



证券行业研究

增持（维持评级）
行业专题研究报告

证券研究报告

非银组

分析师：舒思勤（执业 S1130524040001） 分析师：胡江（执业 S1130524040004）

shusiqin@gjzq.com.cn

hujiang@gjzq.com.cn

2024 三季度报综述：Q3 投资收入同比+177%带动业绩显著回暖，行业分化加剧

核心观点：

业绩表现：投资驱动 Q3 业绩高增，行业分化加剧。 1) **盈利情况：** 43 家上市券商 2024 年前三季度营业收入合计 3714 亿元，同比-3%，归母净利合计 1034 亿元，同比-6%。其中 Q3 单季营业收入合计 1364 亿元，同比+21%，归母净利合计 395 亿元，同比+41%。上市券商整体年化 roe 5.5%，环比+0.4pct，较 2023 年 roe 高 0.1pct。由于 24Q4 利润低基数效应明显，叠加 9 月末以来 A 股行情和交投明显转暖，我们预计券商板块 2024 全年业绩大概率实现正增长。2) **业务结构：** 受益行情向好，上市券商投资业务大幅提振，Q3 单季合计实现投资收入 567 亿元，同比+174%，占营收比重达到 42%，真实收入贡献或超过 50%。Q3 其他业务均不同程度下降，经纪/资管/投行/利息净收入同比增速分别为-15%/-4%/-33%/-26%。3) **资产情况：** 市场回暖带来客户保证金显著增长，三季度末客户保证金较上季末增长 28.1%，剔除客户保证金的杠杆率由上年末 4.01 倍降至三季末的 3.87 倍。2022 年以来行业杠杆率基本维持在 4 倍上下，风控新规和 SFISF 对风控指标的优化调整有助于优质头部券商拓宽资本空间，券商杠杆率或将进一步提升，助推 roe 向上。4) **成本费用：** 前三季度管理费用同比-4.7%，占营收比重较 2023 年下降 3pct 至 46%，2022 年以来上市券商人均薪酬降幅明显，今年前三季度同比-8.3%，券商降本增效带来行业利润率提升，今年前三季度行业利润率由 2023 年的 26% 提升至 28%，调整后利润率达到 35%，处于近年来较高水平。5) **竞争格局：** 行业分化加剧，头部券商市场份额提升明显。2024 年前三季度归母净利 CR3、CR5 分别达到 38%、51%，较 2020 年提高 13、12pct，但营业收入集中度提升并不显著（2020-2024 年 CR3：24%→26%），即头部券商市场份额的提升主要通过支出端的改善带来的利润率的提升，我们认为或主要由于头部券商的平台溢价能力强，在降本增效上相对中小券商受到人力成本方面的掣肘较小。

业务拆解：1) 手续费业务：经纪投行显著承压，资管业务受益 AUM 增长。 ① **经纪：** 今年前三季度日均股基成交额同比下降 8.1%，上市券商前三季度合计经纪收入 664 亿元，同比-14%，系交易量下降叠加佣金率走低影响，9 月底以来市场情绪高涨，10 月日均股基成交额达到 2.3 万亿元，预计全年经纪业务收入正增长。② **投行：** 受 IPO 严监管影响，今年前三季度合计股权承销额同比-76%，债券承销规模与上年同期基本持平，上市券商前三季度合计投行收入 217 亿元，同比-38%。③ **资管：** 年初以来依靠固收和指数产品规模的增长，资管业务相较其他费类业务韧性更强。上市券商前三季度合计资管收入 339 亿元，同比-2%。9 月下旬以来，权益类产品规模在净值修复下快速提升。截至 24M9，券商资管规模达到 5.7 万亿元，较年初+7%，非货公募规模 19 万亿元，较年初+16%，其中权益类基金规模自 22 年 3 月后再次回到 8 万亿规模，较年初+18%。2) **重资本业务：自营资产规模持续提升，前三季度投资收益率同比+0.3pct。** 投资业务收入大幅提升主要来自自营规模增长和投资收益率的提升。截至 9 月末，上市券商合计自营资产 6.4 万亿元，环比+2.3%，同比+5.8%。中信证券、广发证券、中金公司三季度增配自营资产规模最大，分别达到 1233 亿元、482 亿元、264 亿元。股债行情向好，带来券商自营投资收益率显著提高，Q3 单季主要股债指数涨幅较大，沪深 300 指数 Q3 单季涨幅 16.1%（去年同期-4%），中债总财富指数 Q3 单季涨幅 1.1%（去年同期 0.6%）。Q3 券商板块整体投资收益率 0.9%，前三季度投资收益率 2.8%，同比分别+0.6pct、+0.3pct，第一创业、红塔证券前三季度投资收益率提升幅度明显。

投资建议：

政策积极转向+流动性改善驱动，券商是核心受益板块。 央行创设互换便利和股票回购增持再贷款两项工具向股市定向注入流动性，有助于提高市场稳定性和风险偏好，国内货币政策在美元连续降息背景下或进一步宽松，或持续提振股市活跃度，若后续逆政策力度进一步加大，经济基本面改善得到确认，股市有望进一步上行，利好券商板块估值和业绩双提升。投资主线：① **强贝塔业务（权益投资弹性+交投弹性）** 券商基本面更加受益权益市场回暖，② **国君海通并购效应带动下，券商并购预期增强，建议关注券商并购潜在标的机会** ③ **权益公募发行管理具备优势的上市券商。**

风险提示

监管趋严；权益市场波动；长端利率大幅下行；宏观经济复苏不及预期。



内容目录

1. 业绩表现：投资驱动 Q3 业绩高增，行业分化加剧.....	4
2. 业务拆解.....	8
2.1 手续费业务：经纪投行显著承压，资管业务受益 AUM 增长.....	8
2.2 重资本业务：自营资产规模持续提升，前三季度投资收益率同比+0.3pct。.....	10
3. 投资建议.....	13
风险提示.....	14

图表目录

图表 1：上市券商归母净利润与增速（亿元）.....	4
图表 2：上市券商各季度归母净利润（亿元）.....	4
图表 3：投资驱动 Q3 业绩增长（亿元）.....	4
图表 4：券商整体业务结构变化，投资占比大幅提升.....	4
图表 5：上市券商整体扩表进程趋缓（亿元）.....	5
图表 6：2024 年券商 roe 有望迎来回升.....	5
图表 7：24Q3 管理费用率有所下降（亿元）.....	5
图表 8：上市券商人均薪酬回到 2019 年水平（万元）.....	5
图表 9：信用减值损失对业绩影响很小（亿元）.....	6
图表 10：2024 年前三季度上市券商利润率提升.....	6
图表 11：上市券商利润集中度提升明显.....	6
图表 12：中信、华泰、国君、招商利润率明显提升.....	6
图表 13：上市券商 24Q3 业绩情况（亿元）.....	7
图表 14：10 月日均股基成交额大幅反弹（亿元）.....	8
图表 15：佣金率下降幅度趋缓.....	8
图表 16：9 月权益公募新发份额回暖（万份）.....	8
图表 17：前三季度股权承销额同比下降 76%（亿元）.....	8
图表 18：前三季度债券承销额同比增长 1%（亿元）.....	9
图表 19：券商资管规模增速回升（万亿元）.....	9
图表 20：非货公募规模稳步增长（万亿元）.....	9
图表 21：9 月权益公募规模显著回升（万亿元）.....	9
图表 22：债券基金规模较年初增长 24%（万亿元）.....	9
图表 23：股票 ETF 规模显著增长（亿元）.....	9
图表 24：上市券商手续费及佣金业务收入情况（亿元）.....	10



图表 25: 沪深两市融资融券规模走势 (亿元)	11
图表 26: 上市券商信用资产规模 (亿元)	11
图表 27: 核心股债指数季度涨跌幅	11
图表 28: 上市券商自营资产规模 (亿元)	11
图表 29: 上市券商整体资产负债变动情况 (亿元)	11
图表 30: 上市券商投资收入和投资收益率情况 (亿元)	12
图表 31: 券商股估值及历史分位 (截至 11.1)	13



1. 业绩表现：投资驱动 Q3 业绩高增，行业分化加剧

1) Q3 单季利润+41%，前三季度利润降幅收窄至-6%，全年业绩大概率正增

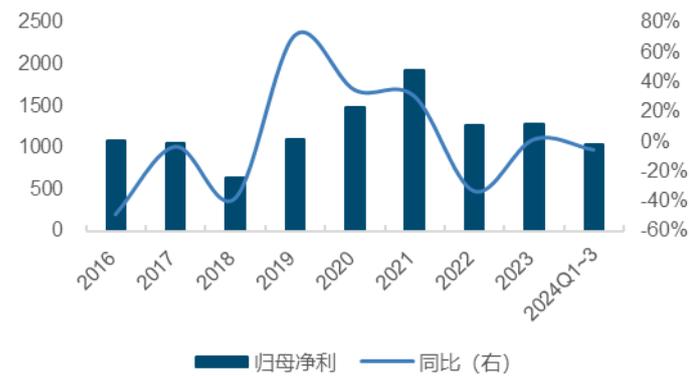
43 家上市券商 2024 年前三季度营业收入合计 3714 亿元，同比-3%，归母净利合计 1034 亿元，同比-6%。其中 Q3 单季营业收入合计 1364 亿元，同比+21%，归母净利合计 395 亿元，同比+41%。上市券商整体年化 roe5.5%，环比+0.4pct，较 2023 年 roe 高 0.1pct。由于 24Q4 利润低基数效应明显，叠加 9 月末以来 A 股行情和交投明显转暖，我们预计券商板块 2024 全年业绩大概率实现正增长。

2) Q3 投资收入同比+174%，贡献营收半壁江山

受益行情向好，上市券商投资业务大幅提振，Q3 单季合计实现投资收入 567 亿元，同比+174%，占营收比重达到 42%，以调整后的营收（营收-其他业务成本）作为分母测算，投资业务的真实收入贡献超过 50%。Q3 其他业务均不同程度下降，资管业务相对韧性更足，主要系固收类和指数产品规模增长抵消主动权益产品和管理费率的下滑，经纪、投行和利息收入受 Q3 一二级市场活跃度下降，收入依然承压，Q3 经纪/资管/投行/利息净收入同比增速分别为-15%/-4%/-33%/-26%。

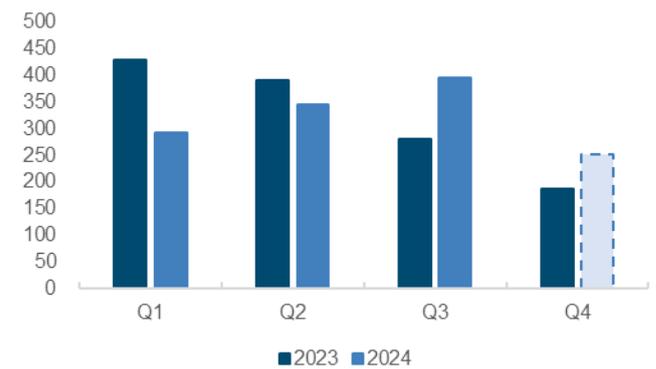
从前三季度累计增速看，券商业绩主要靠投资驱动，前三季度上市券商合计手续费类业务收入 1220 亿元，同比-17%；资金类业务收入合计 1563 亿元，同比+14%，其中投资业务 1317 亿元，同比+28%。

图表1：上市券商归母净利与增速（亿元）



来源：wind，国金证券研究所

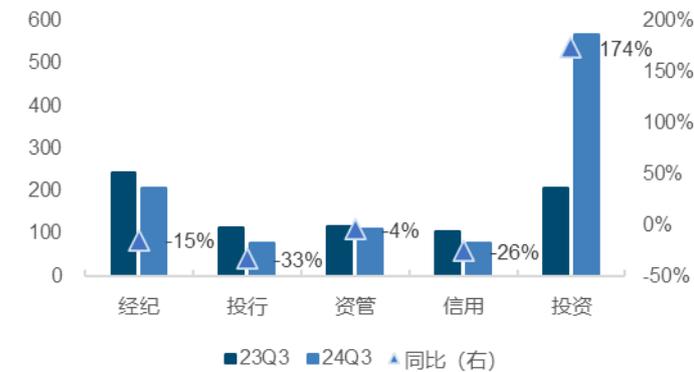
图表2：上市券商各季度归母净利（亿元）



来源：wind，国金证券研究所

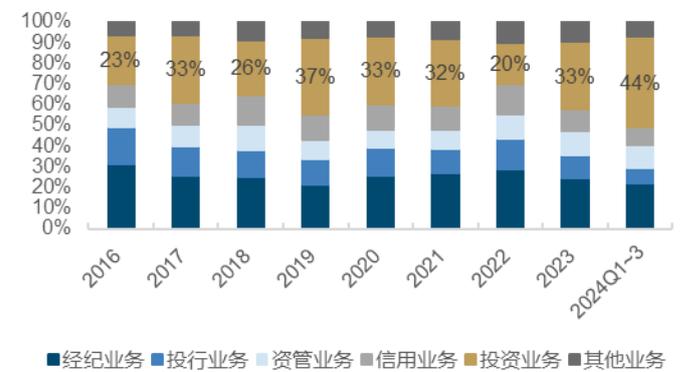
注：虚框为假设 24 年归母净利与上年持平，24Q4 归母净利需要达到的金额

图表3：投资驱动 Q3 业绩增长（亿元）



来源：wind，国金证券研究所

图表4：券商整体业务结构变化，投资占比大幅提升



来源：wind，国金证券研究所 注：各业务收入占比测算中分母为调整后营收



3) 杠杆率维持4倍左右，风控指标优化下头部券商杠杆率有望迎来提升

总资产增长主要来自客户保证金。截至三季末，上市券商合计总资产、净资产分别达 12.6、2.6 万亿元，环比上季末分别+6.2%、+1.0%，资产增量主要来自市场回暖带来的经纪业务客户保证金的增加，客户保证金(客户资金+客户备付金)较上季末增长 5768 亿元(+28%)，贡献总资产增量的 80%。剔除客户保证金的杠杆率由上年末 4.0 倍降至三季末的 3.9 倍。

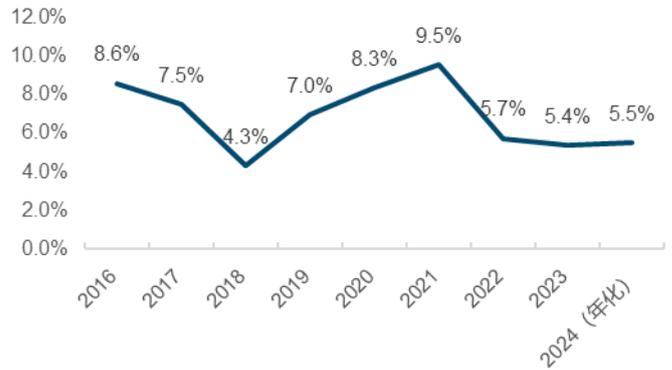
近三年上市券商总资产年均增长约 6%，较 2019-2021 年均 20% 的增速，整体扩表进程明显趋缓，一方面，券商场外衍生品等高风险业务受严监管影响，客需驱动的权益资产规模难增，同时两融、股票质押等信用业务受行情和监管影响规模下滑，2022 年以来行业杠杆率基本维持在 4 倍上下，另一方面，监管要求券商提高资金使用效率、集约化展业，券商较难再继续靠频繁再融资扩充资本金，未来或主要依靠股东增资、同业并购来增强资本实力。

09/20 风控指标新规落地，新规降低股票投资风险资本占用，鼓励价值投资、做市业务，同时扶优限劣导向加强，对于连续三年券商分类评级 A 类 AA 级券商，风控指标优化力度最大。10 月初央行创设的 SFISF 落地，允许券商权益自营业务加杠杆，SFISF 操作细则对券商通过 SFISF 持有证券的风控指标计算做了针对性优化调整，券商有望在做市、高股息等方向上加杠杆提高投资回报率。我们认为风控指标的优化调整有助于优质头部券商拓宽资本空间，券商杠杆率或将进一步提升，助推 roe 向上。

图表5：上市券商整体扩表进程趋缓(亿元)



图表6：2024 年券商 roe 有望迎来回升



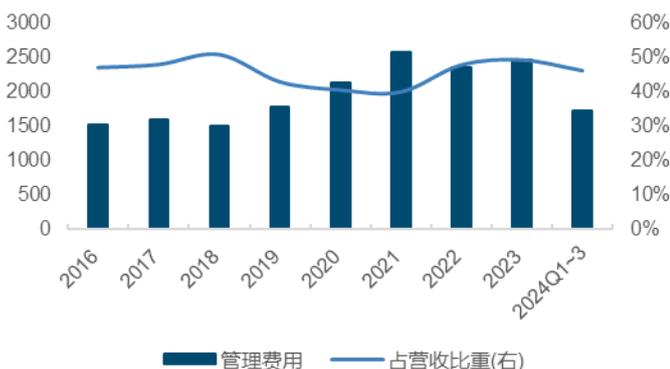
来源：wind，国金证券研究所 注：杠杆率计算中分子剔除客户保证金

来源：wind，国金证券研究所

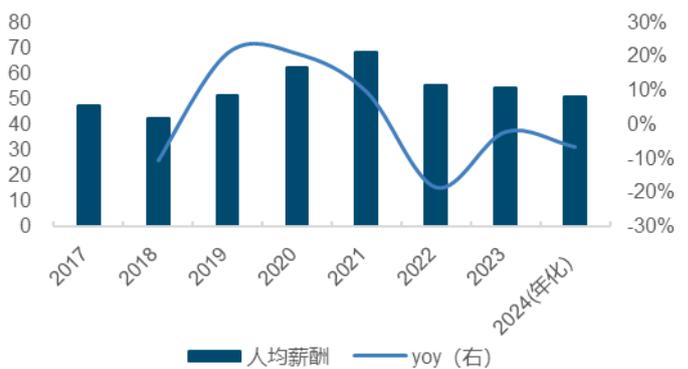
4) 前三季度管理费用同比-4.7%，降本增效下利润率(调整后)升至 35%

24Q3 上市券商管理费用合计 607 亿元，同比+3.6%，增速低于营收，前三季度管理费用 1721 亿元，同比-4.7%，占营收比重较 2023 年下降 3pct 至 46%，其中员工薪酬合计 1143 亿元，同比-7.4%，占营收比重较 2023 年下降 2pct 至 31%，2022 年以来上市券商人均薪酬降幅明显，今年前三季度同比-8.3%，券商降本增效带来行业利润率提升，今年前三季度行业利润率由 2023 年的 26% 提升至 28%，若剔除部分券商大宗商品销售等利润率极薄的非证券主营业务影响，今年前三季度行业利润率达到 35%，处于近年来较高水平。

图表7：24Q3 管理费用率有所下降(亿元)



图表8：上市券商人均薪酬回到 2019 年水平(万元)

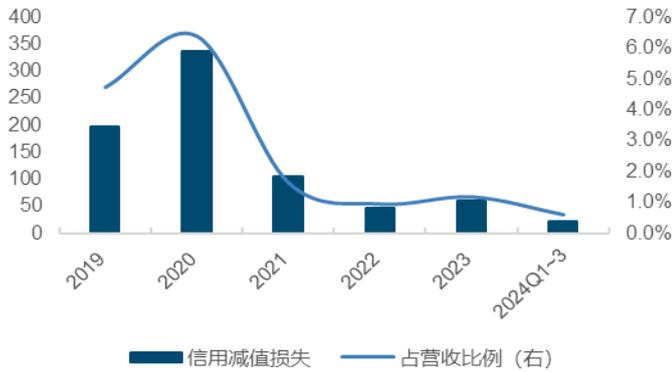


来源：wind，国金证券研究所

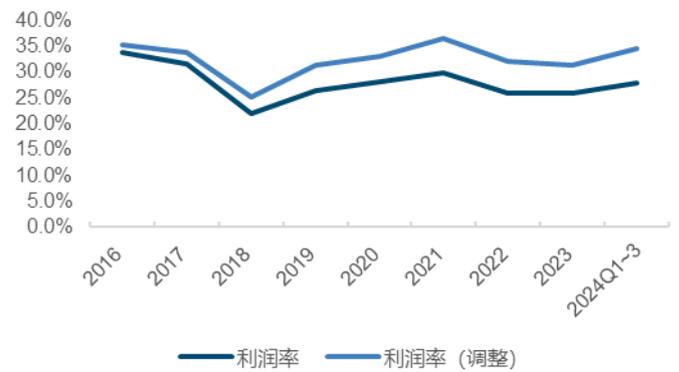
来源：wind，国金证券研究所



图表9：信用减值损失对业绩影响很小（亿元）



图表10：2024年前三季度上市券商利润率提升



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

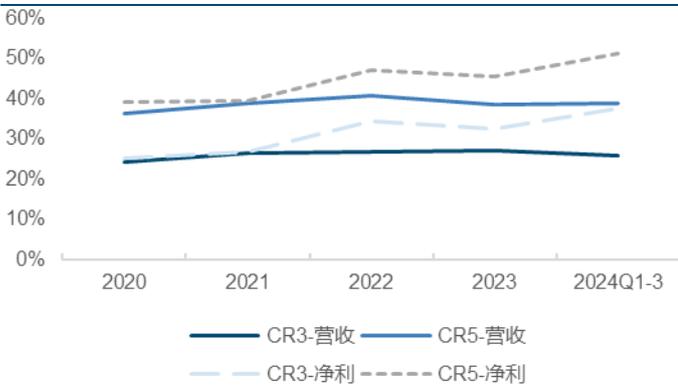
5) 竞争格局：行业分化加剧，头部券商市场份额提升明显

今年以来头部券商业绩增速明显好于行业，以净资产排序，今年前三季度头部前三、前五、前十名券商合计归母净利增速分别达到 12.2%/0.3%/-1.4%，均高于上市券商整体增速（-5.9%）。

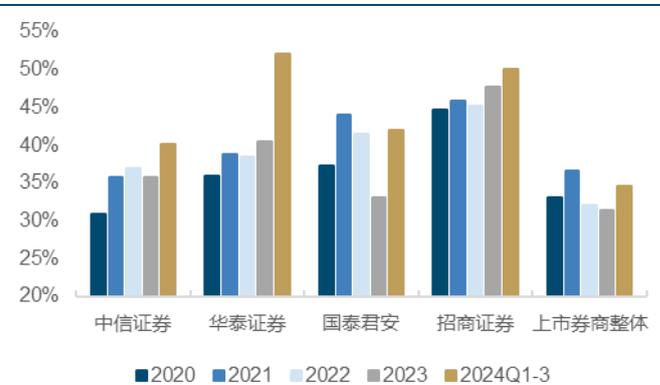
拉长时间维度，从集中度趋势来看，以上市券商作为总体，2020 年以来，归母净利 CR3、CR5 显著提升，2024 年前三季度 CR3、CR5 分别达到 38%、51%，较 2020 年提高 13、12pct，头部券商市场份额提升明显，top5 家上市券商分走券商板块一半利润。究其原因，相较利润集中度的提升（2020-2024 年 CR3：25%→38%），营业收入集中度提升并不显著（2020-2024 年 CR3：24%→26%），这意味着头部券商业绩市场份额的提升或主要通过支出端的改善带来的利润率的提升，我们认为这或许是由于头部券商的平台溢价能力强，在降本增效上相对中小券商受到人力成本方面的掣肘较小。

个股盈利表现上，头部券商前三季度利润增速悉数转正，且 Q3 单季取得较高业绩增速，中信证券、华泰证券、国泰君安前三季度分别实现归母净利 168、125、95 亿元，占据行业前三（华泰证券 Q3 因出售海外子公司获得一次性收入，实际前三季度扣非净利 63 亿元）。从业绩增速看，红塔证券、东兴证券、第一创业前三季度利润增速排名行业前三，分别达到+204%、+101%、+95%。从盈利能力看，前三季度 roe（年化）排名前三的分别是华泰证券、中信证券和招商证券，分别达到 10.1%、8.4%和 8.2%，扣非口径的 roe（年化）排名前三的分别是中信证券、首创证券和招商证券，分别达到 8.0%、7.9%、7.7%。

图表11：上市券商利润集中度提升明显



图表12：中信、华泰、国君、招商利润率明显提升



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所



图表13: 上市券商 24Q3 业绩情况 (亿元)

	归母净利润				营业收入				ROE 年化 (%)	ROE 变动 (pct)
	24Q3	yoy	24Q1~3 ↓	yoy	24Q3	yoy	24Q1~3	yoy		
中信证券	62.3	22%	168.0	2%	159.6	12%	461.4	1%	8.4	0.1
华泰证券	72.1	138%	125.2	31%	139.8	58%	314.2	15%	10.1	1.9
国泰君安	45.1	56%	95.2	10%	119.3	37%	290.0	7%	8.0	0.5
招商证券	24.0	43%	71.5	12%	46.8	15%	142.8	-4%	8.2	0.4
中国银河	25.8	55%	69.6	5%	100.0	24%	270.9	6%	7.7	-1.2
广发证券	24.0	89%	67.6	16%	73.6	54%	191.4	6%	7.0	0.6
国信证券	17.4	36%	48.8	0%	45.1	7%	122.7	-1%	6.3	-0.3
中信建投	14.4	4%	43.0	-24%	47.9	-3%	143.1	-22%	6.3	-3.1
申万宏源	17.2	187%	38.5	-11%	65.8	63%	174.6	7%	5.0	-0.9
东方证券	11.9	25%	33.0	16%	55.1	10%	140.8	3%	5.5	0.7
中金公司	6.3	-40%	28.6	-38%	45.4	-10%	134.5	-23%	3.5	-2.9
光大证券	6.0	-69%	19.9	-54%	22.2	41%	64.1	-17%	3.9	-5.7
方正证券	6.1	24%	19.7	2%	17.1	6%	54.3	-4%	5.7	-0.2
东吴证券	6.7	87%	18.3	5%	33.9	25%	84.4	5%	6.1	0.1
国元证券	5.7	11%	15.7	10%	19.7	8%	50.5	2%	6.0	0.3
财通证券	5.5	17%	14.7	-2%	14.2	-4%	44.4	-10%	5.6	-0.4
长江证券	6.5	593%	14.3	20%	19.5	48%	48.0	-7%	5.4	0.4
兴业证券	3.8	276%	13.2	-17%	34.2	78%	88.1	-1%	3.1	-0.9
浙商证券	4.8	15%	12.6	-5%	39.0	-6%	119.0	-6%	6.1	-0.6
华安证券	4.3	42%	11.4	19%	12.2	49%	31.8	17%	7.1	0.8
长城证券	3.8	16%	11.0	-9%	8.7	-8%	28.5	-9%	5.0	-0.7
东兴证券	3.7	206%	9.4	101%	31.9	168%	80.7	168%	4.6	2.2
国金证券	4.4	21%	8.9	-28%	16.1	-5%	42.9	-15%	3.6	-1.6
信达证券	2.7	-24%	8.9	-18%	7.5	-10%	23.5	-14%	6.5	-2.3
首创证券	2.7	48%	7.5	63%	6.0	34%	18.5	43%	7.9	2.9
西部证券	0.8	-54%	7.3	-17%	11.0	-38%	44.3	-23%	3.5	-0.8
南京证券	1.5	34%	7.0	23%	6.9	44%	23.7	34%	5.3	0.8
中银证券	2.4	43%	6.6	-18%	6.7	10%	19.2	-13%	5.0	-1.4
红塔证券	2.0	352%	6.5	204%	6.0	521%	16.2	86%	3.7	2.5
第一创业	2.4	1906%	6.4	95%	8.8	88%	24.0	26%	5.6	2.6
山西证券	2.1	522%	5.3	58%	7.7	31%	21.7	-12%	4.0	1.4
中泰证券	1.0	-60%	5.0	-73%	23.3	-12%	74.2	-20%	1.5	-5.3
西南证券	1.4	32%	4.8	-15%	5.7	39%	17.6	-6%	2.5	-0.5
东北证券	3.4	1060%	4.7	-18%	19.4	50%	45.4	-6%	3.4	-0.8
国联证券	3.1	144%	4.0	-46%	9.2	31%	20.0	-20%	2.9	-2.7
财达证券	1.3	-11%	3.7	-33%	6.1	15%	17.0	-3%	4.2	-2.3
华林证券	1.8	114%	3.0	62%	4.0	41%	10.2	35%	6.2	2.3
华西证券	2.1	242%	2.5	-32%	8.2	44%	22.3	-14%	1.5	-0.7
国海证券	0.4	1963%	1.8	-53%	10.0	5%	29.2	-4%	1.1	-1.7
中原证券	-0.4	-194%	1.6	-21%	0.9	-78%	12.9	-13%	1.6	-0.4
太平洋	0.7	65%	1.4	-46%	3.2	13%	8.6	-16%	1.9	-1.7
天风证券	-2.1	-67%	-5.4	-226%	6.2	42%	13.4	-48%	-3.1	-5.5
海通证券	-16.1	-403%	-6.6	-115%	40.3	-28%	129.0	-43%	-0.5	-4.0
合计	394.9	41%	1034.5	-6%	1364.0	0.2	3714.3	-3%	5.5	-0.7

来源: wind, 国金证券研究所



2. 业务拆解

2.1 手续费业务：经纪投行显著承压，资管业务受益AUM增长

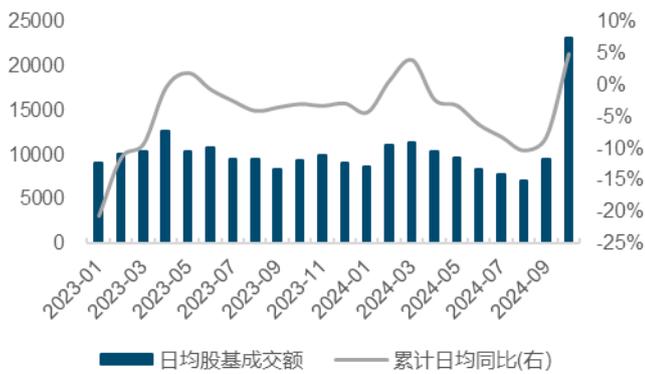
1) **经纪**：今年前三季度日均股基成交额同比下降8.1%，9月底以来市场情绪高涨，交投活跃度显著提振，10月日均股基成交额达到2.3万亿元，年内累计成交额同比增速迅速回正，达到+4.9%。上市券商前三季度合计经纪收入664亿元，同比-14%，Q3单季经纪收入207亿元，同比-15%，系交易量下滑叠加佣金率走低影响。假设11月、12月日均股基成交额1.3万亿，那么全年股基成交额将同比+10.2%，佣金率下滑幅度预计在-10%以内，全年经纪业务收入有望正增。

2) **投行**：受IPO严监管影响，今年前三季度券商IPO承销额仅479亿元，同比-85%，再融资1838亿元，同比-72%，合计股权承销额同比-76%，债券承销规模与上年同期基本持平，今年前三季度累计承销额10.1万亿元，同比+1.1%。上市券商前三季度合计投行收入217亿元，同比-38%，Q3单季投行收入77亿元，同比-33%，Q4投行业务存在一定低基数效应，预计全年投行业务收入增速较三季报有所改善。

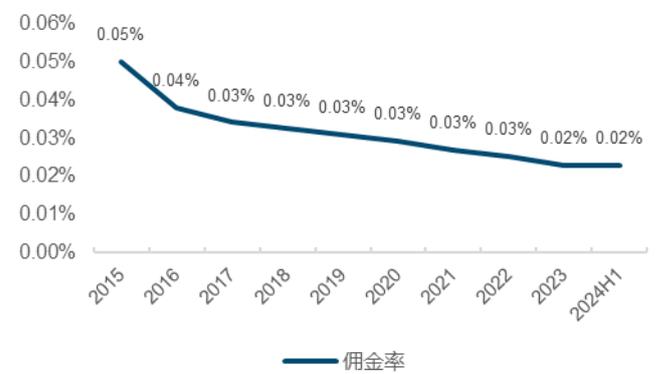
3) **资管**：年初以来券商资管业务受到来自权益产品净值下降和主动权益产品管理费下调的双重压力，但依靠固收产品和指数产品规模的显著增长，资管业务相较其他费类业务韧性更强。上市券商前三季度合计资管收入339亿元，同比-2%，Q3单季资管业务收入112亿元，同比-4%。9月下旬以来，权益类产品规模在净值修复下快速提升。截至24M9，券商资管规模达到5.7万亿元，较年初+7%，非货公募规模19万亿元，较年初+16%，其中权益类基金规模自22年3月后再次回到8万亿规模，较年初+18%。

具体个股方面，中信证券领先优势明显，前三季度中信证券、广发证券、国泰君安在手续费和佣金收入上排名前三，分别175/96/91亿元，同比-15%/-12%/-16%。从业务增速上看，首创证券、财达证券和南京证券收入增速靠前，同比分别+66%、+21%、+13%，主要驱动来自资管业务，三家券商资管业务收入同比分别+103%、173%和217%，其中首创证券资管业务特色鲜明，手续费收入75%来自资管业务。

图表14：10月日均股基成交额大幅反弹（亿元）



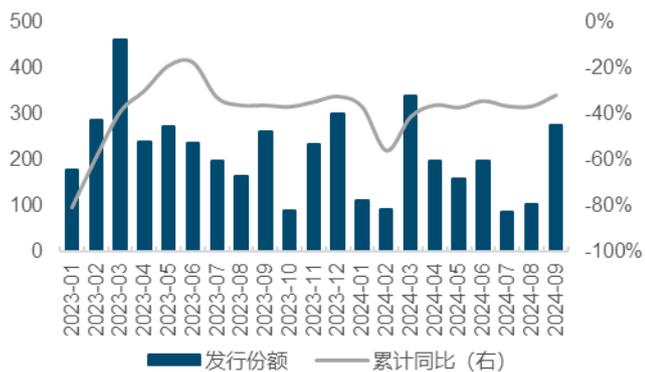
图表15：佣金率下降幅度趋缓



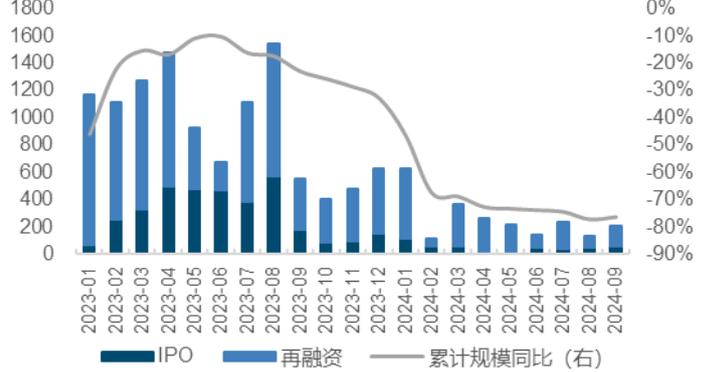
来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

图表16：9月权益公募新发份额回暖（万份）



图表17：前三季度股权承销额同比下降76%（亿元）



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

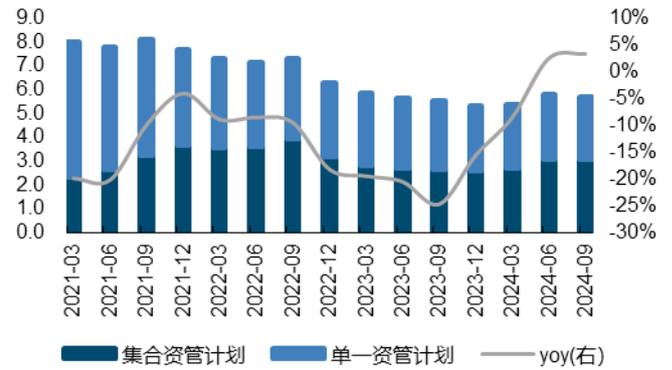


图表18: 前三季度债券承销额同比增长1% (亿元)



来源: wind, 国金证券研究所

图表19: 券商资管规模增速回升 (万亿元)



来源: wind, 国金证券研究所

图表20: 非货公募规模稳步增长 (万亿元)



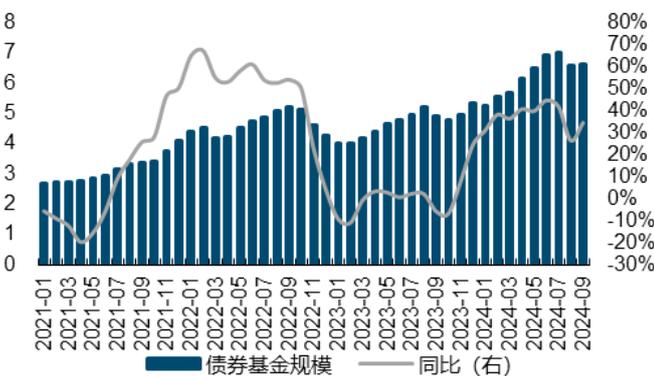
来源: wind, 国金证券研究所

图表21: 9月权益公募规模显著回升 (万亿元)



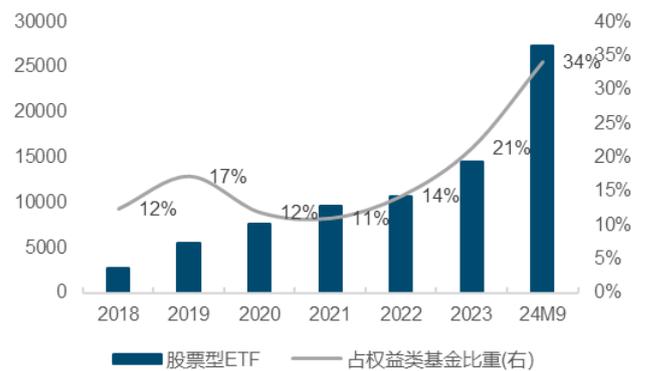
来源: wind, 国金证券研究所

图表22: 债券基金规模较年初增长24% (万亿元)



来源: wind, 国金证券研究所

图表23: 股票ETF规模显著增长 (亿元)



来源: wind, 国金证券研究所



图表24：上市券商手续费及佣金业务收入情况（亿元）

	24Q3单季								24Q1-3累计							
	费类业务合计	yoy	经纪	yoy	投行	yoy	资管	yoy	费类业务合计	yoy	经纪	yoy	投行	yoy	资管	yoy
中信证券	59.2	-8%	22.7	-11%	10.8	-24%	25.6	6%	174.5	-15%	71.5	-9%	28.2	-46%	74.8	1%
广发证券	31.2	-8%	12.3	-15%	2.0	89%	17.0	-8%	96.0	-12%	39.9	-11%	5.3	33%	50.8	-16%
国泰君安	29.5	-21%	13.8	-14%	6.3	-43%	9.4	-9%	91.1	-16%	44.5	-13%	18.0	-32%	28.6	-8%
华泰证券	24.8	-23%	12.4	-16%	4.3	-37%	8.1	-24%	83.6	-17%	39.7	-14%	13.6	-41%	30.3	-4%
中信建投	20.0	-36%	12.3	-20%	4.9	-61%	2.8	-17%	61.6	-33%	37.4	-13%	15.0	-62%	9.2	-3%
中金公司	18.6	-5%	7.9	-22%	7.8	24%	2.8	-5%	54.6	-23%	25.6	-27%	20.6	-21%	8.4	-12%
海通证券	18.1	-26%	7.4	-17%	4.9	-54%	5.7	16%	52.0	-29%	24.3	-15%	13.5	-55%	14.2	-1%
中国银河	14.1	-11%	11.8	-10%	1.0	-30%	1.2	2%	44.1	-10%	36.9	-12%	3.7	11%	3.5	2%
国信证券	14.0	-11%	9.1	-14%	2.5	-32%	2.4	64%	43.2	-9%	30.4	-8%	6.5	-41%	6.3	82%
招商证券	13.9	-24%	11.0	-19%	1.3	-55%	1.6	-8%	45.9	-18%	36.7	-14%	4.2	-44%	5.0	-8%
中万宏源	12.4	-19%	8.2	-21%	2.3	-7%	1.9	-22%	39.6	-24%	27.1	-20%	6.5	-40%	6.0	-22%
中泰证券	12.2	-27%	5.9	-20%	1.2	-66%	5.1	-11%	41.2	-15%	19.7	-13%	6.4	-43%	15.1	3%
东方证券	11.4	-29%	5.5	-20%	2.8	-38%	3.1	-35%	34.4	-31%	16.0	-26%	8.3	-30%	10.2	-37%
光大证券	9.7	-10%	5.8	-19%	1.9	33%	2.0	-9%	30.3	-17%	18.2	-17%	6.2	-18%	5.8	-16%
方正证券	8.2	-7%	7.0	-11%	0.7	14%	0.5	23%	26.2	-7%	23.0	-8%	1.5	-22%	1.8	30%
财通证券	7.3	-30%	2.6	-19%	1.1	-52%	3.5	-26%	24.0	-9%	8.3	-8%	3.9	-29%	11.8	0%
长江证券	7.3	-30%	5.2	-21%	1.4	-57%	0.7	34%	22.4	-22%	17.6	-20%	2.6	-52%	2.2	56%
浙商证券	7.0	97%	4.4	499%	1.6	-19%	1.0	21%	22.1	-2%	14.6	10%	4.5	-34%	3.0	18%
国金证券	6.2	-37%	3.9	-5%	2.0	-64%	0.3	30%	19.0	-21%	11.6	-5%	6.6	-40%	0.7	4%
兴业证券	6.0	-22%	3.9	-28%	1.8	-7%	0.4	-1%	18.7	-30%	13.1	-26%	4.4	-43%	1.2	6%
东吴证券	5.9	-16%	4.0	-11%	1.5	-36%	0.4	55%	17.9	-21%	11.5	-10%	5.1	-43%	1.3	69%
天风证券	4.3	-3%	1.5	-25%	1.7	44%	1.0	-12%	13.1	-23%	5.2	-28%	4.9	-11%	3.0	-31%
国联证券	3.8	-20%	1.2	-8%	0.9	-34%	1.7	-18%	11.5	3%	4.0	2%	2.6	-38%	4.8	65%
第一创业	3.7	8%	0.7	-21%	0.7	114%	2.3	4%	11.0	-2%	2.2	-16%	1.7	12%	7.0	1%
华安证券	3.5	-1%	1.9	-19%	0.2	10%	1.4	36%	11.0	-2%	6.2	-15%	0.5	-8%	4.3	29%
中银证券	3.4	-1%	1.7	-17%	0.5	381%	1.2	-8%	10.2	-15%	5.4	-14%	0.9	-40%	3.9	-8%
东兴证券	3.4	-15%	1.3	-14%	1.4	-29%	0.7	29%	10.4	1%	4.2	-14%	4.0	1%	2.3	45%
山西证券	3.3	-6%	1.6	-20%	1.1	28%	0.6	-5%	8.6	1%	4.2	-2%	2.2	-7%	2.2	19%
华西证券	3.3	-18%	2.7	-19%	0.4	-9%	0.2	-17%	10.8	-20%	9.2	-20%	0.9	-30%	0.7	3%
信达证券	3.3	-10%	1.7	-23%	0.7	36%	0.8	-4%	7.9	-12%	5.2	-16%	1.1	-5%	1.6	-4%
首创证券	3.1	27%	0.4	-27%	0.5	141%	2.2	29%	10.0	66%	1.3	-20%	1.2	75%	7.5	103%
财达证券	3.0	21%	1.2	-14%	1.0	62%	0.8	74%	8.7	21%	4.1	-4%	2.4	14%	2.2	173%
西部证券	2.9	9%	1.7	-13%	0.8	64%	0.5	79%	8.4	-12%	5.5	-12%	1.6	-38%	1.3	81%
东北证券	2.9	-22%	1.8	-19%	0.3	-60%	0.9	2%	9.6	-16%	6.0	-17%	0.7	-64%	2.9	33%
国元证券	2.8	-4%	2.1	-1%	0.3	-41%	0.4	51%	8.6	-7%	6.5	-6%	1.0	-40%	1.1	59%
国海证券	2.4	-8%	1.6	-20%	0.3	128%	0.5	9%	7.6	-12%	5.3	-14%	0.8	-35%	1.5	13%
长城证券	2.1	-51%	1.6	-22%	0.5	-77%	0.1	-32%	7.2	-27%	5.3	-13%	1.7	-50%	0.2	-52%
南京证券	1.6	17%	0.9	-9%	0.4	52%	0.3	192%	4.9	13%	2.9	-7%	1.4	35%	0.6	217%
西南证券	1.4	-19%	1.1	-22%	0.2	-18%	0.1	98%	4.6	-18%	3.7	-18%	0.7	-27%	0.2	107%
太平洋	1.4	-7%	0.6	-35%	0.6	92%	0.2	-33%	4.4	2%	2.1	-19%	1.4	54%	0.9	14%
中原证券	1.3	-20%	1.2	-13%	0.1	-56%	0.1	-30%	4.2	-14%	3.6	-9%	0.4	-25%	0.2	-46%
华林证券	1.1	-42%	1.0	-6%	0.1	-92%	0.0	-70%	3.4	-25%	3.2	-4%	0.1	-88%	0.2	-58%
红塔证券	0.5	-29%	0.4	-16%	0.1	-26%	0.0	-73%	1.7	-10%	1.2	-13%	0.4	57%	0.1	-56%
合计	395.7	-17%	206.8	-15%	77.2	-33%	111.8	-4%	1220.4	-17%	664.4	-14%	217.2	-38%	338.8	-2%

来源：wind，国金证券研究所

2.2 重资本业务：自营资产规模持续提升，前三季度投资收益率同比+0.3pct。

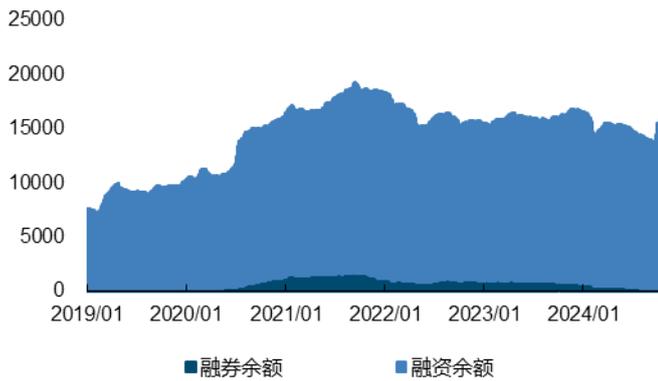
信用业务：截至9月末，全市场两融余额1.44万亿元，环比上季末-2.7%，其中融资/融券余额分别较上季末-1.3%/-69.9%。1-9月日均两融余额1.49万亿元，同比-6.0%。上市券商信用资产规模持续延续下降趋势，融出资金、买入返售金额资产较上季末减少-1.1%、-18.6%，前三季度上市券商合计利息净收入247亿元，同比-28%。

投资业务：投资业务收入大幅提升主要来自自营规模增长和投资收益率的提升。截至9月末，上市券商合计自营资产6.4万亿元，环比+2.3%，同比+5.8%。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/衍生金融资产分别较上季末+1632/-22/+23/+64/-264亿元，变动主要集中在交易性金融资产，券商持续增配固收投资趋势有所减弱。具体券商来看，中信证券、广发证券、中金公司三季度增配自营资产规模最大，分别达到1233亿元、482亿元、264亿元。

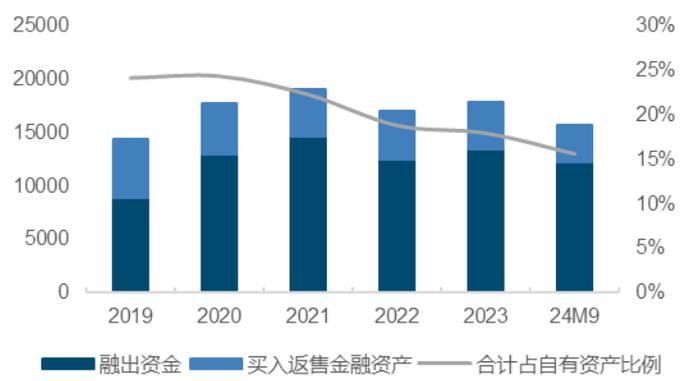
股债行情向好，自营投资收益率显著提升。Q3单季主要股债指数涨幅较大，沪深300指数Q3单季涨幅16.1%(去年同期-4%)，中债总财富指数Q3单季涨幅1.1%(去年同期0.6%)。Q3券商板块整体投资收益率0.9%，前三季度投资收益率2.8%，同比分别+0.6pct、+0.3pct。个股表现看，第一创业、红塔证券前三季度投资收益率提升幅度明显。



图表25: 沪深两市融资融券规模走势 (亿元)



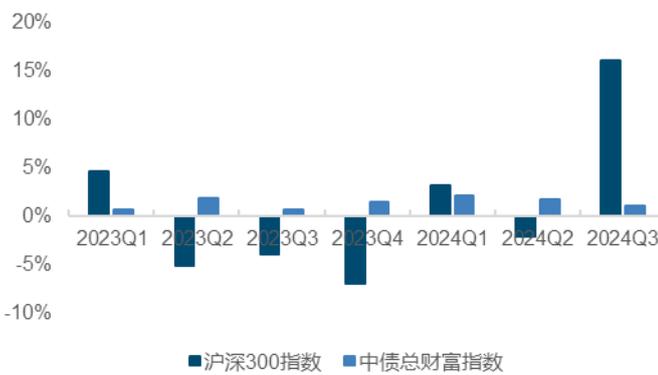
图表26: 上市券商信用资产规模 (亿元)



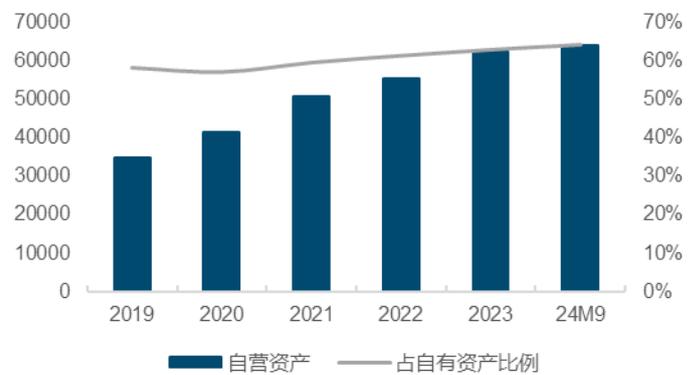
来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

图表27: 核心股债指数季度涨跌幅



图表28: 上市券商自营资产规模 (亿元)



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

图表29: 上市券商整体资产负债变动情况 (亿元)

	2023-12	2024-03	2024-06	2024-09	环比增量 (亿元)	环比增幅
总资产	119748	120962	118326	125670	7344	6.2%
客户资金	20379	20946	20503	26270	5768	28.1%
自有资金	7520	8177	7135	7214	79	1.1%
信用类资产:	17891	16701	16619	15701	-918	-5.5%
融出资金	13454	12770	12425	12287	-138	-1.1%
买入返售金融资产	4437	3930	4194	3414	-780	-18.6%
自营类资产:	62371	63607	62608	64040	1432	2.3%
交易性金融资产	44040	44948	43481	45112	1631	3.8%
债权投资	977	976	930	908	-22	-2.3%
其他债权投资	14046	13270	13181	13205	23	0.2%
其他权益工具投资	2087	2968	3371	3435	64	1.9%
衍生金融资产	1221	1444	1644	1380	-264	-16.1%
长期股权投资	1316	1340	1331	1351	20	1.5%
其他资产	11588	10191	10131	11095	964	9.5%
总负债	94322	95047	92442	99521	7079	7.7%
代理买卖证券款	20790	21380	21175	27186	6011	28.4%
融资类负债:	31645	29366	29854	28333	-1521	-5.1%



	2023-12	2024-03	2024-06	2024-09	环比增量 (亿元)	环比增幅
短期借款	981	986	936	1039	103	11.0%
应付短期融资款	5590	4783	4534	4069	-465	-10.3%
拆入资金	3899	2388	3762	3457	-305	-8.1%
长期借款	491	451	429	408	-22	-5.0%
应付债券	20684	20758	20193	19360	-833	-4.1%
交易类负债:	37544	40025	36821	39672	2851	7.7%
交易性金融负债	4449	4762	4792	4858	66	1.4%
衍生金融负债	1067	1153	1236	1627	392	31.7%
卖出回购金融资产款	23817	25916	22791	24283	1493	6.6%
应付款项	8210	8194	8002	8903	901	11.3%
其他负债	4343	4276	4593	4331	-262	-5.7%

来源: wind, 国金证券研究所

图表30: 上市券商投资收入和投资收益率情况 (亿元)

	24M9 自营 资产规模	qoq	24Q3 单季				24Q1-3 累计			
			投资收入	yoy	投资收益率	yoy (pct)	投资收入	yoy	投资收益率	yoy (pct)
中信证券	9373	15%	99	134%	1.1%	0.5%	72	37%	2.6%	0.4%
华泰证券	4125	-7%	78	321%	1.8%	1.4%	45	57%	2.7%	1.0%
国泰君安	4496	0%	58	128%	1.3%	0.7%	40	39%	2.3%	0.5%
中国银河	4036	-2%	38	228%	0.9%	0.6%	37	50%	2.2%	0.6%
中金公司	3666	8%	32	26%	0.9%	0.2%	24	7%	2.1%	0.2%
申万宏源	3757	-1%	27	175%	0.7%	0.5%	27	8%	2.0%	0.1%
招商证券	3715	1%	24	202%	0.7%	0.4%	37	52%	1.9%	0.5%
广发证券	4239	13%	23	853%	0.6%	0.5%	26	113%	1.5%	0.7%
国信证券	2884	-2%	22	91%	0.7%	0.3%	37	24%	1.9%	0.0%
东方证券	2029	0%	18	102%	0.9%	0.4%	20	69%	2.1%	0.7%
中信建投	3129	8%	18	132%	0.6%	0.3%	30	5%	1.8%	-0.1%
东吴证券	1043	15%	11	185%	1.2%	0.7%	15	30%	2.5%	0.3%
兴业证券	1434	2%	10	-	0.7%	-	16	169%	1.6%	0.9%
国元证券	918	1%	8	244%	0.9%	0.6%	11	137%	2.2%	1.1%
东北证券	364	-9%	7	414%	1.9%	1.6%	5	26%	3.3%	0.5%
光大证券	1353	16%	6	-	0.5%	-	18	-17%	1.3%	-0.3%
长江证券	617	-5%	6	-	0.9%	-	18	-	1.1%	1.5%
天风证券	468	3%	6	36%	1.3%	0.3%	3	-41%	2.7%	-2.0%
华安证券	500	8%	6	127%	1.2%	0.6%	4	64%	2.6%	0.8%
国联证券	557	6%	6	221%	1.0%	0.7%	5	-18%	1.7%	-0.6%
东兴证券	627	-5%	5	375%	0.8%	0.6%	2	204%	2.2%	1.4%
长城证券	612	-2%	5	54%	0.8%	0.2%	4	8%	2.8%	-0.2%
浙商证券	502	5%	5	-	0.9%	-	13	16%	2.1%	0.2%
国金证券	343	-25%	4	99%	1.1%	0.5%	12	-6%	2.8%	-0.2%
第一创业	216	4%	4	1509%	2.0%	1.9%	5	131%	4.8%	2.9%
方正证券	1092	-5%	4	29%	0.4%	0.0%	5	11%	1.5%	-0.1%
山西证券	380	2%	4	243%	1.1%	0.8%	6	3%	3.1%	0.1%
红塔证券	374	-2%	4	-	1.0%	-	4	314%	2.6%	1.8%
财通证券	695	-10%	4	123%	0.5%	0.3%	8	-16%	1.6%	-0.5%
中泰证券	722	2%	4	327%	0.5%	0.4%	23	-45%	1.5%	-1.3%
首创证券	339	4%	3	37%	0.9%	0.9%	3	24%	2.8%	0.3%
华西证券	291	5%	3	-	0.9%	-	6	-7%	1.5%	0.2%
国海证券	235	-4%	2	274%	1.0%	0.8%	6	21%	2.3%	0.6%
西南证券	450	4%	2	260%	0.5%	0.4%	5	0%	1.7%	0.1%
信达证券	471	18%	2	20%	0.5%	0.5%	1	-8%	2.0%	-0.7%
西部证券	539	-4%	2	-49%	0.4%	-0.3%	9	-13%	2.8%	-0.3%
南京证券	276	-15%	2	475%	0.7%	0.5%	1	154%	3.1%	1.9%
华林证券	77	95%	2	-	3.3%	-	2	-	5.6%	-
财达证券	225	-12%	2	-22%	0.7%	-0.3%	5	-44%	2.2%	-2.1%
太平洋	55	12%	1	63%	2.2%	0.9%	4	-40%	4.3%	-2.4%
中银证券	192	-8%	0	3%	0.2%	0.0%	4	-2%	1.1%	-0.3%
海通证券	2438	-15%	0	-104%	0.0%	-0.2%	40	-52%	0.7%	-0.7%
中原证券	185	-30%	-2	-232%	-0.8%	-1.3%	4	-38%	1.8%	-0.7%
合计	64040	2%	567	174%	0.9%	0.6%	664	28%	2.8%	0.3%

来源: wind, 国金证券研究所



3.投资建议

政策积极转向+流动性改善驱动，券商是核心受益板块。政策积极转向应对经济下行，资本市场较经济基本面更快反应，券商相对其他行业的基本面改善的确定性更强，市场行情向好叠加业绩低基数，全年业绩增速有望实现正增长。展望 25 年，央行创设互换便利和股票回购增持再贷款两项工具向股市定向注入流动性，有望提高市场的稳定性，并构筑坚实市场底部，国内货币政策在美元连续降息背景下或进一步宽松，将持续提振股市活跃度，若后续政策力度进一步加大，经济基本面改善得到确认，股市有望进一步上行，利好券商板块估值和业绩双提升。

投资主线：(1) 强贝塔业务（权益投资弹性+交投弹性）券商基本面更加受益权益市场回暖，相关标的：东方财富。(2) 国君海通并购效应带动下，券商并购预期增强，建议关注券商并购潜在标的机会：①汇金系旗下券商：中金公司、中国银河、申万宏源；②国务院国资委央企背景券商：长城证券、五矿证券、英大证券；③财政部 AMC 系券商：东兴证券、信达证券。④同一地方国资背景券商：国元证券/华安证券、兴业证券/华福证券、西部证券/开源证券。相关标的：中金 H/中国银河。(3) 权益资管产品发行和管理具备优势的券商，相关标的：华泰证券、东方证券、兴业证券。

图表31：券商股估值及历史分位（截至 11.1）

排名	上市券商	PB↓	PB 分位	排名	上市券商	PB↓	PB 分位	排名	上市券商	PB↓	PB 分位
1	华创云信	0.87	31.7%	18	西南证券	1.23	49.6%	35	湘财股份	1.79	19.1%
2	海通证券	0.93	46.4%	19	中泰证券	1.26	15.0%	36	浙商证券	1.80	40.8%
3	华西证券	0.95	26.0%	20	西部证券	1.28	38.5%	37	国联证券	1.85	39.8%
4	国投资本	0.99	37.4%	21	申万宏源	1.28	41.9%	38	南京证券	1.88	32.0%
5	华泰证券	1.01	36.2%	22	山西证券	1.29	39.7%	39	中金公司	1.88	15.6%
6	东吴证券	1.01	39.2%	23	国信证券	1.32	39.5%	40	国盛金控	1.96	88.0%
7	国金证券	1.02	13.6%	24	东兴证券	1.34	41.2%	41	华鑫股份	1.97	49.8%
8	兴业证券	1.03	30.9%	25	光大证券	1.36	71.7%	42	财达证券	2.02	17.1%
9	国元证券	1.03	49.9%	26	国海证券	1.38	69.4%	43	天风证券	2.19	64.7%
10	广发证券	1.04	18.9%	27	华安证券	1.38	46.4%	44	第一创业	2.30	58.3%
11	东北证券	1.08	47.9%	28	中国银河	1.48	67.6%	45	中信建投	2.62	24.9%
12	财通证券	1.08	19.7%	29	招商证券	1.50	53.6%	46	信达证券	2.66	19.3%
13	国泰君安	1.12	43.5%	30	中原证券	1.50	36.2%	47	太平洋	3.06	97.9%
14	长江证券	1.16	43.9%	31	方正证券	1.51	59.3%	48	首创证券	4.44	58.7%
15	东方证券	1.17	37.2%	32	中信证券	1.59	54.7%	49	锦龙股份	4.71	94.5%
16	长城证券	1.18	14.7%	33	红塔证券	1.76	38.9%	50	东方财富	4.72	48.4%
17	哈投股份	1.19	93.7%	34	中银证券	1.78	22.1%	51	华林证券	4.96	11.6%

来源：wind，国金证券研究所



风险提示

- 1) 资本市场改革推进不及预期；
- 2) 权益市场极端波动风险；
- 3) 机构化进程不及预期；
- 4) 宏观经济复苏不及预期。



行业投资评级的说明：

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建国内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究