

政策导向塑行业格局，  
聚焦头部、金融科技、并购三主线

2023年12月27日

评级 同步大市

评级变动: 维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
证券 II	-8.48	-7.86	0.06
沪深 300	-6.03	-10.49	-13.15

刘敏 分析师

执业证书编号:S0530520010001  
liumin83@hncshasing.com

相关报告

- 1 证券行业 2023 年 12 月月报：中央金融工作会议释放积极信号，利好头部券商 2023-12-07
- 2 证券行业 2023 年 10 月月报：市场成交低迷，建议关注低估值下的行业配置机会 2023-10-13
- 3 证券行业 2023 年 9 月月报：活跃资本市场一揽子政策出台，行业中报业绩向好 2023-09-06

重点股票	2022A		2023E		2024E		评级
	EPS (元)	PE (倍)	EPS (元)	PE (倍)	EPS (元)	PE (倍)	
中信证券	1.44	13.78	1.58	12.56	1.87	10.61	增持
华泰证券	1.22	11.14	1.43	9.50	1.63	8.34	买入
国联证券	0.27	38.52	0.34	30.59	0.41	25.37	增持
浙商证券	0.43	23.63	0.46	22.09	0.53	19.17	增持

资料来源: wind, 财信证券

投资要点:

- **市场及经营情况回顾:** 今年市场行情整体低迷，证券行业指数年末基本与年初持平，截至 2023 年 12 月 26 日，申万证券行业指数累计跌幅 0.58%，申万证券行业指数涨跌幅在 31 个申万行业指数中位于第 9 位，跑赢沪深 300 指数 13.55 个百分点，跑赢上证综指 5.59 个百分点。业绩情况来看，自营业务驱动券商业绩增长，中小券商业绩弹性凸显。
- **行业展望:** 国内经济有望边际复苏，同时外围流动性制约因素也有望逐步消除，在国内流动性保持合理充裕的背景下，预计 2024 年权益类市场有望边际回暖。2024 年预计将进一步推动股票发行注册制走深走实，加强基础制度和机制建设，加大投资端改革力度，吸引更多的中长期资金，活跃资本市场，更好发挥资本市场枢纽功能。我们预计业内央企国企证券公司将引领新一轮并购潮，行业头部集中趋势有望进一步加强；金融科技赋能有望进一步深化，行业数字技术应用提升空间大；注册制及财富管理转型背景下，研究业务有望走向内外平衡发展。
- **盈利预测:** 预计 2024 年行业业绩看点主要在自营业务和资本中介业务。在保守、中性、乐观情景下预计营业收入及增速分别为 4023 亿元 (-2.28%)、4602 亿元 (+11.78%)、5048 亿元 (+22.61%)，净利润及增速分别 1488 亿元 (-2.28%)、1703 亿元 (+11.78%)、1868 亿元 (+22.61%)。
- **投资观点:** 建议关注优质头部券商、金融科技赋能以及并购重组三条主线。标的方面，建议关注头部券商中信证券 (600030.SH)、科技赋能转型行业开拓者华泰证券 (601688.SH)、以及并购重组中小券商国联证券 (601456.SH) 和浙商证券 (601878.SH)。
- **风险提示:** 宏观经济下行及利率波动风险；市场交投活跃度低迷；二级市场大幅波动；信用违约风险；证券公司业务开展不及预期；金融监管政策加强；资本市场改革低于预期。

## 内容目录

<b>1 市场及经营情况回顾</b> .....	<b>4</b>
1.1 证券行业指数跑赢大盘，全年有四个阶段性上涨行情.....	4
1.2 2023年自营业务驱动券商业绩增长，中小券商业绩弹性凸显.....	5
1.3 行业再融资监管趋严，资本金扩充步伐放缓.....	8
1.4 估值处于历史底部区间.....	9
<b>2 2024年行业政策及趋势展望</b> .....	<b>10</b>
2.1 行业政策梳理及2024年行业政策展望.....	10
2.2 2024年行业趋势展望.....	14
2.2.1 业内央国企有望引领新一轮行业并购潮.....	14
2.2.2 金融科技赋能有望进一步深化，数字技术应用提升空间大.....	15
2.2.3 注册制及财富管理转型背景下，券商研究业务有望走向内外平衡发展.....	16
<b>3 2024年证券行业盈利预测</b> .....	<b>18</b>
3.1 经纪业务.....	18
3.2 投行业务.....	19
3.3 资管业务.....	20
3.4 自营业务.....	21
3.5 资本中介业务.....	22
3.6 2024年行业盈利预测.....	22
<b>4 2024年投资主线及选股建议</b> .....	<b>24</b>
4.1 投资主线.....	24
4.2 重点股票推荐.....	25
4.2.1 中信证券（600030.SH）：龙头地位稳固，政策导向下重点受益标的.....	25
4.2.2 华泰证券（601688.SH）：科技赋能转型行业开拓者，全业务链大平台下孕育机会.....	25
4.2.3 国联证券（601456.SH）：强劲成长潜力，期待并购整合的卓越成效.....	26
4.2.4 浙商证券（601878.SH）：中小券商标杆，关注并购国都证券的进程.....	27
<b>5 风险提示</b> .....	<b>27</b>

## 图表目录

图 1: 申万证券指数及申万一级行业指数全年涨跌幅 (截至 2023 年 12 月 26 日) .....	5
图 2: 证券板块 2023 年累计收益率走势图 (截至 2023 年 12 月 26 日) .....	5
图 3: 2014 年-2023 年前三季度证券行业业绩整体情况 .....	7
图 4: 证券行业 ROE 走势图 .....	7
图 5: 2023 年前三季度证券行业各业务营收 (亿元) 及同比增速 .....	7
图 6: 2023 年前三季度券商收入结构变化 .....	7
图 7: 2023 年前三季度不同规模券商经纪业务收入 (亿元) 及增速 .....	8
图 8: 2023 年前三季度不同规模券商投行业务收入 (亿元) 及增速 .....	8
图 9: 2023 年前三季度不同规模券商资管业务收入 (亿元) 及增速 .....	8
图 10: 2023 年前三季度不同规模券商自营业务收入 (亿元) 及增速 .....	8
图 11: 证券行业估值 (截至 2023 年 12 月 26 日) .....	10
图 12: 2023 年中美两国利率调整情况 .....	11
图 13: 2023 年以来北向资金流入流出情况 (月) .....	11
图 14: 中性假设下股基日均成交额及同比增速 (亿元) .....	19
图 15: 中性假设下代销金融产品收入及同比增速 (亿元) .....	19
图 16: 中性假设下上市券商投行收入 (亿元) 及增速 .....	20
图 17: 中性假设下 IPO 股权融资规模 (亿元) .....	20
图 18: 中性假设下券商资管业务收入情况 (亿元) .....	21
图 19: 中性假设下资管规模 (亿元) 及增速 .....	21
图 20: 中性假设下券商自营业务收入情况 (亿元) .....	22
图 21: 中性假设下自营业务综合收益率 .....	22
图 22: 中性假设下日均融资融券余额 (亿元) .....	22
图 23: 股票质押业务规模趋势 (亿股、%) .....	22
表 1: 上市券商再融资进展情况 (截至 2023 年 12 月 26 日) .....	9
表 2: 2023 年证券行业相关政策 .....	12
表 3: 2014 年以来证券公司主要股权收购事件梳理 (含拟收购) .....	15
表 4: 2024 年证券行业基本假设条件及盈利预测 (单位: 亿元) .....	23

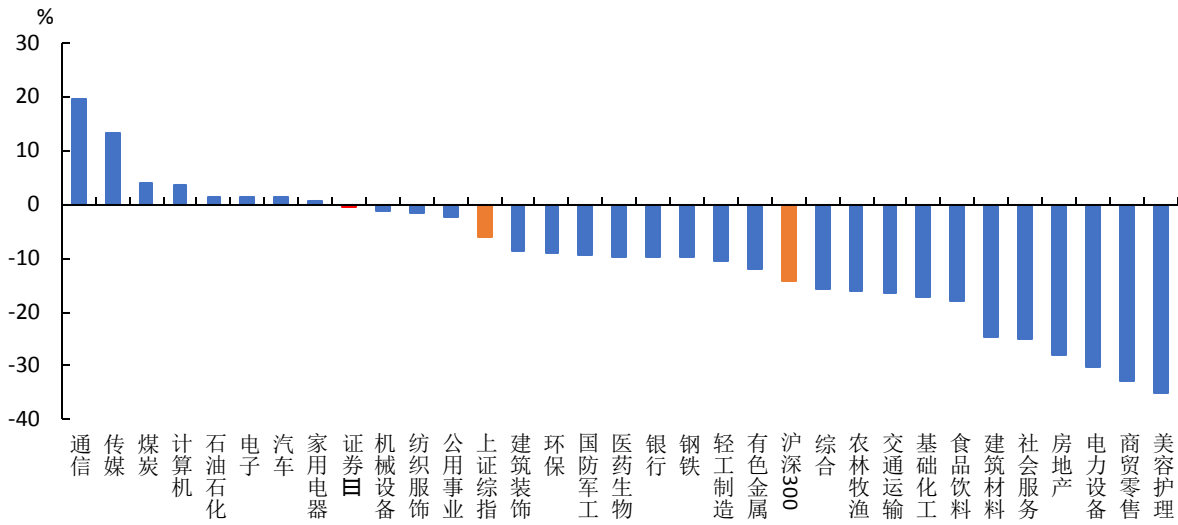
## 1 市场及经营情况回顾

### 1.1 证券行业指数跑赢大盘，全年有四个阶段性上涨行情

2023 年以来，A 股市场面临日益复杂的内外环境、地缘冲突等冲击，大盘呈现下行趋势，截至 2023 年 12 月 26 日，上证综指、沪深 300 指数分别下跌 6.16%、14.12%，证券行业指数表现相对较好，排名行业第 9，全年下跌 0.58%，跑赢上证综指 5.59 个百分点，跑赢沪深 300 指数 13.55 个百分点。

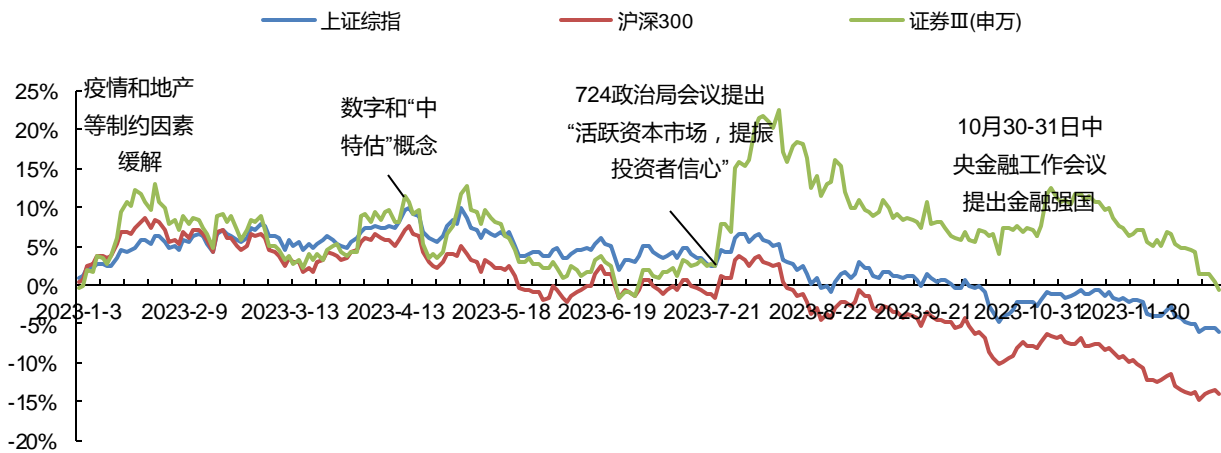
回顾全年证券板块行情走势，共有四个阶段性上涨过程。2023 年年初以来，疫情影响逐渐消退，受国内经济复苏节奏和预期反复的影响，A 股市场整体呈现较大波动状态，年初在疫情和房地产等制约因素逐步缓解预期下，市场情绪向好，北向资金大幅净流入，仅 1 月北向资金净流入达 1413 亿元，创单月净流入新高，1 月证券行业指数随沪深 300 指数大幅上行，申万证券行业指数 PB 也从年初的 1.17x 上行至 1.30x 左右，2 月，随着 ChatGPT 相关概念板块炒作，对其他板块造成分流效应，证券行业指数随沪深 300 指数震荡下行，直至 3 月中下旬，“数字”和“中特估”概念穿插在证券行业市场表现中，ChatGPT 在金融证券领域的应用快速落地预期升温，再加上证券行业一季度业绩在 2022 年底基数下大幅反弹的预期，证券行业指数呈上攻态势，期间调整下行后，直到 4 月末“中特估”概念在金融行业的演绎至极点，证券行业指数大幅反弹。5 月初，由于房地产及经济数据不及预期，证券行业指数随大盘下行，申万证券行业指数 PB 估值下降至低于年初水平，截至 6 月 30 日为 1.14x 左右。7 月 24 日政治局会议提出“活跃资本市场，提振投资者信心”，随着相关利好市场的政策预期发酵，证券行业指数开启了一场涨幅在 20% 左右的上攻行情，估值最高达 1.40x 左右，此后随着降印花税等一揽子政策利好落地，证券行业指数回落。直到 10 月 30-31 日中央金融工作会议召开，首次提出金融强国，并提出培育一流投行及投资机构，证券行业指数小幅上涨，主要围绕券商并购重组这条主线演绎行情。整体来看，2023 年市场情绪较好的 1 月、3 月-5 月、8 月、11 月的部分时间段，证券行业指数阶段性大幅跑赢沪深 300 指数。

图 1：申万证券指数及申万一级行业指数全年涨跌幅（截至 2023 年 12 月 26 日）



资料来源：wind、财信证券

图 2：证券板块 2023 年累计收益率走势图（截至 2023 年 12 月 26 日）



资料来源：wind、财信证券

## 1.2 2023 年自营业务驱动券商业绩增长，中小券商业绩弹性凸显

上市券商前三季度整体业绩小幅增长，盈利能力略有提升。据 wind 数据统计，44 家上市券商 2023 年前三季度合计实现营业收入 3904.05 亿元，同比增长 1.54%，实现净利润 1161.82 亿元，同比增长 5.72%。前三季度在国内经济复苏基础偏弱、国际环境复杂多变情况下，券商经纪、投行、资管业务下滑，自营业务低基数下反弹。上市券商情况来看，整体资本实力仍在增强但扩张步伐放缓。44 家上市券商总资产合计 11.81 万亿元，

较 2022 年末提升 3.19%，净资产合计 2.57 万亿元，较 2022 年末提升 7.09%。整体盈利水平较 2022 年略有提升，我们测算 2023 年上市券商前三季度 ROE（整体法，年化）为 6.18%，较 2022 年的 5.83% 提升 0.35 个百分点。

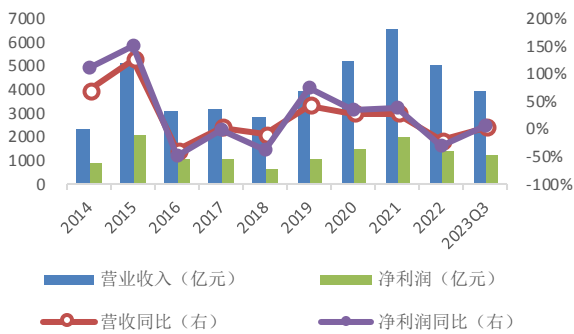
**2023 年业绩增长主要由自营业务驱动。**分业务来看，自营业务在 2022 年低基数下实现较大幅度反弹；经纪业务受佣金率下滑、代销收入低迷等因素影响呈两位数下滑；投行业务上半年受到全面注册制改革项目平移影响，下半年受到 IPO 阶段性收紧及再融资优化安排等影响，全年来看，股权承销规模呈现大幅下滑，导致投行业务收入较去年缩水。据 wind 数据统计，2023 年前三季度上市券商各主营业务收入及同比变化分别为经纪业务手续费净收入 806.31 亿元/-12.37%、投行业务手续费净收入 352.43 亿元/-18.34%、资产管理业务手续费净收入 347.31 亿元/+1.36%、利息净收入 359.18 亿元/-18.12%、证券投资收益（含公允价值变动）1044.09 亿元/+69.69%。此外，除主营业务外的其他业务收入（主要是联合营企业投资收益、汇兑收益等）同比增长 11.28%。2023 年券商各项业务业绩均面临较大压力，业绩反弹主要受自营业务业绩反弹驱动，前三季度自营业务收入（营业总收入为剔除基差贸易收入的口径，下同）占比提升至 31.84%，经纪/投行/资管/资本中介业务收入占比分别为 24.59%/10.75%/10.59%/10.95%，而 2022 年业绩低迷下全行业自营/经纪/投行/资管/资本中介业务收入占比分别为 15.40% / 32.55% / 16.69% / 6.86% / 16.03%。

**自营业务 2022 年基数差异原因，中大型券商、中小券商业绩弹性大于头部券商。**我们根据券商总资产、净资产规模指标将券商分为头部券商 10 家、中大型券商 8 家、中小券商 26 家后，发现前三季度业绩来看，中大型券商及中小券商业绩增速要好于头部券商。头部券商归母净利润同比下滑 1.53%，中大型、中小券商归母净利润分别同比增长 20.18%、20.62%。归其原因，主要是因为 2022 年极端环境下头部券商凭借其去方向化转型走在行业前列等优势，其自营业务较为稳健，所以 2023 年自营业务增幅较小，而中大型券商及中小券商自营业务业绩低基数效应明显，2023 年自营业务弹性较大。据 wind 数据统计，10 家头部券商 2023 年前三季度自营业务合计实现收入 672 亿元，同比增长 41.82%，而中大型券商、中小券商前三季度自营业务收入同比大幅增长，增幅分别为+154.48%、+169.66%。其他主营业务来看，2023 年前三季度三类不同规模的券商其经纪业务均受到市场及行业不利因素影响，头部、中大型、中小券商下滑幅度分别为 12.25%、14.38%、10.64%。投行业务方面，头部券商受到的影响较大，头部券商 2023 年前三季度实现投行业务收入合计 222.94 亿元，同比下滑 22.21%，同时，中小券商投行业务收入受到的影响也较大，同比下滑 16.77%，中大型券商 2023 年前三季度投行业务收入同比小幅下滑，为 3.89%。资管业务收入来看，头部券商前三季度资管业务收入呈现正增长，同比+4.11%，中大型券商前三季度资管业务收入同比基本持平，而中小券商资管业务收入同比下滑 9.04%。

据 wind 数据统计，前三季度业绩增长的上市券商有 32 家，占比 72.73%，各上市公司业绩来看，自营业务大幅反弹下，不乏业绩高增的中小券商。44 家券商中有 7 家券商归母净利润增幅 100% 以上，分别为红塔证券（+747.75%）、天风证券（+718.40%）、长

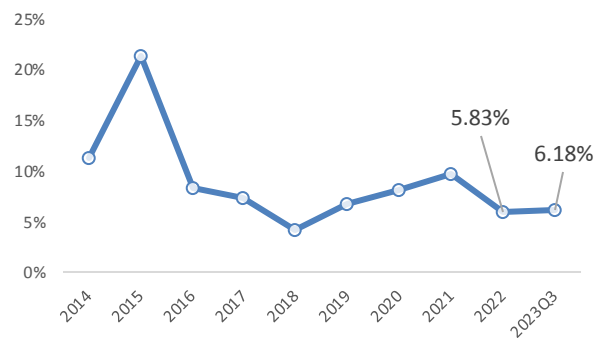
城证券(+113.87%)、西南证券(+151.51%)、东北证券(+109.24%)、中泰证券(+103.98%)、中原证券(+103.12%)，业绩增速 50%-100%的券商包括国金证券(+50.27%)、西部证券(+76.17%)、信达证券(+50.09%)，还有太平洋证券扭亏归母净利润变动幅度 493.52%。而自营业务去方向化转型走在前列的中信证券业绩波动较小，同比下滑 0.93%，中银国际自营业务占比较小，业绩增幅 5.76%，去年国联证券自营业务较为稳健，业绩增幅为 12.94%。

图 3：2014 年-2023 年前三季度证券行业业绩整体情况



资料来源：wind、财信证券

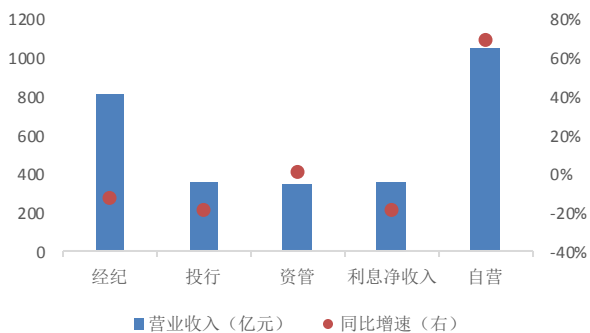
图 4：证券行业 ROE 走势图



资料来源：wind、财信证券

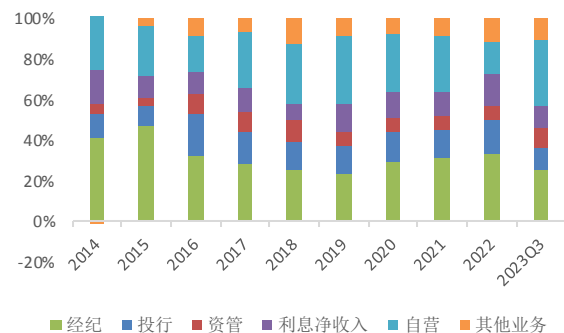
注：2023 年前三季度采用年化 ROE。

图 5：2023 年前三季度证券行业各业务营收（亿元）及同比增速



资料来源：wind、财信证券

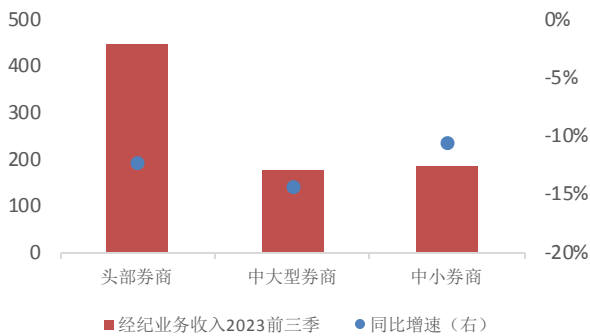
图 6：2023 年前三季度券商收入结构变化



资料来源：wind、中国证券业协会、财信证券

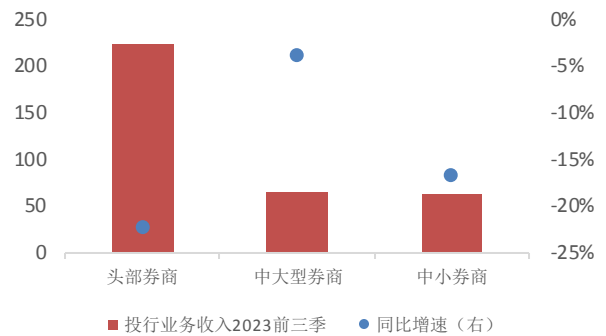
注：2014-2022 年收入结构采用中国证券业协会公布的行业经营数据计算得来，2023 年前三季度收入结构采用上市券商各业务数据计算得到，测算占比分母营业收入采用剔除期货基差贸易收入后的营业收入。

图 7：2023 年前三季度不同规模券商经纪业务收入（亿元）及增速



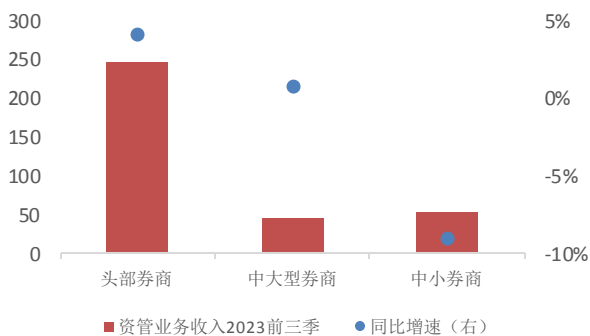
资料来源：wind、财信证券

图 8：2023 年前三季度不同规模券商投行业务收入（亿元）及增速



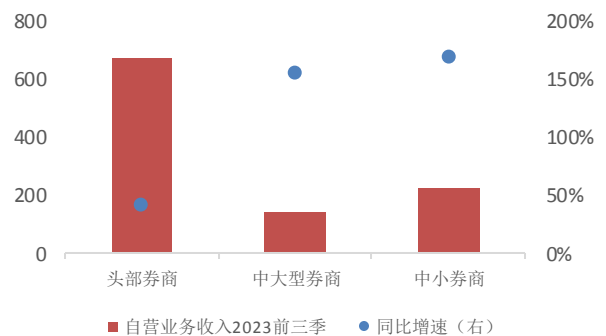
资料来源：wind、财信证券

图 9：2023 年前三季度不同规模券商资管业务收入（亿元）及增速



资料来源：wind、财信证券

图 10：2023 年前三季度不同规模券商自营业务收入（亿元）及增速



资料来源：wind、财信证券

### 1.3 行业再融资监管趋严，资本金扩充步伐放缓

行业再融资监管趋严，资本金扩充步伐放缓。2023 年以来，监管在再融资审核中更加关注上市证券公司融资的必要性、合理性，证监会在 2023 年 1 月初的一次答记者问上表示，对于券商再融资，倡导证券公司自身必须聚焦主责主业，树牢合规风控意识，坚持稳健经营，走资本节约型、高质量发展的新路，发挥好资本市场“看门人”作用。7 月政治局会议后，对再融资政策进行了优化，要求对金融上市企业及其他行业大市值上市企业的再融资施行预沟通机制、突出扶优限劣，对再融资主体进行一定限制、引导上市公司合理确定再融资规模等等。2023 年行业再融资更趋谨慎，券商资本金扩张节奏趋缓。

据 wind 数据及公司公告统计，包括南京证券、天风证券、浙商证券等券商年内发布定增方案，目前都在股东大会通过阶段，财达证券、国联证券、南京证券年内修订了募集说明书，下修拟募集资金或调整募集资金投向等，而到期失效或其他原因停止实施再



融资的券商高达 5 家，包括中金公司的 270 亿元配股和华泰证券的 280 亿元配股计划，5 家券商拟募集资金合计 692.10 亿元，占全年在途方案拟募集资金的 64%。全行业仅粤开证券、国海证券再融资获证监会批复并实施，合计募资金额 35.16 亿元。其余包括国联证券、财达证券、锦龙股份、南京证券、天风证券、浙商证券 6 家券商再融资计划仍在等待注册审核，拟募集资金 297.56 亿元。再融资步伐放缓下，2023 年证券公司资本金扩张趋缓。据 wind 数据统计，2023 年 44 家上市券商总资产较 2022 年末提升 3.19%，净资产较 2022 年末提升 7.09%。

未来，我们预计在倡导稳健经营、资本节约、高质量发展的形势下，行业布局更加倾向于 ROE 较高的业务板块，如轻资产方面的投行、资管、财富管理，资金类业务方面的衍生品、做市业务等。

**表 1：上市券商再融资进展情况（截至 2023 年 12 月 26 日）**

序号	名称	再融资类型	预案公告日	方案进度	拟募集资金(亿元, 不超过)	实际募资(亿元)
1	粤开证券	定向增发	2022/7/30	已实施	4.26	3.24
2	中金公司	配股	2022/9/14	到期失效	270.00	--
3	中原证券	定向增发	2022/4/30	停止实施	70.00	--
4	国联证券	定向增发	2022/9/29	股东大会通过	50.00	--
5	财达证券	定向增发	2022/12/27	股东大会通过	50.00	--
6	华鑫股份	定向增发	2022/12/24	停止实施	40.00	--
7	国海证券	定向增发	2022/2/26	已实施	85.00	31.92
8	锦龙股份	定向增发	2022/7/2	停止实施	32.10	--
9	华泰证券	配股	2022/12/31	终止	280.00	--
10	锦龙股份	定向增发	2023/6/10	股东大会通过	27.56	--
11	南京证券	定向增发	2023/4/29	股东大会通过	50.00	--
12	天风证券	定向增发	2023/4/28	股东大会通过	40.00	--
13	浙商证券	定向增发	2023/1/19	股东大会通过	80.00	--

资料来源：wind、公司公告、财信证券

## 1.4 估值处于历史底部区间

券商行业估值处于历史底部区间。截至 12 月 26 日，上市券商 PB 估值为 1.14 倍（中值，剔除负值，下同），大券商 PB 估值为 1.10 倍，中小券商 PB 估值 1.22 倍。市场估值情况来看，证券行业在 2018 年熊市时期最低为 1.08 倍 PB，2022 年最低估值为 1.04 倍，现行业估值水平仍处于历史估值水平的底部区间。

图 11：证券行业估值（截至 2023 年 12 月 26 日）



资料来源：wind、财信证券

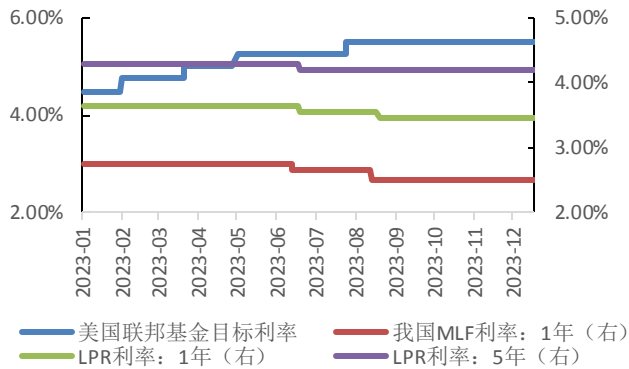
## 2 2024 年行业政策及趋势展望

### 2.1 行业政策梳理及 2024 年行业政策展望

由于中美经济周期处于不同阶段，2023 年中美货币政策继续相向而行。虽然年初在国内解封及房地产利好政策等因素下外资大幅流入 A 股市场，北向资金 1 月单月流入额创历史新高。但全年来看，美联储 2023 年年内共 4 次加息，国内经济修复疲软央行实施宽松货币政策以维持流动性，6 月以来央行调降 1 年期 MLF 利率 2 次，1 年期 LPR 调降 2 次，5 年期 LPR 利率调降 1 次。下半年以来，外资持续流出 A 股影响市场流动性。展望 2024 年，海外流动性制约因素预计将逐步缓解，随着美联储加息步入尾声，美元强势地位预计将逐步弱化，从而将扭转对资金回流美元资产的局面，而国内经济在政策支持下有望持续复苏，外资有望重新回流 A 股市场，为 A 股市场带来增量资金。据中央经济工作会议精神，我国将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，预计 2024 年国内货币政策仍将维持宽松保持流动性合理充裕。

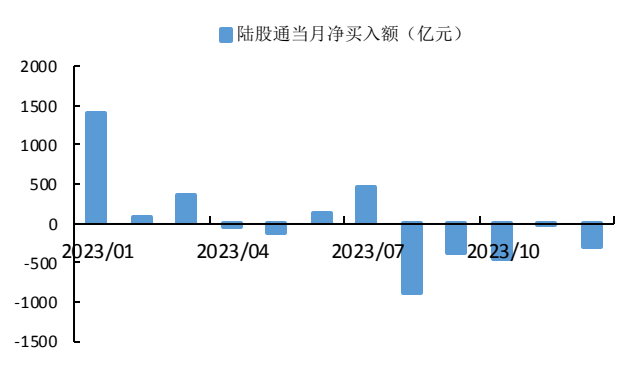
预计 2024 年国内经济有望边际复苏，企业盈利能力有望逐步恢复，市场环境有望边际好转，根据中央经济工作会议内容，会议强调要统筹化解房地产、地方债务、中小金融机构等风险，严厉打击非法金融活动，坚决守住不发生系统性风险的底线。房地产、地方债务风险的有序化解，有利于消除权益类市场估值压制。同时外围流动性制约因素也有望逐步消除，在国内流动性保持合理充裕的背景下，我们预计 2024 年权益类市场有望边际回暖。

图 12：2023 年中美两国利率调整情况



资料来源：wind，财信证券

图 13：2023 年以来北向资金流入流出情况（月）



资料来源：wind，财信证券

**全面注册制正式落地实施，多层次资本市场建设进一步推进。**回顾 2023 年资本市场重要事件来看，全面实行股票发行注册制于 2023 年 2 月 17 日落地。2023 年 3 月党的二十届二中全会通过了《党和国家机构改革方案》，证监会由国务院直属事业单位调整为国务院直属机构，证监会划入发改委的企业债发行审核职责，由证监会统一负责公司债、企业债发行审核工作。2023 年以来，以股票发行注册制改革为龙头的新一轮全面深化改革深入推进，全面实行股票发行注册制成功落地，市场化转融资业务规则进一步完善，企业债券职责划转平稳过渡，债券注册制改革进一步深化，资本市场功能有效发挥。多层次资本市场建设进一步推进，北交所做市业务相关法律法规进一步完善，做市商将进一步扩容，北交所正式启动公司债发行与承销业务，高质量建设北京证券交易所正积极推进。2023 年 6 月，北交所、全国股转公司制定提升服务能力综合行动方案。2023 年 9 月，证监会发布《关于高质量建设北京证券交易所的意见》。2023 年 7 月私募投资基金监督管理条例正式发布，填补了私募基金监管上位法的空缺，助力私募基金行业健康蓬勃发展。随着公募 REITs 市场各类监管政策进一步完善，2023 年公募 REITs 迈入常态化发行。

**资本市场开放相关制度机制进一步完善。**境外发行全球存托凭证业务规则进一步完善，境外上市备案管理制度落地实施，粤港澳大湾区“跨境理财通”业务试点进一步优化，资本市场进一步对外开放，有利于拓宽境内企业境外上市融资渠道，提升跨境证券投资便利化水平。

**政治局会议后出台一系列活跃资本市场政策。**2023 年 7 月政治局会议提出“活跃资本市场，提振投资者信心”，证监会及有关机构从投资端、融资端、交易端、改革端等各方面综合施策，发布了一系列政策措施，包括优化 IPO 和再融资监管安排、进一步规范股份减持行为、调降证券交易经手费、调降融资保证金比例、调整印花税，引导上市公司中期分红及股份回购、加强程序化交易监管体系、放宽指数基金注册条件、降低最低结算备付金缴纳比例等政策举措落地。

**公募基金费率改革工作启动并持续推进。**2023 年 7 月证监会发布实施《公募基金行业费率改革工作方案》，拉开了公募基金费率改革的序幕，改革全面优化公募基金费率模式，

稳步降低行业综合费率水平，促进公募基金行业高质量发展，有利于财富管理空间的进一步打开。2023年12月证监会就《关于加强公开募集证券投资基金证券交易管理的规定（征求意见稿）》公开征求意见，公募基金费率二阶段改革启动，进一步规范并调降公募基金证券交易佣金费率。此外，2023年6月证监会就《公开募集证券投资基金投资顾问业务管理规定（征求意见稿）》公开征求意见，基金投顾业务试点转常规有序推进。

**中央金融工作会议首提金融强国战略，资本市场高质量发展有望稳步推进。**2023年10月底召开的中央金融工作会议上首次提出加快建设金融强国，意味着金融上升为国家战略的新高度，为未来金融高质量发展提供了根本遵循。展望2024年，根据中央金融工作会议精神，预计证监会将围绕做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章开展重点工作。展望2024年，全面注册制改革有望进一步深化，北交所高质量发展有望不断推进，新三板和区域性股权市场制度和业务创新有望推进，多元化股权融资有望得到进一步发展，私募股权创投基金相关制度有望不断完善，债券市场高质量发展相关举措有望持续推出，公募REITs市场有望进一步扩面提质，层层递进的市场结构下，多层次资本市场对科技创新的支持有望进一步加强。根据会议精神，2024年将进一步推动股票发行注册制走深走实，加强基础制度和机制建设，加大投资端改革力度，吸引更多的中长期资金，活跃资本市场，更好发挥资本市场枢纽功能。

**表 2：2023 年证券行业相关政策**

日期	制度/政策
2023/1/13	证监会发布《证券经纪业务管理办法》
2023/1/13	证监会修订《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》及配套规则
2023/1/19	北交所正式发布做市交易业务细则和指引
2023/2/10	证监会发布《证券公司场外业务资金服务接口》等4项金融行业标准
2023/2/17	全面实行股票发行注册制制度规则发布实施
2023/2/17	境外上市备案管理制度规则发布实施
2023/2/17	中证协发布《首次公开发行证券网下投资者管理规则》等三项自律规则及配套文件
2023/2/17	中证金融发布《转融通业务规则（试行）（2023年修订）》等两项规则
2023/2/21	中证金融市场化转融资业务试点上线
2023/3/3	证监会发布《证券期货业网络和信息安全管理办法》
2023/3/3	沪深交易所发布修订后的沪深港通业务实施办法
2023/3/24	证监会就《期货公司监督管理办法（征求意见稿）》公开征求意见
2023/3/31	证监会就《证券公司监督管理条例（修订草案征求意见稿）》公开征求意见
2023/4/7	中国结算将股票类业务最低备付缴纳比例由16%平均降至15%左右
2023/4/10	中证金融下调证券公司保证金比例
2023/4/21	证监会 国家发展改革委关于企业债券发行审核职责划转过渡期工作安排的公告
2023/4/28	证监会发布《推动科技创新公司债券高质量发展工作方案》
2023/4/28	中基协就《私募证券投资基金运作指引（征求意见稿）》公开征求意见
2023/5/12	证监会启动科创50ETF期权上市工作
2023/5/16	证监会发布境内上市公司境外发行全球存托凭证指引
2023/6/2	沪深交易所分别就《互联互通存托凭证上市交易暂行办法》公开征求意见
2023/6/3	北交所、全国股转公司制定提升服务能力综合行动方案
2023/6/9	证监会就《公开募集证券投资基金投资顾问业务管理规定（征求意见稿）》公开征

## 求意见

- 2023/6/9 中证协发布《证券经纪业务管理实施细则》等4项自律规则
- 2023/6/9 中证协发布《证券公司网络和信息三年提升计划（2023-2025）》
- 2023/6/21 证监会发布《关于深化债券注册制改革的指导意见》《关于注册制下提高中介机构债券业务执业质量的指导意见》
- 2023/7/7 证监会发布实施《公募基金行业费率改革工作方案》
- 2023/7/9 李强签署国务院令 公布《私募投资基金监督管理条例》
- 2023/7/14 中证协修订发布《证券公司债券业务执业质量评价办法》
- 2023/7/21 证监会就《关于完善特定短线交易监管的若干规定（征求意见稿）》公开征求意见
- 2023/7/21 沪深交易所联合发布《以上市公司质量为导向的保荐机构执业质量评价实施办法（试行）》
- 2023/7/28 中金所发布2023年中长期资金风险管理计划
- 2023/8/3 中国结算降低股票类结算备付金比例至13%
- 2023/8/4 证监会发布《证券公司核心交易系统技术指标》等2项金融行业标准
- 2023/8/10 沪深交易所完善交易制度优化交易监管
- 2023/8/16 中证协对《债券承销业务规则》《债券主承销商尽职调查指引》等6项债券自律规则修订并公开征求意见
- 2023/8/18 证监会有关负责人就活跃资本市场、提振投资者信心答记者问
- 2023/8/18 沪深北交易所进一步降低证券交易经手费
- 2023/8/27 证券交易所调降融资保证金比例，支持适度融资需求
- 2023/8/27 证监会进一步规范股份减持行为
- 2023/8/27 证监会统筹一二级市场平衡 优化IPO、再融资监管安排
- 2023/9/1 证监会指导证券交易所出台加强程序化交易监管系列举措
- 2023/9/1 证监会发布《关于高质量建设北京证券交易所的意见》
- 2023/9/1 证监会发布《证券公司北京证券交易所股票做市交易业务特别规定》
- 2023/9/13 证监会向系统内发布《优化公募基金管理人证券交易模式的通知》
- 2023/9/15 证监会就《上市公司向特定对象发行可转换公司债券购买资产规则（征求意见稿）》公开征求意见
- 2023/9/28 人民银行、金融监管总局、证监会等机构进一步优化粤港澳大湾区“跨境理财通”业务试点
- 2023/9/30 沪深交易所发布发行承销违规行为监管（试行）指引
- 2023/10/14 证监会调整优化融券相关制度 更好发挥逆周期调节作用
- 2023/10/20 证监会关于企业债券过渡期后转常规有关工作安排的公告
- 2023/10/20 证监会发布实施《公司债券发行与交易管理办法》和《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第24号——公开发行公司债券申请文件》
- 2023/10/31 中央金融工作会议定调：中国将加快建设金融强国
- 2023/11/3 证监会就修订《证券公司风险控制指标计算标准规定》公开征求意见
- 2023/11/8 沪深交易所优化再融资举措出台
- 2023/11/10 证监会就《首次公开发行股票并上市辅导监管规定（修订草案征求意见稿）》公开征求意见
- 2023/11/14 中证协修订《证券公司投行业务质量评价办法（试行）》并向行业征求意见
- 2023/11/17 证监会就《衍生品交易监督管理办法（二次征求意见稿）》公开征求意见
- 2023/11/17 证监会发布《上市公司向特定对象发行可转换公司债券购买资产规则》
- 2023/11/20 中央金融委召开会议 金融高质量发展迈出重要一步
- 2023/11/24 中基协发布修订后的《基金从业人员管理规则》及配套规则

- 2023/12/1 北交所发布《关于启动公司债券发行承销业务的通知》
- 2023/12/8 证监会《关于加强公开募集证券投资基金证券交易管理的规定（征求意见稿）》公开征求意见
- 2023/12/8 证监会就《私募投资基金监督管理办法（征求意见稿）》公开征求意见

资料来源：证监会、中国证券业协会、中国证券投资基金业协会、中国证券登记结算有限责任公司、中国证券金融股份有限公司、沪深北交易所、国务院、新华社、财信证券

## 2.2 2024 年行业趋势展望

### 2.2.1 业内央国企有望引领新一轮行业并购潮

我们将 2014 年来证券行业发生的股权收购事件分为三类，即根据并购实施主体分为民企、国企和外资券商。在 22 例并购案例中，并购投资主体为国企的案例 12 起，占比 55%；并购投资主体为民企、外企的分别有 6 起、4 起，占比 28%、18%。股东层面的“洗牌”背后，接手方具备强有力的国资背景的案例较多，如国联收购民生、武汉金控收购九州证券、金融街收购恒泰、中国诚通收购新时代、国新资本收购华融证券、湖北宏泰收购天风、江西交投等联合体收购国盛证券等，这些并购标的券商股权变更后实控人均具备国资背景。此外，在资本市场对外开放加速，放开外资对券商的持股比例后，外资增持券商持股比例、变更为外商独资或控股券商的案例也相对其他时期较多。

上市券商以国企和央企为主，且民营企业多为小券商或互联网券商，而央企券商规模均较高，多为头部券商。根据中证协公布的 2023 年 10 月证券公司名单，目前 145 家证券公司中央、国企分别为 32 家、62 家，合计占比 64.83%，目前 44 家上市券商中大部分为央企或地方国企，央企、地方国企分别为 10 家、23 家，合计占比 75%。券商板块在今后的央国企改革中也有望充分受益。党的十八大以来，党中央对于央国企的发展非常重视，中国特色估值体系建设被列入建设中国特色现代资本市场的重要组成部分。自从央国企改革成为我国经济体制改革的重要组成部分以来，它也成为全面深化改革的重要内容。从 2023 年政府工作报告到“十四五”规划纲要，都强调了深化国资国企改革和提高国企核心竞争力的重要性。在央国企改革和发展中，“中特估”将起到关键的推动作用，它能够有力地深化国资改革，提高国企估值，使国企更加强大和有竞争力。

在重视央国企估值提升的背景下，央国企券商通过并购做大做强有望得到政府的支持，而且并购重组是央国企证券公司突破业务短板和发展瓶颈的必由之路。2019 年 11 月，证监会表示鼓励证券公司做强做优做大，打造航母级头部券商，并提出包括鼓励市场化并购重组在内的六大措施推动证券公司加快发展步伐。根据中央金融工作会议提出的“培育一流投资银行和投资机构”，行业有望更加支持和鼓励国有证券公司通过并购重组等方式做大做强。例如目前券商龙头中信证券当年就是通过并购重组一步步做大做强的，中信证券分别于 2003 年、2005 年、2006 年、2012 年、2019 年并购万通证券、华夏证券、金通证券、里昂证券、广州证券，这一过程中营业部数量及股基交易额市占率得到持续提升，规模和业务竞争力在并购整合后显著提升。

总体来看，证券行业竞争进一步加剧，央国企的发展受到更多的政策倾斜，金融强

国背景下我国提出培育一流投资银行，证监会鼓励打造航母级头部券商，同时，2019年颁布的《证券公司股权管理规定》对证券公司股东有更加严格的标准要求，对非金融企业股东入股做了相关约束，加上部分民营股东对流动性需求较为迫切，央企国企证券公司实施并购的可能性更大，且并购重组是央企国企证券公司突破业务短板和发展瓶颈、做大做强的必由之路。我们认为证券业未来或仍将出现更多股权收购、兼并整合的案例发生，且国资或国企收购民营券商将成为主要趋势。不仅如此，当前证券行业的估值处于历史底部水平，这为资本的涌入创造了有利条件，尤其是在并购领域，这一低估值将有助于更具竞争力的并购价格的形成，所以我们预计业内央企国企证券公司将引领新一轮并购潮。在并购整合趋势下，行业头部集中趋势有望进一步加强，而中小券商特色化经营转型有望进一步加速。

**表 3：2014 年以来证券公司主要股权收购事件梳理（含拟收购）**

序号	类别	时间	事件	PB
1	国企并购民企	2014年8月	方正证券收购民族证券100%股权	1.89
2	国企并购国企	2016年11月	中金公司收购中国中投证券100%股权	1.13
3	国企并购国企	2018年9月	厦门国贸和前海金控收购世纪证券91.65%股权	2.80
4	国企并购国企	2019年11月	中信证券收购广州证券100%股权	1.32
5	国企收购民企	2021年12月	中国诚通收购新时代证券98.24%股权	1.39
6	国企收购国企	2022年1月	国新资本收购华融证券71.99%股权	1.09
7	国企收购民企	2022年7月	江西交投等联合体收购国盛证券50.43%股权	1.79
8	国企收购民企	2022年11月	湖北宏泰收购天风证券13.84%股权	1.09
9	国企收购国企	2022年12月	武汉金控等国资公司收购九州证券72.5%股权	1.71
10	国企收购民企	2023年2月	北京华融综合投资拟收购恒泰证券21.88%股权	2.15
11	国企收购民企	2023年3月	国联集团收购民生证券30.3%股权	1.98
12	国企收购民企	2023年12月	浙商证券拟收购国都证券19%股权	--
13	民企收购民企	2015年12月	东方财富定增收购同信证券100%股权	3.82
14	民企并购民企	2019年5月	天风证券收购恒泰证券29.99%股权	1.51
15	民企收购民企	2022年4月	指南针收购网信证券100%股权	5.74
16	民企并购国企	2014年5月	锦龙股份收购中山证券66.05%股权	1.60
17	民企收购国企	2022年12月	新方正集团收购方正证券28.71%股权	--
18	民企收购民企	2023年9月	华创证券17.3亿竞拍收购太平洋11%股权	1.62
19	外资券商收购	2020年12月	高盛集团收购高盛高华49%股权	--
20	外资券商收购	2021年5月	摩根士丹利收购摩根华鑫证券39%股权	2.69
21	外资券商收购	2021年8月	摩根大通收购摩根大通（中国）49%股权	--
22	外资券商收购	2022年9月	瑞信银行收购持有的49%瑞信证券股权	1.53

资料来源：wind、公司公告、财联社、财信证券

### 2.2.2 金融科技赋能有望进一步深化，数字技术应用提升空间大

近年来，随着人工智能、区块链、云计算、大数据等数字技术的创新发展，证券行业面临了挑战，但同时也迎来了新的产业元素、服务形式和商业模式，拓展了证券行业的业务边界。数字化的发展影响着行业业务开展、风险控制、合规监管等方方面面，并

催生了智能投顾、智能投研、金融云等新型服务或产品。数字化转型和金融科技建设已成为证券业下一阶段战略发展的核心驱动力，行业正朝着线上化服务进一步强化、智能化持续赋能业务发展等方面的数字化趋势发展。

近年来，证券行业 IT 总投入呈大幅增长趋势，根据《中国证券业发展报告(2022)》，2021 年证券行业 IT 投入 303.55 亿元，同比增长 26.51%，根据麦肯锡报告《知易行难：探索券商数字化转型成功之路》，2017-2020 年券商整体科技投入年均增长 33%，科技投入占营业收入之比从 4.2% 上升到 9.1%。尽管国内多数证券公司已经利用数字技术提供并改进了远程开户、在线交易、智能投顾和智能客服等服务，但与国内银行、保险机构相比，数字技术应用水平仍存在明显差距，还存在较大提升空间。相比以摩根史丹利、摩根大通为代表的国际一流投行，我国证券行业对数字技术的综合应用水平依然处于初级阶段。另外值得注意的是，我国证券行业的数字技术应用在深度和广度方面均有待提升。在深度方面，国内券商存在数据质量参差不齐、共享水平较低导致的数据治理能力薄弱，数据价值无法得到充分挖掘和发挥的现象；同时，财富管理智能化服务目前多集中于账户分析、资讯服务等方面，在智能交易、资产配置、理财规划等方面发挥作用有限。在广度方面，类似区块链等已在境外证券发行、交易、结算清算、登记托管领域有所实践的前沿技术在我国证券业得以应用的场景十分有限。

**关注人工智能在证券行业领域应用情况。**随着 ChatGPT4.0 的发布，2023 年以来，多家券商宣布与文心一言展开合作，而彭博社也宣布开发金融领域的 BloombergGPT，摩根士丹利委托 OpenAI 开发一款专为内部投资顾问设计的 AI 系统。这些举动进一步助推了 ChatGPT 在金融证券领域的应用，并引发了对其快速落地的预期升温。从国际金融业的角度来看，以 ChatGPT 为代表的人工智能技术的进步将为数字化转型带来迅猛的推动力。相较于过去的人工智能技术，ChatGPT 在人机交互和语义识别方面取得了巨大突破，这使得 AI 技术与证券公司的结合在智能客服、客户画像、财富管理、风险管理、交易执行、协作运营、投资者教育等更多证券应用场景上展现出了巨大的潜力。我们看好未来 ChatGPT 等人工智能在证券行业的客服、投顾、投研、风控合规等应用场景的落地，建议关注国内金融科技领先的公司后期进展情况。

### 2.2.3 注册制及财富管理转型背景下，券商研究业务有望走向内外平衡发展

目前，国内券商研究所的业务模式以卖方研究业务为主流，收入来源主要是分仓佣金，在过去资本市场和机构投资者不断发展壮大下，这一模式使得业内大部分券商研究所收获了红利，且证券研究队伍不断扩大，根据中国证券业协会出版的《中国证券业发展报告(2022)》，2020 年、2021 年研究与机构销售业务人员增长率分别达 8.51%、15.73%，根据中国证券业协会数据，截止 2023 年 12 月 21 日，证券分析师人数达 4611 人。2023 年启动了公募基金费率改革，其中降低公募基金证券交易佣金费率水平将对研究所公募基金分仓收入造成较大冲击。据 wind 数据测算，2022 年公募基金证券交易佣金费率大概在 0.8% 左右的水平，交易佣金费率下调将导致券商公募基金分仓收入缩水，从而对证券公司的研究所卖方业务业绩形成不利影响。中长期来看，公募基金行业费率改革有利于促进公募基金行业健康发展，有利于财富管理市场空间的打开，也有利于促进证券公司



研究业务转型。优化费率将有利于以买方为中心的财富管理业务发展，金融机构让利于投资者，促进公募基金行业与投资者利益的共振，费率调降也将激励基金公司在成本、人力、运营方面进一步优化经营效率，推动基金公司改进产品及服务的质量水平，满足投资者需求，促进行业健康、可持续发展。

注册制下研究所研究和定价能力的重要性上升，在整个券商的业务中战略地位日益凸显。一是体现在对于其他业务有带动与协同作用，对内部赋能的作用增强。对于投行业务来说，研究所的研究报告可以引导投资者预期，形成合理的发行定价，助力企业融资顺利完成。对于财富管理业务而言，交易费率不断下调，通过研究服务发现优质资产并合理定价成为证券公司吸引客户获得交易佣金的重要依托。此外，研究所还可向券商的资管和自营部门输送优质的研究人才。二是研究业务是中小券商发力超车的重要途径。相比财富管理、投资银行、销售交易等业务，研究业务对于客户资源以及技术能力依赖程度较低，可在较短时间内做大做强。三是研究业务有助于增强券商外部的品牌效应。研究业务是券商的品牌形象与综合实力的体现，对塑造公司品牌效应，尤其对于中小证券商在异地市场打开知名度有重要意义。券商可通过研究业务对多个行业进行深度覆盖，新闻媒体传播券商的研究观点，以及券商分析师评选都有助于提升券商的品牌影响力。

全面注册制及财富管理转型趋势下，券商研究业务在品牌宣传、对自身各业务赋能等方面都具有重要作用，在全业务连协同发展占据重要的地位，券商研究业务从卖方潮流转向兼顾自身“买方业务”的发展模式值得期待，即外部业务与内部服务的平衡发展的业务模式。同时，借鉴 2018 年欧洲颁布的 MiFID II 要求，MiFID II 对研究业务提出了更严格的要求，强调独立性、透明度和质量提升，对于卖方研究费用要求券商将研究报告的费用与交易费用分开收费。未来，国内券商研究业务朝着提高质量、合规风控水平提升的大方向发展是大概率，且随着卖方研究竞争激烈，收费模式朝着更加透明化方向发展，机构交易佣金率下调是趋势，券商研究业务转向外部服务于内部服务平衡发展的业务模式是趋势。

从国内研报业务监管来看，注册制及财富管理趋势下，为提升行业研究成果的质量，提升行业研究业务水平，监管层面对研报业务进行了更加严格的监管。2022 年，证监会在全行业开展研报业务“双随机”现场检查专项工作，共覆盖 45 家证券公司和 300 篇研报。2023 年特别是 5 月发布《监管通报》以来，各地证监局密集就券商研究业务采取行政监管措施。据财联社统计，2023 年前三季度的研报罚单总数达到 57 张，涉及券商 29 家、研究所员工 58 人。为提升行业研究所服务能力，预计 2024 年研报严监管趋势将继续。

## 3 2024 年证券行业盈利预测

### 3.1 经纪业务

2023 年 A 股市场行情整体呈震荡下行趋势，A 股交投活跃度下降，预计 2024 年全年日均股基成交金额约为 9926 亿元，同比下滑约 3%。2023 年上半年测算行业代买收净佣金率为 0.210%，较 2022 年的 0.232% 下滑 9.60%。公募基金二阶段费率改革交易佣金费率下调将导致券商公募基金分仓收入缩水，未来机构客户席位分仓佣金将面临下滑，但由于近年来公募基金股票交易占市场比重约 5% 左右，预计对市场整体佣金率影响有限。据 wind 数据测算，2022 年公募基金证券交易佣金费率大概在 0.758% 左右的水平，预计 2023 年公募基金证券交易佣金费率约 0.737%。根据近期公布的《关于加强公开募集证券投资基金证券交易管理的规定》征求意见稿，被动股票型基金产品股票交易佣金费率不得超过市场平均股票交易佣金费率水平，其他类型基金产品股票交易佣金费率原则上不得超过市场平均股票交易佣金费率水平的两倍，经测算，我们预计 2023 年平均股票交易佣金费率大约 0.17%，在假设 2024 年公募基金交易平均佣金率为 0.34% 情况下，假设市场中性日均股基交易额 11000 亿元、公募基金股票交易占比 5%，初步测算公募基金分仓佣金 90.88 亿元，较 2023 年下降约 50.92%，市场代买收平均净佣金率约为 0.179%，较 2023 年预计下降 0.031%，下滑幅度 15%。

代销产品端预计也将受到公募基金费率改革影响。据 wind 数据统计，2022 年末混合型、股票型、债券型基金的规模加权管理费率分别为 1.35%、0.83%、0.32%，管理费率调降影响的主要是混合型基金。据我们测算，将管理费率高于 1.2% 的基金费率调降至上限 1.2% 后，大概影响基金管理费约 137 亿元，占 2022 年管理费的 9.37%。在假设尾佣占基金管理费收入 1/3 假设下，基金公司承担的管理费收入下滑大概是 91 亿元，对于渠道端，尾佣收入预计将面临下滑压力。参照基金公司管理费收入预计下滑情况，根据 1/3 的尾佣比例进行测算，预计代销机构渠道尾佣收入将下滑 46 亿元，降幅约 9.37%。由于公募基金管理费改革为 2023 年 7 月实施，主要是下半年对代销收入产生影响，我们预计而 2024 年前要规范公募基金销售环节收费，对公募基金代销行业业绩也将造成一定影响。我们预计 2023 年代销金融产品收入 120 亿元左右，预计较 2022 年下滑约 17%。我们在中性市场假设条件下，由于权益类市场相对好转，抵消尾佣下滑影响，预计 2024 年代销金融产品收入与 2023 年持平。

2022 年以来，受市场行情不利因素影响，行业财富管理转型步伐放缓。但未来长期趋势来看，在居民财富管理需求日益增加、房地产资产搬家的趋势下，我们仍然看好公募基金业务发展及财富管理市场发展空间。2023 年，基金投顾业务试点转常规运营有序推动，中证协也曾表示将加强对管理型投顾的研究与探索，为深化投资端改革提供支撑，未来管理型投顾的发展空间大有可为。未来，随着基金投顾转常规、综合账户管理优化工作的不断推进，券商财富管理转型有望持续深化。预计 2024 年随着权益类市场边际回升，新发权益类基金规模及权益类公募基金规模有望回升，预计 2024 年券商金融产品代

销业务规模有望反弹回升。

综合以上因素，保守、中性、乐观的假设条件下，假设日均股基成交额分别为 10000、11000、12000 亿元，预计 2024 年经纪业务手续费净收入分别为 985 亿元、1074 亿元、1173 亿元，同比变动幅度分别为-13%、-5%、+4%。

图 14: 中性假设下股基日均成交额及同比增速 (亿元)

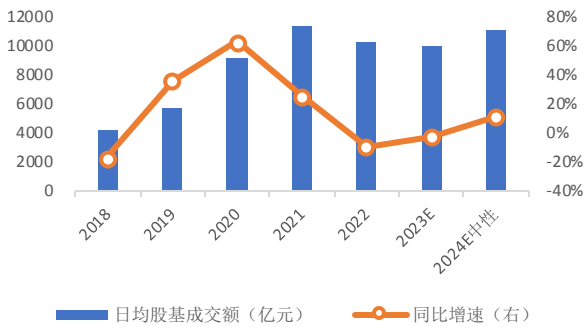
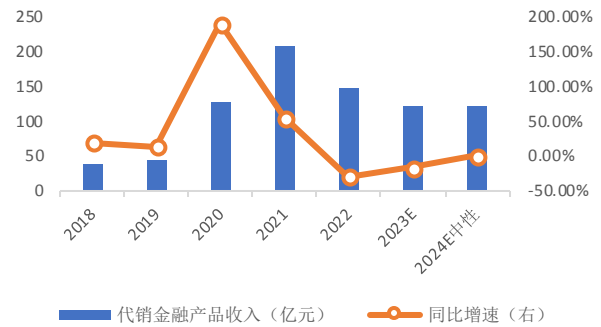


图 15: 中性假设下代销金融产品收入及同比增速 (亿元)



资料来源: wind、财信证券

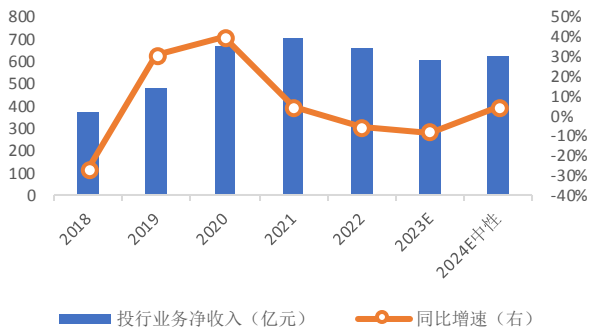
资料来源: 中国证券业协会、财信证券

### 3.2 投行业务

2023 年市场 IPO 受到双重不利因素影响，一方面，投行业务上半年受到全面注册制改革项目平移影响，另一方面，下半年受到 IPO 阶段性收紧及再融资优化安排等影响，全年来看，股权承销规模呈现大幅下滑，预计 2023 年 IPO 承销规模 3600 亿元，同比下滑 39%。2023 年债券承销规模有较大幅度提升，全年预计券商承销债券规模合计约 13.24 万亿元，同比增长 24%，债券承销收入预计较 2022 年提升 10%。综合股债预测，我们预计 2023 年行业投行业务收入 603 亿元，较去年缩水约 8.52%。

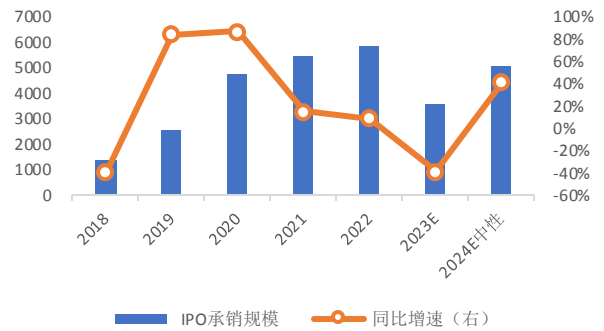
展望 2024 年，根据证监会学习中央金融工作会议精神相关表述，证监会将推动股票发行注册制走深走实，加强基础制度和机制建设；对财务造假、欺诈发行等违法行为重拳打击，对履职尽责不到位的中介机构严厉惩戒。我们预计全面注册制改革将继续深化，对中介机构责任压实工作将继续强化，注册制下对科创板、创业板及北交所等高精尖企业的支持预计将更显著。在保守、中性和乐观情景下，我们预计 2024 年 IPO 总承销规模分别为 4290 亿元、5080 亿元、5970 亿元（同比增速预计+19%、+41%、+66%）。在保守、中性和乐观情景下，预计再融资承销规模及增速分别为 1.1 万亿元（+45%）、1.15 万亿元（+51%）、1.3 万亿元（+71%），债券承销规模及增速分别为 11 万亿元（-17%）、11.5 万亿元（-13%）、13 万亿元（-2%）。综合以上测算，假设 IPO、再融资、债券的平均承销费率分别为 5.00%、0.40%、0.23%，预计 2024 年投行业务同比增速将为-6%、+4%、+20%，对应投行业务手续费净收入分别为 568 亿元、627 亿元、722 亿元。

图 16：中性假设下上市券商投行收入（亿元）及增速



资料来源：中国证券业协会、财信证券

图 17：中性假设下 IPO 股权融资规模（亿元）



资料来源：wind、财信证券

### 3.3 资管业务

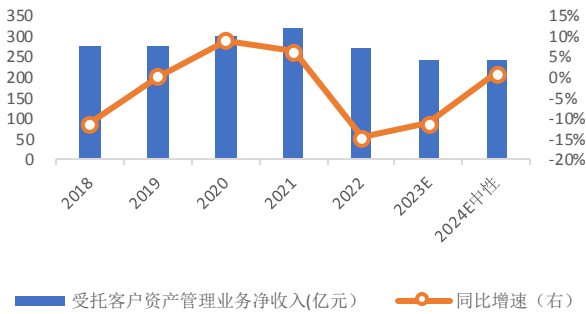
向主动管理转型是趋势，券商公募布局加速。据中证协数据统计，2022 年及 2023 年上半年，全体券商受托客户资产管理业务手续费净收入合计分别为 270.95 亿元、109.63 亿元，同比增速分别-14.76%、-17.69%。2023 年受权益类市场低迷影响，叠加资产管理向主动管理转型加速，整体来看，私募资管新发规模不景气，券商资管规模继续结构调整，券商公募布局加速。

2023 年券商私募资管规模快速压降。中国证券投资基金业协会数据显示，截至 2023 年 10 月末，券商私募资管管理规模 6.03 万亿元，同比下降 12.28%，其中以通道业务为主的定向资管规模继续压缩，而集合资管规模在市场不利因素影响下下滑，定向、集合资管规模较 2022 年末分别下滑 9%、18%，降至 2.83 万亿元、2.62 万亿元。未来长期来看，资管新规去通道化影响削弱，在居民财富向权益类资产转移的趋势下，资管迈入高质量发展阶段，预计券商资管业务规模将企稳回升。

“一参一控一牌”制度正式落地已有一年多，券商通过增持公募基金公司股权、新设资管子公司、申请公募资格等方式加速布局公募基金业务。2023 年以来，国联证券收购中融基金 75.5% 股权，中泰证券收购万家基金 11% 股权持股比例达到 60%，中邮证券拟全资控股中邮基金等事项正持续推进。2023 年以来，先后有长城证券、华安证券、国联证券、国信证券、华福证券等 5 家券商获批设立资管子公司，券商资管子公司数量增至 30 家。目前正在排队申请设立资管子公司的券商包括有中金公司、中信建投、华创证券、东兴证券、国海证券、信达证券、华福证券等 6 家。华鑫证券近日也宣布拟设立资管子公司。业内多家证券公司表示未来有设立资管子公司申请公募牌照的愿景，2023 年以来，券商资管子公司招商资管、广发资管、兴证资管、光证资管、国金证券资管等五家公司向证监会递交公募基金管理人申报材料。“一参一控一牌”政策下，证券公司有望通过参控股公募基金，分享公募基金市场扩容带来的红利，2022 年启动的养老金制度改革有望带来增量资金，助力公募基金市场扩容。

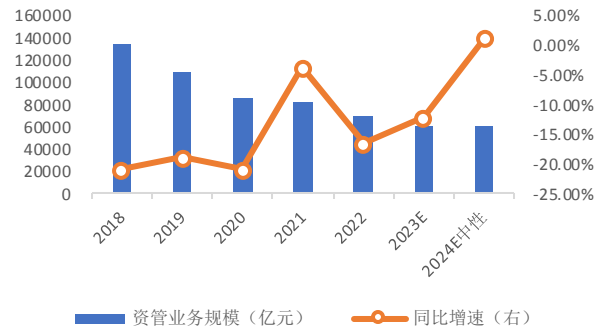
预计未来财富管理趋势下，资管迈入高质量增长阶段，随着权益类市场逐步回暖，券商资管主动管理的集合资管规模有望提升，预计 2024 年券商资管业务总体规模有望企稳。在保守、中性、乐观情景下，预计资管规模及增速分别为 5.5 万亿元 (-8.79%)、6.1 万亿元 (+1.16%)、6.5 万亿元 (+7.79%)，假设保守、中性、乐观情景下资管平均费率分别为 0.396%、0.397%、0.403%，预计资管业务收入及增速分别为 218 亿元 (-9%)、242 亿元 (+1%)、262 亿元 (+9%)。

图 18：中性假设下券商资管业务收入情况（亿元）



资料来源：中国证券业协会、财信证券

图 19：中性假设下资管规模（亿元）及增速



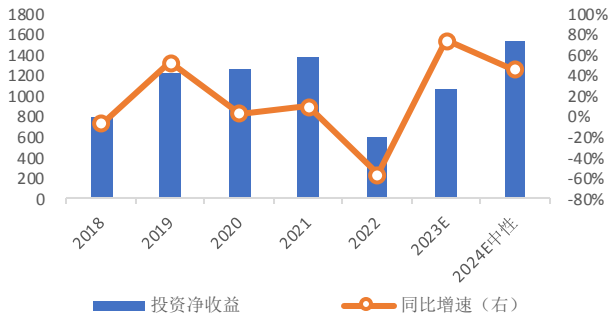
资料来源：中国证券投资基金业协会、财信证券

### 3.4 自营业务

据 wind 数据统计，2023 前三季度 44 家上市券商自营收入合计为 1044.09 亿元，同比增长 69.69%，在 2022 年低基数下行业自营业务收入较大幅度反弹，测算自营业务收入收益率来看，2023 年 Q1-Q3 测算上市券商整体自营业务收益率分别为 3.56%、2.26%、1.42%。券商传统自营业务波动性大的弊端显现，随着资本市场改革的深化及衍生品业务的发展，资本市场进一步完善做市商交易机制，券商自营业务去方向化转型有望进一步深化，做市交易业务可能将成为我国券商未来着重开发的蓝海。2022 年，科创板做市业务正式实施，2023 年 2 月北交所做市交易业务正式启动，未来做市交易机制有望不断完善，为券商自营业务转型提供条件与动能。

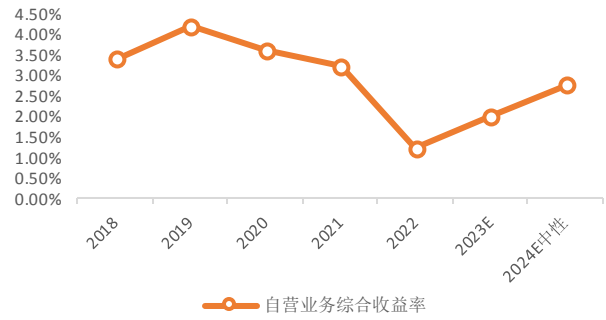
随着权益类市场的逐步转暖，2024 年券商自营业务综合收益率有望回升，2024 年，做市交易业务可能得到进一步发展，有望为券商带来稳定收益。在保守、中性、乐观情景下，预计行业自营业务规模分别为 5.47 万亿元、5.74 万亿元、6.01 万亿元，预计自营业务收入及增速分别为 1202 亿元 (+13%)、1541 亿元 (+45%)、1722 亿元 (+62%)，预计综合收益率分别为 2.20%、2.75%、3.00%。

图 20：中性假设下券商自营业务收入情况（亿元）



资料来源：中国证券业协会、财信证券

图 21：中性假设下自营业务综合收益率



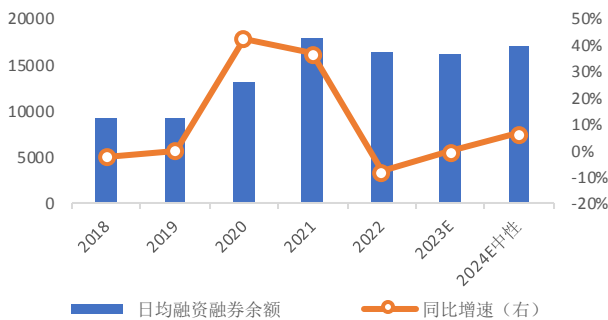
资料来源：wind，中国证券业协会、财信证券

### 3.5 资本中介业务

据 wind 数据统计，2023 年以来两融规模由年初的 1.54 万亿元震荡上行至 4 月中旬的 1.64 万亿元，随后震荡下行至 1.56 万亿元，直到 8 月中旬后再次震荡上行，截至 2023 年 12 月 22 日，两融余额为 1.65 万亿元，全年日均两融余额预计为 1.60 万亿元左右。股票质押方面，随着股票质押风险防范化解工作的推进，股票质押规模持续收缩，风险预计逐步释放。截至 2023 年 12 月 22 日，质押股份数量 3534.76 亿股，占总股本比例 4.46%，质押股份数量较 2022 年底减少 11.83%。

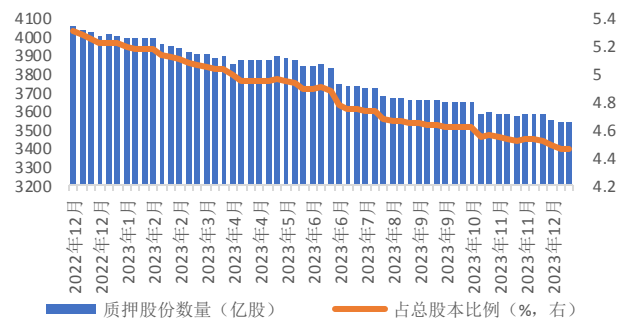
在保守、中性、乐观假设下，预计日均两融余额及同比增速分别为 1.60 万亿元(0%)、1.70 万亿元(+6%)、1.75 万亿元(+9%)，预计两融费率降至 6.20%左右，预计两融业务利息收入及增速分别为 992 亿元(-2%)、1054 亿元(+4%)、1085 亿元(+7%)，预计资本中介业务净收入及增速分别为 600 亿元(0%)、630 亿元(+5%)、660 亿元(+10%)。

图 22：中性假设下日均融资融券余额（亿元）



资料来源：wind，财信证券

图 23：股票质押业务规模趋势（亿股、%）



资料来源：wind，财信证券

### 3.6 2024 年行业盈利预测

根据上述各项主营业务分情形假设条件，我们预计 2024 年证券行业业绩看点在自营

业务和资本中介业务，在保守、中性、乐观情景下预计营业收入及增速分别为 4023 亿元（-2.28%）、4602 亿元（+11.78%）、5048 亿元（+22.61%），假设净利率为 37% 情况下，净利润及增速在保守、中性、乐观情景下分别 1488 亿元（-2.28%）、1703 亿元（+11.78%）、1868 亿元（+22.61%）。

**表 4：2024 年证券行业基本假设条件及盈利预测（单位：亿元）**

	2022A	2023E	2024E 保守	2024E 中性	2024E 乐观
代理买卖证券业务手续费净收入	1149	1013	871	959	1047
（同比%）	-14%	-12%	-14%	-6%	3%
股基日均成交金额	10234	9926	10000	11000	12000
（同比%）	-10%	-3%	1%	11%	21%
代买收净佣金率	0.0232%	0.0210%	0.0179%	0.0179%	0.0179%
代销金融产品业务收入	145	120	114	120	126
（同比%）	-29.86%	-17.32%	-5.00%	0.00%	5.00%
证券承销业务净收入	613	572	524	581	670
（同比%）	-1%	-7%	-8%	2%	17%
IPO 承销规模	5869	3600	4290	5080	5970
（同比%）	8%	-39%	19%	41%	66%
再融资承销规模	11015	7602	11000	11500	13000
（同比%）	-14%	-31%	45%	51%	71%
债券承销规模	107095	132390	110000	115000	130000
（同比%）	-6%	24%	-17%	-13%	-2%
财务顾问业务收入	47	31	44	46	52
（同比%）	-43%	-34%	42%	48%	68%
资产管理业务净收入	271	240	218	242	262
（同比%）	-15%	-11%	-9%	1%	9%
利息净收入	633	600	600	630	660
（同比%）	-1%	-5%	0%	5%	10%
日均融资融券余额	16185	16045	16000	17000	17500
投资净收益（含公允）	608	1060	1202	1541	1722
（同比%）	-56%	74%	13%	45%	62%
自营市值	51503	54652	54652	57385	60117
投资咨询业务收入	60	48	50	55	59
（同比%）	9%	-20%	4%	15%	23%
其他业务收入	433	433	399	433	450
（同比%）	12%	0%	-8%	0%	4%
营业收入	3950	4117	4023	4602	5048
（同比%）	-21.38%	4.23%	-2.28%	11.78%	22.61%
净利润	1423	1523	1488	1703	1868
（同比%）	-25.54%	7.04%	-2.28%	11.78%	22.61%

资料来源：财信证券、wind、中国证券业协会、中国证券投资基金业协会

## 4 2024 年投资主线及选股建议

### 4.1 投资主线

在公募基金费率改革、资管业务向主动管理转型的行业环境下，将面临佣金率下滑，代销金融产品业务收入也会面临一定压力，我们预计 2024 年行业业绩看点主要在自营业务和资本中介业务。宏观及市场环境因素预计会逐步企稳回升，财富管理及资产管理业务修复过程相对缓慢，但在居民可支配收入增长、个人养老金等发展下，预计我国财富管理长期发展空间仍在。权益类市场预计边际好转，IPO 承销规模有望边际改善，但债券承销业务预计在 2023 年高基数下将略有下滑，投行业务收入预计个位数小幅增长。中央金融工作会议首提金融强国战略，资本市场高质量发展有望稳步推进。展望 2024 年，全面注册制改革有望进一步深化，北交所高质量发展有望不断推进，新三板和区域性股权市场制度和业务创新有望推进，多元化股权融资有望得到进一步发展，私募股权创投基金相关制度有望不断完善，债券市场高质量发展相关举措有望持续推出，公募 REITs 市场有望进一步扩面提质，层层递进的市场结构下，多层次资本市场对科技创新的支持有望进一步加强。根据中央金融工作会议精神，2024 年将进一步推动股票发行注册制走深走实，加强基础制度和机制建设，加大投资端改革力度，吸引更多的中长期资金，活跃资本市场，更好发挥资本市场枢纽功能。券商板块有望获得资本市场改革利好的催化。目前券商板块估值仍相对较低，在业绩修复预期下仍具有一定配置价值。

投资主线上，我们建议关注优质头部券商、金融科技赋能以及并购重组三条主线。首先，建议关注经营稳健、资本实力强以及政策优势明显的头部券商。证券行业目前仍处于深刻的变革阶段，自营业务面临去方向化转型，资管业务在新规实施、财富管理需求日益增长情况下，面临回归本源、向主动管理转型，投行业务注册制及投行跟投机制的实施，对券商的市场化定价能力及资源整合能力提出更高要求，基金投顾试点正稳步推进，财富管理转型进一步深化，各业务协同重要性日益凸显。头部券商及中大型券商凭借资本实力、更强的业务能力及合规风控水平，在行业转型变革中更具优势，加上中央金融工作会议提出的“培育一流投资银行和投资机构”，行业有望更加支持和鼓励国有证券公司通过并购重组等方式做大做强，未来行业马太效应可能继续演绎或更加凸显。此外，证监会于 2023 年 11 月就修订《证券公司风险控制指标计算标准规定》公开征求意见，对优质券商风控指标的放松，有助于其进一步加大杠杆，从而增厚利润、提振 ROE 水平。建议关注综合实力行业第一、创新业务布局领先、业绩韧性较强的龙头券商中信证券（600030.SH）。

其次，金融科技赋能方向上，建议关注科技赋能转型行业开拓者华泰证券（601688.SH），华泰证券作为科技赋能转型的头部券商，科技驱动的行业转型开拓者，产品供给体系完备，公司资本实力雄厚，信息技术投入一直位于行业首位，关注公司业务转型进程及创新业务发展，在公司全业务链大平台下孕育发展机会。

最后，并购重组方向上，证券行业竞争进一步加剧，央国企的发展受到高度重视，



金融强国背景下我国提出培育一流投资银行，证监会鼓励打造航母级头部券商，并购重组是央企证券公司突破业务短板和发展瓶颈、做大做强的必由之路。我们认为证券业未来或仍将出现更多股权收购、兼并整合的案例发生，且国资或国企收购民营券商将成为主要趋势。同时，“培育一流投资银行和投资机构”及打造航母级头部券商的政策支持下，头部券商有望通过并购重组做强做大。建议重点关注头部券商中信证券(600030.SH)，以及国有中小券商中的国联证券(601456.SH)、浙商证券(601878.SH)。

## 4.2 重点股票推荐

### 4.2.1 中信证券(600030.SH)：龙头地位稳固，政策导向下重点受益标的

**2023 年前三季度业绩：**公司实现营业收入 458.07 亿元，同比-8.06%；归母净利润 164.14 亿元，同比-0.93%，基本每股收益 1.08 元/股，同比-1.82%，加权平均净资产收益率 6.19%，同比减少 0.61 个百分点。

**投资要点：**(1) 公司资本实力雄厚，经营业绩领先且稳健，行业龙头地位稳固。在打造航母级头部券商及“培育一流投资银行”的政策支持下，是首要受益标的。(2) 公司各项业务均处于市场领先地位，龙头地位稳固，公司资管、自营、财富管理转型在行业转型变革中具备领先优势。(3) 公司控股头部公募基金华夏基金，有望持续享受公募基金发展红利。在居民理财需求日益增长、公募基金扩容趋势下，华夏公募基金规模有望继续保持扩张态势。(4) 公司财富管理转型加速推进。(5) 将受益于对优质券商风控指标放松的政策。

**盈利预测与投资评级：**预计 2024、2025 年实现归母净利润 277.31、323.57 亿，对应增速分别为+18.67%、+16.68%，目前公司市值对应 2024 年 PB 水平为 1.0 倍左右，维持公司“增持”评级。

**风险提示：**行业监管趋严；市场大幅波动风险；业务整合发展不及预期；海外业务发展不及预期；资本市场改革进度低于预期。

### 4.2.2 华泰证券(601688.SH)：科技赋能转型行业开拓者，全业务链大平台下孕育机会

**2023 年前三季度业绩：**营业收入 272.29 亿元，同比+15.29%，归母净利润为 95.86 亿元，同比+22.55%，基本 EPS 为 1.02 元，同比+21.43%，加权平均 ROE 为 6.15%，同比增加 0.80 个百分点。

**投资要点：**(1) 公司始终以公司始终以“致力成为兼具本土优势和全球影响力的一流投资银行”为发展愿景，贯彻科技赋能下财富管理和机构服务“双轮驱动”发展战略，营业收入和净利润均排在行业前列。公司是科技驱动的行业转型开拓者，产品供给体系完备，资本实力雄厚。(2) 公司平台化运营助推财富管理转型。公司打造了总部驱动的境内外一体化财富管理平台，包括“涨乐财富通”、投顾工作云平台 AORTA，基金投顾服务“涨乐星投”签约资产规模稳步增长，财富管理业务呈现体系化发展态势。(3) 资管业务加速向主动管理转型，境外资管平台业务首现盈利。境外资产管理业务方面，公

司旗下 AssetMark 为美国领先的统包资产管理平台，在美国 TAMP（统包资产管理平台）行业中的市场占有率维持在 11.0% 左右。（4）公司自营业务去方向化转型持续，客户机构化浪潮下 FICC、衍生品业务的发展将使公司充分受益。（5）公司全业务链大平台下，关注投行业务与私募股权基金业务的发展机遇。注册制红利下，公司利用全业务链优势以及私募股权基金、投行业务专业优势，通过加强对中小创新型企业全生命周期的金融服务，私募股权基金业务与投行业务有望高效协同、相互促进。

**盈利预测与公司评级：**预计 2024 年、2025 年归母净利润分别为 148、169 亿元，公司顺应金融科技赋能及财富管理发展趋势，预计公司未来长期业绩成长空间可期，维持公司“买入”评级。

**风险提示：**行业监管趋严；市场大幅波动风险；行业交易佣金率大幅下行；资管业务发展不及预期；资本市场改革进度低于预期。

#### 4.2.3 国联证券（601456.SH）：强劲成长潜力，期待并购整合的卓越成效

**2023 年前三季度业绩：**营业收入 25.07 亿元，同比+22.02%，归母净利润为 7.27 亿元，同比+12.94%，基本 EPS 为 0.26 元，同比+13.04%，加权平均 ROE 为 4.20%，同比增加 0.32 个百分点。

**投资要点：**（1）背靠无锡、深耕长三角，区位优势明显。无锡、苏南和长三角区域属于国内经济发达、资本活跃的地区，高净值人群多。国联证券作为背靠无锡的券商，在服务区域企业和高净值客户上具有天然优势。（2）高管团队行业经验丰富，带领公司排名稳步提升。公司的高级管理团队在证券和金融服务行业具备丰富的管理经验、卓越的管理能力和前瞻性的战略思考能力，近年来高管团队带领公司排名稳步提升。多位高管有中信系的工作经历，现任董事长兼总经理葛小波在中信证券工作 20 余年，有着丰富的证券业管理经验。2019 年新管理团队就任后，公司规模、盈利指标排名较大幅度提升，据中证协公布数据，公司总资产排名从 2019 年的第 55 名提升至 2021 年的 35 名，营业收入从 51 名提升至 37 名。公司 2022 年市场极端环境下经营业绩稳健，据 wind 数据统计，2022 年公司总资产位于行业第 34 名，营收和归母净利润位于行业第 39 名、第 32 名。（3）公司财富管理转型位于行业前列。公司作为首批基金投顾业务试点券商，先发优势促进财富管理业务快速发展。据公告数据，截至 2023 年上半年末，公司基金投顾业务签约总户数 28.18 万户，授权账户资产规模 69.65 亿元，投顾规模在业内领先，与部分头部券商相当。（4）公司通过外延扩张方式进一步提升综合竞争力。2023 年公司并购中融基金（已更名国联基金）75.5% 股权，年内获批设立资管子公司，实现“一参一控一牌”的公募业务发展布局。此外，公司控股股东国联集团拿下民生证券 30.30% 股权，目前已获准成为民生证券主要股东，民生证券为投行业务特色券商，看好未来国联证券和民生证券具体整合推进工作，整合后公司规模指标排名有望提升超过 10 位，各项关键指标有望跻身行业前 30 位，经纪、投行业务排名均有望提升超过 20 位，其中投行业务有望跻身行业前 10。

**盈利预测与公司评级：**预计 2024 年、2025 年归母净利润分别为 11.7、13.7 亿元，看

好公司后续和民生证券整合效果，给予公司“增持”评级。

**风险提示：**行业监管趋严；市场大幅波动风险；行业交易佣金率大幅下行；资管业务发展不及预期；资本市场改革进度低于预期；并购整合效果不及预期。

#### 4.2.4 浙商证券 (601878.SH)：中小券商标杆，关注并购国都证券的进程

**2023 年前三季度业绩：**营业收入 126.22 亿元，同比+8.96%，归母净利润为 13.30 亿元，同比+15.05%，基本 EPS 为 0.36 元，同比+20%，加权平均 ROE 为 5.01%，同比增加 0.36 个百分点。

**投资要点：**(1) 作为中小券商标杆，区位优势明显。浙江省经济发达、民间资本活跃、优质中小企业和高净值人群聚集，善于把握浙江及长三角的区位优势，不断提升市场竞争力和影响力。浙商证券 2014-2021 年协会排名迅速提升，多项业务水平提升至行业中上游水平，总资产、净资产从 2014 年的第 31、42 名提升至第 24、30 名；营收、净利润从第 40、48 均提至第 23 名；财富管理业务、投行业务相关指标行业排名提升较快。公司业绩增长强劲，营收、净利润 2014-2021 年年均复合增速分别为 22.9%、10.4%，均高于行业增速。(2) 公司战略引领下有望快速成长。上市以来，公司明确提出了“启动二次创业，再创十年辉煌”，2023 年初，公司明确了 2030 年“向中大型券商迈进”的远景目标并完成了顶层战略设计，提出了资本扩充、战略并购、区域突破、特色经营、协同发展、轻资产先行、重资产提能、数智增效等八大策略。(3) 公司为 2022 年 10 月回购新规以来首家回购券商，彰显管理层对公司发展信心。(4) 公司拟收购国都证券逾 19% 的股份，期待外延式并购下公司竞争力提升。国都证券为行业内综合排名位于中游的券商，有 60 家分支机构，并购成功后将有利于浙商证券优化资源配置，通过资源整合，发挥现有业务优势与国都证券业务协同效应，提升公司业务竞争力。

**盈利预测与公司评级：**预计 2024 年、2025 年归母净利润分别为 20.5、22.5 亿元，公司拟收购国都证券成为主要股东，建议积极关注后续并购进展，给予公司“增持”评级。

**风险提示：**行业监管趋严；市场大幅波动风险；行业交易佣金率大幅下行；资管业务发展不及预期；资本市场改革进度低于预期；并购进展不及预期。

## 5 风险提示

宏观经济下行及利率波动风险；行业竞争加剧；市场交投活跃度低迷；二级市场大幅波动；存量资管项目爆发风险事件；信用违约风险；证券公司业务开展不及预期；金融监管政策加强；资本市场改革进度低于预期。

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438