

行业研究 | 行业专题研究 | 证券 II (214901)

# 券商 2024H1 业绩综述：行业业绩有所承压，投资收益为分化主因



## | 报告要点

43 家综合性上市券商（不含东财）2024H1 累计实现证券主营收入（剔除大宗商贸和政府补助）合计 1868 亿元/yoy-16%，合计实现归母净利润 640 亿元/yoy-22%。2024Q2 单季度合计实现证券主营收入 999 亿元/yoy-9%/qoq-13%，合计实现归母净利润 346 亿元/yoy-11%/qoq+18%。

## | 分析师及联系人



刘雨辰

SAC: S0590522100001



耿张逸

## 证券 II

# 券商 2024H1 业绩综述：行业业绩有所承压，投资收益为分化主因

投资建议： 强于大市（维持）  
上次建议： 强于大市

### 相对大盘走势



### 相关报告

- 1、《证券 II：关于证监会《依法批准暂停转融券业务进一步强化融券逆周期调节》点评：市场情绪有望企稳修复》2024.07.10
- 2、《证券 II：行业头部集中趋势明显——证券行业 2024 年度中期投资策略》2024.06.13



扫码查看更多

### 业绩概览：2024H1 券商行业主营收入 yoy-16%，归母净利润 yoy-22%

43 家综合性上市券商（不含东财）2024H1 累计实现证券主营收入（剔除大宗商贸和政府补助）合计 1868 亿元/yoy-16%，合计实现归母净利润 640 亿元/yoy-22%。2024H1 归母净利润前 3 名为中信（106 亿/yoy-7%）、华泰（53 亿/yoy-19%）、国君（50 亿/yoy-13%）。2024Q2 单季度合计实现证券主营收入 999 亿元/yoy-9%/qoq-13%，合计实现归母净利润 346 亿元/yoy-11%/qoq+18%。2024H1 上市券商非年化 ROE 均值 2.28%/yoy-0.91pct。

### 收费类业务：2024H1 券商行业合计 894 亿元/yoy-16.8%

- 1) 经纪业务收入占比 24.5%，同比-13%。2024H1 沪深股票日均成交额 yoy-7.8%；另一方面，景气下行叠加费率切换新发放缓，2024H1 新发权益基金份额 1128 亿份/yoy-38%，代销收入承压。
- 2) 投行业务收入占比 7.5%，同比-41.1%。主因市场股权融资规模大幅收缩。2024H1A 股 IPO 规模 yoy-85.1%，再融资规模 yoy-68.9%。
- 3) 资管业务收入占比 12.1%，同比+0.6%。2024H1 末市场非货基规模 17.9 万亿/yoy+10.4%，其中权益基金规模 yoy-9.2%，债基规模 yoy+44.6%。

### 资本金业务：2024H1 券商行业合计 974 亿元/yoy-15.9%

- 1) 净投资收入占比 41.5%，同比-10.2%。主因 2024Q1 投资收益在去年同期高基数下大幅下滑，尽管 2024H1 债市优于去年同期，但券商整体投资收益仍同比下降。2024H1 行业年化净投资收益率平均为 4.11%，同比-0.4pct。
- 2) 负债成本看，2024H1 行业负债成本平均为 3.04%，同比-0.11pct。信用资产方面，2024H1 末行业融出资金规模 1.24 万亿，yoy-3.05%（2024H1 末市场两融余额 yoy-7%）。2024H1 上市券商负债成本平均为 3.04%，同比-0.11pct，较上年同期有所下降。

### 投资建议：维持证券行业“强于大市”评级

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

## 正文目录

1. 盈利概览：2024H1 上市券商主营收入同比降 16%，归母净利润同比降 22% ...	5
1.1 2024H1 上市券商证券主营收入累计同比-16%，归母净利润同比-22% ..	5
1.2 2024Q2 单季度归母净利润同比-11%，环比+18% .....	6
1.3 2024H1 行业 ROE 有所分化 .....	8
2. 收费类业务：财富管理业务随市波动，股权融资规模下滑 .....	10
2.1 经纪业务：交投热度下降、新发基金遇冷 .....	10
2.2 投行业务：股权融资规模大幅收缩，债承规模同比上涨 .....	12
2.3 资管业务：债基是规模增长主力军，权益基金规模下滑 .....	14
3. 资本金业务：投资收益率略有承压，负债成本有所下降 .....	16
3.1 资产端：投资规模小幅上升，信用资产规模收缩 .....	16
3.2 负债端：负债成本略有下降 .....	22
4. 投资建议：维持证券行业“强于大市”评级 .....	24
5. 风险提示 .....	24

## 图表目录

图表 1： 2024H1 券商行业各业务线收入、同比增速及主营收入占比（亿元） .....	5
图表 2： 2024H1 券商行业各业务线对主营收入增速贡献拆分 .....	5
图表 3： 2024H1 上市券商证券主营收入同比增速（按增速高到低排序） .....	6
图表 4： 2024Q2 单季券商行业各业务线收入、同比增速及主营收入占比（亿元） .....	7
图表 5： 2024Q2 单季券商行业各业务线对主营收入增速贡献拆分 .....	7
图表 6： 2024Q2 单季上市券商证券主营收入同比增速（按增速高到低排序） .....	7
图表 7： 2024Q2 单季度行业归母净利润环比+18%，同比-11% .....	8
图表 8： 2024Q2 东财归母净利润环比+7.6%，同比-4.3% .....	8
图表 9： 44 家上市券商（含东财）2024H1 ROE 情况（按归母净利润由高到低排序） .....	9
图表 10： 2024Q2 日均股票成交 8289 亿，同比-17.8% .....	10
图表 11： 2024Q2 新发偏股基金份额仍放缓（亿份） .....	10
图表 12： 43 家上市券商 2024H1 经纪业务收入及同比增速、经纪收入占比 .....	11
图表 13： 2024H1 IPO 规模 313 亿，同比-85.1% .....	12
图表 14： 2024H1 再融资规模 978 亿，同比-69% .....	12
图表 15： 43 家上市券商 2024H1 投行业务收入及同比增速、投行业务收入占比 .....	13
图表 16： 2024 年 6 月末非货基 17.9 万亿元，其中债基/权益基金 6.9/ 6.7 万亿元 .....	14
图表 17： 43 家上市券商 2024H1 资管业务收入及同比增速、资管业务收入占比 .....	15
图表 18： 2023 年至 2024 年二季度末投资业务市场指标情况 .....	16
图表 19： 43 家上市券商 2024H1 净投资业务收入及同比增速、净投资业务收入占比 .....	17
图表 20： 43 家上市券商 2024H1 投资规模及投资收益率、投资杠杆 .....	19
图表 21： 截至 2024 年 6 月末，市场两融余额规模为 1.48 万亿元，较 2023 年末下滑 10% .....	20

---

图表 22: 2024H1 43 家上市券商信用业务情况 .....	21
图表 23: 2024H1 43 家上市券商负债成本、经营杠杆情况 .....	23

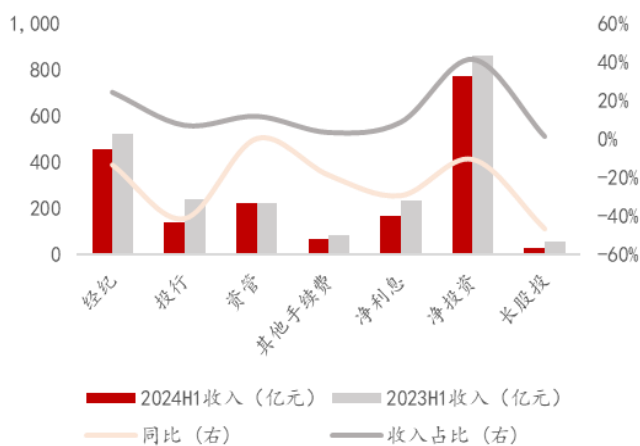
# 1. 盈利概览：2024H1 上市券商主营收入同比降 16%，归母净利润同比降 22%

## 1.1 2024H1 上市券商证券主营收入累计同比-16%，归母净利润同比-22%

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

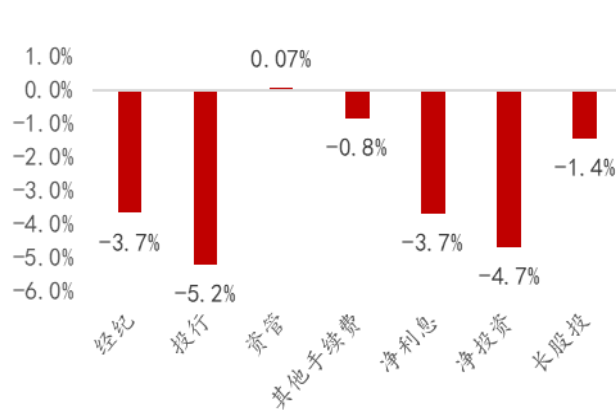
**43 家上市券商 2024H1 主营收入同比-16%。**43 家综合性上市券商 2024H1 实现主营收入 1868 亿元，同比-16%。其中，收费类业务收入合计 894 亿元，同比-16.8%，收入占比 48%；资本金业务收入合计 974 亿元，同比-15.9%，收入占比 52%。

图表1：2024H1 券商行业各业务线收入、同比增速及主营收入占比（亿元）

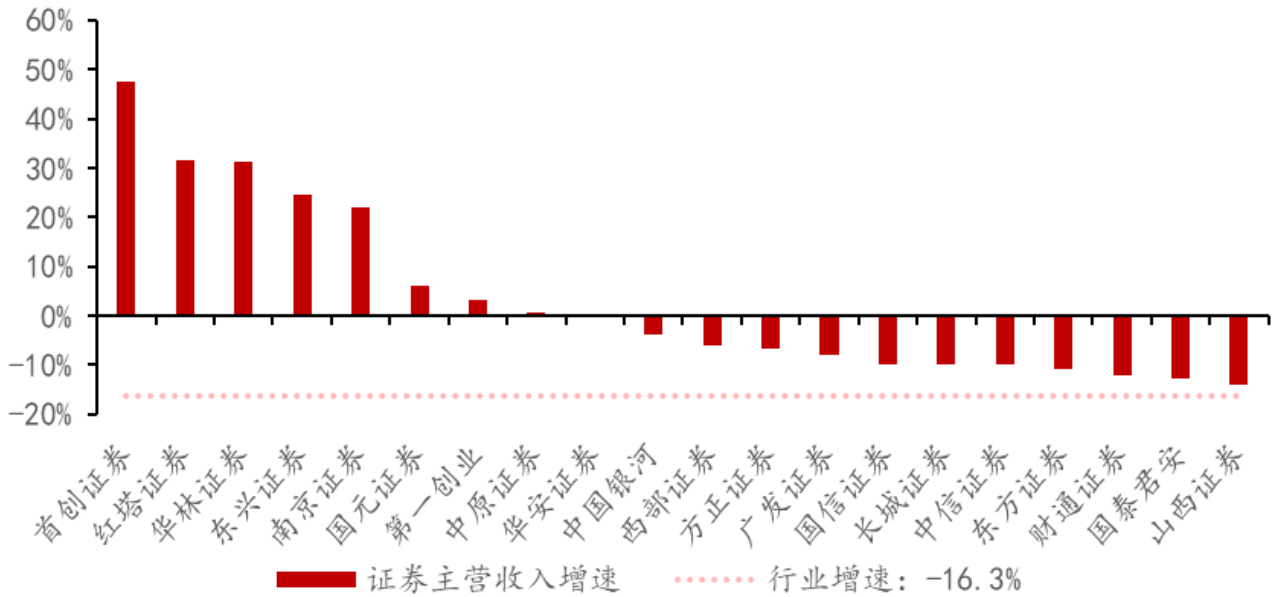


资料来源：wind，国联证券研究所

图表2：2024H1 券商行业各业务线对主营收入增速贡献拆分



资料来源：wind，国联证券研究所

**图表3：2024H1 上市券商证券主营业收入同比增速（按增速高到低排序）**


资料来源：各公司财报，国联证券研究所  
 注：剔除极端值

归因看，投资业务同比-10.2%，负向拉动主营业收入增速 4.7pct。尽管今年以来债市上涨驱动券商固收投资收益有所修复，但去年同期高基数下券商投资收益仍同比有所承压。——43 家综合券商 2024H1 净投资收入（投资净收益+公允价值变动损益-对联营合营企业收益+汇兑净收益）同比-10.2%（收入占比 41.5%），负向拉动主营业收入增速 4.7pct。

收费类业务同比双位数下滑，共拖累主营业收入增速 9.67pct。经纪业务收入 2024H1 同比下滑 13%（收入占比 24.5%）、投行业务收入同比-41.4%（收入占比 7.5%）、资管业务收入同比+0.6%（收入占比 12.1%）、其他费类收入同比-18.4%（收入占比 3.8%），经纪、投行、资管、其他费类收入对主营业收入增速贡献-3.7pct、-5.2pct、+0.07pct、-0.8pct。

上市券商 2024H1 归母净利润累计同比-22%，行业业绩分化。43 家综合券商 2024H1 归母净利润同比-22%。其中，归母净利润前 3 名为中信（106 亿/yoy-7%）、华泰（53 亿/yoy-19%）、国君（50 亿/yoy-13%），增速均好于行业。

## 1.2 2024Q2 单季度归母净利润同比-11%，环比+18%

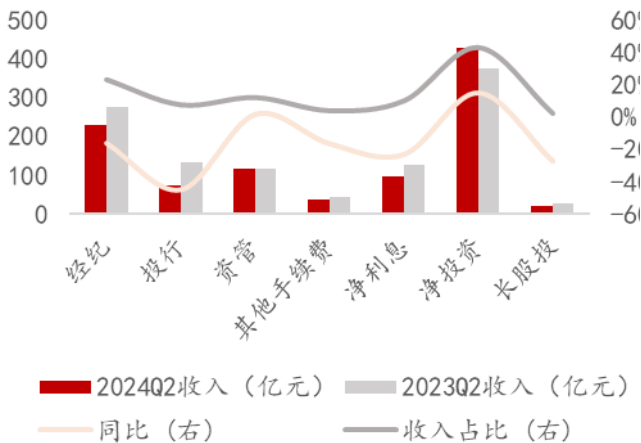
券商行业 2024Q2 单季度主营业收入同比-9%。43 家综合性上市券商 2024Q2 单季度实现主营业收入 999 亿元，同比-9%。其中，收费类业务收入合计 456 亿元，同比下滑

19.6%，收入占比 46%；资本金业务收入合计 544 亿元，同比+3.3%，收入占比 54%。

归因看，二季度投资业务同比+14.6%，正向拉动主营收入增速 5.4pct。2024 年二季度债券市场较 2023 年同期有所回暖，推动券商投资收益修复。

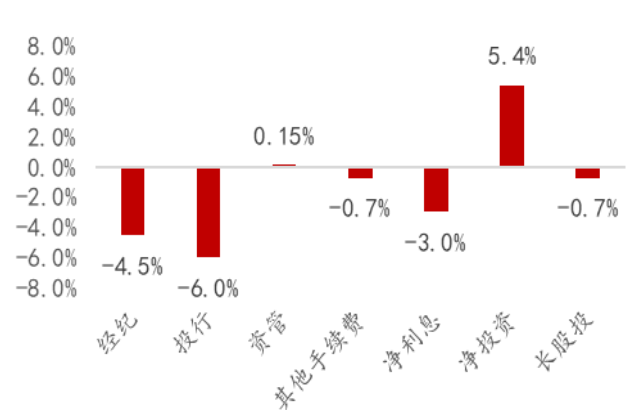
收费类业务同比下滑，共拖累主营收入增速 11.1pct。经纪业务收入 2024Q2 同比下滑 16.5%（收入占比 22.9%）、投行业务收入同比-45.2%（收入占比 7.3%）、资管业务收入同比+1.3%（收入占比 11.8%）、其他费类收入同比-16.8%（收入占比 3.6%），经纪、投行、资管、其他费类收入对主营收入增速贡献-4.5pct、-6.0pct、+0.15pct、-0.7pct。

图表4：2024Q2 单季券商行业各业务线收入、同比增速及主营收入占比（亿元）



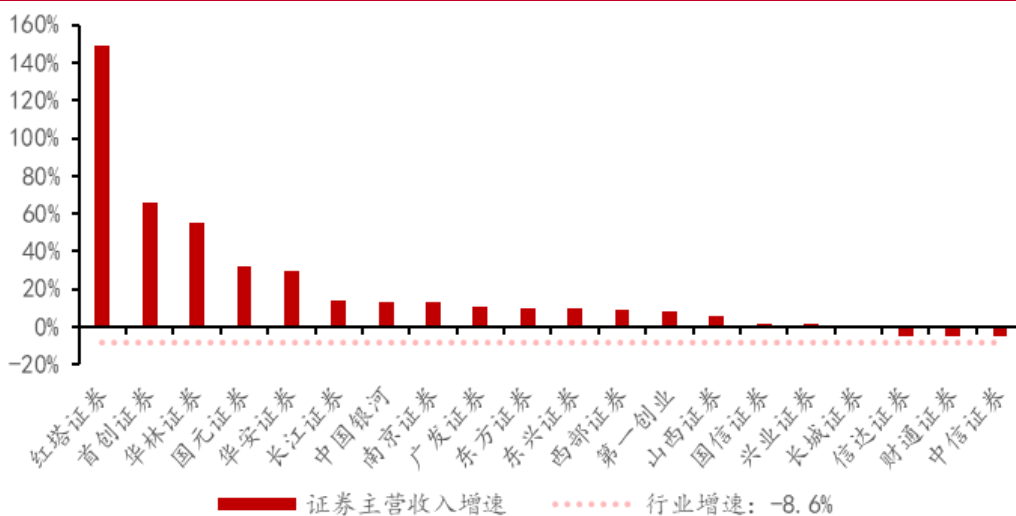
资料来源：wind，国联证券研究所

图表5：2024Q2 单季券商行业各业务线对主营收入增速贡献拆分



资料来源：wind，国联证券研究所

图表6：2024Q2 单季上市券商证券主营收入同比增速（按增速高到低排序）

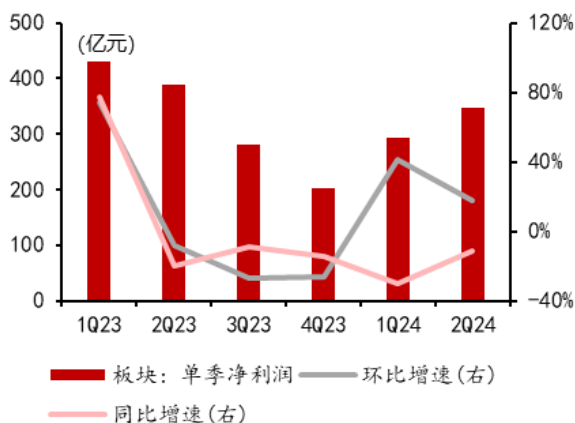


资料来源：各公司财报，国联证券研究所  
 注：剔除极端值



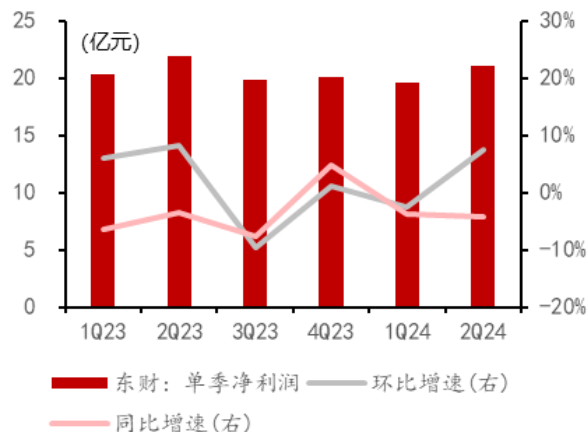
券商行业 43 家上市券商 2024Q2 单季归母净利润 346 亿元，环比+18%，同比-11%。东方财富 2024Q2 单季归母净利润 21 亿元，环比+7.6%，同比-4.3%。

图表7：2024Q2 单季度行业归母净利润环比+18%，同比-11%



资料来源：各公司财报，国联证券研究所

图表8：2024Q2 东财归母净利润环比+7.6%，同比-4.3%



资料来源：公司财报，国联证券研究所

### 1.3 2024H1 行业 ROE 有所分化

以 2024H1ROE 看，2 家上市券商 ROE $\geq$ 4%，东方财富、招商证券、中信证券 ROE 排前 3 名，ROE 区间 3.96%~5.52%。2024H1 上市券商非年化 ROE 均值 2.28%，较 2023H1 下滑 0.91pct。

**图表9：44家上市券商（含东财）2024H1 ROE情况（按归母净利润由高到低排序）**

券商板块	2024H1归母净利润(亿元)	同比	2023H1ROE	2024H1ROE	同比升幅
<b>44家券商小计</b>	<b>680.2</b>	<b>-21%</b>	<b>3.19%</b>	<b>2.28%</b>	<b>-0.91PCT</b>
中信证券	105.7	-7%	4.27%	3.96%	-0.31PCT
华泰证券	53.1	-19%	4.23%	3.18%	-1.05PCT
国泰君安	50.2	-13%	3.75%	3.11%	-0.64PCT
招商证券	47.5	0%	4.33%	4.08%	-0.25PCT
中国银河	43.9	-11%	5.10%	3.63%	-1.47PCT
广发证券	43.6	-4%	3.84%	3.39%	-0.45PCT
东方财富	40.6	-4%	6.30%	5.52%	-0.78PCT
国信证券	31.4	-13%	3.76%	3.04%	-0.72PCT
中信建投	28.6	-34%	5.41%	3.12%	-2.29PCT
中金公司	22.3	-37%	3.80%	2.12%	-1.68PCT
申万宏源	21.3	-43%	3.85%	2.09%	-1.76PCT
东方证券	21.1	11%	2.44%	2.66%	0.22PCT
光大证券	13.9	-42%	3.94%	2.06%	-1.88PCT
方正证券	13.5	-6%	3.28%	2.93%	-0.35PCT
东吴证券	11.7	-16%	3.56%	2.88%	-0.68PCT
国元证券	10.0	9%	2.73%	2.84%	0.11PCT
海通证券	9.5	-75%	2.29%	0.58%	-1.71PCT
兴业证券	9.4	-48%	3.37%	1.65%	-1.72PCT
财通证券	9.3	-11%	3.09%	2.64%	-0.45PCT
长江证券	7.9	-29%	3.52%	2.21%	-1.31PCT
浙商证券	7.8	-14%	3.44%	2.85%	-0.59PCT
长城证券	7.2	-19%	3.18%	2.48%	-0.7PCT
华安证券	7.1	9%	3.21%	3.33%	0.12PCT
西部证券	6.5	-8%	2.61%	2.31%	-0.3PCT
信达证券	6.1	-16%	4.49%	3.41%	-1.08PCT
东兴证券	5.8	65%	1.33%	2.10%	0.77PCT
南京证券	5.5	20%	2.72%	3.13%	0.41PCT
首创证券	4.8	73%	2.24%	3.78%	1.54PCT
国金证券	4.5	-48%	2.77%	1.39%	-1.38PCT
红塔证券	4.5	52%	1.28%	1.92%	0.64PCT
中银证券	4.2	-34%	3.86%	2.44%	-1.42PCT
中泰证券	4.0	-76%	4.40%	0.92%	-3.48PCT
第一创业	4.0	27%	2.14%	2.64%	0.5PCT
西南证券	3.4	-26%	1.83%	1.33%	-0.5PCT
山西证券	3.2	-18%	2.21%	1.79%	-0.42PCT
财达证券	2.4	-41%	3.60%	2.06%	-1.54PCT
中原证券	2.0	20%	1.21%	1.44%	0.23PCT
国海证券	1.4	-63%	2.08%	0.65%	-1.43PCT
东北证券	1.3	-76%	2.99%	0.71%	-2.28PCT
华林证券	1.2	20%	1.59%	1.94%	0.35PCT
太平洋	0.7	-67%	2.25%	0.72%	-1.53PCT
华西证券	0.4	-92%	2.31%	0.17%	-2.14PCT
天风证券	-3.2	-159%	2.33%	-1.38%	-3.71PCT

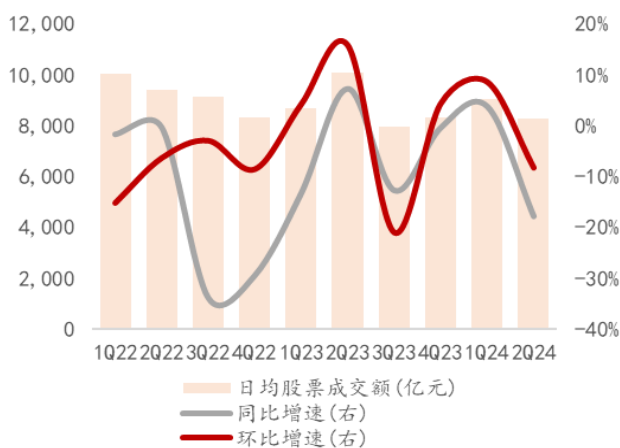
资料来源：wind，国联证券研究所

## 2. 收费类业务：财富管理业务随市波动，股权融资规模下滑

### 2.1 经纪业务：交投热度下降、新发基金遇冷

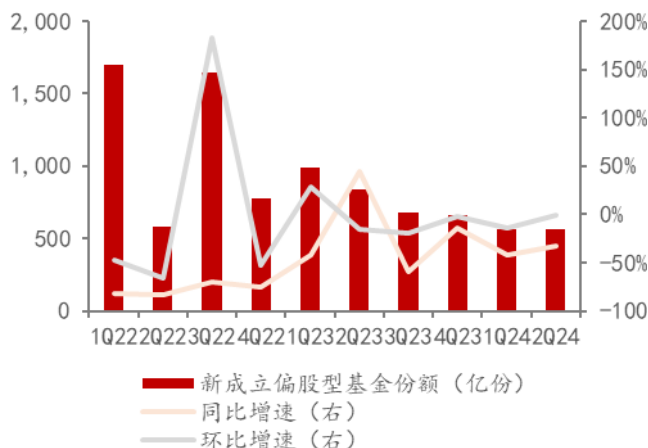
市场指标方面：1) 2024H1 日均股票成交额同比下降：2024Q2 单季度日均股票成交额 8289 亿，同比-17.8%，环比-8.3%；2024H1 日均股票成交额 8663 亿，同比-7.8%。2) 2024H1 新发偏股基金份额同比降 38%：2024Q2 单季度新发偏股基金 561 亿份，同比-33%，环比-1%；2024H1 新发偏股基金 1128 亿份，同比下滑 38%。

图表10：2024Q2 日均股票成交 8289 亿，同比-17.8%



资料来源：wind，国联证券研究所

图表11：2024Q2 新发偏股基金份额仍放缓 (亿份)



资料来源：wind，国联证券研究所

43 家上市综合券商 2024H1 实现经纪收入 458 亿元 (收入占比 24.5%)，同比下滑 13%。一方面，市场交易量下降 (2024H1 日均股票成交额同比-7.8%) 叠加佣金率同比下降带动零售经纪佣金收入下降。另一方面，新发基金遇冷、基金申赎减少导致券商代销金融产品收入明显下降。

经纪收入同比增速看，2024H1 山西证券 (yoy+14%)、财达证券 (yoy+1.7%)、财通证券 (yoy-1.3%) 的经纪业务同比增速好于行业 (yoy-13%)。

经纪收入占比上看，2024H1 天风证券 (52.8%)、华西证券 (46.3%)、长江证券 (46.2%) 的经纪业务收入占比显著高于行业 (24.5%)。头部券商的经纪业务收入依赖度较低，如中信证券 2024H1 经纪业务收入占比约 18%。

**图表12: 43家上市券商 2024H1 经纪业务收入及同比增速、经纪收入占比**

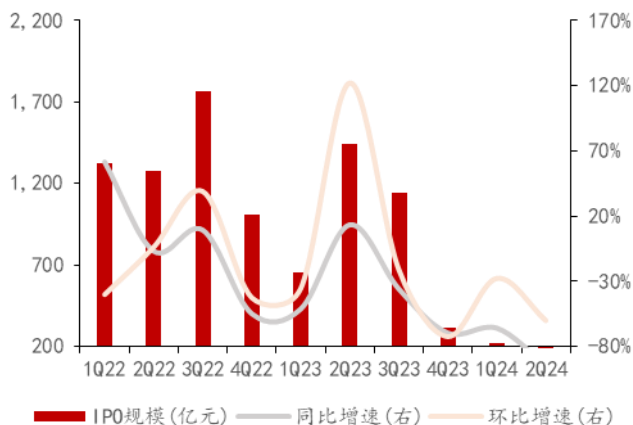
单位: 亿元	2024H1 经纪收入	收入排名	同比增速	增速排名	经纪收入占比	占比排名
中信证券	48.8	1	-7.8%	11	18%	38
国泰君安	30.8	2	-12.1%	24	24%	23
广发证券	27.6	3	-8.6%	14	24%	24
华泰证券	27.2	4	-13.6%	29	22%	30
招商证券	25.8	5	-12.1%	23	27%	18
中信建投	25.2	6	-9.7%	17	30%	8
中国银河	25.1	7	-13.0%	26	26%	21
国信证券	21.3	8	-4.6%	6	29%	12
申万宏源	18.9	9	-19.8%	38	24%	25
中金公司	17.7	10	-29.1%	43	20%	31
海通证券	16.9	11	-14.8%	30	24%	22
方正证券	15.9	12	-6.5%	9	43.4%	4
中泰证券	13.8	13	-9.5%	15	31%	7
光大证券	12.4	14	-16.0%	33	30%	10
长江证券	12.4	15	-19.1%	37	46%	3
东方证券	10.5	16	-28.7%	41	18.4%	37
浙商证券	10.2	17	-18.4%	36	40%	5
兴业证券	9.3	18	-24.9%	40	22%	27
国金证券	7.7	19	-5.0%	7	29%	13
东吴证券	7.5	20	-9.5%	16	23%	26
华西证券	6.5	21	-20.8%	39	46%	2
财通证券	5.7	22	-1.3%	4	19%	33
国元证券	4.4	23	-8.5%	13	19%	35
华安证券	4.4	24	-13.4%	28	27%	17
东北证券	4.3	25	-15.8%	32	27%	15
西部证券	3.8	26	-11.1%	21	19%	36
长城证券	3.8	27	-8.1%	12	19%	34
中银证券	3.7	28	-12.5%	25	30%	9
国海证券	3.7	29	-10.7%	19	27%	16
天风证券	3.7	30	-29.0%	42	53%	1
信达证券	3.5	31	-11.7%	22	22%	29
东兴证券	2.9	32	-13.1%	27	15%	39
财达证券	2.9	33	1.7%	3	30%	11
西南证券	2.6	35	-16.6%	34	22%	28
山西证券	2.5	36	14.0%	1	20%	32
中原证券	2.5	37	-7.0%	10	26%	19
华林证券	2.2	38	-2.5%	5	37%	6
南京证券	2.0	39	-6.1%	8	14%	40
第一创业	1.5	40	-14.4%	31	11%	41
太平洋	1.5	41	-10.7%	18	28%	14
首创证券	1.0	42	-17.6%	35	8%	43
红塔证券	0.8	43	-10.9%	20	9%	42

资料来源: wind, 国联证券研究所

## 2.2 投行业务：股权融资规模大幅收缩，债承规模同比上涨

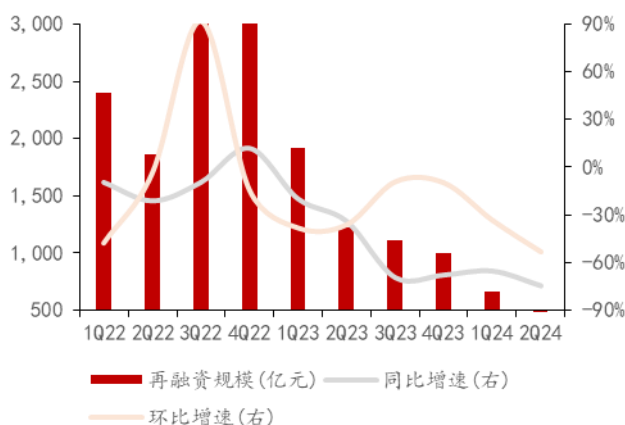
**融资规模方面：**1) **股权融资规模大幅收缩：**按发行日统计，2024H1 A股 IPO 规模 313 亿元，同比-85.1%，其中 2024Q2 A股 IPO 规模 89 亿元，同比-94%，环比-60%；2024H1 A股再融资规模 978 亿元，同比-68.9%，其中 2024Q2 A股再融资规模 311 亿元，同比-75%，环比-53%。2) **债券承销规模同比上升：**2024H1 债承规模 5.2 万亿，同比+0.4%。

图表13：2024H1 IPO 规模 313 亿，同比-85.1%



资料来源：wind，国联证券研究所

图表14：2024H1 再融资规模 978 亿，同比-69%



资料来源：wind，国联证券研究所

**43 家上市综合券商合计 2024H1 实现投行收入 140 亿元（收入占比 7.5%），同比-41.1%。**2024H1 投行收入下滑主因市场股权融资规模大幅收缩。

**股权承销业务头部集中趋势明显。**2024H1 IPO 主承销前五名合计规模 177 亿元，再融资主承销前五名合计规模 470 亿元，IPO 规模 CR5 达 58%、再融资规模 CR5 达 66%。其中，中信证券 IPO、再融资主承销市占率分别为 16.7%、21.7%；华泰证券 IPO、再融资主承销市占率分别为 16.6%、9.2%。

**投行收入同比增速看，**2024H1 首创证券（yoy+43%）、中国银河（yoy+42.2%）、太平洋（yoy+33.4%）、东兴证券（yoy+30.2%）的投行业务同比增速显著好于行业（yoy-41.1%）。

**投行收入占比上看，**2024H1 天风证券（46%）、国金证券（17%）、太平洋（15%）的投行业务收入占比显著高于行业（7.5%）。

**图表15: 43家上市券商2024H1投行业务收入及同比增速、投行业务收入占比**

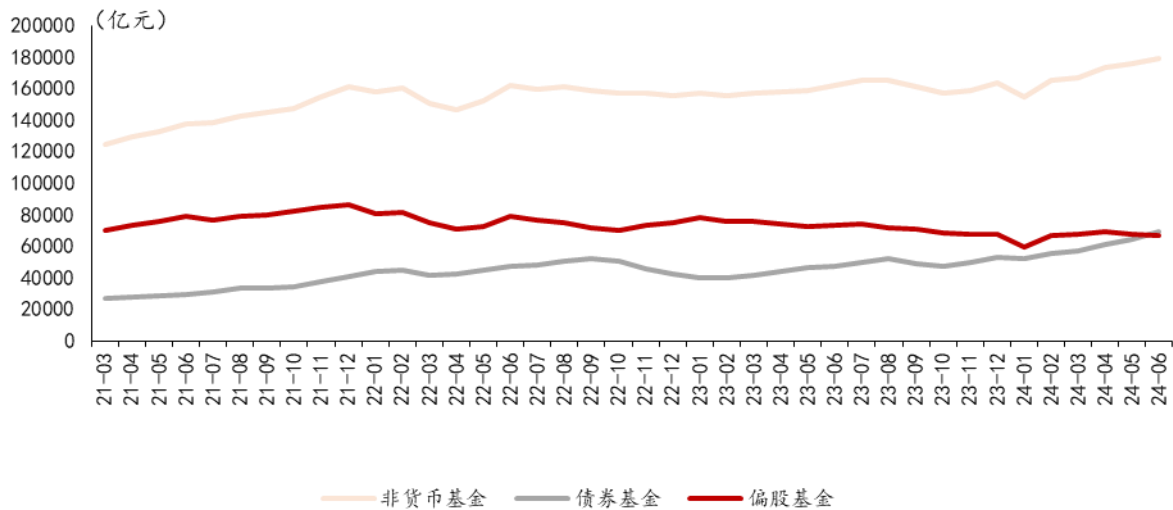
单位: 亿元	2024H1 投行业务收入	收入排名	同比	增速排名	投行业务收入占比	占比排名
中信证券	17.4	1	54.6%	36	7%	21
中金公司	12.8	2	35.7%	22	15%	5
国泰君安	11.7	3	24.7%	15	9%	16
中信建投	10.0	4	61.8%	40	12%	9
华泰证券	9.3	5	42.2%	30	8%	18
海通证券	8.5	6	56.2%	38	12%	8
东方证券	5.5	7	25.4%	17	10%	14
中泰证券	5.2	8	32.2%	21	12%	10
国金证券	4.6	9	15.8%	14	17%	2
光大证券	4.3	10	30.0%	19	10%	13
申万宏源	4.2	11	49.7%	34	5%	25
国信证券	3.9	12	45.7%	32	5%	24
东吴证券	3.6	13	46.2%	33	11%	12
广发证券	3.4	14	3.5%	7	3%	36
天风证券	3.2	15	26.8%	18	46%	1
浙商证券	2.9	16	39.9%	28	11%	11
招商证券	2.8	17	36.3%	23	3%	35
财通证券	2.8	18	11.9%	11	9%	15
中国银河	2.7	19	42.2%	3	3%	37
兴业证券	2.6	20	55.1%	37	6%	22
东兴证券	2.6	21	30.2%	5	13%	7
财达证券	1.4	23	6.4%	10	14%	6
长城证券	1.2	24	2.0%	9	6%	23
长江证券	1.2	25	45.0%	31	4%	28
山西证券	1.2	26	25.1%	16	9%	17
第一创业	1.0	27	15.5%	12	7%	19
南京证券	1.0	28	28.8%	6	7%	20
西部证券	0.8	29	60.5%	39	4%	29
太平洋	0.8	30	33.4%	4	15%	4
方正证券	0.8	31	38.3%	25	2%	41
首创证券	0.6	32	43.0%	2	5%	26
国元证券	0.6	33	38.9%	26	3%	40
西南证券	0.5	34	30.4%	20	5%	27
国海证券	0.5	35	53.7%	35	4%	30
华西证券	0.5	36	42.0%	29	3%	31
东北证券	0.5	37	66.7%	41	3%	34
信达证券	0.4	38	36.5%	24	3%	38
中银证券	0.4	39	71.2%	42	3%	32
华安证券	0.3	40	15.6%	13	2%	42
红塔证券	0.3	41	57.8%	1	3%	33
中原证券	0.3	42	2.7%	8	3%	39
华林证券	0.0	43	73.4%	43	1%	43

资料来源: wind, 国联证券研究所

### 2.3 资管业务：债基是规模增长主力军，权益基金规模下滑

2024年6月末非货基17.9万亿元，其中债基/权益基金6.9/6.7万亿元。2024年6月末全市场非货基规模17.9万亿元，同比+10.4%，较2023年末+9.6%。其中，债基规模6.9万亿元，同比增长44.6%，较2023年末增长29.6%；权益基金（股票+混合）规模6.7万亿元，同比下滑9.2%，较2023年末下降2%。

图表16：2024年6月末非货基17.9万亿元，其中债基/权益基金6.9/6.7万亿元



资料来源：wind，国联证券研究所

2024H1 43家上市综合券商合计实现资管收入226亿元（收入占比12.1%），同比+0.6%。2024H1 资管收入体量超过20亿元的券商共3家，3家均控参股头部公募牌照。2024H1 中信证券（49.1亿）、广发证券（33.8亿）、华泰证券（22.2亿）3家券商资管收入超过20亿元，2024H1 资管业务占比：中信（18.5%）、广发（29.8%）、华泰（18.2%）。上述3家券商中，中信证券控股华夏基金，广发证券控股广发基金、参股易方达基金，华泰证券参股华泰柏瑞基金。

**图表17：43家上市券商2024H1资管业务收入及同比增速、资管业务收入占比**

单位：亿元	2024H1资管业务收入	收入排名	同比	增速排名	资管业务收入占比	占比排名
中信证券	49.1	1	-1.1%	27	18.5%	9
广发证券	33.8	2	-19.2%	35	29.8%	3
华泰证券	22.2	3	6.5%	23	18.2%	10
国泰君安	19.2	4	-8.1%	30	15.2%	12
中泰证券	10.0	5	11.0%	20	22.4%	7
海通证券	8.4	6	-9.8%	33	12.1%	17
财通证券	8.3	7	17.9%	17	27.9%	6
东方证券	7.1	8	-38.1%	37	12.5%	16
中信建投	6.4	9	5.1%	24	7.7%	21
中金公司	5.6	10	-15.0%	34	6.3%	24
首创证券	5.3	11	165.6%	4	42.5%	1
第一创业	4.7	12	-0.8%	26	33.0%	2
申万宏源	4.0	13	-22.4%	36	5.1%	27
国信证券	4.0	14	94.3%	6	5.5%	26
光大证券	3.8	15	-	-	9.2%	18
招商证券	3.4	16	-8.5%	31	3.6%	31
华安证券	2.8	18	25.0%	16	17.7%	11
中银证券	2.6	19	-7.4%	29	21.2%	8
中国银河	2.3	20	2.1%	25	2.3%	36
浙商证券	2.1	21	16.5%	18	8.1%	19
东北证券	2.0	22	54.1%	12	12.7%	15
天风证券	1.9	23	-38.6%	38	28.0%	5
东兴证券	1.5	24	54.4%	11	7.8%	20
长江证券	1.5	25	68.9%	9	5.6%	25
财达证券	1.4	26	298.0%	1	14.7%	13
方正证券	1.2	27	32.4%	15	3.3%	32
国海证券	1.0	28	15.1%	19	7.3%	23
山西证券	0.9	29	53.4%	13	7.4%	22
东吴证券	0.9	30	76.4%	8	2.7%	34
西部证券	0.8	31	82.4%	7	3.9%	29
兴业证券	0.8	32	10.1%	22	1.8%	38
信达证券	0.7	33	-4.0%	28	4.6%	28
国元证券	0.7	34	64.6%	10	3.0%	33
太平洋	0.7	35	36.8%	14	13.0%	14
华西证券	0.5	36	10.6%	21	3.6%	30
国金证券	0.4	37	-9.7%	32	1.6%	39
南京证券	0.4	38	238.0%	3	2.6%	35
长城证券	0.1	39	-58.3%	42	0.7%	43
中原证券	0.1	40	-52.4%	41	1.4%	40
西南证券	0.1	41	113.4%	5	1.2%	42
华林证券	0.1	42	-51.7%	40	2.1%	37
红塔证券	0.1	43	-44.7%	39	1.3%	41

资料来源：wind，国联证券研究所



### 3. 资本金业务：投资收益率略有承压，负债成本有所下降

#### 3.1 资产端：投资规模小幅上升，信用资产规模收缩

2024H1 上市综合券商合计实现净投资收入 775 亿元（收入占比 41.5%），同比-10.2%。（注：净投资收入=投资净收益+公允价值变动损益-对联营合营企业收益+汇兑净收益）。我们预计主因 2024H1 债券市场表现优于权益市场，但在去年同期高基数下券商自营业务同比略有下滑。截至 2024 年 6 月末，沪深 300 指数上涨 0.89%，科创 50 指数下跌 16.42%，创业板指数下跌 10.99%。债市表现有所回暖，中证全债净价指数上涨 2.78%。

图表18：2023 年至 2024 年二季度末投资业务市场指标情况

	证券行业核心指标	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	同比
投资交易业务	中证全债(净)：涨跌幅	0.15%	1.17%	-0.06%	0.65%	1.59%	2.78%	1.61pct
	上证指数：涨跌幅	5.94%	-2.16%	-2.86%	-4.4%	2.23%	-0.25%	1.91pct
	沪深300：涨跌幅	4.63%	-5.15%	-3.98%	-7.0%	3.10%	0.89%	6.04pct
	科创50：涨跌幅	12.67%	-7.06%	-11.67%	-4.0%	-10.48%	-16.42%	-9.36pct
	创业板指：涨跌幅	2.25%	-7.69%	-9.53%	-5.6%	-3.87%	-10.99%	-3.30pct
	债券基金：涨跌幅	1.11%	0.90%	0.40%	0.53%	0.97%	2.07%	1.17pct
	股票基金：涨跌幅	3.47%	-5.40%	-5.9%	-4.9%	-2.6%	-6.1%	-0.72pct

资料来源：wind，国联证券研究所

**图表19: 43家上市券商2024H1净投资业务收入及同比增速、净投资业务收入占比**

单位: 亿元	2024H1净 投资业务收 入	收入排 名	同比	增速排名	净投资 业务收入 占比	占比排名
中信证券	132.3	1	6.2%	12	49.8%	11
国泰君安	50.7	2	-5.0%	19	40.1%	22
中金公司	49.1	3	-21.2%	26	55.7%	8
中国银河	48.9	4	4.8%	14	50.1%	10
申万宏源	48.5	5	-19.0%	25	60.8%	5
招商证券	47.7	6	22.2%	9	50.2%	9
华泰证券	44.3	7	-40.4%	34	36.2%	25
广发证券	36.7	8	46.1%	6	32.3%	30
中信建投	35.6	9	-18.4%	24	42.8%	18
国信证券	35.1	10	1.4%	15	48.6%	12
东方证券	22.8	11	63.8%	4	40.2%	20
海通证券	17.3	12	-44.0%	35	24.9%	36
西部证券	14.0	13	-2.2%	16	68.6%	2
兴业证券	11.7	16	-5.6%	20	28.3%	32
东吴证券	13.0	14	-12.0%	21	39.7%	24
方正证券	12.0	15	6.0%	13	32.7%	29
长城证券	11.6	17	-4.8%	18	58.9%	6
国元证券	10.7	18	91.3%	3	45.3%	16
光大证券	9.9	19	-54.1%	37	23.9%	37
东兴证券	8.7	20	151.6%	1	44.2%	17
财通证券	8.1	21	-34.9%	31	27.3%	34
山西证券	7.3	22	-25.3%	29	57.2%	7
中泰证券	7.1	23	-61.3%	39	16.0%	40
国金证券	6.9	24	-29.3%	30	25.9%	35
南京证券	6.9	25	118.8%	2	48.2%	13
华安证券	6.4	26	31.0%	8	40.2%	19
天风证券	6.4	27	-61.4%	40	91.8%	1
信达证券	6.3	28	-15.0%	22	40.2%	21
中原证券	5.8	29	12.5%	11	61.1%	4
首创证券	5.8	30	18.1%	10	46.3%	15
浙商证券	5.7	31	-35.3%	32	22.6%	38
红塔证券	5.7	32	63.4%	5	62.5%	3
第一创业	5.7	33	39.8%	7	40.0%	23
西南证券	5.4	34	-24.1%	28	46.5%	14
东北证券	5.2	35	-39.4%	33	33.2%	28
国海证券	3.9	36	-15.7%	23	29.0%	31
财达证券	3.5	38	-51.0%	36	36.0%	26
长江证券	1.9	39	-21.9%	27	7.1%	43
中银证券	1.8	40	-4.2%	17	14.7%	41
华西证券	1.7	41	-69.1%	42	12.2%	42
华林证券	1.6	42	-1680.7%	43	28.2%	33
太平洋	1.1	43	-63.6%	41	20.5%	39

资料来源: wind, 国联证券研究所

**投资规模看**，43家综合券商2024H1末合计投资资产4.5万亿元，同比+1.9%。  
**投资收益率方面**，43家上市券商年化净投资收益率平均为4.11%，同比-0.4pct。其中，南京证券（11.72%）等年化投资收益率显著好于行业。

**投资杠杆看**，43家综合券商2024H1平均投资杠杆1.53倍，同比下降0.03倍。其中，广发证券（1.86倍，yoy+0.26倍）、方正证券（1.46倍，yoy+0.22倍）等投资杠杆同比均所提升。

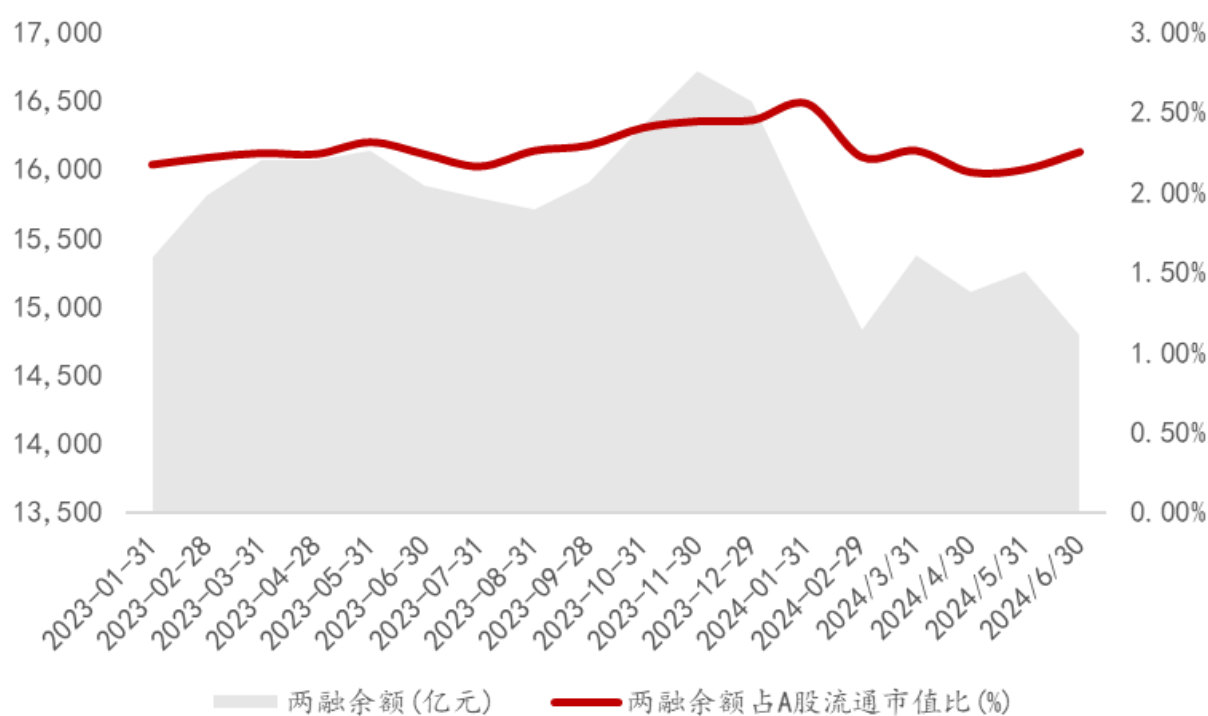
**图表20: 43家上市券商2024H1投资规模及投资收益率、投资杠杆**

单位:亿元	2024H1投资规模	yoy	年化净投资收益率	yoy	投资杠杆	yoy
板块合计	45,125	2%	4.11%	-0.4pct	1.53	-0.03
中信证券	6,774	8%	3.82%	-0.1%	2.43	-0.002
华泰证券	3,814	-6%	2.30%	-1.4%	2.12	-0.30
国泰君安	3,640	-2%	2.74%	-0.2%	2.17	-0.10
招商证券	2,669	-1%	3.57%	0.6%	2.14	-0.14
广发证券	2,623	22%	2.58%	0.2%	1.86	0.26
中金公司	2,600	-15%	3.73%	-0.3%	2.46	-0.53
中国银河	2,545	11%	3.91%	-0.5%	1.90	-0.05
申万宏源	2,475	-7%	3.86%	-0.6%	2.43	-0.27
中信建投	2,150	4%	3.20%	-1.1%	2.09	-0.08
海通证券	2,135	1%	1.64%	-1.2%	1.31	0.05
国信证券	1,861	17%	3.65%	-0.6%	1.65	0.18
东方证券	1,009	-1%	4.58%	1.6%	1.25	-0.05
兴业证券	865	8%	2.79%	-0.6%	1.53	0.02
光大证券	675	-30%	2.68%	-1.9%	1.01	-0.47
方正证券	685	23%	3.58%	-1.0%	1.46	0.22
西部证券	563	-6%	4.92%	0.2%	2.00	-0.19
财通证券	525	8%	3.08%	-2.2%	1.49	0.05
东吴证券	416	1%	5.12%	-0.7%	1.03	-0.02
东北证券	401	4%	2.62%	-2.0%	2.18	0.09
国金证券	400	19%	3.84%	-1.8%	1.23	0.18
中泰证券	392	0%	3.45%	-6.0%	0.93	-0.05
天风证券	389	2%	3.31%	-5.7%	1.67	0.07
东兴证券	378	82%	5.04%	1.6%	1.37	0.59
山西证券	370	-1%	3.91%	-1.1%	2.09	-0.05
浙商证券	370	-10%	2.88%	-1.2%	1.35	-0.22
华安证券	320	18%	3.90%	0.3%	1.49	0.17
西南证券	315	-9%	3.25%	-0.8%	1.23	-0.13
长江证券	302	6%	1.27%	-0.5%	0.81	-0.02
信达证券	279	-3%	4.50%	-0.7%	1.53	-0.18
中原证券	259	-5%	4.95%	1.0%	1.85	-0.12
国元证券	259	39%	7.79%	1.3%	0.73	0.17
财达证券	254	24%	2.77%	-3.6%	2.21	0.41
国海证券	241	-8%	3.87%	0.0%	1.11	-0.29
华西证券	231	-29%	1.42%	-1.9%	1.01	-0.41
首创证券	221	4%	5.36%	0.7%	1.74	-0.05
南京证券	181	155%	11.72%	3.6%	1.04	0.62
第一创业	172	-30%	6.56%	3.0%	1.12	-0.55
中银证券	163	1%	2.39%	0.0%	0.93	-0.02
红塔证券	137	-8%	8.61%	4.0%	0.58	-0.07
太平洋	46	-14%	4.43%	-6.1%	0.48	-0.09
华林证券	24	9%	11.20%	12.2%	0.37	0.04

资料来源: wind, 国联证券研究所

43家上市综合券商2024H1末合计信用资产(融出资金+买入返售金融资产)1.66万亿元, yoy-2.2%。2024H1末市场融资余额1.45万亿/yoy-3%, 融券余额316亿/yoy-66%。上市券商2024H1融出资金规模合计1.24万亿, yoy-3.05%, 与市场一致(市场两融余额同比-7%), 占上市券商信用资产比重为75%; 买入返售金融资产4194亿, yoy+0.27%。

图表21: 截至2024年6月末, 市场两融余额规模为1.48万亿元, 较2023年末下滑10%



资料来源: wind, 国联证券研究所

**图表22：2024H1 43家上市券商信用业务情况**

单位:亿元	2024H1信用资产 (买入返售+融出资金)	yoy	信用资产规模排名	融出资金占比	融出资金	排名	yoy	买入返售资产	排名	yoy
<b>小计</b>	<b>16,619</b>	<b>-2.2%</b>	<b>--</b>	<b>75%</b>	<b>12,425</b>	<b>-</b>	<b>-3.05%</b>	<b>4,194</b>	<b>-</b>	<b>0.27%</b>
中信证券	1,695	17%	1	67%	1,134	1	2%	561	2	68%
华泰证券	1,216	-1%	3	85%	1,036	2	-2%	180	9	4%
中金公司	620	6%	10	54%	332	12	-2%	288	5	17%
国泰君安	1,456	-12%	2	57%	829	4	-7%	627	1	-18%
中信建投	755	-14%	8	70%	525	10	-6%	230	7	-29%
广发证券	1,043	0%	6	81%	850	3	-1%	193	8	4%
中国银河	1,057	0%	5	78%	822	5	-4%	235	6	21%
海通证券	968	-10%	7	66%	639	7	-4%	328	4	-20%
招商证券	1,138	-5%	4	69%	782	6	-5%	356	3	-5%
申万宏源	709	1%	9	83%	592	8	-3%	117	10	32%
国信证券	558	-5%	11	94%	527	9	3%	31	23	-57%
东方证券	270	2%	17	86%	232	17	16%	38	22	-41%
光大证券	364	-13%	14	92%	335	11	-10%	29	25	-37%
兴业证券	381	3%	13	72%	274	15	-8%	107	11	51%
方正证券	383	27%	12	79%	300	13	1%	82	15	1807%
中泰证券	345	-11%	15	87%	300	14	-5%	46	17	-39%
东吴证券	200	4%	23	90%	180	21	1%	20	28	48%
浙商证券	250	0%	20	74%	184	20	-4%	66	16	16%
长江证券	259	-13%	18	99%	255	16	-10%	4	39	-70%
财通证券	212	3%	22	81%	171	22	2%	40	19	12%
国元证券	199	4%	24	85%	169	23	1%	30	24	22%
华西证券	257	-4%	19	63%	161	24	-7%	96	13	-1%
东兴证券	134	-20%	26	99%	133	25	-17%	1	43	-78%
西部证券	120	-2%	30	65%	78	33	-1%	42	18	-4%
东北证券	126	-9%	28	86%	109	27	-3%	18	30	-36%
中银证券	119	-1%	31	98%	116	26	1%	3	41	-38%
华安证券	104	-9%	32	90%	93	30	-4%	10	34	-40%
国海证券	91	-14%	34	79%	71	34	-7%	19	29	-33%
山西证券	99	-8%	33	61%	60	37	-12%	39	20	-2%
长城证券	222	-14%	21	94%	208	19	-9%	14	32	-52%
第一创业	70	-6%	37	90%	64	36	1%	7	36	-43%
天风证券	62	-20%	38	57%	36	40	-21%	27	27	-17%
南京证券	86	-8%	35	90%	78	32	1%	8	35	-50%
财达证券	57	-11%	39	96%	54	38	-7%	2	42	-57%
中原证券	81	-5%	36	87%	70	35	-2%	11	33	-22%
西南证券	124	-2%	29	86%	107	28	-6%	17	31	27%
太平洋	20	-2%	43	85%	17	43	-2%	3	40	-2%
华林证券	47	16%	41	90%	43	39	5%	5	37	-
红塔证券	56	-1%	40	32%	18	42	37%	38	21	-12%
首创证券	25	-7%	42	83%	21	41	2%	4	38	-36%
信达证券	130	22%	27	79%	103	29	1%	27	26	504%

资料来源：wind，国联证券研究所

### 3.2 负债端：负债成本略有下降

负债成本看，2024H1 上市券商负债成本平均为 3.04%，同比-0.11pct。经营杠杆来看，2024H1 上市券商经营杠杆 3.36 倍，同比下降 0.13 倍。2024H1 上市券商有息负债合计 5.3 万亿元，同比微增 1.3%。

**图表23：2024H1 43家上市券商负债成本、经营杠杆情况**

亿元	负债成本率		经营杠杆		有息负债	
	43家小计/均值	3.04%	-0.11pct	3.36	(0.13)	52,644
已披露	2024H1	yoy	2024H1	yoy	2024H1	yoy
中信证券	3.22%	-0.37%	4.32	(0.02)	5,292	16.18%
华泰证券	3.62%	-0.06%	3.79	(0.55)	3,286	-9.81%
国泰君安	3.90%	-0.13%	4.90	(0.49)	2,631	2.41%
招商证券	3.59%	0.20%	4.79	(0.23)	3,545	-5.40%
广发证券	2.93%	-0.17%	4.17	(0.38)	2,725	0.19%
中金公司	2.88%	-0.19%	3.93	(0.09)	3,322	1.65%
中国银河	3.22%	0.12%	4.37	(0.46)	3,162	-5.08%
申万宏源	3.71%	-0.18%	3.77	(0.08)	3,946	-0.64%
中信建投	2.91%	-0.16%	4.40	0.05	3,141	3.33%
海通证券	2.91%	-0.03%	5.09	(0.33)	3,024	-8.33%
国信证券	2.69%	-0.09%	3.59	0.43	2,378	21.81%
东方证券	2.70%	-0.10%	3.38	0.05	1,610	5.88%
兴业证券	3.01%	-0.23%	2.66	(0.36)	867	-16.28%
光大证券	3.16%	-0.09%	3.72	0.15	1,206	18.82%
方正证券	2.71%	-0.52%	4.12	0.19	1,129	29.67%
长城证券	3.61%	-0.05%	3.18	(0.25)	815	-3.98%
西部证券	2.49%	-0.24%	3.06	0.40	769	30.45%
财通证券	2.71%	-0.01%	2.78	0.08	502	11.76%
东吴证券	3.10%	-0.11%	2.84	(0.87)	600	-27.27%
东北证券	2.69%	-0.28%	3.49	0.22	742	12.73%
国金证券	2.84%	-0.08%	3.50	0.24	800	14.08%
中泰证券	2.87%	-0.07%	2.65	(0.45)	341	-20.17%
天风证券	2.78%	-0.21%	3.14	0.00	515	5.41%
东兴证券	2.71%	-0.14%	2.85	(0.08)	425	-3.91%
山西证券	3.77%	-0.45%	3.54	(0.17)	328	-6.22%
浙商证券	3.09%	0.07%	2.81	0.11	187	19.36%
华安证券	2.72%	-0.25%	3.13	0.07	416	13.33%
西南证券	2.69%	-0.12%	2.18	(1.11)	229	-42.43%
长江证券	2.63%	-0.19%	4.61	0.31	507	17.99%
信达证券	2.97%	-0.22%	3.60	(0.06)	391	-3.28%
中原证券	2.91%	-0.11%	3.21	(0.07)	567	-5.23%
国元证券	3.01%	0.07%	2.42	(0.43)	182	-18.17%
财达证券	4.86%	0.26%	3.72	(0.24)	561	-14.11%
国海证券	2.70%	-0.05%	2.67	0.05	265	5.36%
华西证券	2.67%	-0.82%	3.12	0.35	215	20.95%
首创证券	2.97%	0.32%	2.91	(0.23)	230	-11.35%
南京证券	2.65%	-0.15%	2.60	(0.26)	373	-13.87%
第一创业	3.93%	0.63%	1.10	(0.06)	5	-58.84%
中银证券	2.82%	1.05%	1.87	(0.76)	46	-54.16%
红塔证券	2.57%	-0.82%	2.04	0.12	215	34.88%
太平洋	2.84%	-0.35%	3.14	0.12	253	19.70%
华林证券	2.69%	-0.39%	3.25	0.19	386	20.28%

资料来源：wind，国联证券研究所



## 4. 投资建议：维持证券行业“强于大市”评级

**券商板块当前估值处于历史底部。**选取 2016 年之前上市的券商进行统计，当前行业 24E 动态 PB 均值约 1.23 倍，其中，中信证券、广发证券、华泰证券等 PB 估值已经低于 2018 年历史底部位置。

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

## 5. 风险提示

- 1) 经济增速不及预期：**若全球经济增速预期下修，海外主流经济体可能面临滞胀甚至衰退的风险；随着海外需求的逐步回落，我国出口增速或将边际放缓。叠加海外仍处于货币政策收紧周期，市场风险偏好若降低，海外股市表现低迷，中国市场波动或也会加大。
- 2) 流动性收紧：**若流动性若快速收缩，国内投资者市场风险偏好或将下降，从而影响交投活跃度，或影响行业经纪收入增速。
- 3) 居民资金入市进程放缓：**若新发基金和基金规模增长乏力，或将影响资管业务收入增长和代销金融产品收入增速。

## 分析师声明

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

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 一般声明

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

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

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

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

## 特别声明

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

## 版权声明

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

## 联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号玖安广场A座4层  
 无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼