

超配（维持）

政策春风劲吹，券商喜迎曙光

证券行业 2025 年上半年投资策略

2024 年 11 月 18 日

分析师：雷国轩

SAC 执业证书编号：

S0340521070001

电话：0769-22117626

邮箱：leiguoxuan@dgzq.com.cn

行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

投资要点：

- **1-10月证券行业跑赢沪深300指数。**2024年1-10月，SW证券II行业上涨7.27%，跑赢同期沪深300指数15.00个百分点，涨幅在申万一级行业中排名第5。行业有88%的个股录得正收益，有12%的个股录得负收益。
- **前三季度自营强势，其余业务承压。**2024前三季度，证券行业实现营业收入3779.00亿元，同比-2.80%。从五大主营业务看，前三季度经纪、投行、资管、信用业务收入均同比下滑，日常经营性收入减少；仅自营业务收入同比+24.93%，行业整体收入结构呈现不平衡状态。
- **经纪业务：逆周期调节利好市场交易气氛，成交额有望保持高位。**1-10月，市场股基成交额累计207.77万亿元，同比+4.21%。9月以来多项政策刺激下，市场成交额近期快速放大，预期成交额将持续高位运行。
- **投行业务：发行市场跌落冰点，IPO恢复仍需时日。**1-9月，市场IPO募资总额478.68亿元，同比-85.21%，主要原因资本市场监管政策收紧。展望明年，若整体经济回暖支持监管政策放松，IPO市场有望逐步恢复。
- **自营业务：头部券商规模优势显著，投资收益普遍同比大增。**前三季度，行业自营收益合计1441.43亿元，同比+24.93%，主要原因市场交投活跃度显著提升和券商在自营业务上有效把握了市场机遇。
- **投资建议：**从估值面看，截至11月15日，证券行业PB为1.60，处于10年历史分位的40.30%，中长期仍具备较多的上升空间。从政策面看，本年系列活跃市场政策接连出台，其中互换便利和创设股票回购增持专项再贷款等强力刺激政策成效显著，相关部门表示平准基金等更多利好政策正在研究中，预期明年将有更多更新的活跃市场政策出台。展望明年，美国进入降息周期有望促使外资回流，利好政策有望出台提升市场活跃度，中长期资金入市规模有望增加，公募基金费率改革深化有望利好资管行业规模，证券行业各项业务有望受益，行业整体趋势向好。继续给予行业“超配”评级，建议关注东方财富（300059），中信证券（600030），华泰证券（601688），国泰君安（601211）中国银河（601881），招商证券（600999），申万宏源（000166），中金公司（601995），广发证券（000776），国信证券（002736）。
- **风险提示：**宏观经济下行及利率波动风险；股基成交额大幅萎缩导致经纪业务收入下降；市场大幅波动导致投资收益和公允价值变动损益变大；资本市场改革进展不及预期；公司治理机制变动风险；信用违约风险；行业监管趋严风险；行业竞争加剧风险。

本报告的风险等级为中高风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

目 录

1. 行情走势回顾	4
1.1 证券行业跑赢沪深 300 指数	4
1.2 行业内多数个股录得正收益	4
1.3 估值水平	5
2. 行业基本面回顾	5
2.1 前三季度自营强势，其余业务承压	5
2.2 资产规模再创新高，前三季度 ROE 同比下滑	6
2.3 半数以上证券公司前三季度业绩同比下滑	6
3. 券商业务展望	8
3.1 经纪业务：逆周期调节利好市场交易气氛，成交额有望保持高位	8
3.2 投行业务：发行市场跌落冰点，IPO 恢复仍需时日	10
3.3 资管业务：资管行业规模稳中上升，费率改革利好持续	11
3.4 自营业务：头部券商规模优势显著，投资收益普遍同比大增	12
3.5 信用业务：两融余额同比小幅下降，规模静待修复	14
4. 密集连环组合拳政策活跃资本市，证券行业受益	15
5. 投资策略	16
6. 风险提示	17

插图目录

图 1：2024 年 1-10 月行业涨跌幅 (%)	4
图 2：2024 年 1-10 月个股涨幅榜 (%)	4
图 3：2024 年 1-10 月个股跌幅榜 (%)	4
图 4：SW 证券行业三年 PB 估值	5
图 5：证券行业业务收入情况 (亿元)	5
图 6：2024 前三季度业务收入情况 (亿元)	5
图 7：证券行业总资产和同比	6
图 8：证券行业净资产和同比	6
图 9：证券行业 ROE	6
图 10：证券行业杠杆倍数 (倍)	6
图 11：证券行业经纪业务收入情况 (亿元)	8
图 12：市场股基成交额 (万亿元)	9
图 13：市场日均股基成交额 (亿元)	9
图 14：行业佣金率情况 (‰)	9
图 15：新发基金规模和数量情况 (亿份)	9
图 16：证券行业投行业务收入情况 (亿元)	10
图 17：市场 IPO 规模	10
图 18：市场再融资规模	10
图 19：证券公司承销债券总额情况 (亿元)	11
图 20：证券公司承销债券只数情况	11
图 21：证券行业资管业务收入情况 (亿元)	11
图 22：资管产品规模呈上升趋势	12
图 23：基金规模逐年上升	12
图 24：证券行业自营业务收入情况 (亿元)	12
图 25：头部证券公司自营业务收入情况 (亿元)	13

图 26 : 证券行业信用业务收入情况 (亿元)	14
图 27 : 行业两融余额情况 (亿元)	14
图 28 : 融资余额和融券余额情况 (亿元)	14

表格目录

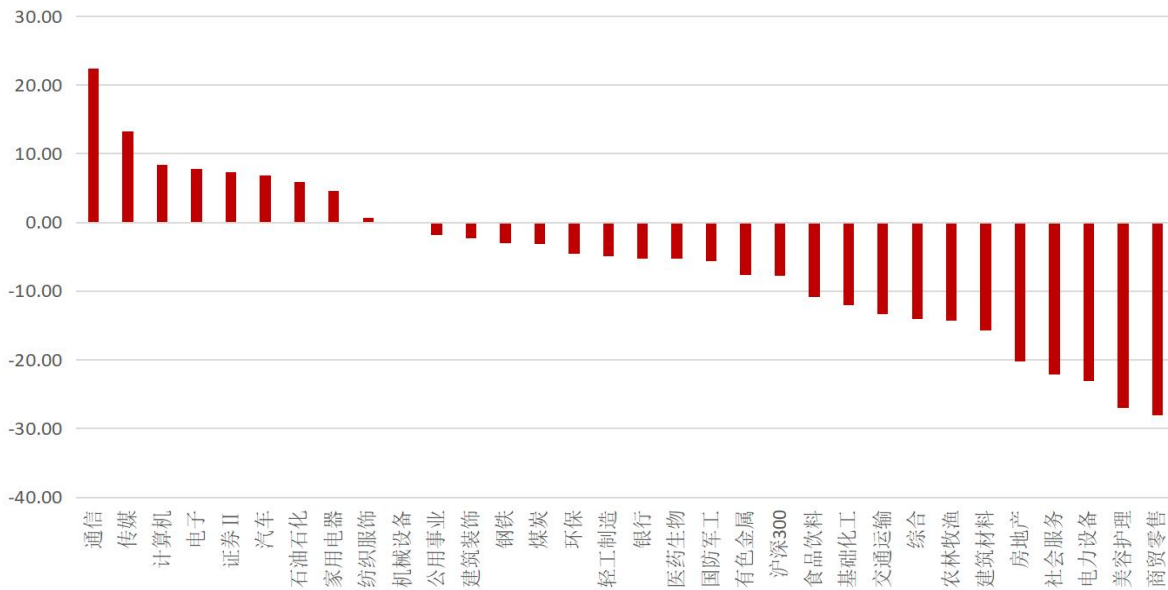
表 1 : 上市券商 2024 前三季度业绩情况	7
表 2 : 2024 年下半年以来活跃资本市场主要政策	15
表 3 : 重点关注标的估值及盈利预测 (截至 2024 年 11 月 15 日)	17

1. 行情走势回顾

1.1 证券行业跑赢沪深 300 指数

证券行业跑赢沪深 300 指数。2024 年 1-10 月，SW 证券 II 行业（样本为 50 家上市证券公司，下同）上涨 7.27%，跑赢同期沪深 300 指数 15.00 个百分点，涨幅在申万一级行业中排名第 5。

图 1：2024 年 1-10 月行业涨跌幅（%）



资料来源：同花顺，东莞证券研究所

1.2 行业内多数个股录得正收益

证券行业多数个股实现正收益。2024 年 1-10 月，SW 证券行业有 88% 的个股录得正收益，其中有 4% 的个股涨幅超过 50%，有 46% 的个股涨幅在 20%-50%，有 22% 的个股涨幅在 10-20%，有 16% 的个股涨幅在 0-10%，有 12% 的个股录得负收益。涨幅榜上，天风证券实现翻倍上涨 107.12%，东方财富上涨 65.64%。跌幅榜上，华林证券跌幅最多达 18.06%，其次信达证券下跌 14.50%。

图 2：2024 年 1-10 月个股涨幅榜（%）

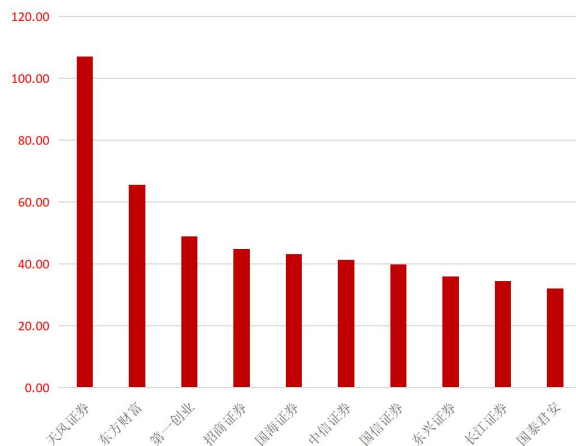
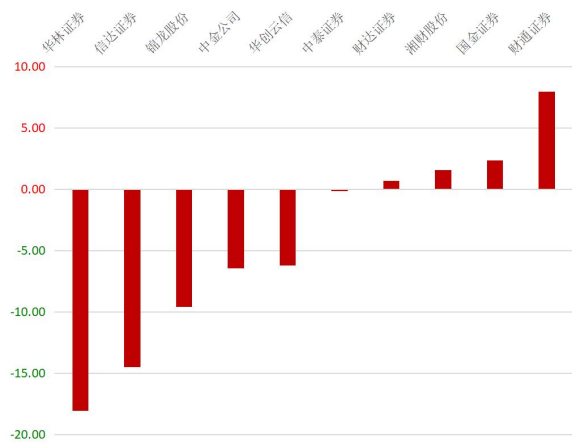


图 3：2024 年 1-10 月个股跌幅榜（%）



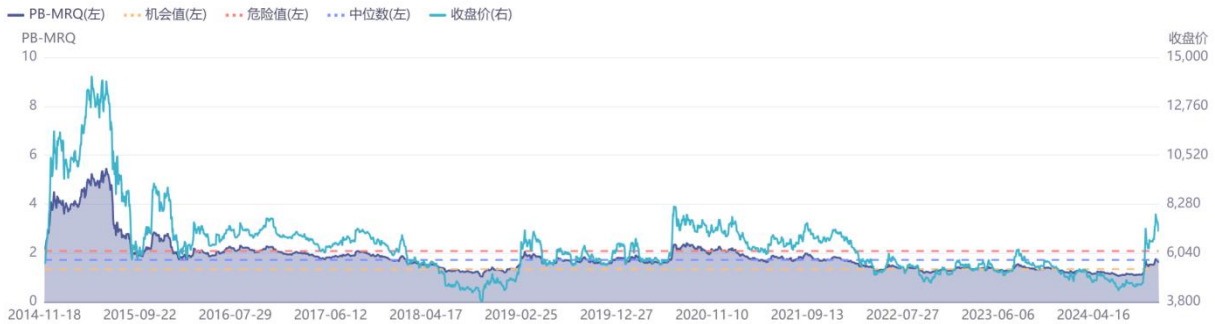
资料来源：同花顺，东莞证券研究所

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

1.3 估值水平

行业估值处于短期较高水平。截至 2024 年 11 月 15 日，SW 证券行业 PB-MRQ 约 1.60 倍，处于一年历史分位的 95.44%，三年历史分位的 89.82%，五年历史分位的 57.13%，10 年历史分位 40.30%。经历 9 月以来行业整体大涨后，行业整体估值处于短期较高水平，处于中长期中位水平。

图 4：SW 证券行业三年 PB 估值



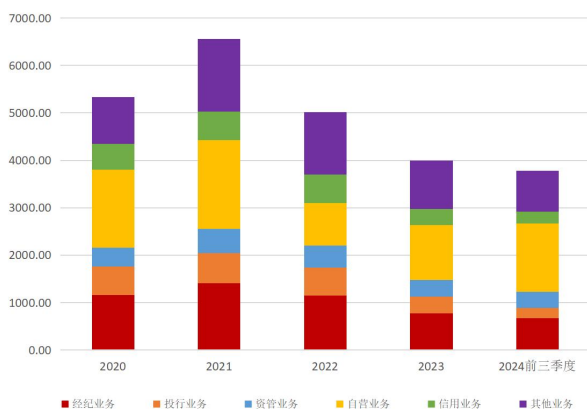
资料来源：同花顺，东莞证券研究所

2. 行业基本面回顾

2.1 前三季度自营强势，其余业务承压

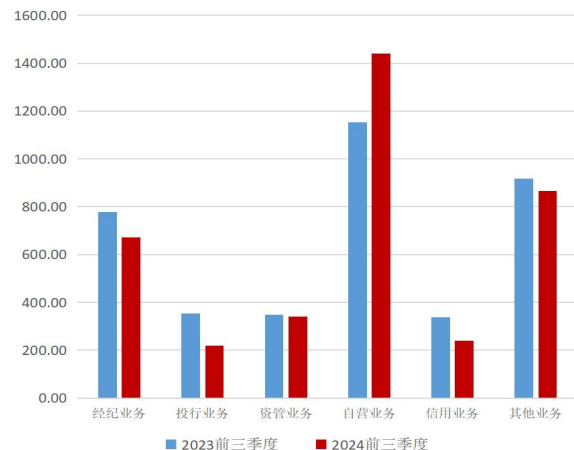
五项主营业务中仅自营实现增长。2024 前三季度，证券行业实现营收 3779.00 亿元，同比-2.80%。证券行业实现经纪业务手续费净收入 671.63 亿元，同比-13.64%；投行业务手续费净收入 219.23 亿元，同比-38.07%；资管业务手续费净收入 339.66 亿元，同比-2.40%；自营业务净收益 1441.43 亿元，同比+24.93%；信用业务利息净收入 240.90 亿元，同比-28.67%；其他业务净收入 866.15 亿元，同比-5.52%。从五大主营业务看，前三季度经纪、投行、资管、信用业务收入均同比下滑，日常经营性收入减少；仅自营业务收入同比大增，自营业务收入增长受益于投资收益增加，券商整体收入结构呈现不平衡状态。

图 5：证券行业业务收入情况（亿元）



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 6：2024 前三季度业务收入情况（亿元）



资料来源：wind，东莞证券研究所

2.2 资产规模再创新高，前三季度 ROE 同比下滑

资产规模再创新高。截至 2024 年 9 月末，证券行业总资产为 131474.64 亿元，同比+9.36%；净资产为 26864.20 亿元，同比+4.94%。行业资产总额和净资产规模均创历年新高，资本实力进一步增强。

图 7：证券行业总资产和同比

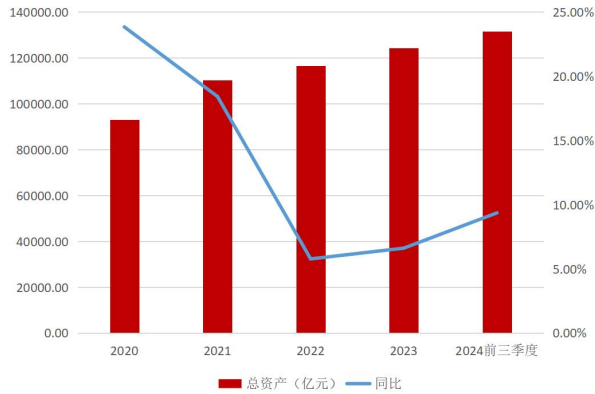
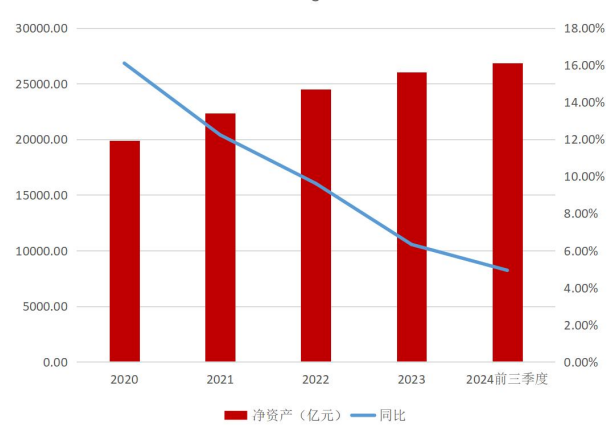


图 8：证券行业净资产和同比



资料来源：wind，东莞证券研究所

资料来源：wind，东莞证券研究所

净资产收益率下滑，杠杆率维持稳定。2024 前三季度，证券行业 ROE 为 5.47%，同比下滑 0.61 个百分点，较 2023 年末上升 0.19 个百分点，收益率有所下滑。2024 前三季度，行业杠杆倍数为 4.89 倍，同比上升 0.11，较 2023 年末上升 0.19，杠杆率维持稳定水平。

图 9：证券行业 ROE

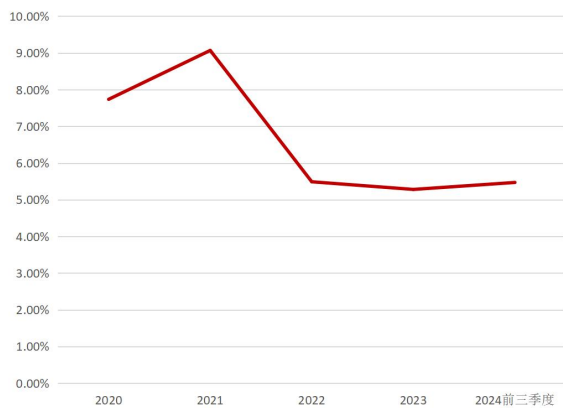
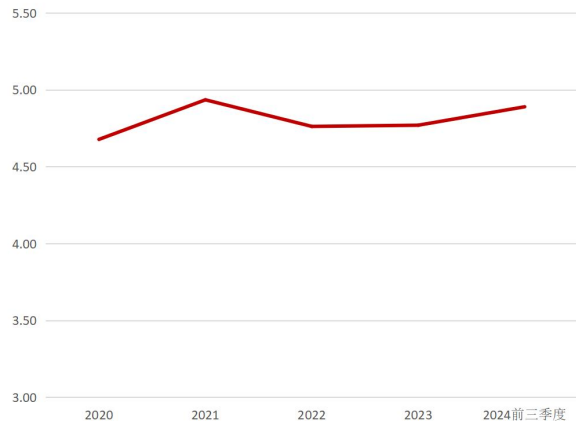


图 10：证券行业杠杆倍数（倍）



资料来源：wind，东莞证券研究所

资料来源：wind，东莞证券研究所

2.3 半数以上证券公司前三季度业绩同比下滑

半数以上证券公司前三季度业绩同比下滑。2024 前三季度，少数证券公司实现业绩正增长，50 家上市券商中有 20 家实现营收正增长，22 家实现归母净利润正增长。从营收规模看，营收前十的证券公司分别为中信证券、华泰证券、国泰君安、中国银河、广发证券、申万宏源、中信建投、招商证券、东方证券、中金公司，营业总收入均超过百亿元，第一名中信证券营收为 461.42 亿元，第十名中金公司营收为 134.49 亿元。从营收增速

看，50 家证券公司中有 20 家实现营收正增长，其中 4 家增幅超 50%，4 家增幅位于 20% 至 50% 之间，2 家增幅位于 10% 至 20% 之间，10 家增幅位于 0% 至 10% 之间，另有 30 家营收同比下滑。从归母净利润规模看，盈利前十的证券公司分别为中信证券、华泰证券、国泰君安、招商证券、中国银河、广发证券、东方财富、国信证券、中信建投、申万宏源，第一名中信证券净利润为 167.99 亿元，第十名申万宏源净利润为 38.50 亿元。从净利润增速看，50 家证券公司中有 22 家实现净利润正增长，其中 3 家净利润翻倍以上，5 家增幅位于 50% 至 100% 之间，2 家增幅位于 20% 至 50% 之间，7 家增幅位于 10% 至 20% 之间，5 家增幅位于 0% 至 10% 之间，另有 38 家净利润同比下滑。从净资产收益率（TTM）看，50 家证券公司中有 47 家 ROE 为正，其中 11 家超 6% 高于行业平均水平。

表 1：上市券商 2024 前三季度业绩情况

公司名称	营业收入 (亿元)	营收同比	归母净利润 (亿元)	归母净利润 同比	ROE (TTM)	杠杆倍数(倍)
中信证券	461.42	0.73%	167.99	2.35%	7.02%	6.04
华泰证券	314.24	15.41%	125.21	30.63%	8.45%	4.57
国泰君安	290.01	7.29%	95.23	10.38%	6.17%	5.60
中国银河	270.86	6.29%	69.64	5.46%	6.03%	5.47
广发证券	191.37	6.24%	67.64	16.43%	5.56%	5.40
申万宏源	174.56	7.21%	38.50	-11.44%	3.99%	6.52
中信建投	143.15	-22.13%	42.97	-24.49%	5.58%	5.48
招商证券	142.79	-3.98%	71.50	11.68%	7.55%	5.29
东方证券	140.79	2.81%	33.02	15.57%	3.94%	4.78
中金公司	134.49	-23.00%	28.58	-37.97%	4.05%	6.02
海通证券	128.99	-42.86%	-6.59	-115.12%	-2.49%	4.30
国信证券	122.71	-1.38%	48.79	0.10%	5.63%	4.24
浙商证券	118.96	-5.75%	12.65	-4.92%	6.04%	5.20
兴业证券	88.11	-0.52%	13.20	-16.51%	2.99%	5.11
东吴证券	84.37	4.98%	18.32	4.93%	5.16%	4.43
东兴证券	80.68	168.23%	9.43	100.73%	4.69%	3.59
中泰证券	74.24	-19.96%	5.03	-73.45%	0.97%	5.04
光大证券	64.06	-17.39%	19.90	-54.33%	2.82%	4.04
方正证券	54.33	-4.15%	19.65	1.51%	4.64%	5.05
国元证券	50.55	2.46%	15.70	10.07%	5.66%	4.40
长江证券	48.04	-6.70%	14.34	19.54%	4.71%	4.13
东北证券	45.43	-6.43%	4.74	-17.78%	3.02%	4.53
财通证券	44.41	-10.36%	14.72	-1.93%	6.23%	3.97
西部证券	44.31	-22.59%	7.29	-16.82%	3.60%	3.41
国金证券	42.91	-14.66%	8.94	-27.70%	4.18%	3.34
华安证券	31.77	16.79%	11.43	19.18%	6.63%	4.16
国海证券	29.20	-3.56%	1.84	-53.04%	0.55%	2.93
长城证券	28.50	-9.45%	10.98	-9.46%	4.49%	4.08
第一创业	24.01	25.54%	6.41	95.45%	4.12%	3.02

南京证券	23.68	33.56%	6.96	22.55%	4.62%	3.28
信达证券	23.50	-14.19%	8.85	-18.49%	6.22%	4.18
东方财富	22.43	-26.84%	60.42	-2.69%	10.43%	4.24
华西证券	22.32	-13.78%	2.54	-31.90%	1.33%	4.11
华创云信	21.90	4.89%	1.08	-67.62%	1.20%	2.90
山西证券	21.66	-12.46%	5.33	57.83%	4.54%	4.66
国联证券	20.05	-20.04%	3.96	-45.53%	1.85%	5.60
中银证券	19.21	-12.87%	6.61	-18.48%	4.23%	4.20
首创证券	18.53	42.81%	7.50	63.10%	7.63%	3.65
西南证券	17.64	-6.40%	4.83	-15.29%	2.01%	3.26
财达证券	17.05	-3.21%	3.70	-33.24%	3.63%	4.17
红塔证券	16.25	85.52%	6.52	203.85%	3.16%	2.19
天风证券	13.41	-48.37%	-5.36	-226.43%	-2.84%	4.06
中原证券	12.92	-12.51%	1.63	-21.49%	1.19%	3.70
哈投股份	11.26	6.64%	2.66	641.02%	3.39%	3.30
华林证券	10.16	34.98%	3.02	61.65%	2.22%	3.90
太平洋	8.65	-16.45%	1.36	-45.71%	1.41%	1.78
锦龙股份	4.91	213.09%	-0.96	-63.38%	-9.12%	10.11
湘财股份	4.11	-19.13%	1.46	-2.93%	0.97%	3.43
华鑫股份	0.10	-11.70%	3.04	-26.82%	3.53%	5.72
国盛金控	0.02	139.47%	0.83	74.40%	0.05%	3.89

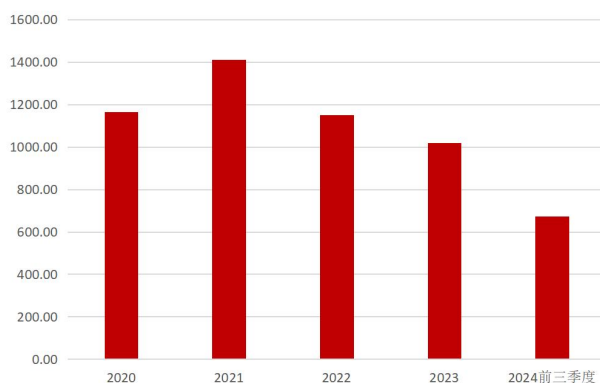
资料来源：wind、东莞证券研究所

3. 券商业务展望

3.1 经纪业务：逆周期调节利好市场交易气氛，成交额有望保持高位

佣金率下降致经纪业务收入承压。2024 前三季度，证券行业实现经纪业务手续费净收入 671.63 亿元，同比-13.64%。前三季度经纪业务收入同比下滑，主要原因是券商经纪之间的竞争日益激烈，部分券商采取超低佣金率等策略，进一步压缩了经纪业务的利润空间。展望明年，在互换便利和股票回购增持专项再贷款等刺激政策带动下，市场成交额有望上升，经纪业务收入有望增加。

图 11：证券行业经纪业务收入情况（亿元）



资料来源：wind，东莞证券研究所

1-10 月成交额同比小幅上升。2024 年 1-10 月，市场股基成交额累计 207.77 万亿元，同比+4.21%，较上年同期小幅上升；市场日均股基成交额为 10440.72 亿元，同比+4.21%，小幅超过万亿元。8 月/9 月/10 月总成交额分别为 15.64/17.90/41.08 万亿元，9 月以来多项政策刺激下，市场成交额近期快速放大，交易气氛浓厚，预期成交额将持续高位运行。展望明年，在逆周期调节政策刺激下，二级市场交易情绪预期良好，成交额有望放大从而利好经纪业务收入。

图 12：市场股基成交额（万亿元）

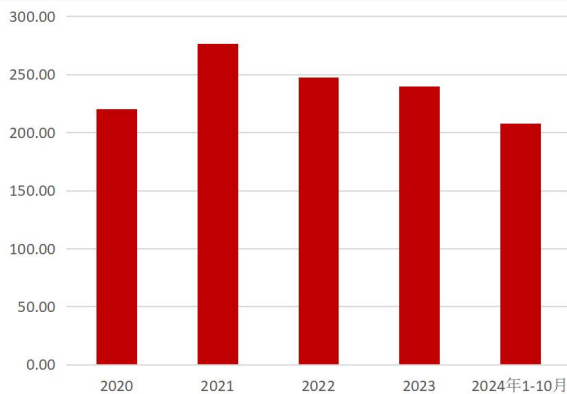
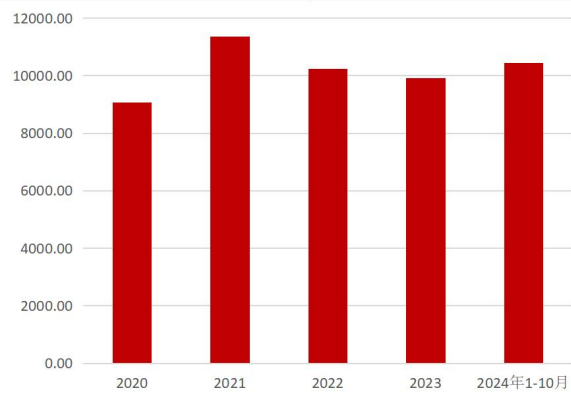


图 13：市场日均股基成交额（亿元）



资料来源：上交所和深交所官网，东莞证券研究所

资料来源：上交所和深交所官网，东莞证券研究所

新发基金规模减少，静待人气值回升。2024 前三季度，根据我们粗略估算，行业经纪业务佣金率为 1.62‰，较 2023 年末下滑 0.50‰，继续延续多年来的下滑趋势，代理买卖证券业务盈利空间进一步收缩，行业向财富管理业务转型迫在眉睫。同时，2024 年 1-10 月，市场新发基金规模为 8648.37 亿份，同比-1.79%，新发基金数量为 953 只，同比-5.55%，新发基金规模全年预期在一万亿份附近，远不及 2020 和 2021 年接近 3 万亿份的高位水平，规模阶段性见底。展望明年，随着《公开募集证券投资基金证券交易费用管理规定》等公募基金费率改革政策进一步发挥作用，增量资金有望加快入场节奏，新发基金规模有望触底回升。

图 14：行业佣金率情况（‰）

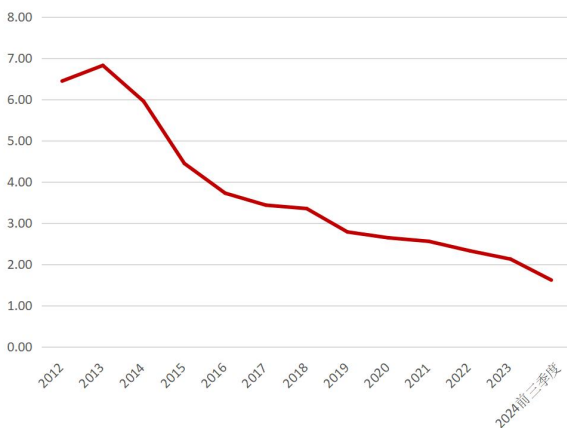


图 15：新发基金规模和数量情况（亿份）



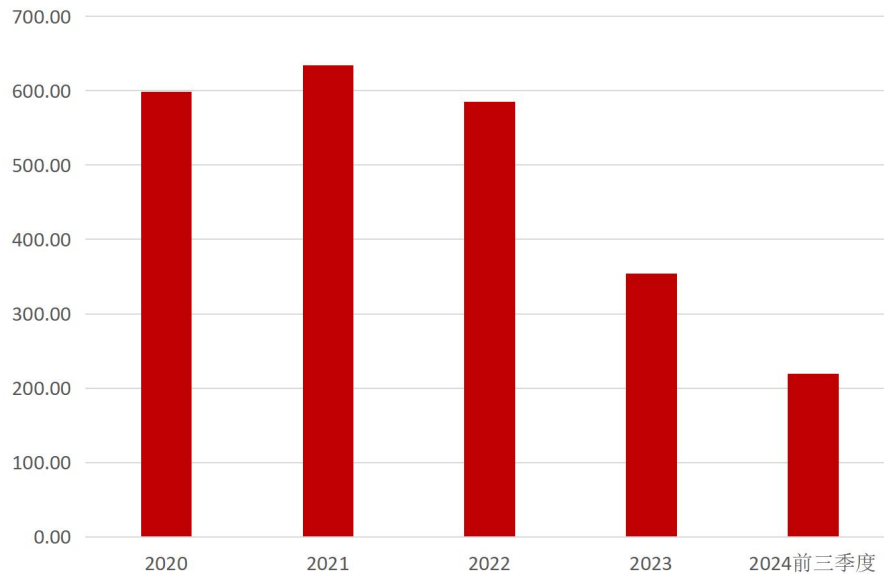
资料来源：中国证券业协会，wind，东莞证券研究所

资料来源：wind，东莞证券研究所

3.2 投行业务：发行市场跌落冰点，IPO 恢复仍需时日

一级市场热度跌落冰点，投行业务收入剧减。2024 前三季度，证券行业实现投行业务手续费净收入 219.32 亿元，同比-38.07%，主要原因是前三季度在逆周期调节和严监管各项措施影响下，企业 IPO 项目数量和规模断崖式下降，市场股权融资规模显著减少。展望明年，随着全球经济的逐步复苏和国内经济环境的改善，IPO 市场有望逐步恢复，投行业务有望受益于发行规模回升。

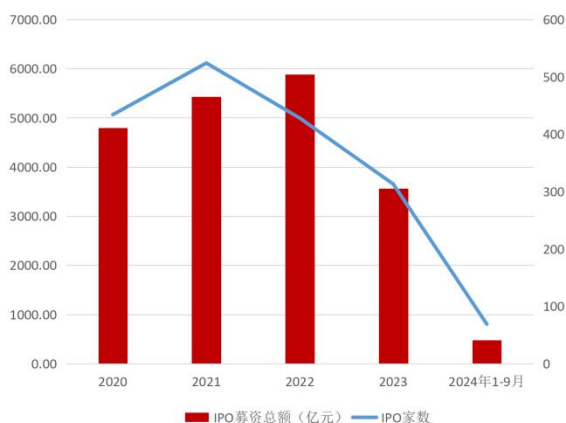
图 16：证券行业投行业务收入情况（亿元）



资料来源：wind，东莞证券研究所

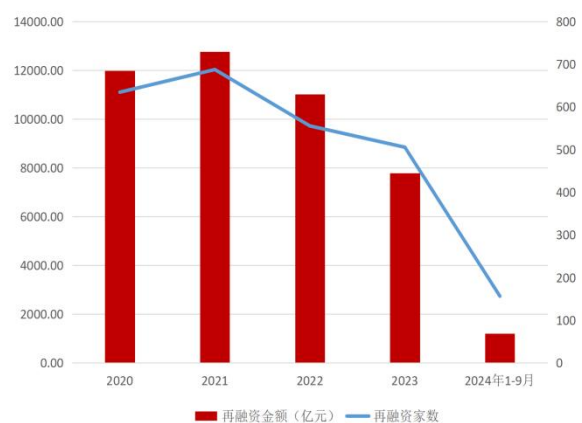
股权融资规模断崖式下降。2024 年 1-9 月，市场 IPO 募资总额 478.68 亿元，同比-85.21%；IPO 家数 69 家，同比-73.86%。2024 年 1-9 月，市场再融资募资总额 1194.85 亿元，同比-75.48%；再融资家数 156 家，同比-60.51%。1-9 月股权融资规模同比大减，主要原因资本市场监管政策收紧，监管层对企业上市引入了更高的准入门槛，旨在提高上市公司质量，维护市场的健康发展。展望明年，在整体经济回暖、宏观经济数据支持、低利率的宽松资金背景下，IPO 市场有望逐步恢复。

图 17：市场 IPO 规模



资料来源：wind，东莞证券研究所

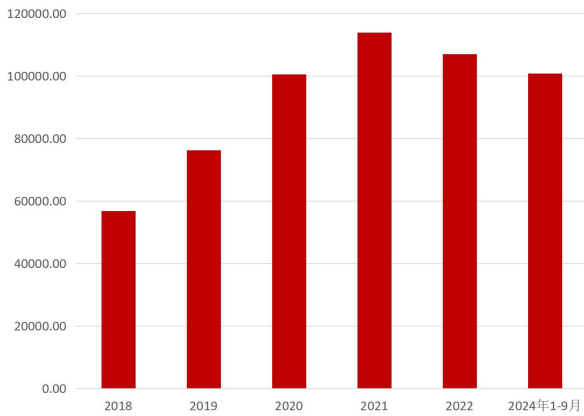
图 18：市场再融资规模



资料来源：wind，东莞证券研究所

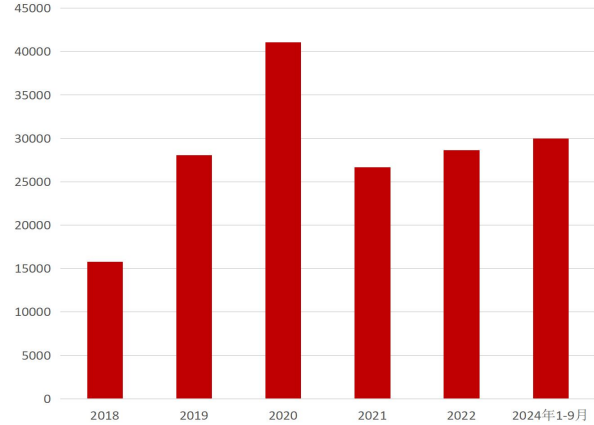
1-9月债市保持平稳。2024年1-9月,证券公司承销债券总额100767.17亿元,同比+1.12%;承销债券只数29971只,同比+8.94%。1-9月低利率的市场环境下资金成本较低,企业发债意愿较强,发债规模和数量同比上升。展望明年,存量上市企业数量规模持续增长的大趋势下,企业发债融资需求高涨,券商债券承销业务有望继续稳中上行。

图 19: 证券公司承销债券总额情况 (亿元)



资料来源: wind, 东莞证券研究所

图 20: 证券公司承销债券只数情况

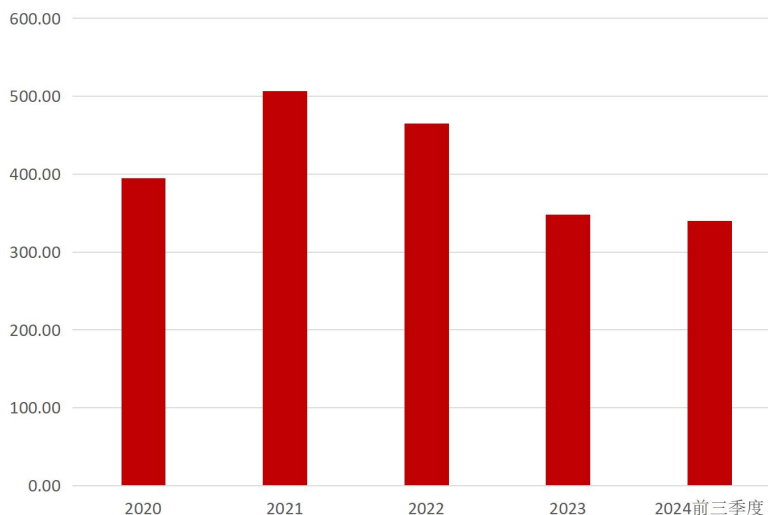


资料来源: wind, 东莞证券研究所

3.3 资管业务: 资管行业规模稳中上升, 费率改革利好持续

资管业务收入维持稳定水平。2024 前三季度, 证券行业资管业务实现手续费净收入 339.66 亿元, 同比-2.40%。《公开募集证券投资基金证券交易费用管理规定》的发布, 作为公募基金费率改革第二步标志, 有助于降低基金投资者的交易成本, 提升投资者获得感, 使基金公司与基民之间的利益更加一致。展望明年, 参照公募基金费率改革按照“管理费用—交易费用—销售费用”的实施路径, 第三步改革内容即将出台, 预期通过规范销售环节收费, 进一步降低投资者的综合费率负担, 提高公募基金产品的市场竞争力, 促进公募基金行业的健康发展。另外, 引导中长期资金入市政策持续推动, 资管行业规模有望进一步提升, 行业发展整体向好。

图 21: 证券行业资管业务收入情况 (亿元)



资料来源: wind, 东莞证券研究所

资管行业规模首破 70 万亿元，券商资管规模止跌回升。根据中国证券投资基金业协会，截至 2024Q2，资管行业整体规模为 70.60 万亿元，较 2023 年末增长 5.28%，产品数量合计 20.19 万只，与 2023 年末基本持平。其中公募基金规模为 31.08 万亿元，较 2023 年末增长 12.62%；私募基金规模为 19.69 万亿元，较 2023 年末下降 3.06%；券商资管产品规模为 6.42 万亿元，较 2023 年末增长 8.35%，首次逆转资管新规落地以来下跌趋势。展望明年，新“国九条”以及证监会发布的相关文件促使券商加大在资管业务上的投入，使得券商资管产品更加符合市场需求，吸引更多投资者参与，资管行业规模有望持续维持上升趋势。

图 22：资管产品规模呈上升趋势

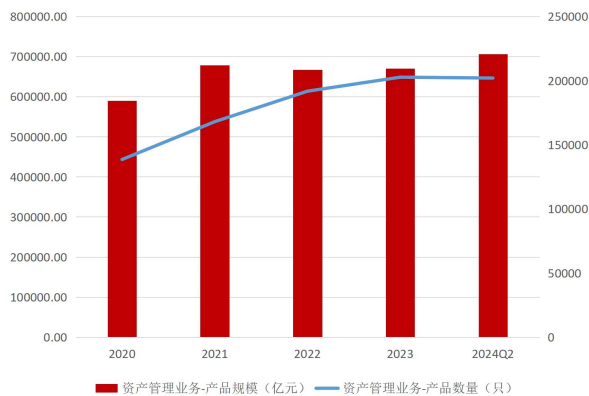
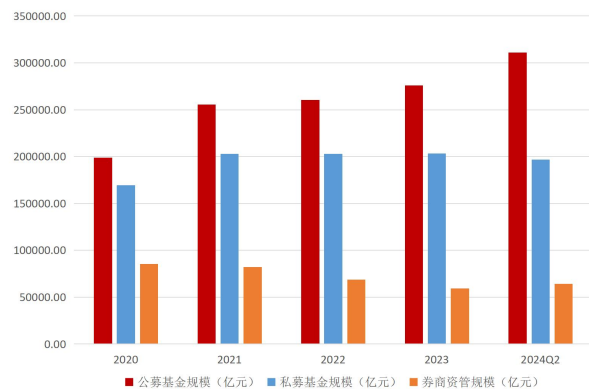


图 23：基金规模逐年上升



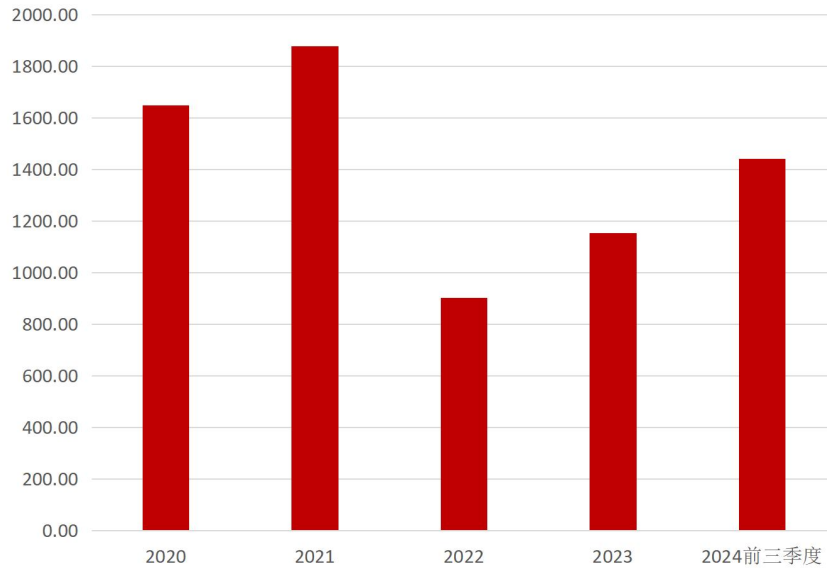
资料来源：中国证券投资基金业协会，东莞证券研究所

资料来源：中国证券投资基金业协会，东莞证券研究所

3.4 自营业务：头部券商规模优势显著，投资收益普遍同比大增

前三季度自营业务收入大幅增长。2024 前三季度，证券行业自营业务实现投资收益及公允价值变动合计 1441.43 亿元，同比+24.93%，超过 2023 年全年水平，主要原因一是市场交投活跃度显著提升，券商自营业务受益于成交额放量和政策利好；二是券商在自营业务策略上进行了灵活调整，加大了对中小盘股票以及债券的投资力度，有效把握了市场机遇，部分券商在上半年踩中“债牛”固收行情，第三季度又抓住权益市场强势反弹的机会，实现了自营业务的快速增长。展望明年，系列刺激市场政策有望继续提升市场交投活跃度，在美联储降息和低利率环境下，市场估值有望整体提升，为券商自营业务带来更多的投资机会和收益来源。

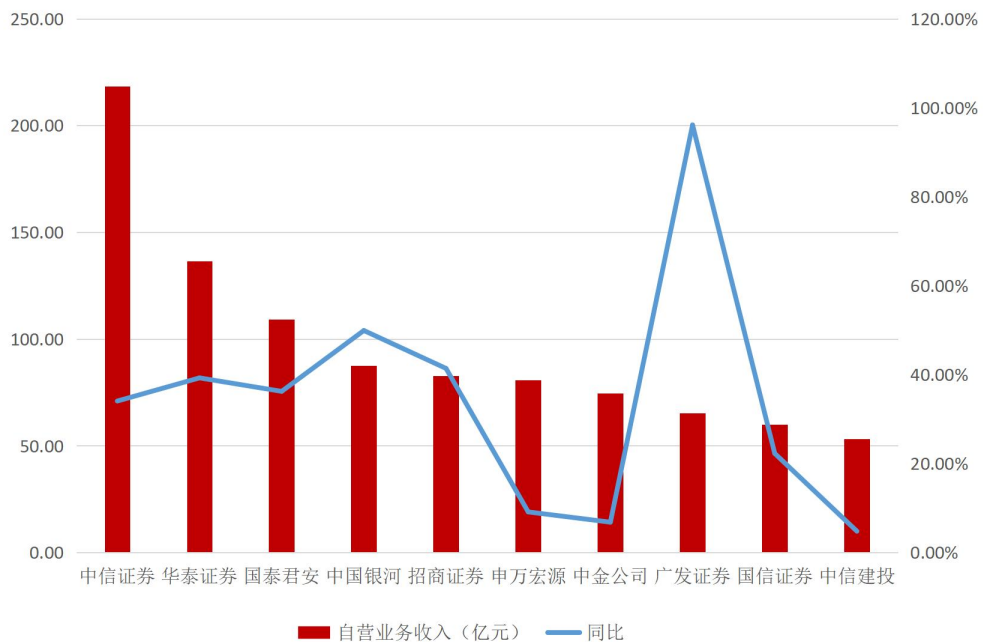
图 24：证券行业自营业务收入情况（亿元）



资料来源：wind，东莞证券研究所

头部券商自营业务规模优势显著。2024 前三季度，头部券商自营业务收入多数同比大增，自营业务收入排名前五的分别是中信证券 218.29 亿元，同比+34.04%；华泰证券 136.50 亿元，同比+39.24%；国泰君安 109.25 亿元，同比+36.21%；中国银河 87.39 亿元，同比+49.89%；招商证券 82.88 亿元，同比+41.37%。展望明年，头部券商预计将继续凭借其雄厚的资本实力、专业的投资能力和完善的风险管理体系，在市场中占据领先地位。

图 25：头部证券公司自营业务收入情况（亿元）

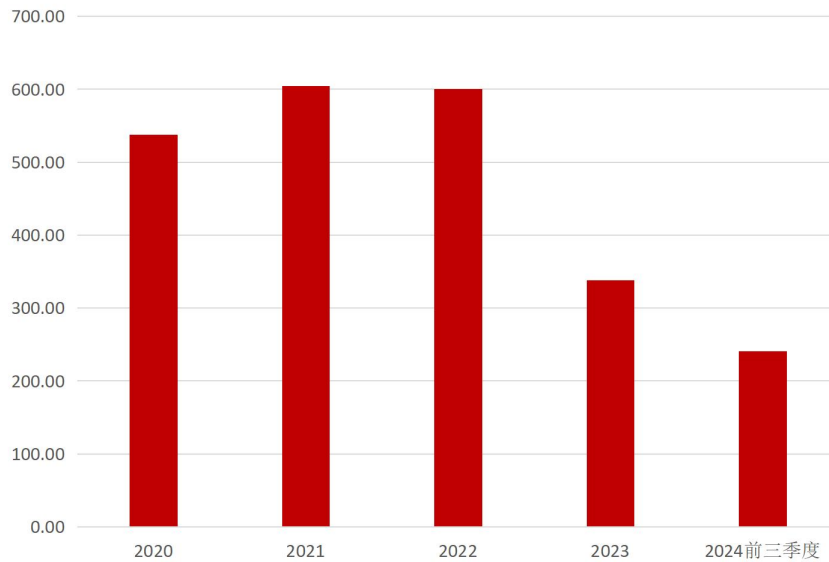


资料来源：wind，东莞证券研究所

3.5 信用业务：两融余额同比小幅下降，规模静待修复

前三季度信用业务收入同比下滑较多。2024 前三季度，证券行业信用业务实现利息净收入 240.90 亿元，同比-28.67%，下滑原因主要是前三季度市场流动性宽松维持宽松，十年期国债收益率下行，压降两融利率天花板；券商价格战战线拉长至信用业务，两融业务利率“破 6”成为普遍现象，信用利差收窄且进入下行通道，利息收入承压。

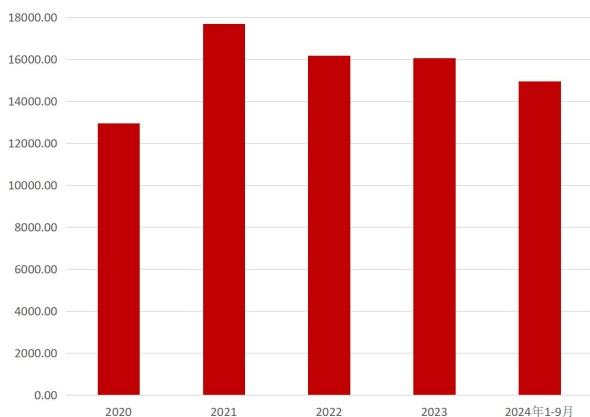
图 26：证券行业信用业务收入情况（亿元）



资料来源：wind，东莞证券研究所

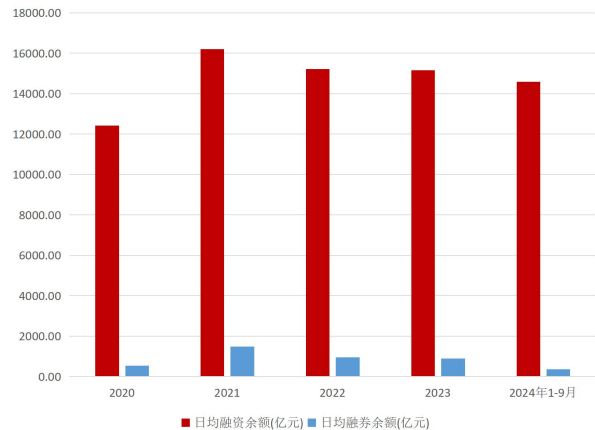
促融资限融券政策有望推动两融余额回升。2024 年 1-9 月，市场日均两融余额为 14947.27 亿元，同比-6.05%；其中日均融资余额为 14583.38 亿元，同比-2.62%，日均融券余额为 363.89 亿元，同比-61.00%。政策面上，监管层促进融资限制融券倾向明显，7 月 10 日，证监会依法批准中证金融公司暂停转融券业务的申请，以维护市场稳定运行。展望明年，券商两融业务有望迎来恢复性增长，在政策面的支持下，市场流动性预计将保持合理充裕，为两融业务提供了良好的资金环境。同时，随着投资者风险偏好的提升，融资融券需求也将相应增加，两融余额有望企稳回升。

图 27：行业两融余额情况（亿元）



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 28：融资余额和融券余额情况（亿元）



资料来源：wind，东莞证券研究所

4. 密集连环组合拳政策活跃资本市，证券行业受益

密集利好政策强力呵护市场，下半年市场活跃度显著提升。为活跃资本市场，2024 年相关部门史无前例的发布了密集式刺激政策，以期避免市场过度下行，实现逆周期调节。上半年，相关部门推出了加大回购的事中事后监管、大力推进上市公司回购注销和加大分红、加强对限售股出借的监管、暂停新增转融券规模、扩大交易型开放式指数基金(ETF)增持范围、推动上市公司加强市值管理、加大退市监管力度、降低公募基金股票交易佣金费率等多项措施，但市场仍然表现低迷。下半年，相关部门持续发力，接连推出暂停转融券业务、推动程序化交易特别是高频交易降频降速、优化证券公司投资股票的风险控制指标、创设互换便利、创设股票回购增持专项再贷款、鼓励上市公司加强产业整合、调整交易申报指令时间等措施，在系列强力刺激政策推动下，市场于 9 月强势反弹，上证指数一度从 9 月中的低位 2689.70 点上升至 10 月初的 3674.40 点，涨幅超 30%。今年刺激政策力度强、落地速度快、业务覆盖面广、反映投资者关注点切实，可见证监会等部门对活跃资本市场的重视程度十足。基于证监会等部门今年展现出的对活跃资本市场的坚定决心和高效执行力，为明年市场的稳定发展奠定了坚实基础。展望明年，预计相关部门将继续秉持逆周期调节的原则，根据市场情况灵活调整政策工具，以维护市场稳定和促进健康发展。在加大退市监管力度的同时，有望进一步优化上市制度，推动更多优质企业上市，提升市场整体的质量和活力。同时，随着公募基金股票交易佣金费率的降低和引导中长期资金入市等政策的持续发酵，市场流动性有望得到进一步改善，吸引更多资金入市。此外，今年推出的多项创新政策，如优化证券公司投资股票的风险控制指标、创设互换便利等，有望在明年继续发挥积极作用，为市场提供更多元化的投资选择和风险管理工具。2025 年资本市场在政策的持续支持和市场的自我修复下，有望继续保持稳健发展态势。

表 2：2024 年下半年以来活跃资本市场主要政策

日期	部门	政策要点
7 月 10 日	证监会	7 月 10 日，为切实回应投资者关切，维护市场稳定运行，经充分评估当前市场情况，证监会依法批准中金金融公司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。同时，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由不得低于 100%上调至 120%，自 2024 年 7 月 22 日起实施。
7 月 10 日	证监会	7 月 10 日，证监会表示将进一步推动程序化交易特别是高频交易降频降速，根据申报数量、撤单率等指标，研究明确对高频量化交易额外收取流量费、撤单费等标准，以“增本”促“降速”。
9 月 20 日	证监会	证监会发布修订后的《证券公司风险控制指标计算标准规定》(以下简称《规定》)，自 2025 年 1 月 1 日起正式施行。一是对证券公司投资股票、做市等业务的风险控制指标计算标准予以优化，进一步引导证券公司充分发挥长期价值投资、服务实体经济融资、服务居民财富管理等功能作用。二是根据证券公司风险管理水平，优化风控指标分类调整系数，支持合规稳健的优质证券公司适度提升资本使用效率，更好为实体经济提供综合金融服务。三是对证券公司所有业务活动纳入风险控制指标约束范围，明确证券公司参与公募 REITs 等新业务风险控制指标计算标准，提升风险控制指标体系的完备性和科学性，夯实风控基础。

9 月 24 日	人民银行	创设新的货币政策工具支持股票市场稳定发展，包括创设证券、基金、保险公司互换便利，以及创设股票回购增持专项再贷款。符合条件的证券、基金、保险公司可以将自身拥有的债券、股票 ETF 和沪深 300 成分股等资产进行抵押。向中国人民银行申请流动性，换入“更高流动性等级”的国债、央行票据等资产。通过互换便利操作获得的资金，只能用于投资股票市场。互换便利的首期操作规模为 5000 亿元，视情况可进一步扩大操作规模。换便利的期限不超过 1 年，到期后可申请展期。
9 月 25 日	证监会	中国证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，提出了六大方面的措施，包括支持上市公司向新质生产力方向转型升级、鼓励上市公司加强产业整合、提高监管包容度、提升重组市场交易效率、提升中介机构服务水平、依法加强监管等。其中，特别强调了引导证券公司加大对财务顾问业务的投入，充分发挥交易撮合作用，积极促成并购重组交易。
10 月 6 日	上交所	10 月 6 日，上交所官网发文称，为了进一步提升指定交易业务办理效率，根据《上海证券交易所交易规则》《上海证券交易所指定交易实施细则》等业务规则的规定，上交所决定对接受指定交易申报指令时间进行调整，由每个交易日的 9:15 至 9:25、9:30 至 11:30、13:00 至 15:00 调整为每个交易日的 9:15 至 11:30、13:00 至 15:00。

资料来源：证监会，上交所，人民银行，东莞证券研究所

5. 投资策略

政策强劲提升市场活跃度，维持对证券行业“超配”评级。 经纪业务方面，9 月下旬强刺激政策发布以来，市场成交额显著放大，本年末活跃的交易氛围有望延续至明年。投行业务方面，本年受系列强监管政策影响，一级市场热度骤降，明年轻整顿后的发行市场有望逐步恢复。资管业务方面，Q2 末资管行业总规模再创新高，券商资管规模止跌，预期明年资管收入随规模增长表现良好。自营业务方面，券商自营业务受益于成交额放量 and 政策利好，明年有望在行情轮动中更好把握投资机会，实现自营投资收益。信用业务方面，促融资限融券趋势明显，赚钱效应推动下明年两融余额预期乐观。从估值面看，截至 11 月 15 日，证券行业 PB 为 1.60，处于 10 年历史分位的 40.30%，中长期仍具备较多的上升空间。从政策面看，本年系列活跃市场政策接连出台，其中互换便利和创设股票回购增持专项再贷款等强力刺激政策成效显著，相关部门表示平准基金等更多利好政策正在研究中，预期明年将有更多更新的活跃市场政策出台。展望明年，美国进入降息周期有望促使外资回流，利好政策有望出台提升市场活跃度，中长期资金入市规模有望增加，公募基金费率改革深化有望利好资管行业规模，证券行业各项业务有望受益，行业整体趋势向好。继续给予行业“超配”评级，建议关注东方财富（300059），中信证券（600030），华泰证券（601688），国泰君安（601211）中国银河（601881），招商证券（600999），申万宏源（000166），中金公司（601995），广发证券（000776），国信证券（002736）。

表 3：重点关注标的的估值及盈利预测（截至 2024 年 11 月 15 日）

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级	评级 变动
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E		
300059	东方财富	14.48	0.64	0.56	0.65	30.13	25.88	22.17	增持	维持
600030	中信证券	21.13	1.44	1.54	1.76	13.84	13.69	12.01	增持	维持
601688	华泰证券	14.34	1.22	1.43	1.64	10.46	10.01	8.76	增持	维持
601211	国泰君安	14.89	1.29	1.42	1.66	10.52	10.49	8.96	增持	维持
601881	中国银河	12.79	0.77	0.83	0.97	12.14	15.07	13.00	增持	维持
600999	招商证券	13.89	0.93	1.05	1.20	14.33	13.26	11.57	增持	维持
000166	申万宏源	4.50	0.11	0.31	0.35	35.73	14.34	12.68	增持	维持
601995	中金公司	40.24	1.57	1.58	1.92	24.23	25.42	20.94	增持	维持
000776	广发证券	14.23	1.04	1.21	1.41	14.89	11.77	10.08	增持	维持
002736	国信证券	9.61	0.50	0.51	0.66	17.34	18.95	14.50	增持	维持

资料来源：wind，东莞证券研究所

注：数据来源 wind 一致预期

6. 风险提示

(1) 宏观经济下行及利率波动风险。证券行业表现与宏观经济环境密切相关。若宏观经济下行，市场流动性不足，利率水平波动较大，将导致证券发行与交易量减少，行业整体表现不佳。

(2) 股基成交额大幅萎缩导致经纪业务收入锐减。经纪业务是证券公司重要的收入来源之一。若股票和基金成交额大幅萎缩，将导致经纪业务收入锐减。

(3) 市场大幅波动导致投资收益和公允价值变动损益变大。自营业务是证券公司重要的收入来源之一。若市场大幅波动，压制企业股价表现，将导致自营业务净收益减少。

(4) 信用违约风险。证券公司信用业务是资金占用型业务，若信用违约量大幅上升，公司将面临大额违约成本，导致信用业务收入减少。

(5) 公司治理机制变动风险。若公司治理机制变动或规划发展方向变化，或将与行业发展趋势相悖，进而影响公司经营水平。

(6) 资本市场改革进展不及预期。若资本市场改革进展不及预期，行业政策无法及时落地，将影响证券行业改革进程，从而影响企业相关业务收入。

(7) 行业监管趋严风险。若行业监管趋严，或将导致公司原来正常经营的业务受到影响，进而减少业务收入。

(8) 行业竞争加剧风险。各证券公司业务类型趋同，加上近年来对外资证券公司限制逐步放开，行业竞争加剧的情况下，公司行业地位或将受到影响。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn