

## 非银金融

2024年09月19日

## 手续费业务承压，关注交易量改善催化 beta 机会

### ——上市券商 2024 三季度前瞻及中期业绩回顾

投资评级：看好（维持）

高超（分析师）

卢崑（分析师）

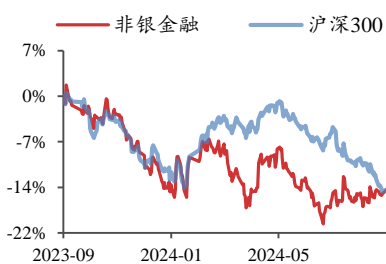
gaochao1@kysec.cn

lukun@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

证书编号：S0790524040002

### 行业走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《金租迎设备更新政策利好，蚂蚁权益规模逆势高增——行业周报》

-2024.9.17

《看好寿险负债端景气度延续，券商并购主线强化——行业周报》

-2024.9.8

《寿险中报资产负债超预期，券商二季度投资收益改善——行业周报》

-2024.9.1

### ● 手续费业务承压，关注交易量改善催化 beta 机会

2024H1 上市券商归母净利润-22%，2 季度环比+17%。上市券商核心收入同比均承压，经纪/投行/资管/投资/利息净收入分别同比-13%/-41%/-3%/-11%/-29%，营收全面承压，资管和投资受益于债牛行情略好于预期，降本有所成效。2024Q3 以来市场交易量下降明显、IPO 低迷，预计手续费业务同环比承压，投资收益预计由债牛支撑，降本效果或在下半年将进一步体现。我们预计上市券商 2024 前三季度/全年净利润 883/1176 亿元，同比-18%/-7%。机构持仓以及券商板块 PB 估值水平位于历史低位，具有安全边际，下半年券商基本面因低基数同比降幅有望收窄，9 月 19 日美联储降息 50bp，利好 A 股风险偏好和交易量提升，关注券商板块 beta 催化机会，看好三条主线，受益于交易量改善的互联网券商，并购主线，海外和综合业务优势突出的头部券商。(1) 互联网券商受益标的，东方财富、同花顺、指南针。(2) 并购主线受益标的，中国银河、中金公司、国泰君安、东兴证券、浙商证券、国联证券、方正证券。(3) 海外和综合业务优势突出的头部券商。

### ● 席位和代销拖累证券经纪，3 季度交易量下降明显，资管固收产品规模增长

(1) 经纪：上半年经纪业务同比-13%，代买、席位、代销收入同比-8%/-28%/-24%。席位交易佣金和代销金融产品收入同比承压，主因机构交易量下降、基金新发低迷、渠道返佣受限拖累。2024H1 公募基金交易佣金为 67.74 亿元，同比-30%，主要因为机构交易量下降 25%。佣金率来看，上半年被动指数型基金佣金率下降，主动权益类相对平稳，下半年机构降佣落地后，席位收入或将进一步承压。3 季度以来交易量下降明显，2024Q3（截至 9 月 13 日）日均股基成交额 7329 亿元，同比-20%，环比-23%。(2) 投行：在统筹一二级市场、严把 IPO 入口的监管环境下，2024H1 投行净收入同比-41%，IPO 收入 22 亿同比-80%，IPO 发行 44 单（2023 年同期 173 单），7、8 月 IPO 发行延续较低水平，债券承销相对平稳，起到一定支撑作用。(3) 资管：券商私募资管增长，基金公司业绩承压。资管净收入同比-3%好于预期，中小券商同比普遍增长预计由券商私募资管业务驱动，2024 年 7 月末集合资管规模为 3.16 万亿元，同比+12%，固收类产品 AUM 同比+6%，预计受益于债牛。上半年样本 20 家基金公司收入/净利润同比-13%/11%。2024 年 7 月末全市场偏股基金（股+混）/非货保有规模为 6.7 万亿/18.1 万亿，同比-9.1%/+9.7%，环比+1%/+1%，资金持续流入 ETF 和债基。

### ● 两融利率有所下降，债市向好支持自营投资率，国际业务相对景气

(1) 利息净收入：上半年利息净收入同比-29%，利息收入同比-7%，利息支出同比-1%。两融规模自 2024 年 5 月以来持续下降叠加两融利率竞争加剧，拖累利息收入。利息支出相对平稳，上市券商付息负债规模同比+1%，预计主要受债券自营加杠杆影响。(2) 自营投资：预计股票自营和衍生品承压，债券自营支撑。上半年上市券商自营投资收益（含汇兑损益）759 亿，同比-10%，自营投资收益率 3.11%，较 2023 年 3.05%有所提升，较 2024Q1 的 2.86%有所提升。3 季度股市走弱，债市走牛。(3) 国际业务：头部券商积极拓展国际化布局，成效显著，上半年收入显著增长，各券商加强国际市场业务开拓，国际竞争力提升。

● 风险提示：市场波动风险；监管趋严风险。

## 目 录

1、 中报亮点：资管和投资 Q2 环比增长受益于债市向好，国际业务相对景气	4
2、 三季度前瞻：交易量下滑明显，股市走弱债市走强	17
3、 投资建议	21
4、 风险提示	22

## 图表目录

图 1： 2024H1 上市券商调整后营收/归母净利润同比-17%/-22%	4
图 2： 2024Q2 单季度归母净利润环比+17%	4
图 3： 2024H1 上市券商年化 ROE5.12%	4
图 4： 上半年席位、代销同比下降拖累证券经纪	8
图 5： 2024 上半年 IPO 承销额同比-85%	9
图 6： 2024Q2 末券商集合资管 3.05 亿元，同比+12.5%，较年初+18%	9
图 7： 部分中小券商资管净收入同比增长较快	10
图 8： 2024H1 末全市场非货/偏股 AUM 为 17.9/6.7 万亿元，同比+10%/-9%，较年初+10%/-2%	11
图 9： 样本 20 家基金公司业绩普遍承压，指数和债基是胜负手	11
图 10： 两融规模下降叠加两融利率竞争加剧，两融利息收入下降	12
图 11： 2024H1 上市券商付息负债规模同比+1%，预计主要受债券自营加杠杆影响	13
图 12： 2024H1 上市券商自营投资收益率 3.11%，较 2023 年 3.05% 有所提升	14
图 13： 2024H1 上市券商自营投资表现分化，债券自营起支撑作用	14
图 14： 交易性金融资产科目中，样本券商股票有所减少，债券有所增加	15
图 15： OCI 账户中，华泰证券、中国银河、广发证券债券规模环比下降	15
图 16： 多数样本券商衍生金融资产规模较年初增长，名义本金较年初减少	16
图 17： 头部券商积极发展国际业务	16
图 18： 2024Q3 日均股基成交额同比-20%，环比-23%	17
图 19： 2024 年 7、8 月新发偏股基金份额 88/105 亿元，同比-56%/-37%	17
图 20： 2024 年 7、8 月 IPO 规模 44/53 亿元，同比下降 88%/91%	17
图 21： 2024 年 7、8 月 IPO 为 6/9 单，同比-84%/-73%	17
图 22： 2024 年 7、8 月再融资规模 114/49 亿元，同比下降 82%/92%	18
图 23： 2024 年 7、8 月债承规模 1.2/1.4 万亿元，同比+7%/-1%	18
图 24： 2024 年 5 月以来集合资管同比改善，2024 年 7 月末集合资管规模同比+12%	18
图 25： 2024 年 7 月末固收类规模 48768 亿元，同比+6%	18
图 26： 2024 年 5 月以来两融规模环比下降，目前（9 月 13 日）两融规模较年初-17%	19
图 27： 7、8 月券商负债成本下降放缓	19
图 28： 2024 年 3 季度股市下跌，债市上涨	20
图 29： 当前券商 PB-LF 处于历史低位	21
图 30： 2024Q2 主动型基金中券商板块持仓下降	21
图 31： 2024Q2 券商标的受减仓	21
表 1： 2024H1 手续费收入继续承压，资管和投资相对韧性，降本有所成效	5
表 2： 2024Q2 资管、投资分别环比+10%/+25%	5
表 3： 2024H1 上市券商归母净利润表现分化	6
表 4： 2024 年上半年证券经纪同比-14%，代买/席位/代销同比-8%/-28%/-24%	7

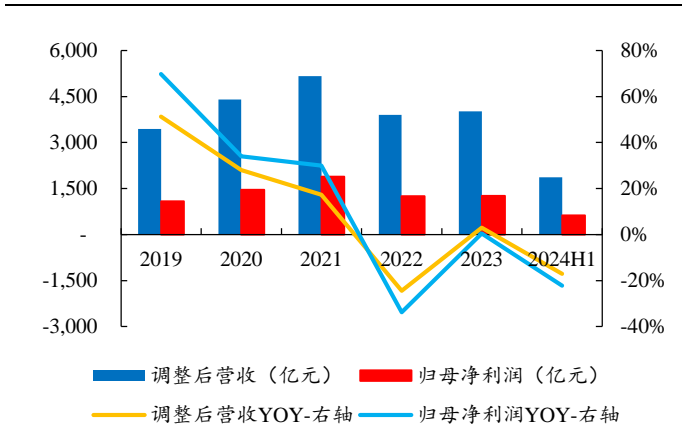
表 5: 2024H1 公募基金交易佣金 67.74 亿元, 同比-30%, 主要因为机构交易量下降.....	7
表 6: 头部券商集合资管业务 AUM 增长, 受益于债市向好, 私募资管收入 (不含公募业务) 变现分化.....	10
表 7: 两融利息收入同比-11%是利息收入下降的主要拖累 .....	12
表 8: 样本券商付息债务成本表现分化, 短期负债利率下降.....	13
表 9: 样本券商自营投资表现分化 .....	15
表 10: 预计 2024 前三季度/全年上市券商归母净利润同比-18%/-7% .....	20
表 11: 受益标的估值表 .....	22

口径说明：我们选取 40 家上市券商进行研究，不含财达证券、首创证券、信达证券。

## 1、中报亮点：资管和投资 Q2 环比增长受益于债市向好，国际业务相对景气

**2024H1 上市券商归母净利润-22%，2 季度环比+17%。**（1）上半年 40 家上市券商调整后营收/归母净利润分别为 1871/626 亿，同比-17%/-22%，单 Q2 归母净利润 338 亿，同比-11%，环比+17%。券商盈利能力承压，年化平均 ROE 达 5.12%，权益乘数（扣客户保证金）3.88 倍，同比-4%。（2）经纪/投行/资管/投资/利息净收入分别同比-13%/-41%/-3%/-11%/-29%，营收全面承压，资管和投资受益于债牛行情略好于预期。上半年管理费支出 1091 亿元，同比-9%，降幅较一季度收窄。

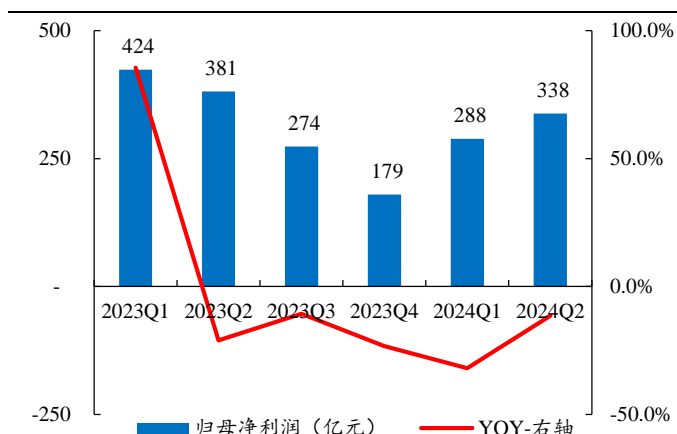
图1：2024H1 上市券商调整后营收/归母净利润同比 -17%/-22%



数据来源：Wind、开源证券研究所

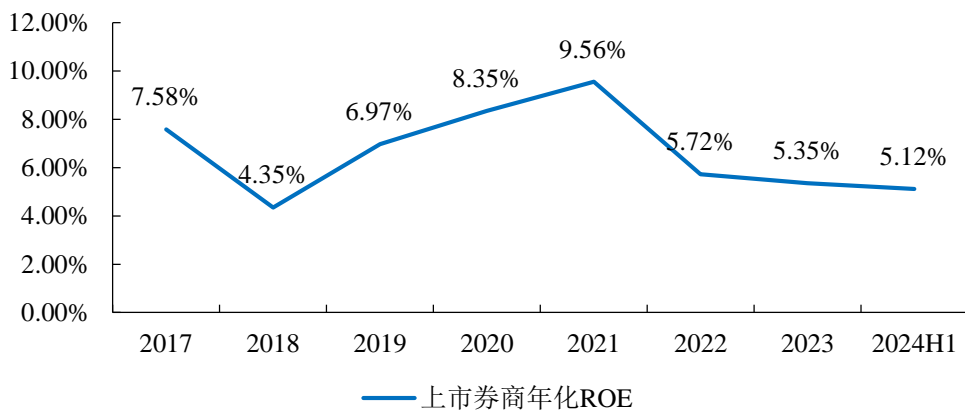
注：调整后营收=营业收入-其他业务成本

图2：2024Q2 单季度归母净利润环比+17%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2024H1 上市券商年化 ROE 5.12%



数据来源：Wind、开源证券研究所

**表1: 2024H1 手续费收入继续承压, 资管和投资相对韧性, 降本有所成效**

40家上市券商合计	2024H1			2023H1		
	金额(亿元)	YOY	收入占比	金额(亿元)	YOY	收入占比
经纪业务	450.3	-13%	24%	518.3	-9.9%	23%
投行业务	137.6	-41%	7%	235.0	-8.7%	10%
资管业务	219.5	-3%	12%	227.2	3.4%	10%
投资收益(含公允价值变动损益)	166.1	-29%	9%	235.3	71.8%	10%
利息净收入	765	-11%	41%	859	-15.3%	38%
其他净收入	132.2	-27%	7%	180.7	14.3%	8%
<b>调整后营业收入</b>	<b>1,870.7</b>	<b>-17%</b>		<b>2,255.6</b>	<b>13.4%</b>	
管理费用	1,091.5	-9%	58%	1,197	12.3%	53%
营业利润	746	-26%		1,015	14.9%	
<b>归母净利润</b>	<b>626.3</b>	<b>-22%</b>		<b>805.1</b>	<b>13.2%</b>	
ROE	5.12%	-26%		6.94%	4%	
杠杆率 (剔除客户保证金)	3.88	-4%		4.03	0.0%	

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 杠杆率=(总资产-代理买卖证券款)/归母净资产

**表2: 2024Q2 资管、投资分别环比+10%/+25%**

40家上市券商整体财务数据(亿元)	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q2 环比	2024Q2 同比
经纪业务	270	238	234	225	225	0%	-17%
投行业务	131	113	102	66	71	7%	-46%
资管业务	118	114	112	105	115	10%	-3%
投资业务	343	224	321	339	426	25%	24%
利息净收入	126	104	94	70	96	38%	-24%
其他业务净收入	118	84	17	71	61	-13%	-48%
<b>调整后营业收入</b>	<b>1,106</b>	<b>878</b>	<b>880</b>	<b>876</b>	<b>995</b>	<b>14%</b>	<b>-10%</b>
管理费用	594	576	640	522	570	9%	-4%
信用减值损失	25	4	38	-1	21		-17%
营业支出	845	818	938	691	873	26%	3%
营业利润	479	291	194	349	397	14%	-17%
<b>归母净利润</b>	<b>381</b>	<b>274</b>	<b>179</b>	<b>288</b>	<b>338</b>	<b>17%</b>	<b>-11%</b>
YOY	-21.0%	-10.7%	-23.4%	-32.0%	-11.4%		

数据来源: Wind、开源证券研究所

**表3: 2024H1 上市券商归母净利润表现分化**

2024H1						2024H1					
序号	证券简称	归母净利润 (亿元)	YOY	年化ROE	分红率	序号	证券简称	归母净利润 (亿元)	YOY	年化ROE	分红率
1	中信证券	105.7	-7%	7.92%	35%	23	西部证券	6.5	-8%	4.62%	7%
2	华泰证券	53.1	-19%	6.36%	27%	24	信达证券	6.1	-16%	6.82%	19%
3	国泰君安	50.2	-13%	6.22%	29%	25	东兴证券	5.8	65%	4.20%	30%
4	招商证券	47.5	0%	8.16%	20%	26	南京证券	5.5	20%	6.26%	0%
5	中国银河	43.9	-11%	7.26%	24%	27	首创证券	4.8	73%	7.56%	0%
6	广发证券	43.6	-4%	6.78%	19%	28	国金证券	4.5	-48%	2.78%	0%
7	国信证券	31.4	-13%	6.08%	0%	29	红塔证券	4.5	52%	3.84%	47%
8	中信建投	28.6	-34%	6.24%	0%	30	中银证券	4.2	-34%	4.88%	11%
9	中金公司	22.3	-37%	4.24%	23%	31	中泰证券	4.0	-76%	1.84%	20%
10	申万宏源	21.3	-43%	4.18%	21%	32	第一创业	4.0	27%	5.28%	10%
11	东方证券	21.1	11%	5.32%	31%	33	西南证券	3.4	-26%	2.66%	20%
12	光大证券	13.9	-42%	4.12%	35%	34	山西证券	3.2	-18%	3.58%	0%
13	方正证券	13.5	-6%	5.86%	30%	35	财达证券	2.4	-41%	4.12%	0%
14	东吴证券	11.7	-16%	5.76%	33%	36	中原证券	2.0	20%	2.88%	15%
15	国元证券	10.0	9%	5.68%	0%	37	国海证券	1.4	-63%	1.30%	30%
16	海通证券	9.5	-75%	1.16%	43%	38	东北证券	1.3	-76%	1.42%	0%
17	兴业证券	9.4	-48%	3.30%	30%	39	华林证券	1.2	20%	3.88%	0%
18	财通证券	9.3	-11%	5.28%	0%	40	国联证券	0.9	-85%	0.96%	0%
19	长江证券	7.9	-29%	4.42%	0%	41	太平洋	0.7	-67%	1.44%	0%
20	浙商证券	7.8	-14%	5.70%	0%	42	华西证券	0.4	-92%	0.34%	0%
21	长城证券	7.2	-19%	4.96%	0%	43	天风证券	-3.2	同比亏损	-2.76%	0%
22	华安证券	7.1	9%	6.66%	0%						

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 以 2024H1 归母净利润从大到小排序

**经纪: 经纪净收入表现弱于市场交易量, 席位和代销拖累。**(1) 上市券商经纪业务同比-13%, 其中证券经纪同比-14%, 代买、席位、代销收入分别同比-8%/-28%/-24%, 上半年市场日均股基成交额同比-6%。席位交易佣金和代销金融产品收入同比承压, 主因机构交易量下降、基金新发低迷、渠道返佣受限拖累, 上半年偏股基金新发份额同比-37%。(2) 2024H1 公募基金交易佣金为 67.74 亿元, 同比-30%, 主要因为机构交易量下降 25%。佣金率来看, 被动指数型基金佣金率下降, 主动权益类相对平稳。(3) 考虑到偏股基金新发仍低迷, 机构降佣下半年落地, 席位占比和代销占比高的券商下半年经纪业务表现或仍将承压。



**表4：2024年上半年证券经纪同比-14%，代买/席位/代销同比-8%/-28%/-24%**

2024H1 上市券商数据	金额 (亿元)	YOY
经纪业务净收入	450.3	-13%
证券经纪业务	402.8	-14%
代理买卖证券款净收入	296.6	-8%
席位租赁净收入	63.5	-28%
代销金融产品净收入	42.7	-24%
市场环境		
市场日均股基成交额	9,896	-6.2%
新开户数 (万户)	949	-28%
市场新发非货基金	6,605	26%
市场新发偏股基金	1,102	-34%

数据来源：Wind、开源证券研究所

**表5：2024H1 公募基金交易佣金 67.74 亿元，同比-30%，主要因为机构交易量下降**

指标	2023 年	2024H1
总盘子		
基金公司总佣金 (亿元)	168.35	67.74
YOY	-11%	-30%
股票交易总金额 (亿元)	230,722	98,088
YOY	-7%	-25%
公募机构佣金率	0.0730%	0.0691%
YOY	-4%	-7%
被动股票指数型		
被动股票指数型佣金	10.03	4.60
占比	6%	7%
被动股票指数型交易量	22,522	12,760
占比	10%	13%
被动股票指数型佣金率	0.045%	0.036%
增强指数型		
增强指数型佣金	8.13	3.83
占比	5%	6%
增强指数型交易量	14,246	6,897
占比	6%	7%
增强指数型佣金率	0.0571%	0.0555%
其他类型 (主动权益)		
其他类型佣金	150.20	59.32
占比	94%	93%
其他类型交易量	193,954	78,431
占比	84%	80%
其他类型佣金率	0.077%	0.076%

数据来源：Wind、开源证券研究所

**图4：上半年席位、代销同比下降拖累证券经纪**

亿元	YOY						结构		
	证券经纪净收入	占调整后营收	证券经纪	代理买卖证券净收入	席位租赁净收入	代销金融产品	代理买卖证券净收入	席位租赁净收入	代销金融产品
中信证券	42.8	16%	-11%	-7%	-26%	-11%	70%	14%	17%
国泰君安	26.3	20%	-13%	-10%	-21%	-21%	75%	15%	11%
华泰证券	25.2	20%	-12%	-9%	-10%	-28%	76%	14%	10%
广发证券	24.8	22%	-11%	-4%	-24%	-24%	72%	16%	12%
招商证券	23.8	25%	-12%	-10%	-31%	6%	77%	14%	10%
中国银河	23.0	23%	-15%	-10%	-42%	-40%	90%	3%	7%
中信建投	20.8	24%	-13%	-6%	-26%	-18%	64%	20%	17%
国信证券	20.2	28%	-5%	-3%	-11%	-21%	85%	7%	8%
中金公司	17.4	19%	-29%	-15%	-39%	-46%	60%	18%	22%
申万宏源	16.7	21%	-18%	-8%	-45%	-54%	83%	13%	3%
海通证券	15.5	20%	-14%	-6%	-31%	-40%	77%	18%	5%
方正证券	13.5	36%	-7%	-1%	-22%	-35%	83%	10%	7%
中泰证券	12.2	27%	-9%	-7%	-14%	-26%	78%	15%	7%
长江证券	11.8	43%	-19%	-12%	-27%	-32%	60%	33%	7%
光大证券	10.9	26%	-16%	-13%	-37%	-8%	65%	13%	22%
兴业证券	8.9	21%	-24%	-15%	-35%	-29%	57%	28%	15%
浙商证券	7.5	29%	-18%	-11%	-31%	-18%	62%	25%	13%
东方证券	7.3	13%	-25%	-14%	-38%	-34%	60%	29%	11%
国金证券	7.1	27%	-6%	2%	-16%	-28%	69%	21%	9%
东吴证券	6.6	20%	-11%	-3%	-23%	-23%	64%	32%	4%
华西证券	6.2	44%	-21%	-11%	-49%	-42%	82%	13%	5%
财通证券	5.7	19%	-1%	3%	-16%	-6%	74%	13%	13%
东北证券	4.1	26%	-16%	-11%	-28%	-13%	67%	27%	6%
华安证券	3.8	23%	-8%	-4%	-28%	-21%	85%	8%	8%
国元证券	3.7	16%	-10%	-6%	-57%	-16%	86%	2%	12%
天风证券	3.7	52%	-29%	-11%	-36%	-54%	38%	61%	2%
西部证券	3.6	17%	-13%	-8%	-38%	197%	75%	20%	5%
中银证券	3.3	27%	-15%	-11%	-25%	-33%	81%	9%	10%
国海证券	3.2	23%	-6%	-4%	-10%	7%	58%	37%	5%
长城证券	3.1	16%	-6%	-4%	-23%	10%	77%	14%	9%
东兴证券	2.8	14%	-12%	-7%	-72%	28%	87%	4%	10%
国联证券	2.8	26%	7%	-2%	38%	16%	68%	26%	6%
山西证券	2.5	20%	14%	8%	19%	52%	74%	13%	13%
西南证券	2.4	20%	-16%	-8%	-37%	-37%	78%	18%	4%
中原证券	2.2	23%	-3%	-3%	60%	-4%	97%	0%	3%
华林证券	2.2	35%	-2%	-3%	-32%	52%	94%	2%	5%
南京证券	1.8	13%	-7%	-5%	202%	-82%	93%	5%	1%
太平洋	1.5	28%	-11%	-6%	-27%	-35%	85%	9%	6%
第一创业	1.5	10%	-15%	-14%	-15%	-27%	78%	18%	4%
红塔证券	0.7	8%	-10%	-10%	0%	-60%	98%	1%	1%
上市券商	402.8	22%	-14%	-8%	-28%	-24%	74%	16%	11%

数据来源：Wind、开源证券研究所



**投行：投行收入受 IPO 环境影响承压。**在统筹一二级市场、严把 IPO 入口的监管环境下，2024H1 投行净收入同比-41%，IPO 收入 22 亿同比-80%，IPO 承销规模 325 亿元，同比-85%，实现 IPO 44 单（2023 年同期 173 单），预计债券承销对投行业务起到一定支撑作用。

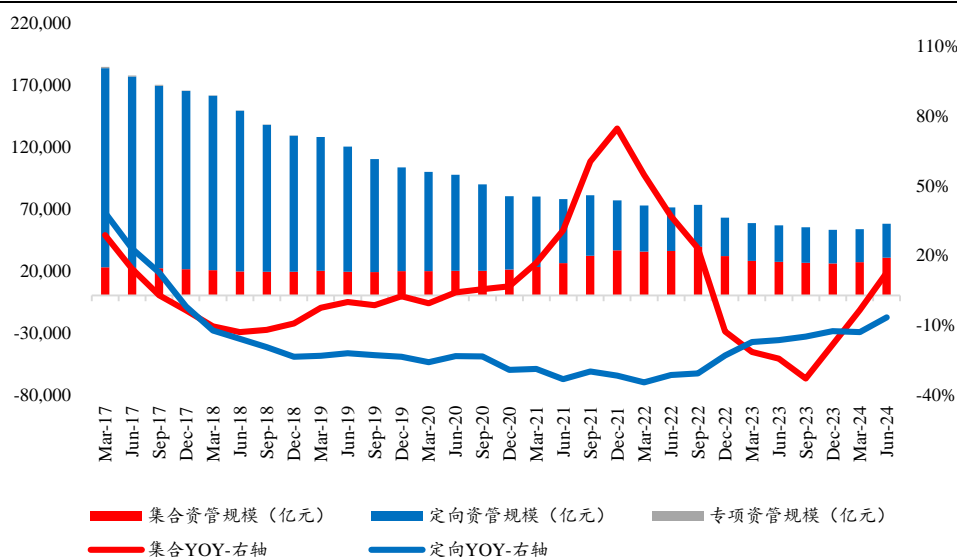
**图5：2024 上半年 IPO 承销额同比-85%**



数据来源：Wind、开源证券研究所

**资管：券商私募资管受益于债牛，基金公司业绩承压。**(1) 资管净收入同比-3%好于预期，中小券商普遍同比增长预计由券商私募资管业务驱动，行业集合资管规模同比+13%，较年初+18%。从样本头部券商私募资管业务来看，资管 AUM 有所增长，预计受债市向好影响，收入表现分化。(2) 2024H1 全市场偏股基金规模同比下降，非货基金规模同比增长。2024 年 6 月末全市场偏股基金（股+混）/非货保有规模为 6.65/17.90 万亿元，同比-9.2%/+10.4%，较年初-2.0%/+9.6%。样本 20 家基金公司收入/净利润同比-13%/11%。

**图6：2024Q2 末券商集合资管 3.05 亿元，同比+12.5%，较年初+18%**



数据来源：Wind、开源证券研究所

**图7：部分中小券商资管净收入同比增长较快**

受托客户资产管理业务净收入	2023H1	2024H1↓	YOY	受托客户资产管理业务净收入	2023H1	2024H1	YOY
	中信证券	49.68	49.14		-1%	东北证券	1.28
广发证券	41.88	33.83	-19%	天风证券	3.17	1.95	-39%
华泰证券	20.85	22.20	6%	山西证券	1.22	1.61	32%
国泰君安	20.89	19.21	-8%	东兴证券	0.99	1.53	54%
中泰证券	9.01	10.00	11%	长江证券	0.90	1.51	69%
海通证券	9.32	8.41	-10%	方正证券	0.92	1.22	32%
财通证券	7.00	8.25	18%	国海证券	0.86	0.99	15%
东方证券	11.43	7.08	-38%	东吴证券	0.51	0.89	76%
中信建投	6.10	6.42	5%	西部证券	0.44	0.80	82%
中金公司	6.54	5.56	-15%	兴业证券	0.69	0.76	10%
第一创业	4.71	4.67	-1%	国元证券	0.43	0.71	65%
中万宏源	5.22	4.05	-22%	太平洋	0.51	0.70	37%
国信证券	2.03	3.95	94%	华西证券	0.46	0.51	11%
光大证券	4.75	3.81	-20%	国金证券	0.47	0.42	-10%
招商证券	3.72	3.40	-9%	南京证券	0.11	0.37	238%
国联证券	0.84	3.12	274%	长城证券	0.34	0.14	-58%
华安证券	2.26	2.83	25%	中原证券	0.29	0.14	-52%
中银证券	2.84	2.63	-7%	西南证券	0.06	0.13	113%
中国银河	2.23	2.28	2%	华林证券	0.26	0.12	-52%
浙商证券	1.77	2.06	16%	红塔证券	0.20	0.11	-45%
				合计	227.18	219.51	-3%

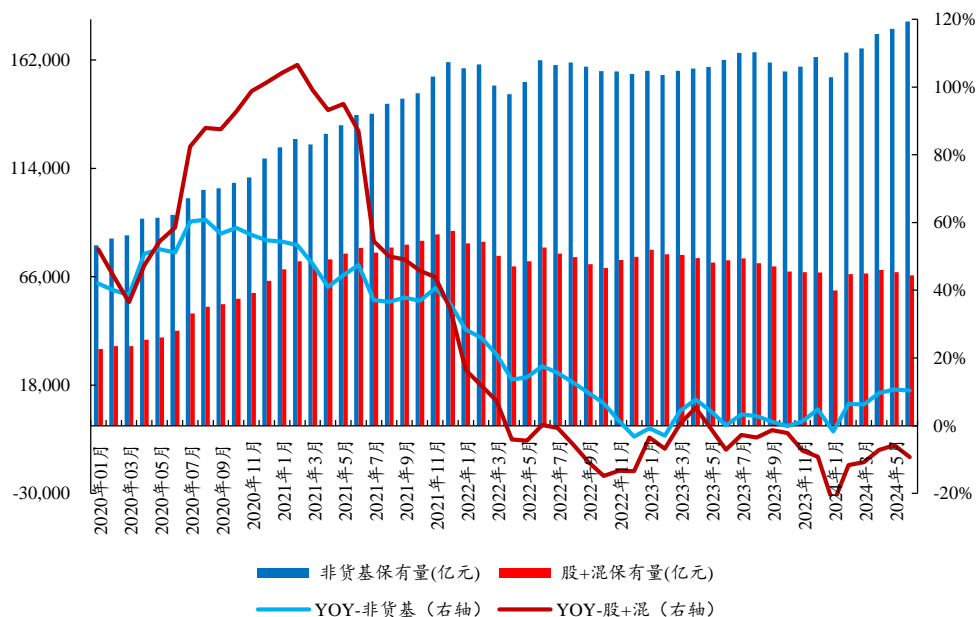
数据来源：Wind、开源证券研究所

**表6：头部券商集合资管业务 AUM 增长，受益于债市向好，私募资管收入（不含公募业务）变现分化**

亿元	券商私募资管收入			集合资管 AUM			单一资管 AUM			专项资管 AUM		
	2024H1	2023H1	YOY	2024H1	2023 末	较年初	2024H1	2023 末	较年初	2024H1	2023 末	较年初
中信证券	10.7	11.2	-4%	3,571	2,977	20%	8,398	8,417	0%	2,594	2,490	4%
中金公司	5.6	6.5	-15%	1,518	1,324	15%	3,593	3,539	2%	1,598	1,706	-6%
华泰证券	1.9	2.7	-30%	591	534	11%	1,603	1,308	23%	1,757	1,954	-10%
国泰君安	4.6	3.5	29%	2,572	2,193	17%	1,320	1,330	-1%	1,415	1,464	-3%
中国银河	2.3	2.2	4%	552	432	28%	522	533	-2%	8	17	-55%
招商证券	3.8	4.0	-6%	1,302	1,152	13%	1,050	1,071	-2%	670	726	-8%
广发证券	1.8	1.9	-7%	1,276	1,000	28%	889	883	1%	129	99	30%
头部 7 家券商	30.6	32.1	-5%	11,382	9,611	18%	17,376	17,081	2%	8,170	8,456	-3%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图8: 2024H1 末全市场非货/偏股 AUM 为 17.9/6.7 万亿元, 同比+10%/-9%, 较年初 +10%/-2%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图9: 样本 20 家基金公司业绩普遍承压, 指数和债基是胜负手

亿元 序号		营收↓			净利润		
		2024H1	2023H1	YOY	2024H1	2023H1	YOY
1	易方达	53.74	61.85	-13%	15.16	16.17	-6%
2	华夏基金	36.69	37.11	-1%	10.62	10.75	-1%
3	南方基金	34.01	35.21	-3%	10.36	9.85	5%
4	广发基金	31.91	43.36	-26%	8.22	12.15	-32%
5	富国基金	29.18	36.48	-20%	7.74	10.65	-27%
6	天弘基金	26.73	25.57	5%	9.36	7.54	24%
7	招商基金	25.32	27.73	-9%	8.47	8.92	-5%
8	汇添富	22.22	27.69	-20%	6.00	7.97	-13%
9	博时基金	22.15	23.46	-6%	7.62	7.55	1%
10	鹏华基金	17.89	21.17	-16%	3.82	4.88	-22%
11	景顺长城	16.78	20.35	-18%	4.81	6.47	-26%
12	中欧基金	15.88	24.76	-36%	2.83	4.92	-43%
13	兴证全球	15.02	20.91	-28%	6.10	7.96	-23%
14	华安基金	14.54	18.38	-21%	5.11	5.17	-1%
15	银华基金	13.36	17.42	-23%	2.54	3.51	-28%
16	大成基金	10.16	10.51	-3%	2.63	2.85	-8%
17	华泰柏瑞	10.02	8.16	23%	3.20	2.37	35%
18	万家基金	8.18	9.45	-13%	1.56	1.95	-20%
19	永赢基金	6.31	4.71	34%	1.01	0.89	13%
20	浦银安盛	6.24	6.33	-1%	1.33	1.68	-21%
	样本20家	416.32	480.62	-13%	119.37	134.21	-11%

数据来源: Wind、开源证券研究所

**利息净收入：**(1) 利息净收入 166 亿元，同比-29%，主要受两融和零售客户资金流出影响。其中，利息收入 1007 亿元，同比-7%，利息支出 841 亿，同比-1%。利息收入同比-7%，两融规模下降+两融利率竞争加剧，两融利息收入是利息收入主要拖累。

(3) 利息支出相对平稳，上市券商付息负债规模同比+1%，预计主要受债券自营加杠杆影响。头部样本 3 家券商付息债务成本表现分化，短期负债利率有所下降。

**表7：两融利息收入同比-11%是利息收入下降的主要拖累**

上市券商合计 (亿元)	2024H1	同比
利息收入	1,006.76	-7%
两融利息收入	371.09	-11%
买入返售利息收入	69.05	-13%
其他利息收入 (货币利息收入+债券投资利息收入)	566.63	-4%
货币资金+结算备付金	27223	-9%
债权投资+其他债权投资	13904	2%

数据来源：Wind、开源证券研究所

**图10：两融规模下降叠加两融利率竞争加剧，两融利息收入下降**

	两融利息收入			两融利率			融出资金规模	
	2023H1	2024H1	YOY	2023H1	2024H1	利率变化	2024H1	较年初
华泰证券	39.54	34.58	-13%	7.67%	6.41%	-1.27%	1036	-8%
中信证券	42.07	34.44	-18%	7.72%	5.93%	-1.78%	1134	-5%
国泰君安	30.83	26.37	-14%	7.01%	6.11%	-0.90%	829	-8%
中国银河	28.58	25.99	-9%	6.71%	6.00%	-0.72%	822	-10%
广发证券	26.04	24.39	-6%	6.17%	5.54%	-0.63%	850	-7%
招商证券	26.47	22.58	-15%	6.45%	5.58%	-0.87%	782	-7%
海通证券	21.16	18.22	-14%	6.30%	5.50%	-0.80%	639	-7%
中万宏源	20.05	18.16	-9%	6.55%	5.88%	-0.67%	592	-8%
国信证券	17.77	16.78	-6%	6.83%	6.18%	-0.65%	527	-6%
中信建投	19.37	15.49	-20%	7.13%	5.69%	-1.45%	525	-7%
中金公司	13.93	11.31	-19%	8.49%	6.55%	-1.93%	332	-7%
光大证券	11.37	9.78	-14%	6.13%	5.56%	-0.57%	335	-9%
方正证券	9.43	9.35	-1%	6.61%	5.98%	-0.62%	300	-8%
中泰证券	10.07	9.22	-8%	6.46%	5.84%	-0.62%	300	0%
兴业证券	9.16	8.25	-10%	6.26%	5.74%	-0.52%	274	-9%
长江证券	9.32	8.22	-12%	6.64%	6.02%	-0.62%	255	-2%
国金证券	6.07	6.27	3%	5.88%	5.23%	-0.64%	232	-6%
浙商证券	5.85	5.47	-7%	6.36%	5.71%	-0.65%	184	-8%
长城证券	5.93	5.44	-8%	5.29%	4.91%	-0.38%	208	-12%
东方证券	5.82	5.33	-8%	5.90%	4.82%	-1.08%	232	0%
财通证券	5.09	4.96	-3%	6.23%	5.48%	-0.74%	171	-10%
东吴证券	5.35	4.90	-8%	6.14%	5.29%	-0.85%	180	-5%
华西证券	5.02	4.78	-5%	5.96%	5.59%	-0.37%	161	-11%
国元证券	5.03	4.75	-5%	6.13%	5.46%	-0.67%	169	-6%
东兴证券	4.98	4.12	-17%	6.02%	5.40%	-0.62%	133	-23%
东北证券	3.82	3.39	-11%	6.64%	5.89%	-0.75%	109	-11%
中银证券	3.22	3.29	2%	5.85%	5.44%	-0.40%	116	-7%
西南证券	3.50	3.17	-10%	6.16%	5.60%	-0.56%	107	-11%
华安证券	2.84	2.74	-3%	6.02%	5.54%	-0.49%	93	-11%
国联证券	2.68	2.66	-1%	5.67%	5.70%	0.03%	86	-15%
西部证券	2.50	2.38	-5%	6.51%	5.94%	-0.57%	78	-7%
国海证券	2.54	2.37	-7%	6.90%	6.28%	-0.62%	71	-10%
中原证券	2.37	2.35	-1%	6.69%	6.43%	-0.27%	70	-8%
南京证券	2.35	2.27	-3%	6.23%	5.55%	-0.68%	78	-8%
山西证券	2.21	2.08	-6%	6.72%	6.55%	-0.17%	60	-29%
第一创业	1.82	1.83	1%	5.86%	5.42%	-0.44%	64	-12%
华林证券	1.26	1.27	0%	6.13%	5.67%	-0.46%	43	-9%
天风证券	1.40	1.08	-23%	6.33%	5.65%	-0.68%	36	-29%
太平洋	0.64	0.62	-3%	7.26%	6.60%	-0.65%	17	-7%
红塔证券	0.43	0.44	5%	6.59%	5.37%	-1.22%	18	-15%
合计	417.87	371.09	-11%	6.71%	5.82%	-0.89%	12247	-8%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：以 2024H1 两融利息收入自大到小排序

**表8：样本券商付息债务成本表现分化，短期负债利率下降**

负债成本	2023H1	2023A	2024H1
<b>华泰证券</b>			
长期负债利率	3.42%	3.28%	3.52%
短期负债利率	3.20%	3.39%	2.84%
<b>中信证券</b>			
长期负债利率	3.60%	3.41%	3.17%
短期负债利率	3.12%	3.05%	2.70%
<b>广发证券</b>			
长期负债利率	3.37%	3.26%	3.24%
短期负债利率	2.72%	2.77%	2.76%

数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

注：(1) 短期负债利率=(卖出回购金融资产利息支出+应付短融券利息支出+短期借款利息支出+拆入资金利息支出)/平均短期付息债务规模

(2) 短期付息债务规模=卖出回购金融资产+应付短融券+短期借款+拆入资金

(3) 长期负债利率=(长期借款利息支出+应付债券利息支出)/平均长期付息债务规模

(4) 长期付息债务规模=长期借款+应付债券

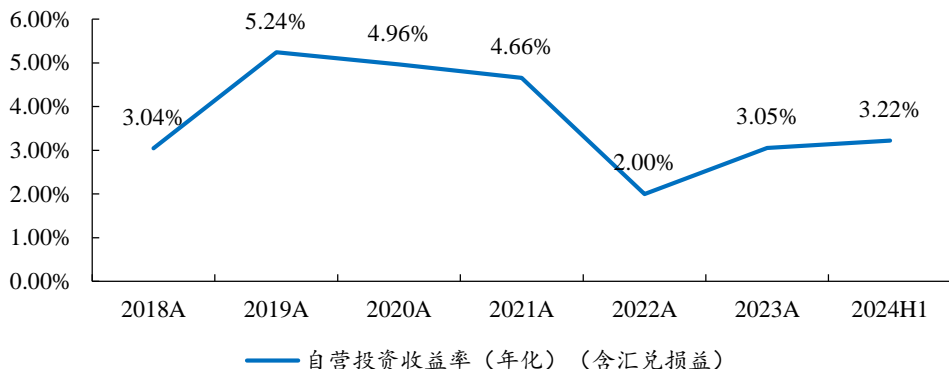
**图11：2024H1 上市券商付息负债规模同比+1%，预计主要受债券自营加杠杆影响**

付息债务规模合计	2024H1 (亿元)	同比	较年初	付息债务规模合计	2024H1 (亿元)	同比	较年初
中信证券	5292.1	16%	-3%	长城证券	567.1	-5%	-1%
海通证券	3946.3	-1%	-5%	天风证券	560.7	-14%	-6%
国泰君安	3545.4	-5%	-10%	东兴证券	514.6	5%	-2%
广发证券	3322.4	2%	0%	浙商证券	514.4	3%	-9%
华泰证券	3286.2	-10%	-14%	国联证券	507.2	18%	13%
中国银河	3161.6	-5%	4%	国金证券	502.1	12%	-5%
招商证券	3141.4	3%	-12%	西部证券	425.1	-4%	-10%
申万宏源	3023.6	-8%	-9%	华安证券	416.0	13%	8%
中信建投	2724.9	0%	0%	山西证券	390.7	-3%	-2%
中金公司	2630.7	2%	-5%	西南证券	373.0	-14%	-15%
国信证券	2377.8	22%	-7%	华西证券	341.1	-20%	-8%
东方证券	1610.2	6%	-2%	东北证券	328.3	-6%	-3%
兴业证券	1206.1	19%	1%	南京证券	265.4	5%	-5%
方正证券	1129.0	30%	0%	中原证券	229.6	-11%	1%
光大证券	866.6	-16%	-22%	国海证券	228.8	-42%	-23%
中泰证券	815.4	-4%	-5%	红塔证券	215.4	35%	46%
国元证券	799.8	14%	21%	中银证券	186.8	19%	-9%
东吴证券	769.4	30%	-5%	第一创业	181.6	-18%	-8%
财通证券	742.0	13%	9%	华林证券	46.2	-54%	12%
长江证券	599.9	-27%	-30%	太平洋	4.9	-59%	-58%
				<b>合计</b>	<b>51789.9</b>	<b>1%</b>	<b>-5%</b>

数据来源：Wind、开源证券研究所

付息债务规模=短期付息债务+长期付息债务

**投资：自营投资好于预期，预计股票自营和衍生品承压，债券自营支撑。**(1) 上半年中债综合债指数+3.9% (2023H1+2.7%)；沪深300上半年-8% (2023H1+3%)，上市券商自营投资收益(含汇兑损益)759亿，同比-10%，自营投资收益率3.11%，较2023年3.05%有所提升，较2024Q1的2.86%有所提升。(2) 样本券商数据来看，自营表现分化，华泰证券、中国银河、广发证券自营投资收益Q2环比高增，OCI账户债券规模有所减少。

**图12：2024H1 上市券商自营投资收益率 3.11%，较 2023 年 3.05%有所提升**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图13：2024H1 上市券商自营投资表现分化，债券自营起支撑作用**

自营	2024H1	同比	自营投资收益率	自营	2024H1	同比	自营投资收益率
中信证券	132.3	6%	3.75%	财通证券	8.1	-35%	3.11%
国泰君安	50.7	-5%	2.69%	山西证券	7.3	-25%	3.92%
中金公司	49.1	-21%	3.51%	中泰证券	7.1	-61%	3.48%
中国银河	48.9	5%	3.44%	国金证券	6.9	-29%	3.54%
申万宏源	48.5	-19%	3.06%	南京证券	6.9	119%	10.66%
招商证券	47.7	22%	3.17%	华安证券	6.4	-31%	4.08%
华泰证券	44.3	-40%	2.18%	天风证券	6.4	-61%	3.16%
广发证券	36.7	46%	2.92%	中原证券	5.8	-12%	4.64%
中信建投	35.6	-18%	3.28%	浙商证券	5.7	-35%	2.84%
国信证券	35.1	1%	3.35%	红塔证券	5.7	63%	6.59%
东方证券	22.8	64%	4.15%	第一创业	5.7	40%	5.39%
海通证券	17.3	-44%	1.52%	西南证券	5.4	-24%	3.29%
西部证券	14.0	-2%	4.84%	东北证券	5.2	-39%	2.63%
东吴证券	13.0	-12%	5.14%	国海证券	3.9	-16%	3.54%
方正证券	12.0	6%	3.72%	国联证券	3.7	-61%	1.64%
兴业证券	11.7	-6%	2.65%	长江证券	1.9	-22%	1.19%
长城证券	11.6	-5%	3.99%	中银证券	1.8	-4%	2.04%
国元证券	10.7	91%	8.41%	华西证券	1.7	-69%	1.44%
光大证券	9.9	-54%	2.69%	华林证券	1.6	扭亏为盈	12.55%
东兴证券	8.7	52%	5.05%	太平洋	1.1	-64%	4.84%
				合计	759.0	-10%	3.22%

数据来源：Wind、开源证券研究所



**表9：样本券商自营投资表现分化**

	2024H1	自营投资收益 (亿元)	2024H1 同比	单 Q2 环比
中信证券		132.30	6%	9%
华泰证券		44.29	-40%	40%
国泰君安		50.65	-5%	14%
中国银河		48.87	5%	100%
中金公司		49.06	-21%	10%
广发证券		36.70	46%	123%

数据来源：Wind、开源证券研究所

**图14：交易性金融资产科目中，样本券商股票有所减少，债券有所增加**

交易性金融资产中的 股票 (亿元)	2022末	2023H1	2023末	2024H1	2024H1 同比	2024H1 较年初
中信证券	1,883	2,110	2,209	1,972	-7%	-11%
华泰证券	1,027	1,150	1,236	668	-42%	-46%
国泰君安	513	617	692	501	-19%	-28%
中国银河	148	169	303	178	6%	-41%
中金公司	1,251	1,490	1,401	888	-40%	-37%
交易性金融资产中的 债券 (亿元)						
中信证券	1,731	1,989	2,184	2,238	13%	3%
华泰证券	1,742	1,747	1,958	2,092	20%	7%
国泰君安	1,486	1,480	1,575	1,675	13%	6%
中国银河	922	1,258	1,091	1,514	20%	39%
中金公司	815	876	901	1,118	28%	24%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

**图15：OCI 账户中，华泰证券、中国银河、广发证券债券规模环比下降**

债权投资+其他债券投资 (亿元)	2022	2023Q1	2023H1	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024H1	环比
中信证券	701	699	712	574	812	638	696	9%
华泰证券	591	640	657	663	664	673	603	-10%
国泰君安	643	621	694	697	978	772	778	1%
中国银河	1,120	1,223	1,254	1,157	997	1,265	1,012	-20%
中金公司	667	531	570	577	656	627	785	25%
广发证券	1,439	1,417	1,430	1,492	1,393	1,278	993	-22%
其他权益工具投资 (亿元)								
中信证券	2	2	2	17	95	652	670	3%
华泰证券	2	2	3	3	1	1	2	14%
国泰君安	23	24	23	21	19	18	58	220%
中国银河	384	408	383	369	452	523	541	3%
中金公司	-	-	-	-	-	16	17	7%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

**图16: 多数样本券商衍生金融资产规模较年初增长, 名义本金较年初减少**

亿元	衍生金融资产				名义本金 (用于非套期的衍生金融工具)			
	2023H1	2023	2024H1	较年初	2023H1	2023	2024H1	较年初
中信证券	379	328	403	23%	45,207	51,075	50,794	-1%
华泰证券	150	163	167	3%	29,268	27,318	25,774	-6%
国泰君安	76	97	137	42%	25,003	23,910	21,739	-9%
中国银河	53	84	120	43%	8,968	13,911	14,384	3%
中金公司	191	120	115	-4%	10,785	10,539	10,333	-2%

数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

**国际业务:** 样本券商多数海外业务表现较好, 华泰金控香港收入/净利润同比+29%/+27%, 利润贡献 16%; 中信证券国际收入/净利润同比+21%/+66%, 利润贡献 16%; 国泰君安金控收入/净利润同比+55%/+138%, 利润贡献 12%; 银河国际金控收入/净利润同比-1%/+33%, 利润贡献 4%。头部券商积极拓展国际化布局, 成效显著, 收入显著增长, 各券商加强国际市场业务开拓, 国际竞争力提升, 响应监管对行业的规划“到2035年形成2-3家具备国际竞争力与市场引领力的投资银行和投资机构”。

**图17: 头部券商积极发展国际业务**

人民币 亿元	营收			净利润			利润贡献	
	2024H1	2023H1	YOY	2024H1	2023H1	YOY	2024H1	2023H1
华泰金控(香港)	88.5	68.5	29%	8.3	6.1	37%	16%	9%
中信证券国际	69.6	57.7	21%	16.6	10.0	66%	16%	9%
中金国际	47.9	55.4	-13%	8.9	15.5	-42%	40%	44%
国泰君安金控	33.5	21.5	55%	5.9	2.5	138%	12%	4%
银河国际金控	10.5	10.6	-1%	1.6	1.2	33%	4%	2%

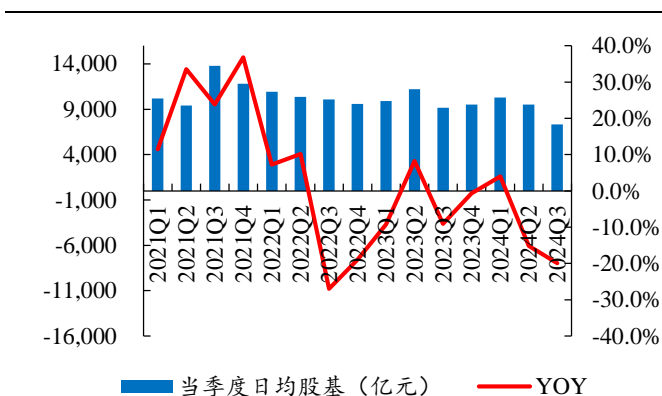
数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

注: 上述数据已按相应汇率折算为人民币

## 2、三季报前瞻：交易量下滑明显，股市走弱债市走强

**经纪：3 季度以来交易量下降明显，叠加机构降佣落地，经纪业务环比承压。**截至 2024 年 9 月 13 日，2024Q3 日均股基成交额 7329 亿元，同比-20%，环比-23%。考虑机构降佣对席位的负面影响以及基金新发低迷环境，预计上市券商 2024Q3 经纪业务净收入同比-32%，环比-28%。

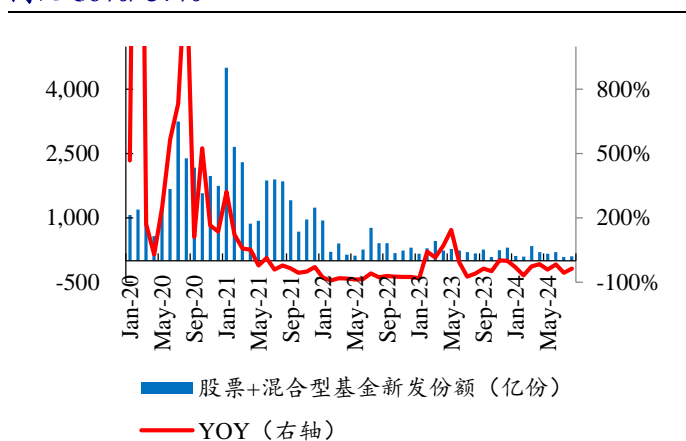
图18：2024Q3 日均股基成交额同比-20%，环比-23%



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：2024Q3 为 2024 年 7 月 1 日至 9 月 13 日成交额

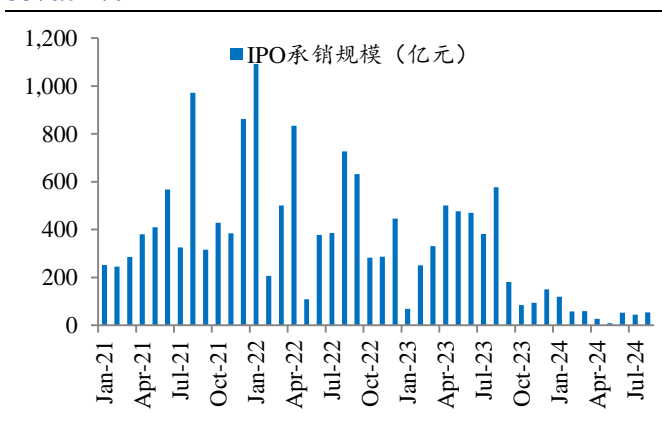
图19：2024 年 7、8 月新发偏股基金份额 88/105 亿元，同比-56%/-37%



数据来源：Wind、开源证券研究所

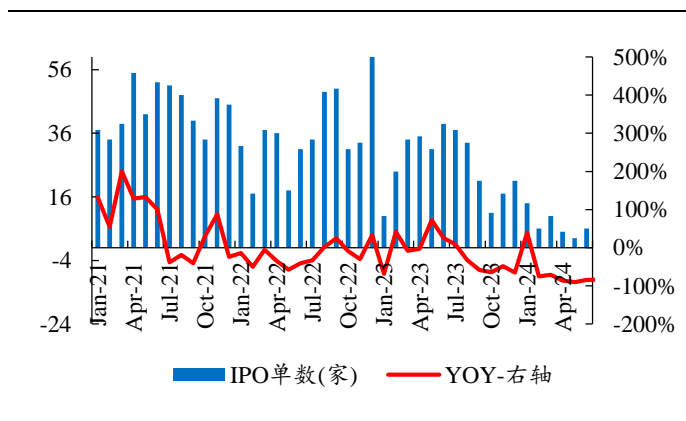
**投行：股权融资业务延续低迷，债券融资业务起支撑作用。**3 季度以来，IPO 规模和单数延续低迷，再融资承压，债券承销相对稳健。2024 年 7、8 月 IPO 规模 44/53 亿元，同比下降 88%/91%，IPO 单数为 6/9 单，同比-84%/-73%。再融资规模 114/49 亿元，同比下降 82%/92%，债承规模 1.2/1.4 万亿元，同比+7%/-1%。

图20：2024 年 7、8 月 IPO 规模 44/53 亿元，同比下降 88%/91%



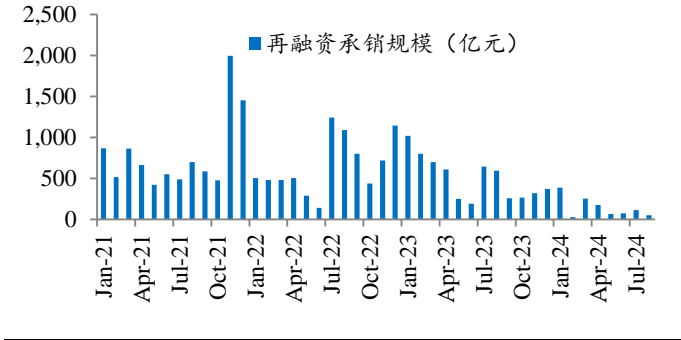
数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：2024 年 7、8 月 IPO 为 6/9 单，同比-84%/-73%



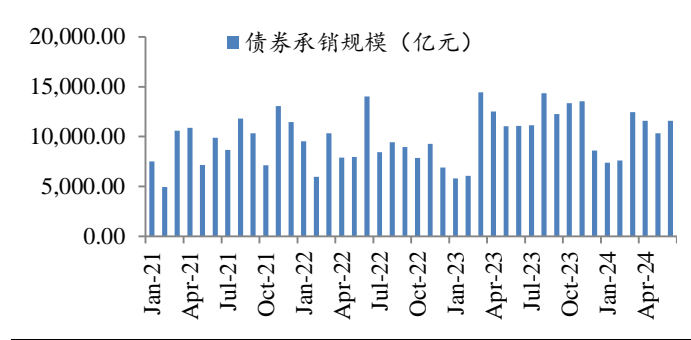
数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：2024年7、8月再融资规模114/49亿元，同比降82%/92%



数据来源：Wind、开源证券研究所

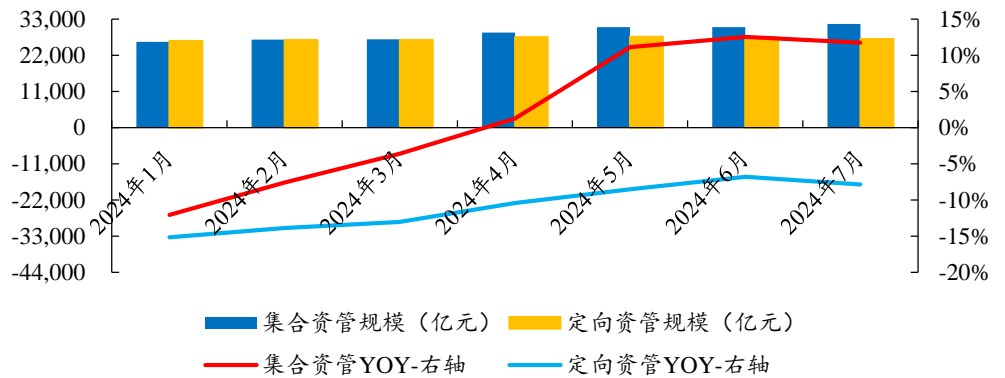
图23：2024年7、8月债承规模1.2/1.4万亿元，同比+7%/-1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

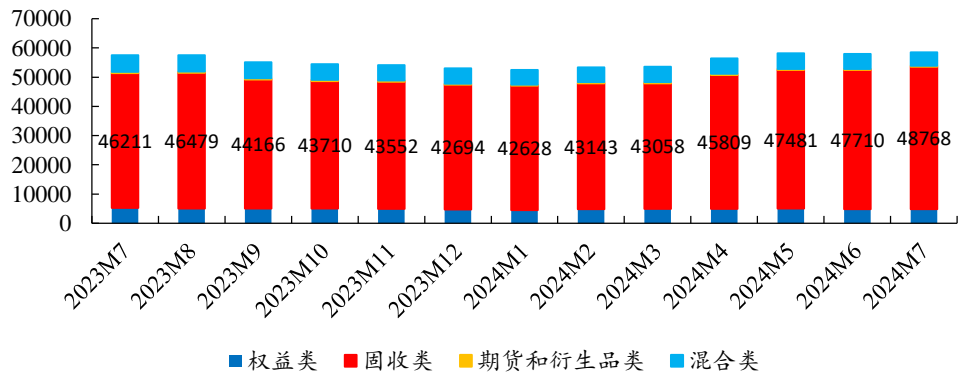
**资管：债市向好驱动固收类资管产品增长，预计3季度券商私募资管收入相对稳定。** 2024年5月以来集合资管AUM同比增长，2024年7月末集合资管规模为3.16万亿元，同比+12%，券商私募资管总AUM（集合+定向）为5.85万亿元，同比+2%。分产品类型来看，固收类产品AUM同比+6%是唯一增长类型，带动了整体AUM的提升，AUM增长将支撑券商私募资管收入。

图24：2024年5月以来集合资管同比改善，2024年7月末集合资管规模同比+12%



数据来源：中基协、开源证券研究所

图25：2024年7月末固收类规模48768亿元，同比+6%

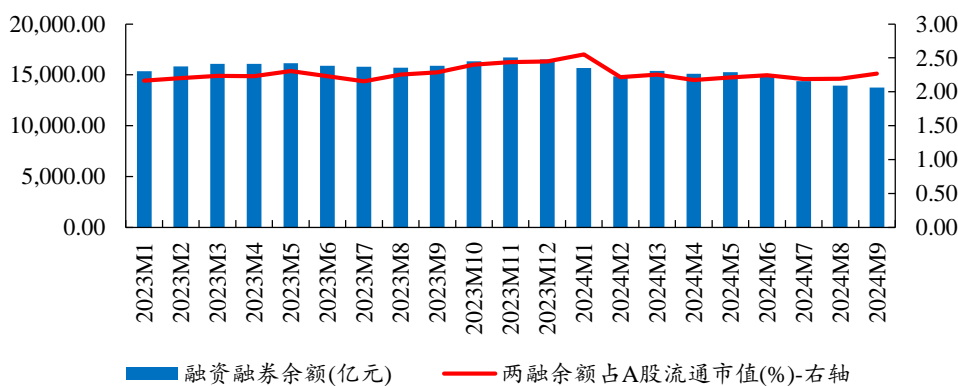


数据来源：中基协、开源证券研究所

注：上图单位为亿元

**两融与负债成本：3 季度以来两融规模下降，负债成本下降放缓。**目前全市场两融规模 1.37 万亿元，较年初下降 17%，较 2 季度末下降 7%。券商负债成本来看，8 月中短期票据到期收益率 1.98%，月度环比-0.4bp，3 年期/5 年期证券公司债收益率 2.05%/2.14%，环比-3/-6bp。

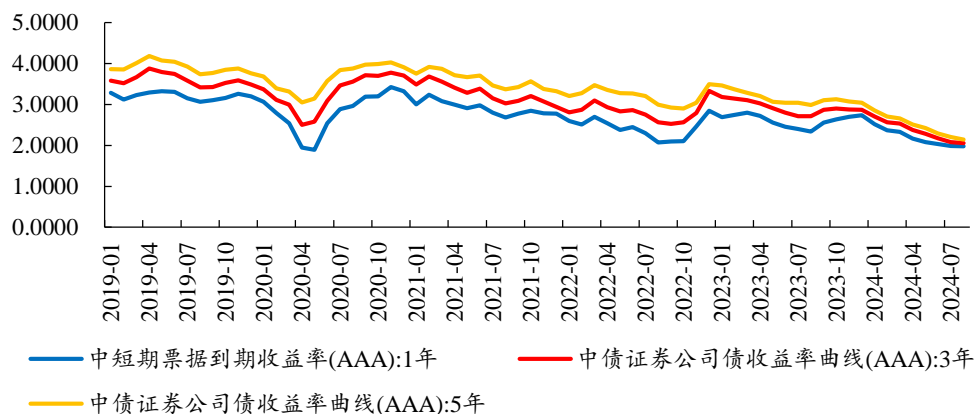
**图26：2024 年 5 月以来两融规模环比下降，目前（9 月 13 日）两融规模较年初-17%**



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：截至 2024 年 9 月 13 日

**图27：7、8 月券商负债成本下降放缓**



数据来源：Wind、开源证券研究所

**自营投资：3 季度股市承压，债市表现较好。**2024Q1-3 沪深 300/万得全 A 分别下跌 8%/15%(2023 年同期下跌 5%/1%)，2024 年 3 季度沪深 300/万得全 A 分别下跌 9%/8%，弱于 2024Q2 市场表现。2024Q1-3 中证综合债/纯债债基分别上涨 5.5%/2.7%（2023 年同期上涨 3.4%/2.6%），2024 年 3 季度中证综合债/纯债债基分别上涨 1.6%/0.6%。预计券商自营权益投资同环比承压，债券投资相对景气。

**图28：2024年3季度股市下跌，债市上涨**

区间涨跌幅	2023Q1-3	2024Q1-3	2024Q1	2024Q2	2024Q3
沪深300	-5%	-8%	3%	-2%	-9%
万得全A	-1%	-15%	-3%	-5%	-8%
中证综合债	3.4%	5.5%	2.1%	1.7%	1.6%
纯债债基	2.6%	2.7%	1.1%	1.0%	0.6%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：2024年3季度数据截至2024年9月13日

预计2024全年券商基本面承压，低基数背景下同比降幅有望收窄。(1) 2024Q3以来市场交易量下降明显、股权融资环境低迷，预计手续费业务同环比承压。投资收益预计由债牛支撑，降本效果或在下半年将进一步体现。我们预计上市券商2024前三季度/全年净利润883/1176亿元，同比-18%/-7%。(2) 截至9月13日，证券板块PB(LF) 1.09倍，位于近5年分位数1.5%，估值具有安全边际。(3) 机构持仓来看，2024Q2主动型基金重仓股中券商板块占比0.33%，环比下降0.28个百分点，环比降幅45%，位于近5年0%分位数，相对A股低配2.81个百分点。

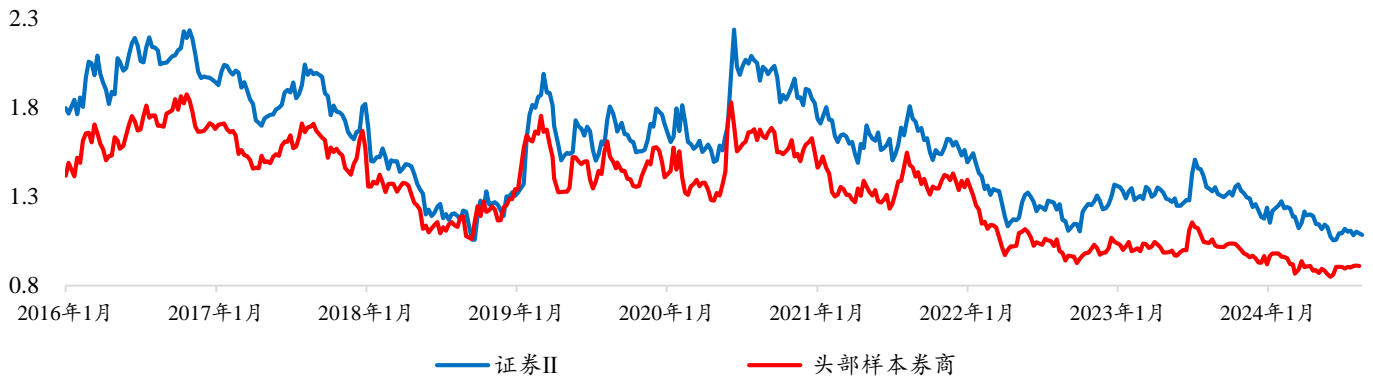
**表10：预计2024前三季度/全年上市券商归母净利润同比-18%/-7%**

40家上市券商 (单位：亿元)	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024H1	2024Q1-3E	2024E
经纪业务收入	742	1140	1373	1120	991	450	612	790
YOY	19.40%	53.70%	20.40%	-18.40%	-11.6%	-13%	-19%	-20%
日均股基成交额	5580	9,042	11,343	10,215	9,920	9,896	8,752	8,730
YOY	35.50%	62.00%	25.40%	-9.90%	-2.9%	-6.2%	-13.0%	-12.0%
投行业务收入	416	580	618	576	450	138	214	302
YOY	23.00%	39.00%	6.50%	-6.80%	-21.9%	-41%	-38.5%	-32.9%
资产管理收入	314	389	499	454	453	220	317	422
YOY	3.00%	24.00%	28.00%	-9.00%	0%	-3%	-7%	-7%
大投资业务收入	1367	1578	1797	873	1,404	765	1,092	1,448
YOY	89.00%	15.00%	14.00%	-51.00%	61%	-11%	1%	3%
自营投资收益率 (年化)	5.20%	5.06%	4.67%	1.93%	2.99%	3.11%	2.20%	2.91%
利息净收入	422	534	600	575	434	166	258	383
YOY	15.00%	27.00%	12.00%	-4.00%	-25%	-29%	-24%	-12%
营业收入(调整后)	3,440	4,404	5,163	3,899	4,013	1,871	2,662	3,571
YOY	51.00%	28.00%	17.00%	-24.00%	3%	-17%	-15%	-11%
管理费	1,763	2,103	2,530	2,313	2,413	1,085	1,570	2,107
同比	19.90%	19.20%	20.30%	-8.60%	4.3%	-9.3%	-11.4%	-12.7%
归母净利润	1,087	1,456	1,891	1,252	1,258	626	883	1,176
YOY	69.80%	34.00%	29.90%	-33.80%	0.5%	-22.2%	-18.2%	-6.5%
净利率(调整后)	31.60%	33%	37%	32%	31%	33%	33%	33%
ROE(年化)	6.97%	8.35%	9.56%	5.72%	5.35%	5.13%	4.81%	4.75%

数据来源：Wind、开源证券研究所



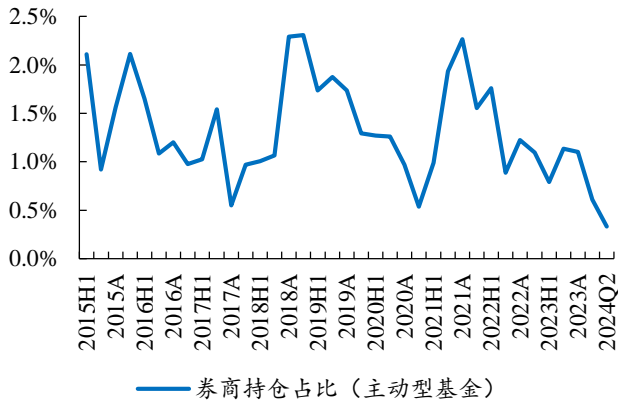
图29：当前券商 PB-LF 处于历史低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

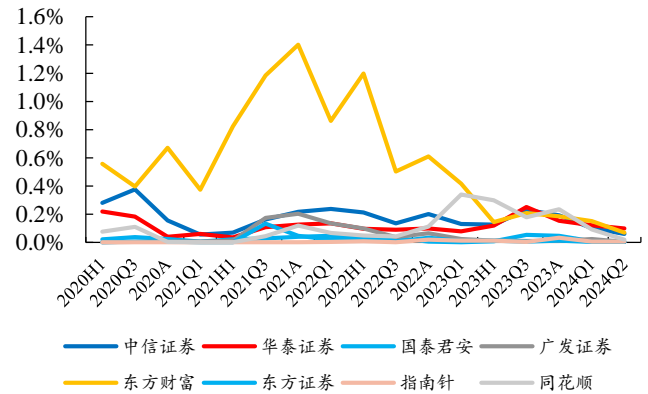
注：头部样本券商包括中信证券、海通证券、华泰证券、国泰君安、广发证券、招商证券

图30：2024Q2 主动型基金中券商板块持仓下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：2024Q2 券商标的受减仓



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3、投资建议

**机构持仓与估值处于历史低位，关注 beta 机会。**机构持仓以及券商板块 PB 估值水平位于历史低位，具有安全边际，下半年券商基本面因低基数同比降幅有望收窄，9月19日美联储降息50bp，利好A股风险偏好和交易量提升，关注券商板块 beta 催化机会，看好三条主线，受益于交易量改善的互联网券商，并购主线，海外和综合业务优势突出的头部券商。(1) 互联网券商受益标的，东方财富、同花顺、指南针。(2) 并购主线受益标的，中国银河、中金公司、国泰君安、东兴证券、浙商证券、国联证券、方正证券。(3) 海外和综合业务优势突出的头部券商。

**表11：受益标的估值表**

证券代码	证券简称	股票价格	EPS (元)			P/E		评级
		2024/9/18	2023A	2024E	2025E	2024E	2025E	
601456.SH	国联证券	9.56	0.24	0.28	0.34	34.14	28.12	买入
300059.SZ	东方财富	10.38	0.52	0.50	0.55	20.76	18.87	买入
300803.SZ	指南针	34.48	0.18	0.44	0.76	78.58	45.60	买入
300033.SZ	同花顺	99.59	2.61	3.16	4.58	31.52	21.74	买入
601881.SH	中国银河	11.23	0.65	0.72	0.82	15.63	13.67	未评级
601995.SH	中金公司	28.50	1.14	1.07	1.27	26.52	22.48	未评级
601211.SH	国泰君安	14.70	0.97	1.07	1.20	13.77	12.28	未评级
601198.SH	东兴证券	8.08	0.25	0.31	0.34	25.76	23.66	未评级
601878.SH	浙商证券	10.83	0.42	0.46	0.51	23.77	21.10	未评级
601901.SH	方正证券	6.83	0.26	0.29	0.32	23.62	21.28	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：上述中国银河、中金公司、国泰君安、东兴证券、浙商证券、方正证券、指南针 EPS、PE 数据取自 Wind 一致性预期

#### 4、风险提示

- 市场波动风险：股市债市波动对证券公司投资收益带来不确定影响；
- 监管趋严风险：监管政策趋严对券商衍生品等业务带来不确定影响。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn