

证券II行业深度报告

证券行业 2024 年中报综述：业绩降幅边际收窄，资管业务展现韧性

增持（维持）

2024 年 09 月 06 日

证券分析师 胡翔

执业证书：S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

证券分析师 葛玉翔

执业证书：S0600522040002

021-60199761

geyx@dwzq.com.cn

证券分析师 武欣姝

执业证书：S0600524060001

wux@dwzq.com.cn

研究助理 罗宇康

执业证书：S0600123090002

luoyk@dwzq.com.cn

投资要点

■ **业绩概览：24H1 相对低迷，24Q2 单季度降幅收窄：**1) 收入及盈利情况：2024H1 上市券商营收及归母净利润降幅较大，2024Q2 单季度环比有所改善。2024 年上半年 44 家上市券商合计营收同比-12.7%至 2,399.7 亿元，归母净利润同比-21.0%至 680.2 亿元，其中 2024Q2 单季度 44 家上市券商合计营收同比-4.0%至 1,316.8 亿元，归母净利润同比-10.8%至 367.1 亿元，降幅较之 24Q1 有所收窄。2) 杠杆率及 ROE 情况：2024H1 上市券商平均杠杆率及 ROE 均小幅下滑。2024H1 上市券商合计归母净利润资产同增 5%至 25,896 亿元；平均杠杆率由 2023 年的 3.45 下降至 3.34，预计系券商补充资本需求减弱且融资活动监管趋严；年化平均 ROE 由 2023 年的 5.56%下降至 5.31%。3) 分业务概览：资管业务相对坚挺，24Q2 自营业务边际改善显著。2024 年上半年上市券商合计自营、经纪、投行、资管、信用业务收入分别同比-8%、-14%、-41%、-1%、-28%至 766、482、140、227、184 亿元。2024Q2 自营业务高基数掣肘有所减弱，收入同比+28%至 424 亿元。4) 上市券商业绩分化显著，部分中小券商彰显业绩弹性优势。2024H1，44 家上市券商共有 11 家实现归母净利润正增长，其中除招商证券、东方证券外，其余均为净资产排名 20 名及之后的中小券商。5) 成本控制重要性凸显，超八成上市券商人均薪酬下滑。2024H1 上市券商合计支付职工薪酬 757 亿元，同比下降 12%，人均薪酬 25 万元，同比下降 13%。44 家上市券商中有 36 家人均薪酬出现下滑，占比超 80%。6) 尽管业绩承压，上市券商对于中期分红仍表现出较强积极性。2024H1，超半数上市券商在中报中披露了计划分红规模，合计分红规模达到 130 亿元，合计分红比例 25.5%。

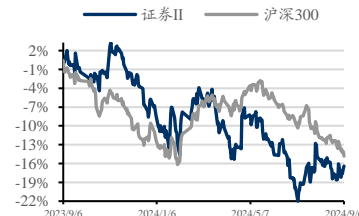
■ **重资产业务：自营业务边际改善，利息净收入普遍下滑：**1) 自营：业绩核心决定因素，24Q2 边际向好。2024H1 权益市场先扬后抑，二季度经历大幅调整，债市则依旧延续强势。2024H1，上市券商合计实现自营业务收入 766.1 亿元，同比-8%。从 24H1 业绩突出的券商情况来看，其整体业绩表现与自营收益情况高度正相关。2) 信用：两融及股质风险加速化解，利息净收入普降。年初以来监管部门持续推进两融及股票质押风险化解，相关业务规模不断收缩。反映在报表层面，2024H1 上市券商合计融出资金 12,425 亿元，较上年末-8%，合计买入返售金融资产 4,292 亿元，较上年末-5%。受此影响，2024H1 上市券商合计利息净收入同比-28%至 178 亿元。

■ **轻资产业务：经纪、投行随市承压，资管保持强韧：**1) 经纪：交易缩量叠加基金净赎回压力，表现仍待提振。2024H1 全市场日均股基成交额同比-6%至 9,896 亿元，其中 2024Q2 全市场日均股基成交额同比-15%至 9,507 亿元，公募基金净赎回规模达到 3,205 亿元，上市券商合计经纪业务收入同比-14%至 482 亿元。2) 投行：股权业务大幅缩水，债承业务相对稳定。2024H1 股权融资强监管延续，全市场 IPO、再融资募资总额分别同比-85%、-69%至 325、1,405 亿元。债承规模相对稳定，同比-1%至 6.12 万亿元。3) 资管：业务规模实现稳增，固收业务贡献增量。截至 24H1，全市场证券公司及子公司私募资管产品规模 6.42 万亿元，较上年同期+3%，预计得益于债券市场持续强势背景下固收资管产品规模的增长。受此推动，2024 年上半年 44 家上市券商合计资管业务收入相对坚挺，同比-1%至 227 亿元。

■ **投资建议：**当前券商板块估值已处于历史底部，盈利下行空间锁定，上行弹性较大，在长期估值修复的假设下迎来了较好的左侧配置窗口。基于此，我们推荐两个方向：1) 估值远低于 1 倍，经营没有重大风险的传统券商，建议关注【国泰君安】、【华泰证券】。2) 盈利修复弹性较大的互联网零售证券，推荐【东方财富】、【同花顺】。

■ **风险提示：**1) 宏观经济复苏不及预期；2) 资本市场监管趋严；3) 行业竞争加剧。

行业走势



相关研究

《“超级航母”呼之欲出，券业整合浪潮迎关键节点》

2024-09-06

《成交额持续萎缩，交投情绪仍待提振》

2024-08-14

内容目录

1. 业绩概览：24H1 相对低迷，24Q2 单季度降幅收窄	4
2. 重资产业务：自营业务边际改善，利息净收入普遍下滑	8
2.1. 自营：业绩核心决定因素，24Q2 边际向好	8
2.2. 信用：两融及股质风险加速化解，利息净收入普降	11
3. 轻资产业务：经纪、投行随市承压，资管保持强韧	13
3.1. 经纪：交易缩量叠加基金净赎回压力，表现仍待提振	13
3.2. 投行：股权业务大幅缩水，债承业务相对稳定	15
3.3. 资管：业务规模实现稳增，固收业务贡献增量	17
4. 投资建议	19
5. 风险提示	20

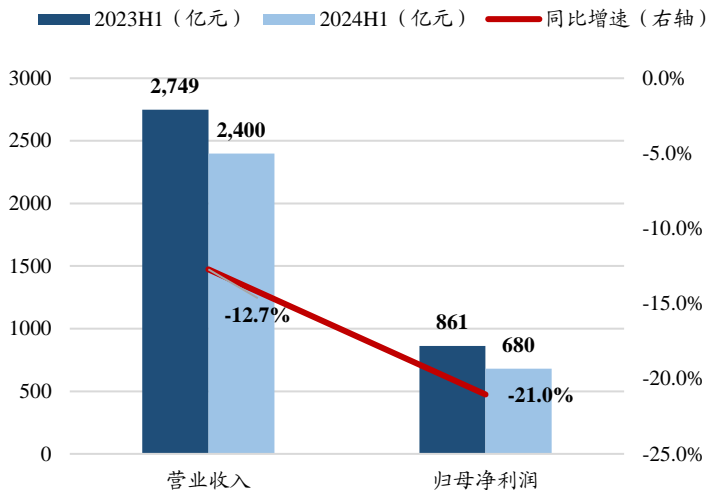
图表目录

图 1: 2023H1、2024H1 上市券商营收及归母净利润情况	4
图 2: 2023Q2、2024Q2 上市券商营收及归母净利润情况	4
图 3: 2018-2024H1 上市券商合计归母净资产	5
图 4: 2018-2024H1 平均杠杆率及 ROE	5
图 5: 2023H1、2024H1 上市券商分业务收入及同比增速	5
图 6: 2023Q2、2024Q2 上市券商分业务收入及同比增速	5
图 7: 2024H1 上市券商 (44 家) 业绩概览	6
图 8: 2024H1 上市券商 (44 家) 薪酬情况概览	7
图 9: 2024H1 上市券商分红情况	8
图 10: 2023H1、2024H1 主要指数涨跌幅	9
图 11: 2023Q2、2024Q2 主要指数涨跌幅	9
图 12: 2024H1&2024Q2 上市券商自营业务情况 (亿元)	10
图 13: 2022-2024 年沪深两市两融余额	11
图 14: 2021-2024 年市场质押股数及占总股本比	11
图 15: 2020-2024 年上市券商合计融出资金情况	11
图 16: 2020-2024 年上市券商合计买入返售金融资产情况	11
图 17: 2024H1&2024Q2 上市券商利息净收入情况 (亿元)	12
图 18: 2018-2024H1 全市场日均股基成交额 (亿元)	13
图 19: 2022-2024 年公募基金净申赎情况 (亿元, 按季度统计)	13
图 20: 2024H1&2024Q2 上市券商经纪业务情况 (亿元)	14
图 21: 2018-2024H1 全市场 IPO 募资额及增速	15
图 22: 2018-2024H1 行业 IPO 规模 CR5	15
图 23: 2024H1 部分券商债券承销业务情况	15
图 24: 2024H1&2024Q2 上市券商投行业务情况 (亿元)	16
图 25: 2023M6-2024M6 券商资管及公募基金规模 (亿元)	17
图 26: 2023Q2-2024Q2 各类型券商资管业务存量 (亿元)	17
图 27: 2024H1&2024Q2 上市券商资管业务情况 (亿元)	18
图 28: 2024 年上市券商盈利情况敏感性分析	19
图 29: 2012-2024 年证券 II 指数 PB 估值	20

1. 业绩概览：24H1 相对低迷，24Q2 单季度降幅收窄

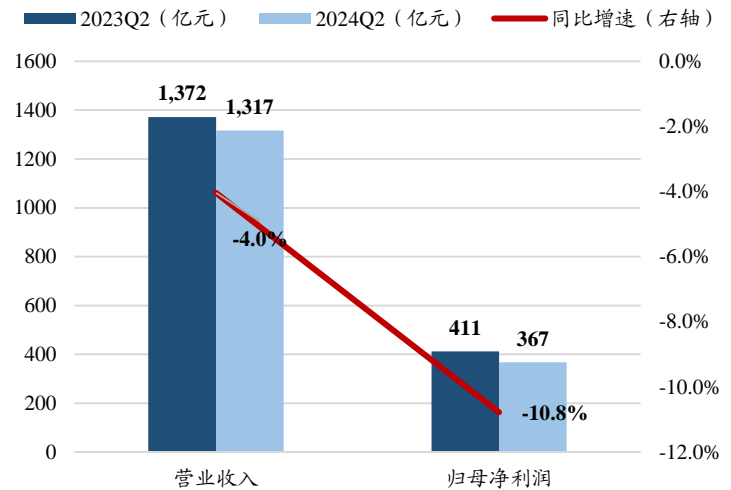
收入及盈利情况：2024H1 上市券商营收及归母净利润降幅较大，2024Q2 单季度环比有所改善。 1) 2024H1 证券行业严监管延续，投行、经纪业务持续承压，交投情绪未见明显提振。2024 年上半年 44 家上市券商合计营收同比-12.7%至 2,399.7 亿元，归母净利润同比-21.0%至 680.2 亿元。2) 2024Q2，券商自营业务高基数效应减弱，叠加建设一流投行意见、新“国九条”、退市新规出台背景下证券行业及资本市场风险加速出清。2024Q2 单季度 44 家上市券商合计营收同比-4.0%至 1,316.8 亿元，归母净利润同比-10.8%至 367.1 亿元，降幅较之 24Q1(营收/归母净利润分别同比-21%/-30%至 1,083/313 亿元)有所收窄。

图 1：2023H1、2024H1 上市券商营收及归母净利润情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

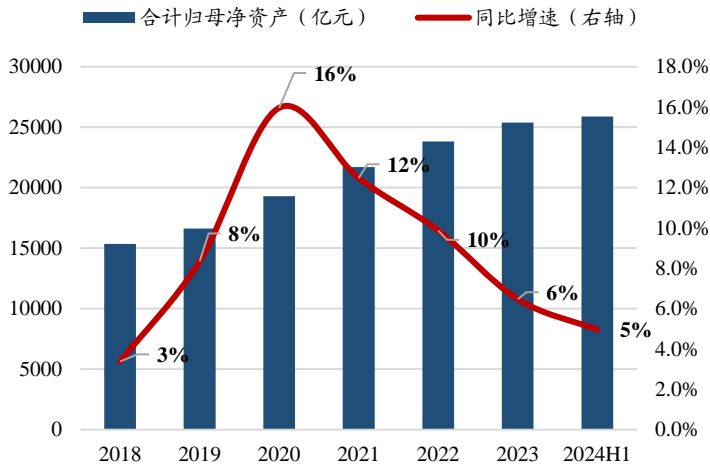
图 2：2023Q2、2024Q2 上市券商营收及归母净利润情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

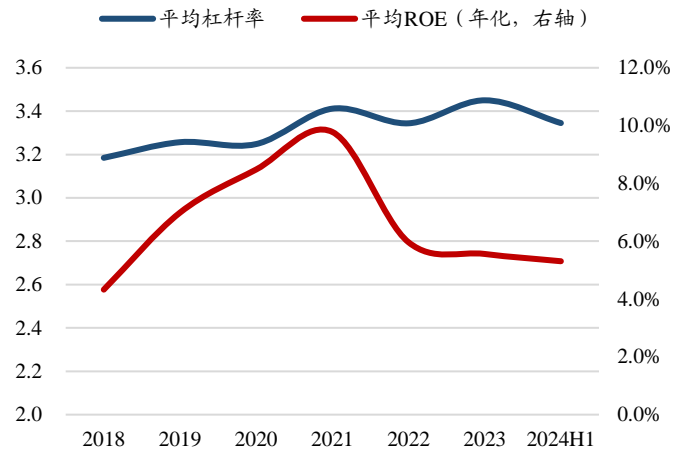
杠杆率及 ROE 情况：2024H1 上市券商平均杠杆率及 ROE 均小幅下滑。 2024H1 上市券商合计归母净资产同增 5%至 25,896 亿元；平均杠杆率(剔除客户资金后)由 2023 年的 3.45 下降至 3.34，预计系券商主动压降自营、两融等重资产业务规模，补充资本需求减弱，另外“资本节约型”导向下，券商融资活动监管趋严；年化平均 ROE 由 2023 年的 5.56%下降至 5.31%，2022 年以来仍处于低位。

图 3: 2018-2024H1 上市券商合计归母净利润



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 2018-2024H1 平均杠杆率及 ROE

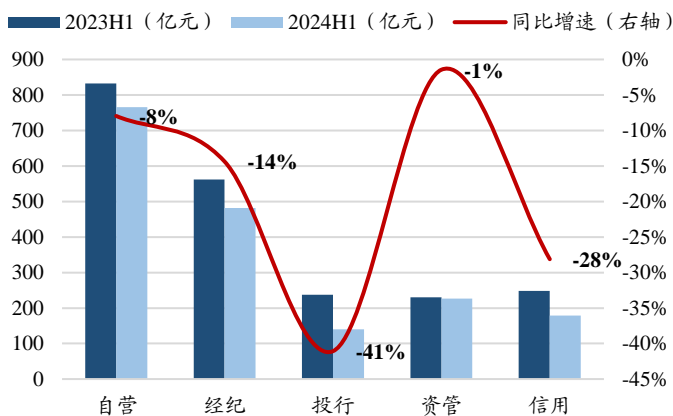


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 平均杠杆率为各家上市券商杠杆率的算术平均值, 平均 ROE 则由全部上市券商归母净利润及净资产加总后计算得出。

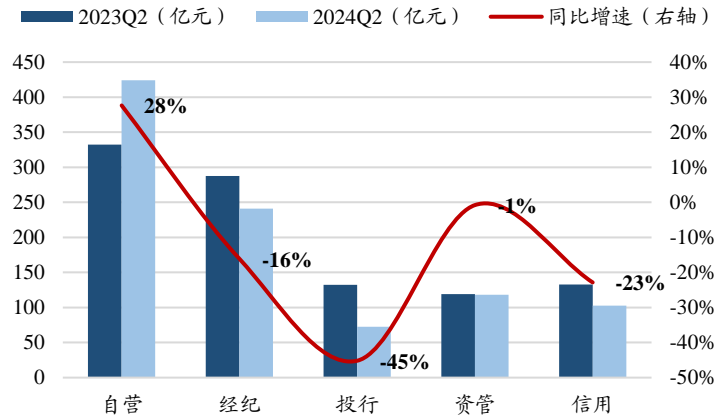
分业务概览: 资管业务相对坚挺, 24Q2 自营业务边际改善显著。 1) 2024 年上半年上市券商合计自营、经纪、投行、资管、信用业务收入分别同比-8%、-14%、-41%、-1%、-28%至 766、482、140、227、178 亿元, 除资管业务收入同比基本持平外, 其余业务收入均出现较大幅度下滑。2) 2024Q2 单季度上市券商合计自营/经纪/投行/资管/信用业务收入分别同比+28%、-16%、-45%、-1%、-23%至 424、241、73、118、103 亿元。24Q2 自营业务高基数掣肘有所减弱, 经纪、投行、信用业务则仍受到监管环境与交投情绪压制。

图 5: 2023H1、2024H1 上市券商分业务收入及同比增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 6: 2023Q2、2024Q2 上市券商分业务收入及同比增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

上市券商业绩分化显著，部分中小券商彰显业绩弹性优势：2024H1，44家上市券商共有11家实现归母净利润正增长，其中除招商证券、东方证券外，其余均为净资产排名20名及之后的中小券商。1)部分头部券商表现有待提振，业绩增速不及行业平均。2024H1，在净资产排名前十的券商中，海通/中金/中信建投归母净利润同比增速分别为-75%/-37%/-34%，增速低于行业平均。其余头部券商中，中信/国泰君安/华泰归母净利润增速分别为-7%/-13%/-19%。2)部分中小券商净利润增速大幅超出行业平均，业绩弹性释放。24H1部分中小券商充分发挥业务特色，实现业绩高增。24H1首创/东兴/红塔/一创/中原归母净利润增速分别为+73%/+65%/+52%/+27%/+20%

图7：2024H1上市券商（44家）业绩概览

序号	公司简称	总市值 (亿元)	PB (LF)	总资产 (亿元)	归母净资产 (亿元)	杠杆率 (剔除客户资金)	年化ROE (平均)	营收 (亿元)	营收同比	归母净利润 (亿元)	归母净利润同比
1	中信证券	2,859	1.15	14,950	2,793	4.32	7.71%	301.8	-4.2%	105.7	-6.5%
2	华泰证券	1,136	0.75	8,346	1,801	3.79	5.91%	174.4	-5.1%	53.1	-19.0%
3	国泰君安	1,314	0.89	8,981	1,681	4.79	5.99%	170.7	-6.9%	50.2	-12.6%
4	招商证券	1,272	1.19	6,391	1,245	4.40	7.71%	96.0	-11.1%	47.5	0.4%
5	中国银河	1,217	1.17	7,663	1,339	4.37	6.64%	170.9	-1.9%	43.9	-11.2%
6	广发证券	902	0.79	6,893	1,407	3.93	6.31%	117.8	-11.0%	43.6	-3.9%
7	东方财富	1,705	2.27	2,631	750	2.59	11.04%	49.4	-14.0%	40.6	-4.0%
8	国信证券	869	1.05	4,657	1,126	3.59	5.63%	77.6	-5.5%	31.4	-12.6%
9	中信建投	1,491	2.09	5,251	1,026	4.17	5.71%	95.3	-29.2%	28.6	-33.7%
10	中金公司	1,380	1.56	5,991	1,056	4.90	4.24%	89.1	-28.3%	22.3	-37.4%
11	申万宏源	1,132	1.12	6,074	1,019	5.09	4.21%	108.8	-11.1%	21.3	-43.2%
12	东方证券	715	0.95	3,675	804	3.38	5.31%	85.7	-1.4%	21.1	11.0%
13	光大证券	677	1.18	2,371	670	2.66	4.15%	41.8	-32.3%	13.9	-41.9%
14	方正证券	572	1.22	2,249	468	4.12	5.87%	37.2	-8.2%	13.5	-6.1%
15	东吴证券	310	0.76	1,566	405	3.06	5.81%	50.5	-5.4%	11.7	-16.1%
16	国元证券	277	0.78	1,499	356	3.50	5.70%	30.8	-0.8%	10.0	9.4%
17	海通证券	1,126	0.69	7,214	1,630	3.77	1.17%	88.6	-47.8%	9.5	-75.1%
18	兴业证券	446	0.84	2,656	566	3.72	3.33%	53.9	-22.3%	9.4	-47.6%
19	财通证券	303	0.87	1,413	353	3.49	5.31%	30.3	-12.9%	9.3	-10.6%
20	长江证券	274	0.83	1,478	374	2.84	4.37%	28.6	-25.5%	7.9	-28.9%
21	浙商证券	434	1.63	1,350	274	4.18	5.77%	80.0	-5.4%	7.8	-13.9%
22	长城证券	272	0.93	1,174	292	3.21	5.00%	19.8	-9.9%	7.2	-18.9%
23	华安证券	212	1.00	844	215	3.13	6.71%	19.6	3.0%	7.1	8.6%
24	西部证券	290	1.03	947	282	2.85	4.66%	33.3	-15.4%	6.5	-8.4%
25	信达证券	415	2.27	774	183	3.25	6.81%	16.0	-15.9%	6.1	-15.8%
26	东兴证券	264	0.96	996	275	3.14	4.22%	48.8	168.3%	5.8	64.7%
27	南京证券	279	1.60	590	174	2.67	6.32%	16.8	29.5%	5.5	19.7%
28	首创证券	529	4.17	451	127	3.14	7.62%	12.5	47.6%	4.8	73.4%
29	国金证券	273	0.84	1,149	324	2.78	2.80%	26.8	-19.6%	4.5	-48.0%
30	红塔证券	312	1.32	528	237	2.04	3.84%	10.3	31.8%	4.5	52.3%
31	中银证券	248	1.43	682	176	2.81	4.88%	12.5	-21.7%	4.2	-34.2%
32	中泰证券	406	1.10	1,947	421	3.18	1.96%	51.0	-23.0%	4.0	-75.5%
33	第一创业	221	1.43	445	154	2.42	5.29%	15.2	5.5%	4.0	26.6%
34	西南证券	249	0.98	796	255	2.60	2.67%	11.9	-19.1%	3.4	-26.3%
35	山西证券	177	1.00	790	177	3.60	3.60%	14.0	-26.0%	3.2	-18.0%
36	财达证券	186	1.62	477	115	3.12	4.17%	10.9	-11.0%	2.4	-41.1%
37	中原证券	162	1.16	532	140	2.91	2.88%	12.0	14.6%	2.0	20.3%
38	国海证券	188	0.86	623	218	2.18	1.30%	19.2	-7.3%	1.4	-63.4%
39	东北证券	137	0.75	841	184	3.54	1.43%	26.1	-26.8%	1.3	-75.8%
40	华林证券	256	4.02	200	64	1.87	3.88%	6.2	31.5%	1.2	19.5%
41	国联证券	274	1.56	933	183	4.61	0.97%	10.9	-39.9%	0.9	-85.4%
42	太平洋	217	2.27	152	95	1.10	1.44%	5.4	-27.7%	0.7	-67.4%
43	华西证券	171	0.75	842	229	2.65	0.35%	14.1	-30.1%	0.4	-92.5%
44	天风证券	208	0.89	945	233	3.72	-2.76%	7.2	-66.6%	-3.2	-158.7%
合计		26,357	1.01	120,957	25,896	3.34	5.31%	2,399.7	-12.7%	680.2	-21.0%

数据来源：Wind，东吴证券研究所（截至2024年9月1日）

注：以上数据按照归母净利润降序排序。

成本控制重要性凸显，超八成上市券商人均薪酬下滑。2024H1 上市券商合计支付职工薪酬（支付给职工以及为职工支付的现金 + 应付职工薪酬期末余额 - 应付职工薪酬期初余额）757 亿元，同比下降 12%，人均薪酬 25 万元，同比下降 13%。44 家上市券商中有 36 家人均薪酬出现下滑，占比超 80%。国联/天风/财通/浙商/中金人均薪酬分别同比下滑 37%/36%/32%/29%/25%，降幅靠前。

图 8：2024H1 上市券商（44 家）薪酬情况概览

序号	公司简称	24H1 员工总数	24H1 职工薪酬总额 (亿元)	同比	24H1 人均薪酬 (万元)	同比
1	中信证券	26,043	97.9	-8.9%	37.6	-6.0%
2	中金公司	15,327	43.7	-24.7%	28.5	-25.4%
3	华泰证券	16,605	42.3	-13.1%	25.5	-12.9%
4	国泰君安	14,762	40.3	-11.3%	27.3	-11.8%
5	广发证券	14,492	37.6	-17.3%	26.0	-15.5%
6	中国银河	14,349	36.0	4.1%	25.1	-2.7%
7	中信建投	13,288	35.9	-11.8%	27.0	-8.4%
8	申万宏源	11,597	32.5	-15.9%	28.1	-15.2%
9	招商证券	12,260	31.3	-6.9%	25.5	-6.9%
10	海通证券	13,346	30.7	-15.5%	23.0	-22.4%
11	中泰证券	9,889	26.7	-23.2%	27.0	-24.2%
12	国信证券	11,271	25.8	-14.9%	22.9	-8.8%
13	兴业证券	9,872	20.5	-2.0%	20.7	-3.9%
14	东方证券	8,313	18.8	-7.8%	22.6	-7.6%
15	方正证券	6,435	16.8	-4.9%	26.1	-2.2%
16	光大证券	8,064	15.8	-26.6%	19.6	-24.6%
17	国金证券	5,733	15.7	-7.8%	27.3	-10.1%
18	长江证券	6,800	13.5	-16.4%	19.8	-14.5%
19	东吴证券	5,136	12.5	-11.7%	24.4	-20.5%
20	财通证券	5,026	11.9	-21.8%	23.7	-31.6%
21	东方财富	5,992	11.7	-3.6%	19.5	-0.2%
22	浙商证券	5,246	10.6	-25.3%	20.1	-29.2%
23	国元证券	4,052	9.6	6.6%	23.8	4.2%
24	长城证券	3,170	8.8	-5.6%	27.8	-3.7%
25	东北证券	3,033	8.3	-1.5%	27.5	1.9%
26	西部证券	3,324	8.1	-8.6%	24.5	-10.7%
27	华西证券	4,183	7.5	-20.1%	17.9	-17.0%
28	信达证券	2,819	6.8	-14.0%	24.3	-17.5%
29	东兴证券	2,812	6.8	-1.3%	24.3	9.6%
30	第一创业	3,224	6.8	11.2%	21.1	22.1%
31	国联证券	3,586	6.5	-16.5%	18.3	-37.3%
32	天风证券	3,893	6.0	-22.3%	15.4	-36.2%
33	西南证券	2,474	6.0	-17.5%	24.1	-19.6%
34	山西证券	2,983	5.8	-16.0%	19.4	-16.9%
35	华安证券	3,558	5.2	0.9%	14.6	-1.5%
36	国海证券	3,485	5.2	-21.0%	14.8	-13.2%
37	首创证券	1,757	5.1	58.2%	29.0	40.5%
38	中原证券	2,738	5.1	-3.2%	18.6	-2.9%
39	南京证券	2,268	5.0	25.1%	22.1	20.9%
40	财达证券	2,555	4.4	-18.1%	17.3	-21.9%
41	中银证券	3,021	4.1	-1.7%	13.5	1.3%
42	太平洋	1,701	3.2	-9.4%	19.0	-9.3%
43	红塔证券	1,304	2.8	-0.4%	21.7	4.4%
44	华林证券	1,115	1.5	-6.0%	13.9	-0.7%
合计		302,901	757.4	-12.0%	25.0	-12.5%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：①以上数据按照 24H1 职工薪酬总额降序排序；②职工薪酬总额=支付给职工以及为职工支付的现金 + 应付职工薪酬期末余额 - 应付职工薪酬期初余额。

尽管业绩承压，上市券商对于中期分红仍表现出较强积极性。2024H1，44 家上市券商中有 24 家在中报中披露了计划分红规模，占比超 50%，合计分红规模达到 130 亿元，合计分红比例 25.5%。中信/华泰/国泰君安/银河/招商中期分红规模居前，分别为 36/14/13/9/9 亿元，对应分红比例 34%/25%/27%/21%/19%。

图 9：2024H1 上市券商分红情况

序号	证券名称	24H1现金分红总额（亿元）	分红比例
1	中信证券	35.57	33.7%
2	华泰证券	13.54	25.5%
3	国泰君安	13.36	26.6%
4	中国银河	9.18	20.9%
5	招商证券	8.78	18.5%
6	广发证券	7.61	17.4%
7	东方证券	6.35	30.1%
8	中金公司	4.34	19.5%
9	申万宏源	4.26	20.0%
10	光大证券	4.17	30.0%
11	方正证券	3.95	29.2%
12	海通证券	3.90	40.9%
13	东吴证券	3.73	32.0%
14	兴业证券	2.59	27.5%
15	红塔证券	2.22	49.3%
16	东兴证券	1.75	30.3%
17	信达证券	1.20	19.5%
18	中泰证券	0.70	17.4%
19	西南证券	0.66	19.5%
20	中银证券	0.47	11.1%
21	西部证券	0.45	6.8%
22	第一创业	0.42	10.5%
23	国海证券	0.38	26.9%
24	中原证券	0.28	13.8%
合计		129.85	25.5%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 重资产业务：自营业务边际改善，利息净收入普遍下滑

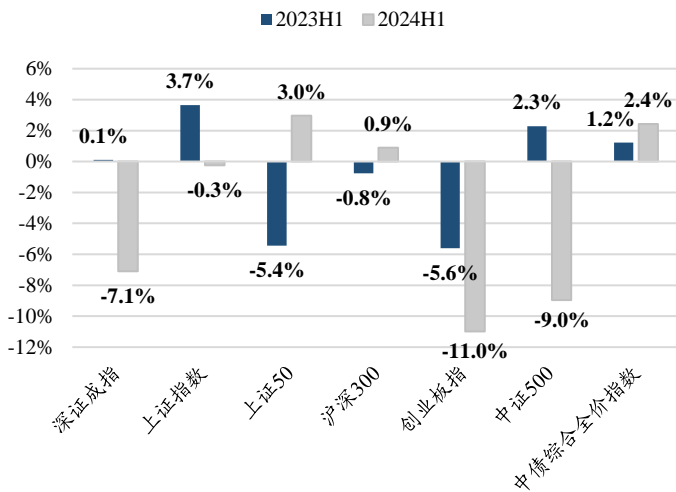
2.1. 自营：业绩核心决定因素，24Q2 边际向好

2024H1 权益市场先扬后抑，二季度经历大幅调整。2024H1 权益市场震荡剧烈，伴随“两强两严”监管理念落地，新一轮“1+N”政策体系下资本市场改革走深走实，2月起权益市场表现逐渐强势。但是自5月中旬起，在房地产新政刺激效果欠佳、国内重要经济数据偏弱等多重因素推动下，市场风险偏好持续下降，权益市场经历大幅调整。2024H1 深证成指、上证指数、沪深 300、创业板指、中证 500 涨跌幅分别为-7.1%、-0.3%、

+0.9%、-11.0%、-9.0%，其中。2024Q2 深证成指、上证指数、沪深 300、创业板指、中证 500 涨跌幅分别为-5.9%、-2.4%、-2.1%、-7.4%、-6.5%。

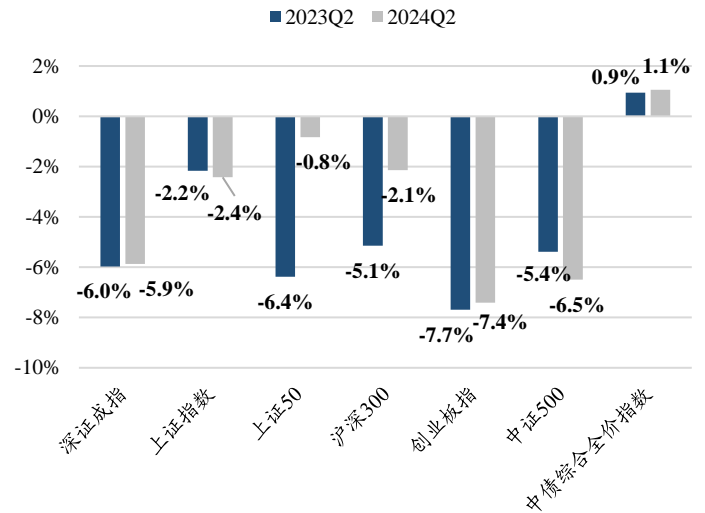
2024H1 债券市场延续强势。在货币政策稳健偏松基调未变的情况下，2024H1 债市则延续强势表现，中债综合全价指数涨跌幅达到+2.4%（2023H1 为+1.2%），其中 2024Q2 单季度涨跌幅达到+1.1%（2023Q2 为+0.9%）。

图 10: 2023H1、2024H1 主要指数涨跌幅



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 11: 2023Q2、2024Q2 主要指数涨跌幅



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

上市券商自营业务表现分化，部分券商业绩高增多得益于自营业务收入增长。

2024H1，44 家上市券商合计实现自营业务收入 766.1 亿元，同比-8%，其中东兴/南京/国元/红塔自营业务收入分别同比+150%/+120%/+92%/+64%至 8.6/6.9/10.6/5.7 亿元，华西/太平洋/国联/天风/中泰自营业务收入分别同比-69%/-64%/-61%/61%/61%至 1.7/1.1/3.8/6.4/7.1 亿元。从 24H1 业绩突出的券商情况来看，其整体业绩表现与自营收益情况高度正相关。前文提及业绩增速突出的券商中，首创证券公告说明业绩增长主要系资管业务和固定收益投资交易业务收入同比增幅较大，东兴证券公告说明业绩增长主要源于公司投资业绩大幅增长。

图 12: 2024H1&2024Q2 上市券商自营业务情况 (亿元)

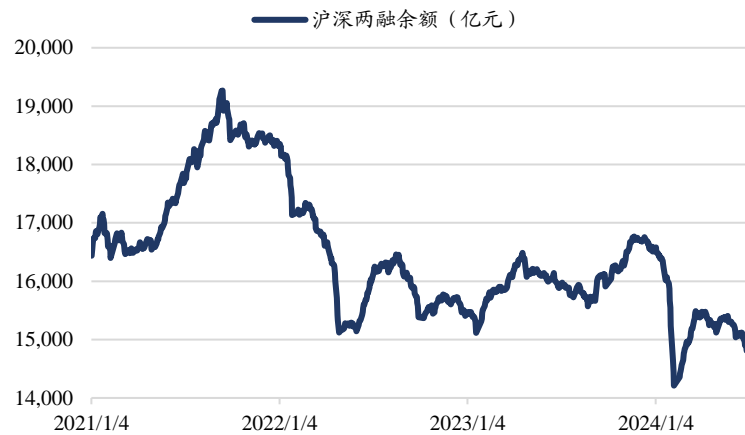
序号	证券名称	2024H1 自营收入	2024H1自营收 入同比增速	2024H1 自营收益率	24Q2 自营收入	24Q2自营收入 同比增速	24Q2自营收益 率(年化)
1	中信证券	117.3	2%	3.72%	62.7	27%	3.83%
2	国泰君安	49.3	-5%	2.73%	25.6	27%	2.87%
3	中国银河	49.2	6%	4.39%	33.0	46%	5.51%
4	申万宏源	48.6	-19%	4.14%	21.0	-28%	3.54%
5	招商证券	47.5	21%	3.55%	27.0	23%	4.18%
6	中金公司	42.5	-4%	3.19%	24.0	196%	3.80%
7	华泰证券	42.1	-28%	2.17%	23.3	88%	2.54%
8	广发证券	36.5	43%	3.10%	25.2	133%	3.63%
9	国信证券	35.2	2%	3.71%	20.6	33%	4.31%
10	中信建投	35.0	-18%	3.32%	20.0	12%	3.68%
11	东方证券	22.7	49%	4.66%	14.7	300%	6.07%
12	海通证券	17.9	-46%	1.66%	5.7	-55%	1.10%
13	东方财富	16.3	42%	4.32%	8.2	26%	4.32%
14	西部证券	14.0	-2%	4.84%	9.1	37%	6.42%
15	东吴证券	13.0	-12%	5.51%	7.5	-14%	5.99%
16	方正证券	12.0	6%	3.90%	4.6	-38%	2.77%
17	兴业证券	11.7	-5%	2.85%	8.4	299%	4.23%
18	长城证券	11.6	-5%	4.17%	6.5	12%	4.59%
19	国元证券	10.6	92%	8.78%	6.3	408%	9.26%
20	光大证券	9.9	-54%	2.84%	3.9	-68%	2.21%
21	东兴证券	8.6	150%	6.05%	3.1	178%	3.66%
22	财通证券	8.1	-35%	3.24%	3.8	-29%	3.02%
23	山西证券	7.4	-26%	4.00%	3.9	-3%	4.17%
24	中泰证券	7.1	-61%	3.70%	4.0	-13%	3.92%
25	国金证券	6.9	-29%	3.57%	2.6	0%	2.91%
26	南京证券	6.9	120%	11.01%	2.9	129%	10.02%
27	华安证券	6.4	31%	4.32%	3.8	101%	4.62%
28	天风证券	6.4	-61%	3.32%	4.5	-42%	4.65%
29	信达证券	6.4	-15%	4.47%	3.1	16%	4.34%
30	中原证券	5.8	13%	4.66%	2.7	-20%	4.66%
31	首创证券	5.8	18%	5.77%	3.3	45%	6.04%
32	浙商证券	5.7	-35%	3.00%	1.1	-61%	1.17%
33	红塔证券	5.7	64%	8.30%	4.0	1243%	12.16%
34	第一创业	5.7	40%	6.32%	3.4	74%	7.83%
35	西南证券	5.4	-24%	3.41%	2.6	-16%	3.16%
36	东北证券	5.2	-39%	2.64%	3.2	-5%	3.25%
37	国海证券	3.9	-16%	3.55%	2.2	6%	4.38%
38	国联证券	3.8	-61%	1.93%	5.3	-11%	5.00%
39	财达证券	3.4	-51%	2.83%	2.3	-25%	3.73%
40	长江证券	1.9	-22%	1.25%	1.6	由负转正	2.18%
41	中银证券	1.8	-3%	2.04%	0.9	1%	2.41%
42	华西证券	1.7	-69%	1.45%	1.3	2%	2.11%
43	华林证券	1.6	由负转正	14.71%	1.1	由负转正	14.82%
44	太平洋	1.1	-64%	4.90%	0.4	-13%	3.33%
	合计	766.1	-8%	3.44%	424.2	28%	4.60%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.2. 信用：两融及股质风险加速化解，利息净收入普降

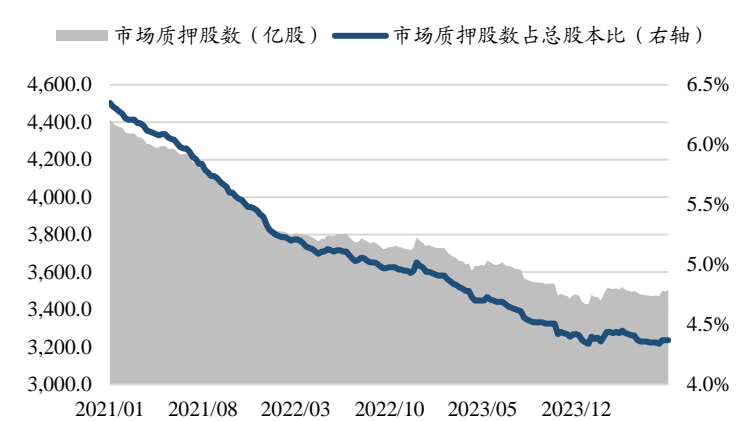
两融及股票质押加速风险化解，上市券商利息净收入普降。年初以来监管部门持续推进两融及股票质押风险化解，相关业务规模不断收缩。截至2024年6月末，全市场两融余额14,809亿元，较上年同期-7%；市场质押股数3,503亿股，较上年同期-4%。反映在报表层面，2024H1上市券商合计融出资金12,425亿元，较上年末-8%，合计买入返售金融资产4,292亿元，较上年末-5%。受此影响，2024H1上市券商合计利息净收入同比-28%至178亿元。

图 13: 2022-2024 年沪深两市两融余额



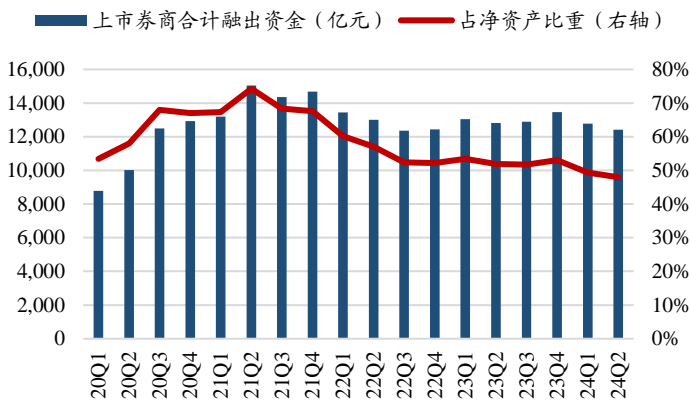
数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (截至 2024 年 6 月 30 日)

图 14: 2021-2024 年市场质押股数及占总股本比



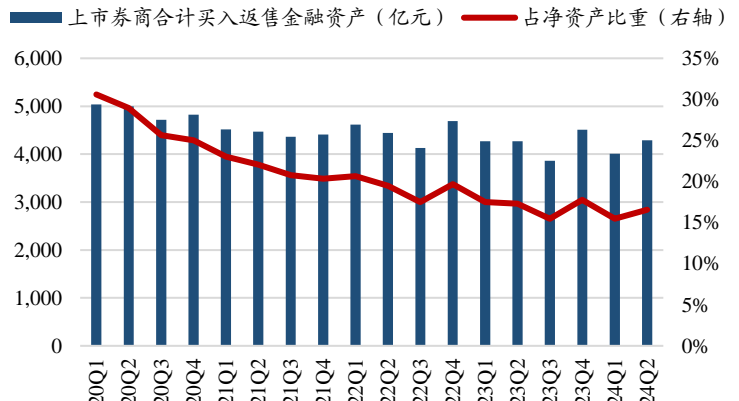
数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (截至 2024 年 6 月 30 日)

图 15: 2020-2024 年上市券商合计融出资金情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 16: 2020-2024 年上市券商合计买入返售金融资产情况



数据来源: 东吴证券研究所

图 17: 2024H1&2024Q2 上市券商利息净收入情况 (亿元)

序号	证券名称	2024H1利息净收入 (亿元)	2024H1利息净收入同比增速	2024Q2利息净收入 (亿元)	2024Q2利息净收入同比增速
1	中国银河	18.4	-17%	9.1	-16%
2	海通证券	17.7	-19%	9.0	-19%
3	中信证券	11.2	-47%	7.9	-49%
4	国泰君安	10.4	-32%	6.9	-18%
5	东方财富	10.3	-8%	5.0	-11%
6	光大证券	9.8	11%	5.0	7%
7	长江证券	9.1	-19%	4.8	-13%
8	广发证券	8.9	-48%	4.6	-42%
9	中泰证券	7.9	-10%	4.2	-18%
10	国元证券	7.1	-19%	3.7	-15%
11	华泰证券	7.1	11%	4.8	41%
12	东方证券	6.9	-30%	4.0	-32%
13	东吴证券	6.5	8%	4.1	24%
14	兴业证券	6.0	-40%	3.2	-37%
15	国金证券	5.8	-8%	3.1	-4%
16	方正证券	5.3	-33%	2.9	-30%
17	国信证券	4.9	-50%	2.9	-47%
18	华西证券	4.7	-4%	2.4	-3%
19	招商证券	4.7	-50%	3.5	-22%
20	南京证券	4.5	-14%	2.0	-24%
21	浙商证券	4.0	15%	2.5	35%
22	东兴证券	3.9	-29%	1.7	-36%
23	中信建投	3.8	-65%	2.2	-65%
24	中银证券	3.8	-10%	1.9	-11%
25	财通证券	2.5	0%	1.4	-4%
26	红塔证券	2.1	-1%	1.1	-19%
27	信达证券	2.1	8%	1.2	16%
28	国海证券	2.0	2%	1.0	-6%
29	西南证券	1.8	10%	1.1	10%
30	华林证券	1.7	-4%	0.9	4%
31	华安证券	1.3	-42%	0.5	-53%
32	太平洋	1.3	-19%	0.6	-35%
33	中原证券	0.8	5%	0.5	44%
34	第一创业	0.5	-31%	0.3	-19%
35	财达证券	0.4	64%	0.2	-11%
36	长城证券	0.0	-126%	0.0	-117%
37	东北证券	-0.1	-249%	0.1	-158%
38	首创证券	-0.5	-	-0.2	-
39	申万宏源	-0.6	-	0.3	143%
40	山西证券	-0.6	-	-0.2	-
41	国联证券	-0.9	-201%	-0.6	-287%
42	西部证券	-1.1	-	-0.4	-
43	中金公司	-8.1	-	-2.2	-
44	天风证券	-8.9	-	-4.4	-
合计		178.4	-28%	102.6	-23%

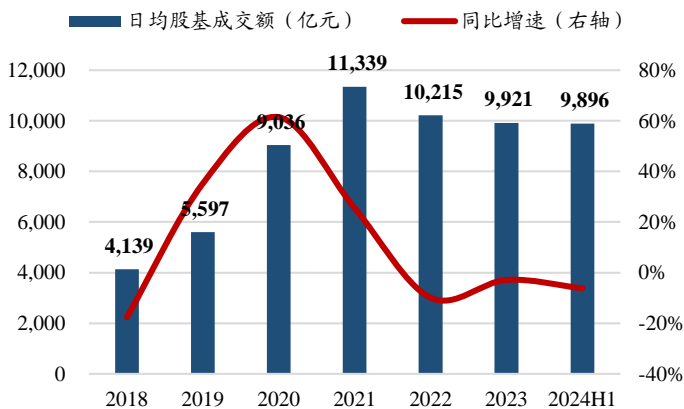
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 轻资产业务：经纪、投行随市承压，资管保持强韧

3.1. 经纪：交易缩量叠加基金净赎回压力，表现仍待提振

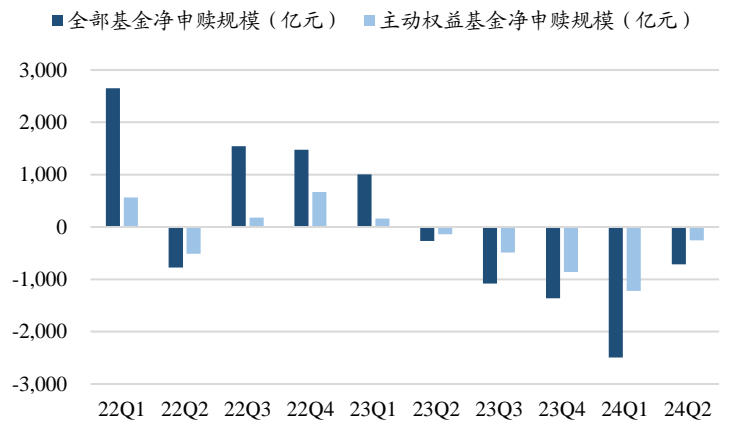
交投情绪有待提振，券商经纪业务面临多重困境。2024H1 券商经纪业务所面临的市场环境相对不佳：①受市场风险偏好下行、量化交易限制收紧等多重因素影响，2024H1 全市场日均股基成交额同比-6%至 9,896 亿元，其中 2024Q2 全市场日均股基成交额同比-15%至 9,507 亿元；②市场持续震荡，赚钱效应偏弱，公募基金持续遭遇净赎回，2024H1 公募基金净赎回规模达到 3,205 亿元，其中主动权益基金净赎回规模达到 1,480 亿元。③费率改革影响逐渐显现，对于券商机构经纪业务构成较大压力。基于上述背景，2024H1 上市券商合计经纪业务收入同比-14%至 482 亿元，其中 24Q2 同比-16%至 241 亿元。44 家上市券商中仅有财达/国联/山西 2024H1 经纪业务收入实现正增长，分别同比 2%/7%/14%至 2.9/2.8/2.5 亿元。

图 18: 2018-2024H1 全市场日均股基成交额 (亿元)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 19: 2022-2024 年公募基金净申赎情况 (亿元，按季度统计)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：基金产品净申赎规模=期初基金规模*期间收益率-期末基金规模

图 20: 2024H1&2024Q2 上市券商经纪业务情况 (亿元)

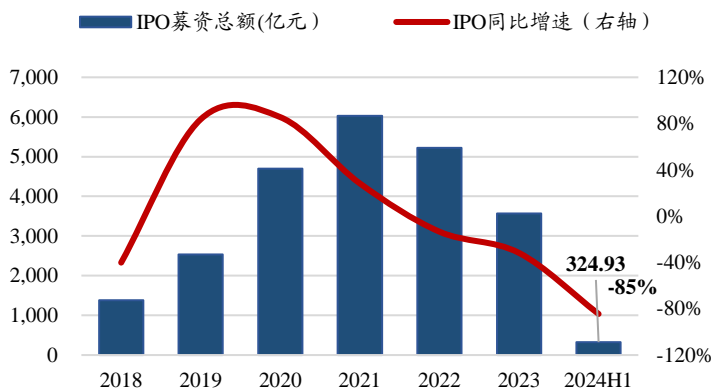
序号	公司简称	2024H1经纪业务收 (亿元)	2024H1经纪业务收入同比增速	2024Q2经纪业务收入 (亿元)	2024Q2经纪业务收入同比增速
1	中信证券	48.8	-8%	24.4	-10%
2	国泰君安	30.8	-12%	15.8	-17%
3	广发证券	27.6	-9%	14.0	-11%
4	华泰证券	27.2	-14%	13.7	-16%
5	招商证券	25.8	-12%	12.6	-17%
6	中信建投	25.2	-10%	12.6	-12%
7	中国银河	25.1	-13%	12.5	-16%
8	东方财富	24.0	-4%	12.1	-8%
9	国信证券	21.3	-5%	10.5	-6%
10	申万宏源	18.9	-20%	8.7	-28%
11	中金公司	17.7	-29%	9.4	-26%
12	海通证券	16.9	-14%	8.4	-21%
13	方正证券	15.9	-6%	7.9	-12%
14	中泰证券	13.8	-9%	7.0	-10%
15	光大证券	12.4	-16%	6.2	-17%
16	长江证券	12.4	-19%	6.1	-22%
17	东方证券	10.5	-29%	5.6	-28%
18	浙商证券	10.2	-57%	4.9	-41%
19	兴业证券	9.3	-25%	5.3	-5%
20	国金证券	7.7	-5%	3.9	-9%
21	东吴证券	7.5	-10%	3.8	-12%
22	华西证券	6.5	-21%	3.2	-26%
23	财通证券	5.7	-1%	2.7	-10%
24	国元证券	4.4	-9%	2.2	-14%
25	华安证券	4.4	-13%	2.3	-22%
26	东北证券	4.3	-16%	2.1	-17%
27	西部证券	3.8	-11%	1.9	-20%
28	长城证券	3.8	-8%	1.9	-11%
29	中银证券	3.7	-12%	2.0	-11%
30	国海证券	3.7	-11%	1.9	-17%
31	天风证券	3.7	-29%	1.9	-24%
32	信达证券	3.5	-12%	1.7	-17%
33	东兴证券	2.9	-13%	1.4	-19%
34	财达证券	2.9	2%	1.4	-8%
35	国联证券	2.8	7%	1.7	15%
36	西南证券	2.6	-17%	1.3	-22%
37	山西证券	2.5	14%	1.2	35%
38	中原证券	2.5	-7%	1.2	-9%
39	华林证券	2.2	-2%	1.0	-12%
40	南京证券	2.0	-6%	0.9	-12%
41	第一创业	1.5	-14%	0.7	-24%
42	太平洋	1.5	-11%	0.7	-15%
43	首创证券	1.0	-18%	0.5	-18%
44	红塔证券	0.8	-11%	0.4	-14%
合计		481.6	-14%	241	-16%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3.2. 投行：股权业务大幅缩水，债承业务相对稳定

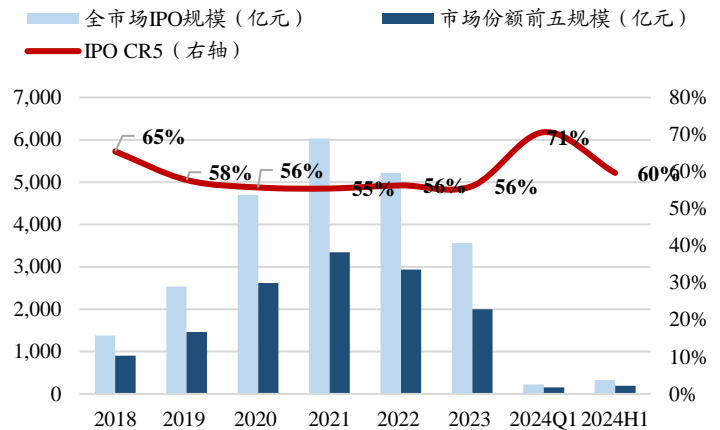
股权融资监管收紧，上市券商投行业务收入普遍下滑，行业集中度大幅提升。2024H1 股权融资强严监管延续，全市场 IPO 及再融资发行规模大幅收缩，2024H1 全市场 IPO、再融资募资总额分别同比-85%、-69%至 325、1,405 亿元。受此影响，44 家上市券商上半年合计投行业务收入同比-41%至 140 亿元。从行业集中度来看，伴随股权融资市场规模收缩，中小券商展业压力剧增，投行业务行业集中度显著抬升，2024H1 证券行业 IPO 承销规模 CR5 由 2023 年的 56%提升至 60%。

图 21: 2018-2024H1 全市场 IPO 募资额及增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 22: 2018-2024H1 行业 IPO 规模 CR5



数据来源: 中基协, 东吴证券研究所

券商投行业务重心有所转移，债承业务规模相对稳定。2024H1 证券公司各类债券承销规模 6.12 万亿元，同比-1%，降幅远小于股权融资规模，主要系股权融资收紧背景下券商逐渐将投行业务重心向债务融资倾斜。从竞争格局来看，头部券商债承规模市场份额相对稳定，国泰君安份额提升相对较快。2024H1 中信/中信建投/华泰/中金/国泰君安债承规模分列行业前五，市占率分别为 15%/11%/9%/8%/8%，较 2023H1 同期分别 +0.6pct/-0.3pct/-0.2pct/-0.5pct/+1.1pct。

图 23: 2024H1 部分券商债券承销业务情况

公司名称	2024H1 债承规模 (亿元)	同比	市占率	同比
中信证券	8,952	3.1%	14.6%	+0.6pct
中金公司	4,884	-4.3%	8.0%	-0.3pct
中信建投	6,635	-3.1%	10.8%	-0.2pct
华泰证券	5,361	-7.0%	8.8%	-0.5pct
国泰君安	4,936	13.7%	8.1%	+1.1pct

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 24: 2024H1&2024Q2 上市券商投行业务情况 (亿元)

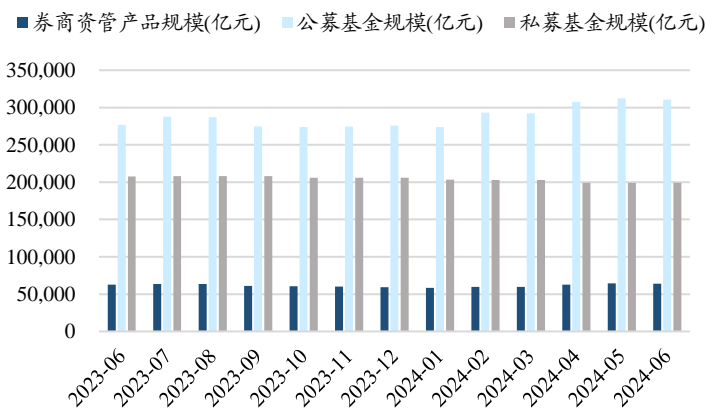
序号	证券名称	2024H1投行业务收入 (亿元)	2024H1投行业务收入同比增速	2024Q2投行业务收入 (亿元)	2024Q2投行业务收入同比增速
1	中信证券	17.4	-55%	8.7	-53%
2	中金公司	12.8	-36%	8.3	-40%
3	国泰君安	11.7	-25%	5.2	-41%
4	中信建投	10.0	-62%	5.5	-64%
5	华泰证券	9.3	-42%	3.5	-57%
6	海通证券	8.5	-56%	4.4	-58%
7	东方证券	5.5	-25%	2.7	-40%
8	中泰证券	5.2	-32%	2.7	-22%
9	国金证券	4.6	-16%	2.4	57%
10	光大证券	4.3	-30%	1.8	-57%
11	申万宏源	4.2	-50%	2.5	-54%
12	国信证券	3.9	-46%	1.8	-58%
13	东吴证券	3.6	-46%	1.3	-65%
14	广发证券	3.4	13%	1.9	-4%
15	天风证券	3.2	-27%	1.9	10%
16	浙商证券	2.9	-40%	1.4	-45%
17	招商证券	2.8	-36%	2.0	-33%
18	财通证券	2.8	-12%	1.4	-15%
19	中国银河	2.7	42%	1.7	32%
20	兴业证券	2.6	-55%	1.5	-32%
21	东兴证券	2.6	30%	1.4	29%
22	国联证券	1.7	-40%	0.9	-52%
23	财达证券	1.4	-6%	0.8	-1%
24	长城证券	1.2	2%	0.7	9%
25	长江证券	1.2	-45%	0.6	-69%
26	山西证券	1.2	-25%	0.7	-15%
27	第一创业	1.0	-15%	0.4	-50%
28	南京证券	1.0	29%	0.5	26%
29	西部证券	0.8	-60%	0.5	-74%
30	太平洋	0.8	33%	0.6	197%
31	方正证券	0.8	-38%	0.4	-43%
32	首创证券	0.6	43%	0.4	157%
33	国元证券	0.6	-39%	0.3	-6%
34	西南证券	0.5	-30%	0.2	-43%
35	国海证券	0.5	-54%	0.3	-43%
36	华西证券	0.5	-42%	0.3	-43%
37	东北证券	0.5	-67%	0.1	-86%
38	信达证券	0.4	-37%	0.2	-52%
39	中银证券	0.4	-71%	0.2	-82%
40	华安证券	0.3	-16%	0.1	-30%
41	红塔证券	0.3	258%	0.1	133%
42	中原证券	0.3	3%	0.2	187%
43	华林证券	0.0	-73%	0.0	-73%
合计		140.0	-41%	72.6	-45%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3.3. 资管：业务规模实现稳增，固收业务贡献增量

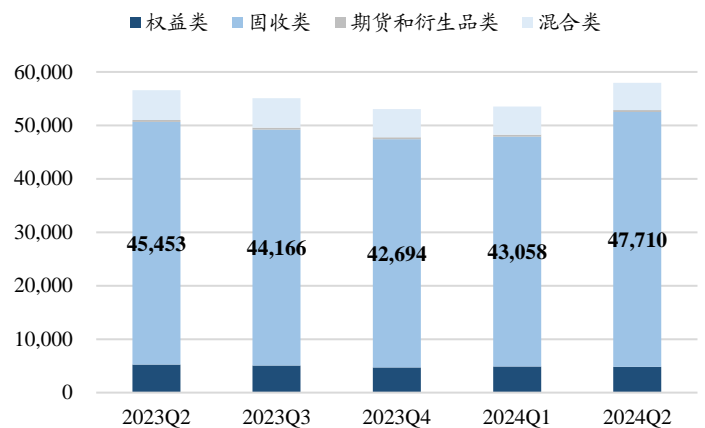
公募基金及券商资管规模稳中有增，上市券商资管业务收入相对稳健，预计系固收资管贡献增量。1) 行业层面，据中基协统计，截至 24H1，全市场证券公司及子公司私募资管产品规模 6.42 万亿元，较上年同期+3%，较 2023 年末+8%；全市场公募基金规模 31.08 万亿元，较上年同期+12%，较 2023 年末+12%。受此推动，2024 年上半年 44 家上市券商合计资管业务收入相对坚挺，同比-1%至 227 亿元。此外，上市券商资管业务收入同比基本持平，也得益于债券市场持续强势背景下固收资管产品规模的增长。据中基协统计，截至 2024H1，券商固收类资管业务存量 4.77 万亿元，较 2023 年末增加 5,016 亿元，2024 年以来券商资管业务规模增量几乎全部由固收类产品贡献。2) 公司层面，2024H1 国联/财达/首创资管业务收入分别同比+274%/+298%/166%至 3.1/1.4/5.3 亿元，其中国联资管业务收入增长主要系并表国联基金以及年内国联资管正式开业，财达资管业务收入增长主要系公司引进了业内成熟的管理团队带领公司资管业务步入发展快车道，首创资管业务收入增长主要得益于固定收益市场的良好表现，资管业务超额业绩报酬同比实现较大增幅。

图 25: 2023M6-2024M6 券商资管及公募基金规模 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 26: 2023Q2-2024Q2 各类型券商资管业务存量 (亿元)



数据来源: 中基协, 东吴证券研究所

图 27: 2024H1&2024Q2 上市券商资管业务情况 (亿元)

序号	证券名称	2023年资管业务收入 (亿元)	2023年资管业务收入同比增速	2024Q1资管业务收入 (亿元)	2024Q1资管业务收入同比增速
1	中信证券	49.1	-1%	25.6	3%
2	广发证券	33.8	-19%	17.8	-15%
3	华泰证券	22.2	6%	11.1	3%
4	国泰君安	19.2	-8%	10.0	-3%
5	中泰证券	10.0	11%	5.2	-12%
6	海通证券	8.4	-10%	4.4	-5%
7	财通证券	8.3	18%	5.1	31%
8	东方证券	7.1	-38%	3.5	-38%
9	中信建投	6.4	5%	3.6	-20%
10	中金公司	5.6	-15%	2.9	-12%
11	首创证券	5.3	166%	2.8	135%
12	第一创业	4.7	-1%	2.4	0%
13	申万宏源	4.0	-22%	2.1	-19%
14	国信证券	4.0	94%	2.3	118%
15	光大证券	3.8	-20%	2.0	-21%
16	招商证券	3.4	-9%	1.9	-4%
17	国联证券	3.1	274%	1.7	227%
18	华安证券	2.8	25%	1.6	17%
19	中银证券	2.6	-7%	1.3	-5%
20	中国银河	2.3	2%	1.2	-2%
21	浙商证券	2.1	16%	1.0	-11%
22	东北证券	2.0	54%	0.9	14%
23	天风证券	1.9	-39%	0.9	-23%
24	山西证券	1.6	32%	0.8	13%
25	东兴证券	1.5	54%	0.7	24%
26	长江证券	1.5	69%	0.9	62%
27	财达证券	1.4	298%	0.6	200%
28	方正证券	1.2	32%	0.6	26%
29	国海证券	1.0	15%	0.5	8%
30	东吴证券	0.9	76%	0.5	90%
31	西部证券	0.8	82%	0.6	94%
32	兴业证券	0.8	10%	0.4	11%
33	信达证券	0.7	-4%	-0.2	2%
34	国元证券	0.7	65%	0.4	89%
35	太平洋	0.7	37%	0.2	-29%
36	华西证券	0.5	11%	0.4	30%
37	国金证券	0.4	-10%	0.2	-11%
38	南京证券	0.4	238%	0.2	212%
39	长城证券	0.1	-58%	0.1	-49%
40	中原证券	0.1	-52%	0.1	-55%
41	西南证券	0.1	113%	0.1	146%
42	华林证券	0.1	-52%	0.0	-62%
43	红塔证券	0.1	-45%	0.0	-54%
合计		227.0	-1%	118.1	-1%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4. 投资建议

券商行业周期底部业绩承压，后续有望迎来基本面拐点。经纪业务方面，2024年7月全市场日均股基成交额同比-17.83%至7,842亿元，达到近五年最低点。投行业务方面，监管阶段性收紧股权融资背景下，2024H1全市场股权融资规模大幅缩水，IPO/再融资规模分别同比-85%/-60%至325/1,405亿元，处于历史极低水平。展望下半年，预计券商业绩增速的高基数压力预计有所缓解(2023H2, IPO严监管启动, 权益市场波动幅度加大, 上市券商合计归母净利润环比-41%)，叠加资本市场各项改革措施效果逐步显现，预计行业业绩增速有所回暖。悲观/中性/乐观预期下，预计2024年全年上市券商合计归母净利润分别为1,067/1,326/1,561亿元，对应增速分别为-21.99%/-3.05%/14.10%，对应ROE分别为4.09%/5.06%/5.89%。周期来看，券商行业盈利已经触底。假设2024年券商各项业务经营情况回归至2020-2023年均值，则营收/归母净利润将分别同比增长8%/14%。

图 28：2024 年上市券商盈利情况敏感性分析

单位：亿元	2020A	2021A	2022A	2023A	2020-2023 年均值	2024E (悲观)	2024E (中性)	2024E (乐观)
日均股票+基金成交额	9,036	11,339	10,132	9,921	10,107	9,000	9,900	10,600
经纪业务净收入	1,193	1,449	1,192	1,056	1,222	849	982	1,103
IPO募资总额	4,779	5,427	5,872	3,565	4,911	552	780	975
定增募资总额	8,823	9,576	7,828	5,940	8,042	2,388	3,231	3,652
券商债券承销金额	100,498	113,650	104,373	135,070	113,398	115,660	127,834	140,009
投资银行业务净收入	591	627	582	456	564	221	257	289
券商资管规模	85,531	82,352	68,740	59,251	73,968	68,609	96,624	99,552
资产管理业务净收入	394	505	464	462	456	406	474	542
融资融券余额	16,190	18,322	15,404	16,509	16,606	14,600	15,000	15,400
利息净收入	556	629	604	460	562	278	531	585
证券投资收益 (含公允价值变动)	1,476	1,679	789	1,355	1,325	1,232	1,506	1,711
营业收入	5,338	6,546	5,029	5,082	5,499	3,952	4,736	5,382
归母净利润	1,523	2,004	1,358	1,368	1,563	1,067	1,326	1,561
净利润率	28.53%	30.61%	26.99%	26.92%	28.26%	27.00%	28.00%	29.00%
净利润增速	36.29%	21.32%	-32.25%	0.76%	-	-21.99%	-3.05%	14.10%
净资产	19,286	21,692	23,834	25,377	22,547	26,824	27,087	27,613
ROE (年化)	7.43%	9.78%	5.96%	5.56%	7.18%	4.09%	5.06%	5.89%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：以上各项收入及利润数据为上市券商加总数据，并非行业数据。

当前证券行业估值水平较之历史上数次经营困境依旧处于低位。截至2024年9月4日，SW 证券II指数PB(LF)估值为0.99x，估值历史分位数(自2000年以来)仅为0.42%，估值水平较之历史极值情况亦处于低位：①2012-2013年，2012年A股市场表现低迷，券商传统经纪、投行业务急剧萎缩(2012年证券行业代理买卖证券业务/证券承销与保荐业务净收入分别同比-27%/-26%至504/177亿元)，叠加证监会于2012.11-

2013.12 开展 IPO 公司财务大检查，IPO 实质处于暂停状态，券商估值遭受较大影响。期间内 SW 证券 II 指数最低 PB(LF) 估值为 1.49x (2012.12.03)，历史估值分位数 (自 2000 年以来) 15.89%。②2015 年-2016 年，2015 年 6 月起股市泡沫破裂，2016 年开年四天内熔断机制两度被触发，两融杠杆进一步放大市场波动，融资爆仓频发，对于券商基本面造成较大影响。期间内 SW 证券 II 指数最低 PB(LF) 估值为 1.65x (2016.01.28)，历史估值分位数 (自 2000 年以来) 22.20%。③2018-2019 年，资管新规于 2018 年 4 月正式出台，券商资管业务面临主动管理转型压力，叠加同时期 A 股持续下跌引发多起大股东股权质押爆仓，券商估值水平大幅回落。期间内 SW 证券 II 指数最低 PB(LF) 估值为 1.02x (2018.10.16)，历史估值分位数 (自 2000 年以来) 0.52%。

图 29： 2012-2024 年证券 II 指数 PB 估值



数据来源：Wind，东吴证券研究所（截至 2024 年 9 月 4 日）

当前券商板块估值已处于历史底部，盈利下行空间锁定，上行弹性较大，在长期估值修复的假设下迎来了较好的左侧配置窗口。基于此，我们推荐两个方向：1) 估值远低于 1 倍，经营没有重大风险的传统券商，建议关注【国泰君安】、【华泰证券】。2) 盈利修复弹性较大的互联网零售证券，推荐【东方财富】、【同花顺】。

5. 风险提示

1) **宏观经济复苏不及预期**：宏观经济剧烈波动将直接影响资本市场活跃度，并且影响居民购买力及财富管理产品配置需求，进而造成证券行业收入下滑；

2) **资本市场监管趋严**：监管政策收紧或将对证券行业各项业务经营环境造成影响，

进而导致证券公司面临业绩波动风险；

3) 行业竞争加剧: 行业竞争加剧情况下, 市场出清速度加快, 中小型券商面临较大的经营压力。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>