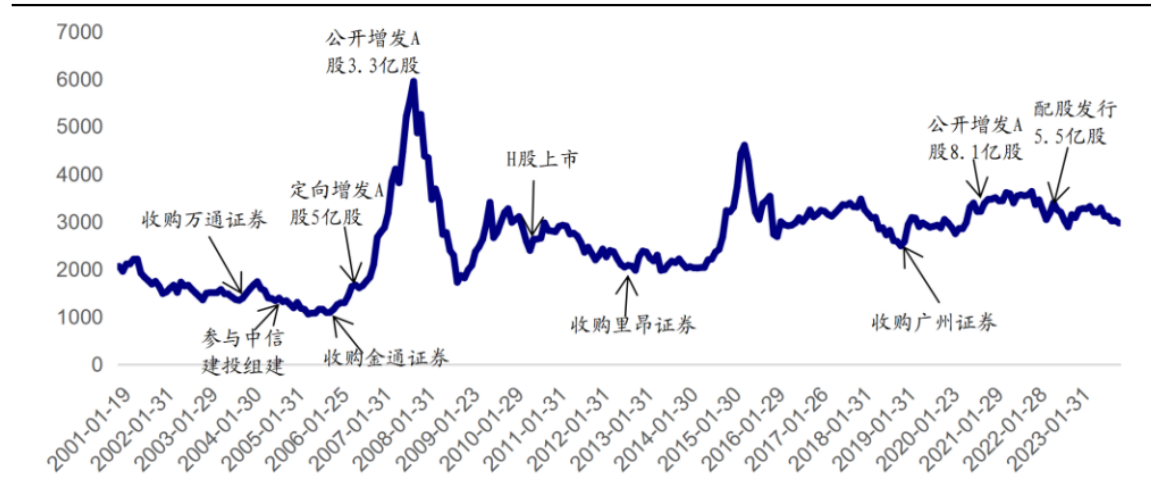


2024 年券商行业专题分析：投石问路_境内 头部券商发展之路

1. 中信证券：内生增长+外延并购成就行业龙头

“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，先后并购了万通证券、华夏证券、金通证券、里昂证券、广州证券，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1 中信证券资本运作与上证指数关系



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，2013年后第一大股东变更为中国中信有限公司。2023年中信有限、中信股份向中信金控无偿划转合计持有的18.45%公司股份，中信金控正式承继公司第一大股东地位。中信金控作为中信集团综合金融服务板块发展的平台和主体，承接旗下中信银行、中信证券、中信信托、中信保诚人寿、中信消费金融等金融子公司牌照和相关资产。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。

核心高管多为元老级，在证券行业拥有丰富经验。公司现任董事长张佑君先生，现任总经理杨明辉先生均是在公司创立之初便加入公司，并且在证券行业从业多年，拥有较为丰富的经验。公司其他高管也均深耕金融相关领域多年，具有丰富的管理经验，同时丰富的履历也使得管理层对公司发展的整体环境有较好的把握，更能确定公司正确的前进方向。

优秀公司治理穿越周期，终成行业领头羊。中信证券前董事长王东明确立了公司的几项核心准则：资产要保持高流动性，最大限度地降低在不动产、固定资产、长期投资领域的比例；业务要创新，但一定要聚焦在证券业务领域，不盲目进入陌生的领域。经营上以投行为本，确立了市场化经营路线，在券商群体中独树一帜。对让证券公司赚得

盆满钵满的“自营”和“委托理财”（挪用客户保证金做投资）业务始终保持谨慎态度。在股权业务方面，施行以客户为中心、全产品覆盖、提高资产配置效率、提升客户服务质量的策略，组织调配公司内外资源，实现向客户提供资本市场全产品服务。加大了对创新业务与产品的开发力度，拓展其他股权类资本中介业务，强化专业分工，提升综合竞争优势，完善风险监控措施和流程。在投行业务方面，加强了内控基础体系建设，丰富产品和渠道，挖掘客户债券和结构融资需求，注重产品和服务创新。中信证券的投行保荐和承销市场份额得以稳步提高。融资业务则坚持高端路线的“大项目战略”。为了给公司融资业务树立口碑和专业化的形象，着力对大企业和大项目进行重点攻关，投入资源与头部券商争夺高端客户。为了吸引和留住人才，中信证券制定了同行业最高的员工薪酬和激励标准。优秀的公司治理使得中信证券得以穿越周期，在万国证券、君安证券、南方证券与华夏证券等昔日行业龙头逐渐遭遇重创后，中信证券最终大浪淘金，在国内资本市场的多次牛熊转换过程中逐渐站稳了行业龙头地位。

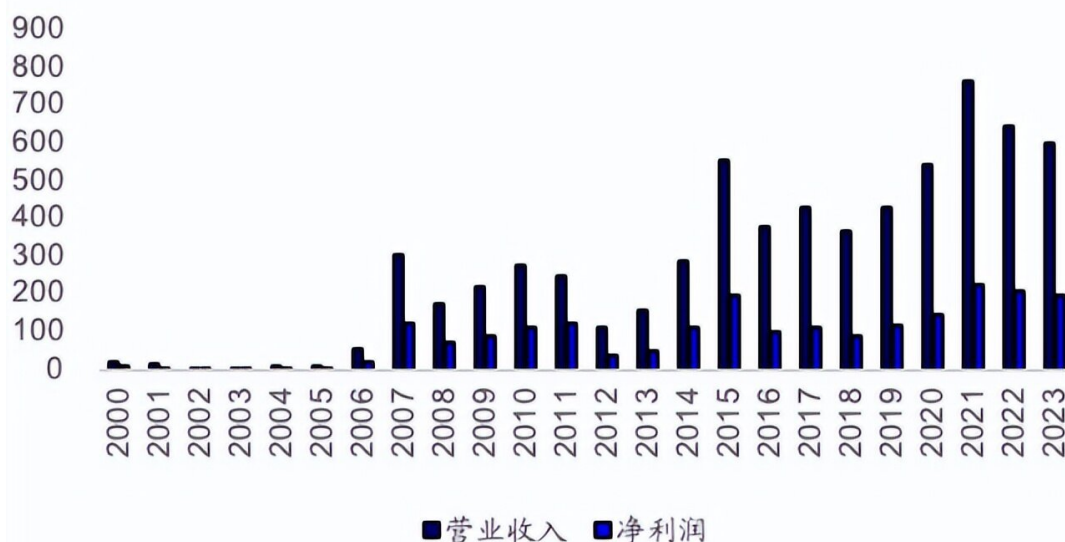
1.1 多次股权融资做大资产规模

四次再融资+港股上市，资产规模快速扩张。自2003年A股上市以来，中信证券进行了四次再融资，每次再融资完成后公司净资产规模均有所抬升：2006年、2007年

分别定向增发 5 亿股、3 亿股，分别募集资金 46 亿元、250 亿元，用于补充公司营运资金，扩大业务规模；2020 为收购广州证券，向越秀资本增发募集资金 135 亿元；2022 年，公司配股募集资金 224 亿元，进一步提升了资本实力。此外，2011 年公司在香港联交所上市，净资本由 700 亿元提升至超 850 亿元。公司通过 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。

伴随着资产规模的扩张，中信证券盈利能力不断增强。2012 年创新大会以后，券商 ROE 更多的开始由重资本型业务驱动，随着公司几次适时的并购及资本扩张，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。2020-2022 年间，中信证券营业收入分别为 544 亿，765 亿，651 亿元，领先第二名 162 亿，333 亿，296 亿元；净利润分别为 149 亿，231 亿，213 亿元，领先第二名 38 亿，83 亿，98 亿元，在行业中具有绝对优势。

图5 中信证券 2000-2023 营业收入与净利润（亿元）



资料来源：wind，海通证券研究所

1.2 主动收购地方券商，扩展经纪业务版图

收购万通证券，扩充山东版图，提升经纪业务市占率。

2001年下半年开始，中国证券行业在由牛转熊的过程中经历漫长的阵痛期，中信证券战略性趁着行业低迷逆市扩张。

2002年，中信证券启动大网络战略，以沿海为核心，重点增加东南沿海北京-山东-江苏-上海-浙江-福建-广东一线营业网点。山东成为收购的第一站，标的是万通证券。2003年，中信证券召开股东大会，审议通过收购万通证券方式变更议案，将原定的以首发募集资金参与增资扩股的方式，改为收购青岛市财政局及其他万通股东持有的股份。通过收购青岛市财政局、青岛市弘诚信托投资有限责任公司所持有的万通证券

30.78%和 1.36%的股权，中信共计持有万通证券 32.14%的股权。2004 年，中信万通 证券在青岛正式揭牌，截至当时中信证券通过收购存量股获得了 40.29%的股权，通过 增发方式获得了 26.75%的股权，共持有万通证券 67.04%的股份。通过收购万通证券， 中信证券扩大了自身的营业网络。2003 年，中信证券在山东地区仅有 4 家营业部，到 2004 年就跃升到 18 家，而在山东省外，上海、北京、深圳三家营业部也划归中信证券 母公司。

收购金通证券，加码布局浙江市场，进一步扩大经纪市 占率。2005 年 11 月，中信 证券受让浙江省国际信托投资公司 等九家公司持有的金通股权，中信证券董事会通过 《关于收 购金通证券股份有限公司的议案》，决定收购金通证券股份有 限公司的所有股 权，收购总金额近 8 亿元，主要由债务清偿 价款和股份转让价款构成。2006 年，中国 证监会提准中信证 券受让海南养生堂所持有的金通证券股权，至此，中信证券持 有金通 证券股份有限公司 8.85 亿股，金通证券成为中信证券 下属的全资子公司。金通证券是 当时浙江省规模最大的券商 ，依托浙江省的经济地位，有望成为中信在长三角的重要平 台。在收购金通证券后，中信证券实际拥有的营业网点也已经 超过 200 家，大网络战略、沿海战略进一步推进，为公司经 纪业务发展打下良好的基础。完成并表后，中信证券经

纪业务规模快速扩张，A 股股票交易额市占率从 2005 年的 2.04% 跨越式提升至 2006 年的 6.75%，在市占率提升和市场交易额快速放大的背景下，公司经纪业务收入从 3 亿元快速提升至 26 亿元。

收购广州证券，分享粤港澳大湾区发展红利。2018 年 12 月，中信证券宣布将通过发行股份购买广州证券 100% 的股权，并于 2020 年初顺利完成收购并表。中信证券收购广州证券有着两点重要的现实意义。一是营业版图的大幅扩大。广州证券共有 136 家营业部，多分布在华南地区，从营业部数量上看，广东省有 32 家，其中广州市有 17 家。中信证券共有 218 家营业部，广东省有 26 家，广州市仅 6 家。本次交易可一次性取得广州证券的营业网点，可大幅减少时间成本和运营成本，快速提升中信证券在广东省的营业网点数量、客户渠道，有助于提升公司在广东省的市场份额。二是客户资源的优势互补。广州证券扎根于广东省，有着明显的区域客户资源。本次交易之后，中信证券可以获取广州证券的在广东省的全量客户资源，并可以充分利用广东省在华南地区的核心经济地位向周边辐射，分享粤港澳大湾区的发展红利。

1.3 参与中信建投组建，持续分享其成长红利

华夏证券由于违规操作而陷入破产危机。为了挽救华夏证券，处于行业领先的中信

证券受到了北京政府的指示，参与华夏证券的重组工作。2005年8月，中信证券联手建银投资组建中信建投证券和建投中信资产管理公司。中信建投证券注册资本为27亿元，中信证券出资16.2亿元，占其60%股份，受让华夏证券现有的全部证券业务及相关资产。建投中信注册资本19亿元，中信出资5.7亿元持股30%，受让华夏证券现有的非证券类资产；建银投资出资24.1亿元，接手华夏证券41.6亿元的不良资产。“一参一控”政策新规致使中信证券与中信建投分家。2010年，由于“一参一控”的政策规定限制，中信证券无法继续控股中信建投，因此中信证券挂牌转让其持有的中信建投股权。其中，北京国有资本经营管理中心（北京国管中心）摘牌受让中信建投45%的股权，世纪金源摘牌受让8%的股权。此外，中国建银则以无偿划转方式向中央汇金转让其所持中信建投40%的股权。自此，中信建投首次易主，并正式与中信证券分家，成为了一家独立运作的大型券商。多次减持中信建投的股份，使得中信证券获得了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。

2. 证券：通过并购补足业务短板

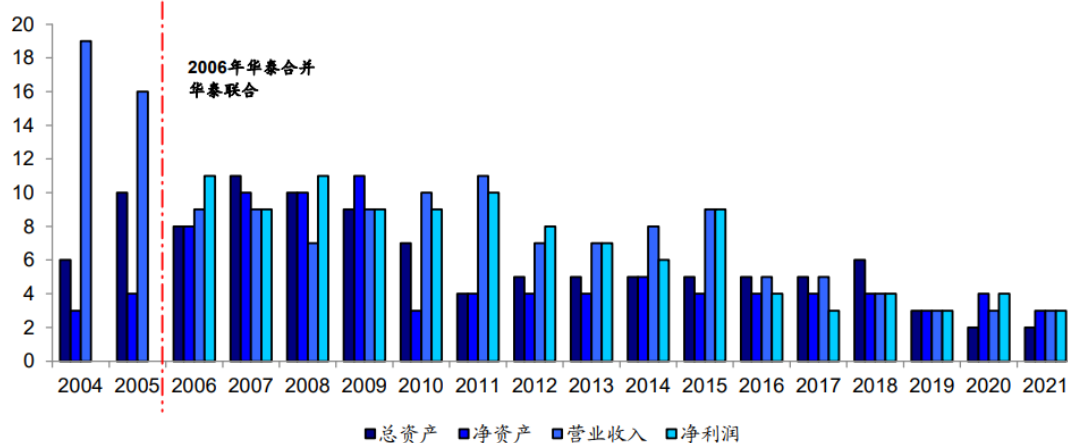
领先的科技驱动型综合证券集团，通过一系列并购补足公司业务短板。证券成立于 1991 年，前身为江苏省证券公司。2004 年以前，证券是一家典型的区域型券

商，业务大多集中在江苏，直至 2004 年前后，随着证券业三年综合治理开启，证券开始走上扩张之路。2003 年证券参股南方基金，2004 年与 AIG（美国国际集团）合资组建友邦（现为柏瑞基金），2005 年托管亚洲证券，2006 年收购控股联合证券（现为联合证券）、收购控股长城伟业期货（现为期货）、成立金控（香港）、参股江苏银行，2009 年合并信泰证券，2014 年证券资管成立，2016 年收购美国领先的统包资产管理平台 AssetMark。公司通过一系列并购整合投行、资管、网点等资源，补足业务短板，并在业内率先以金融科技助力转型，综合实力大幅提升。

2.1 整合联合，投行业务跨越式发展

两步走整合联合，投行业务跨越式发展。2005 年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，证券并购联合证券后，综合实力从行业十几名跃升至一梯队，营业收入及净利润分别排名行业第 9 及第 11 位。在初步整合并更名联合证券为联合证券后，2011 年，证券与联合进一步整合，将联合定位为专门的投行子公司，证券的投行业务剥离到华泰联合，联合的其它业务全部整合到总部。

图12 华泰证券主要财务指标排名



新组建的联合证券成为证券的“金字招牌”。聚焦于投行业务的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。2011年，借助原联合证券投行团队的优势，并购重组财务顾问业务净收入排名从第11名跃升至第4名，并在2014年后连续5年排名行业第一，并在随后多年保持行业前列。在股权融资方面，联合证券也完成了多个明星项目，包括科创板首家注册企业华兴源创、创业板医疗器械第一股迈瑞医疗上市、科创板明星企业澜起科技、闻泰科技上市、顺丰控股借壳上市，以及三六零、药明康德等优质中概股回归。据Wind数据，2011-2023年，证券IPO合计承销1810亿元，年均发行规模139亿元，较2004-2010年的年均发行规模49亿元提升约两倍，排名基本稳定在前

10；再融资方面，2011-2023 年合计承销 9331 亿元，年均规模 718 亿元，较 2004-2010 年的年均 69 亿元，增长近十倍。

2.2 抓住互联网金融发展机遇

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，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。2014 年推出的新一代移动财富管理终端“涨乐财富通”，成为移动金融确立先发优势的重要一步。“涨乐财富通”通过不断优化升级，已迭代至 8.0 版本，活跃用户数持续领跑券商 APP，多项智能服务与产品创新引领行业，形成了智能化、数据化、精准化和专业化特征鲜明的移动金融服务体系，并成为公司获取零售客户和归集客户资产的核心载体。据易观数据，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。

前瞻性加大了 IT 方面的投入，抓住互联网发展机遇。公司一直以来重视信息技术方面的投入，多年来通过自主研发积累形成的技术底蕴和人才队伍，为公司打造平台化、体系化的竞争优势奠定了坚实基础。在财富管理领域，发布“涨乐财富通 8.0”，通过多元内容的个性化、精细化运营，持续打

造千人千面的财富管理平台；在机构服务领域，自主研发数字化平台“行知”；业务平台方面，推进 FICC

大象交易平台、分布式极速交易平台的建设，打造信用分析管理系统（CAMS 系统）、融券通 4.0 等平台。中后台构建一体化数智中台 3.0，以及睿思投研平台。2013-2022 年，公司累计研发投入达 104 亿元，信息技术投入金额在同业中排名居前，并不断提升。

坚定互联网金融战略，经纪业务行业龙头地位稳固。自公司 2009 年确定业务互联网化的战略目标后，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。随着互联网金融应用水平和线上开户业务的普及程度不断加深，证券行业佣金率一直处于下滑趋势，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。

2.3 与 AssetMark 强强联合，开拓海外资产配置渠道

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。证券于 2016 年完成对 Assetmark 的收购，并于 2019 年 7 月推动 Assetamark 在纽交所挂牌上市。

AssetMark 是美国一家领先的统包资产管理项目平台（TAMP），公司作为第三方金融服务机构，为投资顾问提供投资策略及资产组合管理、客户关系管理、资产托管等一系列服务和先进便捷的技术平台。2021 年 7 月，AssetMark 完成对

Voyant 的收购，进一步优化技术平台及运营环境，保持在统包资产管理平台领域的领先地位。2022 年 12 月，AssetMark 完成对 Adhesion Wealth 的收购，持续打造领先的业务模式和先进的技术平台。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 TAMP 行业第三。

助力证券发展国际业务，为公司的财富管理转型赋能。证券对 Assetmark 的收购有几个层面的意义：1) 助力实现国际化的战略布局。公司可以通过 AssetMark 的平台更加顺利的进入美国资产管理市场，发展国际业务，拓宽收入来源，同时也将为 AssetMark 打通进入中国市场的渠道。2) 有助于借助 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，学习 AssetMark 投资服务顾问的成型经验为客户提供更专业的投资服务以及技术解决方案。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。Assetmark 有助于公司借鉴其先进的投顾服务经验，进一步赋能财富管理转型，促进公司投资顾问向“买方投顾”转型。同时一体化的技术平台也有利于加速公司财富管理体系和技术

体系建设。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。
如要下载或阅读全文，请访问：

<https://d.book118.com/706005141203010141>