

证券Ⅱ行业深度报告

证券行业 2023 年年报&2024 年一季报综述： 短期盈利承压，看好触底复苏

2024 年 05 月 09 日

增持（维持）

证券分析师 胡翔

执业证书：S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

证券分析师 葛玉翔

执业证书：S0600522040002

021-60199761

geyx@dwzq.com.cn

研究助理 罗宇康

执业证书：S0600123090002

luoyk@dwzq.com.cn

投资要点

- 业绩概览：2023 年稳中微增，24Q1 普遍低迷：1) 收入及盈利情况：2023 年营收及归母净利润微增，2024Q1 业绩大幅回撤。**2023 年 44 家上市券商合计营收/归母净利润同比+1%/+1%至 5,082/1,368 亿元。2024Q1 证券行业业绩大幅回撤，44 家上市券商合计营收/归母净利润同比-21%/-30%至 1,083/313 亿元。2) 杠杆率及 ROE 情况：2023 年上市券商平均杠杆率微增，平均 ROE 微降，2024Q1 上市券商杠杆率及 ROE 均有所下滑。2024Q1 上市券商平均杠杆率(剔除客户资金后)由 2023Q1 的 3.49 下降至 3.41，平均 ROE(年化)由 2023Q1 的 7.47%下降至 4.88%。3) 2023 年上市券商业绩分化明显，头部券商近半数归母净利润下滑。2023 年中信/国泰君安/中信建投/中金归母净利润增速分别为-7%/-19%/-6%/-19%，不及行业平均。4) 2024Q1 上市券商业绩普降，部分中小券商呈现业绩高弹性。2024Q1 方正/东兴/中原归母净利润增速分别为+41%/+64%/+86%，预计均系自营业务大幅改善。
- 分业务情况：自营为业绩胜负手，经纪、投行、信用相对承压：1) 自营：2023 年强势反弹，24Q1 降幅显著系高基数压制。**2023 年权益指数跌幅收窄，债券市场走势上扬，驱动上市券商自营业务收入大幅改善。2024Q1 基于上年同期高基数，上市券商自营业务收入有所回落。2023 年/2024Q1 上市券商合计自营业务收入分别同比+72%/-32%至 1,355/342 亿元。2) 财富管理：经纪业务仍待提振，资管业务表现稳健。①2023 年券商经纪业务所面临的市场环境相对不佳，2024Q1 虽然日均股基成交额同比小幅提升，但是新发基金规模进一步收缩，叠加公募费改影响逐步显现，上市券商经纪业务下行趋势仍未见扭转。2023 年/2024Q1 上市券商合计经纪业务收入分别同比-12%/-9%至 1,056/240 亿元。②截至 24Q1 末，全市场券商资管规模 5.98 万亿元，较上年同期-7%，全市场公募基金规模 29.20 万亿元，较上年同期+9%。2023 年/2024Q1 上市券商合计资管业务收入分别同比-1%/-2%至 462/109 亿元。3) 投行：短期面临瓶颈，头部集中趋势显著。受证监会阶段性收紧股权融资影响，2023 年/2024Q1 全市场 IPO 募资总额分别同比-32%/-77%至 3,565/224 亿元，上市券商合计投行业务收入分别同比-22%/-36%至 456/67 亿元。IPO 供给收缩情况下，头部券商加速抢占市场份额，2024Q1 行业 IPO 承销规模 CR5 由 2023 年的 56%大幅提升至 71%。4) 信用：两融及股质规模下行，利息净收入加速收缩。受两融加速去杠杆、股票质押规模持续下降、利息支出压力逐年增加影响，2023 年/2024Q1 上市券商合计利息净收入分别同比-24%/-34%至 460/76 亿元。
- 趋势判断：监管趋严驱动格局变迁，机遇与挑战并存：1) “两强两严”监管思路持续加固，着重强调功能性。**当前监管部门定调“两强两严”工作重点，明确证券公司应当“把功能性放在首要位置，坚持以客户为中心，正确处理好功能性和盈利性关系”，预计后续消除监管死角、校正行业机构定位、凸显行业机构功能性将成为监管层的阶段性工作重点。2) 政策面积极信号持续释放，行业供给侧有望加速整合。2023 年中央金融工作会议以来监管数次表达对于头部证券公司通过并购做大做强的鼓励，叠加中小券商股权主动转让事件频现，证券行业集约化经营趋势已不可逆。3) 创新业务风险逐渐暴露，监管态度预计以稳为先。2023 年底至 2024 年初，雪球、DMA 相关风险事件暴露出券商创新业务在策略和风控方面的诸多问题。在此背景下，监管多次表态券商创新要以稳为先，预计后续券商业务创新所面临的政策环境将进一步收紧。
- 投资建议：静待基本面估值双修复，建议关注存在并购重组预期及轻资产属性突出的标的。**1) 证监会对于券商并购重组态度渐暖，建议关注在并购重组方面具备明确或潜在预期的标的，推荐【中金公司(H)】，建议关注【方正证券】、【中国银河】。2) 交投活跃度回升预期下，轻资产业务能力突出的券商有望进一步兑现 ROE 弹性，推荐【东方财富】。
- 风险提示：1) 宏观经济复苏不及预期；2) 资本市场监管趋严；3) 行业竞争加剧。**

行业走势



相关研究

《新发基金数量稳定，赎回情绪仍较强》

2023-11-06

《基金回报整体下降趋势，赎回情绪仍较强》

2023-10-10

内容目录

1. 业绩概览：2023 年稳中微增，24Q1 普遍低迷	4
2. 分业务情况：自营为业绩胜负手，经纪、投行、信用相对承压	8
2.1. 自营：2023 年强势反弹，24Q1 降幅显著系高基数压制	8
2.2. 财富管理：经纪业务仍待提振，资管业务表现稳健	11
2.3. 投行：短期面临瓶颈，头部集中趋势显著	14
2.4. 信用：两融及股质规模下行，利息净收入加速收缩	16
3. 趋势判断：监管趋严驱动格局变迁，机遇与挑战并存	18
4. 投资建议	20
5. 风险提示	21

图表目录

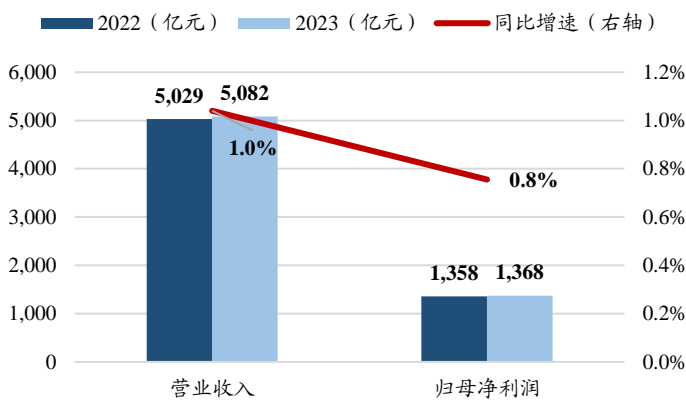
图 1: 2022、2023 年上市券商营收及归母净利润情况	4
图 2: 2023Q1、2024Q1 上市券商营收及归母净利润情况	4
图 3: 2018-2024Q1 上市券商合计归母净资产	5
图 4: 2018-2024Q1 平均杠杆率及 ROE	5
图 5: 2023 年上市券商 (44 家) 业绩概览	6
图 6: 2024Q1 上市券商 (44 家) 业绩概览	7
图 7: 2022&2023 年上市券商分业务收入及同比增速	8
图 8: 2023Q1&2024Q1 上市券商分业务收入及同比增速	8
图 9: 2022&2023 年主要指数涨跌幅	9
图 10: 2023Q1&2024Q1 主要指数涨跌幅	9
图 11: 2023 年&2024Q1 上市券商自营业务情况 (亿元)	10
图 12: 2018-2024Q1 全市场日均股基成交额 (亿元)	11
图 13: 2018-2024Q1 新发基金情况	11
图 14: 2023 年&2024Q1 上市券商经纪业务情况 (亿元)	12
图 15: 2023 年&2024Q1 上市券商资管业务情况 (除东方财富, 亿元)	13
图 16: 2018-2024Q1 全市场 IPO 募资额及增速	14
图 17: 2018-2024Q1 行业 IPO 规模 CR5	14
图 18: 2023 年&2024Q1 上市券商投行业务情况 (除东方财富, 亿元)	15
图 19: 2021-2024Q1 全市场两融余额 (亿元)	16
图 20: 2018-2024Q1 全市场股票质押规模 (亿元)	16
图 21: 2019-2024Q1 上市券商合计利息支出 (亿元)	16
图 22: 2023&2024Q1 上市券商利息净收入情况 (亿元)	17
图 23: 新“国九条”进一步强化严监管基调	18
图 24: 监管多次表态支持优质券商做优做强	19
图 25: 监管持续强调审慎推动金融业务创新	20
图 26: SW 证券 II 指数历史 PB (LF) 估值水平	21

1. 业绩概览：2023 年稳中微增，24Q1 普遍低迷

收入及盈利情况：2023 年上市券商营收及归母净利润微增，2024Q1 业绩大幅回撤。

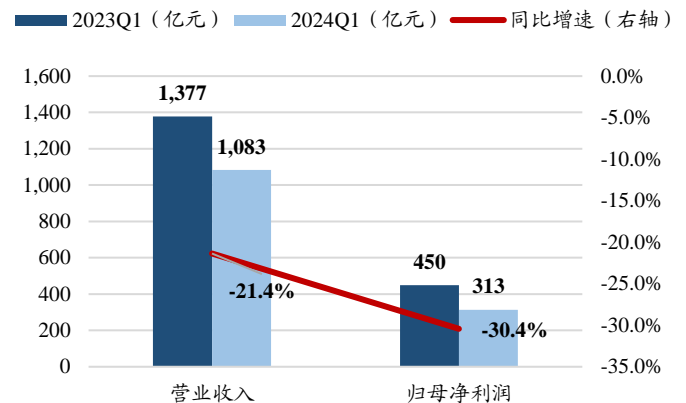
1) 2023 年居民交投情绪走弱，证券行业监管政策趋严，券商经纪/投行/信用业务均面临不同程度的经营压力。但是受益于年初 AI 结构性行情以及年内债市走势稳步上扬，券商自营业务同比高增，支撑整体业绩改善。2023 年，44 家上市券商全年合计营收同比+1%至 5,082 亿元，合计归母净利润同比+1%至 1,368 亿元。 2) 2024Q1 证券行业自营业务面临高基数压力，衍生品业务风险加速暴露，叠加 IPO 及再融资持续收紧、行业严监管程度加剧，上市券商业绩大幅回撤。2024 年一季度 44 家上市券商合计营收同比-21%至 1,083 亿元，合计归母净利润同比-30%至 313 亿元。

图 1：2022、2023 年上市券商营收及归母净利润情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

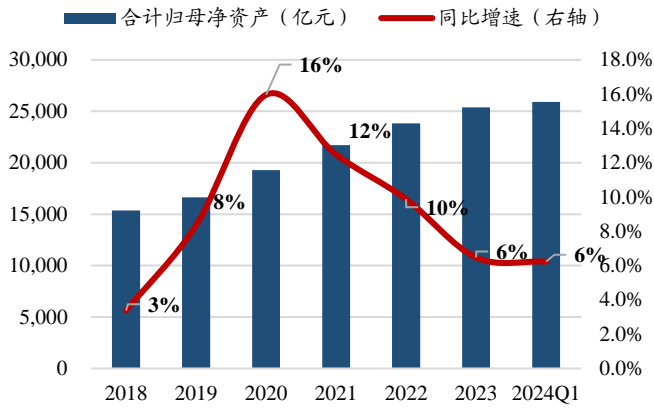
图 2：2023Q1、2024Q1 上市券商营收及归母净利润情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

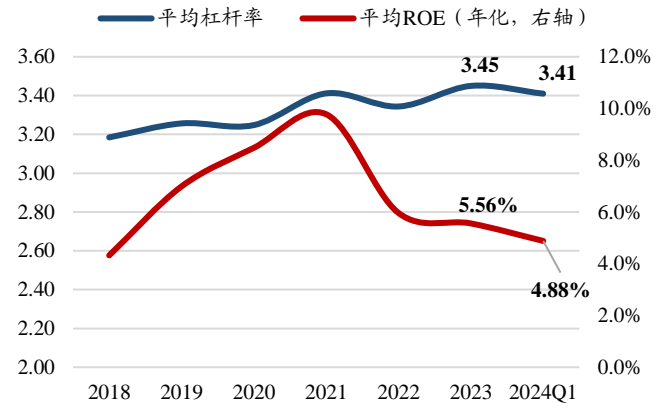
杠杆率及 ROE 情况：2023 年上市券商平均杠杆率微增，平均 ROE 微降，2024Q1 上市券商杠杆率及 ROE 均有所下滑。 1) 2023 年上市券商合计归母净资产同增 6%至 25,377 亿元，平均杠杆率（剔除客户资金后）由 2022 年的 3.34 提升至 3.45，平均 ROE 由 2022 年的 5.96%下降至 5.56%。2) 2024Q1 上市券商合计归母净资产同比+6%至 25,909 亿元，平均杠杆率（剔除客户资金后）由 2023Q1 的 3.49 下降至 3.41，平均 ROE（年化）由 2023Q1 的 7.47%下降至 4.88%。

图 3: 2018-2024Q1 上市券商合计归母净资产



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 2018-2024Q1 平均杠杆率及 ROE



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 平均杠杆率为各家上市券商杠杆率的算术平均值, 平均 ROE 则由全部上市券商归母净利润及净资产加总后计算得出。

2023 年上市券商业绩分化明显, 头部券商近半数归母净利润下滑。2023 年, 44 家上市券商共有 32 家实现归母净利润正增长或扭正。1) 部分头部券商表现平淡, 业绩增速不及行业平均。2023 年中信/国泰君安/中信建投/中金归母净利润增速分别为-7%/-19%/-6%/-19%。2) 部分中小券商净利润增速大幅超出行业平均, 业绩弹性凸显。2023 年, 基于 2022 年低基数以及自身较之头部券商更强的自营业务弹性, 部分中小券商实现了显著的短期业绩反转。中泰/西部/东北/红塔归母净利润增速分别为+205%/+172%/+189%/+711%, 天风/太平洋归母净利润大幅扭正。

图 5: 2023 年上市券商 (44 家) 业绩概览

序号	公司简称	总市值 (亿元)	PB (LF)	总资产 (亿元)	归母净资产 (亿元)	杠杆率 (剔除客户资金)	平均ROE	营收 (亿元)	营收同比	归母净利润 (亿元)	归母净利润同比	分红比例	静态股息率 (2024.05.06)
1	中信证券	2,847	1.11	14,534	2,688	4.35	7.56%	600.7	-8%	197.2	-7%	36%	2.47%
2	华泰证券	1,253	0.80	9,055	1,791	4.25	7.41%	365.8	14%	127.5	15%	30%	3.10%
3	国泰君安	1,234	0.83	9,254	1,670	5.00	5.77%	361.4	2%	93.7	-19%	38%	2.89%
4	招商证券	1,275	1.17	6,959	1,220	4.74	7.39%	198.2	3%	87.6	9%	25%	1.72%
5	东方财富	2,092	2.91	2,396	720	2.43	11.95%	110.8	-11%	81.9	-4%	11%	0.44%
6	中国银河	1,349	1.31	6,632	1,305	4.16	6.76%	336.4	0%	78.8	2%	31%	1.78%
7	中信建投	1,763	2.39	5,228	975	4.33	7.38%	252.4	-16%	70.3	-6%	28%	1.10%
8	广发证券	1,014	0.88	6,822	1,357	4.05	5.45%	233.0	-7%	69.8	-12%	33%	2.25%
9	国信证券	869	1.05	4,630	1,105	3.68	5.91%	173.2	9%	64.3	6%	40%	2.99%
10	中金公司	1,629	1.82	6,243	1,046	5.18	6.04%	229.9	-12%	61.6	-19%	14%	0.53%
11	中万宏源	1,172	1.15	6,354	1,001	5.38	4.72%	215.0	4%	46.1	65%	30%	1.20%
12	光大证券	768	1.32	2,596	671	3.04	6.52%	100.3	-7%	42.7	34%	30%	1.68%
13	东方证券	715	0.95	3,837	787	3.46	3.53%	170.9	-9%	27.5	-9%	46%	1.77%
14	财通证券	358	1.03	1,338	346	3.32	6.67%	65.2	35%	22.5	48%	31%	1.95%
15	方正证券	733	1.59	2,224	452	4.26	4.88%	71.2	-8%	21.5	0%	9%	0.26%
16	东吴证券	338	0.84	1,575	397	3.19	5.15%	112.8	8%	20.0	15%	47%	2.76%
17	兴业证券	483	0.90	2,736	564	3.73	3.62%	106.3	0%	19.6	-26%	44%	1.79%
18	国元证券	299	0.85	1,329	346	3.10	5.33%	63.6	19%	18.7	8%	35%	2.19%
19	中泰证券	462	1.24	1,957	399	3.43	4.61%	127.6	37%	18.0	205%	12%	0.45%
20	浙商证券	438	1.63	1,455	270	4.64	6.60%	176.4	5%	17.5	6%	31%	1.23%
21	国金证券	328	1.00	1,170	326	2.84	5.40%	67.3	17%	17.2	43%	30%	1.58%
22	长江证券	314	0.95	1,707	347	3.75	4.73%	69.0	8%	15.5	3%	43%	2.12%
23	信达证券	508	2.83	779	178	3.42	9.33%	34.8	1%	14.7	20%	10%	0.29%
24	长城证券	309	1.06	1,156	286	3.21	5.12%	39.9	28%	14.4	60%	32%	1.50%
25	华安证券	228	1.08	796	211	3.04	6.19%	36.5	16%	12.7	8%	37%	2.06%
26	西部证券	332	1.18	962	279	2.98	4.24%	68.9	30%	11.7	172%	35%	1.21%
27	海通证券	1,099	0.67	7,546	1,632	3.97	0.62%	229.5	-12%	10.1	-85%	129%	1.18%
28	中银证券	288	1.65	694	172	2.98	5.36%	29.4	-1%	9.0	12%	10%	0.33%
29	东兴证券	284	1.03	993	271	3.18	3.09%	47.4	38%	8.2	58%	40%	1.16%
30	首创证券	630	4.99	432	123	3.05	5.74%	19.3	21%	7.0	27%	39%	0.43%
31	南京证券	303	1.74	585	172	2.73	4.02%	24.8	23%	6.8	5%	44%	0.97%
32	国联证券	296	1.65	871	178	4.39	3.89%	29.6	13%	6.7	-13%	60%	1.36%
33	东北证券	161	0.87	833	185	3.48	3.66%	64.8	28%	6.7	189%	35%	1.46%
34	山西证券	190	1.06	776	177	3.55	3.53%	34.7	-17%	6.2	8%	52%	1.70%
35	财达证券	228	1.95	467	116	3.02	5.33%	23.2	41%	6.1	100%	54%	1.42%
36	西南证券	266	1.04	847	254	2.86	2.39%	23.3	30%	6.0	95%	39%	0.88%
37	华西证券	195	0.85	889	228	2.84	1.88%	31.8	-6%	4.2	1%	31%	0.67%
38	第一创业	242	1.61	453	148	2.55	2.25%	24.9	-5%	3.3	-18%	41%	0.56%
39	国海证券	215	0.97	697	220	2.49	1.61%	41.9	16%	3.3	31%	78%	1.19%
40	红塔证券	342	1.46	470	231	1.87	1.36%	12.0	44%	3.1	711%	91%	0.83%
41	天风证券	255	1.09	995	236	3.87	1.31%	34.3	99%	3.1	扭亏为盈	0%	0.00%
42	太平洋	237	2.49	159	95	1.18	2.68%	13.7	17%	2.5	扭亏为盈	0%	0.00%
43	中原证券	177	1.26	517	139	2.89	1.53%	19.7	5%	2.1	99%	31%	0.37%
44	华林证券	318	5.07	196	63	1.79	0.50%	10.2	-27%	0.3	-93%	34%	0.03%
合计		28,834	1.10	122,144	25,377	3.45	5.56%	5,081.7	1%	1,367.8	1%	32%	1.49%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (截至 2024 年 5 月 6 日)

注: 1) 以上数据按照归母净利润降序排序。2) 财通证券现金分红金额包含 2023 年中期分红, 天风证券、太平洋本年度计划不实施现金分红。

2024Q1 上市券商业绩普降, 部分中小券商呈现业绩高弹性。2024Q1, 44 家上市券商中共有 37 家归母净利润同比下滑。1) 头部券商表现与行业平均近似。2024Q1, 中信/国泰君安/华泰/银河/中金归母净利润增速分别为-8%/-18%/-29%/-27%/-45%。2) 部分中小券商业绩增速亮眼。2024Q1, 方正/东兴/中原归母净利润增速分别为+41%/+64%/+86%, 预计均系自营业务大幅改善。

图 6: 2024Q1 上市券商 (44 家) 业绩概览

序号	公司简称	总市值 (亿元)	PB (LF)	总资产 (亿元)	归母净资产 (亿元)	杠杆率 (剔除客户资金)	平均ROE (年化)	归母净利润 (亿元)	归母净利润同比增速	静态股息率 (2024.05.06)
1	中信证券	2,847	1.11	15,673	2,809	4.52	7.22%	49.6	-8%	2.47%
2	国泰君安	1,234	0.83	9,106	1,694	4.80	5.92%	24.9	-18%	2.89%
3	华泰证券	1,253	0.80	8,626	1,815	3.96	5.08%	22.9	-29%	3.10%
4	招商证券	1,275	1.17	6,426	1,243	4.41	7.01%	21.6	-5%	1.72%
5	东方财富	2,092	2.91	2,573	735	2.54	10.75%	19.5	-4%	0.44%
6	中国银河	1,349	1.31	7,689	1,330	4.50	4.95%	16.3	-27%	1.78%
7	广发证券	1,014	0.88	7,598	1,400	4.50	4.46%	15.4	-29%	2.25%
8	申万宏源	1,172	1.15	6,281	1,021	5.25	5.49%	13.9	-31%	1.20%
9	中金公司	1,629	1.82	6,137	1,059	4.98	4.71%	12.4	-45%	0.53%
10	国信证券	869	1.05	4,758	1,132	3.65	4.40%	12.3	-31%	2.99%
11	中信建投	1,763	2.39	5,322	1,031	4.16	4.90%	12.3	-50%	1.10%
12	海通证券	1,099	0.67	7,139	1,645	3.69	2.22%	9.1	-63%	1.18%
13	东方证券	715	0.95	3,533	801	3.23	4.46%	8.9	-38%	1.77%
14	方正证券	733	1.59	2,307	462	4.26	6.86%	7.8	41%	0.26%
15	光大证券	768	1.32	2,460	678	2.73	4.05%	6.8	-29%	1.68%
16	国元证券	299	0.85	1,406	352	3.22	5.30%	4.6	-11%	2.19%
17	财通证券	358	1.03	1,407	351	3.45	5.23%	4.6	-8%	1.95%
18	东吴证券	338	0.84	1,756	404	3.57	4.56%	4.6	-22%	2.76%
19	浙商证券	438	1.63	1,430	275	4.45	6.56%	4.5	-8%	1.23%
20	长江证券	314	0.95	1,535	374	3.02	4.46%	4.0	-47%	2.12%
21	国金证券	328	1.00	1,110	329	2.55	4.48%	3.7	-39%	1.58%
22	东兴证券	284	1.03	1,002	276	3.14	5.27%	3.6	64%	1.16%
23	长城证券	309	1.06	1,162	291	3.17	4.89%	3.5	-22%	1.50%
24	中泰证券	462	1.24	2,037	403	3.53	3.31%	3.3	-71%	0.45%
25	兴业证券	483	0.90	2,519	568	3.45	2.32%	3.3	-60%	1.79%
26	华安证券	228	1.08	837	214	3.10	5.26%	2.8	-23%	2.06%
27	南京证券	303	1.74	504	174	2.19	6.07%	2.6	21%	0.97%
28	西南证券	266	1.04	841	256	2.78	3.60%	2.3	2%	0.88%
29	首创证券	630	4.99	445	126	3.11	7.05%	2.2	25%	0.43%
30	中银证券	288	1.65	629	174	2.51	4.67%	2.0	-20%	0.33%
31	西部证券	332	1.18	985	281	3.00	2.80%	2.0	-45%	1.21%
32	信达证券	508	2.83	760	179	3.26	4.14%	1.8	-14%	0.29%
33	山西证券	190	1.06	794	179	3.51	3.56%	1.6	-37%	1.70%
34	第一创业	242	1.61	448	151	2.44	3.83%	1.4	2%	0.56%
35	中原证券	177	1.26	490	140	2.64	3.75%	1.3	86%	0.37%
36	华西证券	195	0.85	851	229	2.68	2.21%	1.3	-69%	0.67%
37	红塔证券	342	1.46	501	234	1.96	2.06%	1.2	-47%	0.83%
38	财达证券	228	1.95	489	117	3.13	3.82%	1.1	-45%	1.42%
39	国海证券	215	0.97	759	220	2.80	1.70%	0.9	-59%	1.19%
40	华林证券	318	5.07	254	63	2.68	3.48%	0.5	-13%	0.03%
41	太平洋	237	2.49	162	95	1.17	1.47%	0.3	-77%	0.00%
42	东北证券	161	0.87	878	185	3.68	0.46%	0.2	-94%	1.46%
43	国联证券	296	1.65	932	179	4.70	-4.90%	-2.2	-206%	1.36%
44	天风证券	255	1.09	981	233	3.82	-6.41%	-3.8	-169%	0.00%
合计		28,834	1.10	123,535	25,909	3.41	4.88%	313.1	-30%	1.49%

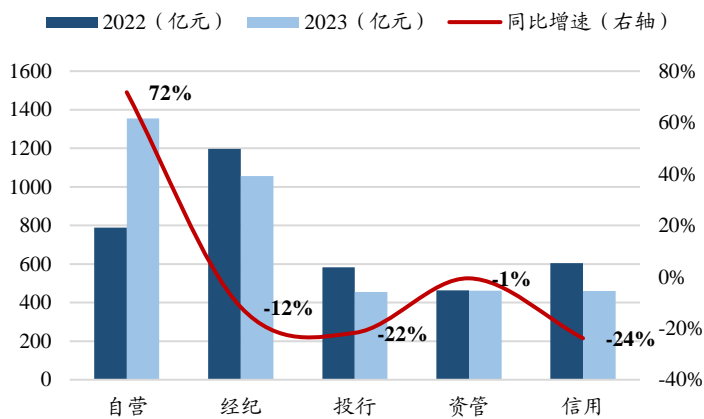
数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (截至 2024 年 5 月 6 日)

注: 以上数据按照归母净利润降序排序。

2. 分业务情况：自营为业绩胜负手，经纪、投行、信用相对承压

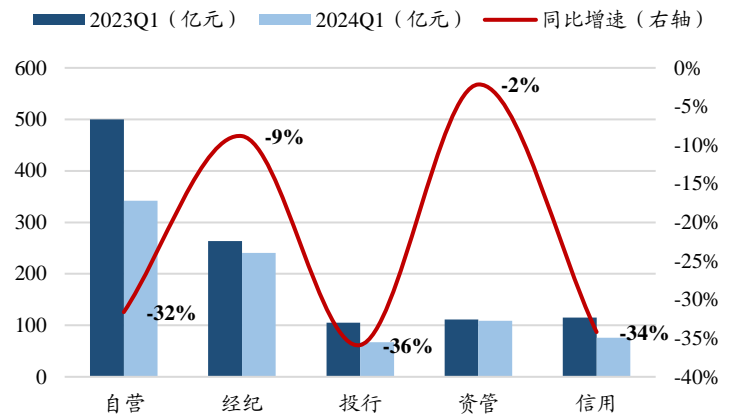
分业务概览：自营支撑 2023 年业绩小幅改善，2024Q1 各业务条线均相对承压。 1) 2023 年权益市场整体情况优于 2022 年，叠加低基数影响，上市券商自营业务收入同比 +72% 至 1,355 亿元，成为上市券商整体业绩增长的主要支撑。其余各项业务中，资管业务收入同比 -1% 至 462 亿元，表现相对稳健；经纪/投行/信用业务收入分别同比 -12%/-22%/-24% 至 1,056/456/460 亿元，情况相对低迷。2) 2024 年一季度，除资管业务收入降幅较小外，上市券商各业务条线均相对承压，自营/经纪/投行/信用业务收入分别同比 -32%/-9%/-36%/-34% 至 342/240/67/76 亿元。

图 7：2022&2023 年上市券商分业务收入及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 8：2023Q1&2024Q1 上市券商分业务收入及同比增速



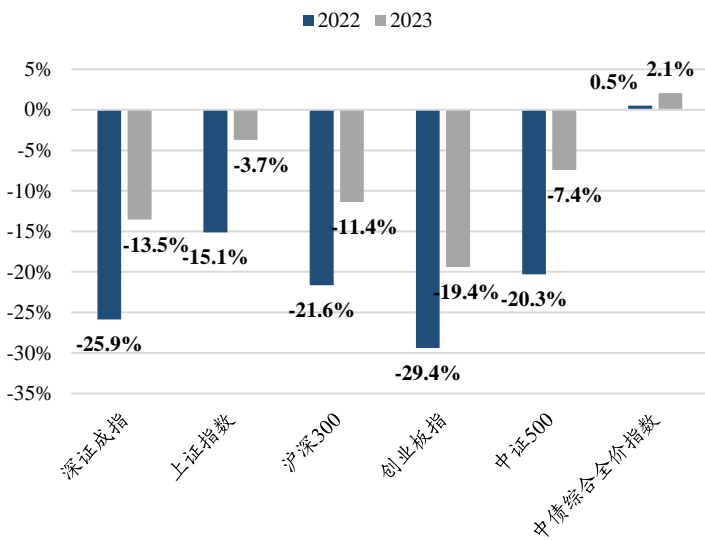
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.1. 自营：2023 年强势反弹，24Q1 降幅显著系高基数压制

2023 年权益指数跌幅收窄，债券市场走势上扬。 2023 年末权益市场波动较大，但是得益于年初人工智能为代表的科技题材行情拉动，主要指数走势显著优于去年同期。2023 年深证成指、上证指数、沪深 300、创业板指、中证 500 涨跌幅分别为 -13.5%、-3.7%、-11.4%、-19.4%、-7.4% (2022 年分别为 -25.9%、-15.1%、-21.6%、-29.4%、-20.3%)。此外，得益于央行继续施行稳健有力的货币政策以及债市资产荒加剧，2023 年债市行情可观，中债综合全价指数全年涨跌幅达到 +2.1% (2022 年为 +0.5%)。

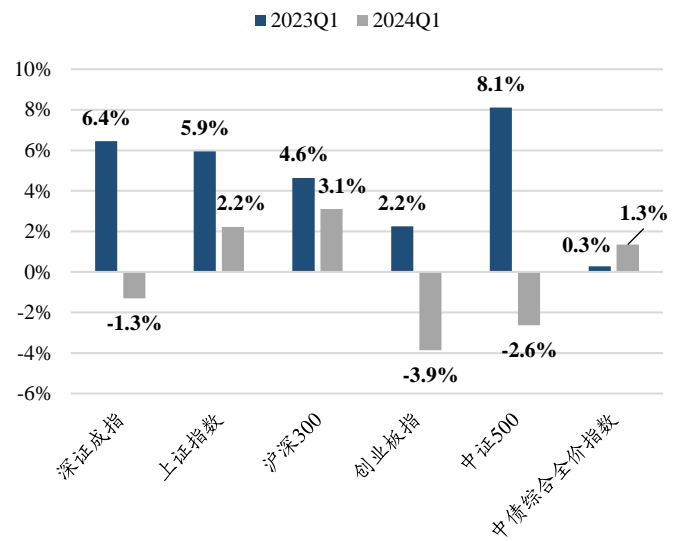
2024Q1 权益市场表现回落，债券市场延续强势。2024 年初雪球产品及券商 DMA 风险集中暴露，致使股票市场剧烈波动。2024Q1 深证成指、上证指数、沪深 300、创业板指、中证 500 涨跌幅分别为-1.3%、+2.2%、+3.1%、-3.9%、-2.6%，均落后于上年同期（2023Q1 分别为+6.4%、+5.9%、+4.6%、+2.2%、+8.1%）。在货币政策稳健偏松基调未变的情况下，2024Q1 债市则延续强势表现，中债综合全价指数涨跌幅达到+1.3%（2022 年为+0.3%）。

图 9：2022&2023 年主要指数涨跌幅



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 10：2023Q1&2024Q1 主要指数涨跌幅



数据来源：Wind，东吴证券研究所

自营表现差异系业绩分化主要原因，24Q1 部分券商业绩高增，多得益于自营收入大幅增长。2024Q1，44 家上市券商合计实现自营业务收入 342 亿元，同比-32%，仅 8 家上市券商实现自营业务收入正增长。从 24Q1 业绩突出的券商情况来看，其整体业绩表现与自营收益情况高度正相关，前文提及方正 / 东兴 / 中原业绩增速亮眼，亦主要得益于自营业务收入的高增（24Q1 方正 / 东兴 / 中原自营收入同比增速分别为+87%/+136%/+77%）。

图 11: 2023 年&2024Q1 上市券商自营业务情况 (亿元)

序号	证券名称	2023年 自营收入	2023年自营收 入同比增速	2023年 自营收益率	24Q1 自营收入	24Q1自营收入 同比增速	24Q1自营收益 率(年化)
1	中信证券	218.5	24%	3.78%	54.6	-17%	3.36%
2	华泰证券	116.7	94%	3.05%	18.8	-59%	1.92%
3	中金公司	105.6	0%	3.81%	18.5	-49%	2.74%
4	国泰君安	91.3	30%	2.59%	23.8	-25%	2.59%
5	申万宏源	89.7	77%	3.48%	27.5	-11%	4.60%
6	中国银河	76.6	37%	4.05%	16.3	-32%	2.95%
7	中信建投	68.4	51%	3.41%	15.1	-40%	2.74%
8	招商证券	67.3	32%	2.59%	20.5	19%	3.04%
9	国信证券	62.3	63%	3.50%	14.6	-23%	2.97%
10	广发证券	35.7	182%	1.91%	11.3	-23%	1.75%
11	中泰证券	28.2	扭亏为盈	7.49%	3.2	-77%	3.10%
12	天风证券	27.6	1650%	7.35%	1.9	-78%	2.04%
13	光大证券	25.2	129%	3.01%	6.0	-36%	3.15%
14	东方证券	23.9	26%	2.64%	8.0	-31%	3.31%
15	东吴证券	23.5	267%	5.57%	5.5	-9%	3.88%
16	西部证券	22.9	128%	3.93%	4.9	-36%	3.35%
17	东方财富	22.3	100%	3.38%	8.1	65%	4.70%
18	长城证券	19.5	扭亏为盈	4.00%	5.2	-19%	3.77%
19	财通证券	17.6	1056%	3.72%	4.3	-39%	3.43%
20	山西证券	17.2	21%	4.87%	3.5	-41%	3.76%
21	方正证券	17.0	54%	3.66%	7.4	87%	4.90%
22	国金证券	16.4	645%	4.75%	4.3	-40%	4.95%
23	东北证券	14.7	320%	4.21%	2.0	-62%	2.04%
24	国联证券	12.4	7%	3.48%	-1.5	-140%	-1.42%
25	国元证券	11.8	扭亏为盈	6.28%	4.3	0%	6.64%
26	首创证券	11.6	159%	6.75%	2.5	-5%	5.18%
27	财达证券	11.4	210%	5.20%	1.1	-71%	1.88%
28	信达证券	11.0	87%	3.83%	3.3	-31%	4.63%
29	浙商证券	10.2	50%	2.39%	4.6	-23%	4.49%
30	西南证券	9.4	1807%	2.98%	2.8	-31%	3.35%
31	华安证券	9.0	46%	3.40%	2.6	-12%	3.42%
32	东兴证券	8.8	扭亏为盈	4.30%	5.5	136%	8.69%
33	中原证券	8.0	49%	3.49%	3.1	77%	5.47%
34	国海证券	6.3	219%	2.93%	1.7	-33%	3.76%
35	兴业证券	6.0	57%	0.83%	3.3	-68%	1.64%
36	第一创业	5.9	217%	2.91%	2.3	9%	5.10%
37	海通证券	4.8	扭亏为盈	0.22%	12.2	-39%	2.29%
38	太平洋	4.8	53%	10.59%	0.7	-73%	5.58%
39	南京证券	4.7	72%	6.56%	4.0	114%	25.67%
40	华西证券	3.8	扭亏为盈	1.44%	0.4	-90%	0.71%
41	红塔证券	3.5	423%	2.21%	1.7	-47%	5.10%
42	中银证券	3.3	48%	2.13%	0.9	-7%	2.15%
43	长江证券	0.8	扭亏为盈	0.30%	0.4	-94%	0.47%
44	华林证券	(0.1)	-106%	-0.47%	0.6	313%	7.88%
合计		1,355	72%	3.21%	341.9	-32%	3.03%

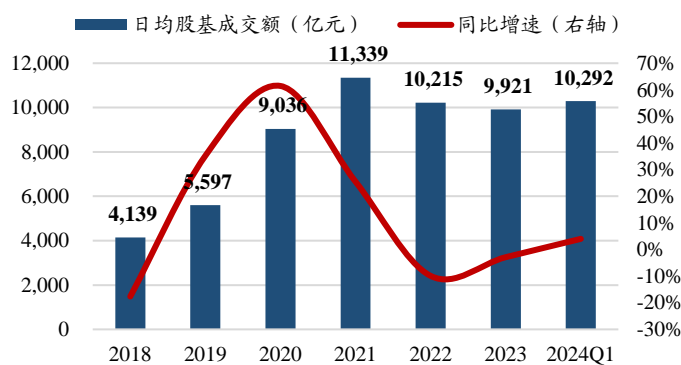
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.2. 财富管理：经纪业务仍待提振，资管业务表现稳健

交投情绪处于低位，券商经纪业务面临多重困境。2023 年券商经纪业务所面临的市场环境相对不佳：①2023 年全市场日均股基成交额同比-3%至 9,921 亿元；②市场持续震荡，赚钱效应偏弱，基金新发市场遭遇“冰点时刻”，全年新发基金份额同比-23%至 11,374 亿份，创近五年新低；③下跌市中公募基金面临净卖出限制，交易量下滑，叠加降费影响，对于券商机构经纪业务构成较大压力。2024Q1 全市场日均股基成交额同比+4%至 10,292 亿元，但是新发基金规模进一步收缩，叠加公募费改影响逐步显现，上市券商经纪业务下行趋势仍未见扭转。基于上述背景，2023 年/2024Q1 上市券商合计经纪业务收入分别同比-12%/-9%至 1,056/240 亿元。

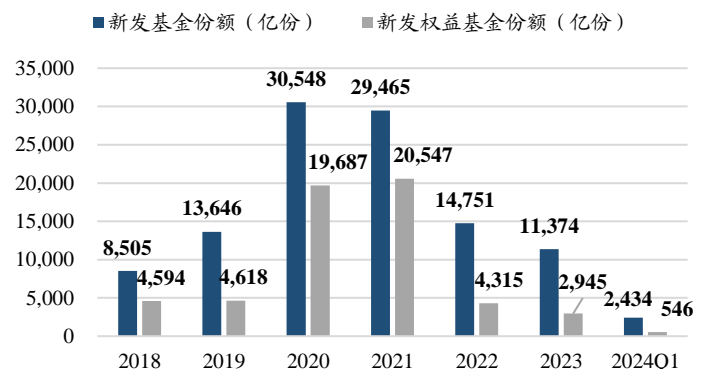
公募基金规模小幅提升，上市券商资管业务收入相对稳健。据中基协统计，截至 24Q1 末，全市场证券公司及子公司私募资管产品规模 5.98 万亿元，较上年同期-7%，较 2023 年末+1%；全市场公募基金规模 29.20 万亿元，较上年同期+9%，较 2023 年末+6%。2023 年/2024Q1 上市券商合计资管业务收入分别同比-1%/-2%至 462/109 亿元，其中中泰/国泰君安因分别于 2023 年内并表万家基金/华安基金，2023 年/2024Q1 资管业务收入增幅居前。

图 12：2018-2024Q1 全市场日均股基成交额（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 13：2018-2024Q1 新发基金情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 14: 2023 年&2024Q1 上市券商经纪业务情况 (亿元)

序号	证券名称	2023年经纪业务收 (亿元)	2023年经纪业务收入同比增速	2024Q1经纪业务收入 (亿元)	2024Q1经纪业务收入同比增速
1	中信证券	102.2	-8%	24.4	-6%
2	国泰君安	67.9	-11%	15.0	-7%
3	华泰证券	59.6	-16%	13.6	-11%
4	广发证券	58.1	-9%	13.6	-6%
5	招商证券	55.3	-14%	13.2	-7%
6	中国银河	55.0	-14%	12.6	-10%
7	中信建投	55.6	-6%	12.5	-7%
8	东方财富	49.7	-8%	11.8	0%
9	国信证券	43.5	-15%	10.8	-3%
10	申万宏源	43.3	-17%	10.2	-11%
11	海通证券	38.3	-18%	8.5	-7%
12	中金公司	45.3	-13%	8.3	-33%
13	方正证券	32.7	-9%	8.1	-1%
14	中泰证券	29.5	-20%	6.8	-9%
15	光大证券	27.7	-16%	6.3	-15%
16	长江证券	27.9	-12%	6.3	-16%
17	浙商证券	24.7	4%	5.3	-5%
18	东方证券	27.8	-10%	4.9	-30%
19	兴业证券	22.5	-18%	4.7	-23%
20	国金证券	16.5	0%	3.8	-1%
21	东吴证券	16.4	-10%	3.7	-7%
22	华西证券	14.8	-15%	3.2	-15%
23	财通证券	12.0	1%	3.0	8%
24	东北证券	9.3	-15%	2.2	-15%
25	国元证券	9.0	-10%	2.2	-2%
26	华安证券	9.7	-6%	2.1	-2%
27	西部证券	7.9	-18%	1.9	0%
28	长城证券	7.9	-14%	1.8	-6%
29	国海证券	8.0	-6%	1.8	-4%
30	信达证券	7.8	-16%	1.8	-6%
31	天风证券	9.3	-8%	1.8	-34%
32	中银证券	8.4	-11%	1.8	-14%
33	东兴证券	6.3	-17%	1.5	-7%
34	财达证券	5.6	-7%	1.5	12%
35	山西证券	4.5	-4%	1.3	0%
36	西南证券	5.8	-13%	1.3	-11%
37	中原证券	5.3	-16%	1.2	-5%
38	华林证券	4.3	-19%	1.1	8%
39	国联证券	5.2	-6%	1.1	-3%
40	南京证券	4.1	-15%	1.0	0%
41	第一创业	3.5	-9%	0.8	-5%
42	太平洋	3.3	-15%	0.8	-6%
43	首创证券	2.2	0%	0.5	-18%
44	红塔证券	1.7	-16%	0.4	-7%
合计		1,055.9	-12%	240	-9%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 15: 2023 年&2024Q1 上市券商资管业务情况 (除东方财富, 亿元)

序号	证券名称	2023年资管业务收入 (亿元)	2023年资管业务收入同比增速	2024Q1资管业务收入 (亿元)	2024Q1资管业务收入同比增速
1	中信证券	98.5	-10%	23.6	-6%
2	广发证券	77.3	-14%	16.1	-23%
3	华泰证券	42.6	13%	11.1	10%
4	国泰君安	41.0	149%	9.2	-13%
5	中泰证券	19.9	260%	4.8	56%
6	海通证券	19.1	-15%	4.0	-15%
7	东方证券	20.3	-23%	3.6	-39%
8	财通证券	15.5	6%	3.2	2%
9	中信建投	13.1	34%	2.8	76%
10	中金公司	12.1	-11%	2.7	-18%
11	首创证券	5.1	-23%	2.5	212%
12	第一创业	9.0	-12%	2.3	-2%
13	申万宏源	9.8	-22%	2.0	-26%
14	光大证券	10.1	-33%	1.8	-19%
15	国信证券	5.0	54%	1.6	69%
16	招商证券	7.1	-14%	1.6	-14%
17	国联证券	4.4	129%	1.4	350%
18	中银证券	5.4	-27%	1.4	-9%
19	华安证券	4.9	1%	1.3	36%
20	浙商证券	4.2	-3%	1.1	60%
21	中国银河	4.6	4%	1.1	7%
22	东北证券	2.9	-14%	1.1	116%
23	天风证券	5.3	-47%	1.0	-48%
24	信达证券	2.3	-11%	0.9	-3%
25	山西证券	2.5	20%	0.8	56%
26	东兴证券	2.2	5%	0.8	94%
27	财达证券	1.3	147%	0.8	444%
28	长江证券	2.0	-10%	0.7	78%
29	方正证券	1.8	-23%	0.6	39%
30	国海证券	1.8	-3%	0.5	24%
31	太平洋	1.5	2%	0.5	153%
32	东吴证券	1.1	-45%	0.4	64%
33	兴业证券	1.5	-8%	0.4	10%
34	国元证券	1.0	12%	0.3	40%
35	西部证券	1.2	61%	0.2	60%
36	国金证券	0.9	-32%	0.2	-9%
37	南京证券	0.3	19%	0.2	269%
38	华西证券	0.9	-46%	0.2	-17%
39	华林证券	0.5	27%	0.1	-42%
40	红塔证券	0.4	-11%	0.1	-37%
41	长城证券	0.5	-44%	0.1	-65%
42	中原证券	0.5	4%	0.1	-50%
43	西南证券	0.1	-40%	0.1	82%
合计		461.6	-1%	108.8	-2%

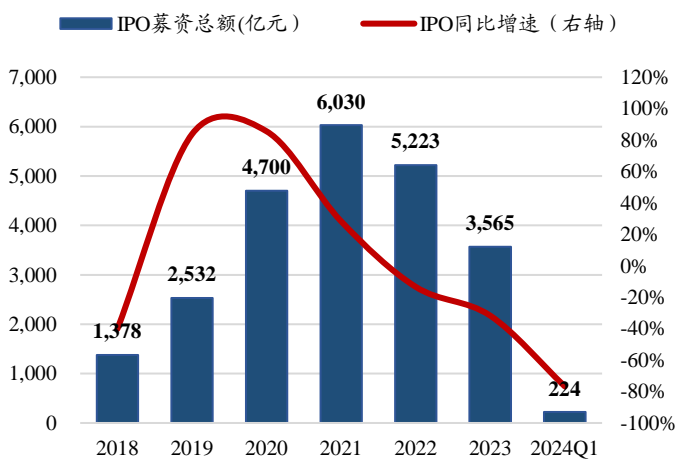
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.3. 投行：短期面临瓶颈，头部集中趋势显著

IPO 及再融资限制未见放松，券商投行业务发展阶段性受限。2023 年 8 月，为活跃资本市场，促进投融资两端的动态平衡，证监会阶段性收紧 IPO 及再融资发行节奏，23Q4 及 24Q1 全市场 IPO 及再融资发行规模大幅收缩。受此影响，2023 年、2024Q1 全市场 IPO 募资总额分别同比-32%、-77%至 3,565 亿元、224 亿元。

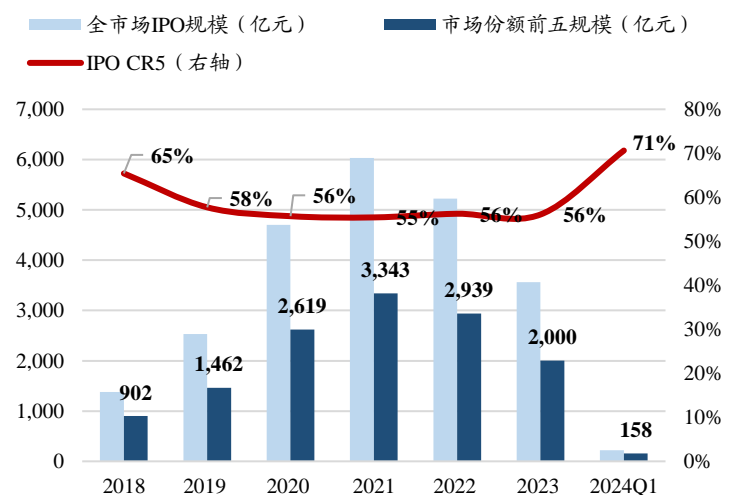
投行业务成为监管重点，IPO 供给收缩情况下 24Q1 行业集中度大幅抬升。2024 年 3 月 15 日，证监会同日发布《关于严把发行上市准入关从源头上提高上市公司质量的意见》，重点内容包括建立对中介机构的常态化滚动式现场监管机制、对欺诈发行等情形回溯全链条各环节履职情况等，结合前述《建设一流投行及投资机构意见》中“压实投行‘看门人’责任”的表述，表明当前券商投行业务的综合执业质量已成为监管的关注重点。在 2024 年 4 月 12 日发布的新“国九条”中，上述内容亦再次得到复述。在 IPO 供给收缩叠加监管趋严背景下，风控能力领先、投行业务质量把控严格的头部券商加速抢占存量市场份额。2024Q1，证券行业 IPO 承销规模 CR5 由 2023 年的 56%大幅提升至 71%；投行业务收入方面，24Q1 中信/国泰君安/华泰/中金/中信建投分列上市券商前五，合计投行业务净收入 30 亿元，占上市券商合计投行业务收入的 44%，头部券商竞争优势依旧显著。

图 16: 2018-2024Q1 全市场 IPO 募资额及增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 17: 2018-2024Q1 行业 IPO 规模 CR5



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 18: 2023 年&2024Q1 上市券商投行业务情况 (除东方财富, 亿元)

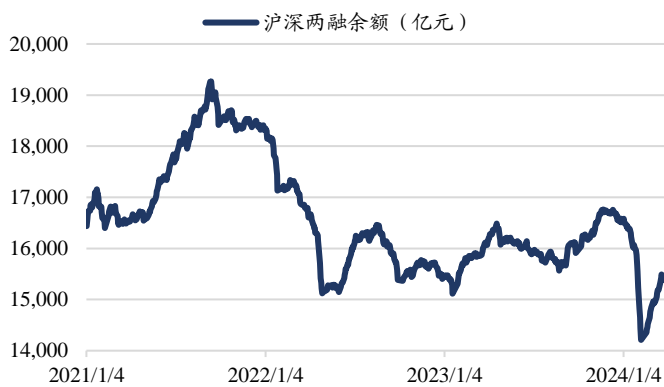
序号	证券名称	2023年投行业务收入(亿元)	2023年投行业务收入同比增速	2024Q1投行业务收入(亿元)	2024Q1投行业务收入同比增速
1	中信证券	62.9	-27%	8.7	-56%
2	国泰君安	36.9	-14%	6.4	-3%
3	华泰证券	30.4	-25%	5.8	-26%
4	中金公司	37.0	-47%	4.5	-25%
5	中信建投	48.0	-19%	4.5	-59%
6	海通证券	34.2	-18%	4.1	-54%
7	东方证券	15.1	-13%	2.7	-1%
8	中泰证券	13.5	33%	2.5	-41%
9	光大证券	10.3	-20%	2.5	30%
10	东吴证券	10.8	-4%	2.3	-23%
11	国金证券	13.4	-21%	2.3	-43%
12	国信证券	13.6	-25%	2.1	-27%
13	申万宏源	14.4	-23%	1.7	-41%
14	浙商证券	8.8	13%	1.5	-35%
15	广发证券	5.7	-7%	1.5	47%
16	财通证券	7.6	68%	1.4	-8%
17	天风证券	7.5	-16%	1.3	-51%
18	兴业证券	10.4	9%	1.2	-69%
19	东兴证券	5.8	-49%	1.2	32%
20	中国银河	5.5	-20%	0.9	65%
21	招商证券	13.0	-7%	0.9	-43%
22	国联证券	4.9	2%	0.8	-13%
23	第一创业	1.9	-32%	0.7	42%
24	长江证券	6.4	-24%	0.6	110%
25	财达证券	3.0	-4%	0.6	-13%
26	长城证券	4.6	-7%	0.5	-6%
27	山西证券	3.9	-6%	0.5	-36%
28	南京证券	1.6	-20%	0.5	32%
29	东北证券	2.0	17%	0.4	-51%
30	方正证券	2.1	-60%	0.4	-33%
31	西部证券	3.6	3%	0.4	29%
32	西南证券	1.4	-23%	0.3	-15%
33	国元证券	2.1	-74%	0.3	-58%
34	信达证券	1.5	-17%	0.2	-13%
35	首创证券	1.0	-17%	0.2	-20%
36	华安证券	1.1	-29%	0.2	-6%
37	华西证券	1.8	-15%	0.2	-40%
38	红塔证券	0.6	-33%	0.2	402%
39	中银证券	2.6	129%	0.2	26%
40	太平洋	1.3	8%	0.2	-55%
41	国海证券	1.6	-20%	0.2	-66%
42	中原证券	0.9	-66%	0.1	-60%
43	华林证券	1.0	-39%	0.0	-74%
合计		455.8	-22%	67.4	-36%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.4. 信用：两融及股质规模下行，利息净收入加速收缩

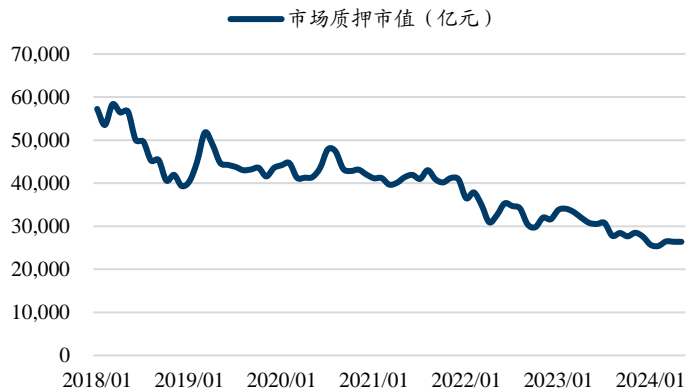
两融及股质规模下行，利息支出维持高位，上市券商利息净收入同比加速下行。2023年/2024Q1 上市券商合计利息净收入分别同比-24%/-34%至 460/76 亿元。**①两融去杠杆趋势显著。**2023H2 资本市场利好频出，带动市场风险偏好回升，叠加调降融资保证金比例等实质举措影响，全市场两融规模逆势提升，至 2023 年 11 月 23 日达到年内高点 16,764 亿元；2023 年 12 月以来，由于市场行情不振，两融余额加速回落。截至 24Q1 末，全市场两融余额较上年同期-4%至 15,379 亿元。**②股票质押规模持续压降。**2018 年以来，证监会会同有关部门持续推进股票质押风险化解，股票质押存量规模持续压降。截至 24Q1 末，全市场股票质押市值较上年同期-20%至 26,476 亿元。**③利息支出对利润形成压制。**近年券业加速扩表，在加杠杆过程中负债规模持续提升，利息支出压力逐年增加。2023 年/2024Q1 上市券商合计利息支出分别同比+12%/+3%至 1,753/446 亿元。

图 19：2021-2024Q1 全市场两融余额（亿元）



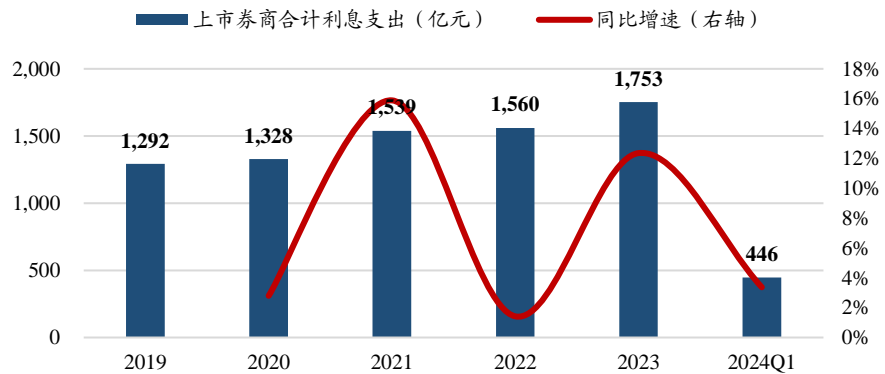
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 20：2018-2024Q1 全市场股票质押规模（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 21：2019-2024Q1 上市券商合计利息支出（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 22: 2023&2024Q1 上市券商利息净收入情况 (亿元)

序号	证券名称	2023年利息净收入 (亿元)	2023年利息净收入同比增速	2024Q1利息净收入 (亿元)	2024Q1利息净收入同比增速
1	中信证券	40.3	-31%	3.3	-44%
2	华泰证券	9.5	-64%	2.3	-23%
3	中金公司	-13.3	-	-5.9	-
4	国泰君安	28.0	-41%	3.5	-49%
5	申万宏源	3.3	259%	-0.9	-
6	中国银河	41.6	-19%	9.3	-17%
7	中信建投	17.1	-28%	1.6	-65%
8	招商证券	14.5	8%	1.2	-76%
9	国信证券	17.5	-4%	2.0	-55%
10	广发证券	31.4	-24%	4.4	-53%
11	中泰证券	17.3	-19%	3.7	1%
12	天风证券	-17.6	-	-4.5	-
13	光大证券	18.0	-14%	4.8	14%
14	东方证券	17.6	8%	3.0	-28%
15	东吴证券	9.6	-20%	2.4	-11%
16	西部证券	-2.5	-	-0.7	-
17	东方财富	22.3	-9%	5.2	-5%
18	长城证券	0.0	-101%	0.0	-140%
19	财通证券	5.4	-28%	1.2	4%
20	山西证券	-1.4	-321%	-0.4	-
21	方正证券	14.2	-20%	2.4	-37%
22	国金证券	12.1	-14%	2.7	-13%
23	东北证券	0.0	-99%	-0.2	-184%
24	国联证券	0.8	-33%	-0.3	-149%
25	国元证券	18.6	-9%	3.4	-22%
26	首创证券	-1.5	-1658%	-0.3	-
27	财达证券	1.0	-45%	0.2	916%
28	信达证券	4.2	48%	0.9	-1%
29	浙商证券	7.5	-4%	1.5	-7%
30	西南证券	3.0	-16%	0.7	10%
31	华安证券	4.2	-7%	0.8	-31%
32	东兴证券	11.0	-27%	2.1	-22%
33	中原证券	1.3	-4%	0.3	-28%
34	国海证券	4.0	-14%	1.1	10%
35	兴业证券	18.2	-5%	2.8	-44%
36	第一创业	0.8	-62%	0.1	-49%
37	海通证券	40.9	-34%	8.7	-19%
38	太平洋	2.9	21%	0.6	5%
39	南京证券	10.3	9%	2.4	-2%
40	华西证券	9.7	-20%	2.3	-4%
41	红塔证券	4.3	394%	1.1	27%
42	中银证券	8.3	3%	1.9	-10%
43	长江证券	21.4	-8%	4.3	-25%
44	华林证券	3.7	-9%	0.9	-12%
合计		459.6	-24%	75.9	-34%

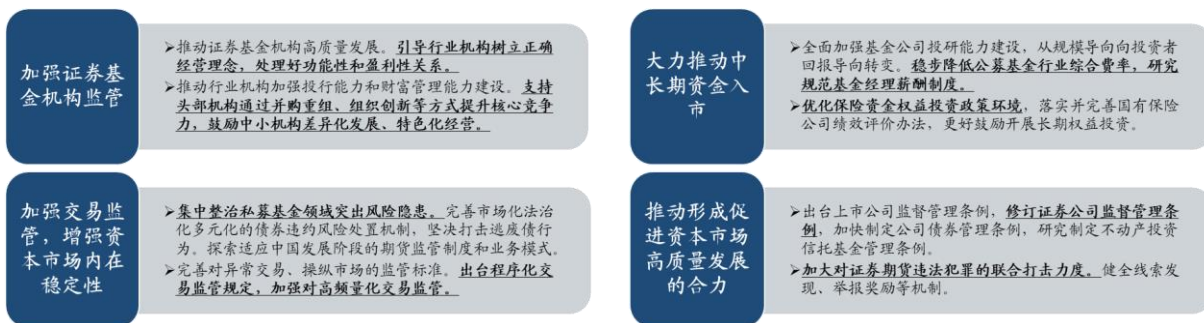
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 部分券商上期利息净收入为负, 故未标明增速。

3. 趋势判断：监管趋严驱动格局变迁，机遇与挑战并存

“两强两严”监管思路持续加固，着重强调功能性。1) 2024年3月6日，证监会新任主席吴清在十四届全国人大二次会议经济主题记者会上进行了上任以来的首次公开发声，阐释了资本市场的监管理念，定调监管工作的重点为“两强两严”。其中“两强”即强本强基，投资者是市场之本，上市公司是市场之基，监管在加强对投资者的保护，增强投资者对市场的信心的同时，也必须聚焦提高上市公司质量，提升投资价值。“两严”即严监严管，依法从严监管市场，依纪从严管理队伍，对造假欺诈、操纵市场、内幕交易等触碰底线的违法行为要严厉打击。2) 2024年3月15日，证监会发布《建设一流投行及投资机构意见》，明确“把功能性放在首要位置，坚持以客户为中心，正确处理好在功能性和盈利性关系”，并在后文中针对健全监管体系、加大监管力度提出多项要求。2024年4月12日，国务院发布《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”)，重申“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”的监管基调。预计后续消除监管死角、校正行业机构定位、凸显行业机构功能性将成为监管层的阶段性工作重点。

图 23: 新“国九条”进一步强化严监管基调



数据来源：证监会，东吴证券研究所

政策面积极信号持续释放，行业供给侧有望加速整合。2023年中央金融工作会议首次提出“培育一流投资银行和投资机构”，此后监管亦数次表达了对于头部证券公司通过并购做大做强的鼓励。同时，在券业头部效应加剧背景下，中小券商受限于牌照价值下降以及传统业务饱和度提升，股权主动转让事件频现。以上线索皆表明证券行业集约化经营趋势已不可逆，在监管引导下行业优胜劣汰有望不断加速。

图 24: 监管多次表态支持优质券商做优做强

时间	文件/会议	内容
2023/10/30	中央金融工作会议	优化融资结构，更好发挥资本市场枢纽功能，推动股票发行注册制走深走实，发展多元化股权融资，大力提高上市公司质量， 培育一流投资银行和投资机构 。促进债券市场高质量发展。 完善机构定位， 支持国有大型金融机构做优做强 ，当好服务实体经济的主力军和维护金融稳定的压舱石，严格中小金融机构准入标准和监管要求，立足当地开展特色化经营。
2023/11/1	证监会党委（扩大）会议	证监会将支持头部证券公司通过业务创新、集团化经营、并购重组等方式做优做强，打造一流的投资银行。
2023/11/3	《证券公司风险控制指标计算标准规定（征求意见稿）》	强化分类监管，拓展优质证券公司资本空间。 适当调整连续三年分类评价居前的证券公司的风险资本准备调整系数和表内外资产总额折算系数，支持合规稳健的优质证券公司适度拓展资本空间，提升资本使用效率，做优做强。
2023/3/15	《关于加强证券公司和公募基金监管加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见（试行）》	适度拓宽优质机构资本空间， 支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式做优做强 ；鼓励中小机构差异化发展、特色化经营，结合股东特点、区域优势、人才储备等资源禀赋和专业能力做精做细。
2023/4/12	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》	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 ，鼓励中小机构差异化发展、特色化经营。

数据来源：证监会，东吴证券研究所

创新业务风险逐渐暴露，监管态度预计以稳慎为先。2023 年宏观经济复苏斜率放缓叠加权益市场行情低迷情况下，券商创新业务风险敞口持续暴露。2023 年底至 2024 年初，雪球集中敲入、DMA 产品大幅回撤等风险事件暴露出券商创新业务在策略和风控方面的诸多问题。在此背景下，监管多次表态券商创新要以稳为先，强调证券公司业务创新应当坚持合法合规、审慎经营的原则，加强集中管理和风险控制。预计后续券商业务创新所面临的政策环境将进一步收紧。

图 25: 监管持续强调审慎推动金融业务创新

时间	文件/会议	内容
2023/10/30	中央金融工作会议	坚持诚实守信、以义取利、 稳健审慎、守正创新 、依法合规。
2023/1/16	在省部级主要领导干部推动金融高质量发展专题研讨班	要处理好加强金融监管和金融创新的关系 ，一时看不准、没有把握监管好的金融创新，可以先局部试点试验。 要强化监管科技运用 ，增强监管穿透力，打造监管千里眼、顺风耳。 要守正创新，不脱实向虚。关键是解决好金融为谁服务、为什么创新问题，紧紧围绕更好服务实体经济、便利人民群众推动创新， 不能搞伪创新、乱创新 。
2023/3/15	《关于加强证券公司和公募基金监管加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见（试行）》	坚守业务本源，稳慎推进业务创新 ，确保组织架构设置、业务发展与合规风控水平、专业能力相匹配。 加大对公司治理、关联交易、投行业务、 创新业务 、境内外子公司及分支机构、异地经营等领域监管力度。

数据来源：金管总局，证监会，东吴证券研究所

4. 投资建议

静待基本面估值双修复，建议关注存在并购重组预期及轻资产属性突出的标的。短期来看，证券行业基本面触底，监管环境收紧情况下行业供给侧或加速出清。长期来看，宏观环境的修复以及资本市场改革深化将推动证券行业 ROE 中枢稳步抬升，证券板块长期投资价值逐渐凸显。从估值角度来看，截至 2024 年 05 月 07 日，证券 II 指数 PB 估值为 1.10 倍，历史估值分位数 0.71%，具备较高的性价比及安全边际。建议关注以下投资主线：1) 证监会对于券商并购重组态度渐暖，建议关注已释放明确并购重组信号或在并购重组方面具备潜在预期的标的，推荐【中金公司(H)】，建议关注【方正证券】、【中国银河】。2) 市场交投活跃度回升预期下，轻资产业务能力突出的券商有望进一步兑现 ROE 弹性，推荐【东方财富】。

图 26: SW 证券 II 指数历史 PB (LF) 估值水平



数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (截至 2024 年 05 月 07 日)

5. 风险提示

- 1) 宏观经济复苏不及预期:** 宏观经济剧烈波动将直接影响资本市场活跃度, 并且影响居民购买力及财富管理产品配置需求, 进而造成证券行业收入下滑;
- 2) 资本市场监管趋严:** 监管政策收紧或将对证券行业各项业务经营环境造成影响, 进而导致证券公司面临业绩波动风险;
- 3) 行业竞争加剧:** 行业竞争加剧情况下, 市场出清速度加快, 中小型券商面临较大的经营压力。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>