

## 非银金融

2024年04月09日

## 投资收益支撑业绩，关注券商结构性机会

### ——证券行业 2023 年报综述暨 2024Q1 前瞻

投资评级：看好（维持）

高超（分析师）

卢崑（分析师）

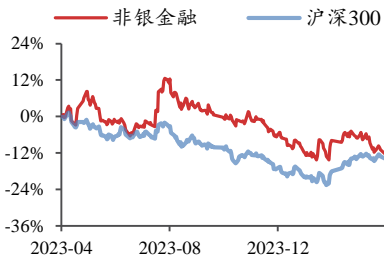
gaochao1@kysec.cn

lukun@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

证书编号：S0790524040002

### 行业走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《券商一季报同比或仍有压力，保险负债端延续高景气——行业周报》-2024.4.7

《非银年报整体符合预期，券商行业整合或加速——行业周报》-2024.3.31

《资本中介业务风险可控，券商资产质量安全——行业深度报告》-2024.3.29

### ● 投资收益支撑业绩，关注券商结构性机会

2023年22家上市券商归母净利润1020亿元，同比-4%，基本符合我们预期。经纪/投行/资管/利息净收入/投资收益分别同比-12%/-25%/+1%/-25%/+44%，市场低迷、竞争加剧和降费影响造成三大手续费收入承压，低基数投资收益同比高增支撑业绩。2024Q1市场交易量同环比增长，债市同环比改善而股市承压，我们预计40家上市券商2024Q1归母净利润同比-11%，环比+116%。截至4月2日，证券板块PB(LF)1.20倍，位于近5年分位数8%，估值具有安全边际。在监管引导证券行业向功能型、集约型、专业化、特色化发展的背景下，券商供给侧改革加速，叠加一揽子政策增强资本市场内在稳定性，二级市场信心得到提振，交易量有所改善，关注券商板块结构性机会：(1)具有并购主题及地域优势的标的，推荐国联证券、财通证券，受益标的中国银河、浙商证券；(2)受益于市场交易量提升的互联网券商，推荐指南针、东方财富、同花顺；(3)受益于行业集中度提升的低估值头部综合性券商。

### ● 佣金率、两融利率下降，投行股权业务承压，ETF产品线支撑基金公司营收

(1) 2023年上市券商经纪业务净收入同比-12%，主因市场交易量同比降低叠加佣金率下降所致。据我们测算，2023年行业经纪业务净佣金率万2.1，同比-10.4%，延续下行趋势，预计主要受市场竞争加剧以及机构化因素影响。(2) 2023年上市券商两融业务利息收入同比-5%，主因市场两融规模同比降低叠加两融利率下降所致。据我们测算，2023年上市券商两融利率6.7%，同比-1pct，自2021年起呈下降趋势。(3) 投行股权融资类业务承压，债券业务起一定支撑作用。根据Wind数据，2023/2024Q1全市场IPO承销规模3565/236亿元，同比-39%/-64%，IPO项目313/30单，同比-27%/-56%。2023/2024Q1债券承销规模同比+24%/+4%。(4) 降费叠加规模下降使得基金公司收入、净利润承压，2023年16家样本基金公司营收/净利润分别同比-8%/-10%，内部表现分化，部分公司ETF产品规模高增支撑业绩。同质化竞争加剧背景下，宽基ETF费率或延续下行趋势。

### ● 海外利率高企造成头部券商负债成本增加，投资收益改善驱动净利差修复

(1) 2023年股债市同比表现较优，低基数投资收益同比高增长，2023年上市券商自营投资收益率2.9%，好于2022年的2.2%。2024Q1债市同环比表现更佳，股市同比表现较弱而环比表现尚可。(2) 上市券商付息债务利率整体有所提升，其中头部券商多表现为增长，预计主要受海外高利率水平的负债影响。国内利率呈下行趋势，中小券商负债成本多表现为下降。2023年上市券商卖出回购金融资产利率有所提高，债券自营业务资金成本提升。(3) 重资产业务收益率回升，驱动净利差扩张。杠杆率整体有所扩张，稳健的净利差更利于杠杆扩张。(4) 上市券商所得税率有所下降，主要由于公司金融资产投资中减免所得税的国债、地方债等投资规模增加，叠加权益自营配置偏向高股息风格(持股满1年分红可免税)，使得券商免税收入增加。

● **风险提示：**市场波动风险；监管趋严风险。

## 目 录

1、佣金率、两融利率下降，重资产业务收益率回升驱动净利差扩张.....	3
2、预计 2024Q1 券商业绩同比下降，环比高增.....	14
3、投资建议.....	15
4、风险提示.....	16

## 图表目录

图 1： 样本券商中，2023 年红塔证券归母净利润同比+711%，增速领先.....	4
图 2： 样本券商中，2023 年信达证券 ROE 达 8.7%，盈利能力领先.....	4
图 3： 2023 年行业经纪业务净佣金率万 2.1，同比-10%，延续下行趋势.....	4
图 4： 2024Q1 市场日均股基成交额 1.03 万亿，同比+4%，环比+8%.....	5
图 5： 两融业务利率呈下降趋势.....	5
图 6： 2024Q1 市场日均两融规模 1.55 万亿元，同比-1%，环比-6%.....	6
图 7： 2024Q1 全市场 IPO 承销规模 236 亿元，同比-64%.....	6
图 8： 2024Q1 全市场 IPO 项目 30 单，同比-56%.....	6
图 9： 2023 年 16 家样本基金公司营收/净利润分别同比-8%/-10%，内部表现分化.....	7
图 10： 2023 年 16 家样本基金公司 AUM 表现分化，ETF 产品起一定支撑.....	7
图 11： 2023 年样本 16 家基金公司非货 AUM 规模同比增长，占非货 AUM 比重提升.....	8
图 12： 2023 年股市、债市表现同比好转，2024Q1 债市表现较佳，股市表现分化.....	9
图 13： 2023 年上市券商自营投资收益率较 2022 年改善.....	9
图 14： 2023 年上市券商付息债务利率有所提升.....	10
图 15： 2023 年付息债务（不含卖回）利率有所提升，各券商表现分化.....	10
图 16： 样本公司母公司口径付息债务利率较合并口径更低.....	10
图 17： 头部券商母公司口径的付息债务利率（不含卖回）整体有所提高，预计由于 2023 年新发债券久期拉长所致.....	10
图 18： 2023 年上市券商卖出回购金融资产利率提高，债券自营业务资金成本提升.....	11
图 19： 2023 年母公司口径下，卖出回购利率有所提高.....	11
图 20： 2023 年上市券商重资产业务收益率有所回升.....	12
图 21： 2023 年上市券商净利差小幅改善.....	12
图 22： 2023 年上市券商杠杆率有所提升.....	13
图 23： 当前券商 PB-LF 处于历史低位.....	15
表 1： 2023 年低基数的投资收益同比增长支撑券商业绩.....	3
表 2： 券商所得税率有所下降.....	13
表 3： 2022 年起华泰证券受非应税收入影响，所得税率保持低位.....	13
表 4： 我们预计 40 家上市券商 2023 年/2024Q1 归母净利润同比+0.1%/-11%.....	14
表 5： 受益标的估值表.....	15

**口径说明：**截至 2024 年 4 月 1 日，22 家上市券商已披露 2023 年年报。2023H1 该样本 22 家券商归母净利润/净资产占到 43 家上市券商的 79%/76%，一定程度上可表征行业变化趋势，故本篇报告以样本 22 家的财务数据进行分析。

## 1、佣金率、两融利率下降，重资产业务收益率回升驱动净利差扩张

样本 22 家上市券商归母净利润同比-4%，低基数的投资收益同比高增支撑业绩。2023 年 22 家上市券商归母净利润 1020 亿元，同比-4%，基本符合我们预期，经纪/投行/资管/利息净收入/投资收益分别同比-12%/-25%/+1%/-25%/+44%，ROE 为 5.43%，同比-0.72pct，头部券商 ROE 整体高于中小券商。杠杆率（剔除客户保证金）为 4.08 倍，同比+2%。市场低迷、竞争加剧和降费影响造成三大手续费收入承压，低基数投资收益同比高增支撑业绩。

**表1：2023 年低基数的投资收益同比增长支撑券商业绩**

22 家上市券商合计	2022			2023		
	金额 (亿元)	YOY	收入占比	金额 (亿元)	YOY	收入占比
经纪业务	856.6	-18%	27%	751.0	-12%	24%
投行业务	455.6	-6%	15%	343.1	-25%	11%
资管业务	386.9	-11%	12%	392.7	1%	12%
利息净收入	430.5	-8%	14%	320.9	-25%	10%
投资收益（含公允价值变动损益、汇兑收益）	800.5	-43%	26%	1,152.1	44%	37%
其他净收入	202.7		6%	186.9	-8%	6%
调整后营业收入	3,132.7	-22%		3,146.8	0%	
管理费用	1,783.0	-7%		1,851.7	4%	
利润总额	1,284.2	-34%		1,218.3	-5%	
所得税率	16%			14%		
归母净利润	1,066.3	-29%		1,019.8	-4%	
<b>ROE</b>	<b>6.15%</b>			<b>5.43%</b>	<b>-0.72pct</b>	
<b>杠杆率 (剔除客户保证金)</b>	<b>4.01</b>			<b>4.08</b>	<b>2%</b>	

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：杠杆率=（总资产-代理买卖证券款）/归母净资产

注：国泰君安新并表华安基金，中泰证券新并表万家基金，国联证券并表国联基金，上述公司资管收入同比大幅增长，使得整体资管收入同比+1%

图1：样本券商中，2023年红塔证券归母净利润同比+711%，增速领先

归母净利润（亿元）		2022/12/31	2023/12/31	YOY
600030.SH	中信证券	213.2	197.2	-7%
601688.SH	华泰证券	110.5	127.5	15%
600837.SH	海通证券	65.5	10.1	-85%
601211.SH	国泰君安	115.1	93.7	-19%
000776.SZ	广发证券	79.3	69.8	-12%
601881.SH	中国银河	77.6	78.8	2%
000166.SZ	申万宏源	27.9	46.1	65%
600999.SH	招商证券	80.7	87.6	9%
601995.SH	中金公司	76.0	61.6	-19%
601066.SH	中信建投	75.1	70.3	-6%
600958.SH	东方证券	30.1	27.5	-9%
601788.SH	光大证券	31.9	42.7	34%
601901.SH	方正证券	21.5	21.5	0%
600918.SH	中泰证券	5.9	18.0	205%
000728.SZ	国元证券	17.3	18.7	8%
600369.SH	西南证券	3.1	6.0	95%
601236.SH	红塔证券	0.4	3.1	711%
000750.SZ	国海证券	2.5	3.3	31%
600909.SH	华安证券	11.8	12.7	8%
601059.SH	信达证券	12.3	14.7	20%
601456.SH	国联证券	7.7	6.7	-13%
601375.SH	中原证券	1.1	2.1	99%
22家样本合计		1,066.3	1,019.8	-4%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：以2023年归母净资产规模自上而下排序

图2：样本券商中，2023年信达证券ROE达8.7%，盈利能力领先

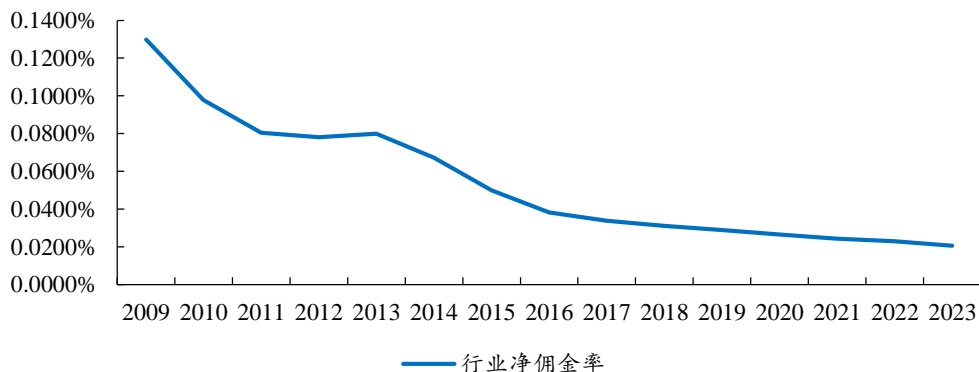
加权平均ROE		2022/12/31	2023/12/31	变化（百分点）
600030.SH	中信证券	8.7%	7.8%	-0.86
601688.SH	华泰证券	7.5%	8.1%	0.63
600837.SH	海通证券	4.0%	0.6%	-3.38
601211.SH	国泰君安	7.9%	6.0%	-1.86
000776.SZ	广发证券	7.2%	5.7%	-1.57
601881.SH	中国银河	8.2%	7.5%	-0.69
000166.SZ	申万宏源	2.9%	4.7%	1.79
600999.SH	招商证券	7.5%	7.9%	0.37
601995.SH	中金公司	8.9%	6.4%	-2.45
601066.SH	中信建投	10.0%	8.6%	-1.40
600958.SH	东方证券	4.2%	3.5%	-0.71
601788.SH	光大证券	5.3%	6.9%	1.64
601901.SH	方正证券	5.1%	4.9%	-0.21
600918.SH	中泰证券	1.6%	4.7%	3.10
000728.SZ	国元证券	5.3%	6.0%	0.67
600369.SH	西南证券	1.2%	2.4%	1.16
601236.SH	红塔证券	0.2%	1.4%	1.19
000750.SZ	国海证券	1.3%	1.7%	0.36
600909.SH	华安证券	6.0%	6.2%	0.22
601059.SH	信达证券	9.4%	8.7%	-0.66
601456.SH	国联证券	4.6%	3.9%	-0.73
601375.SH	中原证券	0.8%	1.5%	0.75
22家样本平均ROE		6.2%	5.4%	-0.72

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：以2023年归母净资产规模自上而下排序

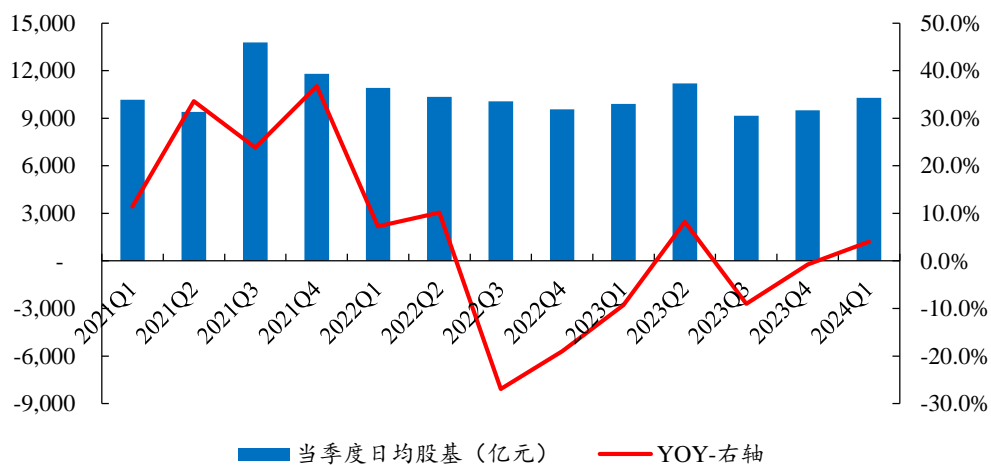
**经纪：市场交易量萎缩叠加佣金率下行，2023年经纪业务收入承压，2024Q1日均成交额同比+4%，环比+8%。**2023年上市券商经纪业务净收入同比-12%，主因市场交易量同比降低叠加佣金率下降所致。据我们测算，2023年行业经纪业务净佣金率万2.1，同比-10.4%，延续下行趋势，预计主要受市场竞争加剧以及机构化因素影响。2023年/2024Q1市场日均股基成交额分别为0.99/1.03万亿元，同比-2.9%/+4.0%。

图3：2023年行业经纪业务净佣金率万2.1，同比-10%，延续下行趋势



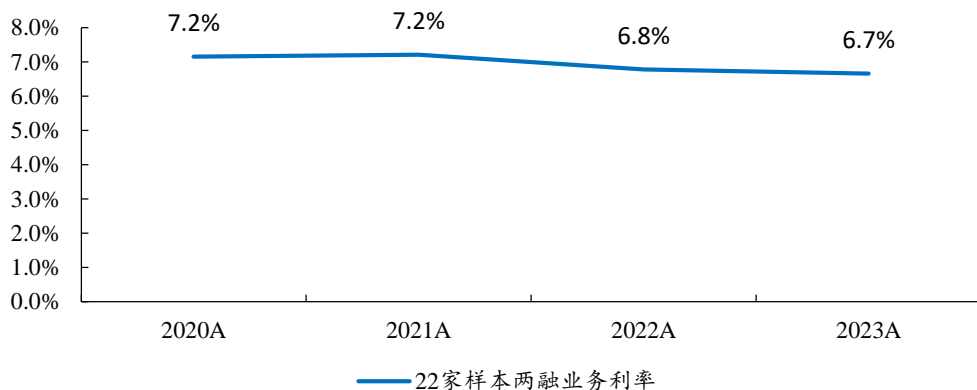
数据来源：中证协、Wind、开源证券研究所

注：行业净佣金率=证券行业代理买卖证券业务净收入（含交易席位租赁，不含代销）/全市场股基成交额

**图4：2024Q1 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

**两融：**市场日均两融规模下降叠加利率降低，2023 年两融利息收入同比下降，2024Q1 日均成交额同比-1%，环比-6%。2023 年上市券商两融业务利息收入同比-5%，主因市场两融规模同比降低叠加两融利率下降所致。据我们测算，2023 年上市券商两融利率 6.7%，同比-1pct，自 2021 年起呈下降趋势。2023 年/2024Q1 市场日均两融规模分别为 1.61/1.55 万亿元，同比-1%/-1%。

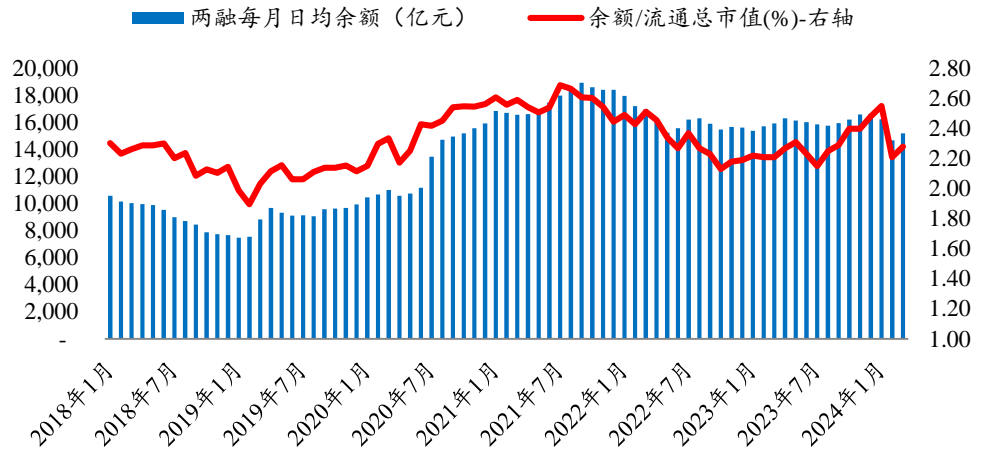
**图5：两融业务利率呈下降趋势**


数据来源：各公司公告、Wind、开源证券研究所

注：两融业务利率=融资融券利息收入/年均融出资金账面价值



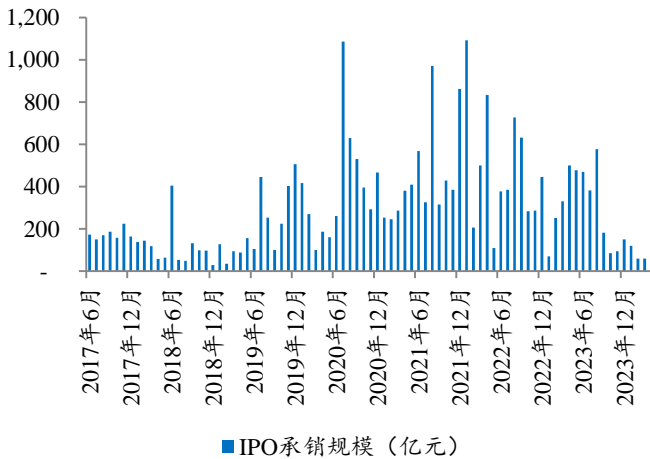
图6: 2024Q1 市场日均两融规模 1.55 万亿元, 同比-1%, 环比-6%



数据来源: Wind、开源证券研究所

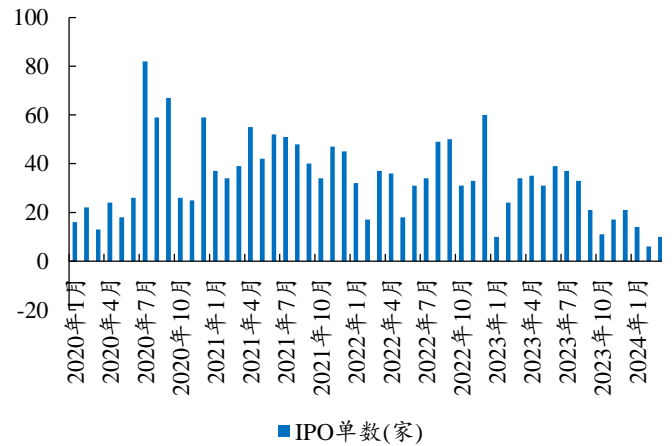
**投行: 股权融资类业务承压, 债券业务起一定支撑作用。**在统筹一二级市场、严把 IPO 入口的监管环境下, 2023 年下半年起 IPO 规模明显下降, 券商投行业务承压, 2023 年上市券商投行业务净收入同比-25%。根据 Wind 数据, 2023/2024Q1 全市场 IPO 承销规模 3565/236 亿元, 同比-39%/-64%, IPO 项目 313/30 单, 同比-27%/-56%。2023/2024Q1 债券承销规模同比+24%/+4%, 对券商投行业务起到一定支撑。

图7: 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

图8: 2024Q1 全市场 IPO 项目 30 单, 同比-56%



数据来源: Wind、开源证券研究所

**基金公司: 降费叠加规模下降使得基金公司收入、净利润承压, ETF 业务优势突出的基金公司营收表现明显优于同业, 宽基 ETF 费率或延续下行趋势。**2023 年 16 家样本基金公司整体营收/净利润分别同比-8%/-10%, 非货 AUM/偏股 AUM 同比+1%/-7%, 营收和净利润承压主因降费叠加偏股基金规模下降影响。权益市场偏弱、主动权益基金降费背景下, ETF 业务优势突出、规模增长明显的基金公司营收表现明显优于同业, 带动部分基金公司净利润逆势提升。样本基金公司非货 ETF 的 AUM 同比+40%。在产品同质化竞争下, 部分基金公司的宽基 ETF 已下调管理费率至 0.15%, 预计竞争将进一步加剧导致整体宽基类 ETF 费率呈下行趋势。

**图9：2023年16家样本基金公司营收/净利润分别同比-8%/-10%，内部表现分化**

单位：亿元 简称	营业收入			净利润			净利率	
	2022	2023	同比	2022	2023	同比	2022	2023
易方达	139.1	125.0	-10%	38.4	33.8	-12%	27.6%	27.1%
广发基金	83.9	76.4	-9%	21.3	19.5	-9%	25.4%	25.5%
华夏基金	74.7	73.3	-2%	21.6	20.1	-7%	28.9%	27.5%
南方基金	64.7	67.4	4%	17.7	20.1	14%	27.4%	29.8%
富国基金	73.6	67.2	-9%	20.7	18.1	-12%	28.1%	27.0%
汇添富	67.9	53.7	-21%	20.9	14.2	-32%	30.8%	26.4%
招商基金	57.6	52.9	-8%	18.1	17.5	-3%	31.5%	33.1%
博时基金	53.2	45.9	-14%	17.2	15.1	-12%	32.4%	32.9%
华安基金	36.0	34.4	-5%	10.3	9.5	-8%	28.6%	27.6%
银华基金	36.8	32.1	-13%	8.2	6.4	-22%	22.2%	19.8%
东证资管	27.3	20.6	-24%	8.3	4.9	-41%	30.3%	23.8%
大成基金	18.9	20.1	6%	4.2	4.1	-3%	22.0%	20.2%
华泰柏瑞	14.1	17.6	25%	3.8	5.0	32%	26.9%	28.6%
兴业基金	11.3	11.7	4%	3.8	4.0	5%	34.0%	34.3%
海富通	12.9	11.6	-10%	4.6	4.2	-9%	35.3%	35.8%
诺安基金	10.4	11.0	6%	2.0	2.6	31%	19.1%	23.7%
16家样本合计	782.4	720.8	-8%	221.1	199.1	-10%	28.3%	27.6%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：我们选取已披露2023年财务数据且营收规模10亿元以上的16家样本基金公司研究

**图10：2023年16家样本基金公司AUM表现分化，ETF产品起一定支撑**

单位：亿元 简称	公募非货类基金AUM			非货AUM同比/较年初		公募偏股类基金AUM			偏股AUM同比/较年初	
	2022A	2023A	2024Q1	2023A	2024Q1	2022A	2023A	2024Q1	2023A	2024Q1
易方达	9,760	9,527	9,674	-2%	2%	5,627	5,445	5,473	-3%	1%
广发基金	6,741	6,353	6,399	-6%	1%	3,840	3,080	3,096	-20%	1%
华夏基金	7,066	8,178	8,368	16%	2%	4,302	4,990	5,026	16%	1%
南方基金	5,177	4,889	4,900	-6%	0%	2,923	2,383	2,387	-18%	0%
富国基金	5,840	5,710	5,734	-2%	0%	3,214	2,934	2,933	-9%	0%
汇添富	5,152	4,476	4,572	-13%	2%	2,949	2,400	2,413	-19%	1%
招商基金	5,627	5,756	5,864	2%	2%	2,275	1,866	1,870	-18%	0%
博时基金	5,103	5,337	5,391	5%	1%	1,347	1,242	1,248	-8%	0%
华安基金	3,231	3,369	3,403	4%	1%	1,824	1,493	1,503	-18%	1%
银华基金	2,220	2,149	2,188	-3%	2%	1,329	1,115	1,140	-16%	2%
东证资管	1,911	1,665	1,728	-13%	4%	1,451	1,128	1,130	-22%	0%
大成基金	1,654	1,794	1,817	8%	1%	763	872	894	14%	3%
华泰柏瑞	2,210	2,849	2,884	29%	1%	1,697	2,283	2,309	34%	1%
兴业基金	1,699	1,928	1,937	14%	0%	204	155	155	-24%	0%
海富通	926	1,026	1,109	11%	8%	346	247	256	-29%	4%
诺安基金	609	564	564	-7%	0%	484	437	437	-10%	0%
16家样本合计	64,927	65,571	66,533	1%	1%	34,576	32,069	32,270	-7%	1%

数据来源：Wind、开源证券研究所

**图11：2023 年样本 16 家基金公司非货 AUM 规模同比增长，占非货 AUM 比重提升**

单位：亿元	非货ETF AUM			非货ETF AUM同比/较年初		非货ETF占非货比重		
	简称	2022A	2023A	2024Q1	2023A	2024Q1	2022A	2023A
易方达	1,712	2,609	2,629	52%	1%	18%	27%	27%
广发基金	690	984	992	43%	1%	10%	15%	15%
华夏基金	2,808	3,994	4,013	42%	0%	40%	49%	48%
南方基金	1,091	1,007	1,001	-8%	-1%	21%	21%	20%
富国基金	409	628	643	53%	2%	7%	11%	11%
汇添富	364	432	434	19%	0%	7%	10%	10%
招商基金	107	129	129	20%	0%	2%	2%	2%
博时基金	552	787	837	43%	6%	11%	15%	16%
华安基金	529	728	728	38%	0%	16%	22%	21%
银华基金	179	240	261	34%	9%	8%	11%	12%
东证资管	-	-	-					
大成基金	27	68	88	154%	30%	2%	4%	5%
华泰柏瑞	1,267	1,954	1,974	54%	1%	57%	69%	68%
兴业基金	0	1	1	53%	0%	0%	0%	0%
海富通	162	300	302	85%	1%	18%	29%	27%
诺安基金	-	-	-					
16家样本合	9,898	13,860	14,031	40%	1%	15%	21%	21%

数据来源：Wind、开源证券研究所

**投资：2023 年股债市同比表现较优，低基数投资收益同比高增长，2024Q1 债市同环比增长，股市表现环比改善。**2023 年万得全 A/沪深 300 下跌 5.2%/11.4%，纯债债基/中证综合债上涨 3.4%/4.8%，股债市同比表现均好于 2022 年，上市券商投资收益同比+44%。债券投资是券商自营基本盘，债市上涨驱动自营投资同比高增。2023 年上市券商自营投资收益率 2.9%，好于 2022 年的 2.2%。2024Q1 债市同环比表现较佳，股市同比表现较弱而环比表现尚可。



**图12：2023年股市、债市表现同比好转，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%	-4.3%	-3.8%	-2.8%
000300.SH	沪深300	-21.6%	-11.4%	4.6%	-5.1%	-4.0%	-7.0%	3.1%
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

**图13：2023年上市券商自营投资收益率较2022年改善**

代码	简称	自营投资收益率		单季自营投资收益率（年化）			
		2022年	2023年	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4
600030.SH	中信证券	3.2%	3.5%	4.9%	3.6%	4.4%	1.1%
601688.SH	华泰证券	2.1%	3.2%	3.8%	-0.1%	2.0%	7.2%
600837.SH	海通证券	-0.7%	0.1%	3.9%	2.1%	-1.4%	-4.2%
601211.SH	国泰君安	2.3%	2.5%	4.6%	4.9%	-1.0%	1.5%
000776.SZ	广发证券	0.8%	1.7%	3.6%	2.1%	-0.2%	1.6%
601881.SH	中国银河	2.9%	3.1%	5.8%	6.0%	4.0%	-3.0%
000166.SZ	申万宏源	1.8%	2.9%	4.5%	6.2%	0.8%	0.1%
600999.SH	招商证券	1.9%	2.5%	3.5%	4.6%	1.0%	1.3%
601995.SH	中金公司	3.6%	3.9%	6.4%	-0.6%	-1.9%	11.9%
601066.SH	中信建投	2.8%	3.4%	7.2%	5.4%	1.3%	0.0%
600958.SH	东方证券	1.9%	2.3%	7.7%	-0.8%	2.5%	0.5%
601788.SH	光大证券	1.3%	2.8%	5.4%	7.4%	-2.8%	0.7%
601901.SH	方正证券	3.4%	3.2%	3.9%	7.7%	3.2%	-1.1%
600918.SH	中泰证券	-0.7%	6.8%	18.9%	7.5%	0.9%	0.1%
000728.SZ	国元证券	-0.7%	6.4%	16.2%	-0.8%	0.6%	10.4%
600369.SH	西南证券	0.1%	2.7%	6.3%	3.4%	0.8%	0.2%
601236.SH	红塔证券	0.3%	2.1%	13.2%	-4.3%	-10.7%	9.7%
000750.SZ	国海证券	0.9%	2.9%	6.9%	3.1%	-0.4%	1.6%
600909.SH	华安证券	2.2%	3.2%	5.6%	3.9%	3.9%	-0.4%
601059.SH	信达证券	3.5%	3.8%	8.6%	2.3%	5.9%	-1.4%
601456.SH	国联证券	3.2%	3.0%	1.6%	9.9%	2.9%	-2.0%
601375.SH	中原证券	2.3%	3.2%	3.9%	5.2%	-0.3%	4.0%
22家样本合计		2.2%	2.9%	5.2%	3.4%	1.2%	1.9%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：自营投资收益率=自营投资收益/年均自营金融资产规模

自营投资收益=投资收益+公允价值变动损益-对联营企业和合营企业的投资收益+汇兑收益

自营金融资产规模=交易性金融资产+其他权益工具投资+衍生金融资产

**付息债务利率：**付息债务利率以及卖出回购金融资产利率有所提高。2023年上市券商付息债务利率有所提升，剔除卖出回购金融资产后，付息债务利率仍有所提升，各券商表现分化，其中头部券商多表现为增长，预计主要受海外高利率水平的负债影响。国内利率呈下行趋势，中小券商负债成本多表现为下降。2023年上市券商卖出回购金融资产利率有所提高，债券自营业务资金成本提升。

**图14：2023年上市券商付息债务利率有所提升**

付息债务利率		2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/12/31
600030.SH	中信证券	3.16%	3.23%	2.99%	3.33%
601688.SH	华泰证券	3.03%	3.20%	2.89%	3.47%
600837.SH	海通证券	3.48%	3.31%	3.36%	3.80%
601211.SH	国泰君安	3.04%	2.91%	2.86%	3.22%
000776.SZ	广发证券	3.31%	3.36%	2.90%	3.04%
601881.SH	中国银河	3.24%	3.05%	2.69%	2.88%
000166.SZ	申万宏源	3.37%	3.25%	2.74%	2.80%
600999.SH	招商证券	2.98%	3.10%	2.90%	2.84%
601995.SH	中金公司	3.71%	3.30%	3.28%	3.86%
601066.SH	中信建投	3.26%	3.26%	2.89%	2.91%
600958.SH	东方证券	3.14%	3.04%	2.77%	2.77%
601788.SH	光大证券	3.74%	3.56%	3.26%	3.10%
601901.SH	方正证券	3.70%	3.16%	2.88%	2.82%
600918.SH	中泰证券	3.52%	3.41%	3.01%	3.28%
000728.SZ	国元证券	3.37%	2.92%	2.54%	2.92%
600369.SH	西南证券	3.57%	3.29%	2.86%	2.75%
601236.SH	红塔证券	3.90%	4.18%	3.08%	2.94%
000750.SZ	国海证券	3.13%	3.31%	2.68%	2.86%
600909.SH	华安证券	3.55%	3.38%	2.92%	2.99%
601059.SH	信达证券			2.64%	2.71%
601456.SH	国联证券	3.33%	3.05%	2.90%	2.88%
601375.SH	中原证券	3.51%	3.32%	3.00%	2.79%
22家样本合计		3.30%	3.21%	2.95%	3.18%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：(1) 付息债务利率=付息债务利息支出/平均付息债务规模

(2) 付息债务利息支出=利息支出-代理买卖证券款利息支出

(3) 付息债务规模=卖出回购金融资产+拆入资金+应付短期融资款+短期借款+长期借款+应付债券

**图16：样本公司母公司口径付息债务利率较合并口径更低**

付息债务利率 (母公司口径)		2020A	2021A	2022A	2023A
600030.SH	中信证券	3.22%	3.38%	2.86%	2.93%
601688.SH	华泰证券	3.10%	3.57%	3.04%	3.24%
601881.SH	中国银河	3.25%	3.08%	2.70%	2.81%
601211.SH	国泰君安	3.25%	3.21%	2.96%	2.96%
600837.SH	海通证券	3.38%	3.35%	2.99%	2.99%
5家样本券商		3.23%	4.16%	2.90%	2.98%

数据来源：Wind、开源证券研究所

**图15：2023年付息债务（不含卖回）利率有所提升，各券商表现分化**

付息债务利率 【不含卖回】		2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/12/31
600030.SH	中信证券	4.35%	4.50%	4.26%	4.37%
601688.SH	华泰证券	3.56%	3.93%	3.48%	3.97%
600837.SH	海通证券	3.79%	3.55%	3.72%	4.12%
601211.SH	国泰君安	3.97%	3.62%	3.69%	4.10%
000776.SZ	广发证券	4.14%	3.93%	3.53%	3.67%
601881.SH	中国银河	3.78%	3.64%	3.37%	3.69%
000166.SZ	申万宏源	3.90%	3.83%	3.30%	3.29%
600999.SH	招商证券	3.81%	3.90%	3.73%	3.43%
601995.SH	中金公司	4.07%	3.38%	3.49%	4.25%
601066.SH	中信建投	4.03%	4.01%	3.75%	3.50%
600958.SH	东方证券	3.70%	3.49%	3.44%	3.29%
601788.SH	光大证券	4.17%	3.92%	3.75%	3.66%
601901.SH	方正证券	4.44%	3.88%	3.84%	3.25%
600918.SH	中泰证券	3.94%	3.85%	3.52%	3.61%
000728.SZ	国元证券	4.06%	3.42%	3.18%	3.36%
600369.SH	西南证券	4.53%	4.15%	3.84%	3.25%
601236.SH	红塔证券	4.67%	4.90%	4.13%	3.42%
000750.SZ	国海证券	4.70%	4.67%	4.13%	3.58%
600909.SH	华安证券	4.57%	4.18%	3.79%	3.49%
601059.SH	信达证券			2.90%	2.98%
601456.SH	国联证券	4.00%	3.58%	3.57%	3.22%
601375.SH	中原证券	4.34%	3.84%	3.71%	3.22%
22家样本合计		3.97%	3.82%	3.63%	3.80%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：(1) 付息债务利率（不含卖回）=付息债务利息支出（不含卖回）/平均付息债务规模（不含卖回）

(2) 付息债务利息支出=利息支出-代理买卖证券款利息支出-卖出回购利息支出

(3) 付息债务规模=拆入资金+应付短期融资款+短期借款+长期借款+应付债券

**图17：头部券商母公司口径的付息债务利率（不含卖回）整体有所提高，预计由于2023年新发债券久期拉长所致**

付息债务利率 (母公司口径) 【不含卖回】		2020A	2021A	2022A	2023A
600030.SH	中信证券	4.40%	4.63%	4.00%	3.98%
601688.SH	华泰证券	3.63%	4.39%	3.64%	3.93%
601881.SH	中国银河	3.85%	3.62%	3.41%	3.62%
601211.SH	国泰君安	4.28%	4.02%	3.94%	3.91%
600837.SH	海通证券	3.80%	3.71%	3.55%	3.49%
5家样本券商		4.02%	5.18%	3.73%	3.80%

数据来源：Wind、开源证券研究所

**图18：2023年上市券商卖出回购金融资产利率提高，债券自营业务资金成本提升**

卖出回购利率		2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/12/31
600030.SH	中信证券	2.0%	1.9%	1.8%	2.5%
601688.SH	华泰证券	2.4%	2.2%	1.9%	2.7%
600837.SH	海通证券	2.3%	2.3%	2.2%	2.8%
601211.SH	国泰君安	2.1%	2.1%	2.0%	2.4%
000776.SZ	广发证券	2.2%	2.4%	2.0%	2.3%
601881.SH	中国银河	2.4%	2.4%	2.1%	2.2%
000166.SZ	中万宏源	2.5%	2.4%	2.0%	2.3%
600999.SH	招商证券	2.0%	2.0%	1.7%	2.0%
601995.SH	中金公司	2.3%	2.7%	2.2%	2.4%
601066.SH	中信建投	2.2%	2.3%	1.9%	2.3%
600958.SH	东方证券	2.3%	2.4%	2.0%	2.2%
601788.SH	光大证券	2.4%	2.3%	1.8%	2.1%
601901.SH	方正证券	2.5%	2.6%	2.4%	2.5%
600918.SH	中泰证券	2.7%	2.6%	2.0%	2.4%
000728.SZ	国元证券	2.4%	2.3%	1.9%	2.5%
600369.SH	西南证券	2.4%	2.4%	2.0%	2.4%
601236.SH	红塔证券	2.7%	2.6%	2.2%	2.3%
000750.SZ	国海证券	1.8%	2.0%	1.4%	2.1%
600909.SH	华安证券	2.7%	2.4%	2.0%	2.4%
601059.SH	信达证券			2.2%	2.2%
601456.SH	国联证券	2.4%	2.3%	2.1%	2.3%
601375.SH	中原证券	2.5%	2.7%	2.2%	2.3%
22家样本合计		2.2%	2.2%	2.0%	2.4%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：卖出回购利率=卖出回购利息支出/平均卖出回购金融资产

**图19：2023年母公司口径下，卖出回购利率有所提高**

卖出回购利率 (母公司口径)		2020A	2021A	2022A	2023A
600030.SH	中信证券	2.06%	2.04%	1.75%	2.05%
601688.SH	华泰证券	2.47%	2.41%	2.01%	2.24%
601881.SH	中国银河	2.41%	2.48%	2.08%	2.17%
601211.SH	国泰君安	2.26%	2.34%	1.96%	2.10%
600837.SH	海通证券	2.51%	2.55%	2.05%	2.16%
5家样本券商		2.29%	2.31%	1.95%	2.13%

数据来源：Wind、开源证券研究所

**净利差：重资产业务收益率回升，驱动净利差扩张。**2023年上市券商重资产业务收益率有所回升，驱动净利差同比微扩。2023年上市券商杠杆率整体有所扩张，稳健的净利差更利于杠杆扩张。

**图20：2023年上市券商重资产业务收益率有所回升**

重资产业务收益率		2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/12/31
600030.SH	中信证券	4.58%	5.08%	3.93%	4.07%
601688.SH	华泰证券	4.88%	4.69%	3.30%	4.25%
600837.SH	海通证券	6.94%	7.27%	4.04%	4.23%
601211.SH	国泰君安	4.67%	4.78%	3.40%	3.25%
000776.SZ	广发证券	5.87%	5.36%	3.02%	3.09%
601881.SH	中国银河	5.26%	5.41%	3.98%	3.86%
000166.SZ	申万宏源	5.24%	5.24%	2.90%	3.67%
600999.SH	招商证券	4.81%	4.76%	3.33%	3.49%
601995.SH	中金公司	6.15%	4.86%	3.81%	4.26%
601066.SH	中信建投	6.40%	5.47%	3.73%	3.84%
600958.SH	东方证券	5.73%	4.75%	3.20%	3.41%
601788.SH	光大证券	4.83%	4.22%	3.15%	3.59%
601901.SH	方正证券	4.12%	4.53%	3.86%	3.65%
600918.SH	中泰证券	5.72%	5.98%	3.11%	5.65%
000728.SZ	国元证券	5.47%	5.53%	3.90%	4.94%
600369.SH	西南证券	5.89%	4.96%	2.70%	3.79%
601236.SH	红塔证券	8.85%	9.74%	1.56%	3.08%
000750.SZ	国海证券	5.19%	5.37%	2.30%	3.66%
600909.SH	华安证券	5.63%	4.38%	3.26%	3.89%
601059.SH	信达证券	5.59%	4.64%	3.14%	4.35%
601456.SH	国联证券	5.30%	5.45%	3.73%	3.48%
601375.SH	中原证券	4.03%	5.13%	3.42%	3.72%
22家样本合计		5.38%	5.22%	3.51%	3.83%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：(1) 重资产业务收益率=重资产业务收益/平均核心资产规模

(2) 重资产业务收益=投资收益+公允价值变动损益+汇兑收益+利息收入-客户保证金利息收入

(3) 核心资产规模=交易性金融资产+衍生金融工具+其他权益工具投资+融出资金+买入返售金融资产+债权投资+其他债券投资+长期股权投资

**图21：2023年上市券商净利差小幅改善**

净利差		2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/12/31
600030.SH	中信证券	1.42%	1.85%	0.95%	0.74%
601688.SH	华泰证券	1.85%	1.50%	0.41%	0.79%
600837.SH	海通证券	3.46%	3.96%	0.67%	0.43%
601211.SH	国泰君安	1.63%	1.87%	0.54%	0.04%
000776.SZ	广发证券	2.55%	2.00%	0.12%	0.05%
601881.SH	中国银河	2.02%	2.36%	1.29%	0.98%
000166.SZ	申万宏源	1.87%	1.99%	0.17%	0.86%
600999.SH	招商证券	1.83%	1.66%	0.43%	0.65%
601995.SH	中金公司	2.44%	1.56%	0.53%	0.40%
601066.SH	中信建投	3.14%	2.21%	0.83%	0.93%
600958.SH	东方证券	2.59%	1.71%	0.44%	0.64%
601788.SH	光大证券	1.09%	0.66%	-0.11%	0.50%
601901.SH	方正证券	0.41%	1.38%	0.98%	0.83%
600918.SH	中泰证券	2.20%	2.57%	0.11%	2.37%
000728.SZ	国元证券	2.10%	2.61%	1.36%	2.02%
600369.SH	西南证券	2.32%	1.67%	-0.16%	1.04%
601236.SH	红塔证券	4.95%	5.56%	-1.52%	0.14%
000750.SZ	国海证券	2.06%	2.06%	-0.37%	0.80%
600909.SH	华安证券	2.08%	1.00%	0.33%	0.91%
601059.SH	信达证券	5.59%	4.64%	0.49%	1.64%
601456.SH	国联证券	1.97%	2.40%	0.83%	0.60%
601375.SH	中原证券	0.51%	1.81%	0.42%	0.93%
22家样本合计		2.08%	2.02%	0.56%	0.66%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：净利差=重资产业务收益率-付息债务利率



**图22：2023年上市券商杠杆率有所提升**

杠杆率	简称	2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/12/31	2023-YOY
600030.SH	中信证券	4.57	4.81	3.98	4.27	7%
601688.SH	华泰证券	4.39	4.34	4.13	4.18	1%
600837.SH	海通证券	3.48	3.50	3.59	3.71	3%
601211.SH	国泰君安	4.10	4.58	4.64	4.82	4%
000776.SZ	广发证券	3.47	3.69	3.84	3.91	2%
601881.SH	中国银河	4.24	4.36	4.83	4.16	-14%
000166.SZ	申万宏源	4.37	4.64	4.39	4.18	-5%
600999.SH	招商证券	3.91	4.42	4.38	4.74	8%
601995.SH	中金公司	6.28	6.57	5.60	5.17	-8%
601066.SH	中信建投	4.36	4.50	4.29	4.33	1%
600958.SH	东方证券	3.73	3.69	3.17	3.46	9%
601788.SH	光大证券	3.18	2.89	2.92	3.01	3%
601901.SH	方正证券	2.36	3.33	3.44	4.18	22%
600918.SH	中泰证券	3.78	4.00	3.44	3.24	-6%
000728.SZ	国元证券	2.27	2.81	3.10	3.10	0%
600369.SH	西南证券	2.66	2.68	2.70	2.86	6%
601236.SH	红塔证券	2.34	1.69	1.83	1.85	1%
000750.SZ	国海证券	3.10	3.01	2.93	2.41	-18%
600909.SH	华安证券	2.92	2.87	2.81	3.03	8%
601059.SH	信达证券	2.63	3.65	3.25	3.31	2%
601456.SH	国联证券	3.48	3.34	3.79	4.31	14%
601375.SH	中原证券	2.95	2.91	2.70	2.84	5%
22家样本合计		3.96	4.17	4.01	4.08	2%

数据来源：Wind、开源证券研究所

**所得税率：增配国债、地方债，偏好权益高股息策略，券商免税收入增加，所得税率下降。**上市券商所得税率有所下降，主要由于公司金融资产投资中减免所得税的国债、地方债等投资规模增加，叠加权益自营配置偏向高股息风格（持股满1年分红可免税），使得券商免税收入增加。

**表2：券商所得税率有所下降**

所得税率	2021年	2022年	2023年
华泰证券	16%	7%	8%
中国银河	18%	3%	3%
招商证券	15%	5%	6%
22家样本合计	20%	16%	14%

数据来源：Wind、开源证券研究所

**表3：2022年起华泰证券受非应税收入影响，所得税率保持低位**

单位：亿元	2021年	2022年	2023年
税前利润	162.73	122.28	142.05
按税率25%计算的预期所得税	40.68	30.57	35.51
非应税收入的影响	-16.88	-22.40	-23.02
不可抵扣的成本、费用和损失的影响	4.21	3.36	2.75
子公司适用不同税率的影响	-1.53	-1.70	-1.42
本年所得税费用	26.72	8.61	11.68
所得税率	16%	7%	8%

数据来源：公司公告、开源证券研究所



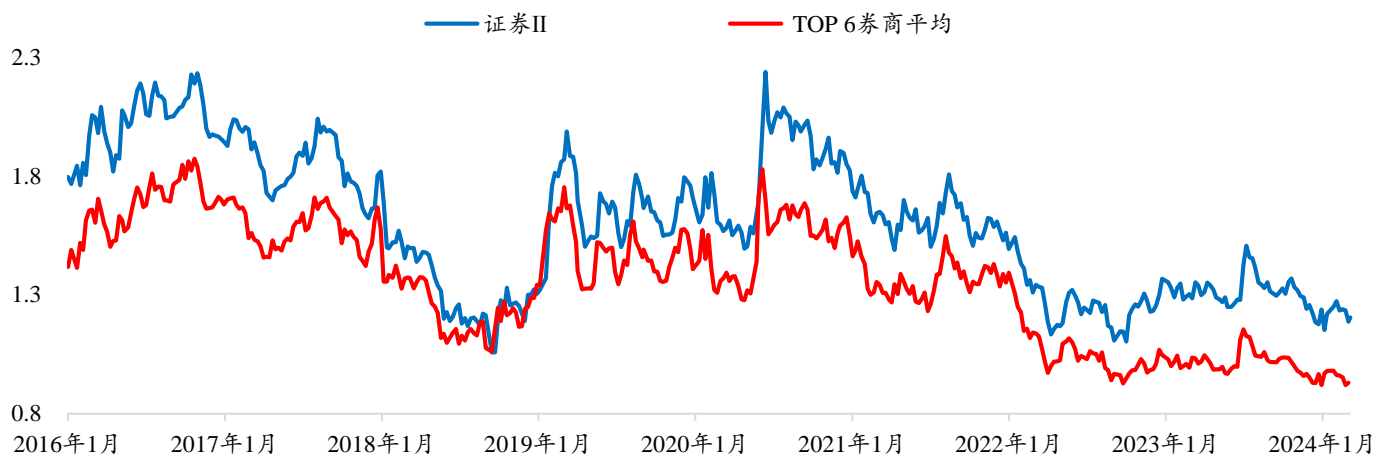
## 2、预计 2024Q1 券商业绩同比下降，环比高增

我们预计 40 家上市券商 2023 年/2024Q1 归母净利润同比+0.1%/-11%。2023 年券商手续费收入同比承压，自营业务支撑全年业绩，根据已披露的券商 2023 年年报，我们调整 2023 年盈利预测，预计 40 家上市券商 2023 年归母净利润 1253 亿元，同比+0.1%，2023 单 Q4 归母净利润 174 亿元，同比-26%，环比-36%。预计上市券商 2024Q1 归母净利润 377 亿元，同比-11%，环比+116%。截至 4 月 2 日，证券板块 PB (LF) 1.20 倍，位于近 5 年分位数 8%，估值具有安全边际。

表4：我们预计 40 家上市券商 2023 年/2024Q1 归母净利润同比+0.1%/-11%

40 家上市券商整体 (单位：亿元)		2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023E	2024Q1E
经纪业务收入		742	1140	1373	1120	973	249
	YOY	19.4%	53.7%	20.4%	-18.4%	-13.1%	0.3%
日均股基成交额		5580	9,042	11,343	10,215	9,920	10,292
	YOY	35.5%	62.0%	25.4%	-9.9%	-2.9%	4.0%
投行业务收入		416	580	618	576	434	79
	YOY	23%	39%	6.5%	-6.8%	-24.6%	-23.6%
资产管理收入		314	389	499	454	461	108
	YOY	3%	24%	28%	-9%	1%	-1%
大投资业务收入		1367	1578	1797	873	1263	446
	YOY	89%	15%	14%	-51%	45%	-14%
自营投资收益率（年化）		5.20%	5.06%	4.67%	1.93%	2.69%	3.62%
利息净收入		422	534	600	575	484	119
	YOY	15%	27%	12%	-4%	-16%	9%
营业收入（调整后）		<b>3,440</b>	<b>4,404</b>	<b>5,163</b>	<b>3,899</b>	<b>3,955</b>	<b>1,078</b>
	YOY	<b>51%</b>	<b>28%</b>	<b>17%</b>	<b>-24%</b>	1%	-6%
管理费		1,763	2,103	2,530	2,313	2,373	604
	同比	19.9%	19.2%	20.3%	-8.6%	2.6%	0.1%
归母净利润		<b>1,087</b>	<b>1,456</b>	<b>1,891</b>	<b>1,252</b>	<b>1,253</b>	<b>377</b>
	YOY	69.8%	34.0%	29.9%	-33.8%	0.1%	-11.0%
净利率（调整后）		31.6%	33%	37%	32%	32%	35%
ROE（年化）		<b>6.97%</b>	<b>8.35%</b>	<b>9.56%</b>	<b>5.72%</b>	<b>5.36%</b>	<b>6.26%</b>

数据来源：Wind、开源证券研究所

**图23：当前券商 PB-LF 处于历史低位**


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：选取 2022 年末净资产排名前 6 的券商包括中信证券、海通证券、华泰证券、国泰君安、广发证券、招商证券

### 3、投资建议

**PB 估值具有安全边际，关注结构性机会。**在监管引导证券行业向功能型、集约型、专业化、特色化发展的背景下，券商供给侧改革加速，叠加近期一揽子政策增强资本市场内在稳定性，二级市场信心得到提振，交易量有所改善，关注券商板块结构性机会：（1）具有并购主题及地域优势的标的，推荐国联证券、财通证券，受益标的中国银河、浙商证券；（2）受益于市场交易量提升的互联网券商，推荐指南针、东方财富、同花顺；（3）受益于行业集中度提升的低估值头部综合性券商。

**表5：受益标的估值表**

证券代码	证券简称	股票价格	EPS			P/E		评级
		2024/4/8	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	
300059.SZ	东方财富	12.53	0.64	0.52	0.58	19.58	24.10	买入
300803.SZ	指南针	43.00	0.83	0.35	0.69	51.81	124.06	买入
300033.SZ	同花顺	126.60	3.15	2.61	3.16	40.19	48.51	买入
601108.SH	财通证券	7.37	0.36	0.45	0.61	20.21	16.38	买入
601456.SH	国联证券	10.73	0.27	0.39	0.52	39.74	27.51	买入
601881.SH	中国银河	11.53	1.06	0.80	0.84	10.91	14.42	未评级
601878.SH	浙商证券	10.16	0.43	0.44	0.50	23.63	22.89	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：上述中国银河、浙商证券 EPS、PE 数据取自 Wind 一致性预期。东方财富、指南针、同花顺、国联证券、中国银河 2023 年度报告已披露，相关数据为实际值。

#### 4、风险提示

- 市场波动风险：股市债市波动对证券公司投资收益带来不确定影响；
- 监管趋严风险：监管政策趋严对券商衍生品等业务带来不确定影响。

## 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

### 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

### 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

### 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