

## 证券业高质量发展系列报告（一）

## 资本市场改革驱动证券业格局重塑

## 强于大市（维持）

## 行情走势图



## 相关研究报告

【平安证券】行业深度报告\*非银行金融\*科技金融系列报告（二）直接融资篇：美国如何支持科技企业股债融资？\*强于大市 20240222

## 证券分析师

**王维逸** 投资咨询资格编号  
S1060520040001  
BQC673  
WANGWEIYI059@pingan.com.cn

**李冰婷** 投资咨询资格编号  
S1060520040002  
LIBINGTING419@pingan.com.cn

## 研究助理

**韦霁雯** 一般证券从业资格编号  
S1060122070023  
WEIJIWEN854@pingan.com.cn



## 平安观点：

- **我国资本市场深化改革提速，突出资本市场和证券业高质量发展。**今年以来以“新国九条”为主的“1+N”政策体系加速完善，要求严把发行准入关、提高上市标准，对上市公司鼓励分红、丰富退市标准、规范大股东减持，对证券公司矫正定位、重视合规与风控监管，鼓励头部券商通过并购重组、组织创新等方式做优做强，中小机构差异化发展、特色化经营，集中力量打造金融业“国家队”。在此背景下，我们梳理海外资本市场监管框架和证券业格局变化，以为国内证券行业格局展望提供部分启示。
- **海外资本市场监管关注公司与交易信息的有效披露。**美国、日本等海外地区在发行上市、上市公司、证券交易、证券公司等方面均建立了完善的监管制度，整体来看信息披露是监管的核心之一。1) 上市监管：美国明确规定并逐渐提高发行人披露要求，重视披露内容的完整性、可读性，同时通过行政监管和司法制度的有机结合保障披露质量。2) 上市公司持续监管：美国重视公司定期披露材料的事后审阅，明确规定审阅频率，减持监管同样注重公司完整、最新信息的披露，并通过明确且多元的退市机制保障市场优胜劣汰。3) 交易监管：海外主要交易所采用竞价和做市并存的混合交易制度，并通过养老金制度改革等方式加速中长期资金流入，共同稳定市场交易端。4) 证券公司监管：整体监管框架逐渐完善，逐步取消佣金和外资限制，同时也随着市场景气度动态调整监管要求。
- **海外证券行业不断整合，呈现头部集中化、中小差异化特征。**从美国、日本证券业发展历程来看，受监管变化、竞争加剧等因素影响，证券业头部集中是必然趋势。美国证券业从1970s开始加速整合，并购重组是行业整合的重要手段，至2022年末经纪商数量超3000家，较2008年下降31%，NYSE成员经纪商营收CR10保持在60%左右，目前已形成了大型全能银行、精品投行、财富管理机构、特色券商、交易做市商五类投行差异化竞争的格局。日本证券业同样经历行业洗牌、集中度上行的阶段，券商数量由二战后的超1000家下降到目前300家左右，基本形成五大券商领先、中小券商深耕地方、网络券商服务个人投资者的竞争格局。
- **我国证券业格局开始重塑，供给侧优化在望。**今年以来，券商同业收购、国资背景股东入股等股权变动事件频繁发生，借鉴美国、日本等海外经验，预计未来我国证券行业集中度上行是必然趋势，外延并购、特色化经营也是证券公司做优做强的重要手段，头部证券公司、尤其是国有大型证券公司的市场份额或将进一步提升。
- **风险提示：**1) 政策推进不及预期；2) 宏观经济下行超出预期；3) 金融政策监管风险；4) 部分证券公司股权变动等计划推进不及预期；5) 资本市场行情波动较大，投资者风险偏好出现较大变化。

# 正文目录

一、	<b>政策梳理：资本市场开启新一轮深化改革，加速一流投资银行建设</b>	4
二、	<b>他山之石：海外资本市场监管关注公司与交易信息的有效披露</b>	6
	2.1 上市监管：信息披露质量的关注与监管执法功能的发挥	6
	2.2 持续监管：关注上市公司持续信息披露，退市机制丰富灵活	9
	2.3 交易监管：做市商与机构投资者稳定交易端	10
	2.4 证券公司监管：整体逐步规范、动态持续调整	11
三、	<b>他山之石：海外证券业呈现头部集中化、中小差异化特征</b>	12
四、	<b>展望与启示：证券业格局开始重塑，供给侧优化在望</b>	15
五、	<b>风险提示</b>	19

## 图表目录

图表 1	沪深交易所上市规则修订内容归纳 .....	4
图表 2	沪深交易所退市规则修订内容归纳 .....	5
图表 3	美国证券市场信息披露监管法规汇总 .....	7
图表 4	日本证券市场信息披露监管法规汇总 .....	8
图表 5	SEC 年度支出及员工数 .....	9
图表 6	中国证监会及派出机构年度支出及员工数 .....	9
图表 7	纽交所强制性退市标准 .....	10
图表 8	401(K)投资共同基金的规模及比重 .....	11
图表 9	401(K)投资共同基金的结构 .....	11
图表 10	IRAs 投资共同基金的规模及比重 .....	11
图表 11	IRAs 投资共同基金的结构 .....	11
图表 12	美国 FINRA 注册经纪商数量变动 .....	13
图表 13	美国 NYSE 成员经纪商资本规模变动 .....	13
图表 14	美国 NYSE 报告经纪商合计营收集中度变动 .....	13
图表 15	美国 NYSE 报告经纪商合计总资本集中度变动 .....	13
图表 16	美国投资银行业务模式分类 .....	14
图表 17	日本证券公司数量变动 .....	14
图表 18	日本证券行业净利润结构 .....	14
图表 19	浙商证券、国都证券收入结构对比 .....	16
图表 20	中欧基金、浙商基金净利润对比 .....	16
图表 21	国联证券、民生证券收入结构对比 .....	16
图表 22	2023 年末国联证券、民生证券网点分布对比 .....	16
图表 23	近期部分证券公司股权变动相关事件统计 .....	16
图表 24	上市券商大股东及实控人梳理（2024Q1 末） .....	17
图表 25	证券行业净利润集中度变动 .....	19

今年以来，资本市场开启新一轮深化改革，围绕资本市场高质量发展要求，监管机构迅速建立、落实资本市场“1+N”政策体系，对证券基金机构也提出加速推进建设一流投资银行和投资机构的要求。在此背景下，我们推出证券业高质量发展系列报告，希望可以在解决如何促进资本市场和证券行业高质量发展议题中得到部分借鉴。本篇专题我们将尝试复盘并梳理海外资本市场和投资银行的监管框架，以及在此之中海外证券行业的格局变化，以期为国内证券行业格局展望提供启示。

## 一、政策梳理：资本市场开启新一轮深化改革，加速一流投资银行建设

以“新国九条”为主的“1+N”政策体系加速完善，坚持强监管、防风险、促高质量发展。2024年4月，国务院印发《关于加强监管防范风险 推动资本市场高质量发展的若干意见》，成为继2004、2014年两个资本市场“国九条”之后第三次出台的资本市场指导性文件。为落实新“国九条”，证监会、交易所就发行监管、上市公司持续监管、证券公司监管、交易监管等方面发布多套配套措施，形成资本市场“1+N”政策体系框架。新一轮政策体系以资本市场高质量发展为目标，以强监管、防风险、促高质量发展为主线。具体政策方向包括：

**上市监管：严把发行上市准入关，提高上市标准。**交易所修改上市审核规则，主板、创业板提升上市财务标准，例如主板第一套上市标准的最近三年累计净利润指标由1.5亿元提高至2亿元，最近一年净利润指标由6000万元提高至1亿元，最近三年累计经营活动产生的现金流量净额指标由1亿元提升至2亿元，最近三年累计营业收入指标由10亿元提升至15亿元。科创板上市财务条件未修改，但进一步严格科创属性评价标准，要求最近三年累计研发投入要求由6000万元提高到8000万元。

图表1 沪深交易所上市规则修订内容归纳

沪深主板上市规则调整一览		
	原规则	新规则
第一套标准	最近3年净利润均为正,且最近3年净利润累计不低于1.5亿元,最近一年净利润不低于6000万元,最近3年经营活动产生的现金流量净额累计不低于1亿元或营业收入累计不低于10亿元;	最近3年净利润均为正,且最近3年净利润累计不低于2亿元,最近一年净利润不低于1亿元,最近3年经营活动产生的现金流量净额累计不低于2亿元或营业收入累计不低于15亿元;
第二套标准	预计市值不低于50亿元,且最近一年净利润为正,最近一年营业收入不低于6亿元,最近3年经营活动产生的现金流量净额累计不低于1.5亿元;	预计市值不低于50亿元,且最近一年净利润为正,最近一年营业收入不低于6亿元,最近3年经营活动产生的现金流量净额累计不低于2.5亿元;
第三套标准	预计市值不低于80亿元,且最近一年净利润为正,最近一年营业收入不低于8亿元。	预计市值不低于100亿元,且最近一年净利润为正,最近一年营业收入不低于10亿元。
创业板上市规则调整一览		
	原规则	新规则
第一套标准	最近两年净利润均为正,且累计净利润不低于5000万元;	最近两年净利润均为正,累计净利润不低于1亿元,且最近一年净利润不低于6000万元;
第二套标准	预计市值不低于10亿元,最近一年净利润为正且营业收入不低于1亿元;	预计市值不低于15亿元,最近一年净利润为正且营业收入不低于4亿元;
科创板上市规则调整一览		
	原规则	新规则
第六条	支持和鼓励科创板定位规定的相关行业领域中,同时符合下列4项指标的企业申报科创板发行上市:	支持和鼓励科创板定位规定的相关行业领域中,同时符合下列4项指标的企业申报科创板上市:
	(一)最近三年研发投入占营业收入比例5%以上,或者最近三年研发投入金额累计在6000万元以上;	(1)最近三年研发投入占营业收入比例5%以上,或最近三年研发投入金额累计在8000万元以上;
	(二)研发人员占当年员工总数的比例不低于10%;	(2)研发人员占当年员工总数的比例不低于10%;
	(三)应用于公司主营业务的发明专利5项以上;	(3)应用于公司主营业务的发明专利7项以上;
第七条	(四)最近三年营业收入复合增长率达到20%,或者最近一年营业收入金额达到3亿元。	(4)最近三年营业收入复合增长率达到25%,或最近一年营业收入金额达到3亿元。
第七条	形成核心技术和应用于主营业务的发明专利(含国防专利)	形成核心技术和应用于主营业务,并能够产业化的发明专

合计 50 项以上	利(含国防专利)合计 50 项以上。
-----------	--------------------

资料来源：上交所，深交所，平安证券研究所

**持续监管：鼓励分红、规范减持、丰富退市标准。**证监会发布《关于加强上市公司监管的意见（试行）》，提出对多年未分红或股利支付率偏低的，通过实施其他风险警示（ST）等方式加强监管约束；多措并举提高股息率；推动一年多次分红，引导优质大市值上市公司中期分红等。同时证监会制定《上市公司股东减持股份管理办法》，强化大股东减持要求，明确股份合并计算要求，明确减持与上市公司破净、破发、分红等挂钩的规定；也明确进一步加强减持信息披露要求，明确董监高、大股东通过二级市场减持的，应提前 15 个交易日披露减持计划，减持计划时间区间由最长 6 个月缩减为 3 个月。退市方面，证监会出台《关于严格执行退市制度的意见》，扩大重大违法强制退市适用范围，调低财务造假触发退市的条件，同时提高财务类强制退市门槛，将主板亏损公司营业收入指标要求从 1 亿元提高到 3 亿元，此外新增三项规范类退市情形。

图表2 沪深交易所退市规则修订内容归纳

退市类型	原规则	新规则
重大违法类强制退市	营业收入连续 2 年均存在虚假记载,虚假记载的营业收入金额合计达到 5 亿元以上,且超过该 2 年披露的年度营业收入合计金额的 50%;	<b>新增连续 3 年财务造假退市情形。</b> 造假行为持续 3 年及以上的,只要被重大违法类强制退市行政处罚予以认定,坚决予以出清。
	或者公司披露的净利润连续 2 年年均存在虚假记载,虚假记载的利润总额金额合计达到 5 亿元以上,且超过该 2 年披露的年度利润总额合计金额的 50%。	<b>调低“造假金额+造假比例”的退市标准。</b> 1 年造假 2 亿元以上且超过 30%、连续 2 年造假 3 亿元以上且超过 20%, 予以退市。
规范类强制退市		新增三种规范类退市情形。
		<b>一是新增控股股东资金占用退市情形。</b> 上市公司控股股东（无控股股东的，则为第一大股东）及其关联人非经营性占用资金，余额达 2 亿元以上或超过净资产 30%，在证监会责令改正期限内未能归还的，将被启动规范类退市程序，以退市震慑违规占用行为，督促占用方及时偿还占款。
		<b>二是新增内控非标审计意见退市情形。</b> 内部控制审计报告为无法表示意见或者否定意见，或未按照规定披露内部控制审计报告的，第一年 ST、第二年*ST、第三年退市。该指标设置了递进式实施程序，有利于进一步发挥内控审计意见作用，督促公司规范运作。
财务类强制退市	主板：最近一个会计年度经审计的净利润为负值且营业收入低于 1 亿元，或追溯重述后最近一个会计年度净利润为负值且营业收入低于 1 亿元。	<b>收紧财务类退市指标。拟将主板亏损公司营业收入指标从 1 亿元调高至 3 亿元；</b>
	科创板：扣除非经常性损益前后的净利润孰低者为负值。	对于内部控制存在问题的退市风险警示公司予以退市，提高撤销退市风险警示的规范性要求。
	创业板：最近一个会计年度经审计的净利润为负值且营业收入低于 1 亿元，或追溯重述后最近一个会计年度净利润为负值且营业收入低于 1 亿元。	科创板组合类财务退市指标在“扣除非经常性损益前后的净利润孰低者为负值”中增加利润总额为负的考察维度，修改后的组合指标为“利润总额、净利润或者扣除非经常性损益后的净利润孰低者为负值且营业收入低于 1 亿元”。
		创业板修改后为“利润总额、净利润或者扣除非经常性损益后的净利润孰低者为负值，且扣除后的营业收入低于 1 亿元”及“追

		溯重述后最近一个会计年度利润总额、净利润、扣除非经常性损益后的净利润三者孰低为负值且营业收入低于 1 亿元”或“追溯重述后最近一个会计年度期末净资产为负值”。
交易类强制退市	上市公司连续 20 个交易日在主板的每日股票收盘总市值均低于 3 亿元。	适当将主板 A 股（含 A+B 股）上市公司的市值退市指标从低于 3 亿元提至低于 5 亿元。

资料来源：上交所，深交所，平安证券研究所

**交易监管：大力推动中长期资金入市，加强程序化交易监管。**新“国九条”明确将建立培育长期投资的生态，大力发展权益类公募基金，建立 ETF 快速审批通道，加强基金公司投研能力建设，并稳步降低公募基金综合费率，同时优化保险资金权益投资证券环境，落实并完善国有保险公司绩效评价办法，鼓励银行理财和信托资金积极参与资本市场。此外，为保护中小投资者权益、维护资本市场秩序，监管重点关注程序化交易的监管，明确程序化交易、尤其是量化交易的报告要求。

**证券公司监管：推动机构回归本源，支持行业格局优化，重视合规与风控监管。**新“国九条”明确要加强证券基金机构监管，推动行业回归本源、做优做强。证监会也发布《关于加强证券公司和公募基金监管 加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见（试行）》，明确证券行业发展目标，即 5 年内推动形成 10 家左右优质头部机构引领行业高质量发展的态势，到 2035 年形成 2 到 3 家具备国际竞争力与市场引领力的投资银行和投资机构；到本世纪中叶，形成综合实力和国际影响力全球领先的现代化证券基金行业。整体看，证券公司监管有以下三个政策方向：

一是明确功能性定位，专注主业、审慎开展资本消耗型业务，推动投行能力和财富管理能力建设。证券公司应处理好功能性和盈利性关系，审慎开展高资本消耗型业务，合理确定融资规模和时机、提升资金使用效率，推动行业机构加强投行能力和财富管理能力建设，一方面严格落实“申报即责任”要求，提升投行价值发现能力，另一方面重视服务居民财富管理需求，推出更多匹配中长期资金需求的产品服务。

二是支持证券公司做优做强，鼓励特色化发展方向。《意见》明确优质头部机构引领行业高质量发展的目标，新“国九条”也强调行业机构特色化的发展方向，适度拓宽优质机构资本空间，支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式提升核心竞争力，鼓励中小机构差异化发展、特色化经营。

三是提升合规风控、文化建设的监管强度。证监会明确要积极培育良好的行业文化和投资文化，完善薪酬管理制度，建立健全从业人员分类名单制度和执业声誉管理机制。同时证监会将强化日常监管、现场检查 and 执法问责，全面强化监管执法，落实监管“长牙带刺”、有棱有角，严监管仍然是证券行业政策主线之一。

## 二、他山之石：海外资本市场监管关注公司与交易信息的有效披露

### 2.1 上市监管：信息披露质量的关注与监管执法功能的发挥

美国、日本、香港等地区的发行审核制度均以注册制为核心。美国注册制注重联邦与州双层监管，监管权在 SEC、州监管机构和交易所之间演进。出于美国联邦与州政府独特的宪政分权机制，美国本土公司在境内证券发行时，大多需要在联邦与州两个层面同时注册。1993 年美国发布联邦范围内的《1993 年证券法》，从全国性立法层面，规范证券发行上市的信息披露要求，明确美国证券交易委员会（下称 SEC）在联邦层面对于上市公司的形式审查。而州层面的审查历史更为悠久，主要由各州的证券监管机构负责。其中，联邦注册更关注信息披露是否合规，而各州的证券发行监管更侧重于“实质审核”，需要州证券行政官员进行审查，以决定特定证券的质量是否足以在该州发行<sup>1</sup>。而随着 SEC 信息披露监管框架逐渐成熟，交易所上市标准逐步改进，以及出于多个州重复注册高成本的考量，1996 年《全国性证券市场促进法》通过，明确在全国性股票交易所公开发行的股票，可豁免州层面对 IPO 的注册及实质审查，交易所通过量化的财务指标、软性的公司治理指标等上市标准实质上担任“实质审核”责任。

<sup>1</sup> 蒋大兴《隐退中的“权力型”证监会——注册制改革与证券监管权之重整》

**日本发行注册与上市审查监管分立。**日本自 1948 年《证券交易法》确立注册制，2006 年日本《金融商品交易法》取代前者，注册制保持不变。目前日本证券发行采用联合审查模式，注册工作由金融厅负责、上市审查由交易所及交易所自律法人负责（例如日本交易所集团的子公司日本交易所自主规制法人（JPX-R）承担市场监管与合规检查、交易参与者的审查、公司上市审查、上市公司合规检查等）。金融厅发行注册注重审核申请材料的完整性和信息披露的质量，而交易所自律法人则注重确保发行人质量、更偏向于“实质审查”，实务中上市审核一般先于发行注册审核，企业通过交易所上市审核后，再向金融厅递交注册文件。

**中国香港地区实行双重存档制度，香港证监会与联交所双重审查。**香港证监会依据《证券及期货条例》有权对证券上市申请进行审核，而证监会与联交所签署《上市事宜谅解备忘录》，将上市审核权授予联交所，但证监会保留最终否决权，因此香港上市申请人需通过联交所向证监会提交上市申请及信息披露材料以作存档。在上市审查中，联交所起主导作用，更关注申请材料是否符合《上市规则》和《公司条例》的规定、申请人是否具有持续经营能力和业务规模；证监会更关注申请材料是否符合《证券及期货条例》及其配套规定，以及关注信息披露的质量、证券上市是否符合公众利益。

**信息披露是注册制的核心，美国、日本等地区均不断完善信息披露要求，实操中监管机构会按行业配置专业审阅人才队伍、通过多轮问询把控信息披露质量。**以美国为例，美国市场的信息披露监管具备以下特征：

一是披露内容规定明确，披露要求逐渐提高。《1993 年证券法》首次将信息披露纳入企业监督审查项目中，并加速了 SEC 的成立，SEC 成为资本市场信息披露的主要监管机构。在《证券法》基础上，SEC 也制定了一系列信息披露规则，包括 S-K（《财务信息披露内容与格式条例》）、S-X（《非财务信息披露内容与格式条例》）、C 条例（规定注册登记说明书的具体步骤和细节）、财务报告编报公告（详细规定财务信息披露规则）等。随着 21 世纪初，安然公司、世界通信公司等会计丑闻事件的出现，为维护投资者对资本市场的信心、提升信息披露质量，《2002 年公众公司会计改革和投资者保护法案》（下称《萨班斯-奥克斯利法案》）出台，要求建立一个独立的公众公司会计监管委员会，修订会计准则、加强财务报告的披露，并提高对公司高管等关键人员犯罪的刑事责任，也对 SEC 的审查频率做出明确规定，要求 SEC 必须至少每三年一次性系统审阅发行人的定期披露，包括财务报表。

**图表3 美国证券市场信息披露监管法规汇总**

法规	主要内容
《证券法》	首次将信息披露纳入企业监督审查项目之中，明确了企业信息披露制度
《证券交易法》	证券交易委员会是上市企业信息披露监管机构，其可直接指定相关监督规则，并独立开展具体工作
《S-B 监管条例》	不同规模企业开展不同标准的信息披露
《S-K 监管条例》、 《S-X 监管条例》	初步建立了以行业属性为标准的信息披露监管模式，要求不同行业企业进行差异化信息披露
《塞班斯法案》	企业需要按照要求披露财务报告及内部控制报告
《多德-弗兰克华尔街改革和 消费者保护法》	任何人可对企业金融欺诈进行举报，并根据实际罚款获取经济奖励

资料来源：张玮 师艳《证券市场差异化信息披露监管制度国际比较与借鉴》，平安证券研究所

二是差异化监管，免除部分中小企业信息披露要求，对高风险企业加强事后监管。SEC 制定 S-B 监管条例，对不同规模企业适用不同标准的信息披露监管，在 S-K 条例中也首次明确“小型报告公司”的定义。2012 年 JOBS 法案免除新兴成长型企业某些在财务状况、内控、高管薪酬等方面的披露要求。而对于高风险企业（包括已签发财务结果重大重述的发行人、股价与其他发行人相比出现重大变动的发行人、拥有最大市值的发行人、市盈率存在差异的新兴公司、对经济等产生重大影响的发行人等<sup>2</sup>），SEC 将在三年一审阅的基础上，增加审阅次数。

<sup>2</sup> 陈华敏《注册制下美国信息披露的制度设计与我国资本市场的信息披露路径优化》

三重视披露材料的完整性、可读性。SEC 要求申请人完整的披露信息，可以反映“投资者感兴趣的全部实质性信息<sup>3</sup>”，包括申请人商业模式、盈利来源、风险挑战等，尤其是风险因素的披露要求真实、全面。例如高盛 2023 年 10-k 文件中，风险因素章节从市场、流动性等 7 个角度提出 37 条可能的风险点，篇幅涉及 29 页。此外，SEC 也重视披露材料的可理解性，要求发行人以简明英语 (Plain English) 来写作和披露，例如 SEC 会经常要求公司以举例的形式来解释抽象概念或产品。

在实操过程中，SEC 设置企业融资部 (Division of Corporation Finance) 专门负责证券发行和信息披露，并负责对相关法规内容进行解释，就法规具体适用和修改提出意见等。企业融资部中按照行业划分、设有 12 个审阅办公室，每个审阅办公室配置约 25-35 人、主要是具有执业经验的律师和会计师，审阅功能占企业融资部人数的 80%<sup>3</sup>。SEC 审核过程中，通常会提出 3-4 轮书面意见，问题数从几十个到上百个不等，同时问题较为细致，例如审阅互联网公司 FACEBOOK 和 TWITTER 时，均对用户数量统计的可靠性连续发问，并在随后几轮问询中穷追不舍，直至 SEC 认为相关问题已披露完整<sup>3</sup>。

日本同样不断出台信息披露相关的监管法规。日本政府颁布的《商法典》将信息披露分为直接披露、间接披露、公告披露三类，要求向不同信息使用者报送不同的企业信息。日本政府也制定《证券交易法》，明确在证券发行和流通环节中需披露的信息。证券交易所也制定《证券上市监管执行规则》，就披露方式、内容及范围对企业信息披露进行自律管控<sup>4</sup>。此外，日本政府对不同行业的上市企业提出不同的信息披露监管要求，特殊行业将增加中期财务信息等额外披露要求。

图表4 日本证券市场信息披露监管法规汇总

法规	主要内容
《商法典》	通过公告、间接披露及直接披露明确企业信息披露标准，满足不同信息使用者的信息需求
《证券交易法》	明确证券发行及流通环节的信息披露标准
《证券上市监管执行规则》	通过自律性制度明确披露方式、内容及范围，对企业信息披露行为进行管控

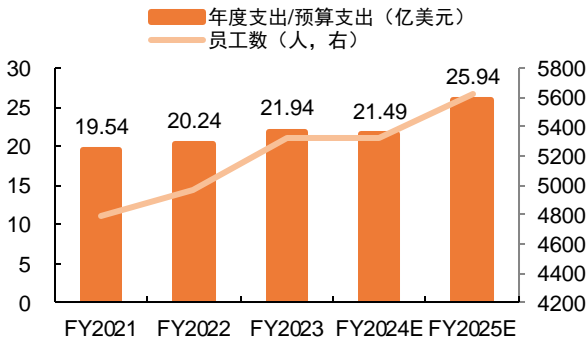
资料来源：张玮 师艳《证券市场差异化信息披露监管制度国际比较与借鉴》，平安证券研究所

**行政监管与司法制度的完备也是保证信息披露质量的必备项。**行政监管方面，SEC 是全美证券市场最核心的行政监管机构，其具有以下特点：一是具有一定立法权、司法权，权力更为综合。《证券交易法》授权 SEC 的职权范围包括对全美证券市场开展监督检查工作，并对违法行为进行调查、作出行政处罚<sup>5</sup>；另外，国会授予 SEC 准立法权，允许 SEC 制定细化的规则、表格、条例，以及准司法权，SEC 可对违法行为展开调查，也可在做出裁决之前与当事人进行和解，SEC 内设独立的行政法官办公室，SEC 的行政法官可通过行政仲裁程序，主持审理违法案件并制裁当事人<sup>6</sup>。二是执法机制的丰富多样。除了罚款、谴责/警告、暂停或撤销证券业务许可、市场禁入、董监高任职限制等行政措施外，SEC 还有民事诉讼、行政诉讼、和解等执法手段，SEC 可对其认为违反联邦证券法的个人或实体向联邦地区法院提起民事诉讼；SEC 也可发挥准司法权，通过行政诉讼进程寻求各种制裁，由 SEC 行政法官主持听证会并作出初步决定<sup>7</sup>。三是监管资源投入较高。根据 SEC 官网披露的预算报告，2023 财年 (2022/10/1-2023/9/30) 末 SEC 共有员工 5325 人，其中执行人员 1512 人、调查人员 1222 人，是人数最多的两类岗位，2024 财年计划员工数 5329 人、2025 财年计划员工数 5621 人。2023 财年实际支出 21.94 亿美元，2024、2025 财年计划支出分别为 21.49、25.94 亿美元。与国内证监会及相关派出机构相比，SEC 的资源投入明显更高，据中国证监会官网披露的年报和预算/决算表，截至 2022 年末，中国证监会及派出机构员工数共计 3590 人，2022 年证监会及派出机构合计支出 21.80 亿元人民币。

<sup>3</sup> 上交所资本市场研究所 徐洋《美国“注册制”管窥》  
<sup>4</sup> 张玮 师艳《证券市场差异化信息披露监管制度国际比较与借鉴》  
<sup>5</sup> 李树晟《上市公司信息披露监管制度研究》  
<sup>6</sup> 卢莹《美国证券交易委员会 IPO 监管制度研究》  
<sup>7</sup> 马宏伟、姚静君《上市公司治理新挑战：中美制度比较与变迁的合规启示》

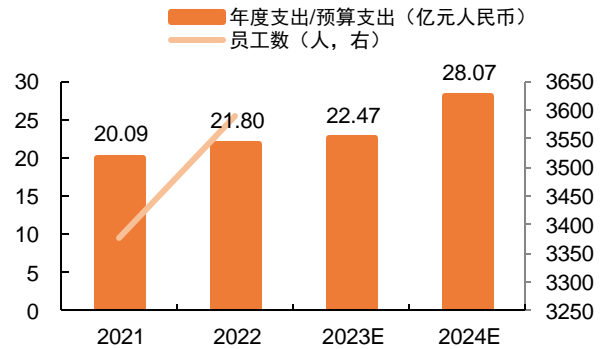


图表5 SEC 年度支出及员工数



资料来源: SEC 官网, 平安证券研究所

图表6 中国证监会及派出机构年度支出及员工数



资料来源: 证监会官网, 平安证券研究所

司法制度方面, 集团诉讼是美国证券市场常用的司法手段。除司法部向法院提起刑事诉讼等监督形式外, 美国法律也授权投资人对违反证券法律的行为进行起诉并要求损害赔偿, 其中集团诉讼是影响最大、威慑力最强且最具活力的手段之一<sup>8</sup>。集团诉讼是由一名或多名代表人代表一个群体提起起诉或应诉。1966 年美国修改集团诉讼制度, 从过去以集团诉讼方式寻求金钱赔偿的个人必须明确签字加入, 修改为除非明确表示退出, 否则被“首席原告”声称所代表的人都将被视为原告集团的一员, 使得集团诉讼包容空前规模的当事人成为可能。集团诉讼也成为美国证券市场保护投资者权益的重要手段, 据美国咨询公司 NERA 统计, 2018-2023 年每年平均有 300 起左右联邦证券集体诉讼, 指控较多的包括误导未来业绩、未达到盈利指引、会计问题等, 例如 2023 年新提交的 228 起证券集团诉讼中, 31%与未达到盈利指引有关, 29%与误导未来业绩有关。

**美国、中国香港、日本等地区也重视对中介机构看门人责任的监管。**以中国香港为例, 香港主要通过规范中介费用、整肃保荐人声誉、增强法律责任的方式加强对保荐人的监督。**一是制定中介机构费用规范。**2013 年香港在洪良国际案后重新修订了《证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》, 订立保荐人收费条款, 明确费用准则、报酬结构、支付时间等, 保荐人费用不应取决于发行成功与否, 并要求在发行上市文件中披露, 提高保荐费用透明度。**二是通过交易所披露网站对不符合要求的发行人、保荐人进行声誉管理。**香港证监会规定, 若上市申请在被交所接纳并详细审阅后发现存在财务资料重大遗漏等不符合规定的情况, 申请人和保荐人名称等信息将被登载在联交所信息披露网站“披露易”上, 后续不管是否成功上市, 相关信息都会永久保留。**三是加强民事责任、新增刑事责任。**香港政府规定公司董事、发起人、所有批准发出招股章程的人应对招股章程的真实性负责, 招股章程载有不真实陈述致使认购人蒙受损失的, 且该陈述具有关键性又无法证明有合理理由相信的, 则相关责任人还需承担监禁、罚款等刑事责任<sup>9</sup>。

## 2.2 持续监管：关注上市公司持续信息披露，退市机制丰富灵活

**重视定期披露的事后审阅。**美国《萨班斯-奥克斯利法案》要求 SEC 必须至少每三年一次系统审阅发行人的定期披露, 包括审阅发行人财务报表; 并提供审阅意见, 包括要求提供进一步的信息、在未来的文件中提供进一步或不同的披露信息、修改文件中的财务报表等。同时 SEC 对于事后审阅也采取差异化监管策略, 对于高风险企业, 包括签发财务结果重大重述、股价出现重大变动、最大市值等企业, 采用增加审阅次数的方式, 并不局限于三年一审阅<sup>2</sup>。

**减持监管同样注重企业最新信息的披露。**美国《144 规则》明确了受限股份 (以非注册、非公开销售方式获得的证券) 的交易规则, 锁定期方面, 对于公众公司 (需要定期向 SEC 提交披露文件的公司), 持有人须持有证券至少 6 个月。额度限制方

<sup>8</sup> 章武生《美国证券市场监管的分析与借鉴》

<sup>9</sup> 柳叶《看门人机制失灵：证券中介机构监管问题研究》

面，对于关联方（与发行人有控制关系的人，如高管、董事或大股东）减持，任何三个月内可出售的证券数量不得超过同类已发行股票的 1%，或过去四周的平均周交易量。信息披露方面，关联方在转售前 12 个月需依法履行持续信息披露义务，任何可能影响公共利益的信息皆应披露，关联方在 3 个月内出售股份超过 5000 股或出售所得超过 5 万美元的，需向 SEC 报告 144 表格，表格上交后 3 个月内需完成交易<sup>10</sup>。违规处罚方面，大额持股违规披露者须承担民事、行政甚至刑事责任，《萨班斯-奥克斯利法案》明确违法信息披露责任人的处罚措施，最高处以 20 年监禁。

**退市机制明确且多元。**目前美股退市主要分为自愿退市和强制退市，前者主要指上市公司由于私有化、并购等原因自愿发起退市，后者主要由于未达到交易所持续上市要求而由交易所强制退市，持续上市要求包括一般交易类、持续经营能力、合规性三方面要求。同时退市流程也更为精简、清晰，无暂停上市、恢复上市环节，也为退市公司设置申诉复核环节。据上交所报告显示<sup>11</sup>，在 1980-2017 年间，美国上市公司数量累计达到 2.6 万家，而退市公司数量达到 1.4 万家，占比超 50%；其中主动退市更为常见，并购、财务问题和股价过低是退市最主要的三个原因，占比依次为 56%、15%、9%。

**图表7 纽交所强制性退市标准**

定量标准		定性标准
股 东 结 构 ( 满 足 条 件 之 一 )	股东总数少于 400	1.经营资产由于被出售、租赁、没收，或公司停止经营，或由于各种原因公司终止了其主营业务经营活动
	股东总数少于 1200 人，且平均每月交易量少于 100,000 股	2.破产（或）清算。如果公司依据破产法提出破产申请或公司已开始清算，或者公司依据破产法申请重组，交易所会自行决定公司股票是否继续上市交易；
	公众持股量少于 60 万股，其中，高管及直系家庭成员集中持股数达到 10%或以上的人员持股数不计为公众持股量，且交易所会员持股数不包括在股东数量中	3.权威性报告指出证券没有投资价值；
股 价 标 准	连续 30 个交易日平均收盘价少于 1 美元	4.注册不再有效。根据《1934 年证券交易法》注册或免除注册不再有效；
市 值 标 准	连续 30 个交易日平均总市值少于 1500 万美元	5.股东大会上未征询代理人意见；
	以“税前利润”标准获得上市资格的企业：连续 30 个交易日平均总市值少于 5000 万美元；股东权益少于 5000 万美元	6.公司违背了与交易所的协议。如未能及时、全面和准确地向股东和公众披露信息，在公司盈利和财务状况的报告中没有遵守会计惯例等；
	以“市值+营业收入”标准获得上市资格的企业（满足条件之一）：连续 30 个交易日总市值少于 3.75 亿美元，同时，总收入在过去 12 个月中少于 1500 万美元；连续 30 个交易日平均总市值少于 1 亿美元。	7.违背公众利益。如果以交易所的观点认定，公司或它的管理者从事的经营活动违背了公众利益；
	以关联公司标准获得上市资格的企业：上市公司的母公司或关联公司不再控股该公司，或者母公司或关联公司不再符合上市条件；连续 30 个交易日平均总市值少于 7500 万美元，同时，股东权益少于 7500 万美元。	8.符合交易所要求的审计委员会的权利没有得到维护； 9.公司财务和经营状况不令人满意；无法承担当前的债务义务或没有适当的财务运营能力； 10.最近独立会计师对有关财务报告出具了不同意见。

资料来源：上交所资本市场研究所《全球主要资本市场退市情况研究及对科创板的启示》，纽交所官网，平安证券研究所

### 2.3 交易监管：做市商与机构投资者稳定交易端

海外主要交易所采用竞价和做市并存的混合交易制度，包括纽交所、纳斯达克、伦交所、港交所等。做市商通过持续报价并垫付资本，提高市场流动性，有助于改善证券报价信息的及时性和准确性。交易所也通过各种措施，激励做市商提供流动性服务，同时有效防范做市商滥用信息优势、侵害公共投资者权益。一是设置流动性激励，例如纽交所规定，提供流动性的做市商可以在增加流动性时获得回扣。二是通过改革交易系统排除做市商对于报价、委托处理等环节的干扰。例如纳斯达克市场 1996 年采用新的委托处理规则，要求做市商将更优价格的客户委托体现在报价中，不同做市商内部交易中不能与在纳斯

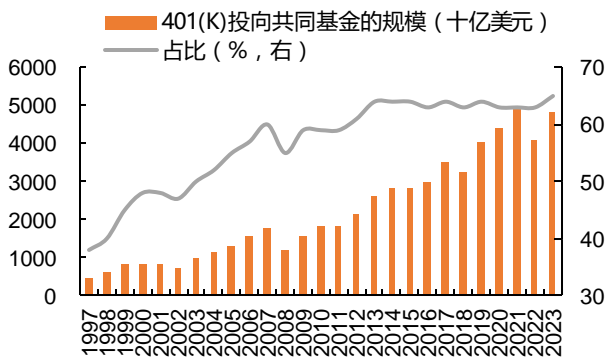
<sup>10</sup> 复旦发展研究院 金融研究中心 《金融学术前沿：违规减持再迎监管从严——解读与浅析沪深交易所减持新规》

<sup>11</sup> 上交所资本市场研究所《全球主要资本市场退市情况研究及对科创板的启示》

达克市场的报价不同。纳斯达克从 2000 年开始推行自动执行系统，集中显示所有做市商报价和数量，自动处理进入系统的委托，进一步避免做市商违规报价、扩大价差收入。港交所同样通过交易系统进行自动配对，自动配对的原则是价格及时间优先，做市商并无买卖的优先权<sup>12</sup>。

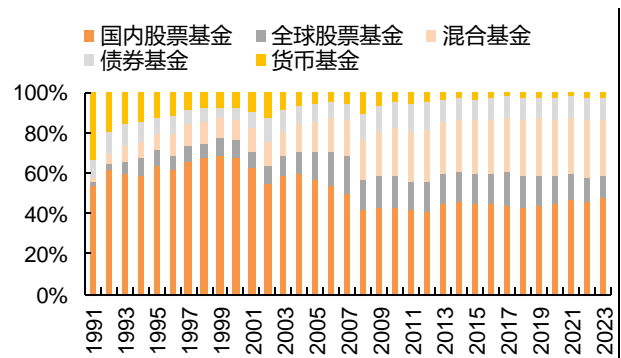
**资本市场引入中长期资金，培育机构投资者。**美国 70 年代养老金体系改革落地，以 401(K)为主的雇主养老金计划和个人退休账户（IRAs）制度出台，账户内资金及投资收益享受税收递延优惠，居民养老金资产流入资本市场，成为证券市场重要的中长期资金。401(K)和 IRAs 主要通过共同基金持有股票，据 ICI，截至 2023 年底，401(K)计划规模达到 7.4 万亿美元，投资于共同基金的比重为 65%，投向权益市场的（国内股票基金、全球股票基金和混合型基金，下同）的占比约 87%；IRA 计划规模达到 13.6 万亿美元，投资于共同基金的比重为 43%，投向权益市场的占比约 75%。养老金通过共同基金间接入市，叠加股票市场的繁荣，70 年代后美国共同基金也迎来快速发展，机构投资者在资本市场交易端中的重要性越来越突出，据 Wind，截至 2023 年末，美国 13F 资管机构（资管规模超过 1 亿美元的投资机构）持有的上市美股（包含纽交所、纳斯达克、美交所）市值占比达到 56%。

图表8 401(K)投资共同基金的规模及比重



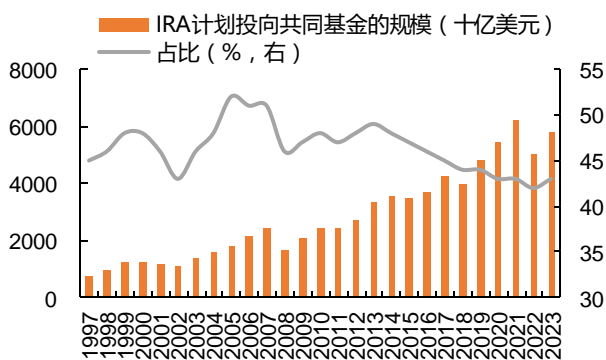
资料来源：ICI，平安证券研究所

图表9 401(K)投资共同基金的结构



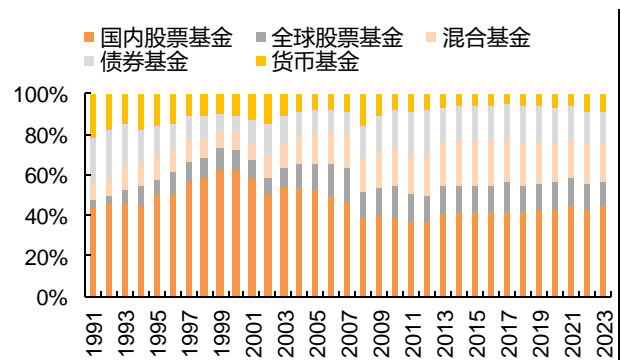
资料来源：ICI，平安证券研究所

图表10 IRAs 投资共同基金的规模及比重



资料来源：ICI，平安证券研究所

图表11 IRAs 投资共同基金的结构



资料来源：ICI，平安证券研究所

## 2.4 证券公司监管：整体逐步规范、动态持续调整

**美国、日本等地证券公司监管逐步规范、动态调整。**证券公司由于经纪、交易、承销等传统核心业务具有一定投机性，而被认为不应获得任何形式的政府担保，因此发展之初并未像商业银行一样受到各地区监管机构的严格监管。同时证券公司的盈

<sup>12</sup> 冯巍《海外做市商制度的实践及其相关理论问题综述》

利情况、业务模式与地区宏观经济、资本市场景气度关联较大，行业长期以来呈现螺旋式增长趋势，因此海外多地证券公司监管也同步呈现着整体逐步规范，动态持续调整的特点。

**美国：经历自然混业-分业-混业经营转变，佣金自由化加速混业转变。**早期美国投资银行业呈现自然混业形态，雷曼兄弟、JP 摩根等商业银行也开始经营承销、经纪等投资银行相关业务。20 世纪初各州蓝天法的出台将投资银行正式置于法律监控之下，随后纽交所也开始制定股票交易前的详细披露规定。至 20 世纪 30 年代，大萧条后《证券法》、《证券交易法》《投资公司法》等立法相继颁布实施，市场监管框架初步形成，1933 年《银行法》确定投资银行和商业银行的完全分离。20 世纪 70 年代随着资本市场快速扩张、证券交易量激增，证券业杠杆率快速上升，SEC 进一步介入投资银行监管，施加客户保护和净资本相关规则<sup>13</sup>（要求负债/净资本≤12 倍）。1975 年固定佣金制度取消，证券行业迎来佣金自由化，在激烈竞争下，传统的经纪、承销业务价值迅速下降，而资本和交易相关的能力更具价值，商业银行和投资银行业务界限开始模糊，开始出现银行控股公司、金融控股公司从事投资银行业务的情形，1999 年《金融服务现代法案》出台，允许以银行控股公司模式通过附属公司介入银行、证券、保险等业务。而次贷危机后，美国大型投资银行多数转型为银行控股公司，2010 年《多德-弗兰克法案》出台，重新建立系统性风险监管框架，纳入可能带来系统性风险的商业银行和非银机构，再次收紧投资银行监管。2018 年《经济增长、监管放松与消费者保护法》出台，修改《多德-弗兰克法案》、放松部分资本监管。

**日本：分业转向混业经营，投资自由化打开外资券商进入渠道，同样经历佣金自由化过程。**二战后日本经济高速发展，并恢复证券交易，证券公司采用美国式的注册登记制，网点数量快速上升。60 年代日本证券市场进入低迷阶段，1965 年日本《证券交易法》修订，1968 年证券公司由注册登记制修改为审批制，严格要求银证分业，并对证券公司业务进行区分并分类管理，在此背景下，证券经营机构大规模整合，网点数从 1962 年的 2928 个下降到 1969 年的 1844 个<sup>14</sup>。同时，日本金融业开始投资自由化改革，1967 年日本制定《外资证券公司法》，允许外资券商在日本开设营业网点，1980 年日本《外汇法》修订、允许资本项目自由化，80 年代摩根士丹利、美林等国际头部投资银行进入日本。80 年代末日本泡沫经济破灭，同时在外资券商的竞争下，日本证券公司经营压力较大，日本监管出台《金融制度改革法》，允许银行和证券公司通过设立子公司的形式实现混业经营，并开启佣金自由化改革，证券公司从审批制转回注册许可制。90 年代后期日本政府加速金融自由化步伐，更多外资券商涌入日本。

### 三、他山之石：海外证券业呈现头部集中化、中小差异化特征

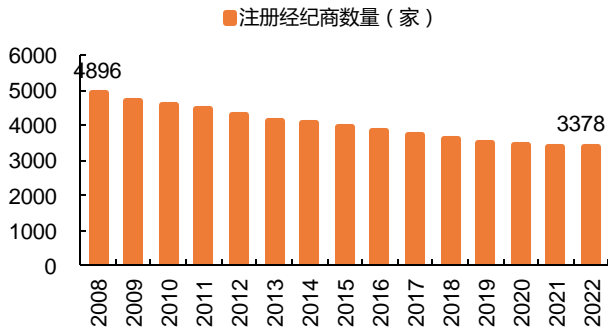
**受监管变化和竞争加剧影响，证券行业头部集中是必然趋势。**一是资本市场快速发展，同时监管逐渐规范，对上市公司、证券交易信息披露的高要求，以及机构投资者入市后对于综合服务的要求等，需要证券公司提升自身业务专业能力、合规能力、风险控制能力等。二是佣金自由化后，传统经纪、承销等费用类业务收入下降，同时证券种类、衍生品等业务创新，以及混业经营下重资产业务需求增加，对于证券公司资本水平也提出更高要求。三是佣金自由化、投资自由化等变化下，证券行业竞争加剧，对中小证券公司的生存带来更大压力，也加速了证券行业供给侧的优化。

**美国投资银行数量快速下滑，目前营收 CR10 集中度维持 60%以上。**受佣金自由化、混业经营重启等政策和公司增长需求驱动，美国投资银行业自 1970s 以来加速整合，据麦肯锡 2020 年的报告显示，过去 15 年美国数千家券商不断整合，数量减少了 30%，市场高度集中，前 10 大券商市场份额超过 70%。据 SIMFA（美国证券行业和金融市场协会）报告，截至 2022 年末在 FINRA（美国金融业监管局）注册的经纪商（Broker-Dealers）3378 家，较 2008 年的 4896 家下降 31%；证券行业资产规模仍稳步扩张，2022 年末 NYSE 成员经纪商合计总资产 3799 亿美元，较 2008 年末增长 55%。2004-2018 年，在纽交所报告的经纪商中，总营收 TOP10、TOP11-TOP25、其余经纪商的总营收占比分别在 60%、20%、20%左右；总资产 TOP10、TOP11-TOP25、其余经纪商的总资产占比分别在 65%、25%、10%左右。

<sup>13</sup> 应展宇《美国投资银行监管制度演变的政治经济分析》

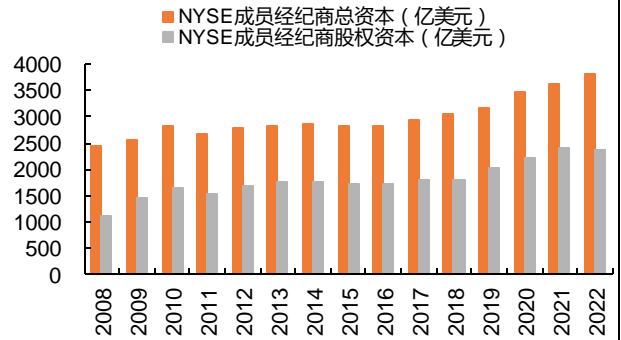
<sup>14</sup> 吴群慧《美国、日本证券立法对市场行为与结构的影响》

图表12 美国 FINRA 注册经纪商数量变动



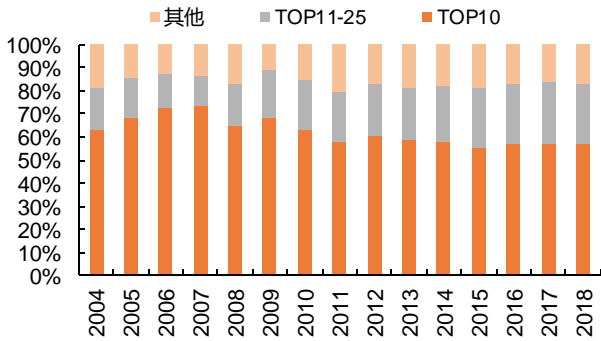
资料来源: SIMFA, 平安证券研究所

图表13 美国 NYSE 成员经纪商资本规模变动



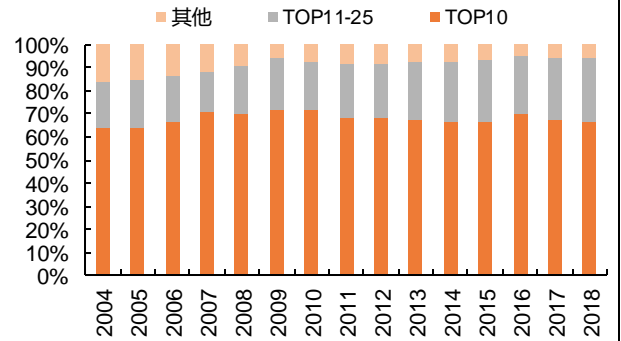
资料来源: SIMFA, 平安证券研究所

图表14 美国 NYSE 报告经纪商合计营收集中度变动



资料来源: SIMFA, 平安证券研究所

图表15 美国 NYSE 报告经纪商合计总资本集中度变动

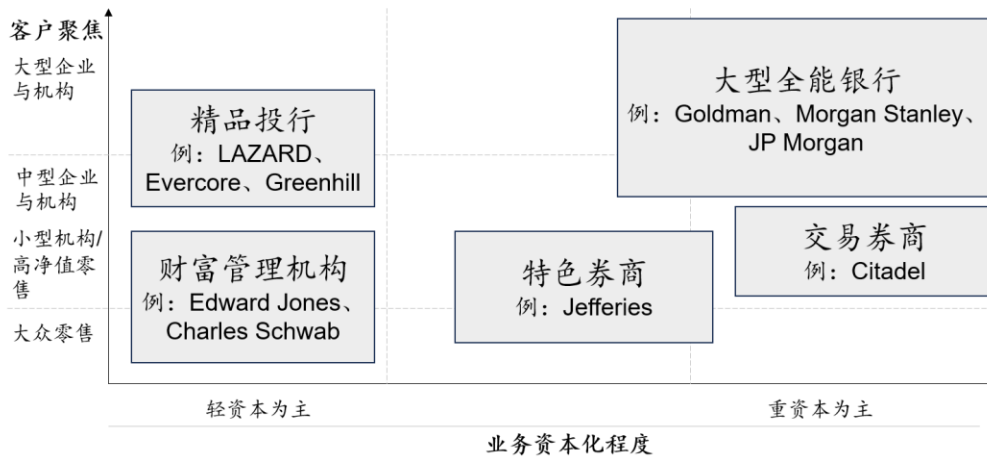


资料来源: SIMFA, 平安证券研究所

**并购重组是美国投资银行业整合的重要手段。**美国投资银行并购主要可以分为横向并购和纵向并购两大类，纵向并购主要是为拓展业务范围，例如摩根士丹利并购互联网折扣经纪商 E\*Trade，补足线上自助渠道的短板，嘉信理财并购 State Street Private Asset 等资管公司，增强投资管理能力。横向并购主要是增强企业竞争力、形成规模效应，例如嘉信理财收购美国另一家大型在线折扣经纪商德美利证券，进一步扩大财富管理规模、降低竞争成本。

**在行业整合、自身发展、资本市场逐渐成熟等内外部因素的共同驱动下，美国投资银行形成差异化的经营模式。**大型投资银行不断整合，提升综合服务能力、打造全能银行，中小投资银行则依靠自身资源禀赋，专注于财富管理、并购咨询、承销保荐等业务。目前美国投资银行业已分化为大型全能投行、精品投行、财富管理机构、特色券商、交易做市商等类型，大型全能投行以高盛、摩根士丹利为代表，其业务多元，业务结构也更倾向于重资本业务，客户结构也以大型企业及机构为主。其他类型券商则主要以专业化战略为主，例如财富管理机构嘉信理财重视零售客户理财，精品投行 LAZARD 专注于并购重组财务咨询，交易券商城堡证券更专注于量化做市交易等。

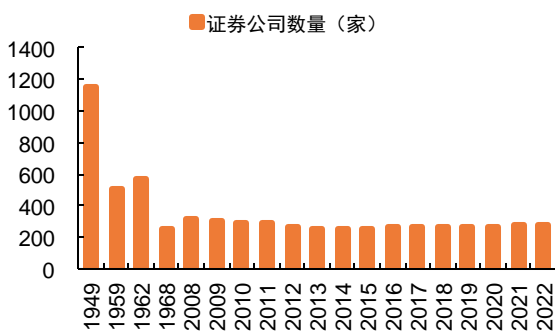
图表16 美国投资银行业务模式分类



资料来源: 麦肯锡《展望2020 中国证券业》, 平安证券研究所

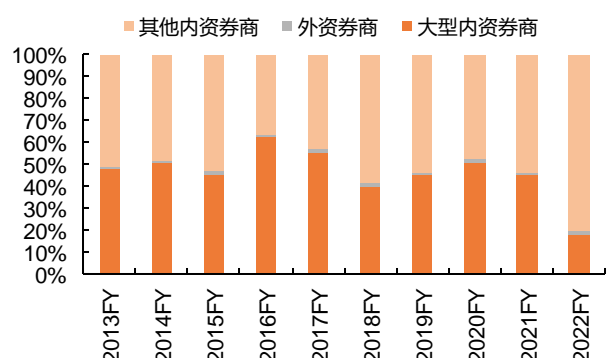
日本证券业同样呈现较高集中度特点, 券商数量由超 1000 家高峰下降至目前 300 家左右; 目前资本规模前 33 家券商的利润贡献近 50%。二战后日本证券市场快速发展, 在此之中拥有营业网点和人才队伍优势的四大证券公司山一证券、野村证券、日兴证券、大和证券与其他证券公司的市场份额差距明显拉大, 形成寡头垄断格局。行业快速洗牌、市场集中化趋势明显, 证券公司数量由 1949 年的 1152 家锐减到 1959 年的 508 家, 四大券商平均拥有店铺数量从 1949 年的 36.8 个增长至 1959 年的 106 个, 而其他中小券商平均拥有店铺数量从 1949 年的 1.5 个增长至 1959 年的 2.6 个, 整体差距较大。60 年代证券危机后, 日本证券业监管收紧, 证券业竞争格局进一步集中化, 证券公司数量从 1962 年的 564 家下降到 1968 年的 255 家, 此后数量基本稳定<sup>15</sup>。80 年代后, 随着泡沫经济瓦解, 以及外资证券公司参与竞争, 山一证券破产倒闭, 四大证券寡头垄断的格局解除, 但日本证券业高集中度的特征仍然持续。据 JSDA (日本证券业协会) 报告显示, 截至 2022 年末日本共有 273 家证券公司, 其中外资券商 9 家、内资券商 264 家, 资本金超过 1000 亿日元的券商 33 家, 但这 33 家券商 2013FY-2022FY (2022FY 为 2022/4/1-2023/3/31) 期间年净利润在行业中的贡献平均值达 46%。

图表17 日本证券公司数量变动



资料来源: 王晨宁《日本证券业“四社寡占体制”成因分析》, JSDA, 平安证券研究所

图表18 日本证券行业净利润结构



资料来源: JSDA, 平安证券研究所

注: 大型券商包括 SMBC、大和等资本规模超 1000 亿日元的券商

<sup>15</sup> 王晨宁《日本证券业“四社寡占体制”成因分析》

并购重组是日本证券公司扩大业务范围和优势、满足监管要求的重要手段。一方面，日本证券公司横向或纵向合并，拓展业务领域，例如，次贷危机后野村证券收购雷曼兄弟在亚太地区的业务、加速国际扩张，大和证券收购金融科技公司 Fintertech、拓展加密数字货币业务。另一方面，1965 年日本《证券交易法》规定证券公司经营不同业务的不同资本金要求，其中要求同时经营自营证券买卖、代理证券买卖等业务的综合证券公司资本金必须在 30 亿日元以上。为成为综合类证券公司，多家中小券商也进行合并，从 60 年代末到 1985 年，日本发生的 29 件证券公司合并案中，17 件是为了成为综合证券公司<sup>15</sup>。

目前日本证券行整体呈现五大综合型券商领先、中小型券商深耕地方、网络券商低佣金吸引个人投资者的竞争格局。包含野村证券、瑞穗证券、三菱摩根士丹利证券、大和证券和 SMBC 日兴证券在内的五大券商领导日本证券行业，尤其是在股债承销、并购重组、机构经纪等企业客户、机构客户服务方面更占优势。中小型券商更多深耕发源地，例如东洋证券于 1916 年在广岛成立，1983 年与九十证券公司合并，后增资成为综合证券公司，据东洋证券官网显示，目前东洋证券在日本共有 32 个网点，其中 12 个网点位于广岛及其周围的鸟根、山口。网络券商从 90 年代后兴起，通过低佣金迅速抢占日本零售客户市场，以 SBI 证券、乐天证券等为代表。

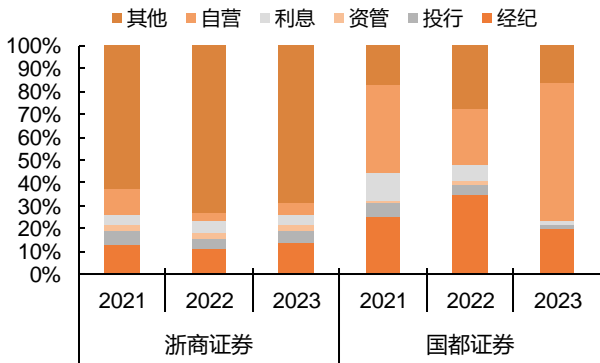
#### 四、展望与启示：证券业格局开始重塑，供给侧优化在望

当前国内证券行业在降费、外资券商流入等背景下同质化竞争加剧。据证券业协会，截至 2023 年末，国内共 145 家证券公司，相对于 2019 年末增加 12 家，且大部分券商均为综合性券商模式。尽管近年来部分券商在财富管理、股债承销等业务方面打造特色标签，但相对于美国、日本等市场的证券行业，整体差异性仍不显著，同质化较强。同时金融行业对外开放加速，高盛、摩根士丹利、渣打、法巴等国际大型投资银行于国内设立全资券商，将进一步加剧行业竞争。而经纪佣金率的持续下行、股权融资的暂缓以及权益市场的波动将对券商经营产生一定压力，也将加剧行业竞争。

高质量发展相关政策指明行业格局优化方向：头部做优做强、中小特色化经营、打造证券业国家队。2024 年以来资本市场“1+N”政策快速落地，对加速建设一流投资银行提出一系列新要求，其中对于证券行业市场格局的影响主要有两个方面。一是行业集中度上行、机构差异化发展，监管多次强调支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式做优做强，鼓励中小机构差异化发展、特色化经营，结合股东特点、区域优势、人才储备等资源禀赋和专业能力做精做细。二是国有资本力量有望进一步提升，2024 年 4 月十四届人大常委会会议上，财政部副部长廖岷作《国务院关于金融企业国有资产管理情况专项报告审议意见的研究处理情况和整改问责情况的报告》，明确将优化国有金融资本功能定位和战略布局，适时合理调整国有金融资本在银行、保险、证券等行业的比重，集中力量打造金融业“国家队”，推动头部证券公司做强做优。

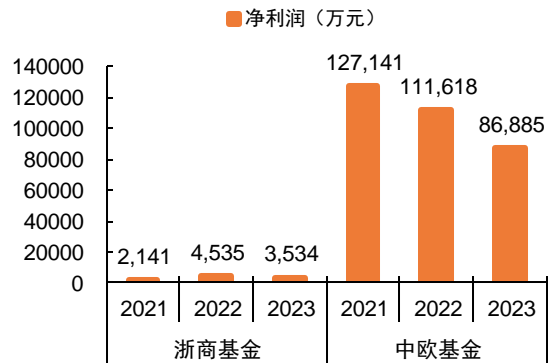
今年以来证券行业股权变动频繁，或将成为证券业供给侧优化的预演。今年以来证券行业股权变动基本有两种类型，一是券商同业间吸收重组。例如，浙商证券 2024 年 3 月公告其董事会审议通过拟受让国都证券 19.15% 股份的计划，5 月又宣布参加竞拍国都证券三个股东合计 15.11% 股份。据 Wind，2023 年末浙商证券、国都证券净资产分别为 283、109 亿元，分别排名上市券商（43 家上市券商及国都证券）第 23、42 名，合计净资产 391 亿元，排名上市券商（43 家上市券商及国都证券）第 18 名。业务方面，浙商证券营收结构中其他业务（主要是商品及期货业务）收入占比最高，国都证券营收结构更依赖自营和经纪收入，浙商证券网点主要集中在江浙沪等华东地区，而国都证券网点则主要集中在北京、河南等华北区域，同时国都证券公募布局较早、拥有中欧基金 20% 股权，2023 年中欧基金实现净利润 8.7 亿元、对国都证券净利润贡献 24%，浙商证券拥有浙商基金 25% 股权，2023 年浙商基金实现净利润 3534 万元、对浙商证券归母净利润贡献 0.5%

图表19 浙商证券、国都证券收入结构对比



资料来源: Wind, 平安证券研究所

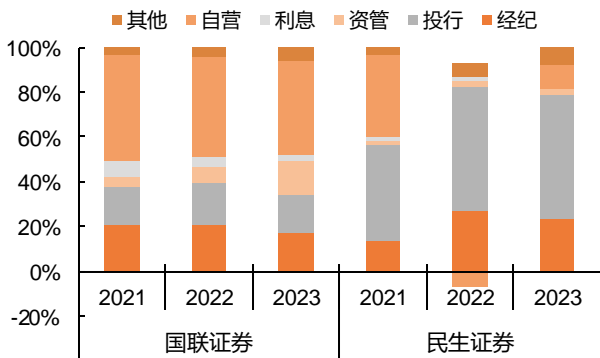
图表20 中欧基金、浙商基金净利润对比



资料来源: Wind, 平安证券研究所

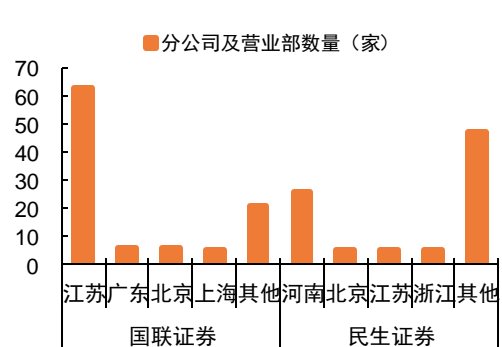
国联证券 2024 年 5 月公告, 董事会审议通过向民生证券 46 名股东发行股份收购民生证券 100% 股份的议案。据 Wind 和公司公告, 2023 年末国联证券、民生证券净资产规模分别 181、158 亿元, 分别排名上市券商 (43 家上市券商及民生证券) 第 35、38 名, 合计净资产 340 亿元, 排名上市券商 (43 家上市券商及民生证券) 第 21 名。业务方面, 国联证券经纪、自营业务表现较好, 营业网点主要分布在江苏, 而民生证券营业网点在河南省数量最多; 民生证券投行业务表现较好, 投行净收入在营收中占比在 50% 左右。

图表21 国联证券、民生证券收入结构对比



资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

图表22 2023 年末国联证券、民生证券网点分布对比



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

二是国资背景股东入驻券商。目前大部分上市券商的实际控制人或大股东具有国资背景, 今年以来长江证券、东北证券、东莞证券等券商均宣布股东拟变动计划, 新股东主要是地方国资或其相关公司, 符合做强做大证券行业“国家队”的政策导向, 证券公司作为实体经济融资的重要中介方, 也将利于央国企探索产融结合、以融促产。

图表23 近期部分证券公司股权变动相关事件统计

证券公司	时间	股权变动相关事件
国联证券	2024 年 5 月	董事会审议通过拟发行 A 股股份购买国联集团、沅泉峪等 46 名主体合计持有的民生证券 100% 股份
锦龙股份 (中山证券)	2024 年 4 月	中山证券的股东西部矿业拟将其持有的中山证券 4.61% 股份转让给雁裕实业
德邦证券	2024 年 4 月	证监会受理了德邦证券 5% 以上股权变更的行政许可申请, 第一大股东东亚兴业已将所持一半股



		份质押给山东财政厅旗下企业，占德邦证券总股本的 46.81%
长江证券	2024 年 3 月	湖北国资旗下长江产业投资集团有限公司将以非公开转让方式受让湖北能源和三峡资本所持长江证券全部 8.63 亿股股份，占总股本 15.6%
锦龙股份（东莞证券）	2024 年 3 月	公司与 <b>东莞金控资本</b> 就东莞金控资本有意收购锦龙股份持有的东莞证券总股本 20% 股权事宜达成了初步意向
东北证券	2024 年 3 月	亚泰集团公告称，拟出售持有的东北证券 29.81% 的股份，并计划将其中 20.81% 的股份出售给长发集团，其余 9% 股份出售给 <b>长春金控集团</b> 或其指定的下属子公司，并且亚泰集团已经与上述两家公司签署了意向协议。
大同证券	2024 年 3 月	证监会就大同证券申请变更主要股东反馈意见，大同证券第五大股东北方铜业拟将其持有的大同证券股权，转让给 <b>中条山集团</b>
华创证券、太平洋证券	2023 年 12 月	证监会披露了对太平洋证券变更主要股东的反馈意见，要求其对一些问题进行说明、整改和风险评估
华福证券	2023 年 11 月	中国证监会正式核准 <b>福建金投</b> 成为华福证券的主要股东，持股比例 56%

资料来源：上市公司公告，金融时报，中国证券报，每日经济新闻，平安证券研究所

图表 24 上市券商大股东及实控人梳理（2024Q1 末）

名称	实际控制人名称	第一大股东名称	第一大股东持股比例	备注
<b>央企上市券商</b>				
中信证券	财政部	香港中央结算(代理人)	17.67%	中信系
信达证券	财政部	信达资产管理	78.67%	AMC 系
东兴证券	财政部	东方资产管理	45.00%	
招商证券	国务院国资委	招商局金控	23.55%	央企系
长城证券	国务院国资委	华能资本	46.38%	
红塔证券	中国烟草总公司	云南合和集团	30.17%	汇金系
中金公司	中央人民政府	中央汇金投资	40.11%	
中国银河	中央人民政府	中国银河金控	47.43%	
光大证券	中央人民政府	中国光大集团	25.15%	
申万宏源	中央人民政府	中国建银投资	26.34%	
<b>地方国有控股或大股东为地方国企的上市券商</b>				
华鑫股份	上海市国资委	上海仪电集团	34.12%	上海系
海通证券		香港中央结算(代理人)	26.09%	
东方证券		申能集团	26.63%	
国泰君安	上海市国资委	上海国有资产经营公司	21.35%	北京系
首创证券	北京市国资委	北京首创集团	56.77%	
中信建投		北京金控	35.81%	
第一创业		北京国管	11.06%	
国信证券	深圳市国资委	深圳市投资控股	33.53%	深圳系
浙商证券	浙江省国资委	浙江上三高速公路公司	54.79%	浙江系
财通证券	浙江省财政厅	浙江金控	29.16%	
华泰证券	江苏省国资委	江苏省国信集团	15.21%	江苏系
东吴证券	苏州市国资委	苏州国际发展集团	24.33%	
国联证券	无锡市国资委	无锡市国联发展集团	19.21%	
南京证券	南京市国资委	南京紫金投资集团	25.01%	
国元证券	安徽省国资委	安徽国元金控	21.70%	安徽系
华安证券	安徽省国资委	安徽省国有资本运营控股集团	24.24%	

兴业证券	福建省财政厅	福建省财政厅	20.49%	福建系
西南证券	重庆市国资委	重庆渝富资本运营集团	27.89%	重庆系
华西证券	泸州市国资委	泸州老窖集团	18.13%	四川系
西部证券	陕西省国资委	陕西投资集团	35.65%	陕西系
中泰证券	山东省国资委	枣庄矿业集团	32.62%	山东系
山西证券	山西省财政厅	山西金融投资控股集团	31.77%	山西系
国盛金控	江西省交通运输厅	江西省交通投资集团	25.52%	江西系
天风证券	湖北省财政厅	湖北宏泰集团	13.84%	湖北系
中原证券	河南省财政厅	香港中央结算(代理人)	25.74%	河南系
财达证券	河北省国资委	唐山钢铁集团	32.44%	河北系
哈投股份	哈尔滨国资委	哈尔滨投资集团	36.96%	黑龙江系
国海证券	广西国资委	广西投资集团	23.33%	广西系
东北证券		吉林亚泰集团	30.81%	吉林系
<b>其他上市券商</b>				
锦龙股份	杨志茂	东莞市新世纪科教拓展公司	27.90%	其他
东方财富	其实	其实	19.31%	
华林证券	林立	深圳市立业集团	64.46%	
湘财股份	黄伟	新湖控股	24.13%	
国金证券	陈金霞	长沙涌金集团	14.69%	
广发证券		香港中央结算(代理人)	22.31%	
长江证券		新理益集团	14.89%	
华创云信		新希望化工投资	5.35%	
太平洋		北京嘉裕投资	10.92%	
中银证券		中银国际控股	33.42%	
方正证券		新方正控股	28.71%	

资料来源: Wind, 平安证券研究所

预计未来行业集中度中枢将继续上行，头部券商、尤其是国有大型券商的市场份额进一步提升。近年来证券行业供给侧格局已通过股权变动、降佣降费等方式开始重塑，过去证券业集中度整体呈现周期性波动趋势，熊市中集中度明显提升，2019年后随着佣金下行加速、经纪收入占比下滑，同时重资产业务去方向化，行业 beta 属性有所弱化，行业集中度中枢抬升。近期监管多次发声，支持头部券商做优做强，支持优质券商拓展资本空间，支持做强金融业“国家队”，未来在资本市场高质量发展、加速建设一流投资银行的政策导向下，头部证券公司、尤其是国有大型证券公司市场份额有望提升，行业集中度将继续上行。

图表25 证券行业净利润集中度变动

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
CR5	25%	41%	27%	35%	42%	35%	30%	27%	27%	26%	33%	45%	32%	29%	31%	39%	33%
CR10	43%	58%	44%	52%	63%	57%	52%	46%	45%	44%	49%	66%	51%	48%	52%	61%	54%
CR20	56%	71%	58%	66%	77%	72%	68%	62%	60%	58%	62%	81%	64%	61%	65%	75%	67%
证券行业净利润(亿元)	1321	482	933	776	394	329	440	966	2448	1234	1130	666	1231	1575	1911	1423	1378
证券公司数量(家)	106	107	106	106	109	114	115	120	125	129	131	131	133	138	140	140	145

资料来源: Wind, 证券业协会, 平安证券研究所

注: 由于数据可得性, 前5/10/20家证券公司净利润使用上市券商母公司口径归母净利润

在此之中, 美国、日本等海外资本市场的部分经验也值得我们借鉴:

**1) 监管应从制度和实操上坚持关注信息披露的完整性、有效性。**从美国、日本等地区资本市场监管框架的制定和演变中可以看到, 信息披露是注册制的核心, 美国、日本等地区监管机构在上市发行、公司定期披露、股东减持等方面均建立完善的信息披露要求体系, 关注披露信息的完整性、可读性、差异性, 并通过监管部门事前/事后审阅、行政监管与司法诉讼有机结合等措施保障相关企业和个人落实披露责任。未来我国资本市场监管机构也应继续完善信息披露的监管框架, 对发行人、上市公司、中介机构、“关键少数”明确信息披露的要求, 并通过增加查阅次数、监管机构间合力、建立声誉管理体系等手段压实各方信息披露责任, 保护投资者权益。

**2) 证券行业高度集中是必然趋势, 外延并购、特色化经营也是证券业高质量发展的重要手段。**美国、日本证券行业均经历过证券行业快速洗牌、并购重组事件频发、证券公司数量下降、行业集中度上行的阶段, 也最终形成了头部证券公司综合性经营, 中小证券公司特色化经营的差异模式, 综合型全能券商、本地中小券商、财富管理机构、互联网券商、精品投行等各类证券公司百花齐放。近年来我国证券行业竞争格局初步显现、头部券商优势有所稳定, 但行业整体同质化问题仍待解决, 近期资本市场高质量发展相关政策明确证券行业未来的发展目标和发展路径, 头部央企证券公司应发挥自身股东和资源优势, 未来或可通过并购重组、拓展资本空间、提升资金使用效率等手段进一步扩大竞争优势、提升服务资本市场和实体经济的质效, 中小券商也可挖掘自身和地方资源禀赋, 可向并购重组财务咨询、零售客户财富管理等方向打造特色标签。

## 五、 风险提示

**1) 政策推进不及预期。**资本市场的改革以及金融服务质效的提升都是长久而艰巨的任务, 政策的落地效果、推广进度和改革方向都存在不及预期的风险。

**2) 宏观经济下行超出预期。**证券行业表现同宏观经济环境变化息息相关, 经济承压将拖累证券公司经营战略的实施、业绩表现的增长。

**3) 金融政策监管风险。**金融业务对监管政策敏感度高, 相关监管政策的出台可能深刻影响行业当前的业务模式和盈利发展空间。

**4) 部分证券公司股权变动等计划推进不及预期。**证券公司股权变动需公司股东、董事会、监管部门等机构商议、审批, 不确定性较大。

**5) 资本市场行情波动较大, 投资者风险偏好出现较大变化。**证券行业与资本市场交易情绪直接相关, 若权益、债券等市场行情波动较大, 或将影响证券行业整体景气度。

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）

推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）

中性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在  $\pm 10\%$  之间）

回避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

### 行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）

中性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在  $\pm 5\%$  之间）

弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

### 公司声明及风险提示：

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

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

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

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

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

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

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

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

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层