



Research and
Development Center

证券行业 2024 年度中期策略报告：行业具 备较强安全边际，仍强调非方向性自营转型 和并购双主线

证券研究报告

行业研究

行业投资策略

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

行业具备较强安全边际，仍强调非方向性自营转型和并购双主线

2024年06月25日

本期内容提要：

- **2023 年末中央金融工作会议 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。**
- **新“国九条”擘画资本市场蓝图，投融资平衡有望奠定资本市场高质量发展基础。“1+N”政策体系明确上市公司上市/退市监管、持续监管，证券、基金公司监管，交易监管，科技创新产业融资支持等方向。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。上半年证监会及各地证监局明显加大了行业监管力度，敦促券商压实责任，严把业务质量，提升内控水平，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。**
- **板块估值及配置方面，截至 6 月 24 日，证券板块跑输沪深 300，一季度公募基金低配水平扩大。截至 6 月 24 日，证券板块较年初 -8.81%，沪深 300 较年初 +2.67%，板块跑输沪深 300 11.48pct。一季度公募基金低配幅度扩大。2024Q1 标配比例从 23 年末的 3.57% 下滑至 3.38%，截至一季度末，公募基金重仓配置比例从 23 年末的 2.94% 下滑至 2.61%，低配幅度从-0.63%降低至-0.77%。**
- **市场波动叠加严监管背景下，上市券商盈利预期承压致估值受挫。1) 上市券商业绩方面，2024Q1，高基数影响下，行业业绩同比下行，自营仍为主要业绩区分因素。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%。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。2) 行业监管方面，二季度以来，证监会及各地证监局执法力度明显加强。年初至 4 月 30 日，证监会披露行政处罚决定书 44 件，同比增加 33%。据 iFind 统计，以处罚日期为准，年初至 6 月 21 日，证券公司接受证监会及各地证监局违规处罚 100 件次，同比增长 35.1%，其中一季度/二季度（截至 6 月 21 日）分别 35/65 件次。截至 2024 年 6 月 20 日，券商行业估值 1.16XPB，位于三年历史估值较低分位，当前行业估值已反映投资者过度悲观预期，然而券商资产质量较好。我们认为临近 1 倍估值的券商板块具备较强安全边际。**

- 23 年末，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。近期国联+民生、浙商+国都等股权收购事件频出，兑现此前市场预期。此外，券商自营业绩贡献占比提升，23 年末监管表态支持做市等业务发展，部分券商亦主动加大布局。我们强调把握行业并购及非方向性自营业务转型双主线。2024 年以来，“两会”期间证监会表态“两强两严”、“国九条”后“1+N”政策体系持续完善。我们认为，当前除关注严监管带来的短期业绩不利影响，也需重视资本市场的机制改善对证券公司资产质量的积极影响。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、政策逻辑指向投融资平衡，行业或将受益于资本市场高质量发展.....	6
二、业绩压力致估值承压，当前板块估值具备较强安全边际.....	8
2.1、板块表现&公募配置：上半年板块表现弱于指数，一季度公募配置比例下滑.....	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，杠杆水平高位回落.....	10
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.....	11
2.5、管理费用：行业性机制调整，2024Q1 费用水平同比大幅下滑.....	11
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.....	12
三、业务基本面低位震荡，严监管或导向经营质量提升.....	12
3.1、经纪：收入占比下滑，机构化和财富管理转型趋势明显.....	13
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.....	14
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.....	16
3.4、信用：两融费率企稳，股票质押业务规模维持稳定.....	17
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.....	18
四、后续展望：关注并购及非方向性业务发展双主线.....	20
4.1、主线一：做大做强一流投资机构带来的并购重组机会.....	20
4.2、主线二：关注券商扩表和非方向性业务转型.....	21
五、投资建议.....	23
六、风险因素.....	24

表目录

表 1：近年来出台“资产、资金、市场服务端”政策.....	6
表 2：三次“国九条”推出的具体情况.....	7
表 3：券商板块公募配置情况.....	8
表 4：上市券商核心基本面数据.....	12
表 5：券商投行业务收入（亿元）.....	15
表 6：部分券商资管业务收入及结构.....	17
表 7：上市券商资产结构（2012-2015）.....	21
表 8：上市券商资产结构（2019-2022）.....	21
表 9：做市商制度发展时间表.....	22
表 10：券商做市业务资格获取情况.....	23

图目录

图 1：政策目标与经济动能变化.....	6
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.....	8
图 5：上市券商营业收入及增速.....	9
图 6：上市券商归母净利润及增速.....	9
图 7：上市券商调整后营收及同比增速.....	9
图 8：上市券商收入结构.....	9
图 9：上市券商单季度营收及环比增速.....	10
图 10：上市券商单季度归母净利润及环比增速.....	10
图 11：上市券商资产规模及同比增速.....	10
图 12：上市券商资产结构.....	10
图 13：上市券商负债端结构.....	10
图 14：上市券商负债端成本.....	10
图 15：上市券商净资产规模及较年初增幅.....	11
图 16：43 家上市券商再融资情况.....	11
图 17：上市券商 ROE.....	11
图 18：上市券商管理费用及同比增速.....	11
图 19：上市券商管理费用率.....	11
图 20：上市券商杠杆率情况.....	12
图 21：上市券商经纪业务收入及同比增长.....	13
图 22：上市券商经纪业务收入占比.....	13
图 23：上市券商经纪业务收入结构.....	14
图 24：公募基金股票交易佣金及同比增长.....	14

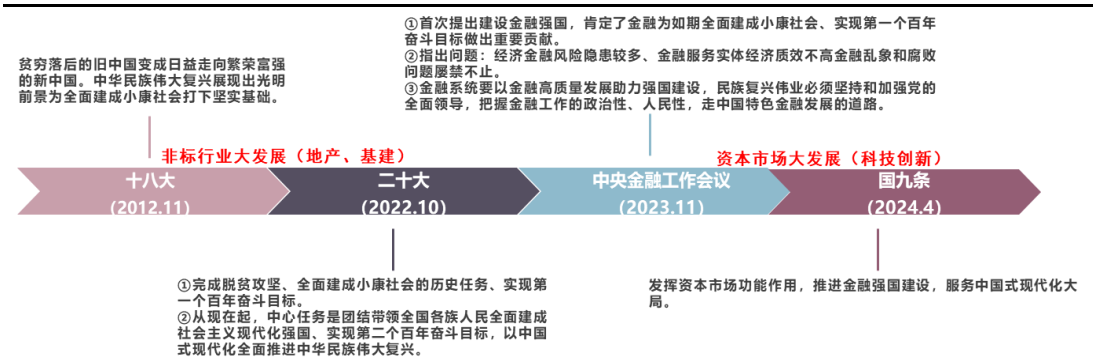
图 25: 公募基金股票交易总金额及费率.....	14
图 26: “股+混”基金保有市占率.....	14
图 27: 上市券商投行业务收入及同比增速.....	15
图 28: 上市券商投行业务收入占比.....	15
图 29: 市场季度 IPO 规模.....	16
图 30: 市场再融资季度规模.....	16
图 31: 投行 IPO 集中度.....	16
图 32: 投行业务储备项目数.....	16
图 33: 上市券商资管业务收入及同比增速.....	17
图 34: 上市券商资管业务收入结构.....	17
图 35: 上市券商信用业务收入及同比增幅.....	17
图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

一、政策逻辑指向投融资平衡，行业或将受益于资本市场高质量发展

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、限制转融通限售股出借等，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	公募费改
	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

		知》，优化调整风险因子，拓宽保险资金权益资产配置空间。
支持	引导保险资金入市	2023年10月25日，财政部印发通知，加强国有商业保险长周期考核，引导保险资金长期稳健投资。
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、经济日报，信达证券研发中心

十年一策，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，擘画资本市场蓝图，投融资平衡有望奠定资本市场高质量发展基础。我们认为，当前监管方向主要要点在于：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) 科技创新产业融资支持。

表 2：三次“国九条”推出的具体情况

发布时间	2004.1.31	2014.5.8	2024.4.12
政策名称	《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》	《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》	《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》
提出背景	我国资本市场发展迅速，取得了举世瞩目的成就。资本市场初具规模。但由于建立初期改革不配套和制度设计上的局限，资本市场还存在一些深层次问题和结构性矛盾，制约了市场功能的有效发挥。	20多年来，我国资本市场快速发展，初步形成了涵盖股票、债券、期货的市场体系，为促进改革开放和经济社会发展作出了重要贡献。但总体上看，我国资本市场仍不成熟，一些体制机制性问题依然存在。	党的十八大以来，我国资本市场快速发展，在促进资源优化配置、推动经济快速发展和社会长期稳定、支持科技创新等方面发挥了重要作用。意见的提出为深入贯彻中央金融工作会议精神，进一步推动资本市场高质量发展。
核心诉求	针对解决股市多年低迷及市场长期积累的股权分置矛盾	发展多层次资本市场，扩大资本市场开放水平	防范风险，严格监管，推动资本市场高质量发展
具体政策内容	一、充分认识大力发展资本市场的重大意义	一、总体要求	一、总体要求
	二、推进资本市场改革开放和稳定发展的指导思想和任务	二、发展多层次股票市场	二、严把发行上市准入关
	三、进一步完善相关政策，促进资本市场稳定发展	三、规范发展债券市场	三、严格上市公司持续监管
	四、健全资本市场体系，丰富证券投资品种	四、培育私募市场	四、加大退市监管力度
	五、进一步提高上市公司质量，推进上市公司规范运作	五、推进期货市场建设	五、加强证券基金机构监管，推动行业回归本源、做优做强
	六、促进资本市场中介服务机构规范发展，提高执业水平	六、提高证券期货服务业竞争力	六、加强交易监管，增强资本市场内在稳定性
	七、加强法制和诚信建设，提高资本市场监管水平	七、扩大资本市场开放	七、大力推动中长期资金入市，持续壮大长期投资力量
	八、加强协调配合，防范和化解市场风险	八、防范和化解金融风险	八、进一步全面深化改革，更好服务高质量发展
	九、认真总结经验，积极稳妥地推进对外开放	九、营造资本市场良好发展环境	九、推动形成促进资本市场高质量发展的合力

资料来源：中国政府网、信达证券研发中心

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。

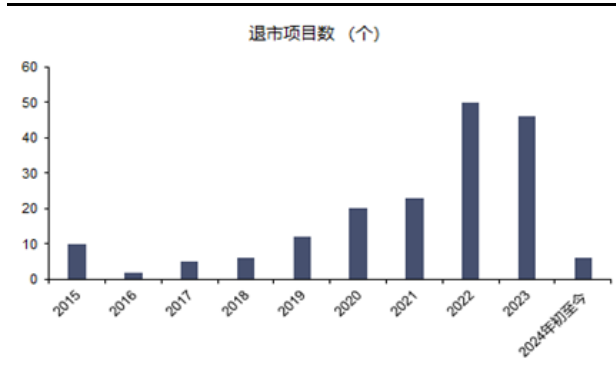
我们认为，证券行业或迎资本市场高质量发展下的长期成长空间，我们看好做市、投行等业务未来的业绩贡献。

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



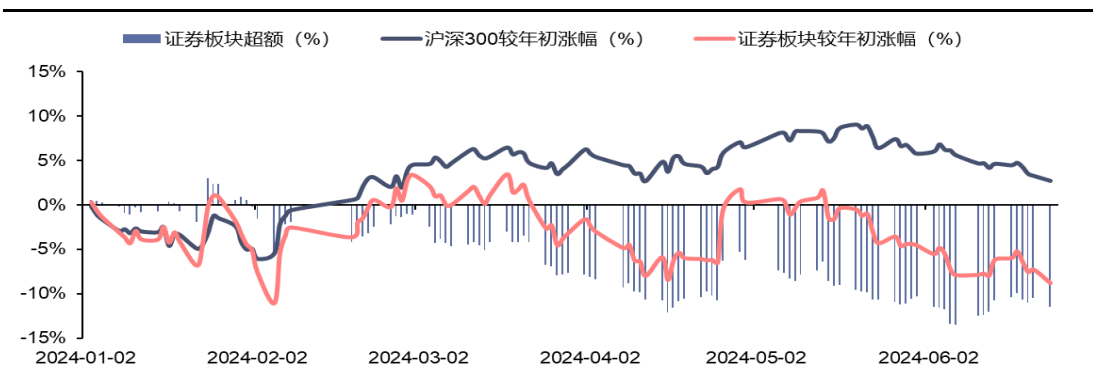
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

二、业绩压力致估值承压，当前板块估值具备较强安全边际

2.1、板块表现&公募配置：上半年板块表现弱于指数，一季度公募配置比例下滑

市场大幅波动叠加行业严监管，证券板块上半年跑输沪深 300。截至 6 月 24 日，证券板块较年初 -8.81%，沪深 300 较年初 +2.67%，板块跑输沪深 300 11.48pct。上半年券商板块表现乏力主因二月市场大幅波动带来板块投资收益同比受挫。严监管趋势下，投行业务规模承压，各地证监局处罚增加或影响短期券商业务经营业绩。

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

券商板块配置比例下滑，一季度公募低配水平扩大。从公募基金配置情况来看，2024Q1 标配比例从 23 年末的 3.57% 下滑至 3.38%，截至一季度末，公募基金重仓配置比例从 23 年末的 2.94% 下滑至 2.61%，低配幅度从 -0.63% 降低至 -0.77%。

表 3：券商板块公募配置情况

	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
基金资产总值 (万亿)	28.26	29.28	30.87	30.24	30.54	32.24
股票资产市值 (万亿)	6.19	6.41	6.19	6.04	5.80	5.86
证券板块重仓股流通市值(亿元)	830	798	712	819	748	656

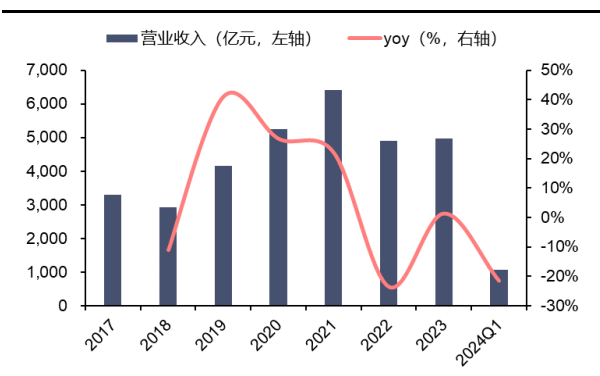
所有 A 股重仓股流通市值 (亿元)	28877	29221	28317	27023	25,457	25,137
基金重仓股票-券商板块市值占比	2.88%	2.73%	2.51%	3.03%	2.94%	2.61%
流通 A 股-SW 证券 (万亿)	2.16	2.29	2.26	2.41	2.41	2.31
流通 A 股-全部 (万亿)	66.22	71.90	71.33	69.66	67.61	68.27
标配比例	3.27%	3.19%	3.16%	3.46%	3.57%	3.38%
超/低配	-0.39%	-0.45%	-0.65%	-0.43%	-0.63%	-0.77%

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

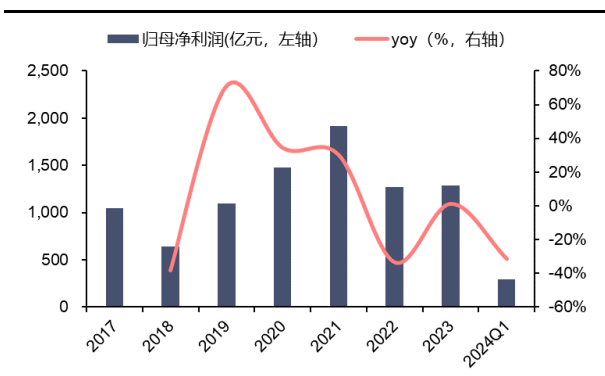
2024Q1，高基数影响下，行业业绩同比下行。季度累计业绩方面，2024Q1，上市券商收入 1058.28 亿元，同比-21.55%；归母净利润 293.51 亿元，同比-31.68%。调整后营收 894.18 亿元，同比-23.63%。

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

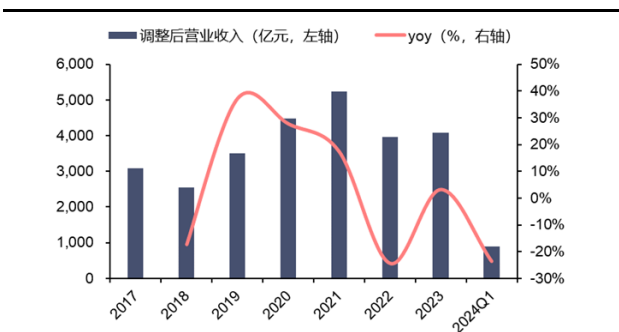
图 6：上市券商归母净利润及增速



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

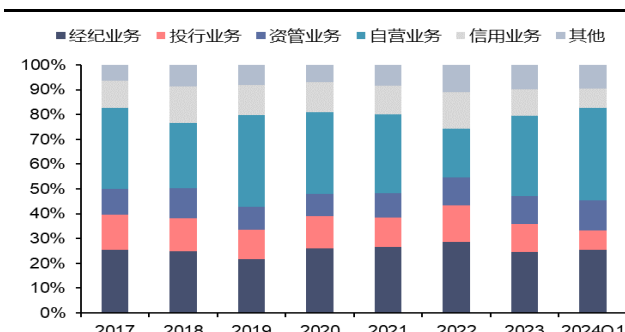
收入结构方面，自营驱动明显，费类业务承压。2024Q1，经纪、投行、资管、自营、信用业务收入分别为 228.67/67.44/108.49/333.78/70.63 亿元，同比-9.26%/-35.89%/-0.11%/-32.58%/-35.65%。占调整后营收比分别为 25.6%/7.5%/12.1%/37.3%/7.9%，较上年度+ 0.97 pct/ -3.60 pct/+ 0.87 pct/+ 4.74 pct/ -2.79 pct。

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

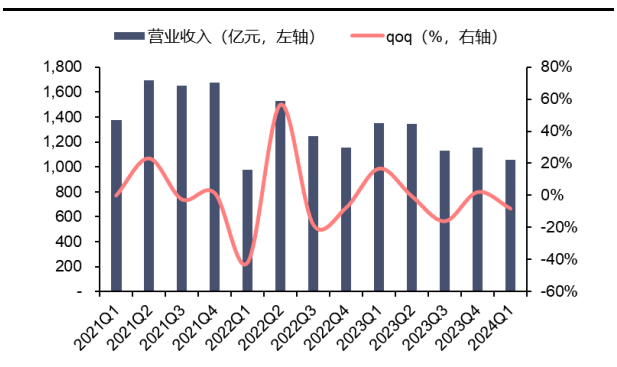
图 8：上市券商收入结构



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

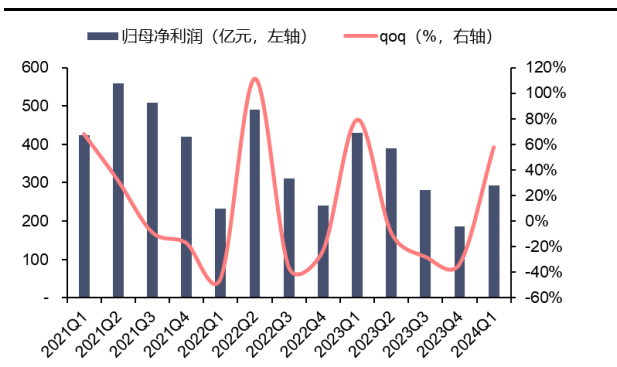
单季度来看，**2024Q1** 上市券商业绩环比提升，盈利能力有所改善。2024Q1 上市券商营业收入/归母净利润分别为 1,058.28 / 293.51 亿元，同比-21.5%/-31.7%，环比-8.1%/+57.7%。

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

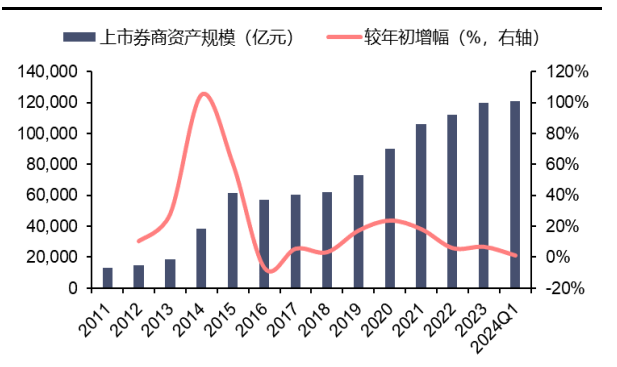


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

2.3、资产&负债：自营驱动总资产小幅增长，杠杆水平高位回落

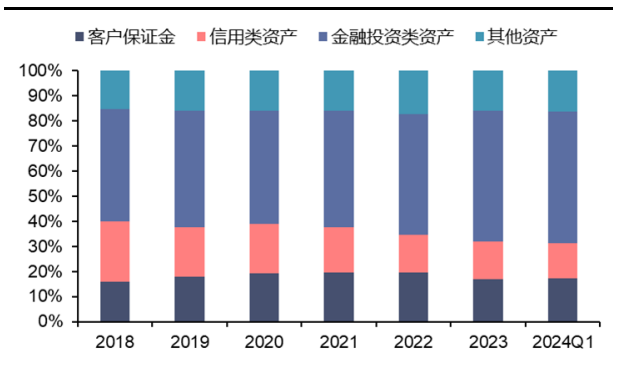
行业资产规模维持小幅上行趋势。截至 2024Q1 末，上市券商资产规模为 12.10 万亿，较年初+1.0%。自营资产为主要的资产增量，占比持续提升。资产结构方面，2024Q1，客户保证金、信用类资产、金融投资类资产规模分别为 2.09 万亿、1.67 万亿、6.36 万亿，占比分别为 17.3%/13.8%/52.6%，分别较年初+ 0.30 pct/ -1.13 pct/+ 0.50 pct。

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

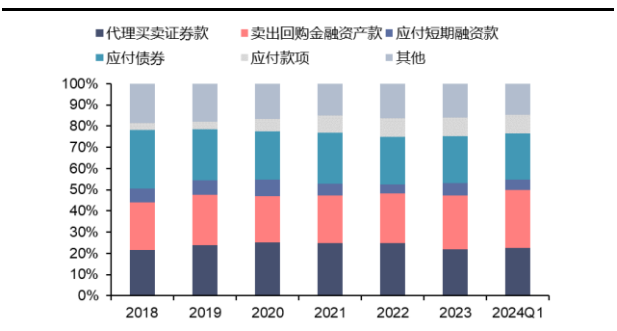
图 12：上市券商资产结构



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

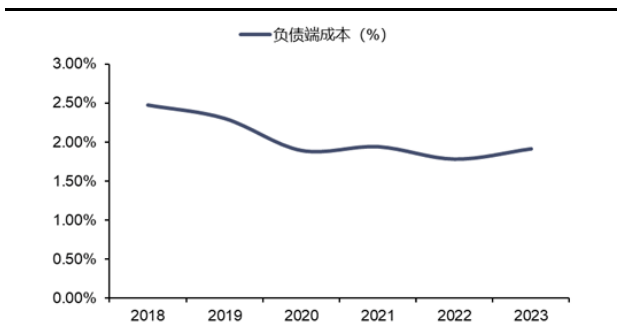
卖出回购仍为主要的加杠杆方式，或反映债券自营规模增长。2024Q1，代理买卖证券款、卖出回购金融资产款、应付短期融资券、应付债券规模分别为 2.14/2.59/0.48/2.08 万亿，较年初+2.8%/+8.8%/-14.4%/+0.4%，占比分别为 22.5%/27.3%/5.0%/21.8%，分别较年初+0.45pct/+2.02pct/-0.89pct/-0.09pct。

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

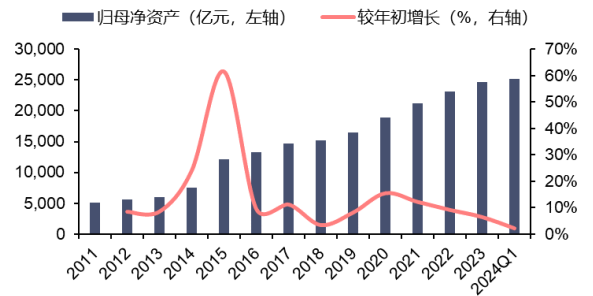


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

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

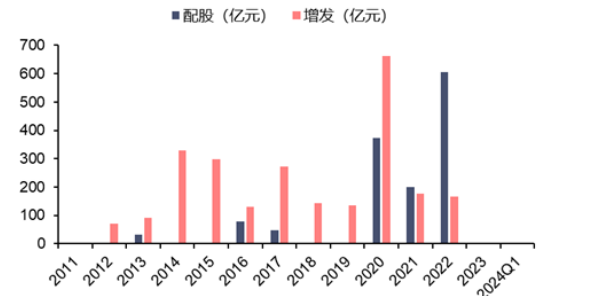
再融资停滞，行业净资产规模增速明显放缓。归母净资产方面，2024Q1，上市券商归母净资产规模 2.52 万亿元，较年初+2.1%。自 2023 年初证监会提出倡导证券公司走资本节约型、高质量发展的新路，从 2023 年初至 2024Q1，43 家上市券商未实现再融资。

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

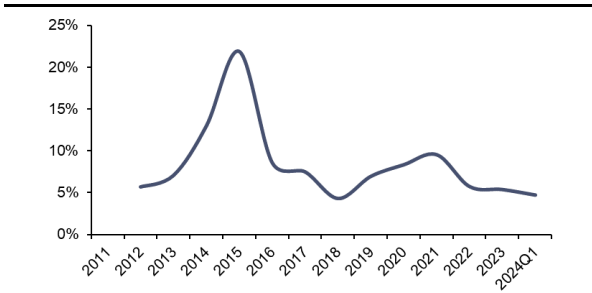
图 16：43 家上市券商再融资情况



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

业绩承压，ROE 较上年小幅下降。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



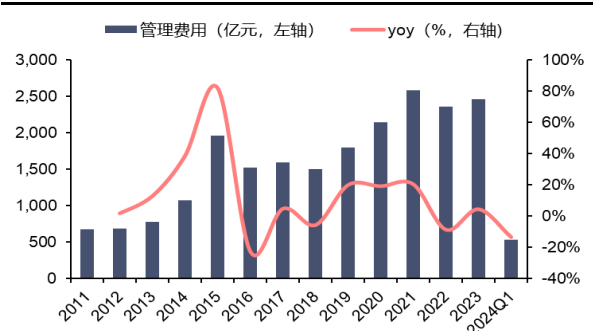
注：2024Q1ROE 为年化值

资料来源: iFind, 信达证券研发中心

2.5、管理费用：行业性机制调整，2024Q1 费用水平同比大幅下滑

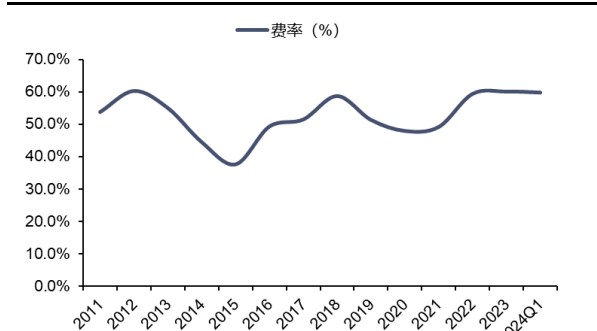
2024Q1，券商管理费用同比两位数下滑。2024Q1 上市券商管理费用 534.26 亿元，同比 -13.4%，费率水平为 59.7%，较上年度 -0.30 pct。

图 18：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 19：上市券商管理费用率

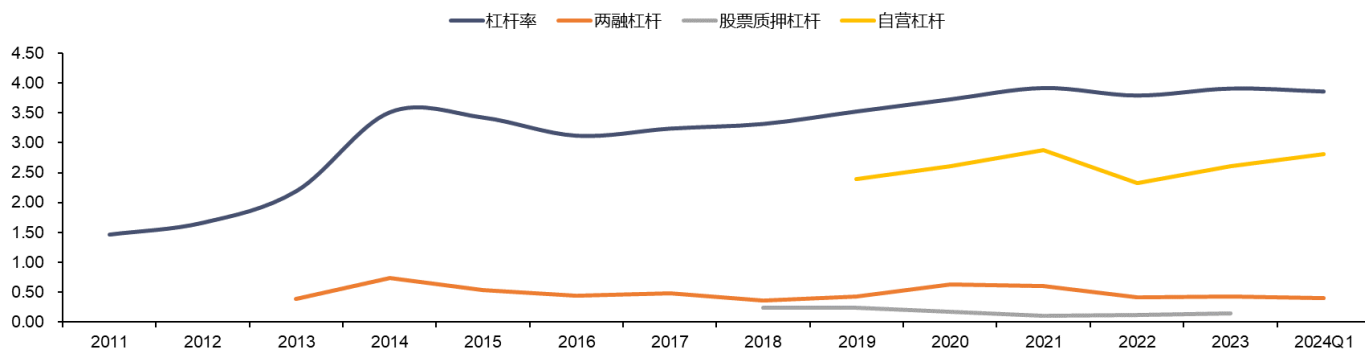


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

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

杠杆率水平为阶段性高位，2024Q1 行业杠杆率水平小幅下滑。2024Q1 杠杆率水平小幅下降至 3.86 倍，较年初下滑 0.05 倍。

图 20：上市券商杠杆率情况



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

2023 年券商杠杆增/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中国银河杠杆水平略有下降，2023 年末其杠杆率分别为 5.24/4.22 倍，较年初-0.45/-0.64 倍。其中中国银河自营杠杆降幅较大，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，部分券商净资本扩容为后续业务扩张储备弹药。净资本规模增长方面，信达证券/中国银河/国海证券/华安证券/广发证券净资本规模增长较快，较年初分别+38.6%/+26.6%/+23.9%/+20.2%/+16.7%。

三、业务基本面低位震荡，严监管或导向经营质量提升

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 4：上市券商核心基本面数据

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1
经纪业务							
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%

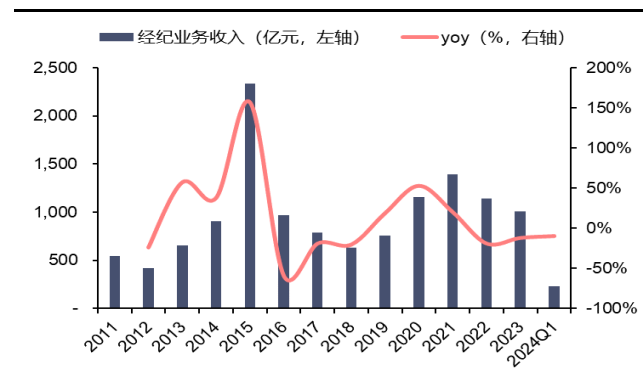
公募基金股票交易佣金 (亿元)	70	75	135	219	188	168	
yoy(%)	-4.00%	7.50%	80.20%	62.00%	-14.30%	-10.50%	
新发“股+混”基金规模 (亿份)	4063	4627	19737	20595	4330	2962	546
yoy(%)	89.70%	13.90%	326.60%	4.30%	-79.00%	-31.60%	-41.30%
投行业务							
市场 IPO 规模	1378	2532	4806	5426	5869	3565	236
yoy(%)	-40.10%	83.80%	89.80%	12.90%	8.20%	-39.20%	-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%
资管业务							
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%	
信用业务							
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%
自营业务							
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

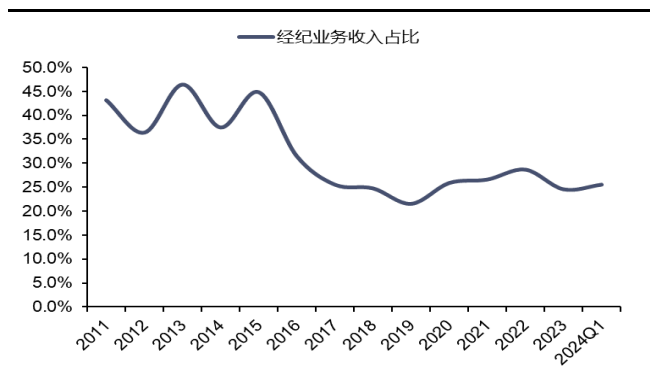
市场交投活跃度及财富管理市场有待进一步修复，上市券商经纪业务收入同比下行。2024Q1，上市券商经纪业务收入为 228.67 亿元，同比-9.3%，收入占比 25.6%。

图 21：上市券商经纪业务收入及同比增长



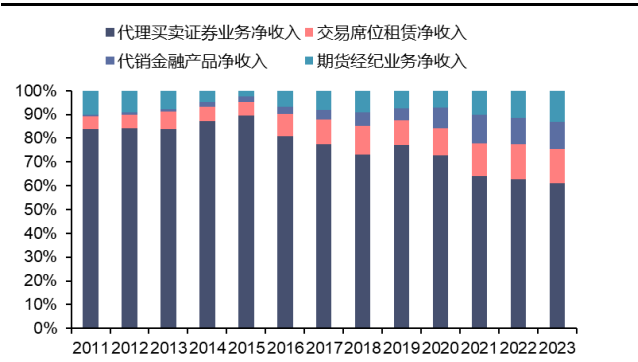
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 22：上市券商经纪业务收入占比

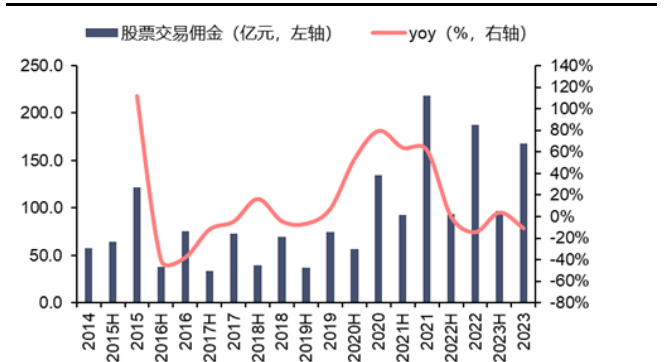


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

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。

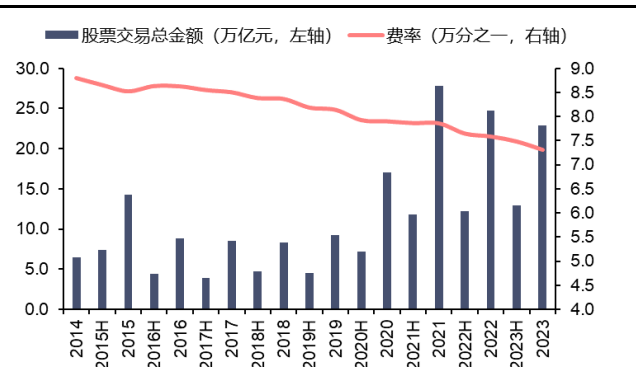
图 23：上市券商经纪业务收入结构


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

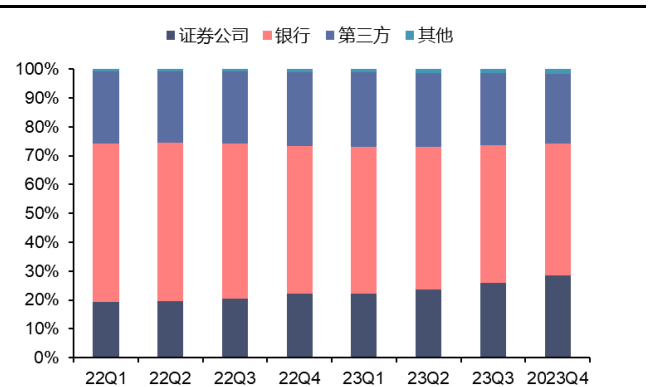
图 24：公募基金股票交易佣金及同比增长


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。4 月 19 日，证监会正式发布《公开募集证券投资基金证券交易费用管理规定》，指出被动股票型基金的股票交易佣金费率原则上不得超过市场平均股票交易佣金费率，其他类型基金股票交易佣金费率原则上不得超过市场平均股票交易佣金费率的两倍。

图 25：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

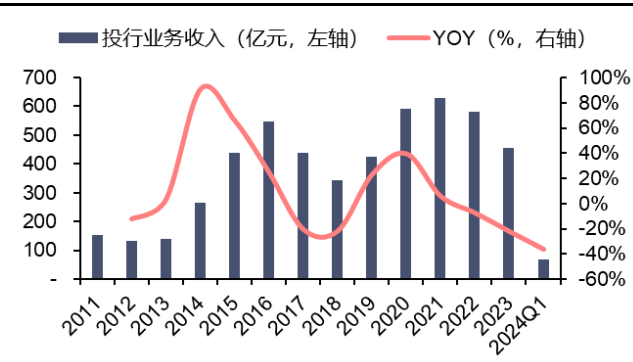
图 26：“股+混”基金保有市占率


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

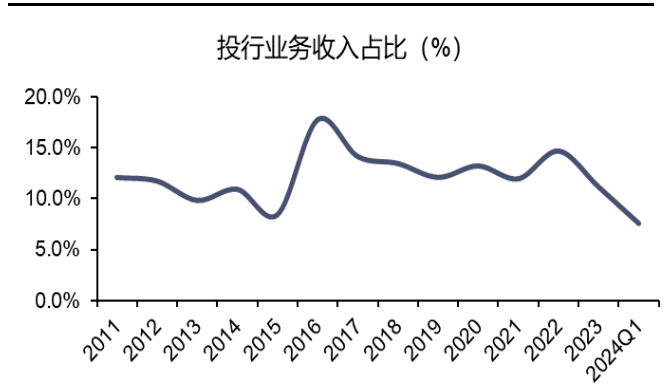
财富管理方面，尽管基金发行市场下滑，券商代销保有市占率水平较年初明显增长，或主因客户韧性较强。代销保有规模方面，据基金业协会公布的前 100 位代销机构保有规模，2023 年末，券商“股+混”基金代销保有规模 1.43 万亿元，占比 28.4%，较年初+ 6.17 pct。

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。2024Q1，上市券商投行业务收入 67.44 亿元，同比-35.9%，收入占比 7.5%。

图 27：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 28：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

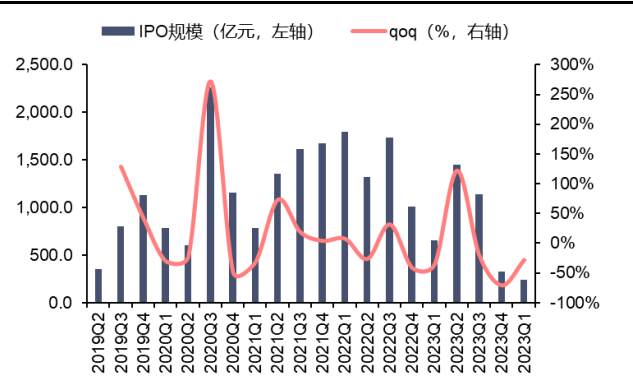
“三中”仍处于领先位置，但中金公司在头部券商中受影响较大。从投行业务收入来看，中金公司 2023 年投行业务收入 37.02 亿元，同比-47.2%，低于上市公司投行业务整体的-21.8%的降幅。

表 5：券商投行业务收入（亿元）

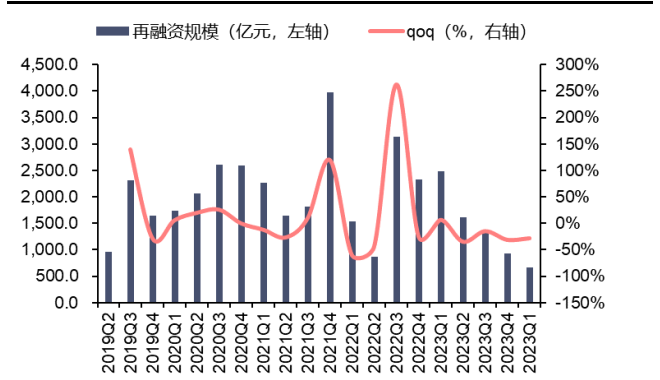
投行业务收入	2022	2023	Yoy	业务收入占比	投行业务收入	2022	2023	yoy	业务收入占比
中信证券	86.54	62.93	-27.3%	11.4%	国联证券	4.77	4.89	2.5%	16.5%
中信建投	59.27	47.96	-19.1%	22.9%	长城证券	4.99	4.63	-7.2%	11.6%
中金公司	70.06	37.02	-47.2%	16.1%	山西证券	4.18	3.94	-5.8%	13.6%
国泰君安	43.11	36.88	-14.5%	13.0%	西部证券	3.49	3.60	3.3%	9.3%
海通证券	41.79	34.21	-18.1%	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 29：市场季度 IPO 规模


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

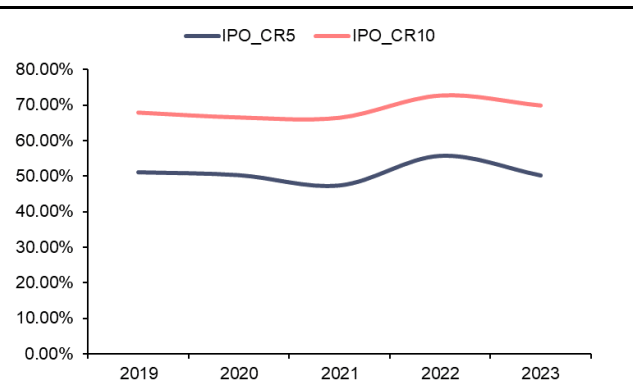
图 30：市场再融资季度规模


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

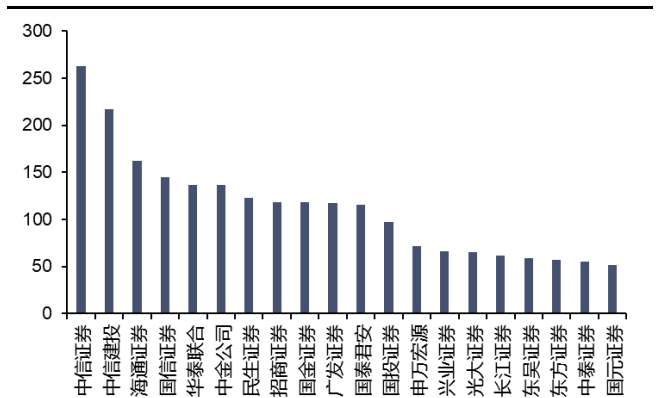
IPO 集中度方面，2023 年 IPO 集中度小幅下滑。三中一华、国泰海通证券位于前列，CR5 为 50.1%，CR10 为 69.8%。

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。

当前政策强调投融资平衡，预计未来新质生产力将成为投行股权融资的新增量方向。5 月 31 日晚，联芸科技 IPO 首发过会，是新“国九条”后首家 IPO 过会企业。联芸科技成功过会，向市场传递了积极信号，体现了当前资本市场政策导向，即助力新质生产力的发展，统筹投融资平衡，加快实现高水平科技自立自强。

图 31：投行 IPO 集中度


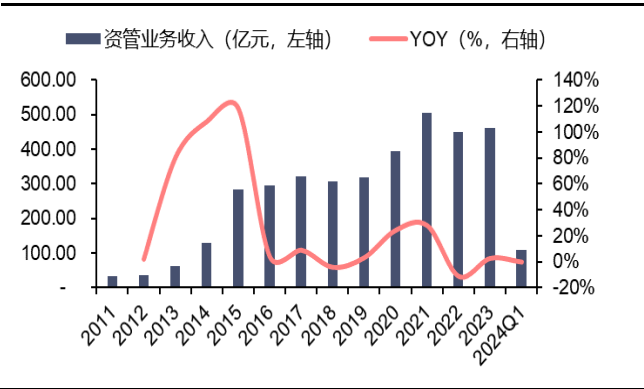
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 32：投行业务储备项目数


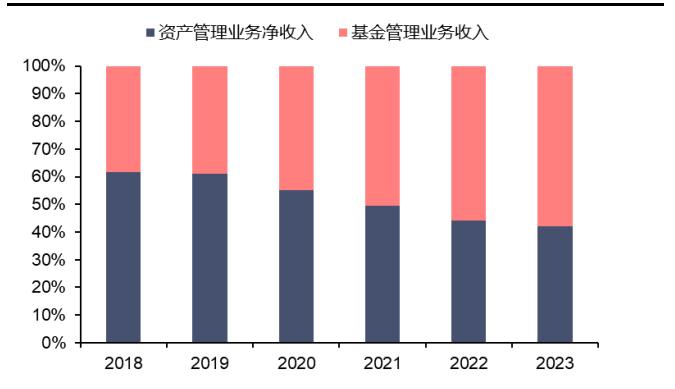
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

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 33：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 34：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 6：部分券商资管业务收入及结构

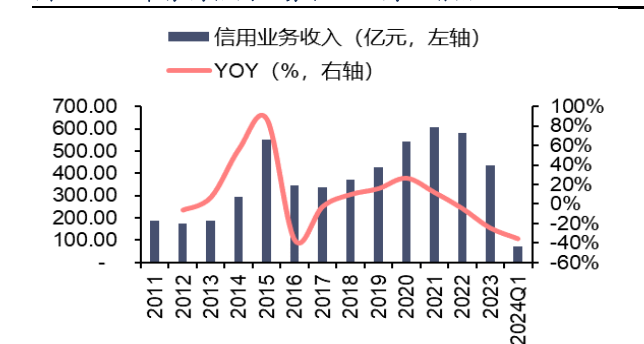
资管业务收入	2022	2023	Yoy	业务收入占比	资管业务净收入	2022	2023	yoy	基金管理业务净收入	2022	2023	yoy
中信证券	109.40	98.49	-10.0%	17.9%	中信证券	31.01	22.13	-28.6%	中信证券	78.39	76.35	-2.6%
海通证券	22.53	19.14	-15.1%	11.8%	海通证券	3.59	4.21	17.0%	海通证券	18.94	14.93	-21.2%
华泰证券	37.69	42.56	12.9%	13.5%	华泰证券	37.69	42.56	12.9%	华泰证券	9.54	10.08	5.7%
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

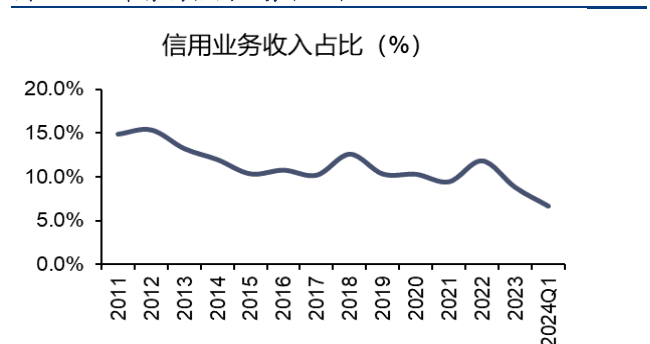
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

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。2024Q1，上市券商信用业务收入 70.63 亿元，同比-35.7%，收入占比 6.7%。主要因为主动加杠杆利息支出增加，2024Q1 上市券商利息支出 446.60 亿元，同比+3.4%。

图 35：上市券商信用业务收入及同比增幅


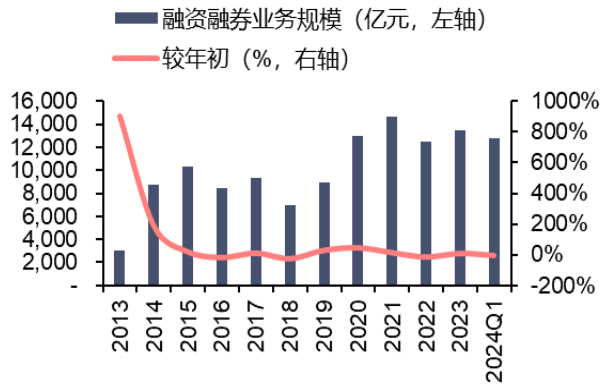
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 36：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，2月市场大幅震荡期间，两融业务平均维持担保比例水平仍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 37：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 38：两融平均维持保证金比例



资料来源：iFind，信达证券研发中心

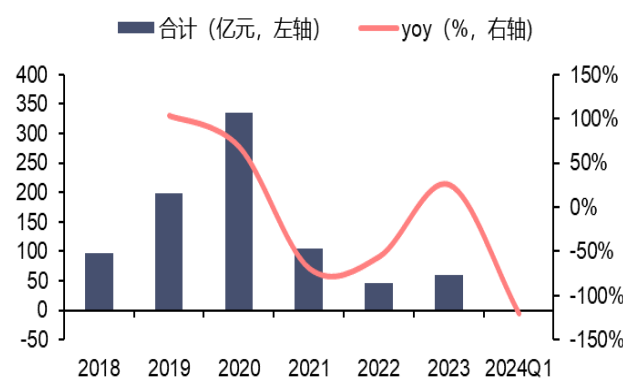
行业资产质量稳定，受海通国际退市影响，海通证券计提 31.89 亿元信用减值对行业整体减值水平影响较大，券商减值转回数量与上年基本持平。其中，减值率较高的券商包括海通证券、天风证券、太平洋，其减值率分别为 0.42%/0.40%/0.32%，较上年度+ 0.20 pct/- 0.22 pct/-3.67 pct。减值转回比例较高的券商包括方正证券、东北证券、红塔证券，其减值转回比例分别为-0.13%/-0.09%/-0.07%，较上年度 -0.22 pct/ -0.15 pct/+ 0.105 pct。2023 年，减值转回上市券商 17 家，与上年基本持平。

图 39：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

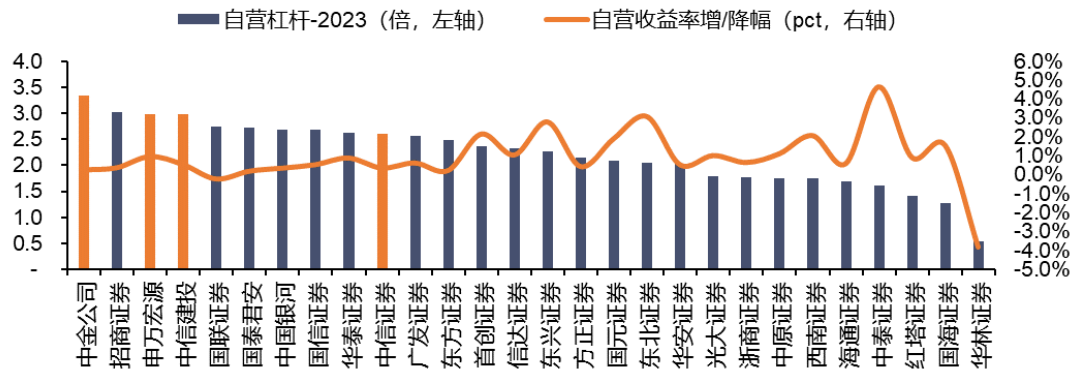
图 40：券商减值及同比增速



资料来源：iFind，信达证券研发中心

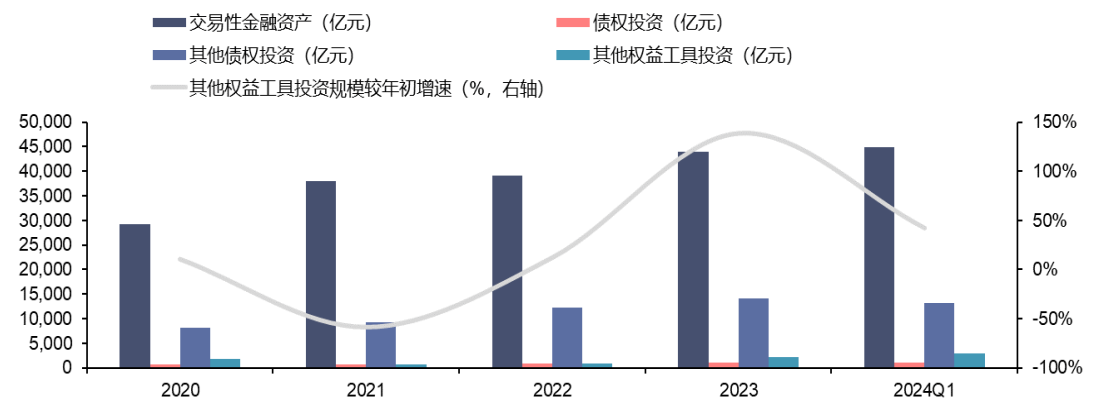
3.5、自营：头部券商自营业绩稳定杠杆水平亦较高，关注非方向投资业务发展市场波动影响，2024Q1 自营业务收入高基数下同比下滑。2024Q1，上市券商自营业务收入 346.96 亿元，同比-29.1%，收入占比 38.8%。金融投资资产规模实现持续增长。2024Q1，上市券商自营资产规模 62163.36 亿元，较年初+1.7%。收益率方面，2024Q1，上市券商自营业务收益率为 2.3%，同比-0.13pct。

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 41：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

通过其他权益工具投资配置高股息资产成为券商在市场波动环境下平稳投资波动的选择。2024Q1，上市券商其他权益投资规模 2968 亿元，2023 年/2024Q1 以来规模增速分别为 138.4%和 42.3%。

图 42：上市券商金融投资资产规模及其他权益工具投资规模增速


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

2023 年 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。近期浙商证券多次公告收购国都证券股权进展。3 月末, 公司公告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 5 家股东所持国都证券 19.15% 股权; 5 月 27 日, 公司公告拍得国华能源所持 7.6933% 股份; 6 月 8 日, 公司公布拍得同方创投、嘉融投资所持国都证券合计 7.4159% 股份。若股权转让落地, 公司共持国都证券比例超 34%, 成为公司第一大股东。

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：关注券商扩表和非方向性业务转型

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 7: 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

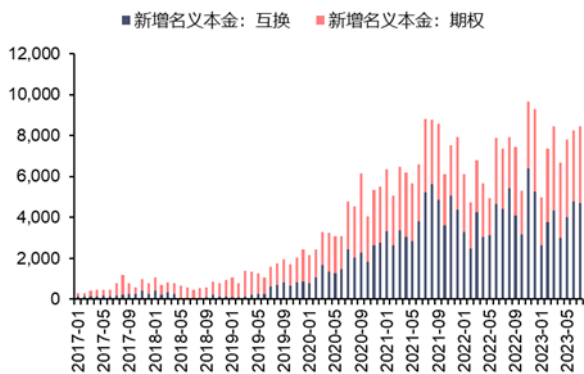
2019-2022 年, 场外衍生品业务驱动金融投资资产规模增长。上市券商金融投资类资产规模贡献了本轮扩表的主要增量, 规模从 3.34 万亿增至 5.25 万亿, CAGR 为 16.3%。机构资产管理规模提升带来的场外衍生品、做市等投资交易类业务需求为主要驱动因素。

表 8: 上市券商资产结构 (2019-2022)

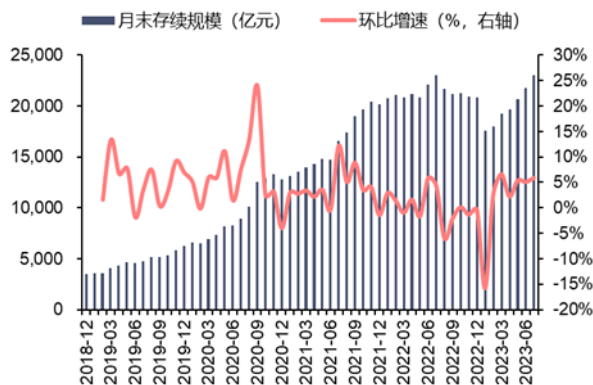
资产	2019	2020	2021	2022	CAGR	增量(亿元)
客户保证金	12,857	16,854	20,601	21,595	19%	8,738
信用类资产	14,284	17,598	18,897	16,953	6%	2,669
金融投资类资产	33,415	39,730	48,243	52,543	16%	19,128
其他资产	11,611	15,078	17,543	20,210	20%	8,599
合计	72,167	89,260	105,284	111,301	16%	39,134

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；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 9：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。

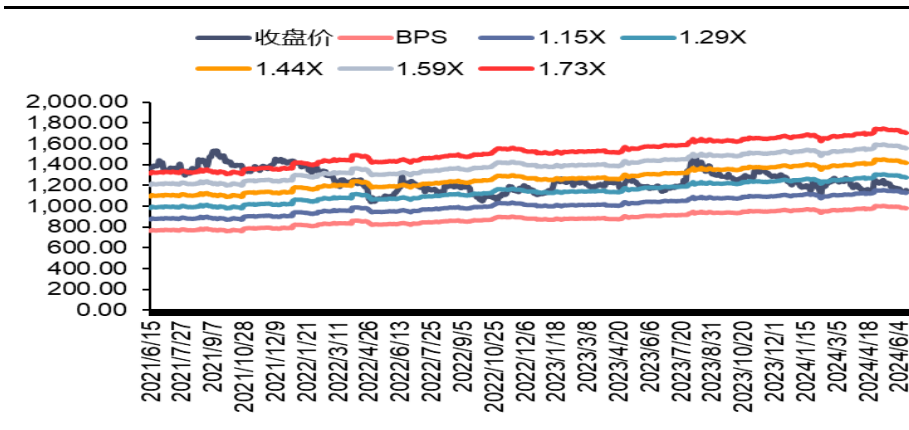
表 10：券商做市业务资格获取情况

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：ifind、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 6 月 20 日，证券板块估值仅 1.16XPB，位于三年历史较低分位。我们认为，从行业经营质量来看，券商板块整体杠杆水平较低，重资产主要为金融投资类资产、信用类资产，资产风险安全可控，估值水平接近于 1 则或具备较强安全边际。

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。

张晓辉，信达证券研发中心银行资深分析师，悉尼大学硕士，曾就职于中国邮政集团研究院金融研究中心、西部证券等。2023年加入信达证券研究所，从事金融业研究工作，主要覆盖银行业，包括上市银行投资逻辑、理财行业及理财子、资产负债、风控、相关外部环境等。

廖紫苑，硕士，新加坡国立大学硕士，浙江大学学士，入选竺可桢荣誉学院、金融学试验班。工作经历涉及租赁、私募、银行和证券业。曾从事金融、家电和有色行业相关研究。曾就职于中国银行、民生证券、天风证券。2022年11月加入信达证券研发中心，从事银行业研究工作。

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。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：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。