



Research and  
Development Center

# 证券行业 2023 年报及 2024Q1 季报综述—— ——自营投资能力驱动业绩、关注非方向性和并 购双主线

证券研究报告

行业研究

行业专题研究（深度）

非银金融

投资评级 看好

上次评级 看好

王舫朝 非银金融行业首席分析师

执业编号：S1500519120002

邮箱：wangfangzhao@cindasc.com

冉兆邦 非银金融行业分析师

执业编号：S1500523040001

邮箱：ranzhaobang@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

# 自营投资能力驱动业绩、关注非方向性和并购双主线

2024年05月10日

## 本期内容提要：

- 中央金融工作会议首提“政治性”、“人民性”，以中国式现代化全面推进强国建设、民族复兴伟业，是新时代新征程党和国家的中心任务，是新时代最大的政治。金融服务实体经济是人民性的重要表现，纯粹的虚拟经济活动只能使少数人获利，只有发展实体经济才能让广大人民群众充分就业并享受发展成果。
- 从近年资本市场准入及退出反映的趋势来看，优质资产得到融资端政策支持，而落后产能或将在退市机制常态化下加速出清，资本市场资产质量有望长期提升。我们看好资本市场高质量发展下券商做市、投行等业务未来的业绩贡献。
- 板块配置方面，证券板块全年较沪深300获得超额，下半年公募基金低配明显收窄。截至2023年末，证券板块较年初+11.11%，板块超额收益22.86%。下半年公募基金低配比例明显收窄。2023年四季度末标配比例从年中的3.16%提升至3.57%，公募基金配置水平从年中的低配0.84%提至低配0.70%。
- 上市券商业绩方面，全年业绩表现与上年基本持平。业绩方面，2023年，上市券商累计收入4970.88亿元，同比+1.35%；累计归母净利润1285.89亿元，同比+1.03%。调整后营收4090.04亿元，同比+3.15%（调整后营收=总营收-其他业务成本）。2024Q1，高基数影响下，行业业绩同比下行。季度累计业绩方面，2024Q1，上市券商收入1058.28亿元，同比-21.55%；归母净利润293.51亿元，同比-31.68%。调整后营收894.18亿元，同比-23.63%。
- 自营驱动明显，收入占比大幅提升，费类业务承压。收入结构方面，2023年，经纪、投行、资管、自营、信用业务收入分别为1006.25/455.79/460.65/1333.06/437.31亿元，同比-11.56%/-21.75%/2.74%/71.39%/-24.52%。占调整后营收比分别为24.6%/11.1%/11.3%/32.6%/10.7%，较上年度-4.09 pct/-3.55 pct/-0.05 pct/+12.98 pct/-3.92 pct。2024Q1，自营占比较年初进一步提升。2024Q1，经纪、投行、资管、自营、信用业务收入分别为228.67/67.44/108.49/333.78/70.63亿元，同比-9.26%/-35.89%/-0.11%/-32.58%/-35.65%。占调整后营收比分别为25.6%/7.5%/12.1%/37.3%/7.9%，较上年度+0.97 pct/-3.60 pct/+0.87 pct/+4.74 pct/-2.79 pct。
- 资产负债方面，规模小幅上行，主因自营驱动。资产结构方面，2023年，客户保证金、信用类资产、金融投资类资产规模分别为2.04万亿、1.79万亿、6.24万亿，占比分别为17.0%/14.9%/52.1%，分别较年初-2.41 pct/-0.26 pct/+3.87 pct。2024Q1，客户保证金、信

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 2

用类资产、金融投资类资产规模分别为 2.09 万亿、1.67 万亿、6.36 万亿，占比分别为 17.3%/13.8%/52.6%，分别较年初+ 0.30 pct/-1.13 pct/+ 0.50 pct。负债端，卖出回购仍为主要的加杠杆方式，2023 年，代理买卖证券款、卖出回购金融资产款、应付短期融资券、应付债券规模分别为 2.08/2.38/0.56/2.07 万亿，较年初 -5.5%/+15.6%/+42.7%/+4.8%，占比分别为 22.0%/25.3%/5.9%/21.9%，分别较年初 -2.82pct/+1.97pct/+1.50pct/-0.38pct。2024Q1，代理买卖证券款、卖出回购金融资产款、应付短期融资券、应付债券规模分别为 2.14/2.59/0.48/2.08 万亿，较年初+2.8%/+8.8%/-14.4%/+0.4%，占比分别为 22.5%/27.3%/5.0%/21.8%，分别较年初 +0.45pct/+2.02pct/-0.89pct/-0.09pct。

- **权益、再融资及 ROE 方面，再融资停滞，行业净资产规模增速明显放缓。** 归母净资产方面，2023 年及 2024Q1，上市券商归母净资产规模 2.47/2.52 万亿元，较年初+6.4%/+2.1%。自 2023 年初证监会提出倡导证券公司走资本节约型、高质量发展的新路，从 2023 年初至 2024Q1，43 家上市券商未实现再融资。2023 年，上市券商 ROE 为 5.38%，同比 -0.35 pct。2024Q1 上市券商 ROE（年化）为 4.71%，较上年度小幅下滑。
- **杠杆及用表方面，重资产用表水平提升，行业杠杆率水平小幅提升。** 2023 年及 2024Q1，上市券商除客户资金杠杆率为 3.91/3.86 倍，较上年+ 0.12 /-0.05 倍。2023 年部分头部券商风控指标仍较紧。申万宏源/中金公司/广发证券资本杠杆率较低，分别为 11.3%/11.4%/12.0%，较年初分别+ 0.39 pct/+ 0.20 pct/ -1.01 pct。
- **业务方面，2023 年债券市场上行是行业自营贡献业绩增量的核心因素，费类业务下行明显。** 1) 经纪业务：股票成交、基金交易佣金、发行规模不同程度下行。市场股票基金交易额 239.99 万亿元，同比 -3.1%；公募基金股票交易佣金 168 亿元，同比-10.5%；新发“股+混”基金规模 2962 亿元，同比-31.6%；2) 投行业务：股权融资规模大幅下滑，债券融资规模稳中有升。IPO 规模 3565 亿元，同比-39.2%；再融资规模 6393 亿元，同比-18.8%；债券承销规模 13.34 万亿，同比+25.0%。3) 资管业务：资管新规以来，规模持续下滑。截至 2023 年末，券商资管业务规模 5.9 万亿元，较年初-13.7%；4) 信用业务：标的扩容影响下（22 年 10 月融资融券标的扩容至 2200 只），两融全年规模小幅提升。截至 2023 年末，融资融券规模 1.65 万亿，同比 +7.2%。股票质押规模 2.68 万亿，同比-15.1%；5) 自营业务：利率下行为债券自营创造业绩增量空间。截至 2023 年末，十年国债收益率 2.6%，较年初-27.33bps。
- **投资建议：关注并购及非方向性业务发展双主线。** 2023 年 11 月 3 日，多家媒体消息，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。3 月 29 日晚间，上市公司密集披露年报及发布股权转让、并购计划相关公告，我们预计并购将成为未来一段时间券商板块的主题性投资机会。此外，近年

券商自营收入占比提升，非方向性业务凭借其稳定盈利特征，成为券商主动加杠杆投入的业务方向，我们重点关注初具规模的场外衍生品业务和规模有望提升的做市业务的发展。

- 当前行业估值处于较低水平，近期“两会”、“国九条”积极定调，资本市场或迎来高质量发展，行业投资端基本面有望转好，估值有望迎政策驱动的修复空间。截至5月8日，行业估值1.21XPB，位于三年历史3%分位。建议关注估值水平较低、有望受益于用表能力提升、非方向性自营业务占比提升的中信证券、中国银河、华泰证券、方正证券。
- **风险因素：**行业竞争加剧、经济修复政策落地不及预期、资本市场改革不及预期等。

## 目录

一、如何理解高质量发展的资本市场和其“政治性、人民性”	7
二、证券行业 2023 及 2024Q1 综述：全年投资业务贡献主要业绩，24Q1 业绩受市场震荡所累	8
2.1、板块表现&公募配置：全年较沪深 300 获得超额，下半年公募基金低配明显收窄	8
2.2、经营业绩：自营贡献主要业绩，对冲费类业务下行压力	9
2.3、资产&负债：自营驱动总资产小幅增长，加杠杆带动负债端成本小幅提升	11
2.4、权益&再融资&ROE：再融资停滞，净资产增速放缓、ROE 小幅下滑	12
2.5、管理费用：2023 年管理费率基本稳定，2024Q1 费用水平同比大幅下滑	13
2.6、杠杆&用表：券商杠杆增/降趋势分化主因资本补充，行业杠杆率整体小幅上行	13
三、业务分析：债券市场上行是行业自营贡献业绩增量的核心因素，费类业务下行明显	14
3.1、经纪：收入占比下滑，机构化和财富管理转型趋势明显	15
3.2、投行：严把上市入口关，提升上市公司质量，投行融资规模阶段性边际下行	16
3.3、资管：上市券商基金管理业务收入占比持续提升，公募化转型持续演绎	18
3.4、信用：两融费率企稳，股票质押业务规模维持稳定	19
3.5、自营：头部券商自营业绩稳定杠杆水平亦较高，关注非方向投资业务发展	20
四、后续展望：关注并购及非方向性业务发展双主线	21
4.1、主线一：做大做强一流投资机构带来的并购重组机会	21
4.2、主线二：关注券商扩表和非方向性业务转型	22
五、投资建议	25
六、风险因素	26

## 表目录

表 1：近年来出台“资产、资金、市场服务端”政策	7
表 2：券商板块公募配置情况	9
表 3：上市券商核心基本面数据	15
表 4：券商投行业务收入（亿元）	17
表 5：部分券商资管业务收入及结构	19
表 6：上市券商资产结构（2012-2015）	23
表 7：上市券商资产结构（2019-2022）	23
表 8：做市商制度发展时间表	24
表 9：券商做市业务资格获取情况	24

## 图目录

图 1：政策目标与经济动能变化	7
图 2：近年 A 股 IPO 规模及上市项目数	8
图 3：近年退市项目数	8
图 4：证券板块指数涨跌幅及超额	9
图 5：上市券商营业收入及增速	10
图 6：上市券商归母净利润及增速	10
图 7：上市券商调整后营收及同比增速	10
图 8：上市券商收入结构	10
图 9：上市券商单季度营收及环比增速	11
图 10：上市券商单季度归母净利润及环比增速	11
图 11：上市券商资产规模及同比增速	11
图 12：上市券商资产结构	11
图 13：上市券商负债端结构	12
图 14：上市券商负债端成本	12
图 15：上市券商净资产规模及较年初增幅	12
图 16：43 家上市券商再融资情况	12
图 17：上市券商 ROE	12
图 18：上市券商 ROE 情况	13

图 19: 上市券商管理费用及同比增速.....	13
图 20: 上市券商管理费用率.....	13
图 22: 上市券商杠杆率情况.....	14
图 23: 上市券商经纪业务收入及同比增长.....	15
图 24: 上市券商经纪业务收入占比.....	15
图 25: 上市券商经纪业务收入结构.....	16
图 26: 公募基金股票交易佣金及同比增长.....	16
图 27: 公募基金股票交易总金额及费率.....	16
图 28: “股+混”基金保有市占率.....	16
图 29: 上市券商投行业务收入及同比增速.....	17
图 30: 上市券商投行业务收入占比.....	17
图 31: 市场季度 IPO 规模.....	18
图 32: 市场再融资季度规模.....	18
图 33: 投行业务集中度.....	18
图 34: 投行业务储备项目数.....	18
图 35: 上市券商资管业务收入及同比增速.....	19
图 36: 上市券商资管业务收入结构.....	19
图 37: 上市券商信用业务收入及同比增幅.....	19
图 38: 上市券商信用业务收入占比.....	19
图 39: 融资融券业务规模及增速.....	20
图 40: 两融平均维持保证金比例.....	20
图 41: 股权质押业务规模及同比增速.....	20
图 42: 券商减值及同比增速.....	20
图 43: 上市券商自营杠杆及收益率增降幅.....	21
图 44: 场外期权、互换新增名义本金规模 (亿元).....	23
图 45: 场外衍生品月末存续规模及增速.....	23
图 46: 券商板块估值.....	25

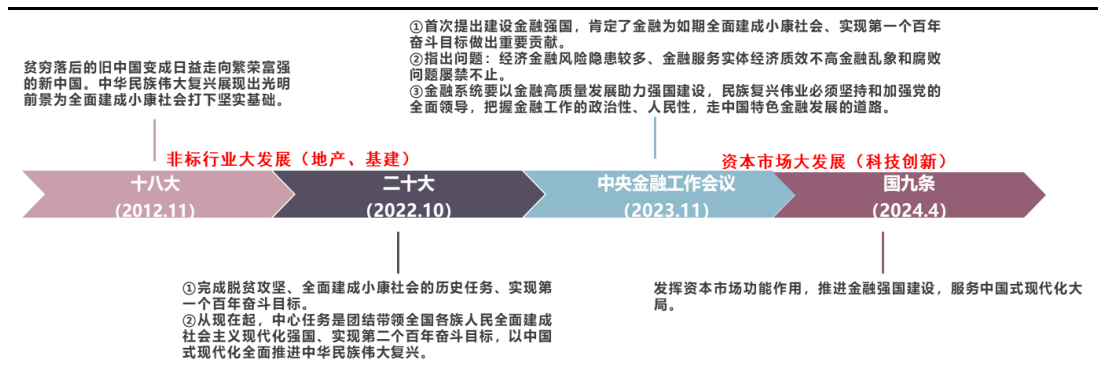


## 一、如何理解高质量发展的资本市场和其“政治性、人民性”

二十大提出的“中国式现代化”是人口规模巨大的现代化、全体人民共同富裕的现代化、物质文明和精神文明相协调的现代化、人与自然和谐共生的现代化、走和平发展道路的现代化。我们认为，未来五年是全面建设社会主义现代化国家开局起步的关键时期，主要目标是经济高质量发展取得新突破，科技自立自强能力显著提升。

中央金融工作会议首提“政治性”、“人民性”，以中国式现代化全面推进强国建设、民族复兴伟业，是新时代新征程党和国家的中心任务，是新时代最大的政治。因此，金融工作的政治性应当更突出地体现在为推进中国式现代化服务上。应当充分发挥金融作为国家调节和引导社会经济活动手段的职能作用。“金融服务实体经济”是体现其人民性的重要表现。纯粹的虚拟经济活动只能使少数人获利，只有发展实体经济才能让广大人民群众充分就业并享受发展成果。

图 1：政策目标与经济动能变化



资料来源：中国人大网、中国政府网、新华社，信达证券研发中心

从 7 月 24 日政治局会议提出“活跃资本市场”后，证监会座谈会指出从“投资、融资、交易端”三端发力，资本市场改革逐步进入涉及机制变革的深水区。当前政策框架逐步明确三端下的“管”与“放”。如公募降佣、限制 DMA 业务、IPO 严格现场检查等、限制转融通限售出借等，对市场投融资端机制不合理情况予以修正；同时降低印花税、修订证券公司风控指标、引导保险资金、社保资金入市、提高股份回购便利度等，便利市场投资、交易，以吸引增量资金入市。

表 1：近年来出台“资产、资金、市场服务端”政策

政策导向	政策涉及业务内容	资本市场的“管”与“放”
总体要求		证监会召开 2023 年系统年中工作座谈会，对中央政治局会议提出的“要活跃资本市场，提振投资者信心”相关要求工作进行工作部署，提出“从投资端、融资端、交易端等方面综合施策，协同发力，确保党中央大政方针在资本市场领域不折不扣落实到位”。
市场服务端	限制	公募降费
	支持	ETF 期权扩容
	支持	两融标的扩容
	支持	证券公司风控指标修订
	支持	调降融资融券保证金比例
资金端	支持	优化险企偿付能力
	支持	引导保险资金入市

		金长期稳健投资。
支持	调整社保基金投资范围、管理费率	2023年12月6日，财政部联合人社部公开征求意见，拟优化调整社保基金投资范围、管理费率以及投资监管比例。
支持	加快引入各类中长期资金，持续推动壮大社保基金、基本养老保险、年金等各类养老金专业投资管理队伍，培育更多耐心资本	2024年3月15日，证监会发布《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）》。

资料来源：中国政府网、证监会、新华网、央广网、界面新闻、光明网、每经网、中国经营报、中国证券网、中国青年网，信达证券研发中心

新“国九条”核心强调了风险防范的重要性，坚持市场化法治化原则，通过“1+N”政策体系下的一系列综合措施，推动资本市场的稳定运行和高质量发展。我们认为，当前监管方向要点在于：1) 上市公司的上市监管、持续监管、退市常态化；2) 证券基金机构监管；3) 交易监管；4) 推动中长期资金入市。

从近年资本市场准入及退出反映的趋势来看，优质资产得到融资端政策支持，而落后产能或将在退市机制常态化下加速出清，资本市场资产质量有望长期提升。IPO 方面，当前 IPO 规模明显下行，退市项目数较之前明显提升。2019 年来 IPO 规模经历一轮增长后，2023 年在发行严监管导向下有所回落，2023 年实现 IPO 发行 313 个，募集规模 3565.39 亿元，同比下滑 39.2%；2022-2023 年，上市公司退市数量明显增长，主板、创业板、科创板、北交所退市项目合计分别 50、46 个，较此前有明显增长。此外，近期发布的《资本市场服务科技企业高水平发展的十六项措施》，从上市融资、并购重组、债券发行、私募投资等方面全方位提出对高新技术和战略新兴产业的支持性举措，资本市场资产质量有望长期提升。

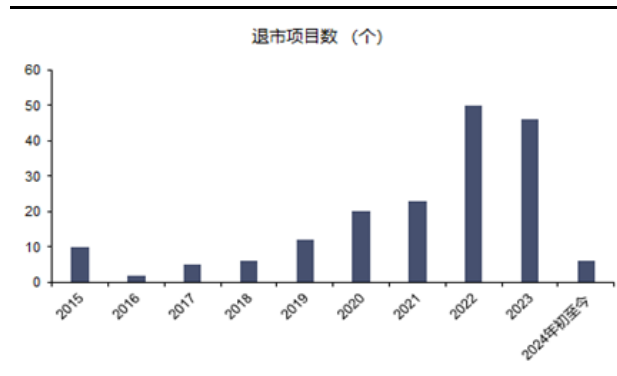
我们认为，证券行业或迎资本市场高质量发展下的长期成长空间，我们看好做市、投行等业务未来的业绩贡献。

图 2：近年 A 股 IPO 规模及上市项目数



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 3：近年退市项目数



资料来源：iFind，信达证券研发中心

## 二、证券行业 2023 及 2024Q1 综述：全年投资业务贡献主要业绩，24Q1 业绩受市场震荡所累

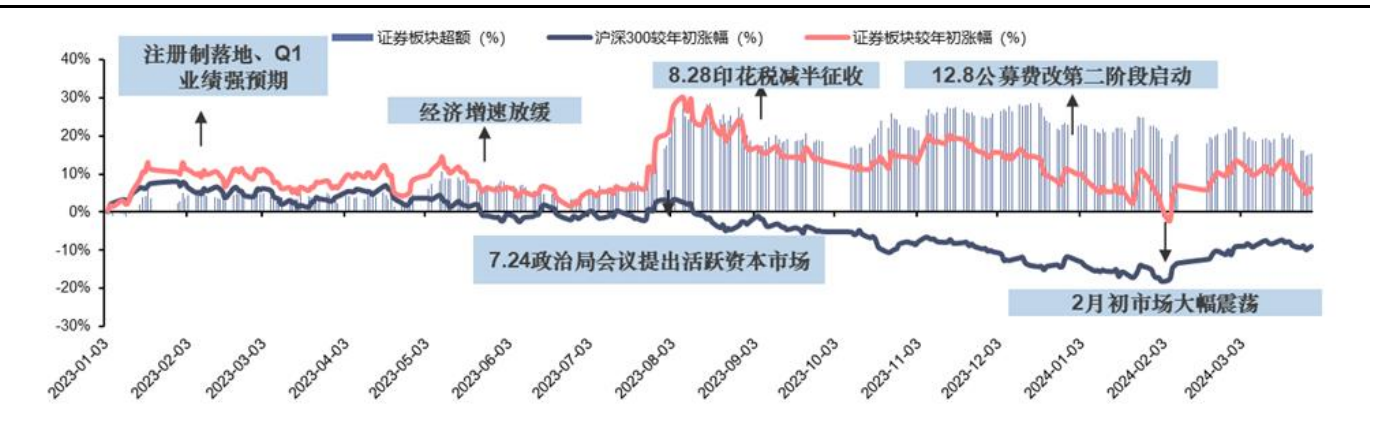
### 2.1、板块表现&公募配置：全年较沪深 300 获得超额，下半年公募基金低配明显收窄

证券板块全年较沪深 300 表现出明显超额。截至 2023 年末，证券板块较年初+11.11%，沪深 300 较年初-11.75%，板块超额收益 22.86%。从年内板块超额的驱动因素来看，主要影响因素包括：1) 2023 年 2 月注册制落地、2023Q1 行业在自营业务低基数下同比高增，叠加 Q1 货币政策面较为宽松，市场转暖预期下，市场贝塔向上，券商形成超额。2) 4 月份 PMI 下滑至荣枯线以下，经济增速放缓，券商板块指数回落。3) 7.24 国常会提出活跃资本市场，随后推出一揽子政策。8 月 27 日，财政部、税务总局公告，为活跃资本市场、提振



投资者信心，自 2023 年 8 月 28 日起，证券交易印花税实施减半征收。同日，证监会官网发布三条要闻，涉及调降融资保证金比例、规范股份减持、统筹一二级市场平衡和优化 IPO、再融资安排，进一步扎实推进股票市场投资端建设、平衡市场投融资功能。

图 4：证券板块指数涨跌幅及超额



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

下半年公募配置水平明显提升。从公募基金配置情况来看，2023 年上半年标配比例从 3.27% 下滑至 3.16%，截至二季度末，公募基金低配 0.84%；2023 年下半年标配比例升至 3.57%，截至四季度末，公募基金低配 0.70%，下半年公募基金低配比例明显收窄。

表 2：券商板块公募配置情况

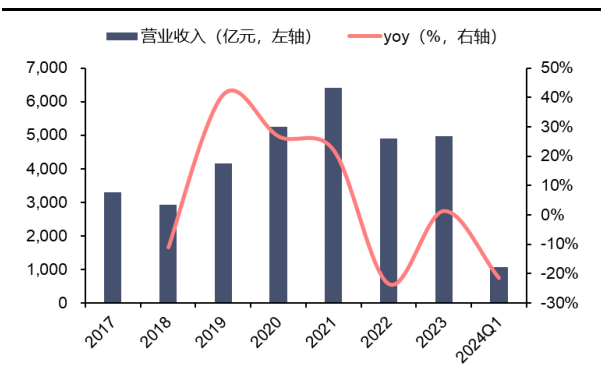
	2022Q4	2023Q2	2023Q4
基金资产总值(万亿)	28.26	30.87	30.54
股票资产市值(万亿)	6.19	6.19	5.8
证券板块占股票投资市值(亿元)	1625	1441	1664
基金重仓股票-上市券商板块市值占比	2.63%	2.33%	2.87%
基金重仓配置比例变动		-0.30%	0.54%
流通 A 股-SW 证券(万亿)	2.16	2.26	2.41
流通 A 股-全部(万亿)	66.22	71.33	67.61
标配比例	3.27%	3.16%	3.57%
超/低配	-0.64%	-0.84%	-0.70%

资料来源: iFind, 信达证券研发中心

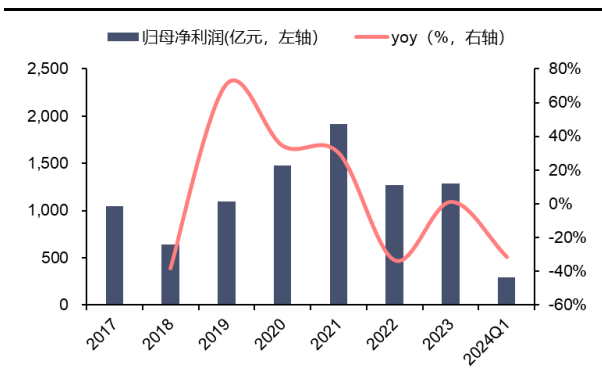
## 2.2、经营业绩：自营贡献主要业绩，对冲费类业务下行压力

截至 4 月末，上市券商悉数披露年报及一季报。

**全年业绩表现实现小幅增长。**全年业绩方面，上市券商累计收入 4970.88 亿元，同比+1.35%；累计归母净利润 1285.89 亿元，同比+1.03%。调整后营收 4090.04 亿元，同比+3.15%（调整后营收=总营收-其他业务成本）。**2024Q1**，高基数影响下，行业业绩同比下行。季度累计业绩方面，2024Q1，上市券商收入 1058.28 亿元，同比-21.55%；归母净利润 293.51 亿元，同比-31.68%。调整后营收 894.18 亿元，同比-23.63%。

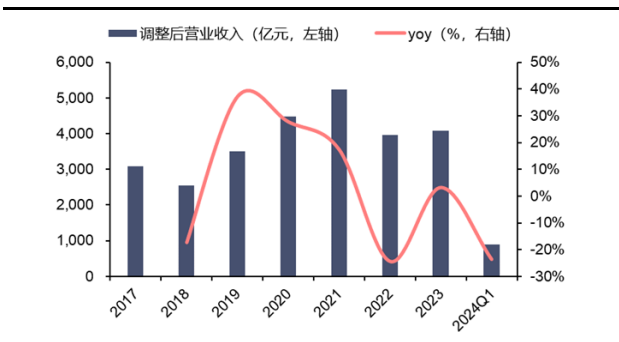
**图 5：上市券商营业收入及增速**


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

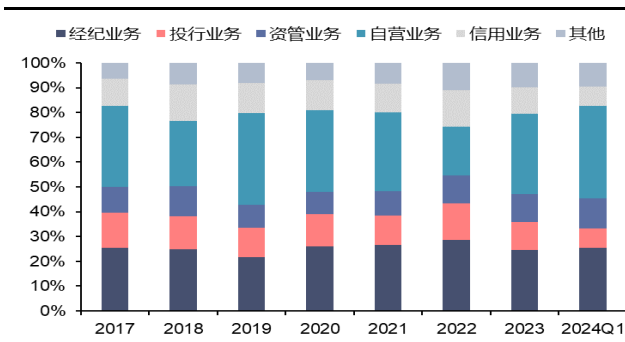
**图 6：上市券商归母净利润及增速**


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

收入结构方面，自营驱动明显，收入占比大幅提升，费类业务承压。收入结构方面，2023 年，经纪、投行、资管、自营、信用业务收入分别为 1,006.25/455.79/460.65/1,333.06/437.31 亿元，同比 -11.56%/-21.75%/2.74%/71.39%/-24.52%。占调整后营收比分别为 24.6%/11.1%/11.3%/32.6%/10.7%，较上年度 -4.09 pct/ -3.55 pct/ -0.05 pct/+ 12.98 pct/ -3.92 pct。2024Q1，自营占比较年初进一步提升。2024Q1，经纪、投行、资管、自营、信用业务收入分别为 228.67/67.44/108.49/333.78/70.63 亿元，同比 -9.26%/-35.89%/-0.11%/-32.58%/-35.65%。占调整后营收比分别为 25.6%/7.5%/12.1%/37.3%/7.9%，较上年度+ 0.97 pct/ -3.60 pct/+ 0.87 pct/+ 4.74 pct/ -2.79 pct。

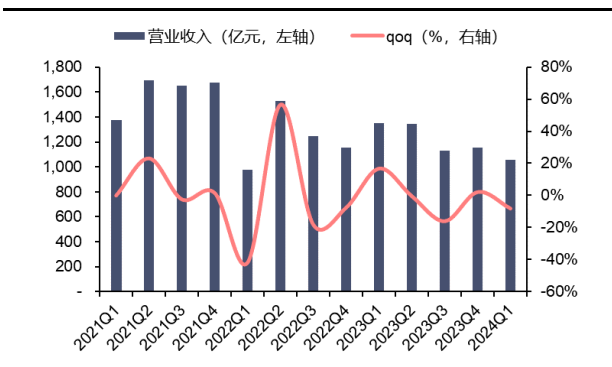
**图 7：上市券商调整后营收及同比增速**


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

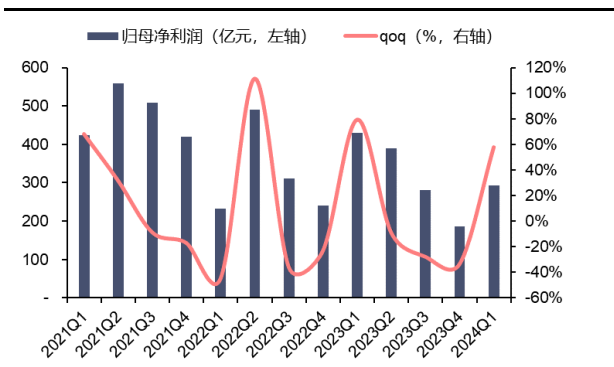
**图 8：上市券商收入结构**


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

单季度来看，2023 年宏观环境经济发展处于“强预期和弱现实”，上市券商业绩自一季度大幅反弹后增速逐渐趋缓。单季度来看，交投活跃下行、IPO 发行节奏调整、指数调整等，四季度上市券商单季度经纪、投行、自营业绩承压。2023Q4 上市券商营业收入/归母净利润分别为 978.05 / 154.09 亿元，同比-1.9%/-31.6%，环比+0.9%/-41.5%。2024Q1，上市券商业绩环比提升，盈利能力有所改善。2024Q1 上市券商营业收入/归母净利润分别为 1,058.28 / 293.51 亿元，同比-21.5%/-31.7%，环比-8.1%/+57.7%。

**图 9：上市券商单季度营收及环比增速**


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

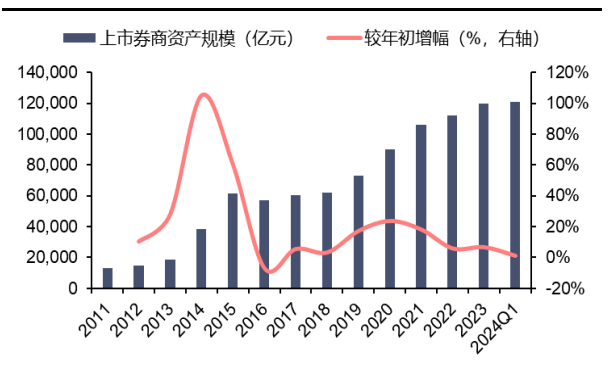
**图 10：上市券商单季度归母净利润及环比增速**


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

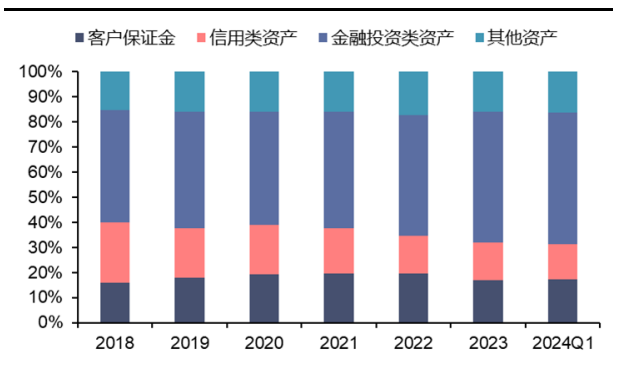
### 2.3、资产&负债：自营驱动总资产小幅增长，加杠杆带动负债端成本小幅提升

**2023 年及 2024Q1，行业资产规模维持小幅上行趋势。**截至 2023/2024Q1 末，上市券商资产规模分别为 11.97/12.10 万亿，较年初+6.6%/+1.0%。

**2023 年及 2024Q1，自营资产为主要的资产增量，占比持续提升。**资产结构方面，2023 年，客户保证金、信用类资产、金融投资类资产规模分别为 2.04 万亿、1.79 万亿、6.24 万亿，占比分别为 17.0%/14.9%/52.1%，分别较年初 -2.41 pct/ -0.26 pct/+ 3.87 pct。2024Q1，客户保证金、信用类资产、金融投资类资产规模分别为 2.09 万亿、1.67 万亿、6.36 万亿，占比分别为 17.3%/13.8%/52.6%，分别较年初+ 0.30 pct/ -1.13 pct/+ 0.50 pct。

**图 11：上市券商资产规模及同比增速**


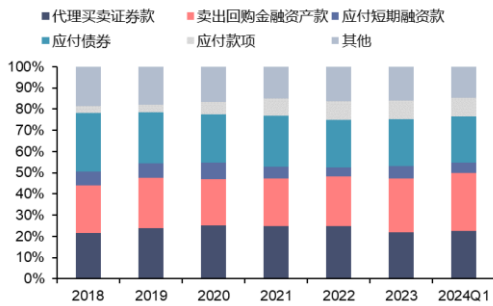
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

**图 12：上市券商资产结构**


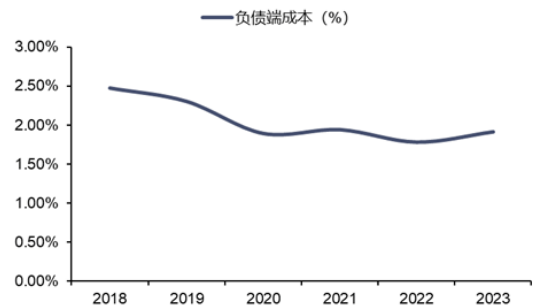
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

**2023 年及 2024Q1，卖出回购仍为主要的加杠杆方式，或反映债券自营规模增长。**负债结构方面，2023 年，代理买卖证券款、卖出回购金融资产款、应付短期融资券、应付债券规模分别为 2.08/2.38/0.56/2.07 万亿，较年初-5.5%/+15.6%/+42.7%/+4.8%，占比分别为 22.0%/25.3%/5.9%/21.9%，分别较年初-2.82pct/+1.97pct/+1.50pct/-0.38pct。2024Q1，代理买卖证券款、卖出回购金融资产款、应付短期融资券、应付债券规模分别为 2.14/2.59/0.48/2.08 万亿，较年初 +2.8%/+8.8%/-14.4%/+0.4%，占比分别为 22.5%/27.3%/5.0%/21.8%，分别较年初+0.45pct/+2.02pct/-0.89pct/-0.09pct。

**受卖出回购加杠杆驱动，负债端成本小幅提升。**负债端成本方面，2023 年，上市券商负债端成本 1.91%，同比+ 0.12 pct。

**图 13：上市券商负债端结构**


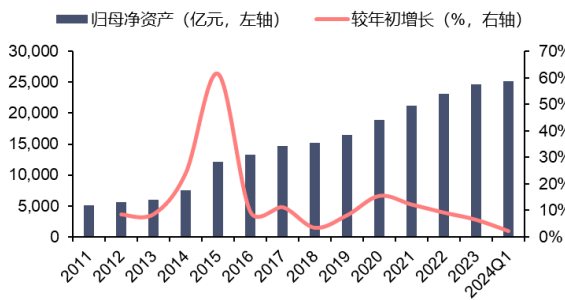
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

**图 14：上市券商负债端成本**


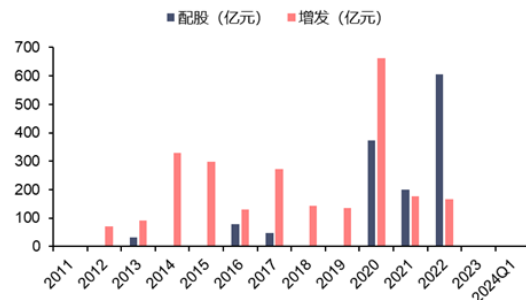
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

## 2.4、权益&再融资&ROE：再融资停滞，净资产增速放缓、ROE 小幅下滑

再融资停滞，行业净资产规模增速明显放缓。归母净资产方面，2023 年及 2024Q1，上市券商归母净资产规模 2.47/2.52 万亿元，较年初+6.4%/+2.1%。自 2023 年初证监会提出倡导证券公司走资本节约型、高质量发展的新路，从 2023 年初至 2024Q1，43 家上市券商未实现再融资。

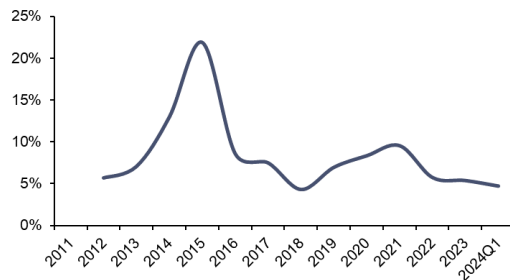
**图 15：上市券商净资产规模及较年初增幅**


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

**图 16：43 家上市券商再融资情况**


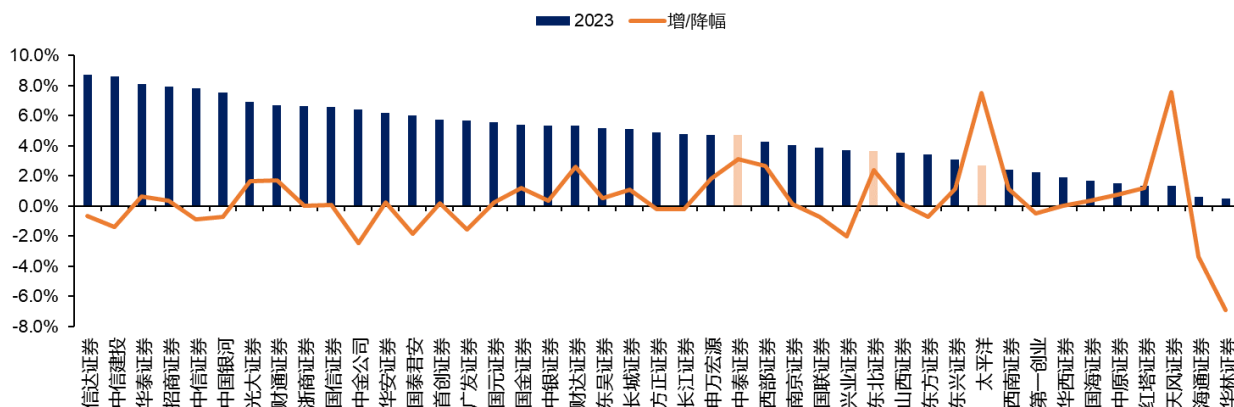
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

受业绩下滑影响，ROE 较上年小幅下降，部分券商自营收益率波动较大导致 ROE 明显提升。2023 年，上市券商 ROE 为 5.38%，同比 -0.35 pct。中泰证券、东北证券、太平洋 ROE 分别为 4.7%/3.7%/2.7%，同比+3.1%/+2.4%/+7.5%，其自营业务收益率分别为 4.1%/4.2%/9.9%，同比+4.7pct/+3.1pct/+4.5pct。2024Q1 上市券商 ROE(年化)为 4.71%，较上年度小幅下滑。

**图 17：上市券商 ROE**


注：2024Q1ROE 为年化值

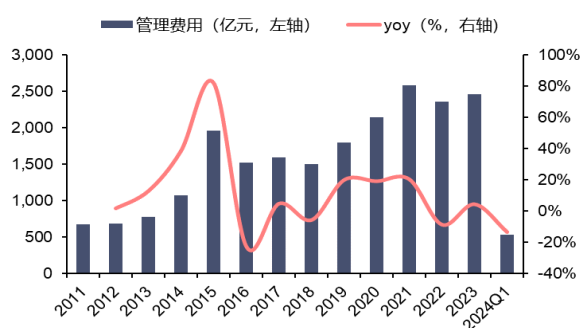
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

**图 18：上市券商 ROE 情况**


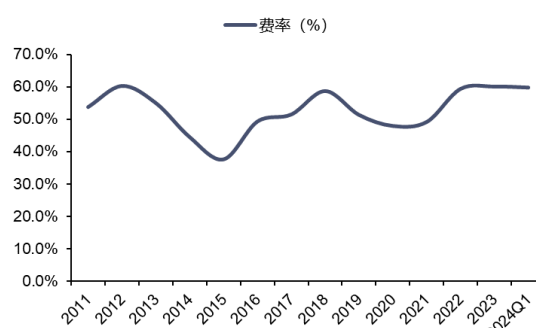
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

## 2.5、管理费用：2023 年管理费率基本稳定，2024Q1 费用水平同比大幅下滑

**2023 年管理费用率整体小幅提升，主因头部券商费率水平稳定。**2023 上市券商管理费用 2456.20 亿元，同比+4.4%，占调整后收入 60.1%，较上年度+ 0.72 pct。从费用率变动来看，中信证券/华泰证券/中金公司/中信建投/国泰君安等头部券商 2023 年费用率水平分别为 52.6%/54.1%/68.8%/54.7%/55.4%。较上年度 + 2.91 pct/ -4.57 pct/ + 4.21 pct/ + 2.24 pct/ + 6.15 pct。

**图 19：上市券商管理费用及同比增速**


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

**图 20：上市券商管理费率**


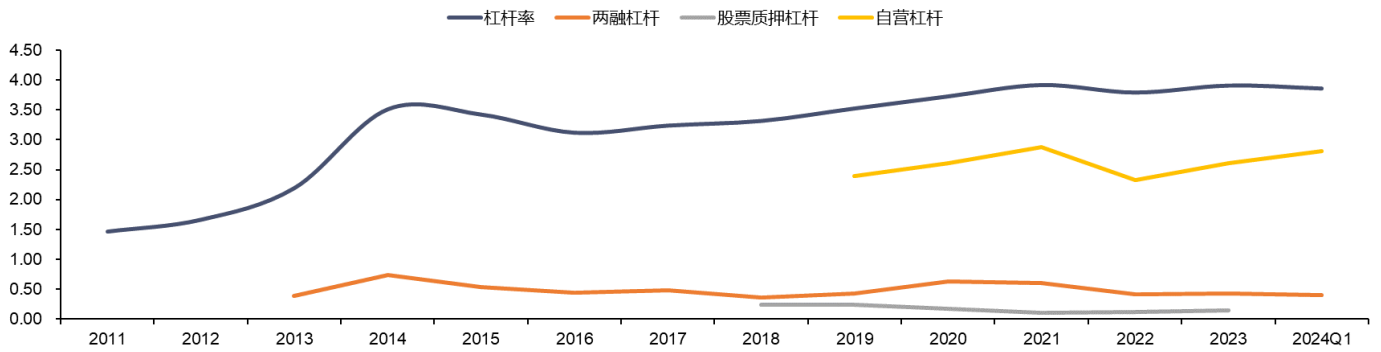
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

**2024Q1，券商管理费用同比两位数下滑。**2024Q1 上市券商管理费用 534.26 亿元，同比 -13.4%，费率水平为 59.7%，较上年度 -0.30 pct。

## 2.6、杠杆&用表：券商杠杆增/降趋势分化主因资本补充，行业杠杆率整体小幅上行

**2023 年重资产用表水平提升，行业杠杆率水平小幅提升。**2023 年，上市券商除客户资金杠杆率为 3.91，较上年+ 0.12 倍。从杠杆使用结构来看，两融杠杆、股票质押杠杆、自营杠杆分别为 0.53 / 0.09 / 2.40 倍，较上年末+ 0.01 / -0.01 / +0.18 倍。2024Q1 杠杆率水平小幅下降至 3.86 倍，较年初下滑 0.05 倍。



**图 21：上市券商杠杆率情况**


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

**券商杠杆增/降趋势分化，主因净资产补充。**分券商看，2022 年末杠杆率领先的中金公司和银河证券杠杆水平略有下降，2023 年末其杠杆率分别为 5.24/4.22 倍，较年初-0.45/-0.64 倍。其中银河证券自营杠杆降幅较大，主因净资产规模提升（转债转股、永续债发行）。2023 年末其自营杠杆率为 2.69，较年初-0.45 倍。其他头部券商整体保持用表水平提升，2023 年末，招商证券/国泰君安/中信证券杠杆率分别为 4.75/4.52/4.43，较年初+0.35/+0.23/+0.32 倍。

**部分头部券商风控指标仍较紧。**资本杠杆率方面，申万宏源/中金公司/广发证券资本杠杆率较低，分别为 11.3%/11.4%/12.0%，较年初分别+ 0.39 pct/+ 0.20 pct/ -1.01 pct。

**通过发行永续债、IPO 等方式，部分券商净资产扩容为后续业务扩张储备弹药。**净资产规模增长方面，信达证券/银河证券/国海证券/华安证券/广发证券净资产规模增长较快，较年初分别+38.6%/+26.6%/+23.9%/+20.2%/+16.7%。

### 三、业务分析：债券市场上行是行业自营贡献业绩增量的核心因素，费类业务下行明显

**2023 年行业基本面方面，1) 经纪业务：股票成交、基金交易佣金、发行规模不同程度下行。**市场股票基金交易额 239.99 万亿元，同比-3.1%；公募基金股票交易佣金 168 亿元，同比-10.5%；新发“股+混”基金规模 2962 亿元，同比-31.6%；**2) 投行业务：股权融资规模大幅下滑，债券融资规模稳中有升。**IPO 规模 3565 亿元，同比-39.2%；再融资规模 6393 亿元，同比-18.8%；债券承销规模 13.34 万亿，同比+25.0%。**3) 资管业务：资管新规以来，规模持续下滑。**截至 2023 年末，券商资管业务规模 5.9 万亿元，较年初-13.7%；**4) 信用业务：标的扩容影响下（22 年 10 月融资融券标的扩容至 2200 只），两融全年规模小幅提升。**截至 2023 年末，融资融券规模 1.65 万亿，同比+7.2%。股票质押规模 2.68 万亿，同比-15.1%；**5) 自营业务：利率下行行为债券自营创造业绩增量空间。**截至 2023 年末，十年国债收益率 2.6%，较年初-27.33bps。

**2024Q1 行业基本面方面，1) 经纪业务：股票成交企稳、新发基金规模同比降幅扩大。**市场股票基金交易额 59.26 万亿元，同比+1.3%；新发“股+混”基金规模 546 亿元，同比-41.3%。**2) 投行业务：股权融资规模下滑幅度加大，债券融资规模小幅提升。**IPO 规模 236 亿元，同比-63.8%；再融资规模 667 亿元，同比-73.1%；债券承销规模 2.76 万亿，同比+0.7%。**3) 信用业务：Q1 市场震荡，风险偏好小幅下行。**截至 2024Q1 末，市场融资融券规模 1.54 万亿，较年初-6.8%。股票质押规模 2.62 万亿，较年初-2.5%。**4) 自营业务：Q1 利率持续下行，股票市场指数小幅上涨，自营仍为主要的行业业绩支撑。**截至 2024Q1



末,十年国债收益率 2.30%,较年初 -26.54 bps。截至 2024Q1 末,沪深 300 指数 3,537 点,较年初+3.1%。

表 3: 上市券商核心基本面数据

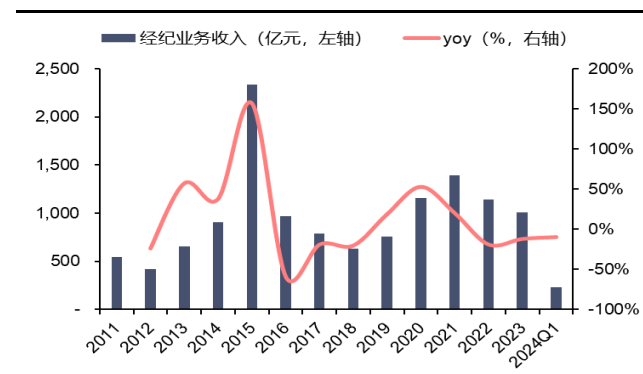
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1
<b>经纪业务</b>							
市场股基交易额 (亿元)	1005663	1366233	2204491	2762968	2476710	2399928	592565
yoy(%)	-18.00%	35.90%	61.40%	25.30%	-10.40%	-3.10%	1.30%
公募基金股票交易佣金 (亿元)	70	75	135	219	188	168	
yoy(%)	-4.00%	7.50%	80.20%	62.00%	-14.30%	-10.50%	
新发“股+混”基金规模 (亿份)	4063	4627	19737	20595	4330	2962	546
yoy(%)	89.70%	13.90%	326.60%	4.30%	-79.00%	-31.60%	-41.30%
<b>投行业务</b>							
市场 IPO 规模	1378	2532	4806	5426	5869	3565	236
yoy(%)	-40.10%	83.80%	89.80%	12.90%	8.20%	-39.20%	-63.80%
市场再融资规模	7850	7024	8993	9704	7876	6393	667
yoy(%)	-38.80%	-10.50%	28.00%	7.90%	-18.80%	-18.80%	-73.10%
市场股权融资规模	9228	9557	13798	15130	13745	9959	902
yoy(%)	-39.00%	3.60%	44.40%	9.70%	-9.20%	-27.50%	-71.20%
市场债券承销规模 (亿元)	55920	76807	101642	114806	106704	133397	27632
yoy(%)	18.30%	37.40%	32.30%	13.00%	-7.10%	25.00%	0.70%
<b>资管业务</b>							
券商资管业务规模 (万亿)	12.9	10.8	8.6	8.2	6.9	5.9	
yoy(%)	-21.90%	-16.10%	-21.10%	-3.60%	-16.60%	-13.70%	
<b>信用业务</b>							
市场两融规模(亿元)	7557	10193	16190	18322	15404	16509	15379
较年初增长(%)	-26.40%	34.90%	58.80%	13.20%	-15.90%	7.20%	-6.80%
股票质押业务规模 (亿元)	42366	45817	43012	41266	31625	26841	26179
较年初增长(%)	-32.60%	8.10%	-6.10%	-4.10%	-23.40%	-15.10%	-2.50%
<b>自营业务</b>							
沪深 300 (点)	3011	4097	5211	4940	3872	3431	3537
区间涨跌幅 (%)	-25.30%	36.10%	27.20%	-5.20%	-21.60%	-11.40%	3.10%
十年期国债到期收益率 (%)	3.20%	3.10%	3.10%	2.80%	2.80%	2.60%	2.30%
区间涨跌幅 (bps)	-66.21	-8.49	-0.34	-36.09	5.9	-27.33	-26.54

资料来源: iFind, 信达证券研发中心

### 3.1、经纪: 收入占比下滑, 机构化和财富管理转型趋势明显

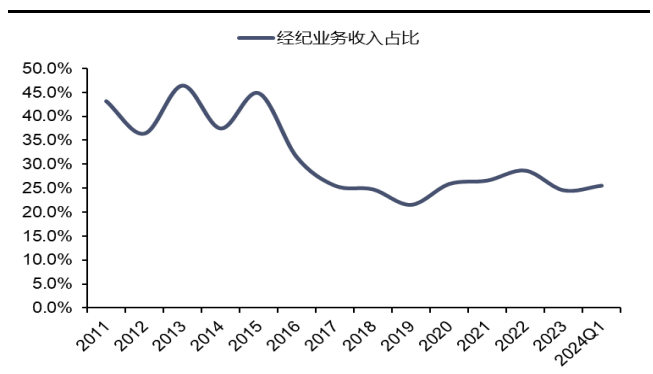
上市券商经纪业务收入同比下行。2023 年及 2024Q1, 上市券商经纪业务收入分别为 1006.25/228.67 亿元, 同比-11.6%/ -9.3%, 收入占比 24.6%/25.6%。

图 22: 上市券商经纪业务收入及同比增长



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 23: 上市券商经纪业务收入占比

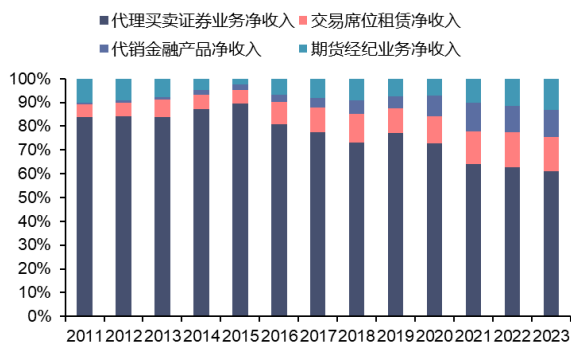


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

机构化和财富管理转型趋势明显, 近年来机构交易佣金、代销产品收入在经纪业务收入中

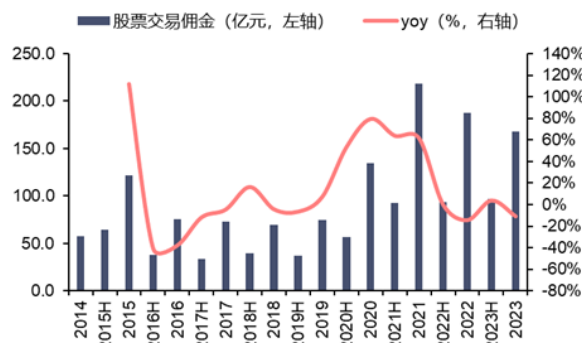
占比提升。2023 年，交易席位租赁净收入、代销金融产品收入在经纪业务收入中占比合计 25.3%，与 2022 年基本持平，近几年来占比明显提升。

图 24：上市券商经纪业务收入结构



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

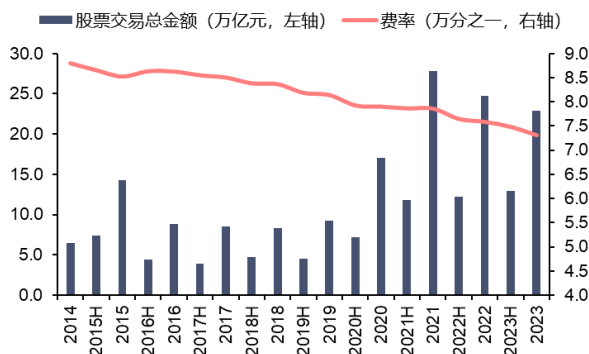
图 25：公募基金股票交易佣金及同比增长



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

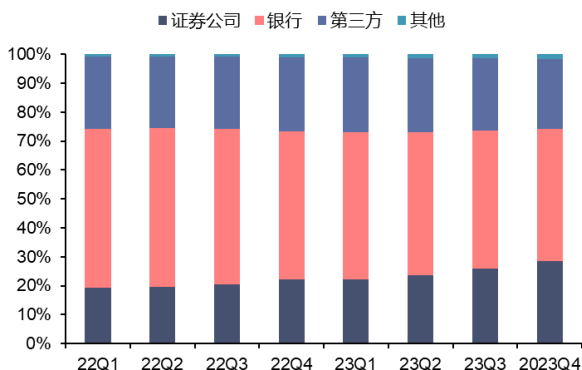
机构交易佣金方面，全年公募基金股票交易佣金下行，规模和费率均处下行趋势，后续需关注券商降佣影响。公募交易佣金方面，2023 年，券商股票交易佣金 167.52 亿元，同比 -10.6%；股票交易总金额 22.9 万亿元，同比 -7.2%；交易费率万分之 7.3，同比下滑万分之 0.3。

图 26：公募基金股票交易总金额及费率



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 27：“股+混”基金保有市占率

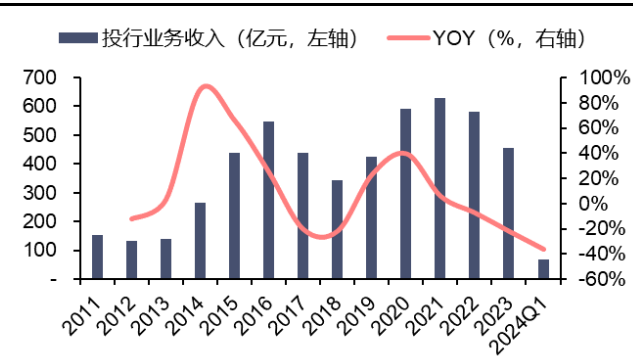


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

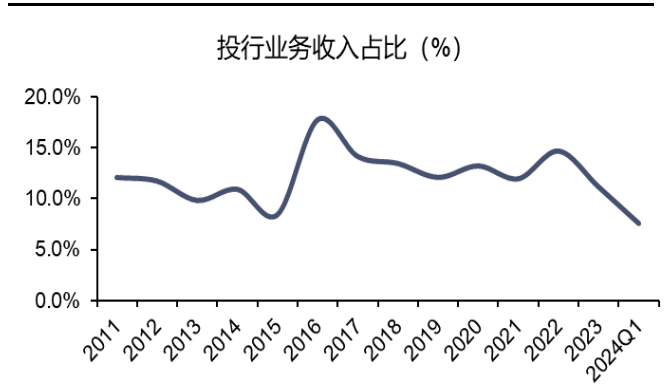
财富管理方面，尽管基金发行市场下滑，券商代销保有市占率水平较年初明显增长，或主因客户韧性较强。代销保有规模方面，据基金业协会公布的前 100 位代销机构保有规模，2023 年末，券商“股+混”基金代销保有规模 1.43 万亿元，占比 28.4%，较年初+6.17 pct。

### 3.2、投行：严把上市入口关，提升上市公司质量，投行融资规模阶段性边际下行

2023 年下半年以来，平衡市场投融资功能，阶段性暂缓 IPO 影响下，上市券商投行收入规模及收入占比阶段性下滑。2023 年及 2024Q1，上市券商投行业务收入 455.79/67.44 亿元，同比-21.8%/-35.9%，收入占比 11.1%/7.5%。

**图 28：上市券商投行业务收入及同比增速**


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

**图 29：上市券商投行业务收入占比**


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

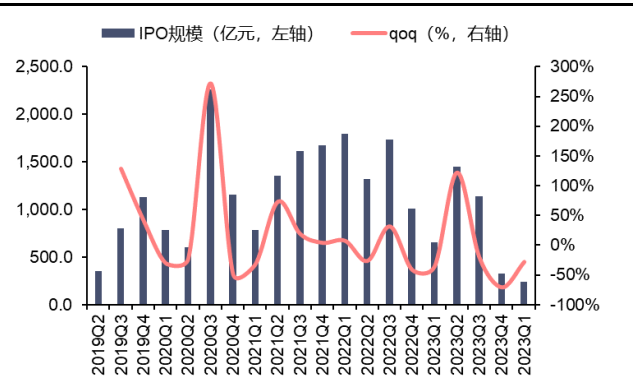
“三中”仍处于领先位置，但中金公司在头部券商中受影响较大。从投行业务收入来看，中金公司 2023 年投行业务收入 37.02 亿元，同比-47.2%，低于上市公司投行业务整体的-21.8% 的降幅。

**表 4：券商投行业务收入（亿元）**

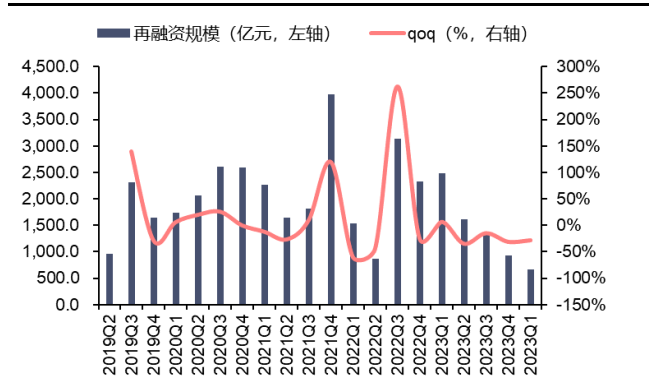
投行业务收入	2022	2023	yoy	业务收入占比	投行业务收入	2022	2023	yoy	业务收入占比
中信证券	86.54	62.93	-27.3%	11.4%	国联证券	4.77	4.89	2.5%	16.5%
中信建投	59.27	47.96	-19.1%	22.9%	长城证券	4.99	4.63	-7.2%	11.6%
中金公司	70.06	37.02	-47.2%	16.1%	山西证券	4.18	3.94	-5.8%	13.6%
国泰君安	43.11	36.88	-14.5%	13.0%	西部证券	3.49	3.60	3.3%	9.3%
海通证券	41.79	34.21	-18.1%	21.0%	财达证券	3.15	3.03	-3.8%	13.4%
华泰证券	40.24	30.37	-24.5%	9.6%	中银证券	1.13	2.58	128.5%	8.8%
东方证券	17.33	15.10	-12.9%	12.8%	方正证券	5.33	2.11	-60.4%	3.0%
申万宏源	18.80	14.45	-23.1%	8.4%	国元证券	7.77	2.06	-73.5%	4.5%
国信证券	18.16	13.63	-24.9%	9.2%	东北证券	1.70	1.99	17.3%	5.2%
中泰证券	10.18	13.49	32.6%	12.0%	第一创业	2.78	1.90	-31.8%	7.7%
国金证券	17.02	13.39	-21.3%	19.9%	华西证券	2.18	1.85	-15.5%	5.8%
招商证券	13.93	13.02	-6.5%	7.1%	南京证券	2.00	1.60	-20.2%	7.5%
东吴证券	11.27	10.78	-4.3%	16.5%	国海证券	1.98	1.58	-20.2%	5.4%
兴业证券	9.55	10.44	9.3%	11.8%	信达证券	1.86	1.54	-17.1%	4.4%
光大证券	12.82	10.31	-19.6%	10.6%	西南证券	1.80	1.38	-23.1%	6.0%
浙商证券	7.79	8.77	12.6%	15.0%	太平洋	1.16	1.25	8.4%	9.2%
财通证券	4.52	7.61	68.4%	11.7%	华安证券	1.58	1.13	-28.7%	3.6%
天风证券	8.98	7.53	-16.2%	22.1%	华林证券	1.71	1.03	-39.5%	10.2%
长江证券	8.44	6.40	-24.2%	10.2%	首创证券	1.16	0.96	-17.2%	5.0%
东兴证券	11.52	5.84	-49.3%	16.7%	中原证券	2.68	0.92	-65.7%	5.5%
广发证券	6.10	5.66	-7.2%	2.5%	红塔证券	0.83	0.56	-32.6%	5.0%
中国银河	6.83	5.48	-19.8%	2.9%	合计	582.45	455.79	-21.7%	11.1%

资料来源: iFind, 信达证券研发中心

受 IPO 监管趋严影响，2023 年 Q4 及 2024Q1 IPO 规模大幅下滑。分季度来看，2023Q4 实现 ipo/再融资规模 329.1/934.7 亿元，环比-71.1%/-31.6%。2024Q1 实现 ipo/再融资规模 235.8/666.8 亿元，环比-28.3%/-28.7%。

**图 30：市场季度 IPO 规模**


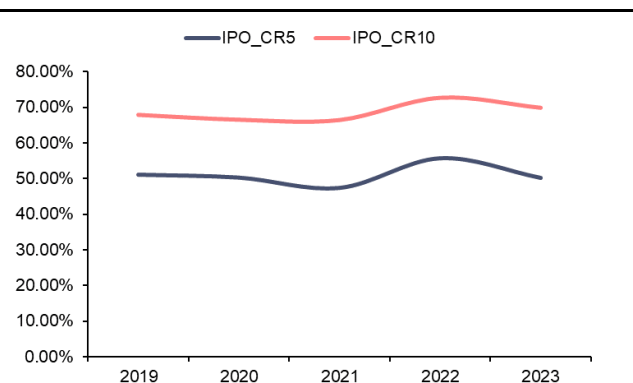
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

**图 31：市场再融资季度规模**


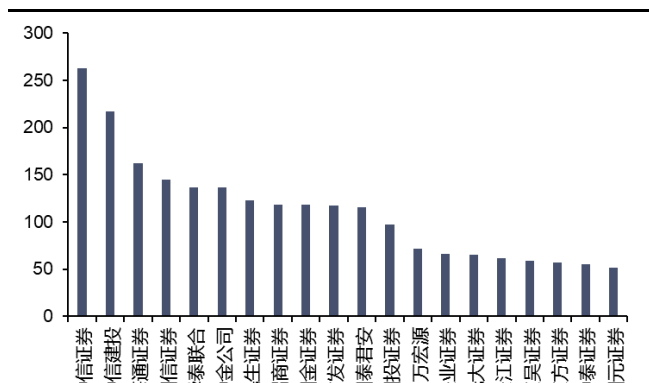
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

**IPO 集中度方面，2023 年 IPO 集中度小幅下滑。三中一华、国泰海通证券位于前列，CR5 为 50.1%，CR10 为 69.8%。**

**储备项目方面，中信证券、中信建投、海通证券、国信证券、中金公司、华泰证券储备项目数领先，截至 4 月 30 日，储备项目分别 263/218/160/147/137/133 个。**

**图 32：投行业务集中度**


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

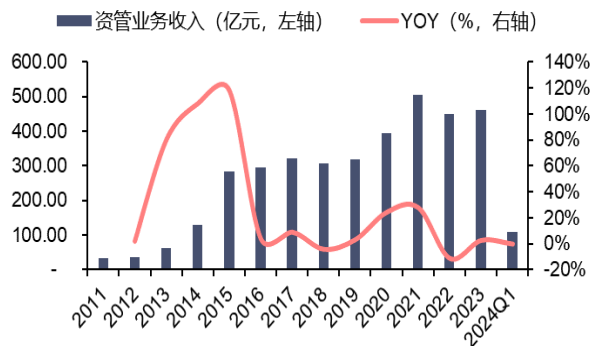
**图 33：投行业务储备项目数**


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

### 3.3、资管：上市券商基金管理业务收入占比持续提升，公募化转型持续演绎

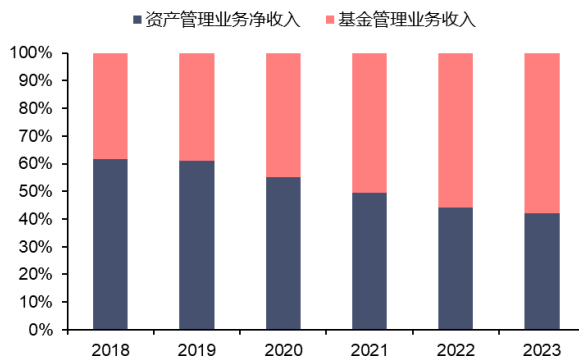
**资管业务收入小幅增长。业务收入占比提升。2023 年及 2024Q1，上市券商资管业务收入 460.65/108.49 亿元，同比+2.74%/-0.11%，收入占比 11.3%/12.1%。2023 年，基金管理业务收入贡献提升。基金管理业务收入占比由 55.4%提升至 57.6%。**

图 34：上市券商资管业务收入及同比增速



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 35：上市券商资管业务收入结构



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

2023 年，多家券商控股并表公募基金，贡献基金管理业绩。国泰君安/中泰证券/国联证券由于并表华安基金/万家基金/国联基金，基金管理业务收入同比+148.5%/+269.7%/+128.5%。

表 5：部分券商资管业务收入及结构

资管业务收入	2022	2023	yoy	业务收入占比	资管业务净收入	2022	2023	yoy	基金管理业务净收入	2022	2023	yoy
中信证券	109.40	98.49	-10.0%	17.9%	中信证券	31.01	22.13	-28.6%	中信证券	78.39	76.35	-2.6%
海通证券	22.53	19.14	-15.1%	11.8%	海通证券	3.59	4.21	17.0%	海通证券	18.94	14.93	-21.2%
华泰证券	37.69	42.56	12.9%	13.5%	华泰证券	37.69	42.56	12.9%	华泰证券	9.54	10.08	5.7%
国泰君安	16.48	40.97	148.5%	14.4%	国泰君安	7.27	8.20	12.8%	国泰君安	9.21	32.77	255.6%
广发证券	89.39	77.28	-13.6%	33.7%	广发证券	7.86	3.72	-52.7%	广发证券	81.53	73.56	-9.8%
招商证券	8.29	7.13	-14.0%	3.9%	招商证券	7.65	6.40	-16.3%	招商证券	0.64	0.73	13.9%
中金公司	13.65	12.13	-11.2%	5.3%	中金公司	13.65	12.13	-11.2%	中金公司	15.49	17.56	13.4%
申万宏源	12.52	9.75	-22.1%	5.6%	申万宏源	6.54	5.06	-22.7%	申万宏源	5.97	4.70	-21.4%
中信建投	9.82	13.14	33.8%	6.3%	中信建投	9.82	8.17	-16.8%	中信建投	4.91	4.96	1.1%
中国银河	4.41	4.57	3.7%	2.4%	中国银河	4.41	4.57	3.7%	中国银河			

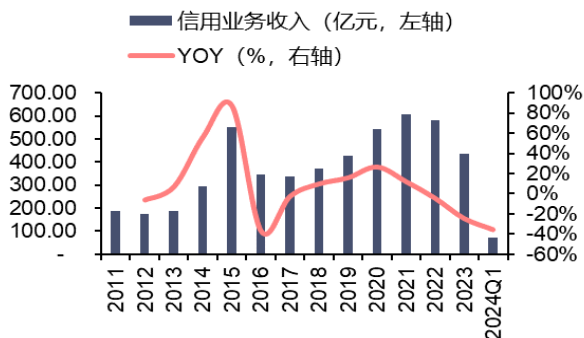
注：部分上市券商资管业务收入不含基金管理

资料来源: iFind, 信达证券研发中心

### 3.4、信用：两融费率企稳，股票质押业务规模维持稳定

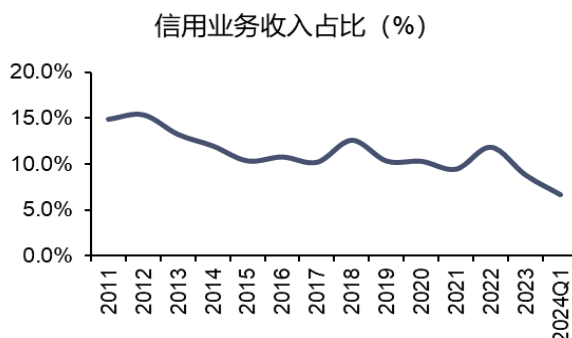
信用业务收入下滑，主因利息支出增加。2023 年及 2024Q1，上市券商信用业务收入 437.31/70.63 亿元，同比-24.5%/-35.7%，收入占比 8.8%/6.7%。主要因为主动加杠杆利息支出增加，2023 年及 2024Q1 上市券商利息支出 1753.06/446.60 亿元，同比+12.4%/+3.4%。

图 36：上市券商信用业务收入及同比增幅



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 37：上市券商信用业务收入占比

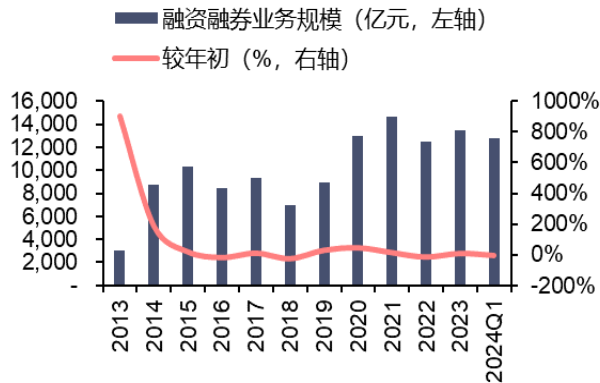


资料来源: iFind, 信达证券研发中心



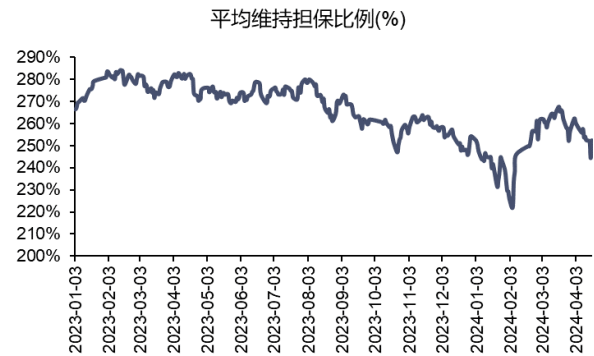
两融费率小幅回升，维保比例远高于最低维持担保比例（平仓线）130%，股票质押业务规模较 2018 年大幅下降，信用风险可控。

图 38：融资融券业务规模及增速



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 39：两融平均维持保证金比例



资料来源：iFind，信达证券研发中心

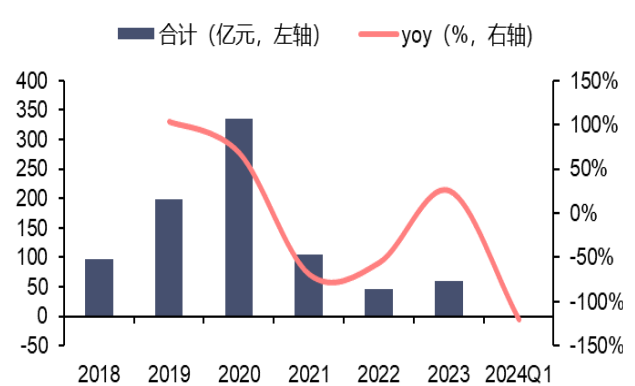
行业资产质量稳定，受海通国际退市影响，海通证券计提 31.89 亿元信用减值对行业整体减值水平影响较大，券商减值转回数量与上年基本持平。其中，减值率较高的券商包括海通证券、天风证券、太平洋，其减值率分别为 0.42%/0.40%/0.32%，较上年度+ 0.20 pct/-0.22 pct/-3.67 pct。减值转回比例较高的券商包括方正证券、东北证券、红塔证券，其减值转回比例分别为-0.13%/-0.09%/-0.07%，较上年度 -0.22 pct/ -0.15 pct/+ 0.105 pct。2023 年，减值转回上市券商 17 家，与上年基本持平。

图 40：股权质押业务规模及同比增速



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 41：券商减值及同比增速



资料来源：iFind，信达证券研发中心

### 3.5、自营：头部券商自营业绩稳定杠杆水平亦较高，关注非方向投资业务发展

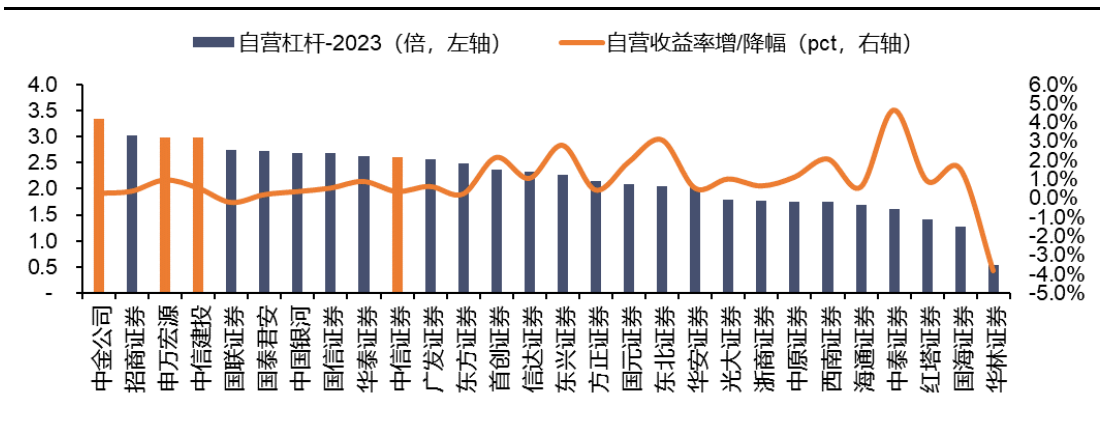
2023 年自营业务收入同比大幅增长，收入占比明显提升，2024Q1 高基数下同比下滑。2023 年及 2024Q1，上市券商自营业务收入 1361.63/346.96 亿元，同比+69.1%/-29.1%，收入占比 33.3%/38.8%。金融投资资产规模实现持续增长。规模方面，2023 年及 2024Q1，上市券商自营资产规模 61149.26/62163.36 亿元，较年初+15.2%/+1.7%。收益率方面，2023 年及 2024Q1，上市券商自营业务收益率为 2.4%/2.3%，同比+0.80 /-0.13pct。

投资能力对自营业绩形成较大区分。2023 年度自营业绩均实现同比增长，但涨跌幅度区分较大，主因自营业务取决于不同的方向性水平及股、债敞口大小，券商自主配置的选择程度较高。头部券商自营业绩相对稳定，亦具备较高杠杆水平。如中信证券、华泰证券、中金公



司、中国银河其自营收益率波动均较小，但整体均具备较高杠杆水平。

图 42：上市券商自营杠杆及收益率增降幅



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

多家券商在年报中提到非方向性业务如场外衍生品、做市业务发展等。

#### 1) 中国银河：

**提供场外衍生品全生命周期服务。**借助自然语言处理、云计算、机器人流程自动化等数字金融科技手段，致力于打造行业领先的业务系统，不断打磨升级场外衍生品交易服务平台，为专业机构投资者提供场外衍生品全生命周期服务。

**积极参与权益做市业务。**积极参与高质量建设北交所，首批开通北交所股票做市权限并首批参与开展北交所做市交易，目前共为 12 家北交所上市公司股票提供做市服务，服务创新型中小企业高质量发展。此外，公司积极参与科创板股票做市和基金做市，在活跃资本市场与服务科技创新方面发挥了重要作用。

#### 2) 华泰证券：

**提供全方位衍生品交易服务。**截至 2023 年末，收益互换业务存续合约笔数 8,295 笔，存续规模人民币 996.81 亿元；场外期权业务存续合约笔数 2,303 笔，存续规模人民币 1,491.90 亿元。场外衍生品交易业务将凭借业务的先发优势、具有市场竞争力的系统优势以及风险控制与合规管理能力，持续深耕对冲交易、产品设计与定价、客户服务以及数字化平台建设，不断巩固核心竞争优势。

**权益做市交易业务注重更新迭代做市交易策略，积极探索业务协同模式，持续完备风控体系。**截至 2023 年末，科创板股票做市交易业务累计报备做市股票 106 只，上市基金做市业务累计为 615 只基金提供流动性服务，场内衍生品做市业务取得多个权益类和商品类期权、期货品种的做市商资质。债券做市业务实现跨市场、跨品种延展，入选银行间市场现券优选做市报价商并获得交易所市场债券主做市商资格等交易资质和权限，做市交易量、品种覆盖等维度实现突破。

## 四、后续展望：关注并购及非方向性业务发展双主线

### 4.1、主线一：做大做强一流投资机构带来的并购重组机会

2023 年 11 月 3 日，证监会表态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，发挥服务实体经济主力军和维护金融稳定压舱石的重要作用；引导中小机构结合股东背景、区域优势等资源禀赋和专业能力做精做细，实现特色化、差异化发展，推动证券公司投行、投资、投研协同联动，不断提升服务实体经济、服务注册制改革能力，助力构建为实体企业提供多元化接力式金融服务体系。

### 1) 民生股权收购案

3月15日，根据京东司法拍卖平台数据，无锡市国联发展集团以91.05亿元的价格成功竞得泛海控股持有的民生证券34.71亿股股权（占总股本30.3%）。交易完成后，无锡市国联发展集团将成为民生证券第一大股东。同时参与民生证券股权拍卖的包括国联、东吴、浙商。国联过往资本金规模较小，未来有望期待业务整合扩大整体业务规模挤入头部上市券商竞争，另外民生投行业务有望对国联进行补充，线下网点有望互相形成补足。

### 2) 平安集团收购新方正

2021年7月，法院裁定核准方正集团的重整计划，中国平安通过子公司间接控制重整后的新方正集团，2022年12月新方正被核准成为方正证券的主要股东，同时核准中国平安成为方正证券及其子公司的实际控制人。当前方正证券股东资质明显改善，过往融资困难的处境正在逐步解决，后续一方面股东质量改善带来的负债端成本有望降低，另一方面，公司的融资能力修复带来风险监管指标改善，后续可能会驱动两融、资本化投行和多元自营权益策略、非方向性自营业务的发展等。

### 3) 华创+太平洋

2022年5月27日，太平洋证券第一大股东嘉裕投资所持的全部股份（7.44亿股，占总股本10.92%）进行司法拍卖，华创证券以起拍价17.26亿元竞拍拿下。2023年9月21日，太平洋发布公告称，证监会就太平洋关于变更主要股东或者实际控制人的行政许可申请事项依法予以受理。两家上市券商主要分布在贵州和云南，后续主要看西南省份的影响力整合和资源互补，提升整体竞争实力和品牌价值，提升区域议价能力。

3月29日晚间，上市公司密集披露年报及发布股权转让、并购计划相关公告。

1) 长江证券股权转让。湖北国资旗下长江产业投资集团以非公开转让方式受让湖北能源和三峡资本所持长江证券全部8.63亿股股份，占总股本的15.6%。待本次转让经相关部门审批通过并完成股份过户后，湖北国资将成为长江证券第一大股东。

2) 浙商证券拟受让国都证券股份。浙商证券也公告称，拟通过协议转让方式，受让重庆信托、天津重信、重庆嘉鸿、深圳远为、深圳中峻分别持有的国都证券4.7170%、4.7170%、3.7736%、3.3089%、2.6289%股份，合计股份为19.1454%。本次受让顺利完成的话，浙商证券将成为国都证券的第一大股东。

3) 锦龙股份拟出让东莞证券20%股份。公司与东莞金控资本投资有限公司签订无约束力的交易备忘录，后续双方将就公司持有的东莞证券30000万股股份（占东莞证券总股本的20%）的交易细节展开谈判。

## 4.2、主线二：关注券商扩表和方向性业务转型

**2012年至今券商经历了两轮扩表，近年来场外衍生品等业务驱动金融投资资产规模增长。**

**2012-2015年，信用类资产扩容带来上市券商信用类资产规模高增。**两融规模扩容及股票质押业务发展为信用业务的主要催化因素，信用类资产（包括买入返售金融资产及融出资金）占比由4.8%快速提升至31.3%；随着后续杠杆投资规范和股票质押规模收缩，信用业务资

产占比逐渐回落，2022年在券商资产中占比15.2%。

表 6：上市券商资产结构（2012-2015）

资产	2012	2013	2014	2015	CAGR	增量（亿元）
客户保证金	5,202	5,094	11,131	18,554	53%	13,352
信用类资产	695	4,171	11,860	14,753	177%	14,058
金融投资类资产	4,755	5,782	9,213	18,832	58%	14,077
其他资产	3,745	3,393	5,655	8,571	32%	4,826
合计	14,396	18,439	37,859	60,709	62%	46,314

资料来源：iFind，信达证券研发中心

**2019-2022年，场外衍生品业务驱动金融投资资产规模增长。**上市券商金融投资类资产规模贡献了本轮扩表的主要增量，规模从3.34万亿增至5.25万亿，CAGR为16.3%。机构资产管理规模提升带来的场外衍生品、做市等投资交易类业务需求为主要驱动因素。

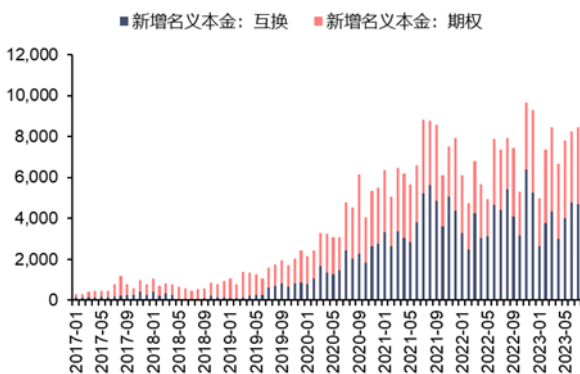
表 7：上市券商资产结构（2019-2022）

资产	2019	2020	2021	2022	CAGR	增量（亿元）
客户保证金	12,857	16,854	20,601	21,595	19%	8,738
信用类资产	14,284	17,598	18,897	16,953	6%	2,669
金融投资类资产	33,415	39,730	48,243	52,543	16%	19,128
其他资产	11,611	15,078	17,543	20,210	20%	8,599
合计	72,167	89,260	105,284	111,301	16%	39,134

资料来源：iFind，信达证券研发中心

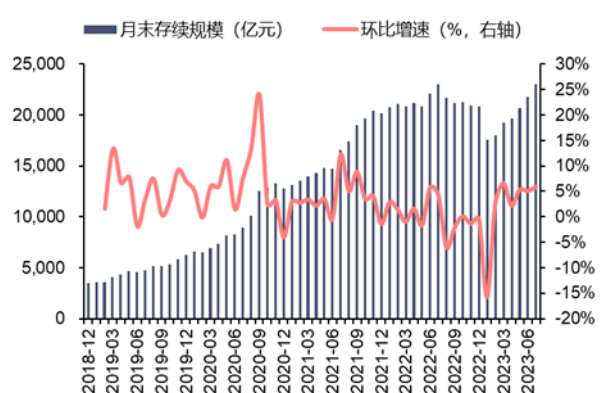
同期，场外衍生品名义本金规模持续高增，2018-2022年，其规模从3467亿元持续增长至2.09万亿元，CAGR 56.6%。

图 43：场外期权、互换新增名义本金规模（亿元）



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 44：场外衍生品月末存续规模及增速



资料来源：iFind，信达证券研发中心

此外，做市业务当前有望迎来从机制到规模的成长期。我国做市商制度起步晚，2019年正式纳入证券法范围。2019年，新证券法修订，做市业务被明确纳入证券公司可以经营的业务范围，此外，新《证券法》规定4项证券业务必须由证券公司经营，但不包括证券做市业务，意味着证券做市业务并非证券公司垄断业务类型。

近两年随着科创板、交易所债券市场、北交所实行做市制度，做市商制度加速落地，券商在权益、债券做市方面迎来制度供给。2022年5月证监会发布《证券公司科创板股票做市交易业务试点规定》，在科创板引入做市商制度。2022年1月，沪深交易所分别发布债券做市指引，为债券做市提供制度基础，并于2023年2月正式启动沪深交易所债券市场做市业务。做市商制度的加速推进，为券商机构加速业务转型提供了制度供给。

截至目前，券商参与实行做市商制度的品种包括银行间、交易所债券做市；国债期货做市；

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 23

新三板、北交所、科创板做市；股指期货、股票期权做市；基金做市；公募 REITs 做市；CDR 做市等。

表 8：做市商制度发展时间表

公告	制度意义
2001 年 4 月 《关于规范和支持银行间债券市场双边报价业务的有关问题的通知》	银行间债券市场引入做市商制度
2007 年 12 月 《银行间外汇市场做市商指引》	银行间外汇市场引入做市商制度
2012 年 5 月 《上海证券交易所交易型开放式指数基金流动性服务业务指引》	上交所 ETF 引入做市商制度
2014 年 8 月 《全国中小企业股份转让系统做市商做市业务管理规定（试行）》	新三板引入做市商制度
2015 年 1 月 《证券期货经营机构参与股票期权交易试点指引》	股票期权引入做市商制度
2015 年 7 月 《场外证券业务备案管理办法》	场外证券业务包括场外证券做市业务
2018 年 11 月 《深圳证券交易所证券投资基金流动性服务业务指引》	深交所上市基金引入做市商制度
2018 年 12 月 《中国金融期货交易所做市商管理办法》	中金所引入国债期货做市商制度
2019 年 12 月 《证券法》修订	新《证券法》增加了证券做市交易业务
2021 年 1 月 《上海证券交易所公开募集基础设施证券投资基金（REITs）业务办法》	明确要求公募 REITs 引入上市基金做市商
2021 年 11 月 《北京证券交易所股票做市交易业务细则》 《北京证券交易所股票做市交易业务指引》	北交所将引入做市商实行混合交易制度
2022 年 1 月 《上海证券交易所债券交易规则适用指引第 3 号——债券做市业务》 《深圳证券交易所债券交易业务指引第 3 号——债券做市》	为交易所债券做市提供制度基础
2022 年 5 月 《证券公司科创板股票做市交易业务试点规定》	科创板正式引入做市商制度
2023 年 9 月 《证券公司北京证券交易所股票做市交易业务特别规定》	优化做市业务交易机制扩大做市商队伍

资料来源：中国政府网、中国人民银行、上交所、深交所、全国中小企业股份转让系统、北交所、中金所、证券业协会、金融界、信达证券研发中心

《做市规定》落地以来，上市券商公告获取做市业务资格明显加快。2022 年 5 月，证监会制定了《证券公司科创板股票做市交易业务试点规定》，通过试点方式在科创板引入做市商机制，积累经验并稳步推进做市商制度。《做市规定》提出经中国证监会核准取得上市证券做市交易业务资格的，可以试点从事科创板股票做市交易业务；经中国证监会核准取得上市证券做市交易业务资格的，可以在其他交易所按照规定开展证券做市交易业务。

目前已有 17 家券商获批上市证券做市交易业务资格，18 家券商获批股票期权做市业务资格。券商做市资格获取明显加快。

表 9：券商做市业务资格获取情况

公告日期	证券简称	发布时间	做市业务资格
2019-12-27	招商证券	2019-12-26	股指期货做市业务
2020-02-07	西部证券	2020-02-06	上海证券交易所沪深 300ETF 期权合约品种做市
2020-12-15	华泰证券	2020-12-14	境外子公司伦敦证券交易所做市
2021-01-21	华泰证券	2021-01-20	商品期货做市业务
2021-02-09	中金公司	2021-02-08	股票期权做市业务
2021-12-23	中泰证券	2021-12-22	国债期货做市业务
2021-12-25	国泰君安	2021-12-24	国债期货做市业务
2022-09-19	中国银河	2022-09-18	上市证券做市交易业务
2022-09-20	财通证券	2022-09-19	上市证券做市交易业务
2022-09-20	国金证券	2022-09-19	上市证券做市交易业务
2022-09-20	中信建投	2022-09-19	上市证券做市交易业务
2022-09-20	华泰证券	2022-09-19	上市证券做市交易业务
2022-09-20	东方证券	2022-09-19	上市证券做市交易业务
2022-09-20	西部证券	2022-09-19	深圳证券交易所创业板 ETF 期权和中证 500ETF 期权做市
2022-09-20	西部证券	2022-09-19	上海证券交易所中证 500ETF 期权做市
2022-09-21	申万宏源	2022-09-20	上市证券做市交易业务
2022-09-21	国信证券	2022-09-20	上市证券做市交易业务
2022-10-14	国泰君安	2022-10-13	上市证券做市交易业务



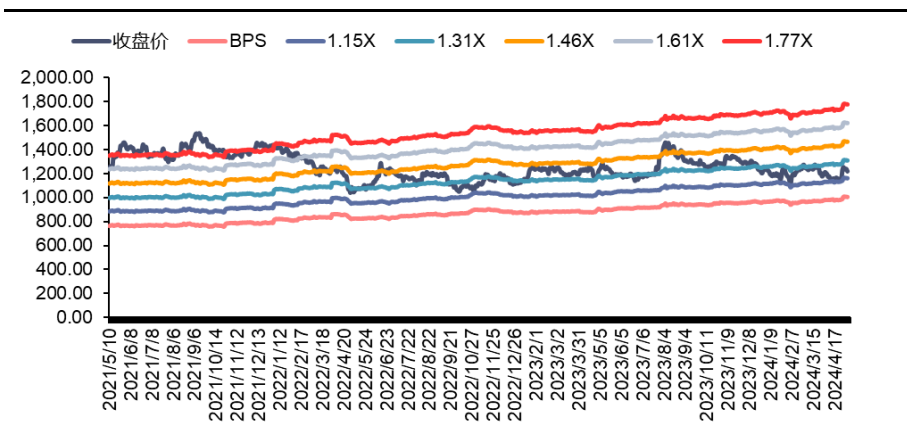
2022-10-14	中信证券	2022-10-13	上市证券做市交易业务
2022-10-15	招商证券	2022-10-14	上市证券做市交易业务
2022-10-15	兴业证券	2022-10-14	上市证券做市交易业务
2022-10-15	东吴证券	2022-10-14	上市证券做市交易业务
2022-10-20	浙商证券	2022-10-19	上市证券做市交易业务
2022-11-24	中国银河	2022-11-23	股票期权做市业务
2023-01-11	广发证券	2023-01-10	股指期货做市业务
2023-04-18	中金公司	2023-04-17	上市证券做市交易业务
2023-04-20	兴业证券	2023-04-19	股票期权做市业务
2023-06-06	西部证券	2023-06-05	上海证券交易所华夏科创 50ETF 期权做市
2023-06-15	中国银河	2023-06-14	商品期货及期权做市业务
2023-09-23	中泰证券	2023-09-22	上市证券做市交易业务

资料来源：同花顺、信达证券研发中心

## 五、投资建议

当前行业估值处于较低水平，近期“两会”、“国九条”积极定调，资本市场或迎来高质量发展，行业投资端基本面有望转好，估值有望迎政策驱动的修复空间。截至5月8日，行业估值1.21XPB，位于三年历史3%分位。

图 45：券商板块估值



资料来源：iFind，信达证券研发中心

建议关注：

### 1) 中国银河

2023年，公司正式实施新一轮战略发展规划，明确“打造国内一流、国际优秀现代投行”的战略目标，纵深推进“五位一体”战略。投行、机构业务有望迎来发力。净资本规模方面，公司2023年净资本规模1001.0亿元，较年初大幅扩张26.6%，其主要一是银河转债转股、二是永续债补充影响。各项风险资本准备准备之和411.04亿元，同比+36.4%，反应公司当前积极用表，我们预计后续将持续推升ROE。

### 2) 华泰证券

公司业务布局完善，2023年业绩增长好于同业。当前公司总资产、净资产水平位于行业前列，结合2023年四季度以来，监管表态支持国有大型金融机构做优做强，后续公司有望迎增量政策支持。公司积极布局非方向性业务，衍生品、做市业务均处于行业领先，未来业务

盈利质量有望提升，当前估值水平较低，建议关注。

### 3) 方正证券

股东问题解决后，公司融资能力大幅修复，2023年净资本规模增长13.6%至281亿元，当前公司积极用表提升杠杆水平，杠杆率从2023年初的3.10提升至2024Q1的3.87。我们预计未来有望通过重资产业务规模扩容提升ROE。

## 六、风险因素

---

**行业竞争加剧：**若行业竞争加剧或导致相关业务费率下滑，对业务营收产生不利影响。

**经济修复政策落地不及预期：**若支持宏观经济修复的相关政策落地不及预期，经济基本面修复缓慢，或导致股票市场景气度下降，对行业发展产生不利影响。

**资本市场改革不及预期：**若注册制改革、投资端改革等相关政策落地不及预期或导致市场信心修复缓慢，对行业基本面产生不利影响。



## 研究团队简介

王舫朝，信达证券研发中心金融地产中心总经理、非银&中小盘首席分析师，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心。

武子皓，中小盘分析师，西安交通大学学士，悉尼大学硕士，ACCA，五年研究经验，曾就职于民生证券，国泰君安证券，2022年加入信达证券从事中小市值行业研究工作，2019年“新浪金麒麟行业新锐分析师”。

冉兆邦，硕士，山东大学经济学学士，法国昂热高等商学院经济学硕士，三年非银金融行业研究经验，曾就职于天风证券，2022年8月加入信达证券，从事非银金融行业研究工作。

张凯烽，硕士，武汉大学经济学学士，波士顿大学精算科学硕士，四年保险精算行业经验，2022年6月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。