

非银金融

2024年07月09日

保险中报景气度较好，并购仍是券商板块投资主线

——非银金融行业 2024 中报前瞻

投资评级：看好（维持）

高超（分析师）

卢崑（分析师）

唐关勇（联系人）

gaochao1@kysec.cn

lukun@kysec.cn

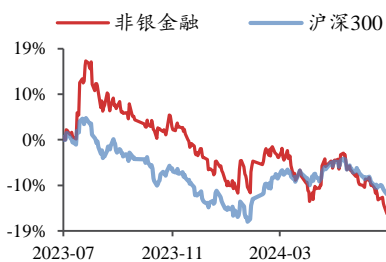
tanguanyong@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

证书编号：S0790524040002

证书编号：S0790123070030

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《央行表态支撑长端利率利好寿险，并购仍是券商主线——行业周报》
-2024.7.7

《交易量低迷压制券商，保险 2 季度投资收益有望改善——行业周报》
-2024.6.30

《推动保险行业高质量发展，券业并购提速持续验证——行业周报》
-2024.6.23

● 保险中报景气度较好，并购仍是券商板块投资主线

中报展望看保险优于券商，2 季度港股和 A 股市场表现优于 2023 年同期，有望给保险投资收益带来正贡献，价值率提升支撑 NBV 良好增长。交易量、IPO、偏股基金规模、和费率等证券行业基本面指标同环比仍有压力，板块排序保险当下仍优于券商，并购仍是券商投资主线。多元金融关注利差改善、高股息率的江苏金租，支付行业量稳价升逻辑有望支撑中报景气度，推荐第三方收单龙头拉卡拉，受益标的新大陆。

● 保险：2024H1 业绩同比增长有望优于 1 季度，NBV 预计保持较好增速

负债端延续高景气，央行表态稳定长端利率利于资产端，中报业绩同比增速有望优于 1 季度。(1) 2 季度新单受高基数影响或小幅承压，但上市险企个险产能持续提升，价值率有望延续提升趋势，预计 2 季度 NBV 增速良好，全年 NBV 有望实现小两位数高质量增长。(2) 从权益市场表现看，沪深 300 和恒生指数 2 季度收益率分别为-2.14%/+7.12%(2023 年同期分别为-5.15%/-7.27%)，预计权益市场同比改善利好寿险投资收益同比增长，预计中报整体业绩增速优于 1 季报。

(3) 结算和预定利率调降、报行合一和产品结构优化有望降低行业存量和增量产品负债成本，利差损风险担忧有所缓解。近期 10 年期国债收益率有所回落，央行表态稳定长端利率，利好寿险资产端企稳，关注 7 月宏观、地产等政策影响。板块估值和机构持仓仍在低位，业务景气度和政策端带来超额收益支撑，资产端催化有望驱动板块估值持续回升，继续看好寿险板块机会。

● 券商：手续费收入同环比仍有压力，并购仍是行业主线

2 季度券商手续费收入同环比依旧承压，股市下跌，权益自营承压，而债市保持较强景气或是支撑券商业绩的主要影响因素，此外降本增效带动管理费用同比下降亦对净利润有正向拉动作用。我们预计上市券商 2024H1 归母净利润 588 亿，同比-27%，2024 单 Q2 归母净利润 300 亿，同比-21%，环比+4%。(1) 重点标的 2024H1 归母净利润同比预测：预计东方财富同比-7%，东方证券同比-25%，财通证券同比-7%，兴业证券同比-56%。(2) 受市场低迷、监管趋严影响，2024 上半年券商行业基本面承压，下半年基数原因同比降幅有望收窄，FICC 和降本增效有望支撑全年业绩。券商板块估值和机构配置仍位于历史底部，低估值头部券商、具有并购主题的标的仍是行业主线。推荐标的组合：国联证券，东方财富，财通证券。受益标的组合：浙商证券，国泰君安，中国银河，方正证券。

● 多元金融：推荐江苏金租、香港交易所、拉卡拉

(1) 江苏金租：银行间拆借利率环比下降驱动公司负债成本下降，二季度净利差有望环比扩张。中报业绩景气度向好，预计 2024H1 营业收入/净利润 26.2/14.4 亿，同比+9%/+9%；预计 2024Q2 营业收入/净利润 13.4/7.3 亿，同比+12%/+14%，环比+5%/+2%。(2) 香港交易所：关注政策面预期 α 催化，看好基本面修复下 β 机遇。2024Q2 现货 ADT 1216 亿港元，同比+22%，衍生品及大宗等多元化战略成效显著，我们预测 2024Q2 公司实现净利润 32.2 亿港元，同比+10.8%，环比+8.3%。(3) 支付产业：关注提价带来短期盈利改善，看好“支付+科技”长期成长性。我们预计 Q2 提价效应凸显，科技板块毛利改善，我们预计 2024Q2 拉卡拉扣非净利润 2.2 亿，在低基数下同比+129%，2024H1 扣非净利润同比+59%。

● 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：中报同比增速有望优于 1 季度，预计 NBV 增速良好	4
1.1、 业绩：中报业绩同比增速有望优于 1 季度，受益权益市场同比改善	4
1.2、 寿险：2024H1 NBV 增速预计好于预期，价值率有望延续提升趋势	5
1.3、 财险：车险增速趋稳，非车险逐步回暖，COR 有望改善	8
1.4、 负债端延续高景气，中报业绩同比增速有望优于 1 季度	9
2、 券商：手续费收入同比仍有压力	10
2.1、 市场活跃度下降，股市下跌，债市表现较好	10
2.2、 券商基本面承压，估值处于历史低位	14
3、 多元金融：推荐香港交易所、拉卡拉、江苏金租	16
3.1、 香港交易所：关注政策面预期 α 催化，看好基本面修复下 β 机遇	16
3.2、 支付行业：量稳价升下看好 2 季度业绩增长	17
3.3、 江苏金租：预计中报景气度向好，高股息特征突出	18
4、 风险提示	19

图表目录

图 1： 2024Q2 权益市场表现相对优于 2023Q2	5
图 2： 2024 年以来中证全债指数表现较好	5
图 3： 截至 2024 年 6 月末十年期国债收益率降至 2.21%	5
图 4： 2024 年 1-5 月上市险企寿险保费同比增速改善	6
图 5： 2024 年 5 月多数上市险企寿险保费同比正增长	6
图 6： 2024Q1 倾向更多储蓄的居民占比保持高位	7
图 7： 2024Q1 保险仍为未来三个月准备支出项目第 7 位	7
图 8： 2024Q1 部分上市险企价值率有所回升	7
图 9： 2023 年上市险企个险产能明显提升	7
图 10： 2024 年 6 月寿险公司万能险平均结算利率 2.79%，较 2023 年末-0.58pct	8
图 11： 2024 年 1-5 月上市险企财险保费增速表现分化	8
图 12： 2024 年 5 月上市险企财险保费同比增速分化	8
图 13： 2024 年 5 月乘用车累计销量同比+8.5%	9
图 14： 2024 年 5 月新能源车累计销量同比+32.5%	9
图 15： 2024Q2 日均股基成交 0.95 万亿，同比-15%，环比-8%，2024H1 日均成交额同比-6%	10
图 16： 2024Q2 两融日均规模同比-6%，环比-1%；2024H1 末两融规模较年初-10%	10
图 17： 2024H1 新开户数 949 万户，同比-28%	11
图 18： 2024H1 全市场 IPO 承销规模 325 亿，累计同比-85%；2024Q2 为 89 亿，同比-94%，环比-62%	11
图 19： 2024H1 全市场 IPO 单数 54 单，累计同比-72%；2024Q2 为 16 单，同比-86%，环比-58%	11
图 20： 2024 年 1-6 月再融资承销规模累计同比-73%	12
图 21： 2024 年 1-6 月债券承销规模累计同比+0.05%	12
图 22： 2024Q1 券商资管同比-9%，环比+1%	12
图 23： 2024Q1 券商资管投向以固收为主	12
图 24： 2024H1 月均新发偏股 184 亿份，低于 2017 年	13
图 25： 2024H1 偏股基金净值-5.3%，净值拖累保有规模	13
图 26： 2024Q2 股市下跌，券商权益自营环比或承压；2024Q2 债市保持上涨，券商固收自营环比或持平	13
图 27： 2024H1 股市下跌，债市保持上涨	13

图 28: 当前券商估值处于低位	15
图 29: 2024Q2 银行间拆借利率环比下降 (单位: %)	19
表 1: 我们预测上市险企 2024H1 净利润同于预计好于 1 季度	4
表 2: 预计上市险企 2023H1 NBV 同比保持较好增速	6
表 3: 2024Q1 中国人寿新单结构改善, 十年期及以上首年期交保费同比+25.4%.....	7
表 4: 2024 年 5 月中国人保保费增速同比+4.4%, 车险和非车险保费增速均改善	9
表 5: 受益标的估值表-寿险	10
表 6: 受益标的估值表-财险	10
表 7: 预计上市券商 2024H1 归母净利润同比-27%.....	14
表 8: 重点标的 2024 年中报业绩前瞻	15
表 9: 受益标的估值表-券商	16
表 10: 我们预测 2024Q2 港交所净利润 32.2 亿港元, 同比+10.8%, 2024H1 同比-2.0%.....	16
表 11: 我们预计 2024Q2 拉卡拉扣非净利润 2.2 亿, 低基数下同比+129%, 2024H1 扣非净利润同比+59%.....	17
表 12: 受益标的估值表-多元金融	19

1、保险：中报同比增速有望优于1季度，预计NBV增速良好

1.1、业绩：中报业绩同比增速有望优于1季度，受益权益市场同比改善

预计2024H1净利润同比增速好于1季度，主要系2024Q2权益市场同比好于2023年同期。(1)我们预测2024Q2上市险企净利润同比分别：中国人寿+25.1%、中国太保+18.2%、中国平安+13.3%、中国财险+0.7%，2024H1净利润同比分别：中国太保+7.4%、中国平安+3.7%、中国人寿+3.4%、中国财险-17.6%。(2)资产端：2024Q2沪深300指数收益率-2.1%，对比2023Q2的-5.1%降幅较小，预计2024Q2权益资产投资表现优于同期。此外，2024Q2中证全债指数上涨1.9%，对比2023Q2的2.0%基本持平，预计上市险企交易性债券收益基本持平；截至6月末10年期国债收益率至2.21%，同比-0.43pct，预计新增固收投资和存量再配置收益率边际下滑。(3)负债端：IFRS17准则下，CSM摊销为负债端贡献稳定利源，我们预计Q2负债端利润贡献相对稳定。

表1：我们预测上市险企2024H1净利润同于预计好于1季度

归母净利润-新准则 (亿元)	2023Q1	2023H1	2023Q3	2023A	2024Q1	2024H1E
中国人寿	228	362	355	462	206	374
中国平安	384	698	876	857	367	724
中国太保	116	183	231	273	118	197
新华保险	69	100	95	87	49	
中国财险	95	203	194	246	59	167

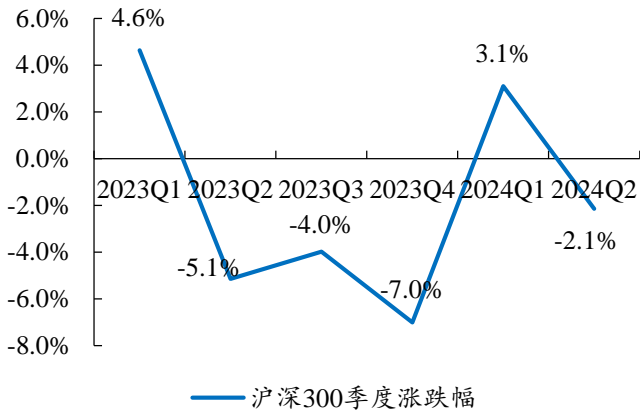
YOY	2023Q1	2023H1	2023Q3	2023A	2024Q1	2024H1E
中国人寿	50.3%	-8.0%	14.6%	-30.7%	-9.3%	3.4%
中国平安	48.9%	-1.2%	-5.6%	-22.8%	-4.3%	3.7%
中国太保	27.4%	-8.7%	-24.4%	-27.1%	1.2%	7.4%
新华保险	114.8%	8.6%	-15.5%	-11.3%	-28.6%	
中国财险	44.9%	5.4%		-15.7%	-38.2%	-17.6%

单季归母净利润-新准则 (亿元)	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2E
中国人寿	227.7	133.8	-6.1	106.4	206.4	167.4
中国平安	383.5	314.9	177.3	-19.1	367.0	356.9
中国太保	116.3	67.1	48.2	41.1	117.6	79.3
新华保险	69.2	30.6	-4.4	-8.3	49.4	
中国财险	95.1	107.5	-8.7	52.0	58.7	108.2

YOY	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2E
中国人寿	50.3%	-44.6%	-92.6%	-70.2%	-9.4%	25.1%
中国平安	48.9%	-30.0%	-19.6%	-110.5%	-4.3%	13.3%
中国太保	27.4%	-38.7%	-54.3%	-39.2%	1.2%	18.2%
新华保险	114.8%	-48.7%	-120.7%	-43.5%	-28.6%	
中国财险	44.9%	-15.1%	-95.5%	-82.2%	-38.2%	0.7%

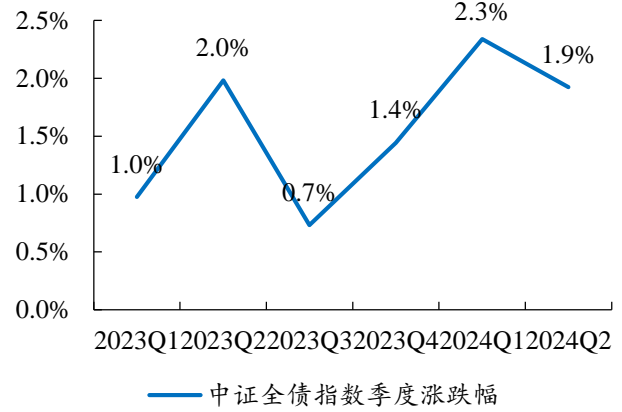
数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

图1: 2024Q2 权益市场表现相对优于 2023Q2



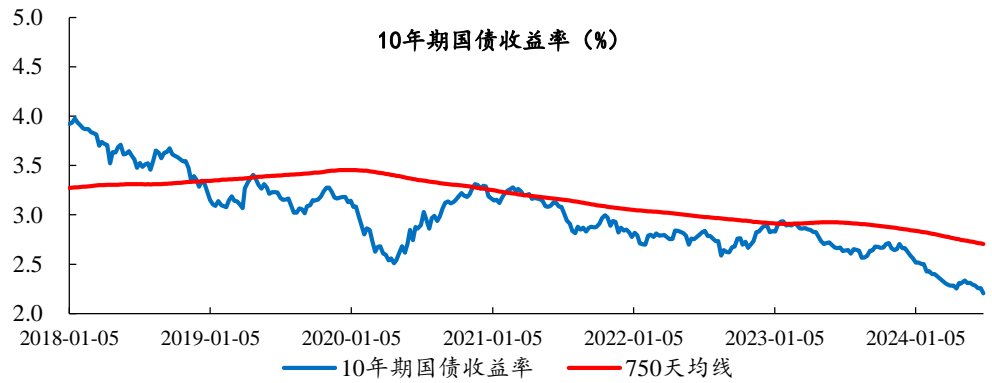
数据来源: Wind、开源证券研究所

图2: 2024 年以来中证全债指数表现较好



数据来源: Wind、开源证券研究所

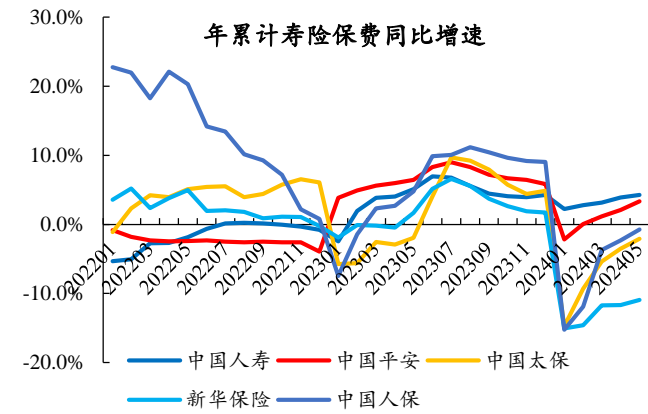
图3: 截至 2024 年 6 月末十年期国债收益率降至 2.21%



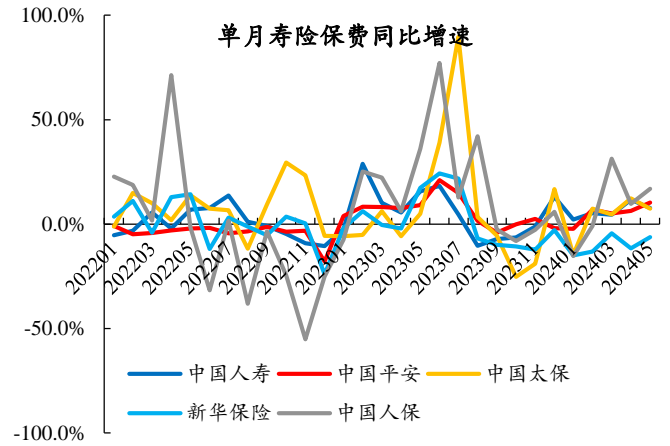
数据来源: Wind、开源证券研究所

1.2、寿险: 2024H1 NBV 增速预计好于预期, 价值率有望延续提升趋势

预计 2024H1 上市险企保费收入同比逐月改善, 产品结构改善带来 margin 提升。2024 年 1-5 月, 上市险企累计人身险保费收入及同比分别为: 中国人寿 4157 亿元、同比+4.3%, 中国平安 2705 亿元、同比+3.3%, 中国太保 1223 亿元、同比-2.1%, 新华保险 786 亿元、同比-10.9%, 中国人保 990 亿元、同比-0.7%, 阳光保险 445 亿元、同比+9.8%。上市险企主动转型业务结构, 个险产能提升下新单期缴保持贡献提升, 同时险企主动压降银保趸缴业务, 产品期限结构调整下 margin 有望持续提升。

图4：2024年1-5月上市险企寿险保费同比增速改善


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图5：2024年5月多数上市险企寿险保费同比正增长


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

2024H1 NBV 增速预计表现良好，展望全年 NBV 有望实现高质量增长。2 季度高基数新单或同比小幅承压，考虑 2024Q1NBV 增长好于预期，结算和预定利率调降、报行合一以及产品结构优化下预计价值率延续提升趋势，预计 2024H1 大部分上市险企 NBV 增速表现较好。

表2：预计上市险企 2023H1 NBV 同比保持较好增速

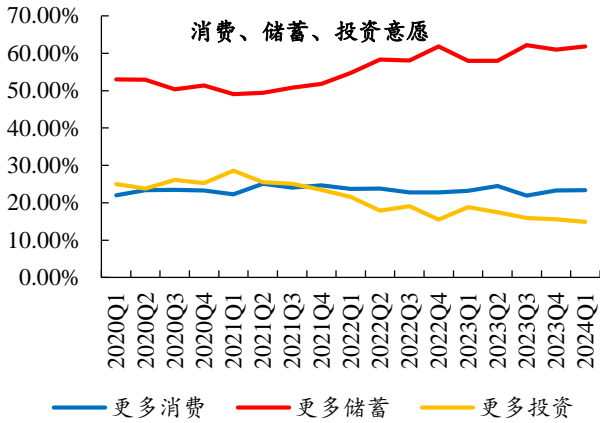
新业务价值同比增速	2023Q1	2023H1	2023Q3	2023A	2024Q1	2024H1E	2024E
中国人寿	7.7%	19.9%	14.0%	14.0%	26.3%	2.8%	7.0%
中国平安	-15.2%	32.6%	29.9%	36.2%	20.7%	-5.8%	2.1%
中国太保	16.6%	31.5%	36.8%	30.8%	30.7%	10.9%	10.8%
新华保险	9.0%	17.1%	27.9%	65.0%	51.0%		

数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

注：2024Q1NBV 增速中国人寿、中国平安、新华保险均为按 2023 年新经济假设调整的可比口径，中国太保披露值为非可比口径为 30.7%，我们按新经济假设调整后的可比口径 NBV 同比增速为 43.6%。

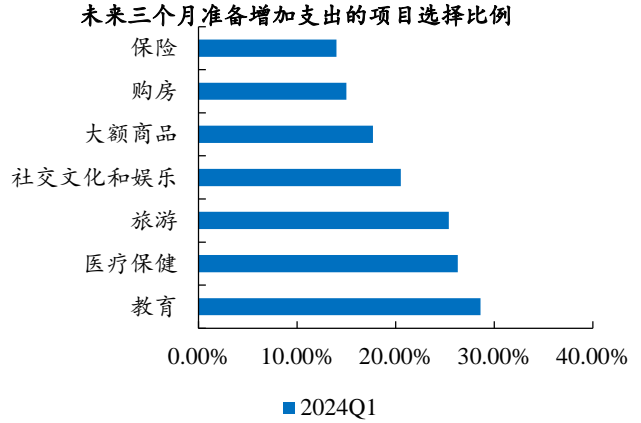
需求侧：居民养老储蓄需求依旧旺盛，“刚兑+锁定利率”的保险产品仍具竞争力。央行 2024Q1 城镇储户问卷调查报告显示，居民收入感受指数及信心指数分别 48.0%/47.0%，环比+0.8pct 和基本持平，倾向于“更多储蓄”的居民占比 61.8%，环比+0.8pct，居民收入感受有所回升，居民储蓄投资意愿依旧旺盛。“保险”在未来三个月准备增加支出的项目中排名第 7 位，居民选择比例为 14.0%，环比下降 0.9pct。长期看，储蓄型保险有望在老龄化进程中不断满足居民资产配置需求。

图6: 2024Q1 倾向更多储蓄的居民占比保持高位



数据来源: Wind、开源证券研究所

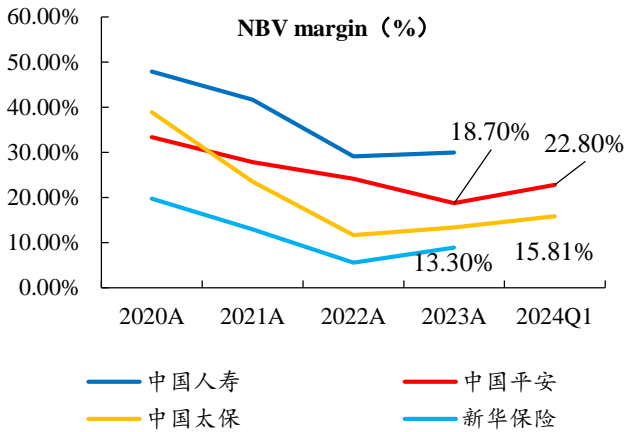
图7: 2024Q1 保险仍为未来三个月准备支出项目第7位



数据来源: 中央人民银行、开源证券研究所

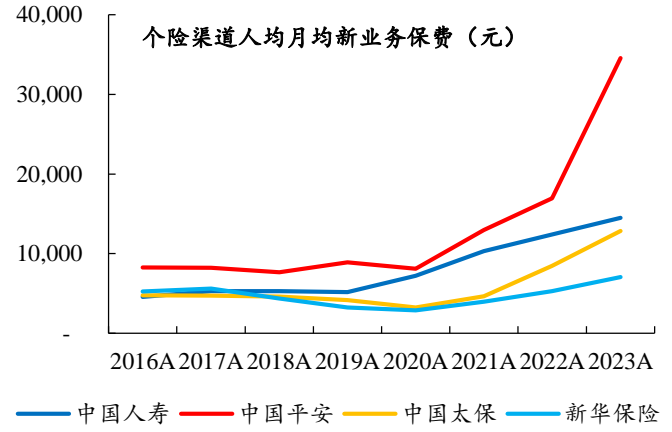
供给侧: 个险产能提升带动新单回暖, 报行合一+结算预定利率下调+产品结构改善推动价值率提升。(1) 新单结构持续改善: 2024Q1 人力规模降幅收窄, 中国人寿和中国平安人力规模较年初-1.9%/-4.0%, 人均产能延续提升趋势, 上市险企主动压降银保趸缴业务, 个险渠道转型见效支撑新单结构改善。(2) 产品价值率延续提升趋势: 结算预定利率下调、报行合一、险企主动调整期限结构下 2024Q1 部分上市险企 NBV margin 提升。

图8: 2024Q1 部分上市险企价值率有所回升



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图9: 2023 年上市险企个险产能明显提升



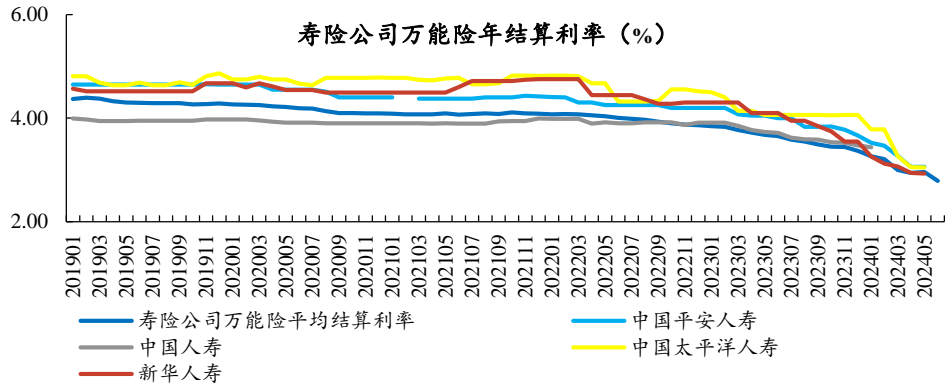
数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

表3: 2024Q1 中国人寿新单结构改善, 十年期及以上首年期交保费同比+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%
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: 中国人寿公告、开源证券研究所

图10：2024年6月寿险公司万能险平均结算利率2.79%，较2023年末-0.58pct

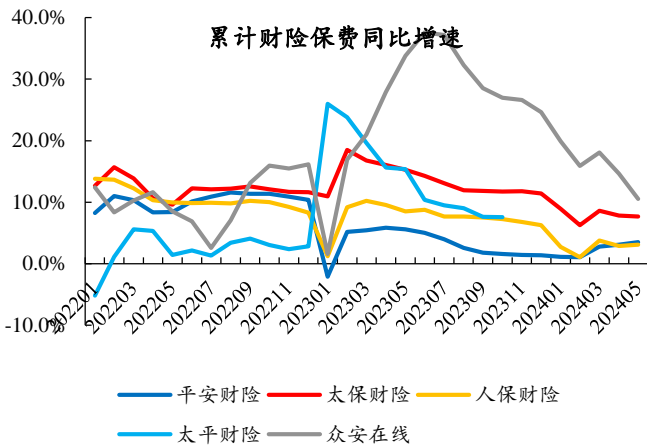


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、财险：车险增速趋稳，非车险逐步回暖，COR有望改善

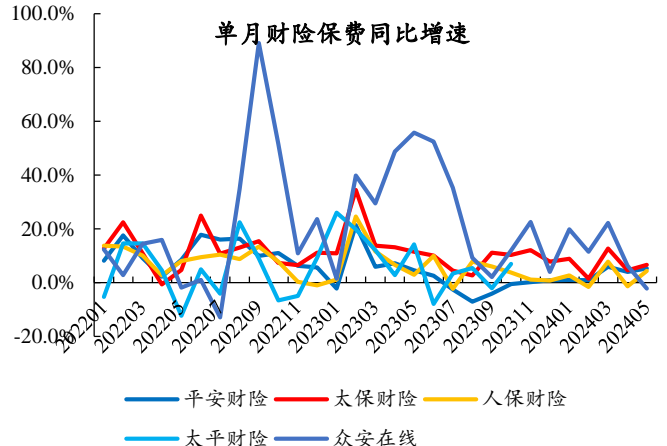
车险保费增速平稳，非车险保费逐步回暖，COR有望持续改善。(1) 财险方面，2024年1-5月各家险企累计保费收入及同比分别为：人保财险 2491 亿元、同比+3.1%，平安财险 1293 亿元、同比+3.5%，太保财险 919 亿元、同比+7.6%，众安在线 124 亿元、同比+10.5%。(2) 车险板块保费同比增速保持平稳，2024年前5月财险行业车险保费同比+2.9%，人保财险车险保费同比+2.7%。2024年前5月乘用车销量/新能源汽车销量累计同比增速分别+8.5%/+32.5%，乘用车需求增长有望带动车险保费持续增长。(3) 非车险板块保费回暖向好，2024年前5月财险行业非车险业务保费同比+5.8%，人保财险同比+3.4%，农险、责任险及信用保证险同比增速较快。(4) 综合成本：考虑Q1冻雨灾害多发下上市险企赔付率提升，2季度有望环比改善，同时上市险企主动优化成本管控，预计费用率有望持续优化，整体COR有望持续改善。

图11：2024年1-5月上市险企财险保费增速表现分化



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图12：2024年5月上市险企财险保费同比增速分化

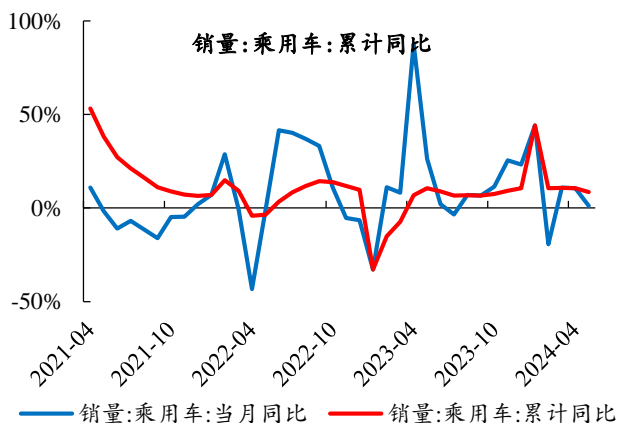


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

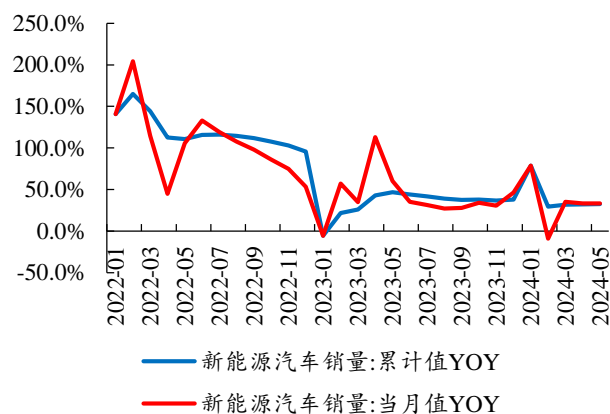
表4: 2024年5月中国人保保费增速同比+4.4%，车险和非车险保费增速均改善

中国人保保费收入 分类及明细	年度累计保费 (亿元)		年度保费同比		单月保费收入 (亿元)		单月保费同比	
	2024年4月	2024年5月	2024年4月	2024年5月	2024年4月	2024年5月	2024年4月	2024年5月
财险业务								
机动车辆险	911	1,139	2.3%	2.7%	218	229	3.5%	4.4%
意外伤害及健康险	628	676	4.9%	4.9%	60	48	-6.1%	5.5%
农险	234	285	0.6%	0.0%	35	51	-12.2%	-2.7%
责任险	140	168	0.9%	3.3%	24	28	-1.2%	17.1%
企业财产险	71	81	6.7%	5.0%	10	10	-15.3%	-5.2%
信用保证险	20	24	-10.6%	-10.3%	3	4	-25.3%	-8.9%
货运险	19	24	4.9%	4.9%	4	5	-9.5%	4.9%
其他险种	81	94	4.0%	5.8%	12	13	-2.7%	19.3%
合计	2,105	2,491	2.8%	3.1%	365	386	-1.4%	4.4%

数据来源: 中国人保公告、开源证券研究所

图13: 2024年5月乘用车累计销量同比+8.5%


数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 2024年5月新能源车累计销量同比+32.5%


数据来源: Wind、开源证券研究所

1.4、负债端延续高景气，中报业绩同比增速有望优于1季度

负债端延续高景气，央行表态稳定长端利率利于资产端，中报业绩同比增速有望优于1季度。(1)2季度新单受高基数影响或小幅承压，但上市险企个险产能持续提升，价值率有望延续提升趋势，预计2季度NBV增速良好，全年NBV有望实现小两位数高质量增长。(2)从权益市场表现看，沪深300和恒生指数2季度收益率分别为-2.14%/+7.12%(2023年同期分别为-5.15%/-7.27%)，预计权益市场同比改善利好寿险投资收益同比增长，预计中报整体业绩增速优于1季报，同比转正。(3)结算和预定利率调降、报行合一和产品结构优化有望降低行业存量和增量产品负债成本，利差损风险担忧有所缓解。近期10年期国债收益率有所回落，央行表态稳定长端利率，利好寿险资产端企稳，关注7月宏观、地产等政策影响。板块估值和机构持仓仍在低位，业务景气度和政策端带来超额收益支撑，资产端催化有望驱动板块估值持续回升，继续看好寿险板块机会，推荐负债端高景气且资产端稳健的中国太保，推荐资产端弹性较强的中国人寿。

表5: 受益标的估值表-寿险

当前股价及评级表			EVPS (元)			PEV			BVPS (元)			PB		评级
证券代码	证券简称	收盘价 (元)	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	
601628.SH	中国人寿	29.98	44.60	47.36	50.36	0.67	0.63	0.60	16.28	17.13	17.97	1.84	1.75	买入
601318.SH	中国平安	41.12	76.34	79.50	82.32	0.54	0.52	0.50	49.18	54.12	59.41	0.84	0.76	买入
601601.SH	中国太保	27.94	55.04	58.63	63.17	0.51	0.48	0.44	25.94	25.81	26.20	1.08	1.08	买入

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 数据截至 2024 年 7 月 8 日。上述盈利预测来自开源证券研究所。

表6: 受益标的估值表-财险

当前股价及评级表			EPS (港元)			PE			BPS (港元)			PB		评级
证券代码	证券简称	收盘价 (港元)	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	
2328.HK	中国财险	9.09	1.11	1.24	1.45	8.22	7.31	6.27	11.40	12.23	13.13	0.80	0.74	买入

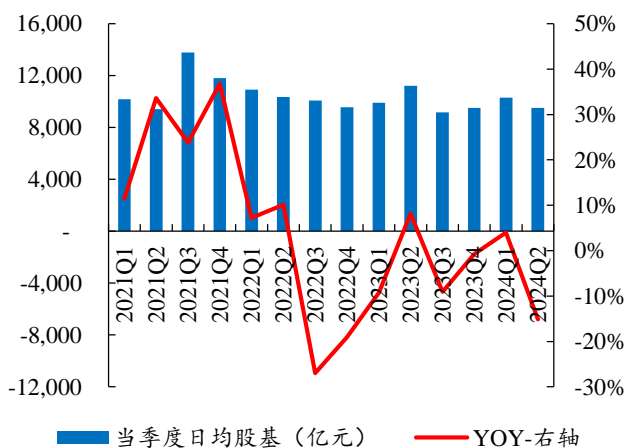
数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 换算汇率为 1 港元兑换 0.91 元人民币; 数据截至 2024 年 7 月 8 日。上述盈利预测来自开源证券研究所。

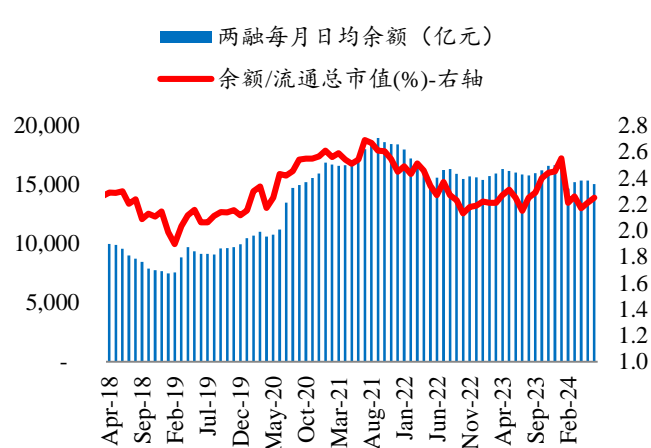
2、券商：手续费收入同比仍有压力

2.1、市场活跃度下降，股市下跌，债市表现较好

经纪与两融：2024H1 市场交投活跃度同比下降，期末两融规模较年初下降，新开户数同比下降。2024H1 日均股基成交额 0.99 万亿，同比-6%；2024 单 Q2 日均股基成交 0.95 万亿，同比-15%，环比-8%。2024H1 末两融规模 1.48 万亿，较年初-10%；2024Q2 两融日均规模同比-6%，环比-1%。2024H1 市场新开户数 949 万户，同比-28%。

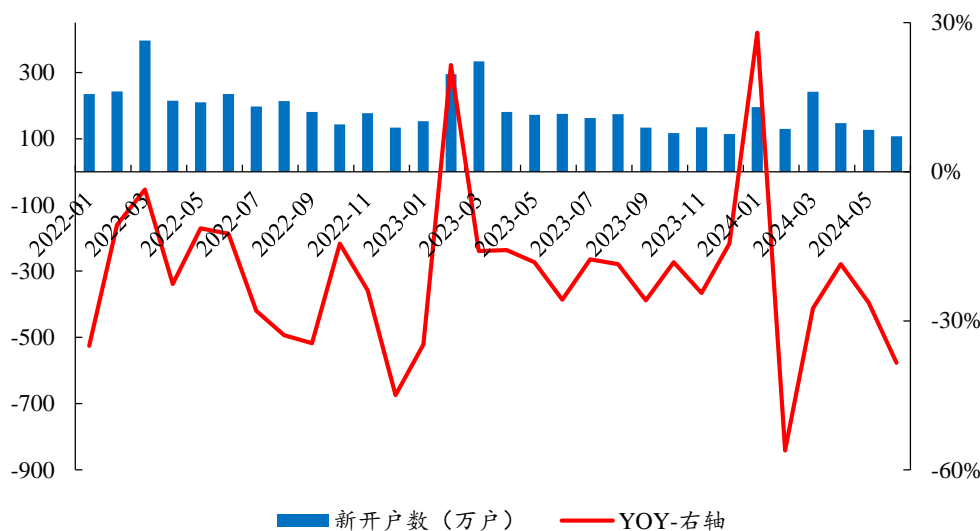
图15: 2024Q2 日均股基成交 0.95 万亿，同比-15%，环比-8%，2024H1 日均成交额同比-6%


数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 2024Q2 两融日均规模同比-6%，环比-1%；2024H1 末两融规模较年初-10%


数据来源: Wind、开源证券研究所

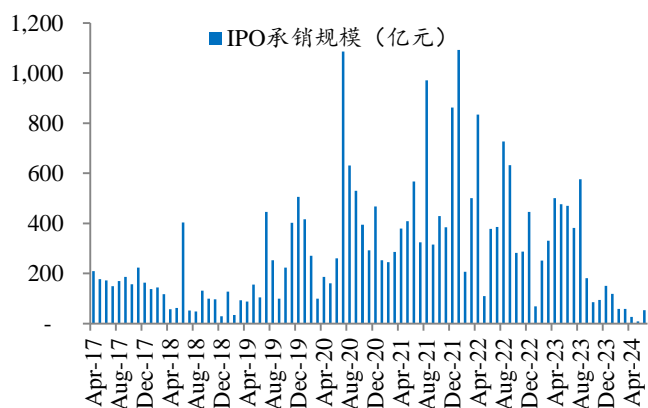
图17: 2024H1 新开户数 949 万户, 同比-28%



数据来源: Wind、开源证券研究所

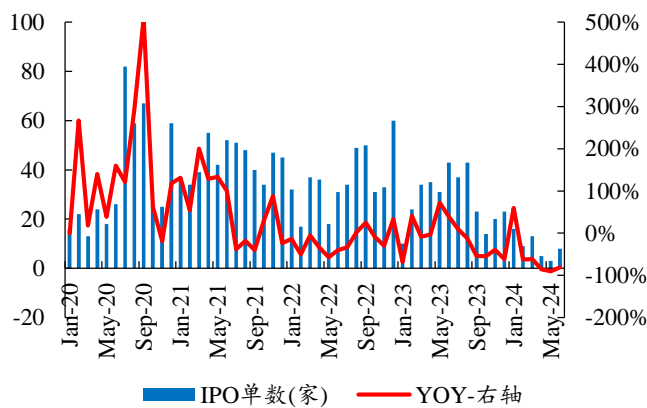
投行: 2024H1 全市场 IPO 规模和单数同比下降, 再融资规模同比下降, 债承规模同比微涨。2024H1 全市场 IPO 数量 54 单, 同比-72%; 2024 单 Q2 市场 IPO 16 单, 环比-58%, 同比-86%。2024H1 市场 IPO/再融资/债承规模同比-85%/-73%/+0.05%。

图18: 2024H1 全市场 IPO 承销规模 325 亿, 累计同比-85%; 2024Q2 为 89 亿, 同比-94%, 环比-62%



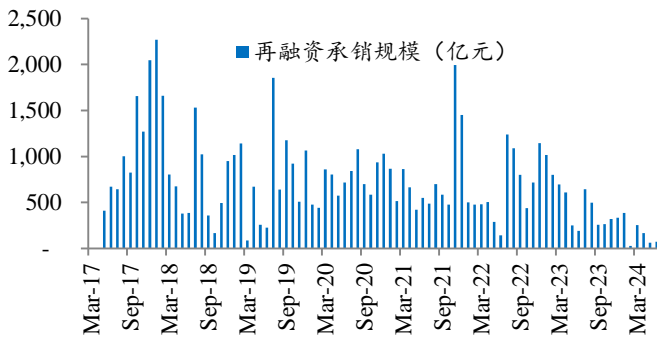
数据来源: Wind、开源证券研究所

图19: 2024H1 全市场 IPO 单数 54 单, 累计同比-72%; 2024Q2 为 16 单, 同比-86%, 环比-58%



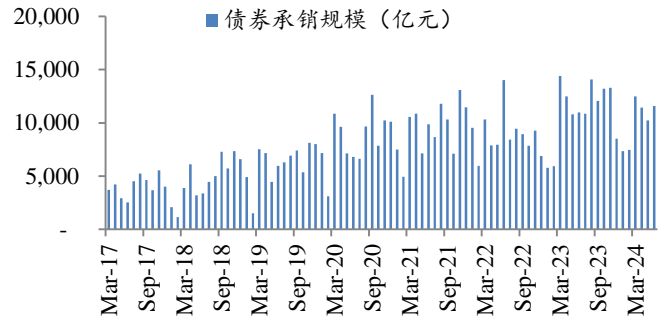
数据来源: Wind、开源证券研究所

图20: 2024年1-6月再融资承销规模累计同比-73%



数据来源: Wind、开源证券研究所

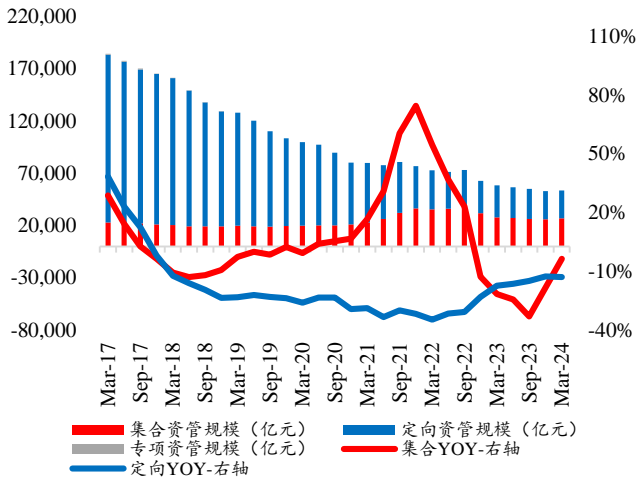
图21: 2024年1-6月债券承销规模累计同比+0.05%



数据来源: Wind、开源证券研究所

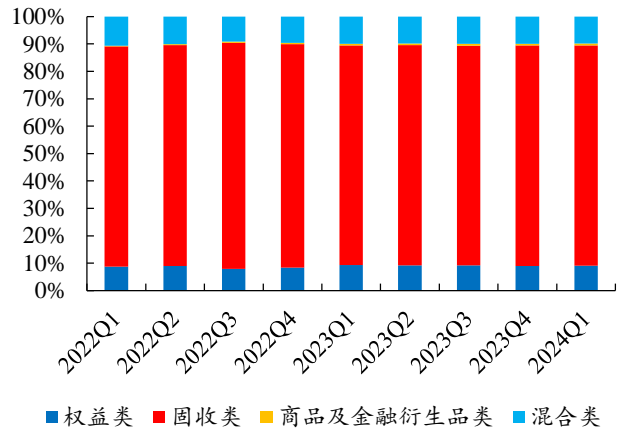
券商资管和大财富管理: 券商资管规模承压, 偏股基金规模同比下降; 基金新发处于低位, 偏股基金净值表现不佳。2024Q1末券商资管规模5.35万亿元, 同比-9%, 环比+1%; 投向来看, 固收占比80%, 环比持平, 权益类占比9%, 环比持平。截至2024年5月末, 偏股基金保有量6.8万亿元, 同比-6%, 主因净值拖累, 2024H1偏股基金净值-5.3%。新发偏股仍处于低迷状态, 2024H1股+混基金新发规模1102亿份, 同比-35%, 月均新发偏股184亿份, 低于2017年月均水平。

图22: 2024Q1券商资管同比-9%, 环比+1%



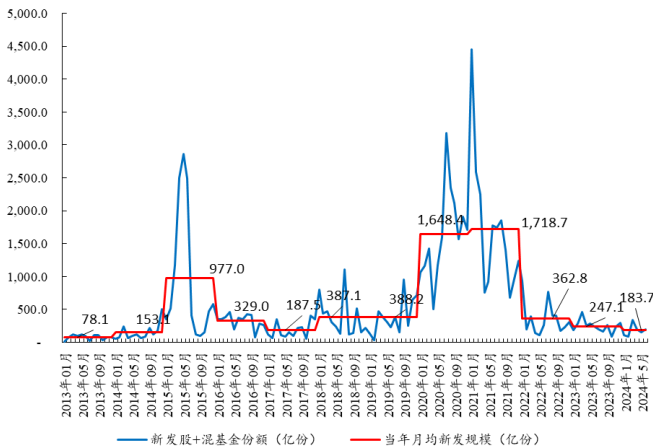
数据来源: 中基协、开源证券研究所

图23: 2024Q1券商资管投向以固收为主



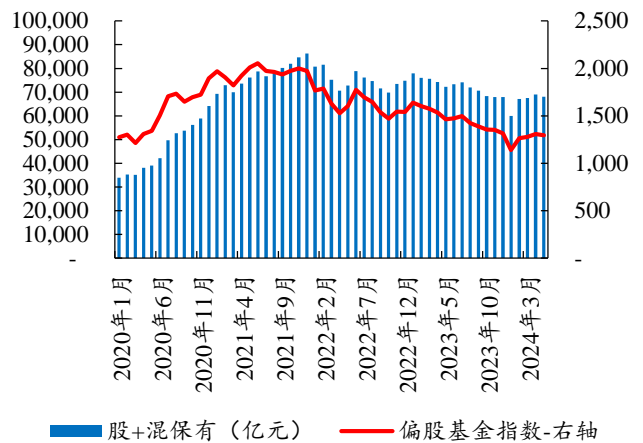
数据来源: 中基协、开源证券研究所

图24: 2024H1 月均新发偏股 184 亿份, 低于 2017 年



数据来源: Wind、开源证券研究所

图25: 2024H1 偏股基金净值-5.3%, 净值拖累保有规模



数据来源: Wind、中基协、开源证券研究所

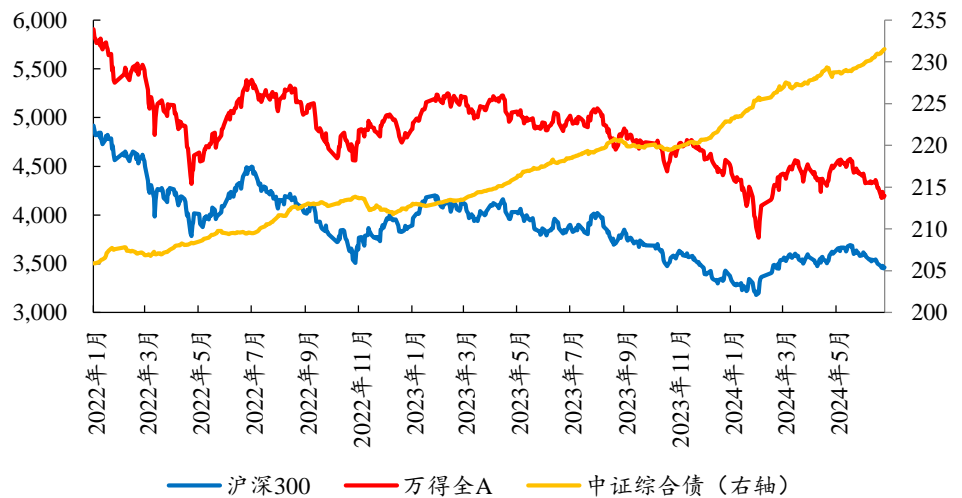
自营投资: 2024H1 股市环境同比走弱, 债市环境同比改善。2024H1 沪深 300/万得全 A 分别为+0.9%/-8.0% (2023H1 分别为-0.8%/+3.1%); 中证综合债/纯债债基分别+3.87%/+2.14% (2023H1 分别为 2.73%/2.07%)。预计 2024H1 券商权益投资收益承压, 固收投资表现或支撑业绩。

图26: 2024Q2 股市下跌, 券商权益自营环比或承压; 2024Q2 债市保持上涨, 券商固收自营环比或持平

代码	指数简称	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2023H1	2024H1
000300.SH	沪深300	4.6%	5.1%	4.0%	7.0%	3.1%	2.1%	-0.8%	0.9%
881001.WI	万得全A	6.5%	3.2%	4.3%	3.8%	2.8%	-5.3%	3.1%	-8.0%
000852.SH	中证1000	9.5%	4.0%	7.9%	3.2%	7.6%	-10.0%	5.1%	-16.8%
H11009.CSI	中证综合债	0.93%	1.78%	0.69%	1.33%	2.09%	1.74%	2.73%	3.87%
930609.CSI	纯债债基	0.97%	1.09%	0.50%	0.78%	1.10%	1.03%	2.07%	2.14%

数据来源: Wind、开源证券研究所

图27: 2024H1 股市下跌, 债市保持上涨



数据来源: Wind、开源证券研究所

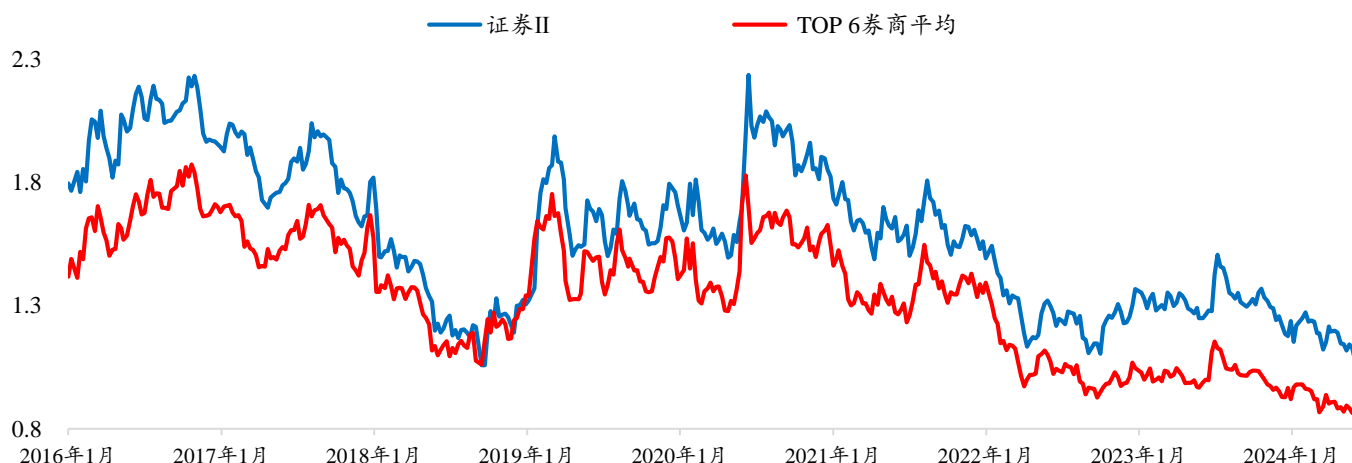
2.2、券商基本面承压，估值处于历史低位

预计 2024H1 上市券商归母净利润同比-27%，当前估值处于低位。2 季度券商手续费收入同环比依旧承压，股市下跌，权益自营承压，而债市保持较强景气或是支撑券商业绩的主要影响因素，此外管理费用支出同比下降亦对净利润有正向拉动作用。我们预计上市券商 2024H1 归母净利润 588 亿，同比-27%，2024 单 Q2 归母净利润 300 亿，同比-21%，环比+4%。截至 7 月 3 日，证券板块 PB (LF) 1.07 倍，位于近 5 年以来分位数 0%，头部 6 家券商 PB (LF) 0.87 倍，位于 2017 年以来分位数 0.3%。

表7：预计上市券商 2024H1 归母净利润同比-27%

40 家上市券商整体 (单位：亿元)		2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024H1E
经纪业务收入		742	1140	1373	1120	991	432
	YOY	19.4%	53.7%	20.4%	-18.4%	-12%	-17%
日均股基成交额		5580	9,042	11,343	10,215	9,920	9,896
	YOY	35.5%	62.0%	25.4%	-9.9%	-3%	-6%
投行业务收入		416	580	618	576	450	139
	YOY	23%	39%	6.5%	-6.8%	-22%	-41%
资产管理收入		314	389	499	454	453	199
	YOY	3%	24%	28%	-9%	0%	-12%
大投资业务收入		1367	1578	1797	873	1,404	701
	YOY	89%	15%	14%	-51%	61%	-18%
自营投资收益率 (年化)		5.20%	5.06%	4.67%	1.93%	2.99%	2.83%
利息净收入		422	534	600	575	434	169
	YOY	15%	27%	12%	-4%	-25%	-28%
营业收入 (调整后)		3,440	4,404	5,163	3,899	4,013	1,789
	YOY	51%	28%	17%	-24%	3%	-21%
管理费		1,763	2,103	2,530	2,313	2,413	1,045
	同比	19.9%	19.2%	20.3%	-8.6%	4.3%	-12.7%
归母净利润		1,087	1,456	1,891	1,252	1,258	588
	YOY	69.8%	34.0%	29.9%	-33.8%	1%	-27%
净利率 (调整后)		31.6%	33%	37%	32%	31%	33%
	ROE (年化)	6.97%	8.35%	9.56%	5.72%	5.35%	4.82%

数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：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 2024H1 归母净利润同比预测：预计东方财富同比-7%，东方证券同比-25%，财通证券同比-7%，兴业证券同比-56%。

表8：重点标的 2024 年中报业绩前瞻

代码	简称	总市值-7.8 (亿元)	归母净利润 (亿元)			归母净利润同比		
			2023A	2024H1E	2024Q2E	2023A	2024H1E	2024Q2E
300059.SZ	东方财富	1,572.2	81.9	39.5	20.0	-4%	-7%	-9%
600958.SH	东方证券	619.4	27.5	14.3	5.4	-9%	-25%	14%
601108.SH	财通证券	290.7	22.5	9.6	5.1	48%	-7%	-6%
601377.SH	兴业证券	419.7	19.6	7.9	4.6	-26%	-56%	-52%
601456.SH	国联证券	267.9	6.7	0.8	3.0	-13%	-86%	-23%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：国联证券已公告 2024 半年度业绩预告，上述为披露值。

投资观点：受市场低迷、监管趋严影响，2024 上半年券商行业基本面承压，下半年基数原因同比降幅有望收窄，FICC 和降本增效有望支撑全年业绩。券商板块估值和机构配置仍位于历史底部，低估值头部券商、具有并购主题的标的仍是行业主线。推荐标的组合：国联证券，东方财富，财通证券。受益标的组合：浙商证券，国泰君安，中国银河，方正证券。

表9：受益标的估值表-券商

证券代码	证券简称	股票价格（元）	EPS（元）			P/E		评级
		2024/7/8	2023A	2024E	2025E	2024E	2025E	
601456.SH	国联证券	9.46	0.24	0.28	0.34	33.79	27.82	买入
300059.SZ	东方财富	9.96	0.52	0.54	0.63	18.44	15.81	买入
601108.SH	财通证券	6.26	0.48	0.52	0.64	12.04	9.78	买入
601878.SH	浙商证券	10.35	0.42	0.48	0.53	21.43	19.40	未评级
601881.SH	中国银河	9.88	0.65	0.80	0.89	12.40	11.06	未评级
601901.SH	方正证券	7.41	0.26	0.30	0.34	24.48	22.07	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：上述浙商证券、中国银河、方正证券 EPS、PE 数据取自 Wind 一致性预期，其余来自开源证券研究所。

3、多元金融：推荐香港交易所、拉卡拉、江苏金租

3.1、香港交易所：关注政策面预期 α 催化，看好基本面修复下 β 机遇

关注政策面预期 α 催化，看好基本面修复下 β 机遇。（1）政策面预期发酵：互联互通 10 周年之际，香港迎来政策红利期。2023 年 10 月促进港股流动性小组，2 月香港财库局强调相关政策全速落地，2024 年 4 月证监会推出 5 项对港合作，两会期间香港证监会主席雷添良建议“降低港股通投资者门槛，优化股息红利税安排”。（2）现货 ADT 回暖，衍生品及大宗等多元化发展战略成效显著。2024Q2 现货 ADT 1216 亿港元，同比+18%，环比+22%，2024H1 现货 ADT 1103 亿港元，同比-4%，较 2024Q1 +11%，Q2 现货交易情绪明显提振。2024H1 期货+期权 ADV 同比+17%，北向/南向 ADT 分别同比+19%/+10%，2024 年 1-5 月 LME 商品 ADV 同比+29%。此外，考虑 2024Q2 恒生指数上涨 7.1%，预计港股期货合约价格受益现货回暖改善，保证金规模有望修复。（3）关注全球流动性拐点的周期修复机遇，我们复盘港股牛市周期与美债实际利率下行和中美利差扩张阶段直接相关，关注美联储降息下的周期修复机遇。我们预测 2024Q2 香港交易所实现净利润 32.2 亿港元，同比+10.8%，环比+8.3%，2024H1 实现 61.9 亿港元，同比-2.0%。

表10：我们预测 2024Q2 港交所净利润 32.2 亿港元，同比+10.8%，2024H1 同比-2.0%

业绩表现（单位：百万港元）	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2E
收入及其他收益	5,558	5,017	5,080	4,857	5,201	5,642
YOY	19%	18%	18%	-7%	-6%	12%
其中：						
非投资类收入	4,023	3,876	3,869	3,785	3,859	4,259
YOY	-13%	-8%	-3%	-11%	-4%	10%
交易及交易系统使用费	1,808	1,374	1,494	1,867	1,579	1,766
YOY	-6%	-16%	-1%	-16%	-13%	29%
结算及交收费	1,069	959	949	908	1,021	1,204
YOY	-14%	-9%	-2%	-27%	-4%	26%
上市费	418	367	368	387	365	355
YOY	-25%	-15%	-20%	-16%	-13%	-3%
存管、托管及代理人服务费	191	365	342	378	184	206

业绩表现 (单位: 百万港元)	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2E
YOY	-15%	-13%	-10%	62%	-4%	-44%
市场数据费	267	270	281	280	265	291
YOY	0%	-3%	7%	3%	-1%	8%
其他收入 (科技为主)	378	392	403	409	433	437
YOY	-4%	8%	15%	3%	15%	12%
投资类收入	1,535	1,141	1,211	1,072	1,342	1,383
YOY	2502%	3703%	263%	15%	-13%	21%
公司项目 (百万港元)	549	268	360	310	535	582
YOY	-628%	-198%	-883%	-18%	-3%	117%
保证金净收益 (百万港元)	907	791	749	658	697	731
YOY	470%	172%	113%	31%	-23%	-8%
结算所净收益 (百万港元)	79	82	102	104	110	71
YOY	1875%	531%	252%	86%	39%	-14%
营业支出	1,303	1,319	1,304	1,515	1,411	1,494
YOY	11%	3%	1%	12%	8%	13%
职工薪酬	870	841	874	979	1,008	1,018
YOY	8%	-3%	5%	19%	16%	21%
EBITDA%	76%	73%	74%	68%	72%	73%
归母净利润	3,408	2,904	2,953	2,597	2,970	3,216
YOY	27.7%	33.9%	30.5%	-12.8%	-12.9%	10.8%

数据来源: Wind、开源证券研究所

3.2、支付行业：量稳价升下看好 2 季度业绩增长

关注提价带来短期盈利改善，看好“支付+科技”长期成长性。(1) 行业格局优化+成本提升驱动 POS 行业性提价，提费后毛利率提升幅度高于净费率幅度，毛利改善有效对冲 POS 量下降影响。5 月银行卡 GPV 环比趋稳下 Q2 交易量预计降幅收窄，拉卡拉市占率保持稳定，同时 2024Q1 拉卡拉等支付公司净费率延续上升趋势，量稳价升下 Q2 支付业务有望向好。(2) “支付+科技”支撑长期空间，供需两端推动布局扫码 GPV 高增长。龙头企业“支付+科技 SaaS”战略持续验证，看好支付行业以线下收单为入口，布局数字化经济方案的长期成长性，受益标的新大陆。拉卡拉 2024 年 1 季报披露部分产品费率调整，我们预计 Q2 提价效应更加凸显，叠加科技板块结构改善下毛利率持续提升，我们预计 2024Q2 拉卡拉扣非净利润 2.2 亿，在低基数下同比+129%，2024H1 扣非净利润为 4.48 亿，同比+59%。

表11：我们预计 2024Q2 拉卡拉扣非净利润 2.2 亿，低基数下同比+129%，2024H1 扣非净利润同比+59%

单位: 百万元	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2E
总营收	1522.0	1449.9	1455.9	1510.6	1494.6	1487.9
YOY	-4%	1%	8%	49%	-2%	3%
扣非归母净利润	186.4	95.9	198.5	88.2	228.7	219.8
YOY	4%	23%	273%	-120%	23%	129%
支付毛利	275.1	424.9	380.7	281.8	394.7	407.8
YOY	-9%	-11%	350%	350%	44%	-4%

单位：百万元	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2E
支付业务收入	1217.0	1324.0	1329.5	1309.5	1290.0	1293.9
YOY	-5%	4%	17%	47%	6%	-2%
支付业务成本	941.9	899.1	948.8	1027.7	895.3	886.1
YOY	-3%	12%	-10%	24%	-5%	-1%
科技业务毛利	89.5	55.1	42.6	62.4	96.9	72.7
YOY	41%	-9%	-21%	5%	8%	32%
科技业务收入	113.8	91.2	55.3	86.8	107.0	106.3
YOY	27%	2%	-28%	2%	-6%	17%
科技业务成本	24.4	36.1	12.6	24.4	10.1	33.6
YOY	-6%	26%	-45%	-6%	-59%	-7%
其他业务毛利	105.0	-75.6	11.1	30.0	16.7	11.6
YOY	-12%	178%	-71%	-154%	-84%	-115%
投资收益	88.6	182.5	-46.3	-258.4	-16.5	-7.0
YOY	71%	-3142%	-452%	120%	-119%	-104%

核心指标拆解	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2E
总体毛利率	31.0%	28.0%	29.9%	24.8%	34.1%	33.1%
支付毛利率	22.6%	32.1%	28.6%	21.5%	30.6%	31.5%
科技毛利率	78.6%	60.4%	77.1%	71.9%	90.6%	68.4%
其他业务毛利率	55.5%	-225.1%	15.8%	26.3%	17.3%	13.4%
GPV 规模 (万亿元)	1.16	1.11	1.13	1.11	1.10	1.08
YOY	0%	-5%	-4%	9%	-6%	-2%
净费率	0.105%	0.119%	0.118%	0.117%	0.118%	0.119%
渠道分佣占比	74.3%	65.0%	68.5%	75.6%	66.5%	65.5%
年化投资收益率	27.19%	10.62%	1.67%	-28.08%	0.54%	-0.54%
销售费用率	8.3%	9.5%	7.4%	7.9%	7.4%	7.4%
管理费用率	3.8%	4.8%	4.8%	4.2%	4.2%	4.2%
研发费用率	3.5%	4.1%	4.3%	4.9%	4.1%	4.2%

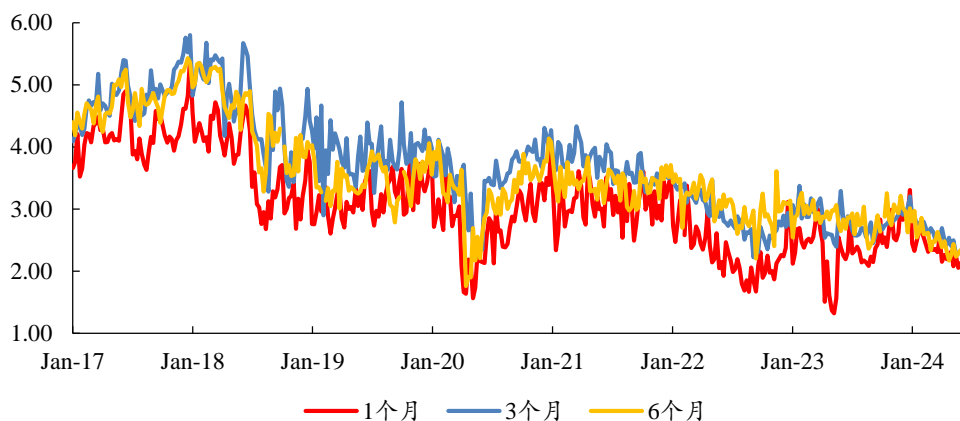
数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3、江苏金租：预计中报景气度向好，高股息特征突出

(1) 二季度净利差有望环比扩张：由于 2024Q2 银行间拆借利率环比持续回落，叠加公司新发低利率的金融债置换历史高利率的金融债，预计 2 季度江苏金租付息债务成本环比明显下降，驱动 2 季度净利差环比微幅扩张。

(2) 预计中报景气度向好：预计 2024H1 营业收入/净利润 26.2/14.4 亿，同比+9%/+9%；预计 2024Q2 营业收入/净利润 13.4/7.3 亿，同比+12%/+14%，环比+5%/+2%。

(3) 长期看，公司聚焦融物、零售化的厂商租赁模式具有极强壁垒，公司资产端细分行业和厂商分散度高，受益于国家设备更新相关政策。我们认为公司将保持高 ROE、低不良、高分红特征，支撑估值保持溢价。公司高股息特征突出，截至 2024 年 7 月 8 日，公司股息率 (TTM) 为 6.21%。

图29：2024Q2 银行间拆借利率环比下降（单位：%）


数据来源：Wind、开源证券研究所

表12：受益标的估值表-多元金融

证券代码	证券简称	股票价格（元）	EPS（元）			P/E		评级
		2024/7/8	2023A	2024E	2025E	2024E	2025E	
0388.HK	香港交易所	239.80	9.40	9.80	10.40	24.47	23.06	买入
300773.SZ	拉卡拉	12.00	0.57	1.04	1.35	11.54	8.89	买入
600901.SH	江苏金租	5.15	0.63	0.69	0.77	7.46	6.69	买入

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：香港交易所相关数据单位为港元，拉卡拉、江苏金租相关数据单位为人民币。上述盈利预测来自开源证券研究所。

4、风险提示

- **股市波动对券商和保险盈利带来不确定影响：**券商和保险公司经营权益投资业务，股市波动对其权益投资收益率有不确定性影响，进而影响盈利。
- **保险需求复苏不及预期：**保险公司的保障型产品销售受居民消费意愿降低影响，保险需求复苏存在不确定性。。
- **券商财富管理和资产管理利润增长不及预期：**券商财富管理和资产管理业务受客户需求影响，增长具有不确定性。

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3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