

非银金融

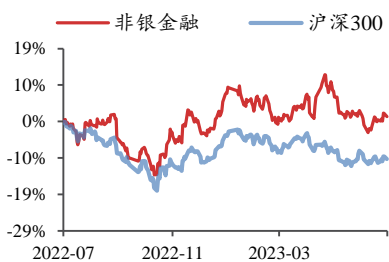
2023年07月18日

寿险景气度扩张，券商2季度业绩或同环比微降

——非银金融行业2023中报前瞻

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2季度新单保费高增确认，寿险景气度占优——行业周报》-2023.7.16

《公募降费靴子落地，关注产品端公司底部机会——行业周报》-2023.7.9

《估值进入布局区，看好寿险板块和券商结构性机会——行业周报》-2023.7.2

高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

吕晨雨（分析师）

lvchenyu@kysec.cn

证书编号：S0790522090002

卢崑（联系人）

lukun@kysec.cn

证书编号：S0790122030100

● 寿险景气度扩张，券商2季度业绩或同环比微降

非银板块估值进入布局区间，后续关注中报超预期和稳增长政策催化。从全年景气度看，寿险仍是景气度确定性强、政策干扰小且beta属性明显的品种，6月保费数据披露确认2季度新单高增，预计寿险中报超预期。部分上市券商披露中报预增，整体略超预期，预计上市券商整体中报净利润同比+18%，下半年低基数带来增速扩张。公募降费政策公布，产品端靴子落地，关注券商板块底部机会。多元金融方面，推荐盈利稳健且高股息标的江苏金租。

● 保险：需求释放带动2023H1NBV同比迎全年高点，关注资产端边际改善催化

负债端供需改善趋势有望延续，资产端边际改善或催生板块行情。2023年上半年寿险行业负债端受储蓄型产品需求提升、负债成本政策预期催化以及代理人渠道转型见效等因素带动，整体呈现较高景气度，我们预计2023H1上市险企NBV同比分别为：中国太保+33.8%、中国平安+29.8%、中国人寿+13.9%，中报同比高增确定性较强。当前市场关注后续产品需求情况及资产端长端利率压制影响。参考2019年4.025%定价产品退市时间（2019年8月），本次定价利率调整时间节点预期或于2023年8月下旬，但仍需观察进一步变化，目前已有险企陆续主动下架相应产品。产品调整后，分红型产品有望成为后续主力产品。负债端景气度确定性强，中报增速有望超预期，估值及持仓均位于较低水平。首推负债端改善延续性较强的中国太保，推荐中国平安、中国人寿。关注资产端边际改善带来弹性，受益标的新华保险。中国人保有望受益于寿险负债端超预期及财险承保端稳健表现；港股推荐友邦保险、众安在线和中国财险。

● 券商：中报基本面同比改善，下半年增速有望扩张，估值安全

(1) 2季度券商手续费收入有望同环比改善，整体复苏力度有限，股债市同比改善驱动投资收益高增是主要影响因素，我们预计上市券商2023H1归母净利润840亿，同比+18%，2023单Q2归母净利润417亿，同比-14%，环比-2%。受益于低基数，券商2023下半年归母净利润同比有望进一步扩张。(2) 重点标的中报同比预测高增长排序：东方证券+178%至+209%（已披露预告），国金证券+55%至+65%（已披露预告），华泰证券+22%，国联证券+17%，兴业证券+8%，中信证券+3%，东方财富-6%。(3) 券商板块估值和机构配置仍位于历史底部，尚未反映全年景气度改善，降费靴子基本落地，对“含基量”高的券商影响有限，关注底部机会。看好低估值、景气度相对占优且贝塔弹性较大的标的，受益标的：东方证券、兴业证券、财通证券、同花顺和东方财富。推荐低估值头部券商，受益标的：中信证券、华泰证券。

● 风险提示：股市波动对券商和保险盈利带来不确定影响；保险需求复苏不及预期；券商财富管理和资产管理利润增长不及预期。

目 录

1、 保险：需求释放带动 2023H1 NBV 同比迎全年高点，关注资产端边际改善催化.....	3
1.1、 供需改善+政策催化，NBV 同比或迎高点，归母净利润同比或收敛.....	3
1.2、 供需改善延续，寿险板块持续复苏值得期待.....	5
1.3、 负债端高景气确定性较强，关注资产端边际改善催化.....	7
2、 券商：基本面复苏，关注左侧机会.....	9
2.1、 2023H1 市场交易量同比微负，股债市同比改善.....	9
2.2、 券商基本面同比好转，估值具有安全边际.....	12
3、 风险提示.....	14

图表目录

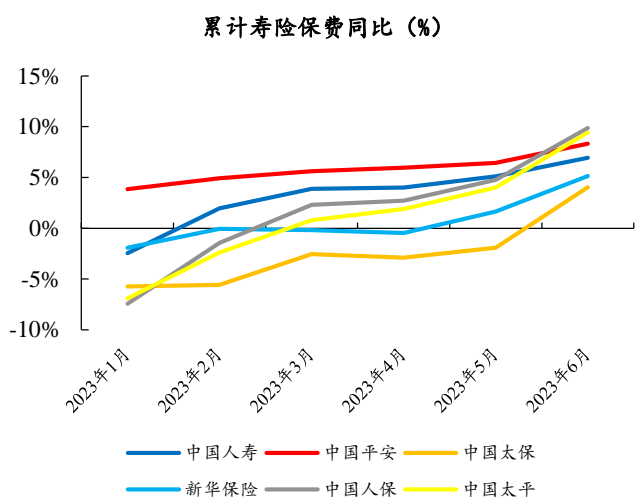
图 1： 2023 年上市险企累计寿险保费收入同比改善.....	3
图 2： 2023Q2 上市险企单月寿险保费同比逐月改善.....	3
图 3： 2023H1 上市险企财险板块保费保持增长.....	4
图 4： 2023H1 上市险企单月同比略有波动.....	4
图 5： 2023Q2 居民储蓄意愿略有改善.....	5
图 6： 2023Q2 保险仍为未来三个月准备支出项目第 7 位.....	5
图 7： 我国 65 岁及以上人口占比已接近 15%.....	6
图 8： 2022 年中国太保、中国平安活动率有所提升.....	6
图 9： 上市险企 2020 年起银保渠道占比有所提升.....	6
图 10： 2023Q2 日均股基成交 1.1 万亿，同比+8%，环比+13%，2023H1 日均成交额同比-1%.....	9
图 11： 2023Q2 两融日均规模同比+3%，环比+3%；2023H1 末两融规模较年初+3%.....	9
图 12： 2023H1 全市场 IPO 承销规模 2098 亿，累计同比-33%；2023Q2 为 1447 亿，同比+10%，环比+122%.....	9
图 13： 2023H1 全市场 IPO 单数 173 单，累计同比+1%；2023Q2 为 105 单，同比+24%，环比+54%.....	9
图 14： 2023 年 1-6 月再融资承销规模累计同比+49%.....	10
图 15： 2023 年 1-6 月债券承销规模累计同比+8%.....	10
图 16： 2023Q1 券商资管同比-19%，环比-7%.....	10
图 17： 2023Q1 券商资管投向以固收为主.....	10
图 18： 2023H1 月均新发偏股 285 亿，低于 2018、2019 年.....	11
图 19： 2023H1 偏股基金净值-3.6%，净值拖累保有规模.....	11
图 20： 2023H1 股债市场环境同比改善.....	11
图 21： 当前券商估值处于低位.....	13
表 1： 预计上市险企 2023H1 NBV 同比保持较快增长.....	4
表 2： 2023H1 上市险企归母净利润同比较 2023Q1 同比有所收敛.....	4
表 3： 中国人寿产品设计逐步更加符合消费者需求.....	7
表 4： 投资收益率假设下降对上市险企 EV 影响相对有限.....	7
表 5： 受益标的估值表-寿险.....	8
表 6： 受益标的估值表-财险.....	8
表 7： 预计上市券商 2023H1 归母净利润同比+18%.....	12
表 8： 重点标的 2023 年中报业绩前瞻.....	13
表 9： 受益标的估值表.....	14

1、保险：需求释放带动 2023H1 NBV 同比迎全年高点，关注资产端边际改善催化

1.1、供需改善+政策催化，NBV 同比或迎高点，归母净利润同比或收敛

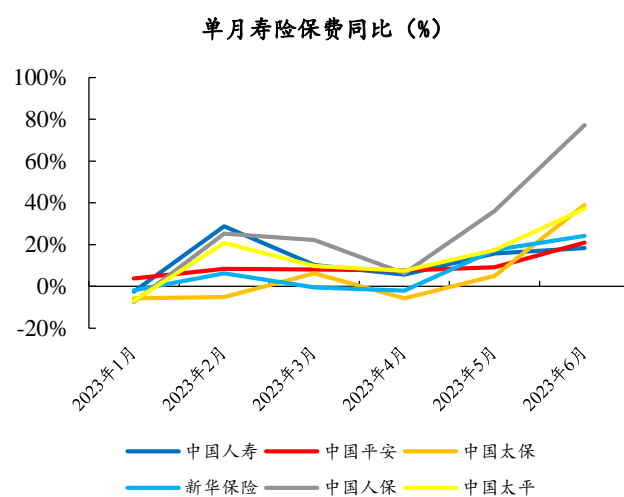
2023H1 上市险企保费收入同比低开高走，新单同比逐季改善。2023 年上半年，上市险企累计寿险保费收入及同比分别为：中国人寿 4702 亿元、同比+6.9%，中国平安 3057 亿元、同比+8.3%，中国太保 1551 亿元、同比+4.0%，新华保险 1079 亿元、同比+5.1%，中国人保 1125 亿元、同比+9.9%，中国太平 1022 亿元、同比+9.4%。预计主要系新单保费同比高增带动，2023H1 中国平安个人业务新单保费 842.5 亿元、同比+30.0%，中国太保代理人渠道新单保费 194.4 亿元、同比+31.9%，中国人保人身险板块长险首年保费 529.6 亿元、同比+16.7%。寿险行业需求端迎来复苏，预防性储蓄需求提升叠加政策端负债成本下调预期带动储蓄型产品需求释放，寿险行业单月保费同比呈现逐步扩大趋势。

图1：2023 年上市险企累计寿险保费收入同比改善



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

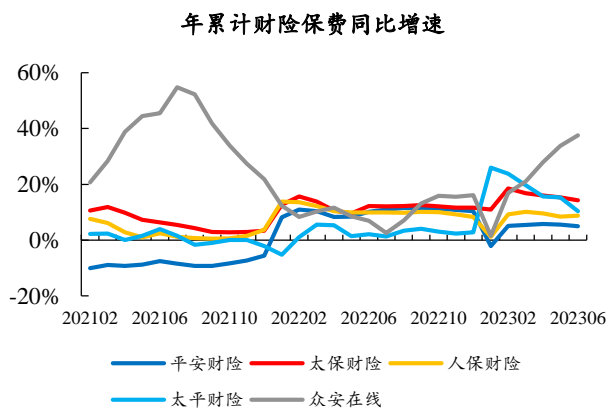
图2：2023Q2 上市险企单月寿险保费同比逐月改善



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

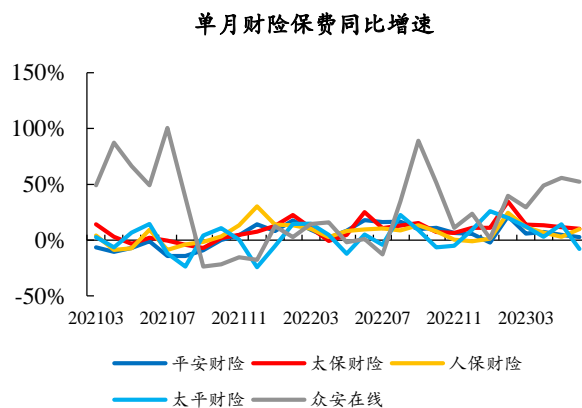
车险保费同比保持平稳，农险、责任险等非车险迎来较快增长。财险方面，2023H1 各家险企累计保费收入及同比分别为：人保财险 3009 亿元、同比+8.8%，平安财险 1541 亿元、同比+5.0%，太保财险 1049 亿元、同比+14.3%，太平财险 163 亿元、同比+10.3%，众安在线 145 亿元、同比+37.6%。车险板块保费同比增速保持平稳，2023 年前 5 月财险行业车险保费同比+5.8%，2023H1 人保财险车险保费同比+5.5%、平安财险车险保费同比+6.1%、太保财险车险保费同比+5.4%。非车险业务中预计农险、责任险及信用保证险同比增速较快。2023H1 人保财险非车险保费同比+11.6%、平安财险非车险保费同比+2.9%、太保财险非车险保费同比+24.1%。

图3：2023H1 上市险企财险板块保费保持增长



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图4：2023H1 上市险企单月同比略有波动



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

预计 2023H1 NBV 同比迎高点，全年同比或将有所收敛。考虑到上市险企 2023H1 新单保费同比较好，2023Q2 政策变动预期催化储蓄型产品需求快速释放，我们预计 2023H1 各上市险企 NBV 同比分别为：中国太保+33.8%、中国平安+29.8%、中国人寿+13.9%。同时，由于需求释放较快，预计 2023Q3、Q4 NBV 同比将有所收敛，但全年 NBV 同比仍具有较强景气度。

表1：预计上市险企 2023H1 NBV 同比保持较快增长

NBV (百万元)	2022Q1	2022H1	2022Q3	2022A	2023Q1	2023H1	2023Q3	2023E
中国人寿	-	25,745	-	36,004	-	29,314	-	39,614
中国平安	12,589	19,573	25,848	28,820	13,702	25,406	31,606	34,606
中国太保	3,406	5,596	7,548	9,205	3,971	7,485	9,485	11,185
YOY	2022Q1	2022H1	2022Q3	2022A	2023Q1	2023H1	2023Q3	2023E
中国人寿	-14.3%	-13.8%	-15.4%	-19.6%	7.7%	13.9%	-	10.0%
中国平安	-33.7%	-28.5%	-26.6%	-24.0%	8.8%	29.8%	22.3%	20.1%
中国太保	-	-45.3%	-37.8%	-31.4%	16.6%	33.8%	25.7%	21.5%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：2023H1、2023Q3、2023E 数据为预测数据。

预计 2023H1 同比收敛，主要系 2023Q2 权益市场同比表现弱于 2022 年同期。2022Q2 沪深 300 指数及上证指数收益率分别为+6.2%/+4.5%，而 2023Q2 权益市场表现较弱，沪深 300 指数及上证指数收益率分别为-5.1%/-2.2%，考虑到上市险企 2023 年起应用新金融工具准则，权益市场波动对利润表影响增高，我们预计 2023H1 上市险企归母净利润同比将较 2023Q1 有所收敛。

表2：2023H1 上市险企归母净利润同比较 2023Q1 同比有所收敛

归母净利润 (百万元)	2022Q1	2022H1	2022A	2023Q1	2023Q1 同比	2023H1	2023H1 同比
中国人寿	15,365	46,724	45,809	27,348	78.0%	50,269	7.6%
中国平安	25,758	110,101	106,063	38,352	48.9%	114,856	4.3%
中国太保	9,127	29,581	28,982	11,626	27.4%	31,995	8.2%

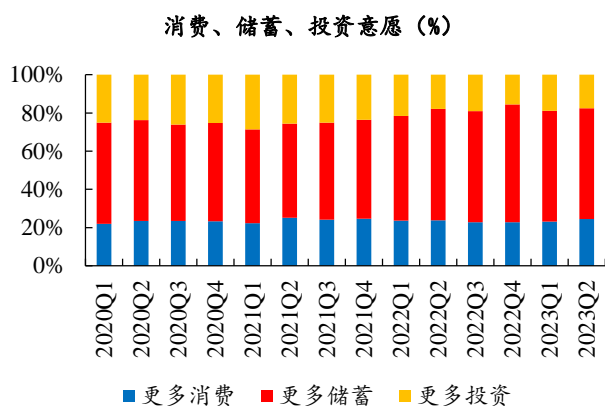
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

1.2、供需改善延续，寿险板块持续复苏值得期待

需求侧：储蓄型保险产品需求或随居民资产配置需求释放及老龄化程度加深而提升

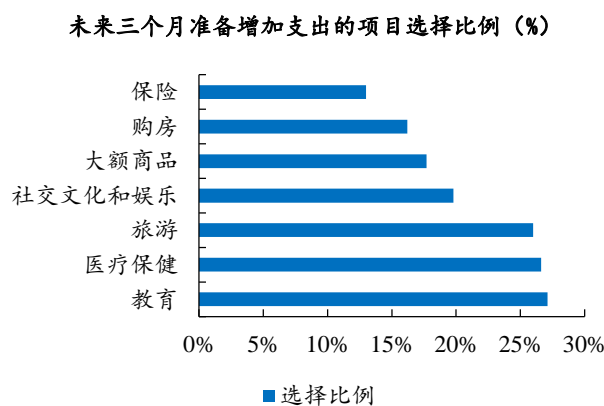
居民收入感受略有下降，预防性储蓄需求继续回升。中国人民银行 2023Q2 城镇储户问卷调查报告显示，居民收入感受指数及信心指数分别为 49.7%/48.5%，分别较 2023Q1 下降 1.0pct/1.4pct。倾向于“更多消费”的居民占比 24.5%、季度环比上升 1.2pct，倾向于“更多投资”的居民占比 17.5%、季度环比-1.3pct，倾向于“更多储蓄”的居民占 58.0%，季度环比+0.1pct，居民储蓄意愿继续改善。居民偏爱的前三位投资方式分别为“银行、证券、保险公司理财产品”、“基金信托产品”和“股票”，分别占比 43.8%、20.4%与 15.2%。“保险”在未来三个月准备增加支出的项目中排名第 7 位，居民选择比例为 13.0%，环比下降 1.1pct。

图5：2023Q2 居民储蓄意愿略有改善



数据来源：中国人民银行、开源证券研究所

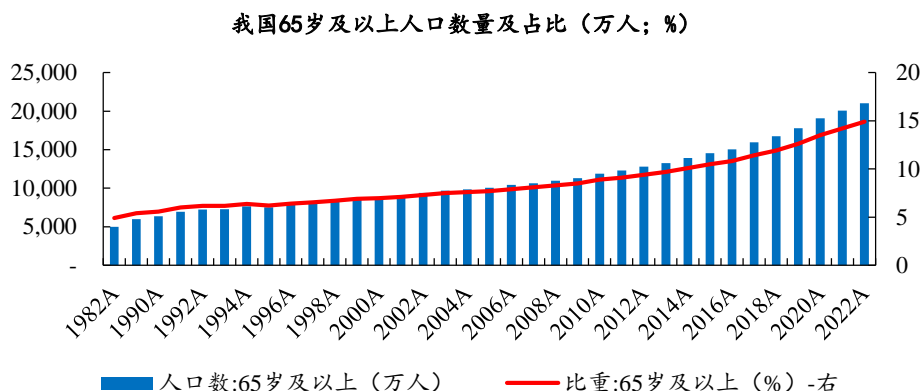
图6：2023Q2 保险仍为未来三个月准备支出项目第 7 位



数据来源：中国人民银行、开源证券研究所

我国老龄化进程提升，养老需求持续释放，房地产减配。我国 65 岁及以上人群占比已达 14.9%，超过 7%即标志社会进入老龄化阶段，长期看，居民养老储蓄对应的稳健保守型资产配置需求有所增加，储蓄型保险有望在老龄化进程中不断满足居民资产配置需求。

图7：我国 65 岁及以上人口占比已接近 15%

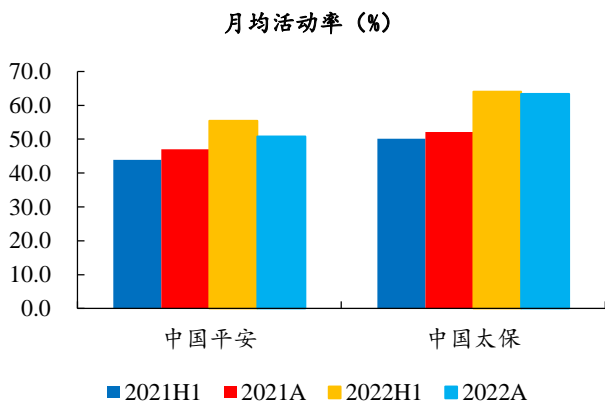


数据来源：Wind、开源证券研究所

供给侧：代理人渠道转型见效、银保渠道受益于财富管理以及产品设计不断完善

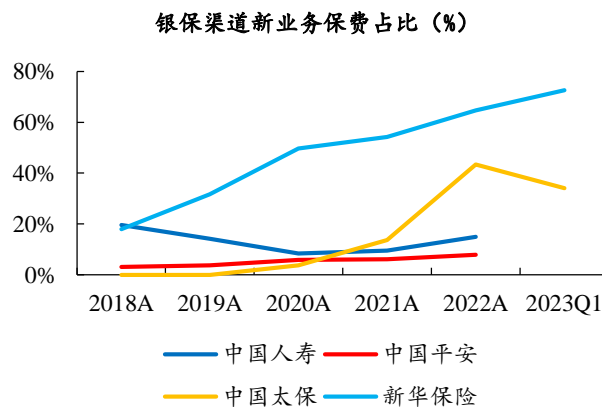
代理人渠道转型效果初显，银保渠道重要性有所提升。寿险行业代理人渠道转型自 2020 年起展开，目前中国平安已进入全国推广阶段，中国太保已进入长航行动第二阶段，从活动率指标看，2022 年已出现改善，中国太保同比+11.3pct 至 63.4%、中国平安同比+3.8%至 50.8%，预计后续随人力规模企稳及队伍质态改善，活动率仍有一定提升空间。同时，银保渠道受居民财富配置需求以及银行自身财富中收诉求共同带动，新单占比不断提升，未来有望成为险企另一增长动能。

图8：2022 年中国太保、中国平安活动率有所提升



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图9：上市险企 2020 年起银保渠道占比有所提升



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

险企产品设计逐步符合消费者需求，队伍销售能力有所提升。原保监会于 2017 年发布 134 号文规范产品设计，要求两全险、年金险保单生效满 5 年后返还，限制部分险企此前设计的激进产品。随后，险企陆续上市符合新规产品，不断积累产品开发经验及数据，并陆续开发更加符合消费者需求的保险产品。与此同时，代理人及渠道队伍同步学习掌握新产品，销售能力不断提升。

表3：中国人寿产品设计逐步更加符合消费者需求

中国人寿开门红产品对比		险种	缴费期	保险期间
2023年	鑫享未来	两全	趸交、3、5	8、10年
	鑫瑞年年	养老年金	趸交、3	60岁领取至69岁
	鑫瑞稳赢	年金	趸交、3、5	15年
2021年	鑫耀东方	年金	趸交、3、5	10年
	鑫耀前程	年金	趸交、3、5	15年
	鑫耀至尊	年金	趸交、10	15年
	鑫耀相伴	两全	趸交、3、5	15、20、30年
2018年	盛世御享	年金	3、5	20年
	盛世臻品	年金	3、5	终身
	鑫禧一生	年金	3、5、10	终身
	鑫彩一生	年金	3、5、10	至80岁
2017年	鑫盈A	年金	趸交	10年
	鑫盈B	年金	趸交	10年

资料来源：中国人寿公司官网、保险师APP、开源证券研究所

1.3、负债端高景气确定性较强，关注资产端边际改善催化

负债端供需改善趋势有望延续，资产端边际改善或催生板块行情。2023年上半年寿险行业负债端受储蓄型产品需求提升、负债成本政策预期催化以及代理人渠道转型见效等因素带动，整体呈现较高景气度，我们预计2023H1上市险企NBV同比分别为：中国太保+33.8%、中国平安+29.8%、中国人寿+13.9%，中报同比高增确定性较强，全年同比或有所收敛。

当前市场关注后续产品需求情况及资产端长端利率压制影响。参考2019年4.025%定价产品退市时间（2019年8月），本次定价利率调整时间节点预期或于2023年8月下旬，但仍需观察进一步变化，目前已有险企陆续主动下架相应产品。产品调整后，分红型产品有望成为后续主力产品。若8月下旬正式发文调整定价利率，险企销售渠道将获得1个季度以上时间进行产品培训，迎接2024年业务阶段。资产端看，当前长端利率于2.6%-2.7%附近震荡，市场担忧长期投资收益率下行对于险企EV拖累，根据我们测算，投资收益率假设下调50BP至4.5%，同步下调风险贴现率假设100BP至10%，各上市险企EV折价幅度小于5%，影响相对较小。

表4：投资收益率假设下降对上市险企EV影响相对有限

投资收益率假设变动对EV影响	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
中国人寿	-4.0%	-4.0%	-4.2%	-4.2%	-4.7%
中国平安	-3.3%	-3.5%	-4.4%	-4.6%	-5.0%
中国太保	-3.9%	-3.9%	-3.7%	-3.8%	-4.3%
新华保险	-3.6%	-3.7%	-4.0%	-4.4%	-5.1%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：测算假设为投资收益率假设下降50BP至4.5%，风险贴现率假设下降100BP至10%。测算方式为分别计算投资收益率假设、风险贴现率假设变动影响并求和汇总。中国平安测算中为投资收益率假设、风险贴现率假设均下降50BP至4.5%/10.5%。

负债端景气度确定性强，中报增速有望超预期，估值及持仓均位于较低水平。首推负债端改善延续性较强的中国太保，推荐中国平安、中国人寿。关注资产端边际改善带来弹性，受益标的新华保险。中国人保有望受益于寿险负债端超预期及财险承保端稳健表现；港股推荐友邦保险、众安在线和中国财险。

表5：受益标的估值表-寿险

当前股价及评级表			EVPS			PEV			BVPS		PB		评级
证券代码	证券简称	2023/7/17	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2022A	2023E	
601628.SH	中国人寿	32.81	43.54	47.30	51.33	0.75	0.69	0.64	15.43	16.66	2.13	1.97	买入
601318.SH	中国平安	48.05	76.34	85.63	85.63	0.63	0.56	0.56	46.97	54.48	1.02	0.88	买入
601601.SH	中国太保	28.10	51.80	59.06	59.06	0.54	0.48	0.48	23.75	24.88	1.18	1.13	买入
1299.HK	友邦保险	80.50	44.41	51.41	57.29	1.81	1.57	1.41	24.57	28.84	3.28	2.79	增持
601336.SH	新华保险	40.08	81.93	85.70	84.06	0.49	0.47	0.48	32.99	31.93	1.22	1.26	未评级
601319.SH	中国人保	6.03	7.83	8.36	8.92	0.77	0.72	0.68	4.57	5.12	1.32	1.18	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：友邦保险数据单位为港元，换算汇率为1美元兑换7.8港元（与最新报告期报告换算汇率一致）；新华保险、中国人保数据来自于Wind一致预期。

表6：受益标的估值表-财险

当前股价及评级表			EPS			PE			BPS		PB		评级
证券代码	证券简称	2023/7/17	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2022A	2023E	
2328.HK	中国财险	8.62	1.34	1.52	1.83	6.41	5.66	4.72	10.56	11.78	0.82	0.73	买入
6060.HK	众安在线	23.40	-1.03	1.04	1.50	-22.72	22.57	15.64	11.59	13.89	2.02	1.68	买入

数据来源：Wind、开源证券研究所

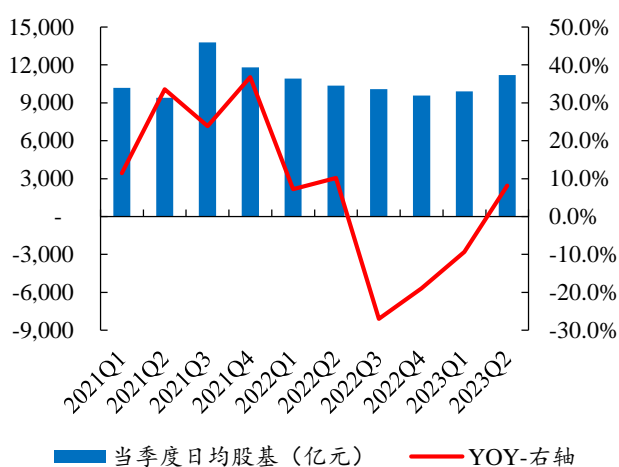
注：上表数据单位为港元；换算汇率为1港元兑换0.89元人民币。

2、券商：基本面复苏，关注左侧机会

2.1、2023H1 市场交易量同比微负，股债市同比改善

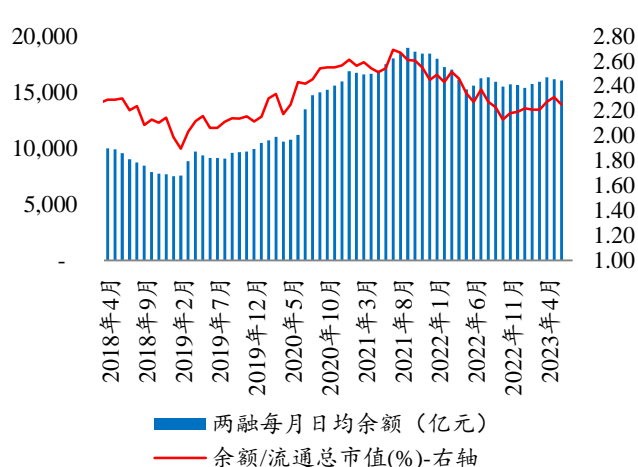
经纪与两融：2023H1 市场交投活跃度同比微负，期末两融规模较年初微增。2023H1 日均股基成交额 1.05 万亿，同比-1%；2023 单 Q2 日均股基成交 1.1 万亿，同比+8%，环比+13%。2023H1 末两融规模 1.59 万亿，较年初+3%；2023Q2 两融日均规模同比+3%，环比+3%。

图10：2023Q2 日均股基成交 1.1 万亿，同比+8%，环比+13%，2023H1 日均成交额同比-1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

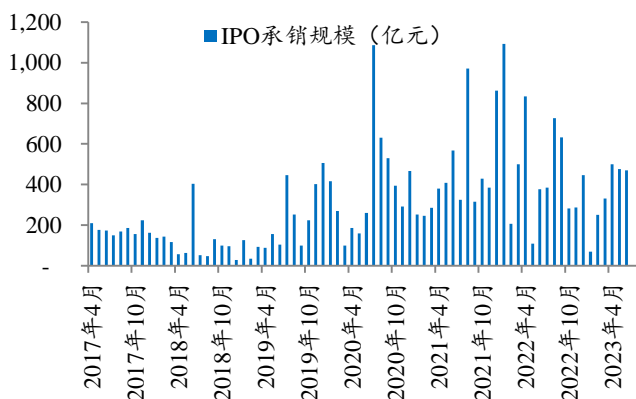
图11：2023Q2 两融日均规模同比+3%，环比+3%；2023H1 末两融规模较年初+3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

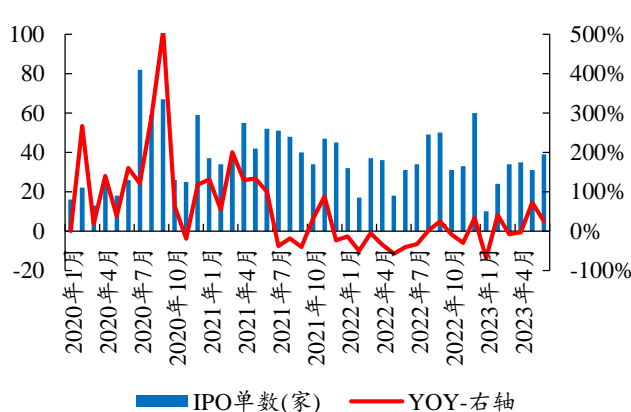
投行：2023H1 全市场 IPO 规模同比下降，单数同比增长，再融资、债承规模同比增长。2023H1 全市场 IPO 数量 173 单，同比+1%；2023 单 Q2 市场 IPO 105 单，环比+54%，同比+24%。2023H1 市场 IPO/再融资/债承规模同比-33%/+49%/+8%。

图12：2023H1 全市场 IPO 承销规模 2098 亿，累计同比-33%；2023Q2 为 1447 亿，同比+10%，环比+122%



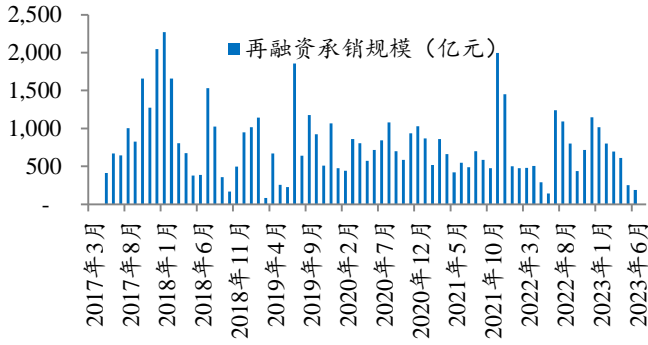
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：2023H1 全市场 IPO 单数 173 单，累计同比+1%；2023Q2 为 105 单，同比+24%，环比+54%



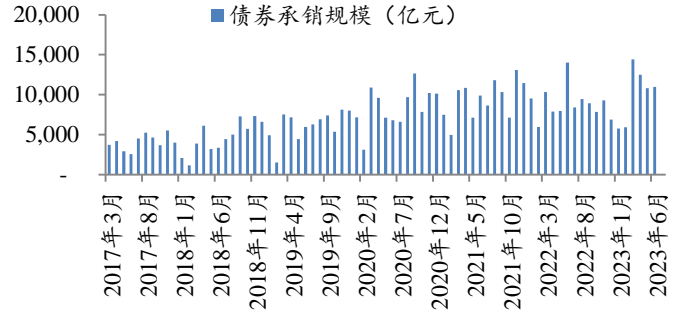
数据来源：Wind、开源证券研究所

图14: 2023年1-6月再融资承销规模累计同比+49%



数据来源: Wind、开源证券研究所

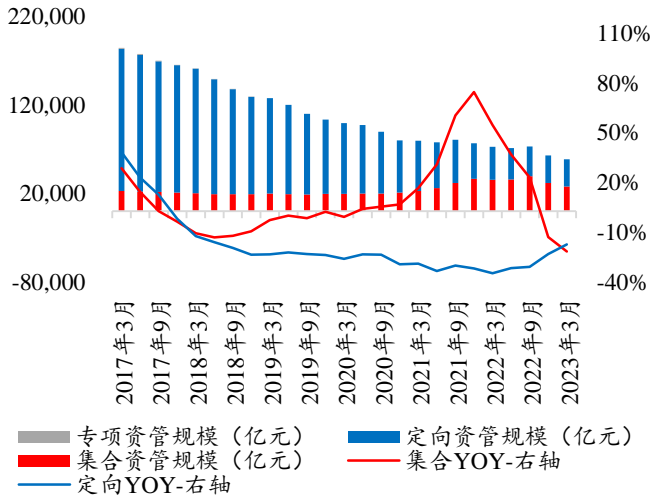
图15: 2023年1-6月债券承销规模累计同比+8%



数据来源: Wind、开源证券研究所

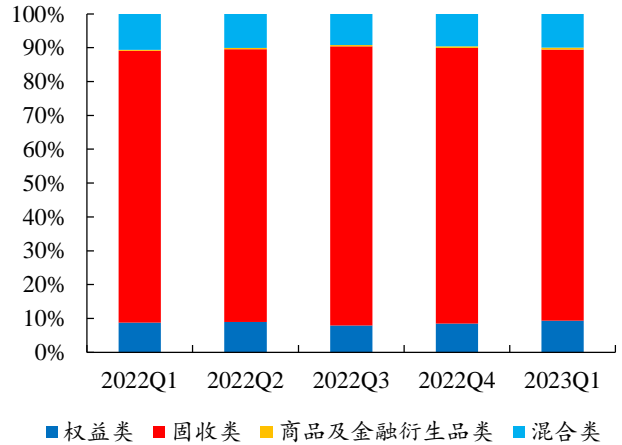
券商资管和大财富管理: 2023Q1末券商资管规模下降或导致二季度收入承压; 基金新发处于低位, 偏股基金净值表现不佳。2023Q1末券商资管规模5.85万亿, 同比-19%, 环比-7%; 投向来看, 固收占比80%, 环比-2pct, 权益类占比9%, 环比+1pct。2023H1股+混基金新发规模1708亿, 同比-17%; 2023H1偏股基金净值-3.6%, 5月末偏股基金保有量7.2万亿, 同比-1%。

图16: 2023Q1券商资管同比-19%, 环比-7%



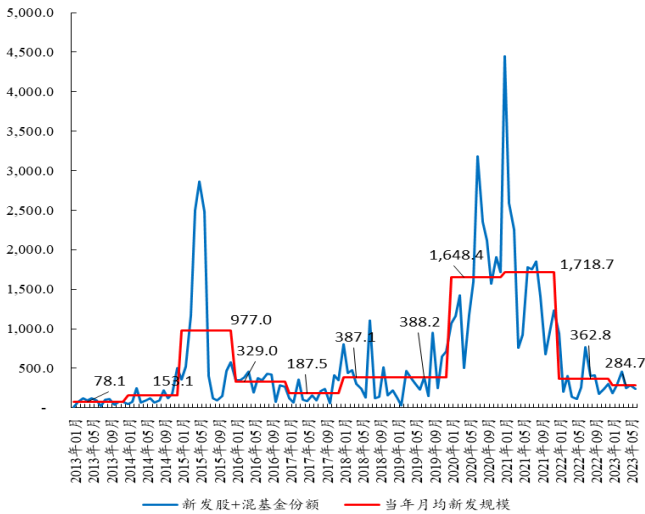
数据来源: 中基协、开源证券研究所

图17: 2023Q1券商资管投向以固收为主



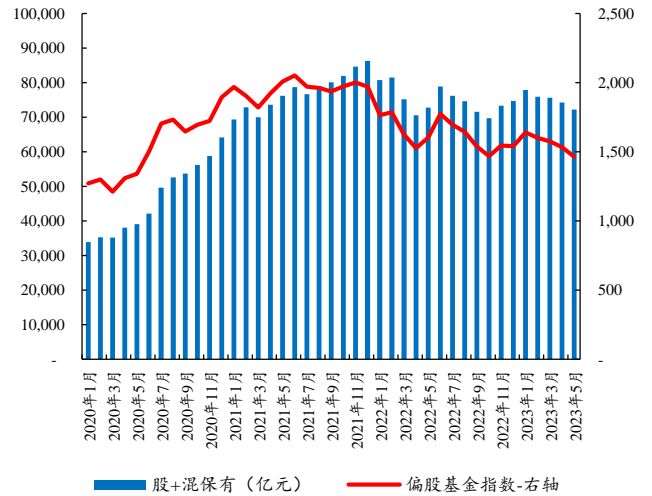
数据来源: 中基协、开源证券研究所

图18: 2023H1 月均新发偏股 285 亿, 低于 2018、2019 年



数据来源: 中基协、开源证券研究所

图19: 2023H1 偏股基金净值-3.6%, 净值拖累保有规模



数据来源: 中基协、开源证券研究所

自营投资: 2023H1 股债市场环境同比改善, 驱动券商自营投资收益同比增长。2023H1 沪深 300/万得全 A/中证综合债涨跌幅分别为-0.8%/+3.1%/+2.7% (2022H1 分别为-9.2%/-9.5%/+1.8%) ; 2023 单 Q2 沪深 300/万得全 A/中证综合债分别 -5.1%/-3.2%/+1.8%。

图20: 2023H1 股债市场环境同比改善



数据来源: Wind、开源证券研究所

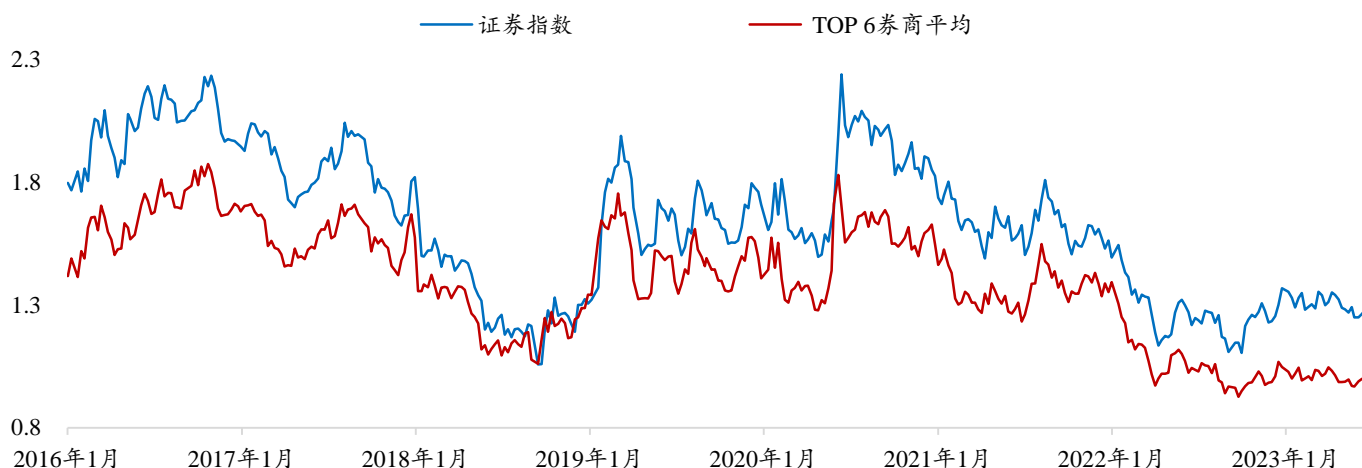
2.2、券商基本面同比好转，估值具有安全边际

预计 2023H1 上市券商归母净利润同比+18%，当前估值仍处于低位。2 季度券商手续费收入有望同环比改善，整体复苏力度有限，股债市同比改善驱动投资收益高增是主要影响因素，我们预计上市券商 2023H1 归母净利润 840 亿，同比+18%，2023 单 Q2 归母净利润 417 亿，同比-14%，环比-2%。受益于低基数，券商 2023 下半年归母净利润同比有望进一步扩张。截至 7 月 14 日，证券板块 PB (LF) 1.28 倍，位于 2017 年以来分位数 19%，头部 6 家券商 PB (LF) 1.00 倍，位于 2017 年以来分位数 7%。

表7：预计上市券商 2023H1 归母净利润同比+18%

40 家上市券商整体		2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023H1E
(单位：亿元)							
经纪业务收入		621	742	1140	1373	1120	569
	YOY	-19.7%	19.4%	53.7%	20.4%	-18.4%	-1.1%
日均股基成交额		4117	5580	9,042	11,343	10,215	10,549
	YOY	-17.4%	35.5%	62.0%	25.4%	-9.9%	-0.8%
投行业务收入		337	416	580	618	576	255
	YOY	-22%	23%	39%	6.5%	-6.8%	-0.8%
资产管理收入		305	314	389	499	454	207
	YOY	-4%	3%	24%	28%	-9%	-6%
大投资业务收入		723	1367	1578	1797	873	895
	YOY	-31%	89%	15%	14%	-51%	79%
自营投资收益率 (年化)		2.98%	5.20%	5.06%	4.67%	1.93%	1.98%
利息净收入		366	422	534	600	575	239
	YOY	9%	15%	27%	12%	-4%	-14%
营业收入 (调整后)		2,274	3,440	4,404	5,163	3,899	2,331
	YOY	-19%	51%	28%	17%	-24%	17%
管理费		1,470	1,763	2,103	2,530	2,313	1,203
	同比	-5.6%	19.9%	19.2%	20.3%	-8.6%	12.9%
归母净利润		640	1,087	1,456	1,891	1,252	840
	YOY	-38%	69.8%	34.0%	29.9%	-33.8%	18.2%
净利率 (调整后)		28%	31.6%	33%	37%	32%	36%
ROE (年化)		4.35%	6.97%	8.35%	9.56%	5.72%	7.25%

数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：当前券商估值处于低位


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：TOP6 券商包括中信证券、海通证券、华泰证券、国泰君安、广发证券、招商证券

重点标的中报同比高增长预测排序：东方证券+178%至+209%（已披露预告），国金证券+55%至+65%（已披露预告），华泰证券+22%，国联证券+17%，兴业证券+8%，中信证券+3%，东方财富-6%。预计江苏金租 2023 年中报归母净利润 13.7 亿，同比+15%。

表8：重点标的 2023 年中报业绩前瞻

代码	简称	总市值-7.14 (亿元)	归母净利润 (亿元)			归母净利润同比			环比
			2022A	2023H1	2023Q2	2022A	2023H1	2023Q2	2023Q2
600958.SH	东方证券(已披露预告)	839	30.1	18.0 至 20.0	3.7 至 5.7	-44%	+178%至+209%	-11%至+36%	-74%至-60%
600109.SH	国金证券(已披露预告)	328	12.0	8.4 至 9.0	2.4 至 3.0	-48%	+55%至+65%	-42%至-29%	-59%至-50%
601688.SH	华泰证券	1,321	110.5	66	33.4	-17%	22%	6%	3%
601456.SH	国联证券	263	7.7	5.1	3.0	-14%	17%	22%	46%
601377.SH	兴业证券	546	26.4	14.8	6.5	-44%	8%	-46%	-21%
600030.SH	中信证券	3,038	213.2	115.4	61.2	-8%	3%	3%	13%
300059.SZ	东方财富	2,285	85.1	41.9	21.6	-1%	-6%	-5%	7%
600901.SH	江苏金租	174	24.1	13.7	6.9	16%	15%	21%	1%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：东方证券、国金证券取自业绩预告，其余为开源证券研究所预测值

投资观点：券商板块估值和机构配置仍位于历史底部，尚未反映全年景气度改善，降费靴子基本落地，对“含基量”高的券商影响有限，关注底部机会。看好低估值、景气度相对占优且贝塔弹性较大的标的，受益标的：东方证券、兴业证券、财通证券、同花顺和东方财富。推荐低估值头部券商，受益标的：中信证券、华泰证券。

表9：受益标的估值表

证券代码	证券简称	股票价格	EPS			P/E		评级
		2023/7/14	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	
300059.SZ	东方财富	14.41	0.65	0.73	0.91	22.17	15.84	买入
600958.SH	东方证券	9.87	0.35	0.60	0.77	28.20	12.82	买入
601377.SH	兴业证券	6.32	0.35	0.45	0.52	18.06	12.15	买入
300033.SZ	同花顺	169.51	3.15	3.86	4.70	53.81	36.07	买入
600030.SH	中信证券	20.50	1.42	1.72	1.95	14.44	10.52	买入
601688.SH	华泰证券	14.56	1.42	1.68	2.02	10.25	7.21	买入
600901.SH	江苏金租	4.10	0.81	0.67	0.80	5.06	5.13	买入
601108.SH	财通证券	7.44	0.36	0.45	0.49	20.41	15.08	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：上述财通证券 EPS、PE 数据取自 Wind 一致性预期。

3、风险提示

- 股市波动对券商和保险盈利带来不确定影响；
- 保险需求复苏不及预期；
- 券商财富管理和资产管理利润增长不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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

股票投资评级说明

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

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

分析、估值方法的局限性说明

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

法律声明

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

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

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

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

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

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

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn