

中国平安 PINGAN

专业 · 价值

专业 让生活更简单

证券研究报告

自营率先修复，关注Q4盈利改善

——上市券商2024年三季度报综述

证券分析师

王维逸S1060520040001（证券投资咨询）

李冰婷S1060520040002（证券投资咨询）

韦霁雯S1060524070004（证券投资咨询）

非银金融行业 强于大市（维持）

2024年11月04日

请务必阅读正文后免责声明

平安证券

投资要点

- **24Q1-Q3归母净利润下滑6%；Q3单季度归母净利润环比+14%/同比+41%。**24Q1-Q3 43家上市券商实现营收3714亿元（YoY-2.7%）、归母净利润1034亿元（YoY-5.9%）。24Q3单季度营收1364亿元（QoQ+5.6%，YoY+21.0%），归母净利润395亿元（QoQ+14.1%，YoY+40.8%）。24Q1-Q3上市券商合计经纪/投行/资管/利息/自营业务净收入分别664/217/339/247/1317亿元，分别同比变动-14%/-38%/-2%/-28%/+28%。杠杆倍数3.87倍（较上年末-0.14倍，较24H1+0.01倍），年化ROE为5.51%（YoY-0.68pct，较24H1+0.37pct）。
- **上市券商业绩分化较为明显，近半数实现利润同比回正，主要影响因素仍是自营表现。**据24Q3归母净资产排序并分组，前10家、11-20家、21-43家归母净利润分别706亿元（YoY-1.4%）、197亿元（YoY-18.6%）、131亿元（YoY-7.3%）。43家上市券商中，20家上市券商实现24Q1-Q3归母净利润同比正增。十大券商中7家头部券商归母净利同比转正，中信、华泰、国君Q3单季度业绩弹性较高。
- **自营业务率先修复，关注Q4费用类业务改善。**
 - 1) 经纪：前三季度市场成交额下行，经纪业务仍承压，但行业代买业务佣金率下行趋缓。Q3末代理买卖证券款环比24H1+28%，10月日均股基成交额超2万亿元，关注Q4经纪业务修复。
 - 2) 投行：股权承销延续低迷，24Q3投行收入环比基本持平，考虑到23Q4市场IPO节奏大幅放缓，基数下降将缓解24Q4投行业绩压力。
 - 3) 资管：24Q3末券商及子公司私募资管产品规模6.32万亿元（较上年末+7%，环比24H1-2%），上市券商资管收入持续稳健。24Q3公募基金权益类资产净值回升，降费的基数效应减弱、基金子公司业绩预计将改善。
 - 4) 自营：24Q3末43家上市券商自营规模62413亿元（较上年末+1.8%，较24H1末+1.7%），主要增配交易性金融资产；投资收益率同环比均提升，助力上市券商自营收入同比大幅提升。但上市券商内部较为分化，预计系资产配置和调整能力、基数表现等有差异。
 - 5) 信用：9月末两融规模回升至1.44万亿元（较上年末-13%，较24H1-3%），股质市值2.76万亿元（较上年末+0.1%，较24H1+16%），负债成本下降，前三季度利息净收入同比降幅环比基本持平，随着信用业务规模回升，预计24Q4券商利息收入将得到改善。
- **投资建议**：近期资本市场重磅“组合拳”出台，本轮政策力度大、范围广、落地速度快，对市场情绪形成强烈催化，市场信心快速回升，9月下旬以来A股成交活跃度快速回升并维持高位。当前多项政策仍在陆续出台，央行结构性货币政策工具、长期资金入市等措施进一步落地，有望持续为市场带来流动性、提升市场风险偏好。证券行业从估值和业绩均具备beta属性，全面受益，看好四季度上市券商盈利改善。
- **风险提示**：1) 权益市场大幅波动；2) 投资者风险偏好降低；3) 宏观经济超预期下行；4) 资本市场政策影响超预期。



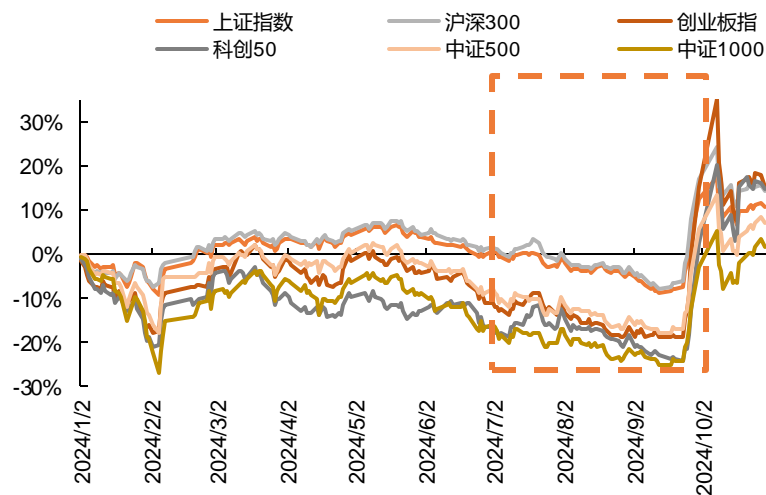
CONTENT 目录

- ◎ 一、Q3业绩环比改善，上市券商业绩分化明显
 - 9月末市场V形反弹，Q3整体交易量仍低迷
 - 自营业务低基数改善，Q3单季度归母净利环比+14%、同比+41%
 - 业绩分化明显，自营胜负手进一步凸显
 - 杠杆环比基本持平，ROE持续修复
- ◎ 二、自营业务率先修复，关注Q4费用类业务改善
 - 经纪：市场成交活跃，关注Q4经纪业务修复
 - 投行：Q3收入环比基本持平，后续同比基数压力将减弱
 - 资管：收入持续稳健，基金子公司业绩同比表现将改善
 - 自营：增配交易性金融资产，投资收益率同比环比均提升
 - 信用：两融与股质回暖，负债成本下滑
- ◎ 三、投资建议与风险提示
 - 投资建议：证券板块全面受益于市场 β
 - 风险提示：权益市场大幅波动，宏观经济超预期下行等

1.1 9月末市场V形反弹，Q3整体交易量仍低迷

- ▶ 三季度A股市场V形反弹，债市有所震荡但整体向好。24Q3累计涨跌幅：上证指数+12.4%、沪深300+16.1%，创业板指+29.2%、科创+22.5%、中证500+16.2%、中证1000+16.6%。债券市场二季度延续向好，24Q3中证全债指数累计上涨1.3%（vs 23Q3+0.7%）。
- ▶ 整体交投活跃度低迷，9月下旬迅速回暖。24年7月、8月在权益市场低位震荡下行的背景下，日均成交额不足8000亿元，9月下旬随着A股市场强势反弹、成交活跃度迅速回暖，9月日均成交额9418亿元，24Q3日均成交额8046亿元（QoQ-12%，YoY-15%）。前三季度合计日均股基成交额9210亿元（YoY-9%）。

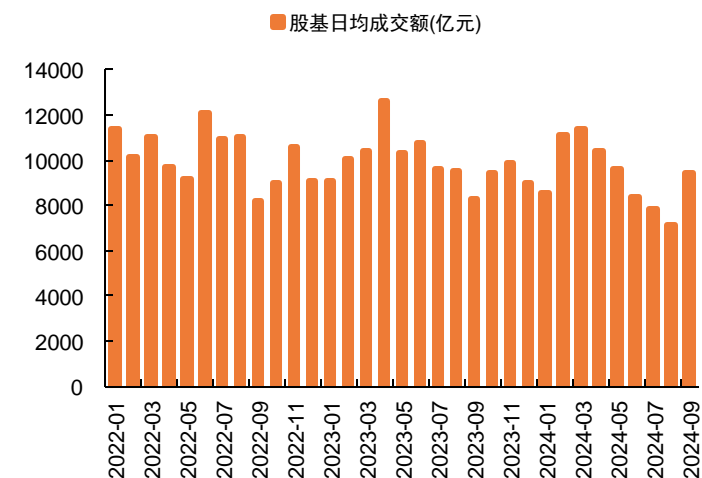
2024年以来权益市场主要指数表现



2024年以来中证全债指数表现



A股市场股基日均成交额变动

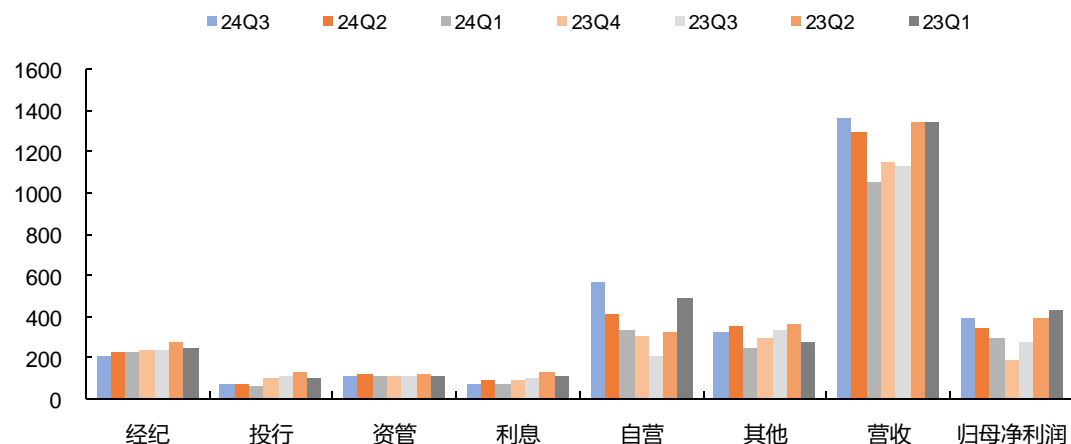


资料来源：Wind，上交所，深交所，平安证券研究所

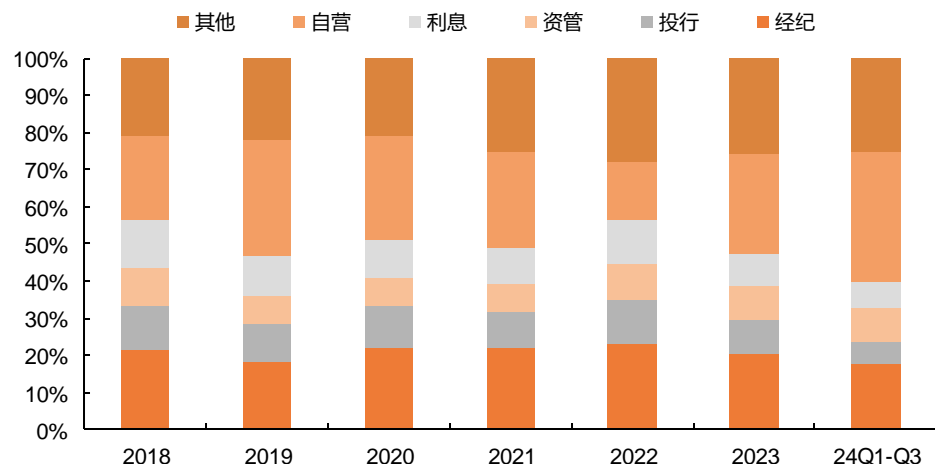
1.2 自营业务低基数改善，Q3单季度归母净利环比+14%、同比+41%

- 业绩降幅收窄，前三季度归母净利同比-6%；Q3归母净利润环比+14%。24Q1-Q3 43家上市券商实现营收3714亿元（YoY-2.7%）、归母净利润1034亿元（YoY-5.9%）。24Q3单季度营收1364亿元（QoQ+5.6%，YoY+21.0%），归母净利润395亿元（QoQ+14.1%，YoY+40.8%）。
- 自营是业绩修复主要驱动项。24Q1-Q3 43家上市券商合计经纪/投行/资管/利息/自营业务净收入分别664/217/339/247/1317亿元，对应同比变动-14%/-38%/-2%/-28%/+28%，在营业收入中分别占比18%/6%/9%/7%/35%。24Q3单季度经纪/投行/资管/利息/自营业务净收入分别207/77/112/78/567亿元，分别环比-10%/+6%/-5%/-20%/+36%，分别同比-15%/-33%/-4%/-26%/+174%。
- Q3支出端控制较好，管理费率同比下降，信用减值计提同比下降。24Q1-Q3上市券商合计实现管理费用1721亿元（YoY-4.7%），对应管理费率46.3%（YoY-0.9pct）。上市券商合计减值22.7亿元（vs23Q1-Q3计提减值31.0亿元），24Q3单季度合计计提减值4.1亿元（vs 24Q1/Q2减值计提-0.6/19.2亿元）。

上市券商单季度业绩表现（亿元）



上市券商营收结构变动



资料来源：Wind，平安证券研究所

注：上市券商为剔除东方财富、湘财股份等主营业务不限于证券业务后剩余的43家证券指数（申万II）成分标的。

1.3 业绩分化明显，自营胜负手进一步凸显

- 头部券商多数利润同比转正，中信、华泰、国君Q3单季度业绩弹性较高。从前三季度业绩来看，十大券商中除海通、中金、申万其余7家均实现归母净利润同比增加，中信建投归母净利润同比下滑、归母净资产排名下滑至上市券商第11名。其中华泰证券归母净利润同比+31%、增速较高，主要由于美国子公司AssetMark股权出售。中信证券（归母净利润同比+2%）、国泰君安（+10%）、中国银河（+5%）、招商证券（+12%）等业绩稳健较好的头部券商主要系自营收入表现稳健。而申万宏源（-11%）、中金公司（-38%）、海通证券（-115%）净利润仍同比下降。申万宏源主要系大宗商品收入占比提升、但利润率有所下降。中金公司预计系市场拖累公司金融产品代销业务表现，经纪收入降幅更深，投行与自营收入占比更高、对业绩影响更大，同时管理费用等支出相对刚性、影响利润表现。海通证券延续业绩压力，继续计提大额减值，前三季度计提信用减值17亿元。从24Q3单季度业绩来看，除华泰证券子公司处置外，中信证券、国泰君安单季度自营环比弹性较高，环比变动均在50%以上，广发和招商自营收入则环比有所下滑，体现不同券商资产配置和策略的差异。

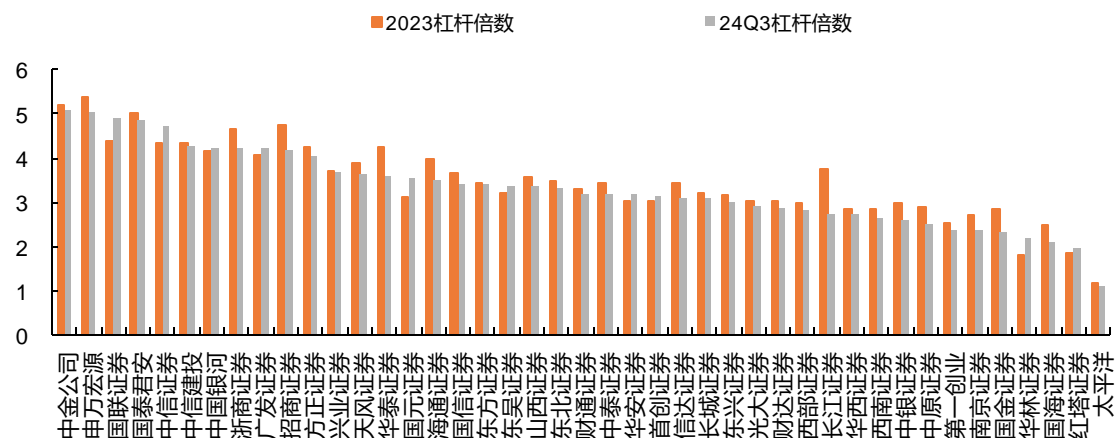
24Q1-Q3上市券商各分项收入表现变动情况

	24Q1-Q3收入表现 (亿元)							同比变动							24Q3单季度收入表现 (亿元)							环比变动						
	营收	归母净利	经纪	投行	资管	信用	自营	营收	归母净利	经纪	投行	资管	信用	自营	营收	归母净利	经纪	投行	资管	信用	自营	营收	归母净利	经纪	投行	资管	信用	自营
中信证券	461	168	72	28	75	9	217	1%	2%	-9%	-46%	1%	-72%	37%	160	62	23	11	26	-2	99	-3%	11%	-7%	25%	0%	-125%	58%
华泰证券	314	125	40	14	30	13	120	15%	31%	-14%	-41%	-4%	52%	57%	140	72	12	4	8	6	78	23%	139%	-9%	20%	-27%	23%	235%
国泰君安	290	95	45	18	29	16	107	7%	10%	-13%	-32%	-8%	-3%	39%	119	45	14	6	9	5	58	31%	78%	-13%	21%	-6%	-24%	126%
海通证券	129	-7	24	13	14	27	18	-43%	-115%	-15%	-55%	-1%	-17%	-52%	40	-16	7	5	6	9	0	-2%	-3958%	-11%	12%	31%	5%	-103%
广发证券	191	68	40	5	51	14	59	6%	16%	-11%	33%	-16%	-45%	113%	74	24	12	2	17	5	23	8%	-15%	-13%	4%	-4%	5%	-10%
中国银河	271	70	37	4	4	26	87	6%	5%	-12%	11%	2%	-21%	50%	100	26	12	1	1	8	38	1%	-7%	-6%	-42%	4%	-13%	16%
招商证券	143	71	37	4	5	7	72	-4%	12%	-14%	-44%	-8%	-48%	52%	47	24	11	1	2	2	24	-12%	-7%	-13%	-32%	-12%	-39%	-11%
国信证券	123	49	30	6	6	8	57	-1%	0.1%	-8%	-41%	82%	-46%	24%	45	17	9	3	2	3	22	3%	-8.9%	-14%	38%	3%	10%	5%
中金公司	134	29	26	21	8	-12	75	-23%	-38%	-27%	-21%	-12%	44%	7%	45	6	8	8	3	-4	32	-10%	-36%	-16%	-6%	-2%	73%	34%
申万宏源	175	38	27	7	6	2	76	7%	-11%	-20%	-40%	-22%	3025%	8%	66	17	8	2	2	2	27	27%	133%	-6%	-7%	-6%	615%	29%
前10合计	2231	706	377	120	228	109	888	-2%	-1%	-14%	-38%	-5%	-35%	33%	836	278	117	43	76	35	401	8%	21%	-10%	8%	-4%	-25%	50%
11-20合计	792	197	171	54	60	95	222	-9%	-19%	-15%	-46%	-7%	-22%	27%	287	68	54	18	19	30	89	6%	-2%	-8%	-4%	-14%	-14%	20%
21-43合计	691	131	116	43	51	42	208	2%	-7%	-11%	-24%	22%	-20%	12%	241	49	36	16	17	13	76	-1%	5%	-11%	14%	0%	-14%	5%

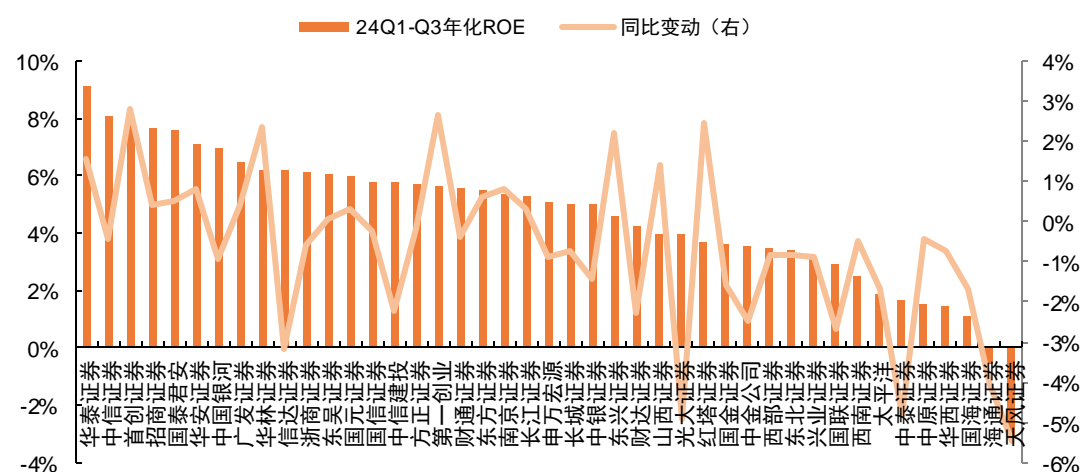
1.4 杠杆环比基本持平，ROE持续修复

- 杠杆变动分化，行业整体杠杆环比基本持平。24Q3末上市券商总资产规模12.57万亿元（较上年末+5%），归母净资产2.54万亿元（较上年末+3%），资产增速更高，主要是9月权益市场转暖、客户加速入金、客户资金存款快速上升。扣除代理买卖证券款后，上市券商杠杆倍数3.87倍（较上年末-0.14倍，较24H1+0.01倍）。其中，18家上市券商杠杆倍数环比提升，25家下降。中金公司（杠杆倍数5.08倍，QoQ+0.18倍）、申万宏源（5.03倍，QoQ-0.06倍）、国联证券（4.89倍，QoQ+0.28倍）杠杆倍数最高；中信证券（4.73倍，QoQ+0.41倍）、东吴证券（3.38倍，QoQ+0.32倍）、华林证券（2.19倍、QoQ+0.31倍），环比提升幅度最高，加杠杆主要用于增配金融资产。
- 年化ROE环比修复至5.51%。43家上市券商合计年化ROE为5.51%（YoY-0.68pct，较24H1+0.37pct）。华泰证券年化ROE为9.16%（YoY+1.58pct）、中信证券8.07%（YoY-0.42pct）、首创证券7.89%（YoY+2.82pct），排名上市券商前三。首创证券也是ROE提升最快的上市券商，第一创业5.62%（YoY+2.64pct）、红塔证券3.71%（YoY+2.46pct），提升幅度领先。

24Q3末上市券商杠杆倍数（倍）



24Q1-Q3上市券商年化ROE表现

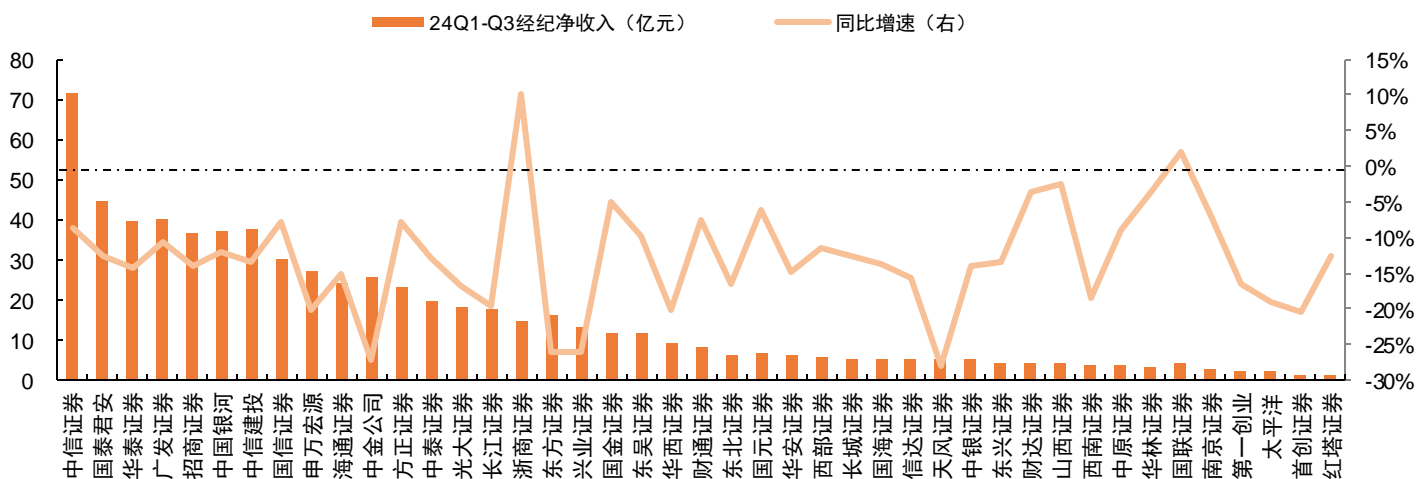


资料来源：Wind，平安证券研究所

2.1 经纪：市场成交活跃，关注Q4经纪业务修复

- **Q3经纪业务仍承压，行业代买业务佣金率下行趋缓。**24Q3沪深两市股基日均成交额8046亿元（QoQ-12%，YoY-15%），拖累上市券商经纪业务表现，前三季度合计经纪净收入664亿元（YoY-14%），降幅深于市场成交额，预计一方面系佣金率的继续下行，据Wind统计的上半年市场股基成交额和证券业协会披露的证券行业上半年代理买卖证券业务收入测算，上半年市场平均佣金率0.0202%（vs 2023年0.0205%），但下行速度有所放缓；另一方面预计系金融产品代销收入受新发基金持续低迷影响、相对承压。
- **Q3末代理买卖证券款环比+28%，10月日均股基成交额超2万亿元。**9月下旬权益市场快速反弹，加速客户入金，24Q3末上市券商合计代理买卖证券款2.7万亿元（环比24H1+28%），经纪业务领先的券商环比增加绝对值更高，如中信证券代理买卖证券款环比增长880亿元、申万宏源环比增长649亿元、招商证券环比增长484亿元。10月沪深两市日均股基成交额为2.31万亿元，创月度新高，预计上市券商经纪业务的改善将在24Q4显现。

上市券商24Q1-Q3经纪业务净收入及变动

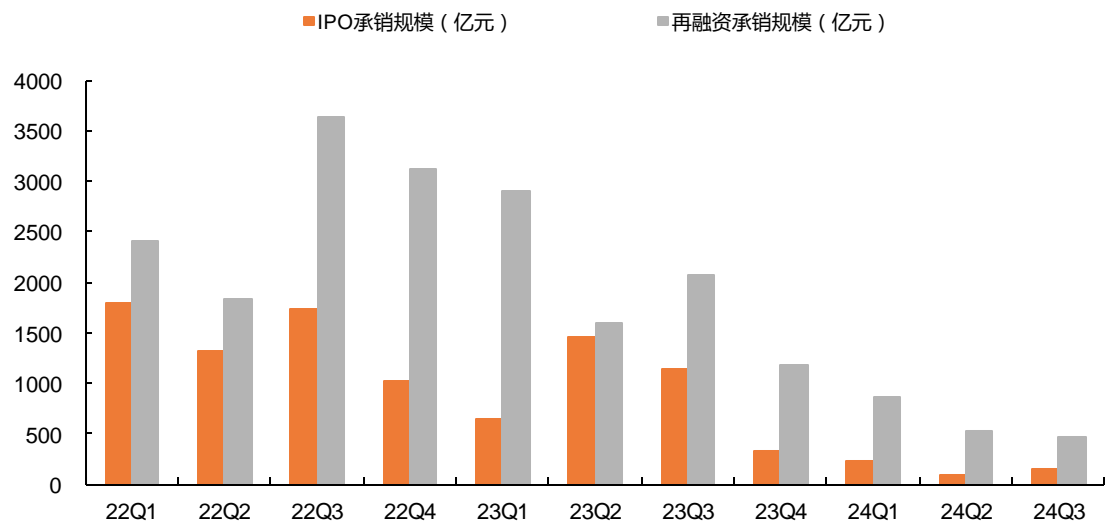


资料来源：Wind，平安证券研究所

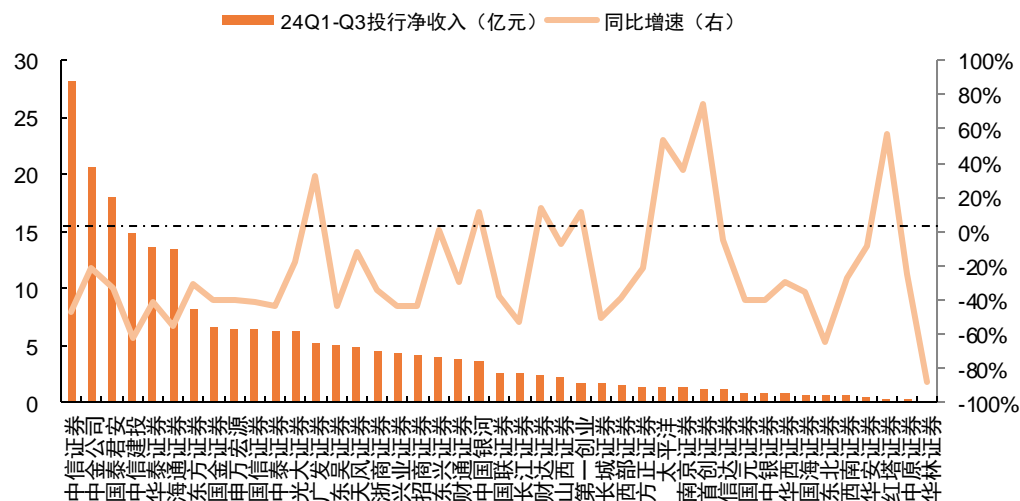
2.2 投行：Q3收入环比基本持平，后续同比基数压力将减弱

- 股权承销延续低迷，预计Q4及2025年同比基数压力将减弱。据Wind上市日统计，24Q1-Q3全行业IPO承销规模479亿元（YoY-85%）、再融资承销规模1868亿元（YoY-70%），债券承销规模9.71万亿元（YoY+0.5%）。其中Q3单季度IPO承销154亿元（vs24Q2 89亿元）环比改善，但再融资463亿元（vs24Q2 534亿元）、环比略有放缓。23年8月27日证监会发布“统筹一二级市场平衡 优化IPO、再融资监管安排”，阶段性收紧IPO节奏，至23Q4单季度IPO承销规模下降至329亿元，预计随着基数的下降，24Q4投行收入同比压力将减弱。
- 投行净收入单季度环比基本持平，但同比仍承压。43家上市券商合计投行净收入217亿元（YoY-38%），Q3单季度77亿元（QoQ+6%），环比有所改善。前三季度中信证券、中金公司、国泰君安投行净收入排名前三。

◎ 证券行业单季度股权承销规模



◎ 上市券商24Q1-Q3投行净收入及变动



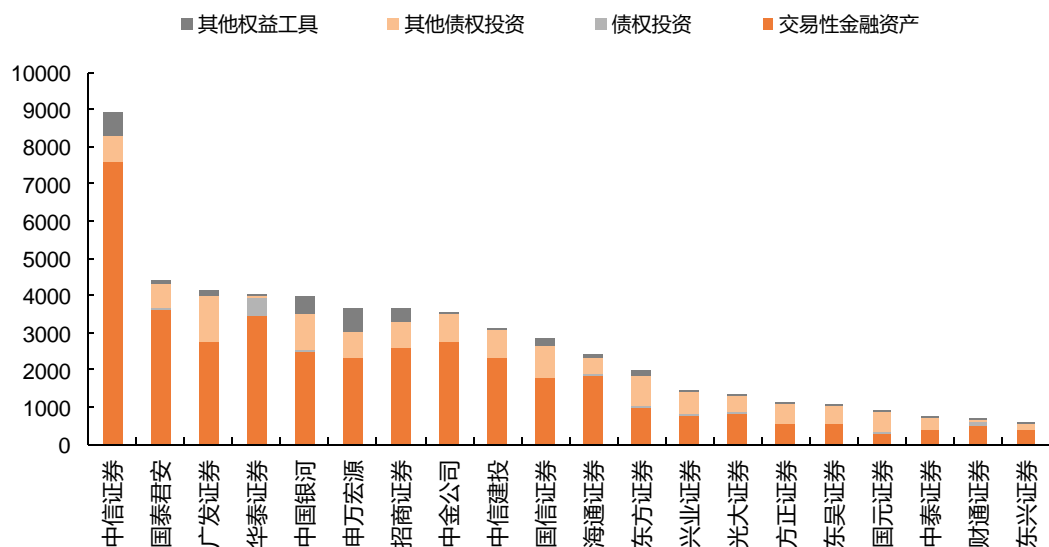
资料来源：Wind，平安证券研究所

注：再融资包括增发、配股、可转债、可交换债、优先股

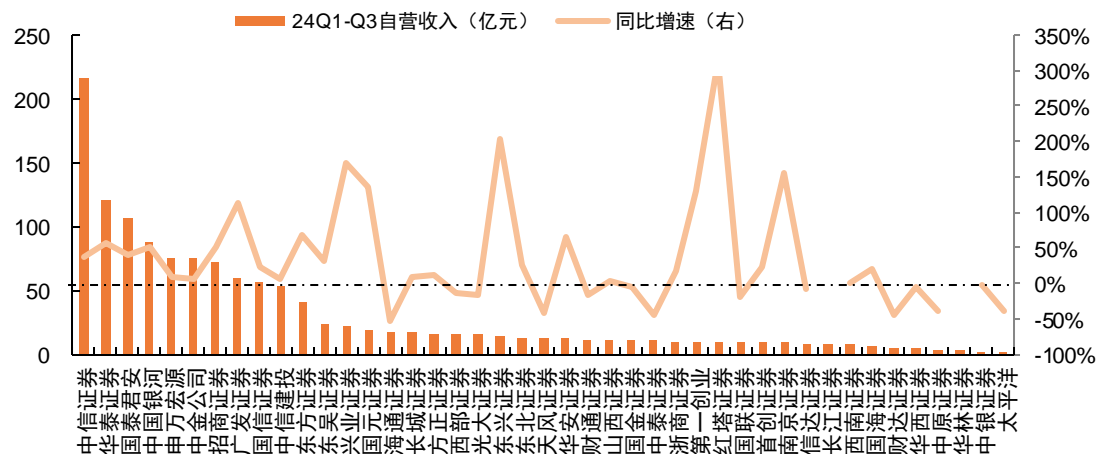
2.4 自营：增配交易性金融资产，投资收益率同比环比均提升

- 金融投资规模与投资收益率均改善，Q3主要增配交易性金融资产。24H1末43家上市券商自营规模62413亿元（较上年末+1.8%，较24H1末+1.7%），交易性金融资产45112亿元（较上年末+2%，环比24H1末+4%）、债权投资908亿元（-7%，-2%）、其他债权投资13205亿元（-6%，+0.2%）、其他权益工具3435亿元（+65%，+2%）。前三季度上市券商合计自营收入1317亿元（YoY+28%），单季度567亿元（QoQ+36%）。对应年化自营收益率2.84%（YoY+0.41pct，较24H1+0.39pct）。
- 上市券商自营表现相对分化。由于各家上市券商资产配置和调整能力有差异，以及基数表现不同，三季度自营收入同比环比均有差异。头部券商中中信证券（24Q3单季度自营收入99亿元，QoQ+58%）、华泰证券（78亿元，QoQ+235%）、国泰君安（58亿元，QoQ+126%）Q3单季度自营收入环比表现较好。

24Q3末上市券商金融资产结构（亿元，前20）



24Q1-Q3上市券商自营收入及变动



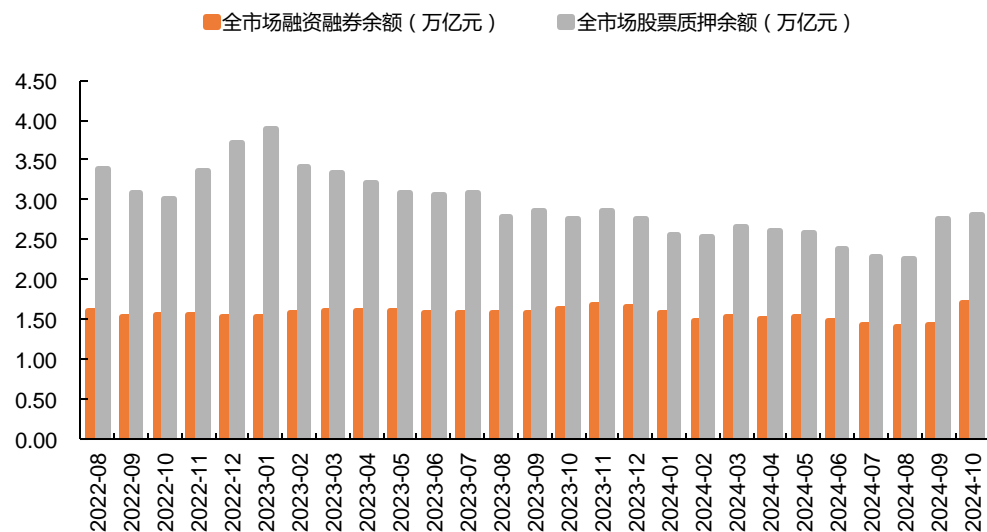
资料来源：Wind，平安证券研究所

注：华林证券、长江证券自营收入同比由负转正，故图表不显示
 注：自营规模=交易性金融资产+债权投资+其他债权投资+其他权益工具+衍生金融资产-衍生金融负债；
 自营收益率=当期自营收入/期初期末自营规模平均值；自营收入=投资收益+公允价值变动损益-对联营企业和合营企业的投资收益

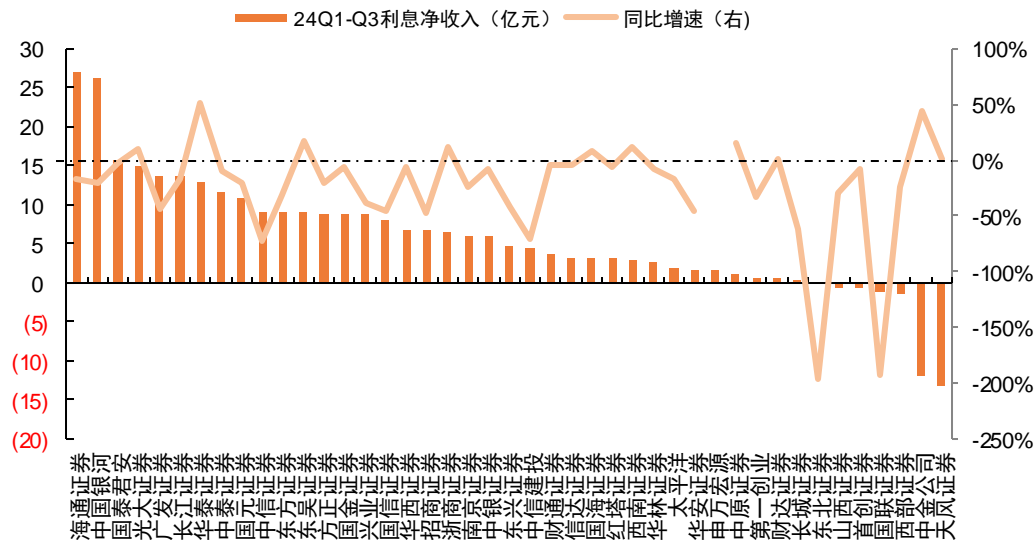
2.5 信用：两融与股质回暖，负债成本下滑

- **9月两融与股质规模回暖。**7月、8月信用业务随市场和政策继续承压，9月随着权益市场转暖，9月末两融规模回升至1.44万亿元（较上年末-13%，较24H1-3%），股质市值2.76万亿元（较上年末+0.1%，较24H1+16%），10月信用业务继续向好，10月底两融规模1.71亿元，回到2022年初水平，股质市值2.81万亿元，预计24Q4券商利息收入将得到改善。
- **负债成本延续下降，前三季度利息净收入同比降幅环比基本持平。**24Q1-Q4上市券商合计利息净收入247亿元（YoY-28%），其中利息收入1494亿元（YoY-9%），利息支出1248亿元（YoY-4%）。负债成本有所改善，通过43家上市券商计息负债和利息支出测算，24Q1-Q3年化负债成本率约2.66%（vs24H1约2.74%，23年约2.91%）。

两融及股质规模变动

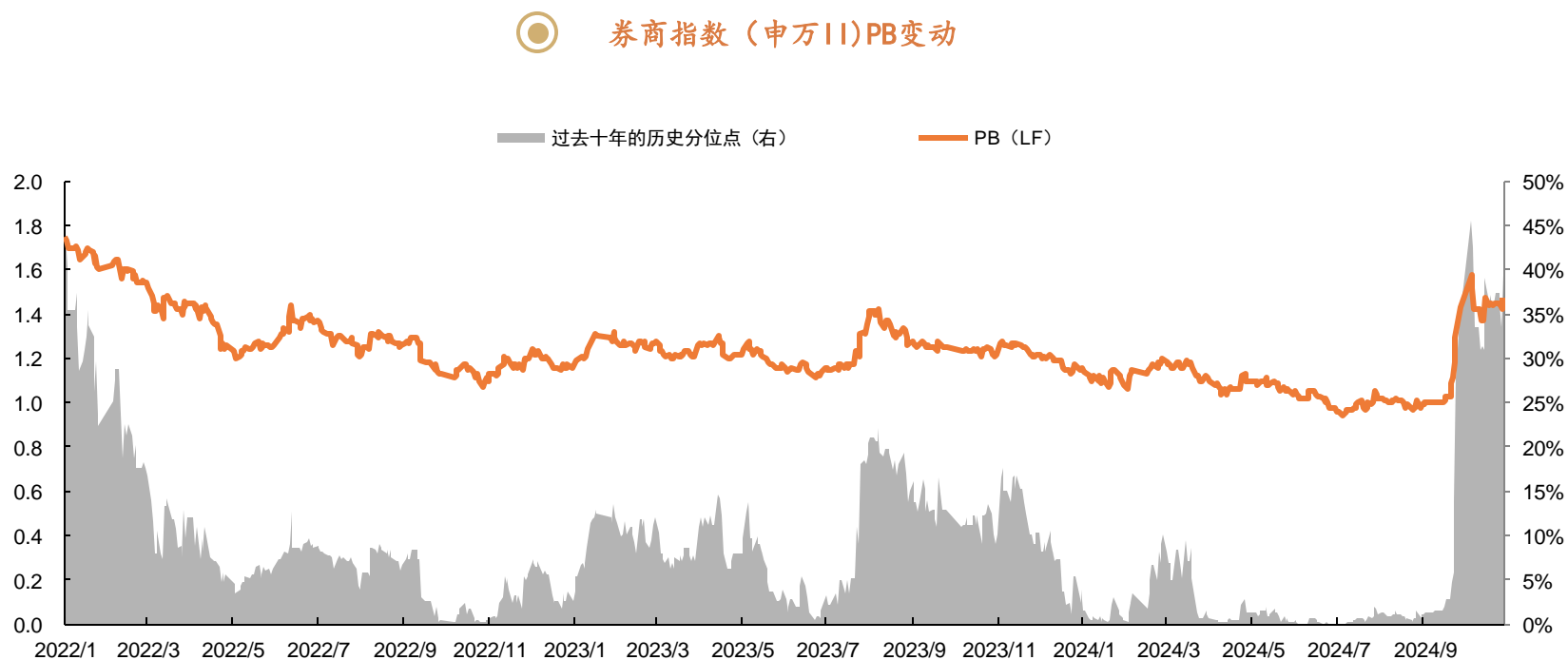


24Q1-Q3上市券商利息净收入及变动



3.1 投资建议：证券板块全面受益于市场 β

- 近期资本市场重磅“组合拳”出台，本轮政策力度大、范围广、落地速度快，对市场情绪形成强烈催化，市场信心快速回升，9月下旬以来A股成交活跃度快速回升并维持高位。同时，当前多项政策仍在陆续出台，且央行结构性货币政策工具、长期资金入市等措施进一步落地，有望持续为资本市场带来流动性，并提升市场风险偏好。证券行业从估值和业绩均具备beta属性，全面受益，看好四季度上市券商盈利改善。



3.2 风险提示：权益市场大幅波动，宏观经济超预期下行等

- 1、权益市场大幅波动，影响市场交投活跃度及投资收益，进而影响证券行业整体业绩表现。
- 2、投资者风险偏好降低，交投活跃度或将下滑，拖累市场景气度。
- 3、宏观经济超预期下行影响市场基本面及货币政策，增加市场不确定性。
- 4、资本市场政策影响超预期，金融对外开放等改革措施推进放缓，逆周期调节政策超预期，资本市场政策红利低于预期。

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现±10%之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2024版权所有。保留一切权利。