

2024 年 05 月 06 日

证券 II

SDIC

行业深度分析

证券研究报告

## 监管趋严业绩承压，市场转暖提振全年预期

目 券商业绩承压明显，头部券商业绩显韧性。

2024 年一季度，44 家上市券商（含东方财富）共计实现营业总收入 1083 亿元（YoY-21%），归母净利润 313 亿元（YoY-30%）。净资产前 10 大上市券商合计实现营业收入 606 亿元（YoY-23%），归母净利润 197 亿元（YoY-28%）。头部上市券商净利润下滑程度要优于上市券商平均水平。

目 自营、投行同比下滑显著，经纪、资管变化较小。

从核心收入业务结构来看，2024 年一季度，43 家上市券商（不含东方财富）经纪、投行、资管、投资、信用五大业务分别贡献核心业务收入占比 28%、8%、13%、41%、9%，同比+5pct、-1pct、+3pct、-5pct、-2pct；与上年同期相比，经纪、投行、资管、投资、信用业务净收入分别同比-9%、-36%、-2%、-33%、-36%。

1) 经纪：股基成交额小幅微增，经纪业务保持承压。2024Q1 市场日均股基成交额为 10217 亿元，同比+3.0%。其中，1 月、2 月、3 月日均股基成交额分别为 8552 亿元、11077 亿元、11346 亿元，同比-5.6%、+10.3%、+9.1%，环比-5.1%、+29.5%、+2.4%。头部券商经纪业务下滑较小，部分券商逆势增长。中信、国君、广发等券商经纪业务下滑小于行业平均水平，而中金经纪业务净收入下滑较为显著。

2) 投行：金融监管明显趋严，股权融资规模显著下滑。受金融监管趋严等因素影响，A 股股权融资较去年同期显著缩水，2024 年一季度 IPO 融资规模为 236 亿元（YoY-64%），IPO 家数为 30 家（YoY-56%）。头部券商投行业务受影响显著。头部证券如中信、中信建投、海通等券商一季度投行收入降幅均超过 50%。

3) 信用：两融余额有所下滑，股票质押规模收缩。从市场整体情况来看，2024Q1 日均两融余额为 1.55 万亿元，较去年同期小幅下滑 1.5%；截至 2024Q1 末，股票质押数量达 3558 亿股（YoY-4%），质押股票市值达 2.65 万亿元（YoY-20%）。信用业务规模缩减，利息支出增加导致净利息收入下滑明显。受利息收入滑落、利息支出加大影响，上市券商 2024Q1 实现利息净收入为 71 亿元（YoY-36%）。

4) 资管：权益类基金资产净值下滑明显，债券基金表现持续向好。债券基金份额在过去一年保持稳步增长，截至 2024Q1 债券基金资产净值已达 5.68 万亿元（YoY+36%）；而权益类基金产品则出现明显缩水，股票型基金和混合型基金资产净值合计 6.75 万亿元（YoY-11%）。券商资管业务表现差异，固收类资管产品提振券商业绩。2024Q1 上

投资评级 **领先大市-A**  
维持评级

首选股票	目标价（元）	评级

### 行业表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.0	-9.8	5.4
绝对收益	1.9	1.3	-5.2

张经纬 分析师

SAC 执业证书编号：S1450518060002

zhangjw1@essence.com.cn

### 相关报告

公募降佣新规出台，卖方行业迎变革	2024-04-22
强监管防风险，“1+N”政策体系促高质量发展	2024-04-14
监管政策重磅出台，严监管提升质量	2024-03-18
第二轮公募降费开启，行业变革回归本源	2023-12-11
印花税减半多箭齐发，提振信心券商当先	2023-08-28

市券商资管业务净收入合计 109 亿元 (YoY-2%)，其中资管收入前 15 名上市券商合计同比下滑 6%，华泰证券、中泰证券、首创证券、中信建投资管收入实现逆势正增长。

**5) 自营：权益市场波动加剧，债券市场表现亮眼。**2024 年一季度，A 股市场先抑后扬，股票表现波动较大，主要指数涨跌互现。其中，上证指数一季度上涨 2.23%，沪深 300 上涨 3.10%，而创业板指和科创 50 分别下跌 3.87%、10.48%。**自营表现导致业绩分化明显。**受权益市场波动剧烈、债券市场向好的影响，2024Q1 上市券商实现投资收入达 342 亿元，同比下滑 32%；其中，东北、兴业、中泰等券商受权益市场波动影响较大，叠加去年同期基数相对较高，投资收益同比增速出现较大幅度下滑。

**目 投资建议：券商基本面有望边际修复，估值低位建议增配。**

就 2024 年市场展望而言，我们认为，虽然证券公司基本面短期受金融监管趋严、IPO 节奏放缓及资本市场表现疲软影响而有所承压，但是监管持续发声提振信心，叠加当前流动性保持宽裕，市场信心有所修复，券商业绩有望在去年低基数之上实现边际改善，进而带动券商估值水平迎来修复。考虑到目前券商板块估值水平约 1.22xP/B，处于过去五年 3.5%分位点，看好券商基本面改善、估值水平提升空间。**建议关注：1) 头部券商：中信证券、华泰证券等；2) 并购重组主线：东吴证券、浙商证券、财通证券等；3) 财富管理主线：兴业证券、东方证券等。**

**目 风险提示：两市交易量不及预期、权益市场大幅动荡、宏观经济不景气等。**

## 目 录

1. 券商行业 2024Q1 业绩总览.....	4
2. 券商行业 2024Q1 各业务表现.....	7
2.1. 经纪业务.....	7
2.2. 投行业务.....	8
2.3. 信用业务.....	11
2.4. 资管业务.....	12
2.5. 自营业务.....	14
3. 券商行业 2024 年展望.....	17

## 目 录

图 1. 2023Q1 券商主要业务净收入贡献.....	5
图 2. 2024Q1 券商主要业务净收入贡献.....	5
图 3. 2024Q1 券商 ROE 表现.....	6
图 4. A 股市场日均股基交易额（亿元）.....	7
图 5. 2024Q1 上市券商经纪业务净收入增速表现.....	8
图 6. IPO 融资规模（亿元）.....	9
图 7. IPO 家数.....	9
图 8. 再融资规模（亿元）.....	9
图 9. 再融资家数.....	9
图 10. 日均两融余额（亿元）.....	11
图 11. 股票质押业务规模.....	11
图 12. 上市券商融出资金及买入返售金融资产规模（亿元）.....	11
图 13. 上市券商利息收入及支出表现（亿元）.....	11
图 14. 公募基金资产净值表现（万亿元）.....	13
图 15. 公募基金资产净值表现（万亿）.....	13
图 16. 上市券商单季度合计归母净利润（亿元）.....	17
表 1: 2024Q1 净资产前 10 大上市券商业绩表现.....	4
表 2: 2024Q1 净利润增速排名前 15 名上市券商业绩表现.....	5
表 3: 券商主要业务净收入表现.....	5
表 4: 上市券商财务杠杆倍数.....	6
表 5: 2024Q1 经纪业务净收入前 15 名上市券商表现.....	8
表 6: 2024Q1 投行业务净收入前 15 名上市券商表现.....	10
表 7: IPO 融资保荐机构排名（按发行日口径统计）.....	10
表 8: 2024Q1 信用业务净收入前 15 名上市券商表现.....	12
表 9: 2024Q1 资管净收入前 15 名上市券商表现.....	14
表 10: 主要指数表现.....	14
表 11: 上市券商自营业务净收入及同比增速.....	15
表 12: 各上市券商单季度归母净利润表现（亿元）.....	17

## 1. 券商行业 2024Q1 业绩总览

券商业绩承压明显，头部券商业绩显韧性。2024 年一季度，44 家上市券商（含东方财富）共计实现营业总收入 1083 亿元（YoY-21%），归母净利润 313 亿元（YoY-30%）。其中，净资产前 5 大上市券商合计实现营业总收入 376 亿元（YoY-23%），归母净利润 122 亿元（YoY-25%）；净资产前 10 大上市券商合计实现营业收入 606 亿元（YoY-23%），归母净利润 197 亿元（YoY-28%）。从业绩表现来看，受到 A 股市场波动加剧、A 股 IPO 节奏放缓、基金发行疲软等因素影响，券商自营、投行、资管等各项业务均不同程度承压，营收、净利润较去年同期均有明显下滑。其中，净资产前 5、前 10 的上市券商净利润表现体现出更好韧性，整体下滑程度优于上市券商平均水平。

表1：2024Q1 净资产前 10 大上市券商业绩表现

代码	简称	净资产 (亿元)	营业总收入 (亿元)	营业总收入增速	归母净利润 (亿元)	归母净利润增速
600030.SH	中信证券	2,809	137.55	-10%	49.59	-8%
601688.SH	华泰证券	1,815	61.05	-32%	22.91	-29%
601211.SH	国泰君安	1,694	79.83	-14%	24.89	-18%
600837.SH	海通证券	1,645	47.62	-44%	9.11	-63%
000776.SZ	广发证券	1,400	49.49	-24%	15.38	-29%
601881.SH	中国银河	1,330	72.14	-17%	16.31	-27%
600999.SH	招商证券	1,243	42.99	-10%	21.57	-5%
002736.SZ	国信证券	1,132	33.62	-19%	12.29	-31%
601995.SH	中金公司	1,059	38.74	-38%	12.39	-45%
601066.SH	中信建投	1,031	42.94	-36%	12.28	-50%
净资产 Top10 券商合计		15,158	606	-23%	197	-28%
44 家上市券商合计		25,909	1,083	-21%	313	-30%

资料来源：Wind，国投证券研究中心；注：基于 2024Q1 末归母净资产排序

券商 Q1 业绩表现分化明显。2024 年一季度，44 家上市券商中共有 7 家实现归母净利润同比正增长，37 家实现负增长，其中两家券商：天风证券、国联证券分别实现-3.76 亿元、-2.19 亿元亏损。从增速排名来看，部分中小券商业绩弹性明显，中原证券、东兴证券、方正证券、首创证券 2024Q1 净利润增速分别为+86%、+64%、+41%、+25%，领先于同业。大型券商之中，受投行、自营等业务拖累，中金公司、中信建投、海通证券 2024Q1 净利润增速分别为-45%、-50%、-63%，降幅较为明显。而中信证券、招商证券净利润同比降幅仅个位数，业绩韧劲十足。

表2: 2024Q1 净利润增速排名前 15 名上市券商业绩表现

排名	代码	简称	净资产 (亿元)	营业总收入 (亿元)	营业总收入增速	归母净利润 (亿元)	归母净利润增速
1	601375.SH	中原证券	140	6.44	39%	1.31	86%
2	601198.SH	东兴证券	276	19.80	113%	3.60	64%
3	601901.SH	方正证券	462	19.85	12%	7.84	41%
4	601136.SH	首创证券	126	5.64	30%	2.20	25%
5	601990.SH	南京证券	174	8.82	37%	2.63	21%
6	600369.SH	西南证券	256	5.85	-21%	2.30	2%
7	002797.SZ	第一创业	151	6.73	-3%	1.43	2%
8	300059.SZ	东方财富	735	24.56	-13%	19.54	-4%
9	600999.SH	招商证券	1,243	42.99	-10%	21.57	-5%
10	601108.SH	财通证券	351	14.10	-21%	4.56	-8%
11	601878.SH	浙商证券	275	38.82	-21%	4.47	-8%
12	600030.SH	中信证券	2,809	137.55	-10%	49.59	-8%
13	000728.SZ	国元证券	352	14.04	-9%	4.63	-11%
14	002945.SZ	华林证券	63	2.73	12%	0.55	-13%
15	601059.SH	信达证券	179	8.35	-23%	1.85	-14%

资料来源: Wind, 国投证券研究中心

自营、投行、信用同比下滑显著，经纪、资管变化较小。从核心收入业务结构来看，2024 年一季度，43 家上市券商（不含东方财富）经纪、投行、资管、投资、信用五大业务分别贡献核心业务收入占比 28%、8%、13%、41%、9%，同比+5pct、-1pct、+3pct、-5pct、-2pct；与上年同期相比，经纪、投行、资管、投资、信用业务净收入分别同比-9%、-36%、-2%、-33%、-36%。从绝对值来看，投资业务收入下滑是致使券商整体业绩下滑的主要因素，投行、信用业务收入也较上年同期有较大幅度的滑落，经纪与资管则整体降幅较小。

表3: 券商主要业务净收入表现

券商主要业务净收入	2023Q1 (亿元)	2024Q1 (亿元)	同比增速
经纪业务	252	229	-9%
投行业务	105	67	-36%
资管业务	111	109	-2%
投资业务	495	334	-33%
信用业务	110	71	-36%

资料来源: Wind, 国投证券研究中心

图1. 2023Q1 券商主要业务净收入贡献

■ 经纪业务 ■ 投行业务 ■ 资管业务 ■ 投资业务 ■ 信用业务

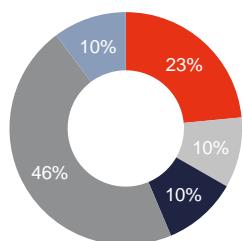
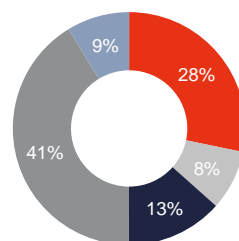


图2. 2024Q1 券商主要业务净收入贡献

■ 经纪业务 ■ 投行业务 ■ 资管业务 ■ 投资业务 ■ 信用业务

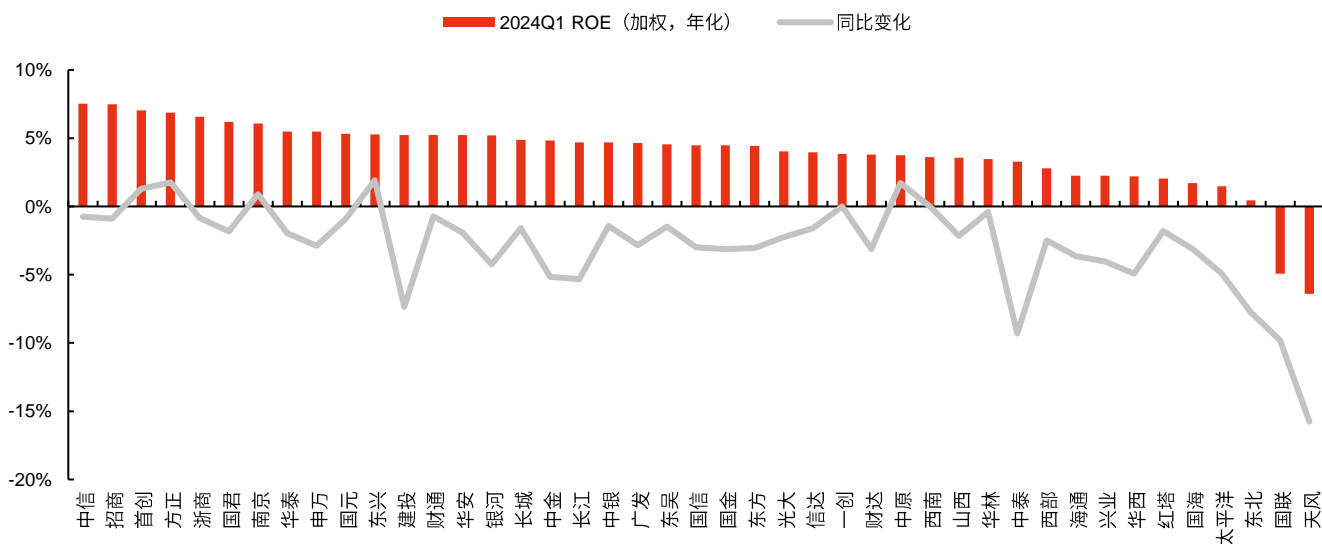


资料来源: Wind, 国投证券研究中心

资料来源: Wind, 国投证券研究中心

**ROE 水平整体下滑明显。**从 ROE 水平来看，受制于业务承压带动整体净利润明显下滑，43 家上市券商整体年化 ROE 水平由 2023Q1 的 7.3% 下滑至 2024Q1 的 4.7%，同比-2.6pct。其中，中金、中信建投、长江、中泰由于自营表现拖累以及投行业务收缩明显等因素影响，ROE 水平较去年同期下滑显著；头部券商招商、中信、国泰君安则保持相对稳健，体现出较强的抗周期属性；而部分中小券商首创、方正、南京得益于自营固收资产表现、基数相对较小等特性，ROE 水平实现正增长。

图3. 2024Q1 券商 ROE 表现



资料来源：Wind，国投证券研究中心

**杠杆倍数较去年同期小幅提升。**从财务杠杆来看，43 家上市券商财务杠杆倍数小幅提升，由 2023Q1 的 3.91 倍增至 2024Q1 的 3.96 倍。其中，头部券商中信、申万宏源、广发、招商杠杆有所提升，而中金、银河等券商杠杆出现明显调整。此外，部分中型券商如兴业、方正、国联证券保持扩张态势，杠杆倍数也有明显提升。

表4：上市券商财务杠杆倍数

券商简称	2024Q1	2023Q1	券商简称	2024Q1	2023Q1	券商简称	2024Q1	2023Q1
中信证券	4.52	4.36	东吴证券	3.57	3.54	华西证券	2.68	3.24
国泰君安	4.80	4.80	光大证券	2.73	2.95	中原证券	2.64	2.91
中国银河	4.50	5.05	方正证券	4.26	3.62	山西证券	3.51	3.78
华泰证券	3.96	4.15	东兴证券	3.14	3.11	中银证券	2.89	2.71
申万宏源	5.25	4.46	西部证券	3.00	2.99	西南证券	2.78	2.92
广发证券	4.50	4.13	国金证券	2.55	2.76	首创证券	3.11	2.97
海通证券	3.69	3.66	国元证券	3.22	3.12	财达证券	3.13	3.13
招商证券	4.41	4.15	长江证券	3.02	3.70	红塔证券	1.96	1.78
中信建投	4.16	4.39	东北证券	3.68	3.40	太平洋	1.17	1.25
浙商证券	4.45	4.67	长城证券	3.17	2.99	华林证券	2.68	3.29
中金公司	4.98	5.62	南京证券	2.19	2.53	天风证券	3.82	3.50
东方证券	3.23	3.23	信达证券	3.26	3.12	国联证券	4.70	4.15
国信证券	3.65	3.13	华安证券	3.10	3.05	财通证券	3.45	3.18
中泰证券	3.53	3.33	国海证券	2.80	3.26			
兴业证券	3.45	3.06	第一创业	2.44	2.47			

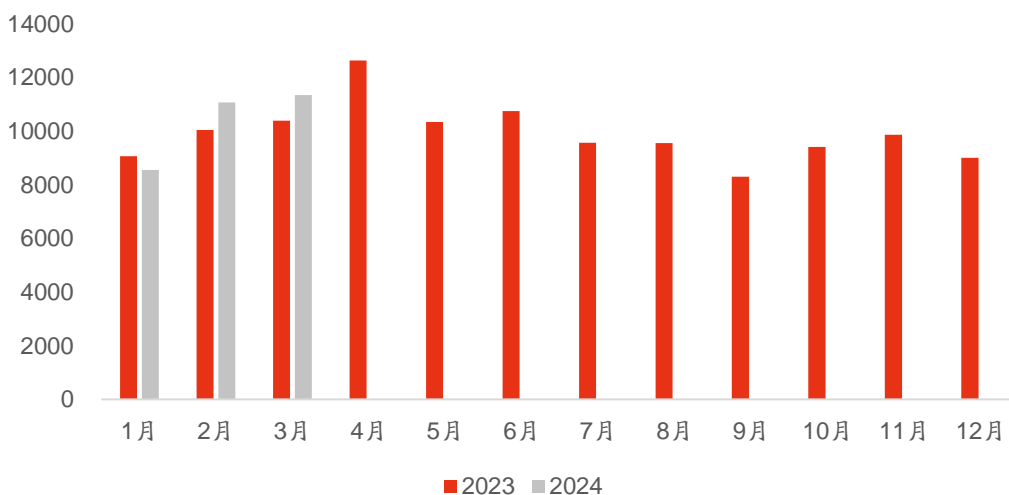
资料来源：Wind，国投证券研究中心，财务杠杆倍数 = (总资产 - 代理买卖证券款) / 归母净资产

## 2. 券商行业 2024Q1 各业务表现

### 2.1. 经纪业务

股基成交额小幅微增，经纪业务保持承压。2024Q1 市场日均股基成交额为 10217 亿元，同比 +3.0%。其中，1 月、2 月、3 月日均股基成交额分别为 8552 亿元、11077 亿元、11346 亿元，同比 -5.6%、+10.3%、+9.1%，环比 -5.1%、+29.5%、+2.4%。伴随春节之后市场反弹，2 月份、3 月份股基成交额显著改善，进而推动 Q1 日均股基交易额同比实现正增长，但是 Q1 上市券商经纪业务净收入仍同比下滑 9%，我们认为主要受制于交易佣金费率下滑、代销金融产品收入贡献减少等因素。

图4. A 股市场日均股基交易额（亿元）



资料来源：Wind，国投证券研究中心

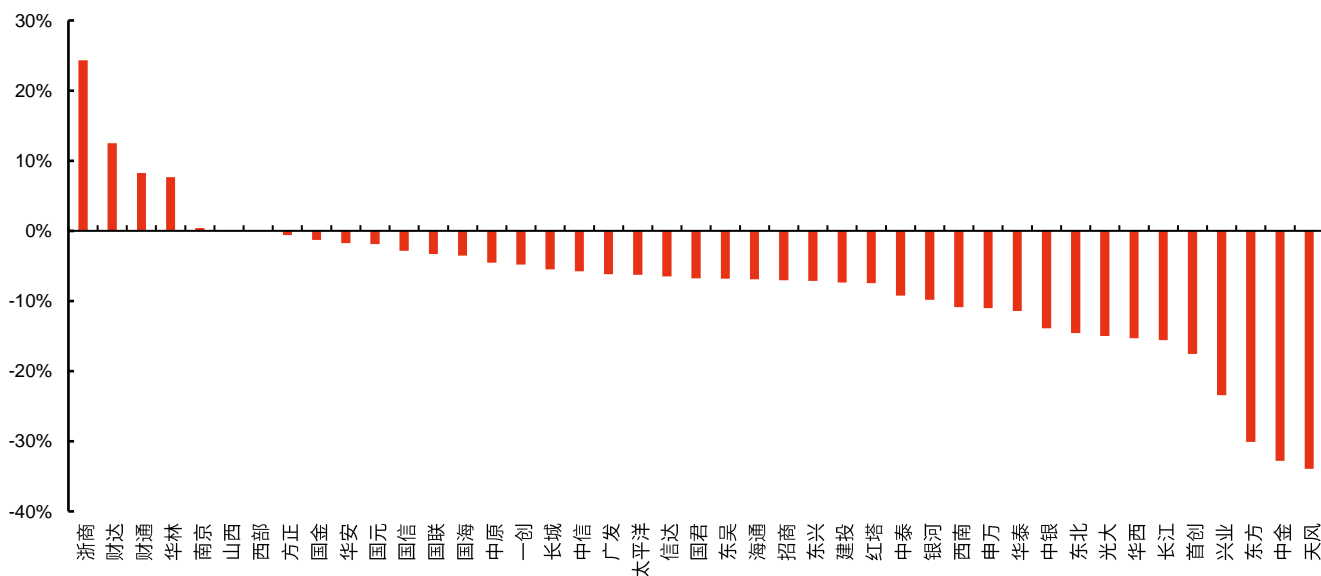
头部券商经纪业务下滑较小，部分券商逆势增长。从头部券商经纪业务表现来看，中信、国君、广发等券商经纪业务下滑小于行业平均水平，而中金经纪业务净收入下滑较为显著，我们认为一定程度受一季度代销金融产品收入下滑影响（2023 年中金公司代销金融产品收入占经纪业务收入比重达 23%，贡献比例排名行业首位）。中型券商当中，兴业、东方证券经纪业务降幅也处于前列，而浙商、财达、财通则实现经纪业务逆势正增长。

表5：2024Q1 经纪业务净收入前 15 名上市券商表现

排名	简称	2024Q1	2023Q1	同比增速
1	中信证券	24.4	25.9	-6%
2	国泰君安	15.0	16.1	-7%
3	华泰证券	13.6	15.3	-11%
4	广发证券	13.6	14.5	-6%
5	招商证券	13.2	14.2	-7%
6	中国银河	12.6	13.9	-10%
7	中信建投	12.5	13.5	-7%
8	国信证券	10.8	11.1	-3%
9	申万宏源	10.2	11.5	-11%
10	海通证券	8.5	9.1	-7%
11	中金公司	8.3	12.4	-33%
12	方正证券	8.1	8.1	-1%
13	中泰证券	6.8	7.5	-9%
14	光大证券	6.3	7.4	-15%
15	长江证券	6.3	7.4	-16%
Top15 券商合计		170	188	-10%
43 家上市券商合计		229	252	-9%

资料来源：Wind，国投证券研究中心

图5. 2024Q1 上市券商经纪业务净收入增速表现



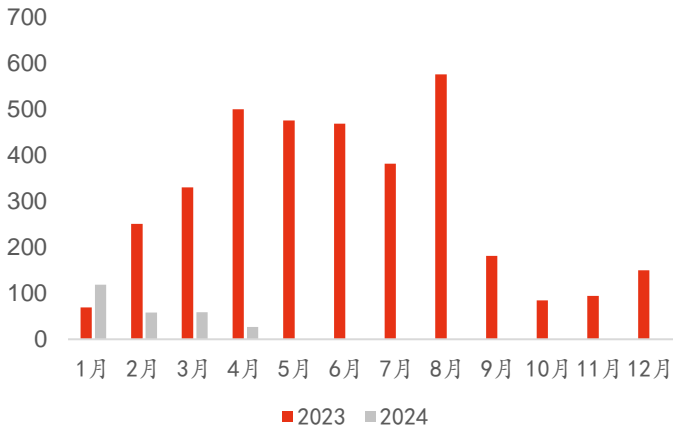
资料来源：Wind，国投证券研究中心

## 2.2. 投行业务

**金融监管明显趋严，股权融资规模显著下滑。**受金融监管趋严等因素影响，A 股股权融资较去年同期显著缩水，2024 年一季度 IPO 融资规模为 236 亿元 (YoY-64%)，IPO 家数为 30 家 (YoY-56%)。而 IPO 融资规模从年初至今呈现显著缩减，今年 4 月 IPO 融资规模仅为 27 亿元，IPO 上市家数缩减至 5 家。此外，再融资方面，一季度 A 股市场再融资规模为 870 亿元 (YoY-70%)，再融资家数为 74 家 (YoY-41%)。债权融资方面，2024Q1 券商参与的债券承销规模达 2.76 万亿元，基本与去年同期的 2.73 万亿元同比持平。

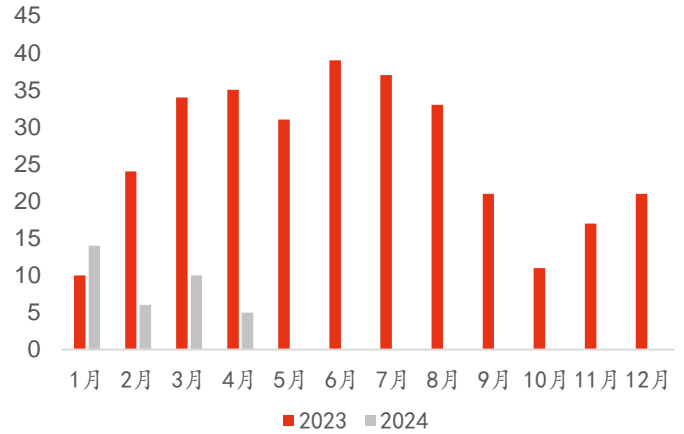


图6. IPO 融资规模 (亿元)



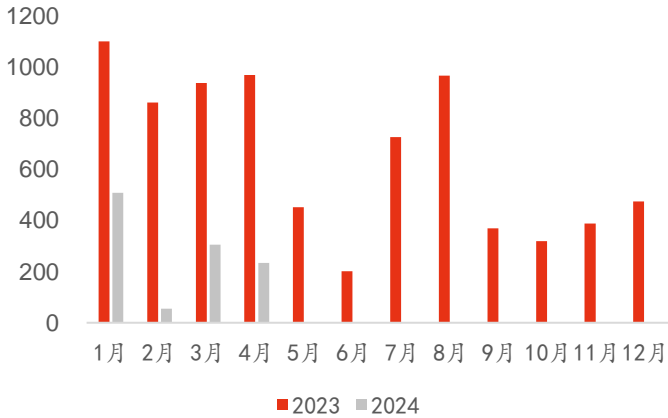
资料来源: Wind, 国投证券研究中心

图7. IPO 家数



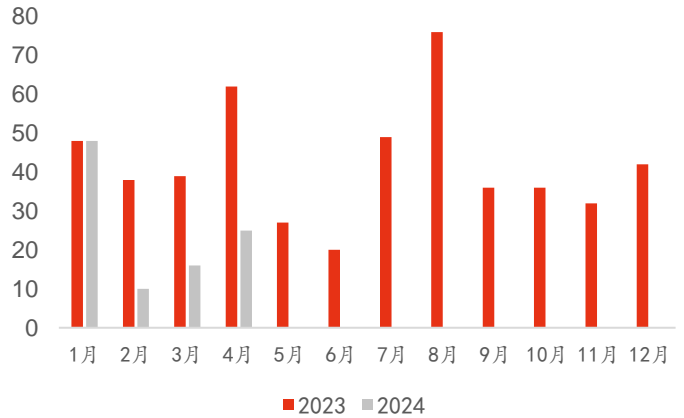
资料来源: Wind, 国投证券研究中心

图8. 再融资规模 (亿元)



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

图9. 再融资家数



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

**头部券商投行业务受影响显著。**从投行收入排名来看，头部券商受 IPO 和再融资收紧影响更为明显，如中信、中信建投、海通等券商一季度投行收入降幅均超过 50%；而国君、东方证券投行收入降幅仅为个位数，光大证券一季度投行收入同比增长 30%。从 IPO 保荐机构排名来看，中信、中信建投、中金、国君等头部券商所承销保荐的上市公司家数及融资规模，均较去年同期有较大幅度的下滑。

表6: 2024Q1 投行业务净收入前 15 名上市券商表现

排名	简称	2024Q1	2023Q1	同比增速
1	中信证券	8.69	19.80	-56%
2	国泰君安	6.42	6.59	-3%
3	华泰证券	5.76	7.79	-26%
4	中金公司	4.50	6.01	-25%
5	中信建投	4.48	10.99	-59%
6	海通证券	4.13	9.06	-54%
7	东方证券	2.73	2.77	-1%
8	中泰证券	2.52	4.24	-41%
9	光大证券	2.49	1.92	30%
10	东吴证券	2.31	3.01	-23%
11	国金证券	2.26	3.98	-43%
12	国信证券	2.12	2.89	-27%
13	申万宏源	1.71	2.90	-41%
14	浙商证券	1.51	2.32	-35%
15	广发证券	1.48	1.01	47%
Top15 券商合计		53	85	-38%
43 家上市券商合计		67	105	-36%

资料来源: Wind, 国投证券研究中心

表7: IPO 融资保荐机构排名 (按发行日口径统计)

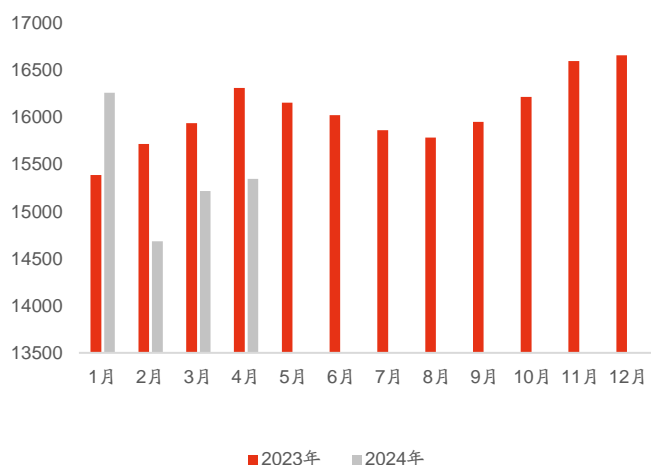
2024Q1				2023Q1			
排名	机构简称	募集资金(亿元)	家数	排名	机构简称	募集资金(亿元)	家数
1	中信证券	50.7	4	1	中信证券	242.3	13
2	华泰联合证券	50.3	4	2	中信建投证券	148.2	9
3	民生证券	27.8	4	3	海通证券	76.4	6
4	海通证券	15.3	2	4	华泰联合证券	55.7	4
5	国泰君安	12.7	2	5	国泰君安	55.6	4
6	中金公司	11.1	2	6	民生证券	50.7	5
7	中泰证券	10.2	2	7	中金公司	43.0	3
8	光大证券	9.6	1	8	兴业证券	37.2	3
9	中信建投证券	7.9	2	9	国信证券	33.3	6
10	东吴证券	5.7	2	10	国金证券	26.9	6
11	第一创业证券	5.6	2	11	中泰证券	20.3	3
12	国金证券	4.1	1	12	浙商证券	20.1	1
13	兴业证券	3.9	1	13	光大证券	19.6	2
14	开源证券	2.4	1	14	华福证券	19.6	1
15	长江证券	2.0	1	15	西部证券	18.0	1

资料来源: Wind, 国投证券研究中心

## 2.3. 信用业务

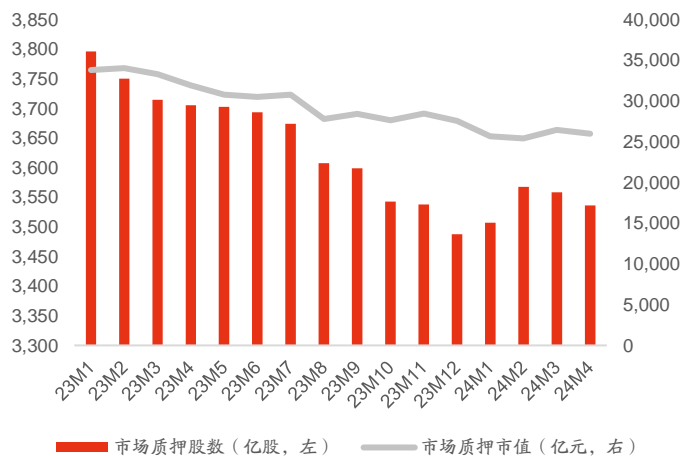
两融余额有所下滑，股票质押规模收缩。从市场整体情况来看，2024Q1 日均两融余额为 1.55 万亿元，较去年同期小幅下滑 1.5%；其中，二月份受市场大幅波动影响，市场整体杠杆水平降低，两融余额呈现明显下滑，随后逐月改善。而股票质押金额与数量自去年以来呈现稳步下滑趋势，截至 2024Q1 末，股票质押数量达 3558 亿股 (YoY-4%)，质押股票市值达 2.65 万亿元 (YoY-20%)。

图10. 日均两融余额 (亿元)



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

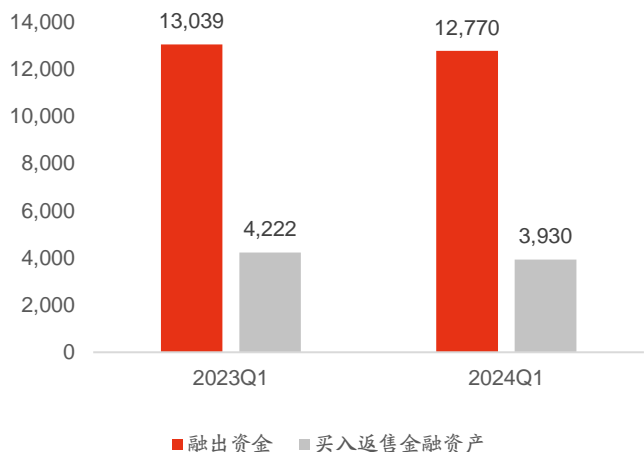
图11. 股票质押业务规模



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

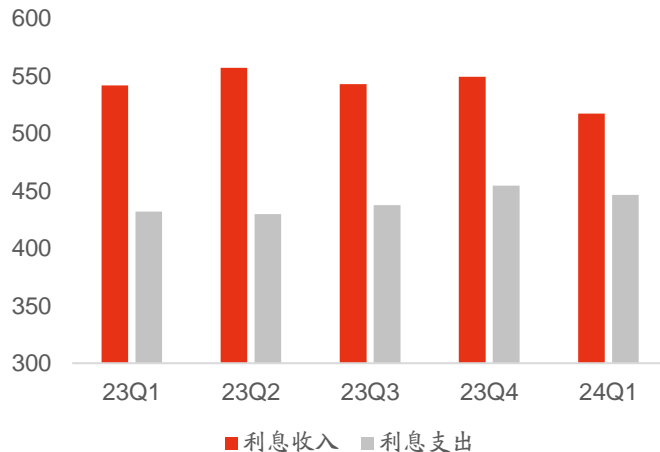
信用业务规模缩减，利息支出增加导致净利息收入下滑明显。从融出资金来看，受场内杠杆水平有所降低影响，43 家上市券商 2024Q1 末合计融出资金规模达 1.28 万亿元，同比减少 2.1%；此外，买入返售金融资产规模也同比减少 6.9% 至 3930 亿元。受信用资产规模有所缩减影响，2024Q1 上市券商利息收入达 517 亿元 (YoY-4.5%)；同期利息支出达 446 亿元 (YoY+3.4%)，主因部分券商提高杠杆水平。因此，受利息收入滑落、利息支出加大影响，上市券商 2024Q1 实现利息净收入为 71 亿元 (YoY-36%)。

图12. 上市券商融出资金及买入返售金融资产规模 (亿元)



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

图13. 上市券商利息收入及支出表现 (亿元)



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

除了光大、中泰证券净利息收入同比增长之外，大多数中大型券商 2024Q1 净利息收入呈现不同程度的下滑，其中头部券商如中信、国君、广发等下滑幅度均约为 50%上下，我们认为券商净利息收入承压主受财务杠杆倍数提升影响。

表8：2024Q1 信用业务净收入前 15 名上市券商表现

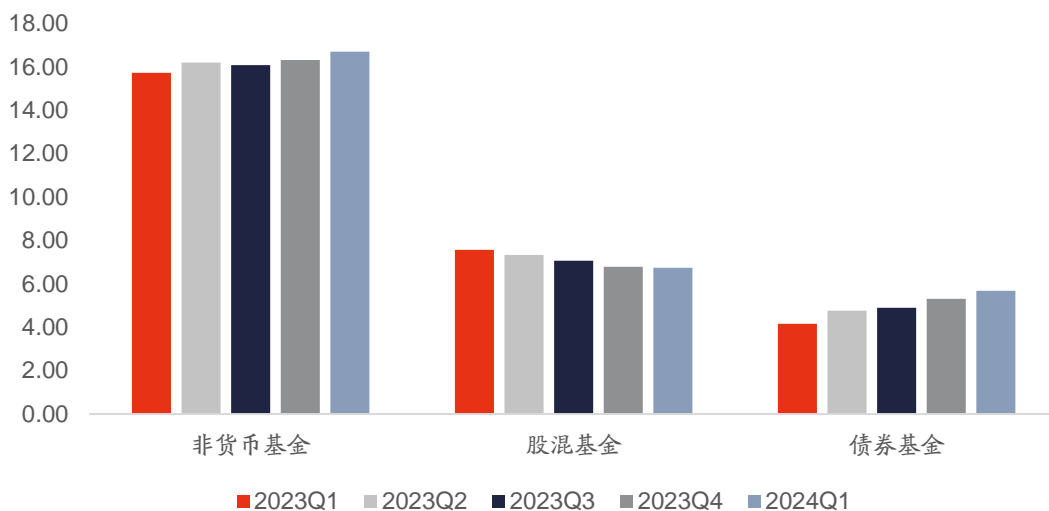
排名	简称	2024Q1	2023Q1	同比增速
1	中国银河	9.3	11.2	-17%
2	海通证券	8.7	10.8	-19%
3	光大证券	4.8	4.2	14%
4	广发证券	4.4	9.4	-53%
5	长江证券	4.3	5.7	-25%
6	中泰证券	3.7	3.6	1%
7	国泰君安	3.5	6.9	-49%
8	国元证券	3.4	4.4	-22%
9	中信证券	3.3	5.8	-44%
10	东方证券	3.0	4.2	-28%
11	兴业证券	2.8	5.0	-44%
12	国金证券	2.7	3.1	-13%
13	东吴证券	2.4	2.7	-11%
14	方正证券	2.4	3.9	-37%
15	南京证券	2.4	2.5	-2%
总计		61	83	-27%
上市券商总计		71	110	-36%

资料来源：Wind，国投证券研究中心

## 2.4. 资管业务

权益类基金资产净值下滑明显，债券基金表现持续向好。受权益市场波动加剧、投资者避险情绪有所放大、长期利率走低等因素影响，债券基金份额在过去一年保持稳步增长，截至 2024Q1 债券基金资产净值已达 5.68 万亿元 (YoY+36%)；而权益类基金产品则出现明显缩水，股票型基金和混合型基金资产净值合计 6.75 万亿元 (YoY-11%)，其中混合型基金资产净值由 2023Q1 末的 4.96 万亿元下滑至 2024Q1 末的 3.65 万亿元；整体非货币基金市场保持温和增长，达到 16.71 万亿元，同比+6%。

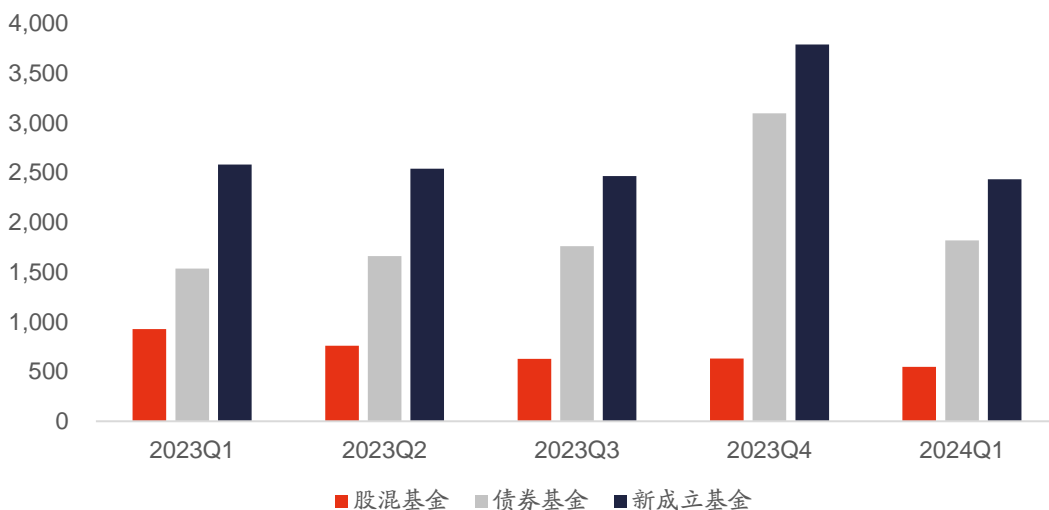
图14. 公募基金资产净值表现 (万亿元)



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

**权益类产品新发维持疲软态势。**从新发基金情况来看，2024Q1 新成立基金发行份额为 2434 亿份，同比减少 6%，其中权益类产品新发延续疲软态势，股混型新发基金规模逐步滑落，2024Q1 共新发 546 亿份，同比减少 41%；而债券基金在 2023Q1 高发的基础之上，保持向好趋势，2024Q1 共计新发基金 1818 亿份，同比增长 18%。

图15. 公募基金资产净值表现 (万亿)



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

**券商资管业务表现差异化，固收类资管产品提振券商业绩。**资管业务收入方面，2024Q1 上市券商资管业务净收入合计 109 亿元 (YoY-2%)，其中资管收入前 15 名上市券商合计同比下滑 6%，华泰证券、中泰证券、首创证券、中信建投资管收入实现逆势正增长，我们认为主要受益于固收类产品销售增长以及超额收益带来资管收入的提振；此外，国泰君安证券并表华安基金、中泰证券并表万家基金、国联证券并表中融基金也显著提振相应证券公司的资管收入水平。

表9：2024Q1 资管净收入前 15 名上市券商表现

排名	简称	2024Q1	2023Q1	同比增速
1	中信证券	23.58	24.98	-6%
2	广发证券	16.07	20.87	-23%
3	华泰证券	11.06	10.04	10%
4	国泰君安	9.18	10.59	-13%
5	中泰证券	4.80	3.07	56%
6	海通证券	4.02	4.72	-15%
7	东方证券	3.61	5.87	-39%
8	财通证券	3.19	3.13	2%
9	中信建投	2.78	1.58	76%
10	中金公司	2.68	3.26	-18%
11	首创证券	2.50	0.80	212%
12	第一创业	2.26	2.30	-2%
13	申万宏源	1.99	2.69	-26%
14	光大证券	1.78	2.19	-19%
15	国信证券	1.64	0.97	69%
总计		91	97	-6%
上市券商总计		109	111	-2%

资料来源：Wind，国投证券研究中心

## 2.5. 自营业务

权益市场波动加剧，债券市场表现亮眼。2024 年一季度，A 股市场先抑后扬，股票表现波动较大，主要指数涨跌互现。其中，上证指数一季度上涨 2.23%，沪深 300 上涨 3.10%，而创业板指和科创 50 分别下跌 3.87%、10.48%。总体来看，一季度大盘蓝筹股明显强于中小盘股。而债券方面，受益于债券收益率曲线长端及超长端利率大幅下行，2024 年一季度我国债券市场整体上涨，与上年末相比，国债指数上涨 1.97%，中证全债指数（净价）上涨 1.59%。

表10：主要指数表现

主要指数	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
沪深 300	4.63%	-4.86%	-3.46%	-7.00%	3.10%
创业板指	2.25%	-7.05%	-8.08%	-5.62%	-3.87%
上证指数	5.94%	-1.81%	-2.26%	-4.36%	2.23%
中小 100	5.89%	-6.58%	-10.21%	-6.27%	-3.78%
科创 50	12.67%	-5.68%	-11.35%	-4.03%	-10.48%
国债指数	0.72%	1.45%	0.92%	0.78%	1.97%
中证全债(净)	0.15%	1.20%	0.03%	0.65%	1.59%

资料来源：Wind，国投证券研究中心

自营表现整体承压，部分券商逆势增长。受权益市场波动剧烈、债券市场向好的影响，2024Q1 上市券商实现投资收入达 342 亿元，同比下滑 32%；其中，券商如东北、兴业、中泰等受权益市场波动影响较大，叠加去年同期基数相对较高，投资收益同比增速出现较大幅度下滑。而东财、第一创业等券商则受益于固收占比较大，基数相对较小，同比增速显著好于同业。

表11：上市券商自营业务净收入及同比增速

代码	简称	2024Q1 自营业务净收入 (亿元)	2023Q1 自营业务净收入 (亿元)	同比增速
600030.SH	中信证券	54.60	66.13	-17%
000166.SZ	申万宏源	27.55	31.06	-11%
601211.SH	国泰君安	23.76	31.79	-25%
600999.SH	招商证券	20.49	17.25	19%
601688.SH	华泰证券	18.81	45.77	-59%
601995.SH	中金公司	18.53	36.17	-49%
601881.SH	中国银河	16.29	24.13	-32%
601066.SH	中信建投	15.07	25.11	-40%
002736.SZ	国信证券	14.64	19.13	-23%
600837.SH	海通证券	12.19	20.13	-39%
000776.SZ	广发证券	11.30	14.68	-23%
600958.SH	东方证券	7.99	11.52	-31%
601901.SH	方正证券	7.44	3.99	87%
601788.SH	光大证券	6.01	9.45	-36%
601198.SH	东兴证券	5.54	2.35	136%
601555.SH	东吴证券	5.49	6.02	-9%
002939.SZ	长城证券	5.17	6.40	-19%
002673.SZ	西部证券	4.87	7.64	-36%
601878.SH	浙商证券	4.64	6.02	-23%
601108.SH	财通证券	4.31	7.10	-39%
600109.SH	国金证券	4.30	7.17	-40%
000728.SZ	国元证券	4.28	4.29	0%
601990.SH	南京证券	4.04	1.89	114%
002500.SZ	山西证券	3.50	5.96	-41%
601059.SH	信达证券	3.33	4.85	-31%
601377.SH	兴业证券	3.29	10.27	-68%
600918.SH	中泰证券	3.15	13.85	-77%
601375.SH	中原证券	3.10	1.75	77%
600369.SH	西南证券	2.81	4.04	-31%
600909.SH	华安证券	2.63	3.00	-12%
601136.SH	首创证券	2.53	2.65	-5%
002797.SZ	第一创业	2.29	2.09	9%
000686.SZ	东北证券	1.98	5.17	-62%
601162.SH	天风证券	1.94	8.68	-78%
000750.SZ	国海证券	1.70	2.55	-33%
601236.SH	红塔证券	1.66	3.16	-47%
600906.SH	财达证券	1.12	3.92	-71%
601696.SH	中银证券	0.90	0.96	-7%
601099.SH	太平洋	0.69	2.56	-73%
002945.SZ	华林证券	0.56	0.13	313%
002926.SZ	华西证券	0.44	4.26	-90%

000783.SZ	长江证券	0.36	6.28	-94%
601456.SH	国联证券	-1.50	3.73	-140%
<b>43 家上市券商合计</b>		<b>334</b>	<b>495</b>	<b>-33%</b>

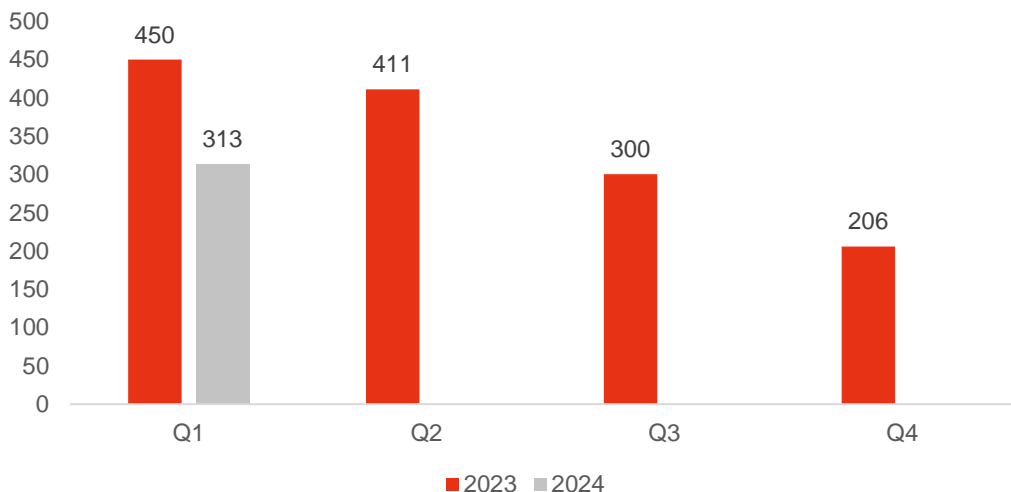
资料来源: Wind, 国投证券研究中心



### 3. 券商行业 2024 年展望

综上所述，受制于 IPO 节奏显著放缓、权益市场波动加剧、新发基金疲软等多种因素，2024Q1 上市券商营业收入与净利润表现有所承压，各家券商业绩表现分化，头部券商业绩体现出了较强的韧性。

图16. 上市券商单季度合计归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，国投证券研究中心

表12: 各上市券商单季度归母净利润表现（亿元）

代码	简称	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
600030.SH	中信证券	54.17	58.89	51.08	33.07	49.59
601211.SH	国泰君安	30.41	27.01	28.86	7.47	24.89
601881.SH	中国银河	22.49	26.90	16.64	12.75	16.31
601688.SH	华泰证券	32.45	33.11	30.30	31.65	22.91
000166.SZ	申万宏源	20.11	17.37	6.00	2.59	13.88
000776.SZ	广发证券	21.57	23.82	12.72	11.68	15.38
600837.SH	海通证券	24.34	13.96	5.32	-33.53	9.11
600999.SH	招商证券	22.60	24.67	16.75	23.62	21.57
601066.SH	中信建投	24.33	18.75	13.84	13.43	12.28
601878.SH	浙商证券	4.88	4.23	4.19	4.23	4.47
601995.SH	中金公司	22.57	13.03	10.47	15.48	12.39
600958.SH	东方证券	14.28	4.73	9.56	-1.03	8.86
002736.SZ	国信证券	17.68	18.21	12.84	15.54	12.29
600918.SH	中泰证券	11.53	4.86	2.54	-0.93	3.31
601377.SH	兴业证券	8.28	9.68	-2.15	3.83	3.28
601555.SH	东吴证券	5.83	8.06	3.56	2.56	4.56
601788.SH	光大证券	9.58	14.34	19.66	-0.87	6.82
601901.SH	方正证券	5.56	8.84	4.96	2.16	7.84
601198.SH	东兴证券	2.19	1.30	1.20	3.50	3.60
002673.SZ	西部证券	3.58	3.55	1.62	2.90	1.96
600109.SH	国金证券	5.97	2.77	3.62	4.82	3.67

601108.SH	财通证券	4.94	5.42	4.64	7.51	4.56
000728.SZ	国元证券	5.20	3.94	5.12	4.41	4.63
000783.SZ	长江证券	7.56	3.50	0.93	3.49	4.02
000686.SZ	东北证券	3.73	1.73	0.29	0.92	0.21
002939.SZ	长城证券	4.51	4.39	3.23	2.26	3.53
601990.SH	南京证券	2.17	2.40	1.12	1.09	2.63
601059.SH	信达证券	2.16	5.13	3.57	3.80	1.85
600909.SH	华安证券	3.64	2.93	3.02	3.15	2.79
000750.SZ	国海证券	2.26	1.64	0.02	-0.65	0.94
300059.SZ	东方财富	20.29	21.96	19.84	19.85	19.54
002797.SZ	第一创业	1.41	1.75	0.12	0.03	1.43
002926.SZ	华西证券	4.02	1.22	-1.51	0.52	1.26
601375.SH	中原证券	0.70	0.97	0.41	0.04	1.31
002500.SZ	山西证券	2.51	1.38	-0.51	2.82	1.59
601696.SH	中银证券	2.53	3.93	1.65	0.90	2.02
600369.SH	西南证券	2.26	2.36	1.08	0.32	2.30
601136.SH	首创证券	1.76	0.99	1.85	2.41	2.20
600906.SH	财达证券	2.02	2.06	1.46	0.52	1.11
601236.SH	红塔证券	2.25	0.70	-0.80	0.98	1.20
601099.SH	太平洋	1.49	0.61	0.41	0.00	0.35
002945.SZ	华林证券	0.63	0.40	0.84	-1.55	0.55
601162.SH	天风证券	5.47	0.04	-1.28	-1.17	-3.76
601456.SH	国联证券	2.07	3.93	1.26	-0.55	-2.19
<b>44 家上市券商合计</b>		<b>450</b>	<b>411</b>	<b>300</b>	<b>206</b>	<b>313</b>

资料来源: Wind, 国投证券研究中心

**2024 年展望:** 我们认为, 虽然证券公司基本面短期受金融监管趋严、IPO 节奏放缓及资本市场表现疲软影响而有所承压, 但是监管持续发声提振信心, 叠加当前流动性保持宽裕, 市场信心有所修复, 券商业绩有望在去年低基数之上实现边际改善, 进而带动券商估值水平迎来修复; 此外, 在监管鼓励券商企业做优做强的背景之下, 浙商、国联等券商并购事件有望带动并购重组热潮显著加速, 而市场并购重组券商标的热点的重新升温, 也有望提振相关投资主线表现。

**投资建议:** 考虑到目前券商板块估值水平约 1.22xP/B, 处于过去五年 3.5%分位点, 看好券商基本面改善、估值水平提升空间。对于 2024 年下半年, 我们看好市场情绪改善、流动性边际宽松等因素提振券商经纪业务, 市场整体回暖也将很大程度改善自营业务。标的方面, 建议关注: 1) 头部券商: 中信证券、华泰证券等; 2) 并购重组主线: 东吴证券、浙商证券、财通证券等; 3) 财富管理主线: 兴业证券、东方证券等。

#### 风险提示:

- 两市交易量不及预期, 市场交易存在大幅波动风险;
- 权益市场大幅动荡, 将有可能导致投资端收益亏损;
- 宏观经济不景气, 将有可能使得证券市场交易情绪下跌。

## 目 行业评级体系

收益评级:

领先大市 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%及以上;

同步大市 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%及以上;

风险评级:

A —— 正常风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B —— 较高风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## 目 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## 目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034