

证券研究报告|行业投资策略

非银金融行业

行业评级 强于大市（维持评级）

2024年1月3日



自上而下推动并购重组，行业格局有望重塑

——2024年证券行业策略报告

证券分析师：

周颖婕 执业证书编号：S0210523090002

请务必阅读报告末页的重要声明

- **明年发展趋势：自上而下推动券商并购重组，行业格局有望重塑。**政策端：多项政策明确支持券商并购重组。行业注重净资产提升，限制股权融资的集约式发展推进并购进程。监管由鼓励全行业发展逐步转型扶优限劣、分类监管。海外对比：国内龙头券商较国外投行巨头收益规模差距明显。我国证券行业收入占GDP比重仍偏低。
- **美国投行并购案例：通过并购重组，实现行业出清造就行业龙头。**美国券商的并购整合类型可分为：1) 纵向整合：混业并购提升综合服务能力，拓宽业务范围或实现战略转型。①全能投行-摩根士丹利：多元化并购拓宽业务范围，数字化转型迎合零佣金趋势。②财富管理平台-嘉信理财：多次外延并购实现战略转型，通过并购大幅提升经营业绩。2) 横向并购：同业并购增强规模效应，扩大用户规模，增强企业核心竞争力，促进产业集中度提高。精品投行-Evercore：专业化并购夯实优势领域深度。
- **我国证券行业并购案例：市场化并购动机主要为业务优势互补+地域优势互补+强强联合，提升行业地位。**1) 合并效果：并购后可以实现优势互补或补足业务短板，但仍需注意组织架构、企业文化等方面整合。申万-宏源：合并后未实现1+1>2的效果。中金-中投：补足零售经纪业务。中信-广州：并购重组实现地域互补。浙商-国都：实现跨区域协同，加强资源整合。2) 股价复盘：券商在并购后3M-6M更易获得超额收益。整体来看，在券商发布并购公告后5日以及3-6月之间可以以更大概率获得更多超额收益。其中，公司发布并购公告后5D/3M/6M实现超额收益的概率分别为57.1%/42.9%/42.9%，平均超额收益率分别为6.1%/4.2%/12.3%。
- **2023年证券行业业绩回顾：**整体来看，营业收入及归母净利润均小幅回升，自营业务表现亮眼，收入占比迅速提升。根据中证协数据，2023H，证券行业实现营业收入2245亿元，同比增长9.0%。根据43家上市券商数据，23年1-3Q共实现营业收入3819亿元，同比小幅增长1.9%；实现归母净利润1100亿元，同比增长6.5%。行业整体总资产/净资产均同比增长，但增幅有所收窄。分业务来看，1) 经纪：行业佣金率持续走低，市场成交量平淡，收入整体小幅下滑，权益类公募基金保有量持续提升有望带来增长。2) 投行：短期IPO及再融资收紧导致业务承压，全面注册制带来长期利好。3) 自营：场外衍生品规模持续扩大，头部券商积极探索自营业务去方向化。自营资产规模增长，配置结构优化。4) 信用：业务收入下滑明显，鼓励性政策出台有望提振未来增长。5) 资管：自身资管业务结构不断优化，加速公募布局向主动转型。
- **2024年证券行业盈利预测：**我们预计2024年证券行业将实现营业收入4470亿元，同比增长7.0%；实现归母净利润1565.1亿元，同比增长8.6%。分业务来看，1) 经纪业务：同比+2.0%至1271亿元。2) 投行业务：同比-8.9%至567亿元。3) 自营业务：同比+23.0%至1346亿元。4) 资管业务：同比+9.5%至240亿元。5) 信用业务：同比+2.7%至527亿元。
- **投资建议：**建议关注具备市场弹性及并购重组主线的相关标的：东方财富 (300059.SZ)、同花顺 (300033.SZ)、指南针 (300803.SZ)、浙商证券 (601878.SH)、方正证券 (601901.SH)、国联证券 (601456.SH)。
- **风险提示：**政策实施力度不及预期、并购重组推进缓慢、行业竞争加剧

- 一、24年发展趋势：自上而下推动并购重组，行业格局有望重塑
- 二、23年行业整体业绩回顾：营收及净利小幅回升，自营业务表现亮眼
- 三、盈利预测
- 四、投资建议
- 五、风险提示

1 2024年发展趋势：自上而下推动券商并购重组，行业格局有望重塑

➤ 政策端：自上而下推动券商并购重组

- 多项政策明确支持券商并购重组。
- 集约式发展推进行业并购进程。
- 监管转向扶优限劣+差异化监管。

➤ 海外对比：当前国内证券行业整体发展仍与国际有较大差距

- 龙头公司对比：国内龙头券商较国外投行巨头收益规模差距明显
- 证券行业对比：我国证券行业收入占GDP比重仍偏低

➤ 美国投行通过并购重组，实现行业出清造就行业龙头

- 全能投行-摩根士丹利：多元化并购拓宽业务范围，数字化转型迎合零佣金趋势。
- 财富管理平台-嘉信理财：多次外延并购实现战略转型，通过并购大幅提升经营业绩。
- 精品投行-Evercore：专业化并购夯实优势领域深度

➤ 我国证券行业并购案例合并效果梳理

- 合并效果：并购后可以实现优势互补或补足业务短板，但仍需注意组织架构、企业文化等方面整合
- 股价复盘：券商在并购后3M-6M更易获得超额收益
- 申银万国-宏源证券：行业地位明显提升，但并未实现1+1>2。
- 中金公司-中投证券：补足零售经纪业务
- 中信证券-广州证券：并购重组实现地域互补
- 浙商证券-国都证券：实现跨区域协同，加强资源整合
- 监管鼓励下同一实控人控制下券商有望合并。

1.1 政策端：多项政策明确支持券商并购重组

- **中央金融工作会议：带动资本市场地位进一步提升，支持金融机构做优做强。**
 - 中央金融工作会议10月30日至31日在北京举行，会议强调金融是国家核心竞争力的重要组成部分，加快建设金融强国。金融工作已提升至国家战略选择的新高度。会议提出培育一流投资银行和投资机构；支持国有大型金融机构做优做强，维护金融稳定；中小金融机构立足当地开展特色化经营，行业或将重构格局。
- **证监会：再次提出鼓励并购重组，行业或将重构格局。**
 - 2023年11月3日，时隔四年证监会再度明确表态支持头部证券公司通过业务创新、集团化经营、并购重组等方式做优做强，打造一流的投资银行，发挥服务实体经济主力军和维护金融稳定压舱石的重要作用；引导中小机构结合股东背景、区域优势等资源禀赋和专业能力做精做细，实现特色化、差异化发展。

图表：政策明确支持券商并购重组

会议	召开日期	主要内容
2019年11月29日	证监会	“打造航母级证券公司”：多渠道充实证券公司资本，鼓励市场化并购重组，支持行业做优做强。支持证券公司在境内外多渠道、多形式融资，优化融资结构，增强资本实力。支持行业内市场化的并购重组活动，促进行业结构优化及整合。
2023年10月30-31日	第六次中央金融工作会议	完善机构定位，支持国有大型金融机构做优做强，当好服务实体经济的主力军和维护金融稳定的压舱石，严格中小金融机构准入标准和监管要求，立足当地开展特色化经营，强化政策性金融机构职能定位。
2023年11月3日	证监会	支持头部证券公司通过业务创新、集团化经营、并购重组等方式做优做强，打造一流的投资银行，发挥服务实体经济主力军和维护金融稳定压舱石的重要作用；引导中小机构结合股东背景、区域优势等资源禀赋和专业能力做精做细，实现特色化、差异化发展；推动证券公司投行、投资、投研协同联动，不断提升服务实体经济、服务注册制改革能力，助力构建为实体企业提供多元化接力式金融服务体系。

资料来源：证监会、中国政府网，华福证券研究所

1.1政策端：集约式发展推进行业并购进程

➤ 行业注重净资产提升，限制股权融资的集约式发展推进并购进程

- **集约式发展推动行业并购的主要原因在于：**1) **券商的内在需求：**证券行业分化整合提速、行业集中度不断提升，叠加衍生品、跟投等重资产业务是近年来券商业模式转型升级的重要方向，对资本的消耗较大，券商提升资本实力的需求愈发旺盛。目前中国证监会实施以净资本和流动性为核心的风险控制监管，净资本规模是影响我国证券公司业务规模和盈利水平的重要因素之一。2) **股权融资监管趋严：**目前券商股权再融资监管趋严，23年8月底针对再融资推出的新规明确指出：对于金融行业上市公司或者其他行业大市值上市公司的大额再融资，实施预沟通机制，关注融资必要性和发行时机。券商股权再融资节奏趋缓的态势十分明显。并购重组能够快速提升券商资本实力、均衡业务结构，一定程度上提升抗风险能力，是在当前券商股权融资收紧背景下，实现做大做强诉求的最优路径。

图表：今年以来，券商股权融资监管趋严

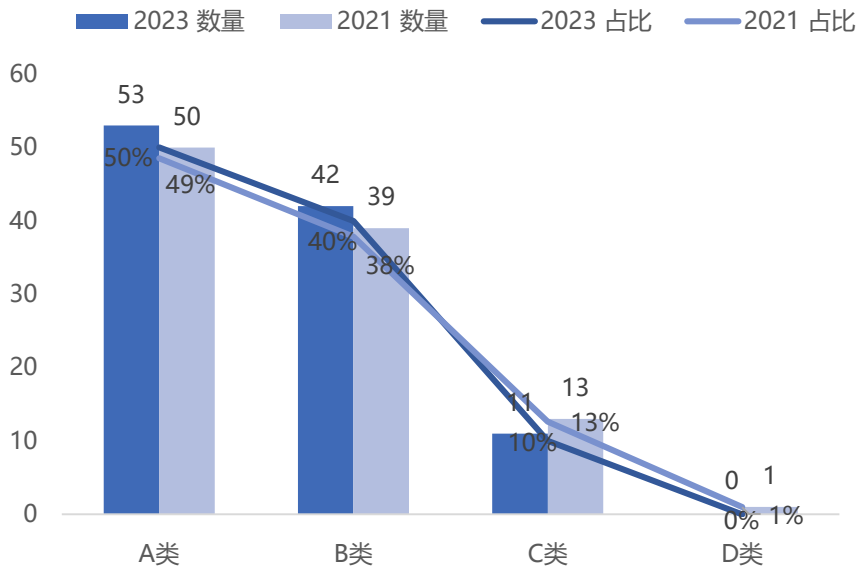
证券公司	定增预案公告日期	修订公告日期	定增金额	修订内容
中金公司	2022年9月14日	2023年10月24日	不超过270亿元	到期自动失效
华泰证券	2022年12月31日	2023年10月31日	不超过280亿元	终止配股
国联证券	2023年3月2日	2023年6月10日	不超过50亿元	募资金额从不超过70亿元调整为不超过50亿元
财达证券	2023年3月8日	2023年5月31日	不超过50亿元	细化募资投向
南京证券	2023年4月29日	2023年6月21日	不超过50亿元	细化募资投向
中泰证券	2023年7月1日	2023年9月23日	不超过60亿元	细化募资投向

1.1政策端：监管转向扶优限劣+差异化监管

➤ 监管由鼓励全行业发展逐步转型扶优限劣、分类监管。

- 中央金融工作会议指导思想重点转变显示证券行业监管方向有所调整，从鼓励全行业发展调整为扶优限劣、分类监管，支持龙头券商做优做强，鼓励中小券商特色化经营。中国证监会就修订《计算标准》公开征求意见强化分类监管，降低优质证券公司风险资本准备及表内外资产总额系数等，拓展优质证券公司资本空间；连续三年分类评价A类的券商将直接受益，得以释放部分资本空间。

图表：证券公司分类评价结果



注：2022年分类评价结果未公开披露

资料来源：证监会，券商中国，华福证券研究所

图表：证监会调整风控标准进行分类监管

调整指标	具体内容
风险资产准备	风险资本准备可根据分类评价结果进行调整，系数为：连续三年A类AA级以上(含)为0.4，连续三年A类为0.6，A类为0.8，B类为0.9，C类为基准1，D类为2。 连续三年A类AA级以上(含)的“白名单”证券公司，经中国证监会认可后，可以试点采取内部模型法等风险计量高级方法计算风险资本准备。
表内外资产总额	表内外资产总额也可以根据分类评价结果进行调整，连续三年A类AA级以上(含)表内外资产总额系数为0.7，连续三年A类为0.9，其余为1。

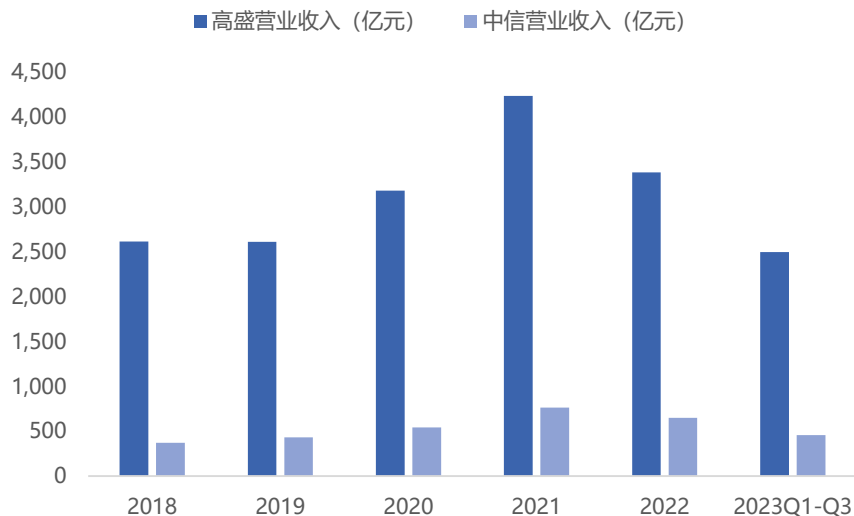
资料来源：证监会，券商中国，华福证券研究所

1.2海外对比：当前国内证券行业整体发展仍与国际有较大差距

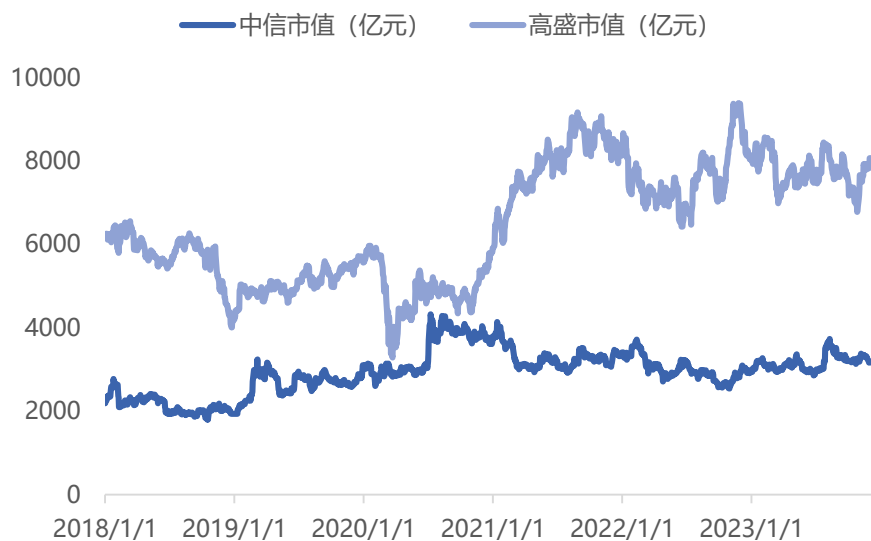
➤ 龙头公司对比：国内龙头券商较国外投行巨头收益规模差距明显

- 美国高盛2023年Q1-Q3营业收入规模为2508.3亿元，ROE为5.6%，而国内最大的券商中信证券2023年Q1-Q3营业收入仅为458.1亿元，ROE为6.4%。国内券商规模较国外主要投行差距明显。相关政策自上而下落地实施将缩小我国券商与国际投行的差距，同时利好我国券商行业的整体均衡发展。

图表：海内外龙头公司营业收入对比



图表：海内外龙头公司市值对比

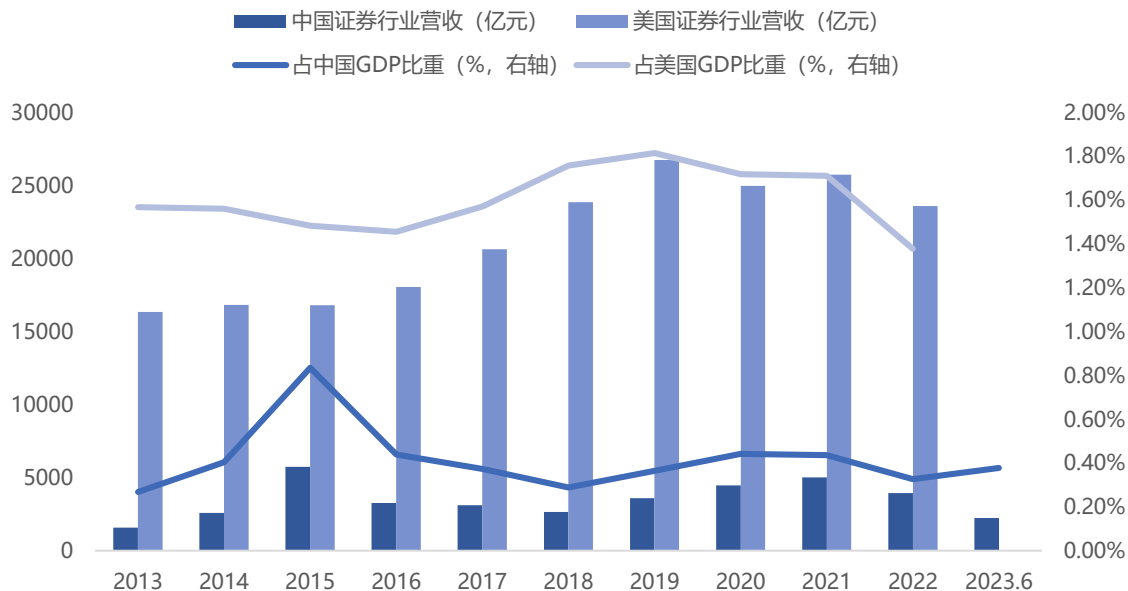


1.2海外对比：当前国内证券行业整体发展仍与国际有较大差距

➤ 证券行业对比：我国证券行业收入占GDP比重仍偏低

- 2022年，根据中国证券业协会统计数据，证券行业营业收入为3950.0亿元，国内证券行业收入占GDP比重为1.2%，而同年美国证券行业营收约为3510.0亿美元，是中国的6倍以上，美国证券行业收入占GDP比重为1.4%。对比海外，我国证券行业收入占GDP比重依然较低，资本市场尚有较大的发展空间。

图表：中美证券行业营业收入对比

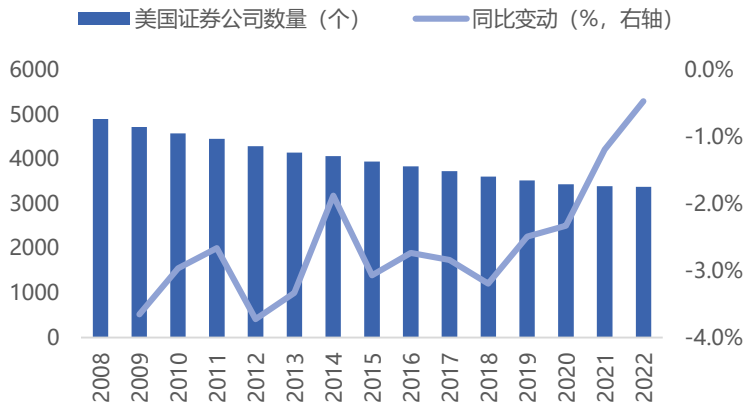


1.3海外对比：美国投行并购重组案例

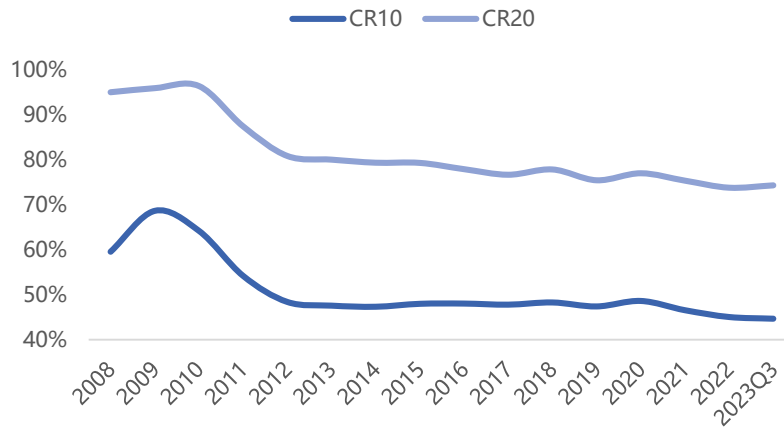
➤ 美国投行通过并购重组，实现行业出清造就行业龙头

- **美国证券行业3次并购浪潮：**1) 分业经营转向混业经营，推动跨业融合（政策推动）；2) 在金融危机背景下头部投行合并造就新龙头以及向银行控股转型（宏观冲击）；3) 零佣金趋势下数字化财富管理平台的整合（经营环境变革）。
- **美国券商的并购整合类型可分为：**1) 纵向整合：混业并购提升综合服务能力，拓宽业务范围或实现战略转型（以摩根士丹利与嘉信理财为代表）；2) 横向并购：同业并购增强规模效应，扩大用户规模，增强企业核心竞争力，促进产业集中度提高（以Evercore为代表）。
- 截至2022年底，美国证券业协会登记的券商（Broker & Dealer）从2008年的4896家缩减到3378家。美国券商数量众多，主要是存在较多持经纪牌照的中小型交易商。美国证券市场逐渐实现行业出清，形成寡头垄断格局，造就业务深度与业务广度兼具的国际龙头与深耕特定细分领域的特色公司。并且，美国证券公司在不断整合的过程中根据在客户聚焦和业务资本化程度上的不同侧重，逐渐分化为大型全能投行、精品投行、财富管理平台、特色券商、交易做市商五大类型。

图表：美国证券公司数量逐年下滑



图表：美国上市券商营收集中度较稳定

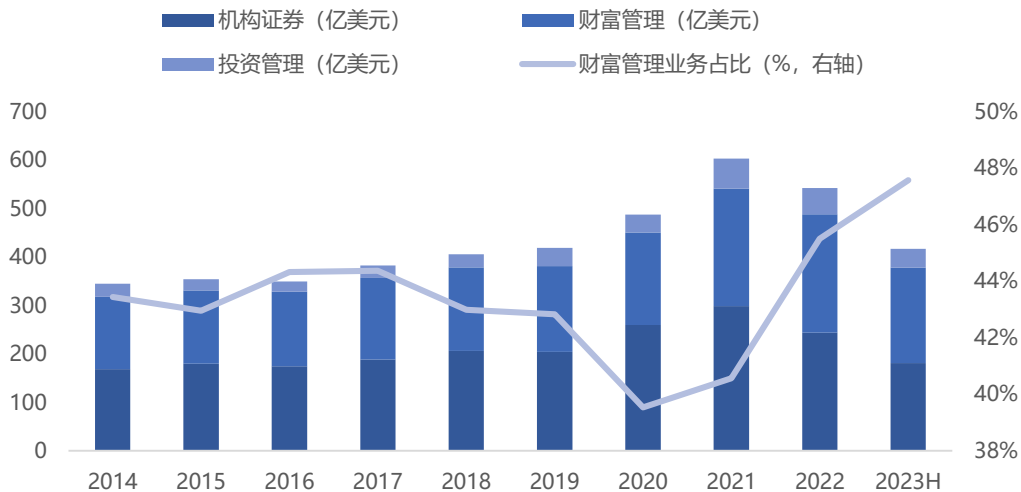


1.3海外对比：美国投行并购重组案例

➤ 全能投行-摩根士丹利：多元化并购拓宽业务范围，数字化转型迎合零佣金趋势。

- **多元化并购补齐业务短板，并拓宽业务范围。**最初，摩根士丹利凭借摩根财团的背景聚焦于传统投行业务。随后，在不断变化的市场结构和客户需求下，摩根士丹利及时进行业务创新和战略转型，积极地进行多元化并购来补齐业务短板，业务范围由传统投行拓宽至财富管理、资产管理、投资管理及销售交易等业务。
- **零佣金趋势下积极推进数字化财富管理平台的整合。**2020年2月摩根士丹利宣布以130亿美元价格收购互联网折扣经纪商亿创理财（E-trade）。整合完成后，摩根士丹利财富管理业务的规模和广度显著增加，加速其财富管理业务转型。在获得 E-Trade 的所有客户账户和管理资产，并拓展数字访问及数字银行服务后，摩根士丹利财富管理业务占比逐步提升。截至2023H，摩根士丹利财富管理业务占比从2020年占比39.5%提升至47.6%。

图表：收购亿创理财推进数字化财富管理平台整合



1.3海外对比：美国投行并购重组案例

➤ 财富管理平台-嘉信理财：多次外延并购实现战略转型。

- **外延式并购扩大客户规模。** 嘉信理财于2000年收购网络经纪商CyBerCorp，于2020年收购同业TD Ameritrade，从而实现客户规模的快速增长。基于海量的客户资源，嘉信理财通过持续投入研发、引入第三方投顾机构等以提供一站式的综合理财服务，从而奠定了其独特的互联网理财平台定位。海量客户资源所产的规模效应以及持续积累的品牌效应降低了嘉信理财服务单位客户的成本从而提升盈利水平。
- **顺应时代发展趋势，并购实现战略转型。** 嘉信理财收购网络经纪商CyBerCorp和芝加哥投资分析公司Chicago Investment，以提高公司的交易和研究咨询能力，更好地为投资者服务。此外，嘉信理财通过收购当时美国最大的401k计划服务商Hampton Company和美国信托公司等以扩大服务半径。由于提早布局基金平台销售和基金投顾业务，加之利用互联网改造理财服务模式，嘉信理财成功从折扣经纪商蜕变成为综合财富管理平台。

图表：嘉信理财并购

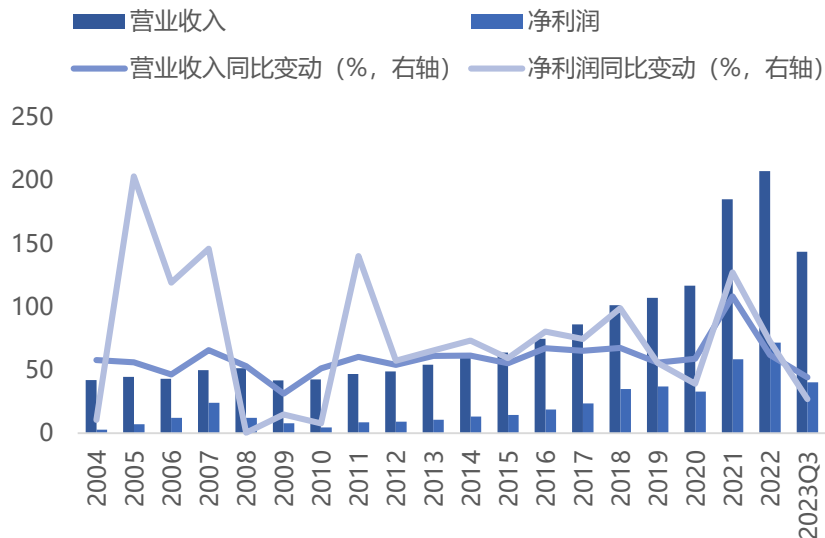
年份	对象	目的
1995	英国折扣经纪商ShareLink	转型在线经纪商
	网上证券经纪交易商CyBerCorp	提升证券交易能力
2000	咨询公司ChicagoInvestment Analytics	提高咨询能力
	信托公司U.S.Trust Corporation	介入信托领域，服务高净值人群
2003	研究型证券公司SoundView	提升股票研究能力
2007	The 401(k) Company	为计划退休人群提供解决方案
2010	咨询公司Windward Investment Management	扩大ETF业务
	在线零售经纪公司OptionXpress	拓展期权和期货业务
2011	软件供应商Compliance 11 Inc	扩大合规监控软件供应
	资产管理公司Thomas Partners Inc	满足客户对收益导向型投资战略的需求
2020	美国第二大折扣券商TD Ameritrade	避免同业竞争，扩大用户规模

1.3海外对比：美国投行并购重组案例

➤ 财富管理平台-嘉信理财：通过并购大幅提升经营业绩。

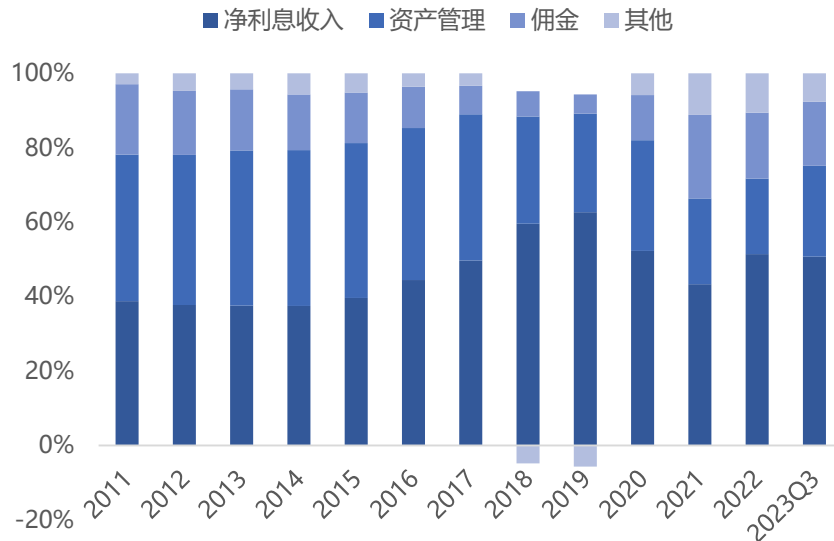
- 在发生并购事件后，嘉信理财净利润通常会大幅提升。嘉信理财于2010年收购咨询公司Windward Investment Management，2011年实现净利润8.6亿元，同比增长90.3%；于2020年收购美国第二大折扣券商TD Ameritrade，2021年实现净利润58.6亿元，同比增长77.5%。
- 嘉信理财通过并购不断优化业务结构。在2020年收购折扣券商TD Ameritrade后，2021年佣金收入占比大幅提升至22.4%，同比提升10.3pct。

图表：嘉信理财经营业绩逐年增长



资料来源：Choice，华福证券研究所

图表：嘉信理财业务结构不断优化



资料来源：Choice，华福证券研究所

1.3海外对比：美国投行并购重组案例

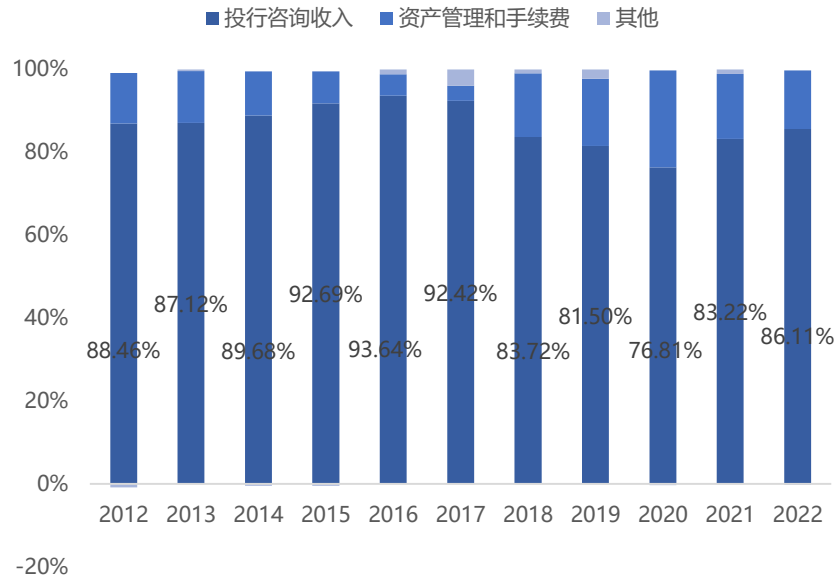
➤ 精品投行-Evercore：专业化并购夯实优势领域深度

- Evercore作为美国精品投行，专注于并购重组业务，咨询业务收入占比超80%。Evercore通过不断并购重组及战略联盟的形式来实现行业及地域的拓展，通过规模扩张持续进行资源积累，将咨询业务从原本的医疗保健、交通运输、金融等个别优势领域逐步扩大覆盖，拓展到消费零售、TMT、能源和工业领域。
- Evercore 的并购路径较为明确：一是围绕咨询主业持续巩固优势领域的专业深度；二是结合自身对形势和行业发展阶段的判断，不断丰富细分领域的覆盖广度来应对外部环境的变化；三是挖掘不同市场当地细分领域的头部机构进行并购或合作。

图表：Evercore重要并购事件

年份	对象	目的
2006年8月	Protego	拓展墨西哥并购重组市场
2006年12月	Braveheart	Braveheart主要为欧洲企业的并购重组提供咨询
2009年5月	美国银行特别信托服务部门 Special Fiduciary Services Division (“SFS”) 86%股权	SFS专注于为大型企业员工福利计划提供投资管理、信托服务等
2010年9月	巴西独立投资银行G5 50%股份	拓展巴西及拉丁美洲业务
2011年6月	欧洲独立精品投行Lexicon	拓展欧洲业务及在能源、基建行业方面的财务咨询能力
2014年10月	股票研究咨询公司ISI	为咨询业务增加潜在买方
2015年5月	德国独立投资银行咨询公司 Kuna & Co. KG	拓展德国房地产方面业务
2017年1月	澳洲企业咨询公司Luminis Partners 19%的股份	

图表：Evercore咨询业务占比超过80%



1.4我国证券行业并购案例合并效果梳理

图表：我国证券行业并购案例合并效果

主要指标	总资产		营业收入		净利润		经纪		投行		资管		
	排名	市占率	排名	市占率	排名	市占率	排名	市占率	排名	市占率	排名	市占率	
申万宏源	申银万国	10	2.87%	10	3.22%	10	3.90%	8	4.00%	-	-	4	5.05%
	宏源证券	16	1.54%	11	2.30%	12	2.38%	17	1.69%	7	3.24%	3	5.17%
	加总	-	4.41%	-	5.52%	-	6.28%	-	5.69%	-	3.24%	-	10.22%
	申万宏源	5	4.73%	10	3.87%	11	4.25%	8	3.74%	12	2.54%	10	3.71%
中金中投	中金（合并前）	24	0.98%	23	1.05%	39	0.62%	38	0.72%	8	3.09%	24	1.49%
	中投	18	1.44%	17	1.47%	16	1.48%	15	2.17%	34	0.95%	36	0.64%
	加总	-	2.42%	-	2.52%	-	2.10%	-	2.89%	-	4.04%	-	2.13%
	中金（合并后）	9	4.35%	8	4.02%	7	4.86%	9	3.61%	3	6.00%	7	4.52%
中信广州	中信（合并前）	1	8.12%	1	13.98%	1	12.80%	2	7.08%	2	8.12%	5	3.62%
	广州	35	0.69%	31	0.97%	90	-0.39%	56	0.38%	35	0.58%	-	-
	加总	-	8.81%	-	14.95%	-	12.41%	-	7.46%	-	8.70%	-	3.62%
	中信（合并后）	1	9.27%	1	8.40%	1	10.41%	1	7.16%	1	9.97%	2	10.87%

注：其中申银万国及宏源证券为2013年数据，中金及中投证券为2015年数据，中信及广州证券为2018年数据。合并后均为2021年数据
资料来源：中证协，华福证券研究所

1.4我国证券行业并购案例股价复盘

图表：我国证券行业并购后获得超额收益情况

年份	并购方	被并购方	T-1M	T+1D	T+5D	T+1M	T+3M	T+6M	T+12M	T+24M
2003	中信证券	万通证券	1.77%	2.68%	5.65%	2.84%	4.36%	12.65%	7.17%	-3.47%
2006	中信证券	金通证券	-0.44%	0.41%	0.51%	-1.31%	0.29%	3.71%	-4.49%	-151.10%
2013	中信证券	里昂证券	-1.89%	-0.62%	0.46%	-0.73%	5.91%	4.33%	11.29%	-13.77%
2014	方正证券	民族证券	-1.78%	0.39%	-1.50%	-3.52%	-8.51%	-26.89%	-45.98%	-34.81%
2015	申万宏源	宏源证券	0.02%	5.01%	38.69%	40.30%	48.22%	130.21%	-16.86%	-35.68%
2016	中金公司	中投证券	2.43%	-2.36%	-5.39%	-4.30%	0.77%	12.09%	52.16%	59.92%
2019	中信证券	广州证券	1.47%	5.95%	9.21%	14.47%	14.80%	20.61%	26.53%	33.10%
2019	天风证券	恒泰证券	24.33%	0.49%	7.03%	-5.77%	-12.64%	-36.36%	-39.82%	-66.19%
2020	国联证券	国金证券	18.78%	-4.56%						
2020	国联证券	国金证券	8.44%	4.23%						
2022	华创云信	太平洋证券	-2.04%	-1.17%						
2022	华创云信	太平洋证券	10.08%	-3.05%						
2023	国联证券	民生证券	-0.73%	-2.44%	0.31%	-4.97%	-15.75%	-9.70%		
2023	浙商证券	国都证券	6.30%	8.26%	6.38%					
	获得超额收益概率		64.29%	57.14%	57.14%	21.43%	42.86%	42.86%	28.57%	14.29%
	获得超额收益平均值		4.77%	0.94%	6.13%	4.11%	4.16%	12.30%	-1.25%	-26.50%

注1：本表超额收益率=个股收益率-证券板块收益率，每行为加粗证券公司超额收益率

注2：申万宏源T-1M至T+6M数据为宏源证券股价计算，宏源证券于T+5M退市。T+12M至T+24M为申万宏源股价数据计算

注3：由于中金公司于2020年A股上市，此表以港股股价数据计算

注4：T时点为发布并购公告时间。其中，国联证券T时点为2023年3月15日发布竞得股权公告时间，国联证券于2023年12月15日发布公告称成为民生证券主要股东

资料来源：公司公告，Choice，华福证券研究所

1.4我国证券行业并购案例

- **合并效果：并购后可以实现优势互补或补足业务短板，但仍需注意组织架构、企业文化等方面整合**
 - **申万-宏源：合并后未实现1+1>2的效果。**行业地位提升：优势互补实现强强联合，合并后资产规模及盈利能力等主要指标排名均有所上升，但市占率提升程度不及预期。合并后业绩下滑：1) 经纪业务市占率在合并后有所下滑（2013年为5.7%，2023H为4.5%）；2) 超额ROE在合并后有所下滑（2013年为3.7%，2023H为0.8%）。
 - **中金-中投：补足零售经纪业务。**资产规模增长：总资产/净资产/净资本分别由第24/23/23名（2015年）提升至第12/14/11名（2017年）。经纪业务提升：1) 经纪业务行业排名由38名（2015年）提升至13名（2017年）。2) 经纪业务市占率从2016年的1.6%提升至2017年的4.2%。
 - **中信-广州：并购重组实现地域互补。**资产规模提升效果大于业绩提升：总资产市占率又8.1%提升至9.1%。华南地区经纪业务提升显著：1) 客户资源：开户客户数量由35.5万个提升至115.6万个，增长225.3%。2) 营业网点：由21家增长为59家。3) 业务收入：2019年华南地区经纪业务收入为2.9亿元，2020年为7.8亿元，同比增长163.8%。
 - **浙商-国都：实现跨区域协同，加强资源整合。**跨区域协同：国都证券营业网点在京津冀地区占比为24.6%，而浙商证券在浙江省具备区位优势。间接参股中欧基金：有望与浙商证券财富管理、研究业务等形成协同。
- **股价复盘：券商在并购后3M-6M更易获得超额收益**
 - **整体来看，在券商发布并购公告后5日以及3-6月之间可以以更大概率获得更多超额收益。**其中，公司发布并购公告后5D/3M/6M实现超额收益的概率分别为57.1%/42.9%/42.9%，平均超额收益率分别为6.1%/4.2%/12.3%。
 - **申万-宏源：头部券商合并行业地位有所提升，导致市场预期强强联合诞生龙头企业，并购后6M内超额显著，但申银万国与宏源证券的合并由于整合不佳，未能实现1+1>2的效果（方正证券合并民族证券同理），在申万宏源挂牌上市后，股价持续下跌，未能实现超额收益。**
 - **中金-中投：中金并购中投证券后，由于整合需要一定时间，短期来看，股价提升影响不大。中金公司在实现并购后3M开始获得超额收益，并在公告后12M/24M分别实现显著超额52.2%/59.9%。**
 - **中信-广州：由于并购广州证券增强了中信证券在华南地区经纪业务实力，进一步稳固中信证券龙头地位。并购后中信证券一直保持超额收益且超额程度随时间推移不断扩大。**

1.4我国证券行业并购案例

➤ 申银万国-宏源证券：行业地位明显提升，但并未实现1+1>2。

- 2013年10月30日，宏源证券发布公告因筹划公司重大资产重组事项而停牌。2015年1月，宏源证券吸收申银万国证券，合并重组为申万宏源证券。申银万国的经纪业务具备较强实力，2013年行业排名第8名，宏源证券资产管理和承销保荐业务较为突出，行业排名分别为第3名和第7名。二者优势互补，合并后资产规模及盈利能力等主要指标排名均有所上升，行业地位明显提升。但从市占率角度来看，2015年申万宏源营业收入及净利润市占率为4.1%及4.1%，而2013年申万+宏源市占率为5.5%及6.3%。申银万国与宏源证券的合并并未实现1+1>2的效果。

图表：申万宏源合并前后各项指标对比

主要指标	申银万国		宏源证券		申万+宏源	申万宏源	
	排名	市占率 (%)	排名	市占率 (%)	市占率 (%)	排名	市占率 (%)
总资产	10	2.87%	16	1.54%	4.42%	7	4.31%
净资产	10	2.38%	14	1.93%	4.31%	8	3.23%
净资本	10	2.38%	12	1.99%	4.37%	10	2.64%
营业收入	10	3.22%	11	2.30%	5.52%	7	4.06%
净利润	10	3.90%	12	2.38%	6.28%	7	4.10%
代理买卖证券业务净收入 (含席位租赁)	8	4.00%	17	1.69%	5.69%	4	5.10%
承销保荐业务净收入	-	-	7	3.24%	3.24%	9	2.72%
财务顾问业务收入	21	1.21%	16	1.75%	2.96%	7	0.00%
资产管理业务净收入	4	5.05%	3	5.17%	10.22%	1	7.12%

注：申银万国及宏源证券为2013年数据，申万宏源为2015年数据

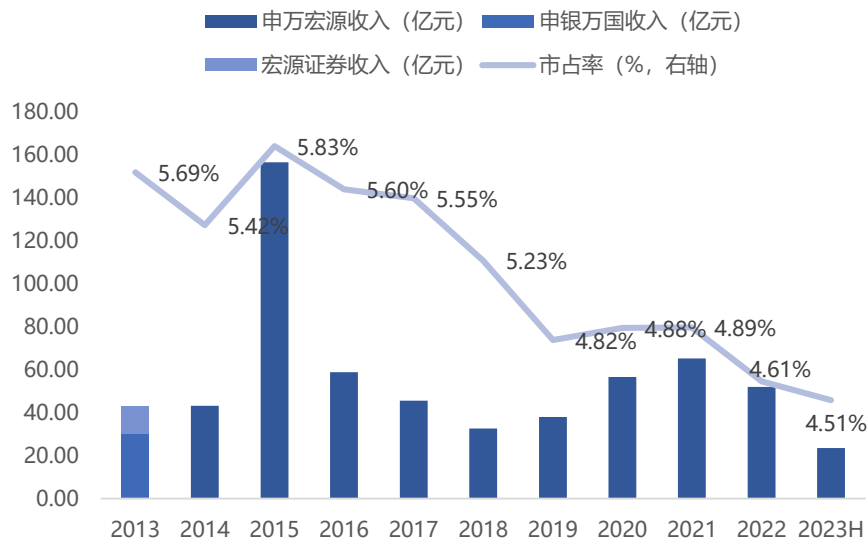
资料来源：中证协，Choice，华福证券研究所

1.4我国证券行业并购案例

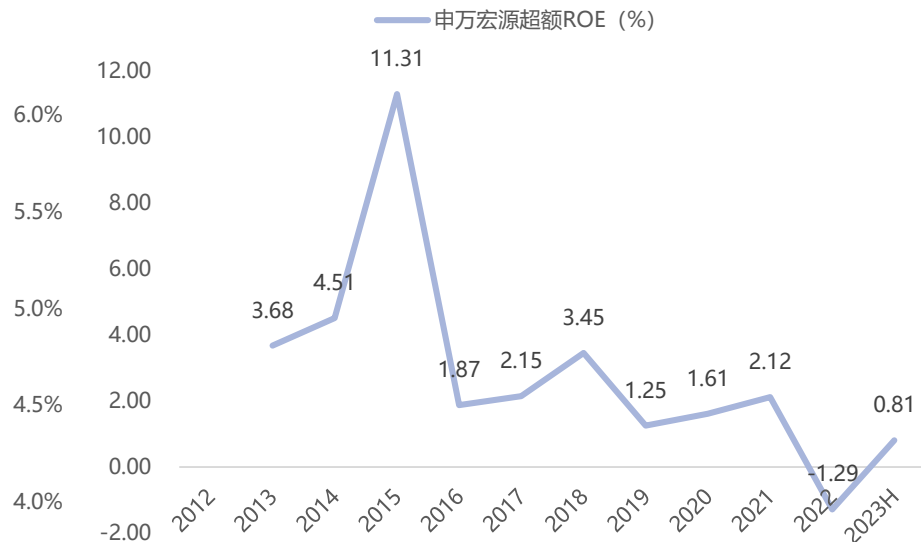
➤ 申银万国-宏源证券：合并效果不及预期。

- 本次合并效果不及预期主因：**
1) 合并动因并非市场化需求：本次合并主要目的为：①摆脱“一参一控”政策限制；②实现申银万国上市且申银万国传统优势有被赶超危机；③宏源证券存在内部公司治理和风险控制危机。
 2) 整合过程阻力过大：合并后管理层磨合期较长且存在组织架构整合的问题。
 3) 文化融合需要较长时间：申银万国是业务聚焦于一线城市且经纪业务较为突出的传统券商，在东部和中部地区具有优势，而宏源证券则是长期深耕新疆地区，在投行及资管业务方面较为强势。

图表：经纪业务市占率在合并后有所下滑



图表：超额ROE在合并后有所下滑



1.4我国证券行业并购案例

➤ 中金公司-中投证券：补足零售经纪业务

- 2016年11月，中金公司以167亿元的估值收购同为中央汇金旗下的中投证券。2017年3月8日，中国证监会批复核准中金公司与中投证券合并事宜。收购中投证券后，中金公司收入结构更趋均衡化，补足南方及零售经纪业务版图，完善渠道布局并拓展了零售客群，为自身经纪及财富管理的发展提供了重要助力。根据中证协披露2015年证券公司业绩排名数据显示中投证券经纪业务净收入行业排名第15名，而中金公司仅为第38名。此外，合并后中金公司资产规模也大幅提升，总资产/净资产/净资本分别由第24/23/29名（2015年排名）提升至第12/14/15名（2017年排名）。

图表：收购后中金公司经纪业务明显增强

主要指标	中金公司		中投证券		中金+中投	中金公司（整合后）	
	排名	市占率 (%)	排名	市占率 (%)	市占率 (%)	排名	市占率 (%)
总资产	24	0.98%	18	1.44%	2.42%	9	4.33%
净资产	23	1.10%	26	0.94%	2.03%	11	2.73%
净资本	29	0.88%	23	1.12%	2.00%	11	3.26%
营业收入	23	1.05%	17	1.47%	2.52%	8	3.97%
净利润	39	0.62%	16	1.48%	2.10%	7	5.64%
代理买卖证券业务净收入 (含席位租赁)	38	0.72%	15	2.17%	2.89%	10	3.94%
承销保荐业务净收入	8	3.09%	34	0.95%	4.04%	3	6.36%
资管业务净收入	24	1.49%	36	0.64%	2.14%	7	3.84%

注：中金公司和中投证券数据为2015年数据，整合后数据为2021年

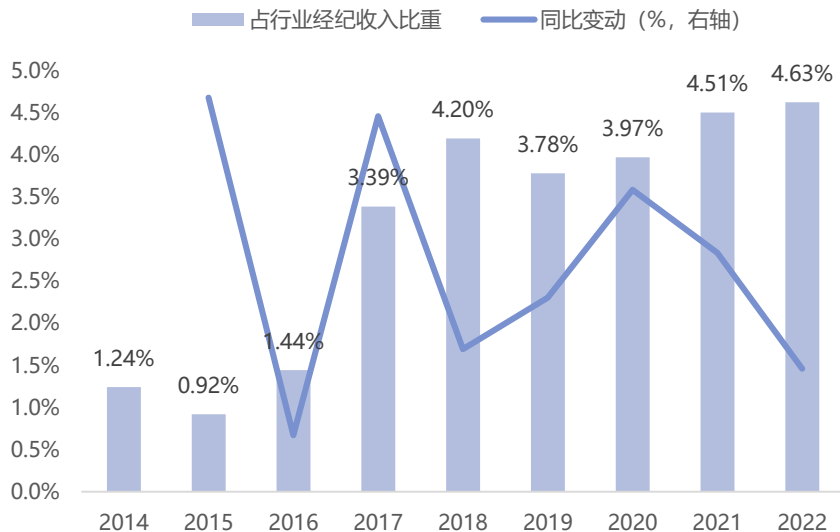
资料来源：中证协，华福证券研究所

1.4我国证券行业并购案例

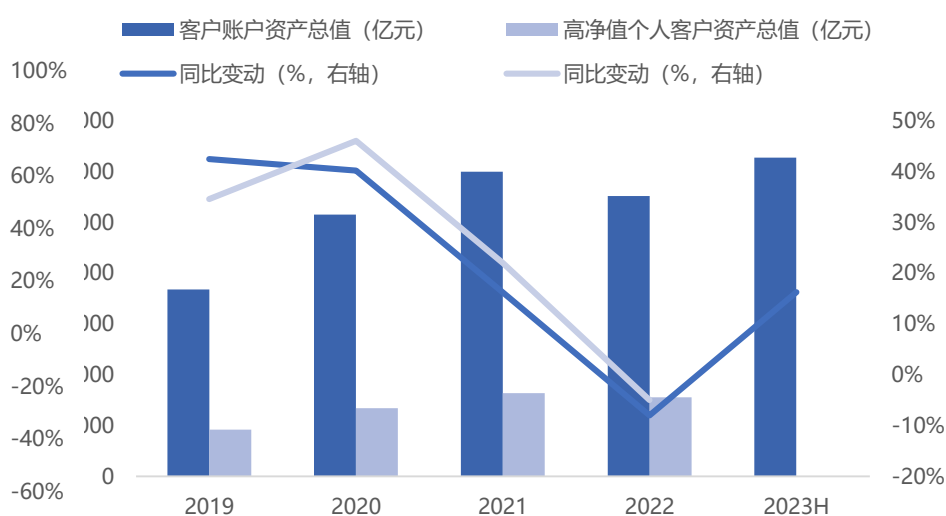
➤ 中金公司-中投证券：补足零售经纪业务

- 合并中投证券后，结合中金公司的品牌、经验、系统性和个性化的产品及高端服务能力，充分利用中投证券广泛覆盖的营业网点和庞大的客户群，通过深度整合实现财富管理业务的转型升级。根据中金公司2018年年报数据，中投证券财富管理客户中机构客户/富裕客户/零售客户数量占比分别为0.2%/12.3%/87.6%，客户结构以散户为主，补齐了中金公司零售客户短板，户均资产为44.4万元，与头部公司保持相当水平。两者合并后，中金公司，经纪业务市占率从2016年的1.6%提升至2017年的4.2%，经纪业务收入同比增长103.1%。

图表：收购后中金公司经纪业务明显增强



图表：财富管理客户数量及资产总值同比增长

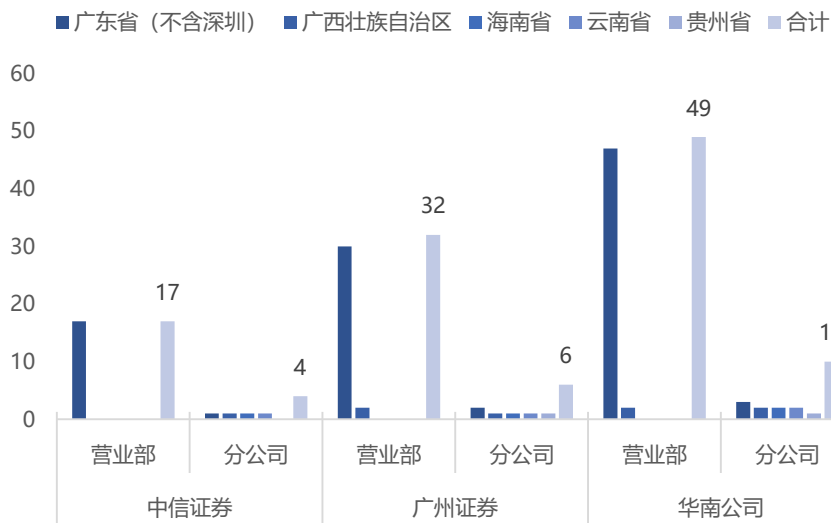


1.4我国证券行业并购案例

➤ 中信证券-广州证券：并购重组实现地域互补

- 2019年，为扩大华南市场占有率，中信证券吸收合并广州证券。广州证券长期扎根广东地区，在华南地区的影响久远且深，有着较强的地域优势及区域品牌知名度。中信证券通过收购广州证券扩大资产规模，利用广州证券现有经营业务布局及客户资源实现在华南地区业务的跨越式发展。
- 中信证券并购广州证券在华南地区实现区域互补：1) 客户资源：**在华南地区，以经纪业务客户数为例，中信证券经纪业务开户客户数量仅35.5万个，不及广州证券80.1万人的一半。**2) 营业版图：**广州证券在华南地区共有营业网点38家，中信证券仅21家。合并后，中信证券在华南地区的营业网点数将达到59家。

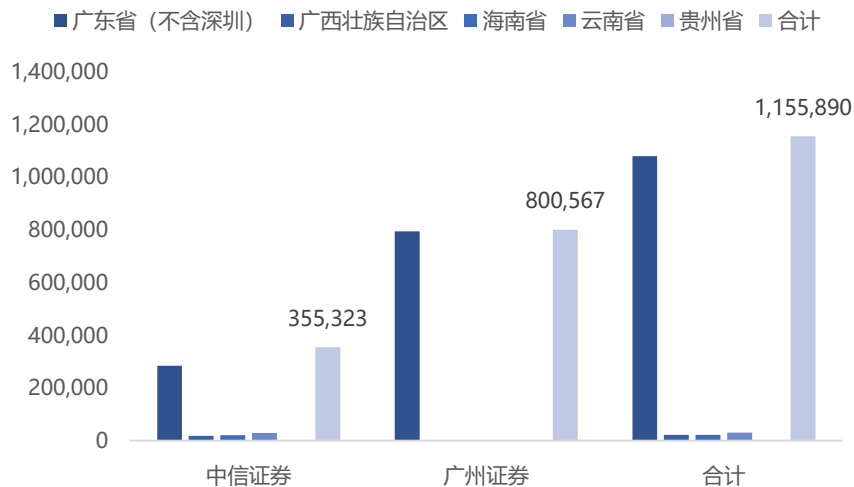
图表：并购后中信证券华南地区营业网点大幅增长



注：营业网点=营业部+分公司

资料来源：公司公告，华福证券研究所

图表：并购后中信证券华南地区经纪业务客户数量大幅增长
单位：个



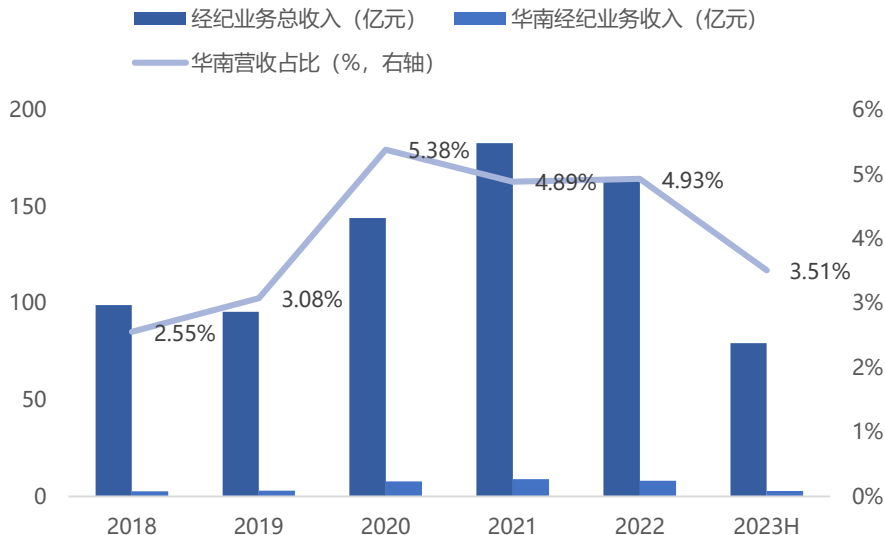
资料来源：公司公告，华福证券研究所

1.4我国证券行业并购案例

➤ 中信证券-广州证券：并购后在业绩与股价方面均产生显著影响

- **1) 业绩影响：**2020年后，中信证券顺利完成对广州证券的收购并表。2020年华南地区经纪业务收入明显提升，同比增长163.8%，华南地区经纪业务收入占经纪业务总收入从2019年的3.1%提升至5.4%。
- **2) 股价影响：**中信证券于2018年12月24日发布《中信证券关于筹划发行股份购买资产事项的停牌公告》，当日股价收于16.0元/股，2019年1月10日为复牌后首日，股价收于16.8元/股，涨幅为4.9%，超额收益率为6.0%，且在并购后（2019年1月10日-2021年2月9日）持续跑赢证券板块，获得超额收益。

图表：中信证券在华南地区营收情况



注：2022年报及2023半年报仅披露广东省营收数据

资料来源：Choice, 华福证券研究所

图表：中信证券合并后股价上涨幅度远超沪深300



资料来源：Choice, 华福证券研究所

1.4我国证券行业并购案例

➤ 浙商证券-国都证券：实现跨区域协同，加强资源整合

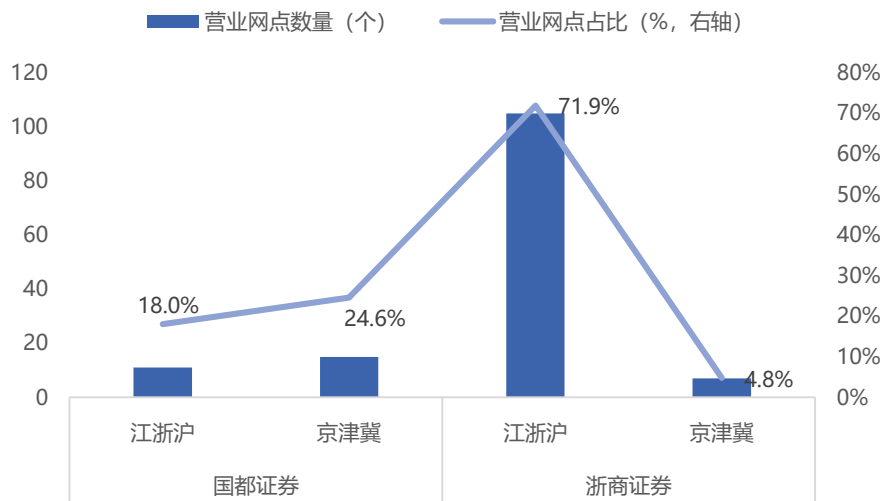
- 2023年12月8日，浙商证券发布公告与重庆国际信托等五家公司签署了关于国都证券股权转让的协议。若完成交易，浙商证券将持有国都证券19.2%的股份，超越中诚信托（持股13.3%）成为第一大股东。
- 截至2023年6月30日，国都证券共有证券营业部56家，分公司5家。各营业网点布局以全国的经济中心和发达城市为主，主要分布在北京、上海、天津3个直辖市以及其余14省（其中京津冀地区占比为24.6%），而浙商证券主要依托浙江省的客户基础形成区位优势。本次收购有利于浙商证券优化资源配置，加强资源整合，发挥现有业务优势与国都证券业务协同效应。

图表：国都证券股权较为分散

序号	股东名称	持股比例	备注
1	中诚信托有限责任公司	13.33%	
2	北京国际信托有限公司	9.59%	
3	国华能源投资有限公司	7.69%	
4	同方创新投资（深圳）有限公司	5.95%	
5	重庆国际信托股份有限公司	5.28%	转让方1
6	东方创业投资管理有限责任公司	5.13%	
7	山东海洋集团有限公司	5.13%	
8	天津重信科技发展有限公司	4.72%	转让方2
9	重庆嘉鸿盛鑫商贸有限公司	3.77%	转让方3
10	深圳市远为投资有限公司	3.31%	转让方4
11	深圳中骏投资有限公司	2.06%	转让方5

资料来源：企查查，公司公告，华福证券研究所

图表：国都证券营业网点分布情况



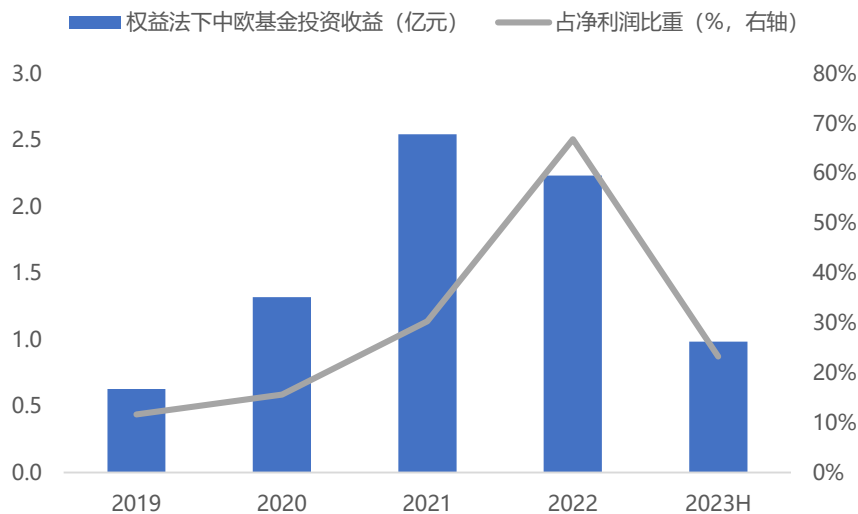
资料来源：企查查，华福证券研究所

1.4我国证券行业并购案例

➤ 浙商证券-国都证券：实现跨区域协同，加强资源整合

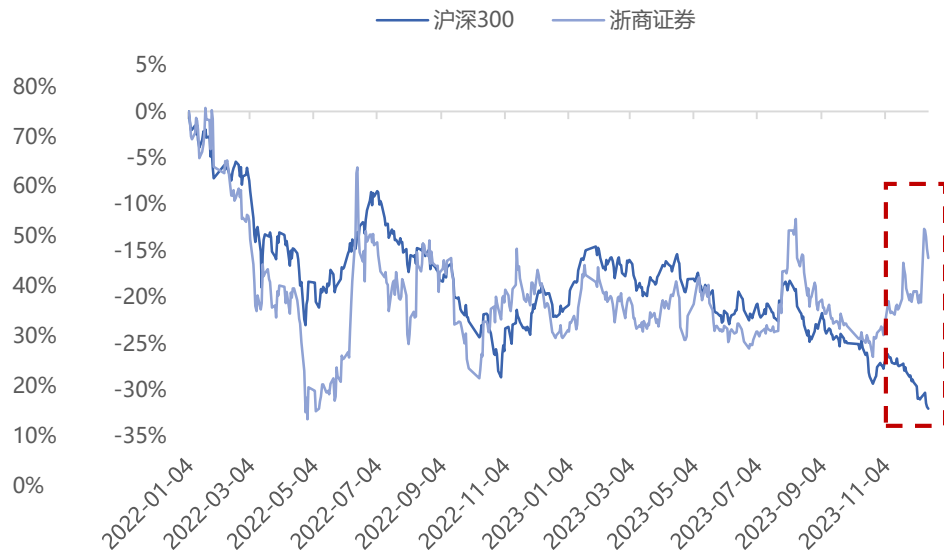
- 国都证券持有中欧基金20%的股权，截至2023年6月末，对中欧基金在权益法下确认的投资收益为9849.3万元，浙商证券收购后可通过间接参股中欧基金，提升资管业务实力。浙商证券参股25%浙商基金，中欧基金纳入将补足公募布局短板，后续有望与浙商证券财富管理、研究业务等形成协同。
- 浙商证券于2023年12月8日发布公告，当日股价收于10.41元，12月11日（下一交易日）股价涨幅为10.0%，股价收于11.45元，同期沪深300涨幅为0.6%。

图表：国都证券确认中欧基金投资收益



资料来源：公司年报，华福证券研究所

图表：浙商证券股价情况



资料来源：Choice，华福证券研究所

1.5 监管鼓励下同一实控人控制下券商有望合并

➤ 同一实控人下的券商具有更强合并预期

- 证监会提出头部公司可以通过集团化、并购重组等方式做优做强，并引导中小机构结合股东背景、区域优势等资源禀赋和专业能力做精做细实现特色化、差异化发展。其中，汇金系、中信系、上海系股权结构相对较为简单：1) 汇金系：中国银河、中金公司、申万宏源；2) 中信系：中信建投、中信证券；3) 上海系：国泰君安、海通证券、东方证券

图表：券商股权情况梳理

股权关联	证券代码	证券简称	第一大股东	第一大股东持股 (%)	实际控制人	净资产23H
汇金系	601881.SH	中国银河	中国银河金控	49.15	国务院	1,135.52
	601995.SH	中金公司	中央汇金	40.11	国务院	782.99
	000166.SZ	申万宏源	建银投资	26.34	国务院	1,128.99
上海国资系	601211.SH	国泰君安	上海国有资产经营	21.35	上海市国资委	1,433.14
	600837.SH	海通证券	上海国盛	6.60	无	1,498.71
	600958.SH	东方证券	申能集团	26.63	无	705.32
江苏国资系	601688.SH	华泰证券	国信集团	15.14	江苏省国资委	1,450.41
	601456.SH	国联证券	国联发展	19.21	无锡市国资委	174.61
	601990.SH	南京证券	南京紫金投资	25.01	南京市国资委	165.09
	601555.SH	东吴证券	苏州国际发展	24.14	苏州市国资委	382.24
安徽国资系	000728.SZ	国元证券	安徽国元金控	21.70	安徽省国资委	309.27
	600909.SH	华安证券	安徽省国有资本运营	24.09	安徽省国资委	193.12
中信系	600030.SH	中信证券	中国中信金控	15.52	财政部	2,131.35
	601066.SH	中信建投	北京金控	35.77	无	900.58
首创系	601136.SH	首创证券	首都创业	56.77	北京市国资委	117.90
	002797.SZ	第一创业	北京国有资本运营管理	11.06	无	143.40

资料来源：企查查，Choice，华福证券研究所

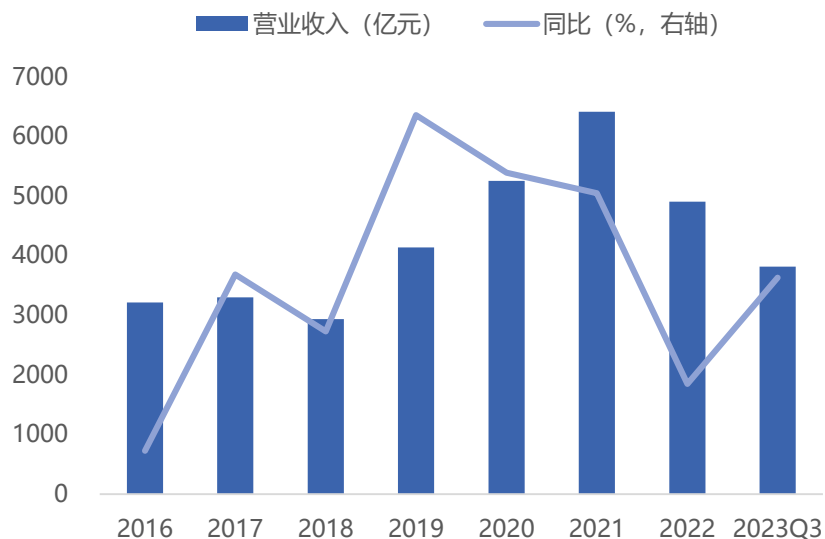
- 一、24年发展趋势：自上而下推动券商并购重组，行业格局有望重塑
- 二、23年行业整体业绩回顾：营收及净利小幅回升，自营业务表现亮眼
- 三、盈利预测
- 四、投资建议
- 五、风险提示

2.1 行业整体业绩回顾

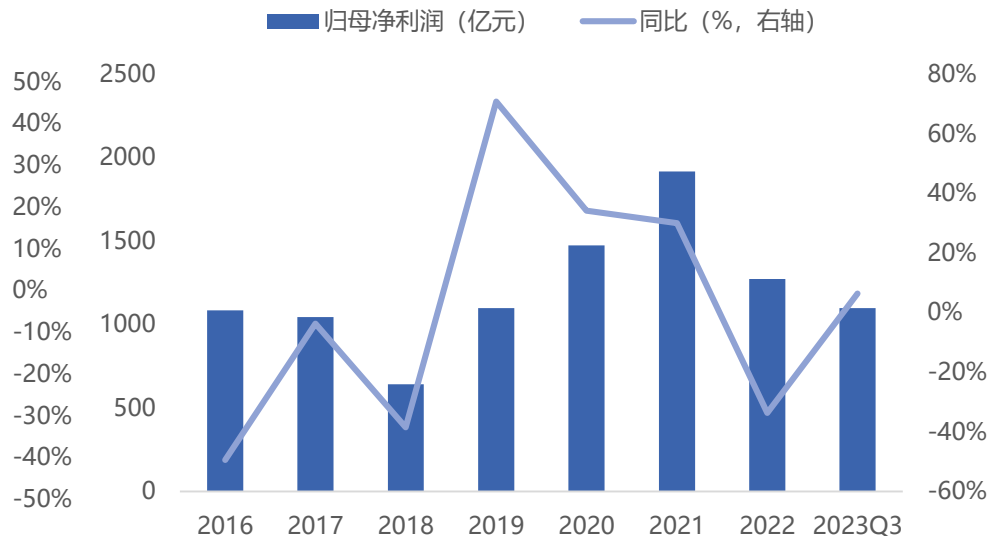
营业收入及归母净利润均小幅回升。

- 23年整体业绩有所回暖。根据中证协数据，2023H，证券行业实现营业收入2245.1亿元，同比增长9.0%。根据43家上市券商数据，23年1-3Q共实现营业收入3819.2亿元，同比小幅增长1.87%；实现归母净利润1099.7亿元，同比增长6.5%。

图表：43家上市券商营业收入



图表：43家上市券商归母净利润

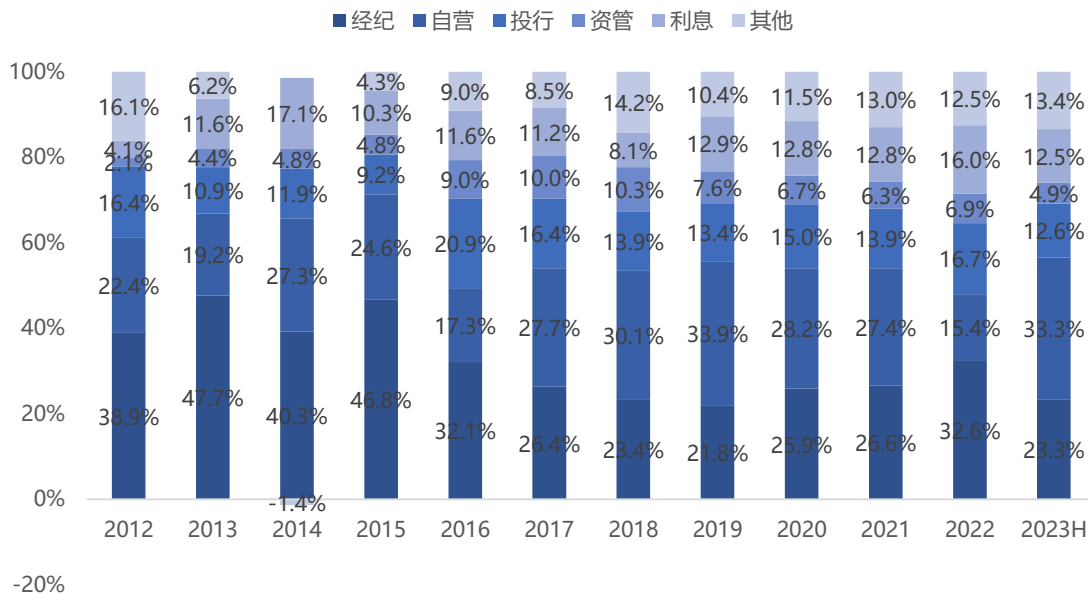


2.1 行业整体业绩回顾

➤ 自营业务表现亮眼，收入占比迅速提升。

- 根据中证协数据，2023年上半年证券行业经纪/自营/投行/资管/利息/其他净收入占比分别为23.3%/33.3%/12.6%/4.9%/12.5%/13.4%。环比2022年分别变动-5.3pct/+17.9pct/-4.1pct/-2.0pct/-3.5pct/-3.0pct。除自营业务收入占比迅速提升外，其他业务收入占比均有所下降。

图表：证券行业业务占比

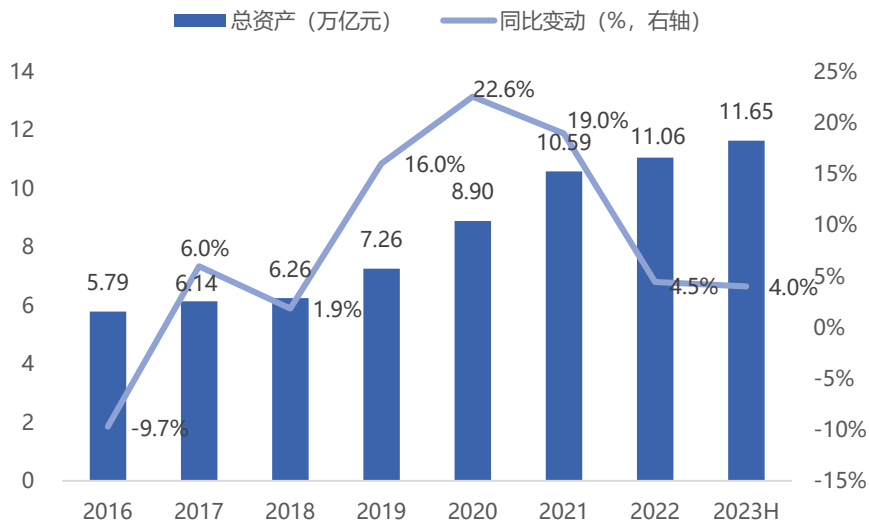


2.1 行业整体业绩回顾

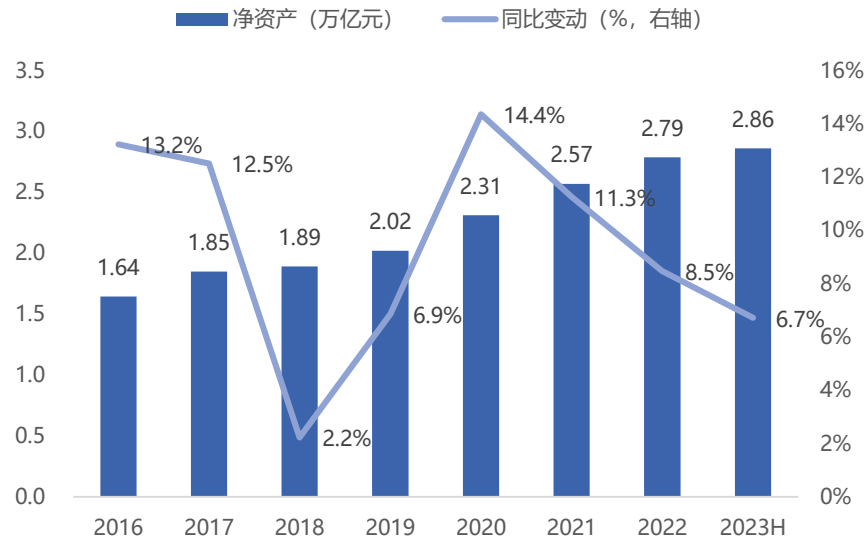
➤ 行业整体总资产/净资产均同比增长，但增幅有所收窄。

- 证券行业资本实力持续增强。根据中证协数据，2023年上半年证券行业总资产、净资产和净资本分别为11.7、2.9和2.1万亿元，同比增长4.0%、6.7%和3.4%。2023年前三季度，上市券商年化ROE为5.25%，同比提升0.4pct。

图表：证券行业总资产变动情况



图表：证券行业净资产变动情况

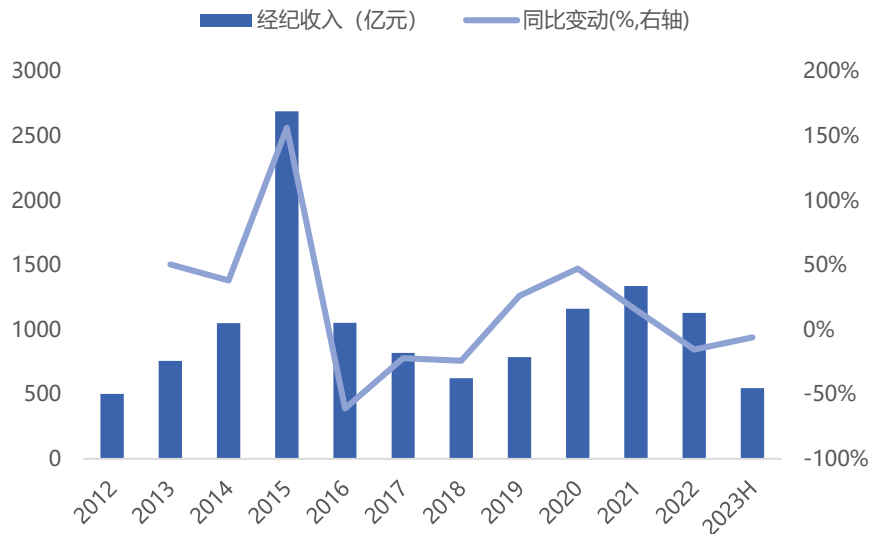


2.2 经纪：权益类公募基金保有量持续提升有望带来增长

➤ 经纪业务收入整体出现小幅下滑

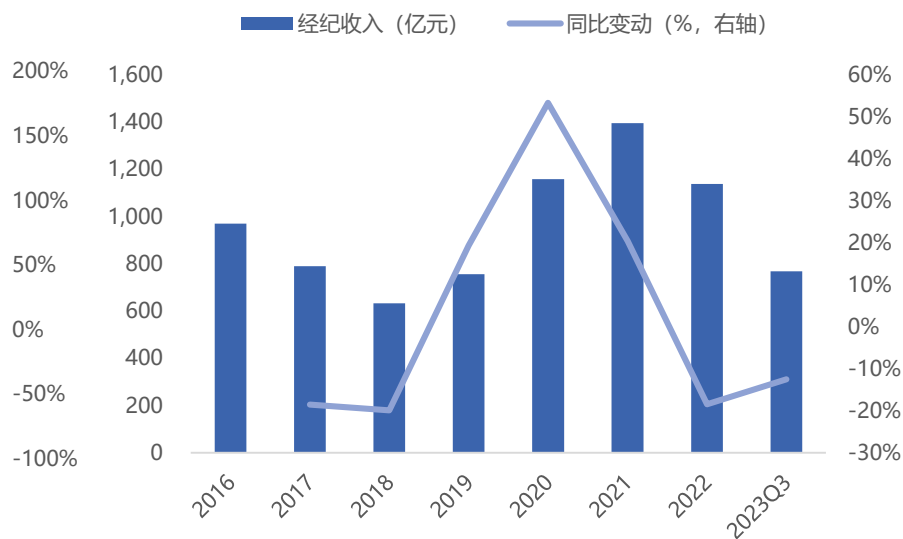
- 根据中证协数据，2023年上半年，证券行业实现代理买卖证券业务净收入（含交易单元席位租赁）523.0亿元，投资咨询业务净收入24.7亿元。2023年前三季度43家上市券商共实现经纪业务手续费净收入768.8亿元，同比-12.5%，连续第二年出现下滑，但降幅有所收窄。

图表：证券行业经纪收入变动情况



资料来源：中证协，华福证券研究所

图表：43家上市券商经纪收入



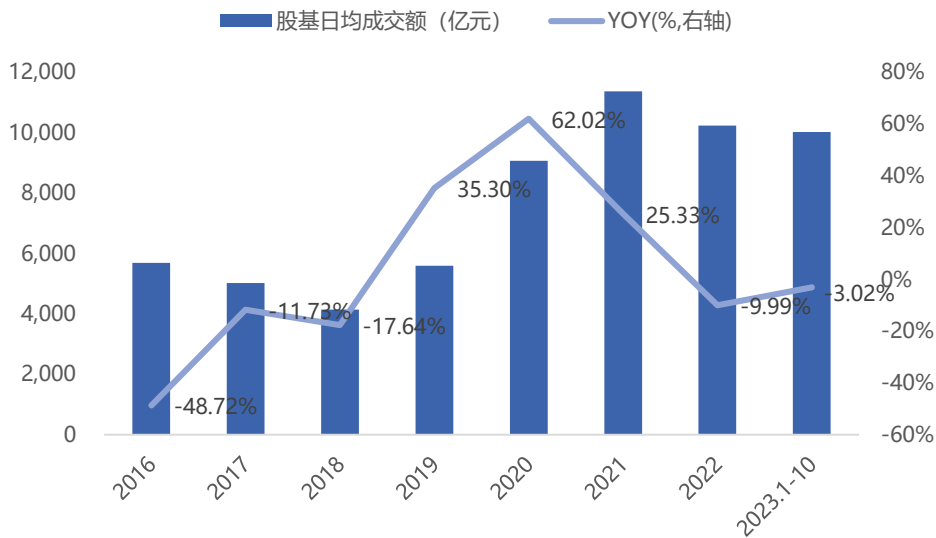
资料来源：Wind，华福证券研究所

2.2 经纪：权益类公募基金保有量持续提升有望带来增长

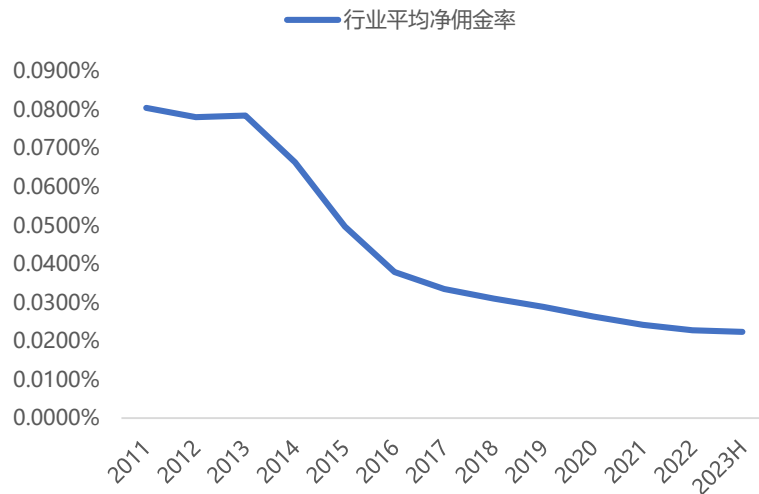
➤ 行业佣金率持续走低，市场成交量平淡

- 2023年1-10月，全市场股基成交量为1,993,830亿元，同比下降2.5%，股基日均成交量为10,019亿元，同比下降3.0%，成交量进一步下滑但降幅均有所收窄。2023年上半年，行业佣金率为0.0224%，同比下降0.0010pct。随着行业佣金率的进一步下滑，券商推动财富管理转型以提升佣金业务附加值是当前经纪业务的核心突破口。

图表：2023年股基日均成交额同比下降3.02%



图表：行业佣金率进一步下滑



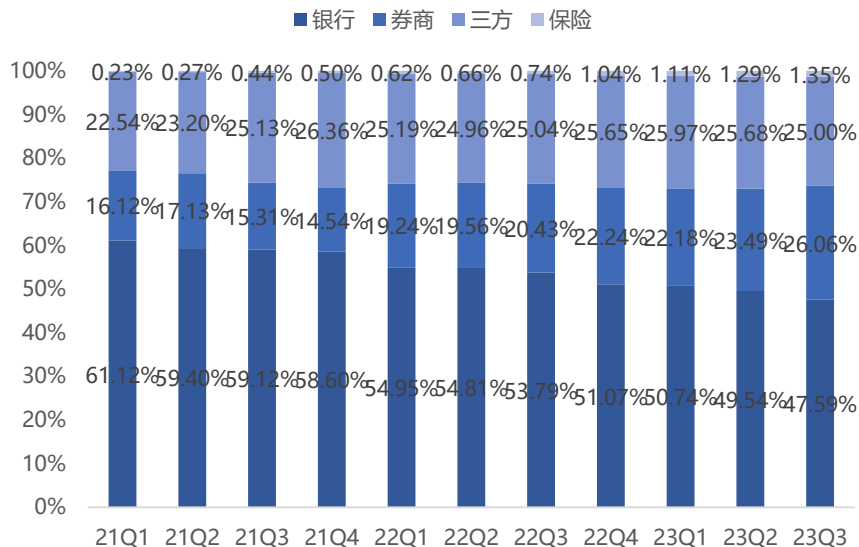
注：净佣金率=经纪业务净收入（不含代销）/当期股基交易

2.2 经纪：权益类公募基金保有量持续提升有望带来增长

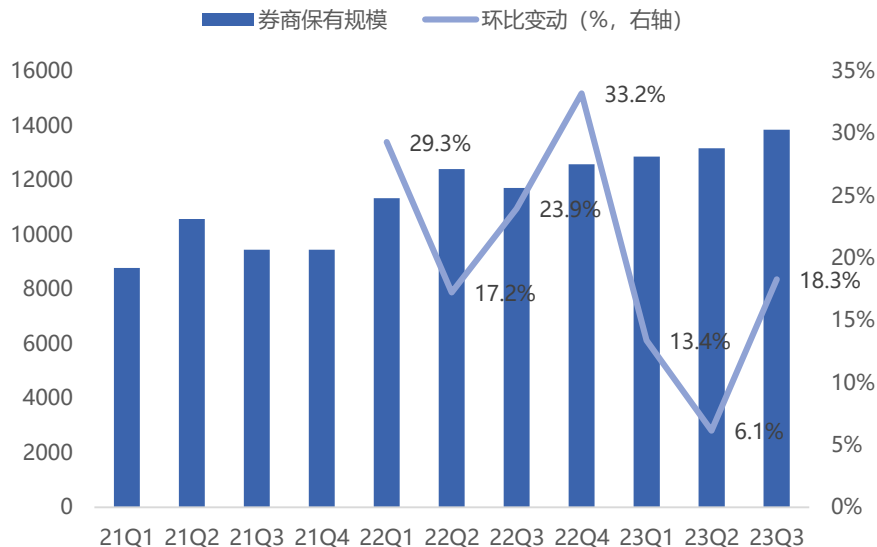
➤ 证券公司权益类公募基金保有规模持续提升。

- 证券公司延续股票+混合公募保有规模占比增长趋势。截至23Q3，券商权益公募保有规模达到26.1%，压缩银行占比并首次超越第三方机构。权益类公募基金销售机构保有规模中，银行/券商/三方/保险占比分别为47.6%/26.1%/25.0%/1.4%，同比变动-6.15%/+5.56%/-0.02%/+0.61%。截至2023Q3，券商权益类公募基金销售保有总规模为13847亿元，同比+18.3%维持较高增长。随着ETF等被动型基金需求增加，券商代销渠道规模有望进一步提升。

图表：销售机构权益类公募基金保有规模占比



图表：券商权益类公募基金保有规模

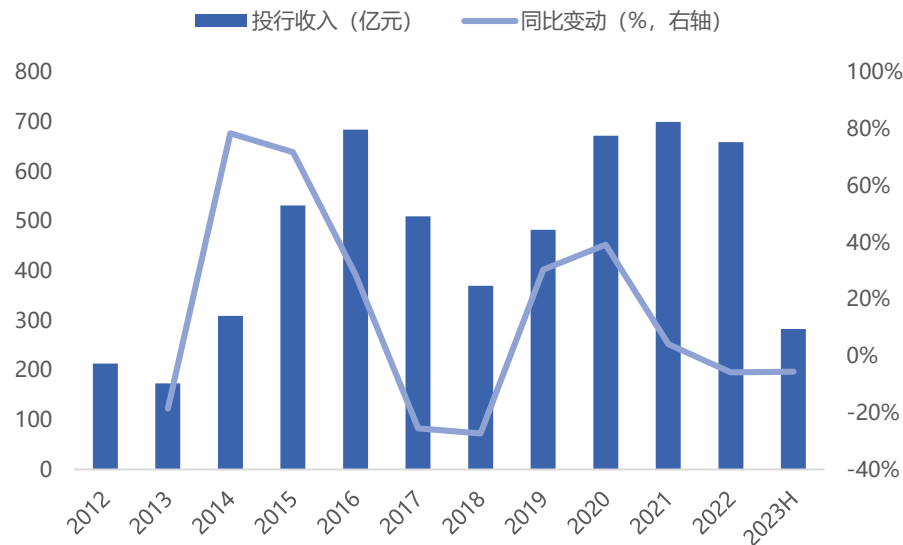


2.3 投行：短期IPO及再融资收紧导致业务承压，全面注册制带来长期利好

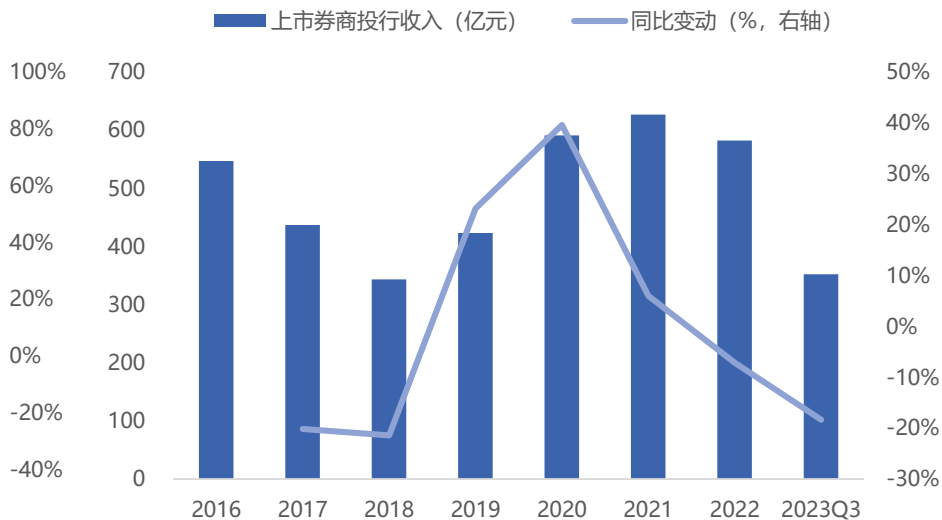
➤ IPO及再融资收紧导致投行业务承压，上市券商受影响更为显著

- 根据中证协数据，2023年上半年，证券行业实现整体投行业务收入282.4亿元，同比下滑5.6%；其中证券承销与保荐业务净收入255.4亿元、财务顾问业务净收入27.1亿元，分别同比下滑4.6%、13.8%。2023年前三季度43家上市券商共实现投行业务手续费净收入352.4亿元，同比-18.3%，投行收入下滑趋势延续。

图表：证券行业投行收入变动情况



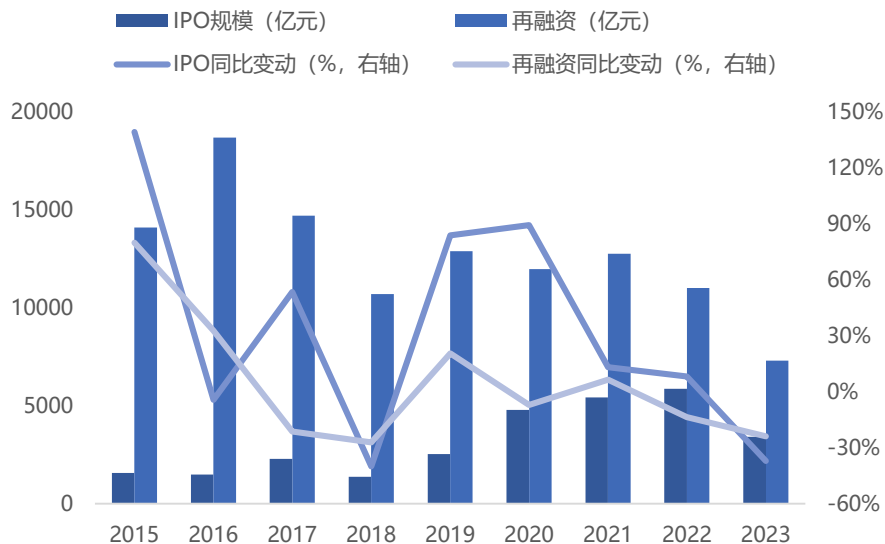
图表：43家上市券商投行收入



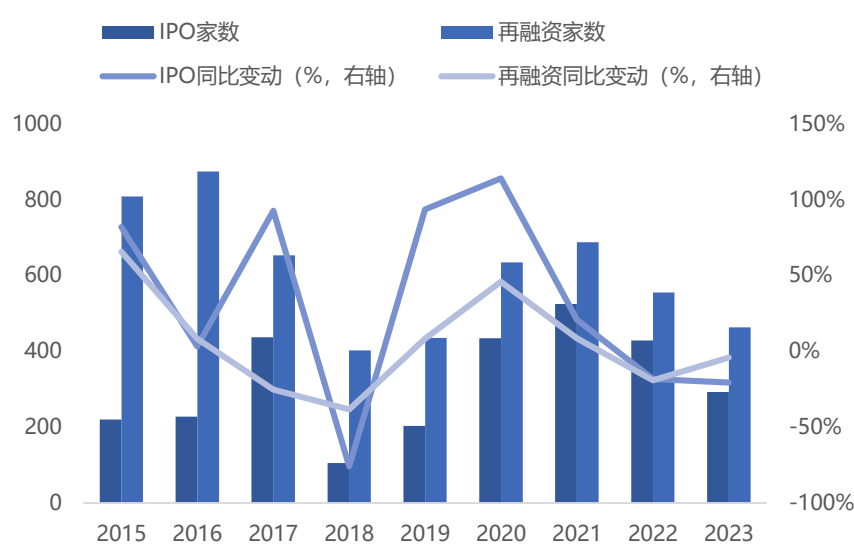
➤ 阶段性收紧IPO及再融资，规模同比下滑幅度明显

- IPO及再融资规模同步大幅下滑。2023年1-11月全市场实现IPO家数为292家，首发募资规模3415.4亿元，同比-37.0%，主要由于政策端收紧以及在连续四年增长后基数较大；IPO单家融资规模为11.7亿，较2022年同期下降20.7%。2023年1-11月再融资（增发、配股、优先股、可转债、可交债）规模为7303.6亿元，同比-23.8%，下降幅度有所扩大。

图表：IPO及再融资规模变动情况



图表：IPO及再融资家数变动情况

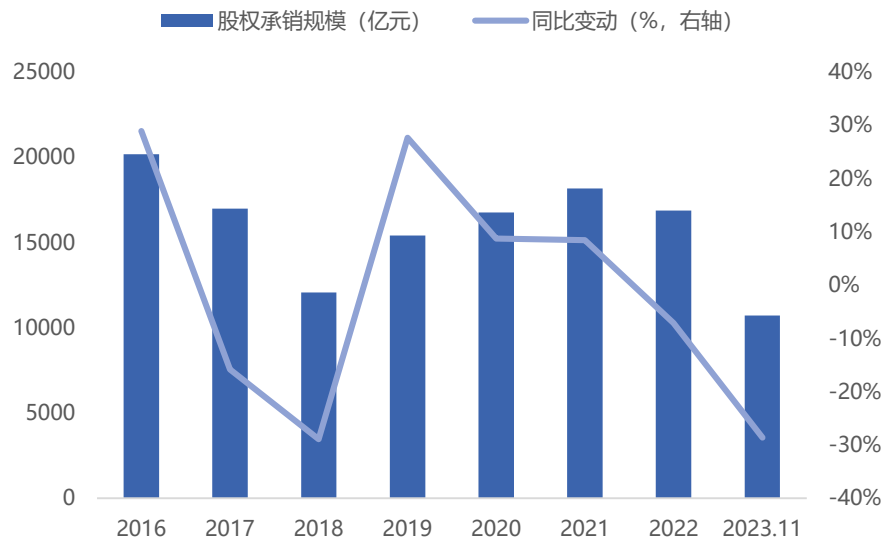


2.3 投行：短期IPO及再融资收紧导致业务承压，全面注册制带来长期利好

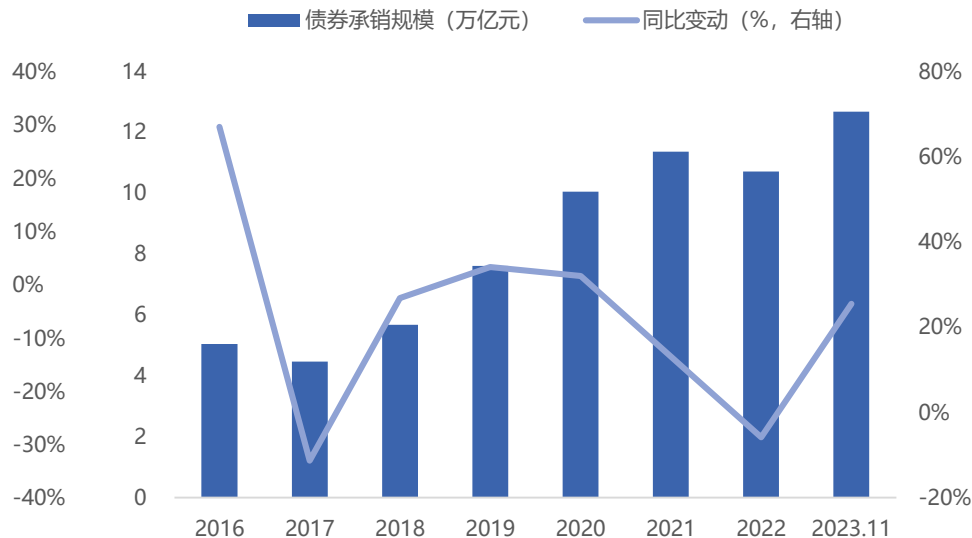
➤ 股权融资规模持续收缩，债权融资规模再创新高

- 股权融资规模大幅回落。2023年1-11月行业股权融资规模为10718.9亿元，同比-28.6%。受IPO及再融资收紧影响，预计全年股权融资总规模的降幅将进一步扩大。债权融资规模转降为升。2023年1-11月行业各类债券承销金额为12.7万亿元，同比+25.5%，预计全年债券承销金额将实现新高，对提振投行业务收入贡献较大。

图表：投行业务股权融资情况



图表：投行业务债权融资情况



2.3 投行：短期IPO及再融资收紧导致业务承压，全面注册制带来长期利好

➤ 政策引导注册制走深走实，长期来看利好投行业务。

- 2023年4月，全面注册制正式落地。下一步注册制配套制度的完善，要从提高上市公司质量、引入长期资金、优化交易机制以及加强监管四个目标入手。随着IPO和再融资阶段性收紧，行业整体业务质量有所提升，注册制改革深入实施长期来看利好投行业务。在全面注册制的背景下，投行由单纯依赖牌照的通道业务转向全生命周期的综合服务是其未来发展的重要方向。

图表：融资端相关政策出台

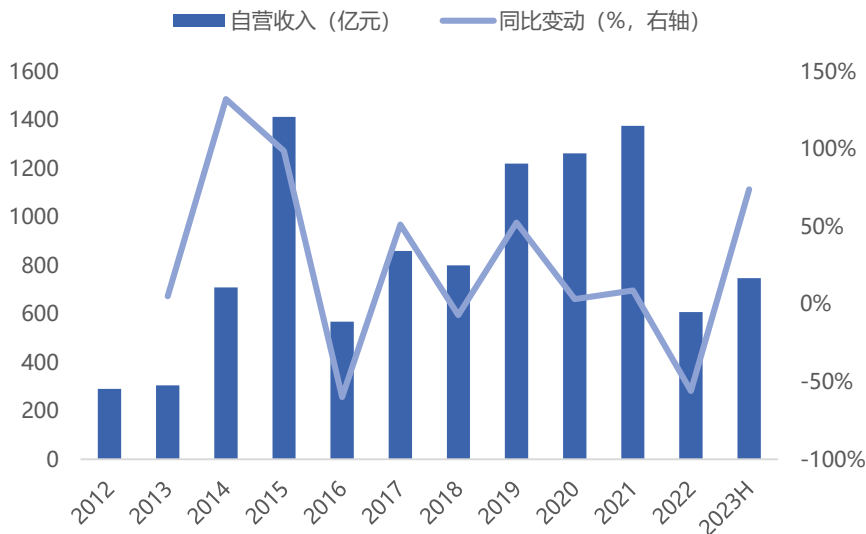
日期	会议/部门	主要内容
7月24日	政治局会议	要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案
8月18日	证监会	深化并购重组市场化改革，支持优质科技创新企业通过并购重组做大做强：
		出台定向发行可转债购买资产的相关规则
		推动央企加大上市公司并购重组整合力度
8月27日	证监会	阶段性收紧 IPO 节奏，促进投融资两端的动态平衡金融行业或者其他行业的大额再融资
		严格要求募集资金应当投向主营业务，严限多元化投资
		房地产上市公司再融资不受破发、破净和亏损限制
10月30至31日	中央金融工作会议	优化资金供给结构，将更多金融资源用于促进科技创新、先进制造、绿色发展和中小微企业
		优化融资结构，更好发挥资本市场枢纽功能，推动股票发行注册制走深走实，发展多元化股权融资
11月1日	证监会	聚焦支持高水平科技自立自强关键目标
		发展多元化股权融资，引导私募股权创投基金投早投小投科技

2.4 自营：行业业绩表现亮眼，积极探索自营业务去方向化

➤ 头部券商表现稳定，自营业务业绩表现亮眼

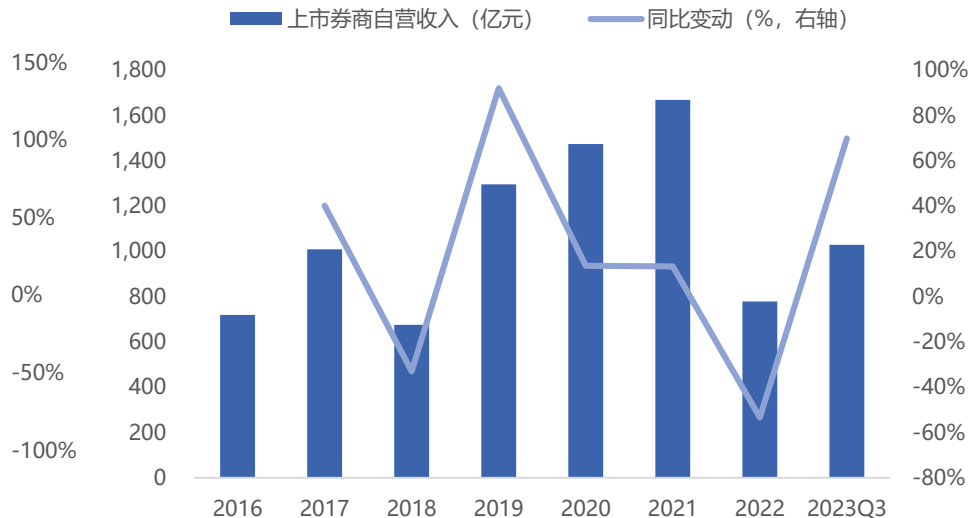
- 根据中证协数据，2023年上半年，证券行业实现整体自营业务收入748.2亿元，同比高增74.1%。2023年前三季度43家上市券商共实现自营业务收入1028.1亿元，同比增长69.8%，自营收入表现亮眼，对证券行业23年营收情况提供有利支撑。

图表：证券行业自营收入变动情况



资料来源：中证协，华福证券研究所

图表：43家上市券商自营收入



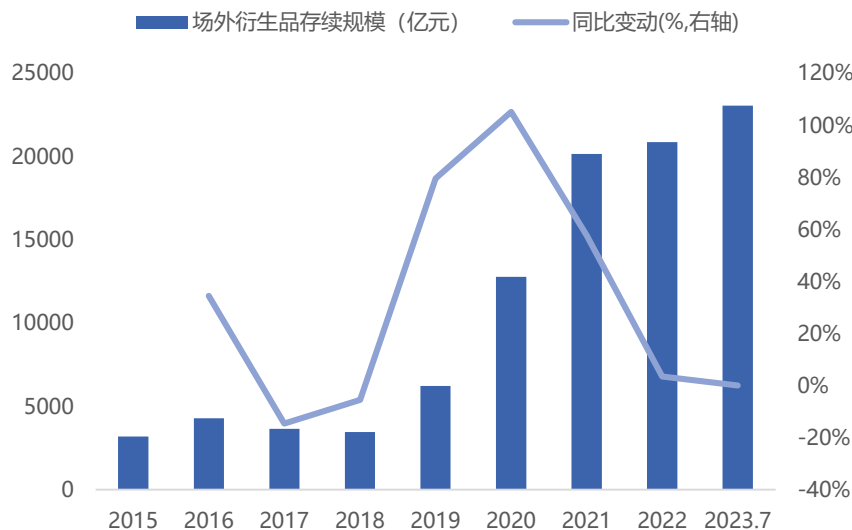
资料来源：Wind，华福证券研究所

2.4 自营：行业业绩表现亮眼，积极探索自营业务去方向化

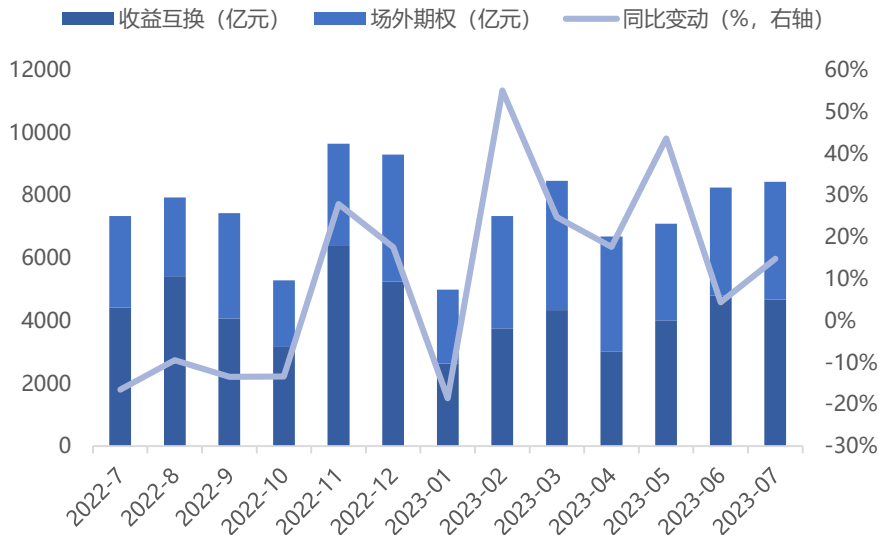
➤ 场外衍生品规模持续扩大，积极探索自营业务去方向化

- 截至2022年，场外衍生品存量名义规模为20868.2亿元，同比+3.5%。截至2023年7月，场外衍生品存量名义规模为23059.4亿元，同比增长0.1%，较2022年底+10.5%，增速有所扩大。截至23年7月，场外衍生品新增规模8428.2亿元，同比增长14.8%，23年以来新增规模保持高速增长。
- 场外衍生品业务交易对手的增多能够提高风险对冲有效性，减小方向敞口，头部券商可以利用其资本实力及交易能力等构建业务壁垒，提升抗周期的竞争优势。

图表：场外衍生品存续规模



图表：场外衍生品新增规模

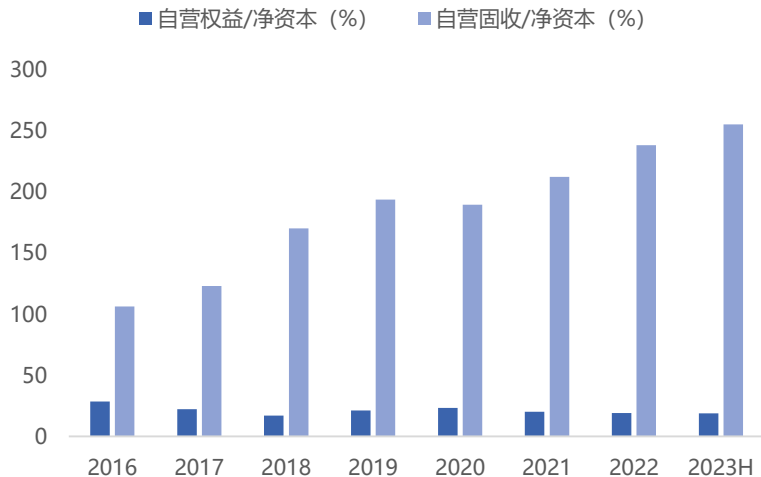


2.4 自营：行业业绩表现亮眼，积极探索自营业务去方向化

➤ 自营资产规模增长，配置结构优化

- 截至2023年上半年，上市券商自营固定收益类证券/净资本为255.3%，同比提升11.9pct。自营权益类证券及证券衍生品/净资本为19.1%，同比提升0.5pct。自营资产规模持续增长，截至2023H，上市券商自营权益类资产规模合计4033.9亿元，同比增长7.3%；上市券商自营固收类资产规模合计43514.1亿元，同比增长9.5%。
- 今年以来，由于券商自营资产中固收类资产占比较高，债市持续走强对自营业务增长提供有利支撑。权益市场震荡下行，要求券商投资能力持续提升才能保持收益稳定性。

图表：上市券商自营资产配置结构



图表：债市及股市走势情况

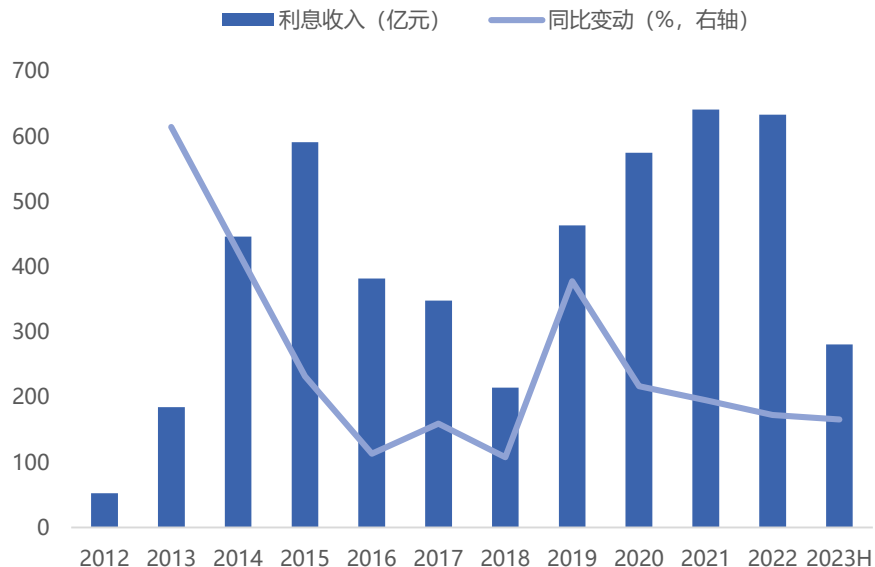


2.5信用：鼓励性政策出台有望提振未来增长

➤ 23年信用收入下滑明显，鼓励性政策出台有望提振未来增长。

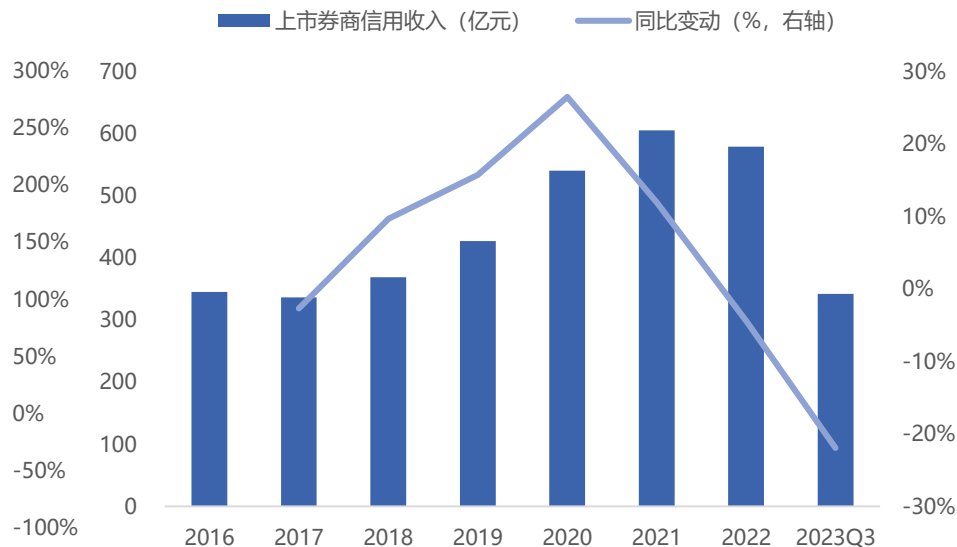
- 根据中证协数据，2023年上半年，证券行业实现整体信用业务收入280.9亿元，同比下滑5.3%。2023年前三季度43家上市券商共实现信用业务收入342.5亿元，同比下滑21.9%。

图表：证券行业信用收入变动情况



资料来源：中证协，华福证券研究所

图表：43家上市券商信用收入



资料来源：Wind，华福证券研究所

2.5信用：鼓励性政策出台有望提振未来增长

- **证监会调整优化相关制度，提高融资保证金比例并降低融券保证金比例。**
- 8月27日，证监会首次调低融资保证金比例，最低比例由100%降低至80%。在确保整体杠杆风险可控的基础上，释放更多资金提高市场交易量，提振投资者信心。能够促进融资融券业务的发展。
 - 10月14日，证监会对融券及战略投资者出借配售股份的制度进行针对性调整。在保持制度相对稳定的前提下，适度提高融券保证金比例，分类限制战投配售股票出借。本次制度的调整优化有利于进一步加强融券业务逆周期调节，以及进一步引导券源的合理分配、改善融券的投资者结构。

图表：下半年融资余额及融券余额反向变动趋势明显

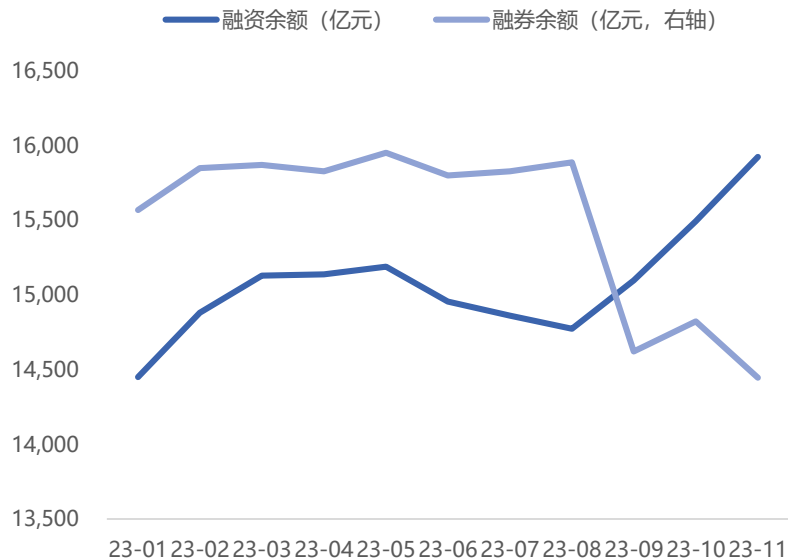
日期	会议/部门	主要内容	实施时间
8月27日	融资端	将投资者融资买入证券时的融资保证金最低比例由100%降低至80%	9月8日
10月14日	融券端	将融券保证金比例由不得低于50%上调至80%	10月30日
		对私募证券投资基金参与融券的保证金比例上调至100%	10月30日
10月14日	出借端	取消上市公司高管及核心员工通过参与战略配售设立的专项资产管理计划出借	10月16日
		适度限制其他战略投资者在上市初期的出借方式和比例	10月16日
		要求上市前5个交易日仅能通过非约定申报方式出借，每日出借不能超过配售股份的20%，合计不能超过50%。	10月16日

2.5信用：鼓励性政策出台有望提振未来增长

➤ 两融余额规模呈上升趋势，有望带动信用业务收入增长。

- 在证监会鼓励融资限制融券政策落地后，融资余额明显上升，融券余额明显下降。截至2023年11月底，融资余额从年初14450.6亿元增长至15925.2亿元；融券余额从年初907.0亿元下降至794.5亿元。两融余额占流通市值比例持续提升，2023年11月，两融余额占流通市值比例为2.6%，同比上升0.3pct。

图表：下半年融资余额及融券余额反向变动趋势明显



资料来源：Wind，华福证券研究所

图表：两融余额占流通市值比例持续提升



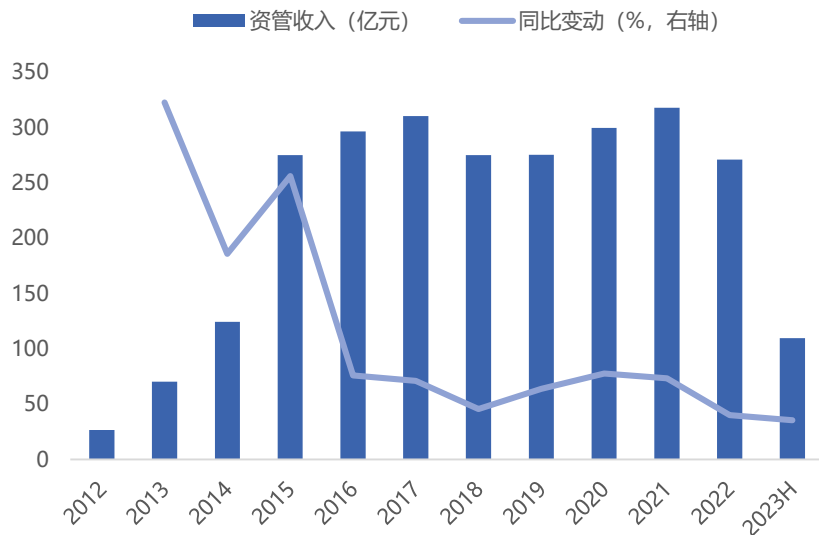
资料来源：Wind，华福证券研究所

2.6资管：自身资管业务结构不断优化，加速公募布局向主动转型

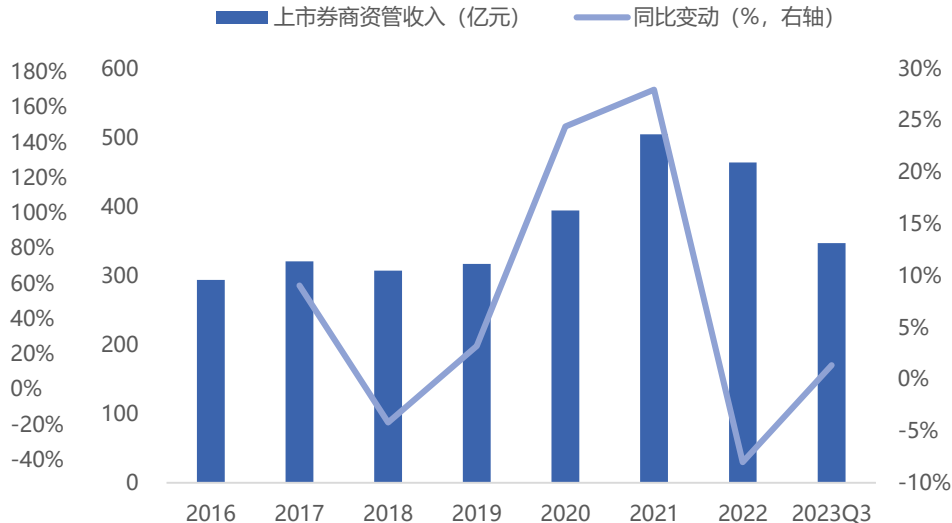
➤ 行业整体业绩承压，上市券商资管业务收入稳健。

- 根据中证协数据，2023年上半年，证券行业实现整体资管业务收入109.6亿元，同比下滑17.7%。资管业务收入下降主要源于受托管理客户资产规模的收缩，2023年上半年，证券行业资产管理业务规模9.2万亿元，同比下滑16.7%。2023年前三季度43家上市券商共实现资管业务收入347.3亿元，同比上升1.4%。

图表：证券行业资管收入变动情况



图表：43家上市券商资管收入

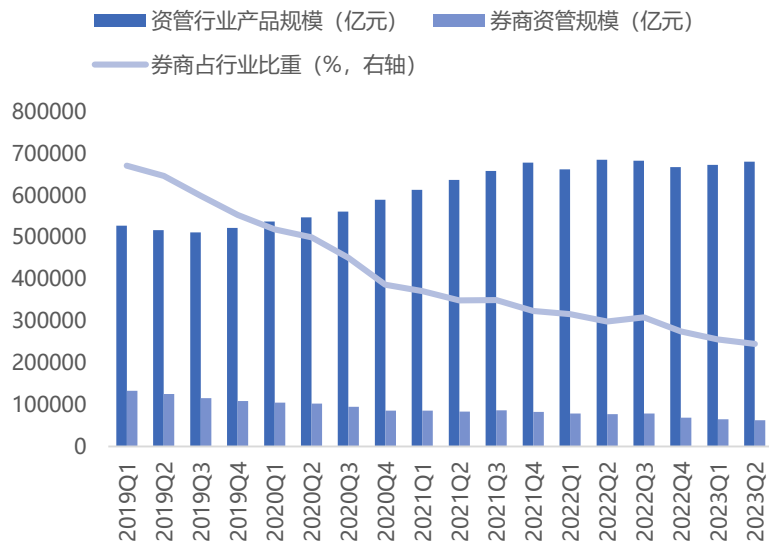


2.6资管：自身资管业务结构不断优化，加速公募布局向主动转型

➤ 集合资管占比提升，自身资管业务结构不断优化

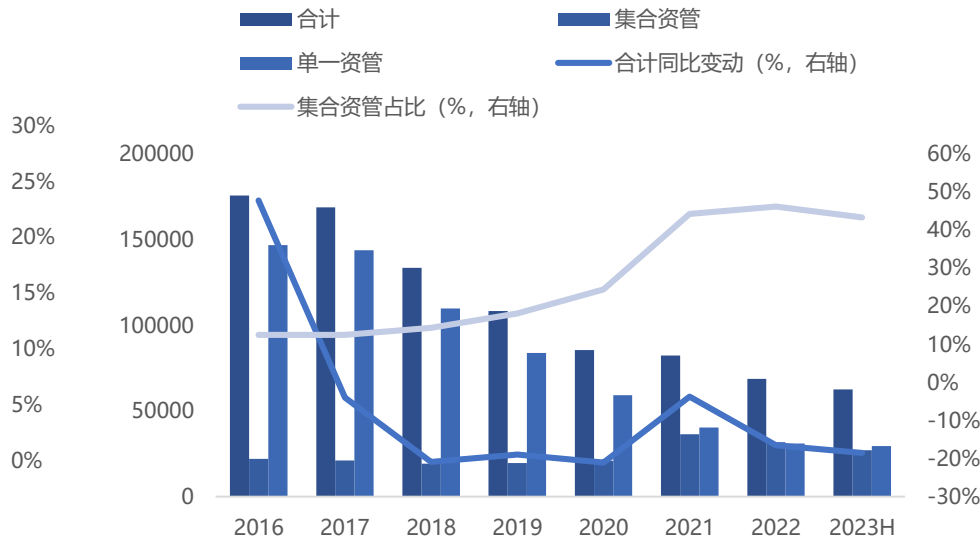
- 截至 2023H，资管行业整体产品规模为 68.1 万亿元，同比小幅下滑 0.6%，产品数量合计 20.1 万只，同比增长 12.0%。券商资管产品规模为 6.3 万亿元，同比下跌 18.6%，延续资管新规以来的下跌趋势，主要由于私募产品压降。其中集合资管规模为 2.7 万亿元，同比下降 24.5%；定向资管规模为 3.0 万亿元，同比下降 16.5%。在资管新规要求下，券商资管应大力发展集合类产品。截至 2023 年，集合资管占比从 2015 年的 13.1% 提升至 43.4%，虽然资管规模呈下降趋势，但资管结构不断优化。

图表：券商资管规模占行业比重持续下降



资料来源：中基协，中证协，华福证券研究所

图表：证券行业集合资管占比呈上升趋势



资料来源：中基协，中证协，华福证券研究所

2.6资管：自身资管业务结构不断优化，加速公募布局向主动转型

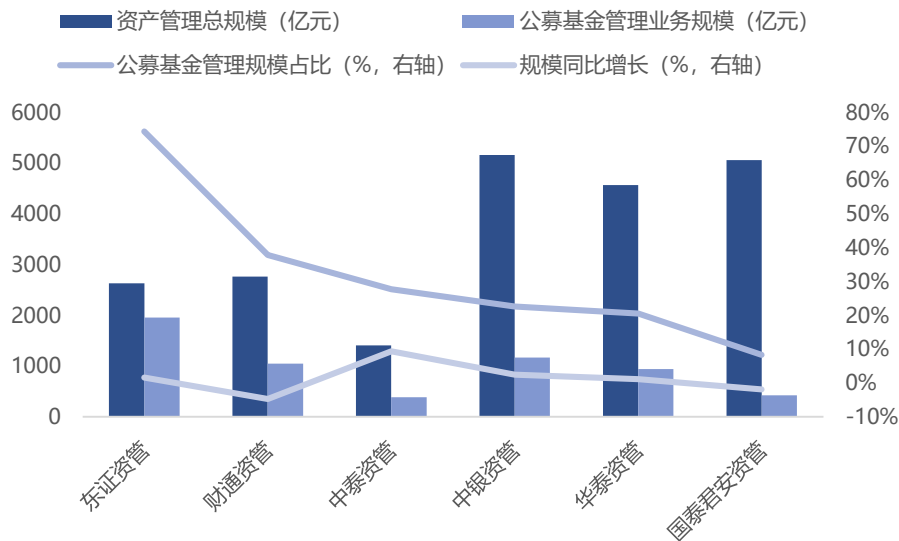
➤ 加速布局公募业务，券商资管向主动转型

- 在资管新规统一要求下，券商资管亟需提升主动管理能力。扩大募集资金范围、大力发展集合类产品、顺应监管趋势推动大集合产品公募化改造、深度参与公募市场、积极申请公募牌照是应对业务转型的必要举措，也是证券公司财富管理转型产品线建设的重要抓手。券商资管申请公募牌照提速，截至2023年11月，已有3家券商及11家券商资管子公司获得公募牌照，今年获得公募牌照的有招商资管和兴证资管，目前排队等待监管核准的券商资管子公司还包括广发资管、光证资管、安信资管、国金资管等。

图表：取得公募资格的券商资产管理机构名单

类别	序号	公司名称	获批时间
券商	1	国都证券股份有限公司	2014年8月
	2	北京高华证券有限责任公司	2015年8月
	3	中银国际证券股份有限公司	2015年8月
	4	上海东方证券资产管理有限公司	2013年8月
	5	山证（上海）资产管理有限公司	2014年3月
	6	浙江浙商证券资产管理有限公司	2014年8月
	7	渤海汇金证券资产管理有限公司	2016年1月
	8	财通证券资产管理有限公司	2015年12月
券商资管	9	长江证券（上海）资产管理有限公司	2016年2月
	10	华泰证券（上海）资产管理有限公司	2016年7月
	11	中泰证券（上海）资产管理有限公司	2017年7月
	12	上海国泰君安证券资产管理有限公司	2020年12月
	13	招商证券资产管理有限公司	2023年7月
	14	兴证证券资产管理有限公司	2023年11月

图表：公募基金管理规模占比



- 一、24年发展趋势：自上而下推动券商并购重组，行业格局有望重塑
- 二、23年行业整体业绩回顾：营收及净利小幅回升，自营业务表现亮眼
- 三、盈利预测
- 四、投资建议
- 五、风险提示

3 盈利预测

- **基于当前政策环境及证券行业经营现状，我们预计2024年证券行业将实现营业收入4470亿元，同比增长7.0%；实现归母净利润1565亿元，同比增长8.6%。**
- **经纪业务：**随着一系列提振市场活跃度政策的出台，预计全市场日均股基成交额同比增长7.0%，经纪业务收入同比+2.0%至1271亿元。
 - **投行业务：**预计IPO及再融资节奏将进一步收紧，假设承销保荐业务净收入同比-8.7%，财务顾问净收入-10.4%，投行业务收入同比-8.9%至567亿元。
 - **自营业务：**23年券商自营业务表现亮眼，随经济进一步复苏，预计自营业务收入同比+23.0%至1345亿元。
 - **资管业务：**预计权益基金市场规模持续扩容带动资管规模进一步增长，资管规模预计同比+5.0%，资管业务收入同比+9.5%至240亿元。
 - **信用业务：**政策利好推动两融余额同比增长4.3%，股票质押规模持续压降同比-5.0%，信用业务收入同比+2.7%至527亿元。

图表：2024年证券行业盈利预测表

单位：亿元	2022A	2023E	2024E	2023E YoY	2024E YoY
经纪业务收入	1270.73	1246.34	1270.97	-1.92%	1.98%
全市场日均股基成交额	10234.34	10006.12	10703.44	-2.23%	6.97%
投行业务收入	659.08	622.82	567.37	-5.50%	-8.90%
承销与保荐业务净收入	584.19	558.24	509.48	-4.44%	-8.74%
财务顾问净收入	74.89	64.58	57.89	-13.77%	-10.35%
市场IPO规模	5868.28	4401.21	3741.03	-25.00%	-15.00%
市场债承规模	93953.21	102466.14	111750.41	9.06%	9.06%
自营业务收入	608.39	1093.93	1345.83	79.81%	23.03%
平均投资资产规模	40131.23	48103.75	56362.28	19.87%	17.17%
资产管理业务收入	270.97	219.38	240.13	-19.04%	9.46%
资产管理规模	97600.00	81348.13	85415.54	-16.65%	5.00%
信用业务收入	633.21	513.77	527.37	-18.86%	2.65%
两融余额	15404.09	15219.81	16559.61	-1.20%	4.25%
股票质押规模	2326.68	2210.34	2099.83	-5.00%	-5.00%
其他业务收入	507.35	480.95	518.60	-5.20%	7.83%
营业收入	3949.73	4177.20	4470.26	5.76%	7.02%
归母净利润	1423.01	1440.93	1565.06	1.26%	8.61%

资料来源：中证协，Choice，Wind，华福证券研究所

- 一、24年发展趋势：自上而下推动券商并购重组，行业格局有望重塑
- 二、23年行业整体业绩回顾：营收及净利小幅回升，自营业务表现亮眼
- 三、盈利预测
- 四、投资建议
- 五、风险提示

➤ 建议关注具备市场弹性的相关标的

- 我们预计随着2024年经济进一步回暖，流动性将维持宽松，投资者情绪修复带动成交量增长，市场有望继续反弹。经纪业务占比高，即具备较强经纪业务弹性以及具备互联网属性的券商业绩有望增长。建议关注：东方财富（300059.SZ）、同花顺（300033.SZ）、指南针（300803.SZ）。

➤ 建议关注存在并购重组主题的相关标的

- 政策自上而下推动券商并购重组，扶优限劣和资本集约政策导向下并购重组进程有望加速，行业集中度将进一步提升。存在并购重组预期的券商有望受益。建议关注：浙商证券（601878.SH）、方正证券（601901.SH）、国联证券（601456.SH）。

- 一、24年发展趋势：自上而下推动券商并购重组，行业格局有望重塑
- 二、23年行业整体业绩回顾：营收及净利小幅回升，自营业务表现亮眼
- 三、盈利预测
- 四、投资建议
- 五、风险提示

➤ 政策实施力度不及预期

- 监管政策或将进一步变化，政策落地效果不及预期

➤ 并购重组推进缓慢

- 并购重组所需周期较长，进度推进或较为缓慢

➤ 行业竞争加剧

- 行业竞争加剧导致行业盈利能力下降

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在20%以上
	持有	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于10%与20%之间
	中性	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来6个月内，行业整体回报高于市场基准指数5%以上
	跟随大市	未来6个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与5%之间
	弱于大市	未来6个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的6~12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

诚信专业发现价值

联系方式

华福证券研究所上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路1436号陆家嘴滨江中心MT座20楼

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn

