

非银金融

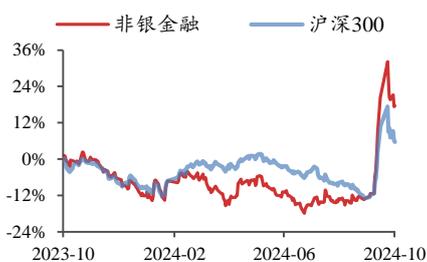
2024年10月17日

寿险资产负债两端景气度扩张，自营驱动券商业绩改善

——非银行业三季度报前瞻

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《政策信号积极，非银板块短期调整带来布局良机——行业周报》-2024.10.13

《重视个人投资者和外资入场，继续全面看多非银板块——行业周报》-2024.10.7

《交易量放大利好互联网券商，重视保险盈利弹性——行业周报》-2024.9.29

高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

卢崑（分析师）

lukun@kysec.cn

证书编号：S0790524040002

唐关勇（联系人）

tanguanyong@kysec.cn

证书编号：S0790123070030

● 寿险资产负债两端景气度扩张，自营驱动券商业绩改善

9月股市快速上涨，从3季报前瞻看，预计权益自营先于证券经纪和2C金融信息服务业务反应，寿险权益弹性突出，低基数和自营驱动传统券商业绩同比改善。看好资产负债两端景气度进一步扩张的寿险板块，券商看好综合优势突出的低估值头部券商、互联网券商和2C金融信息服务商、并购主线标的。关注受益设备更新和降息环境的江苏金租、受益全球降息的香港交易所、行业格局优化+支付高弹性标的拉卡拉。

● 券商：预计权益自营驱动三季报业绩改善，看好三条主线机会

(1) 2024Q3 市场交易量、股权融资环境低迷，预计手续费业务同环比承压。9月末股市快速上涨，预计券商投资收益先于证券经纪和2C金融信息服务反应，传统券商业绩增速有望明显改善。我们预计上市券商2024前三季度/全年净利润1000/1588亿元，同比-7%/+26%。(2) 重点券商标的的三季报业绩预测：东方财富(60.0亿, yoy-3%)，财通证券(15.0亿, yoy-0.1%)，兴业证券(15.5亿, yoy-2%)，国联证券(4.5亿, yoy-37%)。(3) 稳增长、稳地产和稳股市大方向明确，股市上涨以及交易量提升利好券商基本面，3季报自营投资弹性有望先于证券经纪和2C金融信息服务反应，传统券商业绩增速有望明显改善。关注三类标的的机会：(I) 低估值且ETF等业务成长性较好的头部券商；(II) 受益于个人投资者活跃度提升的互联网券商和2C金融信息服务提供商；(III) 并购主线类标的。

● 保险：资产端驱动Q3业绩同比高增，量价齐升下NBV增速延续扩张

(1) 预计3季度新单在低基数、停售影响下增速较中报有望明显扩张，负债端延续高景气，新单保费低基数+价值率改善下，2024前三季NBV增速预计较中报延续扩张趋势，可比口径下新华保险+152%、中国太保+43%、中国人寿+29%、中国平安+21%。(2) 沪深300/恒生指数/红利指数3季度分别为+16.1%/+19.3%/+4.1% (2023年同期-2.1%/+7.1%/+1.1%)，3季报业绩较中报延续扩张趋势，上市险企披露前三季业绩预增公告：中国人寿前三季业绩预增同比分别+165%至+185%，新华保险同比+95%至+115%，中国太保同比+60%至+70%，中国人保同比+65%至+85%，中国财险同比+20%至+40%，我们预测中国平安前三季净利润同比+29%。(3) 稳增长和稳股市政策信号较强，长债利率底部企稳，监管呵护调降负债成本，报行合一持续深化，利差损担忧逐步缓解，2024年ROE提升有望驱动PB估值上行，推荐权益弹性强+NBV同比高增的新华保险，推荐中国人寿、中国平安、中国太保。

● 多元金融：关注江苏金租、香港交易所、拉卡拉

(1) 江苏金租：公司资产端以设备为核心，受益于大规模设备更新政策和稳增长；负债端受益于银行间利率走低。预计2024前三季度归母净利润22.3亿元，同比+9%，2024全年归母净利润29.7亿，同比+12%。(2) 香港交易所：降息落地+稳增长发力，港交所有望业绩+估值双抬升。我们预计2024Q3港交所归母净利润达到33.4亿港元，同比+14.9%，环比+7.5%，2024前三季度实现归母净利润95.2亿港元，同比+2.7%。

(3) 拉卡拉：关注支付业务高弹性，投资收益预计带动净利润高增。我们预计2024Q3拉卡拉归母净利润/扣非归母净利润分别2.9/2亿元，分别同比+166%/持平，2024前三季度归母净利润/扣非归母净利润分别7.1/6.1亿元，分别同比+15%/+27%。

● 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：投资端驱动预计业绩高增，NBV 延续高质量增长	4
1.1、 业绩：权益市场改善叠加低基数，Q3 业绩预计同比高增	4
1.2、 寿险：短期停售带动新单高增，价值率改善下 NBV 增速延续扩张	5
1.3、 财险：车险增速稳定，非车险逐步回暖，COR 预计较 2024H1 提升	7
1.4、 投资建议：投资端预计驱动业绩同比高增，NBV 延续高质量增长	9
2、 券商：预计权益自营驱动三季报业绩改善，继续看好三条主线	9
3、 多元金融	14
3.1、 江苏金租：资产端受益设备更新，负债端利好降息环境	14
3.2、 香港交易所：降息落地+稳增长发力，港交所有望业绩+估值双抬升	14
3.3、 支付行业：关注支付业务高弹性，投资收益预计带动净利润高增	14
4、 风险提示	15

图表目录

图 1： 2024Q3 股市回暖有望驱动寿险板块业绩高增	5
图 2： 2024Q3 债券指数环比回落但好于 2023Q3	5
图 3： 截至 2024 年 10 月 14 日十年期国债收益率 2.14% 逐步企稳	5
图 4： 2024 年 1-8 月上市险企寿险保费延续改善	6
图 5： 2024 年 8 月上市险企寿险保费同比高增长	6
图 6： 2024H1 上市险企新业务价值率明显改善	7
图 7： 2024H1 上市险企 10 年期以上产品占比提升	7
图 8： 2024H1 中国人寿和中国平安人力规模企稳	7
图 9： 2024H1 上市险企个险渠道人均产能提升	7
图 10： 2024 年 1-8 月上市险企财险保费增速延续改善	8
图 11： 2024 年 8 月上市险企财险保费同比增速改善	8
图 12： 2024 年 9 月乘用车累计销量同比+3.0%	8
图 13： 2024 年 9 月新能源车累计销量同比+32.5%	8
图 14： 2024 年 7-8 月自然灾害经济损失好于去年同期但高于 2024 上半年	8
图 15： 2024Q3 日均股基成交额同比-12%，环比-15%	10
图 16： 2024 年 9 月末两融余额 1.44 万亿，环比+3%	10
图 17： 2024Q3 IPO 规模 154 亿元，同比下降 87%	10
图 18： 2024Q3 IPO 为 25 单，同比-73%	10
图 19： 2024Q3 再融资规模 217 亿元，同比-84%	10
图 20： 2024Q3 债承规模 3.9 万亿元，同比+5%	10
图 21： 2024 年 5 月以来集合资管同比改善，2024 年 7 月末集合资管规模同比+12%	11
图 22： 2024 年 8 月末固收类规模 48074 亿元，同比+3%	11
图 23： 当前券商 PB-LF 处于历史低位	13
表 1： 2024Q3 受益权益市场上涨，上市险企投资业务预计驱动净利润同比明显高增	4
表 2： 我们预计上市险企 2024 前三季 NBV 增速预计较中报延续扩张趋势	5
表 3： 受益标的估值表-寿险	9
表 4： 受益标的估值表-财险	9

表 5: 2024Q1-3 沪深 300/万得全 A 分别上涨 17%/8%.....	11
表 6: 预计 2024 前三季度/全年上市券商归母净利润同比-7%/+26%	12
表 7: 重点标的 2024 年三季报业绩前瞻 (券商)	13
表 8: 受益标的估值表 (券商)	13
表 9: 受益标的估值表-多元金融	14

1、保险：投资端驱动预计业绩高增，NBV 延续高质量增长

1.1、业绩：权益市场改善叠加低基数，Q3 业绩预计同比高增

权益市场上涨催化上市险企三季度业绩高增。2024Q3 沪深 300/恒生指数/红利指数 3 季度分别为+16.1%/+19.3%/+4.1%（2023 年同期-2.1%/+7.1%/+1.1%）预计权益市场同比改善利好寿险投资收益同比增长，3 季报业绩较中报延续扩张趋势，上市险企披露前三季业绩预增公告：中国人寿前三季业绩预增同比分别+165%至+185%，新华保险同比+95%至+115%，中国太保同比+60%至+70%，中国人保同比+65%至+85%，中国财险同比+20%至+40%，我们预测中国平安前三季净利润同比+29%。

表1：2024Q3 受益权益市场上涨，上市险企投资业务预计驱动净利润同比明显高增

归母净利润-累计(亿元)	2023Q1	2023H1	2023Q3	2023A	2024Q1	2024H1	2024Q3E
中国人寿	228	346	382	462	206	383	1,050
中国平安	384	698	876	857	367	746	1,129
中国太保	116	183	231	273	118	251	396
新华保险	69	100	95	87	49	111	196
中国人保	117	199	205	228	90	227	359
中国财险	95	203	194	246	59	185	252

YOY	2023Q1	2023H1	2023Q3	2023A	2024Q1	2024H1	2024Q3E
中国人寿	50.3%	-11.9%	23.0%	-30.7%	-9.3%	10.6%	175.0%
中国平安	48.9%	-1.2%	-5.6%	-22.8%	-4.3%	6.8%	29.0%
中国太保	27.4%	-8.7%	-24.4%	-27.1%	1.2%	37.1%	71.3%
新华保险	114.8%	8.6%	-15.5%	-11.3%	-28.6%	11.1%	105.2%
中国人保	230.0%	8.7%	-94.9%	-10.2%	-23.5%	14.1%	75.0%
中国财险	44.9%	5.4%		-15.7%	-38.2%	-8.7%	30.0%

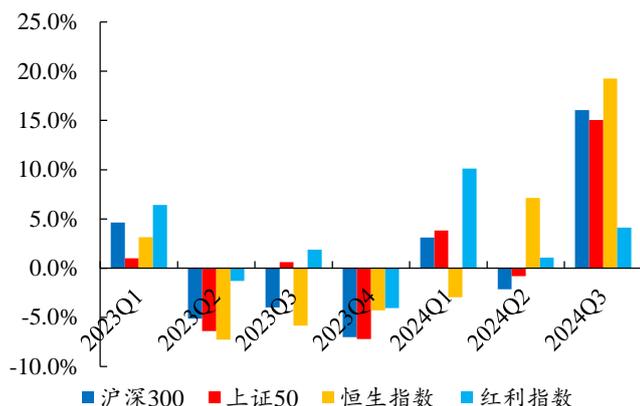
单季归母净利润(亿元)	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3E
中国人寿	228	118	35	80	206	176	666.7
中国平安	384	315	177	-19	367	379	383.2
中国太保	116	67	48	41	118	134	145.2
新华保险	69	31	-4	-8	49	61	85.0
中国人保	117	82	6	23	90	137	131.9
中国财险	95	107	-9	52	59	126	67.1

YOY	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3E
中国人寿	50.3%	-51.0%	-142.9%	-77.5%	-9.4%	48.9%	1779%
中国平安	48.9%	-30.0%	-19.6%	-110.5%	-4.3%	20.4%	116.1%
中国太保	27.4%	-38.7%	-54.3%	-39.2%	1.2%	99.4%	201.3%
新华保险	114.8%	-48.7%	-120.7%	-43.5%	-28.6%	100.6%	扭盈
中国人保	230.0%	-44.7%	-99.8%	-100.6%	-23.5%	68.2%	2021%
中国财险	44.9%	-15.1%	-95.5%	-82.2%	-38.2%	17.4%	扭盈

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

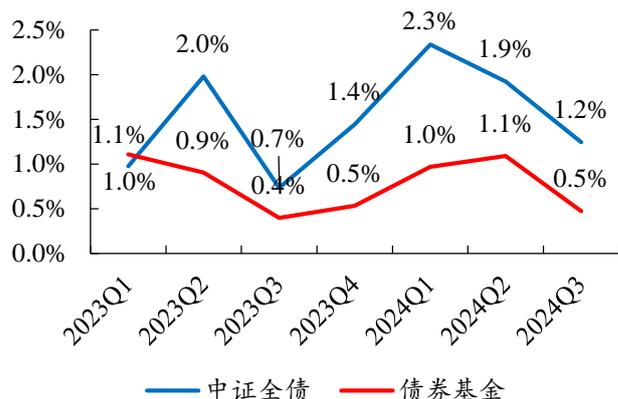
注：新华保险、中国人寿、中国太保、中国人保、中国财险 2024 年三季度净利润取自业绩预增公告披露区间中值。

图1: 2024Q3 股市回暖有望驱动寿险板块业绩高增



数据来源: Wind、开源证券研究所

图2: 2024Q3 债券指数环比回落但好于 2023Q3



数据来源: Wind、开源证券研究所

图3: 截至 2024 年 10 月 14 日十年期国债收益率 2.14% 逐步企稳



数据来源: Wind、开源证券研究所

1.2、寿险: 短期停售带动新单高增, 价值率改善下 NBV 增速延续扩张

2024 前三季度 NBV 增速预计较中报延续扩张趋势。(1) **新单保费:** 9 月 1 日监管下调传统险产品预定利率自 3.0% 至 2.5%, 10 月 1 日起新备案分红险预定利率上限至 2.5% 下降至 2.0%, 万能险最低保证利率上限自 2.0% 下降至 1.5%, Q3 定价利率下调窗口期预计提前释放部分保险需求, 新单保费同比高增。(2) **价值率:** 银保报行合一、负债成本调降、险企主动优化产品期缴结构带来 NBV margin 提升, 我们预计 2024Q3 保单价值率同比好于 2023 年同期。展望 Q4 预计新单保费有所下滑, 但考虑同期低基数下, 全年负债端有望保持较好增速。

表2: 我们预计上市险企 2024 前三季度 NBV 增速预计较中报延续扩张趋势

NBV YOY-非可比口径	2022A	2023A	2024Q1	2024H1	2024Q3E	2024E
中国人寿		2.4%	13.4%	4.5%		
中国平安		7.8%	-5.9%	-14.0%		
中国太保		19.1%	30.7%	22.8%		
新华保险		24.8%	14.2%	57.7%		
NBV YOY-可比口径	2022A	2023A	2024Q1	2024H1	2024Q3E	2024E

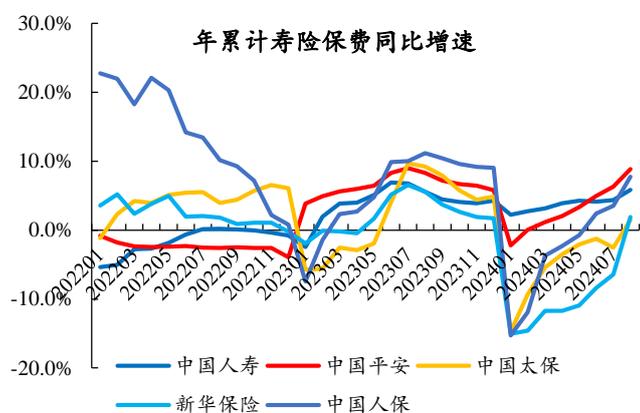
NBV YOY-非可比口径	2022A	2023A	2024Q1	2024H1	2024Q3E	2024E
中国人寿	-19.60%	14.0%	26.3%	18.6%	25.3%	17.7%
中国平安	-23.95%	36.2%	20.7%	11.0%	18.7%	16.6%
中国太保	-31.37%	30.8%	30.7%	29.5%	38.6%	39.4%
新华保险	-59.48%	65.0%	51.0%	108.6%		

数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

注：非可比口径 NBV 增速为基数取自按 2022 年经济假设口径的 NBV 测算，基期数通过敏感性分析回溯，仅供参考；可比口径 NBV 增速则均取自按 2023 年经济假设口径。

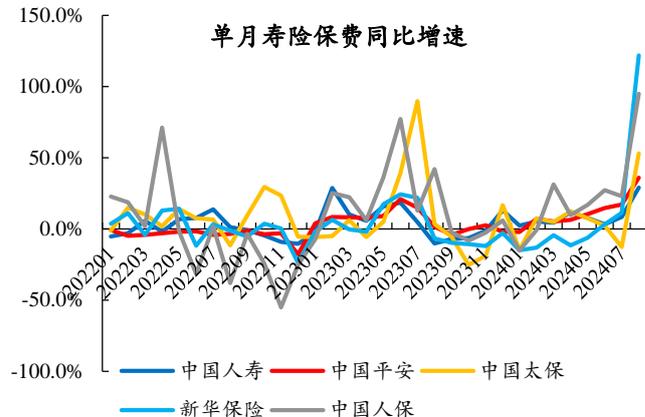
8 月人身险增速改善预计受益停售需求释放，全年负债端展望乐观。（1）2024 年 1-8 月累计：5 家上市险企总保费同比+5.9%，增速较 7 月+3.1pct。其中中国平安+8.9%、中国人保+7.7%、中国人寿+5.9%、新华保险+1.9%、中国太保+1.5%。中国平安和中国人寿预计受益个险新单期缴产能提升同时续期业务高增，中国太保和新华保险累计保费同比恢复正增长。（2）2024 年 8 月单月：5 家上市险企人身险总保费合计 1363 亿元、同比+47.5%，增速较 7 月+38.7pct。其中：中国人保+95%、中国平安+36%、新华保险+122%、中国人寿+29%、中国太保+53%，4 家上市险企 8 月保费高增，预计受益 8 月同期低基数下，上市险企把握定价利率下调窗口期，部分新单需求提前释放。8 月全行业人身险保费收入同比+54%，增速较 7 月+40pct，预计全行业受益停售潮带动新单需求提前释放。

图4：2024 年 1-8 月上市险企寿险保费延续改善



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

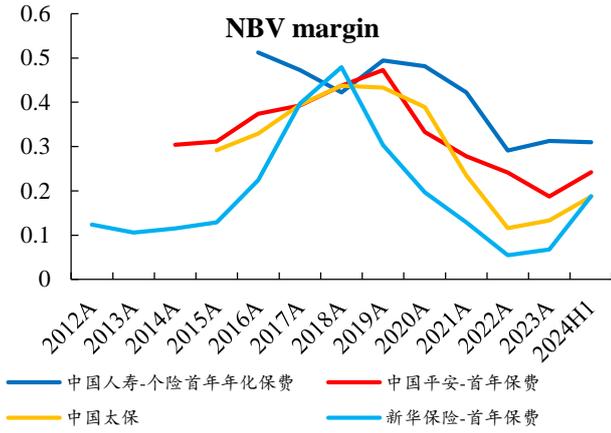
图5：2024 年 8 月上市险企寿险保费同比高增长



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

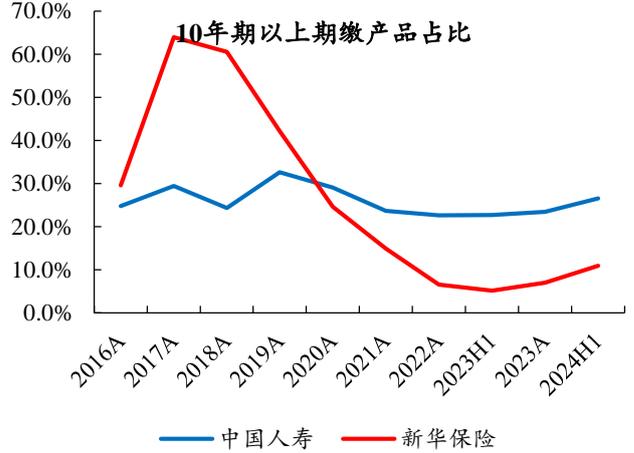
供给侧：上市险企人力企稳+产能提升，优化期缴结构改善价值率，分红险产品预计占比提升。（1）2024H1 中国人寿和中国平安率先企稳回升，2024H1 代理人规模分别 62.9/34 万人，分别较年初-0.8%/-2.0%，较 2024Q1 分别+1.1%/+2.1%，中国平安人力中“优+”占比提升+10.2pct，中国太保和新华保险核心人力同比基本持平。个险渠道改革带来人均产能提升，人力队伍逐步企稳下，预计代理人渠道新单延续正增长。（2）上市险企主动优化期缴结构，10 年期以上产品占比提升，价值率有望持续改善。（3）考虑 9 月传统险预定利率下调至 2.5%，分红险 2.0%预定利率+浮动分红吸引力提升，供需两端推动下预计后续分红险新单占比持续提升。

图6：2024H1 上市险企新业务价值率明显改善



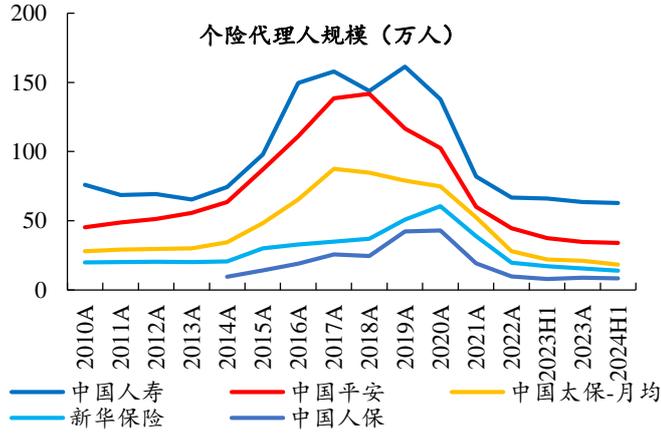
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图7：2024H1 上市险企 10 年期以上产品占比提升



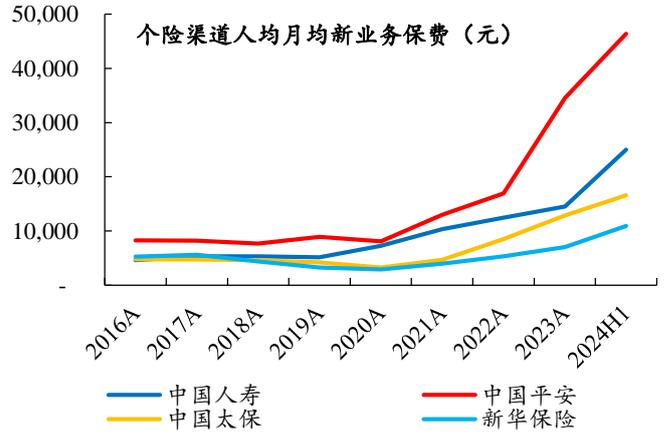
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图8：2024H1 中国人寿和中国平安人力规模企稳



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图9：2024H1 上市险企个险渠道人均产能提升

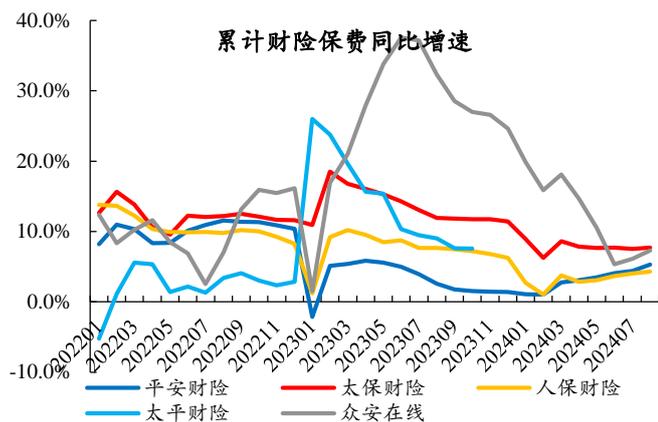


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

1.3、财险：车险增速稳定，非车险逐步回暖，COR 预计较 2024H1 提升

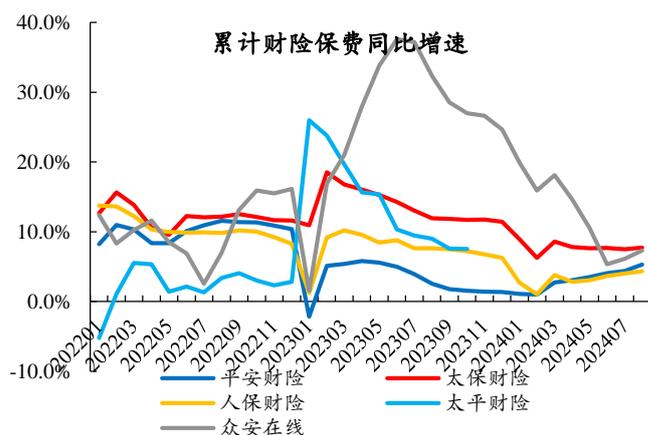
车险保费逐月恢复，非车险保费逐步回暖，COR 预计有小幅提升。(1) 2024 年 8 月 4 家上市险企财险保费收入 810 亿元，同比+9.4%，较 7 月+2.4pct，各家 7 月同比分别为：众安在线+14.2%(7 月+9.6%)、人保财险+7.0%(7 月+7.6%)、平安财险+12.5% (7 月+6.6%)、太保财险+9.5% (7 月+6.0%)。2024 年 8 月乘用车汽车/新能源汽车销量分别同比-4.0%/+30.0%，累计增速+3.3%/+30.9%。(2) 人保财险 8 月车险保费同比+4.4%，增速较 7 月+0.5pct，8 月累计同比增速+3.0%，较 7 月+0.3pct。非车险 8 月同比-4.3%，较 7 月-12.1pct，8 月累计同比-3.4%，较 7 月-0.1pct。(4) 综合成本：我们测算 2024 年 7-8 月全国自然灾害造成经济损失约 1193 亿元，环比 2024 上半年损失 932 亿元有所提升，同比 2023 年 7-8 月 1224 亿元下降 10%，预计 Q3 自然灾害多发将提升保险公司的赔付支出，Q3COR 预计较 2024 上半年有所提升但好于 2023Q3。

图10: 2024年1-8月上市险企财险保费增速延续改善



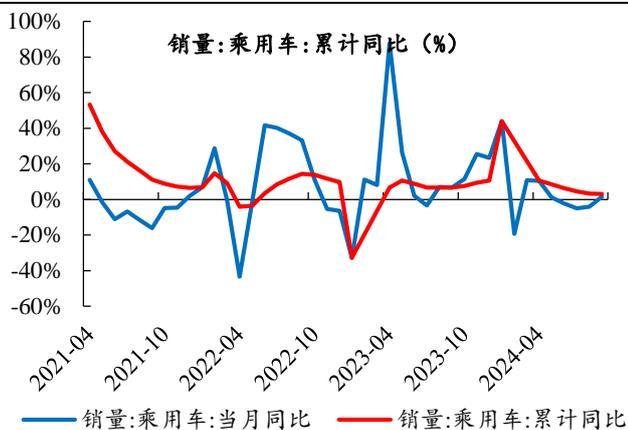
数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 2024年8月上市险企财险保费同比增速改善



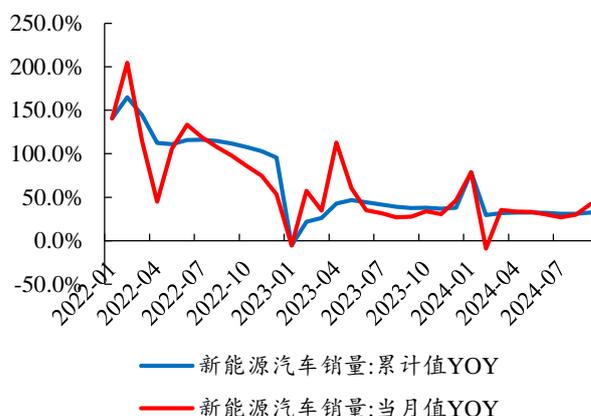
数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 2024年9月乘用车累计销量同比+3.0%



数据来源: Wind、开源证券研究所

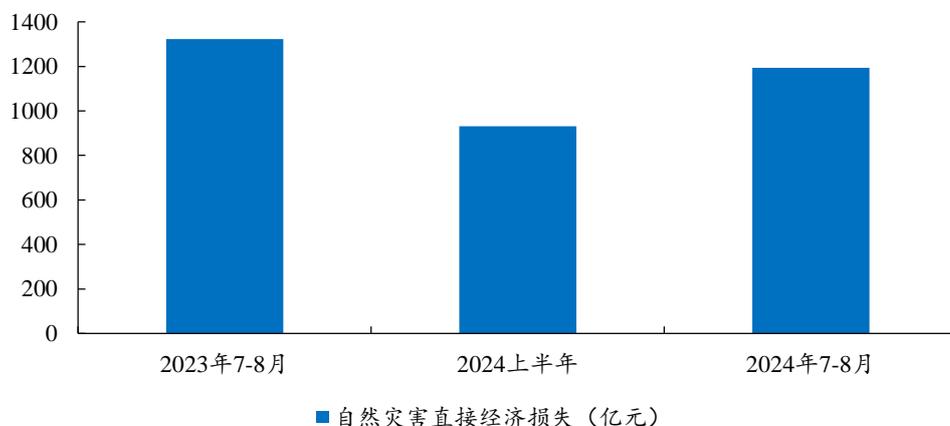
图13: 2024年9月新能源车累计销量同比+32.5%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 2024年7-8月自然灾害经济损失好于去年同期但高于2024上半年

自然灾害直接经济损失 (亿元)



数据来源: 应急管理部、开源证券研究所

1.4、投资建议：投资端预计驱动业绩同比高增，NBV 延续高质量增长

三季度权益市场改善驱动上市险企业绩延续扩张，炒停新单高增+价值改善下负债端延续高景气。(1) 8月、9月面临短期停售窗口，预计3季度新单在低基数、停售影响下增速较中报有望明显扩张，负债端延续高景气，新单保费低基数+价值率改善下，2024前三季NBV增速预计较中报延续扩张趋势，可比口径下新华保险+152%、中国太保+43%、中国人寿+29%、中国平安+21%。(2) 沪深300/恒生指数/红利指数3季度分别为+16.1%/+19.3%/+4.1% (2023年同期-2.1%/+7.1%/+1.1%) 预计权益市场同比改善利好寿险投资收益同比增长，3季报业绩较中报延续扩张趋势，上市险企披露前三季业绩预增公告：中国人寿前三季业绩预增同比分别+165%至+185%，新华保险同比+95%至+115%，中国太保同比+60%至+70%，中国人保同比+65%至+85%，中国财险同比+20%至+40%，我们预测中国平安前三季净利润同比+29%。(3) 权益市场明显改善叠加低基数，预计寿险板块下半年业绩同比增速持续扩张，业绩增速有望超预期，CSM正增长利于后续营运利润释放。稳增长和稳股市政策信号较强，长债利率底部企稳，监管呵护调降负债成本，报行合一持续深化，利差担忧逐步缓解，2024年ROE提升有望驱动PB估值上行，继续看好寿险板块超额机会。推荐权益弹性强+NBV同比高增的新华保险，推荐中国人寿、中国平安、中国太保。

表3：受益标的估值表-寿险

当前股价及评级表			EVPS			PEV			BVPS			PB		评级
证券代码	证券简称	2024/10/16	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	
601628.SH	中国人寿	42.94	44.60	49.27	52.95	0.96	0.87	0.81	11.60	18.60	21.26	3.70	2.31	买入
601318.SH	中国平安	57.38	76.34	79.95	83.43	0.75	0.72	0.69	49.37	53.48	57.83	1.16	1.07	买入
601601.SH	中国太保	37.01	30.25	55.04	59.06	1.22	0.67	0.63	25.94	26.55	27.22	1.43	1.39	买入

数据来源：Wind、开源证券研究所

表4：受益标的估值表-财险

当前股价及评级表			EPS			PE			BPS			PB		评级
证券代码	证券简称	2024/10/16	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	
2328.HK	中国财险	11.72	1.21	1.51	1.68	9.69	7.76	6.98	12.31	13.26	14.25	0.95	0.88	买入

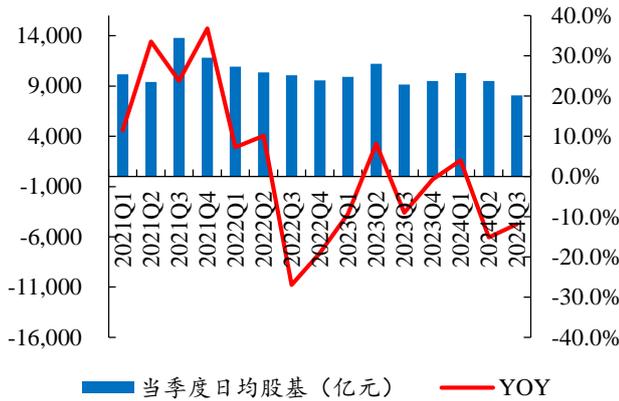
数据来源：Wind、开源证券研究所

注：上表数据单位为港元；换算汇率为1港元兑换0.91元人民币。

2、券商：预计权益自营驱动三季报业绩改善，继续看好三条主线

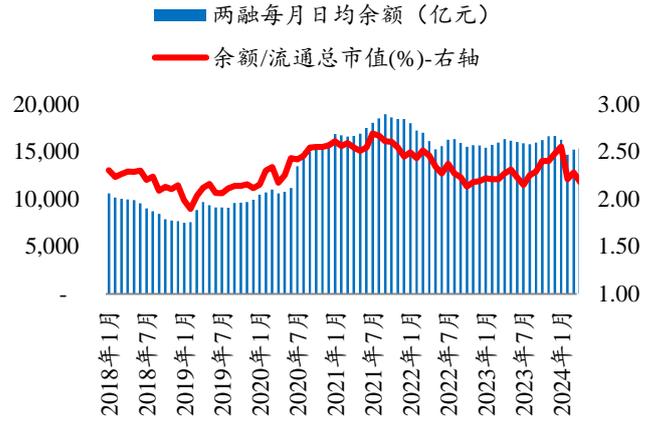
经纪：3季度市场交易低迷，9月末政策转向催化市场交易活跃度提升。2024Q3日均股基成交额8073亿元，同比-12%，环比-15%，9月末政策转向催化市场交易活跃度提升，9月日均股票成交额7972亿，环比+33%，同比+11%，9月末两融余额1.44万亿，环比+3%。

图15: 2024Q3 日均股基成交额同比-12%，环比-15%



数据来源: Wind、开源证券研究所

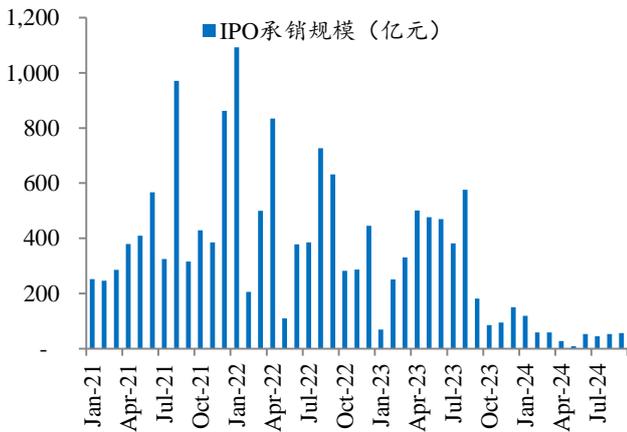
图16: 2024年9月末两融余额1.44万亿，环比+3%



数据来源: Wind、开源证券研究所

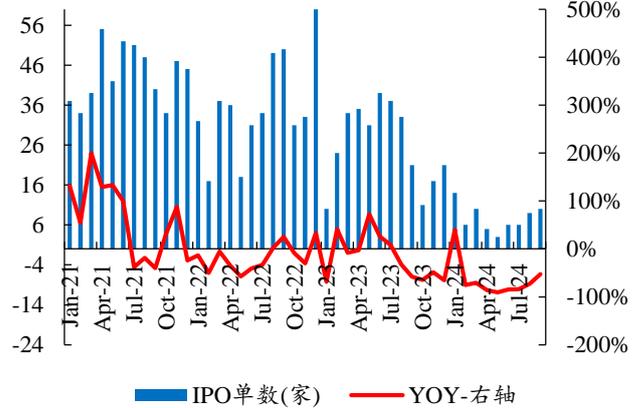
投行: 股权融资业务延续低迷, 债券融资业务起支撑作用。3 季度以来, IPO 规模和单数延续低迷, 再融资承压, 债券承销相对稳健。2024Q3 IPO 规模 154 亿元, 同比下降 87%, IPO 单数为 25 单, 同比-73%。再融资规模 217 亿元, 同比-84%, 债承规模 3.9 万亿元, 同比+5%。

图17: 2024Q3 IPO 规模 154 亿元, 同比下降 87%



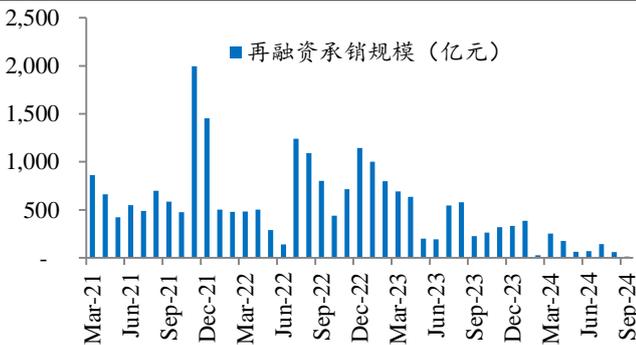
数据来源: Wind、开源证券研究所

图18: 2024Q3 IPO 为 25 单, 同比-73%



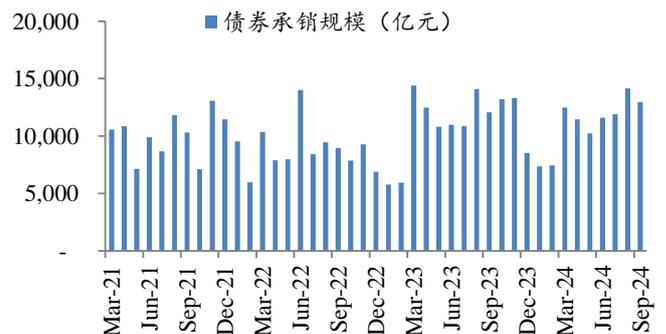
数据来源: Wind、开源证券研究所

图19: 2024Q3 再融资规模 217 亿元, 同比-84%



数据来源: Wind、开源证券研究所

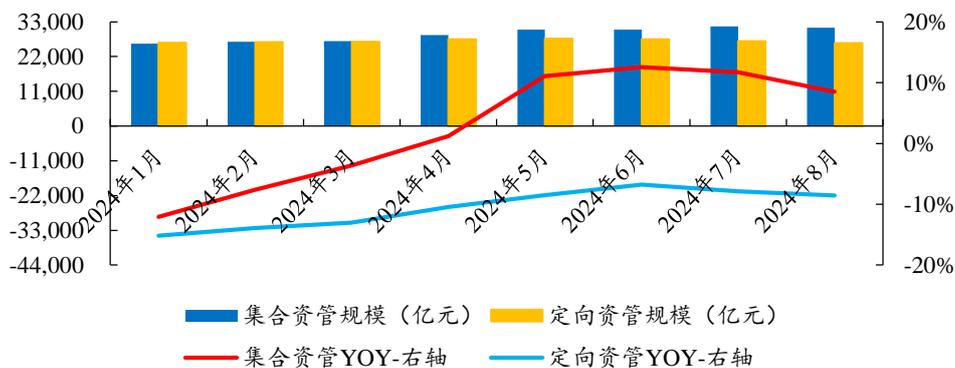
图20: 2024Q3 债承规模 3.9 万亿元, 同比+5%



数据来源: Wind、开源证券研究所

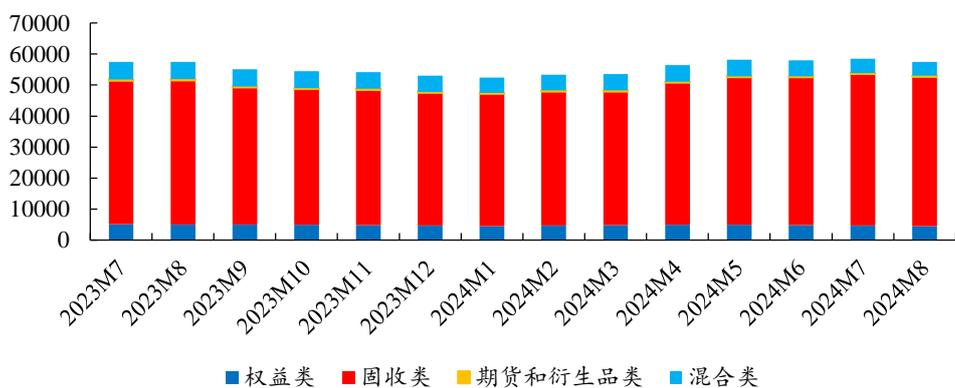
资管：债市向好驱动固收类资管产品增长。2024年5月以来集合资管 AUM 同比增长，2024年8月末集合资管规模为 3.12 万亿元，同比+9%，券商私募资管总 AUM（集合+定向）为 5.75 万亿元，同比持平。分产品类型来看，固收类产品 AUM 同比+3%是唯一增长类型。

图21：2024年5月以来集合资管同比改善，2024年7月末集合资管规模同比+12%



数据来源：中基协、开源证券研究所

图22：2024年8月末固收类规模 48074 亿元，同比+3%



数据来源：中基协、开源证券研究所

注：上图单位为亿元

自营投资：9月末股市快速上涨，Q3债市承压。2024Q1-3 沪深 300/万得全 A 分别上涨 17%/8%（2023 年同期下跌 5%/1%），2024 年 3 季度沪深 300/万得全 A 分别上涨 16%/18%。2024Q1-3 中证综合债/纯债债基分别上涨 5.1%/2.4%（2023 年同期上涨 3.4%/2.6%），2024 年 3 季度中证综合债/纯债债基分别上涨 1.1%/0.2%。

表5：2024Q1-3 沪深 300/万得全 A 分别上涨 17%/8%

代码	指数名称	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023 前三 季度	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024 前三 季度
权益投资相关指标									
000300.SH	沪深 300	4.63%	-5.15%	-3.98%	-4.70%	3.10%	-2.14%	16.07%	17.10%
881001.WI	万得全 A	6.47%	-3.20%	-4.33%	-1.41%	-2.85%	-5.32%	17.68%	8.25%

代码	指数名称	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023 前三 季度	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024 前三 季度
930950.CSI	偏股基金	2.22%	-5.69%	-6.53%	-9.89%	-2.80%	-2.61%	12.45%	6.44%
债券投资相关指标									
930610.CSI	普通债基	1.06%	1.06%	0.49%	2.64%	1.09%	1.06%	0.24%	2.40%
H11009.CSI	中证综合债	0.93%	1.78%	0.69%	3.44%	2.09%	1.74%	1.14%	5.05%
930609.CSI	纯债债基	0.97%	1.09%	0.50%	2.58%	1.10%	1.03%	0.23%	2.37%
CBA00203.CS	中债-综合全价(总值)	0.28%	0.94%	0.01%	1.23%	1.35%	1.06%	0.26%	2.69%

数据来源：Wind、开源证券研究所

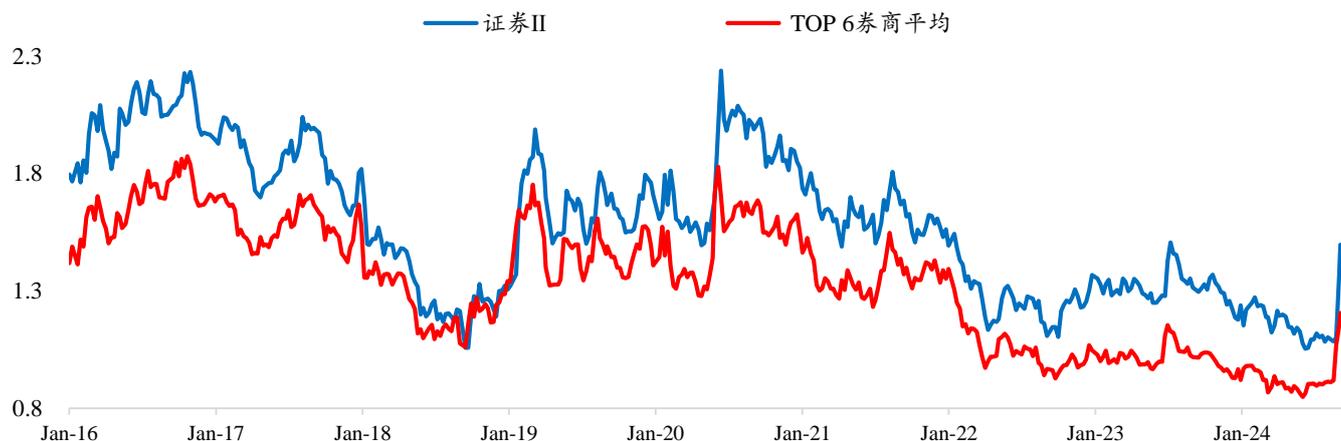
9月底政策态度转向驱动市场回暖，市场明显上涨以及交易量提升利好券商基本面。

(1) 2024Q3 市场交易量、股权融资环境低迷，预计手续费业务同环比承压。9月末股市快速上涨，预计券商投资收益先于证券经纪和 2C 金融信息服务反应，传统券商业绩增速有望明显改善。我们预计上市券商 2024 前三季度/全年净利润 1000/1588 亿元，同比-7%/+26%。(2) 截至 10 月 15 日，证券板块 PB (LF) 1.48 倍，位于近 5 年分位数 52%。

表6：预计 2024 前三季度/全年上市券商归母净利润同比-7%/+26%

40 家上市券商 (单位：亿元)	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024H1	2024Q1-3E	2024E
经纪业务收入	742	1140	1373	1120	991	450	649	1073
YOY	19.40%	53.70%	20.40%	-18.40%	-11.6%	-13%	-14%	8%
日均股基成交额	5580	9,042	11,343	10,215	9,920	9,896	9,251	11,508
YOY	35.50%	62.00%	25.40%	-9.90%	-2.9%	-6.2%	-8.0%	16.0%
投行业务收入	416	580	618	576	450	138	213	319
YOY	23.00%	39.00%	6.50%	-6.80%	-21.9%	-41%	-38.8%	-29.1%
资产管理收入	314	389	499	454	453	220	346	468
YOY	3.00%	24.00%	28.00%	-9.00%	0%	-3%	1%	3%
大投资业务收入	1367	1578	1797	873	1,404	765	1,207	1,809
YOY	89.00%	15.00%	14.00%	-51.00%	61%	-11%	11%	29%
自营投资收益率 (年化)	5.20%	5.06%	4.67%	1.93%	2.99%	3.11%	3.21%	3.49%
利息净收入	422	534	600	575	434	166	258	404
YOY	15.00%	27.00%	12.00%	-4.00%	-25%	-29%	-24%	-7%
营业收入(调整后)	3,440	4,404	5,163	3,899	4,013	1,871	2,872	4,341
YOY	51.00%	28.00%	17.00%	-24.00%	3%	-17%	-8%	8%
管理费	1,763	2,103	2,530	2,313	2,413	1,085	1,637	2,344
同比	19.90%	19.20%	20.30%	-8.60%	4.3%	-9.3%	-7.6%	-2.8%
归母净利润	1,087	1,456	1,891	1,252	1,258	626	1,000	1,588
YOY	69.80%	34.00%	29.90%	-33.80%	0.5%	-22.2%	-7.3%	26.2%
净利率(调整后)	31.60%	33%	37%	32%	31%	33%	35%	37%
ROE(年化)	6.97%	8.35%	9.56%	5.72%	5.35%	5.13%	5.40%	6.36%

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：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

重点券商的三季度业绩预测：东方财富（60.0 亿，yoy-3%），财通证券（15.0 亿，yoy-0.1%），兴业证券（15.5 亿，yoy-2%），国联证券（4.5 亿，yoy-37%）。

表7：重点标的 2024 年三季度业绩前瞻（券商）

代码	简称	归母净利润预测（亿元）		归母净利润同比		环比
		2024Q1-3E	2024Q3E	2024Q1-3E	2024Q3E	2024Q3E
300059.SZ	东方财富	60.0	19.5	-3%	-2%	-7%
601108.SH	财通证券	15.0	5.7	0%	23%	22%
600958.SH	东方证券	34.3	13.2	20%	38%	8%
601377.SH	兴业证券	15.5	6.1	-2%	扭亏	-1%
601456.SH	国联证券	4.5	3.6	-38%	185%	18%

数据来源：Wind、开源证券研究所

投资观点：权益自营驱动三季度业绩改善，继续看好三条主线机会。稳增长、稳地产和稳股市大方向明确，股市上涨以及交易量提升利好券商基本面，3 季报自营投资弹性有望先于证券经纪和 2C 金融信息服务反应，传统券商业绩增速有望明显改善。关注三类标的的机会：（1）低估值且 ETF 等业务成长性较好的头部券商；（2）受益于个人投资者活跃度提升的互联网券商和 2C 金融信息服务提供商；（3）并购主线类标的。

表8：受益标的估值表（券商）

证券代码	证券简称	股票价格	EPS（元）			P/E		评级
		2024/10/16	2023A	2024E	2025E	2024E	2025E	
300059.SZ	东方财富	20.38	0.52	0.50	0.55	40.76	37.05	买入
601456.SH	国联证券	12.31	0.24	0.28	0.34	43.96	36.21	买入
601108.SH	财通证券	7.94	0.48	0.45	0.55	17.64	14.44	买入
300803.SZ	指南针	81.80	0.18	0.44	0.76	186.42	108.17	买入

300033.SZ	同花顺	183.72	2.61	3.16	5.70	58.14	32.23	买入
601881.SH	中国银河	14.08	0.65	0.70	0.79	20.19	17.88	未评级
601995.SH	中金公司	34.48	1.14	1.06	1.26	32.42	27.27	未评级
601211.SH	国泰君安	18.58	0.97	1.09	1.23	17.08	15.07	未评级
601878.SH	浙商证券	12.86	0.42	0.45	0.51	28.49	25.17	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：上述中国银河、中金公司、国泰君安、东兴证券、浙商证券、方正证券、指南针 EPS、PE 数据取自 Wind 一致性预期

3、多元金融

3.1、江苏金租：资产端受益设备更新，负债端利好降息环境

公司资产端以设备为核心，成长性和安全性较强，受益于大规模设备政策，不受房地产存量贷款利率调降影响；负债端受益于银行间利率走低（降息环境）。预计 2024 前三季度归母净利润 22.3 亿元，同比+9%，2024 全年归母净利润 29.7 亿，同比+12%。

3.2、香港交易所：降息落地+稳增长发力，港交所有望业绩+估值双抬升

周期性受益流动性宽松和稳增长发力，港交所同时受益业绩改善和估值抬升。2024H1 港交所与交易量挂钩的非投资业务利润占比 64%，2024Q3 港股现货 ADT 达 1188 亿港元，同比+21%，市场情绪回暖和流动性边际改善带动现货 ADT 修复，结构性产品和期交所衍生品预计间接提振，投资规模有望回升且收益率下行相对滞后，港交所有望迎来业绩改善和估值上行的戴维斯双击。我们预计 2024Q3 港交所归母净利润达到 33.4 亿港元，同比+14.9%，环比+7.5%，2024 前三季度实现归母净利润 95.2 亿港元，同比+2.7%。

3.3、支付行业：关注支付业务高弹性，投资收益预计带动净利润高增

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。（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，布局数字化经济的长期成长性，受益标的新大陆。我们预计 Q3 银行卡 GPV 逐步企稳，考虑权益市场改善带动产业投资基金收益提升，我们预计 2024Q3 拉卡拉归母净利润/扣非归母净利润分别 2.9/2 亿元，分别同比+166%/持平，2024 前三季归母净利润/扣非归母净利润分别 7.1/6.1 亿元，分别同比+15%/+27%。

表9：受益标的估值表-多元金融

代码	简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)		YOY	环比	PB	股息率	PE 估值
			24Q1-3E	24 单 Q3	24Q1-3E	24 单 Q3	PB-LF	-2023 年度	2024E
600901.SH	江苏金租	303	22.1	7.8	8%	8%	1.36	6.10	10
0388.HK	香港交易所	3,877	94.0	32.8	2%	4%		2.75	30
300773.SZ	拉卡拉	181	7.2	3.0	16%	42%	5.24	2.21	21

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：数据统计截至至 2024 年 10 月 16 日

4、风险提示

- **股市波动对券商和保险盈利带来不确定影响：**证券公司自营业务和保险公司投资业务中权益持仓容易受资本市场的不确定性造成投资收益波动。
- **保险需求复苏不及预期：**预定利率下调后传统险预定利率、分红万能险结算利率下调对客户吸引力减弱，保障型产品需求恢复不及预期。
- **券商财富管理和资产管理利润增长不及预期：**受到权益市场波动影响，证券公司财富管理业务和资产管理业务长期增速放缓。

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

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