

证券行业 2024 年一季度报综述

业绩底部，资本中介业务再定位

超配

核心观点

自营拖累，业绩承压。（1）一季度股弱债强，各分项业务全面下滑。受资本市场波动影响，投资业务业绩大幅下滑 33%，真正成为券商业绩下滑的主要因素；资管业务小幅下滑 2.13%，但固收和被动权益指数提升，主动权益规模持续收缩；在费率下降以及融资新规的影响下，经纪业务、投行业务和信用业务业绩持续下滑 9.26%、35.89%、35.65%。（2）**业绩归因：**一是权益市场周期性波动叠加去年同期的业绩高基数对比，投资收益减少；二是发行正常趋严，在 IPO 审核进一步趋严的情况下，市场股票融资总规模持续下降，IPO 规模为 236 亿元，同比下滑 63.71%，投行业务收入冲击较大；三是市场活跃度依然不足，叠加佣金率持续下降的影响，经纪业务收入持续承压；四是，券商阶段性“缩表”，包括股票质押、融券在内的信用业务显著收缩，其中融券余额下滑 55.7%，导致一季度信用业务业绩减少 35.65%。

严格对冲纪律，衍生品业务再定位。除传统股债因素外，一季度“雪球”产品融入、DMA 亏损对投资端造成了影响，后续券商应再度定位相关业务模式。传统上一般认为券商相关业务做出了较充分对冲安排，但实际上仍出现留有部分敞口的问题，后续这要求自营投资部门加大精细化管理，延申风控边界，如将风控措施强化到交易台策略制定上。

投资建议：维持“超配”评级，转型趋势下，建议关注以下投资主线：一是资金使用效率高、机构客户储备强的券商，如中信证券、华泰证券；二是业务创新，业务创新持续推进的区域精品券商，如国联证券。

风险提示：市场大幅波动风险；创新推进不及预期的风险等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
600030	中信证券	买入	19.06	2,636.34	1.4	1.6	13.3	12.1
601688	华泰证券	买入	13.88	1,163.38	1.5	1.6	10.8	10.3
601456	国联证券	买入	10.46	266.60	0.3	0.4	37.2	32.2

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 行业专题

非银金融 · 证券 II

超配 · 维持评级

证券分析师：孔祥

021-60375452

kongxiang@guosen.com.cn

S0980523060004

证券分析师：林珊珊

0755-81981576

linss@guosen.com.cn

S0980518070001

证券分析师：陈莉

0755-81981575

chenli@guosen.com.cn

S0980522080004

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

业绩概况：投资业务成券商业绩“胜负手”	4
24 年一季度市场持续调整，券商业绩下滑	4
上市券商 ROE 下滑、杠杆率稳健增长	6
自营业务成业绩“胜负手”	7
行业变化：自营、投行拖累业绩下滑	9
佣金费率下调，经纪业务持续机构化转型	9
IPO、再融资监管政策进一步优化，券商投行业务承压	10
自营投资收入大幅下滑拖累业绩	12
公募化转型成效凸显，资管业务业绩小幅下滑	14
信用业务规模缩减，券商利息收入下滑	15
衍生品业务影响自营收入	16
2024 年证券行业展望	16
行业盈利预测：预计净利润基本持平	16
投资建议	18
风险提示	18

图表目录

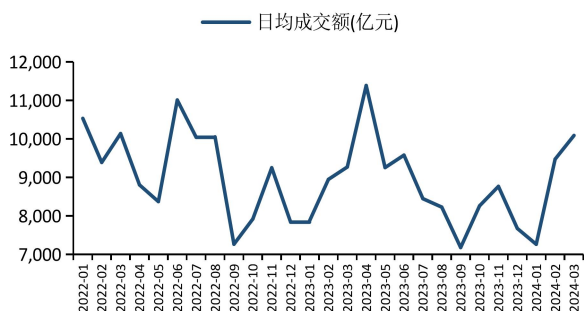
图 1: 2022 年 1 月-2024 年 3 月沪深两市日均成交量	4
图 2: 2023 年、2024 年一季度主要市场指数表现	4
图 3: 2013-2024 年一季度证券行业总资产、净资产集中度	4
图 4: 2023 年、2024 年一季度上市证券公司归母净利润与营业收入情况	5
图 5: 2016 年-2024 年一季度上市证券公司业务结构趋势图	6
图 6: 2015 年-2024 年一季度上市证券公司营业收入结构	8
图 7: 2023 年、2024 年一季度上市证券公司各主营业务收入情况	8
图 8: 2024 年一季度头部证券公司收入结构	9
图 9: 2020 年-2024 年一季度年股票、基金成交额	9
图 10: 2024 年一季度上市券商投行业务收入（前十家）	10
图 11: 2022 年-2024 年一季度年股权承销规模	11
图 12: 2024 年一季度前十家上市券商股权承销规模	11
图 13: 2024 年一季度前十家上市券商债券承销规模	11
图 14: 2022 年 Q1-2024 年 Q1 证券公司 IPO 募资规模	12
图 15: 2024 年一季度证券公司 IPO 规模及市场份额	12
图 16: 2024 年一季度券商业务收入贡献结构	13
图 17: 2024 年一季度前十上市券商自营业务收入	13
图 18: 2024 年一季度上市券商金融资产规模（单位：亿元）	14
图 19: 2024 年一季度前十券商资管业务净收入	14
图 20: 2024 年一季度前十券商托管基金资产规模	15
图 21: 2024 年一季度前十券商信用业务收入	15
图 22: 2016 年-2024 年一季度两融余额	16
图 23: 2017 年-2024 年一季度股票质押规模	16
表 1: 2024 年一季度 43 家上市证券公司归母净利润与营业收入情况	5
表 2: 2024 年一季度前 10 家上市证券公司 ROE	7
表 3: 2024 年一季度总资产前 10 家上市证券公司杠杆率	7
表 4: 前 21 家证券公司 IPO 储备项目（截至 2024 年 4 月 30 日）	12
表 5: 盈利能力核心假设	17
表 6: 上市券商 2024 年盈利预测	17

业绩概况：投资业务成券商业绩“胜负手”

24 年一季度市场持续调整，券商业绩下滑

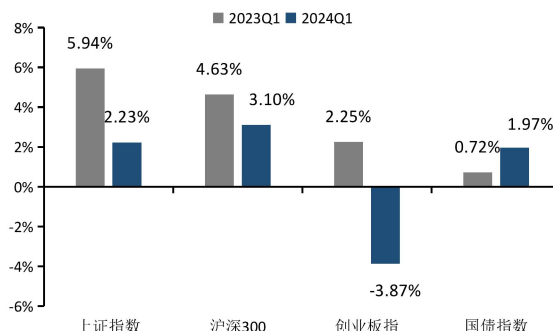
2024 年一季度，市场主要指数整体涨跌不一，市场活跃度持续修复。2024 年 1-3 月，上证综指增长 2.23%，沪深 300 指数增长 3.1%，创业板指数下跌 3.87%，国债指数增长 1.97%。沪深市场成交量较去年同期有所增长，市场日均成交量为 8943 亿元，同比提升 2.83%。

图1：2022 年 1 月-2024 年 3 月沪深两市日均成交量



资料来源：Choice，国信证券经济研究所整理

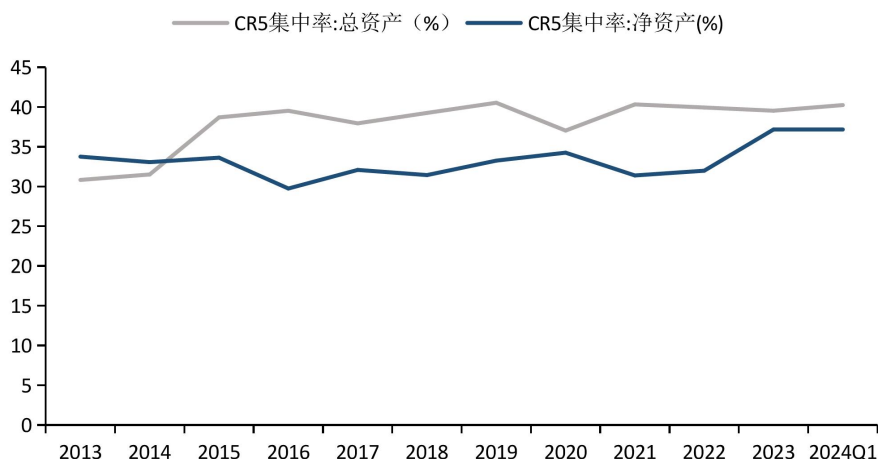
图2：2023 年、2024 年一季度主要市场指数表现



资料来源：Choice，国信证券经济研究所整理

证券行业总资本持续上涨。截至 2024 年一季度，43 家上市券商总资产为 12.1 万亿元，同比增长 3.3%，比 2023 年末增长 1.01%；净资产为 2.59 万亿元，同比增长 6.07%，比 2023 年末增长 1.92%。其中，前五大券商总资产规模集中度为 40.25%，同比提升 1.72 个百分点，比 2023 年末提升 0.71 个百分点；净资产规模集中度为 37.21%，同比减少 0.05 个百分点，比 2023 年末提升 0.04 个百分点。

图3：2013-2024 年一季度证券行业总资产、净资产集中度

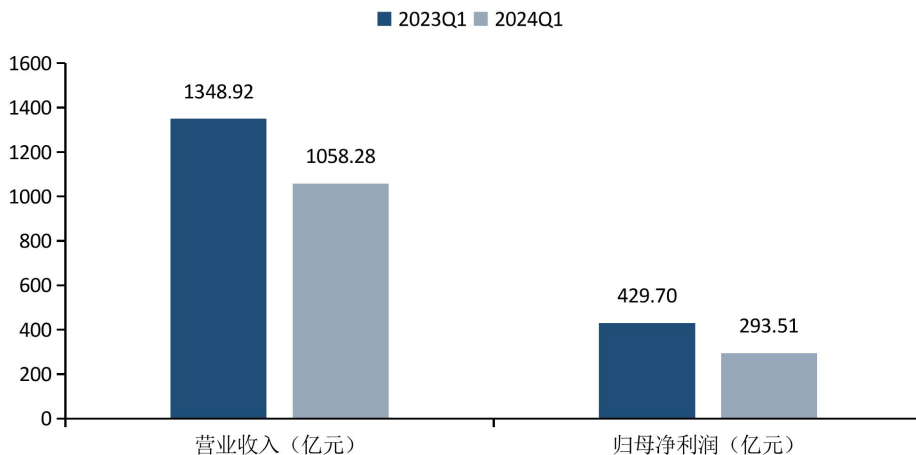


资料来源：公司公告，Choice，国信证券经济研究所整理

从 43 家上市券商 2024 年一季度报数据来看，券商业绩承压，超 8 成业绩下滑。一季度 43 家上市券商共实现营业收入 1058.28 亿元，同比下滑 21.55%；实现归

归母净利润 293.51 亿元，同比下滑 31.69%，其中只有 5 家实现营业收入与净利润双增长，2 家实现净利超 50% 的增长，2 家券商亏损。

图4：2023 年、2024 年一季度上市证券公司归母净利润与营业收入情况



资料来源：Choice，国信证券经济研究所整理

表1：2024 年一季度 43 家上市证券公司归母净利润与营业收入情况

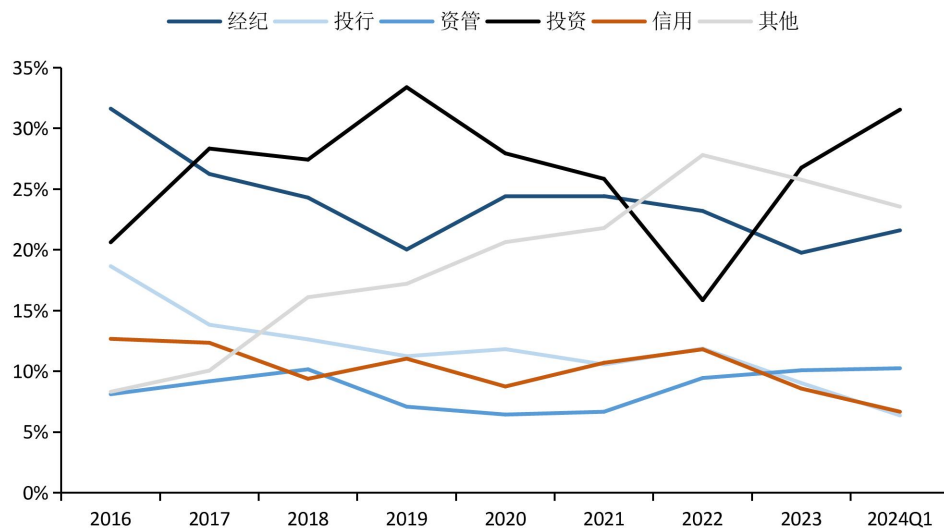
证券公司	归母净利润 (亿元)	同比增速	证券公司	营业收入 (亿元)	同比增速
中信证券	49.59	-8.47%	中信证券	137.55	-10.38%
国泰君安	24.89	-18.13%	国泰君安	79.83	-14.05%
华泰证券	22.91	-29.39%	中国银河	72.14	-17.06%
招商证券	21.57	-4.54%	华泰证券	61.05	-32.11%
中国银河	16.31	-27.46%	申万宏源	56.80	-1.47%
广发证券	15.38	-28.67%	广发证券	49.49	-23.59%
申万宏源	13.88	-31.00%	海通证券	47.62	-44.11%
中金公司	12.39	-45.13%	招商证券	42.99	-9.66%
国信证券	12.29	-30.51%	中信建投	42.94	-35.91%
中信建投	12.28	-49.52%	浙商证券	38.82	-21.26%
海通证券	9.11	-62.56%	中金公司	38.74	-37.61%
东方证券	8.86	-37.94%	东方证券	36.11	-18.63%
方正证券	7.84	41.06%	国信证券	33.62	-19.24%
光大证券	6.82	-28.75%	中泰证券	25.39	-28.88%
国元证券	4.63	-10.98%	兴业证券	23.77	-42.99%
财通证券	4.56	-7.68%	东吴证券	22.25	-1.31%
东吴证券	4.56	-21.81%	光大证券	22.04	-19.85%
浙商证券	4.47	-8.31%	方正证券	19.85	11.97%
长江证券	4.02	-46.82%	东兴证券	19.80	112.56%
国金证券	3.67	-38.60%	西部证券	15.95	-12.01%
东兴证券	3.60	64.28%	国金证券	14.83	-24.03%
长城证券	3.53	-21.73%	财通证券	14.10	-21.03%
中泰证券	3.31	-71.25%	国元证券	14.04	-9.41%
兴业证券	3.28	-60.38%	长江证券	13.32	-38.09%
华安证券	2.79	-23.29%	东北证券	11.79	-36.05%
南京证券	2.63	21.21%	长城证券	9.06	-19.12%
西南证券	2.30	1.77%	南京证券	8.82	37.21%
首创证券	2.20	25.22%	信达证券	8.35	-23.43%
中银证券	2.02	-19.92%	华安证券	8.32	-19.57%
西部证券	1.96	-45.24%	国海证券	8.02	-18.85%
信达证券	1.85	-14.41%	第一创业	6.73	-2.66%
山西证券	1.59	-36.72%	华西证券	6.48	-42.55%

第一创业	1.43	1.64%	中原证券	6.44	38.93%
中原证券	1.31	85.53%	山西证券	6.31	-44.64%
华西证券	1.26	-68.60%	中银证券	6.15	-10.07%
红塔证券	1.20	-46.95%	西南证券	5.85	-20.77%
财达证券	1.11	-45.13%	首创证券	5.64	29.85%
国海证券	0.94	-58.66%	财达证券	4.31	-31.25%
华林证券	0.55	-12.83%	红塔证券	3.88	-20.89%
太平洋	0.35	-76.61%	太平洋	2.78	-40.47%
东北证券	0.21	-94.35%	华林证券	2.73	12.02%
国联证券	-2.19	-205.50%	天风证券	1.85	-86.80%
天风证券	-3.76	-168.72%	国联证券	1.73	-74.44%
合计	293.51	-31.69%	合计	1058.28	-21.55%

资料来源：Choice、国信证券经济研究所整理

自营、投行业务业绩下滑，经纪和信用业务业绩持续承压。从 2024 年一季度各业务收入来看，各业务业绩均出现下滑。受股权融资持续放缓、权益市场周期性波动、费率下降等影响，券商的投行业务、自营业务和信用业务承压明显，叠加去年同期的业绩高基数对比，三大业务业绩分别下滑 35.89%、32.58%和 35.65%，经纪业务下滑 9.26%，资管业务小幅下滑 2.13%。各大主营业务业绩下跌主因：一是权益市场周期性波动叠加去年同期的业绩高基数对比，投资收益减少；二是，在 IPO 审核进一步趋严的情况下，市场股票融资总规模持续下降，首发募集资金规模为 236 亿元，同比下滑 63.71%，给投行业务收入带来冲击；三是市场活跃度不足，叠加佣金率持续下降的影响，经纪业务收入持续承压；四是，券商资产负债表“吐故纳新”，包括股票质押、融券在内的信用业务显著收缩，其中融券余额下滑 55.7%，导致 2024 年一季度信用业务业绩减少 35.65%。

图5：2016 年-2024 年一季度上市证券公司业务结构趋势图



资料来源：公司公告，Choice，国信证券经济研究所整理

上市券商 ROE 下滑、杠杆率稳健增长

根据 2024 年一季度年报统计数据，43 家上市券商 ROE 均值为 0.98%，较 2023 年一季度减少 0.7 个百分点，主要原因如下：一是 2023 年同期基数较高；二是一季度投资收入下降显著。整体来看，头部券商盈利能力较强。其中，中信证券、

招商证券、首创证券、方正证券和浙商证券 ROE 位居前五，分别为 1.88%、1.87%、1.76%、1.72%、1.64%。

表2: 2024 年一季度前 10 家上市证券公司 ROE

证券公司	2023 年一季度 ROE (%)	2024 年一季度 ROE (%)	同比
中信证券	2.07	1.88	-0.19
招商证券	2.09	1.87	-0.22
首创证券	1.44	1.76	0.32
方正证券	1.28	1.72	0.44
浙商证券	1.85	1.64	-0.21
国泰君安	2.01	1.55	-0.46
南京证券	1.30	1.52	0.22
华泰证券	1.86	1.37	-0.49
申万宏源	2.09	1.37	-0.72
国元证券	1.56	1.33	-0.23

资料来源: Choice、国信证券经济研究所整理

2024 年一季度，上市券商投资资产持续增长带动杠杆率提升，平均杠杆率（剔除代理买卖证券款）为 3.96，同比增长 1.27%，大型券商杠杆率略有提升。前十上市券商平均杠杆率上升至 4.48 倍，同比增长 0.01%，杠杆运用能力优势凸显。

表3: 2024 年一季度总资产前 10 家上市证券公司杠杆率

证券公司	2024 年一季度杠杆率 (倍)	2023 年一季度杠杆率 (倍)	同比
中信证券	4.52	4.36	3.62%
国泰君安	4.80	4.80	0.17%
华泰证券	3.96	4.15	-4.54%
中国银河	4.50	5.05	-10.85%
广发证券	4.50	4.13	8.98%
海通证券	3.69	3.66	1.09%
招商证券	4.41	4.15	6.29%
申万宏源	5.25	4.46	17.58%
中金公司	4.98	5.62	-11.47%
中信建投	4.16	4.39	-5.39%

资料来源: Choice、国信证券经济研究所整理

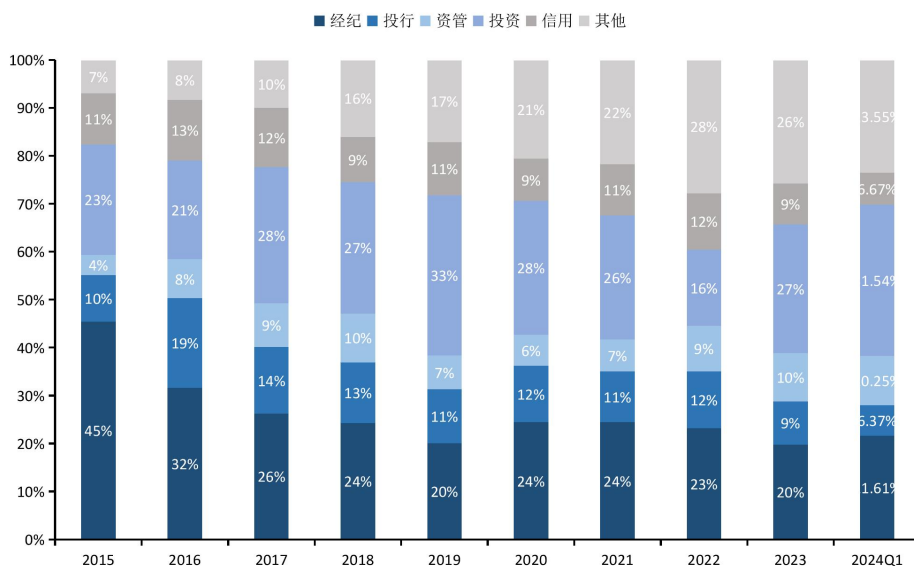
（剔除代理买卖证券款）

受市场波动影响，证券行业营收与净利润整体下滑。2023 年年 7 月以来，证监会发布了一系列政策提振市场信心，进一步加快交易端、投资端、融资端改革，市场资金面供需有望持续改善。预计在活跃资本市场政策、“适当放宽对优质证券公司的资本约束”风控指标优化等政策红利下，具备机构业务竞争优势的头部券商杠杆水平有望进一步提升，ROE 将进一步提振。

自营业务成业绩“胜负手”

从券商主营业务情况来看，自营业务成为多家上市券商业绩下滑的主要原因，而投行、信用业务普遍表现不佳，经纪、资管业务持续承压。从收入结构来看，投资业务依然是第一大收入来源，占收入贡献的 31.54%，同比减少 5.16 个百分点；其他经纪、投行、资管、信用和其他业务收入占比分别为 21.61%、6.37%、10.25%、6.67%、23.55%，同比分别+2.93%、-1.43%、+2.03%、-1.46%、+3.09 个百分点。

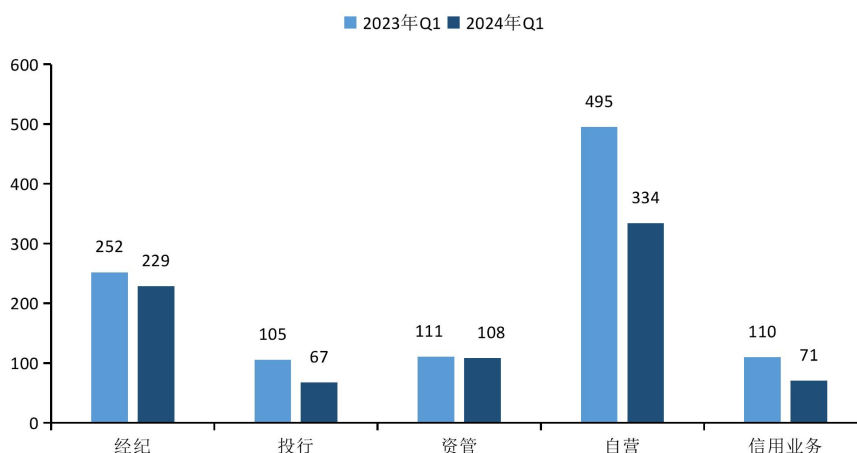
图6：2015年-2024年一季度上市证券公司营业收入结构



资料来源：Choice，国信证券经济研究所整理

从各业务收入来看，受监管政策改革、权益市场波动、佣金率下调、金融产品代销存在压力等因素影响，自营业务与投行业务成拖累业绩主要原因，券商机构经纪业务、资管业务、两融业务普遍承压。其中，自营业务同比下滑 32.58%；投行业务下滑 35.89%；信用业务下滑 35.65%，经纪业务、资管业务和其他业务下滑 9.26%、2.13%、9.7%。

图7：2023年、2024年一季度上市证券公司各主营业务收入情况



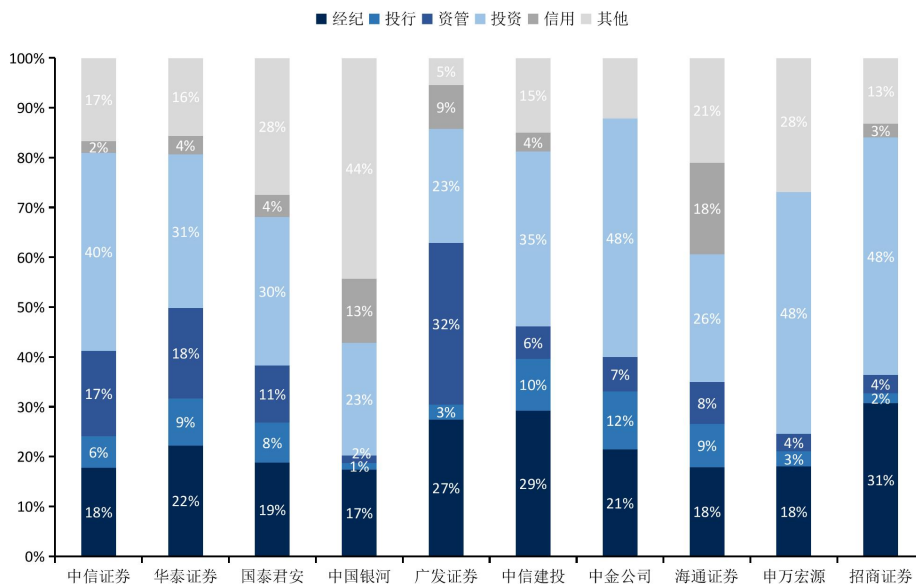
资料来源：Choice，国信证券经济研究所整理

行业变化：自营、投行拖累业绩下滑

佣金费率下调，经纪业务持续机构化转型

从资产规模排名前十的证券公司收入结构来看，5 家公司的经纪业务收入占比均低于行业平均水平（20%），由此可见传统经纪业务已逐渐向财富管理业务转型。

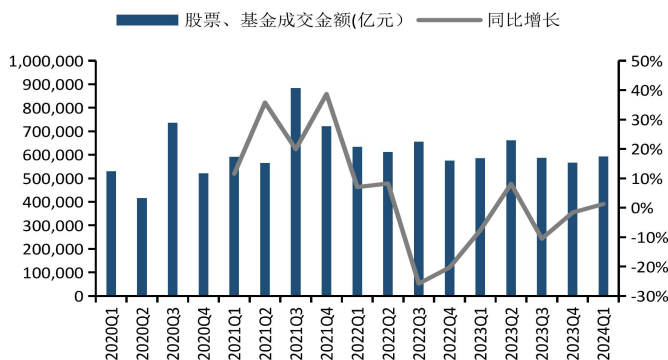
图8：2024 年一季度头部证券公司收入结构



资料来源：公司公告，Choice，国信证券经济研究所整理

佣金率持续下降，上市券商经纪业务业绩大幅下滑 9.26%。2024 年一季度，43 家上市券商经纪业务收入合计 228.67 亿元，同比下滑 9.26%。受到市场行情波动影响，投资者风险偏好逐步提升，交易活跃度仍持续修复。根据沪深交易所统计，2024 年一季度，沪深两市股票基金交易额 59.26 万亿元，同比提升 1.28%，但持续下降的佣金率导致代理买卖证券业务净收入下降。预计未来，随着基金投顾业务、机构业务持续发展以及互联网导流新规等利好政策落地，券商经纪业务业绩有望迎来好转。

图9：2020 年-2024 年一季度年股票、基金成交额

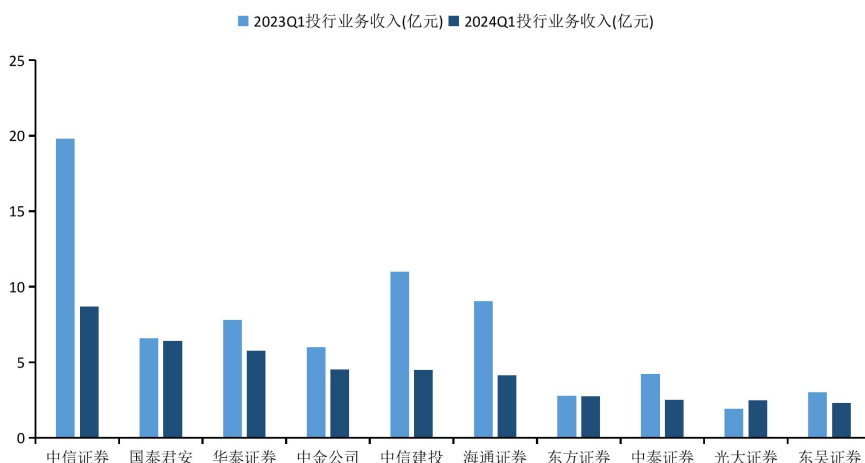


资料来源：Choice，国信证券经济研究所整理

IPO、再融资监管政策进一步优化，券商投行业务承压

IPO 承销规模下降，上市券商投行业务净收入同比大幅下降 35.89%。2024 年一季度，43 家上市券商实现投行收入 67.44 亿元，同比下滑 35.89%。投资业务收入排名前十家上市券商中，只有一家券商实现正增长：排名第一的中信证券投行业务收入 8.69 亿元，同比大幅下滑 56.11%；其次，国泰君安收入为 6.42 亿元，同比下滑 2.67%；华泰证券收入为 5.76 亿元，同比下滑 26.05%；唯一呈正增长的光大证券，投行业务收入为 2.49 亿元，同比增长达 29.51%，投行收入排名第九。在 43 家上市券商中，投行收入增长率最高的分别是红塔证券和长江证券，同比增长分别为 402.21%、110.31%。

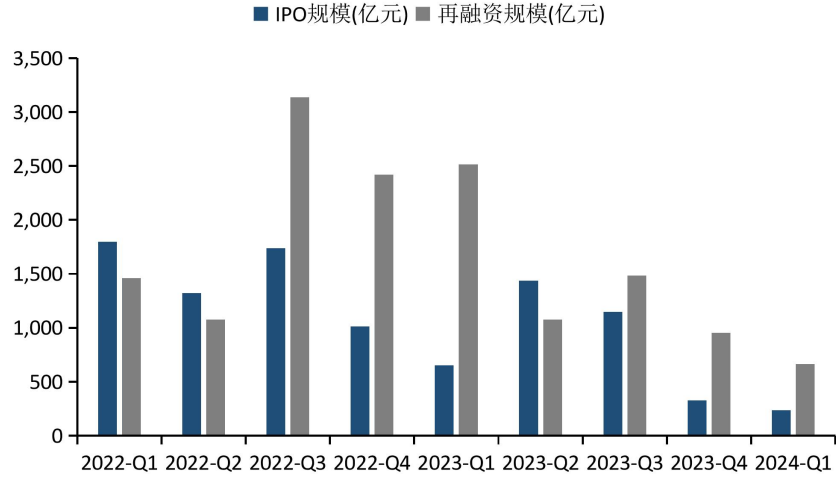
图10: 2024 年一季度上市券商投行业务收入（前十名）



资料来源：公司公告，Choice，国信证券经济研究所整理

一季度，在监管政策进一步优化下，投行优势券商影响较大。2024 年一季度，股权融资规模呈现大幅下滑趋势，股权承销规模为 1106.66 亿，同比下滑 68.87%；其中 IPO 规模 236.19 亿元，同比大幅下滑 63.71%；再融资规模 666.83 亿元，同比下滑 73.25%。1-3 月累计证券公司债券承销规模 2.78 万亿元，同比增长 0.95%，债券承销规模持续提升。

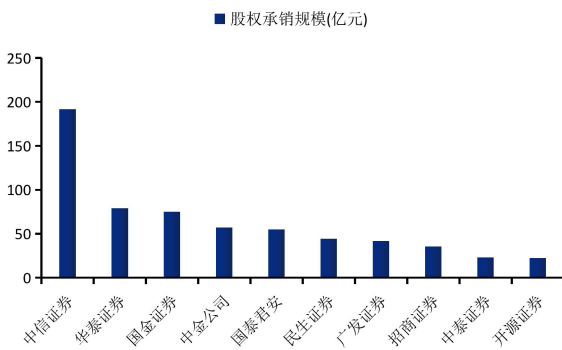
图11: 2022年-2024年一季度年股权承销规模



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

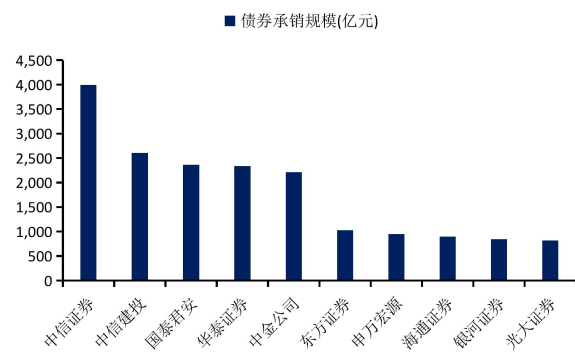
债承规模持续提升, 头部券商强者恒强。从规模来看, 2024年一季度, 头部券商运用自身的优势, 股债承销规模均持续领先同业, 承销项目规模集中度仍然维持高位。前五大券商, 中信证券、华泰证券、中信建投、中金公司和国泰君安合计股债承销规模达 1.39 万亿元, 行业占比超过 48%。从股权募资规模来看, 承销排名前五的券商市场份额达到 41%。排名第一的中信证券股权承销规模达 191.61 亿元, 其中 IPO 承销规模为 50.66 亿元, IPO 市场份额达到 22.65%。随着全面注册制的推行, 拥有优质上市资源的券商在 2024 年一季度完成 IPO 承销数量及金额上均领先同业。

图12: 2024年一季度前十家上市券商股权承销规模



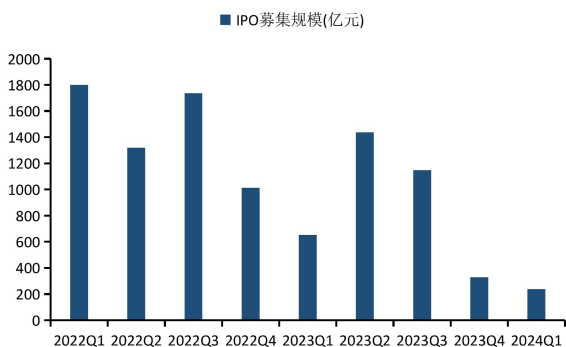
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图13: 2024年一季度前十家上市券商债券承销规模



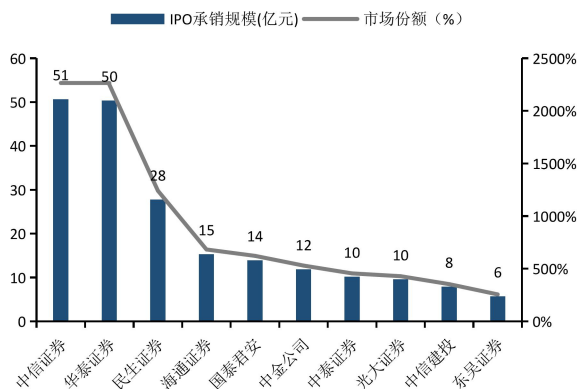
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 2022年Q1-2024年Q1证券公司IPO募资规模



资料来源: Choice, 国信证券经济研究所整理

图15: 2024年一季度证券公司IPO规模及市场份额



资料来源: Choice, 国信证券经济研究所整理

根据Wind数据显示,截至4月30日,券商IPO储备项目数为160家。中信证券位居第一,共有16家项目在审;其次是中信建投、海通证券,分别有12和10家项目在审;紧随其后的是民生证券与申万宏源,均有8家在审项目。

表4: 前21家证券公司IPO储备项目(截至2024年4月30日)

排名	证券公司	IPO储备项目
1	中信证券	16
2	中信建投	12
3	海通证券	10
4	民生证券	8
4	申万宏源	8
6	招商证券	7
6	国泰君安	7
8	华泰证券	6
8	国投证券	6
8	东吴证券	6
11	中金公司	5
11	国金证券	5
11	国信证券	5
14	长江证券	4
14	中泰证券	4
14	浙商证券	4
17	广发证券	3
17	开源证券	3
17	兴业证券	3
17	国元证券	3
17	财通证券	3

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

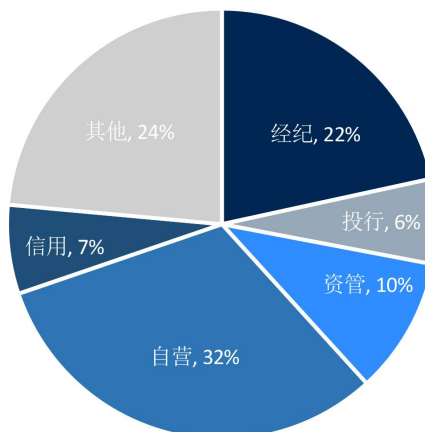
全面注册制改革后,对投行的定价和投研能力提出更高要求。在IPO审核持续趋严的情况下,投行业务面临着较大的挑战和困难,股权融资规模受到一定的影响,导致券商承销业务收入下滑。

自营投资收入大幅下滑拖累业绩

高基数下券商投资收益大幅下滑。2024年一季度,在受到资本市场波动影响,叠加高基数背景下,券商投资业务业绩大幅下滑。从业务结构来看,2024年一季度,自营业务收入贡献占比达31.54%,较2023年末增长4.78个百分点,同比减少5.16

个百分点。

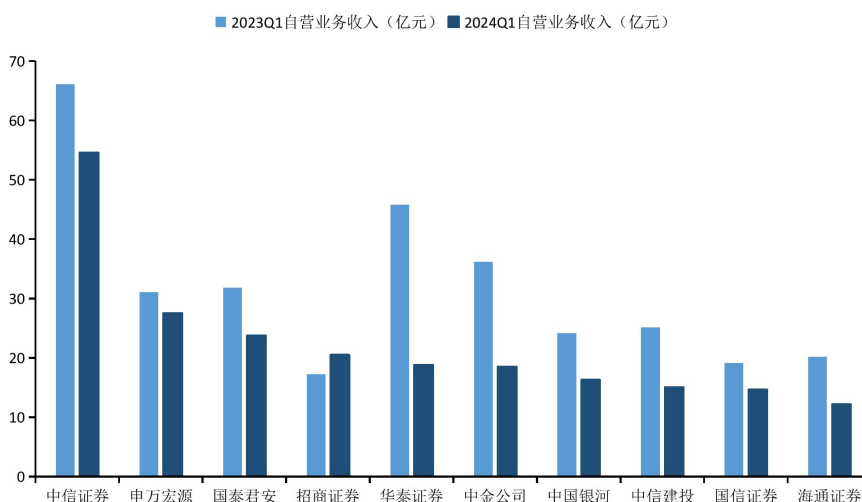
图16: 2024 年一季度券商业务收入贡献结构



资料来源: Choice, 国信证券经济研究所整理

头部券商优势凸显，市场集中度进一步提升。根据公司一季度报统计，43 家上市券商投资收入（投资收入=投资净收入-对联营合营+公允价值变动）合计 333.78 亿元，同比下滑 32.58%。其中排名前五的券商，中信证券、申万宏源、国泰君安、招商证券和华泰证券的自营业务收入分别为 54.6 亿元、27.55 亿元、23.76 亿元、20.49 亿元和 18.81 亿元，占行业自营业务收入的 44%。自营业务作为重资产业务，更加凸显头部券商的投资规模、投资能力与领先的非方向性转型优势。

图17: 2024 年一季度前十上市券商自营业务收入

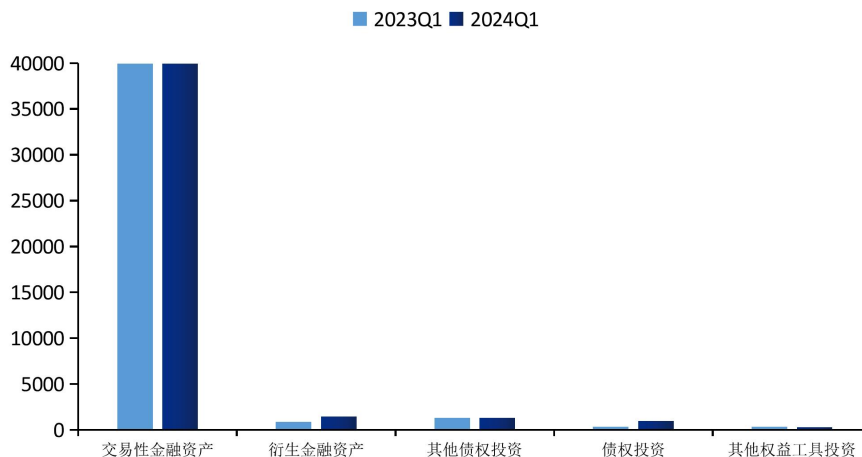


资料来源: 公司公告, Choice, 国信证券经济研究所整理

金融资产规模持续扩张，固收类金融资产增速加速提升。2024 年一季度，市场活跃度逐步恢复，出于稳定性策略，固收类具有更高的收益风险比。2024 年一季度，43 家上市券商金融资产规模达 4.9 万亿元，同比增长 8.69%。其中固收类投资资产规模达 2303.46 亿元，同比增长 66%，占金融资产比重 4.7%；交易性金融资产

规模达 4.49 万亿元，同比增长 5.26%，占金融资产比重 91.75%；衍生金融资产规模 1443.58 亿元，同比增长 68.43%，占金融资产比重 2.95%。

图18: 2024 年一季度上市券商金融资产规模（单位：亿元）

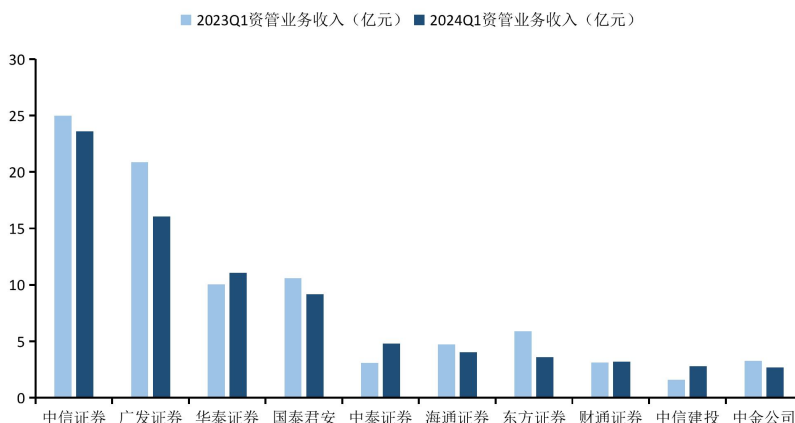


资料来源：公司公告，Choice，国信证券经济研究所整理

公募化转型成效凸显，资管业务业绩小幅下滑

2024 年一季度，43 家上市券商资管业务营收同比下滑 2.13%，券商资管业务持续分化。2024 年一季度，43 家上市券商资管业务净收入为 108.49 亿元，同比小幅下滑 2.13%。其中，中信证券和广发证券资管业务净收入位居行业前二，收入金额分别为 23.58 亿元和 16.07 亿元，同比分别下滑 5.59%和 23%，中信证券和广发证券资管业务收入合计达行业比重达 36.55%；华泰证券资管业务净收入达 11.06 亿元，同比增长 10.16%，位居第三。

图19: 2024 年一季度前十券商资管业务净收入

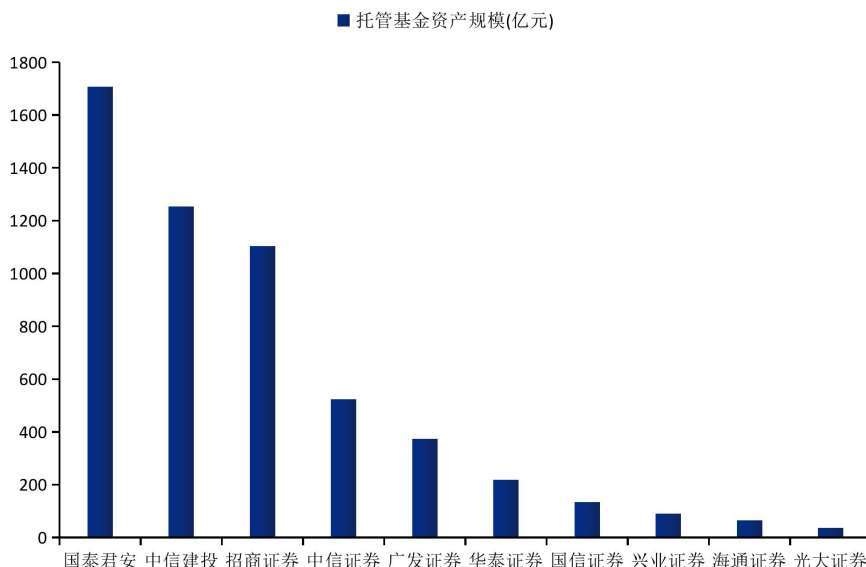


资料来源：公司公告，Choice，国信证券经济研究所整理

券商资管业务持续公募化转型。截至 2024 年一季度，托管总资产规模超过百亿的上市券商共有 7 家，托管规模在千亿以上的共 3 家，分别是国泰君安、中信建投

和招商证券，公募业务规模进一步提升。

图20: 2024 年一季度前十券商托管基金资产规模

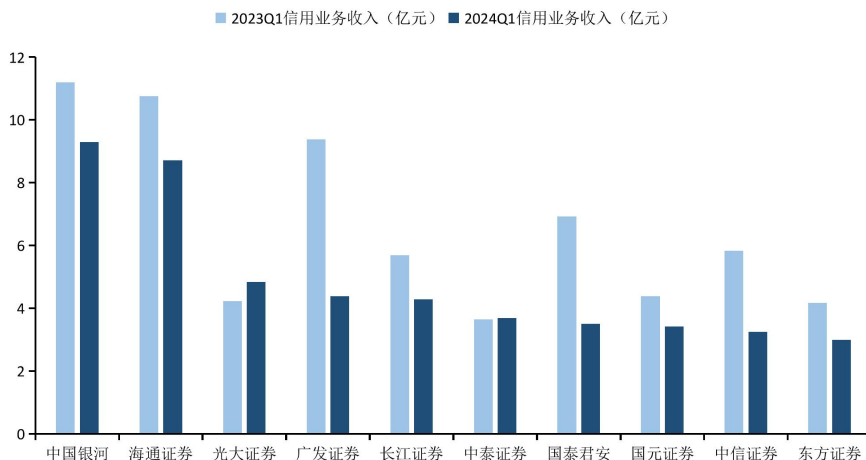


资料来源: Choice, 国信证券经济研究所整理

信用业务规模缩减，券商利息收入下滑

两融规模大幅下降，股票质押规模收缩影响，2024 年一季度上市券商利息净收入为 70.63 亿元，同比下跌 35.65%。截至 2024 年 3 月末，两融余额 15,379 亿元，较 2023 年末下滑 6.84%，同比下滑 4.28%。收入排名位居前三的上市券商是中国银河、海通证券和光大证券，分别实现利息净收入 9.3 亿元、8.72 亿元和 4.83 亿元，分别同比增长-16.89%、-18.96%和+14.49%。

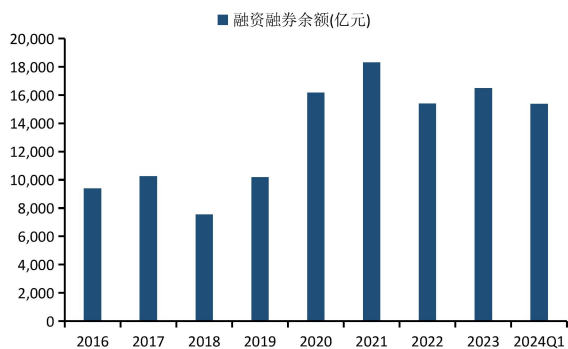
图21: 2024 年一季度前十券商信用业务收入



资料来源: Choice, 国信证券经济研究所整理

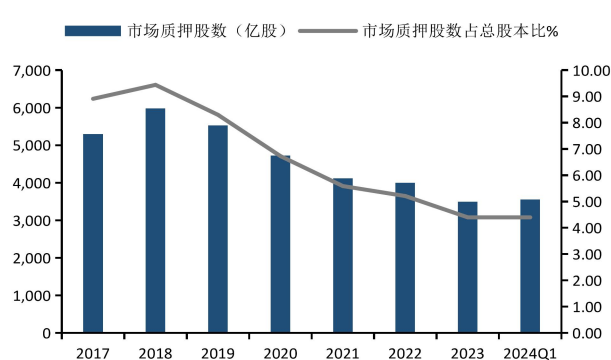
股票质押规模持续收缩。截至 2024 年 3 月末，股票质押规模仍处于持续压降状态。截至 2024 年一季度末，质押股数 3,558.37 亿股，同比下滑 4.21%，较 2023 年末小幅提升 1.87%；质押市值 2.65 万亿元，同比下滑 20.47%，较 2023 年末小幅下滑 3.98%。

图22: 2016 年-2024 年一季度两融余额



资料来源: Choice, 国信证券经济研究所整理

图23: 2017 年-2024 年一季度股票质押规模



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

衍生品业务影响自营收入

从上市券商一季度表现来看，自营业务普遍存在投资净收益大幅亏损，公允价值变动净收益大涨的情况，主因在于一季度大量雪球产品敲入对冲了结形成投资出现投资收益大幅亏损的情况，同时，新发产品带来新的公允价值损益。

整体来看，自营业务的高规模不代表高收益，在当前背景下，一是需要持续提升投研能力，确保自营业务的不断盈利；二是需要精细化的管理，比如风控需要从管对冲前置到管报价，风控管理能力是自营业务持续盈利的重要保障。

从 2018 年开始，场外衍生品业务业务很大程度由机构市场向财富管理市场转变，证券公司由原来向各交易主体收取通道期权费，转变为向高净值客户赚取收益率。当前，场外衍生品业务同券商的财富管理、投资银行、融资融券和国际业务等多种业务存在紧密联系，已成为券商经营过程中不可或缺的重要组成。内嵌场外期权的结构化产品已成为满足财富需求的重要工具，从境外经验来看，金融机构营业场外期权在大类资产配置领域里纵深发展是居民财富管理业务的必然趋势。

2024 年证券行业展望

行业盈利预测：预计净利润基本持平

中性假设下，我们对 2024 年上市券商各业务进行盈利预测。我们预计 2024 年上市券商营业收入 5219 亿元，同比增长 5%，净利润 1362 亿元，同比增长 3%。我们对各项业务进行核心假设如下：

(1) **经纪业务收入预计增 5%**。2023 年，市场日均成交金额为 8774 亿元，中性假设下，2024 年日均成交额同比增长 5%，增加至 9213 亿元；随着行业佣金率持续下降，传统经纪业务逐渐向财富管理业务转型，代销业务收入增长，预计 2024 年行业平均佣金率降至 0.022%，全年经纪业务总收入同比增长 5%。

(2) 投行业务收入预增 6%: 2023 年, IPO 融资规模同比下降 39.26%; 再融资规模同比下降 29.37%; 债券承销规模同比增长 26.07%。2024 年, 伴随着资本市场改革深化, 直接融资规模提升, 投行业务拓展, 国际化业务提速, 投行业务收入来源将更加多元化。预计 2024 年全年 IPO 规模增长 3%, 再融资规模增长 2%, 债券承销规模增长 20%。中性假设下, 预计 2024 年全年投行业务同比增长 6%。

(3) 资管业务预增 3%: 2018 年颁布资管新规以来, 促进了券商资管业务去杠杆、去通道, 积极加强主动管理。从整体收入情况来看, 2023 年, 证券行业资管业务收入同比下降 0.56%。在去通道和净值化的结构性转型过程中, 预计资管业务总规模将有持续下降的压力, 但主动管理规模占比将增加, 平均费率将有所提升。中性假设下, 预计 2024 年资管业务收入同比增长 3%。

(4) 资本中介业务预增长 8%: 2023 年, 两融余额为 16509 亿元, 由于沪深两市扩大两融标的范围, 将增加券商两融业务规模。中性假设下, 预计 2024 年全年两融日均余额为 16839 亿元。近年来, 股票质押风险逐步缓解。中性假设下, 预计 2024 年全年资本中介业务收入同比增长 8%。

(5) 投资业务预增 20%: 从 2017 年到 2022 年, 投资业务一直是证券公司收入占比最高的业务。2023 年, 受到市场内外部多重因素的影响, 市场主要指数整体下跌明显, 但自营业务逆势增长, 同比增长 71.39%。2024 年随着压制市场风险因素得到全面解除, 投资业务向多元化、去方向化转型, 预计投资业务将会回暖。中性假设下, 预计 2024 年全年投资收入同比增长 20%。

表5: 盈利能力核心假设

	2021	2022	2023	2024E 悲观	2024E 中性	2024E 乐观
日均股基成交金额	10587	9256	8,774	8949	9213	9476
佣金率	0.026%	0.024%	0.023%	0.021%	0.022%	0.023%
IPO 融资规模	5426	5869	3,565	3209	3305	3470
再融资规模	12755	11013	7779	8557	9335	10502
债券承销规模	113908	107143	135070	148577	162084	182345
融资融券余额	18322	15404	16509	16344	16839	17334

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测 (单位: 亿元)

表6: 上市券商 2024 年盈利预测

	2021	2022	2023	2024E 悲观	2024E 中性	2024E 乐观
经纪业务收入	1395	1138	1006	956	1057	1087
投行业务收入	627	582	456	433	483	501
投资业务收入	1669	778	1333	1533	1600	1733
资管业务收入	505	464	462	452	475	508
资本中介业务收入	606	579	437	415	472	490
行业总收入	6415	4905	4971	4921	5219	5369
YOY	22.1%	-23.6%	1.4%	-1.0%	5.0%	8.0%
净利润	1976	1299	1322	1256	1362	1441
YOY	29.6%	-34.3%	1.8%	-5.0%	3.0%	9.0%
ROE	9.1%	5.4%	5.2%	4.8%	5.0%	5.2%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测 (单位: 亿元)

投资建议

当前，券商 PB 估值为 1.23 倍，安全边际较足，我们对行业维持“超配”评级。行业转型趋势下，建议关注以下投资主线：**一是资金使用效率高、机构客户储备强的券商**，如中信证券、华泰证券；**二是业务创新**，业务创新持续推进的券商，受益标的：国联证券。

风险提示

盈利预测偏差较大的风险；二级市场大幅波动风险；资本市场全面深化基础性制度改革推进不及预期的风险；金融监管趋严的风险；创新推进不及预期的风险等。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032