

证券行业 2024 年三季度报综述暨战略发展思考

优于大市

高景气周期下行业转型指南

核心观点

9月下旬以来，随着市场交易放大，两融交易扩张，证券行业进入了高景气周期，尤其央行互换便利工具被动提升了行业 beta 属性；如何摆脱“三年不开张，开张吃三年”行业周期循环，证券公司仍需在行业并购预期下加大资本储备、争取线上流量并转化、投行并购重组与股债结合、资管平衡好主动管理与指数工具业务、机构生态圈持续拓展等，这将成为下一步在行业内脱颖而出的重要抓手。

营收变化：投资收益占比持续提升。 上市券商 Q3 营收结构：经纪 206.77 亿元、占比 18.6%，投行 77.16 亿元、占比 6.9%，资管 111.81 亿元、占比 10.1%，利息 78.40 亿元、占比 7.1%，投资 574.85 亿元、占比 51.8%，其他 61.31 亿元、占比 5.5%。投资收益占比连续三个季度提升。

资产结构：客户保证金资产显著增长。 上市券商 Q3 末总资产 12.89 万亿元，较 Q2 增长 7,978 亿元。Q3 资产增量：客户保证金+5,768 亿元、现金类资产+552 亿元、投资资产+1,508 亿元、融资资产-936 亿元、其他+1,086 亿元。

行业格局：并购想象空间大。 政策鼓励券商通过并购重组等方式做大做强，券商整合潮持续推进。2024 年尚未有实施的券商股权融资，年初以来的股权融资预案主要用于并购，比如国联证券定增融资用于并购民生证券等。

流量转化：挖掘牌照价值，延长变现链条。 上交所 9 月 A 股账户新增开户数 684.68 万户、同比+484%、环比+275%。中小投资者资金入市趋势也较为明显。券商在开户流量端不占优势，本轮新开户获客成本或较高，后续需充分发挥财富管理、两融、投资顾问等牌照价值，提高自身盈利能力。

投资业务：去方向化与 OCI 权益并进，投资收益波动降低。 资产规模越大的券商，投资收益率波动越小。近年来，去方向性的投资策略在大券商中体现更为明显。此外，OCI 权益投资占比提升亦有利于投资收益稳定。

投行业务：股权承销承压依旧，并购重组具备潜力。 并购重组受到监管鼓励，在 IPO 与再融资低迷背景下，有望成为投行业务的破局之路，但需久久为功。

资管业务：私募规模稳健增长，公募偏向主动管理。 私募资管资金来源主要为银行自有及理财资金，资产配置以固收为主，截至 Q2 末，私募资管规模达 6.42 万亿元。公募资管以债券型、货币型和混合型为主，产品以主动管理为主，被动产品发展较慢，截至 10 月末，公募资管规模达 1.10 万亿元。

金融科技：轻资产模式，业绩弹性更显著。 金融科技主要分为金融软件供应商和金融信息服务商，前者主要为证券等金融机构提供经纪、投资交易软件等基础设施，后者主要向个人客户提供行情资讯、交易软件等服务。金融科技呈现轻资产、高毛利、高弹性特征，业绩弹性易受到股市行情催化。

投资建议：维持行业“优于大市”评级。 行情回暖趋势下，重点推荐：一是资金使用效率高、机构客户储备强、业务条线全面的券商，如中信证券、华泰证券；二是并购整合落地后推进券商，如国联证券；三是流量充足、牌照丰富的互联网券商，如东方财富。

风险提示：盈利预测偏差较大的风险；二级市场大幅波动风险；政策风险等。

行业研究 · 行业专题

非银金融 · 证券 II

优于大市 · 维持

证券分析师：孔祥

021-60375452

kongxiang@guosen.com.cn

S0980523060004

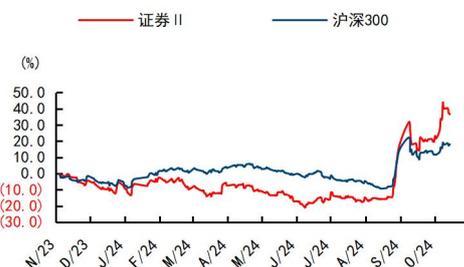
证券分析师：王德坤

021-61761035

wangdekun@guosen.com.cn

S0980524070008

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《证券行业 2024 年 10 月报-零售资金持续入市，券商两融弹性提升》——2024-11-01

《证券行业 2024 年 9 月投资策略-政策直达资本市场》——2024-09-24

《证券行业 2024 年中报综述-业绩筑底，复苏可期，整合待进》——2024-09-11

《证券行业 2024 年 8 月投资策略-整合落地不断，财富转型推进》——2024-08-28

《证券行业 2024 年 7 月投资策略-使命在肩，龙头受益》——2024-07-24

重点公司盈利预测及投资评级

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
600030.SH	中信证券	优大于市	32.92	487,892	1.39	1.53	23.72	21.57
601688.SH	华泰证券	优大于市	19.31	174,317	1.59	1.70	12.15	11.37
601456.SH	国联证券	优大于市	13.01	36,841	0.18	0.31	71.39	41.61
300059.SZ	东方财富	优大于市	28.18	444,837	0.57	0.62	49.31	45.48

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

收入结构：投资收益占比提升	6
2024 年前三季度：营业收入、净利润略有承压	6
2024Q3：单季度营收、净利润延续环比改善趋势	6
资产结构：客户保证金占比提升	8
杠杆小幅下降，资产恢复增长	8
金融投资资产：权益资产占比或有提升	10
资本补充：主要用于并购及配套融资	10
上市券商股权融资：2024 年融资主要用于并购及配套融资	10
行业并购：持续落地	11
流量转化：承接客户需求，延长变现价值链	11
投资者入市：开户数激增，资金入市踊跃	11
投资者经营：加快产品创新，以更多牌照延伸变现价值链	12
国际经验：佣金折扣吸引流量，经营客户提升单客价值	14
投行业务：并购重组具备业务潜力	14
监管导向：支持上市公司开展并购重组	14
股权融资：IPO 和再融资均显著下降	15
收入贡献：发展并购重组业务需久久为功	17
自营投资：大券商投资收益波动下降	17
金融资产与投资收益：投资资产规模增长，投资收益率逐季提升	17
投资收益率波动：大券商波动程度更低	18
资产管理：私募规模增长，公募偏主动管理	20
私募资管：资金来源主要为银行，资产配置以债券类为主	20
公募资管：以主动管理产品为主	21
金融科技：轻资产模式，业绩弹性更强	23
金融软件供应商：受益于证券等金融机构资本开支增加	23
金融信息服务商：受益于客户流量与市场成交量增长	24
投资建议	25
风险提示	26

图表目录

图 1: 上市券商营收规模及同比增速 (单位: 亿元)	6
图 2: 上市券商归母净利润规模及同比增速 (单位: 亿元)	6
图 3: 上市券商单季度营收规模及环比增速 (单位: 亿元)	6
图 4: 上市券商单季度归母净利润规模及环比增速 (单位: 亿元)	6
图 5: 上市券商单季度营收结构变化	7
图 6: 中证证券全指单季度 ROE 变化趋势	7
图 7: 上市券商资产结构	9
图 8: 上市券商客户保证金规模 (单位: 亿元)	9
图 9: 上市券商负债结构	9
图 10: 上市券商代理买卖整全款规模 (单位: 亿元)	9
图 11: FVTPL 资产规模及占比	10
图 12: FVOCI 权益资产规模及占比	10
图 13: 券商首发融资规模下降明显 (单位: 亿元)	10
图 14: 券商再融资规模下降明显 (单位: 亿元)	10
图 15: 投资者 9 月开户数激增 (单位: 万户)	12
图 16: 中小投资者资金净流入态势明显 (单位: 亿元)	12
图 17: 权益基金保有规模及半年度环比变化 (单位: 亿元)	13
图 18: 各类代销机构权益基金保有量占比	13
图 19: 两融余额近期增长较快 (单位: 亿元)	14
图 20: 东方财富营收结构变化	14
图 21: 嘉信理财营收结构	14
图 22: Robinhood 营收结构	14
图 23: 2024 年以来并购重组公告宗数有所提升	15
图 24: IPO 承销家数及金额 (单位: 家、亿元)	16
图 25: 再融资承销家数及金额 (单位: 家、亿元)	16
图 26: 上市券商金融投资资产规模及占总资产比重 (单位: 亿元)	17
图 27: 上市券商单季度投资收益规模 (单位: 亿元)	18
图 28: 上市券商单季度投资收益率	18
图 29: FVTPL 结构变化	18
图 30: FVOCI 权益资产规模及占比 (单位: 亿元)	18
图 31: 中金公司对冲持仓股票市值及占比 (单位: 亿元)	20
图 32: 证券公司私募资管资产净值及数量 (单位: 亿元、只)	20
图 33: 证券公司私募资管资产配置结构 (最新数据截至 2022 年末)	21
图 34: 证券公司公募资管各产品类型及规模 (单位: 亿元)	22
图 35: 股票型公募资管产品类型及规模 (单位: 亿元)	22
图 36: 债券型公募资管产品类型及规模 (单位: 亿元)	22
图 37: 华泰证券信息科技投入及占营收比重 (单位: 亿元)	23

图 38: 中金公司信息科技投入及占营收比重 (单位: 亿元)	23
图 39: 金融软件公司的软件收入规模、毛利规模及毛利率 (单位: 亿元)	23
图 40: 金融信息服务商收入类型及规模 (单位: 亿元)	24
图 41: 金融信息服务商毛利率比较	24
图 42: 同花顺归母净利润与 A 股日均成交额显著正相关 (单位: 亿元)	24
图 43: 中证证券全指近 5 年 PB 变化趋势	25
表 1: 上市券商杠杆率变化	8
表 2: 2024 年以来上市券商公告的股权再融资预案	11
表 3: 2024 年以来证券行业整合事件	11
表 4: 2024 年半年报中部分券商的基金投顾业务发展概况	12
表 5: 前 100 名中各类机构的各类基金保有规模及市占率 (单位: 亿元)	13
表 6: 监管关于并购重组相关政策梳理	15
表 7: 部分龙头券商关于投行业务创新的表述	16
表 8: 大型券商并购重组业务收入规模及占投行收入比重 (单位: 亿元)	17
表 9: 上市券商 2019Q2-2024Q3 年化后单季度投资收益率统计指标分析	18
表 10: 券商私募资管产品资金来源占比 (单位: %)	21

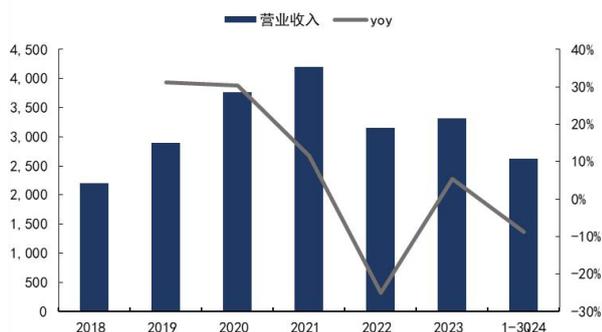
收入结构：投资收益占比提升

2024 年前三季度：营业收入、净利润略有承压

上市券商¹前三季度营业收入、归母净利润均呈同比下降。前三季度，上市券商实现营收 2,627 亿元、同比-8.8%，归母净利润 1,095 亿元、同比-5.8%。

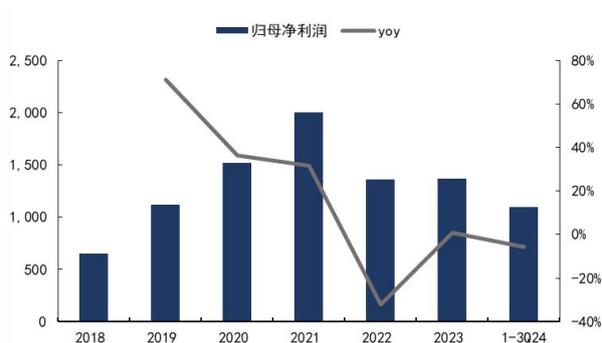
单季度来看，营收增速主要受第一、第二季度拖累。2024Q1 营收 918 亿元、同比-23.4%，Q2 营收 1,039 亿元、同比-9.9%，Q3 营收 1,110 亿元、同比+20.3%。

图1：上市券商营收规模及同比增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：上市券商归母净利润规模及同比增速（单位：亿元）



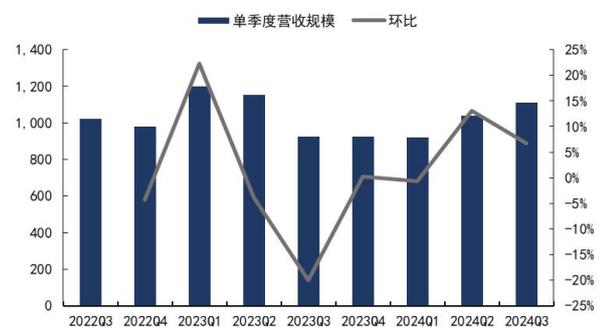
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2024Q3：单季度营收、净利润延续环比改善趋势

上市券商 2024Q3 营收、净利润均呈环比正增长。2024Q3 单季度营收 1,110 亿元、环比+6.8%，归母净利润 414.74 亿元、环比+13.0%，连续三个季度环比改善。

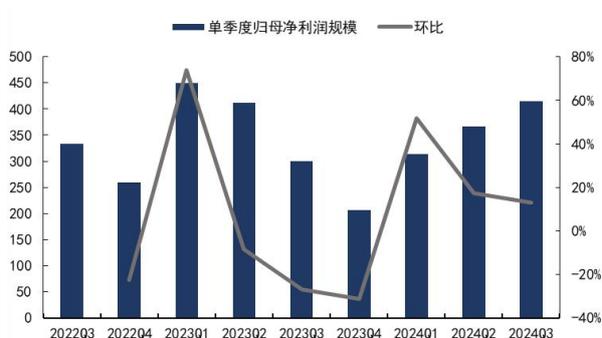
投资收益（含公允价值变动）占比提升。Q3 营收结构：经纪 206.77 亿元、占比 18.6%，投行 77.16 亿元、占比 6.9%，资管 111.81 亿元、占比 10.1%，利息 78.40 亿元、占比 7.1%，投资 574.85 亿元、占比 51.8%，其他 61.31 亿元、占比 5.5%。

图3：上市券商单季度营收规模及环比增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：上市券商单季度归母净利润规模及环比增速（单位：亿元）

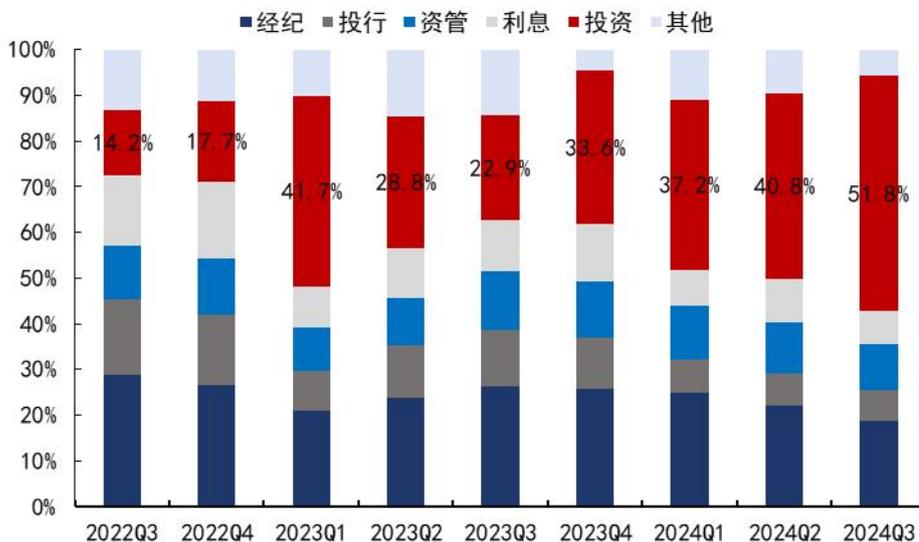


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

¹ 选取 43 家上市券商。

四季度以来成交额显著放大、两融余额回升，预计经纪及利息收入占比将提升。

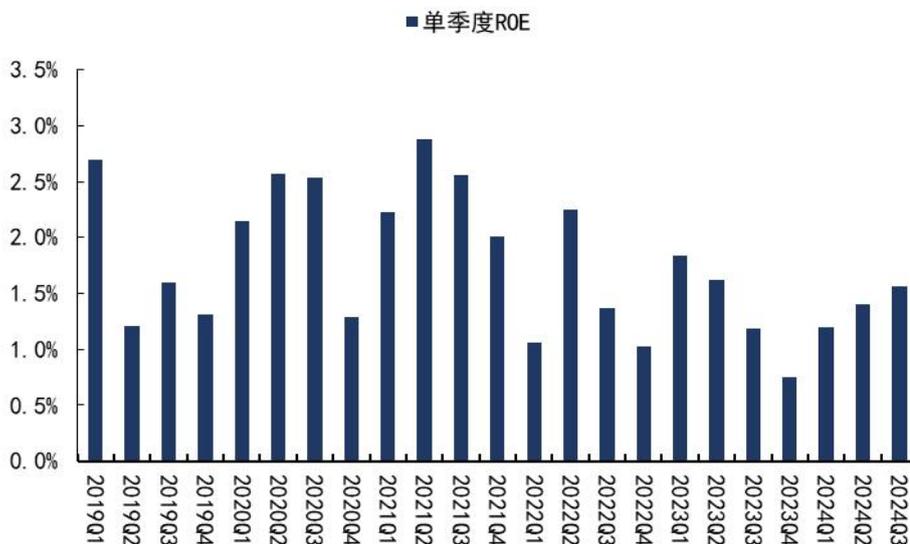
图5：上市券商单季度营收结构变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2024 年以来，单季度 ROE 呈连续提升趋势。考虑到年初以来上市券商杠杆率基本稳定，ROE 上行趋势主要由利润率提升驱动。

图6：中证证券全指单季度 ROE 变化趋势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资产结构：客户保证金占比提升

杠杆小幅下降，资产恢复增长

上市券商杠杆率²小幅下降。截至 2024Q3 末，上市券商杠杆率简单平均值为 3.36x，较 Q2 小幅下降。大型券商杠杆率涨跌不一，中信证券、中金公司期末杠杆率为 5.18x，较 Q2 末有所提升；华泰证券为 3.58x，较 Q2 末有所下降。

表1：上市券商杠杆率变化

代码	简称	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
600030.SH	中信证券	4.41	4.20	4.60	4.50	4.45	4.52	4.69	4.51	4.98
601211.SH	国泰君安	4.33	4.45	4.60	4.64	4.46	4.69	4.46	4.43	4.45
601688.SH	华泰证券	4.58	4.28	4.32	4.41	4.29	4.29	4.03	3.88	3.58
601881.SH	中国银河	4.98	4.86	5.08	4.88	4.74	4.22	4.55	4.41	4.30
600837.SH	海通证券	3.87	3.91	3.99	3.89	3.84	4.02	3.75	3.87	3.61
000776.SZ	广发证券	3.97	4.05	4.37	4.08	4.05	4.11	4.54	3.99	4.33
600999.SH	招商证券	4.26	4.40	4.17	4.36	4.32	4.75	4.43	4.41	4.20
000166.SZ	申万宏源	5.46	5.51	5.60	5.55	5.39	5.49	5.35	5.21	5.16
601995.SH	中金公司	5.99	5.70	5.73	5.48	5.31	5.25	5.06	4.97	5.18
601066.SH	中信建投	4.06	4.35	4.47	4.62	4.35	4.40	4.23	4.25	4.35
002736.SZ	国信证券	3.07	3.05	3.04	3.07	3.17	3.60	3.56	3.49	3.34
600958.SH	东方证券	3.29	3.17	3.23	3.33	3.37	3.45	3.23	3.38	3.42
601377.SH	兴业证券	3.51	3.41	3.42	3.64	3.93	3.79	3.51	3.78	3.78
300059.SZ	东方财富	3.10	3.25	3.29	3.39	3.26	3.33	3.50	3.51	4.24
601788.SH	光大证券	2.87	3.07	3.10	3.12	2.91	3.16	2.85	2.77	3.12
601901.SH	方正证券	2.96	3.16	3.36	3.43	3.53	3.88	3.94	3.94	3.81
600918.SH	中泰证券	4.38	3.80	3.76	3.65	3.73	3.60	3.76	3.40	3.46
601555.SH	东吴证券	2.49	2.76	3.68	2.75	3.25	3.27	3.64	3.18	3.49
000728.SZ	国元证券	3.22	3.08	3.11	3.24	3.22	3.09	3.20	3.50	3.56
000783.SZ	长江证券	4.17	3.90	3.77	3.78	3.60	3.80	3.07	2.89	2.79
601108.SH	财通证券	2.84	3.20	3.16	3.28	3.04	3.37	3.44	3.50	3.18
601878.SH	浙商证券	3.79	3.80	4.14	3.99	4.07	4.04	3.86	3.80	3.83
002939.SZ	长城证券	2.69	2.90	3.20	3.41	3.35	3.34	3.28	3.36	3.22
600109.SH	国金证券	2.35	2.60	2.81	2.73	2.65	2.88	2.60	2.83	2.37
601198.SH	东兴证券	3.04	3.34	3.17	3.18	3.12	3.21	3.16	3.15	3.00
002673.SZ	西部证券	3.06	3.03	3.04	2.95	3.02	3.00	3.01	2.87	2.87
601162.SH	天风证券	3.42	3.84	3.62	3.97	3.77	3.87	3.81	3.70	3.62
601456.SH	国联证券	3.56	3.85	4.18	4.32	4.56	4.43	4.69	4.60	4.89
600909.SH	华安证券	2.75	2.83	3.06	3.06	3.02	3.04	3.10	3.13	3.19
002926.SZ	华西证券	2.97	3.19	3.31	3.16	2.96	2.88	2.70	2.66	2.70
000686.SZ	东北证券	3.58	3.32	3.62	3.80	3.75	3.59	3.82	3.70	3.45
600369.SH	西南证券	2.79	2.71	2.91	2.86	3.00	2.86	2.78	2.60	2.63
002500.SZ	山西证券	4.34	3.76	3.94	3.69	3.63	3.55	3.52	3.60	3.38
601059.SH	信达证券	4.79	3.48	3.30	3.15	3.19	3.51	3.37	3.32	3.42
601696.SH	中银证券	2.13	2.06	2.39	2.33	2.27	2.56	2.21	2.35	2.18
000750.SZ	国海证券	3.58	3.17	3.55	3.43	2.79	2.60	2.87	2.27	2.15

² 杠杆率=（总资产-客户资金存款-客户备付金）/归母净资产。

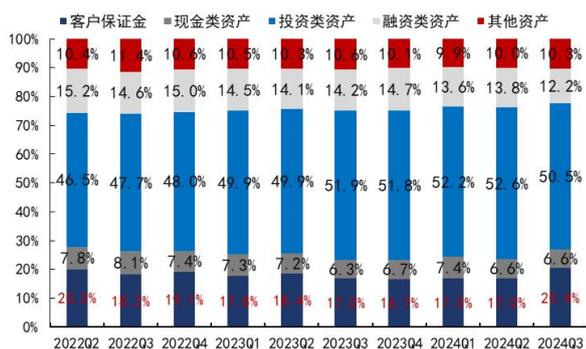
601990.SH	南京证券	2.47	2.40	2.58	2.62	2.63	2.74	2.18	2.68	2.38
601375.SH	中原证券	2.66	2.80	3.03	3.14	2.97	2.89	2.65	2.93	2.50
601236.SH	红塔证券	1.95	1.87	1.82	1.94	1.61	1.89	1.99	2.06	2.00
600906.SH	财达证券	2.99	2.89	3.10	2.77	2.91	3.06	3.10	3.08	2.84
601136.SH	首创证券	3.63	2.85	3.04	3.10	3.14	3.10	3.14	3.18	3.18
002797.SZ	第一创业	2.61	2.71	2.58	2.84	2.97	2.53	2.42	2.41	2.38
002945.SZ	华林证券	3.43	1.88	3.28	2.61	1.52	1.77	2.66	1.85	2.18
601099.SH	太平洋	1.15	1.12	1.24	1.17	1.13	1.18	1.17	1.10	1.12
	简单平均	3.44	3.36	3.52	3.48	3.41	3.47	3.43	3.37	3.36

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资产规模恢复增长，主要由客户保证金资产增长带动。上市券商 Q3 末总资产 12.89 万亿元，较 Q2 增长 7,978 亿元。Q3 资产增量：客户保证金+5,768 亿元、现金类资产+552 亿元、投资资产+1,508 亿元、融资资产-936 亿元、其他+1,086 亿元。

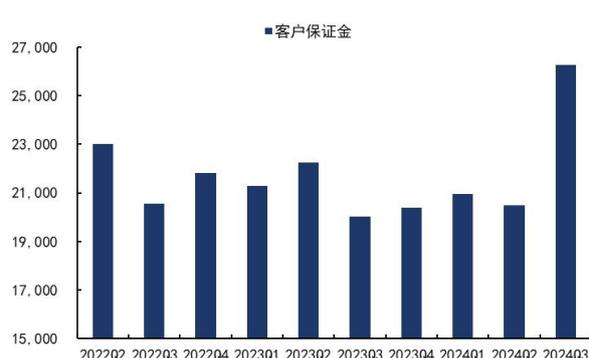
负债规模增长，主因代理买卖证券款增长。上市券商 Q3 末总负债 10.20 万亿元，较 Q2 增长 7,694 亿元。Q3 负债增量：代理买卖证券款+6,453 亿元、融资类负债-1,561 亿元、交易类负债+2,887 亿元、运营负债+23.68 亿元、其他-109.08 亿元。

图7：上市券商资产结构



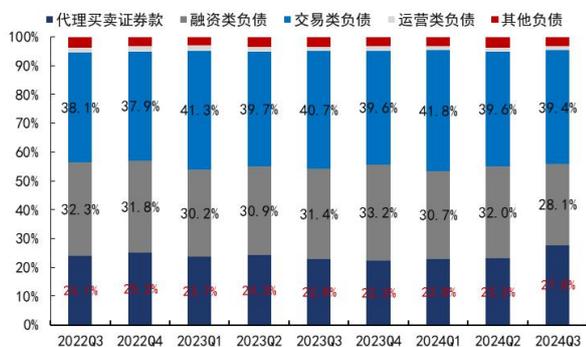
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：上市券商客户保证金规模（单位：亿元）



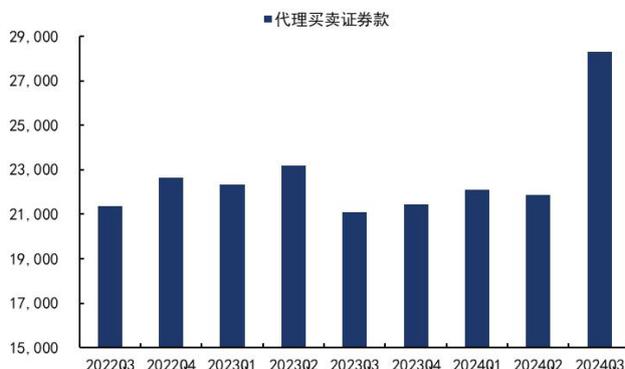
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图9：上市券商负债结构



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：上市券商代理买卖整全款规模（单位：亿元）

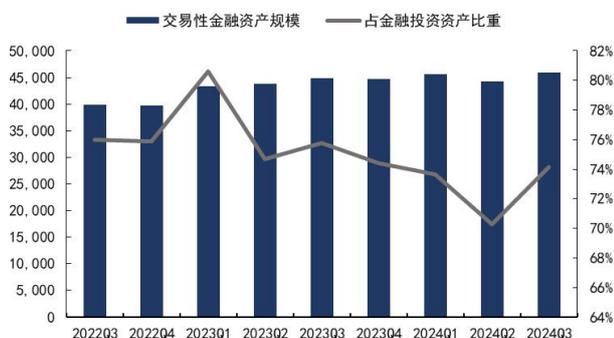


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

金融投资资产：权益资产占比或有提升

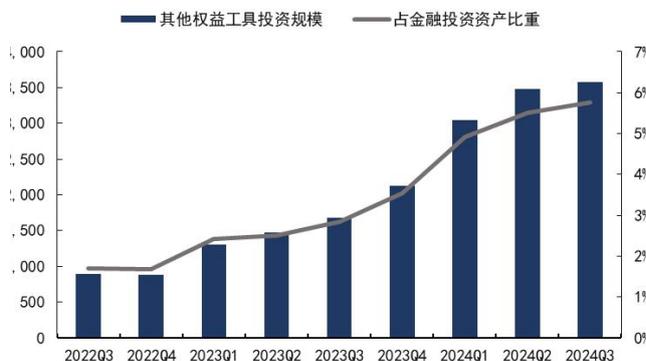
FVTPL 资产占金融资产比重回升。截至 Q3 末，上市券商金融资产合计 6.37 万亿元，较 Q2 提升 1,775 亿元。分类来看，FVTPL 资产 4.60 万亿元，占比回升至约 74%，或因权益资产规模增长明显。FVOCI 权益资产 3,573 亿元、占比提升至 5.8%。

图11: FVTPL 资产规模及占比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: FVOCI 权益资产规模及占比



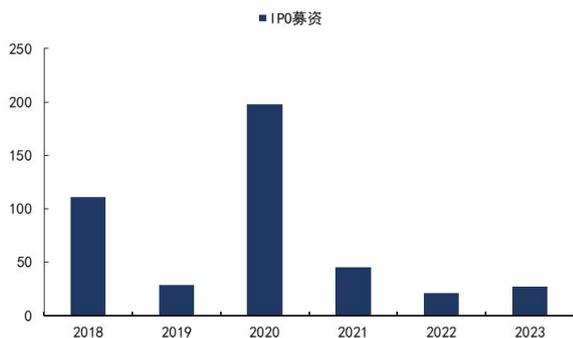
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

资本补充：主要用于并购及配套融资

上市券商股权融资：2024 年融资主要用于并购及配套融资

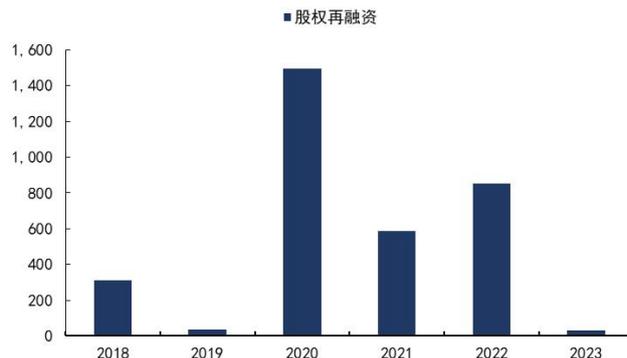
年初以来尚未有证券公司完成股权融资。IPO 方面，证券公司 IPO 上市融资规模连年处于低位，2024 年未有新上市证券公司。股权再融资方面，融资规模自 2023 年以来显著降低，2024 年暂未有券商完成股权再融资。

图13: 券商首发融资规模下降明显（单位：亿元）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 券商再融资规模下降明显（单位：亿元）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2024 年以来的股权再融资预案主要用于并购及配套融资。国联证券定增融资约 295 亿元用于收购民生证券，并募集 20 亿元配套融资，是规模最大的一宗再融资。国泰君安合并海通证券，配套融资 100 亿元，融资规模亦居前列。中泰证券、南京证券、天风证券等公司因补充资本金、扩大业务规模需要发起再融资，当前再融资方案进度均为股东大会通过。

表2: 2024 年以来上市券商公告的股权再融资预案

代码	简称	公告日	方案进度	预计募资 (亿元)	募资金途
601456.SH	国联证券	2024-09-05	股东大会通过	20	配套融资
601456.SH	国联证券	2024-09-05	股东大会通过	294.9181	融资收购民生证券
002736.SZ	国信证券	2024-09-05	董事会预案	—	融资收购万和证券
600918.SH	中泰证券	2024-10-10	股东大会通过	60	补充资本金, 扩大业务规模
601990.SH	南京证券	2024-07-06	股东大会通过	50	补充资本金, 扩大业务规模
601211.SH	国泰君安	2024-10-10	董事会预案	100	配套融资
601162.SH	天风证券	2024-05-16	股东大会通过	40	补充资本金, 扩大业务规模

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

行业并购: 持续落地

今年以来的行业整合并购案例, 大致可以分为两类: 一是上市券商跨区域收购中小券商, 目的在于业务补短板或扩充业务实力, 比如浙商证券收购国都证券、国联证券收购民生证券; 二是地方国资系统内部整合, 目的在于壮大国资系统券商实力和提高经营效率, 比如国泰君安收购海通证券、国信证券收购万和证券。

政策鼓励券商通过并购重组等方式做大做强, 券商整合潮持续推进。行业整合对券商领域产生多重影响, 表现在提升头部定价能力, 化解尾部风险等。具体来看, 一是集中力量办大事, 证券行业作为新型融资的引擎, 通过加大直接融资, 扶植新质生产力发展; 二是有利于行业龙头定价, 尤其是整合带来的集中度提升促进扶优去弱, 三是有利于化解尾部风险, 避免中小机构因流动性、资产质量等陷入危机。在政策鼓励叠加行业发展趋势下, 券商整合事件或将持续涌现。

表3: 2024 年以来证券行业整合事件

公告日期	合并方	被合并方	合并方式	交易对价 (万元)
2024/10/10	国泰君安	海通证券	换股吸收合并	1 股海通证券换 0.62 股国泰君安股票
2024/9/5	国信证券	万和证券 96.08%股份	发行股份购买	—
2024/8/21	东莞联合体	锦龙股份旗下东莞证券 20%股份	挂牌转让	227,175.42
2024/8/8	国联证券	民生证券 99.26%股份	发行股份购买	2,949,180.57
2024/6/21	西部证券	国融证券 64.5961%股份	现金收购	382,471.65
2024/6/7	浙商证券	国都证券 7.4159%股份	竞拍受让	113,491.72
2024/3/29	浙商证券	国都证券 19.1454%股份	协议转让	298,354.15

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

流量转化: 承接客户需求, 延长变现价值链

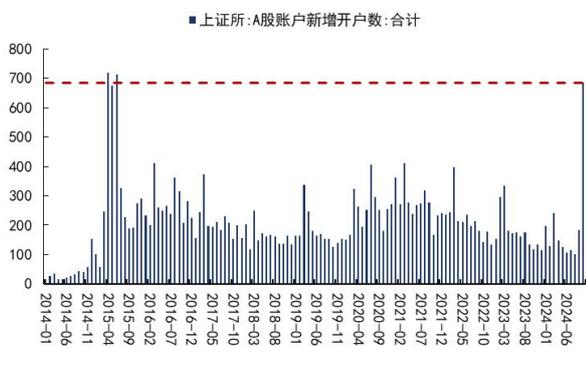
投资者入市: 开户数激增, 资金入市踊跃

9 月投资者开户数激增, 显示投资热情。根据上交所统计, 9 月当月, 上交所 A 股账户新增开户数 684.68 万户、同比+484%、环比+275%。中小投资者资金入市趋势也较为明显, 我们以 Wind 统计的中单+小单分析中小投资者的资金流动情况, 9 月 24 日至 11 月 11 日, 中小投资者资金累计净流入 3,076 亿元。

投资者阶段性大幅涌入, 考验券商客群经营能力。当前, 相较于蚂蚁集团、同花顺等流量平台, 券商在开户端流量竞争方面并不占优。券商获客往往需要与流量平台合作, 以“买流”的形式让流量平台将新开户客户引流至自身旗下, 获客成

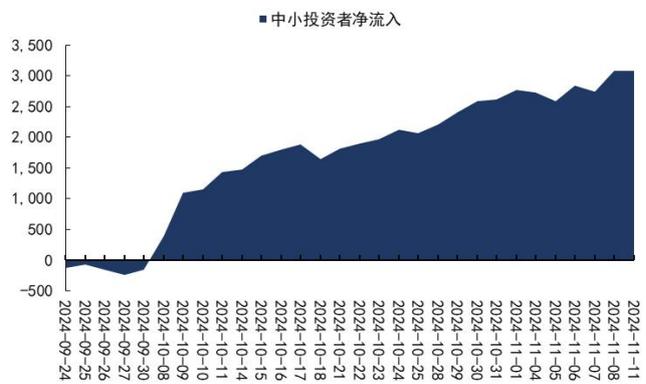
本相对较高。假设获客成本为 200 元/户，客户入金规模为 5 万元/户，券商交易佣金率为 0.02%，则客户需要全额交易 20 次，券商佣金才可勉强覆盖获客成本。因此，提升客群经营能力，充分发挥财富管理、两融、投资顾问等牌照价值，提高客户资金留存将是券商提高盈利能力的关键所在。

图15: 投资者 9 月开户数激增 (单位: 万户)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图16: 中小投资者资金净流入态势明显 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资者经营：加快产品创新，以更多牌照延伸变现价值链

上市券商加速财富管理转型，买方投顾成为重点发展方向。部分券商在半年报中披露了买方投顾业务发展概况，整体来看，账户资产规模、服务客户数等关键指标都取得良好表现。

表4: 2024 年半年报中部分券商的基金投顾业务发展概况

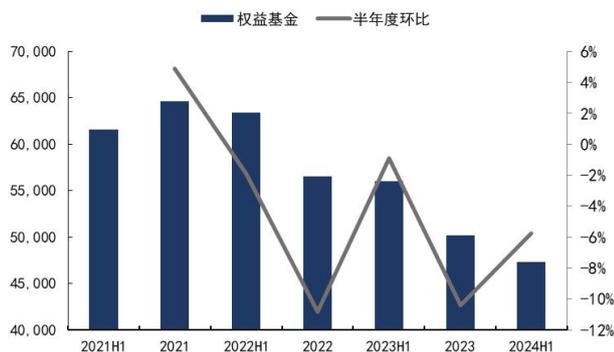
公司名称	业务概况
中金公司	由“中国 50”、“微 50”、“公募 50”等产品组成的买方投顾产品规模稳定在近 800 亿元水平。其中，“公募 50”保有量突破百亿元
国泰君安	“君享投”投顾业务客户资产保有规模 165.71 亿元、较上年末增长 30.2%
东方证券	推出“悦”系列和“钉”系列两个产品体系、共 20 只投资组合策略，规模约 146 亿元，较年初增长 1.67%。服务客户数约 12.9 万，客户留存率 64%，复购率 77%
国联证券	基金投顾总签约客户数 31.94 万户，同比增长 13.35%，授权账户资产规模 69.58 亿元，同比基本持平，累计上线合作渠道 30 家

资料来源: 中金公司、国泰君安、东方证券、国联证券公告, 国信证券经济研究所整理

股市回暖，代销机构的权益基金保有规模或重启增长。截至 2024H1 末，前 100 名机构权益基金保有规模 4.73 万亿元、较 2023 年末-5.8%，半年度环比降幅已有所收窄。市占率角度，证券公司的权益基金保有市占率呈总体提升趋势。

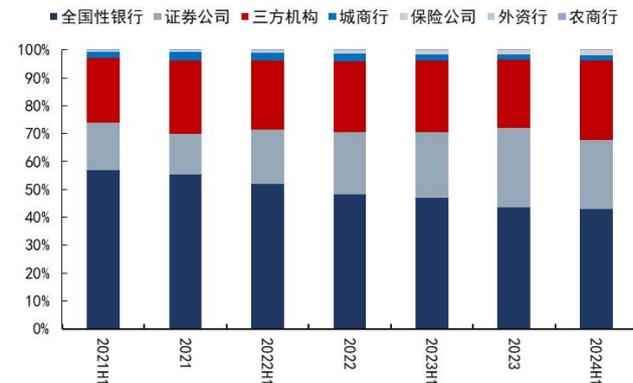
股票型 ETF 规模持续扩张有助于券商建设买方投顾业务。截至 10 月末，股票 ETF 份额约 1.82 万亿份，资产净值约 2.77 万亿元。今年前 10 月，股票型 ETF 累计净流入规模达 9,110 亿元。股票型 ETF 规模扩张显示出公募基金的平台化、工具化发展方向。证券公司作为股票型 ETF 保有量最大的代销机构之一，可以在投顾业务中充分发挥 ETF 的工具属性。

图17: 权益基金保有规模及半年度环比变化 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图18: 各类代销机构权益基金保有量占比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表5: 前100名中各类机构的各类基金保有规模及市占率 (单位: 亿元)

机构类型	非货币基金保有规模	非货币基金市占率	类固收基金保有规模	类固收基金市占率	权益基金保有规模	权益基金市占率	股票指数基金/权益基金
全国性商业银行	37,060	41.8%	16,816	40.7%	20,244	42.8%	6.5%
独立基金销售机构	30,882	34.8%	17,407	42.1%	13,475	28.5%	32.3%
证券公司	16,081	18.1%	4,321	10.5%	11,760	24.9%	66.0%
保险公司	1,227	1.4%	367	0.9%	860	1.8%	17.8%
城商银行	3,136	3.5%	2,282	5.5%	854	1.8%	3.5%
外资银行	179	0.2%	122	0.3%	57	0.1%	0.0%
农商银行	64	0.1%	28	0.1%	36	0.1%	5.6%
总计	88,629	100.0%	41,343	100.0%	47,286	100.0%	28.8%

资料来源: 中基协, Wind, 国信证券经济研究所整理

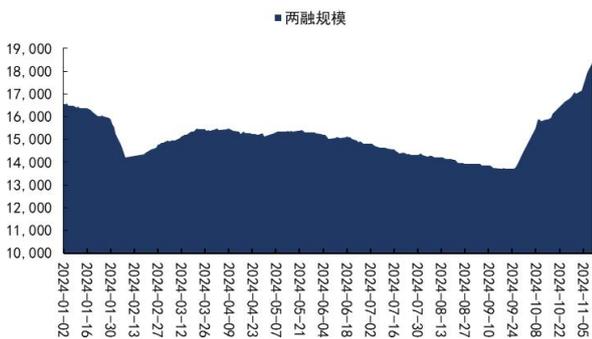
两融业务也是重要的变现牌照之一。截至11月11日,两融规模已接近1.85万亿元,较今年低位回升约4,700亿元,假设年化利差为2.5%,则本轮两融规模扩张有望为行业带来约120亿元的年化利息净收入。

以东方财富为例,其以金融牌照变现流量的模式仍具有较高的业务价值。业务结构方面,东方财富在2015年获得证券牌照后,证券业务逐步成长为主要的收入来源。其中,证券经纪收入及两融利息收入是最主要的细分项。除证券业务以外,基金代销业务进一步延伸了客户的变现价值。

东财客户以个人投资者为主,股票和基金是个人投资者资金入市的两大主要渠道,凭借证券+基金牌照,东财已可较充分地实现客群经营。近年来,东财还扩充了期货经纪、公募基金和投资顾问业务,进一步延长了客户变现价值链。当前,东财平台的投资者已经有较深的用户粘性,东方财富股吧、天天基金的基金吧已逐步成长为互联网社群,成为最具竞争力的金融流量入口之一。

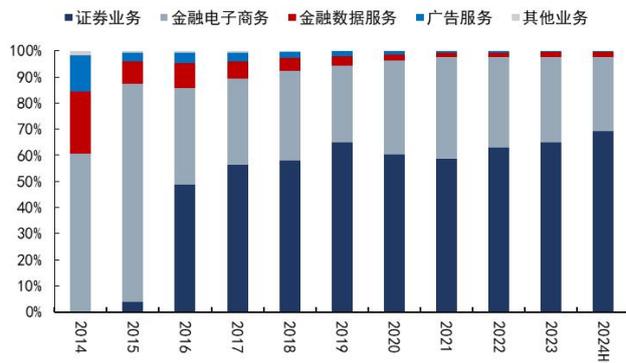
公募费率改革三阶段在年底之前完成,代销业务“政策底”已现。根据公募基金行业费率改革方案要求,2024年底之前,按照“管理人-证券公司-销售机构”路径,分三个阶段稳步降低公募行业综合费率。第一阶段,有序降低主动权益类产品的管理费率、托管费率。第二阶段,降低交易佣金费率,加强交易行为监管。第三阶段,规范基金销售环节收费及推动其他配套改革落地。目前,第一阶段、第二阶段基本完成,第三阶段在年底前完成。

图19: 两融余额近期增长较快 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图20: 东方财富营收结构变化



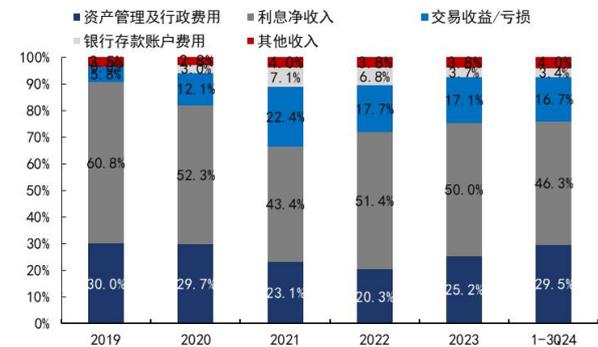
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

国际经验: 佣金折扣吸引流量, 经营客户提升单客价值

嘉信理财: 以证券交易和理财业务为流量入口, 通过投顾业务留存客户资产, 最后通过沉淀的低成本资金赚取利息收入。公司约 50% 的收入来自利息净收入, 主要为利差收入, 负债主要来自客户的低息存款资金, 资产主要为持有至到期投资和可供出售投资。

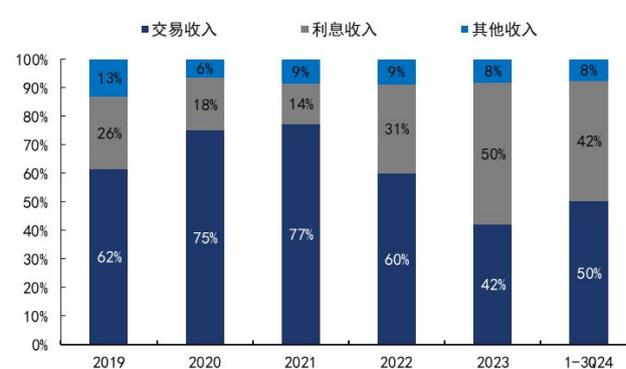
Robinhood: 以零佣金吸引价格敏感的零售客户, 借加密货币崛起之势进一步扩大客户体量业务规模, 并为客户提供融资服务赚取利息收入。公司约 50% 的收入来自交易收入、40% 收入来自利息收入。

图21: 嘉信理财营收结构



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图22: Robinhood 营收结构



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投行业务: 并购重组具备业务潜力

监管导向: 支持上市公司开展并购重组

2024 年以来, 监管部门出台的并购重组相关政策总体以支持鼓励为主。其中, 9 月 24 日发布的并购六条及配套规则聚焦助力新质生产力发展、加大产业整合支持力度、提升监管包容度、提高支付灵活性和审核效率、提升中介机构服务水平和依法加强监管, 政策基调偏宽松。三类企业或呈现较强的并购意愿: 一是 IPO 撤否企业或寻求并购重组, 以便一级市场投资方退出; 二是有产业链发展或产业结构调整需求的公司, 或寻求并购重组以整合资源, 提升产业协同效应; 三是地方

政府或以控制的上市公司为平台，通过并购重组向其中注入新资产。

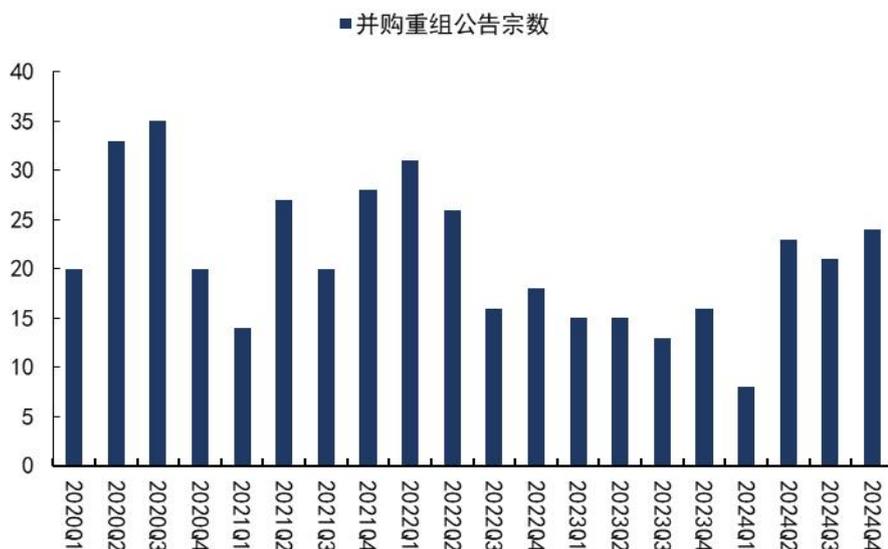
表6: 监管关于并购重组相关政策梳理

法规名称	部门	发布日期
《中国证监会关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》（简称“《并购六条》”）	证监会	2024年9月24日
《上市公司重大资产重组管理办法（征求意见稿）》（简称“重组管理办法”）	证监会	2024年9月24日
《上海证券交易所上市公司重大资产重组审核规则（征求意见稿）》	上交所	2024年9月24日
《深圳证券交易所上市公司重大资产重组审核规则（征求意见稿）》	深交所	2024年9月24日
上市公司监管指引第10号——市值管理（征求意见稿）	证监会	2024年9月24日
《关于深化科创板改革服务科技创新和新质生产力发展的八条措施》（科八条）	证监会	2024年6月19日

资料来源：各部门官网，国信证券经济研究所整理

受政策鼓励，上市公司并购重组力度有所加强。从公告并购重组的数量来看，2024年以来，并购重组事件明显增加。其中，第四季度仍在进行时，预计当季并购重组事件有望创下近年来的单季度新高。

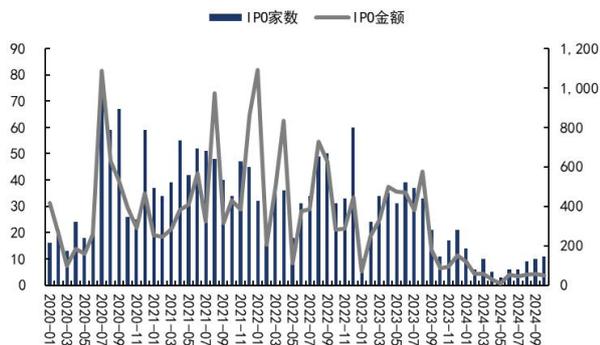
图23: 2024年以来并购重组公告宗数有所提升



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

股权融资：IPO 和再融资均显著下降

股权承销依旧低迷，证券公司投行业务仍旧承压。今年前10个月，首发融资528.36亿元，同比下降84.1%，股权再融资1,933.31亿元，同比下降72.0%。

图24: IPO 承销家数及金额 (单位: 家、亿元)


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图25: 再融资承销家数及金额 (单位: 家、亿元)


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

当前, 境内券商投行业务在 IPO 放缓背景下承压。为此, 部分券商开始转变投行业务经营思路, 将业务转向境外或其他资产, 为业务发展提供创新路径。

(1) 股权融资: 以开拓国际业务、加强北交所业务为主。首先, 拓展国际业务, 加强港股股权融资、GDR 及东南亚等海外股权融资业务开拓, 实现中概股回归、港股私有化、跨境并购等业务多样化发展; 此外, 加强北交所业务, 聚焦专精特新中小企业创新发展。

(2) 债务融资: 以聚焦绿色债、科创债、REITs 和发展国际业务为主。具体包括: 加大科创债、绿色债投入; 构建 Pre-REITs 到公募 REITs 的完整业务生态链; 发掘熊猫债机会, 拓展中资离岸债、东南亚海外美元债等业务发展。此外, 部分券商还提及丰富债券融资衍生产品。

(3) 财务顾问: 以把握央企及科技行业并购重组机会和跨境并购业务机会为主。

表7: 部分龙头券商关于投行业务创新的表述

公司名称	股权融资	债务融资	财务顾问
中信证券	拓展国际客户, 加强港股股权融资、GDR 以及东南亚等海外股权融资业务开拓	加大科创债、绿色债、乡村振兴债等投入; 协同构建 Pre-REITs 到公募 REITs 的完整业务生态; 继续发掘熊猫债等业务机会, 并大力拓展中资离岸债、东南亚等海外美元债业务	积极把握央企国企并购重组、私募股权投资交易、控制权收购、风险化解等并购交易机会。加强中资企业出境并购、外资企业入境并购、境外上市公司产业并购及私有化等业务开拓
中金公司	全面加强能力建设, 提高项目储备、项目质量和市场份额	对科创债、ESG 债券、乡村振兴和一带一路债券等专项品种加大投入力度; 保持基础设施公募 REITs 战略定力和领先优势; 积极把握企业债务管理与信用修复业务机会; 国际化业务中持续推动离岸人民币债券市场建设, 推动绿色及可持续发展债务融资; 拓展海外客户群体	把握重点科技行业并购机会, 争取稳步提高市场份额
中信建投	以北交所深化改革为契机, 大力支持专精特新中小企业创新发展。在合规前提下, 加强与投资等公司其他业务的协同发展。国际业务方面, 实现中概股回归、港股私有化、跨境收购等不同类型产品的多样化发展	国际业务方面, 不断拓展评级顾问和绿色结构顾问服务, 丰富债务融资衍生产品	巩固在上市公司破产重整财务顾问领域的优势, 同时在跨境业务方面积极作为, 继续拓展跨境收购、上市前引战融资和私有化等业务
华泰证券	聚焦重点行业、重点区域, 不断提升产业认知水平和境内外服务能力	增强优质客户及区域的覆盖力度, 不断推动业务结构优化	持续拓展业务类型, 积极支持上市公司注入优质资产、市场化并购重组和跨境并购

资料来源: 中信证券、中金公司、中信建投、华泰证券公告, 国信证券经济研究所整理

收入贡献：发展并购重组业务需久久为功

当前，并购重组在券商投行业务中收入占比有较大提升空间。以“三中一华”为例，2023年及2024年上半年，并购重组贡献的财务顾问收入占投行收入比重在10%上下。中金公司占比虽略高，但并购重组业务也未成为其投行业务主要收入类型。并购重组业务要求券商具备持久深入的产业跟踪研究，短期难以形成明显收入贡献，需要时间积淀资源和积累业务规模。

表8: 大型券商并购重组业务收入规模及占投行收入比重（单位：亿元）

	2023年财务顾问收入	占当期投行收入比	2024H1 财务顾问收入	占当期投行收入比
中信证券	5.67	8.8%	2.17	11.9%
中金公司	7.47	18.9%	4.47	33.4%
中信建投	3.57	7.1%	1.05	9.9%
华泰证券	2.38	7.4%	0.65	6.9%

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

自营投资：大券商投资收益波动下降

金融资产与投资收益：投资资产规模增长，投资收益率逐季提升

金融投资资产是近年来主要的扩表方向。上市券商金融投资资产规模持续扩大，占总资产比重由2019年初的约42%升至2024Q3末的50%左右。

图26: 上市券商金融投资资产规模及占总资产比重（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

自2023年底以来，逐季增长的投资收益反映了券商良好的资产配置能力。2023年下半年以来，券商主要在两方面调整资产配置：一是在FVTPL端增配债券资产，二是增配FVOCI权益资产，两个方向契合市场走势，因此券商投资收益表现良好。2024Q3以来，权益资产弹性得以发挥，带动券商投资收益率进一步提升。上市券商在2024Q3单季度取得投资收益达574亿元，为近年来的单季度新高。

图27: 上市券商单季度投资收益规模 (单位: 亿元)



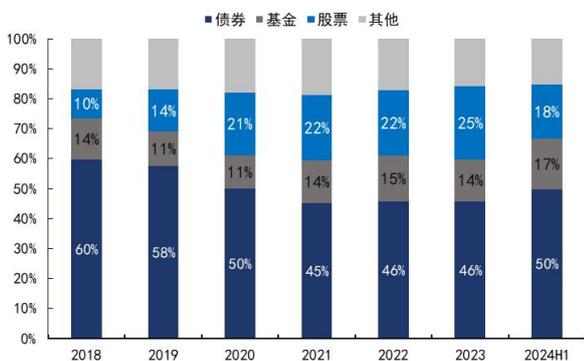
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图28: 上市券商单季度投资收益率



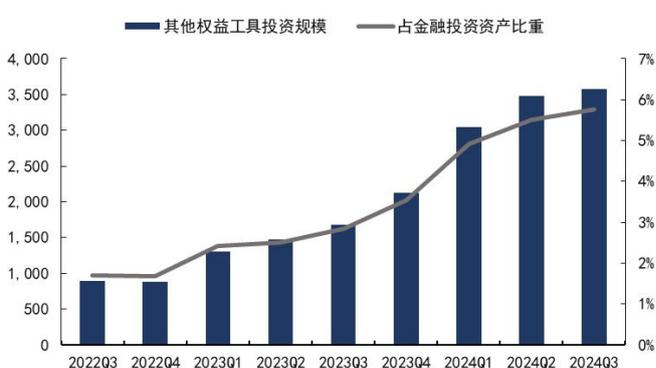
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图29: FVTPL 结构变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图30: FVOCI 权益资产规模及占比 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资收益率波动: 大券商波动程度更低

资产规模越大的券商, 投资收益率波动越小。我们统计了2019Q2至2024Q3所有上市券商的单季度投资收益率年化数据, 可以发现: 一是投资收益率方面, 资产规模与投资收益率未呈现明确的相关关系, 部分中小券商因资产配置结构差异, 投资收益率较为突出。二是波动率方面, 无论是从投资收益率的标准差角度, 还是从变异系数角度, 资产规模越大的券商, 投资收益率波动程度越低。近年来, 券商用资业务创新集中于场外衍生品领域, 去方向性的投资策略在大券商中体现更为明显。以中金公司为例, 权益投资去方向性较为突出。根据公司年报数据, 公司自营持有的股票, 约90%用于场外衍生品对冲持仓。

表9: 上市券商 2019Q2-2024Q3 年化后单季度投资收益率统计指标分析

证券代码	证券简称	简单平均值	标准差	标准差/简单平均值
600030.SH	中信证券	3.68%	1.20%	0.33
601211.SH	国泰君安	2.88%	1.56%	0.54
601688.SH	华泰证券	2.96%	1.56%	0.53
601881.SH	中国银河	2.88%	1.21%	0.42
600837.SH	海通证券	2.11%	3.07%	1.45
000776.SZ	广发证券	1.93%	1.77%	0.91

600999.SH	招商证券	2.66%	1.09%	0.41
000166.SZ	申万宏源	2.76%	1.16%	0.42
601995.SH	中金公司	3.85%	1.37%	0.36
601066.SH	中信建投	3.48%	1.72%	0.50
002736.SZ	国信证券	3.37%	1.72%	0.51
600958.SH	东方证券	2.12%	1.46%	0.69
601377.SH	兴业证券	3.07%	3.86%	1.26
300059.SZ	东方财富	2.94%	0.87%	0.30
601788.SH	光大证券	1.82%	1.87%	1.03
601901.SH	方正证券	1.62%	1.13%	0.70
600918.SH	中泰证券	2.62%	2.53%	0.97
601555.SH	东吴证券	3.26%	2.32%	0.71
000728.SZ	国元证券	1.58%	1.94%	1.22
000783.SZ	长江证券	1.68%	2.75%	1.63
601108.SH	财通证券	3.46%	3.61%	1.04
601878.SH	浙商证券	3.65%	2.43%	0.67
002939.SZ	长城证券	3.48%	2.70%	0.78
600109.SH	国金证券	4.71%	3.07%	0.65
601198.SH	东兴证券	1.62%	2.18%	1.35
002673.SZ	西部证券	4.33%	2.40%	0.55
601162.SH	天风证券	4.29%	2.73%	0.64
601456.SH	国联证券	4.31%	3.74%	0.87
600909.SH	华安证券	3.31%	2.08%	0.63
002926.SZ	华西证券	2.21%	2.74%	1.24
000686.SZ	东北证券	5.01%	3.56%	0.71
600369.SH	西南证券	2.56%	2.72%	1.06
002500.SZ	山西证券	4.51%	1.66%	0.37
601696.SH	中银证券	1.72%	2.10%	1.22
000750.SZ	国海证券	2.79%	2.33%	0.83
601990.SH	南京证券	2.22%	2.07%	0.93
601375.SH	中原证券	2.77%	1.93%	0.70
601236.SH	红塔证券	5.51%	6.73%	1.22
002797.SZ	第一创业	4.12%	4.08%	0.99
002945.SZ	华林证券	3.01%	3.56%	1.18
601099.SH	太平洋	5.90%	5.32%	0.90

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图31: 中金公司对冲持仓股票市值及占比 (单位: 亿元)



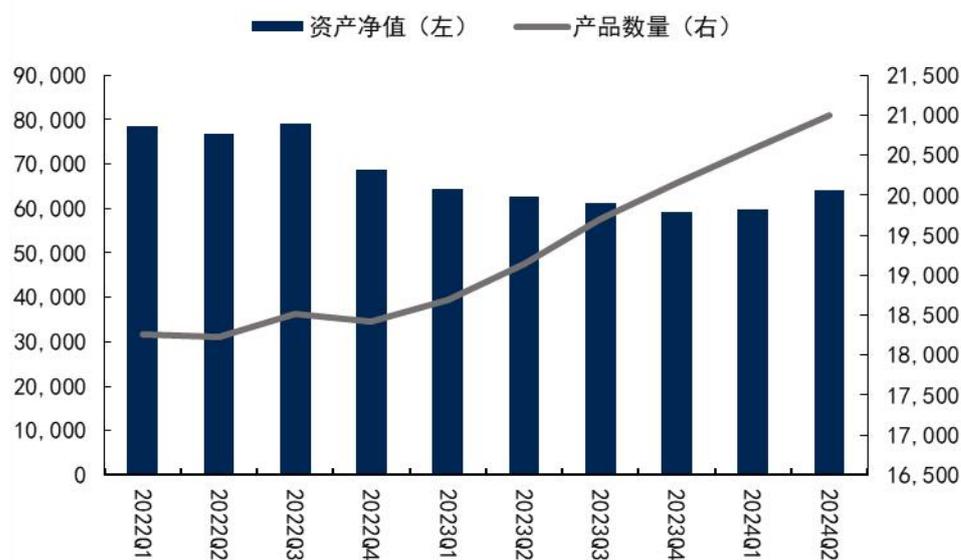
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

资产管理：私募规模增长，公募偏主动管理

私募资管：资金来源主要为银行，资产配置以债券类为主

2024 年券商私募资管净值规模及数量保持增长趋势。截至 2024Q2 末，券商私募资管资产净值约 6.42 万亿元、产品数量约 2.1 万只。

图32: 证券公司私募资管资产净值及数量 (单位: 亿元、只)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

券商私募资管产品资金来源以银行自有资金和银行理财资金为主。根据中基协发布的《中国证券投资基金业年报（2023）》，券商私募资管产品资金来源以机构投资者为主。2022年末，银行自有资金占比20.45%、银行理财资金占比48.79%、非金融企业占比8.52%，银行为最主要的资金来源方。居民占比仅为11.05%。

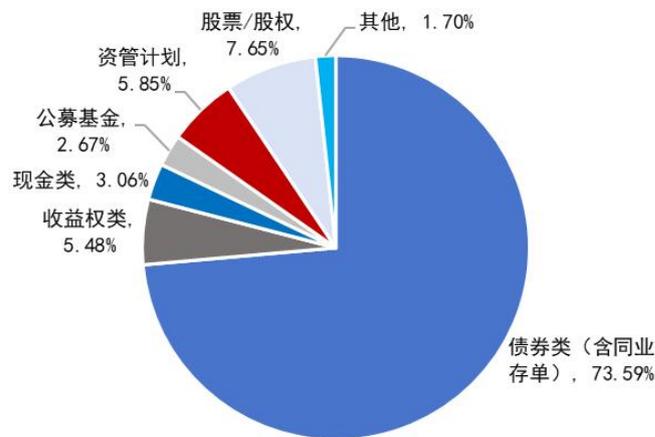
表10: 券商私募资管产品资金来源占比（单位：%）

类型	2020年末	2021年末	2022年末
银行自有	32.04	19.21	20.45
银行理财	34.78	52.61	48.79
保险公司	0.77	1.17	1.46
保险资管	0.07	0.1	0.12
信托公司	0.37	0.19	0.15
信托计划	3.18	2.86	4.39
证券公司	2.52	3.59	3.27
私募资管	2.85	1.29	1.17
私募基金	0.97	0.65	0.54
居民	14.19	11.55	11.05
企业(不含银行)	8.21	6.73	8.52
其他	0.05	0.05	0.09

资料来源：中基协，国信证券经济研究所整理

券商私募资管产品资产配置以固收类为主。2022年末，债券类（含同业存单）占比达73.59%。由于券商私募资管资金来源方以银行自有资金和银行理财资金为主，风险偏好均较低，故其资产配置也偏保守，股票/股权类资产占比仅为7.65%。

图33: 证券公司私募资管资产配置结构（最新数据截至2022年末）



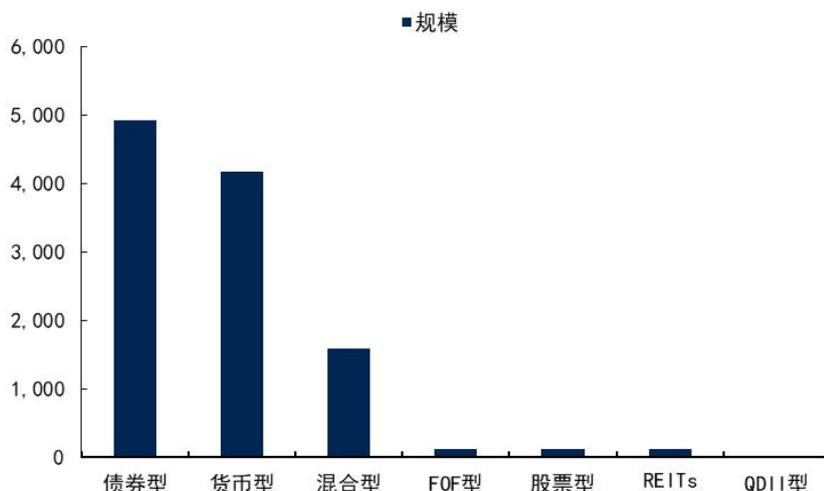
资料来源：中基协，国信证券经济研究所整理

公募资管：以主动管理产品为主

以产品类型分，券商公募资管产品以债券型为主，货币型次之。截至2024年10月末，券商公募资管产品分类规模：债券型4,919亿元、货币型4,172亿元、混合型1,586亿元、FOF型129亿元、股票型³119亿元、REITs116亿元。券商公募资管产品类型与公募基金行业几无差异，但产品结构差异较大。

³ 此处股票型产品=普通股票型+被动指数型+增强指数型产品。

图34: 证券公司公募资管各产品类型及规模 (单位: 亿元)

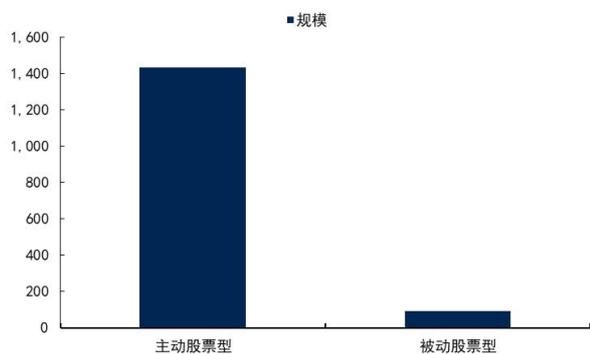


资料来源: 中基协, 国信证券经济研究所整理。数据截至 2024-10-31

股票型券商公募资管产品⁴以主动管理为主。截至 2024 年 10 月末, 主动股票型产品规模 1,432 亿元、被动股票型产品 91 亿元。与公募基金相比, 券商被动股票型产品发展略显不足。我们认为主要原因包括: 一是券商被动股票资管产品以场外产品为主, 交易便捷性远不及场内的 ETF、LOF 等产品, 产品吸引力不强。二是其产品数量较少, 覆盖的宽基指数、行业主题指数种类较少, 难以完全满足不同投资者的需要。三是爆款产品缺乏, 使得产品知名度不足, 投资者关注度不高。

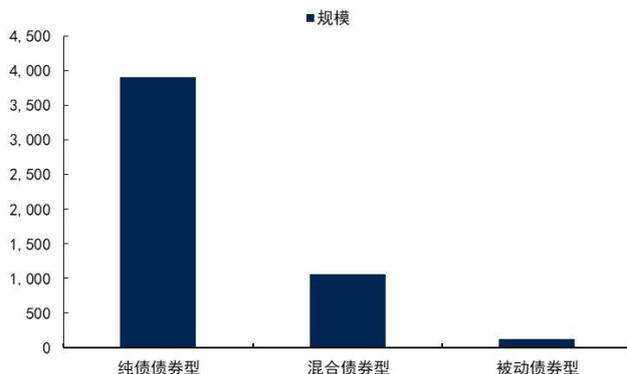
债券型券商公募产品以纯债类型为主, 混合型次之。截至 2024 年 10 月末, 纯债债券型产品 3,907 亿元 (中长债券型 2,841 亿元、短期纯债型 1,066 亿元)、混合债券型产品 1,060 亿元 (混合一级 697 亿元、混合二级 185 亿元、偏债混合 179 亿元)、被动债券型 129 亿元。

图35: 股票型公募资管产品类型及规模 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理。数据截至 2024-10-31

图36: 债券型公募资管产品类型及规模 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理。数据截至 2024-10-31

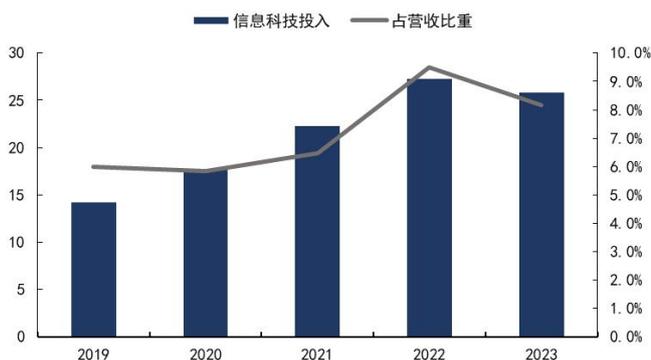
⁴ 此处主动股票型产品包括普通股票型、偏股混合型, 被动产品包括被动指数型、增强指数型。

金融科技：轻资产模式，业绩弹性更强

金融软件供应商：受益于证券等金融机构资本开支增加

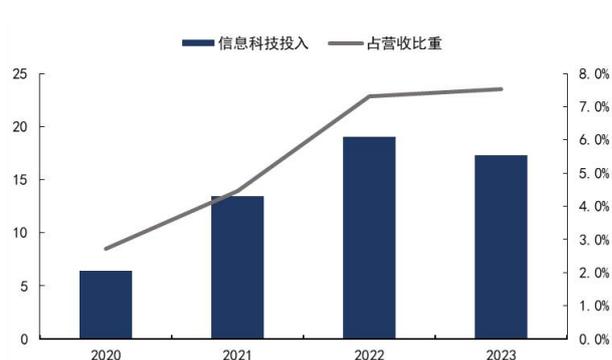
券商的金融科技开支保持稳定。以华泰证券为例，近年来金融科技绝对数额呈稳中有增的趋势，金融科技投入占营收比重居于8%上下。中金公司则逐年提高金融科技的投入，2020年至2023年，金融科技投入占比由3%左右升至7.5%左右。

图37: 华泰证券信息科技投入及占营收比重（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图38: 中金公司信息科技投入及占营收比重（单位：亿元）

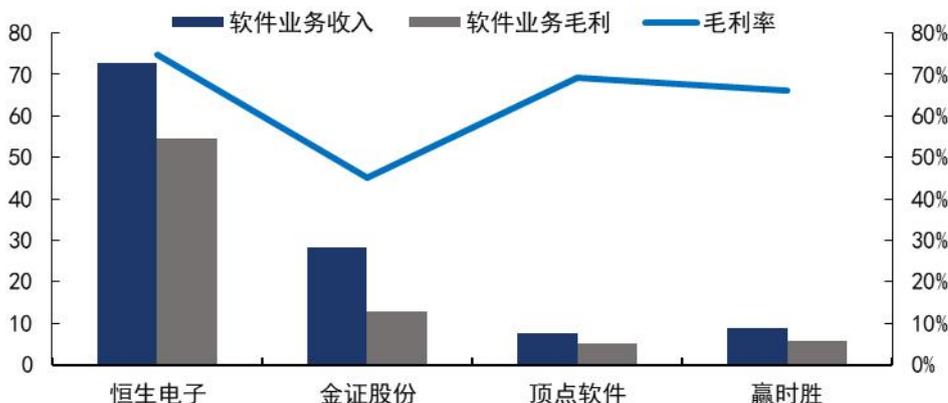


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

券商等资管机构信息技术投入主要用于基础设施建设，用于购买及研发开展证券业务所需要的经纪软件、投资交易软件及其他业务软件。为证券、资管机构及银行等金融机构提供相应软件产品或服务的厂商，主要包括恒生电子、金证股份、顶点软件、赢时胜等。

恒生电子软件业务收入、毛利规模最大，毛利率居于高位。以2023年数据来看，恒生电子软件业务收入突破70亿元、毛利率接近80%，金证股份收入规模仅次于恒生电子但是毛利率较低，顶点软件、赢时胜毛利率较高但收入规模较小。恒生电子的产品线齐全、证券经纪软件等核心业务市占率较高，业务发展具备优势。

图39: 金融软件公司的软件收入规模、毛利规模及毛利率（单位：亿元）



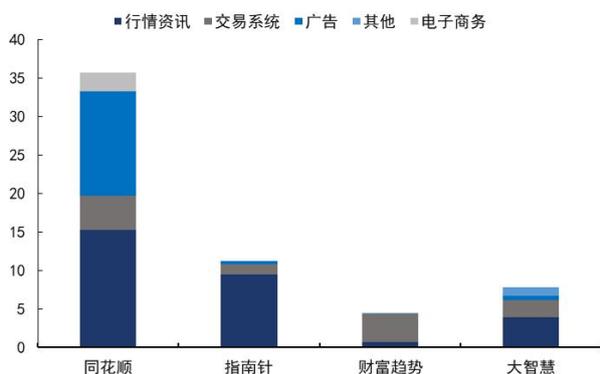
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。数据为2023年年报数据

金融信息服务商：受益于客户流量与市场成交量增长

金融信息服务商主要面向个人客户。业务形式为依托网站、软件、app 终端等媒介向用户提供相关金融信息，服务内容包括金融资讯、金融数据、信息交流、培训教育、分析工具、交易工具等。主要供应商包括东方财富、同花顺、指南针、财富趋势、大智慧等，鉴于东方财富已逐渐转向证券业务模式，在此处不予赘述。

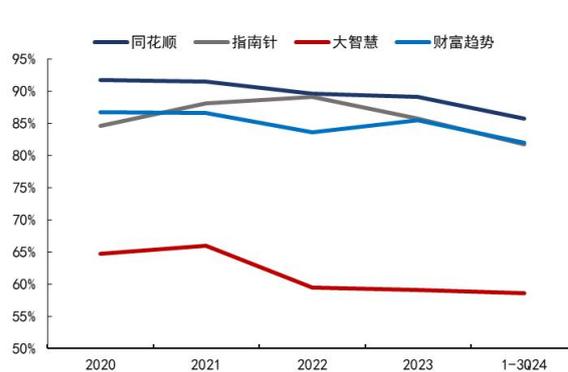
同花顺为金融信息服务业龙头，收入规模最大且毛利率最高。同花顺的主要优势在于个人客户数量庞大且粘性较强，使得同花顺的增值电信业务收入（行情升级软件等）及广告和互联网业务收入规模显著领先其他竞争对手。

图40: 金融信息服务商收入类型及规模（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。数据为 2023 年年报数据

图41: 金融信息服务商毛利率比较



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。

归母净利润与市场成交量显著正相关。金融信息服务业收入受市场行情影响明显，业绩表现几乎与市场成交量同步变化。

图42: 同花顺归母净利润与 A 股日均成交额显著正相关（单位：亿元）

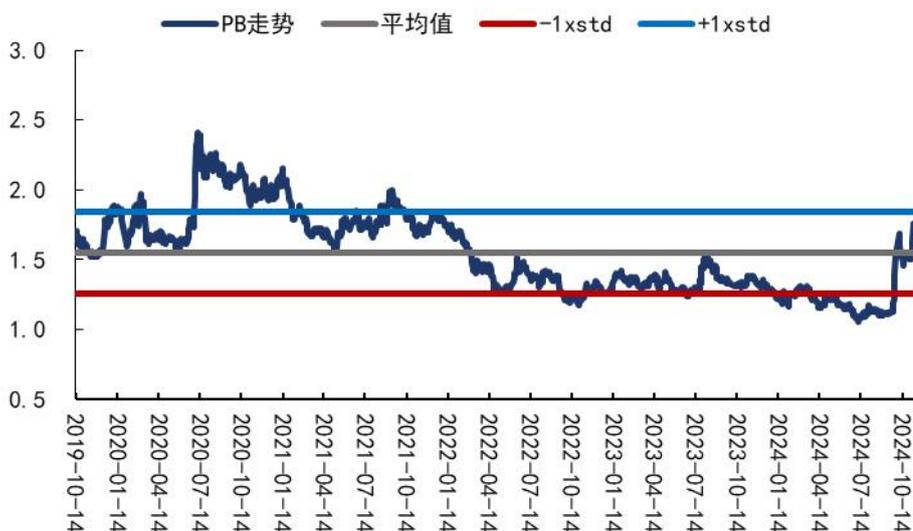


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

投资建议

当前，中证证券全指 PB 估值为 1.68 倍，接近合理估值区间上限，我们维持行业“优于大市”评级。行情回暖趋势下，重点推荐：一是资金使用效率高、机构客户储备强、业务条线全面的券商，受益标的：中信证券、华泰证券；二是并购整合落地后推进券商，受益标的：国联证券；三是 AI 革新，互联网券商受益于技术革新的持续推进，受益标的：东方财富。建议关注金融科技公司恒生电子、同花顺、指南针、财富趋势等。

图43: 中证证券全指近 5 年 PB 变化趋势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。最新数据截至 2024-11-13

风险提示

二级市场大幅波动风险；资本市场全面深化基础性制度改革推进不及预期的风险；金融监管趋严的风险；创新推进不及预期的风险等。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032