

打造国际一流投行 ——证券行业2025年投资策略

证券分析师：孙婷（非银金融行业首席分析师）

执业证书编号：S0600524120001

2024年12月08日

- **2024年证券行业回顾：债市走牛，股市跌宕起伏政策持续落地推动券商行情。** 1) 日均成交量显著提升，两融余额V型反转。2024年上半年券商公募代销保有规模小幅下滑，ETF方面具有显著优势。2) IPO发行公司数量及募资规模同比均大幅下降；各项再融资规模同比均下滑。3) 资管新规以来，通道类资管规模持续下滑。集合资管规模占比持续提升，主动管理转型趋势明显，预计券商资管规模有望企稳，业务结构有望优化。4) 权益市场边际回暖，债市走牛，低基数下预计券商自营业务同比大幅改善。5) 2024年前三季度上市券商营业收入同比下滑3%，归母净利润同比下滑6%，降幅较中报大幅缩窄。
- **一流投行如何炼成？境内外头部券商发展之路。** 继金融工作会议提出“培育一流投资银行和投资机构”后，证监会也表示“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，发挥服务实体经济主力军和维护金融稳定压舱石的重要作用”。发展路径主要有以下几种：①依托集团化优势；②主动寻求扩张，增强业务板块实力；③主动寻求扩张，增强区域实力；④被动收购。行业竞争催生并购需求。费类业务竞争加剧、全面注册制、机构化的大背景下，券商竞争转向专业化、综合化业务，头部券商综合业务优势带来市占率持续提升，行业集中度提升趋势进一步凸显。大型券商通过并购进一步补齐短板，巩固优势，中小券商通过外延并购有望弯道超车，快速做大，实现规模效应和业务互补。
- **投资建议：谋时而动，顺势而为。** 1) 牛市旗手，直接受益于市场反弹。2) 持仓低，业绩向上空间大。截止至2024年11月29日，证券II（中信）指数估值为1.55x PB，处于历史20.53%分位，处于近十年来的40.78%分位。我们认为随着流动性改善、利好性政出台，券商股估值有望随市场改善而进一步提升。3) 重点推荐中信证券、招商证券、华泰证券、中金公司、东方财富等，建议关注招商证券等。
- **风险提示：** 1) 权益市场大幅波动；2) 宏观经济复苏不及预期；3) 资本市场监管趋严；4) 行业竞争加剧。



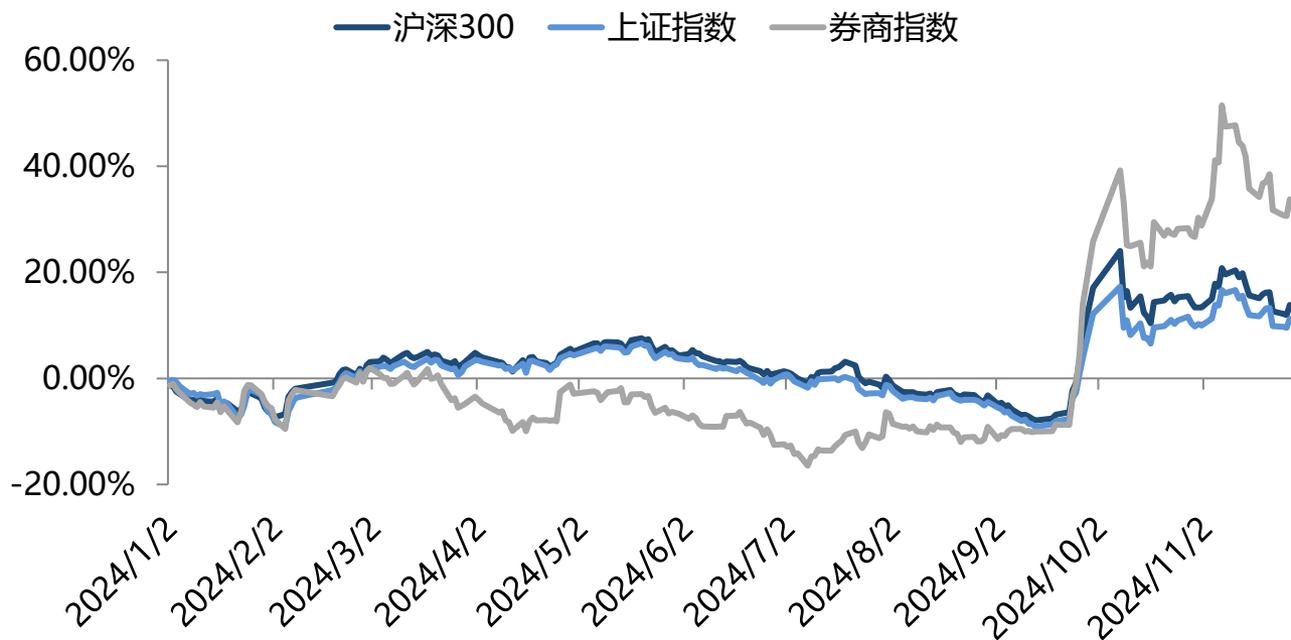
- 1. 2024年证券行业回顾：债市走牛，股市跌宕起伏
- 2. 一流投行如何炼成？境内外头部券商发展之路
- 3. 投资建议：谋时而动，顺势而为
- 4. 风险提示

1. 2024年证券行业回顾：债市走牛，股市跌宕起伏

1. 2024年以来券商股表现强于大市

- 截至2024年11月29日，2024年以来券商股累计上涨36.08%，跑赢沪深300指数的14.15%以及上证综指的11.82%。
- 政策持续落地推动券商行情。9月24日，金融支持经济高质量发展发布会上提出一系列资本市场政策组合拳，此后各方政策稳步落地，推动券商股价上行。

图：2024年以来券商指数表现

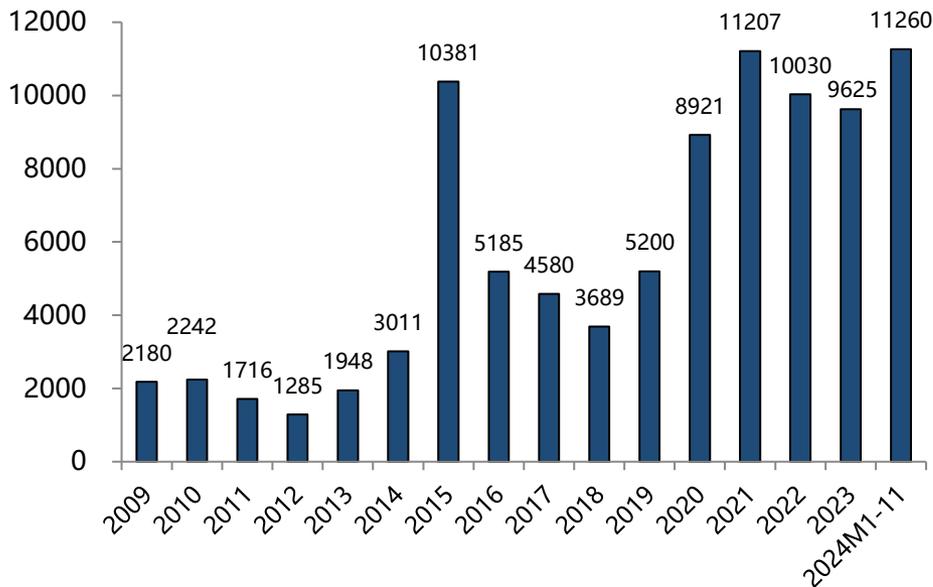


1.1. 日均成交量显著提升，两融余额回到1.8万亿

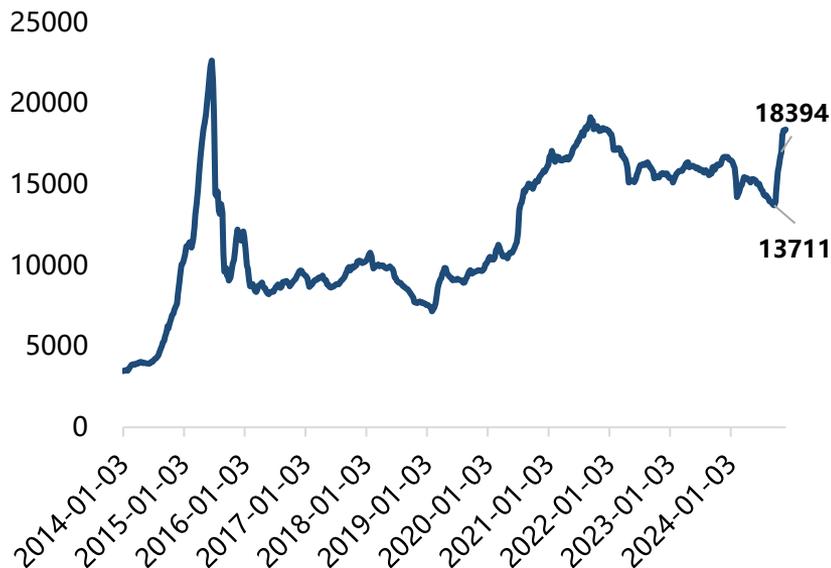
➤ 2024年以来，日均成交量显著提升，两融余额V型反转。

- 截至2024年11月29日，日均成交量11260亿元，较2023年全年的9625亿元提升17%，较2023年前11月的9692亿元提升16.2%。9月24日以来，日均交易量高达2.1万亿元。
- 市场活跃度持续提升，交投火热背景下，2024年11月28日两融余额较2023年末的16509亿元提升11.4%至18394亿元，较今年最低点13711亿元提升34%。

图：日均交易额较2023年显著提升（亿元）



图：2024年以来两融余额有所上升（亿元）



1.2 公募代销保有规模小幅下滑，ETF具有显著优势

- 2024年上半年券商公募代销保有规模小幅下滑，ETF方面具有显著优势。
- 券商股+混保有规模占比25%，较23年末下滑3.5pct，非货口径下占比为18%，较23年末下滑2.2pct。
- 从首次公布的股票指数基金销售保有规模上看，券商保有规模占比为57%，具有显著优势，其中华泰证券、中信证券、招商证券分别位列第2、3、5位。

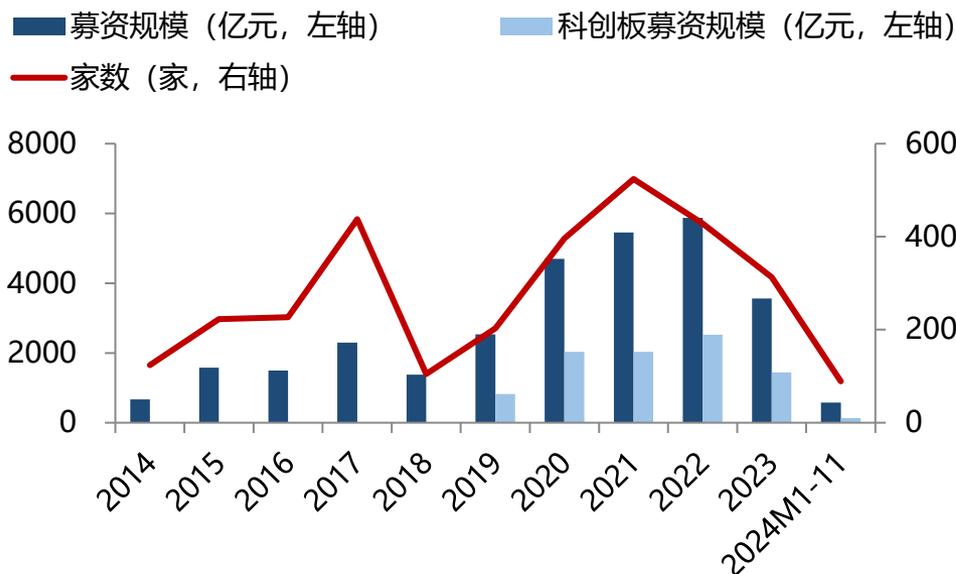
表：2024Q2基金代销机构公募基金销售保有规模（前20位）

排名	机构简称	24H1股票+混合保有规模(亿元)			股票+混合市占率		排名	机构简称	24H1非货币市场保有规模(亿元)			非货币市场市占率		排名	机构简称	24H1股票型指数基金保有规模(亿元)	
		保有规模	环比增速	同比增速	2023Q4	2023Q3			保有规模	环比增速	同比增速	2023Q4	2023Q3			保有规模	市占率
1	蚂蚁	6920	50.70%	24.80%	10.73%	6.99%	1	蚂蚁	13512	6.20%	6.67%	7.54%	7.79%	1	蚂蚁	2647	10.17%
2	招商银行	4676	-7.00%	-21.07%	7.25%	7.65%	2	招商银行	8620	11.44%	7.16%	4.81%	4.74%	2	华泰证券	913	3.51%
3	天天基金	3433	-14.79%	-25.90%	5.32%	6.13%	3	天天基金	5520	0.44%	-8.62%	3.08%	3.36%	3	中信证券	892	3.43%
4	工商银行	3261	-5.40%	-20.46%	5.05%	5.25%	4	兴业银行	4627	34.23%	58.30%	2.58%	2.11%	4	天天基金	807	3.10%
5	建设银行	2462	-8.27%	-24.85%	3.82%	4.08%	5	工商银行	4522	0.82%	-6.53%	2.52%	2.75%	5	招商证券	445	1.71%
6	中国银行	1830	-16.25%	-26.33%	2.84%	3.33%	6	中国银行	3863	-5.67%	-7.85%	2.16%	2.51%	6	中国银河	436	1.68%
7	交通银行	1557	-6.32%	-20.80%	2.41%	2.53%	7	建设银行	3375	-1.78%	-10.55%	1.88%	2.10%	7	招商银行	419	1.61%
8	中信证券	1376	-6.33%	0.29%	2.13%	2.24%	8	腾安基金	2671	21.30%	21.08%	1.49%	1.35%	8	东方财富	366	1.41%
9	农业银行	1323	-3.85%	-20.73%	2.05%	2.09%	9	平安银行	2581	10.58%	25.23%	1.44%	1.43%	9	广发证券	359	1.38%
10	华泰证券	1081	-19.63%	-16.65%	1.68%	2.05%	10	上海基煜	2066	30.51%	25.52%	1.15%	0.97%	10	平安证券	346	1.33%
11	兴业银行	837	-7.72%	-26.77%	1.30%	1.38%	11	交通银行	1989	-2.83%	-11.84%	1.11%	1.25%	11	中信建投	313	1.20%
12	中国人寿	814	9.56%	19.01%	1.26%	1.13%	12	中信证券	1827	-3.94%	6.97%	1.02%	1.16%	12	国泰君安	309	1.19%
13	平安银行	790	-3.19%	-18.64%	1.22%	1.24%	13	农业银行	1684	-2.83%	-8.87%	0.94%	1.06%	13	国信证券	284	1.09%
14	民生银行	764	-7.62%	-29.52%	1.18%	1.26%	14	邮储银行	1576	17.52%	72.62%	0.88%	0.82%	14	海通证券	240	0.92%
15	浦发银行	743	-7.13%	-28.83%	1.15%	1.22%	14	宁波银行	1514	18.37%	36.52%	0.85%	0.78%	15	腾安基金	220	0.85%
16	腾安基金	716	-4.79%	-18.54%	1.11%	1.14%	16	华泰证券	1498	-6.20%	-1.25%	0.84%	0.98%	16	申万宏源	200	0.77%
17	中信银行	711	-6.94%	-20.82%	1.10%	1.16%	16	北京汇成	1447	5.85%	-16.16%	0.81%	0.84%	17	中银国际	197	0.76%
18	广发证券	700	-18.13%	-15.05%	1.09%	1.30%	18	中信银行	1286	-3.02%	-18.81%	0.72%	0.81%	18	珠海盈米	181	0.70%
19	中国银河	619	-5.64%	0.16%	0.96%	1.00%	19	中国人寿	1161	19.08%	32.38%	0.65%	0.60%	19	建设银行	179	0.69%
20	招商证券	616	-22.32%	-15.15%	0.95%	1.21%	20	广发证券	1127	3.02%	11.14%	0.63%	0.67%	20	工商银行	156	0.60%
前20名合计		35229	-1.40%	-14.36%	55%	54%	前20名合计		66466	6.86%	5.60%	37%	38%	合计		9909	38.08%

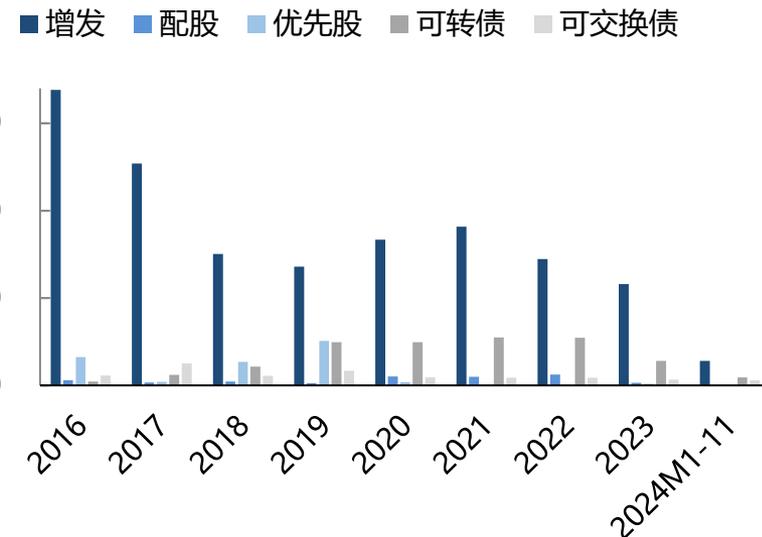
1.3 IPO数量及规模同比下降；再融资亦承压

- 2024年以来，IPO发行公司数量及募资规模同比均大幅下降。
- 截至2024年11月29日，共发行89家IPO，较去年前11月下滑70%，募资规模580亿元，较去年前11月下滑83%；其中科创板发行13家，募资规模135亿元。
- 各项再融资规模同比均下滑。
- 2024年以来，增发募集资金1405亿元，较去年前11月下滑74%；可转债449亿元，较去年前11月下滑67%。

图：2024年IPO募集数量及规模同比均下滑



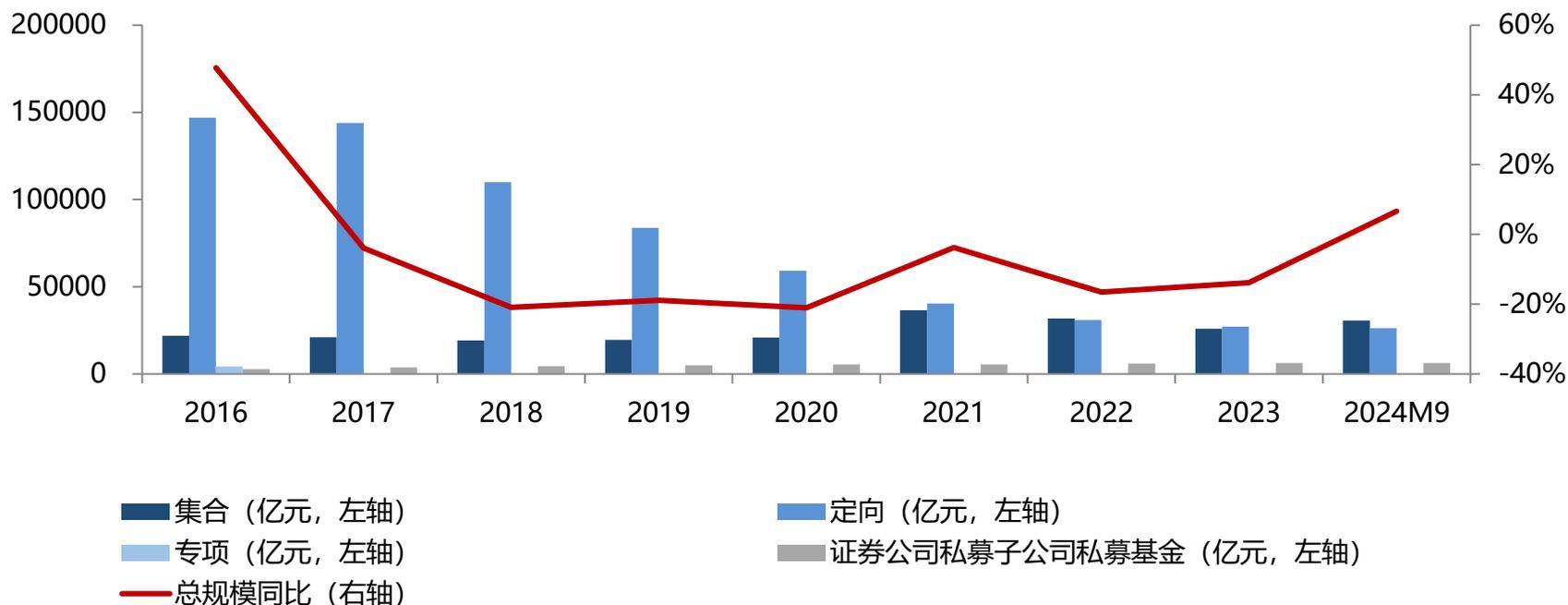
图：2024年以来再融资规模同比下滑（亿元）



1.4. 资管转型趋势显现

- 资管新规以来，通道类资管规模持续下滑。集合资管规模占比持续提升，主动管理转型趋势明显，随着资管新规过渡期结束，我们预计券商资管规模有望企稳，业务结构有望优化。
- 截止2024年9月末券商资管规模6.3万亿元，较23年末提升7%。其中，集合类资管规模3.1万亿元，较2023年末提升18%。

图：券商资管规模及同比增速



1.5. 权益市场边际回暖，公募发行仍处低位

➤ 权益市场边际回暖，低基数下预计券商自营业务同比大幅改善。

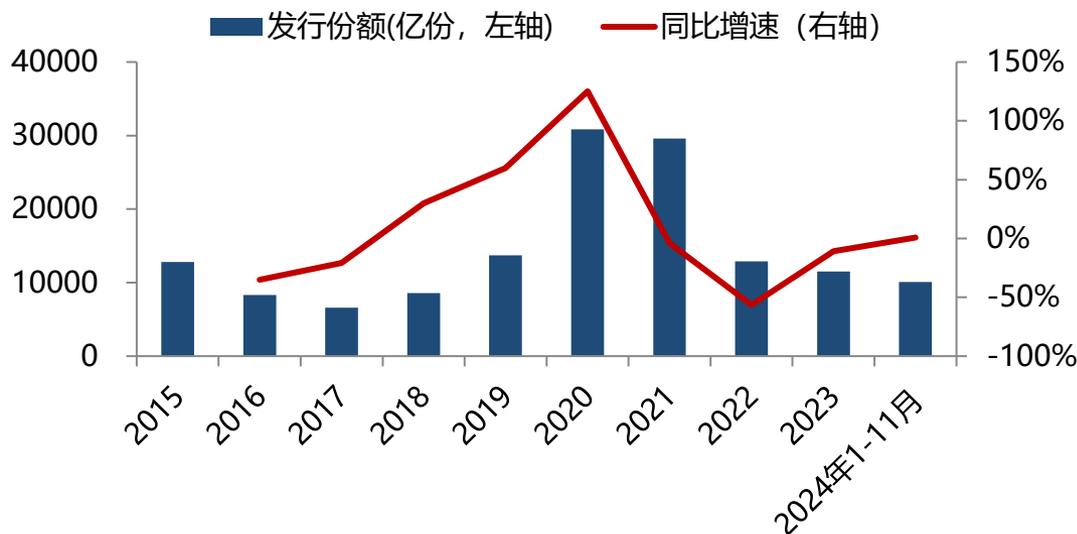
■ 截止至2024年11月29日，2024年以来沪深300指数上涨14.15%，万得全A上涨3.48%，去年前11月沪深300下跌9.70%，万得全A上涨0.77%。

➤ 公募基金发行有企稳迹象。截止2024年11月29日，发行份额10105亿份，较去年前11月提升1%，我们认为发行规模同比提升主要原因是债基发行规模的提升。

表：主要股、债指数涨跌幅

日期	沪深300指数	创业板指	上证综指	万得全A	中债总全价指数
2023年	-11.38%	-19.41%	-3.70%	1.66%	-5.19%
2023年1-11月	-9.70%	-18.07%	-1.93%	0.77%	-3.20%
2024年1-11月	14.15%	17.59%	11.82%	3.48%	12.20%

图：公募基金发行份额



1.6. 上市券商2024年三季度报：自营大幅增长，前三季度净利润降幅缩窄

- 2024年前三季度51家上市券商合计实现营业收入3977亿元，同比下滑3%，实现归母净利润1124亿元，同比下滑6%。第三季度51家上市券商合计营业收入1448亿元，同比+18%，合计归母净利润427亿元，同比大幅增长39%。
- ROE承压，杠杆率小幅下滑。在权益市场波动加大、费类业务增长受限的背景下，券商行业ROE承压。2024年前三季度51家上市券商平均ROE为3.31%，较2023年同期下滑0.35个百分点。杠杆率方面，上市券商平均杠杆率由2023年三季度末的3.37倍下滑至3.34倍，top10券商杠杆率从4.44倍下滑至4.36倍。

表：2024年前三季度部分上市券商经营数据（百万元）

	营业收入	营业收入同比	归母净利润	归母净利润同比	2024Q3 ROE	2023Q3 ROE	2024Q3 杠杆率	2023Q3 杠杆率
中信证券	46142	1%	16799	2%	6.30%	6.19%	4.73	4.29
华泰证券	31424	15%	12521	31%	7.59%	6.15%	3.58	4.24
国泰君安	29001	7%	9523	10%	5.97%	5.62%	4.88	4.73
中国银河	27086	6%	6964	5%	5.80%	6.70%	4.22	4.69
广发证券	19137	6%	6764	16%	5.26%	4.81%	4.21	3.97
申万宏源	17456	7%	3850	-11%	3.78%	4.46%	5.03	5.26
中信建投	14315	-22%	4297	-24%	4.71%	7.05%	4.27	4.28
招商证券	14279	-4%	7150	12%	6.12%	5.82%	4.18	4.31
东方证券	14079	3%	3302	16%	4.16%	3.67%	3.42	3.38
中金公司	13449	-23%	2858	-38%	2.64%	4.84%	5.08	5.22
海通证券	12899	-43%	-659	-115%	-0.41%	2.62%	3.49	3.76
国信证券	12271	-1%	4879	0%	4.74%	5.00%	3.43	3.26
浙商证券	11896	-6%	1265	-5%	4.59%	5.01%	4.21	4.82
国投资本	10250	-20%	2081	-14%	4.02%	4.84%	3.73	4.66
兴业证券	8811	-1%	1320	-17%	2.31%	2.99%	3.70	3.85
东吴证券	8437	5%	1832	5%	4.55%	4.50%	3.38	3.18
东兴证券	8068	168%	943	101%	3.44%	1.78%	2.99	3.08
中泰证券	7424	-20%	503	-73%	1.09%	5.03%	3.20	3.51
东方财富	7304	-14%	6042	-3%	8.14%	9.16%	2.78	2.42
合计	397737	-3%	112382	-6%	3.31%	3.66%	3.34	3.37

2. 一流投行如何炼成？境内外头部券商发展之路

2. 一流投行如何炼成？境内外头部券商发展之路

- 继金融工作会议提出“培育一流投资银行和投资机构”后，证监会也表示“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，发挥服务实体经济主力军和维护金融稳定压舱石的重要作用”。
- 发展路径主要有以下几种：1) 依托集团化优势，全能发展，如中信证券、招商证券；2) 主动寻求扩张，增强业务板块实力，如华泰证券；3) 主动寻求扩张，增强区域实力，如中信证券；4) 被动收购，主要为汇金系股权整合或风险事件后的整合，如国泰君安、申万宏源、中金公司等。

表：国内头部券商发展路径及并购事件汇总

	企业性质	实控人/大股东	发展路径	主要并购事件
中信证券	中央国有企业	中信集团	依托金控集团优势，全能化发展，通过并购实现规模扩张	2004年收购万通证券，2006年收购金通证券，2018年收购广州证券，2004年受让华夏证券股权改组中信建投 2010年剥离
华泰证券	地方国有企业	江苏省国资委	全能化发展，通过收购增强业务实力	2006年收购联合证券（2011年进一步整合），2016年收购AssetMark
国泰君安	地方国有企业	上海市国资委	全能化发展，强强联合扩大规模	1999年国泰证券、君安证券合并，2014年收购上海证券
招商证券	中央国有企业	招商局集团有限公司	依托金控集团优势，全能化发展	-
申万宏源	中央国有企业	中央汇金	全能化发展，强强联合扩大规模	1996年申银证券、万国证券合并设立申银万国，2015年申银万国、宏源证券合并设立申万宏源
中国银河	中央国有企业	中央汇金	全能化发展	-
海通证券	地方国有企业	上海市国资委	全能化发展，收购海外券商实现国际化	2010年收购大福证券、2014年收购恒信金融集团，2015年收购葡萄牙圣灵投资银行
广发证券	公众企业	无实控人	全能化发展	-
中金公司	中央国有企业	中央汇金	全能化发展，通过并购实现规模扩张	2016年收购中投证券改组为中金财富
中信建投	地方国有企业	北京市国资委、中央汇金	全能化发展	-

2.1.1. 高盛：把握时代节奏，改革推动做大做强

- 高盛在面对时代变革时，巧妙地抓住机遇实施了一系列战略，塑造了其在金融界的领导地位：
- 首先，高盛成为机构交易领军者。1976年，高盛赢得了‘老鹰行动’（纽约市养老基金5亿美元转换为指数基金）的交易订单。高盛在大宗交易中承担库存风险，把服务和风险资本结合起来开拓业务，增加了市场份额，为其在机构服务领域赢得了声誉。
- 其次，高盛变革了投行业务的商业模式，实施了专业化分工。70年代中期，高盛关注500强之外的中小企业客户群，通过分离交易执行和业务承揽等举措，高盛设立了“投行服务部”，专门负责发展和维护客户关系。1979-1984年的5年间，高盛客户数量增加了500个，对越来越多的企业进行越来越深入的研究。
- 第三，高盛大力开发了商品、衍生品和资管业务。八九十年代，国际投行面临政治舆论压力和监管的挑战，但高盛通过收购杰润（J.Aron & Co）等措施，成功开发了商品业务。1988年设立资产管理部门GSAM，重新启动资管业务。这使得高盛在不景气的时期也能够稳健盈利。
- 最后，高盛积极进行国际化拓张。在80年代，高盛抓住英国私有化浪潮，进入欧洲市场，与老牌本土投行竞争。90年代，高盛将目光转向新兴市场，1991年高盛成为第一家获准在日本开设银行子公司的国际证券公司，1994年进入中国市场，分享了各个国家和地区的发展红利，推动了国际资本市场的建设。

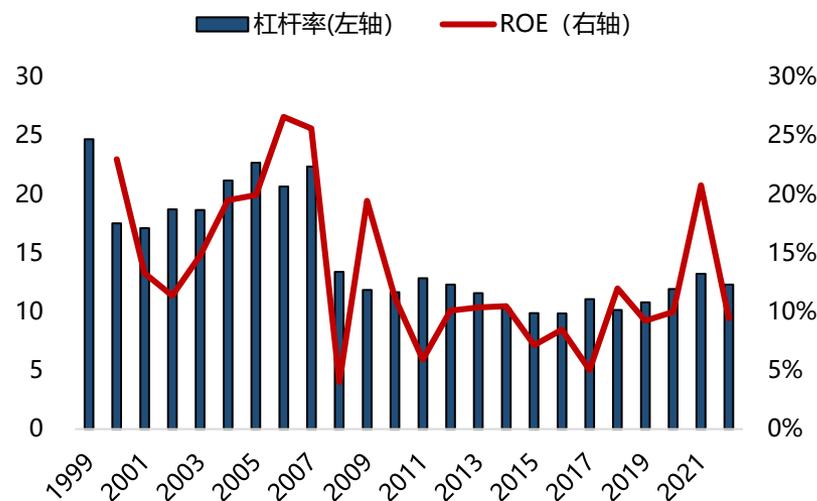
2.1.1. 高盛：把握时代节奏，改革推动做大做强

- 无论是次贷危机前还是次贷危机后，高盛始终围绕客户需求为核心，盈利水平稳定。从2012-2017年的财务数据来看，高盛的主营业务收入常年维持在300-350亿美金的区间内，占美国证券行业总收入高达10%以上，2009年金融危机期间因为经营相对稳健，收入行业占比高达16%。
- 高盛的税前利润常年位于100-120亿美金，行业占比更是达到了40%以上。为满足巴塞尔协议III等外部监管的要求，高盛的杠杆比例从2007年高峰时期的26.2倍下降至2015年约7倍的水平。随着杠杆率的下降，高盛ROE中枢近年来降到10%左右，但无论是盈利能力还是规模仍在行业中具有显著优势。

图：高盛税前利润及行业占比



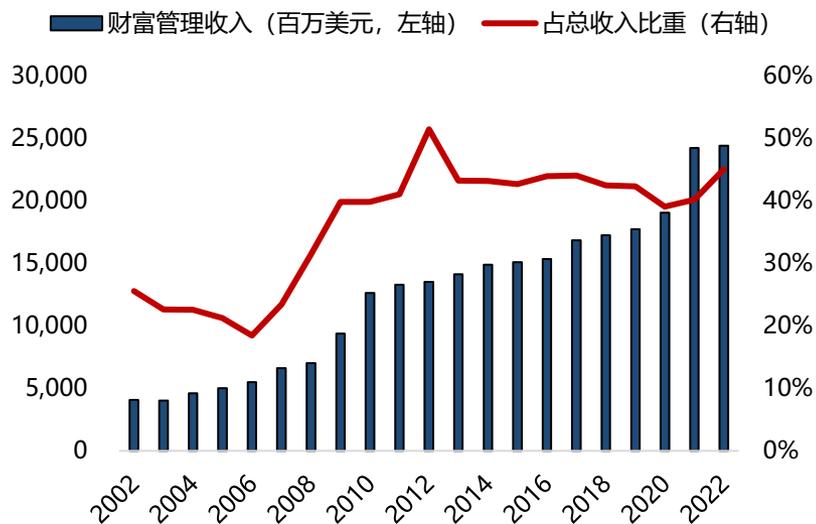
图：高盛1999-2022年ROE及杠杆率



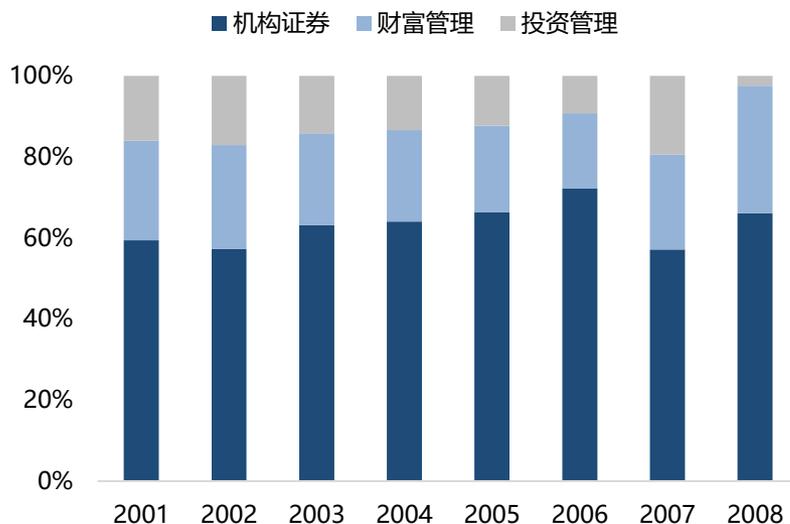
2.1.2. 摩根士丹利：通过并购逐步取得财富管理板块优势

- 摩根士丹利通过多元化并购迅速补齐业务短板，强化综合服务实力。摩根士丹利通过积极地多元化并购迅速补齐业务短板，业务范围由传统投行拓宽至财富管理、资产管理、投资管理等业务，完善财富管理的全业务链条，逐步夯实在财富管理领域的领导地位。
- 收购迪恩威特，补足零售经纪业务。1997年，摩根士丹利与专为零售业服务的股票经纪公司迪恩威特合并，迅速补齐零售经纪业务。迪恩威特是一家多元化的金融服务机构，主要面向零售客户提供全国性信贷和投资产品。

图：摩根士丹利2002-2022年财富管理业务收入及增速



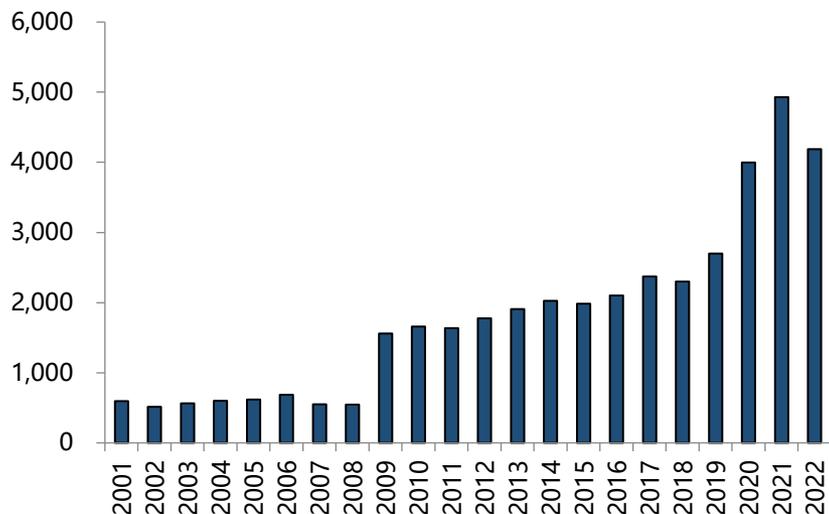
图：摩根士丹利2001-2008年收入分布



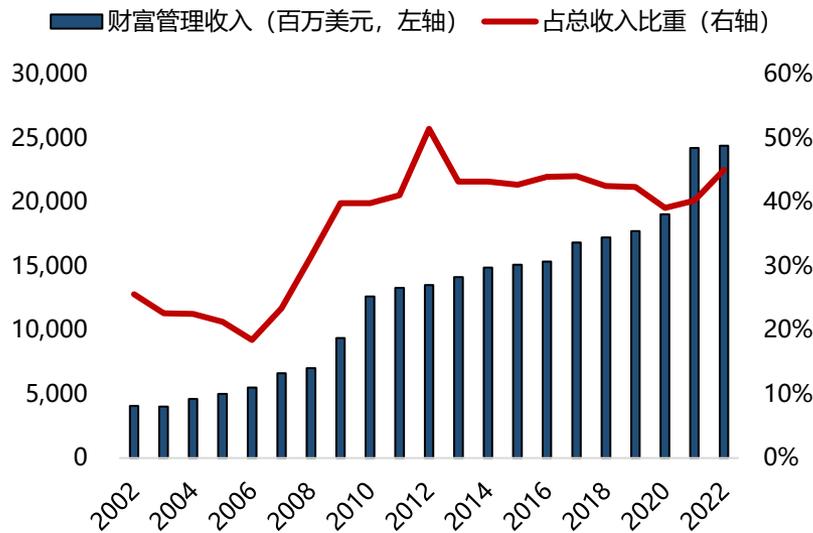
2.1.2. 摩根士丹利：通过并购逐步取得财富管理板块优势

- 合并花旗美邦，迈进全球财富管理第一梯队。2009年，摩根士丹利收购花旗美邦（Smith Barney）经纪业务部门的控制权（持股51%），两者实现强强联合，随后逐年收购花旗持有的剩余股份，直至2013年实现全资控股，有效助力大摩跨入全球顶尖财富管理机构行列。
- 2009年摩根士丹利成功融合原花旗美邦的近一万名投资顾问以及庞大的客户资产资源，投资顾问数量迅速提升至18000人，客户资产规模从2008年的5460亿美元跳升至2009年的1.56万亿美元。2009年财富管理业务收入同比增长34%至94亿美元，占比总收入从25%中枢提升至40%以上。

图：摩根士丹利客户资产规模（百万美元）



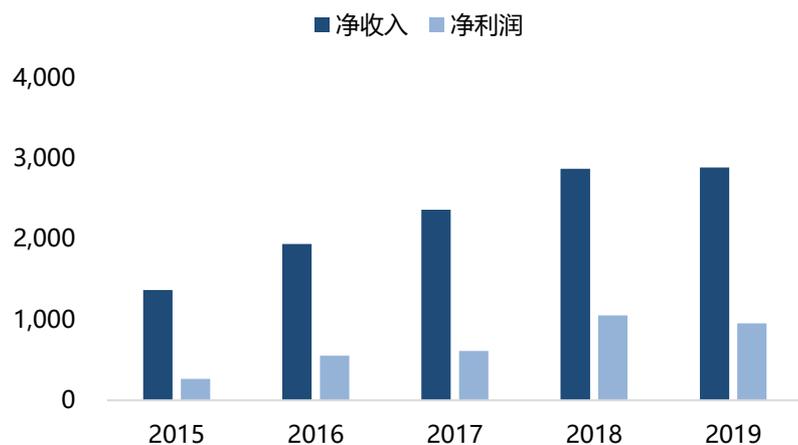
图：摩根士丹利财富管理板块收入及占比



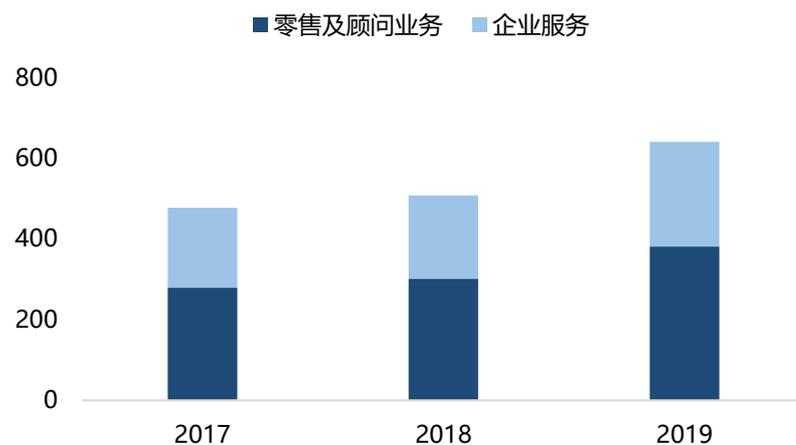
2.1.2. 摩根士丹利：通过并购逐步取得财富管理板块优势

- 收购折扣经纪商E-Trade，夯实财富管理领导地位。E-Trade成立于1982年，是全美Top3互联网折扣经纪商，为零售、企业及机构客户提供全球理财服务。从2016-2018年业绩表现来看，营收增速分别为41.7%/21.9%/21.4%；净利润增速分别达106%/11.2%/71.3%，发展势头迅猛。
- 截至2019年末，E-Trade合计拥有723万个客户账户，较2018年增加30.4万个，其中零售客户账户517万个，机构客户账户191万个，顾问服务账户15万个；管理客户资产规模达6415亿美元，较2018年增长26%。此次交易完成后，摩根士丹利获得E-Trade的所有客户账户和管理资产，同时拓展了数字访问及数字银行服务，完善财富管理的全业务链条，进一步夯实其在财富管理领域的领导地位。

图：E-Trade2015-2019经营业绩（百万美元）



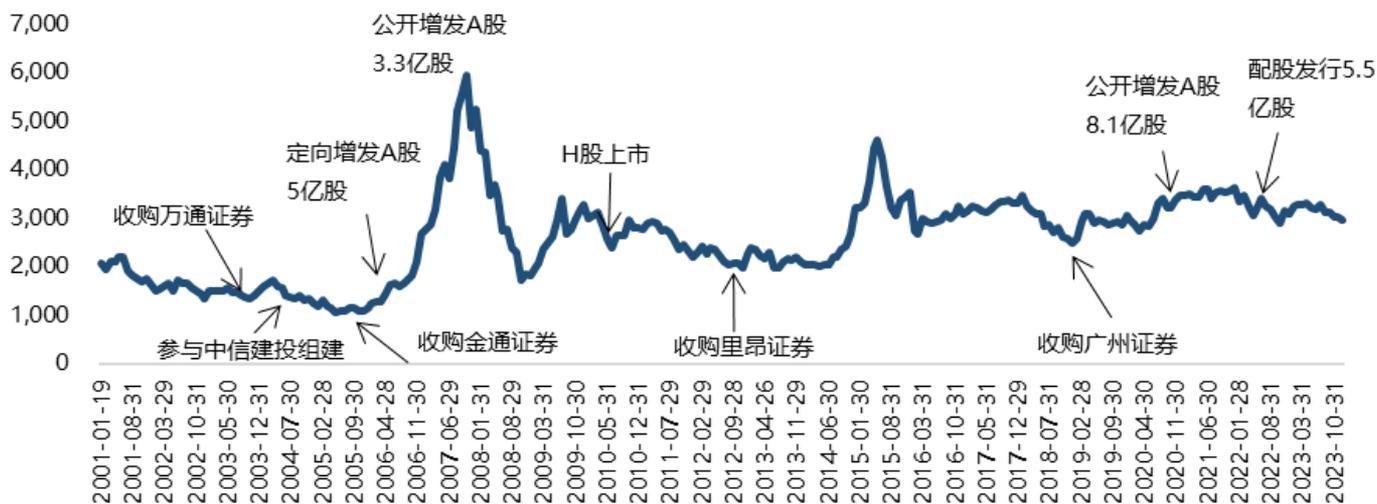
图：E-Trade资产规模（十亿美元）



2.1.3 中信证券：内生增长+外延并购成就行业龙头 东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

- 依托金控集团优势，全能化发展。1995年成立伊始第一大控股股东为中信集团，2023年中信金控正式承继公司第一大股东地位。依托金控集团大而全的优势，中信证券实现了较好的资源整合、市场共通和战略协同。
- “熊市并购，牛市再融资”，有效的资源配置手段使公司不断做大做强。在行业低迷时期，公司把握逆周期布局机遇，通过收购兼并等方式，以较低成本扩大市场份额，迅速确立行业龙头地位。而在市场整体较为乐观时期，公司亦善于抓住机遇，多次通过增发、配股等方式不断扩张自身资本，同时撬动更高杠杆率做大做强公司资本金业务，实现资产规模与利润规模的双重增长。

图：中信证券资本运作与上证指数关系



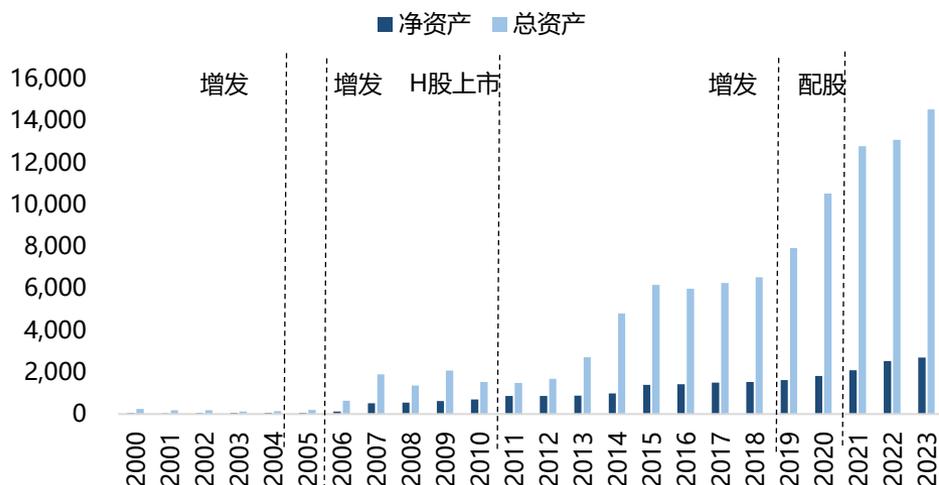
注：图中折线为上证指数收盘点位。

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

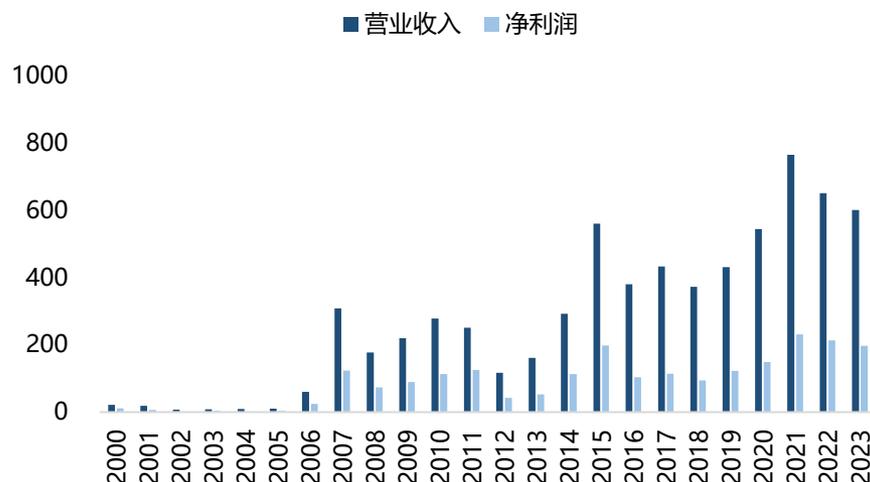
2.1.3 中信证券：内生增长+外延并购成就行业龙头 东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

- 四次再融资+港股上市，资产规模快速扩张。2003年A股上市以来，中信证券进行了四次再融资，2011年在香港联交所上市，净资本由700亿元提升至超850亿元。通过5次资本运作，资本规模快速提升，在行业重资本业务占比不断提升的背景下提前布局，快速夯实了行业龙头地位。
- 伴随资产规模的扩张，盈利能力不断增强。2012年创新大会以后，公司ROE中枢虽较2012年前有所下滑，但基本稳定在10%左右，远高于行业平均水平，各项财务指标也稳居行业首位。

图：中信证券资产规模（亿元）



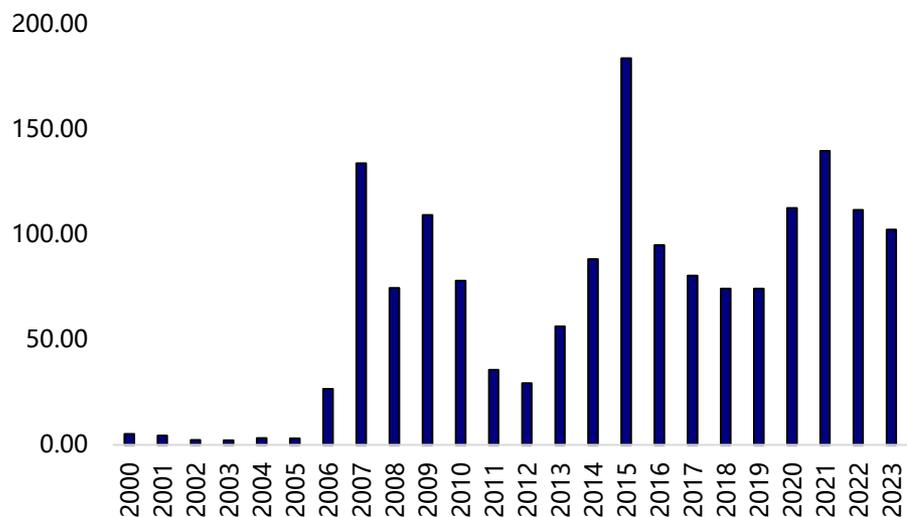
图：中信证券2000-2023营业收入与净利润（亿元）



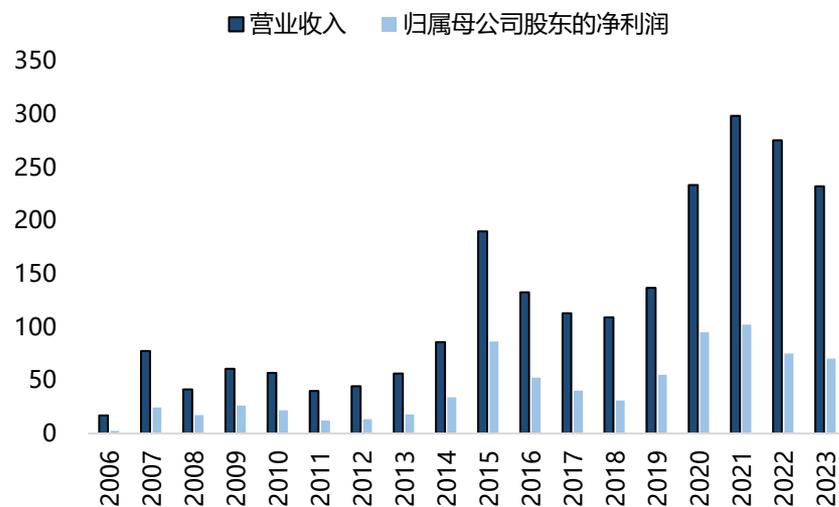
2.1.3 中信证券：内生增长+外延并购成就行业龙头

- 主动收购地方券商，扩展经纪业务版图。收购万通、金通和广州证券三家券商后，中信证券营业版图大幅扩大，经纪市场份额大幅增加，并可享受地区发展红利。
- 参与中信建投组建，持续分享其成长红利。2005年中信证券联手建银投资组建中信建投证券，中信证券出资16.2亿元，持股60%，受让破产危机中华夏证券现有的全部证券业务及相关资产。2010年，由于“一参一控”的政策规定限制，曾多次减持中信建投的股份，获得巨大的资本投资利得。当前中信证券仍持有中信建投4.94%的股权，能够持续分享中信建投快速成长的红利。

图：中信证券经纪业务收入（亿元）



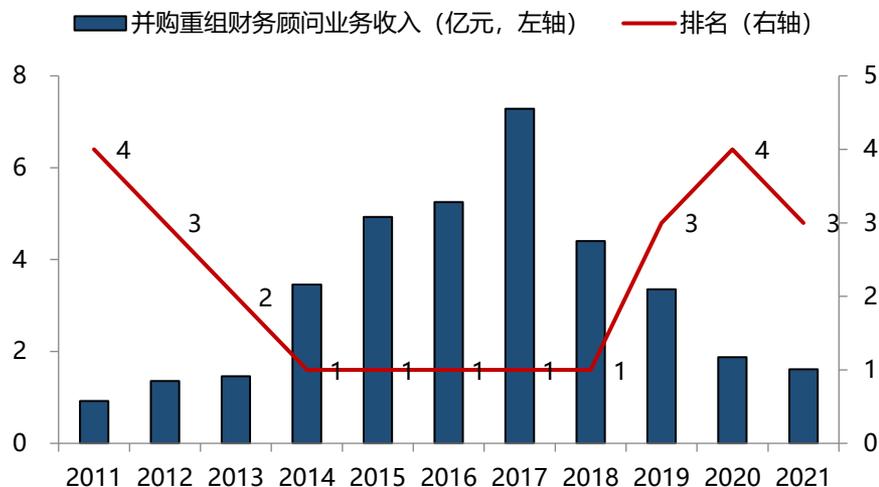
图：中信建投营业收入与净利润（亿元）



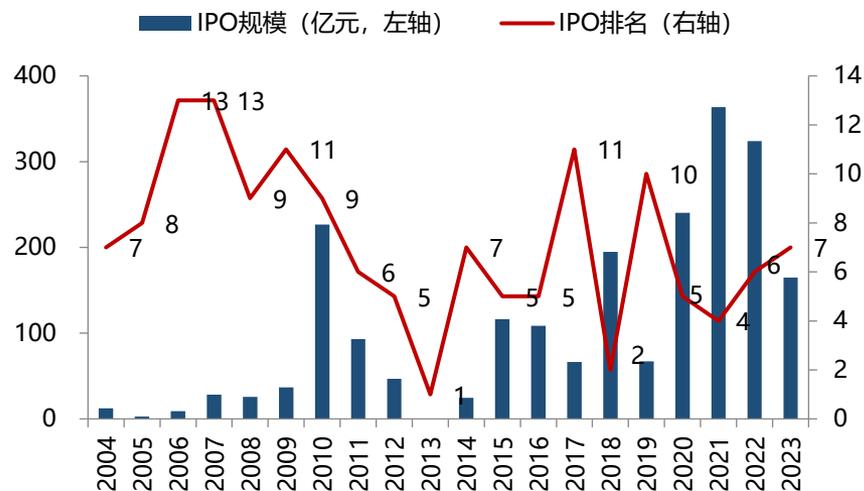
2.1.4. 华泰证券：通过并购补足业务短板

- 两步走整合华泰联合，投行业务跨越式发展。2005年华泰证券与联合证券营业收入分别排名行业第15及16位，净利润均未进入行业前20。2006年，华泰证券并购联合证券后，营业收入及净利润分别排名行业第9及第11位。2011年，华泰证券与华泰联合进一步整合，将华泰联合定位为专门的投行子公司，华泰证券的投行业务剥离到华泰联合，华泰联合的其它业务全部整合到总部。
- 新组建的华泰联合证券成为华泰证券的“金字招牌”。聚焦于投行业务的华泰联合证券因为更专注而更专业，在业内拥有良好口碑，IPO、再融资、债券、财务顾问等业务“四面开花”，尤其是并购重组业务领先于同业。

图：华泰证券并购重组收入及排名



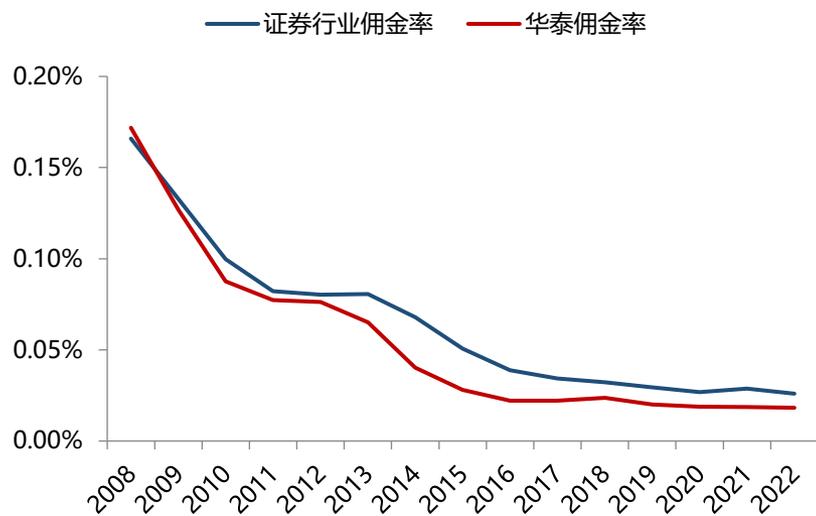
图：华泰证券IPO发行规模及排名



2.1.4. 华泰证券：通过并购补足业务短板

- 前瞻性布局互联网金融，自主研发移动金融终端。基于对移动互联网发展趋势的前瞻性判断，华泰于2009年制定了业务全面互联网化的战略目标，并推出了“涨乐”移动理财终端，率先布局移动互联网。2023年涨乐财富通平均月活904万，2014年以来复合增速达34%，连续排名行业第一。
- 坚定互联网金融战略，经纪业务行业龙头地位稳固。公司一直保持人员、网点精简的运营模式，并推动经纪业务线上化。公司2013年率先开始佣金改革，佣金率始终低于行业平均，而经纪市占不断攀升，由2008年的4.52%持续提升至2016年的8.86%，排名已连续多年保持行业第一。

图：华泰证券佣金率



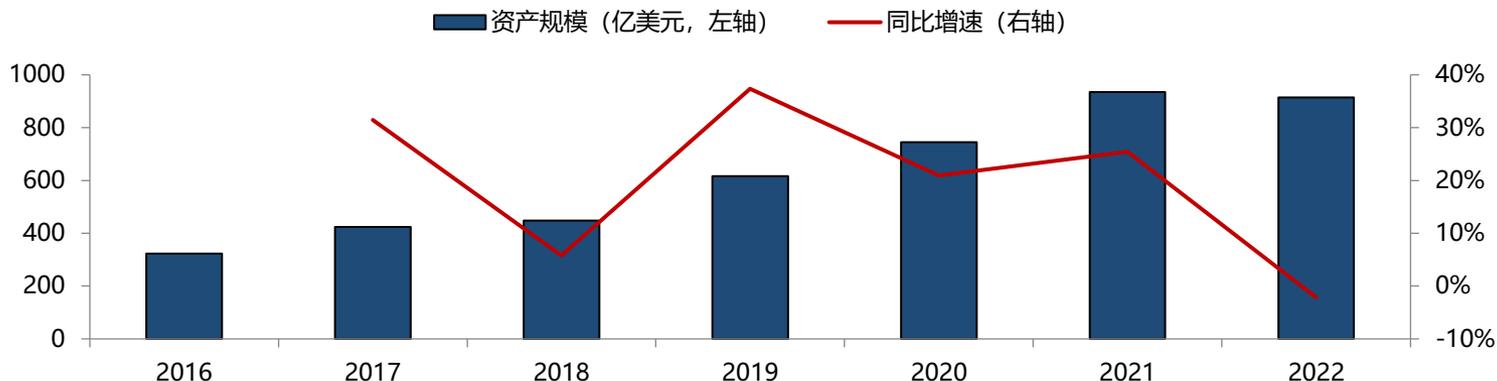
图：华泰证券股基交易额及市占率



2.1.4. 华泰证券：通过并购补足业务短板

- 积极布局经纪转型业务，通过收购AssetMark推进财富管理转型的进程。华泰证券于2016年完成对AssetMark的收购，并于2019年7月推动AssetMark在纽交所挂牌上市。截至2022年，AssetMark平台资产总规模915亿美元，2016年以来复合增速达19%，总计服务9297名独立投资顾问，其中管理500万美元以上资产规模的活跃投资顾问2882名。市占率位居美国行业第三。
- 助力华泰证券发展国际业务，为公司的财富管理转型赋能。几个层面的意义：1) 助力华泰实现国际化的战略布局。2) 借助AssetMark在美国积累的优秀投资经验以及投资组合专长，进一步提高自身投资管理能力。
- 华泰证券作为业内率先以金融科技助力转型的券商之一，经纪市占率已连续多年排名行业第一，在财富管理方面也较早布局。

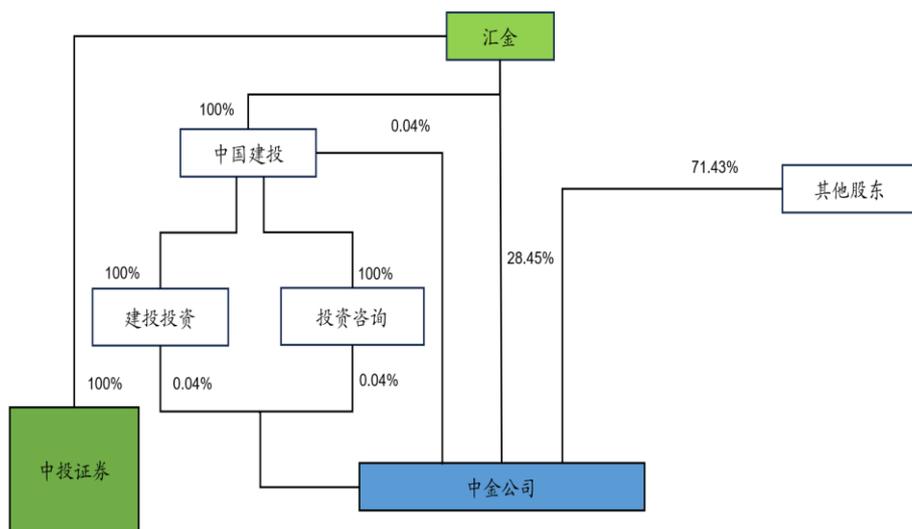
图：Assetmark平台资产规模（AoP）



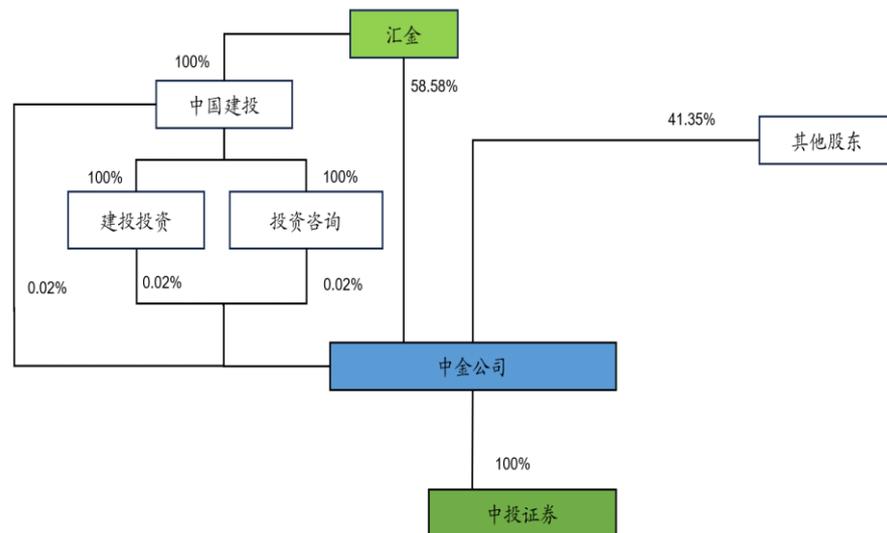
2.1.5. 中金公司：收购中投证券，夯实财富管理基础 东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

- 同为汇金系券商，收购或因受制于“一参一控”要求。截至中金公司收购中投证券时，中央汇金分别持有中投证券100%股份（全资控股）和中金公司28.45%（第一大股东）。中央汇金旗下曾参股控股多家券商（包括申万宏源、中信建投证券、银河证券），受制于“一参一控”的影响，旗下券商上市受阻，此次收购或为中金公司A股上市清障。此外，中金公司收购中投证券是中投公司对旗下券商整合战略的一部分。从2008年开始，中央汇金母公司中投公司便开始筹划整合旗下券商做大做强，已先后完成了银河证券的A+H股上市、申万证券和宏源证券的合并。

图：中金公司与中投证券股东结构（收购前）



图：中金公司与中投证券股东结构（收购后）



2.1.5. 中金公司：收购中投证券，夯实财富管理基础 东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

- 收购后中金公司整体规模显著扩大，主要指标跃升至行业第一梯队。中金公司收购中投证券前，两者整体规模位列行业中上水平，中投证券排名略高于中金公司。2016年，中金公司和中投证券总资产分列行业第22和19位；营业收入分列行业第17和25位；净利润分列行业第31和25位。收购中投证券后，2017年，中金公司总资产、净资产、营业收入、净利润分列行业第12、14、11、20、46位。到2021年，中金公司各项指标排名进一步提升，总资产、净资产、营业收入、净利润、ROE指标分列行业第9、11、8、7、4位。

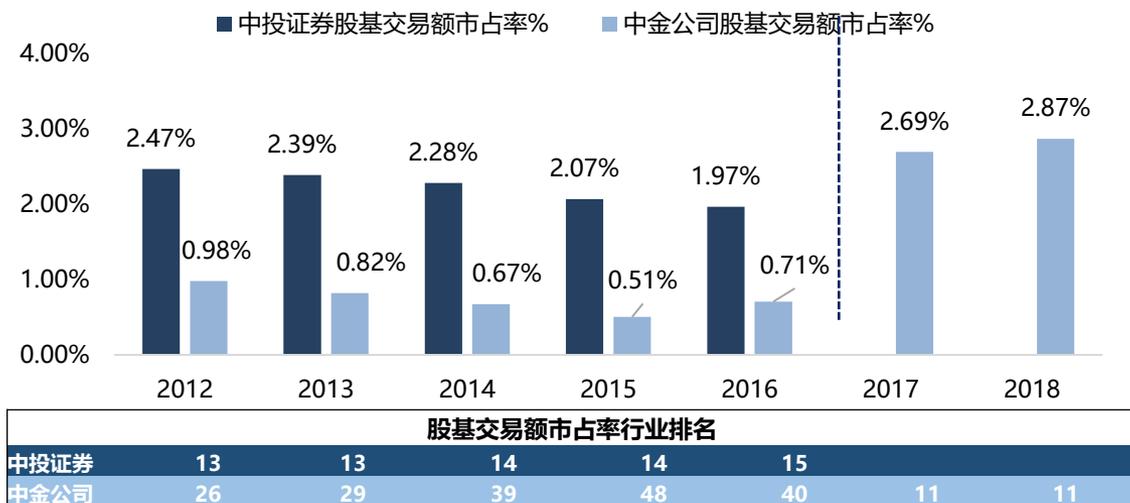
表：中金公司收购中投证券后主要指标排名跃升至第一梯队

	2014		2015		2016		2017	2018	2019	2020	2021
	中投	中金	中投	中金	中投	中金					
总资产	18	29	18	24	19	22	12	9	10	9	9
净资产	21	44	26	23	27	25	14	13	13	11	11
营业收入	18	20	17	23	25	17	11	6	11	10	8
净利润	21	42	16	39	25	31	20	11	11	10	7
ROE	37	58	20	100	29	59	46	7	5	5	4

2.1.5. 中金公司：收购中投证券，夯实财富管理基础 东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

- 业务互补，收购弥补了中金公司零售经纪业务短板。中金公司在投行、机构业务、跨境服务和针对高端客户的财富管理业务领域有显著优势；但在零售经纪、网点布局等方面不及中投证券。2012年-2016年中投证券股基交易额市占率在2.0%-2.5%之间；而中金公司股基交易额市占率仅在0.5%-1.0%之间。营业网点方面，截至2016年末，中投证券设有证券营业部206家，主要覆盖活跃及财富集中的城市；中金公司仅有20家营业部，财富部门秉承高端路线主要针对高净值人群。
- 2017年，收购后，中金公司股基交易额市占率提升至2.69%，行业排名从2016年的第40位跃升至2017年的第11位；证券经纪业务收入排名从2016年的行业第23位上升至2017年的第13位。

图：中投证券与中金公司股基交易额市占率及排名



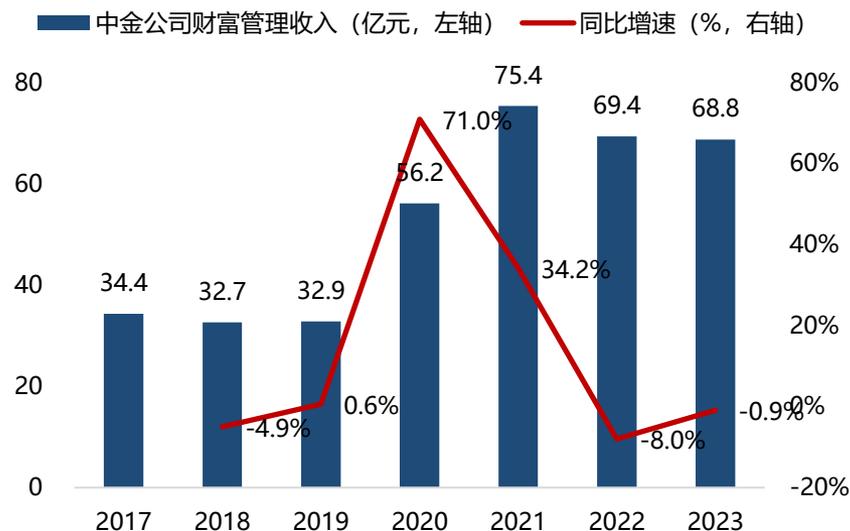
2.1.5. 中金公司：收购中投证券，夯实财富管理基础 东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

- 整合后中金公司财富管理业务快速发展。中金公司客户基础迅速扩张，由高净值客户向零售客户延伸，形成了覆盖大众客户、财富客户以及高净值客户的全方位服务体系，客户数与客户资产规模进一步提升。中金公司财富管理客户数量及客户资产逐年攀升，从2019年的327万户增至2023年的680万户，年复合增速20%；对应客户账户资产从1.84万亿元增至2.88万亿元，年复合增速12%。产品销售能力进一步提升，产品保有量从2019年的约900亿元增至2023年上半年的3500亿元，翻两番。

图：中金公司财富管理客户数量及客户资产规模



图：中金公司财富管理业务收入及同比增速



2.2. 重组或有望推动供给侧改革

- 监管鼓励券商并购重组，打造“航母级”券商。国务院及证监会密集表态将支持头部券商通过业务创新、集团化经营、并购重组等方式做优做强，打造一流投行。
- 国内券商过去主要通过内生增长逐渐扩大规模，未来在监管的指引下，业内的并购可能会增多，行业内的资源整合或将成为券商快速提升规模与综合实力的又一重要方式。大型券商通过并购进一步补齐短板，巩固优势，中小券商通过外延并购有望弯道超车，快速做大，实现规模效应和业务互补。

表：监管鼓励券商并购重组相关表述

时间	相关单位/会议	内容
2019年11月	证监会	提出“积极推动打造航母级头部证券公司”，促进证券行业持续健康发展，还给出打造“航母级证券公司”的相关政策措施，包括多渠道充实证券公司资本，鼓励市场化并购重组，支持行业做优做强等。
2020年7月	证监会	发文鼓励有条件的券商与基金公司实施市场化并购重组。
2023年10月	中央金融工作会议	提出“着力打造现代金融机构和市场体系”，并首次提出“培育一流投资银行和投资机构”。
2023年11月	证监会	再次强调支持头部券商通过业务创新、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，发挥服务实体经济主力军和维护金融稳定压舱石的重要作用。
2024年3月	证监会	《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）》提出适度拓宽优质机构资本空间，支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式做优做强；鼓励中小机构差异化发展、特色化经营，做精做细。
2024年4月	国务院	国九条提出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。
2024年4月	国务院	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指出：要推动金融国资国企提质增效，集中力量打造金融业“国家队”，不断提升竞争力和国际影响力，推动头部证券公司做强做优。

2.2. 近年来证券行业并购案例频现

- 行业竞争催生并购需求。费类业务竞争加剧、全面注册制、机构化的大背景下，券商竞争转向专业化、综合化业务，头部券商综合业务优势带来市占率持续提升，行业集中度提升趋势进一步凸显。大型券商通过并购进一步补齐短板，巩固优势，中小券商通过外延并购有望弯道超车，快速做大，实现规模效应和业务互补。
- 近十年间，券商与券商间的合并整合案例有9起，其中大型券商被动整合的有3起（包括国君并上海、申万并宏源、中金并中投），大型券商主动并购的1起（中信并广州），其余5起为中小型券商间的整合。

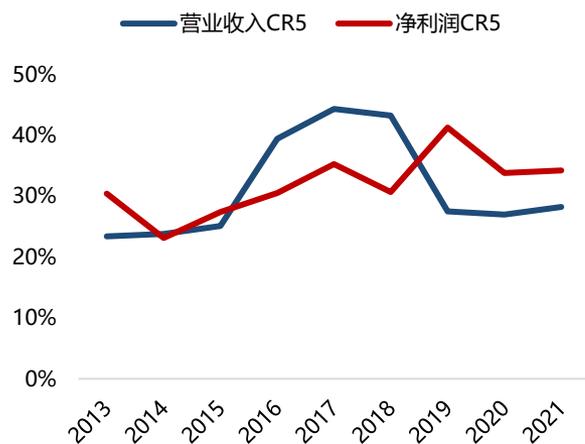
表：近十年券商合并收购案例

时间/公告时间	合并方	被合并方	原因	效果
2014年7月	国泰君安	上海证券	为排除“一参一控”问题实现上市进行的收购	公司成功上市后，应监管要求解决同业竞争问题而交出控制权
2014年8月	方正证券	民族证券	主动收购，扩大业务规模	成功完成营业部等各方面资源的整合，民族证券转变为方正证券的承销保荐子公司
2015年1月	申银万国	宏源证券	中央汇金主导合并，目标打造一流券商	合并后内部协同不及预期，营业收入和归母净利润跑输行业，ROE回落至合并前。
2019年6月	天风证券	恒泰证券	主动收购，实现业务转型及全产业、全网点布局	当前天风证券已终止并表计划
2019年7月	中金公司	中投证券	为排除“一参一控”问题实现上市进行的收购	公司整体规模显著扩大，经纪业务短板得到补齐，主要指标跃升至行业第一梯队。
2020年1月	中信证券	广州证券	主动收购，扩张经纪业务版图	快速提升中信证券在广东省的营业网点数量、客户渠道，提升公司在广东省的市场份额
2023年3月	国联证券	民生证券	主动收购，获取投行业务资源，扩张经纪业务	
2023年12月	浙商证券	国都证券	主动收购，扩大业务规模	
2024年6月	西部证券	国融证券	主动收购，扩大业务规模	

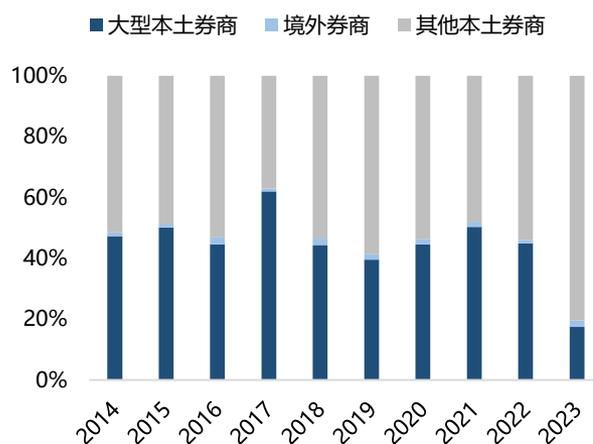
2.2. 近年来证券行业并购案例频现

- 行业集中度高，券商龙头呈现马太效应，中小券商通过并购更快形成规模效应。从营业收入和净利润的角度来看，近年来前五大券商在行业中的份额不断提升。营业收入占比从2013年的24%增长至2021年的28%；净利润占比从30%增长至34%。我们认为在未来行业竞争进一步加强，衍生品、海外业务、创新业务不断试点的背景下，大型券商更能凭借自身底蕴，形成马太效应，中小型券商也能通过多渠道充实公司资本及外延式并购快速扩大业务规模，从而形成规模效应。
- 全球主要市场，证券行业集中度亦较高。日本券商中，以野村证券、大和证券和日兴证券为首的主要证券公司利润占比在50%中枢波动；在美国投行中，以NYSE交易商口径统计，2017年前十位交易商营业收入占到57%。

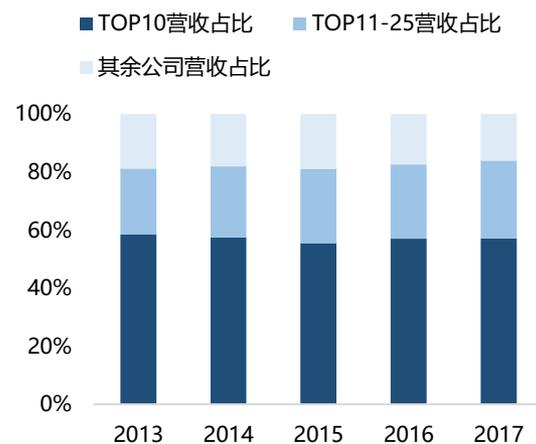
图：TOP5券商营业收入和净利润集中度



图：日本各类券商利润分布



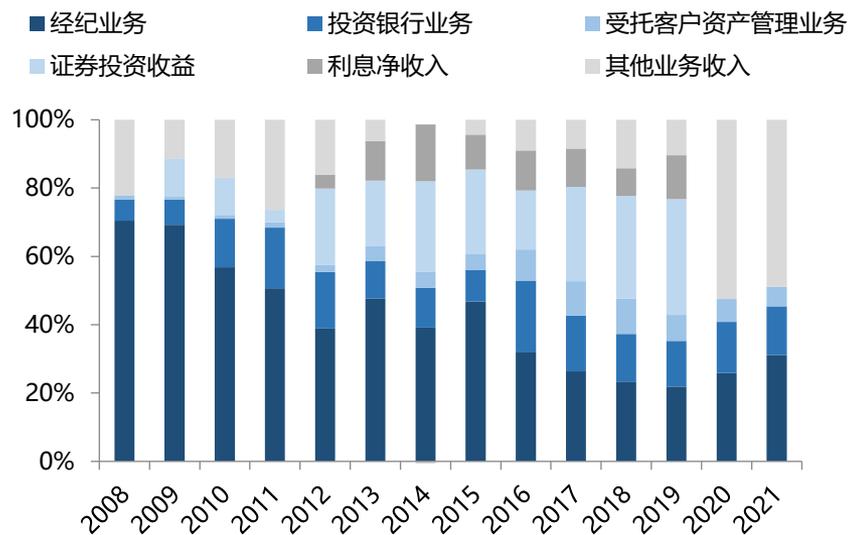
图：美国交易商盈利能力集中度



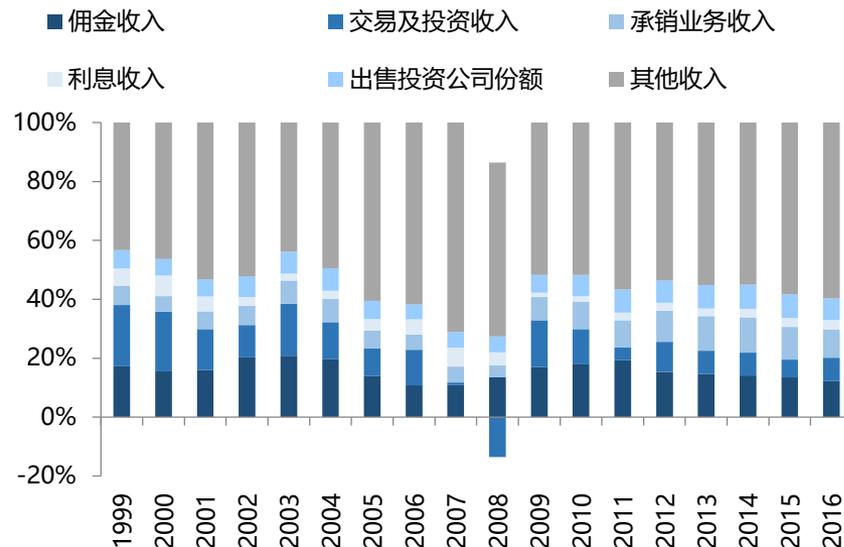
2.2. 行业同质化竞争，并购重组或推动供给侧改革

- 中国券商通道业务占比高，结构相对单一。以赚取高额通道费为主要业务模式，因此2012年以前通道业务（包括经纪业务和投资银行业务）收入占比非常高（超过70%）。2012年券商创新大会鼓励券商创新转型以后，券商资本中介类业务迅速发展，但相比海外投行，中国通道类业务占比仍较高，结构也相对单一。
- 业务同质化程度依然很高。业务拓展方面的创新不足，主要源于牌照审批导致事实上的垄断、市场基础设施不完善，抑制了创新的动力。产品研发方面的创新不足，则主要与证券行业及证券公司的人员结构不合理、人才短板突出有较大关系。

图：中国证券行业收入结构



图：美国证券行业收入结构



- 海外券商从经营模式或细分赛道上各有特点。
- 如日本券商主要可分为三大类：
 - 1) **五大综合类大券商**，包括银行系和非银行系，专注国内外机构业务、零售、银证合作等业务。其中，三菱UFJ、日兴证券和瑞穗金融集团属于银行系证券公司，野村证券和大和证券属于非银行背景的证券公司。
 - 2) **专注于区域的中小型券商**，以“匠人精神”服务本地客户，聚焦国内机构业务、地区零售业务，典型代表如极东证券、东洋证券等。
 - 3) **互联网浪潮下快速发展的网络券商**，专注网络经纪业务，典型代表如SBI证券、乐天证券、松井证券、Monex。

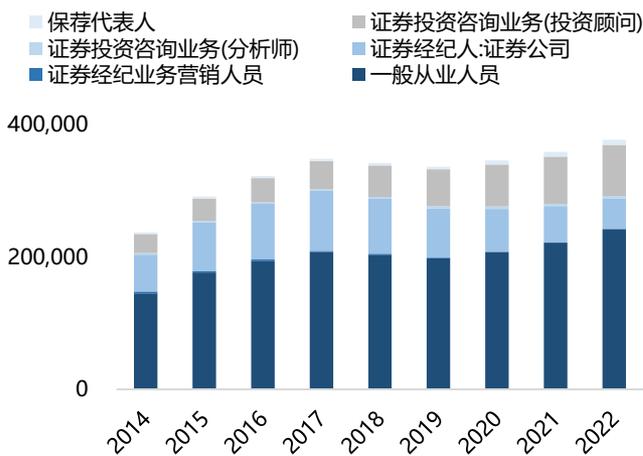
➤ **美国的投资银行模式也可以分为三大类：**

- **1) 综合券商模式：**1975年证券法修正后，佣金自由化使得价格竞争加剧。随着大宗交易占比提升，大型投行顺势大力发展机构交易业务。此外，大型投行通过开发各类创新工具，通过并购重组类业务扩大投行业务收入，各类衍生品也在这个时期有了较快发展，大型投行业务呈现多元化。典型代表如高盛、摩根士丹利等。
- **2) 折扣服务转型财富管理模式：**佣金自由化后，零售客户初期并没有享受太多的佣金折扣，一批传统证券经纪商此时针对这些客户引入折扣经纪服务模式，为零售客户提供廉价的经纪交易服务。2000年后，行业竞争加剧，部分折扣券商开始探索财富管理模式。典型代表：嘉信理财、Interactive Brokers。
- **3) 网络券商模式：**随着互联网技术与电子交易技术的发展融合，美国出现了纯粹以网络为展业渠道的线上证券公司。凭借低廉的佣金价格和便捷的交易模式，线上券商的交易规模不断扩大，换手率持续增长。2015年后，网络券商纷纷推出“零佣金”策略，并通过为客户提供增值服务获取利润。这类券商的典型代表有E-Trade、Interactive Brokers、Robinhood。

2.2. 行业同质化竞争，并购重组或推动供给侧改革

- 国内券商数量众多且多为综合性券商，近年来牌照进一步放开，但并未形成鲜明特色。另一方面，近几年互联网金融的融合逐步加深，出现了以互联网为特色的小型券商，但主要仍基于导流、线上经纪等业务，差异化不显著。
- 降费大背景下，并购重组或推动供给侧改革。相比起美国日本等发达市场层次分明，分工明确的行业结构，当前我国券商开展业务同质化仍较为严重。参考美国70年代佣金价格战初期，在高度竞争下，未能及时压缩成本且资本实力不足的证券公司被迫退出历史舞台。
- 我们认为，近期监管引导公募基金管理费及交易佣金下调，以及投行业务的阶段性收紧，短期将对券商收入造成一定压力。由于成本的相对刚性，部分小型券商可能会产生较大的经营压力。此时通过并购重组等方式进行资源整合，有利于提升券商在行业中的竞争地位，同时也推动行业进行供给侧改革。

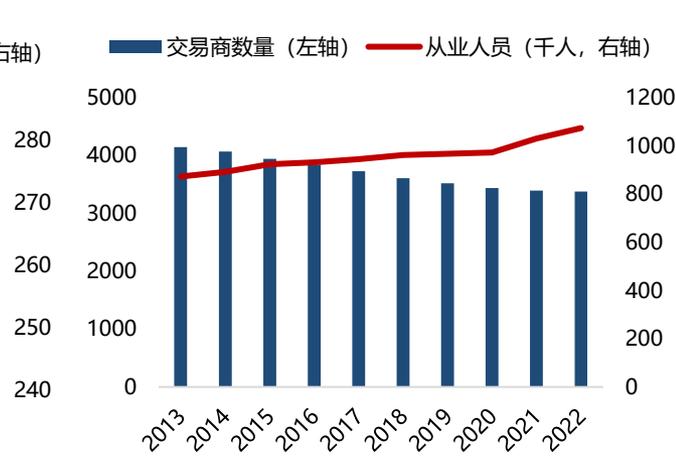
图：2014-2021年证券从业人员数量（人）



图：日本证券公司及从业人员数量（人）



图：美国证券公司及从业人员数量（千人）



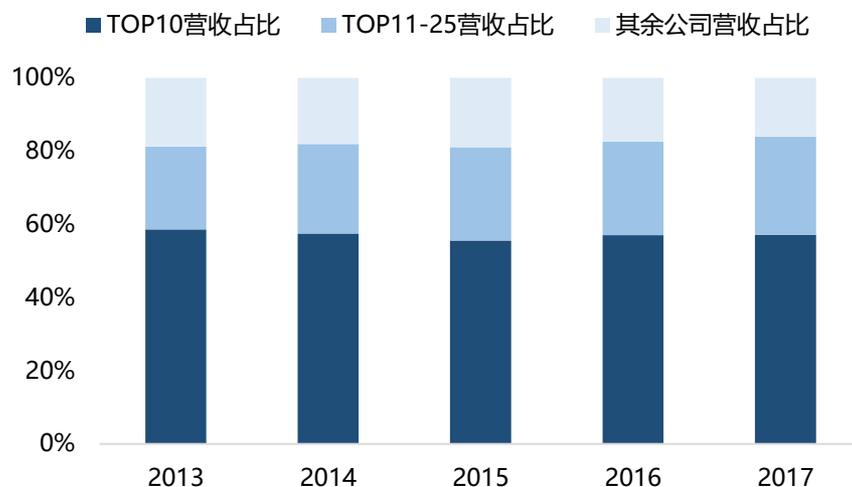
2.2. 行业同质化竞争，并购重组或推动供给侧改革

- 对比全球主要市场，证券行业集中度亦较高。日本券商中，以野村证券、大和证券和日兴证券为首的主要证券公司利润占比长期维持在50%左右；美国投行中，前十位交易商营业收入占比也长期超过50%。
- 行业同质化竞争，并购重组或推动供给侧改革。国内券商数量众多且多为综合性券商，近年来牌照进一步放开，加剧了行业的竞争。在近年来券商数量以及从业人员数量增加的背景下，近期监管引导公募基金管理费及交易佣金下调，以及投行业务的阶段性收紧，短期将对券商收入造成一定压力。通过并购重组等方式进行资源整合，有利于提升券商在行业中的竞争地位，同时也推动行业进行供给侧改革。

图：日本各类券商利润分布



图：美国交易商盈利能力集中度



2.3. 多维度转型，形成内生增长

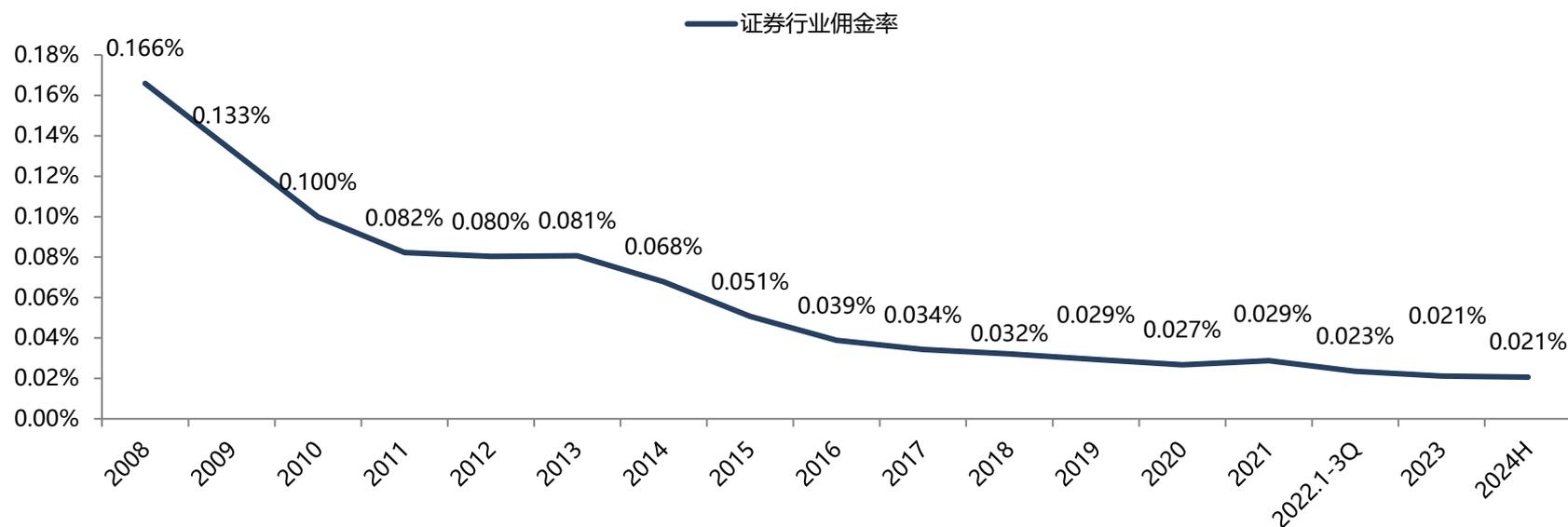
➤ 多维度转型，形成内生增长。

- **做市业务：**目前国内券商自营业务方向性投资波动性大且收益率依赖市场环境、收益面临不稳定性。相比之下，去方向性的做市业务波动性较低，可以提升券商整体业绩的稳定性与韧性。参考海外投行业务结构，我们认为做市业务是我国券商自营转型的重要方向。
- **投顾业务：**历经多年高速发展，穿越资管新规、理财净值化、数字化转型等多轮变革风暴，中国财富管理行业正进入黄金发展周期。我们认为基金投顾业务已具备由试点转向常规的条件，未来有望加速发展，将极大地有利于培育专业买方中介力量，改善投资者服务和回报，优化资本市场资金结构，促进基金行业的高质量发展。
- **数字化转型：**随着金融科技影响力的不断提升，证券行业数字化转型日渐提速，科技能力建设作为提升行业核心竞争力的关键，已成为各大券商激烈竞逐的赛道。随着技术的不断引进和科技赋能经验的日益增长，国内券商数字化转型将由局部、孤立的单一领域应用向平台化、智能化、生态化全面铺开。目前有效克服这一痛点的转型者不多，同时与国外同类机构相比，国内证券业数字化转型的人才基础还有很大的提升空间。

2.3.1. 大财富管理未来仍可期

- 经纪业务竞争加剧，财富管理业务转型加快。经纪业务发展整体呈现以下趋势及特点：一是代买业务弹性下降，行业佣金率下限不断被打破，由2008年0.166%下滑至2024年上半年的0.021%；二是代销业务成长性增强；三是业务格局相对稳定。
- 长期来看，兼并收购和差异化能力将推动经纪业务多层次、高质量发展。

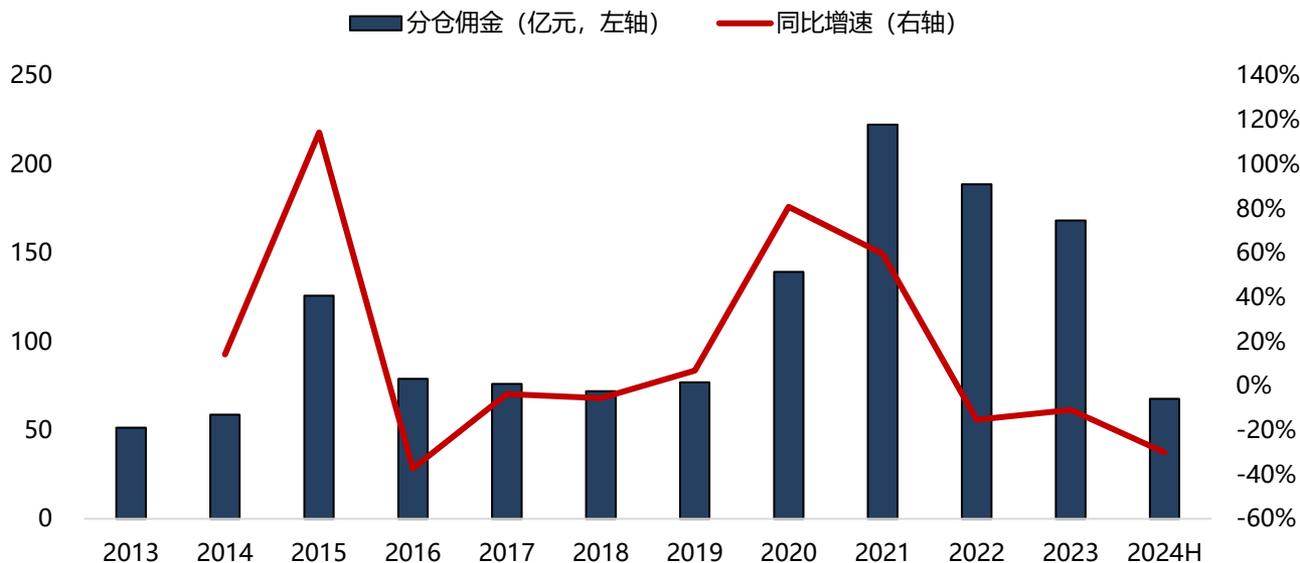
图：2008-2024年上半年佣金率



2.3.1. 大财富管理未来仍可期

- 分仓佣金收入2024上半年同比下滑，降佣落地后下半年降幅或将进一步扩大。2024年上半年，券商分仓佣金收入为67.74亿元，同比去年下滑30%。
- 2024年7月1日，公募已完成交易佣金费率调降：被动股票型基金产品交易佣金费率不得超过万分之2.62；其他类型则不得超过万分之5.24。
- 我们认为，下半年新规落地后，研究成为基金公司佣金分配的唯一出口，将会更加聚焦真正的研究价值体现。收入方面，券商分仓佣金收入或持续承压。

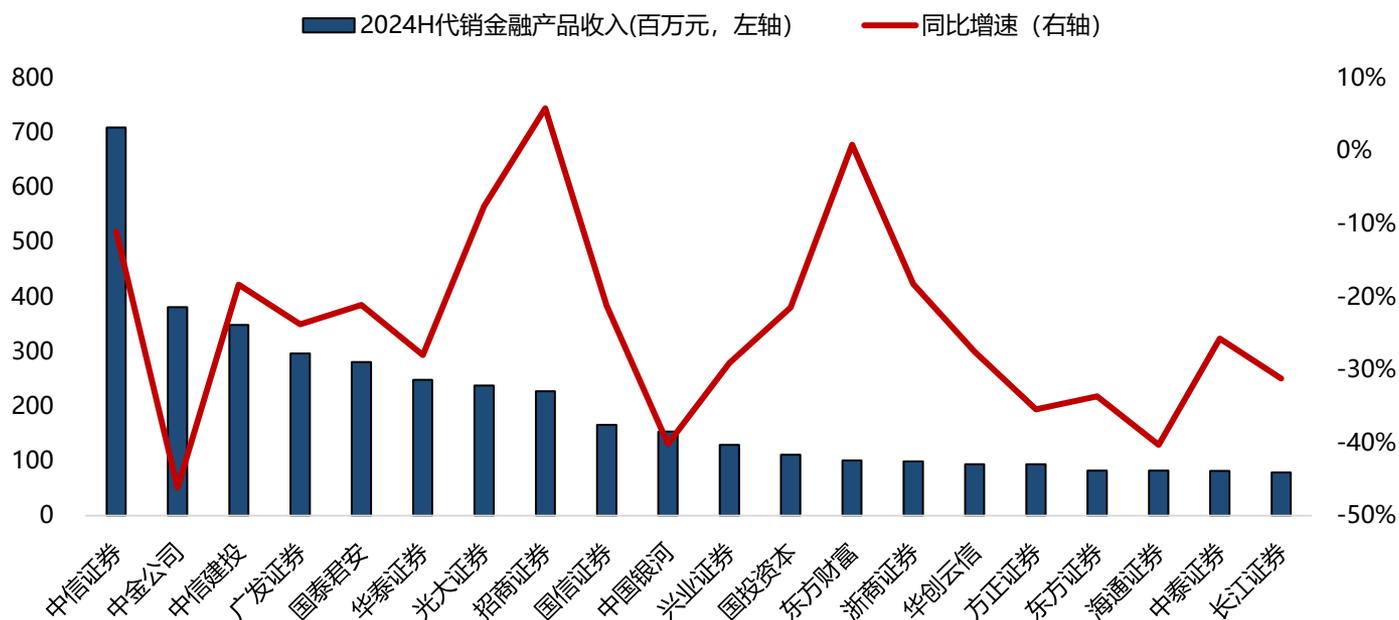
图：近十年分仓佣金收入及同比增速



2.3.1. 大财富管理未来仍可期

- 财富管理市场依然广阔，券商渠道具有独特优势。基金投顾资格的获批有助于券商发挥投研能力优势，开拓财富管理市场，且券商销售权益基金有天然的渠道优势。券商传统的金融产品代销业务本就为其提供了渠道优势，加之近年ETF类基金在市场整体环境不佳的情况下，依然能保持一定规模，亦为券商代销业务带来一定韧性。

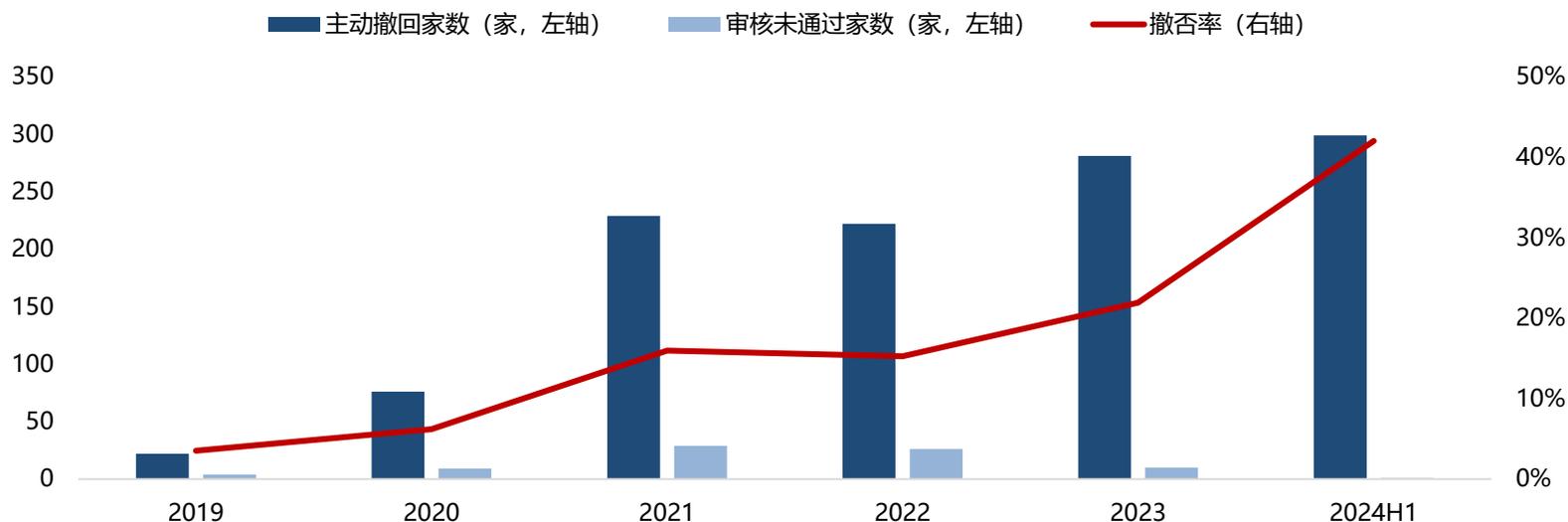
图：2024年上半年前20位上市券商代销金融产品收入及增速



2.3.2. 投行业务：阶段性收紧，但长期仍向好

- IPO、再融资将阶段性收紧。为完善一二级市场逆周期调节机制，围绕合理把握IPO、再融资节奏，①将根据近期市场情况，阶段性收紧IPO节奏。②对于金融行业上市公司或者其他行业大市值上市公司的大额再融资，实施预沟通机制，关注融资必要性和发行时机。③突出扶优限劣，对于存在破发、破净、经营业绩持续亏损等情形的上市公司再融资，适当限制其融资间隔、融资规模。④引导上市公司合理确定再融资规模，严格执行融资间隔期要求。⑤严格要求上市公司募集资金应当投向主营业务，严限多元化投资。⑥房地产上市公司再融资不受破发、破净和亏损限制。预计短中期内，券商股权投资行类业务规模可能会小幅缩减，但长期仍看好投行业务全产业链转型。

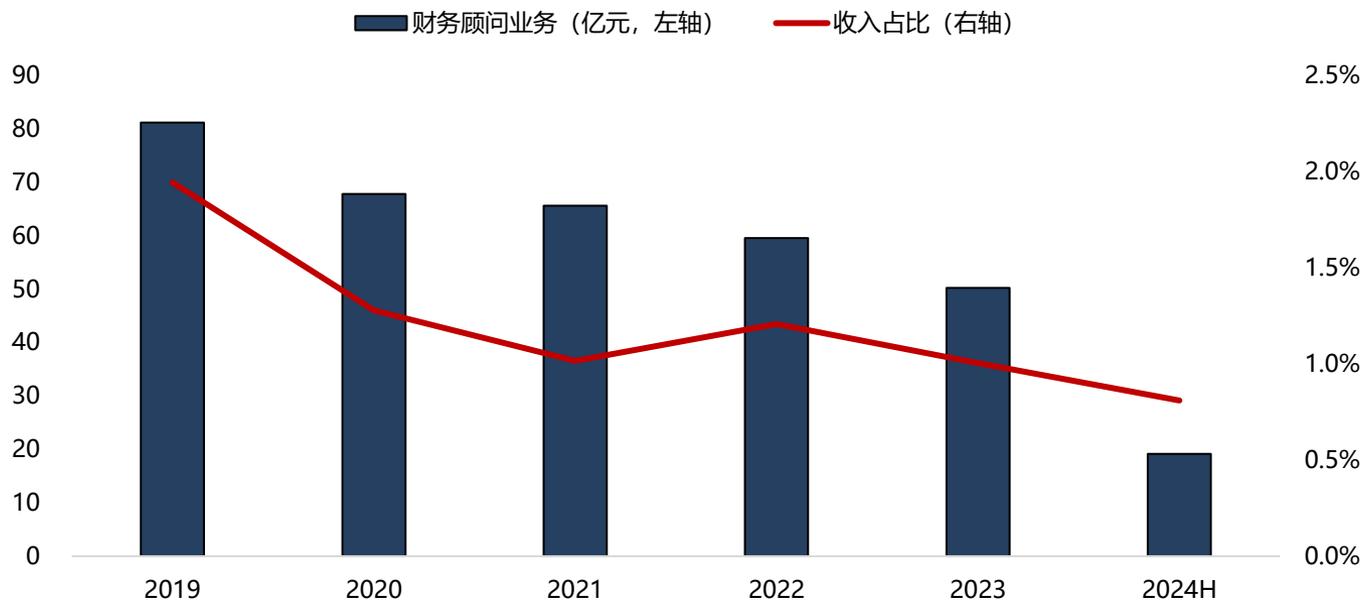
图：2019-2024H1券商IPO撤否率



2.3.2. 投行业务：阶段性收紧，但长期仍向好

- 财务顾问收入有所下滑，政策鼓励下并购重组需求有望提升。2024年上半年上市券商实现财务顾问同比下滑11%，占投行收入的14%，同比提升4.6个百分点。“827新政”后IPO节奏放缓，而并购重组被反复提及。2024年2月证监会上市司召开座谈会，会议明确表示支持上市公司用好并购重组工具做优做强，多措并举活跃并购重组市场，4月国务院印发新“国九条”，支持上市公司通过并购重组提高发展质量。政策支持下并购重组需求有望激发，为券商投行业务转型提供机遇。

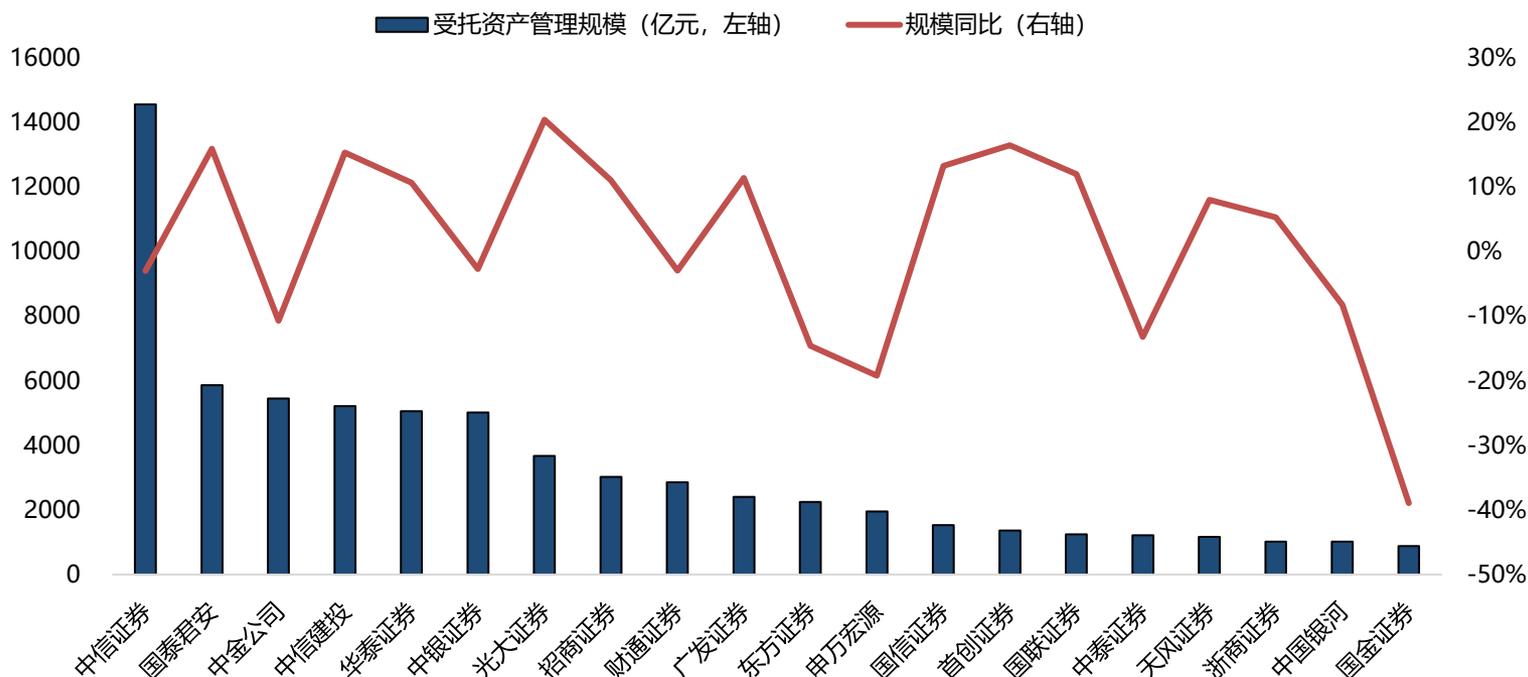
图：2019-2024H1券商财务顾问收入及收入占比



2.3.3. 资管业务：主动管理转型加速

- 2024年上半年受托管理资产规模底部企稳。42家披露规模的上市券商资管规模合计7.6万亿元，同比提升0.1%。随着资管新规过渡期结束，券商公募化转型已完成，部分券商资管业务已出现向上拐点，主动管理转型已有一定成效，预计未来随着财富管理转型不断深化，券商资管业务有望触底转增。

图：2024年上半年前20位上市券商资产管理规模及增速



2.3.4. 自营业务：去方向性仍是趋势

- 头部券商着力发展以衍生品交易为代表的非方向性权益投资业务，以及客需驱动的债券投资业务，可有效缓和市场行情波动的负面影响，投资收益率普遍优于上市券商平均水平；中小券商仍然以方向性投资为主，投资收益率波动性较大。

图：场外衍生品名义本金情况



图：券商场外衍生品一级、二级交易商

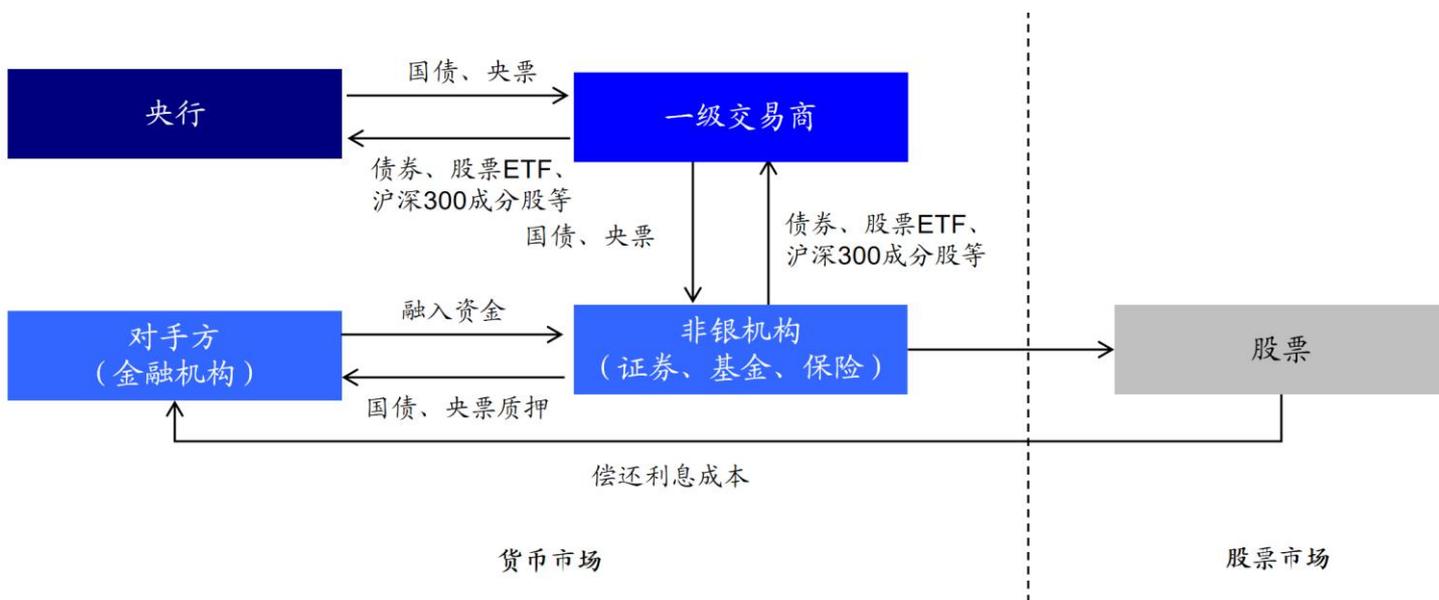
- 尽管风控新规中，对于高风险的场外衍生品业务仍有较多限制，但我们认为客需业务仍是券商获得稳定收益的抓手。

一级交易商	二级交易商
广发证券股份有限公司	财通证券股份有限公司
国泰君安证券股份有限公司	东方证券股份有限公司
华泰证券股份有限公司	东吴证券股份有限公司
招商证券股份有限公司	国信证券股份有限公司
中国国际金融股份有限公司	海通证券股份有限公司
中信建投证券股份有限公司	平安证券股份有限公司
中信证券股份有限公司	浙商证券股份有限公司
申万宏源证券有限公司	中国银河证券股份有限公司
	...共37家

2.3.5. SFISF启动，券商迎来新加杠杆方式

- 央行正式启动证券、基金、保险公司互换便利（SFISF）操作。中国人民银行与中国证监会联合印发《关于做好证券、基金、保险公司互换便利（SFISF）相关工作的通知》。中国人民银行委托特定的公开市场业务一级交易商（中债信用增进公司），与符合行业监管部门条件的证券、基金、保险公司开展互换交易。互换期限1年，可视情展期。互换费率由参与机构招投标确定。可用质押品包括债券、股票ETF、沪深300成分股和公募REITs等，折扣率根据质押品风险特征分档设置。通过这项工具获取的资金只能投向资本市场，用于股票、股票ETF的投资和做市。

图：SFISF操作方式示意



3 投资策略：谋时而动，顺势而为

3. 投资策略：谋时而动，顺势而为

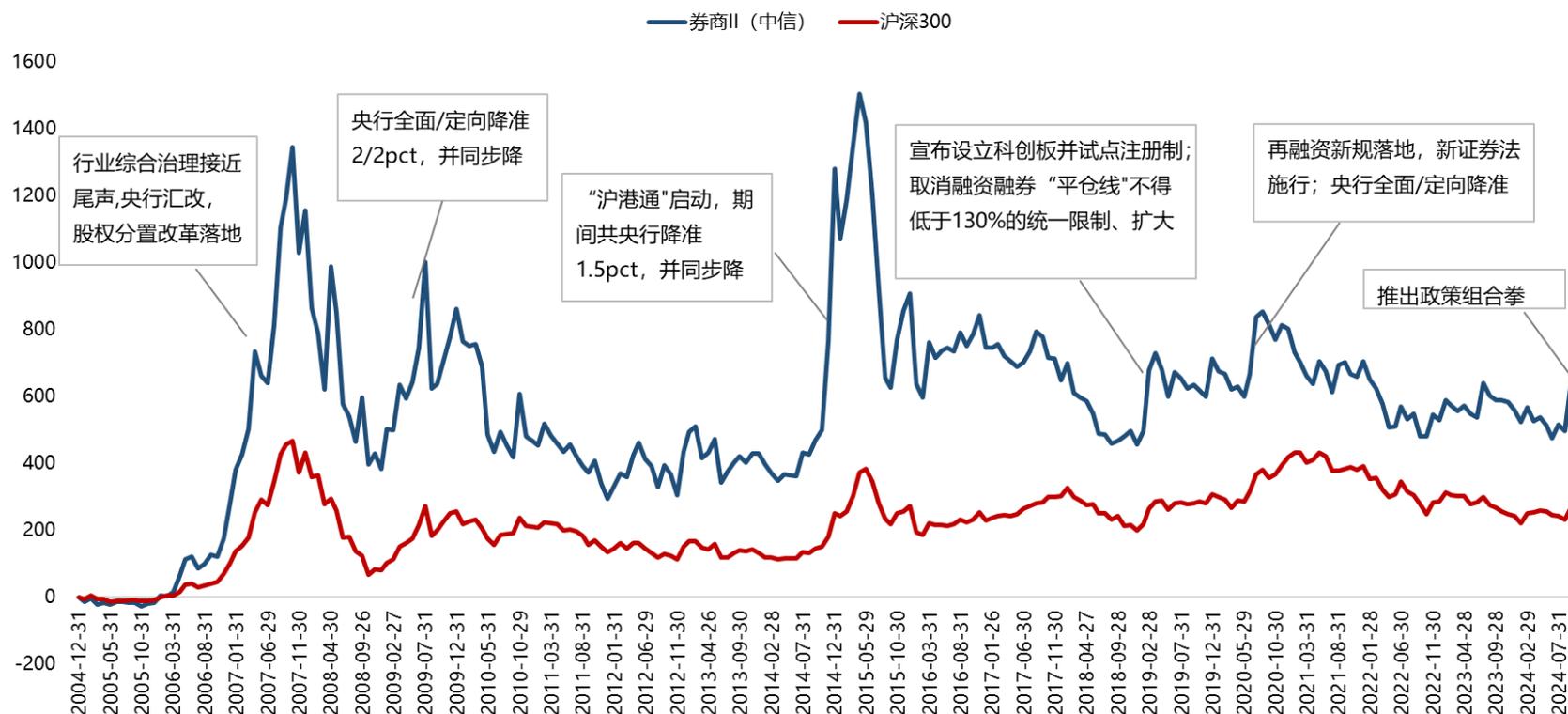
- 复盘券商历次行情，我们发现两大规律：规律一：权益市场进入牛市，会带动券商业务的扩张，抬高估值中枢，使券商股股价上涨。规律二：监管政策的宽松以及资本市场的改革创新为券商业务带来增量预期，驱动券商行情带来超额收益。

表：证券行业估值大幅提升阶段统计

期间	期初 PB	期末 PB	超额收益	影响事件或因素	领涨标的
2005.3-2007.12	1.88	7.19	883.70%	宏观经济较快增长；2005年4月股权分置改革启动；券商综合治理结构优化；增量资金入市	国金证券、中信证券、东北证券
2008.4-2008.5	4.2	5.69	29.00%	2008年4月，印花税由千分之三调节为千分之一	国金证券、海通证券、长江证券
2008.9-2008.10	2.51	3.42	15.10%	2008年9月，交易印花税调整为单边征收；国家队出手救市	海通证券、中信证券、长江证券
2009.1-2009.12	2.41	4.07	8.82%	政府于2008年11月推出了进一步扩大内需、促进经济平稳较快增长的十项措施	东北证券、国投资本、西南证券
2012.1-2013.2	1.55	2.26	37.94%	2012年5月，证监会发布《关于推进券商改革开放、创新发展的思路与措施》的征求意见稿，央行双降，融资融券业务崛起；成交额均迅速增长；	国金证券、海通证券、方正证券
2014.7-2015.5	1.63	4.55	95.43%	2014年1月IPO重启；5月“国九条”出台；7月发布《上市公司重大资产重组管理办法》征求意见稿；央行降准降息；	同花顺、东方财富、西部证券
2015.9-2015.11	1.73	2.67	21.01%	2015年10月，央行再次降准降息；成交额及两融余额增长	西部证券、同花顺、东方财富
2018.10-2019.4	1.24	1.83	24.97%	2018年11月，习近平宣布将在上海证券交易所设立科创板并试点注册制；取消融资融券“平仓线”不得低于130%的统一限制、扩大QFI和ROFII投资范围等改革开放举措推出资本市场改革开放进一步深化，创业板试点注册制，	同花顺、太平洋、东吴证券、华鑫股份
2020.6-2020.7	1.43	2.05	13.13%	2020年2月再融资新规落地，3月新证券法施行；金融供给侧改革；成交额大幅上行；	光大证券、东方财富、浙商证券
2024.9-	1.16	-	-	推出政策组合拳：两项货币政策工具、支持保险机构设立私募证券投资基金、发展权益类公募基金，推动宽基类基金产品创新。发行超长期特别国债和地方政府专项债、降低存款准备金率、促进房地产市场止跌回稳。提振资本市场，大力引导中长期资金入市。	

3. 投资策略：谋时而动，顺势而为

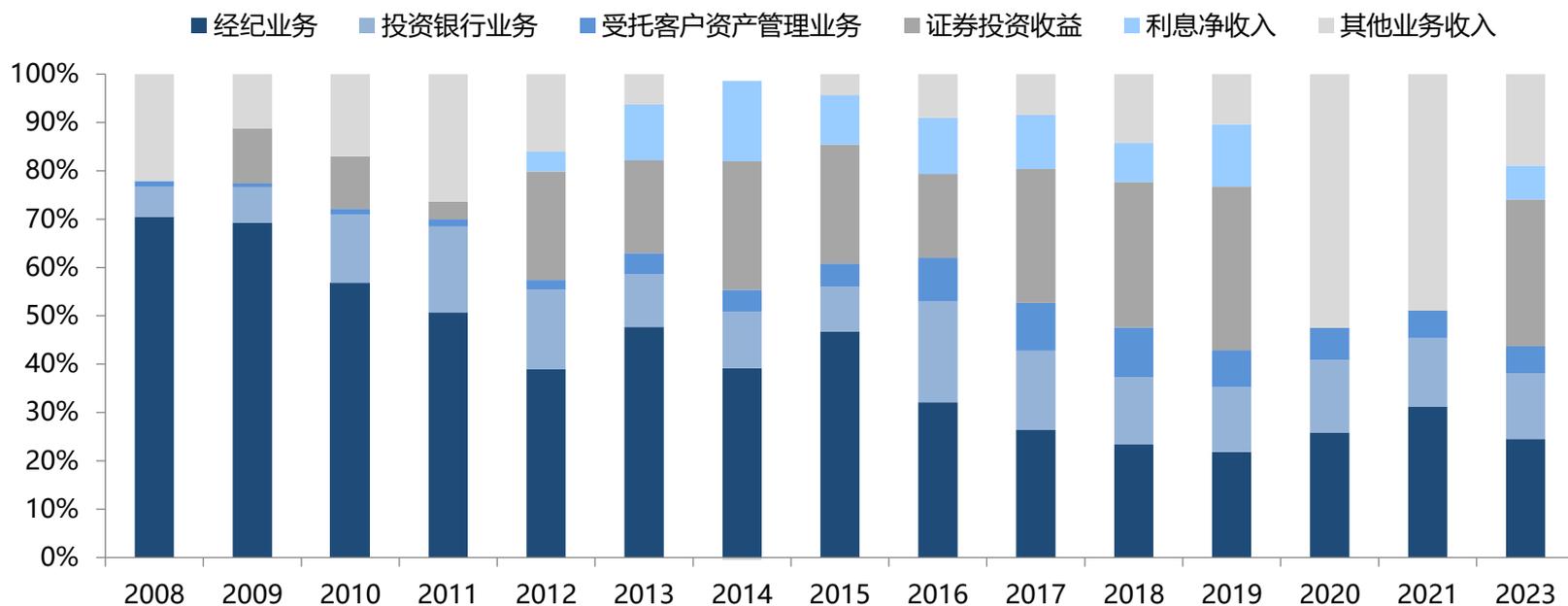
图：券商历史大涨行情驱动因素



3.1. 牛市旗手，直接受益于市场反弹

- 牛市旗手，直接受益于市场反弹。证券板块作为牛市的“旗手”，在市场行情向好时，交易活跃度大幅提升，券商的经纪、自营、资管、资本中介等业务均直接获得利好。成交量的放大将增加券商的佣金收入，市场上涨也会带来自营业务的丰厚收益。2023年券商经纪、投行、资管、利息、自营、其他收入占比分别为24%、13%、6%、7%、0%、19%。

图：证券行业各业务收入占比



注：2022年中证协未披露行业分项业务收入数据。

3.2 预计2024、2025年证券行业净利润实现正增长

- 预计2024、2025年证券行业净利润实现正增长。我们预计2024年行业净利润将同比+7%，预计经纪业务收入同比提升5%，投行业务下滑14%，资本中介业务收入下滑8%，资管业务提升5%，自营同比提升30%。如果行情得以持续，中性假设下我们预计2025年证券行业净利润同比增长16%。

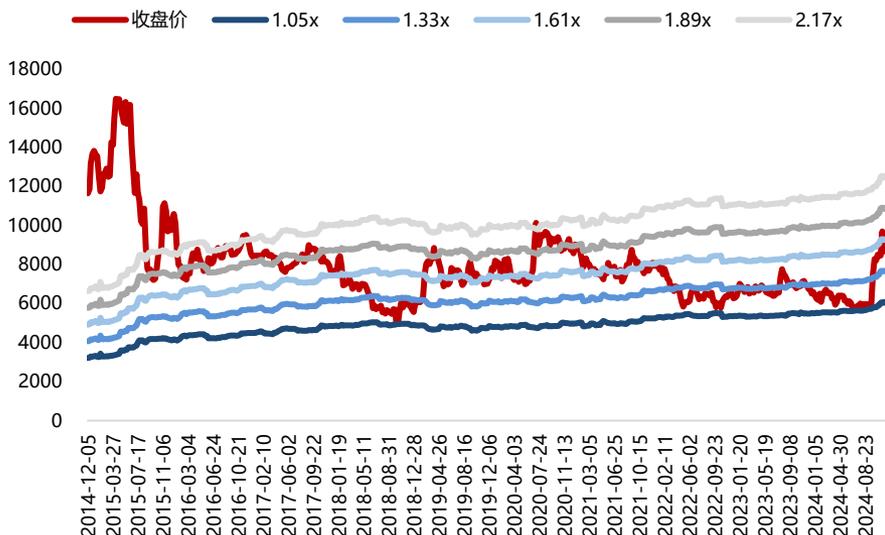
表：2024及2025年证券行业盈利预测（亿元）

		2023	2024E	2025E悲观	2025E中性	2025E乐观
经纪业务	日均股基交易额	9625	10800	11000	14000	16000
	增速	-4%	12%	2%	30%	48%
	代销金融产品收入	0.018%	0.017%	0.017%	0.017%	0.017%
	增速	-27%	-3%	-3%	0%	0%
	经纪业务收入	166	149	149	164	179
	增速	0%	-10%	0%	10%	20%
投行业务	股权融资收入	172	36	28	31	36
	债券融资收入	292	330	260	295	330
	投行业务收入	543	469	401	449	520
	增速	-23%	-14%	-14%	-4%	11%
资本中介业务	资本中介收入	532	488	465	495	525
	增速	-40%	-8%	-5%	2%	8%
资管业务	资管收入	225	236	224	248	260
	增速	10%	5%	-5%	5%	10%
自营业务	自营收入	1217	1582	1582	1978	2373
	增速	50%	30%	0%	25%	50%
营业收入		4059	4212	4100	4886	5573
净利润		1378	1474	1435	1710	1951
增速		-3%	7%	-3%	16%	32%

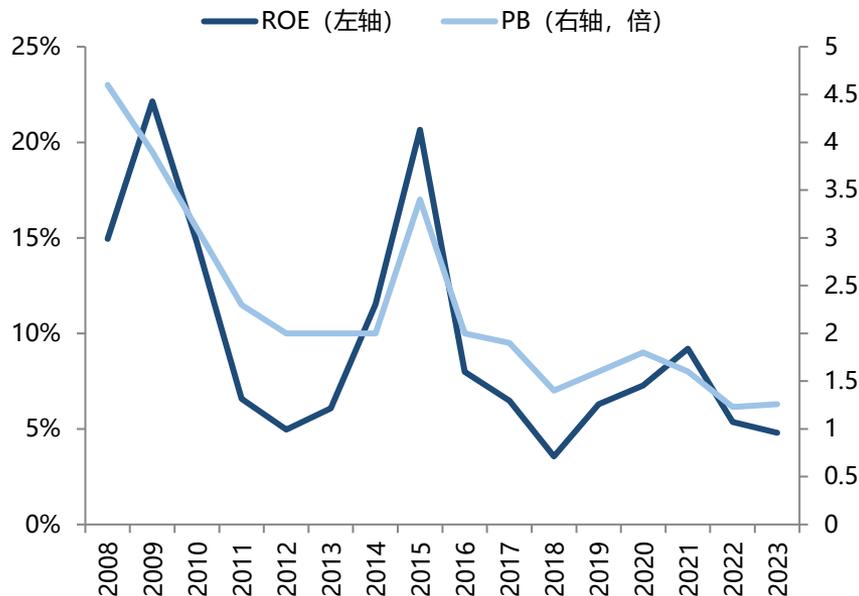
3.3. 持仓低，业绩向上空间大

- 持仓低，业绩向上空间大。截止至2024年11月29日，证券II（中信）指数估值为1.55x PB，处于历史20.53%分位，处于近十年来的40.78%分位。我们认为随着流动性改善、利好性政出台，券商股估值有望随市场改善而进一步提升。
- 重点推荐：中信证券、华泰证券、中金公司、东方财富等。
- 建议关注：招商证券等。

图：证券II（中信）指数PB band (元)



图：证券行业PB与ROE关系



4. 风险提示

4. 风险提示

- **1) 权益市场大幅波动：**后续资本市场若大幅下跌，对于券商板块而言将带来业绩和估值的双重压力。
- **2) 宏观经济复苏不及预期：**宏观经济剧烈波动将直接影响资本市场活跃度，并且影响居民购买力及财富管理产品配置需求，进而造成证券行业收入下滑；
- **3) 资本市场监管趋严：**监管政策收紧或将对证券行业各项业务经营环境造成影响，进而导致证券公司面临业绩波动风险；
- **4) 行业竞争加剧：**行业竞争加剧情况下，市场出清速度加快，中小型券商面临较大的经营压力。

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园