



# 证券行业年2024度策略： 政策与改革双轮驱动，券商转型提速加力

行业评级：增持

中航证券非银金融团队

分析师：薄晓旭

证券执业证书号：S0640513070004

邮箱：boxx@avicsec.com

分析师：师梦泽

证券执业证书号：S0640523010001

邮箱：shimz@avicsec.com

- ✓ **市场行情及业绩表现：**2023年，A股市场受到国内外双重压力，整体震荡下行，利率债继续维持窄幅波动格局，呈现“N”型走势，信用债全年表现偏强。截止到2023年Q3，44家上市券商共计实现营业收入3840.05亿元，同比增长1.94%，实现归母净利润1103.06亿元，同比增长6.59%。具体到各项业务上，由于市场交投活跃度下降叠加股权融资放缓，2023年前三季度经纪、资管、投行和信用业务显著承压，分别实现营收776.20亿元、301.99亿元、353.81亿元、340.39亿元，同比下降12.45%、8.44%、18.34%、22.22%（资管剔除并表的两家券商）。在上年低基数和债市表现较好的共同影响下，自营投资成为行业业绩改善的主要驱动力，前三季度44家上市券商共实现自营收入1040.49亿元，同比增长70.20%。
- ✓ **轻资产业务持续承压，自营业务成为业绩胜负手。**“大财富”：7月底以来的资本市场改革政策，对传统通道类业务的盈利能力影响较大，而从长期发展角度来看，当前传统通道类业务同质化水平高，业务波动性较大，抗风险能力较弱，券商或将加速向附加值更高的财富管理模式转型。“大投行”：8月27日，证监会明确提出，阶段性收紧IPO、再融资节奏，后续在经济修复弱预期的背景下，预计2024年上半年投行股权融资业务整体的收入规模仍将维持低位。长期来看，“投行+”模式或将成为券商投行转型主要方向，投行业务主要发挥券商机构业务客户入口的作用。
- ✓ **自营业务：重资产业务对券商业绩的贡献逐步提升，券商扩表加杠杆意愿强烈，**风险指标的优化引导资金流向权益市场优质标的，同时促进做市业务、衍生品业务、跟投等业务等进一步发展。同时，随着资本市场回暖，自营业务有望继续实现业绩增长。另一方面，融券业务暂停新增转融券规模，短期内规模或将持续缩减，信用业务承压。
- ✓ **投资策略：**（1）国央企业的政策引导逐渐加码，对于央企背景的券商更加有利。政策扶优限劣意图明显，头部券商更加受益，如中信证券等（2）证监会多次鼓励券商并购重组，2019年11月，证监会提出打造航母级头部券商；2023年10月底中央金融工作会再次提出培育一流投资银行和投资实现特色化、差异化发展，目前券商并购重组正处于政策机遇期，建议关注并购主题券商，如国联证券等。（3）券商2023年全年业绩将陆续披露。业绩超预期表现可能会成为短期内的行情催化因素，建议关注综合实力较强，业务稳步抬升的大型券商，如华泰证券等，以及部分业绩弹性较强的中小型券商，重点关注自营实现超预期增长，带动整体净利润大幅提升的中小型券商。
- ✓ **风险提示：**行业规则重大变动、外部市场风险加剧、市场波动

# 目录

1

市场概况及行业概况

---

2

行业发展：轻资产业务持续承压，自营业务成为业绩胜负手

---

3

投资策略：关注央企及并购重组逻辑

---

4

重点公司推荐

---

5

风险提示

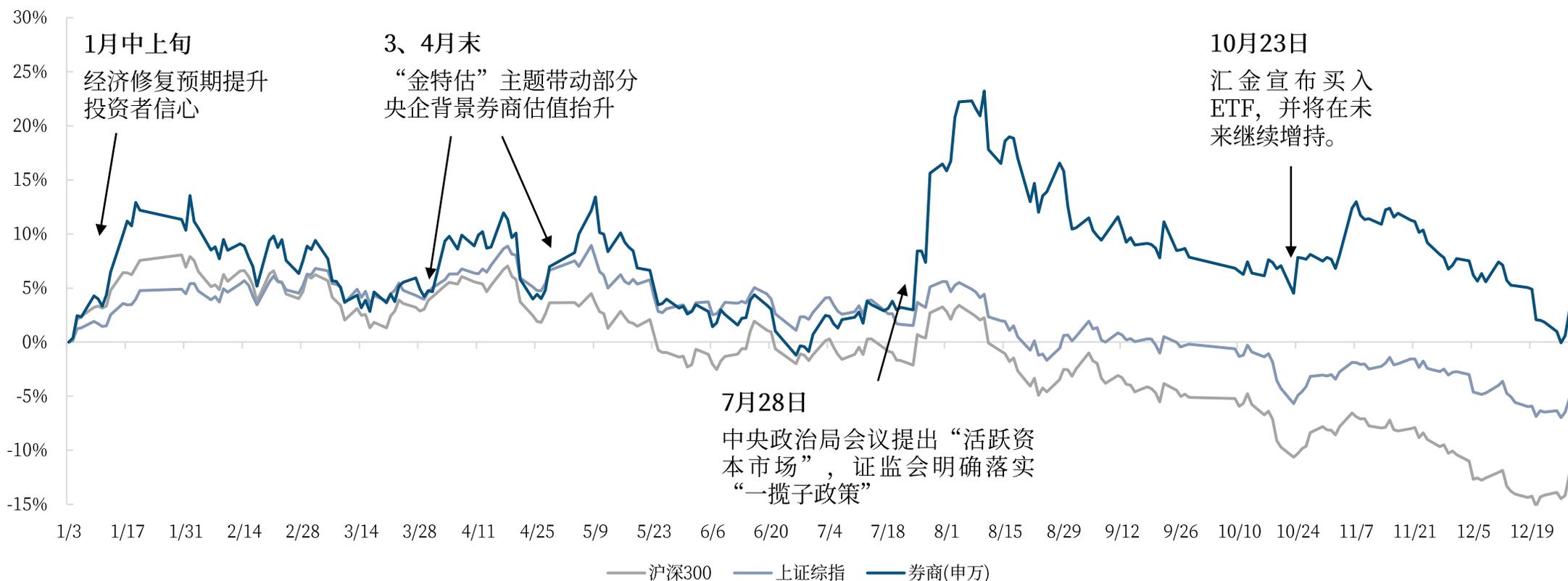
---

# 1.1 行情总结：宽幅震荡，优于大市



- 2023年，证券板块整体宽幅震荡，券商指数较年初累计增长3.06%，跑赢沪深300指数14.81pct，跑赢上证综指7.61pct。具体来看，2023年有四次较为显著的行情，主要驱动因素分别为：经济修复预期、“金特估”、中央政治局会议、以及汇金宣布买入ETF，区间最大涨幅分别达到了13.55%、6.78%及9.44%、15.85%和8.47%。

图表1：证券板块市场表现



资料来源：WIND，中航证券研究所整理

# 1.1 行情总结：政策对板块的影响



- 7月以来，证券板块估值依靠政策抬升，但随着市场对政策利好的逐步消化，以及整体A股市场表现低迷，证券板块震荡下行。

图表2：7月政治局会议之后政策落地对证券板块影响



# 1.1 行情总结：政策对板块的影响



图表3：中央金融工作会议以来的相关政策及对证券板块影响

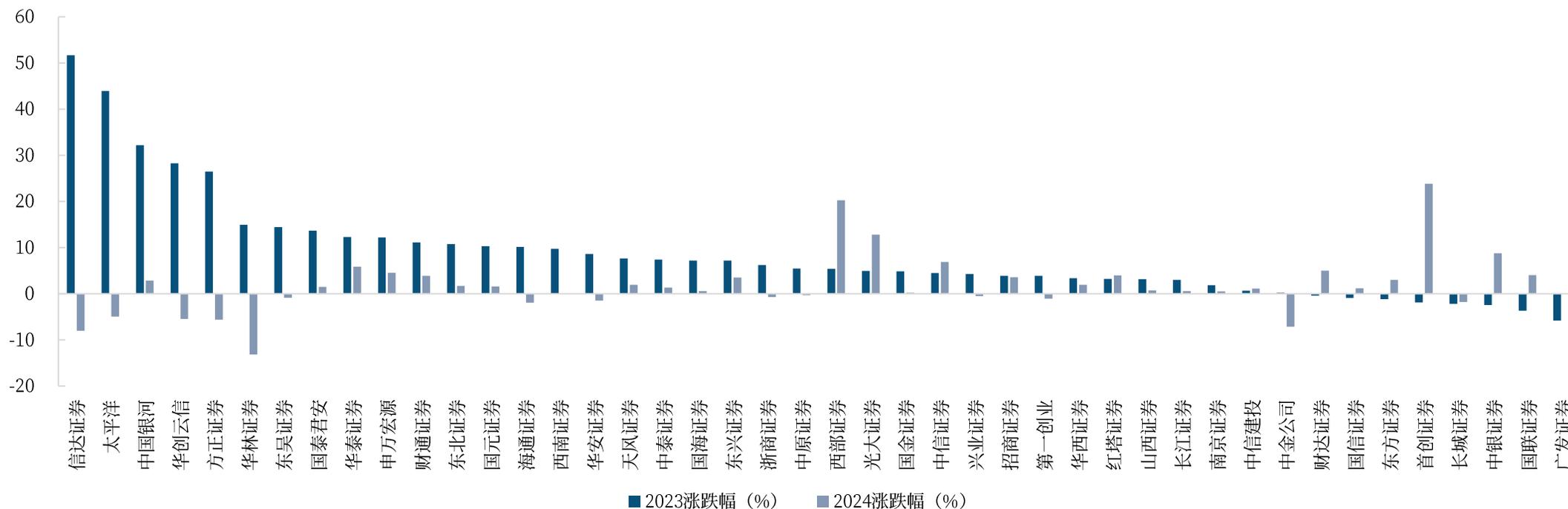
政策日期	发布机构	主要内容	隔日涨跌幅	近一周涨跌幅	政策日期	发布机构	主要内容	隔日涨跌幅	近一周涨跌幅	政策日期	发布机构	主要内容	隔日涨跌幅	近一周涨跌幅
7/24	中央政治局会议	“要活跃资本市场，提振投资者信心。”	5.29%	12.01%	8/27	沪深北交易所	将投资者融资买入证券时的融资保证金最低比例由100%降低至80%。	2.34%	-2.90%	10/30	中央金融工作会议	优化融资结构、完善机构定位、强化市场规则、全面加强监管、服务实体经济、防范化解风险。	0.32%	-0.03%
7/24	证监会	证监会表示将从投资端、融资端、交易端等方面综合施策。	5.29%	12.01%	9/1	证监会	“北交所深改19条”，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》	0.83%	-0.57%	11/1	证监会	健全多层次市场体系，大力推动提高上市公司质量，优化再融资和并购重组机制，加强行业机构内部治理	-0.78%	-0.03%
7/28	证监会	证监会起草了《证券公司北京证券交易所股票做市交易业务特别规定（征求意见稿）》	0.75%	5.71%	9/8	证监会	《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》，将公募REITs试点资产类型拓展至消费基础设施。	1.49%	-0.89%	11/3	证监会	发布《证券公司风险控制指标计算标准规定》征求意见稿，1、对证券公司开展做市、资产管理、参与公募REITs等业务的风险控制指标计算标准予以优化。2、调整连续三年分类评价居前的证券公司的折算系数。	3.99%	3.10%
8/3	中国结算	中国结算公布降低股票类业务最低结算备付金缴纳比例至16%，引入差异化最低结算备付金缴纳比例机制	1.17%	5.71%	9/8	证监会	针对近期自媒体关于“IPO再融资关闸、上市门槛提高”的传闻，证监会辟谣否认。不存在IPO和再融资“关闸”。	1.49%	-0.89%	11/8	2023金融街论坛年会	始终保持货币政策的稳健性，支持实体经济稳定增长。下一阶段，货币政策将更加注重跨周期和逆周期调节，平衡好短期与长期、稳增长与防风险、内部均衡与外部均衡的关系。	0.00%	0.00%
8/10	沪深交易所	1、研究允许沪市主板股票和基金等，以及深市上市股票、基金等证券申报数量可以以1股（份）为单位递增。2、研究ETF引入盘后固定价格交易机制。3、优化交易监管。	-4.39%	-3.60%	9/26	沪深交易所	进一步规范股份减持行为，上市公司存在破发、破净情形，或者最近三年未进行现金分红、累计现金分红金额低于最近三年年均净利润30%的，控股股东、实际控制人不得通过二级市场减持本公司股份	0.11%	-2.94%	11/17	央行、金监总局、证监会	研究近期房地产金融、信贷投放、融资平台债务风险化解等重点工作的	-0.57%	-2.43%
8/18	证监会	1、现阶段实行T+0交易的时机不成熟。2、调整证券交易印花税对于降低交易成本、活跃市场交易、体现普惠效应发挥过积极作用。	-3.45%	-2.67%	10/7	证监会	已提出将研究适当延长A股市场交易时间，现阶段A股市场实行T+0交易的时机不成熟。	-0.95%	-1.38%	11/20	中央金融委	1、着力提升金融服务经济社会发展的质量水平，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度，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。2、要全面加强金融监管，坚持党对金融工作的全面领导。	-0.11%	-2.43%
8/18	证监会	沪深北交易所进一步降低证券交易手续费。	-3.45%	-2.67%	10/14	证监会	上调融券卖出时的保证金比例。保证金比例由不得低于50%上调至80%，对私募基金的比例上调至100%。分类限制战略配售股票出借等	-0.24%	0.64%	11/24	中基协	细化了对从业人员执业行为的六类禁止性要求，并新增三类基金从业资格取得方式，包括从业经历认定、“学历认定+考核”、境外基金专业人才资格认定安排推广至全国范围。	-1.00%	-1.35%
8/27	财政部、税务总局	自2023年8月28日起，证券交易印花税实施减半征收。	2.34%	-2.90%	10/20	证监会	鼓励公司在章程中制定明确的分红政策，对不分红、财务投资规模较大但分红比例不高的公司，通过强化披露要求督促分红；鼓励公司增加现金分红频次；加强对异常高比例分红企业的约束。	-2.37%	0.98%	12/8	中共中央政治局	今年我国经济形势“回升向好”，同时明确强调做好明年经济工作，要“统筹高质量发展和高水平安全，切实增强经济活力、防范化解风险、改善社会预期，巩固和增强经济回升向好态势”。	1.73%	-0.33%
8/27	证监会	阶段性收紧IPO节奏，加强再融资管理，突出扶优限劣	2.34%	-2.90%	10/21	人民代表大会常务委员会	金融系统将坚持服务实体经济的根本宗旨，着力扩大内需、提振信心，助力实体经济稳定增长和转型升级。	-2.37%	0.98%	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，一是合理调降公募基金的证券交易佣金费率；二是降低证券交易佣金分配比例上限；三是强化公募基金证券交易佣金分配行为监管；四是明确公募基金管理人证券交易佣金年度汇总支出情况的披露要求。	1.73%	-0.33%
8/27	证监会	上市公司存在破发、破净情形，或者最近三年未进行现金分红、累计现金分红金额低于最近三年年均净利润30%的，控股股东、实际控制人不得通过二级市场减持本公司股份	2.34%	-2.90%	10/23	中央汇金公司	已于近日扩大交易型开放式指数基金（ETF）增持范围，并将持续加大增持力度、扩大增持规模，坚决维护资本市场平稳运行。	3.17%	0.98%					

资料来源：证监会、沪深北交易所、财政部、新华社、中基协、中证协，中航证券研究所整理

# 1.1 行情总结：个股分析，行业板块风格切换



- 个股表现来看，2023年受益于政策提振，多数券商上涨，截止12月31日，44家上市券商中，8家券商下跌，广发证券跌幅最大，达到5.78%。板块市场风格切换，资金由头部综合实力较强的低估值头部券商转向估值弹性较高的中小型券商，信达证券(+51.70%)、太平洋(+43.97%)、华创云信(+28.31%)、方正证券(26.51%)等中小型券商涨幅排名居前。中国银河(+32.23%)受益于“中特估”行情同样涨幅居前。
- 2024年以来A股宽幅震荡，截至2月27日，证券板块28家上市券商股价上涨，前期涨幅较大的中小型券商多数出现回调。2月以来，证监会活跃资本市场政策密集落地，中央汇金也表示将扩大ETF增持范围，持续加大增持力度、扩大增持规模。汇金公司重点持股金融板块，证券板块有望持续受益。

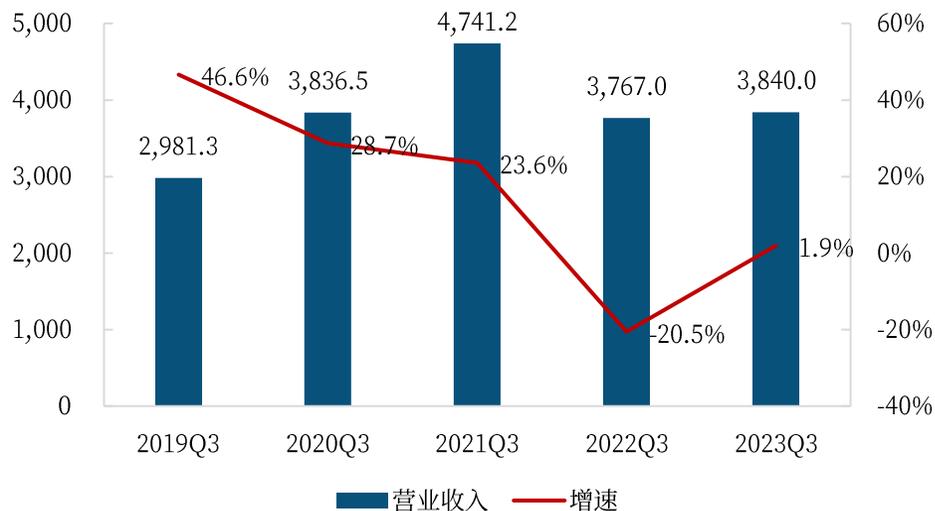


# 1.2 业绩表现：轻资产业务承压，自营业务快速增长

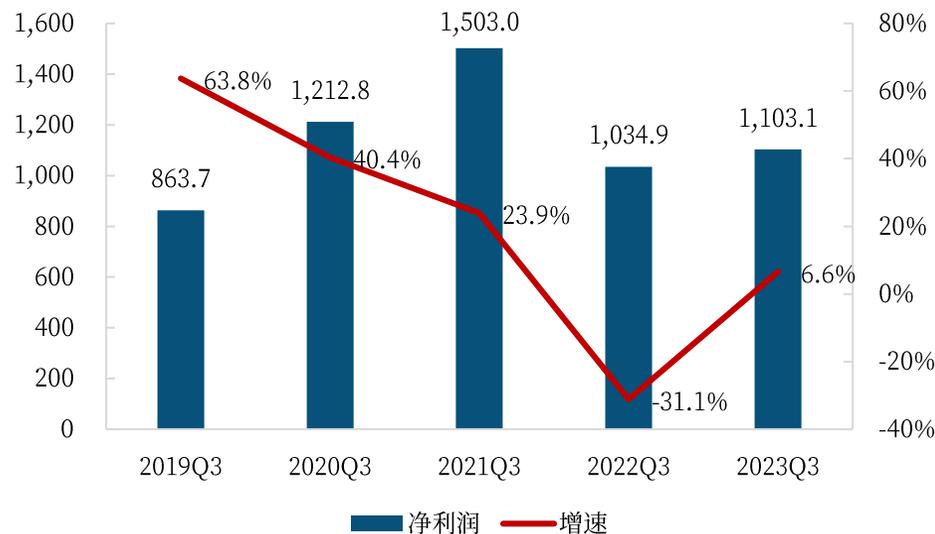


- 2023年，A股市场受到国内外双重压力，整体震荡下行，债市方面，2023年利率债继续维持窄幅波动格局，呈现“N”型走势，信用债全年表现偏强。截止到2023年Q3，44家上市券商共计实现营业收入3840.05亿元，同比增长1.94%，实现归母净利润1103.06亿元，同比增长6.59%。44家上市券商的加权净资产ROE为4.80%，同比增长0.07 pct，大部分券商表现优于去年同期。业绩回暖主要是受益于自营业务的大幅回升，但经纪、投行、资管、信用四项业务受到市场波动的影响行业整体盈利能力下滑。
- 具体到各项业务上，由于市场交投活跃度下降叠加股权融资放缓，2023年前三季度经纪、资管、投行和信用业务显著承压，分别实现营收776.20亿元、301.99亿元、353.81亿元、340.39亿元，同比下降12.45%、8.44%、18.34%、22.22%（资管剔除并表的两家券商）。但是，在上年低基数和债市表现较好的共同影响下，自营投资成为行业业绩改善的主要驱动力，前三季度44家上市券商共实现自营收入1040.49亿元，同比增长70.20%。

图表5：上市券商2023Q3营业收入（亿元）及增速



图表6：上市券商2023Q3净利润（亿元）及增速



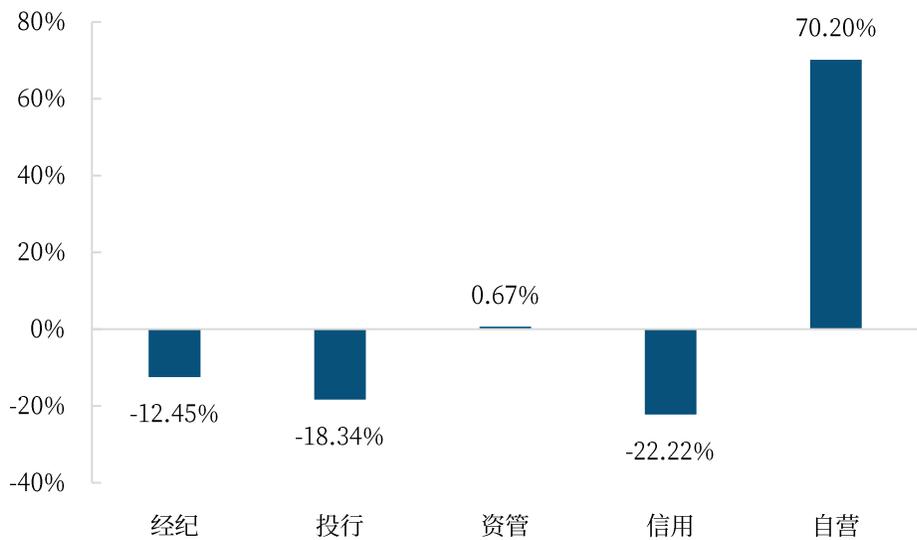
资料来源：WIND，中航证券研究所整理

# 1.3 业绩表现：轻资产业务承压，自营业务快速增长

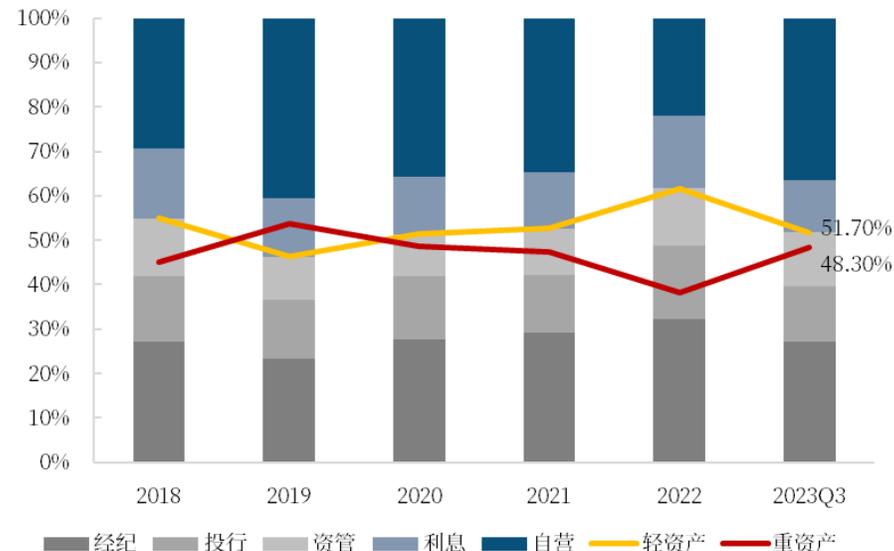


- 2022年之前，市场活跃度较高，投资者对资管产品需求提升，注册制逐步落地，中小企业上市通道逐步畅通，2018-2022年，券商主营业务收入中，轻资产业务占比持续提升。2022年以来，市场活跃度持续下行，叠加2023年下半年股权融资节奏的放缓，轻资产业务占比显著下滑：
- 截至2023年Q3，轻资本业务收入同比下滑-13.20%，在主营业务收入中占比51.70%。其中，经纪、投行、资管业务收入占比分别为20.21%/9.21%/9.06%，排除国泰君安和中泰证券报告期内并表基金公司的因素之后，业绩增速分别为-12.45%/-18.34%/-8.44%。
- 重资产业务方面，主要受益于2023年债券市场的表现，重资产业务实现快速增长31.64%，在主营业务中占比达到48.30%。其中，自营业务强势修复，同比增长70.20%，占比36.40%，较上年末增长14.37pct；受利率下行，两融市场遇冷等因素影响，利息净收入同比下滑22.22%，占比8.86%。

图表7：各项业务增速



图表8：主营业务占比情况



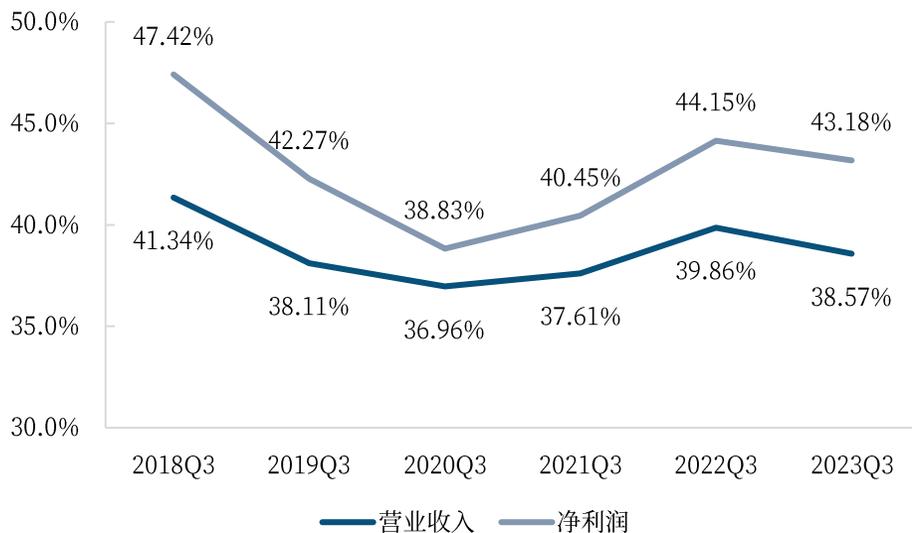
资料来源：WIND，中航证券研究所整理

# 1.3 行业集中度下降，头部券商平稳，中小券商业绩高增

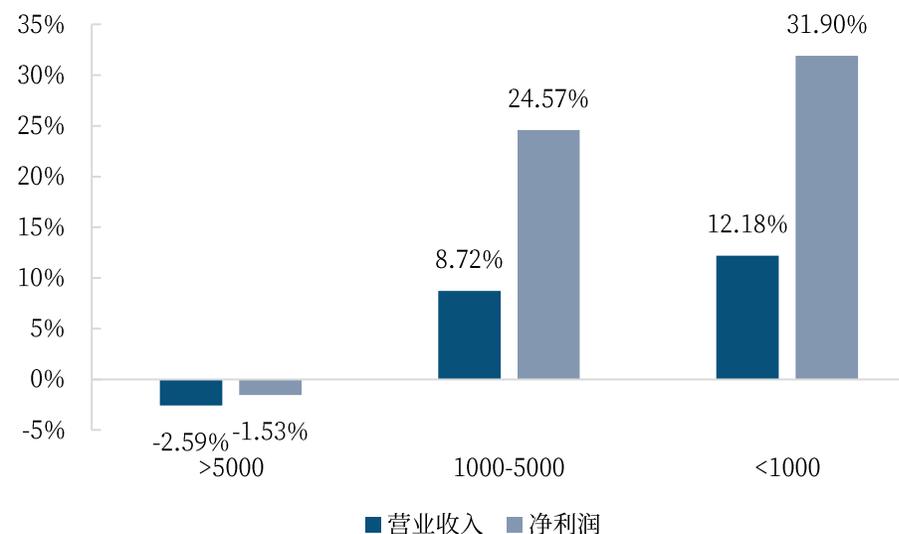


- 截至2023Q3，上市券商营收 CR5、CR10 分别为38.57%、60.71%，同比下降1.28pct 、2.82pct。归母净利润 CR5、CR10 分别 43.18%、66.16%，同比下降0.97pct、5.40pct，行业集中度显著下滑。
- 净资产大于5000亿元的上市券商共10家，合计营收和归母净利润的增速分别为-2.59%/-1.53%，净资产位于1000-5000亿元的上市券商上述两项增速为8.72%/24.57%，净资产小于1000亿元的券商为12.18%/31.90%，中小券商增速显著高于头部券商。行业集中度的下滑主因是中小型券商业绩弹性较高，自营业务增速显著高于头部券商。

图表9：上市券商CR5表现情况



图表10：不同净资产规模上市券商业绩增速



资料来源：WIND，中航证券研究所整理

# 目录

1

市场概况及行业概况

---

2

**行业发展：轻资产业务持续承压，自营业务成为业绩胜负手**

---

3

投资策略：关注央企及并购重组逻辑

---

4

重点公司推荐

---

5

风险提示

---

# 2.1 市场+政策双重压力，轻资产业务承压



- 政策层面，7月底以来，多项资本市场改革政策陆续落地，对于通道类业务的盈利能力影响较大：
- 代理买卖证券业务，沪深交易所下调经手费率，间接推动了行业整体佣金率进一步下滑；
- 交易单元席位租赁业务，公募基金第二阶段改革中强调“被动股票型基金产品不得通过证券交易佣金支付研究咨询服务等费用，且交易佣金不得超过市场平均佣金费率水平。”等，而基金分仓佣金收入作为交易席位租赁收入的主要来源，公募基金交易佣金费率的下调和研究费用的限制对席位租赁费用有较大影响；
- 投行业务，IPO和再融资节奏放缓，且在近期新闻发布会上，证监会再次强调后续证监会和交易所将持续把握IPO入口关，做好逆周期调节工作。
- 基金管理业务，管理费率下调和佣金分配比例的限制，均对券商管理费产生一定影响，另一方面，券结基金迎来发展机遇。

图表11：近期轻资产业务相关政策

手续费及佣金净收入	相关政策及制度内容
代理买卖证券业务 经纪业务	• 自2023年8月28日起，沪深交易所将A/B股经手费率由0.00487%下调至0.00341%，北交所将经手费率由0.025%下调至0.0125%。
交易单元席位租赁	• 被动股票型基金产品不得通过证券交易佣金支付研究咨询服务等费用，且交易佣金不得超过市场平均佣金费率水平；其他类型基金产品可通过证券交易佣金支付一定比例的研究咨询服务等费用，但交易佣金费率不得超过市场平均佣金费率水平的两倍。
投行业务	• 8月27日，证监会发布公告称“根据近期市场情况，阶段性收紧IPO和再融资节奏，促进投融资两端的动态平衡”。 • 1月12日，证监会召开2024年首场新闻发布会，证监会和交易所将继续把好IPO入口关，从源头提升上市公司质量，做好逆周期调节工作，更好促进一二级市场协调平衡发展；
基金管理业务	• 自7月7日起，新注册的主动权益类基金统一执行管理费率不超过1.2%、托管费率不超过0.2%。 降低证券交易佣金分配比例上限。结合行业实际情况，将权益类基金的佣金分配比例上限由30%调降至15%。对权益类基金管理规模不足10亿元的管理人，维持佣金分配比例上限30%。

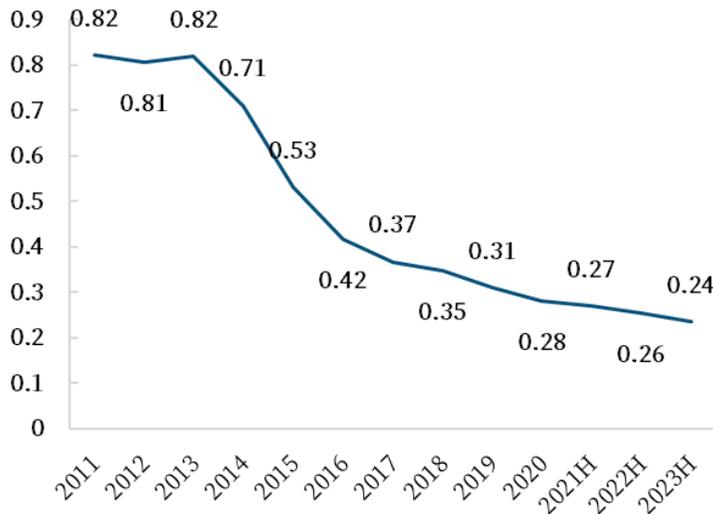
资料来源：WIND，中证协，中航证券研究所整理

# 2.1.1 经纪业务：业务成长空间有限



- **传统经纪稳定性较差，且业务成长空间有限。**（1）传统经纪业务收入与市场成交额挂钩，业务波动性较大，抗风险能力较弱。2023年受权益市场震荡下行，A股市场日均成交额为8764.44亿元，同比下滑5.27%，共3个月日均成交额不足8000亿。而经纪业务受市场活跃度影响业绩快速下滑。（2）**新增投资者数量快速下滑。**新增投资者人数减少叠加开户数量限制，传统经纪业务很难获得增量客户。2023年，行业新增投资者925万人，同比下滑17.26%，而当前，中国出生率持续下滑，1月16日，国务院发布《中国发展报告2023》中指出，目前总人口正处于峰值期，预计在未来很长时间内将呈现下降趋势，预计后续新增投资者获取难度将进一步提升。（3）**传统经纪业务利润空间小，同质化水平较高，佣金率下滑趋势仍在延续，**截至2023年上半年末，佣金率已下滑至0.24‰，进一步限制了传统经纪业务的盈利能力，且经纪业务行业格局已基本固定，客户资金CR10近三年均维持在47%-48%，券商很难通过差异化经营获取优势。

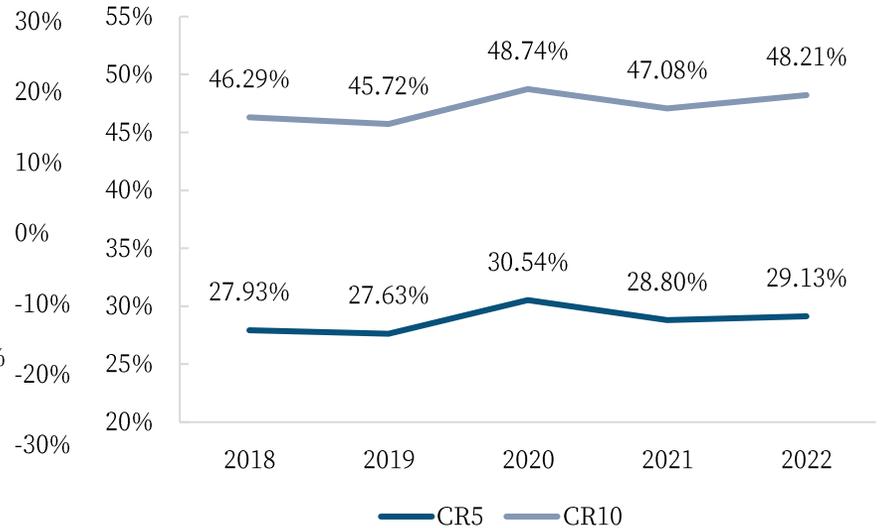
图表12：证券行业代理买卖佣金率（‰）



图表13：新增自然人投资者数量（万人）及增速



图表14：客户资金规模集中度



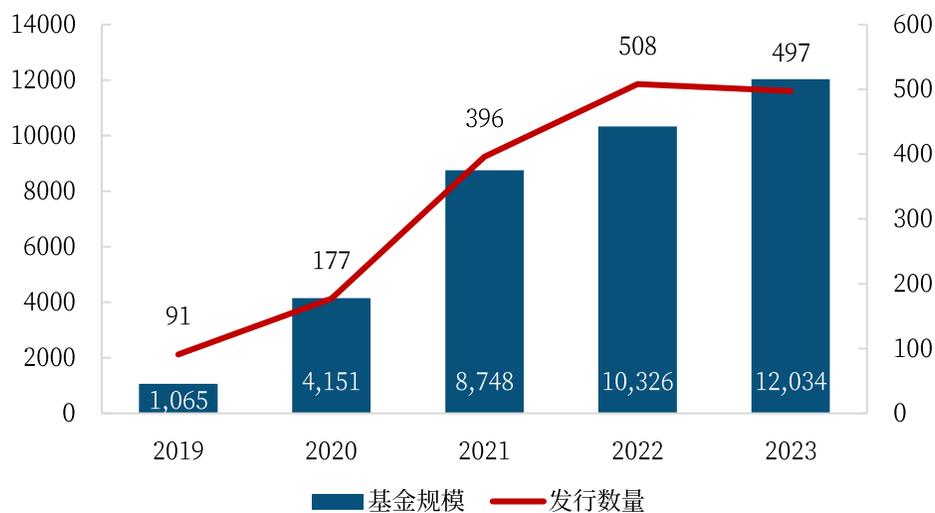
资料来源：WIND，中航证券研究所整理

## 2.1.1 财富管理关注点——券结基金



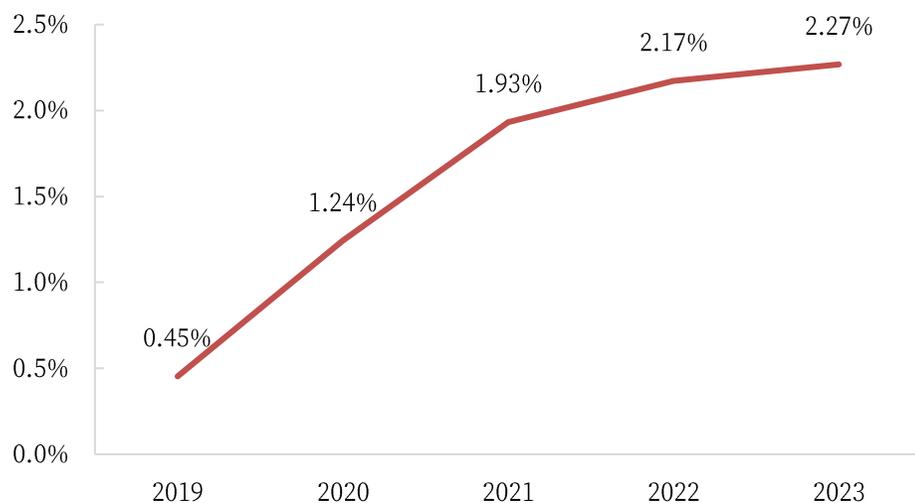
- 自2017年试点以来，券商结算公募基金数量和规模均保持稳步增长，市占率也在稳步提升。2023年12月8日，证监会发布了《关于加强公募基金证券投资基金证券交易管理的规定（征求意见稿）》，其中券结模式原则上不适用于管理费用下调，券结基金规模有望加速扩张。截至2023年底，券结基金规模达到12034.40亿元，同比增长16.54%，共计发行券结基金497只，较上年减少11只，整体发行数量与上年持平，但规模实现快速提升，其在基金市场中的占比也在持续提升，截至2023年底已达到2.27%，较五年前上涨1.81pct。
- 券结基金无需支付结算备付金和保证金，显著降低了资金占用成本，同时有利于加深券商与基金公司的合作关系，通过扩大保有规模提升佣金和托管收入，推动券商公募化和财富管理转型，是当前券商经纪业务新的业绩增长点。

图表15：券结基金市场规模（亿元）和数量（只）变化



资料来源：WIND，中航证券研究所整理

图表16：券结基金规模在基金总量中占比情况



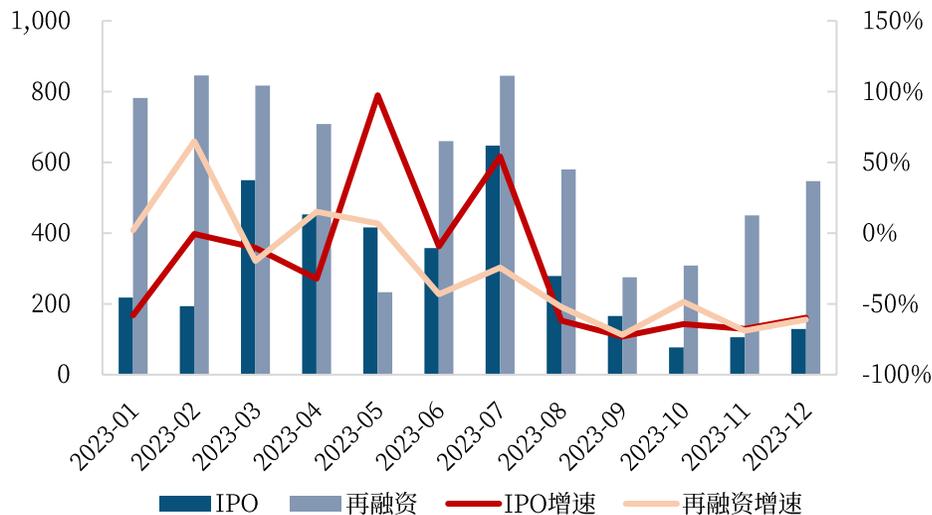
资料来源：WIND，中航证券研究所整理

## 2.1.2 投行业务：短期内受政策限制



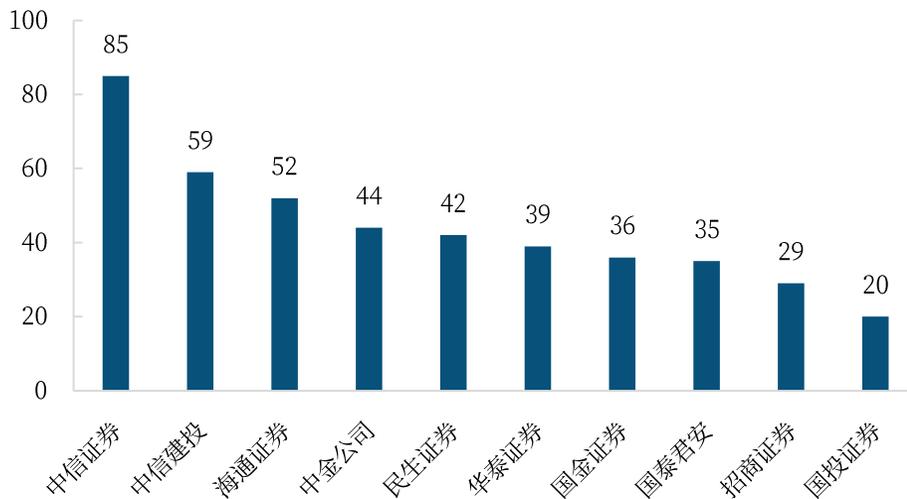
- **短期内股权融资节奏放缓，业务持续承压。**8月27日，证监会明确提出，阶段性收紧IPO、再融资节奏。根据证监会披露数据显示，2023年，沪深市场核发IPO批文245家，启动发行237家。其中，2023年1月到8月核发IPO批文213家，启动发行193家；2023年9月到12月核发批文32家，启动发行44家。2023年8月和9月，IPO融资规模分别下滑20.63%和71.02%，再融资规模分别下滑46.87%和67.60%，股权融资节奏显著收紧。后续，证监会表示将继续把好IPO入口关，预计2024年上半年投行股权融资业务整体的收入规模仍将维持低位。
- **长期来看，投行业务主要发挥券商机构业务客户入口的作用。**“投行+”模式或将成为券商投行转型主要方向，投行可以持续为券商机构业务、财富管理业务提供客源，还可以通过投行+研究、投行+投资等模式，与多项业务协同合作，实现“一鱼多吃”，提升业务附加值，削弱市场波动对业绩的影响。

图表17：股权融资规模(亿元)及同比增速



资料来源：WIND，中航证券研究所整理

图表18：券商IPO排队项目数量（家）



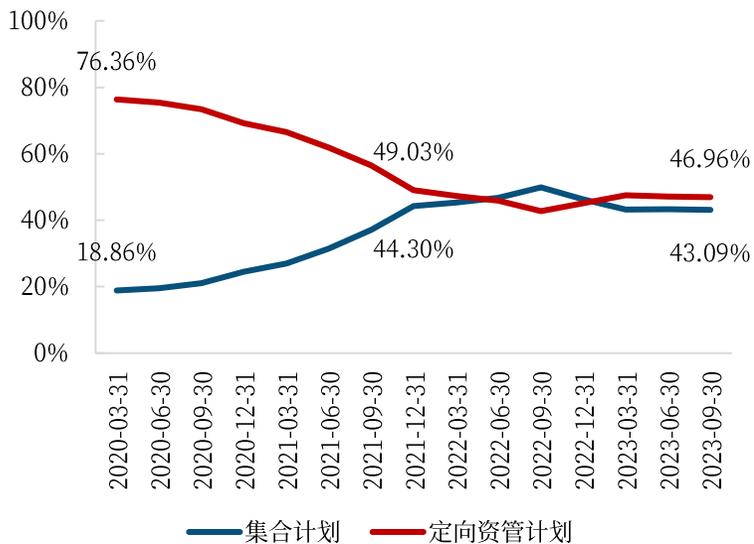
资料来源：WIND，中航证券研究所整理  
注：不包括终止上市、不予注册

# 2.1.3 资管业务：集合资管产品增速放缓，竞争加剧

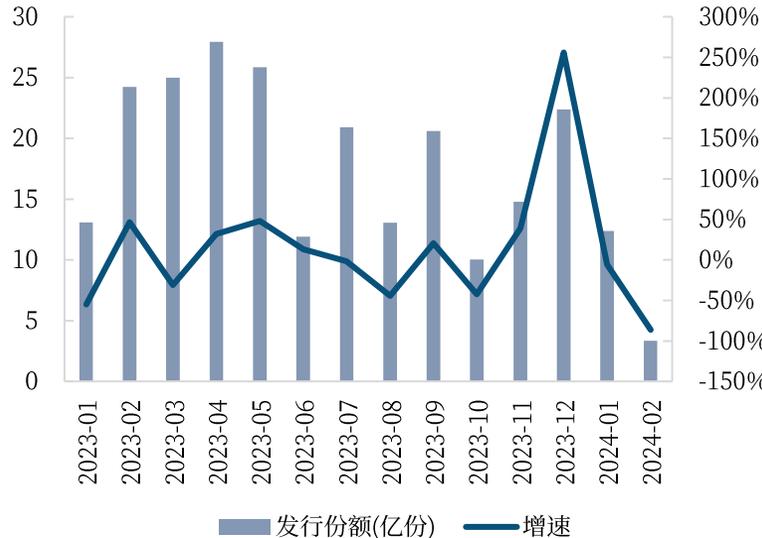


- 权益市场活跃度的下滑，叠加资管新规对于定向规模持续压降，导致2023年以来资管业务增速持续承压，新发基金规模持续下滑。截至2023年9月末，券商资管规模达到6.12万亿元，同比下滑22.53%。2023年末，券商新发资管产品规模打达到229.83亿元，同比增长1.20%。
- 目前，集合资管产品经历快速扩张之后，增速已开始加速下滑，2023年三季度末，规模降幅已达到33.09%。目前，定向资管产品和集合资管产品占比已基本维持在一个较为稳定的结构，但集合资管产品受市场行情影响，降幅仍在持续扩大，后续表现仍需观察资本市场整体表现。
- 伴随资管新规去通道化，证券行业“一参一控一牌”的券商资管布局政策放开，目前券商资管业务逐渐公募化，竞争加剧（权益类基金业绩是核心，固收类基金渠道是核心）。

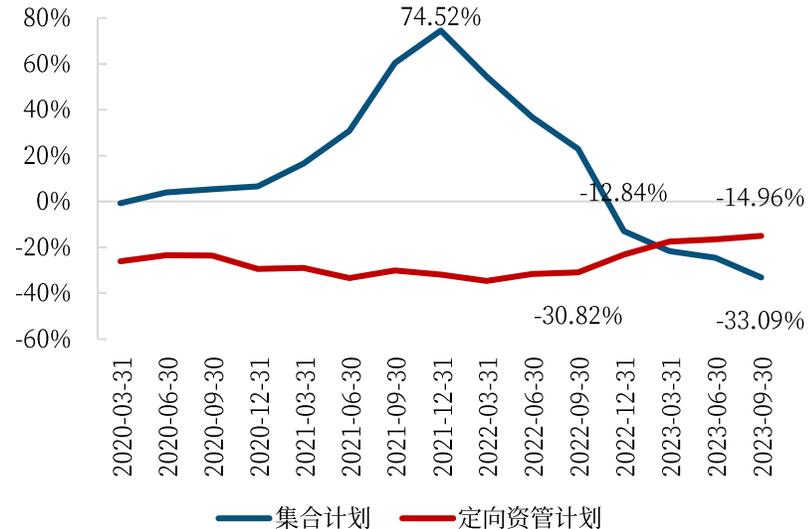
图表19：资管产品存量规模占比



图表20：新发资管产品规模和增速



图表21：集合和定向资管产品规模增速



资料来源：WIND，中航证券研究所整理

## 2.1.3 资管业务：加速布局资管子公司



- 自资管新规实施以来，券商资管积极转型，多数券商选择参控股公募基金公司及申请设立资管子公司。公募基金公司发展权益资管，券商资管子公司发展固收资管渐成共识。
- 多家券商积极推进参控股公募基金公司。2022年11月，国泰君安增持8%华安基金的股份至51%，华安基金成为其控股子公司。2023年2月，中泰证券增持11%万家基金股份至60%，万家基金成为其控股子公司；5月5日，国联证券完成收购75.5%中融基金的股权。近期，证监会核准开源证券设立鹏安基金，目前，券商控股的基金已达到55家。
- 目前，我国共30家券商设立资管子公司，其中11家具备公募牌照。2023年，国信证券、国联证券、华安证券、长城证券、华福证券等5家券商先后获批设立资管子公司。此外，多家券商也在积极布局公募基金牌照，2023年7月、11月，证监会分别核准了招商资管、兴证资管的基金业务资格，国金资管、广发资管、光证资管、安信资管等也已向证监会递交了公募基金牌照的申请。

图表22：上市券商资管子公司2023年中报盈利情况

资管子公司	营业收入 (亿元)	营收占比	净利润 (亿元)	净利润 占比
上海东方证券资产管理有限公司	11.84	13.62%	3.89	20.46%
华泰证券(上海)资产管理有限公司	9.94	5.41%	5.49	8.37%
财通证券资产管理有限公司	7.90	22.73%	2.1	20.26%
上海国泰君安证券资产管理有限公司	7.51	4.10%	2.04	3.55%
招商证券资产管理有限公司	4.73	4.38%	1.73	3.66%
上海光大证券资产管理有限公司	3.96	6.41%	1.63	6.81%
中泰证券(上海)资产管理有限公司	3.20	4.84%	0.63	3.84%
天风(上海)证券资产管理有限公司	3.09	14.28%	1.92	34.79%
浙江浙商证券资产管理有限公司	2.81	3.33%	0.96	10.53%
广发证券资产管理(广东)有限公司	2.36	1.78%	0.81	1.78%
银河金汇证券资产管理有限公司	2.18	1.25%	0.23	0.47%
上海海通证券资产管理有限公司	2.09	1.23%	0.63	1.65%
东证融汇证券资产管理有限公司	1.51	4.25%	0.32	5.85%
长江证券(上海)资产管理有限公司	1.31	3.41%	0.39	3.53%
国金证券资产管理有限公司	0.66	1.98%	0.26	2.97%
兴证证券资产管理有限公司	0.59	0.85%	-0.05	-0.28%

资料来源：WIND，公司公告，中航证券研究所整理

## 2.2 重资产业务方面



- 重资产业务的盈利源于资产负债表的扩张。券商2021年末，出于防范风险和金融服务实业等的政策制度导向，以及市场表现，监管放缓了券商再融资速度。2020-2021年累计再融资规模约1,976.77亿元。而2022年至2024年3月1日，券商板块再融资规模为0。
- 短期内市场和政策等多重因素的限制，轻资产业务受到较大限制。同时，证监会等监管机构对投资端改革的重视程度逐渐加深，各家券商相关创新业务制度逐步完善，做市业务、衍生品业务、跟投等业务需求也在逐步提升，资产业务对券商业绩的贡献逐步提升，券商扩表加杠杆意愿强烈。

图表23：2020-2023券商再融资落地情况

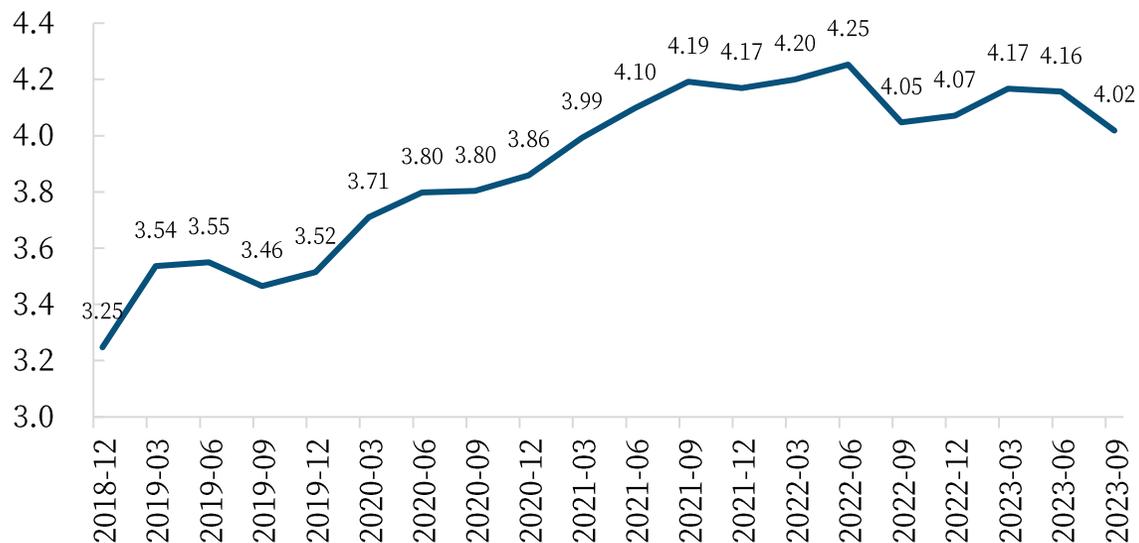
名称	发行日期	募集资金 (亿元)	发行方式	名称	发行日期	募集资金 (亿元)	发行方式
中信证券	2020-01-10	134.60	定向	国海证券	2020-01-23	39.43	配股
湘财股份	2020-06-04	106.08	定向	天风证券	2020-03-31	53.25	配股
第一创业	2020-07-01	42.00	定向	东吴证券	2020-04-02	58.51	配股
西南证券	2020-07-13	49.00	定向	山西证券	2020-07-10	37.57	配股
中原证券	2020-07-16	36.45	定向	招商证券	2020-07-31	126.83	配股
国信证券	2020-07-17	150.00	定向	国元证券	2020-10-30	53.96	配股
湘财股份	2020-07-17	10.00	定向	华安证券	2021-06-25	39.43	配股
海通证券	2020-07-17	200.00	定向	红塔证券	2021-08-25	78.54	配股
南京证券	2020-10-15	43.75	定向	东吴证券	2021-12-31	79.99	配股
中信建投	2020-12-08	38.84	定向	东方财富	2018-01-29	46.50	可转债
西部证券	2020-12-16	75.00	定向	浙商证券	2019-03-28	35.00	可转债
浙商证券	2021-04-13	28.05	定向	东方财富	2020-02-14	73.00	可转债
天风证券	2021-04-19	81.79	定向	华安证券	2020-04-09	28.00	可转债
湘财股份	2021-06-22	17.37	定向	国投资本	2020-08-20	80.00	可转债
国联证券	2021-09-13	50.90	定向	财通证券	2020-12-28	38.00	可转债
东兴证券	2021-09-27	44.93	定向				

## 2.2 券商杠杆率

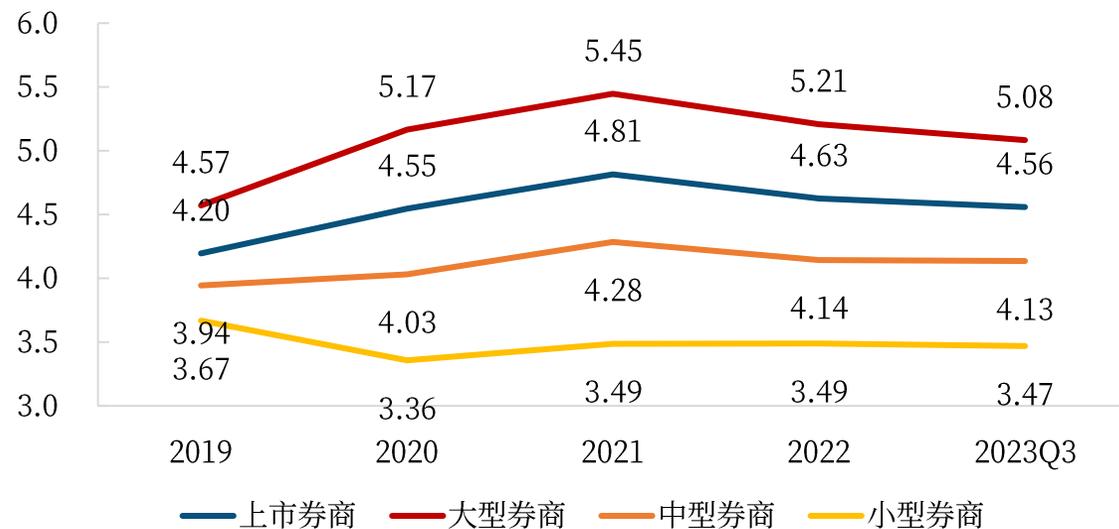


- 2018年-2022年上半年，我国证券行业杠杆率处于稳步增长的趋势，根据央行统计数据计算，截至2018年12月-2022年6月，两融业务规模快速扩张，叠加2020年起券商定增、配股、可转债等再融资兴起，证券行业杠杆率快速上升，2022年上半年，达到近五年以来的最大值4.25倍。2022年下半年开始，再融资节奏放缓，杠杆率震荡下行，截至2023年9月，杠杆率跌至4.02倍，较最高点下跌0.24倍。
- 具体来看，2019-2021年上市券商杠杆率稳步提升，其中，大型券商是资产补充率远高于中小型券商，2019-2021年，大型券商总资产年复合增长率达到22.71%，而中小型券商仅为18.23%和14.56%。而2021年之后，券商整体资本补充节奏放缓，大型券商更加关注资金的使用效率，2019-2021年，大中小型券商净资产的年复合增长率为12.40%、13.43%、17.50%，而2021-2023Q3，年复合增长率为3.19%、1.89%、1.76%，净资产增速超总资产1.41pct、0.13pct、0.33pct。

图表24：证券行业杠杆率



图表25：证券行业杠杆率



资料来源：WIND，中航证券研究所整理

## 2.2 收入结构重资产化，自营高增，经纪投行信用承压



- 2023年11月3日，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。本次修订对风险覆盖率、资本杠杆率、流动性覆盖率及净稳定资金率四个核心指标均产生不同程度的影响：

图表26：风控指标重点变化情况

指标	分子	变化	分母	变化
风险覆盖率 (↑)	净资本 (-)	无	各项风险资本准备之和 (↓)	1、股指期货、权益互换及卖出期权的风险资本准备计算标准由20%提高到30%。↑ 2、新增中证500指数成份股计算标准由30%下调至10%。↓ 3、资管业务中单一、集合计划投资标准化资产的计算标准分别由0.3%/0.5%降为0.1%/0.1%。↓ 4、新增证券公司开展证监会认可的做市业务，在做市账户中持有的金融资产及衍生品的市场风险资本准备按各项计算标准的90%计算。↓ 5、新增连续三年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。↓ 6、证券公司风险资本准备根据分类评价结果调整，连续三年A类AA级以上(含)系数从0.5下调至0.4，连续三年A类系数从0.7下调至0.6。其余不变。↓
资本杠杆率 (↑)	核心净资本 (-)	无	表内外资产总额 (↓)	1、新增调整系数：连续三年A类AA级以上(含)为0.7，连续三年A类为0.9，其余为1。↓
流动性覆盖率	优质流动性资产	1、新增“中证500指数”、“利率债指数基金”。↑ 2、货币基金及利率债指数基金中去除已冻结或质押部分↓	未来30日内现金净流出	1、新增“公募REITs”↑ 2、大宗商品衍生品(不含期权)折算率由12%下调至8%。↓
净稳定资金率 (↑)	可用稳定资金 (-)	无	所需稳定资金 (↓)	1、“中证500指数成份股”折算率由50%下调至30%。↓ 2、新增其他所有资产中，到期日在6个月以内(含到期日)折算率为50%，在6个月以上、1年以内(含到期日)折算率为75%，在1年以上(不含到期日)折算率为100% 3、新增表外项目证券衍生产品计量要求(1)卖出场内期权期末余额按照Delta金额的15%计算，不再适用折算率。期权的Delta金额根据交易所公布的Delta系数进行计算。(2)国债期货、商品期货、股指期货，按单品种单边最大名义价值填列，不再按双边名义价值计算；



## 2.2 风控指标优化，自营业务成长空间提升

- 2019-2022年，四项风控指标均呈下行趋势。目前大部分券商距离监管红线仍有一定距离，相较而言，风险覆盖率和净稳定资金率接近红线。
- **风险覆盖率**：一方面扶优限劣意图显著，放宽了对头部券商的风控系数；另一方面，支持券商资管、做市、大宗商品衍生品等业务的发展，支持资金流向权益市场优质标的和银行承兑汇票，放宽了风险覆盖率的限制。
- **净稳定资金率**：目前，券商衍生品业务多为代客对冲风险而开展的，赚取相对稳定的波动率差。但此前衍生品合约需以名义本金计算所需稳定资金，导致放大了所需稳定资金。本次优化了证券衍生产品计量要求，更加符合实际风险水平。

图表27：上市券商四项风控表现情况

资料来源：证监会，中航证券研究所整理

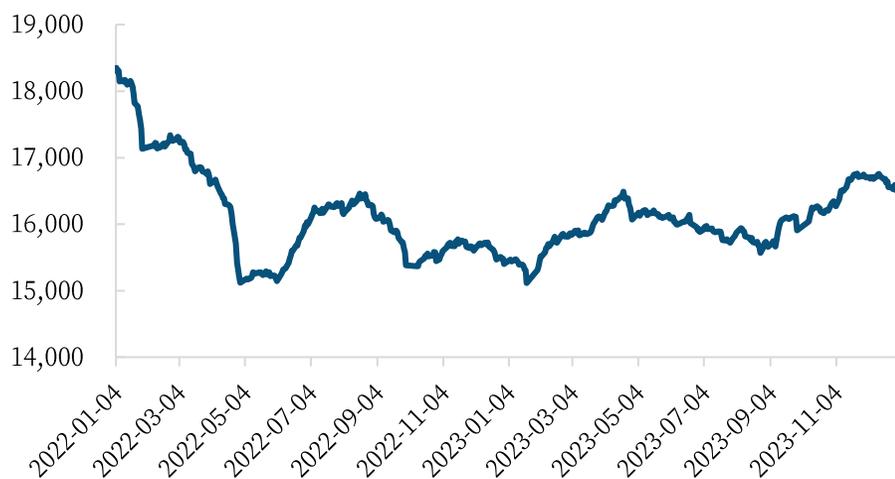
简称	2019年 (%)				2022年 (%)				差额 (2022-2019)				
	风险覆盖率	资本杠杆率	流动性覆盖率	净稳定资金率	风险覆盖率	资本杠杆率	流动性覆盖率	净稳定资金率	风险覆盖率	资本杠杆率	流动性覆盖率	净稳定资金率	
监管标准	≥120%	≥9.6%	≥120%	≥120%	≥120%	≥9.6%	≥120%	≥120%	≥120%				
天风证券	170.72	15.66	372.07	139.81	123.80	16.99	615.81	125.80	-46.92	1.33	243.74	-14.01	
山西证券	219.86	16.60	227.65	170.10	160.32	13.80	134.65	176.65	-59.54	-2.80	-93.00	6.55	
信达证券	285.82	20.10	845.28	131.00	180.35	23.58	143.41	131.00	-105.47	3.48	-701.87	0.00	
中金公司	132.49	10.47	251.91	128.85	182.42	11.24	239.71	154.27	49.93	0.77	-12.20	25.42	
国泰君安	271.23	19.97	258.18	146.85	186.44	17.62	277.32	130.09	-84.79	-2.35	19.14	-16.76	
广发证券	233.36	19.73	322.27	159.77	186.58	13.04	213.79	147.26	-46.78	-6.69	-108.48	-12.51	
东北证券	260.92	16.84	249.89	146.14	186.98	18.38	258.45	146.05	-73.94	1.54	8.56	-0.09	
国联证券	387.76	32.65	253.38	158.17	192.35	20.33	160.06	143.66	-195.41	-12.32	-93.32	-14.51	
华安证券	323.61	27.00	408.72	145.20	195.59	23.32	504.18	178.18	-128.02	-3.68	95.46	32.98	
华西证券	348.77	31.29	247.92	146.10	202.91	22.68	274.87	187.32	-145.86	-8.61	26.95	41.22	
中信证券	166.90	13.73	151.15	123.95	203.96	17.79	130.53	129.64	37.06	4.06	-20.62	5.69	
中泰证券	231.02	17.34	181.40	140.74	220.76	14.85	309.31	162.95	-10.26	-2.49	127.91	22.21	
中原证券	215.16	15.49	195.70	129.38	220.96	18.79	192.85	158.54	5.80	3.30	-2.85	29.16	
中信建投	275.19	16.84	252.17	162.06	222.66	14.91	235.00	141.47	-52.53	-1.93	-17.17	-20.59	
兴业证券	223.71	19.84	357.18	172.60	227.07	15.42	245.78	140.03	3.36	-4.42	-111.40	-32.57	
国元证券	291.35	26.98	234.75	127.40	230.11	21.61	457.44	169.27	-61.24	-5.37	222.69	41.87	
长江证券	222.54	24.75	267.33	154.05	235.45	15.67	169.05	179.03	12.91	-9.08	-98.28	24.98	
长城证券	185.63	28.63	330.91	133.71	236.37	27.90	456.10	160.89	50.74	-0.73	125.19	27.18	
国海证券	206.15	20.76	195.96	139.96	236.77	19.56	154.43	144.43	30.62	-1.20	-41.53	4.47	
华泰证券	258.14	18.47	460.55	138.96	240.12	14.10	166.57	129.33	-18.02	-4.37	-293.98	-9.63	

## 2.2.1 两融规模缩减，融券业务收紧



- 2023年由于市场持续震荡等因素的影响，我国两融规模整体不及上年同期，截止12月31日，市场两融余额达到16,508.96亿元，同比上涨7.17%，两融业务整体活跃度不及上年同期，截至12月31日，年内日均成交额16,057.85亿元，同比下滑0.78%。
- 两融业务作为投资端改革重点，近期政策频出，一方面放宽融资保证金比例的同时，提高融券业务要求，进一步保护了中小投资者的权益，另一方面，融券业务不断趋严，广发证券、中信建投等近期多家券商调整了融券规则，防止绕标套现。2月5日，证监会表示将暂停新增转融券规模，以现转融券余额为上限，存量逐步了结。结合此前全面暂停限售股出借等措施的落地，短期内融券业务规模或将持续缩减，券商信用业务格局或将进一步分化。但长期来看，两融制度的完善有利于券商风险防范，两融券源的持续扩充也有利于业务规模持续扩充，融资业务杠杆率或将进一步抬升。当前，两融业务受市场波动影响较大，后续融券制度的完善以及规模的扩张情况是两融业务能否抵抗市场波动，形成相对稳定收益的关键。

图表28：两融余额（亿元）



资料来源：WIND，中航证券研究所整理

图表29：融资融券相关政策

日期	发布机构	主要内容
2023年8月27日	证监会、沪深北交易所	融资保证金比例从100%降低至80%，此次调整于2023年9月8日收市后正式实施。
2023年10月14日	证监会、沪深北交易所	一是在融券端，将融券保证金比例由不得低于50%上调至80%，对私募证券投资基金参与融券的保证金比例上调至100%。二是在出借端，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，适度限制其他战略投资者在上市初期的出借方式和比例。
2024年1月28日	证监会	一是全面暂停限售股出借；二是将转融券市场化约定申报由实时可用调整为次日可用。两项措施分别自1月29日、3月18日起实施。
2024年2月5日	证监会	暂停新增转融券规模，以现转融券余额为上限，存量逐步了结。

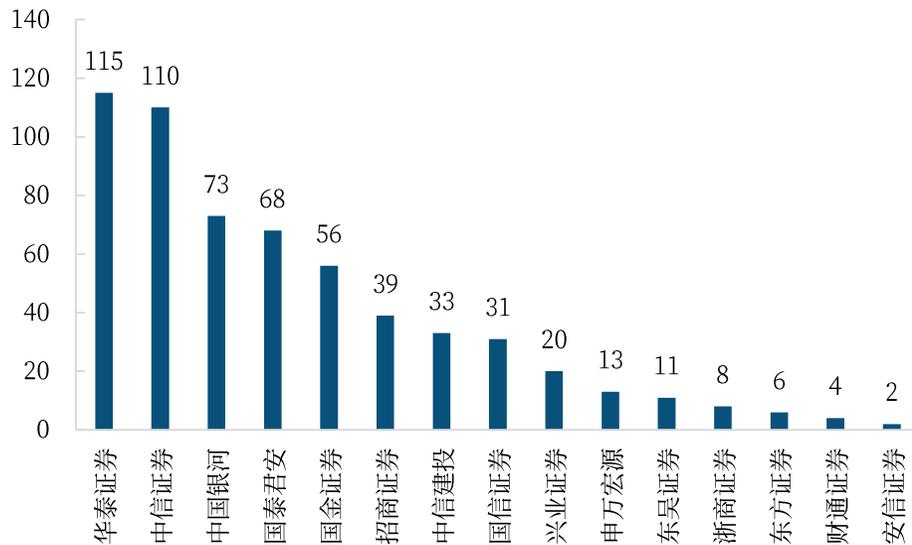
资料来源：证监会、沪深北交易所官网，中航证券研究所整理

## 2.2.2 自营业务：股票做市业务兴起

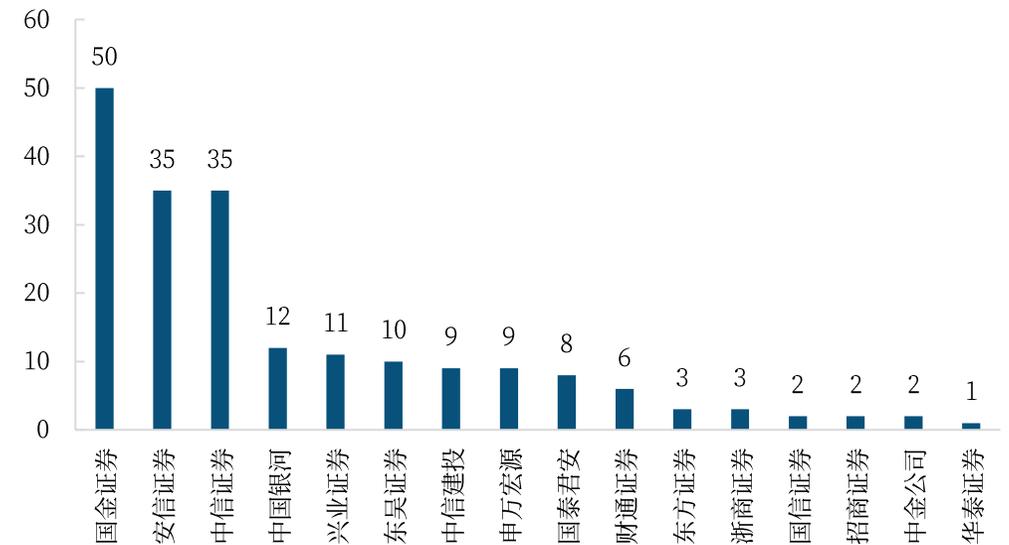


- 近年来，多项做市业务陆续上线，交易品种不断丰富。2022年10月起，科创板做市业务正式启动。截至2024年3月4日，科创板已有16家券商，共224只股票可以开展做市业务，占科创板股票总数的39.37%；224只股票总市值达到3.80万亿元，占科创板股票总市值的69.44%。头部券商在科创板做市业务方面更具优势，华泰证券共115只做市股票，中信证券110只，与其他券商拉开较大差距。
- 2023年2月20日，北交所股票做市交易业务正式启动，北交所公布数据显示，截至2023年底，北交所做市商扩至16家，做市股票备案共198单，涉及股票88只，占北交所总股票数量的35.92%；88只股票总市值达到1919.22亿元，占北交所股票总市值的51.90%。其中，国金证券、中信证券和安信证券做市数量远超其他券商，短期内优势较为显著。

图表30：科创板做市数量



图表31：北交所做市数量



## 2.2.2 自营业务：股票做市业务兴起



- 除了股票做市业务以外，当前债券、基金、REITs等业务也在积极推进做市商。2023年2月6日，沪深交易所债券做市业务正式上线，首批共有12家证券公司参与做市。截至2024年1月15日，上交所做市商数量为15家，包括主做市商11家、一般做市商4家；深交所做市商数量为14家，包括主做市商10家、一般做市商4家。11月1日证监会召开党委(扩大)会议提出壮大债券做市商队伍，深化债券市场对外开放。
- 公募基金做市业务也已具备一定规模，已基本覆盖ETF基金，截至2023年底，上交所基金主做市商共19家，一般做市商13家，共为556只基金产品提供做市业务。其中，ETF基金共523只，占ETF总量的96.14%。深交所基金做市商共26家，做市商ETF基金363只，仅有两只ETF没有做市商业务。公募 REITs 做市业务也在不断发展，截止3月5日，共有30只REITs上市，16家券商开展公募Reits做市业务，其中中国银河达到30只，中信证券、申万宏源、中金公司、广发证券、华泰证券等头部券商做市数量也在达到20只以上，与其他券商拉开较大差距。

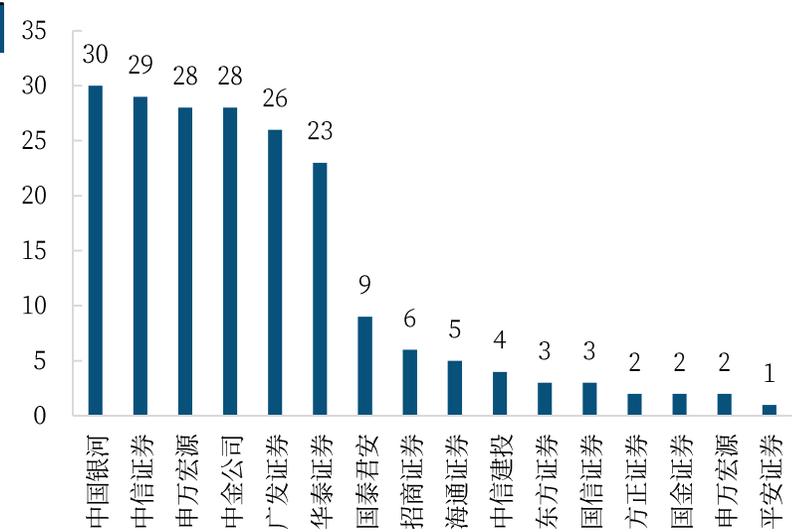
图表32：沪深两市2023年度基金主做市商评级结果

评价	上交所	深交所
AA	方正证券、广发证券、华泰证券、招商证券、中金公司、中信建投、中信证券(7家)	招商证券、广发证券、方正证券、中信证券、中信建投、华泰证券、中金公司、东方证券、申万宏源、国信证券(10家)
A	财通证券、东方证券、国泰君安、海通证券、平安证券、申万宏源、中银证券(7家)	海通证券、东海证券、中国银河、国泰君安、兴业证券、国金证券、财通证券、长江证券、光大证券、平安证券(10家)
B	东海证券、国盛证券、粤开证券、中泰证券(4家)	国盛证券、东北证券、西部证券、中泰证券、浙商证券(5家)
C	国金证券(1家)	

图表33：上交所债券做市综合评价

	信用债	利率债
中信证券	1	2
中信建投	2	6
招商证券	3	7
东方证券	4	1
中国银河	5	3
华泰证券	6	5
国投证券	7	10
国泰君安	8	9
国信证券	9	8
申万宏源	10	4

图表34：REITs做市商情况



资料来源：WIND，券商中国、上交所、深交所，中航证券研究所整理

# 目录

1

市场概况及行业概况

---

2

行业发展：轻资产业务持续承压，自营业务成为业绩胜负手

---

3

**投资策略：关注央企及并购重组逻辑**

---

4

重点公司推荐

---

5

风险提示

---

# 3.1 中特估：央企背景券商估值有望修复



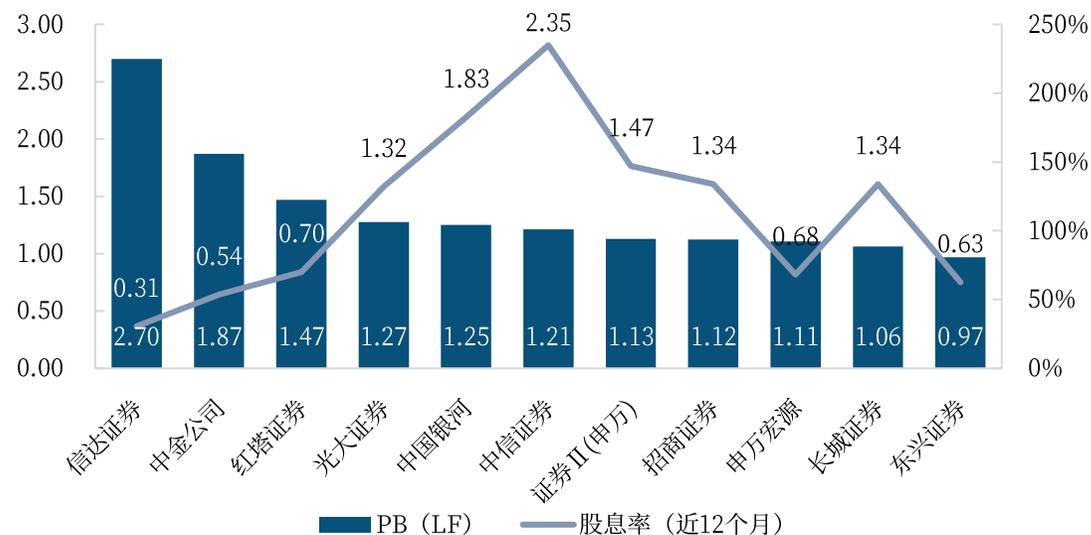
- 近年来我国对于国企央企的政策引导也在逐渐加码。2023年的政府工作报告提到“深化国资国企改革，提高国企核心竞争力。”，新一轮国企改革深化提升行动以提高核心竞争力和增强核心功能为重点，更大力度打造现代新国企。2024年1月24日，国务院国资委表示“将把市值管理成效纳入对中央企业负责人的考核，及时通过应用市场化增持、回购等手段传递信心”，后续增持、回购和现金分红等方式或成为央企市值管理的重点。1月29日，国务院国资委再次表示，将对中央企业全面实施“一企一策”考核，中特估相关股票有望再度抬升。
- 2023年3月16日-5月9日央企券商在中特估行情中，中国银河涨幅达到51.62%，中金公司、申万宏源、光大证券、中信证券涨幅也超过行业平均水平。中信证券背靠中信集团，属于我国最大规模的央企券商，整体盈利能力行业领先，且营运稳定性较强，基本面优质，后续中特估行情仍有望持续受益。此外，相较其他央企券商PB和股息率表现，中信证券等股息率高于行业平均水平，估值偏低，具备较高投资性价比。

图表35：2023年中特估行情央企券商涨跌幅情况

证券简称	3.16-5.9区间涨跌幅 (%)	市值规模 (亿元)
中国银河	51.62	728.88
中金公司	17.97	1399.50
申万宏源	17.83	961.79
光大证券	15.11	610.12
中信证券	13.42	2806.32
央企指数	9.72	-
招商证券	8.87	1096.36
长城证券	7.53	338.08
红塔证券	5.20	381.59
东兴证券	5.05	267.32
信达证券	1.06	506.56

资料来源：WIND，中航证券研究所整理

图表36：央企券商PB估值（倍）及股息率（%）



注：截至2月19日

## 3.2 并购重组：通过并购重组向综合型券商发展



- 近年来，证监会多次鼓励券商并购重组，2019年11月，证监会提出打造航母级头部券商；2023年10月底中央金融工作会再次提出培育一流投资银行和投资实现特色化、差异化发展；11月1日，证监会党委(扩大)会议提出要加强行业机构内部治理，回归本源，稳健发展，加快培育一流投资银行和投资机构；11月3日，证监会在问答会上，再次表明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。
- 券商并购重组可以实现拓展地域市场，补足牌照，实现业务互补。大型券商并购重组在此基础上，资本补足也是重要目的之一，随着重资本业务占比逐渐提升，而随着衍生品、做市业务等创新型重资产业务的重要性的提升，资本补充也是头部券商的并购重组的主要动力。
- 2023年12月15日，证监会核准无锡市国联集团成为民生证券的主要股东，要求稳步推进民生证券和国联证券的整合工作。民生证券与国联证券在地域、业务等方面，均具备高度的互补性，且二者整合主要由国联集团推动，整体进展较为顺畅，从拍卖至收到证监会批复仅九个月。

图表37：近期并购重组事项

收购方	资产规模	被收购	资产规模	持股比例	并购缘由	最新发展情况
国联证券	898.83亿元	民生证券	566.08亿元	30.30%	国联集团于2023年3月15日通过司法拍卖竞得民生证券股份有限公司347,066.67万股股权	2023年12月15日，证监会核准国联集团成为民生证券主要股东，国联集团依法受让民生证券34.71亿股股份（占公司股份总数30.30%）。
浙商证券	1469.79亿元	国都证券	356.83亿元	19.15%	2023年12月9日签订《国都证券股份有限公司股份转让框架协议》，拟以现金方式受让重庆信托、天津重信、重庆嘉鸿、深圳远为、深圳中峻分别持有的国都证券股份有限公司5.2820%、4.7170%、3.7736%、3.3089%、2.0639%股份	由于交易各方推进决策程序的需要，同意将上述框架协议中约定的最终交易文件签署时间由2024年2月28日前修改为2024年3月31日前。
平安证券	2684.48亿元	方正证券	2067.45亿元	28.71%	2020年2月公司原控股股东方正集团于被北京市第一中级人民法院裁定重整。	2022年12月，中国证监会核准新方正集团成为公司主要股东，对其依法受让公司2,363,237,014股股份无异议。
华创证券	461.35亿元	太平洋	152.71亿元	10.92%	2019年11月15日，太平洋证券第一大股东北京嘉裕投资有限公司与华创证券签订附生效条件的《股份转让协议》及《表决权委托协议》	2020年6月3日，公司接嘉裕投资通知，嘉裕投资已与华创证券签订《关于太平洋证券股份有限公司之股份转让协议及表决权委托协议之终止交易协议》。

资料来源：证监会，公司公告，中航证券研究所整理

### 3.3 关注2023年业绩超预期券商



- 近期，券商2023年年报将陆续披露。目前已有18家上市券商公布了业绩预告或业绩快报，整体业绩表现较好，仅4家上市券商归母净利润预减，其余14家券商业绩预增，其中，增速有望超100%的共7家。券商归母净利润的高增速一方面受益于上年低基数的作用，另一方面也是受益于自营业务表现亮眼，带动业绩整体快速增长，建议关注部分业绩超预期的券商。
- **业绩超预期表现可能会成为短期内的行情催化因素，建议关注：**
- 综合实力较强，业务稳步抬升，轻资产业务跌幅较小，自营业务实现快速增长的大型券商，如**华泰证券**等。2023年三季度，华泰证券归母净利润达到95.86亿元，同比增长22.55%，业绩增速远超其他头部券商，在营收排名前十的头部券商中，位居第一。其中，资管和自营业务是业绩增长的驱动力，分别实现21.25%和72.87%的增长，2023年全年华泰证券有望保持快速增长。
- 中小型券商业绩弹性较强，建议重点关注自营实现超预期增长，带动整体净利润大幅提升的中小型券商。

图表38：2023年公司业绩预告、业绩快报

证券简称	归属母公司股东的净利润（亿元）	增速
中信证券	196.86	-7.65%
招商证券	87.44	8.35%
光大证券	41.90	31.38%
东方证券	27.50	-8.65%
国元证券	18.68	7.79%
华安证券	12.81	8.40%
中银证券	9.01	11.51%
长城证券	13.93~14.83	55.00%~65.00%
中泰证券	17.06~20.47	189.00%~247.00%
华林证券	1.72~2.18	-63.00%~-53.00%
太平洋	1.80~2.70	扭亏为盈
中原证券	1.94	82.48%~0.00%
财通证券	21.26~23.56	40.00%~55.00%
天风证券	2.76~3.31	扭亏为盈
红塔证券	3.12	710.57%
申万宏源	42.00~50.00	50.59%~79.27%
西南证券	5.72~6.65	85.00%~115.00%
财达证券	5.90~6.50	95.00%~115.00%
东北证券	6.51	181.90%
东兴证券	7.00~9.00	35.34%~74.01%
西部证券	9.08~11.05	112.12%~158.23%
海通证券	9.18~10.10	-85.97%~-84.57%

资料来源：WIND，中航证券研究所整理

# 目录

1

市场概况及行业概况

---

2

行业发展：轻资产业务持续承压，自营业务成为业绩胜负手

---

3

投资策略：关注央企及并购重组逻辑

---

4

**重点公司推荐**

---

5

风险提示

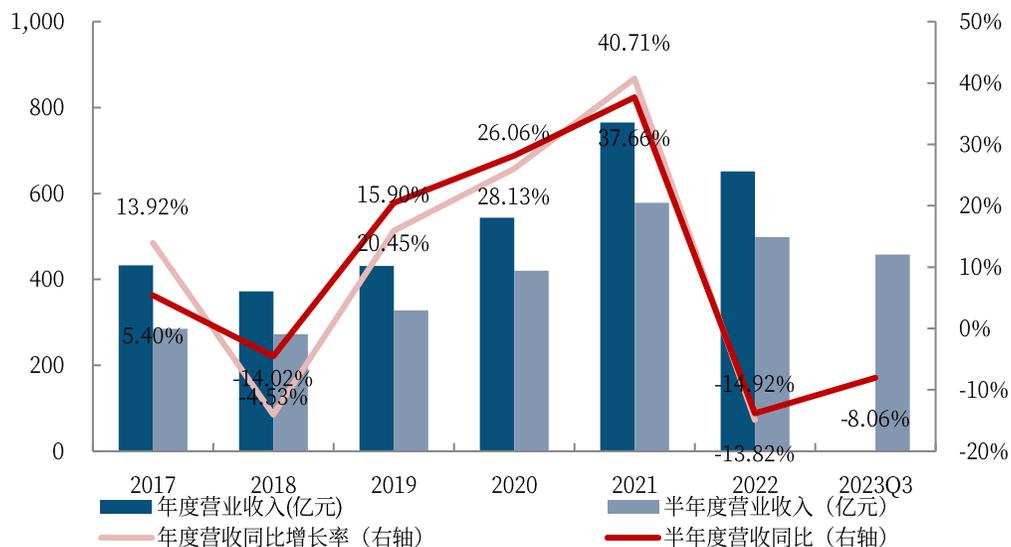
---

# 4.1 重点公司推荐——中信证券 (601995)

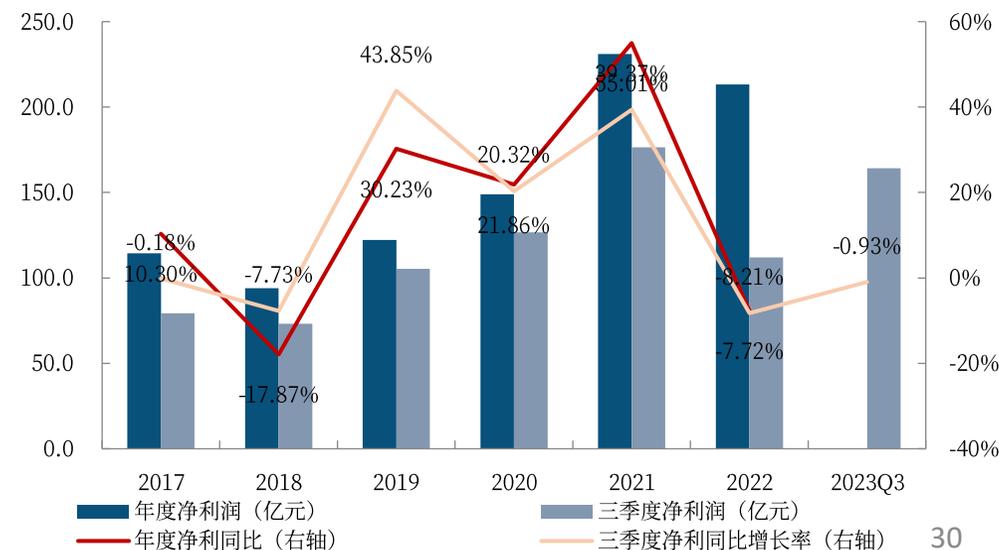


- ◆ 中信证券作为龙头央企券商，背靠中信集团，股东实力强劲。自身综合实力稳居行业头部，在当前政策背景下，央企市值管理被纳入考核，更加关注企业的内在价值和成长能力。而当前，央企估值水平和盈利水平之间明显失衡，中信证券的PB-ROE水平偏低，后续在政策的引导下，中信证券作为央企背景券商，估值有望实现修复。
- ◆ 公司在机构和自营业务方面具备优势。一方面，借助自身投行项目存量丰富、保荐承销能力较强得优势，率先布局投资+投行+投研的大投行协同联动，以投行业务为入口，联动私募子公司、研究团队等，为机构业务客户提供综合金融服务。另一方面，中信证券抢先占领衍生品、做市等创新型业务。公司作为8家一级交易商之一，交易性股票规模快速增长，叠加目前多个交易所做市商制度稳步推进，科创板中信证券作为做市股票数量第二大的券商，共计做市股票数量110只，北交所公司做市股票数量39只，均位居第二。此外，中信证券自身投研实力较强，自营业务收入较为稳定，整体具备较大利好。

图表39：中信证券营业收入及增长率



图表40：中信证券净利润及增长率



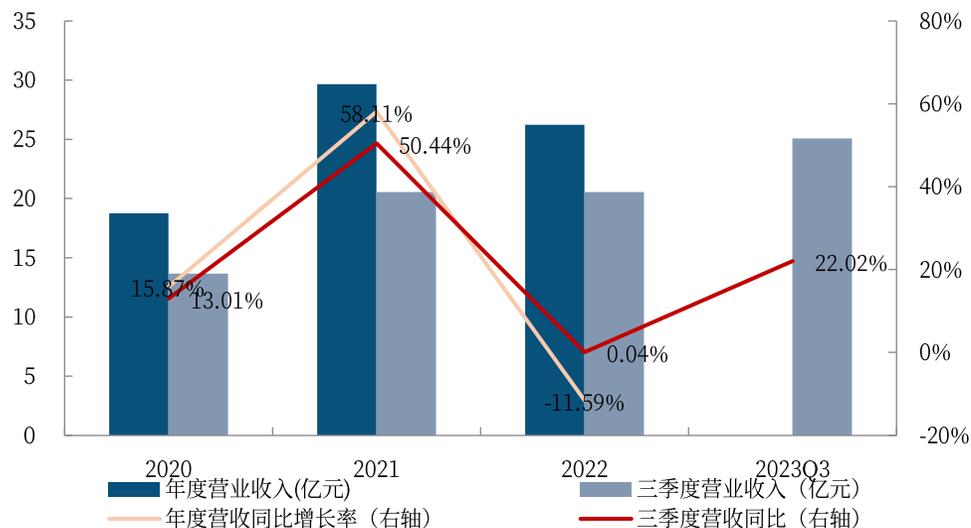
资料来源：公司公告，WIND，中航证券研究所整理

## 4.2 重点公司推荐——国联证券 (601456)

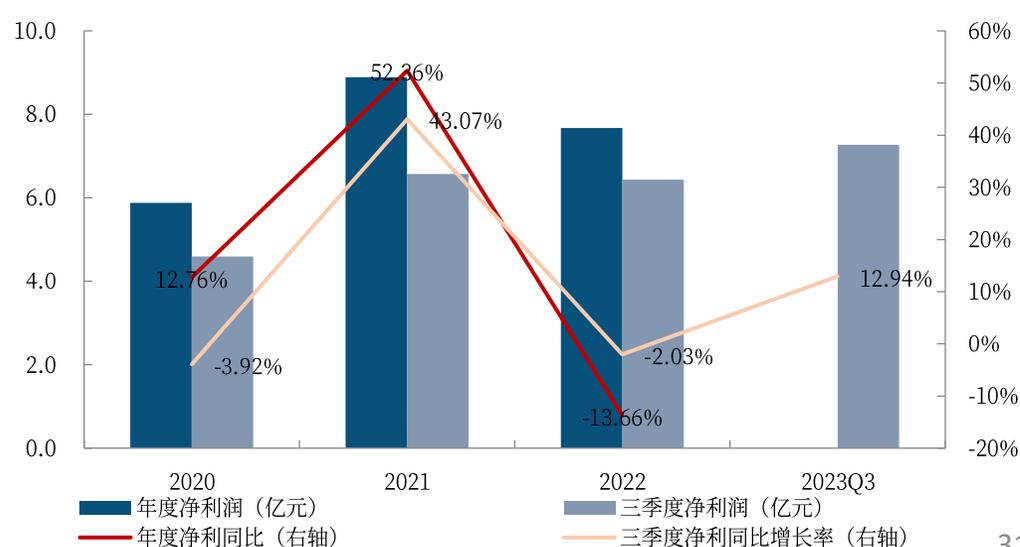


- ◆ **整合预期持续向好。**2023年12月15日，证监会核准国联集团成为民生证券主要股东，国联集团依法受让民生证券 34.71 亿股股份(占公司股份总数30.3%)。后续，国联证券与民生证券的整合将持续推进。民生证券在投行业务实力位居行业前列，同时，在河南地区具备区位优势，与国联证券的整合有望补足国联证券在投行业务和区位方面的实力，综合实力有望进一步提升。
- ◆ **自营业务在营收中占比较高，2023年自营业务表现较好。**截至2023年三季度，国联证券自营业务收入占营收的比重达到45.26%，在43家上市券商中排名第6位。2024年预计券商轻资产业务承压的背景，自营业务仍将是券商业绩的重要看点。
- ◆ **公司财富管理业务转型。**公司围绕“小B大C”客户的覆盖和服务体系，积极开展财富管理转型。(1) 公司收购中融基金75.5%股权，更名为“国联基金管理有限公司”，结合参股33.409%的中海基金，完成“一参一控”的公募基金布局。(2) 公司基金投顾客户数量持续增长，截至6月30日，公司基金投顾业务签约总户数28.18万户 (+ 39.71%)，授权账户资产规模69.65亿元 (-6.04%)，较年初略有增长。

图表41: 国联证券营业收入及增长率



图表42: 国联证券净利润及增长率



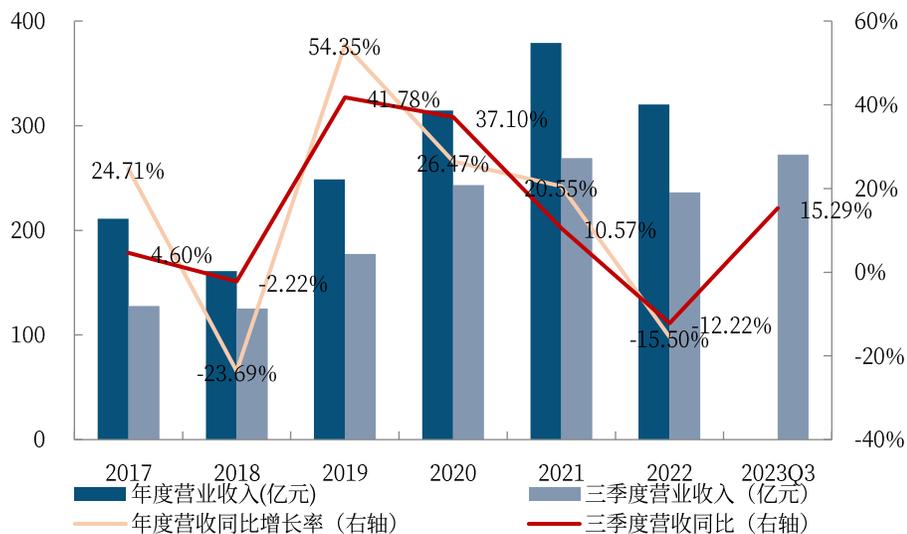
资料来源：公司公告，WIND，中航证券研究所整理

# 4.3 重点公司推荐——华泰证券 (601688)

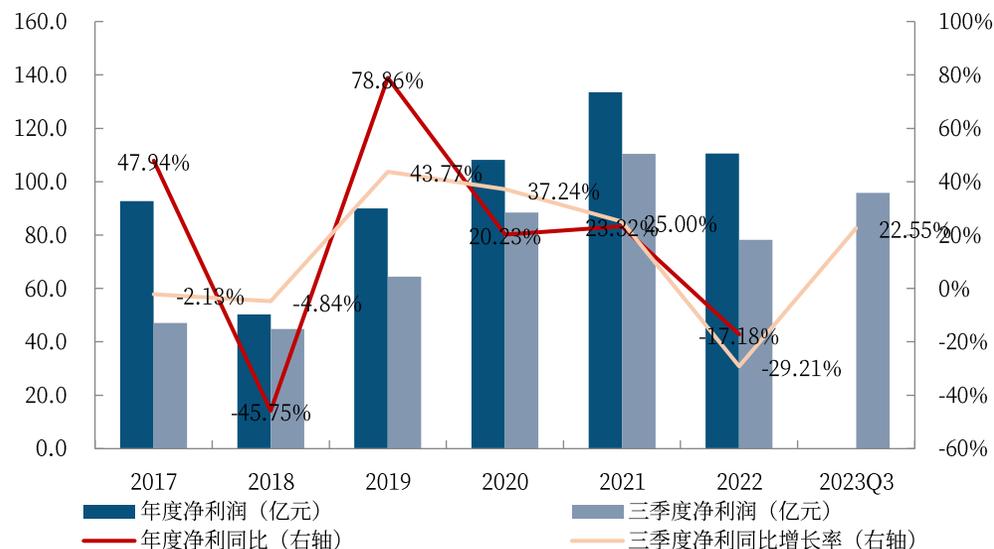


- ◆ **业绩稳中有升，资管和自营业务表现亮眼。**截至2023年三季度，华泰证券归母净利润增速达到95.86亿元，同比增长22.56%，在营收排名前十的头部券商中，位居第一，业绩增速远超其他头部券商。其中，资管和自营业务是业绩增长的驱动力，分别实现21.25%和72.87%的增长。2023年全年业绩有望保持快速增长。
- ◆ **估值偏低。**公司当前估值PB估值为0.86倍，位于2020年以来的25分位点。公司盈利能力位居行业前列，截止2023Q3 ROE达到6.15%，公司ROE/PB达到7.04%，位居行业第一，投资性价比较高。
- ◆ **持续推进财富管理数字化转型。**公司坚持金融科技赋能财富管理数字化转型，“涨乐财富通”平均月活数稳居证券公司类APP第一名。机构客户服务数字化平台“行知 3.0”、信用分析管理系统(CAMS 系统)、融券通4.0等多个数字化平台持续持续赋能华泰证券业务模式创新。

图表43：华泰证券营业收入及增长率



图表44：华泰证券净利润及增长率



资料来源：公司公告，WIND，中航证券研究所整理

# 目录

1

市场概况及行业概况

---

2

行业发展：轻资产业务持续承压，自营业务成为业绩胜负手

---

3

投资策略：关注央企及并购重组逻辑

---

4

重点公司推荐

---

5

风险提示

---

## 4. 风险提示



- **外部市场风险：**当前世界经济增长动能不足，海外市场存在降息、总统换届等诸多不确定因素，可能会对国内资本市场产生冲击。
- **市场波动风险：**券商各项业务与资本市场关系紧密，若受宏观经济修复不及预期、海外市场政策等因素的影响，权益市场大幅下行，将会直接或间接影响券商的经纪业务、信用业务、自营业务等各项业务的业绩表现。
- **券商利润增长不及预期：**当前佣金费率持续下行，自营业务业绩贡献占比较大，自营业务受资本市场震荡等因素影响较大，存在一定波动性，可能会出现。
- **行业监管趋严风险：**行业各项业务受行业政策及监管制度影响较大，若后续对于投资者保护相关政策加强，投行等业务政策趋严，或将影响相关业务业绩表现。

## 分析师简介

薄晓旭（证券执业证书号：S0640513070004）对券商、信托、租赁等多元金融领域持续跟踪，坚持深度、及时、差异化研究。获评2021年东方财富中国最佳分析师非银行业第一名。

师梦泽（证券执业证书号：S0640523010001）长期跟踪证券行业，关注行业的热点事件和重大变化。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入**：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
- 持有**：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%-10%之间
- 卖出**：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 我们设定的行业投资评级如下：

- 增持**：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
- 中性**：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
- 减持**：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

## 免责声明

本报告由中航证券有限公司（已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格）制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代替行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。