



估值见底，静待复苏

非银金融行业2024年中期投资策略

姓名 高超（分析师）

证书编号：S0790520050001

邮箱：gaochao1@kysec.cn

姓名 吕晨雨（分析师）

证书编号：S0790522090002

邮箱：lvchenyu@kysec.cn

姓名 卢崑（分析师）

证书编号：S0790524040002

邮箱：lukun@kysec.cn

姓名 唐关勇（联系人）

证书编号：S0790123070030

邮箱：tangguanyong@kysec.cn

2024 年 5 月 6 日

核心观点

1. 2024年初非银板块复盘：保险整体跑平，券商小幅跑输，当前估值见底，关注复苏阶段非银板块弹性

保险板块整体跑平，长端利率底部企稳但负债端业务景气度和政策端占优（类似2019年），复盘历史看保险超额收益来自利率上行和负债或政策端超预期。负债端改善明显、估值较低、盈利和资产端相对稳健的标的股价表现较好，A股中国太保、中国人寿、中国人保；券商板块整体跑输，并购题材标的表现较好，金融信息服务商受市场影响表现偏弱，头部券商受IPO和衍生品严监管影响整体跑输。

2. 保险板块展望：负债端延续高景气，关注资产端弹性催化

（1）2024Q1季报高质量增长延续，NBV增速超预期：人保寿险+82%、新华保险+51%、中国太保+31%、中国人寿+26.3%、中国平安+21%。新单保费期交占比明显提升，产品预定利率下调+报行合一降本增效+期限结构优化推动margin改善。（2）全年NBV预计保持较好增速。2季度同期基数高企，NBV累计增速预计逐步回落，但预计全年NBV仍保持较好增长，好于年初市场预期；（3）监管多措并举（预定利率调降，报行合一，调降万能和分红险结算利率），龙头险企积极调整产品结构（提升期缴产品、缩短关键产品资产负债久期差），预计行业负债成本持续回落；（4）关注核心估值压制因素资产端修复机遇，长端利率底部企稳，央行多次表态长端利率过低，叠加地产松绑政策和宏观经济数据改善，关注资产端催化的业绩和估值弹性。

首推业务端和政策端均更占优的保险板块，负债端延续高质量增长，资产端催化有望带来业绩和估值弹性。首推【中国太保、中国人寿】；财险板块2024年高基数后净利润同比增速有望逐步改善，关注综合成本率改善趋势，当前股价对应股息率（TTM）5.55%，推荐【中国财险】。

3. 券商及多元金融板块展望：券商基本面承压，监管趋严，鼓励整合，关注结构性机会；部分多元金融α凸显

证券行业：（1）基本面承压。2024Q1上市券商归母净利润288亿元，同比-32%，环比+61%，低于我们预期。核心收入同比均承压，管理费收入同比下降，“降本增效”显现。各券商业绩表现分化，主因自营结构差异。（2）监管趋严，鼓励头部机构做强做大。新国九条及证监会政策文件明确强调券商应将功能性放到首位，证券行业向功能型、集约型、专业化、特色化发展，同时鼓励头部并购重组，行业集中度将进一步提升，中小机构差异化发展趋势将更明显。市场化并购案例进度持续推进，看好国联证券收购民生证券、浙商证券收购国都证券的协同效应，关注相关进展。（3）关注结构性机会。券商业务端整体仍有压力，后续权益市场修复有望驱动行业盈利同比改善；政策端监管趋严，支持行业整合。看好结构性机会：并购主题标的，看好国联证券、财通证券，受益标的浙商证券、方正证券、中国银河、东兴证券；互联网券商和金融信息服务类标的，看好同花顺，指南针，东方财富。

多元金融：香港交易所：看好复苏阶段的β弹性。（1）国内稳增长持续发力叠加资金面改善，港股活跃度持续修复下港交所直接受益；（2）政策面表态积极，关注降低港股通门槛和股息税的潜在影响政策；（3）高管换届+多元化战略显著体现公司治理优势。拉卡拉：三大核心驱动盈利改善。（1）交易结构改善+行业主动提价拉升净支付费率；（2）扫码GPV延续超30%高增长，总体市占率趋稳；（3）商户科技业务结构改善，金融科技业务延续正增长，“支付+”业务有望延续超30%增速。江苏金租：公司是A股唯一上市的金租公司，业务模式符合监管导向，业绩稳健且资产质量良好，高股息、高ROE、低不良；聚焦零售真租赁，厂商模式优势领先。公司受益于大规模设备更新政策，2023年分红率超预期，当前股息率4.72%。

4.风险提示：股市波动对券商和保险盈利带来不确定影响；保险负债端增长不及预期；券商财富管理和资产管理利润增长不及预期。

目录

CONTENTS

1

2024年初非银复盘：保险基本跑平，券商小幅跑输

2

保险板块展望：负债端延续高景气，关注资产端弹性催化

3

券商及多元展望：券商关注结构性机会，部分多元标的 α 凸显

4

风险提示

1.1 保险复盘：近6个月整体跑输，2024年以来整体跑平

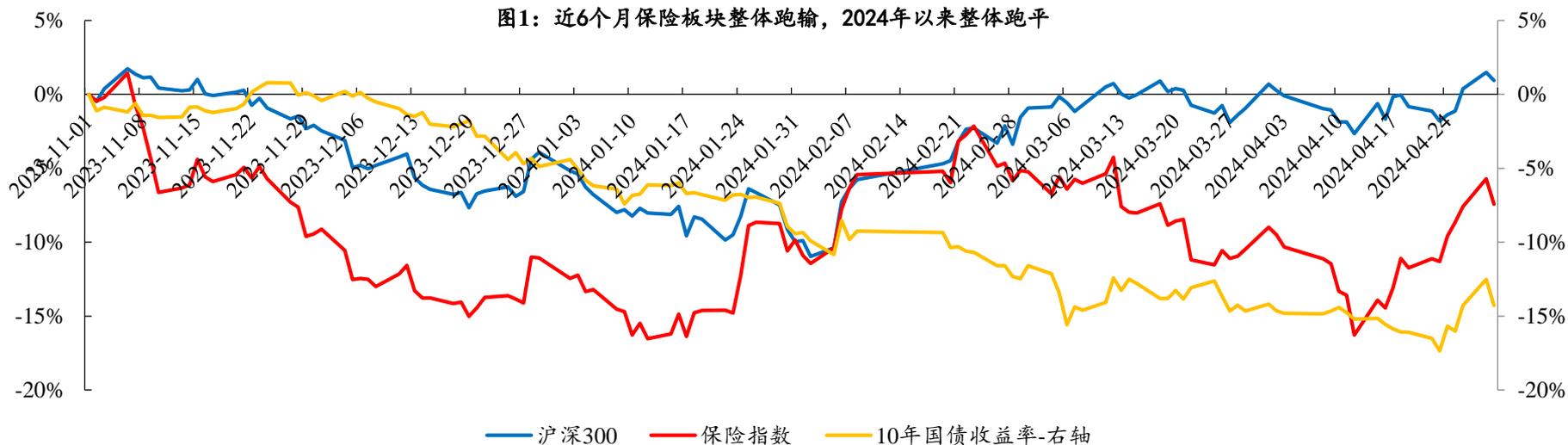
保险板块复盘：近6个月(2023年11月-2024年4月)保险板块相对沪深300整体跑输，2024年以来整体跑平

2023年11-12月：资产端担忧经济和利率，开门红规范政策和报行合一背景下，负债端担忧开门红；

2024年1-2月：开门红好于预期，资本市场托底政策，保险阶段性跑赢；

2024年3月至4月中旬：长端利率持续下行、万科地产风波，叠加中国平安年报不及预期和中国太保管理层不确定性影响，板块跑输；

2024年4月中旬至今：长端利率底部反转预期，一季报负债端高质量增长超预期，驱动板块超额。



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1 保险复盘：长端利率底部震荡，负债端和政策端利好类似2019年

保险板块复盘：长端利率底部震荡，负债端和政策利好带来明显超额，类似2019年

保险板块超额主要来自利率上行或负债和政策端高景气。

2017年和2018年属于资产负债同向驱动；
2016年和2019年利率整体处于企稳震荡阶段，负债端高增长，板块均呈现超额。

(1) 2021-2022年受地产、城投风险、负债端下行影响，估值和持仓下跌过度。

(2) 政策调降负债端成本，利率长期下行对估值的影响有所减弱。

(3) 新会计准则下，净利润受股市影响增强，受利率影响减弱（但仍然影响净资产）。

图2：保险板块超额主要来自利率上行或负债和政策端高景气

	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024至今
负债端	极强	强	弱	复苏	弱	差	差	恢复	延续复苏
利率	企稳震荡	大幅上行	大幅下降	底部震荡	疫后上行	明显下降	小幅下行	底部震荡	底部企稳
股市	平稳上涨	平稳上涨，大蓝筹	熊市	明显上涨	大幅上涨	震荡，结构性机会	熊市	小熊市	震荡上行
沪深300	-11%	22%	-25%	36%	27%	-5%	-22%	-9%	3%
资产端					疫情	房地产风险		担忧利率下行	担忧利率下行
政策面		调降定价利率	134号文限制短债				险二代	调降定价利率，银保行业合一	万能险结算利率，银保行业合一全面落地
保险指数	-1%	84%	-22%	52%	5%	-37%	1%	-5%	1%
保险股超额	10%	62%	4%	15%	-22%	-32%	22%	4%	-3%

NBV yoy	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023	2024Q1
中国人寿	56%	22%	-18%	19%	-1%	-23%	-20%	14%	26%
中国平安	65%	33%	7%	5%	-35%	-24%	-24%	36%	21%
中国太保	58%	40%	1%	-9%	-27%	-25%	-31%	31%	31%
新华保险	58%	15%	1%	-20%	-6%	-35%	-59%	65%	51%



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1 保险复盘：负债端改善+杜甫只顾+盈利稳健标的表现较好

保险个股复盘：负债端改善明显、估值较低、盈利和资产端相对稳健的标的股价表现较好

从A股看，2024年以来中国太保、中国人保和中国人寿表现较好，均有小幅超额；

港股看，中国太保、中国太平和中国财险涨幅领先；

表1：2023年寿险标的领涨，NBV增速、估值和资产端弹性标的具有超额收益

证券代码	证券简称	市场	细分行业	近6个月 23. 10. 31- 24. 4. 29	近两周： 24. 4. 15-24. 4. 29	24年以来	近6个月 23. 10. 31- 24. 4. 29	近两周： 24. 4. 15- 24. 4. 29	24年以来
2328.HK	中国财险	港美股	保险	8	0	7	7	-4	2
0966.HK	中国太平	港美股	保险	3	19	10	2	14	4
601319.SH	中国人保	A股	保险	1	7	11	-0	2	6
2628.HK	中国人寿	港美股	保险	-1	19	4	-3	14	-1
601601.SH	中国太保	A股	保险	-2	20	12	-3	16	6
601336.SH	新华保险	A股	保险	-5	13	2	-6	9	-4
2601.HK	中国太保	港美股	保险	-6	24	14	-7	20	8
601318.SH	中国平安	A股	保险	-7	11	4	-8	7	-1
601628.SH	中国人寿	A股	保险	-7	16	9	-8	12	3
2318.HK	中国平安	港美股	保险	-9	19	4	-11	15	-2
1336.HK	新华保险	港美股	保险	-11	18	0	-12	13	-5
1299.HK	友邦保险	港美股	保险	-17	18	-16	-18	14	-21
6060.HK	众安在线	港美股	保险	-37	7	-25	-38	3	-31

数据来源：Wind、开源证券研究所

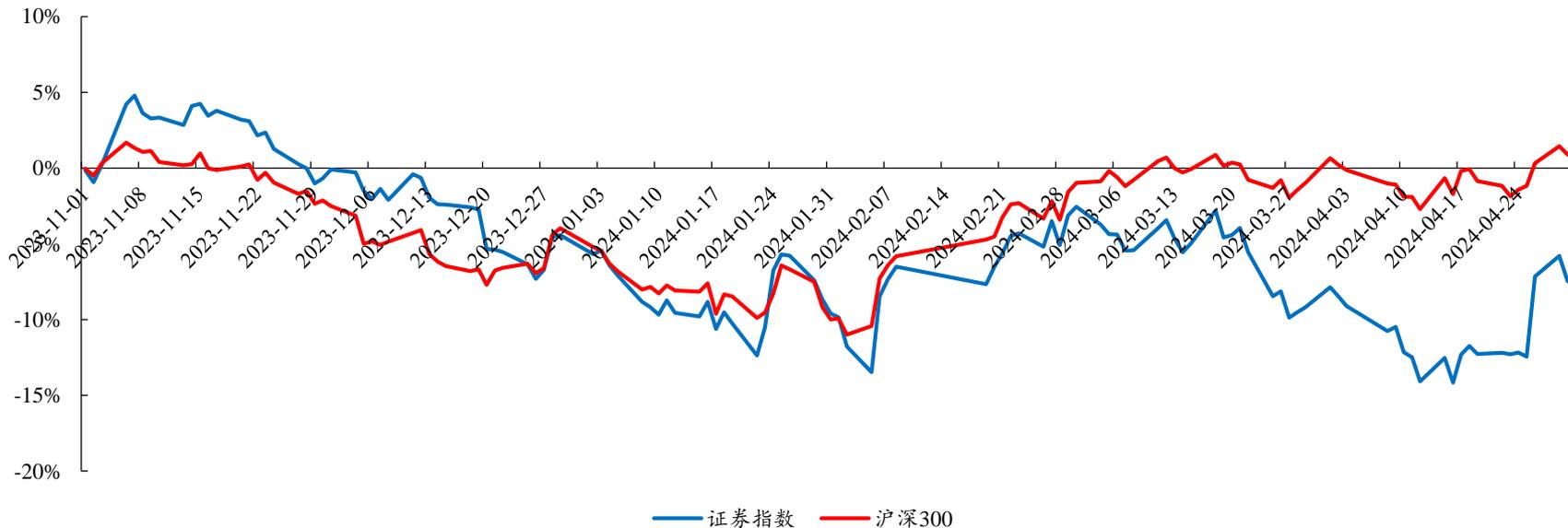
1.2 券商和多元金融板块复盘

近6个月(2023年11月-2024年4月)券商板块整体跑输，2024年以来整体跑输：

2023年11月：证监会表态支持头部券商通过并购重组做优做强，风控指标松绑等政策落地，带来板块阶段性超额。

2023年12月至今：受股市交易量走弱、2024年1季度雪球等资本中介业务担忧以及监管趋严等因素影响，板块持续跑输。

图3：2023年11月至今，证券指数下跌7%，跑输沪深300



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2 券商和多元金融板块复盘

结构性机会显现，并购题材标的股价表现较好：

2024年以来，并购题材类标的如浙商证券、方正证券、中国银河和东兴证券股价表现相对较好，金融信息服务类标的受风格因素和1季度业绩偏弱预期影响，明显跑输；头部券商受监管趋严、IPO收紧和衍生品业务波动影响，股价明显跑输。

表2：2024年至今，并购题材标的股价表现较好

排名	证券代码	证券简称	近6个月涨跌幅	2024年以来涨跌幅↓	排名	证券代码	证券简称	近6个月涨跌幅	2024年以来涨跌幅↓
1	601136.SH	首创证券	0.9%	38.4%	29	600958.SH	东方证券	-3.2%	-4.0%
2	002670.SZ	国盛金控	18.6%	28.1%	30	002939.SZ	长城证券	-7.0%	-4.3%
3	002673.SZ	西部证券	11.3%	16.2%	31	601236.SH	红塔证券	-7.2%	-4.7%
4	601901.SH	方正证券	17.8%	11.5%	32	601377.SH	兴业证券	-11.0%	-4.8%
5	601878.SH	浙商证券	12.7%	8.3%	33	600061.SH	国投资本	-6.4%	-5.0%
6	601788.SH	光大证券	0.2%	7.4%	34	000750.SZ	国海证券	-7.9%	-5.1%
7	600999.SH	招商证券	4.2%	7.3%	35	601099.SH	太平洋	-6.9%	-5.1%
8	601198.SH	东兴证券	10.3%	7.2%	36	601162.SH	天风证券	-9.9%	-5.5%
9	000166.SZ	中万宏源	7.1%	5.9%	37	601066.SH	中信建投	-7.5%	-5.6%
10	000783.SZ	长江证券	-0.9%	5.4%	38	601555.SH	东吴证券	-14.6%	-6.4%
11	002736.SZ	国信证券	-7.0%	5.3%	39	600095.SH	湘财股份	-14.3%	-6.5%
12	688318.SH	财富趋势	-7.6%	4.4%	40	600030.SH	中信证券	-12.0%	-6.7%
13	601881.SH	中国银河	2.7%	3.3%	41	300059.SZ	东方财富	-13.8%	-6.7%
14	601990.SH	南京证券	1.9%	2.8%	42	600906.SH	财达证券	-12.2%	-7.2%
15	601696.SH	中银证券	-5.7%	0.0%	43	600864.SH	哈投股份	-13.6%	-7.4%
16	000728.SZ	国元证券	-1.7%	-0.1%	44	601211.SH	国泰君安	-5.6%	-7.5%
17	600909.SH	华安证券	0.4%	-0.8%	45	000776.SZ	广发证券	-10.7%	-7.6%
18	601108.SH	财通证券	-3.3%	-1.2%	46	601519.SH	大智慧	-13.5%	-9.6%
19	002797.SZ	第一创业	-1.9%	-1.2%	47	600155.SH	华创云信	-18.5%	-10.1%
20	601688.SH	华泰证券	-11.5%	-1.3%	48	600837.SH	海通证券	-14.7%	-10.5%
21	601375.SH	中原证券	-3.8%	-1.3%	49	601995.SH	中金公司	-10.7%	-12.4%
22	002500.SZ	山西证券	-6.9%	-2.6%	50	601059.SH	信达证券	-8.9%	-12.6%
23	600918.SH	中泰证券	-6.5%	-2.9%	51	300803.SZ	指南针	-19.7%	-21.6%
24	600369.SH	西南证券	-3.2%	-2.9%	52	300033.SZ	同花顺	-13.2%	-21.6%
25	000686.SZ	东北证券	-8.3%	-3.0%	53	002945.SZ	华林证券	-16.1%	-22.3%
26	601456.SH	国联证券	-3.2%	-3.5%	54	000712.SZ	锦龙股份	-25.5%	-24.5%
27	600109.SH	国金证券	-2.8%	-3.5%	55	600570.SH	恒生电子	-34.9%	-28.3%
28	000987.SZ	越秀资本	-11.9%	-3.8%		801193.SI	证券指数	-7.2%	-3.2%

数据来源：Wind、开源证券研究所

目录

CONTENTS

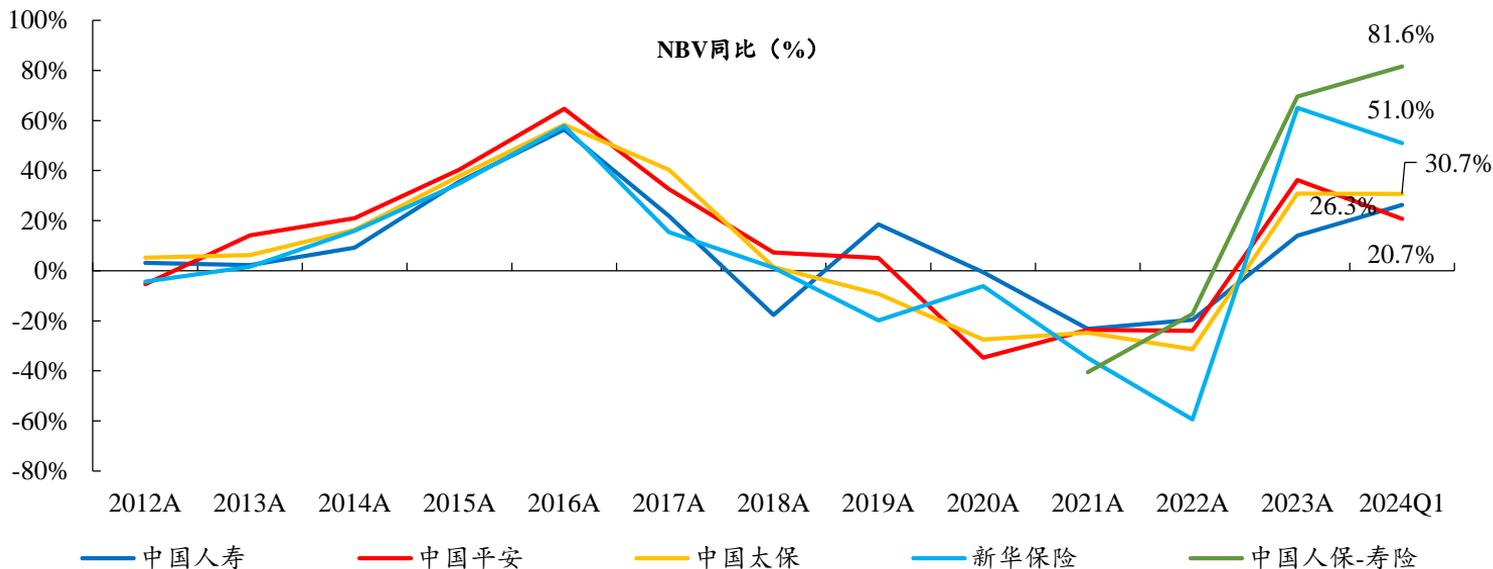
- 1 2024年初非银复盘：保险基本跑平，券商小幅跑输
- 2 保险板块展望：负债端延续高景气，关注资产端弹性催化
- 3 券商及多元展望：券商关注结构性机会，部分多元标的 α 凸显
- 4 风险提示

2.1 寿险负债端2024Q1回顾：一季报高质量增长延续，NBV增速超预期

2024Q1上市险企NBV增速超预期，价值率提升为核心驱动

2024Q1上市险企NBV延续高增长，主要受益预定利率下调+“报行合一”降本增效+期交结构改善带来的Margin提升。2024Q1上市险企NBV同比延续高增，且略优于预期：人保寿险+82%、新华保险+51%、中国太保+31%（非可比口径）、中国人寿+26%、中国平安+21%，其中除中国太保外，其余上市险企均为按2023年新经济假设测算的可比口径NBV增速。

图4：2024Q1上市险企NBV同比延续高增



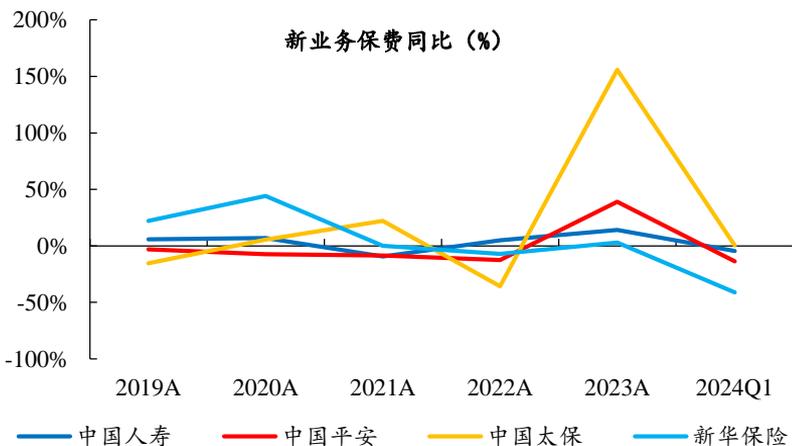
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

2.1 寿险负债端2024Q1回顾：一季报高质量增长延续，NBV增速超预期

新单保费增速放缓但结构明显改善，margin明显提升受益预定利率下调+“报行合一”降本增效+期限结构改善

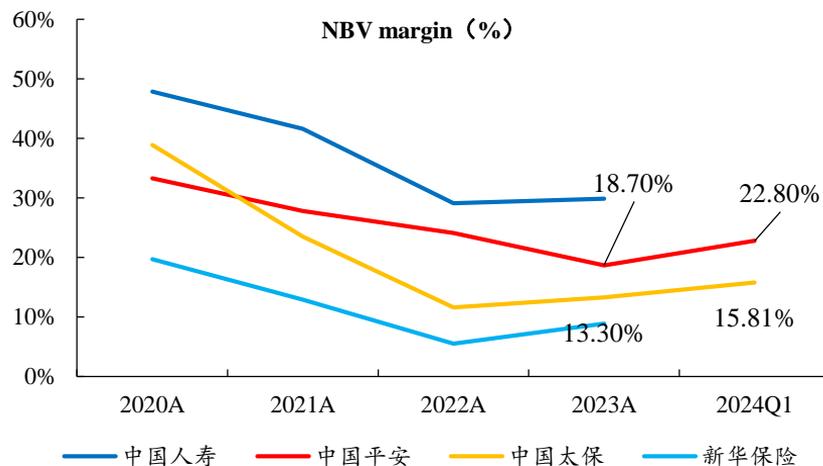
- 新单保费同比增速放缓，但期缴结构改善且个险占比提升：2024Q1个险新单占比提升，中国太保、新华保险个险新单占比提升至49.2%和43.9%；中国人寿10年期及以上产品同比+25.4%；中国太保个险新单期缴保费同比+25%。
- 价值率明显改善驱动NBV高增：中国平安2024Q1 margin 同比+6.5pct至22.8%，中国太保同比+3.7pct 至15.8%，预计其他上市险企价值率均有改善。

图5：受报行合一和险企主动调整产品策略影响，2024Q1新单保费受同比有所下降



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图6：2024Q1上市险企NBV margin明显改善



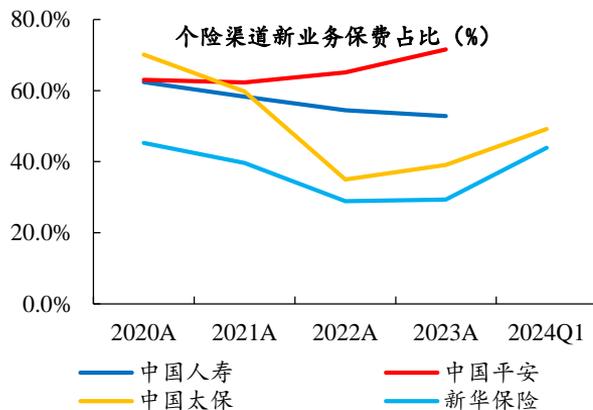
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

2.1 寿险负债端2024Q1回顾：一季报高质量增长延续，NBV增速超预期

新单保费增速放缓，渠道结构和期限结构明显改善

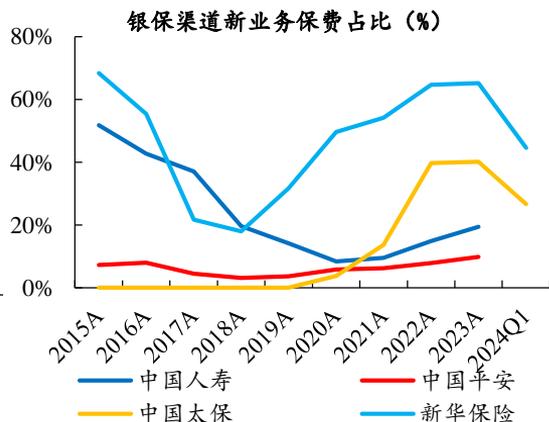
- 个险新单保费占比提升：中国太保、新华保险个险新单占比提升至49.2%和43.9%，预计受益个险产能提升；
- 银保新单保费占比下降：银保新单有所下滑，预计报行合一政策影响部分趸缴产品销售所致，但银保续期期缴保费高增，预计价值贡献提升；
- 新单期缴保费占比提升：受益险企调整产品策略，中国人寿10年期及以上新单期缴产品同比+25.4%；中国太保个险新单期缴保费同比+25%。

图7：2024Q1上市险企个险新单保费占比提升



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图8：2024Q1银保新单占比下降，预计受报行合一影响趸缴占比下降



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

表3：2024Q1中国太保个险新单期缴同比+25%

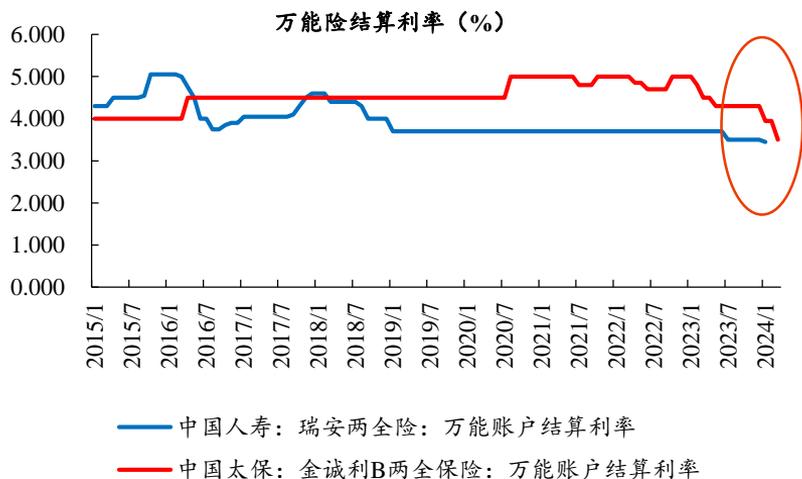
太保-规模保费 (百万元)	2023Q1	2024Q1	YOY
个人客户业务	98,800	97,243	-2%
代理人渠道	86,511	84,864	-2%
新保业务	12,277	16,124	31%
其中：期缴	8,443	10,585	25%
续期业务	74,234	68,740	-7%
银保渠道	12,289	12,379	1%
新保业务	11,145	8,718	-22%
续期业务	1,144	3,661	220%
团险渠道	9,617	8,646	-10%
新保业务	9,239	7,949	-14%
续期业务	378	697	84%
其他渠道	40	61	53%
保险业务收入	108,457	105,950	-2%
太保新单保费	32,701	32,852	0.4%

2.1 寿险负债端2024Q1回顾：一季报高质量增长延续，NBV增速超预期

价值率margin明显提升主要受益：预定利率下调+“报行合一”降本增效+期限结构改善

- 预定利率调降优化负债成本：2023年6月起预定利率下调至3.0%，2024年万能险结算利率上限逐步调整至3.5%-3.8%。
- “报行合一”推动降本增效：2023年10月以来银保、经代报行合一政策启动，利好险企改善费差损，提升产品价值率
- 险企主动调整产品策略，新单期缴保费占比提升：中国人寿10年期及以上新单期缴产品同比+25.4%；中国太保个险新单期缴保费同比+25%，中国太保续期保费同比+220%。

图9：2024年起上市险企万能账户结算利率下调



数据来源：Wind、开源证券研究所

表4：2024Q1中国人寿10年期新单期缴保费同比+25.4%

中国人寿 (单位：百万元)	2022A	2023A	YOY	2023Q1	2024Q1	YOY
新单保费	184,767	210,813	14.1%	117,669	112,444	-4.4%
首年期交保费	96,426	112,573	16.7%	71,478	74,825	4.7%
十年期及以上首年期交保费	41,821	49,522	18.4%	20,082	25,191	25.4%
趸交保费	14,077	68,761	388.5%	11,212	2,815	-74.9%
短期险保费	74,264	29,479	-60.3%	34,979	34,804	-0.5%
续期保费	430,423	430,567	0.0%	209,552	225,194	7.5%
总保费	615,190	641,380	4.3%	327,221	337,638	3.2%

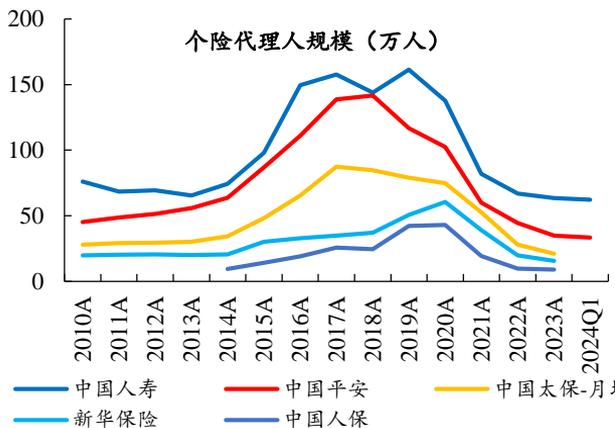
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

2.1 寿险负债端2024Q1回顾：一季报高质量增长延续，NBV增速超预期

供给端：个险渠道转型见效，人均产能明显提升

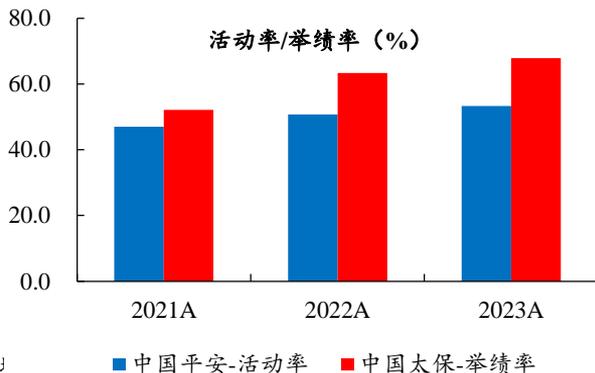
- 个险代理人规模环比降幅收窄：2024Q1末中国人寿和中国平安人力规模至62.2万人和33.3万人，分别同比-6.0%/-17.6%，较年初-1.9%/-4.0%，整体降幅有所收窄，中国人寿或率先实现队伍规模企稳回升。
- 个险产能明显提升：先行指标-活动率以及人均产能均出现边际改善。2024Q1中国人寿个险月均首年保费同比+17.7%；中国平安代理人渠道人均NBV同比+56.4%，新增人力中“优+”占比同比+11pct；中国太保U人力月人均首年规模保费同比+33.7%，U人力人均首年佣金同比+14.1%。

图10：2024Q1上市险企个险渠道规模环比企稳



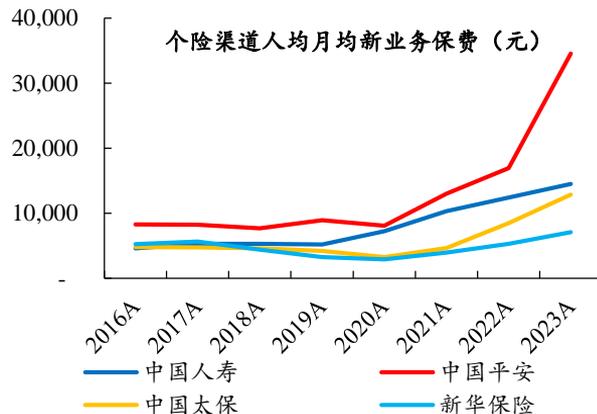
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图11：2023年末上市险企活动率持续改善



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图12：上市险企人均产能2021年以来明显提升



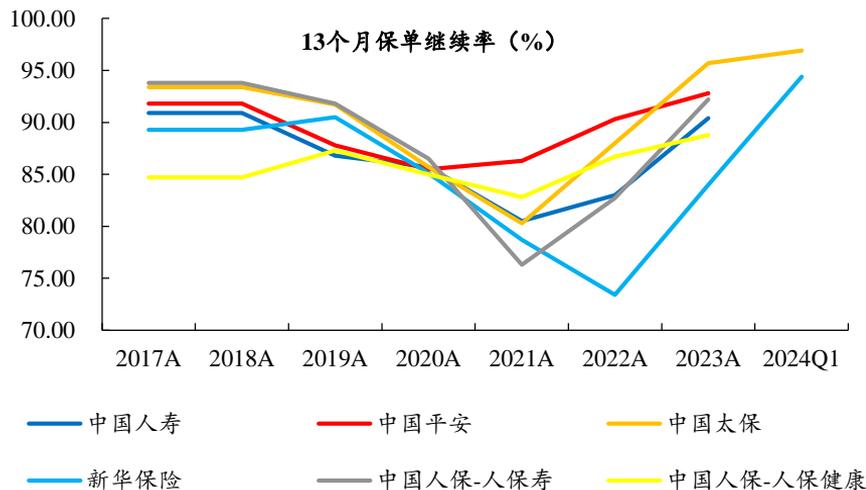
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

2.1 寿险负债端2024Q1回顾：一季报高质量增长延续，NBV增速超预期

供给端：保单继续率持续改善，长期价值贡献稳定+

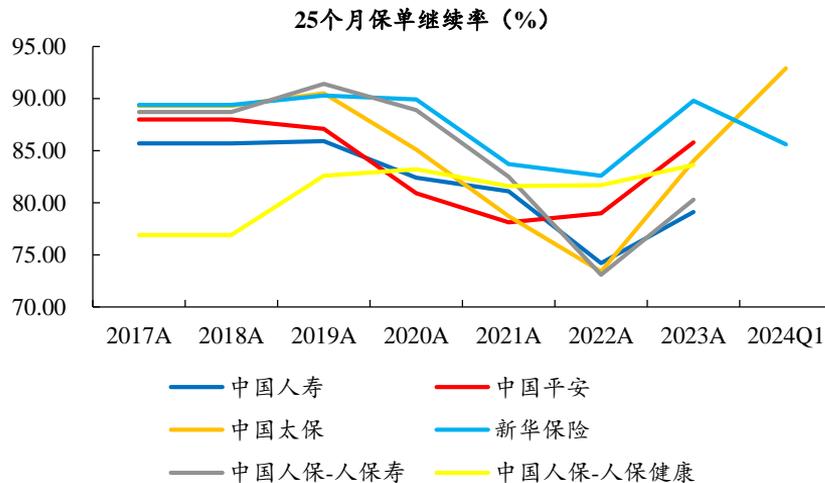
• 保单质量持续改善，续期率提升实现长期价值贡献稳定：2024Q1末中国太保13个月/25个月保单继续率96.9%/92.9%，分别同比+1.0/+7.3pct。新华保险13个月/25个月保单继续率分别94.4%/85.6%，分别同比+5.2/5.6pct，退保率同比-0.1pct至0.5%。

图13：上市险企13个月保单继续率明显提升



数据来源：各公司公告、开源证券研究所
中国人寿为14个月保单继续率

图14：上市险企25个月保单继续率明显提升 (%)



数据来源：各公司公告、开源证券研究所
注：中国人寿为26个月保单继续率

2.2 寿险资产端与利润回顾：股债承压，新准则加大波动，投资端拖累Q1利润

净利润同比微幅下降符合预期，投资端承压拖累Q1业绩表现

- 保险服务业绩除太保外为负增长：中国太保+3.2%、中国平安-1.0%、新华保险-14.1%、中国人寿-27.2%、中国财险-31.7%；承保利润释放与当期CSM摊销释放相关，当期CSM释放与过往几年价值贡献以及CSM存量相关。
- 投资服务业绩整体承压：2024Q1分别同比中国平安-4.2%、中国人寿-8.8%、中国太保-22.0%、新华保险-43%、中国财险-53.3%。Q1上市险企投资端同比下降主要系同期权益市场高基数，长端利率下滑导致新增固收资产和存量资产再配置收益率双下滑。FVOCI市值上升带来净资产提升，但多为配置盘而未处置兑现投资收益。

表5：上市险企2023年前3季度归母净利润同比承压

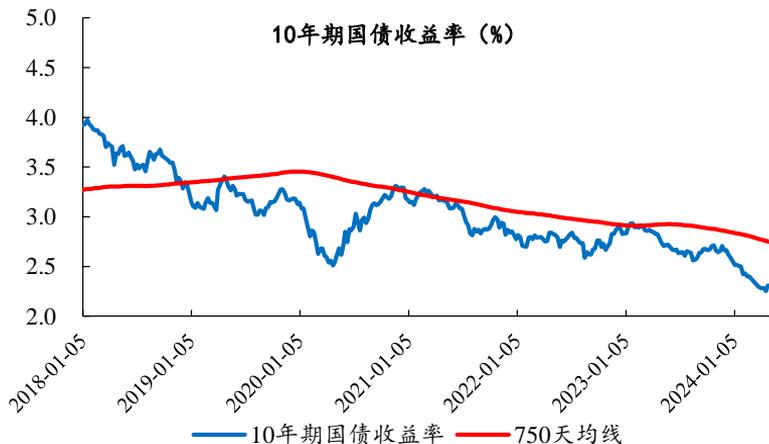
利源分析	中国人寿			中国平安			中国太保			新华保险		
单位：百万元	2023Q1	2024Q1	YOY									
保险服务业绩	15,892	11,572	-27.2%	26,042	25,781	-1.0%	9,347	9,644	3.2%	4,485	3,851	-14.1%
投资服务业绩	19,378	17,674	-8.8%	18,501	17,733	-4.2%	7,703	6,009	-22.0%	4,438	2,530	-43.0%
保险+投资	35,270	29,246	-17.1%	44,543	43,514	-2.3%	17,050	15,653	-8.2%	8,923	6,381	-28.5%
其他服务业绩	-9,617	-2,475		10,719	9,103	-15.1%	-2,139	-1,606		-878	-1,228	
税前利润总额	25,653	26,771	4.4%	55,262	52,617	-4.8%	42,483	32,001	-24.7%	8,045	5,153	-35.9%
净利润	22,770	20,644	-9.3%	38,352	36,709	-4.3%	11,626	11,759	1.1%	6,917	4,942	-28.6%
承保利润占比	62%	43%		47%	49%		22%	30%		56%	75%	
投资利润占比	76%	66%		33%	34%		18%	19%		55%	49%	
承保+投资利润占比	137%	109%		81%	83%		40%	49%		111%	124%	
剩余业务净收入占比	-37%	-9%		19%	17%		-5%	-5%		-11%	-24%	

2.2 寿险资产端与利润回顾：股债承压，新准则加大波动，投资端拖累Q1利润

国债收益率下行拖累投资收益率，展望看宏观经济复苏利于投资端修复

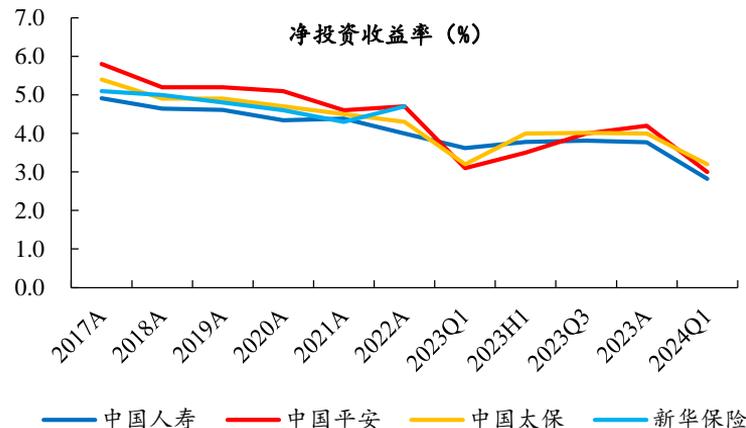
- 10年期国债收益率自2021年起呈现下行趋势，拖累险企新增资产及到期再配置资产收益率，拖累险企投资收益率。
- 多数险企2024Q1年净投资收益率：中国人寿2.82%（同比-0.8 pct）、中国平安3.0%（同比-0.1 pct）、中国太保3.2%（同比持平）。

图15：10年期国债收益率呈现下行趋势，近期有企稳迹象



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：净投资收益率受国债下行影响有所下降



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

2.3 财产险2024Q1回顾：受大灾及出行率恢复拖累COR

财险保费增速稳定，综合成本率受大灾及出行恢复影响有所回升

- **2024Q1财险保费同比增速稳定**：太保财险+8.6%，平安财险+2.8%，人保财险同比+3.8%，全行业同比+5.1%。车险保费Q1受中小险企价格竞争影响有所下滑，3月企稳回升，非车险受益政策性保险招投标节奏；
- **中国财险和平安财险COR分别提升2.2pct/0.9pct，太保财险COR下降4pct**。中国财险和平安财险COR提升预计主要受冰冻灾害叠加出行率提高，灾害损失增加带来赔付率提升，太保财险预计受益于新能源车险成本结构双优化，非车险减量管理成效显著。

图17：平安和人保受大灾与出行率提升COR上升，太保改善0.4pct

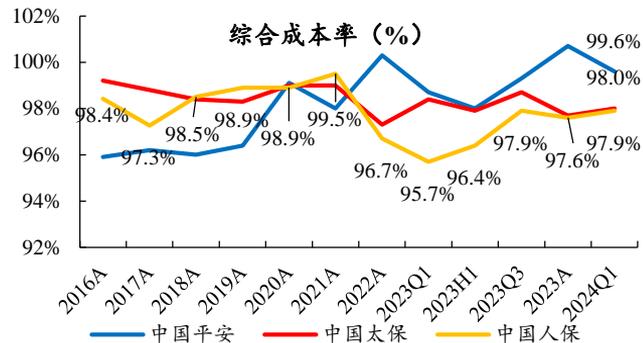


图18：上市险企2024Q1财险保费同比增长

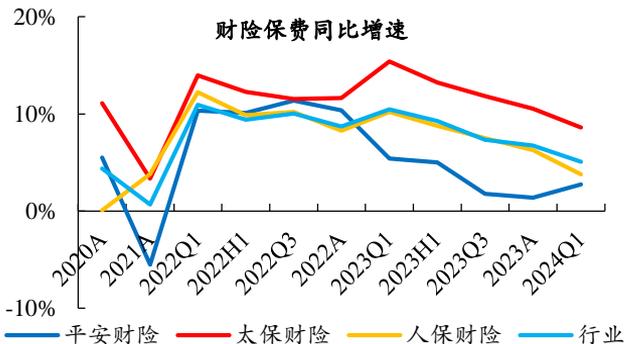


图19：上市险企2024Q1车险保费同比增速放缓

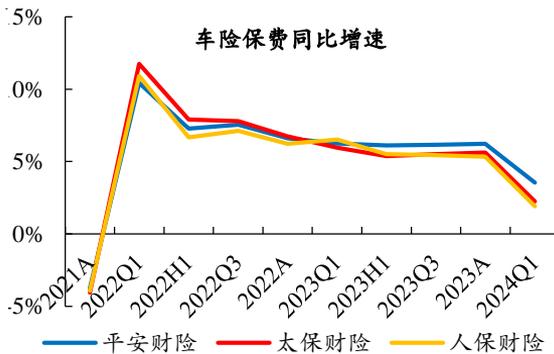
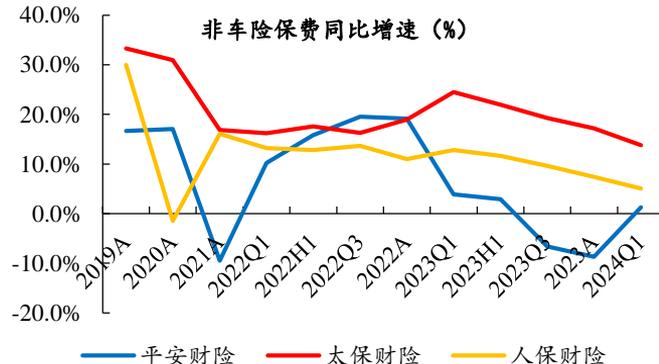


图20：平安财险2024Q1非车险保费同比恢复正增长



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

2.3 财产险2024Q1回顾：中国财险承保与投资端小幅承压，净利润同比回落

中国财险Q1承保和投资两端小幅承压，净利润同比回落

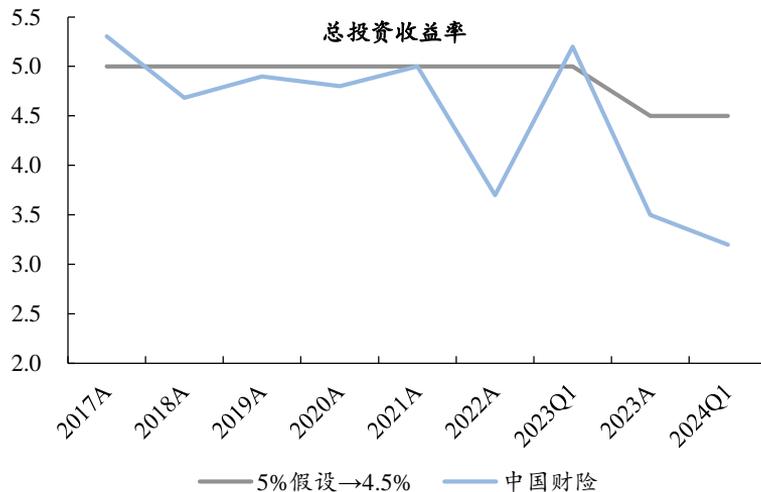
- 中国财险2024Q1业绩：承保和投资两端均小幅承压，净利润同比-38%；
- 承保端：冰冻灾害叠加出行率提高，灾害损失增加带来赔付率提升，综合成本率抬升2.2pct至97.9%。
- 投资端：公司以基金为主的权益类资产占比高（2023年末7.7%），基金市场遇冷，新准则分类为FVTPL导致波动加大。

表6：2024Q1中国财险承保端和投资端均有承压

单位：百万元	中国财险		
	2023Q1	2024Q1	YOY
承保利润	6,786	4,633	-31.7%
投资利润	5,344	2,494	-53.3%
承保+投资利润	12,130	7,127	-41.2%
剩余业务净收入	-521	-302	
税前利润总额	11,609	6,826	-41.2%
净利润	9,508	5,871	-38.3%
承保利润占比	58%	68%	
投资利润占比	46%	37%	
承保+投资利润占比	104%	104%	
剩余业务净收入占比	-4%	-4%	

数据来源：中国财险2024Q1季报、开源证券研究所

图21：2024Q1中国财险总投资收益率同比-2pct至3.2%



数据来源：中国财险2024Q1季报、开源证券研究所

2.4 2024年展望：价值率和产能持续提升，全年NBV预计保持较好增速

价值率和渠道产能明显改善，预计全年NBV同比仍保持较好增速

- 2024年2季度同期基数高企，NBV累计增速预计逐步回落；
- 预计全年NBV仍保持较好增长，好于年初市场预期。考虑到全年价值率明显抬升、渠道产能持续提升、后续银保渠道逐步修复。

表7：预计上市险企2024年NBV同比仍能实现较好增长

NBV (百万元)	2022A	2023A	2024Q1	2024H1E	2024Q3E	2024E	2025E	2026E
中国人寿	36,004	36,860				40,177	43,271	46,343
中国平安	28,820	31,080	12,890			33,784	38,446	42,521
中国太保	9,205	10,962	5,190			12,058	13,626	15,261
新华保险	2,423	3,024	2,025					
YOY	2022A	2023A	2024Q1	2024H1E	2024Q3E	2024E	2025E	2026E
中国人寿	-19.60%	13.97%	26.30%	3.00%	6.00%	9.00%	7.70%	7.10%
中国平安	-23.95%	36.23%	20.70%	2.00%	5.00%	8.70%	13.80%	10.60%
中国太保	-31.37%	30.80%	30.70%	5.00%	8.50%	10.00%	13.00%	12.00%
新华保险	-59.48%	65.04%	51.00%					

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

2.4 2024年展望：价值率和产能持续提升，全年NBV预计保持较好增速

监管多措并举，龙头主动调整产品结构，负债成本有望回落

监管多措并举（预定利率调降，报行合一，调降万能和分红险结算利率），龙头险企积极调整产品结构（提升期缴产品、缩短关键产品资产负债久期差），预计行业负债成本持续回落，利于缓解市场对利差损风险的担忧。

表8：监管多措并举，帮助行业降低负债成本

时间	监管方向	政策名称	预计影响
2023年5月16日	预定利率下调	险企陆续下架预定利率3.5%产品 分红险或是未来主流	短期激发储蓄型保险需求，利好短期新单销售
2023年9月19日	银保渠道费用	保险业银保业务手续费拟下调 部分公司已暂时关闭银保业务销售渠道	银保渠道费差损改善
2023年10月9日	银保渠道报行合一	金融监管总局人身保险监管部通过人身险产品备案系统发布《关于银保产品管理有关事宜的通知》	加强报行合一执行力度
2024年1月9日	万能险结算利率压降	监管部门窗口指导，部分寿险公司压降万能险结算利率	降低利差损风险以及恶性竞争，预计对短期销售影响较小
2024年1月19日	银保渠道报行合一	国家金融监督管理总局发布《关于规范人身保险公司银行代理渠道业务有关事项的通知》	《通知》整体符合预期，银保渠道从严执行报行合一，利于降低行业恶性竞争，规范行业经营行为并降低费差损风险，利好行业长期健康发展，同时有望促使银行以量补价，带动银保渠道业务同比增速上修

数据来源：金管局、开源证券研究所

2.4 2024年展望：价值率和产能持续提升，全年NBV预计保持较好增速

资产端为核心质押因素，当前长端利率企稳+地产松绑+宏观经济数据改善

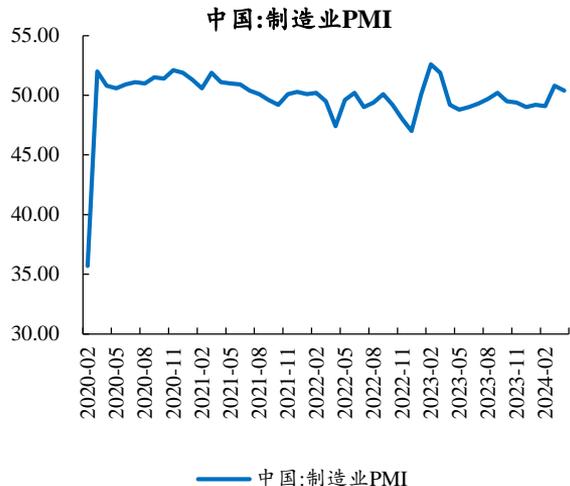
资产端是核心压制因素，长端利率底部企稳，央行多次表态长端利率过低，叠加地产领域松绑政策和宏观经济数据改善，预计资产端阶段性有望给保险股带来催化。

图22：2024年4月26以来长端利率底部企稳



数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：2024年2月以来PMI逐步回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

表9：2024年4月以来央行3次表态长重视端利率风险

时间	对长端利率的表态
4月3日	央行于4月3日在一季度货币政策例会中首次提出“在经济回升过程中，也要关注长期收益率的变化”
4月9日	与三家政策性银行座谈中提及“当前经济正在稳步恢复，长久期资产的利率风险值得关注”
4月23日	央行有关部门负责人接受《金融时报》记者采访第三次提到“长期国债收益率总体运行在与长期经济增长预期相匹配的合理区间内。……固定利率的长期限债券久期长，对利率波动比较敏感，投资者需要高度重视利率风险”。

数据来源：央行、开源证券研究所

2.4 2024年展望：价值率和产能持续提升，全年NBV预计保持较好增速

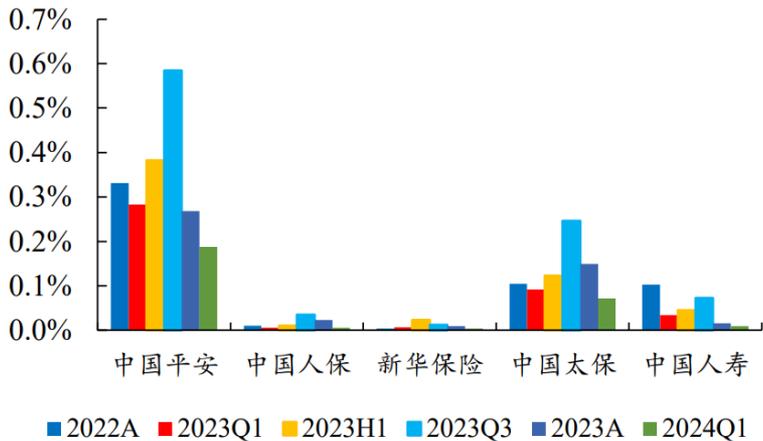
基金持仓明显回落，PEV处于历史低位

2024Q1基金持仓明显回落：保险板块占比 0.28%，环比下降 0.19pct，相对 A 股低配 1.84%，保险板块持仓有所下降。保险PEV估值位于历史低位：4月30日中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险分别0.69、0.55、0.48、0.39，均处于历史估值低位。

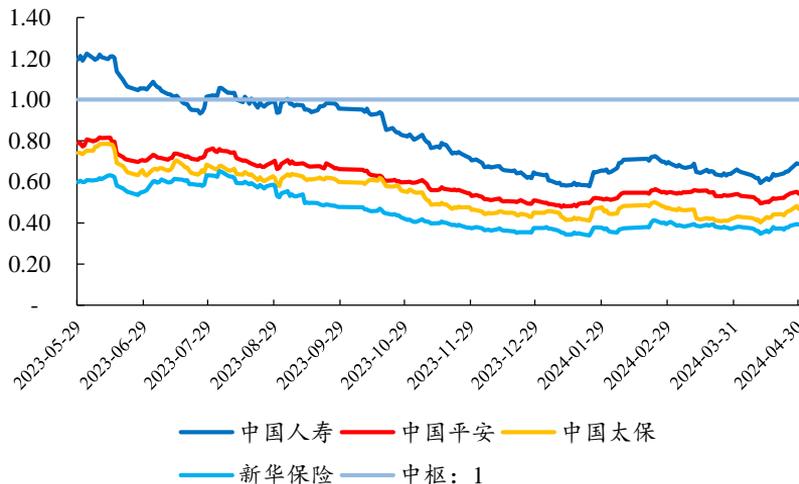
图24：2024Q1 主动型基金各上市险企重仓持仓均下降

图25：2024.4.30 保险PEV估值处于历史低位

重点险企持仓占比（主动型基金）（%）



上市险企近5年静态PEV



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

负债端延续高景气，关注资产端端催化带来的业绩和估值弹性

- 首推业务端和政策端均更占优的保险板块，负债端延续高质量增长，资产端催化有望带来业绩和估值弹性。

首推【中国太保、中国人寿】

- 财险板块2024年高基数后净利润同比增速有望逐步改善，关注综合成本率改善趋势，5月3日股价对应股息率（TTM）5.55%。

推荐【中国财险】

表10：受益标的估值表

代码	简称	NBV (亿元)				归母净利润 (亿元)				PB		PEV		股息率
		2023A	YOY	2024E	YOY	2023A	YOY	2024E	YOY	2023A	2024E	2023A	2024E	2023A
601628.SH	中国人寿	368.6	14.0%	399.6	8.4%	461.8	-30.7%	651.7	41.1%	1.88	1.79	0.69	0.65	1.4%
601318.SH	中国平安	310.8	36.2%	337.8	8.7%	856.7	-22.8%	1201.9	40.3%	0.84	0.76	0.54	0.52	5.8%
601601.SH	中国太保	109.6	30.8%	120.6	10.0%	272.6	-27.1%	337.3	23.7%	0.99	1.00	0.47	0.44	4.0%
2328.HK	中国财险					245.9	-15.7%	276.8	12.6%	0.94	0.87			5.5%

数据来源：Wind、开源证券研究所

目录

CONTENTS

1

2024年初非银复盘：保险基本跑平，券商小幅跑输

2

保险板块展望：负债端延续高景气，关注资产端弹性催化

3

券商及多元展望：券商关注结构性机会，部分多元标的 α 凸显

4

风险提示

3.1 券商一季报综述：手续费收入承压，自营结构差异导致各券商业绩分化

2024Q1上市券商归母净利润同比-32%，核心收入同比承压，管理费同比有所下降

2024Q1上市券商归母净利润288亿元，同比-32%，环比+61%，低于我们预期，经纪/投行/资管/投资/利息净收入分别同比-9%/-36%/-4%/-34%/-36%，环比-4%/-35%/-6%/+6%/-26%，管理费522亿元，同比-13%，环比-19%，年化ROE为4.71%，同比-2.64pct，杠杆率（剔除客户保证金）为3.94倍，同比-2%，较年初-2%。

表1：2024Q1核心收入同比承压，管理费同比下降

40家上市券商合计	2023			2024Q1		
	金额 (亿元)	YOY	收入占比	金额 (亿元)	YOY	收入占比
经纪业务	990.7	-12%	25%	224.9	-9%	26%
投行业务	450.3	-22%	11%	66.4	-36%	8%
资管业务	452.9	0%	11%	104.6	-4%	12%
投资收益 (含公允价值变动损益)	1,403.9	61%	35%	339.5	-34%	39%
利息净收入	433.6	-25%	11%	69.8	-36%	8%
其他净收入	281.9	-6%	7%	70.7	12%	8%
调整后营业收入	4,013.3	3%		876.0	-24%	
管理费用	2,412.8	4%	60%	521.6	-13%	60%
营业利润	1,500.9	0%	37%	349.9	-35%	40%
所得税率	14%			14%		
归母净利润	1,258.2	1%	31%	288.4	-32%	33%
ROE	5.35%	-0.38pct		4.71%	-2.64pct	
杠杆率 (剔除客户保证金)	4.03	3%		3.94	-2%	

数据来源：Wind、开源证券研究所

3.1 券商一季报综述：手续费收入承压，自营结构差异导致各券商业绩分化

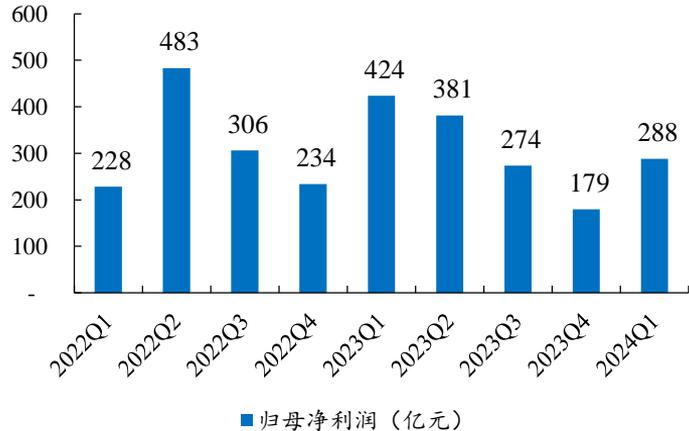
2024Q1上市券商归母净利润同比-32%，核心收入同比承压，管理费同比有所下降

各上市券商业绩来看，净利润环比波动较大，主要受自营投资表现分化的影响。各公司自营投资结构和策略有所差异，在一季度债市向好，股市波动较大的环境下，各公司自营投资表现分化。

表2：2024Q1上市券商归母净利润表现分化，环比波动较大

序号 (亿元)	简称	2024Q1归 母净利润	同比	环比	序号	简称	2024Q1归 母净利润	同比	环比
1	中信证券	49.59	-8%	50%	21	国金证券	3.67	-39%	-24%
2	华泰证券	22.91	-29%	-28%	22	长城证券	3.53	-22%	56%
3	国泰君安	24.89	-18%	233%	23	西部证券	1.96	-45%	-32%
4	海通证券	9.11	-63%	扭亏为盈	24	东兴证券	3.60	64%	3%
5	广发证券	15.38	-29%	32%	25	浙商证券	4.47	-8%	6%
6	中国银河	16.31	-27%	28%	26	西南证券	2.30	2%	617%
7	招商证券	21.57	-5%	-9%	27	红塔证券	1.20	-47%	22%
8	国信证券	12.29	-31%	-21%	28	天风证券	-3.76	由盈转亏	221%
9	中金公司	12.39	-45%	-20%	29	华西证券	1.26	-69%	144%
10	中信建投	12.28	-50%	-9%	30	国海证券	0.94	-59%	扭亏为盈
11	申万宏源	13.88	-31%	436%	31	华安证券	2.79	-23%	-11%
12	东方证券	8.86	-38%	扭亏为盈	32	东北证券	0.21	-94%	-77%
13	光大证券	6.82	-29%	扭亏为盈	33	山西证券	1.59	-37%	-44%
14	兴业证券	3.28	-60%	-14%	34	国联证券	-2.19	由盈转亏	亏损扩大
15	方正证券	7.84	41%	262%	35	中银证券	2.02	-20%	124%
16	东吴证券	4.56	-22%	78%	36	南京证券	2.63	21%	141%
17	中泰证券	3.31	-71%	扭亏为盈	37	第一创业	1.43	2%	5333%
18	长江证券	4.02	-47%	15%	38	中原证券	1.31	86%	3362%
19	国元证券	4.63	-11%	5%	39	太平洋	0.35	-77%	扭亏为盈
20	财通证券	4.56	-8%	-39%	40	华林证券	0.55	-13%	扭亏为盈
						合计	288.35	-32%	61%

图1：2024Q1上市券商归母净利润288亿，同比-32%，环比+61%



数据来源：Wind、开源证券研究所

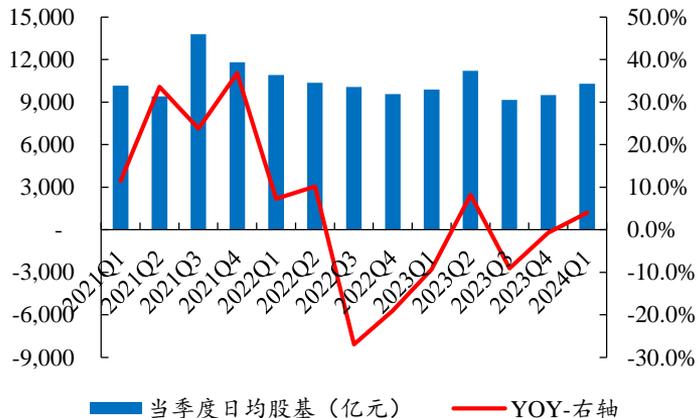
数据来源：Wind、开源证券研究所
注：以2024Q1末归母净资产从大到小排序

3.1 券商一季报综述：手续费收入承压，自营结构差异导致各券商业绩分化

经纪：经纪净收入同环比表现弱于市场交易量，预计受佣金率及代销收入拖累。

2024Q1上市券商经纪业务净收入同比-9%，环比-4%。2024Q1市场日均股基成交额为1.03万亿元，同比+4%，环比+8%。我们测算2023年经纪净佣金率万2.1，同比-10%，预计下降趋势延续。2024Q1市场新发非货/偏股基金份额同比-6%/-41%，环比-36%/-14%。基金新发表现较弱，预计券商代销金融产品收入承压。

图2：2024Q1市场日均股基成交额1.03万亿，同比+4%，环比+8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

序号 单位：亿元	简称	2024Q1经 纪净收入↓	同比	环比	序号	简称	2024Q1经 纪净收入↓	同比	环比
1	中信证券	24.42	-6%	2%	21	华西证券	3.24	-15%	-2%
2	国泰君安	14.99	-7%	-11%	22	财通证券	2.97	8%	0%
3	华泰证券	13.58	-11%	2%	23	东北证券	2.19	-15%	5%
4	广发证券	13.58	-6%	1%	24	国元证券	2.17	-2%	2%
5	招商证券	13.19	-7%	5%	25	华安证券	2.05	-2%	-12%
6	中国银河	12.56	-10%	-3%	26	西部证券	1.89	0%	9%
7	中信建投	12.54	-7%	1%	27	长城证券	1.84	-6%	1%
8	国信证券	10.79	-3%	2%	28	国海证券	1.81	-4%	-2%
9	申万宏源	10.24	-11%	9%	29	天风证券	1.77	-34%	-17%
10	海通证券	8.51	-7%	-11%	30	中银证券	1.77	-14%	-17%
11	中金公司	8.31	-33%	-18%	31	东兴证券	1.54	-7%	6%
12	方正证券	8.08	-1%	3%	32	山西证券	1.32	0%	431%
13	中泰证券	6.77	-9%	-1%	33	西南证券	1.31	-11%	-1%
14	光大证券	6.27	-15%	9%	34	中原证券	1.23	-5%	-7%
15	长江证券	6.26	-16%	5%	35	华林证券	1.14	8%	8%
16	浙商证券	5.32	24%	-54%	36	国联证券	1.08	-3%	-13%
17	东方证券	4.86	-30%	-22%	37	南京证券	1.03	0%	6%
18	兴业证券	4.67	-23%	-3%	38	第一创业	0.84	-5%	-1%
19	国金证券	3.84	-1%	-9%	39	太平洋	0.79	-6%	21%
20	东吴证券	3.72	-7%	1%	40	红塔证券	0.41	-7%	3%
						合计	224.87	-9%	-4%

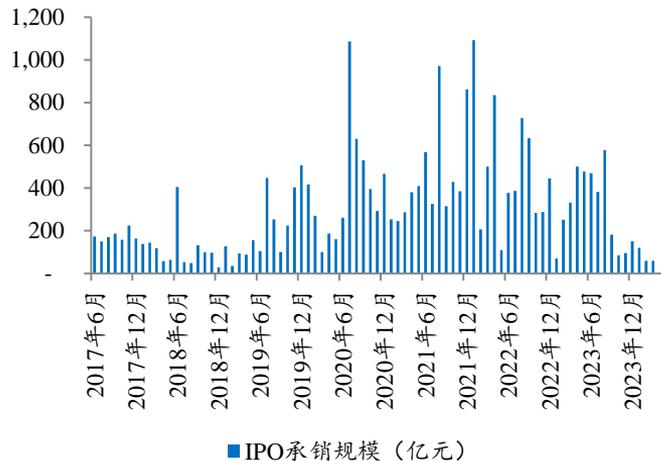
数据来源：Wind、开源证券研究所

3.1 券商一季报综述：手续费收入承压，自营结构差异导致各券商业绩分化

投行：投行收入受IPO环境影响承压。

在统筹一二级市场、严把IPO入口的监管环境下，2024Q1全市场IPO承销规模236亿元，同比-64%，环比-28%，IPO项目30单，同比-56%，环比-39%，IPO收入16亿元，同比-65%，环比-30%。2024Q1上市券商投行净收入66亿元，同比-36%，环比-35%。

图3：2024Q1全市场IPO承销规模236亿元，同比-64%



数据来源：Wind、开源证券研究所

表4：IPO环境影响券商投行业务承压

序号 单位：亿元	简称	2024Q1投 行净收入↓	同比	环比	序号	简称	2024Q1投 行净收入↓	同比	环比
1	中信证券	8.69	-56%	-16%	21	招商证券	0.88	-43%	-84%
2	国泰君安	6.42	-3%	-38%	22	国联证券	0.78	-13%	23%
3	华泰证券	5.76	-26%	-23%	23	第一创业	0.65	42%	79%
4	中金公司	4.50	-25%	-58%	24	长江证券	0.62	110%	-39%
5	中信建投	4.48	-59%	-50%	25	长城证券	0.53	-6%	-57%
6	海通证券	4.13	-54%	1%	26	山西证券	0.49	-36%	-69%
7	东方证券	2.73	-1%	-15%	27	南京证券	0.47	32%	-17%
8	中泰证券	2.52	-41%	7%	28	东北证券	0.38	-51%	扭亏为盈
9	光大证券	2.49	30%	-9%	29	方正证券	0.38	-33%	65%
10	东吴证券	2.31	-23%	36%	30	西部证券	0.36	29%	-63%
11	国金证券	2.26	-43%	-5%	31	西南证券	0.30	-15%	-23%
12	国信证券	2.12	-27%	-21%	32	国元证券	0.28	-58%	-40%
13	申万宏源	1.71	-41%	-52%	33	华安证券	0.22	-6%	-62%
14	浙商证券	1.51	-35%	-25%	34	华西证券	0.19	-40%	-66%
15	广发证券	1.48	47%	-11%	35	红塔证券	0.18	402%	-37%
16	财通证券	1.41	-8%	-34%	36	中银证券	0.18	26%	-82%
17	天风证券	1.31	-51%	-33%	37	太平洋	0.18	-55%	-46%
18	兴业证券	1.16	-69%	-56%	38	国海证券	0.17	-66%	-60%
19	东兴证券	1.16	32%	-40%	39	中原证券	0.07	-60%	-84%
20	中国银河	0.95	65%	-57%	40	华林证券	0.03	-74%	-81%
	合计	66.41	-36%	-35%					

数据来源：Wind、开源证券研究所

3.1 券商一季报综述：手续费收入承压，自营结构差异导致各券商业绩分化

投资：上市券商自营投资表现分化，预计固收投资相对稳健，权益投资及衍生品业务有所拖累。

2024Q1上市券商自营投资收益同比-29%，环比+29%，各公司表现分化，与自营业务结构有关。2024Q1债市同环比表现较佳，股市表现分化，小盘股下跌明显。2024Q1中证综合债上涨2.1%，同环比均有所改善；沪深300上涨3.1%，同比承压，环比改善；中证1000下跌7.6%，同环比承压。

图4：2024Q1债市表现较佳，股市表现分化

代码	证券简称	年涨跌幅		季度涨跌幅				
		2022年	2023年	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
881001.WI	万得全A	-18.7%	-5.2%	6.5%	-3.2%	-4.8%	-3.3%	-2.8%
000300.SH	沪深300	-21.6%	-11.4%	4.6%	-5.1%	-4.0%	-7.0%	3.1%
000905.SH	中证500	-20.3%	-7.4%	8.3%	-5.4%	-5.1%	-4.6%	-2.6%
000852.SH	中证1000	-21.6%	-6.3%	9.3%	-4.0%	-7.9%	-3.2%	-7.6%
930609.CSI	纯债债基	1.8%	3.4%	1.0%	1.1%	0.5%	0.8%	1.1%
H11009.CSI	中证综合债	3.3%	4.8%	0.9%	1.8%	0.7%	1.3%	2.1%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表5：上市券商自营投资表现分化

序号 单位：亿元	简称	2024Q1自 营投资收 益	同比	环比	序号	简称	2024Q1自 营投资收 益	同比	环比
1	中信证券	63.32	-6%	38%	21	国金证券	4.30	-40%	-2%
2	申万宏源	27.54	-12%	39%	22	国元证券	4.29	-1%	13%
3	国泰君安	23.71	-24%	93%	23	南京证券	4.04	114%	229%
4	中金公司	23.39	-35%	-19%	24	山西证券	3.48	-42%	-43%
5	招商证券	20.72	20%	1%	25	兴业证券	3.29	-68%	扭亏为盈
6	华泰证券	18.44	-54%	-40%	26	中泰证券	3.17	-77%	-64%
7	中国银河	16.29	-33%	-11%	27	中原证券	3.10	76%	112%
8	中信建投	15.55	-38%	-11%	28	西南证券	2.81	-30%	79%
9	国信证券	14.53	-24%	-9%	29	华安证券	2.63	-12%	59%
10	海通证券	11.53	-38%	扭亏为盈	30	第一创业	2.28	9%	42%
11	广发证券	11.35	-22%	47%	31	东北证券	1.98	-62%	-59%
12	东方证券	8.08	-31%	扭亏为盈	32	天风证券	1.91	-78%	-73%
13	方正证券	7.45	87%	204%	33	国海证券	1.70	-33%	62%
14	光大证券	5.99	-37%	2%	34	红塔证券	1.66	-47%	36%
15	东兴证券	5.54	135%	29%	35	中银证券	0.90	-6%	-2%
16	东吴证券	5.52	-9%	16%	36	太平洋	0.69	-73%	-34%
17	长城证券	5.17	-19%	31%	37	华林证券	0.56	322%	1123%
18	西部证券	4.87	-36%	10%	38	华西证券	0.44	-90%	扭亏为盈
19	浙商证券	4.63	-23%	227%	39	长江证券	0.35	-94%	-90%
20	财通证券	4.32	-39%	24%	40	国联证券	-1.50	由盈转亏	由盈转亏
						合计	340.01	-29%	29%

数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2 政策面分析：监管趋严，支持头部券商通过并购重组做大做强

行业监管趋严

表6：监管趋严，证监会一揽子政策、国九条及相关“1+N”监管政策等陆续出台，调降公募交易佣金落地、私募新规落地

序号	时间	政策	点评
1	2024年3月6日	证监会主席吴清在两会经济主题记者会上表态	“强、严”是未来监管关键词；突出保护投资者合法权益；从入口、日常监管和出口等多方面提高上市公司质量；“一个基石和五个支柱”增强资本市场内在稳定性。
2	2024年3月15日	证监会集中发布《关于严把发行上市准入关从源头上提高上市公司质量的意见（试行）》等四项政策文件	明确中长期证券行业发展规划：（1）力争通过5年左右时间，推动形成10家左右优质头部机构引领行业高质量发展的态势。（2）到2035年，形成2至3家具备国际竞争力与市场引领力的投资银行和投资机构。（3）到本世纪中叶，形成综合实力和国际影响力全球领先的现代化证券基金行业。 政策影响：（1）压实中介方责任，大幅提升现场检查，全面提升场外衍生品等重点业务监管。（2）把功能性放在首位，践行金融报国、金融为民发展理念，正确处理好功能性和盈利性关系。公募基金费率改革推进下，行业综合费率或稳步下降，关注后续公募降佣和渠道降尾佣政策。（3）证监会明确行业中长期发展规划，优质头部机构在资本空间、并购重组和组织创新方面或有政策倾斜，提升功能性考核、严监管和集约化发展（审慎开展重资本业务，合理适度再融资）趋势下，头部公司优势相对突出，预计行业集中度加速提升，中小机构将主打差异化战略。
3	2024年3月15日	证监会发布实施《首发企业现场检查规定》，并修订实施《首次公开发行股票并上市辅导监管规定》	大幅提高现场检查比例、扩大覆盖面，持续做好辅导监管，压实辅导机构责任，从源头上提高上市公司质量。
4	2024年4月12日	国务院印发《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（新“国九条”），证监会配合出台1+N监管政策，交易所修订相关规则	（1）新“国九条”表述与2023年下半年以来监管脉络一致，符合预期。与前两次“国九条”偏扩张性的表述相比，新“国九条”突出严监管强基，强调投资者保护，符合当前资本市场发展阶段和主要矛盾，利好二级市场信心恢复。 （2）强调券商将功能性放到首位，投行和财富管理能力建设是未来重点，稳健有序发展期货和衍生品市场，券商业务重心或再次倾斜轻资本业务。投行和拟上市企业抽查力度加大、现场检查比例增加，合规风控稳健的头部券商影响相对较小。严监管、打造优质头部券商的政策导向背景下，行业集中度有望加速提升。
5	2024年4月19日	证监会制定发布《公开募集证券投资基金证券交易费用管理规定》，首次股票交易佣金费率调降准备工作将于7月1日前完成。	正式稿严监管佣金分配，压实各方责任，较征求意见稿更严格。 （1）4月30日，财联社报导多家公募收到监管下发的通知，明确降佣标准与时间截止日。2023年全市场平均股票交易佣金率万分之2.62，要求公募按照该佣金率标准调整旗下公募基金交易佣金费率，并且需在6月30日完成调整。我们以2023年静态数据计算，公募佣金由168亿下降31.7%至115亿。 （2）政策明确禁止交易佣金用于渠道返佣和违规第三方转移支付，允许用于研究服务。正式稿表述更加严格，从公募和券商两端严格规范佣金分配。监管表态证监会及派出机构将全面加强监管，对违规行为从严从重问责，压实托管人责任。研究分佣占比的提升或能较大程度对冲佣金总量的下降，对研究佣金盘子影响或较小；券商渠道端或加快向买方模式转型，从重销售向重保有转变，基金投顾和券结模式有望发展提速。部分渠道及转移支付成本或内化至公募，一定程度上或增加基金公司的成本支出。单一基金管理人给予单一券商佣金上限由30%降至15%，超限佣金或向行业分流。券结模式基金不受该分配比例限制影响。2B金融终端收入或承压，竞争加剧下产品价格或有下降，关注低价替代效应。

3.2 政策面分析：监管趋严，支持头部券商通过并购重组做大做强

行业监管趋严

表6：监管趋严，证监会一揽子政策、国九条及相关“1+N”监管政策等陆续出台，调降公募交易佣金落地、私募新规落地（续上表）

序号	时间	政策	点评
6	2024年4月19日	证监会推出5项资本市场对港合作措施，三大交易所就扩大沪深港通ETF范围达成共识。	主要措施：（1）降低沪深港通ETF纳入的资产规模和指数权重占比要求；（2）REITs纳入互联互通；（3）人民币股票交易柜台纳入港股通；（4）优化基金互认安排；（5）支持内地行业龙头企业赴香港上市。 影响：降低互联互通ETF纳入门槛，更多产品纳入范围，主要外资买内地ETF数量增多（北向），对南向影响有限。
7	2024年4月26日	证监会就《证监会系统离职人员入股拟上市企业监管规定（试行）》公开征求意见	（1）进一步加强重点人员管理。（2）扩大离职人员监管范围。（3）提出更高核查要求。
8	2024年4月30日	证监会修改《科创属性评价指引（试行）》	适度提高了对科创板拟上市企业相关标准，促进申报企业质量进一步提升。
9	2024年4月30日	沪深交易所正式发布《股票发行上市审核规则》等9项业务规则	相关政策在2024年4月12日的征求意见稿基础上完善并落地，修订了发行上市审核类规则，发行承销类规则，上市公司监管类规则

与征求意见稿相比略有放松，政策完善行业规则体系，促进私募证券基金规范运作。

（1）募集：私募证券投资基金的初始实缴募集资金规模不得低于1000万元，不得通过投资者短期赎回基金份额等方式，规避前述实缴规模要求。

（2）基金存续规模：一是将最低存续规模降低至500万元，明确长期低于500万元规模的基金应当停止申购；二是在触发停止申购后、进入清算程序之前，增加缓冲期“停止申购后连续120个交易日基金资产净值仍低于500万元的，应当进入清算程序”；三是给予一定过渡期，将长期低于500万元的起算时间定为2025年1月1日。

10 2024年4月30日 中基协发布《私募证券投资基金运作指引》

（3）组合投资：单只私募证券投资基金投资同一资产不超过基金规模的25%，同一私募机构管理的全部私募证券投资基金投资于同一资产比例不超过该资产的25%。

（4）衍生品：明确要求私募证券投资基金参与DMA业务不得超过2倍杠杆，进一步控制业务杠杆水平。明确参与证券公司等机构发行带敲入和敲出结构的场外期权或者收益凭证（如雪球结构衍生品）的合约名义本金不得超过基金净资产的25%（全部投资者均为符合中国证监会规定的专业投资者且单个投资者投资金额不低于1000万元（穿透认定）的封闭式私募证券投资基金除外）。

（5）反向交易：私募基金管理人应当严格控制同日反向交易，严格禁止可能导致不公平交易或者利益输送的同日反向交易。确因投资策略或者流动性等需要发生同日反向交易的，私募基金管理人应当要求投资经理提供决策依据，并留存记录备查。

3.2 政策面分析：监管趋严，支持头部券商通过并购重组做大做强

对券商加强合规监管和处罚

表7：2024年2月以来对券商立案调查和监管处罚事件频出

序号	公司	问题	处罚措施
1	中信证券	在中核钛白2023年非公开发行股票过程中违反限制性规定，进行了违规定增套利	收到证监会出具的《行政处罚决定书》，中信中证资本罚没4650万、中信证券罚没2516万，责令改正，给予警告
2	华泰证券	因部分自营业务合规风控把关不到位、从业人员资质管理不到位等4项问题	被江苏证监局责令改正
3	国信证券	一是股票质押式回购业务个别标的黑名单管理不到位、个别标的尽职调查不充分、在业务融入方出现风险后仍多次有条件延期造成大额损失；二是纾困产品管理不足，部分纾困资管产品投向纾困用途的资金未达到规定比例；三是私募子公司管理不到位，个别产品未经备案开展业务、个别基金部分投资款被合作方挪用；四是存在为金融机构及其管理产品规避监管提供便利、为未备案的私募产品提供外包服务、信息隔离墙制度执行不到位等问题	被深圳证监局出具警示函
4	银河证券	因存在开展场外期权及股票质押业务不审慎等问题	被北京证监局出具警示函
5	华西证券	因在金通灵科技集团股份有限公司2019年非公开发行股票保荐项目中存在违规行为	被暂停保荐业务资格6个月，2位保代采取认定为不适当人选的监管措施，持续督导保荐代表人被出具警示函
6	东吴证券	涉嫌国美通讯、紫鑫药业非公开发行股票保荐业务未勤勉尽责	被证监会立案调查
7	中金公司	因存在自营和投顾账户间发生交易,利益冲突管理不到位,开展场外期权业务不审慎,对子公司业务和投资行为管理不到位,公司治理不规范的情况	被北京证监局采取责令增加合规检查次数行政监管措施，时任分管上述业务的高管丁玮被采取出具警示函行政监管措施
8	中信建投	因开展场外期权及自营业务不审慎,对从业人员管理不到位的情况,公司治理不规范	被北京证监局责令增加合规检查次数的行政监管措施
9	中泰证券	作为格力地产债券“18格地01”“18格地02”“18格地03”“19格地01”的主承销商和受托管理人，对存货不存在跌价情况的分析核查不严谨，未制作咨询审计机构工作底稿，未对发行人重大损失披露临时受托管理事务报告，对发行人立案调查事项披露临时受托管理事务报告不及时	被广东证监局采取责令改正的行政监管措施
10	海通证券	股票质押业务风险管理不审慎；未审慎开展收益互换业务；个别风险债券投资内部控制程序不健全；另类投资子公司投资的个别私募基金实际投资标的超出另类投资子公司业务范围	被上海证监局采取责令改正的行政监管措施

资料来源：证监会、开源证券研究所

监管支持头部券商通过并购重组做大做强，市场化并购案进展持续推进

顶层设计+监管导向：（1）2023年11月证监会表态支持头部券商通过业务创新、集团化经营、并购重组等方式做优做强；（2）2024年4月国务院发布的新“国九条”提出支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式提升核心竞争力；（3）2024年4月《国务院关于金融企业国有资产管理情况专项报告审议意见的研究处理情况和整改问责情况的报告》提出集中力量打造金融业“国家队”；推动头部证券公司做强做优。

看好国联证券、浙商证券收购案例的协同效应，关注相关进展。

表8：国联证券、浙商证券收购进度持续推进

序号	事项	进展	点评
1	国联证券收购民生证券进展	<p>（1）2023年3月15日国联证券股东国联发展集团以91.05亿元（1.98倍PB估值）成交价拍卖收购民生证券34.71亿股股份，占民生证券总股本约30%。</p> <p>（2）2023年12月15日，证监会核准无锡市国联发展（集团）有限公司成为民生证券主要股东。</p> <p>（3）2024年4月25日晚国联证券公告拟发行股份收购民生证券控制权，并募集配套资金。</p>	<p>看好国联证券与民生证券合并后在风控指标缓解、投行与研究业务互补、财富管理区域互补降低综合资金成本方面的协同效应。</p> <p>（1）提升净资产体量以及用表能力，改善风控指标。</p> <p>（2）投行、研究业务互补。</p> <p>（3）财富管理业务区域互补。</p> <p>（4）合并后综合资金成本有望下降。</p>
2	浙商证券收购国都证券进展	<p>（1）2023年12月9日，浙商证券公告拟受让重庆国际信托、天津重信科技发展等5名出让方持有的国都证券19.15%股权；同时，同方股份公告，旗下全资子公司同方创投通过产权交易所公开挂牌方式转让其持有的国都证券5.95%股权，首次挂牌价格不低于经备案后的评估价值8.93亿元（对应国都证券评估总价150亿，对应23年中报PB1.44倍）。</p> <p>（2）2024年3月29日，浙商证券发布关于受让国都证券股份有限公司部分股份的公告，拟30亿收购国都证券19.15%股份，完成后将成为第一大股东，收购价1.49倍PB。</p>	<p>浙商证券收购国都证券有望带来“净资本实力提升+零售业务区域互补+20%中欧基金股权”，看好协同效应</p>

资料来源：证监会、各公司公告、开源证券研究所

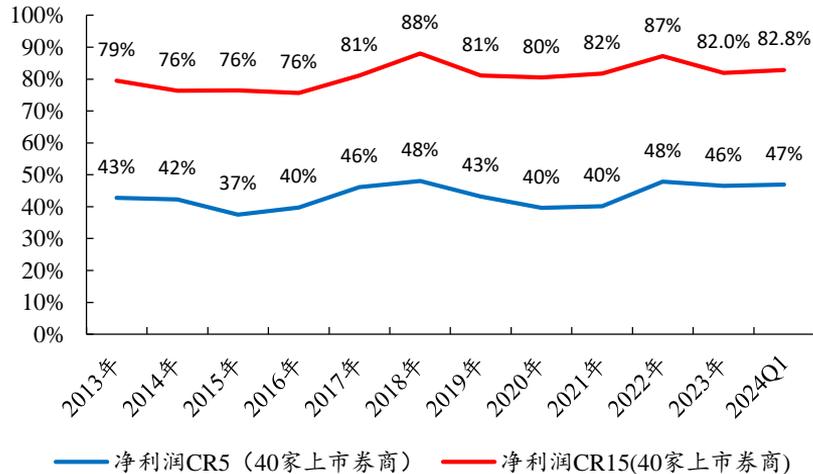
3.2 政策面分析：监管趋严，支持头部券商通过并购重组做大做强

行业集中度震荡提升，头部券商盈利能力与中小券商差距拉大：

2024Q1 上市券商净利润CR5为82.8%，较2023年有所提升，拉长时间维度看变化相对有限。中小券商通过外延融资提高利润水平，利于追赶头部券商。从ROE来看，头部券商ROE明显高于中小券商，体现出头部券商内生盈利能力更强。

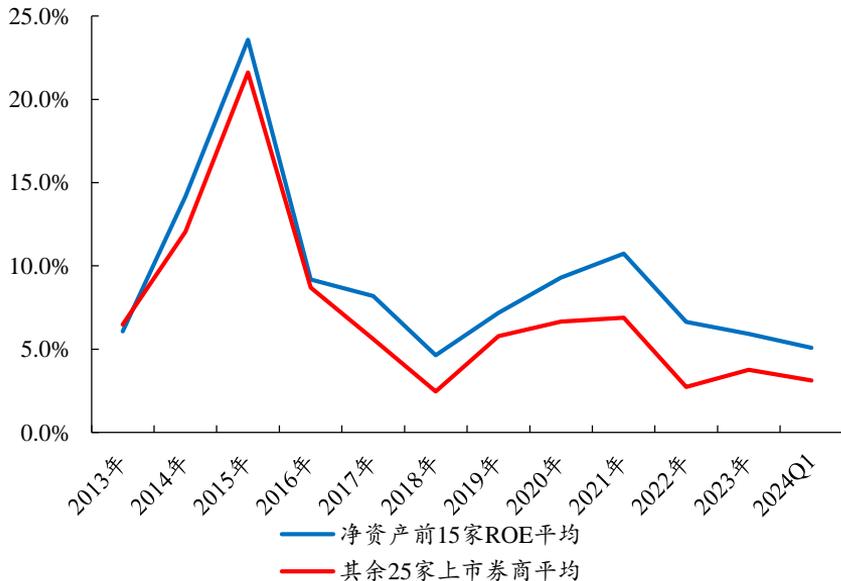
新国九条及证监会政策文件明确强调券商应将功能性放到首位，证券行业向功能型、集约型、专业化、特色化发展，鼓励头部并购重组，行业集中度将进一步提升，中小机构差异化发展趋势将更明显。

图5：证券行业净利润集中度呈震荡提升趋势，熊市提升明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2024Q1净资产排名前15的券商ROE明显高于排名靠后券商



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2 政策面分析：监管趋严，支持头部券商通过并购重组做大做强

部分券商股东变动，涉及地方国资：

2024年4月《国务院关于金融企业国有资产管理情况专项报告审议意见的研究处理情况和整改问责情况的报告》提出集中力量打造金融业“国家队”，2024年以来部分券商股东有所变动，涉及地方国资。

表9：部分券商股东有所变动，涉及地方国资

序号	最新进展更新时间	公司	事项
1	2024年3月29日	长江证券	长江产业集团以非公开转让方式受让湖北能源和三峡资本所持的15.6%股份，同时长江产业集团与长江证券部分股东签署一致行动协议，待本次转让经相关部门批准通过并完成股份过户后，湖北省国资将成为长江证券实控人。国务院直属的三峡集团出让股份，是落实了国务院国资委聚焦主业主责、发展实体经济的战略部署。
2	2024年3月29日	东莞证券	锦龙股份与东莞金控资本投资有限公司就其有意收购锦龙股份持有的东莞证券3亿股股份（东莞证券20%股份）事宜达成了初步意向，并签订了无约束力的交易备忘录。若完成收购，东莞市国资委将持有东莞证券75.4%股份（原为55.4%）。此前，锦龙股份公告拟通过产权交易所公开挂牌的方式转让所持有的“东莞证券股份最多为6亿股，即东莞证券40%股份”。
3	2024年3月27日	东北证券	东北证券第一大股东亚泰集团（持股30.81%）拟出售持有的东北证券29.81%的股份，其中拟将持有的20.81%股份出售给长发集团，9%股份出售给长春市金控。目前转让价格未定。本次转让后，长发集团将直接持有东北证券20.81%股份，成为第一大股东，长春市金控则将持股9%，成为第三大股东。（注：2022年7月亚泰集团曾公告筹划出售30%股份给长发集团。2023年2月，东北证券因豫金金刚石项目被证监会立案调查，该次股份出售计划随即被搁置。）
4	2024年4月26日	德邦证券	2024年4月26日，中国证监会已受理德邦证券股权变更的行政许可申请。（2023年6月，证监会接收德邦证券变更主要股东或者公司的实际控制人核准的相关材料。）据界面新闻，截至2024年4月，德邦证券第一大股东亚东兴业创业投资有限公司已出质了其持有的德邦证券一半股权，占德邦证券总股本的46.81%。这部分股权均质押给了山东省财政厅旗下企业，包括山东省财金投资集团、济南金融控股集团等。山东国资或入主德邦证券。

资料来源：各公司公告、界面新闻、开源证券研究所

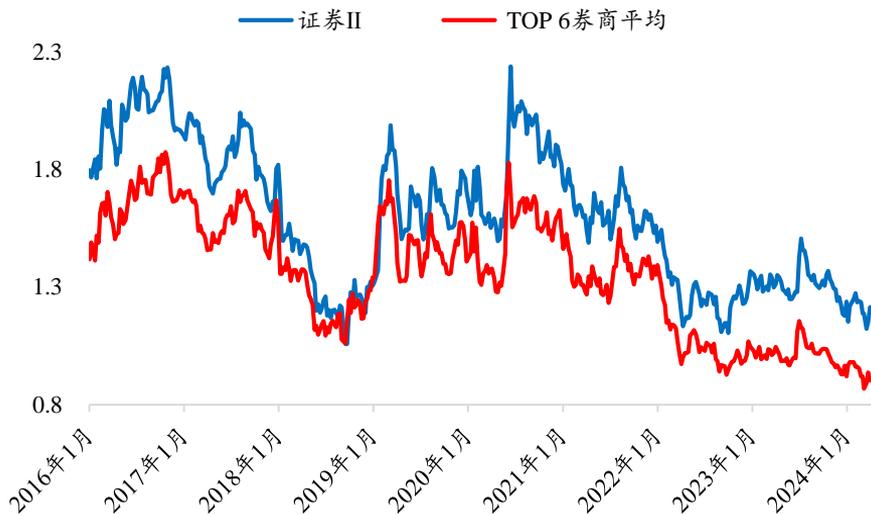
3.3 关注券商结构性机会

机构持仓和估值均回到历史低位

截至2024年4月30日，证券板块PB（LF）1.19倍，位于近5年（2019.5.1-2024.4.30）分位数7%，估值具有安全边际。

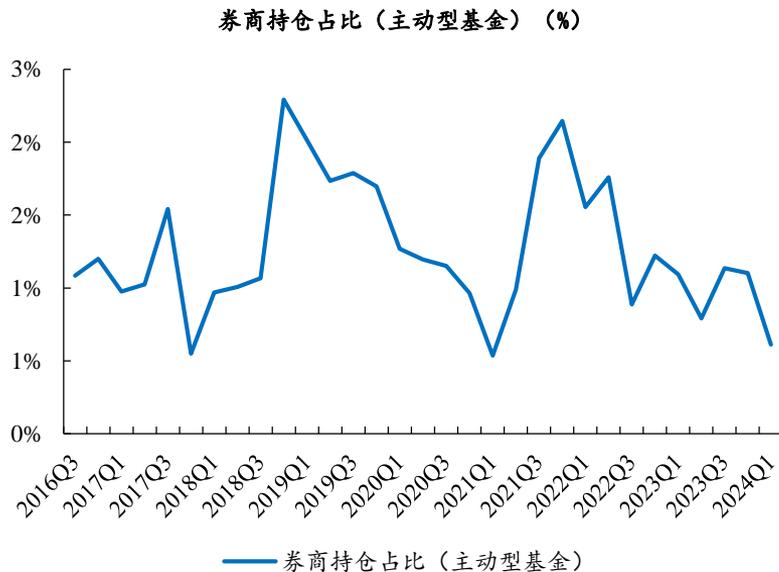
2024Q1主动型基金重仓股中券商板块占比0.61%，环比下降0.49pct，相对A股低配2.7%。

图7：当前券商PB-LF处于历史低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2024Q1主动型基金券商重仓股持仓下降



3.3 关注券商结构性机会

投资建议：关注结构性机会。券商业务端整体仍有压力，后续权益市场修复有望驱动行业盈利同比改善；政策端监管趋严，支持行业整合。看好结构性机会：（1）并购主题标的，看好国联证券、财通证券，受益标的浙商证券、方正证券、中国银河、东兴证券；（2）互联网券商和金融信息服务类标的（同花顺，指南针，东方财富）。

表10：受益标的估值表-券商

证券代码	证券简称	股票价格 2024/4/30	EPS			P/E		评级
			2022A	2023A	2024E	2023A	2024E	
300059.SZ	东方财富	13.05	0.64	0.52	0.54	25.10	24.17	买入
300803.SZ	指南针	47.25	0.83	0.18	0.64	262.50	73.89	买入
300033.SZ	同花顺	120.91	3.15	2.61	3.16	46.33	38.26	买入
601108.SH	财通证券	7.67	0.33	0.48	0.52	15.98	14.75	买入
601456.SH	国联证券	10.46	0.27	0.24	0.28	43.58	37.36	买入
601881.SH	中国银河	12.45	0.67	0.65	0.82	19.15	15.19	未评级
601878.SH	浙商证券	11.30	0.41	0.42	0.48	26.90	23.45	未评级
601901.SH	方正证券	8.99	0.26	0.26	0.31	34.58	29.33	未评级
601198.SH	东兴证券	8.82	0.30	0.28	0.31	31.53	28.12	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：上述指南针、中国银河、浙商证券、方正证券、东兴证券EPS、PE数据取自Wind一致性预期

3.4 江苏金租：业绩稳健的高股息标的，受益于大规模设备更新政策

业绩稳健的高股息标的：公司是A股唯一上市的金租公司，业务模式符合监管导向，业绩稳健且资产质量良好，高股息、高ROE、低不良；聚焦零售真租赁，厂商模式优势领先。

受益于大规模设备更新政策：推动大规模设备更新相关政策有望提振实体经济需求，融资租赁业务可以发挥“融资+融物”的特色优势服务实体企业，公司坚定推进“零售+科技”双领先战略，以设备为核心的专业能力行业领先，有望充分受益。

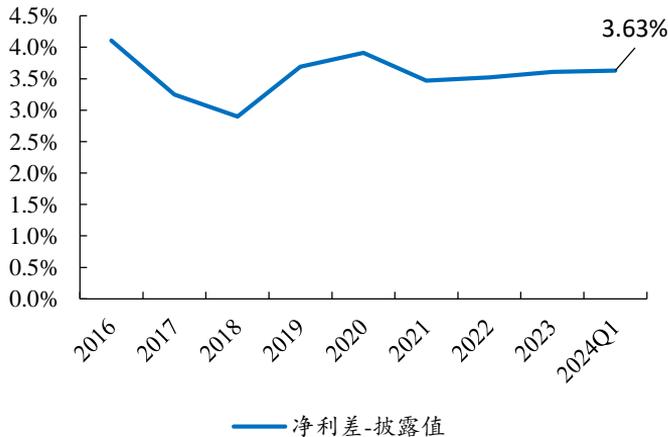
2023年分红率超预期：2023年公司股利支付率达51.1%(2022年为43.4%)，超我们预期，当前股息率4.72%。

图9：租赁资产规模稳健增长



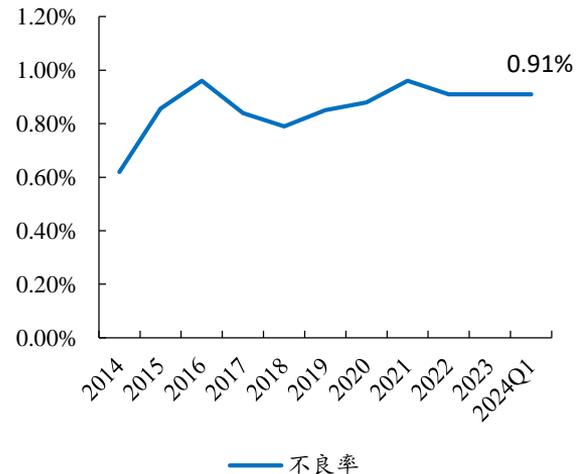
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：净利差维持高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：不良率长期低于1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.5 香港交易所：资金面改善+政策面积极，关注复苏周期的β弹性

边际变化：多元化战略下基本面逐步修复、资金面率先改善、政策面表态积极、高管换届

(1) 基本面持续修复。2024Q1归母净利润，同比-13%，环比+14%。现货ADT同比-22%，环比+9%，北向同比+37%，衍生品ADV同比+14%，LME ADV同比+31%，2024年起提费13%；

(2) 资金面呈改善趋势，北向资金单日创历史新高。部分外资调整AH投资评级至“超配”，4.26北向资金单日净买入224亿；

(3) 政策面向好。促进港股流动性政策全速落地，4.19证监会推出5项对港合作，4.25主席换届，优化股息红利税为潜在政策。

(4) 盈利预测：2024-2026净利润预计同比+4.2%/+6.6%/+7.9%，4月30日股价对应PE分别为27.6/25.8/24.0。

图12：4月末港股市值32万亿，较年初3.2%，日均换手率回升0.36%（均值0.33%）

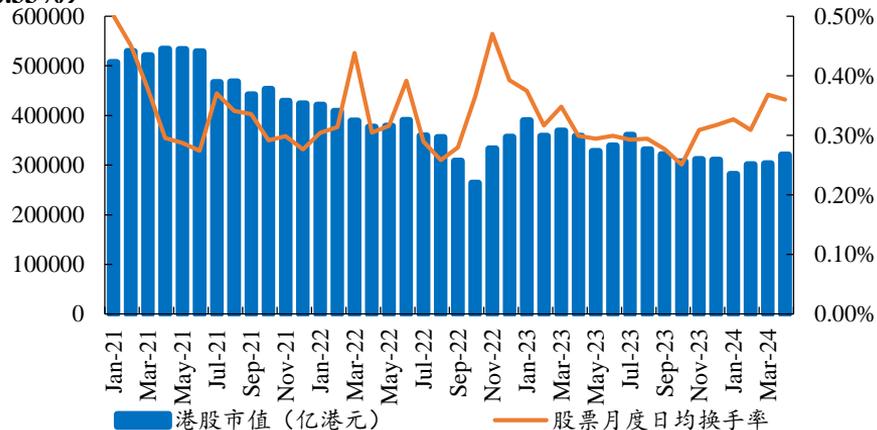


表11：港股政策面积极向好，关注潜在重大影响政策（股息税调整）

时间	事件	表述
2024年4月	证监会推出5项资本市场对港合作措施	(1) 降低沪深港通ETF纳入的资产规模和指数权重占比要求 (2) REITs纳入互联互通； (3) 人民币股票交易柜台纳入港股通； (4) 优化基金互认安排； (5) 支持内地行业龙头企业赴香港上市。
2024年3月	香港证监会主席雷添良在两会上提及巩固提升香港国际金融中心地位的相关提案。	(1) 持续扩大、优化现有的互联互通机制，如降低港股通投资者门槛，优化股息红利税安排； (2) 巩固提升香港作为内地企业首选海外上市地地位，如鼓励海外上市企业在香港同步备案上市； (3) 衍生品市场的产品创新，如在香港推出国债期货和中证300指数期货。
2024年2月	香港特区政府财政司2024/2025财政预算案	全速落实促进股票市场流动性专责小组去年十月提出的多项建议： (一) 完善上市机制:研究优化首次公开招股的价格发现流程； (二) 优化交易机制:探索收窄最低上落价位，以收窄买卖差价； (三) 改善对投资者服务:研究优化实时市场资讯服务； (四) 加强市场推广。

3.6 拉卡拉：支付费率提升、扫码GPV逆势高增、高毛利科技业务改善

边际变化：支付提价+扫码GPV高增+高毛利科技业务改善，三大边际变化驱动盈利高增

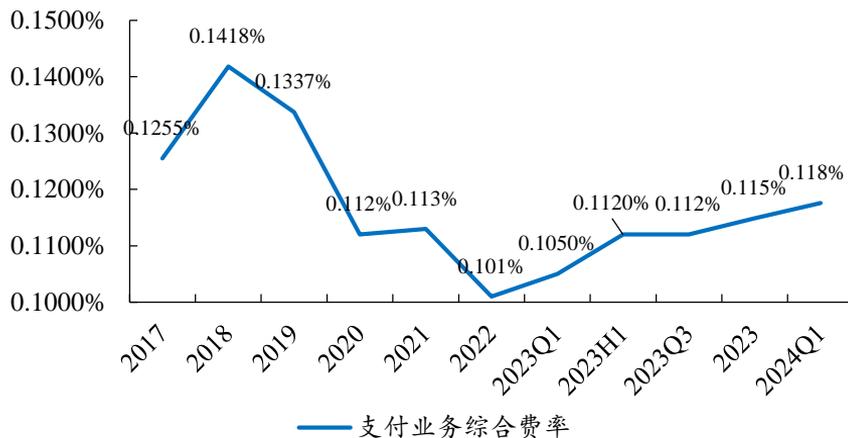
- (1) 2023年及2024Q1业绩符合预期：2024Q1扣非净利润同比+23%，毛利率同比+3.1pct，支付费率提升万1，金融科技同比+13%；
- (2) 三大核心驱动盈利改善：交易结构改善+行业主动提价拉升净支付费率；扫码GPV延续超30%高增长，总体市占率趋稳；商户科技业务结构改善，金融科技业务延续正增长，“支付+”业务有望延续超30%增速。
- (3) 盈利预测；4.5万亿GPV每提价万1，贡献0.9亿净利润，预计2024E扣非净利润7.2亿，同比+27%，扣非净利润未来3年CAGR约30%，2026年净利润12.2亿。

表12：4.5万亿GPV每提价万1，贡献0.9亿净利润

测算4：净利润/费率敏感性测算 以2023年数据为例	基期数	费率提升万1	提费万1的增量贡献	远期空间：提费万3
支付手续费收入（亿元）	51.80	56.31	4.51	66.30
公司支付交易量（万亿元）	4.51	4.51		4.51
支付费率	0.115%	0.125%	0.010%	0.147%
提升幅度		0.01%		0.03%
支付业务营业成本（亿元）	38.18	41.37	3.19	48.43
变动成本：专业化服务费（亿元）	36.66	39.85	3.19	46.92
渠道端分润比例	70.8%	70.8%	70.8%	70.8%
固定成本（亿元）	1.52	1.52	0.0%	1.52
毛利（亿元）	13.62	14.94	1.32	17.86
毛利率	26.3%	26.5%		26.9%
净利润（亿元）	3.9	4.8	0.9	6.6
净利率	7.6%	8.6%		9.9%
YOY		24%	24%	68%
2023年公司总体净利润（亿元）	4.58	5.51	支付GPV	4.5
其他板块净利润（亿元）	0.66	0.66	4.5万亿GPV，提费万1对应净利润	0.9
提费万1对应净利润增幅		20%	1万GPV，提费万1对应净利润	0.21

结论：拉卡拉4.5万亿GPV，每提升费率万1，对应贡献0.9亿净利润，占2023年净利润20%；
每1万亿GPV，提升费率万1，对应贡献0.21亿净利润

图13：2022年以来公司支付净费率持续提升



数据来源：拉卡拉公司公告、开源证券研究所

表13：非银板块受益标的估值表

证券代码	证券简称	股票价格			EPS		P/E		评级
		2024/4/30	2022	2023A	2024E	2023A	2024E		
600901.SH	江苏金租	5.14	0.81	0.63	0.69	8.16	7.45	买入	
300059.SZ	东方财富	13.05	0.64	0.52	0.54	25.10	24.17	买入	
2328.HK	中国财险	9.77	1.20	1.11	1.40	8.80	6.98	买入	
601456.SH	国联证券	10.46	0.27	0.24	0.28	43.58	37.36	买入	
300803.SZ	指南针	47.25	0.83	0.18	0.64	262.50	73.89	买入	
300033.SZ	同花顺	120.91	3.15	2.61	3.16	46.33	38.26	买入	
0388.HK	香港交易所	251.60	7.90	9.40	9.80	26.77	25.67	买入	
601108.SH	财通证券	7.67	0.33	0.48	0.52	15.98	14.75	买入	
601318.SH	中国平安	41.36	4.80	4.70	6.60	8.80	6.27	买入	
601601.SH	中国太保	25.80	3.89	2.83	3.51	9.12	7.35	买入	
601628.SH	中国人寿	30.66	1.14	0.75	1.05	40.88	29.20	买入	
300773.SZ	拉卡拉	14.47	(1.80)	0.57	1.04	25.39	13.91	买入	
601881.SH	中国银河	12.45	0.67	0.65	0.82	19.15	15.19	未评级	
601878.SH	浙商证券	11.30	0.41	0.42	0.48	26.90	23.45	未评级	
601901.SH	方正证券	8.99	0.26	0.26	0.31	34.58	29.33	未评级	
601198.SH	东兴证券	8.82	0.16	0.25	0.31	34.72	28.12	未评级	

资料来源：Wind、开源证券研究所

注：中国银河、浙商证券、方正证券、东兴证券等收盘价与EPS取自Wind一致预期；中国财险、香港交易所相关数据单位为港元

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

分析师声明

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。

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。

股票投资评级说明

	评级	说明	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。
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。	

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，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：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

邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券