

证券 II

投资建议：强于大市（维持）

上次建议：强于大市

券商 2024 年一季报综述：投资收益拖累行业利润

相对大盘走势



➤ **券商 2024Q1 业绩概览：行业主营收同比-23%，净利润同比-30%。**

44 家上市券商（含东财）2024Q1 累计实现证券主营收入（剔除大宗商贸和政府补助）合计 877 亿元/yoy-23%，合计净利润 313 亿元/yoy-30%。其中，归母净利润前 3 名为中信（49.6 亿/yoy-8%）、国君（24.9 亿/yoy-18%）、华泰（22.9 亿/yoy-29%）。2024Q1 上市券商 ROE 均值 1.02%，较去年同期下滑 0.7pct。

➤ **收费类业务：**

1) **经纪业务收入占比 26%，同比-9%。**2024Q1 沪深股票日均成交额 yoy+3.9%；另一方面，费率切换叠加新发放缓，2024Q1 新发权益基金份额 567 亿份 /yoy-43%，代销收入承压。2) **投行业务收入占比 8%，同比-36%。**主因市场股权融资规模大幅收缩。2024Q1 IPO 融资规模 yoy-66%，再融资规模 yoy-75%。3) **资管业务收入占比 12%，同比-0.1%。**2024Q1 末市场非货基规模 16.7 万亿，yoy+6.3%，其中权益基金 yoy-10.8%。

➤ **资本金业务：**

1) **净投资收入占比 40.5%，同比-28%。**2024Q1 债券市场表现优于去年同期，但股市高基数下承压，券商在高基数下投资收益有所承压。2024Q1 行业年化净投资收益率平均为 2.58%，同比-1.73pct。

2) **负债成本看，2024Q1 行业负债成本平均为 3.03%，同比-0.19pct。**信用资产方面，2024Q1 末行业融出资金规模 1.28 万亿，yoy-2%（2024Q1 末市场两融余额较 2023 年末-7%）。2024Q1 市券商负债成本平均为 3.03%，同比-0.19pct。

➤ **投资建议**

维持证券行业“强于大市”评级。1) 当前市场热度触底回升，政策密集出台后市场情绪有所回暖，持续关注市场成交及指数反弹的持续性，若市场 β 向上，则券商行业仍有弹性空间；2) 政策层面，在监管扶优限劣的政策导向下，我们认为券商供给侧结构性改革进程将加快，优质头部券商在稳健经营、专业能力等方面的优势将进一步凸显；3) 当前券商行业 PB 估值仍在历史底部，重点推荐高杠杆、低估值央国企大券商中信证券、华泰证券等。

风险提示：1) 经济增速不及预期；2) 流动性收紧；3) 居民资金入市进程放缓。

作者

分析师：刘雨辰

执业证书编号：S0590522100001

邮箱：liuyuch@glsc.com.cn

联系人：耿张逸

邮箱：gzhy@glsc.com.cn

相关报告

1、《证券 II：《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》点评：强监管信号明确，供给侧进程有望加快》2024.04.14

正文目录

1. 盈利概览：2024Q1 净利润同比降三成.....	3
1.1 2024Q1 上市券商证券主营收入累计同比-23%，利润同比-30%.....	3
1.2 2024Q1 行业 ROE 有所分化.....	4
2. 收费类业务：财富管理业务随市波动，股权融资规模下滑.....	6
2.1 经纪业务：交投热度有所回升、新发基金仍遇冷.....	6
2.2 投行业务：股权融资规模大幅收缩，拖累券商投行收入.....	7
2.3 资管业务：债基是规模增长主力军，权益基金规模下滑.....	9
3. 资本金业务：投资收益率下降，负债成本维持稳定.....	11
3.1 资产端：投资规模同比上升，信用资产规模收缩.....	11
3.2 负债端：负债成本维持稳定.....	13
4. 投资建议：维持证券行业“强于大市”评级.....	14
5. 风险提示.....	14

图表目录

图表 1：2024Q1 券商行业各业务线收入、同比增速及主营收入占比（亿元）.....	3
图表 2：2024Q1 券商行业各业务线对主营收入增速贡献拆分.....	3
图表 3：2024Q1 上市券商证券主营收入同比增速（按增速高到低排序）.....	3
图表 4：2024Q1 板块利润环比上升 39%，同比下滑 30%.....	4
图表 5：2024Q1 东财利润环比下滑 2.6%，同比下滑 3.7%.....	4
图表 6：44 家上市券商（含东财）2024Q1 ROE 情况（按净利润由高到低排序）.....	5
图表 7：2024Q1 日均股票成交 9037 亿，同比+3.9%/环比+8.7%.....	6
图表 8：2024Q1 新发偏股基金份额有所放缓（亿份）.....	6
图表 9：43 家综合上市券商 2024Q1 经纪业务收入及同比增速.....	7
图表 10：2024Q1 IPO 规模 224 亿，同比-66%.....	8
图表 11：2024Q1 再融资规模 472 亿，同比-75%.....	8
图表 12：43 家上市券商 2024Q1 投行收入及同比增速.....	9
图表 13：2024Q1 末非货基 16.7 万亿元，其中债基/权益基金 5.7/ 6.7 万亿元.....	10
图表 14：2024Q1 上市券商资管业务净收入及同比增速.....	11
图表 15：2023 年至 2024Q1 投资业务市场指标情况.....	11
图表 16：2024Q1 投资收益 TOP23 上市券商投资规模及投资收益率、投资杠杆情况（亿元）.....	12
图表 17：2024Q1 末市场两融余额 1.54 万亿，较 2023 年末-7%.....	13
图表 18：上市券商信用业务情况(亿元).....	13
图表 19：2024Q1 上市券商负债成本、经营杠杆情况.....	14

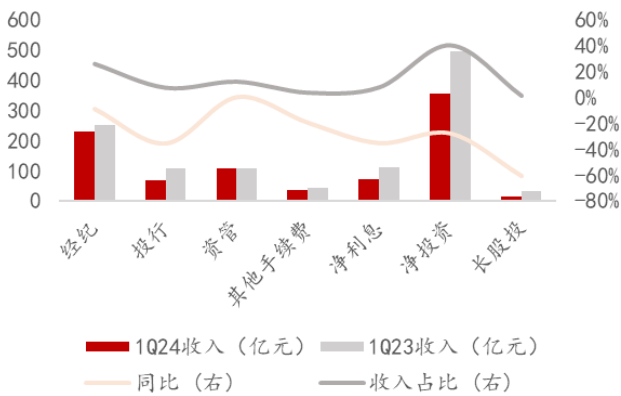
1. 盈利概览：2024Q1 净利润同比降三成

1.1 2024Q1 上市券商证券主营收入累计同比-23%，利润同比-30%

由于上市券商营业收入中还包含大宗商品贸易业务、政府补助等，因此在衡量券商主营业务能力及收入时，我们剔除这些部分并定义“证券主营收入=营业收入-其他业务收入-其他收益”。其中，①其他业务收入主要包括大宗商品贸易收入、租赁收入等；②其他收益主要包括政府补助等。（注：可比原则下本文对各业务线收入的分析基于 43 家综合性券商，不含东方财富。对于主营收入和利润的分析包括东方财富。

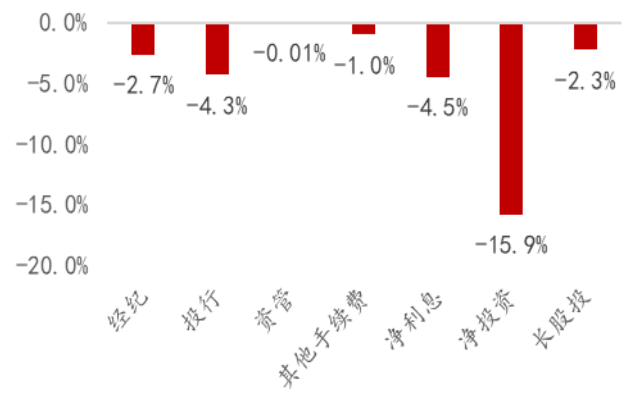
44 家上市券商 2024Q1 主营收入同比-23%。44 家上市券商 2024Q1 实现主营收入 877 亿元，同比-23%。其中，收费类业务收入合计 439 亿元，同比下滑 13.7%，收入占比 50%；资本金业务收入合计 438 亿元，同比-31.1%，收入占比 50%。

图表1：2024Q1 券商行业各业务线收入、同比增速及主营收入占比（亿元）



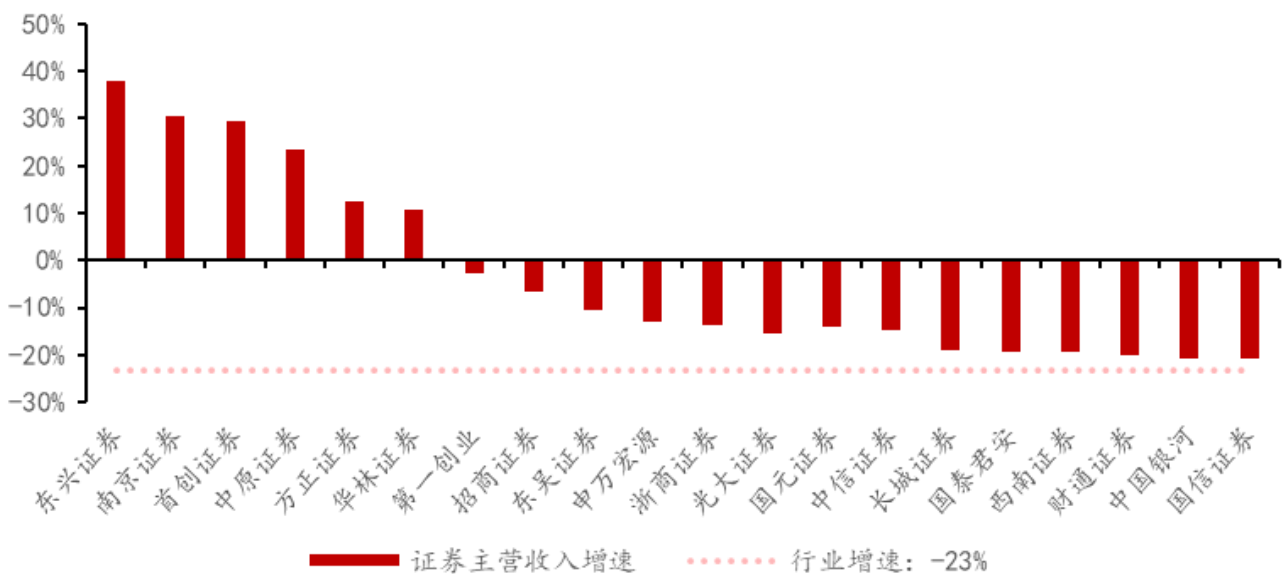
资料来源：各公司财报，国联证券研究所

图表2：2024Q1 券商行业各业务线对主营收入增速贡献拆分



资料来源：各公司财报，国联证券研究所

图表3：2024Q1 上市券商证券主营收入同比增速（按增速高到低排序）



资料来源：各公司财报，国联证券研究所

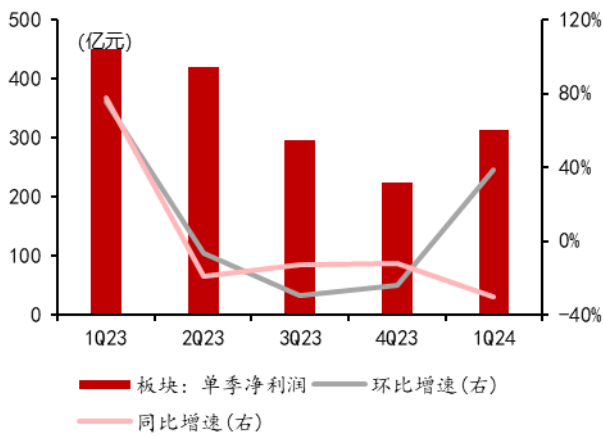
归因看，投资业务同比-28.1%，拖累主营收入增速 15.9pct。2024 年一季度债市表现优异但股市高基数下承压，券商投资收益承压。——44 家上市券商 2024Q1 净投资收入（投资净收益+公允价值变动损益-对联营合营企业收益+汇兑净收益）同比-28.1%（收入占比 40.5%），拖累主营收入增速 15.9pct。

收费类业务同比双位数下滑，共拖累主营收入增速 7.95pct。经纪业务收入 2024Q1 同比下滑 9.3%（收入占比 26.1%）、投行业务收入同比-35.9%（收入占比 7.7%）、资管业务收入同比-0.1%（收入占比 12.4%）、其他费类收入同比-19.9%（收入占比 3.9%），经纪、投行、资管、其他费类收入对主营收入增速贡献-2.7pct、-4.3pct、-0.01pct、-1pct。

上市券商 2024Q1 归母净利润累计同比-30%，行业业绩分化。44 家上市券商 2024Q1 归母净利润同比-30%。其中，归母净利润前 3 名为中信（49.59 亿/yoy-8%）、国君（24.89 亿/yoy-18%）、华泰（22.91 亿/yoy-29%），增速均好于行业。

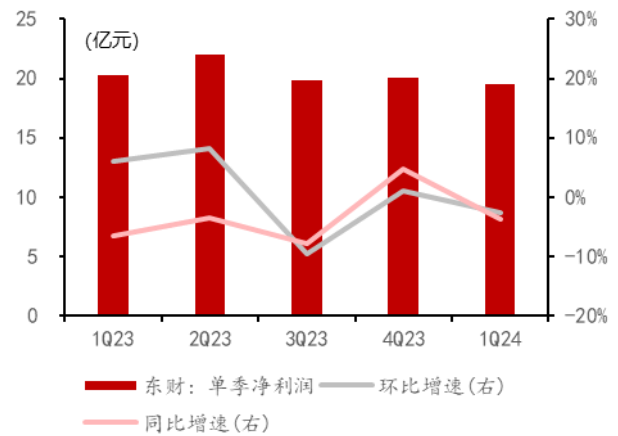
券商行业 44 家上市券商 2024Q1 归母净利润 313 亿元，环比上升 39%，同比下滑 30%。其中东方财富 2024Q1 归母净利润 19.54 亿元，环比-2.6%，同比-3.7%。

图表4：2024Q1 板块利润环比上升 39%，同比下滑 30%



资料来源：各公司财报，国联证券研究所

图表5：2024Q1 东财利润环比下滑 2.6%，同比下滑 3.7%



资料来源：公司财报，国联证券研究所

1.2 2024Q1 行业 ROE 有所分化

以 2024Q1 年 ROE 看，44 家上市券商平均 ROE1.02%，同比-0.7pct。ROE 前三名券商分别为东方财富（2.69%）、中信证券（1.88%）、招商证券（1.87%）。

图表6: 44家上市券商(含东财) 2024Q1 ROE情况(按净利润由高到低排序)

券商板块	1Q24净利润 (亿元)	同比	环比	1Q24ROE	同比升幅
44家券商小计	313.1	-30%	52%	1.02%	-0.7PCT
中信证券	49.6	-8%	50%	1.88%	-0.19PCT
国泰君安	24.9	-18%	233%	1.55%	-0.46PCT
华泰证券	22.9	-29%	-28%	1.37%	-0.49PCT
招商证券	21.6	-5%	-9%	1.87%	-0.22PCT
东方财富	19.5	-4%	-2%	2.69%	-0.38PCT
中国银河	16.3	-27%	28%	1.30%	-1.06PCT
广发证券	15.4	-29%	32%	1.16%	-0.71PCT
申万宏源	13.9	-31%	436%	1.37%	-0.72PCT
中金公司	12.4	-45%	-20%	1.21%	-1.29PCT
国信证券	12.3	-31%	-21%	1.12%	-0.75PCT
中信建投	12.3	-50%	-9%	1.31%	-1.84PCT
海通证券	9.1	-63%	-127%	0.56%	-0.91PCT
东方证券	8.9	-38%	-957%	1.11%	-0.76PCT
方正证券	7.8	41%	262%	1.72%	0.44PCT
光大证券	6.8	-29%	-887%	1.01%	-0.56PCT
国元证券	4.6	-11%	5%	1.33%	-0.23PCT
财通证券	4.6	-8%	-39%	1.31%	-0.18PCT
东吴证券	4.6	-22%	78%	1.14%	-0.37PCT
浙商证券	4.5	-8%	6%	1.64%	-0.21PCT
长江证券	4.0	-47%	15%	1.17%	-1.33PCT
国金证券	3.7	-39%	-24%	1.12%	-0.78PCT
东兴证券	3.6	64%	3%	1.32%	0.48PCT
长城证券	3.5	-22%	56%	1.22%	-0.4PCT
中泰证券	3.3	-71%	-455%	0.82%	-2.33PCT
兴业证券	3.3	-60%	-14%	0.56%	-1.01PCT
华安证券	2.8	-23%	-11%	1.31%	-0.48PCT
南京证券	2.6	21%	141%	1.52%	0.22PCT
西南证券	2.3	2%	617%	0.90%	0PCT
首创证券	2.2	25%	-9%	1.76%	0.32PCT
中银证券	2.0	-20%	124%	1.17%	-0.36PCT
西部证券	2.0	-45%	-32%	0.70%	-0.62PCT
信达证券	1.8	-14%	-51%	0.99%	-0.4PCT
山西证券	1.6	-37%	-44%	0.89%	-0.54PCT
第一创业	1.4	2%	533%	0.96%	0PCT
中原证券	1.3	86%	3362%	0.94%	0.43PCT
华西证券	1.3	-69%	144%	0.55%	-1.23PCT
红塔证券	1.2	-47%	22%	0.51%	-0.45PCT
财达证券	1.1	-45%	115%	0.95%	-0.78PCT
国海证券	0.9	-59%	-248%	0.43%	-0.78PCT
华林证券	0.5	-13%	-135%	0.87%	-0.1PCT
太平洋	0.3	-77%	-8170%	0.37%	-1.23PCT
东北证券	0.2	-94%	-77%	0.11%	-1.94PCT
天风证券	-3.8	-169%	221%	-1.60%	-3.94PCT

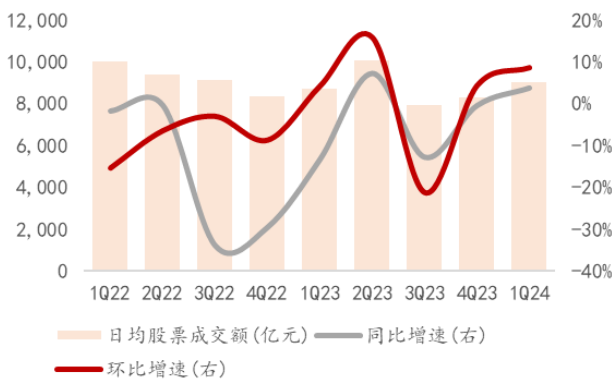
资料来源: Wind, 国联证券研究所

2. 收费类业务：财富管理业务随市波动，股权融资规模下滑

2.1 经纪业务：交投热度有所回升、新发基金仍遇冷

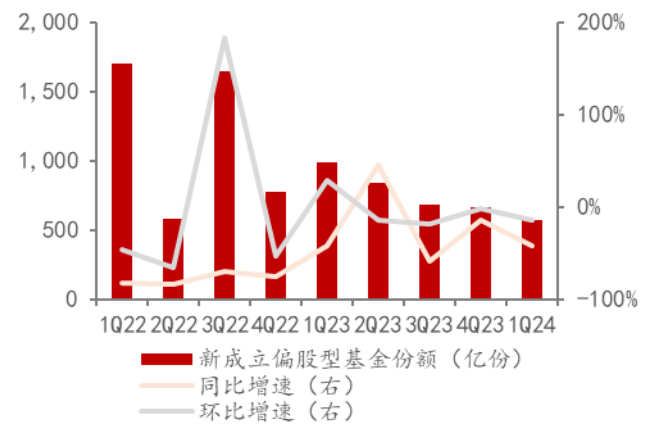
市场指标方面：1) 2024Q1 日均股票成交额同环比均回升：2024Q1 日均股票成交额 9037 亿，同比上升 3.9%，环比+8.7%。2) 2024Q1 新发偏股基金份额同比降 4 成：2024Q1 新发偏股基金 567 亿份，同比下滑 43%，环比-14%。

图表7：2024Q1 日均股票成交 9037 亿，同比+3.9%/环比+8.7%



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表8：2024Q1 新发偏股基金份额有所放缓（亿份）



资料来源：Wind，国联证券研究所

43 家上市综合券商 2024Q1 实现经纪收入 229 亿元（收入占比 26.1%），同比下滑 9.3%。一方面，佣金率同比下降带动零售经纪佣金收入下降。另一方面，新发基金遇冷、基金申赎减少导致券商代销金融产品收入明显下降。

图表9：43家综合上市券商2024Q1经纪业务收入及同比增速

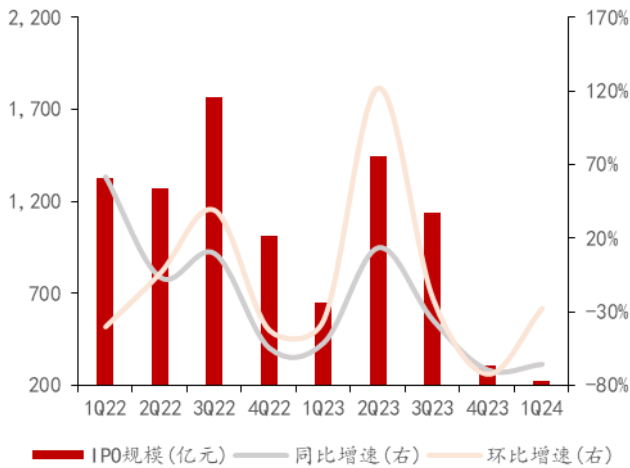
上市券商	经纪业务收入（亿元）		上市券商	经纪业务收入（亿元）	
	1Q24	1Q24 yoy		1Q24	1Q24 yoy
43家小计	229	-9%	43家小计	229	-9%
中信证券	24.4	-6%	东北证券	2.2	-15%
国泰君安	15.0	-7%	国元证券	2.2	-2%
华泰证券	13.6	-11%	华安证券	2.1	-2%
广发证券	13.6	-6%	西部证券	1.9	0%
招商证券	13.2	-7%	长城证券	1.8	-6%
中国银河	12.6	-10%	国海证券	1.8	-4%
中信建投	12.5	-7%	信达证券	1.8	-6%
国信证券	10.8	-3%	天风证券	1.8	-34%
申万宏源	10.2	-11%	中银证券	1.8	-14%
海通证券	8.5	-7%	东兴证券	1.5	-7%
中金公司	8.3	-33%	财达证券	1.5	12%
方正证券	8.1	-1%	山西证券	1.3	0%
中泰证券	6.8	-9%	西南证券	1.3	-11%
光大证券	6.3	-15%	中原证券	1.2	-5%
长江证券	6.3	-16%	华林证券	1.1	8%
浙商证券	5.3	24%	南京证券	1.0	0%
东方证券	4.9	-30%	第一创业	0.8	-5%
兴业证券	4.7	-23%	太平洋	0.8	-6%
国金证券	3.8	-1%	首创证券	0.5	-18%
东吴证券	3.7	-7%	红塔证券	0.4	-7%
华西证券	3.2	-15%			
财通证券	3.0	8%			

资料来源：Wind，国联证券研究所

2.2 投行业务：股权融资规模大幅收缩，拖累券商投行收入

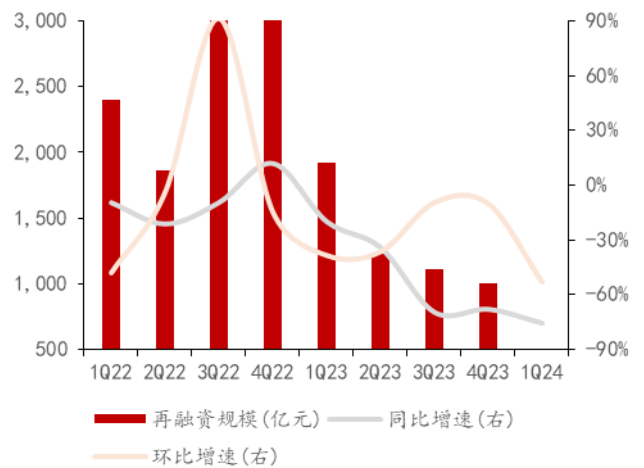
融资规模方面：1) 股权融资规模大幅收缩：按发行日统计，2024Q1 A股 IPO 规模 224 亿元，同比-66%，环比-28%。2024Q1 A股再融资规模 472 亿元，同比-75%，环比-53%。2) 债券承销规模同比微增：2024Q1 债承规模 2.8 万亿，同比+1.9%。

图表10: 2024Q1 IPO 规模 224 亿, 同比-66%



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表11: 2024Q1 再融资规模 472 亿, 同比-75%



资料来源: Wind, 国联证券研究所

43 家上市综合券商合计 2024Q1 实现投行收入 67 亿元 (收入占比 7.7%), 同比-36%。2024Q1 投行收入下滑主因市场股权融资规模大幅收缩。

股权承销业务头部集中趋势明显。2024Q1 IPO 主承销前五名合计规模 142 亿元, 再融资主承销前五名合计规模 353 亿元, IPO 规模 CR5 达 64%、再融资规模 CR5 达 75%。其中, 中信证券 IPO、再融资主承销市占率分别为 23%、20%; 中金公司 IPO、再融资主承销市占率分别为 5%、18%; 华泰证券 IPO、再融资主承销市占率分别为 23%、6%。

图表12：43家上市券商2024Q1投行收入及同比增速

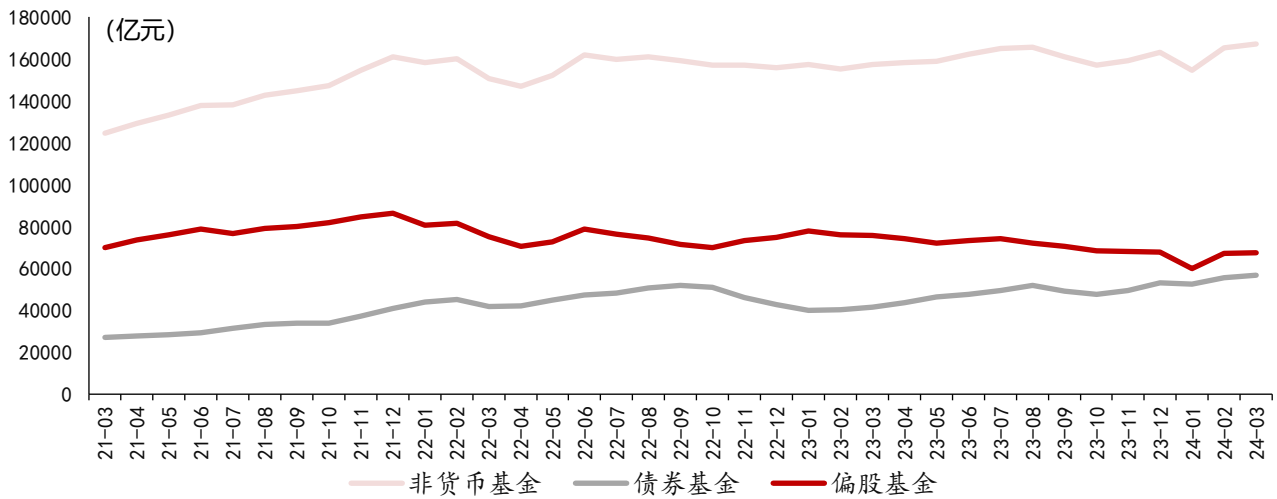
上市券商	投行业务收入（亿元）		上市券商	投行业务收入（亿元）	
	1Q24	1Q24 yoy		1Q24	1Q24 yoy
43家小计	67	-36%	红塔证券	0.78	-13%
中信证券	8.69	-56%	太平洋	0.65	42%
国泰君安	6.42	-3%	广发证券	0.62	110%
华泰证券	5.76	-26%	国元证券	0.57	-13%
国金证券	4.50	-25%	山西证券	0.53	-6%
东方证券	4.48	-59%	信达证券	0.49	-36%
东吴证券	4.13	-54%	中银证券	0.47	32%
天风证券	2.73	-1%	第一创业	0.38	-51%
申万宏源	2.52	-41%	国信证券	0.38	-33%
浙商证券	2.49	30%	长城证券	0.36	29%
中国银河	2.31	-23%	首创证券	0.30	-15%
东兴证券	2.26	-43%	长江证券	0.28	-58%
中泰证券	2.12	-27%	东北证券	0.23	-13%
光大证券	1.71	-41%	中原证券	0.23	-20%
财通证券	1.51	-35%	财达证券	0.22	-6%
中金公司	1.48	47%	招商证券	0.19	-40%
方正证券	1.31	-51%	华林证券	0.18	402%
兴业证券	1.16	-69%	西部证券	0.18	26%
西南证券	1.16	32%	国海证券	0.18	-55%
海通证券	0.95	65%	南京证券	0.17	-66%
中信建投	0.88	-43%	华安证券	0.07	-60%
			华西证券	0.03	-74%

资料来源：Wind，国联证券研究所

2.3 资管业务：债基是规模增长主力军，权益基金规模下滑

2024年一季度末市场非货基规模16.7万亿，同比+6.3%/较2023年末+2.4%，债基规模同比增36%。2024年一季度末全市场非货基规模16.7万亿元，同比+6.3%，较2023年末+2.4%。其中，债基规模5.7万亿元，同比增长36%，较2023年末增长6.8%；权益基金（股票+混合）规模6.7万亿元，同比下滑10.8%，较2023年末下降0.6%。

图表13: 2024Q1 末非货基 16.7 万亿元, 其中债基/权益基金 5.7/ 6.7 万亿元



资料来源: Wind, 国联证券研究所

2024Q1 上市综合券商合计实现资管收入 108 亿元(收入占比 12.4%), 同比-0.1%。2024Q1 资管收入体量超过 5 亿元的券商共 4 家, 4 家均控参股头部公募牌照。2024Q1 中信证券 (23.58 亿)、广发证券 (16.07 亿)、华泰证券 (11.06 亿)、国泰君安 (9.18 亿) 4 家券商资管收入超过 5 亿元, 资管业务占比: 中信 (19%)、广发 (34%)、华泰 (20%)、国君 (16%)。上述 4 家券商中, 中信证券控股华夏基金, 广发证券控股广发基金、参股易方达基金, 华泰证券参股华泰柏瑞基金、南方基金, 国泰君安控股华安基金。

图表14：2024Q1 上市券商资管业务净收入及同比增速

上市券商	资管业务收入 (亿元)		上市券商	资管业务收入 (亿元)	
	1Q24	1Q24 yoy		1Q24	1Q24 yoy
43家小计	108	-0.1%	43家小计	108	-0.1%
中信证券	23.58	-6%	天风证券	1.00	-48%
广发证券	16.07	-23%	信达证券	0.90	-3%
华泰证券	11.06	10%	东兴证券	0.83	94%
国泰君安	9.18	-13%	财达证券	0.77	444%
中泰证券	4.80	56%	长江证券	0.66	78%
海通证券	4.02	-15%	方正证券	0.63	39%
东方证券	3.61	-39%	山西证券	0.52	174%
财通证券	3.19	2%	国海证券	0.48	24%
中信建投	2.78	76%	太平洋	0.47	153%
中金公司	2.68	-18%	东吴证券	0.43	64%
首创证券	2.50	212%	兴业证券	0.36	10%
第一创业	2.26	-2%	国元证券	0.30	40%
申万宏源	1.99	-26%	西部证券	0.24	60%
光大证券	1.78	-	国金证券	0.22	-9%
国信证券	1.64	69%	南京证券	0.18	-
招商证券	1.55	-14%	华西证券	0.15	-17%
中银证券	1.35	-9%	华林证券	0.08	-42%
华安证券	1.26	36%	红塔证券	0.07	-37%
浙商证券	1.10	60%	长城证券	0.07	-65%
中国银河	1.09	7%	中原证券	0.07	-50%
东北证券	1.09	116%	西南证券	0.06	82%

资料来源：Wind，国联证券研究所

3. 资本金业务：投资收益率下降，负债成本维持稳定

3.1 资产端：投资规模同比上升，信用资产规模收缩

2024Q1 上市综合券商合计实现净投资收入 355 亿元(收入占比 41%)，同比-28%。

(注：净投资收入=投资净收益+公允价值变动损益-对联营合营企业收益+汇兑净收益)。主因 2024Q1 债券市场表现优于去年同期，但股市高基数下承压，券商在高基数下投资收益有所承压。2024Q1 沪深 300 指数上涨 3.1%，科创 50 指数下跌 10.48%，创业板指数下跌 3.87%。债市表现有所回暖，2024Q1 中证全债净价指数上涨 1.59%。

图表15：2023 年至 2024Q1 投资业务市场指标情况

	证券行业核心指标	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	同比	环比
投资交易业务	中证全债(净)：涨跌幅	0.15%	1.17%	-0.06%	0.65%	1.59%	1.44pct	0.94pct
	上证指数：涨跌幅	5.94%	-2.16%	-2.86%	-4.4%	2.23%	-3.72pct	6.58pct
	沪深300：涨跌幅	4.63%	-5.15%	-3.98%	-7.0%	3.10%	-1.53pct	10.10pct
	科创50：涨跌幅	12.67%	-7.06%	-11.67%	-4.0%	-10.48%	-23.15pct	-6.44pct
	创业板指：涨跌幅	2.25%	-7.69%	-9.53%	-5.6%	-3.87%	-6.12pct	1.75pct
	债券基金：涨跌幅	1.11%	0.90%	0.40%	0.53%	0.97%	-0.14pct	0.44pct
	股票基金：涨跌幅	3.47%	-5.40%	-5.9%	-4.9%	-2.6%	-6.06pct	2.32pct

资料来源：Wind，国联证券研究所

投资规模看，43家综合券商2024Q1末合计投资资产6.4万亿元，同比+8%。投资收益率方面，43家上市券商年化净投资收益率平均为2.58%，同比-1.73pct。其中，南京证券（5.9%）、国金证券（4.22%）、东兴证券（3.5%）等年化投资收益率显著好于行业。

投资杠杆看，43家综合券商2024Q1末平均投资杠杆2.14倍，同比-0.01倍。其中，中信证券（2.98倍，yoy+0.16倍）、招商证券（2.97倍，yoy+0.33倍）等投资杠杆较年初均所提升。

图表16：2024Q1 投资收益 TOP23 上市券商投资规模及投资收益率、投资杠杆情况（亿元）

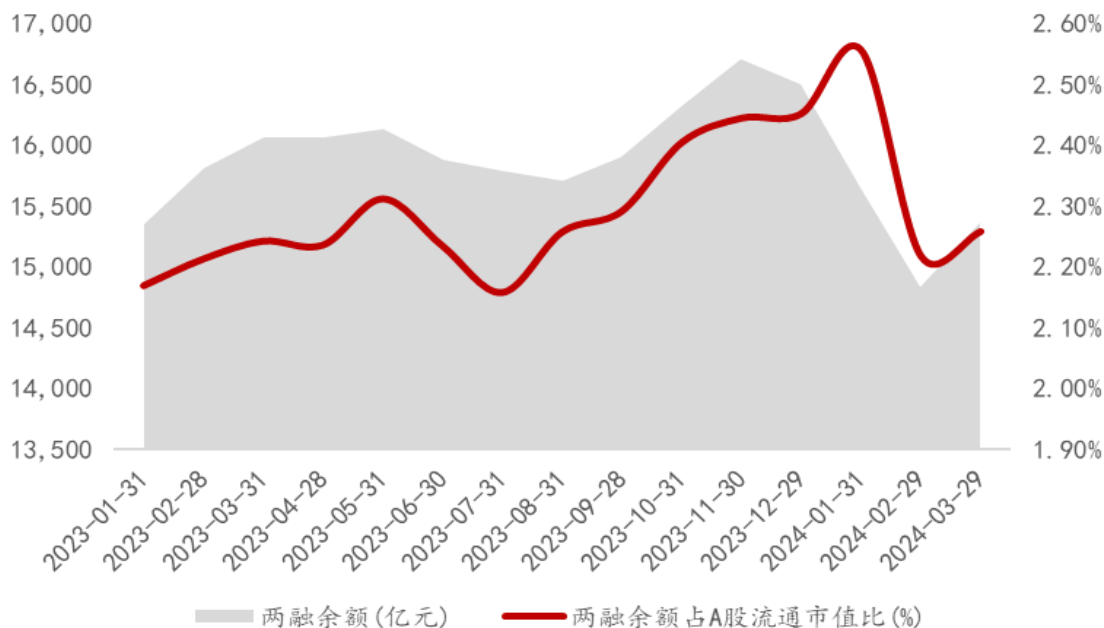
上市券商	投资类收入（含汇兑）亿元			投资收益率		投资类资产（亿元）		投资杠杆	
	1Q24	1Q24yoy	占主营收入比重	1Q24	yoy	1Q24	yoy	1Q24	yoy
43家小计	355	-28%	41%	2.58%	-1.73pct	63,891	8%	2.14x	-0.01
中信证券	63.3	-6%	50.20%	3.19%	-0.76pct	8,375	15%	2.98x	0.16x
申万宏源	27.5	-12%	64.20%	2.81%	-0.66pct	3,899	4%	3.82x	-0.02x
国泰君安	23.7	-24%	40.10%	2.02%	-0.96pct	4,556	7%	2.69x	0.03x
中金公司	23.4	-35%	61.10%	2.70%	-1.29pct	3,308	-9%	3.12x	-0.47x
招商证券	20.7	20%	48.80%	2.23%	0.00pct	3,687	19%	2.97x	0.33x
华泰证券	18.4	-54%	32.80%	1.55%	-2.06pct	4,569	-1%	2.52x	-0.23x
中国银河	16.3	-33%	40.40%	1.66%	-1.20pct	4,247	19%	3.19x	-0.18x
中信建投	15.6	-38%	40.70%	2.08%	-1.69pct	3,035	12%	2.94x	0.12x
国信证券	14.5	-24%	44.80%	1.95%	-1.40pct	2,996	27%	2.65x	0.50x
海通证券	11.5	-38%	31.90%	1.65%	-0.98pct	2,586	-9%	1.57x	-0.13x
广发证券	11.4	-22%	23.90%	1.12%	-0.65pct	4,444	25%	3.18x	0.28x
东方证券	8.1	-31%	32.90%	1.66%	-1.05pct	1,906	9%	2.38x	0.17x
方正证券	7.4	87%	38.00%	2.83%	0.95pct	1,109	26%	2.40x	0.38x
光大证券	6.0	-37%	27.50%	1.96%	-1.17pct	1,203	-2%	1.77x	-0.11x
东兴证券	5.5	135%	49.10%	3.50%	1.85pct	649	16%	2.35x	0.23x
东吴证券	5.5	-9%	37.00%	2.21%	-0.53pct	1,089	3%	2.70x	0.01x
长城证券	5.2	-19%	57.40%	3.56%	-1.86pct	590	16%	2.03x	0.21x
西部证券	4.9	-36%	62.80%	3.34%	-1.81pct	573	-6%	2.04x	-0.18x
浙商证券	4.6	-23%	32.70%	3.64%	-1.44pct	504	3%	1.83x	-0.01x
财通证券	4.3	-39%	31.60%	2.36%	-1.95pct	769	16%	2.19x	0.20x
国金证券	4.3	-40%	29.10%	4.22%	-2.95pct	381	-10%	1.16x	-0.18x
国元证券	4.3	-1%	39.80%	2.27%	-0.32pct	793	15%	2.25x	0.20x
南京证券	4.0	114%	50.80%	5.90%	3.15pct	230	-22%	1.32x	-0.43x

资料来源：Wind，国联证券研究所

43家上市综合券商2024Q1末合计信用资产（融出资金+买入返售金融资产）1.67

万亿元, yoy-3%。2024Q1 末市场融资余额 1.49 万亿/yoy-1%, 融券余额 415 亿/yoy-56%。上市券商 2024Q1 融出资金规模合计 1.28 万亿, yoy-2%; 买入返售金融资产 3928 亿, yoy-7%。

图表17: 2024Q1 末市场两融余额 1.54 万亿, 较 2023 年末-7%



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表18: 上市券商信用业务情况(亿元)

上市券商	利息收入		信用资产		融出资金余额		买入返售金融资产		上市券商	利息收入		信用资产		融出资金余额		买入返售金融资产	
	1Q24	yoy	1Q24	yoy	1Q24	yoy	1Q24	yoy		1Q24	yoy	1Q24	yoy	1Q24	yoy	1Q24	yoy
43家小计/均值	71	-36%	16,699	-3%	12,771	-2%	3,928	-7%	43家小计	71	-36%	16,699	-3%	12,771	-2%	3,928	-7%
中国银河	9.30	-17%	1075	-4%	846	-3%	229	-8%	浙商证券	1.52	-7%	245	-16%	188	-2%	57	-44%
海通证券	8.72	-19%	1003	-11%	654	-6%	349	-18%	招商证券	1.19	-76%	1200	3%	804	-5%	396	24%
光大证券	4.83	14%	349	-9%	346	-9%	3	-11%	财通证券	1.17	4%	225	8%	172	1%	53	41%
广发证券	4.38	-53%	1083	7%	873	1%	210	35%	国海证券	1.07	10%	98	-9%	75	0%	23	-28%
长江证券	4.28	-25%	284	-10%	268	-11%	16	-3%	红塔证券	1.05	27%	55	3%	15	6%	40	1%
中泰证券	3.69	1%	376	-11%	310	-2%	66	-38%	华林证券	0.86	-12%	44	2%	44	2%	0	-
国泰君安	3.50	-49%	1462	-11%	865	-6%	597	-16%	信达证券	0.86	-1%	114	10%	107	6%	7	144%
国元证券	3.42	-22%	207	3%	175	5%	32	-4%	华安证券	0.77	-31%	114	-1%	102	6%	12	-36%
中信证券	3.25	-44%	1641	14%	1143	2%	498	54%	西南证券	0.68	10%	126	-3%	111	-4%	15	9%
东方财富	2.99	-28%	237	-22%	208	-1%	29	-69%	太平洋	0.63	5%	20	-6%	18	0%	2	-38%
兴业证券	2.78	-44%	336	-16%	284	-6%	52	-47%	中原证券	0.28	-28%	89	0%	75	4%	14	-19%
国金证券	2.72	-13%	339	-4%	235	9%	104	-24%	财达证券	0.22	916%	64	0%	58	0%	6	-6%
东吴证券	2.44	-11%	202	-7%	177	-2%	25	-30%	第一创业	0.14	-49%	75	-2%	68	7%	7	-46%
方正证券	2.42	-37%	419	41%	312	7%	107	1672%	长城证券	-0.03	-140%	232	-8%	218	-4%	14	-43%
南京证券	2.41	-2%	91	2%	81	6%	10	-20%	东北证券	-0.22	-184%	135	-9%	115	-11%	20	5%
华泰证券	2.30	-23%	1172	-1%	1049	-1%	123	-5%	首创证券	-0.26	49%	26	-5%	22	-2%	4	-20%
华西证券	2.26	-4%	248	-10%	172	-1%	76	-26%	山西证券	-0.44	13%	95	-11%	64	-3%	31	-23%
东兴证券	2.13	-22%	146	-17%	144	-13%	2	-78%	西部证券	-0.66	-24%	155	21%	81	7%	74	42%
国信证券	2.02	-55%	622	-3%	540	3%	82	-29%	中万宏源	-0.85	-18%	719	-2%	614	-3%	105	0%
中银证券	1.90	-10%	125	5%	121	7%	4	-31%	天风证券	-2.52	46%	62	-17.4%	37	-24%	25	-4%
中信建投	1.62	-65%	650	-25%	540	-5%	110	-63%	中金公司	-5.94	145%	590	-1.4%	343	-4%	247	2%

资料来源: Wind, 国联证券研究所

3.2 负债端: 负债成本维持稳定

负债成本看, 2024Q1 43 家综合性上市券商负债成本平均为 3.03%, 同比-0.19pct,

有息负债平均为 1342 亿元，同比+6%。2024Q1 43 家综合性上市券商经营杠杆平均为 3.43X，同比-0.09X。

图表19：2024Q1 上市券商负债成本、经营杠杆情况

上市券商 43家小计 /均值	经营杠杆		综合负债成本率		有息负债		上市券商 43家小计 /均值	经营杠杆		综合负债成本率		有息负债	
	1Q24	yoy	1Q24	yoy	1Q24	yoy		1Q24	yoy	1Q24	yoy	1Q24	yoy
	3.43 x	-0.09 x	3.03%	-0.19pct	1342	6%		3.43 x	-0.09 x	3.03%	-0.19pct	1342	6%
申万宏源	5.25 x	-0.21 x	2.97%	0.02pct	3260	-3%	信达证券	3.26 x	0.05 x	2.75%	-0.39pct	380	13%
中金公司	4.98 x	-0.65 x	3.80%	0.09pct	2912	1%	东方证券	3.22 x	0.00 x	2.75%	-0.04pct	1526	1%
国泰君安	4.80 x	-0.18 x	3.37%	0pct	3747	-3%	国元证券	3.22 x	0.10 x	3.20%	0.19pct	703	7%
中信证券	4.52 x	0.11 x	3.24%	-0.82pct	6372	23%	长城证券	3.17 x	0.12 x	2.99%	-0.45pct	582	9%
中国银河	4.50 x	-0.55 x	3.00%	-0.03pct	3708	9%	东兴证券	3.14 x	0.03 x	2.90%	-0.05pct	528	7%
广发证券	4.50 x	0.21 x	2.81%	-0.26pct	4346	26%	财达证券	3.13 x	0.00 x	2.77%	-0.63pct	228	4%
浙商证券	4.45 x	-0.42 x	3.01%	0.03pct	539	-8%	首创证券	3.11 x	0.14 x	3.11%	-0.17pct	251	12%
招商证券	4.41 x	0.26 x	2.83%	-0.11pct	3284	11%	华安证券	3.10 x	0.04 x	2.82%	-0.3pct	417	13%
方正证券	4.26 x	0.57 x	2.88%	-0.38pct	1146	35%	长江证券	3.02 x	-0.69 x	2.72%	-0.55pct	710	-16%
中信建投	4.14 x	-0.25 x	2.74%	-0.2pct	3009	5%	西部证券	3.00 x	-0.01 x	2.68%	-0.08pct	448	-9%
华泰证券	3.96 x	-0.26 x	3.42%	-0.11pct	3757	0%	国海证券	2.80 x	-0.59 x	2.57%	-0.55pct	361	-13%
天风证券	3.82 x	0.20 x	4.83%	0.21pct	578	3%	西南证券	2.78 x	-0.14 x	2.69%	-0.37pct	418	-8%
海通证券	3.69 x	-0.26 x	3.72%	-0.11pct	3796	-9%	光大证券	2.73 x	-0.26 x	2.50%	-0.41pct	1047	-5%
东北证券	3.68 x	0.16 x	3.84%	-0.24pct	356	6%	华林证券	2.68 x	-0.61 x	3.25%	1.21pct	96	-32%
国信证券	3.65 x	0.52 x	2.44%	0.03pct	2866	26%	华西证券	2.68 x	-0.57 x	2.89%	-0.09pct	351	-23%
东吴证券	3.57 x	-0.03 x	2.58%	-0.3pct	973	2%	中原证券	2.64 x	-0.36 x	3.19%	0.31pct	189	-24%
中泰证券	3.53 x	0.01 x	3.47%	-0.14pct	935	3%	国金证券	2.55 x	-0.23 x	2.92%	0.07pct	431	-9%
山西证券	3.51 x	-0.36 x	3.10%	-0.28pct	376	-15%	中银证券	2.51 x	-0.19 x	2.87%	-0.42pct	161	0%
财通证券	3.45 x	0.27 x	2.85%	-0.15pct	747	16%	第一创业	2.44 x	-0.15 x	3.01%	-0.11pct	172	-8%
兴业证券	3.45 x	0.11 x	3.16%	-0.21pct	1088	19%	南京证券	2.18 x	-0.40 x	2.91%	0.01pct	183	-28%
							红塔证券	1.96 x	0.17 x	3.13%	-0.77pct	194	31%
							太平洋	1.17 x	-0.08 x	2.70%	-1.4pct	10	-46%

资料来源：Wind，国联证券研究所

4. 投资建议：维持证券行业“强于大市”评级

维持证券行业“强于大市”评级。1) 当前市场热度触底回升，政策密集出台后市场情绪有所回暖，持续关注市场成交及指数反弹的持续性，若市场β向上，则券商行业仍有弹性空间；2) 政策层面，在监管扶优限劣的政策导向下，我们认为券商供给侧结构性改革进程将加快，优质头部券商在稳健经营、专业能力等方面的优势将进一步凸显；3) 当前券商行业 PB 估值仍在历史底部，重点推荐高杠杆、低估值央企大券商华泰证券、中信证券等。

5. 风险提示

1) 经济增速不及预期：全球经济增速预期下修，海外主流经济体可能面临滞胀甚至衰退的风险；随着海外需求的逐步回落，我国出口增速将边际放缓。叠加海外仍处于货币政策收紧周期，市场风险偏好降低，海外股市表现低迷，中国股市波动也会加大。

2) 流动性收紧：流动性若快速收缩，国内投资者市场风险偏好将下降，从而影响交投活跃度，并影响行业经纪收入增速。

3) 居民资金入市进程放缓：新发基金和基金规模增长乏力，并影响资管业务收入增长和代销金融产品收入增速。

。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街 208 号中粮置地广场 A 塔 4 楼

无锡：江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 12 楼

电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇一座 37 楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 1 期 13 楼