

东方证券(600958.SH/03958.HK)

资产质量夯实，重资产业务回暖

核心观点：

- **业绩有所回暖，资产负债表质量进一步夯实。**公司披露 2024 年报，2024 年公司实现营收 191.90 亿元，同比+12.29%；归母净利润 33.5 亿元，同比+21.66%。24Q4 单季度归母净利润 0.48 亿元，计提减值 3.7 亿元。2024 年剔除代理款项杠杆率为 3.73，同比提升 0.28。加权平均 ROE 为 4.14%，较去年提升 0.69pct。
- **资本市场表现影响泛财富管理盈利能力，资本中介业务大幅下滑。**(1) 资管业务净收入为 13.41 亿元，同比-35%；汇添富基金营收 48.28 亿元，同比-10%，净利润 10.09 亿元，同比-29%，ROE 为 10%。(2) 经纪业务收入 25.11 亿元，同比-9.7%。公司客户资金账户总数为 291.98 万户，同比增长 8.54%；买方投顾及高净值客群稳中求进，代销金融产品规模增长 12%，结构进一步优化。(3) 2024 年资本中介净收入 0.62 亿元，同比-88%，其中，融出资金利息收入 11.16 亿元，同比-20%；买入返售利息收入 0.97 亿元，同比-80%。
- **投行业务收入承压，自营业务大幅回暖，场外业务结构优化。**(1) 2024 年东方投行业务收入 11.68 亿元，同比-22.6%，全年项目主承销金额仅有人民币 13.31 亿元。债券承销规模同比+35.61%。(2) 2024 年自营业务同比+58%，主因权益 OCI 贡献提升。2024 年场外期权交易规模 453.01 亿元，同比-62%；收益互换交易规模 486.05 亿元，同比增长 11%。
- **盈利预测与投资建议：**市场活跃度维持高位，财富管理业务高质量发展，建设一流投资银行与投资机构指引行业机构高质量发展，随着 2025 年市场景气的提升，大资管行业有望迎来反转，东方证券尤为受益。参考同业及公司近五年 PB 中枢在 0.9-1.9 倍，给予 2025 年 1.2xPB 估值，对应 A 股合理价值为 11.66 元/股，根据 A/H 股溢价，对应 H 股合理价值 6.09 港元/股，均维持“买入”评级。(HKD/CNY=0.93)
- **风险提示：**市场大幅波动，政策变动，业务竞争加剧，信用风险上升等。

盈利预测：（单位 CNY）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	17090	19190	22433	23415	27385
增长率（%）	-9%	12%	17%	4%	17%
归母净利润（百万元）	2754	3350	4431	4984	6534
增长率（%）	-9%	22%	32%	12%	31%
EPS（元/股）	0.32	0.39	0.52	0.59	0.77
市盈率（P/E）	30.11	24.75	18.72	16.64	12.69
市净率（P/B）	1.05	1.02	1.00	0.97	0.93

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

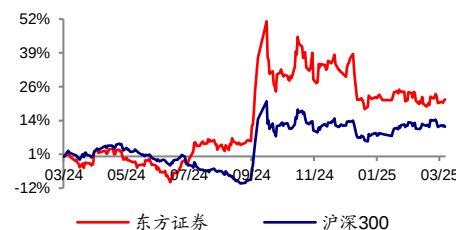
识别风险，发现价值

公司评级

买入-A/买入-H

当前价格	9.76 元/5.10 港元
合理价值	11.66 元/6.09 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2025-03-31

相对市场表现



分析师：

陈福



SAC 执证号：S0260517050001

SFC CE No. BOB667



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

分析师：

严漪澜



SAC 执证号：S0260524070005



0755-88286912



yanyilan@gf.com.cn

请注意，严漪澜并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

东方证券 (600958.SH/03958.HK):轻资 产业务仍待回暖，泛自营提 振业绩	2024-10-31
东方证券 (600958.SH/03958.HK):业绩 底部回暖，自营改善显著	2024-08-30
东方证券 (600958.SH/03958.HK):投行 业务相对稳健，经纪和自营 有所下滑	2024-04-30

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、市场震荡及减值影响公司业绩	4
(一) 营收同比+12.29%，净利润同比+21.66%	4
(二) 杠杆持续回升，加权 ROE 提高至 4.14%	4
(三) 营收结构：重资产业务具有优势	5
二、资管自营受市场波动影响，业绩有所下滑	5
(一) 资本市场震荡，资管业绩下滑	5
(二) 经纪业务略有下滑，代销规模及客户质量双升	7
(三) 资本中介业务净收入转盈为亏	9
(四) 投行业务收入承压，项目供给向多元化、优质化、以债为主	10
(五) 自营业务同比+58%，场外业务进步显著	11
三、盈利预测和投资建议	12
四、风险提示	14

图表索引

图 1: 东方证券营收、归母净利润及增速变化 (亿元, %)	4
图 2: 东方证券杠杆率	4
图 3: 东方证券剔除代理款项杠杆率	4
图 4: 东方证券所有者权益及增速	5
图 5: 东方证券加权 ROE	5
图 6: 东方证券利润表收入结构 (%) 及重资产业务占比	5
图 7: 东方证券资管营收、净利润及同比 (亿元)	6
图 8: 资产管理业务手续费净收入及 yoy (亿元)	6
图 9: 东证资管受托规模及 yoy (亿元, %)	6
图 10: 东证资管规模结构变化	6
图 11: 汇添富营收、净利润 (亿元) 及同比与 ROE (% , 右轴)	7
图 12: 汇添富公募基金管理规模与 yoy (亿元)	7
图 13: 东方证券经纪业务收入 (亿元) 及增速 (%)	7
图 14: 东方代销金融产品收入与 yoy (亿元)	8
图 15: 东方代销金融产品规模 (亿元)	8
图 16: 东方证券资本中介业务收入与 yoy (亿元)	9
图 17: 公司两融业务收入变化	10
图 18: 公司买入返售利息收入变化	10
图 19: 东方证券投行业务净收入及同比	10
图 20: 东方证券自营投资收益及同比 (亿元, %)	11
图 21: 东方证券股价与历史 PB (LF)	14

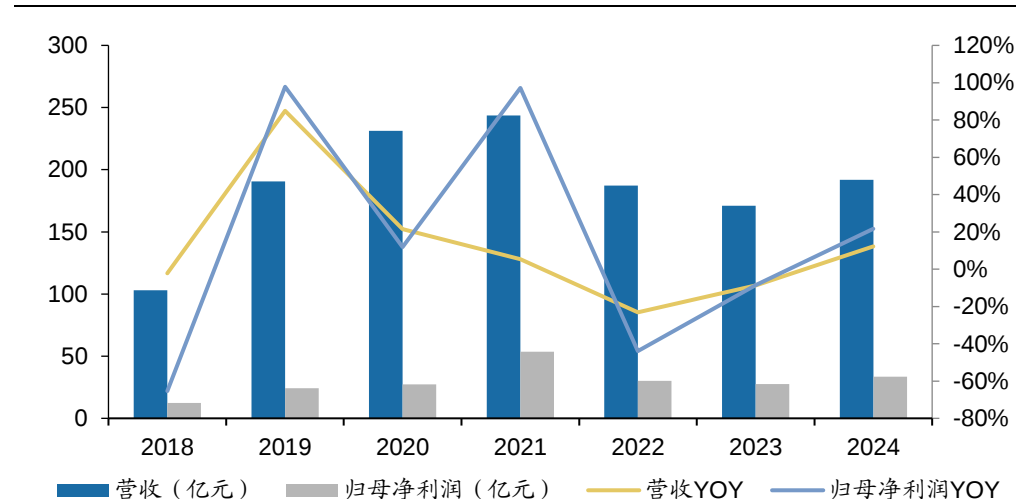
表 1: 代理销售金融产品的种类及金额 (包括场外交易 (OTC) 产品) (百万元)	9
表 2: 东方证券金融投资资产结构 (亿元)	11
表 3: 市场数据假设	13
表 4: 分项业务盈利预测	13

一、市场震荡及减值影响公司业绩

（一）营收同比+12.29%，净利润同比+21.66%

东方证券发布2024年度业绩报告。其中：2024年公司实现营收191.90亿元，同比+12.29%；归母净利润33.5亿元，同比+21.66%。报告期内，公司营业收入变动的主要原因为市场交投回暖和公司证券自营业务收入及子公司大宗商品销售收入同比增加。

图1：东方证券营收、归母净利润及增速变化（亿元，%）

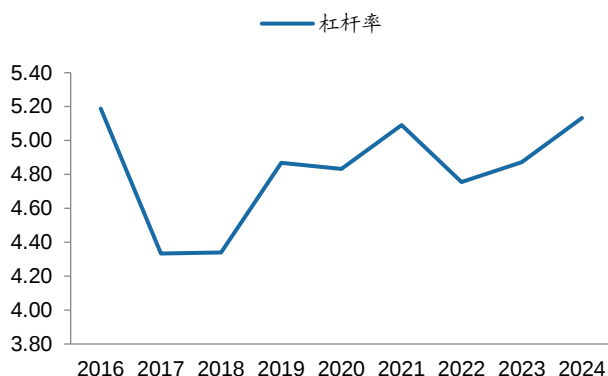


数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

（二）杠杆持续回升，加权 ROE 提高至 4.14%

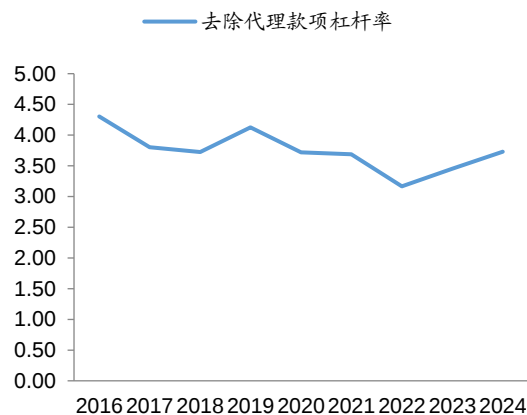
2024年，东方证券归属于上市公司股东的净资产为814亿元，同比+3.35%。2024年剔除代理款项杠杆率为3.73，同比+8.04%。2024年加权平均ROE为4.14%，同比+20%。

图 2：东方证券杠杆率



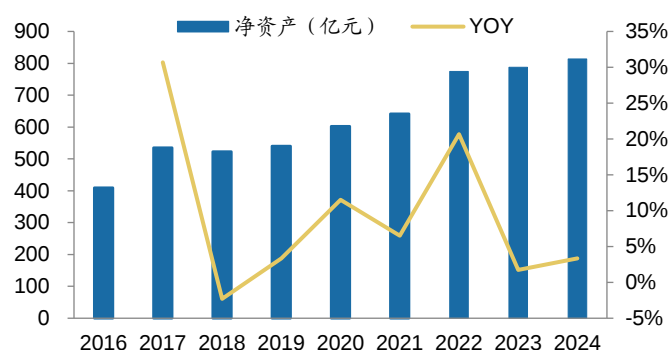
数据来源：东方证券年报，广发证券发展研究中心

图 3：东方证券剔除代理款项杠杆率



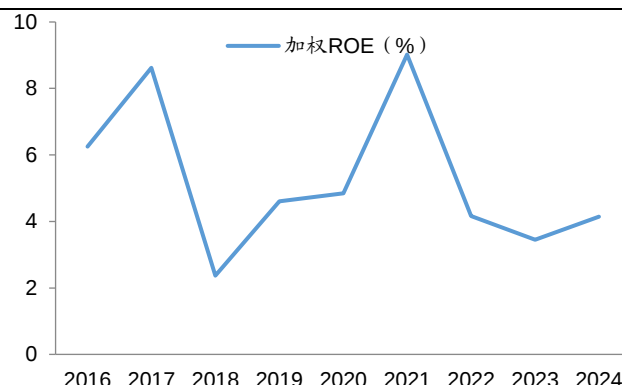
数据来源：东方证券年报，广发证券发展研究中心

图4: 东方证券所有者权益及增速



数据来源: 东方证券年报, 广发证券发展研究中心

图5: 东方证券加权ROE

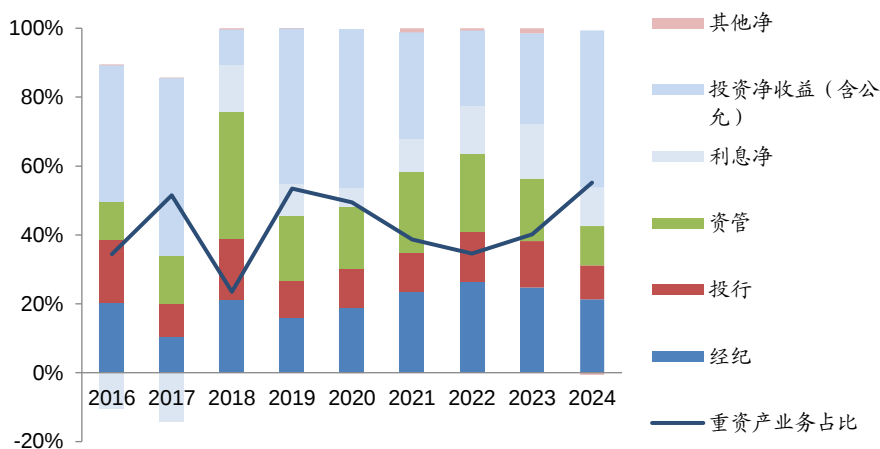


数据来源: 东方证券年报, 广发证券发展研究中心

(三) 营收结构: 重资产业务具有优势

从利润表来看, 2024年东方证券营收结构中重资产业务占比大幅提升, 达到55.18%。其中经纪业务占比25.11%, 投资净收益 (含公允) 占比53.84%。

图6: 东方证券利润表收入结构 (%) 及重资产业务占比



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

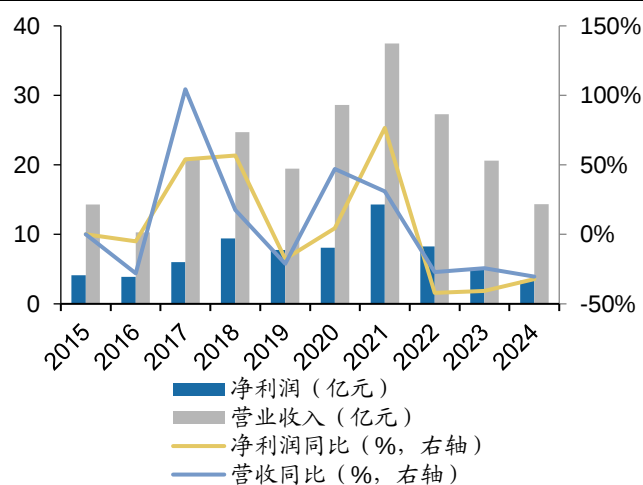
营收占比为负数代表该业务为亏损状态

二、资管自营受市场波动影响, 业绩有所下滑

(一) 资本市场震荡, 资管业绩下滑

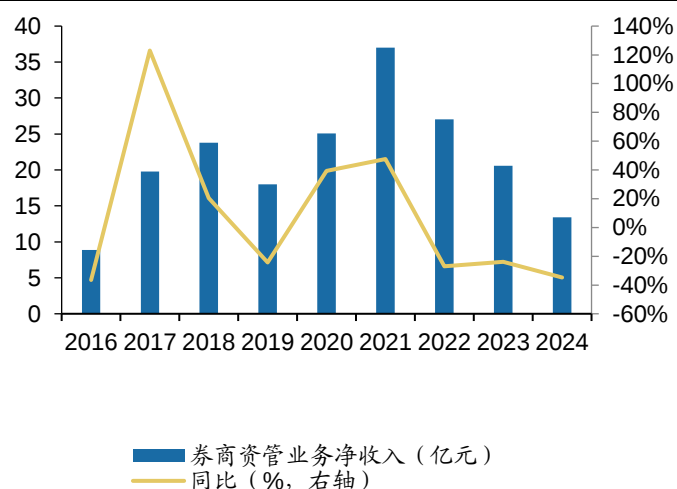
2024年, 东方证券资管业务营收持续萎缩, 该项业务净收入为13.41亿元, 同比-35%。而东证资管实现营业收入 (主营业务收入) 14.35亿元, 同比-30.4%, 净利润3.33亿元, 同比-32.2%。汇添富基金实现营收48.28亿元, 同比-10%, 净利润10.09亿元, 同比-29%, ROE为10%。

图7：东方证券资管营收、净利润及同比（亿元）



数据来源：公司年报、公司半年报、广发证券发展研究中心

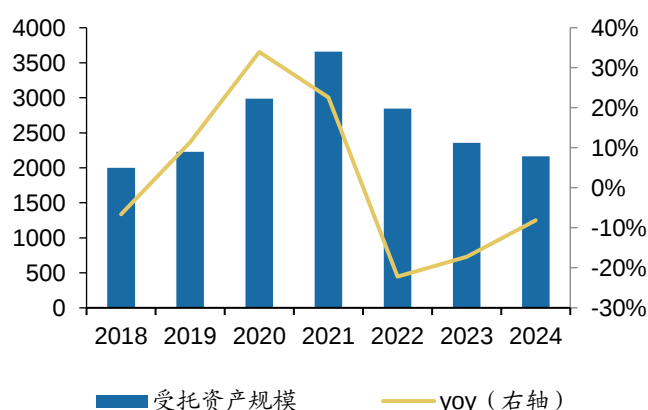
图8：资产管理业务手续费净收入及yoy（亿元）



数据来源：公司年报、公司半年报、广发证券发展研究中心

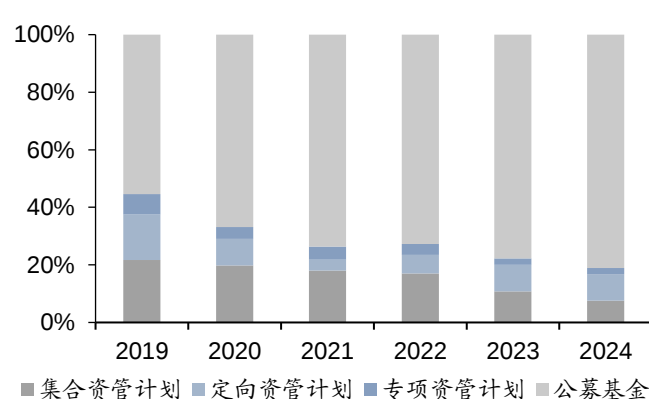
2024年，东证资管总管理规模人民币2165.68亿元，其中公募基金管理规模人民币1661.69亿元。东证资管保持战略定力，持续通过“二次创业”推进公司平台化、多元化、市场化转型，推动公司高质量发展。

图9：东证资管受托规模及yoy（亿元,%）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

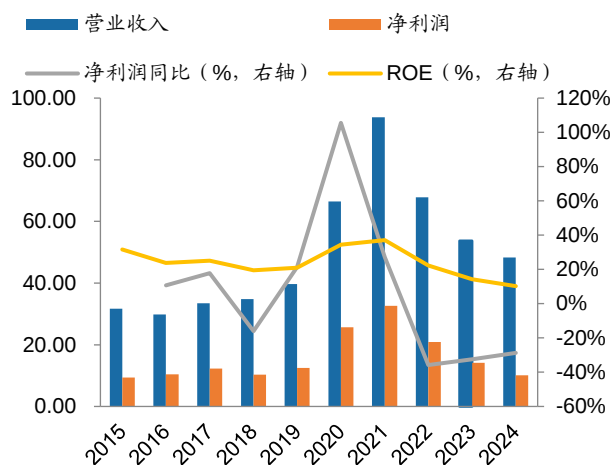
图10：东证资管规模结构变化



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

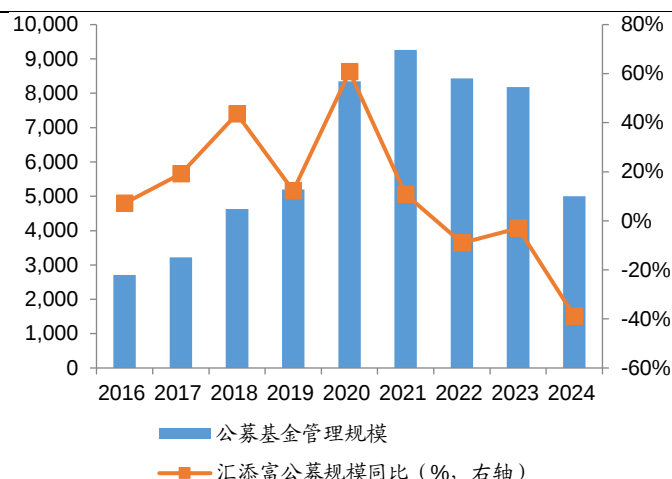
公司主要通过持股35.412% 且为第一大股东的联营企业汇添富基金开展基金管理业务。2023年汇添富基金稳健发展，截至报告期末，汇添富基金资产管理总规模约人民币1.16万亿元，较年初增长超9%，其中，剔除货币基金的公募基金规模约人民币5,000亿元，较年初增长约10%。报告期内，汇添富基金不断丰富产品和策略矩阵，全年共成立32只公募基金。此外，全国首单医药仓储物流REIT——汇添富九州通REIT获批发行；汇添富余额宝和现金宝入选首批重要货币市场基金名录；汇添富沪深300指数增强基金和中证500指数增强基金被正式纳入人社部个人养老金投资名录。

图11: 汇添富营收、净利润 (亿元) 及同比与ROE (%, 右轴)



数据来源: 公司年报、公司半年报、广发证券发展研究中心

图12: 汇添富公募基金管理规模与yoy (亿元)

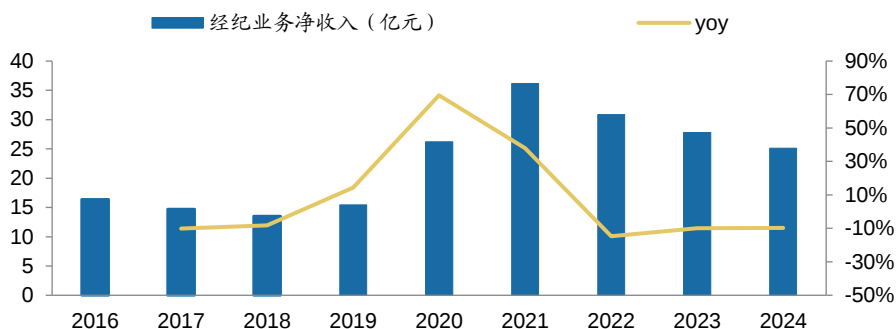


数据来源: 公司年报、公司半年报、广发证券发展研究中心

(二) 经纪业务略有下滑，代销规模及客户质量双升

2024年公司证券经纪业务收入25.11亿元，同比-9.7%。截至报告期末，公司客户资金账户总数为291.98万户，同比增长8.54%；托管资产总额为人民币8,782.73亿元，较年初增长17.74%。公司机构理财保有规模为人民币182.06亿元，较年初提升67.03%。

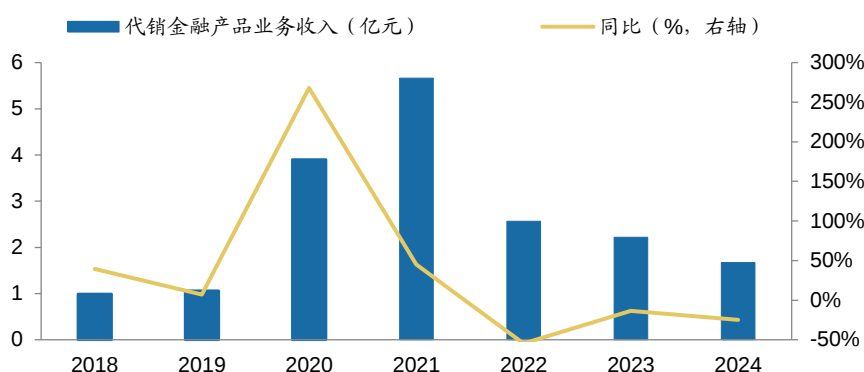
图13: 东方证券经纪业务收入 (亿元) 及增速 (%)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

2024年，代销金融产品收入1.67亿元，同比-25%。金融产品代销方面，公司积极融入市场变化，不断调整和丰富产品池。累计上线2,000余只公募产品，涵盖权益、债券、货币等不同类型；加快布局债券策略、量化选股、ETF中性等私募产品。上线互认基金业务，积极探索场内、场外券结、托管等代销合作模式，成功发行首只ETF托管产品。建立个人养老金投教体系，通过特色化的客户服务，实现养老金业务保有规模持续增长。报告期内，公司非货产品销售规模为人民币209.56亿元，同比增长26.20%；截至报告期末，公司非货产品保有规模为人民币558.24亿元，较年初增长8.12%。

图14: 东方代销金融产品收入与yoy (亿元)



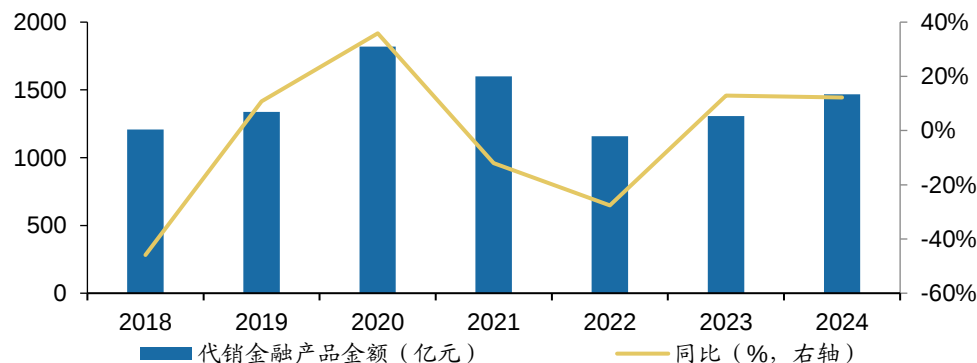
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

公司买方服务模式逐步成熟，客户体验良好。股市剧烈波动下，公司加强市场分析，推出低波动组合策略，并为投资者提供全程陪伴服务，成功实现股市快速下跌时投资者净申购、反弹时规模创新高的局面。截至报告期末，基金投顾业务推出“悦”系列和“钉”系列两个产品体系，共27个投顾组合策略，合计规模约人民币153.71亿元，较年初增长7.05%；存量账户数19.28万户，客户留存率58.18%，复投率76.80%。

丰富私募产品体系，满足高净值客户投资需求，推进私人财富业务发展。私人财富管理方面，针对高净值客户需求完善产品线与策略类型。公司打造基于债券、复合、量化、主观、FOF、另类六大策略和低中高三大风险类别的私募产品体系，推出“信稳/信泽”投顾定制TOF产品系列，同时推动“美丽东方·财富100”配置服务方案。截至报告期末，公司零售高净值客户共8,012户，较年初增长20.54%，总资产规模为人民币1,833.40亿元，较年初增长22.24%。

公司2024年代销产品的丰富度和规模逆势提升，2024年代销了1467.29亿元金融产品，同比增长12.19%，尤其是信托计划和券商集合理财产品，分别同比增长138%和100%。

图15: 东方代销金融产品规模 (亿元)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

表1: 代理销售金融产品的种类及金额（包括场外交易（OTC）产品）（百万元）

	2024	2023
公募基金（含货币类）	137,602	120,614
券商集合理财产品	2	1
信托计划	4,607	1,938
私募基金产品	216	785
其他金融产品	4,302	7443
合计	146,729	130,781

数据来源：东方证券年报，广发证券发展研究中心

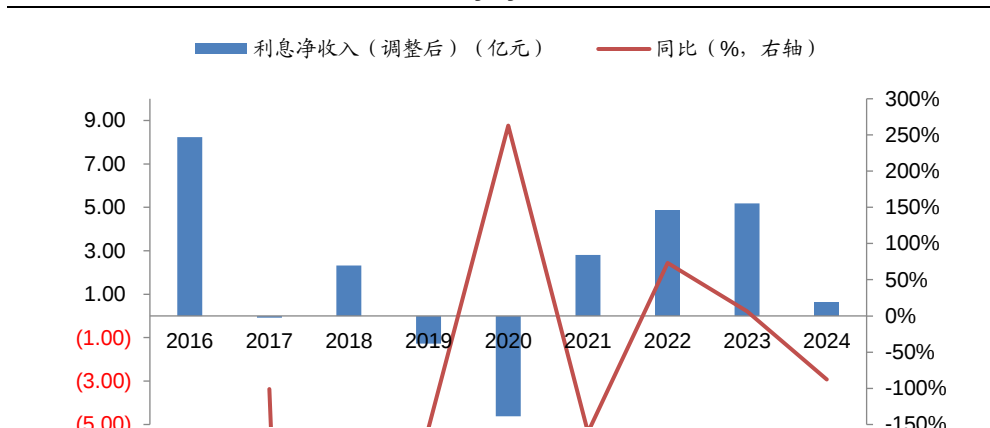
（三）资本中介业务净收入转盈为亏

2024年公司实现资本中介净收入0.62亿元，同比-88%，其中，融出资金利息收入11.16亿元，同比下降20%；买入返售利息收入0.97亿元，同比-80%。

注：资本中介业务收入=利息净收入-其他债券投资利息收入+卖出回购利息支出

融资融券业务方面，公司规模与市占率明显提升。公司制订融资业务分层定价管理方案，强化对分支机构的靠前服务与支持，积极拓展客户及业务资源；恒生新一代两融系统成功切换上线，交易和查询性能大幅提升；持续完善风险管控机制，坚决落实逆周期调节，成功抵御极端行情的冲击。截至报告期末，公司融资融券余额人民币274.61亿元，较上年末增长32.22%，领先同期市场涨幅，市占率由上年末的1.26%提升至1.47%，平均维持担保比例为260.98%。

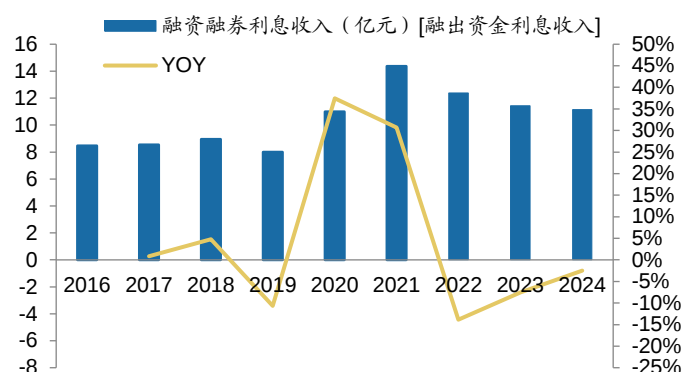
图16: 东方证券资本中介业务收入与yoy（亿元）



数据来源：东方证券年报，广发证券发展研究中心

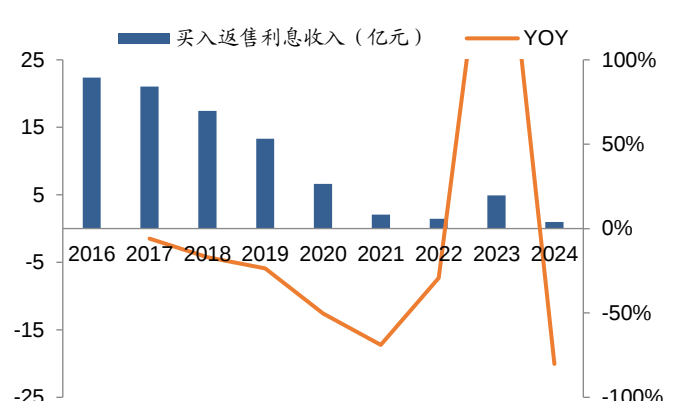
注：资本中介业务收入=利息净收入-其他债券投资利息收入+卖出回购利息支出

图17: 公司两融业务收入变化



数据来源: 东方证券年报, 广发证券发展研究中心

图18: 公司买入返售利息收入变化



数据来源: 东方证券年报, 广发证券发展研究中心

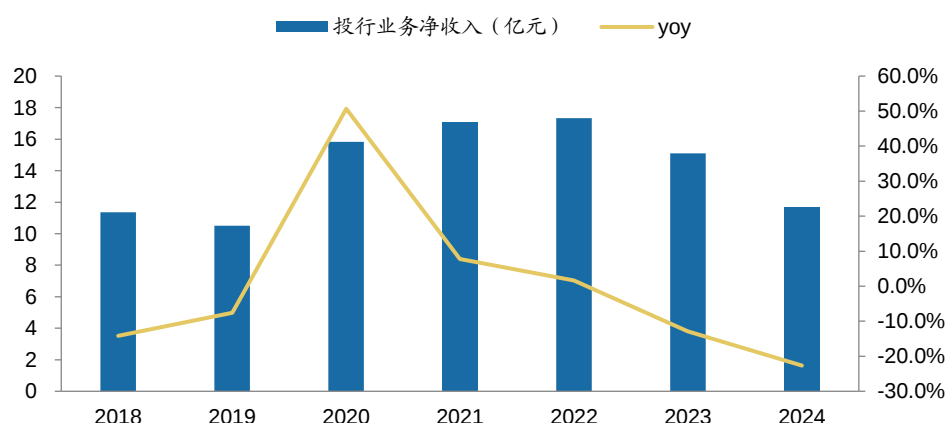
（四）投行业务收入承压，项目供给向多元化、优质化、以债为主

投行业务方面，受监管基调趋严的影响，业绩表现出现小幅下滑。2024年东方证券投行业务实现营收11.68亿元，同比-22.6%。

股权融资方面，2024年，公司扎实开展科创投行建设，践行科技金融发展理念，加强服务优质科技型企业发行上市及再融资。公司完成股权融资项目4单，包括先惠技术、光华科技、海默科技等多家新能源领域企业的再融资，全年项目主承销金额人民币13.31亿元，增发项目数量排名行业第8。公司严格把控项目质量，报告期内协助1家企业IPO和3家企业再融资过会，过会率达 100%。

债券融资方面，报告期内，银行间债券一级市场发行规模增长明显，全年各类债券发行合计人民币79.75万亿元，同比增长12%，为承销业务带来更多机会的同时，市场竞争也更为激烈。城投债政策持续收紧，融资进入“借新还旧”时代，发行规模同比减少15%，净融资额显著减少人民币1.35万亿元。产业债政策支持力度加码，融资比例有所上升。根据Wind统计，公司债券承销业务承销总规模为人民币5,204.43亿元，同比增加35.61%，市场排名第6，较去年上升2名。

图 19: 东方证券投行业务净收入及同比（%，右轴）



数据来源: 东方证券年报, 广发证券发展研究中心

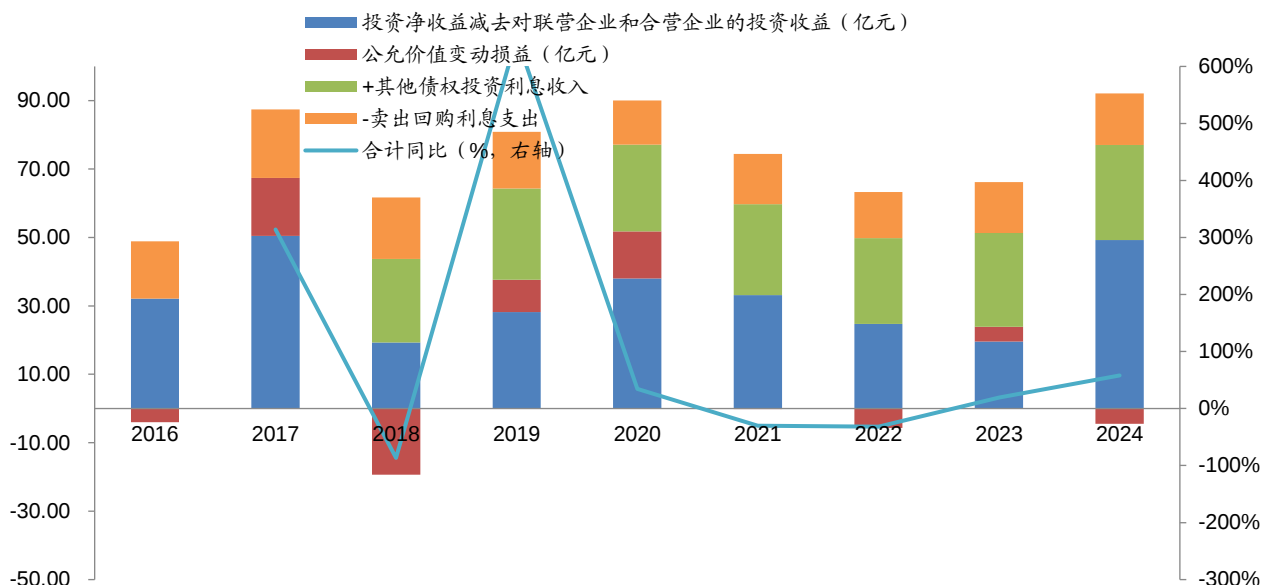
（五）自营业务同比+58%，场外业务进步显著

自营业务方面，2024年东方证券实现自营业务收益57.35亿元，同比+58%。

注：自营投资收益=投资收益-联营/合营企业投资收益+公允价值变动+利息收入中其他债权投资利息收入-卖出回购利息支出

其中除去联营/合营企业部分的投资收益的为+49.26亿元，同比增长151%。同时，其他债权投资利息收入小幅增长，为27.74亿元。

图20：东方证券自营投资收益及同比（亿元，%）



数据来源：东方证券年报、广发证券发展研究中心

权益类自营方面，公司严格控制和灵活调整仓位，积极择时，把握交易机会；持续增加高股息策略投资规模，不断优化结构、改善行业分散度，保持组合股息率相对较高水平；持续优化多模态量化模型框架，保持较市场更低的回撤水平；积极响应国家号召，稳妥使用互换便利资金，高效筛选合适的A股标的。

非权益类自营方面，固定收益类投资保持规模稳定，持仓结构继续优化。报告期内，公司银行间市场现券交易量同比增长9.56%，利率互换成交量同比增长66.38%。银行间市场现券交易量、债券交割总量和利率互换交易量规模均名列证券公司前列。大宗商品自营取得较好业绩，外汇自营业务保持平稳运行。

表2：东方证券金融投资资产结构（亿元）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
金融投资资产总计	1432.39	1464.39	1536.02	1653.65	1932.95	1239.37
其中：交易性金融资产	669.01	727.01	905.84	837.64	955.67	893.38
其中：债券	305.75	269.77	440.18	366.16	441.48	389.15
其中：公募基金	96.00	114.08	122.32	117.07	159.26	222.34
其中：股票	81.26	88.40	107.05	81.39	82.88	89.22
其中：银行理财	9.61	27.11	38.64	53.92	36.69	29.42
其中：券商资管	13.24	27.46	21.63	59.77	88.82	17.83

其中：信托计划	7.34	2.76				
其中：其他	155.82	197.44	176.02	159.32	146.53	145.42
其中：其他债权投资	648.96	626.46	586.00	768.62	895.52	142.04
其中：国债	136.59	162.39	78.79	71.68	57.90	59.08
其中：地方债	100.58					
其中：金融债	25.17	14.27	12.09	23.86	31.91	80.54
其中：企业债	95.20	101.87	114.07	145.41	143.08	0.08
其中：中期票据		66.28	54.81	81.82	97.52	0.58
其中：公司债	121.29	114.56	122.99	242.41	230.68	1.77
其中：同业存单			16.81	29.50	16.77	0.00
其中：其它	170.13	167.10	186.43	173.95	317.65	0.00
其中：其他权益工具投资	108.33	109.36	41.38	37.22	62.98	185.17
其中：永续投资	32.64	30.14	5.83	3.31	17.76	76.69
其中：股票	25.54	27.93	35.55	33.90	45.22	108.48
其中：其他	50.15	51.29				
其中：衍生金融资产	6.09	1.56	2.80	10.17	18.78	19.65
其中：股票投资占比	12.7%	13.2%	13.5%	9.7%	7.2%	7.5%
其中：衍生金融资产占比	0.3%	0.4%	0.1%	0.2%	0.6%	1.0%

数据来源：东方证券年报、广发证券发展研究中心

场外衍生品方面，公司根据风险程度调整各细分领域的规模，减少波动性业务比重，提高收益稳定性。同时，积极探索业务模式，丰富产品结构，拓展交易对手，提升市场活跃度；集团协同能力不断加强，实现公司优质资源联动；与私募客户探索协同机会，积极解决客户需求实现共赢。其中，场外期权业务大幅减小持仓头寸的希腊值敞口及尾部风险，报告期内实现交易规模人民币453.01亿元；收益互换业务重点聚焦低风险业务模式，推动产品结构、标的资产及客户体系的多元化发展，报告期内实现交易规模人民币486.05亿元，同比增长10.59%。

三、盈利预测和投资建议

盈利预测与估值

分项业务来看，预计市场交易活跃度回升、假设市场日均成交额2025-2026年分别同比+50%、+8%，市场两融余额持续回升；自营业务显著回暖贡献盈利增量，假设沪深300收益率2025-2026年分别+10%、+6%；投行业务受逆周期调节影响持续控制上市节奏，假设A股股权承销额2025-2026年分别同比+25%、+12%。

表3: 市场数据假设

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
市场日均成交金额 YoY	-5.2%	20.6%	50.0%	8.0%	6.0%
两融余额 (百万元)	1,650,896	1,864,583	1,926,742	2,001,332	2,087,110
股权融资额 YoY	-36.9%	-72.7%	25.0%	12.0%	10.0%
自营: 沪深 300 收益率	-11.4%	14.7%	10.0%	6.0%	6.0%
自营: 中证全债收益率	5.2%	8.8%	5.0%	5.0%	5.0%

数据来源: 公司年报, Wind, 广发证券发展研究中心

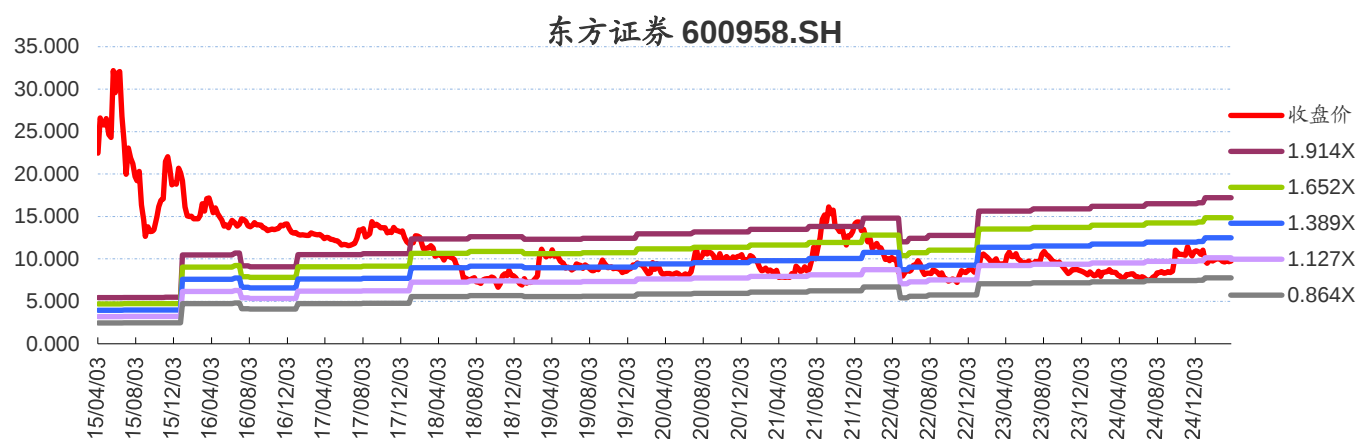
表4: 分项业务盈利预测

百万人民币	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
佣金手续费收入	17090	19190	22433	23415	27385
经纪业务	6935	5435	7180	8614	9834
投行业务	2781	2511	3563	3997	4329
资管业务	1510	1168	1425	1734	2059
投资收益 (含公允)	2029	1341	1555	2119	2575
利息净收入	2972	5384	7436	6693	8819
营业总收入	17090	19190	22433	23415	27385
yoy	-9%	12%	17%	4%	17%
归属母公司净利润	2754	3350	4431	4984	6534
yoy	-9%	22%	32%	12%	31%

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心, 盈利预测来源于广发证券

泛财富管理业务韧性凸显, 建设一流投资银行与投资机构指引行业机构高质量发展, 随着2025年市场景气的提升, 大资管行业有望迎来反转, 东方证券尤为受益。预计公司2025-2026年归母净利润分别为44亿元、50亿元; 参考同业及公司近五年PB中枢在0.9-1.9倍, 给予2025年1.2xPB估值, 对应A股合理价值为11.66元/股, 根据A/H股溢价, 对应H股合理价值6.07港元/股, 均维持“买入”评级。(HKD/CNY=0.93)

图21: 东方证券股价(元)与历史PB(LF)(右轴)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

四、风险提示

资本市场大幅波动, 导致公司各项业务受到干扰和冲击; 行业政策变动; 业务竞争加剧; 权益市场调整导致公司投资类业务收益不达预期及减值损失增加; 信用风险溢价上升, 使得外需环境不确定性增加。

利润表						资产负债表					
单位: 百万元人民币						单位: 百万元人民币					
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	17090	19190	22433	23415	27385	资产总额	383690	417736	414798	447026	482548
手续费及佣金净收入	6935	5435	7180	8614	9834	货币资金	104093	103093	113402	124743	137217
经纪业务收入	2781	2511	3563	3997	4329	结算备付金	35314	15177	16695	18364	20201
投行业务收入	1510	1168	1425	1734	2059	交易性金融资产	97070	90189	99208	109129	120042
资管收入	2029	1341	1555	2119	2575	长期股权投资	6254	6128	7354	8824	10589
投资收益 (含公允价值变动)	2972	5384	7436	6693	8819	固定资产	1855	1739	1739	1739	1739
利息净收入	1764	1321	692	628	655	无形资产	557	272	272	272	272
其他收入	5459	6965	7104	7460	8056	商誉	32	32	32	32	32
营业支出	14344	15664	17594	17956	20186	其他资产	4220	3373	3373	3373	3373
管理费用	7714	7864	9870	10068	11502	负债总额	304930	336337	332244	361476	393072
其他业务成本	5294	7038	6962	7310	7895	代理买卖证券款	111571	113637	113637	113637	113637
营业利润	2746	3526	4839	5458	7199	其他负债	8841	10123	95354	103744	112812
营业外收入与支出	227	188	184	188	191	权益总额	78760	81400	82554	85549	89476
利润总额	2919	3659	4984	5606	7349	归属于母公司所有者权益	78746	80105	82536	85531	89456
所得税	163	309	548	617	808	少数股东权益	15	17	18	19	19
净利润	2757	3350	4435	4989	6541						
归母净利润	2754	3350	4431	4984	6534						
主要财务比率											
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E						
成长能力											
营业收入增长	-9%	12%	17%	4%	17%						
归属母公司净利润增长	-9%	22%	32%	12%	31%						
获利能力											
净利率	16%	17%	20%	21%	24%						
ROE	3.5%	4.2%	5.4%	5.9%	7.5%						
每股指标 (元)											
每股收益	0.32	0.39	0.52	0.59	0.77						
每股净资产	9.27	9.43	9.71	10.07	10.53						
估值比率											
P/E	30.11	24.75	18.72	16.64	12.69						
P/B	1.05	1.02	1.00	0.97	0.93						

广发非银金融行业研究小组

陈 福：首席分析师，经济学硕士，2017 年进入广发证券研究发展中心。
刘 洪：资深分析师，中南财经政法大学投资学硕士，2020 年进入广发证券发展研究中心。
严 漪 澜：高级分析师，中山大学金融学硕士，2022 年进入广发证券发展研究中心。
李 怡 华：高级研究员，上海财经大学财务管理硕士，2023 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经

营业收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。