



乘政策之风，观交易之变
非银金融行业2025年度投资策略

姓名 高超（分析师）

证书编号：S0790520050001

邮箱：gaochao1@kysec.cn

姓名 卢崑（分析师）

证书编号：S0790524040002

邮箱：lukun@kysec.cn

姓名 唐关勇（联系人）

证书编号：S0790123070030

邮箱：tangguanyong@kysec.cn

2024 年 11 月 12 日

核心观点

1. 战略性关注券商板块牛市旗手机会，看好寿险行业资产和负债双轮驱动

资本市场、财政和地产等稳增长、稳股市政策相继发力，市场信心提振，2024年4季度权益市场改善明显。展望2025年，积极政策有望延续，继续看好非银金融板块超额收益机会，目前券商和保险板块估值和机构配置仍在相对低位，建议积极增配。关注未来交易结构变化带来的影响，政策预期扭转、居民长期资产荒叠加低利率环境和自媒体放大效应，本轮行情个人投资者入市速度和力度均有望超预期，个人投资者作为增量资金的市场环境下，市场交易量和风格偏好或打破历史经验，战略性关注券商板块牛市旗手机会，看好寿险行业资产和负债双轮驱动。

2. 券商与多元金融：2025年券商有望迎戴维斯双击，多元金融板块看好质地优良、盈利稳健改善标的

(1) 券商：三季报券商归母净利润降幅较中报收窄，投资收益支撑业绩，当前个人投资者作为核心增量资金的市场下，交易端和业务端均更利好券商，行业基本面向好，ROE增幅有望超预期。券商板块估值和机构配置仍在历史底部位置，券商有望迎来（估值+交易端+业绩端共振），板块仍有较大空间，建议积极增配。关注个人投资者入市带来的交易结构和业务景气度变化，零售业务优势突出标的盈利和估值弹性突出，看好三类标的超额收益机会：互联网券商。受益标的：同花顺，东方财富，指南针，九方智投控股(H股)。线上开户优势突出且零售业务占比高的传统券商。受益标的：国信证券，招商证券，中国银河，方正证券，财通证券，湘财股份。ETF综合优势突出的头部券商。**(2) 多元金融：**2024年9月24日新政至今（11.8），多元金融板块上涨67%，体现出较强的beta属性，看好质地优良、盈利有望持续改善的标的，受益标的江苏金租、香港交易所、中粮资本。

3. 保险板块展望：量稳价升下NBV持续增长，资产负债有望延续双轮驱动

(1) 复盘：权益市场回暖带动2024年前三季上市险企净利润同比高增，3季度停售带来新增增长改善，全年看预计价值率提升带动NBV高景气。报行合一、产品结构主动调整和预定利率调降是价值率提升主因。**(2) 展望：负债端看，**个险渠道转型持续见效，分红型供需两端催化下高速增长可期，个险报行合一、产品结构优化和预定利率调降有望进一步支撑价值率，银行1+3网点放开利于负债端高质量增长，负债成本持续调降缓解利差损风险；**资产端看，**财政、稳地产和稳股市政策有望扭转经济预期，长端利率企稳、权益市场改善利好寿险利差和估值扩张。**(3) 看好寿险板块顺周期机遇，**当前保险板块PEV、PB估值位于近5年60%和70%分位数，2024Q3保险板块主动基金持仓占比1.02%，估值和机构配置仍有空间，看好板块超额收益机会。催化剂关注开门红负债端变化和宏观经济企稳；新准则下寿险权益弹性突出，净利润和净资产弹性或超预期，寿险板块看涨期权价值提升，推荐中国太保、中国平安、中国人寿，权益弹性受益标的新华保险。

4. 风险提示：股市波动对券商和保险盈利带来不确定影响；保险负债端增长不及预期；券商财富管理和资产管理利润增长不及预期。

目录

CONTENTS

- 1 2024年度复盘：保险和券商板块均跑出明显超额
- 2 券商及多元展望：券商有望迎来戴维斯双击，看好质地优良多元标的
- 3 保险板块展望：量稳价升下NBV延续增长，资负有望延续双轮驱动
- 4 风险提示

1.1 2024年度复盘：保险和券商板块均跑出明显超额

2024年度复盘：大金融连续两年跑赢大盘，2024年保险和券商板块均跑出明显超额

(1) 大金融板块连续两年跑赢沪深300指数。低估值、宏观逆周期政策持续加力和较好的股息率是主要原因。非银板块beta属性强、政策敏感度高的特征使得板块在熊末牛初超额明显。

(2) 从近1年收益率看，保险继续强于券商。9月24日金融组合拳提振股市带来拐点，券商板块再次后程发力，9月24日至11月1日多元金融和券商板块涨幅超过保险板块。

图1：大金融板块跑赢沪深300，保险继续强于券商

证券代码	证券简称	类型	涨跌幅 (%)			超额收益VS沪深300 (%)			
			9.24之前 23.11.1-24.9.23	9.24之后 (24.9.24-24.11.1)	近1年 (23.11.1-24.11.1)	9.24之前 23.11.1-24.9.23	9.24之后 (24.9.24-24.11.1)	近1年 (23.11.1-24.11.1)	
CI005166.WI	保险II(中信)	A股	行业指数	4	26	32	14	5	23
CI005021.WI	银行(中信)	A股	行业指数	15	13	29	25	-8	21
CI005828.WI	多元金融(中信)	A股	行业指数	-16	48	24	-6	27	15
CI005165.WI	证券II(中信)	A股	行业指数	-13	41	23	-3	20	14
000300.SH	沪深300	A股	市场指数	-10	21	9	-	-	-
000001.SH	上证指数	A股	市场指数	-9	19	8	1	-2	-0
000906.SH	中证800	A股	市场指数	-12	23	8	-2	2	-1
399102.SZ	创业板综	A股	市场指数	-23	40	7	-13	19	-2

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2 保险复盘：负债、政策和资产端共同驱动，2024年上涨32%/超额+23%

保险板块复盘：负债、政策和资产端共同驱动，2024年以来上涨32%，相对沪深300超额+23%

2023年11-12月：资产端担忧经济和利率，开门红规范政策和报行合一背景下，负债端担忧开门红；

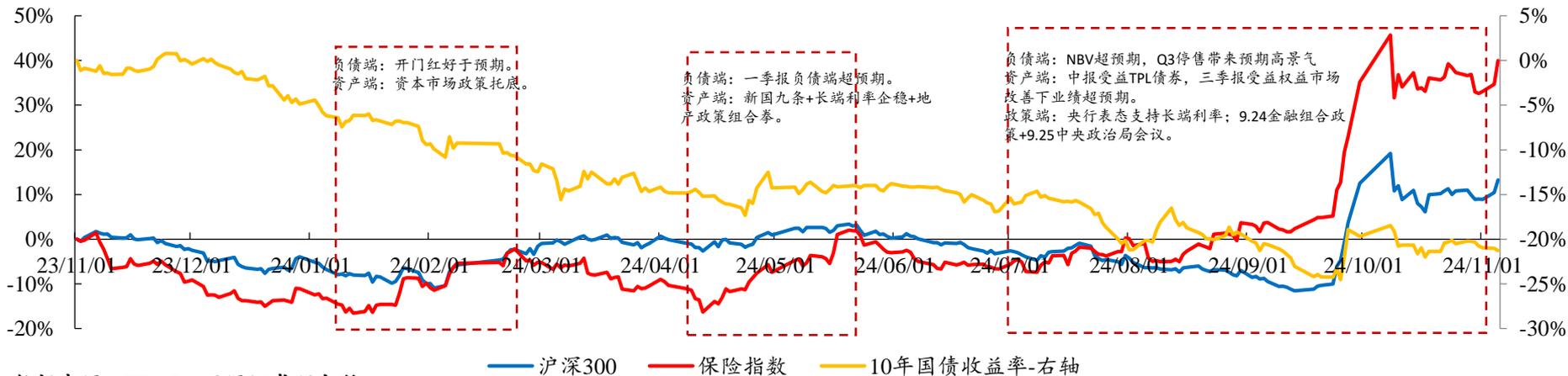
2024年1-2月：开门红好于预期，资本市场托底政策，保险阶段性跑赢；

2024年3月至4月中旬：长端利率持续下行、万科地产风波，叠加部分险企年报偏弱和管理层不确定性影响，板块跑输；

2024年4月中旬至五月：资产端4.15新国九条、长端利率企稳，5.17地产松绑组合拳，一季报负债端高质量增长超预期；

2024年7月至9月：中报业绩和NBV均超预期，3季度停售带来高景气预期；央行频繁表态支持长端利率，9月24日金融组合政策和9月25日中央政治局会议明确表态稳经济、稳股市和稳地产，股市上涨驱动寿险beta弹性。

图2：负债、政策和资产端共同驱动，2024年以来上涨32%，相对沪深300超额+23%



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2 保险复盘：连续两年跑赢得益于低估值+顺周期+负债端高景气+高股息属性

保险连续两年跑赢的原因：

低估值+顺周期+负债端高景气+高股息属性

(1) 估值低：2022年10月底部位寿险板块估值和机构配置位于历史低点，估值反应较充分悲观预期

(2) 资产端顺周期属性：从2022年10月疫情常态化管控至今，稳增长政策预期多轮发酵，驱动板块估值波动上行。

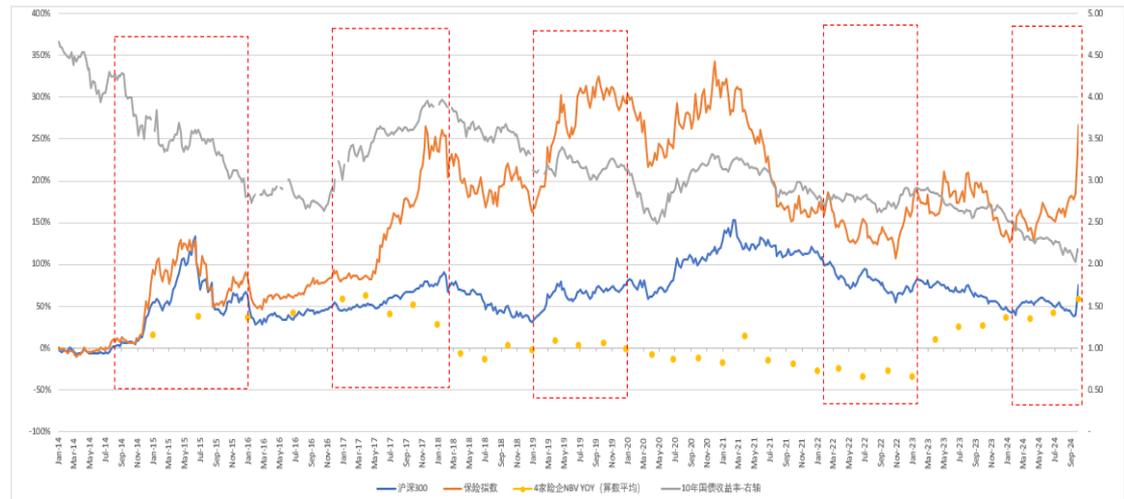
(3) 负债端转型见效和降成本：预定利率两次下调合计100bp(两年10Y下降50bp)，报行合一降低渠道成本，利差损风险边际改善；渠道转型持续见效，代理人企稳，产能提升明显，产品结构持续优化，居民养老、储蓄需求旺盛，寿险迎来连续两年NBV高质量增长。

(4) 交易端：寿险公司分红相对稳定，股息率较好；权益资产配置大盘蓝筹股等红利资产占比较高，受益于中特估和红利资产上涨。

图3：资产端（利率+股市）催化β行情，ROE弹性和负债端支撑α

	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024至今
负债端	强	强	极强	强	弱	复苏	弱	差	差	恢复	高景气
利率	大幅下降	企稳震荡	企稳震荡	大幅上行	大幅下降	底部震荡	疫后上行	明显下降	小幅下行	底部震荡	底部震荡企稳
股市	大幅上涨	小幅上涨	平稳上涨	平稳上涨，大盘蓝筹	熊市	明显上涨	震荡，结构性机会	震荡，结构性机会	熊市	熊市	震荡企稳
沪深300	52%	6%	-11%	22%	-25%	36%	27%	-5%	-22%	-9%	17%
资产端							疫情	房地产风险		担忧利率下行	担忧利率下行
政策面	利率市场化改革	代理人考试放开		调降定价利率	134号文限制短债			重保产品切换	准二代	调降定价利率，报行合一	调降定价利率，报行合一，保险新规十条
保险指数	85%	-5%	-1%	84%	-22%	52%	5%	-37%	1%	-5%	47%
保险股超额	33%	-10%	10%	62%	4%	15%	-22%	-32%	22%	4%	29%

NBV yoy	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023	2024前三季
中国人寿	9%	34%	58%	22%	-3%	18%	-1%	-3%	-1%	14%	25%
中国平安	2%	44%	65%	33%	7%	5%	-3%	-34%	-34%	34%	34%
中国太保	14%	38%	58%	44%	0%	4%	-27%	-35%	-35%	31%	38%
新华保险	14%	3%	58%	1%	0%	-20%	4%	-35%	-30%	6%	53%



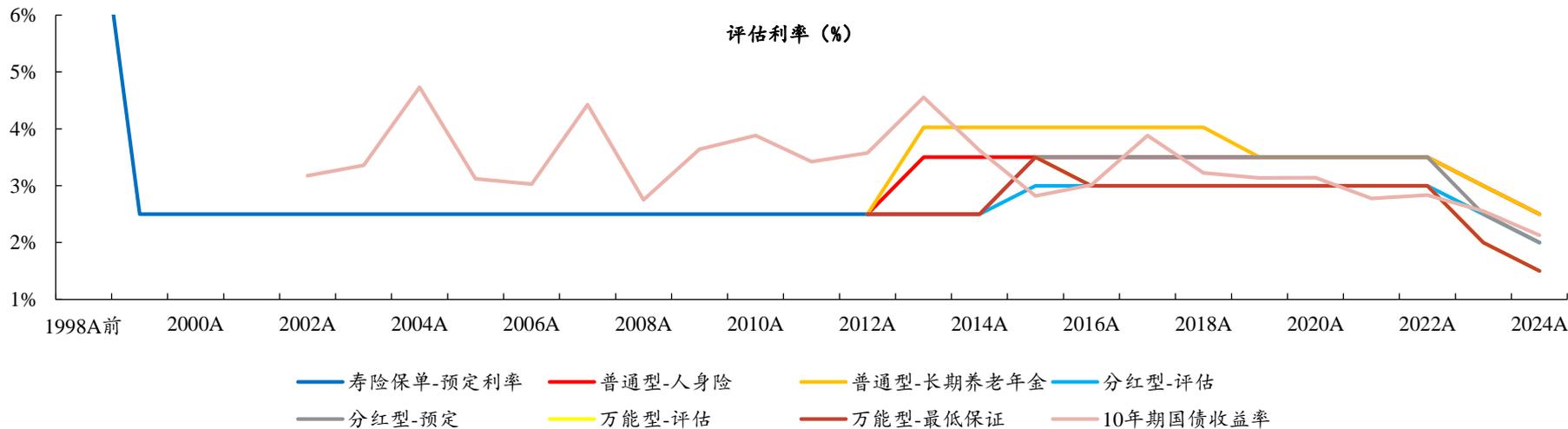
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2 保险复盘：连续两年跑赢得益于低估值+顺周期+负债端高景气+高股息属性

保险连续两年跑赢的原因：低估值+顺周期+负债端高景气+高股息属性

- (1) 估值低：2022年10月底部位寿险板块估值和机构配置位于历史低点。
- (2) 资产端顺周期属性：从2022年10月疫情常态化管控至今，稳增长政策预期多轮发酵，驱动板块估值波动上行。
- (3) 负债端转型见效和降成本：预定利率两次下调合计100bp(两年10Y下降50bp)，报行合一降低渠道成本，利差损风险边际改善；渠道转型持续见效，代理人企稳，产能提升明显，产品结构持续优化，居民养老、储蓄需求旺盛，寿险迎来连续两年NBV高质量增长。
- (4) 交易端：寿险公司分红相对稳定，股息率较好；权益资产配置大盘蓝筹股等红利资产占比较高，受益于中特估和红利资产上涨。

图4：2023年和2024年监管连续两年调降负债成本



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2 保险复盘：H股优于A股，寿险强于财险，新华保险权益弹性突出

保险个股复盘：H股优于A股，寿险强于财险

(1) 寿险H股股息率普遍高于A股，受益外资回流，涨幅整体优于A股；中国太平银保渠道占比高+报行合一执行顺畅NBV高增。

(2) A股标的中：新华保险权益弹性突出，在9月24日后涨幅明显，中国太保和中国人保负债端延续高景气，兼具业绩端弹性，涨幅较好。

表1：2024年寿险H股优于A股，寿险强于财险

证券代码	证券简称	类型	涨跌幅 (%)		
			9.24之前 23.11.1-24.9.23	9.24之后 (24.9.24-24.11.1)	近1年 (23.11.1-24.11.1)
0966.HK	中国太平	港美股 保险	46	33	95
1336.HK	新华保险	港美股 保险	6	55	64
2628.HK	中国人寿	港美股 保险	20	35	62
2601.HK	中国太保	港美股 保险	17	26	47
601336.SH	新华保险	A股 保险	2	44	47
2328.HK	中国财险	港美股 保险	27	13	44
601319.SH	中国人保	A股 保险	18	17	38
601601.SH	中国太保	A股 保险	15	19	37
601318.SH	中国平安	A股 保险	1	29	30
601628.SH	中国人寿	A股 保险	7	20	28
2318.HK	中国平安	港美股 保险	1	28	28
1299.HK	友邦保险	港美股 保险	-12	7	-6
6060.HK	众安在线	港美股 保险	-54	41	-36

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3 券商和多元金融板块复盘

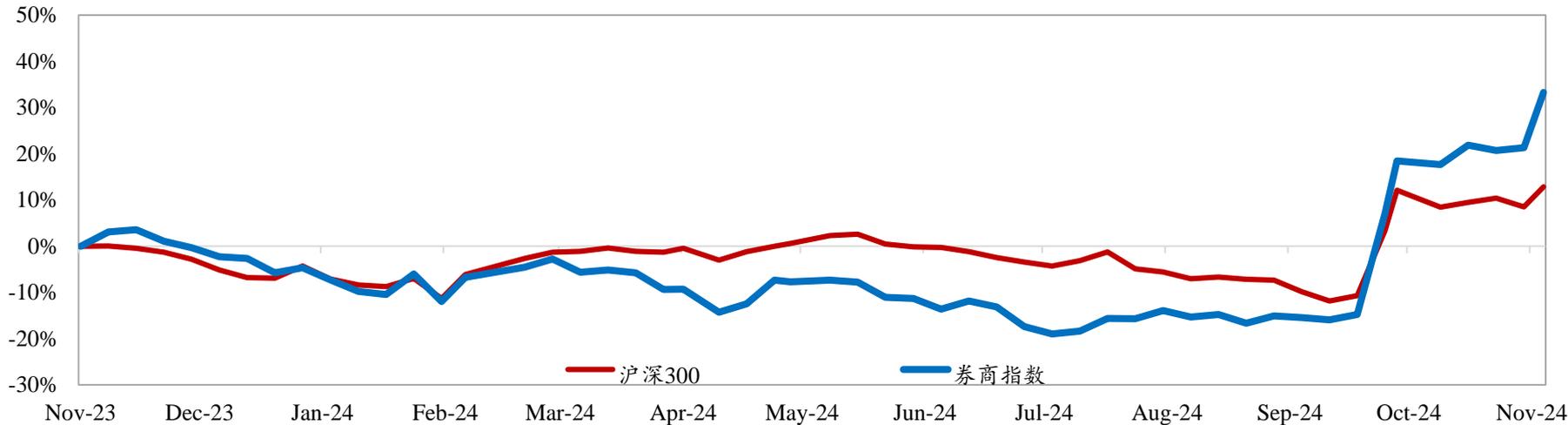
券商板块复盘：机构+估值处于历史低位，政策预期扭转、交易量超预期驱动板块9月以来超额收益

2024年1季度：小盘股下跌明显，雪球、DMA、股票质押等券商资本中介业务风险担忧加大；3月严监管持续，头部券商多项处罚落地。

2024年2季度：4月新国九条发布，突出严监管和强基础，保护中小投资者。市场交易低迷压制券商板块。

2024年7月-11月：券商机构持仓和估值再次回到历史底部位置，7月31日政治局会议表态“提振投资者信心，增强资本市场内在稳定性”，9月24日金融组合政策和9月25日中央政治局会议明确表态稳经济、稳股市和稳地产，稳股市表态超预期，股市上涨驱动券商beta弹性。

图5：9.24至今券商板块上涨41%，相对沪深300超额+24%



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3 政策面复盘：监管呵护资本市场，提振投资者信心

监管保持严监管导向，强基础，保护中小投资者，提振资本市场信心

表2：上半年证监会一揽子政策、国九条及相关“1+N”监管政策等陆续出台，调降公募基金佣金落地、私募新规落地

序号	时间	政策	点评
1	2024年3月6日	证监会主席吴清在两会经济主题记者会上表态	“强、严”是未来监管关键词；突出保护投资者合法权益；从入口、日常监管和出口等多方面提高上市公司质量；“一个基石和五个支柱”增强资本市场内在稳定性。
2	2024年3月15日	证监会集中发布《关于严把发行上市准入关从源头上提高上市公司质量的意见（试行）》等四项政策文件	明确中长期证券行业发展规划：（1）力争通过5年左右时间，推动形成10家左右优质头部机构引领行业高质量发展的态势。（2）到2035年，形成2至3家具备国际竞争力与市场引领力的投资银行和投资机构。（3）到本世纪中叶，形成综合实力和国际影响力全球领先的现代化证券基金行业。 政策影响：（1）压实中介方责任，大幅提升现场检查，全面提升场外衍生品等重点业务监管。（2）把功能性放在首位，践行金融报国、金融为民发展理念，正确处理好功能性和盈利性关系。公募基金费率改革推进下，行业综合费率或稳步下降，关注后续公募降佣和渠道降尾佣政策。（3）证监会明确行业中长期发展规划，优质头部机构在资本空间、并购重组和组织创新方面或有政策倾斜，提升功能性考核、严监管和集约化发展（审慎开展重资本业务，合理适度再融资）趋势下，头部公司优势相对突出，预计行业集中度加速提升，中小机构将主打差异化战略。
3	2024年3月15日	证监会发布实施《首发企业现场检查规定》，并修订实施《首次公开发行股票并上市辅导监管规定》	大幅提高现场检查比例、扩大覆盖面，持续做好辅导监管，压实辅导机构责任，从源头上提高上市公司质量。
4	2024年4月12日	国务院印发《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（新“国九条”），证监会配合出台1+N监管政策，交易所修订相关规则	（1）新“国九条”表述与2023年下半年以来监管脉络一致，符合预期。与前两次“国九条”偏扩张性的表述相比，新“国九条”突出严监管强基，强调投资者保护，符合当前资本市场发展阶段和主要矛盾，利好二级市场信心恢复。 （2）强调券商将功能性放到首位，投行和财富管理能力建设是未来重点，稳健有序发展期货和衍生品市场，券商业务重心或再次倾斜轻资本业务。投行和拟上市企业抽查力度加大、现场检查比例增加，合规风控稳健的头部券商影响相对较小。严监管、打造优质头部券商的政策导向背景下，行业集中度有望加速提升。
5	2024年4月19日	证监会制定发布《公开募集证券投资基金证券交易费用管理规定》，首次股票交易佣金费率调降准备工作将于7月1日前完成。	正式稿严监管佣金分配，压实各方责任，较征求意见稿更严格。 （1）4月30日，财联社报导多家公募收到监管下发的通知，明确降佣标准与时间截止日。2023年全市场平均股票交易佣金率万分之2.62，要求公募按照该佣金率标准调整旗下公募基金交易佣金费率，并且需在6月30日完成调整。我们以2023年静态数据计算，公募佣金由168亿下降31.7%至115亿。 （2）政策明确禁止交易佣金用于渠道返佣和违规第三方转移支付，允许用于研究服务。正式稿表述更加严格，从公募和券商两端严格规范佣金分配。监管表态证监会及派出机构将全面加强监管，对违规行为从严从重问责，压实托管人责任。研究分佣占比的提升或能较大程度对冲佣金总量的下降，对研究佣金盘子影响或较小；券商渠道端或加快向买方模式转型，从重销售向重保有转变，基金投顾和券结模式有望发展提速。部分渠道及转移支付成本或内化至公募，一定程度上或增加基金公司的成本支出。单一基金管理人给予单一券商佣金上限由30%降至15%，超限佣金或向行业分流。券结模式基金不受该分配比例限制影响。2B金融终端收入或承压，竞争加剧下产品价格或有下降，关注低价替代效应。

1.3 政策面复盘：监管呵护资本市场，提振投资者信心

监管保持严监管导向，强基础，保护中小投资者，提振资本市场信心

表3：上半年证监会一揽子政策、国九条及相关“1+N”监管政策等陆续出台，调降公募交易佣金落地、私募新规落地（续上表）

序号	时间	政策	点评
6	2024年4月19日	证监会推出5项资本市场对港合作措施，三大交易所就扩大沪深港通ETF范围达成共识。	主要措施：（1）降低沪深港通ETF纳入的资产规模和指数权重占比要求；（2）REITs纳入互联互通；（3）人民币股票交易柜台纳入港股通；（4）优化基金互认安排；（5）支持内地行业龙头企业赴香港上市。 影响：降低互联互通ETF纳入门槛，更多产品纳入范围，主要外资买内地ETF数量增多（北向），对南向影响有限。
7	2024年4月26日	证监会就《证监会系统离职人员入股拟上市企业监管规定（试行）》公开征求意见	（1）进一步加强重点人员管理。（2）扩大离职人员监管范围。（3）提出更高核查要求。
8	2024年4月30日	证监会修改《科创属性评价指引（试行）》	适度提高了对科创板拟上市企业相关标准，促进申报企业质量进一步提升。
9	2024年4月30日	沪深交易所正式发布《股票发行上市审核规则》等9项业务规则	相关政策在2024年4月12日的征求意见稿基础上完善并落地，修订了发行上市审核类规则，发行承销类规则，上市公司监管类规则

与征求意见稿相比略有放松，政策完善行业规则体系，促进私募证券投资基金规范运作。

（1）募集：私募证券投资基金的初始实缴募集资金规模不得低于1000万元，不得通过投资者短期赎回基金份额等方式，规避前述实缴规模要求。

（2）基金存续规模：一是将最低存续规模降低至500万元，明确长期低于500万元规模的基金应当停止申购；二是在触发停止申购后、进入清算程序之前，增加缓冲期“停止申购后连续120个交易日基金资产净值仍低于500万元的，应当进入清算程序”；三是给予一定过渡期，将长期低于500万元的起算时间定为2025年1月1日。

10 2024年4月30日 中基协发布《私募证券投资基金运作指引》

（3）组合投资：单只私募证券投资基金投资同一资产不超过基金规模的25%，同一私募机构管理的全部私募证券投资基金投资于同一资产比例不超过该资产的25%。

（4）衍生品：明确要求私募证券投资基金参与DMA业务不得超过2倍杠杆，进一步控制业务杠杆水平。明确参与证券公司等机构发行带敲入和敲出结构的场外期权或者收益凭证（如雪球结构衍生品）的合约名义本金不得超过基金净资产的25%（全部投资者均为符合中国证监会规定的专业投资者且单个投资者投资金额不低于1000万元（穿透认定）的封闭式私募证券投资基金除外）。

（5）反向交易：私募基金管理人应当严格控制同日反向交易，严格禁止可能导致不公平交易或者利益输送的同日反向交易。确因投资策略或者流动性等需要发生同日反向交易的，私募基金管理人应当要求投资经理提供决策依据，并留存记录备查。

1.3 政策面复盘：监管呵护资本市场，提振投资者信心

监管保持严监管导向，强基础，保护中小投资者，提振资本市场信心

表4：9月末政策转向呵护资本市场

序号	时间	政策	点评
11	2024年7月30日	中央政治局会议提出“要统筹防风险、强监管、促发展，提振投资者信心，提升资本市场内在稳定性。”	对资本市场表述放在防风险段落，未提“活跃资本市场”，表态“提振投资者信心，提升资本市场内在稳定性”。
12	2024年9月24日	央行、金管总局和证监会宣布系列政策	三部委金融组合拳超预期，其中，创设证券、基金、保险公司互换便利、股票回购增持再贷款工具为市场注入增量资金，体现监管对资本市场的重视，有望提振投资者信心，改善市场风险偏好。
13	2024年9月26日	中央政治局会议强调“要努力提振资本市场，大力引导中长期资金入市，要支持上市公司并购重组，稳步推进公募基金改革。”	会议首次在9月部署经济工作，稳增长态度超预期；同时对资本市场表态更加积极。
14	2024年10月18日	中国证监会已经同意20家证券、基金公司申请互换便利（SFISF），首期操作额度5000亿元，首批申请额度已超2000亿元。	工具放宽券商风控指标计算要求超预期，激发机构积极性，投资可计入OCI。市场迎来增量资金，券商持续受益。

1.3 券商和多元金融板块复盘

监管支持头部券商通过并购重组做大做强，市场化并购案进展持续推进

顶层设计+监管导向：（1）2023年11月证监会表态支持头部券商通过业务创新、集团化经营、并购重组等方式做优做强；（2）2024年4月国务院发布的新“国九条”提出支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式提升核心竞争力；（3）2024年4月《国务院关于金融企业国有资产管理情况专项报告审议意见的研究处理情况和整改问责情况的报告》提出集中力量打造金融业“国家队”；推动头部证券公司做强做优。

表5：2024年券商持续推进整合并购

时间	收购方	事件	性质	分析
2024年9月6日	国泰君安	国君换股吸收合并海通	地方国资整合	A+H换股吸收合并海通，并募集A股配套资金。海通自身具有经营困境。 1) 规模和业务排名跃升。两家券商体量相当，截止24年6月末，合并后净资产规模达到3311亿排名第一，超过中信证券的2793亿。合并后经纪业务净收入排名维持第二，资管净收入排名升至第3名。业务排名与中信明显拉近。 2) 提升资金使用效率，国君有场外衍生品一级交易资格，整合后可提升资金使用效率；研发等中后台投入具有规模效应。 3) 财富管理业务协同。合并后网点数量达到722个，超过中国银河的502个成为第一。客户基数大幅扩张利于财富管理业务协同。 4) 国君控股华安基金、全资国君资管(公募牌照)，海通控股海富通基金、参股富国、全资海通资管。整合后关注“一参一控一牌”要求。
2024年8月21日	国信证券	国信证券收购万和证券	地方国资整合	国信证券公告拟通过增发股份形式收购万和证券约53%股份。 国信证券和万和证券2023年末净资产规模分别为1105亿和54亿，行业排名分别为第9和第80名，两者行业排名相差较大，两家券商实际控制人目前均为深圳市国资委。国信证券本次收购预计为落实深圳国资委决策部署，落实深圳国有经济布局优化、结构调整和资源整。
2024年6月21日	西部证券	西部证券收购国融证券	地方国资收民营	西部证券计划以支付现金方式收购国融证券控股权，具体收购股份比例待定。 西部证券2023年末净资产281亿行业排名第27名，国融证券净资产42亿，收购后西部证券净资产排名有望升至第25名。 西部证券110家营业部及分公司，主要分布于陕西省，国融证券94家营业部及分支机构，主要分布在华北地区。 国融证券实控人为侯守法，民营券商
2024年5月15日	国联证券	国联证券收购民生证券	地方国资收民营	2024年5月15日公司公告复牌，发布定增购买资产并募集配套资金预案，目前尚未确认发股收购民生证券的交易总对价，预案明确了本次重组的股份发行价格为11.31元/股，高于现价8%，配套定增募资不超过20亿元，用于发展民生证券业务。 2023Q3末民生证券净资产160.1亿元，2023年末国联证券净资产181亿元，以此静态计算，国联证券收购民生证券后，净资产规模达341亿元，净资产排名有望从26名跃升至21名。 投行、研究业务互补。2023年民生证券/华英证券（国联投行子）IPO规模200.67/23.68亿元，排名第6/24，市占率5.6%/0.7%。截至目前民生证券储备项目36单，行业排名第4。收购后国联证券投行业务短板得到补足。2023年国联证券/民生证券公募佣金收入分别为1.03/3.66亿元，同比+30%/+24%，排名第38/17，静态数据计算合并后佣金收入达4.70亿元，排名跃升至12名。 财富管理业务区域互补。截至2024年4月25日，民生证券有86家网点，其中河南、广东、江苏分别有26/8/8家分支机构，2023前三季度股基市占率0.23%；国联证券有101家网点，其中江苏省/广东省/北京市/浙江省分别有63/7/6/6家分支机构，2022年股基市占率0.49%。
2024年3月29日	浙商证券	浙商证券收购国都证券19.15%股份	地方国资收无实控人	3月29日浙商证券公告与国都证券5名股东正式签署股权转让协议（23年12月公告初步意向）。30亿收购国都证券19.15%股份，完成后将成为第一大股东，收购价1.49倍PB。 收购完成后浙商证券净资产排名或升至21名，自营和资管业务竞争力有望明显提升。 零售业务上有望实现区域互补，国都证券2021-2022年财富管理客户数量大幅增长，托管资产峰值达1600余亿，2022年股票成交额市占率0.15%。其注册地为北京，23H1末营业部56家、分公司4家，网点主要分布在北京、河南、上海区域，分别为10家/9家/7家。 收购可间接参股中欧基金，实现零售跨区域互补和资管实力提升。国都证券持有中欧基金20%股权，2022/2023H1中欧基金利润贡献达2.2/1.0亿元，利润贡献达63%/23%，23H1中欧基金年化ROE 25%。

资料来源：Wind、开源证券研究所

1.3 券商和多元金融板块复盘

几类券商涨幅表现较好：

互联网券商和2C金融信息服务商：

东方财富，指南针，同花顺

头部券商：

招商证券、中信证券盈利稳健增长，表现较强

并购主题类标的：

天风证券，浙商证券，国泰君安

业绩弹性突出的中小券商：

第一创业，东兴证券。

表6：互联网券商和2C金融信息服务商、并购题材、业绩弹性突出标的涨幅居前

证券代码	证券简称	类型		涨跌幅 (%)			超额收益VS沪深300 (%)		
				9.24之前	9.24之后	近1年	9.24之前	9.24之后	近1年
				23.11.1-24.9.23	(24.9.24-24.11.1)	(23.11.1-24.11.1)	23.11.1-24.9.23	(24.9.24-24.11.1)	(23.11.1-24.11.1)
601162.SH	天风证券	A股	券商	-15	113	82	-5	92	73
300803.SZ	指南针	A股	金融信息服务	-38	160	62	-28	139	53
300059.SZ	东方财富	A股	券商	-30	114	51	-19	93	42
002797.SZ	第一创业	A股	券商	-10	63	47	0	42	39
300033.SZ	同花顺	A股	金融信息服务	-26	97	46	-16	76	37
601198.SH	东兴证券	A股	券商	3	40	44	14	19	36
688318.SH	财富趋势	A股	金融信息服务	-13	64	43	-3	43	34
600999.SH	招商证券	A股	券商	9	27	38	19	6	29
600909.SH	华安证券	A股	券商	-7	44	35	3	23	26
000750.SZ	国海证券	A股	券商	-16	57	33	-5	36	24
601211.SH	国泰君安	A股	券商	2	29	32	13	8	24
600030.SH	中信证券	A股	券商	-9	45	32	1	24	23
601878.SH	浙商证券	A股	券商	11	16	29	21	-5	20
000783.SZ	长江证券	A股	券商	-10	40	26	-0	19	17
000728.SZ	国元证券	A股	券商	-4	29	24	6	8	15
600864.SH	哈投股份	A股	券商	-19	54	24	-9	33	15
002736.SZ	国信证券	A股	券商	-3	27	24	7	6	15
600958.SH	东方证券	A股	券商	1	23	23	11	1	14
002673.SZ	西部证券	A股	券商	-3	26	23	8	5	14
000166.SZ	申万宏源	A股	券商	-2	25	22	8	4	13

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3 券商和多元金融板块复盘

多元金融：受益于股市上涨，beta属性较强

表7：多元金融充分受益于股市上涨，beta属性较强

证券代码	证券简称	类型		涨跌幅 (%)			超额收益VS沪深300 (%)		
				9.24之前	9.24之后	近1年	9.24之前	9.24之后	近1年
				23.11.1-24.9.23	(24.9.24-24.11.1)	(23.11.1-24.11.1)	23.11.1-24.9.23	(24.9.24-24.11.1)	(23.11.1-24.11.1)
002423.SZ	中粮资本	A股	多元金融	5	162	174	15	141	165
000958.SZ	电投产融	A股	多元金融	-17	213	159	-7	192	150
0038.HK	香港交易所	H股	交易所	112	-14	83	122	-35	74
600830.SH	香溢融通	A股	多元金融	32	29	69	42	8	60
000415.SZ	渤海租赁	A股	多元金融	-6	63	53	4	42	44
000617.SZ	中油资本	A股	金控	-11	57	39	-1	36	30
600705.SH	中航产融	A股	多元金融	-28	90	37	-18	69	28
000563.SZ	陕国投A	A股	多元金融	-5	44	36	5	23	27
600053.SH	九鼎投资	A股	多元金融	10	14	25	20	-7	16
300773.SZ	拉卡拉	A股	支付	-25	65	24	-15	44	15
600783.SH	鲁信创投	A股	多元金融	-11	38	23	-1	17	14
600517.SH	国网英大	A股	金控	-10	35	21	-0	14	12
600704.SH	物产中大	A股	期货概念	-5	23	17	5	2	8
000935.SZ	四川双马	A股	创投	-26	56	15	-16	35	6
600901.SH	江苏金租	A股	租赁	-0	13	13	10	-8	4

中粮资本：业绩高增同时权益弹性突出

渤海租赁：业绩反转带来估值修复

香港交易所：充分受益美联储降息周期

拉卡拉：提价有望支撑全年业绩高增+跨境支付概念

数据来源：Wind、开源证券研究所

目录

CONTENTS

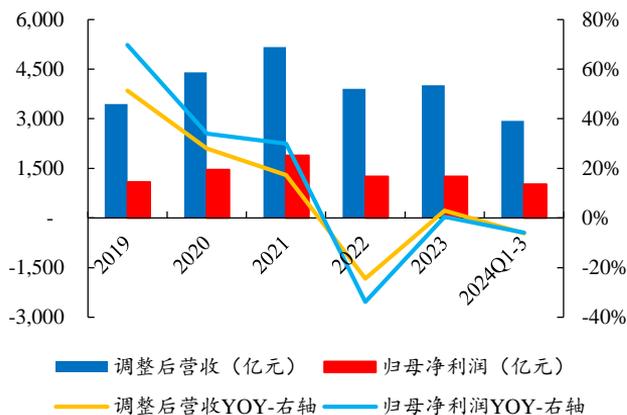
- 1 2024年度复盘：保险和券商板块均跑出明显超额
- 2 券商及多元展望：券商有望迎来戴维斯双击，看好质地优良多元标的
- 3 保险板块展望：量稳价升下NBV延续增长，资负有望延续双轮驱动
- 4 风险提示

2.1 基本面回顾：三季度业绩同比降幅收窄，投资收益改善

券商手续费收入承压，投资收益支撑业绩

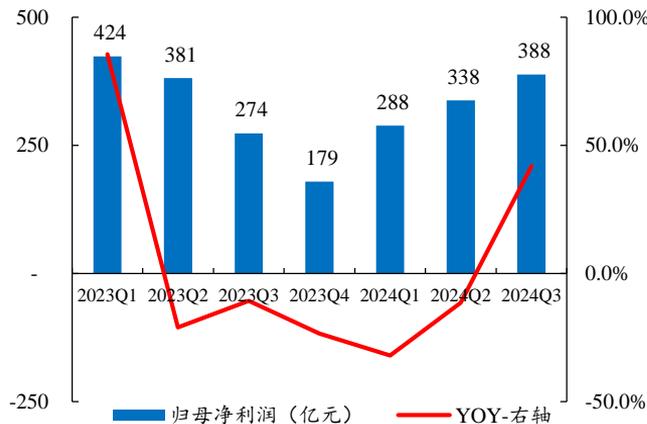
2024Q1-3上市券商归母净利润同比-6%，3季度环比+15%。（1）前三季度40家上市券商调整后营收/归母净利润分别为2939/1014亿，同比-6.2%，单Q3归母净利润338亿，同比+42%，环比+15%，符合我们预期。券商盈利能回升，年化平均ROE达5.50%，权益乘数（扣客户保证金）3.89倍，较年初-0.14倍。

图6：2024Q1-3上市券商归母净利润同比-6%



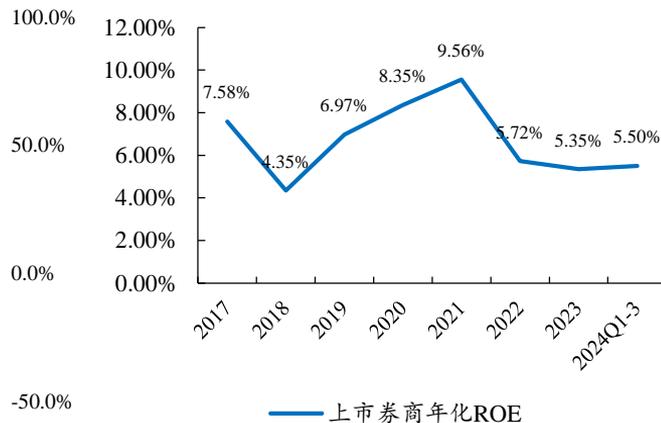
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2024Q1-3上市券商归母净利润同比-6%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2024Q1-3券商年化ROE5.50%有所回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.1 基本面回顾：三季度业绩同比降幅收窄，主因投资收益改善

手续费收入同比承压，投资收益同比改善支撑业绩。（2）经纪/投行/资管/投资/利息净收入分别同比-14%/-39%/-4%/+25%/-28%，手续费收入同比表现承压，投资业务受益于9月末股市上涨以及前三季度债牛行情而同比增长。前三季度管理费支出1688亿元，同比-5%，降幅较中报的-9%有所收窄。

表8：2024Q1-3手续费收入继续承压，投资收益同比增长

40家上市券商合计	2024Q1-3			2023Q1-3		
	金额(亿元)	YOY	收入占比	金额(亿元)	YOY	收入占比
经纪业务	654	-14%	22%	757	-13%	24%
投行业务	213	-39%	7%	348	-18%	11%
资管业务	328	-4%	11%	341	2%	11%
利息净收入	244	-28%	8%	340	-22%	11%
投资收益(含公允价值变动损益)	1357	25%	46%	1,083	64%	35%
其他净收入	145.1	-45%	5%	264.7	11%	8%
调整后营业收入	2,939	-6%		3,133	6%	
管理费用	1,688	-5%	57%	1,773	7%	57%
营业利润	1,209	-7%		1,307	5%	
归母净利润	1,014	-6%		1,079	6%	
ROE	5.50%	-11%		6.17%	4%	
杠杆率	3.89	-2%		3.95	0%	

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：杠杆率=(总资产-代理买卖证券款)/归母净资产；调整后营业收入=营业收入-其他业务成本

表9：2024单Q3投资环比+39%，同比+164%，受益于9月末股市上涨

40家上市券商整体财务数据(亿元)	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q2环比	2024Q2同比
经纪业务	238	234	225	225	203	-10%	-15%
投行业务	113	102	66	71	75	5%	-34%
资管业务	114	112	105	115	108	-6%	-5%
投资业务	224	321	339	426	591	39%	164%
利息净收入	104	94	70	96	78	-19%	-26%
其他业务净收入	84	17	71	61	13	-79%	-85%
调整后营业收入	878	880	876	995	1,068	7%	22%
管理费用	576	640	522	570	289	-14%	-8%
信用减值损失	4	38	-1	21	1,344	6%	21%
营业支出	818	938	691	873	6	-1%	-3%
营业利润	291	194	349	397	596	5%	4%
归母净利润	274	179	288	338	3		-32%
YOY	-10.7%	-23.4%	-32.0%	-11.4%	276	0%	19%

数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2 政策面展望：延续提振资本市场信心政策方向

围绕新国九条，延续提振资本市场信心政策方向

IPO和再融资松绑，利好投行业务修复；引入中长期资金券商和基金端的落地：渠道费用进一步优化；提升资本市场内在稳定性：平准基金，金融三部委协同支持资本市场举措；打造一流投行，政策端进一步向扶优限劣倾斜。

表10：国九条推进资本市场市场高质量发展

国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见	
日期	2024.4.12
1	总体要求： 未来5年，基本形成资本市场高质量发展的总体框架。投资者保护的制度机制更加完善。上市公司质量和结构明显优化，证券基金期货机构实力和服务能力持续增强。资本市场监管能力和有效性大幅提高。资本市场良好生态加快形成。到2035年，基本建成具有高度适应性、竞争力、普惠性的资本市场，投资者合法权益得到更加有效的保护。投融资结构趋于合理，上市公司质量显著提高，一流投资银行和投资机构建设取得明显进展。资本市场监管体制机制更加完备。到本世纪中叶，资本市场治理体系和治理能力现代化水平进一步提高，建成与金融强国相匹配的高质量资本市场。
2	严把发行上市准入关： 进一步完善发行上市制度。强化发行上市全链条责任。加大发行承销监管力度。
3	严格上市公司持续监管： 加强信息披露和公司治理监管。全面完善减持规则体系。强化上市公司现金分红监管。推动上市公司提升投资价值。
4	加大退市监管力度： 进一步严格强制退市标准。进一步畅通多元退市渠道。进一步削减“壳”资源价值。进一步强化退市监管。
5	加强证券基金机构监管，推动行业回归本源、做优做强： 推动证券基金机构高质量发展。引导行业机构树立正确经营理念，处理好功能性和盈利性关系。积极培育良好的行业文化和投资文化。
6	加强交易监管，增强资本市场内在稳定性： 促进市场平稳运行。强化股市风险综合研判。加强交易监管。完善对异常交易、操纵市场的监管标准。健全预期管理机制。
7	大力推动中长期资金入市，持续壮大长期投资力量： 建立培育长期投资的市场生态，完善适配长期投资的基础制度，构建支持“长钱长投”的政策体系。优化保险资金权益投资政策环境，落实并完善国有保险公司绩效评价办法，更好鼓励开展长期权益投资。
8	进一步全面深化改革开放，更好服务高质量发展： 着力做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章。完善多层次资本市场体系。坚持统筹资本市场高水平制度型开放和安全。
9	推动形成促进资本市场高质量发展的合力： 推动加强资本市场法治建设，大幅提升违法违规成本。加大对证券期货违法犯罪的联合打击力度。深化央地、部际协调联动。打造政治过硬、能力过硬、作风过硬的监管铁军。

资料来源：中国政府网、开源证券研究所

表11：预计政策延续提振市场信心的方向

政策展望	
1	打造一流投行，政策端进一步向扶优限劣倾斜
2	完善发行以及上市公司持续监管相关制度，IPO和再融资有望松绑
3	基金销售渠道费用优化落地
4	平准基金出台，金融三部委协同支持资本市场
5	提高外资参与资本市场积极性
6	保护个人投资者，打击非法荐股

资料来源：开源证券研究所

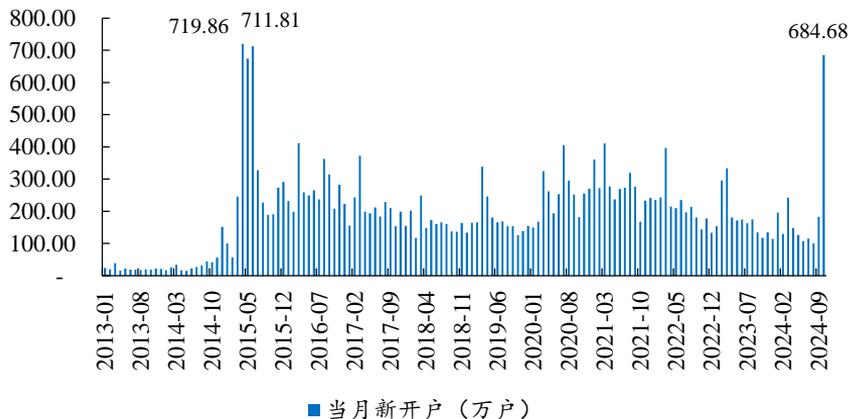
2.3 市场环境：个人投资者加速入场，10月开户数超预期，市场换手率高企

市场环境：（1）新国九条优化资本市场生态，稳股市举措落地，资本市场信心提振，宏观稳增长政策预期较强，赚钱效应积累，个人投资者或加速入场。（2）稳增长政策持续出台，国内经济企稳复苏，流动性整体偏宽。

10月开户超预期：2024年10月新开户数685万户，是历史单月第3水平，第1和第2均发生在2015年2季度股市热度高峰。2015年4-6月分别为720/674/712万户。

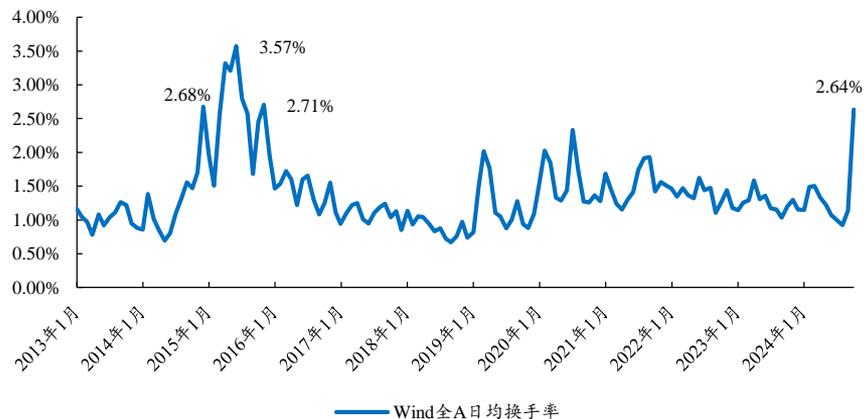
个人投资者驱动下，市场换手率维持较高水平：历史牛市周期看，2014-2015年是个人投资者特征明显的市场，2015年市场日均换手率达到2.64%(全年单侧交易量/流通市值均值)，2015年4-6月日均换手率分别为3.32%/3.21%/3.57%；2019-2021年牛市阶段机构特征更强，2020和2021年日均换手率1.57%/1.54%。2024年10月市场日均换手率2.64%，较2024年1-9月日均换手率1.2%明显好转，新开户超预期支撑交易量持续性。

图9：2024年10月新开户685万户，环比+274%，同比+484%，单月历史第三



数据来源：上交所、开源证券研究所

图10：2024年10月市场日均换手率2.64%，环比高增

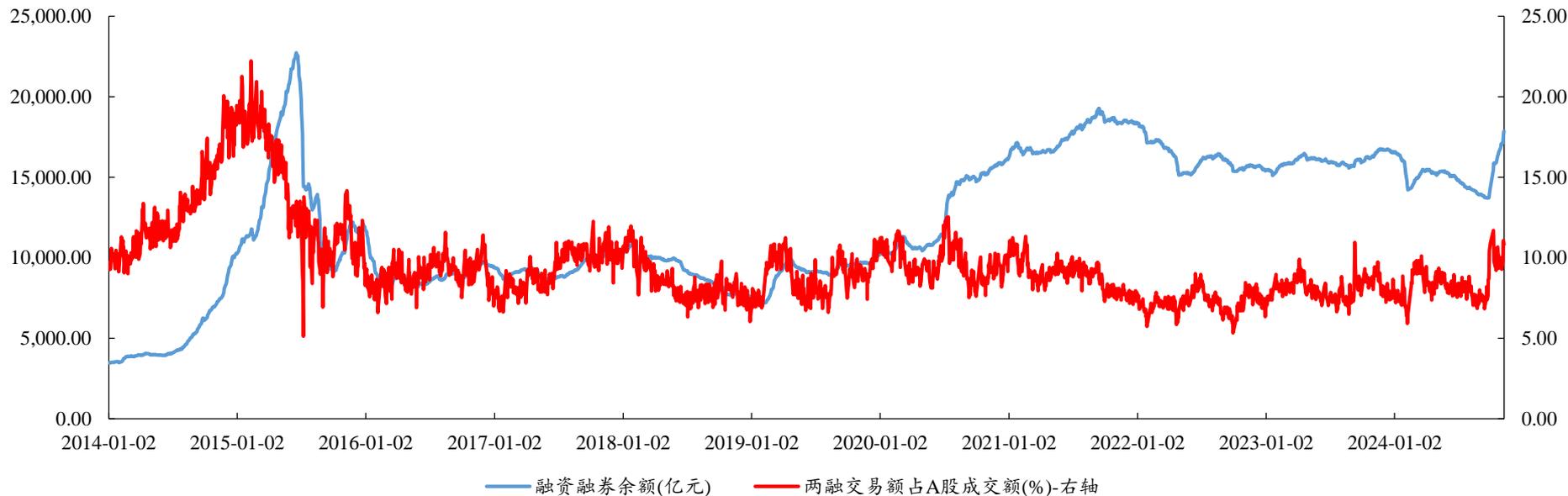


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3 市场环境：个人投资者加速入场，10月开户数超预期，市场换手率高企

新股民增量资金体量或有限，关注存量股民银证转账以及杠杆资金。新股民呈现年轻化，以90和00后为主，预计此部分增量资金体量有限，更值得关注的是存量股民资金转账带来的增量资金以及两融等杠杆资金。

图11：截至11月7日，两融规模1.8万亿，较9月24日提升30%；两融交易占比11%，较9月24日提升2.2个百分点



数据来源：Wind、开源证券研究所

个人投资者作为核心增量资金的市场下，交易端和业务端均更利好券商。业务弹性来看，权益自营随着市场上涨率先反应，持续较高的交易量将驱动经纪业务高增，伴随股市向好，大财富管理业务景气度业务有望回升，券商基本面向好，ROE有望超2021年。

表13：2024/2025交易量预期1.3/2.1万亿假设下，预计上市券商归母净利润同比+27%/+70%

40家上市券商 (单位：亿元)	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024E	2025E
经纪业务收入	742	1140	1373	1120	991	1233	2105
YOY	19.40%	53.70%	20.40%	-18.40%	-11.60%	24%	70.7%
日均股基成交额	5580	9,042	11,343	10,215	9,920	12,897	20,635
YOY	35.50%	62.00%	25.40%	-9.90%	-2.90%	30.0%	60.0%
投行业务收入	416	580	618	576	450	318	440
YOY	23.00%	39.00%	6.50%	-6.80%	-21.90%	-29.3%	38.0%
资产管理收入	314	389	499	454	453	450	601
YOY	3.00%	24.00%	28.00%	-9.00%	0%	-1%	33%
大投资业务收入	1367	1578	1797	873	1,404	1,845	2,148
YOY	89.00%	15.00%	14.00%	-51.00%	61%	31%	16%
自营投资收益率 (年化)	5.20%	5.06%	4.67%	1.93%	2.99%	3.57%	3.85%
利息净收入	422	534	600	575	434	549	1087
YOY	15.00%	27.00%	12.00%	-4.00%	-25%	27%	98%
营业收入(调整后)	3,440	4,404	5,163	3,899	4,013	4,593	6,607
YOY	51.00%	28.00%	17.00%	-24.00%	3%	14%	44%
管理费	1,763	2,103	2,530	2,313	2,413	2,595	3,138
同比	19.90%	19.20%	20.30%	-8.60%	4.30%	7.6%	20.9%
归母净利润	1,087	1,456	1,891	1,252	1,258	1,591	2,705
YOY	69.80%	34.00%	29.90%	-33.80%	0.50%	26.5%	70.0%
净利率(调整后)	31.60%	33%	37%	32%	31%	35%	41%
ROE(年化)	6.97%	8.35%	9.56%	5.72%	5.35%	6.39%	10.08%

表12：个人资金入场加速驱动券商基本面向好

类型	券商业务展望
经纪和两融	交易量有望明显复苏，尤其是个人资金入市加速(客户保证金明显增加)或带动换手率、佣金率超预期，从而使得经纪和两融弹性超预期，线上获客优势券商增长有望更强
投行	二级市场持续向好有望带动一级市场复苏，利好头部券商，关注政策拐点
资管	ETF高增带动部分公募基金盈利改善
大自营	一二级市场权益资产收益率回升+衍生品需求恢复，同比改善

数据来源：开源证券研究所

2.5 重视券商板块2025年投资机会

板块估值和机构配置仍在历史底部位置，券商有望迎来估值+交易端+业绩端共振，板块仍有较大空间，建议积极增配。关注个人投资者入市带来的交易结构和业务景气度变化，零售业务优势突出标的盈利和估值弹性突出。

看好三类标的超额收益机会：

(1) 互联网券商。受益标的：同花顺，东方财富，指南针，九方智投控股(H股)。

(2) 线上开户优势突出且零售业务占比高的传统券商。受益标的：国信证券，招商证券，中国银河，方正证券，财通证券，湘财股份。

(3) ETF综合优势突出的头部券商。

表14：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
		2024/11/5	2023A	2024E	2025E	2024E	2025E		
300059.SZ	东方财富	28.24	0.52	0.59	0.78	47.86	36.21	买入	
600958.SH	东方证券	11.53	0.32	0.41	0.47	28.12	24.53	买入	
601377.SH	兴业证券	7.03	0.23	0.21	0.30	33.48	23.43	买入	
601456.SH	国联证券	13.28	0.24	0.19	0.27	69.89	49.19	买入	
300803.SZ	指南针	109.68	0.18	0.40	0.77	277.11	143.09	买入	
300033.SZ	同花顺	303.80	2.61	3.16	5.70	96.14	53.30	买入	
601108.SH	财通证券	9.06	0.48	0.45	0.55	20.13	16.47	买入	
601881.SH	中国银河	16.35	0.65	0.82	0.95	19.83	17.17	未评级	
601901.SH	方正证券	13.89	0.42	0.43	0.50	32.38	27.91	未评级	
002736.SZ	国信证券	9.61	0.26	0.28	0.31	34.40	31.28	未评级	
600999.SH	招商证券	12.93	0.54	0.69	0.73	18.81	17.76	未评级	
9636.HK	九方智投控股	21.34	0.94	1.11	1.26	19.23	16.90	未评级	
600095.SH	湘财股份	6.65	0.04	0.07	0.09	101.99	74.22	未评级	

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：指南针、中国银河、方正证券、国信证券、招商证券、九方智投控股盈利预测和估值来自Wind一致预期

2.6 多元金融：看好质地优良、盈利有望持续改善的标的

多元金融：看好质地优良、盈利有望持续改善的标的，受益标的江苏金租、香港交易所、中粮资本

2024年9月24日新政至今（11.8），多元金融板块上涨67%（2024年初至今上涨41%），体现出较强的beta属性。其中，渤海租赁、中粮资本股价上涨114%、145%，两公司前三季度归母净利润同比高增。

表15：多元金融板块

单位：亿元	证券简称	股价涨跌幅	PB (LF)	归母净利润	同比	归母净利润	同比	环比
		2024/9/24-2024/11/8	2024/11/8	2024Q1-3	2024Q1-3	2024Q3	同比	环比
000617.SZ	中油资本	73%	1.10	43.42	-18%	12.97	-5%	-1%
600901.SH	江苏金租	20%	1.33	22.27	9%	7.93	10%	10%
600061.SH	国投资本	40%	1.05	20.81	-14%	8.30	12%	-8%
000987.SZ	越秀资本	68%	1.47	17.19	-17%	7.03	18%	28%
000415.SZ	渤海租赁	114%	0.98	15.90	87%	8.74	171%	167%
600517.SH	国网英大	42%	1.64	14.52	26%	5.36	36%	7%
002423.SZ	中粮资本	145%	1.91	12.77	35%	1.03	-18%	-81%
600390.SH	五矿资本	103%	0.88	12.18	-38%	3.20	-20%	-30%
000563.SZ	陕国投A	59%	1.30	9.34	12%	2.48	7%	-22%
000958.SZ	电投产融	155%	2.36	7.63	6%	2.33	85%	17%
600705.SH	中航产融	105%	1.15	5.99	-13%	3.63	-1137%	-38%
000567.SZ	海德股份	94%	3.19	5.17	-33%	1.39	-45%	-4%
300773.SZ	拉卡拉	85%	5.07	5.13	-17%	0.93	-15%	-56%
603300.SH	海南华铁	40%	1.90	4.87	-13%	1.52	-36%	-15%
600927.SH	永安期货	23%	1.74	4.19	-25%	1.11	-24%	-51%
600120.SH	浙江东方	42%	1.12	4.18	1%	2.91	241%	244%
603093.SH	南华期货	37%	2.03	3.58	20%	1.28	-1%	-11%
002961.SZ	瑞达期货	55%	2.77	2.71	51%	1.35	116%	109%
600643.SH	爱建集团	53%	0.79	2.48	-48%	0.38	-51%	-60%
000935.SZ	四川双马	56%	1.78	2.45	-63%	1.31	-39%	25%
600830.SH	香溢融通	45%	2.52	0.57	142%	0.15	138%	-31%
600816.SH	建元信托	55%	2.64	0.42	21%	0.06	-37%	-60%
000532.SZ	华金资本	36%	3.71	0.36	-19%	0.06	-73%	-108%
600318.SH	新力金融	82%	5.24	0.34	-12%	0.15	6%	226%
600599.SH	ST熊猫	12%	3.58	0.29	-35%	0.04	28%	-68%
001236.SZ	弘业期货	17%	6.53	0.16	1703%	0.04	-158%	-86%
002316.SZ	ST亚联	26%	18.26	0.11	-272%	0.06	54%	117%
600053.SH	九鼎投资	29%	2.57	0.07	-62%	-0.01	-98%	-135%
002647.SZ	仁东控股	81%	83.22	-1.43	10%	-0.30	-42%	-65%

数据来源：Wind、开源证券研究所

2.6 多元金融：看好质地优良、盈利有望持续改善的标的

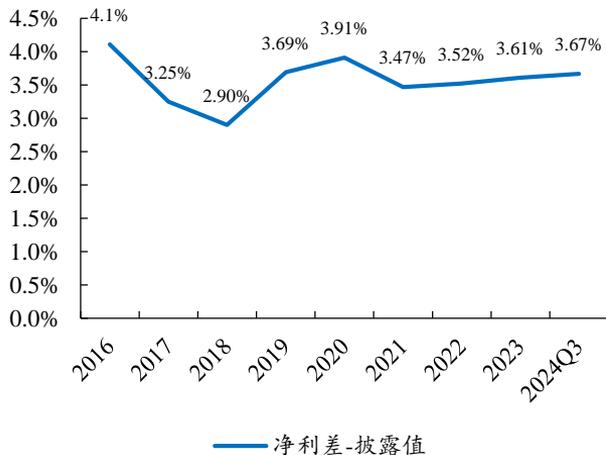
江苏金租：利差保持高位，转债转股扩充资本金夯实增长基础，穿越周期的稳健标的。公司是A股唯一上市的金租公司，业务模式符合监管导向，业绩稳健且资产质量良好，高股息、高ROE、低不良；聚焦零售真租赁，厂商模式优势领先。10月18日公司可转债已摘牌，公司资本金得到夯实，Q3末资本充足率环比+3.4pct至18.6%，公司中长期扩表空间充足。资产端受益于设备大规模更新政策，关注宏观经济企稳对公司资产端增速带来的积极影响，负债端成本有望受益于银行间利率下行。

图12：租赁资产规模稳健增长



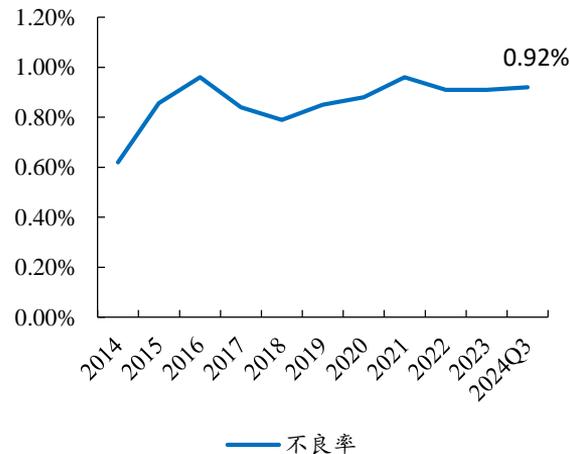
数据来源：江苏金租历年年报、开源证券研究所

图13：净利差维持高位



数据来源：江苏金租历年年报、开源证券研究所

图14：不良率长期低于1%



数据来源：江苏金租历年年报、开源证券研究所

2.6 香港交易所：稳增长发力+流动性释放，ADT改善有望迎来业绩+估值双击

投资建议：ADT回暖有望迎来业绩和估值双提升

国内稳增长发力利好港股分子端，香港联系汇率制度下直接受益全球降息周期，10月ADT达2500亿港元，同比+159%，环比+48%，ADT回升下衍生品间接受益，港交所非投资业务直接改善，投资业务规模回升+收益率相对滞后，业绩有望保持稳增，股市预期回暖下估值有望双击。

假设2024Q4恒生指数上涨15%，2025年上涨10%，2024E/2025E港股受益全球流动性宽松和国内稳增长发力，现货ADT分别达1230/1660亿港元，分别同比+17%/+35%，港交所非投资利润预计同比+18.3%/+31.6%，核心业务改善对冲投资收益率下降影响，归母净利润分别同比+10%/+14.3%。

以香港交易所非投资业务净利润作为PE估值锚，测算2020年历史峰值58倍，考虑成长性定价给予24E/25E 55倍PE，截至11月8日，2024/2025年非投资净利润对应市值空间分别+28%/+68%。

表16：香港交易所盈利预测

单位：亿元	2023年	2024E		2025E	
	基期	中性假设	乐观假设	中性假设	乐观假设
期末市值	310391	373014	395220	433690	476610
YOY	-13.0%	20.2%	27.3%	16.3%	20.6%
换手率	0.31%	0.35%	0.35%	0.36%	0.38%
现货ADT	1050	1189	1228	1432	1656
YOY	-15.9%	13.2%	16.9%	20.4%	34.9%
非投资净利润	74.8	86.3	88.5	104.9	116.4
YOY	-14.2%	15.4%	18.3%	21.5%	31.6%
非投资利润贡献	63%	67%	68%	76%	78%
投资板块净利润	48.9	44.0	43.4	34.4	34.3
YOY	290%	-10%	-11%	-22%	-21%
投资利润贡献	41%	34%	33%	25%	23%
归母净利润	118.6	129.0	130.5	137.9	149.2
YOY	17.7%	8.8%	10.0%	6.9%	14.3%
PE-非投资利润		52	55	52	55
市值空间		17%	28%	47%	68%
PE/ADT		4.4%	4.5%	3.6%	3.3%

2.6 拉卡拉：关注提价短期盈利弹性，看好“支付+科技”和跨境支付成长性

投资建议：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，布局数字化经济方案的长期成长性，受益标的新大陆，关注跨境支付赛道中长期机遇，受益标的新国都。

(3) 我们预计2024年公司实现净利润7.4亿，同比+61%，扣非净利润7.2亿元，同比+26%，支付公司轻资本模式下现金流充足，高分红为股价形成支撑。

表17：拉卡拉盈利预测

单位：百万元	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4E		2023A	2024E
总营收	1455.9	1510.6	1494.6	1489.1	1408	1518		5938.4	5909.6
YOY	8%	49%	-2%	3%	-3%	0%			0%
归母净利润	110.1	(163.9)	208.4	211.1	93.3	225.3		457.7	738.2
YOY	31%	-91%	-19%	-17%	-15%	-238%			61%
扣非归母净利润	198.5	88.2	228.7	183.1	104	201		569.0	716.6
YOY	273%	-120%	23%	91%	-47%	127%			26%
支付毛利	347.7	314.8	394.7	400.7	380.9	386.1		1362.5	1562.4
YOY	311%	403%	44%	-6%	10%	23%			15%
支付业务收入	1296.5	1342.5	1290.0	1344.2	1275.8	1285.3		5180.0	5195.3
YOY	14%	51%	6%	2%	-2%	-4%			0%
支付业务成本	948.8	1027.7	895.3	943.5	894.9	899.1		3817.5	3632.8
YOY	-10%	24%	-5%	5%	-6%	-13%			-5%
科技业务毛利	42.6	62.4	96.9	38.1	57.5	48.0		249.5	240.6
YOY	-21%	5%	8%	-31%	35%	-23%			-4%
科技业务收入	55.3	86.8	107.0	63.0	72.6	80.9		347.0	323.4
YOY	-28%	2%	-6%	-31%	31%	-7%			-7%
科技业务成本	12.6	24.4	10.1	24.9	15.0	32.8		97.5	82.9
YOY	-45%	-6%	-59%	-31%	19%	35%			-15%
其他业务毛利	44.2	-3.1	16.7	21.8	19.3	19.3		70.5	77.1
YOY	16%	-95%	-84%	-129%	-56%	-729%			9%
投资收益	-46.3	-258.4	-16.5	36.3	-4.9	11.6		-33.6	26.5
YOY	-452%	120%	-119%	-80%	-89%	-104%			-179%
核心指标拆解	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4E		2023A	2024E
总体毛利率	29.9%	24.8%	34.1%	31.7%	27.6%	33.8%		28.4%	31.9%
支付毛利率	26.8%	23.5%	30.6%	29.8%	29.9%	30.0%		26.3%	30.1%
科技毛利率	77.1%	71.9%	90.6%	60.4%	79.3%	59.4%		71.9%	74.4%
其他业务毛利率	42.7%	-3.8%	17.3%	22.5%	19.9%	19.9%		17.3%	19.9%
GPV规模(万亿元)	1.13	1.11	1.10	1.05	1.04	1.05		4.51	4.24
YOY	-4%	9%	-6%	-5%	-8%	-6%		0%	-6%
净费率	0.115%	0.120%	0.118%	0.128%	0.123%	0.123%		0.115%	0.123%
渠道分佣占比	70.3%	73.7%	66.5%	67.4%	67.2%	67.0%		70.8%	67.0%
年化投资收益率	1.67%	-28.08%	0.57%	0.27%	0.14%	3.00%		2.89%	1.00%
销售费用率	7.4%	7.9%	7.4%	7.8%	8.8%	8.0%		8.3%	8.0%
管理费用率	4.8%	4.2%	4.2%	4.2%	4.8%	4.5%		4.4%	4.4%
研发费用率	4.3%	4.9%	4.1%	4.3%	4.8%	4.4%		4.2%	4.4%

目录

CONTENTS

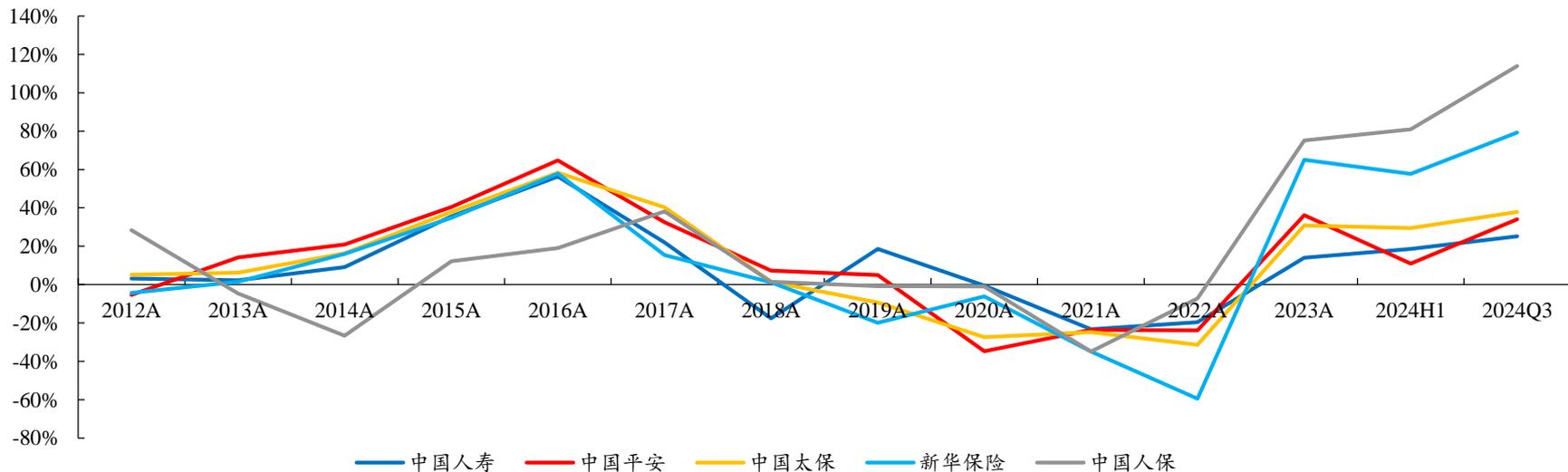
- 1 2024年度复盘：保险和券商板块均跑出明显超额
- 2 券商及多元展望：券商有望迎来戴维斯双击，看好质地优良多元标的
- 3 保险板块展望：量稳价升下NBV延续增长，资负有望延续双轮驱动
- 4 风险提示

3.1 负债端：停售带动新单高增+三因素催化margin提升，NBV增速延续扩张

2024前三季NBV增速较中报延续扩张趋势，受益停售驱动新单高增+价值率改善

2024前三季上市险企NBV增速较中报均延续扩张趋势，2024前三季上市险企披露的NBV增速分别为：中国人保（可比口径）+113.9%/新华保险（非可比口径）+79.2%/中国太保（非可比口径）+37.9%/中国平安（可比口径）+34.1%/中国人寿（可比口径）+25.2%。主要受益Q3停售潮带来新单同比高增，同时价值率在报行合一落地、负债成本下调、期限结构优化催化下同比提升，量价齐升带来Q3NBV增速延续扩张。

图15：2024前三季上市险企NBV同比延续高质量增长



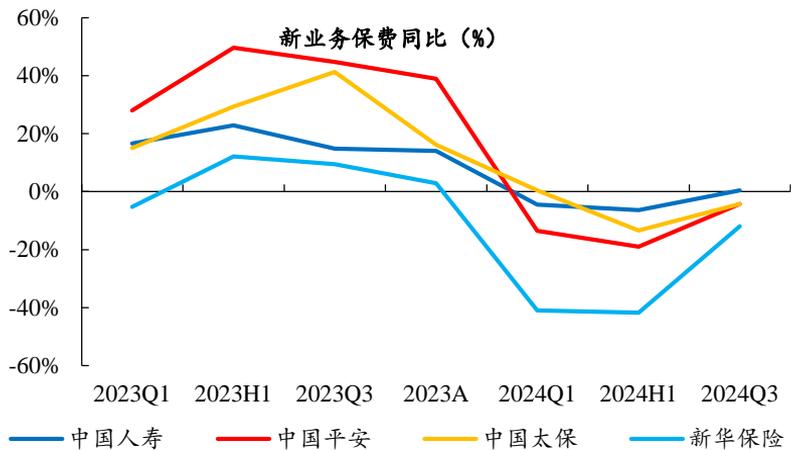
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

3.1 负债端：停售带动新单高增+三因素催化margin提升，NBV增速延续扩张

新单保费降幅收窄+结构改善，margin提升受益预定利率下调+“报行合一”降本增效+期限结构改善

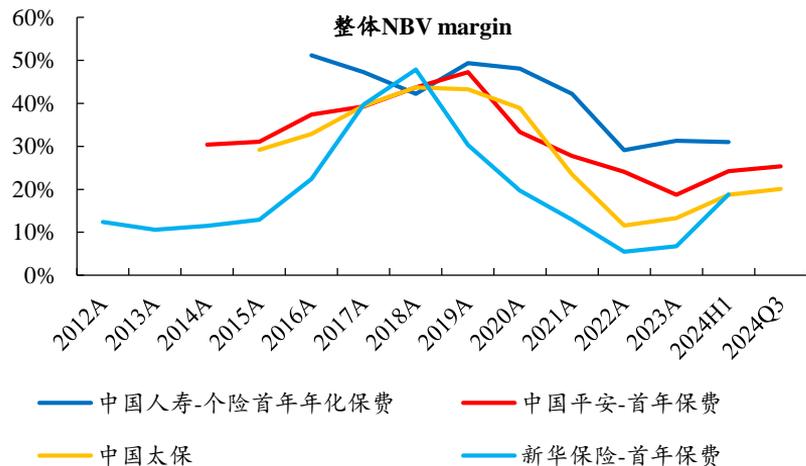
- Q3停售潮带动新单保费改善：2024前三季上市险企新单保费分别同比：中国人寿+0.4%/中国平安-4.3%/中国太保-4.3%/中国人保-4.9%/新华保险-11.9%，Q3单季分别为：新华保险+163%/中国人保+122%/中国平安+50%/中国人寿+46%/中国太保+21%。
- 三因素驱动价值率延续提升：中国平安和中国太保披露NBV margin延续中报扩张：2024前三季 NBV margin（首年保费）同比提升+7.3pct至25.4%（2024H1为24.2%）；中国太保2024前三季达20.1%（2024H1为19%），同比+6.2pct，得益于银保报行合一带来费差益改善，预定结算利率下调优化负债成本，同时上市险企主动调整期缴结构。

图16：报行合一+优化期限结构影响新单，2024Q3新单保费降幅明显收窄



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图17：2024年上市险企NBV margin同比延续改善趋势



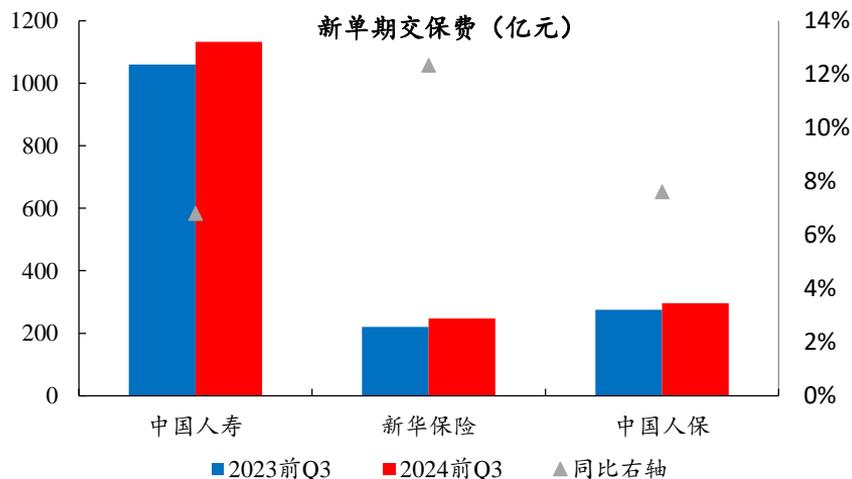
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

3.1 负债端：停售带动新单高增+三因素催化margin提升，NBV增速延续扩张

新单保费：高质量发展导向下积极调整产品结构，压缩趸交、增加长期缴产品，3季度停售带来新单改善

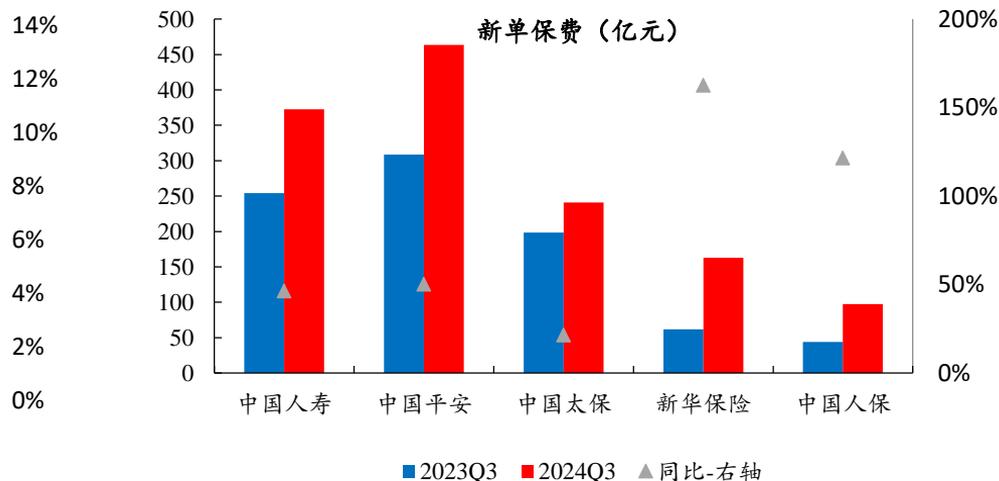
- **Q3单季同比明显改善受益停售机遇：**新华保险+163%/中国人保+122%/中国平安+50%/中国人寿+46%/中国太保+21%，主要受益9月初和10月初传统险、分红险及万能险预定利率下调前上市险企把握停售窗口；
- **产品期限结构持续优化：**上市险企新单期交保费同比正增长；中国人寿前三季10年期及以上首年期交保费526亿元、同比+17.7%，占期交保费比重为46.4%，同比+4.3pct；新华保险前三季10年期及以上保费30.8亿元，同比+21.3%（2024H1为+16.3%）。

图18：2024前三季三家公司期交保费同比正增长



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图19：2024Q3上市险企新单保费同比高增



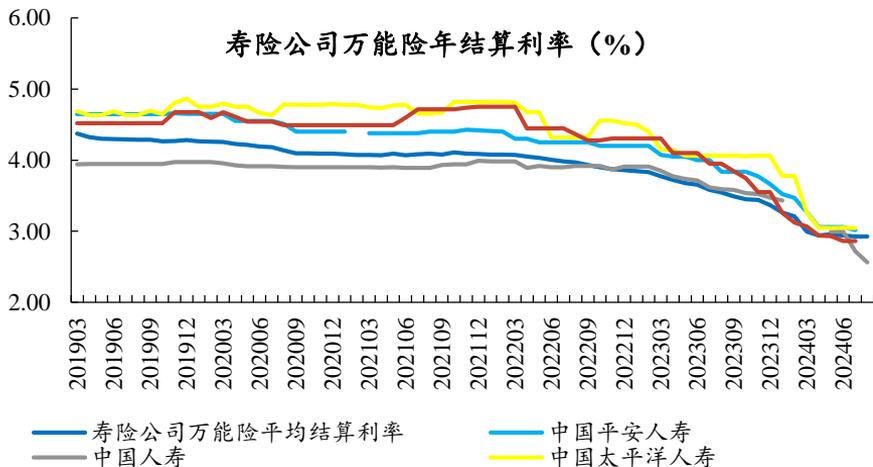
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

3.1 负债端：停售带动新单高增+三因素催化margin提升，NBV增速延续扩张

价值率：margin明显提升主要受益预定利率两年连续下调+“银保渠道报行合一”降本增效+期限结构持续改善

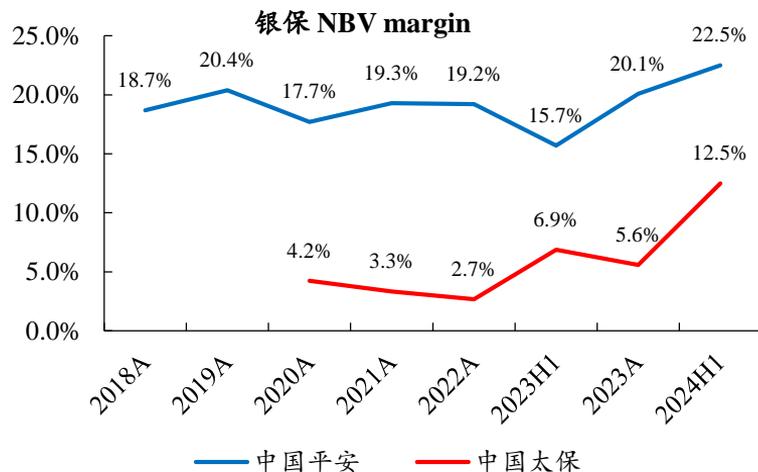
- 预定利率调降优化负债成本：传统险3.5%→3.0%（2023.7）→2.5%（2024.9）；万能分红险2024年初结算利率上限3%，10月新产品预定利率分别1.5%/2.0%。
- “报行合一”推动降本增效：2023年10月以来银保、经代报行合一政策启动，渠道佣金下降30%，利好险企改善费差损。
- 险企主动调整产品策略，新单期缴保费占比提升：中国人寿前三季10年期及以上首年期交保费526亿元、同比+17.7%，占期交保费比重为46.4%，同比+4.3pct；新华保险前三季10年期及以上保费30.8亿元，同比+21.3%（2024H1为+16.3%）。

图20：2024年起上市险企万能账户结算利率下调



数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：2024H1中国平安和中国太保银保渠道margin明显提升



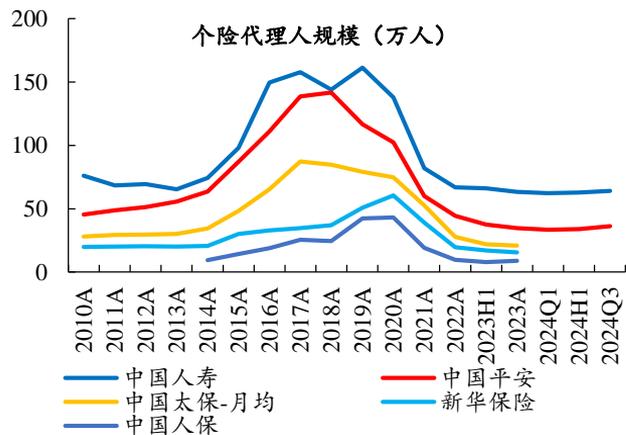
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

3.1 负债端展望：个险转型见效+报行合一深化，需求侧储蓄旺盛+分红险切换

供给端：个险渠道转型见效，人力企稳下人均产能明显提升

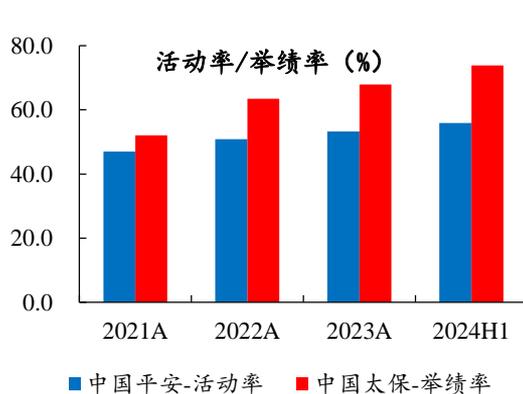
- 中国人寿和中国平安代理人规模回升，中国平安Q3末人力规模36.2万人，同/环比分别+0.6%/+6.5%，新增人力中“优+”占比同比+4pct。中国人寿2024Q3末公司总人力/个险人力分别69.4/64.1万人，环比2024H1分别+1%/+2%，绩优人力规模和占比双提升，“种子计划”初见成效。中国太保和新华保险核心人力同比提升，其中中国太保月均核心人力5.8万人，同比+2.4%。
- 人力企稳下人均产能延续提升：中国平安前三季度代理人渠道NBV同比+31.6%，代理人人均NBV同比+54.7%；中国人寿/中国太保人均新单保费同比+18%/+15%。

图22：2024Q3上市险企个险渠道规模企稳回升



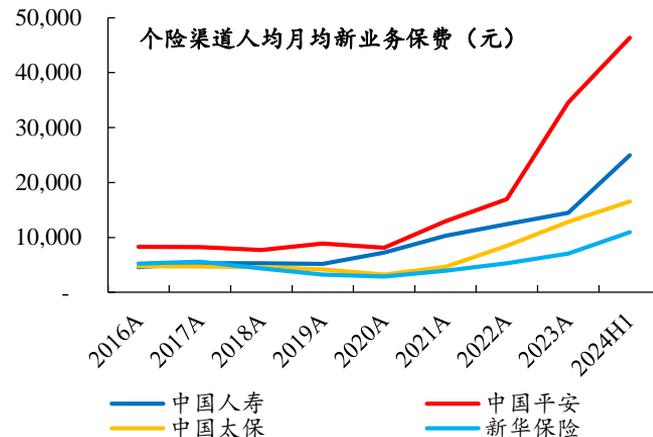
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图23：2024H1上市险企活动率持续改善



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图24：上市险企人均产能2021年以来明显提升



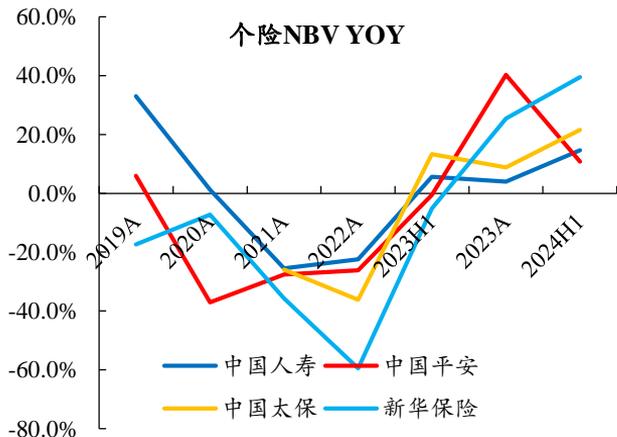
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

3.1 负债端展望：个险转型见效+报行合一深化，需求侧储蓄旺盛+分红险切换

供给侧：个险“报行合一”深化有望延续价值率提升趋势，关注产品策略切换进展

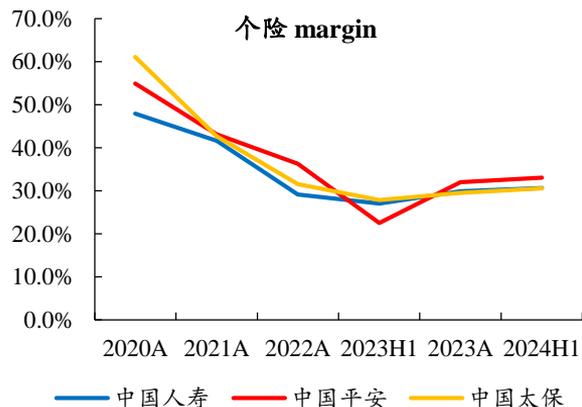
- 我们预计报行合一持续推进有望在个险渠道落地，借鉴银保渠道经验，个险渠道短期关注新单增长，中长期利好价值率提升。
- 预定利率下调+市场回暖下，分红险产品“保底+浮动”优势突出，预计上市险企主动优化产品结构，关注各公司产品策略进展及效果。

图25：2024H1上市险企个险NBV同比延续高增长



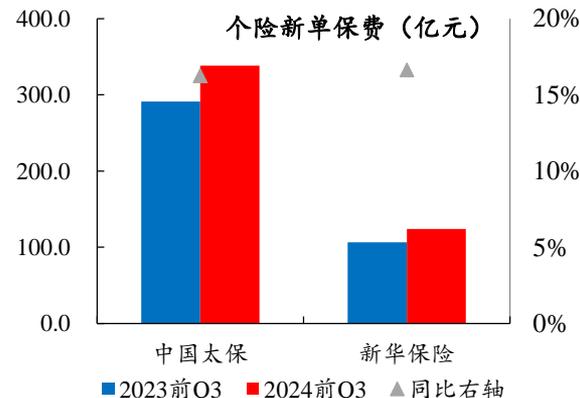
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图26：2024H1上市险企个险NBV同比延续高增长



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图27：2024前三季度中国太保和新华保险个险新单正增长

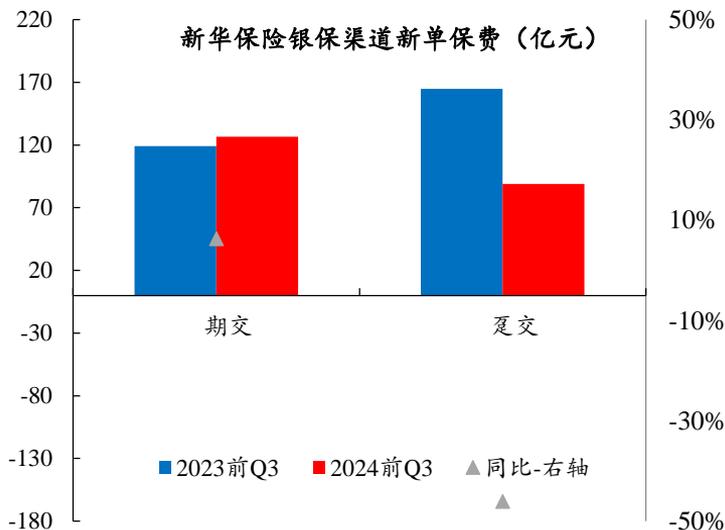


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

供给端：银保报行合一提升价值贡献，银行网点1+3合作放开利于业务拓展，前三季银保期缴同比正增长

- 银保渠道“报行合一”落地一年以来价值率明显提升，展望2025年银行网点1+3合作限制放开带来银保渠道新单持续改善。

图28：2024前三季新华保险银保新单期限结构持续改善



数据来源：新华保险三季报、开源证券研究所

表18：银保报行合一落地，网点1+3放开改善竞争环境

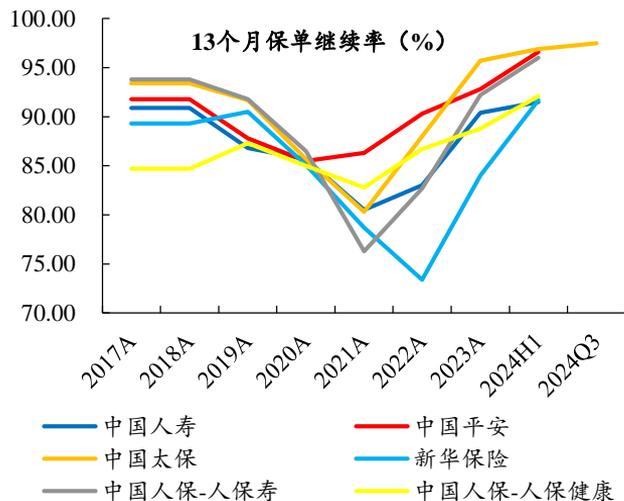
时间	政策	主要内容
2023年8月	《关于规范银行代理渠道保险产品通知》	一、各公司通过银行代理销售的产品，应当审慎合理地确定费用假设，结合公司实际，根据发展水平、盈利状况、管理能力等，细化完善费用结构。鼓励各公司探索佣金费用的递延支付，通过与业务品质挂钩，实现销售激励的长期可持续性。 二、从即日起，各公司通过银行代理销售的产品，在产品备案时，应当按监管规定在产品精算报告中明确说明费用假设、费用结构，并列示佣金上限。 三、各公司应据实列支向银行支付的佣金费用，佣金等实际费用应与备案材料保持一致。
2023年10月	《关于银保产品管理有关事项的通知》	一、部分保险公司备案银保产品费用率与单独报备的渠道总费用不一致。金融监管总局将按两者孰低原则认定银保渠道总费用。保险公司在实际执行中若超过其较低者，监管部门将按照“报行不一”依法依规严肃处理。 二、如果监管认定的银保渠道总费用明显不能覆盖银保渠道手续费及相关固定成本摊销费用，相关公司要高度关注可能存在的“报行不一”风险，及时予以研究，及时化解风险隐患。 三、保险公司总公司还应加强费用真实性管理。监管部门对现场检查中发现的基层分支机构费用不真实的问题，在依法严肃处理的同时，切实加强对总公司管理责任的追究与问责。
2023年10月	2023年三季度银行业保险业数据信息新闻发布会	在银保渠道率先严格执行产品“报行合一”工作，强化产品备案管理；银保渠道的佣金费率较之前平均水平下降了约30%；将全面推行“报行合一”，抓紧启动个人代理渠道、经纪代理渠道的“报行合一”工作。
2024年1月	《关于规范人身保险公司银行代理渠道业务有关事项的通知》	主要包括五个方面，分别是：要求规范产品设计与备案；健全内控机制建设；强化内部监督管理、加强非现场监管和现场检查；明确中国保险行业协会、中国银保信公司的职责，形成合力。
2024年1月	《关于促进银行代理保险业务健康发展的倡议》	主要包括七个方面，分别是：要加强精算约束，科学设计银保产品；加强精细化管理，合理确定银保产品费用结构；落实主体责任，建立健全“报行合一”内控管理机制；严肃财经纪律，加强费用真实性管理；坚持依法合规，严格规范佣金支付管理；动态跟踪监管，加强费用假设回溯分析；筑牢风险防线，充分发挥内部审计的监督作用。
2024年3月	经代渠道全面实行报行合一	慧保天下记者调查，3月底经代渠道或将全面实行报行合一。目前虽未见到监管的正式通知文件，但大规模的产品停售和费用调整已经透露了市场走向，截至目前，已有数十家险企近50款产品进行了停止录单或调费的处理。
2024年5月	《关于商业银行代理保险业务有关事项的通知》	银行网点与保险公司合作不得超过3家的限制将被取消，单一网点有望销售更多保险公司的产品。
2024年6月	李云泽在2024年陆家嘴论坛发言	要下大力气改革销售体系，开展保险中介清虚提质行动，持续推进报行合一，全面强化深化银保合作，探索优质非银金融机构保险代理试点，持续提升销售服务的规范化、专业化、便利化水平。

资料来源：国家金融监督管理总局、中国政府网、开源证券研究所

供给端：保单继续率持续改善，长期价值贡献稳定

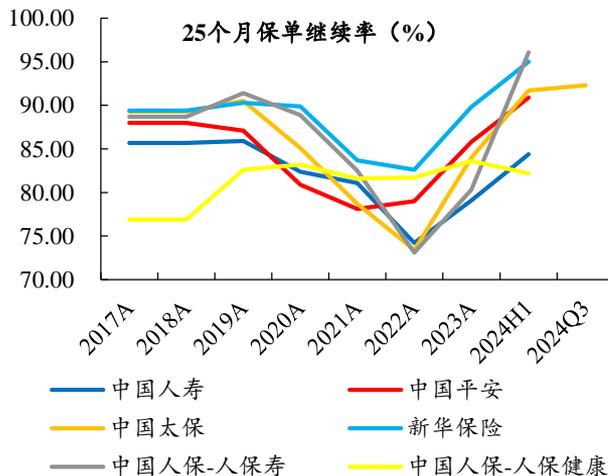
• 2023年以来上市险企保单继续率延续提升，退保率保持下降，中国太保披露前三季13/25个月保单继续率分别97.5%/92.3%，分别同比+2.0pct/+8.2pct。

图29：上市险企13个月保单继续率明显提升



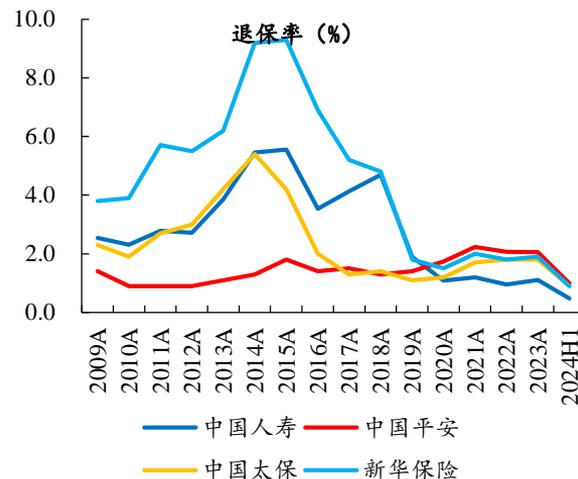
数据来源：各公司公告、开源证券研究所
中国人寿为14个月保单继续率

图30：上市险企25个月保单继续率明显提升 (%)



数据来源：各公司公告、开源证券研究所
注：中国人寿为26个月保单继续率

图31：2024年上市险企退保率明显下降



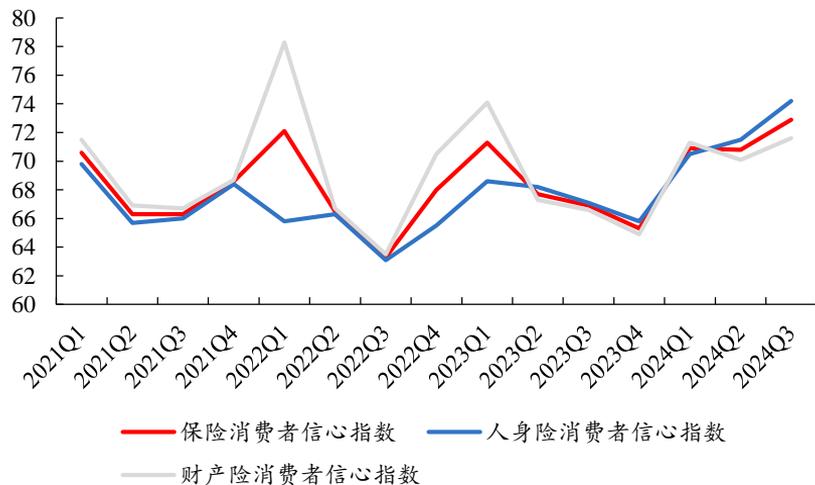
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

3.1 负债端展望：个险转型见效+报行合一深化，需求侧储蓄旺盛+分红险切换

需求侧：短期看Q3保险消费者信心指数明显提升，浮动利率型产品需求逐步提升

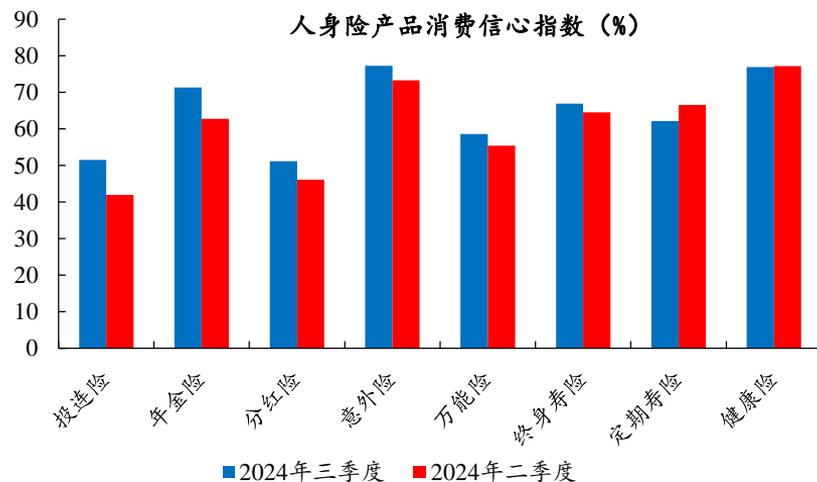
- 短期看，Q3受益停售下保险需求提前释放，2024Q3人身险消费者信心指数为74.2，环比上升2.7，同比上升7.1，达到自2021年一季度以来的最高值。
- 分险种按投连险、年金险、分红险消费信心环比明显增强，分别+9.5/+8.5/+5.1。预定利率下调+市场回暖下，分红险产品“保底+浮动”优势突出，分红型供需两端催化下高增长可期。

图32：2024Q3中国人身险消费者信心指数环比提升，达2021年以来最大值



数据来源：中国保险保障基金、开源证券研究所

图33：2024Q3投连险、年金险、分红险消费信心指数环比明显提升



数据来源：中国保险保障基金、开源证券研究所

3.1 负债端展望：个险转型见效+报行合一深化，需求侧储蓄旺盛+分红险切换

需求侧：中长期看，医疗、养老、普惠保险需求旺盛，“新国十条”指明发展方向

• 三中全会13次提到保险，7次提到商业保险，重视保险行业高质量发展中的重要地位，9月中旬保险业“新国十条”指明2029和2035年阶段目标，医疗、养老、普惠保险需求依旧旺盛，中长期资金入市指导意见在资产端放松保险资金考核周期，10月18日商保年金政策鼓励险资大力发展各类养老年金支撑弥补养老第三支柱缺口。

表19：2024年以来监管出台保险“新国十条”、推动中长期资金入市等，在负债端引导方向和资产端松绑

时间	关键词	主要内容
2024年7月21日	二十届三中全会三中全会	其中有13处提及“保险”，其中强调“加快发展多层次多支柱养老保险体系，扩大年金制度覆盖范围，推行个人养老金制度，发挥各类商业保险补充保障作用，积极应对人口老龄化，完善发展养老事业和养老产业政策机制。”
2024年9月11日	《关于加强监管防范风险推动保险业高质量发展的若干意见》	凸显保险业在中国式现代化发展的重要作用，明确高质量发展的主要内涵以及2029年与2035年两大阶段目标规划，并基于此提出9项推动保险高质量发展的指导意见，包括加强资产负债管理、健全退市机制和破产程序，丰富养老、医疗、普惠保险发展，发挥险资长期优势和加强长周期考核，支持大型保险机构做优做强。
2024年9月26日	《关于推动中长期资金入市指导意见》	(1) 建立健全保险金、各类养老金等中长期资金的三年以上长周期考核机制，打通影响险企长期投资的制度障碍，丰富商业保险资金长期投资模式，督促指导国有保险公司优化长周期考核机制。 (2) 完善全国社保基金、基本养老保险基金投资制度，支持具备条件的用人单位放开企业年金个人投资选择，鼓励企业年金探索开展差异化投资。鼓励银行理财和信托资金积极参与资本市场。 (3) 大力发展权益类公募基金，丰富可投类别和建立ETF快速审批通道，稳步推进公募基金费改；鼓励私募基金丰富产品类型和投资策略。我们认为上述文件目标在于推动中长期资金投资规模和比例明显提升，关注后续政策细则和险企、养老金及公募私募基金举措
2024年10月18日	《关于大力发展商业保险年金有关事项的通知》	2024年年10月23日，国家金管局发布《关于大力发展商业保险年金有关事项的通知》是保险业“新国十条”下发后的首个配套文件，旨在积极发展第三支柱养老保险。 (1) 明确“商保年金”概念，划分为年金保险、两全保险、商业养老金、其他产品等四大类，突出养老风险管理和长期资金积累两大功能+期限5年以上。 (2) 大力发展各类养老年金，发挥保险第三支柱的养老保障功能，强调与基本养老保险相衔接，丰富年金领取方式和期限。 (3) 积极发展其他年金和两全保险，预计储蓄型产品加快转型，针对不同客群提供差异化年金产品，保证+浮动型产品更加适配。 (4) 推进商业养老金业务试点，增加试点公司数量、延长试点期限、扩大试点区域，商业养老金监管逐步健全。 (5) 预计结合个人养老金开发专属产品，加快保险业在第三支柱发挥重要作用，

数据来源：国家金融监督管理总局、开源证券研究所

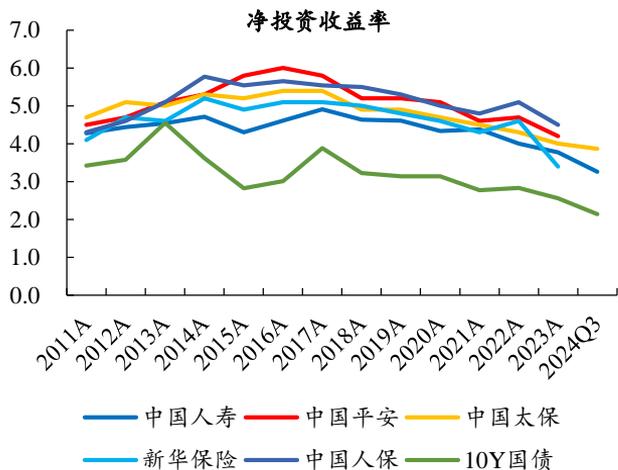
3.2 资产端：新准则提升权益弹性，关注经济复苏下利差损风险逐步改善

投资收益率：国债收益率下行拖累净投资收益率，股市回暖+新准则切换提高上市险企权益弹性

2024Q3末10Y国债较年初下降68bp，拖累险企新增资产及到期再配置资产收益率，上市险企年化净投资收益率分别：中国平安3.8%，-0.2pct/中国人寿3.26%，-0.6pct/中国太保3.9%，-0.1pct。

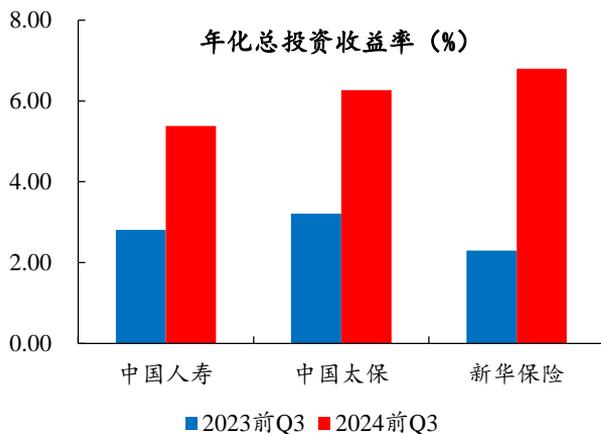
新准则下上市险企FVTPL权益资产占比提升，2024H1受益高股息+债市上行，2024Q3受益股市回暖，总投资收益率同比提升明显，中国人寿5.38%，+2.6pct/中国太保6.3%，+3.1pct/新华保险6.8%，+4.5pct；综合投资收益率：新华保险8.1%，+3.0pct，中国平安5.0%，同比+1.3pct。

图34：净投资收益率受国债下行影响有所下降



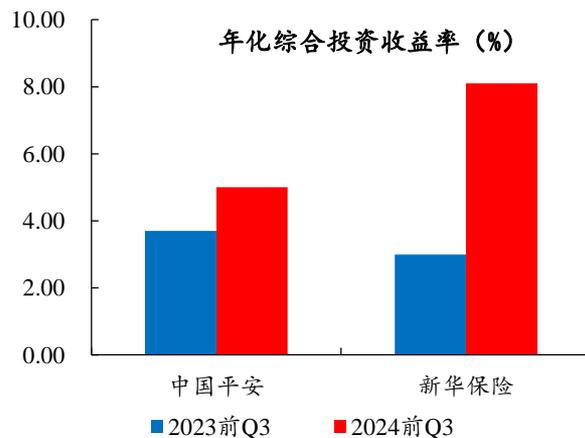
数据来源：Wind、开源证券研究所

图35：2024前三季度上市险企总投资收益率明显改善



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图36：2024前三季度中国平安和新华保险综合投资收益率明显提升



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

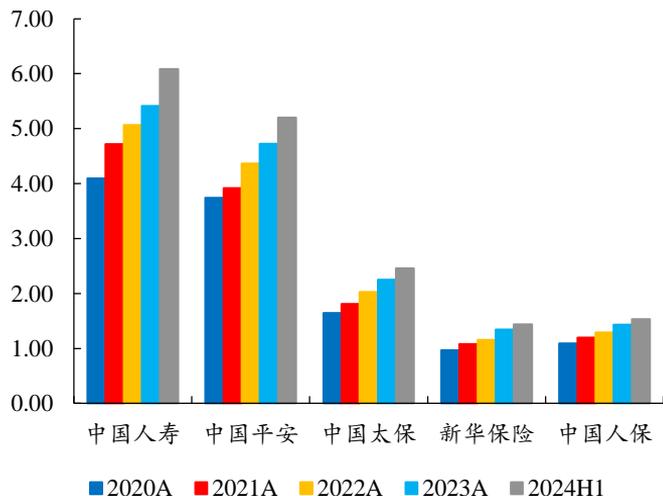
3.2 资产端：新准则提升权益弹性，关注经济复苏下利差损风险逐步改善

资产配置：新准则TPL资产占比提升下权益弹性突出，OCI资产占比保持提升

上市险企投资资产规模较年初高增，主要受益股市回暖下FVTPL权益资产公允价值明显上升。

其他权益工具占比保持提升，预计上市险企持续增配高股息资产，通过配置优质高股息资产降低投资波动。

图37：2024H1上市险企总投资资产保持稳增长



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

表20：上市险企其他权益工具占比保持提升

单位：亿元	中国人寿			中国太保			中国平安			新华保险		
	2023	2024H1	变化	2023	2024H1	变化	2023	2024H1	变化	2023	2024H1	变化
现金+存款	10.6%	9.4%	-1.2%	8.9%	9.6%	0.7%	6.9%	7.1%	0.2%	20.6%	20.4%	-0.2%
权益类资产	25.1%	24.1%	-1.0%	16.2%	16.2%	0.1%	17.3%	15.9%	-1.5%	19.1%	22.8%	3.7%
长股投	4.8%	4.5%	-0.3%	1.0%	0.4%	-0.6%	4.3%	4.0%	-0.3%	0.4%	1.1%	0.7%
交易性金融资产	17.0%	11.2%	-5.8%	10.5%	12.6%	2.1%	9.3%	7.9%	-1.4%	18.3%	20.5%	2.2%
其他权益工具	2.4%	2.6%	0.2%	4.4%	4.9%	0.6%	3.7%	4.0%	0.3%	0.4%	1.2%	0.8%
固收类资产	64.1%	66.3%	2.2%	74.5%	73.8%	-0.7%	79.9%	81.5%	1.6%	59.6%	56.1%	-3.5%
交易性金融资产	13.1%	19.4%	6.3%	15.4%	16.3%	0.9%	14.3%	16.9%	2.6%	10.0%	12.6%	2.6%
债权投资	3.7%	3.2%	-0.5%	3.7%	2.7%	-0.9%	13.3%	12.8%	-0.5%	23.8%	21.7%	-2.1%
其他债权投资	48.5%	49.4%	0.9%	55.4%	54.7%	-0.7%	52.3%	51.8%	-0.5%	25.8%	21.9%	-3.9%
投资性房地产	0.2%	0.2%	0.0%	0.5%	0.4%	-0.1%	2.7%	2.5%	-0.2%	0.7%	0.6%	-0.1%
其他	0.3%	0.0%	-0.2%	0.0%	0.0%	0.0%						
合计	100%	100%	0.0%	100%	100%	0.0%	100.0%	100.0%	0.0%	100.0%	100.0%	0.0%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

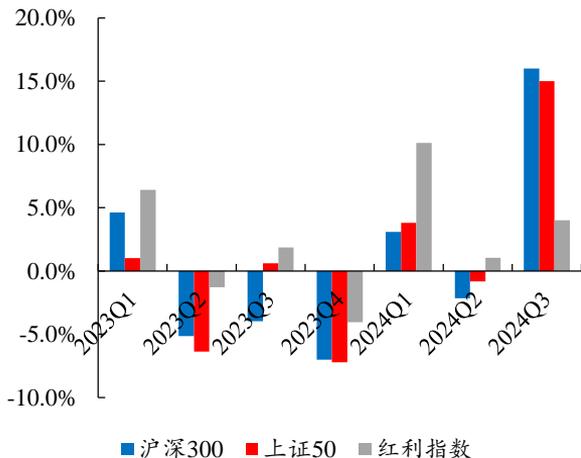
3.2 资产端展望：经济复苏利于权益和债券收益率改善，利差损担忧逐步缓解

2024H1受益高股息+债市上行，2024Q3受益股市回暖，经济复苏利于权益和债券收益率改善

2024H1受益高股息资产上涨和长端利率下行带来的FVTPL债券公允价值上升，2024Q3受益股市回暖，上市险企前三季总投资收益率明显提升。

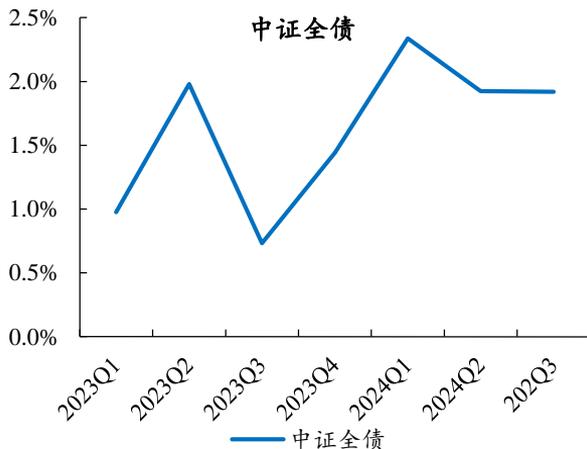
展望9.24一揽子金融政策出台，10月稳增长政策持续发力，PMI环比+0.3至50.1，经济复苏利于权益和债券收益率改善，投资端改善。

图38：2024Q3股市回暖带动险企权益投资改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

图39：2023Q3以来中证全债收益率保持提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图40：截至2024年10月末至2.14%逐步企稳



数据来源：Wind、开源证券研究所

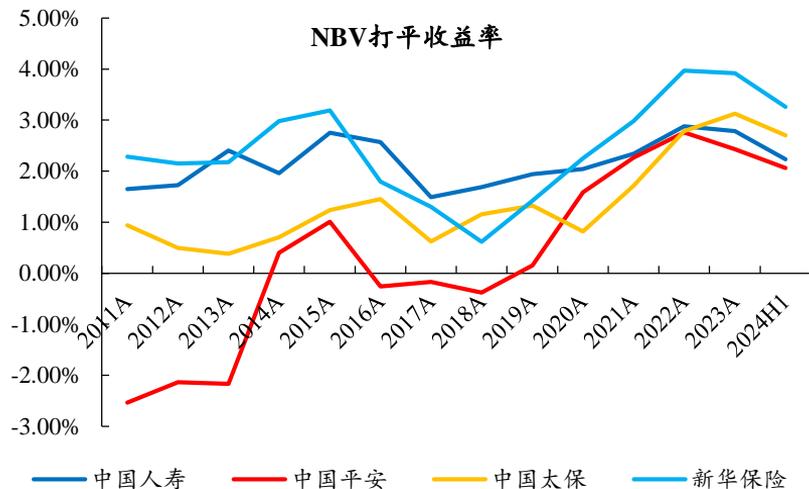
3.2 资产端展望：经济复苏利于权益和债券收益率改善，利差损担忧逐步缓解

利差损：负债成本有望持续改善，中长期利差损风险担忧有望缓解

NBV打平收益率下降50bp：2024H1中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险分别达2.23%/2.06%/2.70%/3.26%，分别较2023年末下降55/37/42/66bp，4家平均NBV打平收益率自3.06%下降50bp至2.56%。

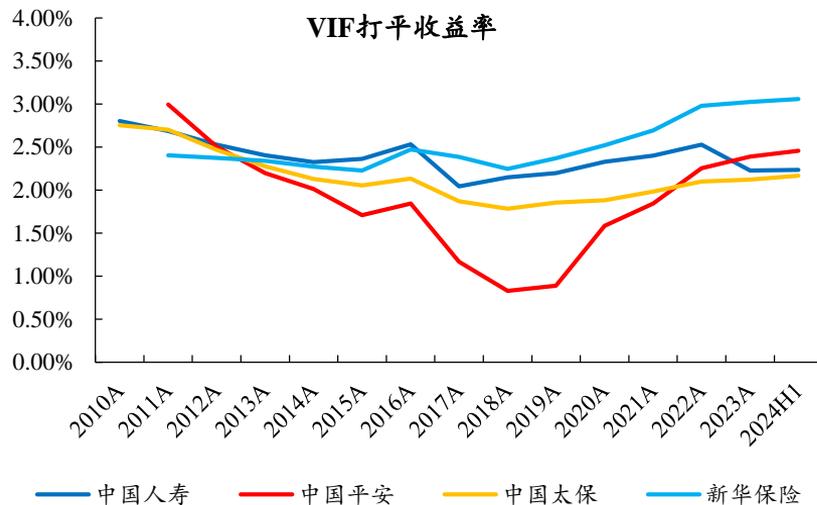
2025年VIF打平收益率有望改善：2024H1中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险分别达2.23%/2.46%/2.17%/3.06%，较2023年末基本持平，预计2025年存量负债成本受益万能分红险结算利率下调+新单负债成本下降持续改善，利差损有望逐步缓解。

图41：2024H1上市险企NBV打平收益率明显下降50bp



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图42：2024H1上市险企VIF打平收益率相对平稳



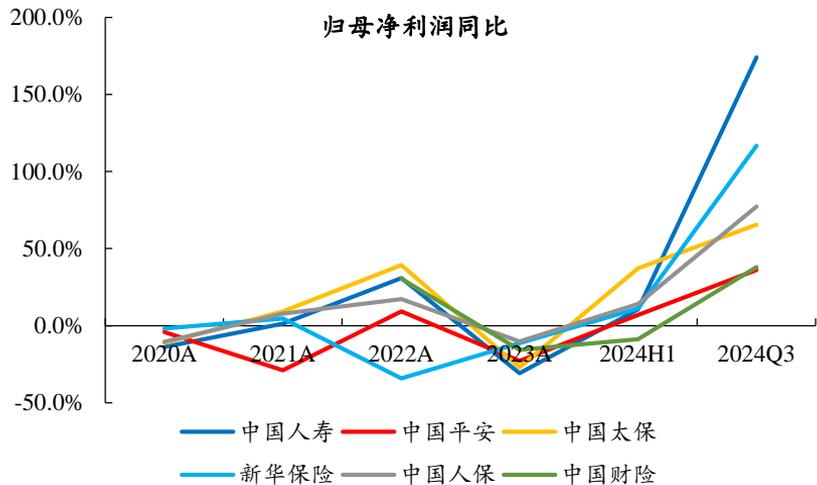
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

3.3 寿险整体业绩：资产端驱动业绩高增，承保利源预计逐步释放

2024Q3受益股市回暖带来资产端改善，上市险企新准则权益弹性提升下净利润同比高增

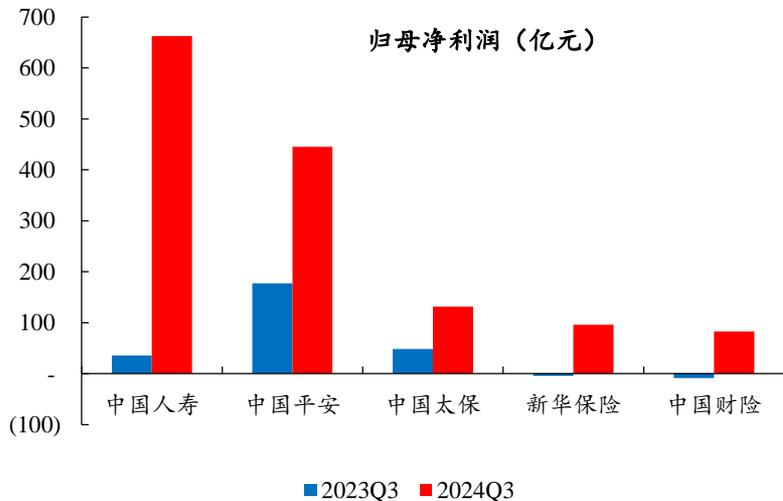
2024前三季度上市险企归母净利润分别同比：中国人寿+174%/新华保险+117%/中国人保+77%/中国太保+66%/中国平安+36%，Q3单季分别同比+1767%/扭亏为盈/+2094%/+174%/+151%。权益市场明显改善，新金融工具准则下FVTPL股票资产占比提升，受权益市场改善带来的利润和资产波动影响幅度提升，投资服务业绩明显高增，投资资产和总投资收益率双提升。

图43：上市险企2024年前3季度投资端驱动整体业绩高增



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图44：2024Q3上市险企归母净利润同比高增



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

3.3 寿险整体业绩：资产端驱动业绩高增，承保利源预计逐步释放

股市回暖下投资服务业绩高增，负债端高质量增长下承保利源预计稳定释放

- **保险服务业绩：** 负债端高景气下CSM释放稳定承保利源， 2024前三季保险服务业绩分别同比：中国人保+52%/中国平安+6%/中国太保+1%/中国人寿+1%/新华保险-1%，中国人保承保利润高增预计受益CSM释放+营运偏差以及采用保费分配法的短期险占比高。
- **投资服务业绩：** 新准则下分类为FVTPL的权益占比提升，受Q3股市回暖带来的业绩弹性增强，各险企公允价值变动损益均同比高增，承保财务损益同步大幅提升来自分类为VFA的公允价值上升，投资服务业绩上：中国人寿+4692%/中国太保+229%/中国人保+135%/中国平安扭亏为盈/新华保险扭亏为盈。

表21：上市险企2024年前3季度投资端驱动整体业绩高增

单位：亿元	中国太保			中国平安			中国人寿			新华保险			中国人保		
	2023前Q3	2024前Q3	YOY	2023前Q3	2024前Q3	YOY	2023前Q3	2024前Q3	YOY	2023前Q3	2024前Q3	YOY	2023前Q3	2024前Q3	YOY
保险服务业绩	253	254	1%	737	781	6%	368	371	1%	130	128	-1%	238	362	52%
保险服务收入	2,048	2,094	2%	4,045	4,145	2%	1,364	1,578	16%	397	357	-10%	3,806	4,038	6%
保险服务费用	-1,795	-1,840	3%	-3,307	-3,364	2%	-996	-1,207	21%	-267	-228	-15%	-3,567	-3,675	3%
投资服务业绩	51	208	305%	-428	146	扭亏为盈	-16	910	扭亏为盈	-24	143	扭亏为盈	104	276	166%
利息收入	437	418	-4%	889	901	1%	920	896	-3%	238	235	-1%	219	225	2%
投资收益	60	146	142%	345	493	43%	226	248	10%	2	51	2333%	214	175	-18%
公允价值变动损益	-19	421	扭亏为盈	6	704	11367%	-121	1,477	扭亏为盈	-29	420	扭亏为盈	-86	227	扭亏为盈
信用减值损失	-15	-1	-93%	-498	-479	-4%	-	0	-	-3	-18	574%	-3	5	-
其他资产减值损失	-	-	-	-4	-2	-47%	-	-7	-	-	-12	-	-0	-0	-
承保财务损失净损益	-394	-757	92%	-984	-1,327	35%	-1,006	-1,674	66%	-220	-513	133%	-217	-332	53%
利息支出	-18	-18	3%	-182	-144	-21%	-36	-29	-17%	-13	-21	58%	-23	-23	-2%
其他收入成本净额	-17	-18	6%	885	659	-26%	-38	-45	17%	-19	-38	100%	-39	-48	23%
归母净利润	231	383	65%	876	1,192	36%	355	1,045	194%	95	207	117%	205	363	77%
承保利润占比	88%	57%	-31%	62%	49%	-12%	117%	30%	-87%	150%	55%	-95%	79%	61%	-17%
投资利润占比	18%	47%	29%	-36%	9%	45%	-5%	74%	79%	-28%	61%	89%	34%	47%	13%
其他业务净收入占比	-6%	-4%	2%	74%	42%	-33%	-12%	-4%	9%	-22%	-16%	6%	-13%	-8%	5%

3.3 寿险整体业绩：资产端驱动业绩高增，承保利源预计逐步释放

CSM存量余额恢复正增，NBV延续高质量增长下新业务CSM有望稳定积累承保利源

- （1）CSM余额看，四家上市险企CSM余额较年初均有增长，中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险分别为7740/7744/3354/1718亿元，分别较年初+0.6%/+0.8%/+3.5%/+1.7%。
- （2）合同服务边际增长看，2024H1中国平安、中国太保、新华保险新业务CSM同比-12.6%/+18.5%/+49.1%，我们预计中国平安新业务CSM同比变化与NBV负向预计与实际和假设投资收益率偏差、同比口径有关，长趋势看上市险企NBV延续高质量增长，新业务CSM有望保持合理增长，积累稳定承保利源。

表22：2024H1上市险企合同服务边际较年初正增长

合同服务边际余额（亿元）	2022A	2023A	2024H1
中国人寿	7834.7	7691.4	7740.1
中国平安	8186.8	7684.4	7744.0
中国太保	3264.6	3239.7	3354.0
新华保险	1753.2	1690.0	1718.3
CSM较年初	2022A	2023A	2024H1
中国人寿		-1.8%	0.6%
中国平安		-6.1%	0.8%
中国太保		-0.8%	3.5%
新华保险		-3.6%	1.7%
合同服务边际余额/保险合同负债	2022A	2023A	2024H1
中国人寿	18.4%	15.8%	14.3%
中国平安	22.3%	18.5%	16.9%
中国太保	19.6%	17.3%	17.2%
新华保险	17.3%	14.7%	13.6%

表23：2024H1中国太保和新华保险新业务合同服务边际同比高增

新业务合同服务边际（亿元）	2022A	2023H1	2023A	2024H1
中国人寿				
中国平安	351.2	271.6	389.5	237.4
中国太保	84.4	75.2	117.3	89.2
新华保险	64.1	37.9	61.7	56.5
YOY	2022A	2023H1	2023A	2024H1
中国人寿				
中国平安			10.9%	-12.6%
中国太保			39.0%	18.5%
新华保险			-3.8%	49.1%
合同服务边际摊销比例	2022A	2023H1	2023A	2024H1
中国人寿	5.5%		8.5%	8.4%
中国平安	9.0%	9.0%	8.9%	9.0%
中国太保	8.5%	8.1%	8.1%	7.9%
新华保险	11.9%		8.9%	8.5%

3.3 寿险整体业绩：资产端驱动业绩高增，承保利源预计逐步释放

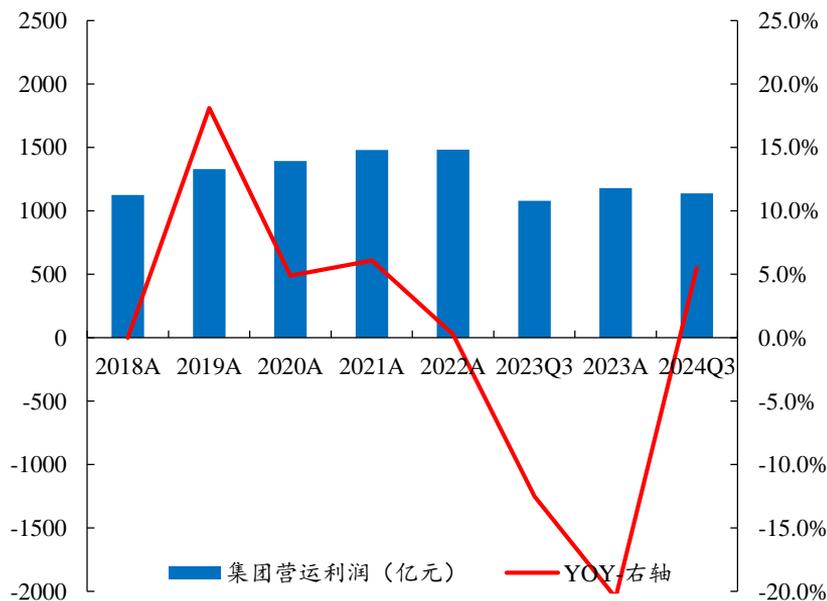
CSM存量余额恢复正增，NBV延续高质量增长下新业务CSM有望稳定积累承保利源

- 中国平安CSM较年初+0.8%，得益于上半年CSM增长积累好于释放摊销。我们测算2024H1中国平安新业务CSM/预期利息增长/估计变更/适用VIF的合同金融风险变动分别为期初CSM增厚+3.1%/+3.1%/+0.2%/+0.7%的正向贡献。
- 2024前三季中国平安营运利润恢复正增长。集团归母营运利润1138.2亿元、同比+5.5%（2024H1同比-0.6%），

表24：2024H1上市险企合同服务边际较年初正增长

中国平安-合同服务边际 (百万元)	2022H1	2022A	2023H1	2023A	2024H1
期初合同服务边际	877,135	877,135	818,683	818,683	768,440
(1) 新业务合同服务边际	24,198	35,122	27,157	38,951	23,737
占期初CSM比重	2.8%	4.0%	3.3%	4.8%	3.1%
新业务保费现值	219,191	315,274	257,100	384,254	229,530
新业务利润率	11.0%	11.1%	10.6%	10.1%	10.3%
(2) 预期利息增长	13,357	27,106	12,445	25,332	11,802
预期利息增长率	3.0%	3.1%	3.0%	3.1%	3.1%
(3) 调整合同服务边际的估计变更	-5,431	-42,160	-7,840	-46,374	1,472
占期初CSM比重	-0.6%	-4.8%	-1.0%	-5.7%	0.2%
(4) 适用浮动收费法业务的保险合同金融风险变动	1,274	2,069	5,713	6,635	5,478
占期初CSM比重	0.1%	0.2%	0.7%	0.8%	0.7%
合同服务边际摊销基础	910,533	899,273	856,159	843,227	810,928
合同服务边际摊销	-41,524	-80,590	-38,665	-74,787	-36,529
CSM摊销比例	-4.6%	-9.0%	-4.5%	-8.9%	-4.5%
期末合同服务边际	869,010	818,683	817,494	768,440	774,399
CSM较年初		-6.7%	-0.1%	-6.1%	0.8%

图45：2024前三季中国平安营运利润恢复正增长

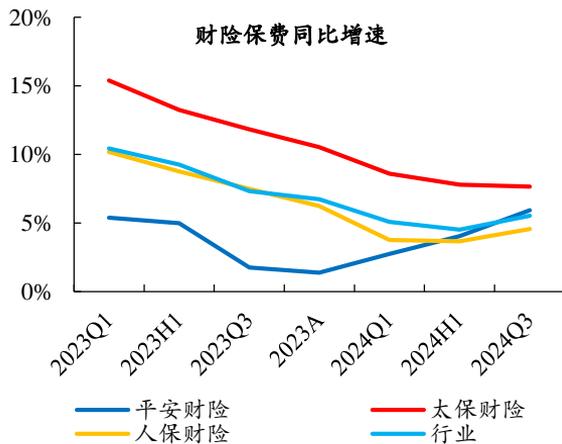


3.4 财产险回顾及展望：财险增速回暖+结构改善，综合成本率表现分化

财险保费增速回暖，综合成本率受大灾影响表现分化

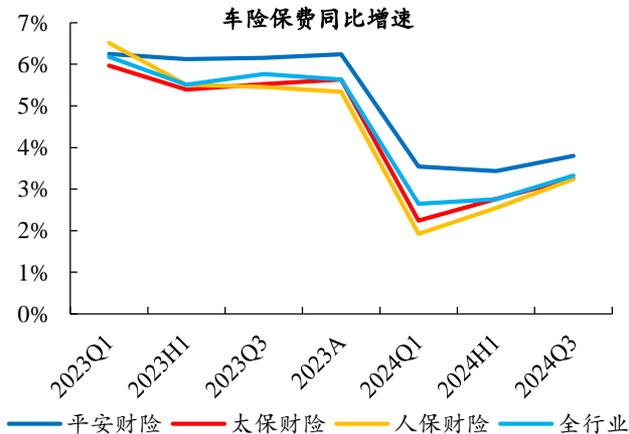
- 2024前三季度财险保费增速回暖：2024前三季度上市险企财险保费及同比为：平安财险2394亿元、同比+5.9%，太保财险1598亿元、同比+7.7%，人保财险4283亿元、同比+4.6%，全行业财险保费1307亿元，同比+5.5%；
- 车险市场受益以旧换新政策+新能源车需求高增；非车险板块政策险延迟招标落地。

图46：上市险企2024前三季度财险保费增速回暖



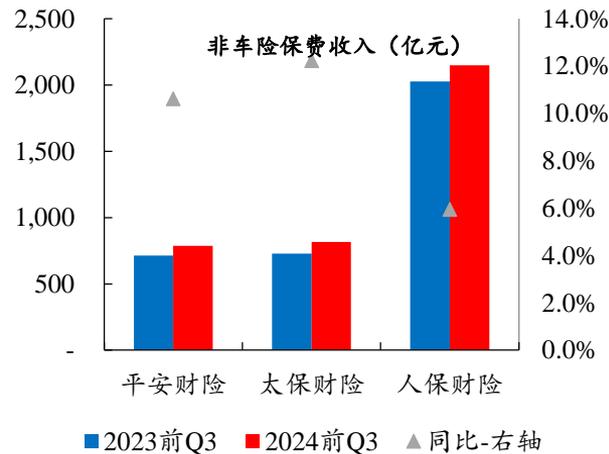
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图47：上市险企2024前三季度车险保费增速回暖



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图48：2024前三季度太保非车险增速优于同业



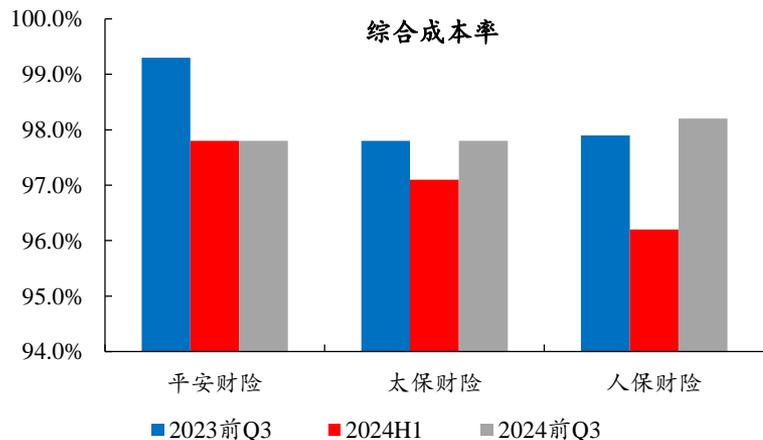
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

3.4 财产险回顾及展望：财险增速回暖+结构改善，综合成本率表现分化

财险保费增速回暖，综合成本率受大灾影响表现分化

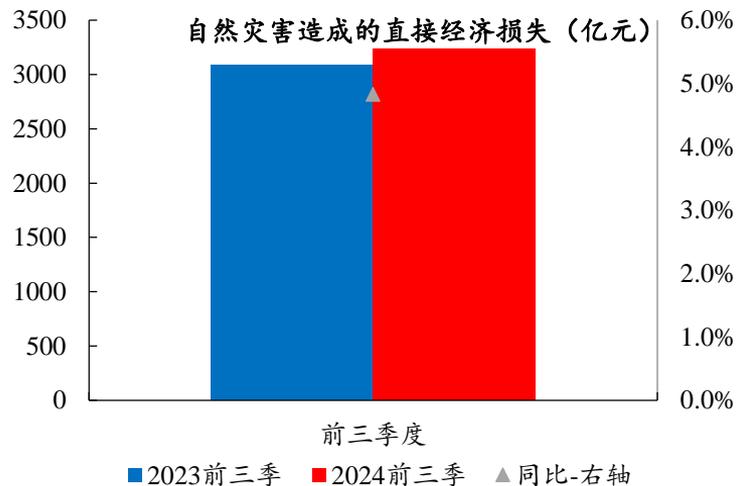
• **综合成本率**：平安财险同比下降，太保财险同比持平，人保财险同比上升。2024前三季度人保财险/中国平安/中国太保COR分别+0.3pct/-1.5pct/持平至98.2%/97.8%/97.8%。根据国家应急管理部统计数据披露2024前三季度自然灾害直接造成经济损失3232亿元，同比+5%，自然灾害多发预计提升险企赔付。平安财险COR同比改善受益信用保险业务承保亏损同比大幅下降，其中车险COR98.2%，同比+0.8pct，主要受新准则下贴现率下降带来的负债成本上升和台风暴雨灾害同比多发影响。

图49：上市险企2024前三季度综合成本率表现有所分化



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图50：2024前三季度自然灾害造成直接经济损失同比+5%



数据来源：中国保险保障基金、开源证券研究所

3.4 财产险回顾及展望：财险增速回暖+结构改善，综合成本率表现分化

中国财险前三季承保端受大灾拖累，资产端驱动业绩高增

前三季业绩：公司2024前三季归母净利润267.5亿元、同比+38%，承保利润同比-13%，投资收益同比高增。

- 承保端：低温雨雪冰冻等灾害事故影响，赔付率提升导致承保利润同比下降，COR同比提升+0.8pct至98.2%。
- 投资端：公司以基金为主的权益类资产占比高，股市回暖催化公司投资收益率Q3总投资收益同比+1261%，年化总投资收益率5.9%，同比上升2.3pct。

表25：2024前三季中国财险承保端受大灾影响同比下降，投资端支撑业绩改善

单位：亿元	2023前三季	2024前三季	YOY	2023Q3	2024Q3	YOY
保险服务收入	3,460.4	3,643.1	5%	1,216.7	1,284.7	6%
保险服务费用	-3,247.0	-3,440.9	6%	-1,199.9	-1,267.1	6%
保险服务业绩	156.2	147.3	-6%	17.8	12.4	-31%
承保财务净损益	-66.0	-66.7	1%	-22.4	-21.7	-3%
提取保费准备金	-16.4	-16.2		-16.36	-16.23	-1%
承保利润	73.8	64.4	-13%	-20.9	-25.6	22%
COR	97.4%	98.2%	0.4%	101.7%	102.0%	7.4%
投资收益	162.3	195.8	21%	10.5	58.6	456%
利息收入	81.7	86.8	6%	22.8	29.7	30%
其他投资收益	36.0	56.8	58%	-22.2	9.0	扭亏为盈
应占联营及合营公司损益	44.6	52.3	17%	9.9	19.9	101%
其他收入成本净额	-15.5	59.0	扭亏为盈	-6.5	69.8	扭亏为盈
税前利润	220.6	319.3	45%	-16.9	102.8	-709%
归母净利润	193.8	267.5	38%	-8.7	82.6	扭亏为盈

3.4 财产险回顾及展望：财险增速回暖+结构改善，综合成本率表现分化

关注互联网财险新规下市场格局优化机会，看好新能源车险业务增长和成本改善趋势

- 8月13日互联网财险新规落地，限定互联网财险展业的偿付能力和经营年限要求，明确车险在无分公司区域进行互联网展业，农险船舶特殊保险不得通过互联网经营，我们认为新规提高互联网财险业务准入门槛，格局优化下中国财险龙头地位凸显
- 2024年9月乘用车汽车/新能源汽车销量分别同比+1.5%/+42.4%，累计增速+1.5%/+32.5%。

图51：2024前三季度乘用车需求同比+3%

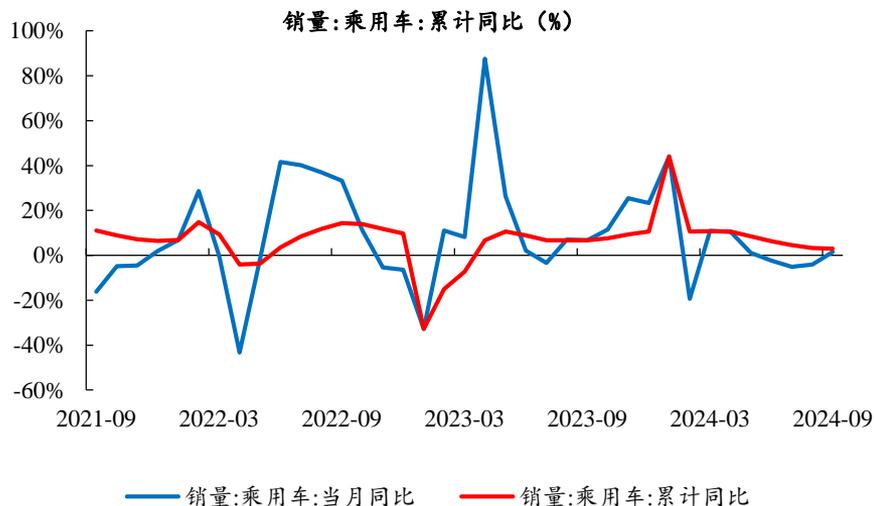
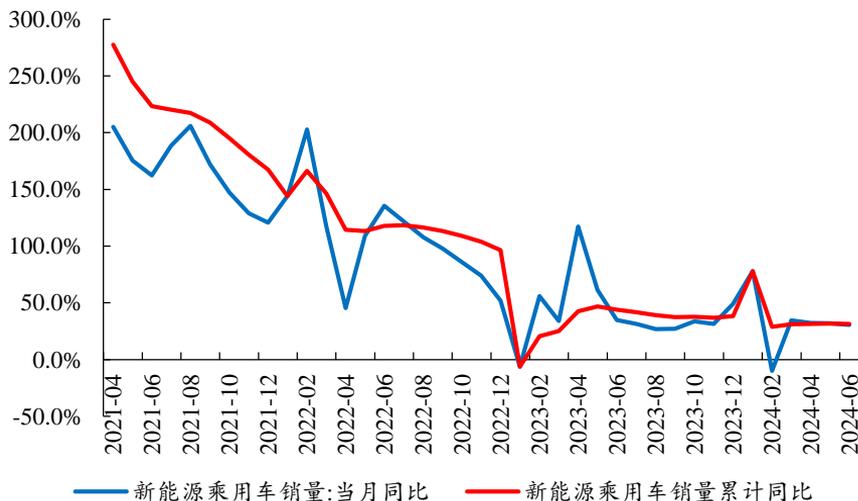


图52：2024年以来新能源汽车销量保持活跃



价值率和渠道产能明显改善，预计全年NBV同比仍保持较好增速，2025年延续正增长

表26：预计上市险企2024年NBV同比仍能实现较好增长，2025年延续正增长

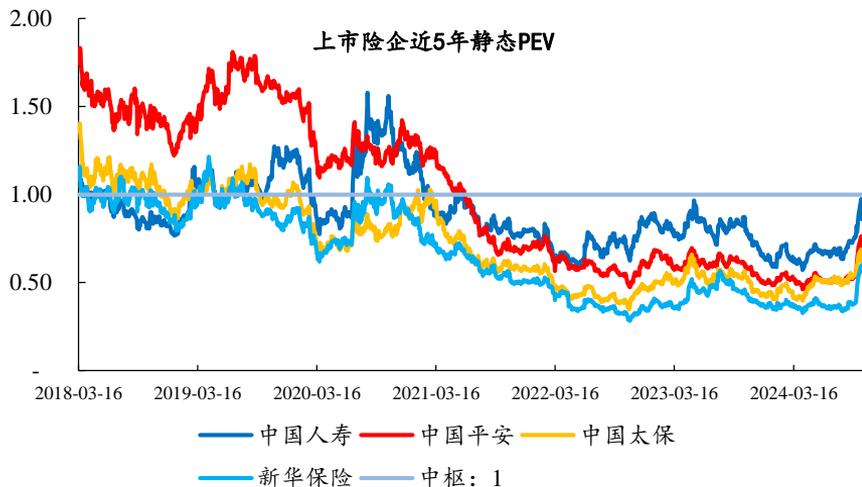
NBV (百万元)-2023经济假设	2023Q1	2023H1	2023Q3	2023A	2024Q1	2024H1	2024Q3	2024E	2025E
中国人寿	14,889	27,200	31,047	36,860	18,804	32,262	38,902	43,395	47,734
中国平安	10,682	20,112	26,219	31,080	12,890	22,320	35,160	38,664	43,612
中国太保	4,301	6,978	9,403	10,962	5,191	9,037	13,037	14,821	17,325
新华保险	1,014	1,871	2,193	3,024	1,532	3,902	5,197	6,798	7,614
中国人保		3,228		6,490		6,960		12,980	14,927
NBV YOY-非可比口径	2023Q1	2023H1	2023Q3	2023A	2024Q1	2024H1	2024Q3	2024E	2025E
中国人寿				2.4%	13.4%	4.5%	12.6%	5.8%	
中国平安				7.8%	-5.9%	-14.0%	4.7%	-1.5%	
中国太保				19.1%	30.7%	22.8%	37.9%	23.1%	
新华保险				24.8%	14.2%	57.7%	79.2%	70.0%	
NBV YOY-可比口径	2023Q1	2023H1	2023Q3	2023A	2024Q1	2024H1	2024Q3	2024E	2025E
中国人寿	7.7%	5.7%	14.0%	14.0%	26.3%	18.6%	25.2%	17.7%	10.0%
中国平安		2.8%		36.2%	20.7%	11.0%	34.1%	24.4%	12.8%
中国太保	16.6%	24.7%		30.8%	30.7%	29.5%	51.5%	35.2%	16.9%
新华保险		-11.4%		65.0%	51.0%	108.6%	137.0%	124.8%	12.0%
中国人保		#DIV/0!		105.44%		58.0%	113.90%	100.0%	15.0%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

负债端高质量增长+资产端 β 催化下，保险板块估值迎来重塑

当前板块PEV、PB估值位于近5年62%和65%分位数，2024Q3主动基金持仓占比1.02%，环比增长0.44pct，位于近5年68%分位数。我们认为2024年上市险企估值迎来重塑，主要受益政策端支持报行合一和1+3放开+两年调降负债成本+新国十条指引发展方向，险企自身优化期限结构+个险渠道转型见效，展望2025年产品策略调整接力中长期养老储蓄需求，稳增长、稳股市和稳地产积极政策持续落地实施，利于提升长端利率和权益市场，利好寿险资产端。

图53：截至2024年11月8日保险板块平均PEV位于近5年62%分位数



数据来源：Wind、开源证券研究所

图54：截至2024年11月8日保险板块PB位于近5年65%分位数



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.5 投资结论：量稳价升下NBV有望延续增长，资产负债有望延续双轮驱动

Q3基金持仓环比提升明显，估值仍有提升空间

2024Q3保险板块基金持仓明显回升：保险板块占比1.02%，环比增长0.44pct，相对A股低配1.84 pct，保险板块持仓提升。中国平安0.54%/+0.21pct、中国太保0.37%/+0.17pct、中国人寿0.05%/+0.02pct、新华保险0.04%/+0.03pct、中国人保0.02%/+0.01pct、中国财险（H）0.93%/+0.32pct。

保险股分位数提升至68%：2024Q3末保险股持仓占比合计1.02%，位于历史5年68.4%分位数。个股看，中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险/中国人保/中国财险（H）持仓占比位于近5年80%/60%/90%/70%/70%/95%分位数。

图55：2024Q3主动型基金上市险企重仓持仓提升

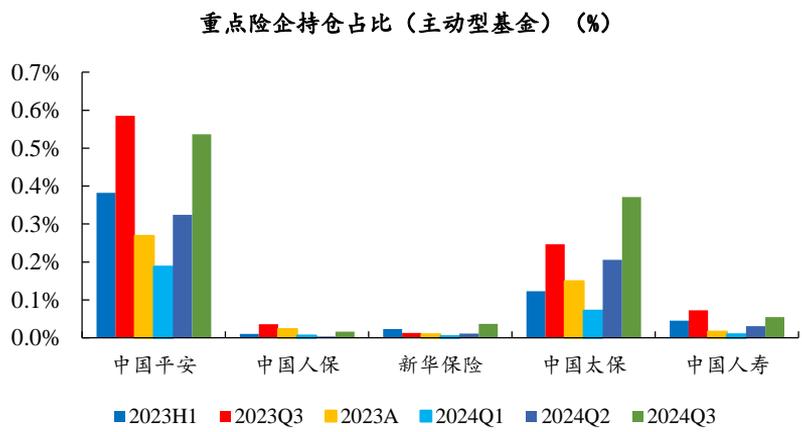
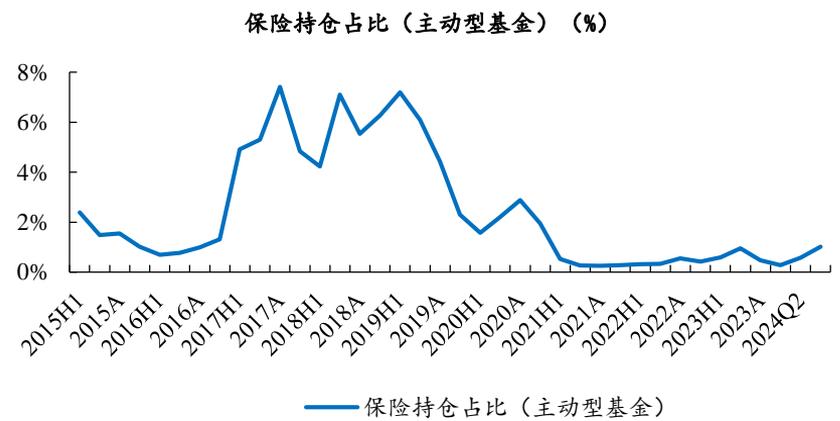


图56：2024Q3主动型基金保险重仓股持仓提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

3.5 投资结论：量稳价升下NBV有望延续增长，资产负债有望延续双轮驱动

量稳价升下NBV有望延续增长，资产负债有望延续双轮驱动

板块推荐：看好寿险板块顺周期机遇

- (1) 供给端周期较长，2025年NBV增长有望延续。
- (2) 稳增长、稳地产和稳股市发力，长端利率和股市带来资产端弹性，有望驱动寿险估值持续回升。
- (3) 新准则下权益弹性突出，净利润和净资产弹性或超预期，寿险板块看涨期权价值提升。

个股选择：负债端高质量增长+资产端稳健的中国太保，推荐业绩弹性大+负债端人力企稳的中国人寿，三季度负债端改善明显+估值具安全边际的中国平安，受益标的权益弹性突出+负债端高增的新华保险。

表27：受益标的估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	NBV (亿元)			归母净利润 (亿元)			PB		PEV	
			2023A	2024E	YOY	2023A	2024E	2024E	2024/11/7	2024E	2024/11/7	2024E
601628.SH	中国人寿	13,836	368.6	433.9	17.7%	461.8	1103.7	139%	2.80	2.48	0.99	1.00
601318.SH	中国平安	10,766	310.8	386.6	24.4%	856.7	1526.6	78%	1.16	1.09	0.77	0.74
601601.SH	中国太保	3,664	109.6	148.2	35.2%	272.6	477.9	75%	1.33	1.24	0.69	0.64
601336.SH	新华保险	1,738	30.2			87.1			1.93	1.39	0.69	0.65

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：新华保险估值取自Wind一致预期

目录

CONTENTS

- 1 2024年度复盘：保险和券商板块均跑出明显超额
- 2 券商及多元展望：券商有望迎来戴维斯双击，看好质地优良多元标的
- 3 保险板块展望：量稳价升下NBV延续增长，资负有望延续双轮驱动
- 4 风险提示

- 股市波动对券商和保险盈利带来不确定影响：股市波动对券商自营业务和保险公司权益投资收益和公允价值变动带来不确定性。
- 保险负债端增长不及预期：开门红不及预期，分红型产品策略切换不顺畅。
- 券商财富管理和资产管理利润增长不及预期：居民收入下滑影响财富管理业务发展。

分析师声明

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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

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。

股票投资评级说明

	评级	说明	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。
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。	

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，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：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

邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券