

国信证券 (002736.SZ) 零售新龙头，外延谱新篇

2025 年 08 月 01 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

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

日期	2025/7/31
当前股价(元)	13.26
一年最高最低(元)	14.38/8.31
总市值(亿元)	1,274.61
流通市值(亿元)	1,211.81
总股本(亿股)	96.12
流通股本(亿股)	91.39
近 3 个月换手率(%)	21.81

股价走势图



数据来源：聚源

● 零售新龙头，外延谱新篇

国信证券是粤港澳大湾区唯一一家本地国资控股的大型上市券商，实控人深圳国资委实力强劲，区位优势明显。公司 ROE 高于上市券商，内生盈利能力强而非杠杆驱动。公司零售经纪业务优势突出，交易市占率增长，开户市占率领跑行业，充分受益于个人投资者驱动的牛市。自营投资收益率稳健支撑 ROE，OCI 占比提升降低利润波动。公司收购万和证券带来增量，有望受益于海南自贸区跨境资管试点政策。我们预计国信证券 2025-2027 年归母净利润为 102/118/137 亿元，同比+24%/+16%/+16%，ROE 达 8.4%/9.2%/10.0%，对应 PE 为 12.5/10.8/9.3 倍，动态 PE 低于可比公司。公司分红率稳定 40% 高于同业，基本面高景气，动态股息率（2025E）有望达到 3.1%，配置价值突出，首次覆盖给予“买入”评级。

● 零售业务优势突出，充分受益于个人投资驱动的牛市

(1) 市占率提升：国信证券自身线上平台获客以及服务能力领先，同时也是与支付宝合作的 5 家券商中的头部券商，线下零售网点布局全国，营销能力强，充分受益于本轮个人投资者驱动的市场行情。2024 年末国信证券期末客户保证金规模 907 亿元，同比+62%，较 2024H1 末增长 48%，入金增幅表现在头部券商中领先，体现公司零售业务能力优势。2024 年公司股基交易市场份额 2.75%，同比增长约 15%，我们预估公司 2024 年开户数市占率领跑行业，为后续交易市占率增长奠定增量客户基础，具有成长性。**(2) 投顾服务产品体系化成熟，支撑佣金率与业务盈利能力：**国信证券拥有较强的线上线下获客与营销能力、交易服务能力、投顾服务品牌力、高净值客户服务能力，公司净佣金率水平万 3 高于可比公司和证券行业万 2，主因投顾等服务增厚。2024 年公司财富管理 with 机构业务分部的营业利润率 46%，盈利水平优秀。**(3) 零售经纪业务收入占比高，更受益于当下市场环境。**国信证券零售经纪业务与两融净收入占比 35% 在头部券商中保持领先水平，个人投资者交易驱动的牛市下，公司收入弹性更大，有望驱动净利润增速和 ROE 水平领跑行业。

● 自营收益率稳健支撑 ROE，收购万和证券带来增量，受益于海南自贸区政策

(1) 公司自营投资收益率表现优于上市券商整体，支撑公司整体 ROE，内生增长能力强。从公司金融资产配置来看，2023 年以来交易性金融资产规模增长有限，OCI 科目占比提升，OCI 配置的债券和股票公允价值变动不影响利润表，有助于降低公司自营投资收益率波动，提升利润表稳健性。**(2)** 公司以发行 A 股股份的方式购买万和证券控制权，对价为 52 亿元，估值 1.01 倍 PB 相对合理。收购后国信证券有望通过业务赋能，提升综合杠杆水平驱动万和证券 ROE 提升，实现协同效应，同时间接实现了对国信证券的资本补充。此外，2025 年 7 月 21 日，多部门联合发布《海南自由贸易港跨境资产管理试点业务实施细则》，本次收购注册地在海南的万和证券后，有望率先获得试点机构资格，发挥专业优势。

● 风险提示：股市波动风险；收购万和证券进度以及整合效果具有不确定性。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	17,317	20,167	23,667	26,599	30,090
YOY(%)	9.1	16.5	17.4	12.4	13.1
归母净利润(百万元)	6,427	8,217	10,169	11,772	13,702
YOY(%)	5.6	27.8	23.8	15.8	16.4
毛利率(%)	39.5	45.0	50.0	52.1	54.2
净利率(%)	37.1	40.7	43.0	44.3	45.5
ROE(%)	5.9	7.2	8.4	9.2	10.0
EPS(摊薄/元)	0.67	0.85	1.06	1.22	1.43
P/E(倍)	19.8	15.5	12.5	10.8	9.3
P/B(倍)	1.6	1.4	1.3	1.2	1.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、深圳国资委实控，内生盈利能力强	4
2、零售业务优势突出，充分受益于个人投资驱动的牛市	8
3、自营收益率稳健支撑 ROE，OCI 占比提升降低利润波动	14
4、收购万和证券带来增量，受益于海南自贸区跨境资管试点政策	15
5、盈利预测、估值与投资建议	17
6、风险提示	18
附：财务预测摘要	19

图表目录

图 1：受益于债牛行情，2023、2024 年公司自营投资收入占比提升	6
图 2：公司 2013-2024 年 ROE 高于上市券商整体	7
图 3：公司多数年份杠杆水平低于上市券商整体	7
图 4：公司自营投资收益率优于上市券商	7
图 5：公司轻资本业务占比 2021 年后低于上市券商	7
图 6：公司 2024 年经纪收入增速优于行业经纪收入增速以及市场交易量增速	9
图 7：公司经纪业务客户稳健增长	9
图 8：2024 年全市场新开户同比增长	9
图 9：公司金太阳 APP 用户数持续增长	9
图 10：2024 年下半年券商客户保证金规模高增，客户积极入金，国信证券保证金增长明显	10
图 11：国信证券净佣金率高于可比公司和上市券商整体，主因差异化投顾服务以及零售小单支撑	11
图 12：国信证券财富管理与机构业务分部营业利润率保持较高水平	11
图 13：公司集合资管 AUM2021 年快速增长	13
图 14：2017-2024 年资管业务净收入 CAGR 为 18.63%	13
图 15：2024 年鹏华基金 AUM 达 12202 亿元	13
图 16：鹏华基金非货 AUM 保持稳健	13
图 17：2022-2024 年鹏华基金营收经历高增后下滑	13
图 18：2022-2024 年鹏华基金利润经历高增后下滑	13
图 19：自营投资收益主要受收益率波动影响，2023 年起保持增长	14
图 20：2021 年起国信证券自营投资收益率优于上市券商整体	14
图 21：OCI 科目占比提升，2023 年其他债券投资增长较多，2024 年其他权益工具投资增长较多	15
图 22：交易性金融资产结构来看，2023 年股票增长较快，2024 年公募基金增长较快	15
表 1：背靠深圳国资委，股东资源雄厚	4
表 2：旗下重要子公司一览	4
表 3：管理层经验丰富、背景多元	5
表 4：公司全力实施“一个打造、两翼驱动、六大推进、八大支撑”工程	6
表 5：公司经纪业务、自营业务营收占比高于上市券商整体	6
表 6：2022-2025 年公司股利支付率均超 40%	8
表 7：2024 年末公司 230 家证券营业网点，主要分布在广东、浙江、四川	9
表 8：国信证券零售业务收入占比在头部券商中领先	12
表 9：深交所并购重组委已审核通过交易方案	15
时间	15

表 10: 万和证券深耕大湾区和海南自贸港, 其分公司、营业部覆盖全国 18 个省市	16
表 11: 预计 2025-2027 年归母净利润 102/118/137 亿元, 同比+24%/+16%/+16%.....	17
表 12: 可比公司估值: 国信证券静态 PB 高于可比公司	18
表 13: 可比公司估值: 国信证券 PE (2025E-2027E) 估值低于可比公司	18

1、深圳国资委实控，内生盈利能力强

深圳国资委实控，股东资源雄厚。国信证券股份有限公司实控人为深圳市国资委，公司前身为1994年6月成立的深圳国投证券有限公司，总部设立于广东省深圳市，注册资本为1亿元，公司于2014年12月29日在深交所挂牌上市。截至2025Q1，深圳市投资控股有限公司为国信证券第一大股东，持股比例33.53%。深投控及其一致行动人华润深国投信托有限公司共持有国信证券55.76%的股份。公司前五大股东均为实力强劲的央地两级国有企事业单位，国有股东持股占比合计超80%，构成支持公司稳定发展的“基本盘”。近年来，公司与国资国企的协同成效较为明显，成立了服务深圳“双区”建设和综改试点的领导小组及专项工作小组，大力提升对国资客户的服务能力和服务质量，公司积极与深圳市多个行政区及其他部分城市开展战略合作，与多家国企、大型企业集团、金融机构建立了良好的业务合作关系。

表1：背靠深圳国资委，股东资源雄厚

排名	股东名称	占总股本比例(%)
1	深圳市投资控股有限公司	33.53
2	华润深国投信托有限公司	22.23
3	云南合和(集团)股份有限公司	16.77
4	全国社会保障基金理事会	4.75
5	北京城建投资发展股份有限公司	2.68
6	一汽股权投资(天津)有限公司	1.18
7	香港中央结算有限公司	1.18
8	中国证券金融股份有限公司	0.78
9	国泰中证全指证券公司交易型开放式指数证券投资基金	0.51
10	中央汇金资产管理有限责任公司	0.50
	合计	84.11

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：截至2025年一季度

表2：旗下重要子公司一览

序号	公司	参控关系	持股比例(%)
1	国信资本有限责任公司	全资子公司	100.00
2	国信弘盛私募基金管理有限公司	全资子公司	100.00
3	国信证券(香港)金融控股有限公司	全资子公司	100.00
4	国信期货有限责任公司	全资子公司	100.00
5	国信证券资产管理有限公司	全资子公司	100.00
6	鹏华基金管理有限公司	联营企业	50.00

数据来源：Wind、开源证券研究所

管理层经验丰富、背景多元。公司管理层背景多元，具有专业的金融机构管理经验。现任董事长张纳沙2021年4月任职，张纳沙曾任深圳市人民政府国有资产监督管理委员会副主任、党委委员，深圳市龙华区委常委、区政府党组副书记、常务副区长等职务。董事、总裁邓舸曾任中国证券监督管理委员会副处长、处长、证监会新闻发言人、上市公司监管部副主任等职务。

表3: 管理层经验丰富、背景多元

姓名	职位	年龄	工作经历
张纳沙	董事长、董事	56	曾任深圳市人民政府国有资产监督管理委员会副主任、党委委员，深圳市龙华区委常委、区政府党组副书记、常务副区长等职务。2021年2月加入公司，现任公司党委书记、董事长，兼任鹏华基金管理有限公司党委书记、董事长，中国证券业协会副会长、合规管理与廉洁从业委员会主任委员，深圳市证券业协会会长，上海证券交易所理事，深圳证券交易所理事、上诉复核委员会主任委员。2021年4月起任公司董事长。
邓舸	董事、总裁	57	曾任中国证券监督管理委员会副处长、处长、证监会新闻发言人、上市公司监管部副主任等职务。2020年5月加入公司，现任公司党委副书记、董事、总裁，兼任国信期货有限责任公司董事长，中国证券业协会风险管理委员会主任委员，中国上市公司协会第三届并购融资委员会主任委员，上海证券交易所战略发展委员会副主任委员、股票公开发行自律委员会委员代表，深圳证券交易所股票发行规范委员会副主任委员。
陈华	副总裁	60	曾任审计署驻武汉特派员办事处科员、副主任科员、主任科员、副处长，审计署外资司副处长（主持工作）、处长，审计署驻武汉特派员办事处法制处处长，深圳市审计局总审计师、党组成员，深圳市人民政府国有资产监督管理委员会副主任、党委委员等职务。2017年7月加入公司，现任公司党委委员、副总裁，兼任国信资本有限责任公司董事长、中国上市公司协会 ESG 委员会委员。
杜海江	副总裁	54	历任杭州萧然东路证券营业部电子商务部经理、杭州保俶路证券营业部总经理助理、浙江营销中心总经理、浙江管理总部总经理、杭州分公司总经理、浙江分公司总经理、浙江金融资产交易中心董事等职务。现任公司党委委员、副总裁、财富管理与机构事业部总裁，兼任鹏华基金管理有限公司董事、中国证券业协会证券经纪与财富管理专业委员会副主任委员。
揭冠周	副总裁	47	曾任美国富国银行固定收益部执行总经理、资深证券银行家，美国美银美林全球银行及资本市场部执行总经理、资深量化金融分析师等职务。2021年4月加入公司，现任公司副总裁。
鲁伟	副总裁	55	曾任国信证券股份有限公司投资银行事业部综合管理部总经理、投资银行事业部上市顾问部总经理、投资银行事业部中小企业服务部总经理、投资银行事业部副总裁等职务，现任国信证券股份有限公司党委委员、投资银行事业部总裁、战略发展总部总经理，兼任中国证券业协会区域性股权市场专业委员会委员、深圳市罗湖区政协委员、深圳市南方科技大学教育基金会投资顾问。
曾信	首席风险官	50	曾任大鹏证券融资服务公司上海行业组副组长、执行副董事。2005年2月加入公司，历任投资银行事业部业务十一部副总经理、业务十二部总经理助理、内核办公室副主任、内核办公室主任兼投资银行业务内核负责人、内核总部副总经理（主持工作）、内核总部总经理、投资银行质量控制总部总经理等职务；现任公司首席风险官、投资银行业务内核负责人，兼任中国证券业协会风险管理委员会秘书长、上海证券交易所股票公开发行自律委员会受托代表。

数据来源：公司年报、开源证券研究所

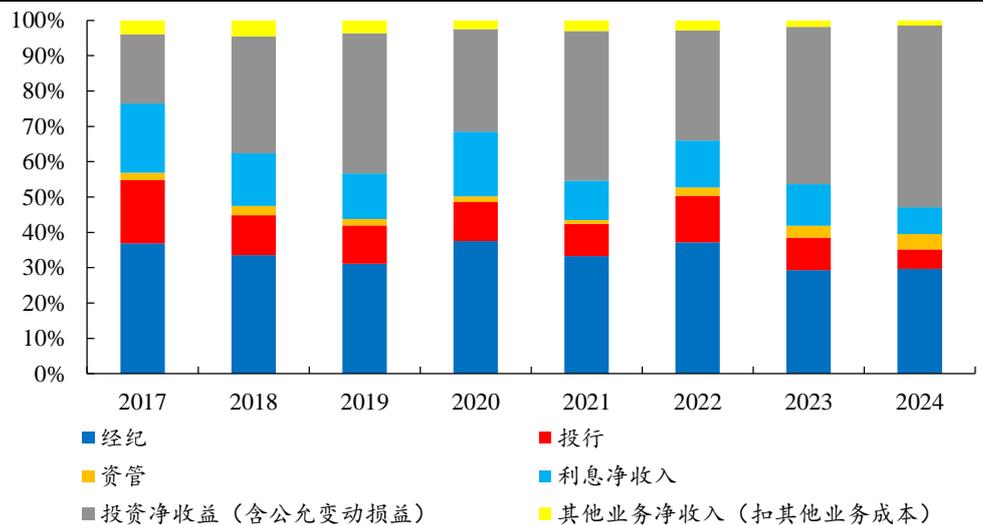
公司拥有深圳“双区”建设和国资国企综改试点中的区位优势。公司作为粤港澳大湾区唯一一家本地国资控股的大型上市券商，公司具备良好的业务专业能力和客户基础，区位优势较为明显。截至2024年底，公司累计服务大湾区IPO企业92家、再融资及配套募资企业64家，融资规模约1256亿元；服务100家大湾区企业发行各类债券617只，发行规模超6800亿元；为大湾区超620万客户提供财富管理服务。公司战略上坚持“一个打造”，即打造全球视野、本土优势、创新驱动、科技引领的世界一流综合型投资银行；“两翼驱动”，即将夯实资本硬实力与提升管理能力作为驱动公司发展的两翼；“六大推进”，即推进全价值链财富管理等六大业务主线；“八大支撑”，即重点实施金融控股战略等八大战略支撑。

表4：公司全力实施“一个打造、两翼驱动、六大推进、八大支撑”工程

战略	内容
服务理念	对外一个国信、对内一个客户
一个打造	公司的战略愿景是“打造全球视野、本土优势、创新驱动、科技引领的世界一流综合型投资银行”
两翼驱动	将夯实资本硬实力与提升管理能力作为驱动公司发展的两翼；夯实资本硬实力就是要积极扩大资本规模和境内外影响力，为实现公司行业地位的跨越提供坚实支撑；提升管理能力就是要以加强管理体系和管理能力建设为主线，夯实管理基础，优化管理流程，推动管理创新，全面提升管理现代化水平，不断增强公司的核心竞争力
六大推进	推进“全价值链财富管理”“积极稳健型投行服务”“多平台价值投资”“全方位研究服务”“金融科技驱动发展”“多渠道国际化发展”六大业务主线
八大支撑	重点实施金融控股战略、非有机增长战略、客户服务战略、金融科技领先战略、内部管控战略、人才优先战略、深耕深圳本土战略、国资国企协同发展战略等八大战略支撑。与此同时，进一步落实党建责任、完善公 数据来源：开源证券研究所司治理、提升管理效能、加强战略协同、夯实人才支撑、强化风险管控、提升运 数据来源：开源证券研究所行保障、鼓励创新发展、推进文化建设、履行社会责任等十大战略保障，发挥券 商综合金融服务功能，服务产业科技高质量发展，以此确保公司“十四五”战略规划目标顺利实现

资料来源：公司官网、开源证券研究所

经纪及自营投资为核心收入贡献来源，ROE 高于上市券商，内生盈利能力强而非杠杆驱动。公司收入结构来看，经纪和自营是公司核心业务，2024 年占比分别为 30%/51%。公司 ROE 水平平均高于上市券商，杠杆水平持续低于上市券商，反映 ROA 水平高于行业，自营投资收益持续高于上市券商，重资本业务收入非杠杆驱动，而是内生盈利能力强。

图1：受益于债牛行情，2023、2024 年公司自营投资收入占比提升


数据来源：Wind、开源证券研究所

表5：公司经纪业务、自营业务营收占比高于上市券商整体

2024A	国信证券	上市券商
经纪业务净收入	29.71%	25.44%
投行业务净收入	5.43%	7.45%
资管业务净收入	4.37%	10.52%

2024A	国信证券	上市券商
利息净收入	7.58%	8.96%
投资收益（含公允变动损益）	51.40%	41.52%
其他	1.51%	6.11%

数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：公司 2013-2024 年 ROE 高于上市券商整体

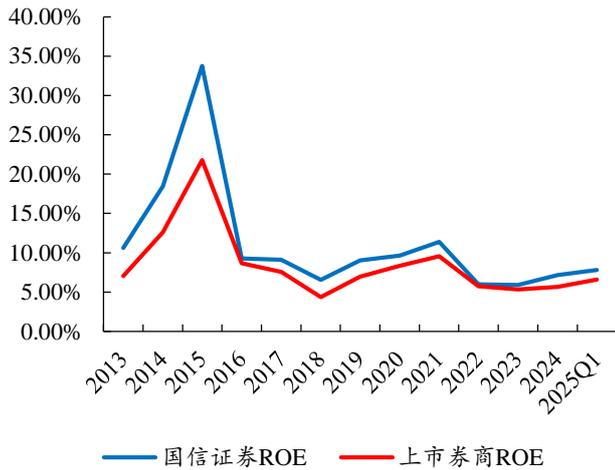
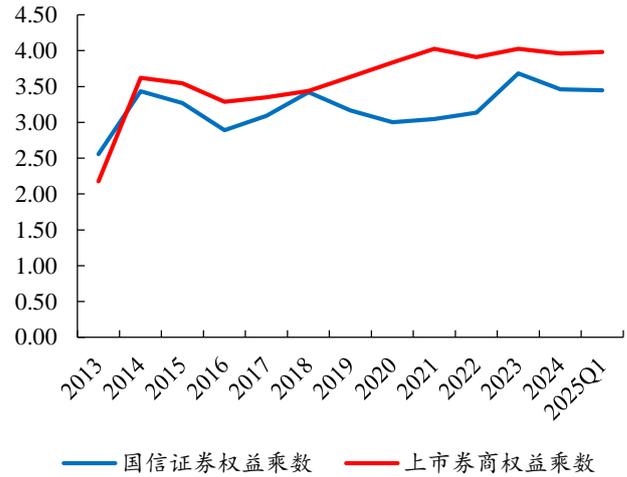


图3：公司多数年份杠杆水平低于上市券商整体



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：上述 ROE 已年化处理，ROE=归母净利润/期初期末平均归母净资产。2025Q1 上市券商 ROE 剔除了国泰海通负商誉扰动

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：权益乘数=(总资产-客户保证金)/归母净资产

图4：公司自营投资收益率优于上市券商

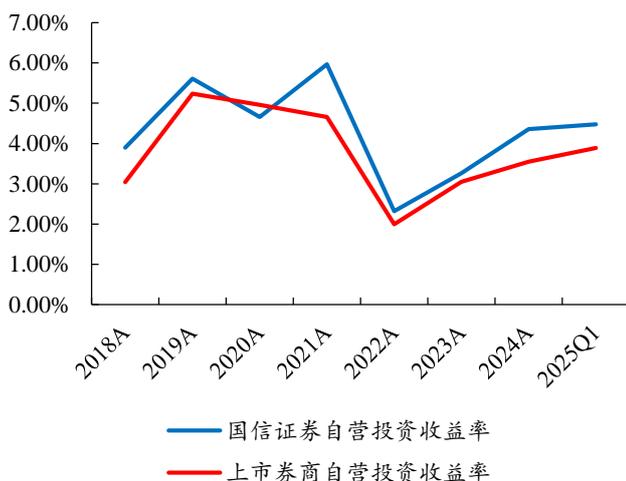
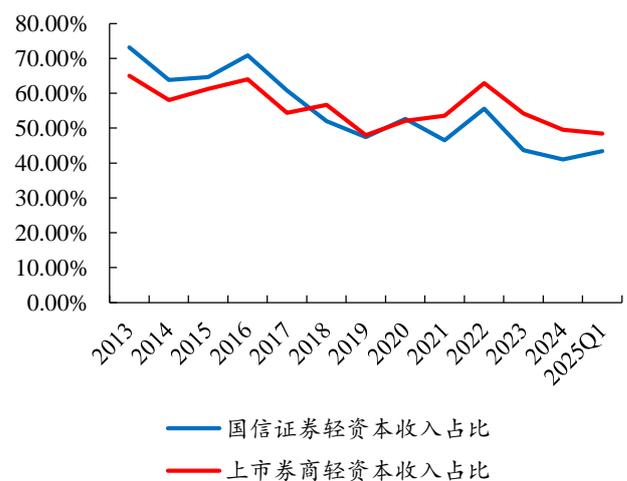


图5：公司轻资本业务占比 2021 年后低于上市券商



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：轻资本收入占比=1-重资本业务收入占比；重资本业务收入占比=(投资收益+公允价值变动损益+利息净收入)/调整后营收；调整后营收=营业收入-其他业务成本

股利支付率领先行业，价值属性突出。公司 2022 年-2025 年现金分红比例分别为 47.52%/42.63%/40.38%/40.94%，连续四年现金分红比例达到 40%以上，高于上市券商平均水平的 27%，价值属性突出。

表6：2022-2025 年公司股利支付率均超 40%

预案公告日	股利支付率(%)	每股股利(税前)	每股收益	分红总额(亿元)
2025-04-19	40.94	0.35	0.72	33.64
2024-04-17	40.38	0.27	0.54	25.95
2023-04-29	42.63	0.27	0.52	25.95
2022-04-19	47.52	0.50	0.97	48.06
2021-04-02	33.42	0.23	0.72	22.11

数据来源：Wind、开源证券研究所

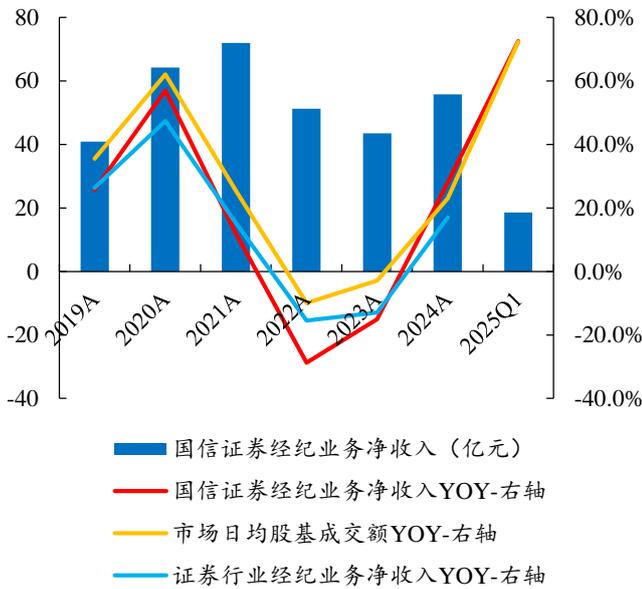
2、零售业务优势突出，充分受益于个人投资驱动的牛市

线下+线上优势助力开户市占率领跑行业，经纪市占率提升

2024 年经纪市占率增长，预估开户率行业领先。2024 年 9 月 24 日以来，市场风格切换，个人投资者入市热情提升明显，2024 年 10 月 A 股新开户 685 万户创历史第三高，增量投资者入口主要为线上，各券商开户情况分化明显。国信证券自身线上平台获客以及服务能力领先，同时也是与支付宝合作的 5 家券商中的头部券商，公司线下零售网点布局全国，营销能力强，充分受益于本轮个人投资者驱动的市场行情。2024 年末，上市券商客户保证金规模同比增长 32%，较 2024H1 末增长 30%，反映客户入金热情较高，国信证券期末客户保证金规模 907 亿元，同比+62%，较 2024H1 末增长 48%，增幅表现在头部券商中领先，体现公司零售业务能力优势。**2024 年公司股基交易市场份额 2.75%，同比增长约 15%，我们预估公司 2024 年开户数市占率领跑行业，为后续交易市占率增长奠定增量客户基础，具有成长性。**

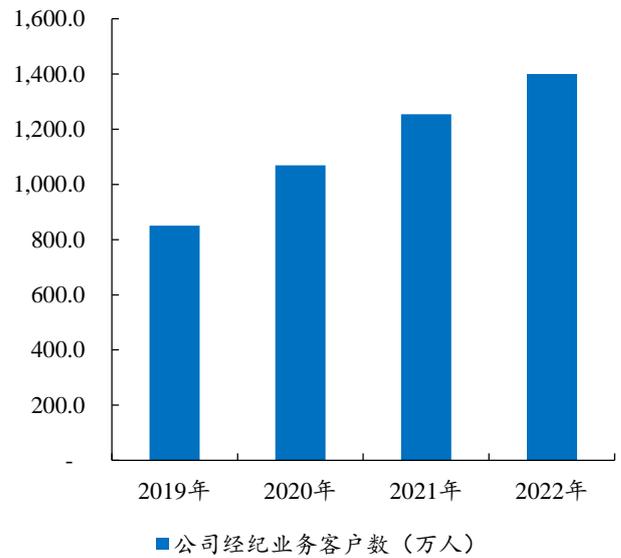
公司在战略层面重视并较早布局线上服务能力，或是开户市占率提升的重要原因。公司建立了以 PC 客户端、金太阳 APP、PC 客户端、微信服务号、线上智选理财平台为核心的多渠道、立体式互联网金融服务体系。2020 年，公司明确着力发展网络金融，全面布局主流新媒体平台，强化互联网线上引流和服务，是最早发力线上渠道获客的头部券商之一。金太阳手机证券用户总量从 2019 年的 1280 万人增长至 2024 年的 2900 万人，5 年 CAGR 为 18%，微信公众号用户数从 2019 年的 16 万人增长至 2024 年的 302 万人，5 年 CAGR 为 14%。

图6：公司 2024 年经纪收入增速优于行业经纪收入增速以及市场交易量增速



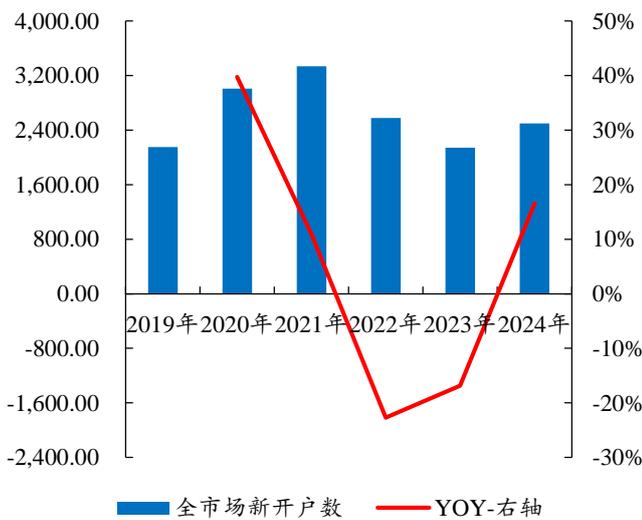
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：公司经纪业务客户稳健增长



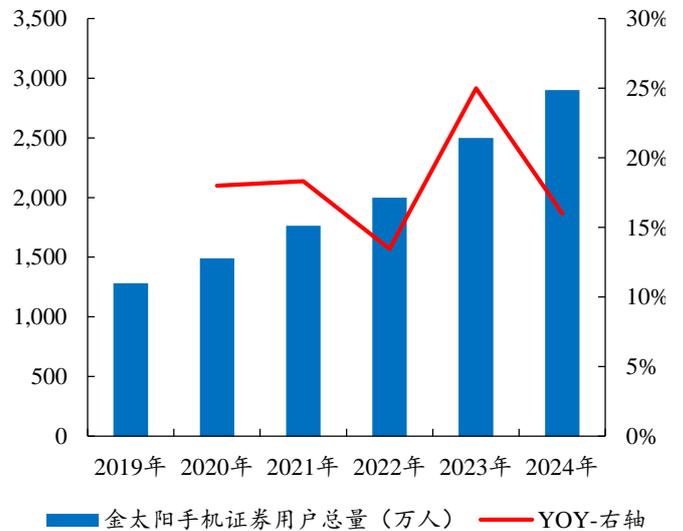
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2024 年全市场新开户同比增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：公司金太阳 APP 用户数持续增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

表7：2024 年末公司 230 家证券营业网点，主要分布在广东、浙江、四川

省/直辖市/自治区	证券营业网点数量	省/直辖市/自治区	证券营业网点数量
广东	64	重庆	4
浙江	27	云南	4
四川	16	安徽	4
江苏	13	江西	4
北京	12	河南	3
上海	10	吉林	3

省/直辖市/自治区	证券营业网点数量	省/直辖市/自治区	证券营业网点数量
福建	9	广西	3
陕西	9	海南	1
山东	9	河北	1
湖南	7	新疆	1
湖北	5	甘肃	1
山西	5	宁夏	1
辽宁	4	内蒙古	1
黑龙江	4	贵州	1
天津	4		

数据来源：公司公告、开源证券研究所

图10：2024下半年券商客户保证金规模高增，客户积极入金，国信证券保证金增长明显

序号	代理买卖证券款(亿元)	2023年末	2024H1末	2024年末	2024年同比↓	2024末较2024H1末	序号	代理买卖证券款(亿元)	2023年末	2024H1末	2024年末	2024年同比↓	2024末较2024H1末
1	方正证券	298	321	503	69%	57%	21	华西证券	242	237	333	38%	40%
2	国信证券	561	611	907	62%	48%	22	长江证券	409	418	561	37%	34%
3	国联证券	90	92	143	58%	55%	23	东兴证券	131	131	178	35%	36%
4	西南证券	120	132	186	55%	40%	24	东北证券	191	191	258	35%	35%
5	中银证券	181	188	280	55%	49%	25	中泰证券	586	611	785	34%	28%
6	天风证券	80	77	124	54%	61%	26	广发证券	1,320	1,365	1,753	33%	28%
7	华安证券	155	171	238	53%	39%	27	39家券商合计	19,380	19,759	25,630	32%	30%
8	国金证券	246	248	375	52%	51%	28	长城证券	237	238	310	31%	30%
9	太平洋	47	47	71	51%	51%	29	中信建投	1,009	970	1,306	29%	35%
10	红塔证券	38	45	58	50%	29%	30	国元证券	256	250	330	29%	32%
11	东吴证券	308	326	458	49%	40%	31	国海证券	150	147	193	29%	31%
12	浙商证券	203	204	300	48%	47%	32	招商证券	1,179	914	1,516	29%	66%
13	第一创业	75	72	110	47%	52%	33	中信证券	2,838	2,890	3,624	28%	25%
14	财通证券	189	183	274	45%	50%	34	光大证券	555	590	708	28%	20%
15	西部证券	128	145	187	45%	29%	35	华泰证券	1,447	1,512	1,846	28%	22%
16	华林证券	82	81	119	45%	47%	36	山西证券	146	153	185	27%	21%
17	南京证券	116	125	166	44%	33%	37	申万宏源	969	885	1,225	26%	38%
18	国泰君安	905	936	1,295	43%	38%	38	中金公司	823	820	1,007	22%	23%
19	中原证券	115	123	165	43%	34%	39	兴业证券	636	552	763	20%	38%
20	中国银河	1,203	1,804	1,656	38%	-8%	40	东方证券	1,116	956	1,136	2%	19%

数据来源：Wind、开源证券研究所

投顾服务产品体系化成熟，支撑佣金率与业务盈利能力

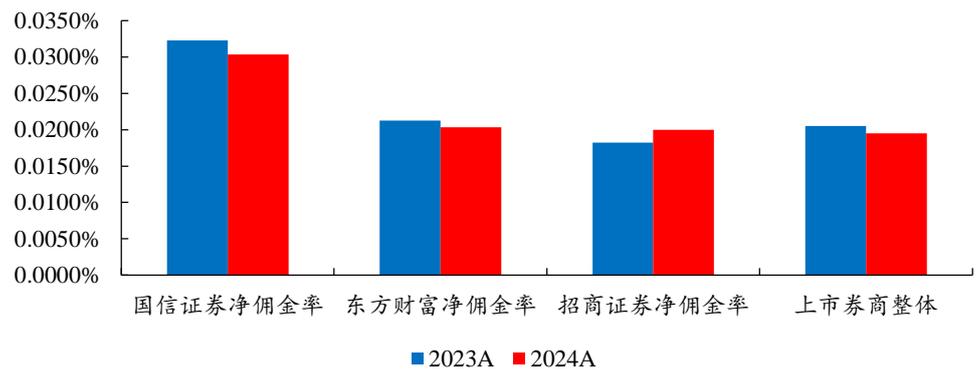
公司零售经纪服务能力强：（1）打造财富管理品牌：公司拥有专业的投顾服务、丰富的产品体系、智能化系统平台不断满足居民多元化、个性化的财富管理需求。公司建设总部投顾服务团队，依靠全国 239 家分支机构近 3700 名一线精英投资顾问，打造“总部标准化触达+分支个性化服务”的服务体系。公司“国信鑫投顾”、“国信鑫汇盈”等投顾品牌客户覆盖率进一步提升；“国信鑫私享”高端财富管理品牌综合服务谱系形成，满足客户定制化需求；创新推出“国信鑫享传承”家庭服务信托品牌，满足家庭财富保值、增值、传承等场景需求。同时，公司持续扩大资讯和工具类投顾产品供给，通过持续输出投资建议及多样投顾策略，全面优化客户投资体验。

（2）为机构和高净值客户提供“一站式”综合金融服务：面向机构和高净值客户，国信证券提供定制化综合金融服务，串联起财富管理、资产管理、投资银行服务链条，实现“全价值链财富管理”。升级“GTrade+”私募机构综合服务品牌，持续优化量化私募交易体验，形成了以交易为核心的策略交易、智能算法等综合交易解决方案；打造“国信企明星+”企业综合金融服务品牌，为上市公司及公司高管、股东、员工

等提供股权激励全流程管理、股份交易合规管控等智能化、专业化的综合服务，助力实体经济走深走实；上线国信“机构通”基金投资交易服务平台，机构综合服务水平进一步增强。

投顾服务和零售小单增厚公司佣金率水平，零售经纪服务能力行业领先。（1）我们认为，证券行业经纪业务佣金率持续下行主因业务同质化导致价格竞争，对于证券公司经纪业务战略转型来说，可概括为两类方向：一是通过规模效应、营业部精细化管理、技术改革等方式实现降本增效，以更低的成本来博取利润空间，应对价格竞争；二是通过转型财富管理、打造投顾品牌、服务高净值客户等方式，实现产品、服务的差异化，满足客户除了交易外更多元的需求以实现财富保值增值，发挥券商的功能性，进而提升业务盈利能力。（2）国信证券拥有较强的线上线下载客与营销能力、交易服务能力、投顾服务品牌力、高净值客户服务能力，我们认为公司零售经纪业务实力在行业第一梯队。**我们选取经纪业务优势券商对比，公司净佣金率水平万 3 高于可比公司和证券行业万 2，主因投顾类等服务增厚。2024 年公司财富管理与机构业务分部的营业利润率 46%，盈利水平优秀。**

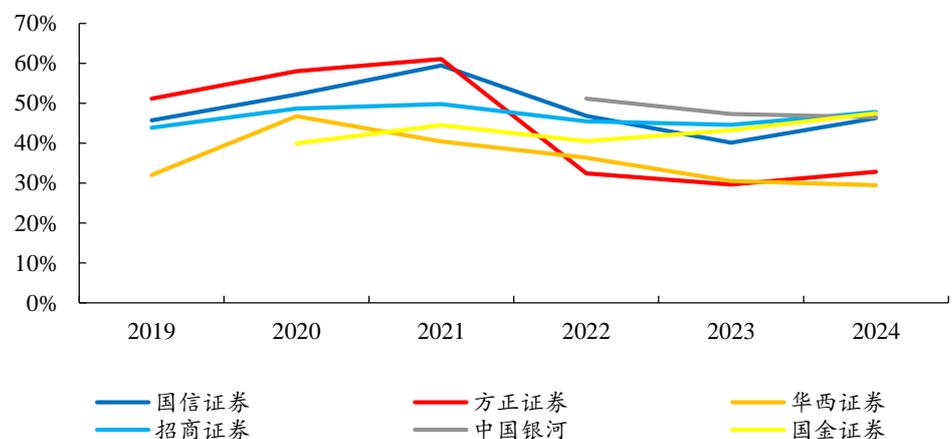
图11：国信证券净佣金率高于可比公司和上市券商整体，主因差异化投顾服务以及零售小单支撑



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：净佣金率=（代理买卖证券业务净收入+席位佣金收入）/代理买卖股基成交额

图12：国信证券财富管理与机构业务分部营业利润率保持较高水平



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：上述数据为各券商分部报告数据，营业利润率=分部营业利润/营业收入。国信证券选取财富管理与机构业务分部，方正证券选取财富管理业务分部，华西证券选取经纪及财富管理业务分部，招商证券选取财富管理和机构业务分部，中国银河选取财富管理业务，国金证券选取财富管理业务分部，各公司业务分部划分标准或有差异，仅供参考

零售经纪业务收入占比高，更受益于当下市场环境。国信证券零售经纪业务与两融净收入占比 35%在头部券商中保持领先水平，个人投资者交易驱动的牛市下，公司收入弹性更大，有望驱动净利润增速和 ROE 水平领跑行业。

表8：国信证券零售业务收入占比在头部券商中领先

单位：亿元	券商简称	2024 年零售经纪+ 两融净收入占比	2024 年代理买卖 证券业务净收入 占比	2024 年两融业务 净收入占比
601901.SH	方正证券	54%	40%	14%
000783.SZ	长江证券	42%	28%	14%
600918.SH	中泰证券	37%	26%	11%
601881.SH	中国银河	36%	23%	13%
002736.SZ	国信证券	35%	25%	10%
600999.SH	招商证券	35%	23%	12%
601788.SH	光大证券	32%	21%	11%
000166.SZ	申万宏源	30%	19%	11%
601456.SH	国联民生	29%	19%	10%
000776.SZ	广发证券	27%	17%	10%
601066.SH	中信建投	27%	18%	9%
601688.SH	华泰证券	26%	14%	12%
601108.SH	财通证券	26%	17%	8%
601211.SH	国泰海通	25%	16%	9%
000728.SZ	国元证券	23%	14%	9%
601555.SH	东吴证券	23%	16%	7%
601377.SH	兴业证券	23%	13%	9%
600030.SH	中信证券	19%	12%	7%
601995.SH	中金公司	18%	12%	6%
600958.SH	东方证券	14%	9%	4%

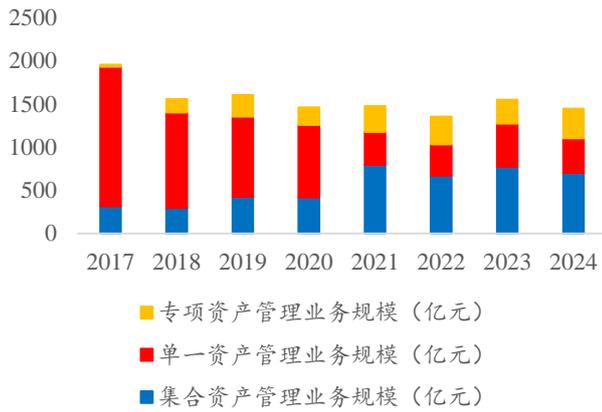
数据来源：各公司公告、Wind、开源证券研究所

注：（1）上述选取 2025Q1 末净资产排名前 20 的上市券商

（2）零售经纪业务占比为代理买卖证券业务净收入占比，剔除席位影响；两融净收入为估算值，两融利息支出的估算以两融业务 3 倍杠杆水平，资金成本 3.5% 计算。

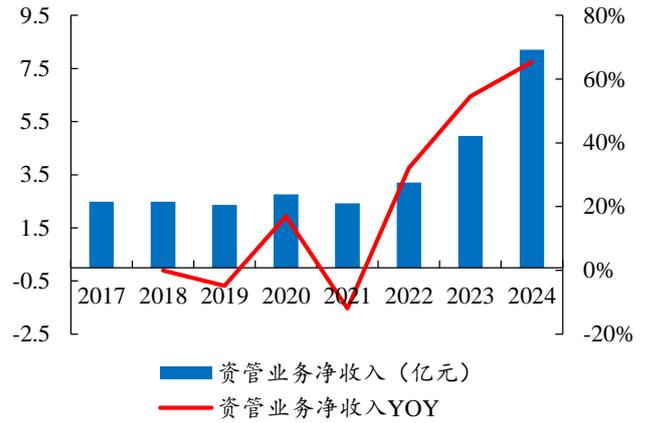
独立资管子公司成立，资管业务营收高增。公司于 2024 年 4 月 23 日成立国信证券资产管理有限公司，完成工商登记。资管子公司的成立，有利于公司资管业务的专业化运营，为公司未来申请公募牌照奠定基础。2024 年，公司实现资管业务净收入 8.20 亿元，同比+65.32%，近两年资管收入快速增长。公司在保持固收、权益等传统优势基础上，根据市场和需求进行产品、策略的创新，收入水平持续增长。

图13: 公司集合资管 AUM2021 年快速增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

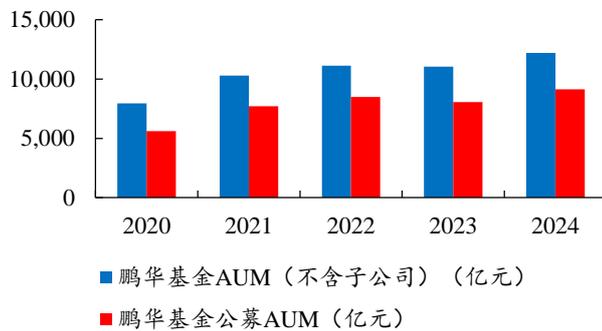
图14: 2017-2024 年资管业务净收入 CAGR 为 18.63%



数据来源: Wind、开源证券研究所

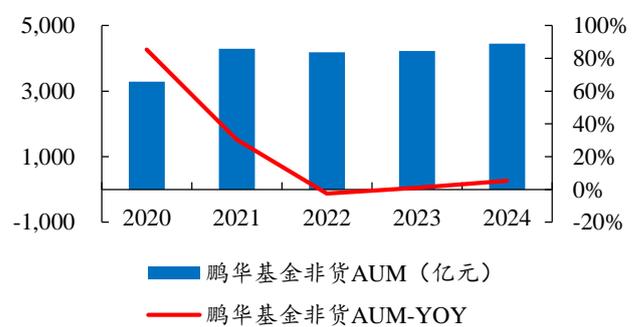
鹏华基金管理牌照齐全, 非货 AUM 稳健增长。国信证券主要通过鹏华基金从事基金管理业务, 公司持有鹏华基金 50% 股权, 鹏华基金具备公募基金、养老基金、保险资管、社保基金、基金专户管理等牌照。2024 年末鹏华基金公募 AUM 达 9124 亿元, 非货 AUM 达 4451 亿元, 同比+13.2%/+5.3%。2024 年公司实现营业收入 35.94 亿元, 归母净利润 7.51 亿元, 同比-8.9%/-10.5%。

图15: 2024 年鹏华基金 AUM 达 12202 亿元



数据来源: 公司年报、开源证券研究所

图16: 鹏华基金非货 AUM 保持稳健



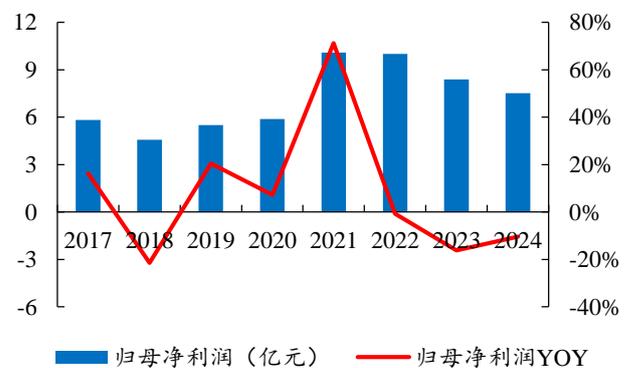
数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 2022-2024 年鹏华基金营收经历高增后下滑



数据来源: Wind、开源证券研究所

图18: 2022-2024 年鹏华基金利润经历高增后下滑



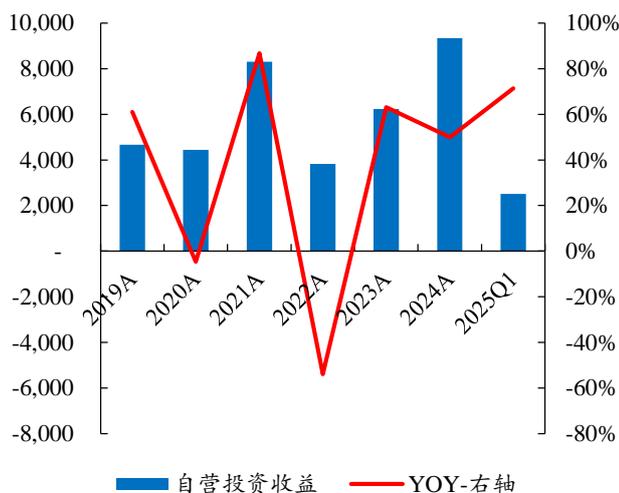
数据来源: Wind、开源证券研究所

3、自营收益率稳健支撑 ROE，OCI 占比提升降低利润波动

公司自营投资收益率表现优于上市券商整体，支撑公司整体 ROE。公司自营投资收益是收入的核心支撑，对比国信证券与上市券商整体的自营投资收益率来看，公司自营投资收益率除 2020 年外均高于上市券商整体，自营投资收益表现主要由自营投资收益率驱动而非杠杆驱动，内生增长能力强，公司杠杆水平自 2019 年以来持续低于上市券商。公司 2014 年上市以来再融资仅有一次，是 2020 年完成的定增，募资金额 150 亿元。

OCI 科目投资规模持续增长，利于提升利润表稳健性。从公司金融资产配置来看，2023 年以来交易性金融资产规模增长有限，OCI 科目占比提升，OCI 配置的债券和股票公允价值变动不影响利润表，有助于降低公司自营投资收益率波动，提升利润表稳健性。受益于债牛行情，公司债券类资产自 2021-2023 年快速增长，债券品种主要为信用债和利率债，其中信用债发行主体为国有企业，所持债券信用级别主要为 AAA 级。2024 年其他权益工具投资规模达 328 亿元，同比+114%增长明显，主要以公司策略投资持有的股票、永续债和 REITs 为主。

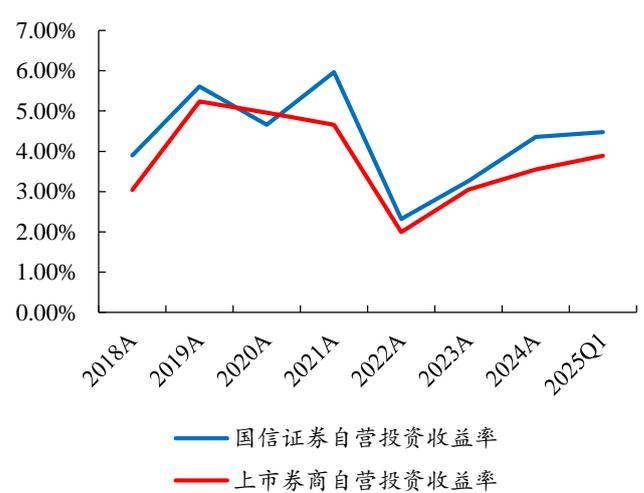
图19：自营投资收益主要受收益率波动影响，2023 年起保持增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

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

图20：2021 年起国信证券自营投资收益率优于上市券商整体



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：自营投资资产规模=交易性金融资产+其他权益工具投资+可供出售金融资产+持有至到期投资+衍生金融资产
 自营投资收益率=自营投资收益/自营投资资产规模

图21: OCI科目占比提升, 2023年其他债券投资增长较多, 2024年其他权益工具投资增长较多

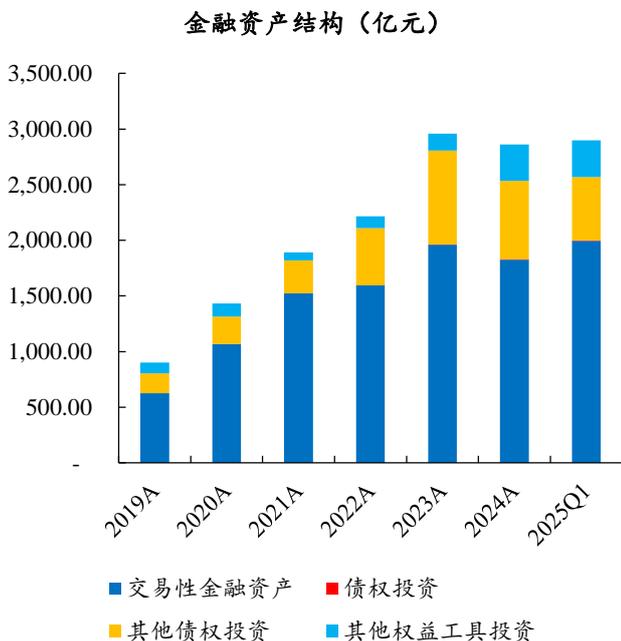
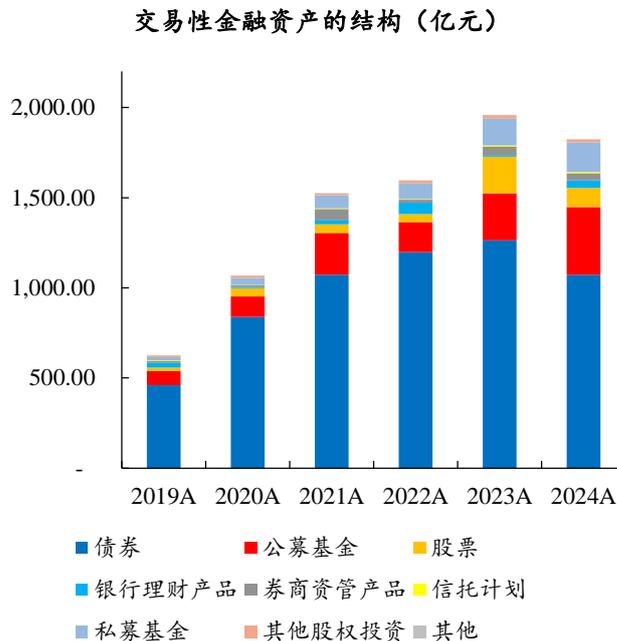


图22: 交易性金融资产结构来看, 2023年股票增长较快, 2024年公募基金增长较快



数据来源: Wind、开源证券研究所

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

4、收购万和证券带来增量, 受益于海南自贸区跨境资管试点政策

公司收购万和证券进展顺利, 交易方案已通过深交所并购重组委审核。万和证券系深圳国资委旗下券商, 与国信证券为同一实控人背景。国信证券于2024年8月22日发布公告, 拟以发行A股股份的方式购买万和证券控制权, 并于2024年8月21日与万和证券签署了《意向性合作协议》, 证监会和深交所已于2025年4月10日开始受理此次交易。截至目前, 交易已通过公司股东大会和深交所审核, 但在实施前尚需取得证监会及其他可能涉及的批准或核准。关于本次交易, 国信证券拟通过发行A股股份的方式, 向深圳资本、鲲鹏投资、深业集团、深创投、远致富海十号、成都交子、海口金控购买其合计持有的万和证券96.08%的股份。股票发行价格为8.25元/股, 发行数量为6.3亿股, 交易对价为52亿元, 估值为1.01倍PB, 估值相对合理, 此次股票发行占发行后公司总股本的比例为6.14%。

表9: 深交所并购重组委已审核通过交易方案

时间	事件
2024年8月22日	国信证券发布关于筹划发行股份购买资产事项的停牌公告
2024年9月4日	国信证券发布发行股份购买资产暨关联交易预案
2024年12月20日	国信证券发布深圳市国资委同意交易方案
2024年12月23日	国信证券召开临时股东大会通过交易具体方案
2025年4月10日	发行股份购买资产暨关联交易申请获证监会及深交所受理
2025年6月19日	深交所并购重组委审核通过交易方案

数据来源: Wind、开源证券研究所

万和证券注册地在海南，营业部分布区域以华南为主，有望进一步补强国信证券零售经纪实力。截至 2025 年 7 月 29 日，万和证券在全国共有 46 家分支机构，包括 27 家分公司和 19 家营业部，分布在全国 18 个省份及直辖市，分别在华南、华东为主，此次收购有利于进一步完善国信证券的渠道网络。

表10：万和证券深耕大湾区和海南自贸港，其分公司、营业部覆盖全国 18 个省市

地域	所属省份	分公司数量	营业部数量
华南地区	广东省	6	6
	海南省	1	1
	福建省	1	1
	江苏省	1	1
	江西省	1	1
华东地区	山东省	2	2
	上海市	-	-
	浙江省	2	2
	安徽省	-	-
西南地区	四川省	4	4
	云南省	-	-
	河南省	1	1
华中地区	湖北省	-	-
	湖南省	-	-
西北地区	甘肃省	-	-
	陕西省	-	-
华北地区	北京市	-	-
东北地区	辽宁省	-	-
总计		27	19

数据来源：国信证券发行股份购买资产暨关联交易报告书(草案)(注册稿)、开源证券研究所

万和证券财富管理业务和自营投资业务收入占比较高。2024 年，万和证券营业收入/归母净利润为 5.14/0.64 亿元，同比+2.99%/+9.48%；总资产/净资产为 115.25/55.12 亿元，同比-12.44%/+1.19%；ROE 为 1.17%，同比+0.09pct。营收结构方面，2024 年，公司经纪/投行/资管/利息净收入/自营业务同比+15.1%/-65.1%/+8.8%/+55.2%/+13.2%，占比分别为 19.7%/5.4%/2.8%/8.5%/62.3%。

海南自贸港跨境资管试点细则发布，国信证券有望受益。2025 年 7 月 21 日，多部门联合发布《海南自由贸易港跨境资产管理试点业务实施细则》，试点业务支持境外投资者投资海南自贸港内金融机构发行的理财产品、证券投资基金期货经营机构私募资产管理产品、公开募集证券投资基金、保险资产管理产品。2025 年 7 月 23 日，国新办发布会公布海南自贸港将于 2025 年 12 月 18 日封关。2024 年国信证券成为粤港澳大湾区“跨境理财通”业务试点，具有较强的业务创新能力，本次收购注册地在海南省的万和证券后，有望率先获得试点机构资格，发挥专业优势。

收购后资本金运行效率有望提升，间接实现对国信证券的资本补充。本次交易完成后，国信证券净资产实力有望提升，以 2024 年 11 月末财务数据计算，归母净资产将增厚 4.49%。2024 年 11 月末，万和证券权益乘数（扣除客户保证金）为 1.59 倍，

低于国信证券的 3.46 倍，收购后国信证券有望通过业务赋能，提升综合杠杆水平驱动万和证券 ROE 提升，实现协同效应。

5、盈利预测、估值与投资建议

考虑到个人投资者积极入市，预计 2025 年市场交易量延续增长，我们假设 2025-2027 年市场日均股基成交额 17090/19654/22012 亿元，同比+40%/+15%/+12%，股市向好利好公司零售经纪、自营投资业务增长；我们预计国信证券 2025-2027 年归母净利润为 102/118/137 亿元，同比+24%/+16%/+16%，ROE 达 8.4%/9.2%/10.0%。

表11：预计 2025-2027 年归母净利润 102/118/137 亿元，同比+24%/+16%/+16%

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
1、经纪业务净收入	4,355	5,578	7,909	9,560	11,239
YOY	-15%	28%	42%	21%	18%
两市日均股基成交额（亿元）	9,920	12,207	17,090	19,654	22,012
YOY	-3%	23%	40%	15%	12%
2、投行业务净收入	1,363	1,020	1,146	1,455	1,821
YOY	-25%	-25%	12%	27%	25%
3、资管业务净收入	496	820	704	713	731
YOY	54%	65%	-14%	1%	3%
4、利息业务净收入	1,748	1,423	1,788	1,733	1,600
YOY	-4%	-19%	26%	-3%	-8%
市场期末两融融资金额	15,793	18,541	21,323	23,455	25,800
YOY	9%	17%	15%	10%	10%
5、投资收益（含公允价值变动损益）	6,616	9,650	10,276	11,132	12,534
YOY	54%	46%	6%	8%	13%
自营投资资产规模	211,864	216,152	239,092	268,425	301,775
YOY	25%	2%	11%	12%	12%
自营投资收益率	3.3%	4.4%	4.3%	4.2%	4.2%
调整后营收	14,856	18,777	22,271	25,118	28,535
YOY	8%	26%	19%	13%	14%
归母净利润	6,427	8,217	10,169	11,772	13,702
YOY	6%	28%	24%	16%	16%
ROE	5.91%	7.17%	8.36%	9.16%	10.01%

数据来源：Wind、开源证券研究所

动态 PE 低于可比公司，动态股息率有望达 3.1%，配置性价比高。我们选取头部券商中信证券、华泰证券、广发证券、中国银河、招商证券作为可比公司，当前国信证券 PB 高于可比公司平均，ROE 略低于可比公司平均。公司中报业绩预增 52%-76% 表现超预期，全年业绩有望维持较高增速，动态 PE 低于可比公司。此外，公司近三年分红率稳定在 40% 左右，股息率（TTM）2.5%，动态股息率有望达到 3.1%，属于行业较高水平，价值配置性价比比较高。

表12：可比公司估值：国信证券静态 PB 高于可比公司

代码	公司简称	市值(亿元)-7.31	2025Q1 年化 ROE (%)	PB-LF (2025.7.31)
600030.SH	中信证券	4,300.9	8.79	1.60
601688.SH	华泰证券	1,810.0	7.53	1.08
000776.SZ	广发证券	1,459.6	7.41	1.21
601881.SH	中国银河	1,880.7	8.53	1.71
600999.SH	招商证券	1,554.9	7.05	1.37
可比公司平均			7.86	1.40
002736.SZ	国信证券	1,274.6	7.80	1.47

数据来源：Wind、开源证券研究所

表13：可比公司估值：国信证券 PE (2025E-2027E) 估值低于可比公司

代码	公司简称	市值(亿元)-7.31	归母净利润(亿元)					PE				
			2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
600030.SH	中信证券	4,301	197.2	217.0	249.8	272.1	296.6	21.8	19.8	17.2	15.8	14.5
601688.SH	华泰证券	1,810	127.5	153.5	148.5	163.8	180.3	14.2	11.8	12.2	11.0	10.0
000776.SZ	广发证券	1,460	69.8	96.4	106.5	119.0	132.9	20.9	15.1	13.7	12.3	11.0
601881.SH	中国银河	1,881	78.8	100.3	113.8	126.6	140.7	23.9	18.7	16.5	14.9	13.4
600999.SH	招商证券	1,555	87.6	103.9	116.1	125.6	137.1	17.7	15.0	13.4	12.4	11.3
可比公司平均								19.7	16.4	14.9	13.5	12.2
002736.SZ	国信证券	1,275	64.3	82.2	101.69	117.72	137.02	19.8	15.5	12.5	10.8	9.3

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：中信证券、华泰证券、广发证券、中国银河、招商证券盈利预测使用 Wind 一致预期

零售新龙头，外延谱新篇。国信证券是粤港澳大湾区唯一一家本地国资控股的大型上市券商，实控人深圳国资委实力强劲，区位优势明显。公司 ROE 高于上市券商，内生盈利能力强而非杠杆驱动。公司零售经纪业务优势突出，交易市占率增长，开户市占率领跑行业，充分受益于个人投资者驱动的牛市。自营投资收益率稳健支撑 ROE，OCI 占比提升降低利润波动。公司收购万和证券带来增量，有望受益于海南自贸区跨境资管试点政策。我们预计国信证券 2025-2027 年归母净利润为 102/118/137 亿元，同比+24%/+16%/+16%，ROE 达 8.4%/9.2%/10.0%，对应 PE 为 12.5/10.8/9.3 倍，动态 PE 低于可比公司，分红率稳定 40%高于同业，基本面高景气，动态股息率（2025E）有望达到 3.1%，配置价值突出，首次覆盖给予“买入”评级。

6、风险提示

股市波动风险：公司经纪与自营投资业务与股市具有一定相关性，股市波动将导致公司业绩波动。

收购万和证券进度以及整合效果具有不确定性：6月19日深交所并购重组委审核通过公司交易方案，尚需取得证监会同意注册的批复，进展具有不确定性。并购完成后，公司整合万和证券进展和效果具有不确定性。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	433080	475608	433254	483906	531322
现金	61905	94698	85088	94689	95675
应收票据及应收账款	4084	3373	4000	4400	4840
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	0	0	0	0	0
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	367091	377537	344166	384817	430806
非流动资产	29881	25898	85411	87136	89021
长期投资	3587	3527	3703	3963	4240
固定资产	2447	2268	3014	3017	3020
无形资产	52	9	741	742	743
其他非流动资产	23795	20093	77953	79415	81018
资产总计	462960	501506	518665	571042	620342
流动负债	264798	271839	281208	316666	346777
短期借款	4	3	3	3	3
应付票据及应付账款	19883	15120	15220	15320	15420
其他流动负债	244911	256716	265984	301343	331354
非流动负债	87703	110975	112751	121965	132161
长期借款	67484	84066	84907	93397	102737
其他非流动负债	20219	26909	27845	28567	29424
负债合计	352501	382814	393959	438631	478939
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	9612	9612	9612	9612	9612
资本公积	20137	20146	20146	20146	20146
留存收益	4868	4868	5885	7062	8432
归属母公司股东权益	110460	118692	124706	132411	141403
负债和股东权益	462960	501506	518665	571042	620342

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-47856	33747	33148	35031	37241
净利润	6427	8217	10169	11772	13702
折旧摊销	177	196	206	216	226
财务费用	2545	3382	0	0	0
投资损失	-391	-319	-349	-379	-409
营运资金变动	7087	957	1157	1357	1557
其他经营现金流	-63267	21864	21964	22064	22164
投资活动现金流	-146	66	166	266	366
资本支出	-412	-325	-325	-325	-325
长期投资	-78	138	188	238	288
其他投资现金流	343	253	303	353	403
筹资活动现金流	45063	4483	11897	11997	12097
短期借款	-64771	-93829	-93779	-93729	-93679
长期借款	116350	105627	105677	105727	105777
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-6516	-7314	0	0	0
现金净增加额	-2942	38301	-9610	0	0

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	17317	20167	23667	26599	30090
营业成本	10470	11093	11843	12749	13779
营业税金及附加	124	148	175	197	224
营业费用	5	5	5	5	5
管理费用	7523	9168	10022	10801	11699
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	0	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	250	270	300
其他收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	1289	1397	0	0	0
投资净收益	5327	8254	10276	11132	12534
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	6847	9074	11824	13850	16311
营业外收入	40	13	0	0	0
营业外支出	32	17	0	0	0
利润总额	6847	9074	11824	13850	16311
所得税	428	853	1655	2077	2610
净利润	6427	8217	10169	11772	13702
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	6427	8217	10169	11772	13702
EBITDA	7024	9270	12030	13850	16384
EPS(元)	0.67	0.85	1.06	1.22	1.43

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	9.1	16.5	17.4	12.4	13.1
营业利润(%)	12.3	32.5	30.3	17.1	17.8
归属于母公司净利润(%)	5.6	27.8	23.8	15.8	16.4
获利能力					
毛利率(%)	39.5	45.0	50.0	52.1	54.2
净利率(%)	37.1	40.7	43.0	44.3	45.5
ROE(%)	5.9	7.2	8.4	9.2	10.0
ROIC(%)	3.6	4.1	4.9	5.2	5.6
偿债能力					
资产负债率(%)	76.1	76.3	76.0	76.8	77.2
净负债比率(%)	2.3	2.1	2.0	2.2	2.3
流动比率	1.6	1.7	1.5	1.5	1.5
速动比率	1.6	1.7	1.5	1.5	1.5
营运能力					
总资产周转率	4.0	4.2	4.6	4.9	5.1
应收账款周转率	393.0	540.9	642.0	633.3	651.3
应付账款周转率	64.3	63.4	78.1	83.5	89.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.67	0.85	1.06	1.22	1.43
每股经营现金流(最新摊薄)	-4.98	3.51	3.45	3.64	3.87
每股净资产(最新摊薄)	11.49	12.35	12.97	13.77	14.71
估值比率					
P/E	19.8	15.5	12.5	10.8	9.3
P/B	1.58	1.44	1.35	1.24	1.14
EV/EBITDA	67.7	54.7	42.7	39.7	36.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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R3（中风险），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专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、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。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口头承诺均为无效。

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