

强于大市

证券行业 2024 年半年报综述

看好券商板块底部配置性价比

2024 年上半年，股市波动和逆周期调节等因素下券商各项业务受到不同程度冲击。我们预计业绩与估值已基本处于底部，估值已较充分反映悲观预期，未来有望逐步修复。若市场需求侧出现拐点将有助于加速修复。券商并购进一步推进有望提振投资者情绪、推动行业集中度提升。建议持续关注已经发布并购计划的券商并购进展。

要点

- **行业整体营收、净利润小幅下滑。**2024 年上半年证券行业合计实现营业收入 2033 亿元，净利润 800 亿元，同比分别下滑 9.44% 和 5.95%。行业年化 ROE 为 5.37%，同比略降 65bp，净利润率 39.34%，同比提升 146bp。总资产规模较平稳，净资产、净资本稳健增长，财务杠杆 3.30 倍，较上年末略降 3.45%。
- **上市券商归母净利润同比下降 21.92%。**2024 年上半年，43 家上市券商合计营业收入 2350 亿元，归母净利润 640 亿元，同比分别减少 12.69% 和 21.92%。逆周期调节、股市震荡和交投疲软背景下，五项主营业务净收入同比存在不同程度的下滑，经纪、投行、资管、自营、利息净收入同比降幅分别为 13.04%、41.07%、1.44%、8.66%、29.07%。收入结构较上年同期无显著变化。合并口径下，上市券商总资产规模合计 11.83 万亿元，较期初略减 1.19%，净资产 2.59 万亿元，较期初略增 1.80%。上市券商整体财务杠杆倍数 3.91 倍，较期初略降 2.64%。
- **主营业务表现：**1) 经纪和两融业务：市场交投缩量，资金风险偏好显著走低，以致业务承压。2) 投行业务：审核节奏放缓等多重因素影响下，股权承销业务承压。3) 资管业务：券商资管规模增长支撑收入韧性。4) 自营业务：股债市场表现分化，其他权益工具投资配置显著增加。
- **三季度压力与机会并存，下半年基数压力有望缓解。**截至 9 月 6 日：1) 市场需求侧仍有待修复，日均股基成交额和日均两融余额降至近年底部水平。关注三季度末及四季度是否出现催化剂和需求侧拐点。2) 股市震荡下行，债市持续上行，有利于自营固收以及固收类资管继续作为业绩支柱。3) 下半年高基数压力有望缓解。整体看，全年业绩降幅有望较上半年收窄，悲观/中性/乐观假设下行业净利润预计同比 -18.9%/-4.7%/+6.9%。

投资建议

- **盈利与估值基本处于底部，看好配置性价比。**三季度后业绩有望随着基数压力的减轻和业务转型逐步边际修复。若市场需求侧出现拐点将有助于加速修复。板块估值触达历史底部，或已较为充分反映市场担忧，向上修复空间较大，当前估值低位提供较好左侧布局机会。
- **券商并购有望推动行业集中度提升。**监管推动头部券商通过并购等途径做优做强，券业并购持续推进，我们预计行业集中度将进一步提升。券商并购仍是今年券商板块最主要的投资主线，建议持续关注已经发布并购计划的券商并购进展。

风险提示

- 监管政策、宏观经济发展及市场流动性复苏节奏不及预期，业绩修复放缓；证券市场及利率大幅波动，加剧业绩波动；资本市场开放加速带来海外市场风险与外资竞争压力；同质化竞争或引发价格战；券商并购不确定性影响板块价格稳定。

相关研究报告

《证券行业政策点评》20240322

《证券行业 2024 年度策略》20240113

《证券行业政策点评》20230828

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

非银金融

证券分析师：张天愉

(8610)66229087

tianyu.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521100002

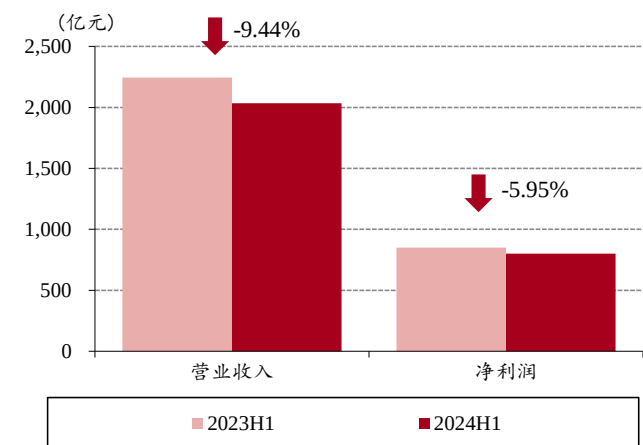
1.1 中证协发布证券行业整体经营业绩

行业整体营收、净利润小幅下滑，投行、利息收入承压。据中证协发布，2024 年上半年证券行业合计实现营业收入 2033 亿元，净利润 800 亿元，同比分别下滑 9.44% 和 5.95%。经纪、投行、资管、利息、自营业务收入同比变化分别为 -11.20%、-44.02%、+8.62%、-24.47%、+10.43%。资本市场逆周期调节背景下投行、利息净收入显著承压，资管业务在受托管理资金本金总额较年初增长 4.98% 的支持下收入回暖，自营收入增长受益于债市行情。五项主营业务收入占比分别为 23%、8%、6%、10%、41%。

行业净利润率同比提升。行业年化 ROE 为 5.37%，同比略降 65bp，净利润率 39.34%，同比提升 146bp，显现出成本管理有所加强。

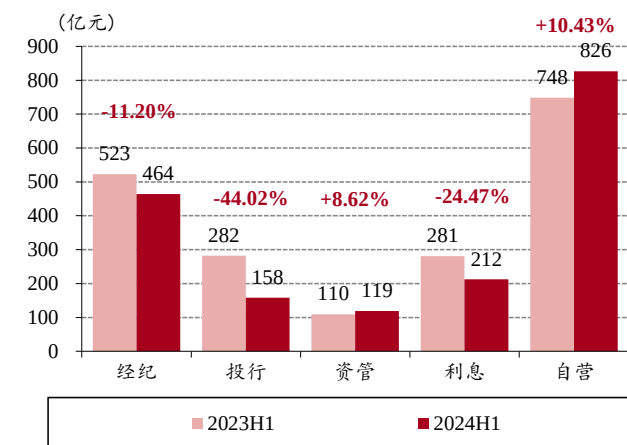
总资产规模较平稳，净资产、净资本稳健增长。截至上半年末，行业总资产 11.75 万亿元，较上年末略减 0.68%，净资产 3.01 万亿元，净资本 2.23 万亿元，较上年末增幅分别为 2.03% 和 2.29%。行业财务杠杆倍数为 3.30 倍，较上年末略降 3.45%。

图表1. 2024H1 证券行业营收、净利润变化



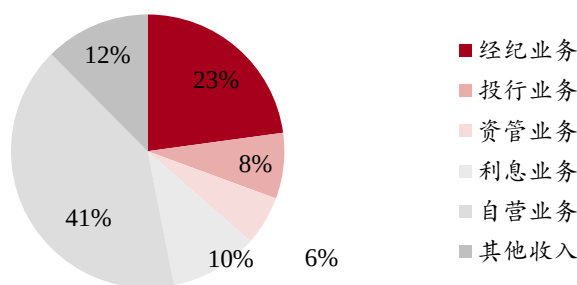
资料来源：万得，中证协，证券日报，中银证券

图表2. 2024H1 证券行业主营业务收入变化



资料来源：万得，中证协，中银证券

图表3. 2024H1 证券行业主营业务收入占比

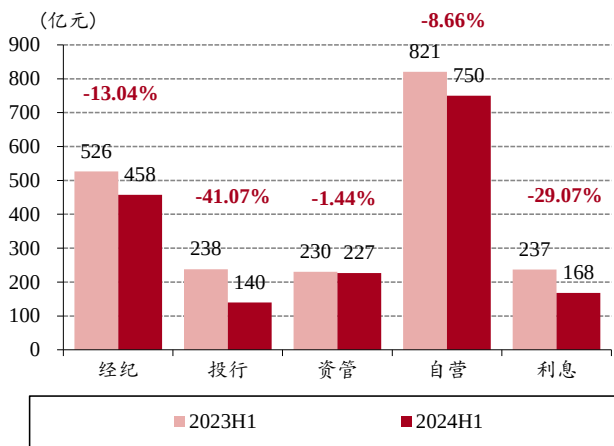


资料来源：万得，中证协，中银证券

1.2 43 家上市券商半年报业绩

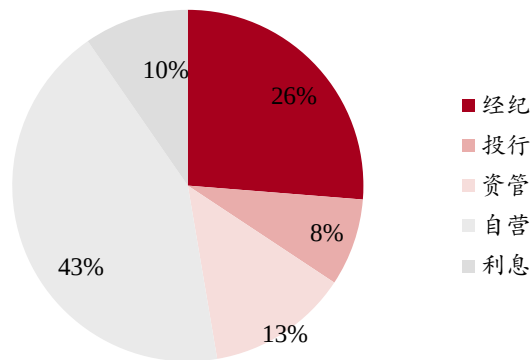
合并口径下，上市券商归母净利润同比下降 21.92%。2024 年上半年，43 家上市券商合计实现营业收入 2350 亿元，归母净利润 640 亿元，同比分别减少 12.69% 和 21.92%。逆周期调节、股市震荡和交投疲软背景下，五项主营业务净收入同比存在不同程度的下滑，经纪、投行、资管、自营、利息净收入同比降幅分别为 13.04%、41.07%、1.44%、8.66%、29.07%。五项主营业务收入占比分别为 19.47%、5.96%、9.66%、31.90%、7.15%，收入结构较上年同期无显著变化。合并口径下，上市券商总资产规模合计 11.83 万亿元，较期初略减 1.19%，净资产 2.59 万亿元，较期初略增 1.80%。上市券商整体财务杠杆倍数 3.91 倍，较期初略降 2.64%。（上市券商口径为 A 股上市的综合经营证券公司，不包含东方财富，下同）

图表4. 2024H1 上市券商合计主营业务收入变化



资料来源：万得，中银证券

图表5. 2024H1 上市券商合计主营业务收入占比



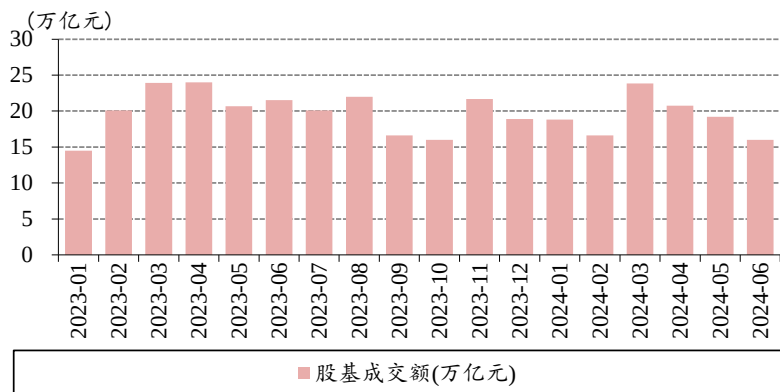
资料来源：万得，中银证券

财富管理业务：市场交投缩量，资金风险偏好显著走低，经纪业务普遍承压

2024 年上半年，43 家上市券商中仅山西证券、国联证券、财达证券经纪业务净收入同比实现正增长，增幅分别为 14%、7%、2%。经纪业务压力主要源于资本市场需求侧风险偏好下行。

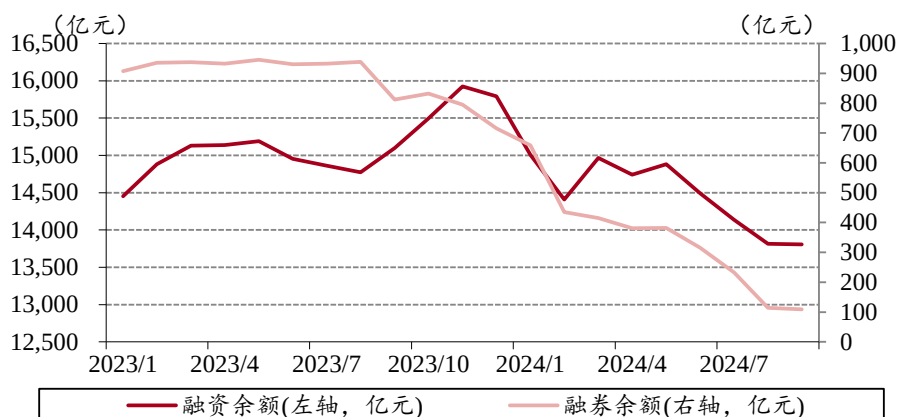
2024 年上半年，市场交投活跃度较上年同期减弱，股基成交额同比缩量 7.62%。市场两融余额波动下行，6 月末较上年末减少 10.30%，其中融券余额在逆周期调节政策下大幅减少，6 月末较上年末减少 55.90%，融资规模降幅 8.23%。同时，公募基金发行规模整体增长 40.41%，但结构上的显著变化也显示出资金避险情绪较高，上半年股票型及偏股混合型基金发行份额同比减少 28.34%，债券型及偏债混合型基金发行份额同比大增 80.89%。

图表6. 2023 年 1 月-2024 年 6 月股票、基金成交额



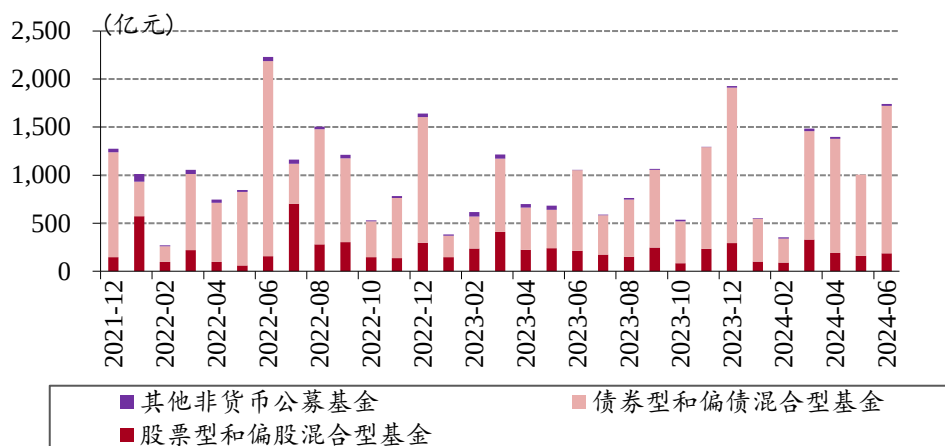
资料来源：万得，中银证券

图表7. 2023 年 1 月-2024 年 6 月市场两融余额



资料来源：万得，中银证券

图表8. 2021 年 1 月-2024 年 6 月公募基金发行情况



资料来源：iFInD，中银证券

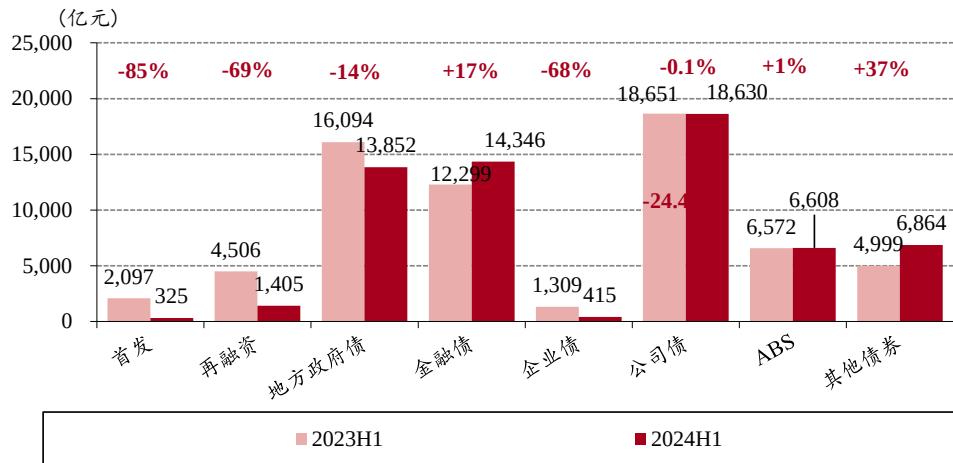
投行业务：审核节奏放缓等多重因素影响下，股权承销业务承压

股市波动、投资者风险偏好变化和逆周期调节政策的推进下，2024 年上半年股权承销业务全面收缩，证券行业 IPO 和再融资业务承销金额同比分别下滑 85%和 69%，为券商投行业务收入减少的主要原因。

股权项目审核节奏显著放缓。2024 年上半年发审委/上市委上会项目合计 67 个，通过数量 62 个，其中首发、非公开发行股票、可转债项目通过数量分别为 27、20、15 个；上年同期项目合计 455 个，通过项目数量 421 个，首发、非公开发行股票、可转债、配股项目数量分别为 175、166、77、3 个。

债权融资业务整体较为平稳，债权承销合计金额 60716 亿元，同比略增 1.32%，其中金融债增长 17%，地方政府债减少 14%，公司债略降 0.1%。

图表9. 2024H1 证券行业承销规模变化



资料来源：万得，中银证券

图表10. 2024H1 证券公司承销排名 TOP30（按总承销金额）

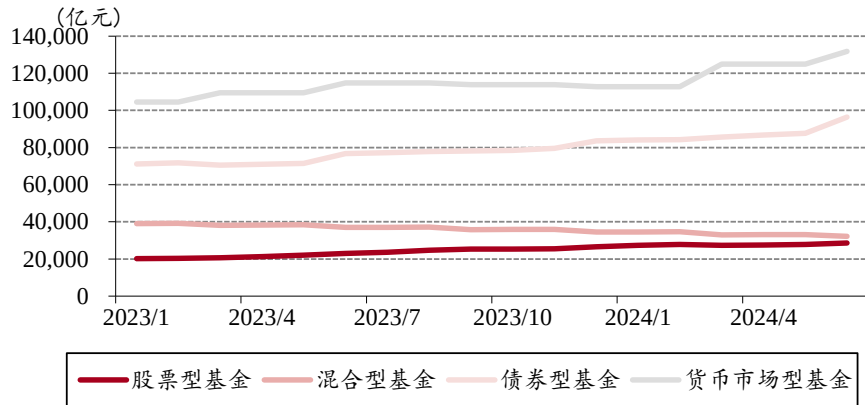
排名	公司简称	承销合计		首发		再融资		债权承销	
		规模 (亿元)	同比 (%)	规模 (亿元)	同比 (%)	规模 (亿元)	同比 (%)	规模 (亿元)	同比 (%)
1	中信证券	9,209	(8)	51	(85)	267	(79)	8,891	6
2	中信建投证券	6,795	(10)	18	(94)	80	(86)	6,697	0
3	华泰证券	5,405	(12)	54	(55)	153	(77)	5,198	(3)
4	中金公司	5,115	(14)	16	(93)	154	(74)	4,945	(3)
5	国泰君安	5,028	14	14	(86)	76	14	4,938	17
6	东方证券	2,131	21			20	(9)	2,111	23
7	海通证券	2,019	(16)	26	(90)	3	(95)	1,990	(5)
8	申万宏源证券	1,959	11			12	(70)	1,946	17
9	中国银河	1,924	18			16	148	1,908	17
10	招商证券	1,875	36	35	61	84	40	1,756	35
11	广发证券	1,746	46			89	(22)	1,656	56
12	光大证券	1,729	(5)	10	(78)	1	(94)	1,719	(3)
13	平安证券	1,622	(17)			22	(25)	1,600	(17)
14	国信证券	1,383	16	12	(77)	117	13	1,254	21
15	中银证券	1,325	18			0		1,325	23
16	国开证券	1,160	(30)			8		1,152	(30)
17	中泰证券	1,140	(12)	10	(80)	13	(72)	1,117	(7)
18	兴业证券	843	(6)	5	(88)	9	(46)	829	0
19	东吴证券	683	(26)	6	(82)	3	(84)	674	(22)
20	财通证券	642	(15)	4	(54)	20	(9)	618	(14)
21	国金证券	589	11	21	(24)	84	520	484	(1)
22	天风证券	545	(20)			0		545	(17)
23	浙商证券	496	(42)	1	(96)	8	(76)	486	(39)
24	国投证券	493	(6)			5	(86)	488	6
25	开源证券	357	(19)	2	(70)	20		335	(23)
26	山西证券	330	14			9	(7)	322	14
27	财达证券	318	5			0		318	5
28	国联证券	289	(8)	0	(99)	5	(69)	284	0
29	财信证券	273	(5)			1	(84)	272	(1)
30	东兴证券	260	50			2	(90)	258	74

资料来源：万得，中银证券

资管业务：券商资管规模增长支撑收入韧性

2024 年上半年，43 家上市券商中 25 家券商资管业务净收入实现同比正增长。券商资管业务规模稳健增长，证券行业受托管理资金本金总额较年初增长 4.98%，预计主要受益于债牛行情下，固收类产品需求的增长。公募基金市场方面，公募基金份额总体较上年末增长 12.03%，债券型基金和货币市场资金分别增长 15.37%和 16.93%，起到主要增长贡献，股票型和混合型基金份额合计略降 0.69%。

图表11. 2021 年 1 月-2024 年 6 月公募基金份额变化



资料来源：万得，中银证券

自营业务：股债市场表现分化，其他权益工具投资配置显著增加

2024 年上半年，A 股市场震荡下行，债市呈现牛市行情。43 家上市券商中，自营净收入实现同比增长的家数为 16 家（其中包含 1 家扭亏），其中 5 家增幅超过 50%，2024 年上半年上市券商自营业务净收入占总营收比重达到 31.90%，自营业务的分化使其成为了券商业绩的重要分水岭。截至上半年末，上市券商金融投资合计 6.10 万亿元，与上年末基本持平。金融投资配置中，其他权益工具投资规模较上年末大增 61.56%，或为部分上市券商增加了“高红利”权益资产等所致。

图表12. 2005 年至今中证全指定基指数收盘价



资料来源：万得，中银证券

图表13. 2005 年至今中证全债（净）定基指数收盘价



资料来源：万得，中银证券

1.3 下半年经营业绩展望

三季度压力与机会并存，下半年基数压力有望缓解。2024 年三季度即将收官，从 7 月至今（截至 9 月 6 日）的市场表现来看，三季度业绩压力与机会并存。1) 市场需求侧仍有待修复，日均股基成交额和日均两融余额分别为 7438 亿元和 1.43 万亿元，较上半年进一步缩量，已降至近年底部水平。持续关注三季度末及四季度是否出现催化剂和需求侧拐点。2) 投行业务方面，IPO、再融资、债权承销规模分别为 114 亿元、367 亿元和 2.90 万亿元。3) 中证全指震荡下行，中证全债指数持续上行趋势，有利于自营固收类业务以及以固收类产品为优势的资管业务，我们预计这两项业务仍将成为券商业绩的支柱。4) 由于 2023 年下半年业绩基数较低，尤其是收入占比最高的自营、经纪业务，因此高基数压力在下半年有望得到一定缓解。整体看，全年业绩降幅有望较上半年有所收窄，悲观/中性/乐观假设下行业净利润预计同比-18.9%/-4.7%/+6.9%。

1.4 投资建议

盈利与估值基本处于底部，看好估值修复。上半年 A 股市场和监管多方面压力下证券行业业绩承压，三季度后业绩有望随着基数压力的减轻和业务转型逐步边际修复。若市场需求侧即交投活跃和风险偏好出现拐点，将有助于加速修复。板块估值触达历史底部，或已较为充分反映市场担忧，向上修复空间较大，当前估值低位提供较好左侧布局机会。

券商并购有望推动集中度进一步提升。中央金融会议后监管推动头部券商通过并购等途径做优做强，券业并购持续推进，我们预计行业集中度将进一步提升。券商并购仍是今年券商板块最主要的投资主线，建议持续关注已经发布并购计划的券商并购进展。

1.5 风险提示

- 1) 政策催化、宏观经济和市场流动性复苏节奏不及预期，将导致增量资金和存量资金交易持续疲弱，不利于财富管理相关业务增长；
- 2) 证券市场大幅波动，或对券商自营投资业务造成冲击，自营业务收益占总营收比例较高，业务收益大幅缩水将拖累整体业绩表现；
- 3) 利率市场大幅波动，将影响券商资金成本和融资规模；
- 4) 随着资本市场双向开放加速，证券公司海外布局有望迎来加速，承担相应的海外市场周期和国际环境变化带来的风险，并且外资机构布局国内资本市场或将抢占部分创新业务市场份额；
- 5) 目前同质化竞争较为激烈，或引发价格战蚕食券商盈利；
- 6) 券商行业并购进展超预期或不及预期都可能造成板块价格波动。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371