

证券

证券行业年度策略

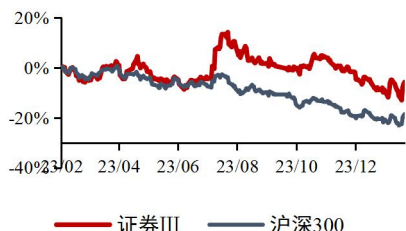
领先大市-A(维持)

政策催化模式变革，提前布局静待花开

2024年2月19日

行业研究/行业年度策略

证券板块近一年市场表现



资料来源：最闻

相关报告：

【山证证券Ⅲ】政策点评专题报告：证券公司风险控制指标管理办法修订点评
2023.11.5

【山证证券Ⅲ】政策利好正在兑现，市场有望延续反弹 - 行业周报
(20231023-20231029) 2023.10.31

分析师：

孙田田

执业登记编码：S0760518030001

电话：0351-8686900

邮箱：suntiantian@sxzq.com

刘丽

执业登记编码：S0760511050001

电话：0351--8686985

邮箱：liuli2@sxzq.com

投资要点：

➢ **首提金融强国，资本市场改革再深入。**中央金融工作会议要求以推进金融高质量发展为主题，以深化金融供给侧改革为主线，首次强调“要加快建设金融强国”。目前国内证券公司与国际投行相比，规模体量仍然较小，打造金融强国需要具有一流竞争力的投行提供高质量的金融服务，推动证券公司做优做强。证券公司通过业务创新、集团化经营、并购重组等方式奋力做优做强。

➢ **投行回归服务实体经济本源。**平衡投融资两端带来发行节奏的放缓，2023年股权融资规模同比下滑32.80%，但同时引导加大对重点领域的服务力度，协会对质量评价办法修订中增加支持高水平自立自强加分项充分表明监管导向，同时对执业质量更加重视。中央金融工作会议后，证监会召开扩大会议中进一步表达对并购重组的支持力度，2023年失败率显著降低，并购重组不仅是发展财务顾问业务机遇同时也是自身竞争白热化后的出清选择。短期内受投资端影响，投行业务表现不佳，但从政策导向来看，服务实体经济是券商的天职与使命。从长期视角来看，信息披露、退市等基础性制度建设不断完善，相关基础性制度的完善与优化将逐步形成投融资的动态平衡。

➢ **投资端改革推进助力财富管理破局。**此前资本市场改革侧重在融资端，全面注册制改革已经落地，往后看，改革重点向投资端转移，提升投资者获得感。目前买方投顾渗透率仅为0.56%，作为服务客户的重要手段，买方投顾业务大有可为，还有很高的提升空间。从行业动态来看，证券公司积极推动资产管理业务转型，公募子公司牌照申请加速，年内证监会新核准成立5家券商子公司，新核准批复2家公募牌照通过设立资产管理子公司。同时减费让利背景下，财富管理业务回归服务客户资产保值增值本源，提供基于客户需求的金融服务方案，改善投资端制度，推动财富管理业务和大资管业务高质量发展。

➢ **风控指标修订，打开资本空间。**2023年受市场整体环境不佳影响，券商融资节奏明显放缓，上市券商合计实现股权融资58.68亿元，同比下滑近93%。受市场波动与业务扩张放缓影响，上市券商资产规模增速进一步放缓，金融类资产仍是主要投向，从权益类向固收、票据、外汇、衍生品等多种类别多元化扩展，为部分证券公司带来丰厚的利润，反过来进一步刺激扩表业务的发展，催生了证券公司资本补充需求，部分证券公司风控指标逼近监管线。证监会对风险控制指标计算的修订，对连续三年A类AA级以上(含)、连续三年A类券商进行了风险系数及表内外资产总额计算系数下调，从资产



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

端降低了风险准备金的占用，同时降低表外业务对资产负债表的占用，从而有利于扩大业务规模，提升杠杆水平，进而推升优质券商 ROE。

➤ **机构化进程加快，业务空间广阔。**随着投资者的机构化，专业机构根据投资者的不同需求，带来投资产品的多样化，推动证券公司机构业务服务内涵的扩展和服务质量的提高。预计随着投资端改革措施的逐步落地，将推动资本市场机构化进程，引导中长期资金入市，机构客户占比将继续提高，为证券公司机构业务带来更多发展机遇。从目前来看，头部券商机构化业务布局领先，人才优势和储备较高，在资本实力、风控体系等方面具有一定优势，机构业务呈现头部化的特征，但同时机构业务中的场外衍生品、研究、做市等机构业务的竞争尚不充分，未来有望成为差异化的可能。

➤ **盈利模式重塑，打造一流投行。**1) **打造一流投行推动头部投行做大做强：**建设金融强国，打造具有国际竞争力的一流投行，将推动行业马太效应更加明显，同时风控指标修订，拓宽优质券商资本空间，推动杠杆率提升带动头部证券公司盈利能力改善。2) **投资端改革催生机构业务需求：**资本市场改革由融资端向投资端转移，完善资本市场各项制度，引导中长期资金入市，催生更多证券公司机构业务需求，由此引发组织架构、人才培养、资本需求等生态模式的重塑。3) **借助政策东风，布局证券板块：**证券行业市场表现受政策和信用环境、市场流动性影响，近期监管频繁释放利好信号，暂停新增转融券规模，要求上市公司建立提升投资价值内部长期机制，充分运用好包括股份回购、大股东增持、常态化分红、并购重组等市场工具提升投资价值，进一步提振市场信心。目前证券板块估值已处于底部区间，但个股分化严重，证券公司的核心竞争力和业绩水平与二级市场表现相关性逐渐增强。打造一流投行导向下，新一轮并购重组加速，行业集中度提升，资本实力、投研能力、业务协同、金融科技、风险管理强的证券公司有更多的优势，关注绩优头部券商及并购重组标的券商。

➤ **重点公司关注：**中信证券、中金公司、国联证券。

风险提示：金融市场大幅波动，政策推行不及预期。

目录

1. 打造“金融强国”，行业迎历史发展机遇	7
1.1 中央金融工作会议首提打造“金融强国”	7
1.2 投融资功能全面改善，盈利模式变革	8
1.3 打造一流投行，做优做强证券行业	9
2. 投行回归服务实体经济本源	11
2.1 平衡投融资两端，投行节奏放缓	11
2.2 一二级市场联动，服务链条延伸	13
2.3 投行评价办法修订，引导融资端发力	14
2.4 供给侧改革下，并购重组活跃度提升	15
3. 投资端改革推进助力财富管理破局	16
3.1 资本市场潜力尚未被充分挖掘	17
3.2 财富管理改革进入深水区	18
3.3 公募基金业务发展迅速	20
4. 资本驱动型业务分水岭显现	23
4.1 风控指标修订，打开资本空间	23
4.2 投资业务拖累业绩，分化加剧	26
4.3 客需推动跨境衍生品业务扩容	26
5. 机构化进程加快，业务空间广阔	28
5.1 做市业务方兴未艾，头部券商抢占先机	28
5.2 佣金分仓模式变革	30
5.3 机构经纪业务持续增长	31
6. 投资策略	33
6.1 行情复盘	33
6.2 基本面	34

6.3 投资策略.....	35
7.风险提示.....	35

图表目录

图 1: 科创型企业占比不断提升.....	8
图 2: 中国基金净值与股票型基金占比.....	9
图 3: 2022 年美国投资公司净资产占比.....	9
图 4: 中国 ETF 产品规模及占比.....	9
图 5: 证券公司与美国一流投行资产规模对比.....	10
图 6: 证券公司与美国一流投行营业收入规模对比.....	10
图 7: IPO 融资规模及占比.....	11
图 8: 股权融资规模情况.....	11
图 9: IPO 过会率.....	12
图 10: 排队 IPO 企业数量.....	12
图 11: 我国历年退市企业数量.....	13
图 12: 债权融资规模.....	13
图 13: 证券公司股权承销集中度.....	14
图 14: 证券公司 IPO 承销规模集中度.....	14
图 15: 项目储备数量前十大券商.....	14
图 16: 项目储备集中度.....	14
图 17: 每年新披露重大并购重组事件及其失败率.....	16
图 18: 我国高净客户可投资资产规模.....	17
图 19: 我国居民可投资资产配置结构变化.....	17



图 20: 我国各类金融产品收益率情况.....	18
图 21: 市场交投活跃度.....	19
图 22: 上市券商证券经纪业务收入.....	19
图 23: 证券经纪业务结构.....	19
图 24: 代买、代销及租赁 CR5.....	19
图 25: 市场平均佣金率.....	20
图 26: 买方投顾展业规模.....	20
图 27: 新发行基金规模及数量.....	21
图 28: 新发行基金结构.....	21
图 29: 上市券商资管业务收入.....	21
图 30: 上市券商基金业务收入.....	21
图 31: 上市券商股权融资情况 (单位: 亿元)	24
图 32: 上市券商债券融资情况 (单位: 亿元)	24
图 33: 上市券商资产占比情况.....	24
图 34: 上市券商总资产规模及增速.....	24
图 35: ROA 对比 (单位: %)	25
图 36: ROE 对比 (单位: %)	25
图 37: 投资业务合计规模及增速.....	26
图 38: 投资业务收入前十.....	26
图 39: 场外期权业务规模 (单位: 亿元)	28
图 40: 跨境衍生品规模.....	28
图 41: 北交所做市家数排名.....	29
图 42: 新三板做市商排名.....	29



图 43: REITs 做市只数排名.....	30
图 44: ETF 做市只数排名.....	30
图 45: 佣金规模及增速.....	30
图 46: 佣金集中度.....	30
图 47: 机构投资者基金净值规模及比例.....	32
图 48: 席位租赁收入及占比.....	32
图 49: 证券行业 PB 及分位.....	34
表 1: 2023 年分类评级结果为 A 的券商各项业务规模排名情况.....	15
表 2: 我国金融产品结构 (单位: 万亿元)	18
表 3: 2023 年核准获批成立资管子公司或公募牌照券商.....	22
表 4: 上市券商控参基金公司情况.....	22
表 5: 各证券公司风险指标.....	25
表 6: 一级交易商应付款项规模 (单位: 亿元)	27
表 7: 券商系基金代销保有规模.....	31
表 8: 上市券商席位租赁收入前二十 (收入降序排名)	32
表 9: 上市券商 2023 年前三季度经营业绩.....	34

1. 打造“金融强国”，行业迎历史发展机遇

实体经济是一国经济的立身之本，“没有坚实的物质技术基础，就不可能全面建成社会主义现代化强国”。中共二十大报告和国家“十四五”规划指出，“坚持把发展经济的着力点放在实体经济上”。金融作为现代产业的血液，应该为实体经济发展提供支撑。中央金融工作会议对当前和今后一个时期金融领域的重大任务、重大举措作出重要部署。证券公司作为资本市场的重要中介机构，是连接实体经济和资本市场最重要的纽带，为高效构建国内国际双循环相互促进的新发展格局贡献金融力量。经济的高质量发展需要高质量的金融服务，资本市场改革继续深入，完善资本市场基础制度，提振投资者信心。

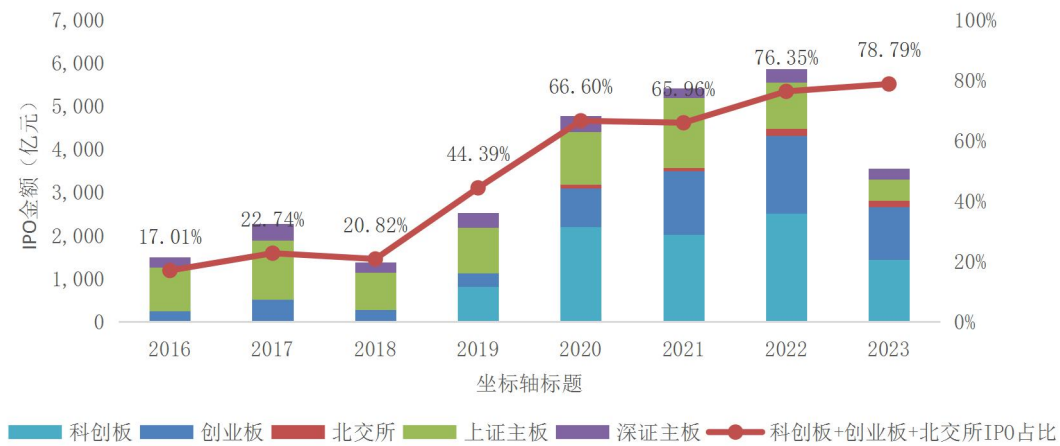
1.1 中央金融工作会议首提打造“金融强国”

首提金融强国，资本市场改革再深入。2023年10月30日至31日召开的中央金融工作会议要求，要坚持和加强党的全面领导，深刻把握金融工作的政治性、人民性，以加快建设金融强国为目标，以推进金融高质量发展为主题，以深化金融供给侧改革为主线，**首次强调“要加快建设金融强国”**，指出金融要为经济社会发展提供高质量服务，推动回归服务实体经济和人民群众的金融本源。在具体措施方面指出，**1) 支持重点区域发展：**优化资金供给结构，把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，大力支持实施创新驱动发展战略、区域协调发展战略，确保国家粮食和能源安全等。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。**2) 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，大力提高上市公司质量，培育一流投资银行和投资机构。促进债券市场高质量发展。**3) 做优做强：**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。强化市场规则，打造规则统一、监管协同的金融市场，促进长期资本形成。**4) 对外开放：**要着力推进金融高水平开放，确保国家金融和经济安全。坚持“引进来”和“走出去”并重，稳步扩大金融领域制度型开放，提升跨境投融资便利化，吸引更多外资金融机构和长期资本来华展业兴业。**5) 全面加强监管：**有效防范化解金融风险。切实提高金融监管有效性，依法将所有金融活动全部纳入监管。

证券公司积极参与多层次资本市场建设，服务重点领域企业直接融资需求。2023年2月17日，注册制在A股主板落地，迎来全面注册制的实施，2023年全年证券公司通过IPO、再融资等方式服务企业股权融资实现1.13万亿，服务313家企业首发上市。其中在科创板上市67家，融资1438.84亿元，创业板上市110家，融资1223.11亿元，北交所上市77家，融资147.33亿元，科创板、创业板和北交所合计融资2809.28亿元，占比78.79%。虽然整体融资规模有所下降，但科创企业在IPO规模中的占比继续提升，已经从2017

年的 22.74% 提升至 2023 年的 78.79%。

图 1：科创型企业占比不断提升



资料来源：Wind，山西证券研究所

1.2 投融资功能全面改善，盈利模式变革

投资端改革带动资本市场投融资生态改善。证监会于 8 月 18 日推出一揽子政策，从资产端、投资端、融资端、交易端和券商端全方位活跃资本市场、提振投资者信心。以注册制为主线的资本市场改革不断深化，突出对资本市场服务实体经济的根本宗旨，但投资功能发挥尚有空间，没有良好的投资功能，投资者的参与意愿必然降低，使得支持实体经济发展的力度、推动经济高质量发展的持续性受到影响。下一步改革方向预计将集中在投资端，突出以投资者为本的理念，提升投资者获得感。证监会表示正在全面推进资本市场投资端改革，研究制定《资本市场投资端改革方案》，**加快推动公募基金行业高质量发展，加大中长期资金引入力度**，持续优化资本市场投资生态，着力提升投资者长期回报，促进资本市场与实体经济、居民财富的良性循环。进一步推动解决中长期资金入市痛点和障碍，扩大中长期资金来源、提高权益资产投资实际比例、落实长周期考核机制，并着力优化市场机制环境，推动出台更多有利于长期投资、价值投资的政策措施。

中长期资金入市催生更多机构业务需求。目前我国基金净值权益类资产的占比在 10% 左右，与美国投资公司将近 50% 的占比相比，仍有较大的提升空间，预计随着投资端改革的推进，将逐步增加权益类基金产品的发行，提升占比。同时近年来国内 ETF 迎来快速发展，规模不断扩容，截止 2023 年底，ETF 类基金份额净值达到 2.02 万亿元，规模是 2019 年底的 4 倍，但目前 ETF 产品占公募基金份额的比重仅为 7.62%。

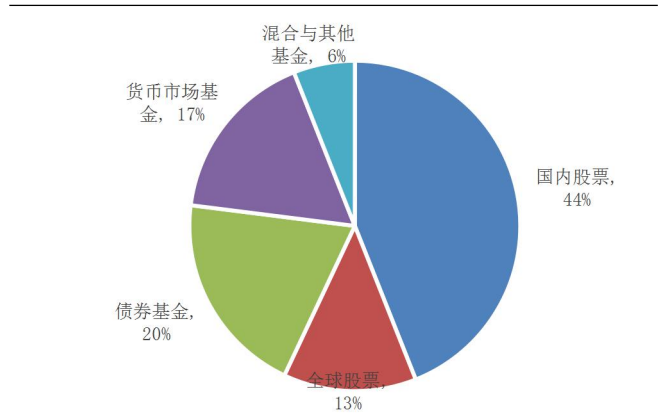
随着资本市场对外开放步伐进一步加快，价值投资理念不断深化，同时市场有效性下降，预计国内 ETF 类产品开发将继续加速。资本市场改革深化推动中长期资金入市，将继续提高资本市场的机构投资者占比，带来更多机构业务的需求，推动证券公司机构业务发展，服务客户综合服务需求。

图 2：中国基金净值与股票型基金占比



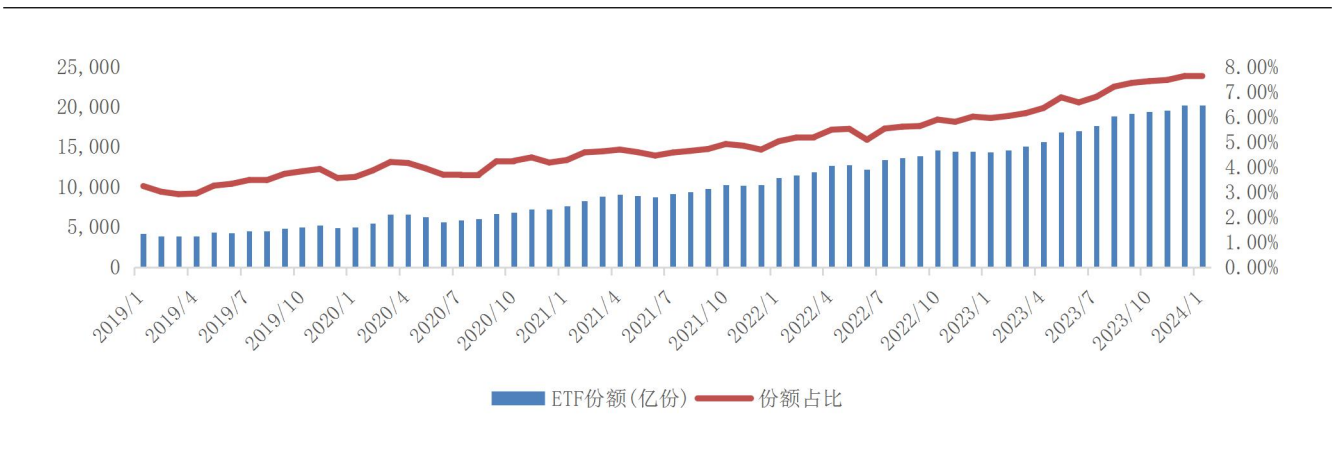
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 3：2022 年美国投资公司净资产占比



资料来源：云通数科，《美国基金业年鉴 2023》，山西证券研究所

图 4：中国 ETF 产品规模及占比



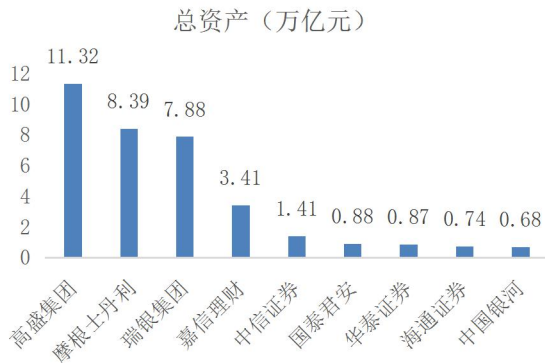
资料来源：Wind，山西证券研究所

1.3 打造一流投行，做优做强证券行业

建设金融强国需要金融行业进一步提高国际竞争力，打造可以和国际投行相抗衡的一流投资银行，目前国内证券公司与国际投行相比，规模体量仍然较小，打造金融强国需要具有一流竞争力的投行提供高质

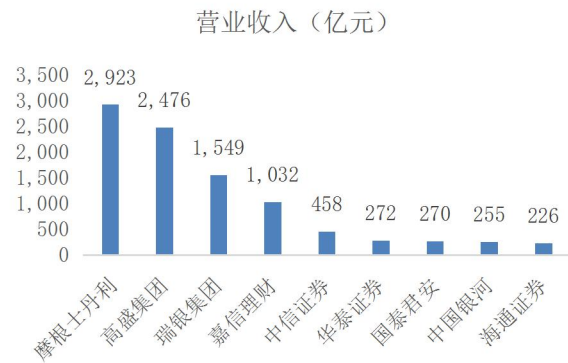
量的金融服务，推动证券公司做优做强。证券公司通过业务创新、集团化经营、并购重组等方式奋力做优做强。

图 5：证券公司与美国一流投行资产规模对比



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 6：证券公司与美国一流投行营业收入规模对比



资料来源：Wind，山西证券研究所

证监会 11 月 1 日召开党委（扩大）会议，传达学习中央金融工作会议精神，研究贯彻落实措施。围绕活跃资本市场，出台一系列措施，**优化 IPO 和再融资**监管安排，进一步规范股份减持行为，调降融资保证金比例。持续引导上市公司中期分红、股份回购和股东增持。加强**债市投资端改革**，推动允许银行类机构全面参与交易所债券市场交易。壮大债券做市商队伍，深化债券市场对外开放。**推动 REITs 市场高质量扩容**。落实 REITs 常态化发行“十二条措施”要求，推进优质项目供给，研究推出 REITs 相关指数及 ETF 产品，推动 REITs 市场与香港市场互联互通。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**；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。

监管鼓励并购重组，进入新一轮加速期。12 月 15 日，年内首单券商合并案例获得证监会批复，国联集团正式成为民生证券第一大股东；12 月 8 日，浙商证券公告称，拟从 5 家公司手中受让国都证券约 19% 股权，这是证监会表态支持头部券商通过并购重组等方式做优做强后的首单券业并购方案。另外，证监会要求中国平安提交解决同时控股方正证券和平安证券问题的方案，证券行业并购重组进入新一轮加速期。**并购是证券公司在短期内扩大公司规模的最有效途径，也是证券行业优化产业结构，提高行业集中度，从而提高竞争力，走向更加成熟和稳定的发展的必经之路。**通过并购使得证券公司转型突破，补充业务短板，扩大业务规模及实现区域补充等，从而实现做大做强。

2. 投行回归服务实体经济本源

2.1 平衡投融资两端，投行节奏放缓

加强逆周期调节，阶段性放缓 IPO。为活跃资本市场，提振投资者信心，证监会于 8 月 27 日提出要充分考虑当前市场形势，完善一二级市场逆周期调节机制，围绕合理把握 IPO、再融资节奏，对市场 IPO、再融资、融资条件、融资间隔期、融资资金投向等方面进行了约束。阶段性收紧 IPO 节奏，同时加大对 IPO 的审核和监管，更加重视 IPO 质量，注重资本市场高质量发展。

融资端供给受到压制，一级市场显著遇冷。2023 年我国股权融资规模同比大幅下滑，全年募集资金 1.13 万亿元，同比下滑 32.80%，其中，IPO 融资规模 3565.39 亿元，同比下滑 39.25%。IPO 占股权融资比例为 31.43%，在连续 4 年占比提升后，2023 年占比同比降低 3.33pct。由于我国全面注册制改革时间较短，一二级市场自身动态调节能力仍存在短板，在 2023 年二级市场交投活跃度下降，股基交易量萎缩的背景下，一级发行节奏的放缓，有利于资本市场维持投资端与融资端的动态平衡，稳步推进资本市场制度改革及优化。同时引导资源流向符合国家战略、具有核心竞争力的高科技产业，优化产业结构。

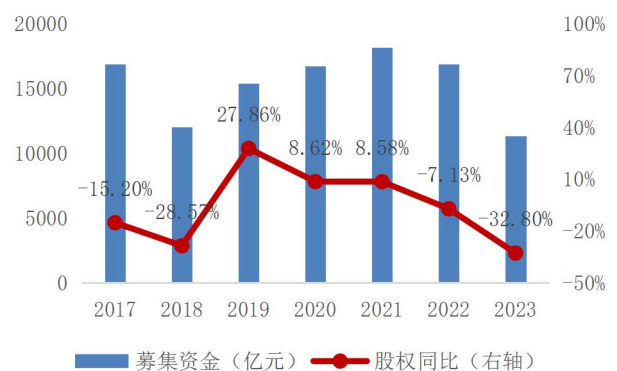
创业板及北交所为主要上市板块。2023 年创业板及北交所成为市场主要项目承接板块，创业板、北交所、上证主板、深证主板、科创板分别审核通过 100、64、52、33、30 家，创业板和北交所合计占比达到 58.78%，多层次资本市场结构更加均衡。

图 7：IPO 融资规模及占比



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 8：股权融资规模情况



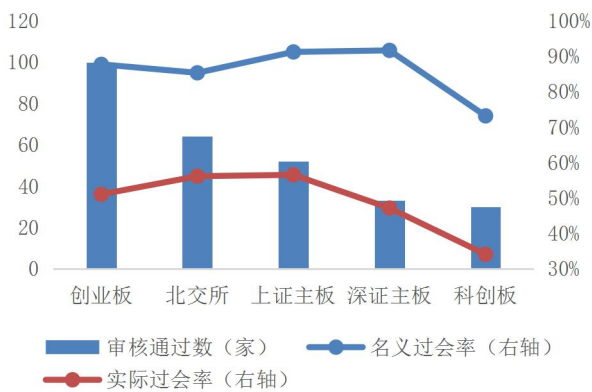
资料来源：Wind，山西证券研究所

企业主动撤回压制真实过会率及各家券商项目储备。从 IPO 审核情况来看，2023 年全年 A 股审核通过率为 86.38%，实际过会率为 49.82%，相差接近一倍。其中科创板的过会率较低，名义与实际分别为 73.17%、

34.09%。名义与实际主要的差距在于企业终止（撤回）数较大，全市场全年 IPO 撤回 237 家，与通过审核企业数基本一致。各家券商储备项目同步受到影响，2023 年市场 IPO 排队的企业数为 695 家，同比减少 21.3%，其中科创板减少 29.5%，幅度最大，仅北交所为唯一正增长板块。

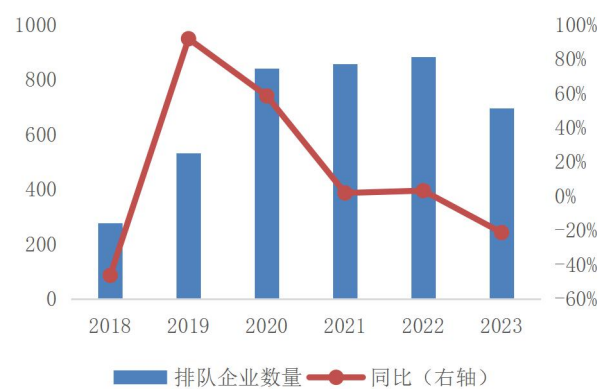
预计一级市场短期仍将承压。截至 2023 年末，美国上市企业数量 5637 家，总市值 63.93 万亿美元，同期我国上市公司数量为 5346 家，市场规模为 77.76 万亿元，位居世界第二。从退市数量来看，2023 年我国退市企业数量仅为 45 家，远低于同期美股市场退市数量为 410 家。从供给端来看，目前我国已审核通过未发行企业数量 217 家，在无增量资金入市及退市制度尚待完善的背景下，预计一级市场短期内仍将承压。

图 9：IPO 过会率



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 10：排队 IPO 企业数量



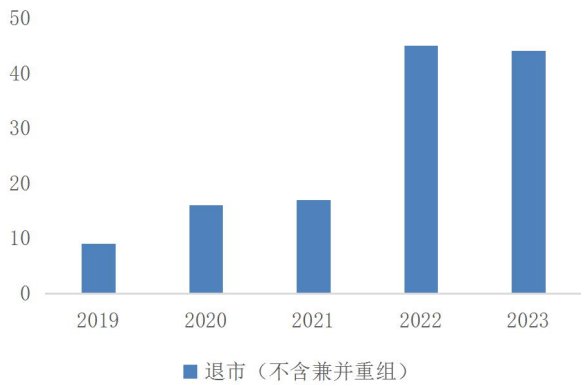
资料来源：Wind，山西证券研究所

替代效应下债权发行融资规模提升。受市场股权融资途径限制及我国降息预期影响下，2023 年债权融资规模同比增速扭亏为正，2023 年全年证券公司承销规模 13.54 亿元，发行数量 1.15 万只，发行规模同比增长 22.07%，增速较 2022 年提升 28.36pct。

投行收入显著下滑，头部券商影响更大。2023 年一级股权市场表现较差，行业投行业务收入显著降低。上半年证券行业实现承销保荐业务净收入及财务顾问业务净收入合计 282.42 亿元，同比下降 5.57%，前三季度上市券商合计实现投资银行业务净收入 352.43 亿元，同比下降 18.34%。

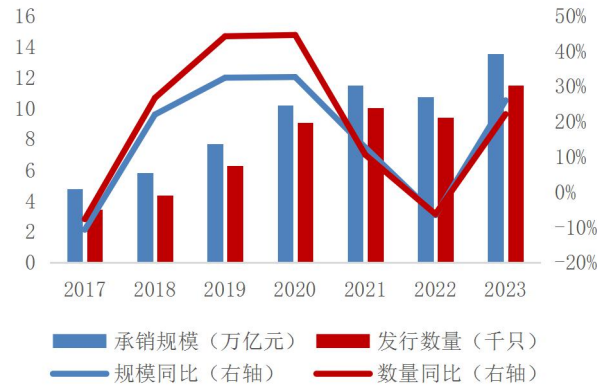
43 家券商中仅 12 家实现正增长，其中中银证券受低基数影响增速最快，增长 119.02%，其次为东北证券、财通证券和西部证券，投行业务收入增速在 40%以上。除中银证券外，投行业务收入正增长的均为区域型券商，投行业务收入前十位的上市券商仅东吴证券及中泰证券实现正增长，头部中信证券、中信建投、海通证券分别增长下滑 16.15%、14.75%、19.86%。

图 11：我国历年退市企业数量



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 12：债权融资规模



资料来源：Wind，山西证券研究所

2.2 一二级市场联动，服务链条延伸

定价能力成为券商核心竞争力。注册制下企业上市渠道更加畅通，一二级市场联系更加密切，一级市场投资者及跟投券商退出难度降低，投行资本化成为重要的转型方向，研究及定价对投行业务的影响显著提升，价值发现、定价能力成为券商的核心竞争力。证券公司通过深入产业链提升重点行业研究能力，加大“投行+投资+投研”的三投联动，为企业提供全业务链、全生命周期服务。

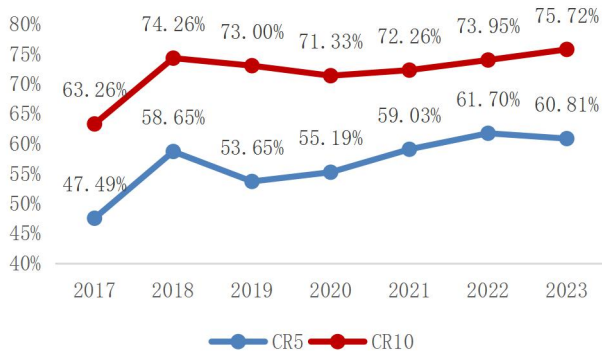
集中度小幅下降。受阶段性收紧影响，证券公司股权融资业务集中度有所减少，其中 IPO 影响相对较大。2023 年股权承销规模 CR5 为 60.81%，同比下降 0.89pct；IPO 承销规模前五大证券公司市场份额为 56.08%，同比下降 5.04pct。大型券商积极发力抢占市场分额，股权融资 CR10 为 75.72%，同比增加 1.78pct；IPO 前十大市场份额为 73.81%，降幅 1.99pct，小于前五大市场份额降幅，第 6-10 位券商市场份额提升 3.05pct。

从项目储备来看，2023 年项目储备数量前五大、前十大券商占比分别为 41.01%、62.88%，同比均实现正增长。我们认为头部券商由于在产业覆盖领域、项目储备数量及综合服务能力上具备优势，随着投融资端产生新的平衡，将进一步瓜分市场分额，导致行业集中度继续增强。

政策支持债券市场一二级联动。继 2023 年中交易商协会鼓励主承销商为所承销债券开展做市后，头部券商在交易所也开始积极探索承销+做市模式，央行三季度中国货币政策执行报告中提到“建立做市商与公开市场业务一级交易商联动机制，推动债券承销做市一体化，增强一二级市场联动，提升债券定价的有效性和传导功能。”一级二级市场的联动有利于提升一级市场的定价精准度，降低流动性溢价及发行人发行成本，同时在二级市场上做市引导投资者投资相关债券，将对发行人的服务链条延伸，从而更好发挥债券市

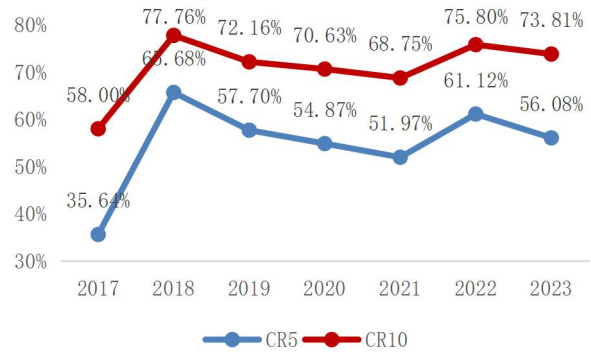
场对实体经济的支持作用。

图 13：证券公司股权承销集中度



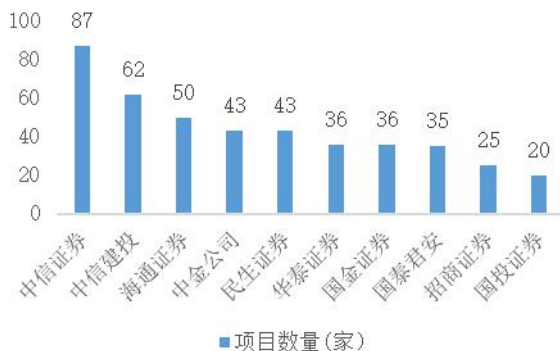
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 14：证券公司 IPO 承销规模集中度



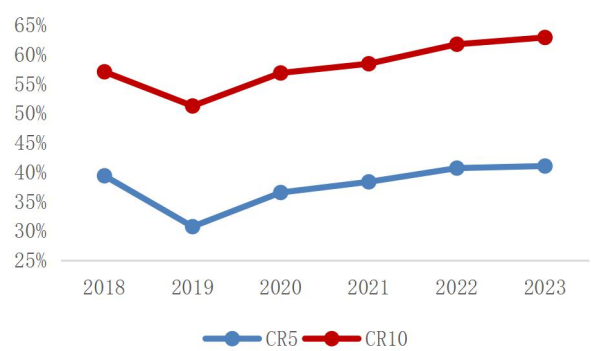
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 15：项目储备数量前十大券商



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 16：项目储备集中度



资料来源：Wind，山西证券研究所

2.3 投行评价办法修订，引导融资端发力

扩大评价范围，突出功能导向。中证协于 2023 年末修订发布《证券公司投行业务质量评价办法》，主要对于评价的业务范围进行扩大，鼓励高水平科技自立自强，强化评价结果运用等方面进行修订。《评价办法》形成“1+4+1”评价指标体系，分别为 1 个内部控制评价（25 分），4 类投行业务（35 分股票承销、20 分债券承销、10 分并购重组财务顾问、10 分北交所相关业务），1 个投行服务高水平科技自立自强情况的调整项（10 分）。扩大评价范围，在股票保荐业务基础上，进一步纳入债券承销、并购重组财务顾问、股转公司（北交所）相关投行业务，基本实现投行业务全覆盖。**突出功能导向，新增投行支持高水平科技自立自强**

评价加分项，引导投行更好发挥服务科技创新功能。

新评价体系下重视项目质量，鼓励中小券商差异化发展。2023年末，中证协首次发布修订后投行业务质量评价结果，其中A类证券公司12家，B类证券公司67家，C类证券公司19家。A类券商中仅有中金公司、中信证券和华泰证券三家头部券商，其余均为中小券商。对于大型券商来说，分类评级的结果显示监管对于投行业务质量的重视度，大型券商应该做好内控服务，提升服务质量。对于中小型券商来说，在传统的股债融资领域的竞争力低于大型综合型券商，但北交所业务、财务顾问、服务科技等项目评分上可以发挥自身资源禀赋，采取精品投行模式，聚焦细分业务，提升业务执业质量，从而实现差异化高质量发展。

表1：2023年分类评级结果为A的券商各项业务规模排名情况

证券公司	分类评级	股权承销	IPO	IPO:科创板	IPO:北交所	债权承销
财信证券	A	60	40	19		32
长城证券	A	31	22		32	40
第一创业	A	38	62			62
华泰证券	A	4	7	6		3
金元证券	A	59	36		34	88
南京证券	A	52	43	23	42	46
申港证券	A	37	30			37
湘财证券	A	71	44			54
信达证券	A	70	62			34
浙商证券	A	17	20		33	20
中金公司	A	3	4	4	9	4
中信证券	A	1	1	3	1	1

资料来源：Wind，中国证券业协会，山西证券研究所

2.4 供给侧改革下，并购重组活跃度提升

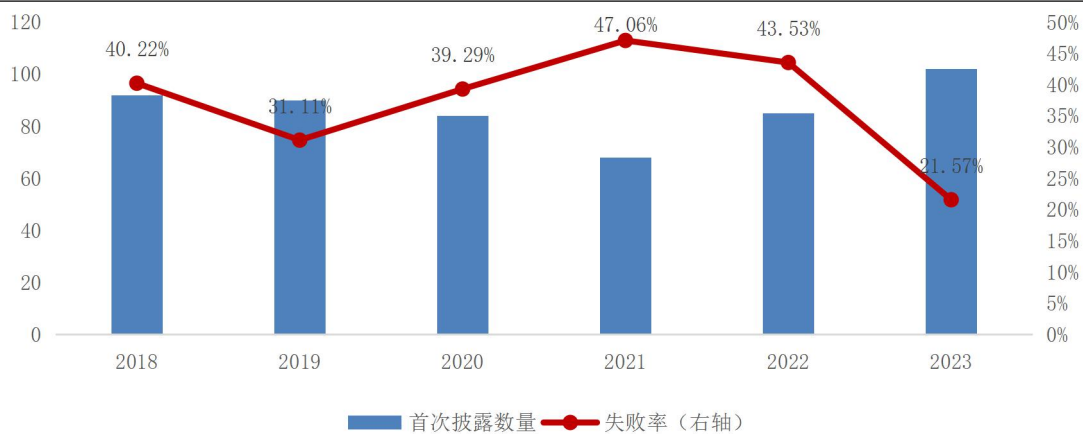
二十大报告中提出要科学把握供给和需求两者关系，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来。而在供给侧出清落后产能的方式往往是通过并购重组、收购兼并，企业倒闭等方式进行，通过并购重组实现产业链整合及延伸。监管层也积极支持并购，证监会发布延长发股类重组财务资料有效期，10月27日，证监会发布《关于修改〈公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第26号——上市公司重大资产重组〉的决定》，提出延长涉及发行股份重组项目的财务资料有效期，将有效期从“6个月有效期+1个月的延长期”调整为“6个月有效期+3个月的延长期”，促进上市公司降低重组成本，加快重组进程。

中央金融工作会议后，证监会召开扩大会议中进一步表达对并购重组的支持力度，提到要优化并购重

组和再融资机制，出台定向可转债重组规则。11月17日，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》，就定向可转债重组相关事项作出专门性规定。进一步支持上市公司以定向可转债为支付工具实施重组，置入优质资产、提高上市公司质量。

从微观数据来看，并购重组事件失败率显著降低，2023年全年新披露重大并购重组企业102家，同比增长20%，当年失败率（发行失败/停止/失效、未通过审核占当年新披露事件数比）降低至21.57%，同比降低21.96pct。而对于券商来说，并购重组不仅是发展财务顾问业务机遇同时也是自身竞争白热化后的出清选择。

图 17：每年新披露重大并购重组事件及其失败率



资料来源：Wind，山西证券研究所 注：失败=失败+失效+未通过+停止

注册制下投行业务厚雪长坡。短期内受投资端影响，投行业务表现不佳，但从政策导向来看，服务实体经济是券商的天职与使命，随着投资端的改善及相关制度的完善，投行业务有望继续得到政策支持，成为券商各项业务中成长性最强的业务板块。同时在我国科技战略的背景下，创业板、科创板、北交所上市企业数量有望快速增长。从长期视角来看，我国全面注册制下的相关制度仍有改善空间，信息披露、退市等基础性制度建设仍在不断完善，相关基础性制度的完善与优化将导致投行业务的驱动力量从“看的见的手”全面转向“看不见的手”，从而能自发的形成投融资的动态平衡。

3. 投资端改革推进助力财富管理破局

此前资本市场改革侧重在融资端，全面注册制改革已经落地，往后看，改革重点向投资端转移，提升投资者获得感，同时减费让利背景下，财富管理业务回归服务客户资产保值增值本源，提供基于客户需求的金融服务方案，改善投资端制度，推动财富管理业务和大资管业务高质量发展。

3.1 资本市场潜力尚未被充分挖掘

资本市场服务财富管理大有可为。根据招行发布的《2023 中国私人财富报告》，2022 年中国个人可投资规模达 278 万亿元，2020-2022 疫情期间年复合增长率达 7.4%，居民可投资财富具备韧性，从分项来看，**资本市场产品占比较低**，现金存款吸引力显著减弱，从 2008 年占比 61.80% 降低至 2022 年 43.67%。银行理财、境外投资、房地产是近 14 年来居民财富的主要配置方向，占比分别增长 7.51pct、4.98pct 及 4.08pct。居民对于资本市场的信心一直偏弱，可投资资产配置从 2008 年 9.19% 至 2022 年 10.62% 仅增长 1.43pct。资本市场在服务居民财富管理上大有可为。

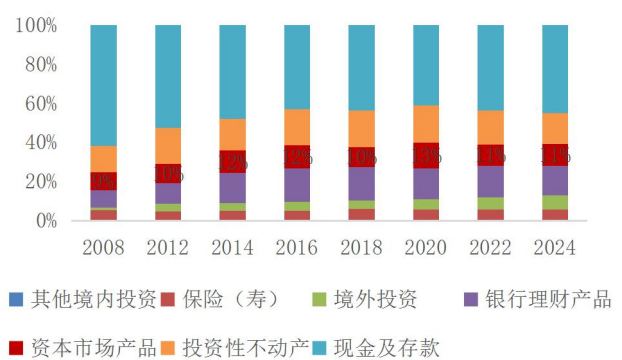
高净值客户可投资资产韧性较强。2022 年，可投资资产在 1,000 万人民币以上的中国高净值人群数量达 316 万人，同比增长 9.8%，合计持有资产 101 万亿元，同比增长 9.7%。2008 年至今，高净值客户人均可投资资产规模总体处于增长态势，2020-2022 疫情年间略有下滑，年化 CAGR 下降 0.4%，下降幅度较低。

图 18：我国高净客户可投资资产规模



资料来源：招商银行与贝恩公司《2023 中国私人财富报告》，山西证券研究所

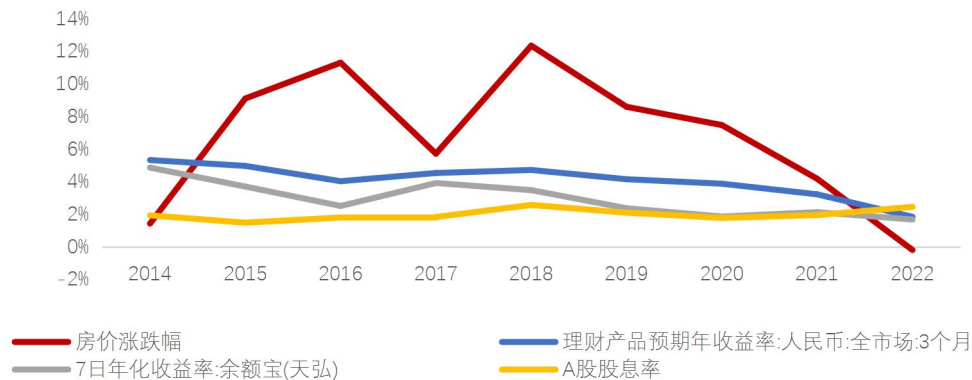
图 19：我国居民可投资资产配置结构变化



资料来源：招商银行与贝恩公司《2023 中国私人财富报告》，山西证券研究所 注：资产占比由总量及业务增速计算存在误差

利率下行下资本市场产品吸引力有望增强。从收益率角度来看，随着我国无风险收益率下行及 A 股股息率于 2022 年首次超过余额宝及理财产品年化收益率，资本市场吸引力有望提升。从我国金融产品结构来看，银行存款由于其刚兑属性存在，规模在金融产品中较大，银行理财受渠道优势影响，规模位居第二。近年来随着资产新规的出台，保本刚兑类产品收益率下行，银行理财产品向净值化转变，公募基金、私募基金等高收益率产品在替代效应下大幅增长。

图 20：我国各类金融产品收益率情况



资料来源：Wind，山西证券研究所

表 2：我国金融产品结构（单位：万亿元）

年份	保险资金	银行理财	资金信托	基金专户	私募	券商资管	期货资管	公募	存款
2014	9.33	15.02	13.04	5.88	2.13	7.95	0.01	4.45	50.25
2015	11.18	23.50	14.69	12.60	5.21	11.89	0.10	8.35	54.61
2016	13.39	29.05	17.46	16.89	7.89	17.58	0.28	9.11	59.78
2017	14.92	29.54	21.91	13.74	11.10	16.88	0.25	11.55	64.38
2018	16.41	22.04	18.94	11.29	12.71	13.36	0.13	12.93	71.60
2019	18.53	23.40	17.94	8.53	14.08	10.83	0.14	14.70	81.30
2020	21.68	25.86	16.31	8.06	16.96	8.55	0.22	20.05	92.60
2021	23.23	29.00	15.01	7.39	20.27	8.24	0.35	25.45	102.50
2022	25.05	27.65	15.03	7.12	20.28	6.87	0.31	25.75	120.34
2023	27.30	25.34	16.44	6.58	20.58	6.12	0.29	25.75	136.99
CAGR	14.36%	6.76%	2.94%	1.41%	32.78%	-3.22%	47.97%	24.54%	13.36%

资料来源：Wind，山西证券研究所

3.2 财富管理改革进入深水区

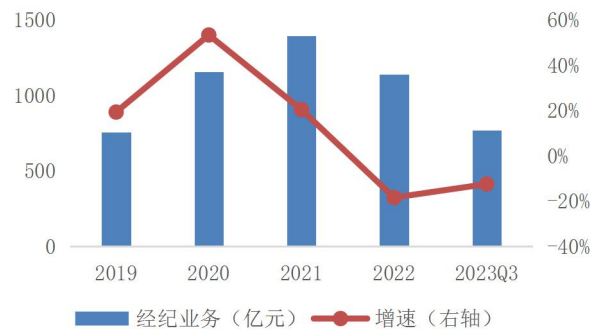
经纪业务整体下滑。2023 年二级市场宽幅震荡，市场活跃度较低，日均成交额及日均换手率分别为 5882.64 亿元、2.14%，较 2022 年下降 14.70%，0.40pct。证券行业上半年经纪业务收入 523.03 亿元，同比降低 10.30%，上市券商 2023 年前三季度实现经纪业务收入 768.76 亿元，同比减少 12.48%。细分业务来看，代理买卖证券业务及代销金融产品业务收入结构占比下滑，分别下滑至 69.35%、11.78%，席位租赁下降幅度小于业务整体，占比提升至 18.87%。

图 21：市场交投活跃度



资料来源：Wind，山西证券研究所

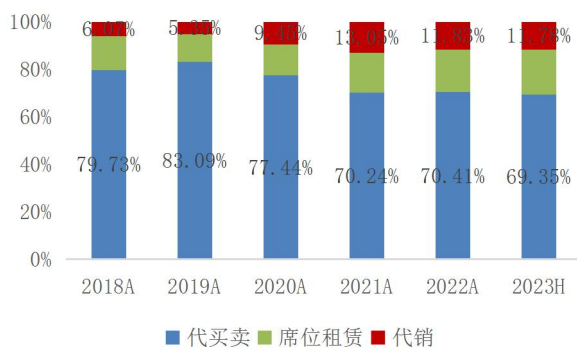
图 22：上市券商证券经纪业务收入



资料来源：Wind，山西证券研究所

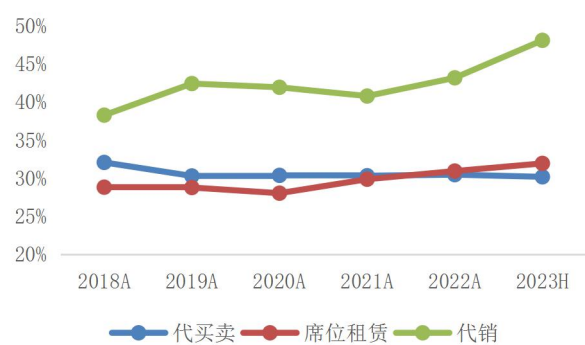
代销业务集中度持续增长。 代买及席位租赁市场格局较为稳定，代销业务为各家券商主要的差异化竞争方式，市场行情较差的情况下马太效应进一步加剧，代销排名前十大券商均为综合型大券商。2023 年中，代理买卖证券业务 CR5、CR10 分别为 36.11%、59.93%。席位租赁业务 CR5、CR10 分别为 32.56%、56.69%。金融产品业务 CR5、CR10 分别为 48.09%、69.76%，代销业务整体集中度相对较高。

图 23：证券经纪业务结构



资料来源：公司定期报告，山西证券研究所

图 24：代买、代销及租赁 CR5



资料来源：公司定期报告，山西证券研究所

买方投顾空间广阔。 2023 年上半年市场平均净佣金率为万分之 2.10，按照 8 月规费计算的毛佣金率为万分之 2.64，下半年部分券商推出小于万一的交易佣金率，费率的持续下滑，只能通过存量竞争扩大规模来提升业务收入。随着公募证券交易管理办法的实施及公募费率改革的规划推进，分仓佣金、尾随佣金、申赎费及销售服务费均将调降，对券商的席位租赁及代销金融产品业务产生负面影响。截至 2023 年 3 月，市场 60 家试点机构中 56 家展业买方投顾，服务资产规模 1464 亿元，占公募基金比例（剔除 ETF 联结基金

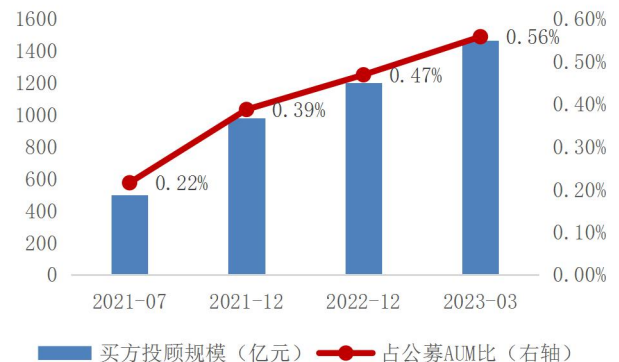
及 FOF 基金) 0.56%，客户总数 524 万户，服务规模、公募占比及客户数均较年初逆势增长，但目前对公募基金渗透率以及对证券公司业绩的贡献仍然较低，随着投资端改革的推进，作为服务客户的重要手段，买方投顾业务大有可为，未来有望迎来快速发展。

图 25：市场平均佣金率



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 26：买方投顾展业规模



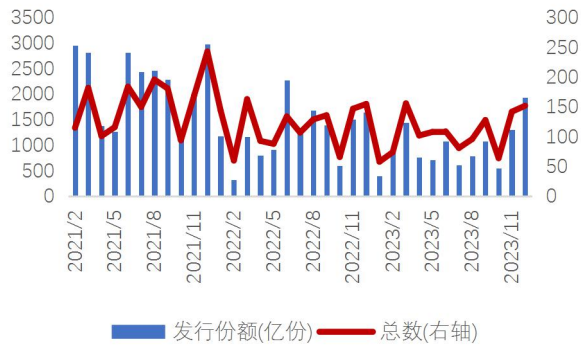
资料来源：中国证监会，21 世纪经济报道，中国社科院《投顾业务的全球实践与中国展望》，搜狐网中国基金报，山西证券研究所

3.3 公募基金业务发展迅速

公募基金发行遇冷，管理规模增速回升。2023 年公募基金发行规模及数量进一步下滑，全年发行数量 1270 支，同比降低 10.69%，发行份额 1.15 万亿份，同比降低 21.90%。股票型基金发行 0.14 万亿份，同比降低 9.95%，债券型基金发行 0.82 万亿份，同比降低 16.79%，混合型基金影响较大，全年发行 0.15 万亿份，同比降低 44.18%。从发行结构来看，市场风险偏好进一步降低，2022 年中以来债券型基金发行份额占比显著提升，截至 2023 年年末，发行份额达 83.39%，股票型及混合型均在 10% 以下。从存续产品来看，市场存量基金产品净值提升，截至 2023 年末，公募基金资产净值 27.55 万亿元，同比增长 7.01%，增速提升 5.84pct。

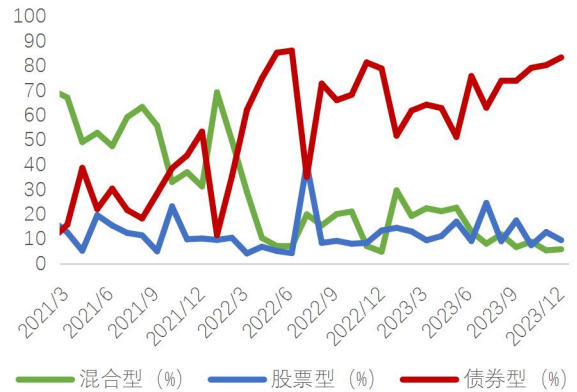
资管业务收入增长，行业竞争愈发激烈。2023 年上半年 43 家券商实现营业资产管理业务净收入 273.93 亿元，同比增长 1.43%，其中基金管理业务净收入 161.67 亿元，增速由负转正，同比增长 12.92%，券商资管业务持续下降，实现净收入 112.26 亿元，同比降低 11.52%。行业竞争更加激烈，从收入前十大券商来看，华泰证券、国泰君安、中金公司、中泰证券、及财通证券实现正增长，分别为 22.50%、255.87%、1.50%、211.59%、4.80%。其中国泰君安及中泰证券 3 位数的增长主要是由于华安基金及万家基金并表。从增速前十来看，增速较快的多为中小券商。

图 27：新发行基金规模及数量



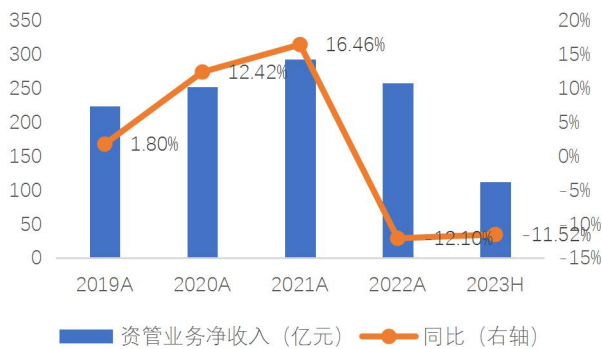
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 28：新发行基金结构



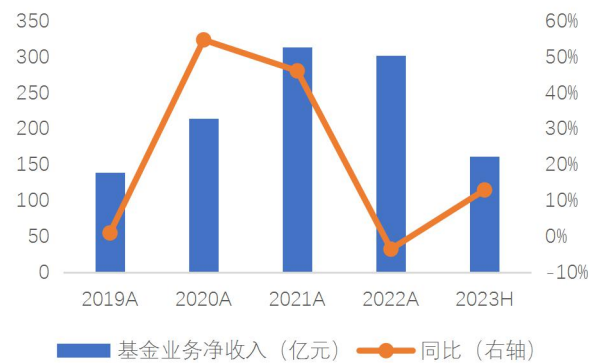
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 29：上市券商资管业务收入



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 30：上市券商基金业务收入



资料来源：Wind，山西证券研究所

公募子牌照加速申请，投资端改革助力发展。证券公司积极推动资产管理业务转型，通过设立资产管理子公司，申请公募业务牌照，控股参股基金公司来发展资产管理业务。2023 年，公募子公司牌照申请加速，年内证监会新核准成立 5 家券商子公司，新核准批复 2 家公募牌照，截至 2023 年末，已获批公募牌照的券商子公司数达 11 家。同时，证券公司积极控参基金公司，补足公募业务短板，在业务及资源渠道上形成互补，推动大财富管理布局，年内中泰证券、国泰君安通过增资增加对万家基金及华安基金的持股比例。截至 2023 年中，43 家上市券商中有 35 家通过控股或参股基金公司开展公募业务，有 11 家券商同时控参 2 家基金公司。公募业务占收入比前三的第一创业、广发证券、兴业证券均同时参控 2 家基金公司。投资端改革引导中长期资金入市，目前公募业务已经成为券商资产管理业务中最大的组成部分，未来随着投资端

的方案落地，资产管理业务有望充分受益。

表 3：2023 年核准获批成立资管子公司或公募牌照券商

获批成立资管子公司	股东	核准日期	出资额
长城资管	长城证券	2023 年 4 月 25 日	10 亿元
华安资管	华安证券	2023 年 9 月 1 日	6 亿元
国联资管	国联证券	2023 年 9 月 7 日	10 亿元
国信资管	国信证券	2023 年 11 月 7 日	10 亿元
华福资管	华福证券	2023 年 12 月 8 日	2 亿元
获得公募牌照的资管子公司	股东	获批日期	
招商资管	招商证券	2023 年 7 月 24 日	--
兴证资管	兴业证券	2023 年 11 月 8 日	--

资料来源：证监会，山西证券研究所

表 4：上市券商控参基金公司情况

上市券商	基金业务收入 (亿元)	占营收比	基金公司	参股比例(%)	权益法下投资 收益(亿元)	基金管理业务净 收入(亿元)
中信证券	37.84	12.73%	华夏基金	62.2		37.84
中金公司	8.13	6.57%	中金基金	100		8.13
国泰君安	17.37	11.61%	华安基金	51		17.37
华泰证券	10.12	5.97%	华泰柏瑞	49	1.16	5.14
			南方基金	41.16	3.81	
海通证券	10.47	9.12%	富国基金	27.77	2.96	7.51
			海富通基金	51		
申万宏源	5.38	5.21%	申万菱信	97.87		2.47
			富国基金	27.77	2.91	
招商证券	8.03	8.17%	招商基金	45	4.01	0.32
			博时基金	49	3.70	
国信证券	2.57	3.19%	鹏华基金	50	2.43	0.14
中信建投	2.46	2.09%	中信建投基金	100		2.46
广发证券	43.61	33.18%	易方达	22.65	3.66	39.95
			广发基金	54.53		
兴业证券	13.56	23.33%	兴全基金	51		13.56
			南方基金	9.15		
东方证券	2.82	4.42%	汇添富	35.41	2.82	
中泰证券	0.04	0.07%	万家基金	60		0.04
东吴证券	0.52	1.35%	东吴基金	70		0.52
红塔证券	0.08	1.12%	红塔红土基金	59.27		0.08
东北证券	3.81	18.35%	银华基金	18.9	0.67	3.14
			东方基金	57.6		

西部证券	2.03	9.25%	西部利得基金	51		2.03
浙商证券	0.07	0.23%	浙商基金	25	0.07	-
国金证券	1.35	4.05%	国金基金	51		1.35
国海证券	3.23	19.65%	国海富兰克林	51		3.23
长城证券	3.74	17.05%	长城基金	47.6	0.54	0.07
			景顺长城	49	3.14	
光大证券	2.81	4.78%	光大保德信	55		2.14
			大成基金	25	0.68	
国联证券	0.65	3.59%	中海基金	33.409	0.01	0.64
			国联基金	75.5		
长江证券	0.93	2.76%	长信基金	44.55	0.33	0.61
财通证券	0.46	1.31%	财通基金	40	0.46	-
西南证券	1.60	11.04%	银华基金	44.1	1.55	0.05
国元证券	0.14	0.61%	长盛基金	41	0.14	-
华西证券	0.07	0.35%	华西基金	76		0.07
第一创业	5.12	36.92%	银华基金	26.1	0.92	4.20
			创金合信	51.07		
东兴证券	0.67	4.21%	东兴基金	100		0.67
华安证券	0.41	2.52%	华富基金	49	0.13	0.28
方正证券	1.49	3.69%	方正富邦	66.7		1.49
南京证券	0.09	0.78%	富安达基金	49	-0.04	0.14
首创证券	0.30	3.49%	中邮创业基金	46.37	0.27	0.02
信达证券	3.43	18.18%	信达澳亚基金	54		3.43

资料来源：公司定期报告，山西证券研究所

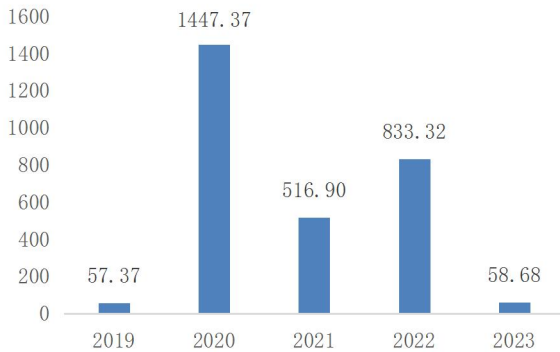
4. 资本驱动型业务分水岭显现

4.1 风控指标修订，打开资本空间

股权融资节奏放缓。2023 年上市券商股权融资总额为 58.68 亿元，较 2022 年同期回落近 93%，总计发行 12305.50 亿元债券，同比增长 35.74%，股权融资节奏放缓后，债券融资成本补充资金的重要途径。

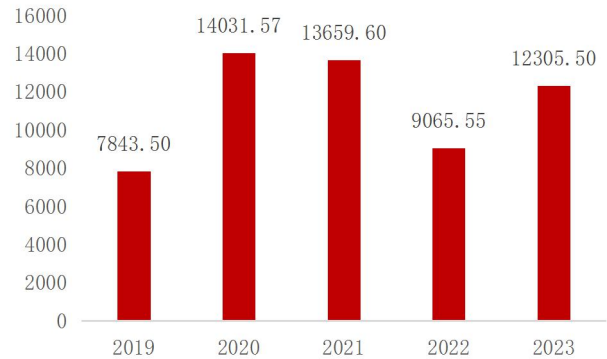
资产规模增速放缓，主要投向金融投资类。截至 2023 年三季度末，上市券商资产总计 11.58 万亿元，同比增长 3.09%，受市场波动与业务扩张放缓影响，上市券商资产规模增速进一步放缓。2019 年-2023 年三季度，金融投资类资产增速最快，金融投资类资产由 9263.30 亿元增长至 16362.85 亿元，年化 CAGR 达 16.38%，占比达 14.13%，客户保证金 CAGR 为 10.55%，信用类资产 CAGR 为 3.93%。上市券商资产结构整体呈现金融投资类资产占比上升，信用类资产占比下降的趋势，同时投资业务从权益类向固收、票据、外汇、衍生品等多种类别多元化扩展。

图 31：上市券商股权融资情况（单位：亿元）



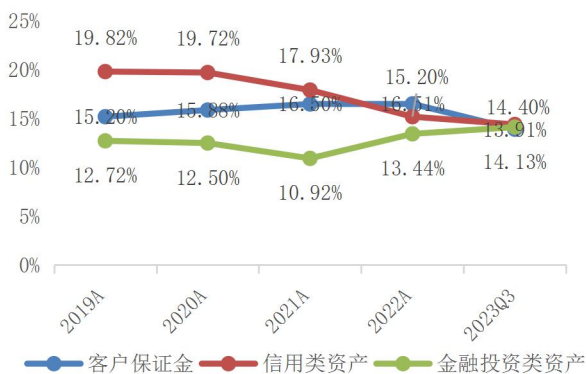
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 32：上市券商债券融资情况（单位：亿元）



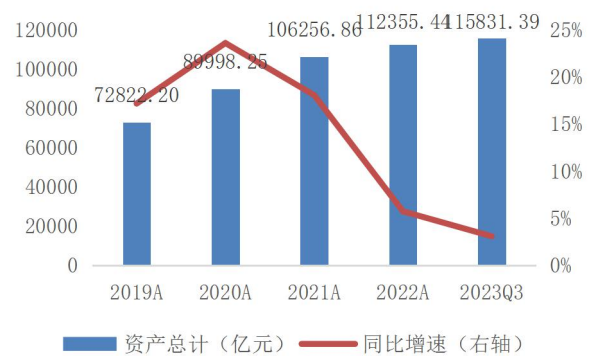
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 33：上市券商资产占比情况



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 34：上市券商总资产规模及增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

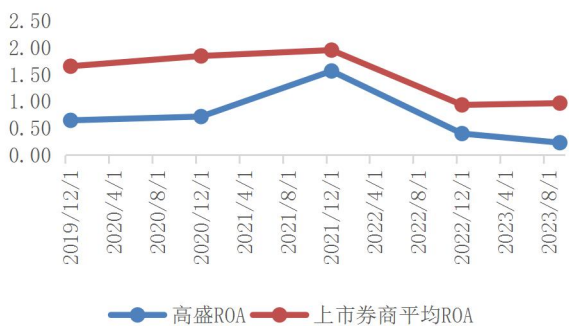
投资类业务推动资产扩张。2023 年前三季度，上市券商平均 ROE 为 3.85%，权益乘数为 4.11，其中前 5 名 ROE 平均为 6.10%，权益乘数为 5.52。与海外投行对比，以高盛为例，目前证券公司 ROA 水平高于海外投行，但 ROE 水平低，主要是由于权益乘数相对较低，海外投行资本类投资是公司收入的重要构成，客需业务推动权益乘数升高，近年来权益乘数在 10 倍左右。随着国内资本市场的发展，权益非方向性已成为行业共识，场外衍生品等占表型业务快速发展，为部分证券公司带来丰厚的利润，反过来进一步刺激扩表业务的发展，催生了证券公司资本补充需求，部分证券公司风控指标逼近监管线。

风控指标修订，拓宽优质券商资本空间。11 月 3 日证监会发布《证券公司风险控制指标计算标准规定》，体现扶优限劣导向，为优质券商提供更多的资本空间。一是通过对资管、REITS、做市等业务的风险计算标

准调整，引导券商从投资、融资及交易端进行发力。二是通过分类评级调节风险准备及表内外资产规模折算系数，提升资本的运用效率。三是细化监管指标，通过对股指期货、其他衍生品的风险准备及稳定资本金需求细化分类，强化监管力度。有利于降低证券公司流动性覆盖率和净稳定资金率压力，为证券公司做市业务、投资业务和信用业务发展打开空间。受益于分类监管理念的落实，头部证券公司在风控指标改革中更为受益，有望提升资本使用效率。

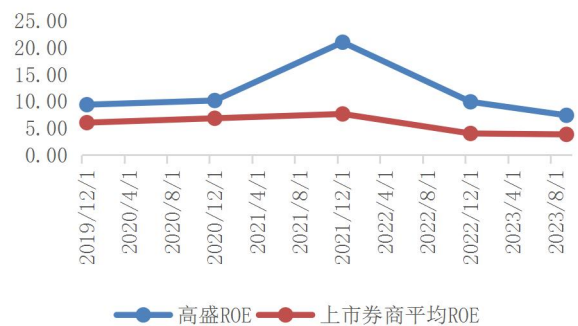
从头部券商目前的风控指标来看，风险覆盖率压力不大，部分资本杠杆率和流动性覆盖率有一定压力，而净稳定资金率距离监管预警标准较劲。对连续三年 A 类 AA 级以上（含）、连续三年 A 类券商进行了风险系数及表内外资产总额计算系数下调，从资产端降低了风险准备金的占用，同时降低表外业务对资产负债表的占用，从而有利于扩大业务规模，提升杠杆水平，进而推升优质券商 ROE。

图 35: ROA 对比 (单位: %)



资料来源: Wind, 山西证券研究所

图 36: ROE 对比 (单位: %)



资料来源: Wind, 山西证券研究所

表 5: 各证券公司风险指标

2023 年上半年	风险覆盖率	资本杠杆率	流动性覆盖率	净稳定资金率
中信证券	193.15	16.31	134.61	126.85
国泰君安	202.11	16.60	331.57	130.51
华泰证券	240.50	14.24	193.93	131.64
中金公司	183.46	11.70	247.67	134.44
海通证券	235.37	21.60	352.58	161.68
预警标准	≥120%	≥9.6%	≥120%	≥120%
监管标准	≥100%	≥8%	≥100%	≥100%

资料来源: Wind, 山西证券研究所

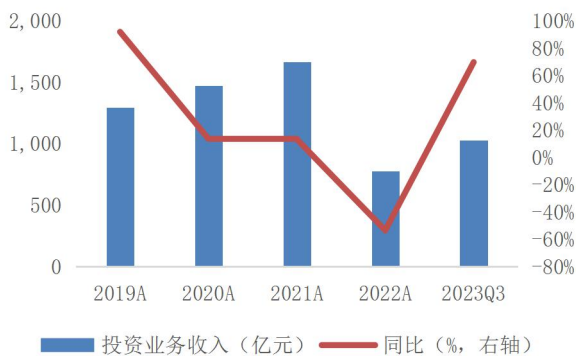
4.2 投资业务拖累业绩，分化加剧

投资业务收入回升带动业绩。2023年前三季度上市券商合计实现投资业务收入1028.05亿元，同比增长69.82%，同比增速较2022年度大幅升高并转正，成为带动业绩的主要来源，多数上市券商投资收益均回升。

但同时受投资品种、配置策略和业务发展模式的不同影响，上市券商投资业绩分化加大。

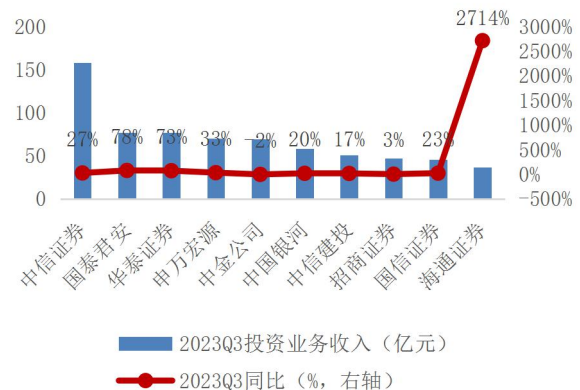
头部券商增长较稳健，收入回升幅度有所分化，前五名分别为中信证券、中金公司、申万宏源、中国银河、招商证券，分别实现投资业务收入157.80亿元、69.76亿元、69.99亿元、58.30亿元、47.18亿元，同比分别增长27.18%、-2.20%、33.17%、19.73%、3.34%。此外有部分中小券商实现投资收入的扭亏为盈，带动业绩回升。

图 37：投资业务合计规模及增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 38：投资业务收入前十



资料来源：Wind，山西证券研究所

4.3 客需推动跨境衍生品业务扩容

衍生品业务快速扩张后有所降温。近年来，场外衍生品快速扩容，场外衍生品作为满足私募基金以及商业银行等机构投资者提升投资收益需求的重要工具，规模快速增长。根据证券业协会数据，截止2023年7月，场外衍生品名义本金规模达到2.31万亿元，是2020年1月规模的将近4倍。

但同时衍生品交易相关的基础设施较为薄弱，暴露出一些潜在风险，前期监管关于雪球产品的窗口指导等短期内可能使得场外衍生品交易规模有所下滑。2023年11月17日，证监会就《衍生品交易监督管理办法》二次征求市场意见，加强跨市场监测监控，促进衍生品市场规范健康发展，支持服务实体经济，防范化解金融风险，打击违法违规和规避监管行为，维护市场稳定。长期来看，规范化监管有益于场外衍生

品进一步健康、有序发展。中长期机构资金入市，以及引导金融服务科技创新、先进制造、绿色发展等重点领域，将推动场外衍生品业务更加深入的服务实体经济，交易能力输出服务企业客户需求，打造综合性、专业化的服务机构。

呈现明显的头部集中效应。随着我国金融实力的不断增强，对风险管理的需求将进一步提升，推动衍生品市场的发展，同时目前场外期权一级交易商仅 8 家，且均为头部券商，一级交易商可与客户直接开展场内个股的风险对冲操作，面临更多的交易对手。从上市券商的应付款项（主要构成为衍生品业务的客户保证金）规模来看，一级交易商应付款项规模与其他券商不在同一量级，中信证券、国泰君安、中金公司、华泰证券 2023 年末规模达到 1000 亿元以上，负债占比达到 15%以上。

表 6：一级交易商应付款项规模（单位：亿元）

一级交易商	应付款项 2023 年上半年	应付款项 2022 年	应付款项 2021 年	应付款项占比 2023 年上半年	应付款项占比 2022 年	应付款项占比 2021 年
中信证券	2,235.93	2,052.87	1,759.05	19.22%	19.55%	16.52%
国泰君安	1,817.75	1,582.86	1,128.44	24.10%	22.71%	17.61%
中金公司	1,179.76	1,092.44	1,349.09	21.54%	19.89%	23.87%
华泰证券	1,127.22	1,052.98	1,036.37	15.73%	15.51%	15.83%
申万宏源	432.11	330.22	169.51	8.38%	6.65%	3.43%
招商证券	354.01	251.05	290.36	6.95%	5.06%	5.99%
广发证券	283.93	218.09	70.74	5.25%	4.43%	1.66%
中信建投	277.21	237.72	213.71	6.06%	5.71%	5.73%
上市券商平均	205.25	179.97	154.81	4.02%	3.67%	3.14%

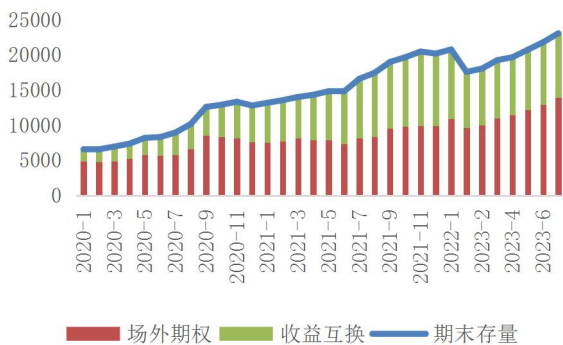
数据来源：Wind，山西证券研究所

跨境场外衍生品业务发展迅猛。随着我国资本市场双向开放的不断深化，境内外客户的跨境资产配置及风险管理需求日益上升，跨境业务“升级”成为券商重要的业务板块。其中，券商跨境衍生品业务的发展持续提速。截至 2023 年 7 月末，券商开展的跨境业务存量规模为 9026.79 亿元。其中，跨境衍生品存量规模就达到了 7542.68 亿元，占比高达 78.64%。目前具有试点跨境业务资格的券商仅有 10 家，分别为申万宏源、广发证券、中信建投、华泰证券、中国银河、国泰君安、招商证券、海通证券、中金公司、中信证券。头部券商（尤其是一级交易商）着力建设母子协同体系、强调一体化经营与管理，利用衍生品交易打造机构客户流量入口和服务平台，境内外共同联动扩张业务规模。

随着我国境内外资本市场互联互通不断深化、沪深港通标的不断扩容，更多券商有望在国际市场上迎来更为广阔的发展空间。在发展跨境衍生品业务上，券商需进一步扩大净资本规模，提高资本充足率，增强资本实力和抗风险能力。同时，券商应完善跨境业务信息技术系统与合规管理、风险管理机制，使之与

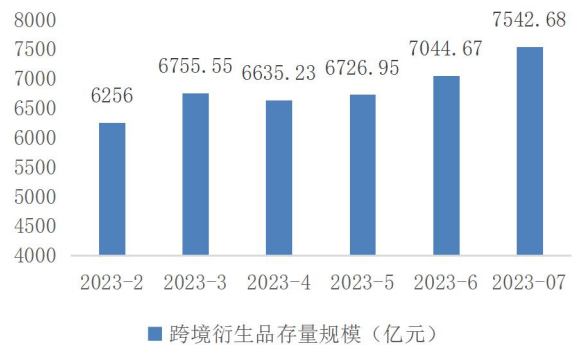
券商跨境业务规模相匹配，切实防范跨境衍生品业务风险。

图 39：场外期权业务规模（单位：亿元）



数据来源：中国证券业协会，山西证券研究所

图 40：跨境衍生品规模



数据来源：中国证券业协会，山西证券研究所

5. 机构化进程加快，业务空间广阔

证券公司机构业务包括为基金、保险、银行等金融机构开展投研、资管、投顾、信用、衍生品、投资和代销等业务，近年来，随着资本市场的不断发展，机构投资者持股比例不断提高，根据证券业协会数据，截止 2023 年上半年末，专业机构投资者持有 A 股流通股市值占比已经达到 60.15%。随着投资者的机构化，专业机构根据投资者的不同需求，带来投资产品的多样化，推动证券公司机构业务服务内涵的扩展和服务质量的提高。

5.1 做市业务方兴未艾，头部券商抢占先机

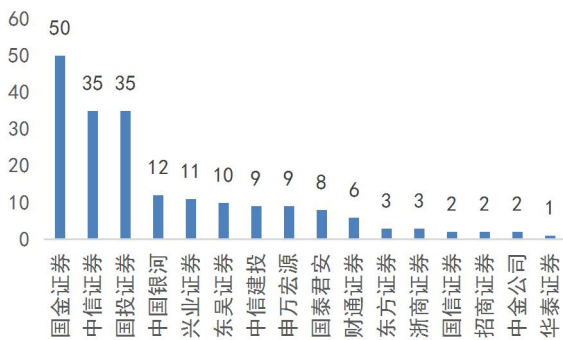
证券公司为科创板、新三板、公募 REITs、ETF 等产品提供做市服务，通过买入和卖出产品的差价实现盈利，通过买卖行为创造流动性，需要拥有丰富的市场信息和工具，对市场报价、交易量和价格波动有深入的了解，同时对资本实力和风控能力有较强要求。

科创板头部券商领先。2022 年 10 月科创板做市机制正式实施，截止 2023 年末，科创板做市机制已实施一年有余，根据 Wind 数据统计，16 家做市商为 223 科创板股票提供做市服务，占科创板股票数量比例为 39.19%。占科创板股票市值比例 69.97%。从做市商做市股票数量来看，头部券商做市股票数量较多，华泰证券和中信证券做市股票数量最多，为 110 只，其次为银河证券、国泰君安和国金证券，分别为 73/68/56 家科创板企业提供做市服务，排名前四的做市商占做市标的数量的 70.92%。

中小券商发力北交所做市。2023 年新三板做市交易金额 221.06 万亿，占新三板总交易量的 36.87%，东

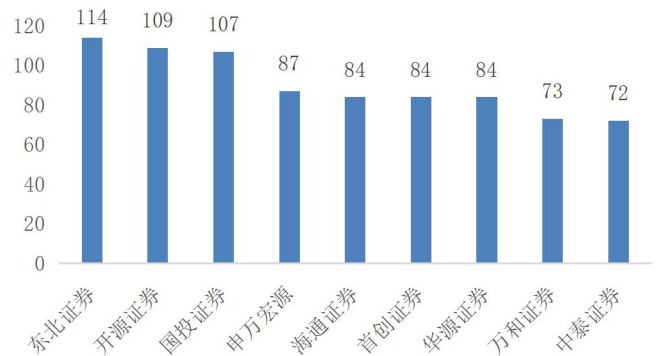
北证券做市股票数量最多，开源证券位列第二。2023年9月证监会发布《证券公司北京证券交易所股票做市交易业务特别规定》，扩大北交所做市商队伍，引入更多新三板优质做市商参与北交所做市，符合条件的证券公司可以按照要求向证监会申请北交所股票做市交易业务资格。目前共有16家券商为88家北交所上市企业提供做市服务，国金证券、中信证券、国投证券做市家数最多，分别为50、35、35家。随着做市制度的实施，北交所流动性的进一步提升，交易量明显改善，成交额上升到百亿元以上。

图 41：北交所做市家数排名



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 42：新三板做市商排名



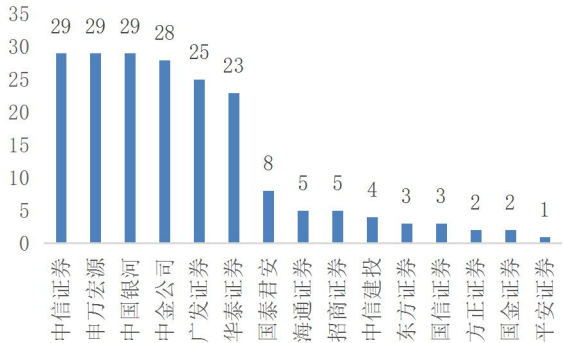
数据来源：Wind，山西证券研究所

公募 REITs 做市业务不断发展，目前共有 32 只上市，共有 15 家做市商，其中做市商最多的有 10 家证券公司为其做市，中信证券、中国银河、申万宏源为 29 只做市，做市数量最多，其次中金公司、广发证券、华泰证券等头部券商做市只数也在 20 只以上。

ETF 做市规模不断扩大。券商积极发力布局 ETF 做市业务，通过做市提高 ETF 的成交量和活跃度，作为服务公募基金客户的重要手段，证券公司不断提升做市能力。方正证券表示，公司基金做市业务坚持“风险中性、绝对收益”导向，上半年公司基金做市数量 533 只，较上年末增长 7%。海通证券表示，上半年基金做市业务主做市品种超 400 只，实现头部基金公司全覆盖。招商证券表示，上半年基金项目做市标的数量为 428 个，做市业务服务能力持续提升。截止 2023 年末，共有 878 只 ETF 引入了做市商，每只 ETF 平均有 6.2 个做市商，中信证券、广发证券、方正证券做市基金数量最多，做市只数 CR5 达到 55.52%，CR10 达到 84.45%。

做市商的做市数量与做市商自身的资本实力和业务布局等有密切关系，头部券商在相关领域布局较早，多项领域做市经验丰富，起点相对较，具有较为领先的竞争优势。

图 43: REITs 做市只数排名



数据来源: Wind, 山西证券研究所

图 44: ETF 做市只数排名



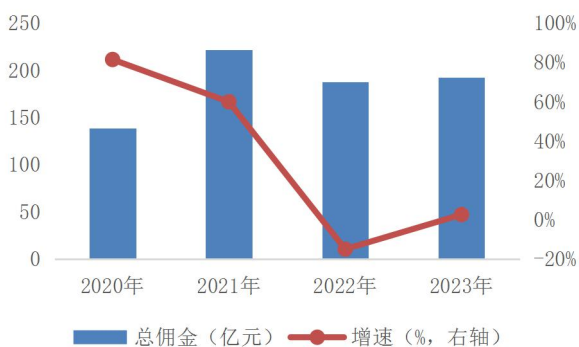
数据来源: Wind, 山西证券研究所

5.2 佣金分仓模式变革

公募基金繁荣发展，佣金分仓持续增长。伴随着近三年公募基金市场的繁荣发展，券商研究业务迎来快速增长，以研究业务布局加大对机构客户的服务力度，增强客户粘性。2020 年和 2021 年席位佣金收入分别增长 80.81%和 59.73%，2022 年开始趋势有所放缓，按照 2023 年上半年的佣金收入对全年收入进行预测，预计 2023 年全年实现佣金收入 193.54 亿元，同比小幅增长 2.56%。

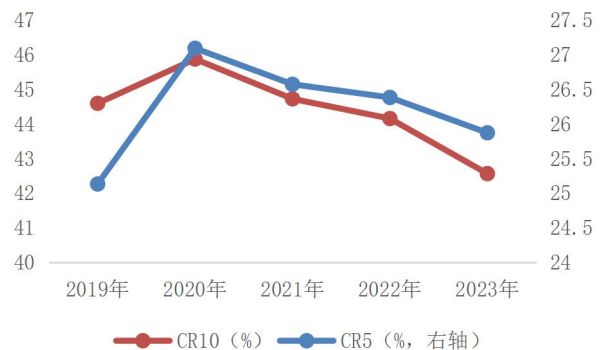
竞争格局尚未成型，中小券商仍有发力空间。从佣金收入的集中度来看，近年来中小券商纷纷加大对研究业务的投入，部分实现了佣金收入的快速增长，带来整体市场的集中度下降，2023 年上半年佣金收入前五大券商市场份额为 25.87%，较 2022 年下降 0.51 个百分点，前十名份额下降 1.59 个百分点，并且集中度已经连续三年处于下降趋势。

图 45: 佣金规模及增速



数据来源: Wind, 山西证券研究所

图 46: 佣金集中度



数据来源: Wind, 山西证券研究所

2023年12月8日公布的《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）》，对佣金使用、销售规范等进行了细化要求，公募基金降佣降费的背景下，研究业务面临收入减少的问题，对卖方竞争格局和业务布局产生深远影响。需要以优质的服务和专业能力提升服务质量，通过业务规模的增长带动收入的提升，同时需要以公司综合服务能力作为差异化，协同各项业务形成合力，共同服务客户多样化需求。

5.3 机构经纪业务持续增长

1) **机构代销**：截至2023年6月末，机构投资者持有公募基金净值达到13.04万亿元，较2022年底增长6.71%，占公募基金规模的47.37%，显示出较强的成长性，带动公募基金2B代销业务的增长。根据基金业协会公布的代销保有量排名，券商系保有量占比继续提升，在权益类基金销售中更具优势。百强榜单中共有53家券商上榜，股票+混合/非货币公募基金保有量合计为1.38万亿元和1.63万亿元，规模较2022年四季度增长10.16%和13.26%；份额占比分别为20.67%和16.20%，较2022年四季度提升2.48和0.98个百分点。中信证券排名券商系第一，在所有机构中排名第九。

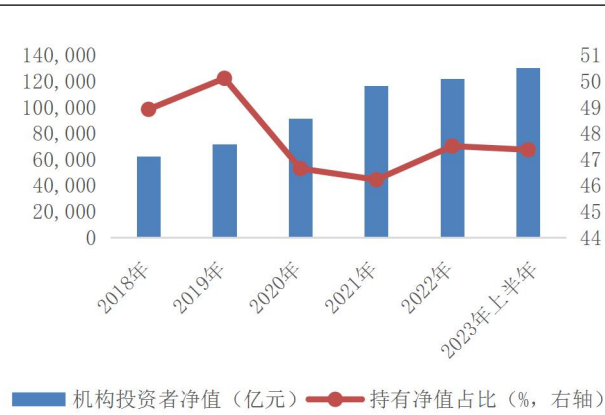
表7：券商系基金代销保有规模

券商系合计 (亿元)	2023年前三季度		2022年	
	股票+混合公募基金保有 规模	非货币市场公募基金保有 规模	股票+混合公募基金保有 规模	非货币市场公募基金保有 规模
保有规模	13847	16285	12570	14378
市场份额	20.67%	16.20%	18.19%	15.22%
同比增速	10.16%	13.26%	33.84%	41.56%

数据来源：基金业协会，山西证券研究所

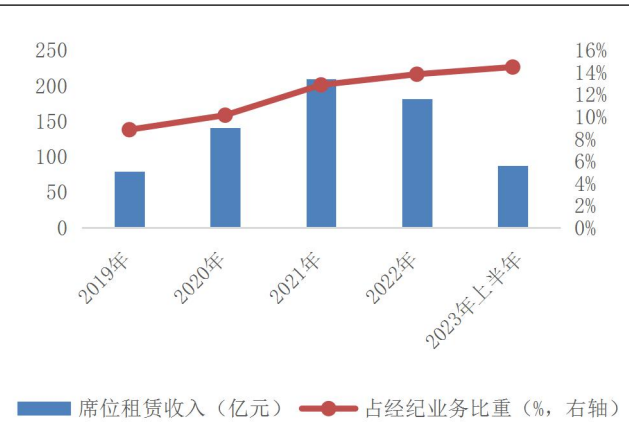
2) **席位租赁**：2023年上半年上市券商实现交易席位租赁收入87.56亿元，占经纪业务的比重达到14.49%，占比持续提升，较2022年全年的13.84%提升0.65个百分点。席位租赁业务集中度（CR5）为33%，相比其他业务，集中度相对较低，中信证券、中信建投、长江证券席位租赁收入排名前三，头部券商未形成明显优势，部分研究业务或财富管理业务领先的券商占比相对突出，天风证券（53.83%）、长江证券（30.68%）占经纪业务比重较高。

图 47：机构投资者基金净值规模及比例



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 48：席位租赁收入及占比



数据来源：Wind，山西证券研究所

表 8：上市券商席位租赁收入前二十（收入降序排名）

上市券商 (亿元)	席位租赁收入		席位租赁收入同比		席位租赁收入占经纪业务比	
	2023 上半年	2022 年	2023 上半年	2022 年	2023 上半年	2022 年
中信证券	7.92	15.80	-0.45%	-14.44%	12.54%	11.60%
中信建投	5.48	13.34	-16.29%	14.11%	18.26%	20.40%
长江证券	5.37	11.04	-4.45%	-20.40%	30.68%	30.65%
广发证券	5.30	9.85	5.39%	-16.72%	18.20%	16.09%
中金公司	4.97	10.93	-15.53%	-7.01%	16.76%	16.99%
国泰君安	4.80	9.31	10.95%	-12.03%	12.29%	10.92%
招商证券	4.65	9.31	2.88%	-17.72%	12.43%	11.27%
申万宏源	4.06	8.87	-22.85%	-11.88%	16.19%	15.73%
海通证券	4.02	8.80	-11.64%	-28.01%	15.59%	15.05%
华泰证券	3.99	8.22	5.46%	-12.66%	9.66%	9.02%
兴业证券	3.87	7.85	-6.22%	-23.49%	27.81%	25.70%
天风证券	3.48	6.55	11.28%	4.70%	53.83%	51.07%
东方证券	3.42	7.43	-7.62%	-15.48%	26.78%	27.85%
东吴证券	2.78	5.46	2.81%	-0.56%	29.14%	26.73%
浙商证券	2.66	4.54	9.82%	7.99%	27.64%	23.23%
光大证券	2.23	5.37	-21.99%	-26.04%	12.82%	13.92%
中泰证券	2.19	6.09	-15.49%	-21.96%	11.49%	13.16%
国金证券	1.82	3.13	24.71%	4.74%	18.11%	15.50%
方正证券	1.72	3.80	4.42%	-32.91%	9.38%	9.95%
国信证券	1.58	3.63	-15.08%	-38.42%	5.80%	6.10%

数据来源：Wind，山西证券研究所

3) **托管收入**：随着公募基金及私募基金管理规模的扩大，证券公司托管业务进入高速发展期，市场规模不断扩容，但目前收入贡献较小，2023 年全市场公募基金份额 26.65 万亿，托管费用 259.03 亿元，其中托管在证券公司的基金 6112.92 亿份，托管费用 5.84 亿元，基金托管主要在银行，证券公司占比较小。目前券结基金发行加速，但仍处于发展初期，券结模式的推行可以推动证券公司获得更多份额从而推动证券公司托管等业务的收入增厚。

4) **融券业务**：随着机构投资者发展壮大，机构投资者融券规模扩大，2023 年上半年 43 家上市券商机构客户融资融券存量规模为 2075.44 亿元，占融出资金余额的 16.27%，机构客户融出资金余额 CR5 为 51.41%，CR10 为 73.95%，共有 7 家券商机构客户融资规模超百亿。从融出资金机构客户占比来看，中信证券、天风证券、海通证券占比较高，分别为 30.80%、29.85%和 28.41%。券源获取能力造成融券业务的竞争差异，更容易形成护城河，头部券商机构信用业务规模大、占比高，融券业务集中度高。

预计随着投资端改革措施的逐步落地，将推动资本市场机构化进程，引导中长期资金入市，机构客户占比将继续提高，为证券公司机构业务带来更多发展机遇。从目前来看，头部券商机构化业务布局领先，人才优势和储备较高，在资本实力、风控体系等方面具有一定优势，机构业务呈现头部化的特征，但同时机构业务中的场外衍生品、研究、做市等机构业务的竞争尚不充分，未来有望成为差异化的可能。

6. 投资策略

6.1 行情复盘

行业估值历史底部，估值保护较高。从海外投行的估值变迁来看，估值中枢下移是经营模式升级，业绩分化的必然结果，同时，由于战略差异、经营策略、核心能力带来的业绩分化进一步推动估值分化。

2023 年资本市场波动加大，主要指数深度调整，两市成交额及融资融券业务规模收缩，公募基金发行下降，一级市场 IPO 收紧，二季度有所回暖，但全年业绩承压。

证券板块全年小幅收涨 2.54%，从板块个股表现来看，信达证券新上市，2023 年上涨 51.70%，同时太平洋、中国银河、方正证券表现较为突出，分别上涨 43.97%、32.23%和 26.51%。2024 年开年以来，由于市场的大幅调整，板块估值持续下降，截止 2 月 8 日，板块估值为 1.15 倍，已处于底部区间，估值保护较高，向上动能较强，配置价值较高。

图 49：证券行业 PB 及分位



数据来源：Wind，山西证券研究所

6.2 基本面

投资业务回升推动业绩增长。上市券商前三季度业绩小幅增长，2023 年前三季度实现营业收入合计 3819.17 亿元，同比增长 1.87%，实现净利润合计 1140.62 亿元，同比增长 7.90%，较上半年增长幅度降低，主要由于三季度市场调整及成交量下降。考虑到四季度市场环境较弱，预计全年业绩小幅下滑或基本与 2022 年持平。主要拉动为投资业务收入，前三季度投资业务实现收入合计 1028.05 亿元，增长 69.82%。其余业务均有不同程度下滑。

前三季度多数券商业绩回升。43 家上市券商有 30 家收入实现增长，13 家收入下滑，西南证券以 57.71% 的增速排名第一，其次为天风证券，收入增长 42.17%。有 33 家净利润实现增长，10 家净利润下滑，红塔证券及天风证券由于去年同期基数较低，增速较快，分别增长 1177.24%和 677.45%，其次为西南证券、中原证券、长城证券、中泰证券，增速均在 100%以上。

表 9：上市券商 2023 年前三季度经营业绩

指标名称（单位：亿元）	2022 年 前三季度	2023 年 前三季度	同比	2022 年 前三季度占比	2023 年 前三季度占比	占比变动
营业收入	3,749.24	3,819.17	1.87%			
其中：代理买卖证券业务净收入	871.23	762.86	-12.44%	23.24%	19.97%	-3.26%
证券承销业务净收入	431.59	352.43	-18.34%	11.51%	9.23%	-2.28%
受托资产管理业务净收入	342.66	347.31	1.36%	9.14%	9.09%	-0.05%
投资收益(含公允价值变动)	605.36	1,028.05	69.82%	16.15%	26.92%	10.77%
利息净收入	438.66	342.50	-21.92%	11.70%	8.97%	-2.73%
净利润	1,057.13	1,140.62	7.90%			

数据来源：Wind，山西证券研究所

6.3 投资策略

盈利模式重塑，打造一流投行。1) **打造一流投行推动头部投行做大做强：**打造金融强国的论述将金融的政治地位提升，同时引导金融加大对科创、绿色等重点领域企业的服务力度，金融服务向“重大战略、重点领域和薄弱环节”聚集，将投行融资功能延伸至企业生命周期。建设金融强国，打造具有国际竞争力的一流投行，将推动行业马太效应更加明显，同时风控指标修订，拓宽优质券商资本空间，推动杠杆率提升带动头部证券公司盈利能力改善。2) **投资端改革催生机构业务需求：**资本市场改革由融资端向投资端转移，完善资本市场各项制度，引导中长期资金入市，催生更多证券公司机构业务需求，需要证券公司提升对企业和金融机构的综合服务能力，行业盈利模式变革，以客需推动为主的价值挖掘型业务演绎，由此引发组织架构、人才培养、资本需求等生态模式的重塑。

借助政策东风，布局证券板块。证券行业市场表现受政策和信用环境、市场流动性影响，近期监管频繁释放利好信号，协调引导公募基金、私募基金、证券公司等机构投资者更大力度入市，为A股市场引入更多增量资金。证监会新闻发言人就“两融”融券业务有关情况答记者问明确“暂停新增转融券规模，存量逐步了结”。同时召开提升上市公司投资价值专题会议，要求上市公司建立提升投资价值内部长期机制，充分运用好包括股份回购、大股东增持、常态化分红、并购重组等市场工具提升投资价值，进一步提振市场信心。目前证券板块估值已处于底部区间，但个股分化严重，证券公司的核心竞争力和业绩水平与二级市场表现相关性逐渐增强。打造一流投行导向下，新一轮并购重组加速，行业集中度提升，资本实力、投研能力、业务协同、金融科技、风险管理强的证券公司有更多的优势，关注绩优头部券商及并购重组标的券商，中信证券、中金公司、国联证券。

7.风险提示

- **金融市场大幅波动：**证券公司作为资本市场服务机构，行业经营业绩与金融市场波动密切相关，金融市场波动影响因素较多，宏观经济、宏观金融政策、资本市场政策、国际经济形势等都会对金融市场带来影响，若金融市场价格大幅下滑或波动加剧，将对证券公司的业绩带来影响，同时对行业表现产生影响，证券行业面临业绩随市场波动而波动的风险。
- **政策推行不及预期：**证券行业由于其特性，为高度监管行业，在业务开展、业务规模、风险控制等方面收到监管部门和相关法律法规的约束，行业监管政策及相关改革的推进力度可能随着市场环境的变化而产生变化，这也会给证券行业经营带来一定风险。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入：预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持：预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性：预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持：预计涨幅落后相对基准指数介于-5%--15%之间；
- 卖出：预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市：预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市：预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市：预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A：预计波动率小于等于相对基准指数；
- B：预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

