



# 证券行业研究

**增持（首次评级）**
**行业专题研究报告**

证券研究报告

非银组

分析师：舒思勤（执业 S1130524040001）

shusiqin@gjzq.com.cn

## 2023&24Q1 业绩综述：投资业务为胜负手，关注低基数下业绩弹性

### 核心观点：

**业绩表现：23 年净利微增&24Q1 显著承压，投资业务左右盈利表现。** 1) A 股上市券商 23 年合计营收/归母净利润分别为 4971/1286 亿元，同比分别-21.5%/-31.7%。板块整体 ROE 为 5.4%，较上年降 0.4pct。投资一枝独秀，资管展现韧性，经纪/投行/资管/信用/投资收入增速分别为-12.0%/-21.7%/-1.6%/-24.5%/+71.4%。2) IPO、两融严监管和逆周期调节，以及 23Q1 投资业绩高基数，24Q1 上市券商业绩显著承压，24Q1 合计营收/归母净利润分别为 1058/294 亿元，同比分别-21.5%/-31.7%。板块整体 ROE（年化）4.7%，较上年同期降 2.6pct。经纪/投行/资管/信用/投资收入增速分别为-9.7%/-35.9%/-3.2%/-35.7%/-32.6%。在债券投资弹性上具备优势的上市券商 24Q1 业绩表现亮眼。

**成本费用：人力成本显著压降，利润率稳中有升。** 1) 行业从业人员数量增速放缓。截至 23 年末，上市券商合计员工数量 30.3 万人，同比仅+2.1%。2) 员工平均薪酬显著下降。上市券商员工平均薪酬自 22 年以来显著压降，23/24Q1 分别为 54.5/11.7 万元，同比分别-2.1%/-23.4%。3) 降本增效初显。22 年以来尽管证券业面临的经营环境不佳，上市券商整体利润率却稳中有升，24Q1 业绩下滑背景下，券商板块利润率由 2023 年的 25.9%升至 27.7%。

**业务拆解：1) 财富管理：公募费改压力或加速券商向买方投顾转型，中长期受益投资端改革和机构化趋势。** ①**交易端：**佣金率下滑或是主要拖累。上市券商 23 年交易端收入合计 898 亿元，同比-12.1%，24Q1 经纪收入同比-9.7%。23/24Q1 全市场股基成交额同比分别-3%/+1.5%。②**产品端：**基于 AUM 和业绩提成收费模式叠加快速起量的股票 ETF 存在一定的逆势加仓效应，产品端收入相对更稳健。上市券商 23 年产品端收入合计 568 亿元，同比-2.0%，24Q1 上市券商资管收入同比-3.2%。③**渠道端：**23/24Q1 权益公募新发规模同比分别-31.7%/-41.1%，或拖累代销产品业务收入。从银行/第三方/券商三类渠道机构对比看，券商在权益产品端的竞争优势显著，权益公募保有量份额从 2021Q1 的 16% 提升至 2023Q4 的 28%。财富管理业务短期在交易端（佣金率）、产品端（管理费）、渠道端（尾佣分成、销售费率）均面临较大的公基费率改革压力，或加速券商向买方投顾转型。中长期财富管理业务或受益投资端改革和机构化趋势。

**2) 投行业务：严监管趋势下业绩显著承压。** 23 年下半年以来监管对 IPO 实施逆周期调节，23 年 A 股 IPO 金额同比下降 39%，再融资额同比下降 29%。24 年以来 IPO 收紧进一步制度化，24Q1A 股 IPO 金额同比下降 64%，再融资同比下降 70%。债券承销方面，2023/24Q1 券商债券承销金额同比+24.0%/+0.1%。3) **重资本业务：增配固收&其他权益工具投资，提升投资业绩稳定性。** ①**杠杆率：**21 年以来上市券商杠杆率（剔除客户保证金）整体趋平稳，在 4 倍上下波动。②**资产负债结构：**20 年-24/03 期间，上市券商投资类资产、交易类负债占比显著提升，指向券商投资、机构业务规模的扩张。③**边际变化：**23 年上市券商为降低权益投资波动，提升投资业绩稳定性，持续增配固收，并显著增配其他权益工具投资。24Q1 上市券商或止盈部分固收仓位，继续增配其他权益工具投资。23/24Q1 上市券商其他权益工具投资资产规模分别较上年末+138.4%/+42.3%。其他权益工具投资主要投向高分红高股息股权类资产，其公允价值变动在持有期间和终止确认时均不影响损益，持有期间股利计入投资收益，能大幅提升权益投资业绩稳定性。

### 投资建议：

作为低估值（近五年后 2%）高弹性板块，建议关注后续三条催化因素/逻辑主线：1、短期建议密切关注北向资金动向，券商板块有望重获资金青睐。2、23Q2-23Q4 业绩低基数，权益投资弹性较大的标的。3、并购+国资增资主线，央国资背景券商或将迎来资本注入。建议关注华泰证券、中国银河、中金公司、方正证券。

### 风险提示

资本市场改革推进不及预期；权益市场极端波动风险；机构化进程不及预期；宏观经济复苏不及预期。



## 内容目录

1. 业绩表现：23 年净利微增&24Q1 显著承压，投资业务左右盈利表现.....	4
2. 成本费用：人力成本显著压降，利润率稳中有升.....	5
3. 业务拆解：.....	6
3.1 财富管理：公募费改压力或加速券商向买方投顾转型，中长期受益投资端改革和机构化趋势.....	6
3.2 投行业务：严监管趋势下业绩显著承压.....	8
3.3 重资本业务：增配固收&其他权益工具投资，提升投资业绩稳定性.....	8
4. 投资建议.....	10
风险提示.....	11

## 图表目录

图表 1：上市券商合计营收/利润及增速（单位：亿元）.....	4
图表 2：上市券商季度业绩表现（单位：亿元）.....	4
图表 3：券商板块整体 roe 情况.....	4
图表 4：上市券商业务结构变化.....	4
图表 5：22VS23 各业务表现（单位：亿元）.....	4
图表 6：23Q1VS24Q1 各业务表现（单位：亿元）.....	4
图表 7：2023&24Q1 上市券商业绩表现（单位：亿元）.....	5
图表 8：上市券商员工人数及增速（单位：万人）.....	6
图表 9：上市券商平均员工薪酬及增速（单位：万元）.....	6
图表 10：信用减值损失及营收占比（单位：亿元）.....	6
图表 11：上市券商整体利润率走势.....	6
图表 12：财富管理三类业务拆解（单位：亿元）.....	7
图表 13：A 股股基成交额季度走势（单位：万亿元）.....	7
图表 14：非货公募规模走势（单位：万亿元）.....	7
图表 15：股票 ETF 规模、跨境 ETF 规模、占非货公募比重（单位：亿元）.....	7
图表 16：月度权益新发规模走势（单位：亿份）.....	7
图表 17：券商权益公募销售保有量份额持续提升.....	7
图表 18：2018-24Q1A 股股权融资规模（单位：亿元）.....	8
图表 19：2018-24Q1 券商债承规模（亿元）.....	8
图表 20：上市券商整体杠杆率（剔除客户保证金）.....	9



图表 21: 上市券商资产配置情况 .....	9
图表 22: 上市券商负债来源情况 .....	9
图表 23: 权益/固收自营投资规模及配置比例 .....	9
图表 24: 上市券商整体资产负债变动情况 .....	9
图表 25: 申万券商指数 PB 走势 .....	10

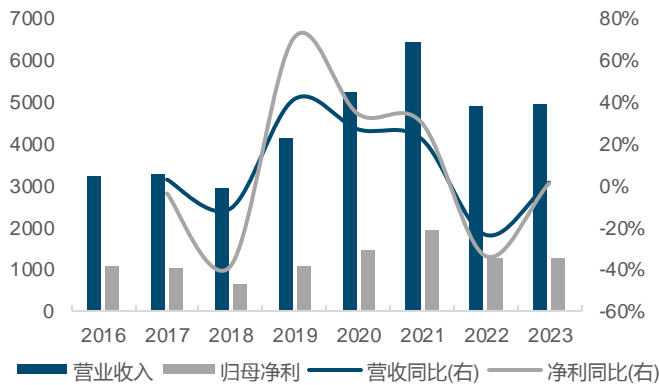


## 1.业绩表现：23年净利微增&24Q1显著承压，投资业务左右盈利表现

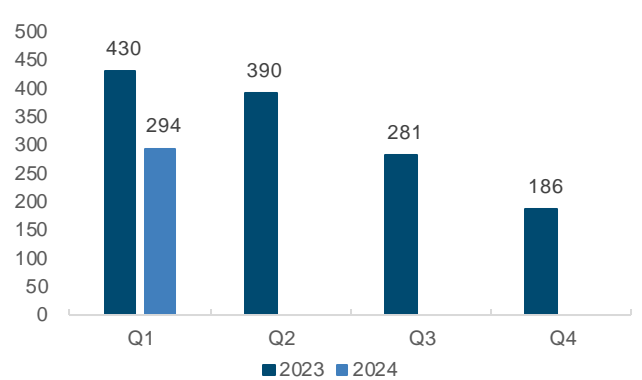
**23年业绩微增，投资支撑增长。**A股43家上市券商2023年合计实现营收4971亿元，同比+1.4%；合计实现归母净利1286亿元，同比+1.0%。板块整体ROE为5.4%，较上年下降0.4pct。业务方面，投资一枝独秀，资管展现韧性，经纪/投行/资管/信用/投资收入增速分别为-12.0%/-21.7%/-1.6%/-24.5%/+71.4%。

**逆周期调节+投资高基数，24Q1业绩承压。**在IPO、两融严监管和逆周期调节下，叠加23Q1投资业绩高基数，券商板块24Q1业绩显著承压，24Q1合计实现营收/归母净利分别为1058/294亿元，同比分别-21.5%/-31.7%。板块整体ROE（年化）4.7%，较上年同期下降2.6pct。经纪/投行/资管/信用/投资收入增速分别为-9.7%/-35.9%/-3.2%/-35.7%/-32.6%。

图表1：上市券商合计营收/利润及增速（单位：亿元）



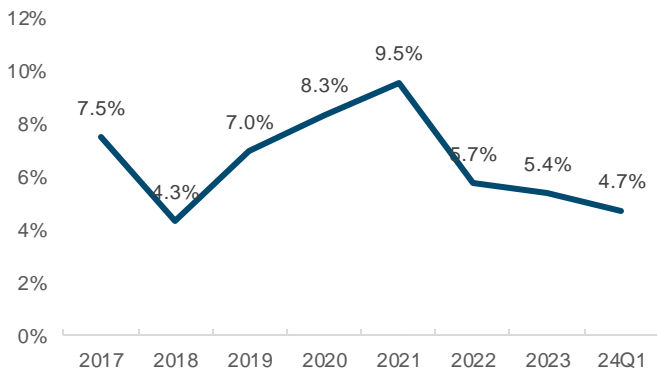
图表2：上市券商季度业绩表现（单位：亿元）



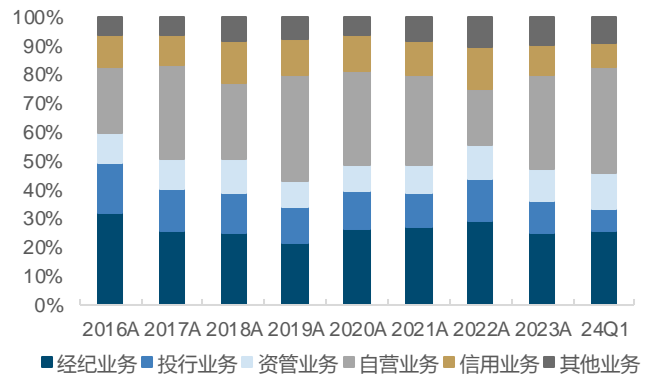
来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

图表3：券商板块整体roe情况



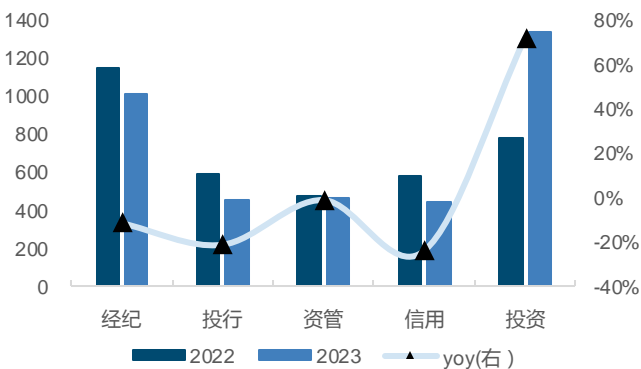
图表4：上市券商业务结构变化



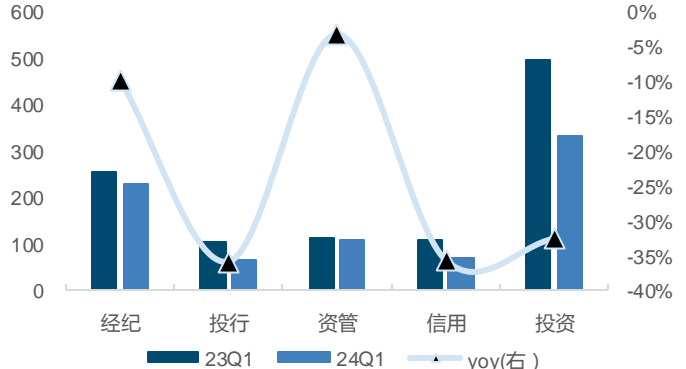
来源：wind，国金证券研究所 注：24Q1为年化roe

来源：wind，国金证券研究所

图表5：22VS23各业务表现（单位：亿元）



图表6：23Q1VS24Q1各业务表现（单位：亿元）



来源：各公司财报，国金证券研究所

来源：各公司财报，国金证券研究所 注：友邦单位为美元



个股表现看，24Q1 债券投资弹性上具备优势的上市券商胜出。如中原证券 21-23 年在“非权益自营规模/自营规模”这一指标上平均值高达 98%，方正证券 23 年末“卖出回购金融资产款/投资规模”指标在所有上市券商中排名第一，首创证券 23 年投资收入/营业收入比重达到 60%，24Q1 债市向好，中债总财富指数单季上涨 2.05%，收益率较上年同期提升 1.37pct，三家券商在固收资产配置规模和收入弹性上具备较大竞争优势，23Q1 归母净利润同比分别+85.5%/+41.1%/+25.2%。

图表7：2023&24Q1 上市券商业绩表现（单位：亿元）

上市券商	2022	2023	同比	23Q1	24Q1	同比↓	上市券商	2022	2023	同比	23Q1	24Q1	同比↓
中原证券	1.1	2.1	98.5%	0.7	1.3	85.5%	华泰证券	110.5	127.5	15.3%	32.5	22.9	-29.4%
东兴证券	5.2	8.2	58.5%	2.2	3.6	64.3%	国信证券	60.9	64.3	5.6%	17.7	12.3	-30.5%
方正证券	21.5	21.5	0.2%	5.6	7.8	41.1%	申万宏源	27.9	46.1	65.2%	20.1	13.9	-31.0%
首创证券	5.5	7.0	26.3%	1.8	2.2	25.2%	山西证券	5.7	6.2	7.9%	2.5	1.6	-36.7%
南京证券	6.5	6.8	4.9%	2.2	2.6	21.2%	东方证券	30.1	27.5	-8.5%	14.3	8.9	-37.9%
西南证券	3.1	6.0	94.6%	2.3	2.3	1.8%	国金证券	12.0	17.2	43.4%	6.0	3.7	-38.6%
第一创业	4.0	3.3	-17.5%	1.4	1.4	1.6%	中金公司	76.0	61.6	-19.0%	22.6	12.4	-45.1%
招商证券	80.7	87.6	8.6%	22.6	21.6	-4.5%	财达证券	3.0	6.1	100.1%	2.0	1.1	-45.1%
财通证券	15.2	22.5	48.4%	4.9	4.6	-7.7%	西部证券	4.3	11.7	170.8%	3.6	2.0	-45.2%
浙商证券	16.5	17.5	6.0%	4.9	4.5	-8.3%	长江证券	15.1	15.5	2.6%	7.6	4.0	-46.8%
中信证券	213.2	197.2	-7.5%	54.2	49.6	-8.5%	红塔证券	0.4	3.1	710.6%	2.3	1.2	-47.0%
国元证券	17.3	18.7	7.7%	5.2	4.6	-11.0%	中信建投	75.2	70.3	-6.4%	24.3	12.3	-49.4%
华林证券	4.6	0.3	-93.2%	0.6	0.5	-12.8%	国海证券	2.5	3.3	31.2%	2.3	0.9	-58.7%
信达证券	12.3	14.7	19.5%	2.2	1.8	-14.4%	兴业证券	26.4	19.6	-25.5%	8.3	3.3	-60.4%
国泰君安	115.1	93.7	-18.5%	30.4	24.9	-18.1%	海通证券	65.5	10.1	-84.6%	24.3	9.1	-62.6%
中银证券	8.1	9.0	11.5%	2.5	2.0	-19.9%	华西证券	4.2	4.2	0.6%	4.0	1.3	-68.6%
长城证券	9.0	14.4	60.0%	4.5	3.5	-21.7%	中泰证券	5.9	18.0	204.9%	11.5	3.3	-71.2%
东吴证券	17.4	20.0	15.4%	5.8	4.6	-21.8%	太平洋	-4.6	2.5	-	1.5	0.3	-76.6%
华安证券	11.8	12.7	7.8%	3.6	2.8	-23.3%	东北证券	2.3	6.7	189.4%	3.7	0.2	-94.4%
中国银河	77.7	78.8	1.4%	22.5	16.3	-27.5%	天风证券	-15.0	3.1	-	5.5	-3.8	-168.7%
广发证券	79.3	69.8	-12.0%	21.6	15.4	-28.7%	国联证券	7.7	6.7	-12.5%	2.1	-2.2	-205.5%
光大证券	31.9	42.7	33.9%	9.6	6.8	-28.7%	合计	1272.8	1285.9	1.0%	429.6	293.5	-31.7%

来源：wind，国金证券研究所

## 2.成本费用：人力成本显著压降，利润率稳中有升

行业从业人员数量增速放缓。截至 23 年末，上市券商合计员工数量 30.3 万人，同比+2.1%，行业增员情况较 22 年进一步放缓。

员工平均薪酬显著下降。2023/24Q1 上市券商合计管理费用分别 2456/534 亿元，同比+4.4%/-13.4%，其中员工薪酬 2023/24Q1 分别为 1636/356 亿元，同比+2.2%/-21.8%。上市券商员工平均薪酬自 22 年以来显著压降，2023/24Q1 分别为 54.5/11.7 万元，同比分别-2.1%/-23.4%。

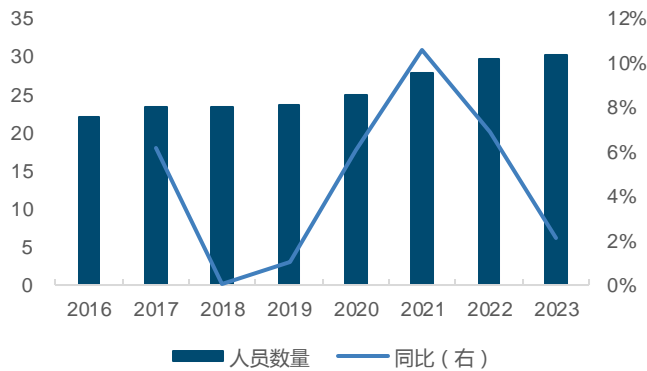
信用减值损失对营收冲击微弱。2023/24Q1 上市券商合计信用减值损失分别为 59.2/-0.6 亿元，占营收比重分别为 1.4%/0.0%，经过多年业务收缩，截至 2023 年末上市券商合计股票质押规模（表内）仅 2277 亿元，较 2017 年高位已下降 69%，股票质押业务带来的信用风险敞口或有限。

降本增效初显，利润率稳中有升。22 年 5 月，中证协发布《证券公司建立稳健薪酬制度指引》，要求券商健全薪酬激励约束机制，2022 年以来尽管证券业面临的经营环境不佳，上市券商整体利润率却稳中有升，24Q1 业绩下滑背景下，券商板块利润率不降反升，由 2023 年的 25.9%升至 24Q1 的 27.7%。

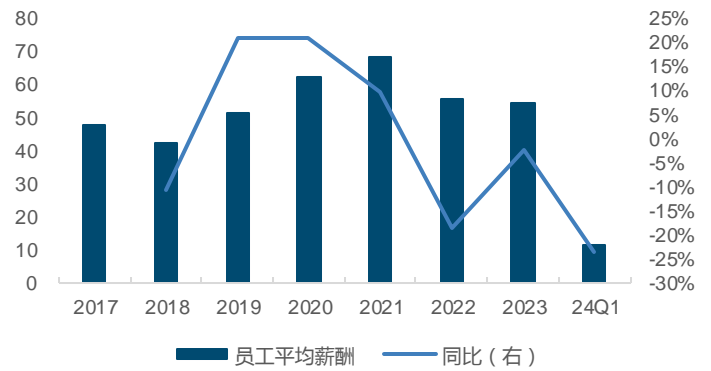




图表8: 上市券商员工人数及增速 (单位: 万人)



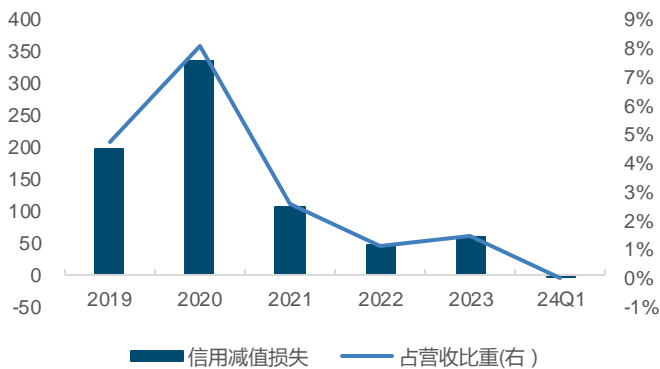
图表9: 上市券商平均员工薪酬及增速 (单位: 万元)



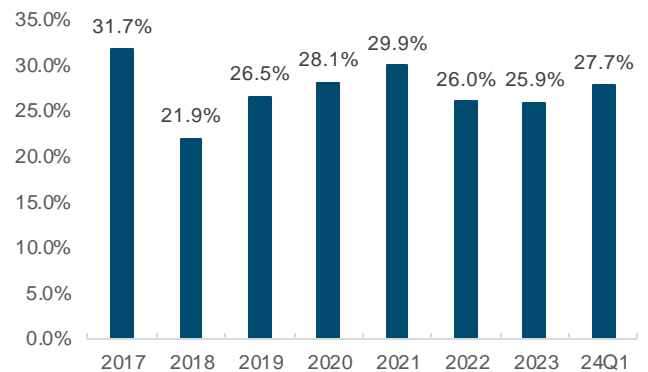
来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

图表10: 信用减值损失及营收占比 (单位: 亿元)



图表11: 上市券商整体利润率走势



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

### 3.业务拆解:

#### 3.1 财富管理: 公募费改压力或加速券商向买方投顾转型, 中长期受益投资端改革和机构化趋势

财富管理业务=交易端(证券经纪+交易单元席位租赁)+产品端(大资管业务)+渠道端(代销金融产品业务), 2023/24Q1 上市券商合计财富管理业务收入同比分别-8.6%/-7.7%。

**交易端: 佣金率下滑或是主要拖累。**上市券商 2023 年交易端合计实现收入 898 亿元, 同比-12.1%, 占总营收比重由 22 年的 25.8%降至 23 年的 22.0%。24Q1 上市券商经纪业务收入同比-9.7%。2023/24Q1 全市场股基成交额同比分别-3%/+1.5%, 交易端收入下滑幅度明显高于成交额, 推测佣金率下滑或是交易端收入下降主要原因。

**产品端: 业绩韧性足, 股票 ETF 规模快速提升。**上市券商 2023 年产品端合计实现收入 568 亿元, 同比-2.0%, 占营收比重由 22 年的 14.6%降至 23 年的 13.9%。24Q1 上市券商资管业务收入同比-3.2%。财富管理产品端收入韧性足, 主要基于 AUM 和业绩提成收费的模式下收入相对更加稳健, 叠加快速起量的股票 ETF 存在一定的逆势加仓效应。分产品看, 券商资管规模 2023/24Q1 分别较上年末-15.6%/+0.9%, 其中权益类资管产品规模 24Q1 较上年末+2.7%; 非货公募规模 2023/24Q1 分别较上年末+4.8%/+2.4%, 其中股票 ETF 规模快速提升, 2023/24Q1 分别较上年末+36%/+23%。

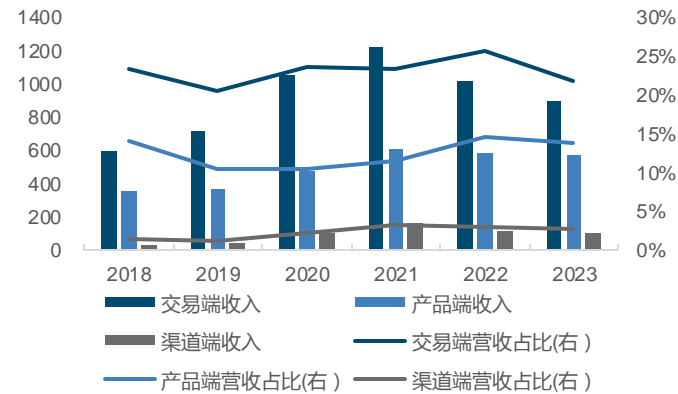
**渠道端: 权益新发规模下滑拖累业绩, 券商渠道竞争优势凸显。**上市券商 2023 年合计实现收入 108 亿元, 同比-10.7%, 占营收比重由 22 年的 3.1%降至 23 年的 2.6%。2023/24Q1 权益公募新发规模同比分别-31.7%/-41.1%, 或拖累代销金融产品业务收入。从银行/第三方/券商三类渠道机构对比看, 券商在权益产品端的竞争优势显著, 权益公募保有量份额从 2021Q1 的 16%提升至 2023Q4 的 28%, 券商主要胜在权益端资产获取和定价能力、专业投顾水平和激励机制。



财富管理业务短期在交易端（佣金率）、产品端（管理费率）、渠道端（尾佣分成、销售费率）均面临较大的公基费率改革压力，或加速券商向买方投顾转型。以中金为例，中金公司以客户需求为基础打造目标导向的买方投顾服务，持续引领行业转型，买方投顾保有量行业领先，截至2023年6月，财富管理买方收费资产提升至820亿元。中金公司2023年代销金融产品业务收入逆势增长3.5%。

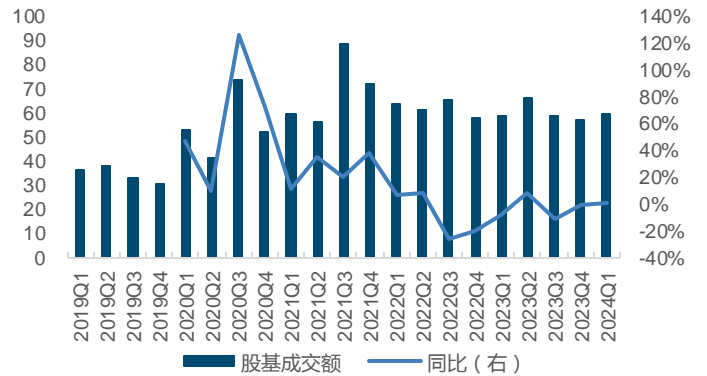
中长期或受益投资端改革和机构化趋势。“新国九条”提出大力推动中长期资金入市，持续壮大长期投资力量，重点提到大力发展权益类公募基金，大幅提升权益类基金占比等。

图表12: 财富管理三类业务拆解 (单位: 亿元)



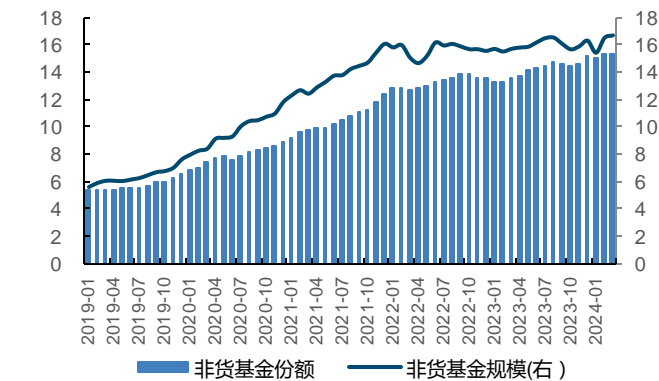
来源: wind, 国金证券研究所

图表13: A股股基成交额季度走势 (单位: 万亿元)



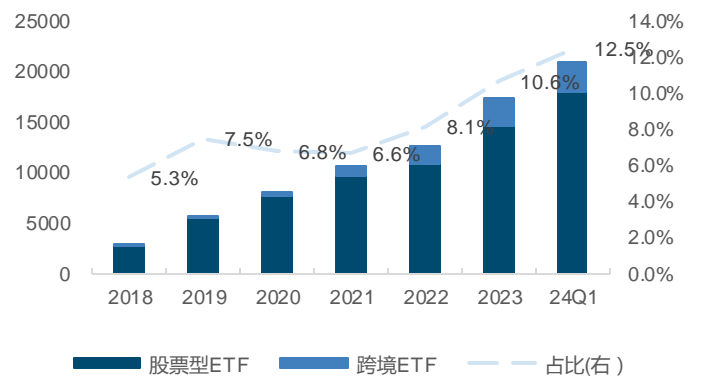
来源: wind, 国金证券研究所

图表14: 非货公募规模走势 (单位: 万亿元)



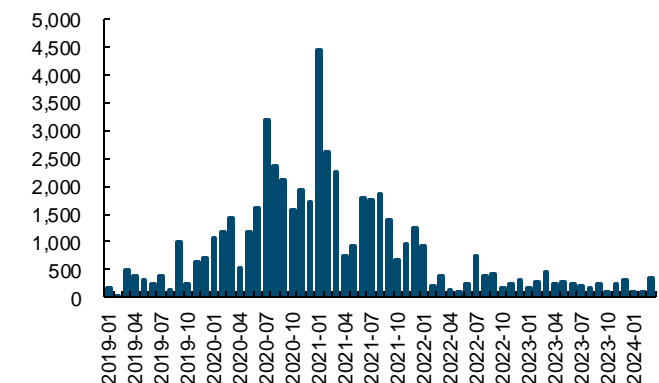
来源: wind, 国金证券研究所

图表15: 股票ETF规模、跨境ETF规模、占非货公募比重 (单位: 亿元)



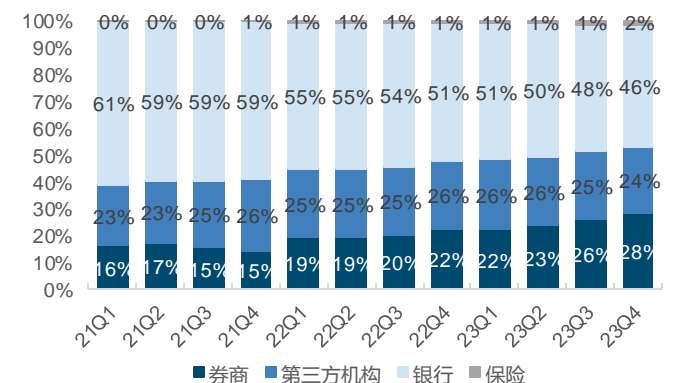
来源: wind, 国金证券研究所

图表16: 月度权益新发规模走势 (单位: 亿份)



来源: wind, 国金证券研究所

图表17: 券商权益公募销售保有量份额持续提升



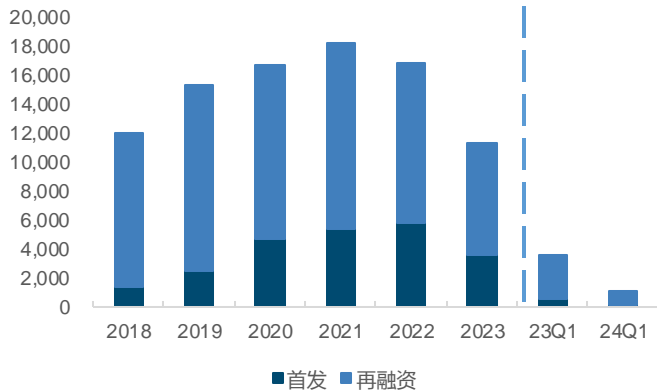
来源: 中基协, 国金证券研究所



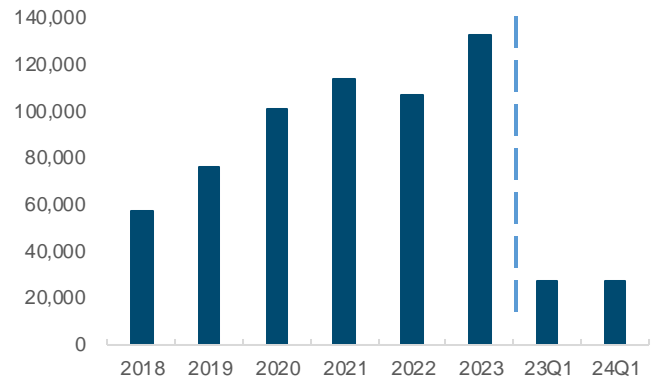
### 3.2 投行业务：严监管趋势下业绩显著承压

受行情和监管政策影响，A股股权融资额显著下滑。2023年下半年以来监管响应要求一二级市场平衡呼声，及时对IPO逆周期调节，2023年A股IPO金额同比-39%，再融资额同比-29%。2024年以来股权融资严监管基调进一步，证监会“3.15”新政要求严把发行上市准入关，IPO收紧进一步制度化。2024年一季度A股IPO金额同比-64%，再融资同比-70%。债券承销方面，2023/24Q1券商债券承销金额同比+24.0%/+0.1%。

图表18：2018-24Q1A股股权融资规模（单位：亿元）



图表19：2018-24Q1券商债承销规模（亿元）



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

### 3.3 重资本业务：增配固收&其他权益工具投资，提升投资业绩稳定性

**杠杆率：**21年以来上市券商杠杆率（剔除客户保证金）整体趋平稳。2023/24Q1上市券商整体杠杆率（剔除客户保证金）分别为4.01X和3.96X。2021年以来上市券商杠杆率（剔除客户保证金）趋稳定，围绕4倍上下波动。

**资产负债结构：**拆解43家上市券商合并资产/负债，其中投资类资产、交易类负债占比显著提升，指向券商投资、机构业务规模的扩张。

①**资产端：**资产配置由信用类资产向投资类资产迁移，客户资金占比趋势下行。2020年至24/03期间，自营投资占总资产比重由45.0%提升至52.9%，信用类资产/客户资金占总资产比重由19.7%/19.0%降至13.9%/17.4%。

②**负债端：**交易类负债占比显著提升。2020年至24/03期间，卖出回购金融资产款/应付款项占总负债比重由21.8%/5.7%提升至27.4%/8.7%。

**边际变化：**2023年上市券商为降低权益投资波动，提升投资业绩稳定性，持续增配固收，并显著增配其他权益工具投资。24Q1上市券商或止盈固收部分仓位，继续增配其他权益工具投资。

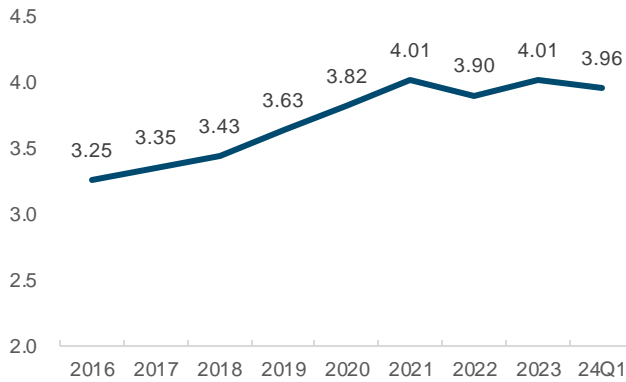
①**增配固收：**从自营业务风控指标角度看，上市券商整体“自营非权益类证券及其衍生品/自营证券”的比例由2023年的91.1%提升至91.4%。从资产配置角度看，2023年上市券商合计其他债权投资规模同比+14.9%。

②**增配其他权益工具投资：**2023/24Q1上市券商合计其他权益工具投资资产规模分别较上年末+138.4%/+42.3%。其他权益工具投资主要投向高分红高股息类股权资产，公允价值变动在持有期间和终止确认时均不影响损益，持有期间的股利计入投资收益，相比交易性金融资产中权益资产，能大幅提升权益投资业绩稳定性。

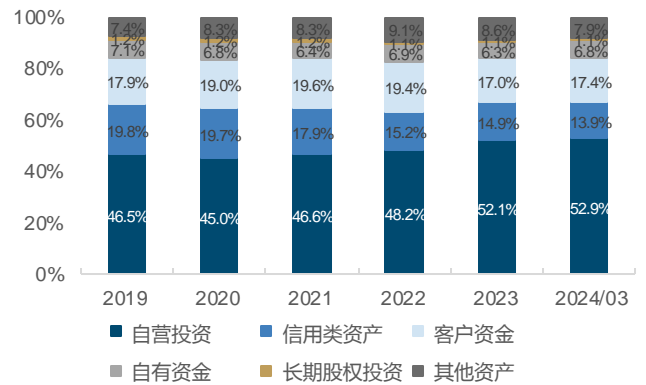




图表20: 上市券商整体杠杆率 (剔除客户保证金)



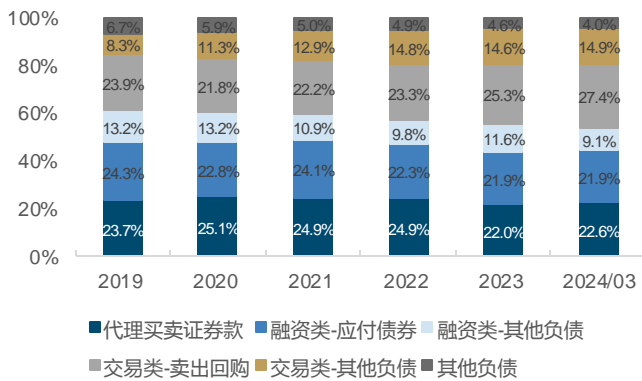
图表21: 上市券商资产配置情况



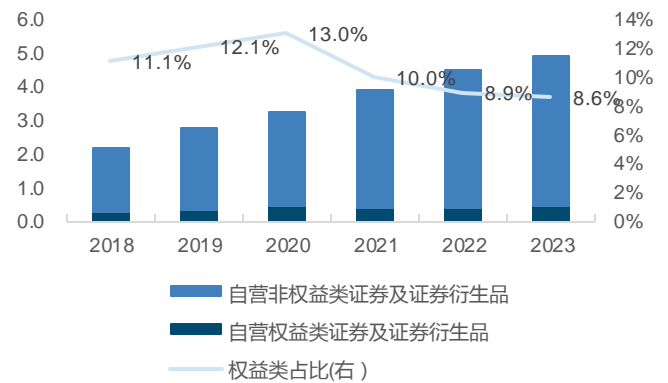
来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

图表22: 上市券商负债来源情况



图表23: 权益/固收自营投资规模及配置比例



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

图表24: 上市券商整体资产负债变动情况

	2022-12	2023-12	22-23 增量	22-23 增幅	2024-03	23-24/03 增量	23-24/03 增幅
<b>总资产</b>	<b>112355</b>	<b>119748</b>	<b>7393</b>	<b>6.6%</b>	<b>120333</b>	<b>584</b>	<b>0.5%</b>
客户资金	21828	20379	-1449	-6.6%	20946	567	2.8%
自有资金	7760	7520	-240	-3.1%	8177	657	8.7%
信用类资产:	17075	17891	815	4.8%	16701	-1190	-6.7%
融出资金	12440	13454	1014	8.2%	12770	-683	-5.1%
买入返售金融资产	4635	4437	-199	-4.3%	3930	-507	-11.4%
投资类资产:	55421	63687	8266	14.9%	64947	1260	2.0%
交易性金融资产	39076	44040	4963	12.7%	44948	909	2.1%
债权投资	921	977	56	6.0%	976	-1	-0.1%
其他债权投资	12227	14046	1819	14.9%	13270	-775	-5.5%
其他权益工具投资	875	2087	1211	138.4%	2968	882	42.3%
衍生金融资产	1073	1221	149	13.9%	1444	222	18.2%
长期股权投资	1248	1316	68	5.5%	1340	24	1.8%
其他资产	10270	10272	1	0.0%	9562	-710	-6.9%
<b>总负债</b>	<b>88480</b>	<b>94322</b>	<b>5842</b>	<b>6.6%</b>	<b>94592</b>	<b>270</b>	<b>0.3%</b>
代理买卖证券款	21995	20790	-1205	-5.5%	21380	590	2.8%
融资类负债:	28457	31645	3189	11.2%	29366	-2279	-7.2%
短期借款	1016	981	-35	-3.4%	986	6	0.6%



应付短期融资款	3917	5590	1673	42.7%	4783	-808	-14.4%
拆入资金	3120	3899	779	25.0%	2388	-1511	-38.8%
长期借款	660	491	-169	-25.7%	451	-40	-8.1%
应付债券	19743	20684	941	4.8%	20758	74	0.4%
<b>交易类负债:</b>	<b>33689</b>	<b>37544</b>	<b>3855</b>	<b>11.4%</b>	<b>40025</b>	<b>2481</b>	<b>6.6%</b>
交易性金融负债	4549	4449	-100	-2.2%	4762	314	7.1%
衍生金融负债	798	1067	270	33.8%	1153	85	8.0%
卖出回购金融资产款	20604	23817	3214	15.6%	25916	2099	8.8%
应付款项	7739	8210	471	6.1%	8194	-16	-0.2%
<b>其他负债</b>	<b>4340</b>	<b>4343</b>	<b>3</b>	<b>0.1%</b>	<b>3821</b>	<b>-522</b>	<b>-12.0%</b>

来源: wind, 国金证券研究所

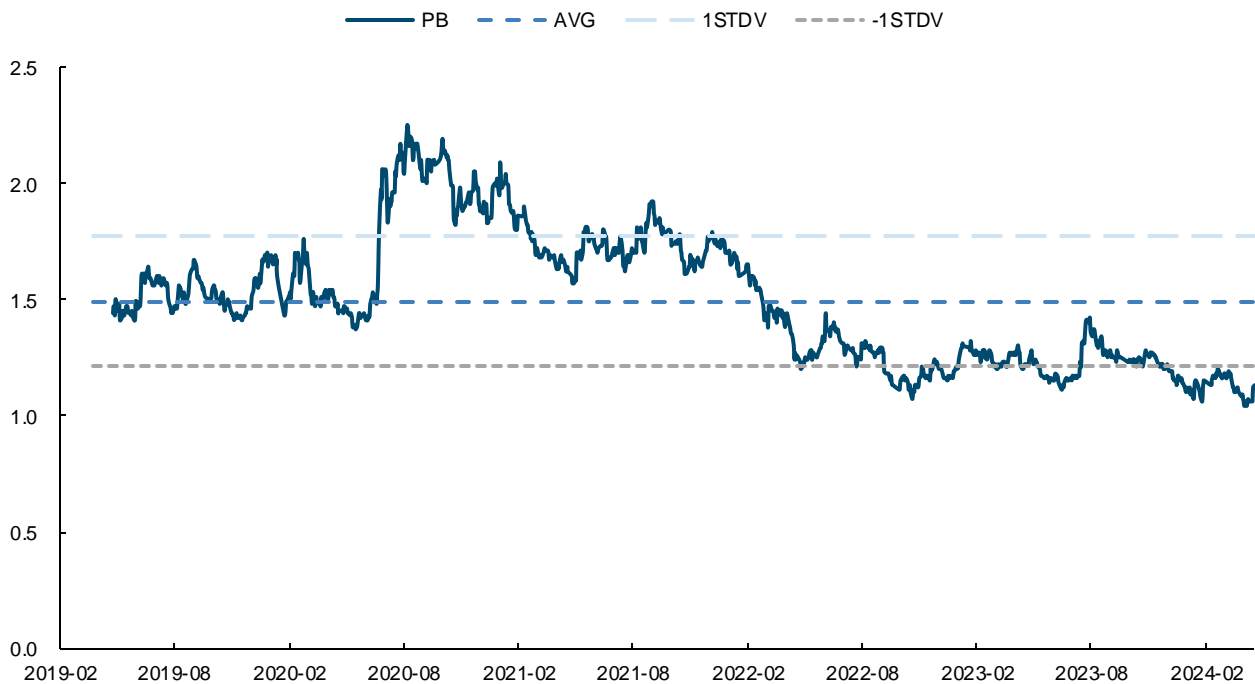
#### 4.投资建议

作为低估值（近五年后 2%）高弹性板块，建议关注后续三条催化因素/逻辑主线：

- 1、短期建议密切关注北向资金动向，复盘最近两次北向资金持续流入期间，非银板块均处于行业资金流入前二，券商板块有望重获资金青睐。
- 2、业绩低基数，权益投资弹性较大的标的。券商板块 23Q2-23Q4 业绩基数较低，随着权益市场风险偏好修复，基数低标的在权益投资带动下有望获得更大弹性。
- 3、持续关注券商板块并购+国资增资主线，继证监会“3.15”新政、“新国九条”支持头部机构并购重组，4.24 财政部提出加快推进国有金融资本布局优化和结构调整，完善利润分配和资本补充机制，央国资背景券商或将迎来资本注入。

建议关注华泰证券、中国银河、中金公司、方正证券。

图表25: 申万券商指数 PB 走势



来源: wind, 国金证券研究所



## 风险提示

- 1) 资本市场改革推进不及预期；
- 2) 权益市场极端波动风险；
- 3) 机构化进程不及预期；
- 4) 宏观经济复苏不及预期。

**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究