动券商估值修复。Q2以来宏观经济修复预期转弱，板块间轮动较快，主要指数宽幅震荡。至6月12日上证综指较年初累计上涨4.5%，沪深300指数、创业板指下跌0.7%、8.3%，证券II（申万）上涨1.05%，较上证综指形成超额亏损。
- 个股表现分化，中小券商和“中字头”表现较好，财富管理券商继续调整。中小券商去年业绩基数较低、23Q1盈利能力改善更为明显，股价反弹幅度较大。此外，受益于中国特色估值体系热度，国有券商涨幅较高，至6月12日，中国银河、信达证券、长江证券累计涨幅分别21.4%、21.2%、13.3%，排名行业前三。但市场交易热度修复较慢，以东方财富、广发证券为代表的财富管理标的继续调整。

2023年以来主要指数与证券指数（申万II）表现



证券板块（申万II）涨跌幅前15、后15



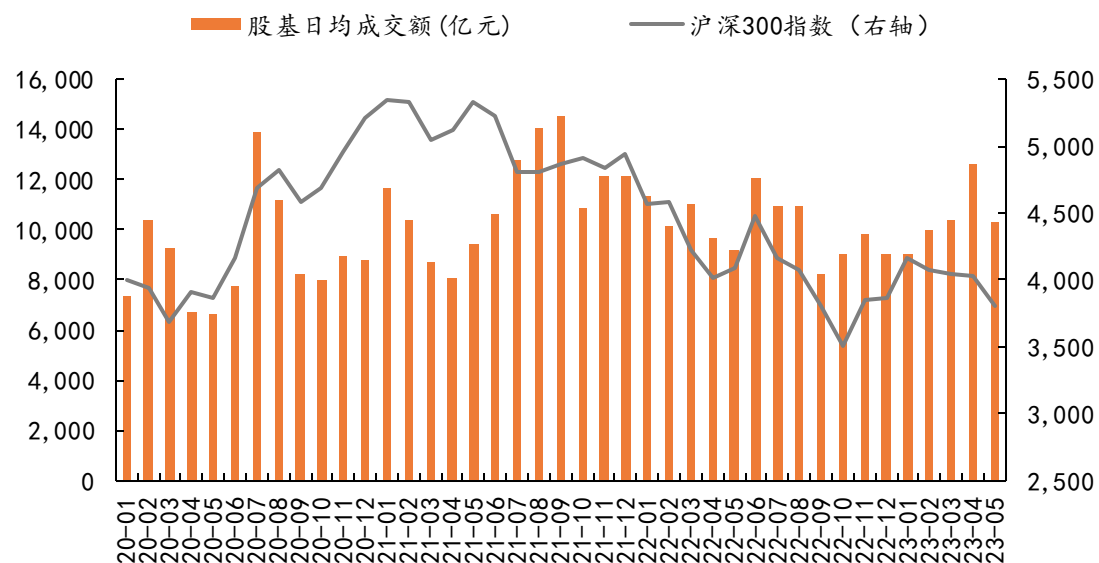
资料来源：Wind，平安证券研究所

2.1 市场回暖、投资改善，低基数下23Q1业绩高增

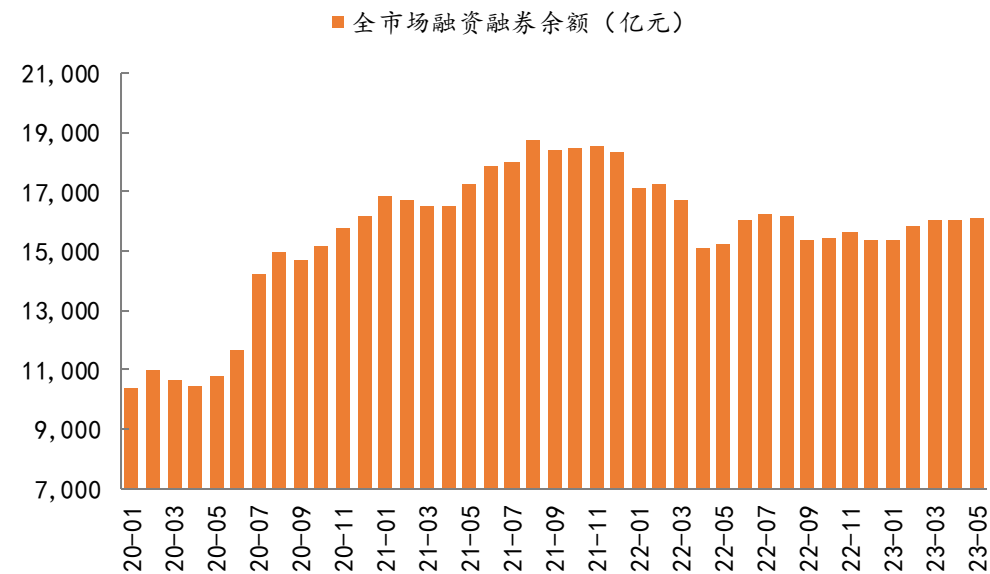
■ 2.1.2 市场交投活跃度逐步修复，风险偏好有所回升

➤ 市场交易量与换手率逐步修复，两融余额回升。23年1-4月，A股市场日均股基交易额分别为9033/10029/10375/12618亿元，逐月修复，月度日均换手率分别为2.37%/2.87%/2.73%/2.97%。5月国内经济复苏放缓、人民币汇率走贬、市场避险情绪再度升温，A股行情整体调整，市场日均交易额再度下滑至10329亿元，月均换手率2.74%，但仍明显好于22Q4交易热度。总体来看，前5月合计日均交易额10511亿元（YoY+1.9%），同比增速转正。截至5月31日，A股融资融券余额1.6万亿元，较年初提升4.7%，投资者风险偏好有所回升。

🕒 A股市场股基成交额统计



🕒 A股市场融资融券余额统计



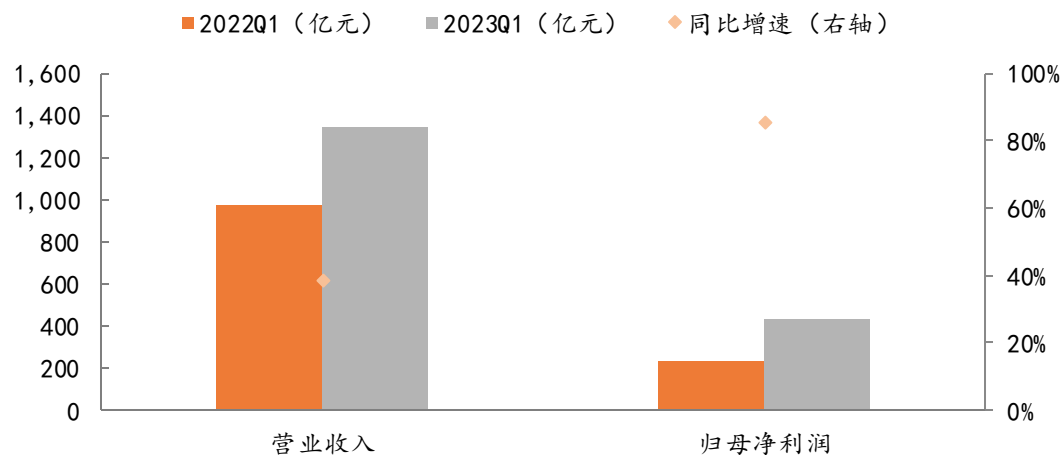
资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.1 市场回暖、投资改善，低基数下23Q1业绩高增

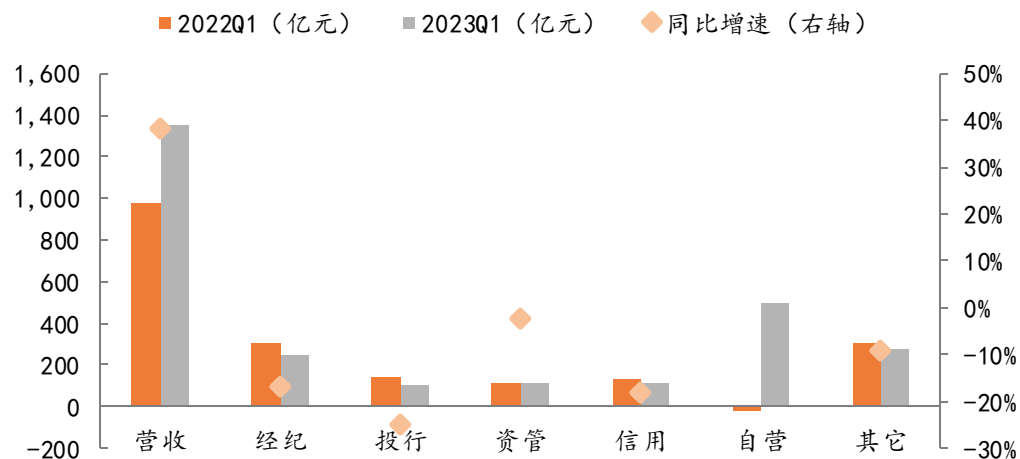
■ 2.1.3 投资改善驱动23Q1业绩高增，中小券商弹性更大

- 23Q1上市券商业绩回暖，归母净利同比增长85%。43家上市券商合计实现营业收入1348.9亿元（YoY+38.5%，QoQ+16.8%）、归母净利润429.7亿元（YoY+85.4%，QoQ+81.3%）。盈利能力大幅提升，上市券商合计年化ROE为7.3%（YoY+2.8pct），较2022年全年提升1.6pct。
- 自营投资收入大幅提升，投行与经纪承压。23Q1受益于市场回暖，上市券商合计自营业务收入495亿元，较去年同期的-19亿元明显增长。但受23Q1市场日均成交额9894亿元（YoY-9.3%）、IPO承销规模650.8亿元（YoY-63.8%）、券商资管私募资管规模6.45万亿元（YoY-17.8%）等因素影响，经纪、投行、资管、利息净收入下降至252、105、111、110亿元，分别同比变动-17%、-25%、-2%、-18%。经纪、投行、资管、利息、自营收入占比分别为19%、8%、8%、8%、37%，分别同比变动-12pct、-7pct、-3pct、-6pct、+39pct。

🕒 23Q1上市券商营收及归母净利润同比提升



🕒 23Q1上市券商各业务净收入及同比增速



注：1) 上市券商为剔除东方财富、湘财股份等主营业务不限于证券业务的43家证券指数（申万II）成分标的。
2) 2023Q1上市券商合计自营收入同比由负转正，同比增速无参考意义，故图表中不显示

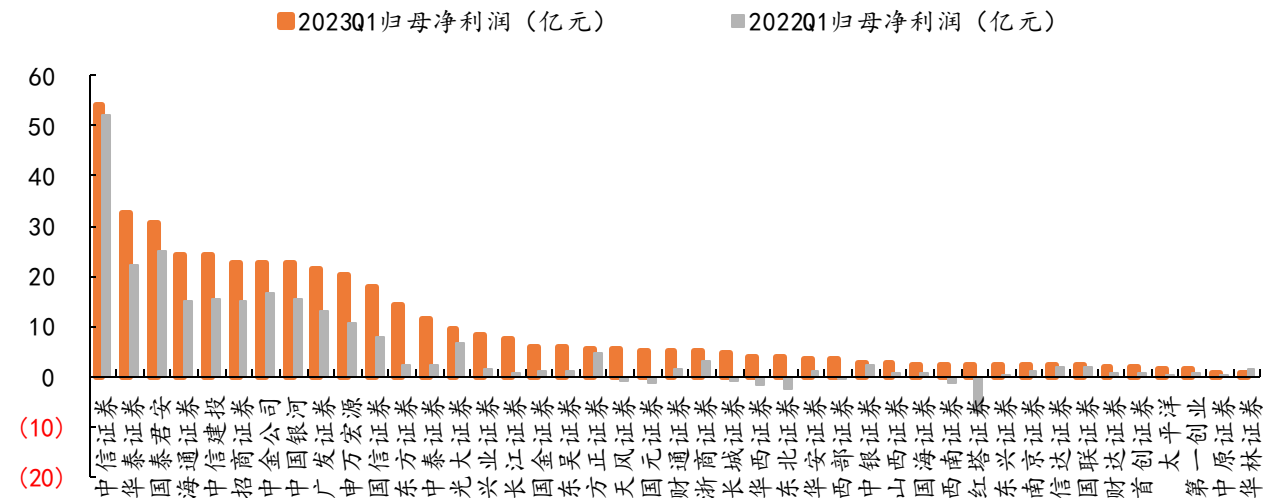
资料来源：Wind，平安证券研究所

2.1 市场回暖、投资改善，低基数下23Q1业绩高增

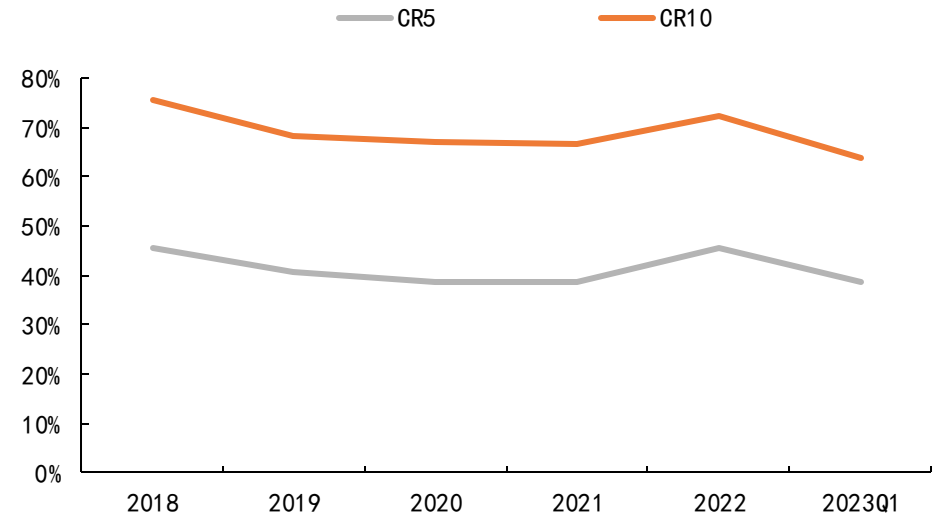
2.1.3 投资改善驱动23Q1业绩高增，中小券商弹性更大

- 中小券商基数较低、业绩弹性更大，自营投资业务是主要动因。西部证券、天风证券、长城证券、国元证券、华西证券、西南证券、东北证券、红塔证券8家券商归母净利润同比扭亏为盈，长江证券、太平洋、东兴证券、东方证券、兴业证券等16家券商归母净利润同比增速高于100%。中小券商自营业务以方向性投资为主、去年同期亏损较多，23Q1市场回暖、投资收益率明显改善，驱动业绩高增。
- 头部券商业绩更为稳健，行业集中度略有下降。头部券商以衍生品为代表的代客业务发展较好、自营收入波动性较低、拉低业绩弹性，23Q1中信证券、华泰证券、国泰君安保持归母净利润排名前三，同比增速分别为3.6%、46.5%、20.7%，均低于行业平均水平。因此行业归母净利润CR5、CR10（前五/十家合计值占上市券商合计值比重，下同）分别38.6%、64.0%，较2022年全年分别下降7.0pct、8.4pct。

23Q1上市券商归母净利润变动



上市券商归母净利润CR5、CR10



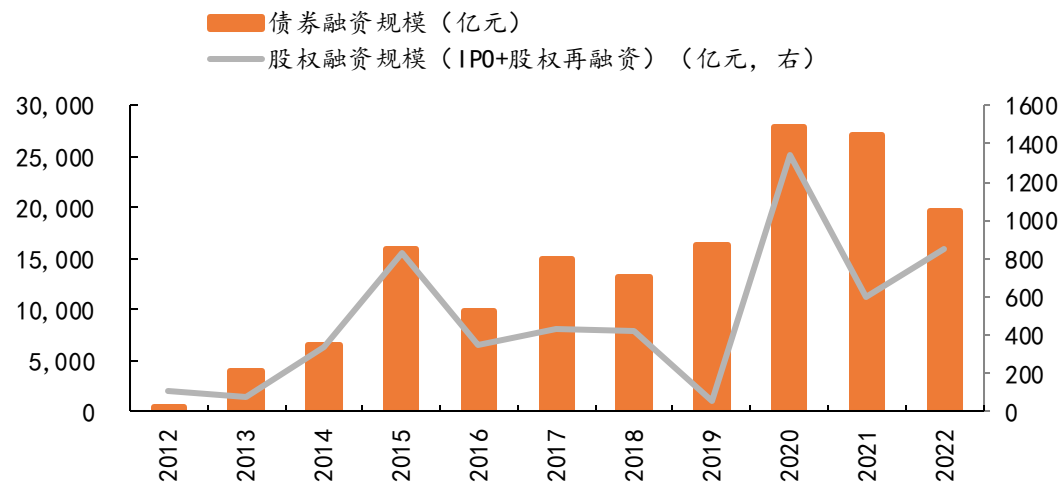
资料来源：Wind，平安证券研究所

2.2 自营业绩有望延续改善，代客业务仍是长期发展方向

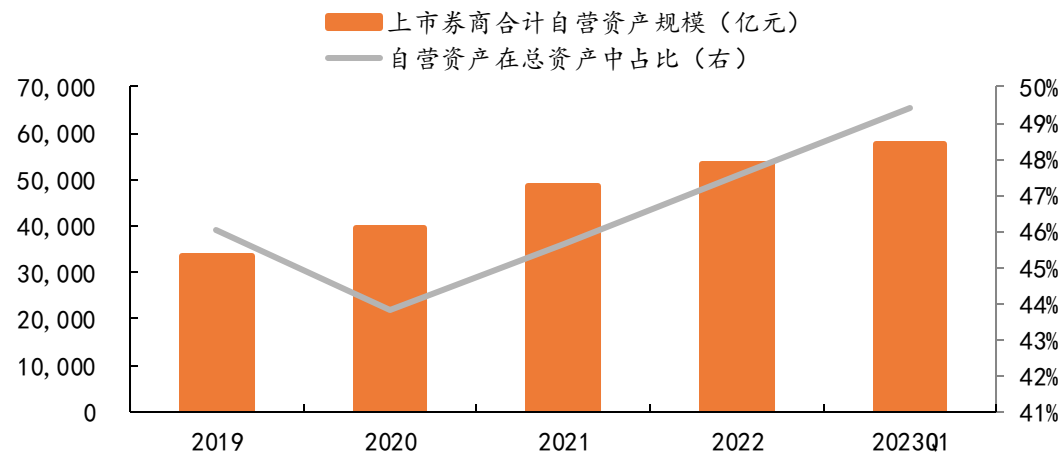
■ 2.2.1 券商扩表叠加市场低位修复，自营业绩有望延续改善

- 2020年以来证券行业迎来融资热潮。资本市场改革驱动券商业务模式转型升级，券商融资需求提升，叠加再融资政策松绑，券商融资规模明显提升。2020-2022年间，6家券商实施A股IPO、30家券商实施股权再融资，合计融资规模2794亿元；债券融资规模也明显提升，证券业债券融资规模4.47万亿元。截至2022年末，证券行业净资产2.8万亿元、总资产11.1万亿元，较2019年末分别增长38.1%、52.3%。今年以来券商股权融资节奏放缓、前5月仅3家券商发布增发预案，债券融资回暖、公司债及短融券合计发行规模6105亿元（YoY+42.8%）。
- 上市券商金融投资规模稳定扩张。截至23Q1末，43家上市券商合计自营资产规模5.8万亿元，较2022年末和2019年末分别增长8.4%、72.6%，在上市券商总资产中占比为49.4%，较2022年末及2019年末分别增长1.9pct、3.4pct。

2012-2022年证券行业股权、债券融资规模



上市券商自营资产规模变动



资料来源：Wind，平安证券研究所

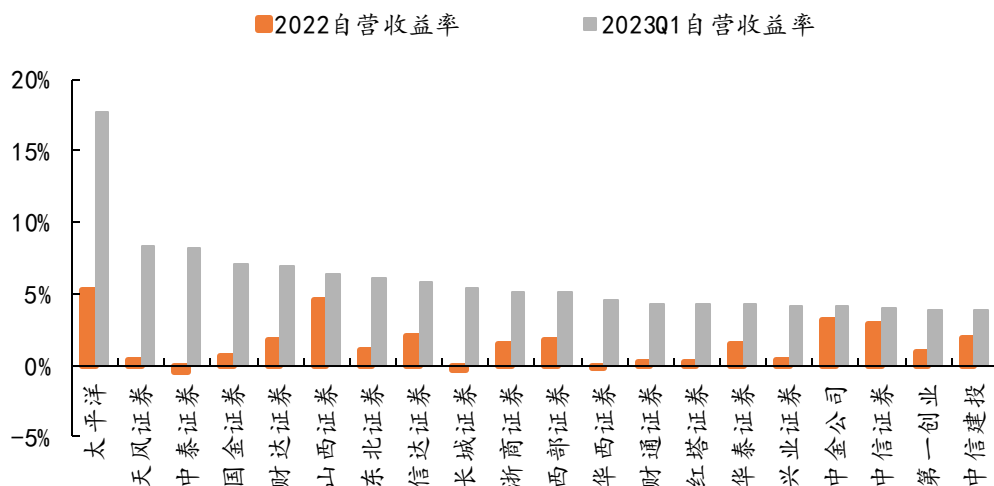
注：股权融资包括A股IPO、A股增发、配股、可转债；债券融资包括普通公司债、次级债、短融券、收益凭证

2.2 自营业绩有望延续改善，代客业务仍是长期发展方向

2.2.1 券商扩表叠加市场低位修复，自营业绩有望延续改善

➤ **自营投资收益率与新股跟投有望延续改善。** 尽管近期宏观经济修复预期转弱、市场信心不足，但当前市场流动性合理充裕，政策托底经济稳步恢复，中长期权益市场有望在底部温和复苏，驱动券商自营投资收益率提升。叠加金融投资规模扩张，自营投资收入有望延续增长，23Q1上市券商合计自营投资平均收益率3.56%（年化），较2022年全年提升2.03pct。其中，中小券商收益率弹性较大，太平洋、天风证券、中泰证券自营平均收益率分别17.7%、8.3%、8.1%，较2022年全年提升12.4pct、7.9pct、8.6pct，收益率及收益率增幅均排名行业前三。新股跟投表现向好，另类子公司盈利能力也将低位改善，23年前5月十大券商科创板累计浮盈35.5亿元，较2022年-63.2亿元的跟投浮亏明显增长。此外，随着权益市场转好，场外衍生品、融资融券等资本中介业务需求也将逐步释放。

2023Q1上市券商自营投资平均收益率（前20）



十大券商科创板跟浮动盈亏（亿元）

	2019	2020	2021	2022	2023M1-M5
中信证券	3.66	11.40	18.98	-13.39	8.04
海通证券	1.39	21.30	8.92	-15.40	7.24
华泰证券	1.77	7.49	8.90	-7.78	-2.53
国泰君安	2.35	9.08	5.30	-6.02	3.84
广发证券	0.67	1.75	3.52	-3.29	0.19
申万宏源	0.62	2.36	-0.41	-0.98	1.74
招商证券	0.88	4.92	3.12	-2.25	2.67
国信证券	1.70	3.40	6.61	-2.48	2.26
中国银河		0.67	-0.36	-0.15	0.50
中金公司	4.13	22.88	5.36	-11.52	11.56
合计	17.17	85.24	59.95	-63.27	35.51

注：1) 自营投资平均收益率=自营收入/年初末平均自营规模；2) 十大券商为2023Q1净资产规模排名前十的上市券商；3) 科创板浮动盈亏假设券商跟投在锁定期后一直持仓

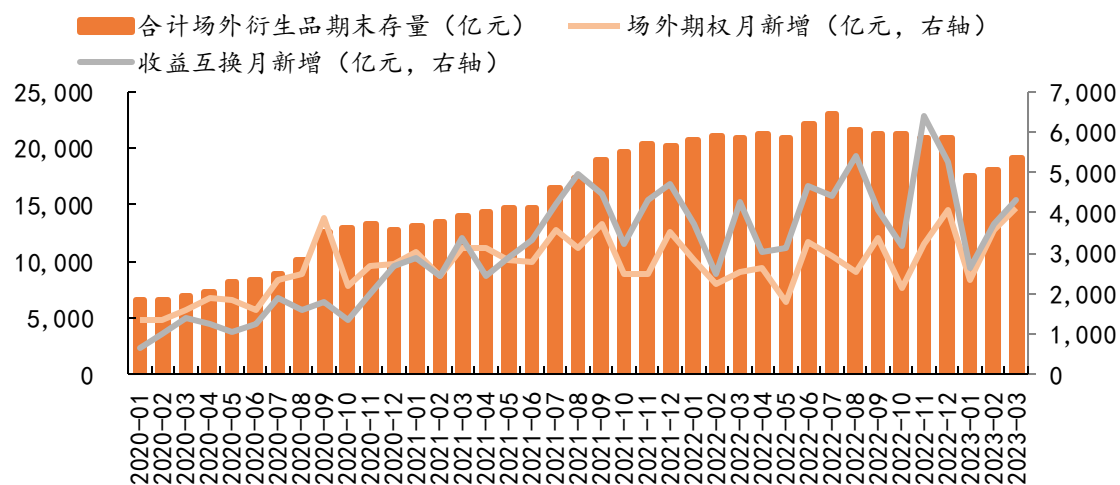
资料来源：Wind，平安证券研究所

2.2 自营业绩有望延续改善，代客业务仍是长期发展方向

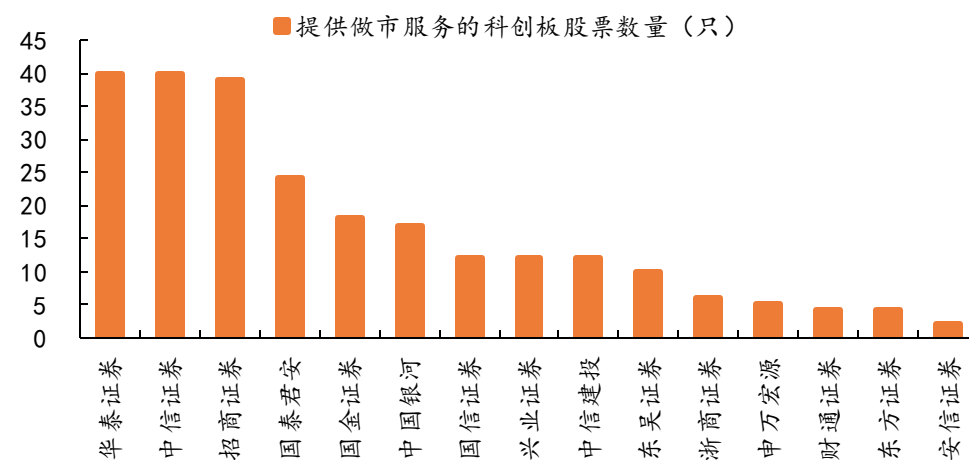
2.2.2 代客业务仍是自营重要方向，头部券商转型较快

- 场外衍生品、做市等代客业务仍是券商自营长期转型方向。代客业务稳定赚取利差、助力平滑券商利润周期，满足机构投资者复杂投资需求、完善券商机构服务链条，仍是券商自营转型的重要方向。近年来以场外衍生品、做市为代表的代客业务稳健发展。至23年3月末，场外期权、收益凭证合计存量1.9万亿元，较2019年末增长209%。
- 头部券商更具代客业务转型优势。头部券商机构客户资源丰富，同时综合实力较强、创新业务资质较为齐全。例如，场外衍生品目前仍需交易商牌照，8家一级交易商自2021年1月以来未有新增、存量牌照优势明显；科创板股票做市业务正式启动，截至5月末，共15家券商获得试点资格、为145只科创板股票提供做市服务。

◎ 证券行业场外衍生品业务规模



◎ 上市券商提供科创板股票做市服务数量 (2023年5月末)



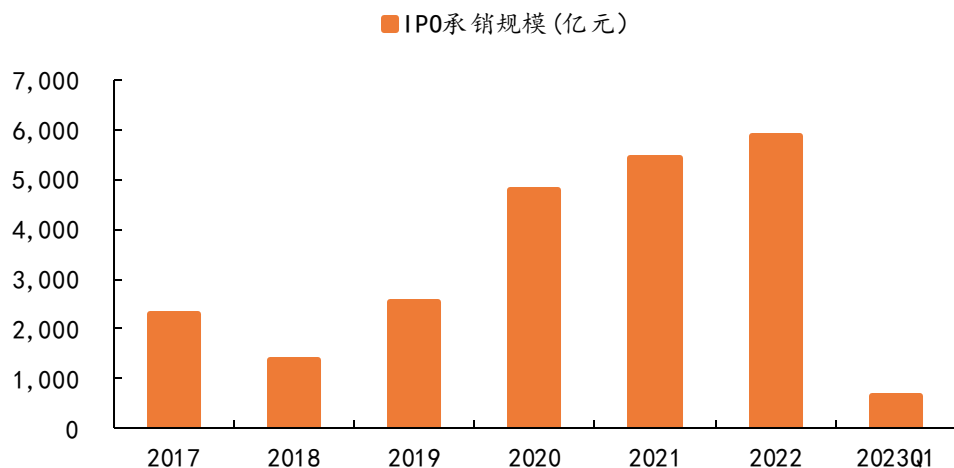
资料来源: Wind, 上交所, 平安证券研究所

2.3全面注册制平稳落地，头部券商优先受益

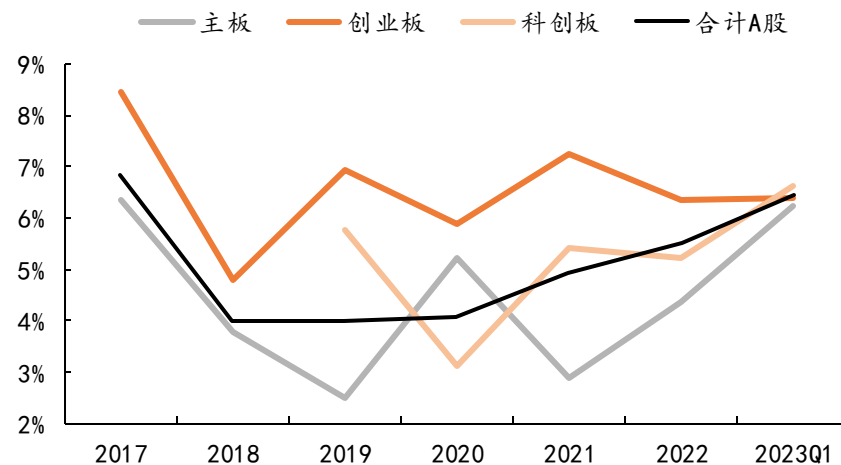
■ 2.3.1全面注册制改革稳步推进，IPO业务实现量价齐升

- **全面注册制平稳落地，预计承销规模保持平稳。**自2019年科创板试点注册制以来，A股市场扩容明显、IPO规模屡创新高，2020-2022年，IPO募资规模分别为4793、5426、5869亿元，有效支撑券商投行业绩表现。23年2月主板正式实施注册制，但23Q1受发行制度切换和高基数影响，IPO规模650.8亿元（YoY-63.8%）。在资本市场扩容、IPO基数已较高背景下，预计IPO规模将保持平稳。
- **注册制对券商专业能力提出更高要求，承销费率有所改善。**注册制核心在于定价能力移交市场，对于保荐机构的市场化定价能力要求更高，同时中介机构监管趋严，券商需承担更多信息审查、披露等责任。因此注册制实施后，IPO承销费率有所改善，23Q1期间基于募资额的A股IPO加权平均承销费率为6.5%，较2018年全年提升2.5pct，试点注册制的创业板、科创板承销费率在过去三年也基本高于主板。

● 2017-2023Q1 IPO承销保荐规模变动



● 2017-2023Q1各板块承销保荐加权平均费率变动



资料来源：Wind，平安证券研究所

注：承销保荐费率=承销保荐费/IPO募资总额

2.3 全面注册制平稳落地，头部券商优先受益

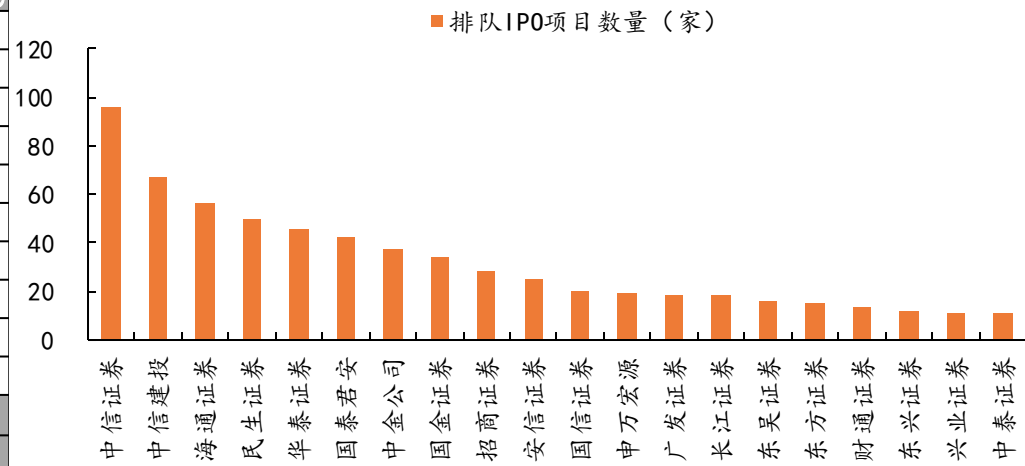
■ 2.3.2 马太效应持续强化，头部券商将优先受益于注册制红利

- IPO承销规模集中度保持高位，头部券商优势显著。投行业务强者愈强、头部集中，23Q1期间A股IPO募集资金CR5、CR10集中度进一步提升至59.0%、83.2%，分别较2019年提升28.3pct、22.4pct。其中，中信证券、中信建投、海通证券市场份额最高，分别15.7%、15.4%、11.6%。海通证券、中信建投、民生证券市场份额较2019年提升最快，增幅分别为10.2pct、8.4pct、6.0pct。
- 头部券商项目储备充足，中信、中信建投、海通IPO储备数量排名前三。截至23年5月末，A股市场合计排队779家，主板279家、科创板131家、创业板291家。中信证券、中信建投、海通证券储备IPO项目数量分别为96家、67家、56家，排名行业前三。IPO储备项目数量CR5、CR10分别为40.4%、61.7%。随着全面注册制推动融资效率提升，头部券商储备项目更为充足、将率先释放。

● A股IPO募集资金市场份额变动（2022Q1 IPO规模前10券商）

	2019	2020	2021	2022	2023Q1	较2019变动
中信证券	17.9%	9.3%	15.7%	27.7%	15.7%	-2.2%
中信建投	6.9%	17.7%	9.7%	10.5%	15.4%	8.4%
海通证券	1.4%	12.7%	5.8%	7.1%	11.6%	10.2%
华泰证券	2.7%	5.0%	6.7%	6.1%	8.6%	5.9%
民生证券	1.8%	2.5%	3.3%	2.3%	7.8%	6.0%
国泰君安	2.9%	4.5%	4.8%	6.2%	6.1%	3.1%
兴业证券	0.6%	1.9%	1.7%	1.0%	5.7%	5.1%
中泰证券	1.8%	0.5%	1.5%	0.7%	5.2%	3.4%
国金证券	1.1%	3.4%	2.4%	2.1%	4.1%	3.0%
中金公司	23.7%	10.2%	14.0%	14.6%	3.1%	-20.6%
CR5集中度	30.7%	47.2%	41.2%	53.7%	59.0%	28.3%
CR10集中度	60.8%	67.7%	65.7%	78.2%	83.2%	22.4%

● 上市券商排队A股IPO企业数量排名（前20）



2.3全面注册制平稳落地，头部券商优先受益

■ 2.3.3由保荐通道转型至全生命周期、全业务链“大投行生态圈”

- 全面注册制倒逼投行拉长服务链条，驱动投行由传统保荐通道向全生命周期、全业务链“大投行生态圈”转型升级。注册制配套制度完善，股票上市、退市逐渐市场化，2023年以来A股共8家上市公司退市、退市数量继续保持高位，倒逼券商延长投行服务链条，为客户提供一站式机构服务，满足上市公司不同发展阶段的资金需求。资本市场对于实体经济支持力度增强，公司从初创期到成熟期具有多元融资需求，投行服务不再是传统的承销保荐渠道，而需陪伴企业成长，围绕企业客户需求，协同私募股权投资、财富管理、融资融券等业务，为企业客户提供全生命周期、全业务链的综合服务。

◎ 投行业务向企业全生命周期融资服务转型升级

初创时：

协同**股权投资**，整合产业资源

- 强化与直投业务联动
- 引进VC.PE的FA业务
- 支持产业并购、引入战略投资

上市后：

协同**财富管理、资产管理**

- 股东财富管理、资产管理
- 股东券源管理
- 公司再融资、债券、产业并购、员工持股



发展中：

协同**资本中介**

- 并购重组财务顾问服务
- 并购重组提供过桥贷款
- 股权质押融资

上市时：

提供**承销保荐**和**新股跟投**

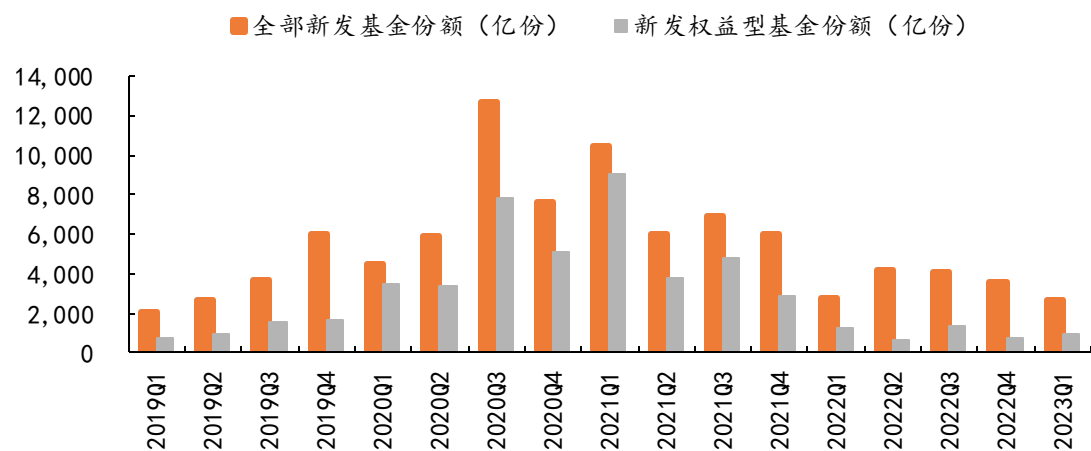
- 上市IPO承销保荐
- 分拆子公司上市
- 跟投新股

2.4 财富管理凸显韧性，业绩修复可期

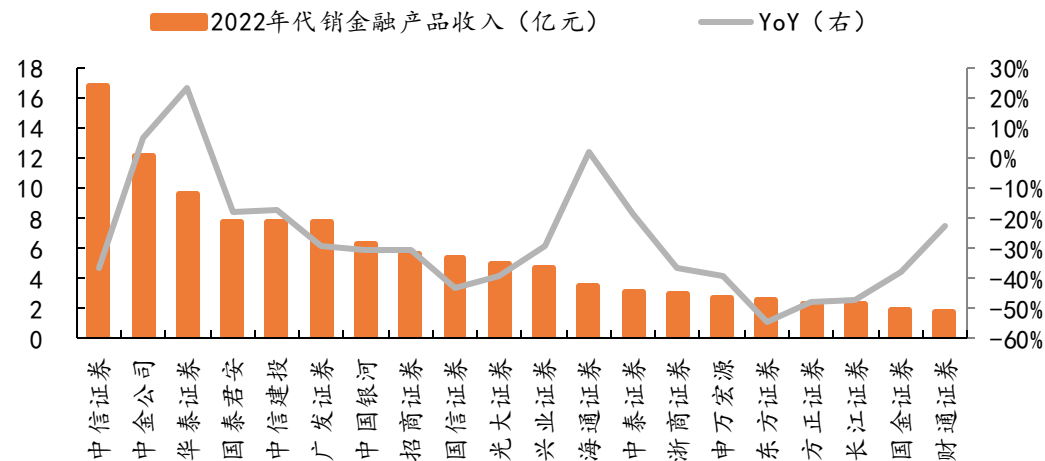
■ 2.4.1 市场下行拖累业绩，但券商财富管理韧性较强

- 市场交易景气度修复较慢，23Q1 券商财富管理业绩仍承压。2022 年受市场下行影响，市场交易额下滑，基金存量规模增速放缓、新发规模收缩，23Q1 权益市场低位反弹，市场交易景气度环比改善，但在 22Q1 高基数下，交易修复相对较慢，23Q1 日均股基成交额 9894 亿元 (YoY-9.3%)；新发基金份额 2720 亿份 (YoY-1%)、同比基本持平，但权益型基金仅 928 亿份 (YoY-27%)；23Q1 末公募基金存量规模 26.4 万亿元 (YoY+5.6%)，但权益型基金规模 7.1 万亿元 (YoY-3.0%)。受此影响，2022 年 43 家上市券商代销金融产品收入 122.5 亿元 (YoY-27.4%)，合计经纪、资管净收入分别 1137.8 亿元 (YoY-18.4%)、464.2 亿元 (YoY-8.0%)；23Q1 上市券商经纪、资管净收入分别 252.0 亿元 (YoY-16.7%)、111.2 亿元 (YoY-2.4%)。

● 新发公募基金与新发权益型公募基金份额变动



● 上市券商代销金融产品收入及同比变动 (前 20)



资料来源：Wind，平安证券研究所

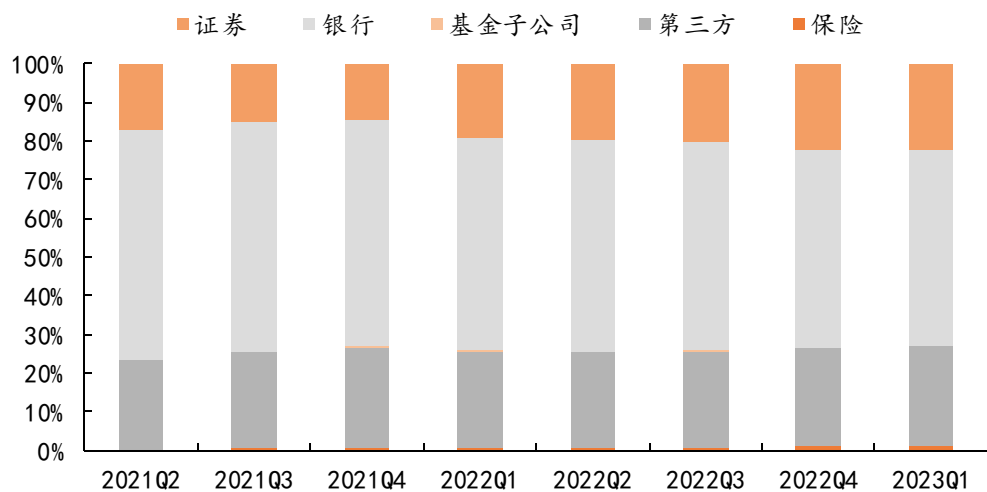
注：权益型基金包括股票型基金和混合型基金，下同

2.4 财富管理凸显韧性，业绩修复可期

■ 2.4.1 市场下行拖累业绩，但券商财富管理韧性较强

- 基金保有量市场份额逆市提升，财富管理转型空间仍较大。截至23Q1末，保有规模排名前100机构中，券商权益型基金、非货基保有规模分别1.3万亿（YoY+13.1%）、1.5万亿（YoY+17.2%），市场份额分别22.2%（YoY+2.9pct）、17.7%（YoY+1.9pct），市占率逆市提升，彰显券商财富管理韧性。但代销金融产品收入与基金保有规模变动分化，说明当前券商财富管理转型仍处于初期，对申赎费依赖较大。
- 公募子公司为券商业绩稳定器，资管子公司进展良好。23Q1末券商资管规模6.5万亿元（YoY-18%），拖累资管业绩，但券商资管公募化转型方向不改。一方面，公募子公司对券商业绩贡献仍较高，例如汇添富对东方证券净利润贡献24.6%（YoY+3.1pct）；另一方面，资管子公司进展良好，今年以来中信证券资管子公司正式设立、长城证券资管子公司获批，国金证券拟向资管子公司增资8亿元。

● 权益型公募基金保有规模市场份额变动



● 部分券商公募子公司业绩贡献变动

上市券商	基金公司	2022净利润贡献	2021净利润贡献	2022营收贡献	2021营收贡献
兴业证券	兴证全球基金	32.6%	24.0%	20.7%	17.7%
	南方基金	6.1%	4.2%	5.6%	3.7%
东方证券	汇添富	24.6%	21.5%	12.8%	13.6%
	长城基金	1.0%	0.5%	1.0%	0.8%
广发证券	广发基金	14.7%	13.1%	18.2%	14.9%
	易方达基金	11.0%	9.5%	12.5%	9.6%
申万宏源	申万菱信	3.2%	0.9%	2.1%	1.3%
	富国基金	20.6%	7.6%	9.9%	6.7%
招商证券	博时基金	10.5%	7.5%	13.6%	9.6%
	招商基金	10.1%	6.2%	13.5%	8.0%
海通证券	海富通基金	3.6%	2.1%	2.5%	1.9%
	富国基金	8.8%	5.6%	7.9%	5.3%
华泰证券	华泰柏瑞	1.7%	1.5%	2.2%	1.9%
	南方基金	6.6%	6.7%	8.3%	8.3%
中信证券	华夏基金	6.3%	6.2%	7.1%	6.5%
国泰君安	华安基金	4.6%	3.4%	5.2%	4.3%

资料来源：Wind，AMAC，平安证券研究所

2.4财富管理凸显韧性，业绩修复可期

■ 2.4.2政策支持、权益配置需求边际修复，券商财富管理业绩改善可期



渠道端

第三方导流或将重启、券商持续信息投入，线上流量端有望扩容。

- 据21世纪经济报道，自2020年8月证监会关于《证券公司租用第三方网络平台开展证券业务活动管理规定（试行）》公开征求意见以来，时隔3年证券行业三方导流新规或将重启。在居民资产向金融资产迁移大背景下，券商通过互联网平台开展营销获客活动，有望引入更多财富管理客户及资产。
- 券商持续加大信息技术投入，今年中证协下发《证券公司网络和信息安全三年提升计划（2023-2025）》，鼓励券商信息科技平均投入金额不少于2023年至2025年平均净利润的10%或平均营业收入的7%，鼓励有条件的券商结合自身实际情况逐步提升信息科技专业人员比例至企业员工总数的7%，券商线上渠道服务能力有望进一步提升。



产品端

竞品收益率下降、居民投资意愿边际改善，居民权益类资产配置需求边际修复。

- 今年以来多家银行下调存款利率，同时居民投资意愿边际回升，央行23Q1调查问卷显示，尽管倾向于“更多存款”的居民占比仍处于高位、但占比环比减少3.8pct，而倾向于“更多投资”的居民占比环比提升3.3pct。竞品收益率下降、居民投资意愿边际回暖，居民财富流向权益市场仍是大势。券商在筛选和代销权益类产品、通过衍生品打造复杂权益类产品等方面具备比较优势，将受益于权益类产品配置需求的修复。



服务端

基金投顾监管进一步细化，个人养老金起航。

- 今年3月中基协发布两份基金投顾业务指引，进一步细化基金投顾服务协议内容和风险揭示书规定，6月《公开募集证券投资基金投资顾问业务管理规定》（征求意见稿）正式发布，引导基金投顾业务规范发展。2022年尽管资本市场整体承压，但券商基金投顾业务仍保持稳健发展，截至23年5月末，全行业投顾人数7.4万，较2020年末增长17.5%。2022年末中信证券、东方证券、华泰证券基金投顾资产规模均超100亿元，国泰君安客户资产保有规模57亿元（YoY+87%）。
- 2022年底个人养老金业务正式起航，目前中信证券、华泰证券等18家券商获得个人养老金基金代销资格。随着人口老龄化加剧、居民养老投资需求旺盛，个人养老金业务也将成为券商财富管理转型的重要把手。



CONTENT 目录



保险：

- 行业复盘：资产负债两端共振，险企业绩回暖
- 寿险：长周期拐点已初现端倪
- 产险：龙头强者恒强
- 投资：净利润增长需投资收益加持，资产端修复待市场回暖



证券：

- 市场回暖、投资改善，低基数下23Q1业绩高增
- 自营业绩有望延续改善，代客业务仍是长期发展方向
- 全面注册制平稳落地，头部券商优先受益
- 财富管理凸显韧性，业绩修复可期



投资建议与风险提示

- 基本面持续向好， β 属性助估值修复，优先关注保险板块
- 权益市场大幅波动、宏观经济下行等

3.1 投资建议：基本面持续向好， β 属性助估值修复，建议优先关注保险板块

- 2023年以来非银金融行业基本面持续转好，目前板块持仓及估值均处于历史低位，看好 β 属性带来的估值修复，维持非银金融行业“强于大市”评级。保险行业资负两端共振，建议优先关注保险板块。
- 1) 保险行业：
 - 行业方面：竞品吸引力下降、预定利率下调预期强化，储蓄险需求释放，23Q1寿险NBV已实现正增，预计23年业绩迎来修复；流动性保持合理充裕、权益市场温和修复，长端利率低位震荡，资产端有望迎来改善。当前行业平均估值仅0.6倍PEV，行业估值和机构持仓仍处历史底部， β 属性将助力保险板块估值底部修复。1) 寿险：居民储蓄需求旺盛，保险竞品收益率下降，储蓄险需求释放。老产品停售预期下，预计储蓄险需求将在23Q2持续释放。险企积极筹备新产品，预计预定利率下调影响总体有限。此外，代理人队伍清虚基本到位、有望量稳质升，银保渠道发力、新单与NBV贡献提升。预计23年寿险新单与NBV持续修复、增速前高后低。2) 产险：车险综改深化对车均保费影响有限、车险保费有望稳定增长，头部险企定价能力更具优势、有望强者恒强；非车业务以政策性业务为支撑、有望维持两位数以上增速。常态化出行使车险综合成本率承压，但龙头险企未决赔款准备金计提充分、预计仍将实现承保盈利。3) 投资：A股市场温和修复、十年期国债收益率低位震荡，助力险企投资收益率改善。
 - 个股方面：建议关注23Q1业绩高增、2023年业绩有望在低基数下迎来改善的中国太保，以及基本面相对稳健、率先启动23年“开门红”的中国人寿。

3.1 投资建议：基本面持续向好， β 属性助估值修复，建议优先关注保险板块

- 2023年以来非银金融行业基本面持续转好，目前板块持仓及估值均处于历史低位，看好 β 属性带来的估值修复，维持非银金融行业“强于大市”评级。保险行业资负两端共振，建议优先关注保险板块。
- 2) 证券行业：
 - 行业方面：全面注册制改革提速，资本市场长期向好趋势不变，券商商业模式从周期向成长的转型趋势不变，持续看好证券行业长期成长性。短期国内经济复苏推进，资本市场景气度温和修复，23Q1上市券商自营收入明显改善、低基数效应下业绩边际修复，看好 β 属性带来的板块估值修复。当前行业PB仅1.2倍，位于过去十年的历史前5%分位，具有较高安全边际。1) 轻资产业务：市场短期波动不改券商财富管理转型方向，券商财富管理彰显韧性；同时政策支持居民财富流向资本市场，居民风险偏好边际提升、权益配置需求修复，财富管理业绩改善可期。全面注册制平稳落地，投行业务实现量价齐升；头部券商项目储备充足，可为客户提供全生命周期、全业务链的综合融资服务，将优先受益。2) 重资产业务：近年来券商资产负债表扩张加速，金融投资规模稳步增长，23年以来市场低位修复驱动投资收益率提升，科创板跟投表现回暖，自营业绩有望延续改善；长期来看，场外衍生品、做市等代客业务转型方向不变，投行资本化趋势不变，将助力券商提升杠杆水平、平抑业绩波动。头部券商业务资质齐全、机构客户资源丰富，重资产业务转型节奏更快。
 - 个股方面：龙头券商综合实力较强、各项业务已建立领先优势，建议关注行业龙头中信证券、中金公司；权益市场低位修复，自营投资业绩改善，建议关注低估值、高弹性券商兴业证券、东方证券。

3.2 风险提示

- 1、权益市场大幅波动，影响市场交投活跃度及投资收益，进而影响证券行业整体业绩表现、加剧保险板块行情波动。
- 2、投资者风险偏好降低，交投活跃度或将下滑，拖累市场景气度。
- 3、宏观经济下行影响市场基本面及货币政策，增加市场不确定性。
- 4、资本市场改革不及预期，全面注册制、金融对外开放等改革措施推进放缓，资本市场政策红利低于预期。
- 5、代理人规模超预期下滑、质量改善不及预期，新单增长不及预期。
- 6、产险赔付超预期，车险赔付率超预期提升，车险承保利润承压；自然灾害频发，农险、企财险赔付超预期。
- 7、利率超预期下行，到期资产与新增资产配置承压。

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2023版权所有。保留一切权利。