

证券研究报告

2024年09月16日

行业报告 | 行业深度研究

证券

供给侧改革持续深化，做优做强是未来方向—— 券商2024年半年报业绩综述

作者：

分析师 杜鹏辉 SAC执业证书编号：S1110523100001



天风证券
TF SECURITIES

行业评级：强于大市（维持评级）
上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

24年上半年业绩下滑明显，监管政策下投行业务收入空间收窄拖累整体业绩；

1) 24年上半年上市券商整体收入和利润水平有所承压，ROE水平略有下降：2024年上半年，上市券商调整后营业收入同比-17.1%；归母净利润同比-22.3%；上市券商平均年化ROE5.1%，较23年同期下降1.8Pct；

2) 各业务条线均下滑，投行业务承压明显为拖累业绩的主因：2024年上半年，资管、经纪、信用、自营和投行业务收入同比增速分别为-2.9%、-13.0%、-8.8%、-29.3%和-41.2%，投行业务下滑明显拖累整体营收。

竞争格局：马太效应下头部券商集中度进一步加强；业绩弹性角度：自营业务为业绩高增的主力军

持续的政策红利叠加“头部券商做强做优”，券商板块有望开启牛市行情，建议关注兼具业绩高弹性（经纪业务占比高）和有重组预期的头部券商

1) β 层面行情：新“国九条”+暂停转融券等政策大利好，切实保护投资者利益吸引资金入市，有望开启大牛市，券商板块估值或具有较大的提升空间：自23年7月24日起利好资本市场的政策源源不断发布，叠加24年4月12日新“国九条”的落地，再到24年7月10日暂停转融券业务，从顶层设计的角度来看，当前资本市场政策红利高速释放，全力促进资本市场高质量发展，提振投资者信心，券商板块有望开启 β 行情。

2) α 层面1：交投活跃度提升激发经纪业务收入空间，收入占比高的高弹性券商较为受益：看好未来交投活跃度的持续提升，建议关注经纪业务占比较高的方正证券/中国银河/光大证券；

3) α 层面2：“推动头部券商做强做优”信号发出，利好头部及有兼并重组预期的券商：政策多次提及“支持券商做大做强，打造航母级别头部券商”，同时8月政策健全券商业务资格退出机制，我们认为头部券商及具有兼并重组预期的券商有望受益，建议关注中国银河/国泰君安/国信证券。

风险提示：政策效果不及预期、资本市场大幅震荡、证券市场持续低迷、兼并重组存在不确定性。

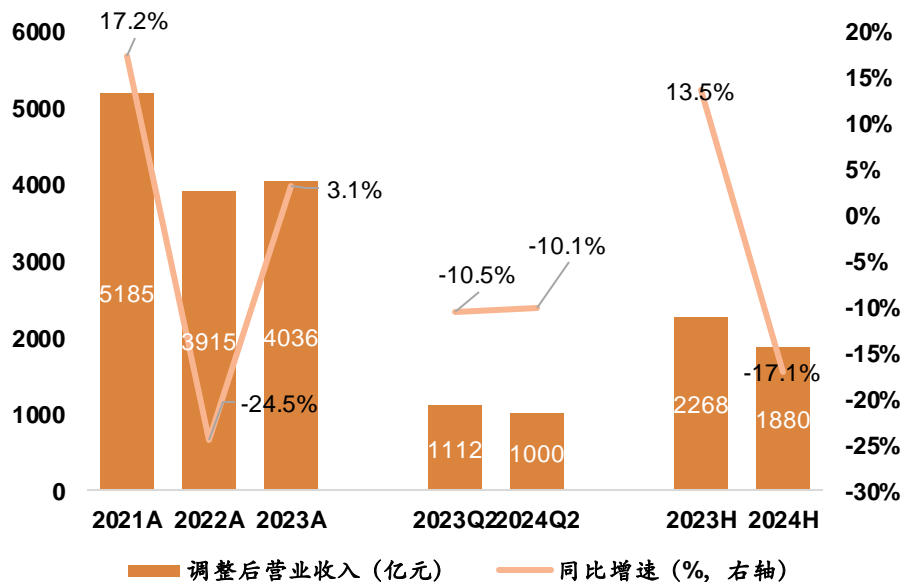
1

24年半年报综述：24年上半年业绩下滑明显，监管政策下投行业务收入空间收窄拖累整体业绩

1.1 收入及利润：24年上半年收入水平和归母净利润有所承压，但24Q2边际好转

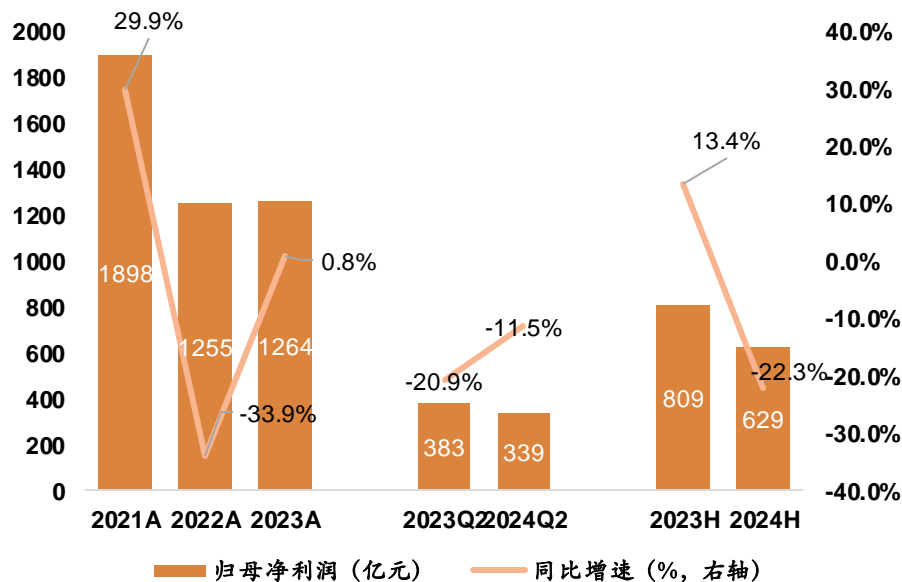
- **24Q2及24年上半年上市券商收入水平承压明显**：24Q2及24年上半年，上市券商调整后营业收入分别为1000/1880亿元，分别同比-10.1%/-17.1%。
- **24年上半年上市券商归母净利润大幅下降，24Q2降幅略有好转**：24Q2上市券商归母净利润为339亿元，同比-11.5%，24Q2降幅较23Q2有所收窄；24年上半年，上市券商归母净利润629亿元，同比-22.3%。

2021-2024H证券公司调整后营业收入情况



注：调整后营业收入=营业收入-其他业务成本
数据来源：Wind、天风证券研究所

2021-2024H证券公司归母净利润情况

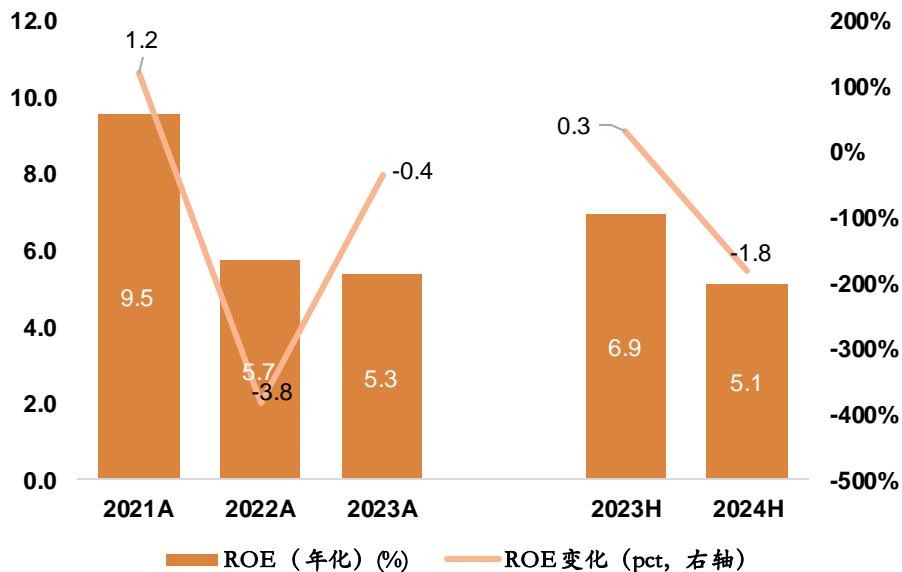


数据来源：Wind、天风证券研究所

1.2 ROE及净资产：行业ROE有所下降，净资产稳步增长

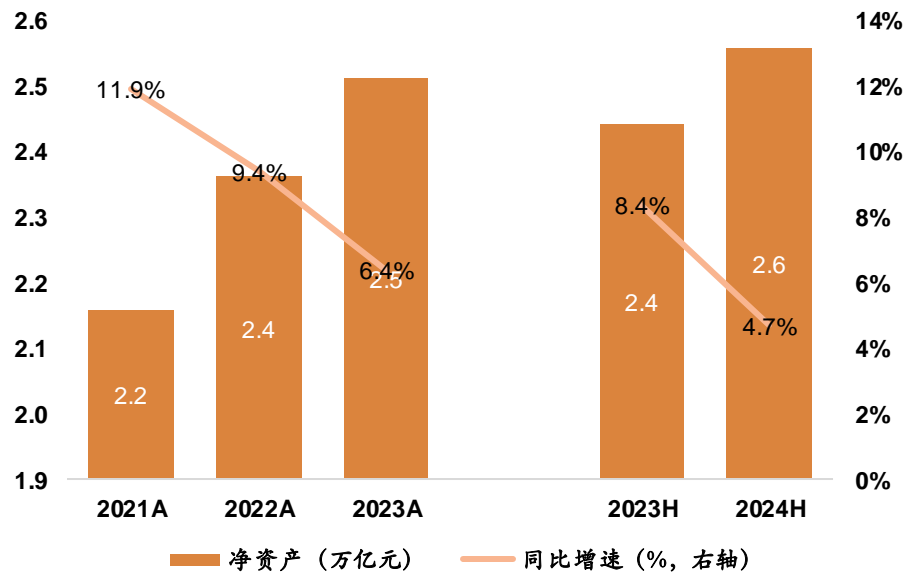
- 24年上半年上市券商年化ROE水平下滑明显：24年上半年上市券商年化ROE为5.1%，较23年同期下降1.8Pct，整体ROE水平下降明显。
- 24年上半年上市券商净资产规模稳步提升：23年上半年上市券商净资产规模合计2.6万亿，同比+4.7%，行业仍然延续着依靠净资产规模扩张实现增长的逻辑。

2021-2024H证券公司年化ROE



数据来源：Wind、天风证券研究所

2021-2024H证券公司净资产情况

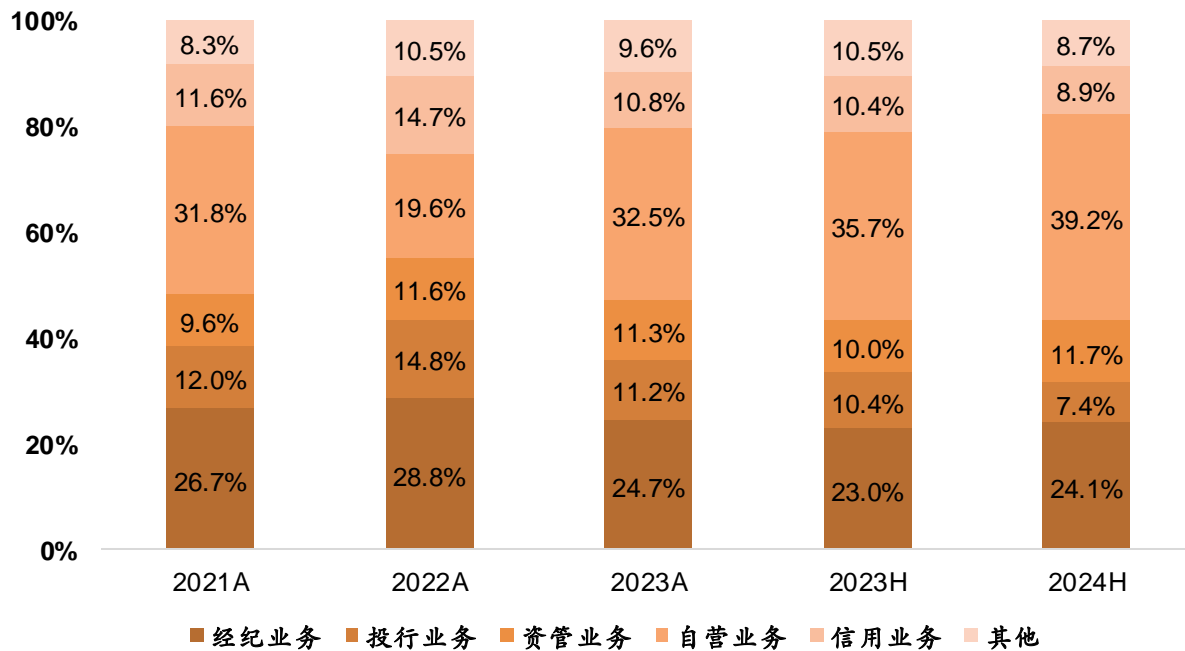


数据来源：Wind、天风证券研究所

1.3.1 收入结构：结构较为稳定，自营业务占比仍居首位

- 从收入结构的占比来看，24年上半年自营占营收比重仍居首位，其次对营收贡献从大到小依次是经纪、资管、信用和投行业务。2024年上半年，自营、经纪、资管、信用和投行业务分别占比39.2%、11.7%、8.9%和7.4%；
- 从收入结构的变化来看，24年上半年收入结构较为稳定，自营、经纪和资管业务收入占比小幅提升，其余业务均略有下降。24年上半年整体收入结构较为稳定，自营、资管、经纪业务占比分别+3.6Pct、+1.7Pct和+1.1Pct；信用业务和投行业务受政策影响双双下滑，占比分别-1.5Pct和-3.0Pct。

2021-2024H证券公司调整后营业收入结构



数据来源：Wind、天风证券研究所

1.3.2 收入结构归因分析：24年上半年各业务条线均承压拖累业绩

- 24年上半年各业务条线均有所承压：2024年上半年，资管、经纪、自营、信用、投行业务收入分别同比-2.9%、-13.0%、-8.8%、-29.3%和-41.2%。
- 24年上半年各业务条线均下滑，投行业务承压明显，为拖累业绩的主因。24年上半年，资管、经纪、信用、自营和投行业务对整体业绩增速的贡献分别为为-0.3%、-3.0%、-3.0%、-3.1%和-4.3%。

24H1各业务的变化对总营收的影响情况

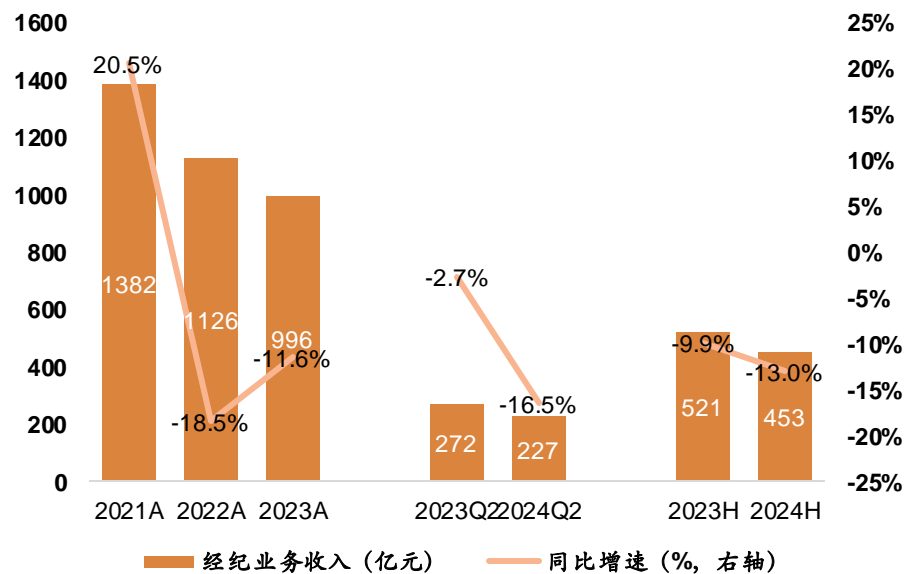
| 业务 | 2024年上半年同比增速 | 业务变化对24H1总营收的影响 |
|------|--------------|-----------------|
| 经纪业务 | -13.0% | -3.0% |
| 投行业务 | -41.2% | -4.3% |
| 资管业务 | -2.9% | -0.3% |
| 自营业务 | -8.8% | -3.1% |
| 信用业务 | -29.3% | -3.0% |
| 其他 | -31.6% | -3.3% |
| 总营收 | -17.1% | - |

数据来源：Wind、天风证券研究所

1.4.1 经纪业务：经纪业务收入略有下滑的主因是市场交投持续萎缩

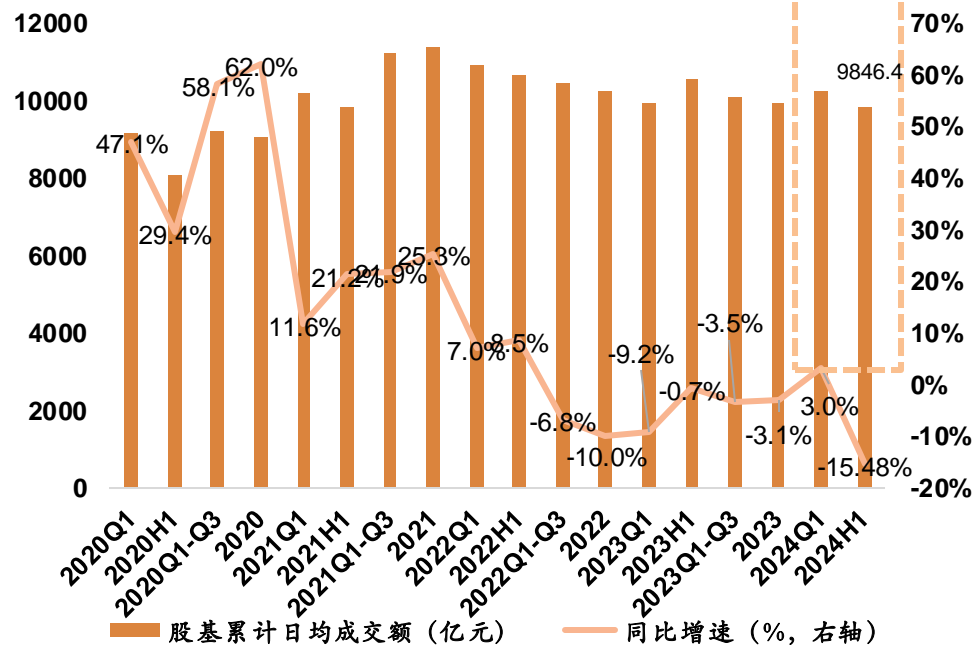
- 经纪业务呈现出下降趋势：2024年Q2单季/上半年上市券商整体经纪业务收入均出现下滑，经纪业务收入分别为227/453亿元，较23年同期同比分别-16.5%/-13.0%。
- 经纪业务下滑的主因是市场交投活跃度下降：经纪业务收入下降的主因是市场股基日均成交额有所萎缩，24年上半年股基累计日均成交额为9846.4亿元，同比-15.5%。

2021-2024H证券公司经纪业务收入情况



数据来源：Wind、天风证券研究所

2020-2024H市场股基累计日均成交额

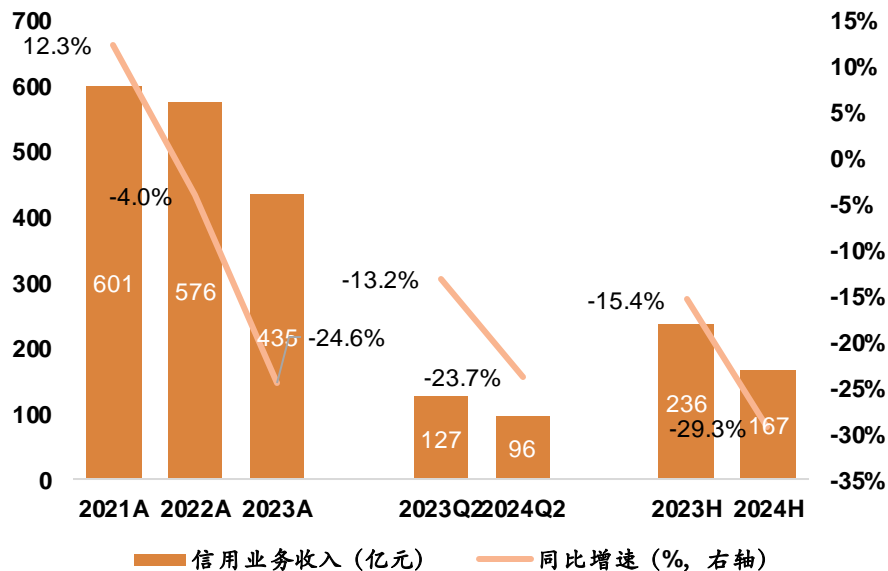


数据来源：Wind、天风证券研究所

1.4.2 信用业务：交投活跃度清淡叠加严监管政策致两融规模收窄，拉低信用收入

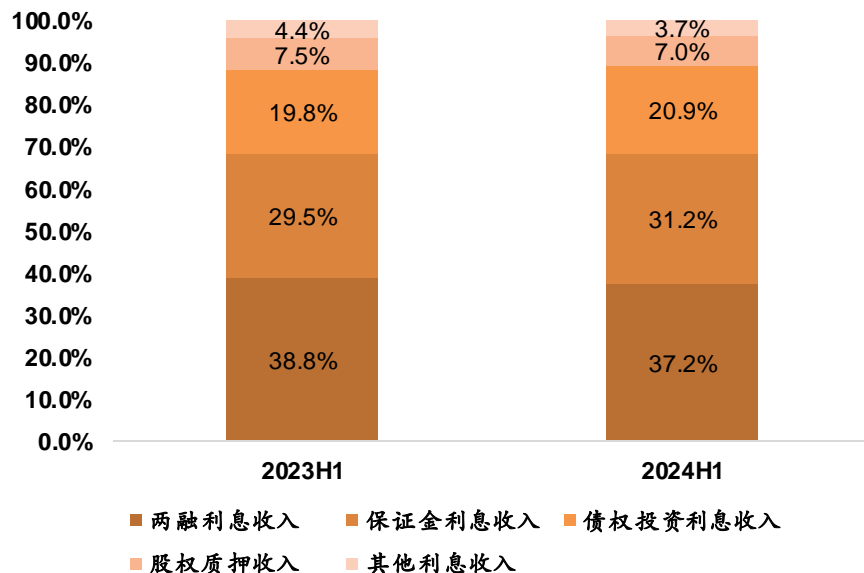
- 信用业务大幅下滑：2024年Q2/上半年上市券商整体信用业务收入均有所下滑，信用业务收入分别为96/167亿元，分别同比-23.7%/-29.3%。
- 两融利息收入占信用业务收入的大头：2024年上半年上市券商的两融利息收入占总信用收入的37.2%，占比虽较23年同期小幅下降，但仍位居第一，因此两融利息收入的变动会大幅影响信用业务的整体收入。

2021-2024H证券公司信用业务收入情况



数据来源：Wind、天风证券研究所

2023H-2024H年信用业务收入结构

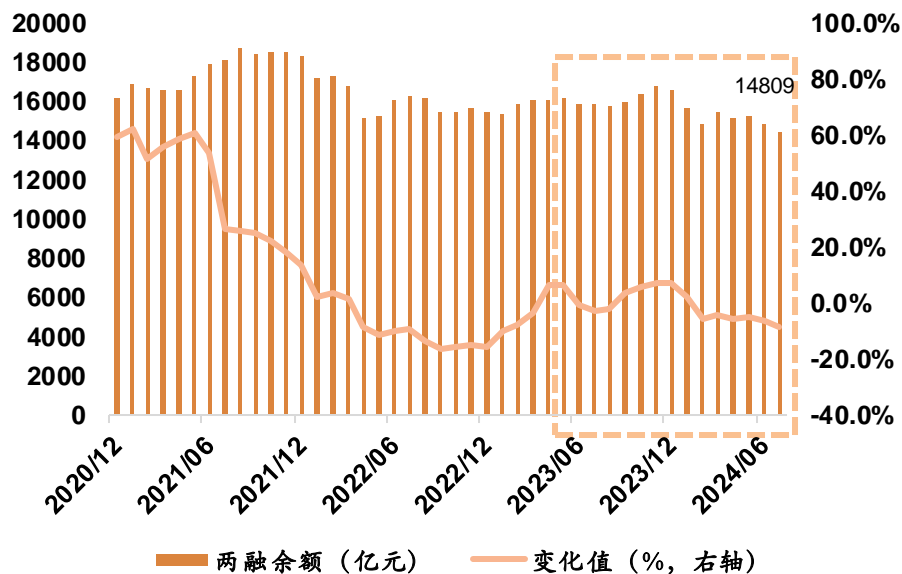


数据来源：Wind、天风证券研究所

1.4.2 信用业务：交投活跃度清淡叠加严监管政策致两融规模收窄，拉低信用收入

- 市场活跃度下降叠加监管政策趋严致两融规模收缩是信用业务收入下降的主因：
- 1、市场交投活跃度有所下滑，两融存量规模震荡收缩，截止于2024年6月底的两融月均余额为14809亿元，较23年同期-6.8%。
- 2、24年7月10日，证监会批准暂停转融券业务及上调融券保证金比例，以稳定市场，切实维护投资者利益，该监管政策或影响证券公司的两融利息收入，导致信用业务收入空间的收窄。

2020-2024H融资融券月均余额



数据来源：Wind、天风证券研究所

24年7月10日证监会出台转融券业务的相关政策

| 日期 | 政策 | 相关部委 | 主要内容 | 影响 |
|-------|-------------------|------|---|--|
| 7月10日 | 证监会批准依法批准融资融券业务申请 | 证监会 | 1) 暂停转融券业务的申请，自2024年7月11日起实施；存量转融券合约可以展期，但不得晚于9月30日了结。 2) 上调保证金比例，批准证券交易所将融券保证金比例由不得低于80%上调至100%，私募证券投资基金参与融券的保证金比例不得低于100%上调至120%，自2024年7月22日起实施。 | 此次政策针对性强（指出的问题细化且聚焦）、威慑力大（发文级别高、惩处严厉）、目的性明确（旨在进一步提升上市公司质量），回应市场核心关注问题，解决市场核心矛盾，将有效提振市场信心 |

数据来源：证监会、天风证券研究所

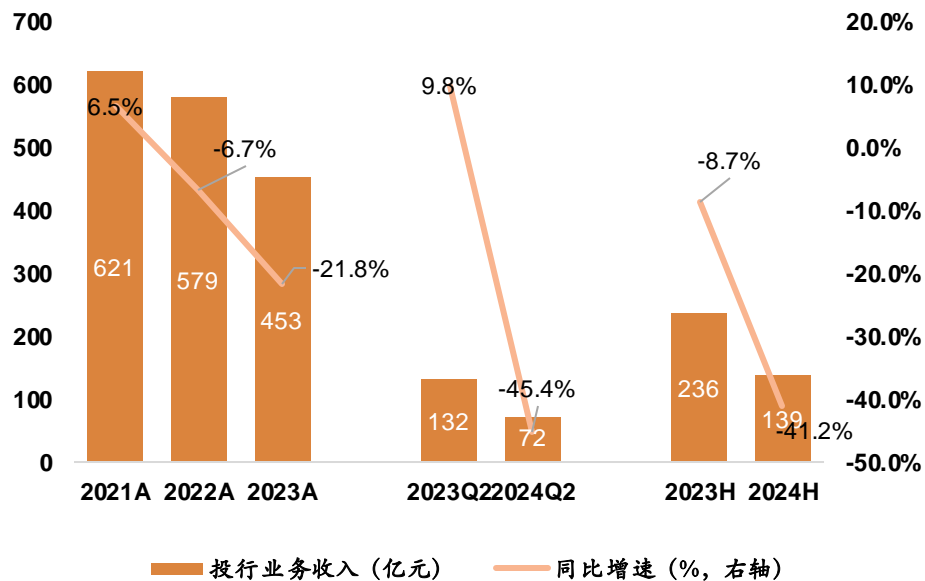
1.4.3 投行业务：监管政策边际变化为投行业务收入下滑的主因

- 投行业务显著下滑：2024年Q2/上半年上市券商投行业务收入分别为72/139亿元，分别同比-45.4%/-41.2%。
- 监管政策边际变化致使证券承销规模下滑，是投行业务承压的主因：2023年8月27日证监会出台了针对IPO和再融资业务的政策新规，逆周期调节融资节奏，阶段性收紧再融资和IPO致证券承销规模下滑，从而投行业务收入承压。

23年8月27日证监会出台针对IPO和再融资业务的相关政策

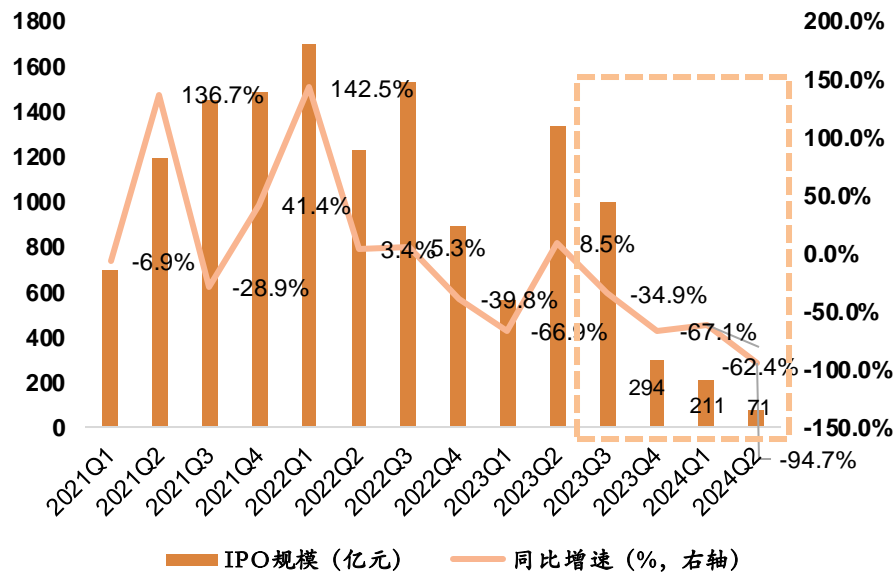
| 日期 | 文件名/会议名 | 相关部委 | 主要内容 | 影响 |
|-------|----------------------------|------|---|--|
| 8月27日 | 证监会统筹一二级市场平衡、优化IPO、再融资监管安排 | 证监会 | 根据近期市场情况，阶段性收紧IPO节奏，促进投融资两端的动态平衡；严格执行再融资规模和融资间隔期要求。 | 是对证监会有关负责人23年7月24日作出的相关表态的回应，说明一揽子政策已进入集中落地实施阶段，后续市场或将会看到更多积极举措；我们认为，收紧IPO节奏说明希望保障上市公司质量，保护投资者权益 |

2021-2024H证券公司投行业务收入情况



数据来源：Wind、天风证券研究所

2021-2024Q2 IPO规模情况

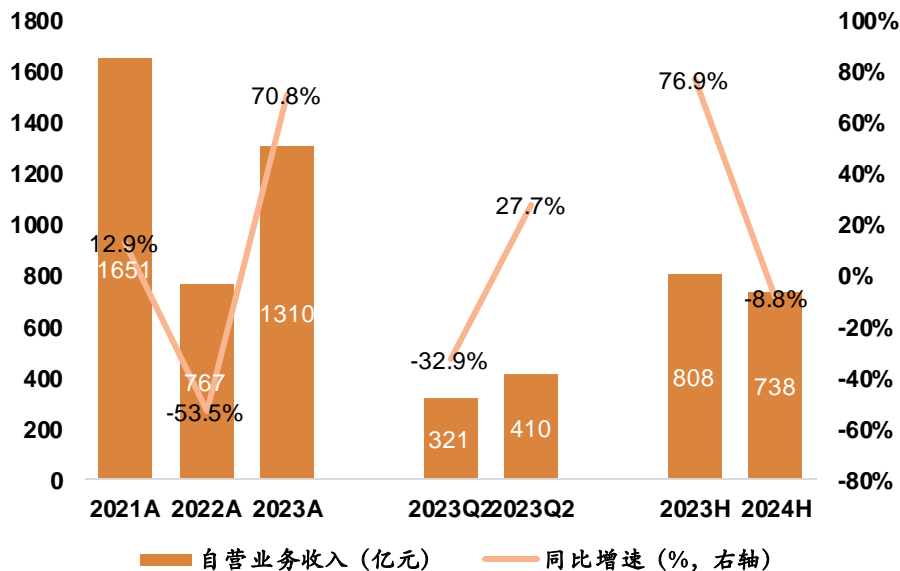


数据来源：Wind、天风证券研究所

1.4.4 自营业务：24年上半年自营收入略有下滑，Q2收入同比正增长

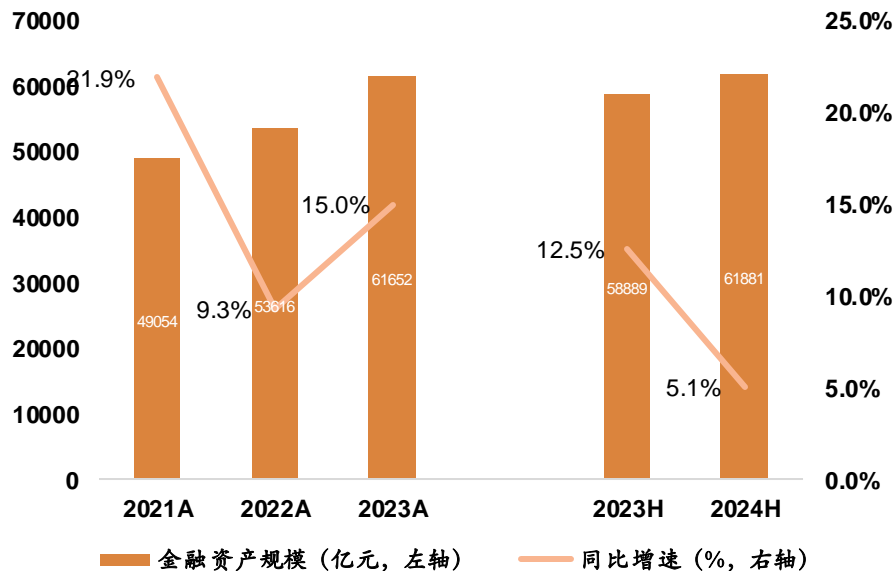
- 24年上半年自营业务收入小幅下滑，但24Q2自营业务收入同比正增长：2024年Q2/上半年上市券商自营业务收入分别为410/738亿元，分别同比+27.7%/-8.8%；24Q2自营业务收入同比回升，但由于Q1业绩大幅回落拖累整体24H1收入。
- 上市券商金融资产规模稳步上升：2024年上半年上市券商的金融资产规模合计共61881亿元，较2023年同期同比+5.1%，增幅较23年同期略有收窄，金融资产规模整体呈现稳步上升的趋势。

2020-2024H证券公司自营业务收入情况



数据来源：Wind、天风证券研究所

2020-2024H证券公司金融资产规模情况

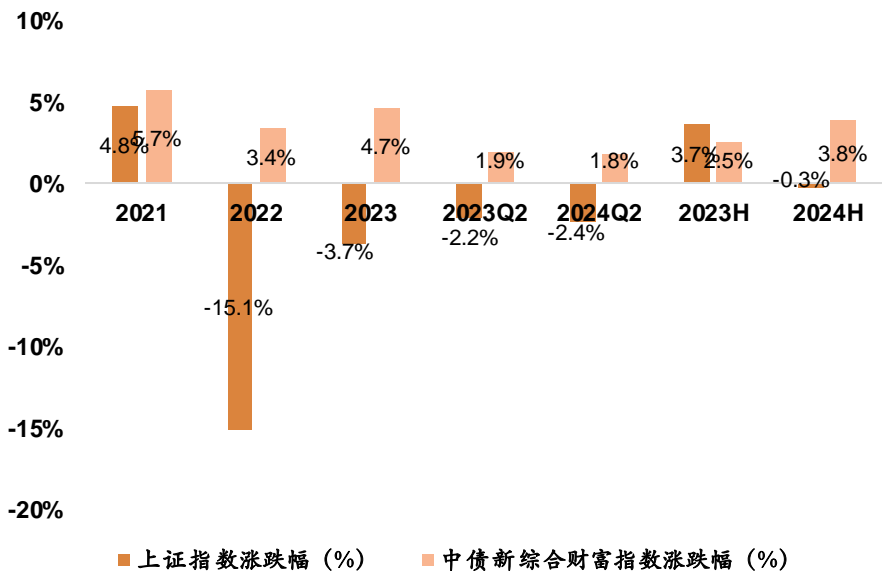


数据来源：Wind、天风证券研究所

1.4.4 自营业务：24年上半年自营收入略有下滑，Q2收入同比正增长

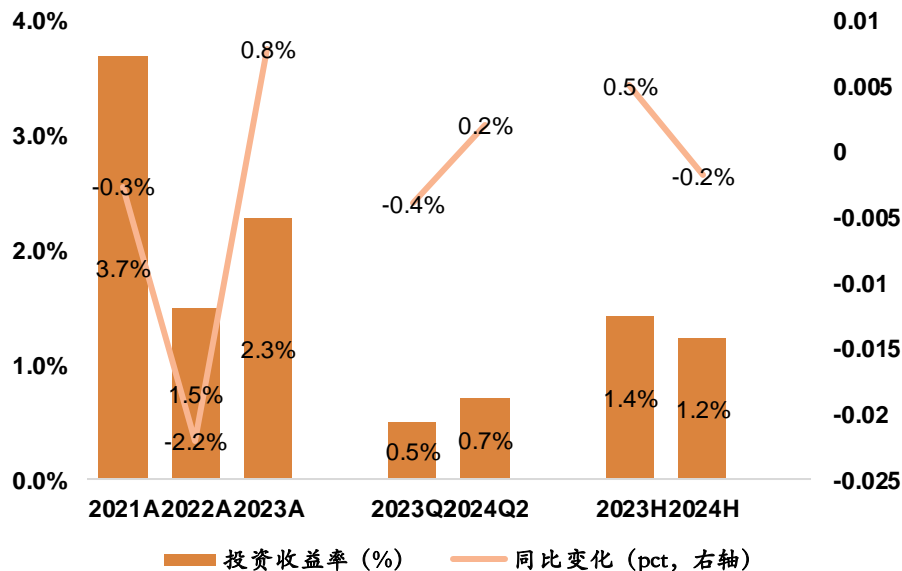
- 2024年上半年权益市场回落明显，但债市表现亮眼：2024年上半年权益市场表现出现下行，上证综合指数涨幅较去年同期下降3.9Pct至-0.3%，但债市表现较为亮眼，中债综合指数涨幅较去年同期上升1.3Pct至3.8%。
- 22年低基数叠加资本市场同比回暖是自营业务收入大幅回升的主因，而基于23年H的高基数，24年H略有下滑。在资本市场整体同比回暖的环境下，2023年上市券商的投资收益率提升了0.8pct至2.3%，助力自营业务收入的大幅改善。而24年H的投资收益率在23年H的高基数基础上略有下滑，同比-0.2Pct至1.2%，拉低自营收入。

2021-2024H上证指数和中债指数情况



数据来源：Wind、天风证券研究所

2021-2024H证券公司投资收益率情况

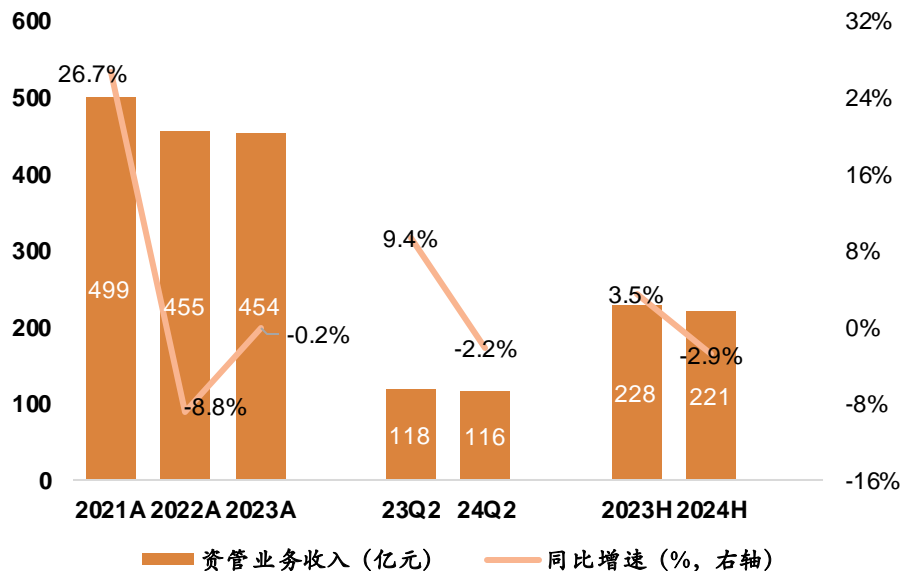


数据来源：Wind、天风证券研究所

1.4.5 资管业务：受资管规模萎缩及公募费改的影响，收入出现小幅下滑，主动管理业务改善业务结构

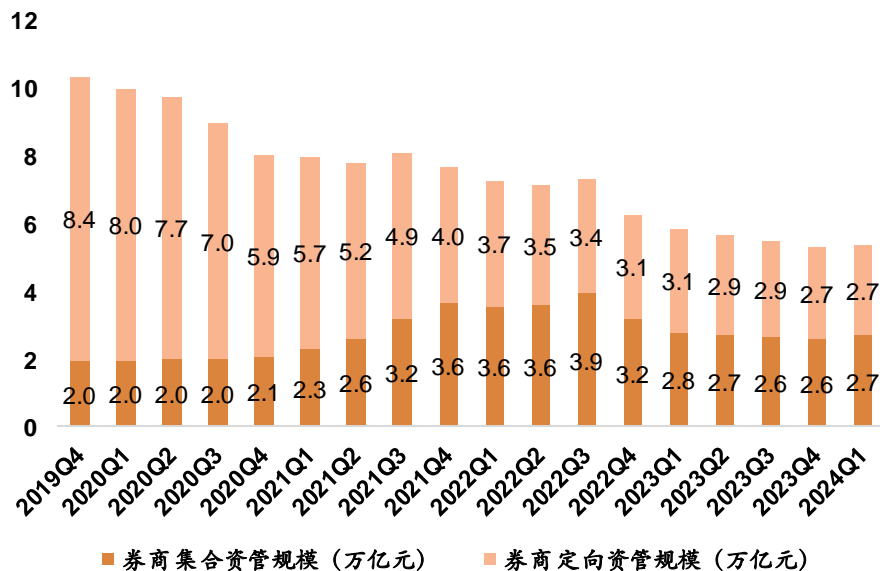
- 资管业务收入较为稳定，小幅下滑：2024年Q2/上半年上市券商资管业务收入均趋于稳定，资管业务收入分别合计116/221亿元，分别同比-2.2%/-2.9%，均小幅下滑。
- 资产管理规模萎缩叠加公募费改，为信用业务小幅下滑的主因：2024年Q1，券商资管规模为5.4万亿元，较23年同期同比-8.5%，其中集合资管规模为2.7万亿元，同比-3.6%；定向资管规模为2.7万亿元，同比-13.0%；同时，受到公募基金费改的影响，管理费调降拉低券商并表公募基金收入。
- 虽资管规模小幅下降，但主动管理业务提升管理费率：从业务结构来看，定向资管规模持续萎缩，集合资管规模占比提升，24Q1集合资管规模已超过定向资管规模，资管业务向主动管理业务转型提升管理费率。

2021-2024H证券公司资管业务收入情况



数据来源：Wind、天风证券研究所

2019Q4-2024Q1 券商集合、定向资管规模情况



数据来源：Wind、天风证券研究所

1.5.1 竞争格局：马太效应下头部集中度进一步加强

- 从归母净利润角度来看，头部集中度大幅提升：2024上半年头部前5家上市券商贡献了整体47.8%的归母净利润，行业集中度大幅提升，相较于23年同期+6.7Pct；头部的五家券商分别为中信证券、华泰证券、国泰君安、招商证券和中国银河，其中华泰反超国泰君安回到第二，招商证券则代替中信建投挤入前五。
- 从调整后营业收入角度来看，24年头部集中度进一步加强，实现强者恒强的局面：2024年上半年头部前5家上市券商贡献了整体39.5%的营收，行业集中度进一步加强，相较于23年同期+0.9Pct；头部的五家券商分别为中信证券、国泰君安、华泰证券、广发证券和中国银河，其中龙头中信证券的地位持续加强，其余头部阵容出现小幅变动，中国银河挤入前五。

23H&24H券商归母净利润竞争格局情况

| 排名 | 公司 (24H) | 市占率 (%) | 公司 (23H) | 市占率 (%) |
|-----|----------|---------|----------|---------|
| 1 | 中信证券 | 16.8% | 中信证券 | 14.0% |
| 2 | 华泰证券 | 8.4% | 国泰君安 | 8.1% |
| 3 | 国泰君安 | 8.0% | 华泰证券 | 7.1% |
| 4 | 招商证券 | 7.6% | 中信建投 | 6.1% |
| 5 | 中国银河 | 7.0% | 中国银河 | 5.8% |
| CR5 | 47.8% | | 41.1% | |

数据来源：Wind、天风证券研究所

23H&24H券商调整后营收竞争格局情况

| 排名 | 公司 (24H) | 市占率 (%) | 公司 (23H) | 市占率 (%) |
|-----|----------|---------|----------|---------|
| 1 | 中信证券 | 14.5% | 中信证券 | 13.2% |
| 2 | 国泰君安 | 7.1% | 华泰证券 | 7.5% |
| 3 | 华泰证券 | 6.6% | 国泰君安 | 6.6% |
| 4 | 广发证券 | 6.1% | 广发证券 | 5.8% |
| 5 | 中国银河 | 5.2% | 中金公司 | 5.5% |
| CR5 | 39.5% | | 38.6% | |

数据来源：Wind、天风证券研究所

1.5.2 业绩弹性高：自营业务增速的大幅攀升为业绩高增的主要推手

- 从归母净利润角度来看，24H东兴证券和红塔证券同比增速超50%：24H归母净利润同比增速最高的前5家上市券商分别为东兴证券、红塔证券、第一证券、中原证券和南京证券，其中东兴证券和红塔证券同比增速超50%。
- 从调整后营业收入角度来看，24H华林证券同比增速超30%：24H调整后营业收入同比增速最高的前5家上市券商分别为华林证券、红塔证券、东兴证券、南京证券和国元证券，其中红塔证券在24年上半年归母净利润和调整后营收的同比增速皆位居第二。

24H归母净利润及调整后营收同比增速前五的券商

| 排名 | 公司 (24H) | 归母净利润同比 增速 (%) | 排名 | 公司 (24H) | 调整后营收同比 增速 (%) |
|----|-------------|-------------------|----|-------------|-------------------|
| 1 | 东兴证券 | 64.7% | 1 | 华林证券 | 31.5% |
| 2 | 红塔证券 | 52.3% | 2 | 红塔证券 | 28.5% |
| 3 | 第一创业 | 26.6% | 3 | 东兴证券 | 24.8% |
| 4 | 中原证券 | 20.3% | 4 | 南京证券 | 21.9% |
| 5 | 南京证券 | 19.7% | 5 | 国元证券 | 6.0% |

数据来源：Wind、天风证券研究所

1.5.2 业绩弹性高：自营业务增速的大幅攀升为业绩高增的主要推手

- 自营业务的大幅增长是总营收同比高增的主要推动力：2024H调整后营收同比增速排名前五的券商中，自营收入皆对业绩增速贡献最大，其自营收入对业绩增速的贡献均超其营收同比增速，其中华林证券、红塔证券、东兴证券和南京证券的自营收入对业绩贡献比例均超30%。

24H券商各业务变化对调整后营收的影响

| 业务变化对24H总营收的影响 | 华林证券 | 红塔证券 | 东兴证券 | 南京证券 | 国元证券 |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经纪业务 | -1.2% | -1.4% | -2.8% | -1.1% | -1.8% |
| 投行业务 | -2.9% | 2.8% | 3.7% | -1.8% | -1.8% |
| 资管业务 | -2.8% | -1.3% | 3.4% | 2.2% | -1.3% |
| 自营业务 | 37.5% | 30.7% | 32.4% | 31.6% | 22.8% |
| 信用业务 | -1.7% | -0.4% | -9.8% | -6.0% | -7.4% |
| 其他 | -2.6% | -2.1% | -2.1% | -6.6% | -7.1% |
| 总营收 | 31.5% | 28.5% | 24.8% | 21.9% | 6.0% |

数据来源：Wind、天风证券研究所

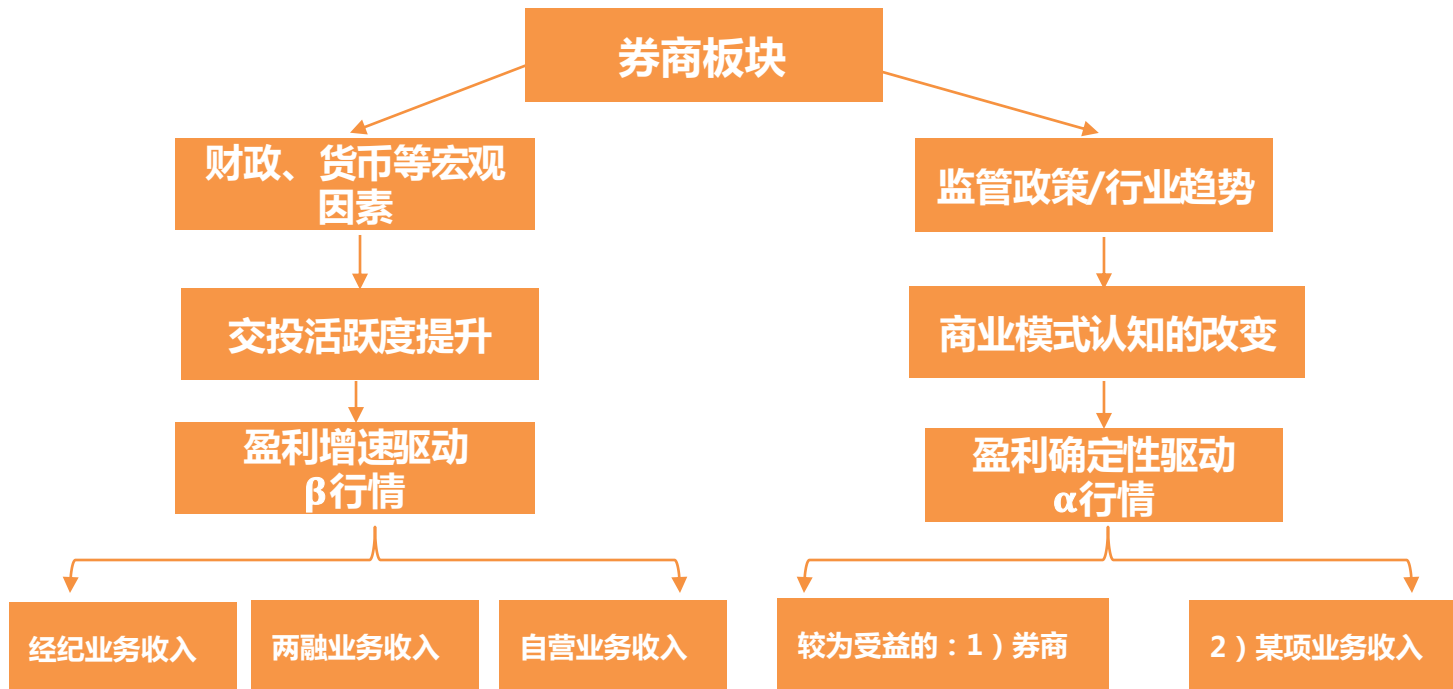


2

持续的政策大利好叠加“做强做优”信号，
券商板块有望开启牛市行情

2 券商整体展望：持续的政策红利+“头部券商做强做优”，有望推动券商板块开启牛市行情

- 持续的政策利好叠加头部券商“做强做优”信号，有望推动券商板块开启上涨行情：1) 政策利好：自2023年7月24日起利好资本市场的政策源源不断发布，叠加24年4月12日新“国九条”的落地，再到24年7月10日响应中小投资者的呼声，转融券业务的暂停。从顶层设计的角度来看，当前资本市场政策红利高速释放，全力促进资本市场高质量发展，切实保护投资者利益，提振信心。2) “头部券商做强做优”信号：24年4月23日国务院提到“推动头部证券公司做强做优”及24年8月5日证监会健全证券公司业务资格退出机制，叠加多次提及鼓励并购打造航母级头部券商，低估值的头部券商及有兼并重组预期的券商有望在该明确的政策导向中受益。
- 券商板块处于政策景气周期开端、静待红利兑现释放。



数据来源：天风证券研究所

2.1 开启β行情：新“国九条”+暂停转融券，切实保护投资者利益吸引资金入市

市

持续的政策发布，旨在保护投资者利益，吸引居民侧资金入市：政策利好源于23年7月24日的中央政治局会议，随后持续的发布利好市场的政策，24年4月12日新“国九条”的发布再一次强调了对资本市场的重视，24年7月10日，响应中小投资者号召，暂停转融券业务，保护中小投资者利益，一系列的政策持续利好皆旨在提升投资者信心，促进资本市场高质量发展，提振投资者信心，活跃资本市场，吸引居民侧资金入市。

| 日期（2023年） | 文件名/会议名 | 相关部委 | 主要内容 | 影响 |
|------------|---|----------|---|--|
| 7月24日 | 中共中央政治局7月24日召开会议 | 中共中央政治局 | 活跃资本市场，提振投资者信心 | 自上而下的顶层设计指明市场的建设发展方向 |
| 8月10日 | 上交所、深交所完善交易制度优化：“100+1”政策 | 上交所、深交所 | 研究允许主板股票、基金等证券申报数量可以以1股（份）为单位递增 | 第一个政策直接指向中小投资者，明确将资本市场打造为未来居民财富蓄水池的愿景 |
| 8月18日 | 证监会有关负责人就“活跃资本市场、提振投资者信心”答记者问 | 证监会 | 从市场交易机制、券商行业发展方向、增量资金来源、上市公司质量优化四方面回答如何“活跃资本市场，提振投资者信心” | 搭建落实“活跃资本市场，提振投资者信心”的政策框架，指明政策的落地方向， |
| 8月18日 | 《关于调整股票交易经手费收费标准的通知》；《关于下调股票交易经手费收费标准的通知》 | 上交所、深交所 | 将A股、B股股票交易经手费从按成交金额的0.00487%双向收取下调为按成交金额的0.00341%双向收取，降幅达30% | 直接针对交易层面，有效降低交易成本，提升交易端杠杆率，推动市场交投活跃度提升。 |
| 8月27日 | 上交所与深交所适度降低融资保证金比例、促进两融业务功能有效发挥； | 上交所、深交所 | 将融资保证金比例从100%降低至80% | |
| 8月27日 | 《关于减半征收证券交易印花税的公告》 | 财政部、税务总局 | 证券交易印花税实施减半征收 | |
| 8月27日 | 证监会统筹一二级市场平衡、优化IPO、再融资监管安排、减持新规 | 证监会 | 根据近期市场情况，阶段性收紧IPO节奏，促进投融资两端的动态平衡；严格执行再融资规模和融资间隔期要求；对于减持行为做出限制 | 从上市公司质量优化层面入手，在融资、减持等方向对上市公司做出进一步规范，提升上市公司质量。 |
| 4月12日（24年） | 新“国九条” | 国务院 | 制订整体要求，从企业、机构和监管三端共促资本市场高质量发展 | 以人民性为核心、以吸引居民资金入市为目标、以分红率为核心抓手，促进资本市场高质量发展以分红为核心的政策变化将有效重构市场估值体系 |
| 7月10日（24年） | 暂停转融券业务 | 证监会 | 批准暂停转融券业务 | 保障市场稳定运行，提振市场信心，提升交投活跃度。 |

2.1 开启β行情：核心政策-新“国九条”吸引居民侧资金入市，提升交投活跃度

- 新“国九条”作为重大政策，其目的在于吸引居民侧资金入市：23年7月24日国常会首提“活跃资本市场、提振投资者信心”，其根本目的在于引导居民侧资金入市，原因在于地产市场已经不能承担原有居民资产蓄水池的功能（同场会议提出“深刻意识到我国地产市场的供求关系发生深远变化”）。因此，本次政策的目的是非常明确，在于吸引居民侧资金入市，并重视资本市场“助力更好满足人民群众日益增长的财富管理需求”的功能。
- 本次“国九条”的框架是以“人民性”为核心指导思想：对短、中、长期目标提出指引，从企业、机构、监管三段推动资本市场高质量发展，进一步实现“活跃资本市场、提振投资者信心”的纲领要求。



2.1.1 新“国九条”总体目标要求：把人民性放在突出重要位置，是吸引居民侧资金入市的政策延续

- **重要边际变化**：尤其强调“人民性”的突出地位，表述中强调“突出以人民为中心的价值取向”，首次在高级别文件中使用“**助力更好满足人民群众日益增长的财富管理需求**”这一表述。
- **结论**：我们认为，这与我们的核心论断“**未来资本市场将取代房地产市场，成为居民财富新的蓄水池和增值土壤**”相照应，居民侧资金将在政策引领下持续进入资本市场，成为重要增量资金来源。

| | | 24年新版“国九条” | 14年“国九条” |
|------|------|--|---|
| 纲领要求 | 政策原文 | <p>深刻把握资本市场高质量发展的主要内涵，在服务国家重大战略和推动经济社会高质量发展中实现资本市场稳定健康发展。必须坚持和加强党的领导，充分发挥党的政治优势、组织优势、制度优势，确保资本市场始终保持正确的发展方向；必须始终践行金融为民的理念，突出以人民为中心的价值取向，更加有效保护投资者特别是中小投资者合法权益，助力更好满足人民群众日益增长的财富管理需求；必须全面加强监管、有效防范化解风险，稳为基调、严字当头，确保监管“长牙带刺”、有棱有角；必须始终坚持市场化法治化原则，突出目标导向、问题导向，进一步全面深化资本市场改革，统筹好开放和安全；必须牢牢把握高质量发展的主题，守正创新，更加有力服务国民经济重点领域和现代化产业体系建设。</p> | <p>高举中国特色社会主义伟大旗帜，以邓小平理论、“三个代表”重要思想、科学发展观为指导，贯彻党中央和国务院的决策部署，解放思想，改革创新，开拓进取。坚持市场化和法治化取向，维护公开、公平、公正的市场秩序，维护投资者特别是中小投资者合法权益。紧紧围绕促进实体经济发展，激发市场创新活力，拓展市场广度深度，扩大市场双向开放，促进直接融资与间接融资协调发展，提高直接融资比重，防范和分散金融风险。推动混合所有制经济发展，完善现代企业制度和公司治理结构，提高企业竞争能力，促进资本形成和股权流转，更好发挥资本市场优化资源配置的作用，促进创新创业、结构调整和经济社会持续健康发展。</p> |
| 边际变化 | | <p>新“国九条”强调“五个必须”，尤其强调“人民性”的突出地位，表述中强调“突出以人民为中心的价值取向”，首次在高级别文件中使用“助力更好满足人民群众日益增长的财富管理需求”这一表述。我们认为，这与我们的核心论断“未来资本市场将取代房地产市场，成为居民财富新的蓄水池和增值土壤”相照应。</p> | |

2.1.2 新“国九条”总体目标要求：首次提出短、中、长期目标，以保护投资者为首要目标

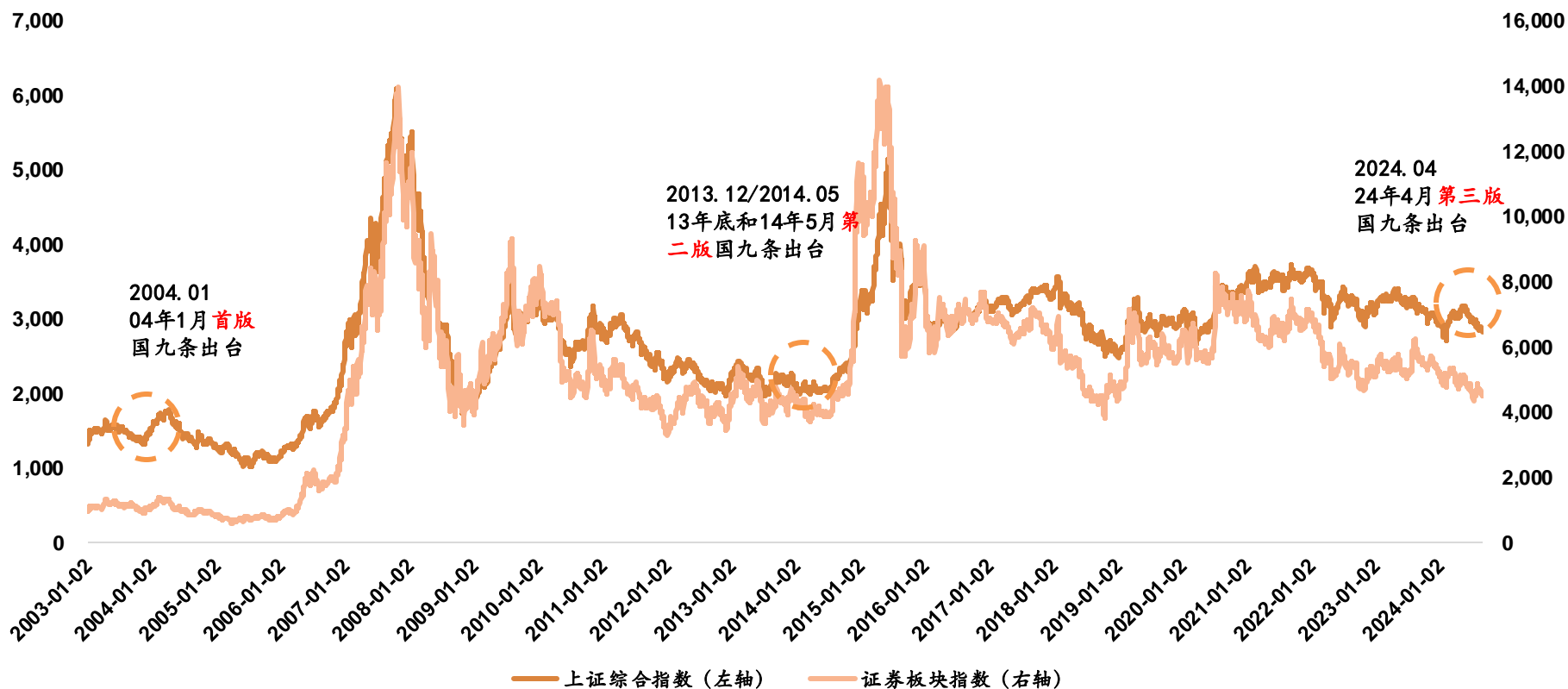
- **重要边际变化：**1) 首次以**短期、中期、长期**目标的形式确定未来资本市场的发展方向，此前仅有短期目标。2) 目标次序为“**保护投资者、质量和结构优化、机构高质量发展、监管有效、生态良好**”，此前为“**结构合理、功能完善、规范透明、稳健高效、开放包容**”，将“**投资者保护的制度机制更加完善**”列为首要目标
- **结论：**中期和长期目标的提出彰显政策的**延续性和决心**；将“**投资者保护**”列为目标之首**继续贯彻保护中小投资者吸引居民资金入市的愿景和目标**。

| | | 24年新版“国九条” | 14年“国九条” |
|------|------|---|---|
| 主要任务 | 政策原文 | <p>1) 未来5年，基本形成资本市场高质量发展的总体框架。投资者保护的制度机制更加完善。上市公司质量和结构明显优化，证券基金期货机构实力和服务能力持续增强。资本市场监管能力和有效性大幅提高。资本市场良好生态加快形成。</p> <p>2) 到2035年，基本建成具有高度适应性、竞争力、普惠性的资本市场，投资者合法权益得到更加有效的保护。投融资结构趋于合理，上市公司质量显著提高，一流投资银行和投资机构建设取得明显进展。资本市场监管体制机制更加完备。</p> <p>3) 到本世纪中叶，资本市场治理体系和治理能力现代化水平进一步提高，建成与金融强国相匹配的高质量资本市场。</p> | <p>加快建设多渠道、广覆盖、严监管、高效率的股权市场，规范发展债券市场，拓展期货市场，着力优化市场体系结构、运行机制、基础设施和外部环境，实现发行交易方式多样、投融资工具丰富、风险管理功能完备、场内场外和公募私募协调发展。到2020年，基本形成结构合理、功能完善、规范透明、稳健高效、开放包容的多层次资本市场体系。</p> |
| 边际变化 | | <p>1) 首次以短期、中期、长期目标的形式确定未来资本市场的发展方向，此前仅有短期目标，政策的延续性和决心得以体现。</p> <p>2) 将“投资者保护的制度机制更加完善”列为首要目标，继续贯彻保护中小投资者吸引居民资金入市的愿景和目标。</p> <p>3) 目标次序为“保护投资者、质量和结构优化、机构高质量发展、监管有效、生态良好”，此前为“结构合理、功能完善、规范透明、稳健高效、开放包容”。</p> | |

2.1.3 历次国九条行情复盘：扫清行情基础设施障碍，推动资本市场行情

- 历次国九条出台后市场均开启了一波牛市行情，国九条的意义在于从基础设施端扫清行情障碍：自2004年至2024年8月这20年间，共出台过三版“国九条”，且均是在我国经济面临结构性转型的关键节点出台，对资本市场的健全发展有着至关重要的意义；历次“国九条”出台后，上证指数在随后数年均开启牛市进程，券商板块也随之出现大幅上涨。

历年“国九条”后行情复盘

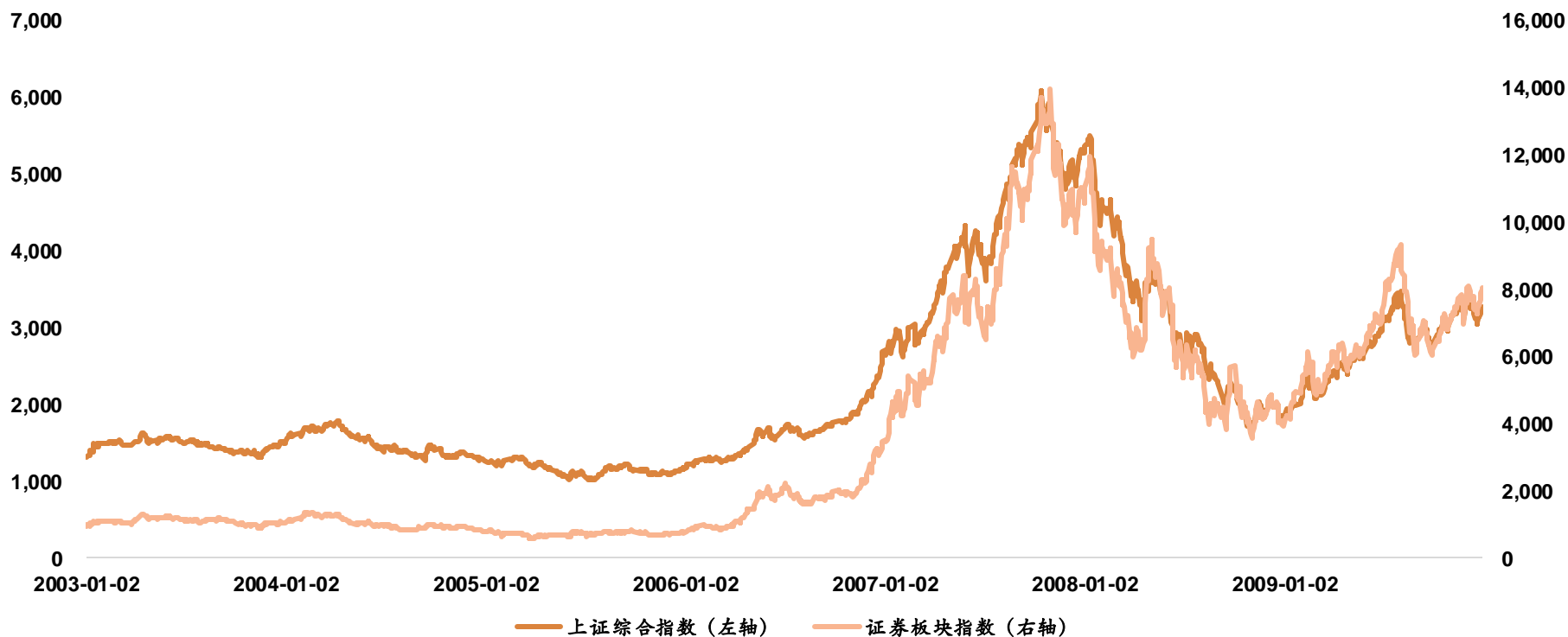


数据来源：Wind、国务院、天风证券研究所

2.1.4 第一版“国九条”：资本市场制度完善叠加经济高速发展，开启牛市行情，券商板块紧跟大盘大幅上涨

- 第一版“国九条”出台后，资本市场的制度得以完善，同时叠加经济的高速发展期，随后开启了大牛行情，券商板块大幅上涨：2004年1月我国资本市场处于发展阶段，为了完善资本市场制度和股权分置等问题，国务院出台了第一版“国九条”，旨在完善资本市场制度，健全的资本市场体系。在“国九条”出台后，较为完善的资本市场制度叠加经济的高速发展，双重红利开启了06-08年的牛市行情；证券板块指数也跟随大盘开启大牛行情。

第一版“国九条”出台后行情复盘

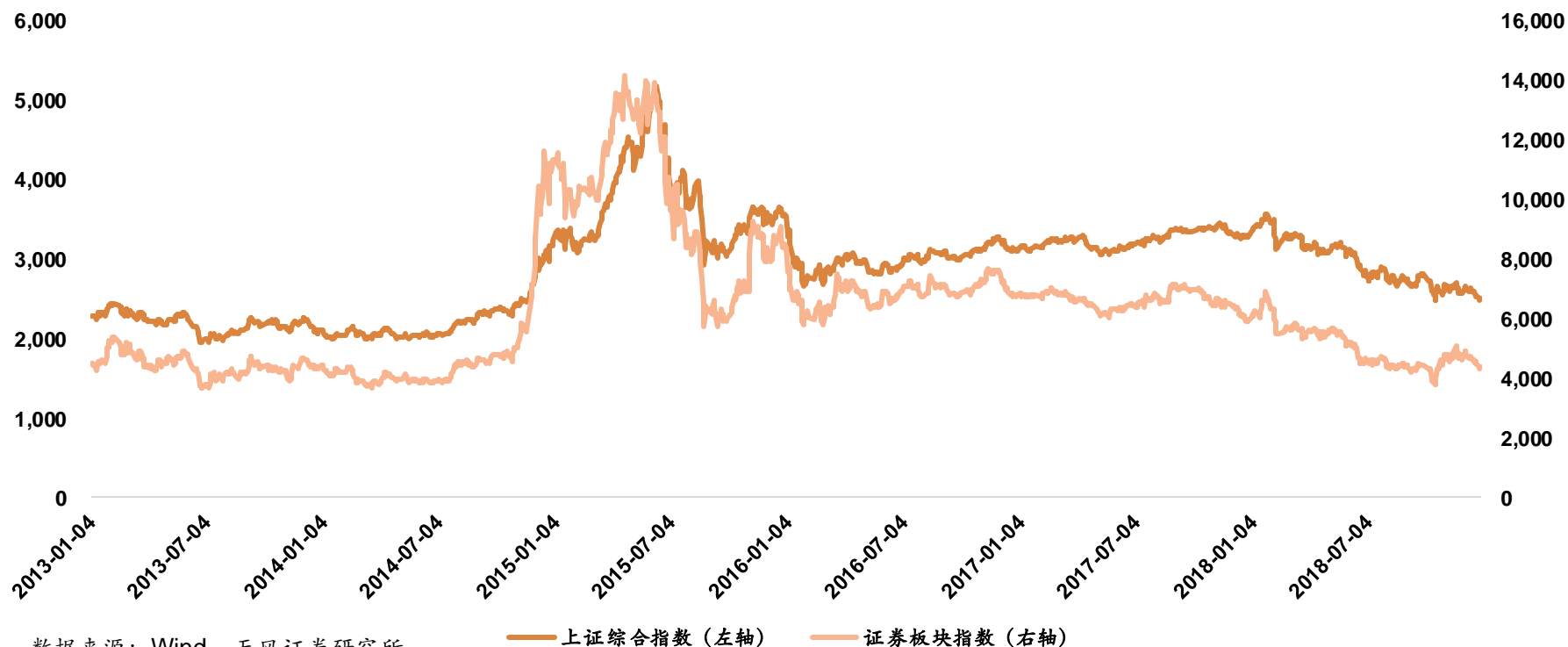


数据来源：Wind、天风证券研究所

2.1.4 第二版“国九条”：流动性相对充裕叠加“创新”引领资本市场走向大牛市，券商板块涨幅弹性超大盘

□ 第二版“国九条”出台后，鼓励创新发展，同时叠加充裕的流动性，随后开启了14-15年的大牛行情，券商板块在大牛行情中的涨幅弹性超过大盘：2013年12月和2014年5月，出台了第二版“国九条”，当时我国资本市场处于稳步发展阶段，新“国九条”的重点在于鼓励创新，将创新发展作为新阶段资本市场的主导思想。在14年5月“国九条”出台后，流动性充裕叠加资本市场的“创新”信号，开启了14-15年的大牛行情，该波行情是始于14年下半年，其中领涨的板块为成长股；证券板块在这波大牛市之中的涨幅弹性超过大盘。

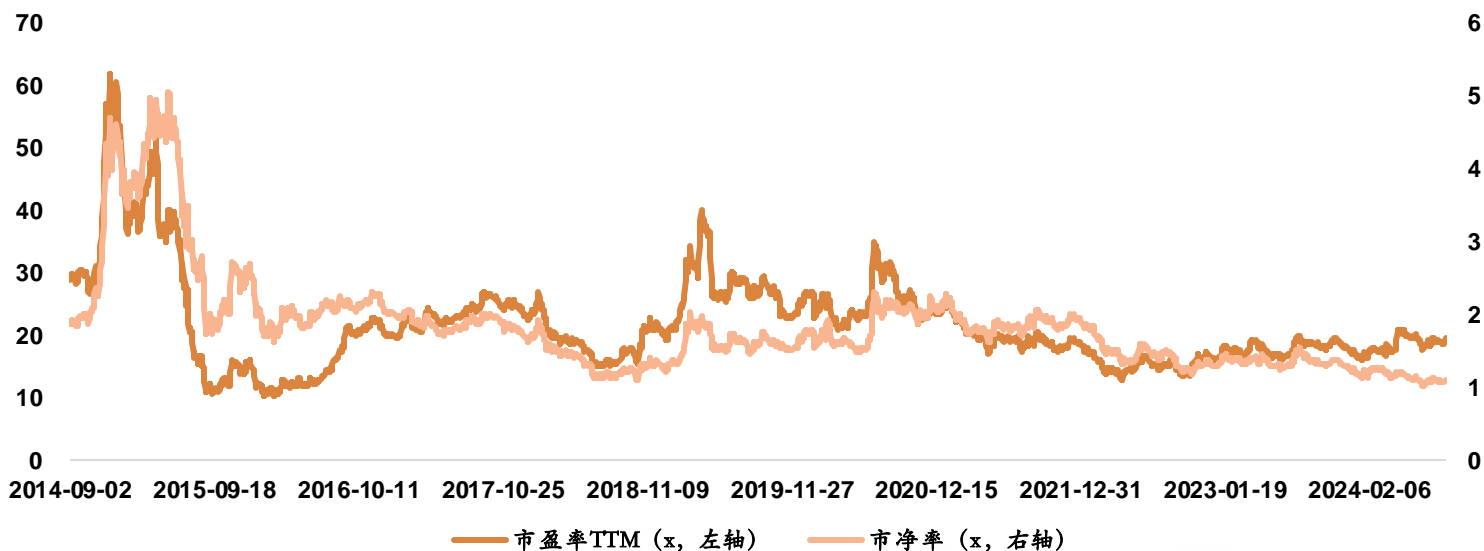
第二版“国九条”出台后行情复盘



2.1.5 估值分析：新“国九条”等系列政策有望开启大牛市，券商板块估值或具有较大提升空间，实现 β 层面行情

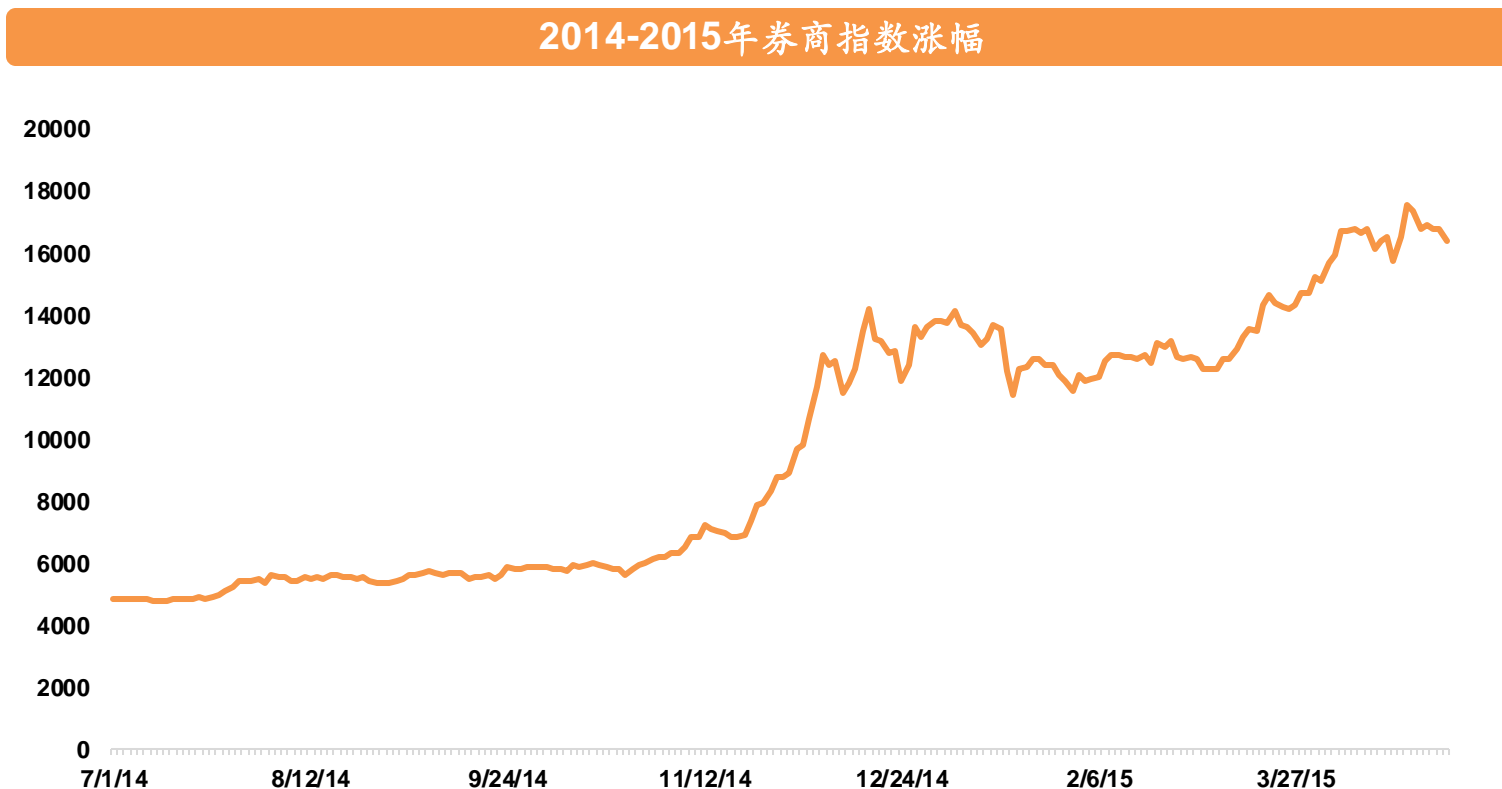
- 当前券商板块估值仍处于历史较低水平：从2014年至今统计的券商PB、PE估值水平来看，截止于2024年8月30日，券商板块的估值仍处于历史较低水平，PB分位数仅1.65%，PB估值仅1.09x；PE分位数仅47.72%，PE估值仅19.39x。
- 券商板块当前估值安全边际相对较高，估值或具有较大提升空间：从弹性的角度出发，纵观历次“国九条”后的大牛市，历次券商行情均较大概率有充分空间。自24年4月12日的新“国九条”发布以来，资本市场震荡不断，券商板块市净率小幅回落，PB从1.11X下降至1.09X；PE从17.1X提升至19.39X，仅上涨2.29Pct，估值或具有较大提升空间。
- 新“国九条”叠加暂停转融券业务等系列政策有望活跃资本市场开启牛市，券商板块有望在大牛中实现 β 层面行情。

2014-2024年证券行业市盈率、市净率情况



2.2 α 层面投资逻辑1：交投活跃度提升激发经纪业务收入空间，收入占比高的高弹性券商较为受益

- 流动性铸就大牛市，券商板块演绎强beta行情，经纪和两融业务占比高的券商超额收益更高：2014年7月至2015年5月，券商板块涨幅+236%，同期Wind全A指数涨幅+132%，相对收益+104%。



数据来源：Wind、天风证券研究所

2.2 α 层面投资逻辑1：交投活跃度提升激发经纪业务收入空间，收入占比高的高弹性券商较为受益

- 连续降息降准叠加杠杠催生大牛市行情，交投活跃度急剧提升，演绎有史以来较强的 β 行情，在该行情下从 α 层面来看，经纪业务、两融业务占比高的券商弹性更加，更能获取超额收益：2014-2015年的行情是 β 行情的演绎， α 层面经纪+两融业务占比高的券商弹性更加，盈利增速更高，更能获取超额收益。

2014-2015年牛市行情中高弹性券商情况

| | 绝对收益 (%) | 相对收益 (%) | 市值 (亿元) | 2014营收 (亿元) | 2015营收 (亿元) | 营收增速 | 经纪业务营收占比 | 利息净收入营收占比 | 2014利润 (亿元) | 2015利润 (亿元) | 利润增速 |
|----------------|----------|----------|---------|-------------|-------------|------|----------|-----------|-------------|-------------|-------|
| 300059.SZ 东方财富 | 878.44 | 642.04 | 1,422 | 6.12 | 28.13 | 360% | 4% | 0% | 1.66 | 18.49 | 1015% |
| 002673.SZ 西部证券 | 487.04 | 250.64 | 886 | 19.38 | 56.41 | 191% | 48% | 13% | 6.64 | 19.73 | 197% |
| 601788.SH 光大证券 | 327.08 | 90.68 | 1,159 | 66.01 | 165.71 | 151% | 45% | 13% | 20.68 | 76.47 | 270% |
| 601377.SH 兴业证券 | 303.48 | 67.08 | 904 | 56.09 | 115.41 | 106% | 33% | 11% | 17.82 | 41.67 | 134% |
| 601688.SH 华泰证券 | 293.80 | 57.40 | 1,631 | 120.62 | 262.62 | 118% | 48% | 16% | 44.86 | 106.97 | 138% |
| 000728.SZ 国元证券 | 283.79 | 47.39 | 712 | 34.86 | 57.73 | 66% | 45% | 19% | 13.72 | 27.84 | 103% |
| 600999.SH 招商证券 | 270.33 | 33.93 | 2,148 | 110.02 | 252.92 | 130% | 49% | 10% | 38.51 | 109.09 | 183% |
| 000987.SZ 越秀金控 | 267.69 | 31.29 | 114 | 33.63 | 28.04 | -17% | 0% | 0% | 2.63 | 2.29 | -13% |
| 601555.SH 东吴证券 | 265.03 | 28.63 | 702 | 32.41 | 68.30 | 111% | 39% | 4% | 11.15 | 27.08 | 143% |
| 002736.SZ 国信证券 | 247.62 | 11.22 | 2,394 | 117.92 | 291.39 | 147% | 54% | 12% | 49.28 | 139.49 | 183% |
| 000686.SZ 东北证券 | 242.96 | 6.56 | 481 | 30.91 | 67.46 | 118% | 36% | 5% | 10.60 | 26.30 | 148% |
| 601099.SH 太平洋 | 238.45 | 2.05 | 508 | 13.59 | 27.43 | 102% | 38% | 9% | 5.43 | 11.33 | 109% |
| 002500.SZ 山西证券 | 232.20 | -4.20 | 543 | 19.59 | 38.39 | 96% | 48% | 9% | 5.86 | 14.39 | 145% |
| 000712.SZ 锦龙股份 | 215.47 | -20.93 | 422 | 0.40 | 0.26 | -35% | 0% | 0% | 3.87 | 9.13 | 136% |
| 600837.SH 海通证券 | 212.68 | -23.72 | 2,615 | 179.78 | 380.86 | 112% | 33% | 12% | 77.11 | 158.39 | 105% |
| 600030.SH 中信证券 | 203.28 | -33.12 | 3,701 | 291.98 | 560.13 | 92% | 33% | 5% | 113.37 | 198.00 | 75% |
| 600621.SH 华鑫股份 | 198.61 | -37.79 | 90 | 5.97 | 3.65 | -39% | 0% | 0% | 1.55 | 1.30 | -16% |
| 000776.SZ 广发证券 | 193.84 | -42.56 | 1,999 | 133.95 | 334.47 | 150% | 41% | 9% | 50.23 | 132.01 | 163% |
| 600369.SH 西南证券 | 187.95 | -48.45 | 695 | 36.75 | 84.97 | 131% | 24% | 3% | 13.39 | 35.55 | 165% |
| 601901.SH 方正证券 | 177.90 | -58.50 | 1,242 | 49.00 | 109.15 | 123% | 63% | 7% | 17.96 | 40.64 | 126% |
| 600095.SH 湘财股份 | 160.41 | -75.99 | 46 | 4.40 | 2.65 | -40% | 0% | 0% | 0.12 | 0.15 | 26% |
| 600109.SH 国金证券 | 150.80 | -85.60 | 706 | 27.22 | 67.48 | 148% | 46% | 13% | 8.36 | 23.60 | 182% |
| 601198.SH 东兴证券 | 138.12 | -98.28 | 788 | 25.98 | 53.57 | 106% | 46% | -6% | 10.41 | 20.44 | 96% |
| 600864.SH 哈投股份 | 130.08 | -106.32 | 106 | 11.91 | 11.67 | -2% | 0% | 0% | 2.91 | 1.08 | -63% |
| 600958.SH 东方证券 | 124.86 | -111.54 | 1,715 | 55.00 | 154.35 | 181% | 22% | -2% | 23.42 | 73.25 | 213% |
| 000750.SZ 国海证券 | 105.32 | -131.08 | 442 | 25.45 | 49.59 | 95% | 47% | 13% | 6.90 | 17.93 | 160% |
| 600155.SH 华创阳安 | 102.71 | -133.69 | 71 | 4.09 | 3.49 | -15% | 0% | 0% | -1.47 | 2.26 | -253% |
| 002670.SZ 国盛金控 | 84.60 | -151.80 | 37 | 14.97 | 10.49 | -30% | 0% | 0% | 0.93 | 0.26 | -72% |

2.2 α 层面投资逻辑1：交投活跃度提升激发经纪业务收入空间，收入占比高的高弹性券商较为受益

- 预计经纪+两融两类直接受益于交投活跃度提升的业务较为受益，但考虑到转融券的暂停政策或对两融业务的开展有一定的影响，因此建议关注经纪业务收入占比高的券商：我们使用经纪业务收入占比来刻画券商的业绩弹性，结合头部券商马太效应，建议关注方正证券/中国银河/光大证券。

| 证券代码 | 公司名称 | 经纪 (21-24H均值) ↓ | 流通市值 (亿元) -2024/8/30 | 股价-2024/8/30 | 50日涨幅 (7.10-8.30) | 年化ROE (24H) | PB-2024/8/30 | PB分位数 |
|-----------|------|-----------------|----------------------|--------------|-------------------|-------------|--------------|-------|
| 601901.SH | 方正证券 | 48% | 572 | 6.95 | -9% | 6% | 1.24 | 4% |
| 002926.SZ | 华西证券 | 47% | 171 | 6.50 | 3% | 0% | 0.75 | 1% |
| 601162.SH | 天风证券 | 41% | 208 | 2.40 | 11% | -3% | 0.89 | 3% |
| 002945.SZ | 华林证券 | 40% | 256 | 9.47 | -1% | 4% | 4.08 | 1% |
| 601878.SH | 浙商证券 | 37% | 434 | 11.19 | 8% | 6% | 1.62 | 23% |
| 600918.SH | 中泰证券 | 36% | 232 | 5.83 | 7% | 2% | 1.09 | 4% |
| 600909.SH | 华安证券 | 32% | 212 | 4.51 | 11% | 7% | 1.01 | 2% |
| 002736.SZ | 国信证券 | 32% | 826 | 停牌 | 10% | 6% | 1.05 | 6% |
| 600906.SH | 财达证券 | 32% | 122 | 5.73 | 3% | 4% | 1.59 | 2% |
| 601788.SH | 光大证券 | 32% | 574 | 14.69 | 7% | 4% | 1.16 | 17% |
| 601696.SH | 中银证券 | 31% | 248 | 8.92 | 3% | 5% | 1.42 | 2% |
| 601881.SH | 中国银河 | 31% | 806 | 11.13 | 13% | 7% | 1.18 | 20% |
| 600999.SH | 招商证券 | 31% | 1086 | 14.63 | 8% | 8% | 1.16 | 6% |
| 601375.SH | 中原证券 | 30% | 120 | 3.49 | 4% | 3% | 1.15 | 1% |
| 601099.SH | 太平洋 | 29% | 217 | 3.18 | 4% | 1% | 2.28 | 20% |
| 600369.SH | 西南证券 | 29% | 237 | 3.75 | 5% | 3% | 0.97 | 3% |
| 000166.SZ | 申万宏源 | 28% | 1019 | 4.52 | 9% | 4% | 1.11 | 11% |
| 601555.SH | 东吴证券 | 28% | 310 | 6.23 | 8% | 6% | 0.77 | 2% |
| 601066.SH | 中信建投 | 28% | 733 | 19.22 | 6% | 6% | 2.02 | 11% |
| 000686.SZ | 东北证券 | 28% | 137 | 5.86 | 9% | 1% | 0.74 | 1% |
| 600109.SH | 国金证券 | 27% | 235 | 7.35 | 2% | 3% | 0.83 | 0% |
| 000750.SZ | 国海证券 | 27% | 171 | 2.95 | 5% | 1% | 0.86 | 1% |
| 002673.SZ | 西部证券 | 26% | 267 | 6.49 | 6% | 5% | 1.03 | 5% |

数据来源：Wind、天风证券研究所

2.2 α 层面投资逻辑1：交投活跃度提升激发经纪业务收入空间，收入占比高的高弹性券商较为受益

- 预计经纪+两融两类直接受益于交投活跃度提升的业务较为受益，但考虑到转融券的暂停政策或对两融业务的开展有一定的影响，因此建议关注经纪业务收入占比高的券商：我们使用经纪业务收入占比来刻画券商的业绩弹性，结合头部券商马太效应，建议关注方正证券/中国银河/光大证券。

| 证券代码 | 公司名称 | 经纪 (21-24H均值) ↓ | 流通市值 (亿元) -2024/8/30 | 股价-2024/8/30 | 50日涨幅 (7.10-8.30) | 年化ROE (24H) | PB-2024/8/30 | PB分位数 |
|-----------|------|-----------------|----------------------|--------------|-------------------|-------------|--------------|-------|
| 601211.SH | 国泰君安 | 26% | 1104 | 14.76 | 10% | 6% | 0.88 | 8% |
| 000776.SZ | 广发证券 | 25% | 701 | 11.84 | 4% | 7% | 0.78 | 0% |
| 002939.SZ | 长城证券 | 25% | 235 | 6.75 | 5% | 5% | 0.94 | 2% |
| 601377.SH | 兴业证券 | 24% | 446 | 5.17 | 7% | 3% | 0.83 | 1% |
| 600958.SH | 东方证券 | 22% | 629 | 8.42 | 14% | 5% | 0.95 | 4% |
| 601688.SH | 华泰证券 | 22% | 918 | 12.58 | 6% | 6% | 0.73 | 1% |
| 600837.SH | 海通证券 | 21% | 832 | 8.62 | 5% | 1% | 0.68 | 3% |
| 601456.SH | 国联证券 | 21% | 231 | 9.66 | 2% | 1% | 1.53 | 4% |
| 000728.SZ | 国元证券 | 21% | 277 | 6.35 | 7% | 6% | 0.79 | 1% |
| 601108.SH | 财通证券 | 21% | 303 | 6.52 | 1% | 5% | 0.87 | 1% |
| 601990.SH | 南京证券 | 21% | 277 | 7.56 | 3% | 6% | 1.60 | 2% |
| 601198.SH | 东兴证券 | 21% | 264 | 8.18 | 3% | 4% | 0.96 | 5% |
| 601995.SH | 中金公司 | 20% | 836 | 28.59 | 5% | 4% | 1.54 | 3% |
| 600030.SH | 中信证券 | 19% | 2193 | 19.29 | 11% | 8% | 1.11 | 3% |
| 002500.SZ | 山西证券 | 18% | 177 | 4.92 | 8% | 4% | 0.99 | 2% |
| 601236.SH | 红塔证券 | 18% | 312 | 6.61 | 0% | 4% | 1.33 | 2% |
| 002797.SZ | 第一创业 | 13% | 221 | 5.25 | 8% | 5% | 1.46 | 2% |

数据来源：Wind、天风证券研究所

2.3 α 层面投资逻辑2：“推动头部券商做强做优”信号发出，利好头部及有兼并重组预期的券商

□ 支持头部券商通过兼并重组等方式，做大做强，打造航母级别头部券商；政策健全证券公司业务资格退出机制，利好头部券商。

| 日期 | 文件名/会议名 | 主要内容 | 影响 |
|------------|--|---|---|
| 2019/11/29 | 《关于 做强做优做大打造航母级头部券商 ，构建资本市场四梁八柱确保金融安全的提案》 | 一是 多渠道充实证券公司资本，鼓励市场化并购重组 ；二是进一步丰富证券公司服务功能；三是支持证券公司优化激励约束机制；四是鼓励证券公司加大信息技术和科技创新投入；五是支持证券公司完善国际化布局；六是督促证券公司加强合规风控管理 | 推进了证券公司充实资本、丰富服务功能、优化激励约束机制、加大技术和创新投入、完善国际化布局、加强合规风险管控。 |
| 2020/7/17 | 鼓励券商基金公司并购重组 | 证监会相关部门向各派出机构发布通知，鼓励证券公司、基金管理公司做好组织管理创新工作。一是解决同业竞争问题，鼓励有条件的行业机构实施市场化并购重组；二是支持实施员工持股、股权激励计划。 | 充分发挥并购重组效应，实现母子公司协同发展，有助于证券公司整合子公司现有资源、发挥集团优势、降低公司的运营成本、做大做强 |
| 2022/2/18 | 《关于建立认可跨境业务券商制度维护国家金融安全的提案》 | 要重点培育和支持国有头部券商做大做强；证监会答复称会一直支持证券公司在依法合规前提下充实资本实力，优化公司治理，夯实基础功能，提升核心竞争力，持续支持证券公司在依法合规的前提下实施并购重组，做大做强。 | 通过深化改革加强公司治理实现做优做强做大，提升交易、做市、托管、主经纪、风控等方面的核心竞争力，同时加大了国有头部证券机构资本投入，补足相对外资机构的资本差距。 |
| 2023/10/31 | 中央金融工作会议 | 在中央金融工作会议中，党中央首次提出“培育一流投资银行和投资机构”的目标。 | 有利于政府未来出台更多政策支持投行机构和投行业务发展，为实体企业提供更多投融资渠道；有利于加速打造现代金融机构和市场体系，活跃资本市场等政策实施力度有望进一步加大，利好机构和资管业务具备竞争优势的头部券商。 |
| 2023/11/1 | 《中国证监会党委传达学习贯彻中央金融工作会议精神》 | 将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。 | 培育一流投资银行和投资机构，进一步促进国有大型金融机构做优做强的势头，同时促进了境内外长期资本的引入； 利好于有兼并重组预期的券商，做大做强，打造航母级头部券商。 |
| 2024/3/15 | 《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）》 | 《意见》明确了建设一流投资银行和投资机构的目标。力争通过5年左右时间，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至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。 | 确立了打造一流投行和投资机构“路线图”；有助于行业机构聚焦服务国家发展大局和居民财富管理需求，加强业务的规范化、专业化发展，提升自身综合金融服务水平和核心竞争力。 |
| 2024/4/12 | 《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》 | 紧紧围绕打造安全、规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场以强监管、防风险、促高质量发展为主线，更好发挥资本市场功能作用，推进金融强国建设，服务中国式现代化大局； 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。 | 牢牢把握高质量发展的主题，更加有力服务国民经济重点领域和现代化产业体系建设； 加强证券基金机构监管，推动行业回归本源、做优做强。 |
| 2024/4/24 | 《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》 | 在文件中提出 推动头部证券公司做强做优 ，支持上海、深圳证券交易所建设世界一流交易所。 | 推动地方国有大券商专注主业、提质增效，立足当地开展特色化经营，增强服务实体经济和抵御风险能力。 |
| 2024/8/5 | 《证券公司业务资格管理办法（征求意见稿）》 | 《办法》明确业务资格种类、明确不同业务资格的管理方式、统一资格准入的内在逻辑、 健全业务资格退出机制 、做好业务资格管理与日常监管的衔接。 | 增加注销牌照的退出路径，形成主动减少牌照、撤销牌照、注销牌照等多元化退出路径，遏制“屯牌”“保牌”行为；健全券商业务资格退出机制，推动行业高质量健康发展，行业马太效应或加剧。 |

2.3 α 层面投资逻辑2：“推动头部券商做强做优”信号发出，利好头部及有兼并重组预期的券商

□ 支持头部券商通过兼并重组等方式，做大做强，打造航母级别头部券商。

兼并重组概念券商

| 代码 | 公司名称 | 流通市值 (24/9/5) | 概念简介 | 近60日涨跌幅 (7.5-9.5) |
|-----------|------|------------------|---|----------------------|
| 601456.SH | 国联证券 | 230亿元 | “国联+民生”，国联证券控股股东国联集团耗资高达91亿元竞拍拿下民生证券30.3%股权，这一高定价的并购，被业内赋予高期许。从业务前景来看，国联证券将由此补齐投行业务短板，经纪业务也将有显著扩张，其他各业务条线的规模也将提升，资本金的弥补尤为明显。 | 4.3% |
| 600155.SH | 华创云信 | 138亿元 | “华创+太平洋”有新进展，太平洋证券于2023年9月21日，收到证监会就变更主要股东行政许可申请事项依法予以受理。华创和太平洋证券分别是贵州和云南本土券商，在各自地域均有较强业务竞争力，合并的初衷认为是对西南省份金融业影响力的提升和资源互补，若合并成功，值得期待“1+1>2”的发展前景。 | 1.4% |
| 002736.SZ | 国信证券 | 810亿元 | 国信证券计划通过发行股份收购万和证券53.0892%的股份，标志着国信证券在资本市场上迈出了重要一步。根据公告，万和证券的注册资本为22.7亿元人民币，国信证券此举旨在通过整合万和证券的资源，提升自身在投行、经纪等业务领域的竞争力。这一并购不仅将增强国信证券的资本实力，还可能带来业务规模的显著扩张，特别是在证券经纪和投资咨询方面，通过资本金的增加，为国信证券未来的扩张和创新提供动力。 | 2.5% |
| 000712.SZ | 锦龙股份 | 85亿元 | 锦龙股份以22.72亿元公开挂牌转让其持有的东莞证券20%股权，共计3亿股，宣告其彻底退出证券业务。锦龙这一决策是响应监管对券商股东更高准入要求的必然选择，也是对公司连续三年业绩亏损的直接应对。通过资金回笼，锦龙股份计划投资智算中心项目，以期在人工智能领域开拓新的增长点，提升公司未来的营收和盈利能力。尽管转型之路充满挑战，体现了锦龙股份对市场变化的敏锐洞察和对未来发展路径的积极规划。 | 24.7% |
| 601878.SH | 浙商证券 | 422亿元 | 浙商证券的收购行为标志着其在资本市场上的战略扩张。通过三次收购活动，浙商证券累计支付51.28亿元，获得了国都证券34.25%的股份，从而成为其最大股东。该行动基于浙商证券的业务发展需求和市场布局考量，旨在提升服务实体经济的能力，并响应监管层对证券公司做优做强的号召。 | 5.9% |
| 002673.SZ | 西部证券 | 284亿元 | 西部证券筹划收购国融证券控股权，不仅有望增强西部证券的区域覆盖和业务多元化，也符合监管层鼓励的券商做优做强的政策导向。尽管国融证券面临股权冻结和对赌债务等挑战，若西部证券能妥善解决这些问题，此次并购将为其带来净资产和市场份额的显著提升，进一步巩固其在激烈市场竞争中的领先地位。 | 7.0% |
| 002670.SZ | 国盛金控 | 172亿元 | 国盛金控拟吸收合并全资子公司国盛证券，旨在整合资源、提高效率并聚焦证券主业。证监会已接收并发出补正通知，标志着国盛证券“曲线上市”进程再进一步。这次并购的成功将有助于国盛证券提升其资本实力，均衡业务结构，推动自身做大做强。 | 9.8% |
| 601211.SH | 国泰君安 | 1104亿元 | 24年9月5日，国泰君安公告称正在筹划向海通证券全体A+H股东发行股票的方式换股吸收合并海通证券，本次合并重组后，新主体有望实现强强联合“国君+海通”的净资产/营业收入/归母净利润在行业中排名将位列第1/第2/第2位（以24H1数据简单相加）。 | 8.8% |

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

注：涉及到合并重组重大事项应以公司官方披露口径为准，需关注后续进展的不确定性所带来的风险。

数据来源：Wind、各公司公告、天风证券研究所



2.3 α 层面投资逻辑2：“推动头部券商做强做优”信号发出，利好头部及有兼并重组预期的券商

- 政策多次提及“支持券商做大做强，打造航母级别头部券商”，利好于头部券商及有兼并重组预期的券商：在存量竞争的格局之下头部券商更易利用其平台优势发力，同时目前政策处于严监管阶段，证监会健全证券公司业务资格退出机制，在多重政策的支持下，头部券商有望持续做大做强。结合头部券商马太效应，建议关注：中国银河/国泰君安/国信证券。

2024年上半年排名前10券商的归母净利润、调整后营业收入情况

| 排名 | 公司 (24H1) | 归母净利润 (亿元) | 市占率 (%) | 公司 (24H1) | 调整后营业收入 (亿元) | 市占率 (%) |
|----|-----------|------------|---------|-----------|--------------|---------|
| 1 | 中信证券 | 105.7 | 16.8% | 中信证券 | 273.1 | 14.5% |
| 2 | 华泰证券 | 53.1 | 8.4% | 国泰君安 | 134.1 | 7.1% |
| 3 | 国泰君安 | 50.2 | 8.0% | 华泰证券 | 123.4 | 6.6% |
| 4 | 招商证券 | 47.5 | 7.6% | 广发证券 | 114.3 | 6.1% |
| 5 | 中国银河 | 43.9 | 7.0% | 中国银河 | 98.5 | 5.2% |
| 6 | 广发证券 | 43.6 | 6.9% | 招商证券 | 95.9 | 5.1% |
| 7 | 国信证券 | 31.4 | 5.0% | 中金公司 | 89.1 | 4.7% |
| 8 | 中信建投 | 28.6 | 4.5% | 中信建投 | 85.0 | 4.5% |
| 9 | 中金公司 | 22.3 | 3.5% | 申万宏源 | 80.8 | 4.3% |
| 10 | 申万宏源 | 21.3 | 3.4% | 海通证券 | 78.5 | 4.2% |

数据来源：Wind、天风证券研究所

风险提示

- **政策效果不及预期：**新“国九条”等一揽子活跃资本市场的措施落地后，若并未起到活跃资本市场，提振投资者信心的效果，会导致投资者缺乏对资本市场的信心，券商潜在业务增量的不确定性放大。
- **资本市场大幅震荡：**资本市场受到宏观环境、地缘政治等多种因素影响，可能在未来出现大幅动荡，从而影响到证券公司的业务开展和对应收入。
- **证券市场持续低迷：**证券公司的业务和证券市场息息相关，若证券市场的低迷和投资者对市场信心不足等因素带来证券市场活跃度低的风险，恐导致券商业务开展的不及预期，导致收入水平下降。
- **兼并重组存在不确定性：**券商兼并重组存在不确定性，若后续兼并重组失败或进度不及预期，可能会影响券商的业务开展和对应收入，风险将被放大。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|----------------------------|------|------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益-10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益-10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅-5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅-5%以下 |

THANKS