

2024-06-18

涅槃新生：证券行业23年及24年Q1业绩综述与展望

证券研究报告

证券分析师：夏聿印

执业登记编号：S1190523030003

研究助理：王子钦

一般从业登记编号：S1190124010010

➤ **业绩总览：券商业绩整体承压，自营占比大幅提升。**

- ✓ 24Q1营收利润双增券商仅5家，而23年有27家。营收方面，23年行业均值为115.6亿元，同比+1.4%，24Q1行业均值为24.6亿元，同比-21.5%；利润方面，23年行业均值为29.9亿元，同比+1.1%，24Q1行业均值为6.8亿元，同比-31.7%。
- ✓ 23年上市券商ROE同比-0.3%至5.1%，杠杆率整体持平；24Q1上市券商ROE（年化）同比-2.5%至4.5%，杠杆率整体同比-0.1倍至4.7倍，较年初同比微降。
- ✓ 23年自营业务占比大幅提升（同比+14.1pct），经纪业务、投行业务、信用业务占比明显下滑，资管业务占比稳定；24Q1在高基数效应下自营业务占比下滑（同比-4.5pct），权益市场表现改善，提升了经纪业务和资管业务占比。

➤ **五大业务：轻资产业务承压，自营业务表现出色。**

- ✓ 1) 经纪业务：23年经纪业务净收入同比-11.6%，自21年以来连续2年下滑，24Q1经纪业务净收入同比-9.3%，降幅有所收窄；结构上，23年代理买卖、席位租赁、代销产品收入同比分别-14.0%、-13.3%、-10.4%。
- ✓ 2) 投行业务：23年投行业务净收入同比-21.7%，24Q1投行业务净收入同比-35.9%，降幅持续扩大；竞争格局上，按投行业务净收入计算，23年CR10为67.1%，24Q1 CR10为63.9%，环比-3.3pct。
- ✓ 3) 资管业务：23年资管业务净收入同比近乎持平，24Q1资管业务净收入同比-10.4%，表现相对平稳；23年中泰证券、国泰君安、国联证券分别对万家基金、华安基金、国联基金进行并表，资管业务净收入的大幅提升均是由于其旗下公募并表贡献。
- ✓ 4) 信用业务：利息支出快速增长拖累利息净收入，23年利息净收入同比-24.5%，24Q1息差收窄和利息支出增长的拖累仍在持续，利息净收入同比-35.7%；信用业务中中国银河、海通证券等头部券商地位稳固，但同比降幅多数较大。
- ✓ 5) 自营业务：23年自营业务收益同比+71.4%，是营收增长的主要贡献力量；24Q1自营业务收益受23Q1高基数影响增速下滑，同比-32.6%；自营业务成为业绩表现的胜负手，如24Q1营收仅东兴证券、中原证券、南京证券、首创证券、方正证券、华林证券同比为正，主要就是受自营业务表现较好支撑。

➤ **展望：短期存在压力，长期看好价值提升。**

- ✓ 新“国九条”的核心在于实现资本市场的高质量发展，打造安全、规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，奠定了未来证券市场总框架。预计未来证券行业的内生价值会是逐渐提升的过程，更多的体现在长周期上，短期证券行业依旧面临一定的承压。

➤ **投资建议：“退金令”意味着央企将持续聚焦主业经营，而地方国资则可能继续并购证券公司；同时考虑到自营业务对于券商业绩的支撑作用，以及“新国九条”框架下行业并购加速预期，我们建议优先布局地方国资背景+自营能力强+蕴含并购诉求的中型券商。**

➤ **风险提示：经济复苏不达预期、市场流动性下降、政策落地不及预期、投资者风险偏好下降、权益市场波动加大。**

目录

1

总览：券商业绩整体承压，自营占比大幅提升

2

五大业务：轻资产业务承压，自营业务表现出色

3

展望：政策有望带动交投回暖，行业加速集中已在途中

4

投资建议

1.1 24Q1业绩整体滑坡，头部竞争格局微变

- 24年Q1券商业绩整体承压，**营收利润双增仅5家**，分别为东兴证券、中原证券、南京证券、首创证券和方正证券。而23年营收利润双增券商有27家。
- 营收方面，23年行业均值为115.6亿元，同比+1.4%，**24Q1行业均值为24.6亿元，同比-21.5%**。利润方面，23年行业均值为29.9亿元，同比+1.1%，**24Q1行业均值为6.8亿元，同比-31.7%**。

图表1：24Q1营业收入TOP20

| 24Q1排名 | 公司简称 | 24Q1营业收入 | 同比 | 23年营业收入 | 同比 | 23年排名 |
|--------|------|----------|--------|---------|--------|-------|
| 1 | 中信证券 | 137.5 | -10.4% | 600.7 | -7.7% | 1 |
| 2 | 国泰君安 | 79.8 | -14.0% | 361.4 | 1.9% | 3 |
| 3 | 中国银河 | 72.1 | -17.1% | 336.4 | 0.0% | 4 |
| 4 | 华泰证券 | 61.1 | -32.1% | 365.8 | 14.2% | 2 |
| 5 | 申万宏源 | 56.8 | -1.5% | 215.0 | 4.3% | 9 |
| 6 | 广发证券 | 49.5 | -23.6% | 233.0 | -7.3% | 5 |
| 7 | 海通证券 | 47.6 | -44.1% | 229.5 | -11.5% | 8 |
| 8 | 招商证券 | 43.0 | -9.7% | 198.2 | 3.1% | 10 |
| 9 | 中信建投 | 42.9 | -35.9% | 232.4 | -15.7% | 6 |
| 10 | 浙商证券 | 38.8 | -21.3% | 176.4 | 4.9% | 11 |
| 11 | 中金公司 | 38.7 | -37.6% | 229.9 | -11.9% | 7 |
| 12 | 东方证券 | 36.1 | -18.6% | 170.9 | -8.7% | 13 |
| 13 | 国信证券 | 33.6 | -19.2% | 173.2 | 9.1% | 12 |
| 14 | 中泰证券 | 25.4 | -28.9% | 127.6 | 36.9% | 14 |
| 15 | 兴业证券 | 23.8 | -43.0% | 106.3 | -0.3% | 16 |
| 16 | 东吴证券 | 22.3 | -1.3% | 112.8 | 7.6% | 15 |
| 17 | 光大证券 | 22.0 | -19.9% | 100.3 | -6.9% | 17 |
| 18 | 方正证券 | 19.8 | 12.0% | 71.2 | -8.5% | 18 |
| 19 | 东兴证券 | 19.8 | 112.6% | 47.4 | 38.1% | 25 |
| 20 | 西部证券 | 16.0 | -12.0% | 68.9 | 29.9% | 20 |

数据来源：Wind，太平洋研究院整理

图表2：24Q1归母净利润TOP20

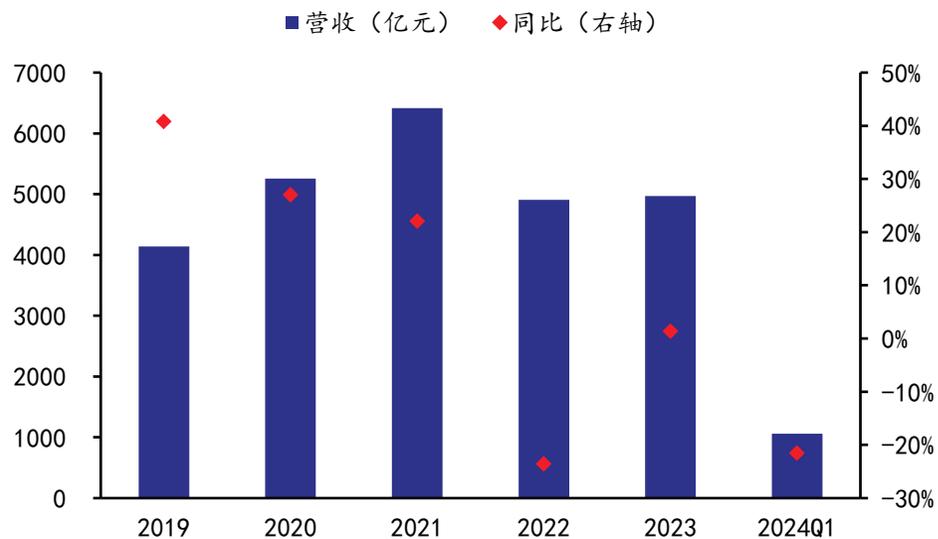
| 24Q1排名 | 公司简称 | 24Q1归母净利润 | 同比 | 23年归母净利润 | 同比 | 23年排名 |
|--------|------|-----------|--------|----------|--------|-------|
| 1 | 中信证券 | 49.6 | -8.5% | 197.2 | -7.5% | 1 |
| 2 | 国泰君安 | 24.9 | -18.1% | 93.7 | -18.5% | 3 |
| 3 | 华泰证券 | 22.9 | -29.4% | 127.5 | 15.3% | 2 |
| 4 | 招商证券 | 21.6 | -4.5% | 87.6 | 8.6% | 4 |
| 5 | 中国银河 | 16.3 | -27.5% | 78.8 | 1.4% | 5 |
| 6 | 广发证券 | 15.4 | -28.7% | 69.8 | -12.0% | 7 |
| 7 | 申万宏源 | 13.9 | -31.0% | 46.1 | 65.2% | 10 |
| 8 | 中金公司 | 12.4 | -45.1% | 61.6 | -19.0% | 9 |
| 9 | 国信证券 | 12.3 | -30.5% | 64.3 | 5.6% | 8 |
| 10 | 中信建投 | 12.3 | -49.4% | 70.3 | -6.4% | 6 |
| 11 | 海通证券 | 9.1 | -62.6% | 10.1 | -84.6% | 26 |
| 12 | 东方证券 | 8.9 | -37.9% | 27.5 | -8.5% | 12 |
| 13 | 方正证券 | 7.8 | 41.1% | 21.5 | 0.2% | 14 |
| 14 | 光大证券 | 6.8 | -28.7% | 42.7 | 33.9% | 11 |
| 15 | 国元证券 | 4.6 | -11.0% | 18.7 | 7.7% | 17 |
| 16 | 财通证券 | 4.6 | -7.7% | 22.5 | 48.4% | 13 |
| 17 | 东吴证券 | 4.6 | -21.8% | 20.0 | 15.4% | 15 |
| 18 | 浙商证券 | 4.5 | -8.3% | 17.5 | 6.0% | 19 |
| 19 | 长江证券 | 4.0 | -46.8% | 15.5 | 2.6% | 21 |
| 20 | 国金证券 | 3.7 | -38.6% | 17.2 | 43.4% | 20 |

数据来源：Wind，太平洋研究院整理

1.2 23年证券行业营收净利平稳回升，24Q1营收净利两端均有所承压

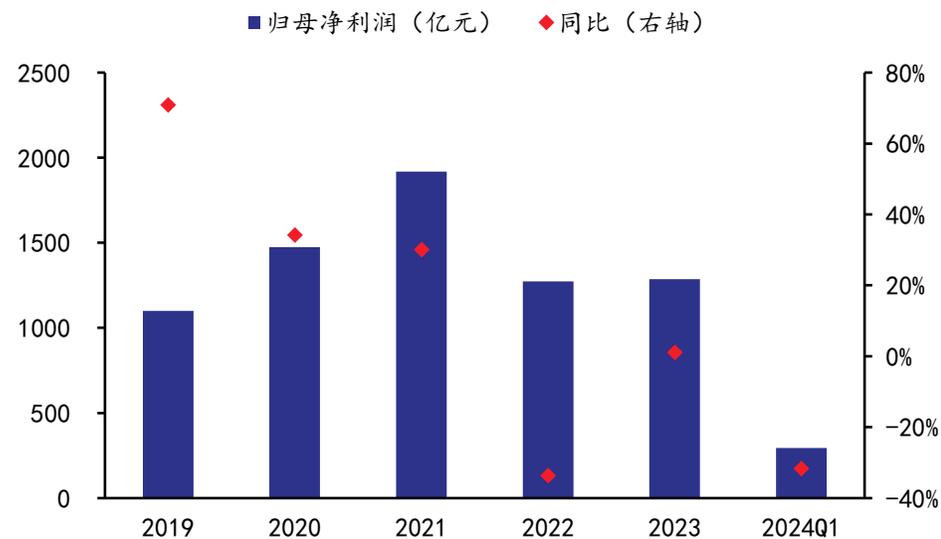
- ▶ 2023年，监管政策趋严给券商经纪、投行和信用业务带来压力，但券商自营业务表现强劲，支撑整体业绩的改善。
23年独立上市券商合计实现总营收4871亿元，同比+1.4%；合计实现归母净利润1286亿元，同比+1.1%。
- ▶ 2024年第一季度，由于自营业务基数高、衍生品业务风险加速暴露、IPO及再融资收紧，以及行业监管力度加大后的政策逐步体现，券商业绩出现回撤。**24Q1独立上市券商合计营收同比-21.5%至1058亿元，归母净利润同比-31.7%至294亿元。**

图表3：上市券商营业收入及同比增速



数据来源：Wind，太平洋研究院整理

图表4：上市券商归母净利润及同比增速

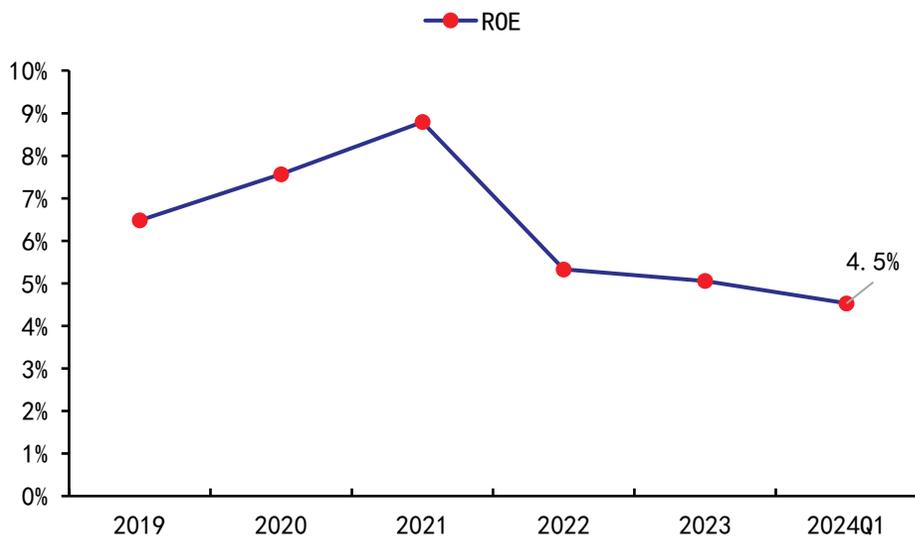


数据来源：Wind，太平洋研究院整理

1.3 23年ROE微降杠杆率微增，24Q1ROE及杠杆率均同比下滑

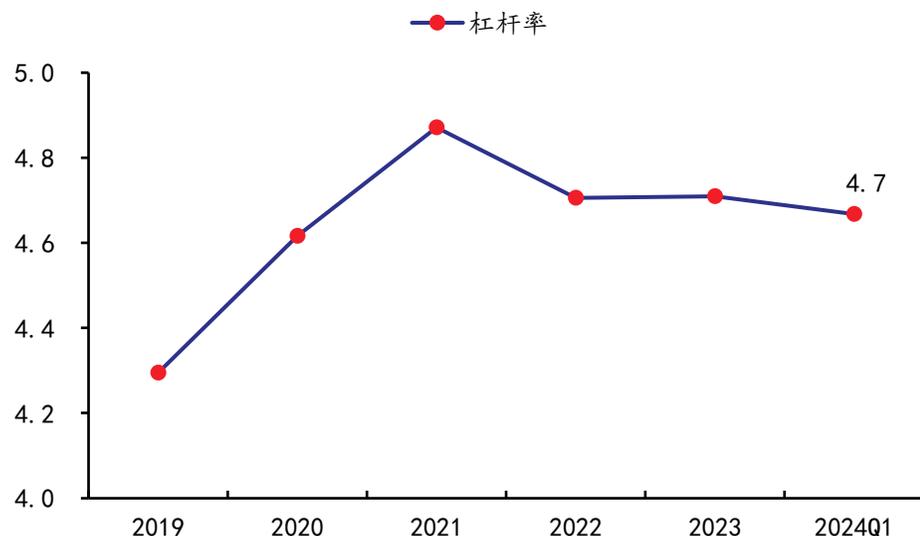
- **23年上市券商ROE微降、杠杆率持平。** 23年独立上市券商ROE同比-0.3%至5.1%，其中信达证券、中信建投、华泰证券加权ROE居前，分别为8.7%、8.6%、8.1%；杠杆率整体持平，其中中金公司、招商证券、中信建投杠杆率居前，分别为6.0、5.7、5.4倍。
- **24Q1上市券商ROE及杠杆倍数均同比下滑。** 24Q1独立上市券商ROE（年化）同比-2.5%至4.5%，其中中信证券、招商证券、首创证券加权ROE（年化）居前，分别为7.5%、7.5%、7.0%；杠杆率整体同比-0.1倍至4.7倍，较年初同比微降，其中中国银河、中金公司、中信证券杠杆率居前，分别为5.8、5.8、5.5倍。

图表5：上市券商ROE情况



数据来源：Wind，太平洋研究院整理

图表6：上市券商杠杆率情况

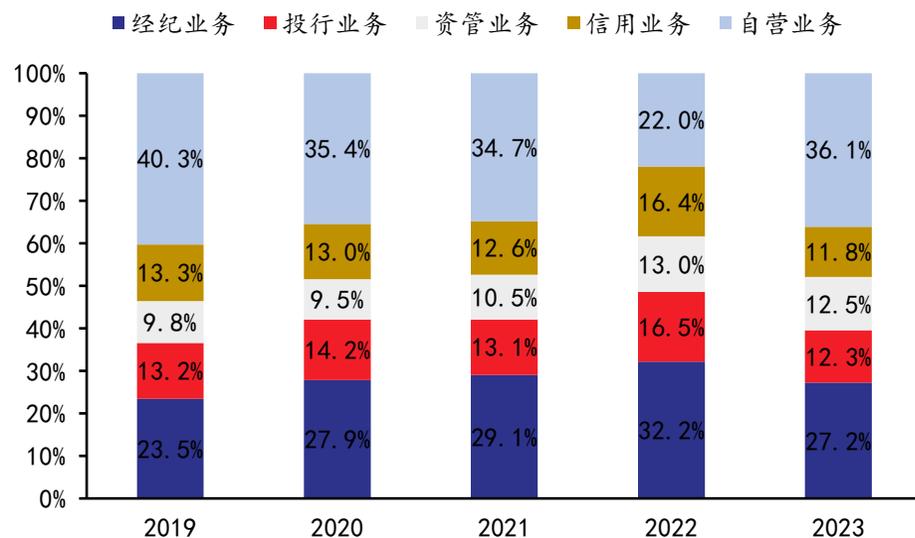


数据来源：Wind，太平洋研究院整理

1.4 为何24Q1自营业务同比下滑？

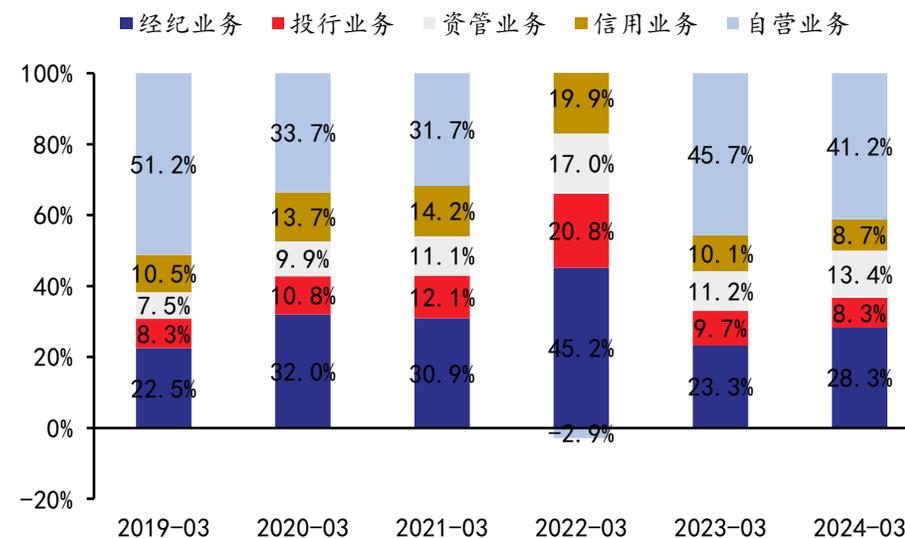
- **23年自营业务占比大幅提升，经纪业务、投行业务、信用业务占比明显下滑，资管业务占比稳定。**分业务结构来看，23年经纪业务、投行业务、资管业务、信用业务、自营业务占比分别为27.2%、12.3%、12.5%、11.8%、36.1%，同比分别-4.9pct、-4.1pct、-0.5pct、-4.5pct、+14.1pct。自营业务占比大幅提升主要源自利率下行环境下自营资产尤其是债券公允价值变动同比大幅改善，2023年独立上市券商公允价值变动收益总计134亿元，同比2022年增加564亿元。
- **而24Q1在高基数效应下自营业务占比下滑，权益市场表现改善，提升了经纪业务和资管业务占比，而自营资产去年基数较高。**分业务结构来看，24Q1经纪业务、投行业务、资管业务、信用业务、自营业务占比分别为28.3%、8.3%、13.4%、8.7%、41.2%，同比分别+5.0pct、-1.4pct、+2.2pct、-1.4pct、-4.5pct。

图表7：2019-2023年全年券商业务结构情况



数据来源：Wind，太平洋研究院整理

图表8：2019-2024年一季度券商业务结构情况



数据来源：Wind，太平洋研究院整理

目录

1

总览：券商业绩整体承压，自营占比大幅提升

2

五大业务：轻资产业务承压，自营业务表现出色

3

展望：政策有望带动交投回暖，行业加速集中已在途中

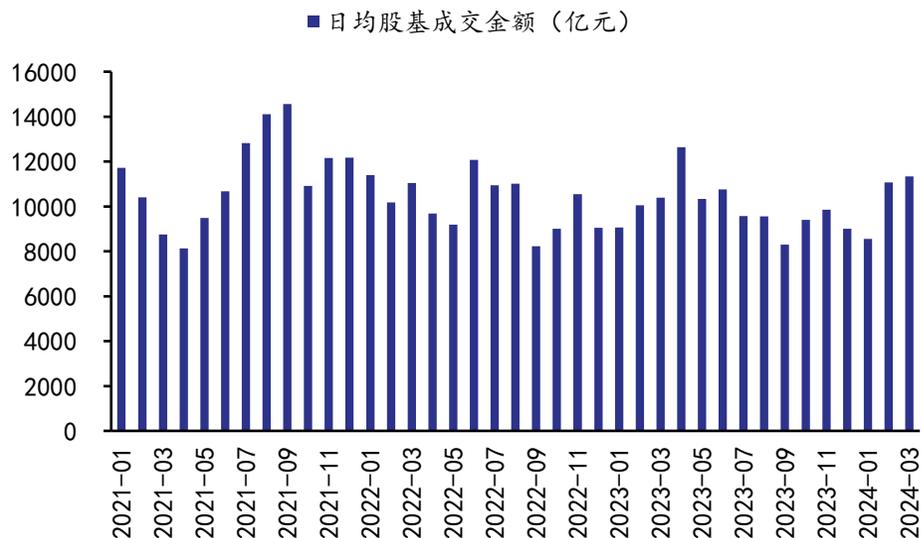
4

投资建议

2.1.1 经纪业务：23年市场较为平淡，交投情绪偏弱

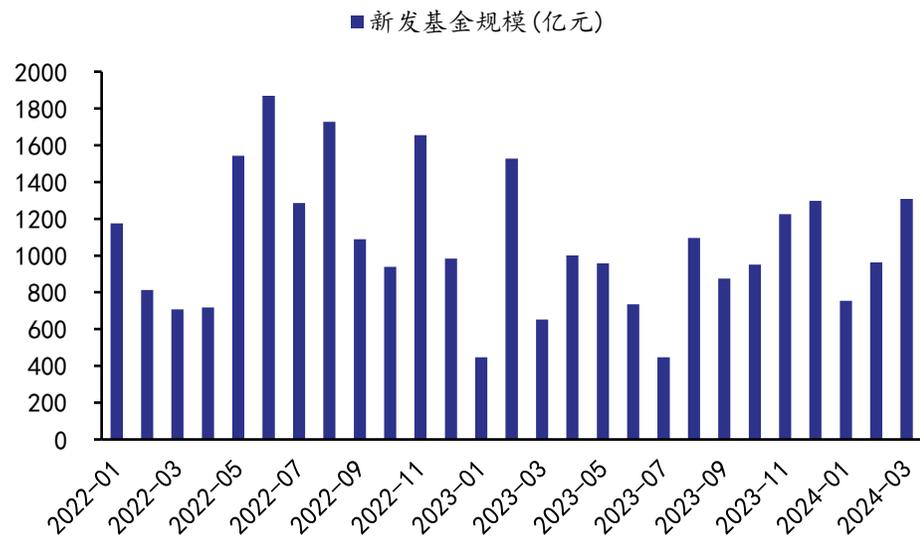
- **权益市场表现平淡，交投情绪低迷。**23年国内经济复苏进度较慢，叠加海外高息环境，权益市场表现不佳，主要宽基指数连续两年下跌。市场表现不佳对交投情绪形成压制，**23年日均股基成交额同比-3.1%至9917亿元**，近三年持续走低。24Q1市场表现回暖，**日均股基成交额同比+3.0%至10217亿元**。
- **市场赚钱效应欠缺，新发基金持续遇冷。**2023年市场赚钱效应较为欠缺，投资者对基金申购热情明显降温，致使新发基金持续遇冷。2023年新发基金发行规模合计为1.1万亿元，同比-22.7%；发行高峰出现在市场表现相对好的23年2月，单月新发规模为1527亿元。**24Q1新发基金有所加速，发行规模合计3024亿元，同比+15.2%。**

图表9：日均股基成交金额情况



数据来源：Wind，太平洋研究院整理

图表10：新发基金规模情况

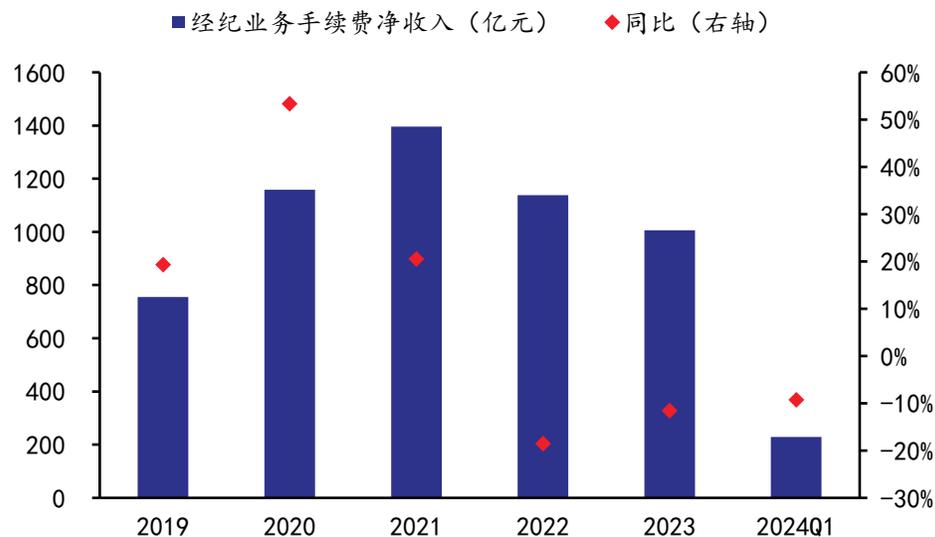


数据来源：Wind，太平洋研究院整理

2.1.2 经纪业务：23年代理买卖业务降幅最高，24Q1转好

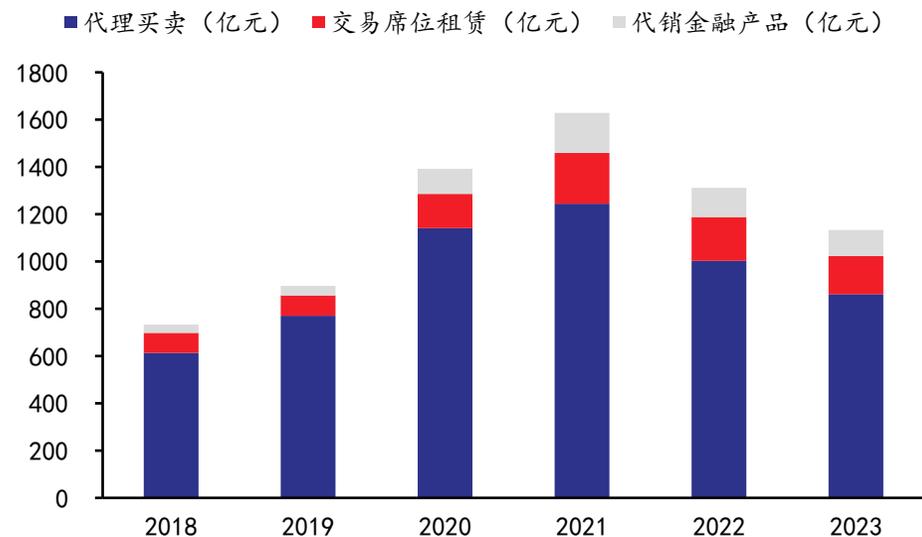
- 23年同比-11.7%，24Q1同比-9.3%，降幅有所收窄。23年上市券商实现经纪业务净收入合计1006亿元，同比-11.6%，自21年以来连续2年下滑。24Q1上市券商经纪业务净收入合计229亿元，同比-9.3%，同比降幅较23年有所收窄。
- **结构上，23年代理买卖、席位租赁、代销产品收入均两位数下滑。**23年上市券商代理买卖证券业务收入、交易单元席位租赁收入、代销金融产品业务收入分别为861.8、161.3、109.8亿元，同比分别-14.0%、-13.3%、-10.4%。各分项收入均出现两位数下滑，其中代理买卖证券业务收入降幅最大，代销金融产品业务收入降幅最小。

图表11：券商经纪业务收入及同比增速



数据来源：Wind，太平洋研究院整理

图表12：券商经纪业务各分项收入

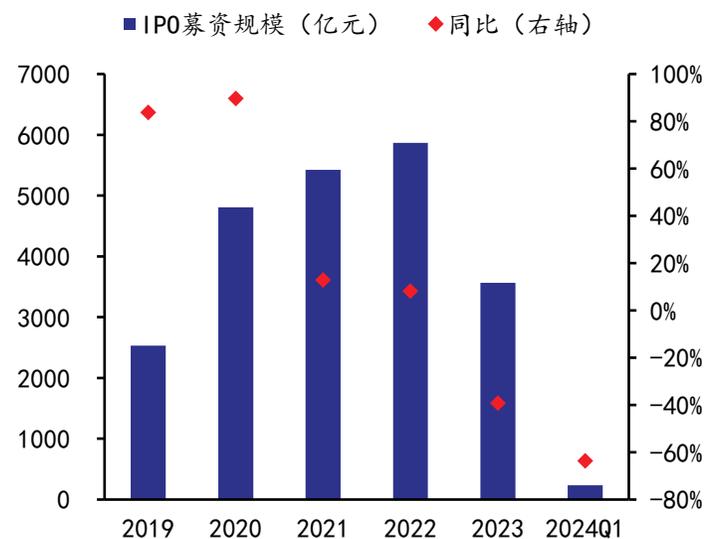


数据来源：Wind，太平洋研究院整理

2.2.1 投行业务：股权融资收紧，债券发行稳步提升

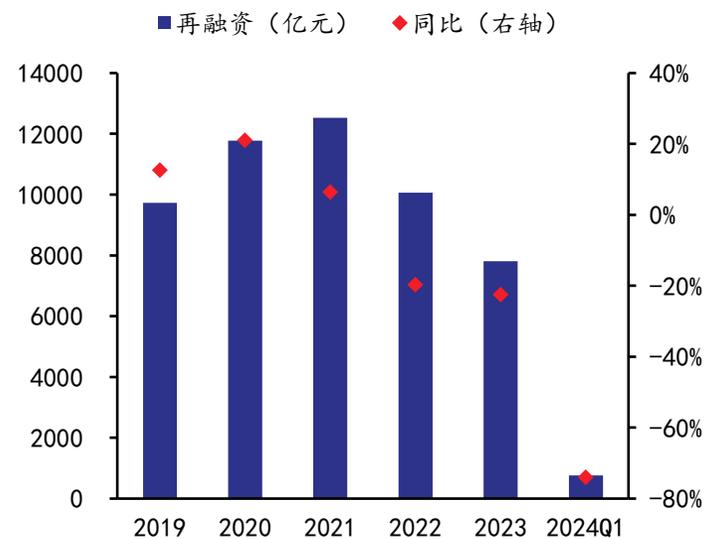
- 股权融资阶段性收紧，IPO和再融资规模同比明显下滑。为促进一二级市场协调平衡发展，IPO和再融资政策阶段性收紧，IPO和再融资速度明显放缓。**23年IPO募资规模为3565亿元，同比-39.2%；再融资规模为7805亿元，同比-22.5%。24Q1延续股权融资收紧政策，IPO募资规模为236亿元，同比-63.7%；再融资规模为753亿元，同比-74.0%。**
- 受积极的财政政策和低利率环境推动，债券发行规模稳步提升。受积极财政政策和低利率环境带动发行成本下降影响，债券发行规模稳步上升。**23年债券发行规模共计34万亿元，同比+9.6%；24Q1债券发行规模共计7.5万亿元，同比-9.7%，同比下滑主因去年同期地方债和政金债承发的高基数。**

图表13：2019年以来IPO募资规模



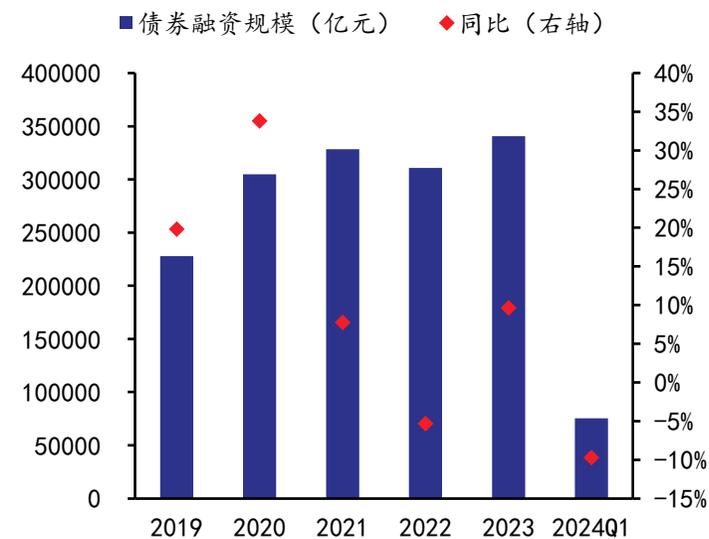
数据来源：Wind，太平洋研究院整理

图表14：2019年以来再融资规模



数据来源：Wind，太平洋研究院整理

图表15：2019年以来债券发行规模

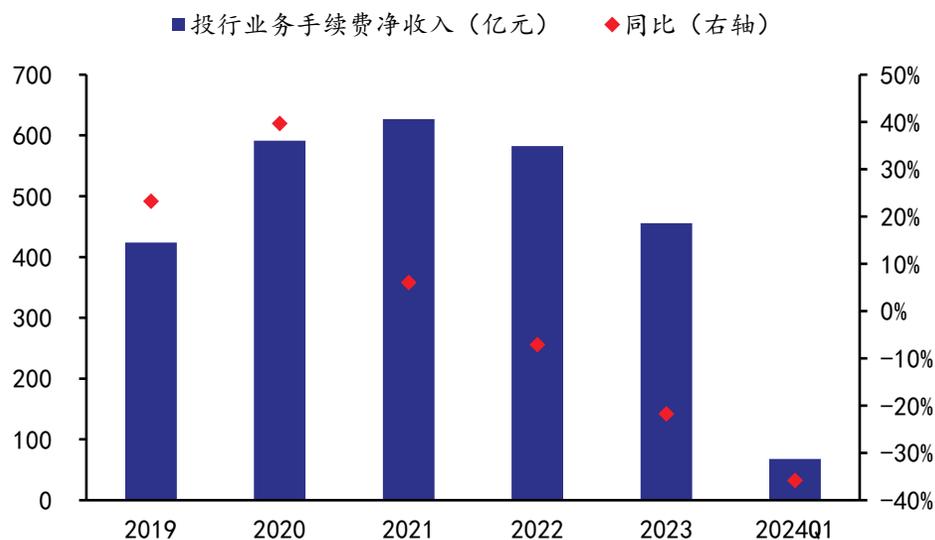


数据来源：Wind，太平洋研究院整理

2.2.2 投行业务：23年同比-21.7%，24Q1集中度环比有所下降

- **23年同比-21.7%，24Q1同比-35.9%。**23年上市券商实现投行业务净收入合计456亿元，同比-21.7%，自21年以来连续2年下滑，且下滑幅度加大。24Q1上市券商投行业务净收入合计67亿元，同比-35.9%，同比降幅较23年持续扩大。
- **竞争格局上，头部券商集中度有所下降。**23年TOP10券商投行业务净收入合计306亿元，CR10为67.1%；24Q1TOP10券商投行业务净收入合计43亿元，CR10为63.9%，环比-3.3pct，行业集中度有所下降。从头部公司变化来看，由于过往基数较高，投行业务整体下滑幅度较大；23年中金公司降幅最大，同比-47.2%，而中泰证券受益于区域差异化发展和山东国资赋能实现逆势增长，同比+32.6%；24Q1中信建投降幅最大，同比-59.2%。

图表16：券商投行业务收入及同比增速



数据来源：Wind，太平洋研究院整理

图表17：TOP10券商投行业务情况

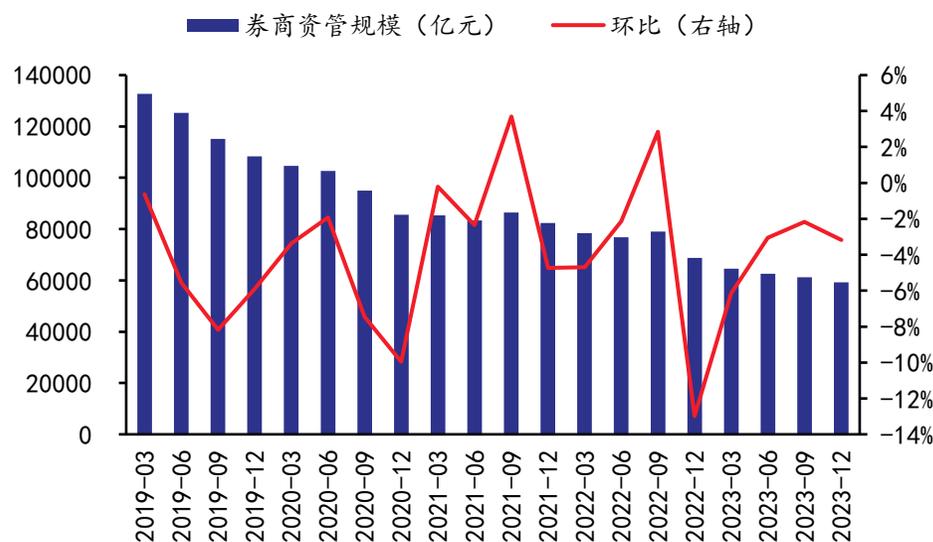
| TOP10 | 2022年 投行净收入 | 2023年 投行净收入 | 同比 | 2023年 占比 | 23Q1 投行净收入 | 24Q1 投行净收入 | 同比 | 24Q1 占比 |
|-------|----------------|----------------|--------|-------------|---------------|---------------|--------|------------|
| 中信证券 | 86.5 | 62.9 | -27.3% | 13.8% | 19.8 | 8.7 | -56.1% | 12.9% |
| 中信建投 | 59.3 | 48.0 | -19.1% | 10.5% | 11.0 | 4.5 | -59.2% | 6.6% |
| 中金公司 | 70.1 | 37.0 | -47.2% | 8.1% | 6.0 | 4.5 | -25.0% | 6.7% |
| 国泰君安 | 43.1 | 36.9 | -14.5% | 8.1% | 6.6 | 6.4 | -2.7% | 9.5% |
| 海通证券 | 41.8 | 34.2 | -18.1% | 7.5% | 9.1 | 4.1 | -54.4% | 6.1% |
| 华泰证券 | 40.2 | 30.4 | -24.5% | 6.7% | 7.8 | 5.8 | -26.1% | 8.5% |
| 东方证券 | 17.3 | 15.1 | -12.9% | 3.3% | 2.8 | 2.7 | -1.2% | 4.1% |
| 申万宏源 | 18.8 | 14.4 | -23.1% | 3.2% | 2.9 | 1.7 | -41.0% | 2.5% |
| 国信证券 | 18.2 | 13.6 | -24.9% | 3.0% | 2.9 | 2.1 | -26.7% | 3.1% |
| 中泰证券 | 10.2 | 13.5 | 32.6% | 3.0% | 4.2 | 2.5 | -40.6% | 3.7% |

数据来源：Wind，太平洋研究院整理

2.3.1 资管业务：券商资管规模下行，去通道化接近尾声

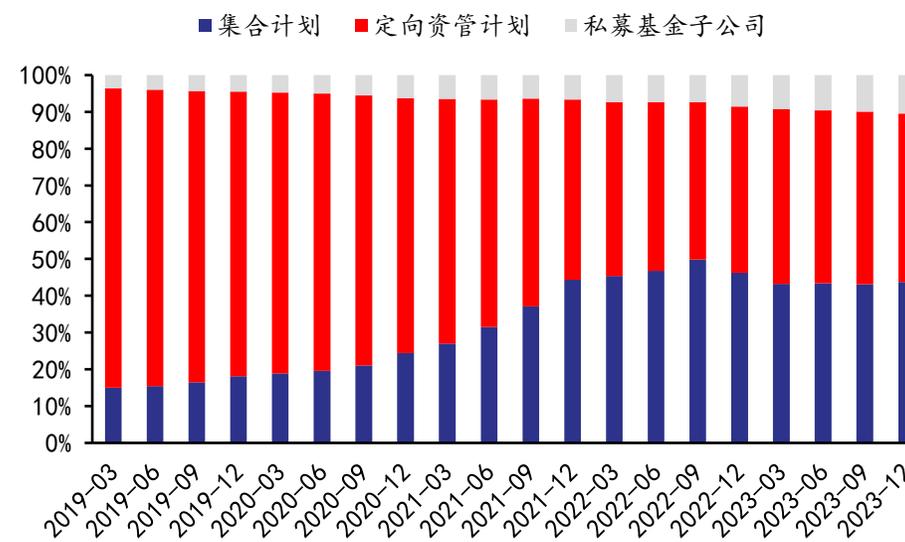
- **券商资管规模继续收缩。**23年券商资管规模延续收缩趋势，截至23年末券商资管净值为5.9万亿元，同比-13.8%、环比-3.2%。从环比增速来看，23年前三季度收缩速度逐季放缓，23年四季度收缩速度有所加快，预计主要受权益市场影响。
- **券商资管去通道化接近尾声。**截至23年末集合计划、定向资管计划、直投资基金净值分别为2.6、2.7、0.6万亿元，同比分别-18.5%、-12.7%、+5.2%。随着资管新规过渡期结束，券商资管去通道化转型已近尾声。

图表18：券商资管规模及环比增速



数据来源：Wind，太平洋研究院整理

图表19：券商资管结构分布

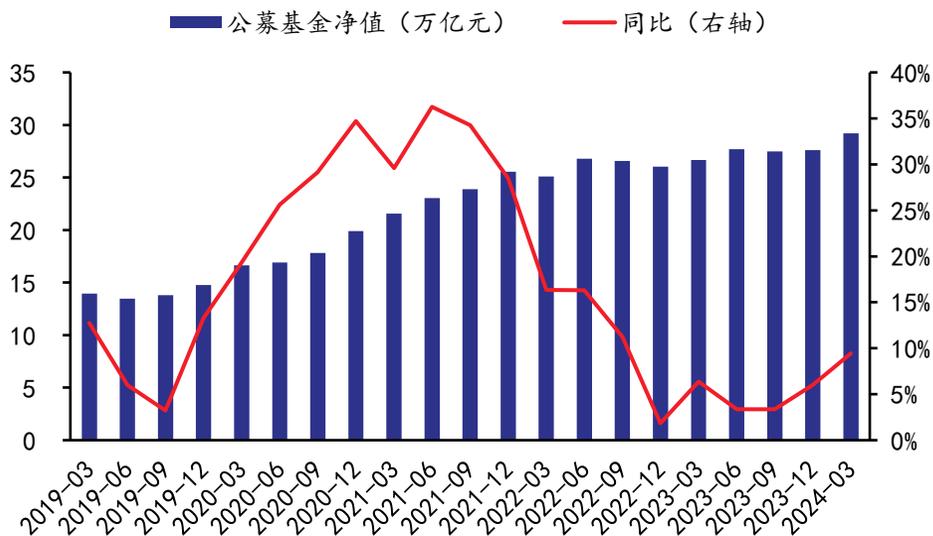


数据来源：Wind，太平洋研究院整理

2.3.2 资管业务：公募基金规模韧性凸显，ETF贡献主要增量

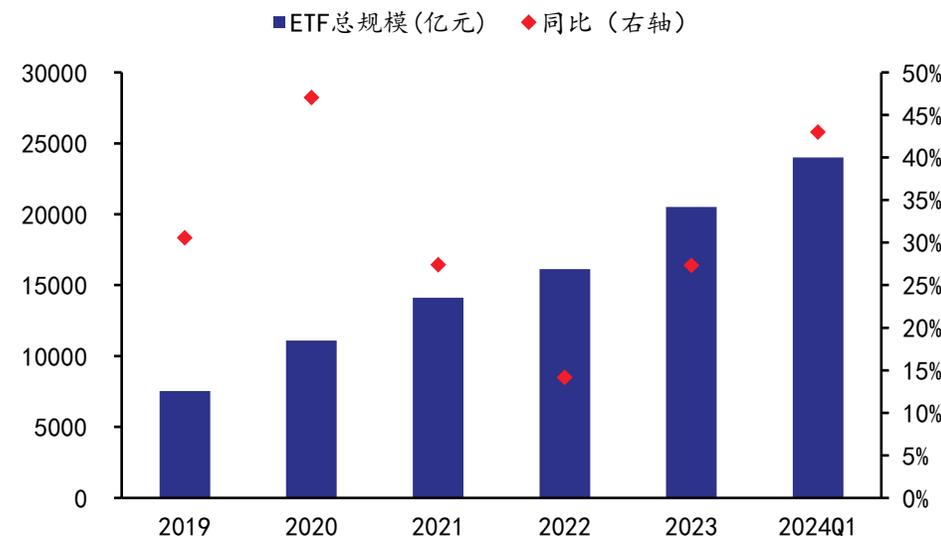
- 公募基金净值稳健增长，显示出较强韧性。** 尽管权益市场表现低迷，但债市走牛使得债券类基金扩张；据中基协数据，截至23年末公募基金净值为27.6万亿元，同比+6.0%。**24Q1公募基金净值继续增长，截至24Q1末公募基金净值为29.2万亿元，同比+9.4%，较年初+5.8%。**截至2024年6月12日，债基净值合计9.6万亿元，占开放式基金比例为32.5%，占比同比+3.6pct。
- 主动权益基金表现不及指数，叠加下半年汇金增持ETF，ETF规模快速扩张。** 23年主动权益产品整体表现不佳，投资者风险偏好提升；下半年汇金增持ETF，增强ETF基金流动性。23年ETF规模迅速增长，截至23年末ETF总份数、总规模分别为1.8万亿份、2.1万亿元，同比分别+54.3%、+27.3%；24Q1ETF规模持续扩张，截至24Q1末ETF总份数、总规模分别为1.9万亿份、2.4万亿元，同比分别+56.3%、+43.0%。截至2024年6月12日，**ETF基金净值为3.2万亿元，占开放式基金比例为10.9%。**

图表20：公募基金净值及同比增速



数据来源：Wind，太平洋研究院整理

图表21：ETF总规模及同比增速

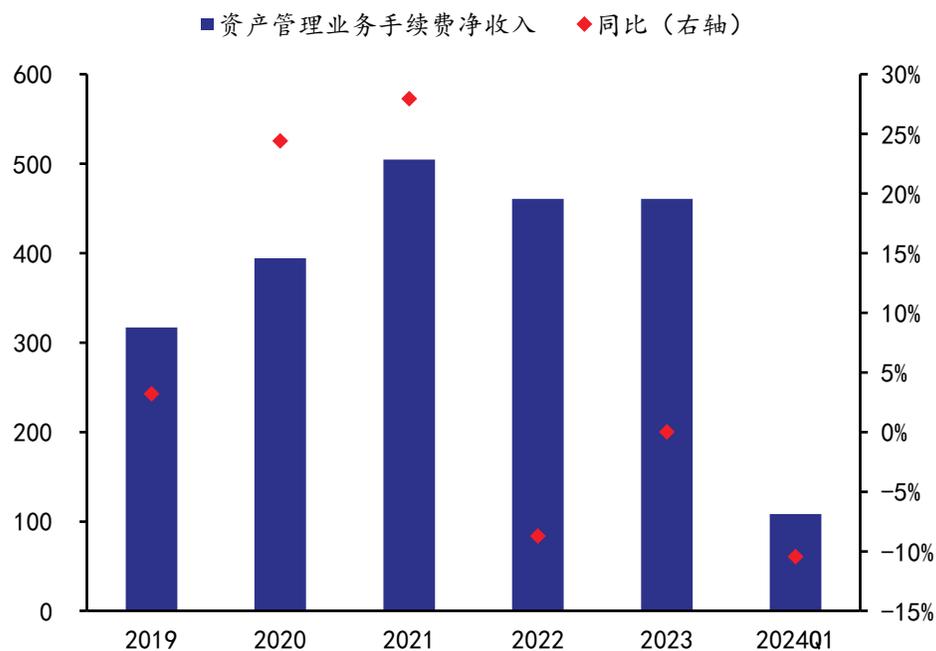


数据来源：Wind，太平洋研究院整理

2.3.3 资管业务：资管业务韧性较强，部分券商并表公募提升资管收入

- ▶ 23年资管业务同比持平，24Q1表现亦相对平稳。23年上市券商实现资管业务净收入合计461亿元，同比近乎持平，相较于其他业务韧性较强；24Q1上市券商实现资管业务净收入合计109亿元，同比-10.4%，表现仍然相对较为稳健。
- ▶ 部分券商资管业务净收入大幅增长，主要源于并表旗下公募贡献。23年中泰证券、国泰君安、国联证券资管业务净收入同比增速居前，分别为+259.7%、+148.5%、+128.5%。23年中泰证券、国泰君安、国联证券分别对万家基金、华安基金、国联基金进行并表，资管业务净收入的大幅提升均是源于其旗下公募并表贡献。

图表22：券商资管业务收入及同比增速



数据来源：Wind，太平洋研究院整理

图表23：资管业务TOP20情况

| 公司简称 | 2022年 资管规模 (亿元) | 2023年 资管规模 (亿元) | 同比 | 2022年 资管业务净收入 | 2023年 资管业务净收入 | 同比 |
|------|--------------------|--------------------|--------|------------------|------------------|--------|
| 中信证券 | 14177.9 | 13884.6 | -2.1% | 109.4 | 98.5 | -10.0% |
| 中金公司 | 7024.8 | 5525.7 | -21.3% | 13.7 | 12.1 | -11.2% |
| 国泰君安 | 4333.7 | 5430.9 | 25.3% | 16.5 | 41.0 | 148.5% |
| 华泰证券 | 4796.1 | 4755.1 | -0.9% | 37.7 | 42.6 | 12.9% |
| 中信建投 | 4774.5 | 4694.0 | -1.7% | 9.8 | 13.1 | 33.8% |
| 中银证券 | 5784.0 | 4680.0 | -19.1% | 7.4 | 5.4 | -27.0% |
| 光大证券 | 3654.2 | 3002.9 | -17.8% | 10.5 | 10.1 | -4.1% |
| 招商证券 | 3171.3 | 2948.5 | -7.0% | 8.3 | 7.1 | -14.0% |
| 财通证券 | 2227.0 | 2765.0 | 24.2% | 14.6 | 15.5 | 6.4% |
| 东方证券 | 2847.5 | 2357.5 | -17.2% | 26.5 | 20.3 | -23.3% |
| 广发证券 | 2711.8 | 2046.6 | -24.5% | 89.4 | 77.3 | -13.6% |
| 申万宏源 | 2880.2 | 2017.5 | -30.0% | 12.5 | 9.8 | -22.1% |
| 国信证券 | 1352.3 | 1550.6 | 14.7% | 3.2 | 5.0 | 54.3% |
| 首创证券 | 1072.5 | 1306.4 | 21.8% | 6.6 | 5.1 | -23.4% |
| 国金证券 | 1781.9 | 1235.0 | -30.7% | 1.4 | 0.9 | -32.1% |
| 中泰证券 | 2187.9 | 1220.7 | -44.2% | 5.5 | 19.9 | 259.7% |
| 国联证券 | 1020.5 | 1172.9 | 14.9% | 1.9 | 4.4 | 128.5% |
| 天风证券 | 1084.8 | 1172.4 | 8.1% | 10.0 | 5.3 | -46.9% |
| 中国银河 | 1150.0 | 945.7 | -17.8% | 4.4 | 4.6 | 3.7% |
| 浙商证券 | 917.2 | 911.0 | -0.7% | 4.3 | 4.2 | -3.4% |

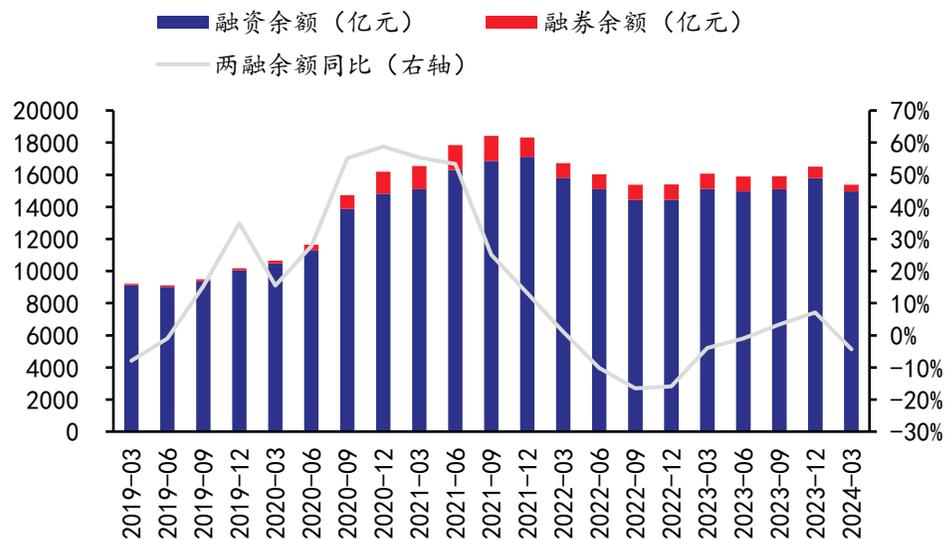
数据来源：Wind，太平洋研究院整理

注：按2023年资管规模排序

2.4.1 信用业务：政策刺激两融规模扩张，股质规模继续收缩

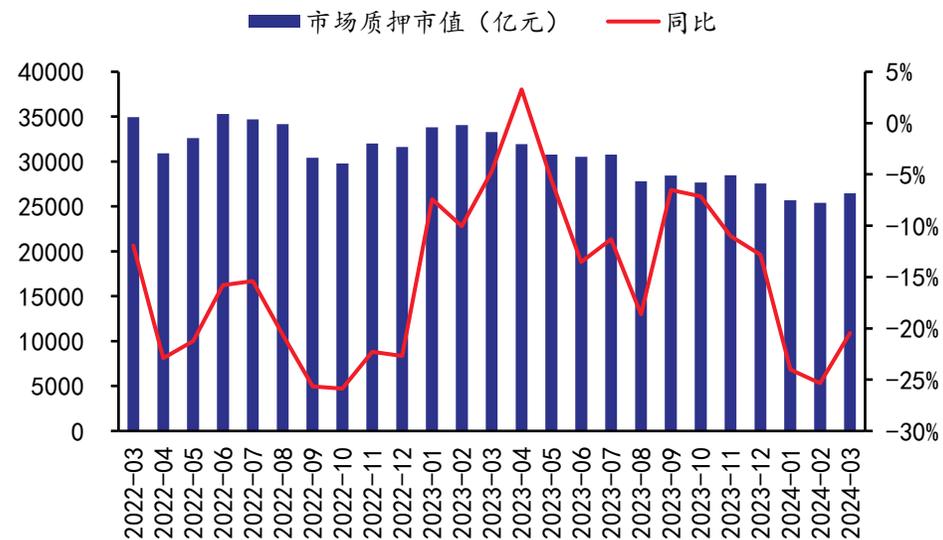
- 政策利好刺激两融规模逆势扩张，23年两融余额同比+7.2%。23年两融标的扩容、保证金规模放松等政策出台，刺激两融规模逆势增长，23年末两融余额同比+7.2%至1.7万亿元。24Q1两融余额下滑，同比-4.3%至1.5万亿元，我们认为主要系监管暂停新增转融券规模、限制变形T+0交易等政策影响。费率方面，考虑23年至今利差持续收窄，竞争的加剧，预计两融费率亦呈现下滑态势。
- 股质规模持续收缩，23年股质市值同比-12.8%。23年下半年权益市场波动加大，股质规模加速收缩，23年末市场质押股数、市值分别为3488亿元、2.8万亿元，同比分别-8.5%、-12.8%。24Q1末股质规模继续下行，24Q1末市场质押股数、市值分别为3558亿元、2.6万亿元，同比分别-4.2%、-20.5%，较年初分别+2.0%、-4.0%。

图表24：两融余额及同比增速



数据来源：Wind，太平洋研究院整理

图表25：市场质押市值及同比增速

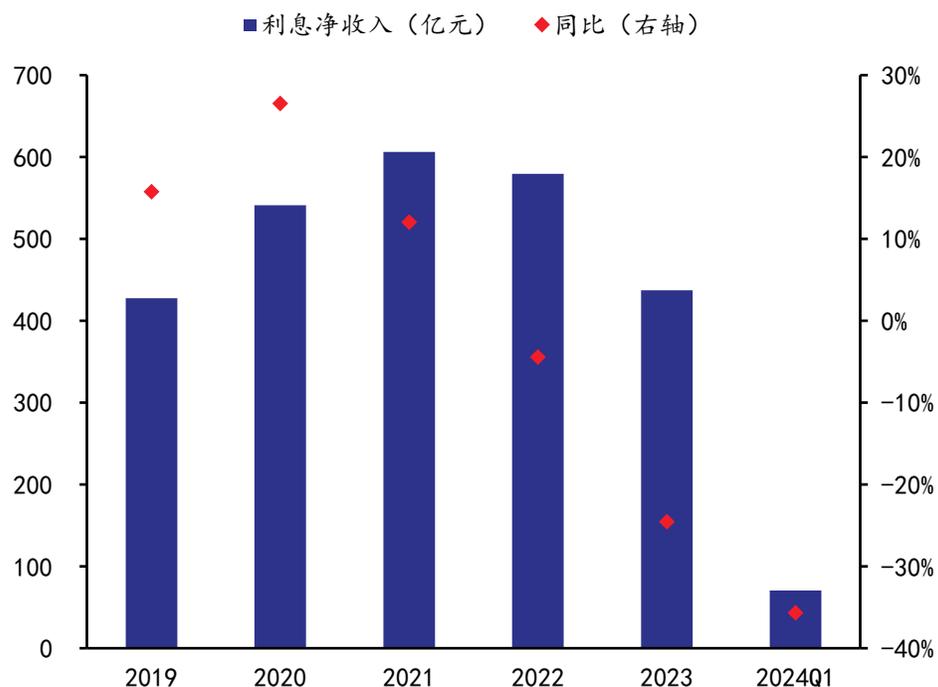


数据来源：Wind，太平洋研究院整理

2.4.2 信用业务：利息净收入跌幅扩大，头部券商地位稳固

- ▶ 利息支出增长较快拖累利息净收入，跌幅持续扩大。利息收入方面，两融规模增长稳健，股质规模持续收缩，息差快速收窄，23年利息收入同比+2.4%至2190亿元。利息支出方面，预计系券商加大杠杆以追逐债券牛市，导致利息支出增长，23年利息支出同比+12.4%至1753亿元。利息支出快速增长拖累利息净收入，23年利息净收入同比-24.5%至437亿元；24Q1息差收窄和利息支出增长的拖累仍在持续，利息收入、利息支出同比-3.9%、+3.4%至517、446亿元，利息净收入同比-35.7%至71亿元。
- ▶ 信用业务头部券商地位稳固，但同比降幅多数较大。信用业务方面中国银河、海通证券等地位稳固，23年和24Q1利息净收入均位于前列；但从同比变化来看，多数降幅较大，其中23年国泰君安降幅最大（同比-41.2%）、24Q1广发证券降幅最大（同比-53.2%）。

图表26：券商利息净收入及同比增速



数据来源：Wind，太平洋研究院整理

图表27：23年及24Q1券商信用业务TOP10

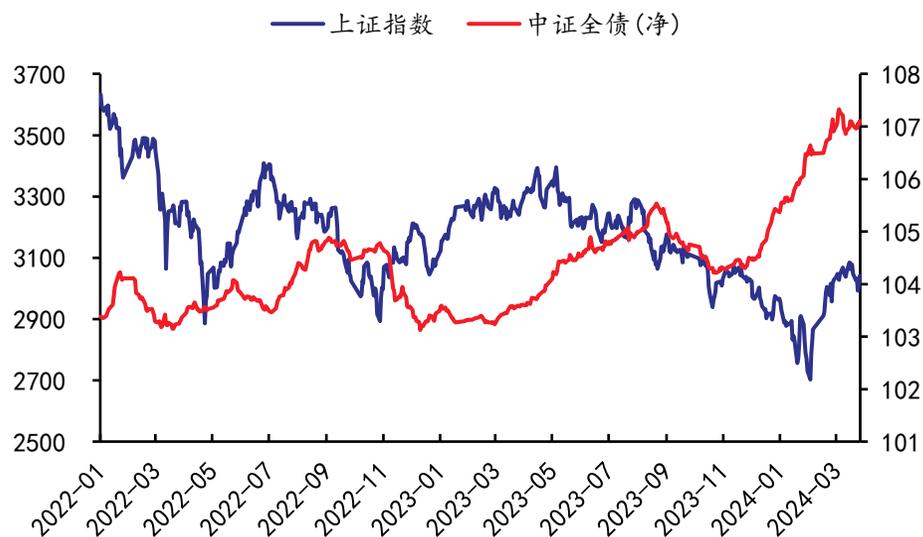
| 23年信用业务TOP10 | | | |
|---------------|----------------|----------------|--------|
| 公司简称 | 22年利息净收入 (亿元) | 23年利息净收入 (亿元) | 同比 |
| 中国银河 | 51.6 | 41.6 | -19.4% |
| 海通证券 | 62.1 | 40.9 | -34.2% |
| 中信证券 | 58.1 | 40.3 | -30.6% |
| 广发证券 | 41.0 | 31.4 | -23.5% |
| 国泰君安 | 47.6 | 28.0 | -41.2% |
| 长江证券 | 23.3 | 21.4 | -8.2% |
| 国元证券 | 20.4 | 18.6 | -8.8% |
| 兴业证券 | 19.2 | 18.2 | -5.3% |
| 光大证券 | 20.9 | 18.0 | -14.0% |
| 东方证券 | 16.4 | 17.6 | 7.6% |
| 24Q1信用业务TOP10 | | | |
| 公司简称 | 23Q1利息净收入 (亿元) | 24Q1利息净收入 (亿元) | 同比 |
| 中国银河 | 11.2 | 9.3 | -16.9% |
| 海通证券 | 10.8 | 8.7 | -19.0% |
| 光大证券 | 4.2 | 4.8 | 14.5% |
| 广发证券 | 9.4 | 4.4 | -53.2% |
| 长江证券 | 5.7 | 4.3 | -24.7% |
| 中泰证券 | 3.6 | 3.7 | 1.2% |
| 国泰君安 | 6.9 | 3.5 | -49.4% |
| 国元证券 | 4.4 | 3.4 | -21.9% |
| 中信证券 | 5.8 | 3.3 | -44.2% |
| 东方证券 | 4.2 | 3.0 | -28.3% |

数据来源：Wind，太平洋研究院整理

2.5.1 自营业务：低利率环境下债市走牛，公允价值变动收益高增

- 23年股市承压债市走牛，24Q1股市回暖债牛持续。23年股市走势前高后低，5月后开始持续下跌，**上证指数全年跌幅为-3.7%**；债市自年初开始持续走牛，全年录得涨幅**1.9%**。24Q1股市有所回暖，上证指数期间录得涨幅为**2.2%**；债牛持续演绎，期间录得涨幅为**1.6%**。
- 长端利率快速下行，带动公允价值变动收益高增。自23年初开始长端利率持续快速下行，23年10年期国债到期收益率下行27BP；24Q1下行速度加快，单季10年期国债到期收益率下行27BP。长端利率下行带动自营投资中固收资产公允价值提升，公允价值变动收益实现高增；**23年上市券商实现公允价值变动合计134亿元，较22年的-430亿元大幅增加564亿元**；**24Q1上市券商实现公允价值变动合计326亿元，同比+143.8%**。

图表28：上证指数及中证全债指数走势



数据来源：Wind，太平洋研究院整理

图表29：10年期国债到期收益率走势

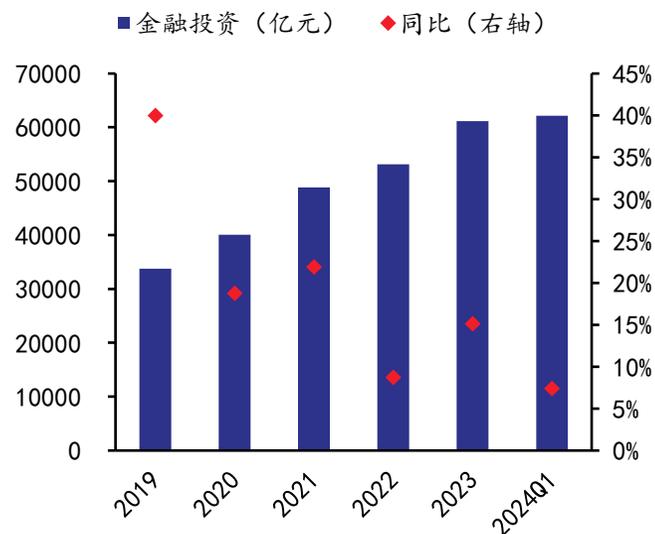


数据来源：Wind，太平洋研究院整理

2.5.2 自营业务：去方向化投资力度加大，自营业务成为业绩胜负手

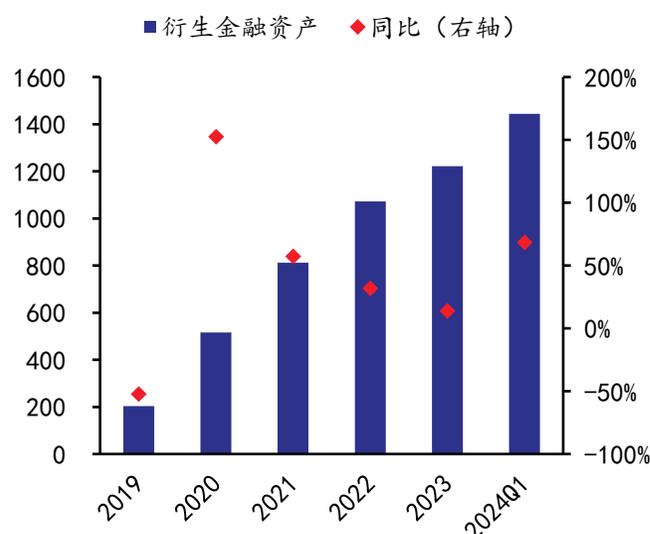
- ▶ 自营投资规模稳健增长，去方向化投资力度加大。**截至23年末上市券商金融投资规模合计6.1万亿元，同比+15.2%；自营规模持续增长，截至24Q1末上市券商金融投资规模合计6.2万亿元，同比+7.4%，较年初+1.7%。券商去方向化投资转型持续推进，充分发挥衍生品风险防范作用；**截至23年末上市券商衍生品资产同比+14.9%至1222亿元，24Q1末同比+68.4%至1444亿元，较年初+18.2%。**
- ▶ 自营业务成为业绩的胜负手，收益率水平改善。**23年上市券商实现自营业务收益合计1333亿元，同比+71.4%，是营收增长的主要贡献力量；24Q1上市券商实现自营业务收益合计334亿元，受23Q1高基数影响增速下滑，同比-32.6%。从具体公司来看，自营业务成为业绩表现的胜负手，**如24Q1营收仅东兴证券、中原证券、南京证券、首创证券、方正证券、华林证券同比为正**，主要是受自营业务表现较好支撑，24Q1其自营业务收益同比分别+136.3%、+77.4%、+113.6%、-4.5%、+86.6%、+312.6%。从收益率水平来看，23年自营投资整体收益率同比+0.8pct至2.3%，收益率水平改善；24Q1收益率水平小幅下降，环比-0.1pct至2.2%。

图表30：券商金融投资及同比增速



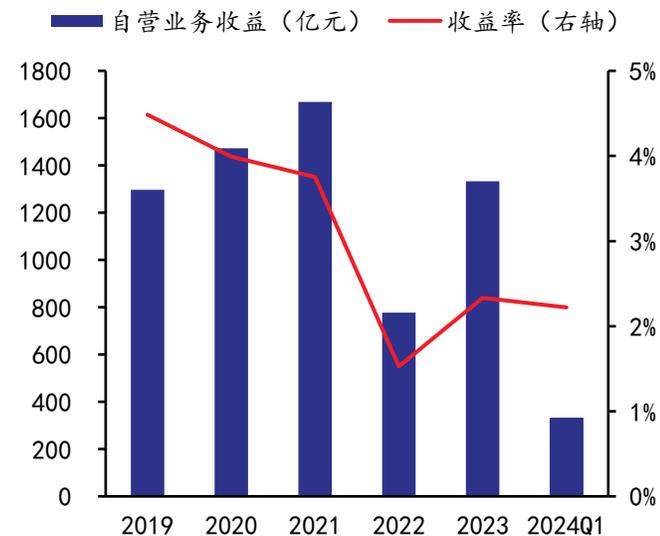
数据来源：Wind，太平洋研究院整理

图表31：券商衍生金融资产及同比增速



数据来源：Wind，太平洋研究院整理

图表32：券商自营业务收益及收益率



数据来源：Wind，太平洋研究院整理注：收益率按自营业务收益/期末初金融投资均值测算

目录

1 总览：券商业绩整体承压，自营占比大幅提升

2 五大业务：轻资产业务承压，自营业务表现出色

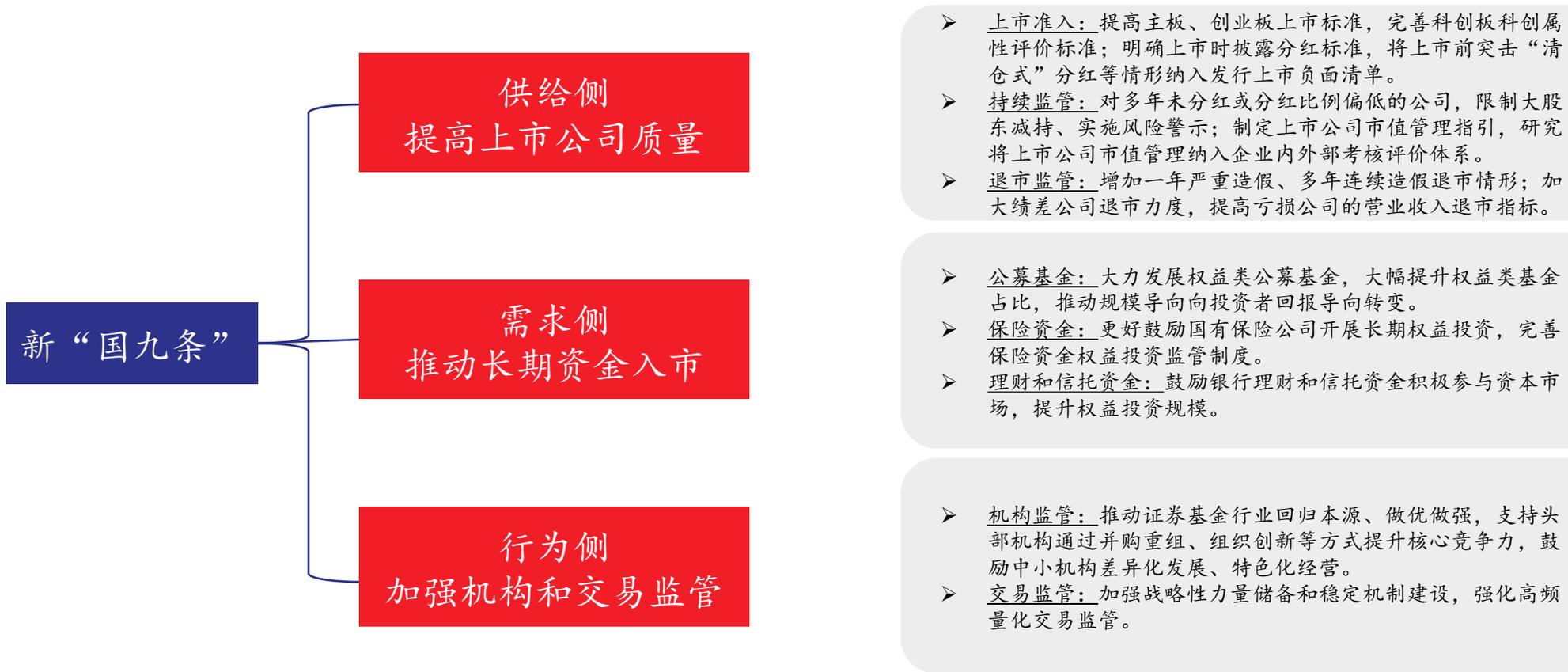
3 展望：短期存在压力，长期看好价值提升

4 投资建议

3.1 新“国九条”奠定未来证券市场总框架

- 新“国九条”的核心在于实现资本市场的高质量发展，打造安全、规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场。从节奏上看，新“国九条”的落实将形成“1+N”政策体系，后续陆续出台了相关配套文件，与新“国九条”一道形成政策合力。

图表33：新“国九条”政策框架



3.2 应对竞争新环境与挑战的思考

由于政策与大环境的影响，证券行业短期面临业绩不稳定、发展格局不清晰的压力，行业依然缺少足够多优质的公司，也影响了行业的投资价值。但客观来说，一些状况正在改善。

一季度五家券商营收、净利实现双增，且均为中小券商，分别为东兴证券、中原证券、南京证券、首创证券和方正证券。自营、资管、控股/参股公募、衍生品业务日益成为决定券商盈利能力的胜负手，券商行业有逐渐保险化、资管化的重资产经营趋势，因此提高研究能力、投资能力，并把这种能力兑现在业绩上，将是未来中小券商的主战场。

此外，随着新“国九条”实施后，将对券商的投行等业务会更加以投资者为中心来引导，更注重保荐项目的实际质量，通过黑名单等惩戒手段，遏制投行业务中的一些乱象，因此未来能够得到地方区域性支持的券商，相比完全市场化的保荐，政府对当地企业更加知根知底，能够较好的屏蔽一级市场的风险。

预计未来证券行业的内生价值会是逐渐提升的过程，更多的体现在长周期上，短期的承压整理孕育着新一轮的新生。

目录

1

总览：券商业绩整体承压，自营占比大幅提升

2

五大业务：轻资产业务承压，自营业务表现出色

3

展望：政策有望带动交投回暖，行业加速集中已在途中

4

投资建议

- 近日中央企业“退金令”被正式明确：1) 各中央企业原则上不得新设、收购、新参股各类金融机构；2) 对服务主业实业效果较小、风险外溢性较大的金融机构原则上不予参股和增持；3) 对风险较大的金融机构央企资金需尽快退出。
- “退金令”意味着央企将持续聚焦主业经营，而地方国资则可能继续并购证券公司；同时考虑到自营业务对于券商业绩的支撑作用，以及“新国九条”框架下行业并购加速预期，我们**建议优先布局地方国资背景+自营能力强+蕴含并购诉求的中型券商。**

风险提示

- 经济复苏不达预期；
- 市场流动性下降；
- 政策落地不及预期；
- 投资者风险偏好下降；
- 权益市场波动加大。

| 职务 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|---------|-----|--------------|--------------------|
| 全国销售总监 | 王均丽 | 13910596682 | wangjl@tpyzq.com |
| 华北销售总监 | 成小勇 | 18519233712 | chengxy@tpyzq.com |
| 华北销售 | 常新宇 | 13269957563 | changxy@tpyzq.com |
| 华北销售 | 佟宇婷 | 13522888135 | tongyt@tpyzq.com |
| 华北销售 | 王辉 | 18811735399 | wanghui@tpyzq.com |
| 华北销售 | 巩赞阳 | 18641840513 | gongzy@tpyzq.com |
| 华北销售 | 郭佳佳 | 18811762128 | guojj@tpyzq.com |
| 华东销售 | 徐丽闵 | 17305260759 | xulm@tpyzq.com |
| 华东销售 | 李昕蔚 | 18846036786 | lixw@tpyzq.com |
| 华东销售 | 张国锋 | 18616165006 | zhanggf@tpyzq.com |
| 华东销售 | 胡平 | 13122990430 | huping@tpyzq.com |
| 华东销售 | 周许奕 | 021-58502206 | zhouxuyi@tpyzq.com |
| 华东销售 | 丁锲 | 13524364874 | dingkun@tpyzq.com |
| 华南销售副总监 | 查方龙 | 18565481133 | zhaf1@tpyzq.com |
| 华南销售 | 张卓粤 | 13554982912 | zhangzy@tpyzq.com |

► 行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；
中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数 - 5%与5%之间；
看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下

► 公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；
增持：我们预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；
持有：我们预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；
减持：我们预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

投诉电话：95397

投诉邮箱：kefu@tpyzq.com

· 以上 感谢 ·
