



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

业绩承压但降幅收窄，关注并购重组机遇

非银金融

2024 年 09 月 18 日

证券研究报告

行业研究

行业投资策略

非银金融

投资评级 看好

上次评级 看好

廖紫苑 银行业分析师

执业编号: S1500522110005

邮箱: liaoziyuan@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

业绩承压但降幅收窄，关注并购重组机遇

2024年09月18日

本期内容提要:

- **股弱债强格局延续，行业景气度有待提升。**2024H1 我国经济运行总体平稳，国际环境复杂多变。在严监管态势下，一级市场融资偏少，二级市场交投走低。市场表现方面，权益市场宽幅震荡，截至6月末沪深300指数+0.89%、创业板指-10.99%，而债券市场持续走牛，国债指数+3.93%。板块方面，证券板块较年初-13.38%，跑输沪深300指数14.27pct。Q2末证券板块的标配比例、公募基金重仓配置比例分别较Q1末-16bp、-24bp至3.21%、2.37%，低配幅度走阔。
- **券商业绩整体承压，资管收入相对平稳。**2024H1 上市券商营业收入/归母净利润同比-13%/-22%，但降幅较Q1收窄9pct/10pct。其中，自营/经纪/资管/信用/投行业务收入同比-9%/-13%/-1%/-29%/-41%，占比39%/24%/12%/9%/7%。投行和信用业务压力较大，资管业务相对平稳。收费类/资金类业务收入同比-17%/-13%，占比43%/48%，轻重资产业务收入占比较为均衡且稳健。
- **头部券商相对稳健，行业集中度有所提升。**前10/第11-20/第21-43家上市券商营业收入同比-14%/-14%/-6%，归母净利润同比-20%/-23%/-29%。头部券商营收降幅较大但利润降幅较小，主要源于费用管控能力更强，内部利润增速表现分化；而中小券商整体的业绩弹性更大。此外，券商业绩呈现出“强者愈强”的马太效应，2024H1归母净利润CR5/CR10占比为47%/70%，分别较上年同期+6/+5pct。
- **ROE 同比下行，杠杆率小幅走低。**2024H1 上市券商的资产和负债规模小幅下降，金融投资贡献主要增量；随着2023年以来再融资暂停，净资产规模增速明显放缓。整体杠杆率同比-0.12倍至3.78倍，其中头部券商降幅相对较大。降本增效卓有成效，管理费用同比下降。综上，2024H1 上市券商平均年化ROE 4.41%，同比-1.83pct。
- **轻资产：1) 经纪业务收入承压，交易量和佣金率下滑。**2024H1 上市券商经纪业务收入继续承压，同比增速负多正少，集中度较为稳定。其中，席位租赁和代销业务收入下降较快，交易量和佣金率下滑是主因，或与市场交投情绪低迷、交易量下行、市场竞争加剧以及公募费改有关。未来随着公募费改全面落地，券商佣金收入或将继续承压，有望加快专业化、特色化发展，聚焦研究价值的提升以增强竞争力。2) **投行收入降幅走阔，两强两严下高质量发展。**在严监管态势下，券商投行收入规模和占比继续下滑，Q2同比降幅较Q1走阔。头部券商投行收入的规模优势稳固，但同比降幅较大，行业集中度有所下滑。3) **资管规模减速下滑，业务收入较为稳健。**2024H1 上市券商资管业务收入较为稳健，占营收比例有所提升，或主要源于券商资管以固收类为主，在股弱债强背景下，券商积极布局“固收+”，以及2023年多家券商控股并表公募基金，共同支撑业绩。其中，中小券商资管业务收入高

增，行业集中度有所下降。业务结构上，基金业务收入占比下滑。

- **重资本：1) 自营收入支撑业绩，主要增配固收方向。**2024H1 上市券商自营业务收入下行但占比提升，仍为业绩的主要支撑。头部券商自营收入降幅较小，行业集中度有所上行。自营投资规模同比增长而环比回落，其他权益工具投资保持高增。业务结构上，自营杠杆 2.36 倍、自营权益类证券及证券衍生品/净资本 18.5%、自营固定收益类证券及证券衍生品/净资本 249.4%，较年初-0.04 倍、-0.7pct、+2.8pct。由此可见上市券商适当降低了自营业务杠杆，并在配置上减少权益而增加固收，或通过其他权益工具投资增配高股息资产，此外，非方向性业务发展仍值得关注。随着配置策略调整，Q2 自营收益率边际回暖，带动自营收入改善。**2) 信用业务收入承压，行业整体风险可控。**2024H1 市场风险偏好小幅下行，上市券商信用业务收入承压，但同比降幅收窄。其中头部券商信用收入降幅较大，集中度有所下滑。业务结构上，两融业务规模和费率双下降，股票质押规模持续收缩。资产质量方面，信用减值同比-31%，信用减值占总资产比例同比-1bp 至 0.02%，有 16 家上市券商转回信用减值。2024H1 末上市券商融资融券业务平均维持担保比例 242.50%，远高于 130% 的平仓线，行业信用风险可控。
- **投资建议：证券业供给侧改革持续推进，高质量发展下的并购重组有望催化估值修复。****1) 基本面：**券商板块杠杆水平较低，资产风险安全可控。市场流动性较为宽松，政策持续引导中长期资金入市，有望为市场注入新活力。2024H2 业绩增速有望在低基数效应下有所改善。**2) 估值面：**截至 9 月 18 日，证券板块估值仅 1.12 倍 PB，位于近三年约 4.69% 的分位数水平。**3) 基金持仓：**目前处于历史较低水平，继续下行空间有限。**4) 政策面：**强监管、防风险、促高质量发展为主线，未来或将继续突出两强两严，推动资本市场高质量发展、建设一流投资银行和投资机构。**5) 分红：**上市券商纷纷响应政策号召，发布中期分红公告，提振市场信心。**我们认为，**虽然当前券商板块盈利承压、估值和持仓均处于历史低位，但继续向下空间有限，具备较强安全边际。在新“国九条”引领“1+N”政策体系持续完善的背景下，大型券商优势仍然显著，并购重组主线或将持续驱动板块行情，下半年资本市场或迎来高质量发展，行业投资端基本面有望转好，政策驱动有望促进板块估值修复。**建议关注：**1) 龙头优势显著的头部券商，如**中信证券、中国银河、华泰证券**；2) 培育一流投资机构要求下的并购重组机会，如**国联证券、浙商证券、方正证券、西部证券**。
- **风险因素：**行业竞争加剧，经济修复政策落地不及预期，资本市场改革不及预期。

目 录

一、 股弱债强格局延续，行业景气度有待提升	6
二、 业绩总览：	8
1. 券商业绩整体承压，头部券商相对稳健	8
2. 资产负债规模小幅下降，金融投资贡献增量	10
3. ROE 同比下行，杠杆率小幅走低	11
4. 降本增效卓有成效，管理费用同比下降	12
三、 业务细分：	13
1. 轻资产：经纪业务收入承压，交易量和佣金率下滑	13
2. 轻资产：投行收入降幅走阔，两强两严下高质量发展	14
3. 轻资产：资管规模减速下滑，资管收入较为稳健	16
4. 重资本：自营收入支撑业绩，主要增配固收方向	18
5. 重资本：信用业务收入承压，行业整体风险可控	20
四、 投资建议	24
五、 风险提示	25

表 目 录

表 1：券商板块公募配置情况	7
----------------	---

图 目 录

图 1：2024H1 股权融资规模偏小	6
图 2：2024H1 股基交易额	6
图 3：2024H1 权益市场宽幅震荡	6
图 4：2024H1 债券市场持续走牛	6
图 5：证券指数涨跌幅及超额	7
图 6：上市券商营业收入及同比增速	8
图 7：上市券商归母净利润及同比增速	8
图 8：上市券商细分业务同比增速	8
图 9：上市券商收入结构	8
图 10：上市券商分组营收同比增速	9
图 11：上市券商分组归母净利润同比增速	9
图 12：上市券商 2024H1 归母净利润及同比增速	9
图 13：上市券商分组营收占比	9
图 14：上市券商分组归母净利润占比	9
图 15：上市券商归母净利润集中度上行	10
图 16：上市券商资产规模和增速	10
图 17：上市券商资产结构	10
图 18：上市券商负债规模和增速	11
图 19：上市券商负债端结构	11
图 20：上市券商负债端成本	11
图 21：上市券商 ROE 同比下行	12
图 22：上市券商杠杆率走低	12
图 23：上市券商归母净资产及增速	12
图 24：上市券商再融资情况	12
图 25：上市券商管理费和同比增速	12
图 26：上市券商管理费用率	12
图 27：上市券商经纪业务收入和同比增速	13
图 28：上市券商经纪业务收入占比	13

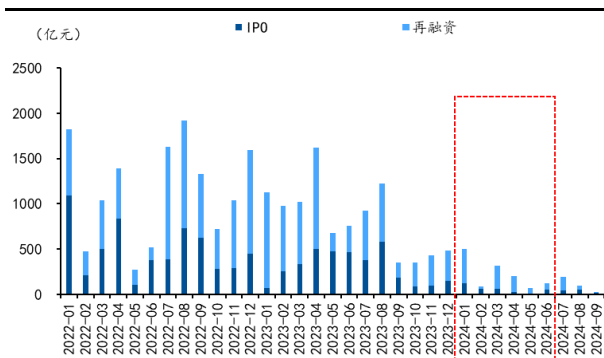
图 29: 上市券商经纪业务收入排名	13
图 30: 上市券商经纪业务收入结构	14
图 31: 公募基金股票交易佣金及同比增长	14
图 32: 公募基金股票交易总金额及费率	14
图 33: “股+混”基金保有市占率	14
图 34: 市场股权融资规模和同比增速	15
图 35: 市场债券承销规模和同比增速	15
图 36: 市场季度 IPO 规模	15
图 37: 市场再融资季度规模	15
图 38: 上市券商投行业务收入和同比增速	16
图 39: 上市券商投行业务收入占比	16
图 40: 上市券商投行业务收入排名	16
图 41: 券商资管业务规模和增速	17
图 42: 券商资管规模构成	17
图 43: 公募基金净值和同比增速	17
图 44: 公募基金净值结构	17
图 45: 上市券商资管业务收入及同比增速	17
图 46: 上市券商资管业务收入占比	17
图 47: 上市券商资管业务收入排名	18
图 48: 上市券商资管业务收入结构	18
图 49: 上市券商资管业务收入同比增速	18
图 50: 上市券商自营业务收入及同比增速	19
图 51: 上市券商自营业务收入占比	19
图 52: 上市券商自营业务收入排名	19
图 53: 上市券商自营业务规模	20
图 54: 上市券商自营收益率	20
图 55: 上市券商自营业务结构	20
图 56: 市场融资融券规模和增速	21
图 57: 市场股票质押业务规模和增速	21
图 58: 上市券商信用业务收入及同比增速	21
图 59: 上市券商信用业务收入占比	21
图 60: 上市券商信用业务收入排名	22
图 61: 上市券商融资融券业务规模和增速	22
图 62: 上市券商融资融券业务费率	22
图 63: 上市券商股票质押规模和同比增速	23
图 64: 上市券商融资融券业务: 平均维持担保比例	23
图 65: 上市券商累计信用减值和增速	23
图 66: 上市券商信用减值占总资产比例	23
图 67: 券商板块估值	24

一、股弱债强格局延续，行业景气度有待提升

经济运行总体平稳，国际环境复杂多变。2024H1 我国经济同比增长 5%，增速预计在世界主要经济体中保持领先。7 月 30 日中央政治局会议指出，今年以来我国经济运行总体平稳、稳中有进，延续回升向好态势，但与此同时，外部环境变化带来的不利影响增多，国内有效需求不足，经济运行出现分化，重点领域风险隐患仍然较多，新旧动能转换存在阵痛。

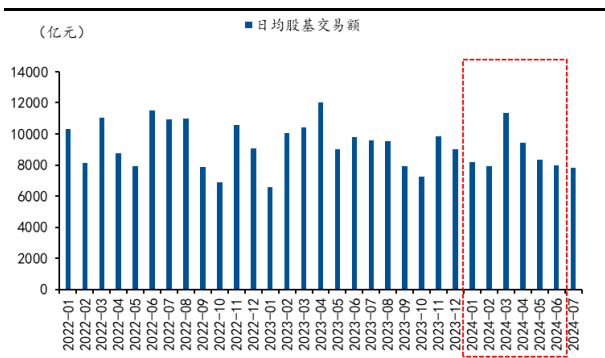
一级市场融资偏少，二级市场交投走低。2024H1 政策面延续严监管态势，1) 一级市场：股权融资活动仍在持续进行，但整体规模偏小，股权融资规模 1303 亿元，同比-79.0%，其中 IPO 规模 325 亿元，同比-84.5%；再融资规模 978 亿元，同比-76.1%。2) 二级市场：交易量下行，市场股基交易额 115 万亿元，同比-7.6%，3 月至 6 月的日均股基交易额逐月走低，避险需求仍较为旺盛，但与此同时积极因素也在持续积累，如资本市场环境逐步优化、市场参与主体行为得到规范等。

图 1：2024H1 股权融资规模偏小



资料来源：iFind，信达证券研发中心

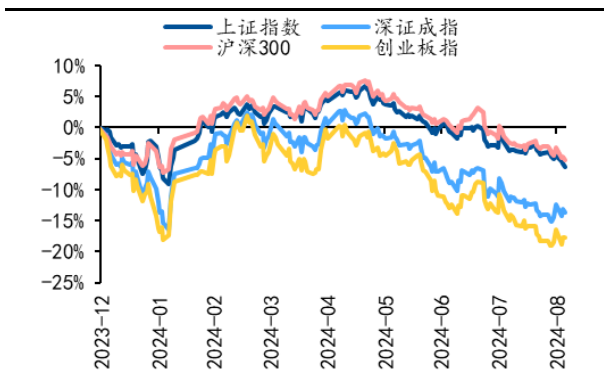
图 2：2024H1 股基交易额



资料来源：iFind，信达证券研发中心

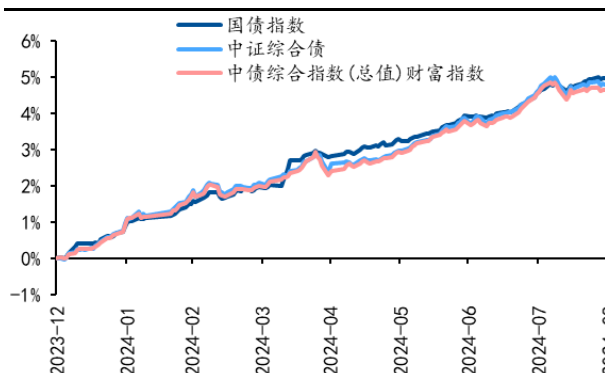
权益市场宽幅震荡，债券市场持续走牛。2024H1 权益市场较为动荡，截至 6 月末沪深 300 指数+0.89%、上证指数-0.25%、深圳成指-7.10%、创业板指-10.99%。而上半年在流动性较为宽松的背景下，债券市场持续走牛，国债指数+3.93%、中证综合债指数+3.87%，中债综合财富指数+3.79%。

图 3：2024H1 权益市场宽幅震荡



资料来源：iFind，信达证券研发中心

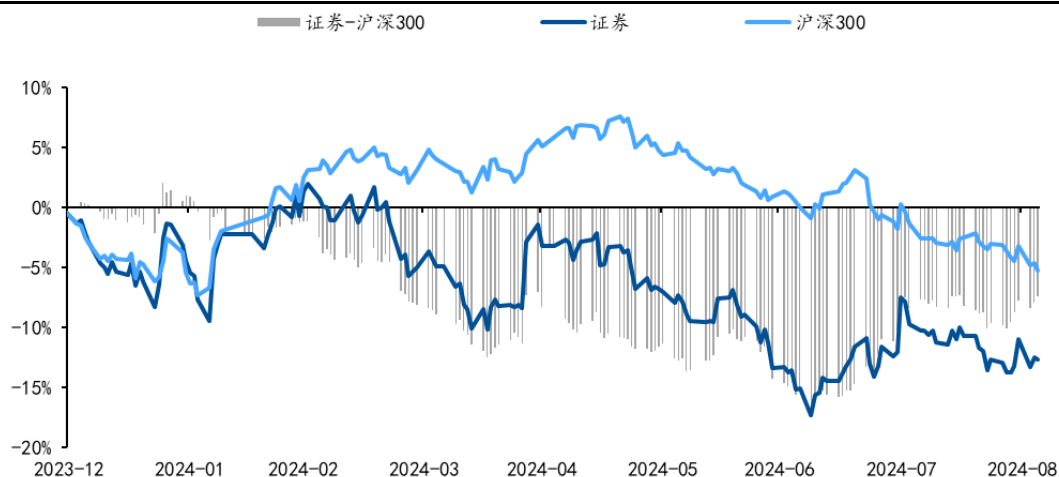
图 4：2024H1 债券市场持续走牛



资料来源：iFind，信达证券研发中心

证券板块跑输市场，公募配置比例下滑。截至 2024 年 6 月末，证券板块较年初-13.38%，板块跑输沪深 300 指数 14.27pct。严监管趋势下，投行业务规模承压，交易量下行，各地证监局处罚增加或影响短期券商业务经营业绩。从公募基金配置情况来看，2024Q2 末证券板块的标配比例 3.21%，环比 Q1 末-16bp，较年初-36bp；公募基金重仓配置比例 2.37%，环比 Q1 末-24bp，较年初-57bp；低配幅度为 84bp，环比扩大 8bp，较年初扩大 21bp。

图 5：证券指数涨跌幅及超额



资料来源：ifind，信达证券研发中心

表 1：券商板块公募配置情况

	2023/3/31	2023/6/30	2023/9/30	2023/12/31	2024/3/31	2024/6/30
基金资产总值（万亿）	29.24	30.78	30.18	30.49	32.19	33.75
股票资产市值（万亿）	6.38	6.17	6.02	5.78	5.84	5.71
证券板块重仓股流通市值（亿元）	798.14	711.90	818.58	747.73	656.19	626.49
所有 A 股重仓股流通市值（亿元）	29,220.57	28,317.14	27,023.48	25,456.59	25,136.52	26,453.56
基金重仓股票-券商板块市值占比	2.73%	2.51%	3.03%	2.94%	2.61%	2.37%
流通 A 股-SW 证券（万亿）	2.29	2.26	2.41	2.41	2.31	2.12
流通 A 股-全部（万亿）	72.11	71.41	69.73	67.66	68.41	66.10
标配比例	3.18%	3.16%	3.46%	3.57%	3.37%	3.21%
超/低配	-0.44%	-0.65%	-0.43%	-0.63%	-0.76%	-0.84%

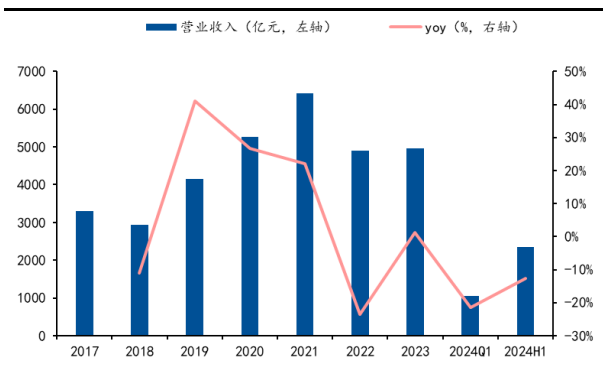
资料来源：iFind，信达证券研发中心

二、业绩总览：

1. 券商业绩整体承压，头部券商相对稳健

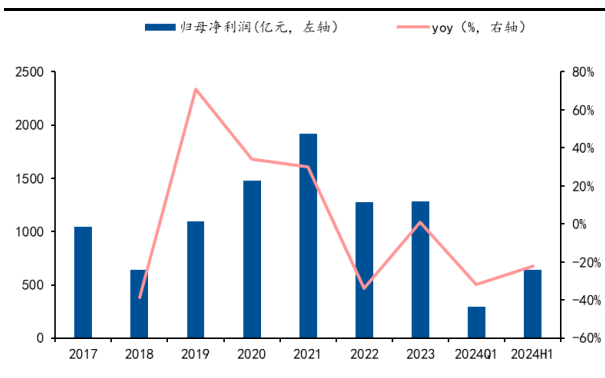
营收和利润同比下行，但降幅均有所收窄。2024H1 上市券商实现归母净利润 640 亿元，同比-22%，降幅较 Q1 收窄 10pct；营业收入 2350 亿元，同比-13%，降幅较 Q1 收窄 9pct；调整后营收 1909 亿元，同比-17%，降幅较 Q1 收窄 7pct。

图 6：上市券商营业收入及同比增速



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 7：上市券商归母净利润及同比增速

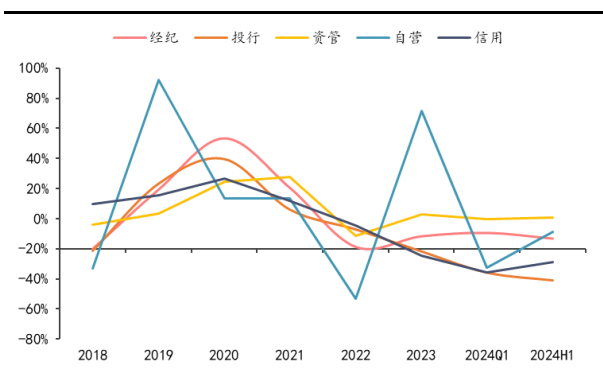


资料来源：iFind，信达证券研发中心

投行和信用业务压力较大，资管业务相对平稳。2024H1 上市券商自营/经纪/资管/信用/投行业务收入分别为 750/458/226/168/140 亿元，分别同比-9%/-13%/-1%/-29%/-41%；占调整后营收的比例分别为 39%/24%/12%/9%/7%，占比分别较年初+6.7/-0.6/+0.6/-1.9/-3.8pct，占比分别较 Q1 末+1.9/-1.6/-0.3/+0.9/-0.2pct。

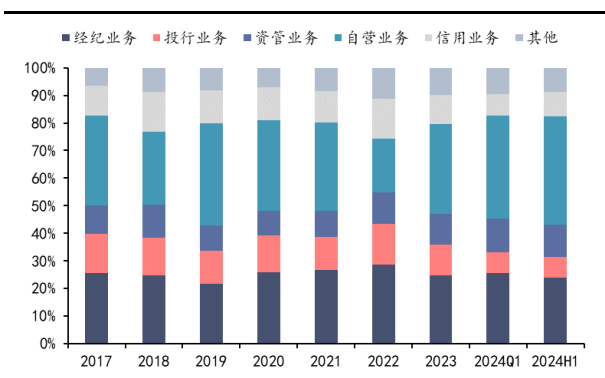
轻重资产业务收入占比较为均衡且稳健。其中，收费类业务收入合计 824 亿元，同比-17%，占调整后营收的比例为 43%，占比较上年同期持平；资金类业务收入合计 918 亿元，同比-13%，占调整后营收的比例为 48%，占比较上年同期+2pct。

图 8：上市券商细分业务同比增速



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 9：上市券商收入结构

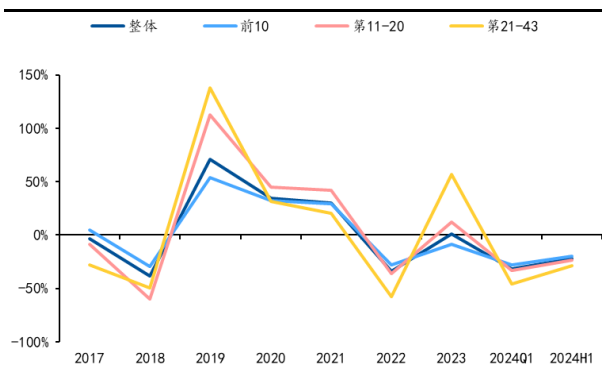


资料来源：iFind，信达证券研发中心

头部券商利润表现相对平稳，中小券商业绩弹性更大。根据 2024H1 末资产规模排序，分组来看，前 10/第 11-20/第 21-43 家上市券商的营业收入分别同比-14%/-14%/-6%，分别占比 60%/21%/19%；归母净利润分别同比-20%/-23%/-29%，分别占比 67%/21%/13%。头部券商营收同比降幅更大但利润同比降幅更小，主要源于费用管控能力更强，内部利润增速表现有所分化；而中小券商整体的业绩弹性更大，涨跌幅更为明显。前 10 券商中招商证券(+0.4%)、广发证券(-4%)、中信证券(-7%)归母净利润同比增速排名靠前，11-20 券商中东方证券(+11%)、国元证券(+9%)、方正证券(-6%)排名靠前，21-43 券商中首创证券(+73%)、东兴证券(+65%)、红塔证券(+52%)增速亮眼。

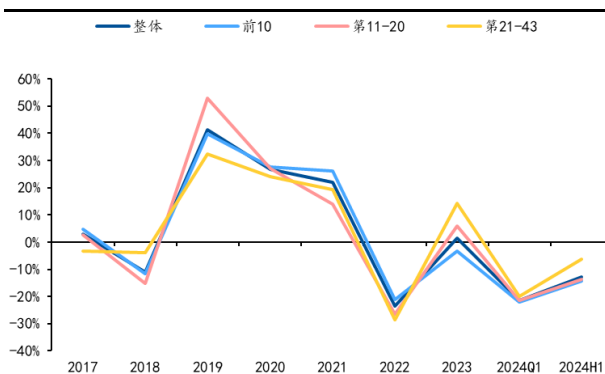
行业利润集中度提升。证券行业归母净利润表现呈现出“强者愈强”的马太效应，集中度有所提升。2024H1 归母净利润 CR3/CR5/CR10 占比为 33%/47%/70%，分别较上年同期+4/+6/+5pct，分别较年初持平/+1pct/持平。

图 10：上市券商分组营收同比增速



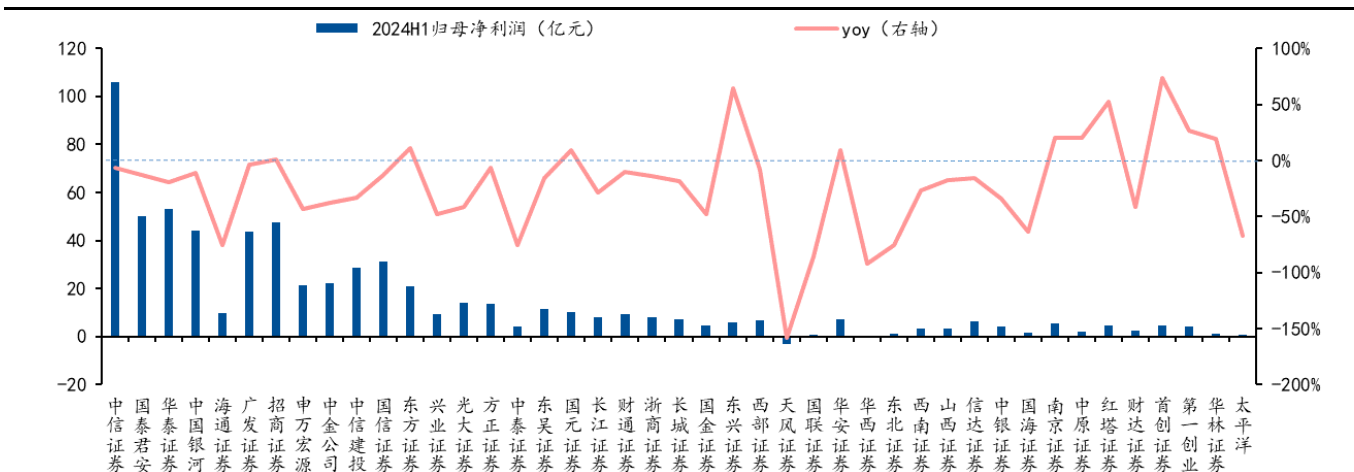
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 11：上市券商分组归母净利润同比增速



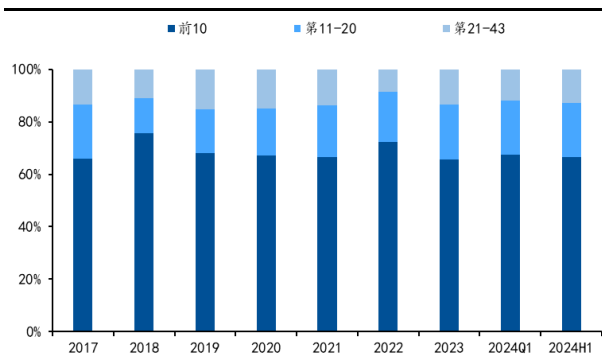
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 12：上市券商 2024H1 归母净利润及同比增速



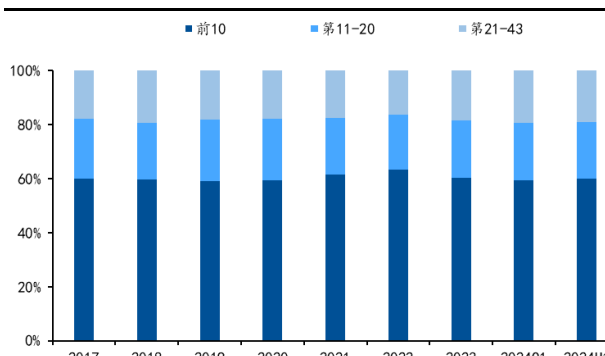
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 13：上市券商分组营收占比



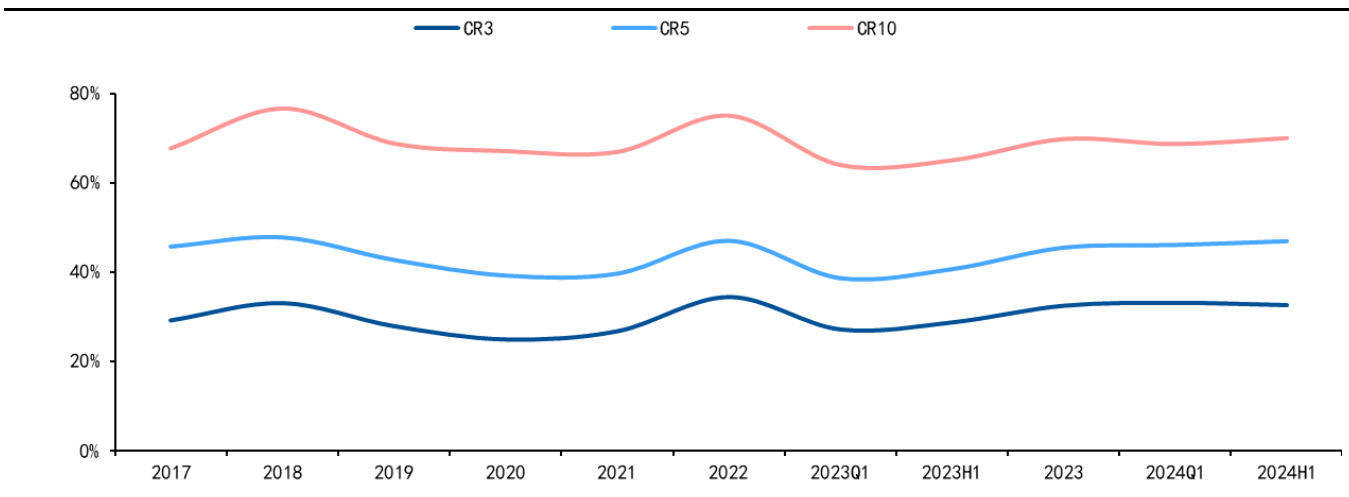
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 14：上市券商分组归母净利润占比



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 15：上市券商归母净利润集中度上行

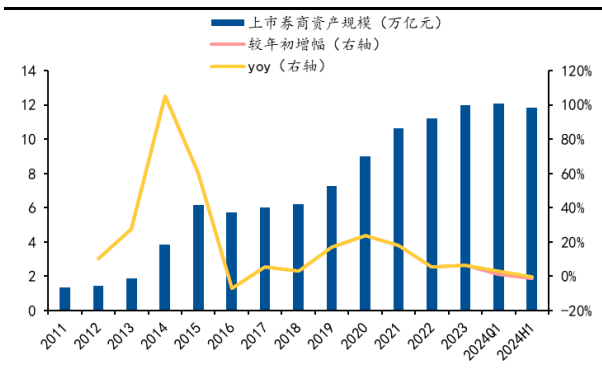


资料来源：iFind，信达证券研发中心

2. 资产负债规模小幅下降，金融投资贡献增量

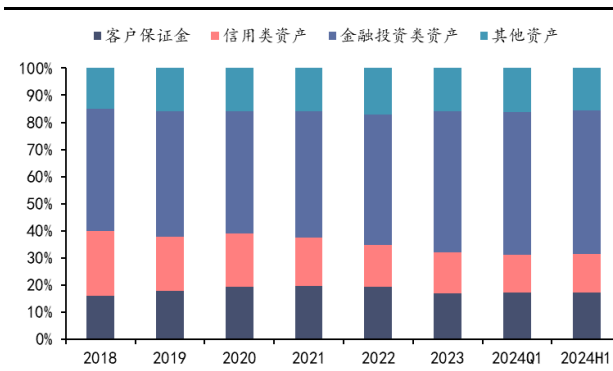
资产规模小幅下降，金融投资类资产贡献主要增量。2024H1 末上市券商资产规模 11.8 亿元，较年初-1.2%，同比-0.2%。其中，客户保证金/信用类资产/金融投资类资产规模分别为 2.1/1.7/6.3 亿元，较年初分别+0.6%/-7.1%/+0.4%，同比分别-7.7%/-2.2%/+5.2%，占比分别为 17.3%/14.0%/52.9%，占比较年初+0.3/-0.9/+0.8pct。

图 16：上市券商资产规模和增速



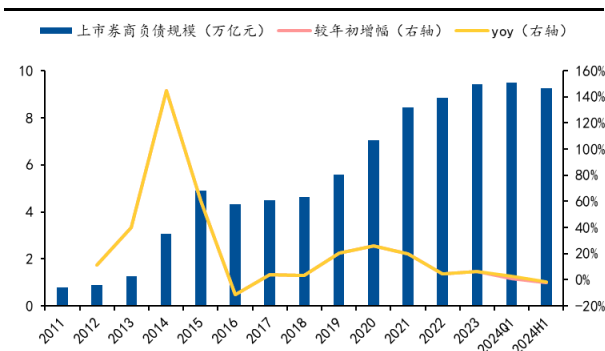
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 17：上市券商资产结构

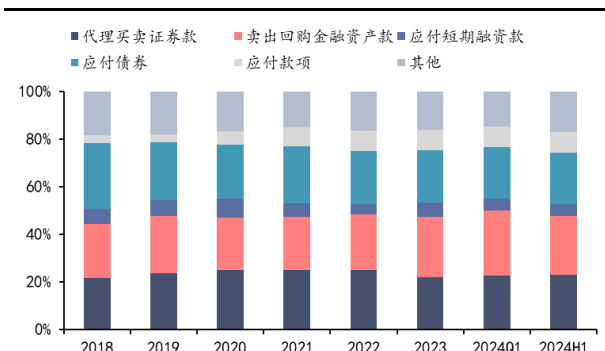


资料来源：iFind，信达证券研发中心

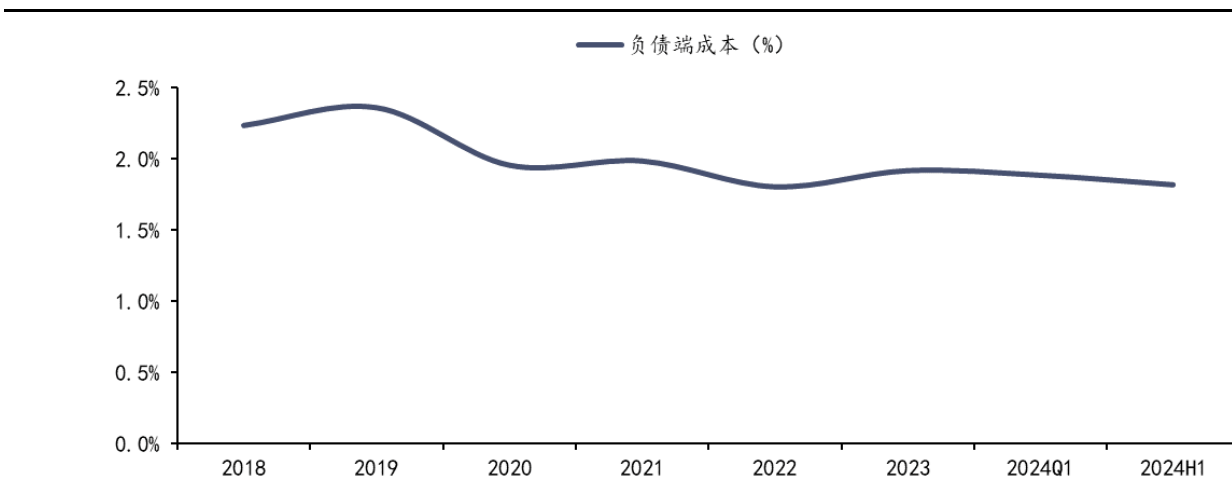
负债规模小幅下降，负债端成本下行。2024H1 末上市券商负债规模 9.2 亿元，较年初-2.0%，同比-1.5%。其中，代理买卖证券款/卖出回购金融资产款/应付短期融资券/应付债券/应付款项规模分别为 2.1/2.3/0.5/2.0/0.8 亿元，较年初分别+1.9%/-4.3%/-18.9%/-2.4%/-2.5，同比分别-5.9%/+0.2%/-0.15%/+0.9%/-9.3%，占比分别为 22.9%/24.7%/4.9%/21.8%/8.7%，占比较年初分别+0.9/-0.6/-1.0/-0.1/0pct。经测算，2024H1 上市券商负债端成本 1.82%，较 2024Q1-0.07pct，同比-0.03pct。

图 18：上市券商负债规模和增速


资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 19：上市券商负债端结构


资料来源：iFind，信达证券研发中心

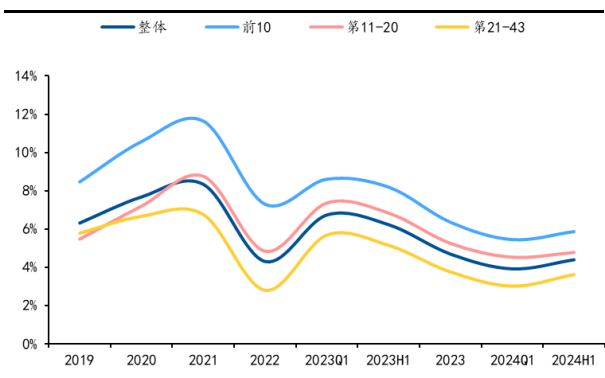
图 20：上市券商负债端成本


资料来源：ifind，信达证券研发中心

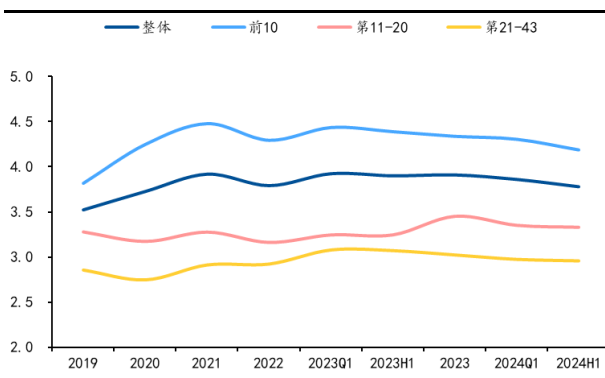
3. ROE 同比下行，杠杆率小幅走低

上市券商 ROE 同比下行。2024H1 上市券商平均年化 ROE 为 4.41%，同比-1.83pct。其中，前 10/第 11-20/第 21-43 家上市券商平均年化 ROE 分别为 5.85%/4.77%/3.63%，分别同比-2.32/-2.05/-1.52pct。平均年化 ROE 位居前三的个股分别为招商证券、中信证券、首创证券。

杠杆率小幅走低。2024H1 上市券商杠杆率为 3.78 倍，同比-0.12 倍。其中，前 10/第 11-20/第 21-43 家上市券商杠杆率分别为 4.19/3.33/2.96 倍，分别同比-0.20/+0.08/-0.11 倍，分别较年初-0.15/-0.12/-0.07 倍。头部券商的杠杆率降幅更大，如华泰证券/中金公司/中国银河分别-0.52/-0.51/-0.47 倍，降幅位居上市券商前列。

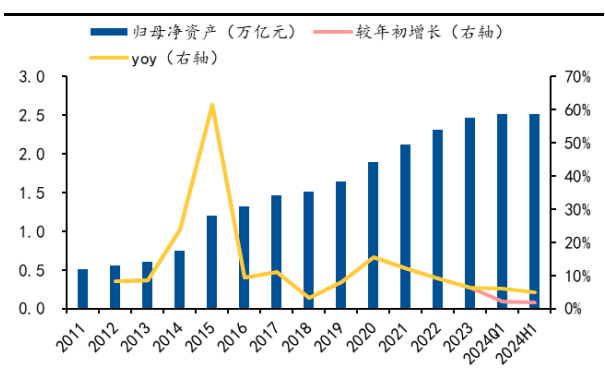
图 21：上市券商 ROE 同比下行


资料来源：iFind，信达证券研发中心

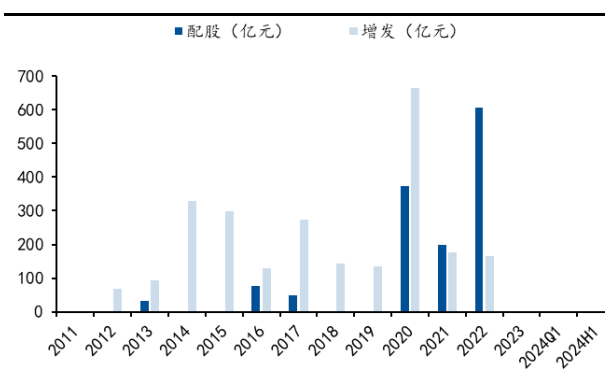
图 22：上市券商杠杆率走低


资料来源：iFind，信达证券研发中心

净资产规模增速明显放缓。2024H1 上市券商归母净资产规模 2.51 万亿元，较年初+2.0%，同比+4.8%。可以看到，自 2023 年初证监会提出倡导证券公司走资本节约型、高质量发展的新路以来，43 家上市券商暂停了再融资。

图 23：上市券商归母净资产及增速


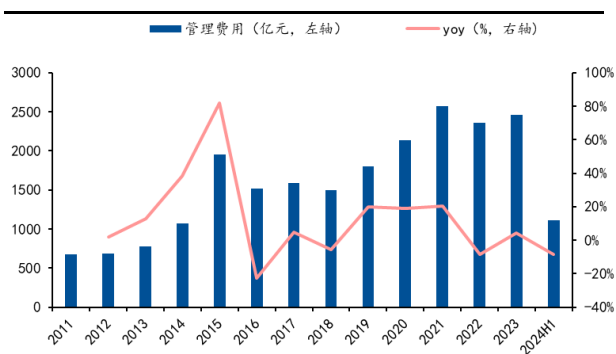
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 24：上市券商再融资情况


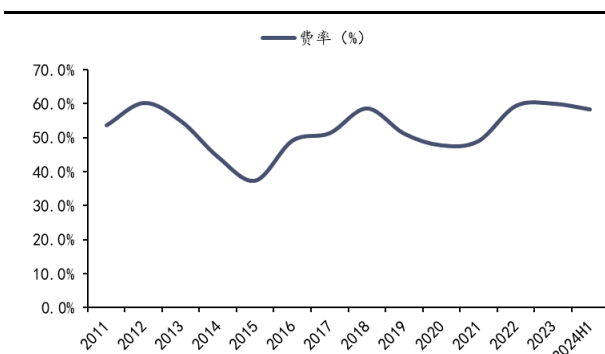
资料来源：iFind，信达证券研发中心

4. 降本增效卓有成效，管理费用同比下降

费用管控力度加大，管理费用同比下降。2024H1 上市券商管理费用 1114 亿元，同比-9%。其中，前 10/第 11-20/第 21-43 家上市券商管理费用分别同比-10%/-8%/-6%，由此可见，头部券商的费用管控力度更强，降本增效成果更加显著。2024H1 上市券商管理费用率 58.4%，较上年度-1.7pct。

图 25：上市券商管理费和同比增速


资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 26：上市券商管理费用率


资料来源：iFind，信达证券研发中心

三、业务细分：

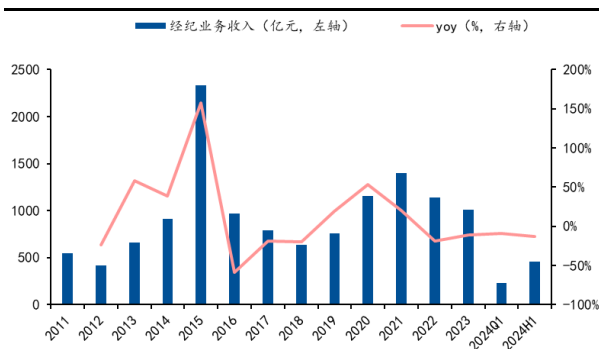
1. 轻资产：经纪业务收入承压，交易量和佣金率下滑

1) 市场环境：交投活跃度有待提升，新发基金规模同比降幅收窄。2024H1 市场股票基金交易额 115 万亿元，同比-7.6%；新发“股+混”基金规模 557 亿元，同比-26.9%，降幅较 2024Q1 的-41.8%收窄 14.9pct；公募基金股票交易佣金 67 亿元，同比-29.9%。

2) 收入情况：经纪业务收入继续承压，同比增速负多正少。2024H1 上市券商经纪业务收入为 458 亿元，同比-13.0%（Q1 为-9.3%），占比 24%（Q1 为 26%）。2024Q2 上市券商经纪业务收入为 229 亿元，同比-16.5%，Q2 降幅较 Q1 有所扩大。其中，经纪业务收入排名前三的上市券商分别为中信证券（49 亿元）、国泰君安（31 亿元）、广发证券（28 亿元）；经纪业务收入同比增速为正数的仅三家，分别为山西证券（14%）、国联证券（7%）、财达证券（2%），大多券商经纪业务收入同比降幅超过 10%，有 5 家的降幅超过 20%，分别为中金公司（-29%）、天风证券（-29%）、东方证券（-29%）、兴业证券（-25%）、华西证券（-21%）。

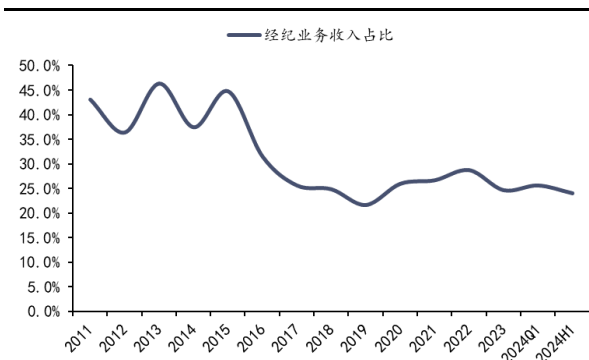
3) 分组表现：集中度较为稳定。2024H1 上市券商中前 10/第 11-20/第 21-43 家的经纪业务收入分别为 264 亿元/113 亿元/80 亿元，同比分别-13%/-13%/-12%，变化幅度相差不大，集中度较为稳定。

图 27：上市券商经纪业务收入和同比增速



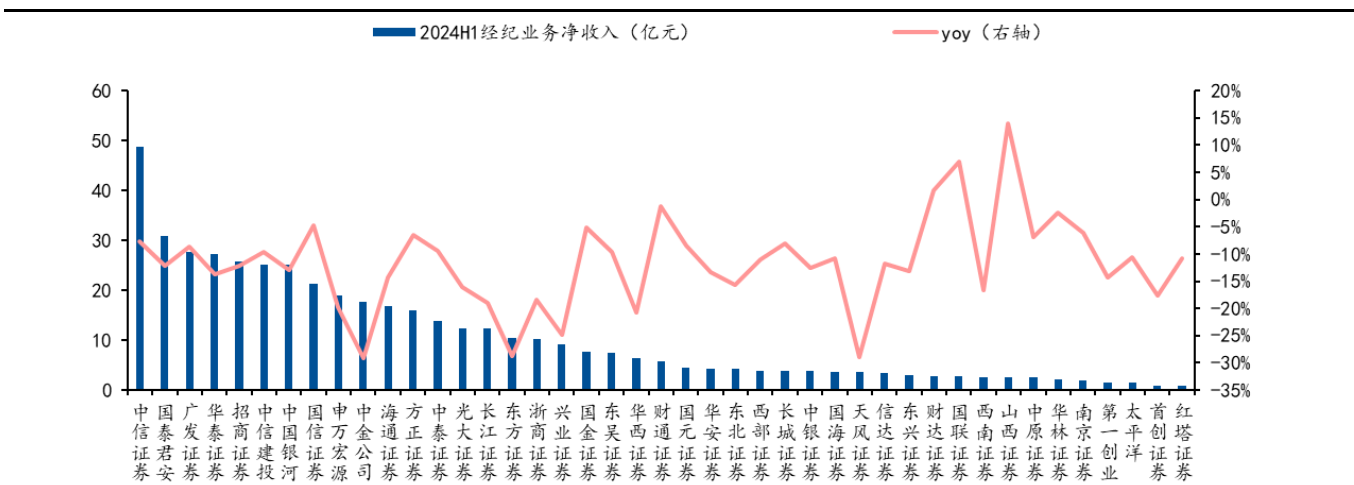
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 28：上市券商经纪业务收入占比



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 29：上市券商经纪业务收入排名

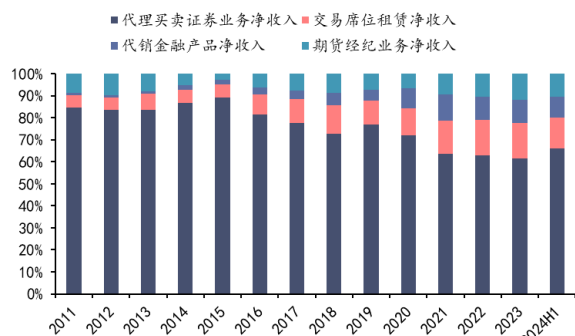


资料来源：ifind，信达证券研发中心

4) 业务结构：席位租赁和代销业务收入下降较快，交易量和佣金率下滑是主因。2024H1 上市券商经纪业务收入中代理业务/席位租赁/代销业务收入分别为 303/65/42 亿元，同比分别-8%/-28%/-25%，占比分别为 66%/14%/9%，占比分别较上年同期+4/-3/-1pct。

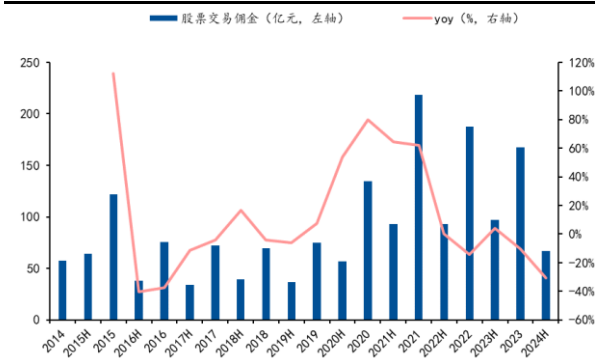
我们认为，在上半年市场持续震荡、赚钱效应偏弱、投资者风险偏好下行的背景下，代理业务、席位租赁、代销业务收入同比下行或与市场交投情绪低迷、交易量下行以及市场竞争加剧有关，此外，在“两强两严”的监管导向下，席位租赁收入或受公募佣金费率改革提前调整规范的影响。随着 2024 年 7 月 1 日公募费改全面落地，下半年券商佣金收入或将继续承压。各家券商有望加快专业化、特色化发展，聚焦研究价值的提升以增强竞争力。

图 30：上市券商经纪业务收入结构



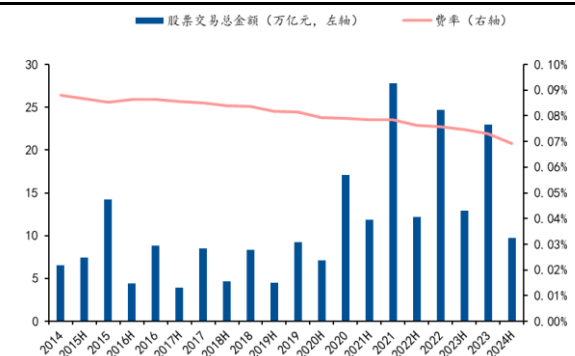
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 31：公募基金股票交易佣金及同比增长



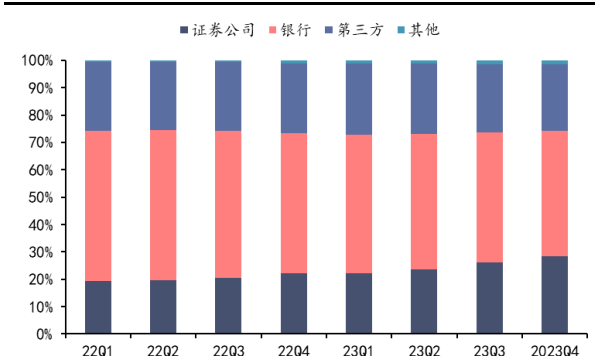
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 32：公募基金股票交易总金额及费率



资料来源：iFind，信达证券研发中心

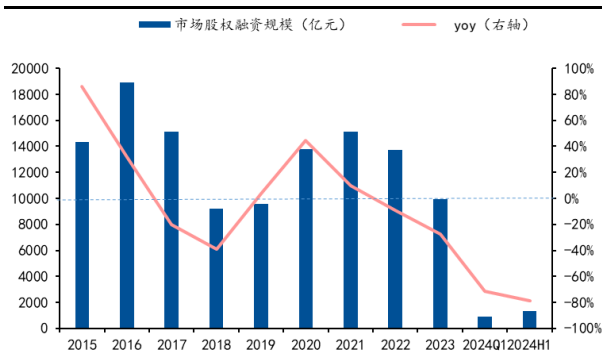
图 33：“股+混”基金保有市占率



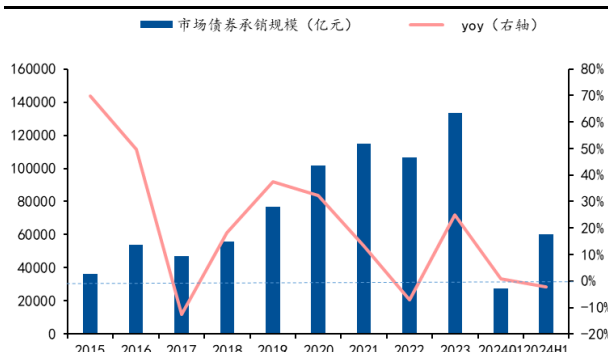
资料来源：iFind，信达证券研发中心

2. 轻资产：投行收入降幅走阔，两强两严下高质量发展

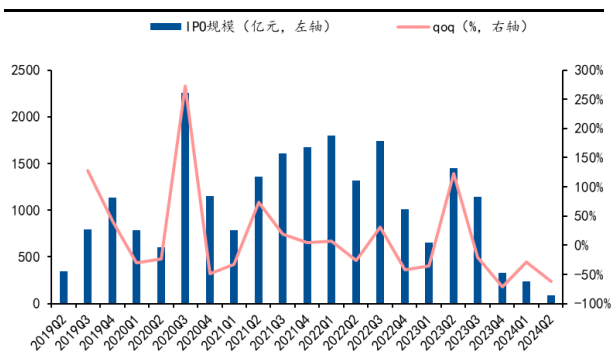
1) 市场环境：股权融资规模加速下滑，债券融资规模较为稳健。2024H1 市场 IPO 规模 325 亿元，同比-84.5%，同比降幅较 Q1 扩大 20.7pct；再融资规模 978 亿元，同比-76.1%，同比降幅较 Q1 扩大 3.0pct；债券承销规模 6.04 万亿，同比-2.2%，同比由正转负。分季度来看，2024Q2 市场 IPO/再融资规模为 89/400 亿元，环比-62.4%/-55.7%。

图 34：市场股权融资规模和同比增速


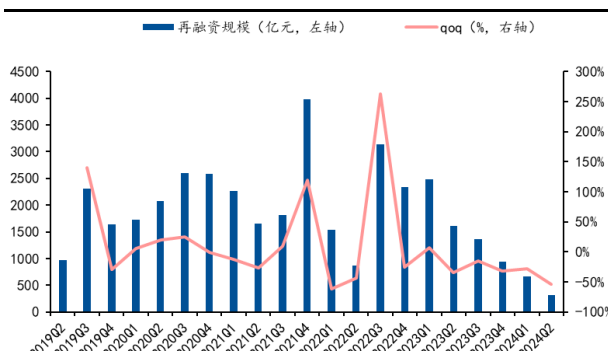
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 35：市场债券承销规模和同比增速


资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 36：市场季度 IPO 规模


资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 37：市场再融资季度规模


资料来源：iFind，信达证券研发中心

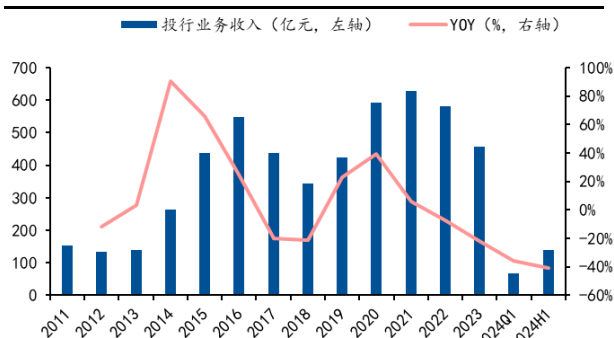
政策方面，以高质量发展为轴心，延续严监管态势。

2024 年 3 月 15 日，证监会集中发布了《关于严把发行上市准入关从源头上提高上市公司质量的意见（试行）》、《关于加强上市公司监管的意见（试行）》、《关于加强证券公司和公募基金监管加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见（试行）》和《关于落实政治过硬能力过硬作风过硬标准全面加强证监会系统自身建设的意见》等 4 项政策文件，以及修订后的《首发企业现场检查规定》、《首次公开发行股票并上市辅导监管规定》，表态要坚持目标导向、问题导向，牢牢把握强监管、防风险、促高质量发展的主线，落实监管要“长牙带刺”、有棱有角的要求，突出“强本强基”和“严监严管”。

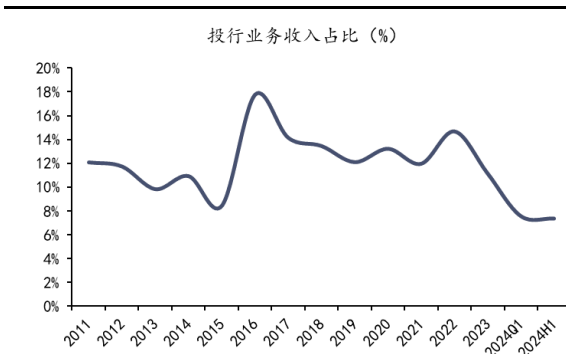
2024 年 4 月 12 日，国务院发布《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（新“国九条”），要求坚持市场化法治化原则，通过“1+N”政策体系下的一系列综合措施，擘画资本市场蓝图，奠定资本市场高质量发展基础。新“国九条”着重强调了风险防范的重要性，监管形势趋严。

2024 年 8 月司法部会同财政部、证监会联合起草了《国务院关于规范中介机构为公司公开发行股票提供服务的规定（征求意见稿）》，首发市场监管形势或将再度趋严。

2) 收入情况：投行收入规模和占比继续下滑。自 2023 年下半年以来，在平衡市场投融资功能、阶段性暂缓 IPO 的影响下，上市券商投行收入规模及占比阶段性下滑。2024H1 上市券商投行业务收入为 140 亿元，同比-41%，占比 7%。2024Q2 上市券商投行业务收入为 73 亿元，同比-45%，降幅较 Q1 走阔。

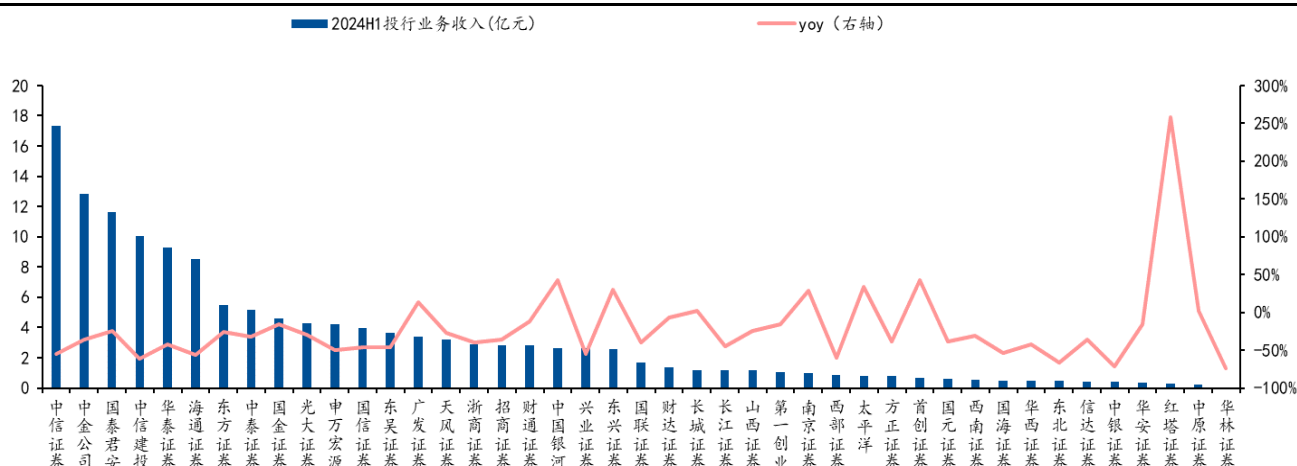
图 38：上市券商投行业务收入和同比增速


资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 39：上市券商投行业务收入占比


资料来源：iFind，信达证券研发中心

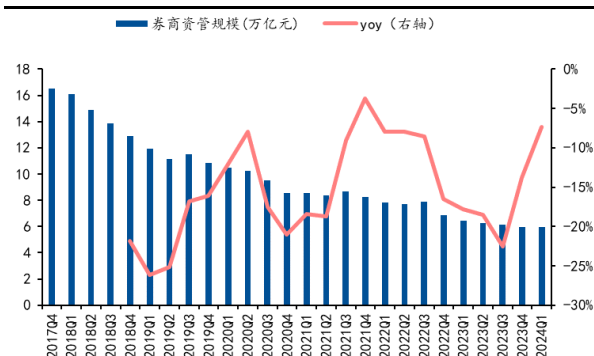
3) 分组表现：头部券商投行收入受冲击相对较大，行业集中度下滑。2024H1上市券商中前10/第11-20/第21-43家的投行业务收入为83/31/27亿元，同比-46%/-37%/-26%。从投行业务收入规模来看，头部机构优势仍然稳固，前10券商包揽收入规模前6名，依次为中信证券（17亿元）、中金公司（13亿元）、国泰君安（12亿元）、中信建投（10亿元）、华泰证券（9.3亿元）、海通证券（8.5亿元）。CR5和CR10分别为44%/64%，分别较上年同期-7/-6pct。从同比增速来看，头部券商降幅更大，而中小型券商更富有弹性。2024H1同比增速为正的上市券商仅有9家，其中属于前10组别的2家分别为中国银河（42%，排名第3）、广发证券（13%，排名第7），其余7家均属于第21-43组别。

图 40：上市券商投行业务收入排名


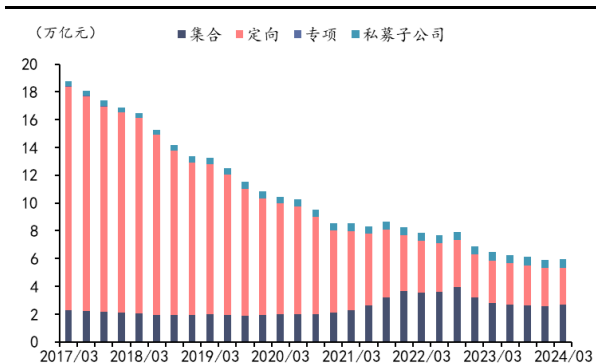
资料来源：ifind，信达证券研发中心

3. 轻资产：资管规模减速下滑，资管收入较为稳健

1) 市场环境：券商资管规模下滑但降幅收窄，集合计划和私募子公司占比提升。券商资管业务规模最新披露数据为2024Q1末的5.98万亿元，同比-7%，这或源于权益市场震荡背景下，投资者风险偏好有所下行。同比降幅较上年末收窄6.5pct，或源于随着券商资管业务去通道化已基本结束叠加债券牛市下固收产品需求增长。其中，集合/定向/私募子公司规模分别为2.69/2.67/0.62万亿元，同比分别-4%/-13%/+5%，占比分别为44.9%/44.6%/10.4%，占比分别较上年同期+1.7/-2.9/+1.2pct。

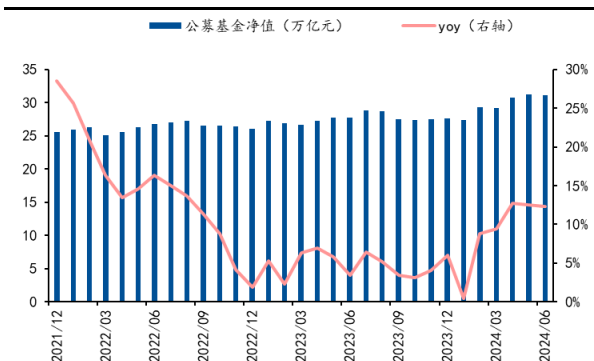
图 41：券商资管业务规模和增速


资料来源：iFind，信达证券研发中心

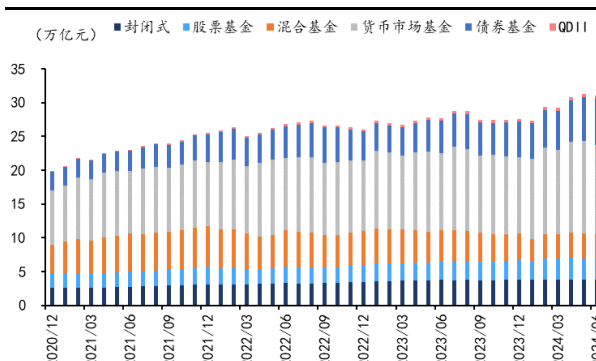
图 42：券商资管规模构成


资料来源：iFind，信达证券研发中心

债基驱动公募基金规模扩大。根据中基协披露数据，截至2024H1末，公募基金净值达31.1万亿元，同比+12%，较Q1末+6%。其中，股票型/混合型/债券型基金净值分别为3.1/3.5/6.9万亿元，分别同比+15%/-23%/+45%，较Q1末+0.3%/-3%/+21%。

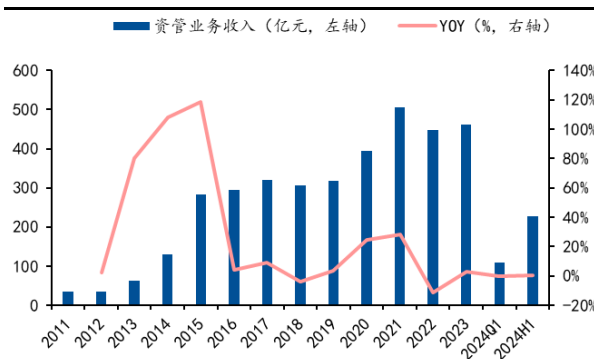
图 43：公募基金净值和同比增速


资料来源：中基协，信达证券研发中心

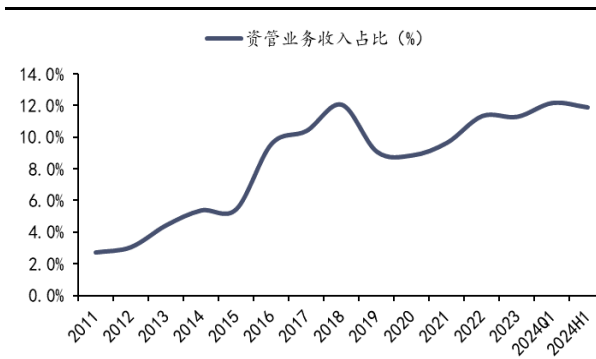
图 44：公募基金净值结构


资料来源：中基协，信达证券研发中心

2) 收入情况：资管业务收入较为稳健，占营收比例有所提升。2024H1上市券商资管业务收入为226亿元，同比-1.5%，占营收的比例为12%，占比较年初+0.6pct，占比较上年同期+2pct。2024Q2上市券商资管业务收入为118亿元，同比-1%。

图 45：上市券商资管业务收入及同比增速


资料来源：iFind，信达证券研发中心

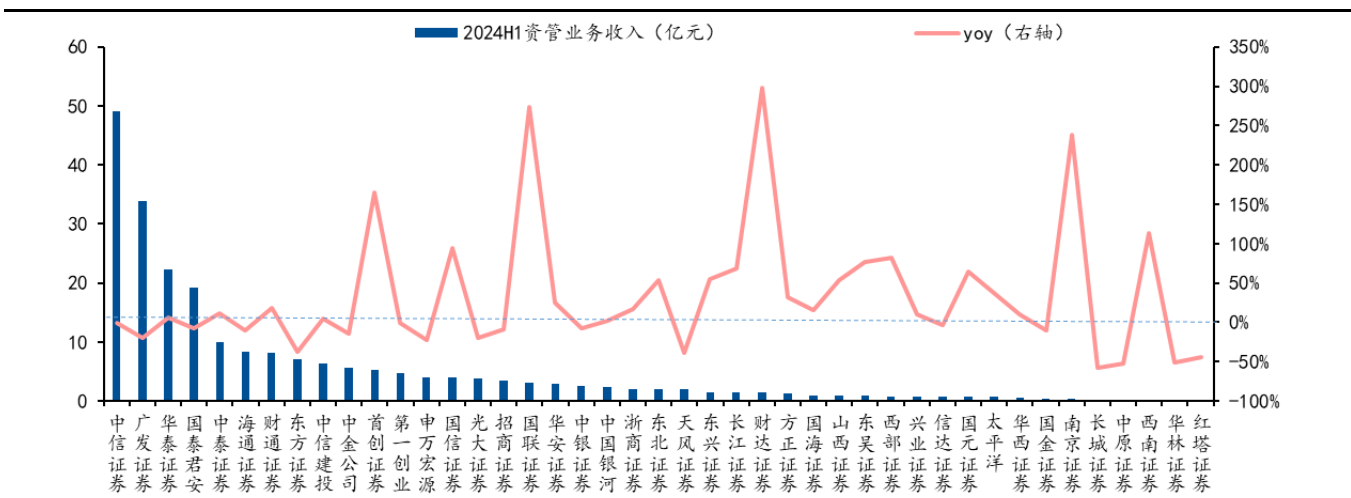
图 46：上市券商资管业务收入占比


资料来源：iFind，信达证券研发中心

3) 分组表现：中小券商资管业务收入高增，行业集中度下降。2024H1上市券商中前10/第11-20/第21-43家的资管业务收入分别为155/38/34亿元，同比分别-7%/+1%/+31%，占整体资管业务收入的比例分别为68%/17%/15%，

占比较上年同期-4.2/+0.5/+3.7pct。从资管业务收入规模来看，排名前三的券商分别为中信证券（49 亿元）、广发证券（34 亿元）、华泰证券（22 亿元），均位于前 10 组。从同比增速来看，排名前三的券商分别为首创证券（+298%）、国联证券（+274%）、南京证券（+238%），均位于第 21-43 组。

图 47：上市券商资管业务收入排名

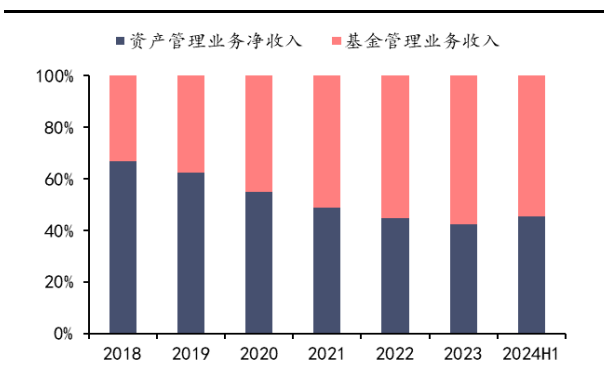


资料来源：iFind，信达证券研发中心

4) 业务结构：股弱债强背景下，基金业务收入占比下滑。2024H1 上市券商资产管理业务净收入/基金管理业务收入分别为 120/143 亿元，同比分别+7%/-12%，占比分别为 45%/55%，占比较上年同期分别+5/-5pct。

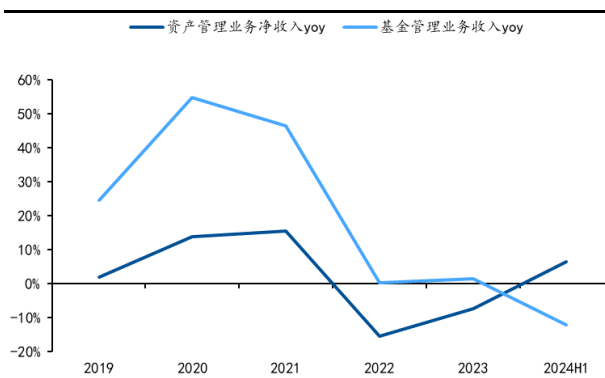
我们认为，2024H1 券商资管业务收入较为稳健，或主要源自券商资管以固收类为主，在股弱债强背景下，券商积极布局“固收+”，以及 2023 年多家券商控股并表公募基金（国泰君安/中泰证券/国联证券并表华安基金/万家基金/国联基金），共同支撑业绩。

图 48：上市券商资管业务收入结构



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 49：上市券商资管业务收入同比增速



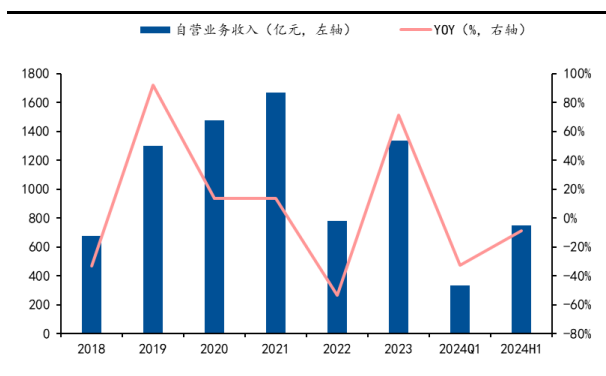
资料来源：iFind，信达证券研发中心

4. 重资本：自营收入支撑业绩，主要增配固收方向

1) 市场环境：2024H1 权益市场宽幅震荡，债券市场持续走牛。截至 2024H1 末，沪深 300 指数 3,462 点，较年初+0.89%，上证指数-0.25%，深圳成指-7.10%，创业板指-10.99%。而在上半年流动性较为宽松的背景下，十年国债收益率较年初-35bp 至 2.20%，债券市场持续走牛，国债指数+3.93%，中证综合债指数+3.87%，中债综合财富指数+3.79%。

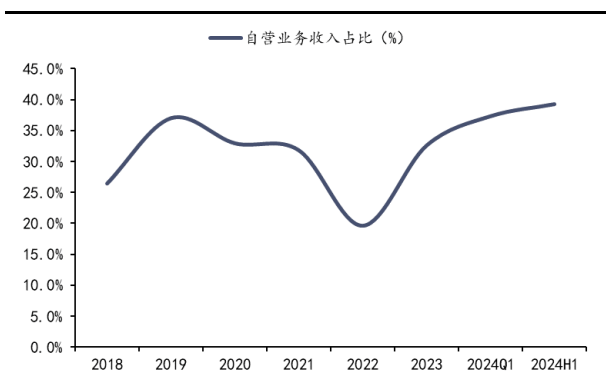
2) 收入情况：自营业务收入下行但占比提升，仍为业绩主要支撑。2024H1 上市券商自营业务收入为 750 亿元，同比-9%，占营收的比例为 39%，占比较年初+7pct，较上年同期+4pct。2024Q2 上市券商自营业务收入为 416 亿元，同比+28%，环比+25%，占营收的比例为 41%。

图 50：上市券商自营业务收入及同比增速



资料来源：iFind，信达证券研发中心

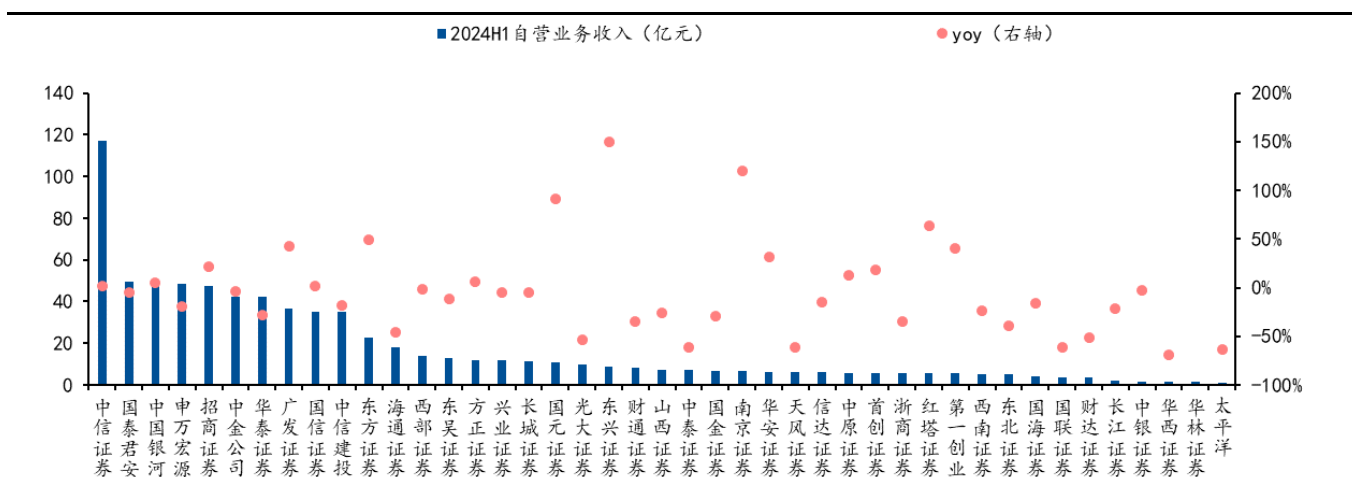
图 51：上市券商自营业务收入占比



资料来源：iFind，信达证券研发中心

3) 分组表现：头部券商自营收入降幅较小，行业集中度有所上行。2024H1 上市券商中前 10/第 11-20/第 21-43 家的自营业务收入为 486/132/131 亿元，同比-6%/-11%-15%，占比 65%/18%/18%，占比较上年同期 +1.9/-0.5/-1.4pct，集中度有所提升。从自营业务收入规模来看，头部券商中信证券（117 亿元）、国泰君安（49.3 亿元）、中国银河（49.2 亿元）、申万宏源（48.6 亿元）、招商证券（47.5 亿元）位居前列。从同比增幅来看，第一梯队的广发证券、招商证券和第二梯队的东方证券同比增幅居前，而第一梯队的华泰证券、海通证券、申万宏源相对承压。从同比增速来看，东兴证券（150%）、南京证券（120%）、国元证券（92%）、红塔证券（64%）、东方证券（49%）位居前列。

图 52：上市券商自营业务收入排名



资料来源：iFind，信达证券研发中心

注：华林证券自营业务收入由 2023H1 的 -0.11 亿元提升至 2024H1 的 1.65 亿元，同比增速为负数且绝对值过大，未在图中显示

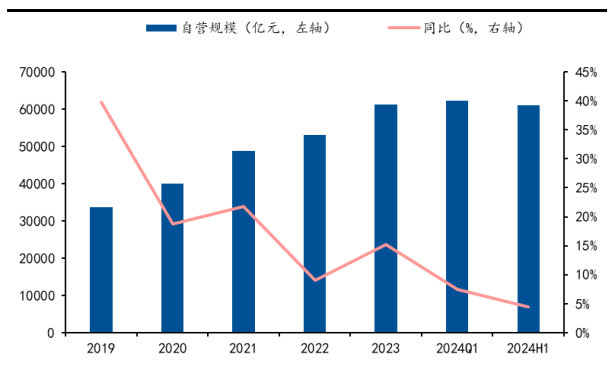
4) 业务拆分：自营投资规模同比增长而环比回落，其他权益工具投资保持高增。2024H1 上市券商自营投资规模 6.1 亿元，较 Q1 末-2%，较年初-0.3%，同比+4%。其中，交易性金融资产/债权投资/其他债权投资/其他权益工具投资分别为 4.3/0.1/1.3/0.3 万亿元，同比分别+1%/-4%/+3%/+129%，其他权益工具投资为自营业务规模的主要增量。

自营业务降杠杆，配置向固收类倾斜。2024H1 上市券商自营业务杠杆算术平均值为 2.36 倍，较 Q1 末-0.04 倍，同比-0.01 倍。其中，（自营权益类证券及证券衍生品/净资本）的算术平均值为 18.5%，较年初-0.7pct，同比

-0.5pct，上市券商上述指标 18 增 25 减，股票资产规模-22%；（自营固定收益类证券及证券衍生品/净资本）的算术平均值为 249.4%，较年初+2.8pct，同比-5.8pct。我们认为，在上半年市场大幅波动的环境下，上市券商适当降低了自营业务杠杆，在配置方向上，减少了权益类配置而加大了固收类资产配置力度，并通过其他权益工具投资增配高股息资产，此外，非方向性业务发展仍值得重点关注。

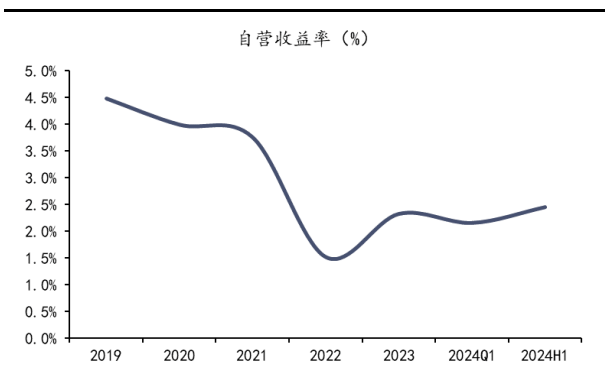
Q2 自营业务收益率边际回暖，带动自营业务收入改善。2024H1 上市券商自营业务收益率 2.5%，较 Q1+0.3pct。在此影响下，尽管 2024Q2 自营投资规模环比小幅回落，但自营业务收入环比+25%。

图 53：上市券商自营业务规模



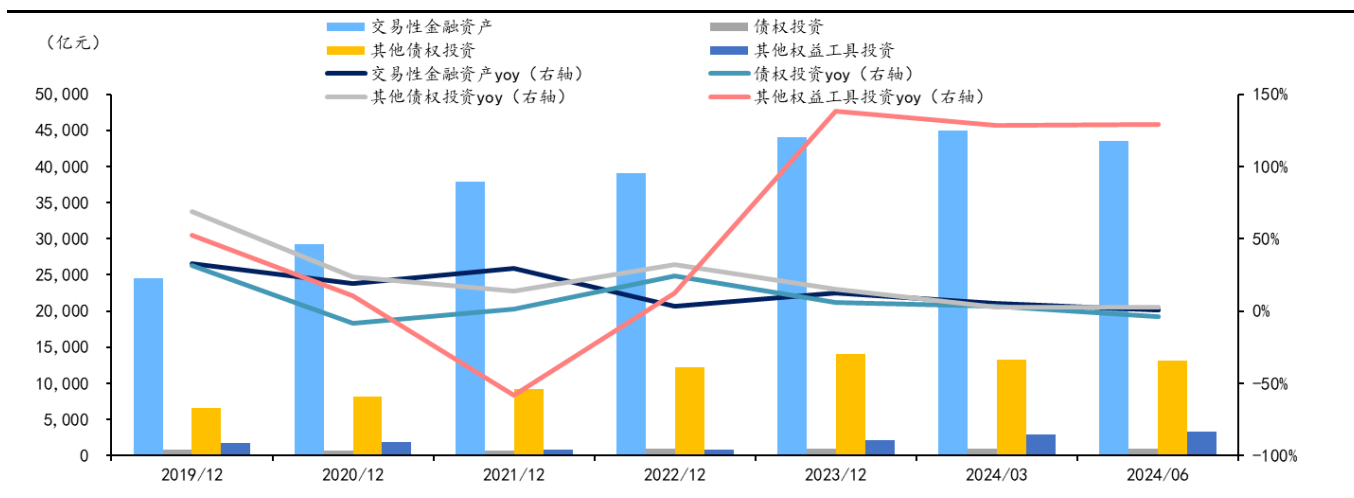
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 54：上市券商自营收益率



资料来源：iFind，信达证券研发中心

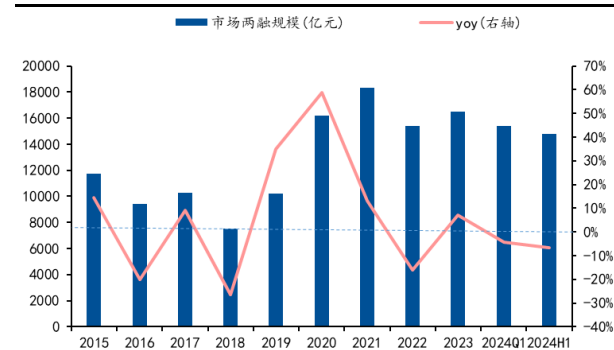
图 55：上市券商自营业务结构



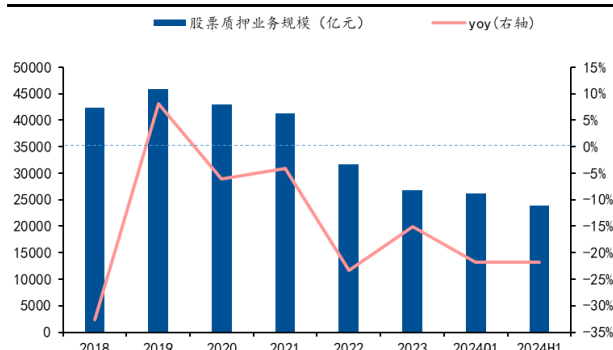
资料来源：iFind，信达证券研发中心

5. 重资本：信用业务收入承压，行业整体风险可控

1) 市场环境：2024H1 市场风险偏好小幅下行。截至 2024Q2 末，市场融资融券规模 1.48 万亿，同比-6.8%，降幅较 Q1 扩大 2.5pct，环比-3.7%；股票质押业务规模 2.38 万亿，同比-21.7%，降幅较 Q1 收窄 0.1pct，环比-8.9%。

图 56：市场融资融券规模 and 增速


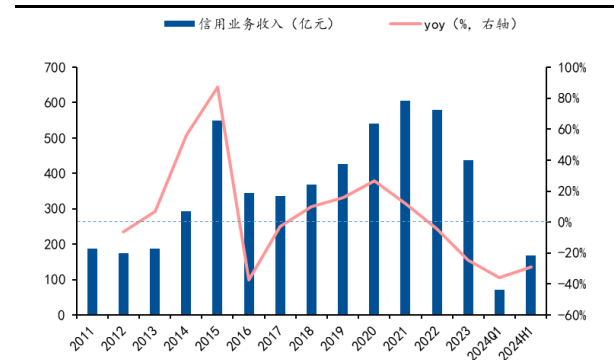
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 57：市场股票质押业务规模 and 增速


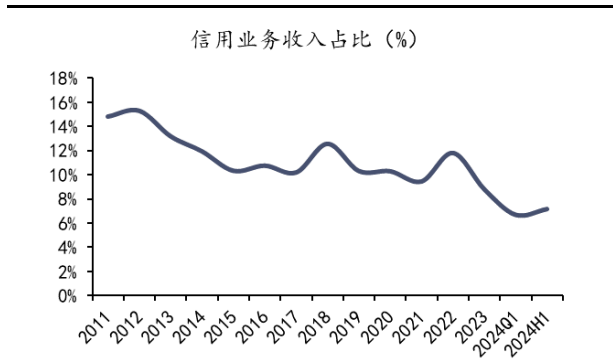
资料来源：iFind，信达证券研发中心

2) 收入情况：信用业务收入承压，但同比降幅收窄。2024H1 上市券商信用业务收入为 168 亿元，同比-29%，占营收的比例为 7.2%，较上年同期-1.7pct。2024Q2 上市券商信用业务收入为 98 亿元，同比-23%，占营收的比例为 7.5%，较上年同期-1.9pct。

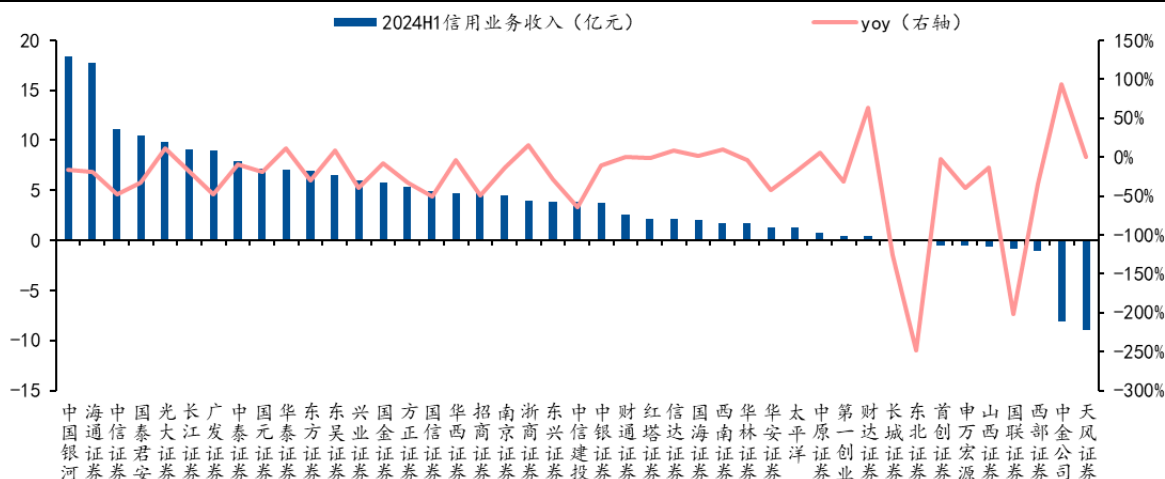
3) 分组表现：头部券商信用收入降幅较大，集中度有所下滑。2024H1 上市券商中前 10/第 11-20/第 21-43 家的信用业务收入为 74/66/29 亿元，同比-38%/-21%/-16%，占比 44%/39%/17%，分别较上年同期-7/+4/+3pct。从信用业务收入规模来看，排名前五的上市券商分别为中国银河（18.4 亿元）、海通证券（17.7 亿元）、中信证券（11.2 亿元）、国泰君安（10.4 亿元）、光大证券（9.8 亿元）。从同比增幅来看，排名前五的上市券商分别为光大证券、华泰证券、西部证券、浙商证券、东吴证券。从同比增速来看，改善速度居前的上市券商有财达证券（+64%）、浙商证券（+15%）、华泰证券（+11%）、光大证券（+11%）、西南证券（10%）等。

图 58：上市券商信用业务收入及同比增速


资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 59：上市券商信用业务收入占比


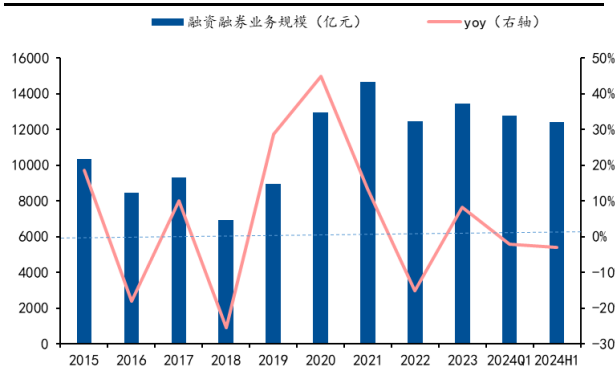
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 60：上市券商信用业务收入排名


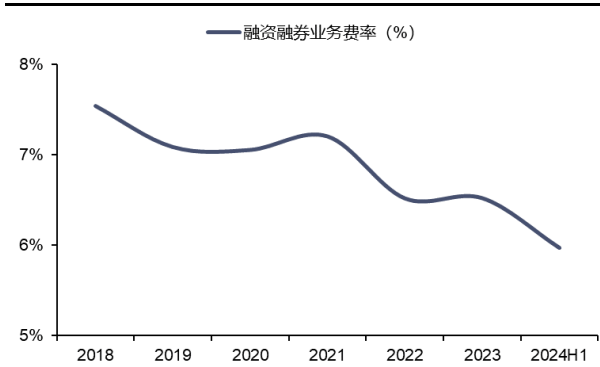
资料来源：iFind，信达证券研发中心

4) 业务结构：两融业务规模和费率双双下降，股票质押规模持续收缩。2024H1 末上市券商融资融券业务规模 1.24 万亿元，较年初-8%，同比-3%；2024H1 融资融券业务费率 6.0%，较 2023 年-0.5pct，同比-0.6pct。2024H1 末上市券商股票质押规模 2055 亿元，较年初-10%，同比-7%。

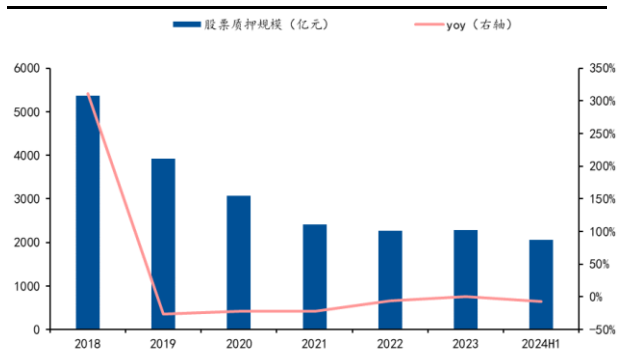
5) 资产质量：信用减值同比下降，行业风险可控。2024H1 上市券商整体计提信用减值 19 亿元，同比-31%。信用减值占总资产比例为 0.02%，较 2023 年-3bp，同比-1bp。其中，有 16 家上市券商转回信用减值。头部券商中，华泰证券、中信证券、中国银河、广发证券分别转回信用减值 5.2、3.5、1.8、0.2 亿元。2024H1 末上市券商融资融券业务平均维持担保比例 242.50%，较年初-1180pct，同比-32.50pct，但仍远高于 130%的平仓线，信用风险可控。

图 61：上市券商融资融券业务规模和增速


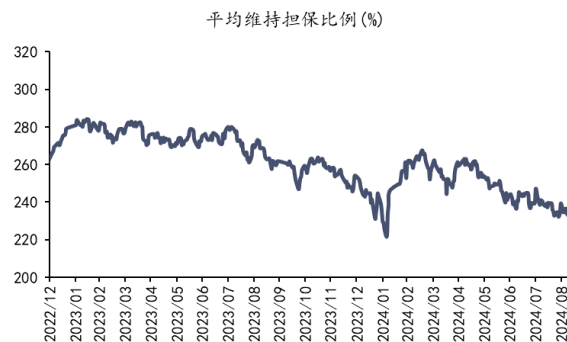
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 62：上市券商融资融券业务费率


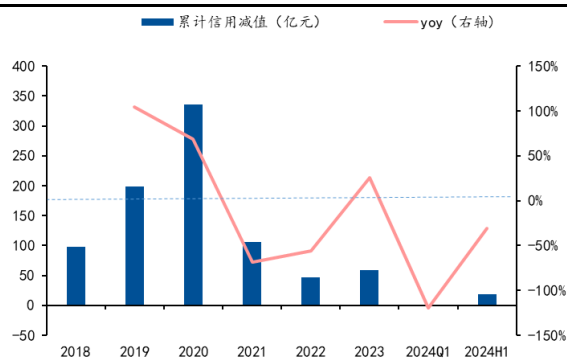
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 63：上市券商股票质押规模和同比增速


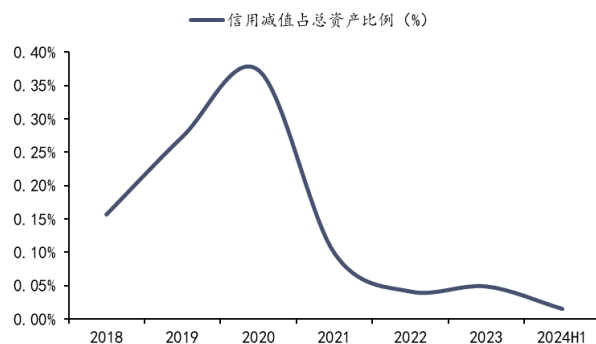
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 64：上市券商融资融券业务：平均维持担保比例


资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 65：上市券商累计信用减值和增速


资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 66：上市券商信用减值占总资产比例


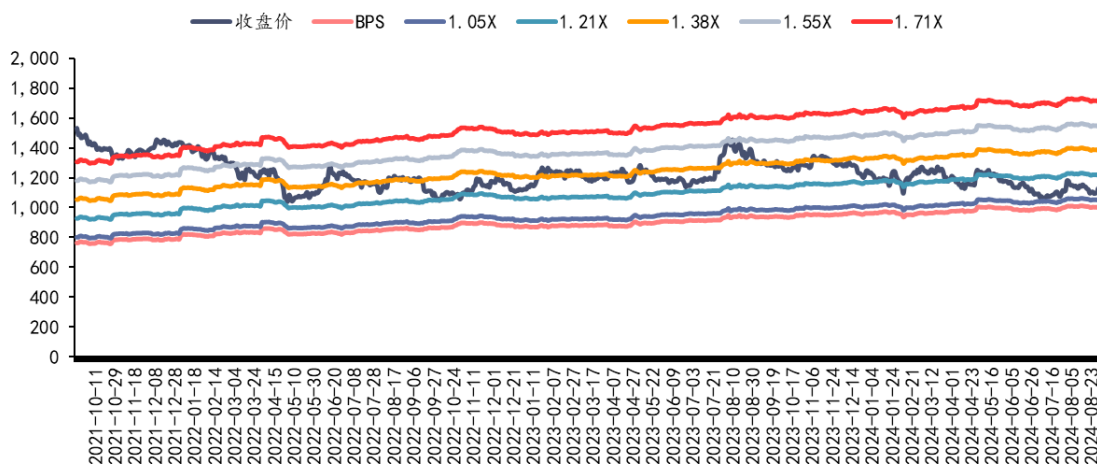
资料来源：iFind，信达证券研发中心

四、投资建议

证券业供给侧改革持续推进，高质量发展下的并购重组有望催化板块估值修复。**1) 从基本面来看**，受 A 股市场波动、佣金率下滑、IPO 政策收紧等因素影响，上半年证券行业业绩疲弱，盈利承压。由于 2023 年业绩基数逐季下行，2024H2 业绩增速有望在低基数效应下有所改善，改善空间则取决于权益市场和债券市场的表现。从经营质量来看，券商板块整体杠杆水平较低，资产风险安全可控。市场流动性较为宽松，政策持续引导中长期资金入市，有望为市场注入新活力。**2) 从估值面来看**，截至 9 月 18 日，证券板块估值仅 1.12 倍 PB，位于近三年约 4.69%的分位数水平。**3) 从基金持仓来看**，目前处于历史较低水平，继续下行空间有限。**4) 从政策面来看**，强监管、防风险、促高质量发展为主线，未来或将继续突出“强本强基”和“严监严管”，以推动资本市场高质量发展、建设一流投资银行和投资机构为主要方向。“两会”、新“国九条”积极定调，提出推动上市公司提升投资价值，鼓励上市公司聚焦主业，综合运用并购重组、股权激励等方式提高发展质量。**5) 从分红角度来看**，上市券商也积极响应政策号召，发布中期分红公告，提振市场信心。

我们认为，虽然当前券商板块盈利承压、估值和持仓均处于历史低位，但继续向下空间有限，具备较强安全边际。在新“国九条”引领“1+N”政策体系持续完善的背景下，大型券商优势仍然显著，并购重组主线或将持续驱动板块行情，下半年资本市场或迎来高质量发展，行业投资端基本面有望转好，政策驱动有望促进板块估值修复。

图 67：券商板块估值（PB）



资料来源：ifind，信达证券研发中心

建议关注：

1) 龙头优势显著的头部券商

2023 年 11 月证监会提出将支持头部券商通过业务创新、集团化经营、并购重组等方式做优做强，发挥服务实体经济主力军和维护金融稳定压舱石的重要作用。在“国九条”和监管层颁布的各项资本市场改革政策、鼓励头部券商做大做强的背景下，个股建议关注龙头优势显著的头部券商如中信证券、中国银河、华泰证券。

2) 培育一流投资机构要求下的并购重组机会

2023 年中央金融工作会议首次提出“培育一流投资银行和投资机构”；今年 4 月，国务院发布的新“国九条”明确指出“支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式提升核心竞争力”。政策方面暖风频吹，表明对头部券商通过合并重组做优做强的支持与鼓励。今年以来，证券行业并购潮起，已出现“国联+民生”“浙商+国都”“西部+国融”“平安+方正”“太平洋+华创”“国信+万和”“国君+海通”七起并购案例。在加速一流投资银行和投资机构建设背景下，优质券商并购重组或将加速，有望助力其优化资源配置、扩大业务布局、发挥互补优势、实现提质增效。个股建议关注国联证券、浙商证券、方正证券、西部证券。

五、风险提示

行业竞争加剧： 若行业竞争加剧或导致相关业务费率下滑，对业务营收产生不利影响。

经济修复政策落地不及预期： 若支持宏观经济修复的相关政策落地不及预期，经济基本面修复缓慢，或导致股票市场景气度下降，对行业发展产生不利影响。

资本市场改革不及预期： 若注册制改革、投资端改革等相关政策落地不及预期或导致市场信心修复缓慢，对行业基本面产生不利影响。

研究团队简介

廖紫苑，信达证券研发中心金融行业资深分析师，硕士，新加坡国立大学硕士，浙江大学学士，入选竺可桢荣誉学院、金融学试验班。曾就职于中国银行、民生证券、天风证券，五年金融业研究经验。2022 年 11 月加入信达证券研发中心，从事金融业研究工作。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成成分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。