

分析师：张洋
登记编码：S0730516040002
zhangyang-yjs@ccnew.com 021-50586627

估值逼近历史低位，盈利见底复苏可期

——证券行业 2024 年中期投资策略

证券研究报告-行业半年度策略

同步大市(维持)

发布日期：2024 年 07 月 08 日

盈利预测和投资评级

公司简称	24BVPS	25BVPS	24P/B	评级
中信证券	18.00	19.08	0.99	增持
华泰证券	17.75	18.67	0.69	增持
方正证券	5.70	5.97	1.34	增持
财通证券	7.62	7.96	0.86	增持
长江证券	5.95	6.25	0.81	增持

证券 II 相对沪深 300 指数表现



资料来源：聚源、中原证券研究所

相关报告

《证券 II 行业月报：券商板块 2024 年 5 月回顾及 6 月前瞻》 2024-06-25

《证券 II 行业月报：券商板块 2024 年 4 月回顾及 5 月前瞻》 2024-05-27

《证券 II 行业专题研究：行业经营环境趋弱，各项业务景气下行，自营延续高波动》 2024-05-24

联系人：马钦琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编：200122

投资要点：

- **新“国九条”勾画出资本市场高质量发展的蓝图。**2024 年 4 月，国务院印发《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》。新“国九条”聚焦中国式现代化，锚定建设金融强国，分阶段提出了未来 5 年、2035 年和本世纪中叶资本市场的发展目标，从投资者保护、上市公司质量、行业机构发展、监管能力和治理体系建设等方面，勾画出了资本市场高质量发展的蓝图。为落实新“国九条”的要求，证券行业需要校正机构定位，以鲜明的人民立场推动各项业务深入转型，持续增强合规风控能力，促进自身高质量发展。
- **证券行业 2023 年及 2024Q1 整体经营情况回顾。**2023 年证券行业共实现营业收入 4059.02 亿元，同比回升 2.77%；共实现净利润 1378.33 亿元，同比下滑 3.14%。2024 年一季度 43 家单一证券业务上市券商营收同比下滑 21.55%，归母净利润同比下滑 31.69%。
- **证券行业 2024 年全年前瞻。**经纪：零售经纪业务难有明显回升的空间，机构经纪业务承压较重，全年行业经纪业务景气度仍将出现一定幅度的下滑；自营：自营业务仍将扮演行业整体经营业绩核心变量的角色，需警惕长债价格波动对固收自营的影响；投行：全年投行业务出现较大幅度下滑已难以避免；资管：公募基金降费将传导至券商资管业务领域，但资管业务对行业整体经营业绩的边际影响有限。利息：利息收入预期偏弱、利息支出相对刚性，全年利息净收入仍将出现下滑。
- **投资策略。**2024 年上半年券商指数创近年来新低，大幅跑输沪深 300 指数。截至 7 月 5 日收盘，券商板块平均 P/B 已逼近历史估值低点。整体看，2024 年全年证券行业整体经营业绩的内生性增长动力不足。随着未来以新“国九条”作为纲领的“1+N”政策体系逐步丰富，资本市场高质量发展的合力有望逐步形成，资本市场生态有望持续优化，市场信心有望实现重塑。在经历短期的规范与阵痛后，资本市场与证券行业的发展前景依然光明，证券行业有望逐步修复盈利并进入新一轮上升周期。维持证券行业“同步大市”的投资评级。以两条思路配置券商板块，思路一：目前券商板块的估值水平已较为充分的定价了行业基本面的悲观预期，“耐心资本”已可以逐步关注券商板块并尝试左侧布局，关注低估值的头部券商及优质中小券商；思路二：并购重组主题仍是下半年驱动个股乃至板块行情的重要因素，值得重点关注。重点推荐公司：中信证券、华泰证券、方正证券、财通证券、长江证券。

风险提示：1. 权益及固收市场环境转弱导致行业整体经营业绩出现下滑；2. 市场波动风险；3. 资本市场改革的政策效果不及预期；4. 超预期事件导致对行业整体或各分业务的盈利预测结果产生明显偏差

内容目录

1. 新“国九条”勾画出资本市场高质量发展的蓝图	5
1.1. 新“国九条”以强监管、防风险、促高质量发展为主线	5
1.2. 证监会以“1+N”政策体系系统化落实新“国九条”	7
1.3. 证券行业进入转型、规范发展的新时期	8
1.4. 证券行业的并购重组有所升温	9
1.4.1. 中型上市券商是本次政策窗口开启后尝试并购重组的先锋	10
1.4.2. 头部券商的并购重组尚待破局	12
2. 证券行业 2023 年及 2024Q1 整体经营情况回顾	13
2.1. 证券行业资本实力持续增长	13
2.2. 23 年证券行业经营业绩同比基本持平，24Q1 明显承压	13
2.3. 2023 年自营业务占比回升至近年来高位，其他各项业务占比均呈现回落	14
3. 证券行业各分业务回顾及 2024 年全年前瞻	15
3.1. 经纪业务回顾及 2024 年全年前瞻	15
3.1.1. 经纪业务回顾	15
3.1.2. 经纪业务全年前瞻	18
3.2. 自营业务回顾及 2024 年全年前瞻	19
3.2.1. 自营业务回顾	19
3.2.2. 自营业务全年前瞻	22
3.3. 投行业务回顾及 2024 年全年前瞻	23
3.3.1. 投行业务回顾	23
3.3.2. 投行业务全年前瞻	25
3.4. 资管业务回顾及 2024 年全年前瞻	26
3.4.1. 资管业务回顾	26
3.4.2. 资管业务全年前瞻	29
3.5. 信用业务回顾及 2024 年全年前瞻	29
3.5.1. 信用业务回顾	29
3.5.2. 信用业务全年前瞻	31
4. 投资策略	32
4.1. 2024 年上半年券商指数创近年来新低，大幅跑输沪深 300 指数	32
4.2. 券商板块出现全面下跌，仅个别个股逆势上涨	32
4.3. 券商板块估值已逼近历史估值低点	33
4.4. 投资建议	34
4.4.1. 2024 年证券行业整体经营业绩的内生性增长动力不足	34
4.4.2. 证券行业盈利见底复苏可期	34
4.4.3. 以两条思路配置券商板块	34
4.4.4. 重点推荐公司	35
5. 风险提示	36

图表目录

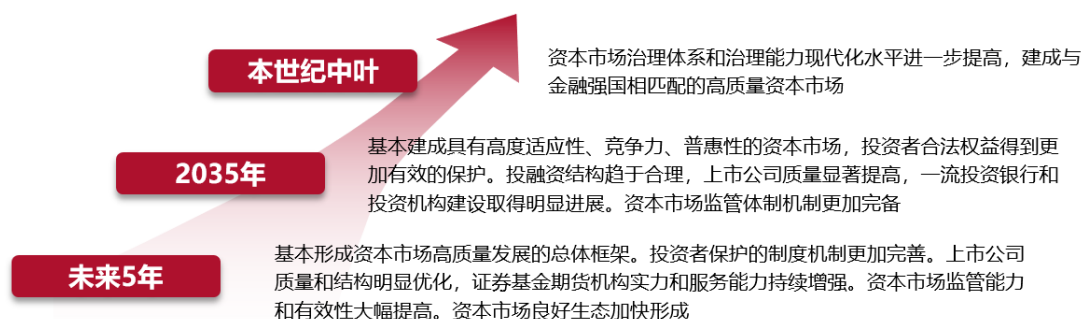
图 1: 新“国九条”提出的未来一个时期资本市场发展目标	5
图 2: 证券行业总资产 (万亿元) 续创历史新高	13
图 3: 证券行业净资产 (万亿元) 续创历史新高	13
图 4: 2023 年证券行业营业总收入 (亿元) 微幅回升	14
图 5: 2023 年证券行业净利润总额 (亿元) 微幅回落	14
图 6: 2012-2023 年证券行业收入结构	15
图 7: 2024H 日均股票成交量 (亿元) 小幅下滑	16
图 8: 2024H 股票成交总量 (万亿元) 降幅有所扩大	16
图 9: 23/24H 北向资金成交占比持续提高	16
图 10: 2023 年行业平均净佣金率降幅再度明显扩大	16
图 11: 2024H 新发基金规模 (亿份) 同比回升	17
图 12: 23/24H 债券型新发基金占比持续创历史新高	17
图 13: 23/24H 公募基金净值 (万亿元) 持续走高	17
图 14: 24H 权益类公募基金净值 (万亿元) 暂时企稳	17
图 15: 23/24Q1 上市券商经纪业务手续费净收入 (合并口径, 亿元) 同比持续下滑	18
图 16: 权益弱势分化 (截至 7 月 5 日收盘)	20
图 17: 固收单边牛市 (截至 7 月 5 日收盘)	20
图 18: 2023 年 43 家单一证券业务上市券商泛自营业务结构	21
图 19: 23/24Q1 上市券商泛自营业务收入 (合并口径, 亿元) 延续高波动性	22
图 20: 2024H IPO 规模 (亿元) 显著回落	23
图 21: 2024H 再融资规模 (亿元) 同步显著回落	23
图 22: 2024H 股权融资规模 (亿元) 进一步显著回落	24
图 23: 2024H 股权融资规模集中度再创历史新高	24
图 24: 2024H 债权融资规模 (万亿元) 维持高位	25
图 25: 2024H 各类债券承销金额集中度略有下降	25
图 26: 23/24Q1 上市券商投行业务手续费净收入 (合并口径, 亿元) 持续下滑且降幅扩大	25
图 27: 23 年行业受托管理资金规模 (万亿) 再创新低	27
图 28: 私募集合资管规模 (万亿, 5 月底) 企稳回升	27
图 29: 2018 年以来券商资管业务结构持续优化	28
图 30: 23/24H 私募资管投资类型以固收类为主	28
图 31: 23/24Q1 上市券商资管业务手续费净收入 (合并口径, 亿元) 的降幅较小	29
图 32: 23/24H 两融余额 (亿元) 先升后降波动加大	30
图 33: 23/24H 两融年度日均余额 (亿元) 持续回落	30
图 34: 24H 质押股数 (亿元) 及占比短暂企稳	30
图 35: 23/24H 市场质押市值持续大幅下降	30
图 36: 23/24Q1 上市券商利息净收入 (合并口径, 亿元) 连续下滑且降幅扩大	31
图 37: 截至 2024 年 7 月 5 日收盘, 中信二级行业指数证券 II 年内涨跌幅为 -14.32%	32
图 38: 截至 2024 年 7 月 5 日收盘, 43 家单一证券业务上市券商年内涨跌幅	33
图 39: 截至 2024 年 7 月 5 日收盘, 券商板块 P/B (倍) 已逼近历史估值低点	33
表 1: 新“国九条”与 2004 版“国九条”对比	6
表 2: 2023Q4 以来支持证券行业并购重组的主要政策汇总	10
表 3: 2022-2023 年国联证券、民生证券主要财务指标及各分业务收入情况 (亿元)	11
表 4: 2022-2023 年浙商证券、国都证券主要财务指标及各分业务收入情况 (亿元)	11

表 5: 2022-2023 年西部证券、国融证券主要财务指标及各分业务收入情况 (亿元)	12
表 6: 2024 年一季度 43 家单一证券业务上市券商归母净利 (合并报表, 亿元) 概况	14
表 7: 截至 2024 年 7 月 5 日收盘, 43 家单一证券业务上市券商 P/B 估值	35
表 8: 重点公司估值表 (截至 7 月 5 日)	36

1. 新“国九条”勾画出资本市场高质量发展的蓝图

2024 年 4 月，国务院印发《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》，是继 2004 年、2014 年两个“国九条”之后，时隔 10 年再次出台的资本市场指导性文件。新“国九条”聚焦中国式现代化，锚定建设金融强国，分阶段提出了未来 5 年、2035 年和本世纪中叶资本市场的发展目标，从投资者保护、上市公司质量、行业机构发展、监管能力和治理体系建设等方面，勾画出了资本市场高质量发展的蓝图。展望未来，资本市场实现高质量发展有望带动证券行业同步进入高质量发展阶段，在经历短期的规范与阵痛后，证券行业的发展前景依然光明并值得期待。

图 1：新“国九条”提出的未来一个时期资本市场发展目标



资料来源：中国政府网、中原证券研究所

1.1. 新“国九条”以强监管、防风险、促高质量发展为主线

国务院于 2004 年发布的《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》（2004 版“国九条”）聚焦资本市场改革开放和稳定发展；2014 年发布的《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》（2014 版“国九条”）聚焦资本市场健康发展，健全多层次资本市场体系。过去 20 年间，我国资本市场以上述两版“国九条”为纲领实现了跨越式发展，期间以注册制为代表的资本市场各项基础制度建设逐步完善、资本市场开放程度持续加深、多层次资本市场体系日益健全、以机构投资者为代表的市场主体持续壮大、资本市场活力持续提升、资本市场的融资功能得到充分体现、资本市场服务实体经济高质量发展的能力得到显著增强。

与前两个“国九条”不同，新“国九条”以强监管、防风险、促高质量发展为主线，针对 2023 年 8 月以来市场波动暴露出来的制度机制、监管执法等方面的突出问题，以目标导向、问题导向推动解决资本市场长期积累的深层次矛盾，以资本市场自身的高质量发展更好地服务经济社会高质量发展的大局，更加有效地保护投资者特别是中小投资者的合法权益，加快建设安全、规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场。

表 1：新“国九条”与 2004 版、2014 版“国九条”对比

	2004 版“国九条”	2014 版“国九条”	新“国九条”
第一条	充分认识大力发展资本市场的重要意义：一是有利于完善社会主义市场经济体制，更大程度地发挥资本市场优化资源配置的功能，将社会资金有效转化为长期投资。二是有利于国有经济的结构调整和战略性改组，加快非国有经济发展。三是有利于提高直接融资比例，完善金融市场结构，提高金融市场效率，维护金融安全。	总体要求：加快建设多渠道、广覆盖、严监管、高效率的股权市场，规范发展债券市场，拓展期货市场，着力优化市场体系结构、运行机制、基础设施和外部环境，实现发行交易方式多样、投融资工具丰富、风险管理功能完备、场内场外和公募私募协调发展。到 2020 年，基本形成结构合理、功能完善、规范透明、稳健高效、开放包容的多层次资本市场体系。	总体要求：以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻党的二十大和二十届二中全会精神，贯彻新发展理念，紧紧围绕打造安全、规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，坚持把资本市场的一般规律同中国国情市情相结合，坚守资本市场工作的政治性、人民性，以强监管、防风险、促高质量发展为主线，以完善资本市场基础制度为重点，更好发挥资本市场功能作用，推进金融强国建设，服务中国式现代化大局。
第二条	推进资本市场改革开放和稳定发展的指导思想和任务：以扩大直接融资、完善现代市场体系、更大程度地发挥市场在资源配置中的基础性作用为目标，建设透明高效、结构合理、机制健全、功能完善、运行安全的资本市场。	发展多层次股票市场：积极稳妥推进股票发行注册制改革。加快多层次股权市场建设。提高上市公司质量。鼓励市场化并购重组。完善退市制度。	严把发行上市准入关：进一步完善发行上市制度。强化发行上市全链条责任。加大发行承销监管力度。
第三条	进一步完善相关政策，促进资本市场稳定发展：完善证券发行上市核准制度。重视资本市场的投资回报。鼓励合规资金入市。拓宽证券公司融资渠道。积极稳妥解决股权分置问题。完善资本市场税收政策。	规范发展债券市场：积极发展债券市场。强化债券市场信用约束。深化债券市场互联互通。加强债券市场监管协调。	严格上市公司持续监管：加强信息披露和公司治理监管。全面完善减持规则体系。强化上市公司现金分红监管。推动上市公司提升投资价值。
第四条	健全资本市场体系，丰富证券投资品种：建立多层次股票市场体系。积极稳妥发展债券市场。稳步发展期货市场。建立以市场为主导的品种创新机制。	培育私募市场：建立健全私募发行制度。发展私募投资基金。	加大退市监管力度：深化退市制度改革，加快形成应退尽退、及时出清的常态化退市格局。
第五条	进一步提高上市公司质量，推进上市公司规范运作：提高上市公司质量。规范上市公司运作。完善市场退出机制。	推进期货市场建设：发展商品期货市场。建设金融期货市场。	加强证券基金机构监管，推动行业回归本源、做优做强：推动证券基金机构高质量发展。积极培育良好的行业文化和投资文化。
第六条	促进资本市场中介服务机构规范发展，提高执业水平：把证券、期货公司建设成为具有竞争力的现代金融企业。加强对其他中介服务机构的管理。	提高证券期货服务业竞争力：放宽业务准入。促进中介机构创新发展。壮大专业机构投资者。引导证券期货互联网业务有序发展。	加强交易监管，增强资本市场内在稳定性：促进市场平稳运行。加强交易监管。健全预期管理机制。
第七条	加强法制和诚信建设，提高资本市场监管水平：健全资本市场法规体系，加强诚信建设。推进依法行政，加强资本市场监管。发挥行业自律和舆论监督作用。	扩大资本市场开放：便利境内外主体跨境投融资。逐步提高证券期货行业对外开放水平。加强跨境监管合作。	大力推动中长期资金入市，持续壮大长期投资力量：建立培育长期投资的市场生态，完善适配长期投资的基础制度，构建支持“长钱长投”的政策体系。优化保险资金权益投资政策环境，落实并完善国有保险公司绩效评价办法，更好鼓励开展长期权益投资。
第八条	加强协调配合，防范和化解市场风险：营造良好的资本市场发展环境。共同防范和化解市场风险。严厉打击证券期货市场违法活动。	防范和化解金融风险：完善系统性风险监测预警和评估处置机制。健全市场稳定机制。从严查处证券期货违法违规行。推进证券期货监管转型。	进一步全面深化改革开放，更好服务高质量发展：着力做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章。完善多层次资本市场体系。坚持统筹资本市场高水平制度型开放和安全。
第九条	认真总结经验，积极稳妥地推进对外开放：严格履行我国加入世贸组织关于证券服务业对外开放的承诺。积极利用境外资本市场。加强交流与合作。	营造资本市场良好发展环境：健全法规制度。坚决保护投资者特别是中小投资者合法权益。完善资本市场税收政策。完善市场基础设施。加强协调配合。规范资本市场信息传播秩序。	推动形成促进资本市场高质量发展的合力：推动加强资本市场法治建设，大幅提升违法违规成本。加大对证券期货违法犯罪的联合打击力度。深化央地、部际协调联动。打造政治过硬、能力过硬、作风过硬的监管铁军。

资料来源：中国政府网、中原证券研究所

1.2. 证监会以“1+N”政策体系系统化落实新“国九条”

新“国九条”作为未来一个时期资本市场的纲领性文件，将与证监会会同相关方面组织实施的落实安排共同形成“1+N”政策体系。其中，“1”就是新“国九条”本身，“N”就是若干配套制度规则。截至6月底，证监会已经出台了严把发行上市准入关、加强上市公司持续监管、严格执行退市制度、加强上市证券公司监管、服务科技企业高水平发展、深化科创板改革等等一系列配套政策文件。随着配套制度规则的不断丰富，强监管、防风险、促高质量发展的政策主线作为一个相辅相成的有机整体，将一体推进，系统落实。

针对第二条：严把发行上市准入关的配套制度规则。3月15日，证监会发布《关于严把发行上市准入关从源头上提高上市公司质量的意见（试行）》，文件着眼于从源头提高上市公司质量，全面从严加强对企业发行上市活动监管，压紧压实发行监管全链条各相关方责任，维护良好的发行秩序和生态。同日，证监会修订实施《首发企业现场检查规定》，强调“申报即担责”，并对撤回企业“一查到底”，切实提升发行上市监管效能。4月30日，证监会修改发布《科创属性评价指引（试行）》，适度提高了对科创板拟上市企业的研发投入、发明专利数量及营业收入复合增长率要求，旨在引导科创企业更加重视科研投入和科研成果产业化，促进申报企业质量进一步提升。

针对第三条：严格上市公司持续监管的配套制度规则。3月15日，证监会发布《关于加强上市公司监管的意见（试行）》，文件着眼于推动上市公司提升投资价值和加强投资者保护，聚焦打击财务造假、严格规范减持、加大分红监管、加强市值管理等各方关注的重点问题。5月24日，证监会发布《上市公司股东减持股份管理暂行办法》、《上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其变动管理规则》，持续强化对股东减持行为的监管，严厉打击、从严惩处违规减持行为。

针对第四条：加大退市监管力度的配套制度规则。4月12日，证监会发布《关于严格执行退市制度的意见》，文件着眼于提升存量上市公司整体质量，通过严格退市标准，加大对“僵尸空壳”和“害群之马”出清力度，削减“壳”资源价值；同时，拓宽多元退出渠道，加强退市公司投资者保护。

针对第五条：加强证券基金机构监管，推动行业回归本源、做优做强的配套制度规则。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）》，文件聚焦校正行业机构定位、促进功能发挥、提升专业服务能力和监管效能。4月19日，证监会发布《公开募集证券投资基金证券交易费用管理规定》，进一步加强公开募集证券投资基金证券交易费用管理，规范基金管理人证券交易佣金及分配管理，保护基金份额持有人合法权益，提升证券公司机构投资者服务能力。5月10日，证监会修订发布《关于加强上市证券公司监管的规定》，明确要求上市证券公司，以更鲜明的人民立场、更先进的发展理念、更严格的合规风控和更加规范、透明的信息披露，努力回归本源、做优做强；督促上市证券公司聚焦主责主业，规范市场化融资行为，坚持功能型、集约型、专业化、特色化发展方向，健全公司治理，发挥行业标杆示范作用。

针对第六条：加强交易监管，增强资本市场内在稳定性的配套制度规则。5月15日，证监会发布《证券市场程序化交易管理规定（试行）》，内容包括明确程序化交易（量化交易）的定义和总体要求，落实“先报告、后交易”，要求证券交易所对程序化交易实行实时监控，对异常交易行为进行重点监控，加强信息系统管理，加强高频交易监管等，对程序化交易（量化交易）作出全方位、系统性的监管规定。

针对第八条：进一步全面深化改革开放，更好服务高质量发展的配套制度规则。4月19日，证监会发布5项资本市场对港合作措施，进一步拓展优化沪深港通机制、助力香港巩固提升国际金融中心地位，共同促进两地资本市场协同发展。同日，证监会发布《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、私募投资等全方位提出科技型企业的支持性举措，更好服务科技创新，促进新质生产力发展。6月19日，证监会发布《关于深化科创板改革 服务科技创新和新质生产力发展的八条措施》，紧紧围绕服务高水平科技自立自强和新质生产力发展，推出一揽子改革举措；针对市场反映较为集中的新股发行高价超募、活跃并购重组市场、加强上市公司监管等问题作出了相应安排。

针对第九条：推动形成促进资本市场高质量发展合力的配套制度规则。3月15日，证监会党委制定印发《关于落实政治过硬能力过硬作风过硬标准全面加强证监会系统自身建设的意见》，文件突出严字当头、直面问题、刀刃向内，坚持以自我革命引领自身建设，推动证监会系统全面从严治党、党风廉政建设和反腐败斗争向纵深发展。

1.3. 证券行业进入转型、规范发展的新时期

以新“国九条”为核心的“1+N”政策体系针对证券行业提出了新的要求，督促和引导证券行业全面践行中国特色金融发展之路，全面提升服务实体经济和服务投资者水平。为落实新“国九条”的要求，证券行业需要校正机构定位，以鲜明的人民立场推动各项业务深入转型，持续增强合规风控能力，促进自身高质量发展。

一是把功能性放在首要位置。《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）》、《关于加强上市证券公司监管的规定》均要求证券公司“把功能性放在首要位置”，新“国九条”要求证券基金机构“处理好功能性和盈利性关系”、“引导股东单位在机构经营考核中显著加大功能性考核的权重”。这要求证券公司各项业务由以往的以追求盈利为目标，向更加体现功能性转型，即扩大各项业务覆盖的广度及深度，不盲目追求绝对盈利或短期盈利，通过提供优质的投资融服务持续回馈市场，促进市场各类资源优化配置，支持国家重大战略和经济高质量发展。

二是聚焦传统轻资产业务。《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）》、《关于加强上市证券公司监管的规定》均要求证券公司“规范市场化融资行为、合理确定融资规模和时机、审慎开展高资本消耗型业务，提升资金使用效率”，引导证券公司走资本集约型的专业化发展道路。同时，新“国九条”要求行业机构“加强投行能力和财富管理能力建设”。在政策的引导下，近年来证券行业通过大额再融资、加杠

杆、扩张资产负债表推动 ROE 增长的经营方式将难以为继。未来一段时期内，证券公司需要将业务能力建设的重心聚焦于传统轻资产业务领域，强化产品与服务能力建设、提升服务适配性，逐步构建起适合市场各类主体需求的多样化金融产品和服务体系，充分发挥好直接融资“服务商”、社会财富“管理者”的功能。

三是压实压严资本市场“看门人”职责。新“国九条”在第二条严把发行上市准入关中指出“建立审核回溯问责追责机制、建立中介机构‘黑名单’制度、坚持‘申报即担责’”，《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）》指出“严格落实‘申报即担责’要求，建立健全执业负面清单和诚信档案管理制度”。2023 年下半年以来，针对投行业务领域的监管措施密集发布，涉及包括投行优势券商在内的多家上市证券公司，监管层重拳整治股权融资业务的违法违规事件。证券公司作为资本市场的“看门人”，需要进一步健全投行内控体系，持续提升价值发现能力，大力强化项目甄别、估值定价等执业能力建设，树立并深化功能性意识，主动摒弃存在违法违规隐患或者不符合监管导向的项目，切实把好发行上市的第一关。

四是审慎进行业务创新。《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）》要求证券公司“坚守业务本源、稳健推进业务创新，确保组织架构设置、业务发展与合规风控水平、专业能力相匹配”、“坚持‘看不清管不住则不展业’”。年初权益市场波动加大，雪球产品及 DMA 业务的风险集中暴露，引发市场对于证券公司创新业务的高度关注，目前监管层已加强对相关产品及业务的规范。预计未来一段时期内证券公司场外衍生品以及投资交易等重资产业务领域的业务创新将明显放缓，证券公司需要充分发挥作为经纪商、交易商、专业机构投资者的积极作用，处理好业务发展创新与合规风控、专业能力水平的平衡关系，切实维护市场稳定健康运行。

五是高度重视行业文化建设。新“国九条”要求证券公司“积极培育良好的行业文化和投资文化”，《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）》要求证券公司“深入开展中国特色金融文化建设、加强从业人员管理、加强廉洁从业监管”。展望未来，证券公司应当高度重视行业文化建设，并将其上升至公司发展战略层面、融入日常运营和管理之中。强化证券行业文化建设对于践行人民立场、提升投资者保护水平、优化行业发展生态、树立良好社会形象、积极履行社会责任等方面均具有重要意义。

1.4. 证券行业的并购重组有所升温

继 2023 年中央金融工作会议指出“培育一流投资银行和投资机构”以及随后证监会表态“支持头部证券公司通过并购重组等方式做优做强”后，2024 年新“国九条”在第五条加强证券基金机构监管，推动行业回归本源、做优做强中再度指出“支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式提升核心竞争力，鼓励中小机构差异化发展、特色化经营”，《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）》指出“适度拓宽优质机构资本空间，支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式做优做强”。2023 年四季度以来，顶层政策支持证券行业并购重组的窗口期已经开启，鼓励头部机构通过并购重组做优

做强的政策导向已经较为明确。

表 2：2023Q4 以来支持证券行业并购重组的主要政策汇总

出台时间	出处	主要表述
2023 年 10 月 30 日-31 日	中央金融工作会议	培育一流投资银行和投资机构；要完善机构定位，支持国有大型金融机构做优做强，当好服务实体经济的主力军和维护金融稳定的压舱石，严格中小金融机构准入标准和监管要求，立足当地开展特色化经营
2023 年 11 月 3 日	证监会	将支持头部证券公司通过业务创新、集团化经营、并购重组等方式做优做强，打造一流的投资银行，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
2024 年 3 月 15 日	证监会	《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）》二、校正行业机构定位（二）督促实现高质量发展：适度拓宽优质机构资本空间，支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式做优做强；鼓励中小机构差异化发展、特色化经营，结合股东特点、区域优势、人才储备等资源禀赋和专业能力做精做细
2024 年 4 月 12 日	国务院	新“国九条”第五条加强证券基金机构监管，推动行业回归本源、做优做强：支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式提升核心竞争力，鼓励中小机构差异化发展、特色化经营

资料来源：中国政府网、中国证监会、中原证券研究所

1.4.1. 中型上市券商是本次政策窗口开启后尝试并购重组的先锋

相较头部券商，中型上市券商在资本实力、业务资源、专业能力等方面均显不足，面临较大的发展压力和挑战；同时，中型上市券商普遍属于区域型券商，具备良好的股东背景和区域优势，部分公司近年来在探索差异化发展、特色化经营已初显成效，并积累了一定的比较竞争优势，做大做强的诉求更为强烈。在能够产生协同效应的前提下，并购重组是整合业务资源、提升专业能力的重要方式，能够帮助中型券商快速补齐业务及区域布局的短板、优化业务结构、提升盈利能力及业绩稳定性、增强公司的整体竞争力、提高公司的整体行业地位。2024 年上半年，已有国联证券、浙商证券、西部证券公告并购或拟并购民生证券、国都证券、国融证券全部或部分股权，中型券商已成为本次政策窗口开启后尝试并购重组的先锋。

国联证券拟收购民生证券 100%股权。5 月 15 日，国联证券公告拟以 11.31 元/股向控股股东国联集团以及其他 46 名交易对方购买其合计持有的民生证券 100%股权，并拟向不超过 35 名特定投资者发行股份募集不超过 20 亿元配套资金用于民生证券业务发展。截至 2023 年底，民生证券总资产 599.42 亿元、净资产 158.28 亿元；2023 年实现营业收入 37.99 亿元，实现归母净利 6.81 亿元。2022-2023 年，民生证券经纪业务净收入分别为 8.00 亿元、8.98 亿元，投行业务净收入分别为 16.06 亿元、21.09 亿元，两者合计占营业收入的比重分别为 95.02%、79.15%。民生证券投行业务的实力较为突出，IPO 项目储备长期处于行业前 5 位、中小券商第一位。收购完成后，国联证券经纪业务、特别是投行业务的实力将得到显著提升，投行业务将进入行业第一方阵并领跑中小券商，如果能够通过业务整合实现协同效应，公司的整体实力以及行业地位有望实现跨越式发展。

表 3：2022-2023 年国联证券、民生证券主要财务指标及各分业务收入情况（亿元）

项目	2023		2022	
	国联证券	民生证券	国联证券	民生证券
总资产	871.29	599.42	743.82	589.86
净资产	181.24	158.28	167.61	151.75
营业收入	29.55	37.99	26.23	25.32
归母净利	6.71	6.81	7.67	2.11
经纪业务净收入	5.15	8.98	5.50	8.00
投行业务净收入	4.89	21.09	4.77	16.06
资管业务净收入	4.43	0.80	1.94	0.91
投资收益（含公允价值变动）	12.22	4.03	11.52	-2.02
利息净收入	0.81	0.20	1.21	0.47

资料来源：Wind、中原证券研究所

浙商证券完成收购国都证券 34.2546%股权。3 月 30 日，浙商证券公告通过协议转让方式受让国都证券 19.1454%股权，合计 29.84 亿元，以现金作为支付方式；5 月 9 日、5 月 11 日，浙商证券分别公告拟参与竞拍共三个对手方合计持有的国都证券 15.1092%股权，合计 21.44 亿元，以现金作为支付方式；5 月 28 日、6 月 8 日，浙商证券分别公告已与相关对手方签订《产权交易合同》。国都证券于 2017 年 3 月在新三板挂牌，截至 2023 年底，公司总资产 338.79 亿元、净资产 108.65 亿元；2023 年实现营业收入 13.81 亿元，实现归母净利 7.23 亿元。国都证券经纪业务主要集中于北方地区，持有中欧基金 20%股权，较为依赖经纪、自营业务以及中欧基金的投资收益。浙商证券完成对国都证券的控股后，将进一步完善公司经纪业务的全国布局，并通过间接参股中欧基金补齐公募基金业务的短板。

表 4：2022-2023 年浙商证券、国都证券主要财务指标及各分业务收入情况（亿元）

项目	2023		2022	
	浙商证券	国都证券	浙商证券	国都证券
总资产	1455.28	338.79	1369.61	348.89
净资产	282.71	108.65	273.09	103.70
营业收入	176.38	13.81	168.14	9.38
归母净利	17.54	7.23	16.54	3.55
经纪业务净收入	24.72	2.72	18.69	3.26
投行业务净收入	8.77	0.19	7.79	0.43
资管业务净收入	4.20	0.05	4.35	0.12
投资收益（含公允价值变动）	10.37	9.92	6.96	4.51
利息净收入	7.54	0.27	7.83	0.68

资料来源：Wind、中原证券研究所

西部证券拟收购国融证券控股权。6 月 21 日，西部证券发布公告，正在筹划以支付现金方式收购国融证券控股权事项，具体收购股份比例以最终签订的股份转让协议为准。截至 2023 年底，国融证券总资产 176.75 亿元、净资产 42.16 亿元；2023 年实现营业收入 9.67 亿元，实现归母净利 0.39 亿元。国融证券投行业务相对突出（债权融资业务实力相对较强），2022-2023 年分别实现投行业务净收入 2.17 亿元、2.49 亿元；公司在全国拥有 90 家分公司/

证券营业部，但规模普遍偏小，2022-2023 年分别实现经纪业务净收入 1.85 亿元、1.64 亿元；公司资管业务具备一定特色，近年来资管业务净收入在 0.7-0.9 亿元之间波动。如果西部证券能够实现对国融证券的控股，有助于公司拓展财富管理、投行、资管等业务的广度及深度。

表 5：2022-2023 年西部证券、国融证券主要财务指标及各分业务收入情况（亿元）

项目	2023		2022	
	西部证券	国融证券	西部证券	国融证券
总资产	962.21	176.75	956.65	179.05
净资产	281.23	42.16	271.59	41.65
营业收入	68.94	9.67	53.08	6.98
归母净利润	11.66	0.39	4.28	-2.50
经纪业务净收入	7.94	1.64	9.66	1.85
投行业务净收入	3.60	2.49	3.49	2.17
资管业务净收入	1.18	0.90	0.74	0.72
投资收益（含公允价值变动）	22.96	3.08	10.04	0.65
利息净收入	-2.52	0.89	-1.95	1.00

资料来源：Wind、中原证券研究所

1.4.2. 头部券商的并购重组尚待破局

虽然并购重组是证券公司整合业务资源、提升专业能力的重要方式，能够帮助并购方快速提高行业地位，是打造一流投资银行和投资机构的重要手段，但能否真正实现 1+1>2 的协同效应并非易事。一是制定切实可行的前瞻性发展战略对于公司长远发展至关重要，证券公司需要以整体发展战略为导向，审慎考量、科学决策，确保并购重组活动与长远发展目标相匹配。二是并购双方需要具备较强的互补性，对于证券公司而言，互补性体现在业务和区域两个方面。其中，业务互补旨在补齐并购方的业务短板，有助于并购方优化业务结构、增强整体盈利能力、提升各项业务之间的协同能力等；区域互补旨在补齐并购方在特定区域的布局短板，有助于并购方进一步完善全国地理布局，扩大特定区域的覆盖面、增强特定区域的竞争力等。三是证券公司的并购重组能否真正成功并产生协同效应，不仅取决于精准的市场判断、合理的并购策略，还取决于后期能否实现有效的整合。并购重组的后期整合工作涉及并购双方的组织架构、人员配置、岗位取舍、治理结构、经营策略、资源统合、文化融合等方方面面，是复杂的系统性工程。纵观各行各业的并购重组，失败案例往往并不在于并购重组活动本身，而在于后期的整合能否达到预期效果。

截至目前，头部券商之间的并购重组尚待破局，一是近年来头部券商整体经营稳健，行业集中度维持高位，头部券商之间的体量较为接近、业务布局相似、整体实力差距并不显著，简单通过市场化的方式进行并购重组难以有效解决后期整合难度大的问题。二是目前头部券商主要由中央部委、央企、北京及上海地方政府所实控，头部券商之间的并购重组尚需相关政策针对组织架构、人员系统、管理模式等后期整合的难点提出指引。相较头部券商，中小券商以公司战略和互补性作为出发点进行市场化并购，后期整合的难度相对较小，更易实现协同效应，但仍需结合自身禀赋审慎、科学的选择并购标的，盲目跟风并不可取。

2. 证券行业 2023 年及 2024Q1 整体经营情况回顾

2.1. 证券行业资本实力持续增长

根据中国证券业协会的统计，截至 2023 年底，共有 145 家证券公司，总资产为 11.83 万亿元，净资产为 2.95 万亿元，净资本为 2.18 万亿元，同比分别增长 6.96%、5.73%、4.31%。

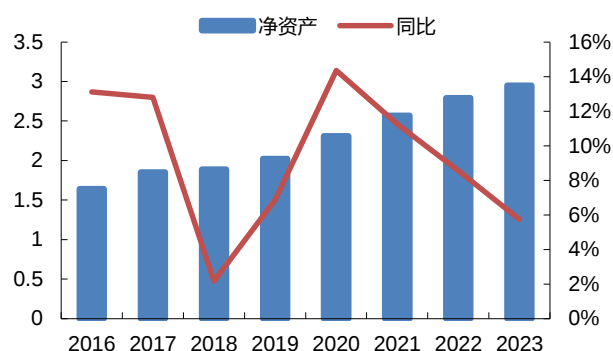
2023 年证券行业资本实力绝对额续创历史新高。其中，总资产的增幅同比有所扩大，净资产的增幅同比明显收窄，行业整体杠杆率进一步提高。

图 2：证券行业总资产（万亿元）续创历史新高



资料来源：中国证券业协会、中原证券研究所

图 3：证券行业净资产（万亿元）续创历史新高



资料来源：中国证券业协会、中原证券研究所

2.2. 23 年证券行业经营业绩同比基本持平，24Q1 明显承压

根据中国证券业协会的统计，2023 年证券行业共实现营业收入 4059.02 亿元，同比回升 2.77%；共实现净利润 1378.33 亿元，同比下滑 3.14%。其中，行业净利润总额连续第二年出现回落。

根据各公司合并财务报表，2024 年一季度 43 家单一证券业务上市券商共实现营业收入 1058.28 亿元，同比下滑 21.55%；共实现归属于母公司股东的净利润 293.51 亿元，同比下滑 31.69%。

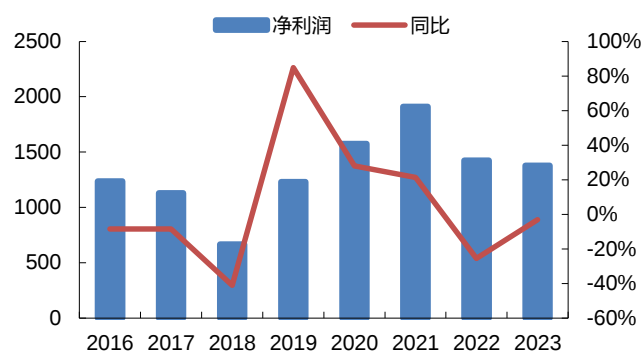
2024 年一季度上市券商的整体经营业绩明显承压，且上市券商之间保持较为鲜明的业绩分化。一是头部券商之间的经营业绩出现分化。近年来头部券商的自营业务积极践行去方向化，但 24Q1 中性权益类自营业务受到极端市场环境冲击，造成头部券商的经营业绩出现明显波动，部分公司下滑的幅度较大，仅中信证券仍保持较强的业绩稳定性。二是中小券商之间的经营业绩出现分化。相较头部券商，24Q1 中小券商业绩同比变动的跨度更加显著，并分列归母净利增速的两端。其中，少数未开展方向性权益类自营业务的中小券商业绩实现逆势增长，大多数公司的业绩则出现不同程度下滑，业绩降幅排名靠前的基本为中小券商，个别公司同比由盈转亏。

图 4：2023 年证券行业营业总收入（亿元）微幅回升



资料来源：中国证券业协会、中原证券研究所

图 5：2023 年证券行业净利润总额（亿元）微幅回落



资料来源：中国证券业协会、中原证券研究所

表 6：2024 年一季度 43 家单一证券业务上市券商归母净利（合并报表，亿元）概况

上市券商	归母净利	同比	上市券商	归母净利	同比	上市券商	归母净利	同比
中信证券	49.59	-8.47%	财通证券	4.56	-7.68%	信达证券	1.85	-14.41%
国泰君安	24.89	-18.13%	东吴证券	4.56	-21.81%	山西证券	1.59	-36.72%
华泰证券	22.91	-29.39%	浙商证券	4.47	-8.31%	第一创业	1.43	1.64%
招商证券	21.57	-4.54%	长江证券	4.02	-46.82%	中原证券	1.31	85.53%
中国银河	16.31	-27.46%	国金证券	3.67	-38.60%	华西证券	1.26	-68.60%
广发证券	15.38	-28.67%	东兴证券	3.60	64.28%	红塔证券	1.20	-46.95%
申万宏源	13.88	-31.00%	长城证券	3.53	-21.73%	财达证券	1.11	-45.13%
中金公司	12.39	-45.13%	中泰证券	3.31	-71.25%	国海证券	0.94	-58.66%
国信证券	12.29	-30.51%	兴业证券	3.28	-60.38%	华林证券	0.55	-12.83%
中信建投	12.28	-49.52%	华安证券	2.79	-23.29%	太平洋	0.35	-76.61%
海通证券	9.11	-62.56%	南京证券	2.63	21.21%	东北证券	0.21	-94.35%
东方证券	8.86	-37.94%	西南证券	2.30	1.77%	国联证券	-2.19	-205.50%
方正证券	7.84	41.06%	首创证券	2.20	25.22%	天风证券	-3.76	-168.72%
光大证券	6.82	-28.75%	中银证券	2.02	-19.92%			
国元证券	4.63	-10.98%	西部证券	1.96	-45.24%			

资料来源：Wind、中原证券研究所

2.3. 2023 年自营业务占比回升至近年来高位，其他各项业务占比均呈现回落

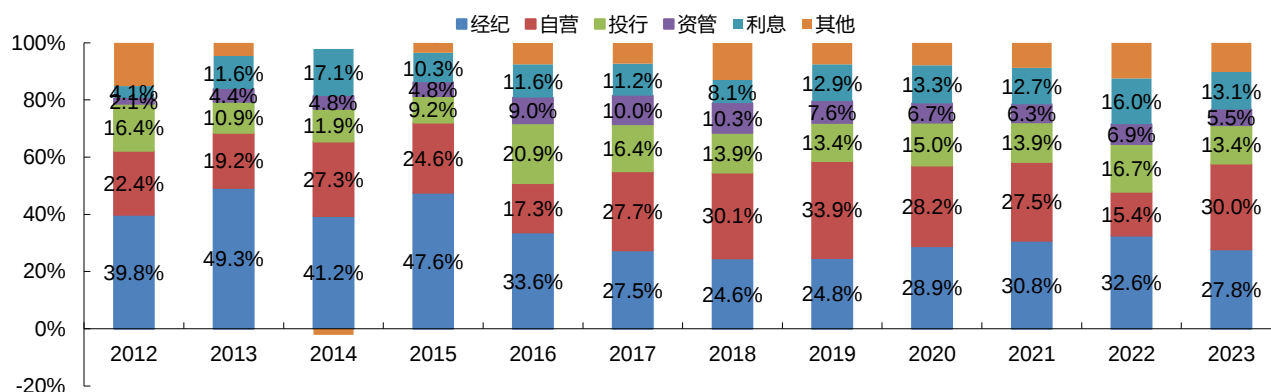
根据中国证券业协会公布的行业数据进行统计，2023 年行业经纪、自营、投行、资管、利息、其他收入占比分别为 27.8%、30.0%、13.4%、5.5%、13.1%、10.2%。2022 年行业经纪、自营、投行、资管、信用、其他业务净收入占比分别为 32.6%、15.4%、16.7%、6.9%、16.0%、12.5%。

2023 年投资收益（含公允价值变动）占比在 2022 年创近十年来最低后，快速回升至近十年来的次高位水平；经纪业务净收入占比的下降幅度最大，并降至近十年来的次低位水平；投行业务净收入占比降至 2019 年科创板试点注册制以来最低；资管业务净收入占比降至

2016 年以来最低；利息净收入占比的降幅同样较为明显，但横向看仍维持在近十年来的相对高位水平。

2023 年行业经纪、自营、利息三个与二级市场行情高度正相关的业务净收入合计占比为 70.9%，同比出现较为明显的回升，主要由自营业务收入占比回升至高位水平所致，证券行业的周期属性仍未出现显著减弱的迹象。

图 6：2012-2023 年证券行业收入结构



资料来源：中国证券业协会、中原证券研究所

注：经纪=代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）+投资咨询业务净收入；投行=证券承销与保荐业务+财务顾问业务净收入

3. 证券行业各分业务回顾及 2024 年全年前瞻

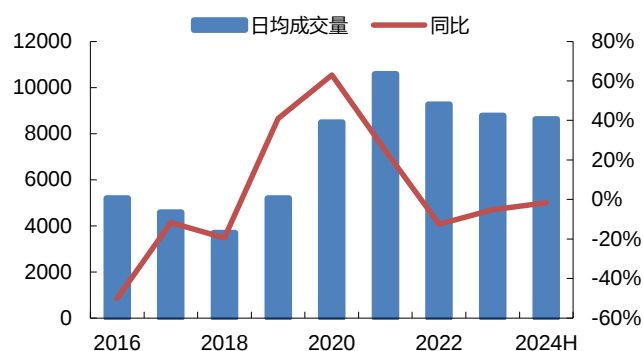
3.1. 经纪业务回顾及 2024 年全年前瞻

3.1.1. 经纪业务回顾

2024 年上半年全市场日均股票成交量小幅下滑。受权益二级市场整体延续弱势的影响，2023 年全市场日均股票成交量、成交总量分别为 8774 亿元、212.33 万亿元，同比均下滑 5.24%，连续第二年出现下滑。

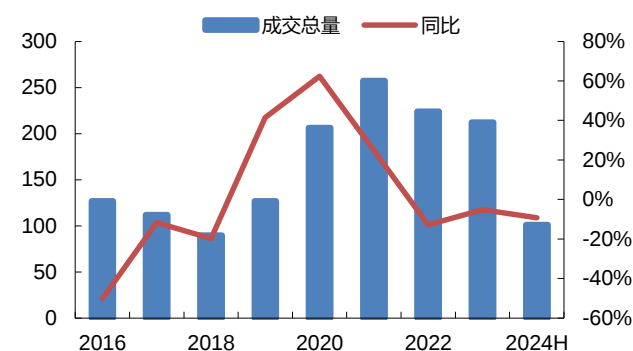
2024 年上半年全市场日均股票成交量为 8630 亿元，较 2023 年全年小幅下滑 1.64%；股票成交总量为 100.95 万亿元，同比下滑 9.25%。2024H 全市场日均股票成交量、成交总量均连续第三年出现下滑，成交总量下滑的幅度有所扩大。

图 7：2024H 日均股票成交量（亿元）小幅下滑



资料来源：Wind、中原证券研究所

图 8：2024H 股票成交总量（万亿元）降幅有所扩大

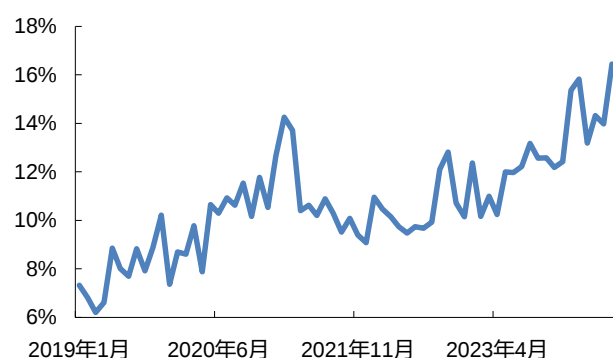


资料来源：Wind、中原证券研究所

2023 年行业平均净佣金率降幅再度明显扩大。2023 年北向资金月度成交占比始终保持在 10% 以上，下半年占比进一步提高，8 月曾达到 13.17% 的全年高点。2023 年北向资金加权平均（按月度成交金额进行加权）交易占比为 11.83%，较 2022 出现明显提高，并创历史新高。2024 年上半年北向资金成交占比在 15% 左右波动，并于 6 月达到 16.44%，再度刷新单月成交占比的历史峰值。

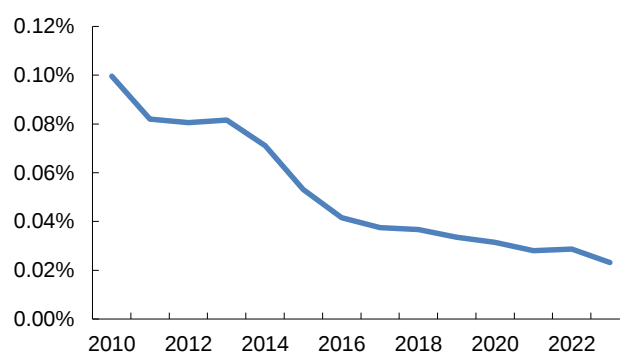
根据中国证券业协会的统计，2023 年行业共实现代理买卖证券业务净收入（含交易单元席位租赁）984.37 亿元。由此计算，将北向资金成交占比按照 23 年月加权平均值 11.83% 的比例剔除后，2023 年行业平均净佣金率为 2.32‰（万分之 2.32），较 2022Q3 下滑 19%，降幅再度明显扩大。

图 9：23/24H 北向资金成交占比持续提高



资料来源：Wind、中原证券研究所

图 10：2023 年行业平均净佣金率降幅再度明显扩大

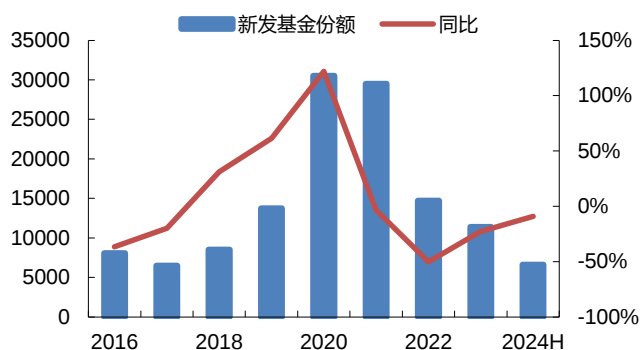


资料来源：中国证券业协会、Wind、中原证券研究所

2024 年上半年新发基金规模回暖，但权益类基金的发行依然不畅。2023 年以来权益二级市场未见明显改善，新发基金规模仍在寻底。根据 Wind 的统计，2023 年新发基金份额（认购截止日）为 11371 亿份，同比下滑 27.81%，连续第三年出现回落。2023 年新发基金份额的同比降幅虽较 2022 年超过 50% 的水平明显收敛，但绝对降幅依然较大。2023 年权益型、混合型、债券型新发基金占比 12.16%、13.32%、70.81%，其中权益型+混合型新发占比同比-3.23 个百分点，债券型新发占比同比+3.83 个百分点，债券型基金新发占比创历史新高。

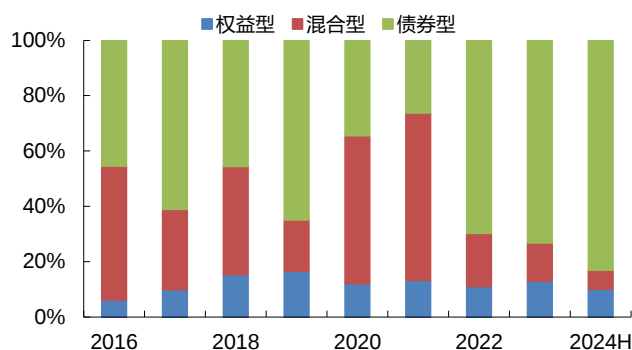
2024 年上半年新发基金份额为 6600 亿份（认购截止日），同比回升 25.23%。其中，24Q1 新发基金规模为 2493 亿份，同比-9.00%，环比-33.98%，单季新发规模创 2020 年以来新低；24Q2 新发基金规模为 4107 亿份，同比+62.30%，环比+64.71%，出现较为明显的回暖。24H 权益型、混合型、债券型新发基金占比分别为 9.96%、6.64%、81.34%，权益型+混合型新发占比进一步下降，债券型新发占比再创历史新高，显示 24H 新发基金规模的回暖主要由债券型基金所带动，权益类基金的发行依然不畅。

图 11：2024H 新发基金规模（亿份）同比回升



资料来源：Wind、中原证券研究所

图 12：23/24H 债券型新发基金占比持续创历史新高

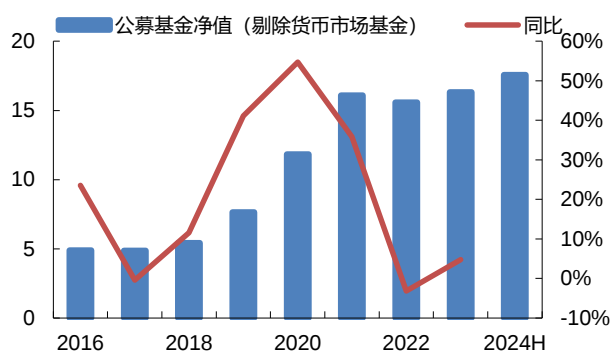


资料来源：Wind、中原证券研究所

2024 年上半年权益类公募基金净值暂时企稳。根据中国证券投资基金业协会的统计，截至 2023 年底，剔除货币市场基金后的公募基金、股票+混合公募基金净值分别为 16.32 万亿、6.79 万亿，同比分别+4.75%、-9.22%。其中，股票+混合公募基金净值连续第二年出现下滑。

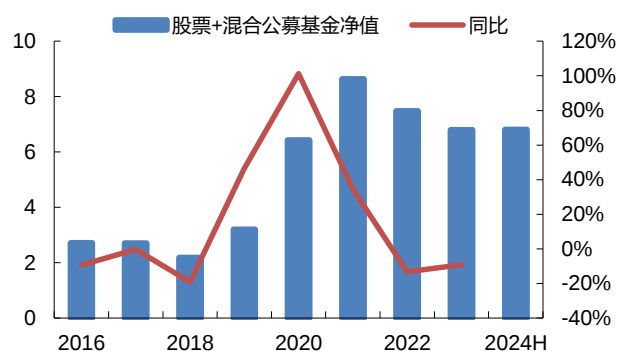
截至 2024 年 5 月底，剔除货币市场基金后的公募基金、股票+混合公募基金净值分别为 17.57 万亿、6.80 万亿，较 2023 年底分别+7.66%、持平。2023 年以来权益类基金净值变动与公募基金整体净值变动持续背离，债券型基金贡献了剔除货币市场基金后公募基金整体的主要增量。

图 13：23/24H 公募基金净值（万亿元）持续走高



资料来源：中国证券投资基金业协会、中原证券研究所

图 14：24H 权益类公募基金净值（万亿元）暂时企稳



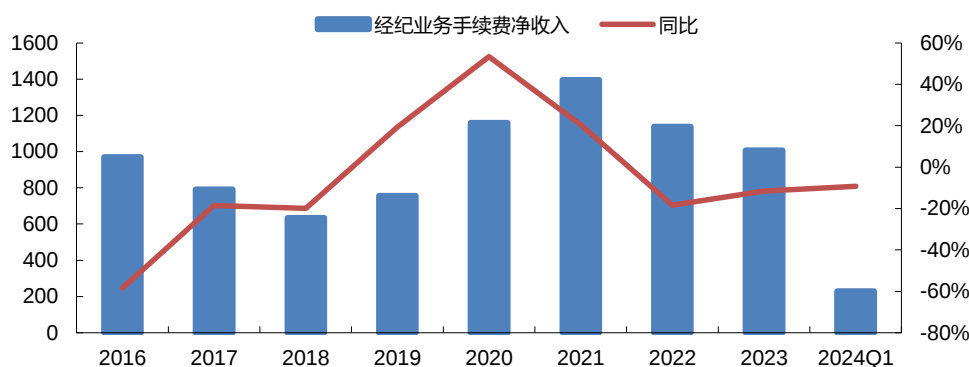
原：中国证券投资基金业协会、中原证券研究所

23/24Q1 上市券商经纪业务手续费净收入出现持续下滑。根据各公司合并财务报表，

2023 年 43 家单一证券业务上市券商共实现合并口径经纪业务手续费净收入 1006.25 亿元，同比-11.56%，连续第二年出现下滑但降幅有所收窄。其中，经纪业务各子业务领域中，代理买卖证券业务、交易单元席位租赁、代销金融产品业务、期货经纪业务合计净收入分别为 621.20 亿元、159.89 亿元、108.30 亿元、116.71 亿元，同比分别-13.9%、-12.2%、-10.6%、-2.3%；各子业务净收入在合并口径经纪业务手续费净收入中的占比分别为 61.7%、15.9%、10.8%、11.6%。

2024 年一季度 43 家单一证券业务上市券商共实现合并口径经纪业务手续费净收入 228.67 亿元，同比-9.26%，连续第三年出现下滑。24Q1 上市券商经纪业务手续费净收入同比下滑的幅度明显大于日均成交量的降幅，一是预计一季度行业平均净佣金率仍有下降，且降幅大于日均成交量的降幅，导致零售经纪业务同比连续下滑；二是公募基金费率改革第二阶段在报告期内持续推进，6 月 30 日前需要完成交易佣金率的调降，预计一季度已有部分公募基金陆续调降了佣金费率，导致机构经纪业务同比连续下滑；三是一季度新发基金规模创 2020 年以来新低，导致代销金融产品业务持续承压回落。

图 15：23/24Q1 上市券商经纪业务手续费净收入（合并口径，亿元）同比持续下滑



资料来源：Wind、中原证券研究所

3.1.2. 经纪业务全年前瞻

全年日均成交量难有明显回升的空间。首先，2024 年上半年量化投资特别是高频量化在交易公平性方面持续受到市场质疑。5 月 15 日，证监会发布《证券市场程序化交易管理规定（试行）》，出台了加强量化交易监控，对申报速率高、撤单频率快、导致多只证券交易异常或市场运行异常等异常交易行为规定具体标准并实施重点监控；明确高频量化差异化管理要求，允许交易所可适当提高高频交易的收费标准等一系列针对量化交易的监管政策措施。中短周期内，在舆论以及监管压力下，量化投资人调整交易策略、降低交易频率、更加审慎的进行投资交易是大概率事件，近年来因量化交易带来的市场成交增量将出现一定幅度的萎缩。此外，上半年以来量化交易的投资业绩普遍不佳，产品发行降温、赎回规模增加，量化投资总规模的下降也不利于其提升市场成交贡献度。其次，上半年部分场内资金阶段性离场进入债市避险，场外资金入市情绪低迷，二季度以来日均成交量已降至近年来的较低水平，市场信心亟待提振。展望下半年，市场成交量能否有效企稳并回升至相对较为活跃的水平取决于权益二级市场能否

摆脱颓势产生赚钱效应，从而推动现有场内资金恢复内生性增长，并吸引转投债市的原场内资金回流以及场外增量资金入市。扭转市场预期，重振市场信心仍需政策面的强力驱动以及政策效果的进一步增强。

机构经纪业务承压较重。一是随着近年来量化投资的快速发展，上市券商普遍重点发力量化私募等新兴机构投资者，借助机构经纪业务巩固市场份额、扩大收入来源。但在监管强化以及量化私募进入阶段性收缩期的背景下，预计全年相关业务收入将受同比高基数的影响出现较为明显的下滑。二是 4 月 19 日，证监会发布《公开募集证券投资基金证券交易费用管理规定》，调降公募基金股票交易佣金费率并降低佣金分配比例上限。4 月 30 日，基金业协会明确 2022 年市场平均股票交易佣金率为 2.62‰，被动股票型基金的股票交易佣金费率不得超过 2.62‰，其他类型基金的股票交易佣金费率不得超过 5.24‰，公募基金交易佣金在调降后将下降约 30%。从 24Q1 上市券商合并口径经纪业务净收入数据看，头部券商以及部分卖方研究业务实力较为突出的中小券商下滑幅度居前，预计一季度已有部分公募基金陆续调降了佣金费率及分配比例。7 月 1 日起，公募基金第二阶段费改正式落地，预计行业相关佣金收入的降幅将进一步扩大。受以上两个方面因素的影响，预计下半年机构经纪业务将进一步承压。

代销金融产品业务仍将处于低潮期。《公开募集证券投资基金证券交易费用管理规定》指出“严禁将证券公司选择、交易单元租用、交易佣金分配等与基金销售规模、保有规模挂钩”，明确公募基金的佣金仅能用于支付研究服务，销售激励由支付交易佣金转为基金公司费用支出势必导致激励下降。短期内，激励下降并不利于基金销售，公募基金代销仍将遇冷。此外，近年来行业财富管理业务加快向以客户为中心的买方投顾转型，力求为客户提供契合风险偏好、符合投资目标的资产配置方案，但目前固收资产处于历史高位、权益资产的收益率难以满足配置要求，基于产品销售的买方投顾转型遭遇明显瓶颈，下半年代销金融产品业务仍将处于低潮期。

全年行业经纪业务景气度仍将出现一定幅度的下降。基于我们对全年日均成交量以及机构经纪业务、代销金融产品业务的前瞻，预计 2024 年全年行业经纪业务景气度仍将出现一定幅度的下滑，降幅能否收窄取决于下半年能否进一步出台具备较强政策效果的提振市场信心的政策组合拳。

3.2. 自营业务回顾及 2024 年全年前瞻

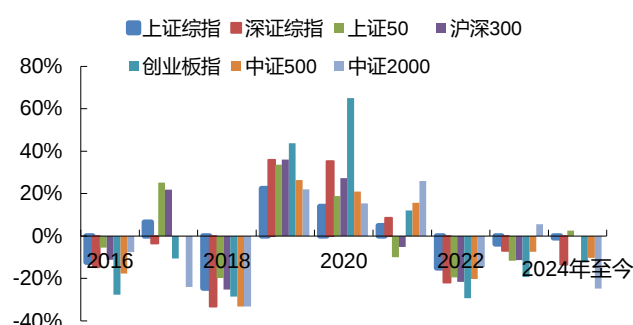
3.2.1. 自营业务回顾

权益弱势分化、固收单边牛市。权益类自营业务方面，2024 年以来各权益类指数春节前的波动一度明显加大，春节后呈现反弹；3 月-5 月中旬上证 50、沪深 300 指数仍有震荡走高，但创业板指、中证 2000 指数再度震荡走弱；5 月中旬后各权益类指数同步持续回落。截至 7 月 5 日，上证指数下跌 0.84%、深证综指下跌 13.44%、上证 50 指数上涨 2.57%、沪深 300 指数平盘、创业板指下跌 12.47%、中证 500 指数下跌 10.37%、中证 2000 指数下跌

24.85%。整体看，年内权重类、价值类、红利类板块相对转强，成长类板块持续弱势，中小微市值类个股在年初大幅补跌后显著转弱，各权益指数间分化持续加剧，行业权益类自营的经营环境依然较为低迷。

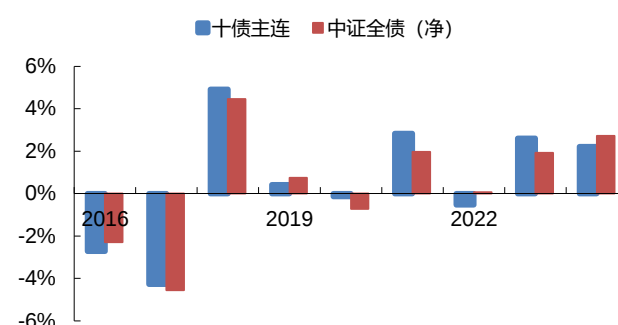
固定收益类自营业务方面，2024 年以来固定收益类指数延续 2023 年年底的强势，虽然在 3 月和 4 月底一度出现明显震荡，但整体保持单边上涨的强趋势，并持续刷新历史新高。截至 7 月 5 日，十年期国债期货指数上涨 2.22%，中证全债（净）指数上涨 2.72%。整体看，年内固定收益类自营业务持续处于高景气度的状态，并成为行业上半年唯一的亮点业务以及增量收入业务。

图 16：权益弱势分化（截至 7 月 5 日收盘）



资料来源：Wind、中原证券研究所

图 17：固收单边牛市（截至 7 月 5 日收盘）



资料来源：Wind、中原证券研究所

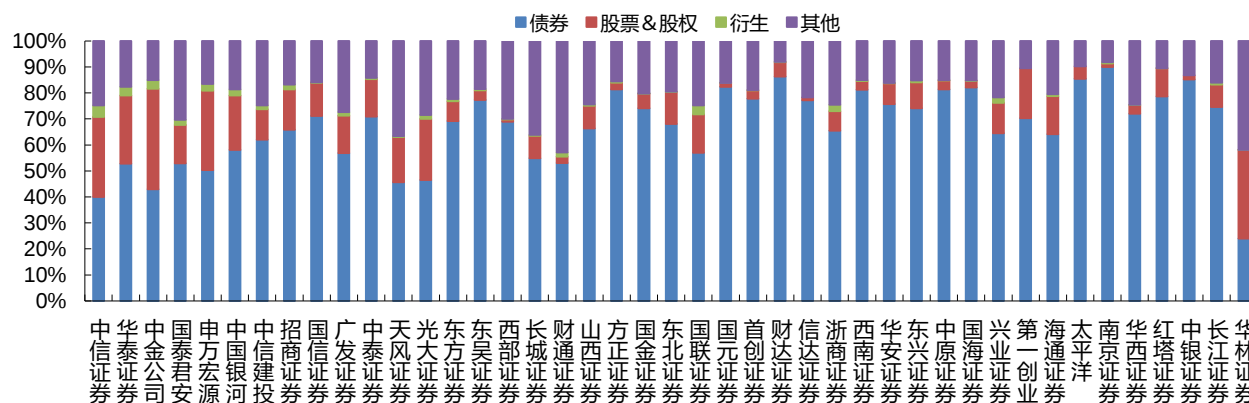
截至 2023 年底上市券商泛自营资产配置以固收为主，股票&股权资产占比有所提高。根据各公司合并财务报表，截至 2023 年底，共 38 家上市券商固定收益类金融资产在泛自营资产配置中的比例超过 50%；共 9 家上市券商固收资产占比超过 80%，分别为南京证券（89.96%）、财达证券（86.30%）、太平洋（85.44%）、中银证券（85.22%）、国元证券（82.36%）、国海证券（82.13%）、方正证券（81.43%）、中原证券（81.38%）、西南证券（81.27%）。整体看，上市券商泛自营资产配置持续以债券等固定收益类金融资产为主，中小券商的固收资产占比普遍高于头部券商，主要由于中小券商的中性业务规模与头部券商相比存在较大差距，并且中小券商近年来对于方向性权益自营的开展普遍较为谨慎。

头部券商持有的股票&股权资产占比明显高于中小券商，中金公司（38.67%，同比+3.31pct）、中信证券（30.78%，同比+1.18pct）、申万宏源（30.46%，同比+19.61pct）、华泰证券（26.22%，同比+2.08pct）、中国银河（20.99%，同比+16.22pct）、招商证券（15.61%，同比+6.99pct）、国泰君安（14.74%，同比+2.12pct）、广发证券（14.32%，同比+5.84pct）不仅占比排名上市券商前列，而且同比均出现不同程度的提高，个别公司提高的幅度较为显著。此外，以 8 家场外期权一级交易商为代表的头部券商衍生金融资产占比普遍高于中小券商，中信证券、中金公司、华泰证券占比领先行业，预计主要由中性业务所带动，侧面反映了场外衍生品业务的高集中度。

2023 年虽然权益市场持续低迷，上市券商普遍减少了权益自营的方向敞口，但由于头部

券商普遍提高了股票&股权资产在泛自营资产配置中的比例，并且上市券商持有的其他金融资产中包含一定比例的权益资产，叠加权益资产的高波动性属性，权益二级市场行情依然与上市券商自营业务的整体投资业绩呈现高相关性。

图 18：2023 年 43 家单一证券业务上市券商泛自营业务结构



资料来源：Wind、中原证券研究所

注：债券=交易性金融资产债券+债权投资+其他债权投资；股票/股权=交易性金融资产股票/股权+其他权益投资工具；其他=公募基金+券商资管+信托计划+银行理财+私募基金及合伙企业+其他等

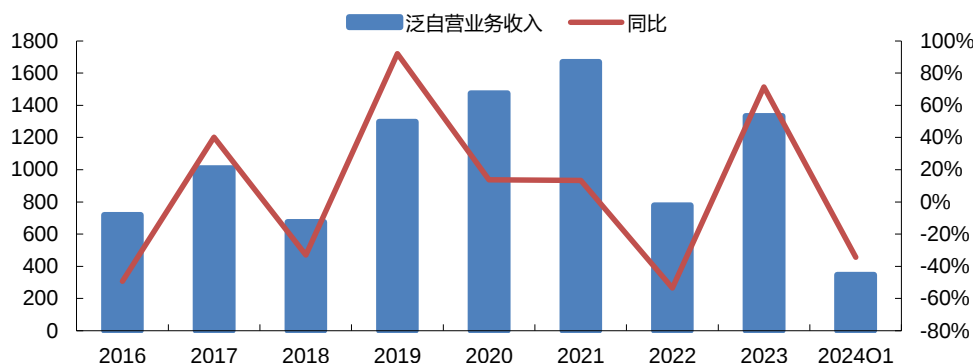
2024 年上半年个别中性业务的风险集中暴露。近年来以场外期权一级交易商为代表的头部券商利用场外衍生品探索权益自营的去方向化，取得了积极的成效，场外期权、收益互换等场外衍生品规模逐年走高。2024 年年初，雪球、DMA 等中性业务的风险集中暴露，引发市场高度关注。其中，雪球产品是结构化理财产品，在不发生敲入的情况下投资者能够获得约定的固定收益，而从历史回测看发生敲入的场景占比相对较低，因此得到投资者的认同，产品规模持续增长。1 月中下旬至 2 月初，中证 500、中证 1000 等常见挂钩标的出现单边快速下跌，导致存量雪球产品陆续敲入，引发市场对于权益二级市场波动的担忧。目前雪球新增产品已显著减少，并已进入存量逐步到期出清的阶段。DMA 业务是场外衍生品业务中的多空收益互换业务，本质上是加了杠杆的（通常为 4 倍杠杆）量化市场中性策略。1 月底至 2 月初的几个交易日内，量化中性产品多头端小微市值股票出现大幅下跌而对冲端中证 500、中证 1000 股指期货出现大幅反弹，导致市场中性策略短期失效，叠加杠杆因素，最终导致 DMA 产品多空部位同时集中平仓，一方面造成小微市值股票短期内跌幅加剧，另一方面造成股指期货出现较大幅度贴水。2 月 28 日，证监会通报量化私募 DMA 业务时指出，根据中证机构间报价系统股份有限公司数据，春节后开市以来 DMA 业务规模稳步下降，日均成交量占全市场成交比例约 3%。

23 年上市券商泛自营业务显著改善，24Q1 再度承压下滑。根据各公司合并财务报表，2023 年 43 家单一证券业务上市券商共实现合并口径投资收益（含公允价值变动）1438.44 亿元，同比回升 62.13%；剔除对联营企业和合营企业的投资收益后，上市券商共实现泛自营业务收入 1333.06 亿元，同比回升 71.39%。

2024 年一季度 43 家单一证券业务上市券商共实现合并口径投资收益（含公允价值变

动) 346.44 亿元, 同比下滑 34.34%; 剔除对联营企业和合营企业的投资收益后, 上市券商合计实现泛自营业务收入 333.78 亿元, 同比下滑 32.58%。整体看, 23/24Q1 上市券商泛自营业务收入延续了高波动性的特征, 泛自营业务是近年来证券行业整体经营业绩的核心变量。

图 19: 23/24Q1 上市券商泛自营业务收入 (合并口径, 亿元) 延续高波动性



资料来源: Wind、中原证券研究所

注: 泛自营业务收入=投资收益+公允价值变动-对联营企业和合营企业的投资收益

3.2.2. 自营业务全年前瞻

中性权益自营业务的增速将明显放缓。近年来上市券商主要从两个方向探索权益自营的去方向化, 一是量化投资业务, 二是以场外期权、收益互换为代表的场外衍生品业务。其中, 量化投资业务年初承压较重, 年内指数增强、市场中性等主流策略的有效性均明显降低, 全年能够将年初亏损回补已实属不易。场外衍生品业务方面, 4 月 30 日, 基金业协会发布《私募证券投资基金运作指引》, 明确私募基金参与雪球结构衍生品的合约名义本金不得超过基金净资产的 25%, 明确要求私募基金参与 DMA 业务不得超过 2 倍杠杆。虽然加强监管有助于相关业务长期的规范发展, 但短期内预计场外衍生品业务的开展将会放缓; 此外, 在防风险的主基调下, 政策对于衍生品创新的态度趋于谨慎, 预计相关创新将阶段性停滞。在经历近年来的快速发展后, 2024 年全年中性权益自营的规模及投资收益率均进入下行周期, 但向低风险、去方向性转型仍是行业权益类自营业务中长期的发展趋势。

方向性权益自营业务依然存在不确定性。展望下半年, 在政策面的持续发力下市场存在阶段性全面修复的预期, 但持续的时间和反弹的空间依然存在较强的不确定性。在阶段性全面反弹后, 市场行情大概率仍将以结构性的方式演绎, 对权益自营择时、选股以及节奏把握的要求高, 方向性业务的开展难度依然偏大。能否把握全面修复行情、能否在市场回归常态运行后把握机构性投资机会, 是下半年方向性权益自营业务开展的关键。审慎开展方向性业务、控制整体方向敞口仍是年内上市券商方向性权益类自营业务的最佳经营策略。

固定收益类自营业务需警惕长债风险。2024 年以来债券收益率、特别是中长期债券收益率下行明显, 各路避险资金的涌入以及“安全资产”的缺失是本轮固收牛市的底层逻辑。4 月以来, 央行重点关注长债利率并数次进行预期管理, 提示长债利率风险, 提出“10 年期国债

的合理运行区间为 2.5%~3.0%、中国经济 5% 的潜在增速、必要时卖出国债、关注一些非银主体大量持有中长期债券的期限错配和利率风险”等表述。7 月 1 日，央行公告决定于近期面向部分公开市场业务一级交易商开展国债借入操作，一度引发国债期货、中证全债指数出现明显波动，但随后两天又逐步反包当日跌幅。当前固收二级市场投资热情高涨，固收类指数均处于历史新高位置，市场存在较强的趋势惯性，而行业固收资产在泛自营资产配置中占据主导，固收市场波动将对自营业务乃至整体经营业绩造成较大影响。展望下半年，行业固定收益类自营业务需要重视央行表态，降低全年预期，时刻警惕长债价格波动风险，合理控制久期和杠杆水平。

自营业务仍将是行业整体经营业绩的核心变量。下半年自营业务需要统筹权益和固收行情的变化，灵活配置权益、固收方向性业务的规模，及时调整权益、固收的方向敞口，以期维护好固收既有经营成果并尽力把握权益市场机会增厚投资收益。预计 2024 年全年上市券商自营业务的分化将更为明显，自营业务仍将扮演行业整体经营业绩核心变量的角色，中性业务阶段性下行将对头部券商的经营业绩带来一定的负面影响。

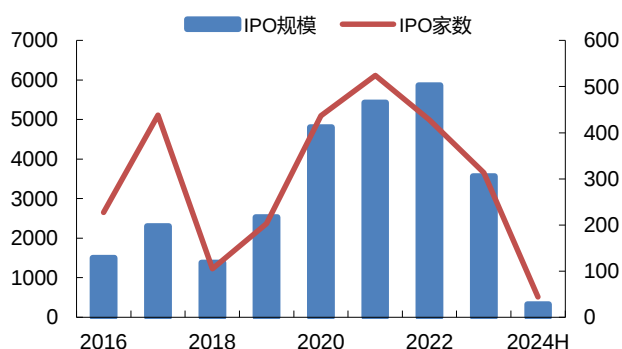
3.3. 投行业务回顾及 2024 年全年前瞻

3.3.1. 投行业务回顾

IPO、再融资规模的降幅进一步扩大。根据 Wind 的统计，2023 年全市场共完成 313 家 IPO，首发募资规模为 3565 亿元，同比分别-26.87%、-39.26%，出现较为明显的下滑；IPO 单家融资规模为 11.39 亿元，同比-17.10%。2023 年全市场再融资（增发、配股、优先股、可转债、可交债）规模为 7779 亿元，同比-29.37%，同步出现明显下滑。

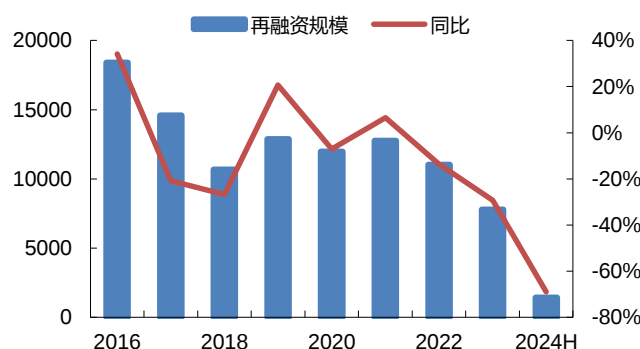
2024 年上半年全市场共完成 44 家 IPO，首发募资规模为 325 亿元，同比分别-74.57%、-84.50%，进一步显著回落；IPO 单家融资规模为 7.39 亿，较 2023 年的平均水平-35.12%，降幅显著扩大。2024 年上半年全市场再融资（增发、配股、优先股、可转债、可交债）规模为 1405 亿元，同比-68.99%，同步进一步显著回落。

图 20：2024H IPO 规模（亿元）显著回落



资料来源：Wind、中原证券研究所

图 21：2024H 再融资规模（亿元）同步显著回落

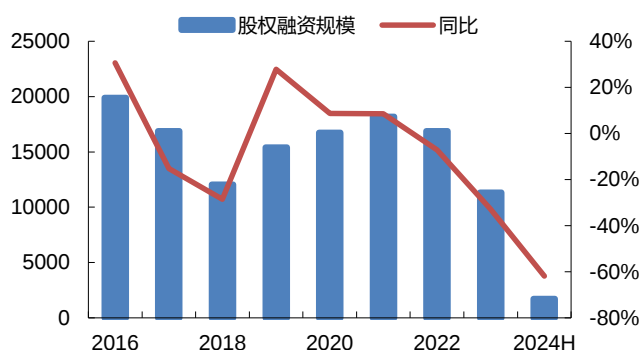


资料来源：Wind、中原证券研究所

股权融资规模的降幅扩大，集中度再创新高。根据 Wind 的统计，2023 年行业股权融资规模为 11344 亿元，同比-32.80%，连续第二年出现下滑且降幅明显扩大。2023 年股权融资承销金额排名前 5（CR5）券商的合计市场份额为 58.29%，较 2022 年小幅回落；前 10（CR10）券商的合计市场份额为 74.90%，再创历史新高。上市券商中，中信证券（13.94%）、海通证券（12.99%）、中信建投（10.98%）、中金公司（8.98%）、国泰君安（8.83%）排名 IPO 规模前 5 位；中信证券（22.48%）、中信建投（10.39%）、中金公司（10.19%）、华泰证券（8.58%）、海通证券（6.64%）排名股权融资规模前 5 位。

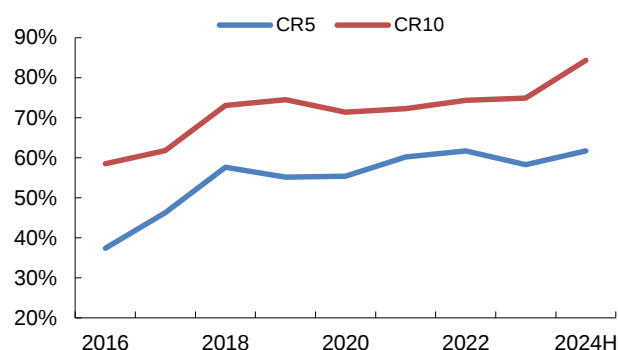
2024 年上半年行业股权融资规模为 1730 亿元，同比-61.82%，进一步显著回落。24H 股权融资承销金额排名前 5（CR5）、前 10（CR10）券商的合计市场份额分别为 61.73%、84.31%，均创历史新高。上市券商中，中信证券（17.16%）、华泰证券（17.04%）、海通证券（8.94%）、国金证券（7.27%）、中信建投（5.98%）排名 IPO 规模前 5 位；中信证券（21.14%）、华泰证券（14.67%）、中金公司（10.95%）、国金证券（7.54%）、招商证券（7.43%）排名股权融资规模前 5 位。

图 22：2024H 股权融资规模（亿元）进一步显著回落



资料来源：Wind、中原证券研究所

图 23：2024H 股权融资规模集中度再创历史新高

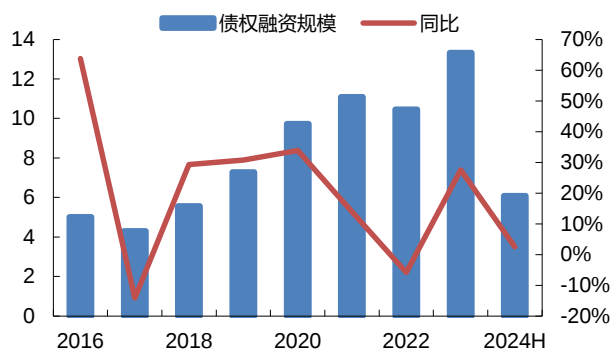


资料来源：Wind、中原证券研究所

债权融资规模维持高位，集中度略有下降。根据 Wind 的统计，2023 年行业各类债券承销金额为 13.32 万亿元（按发行日），同比+27.46%，明显放量并创历史新高。2023 年各类债券承销金额排名前 5（CR5）、前 10（CR10）券商的合计市场份额分别为 50.60%、65.98%，虽较 2022 年微幅回落，但仍达到历史次高。上市券商中，中信证券（14.11%）、中信建投（11.03%）、中金公司（8.67%）、华泰证券（9.02%）、国泰君安（7.77%）排名各类债券承销金额前 5 位。

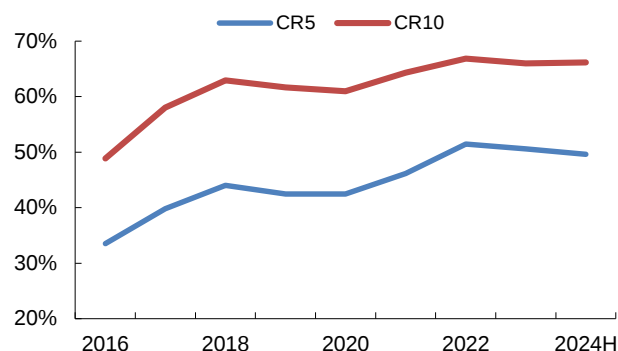
2024 年上半年行业各类债券承销金额为 6.07 万亿元（按发行日），同比-0.76%，维持高位水平。24H 各类债券承销金额排名前 5（CR5）、前 10（CR10）券商的合计市场份额分别为 49.63%、66.13%，CR5 小幅下降、CR10 微幅走高。上市券商中，中信证券（14.34%）、中信建投（10.66%）、华泰证券（8.48%）、中金公司（8.11%）、国泰君安（8.03%）排名各类债券承销金额前 5 位。

图 24：2024H 债权融资规模（万亿元）维持高位



资料来源：Wind、中原证券研究所

图 25：2024H 各类债券承销金额集中度略有下降

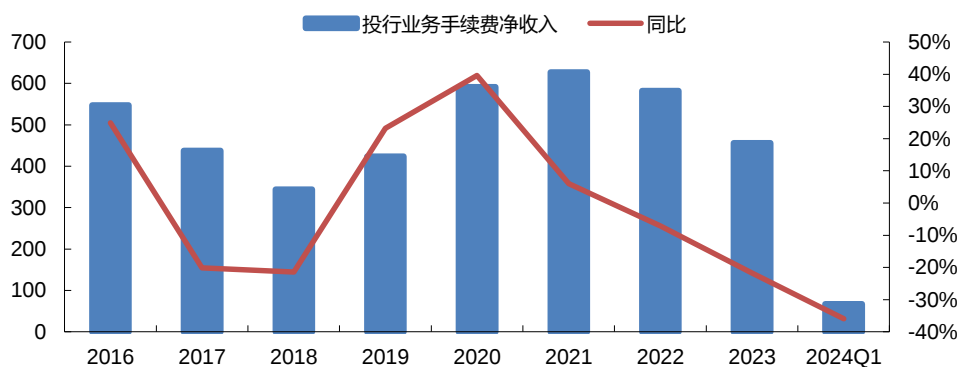


资料来源：Wind、中原证券研究所

23/24Q1 上市券商投行业务手续费净收入持续下滑且降幅扩大。根据各公司合并财务报表，2023 年 43 家单一证券业务上市券商共实现合并口径投行业务手续费净收入 455.79 亿元，同比-21.75%，连续第二年出现下滑且降幅明显扩大。2023 年个别中小券商投行项目集中落地推动手续费净收入同比增幅靠前，并不具备持续性；而以中金公司（-47.16%）、中信证券（-27.28%）、华泰证券（-24.54%）、中信建投（-19.07%）为代表的投行龙头券商净收入下滑幅度靠前。

2024 年一季度 43 家单一证券业务上市券商共实现合并口径投行业务手续费净收入 67.44 亿元，同比-35.89%，连续第三年出现下滑且降幅进一步扩大。其中，中信建投（-59.25%）、中信证券（-56.11%）、海通证券（-54.37%）等投行龙头券商净收入下滑的幅度较 2023 年明显扩大，并持续位居上市券商降幅前列。

图 26：23/24Q1 上市券商投行业务手续费净收入（合并口径，亿元）持续下滑且降幅扩大



资料来源：Wind、中原证券研究所

3.3.2. 投行业务全年前瞻

IPO 业务已进入持续收紧的新常态。《关于严把发行上市准入关从源头上提高上市公司质量的意见（试行）》一方面要求严把拟上市企业申报质量，以“圈钱”为目的谋求上市、过度融资，严审“伪科技”、突击冲业绩等问题，对财务造假、虚假陈述、粉饰包装等行为须及时依法严肃追责；另一方面要求压实中介机构“看门人”责任，对现场检查撤回企业“一查到

底”，强调“申报即担责”。4月30日，沪深交易所在证监会的指导下修订发布《股票发行上市审核规则》等系列规则，主板、创业板/科创板上市门槛大幅提高。整体看，2024年以来IPO业务已进入强监管时期，监管将统筹考虑从源头提高上市公司质量以及资本市场投融资功能的动态平衡，发行节奏放缓、发行规模降低已成为新常态，IPO项目储备的质量是关键。

科技、并购重组是当前股权融资业务的关键词。首先，4月19日，证监会发布《资本市场服务科技企业高水平发展的十六项措施》，对科技企业从上市融资、并购重组、债券发行、私募投资等全方位提出支持性举措；6月19日，证监会发布《关于深化科创板改革 服务科技创新和新质生产力发展的八条措施》，强化科创板“硬科技”定位，开展深化发行承销制度试点，优化科创板上市公司股债融资制度，更大力度支持并购重组。在股权融资业务进入持续收紧新常态的背景下，科技企业有望得到资本市场直接融资的优先支持。其次，本轮股权融资业务收紧以来，监管层多次表态支持并购重组，密集出台了包括鼓励央企加大上市公司并购重组的整合力度、丰富并购重组的支付方式，支持科创板上市公司开展产业链上下游的并购整合等多项政策措施。7月初，中国证券业协会组织开展2024年证券公司并购重组业务评价工作，旨在进一步推动证券公司活跃并购重组业务、助力上市公司通过并购重组提质增效、增强资本市场内在稳定性。目前聚焦科技型企业以及并购重组是政策鼓励和引导的方向，是应对股权融资业务新常态的可行路径及有效手段。未来行业投行业务将继续向全业务链条生态转型，持续提升服务科技创新能力、资源整合能力是上市券商获取股权融资业务增量的有力保障。

债权融资规模有望维持高位。首先，从23/24H股权融资规模、债权融资规模集中度的变化可以看出，虽然头部券商落地的业务规模普遍出现不同程度的下滑，但投行业务优势券商的业务韧性仍明显强于中小券商，当前中小券商投行业务的经营压力更大。为应对股权融资业务的新常态，行业内各公司、特别是中小券商普遍加大了债权融资业务的展业力度、深挖业务潜力，以期扩大收入来源并减缓投行业务的下滑压力，预计全年行业各类债券承销规模将维持在近年来的高位。但由于化债政策下城投等主力债券品种的监管口径持续严格，预计全年行业债权融资业务的增长空间有限，业务形式将主要以存量债券的新老置换为主，证券公司在全市场承销规模中的占比有望提高。

全年投行业务出现较大幅度下滑已难以避免。基于我们对于股权融资业务、债权融资业务的前瞻，2024年全年行业投行业务总量的降幅将进一步扩大，投行业务净收入将回落至近年来的低位。下半年股权融资业务能否实现一定程度的边际改善取决于权益二级市场能否阶段性回暖以及市场信心能否实现实质性修复。

3.4. 资管业务回顾及2024年全年前瞻

3.4.1. 资管业务回顾

23/24H 行业资管规模延续下降趋势。根据中国证券业协会的统计，截至2023年底，行业受托管理资金本金为8.83万亿元，同比-9.53%。行业受托管理资金本金曾于2021年短暂

企稳，22-23 年再度转为持续下降，并再创 2016 年规模见顶回落以来新低。

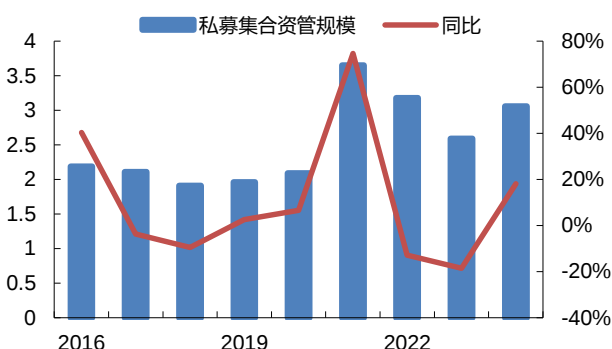
根据中国证券投资基金业协会的统计，截至 2023 年底，券商私募资管规模为 53046 亿元，同比-15.59%。其中，集合、单一私募资管规模分别为 25928 亿元、27118 亿元，同比分别-19%、-13%，与主动管理相关度较高的私募集合资管规模降幅进一步扩大。截至 2024 年 5 月底，券商私募资管规模为 58215 亿元，较 2023 年底+9.41%。其中，集合、单一私募资管规模分别为 30555 亿元、27660 亿元，私募集合及单一资管规模同步阶段性企稳回升，但持续性尚待后续数据进一步验证。

图 27：23 年行业受托管理资金规模（万亿）再创新低



资料来源：中国证券业协会、中原证券研究所

图 28：私募集合资管规模（万亿，5 月底）企稳回升

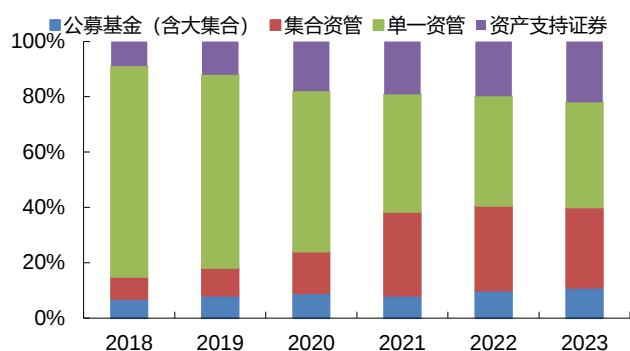


资料来源：中国证券投资基金业协会、中原证券研究所

券商资管结构持续优化，投资类型以固收为主。自资管新规实施以来，通道类业务规模持续下降，券商资管逐步回归主动管理本源。根据中国证券业协会的统计，2023 年券商单一资管规模由 2018 年底的 77% 显著下降至 38%，以公募基金和集合资管为代表的主动管理业务规模合计占比达到 40%，创历史新高。此外，目前已有 14 家券商资管或券商资管子公司获得公募基金牌照，券商资管积极布局公募业务、谋求公募业务牌照，通过业务协同联动提升资管业务竞争力。

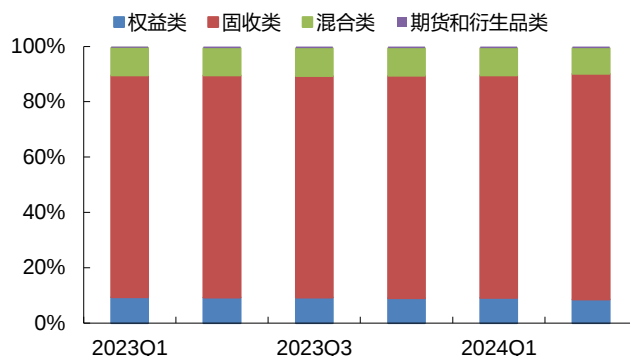
根据中国证券投资基金业协会的统计，截至 2024 年 5 月底，券商私募资管按投资类型分为权益类、固收类、混合类、期货和衍生品类，存量规模占比分别为 8.6%、81.6%、9.3%、0.6%。2024 年以来券商私募资管规模阶段性企稳回升主要由固定收益类产品规模增长所带动，权益类产品的存量规模占比偏低且持续处于缓步下降的趋势中。

图 29：2018 年以来券商资管业务结构持续优化



资料来源：中国证券业协会、中原证券研究所

图 30：23/24H 私募资管投资类型以固收类为主



资料来源：中国证券投资基金业协会、中原证券研究所

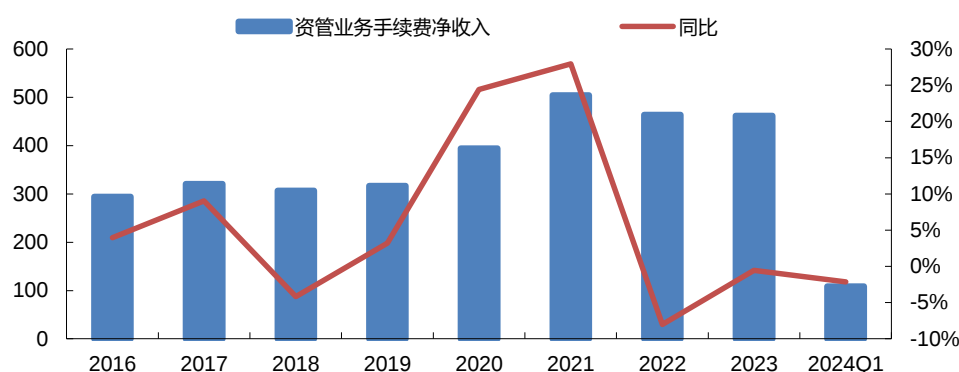
公募基金业务的稳定性较强。虽然各公司的统计口径不尽相同，但基金管理业务净收入绝对额排名靠前上市券商披露的数据主要为参控股公募基金所获得的收入。根据各公司财务报表，2023 年共有 37 家上市券商披露了基金管理业务净收入，合计为 314.87 亿元，同比 +1.43%；占对应上市券商总营收的比例为 7.50%，同比基本持平。2023 年基金管理业务净收入占营收比排名靠前的上市券商分别为第一创业（32.9%，同比+0.42pct）、广发证券（31.57%，同比-0.87pct）、兴业证券（22.79%，同比-4.53pct）、信达证券（18.71%，同比-11.79pct）、国海证券（14.32%，同比-6.05pct）、中银证券（12.79%，同比-0.44pct）等。

整体看，基金管理业务净收入的稳定性明显强于其他各项业务，对上市券商的整体经营业绩起到了一定的稳定作用。部分公募基金业务开展较早或者参股头部基金公司的中小券商，公募基金业务的收入贡献持续处于较高水平；部分头部券商基金管理业务的收入贡献同样较为显著。

并表因素造成上市券商 23/24Q1 资管业务手续费净收入的同比降幅相对较小。根据各公司合并财务报表，2023 年 43 家单一证券业务上市券商共实现合并口径资管业务手续费净收入 461.62 亿元，同比-0.56%。2023 年上市券商资管业务净收入同比微降主要由于中泰证券、国泰君安、国联证券分别对万家基金、华安基金、国联基金（原中融基金）实施并表；若剔除该影响，上市券商合并口径资管业务手续费净收入同比下滑约 11%左右。

2024 年一季度 43 家单一证券业务上市券商共实现合并口径资管业务手续费净收入 108.81 亿元，同比-2.15%。24Q1 过半数上市券商的资管业务实现增长，主要集中在中小券商，并且增幅普遍较为明显，一是由于个别公司仍受并表因素的影响，二是由于同比基数普遍较低，三是预计固收类产品计提的超额业绩报酬同比增加。包括中信证券、广发证券等在内的传统资管业务优势券商，24Q1 普遍出现了不同程度的下滑，显示当前券商资管主动管理产品的发行依然不畅。

图 31：23/24Q1 上市券商资管业务手续费净收入（合并口径，亿元）的降幅较小



资料来源：Wind、中原证券研究所

3.4.2. 资管业务全年前瞻

公募基金费改将传导至券商资管业务领域。首先，目前公募基金费改第一阶段降低管理费以及第二阶段降低交易费率均已落地。其中，降低管理费势必对公募基金收入造成负面冲击，销售激励由支付交易佣金转为基金公司费用支出势必侵蚀公募基金利润，预计短期上市券商参控股公募基金的收入贡献度将有所下降。其次，截至目前已有 14 家券商或者券商资管子公司持有公募基金牌照，公募费改将直接影响相关券商资管公募基金业务的盈利能力。第三，公募基金费改将对券商私募资管的主动管理产品形成引导效应，为保证产品竞争力、向投资者让利，券商私募资管的产品费率向公募费率靠拢将是大概率事件，进而导致行业资管业务净收入承压下行。

全年资管业务对行业整体经营业绩的边际影响有限。目前行业资管主动管理产品的投资配置方向以固定收益类为主，同样需要警惕长债价格波动对产品净值的影响；如果下半年固收二级市场出现波动，行业私募资管规模或将再度探低。由于近年来行业资管业务净收入占比仅为 5%-6% 左右，即使下半年资管业务净收入的降幅有所扩大，对行业整体经营业绩的边际影响也相对有限。

3.5. 信用业务回顾及 2024 年全年前瞻

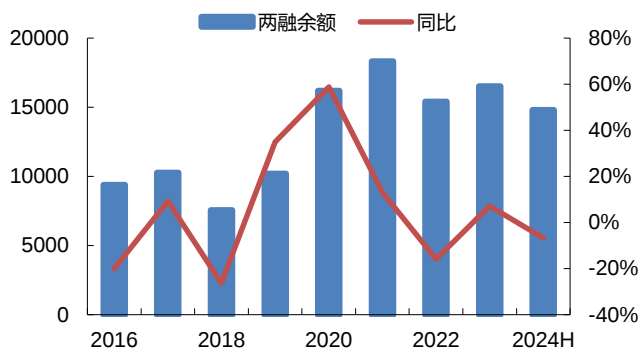
3.5.1. 信用业务回顾

23/24H 两融余额先升后降，波动加大。2023 年 8 月、10 月，证监会分别针对融资和融券业务进行了逆周期调节，降低融资保证金比例并提高融券保证金比例，鼓励融资、限制融券；进入四季度，全市场两融余额在融资余额回升速度加快的带动下，于年底触及全年高点。根据 Wind 的统计，截至 2023 年底全市场两融余额为 16509 亿元，同比+7.17%，在 2022 年明显回落后实现小幅回升；2023 年两融日均余额为 16058 亿元，同比-0.78%，两融日均余额同比仍有微幅回落主要由于 2022 年两融余额前高后低，而 2023 年两融余额前低后高，行业

两融业务实际上并未实现改善。

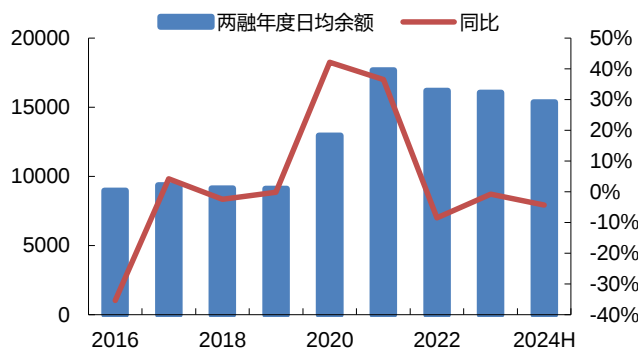
2024 年上半年权益二级市场一度出现明显波动，两融余额也同步出现波动。根据 Wind 的统计，截至 2024 年 6 月底全市场两融余额为 14809 亿元，较 2023 年底-10.30%，同比-6.77%，再度降至 2022 年以来的低位水平。24H 两融日均余额为 15359 亿元，较 2023 年两融日均余额-4.35%，行业两融业务再度进入收缩期。

图 32：23/24H 两融余额（亿元）先升后降波动加大



资料来源：Wind、中原证券研究所

图 33：23/24H 两融年度日均余额（亿元）持续回落

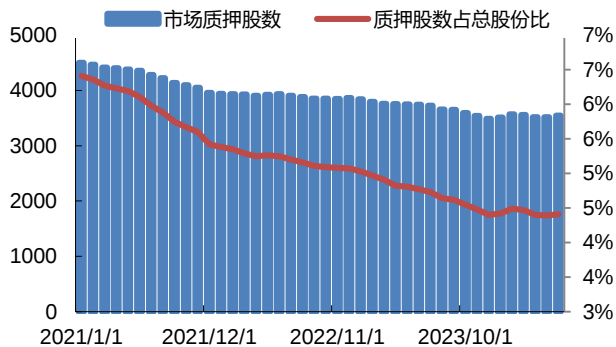


资料来源：Wind、中原证券研究所

全市场股票质押规模延续下降趋势。近年来权益市场持续弱势，叠加监管加大退市力度、劣质公司加速出清，行业持续审慎开展股票质押业务，23/24H 全市场股票质押规模延续缓步下降的趋势。根据 Wind 统计的中登公司数据，截至 2023 年底，股票质押式回购市场质押股数、占总股份比、市场质押市值分别为 3487.58 亿股、4.40%、27566 亿元，同比分别-8.52%、-0.62 个百分点、-12.82%。

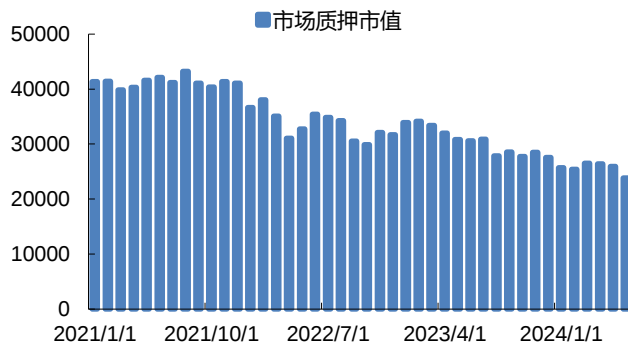
截至 2024 年 6 月底，股票质押式回购市场质押股数、占总股份比、市场质押市值分别为 3543.21 亿股、4.41%、23848 亿元，较 2023 年底分别+1.60%、+0.01 百分点、-13.49%。其中，质押股数、占总股份比短暂企稳，但质押市值的降幅仍较大，并创近年来新低。

图 34：24H 质押股数（亿元）及占比短暂企稳



资料来源：中登公司、中原证券研究所

图 35：23/24H 市场质押市值持续大幅下降



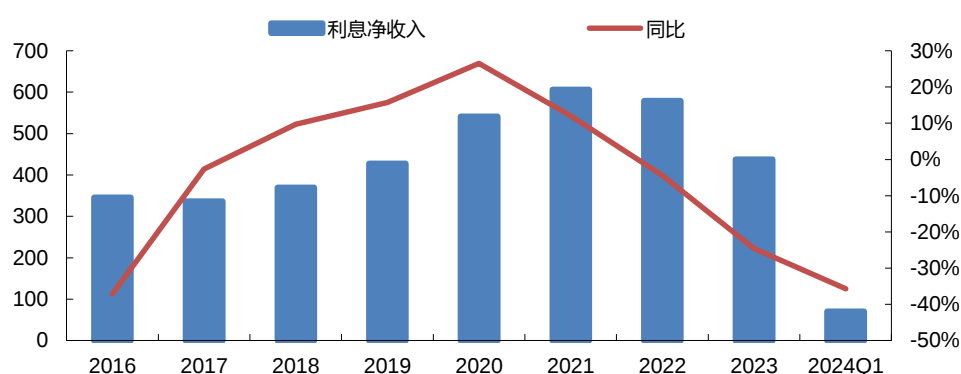
资料来源：中登公司、中原证券研究所

23/24H 上市券商利息净收入连续下滑且降幅扩大。根据各公司合并财务报表，2023 年 43 家单一证券业务上市券商共实现合并口径利息净收入 437.31 亿元，同比-24.52%，连续第

二年出现下滑且降幅明显扩大。

2024 年一季度 43 家单一证券业务上市券商共实现合并口径利息净收入 70.63 亿元，同比-35.65%，连续第三年出现下滑且降幅进一步扩大。23/24H 上市券商利息净收入连续下滑且降幅扩大，一是两融规模与两融利率同步走低、质押规模下降导致信用业务利息收入减少；二是在金融行业股权再融资实质暂停后，上市券商普遍通过债权融资渠道补充资本金以满足业务需求，债务规模持续增长导致上市券商利息支出持续增加；三是 2023 年以来固收二级市场持续处于鲜明的牛市格局中，部分上市券商通过加大业务杠杆捕捉阶段性交易机会造成利息支出持续增加。

图 36：23/24Q1 上市券商利息净收入（合并口径，亿元）连续下滑且降幅扩大



资料来源：Wind、中原证券研究所

3.5.2. 信用业务全年前瞻

两融余额能否企稳回升取决于权益市场能否转强。两融余额，特别是融资余额的波动与权益市场行情高度正相关，虽然 2023 年 8 月监管调降融资保证金比例鼓励融资，但弱势市场对融资余额的抑制效应明显。与日均成交量类似，下半年两融余额能否在融资余额的带动下企稳回升、收窄降幅取决于权益二级市场能否摆脱颓势产生赚钱效应，如果市场资金能够恢复良性的内生与外生性增长，两融余额有望出现震荡回升。如果权益市场下半年延续当前的整体状态，两融余额仍将偏弱运行。

券商将持续审慎开展股票质押业务。“1+N”政策体系要求证券公司审慎开展高资本消耗型业务，提升资金使用效率。目前行业重资产业务种类多、资本消耗大，场外衍生品、固收自营、融资等业务风险相对可控且收益率水平较高，另类投资、私募基金等 VC/PE 性质的投资管理业务也是监管倡导和鼓励的方向，而风险与收益不匹配的特征导致了股票质押在重资产业务中的优先度较为靠后。因此，虽然目前行业股票质押规模已降至近年来的低位水平，但预计行业内各公司、特别是中小券商仍将持续审慎开展股票质押业务，个别资本金较为充足的头部券商可以在市场估值处于低位、具备较强安全边际时逆势布局优质上市公司的股票质押业务。

全年利息净收入同比仍将出现下滑。利息收入方面，2024 年全年两融利息收入能否企稳回升存在不确定性，股票质押利息收入难有大的回升空间，信用业务利息收入预期偏弱；债权

及其他债权利息收入、货币资金及结算备付金利息收入有望保持相对稳定。利息支出方面，预计全行业利息支出将保持在当前的高位水平，维持相对刚性。整体看，利息收入预期偏弱、利息支出相对刚性，预计 2024 年全年行业利息净收入仍将出现下滑，下滑的幅度能否较一季度降幅收窄取决于权益市场行情能否实现改善。

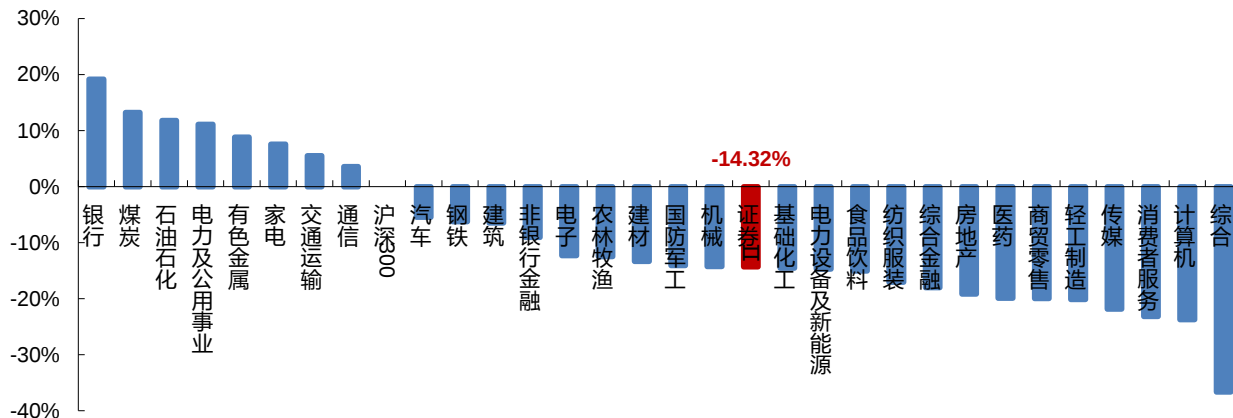
4. 投资策略

4.1. 2024 年上半年券商指数创近年来新低，大幅跑输沪深 300 指数

中信二级行业指数证券 II 2024 年开年即延续了 2023 年 8 月见顶后的下跌趋势，春节前同步各权益类指数出现明显波动，春节后虽有反弹但反弹力度明显弱于沪深 300 指数；2 月底见年内反弹高点后明显压回并下探 2 月初的年内低点；4 月底再度尝试向上反弹失败后出现持续震荡下跌，6 月底跌破 2 月初的年内低点，并持续创出 2020 年以来新低。

截至 2024 年 7 月 5 日收盘，证券 II 年内最大涨幅为 3.17%，最大跌幅为-14.99%，振幅为 18.16%。按 7 月 5 日收盘价计算，证券 II 年内涨跌幅为-14.32%，跑输沪深 300 指数 14.32 个百分点；与 30 个中信一级行业指数相比，排名第 19 位。

图 37：截至 2024 年 7 月 5 日收盘，中信二级行业指数证券 II 年内涨跌幅为-14.32%



资料来源：Wind、中原证券研究所

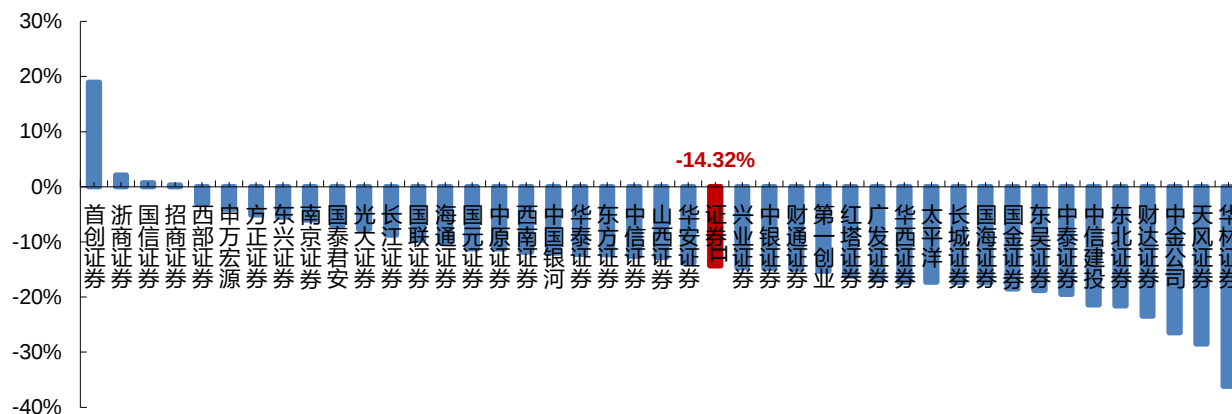
4.2. 券商板块出现全面下跌，仅个别个股逆势上涨

截至 2024 年 7 月 5 日收盘，43 家单一证券业务上市券商仅 4 家实现上涨，共 38 家出现下跌。其中，实现上涨的分别为首创证券（18.93%）、浙商证券（2.11%）、国信证券（0.73%）、招商证券（0.29%）；跌幅前 5 位分别为华林证券（-36.16%）、天风证券（-28.48%）、中金公司（-26.49%）、财达证券（-23.47%）、东北证券（-21.57%）。共 23 只个股跑赢证券 II 指数，占比 53.49%。

整体看，2024 年上半年券商板块出现全面下跌，仅个别个股实现逆势上涨，过半数个股

跑赢券商指数。其中，头部券商虽有分化，但绝大多数个股相对抗跌并跑赢券商指数，在一定程度上对冲了券商指数的跌幅；中小及弹性券商的分化现象更加明显，跑赢与跑输券商指数的个股对半开，同时，中小及弹性券商的表现更加弱势。上半年券商板块依然保有微弱的结构性行情，主要集中于具备并购重组预期的中小弹性券商以及大市值个股中。

图 38：截至 2024 年 7 月 5 日收盘，43 家单一证券业务上市券商年内涨跌幅

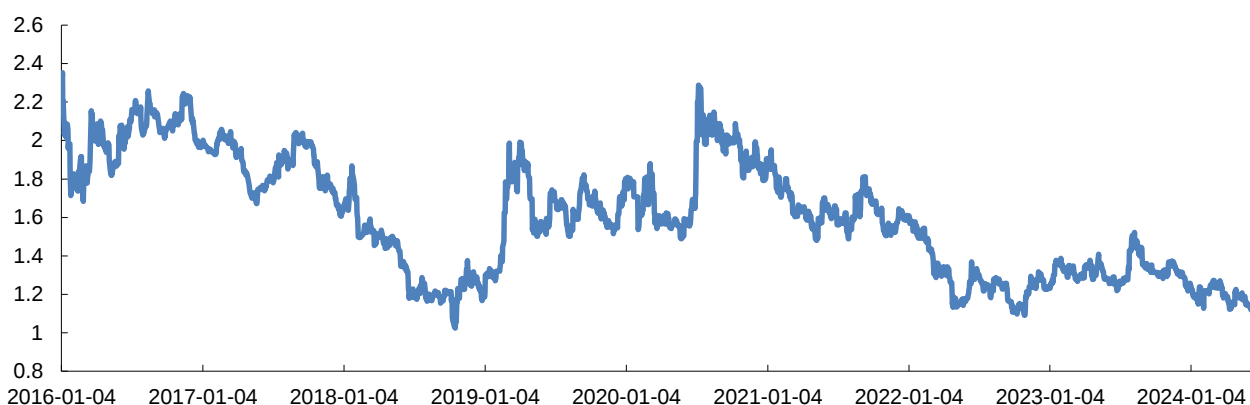


资料来源：Wind、中原证券研究所

4.3. 券商板块估值已逼近历史估值低点

2024 年以来券商板块平均 P/B 最高为 1.273 倍，最低为 1.053 倍，整体运行区间下移至 2016 年以来的低位。截至 2024 年 7 月 5 日收盘，券商板块平均 P/B 为 1.054 倍，已逼近 2018 年 10 月 1.024 倍的历史估值低点。

图 39：截至 2024 年 7 月 5 日收盘，券商板块 P/B（倍）已逼近历史估值低点



资料来源：Wind、中原证券研究所

4.4. 投资建议

4.4.1. 2024 年证券行业整体经营业绩的内生性增长动力不足

基于我们对于证券行业各分业务的全年前瞻，经纪：零售经纪业务难有明显回升的空间，机构经纪业务承压较重，全年行业经纪业务景气度仍将出现一定幅度的下滑；自营：自营业务仍将扮演行业整体经营业绩核心变量的角色，需警惕长债价格波动对固收自营的影响；投行：全年投行业务出现较大幅度下滑已难以避免；资管：公募基金费改将传导至券商资管业务领域，但资管业务对行业整体经营业绩的边际影响有限。利息：利息收入预期偏弱、利息支出相对刚性，全年利息净收入仍将出现下滑。

整体看，2024 年全年证券行业整体经营业绩的内生性增长动力不足，下半年行业基本面能否实现一定程度的改善取决于权益市场能否在政策面的强驱动下扭转预期、重振信心。

4.4.2. 证券行业盈利见底复苏可期

随着未来以新“国九条”作为纲领的“1+N”政策体系逐步丰富，资本市场高质量发展的合力有望逐步形成，资本市场生态有望持续优化，市场信心有望实现重塑，权益二级市场有望逐步摆脱近年来的颓势重回上升趋势。在此过程中，证券行业需要校正机构定位，以鲜明的人民立场推动各项业务深入转型，持续增强合规风控能力，促进自身高质量发展。在经历短期的规范与阵痛后，资本市场与证券行业的发展前景依然光明，证券行业有望逐步修复盈利并进入新一轮上升周期。维持证券行业“同步大市”的投资评级。

4.4.3. 以两条思路配置券商板块

思路一：低估值的头部券商及优质中小券商。目前券商板块的估值水平已较为充分的定价了行业基本面的悲观预期，“耐心资本”已可以逐步关注券商板块并尝试左侧布局。其中，头部券商受益于“培育一流投资银行和投资机构”，在行业盈利复苏、板块估值修复时有望发挥中军引领效应，是稳健配置券商板块的首选。部分专业能力强，具备特色化、差异化竞争优势的中小券商在行业盈利复苏时有望释放出较强的业绩弹性；同时，中小券商通过并购重组提升综合竞争力、快速实现做大做强的意愿和动力更为强烈，理应在券商板块的配置中占据一席之地。

思路二：并购重组潜在标的。2023 年四季度以来，顶层政策支持证券行业并购重组的窗口期已经开启，鼓励头部机构通过并购重组做优做强的政策导向已较为明确。上半年券商板块弱势创新低，但个别公布并购方案的上市券商阶段性跑赢市场，释放出较强的短期弹性，获得了市场高度关注。在行业内生性增长动力不足的背景下，并购重组主题仍是下半年驱动个股乃至板块行情的重要因素，值得重点关注。

表 7：截至 2024 年 7 月 5 日收盘，43 家单一证券业务上市券商 P/B 估值

公司	P/B	公司	P/B	公司	P/B
首创证券	4.36	光大银河	1.12	东方证券	0.85
华林证券	4.15	中国银河	1.12	国海证券	0.84
信达证券	2.54	招商证券	1.09	国金证券	0.84
太平洋	2.19	行业均值	1.05	天风证券	0.82
中信建投	1.96	申万宏源	1.04	长江证券	0.81
财达证券	1.59	中泰证券	1.03	兴业证券	0.80
南京证券	1.59	中信证券	1.03	国泰君安	0.80
国联证券	1.55	西部证券	0.97	广发证券	0.77
浙商证券	1.54	国信证券	0.96	华西证券	0.74
中金公司	1.51	西南证券	0.93	国元证券	0.73
中银证券	1.40	山西证券	0.93	东吴证券	0.71
第一创业	1.37	华安证券	0.92	华泰证券	0.71
方正证券	1.36	长城证券	0.92	东北证券	0.69
红塔证券	1.27	东兴证券	0.91	海通证券	0.67
中原证券	1.12	财通证券	0.87		

资料来源：Wind、中原证券研究所

4.4.4. 重点推荐公司

中信证券（600030.SH）。24Q1 公司实现营业收入 137.55 亿元，同比-10.38%；实现归母净利 49.59 亿元，同比-8.47%。作为打造“航母级”券商标杆的行业龙头，中信证券的业绩稳定性、抗周期能力以及各项业务开展的广度及深度持续领跑行业。公司目前估值已接近 1 倍 P/B。

华泰证券（601688.SH）。24Q1 公司实现营业收入 61.05 亿元，同比-32.11%；实现归母净利 22.91 亿元，同比-29.39%。在加快推进建设一流投资银行与投资机构的政策导向下，公司有望凭借科技赋能下的财富管理和机构服务“双轮驱动”战略、走在高水平双向开放前沿的国际化发展能力等差异化的竞争优势持续受益。公司目前破净幅度较大且估值处于板块尾部。

方正证券（601901.SH）。2023 年公司归母净利连续 5 年增长并创 7 年新高。24Q1 公司实现营业收入 19.85 亿元，同比+11.97%；实现归母净利 7.84 亿元，同比+41.06%，在固收自营的推动下业绩逆势实现进一步明显增长。在中国平安成为公司实际控制人后，未来有望持续为公司注入新的发展动能。

财通证券（601108.SH）。24Q1 公司实现营业收入 14.10 亿元，同比-21.03%；实现归母净利 4.56 亿元，同比-7.68%。公司扎根浙江省、覆盖长三角、辐射全国，在中小券商中具备较为显著的区域市场优势；公司经纪业务逆势增长，资管、固收等特色化竞争优势不断增强。公司目前破净幅度较大。

长江证券（000783.SZ）。24Q1 公司实现营业收入 13.32 亿元，同比-38.09%；实现归母净利 4.02 亿元，同比-46.82%。公司专业能力突出，具备较强的特色化、差异化竞争优势，近年来权益自营持续拖累业绩表现。24 年一季度末，湖北国资成为公司第一大股东，未来公

司的区域优势有望得到进一步增强。公司目前破净幅度较大。

表 8：重点公司估值表（截至 7 月 5 日）

公司简称	总股本 (亿股)	流通股 (亿股)	股价 (元)	每股净资产 (元)			EPS (24Q1)	P/B (倍)			投资评级
				2023A	2024E	2025E		2023A	2024E	2025E	
中信证券	148.21	113.67	17.81	17.01	18.00	19.08	0.32	1.21	0.99	0.93	增持
华泰证券	90.29	72.94	12.24	16.91	17.75	18.67	0.24	0.84	0.69	0.66	增持
方正证券	82.32	82.32	7.65	5.50	5.70	5.97	0.10	1.48	1.34	1.28	增持
财通证券	46.44	46.44	6.52	7.35	7.62	7.96	0.10	1.08	0.86	0.82	增持
长江证券	55.30	55.30	4.80	5.65	5.95	6.25	0.07	0.97	0.81	0.77	增持

资料来源：Wind、中原证券研究所

5. 风险提示

- 1.权益及固收市场环境转弱导致行业整体经营业绩出现下滑；
- 2.市场波动风险；
- 3.资本市场改革的政策效果不及预期；
- 4.超预期事件导致对行业整体或各分业务的盈利预测结果产生明显偏差。

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅-10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。