

# 证券业 2024 年中报综述

## 业绩筑底，复苏可期，整合待进

优于大市

### 核心观点

**营收变化：随着衍生品风险敞口下降，二季度业绩环比改善，投资收益占比提升。**2024年H1，上市券商营收1,958.31亿元、同比-16.8%，归母净利润680.17亿元、同比-21.0%。2024Q2营收1,316.84亿元、环比+21.6%、同比-4.0%，归母净利润367.12亿元、环比+17.3%、同比-10.8%。2024年H1分部业务收入及增速：经纪481.58亿元、同比-12.6%，投行140.03亿元、同比-41.1%，资管226.96亿元、同比-1.4%，利息168.15亿元、同比-29.1%，投资766.07亿元、同比-8.0%。收入占比：经纪24.6%、投行7.2%、资管11.6%、利息8.6%、投资39.1%。

**资产结构：构建长债交易头寸，同步探索权益OCI账户配置。**上市券商FVTPL资产中，债券资产占比由2023年末的45.8%提升至2024Q2末的49.7%，股票由24.6%降至18.1%，股债结构整体契合资产配置走势。FVOCI权益在金融资产中占比连续提升，但资产体量仍然较小。截至2024Q2末，上市券商FVOCI权益资产3,477.16亿元、占全部金融资产比重为5.6%。

**自营资管向上，投行经纪承压：**1) 经纪业务承压：权益市场低迷叠加佣金率持续下降，机构业务和财富管理持续承压，静待交易活跃度恢复带动业务回暖；2) 投行业务下滑：股权融资规模下滑严重，债券承销规模持平，投行业务发展面临较大考验，发力多资产、海外业务或是破局之道；3) 资管逆势突围：权益市场波动背景下，券商资管加大固收类产品的布局，固收类资管规模占比从2023年末的80.48%提升至82.29%；4) 投资业务：顺应市场变化，以增配FVTPL中的债券及FVOCI权益，取得相对良好表现，投资收益的营收占比明显提升。5) 信用业务：两融持续收缩，静待投资者风险偏好回升带动业务重启扩张。

**自营高占比背后，夯实客户服务能力，赢在下一个周期：**上市龙头券商纷纷推动业务转型，探索新业务增长空间，比如**海外业务、财富管理及投顾、布局金融科技**等。上市券商境外营收占比已升至近10%。龙头券商境外资产占比约20%。弱市下业务转型仍在推进，以中信证券为例，2024H1境外投行业务发展节奏较2023年加快，同时买方投顾成为财富管理重点发展方向。投资银行核心竞争力体现在客户经营能力，这要求除了传统带风险敞口的自营业务，仍需战略重视对零售和机构业务服务体系建设。

**投资建议：**维持行业“优大于市”评级。行业转型趋势下，建议关注以下投资主线：一是资金使用效率高、机构客户储备强的券商，受益标的：中信证券、华泰证券；二是并购整合落地后推进券商，受益标的：国联证券；三是AI革新，互联网券商受益于技术革新的持续推进，受益标的：东方财富。

**风险提示：**盈利预测偏差较大的风险；二级市场大幅波动风险；政策风险等。

### 重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(百万元)	EPS		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
600030.SH	中信证券	优大于市	18.88	279,812	1.35	1.52	13.97	12.43
601688.SH	华泰证券	优大于市	12.83	115,847	1.38	1.48	9.28	8.68
601456.SH	国联证券	优大于市	9.59	27,157	0.17	0.25	56.81	38.97
300059.SZ	东方财富	优大于市	10.52	166,064	0.53	0.58	19.71	18.04

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

### 行业研究 · 行业专题

#### 非银金融 · 证券 II

#### 优于大市 · 维持

证券分析师：孔祥

021-60375452

kongxiang@guosen.com.cn

S0980523060004

证券分析师：陈莉

0755-81981575

chenli@guosen.com.cn

S0980522080004

证券分析师：王德坤

021-61761035

wangdekun@guosen.com.cn

S0980524070008

证券分析师：林珊珊

0755-81981576

lins@guosen.com.cn

S0980518070001

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

《证券行业 2024 年 8 月投资策略-整合落地不断, 财富转型推进》——2024-08-28

《证券行业 2024 年 7 月投资策略-使命在肩, 龙头受益》——2024-07-24

《证券行业与资本市场政策 2024 年 6 月月报-央企“退金令”促进行业整合》——2024-06-20

《证券行业 2024 年 5 月投资策略-宽信用提升非银板块弹性》——2024-05-21

《证券行业 2024 年一季度报综述-业绩底部, 资本中介业务再定位》——2024-05-13

## 内容目录

<b>收入结构：投资收益占比提升</b> .....	<b>5</b>
2024 年上半年：投资收益收入占比提升 .....	5
2024Q2：单季度营收、净利润环比正增长 .....	6
<b>资产结构：投资资产占比提升</b> .....	<b>7</b>
杠杆率下降，投资类资产占比提升 .....	7
FVTPL 资产：债券、基金占比提升，股票占比下降 .....	8
FVOCI 资产：OCI 债权占比相对稳定，OCI 权益占比持续提升 .....	9
<b>经纪与信用业务持续承压</b> .....	<b>11</b>
佣金费率下调，经纪业务机构化转型持续推进 .....	11
信用业务规模缩减，券商利息收入下滑近 3 成 .....	13
<b>股权融资规模下降，投行营收拖累业绩</b> .....	<b>14</b>
股权融资规模大幅下滑 .....	14
撤否率高企 .....	16
<b>资管业务逆势突围，资产规模显著增长，公募化转型持续推进</b> .....	<b>17</b>
资管业务逆势突围 .....	17
固收类规模增长驱动资管业务稳健发展 .....	18
资管新规落地促进券商资管业务持续公募化转型 .....	19
<b>推动业务转型，力求穿越周期</b> .....	<b>20</b>
海外业务：聚焦海外用资业务和投行业务发展 .....	20
财富管理：重点转向买方投顾 .....	23
金融科技：从中后台支持到赋能前台 .....	24
<b>2024 年证券行业展望</b> .....	<b>25</b>
行业盈利预测：预计净利润增速与上半年大体一致 .....	25
<b>投资建议</b> .....	<b>26</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>27</b>

## 图表目录

图 1: 上市券商合计营收规模及增速 (单位: 亿元)	5
图 2: 上市券商合计归母净利润规模及增速 (单位: 亿元)	5
图 3: 上市券商营收结构变化	5
图 4: 上市券商单季度营收规模及增速 (单位: 亿元)	6
图 5: 上市券商单季度归母净利润规模及增速 (单位: 亿元)	6
图 6: 2024Q2 上市券商单季度投资收益环比增幅较高 (单位: 亿元)	6
图 7: 上市券商资产结构变化	8
图 8: 上市券商 FVTPL 资产规模及占金融资产比重 (单位: 亿元)	8
图 9: 上市券商 FVTPL 资产结构	9
图 10: 上市券商其他债权投资规模及占金融资产比重 (单位: 亿元)	9
图 11: 上市券商其他权益投资规模及占金融资产比重 (单位: 亿元)	10
图 12: 上市券商负债结构变化	10
图 13: 2024 年上半年头部证券公司收入结构	11
图 14: 2024 年上半年沪深两市股票基金交易活跃度下降	12
图 15: 2024 年上半年, 券商经纪业务收入排名前 10	12
图 16: 2024 年上半年, 券商信用业务收入排名前 10	14
图 17: 2024 年上半年两融余额同比下滑 6.77%	14
图 18: 2024 年上半年股票质押规模进一步收缩	14
图 19: 2024 年上半年股权承销规模大幅收缩	15
图 20: 2024 年上半年 IPO 募资规模大幅下滑	15
图 21: 2024 年上半年再融资规模大幅下滑	15
图 22: 2024 年上半年, 上市券商投行业务收入排名前 10 及同比变化	16
图 23: 2024 年上半年前 10 家上市券商股权承销规模	16
图 24: 2024 年上半年前 10 家上市券商债券承销规模	16
图 25: 2024 年上半年, 券商资管业务收入排名前 10 及同比变化	18
图 26: 券商私募资管月末规模	19
图 27: 2024 年上半年券商 ETF 管理规模持续扩容	19
图 28: 中信证券境外资产规模及占比 (单位: 亿元)	20
图 29: 华泰证券境外资产规模及占比 (单位: 亿元)	20
图 30: 中金公司境外资产规模及占比 (单位: 亿元)	20
图 31: 国泰君安境外资产规模及占比 (单位: 亿元)	20
图 32: 2024 年上半年上市券商境外收入占比提升 (单位: 亿元)	21
图 33: 国泰君安国际历年收入结构	21
图 34: 国泰君安国际历年资产结构	22
图 35: 中信证券境外股权承销金额及数量 (单位: 亿元、个)	23
图 36: 中信证券境外债权承销金额及数量 (单位: 亿元、个)	23
图 37: 各类代销机构基金保有规模占比	24

图 38: 部分上市券商代销金融产品收入 (单位: 亿元) .....	24
图 39: 华泰证券信息科技投入及占营收比重 (单位: 亿元) .....	24
图 40: 中金公司信息科技投入及占营收比重 (单位: 亿元) .....	24
表 1: <a href="#">上市券商杠杆率变化趋势</a> .....	7
表 2: 2024 年上半年, 43 家上市券商代销金融产品业务收入及在经纪业务中占比 .....	13
表 3: 2024 年上半年, 投行收入排名前 10 的券商撤否率 .....	17
表 4: 2024 年上半年, IPO 储备项目证券公司前 20 名 (单位: 家) .....	17
表 5: 部分龙头券商关于投行业务创新的表述 .....	22
表 6: 2024 年半年报中部分券商的基金投顾业务发展概况 .....	23
表 7: 券商 2024 年盈利预测 (单位: 亿元) .....	25

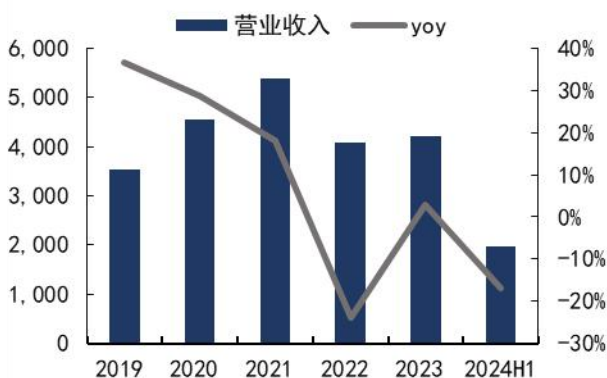
## 收入结构：投资收益占比提升

### 2024 年上半年：投资收益收入占比提升

上市券商<sup>1</sup>2024 年上半年营收、净利润均呈同比下降。2024 年上半年，上市券商实现营收 1,958.31 亿元、同比-16.8%，实现归母净利润 680.17 亿元、同比-21.0%。

各类主营业务收入均呈同比下降，投资收益、资管收入降幅较低，投行收入、利息净收入降幅较大。2024 年上半年，上市券商分部业务收入及增速：经纪收入 481.58 亿元、同比-12.6%，投行收入 140.03 亿元、同比-41.1%，资管收入 226.96 亿元、同比-1.4%，利息净收入 168.15 亿元、同比-29.1%，投资收益（含公允价值变动损益）766.07 亿元、同比-8.0%。分部业务收入占比：经纪收入 24.6%、投行收入 7.2%、资管收入 11.6%、利息净收入 8.6%、投资收益 39.1%，其他 9.0%。

图1：上市券商合计营收规模及增速（单位：亿元）



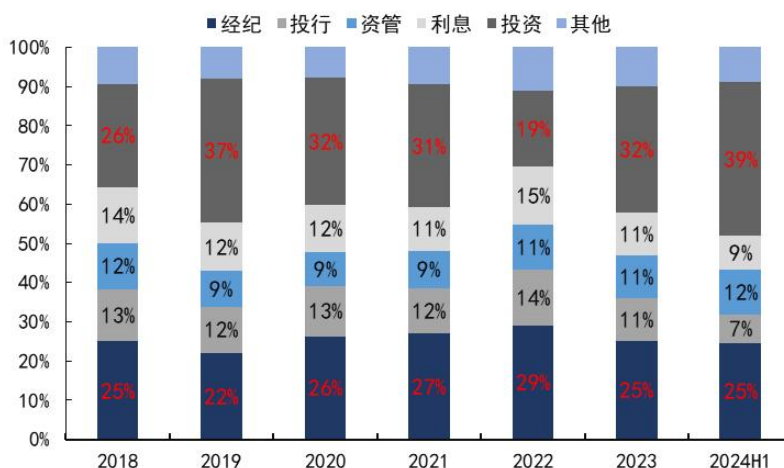
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：上市券商合计归母净利润规模及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：上市券商营收结构变化



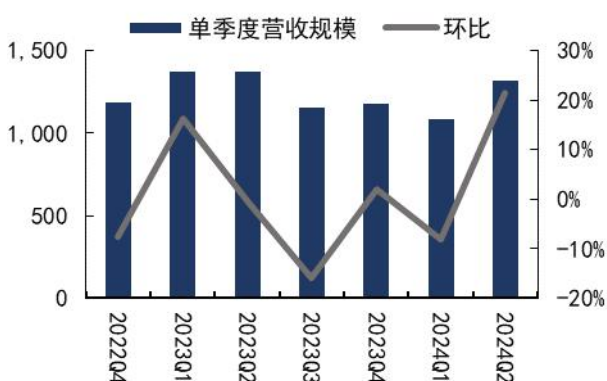
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

<sup>1</sup> 我们选取剔除参股券商后的 43 家券商代表上市券商整体，后文同。

## 2024Q2：单季度营收、净利润环比正增长

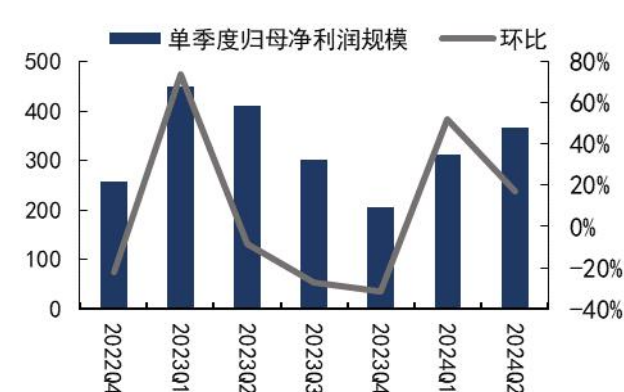
上市券商 2024Q2 营收、净利润均环比正增长。2024Q2，上市券商实现营收 1,316.84 亿元、环比+21.6%、同比-4.0%，实现归母净利润 367.12 亿元、环比+17.3%、同比-10.8%。投资收益环比增长带动营收环比增长，2024Q2 上市券商投资收益 424.17 亿元、环比+24.1%。Q2 投资收益环比改善可从上市券商资产结构变化窥见原因：1) 上市券商金融投资资产占总资产比重提升；2) 上市券商金融投资资产中，FVOCI 权益资产占比提升明显，FVOCI 债权资产占比基本稳定；3) FVTPL 资产中，债券类资产占比提升明显，基金类资产占比有所提升，股票类资产占比下降。因此，投资收益环比改善基本可归因于上半年股票、债券等大类资产走势与上市券商金融投资资产结构变化。

图4：上市券商单季度营收规模及增速（单位：亿元）



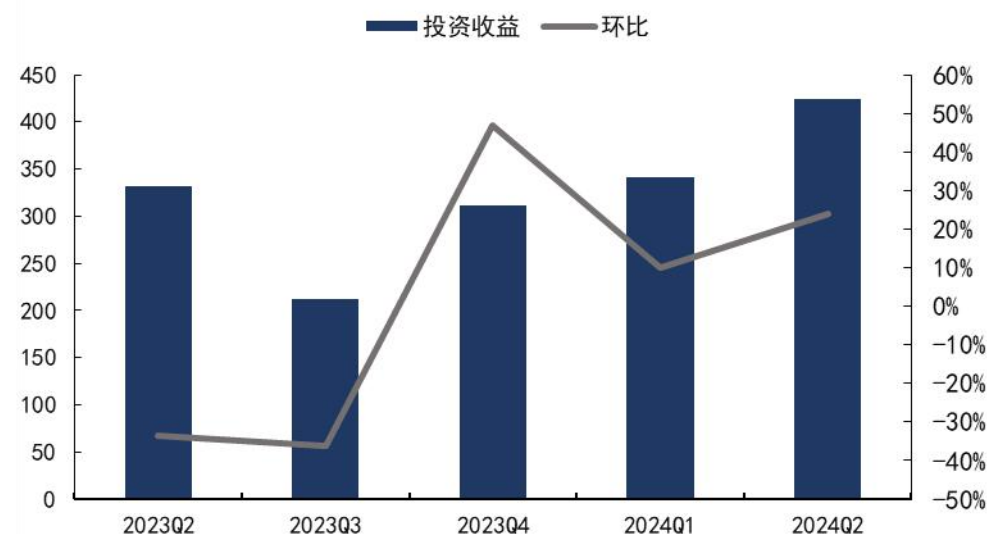
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5：上市券商单季度归母净利润规模及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：2024Q2 上市券商单季度投资收益环比增幅较高（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 资产结构：投资资产占比提升

### 杠杆率下降，投资类资产占比提升

上市券商杠杆率<sup>2</sup>连续下降。截至 2024Q2 末，上市券商杠杆率简单平均值为 3.37x，处于连续下降趋势。大型券商中，中金公司期末杠杆率为 4.97x，系近年来首次跌破 5.00x；中信证券为 4.51x，华泰证券为 3.88x，国泰君安为 4.43x。杠杆率下降体现了上市券商的“缩表”困境，截至 2024Q2 末，上市券商总资产为 12.10 万亿元、较 2024Q1 末下降 2,577.26 亿元、较 2024 年初下降 1,186.90 亿元。

上市券商资产结构：投资类资产占比提升，现金类资产、融资类资产占比下降，客户保证金、其他资产占比较稳定。截至 2024 年 Q2 末，与 2024Q1 相比，投资类资产占比提升至 52.6%，融资类资产占比下降至 13.8%，是两项变动较为明显的资产。融资类资产占比下降，主要与股市景气度、投资者风险偏好及政策变化有关。

表1: 上市券商杠杆率变化趋势

证券代码	证券简称	22Q2	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2
000166.SZ	申万宏源	5.51	5.60	5.55	5.39	5.49	5.35	5.21
601995.SH	中金公司	5.70	5.73	5.48	5.31	5.25	5.06	4.97
601456.SH	国联证券	3.85	4.18	4.32	4.56	4.43	4.69	4.60
600030.SH	中信证券	4.20	4.60	4.50	4.45	4.52	4.69	4.51
601211.SH	国泰君安	4.45	4.60	4.64	4.46	4.69	4.46	4.43
601881.SH	中国银河	4.86	5.08	4.88	4.74	4.22	4.55	4.41
600999.SH	招商证券	4.40	4.17	4.36	4.32	4.75	4.43	4.41
601066.SH	中信建投	4.35	4.47	4.62	4.35	4.40	4.23	4.25
000776.SZ	广发证券	4.05	4.37	4.08	4.05	4.11	4.54	3.99
601901.SH	方正证券	3.16	3.36	3.43	3.53	3.88	3.94	3.94
601688.SH	华泰证券	4.28	4.32	4.41	4.29	4.29	4.03	3.88
600837.SH	海通证券	3.91	3.99	3.89	3.84	4.02	3.75	3.87
601878.SH	浙商证券	3.80	4.14	3.99	4.07	4.04	3.86	3.80
601377.SH	兴业证券	3.41	3.42	3.64	3.93	3.79	3.51	3.78
601162.SH	天风证券	3.84	3.62	3.97	3.77	3.87	3.81	3.70
000686.SZ	东北证券	3.32	3.62	3.80	3.75	3.59	3.82	3.70
002500.SZ	山西证券	3.76	3.94	3.69	3.63	3.55	3.52	3.60
300059.SZ	东方财富	3.25	3.29	3.39	3.26	3.33	3.50	3.51
000728.SZ	国元证券	3.08	3.11	3.24	3.22	3.09	3.20	3.50
601108.SH	财通证券	3.20	3.16	3.28	3.04	3.37	3.44	3.50
002736.SZ	国信证券	3.05	3.04	3.07	3.17	3.60	3.56	3.49
600918.SH	中泰证券	3.80	3.76	3.65	3.73	3.60	3.76	3.40
600958.SH	东方证券	3.17	3.23	3.33	3.37	3.45	3.23	3.38
002939.SZ	长城证券	2.90	3.20	3.41	3.35	3.34	3.28	3.36
601059.SH	信达证券	3.48	3.30	3.15	3.19	3.51	3.37	3.32
601136.SH	首创证券	2.85	3.04	3.10	3.14	3.10	3.14	3.18
601555.SH	东吴证券	2.76	3.68	2.75	3.25	3.27	3.64	3.18
601198.SH	东兴证券	3.34	3.17	3.18	3.12	3.21	3.16	3.15
600909.SH	华安证券	2.83	3.06	3.06	3.02	3.04	3.10	3.13
600906.SH	财达证券	2.89	3.10	2.77	2.91	3.06	3.10	3.08
601375.SH	中原证券	2.80	3.03	3.14	2.97	2.89	2.65	2.93
000783.SZ	长江证券	3.90	3.77	3.78	3.60	3.80	3.07	2.89
002673.SZ	西部证券	3.03	3.04	2.95	3.02	3.00	3.01	2.87
600109.SH	国金证券	2.60	2.81	2.73	2.65	2.88	2.60	2.83
601788.SH	光大证券	3.07	3.10	3.12	2.91	3.16	2.85	2.77
601990.SH	南京证券	2.40	2.58	2.62	2.63	2.74	2.18	2.68
002926.SZ	华西证券	3.19	3.31	3.16	2.96	2.88	2.70	2.66
600369.SH	西南证券	2.71	2.91	2.86	3.00	2.86	2.78	2.60
002797.SZ	第一创业	2.71	2.58	2.84	2.97	2.53	2.42	2.41
601696.SH	中银证券	2.06	2.39	2.33	2.27	2.56	2.21	2.35
000750.SZ	国海证券	3.17	3.55	3.43	2.79	2.60	2.87	2.27
601236.SH	红塔证券	1.87	1.82	1.94	1.61	1.89	1.99	2.06
002945.SZ	华林证券	1.88	3.28	2.61	1.52	1.77	2.66	1.85
601099.SH	太平洋	1.12	1.24	1.17	1.13	1.18	1.17	1.10
	杠杆率简单平均值	3.36	3.52	3.48	3.41	3.47	3.43	3.37

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

<sup>2</sup> 杠杆率=（总资产-客户资金存款-客户备付金）/归母净资产。

图7：上市券商资产结构变化

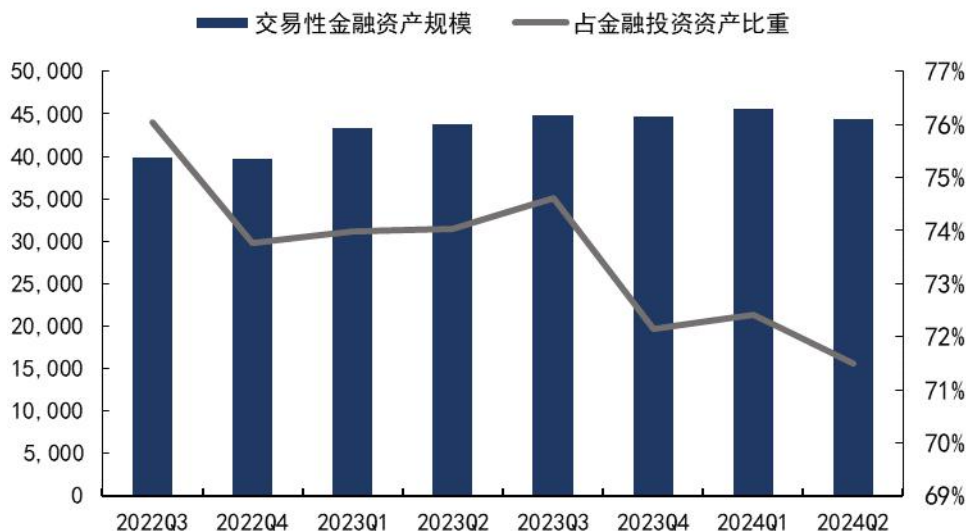


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

### FVTPL 资产：债券、基金占比提升，股票占比下降

FVTPL 资产在全部金融资产中占比有所下降。截至 2024Q2 末，上市券商 FVTPL 资产规模 4.43 万亿元、占全部金融资产比重 71.5%。结构角度，2024 年以来，债券、基金等资产占比明显提升，股票占比明显下降。其中，债券资产占比由 2022 年末的 45.6% 提升至 2023 年末的 45.8%，并在 2024Q2 末进一步提升至 49.7%。股票资产占比由 2023 年末的 24.6% 降至 2024Q2 末的 18.1%。此外，基金资产占比也有所提升，考虑到 2024 年上半年大类资产状况，基金资产底层或多以债券资产为主。

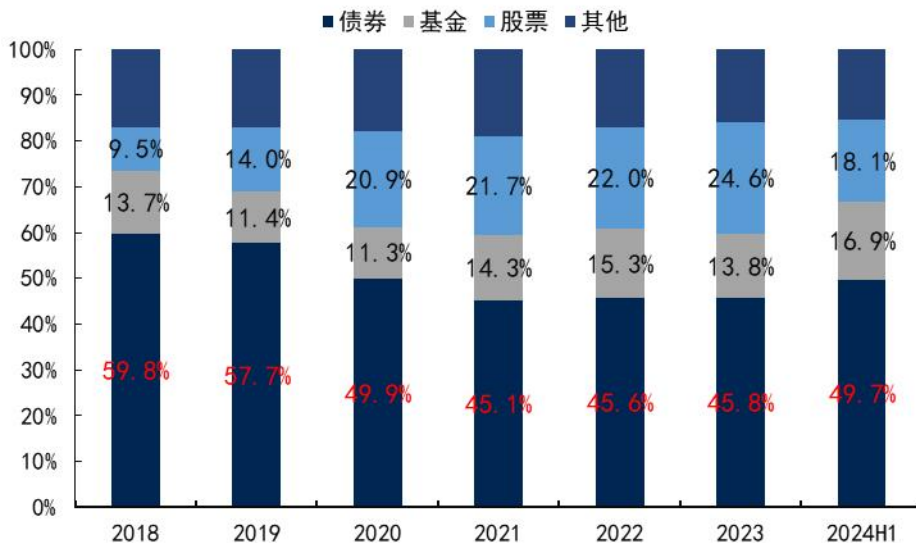
图8：上市券商 FVTPL 资产规模及占金融资产比重（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理



图9: 上市券商 FVTPL 资产结构

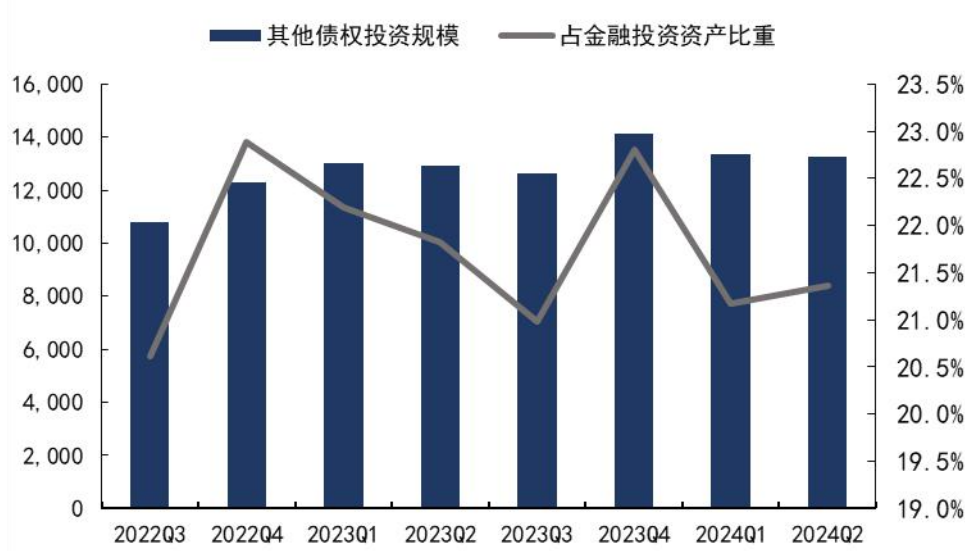


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### FVOCI 资产: OCI 债权占比相对稳定, OCI 权益占比持续提升

FVOCI 债权资产在全部资产中占比较为稳定, 每逢年末有跳升。截至 2024Q2 末, 上市券商 FVOCI 债权资产 1.32 万亿元、占全部金融资产比重为 21.4%。FVOCI 债权资产占比较长时间稳定在 21%-22%区间, 每逢年末时会有小幅波动。

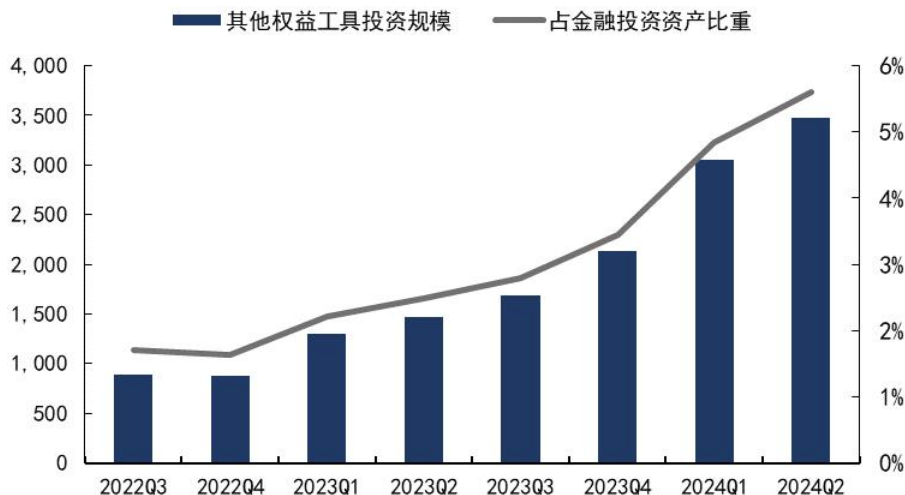
图10: 上市券商其他债权投资规模及占金融资产比重 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

FVOCI 权益资产在全部金融资产中占比明显提升, 但资产体量仍然较小。截至 2024Q2 末, 上市券商 FVOCI 权益资产 3,477.16 亿元、占全部金融资产比重为 5.6%。FVOCI 权益资产规模及占比呈现连续上升趋势。

图11: 上市券商其他权益投资规模及占金融资产比重 (单位: 亿元)



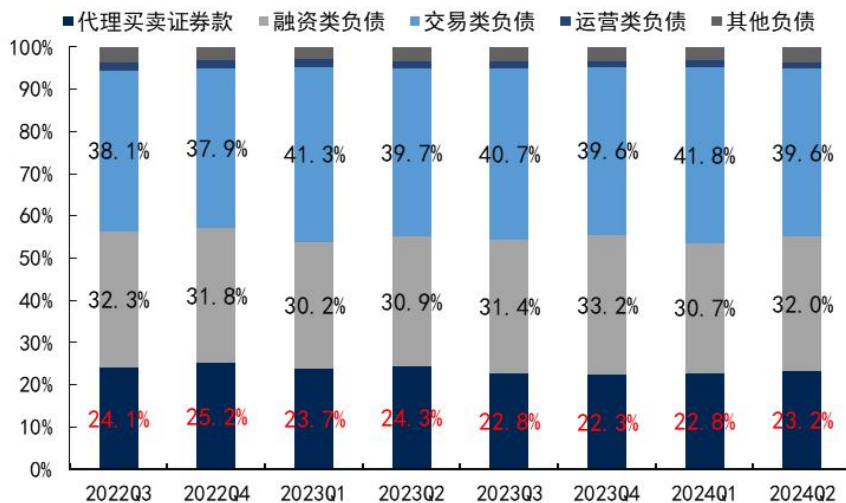
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

综上所述, 上市券商资产端呈现出的显著变化包括:

- 1) **FVOCI 权益资产规模及占比连续提升。** 顺应股票市场审美, 券商也有所参与高分红、高股息的投资。结合上半年高分红股票的市场表现, OCI 权益或为上市券商贡献了良好的投资收益。
- 2) **FVTPL 中债券及基金资产规模及占比有所提升, 股票资产规模及占比下降。** 并且, 考虑到上半年各个大类资产表现, 基金资产或多以债券为底层。结合上半年债券市场、尤其是利率债市场的良好表现, FVTPL 中的债券及基金投资或为上市券商贡献了良好的投资收益。

负债端来看, 上市券商各类负债占比基本保持稳定。

图12: 上市券商负债结构变化



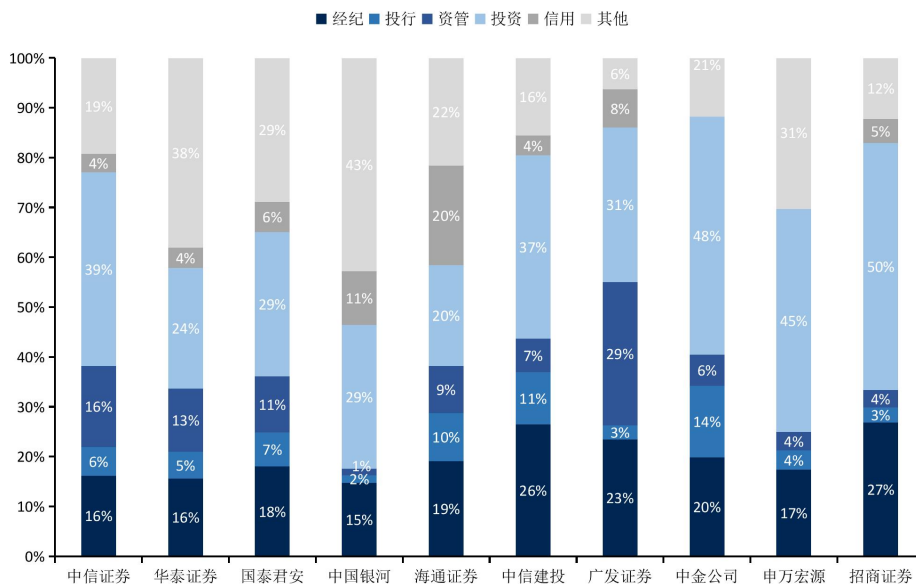
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 经纪与信用业务持续承压

### 佣金费率下调，经纪业务机构化转型持续推进

从资产规模排名前十的证券公司收入结构来看，6家公司的经纪业务收入占比均低于行业平均水平（20%），由此可见传统经纪业务已逐渐向财富管理业务转型。

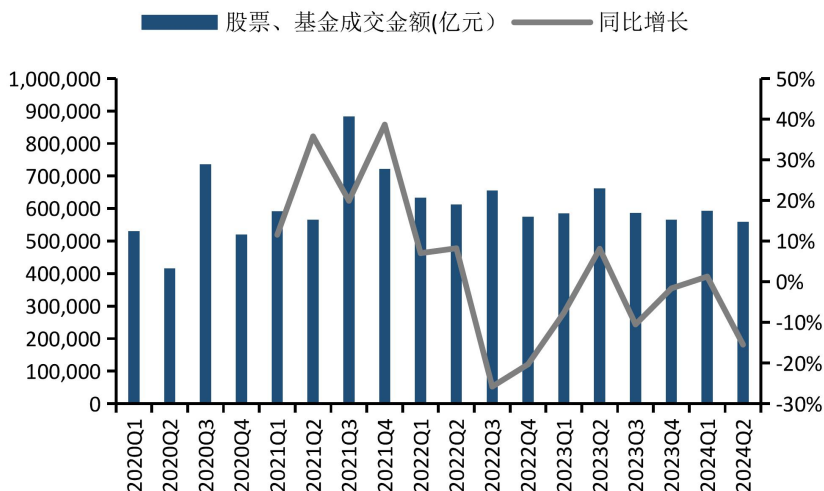
图13: 2024年上半年头部证券公司收入结构



资料来源：公司公告，Choice，国信证券经济研究所整理

**权益市场低迷叠加佣金率持续下降，机构业务和财富管理持续承压。**2024年上半年，43家上市券商经纪业务收入合计457.62亿元，同比下滑13.04%。受到市场行情波动影响，两市股票成交额下滑，经纪业务不振。根据沪深交易所统计，2024年上半年，沪深两市股票基金交易额115.2万亿元，同比下滑7.62%，叠加持续下降的佣金率导致代理买卖证券业务净收入下降；公募基金新发行份额6517.35亿份，同比提升18.25%。预计未来，随着基金投顾业务、机构业务持续发展等利好政策落地，投资者风险偏好逐步提升，交易活跃度仍持续修复，券商经纪业务业绩有望迎来好转。

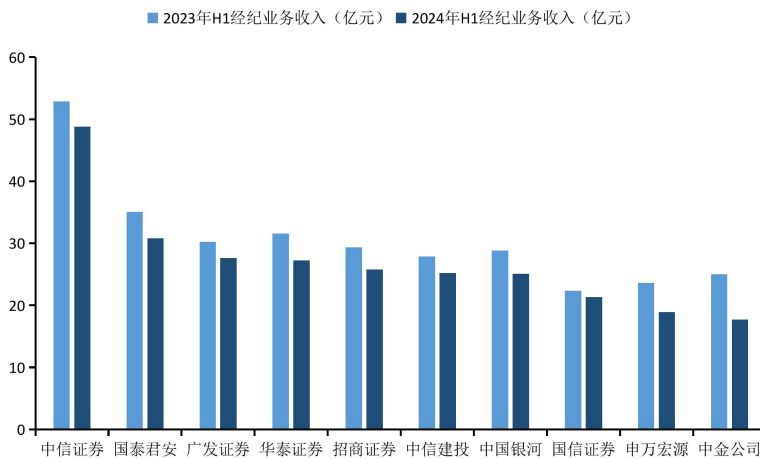
图14: 2024 年上半年沪深两市股票基金交易活跃度下降



资料来源: Choice, 国信证券经济研究所整理

2024 年上半年, 经纪业务手续费净收入排名前五券商依次是中信证券 (48.8 亿元)、国泰君安 (30.78 亿元)、广发证券 (27.62 亿元)、华泰证券 (27.23 亿元)、招商证券 (25.77 亿元)。从业务增速来看, 仅有 3 家增速为正, 分别是山西证券 (14.03%)、国联证券 (6.88%)、财达证券 (1.69%)。

图15: 2024 年上半年, 券商经纪业务收入排名前 10



资料来源: Choice, 国信证券经济研究所整理

2024 年上半年, 43 家上市券商产品代销占经纪净收入比重 9.39%, 同比减少 1.35pct。代理销售金融产品业务成为行业财富管理转型初级阶段的关键环节和发力领域, 我们以代销金融产品收入在经纪业务中占比为衡量指标, 在 43 家上市证券公司中, 中金公司、光大证券、中信证券、兴业证券和中信建投的代销金融产品收入在经纪业务收入中占比分别为 21.53%、19.13%、14.54%、13.94%、13.85%, 均高于行业平均水平。

表2: 2024 年上半年, 43 家上市券商代销金融产品业务收入及在经纪业务中占比

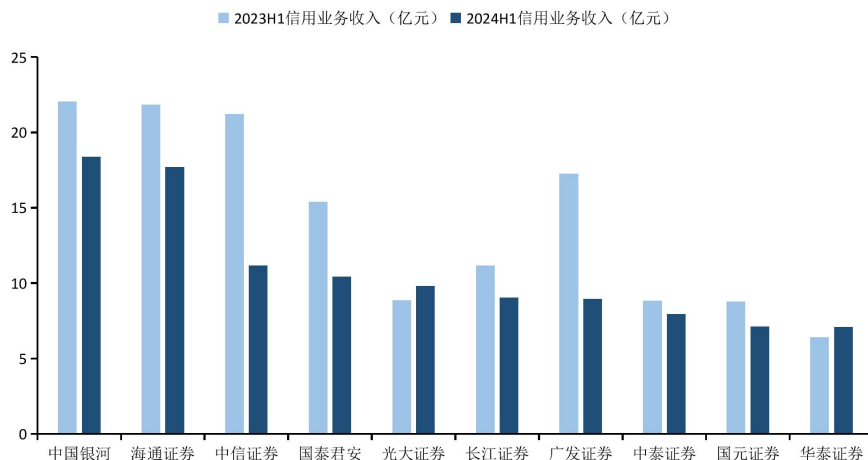
证券公司	代销金融产品业务净收入 (百万元)	经纪业务净收入 (百万元)	代销金融产品收入在经纪业务中占比
中金公司	381	1770	21.53%
光大证券	238	1244	19.13%
中信证券	709	4880	14.54%
兴业证券	129	925	13.94%
中信建投	349	2517	13.85%
财通证券	76	570	13.25%
山西证券	32	253	12.80%
首创证券	11	96	11.30%
广发证券	296	2762	10.73%
国元证券	44	441	9.91%
浙商证券	99	1021	9.71%
东兴证券	28	294	9.53%
国泰君安	281	3078	9.12%
华泰证券	248	2723	9.11%
招商证券	227	2577	8.83%
国金证券	66	771	8.59%
中银证券	32	375	8.46%
东方证券	82	1046	7.88%
国信证券	166	2132	7.77%
长城证券	28	375	7.54%
华安证券	28	437	6.48%
长江证券	79	1241	6.33%
国联证券	17	279	6.18%
中国银河	154	2510	6.13%
中泰证券	82	1381	5.93%
方正证券	94	1595	5.89%
太平洋	9	152	5.82%
东北证券	24	427	5.59%
华西证券	32	647	4.97%
海通证券	82	1691	4.86%
华林证券	10	216	4.72%
西部证券	18	379	4.65%
第一创业	7	154	4.28%
国海证券	15	369	4.03%
西南证券	10	259	3.90%
东吴证券	25	751	3.38%
信达证券	12	352	3.35%
申万宏源	58	1892	3.06%
中原证券	7	248	2.63%
天风证券	6	366	1.77%
南京证券	3	198	1.29%
财达证券	4	288	1.23%
红塔证券	1	80	0.63%
<b>合计</b>	<b>4297.51</b>	<b>45762.31</b>	<b>9.39%</b>

资料来源: 公司公告, Choice, 国信证券经济研究所整理 (截至 2024 年 6 月 30 日)

## 信用业务规模缩减, 券商利息收入下滑近 3 成

信用中介业绩承压, 2024 年上半年上市券商利息净收入为 168.15 亿元, 同比下跌 29.07%。受两融规模大幅下降, 股票质押规模持续收缩影响, 券商信用业务收入下滑。在 43 家上市证券公司中, 信用业务收入排名位居前三的上市券商是中国银河、海通证券和中信证券, 分别实现利息净收入 22.05 亿元、21.84 亿元和 21.23 亿元, 分别同比增长-16.58%、-18.93%和-47.449%。

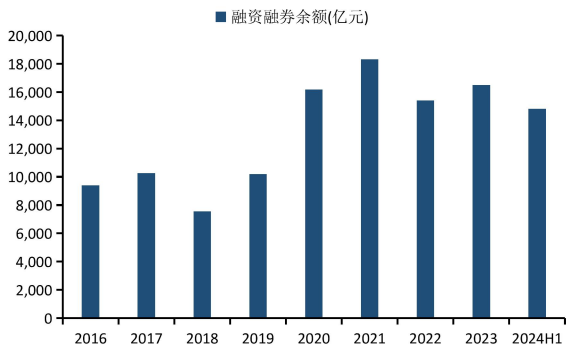
图16: 2024年上半年, 券商信用业务收入排名前10



资料来源: Choice, 国信证券经济研究所整理

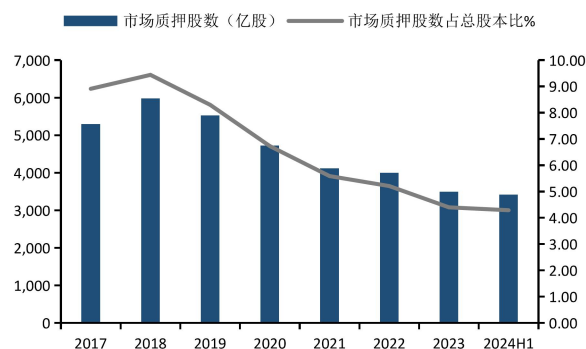
**两融余额下降, 股票质押规模持续收缩。**截至2024年6月末, 市场两融余额14,809亿元, 较2023年末下滑10.3%, 同比下滑6.77%。股票质押规模仍处于持续压降状态, 截至2024年6月末, 质押股数3,418.53亿股, 同比下滑7.58%, 较2023年末小幅下滑2.13%; 质押市值2.38万亿元, 同比下滑22.13%, 较2023年末下滑13.75%。

图17: 2024年上半年两融余额同比下滑6.77%



资料来源: Choice, 国信证券经济研究所整理

图18: 2024年上半年股票质押规模进一步收缩



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 股权融资规模下降, 投行营收拖累业绩

### 股权融资规模大幅下滑

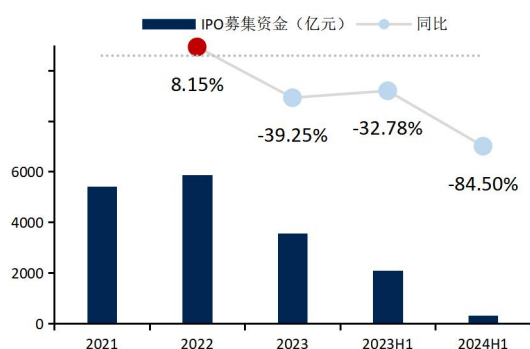
**股权融资规模下滑严重, 债券承销规模持平。**2024年上半年, 受到市场股权融资规模大幅收缩影响, 证券公司股权承销规模呈现断崖式下跌, 股权承销规模1729.73亿元, 同比下降73.90%; 其中IPO承销规模324.93亿元, 同比下降84.50%; 其中再融资承销规模1404.80亿元, 同比下降68.99%。债券承销规模6.14万亿元, 同比下降1.76%。

图19: 2024 年上半年股权承销规模大幅收缩



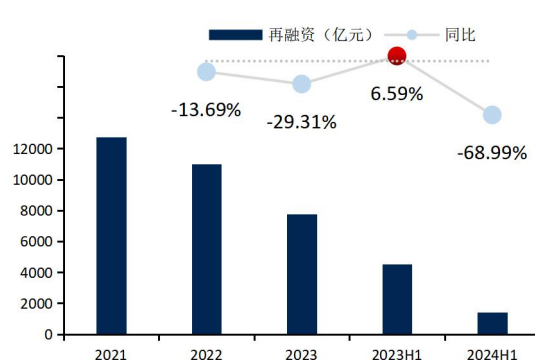
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图20: 2024 年上半年 IPO 募资规模大幅下滑



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

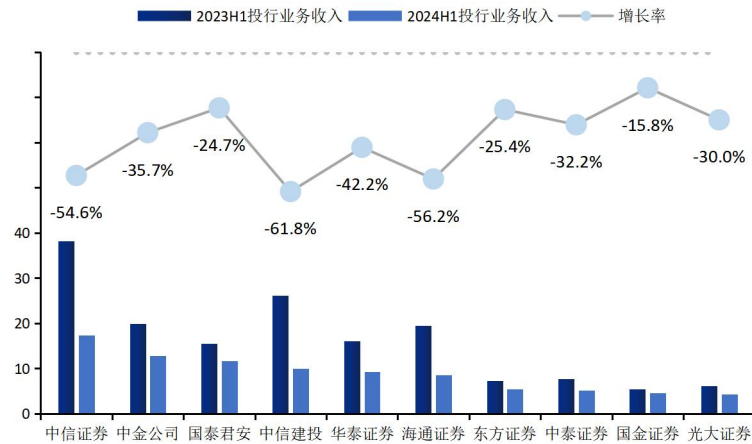
图21: 2024 年上半年再融资规模大幅下滑



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**投行业务承压。**2024 年上半年，43 家上市券商实现投行收入 140.03 亿元，同比下滑 41.07%。投行收入排名前十的上市券商均出现不同程度的下跌，中信建投、海通证券、中信证券同比下滑超 50%，分别为：61.76%、56.17%、54.62%、在 43 家上市券商中，共有 9 家券商的投行业务收入出现增长，红塔证券、首创证券和中国银河增长幅度位居前三，涨幅分别为 257.77%、43.01%、42.17%。

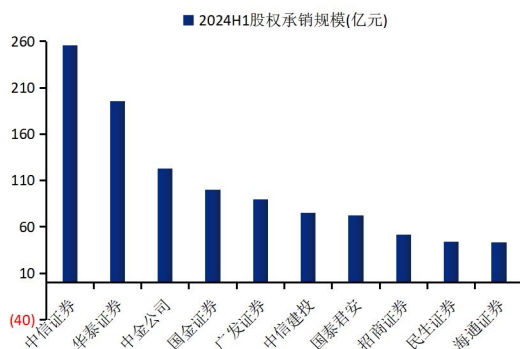
图22: 2024年上半年, 上市券商投行业务收入排名前10及同比变化



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

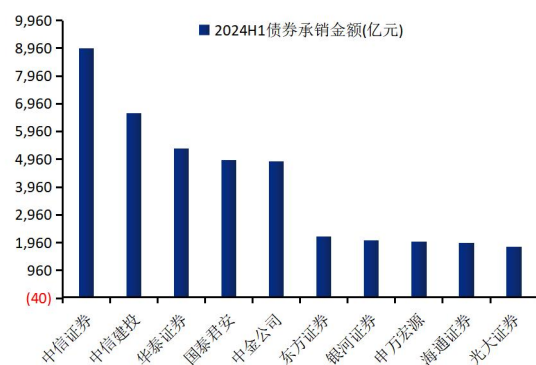
**头部券商业务规模高度集中。**从规模来看, 2024年上半年, 头部券商运用自身的优势, 股债承销规模均大幅领先同业, 承销项目规模集中度仍然维持高位。从股权承销来看, 排名前五的券商为: 中信证券、华泰证券、中金公司、国金证券、广发证券, 合计募集资金764.06亿元, 行业占比达62.5%。从债券承销来看, 排名前五的券商为: 中信证券、中信建投、华泰证券、国泰君安、中金公司, 合计承销金额为30,770.65亿元, 在券商承销金额中的占比达50.10%。中信证券股权和债券承销金额均排名第一位, 其中, 股权承销金额为255.58亿元, 同比下降77.76%; 市场份额20.91%, 提升0.42pct; 债券承销金额为8,957.16亿元, 同比增加3.08%; 市场份额14.59%, 提升0.68pct。

图23: 2024年上半年前10家上市券商股权承销规模



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图24: 2024年上半年前10家上市券商债券承销规模



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 撤否率高企

在投行严监严管背景下, 投行撤否率高企, 投行业务面临较大的挑战和困难。从投行营收排名前十的券商来看, 中信证券撤否率为37.50%, 中金公司为47.27%, 国泰君安为33.33%, 中信建投为36.84%。从营收排名前十的券商分析来看, 除光大证券外, 其余券商撤否率均较去年同期大幅增加。



表3: 2024 年上半年, 投行收入排名前 10 的券商撤否率

保荐机构	2023H1			2024H1			2024H1 的变化情况
	保荐总家数	其中联席保荐家次	撤否率(%)	保荐总家数	其中联席保荐家次	撤否率(%)	
中信证券	220	9	5.45	120	4	37.50	32.05
中金公司	99	9	10.10	55	3	47.27	37.17
国泰君安	101	1	6.93	54	-	33.33	26.4
中信建投	138	2	5.07	95	2	36.84	31.77
华泰证券	104	1	4.81	51	-	31.37	26.56
海通证券	115	4	11.30	60	1	40.00	28.7
东方证券	35	-	5.71	21	-	28.57	22.86
中泰证券	43	1	9.30	19	1	36.84	27.54
国金证券	87	-	10.34	49	-	36.73	26.39
光大证券	24	-	20.83	7	-	14.29	-6.54

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

根据 Wind 数据显示, 截至 2024 年 6 月末, 券商 IPO 储备项目数为 382 家, 较去年同期大幅下降 58%。中信证券, 中信建投在审项目分别为 40、32 家, 较去年同期下降 61.90%、57.89%; 中金公司和华泰联合在审项目均为 22 家, 并列第 3, 同比下降 58.49 及 53.19%。

表4: 2024 年上半年, IPO 储备项目证券公司前 20 名 (单位: 家)

排名	证券公司	2023H1	2024H1	同比
1	中信证券	105	40	-61.90%
2	中信建投	76	32	-57.89%
3	华泰联合	53	22	-58.49%
4	中金公司	47	22	-53.19%
5	国泰君安	55	22	-60.00%
6	海通证券	66	21	-68.18%
7	民生证券	56	21	-62.50%
8	国金证券	42	17	-59.52%
9	国投证券	30	16	-46.67%
10	招商证券	30	15	-50.00%
11	申万宏源	21	13	-38.10%
12	东方证券	18	12	-33.33%
13	广发证券	22	11	-50.00%
14	国信证券	22	9	-59.09%
15	长江证券	20	8	-60.00%
16	东吴证券	20	8	-60.00%
17	东兴证券	15	8	-46.67%
18	浙商证券	13	7	-46.15%
19	开源证券	14	6	-57.14%
19	中泰证券	14	6	-57.14%
19	国元证券	11	6	-45.45%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (截至 2024 年 6 月末)

## 资管业务逆势突围, 资产规模显著增长, 公募化转型持续推进

### 资管业务逆势突围

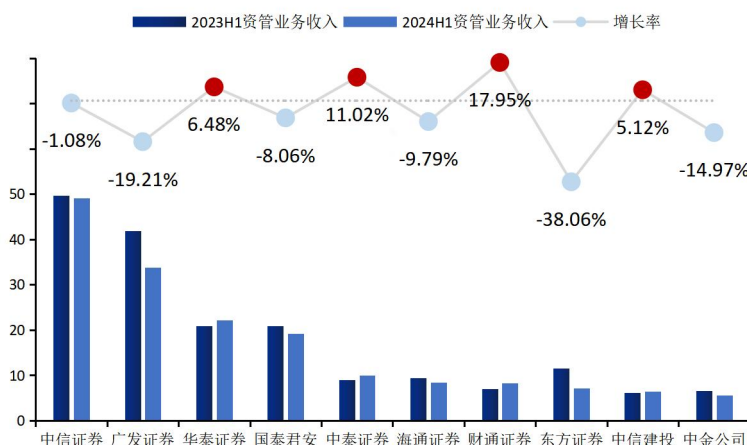
2024 年上半年, 在整体业务承压的背景下, 券商资管业务实现逆势突围, 25 家券商实现同比正增长, 营收同比仅小幅下滑 1.44%, 主因系固收类资产规模显著

增长。

从营收来看，中信证券以 49.14 亿元的营收排名第一，同比下滑 1.08%；广发证券以 33.83 亿元，排名第二，同比下滑 19.21%；华泰证券以 22.20 亿元，排名第三，同比增长 6.48%。上述三家券商营收在行业中合计占比为 46.34%。

从涨跌幅来看，在 43 家上市券商中，共有 25 家上市券商实现同比正增长。其中，财达证券、国联证券、南京证券、首创证券、西南证券涨幅超 100%，分别以 297.99%、273.81%、238.01%、165.62%、113.37% 的涨幅位居前五。

图25: 2024 年上半年，券商资管业务收入排名前 10 及同比变化



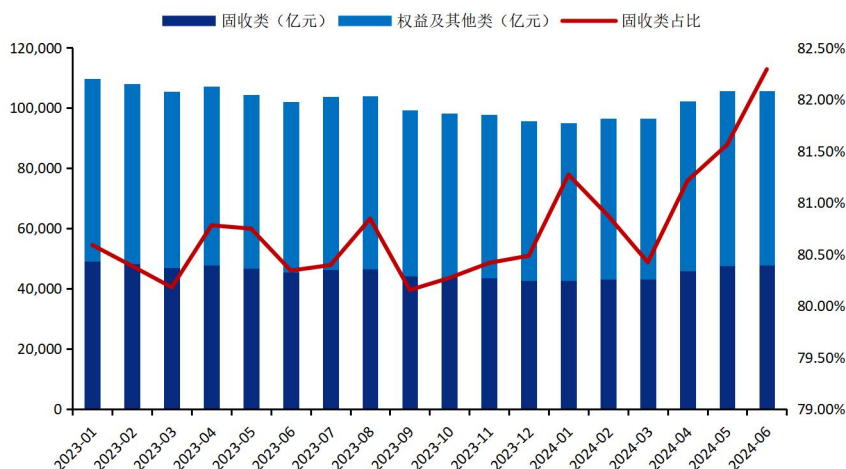
资料来源: Choice, 国信证券经济研究所整理

## 固收类规模增长驱动资管业务稳健发展

截至 2024 年 6 月末，券商私募资管产品规模合计 57,976.94 亿元，较 2023 年末增加了 4,931 亿元，增幅为 9.3%，资产管理规模增长显著；其中，固收类资管产品规模为 47,709.82 亿元，较 2023 年末增加 5,015.88 亿元，增幅为 11.75%，数据进一步表明券商私募资产管理规模的增长主要来源于固收类私募产品的增长。

**固收类产品占比提升。**在资本市场持续波动的情况下，券商资管加大固收类产品的布局，有效对冲主动权益类产品带来的业绩波动。从占比来看，固收类资管业务的占比也在持续提升，从 2023 年末的 80.48% 提升至 82.29%。

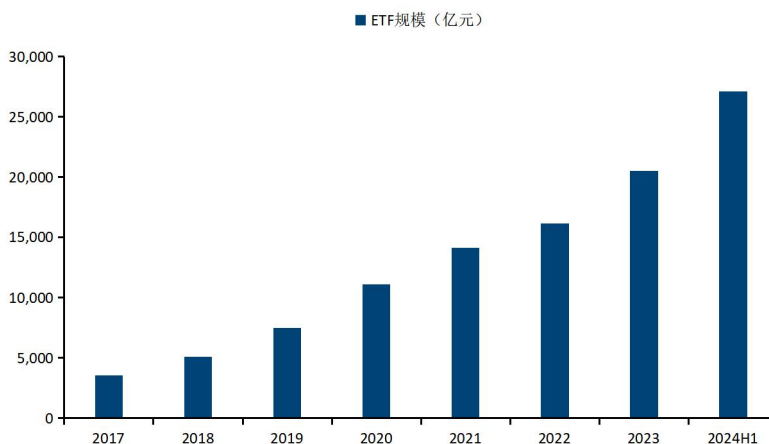
图26: 券商私募资管月末规模



资料来源: Choice, 国信证券经济研究所整理

**ETF 较 2023 年末增长 20%，扩容持续。**从市场整体情况来看，2024 年上半年，ETF 基金规模达 2.47 万亿元，较 2023 年末增长 20.47%，规模持续快速增长，基金总数达 973 只；其中非货币 ETF 规模达 2.29 万亿元，较 2023 年末增长 23.89%，基金总数达 946 只。

图27: 2024 年上半年券商 ETF 管理规模持续扩容



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 资管新规落地促进券商资管业务持续公募化转型

自 2022 年“一参一控一牌”政策正式落地以来，促使更多券商资管加速公募化转型，并致力于提升主动管理的能力。比如，中信资管自展业以来，积极推进公募牌照申请，以求实现资管业务的高质量的发展。

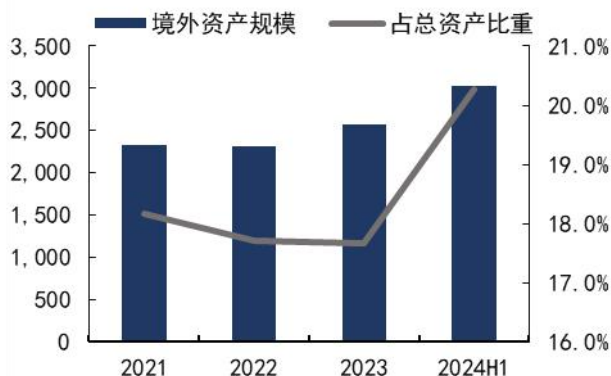
## 推动业务转型，力求穿越周期

国内股票市场成交冷淡、股权融资低迷、投资者风险偏好下降等因素，使得券商各项主营业务发展在短期内面临一定压力。上市龙头券商纷纷推动业务转型，探索新的业务增长空间，比如海外业务、财富管理及投顾、布局金融科技等。

### 海外业务：聚焦海外用资业务和投行业务发展

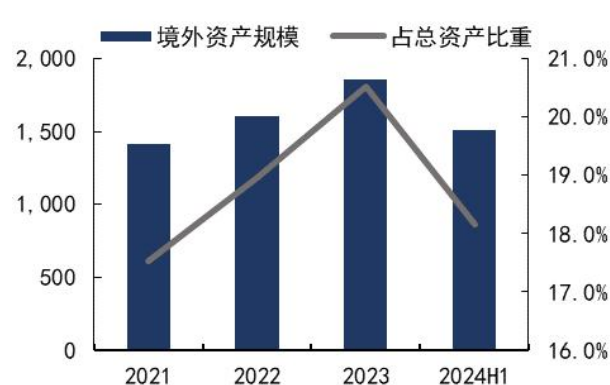
上市龙头券商境外资产规模占比较高。以4家龙头券商为例，截至2024H1末，境外资产占比处20%上下，其中中金公司境外资产占比略高。具体来看：中信证券3,030.02亿元、占比20.27%，华泰证券1,514.91亿元、占比18.15%，中金公司1,476.36亿元、占比24.64%，国泰君安1,576.50亿元、占比17.55%。

图28：中信证券境外资产规模及占比（单位：亿元）



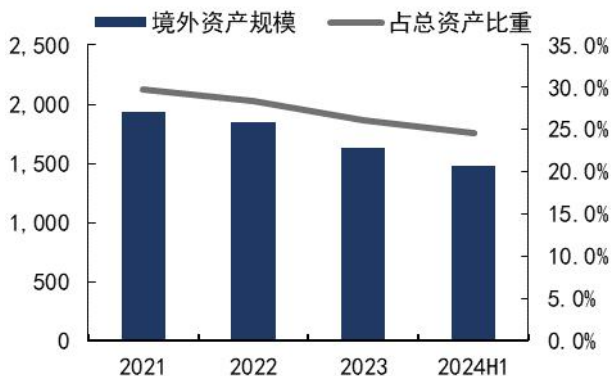
资料来源：中信证券公告，国信证券经济研究所整理

图29：华泰证券境外资产规模及占比（单位：亿元）



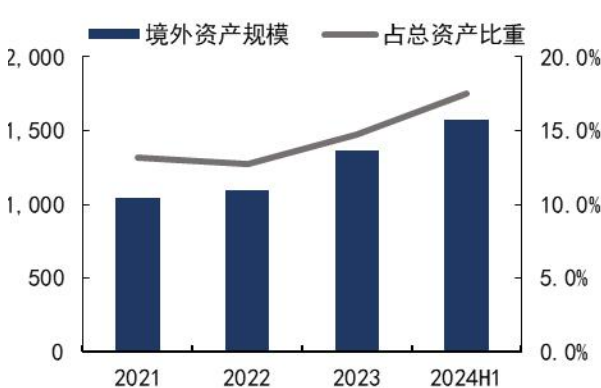
资料来源：华泰证券公告，国信证券经济研究所整理

图30：中金公司境外资产规模及占比（单位：亿元）



资料来源：中金公司公告，国信证券经济研究所整理

图31：国泰君安境外资产规模及占比（单位：亿元）

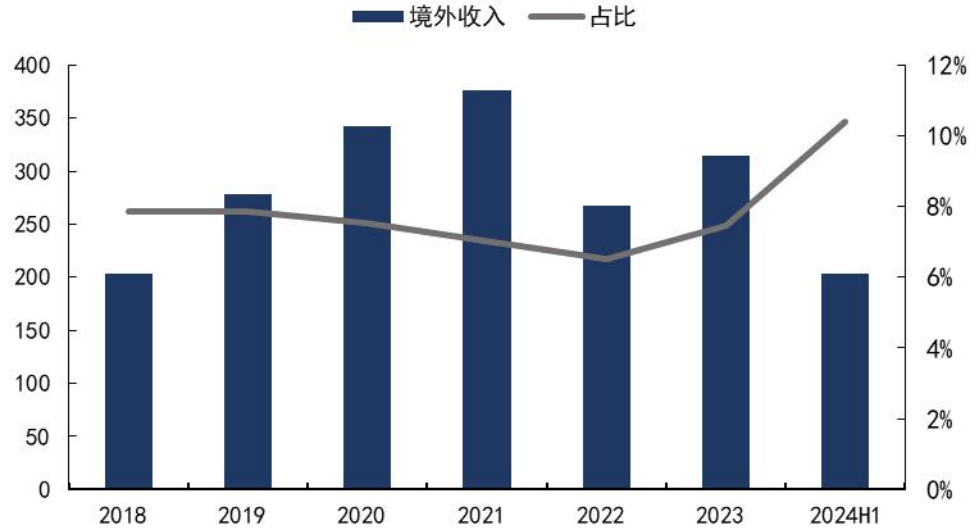


资料来源：国泰君安公告，国信证券经济研究所整理

**上市券商境外收入占比连续提升。**2023年全年，上市券商境外收入合计314.06亿元、占合计营业收入比重7.48%。2024年上半年，上市券商境外收入合计203.31亿元、占合计营业收入比重10.38%。从收入角度而言，境外收入对券商营收的贡献正在逐步加大。为更详细了解券商境外业务收入结构、资产结构，我们选取港

股上市公司国泰君安国际（代码：1788.HK）进行分析。

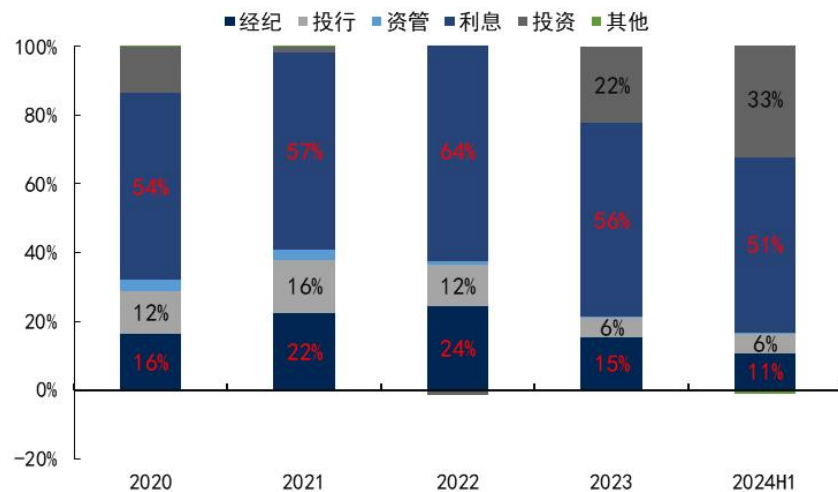
图32：2024年上半年上市券商境外收入占比提升（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**国泰君安国际收入以利息净收入为主，投资收益波动较大。**公司收入类型主要包括经纪、投行、资管、利息、投资等，其中经纪收入、投行收入占比近年来有所下降，或主因港股市场成交低迷及股权融资额下降。利息净收入占比常年保持在50%以上。投资收益波动较大，2023年收入占比约20%、2024年上半年收入占比约30%。公司各项收入对应的业务包括为客户提供经纪业务（贡献经纪收入，客户保证金贡献利息净收入），贷款及融资业务（贡献利息净收入），为机构投资者提供做市、投资、结构化衍生品业务（贡献利息净收入及投资收益），企业融资服务（贡献投行收入），投资管理（贡献资管收入、利息净收入及投资收益）。

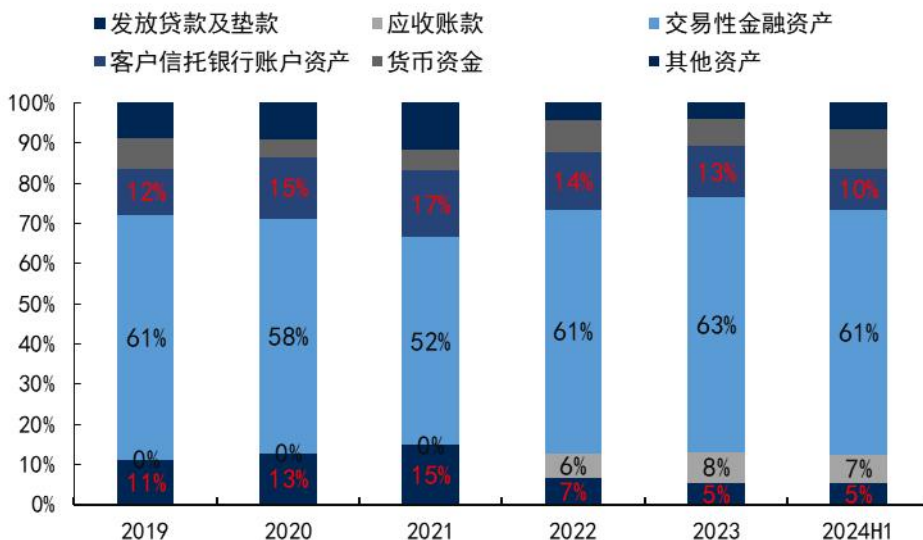
图33：国泰君安国际历年收入结构



资料来源：国泰君安国际年报，国信证券经济研究所整理

国泰君安国际资产以交易性金融资产为主，占比超 60%。根据公司收入以利息净收入为主，公司交易性金融资产或较多配置于固收资产。客户保证金占比处于 10%-15% 区间，发放贷款及垫款+应收账款占比处 10%-15% 区间。通过国泰君安国际可以发现，境外业务类型与境内大体一致，只是收入结构及资产结构存在差异。

图34: 国泰君安国际历年资产结构



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投行业务向国际化发展是建设一流投资银行的必经之路。当前，境内券商投行业务在 IPO 放缓背景下承压。为此，部分券商开始转变投行业务经营思路，将业务转向境外或其他资产，为业务发展提供创新路径。创新要点包括：

1) **股权融资**：以开拓国际业务、加强北交所业务为主。首先，拓展国际业务，加强港股股权融资、GDR 及东南亚等海外股权融资业务开拓，实现中概股回归、港股私有化、跨境并购等业务多样化发展；此外，加强北交所业务，聚焦专精特新中小企业创新发展。

2) **债务融资**：以聚焦绿色债、科创债、REITs 和发展国际业务为主。具体包括：加大科创债、绿色债投入；构建 Pre-REITs 到公募 REITs 的完整业务生态链；发掘熊猫债机会，拓展中资离岸债、东南亚海外美元债等业务发展。此外，部分券商还提及丰富债券融资衍生产品。

3) **财务顾问**：以把握央企及科技行业并购重组机会和跨境并购业务机会为主。

表5: 部分龙头券商关于投行业务创新的表述

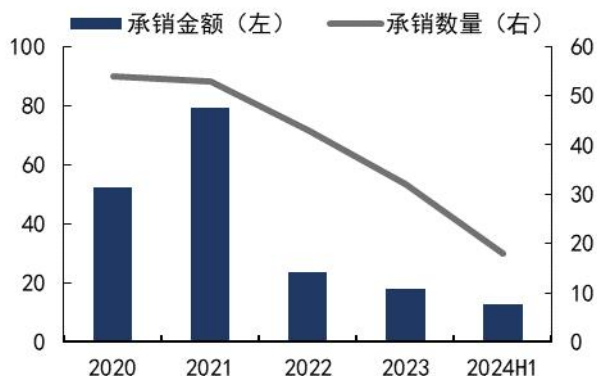
公司名称	股权融资	债务融资	财务顾问
中信证券	拓展国际客户，加强港股股权融资、GDR 以及东南亚等海外股权融资业务开拓	加大科创债、绿色债、乡村振兴债等投入；协同构建 Pre-REITs 到公募 REITs 的完整业务生态；继续发掘熊猫债等业务机会，并大力拓展中资离岸债、东南亚海外美元债业务	积极把握央企国企并购重组、私募股权交易、控制权收购、风险化解等并购交易机会。加强中资企业出境并购、外资企业入境并购、境外上市公司产业并购及私有化等业务开拓
中金公司	全面加强能力建设，提高项目储备、项目质量和市场份额	对科创债、ESG 债券、乡村振兴和一带一路债券等专项品种加大投入力度；保持基础设施公募 REITs 战略定力和领先优势；积极把握企业债	把握重点科技行业并购机会，争取稳步提高市场份额

中信建投	以北交所深化改革为契机，大力支持专精特新中小企业创新发展。在合规前提下，加强与投资等公司其他业务的协同发展。国际业务方面，持续推进内地和香港投行一体化工作，实现中概股回归、港股私有化、跨境收购等不同类型产品的多样化发展	国际业务方面，不断拓展评级顾问和绿色结构顾问服务，丰富债务融资衍生产品	巩固在上市公司破产重整财务顾问领域的优势，同时在跨境业务方面积极作为，继续拓展跨境收购、上市前引战融资和私有化等业务
华泰证券	聚焦重点行业、重点区域，不断提升产业认知水平和境内外一体化服务能力	增强优质客户及区域的覆盖力度，不断推动业务结构优化	持续拓展业务类型，积极支持上市公司注入优质资产、市场化并购重组和跨境并购

资料来源：中信证券、中金公司、中信建投、华泰证券公告，国信证券经济研究所整理

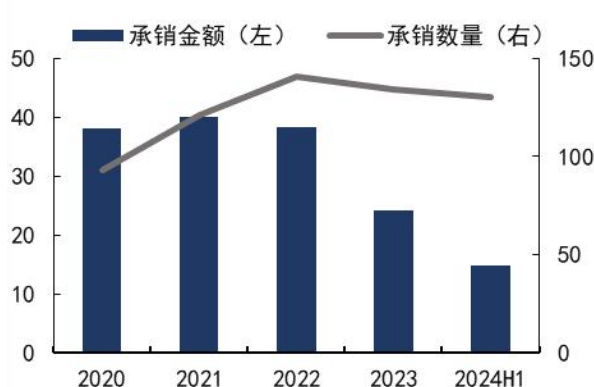
以中信证券为例，2024H1 境外投行业务发展节奏较 2023 年加快。2024H1，中信证券境外股权承销额 12.88 亿美元、相当于 2023 年全年的 72.3%，股权承销数量 18 个；境外债权承销额 14.85 亿美元、相当于 2023 年全年的 61.4%，债权承销数量 130 个。

图35：中信证券境外股权承销金额及数量（单位：亿元、个）



资料来源：中信证券公告，国信证券经济研究所整理

图36：中信证券境外债权承销金额及数量（单位：亿元、个）



资料来源：中信证券公告，国信证券经济研究所整理

## 财富管理：重点转向买方投顾

上市券商加速财富管理转型，买方投顾成为重点发展方向。部分券商在半年报中披露了买方投顾业务发展概况，整体来看，账户资产规模、服务客户数等关键指标都取得良好表现。

表6：2024 年半年报中部分券商的基金投顾业务发展概况

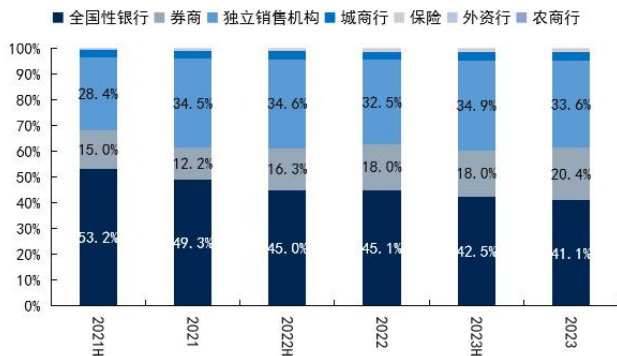
公司名称	业务概况
中金公司	由“中国 50”、“微 50”、“公募 50”等产品组成的买方投顾产品规模稳定在近 800 亿元水平。其中，“公募 50”保有量突破百亿元
国泰君安	“君享投”投顾业务客户资产保有规模 165.71 亿元、较上年末增长 30.2%
东方证券	推出“悦”系列和“钉”系列两个产品体系、共 20 只投资组合策略，规模约 146 亿元，较年初增长 1.67%。服务客户数约 12.9 万，客户留存率 64%，复购率 77%
国联证券	基金投顾总签约客户数 31.94 万户，同比增长 13.35%，授权账户资产规模 69.58 亿元，同比基本持平，累计上线合作渠道 30 家

资料来源：中金公司、国泰君安、东方证券、国联证券公告，国信证券经济研究所整理

券商的基金保有规模占比虽低于商业银行和独立基金销售机构，但保持提升趋势

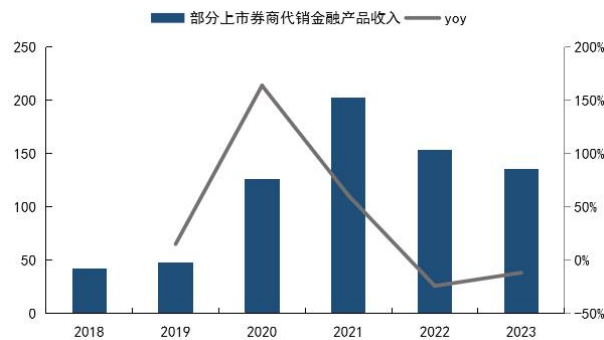
势。商业银行保有量最大，但占比逐年下降。独立基金销售机构保有量仅次于商业银行，占比在 33%左右保持稳定。

图37: 各类代销机构基金保有规模占比



资料来源: 中基协, Wind, 国信证券经济研究所整理

图38: 部分上市券商代销金融产品收入 (单位: 亿元)



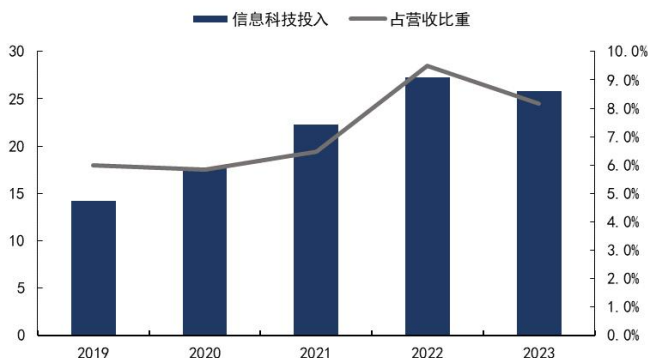
资料来源: 中基协, Wind, 国信证券经济研究所整理

**公募费率改革三阶段在年底之前完成，代销业务发展或处于筑底期。**公募基金行业费率改革方案要求，2024 年底之前，按照“管理人-证券公司-销售机构”路径，分三个阶段稳步降低公募行业综合费率。第一阶段，有序降低主动权益类产品的管理费率、托管费率。第二阶段，降低交易佣金费率，加强交易行为监管。第三阶段，规范基金销售环节收费及推动其他配套改革落地。目前，第一阶段、第二阶段基本完成，第三阶段在年底前完成。

### 金融科技：从中后台支持到赋能前台

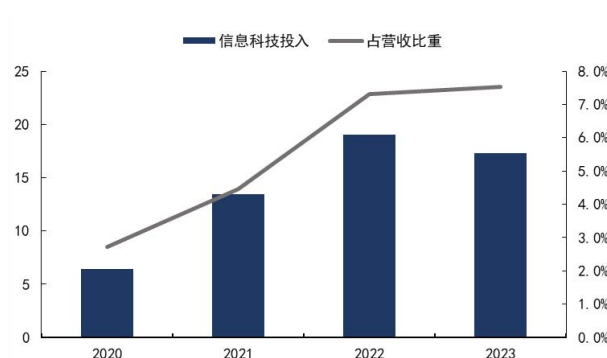
**龙头券商的金融科技投入保持稳定。**以华泰证券为例，近年来金融科技绝对数额呈稳中有增的趋势，金融科技投入占营收比重居于 8%上下。中金公司则逐年提高金融科技的投入，2020 年至 2023 年，金融科技投入占比由 3%左右升至 7.5%左右。

图39: 华泰证券金融科技投入及占营收比重 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图40: 中金公司金融科技投入及占营收比重 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**金融科技正逐步成为推动券商前台业务发展的关键驱动力。**以财富管理领域为例，目前已有多家券商依托金融科技赋能获客和提升服务质效。金融科技在投顾、投教领域具备较大发展空间，以中国银河为例，其不断优化“客户分类、投顾分级、服务分层、产品多元、科技支撑”体系，提供“专业+陪伴+敏捷”的服务。



## 2024 年证券行业展望

### 行业盈利预测：预计净利润增速与上半年大体一致

我们对各项业务进行核心假设如下：

(1) 经纪业务：2024 年前 8 月股基日均交易额约 7,956.52 亿元，2023 年全年为 9,600 亿元左右、经纪业务佣金率为 0.022%。我们基于悲观、中性、乐观情景假设 2024 年股基日均成交额分别为 8,000 亿元、9,000 亿元、11,000 亿元，经纪业务佣金率分别为 0.022%、0.023%、0.024%

(2) 投行业务：2024 年前 8 月股债承销规模为 90,476.39 亿元，2023 年全年为 146,422 亿元，简单测算 2023 年承销费率为 0.37%。考虑到阶段性收紧 IPO、再融资，我们基于悲观、中性、乐观情景假设 2024 年股债承销规模分别为 110,000、130,000、140,000 亿元，承销费率分别为 0.35%、0.40%、0.45%

(3) 信用业务：2024 年前 8 月两融日均余额为 13,879.52 亿元，2023 年为 16,058 亿元，简单测算 2023 年利差为 3.31%。我们基于悲观、中性、乐观情景假设 2024 年两融日均余额分别为 13,000、14,000、17,000 亿元，利差分别为 3.30%、3.4%、3.5%

(4) 资管业务：2023 年末证券行业资管业务规模为 59,250 亿元，简单测算管理费率为 0.38%。资管新规后虽然资管规模整体呈现下降态势，但主动管理规模占比持续提升。鉴于此，我们基于悲观、中性、乐观情景假设 2024 年资管规模分别为 58,000、59,000、60,000 亿元，管理费率分别为 0.38%、0.39%、0.40%

(5) 投资业务：2023 年行业投资类收入 1,378.33 亿元。鉴于股市、债市表现和经济弱恢复预期，我们基于悲观、中性、乐观情景假设 2024 年投资类业务收入同比增长分别为-10%、0%、10%

(6) 净利润率：2023 年行业净利润率约为 34.0%。考虑到 2024 年行业降本增效效果突出，我们基于悲观、中性、乐观情景假设 2024 年净利润率分别为 35.0%、36.0%、37.0%。

2024 年上半年以来 A 股交易较为低迷，但是下半年在经济复苏、美联储降息预期等条件支持下，市场交易情绪有望提高。基于谨慎原则，我们保守假设 2024 年全年增速与上半年增速大体一致。

表7：券商 2024 年盈利预测（单位：亿元）

	悲观-规模	中性-规模	乐观-规模	悲观-增速	中性-增速	乐观-增速
经纪业务收入	855	1,006	1,283	-17.3%	-2.7%	24.1%
投行业务收入	385	520	630	-29.1%	-4.2%	16.0%
信用业务收入	429	476	595	-19.3%	-10.4%	11.9%
资管业务收入	220.4	230.1	240	-2.0%	2.4%	6.8%
投资业务收入	1,095	1,217	1,461	-10.0%	0.0%	20.0%
行业总收入	2,985	3,449	4,209	-26.5%	-15.0%	3.7%
净利润	1,045	1,242	1,557	-24.2%	-9.9%	13.0%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 投资建议

当前，券商 PB 估值为 1.12 倍，处于十年来 1.17% 的历史分位，安全边际较足，我们维持行业“优大于市”评级。行业转型趋势下，建议关注以下投资主线：一是资金使用效率高、机构客户储备强的券商，受益标的：中信证券、华泰证券；二是并购整合落地后推进券商，受益标的：国联证券；三是 AI 革新，互联网券商受益于技术革新的持续推进，受益标的：东方财富。

## 风险提示

盈利预测偏差较大的风险；二级市场大幅波动风险；资本市场全面深化基础性制度改革推进不及预期的风险；金融监管趋严的风险；创新推进不及预期的风险等。

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032