

推荐 (维持)

自营投资差异是券商业绩分化的关键
——证券行业 2024 中报综述

2024 年 09 月 05 日

重点公司	评级
中信证券	增持
华泰证券	增持
国联证券	增持
浙商证券	增持
东方财富	增持

来源：兴业证券经济与金融研究院

相关报告

《站在新政策周期的起点——
证券行业 2024 年中期投资策略
略》2024-06-16

《行业供给侧改革加速,优选基
本面超预期标的——非银行业
2024 年一季报综述》2024-05-06
《交易能力和国际业务成为券
商突围的制胜法宝——证券行
业 2023 年报综述》2024-04-08

分析师:

徐一洲

S0190521060001

陈静

S0190524070003

投资要点

市场和政策双重作用,券商经历压力测试。1)收入端,上半年上市券商合计实现营业收入和归母净利润 2,350 和 640 亿元,同比分别-12.7%和-21.9%;分结构看,经纪、投行、资管、自营、利息和其他业务收入分别为 458、140、227、806、168 和 552 亿元,同比分别-13.0%、-41.1%、-1.4%、-12.5%、-29.1%和+2.1%,自营业务为第一大收入来源;2)成本端,上市券商合计管理费用同比-8.7%至 1,114 亿元,信用减值损失同比-31.0%至 19 亿元,降本增效逐步落实;3)经营杠杆,行业扩张趋势延缓,2024H1 上市券商经营杠杆较年初-3.6%至 3.75 倍,其中信用杠杆和投资杠杆分别-8.8%、-2.1%至 0.64、2.36 倍;4)竞争格局,市场波动下行业利润集中度有所抬升,2024H1 上市券商归母净利润 CR5 较 2023 年提升 1.47pct 至 47.0%;5)人才队伍,财富管理和投资银行条线人力延续扩张,但增速有所放缓。

收费类业务延续承压,功能性逐步落实。1)交投清淡公募费改下经纪业务收入延续承压。上半年上市券商合计经纪业务净收入同比-13.0%至 457.62 亿元,上市券商代买、席位租赁和代销净收入同比分别-7.5%、-27.7%、-24.6%,行业经纪收入增速弱于成交额增速主要系费率下滑叠加公募费改下代销收入下降,截至 2024 一季度末行业佣金率下降至万分之 2 左右。2)券商资管规模或企稳,未来发展空间广阔。样本券商大资管收入同比-4.6%至 276.86 亿元,其中资管净收入和基金管理净收入分别同比+4.4%、-11.6%至 132.85、144.01 亿元,券商资管净收入逆势提升,或是由于债牛下固收类资管产品需求提升,公募费改下除具有 ETF 特色的公募基金外,其余公募基金收入利润明显承压。3)资本市场股权融资节奏大幅放缓,致使投行净收入下滑,行业股权融资集中度提升,头部券商凭借强劲的综合实力、全产业链的综合服务能力、领先的人力和项目储备,有望攫取更高市场份额。

自营表现有明显分化,债券成为胜负手。1)上半年股市震荡、债市大幅上行,券商金融资产规模保持稳定,样本券商金融资产合计规模较年初-0.3%至 53,372 亿元,其中股票、基金、债券分别较年初-11.9%、+8.5%、+2.6%至 9,397、6,951、31,432 亿元,债券类和基金类资产配置比例提升;资产配置思路不同使上市券商自营投资收益出现较大分化,如东方证券自营投资收益同比增长 44.1%至 25.07 亿元,其中有 56.9%来自于处置其他债权投资所产生的投资收益,另外国信证券等券商通过增配其他权益工具投资中股票资产以获得股利回报。2)市场波动下信用业务略有下滑,6 月末市场两融余额较年初-10.3%至 14,809 亿元,无风险利率下行使样本券商两融利率较年初下降 48BP 至 5.58%,股票质押股数较年初略增 0.32%。

券商板块当前处于磨底阶段,看好并购重组主线交易机会。政策方面,2024 年 4 月 12 日新“国九条”发布,此后《关于加强上市证券公司监管的规定》、《上市公司股东减持股份管理暂行办法》等政策落地实施,资本市场“1+N”政策体系逐步形成;市场方面,通过股债比模型判断当前市场向下空间有限,若未来市场企稳修复,将为券商板块反弹提供良好环境;估值方面,当前板块估值处于 2012 年以来历史底部位置,估值修复空间充足。选股聚焦具备盈利弹性或估值扩张弹性的个股,推荐综合能力强、有望通过机制优化兑现平台优势的华泰证券和中信证券,有望通过并购重组提升综合竞争力的浙商证券、国联证券。

风险提示:权益市场出现大幅波动;监管周期趋严;大幅计提信用减值损失;佣金费率出现大幅下行。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

目 录

1、市场和政策双重作用，券商经历压力测试.....	4 -
1.1、收入：收费类和资金类业务收入双重承压.....	4 -
1.2、成本：降本增效下上市券商管理费用下滑.....	5 -
1.3、杠杆：市场波动下券商经营杠杆有所下滑.....	6 -
1.4、格局：中小券商业绩波动大使集中度提升.....	7 -
1.5、人力：财富管理和投行人员扩张速度放缓.....	9 -
2、收费类业务延续承压，功能性逐步落实.....	11 -
2.1、经纪业务：交投清淡公募费改下收入延续承压.....	11 -
2.2、资管业务：券商资管规模或企稳未来空间广阔.....	15 -
2.3、投行业务：股权融资节奏放缓使投行收入下滑.....	18 -
3、自营表现有明显分化，债券成为胜负手.....	20 -
3.1、投资业务：上市券商自营投资表现出较大分化.....	20 -
3.2、信用业务：逆周期调节致使融券规模大幅收缩.....	25 -
3.3、国际业务：决定券商业绩表现的重要影响因素.....	27 -
4、盈利预测与投资建议.....	28 -
4.1、盈利预测.....	28 -
4.2、投资建议.....	29 -
5、风险提示.....	31 -

图 目 录

图 1、2024 上半年头部券商呈现更强业绩韧性.....	8 -
图 2、市场波动下行业盈利集中度进一步抬升.....	8 -
图 3、证券行业人员数量有所收缩.....	10 -
图 4、分析师成为证券行业人力扩张最快的方向.....	10 -
图 5、2024 上半年日均股基成交额同比-6.8%.....	11 -
图 6、截至 2024Q1 行业佣金率下滑至万分之 2.....	11 -
图 7、截至 2024 一季度券商资管规模基本企稳.....	16 -
图 8、2024 上半年股权融资规模同比-73.9%.....	18 -
图 9、2024 上半年券商债券承销规模同比-0.8%.....	18 -
图 10、股权融资放缓下上市券商投行净收入大幅下滑.....	19 -
图 11、2024 上半年权益市场较为震荡.....	21 -
图 12、2024 上半年债券市场大幅上行.....	21 -
图 13、上市券商自营投资收入分化明显.....	23 -
图 14、上半年头部券商衍生金融工具名义本金大幅下滑.....	24 -
图 15、2024 上半年市场两融余额略有下滑.....	25 -
图 16、市场股票质押规模持续压降.....	25 -
图 17、大部分上市券商融出资金下滑.....	26 -
图 18、头部券商融券市占率维持高位.....	26 -
图 19、当前股债比处于历史高位.....	31 -
图 20、从 PB-Band 来看行业估值处于历史低位.....	31 -

表目录

表 1、2024 上半年上市券商分业务收入结构（单位：亿元）	4 -
表 2、营收下滑致使上市券商管理费用率提升（单位：亿元，pct）	5 -
表 3、市场波动下上市券商整体收缩经营杠杆（单位：pct，倍）	6 -
表 4、近年来头部上市券商格局调整，中国银河排名提升（单位：亿元）	9 -
表 5、上市券商财富和投行条线人力补充放缓（单位：人，%）	10 -
表 6、上市券商经纪业务收入规模增速及结构（单位：亿元，%）	12 -
表 7、上市券商机构保证金占比有所下滑	13 -
表 8、头部券商积极发力经纪业务新开户	14 -
表 9、上市券商基金投顾业务规模稳步扩张	14 -
表 10、2024 上半年券商大资管收入规模、增速及结构（单位：亿元，%） ..	15 -
表 11、上半年部分券商集合资管受托本金有所回升（单位：亿元）	17 -
表 12、部分券商参控股公募利润贡献度提升（单位：亿元，pct）	17 -
表 13、头部券商 IPO 市场份额遥遥领先（单位：亿元）	19 -
表 14、头部券商再融资市场份额不断提升（单位：亿元）	20 -
表 15、上市券商增配其他权益工具投资规模（单位：亿元，%）	21 -
表 16、上市券商金融资产规模基本持平（单位：亿元，%）	22 -
表 17、部分券商 OCI 账户的自营投资收益贡献（单位：亿元）	23 -
表 18、部分券商增配 OCI 中股票资产配置（单位：亿元）	23 -
表 19、上半年直投+另类子公司营收和净利润表现不佳（单位：亿元）	24 -
表 20、上半年券商两融利差大幅收窄	26 -
表 21、上市券商表内质押规模、增速及减值情况（单位：亿元，%，pct） ..	27 -
表 22、头部券商香港子公司利润差异较大（单位：亿元）	28 -
表 23、2024 年证券行业盈利预测（单位：亿元）	28 -
表 24、各项核心业务假设	29 -
表 25、政策倡导头部券商通过并购重组做优做强	30 -
表 26、近期并购重组情况更新	30 -

报告正文

1、市场和政策双重作用，券商经历压力测试

1.1、收入：收费类和资金类业务收入双重承压

收入端，成交发行收缩致使券商收入同比下降，但环比 Q1 有所修复。2024 上半年 43 家上市券商合计实现营业收入和归母净利润分别为 2,350.23 和 639.61 亿元，同比分别-12.7%和-21.9%；分明细来看，经纪业务、投行业务、资管业务、自营业务、利息净收入和其他业务收入分别为 457.62、140.03、226.96、805.70、168.15 和 551.77 亿元，同比分别-13.0%、-41.1%、-1.4%、-12.5%、-29.1%和+2.1%，上半年市场交投活跃度下降，股权融资节奏大幅放缓，对收费类业务收入造成拖累，权益市场震荡、债券市场走牛下券商自营投资收入略有下滑；从结构来看，剔除其他业务成本后，经纪业务、投行业务、资管业务、自营业务、利息净收入和其他业务收入占比分别为 24.0%、7.3%、11.9%、42.2%、8.8%和 5.8%，同比分别+1.0、-3.0、+1.9、+2.1、-1.5、-0.5pcts，行业收入结构较去年同期基本不变，自营业务仍为行业第一大收入来源。

表 1、2024 上半年上市券商分业务收入结构（单位：亿元）

	2024H1	2023H1	2024H1 同比	2024Q2	2024Q1	2024Q2 环比
营业收入	2,350.23	2,691.80	-12.7%	1291.95	1058.28	22.1%
净利润	639.61	819.22	-21.9%	346.10	293.51	17.9%
收费类	824.61	994.12	-17.1%	419.69	404.92	3.6%
资金类	973.85	1,157.51	-15.9%	543.60	430.25	26.3%
分项收入						
经纪	457.62	526.23	-13.0%	228.96	228.67	0.1%
投行	140.03	237.61	-41.1%	72.59	67.44	7.6%
资管	226.96	230.28	-1.4%	118.15	108.81	8.6%
自营	805.70	920.45	-12.5%	446.08	359.62	24.0%
利息	168.15	237.05	-29.1%	97.52	70.63	38.1%
其他	551.77	540.17	2.1%	328.67	223.11	47.3%
收入结构						
经纪	24.0%	22.9%	1.0pcts	22.6%	25.6%	-3.0%
投行	7.3%	10.4%	-3.0 pcts	7.2%	7.5%	-0.4%
资管	11.9%	10.0%	1.9 pcts	11.6%	12.2%	-0.5%
自营	42.2%	40.1%	2.1 pcts	44.0%	40.2%	3.7%
利息	8.8%	10.3%	-1.5 pcts	9.6%	7.9%	1.7%
其他	5.8%	6.3%	-0.5 pcts	5.1%	6.6%	-1.5%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理；注：为全部 43 家上市券商合计值，自营收益=投资收益+公允价值变动收益+汇兑净收益，其他业务收入=总收入-五项主营收入，收入占比中剔除了其他业务成本影响。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/297152125013006151>