

分析师：张洋  
登记编码：S0730516040002  
zhangyang-yjs@ccnew.com 021-50586627

## 经营环境转暖，盈利预期向上

### ——证券行业 2025 年投资策略

## 证券研究报告-行业年度策略

## 同步大市(维持)

### 盈利预测和投资评级

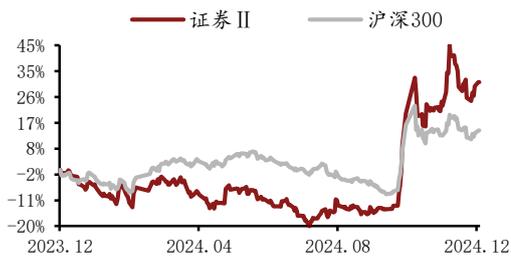
公司简称	24BVPS	25BVPS	24P/B	评级
中信证券	18.00	19.08	1.73	增持
国泰君安	17.19	18.13	1.12	增持
华泰证券	18.14	18.75	1.01	增持
中国银河	9.62	10.08	1.63	增持
方正证券	5.70	5.90	1.52	增持
国金证券	8.95	9.34	1.03	增持
长江证券	5.95	6.21	1.19	增持
东吴证券	8.29	8.54	1.00	增持

发布日期：2024 年 12 月 05 日

### 投资要点：

- **增量政策密集发布，夯实资本市场高质量发展基础。**2024 年是我国资本市场历史上的政策大年。9 月 26 日中央政治局会议以来，国家围绕加大宏观政策逆周期调节力度、扩大国内有效需求，以货币政策、财政政策、推动房地产市场止跌回稳、提振资本市场作为政策“组合拳”推出一揽子增量政策。随着一揽子增量政策的逐步落地、加力见效，资本市场高质量发展的基础将得到进一步夯实，资本市场长期向好的底层逻辑将更加稳固，并将更好服务于中国式现代化的发展大局。
- **2024 年前三季度行业经营业绩降幅逐季收窄，并购重组持续推进。**2024Q3 上市券商营收-2.75%、净利-5.93%，前三季度上市券商的整体经营业绩一度出现较为明显的下滑，随后降幅逐季收窄，主要受自营业务大幅波动的影响，经纪、投行、资管业务手续费净收入及利息净收入尚未实现明显改善。2024 年上半年，中型券商成为本次政策窗口开启后尝试并购重组的先锋；下半年，国泰君安换股吸收合并海通证券标志着头部券商之间的并购重组终现破局，但仍具有较强的特殊性。
- **2025 年证券行业经营业绩展望：有望进入新一轮上升周期。**经纪：景气度有望回升至近年来的高位。自营：将决定行业整体经营业绩回升的高度。投行：有望实现边际改善。资管：存在下行压力，但边际影响有限。利息：信用利息收入有望实现明显增长，但利息净收入存在不确定性。
- **投资建议。**随着一揽子增量政策陆续推出并逐步显现出积极效应，宏观经济向好回升的内在动力更加强劲，市场各方的预期和信心明显增强，资本市场平稳健康高质量发展的基础得到进一步夯实，2025 年证券行业的整体经营环境有望持续回暖，证券行业的整体经营业绩有望在连续三年下滑修正后，实现较为明显的改善，维持行业“同步大市”的投资评级。其中，零售经纪、方向性权益自营、两融三个与权益二级市场行情高度正相关的业务有望成为行业整体经营业绩明显改善的主要驱动力。在证券行业整体经营业绩有望实现明显改善的预期下，2025 年券商板块依然存在进一步向上修复估值的动力，并有望向上挑战 2 倍 P/B 的近年来估值高位，积极保持对券商板块的持续关注。以三条思路配置券商板块，思路一：头部券商仍是板块进一步向上修复估值的核心中军；思路二：能够在市场回暖时快速释放业绩弹性的券商；思路三：个股估值明显低于板块平均估值的券商。重点推荐公司：中信证券、国泰君安、华泰证券、中国银河、方正证券、国金证券、长江证券、东吴证券。

### 证券 II 相对沪深 300 指数表现



资料来源：聚源、中原证券研究所

### 相关报告

- 《证券 II 行业月报：券商板块 2024 年 10 月回顾及 11 月前瞻》 2024-11-27
- 《证券 II 行业月报：券商板块 2024 年 9 月回顾及 10 月前瞻》 2024-10-29
- 《证券 II 行业月报：券商板块 2024 年 8 月回顾及 9 月前瞻》 2024-09-27

联系人：李智

电话：0371-65585753

地址：郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

**风险提示：**1. 权益及固收市场波动导致证券行业基本面改善的程度不及预期；2. 股价短期波动风险；3. 资本市场改革的政策效果不及预期；4. 超预期事件导致 2025 年证券行业整体及各分业务的实际经营业绩与本文展望产生明显偏差

## 内容目录

<b>1. 增量政策密集发布，夯实资本市场高质量发展基础</b>	<b>5</b>
1.1. 增量政策密集发布，市场预期和信心明显增强	5
1.2. 创设新型货币政策工具，助力资本市场中长期平稳运行	7
1.2.1. 互换便利（SFISF）操作	7
1.2.2. 股票回购增持再贷款	8
1.3. 市值管理指引实施，引导上市公司切实提升投资者回报	11
<b>2. 2024 年前三季度行业经营业绩降幅逐季收窄，并购重组持续推进</b>	<b>12</b>
2.1. 2024 年前三季度证券行业经营业绩回顾：同比降幅逐季收窄	12
2.1.1. 证券行业资本实力增速明显放缓	12
2.1.2. 证券行业经营业绩一度出现明显下滑，随后降幅逐季收窄	12
2.1.3. 24H 自营业务占比创近十年新高，其他多项业务占比出现回落	13
2.2. 证券行业并购重组持续推进	14
2.2.1. 中型上市券商是本次政策窗口开启后尝试并购重组的先锋	14
2.2.2. 头部券商的并购重组终现破局	15
2.3. 从券商风控指标正式稿优化看行业监管政策导向	17
<b>3. 2025 年证券行业经营业绩展望：有望进入新一轮上升周期</b>	<b>18</b>
3.1. 经纪业务：景气度有望回升至近年来的高位	18
3.1.1. 经纪业务 2024 年回顾	18
3.1.2. 经纪业务 2025 年展望	21
3.2. 自营业务：将决定行业整体经营业绩回升的高度	22
3.2.1. 自营业务 2024 年回顾	22
3.2.2. 自营业务 2025 年展望	25
3.3. 投行业务：有望实现边际改善	26
3.3.1. 投行业务 2024 年回顾	26
3.3.2. 投行业务 2025 年展望	28
3.4. 资管业务：存在下行压力，但边际影响有限	29
3.4.1. 资管业务 2024 年回顾	29
3.4.2. 资管业务 2025 年展望	31
3.5. 信用业务：信用利息收入有望实现明显增长，但利息净收入存在不确定性	32
3.5.1. 信用业务 2024 年回顾	32
3.5.2. 信用业务 2025 年展望	34
<b>4. 投资策略</b>	<b>35</b>
4.1. 2024 年三季度末以来券商板块显著转强，并一度成为龙头领涨板块	35
4.2. 券商板块出现全面反弹，但大多数个股未跑赢券商指数	35
4.3. 2024 年三季度末以来券商板块估值实现明显修复	36
4.4. 投资建议	37
4.4.1. 2025 年证券行业整体经营业绩有望实现明显改善	37
4.4.2. 券商板块存在进一步向上修复估值的动力	37
4.4.3. 以三条思路配置券商板块	37
4.4.4. 重点推荐公司	38
<b>5. 风险提示</b>	<b>39</b>

## 图表目录

图 1: 2012-2023 年实施股票回购的上市公司数量.....	10
图 2: 2012-2023 年实施股票回购上市公司数量占比.....	10
图 3: 2012-2023 年 A 股市场股票回购总额 (亿元) .....	10
图 4: 2012-2023 年 A 股上市公司年均回购额 (亿元) .....	10
图 5: 证券行业总资产 (万亿元) 微幅回落.....	12
图 6: 证券行业净资产 (万亿元) 续创历史新高 .....	12
图 7: 2024Q3 上市券商营业收入 (亿元) 小幅下滑.....	13
图 8: 2024Q3 上市券商归母净利 (亿元) 小幅回落.....	13
图 9: 2012-2024H 证券行业收入结构.....	14
图 10: 1-11 月日均股票成交量 (亿元) 明显回升.....	19
图 11: 1-11 月股票成交总量 (万亿元) 已超去年全年.....	19
图 12: 1-11 月新发基金规模 (亿份) 同比回暖 .....	19
图 13: 1-11 月股票+混合型新发基金占比有所回升.....	19
图 14: 被动指数型在股票型新发基金中占据主导 .....	20
图 15: 被动股票型基金净申购规模 (亿份) 维持高位 .....	20
图 16: 公募基金净值 (万亿元) 保持持续增长.....	20
图 17: 权益类公募基金净值 (万亿元) 快速回升 .....	20
图 18: 24Q3 上市券商经纪业务手续费净收入 (合并口径, 亿元) 同比持续下滑 .....	21
图 19: 权益弱势转强 (截至 11 月 29 日收盘) .....	23
图 20: 固收牛市格局 (截至 11 月 29 日收盘) .....	23
图 21: 2024H 43 家单一证券业务上市券商泛自营业务结构.....	24
图 22: 24Q3 上市券商泛自营业务收入 (合并口径, 亿元) 保持高波动性 .....	25
图 23: 24 年 1-11 月 IPO 规模 (亿元) 降幅进一步扩大 .....	27
图 24: 24 年 1-11 月再融资规模 (亿元) 降幅同步扩大 .....	27
图 25: 24 年 1-11 月股权融资规模 (亿元) 降幅扩大.....	27
图 26: 24 年 1-11 月股权融资规模集中度再创历史新高 .....	27
图 27: 24 年 1-11 月债权融资规模 (万亿元) 维持高位 .....	28
图 28: 24 年 1-11 月各类债券承销金额集中度再创新高 .....	28
图 29: 24Q3 上市券商投行业务手续费净收入 (合并口径, 亿元) 持续下滑且降幅扩大 ..	28
图 30: 24H 行业受托管理资金本金 (万亿) 止跌回升.....	30
图 31: 私募集合资管规模 (万亿, 10 月底) 明显回升.....	30
图 32: 私募单一资管规模占比创 2016 年以来新低.....	30
图 33: 2024 年 1-10 月私募资管投资类型以固收为主 .....	30
图 34: 24Q3 上市券商资管业务手续费净收入 (合并口径, 亿元) 小幅下滑.....	31
图 35: 2024 年两融余额 (亿元) 先降后升波动加大 .....	33
图 36: 2024 年两融年度日均余额 (亿元) 连续下滑.....	33
图 37: 截至 11 月底质押股数 (亿股) 及占比微幅下降 .....	33
图 38: 截至 11 月底市场质押市值出现小幅回升.....	33
图 39: 24Q3 上市券商利息净收入 (合并口径, 亿元) 连续下滑且降幅扩大.....	34
图 40: 截至 2024 年 12 月 3 日收盘, 中信二级行业指数证券 II 年内涨跌幅为 37.24%.....	35
图 41: 截至 2024 年 12 月 3 日收盘, 43 家单一证券业务上市券商年内涨跌幅.....	36
图 42: 截至 2024 年 12 月 3 日收盘, 券商板块 P/B (倍) 估值实现明显修复.....	37

表 1: 9 月 24 日以来各部委重点增量政策汇总 .....	6
表 2: 证券、基金、保险公司互换便利 (SFISF) 操作细则的核心内容 .....	7
表 3: 《关于设立股票回购增持再贷款有关事宜的通知》的核心内容 .....	9
表 4: 《上市公司监管指引第 10 号——市值管理》的核心内容 .....	11
表 5: 2024 年前三季度 43 家单一证券业务上市券商归母净利 (合并报表, 亿元) 概况 ....	13
表 6: 2024 年上半年中型上市券商并购重组事件汇总 .....	15
表 7: 2021-2023 年国信证券、万和证券主要财务指标及各分项收入情况 (合并报表, 亿元) .....	16
表 8: 2021-2023 年国泰君安、海通证券主要财务指标及各分项收入情况 (合并报表, 亿元) .....	16
表 9: 《证券公司风险控制指标计算标准规定》正式稿与征求意见稿相比进行的改动 .....	17
表 10: 截至 2024H 部分头部基金公司非货规模及营收、净利 (亿元) 情况 .....	31
表 11: 截至 2024H 股票质押规模 (亿元) 排名前 10 位上市券商及较 2023 年底变动情况	33
表 12: 重点公司估值表 (截至 2024 年 12 月 3 日) .....	39

## 1. 增量政策密集发布，夯实资本市场高质量发展基础

2024 年是我国资本市场历史上的政策大年。

4 月 12 日，国务院印发《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》，是继 2004 年、2014 年两个“国九条”之后，时隔 10 年再次出台的资本市场指导性文件。一方面，新“国九条”分阶段提出了未来 5 年、2035 年和本世纪中叶资本市场的发展目标，勾画出了资本市场高质量发展的蓝图。另一方面，以新“国九条”作为纲领性文件的“1+N”政策体系以强监管、防风险、促高质量发展为主线，以目标导向、问题导向推动解决资本市场长期积累的深层次矛盾。“1+N”政策体系主要聚焦于三个方面，一是全链条从严加强上市公司监管，提高上市公司质量；二是强化交易监管，提升市场交易的公平性；三是督促和引导行业机构校正定位，压实资本市场“看门人”职责。

9 月 26 日，中央政治局会议强调“要努力提振资本市场”，是 2023 年 7 月政治局会议提出“要活跃资本市场，提振投资者信心”后，再度从战略高度定调资本市场。9 月 24 日，国新办举行新闻发布会，央行、金融监管总局、证监会相关负责人介绍金融支持经济高质量发展有关情况并答记者问，会上推出了一揽子增量政策，包括降息降准、降低存量房贷利率、创设新的货币政策工具支持资本市场稳定发展等。10 月 8 日，发改委负责人表示将围绕加大宏观政策逆周期调节等五个方面加力推出一揽子增量政策。10 月 12 日，财政部负责人在国新办举行的新闻发布会上介绍化解地方政府债务等拟推出的增量财政政策。中央政治局会议以来，国家围绕加大宏观政策逆周期调节力度、扩大国内有效需求，以货币政策、财政政策、推动房地产市场止跌回稳、提振资本市场作为政策“组合拳”推出一揽子增量政策，释放了加力推进经济持续回升向好的积极信号，有效提振了资本市场投资者的信心和情绪，市场交易活跃度显著提升，资本市场显著回暖。

整体看，随着一揽子增量政策的逐步落地、加力见效，全面深化资本市场改革将持续向纵深扎实推进，资本市场的投融资功能有望进一步健全、协调，资本市场服务科技创新的能力有望持续增强，资本市场支持“长线长投”的政策体系有望持续完善，资本市场的吸引力、竞争力和内在稳定性有望持续提升，资本市场高质量发展的基础将得到进一步夯实，资本市场长期向好的底层逻辑将更加稳固，并将更好服务于中国式现代化的发展大局。

### 1.1. 增量政策密集发布，市场预期和信心明显增强

9 月 24 日以来，央行、金融监管总局、证监会、发改委、财政部等多部委通过国务院新闻办公室的平台举行了多场新闻发布会，针对当前经济运行遇到的情况和问题，加力推出了一系列涉及货币政策、财政政策、房地产、资本市场的增量政策，加快贯彻落实中央政治局关于“加大宏观政策逆周期调节、扩大国内有效需求、加大助企帮扶力度、推动房地产市场止跌回稳、提振资本市场”等会议精神。

**表 1: 9 月 24 日以来各部委重点增量政策汇总**

相关部委	发布场合/相关文件	增量政策主要内容
央行	国新办新闻发布会 介绍金融支持经济高质量发展有关情况	1.降低存款准备金率和政策利率，并带动市场基准利率下行 2.降低存量房贷利率，并统一房贷的最低首付比例 3.创设新的货币政策工具，支持股票市场稳定发展
中央金融办 证监会	《关于推动中长期资金入市的指导意见》	1.建设培育鼓励长期投资的资本市场生态 2.大力发展权益类公募基金，支持私募证券投资基金稳健发展 3.着力完善各类中长期资金入市配套政策制度
证监会	《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》	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；进一步提高监管包容度；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
央行 金监局	四项金融支持房地产政策	1.完善商业性个人住房贷款利率定价机制 2.优化个人住房贷款最低首付款比例 3.优化保障性住房再贷款 4.延长部分房地产金融政策期限
发改委	国新办新闻发布会 系统落实一揽子增量政策 扎实推动经济向上结构 向优、发展态势持续向好有关情况	将和各部门、各地区一起，全面贯彻、加快落实党中央、国务院决策部署，系统落实一揽子增量政策，打出一套“组合拳”，打通政策落实中的堵点卡点，力争年内见到更多实效，也为明年“十四五”顺利收官乃至“十五五”良好的开局打好基础
财政部	国新办新闻发布会 加大财政政策逆周期调节力度、推动经济高质量发展 有关情况	1.加力支持地方化解政府债务风险 2.发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本 3.叠加运用地方政府专项债券、专项资金、税收政策等工具，支持推动房地产市场止跌回稳 4.加大对重点群体的支持保障力度 5.正在研究包括提升中央财政举债和赤字空间等其他政策工具
住建部联合 其他部委	国新办新闻发布会 促进房地产市场平稳健康发展有关情况	1.四个取消：取消限购、取消限售、取消限价、取消普通住宅和非普通住宅标准 2.四个降低：降低住房公积金贷款利率、降低住房贷款的首付比例、降低存量贷款利率、降低“卖旧买新”换购住房的税费负担 3.两个增加：一是通过货币化安置等方式，新增实施 100 万套城中村改造和危旧房改造；二是年底前，将“白名单”项目的信贷规模增加到 4 万亿
央行 证监会	《关于做好证券、基金、保险公司互换便利 (SFISF) 相关工作的通知》	央行创设了证券、基金、保险公司互换便利 (SFISF)。10 月 18 日起，央行将根据参与机构需求正式启动操作，支持资本市场稳定发展
央行 金监局 证监会	《关于设立股票回购增持再贷款有关事宜的通知》	央行设立股票回购增持再贷款，激励引导金融机构向符合条件的上市公司和主要股东提供贷款，支持其回购和增持上市公司股票，支持维护资本市场稳定运行
证监会	《上市公司监管指引第 10 号——市值管理》	要求上市公司以提高公司质量为基础，提升经营效率和盈利能力，并结合实际情况依法合规运用并购重组、股权激励、员工持股计划、现金分红、投资者关系管理、信息披露、股份回购等方式，推动上市公司投资价值合理反映上市公司质量；对主要指数成份股公司制定市值管理制度、长期破净公司披露估值提升计划等作出专门要求

资料来源：中国政府网、中国证监会、中原证券

随着一揽子增量政策陆续推出并逐步显现出积极效应，宏观经济向好回升的内在动力更加强劲，市场各方的预期和信心明显增强，风险偏好快速回升，资本市场显著回暖，维护资本市

市场平稳健康发展具备坚实基础和条件。作为一揽子增量政策的重要一环，提振资本市场旨在通过营造良好的财富效应，利用资本市场强大的辐射和带动效应引导预期、促进消费，力求与其他增量政策效果形成打破螺旋压力的合力；同时，盘活沉淀在资本市场的资金，利用资本市场发挥一部分活化货币的功能，引导居民将多余存款转入资本市场，进而通过二级市场反哺一级市场，强化金融支持经济社会发展大局的突出作用，促进“金融活、经济活”正反馈效应的释放。

## 1.2. 创设新型货币政策工具，助力资本市场中长期平稳运行

10月18日，央行、证监会联合发布《关于做好证券、基金、保险公司互换便利（SFISF）相关工作的通知》，互换便利操作正式启动。同日，央行联合金融监管总局、证监会发布《关于设立股票回购增持再贷款有关事宜的通知》，首批回购增持再贷款正式发放。互换便利操作和股票回购增持再贷款作为央行针对资本市场稳定发展创设的新型货币政策工具，将切实为资本市场引入增量资金，有助于提高市场流动性，有助于引导上市券商重视市值管理，有助于市场主体改善预期、提振信心，有助于市场风险偏好的提升。由于两项创新货币政策工具均可持续扩大规模，未来有望在合适的时机进一步打开政策空间，助力资本市场中长期平抑波动、平稳运行。

### 1.2.1. 互换便利（SFISF）操作

《关于做好证券、基金、保险公司互换便利（SFISF）相关工作的通知》向参与互换便利操作各方明确业务流程、操作要素、交易双方权利义务等内容。

**表 2：证券、基金、保险公司互换便利（SFISF）操作细则的核心内容**

核心要点	主要内容
交易主体	央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	互换期限 1 年，可提前到期，亦可申请展期
互换利率	通过单一价格（荷兰式）招标确定
互换金额	首期额度 5000 亿元，未来视情况可进一步扩大。在额度内，单次操作量结合参与金融机构需求合理确定
质押品	包括 AAA 债券、股票 ETF、股票及公募 REITs
质押折扣率	根据质押品风险特征分档设置，原则上不超过 90%
质押补仓线	中债信用增进公司和证券、基金、保险公司等相关参与方对质押品进行盯市管理，补仓线不低于 75%
获取资金投向	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
风控指标安排	1.参与互换便利换入国债、互换央票、通过银行间市场的融资行为，不占用银行间市场债券借贷规模，不计入债券交易正回购余额 2.参与互换便利换入的国债、互换央票，不纳入“自营非权益类证券及其衍生品/净资本”分子计算范围；开展相关自营投资、做市交易持有的权益类资产，不纳入“自营权益类证券及其衍生品/净资本”分子计算范围 3.参与互换便利提交的质押资产，按照当前自营持仓计算各项风险控制指标，无需调整或质押。换入的国债、互换央票及回购融资后开展自营投资、做市交易持有的权益类资产，不计入表内资产总额、减半计算市场风险和所需稳定资金。符合条件的投资，经公司内部评估后可归入其他权益工具核

算

对冲规则 相关融资资金可部分用于对冲互换便利方向性投资的市场风险，原则上不得超过融资资金规模的 10%

资料来源：中国人民银行、中国证监会、券商中国、中原证券研究所

互换便利（SFISF）在操作细则和监管安排中给予非银机构、特别是证券公司更大的操作空间，鼓励证券公司积极参与的政策意图明显。一是质押品范围除 AAA 级债券、股票 ETF、股票等高流动性资产外，还包括流动性相对不足的公募 REITs，有助于非银机构最大化盘活资产端，提高互换规模。二是参与互换便利换入国债、互换央票、通过银行间市场的融资行为不计入债券交易正回购余额，参与互换便利换入的国债、互换央票，开展相关自营投资、做市交易持有的权益类资产均不纳入自营非权益类及权益类证券及其衍生品/净资本分子计算范围，不计入表内资产总额、减半计算市场风险和所需稳定资金，能够有效减轻证券公司参与互换便利操作而产生的风控指标压力。三是符合条件的投资经公司内部评估后可归入其他权益工具核算，相关投资损益将计入其他综合收益，能够有效缓解证券公司因参与互换便利方向性投资而对当期归母净利润产生扰动的顾虑。四是由于互换便利与两融业务中的融资业务较为相似，操作细则充分考虑到杠杆交易隐含的风险因素，允许非银机构使用不超过融资资金规模的 10% 用于对冲互换便利方向性投资的市场风险，有助于相关参与机构控制风险敞口，平抑投资业绩波动。

互换便利（SFISF）操作细则的制度设计精准触及了非银机构的痛点，最大程度上打消了非银机构参与互换便利操作的顾虑。对于非银机构而言，互换便利操作提供了新的杠杆经营模式，有助于非银机构扩大权益投资规模、提升投资收益率，进而推升公司 ROE 中枢。此外，互换便利操作逆周期调节的特征较为显著，有助于增强非银机构的融资能力，有助于非银机构更好发挥机构投资者资本市场稳定器的作用，有助于为资本市场引入增量资金、提高整体流动性，进而增强资本市场的内在稳定性。

根据央行及证监会披露的信息，互换便利（SFISF）操作首批申请额度已超 2000 亿元，占首期总额度的 40%。目前共有 17 家证券公司及 3 家基金公司获准参与互换便利操作，分别为中信证券、中金公司、国泰君安、华泰证券、申万宏源、广发证券、财通证券、光大证券、中泰证券、浙商证券、国信证券、东方证券、银河证券、招商证券、东方财富证券、中信建投、兴业证券、华夏基金、易方达基金、嘉实基金。

### 1.2.2. 股票回购增持再贷款

《关于设立股票回购增持再贷款有关事宜的通知》向参与股票回购增持再贷款各方明确业务流程、操作要素、交易双方权利义务等内容。

**表 3:《关于设立股票回购增持再贷款有关事宜的通知》的核心内容**

参与方	核心要点	主要内容
上市公司及 主要股东	基本条件	1.上市公司应当符合《上市公司股份回购规则》第八条规定的条件（上市已满六个月；最近一年无重大违法行为；回购股份后具备持续经营能力和债务履行能力；回购股份后股权分布原则上应当符合上市条件；拟通过回购股份终止其股票上市交易的，应当符合证券交易所的相关规定），且不是已被实施退市风险警示的公司
		2.主要股东增持指主要股东通过集中竞价方式买入上市公司股票。主要股东原则上为上市公司持股5%以上股东，具备债务履行能力，且最近一年无重大违法行为
		3.对不同所有制上市公司一视同仁。鼓励中央企业发挥带头作用
	专用账户	申请贷款的上市公司和主要股东应当开立单独的专用证券账户，专门用于股票回购和增持
金融机构	放贷主体	国家开发银行，各政策性银行、国有商业银行，中国邮政储蓄银行，各股份制商业银行等 21 家全国性金融机构
	贷款条件	21 家金融机构自主决策发放贷款的条件及是否发放贷款，自担风险。发放贷款应当以上市公司已正式披露的回购方案或股东增持计划为前提，纳入对其的统一授信；贷款金额不得高于回购增持资金的一定比例
	贷款利率	按照利率优惠原则，合理确定贷款利率，原则上不超过 2.25%，豁免执行利率自律约定
	贷款管理	确保贷款资金“专款专用，封闭运行”。在贷款全部清偿前，资金账户不允许支取现金或对外转账
	内部控制	21 家金融机构应当按照内控优先、制度先行原则，建立完善相关制度和内部控制措施，加强相关业务风险管理
	沟通联动机制	21 家金融机构发放贷款前，应及时将贷款对象、金额、期限、利率、用途等有关信息抄送央行、金监局、证监会
央行	再贷款要素	21 家金融机构按规定向上市公司和主要股东发放股票回购增持贷款的，可向中国人民银行申请再贷款。再贷款首期总额度 3000 亿元，年利率 1.75%，期限 1 年，可视情况展期
	再贷款流程	再贷款按季度发放。对于符合要求的贷款，按贷款本金的 100%向 21 家金融机构发放再贷款
	质押品	21 家金融机构需向中国人民银行提供合格债券或经中央银行内部评级达标的信贷资产作为质押品
	监督管理	证监会对回购增持专用账户、上市公司回购及主要股东增持的行为进行监管 金监局对 21 家金融机构发放贷款用于上市公司回购和主要股东增持的行为进行监督管理 央行对再贷款资金的使用加强监管

资料来源：中国人民银行、中国证监会、中原证券研究所

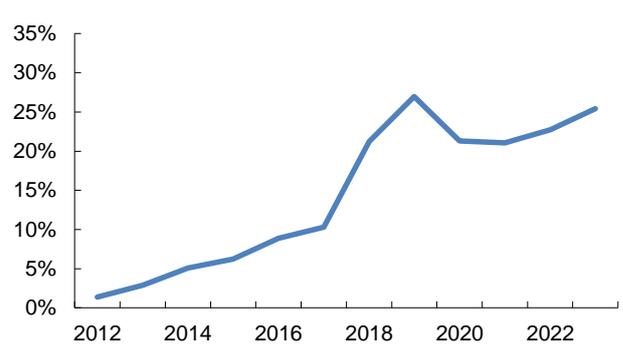
A 股市场上市公司的股票回购起步较晚，2012 年前主要以个案为主。2012 年证监会发布《关于进一步落实上市公司现金分红有关事项的通知》后，A 股市场上市公司的市场化股票回购行为才开始迈入增长的快车道。根据 Wind 的数据进行统计，2012-2023 年，A 股当年实施过股票回购的上市公司数量由 2012 年的 34 家显著增长至 2023 年的 1298 家，实施股票回购的上市公司占比由 1.36%显著增长至 2023 年的 25.42%。整体看，2018 年以来，A 股上市公司的回购意识明显增强，当年实施过股票回购的上市公司数量在 2023 年创历史新高。

图 1：2012-2023 年实施股票回购的上市公司数量



资料来源：Wind、中原证券研究所

图 2：2012-2023 年实施股票回购上市公司数量占比

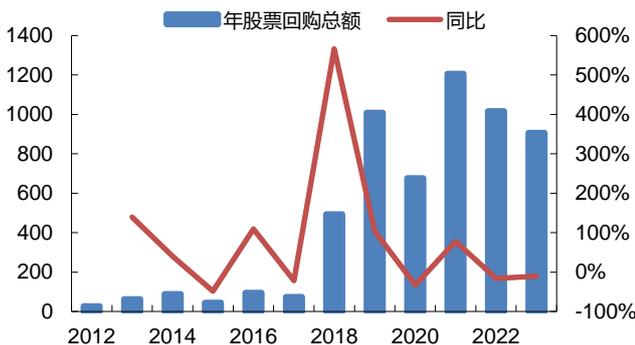


资料来源：Wind、中原证券研究所

根据 Wind 的数据进行统计，A 股市场的股票回购总额由 2012 年的 26.35 亿元显著增长至 2023 年的 907.20 亿元，绝对额增逾 34 倍；2021 年 A 股市场的股票回购总额曾一度达到 1207.13 亿元的历史峰值，较 2012 年增逾 45 倍。整体看，2012-2017 年 A 股市场的股票回购规模在百亿元下方震荡，2018-2019 年由百亿级快速增长至千亿级，实现了数量级的跨越，2019-2023 年则在千亿元上下震荡，并未形成持续增长的趋势。针对实施过股票回购的上市公司进行统计，2012-2023 年 A 股上市公司的年平均回购金额仅在 2021 年达到 1.24 亿元，其他年份均在亿元以下，同样未形成持续增长的趋势。

虽然近年来 A 股上市公司的回购意识明显增强且实施过股票回购的上市公司数量创历史新高，但大多数为一次性行为，缺乏对于股票回购的长远规划，导致 A 股市场股票回购的规模尚未形成趋势性增长，上市公司整体回购行为的持续性、活跃度以及回购规模均较成熟市场存在十分显著的差距。

图 3：2012-2023 年 A 股市场股票回购总额（亿元）



资料来源：Wind、中原证券研究所

图 4：2012-2023 年 A 股上市公司年平均回购额（亿元）



资料来源：Wind、中原证券研究所

股票回购增持再贷款明确首期总额度 3000 亿元，21 家金融机构贷款年利率不超过 2.25%，央行再贷款利率 1.75%，能够有效降低上市公司进行回购增持的融资成本。上市公司回购股票和主要股东增持股票的基本条件较为宽松，对不同所有制上市公司一视同仁，鼓励中央企业发挥带头作用，能够为上市公司提供多元化的市值管理工具，引导上市公司树立市值管理观念、强化投资者回报意识。股票回购增持再贷款作为创新型的货币政策工具，有助于 A

股市场回购增持规模的持续增长，有助于改善投资者预期、增强投资者信心，有助于相关上市公司稳定及提振股价，进而维护资本市场平稳运行。

根据《中国证券报》11月28日刊文《上市公司获“回购增持贷”持续增加》，截至11月27日，共161家上市公司披露获得“回购增持贷”支持。161家上市公司中，涉及回购贷款支持的有118家上市公司，涉及增持贷款支持的有49家上市公司，部分公司涉及双重贷款支持，涉及金额合计373.92亿元。

### 1.3. 市值管理指引实施，引导上市公司切实提升投资者回报

11月15日，为进一步引导上市公司关注自身投资价值，切实提升投资者回报，证监会发布《上市公司监管指引第10号——市值管理》，要求上市公司牢固树立以投资者为本的意识，推动上市公司投资价值充分反映上市公司质量。

**表 4: 《上市公司监管指引第 10 号——市值管理》的核心内容**

核心要点	主要内容
明确市值管理的定义	市值管理是指上市公司以提高公司质量为基础，为提升公司投资价值和股东回报能力而实施的战略管理行为
市值管理的方式	依法依规运用并购重组、股权激励、员工持股计划、现金分红、投资者关系管理、信息披露、股份回购等方式促进上市公司投资价值合理反映上市公司质量
主体责任义务	一是董事会应当重视上市公司质量的提升，在各项重大决策和具体工作中充分考虑投资者利益和回报。二是董事长应当做好相关工作的督促、推动和协调，董事和高级管理人员应当积极参与提升上市公司投资价值的各项工作。三是董事会秘书应当做好投资者关系管理和信息披露等相关工作。四是控股股东可以通过股份增持等方式提振市场信心
主要指数成分股公司	主要指数成分股公司是指中证 A500 指数、沪深 300 指数、科创板 50 指数、科创板 100 指数、创业板指数、创业板中盘 200 指数、北证 50 成份指数成分股公司 主要指数成份股公司应当制定市值管理制度，明确具体职责分工等，经董事会审议后披露市值管理制度的制定情况，并在年度业绩说明会中就制度执行情况进行专项说明
长期破净公司	长期破净公司是指股票连续 12 个月每个交易日的收盘价均低于其最近一个会计年度经审计的每股归属于公司普通股股东的净资产的上市公司 长期破净公司应当披露估值提升计划，市净率低于所在行业平均水平的长期破净公司还应在年度业绩说明会中就估值提升计划执行情况进行专项说明
明确禁止事项	明确要求上市公司及其控股股东、实际控制人、董事、高级管理人员等切实提高合规意识，不得在市值管理中出现操纵市场、内幕交易、违规信息披露等各类违法违规、损害中小投资者合法权益的行为

资料来源：中国证监会、中原证券研究所

2023 年以来，全面深化资本市场改革的重心逐步由融资端转向投资端，着力恢复资本市场的投资功能，增强投资者的获得感。市值管理指引旨在从根本上解决当前部分上市公司投资价值未被合理反应，进而影响投资者信心和资本市场稳定的问题。市值管理指引就主要指数成份股公司和长期破净公司作出特殊规定，要求主要指数成份股公司制定市值管理制度，有助于

低估值的指数成分股进行估值修复，并带动主要指数进入上升趋势，为资本市场稳定运行创造良好氛围；要求长期破净公司应当披露估值提升计划，有助于提升上市公司质量、增强上市公司的可投性。市值管理指引压实了上市公司市值管理主体责任，有助于强化资本市场的投资功能，有助于切实提升投资者回报能力和水平，并为资本市场长期稳定健康发展奠定坚实基础。

## 2. 2024 年前三季度行业经营业绩降幅逐季收窄，并购重组持续推进

### 2.1. 2024 年前三季度证券行业经营业绩回顾：同比降幅逐季收窄

#### 2.1.1. 证券行业资本实力增速明显放缓

根据中国证券业协会的统计，截至 2024 年 6 月 30 日，共有 147 家证券公司，总资产为 11.75 万亿元、净资产为 3.01 万亿元、净资本为 2.23 万亿元，较 2023 年底分别-0.68%、+2.03%、+2.29%。（协会暂未公布 2024 年三季度行业相关数据）

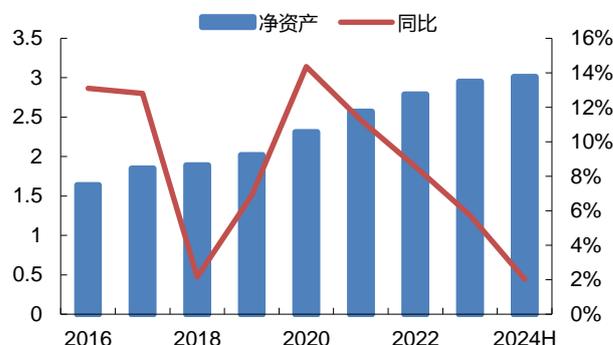
2024 年上半年证券行业资本实力增速明显放缓，其中，行业总资产在 2016 年后首次出现微幅回落；净资产、净资本虽然续创历史新高，但增速明显收敛。24H 行业总资产增幅低于净资产增幅，行业整体杠杆率在近年来持续走高后有所下降。

图 5：证券行业总资产（万亿元）微幅回落



资料来源：中国证券业协会、中原证券研究所

图 6：证券行业净资产（万亿元）续创历史新高



资料来源：中国证券业协会、中原证券研究所

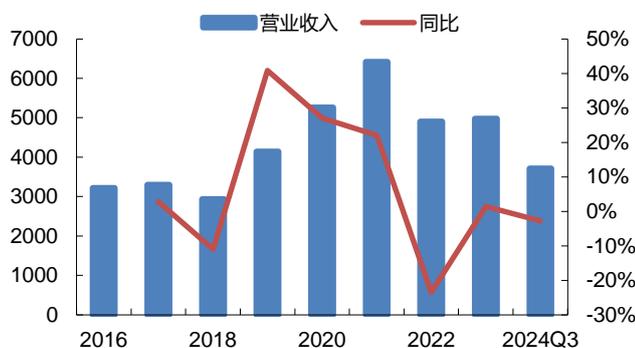
#### 2.1.2. 证券行业经营业绩一度出现明显下滑，随后降幅逐季收窄

根据上市券商合并财务报表，2024 年前三季度 43 家单一证券业务上市券商营业收入同比-2.75%，归母净利润同比-5.93%。从一季报、半年报的情况看，上市券商营收/归母净利润的同比增幅分别为-21.55%/-31.69%、-12.69%/-21.92%，2024 年前三季度上市券商的整体经营业绩一度出现较为明显的下滑，随后降幅逐季收窄。2024 年前三季度上市券商经营业绩降幅逐季收窄主要受自营业务大幅波动的影响，经纪、投行、资管业务手续费净收入及利息净收入尚未实现明显改善。

2024 年前三季度上市券商的经营业绩主要有两个特点，一是上市券商的经营业绩受股债

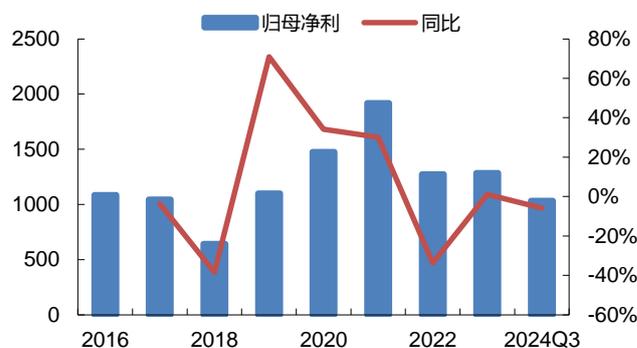
二级市场、特别是权益二级市场波动的影响仍十分显著，受三季度末权益市场阶段性反转的提振，大多数上市券商的经营业绩较 24H 实现快速改善；二是头部券商之间、中小券商之间均出现较为明显的业绩分化现象，投行业务收入的同比基数、是否开展了方向性权益自营业务是主因，中小券商业绩同比变动的跨度更大。

图 7：2024Q3 上市券商营业收入（亿元）小幅下滑



资料来源：Wind、中原证券研究所

图 8：2024Q3 上市券商归母净利润（亿元）小幅回落



资料来源：Wind、中原证券研究所

表 5：2024 年前三季度 43 家单一证券业务上市券商归母净利润（合并报表，亿元）概况

上市券商	归母净利润	同比	上市券商	归母净利润	同比	上市券商	归母净利润	同比
中信证券	167.99	2.35%	财通证券	14.72	-1.93%	山西证券	5.33	57.83%
华泰证券	125.21	30.63%	长江证券	14.34	19.54%	中泰证券	5.03	-73.45%
国泰君安	95.23	10.38%	兴业证券	13.20	-16.51%	西南证券	4.83	-15.29%
招商证券	71.50	11.68%	浙商证券	12.65	-4.92%	东北证券	4.74	-17.78%
中国银河	69.64	5.46%	华安证券	11.43	19.18%	国联证券	3.96	-45.53%
广发证券	67.64	16.43%	长城证券	10.98	-9.46%	财达证券	3.70	-33.24%
国信证券	48.79	0.10%	东兴证券	9.43	100.73%	华林证券	3.02	61.65%
中信建投	42.97	-24.49%	国金证券	8.94	-27.70%	华西证券	2.54	-31.90%
申万宏源	38.50	-11.44%	信达证券	8.85	-18.49%	国海证券	1.84	-53.04%
东方证券	33.02	15.57%	首创证券	7.50	63.10%	中原证券	1.63	-21.49%
中金公司	28.58	-37.97%	西部证券	7.29	-16.82%	太平洋	1.36	-45.71%
光大证券	19.90	-54.33%	南京证券	6.96	22.55%	天风证券	-5.36	-226.43%
方正证券	19.65	1.51%	中银证券	6.61	-18.48%	海通证券	-6.59	-115.21%
东吴证券	18.32	4.93%	红塔证券	6.52	203.85%			
国元证券	15.70	10.07%	第一创业	6.41	95.45%			

资料来源：Wind、中原证券研究所

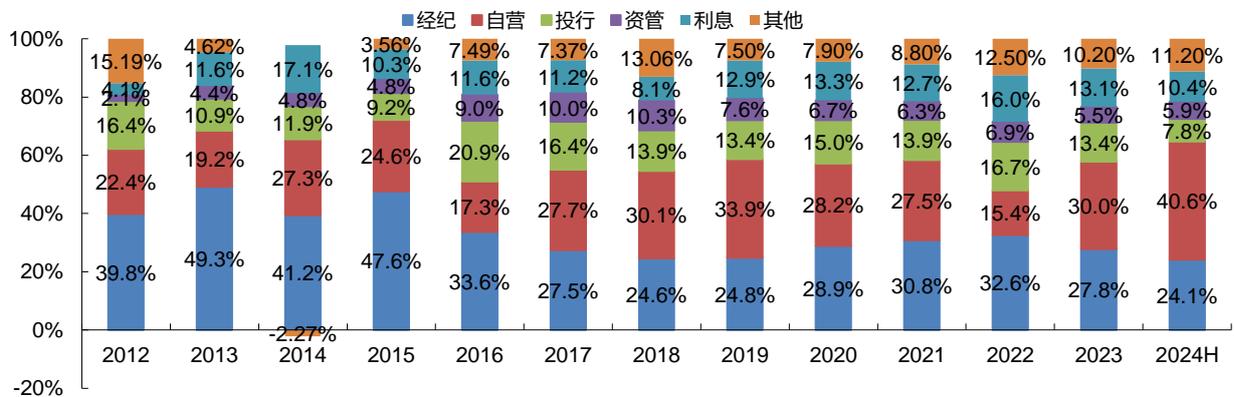
### 2.1.3. 24H 自营业务占比创近十年新高，其他多项业务占比出现回落

根据中国证券业协会公布的行业经营数据进行统计，2024 年上半年行业经纪、自营、投行、资管、利息、其他净收入占比分别为 24.1%、40.6%、7.8%、5.9%、10.4%、11.2%。2023 年行业经纪、自营、投行、资管、利息、其他净收入占比分别为 27.8%、30.0%、13.4%、5.5%、13.1%、10.2%。

24H 行业自营业务收入占比在 2023 年回升至近十年次高位的基础上进一步提高，并创近十年新高，而其他多项业务占比则出现不同程度的下降。其中，经纪业务净收入占比在 2023 年降至近十年次低位的基础上进一步下降，并创近十年新低；投行业务净收入占比的绝对降幅最大，并同步降至近十年新低；资管业务净收入占比虽然小幅提高，但仍处于 2016 年以来的次低位；利息净收入占比降至 2016 年以来最低。

24H 行业经纪、自营、利息三个与二级市场行情高度正相关的业务净收入合计占比为 75.1%，较 2023 年进一步回升，并达到 2016 年以来最高，主要由自营业务收入占比创近十年新高所带动，证券行业仍展现出较强的周期属性。

图 9：2012-2024H 证券行业收入结构



资料来源：中国证券业协会、中原证券研究所

注：经纪=代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）+投资咨询业务净收入；投行=证券承销与保荐业务+财务顾问业务净收入

## 2.2. 证券行业并购重组持续推进

继 2023 年中央金融工作会议指出“培育一流投资银行和投资机构”以及随后证监会表态“支持头部证券公司通过并购重组等方式做优做强”后，2024 年新“国九条”在第五条加强证券基金机构监管，推动行业回归本源、做优做强中再度指出“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”。《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）》同步指出“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”。2023 年四季度以来，政策面支持证券行业并购重组的窗口期已经开启，鼓励头部机构通过并购重组做优做强的政策导向已经较为明确。

### 2.2.1. 中型上市券商是本次政策窗口开启后尝试并购重组的先锋

相较头部券商，中型上市券商在资本实力、业务资源、专业能力等方面均显不足，面临较大的发展压力和挑战；同时，中型上市券商普遍属于区域型券商，具备良好的股东背景和区域优势，部分公司近年来在探索差异化发展、特色化经营已初显成效，并积累了一定的比较竞争优势，做大做强的诉求更为强烈。在能够产生协同效应的前提下，并购重组是整合业务资源、

提升专业能力的重要方式，能够帮助中型券商快速补齐业务及区域布局的短板、优化业务结构、提升盈利能力及业绩稳定性、增强公司的整体竞争力、提高公司的整体行业地位。2024年上半年，已有国联证券、浙商证券、西部证券公告并购或拟并购民生证券、国都证券、国融证券全部或部分股权，中型券商已成为本次政策窗口开启后尝试并购重组的先锋。

**表 6：2024 年上半年中型上市券商并购重组事件汇总**

并购方	被并购方	并购股份比例	并购方式	交易价格（亿元）	并购进展
国联证券	民生证券	99.26%	发行股份购买	294.92	监管审核阶段
浙商证券	国都证券	34.2546%	协议转让/竞拍 现金支付	协议转让 29.84 竞拍 21.44	证监会已核准
西部证券	国融证券	64.5961%	协议转让 现金支付	38.25	董事会通过

资料来源：相关上市券商公告、中原证券研究所

### 2.2.2. 头部券商的并购重组终现破局

近年来头部券商整体经营稳健，行业集中度维持高位，头部券商之间的体量较为接近、业务布局相似、整体实力差距并不显著，简单通过市场化的方式进行并购重组难以有效解决后期整合难度大的问题。此外，头部券商主要由中央部委、央企、北京及上海地方政府所实控，头部券商之间的并购重组尚需相关政策针对组织架构、人员系统、管理模式等后期整合的难点痛点作出进一步指引。基于以上两点因素，虽然政策鼓励头部券商通过并购重组做优做强，但头部券商对于并购重组的态度整体较为谨慎。2024年下半年，国信证券公告拟收购万和证券，头部券商并购重组破冰；国泰君安拟吸收合并海通证券则引发市场的高度关注，头部券商的并购重组终现破局。

**国信证券拟收购万和证券 96.08% 股份。**8月22日，国信证券公告拟以发行 A 股股份的方式购买万和证券控制权。9月25日，国信证券发布发行股份购买资产暨关联交易预案，拟通过发行 A 股股份的方式向深圳资本、鲲鹏投资等 7 名交易对方购买其合计持有的万和证券 96.08% 股份，交易价格尚未最终确定。截至 2023 年底，万和证券总资产 131.62 亿元、净资产 54.47 亿元；2023 年实现营业收入 4.99 亿元，实现归母净利 0.59 亿元。万和证券各项业务规模偏小且业务优势并不明显，整体实力处于行业尾部。万和证券地处海南，收购万和证券有助于国信证券进一步巩固在华南地区的优势地位。此外，国信证券与万和证券的实际控制人均为深圳市国资委，本次并购属于同一地方国资实控人下不同券商之间的整合。由于国信证券和万和证券的体量差距较为显著，本次并购虽然是头部券商并购重组的破冰事件，但并未引发市场的过多关注。

表 7: 2021-2023 年国信证券、万和证券主要财务指标及各分项收入情况 (合并报表, 亿元)

项目	2021		2022		2023	
	国信证券	万和证券	国信证券	万和证券	国信证券	万和证券
总资产	3623.01	162.32	3943.31	146.44	4629.60	131.62
净资产	969.27	56.99	1068.85	53.95	1104.60	54.47
营业收入	238.18	9.93	158.76	1.81	173.17	4.99
归母净利润	101.15	3.43	60.88	-2.15	64.27	0.59
经纪业务净收入	71.95	1.16	51.29	1.03	43.55	0.88
投行业务净收入	19.79	0.57	18.16	0.42	13.63	0.79
资管业务净收入	2.43	0.08	3.21	0.10	4.96	0.13
投资收益 (含公允价值变动)	91.76	7.72	43.01	-0.33	66.16	2.83
利息净收入	21.11	0.30	18.30	0.31	17.48	0.28

资料来源: Wind、中原证券研究所

**国泰君安拟吸收合并海通证券。**9月6日, 国泰君安、海通证券同时发布公告, 国泰君安拟通过向海通证券全体 A 股、H 股股东发行 A 股、H 股股份的方式吸收合并海通证券并发行 A 股股份募集配套资金。11月21日, 两家公司同时发布公告, 上海市国资委原则同意本次交易的总体方案。同时, 两家公司同时发布《国泰君安换股吸收合并海通证券并募集配套资金暨关联交易报告书(草案)》, 合并后公司将采用新的公司名称, 本次交易完成后, 海通证券将终止上市并注销法人资格; 同时, 明确了过渡期安排, 双方的资产、业务、人员、运营等各方面应保持稳定, 且相互独立, 双方均应遵循以往运营惯例和经营方式持续独立经营。按照 2023 年上市券商的各项数据进行统计, 国泰君安完成对海通证券的吸收合并后, 新公司的总资产、净资产将上升至行业第 1 位, 营业收入、归母净利润将分别上升至行业第 2 位、第 3 位, 经纪业务净收入、投行业务净收入、资管业务净收入、投资收益 (含公允价值变动)、利息净收入将分别上升至行业第 1 位、第 1 位、第 3 位、第 4 位、第 1 位。

表 8: 2021-2023 年国泰君安、海通证券主要财务指标及各分项收入情况 (合并报表, 亿元)

项目	2021		2022		2023	
	国泰君安	海通证券	国泰君安	海通证券	国泰君安	海通证券
总资产	7912.73	7449.25	8606.89	7536.08	9254.02	7545.87
净资产	1506.37	1777.55	1638.26	1776.22	1733.78	1748.00
营业收入	428.17	432.05	354.71	259.48	361.41	229.53
归母净利润	150.13	128.27	115.07	65.45	93.74	10.08
经纪业务净收入	95.05	60.24	76.43	46.73	67.90	38.30
投行业务净收入	40.62	49.25	43.11	41.79	36.88	34.21
资管业务净收入	17.92	36.64	16.48	22.53	40.97	19.14
投资收益 (含公允价值变动)	119.78	123.29	77.79	-2.47	95.05	10.25
利息净收入	55.91	66.21	47.65	62.10	28.03	40.89

资料来源: Wind、中原证券研究所

国泰君安换股吸收合并海通证券标志着头部券商之间的并购重组终现破局, A+H 换股方案也为未来的并购重组提供了案例借鉴。但是需要指出的是, 本次头部券商之间的并购案例仍具有较强的特殊性, 即海通证券近年来存在内控失效、业绩明显下滑等问题。此外, 并购重组

的后期整合工作涉及并购双方的组织架构、人员配置、岗位取舍、治理结构、经营策略、资源统合、文化融合等方方面面，是复杂的系统性工程。纵观各行各业的并购重组，失败案例往往并不在于并购重组活动本身，而在于后期的整合能否达到预期效果。根据两家公司的相关公司，在吸收合并完成后，国泰君安、海通证券将在新公司下分别独立运营，未来能否真正实现完全整合且在各个业务领域形成协同效应尚存在较大不确定性。整体看，头部券商之间的并购重组能否持续破局尚需更加具备代表性的案例出现，进而产生示范引领效应。

### 2.3. 从券商风控指标正式稿优化看行业监管政策导向

9月20日，证监会修订发布《证券公司风险控制指标计算标准规定》，于2025年1月1日起正式施行。正式发布的《证券公司风险控制指标计算标准规定》与去年年底的征求意见稿相比，对个别指标的计算标准进行了进一步优化。

表 9: 《证券公司风险控制指标计算标准规定》正式稿与征求意见稿相比进行的改动

计算表	项目	正式稿计算标准改动
风险资本准备 计算表	<b>1.市场风险准备</b>	
	其中：(1) 权益类证券及其衍生品规模	由 10%下调至 8%
	上海 180 指数、深圳 100 指数、沪深 300 指数、中证 500 指数成份股	
	一般上市股票	由 30%下调至 25%
	(2) 非权益类证券及其衍生品规模	新增项目，5%
	集合及信托等产品 其中：现金管理类理财产品	
	<b>3.信用风险资本准备</b>	新增项目，5%
	非全额保证金的权益互换	
	<b>4.特定风险资本准备</b>	
	证券公司资产管理业务	由 0.8%上调至 3%
表内外资产总额 计算表	单一资管计划 其中：投资其他非标资产	
	集合资管计划 其中：投资其他非标资产	由 3%上调整 5%
	私募证券投资基金服务	新增项目，0.2%
	其中：私募证券投资基金托管业务	
	黄金租借业务	新增项目，2%
	表外项目	由 0.3%上调至 0.5%
	<b>2.资产管理业务</b>	
	优质流动资产	
	其中：上海 180 指数、深圳 100 指数、沪深 300 指数、中证 500 指数成分	由 40%上调至 50%
	股及宽基指数类 ETF	
净稳定资金率 计算表	可用稳定资金	新增项目 连续三年 A 类 AA 级以上
	<b>3.剩余存续期大于等于 6 个月小于 1 年的借款和负债</b>	(含) 为 20%，连续三年 A 类为 10%，其余为 0%

资料来源：中国证监会、中原证券研究所

正式稿对个别指标进行优化体现了以下监管政策导向，一是下调权益方向性投资业务的风险准备计提标准（代表性指数成份股由 10%下调至 8%，一般股票由 30%下调至 25%），上调

代表性指数成分股和宽基类 ETF 的优质流动性资产折算率（由 40%调至 50%），引导证券公司优化业务结构和资产配置，提升资本使用效率。二是新增对现金管理类理财产品、私募证券投资基金托管和黄金租借业务的风险资本准备计提标准，对证券公司所有业务活动纳入风险控制指标约束范围，提升风险控制指标体系的完备性。三是新增非全额保证金权益互换的风险资本准备计提标准，对创新业务和风险较高的业务从严设置风险控制指标计算标准，加强对场外衍生品业务的监管。四是上调资管业务投向非标资产的风险资本准备计提标准，在加强监管的同时引导资管业务投向标准化资产。五是下调短期负债的可用稳定资金计算标准，并根据分类评价结果实施差异化计算标准，根据证券公司风险管理水平、业务风险特征和期限匹配性，合理完善计算标准，提升风险控制指标的科学性和有效性。

本次《证券公司风险控制指标计算标准规定》的修订发布，旨在加快推进建设一流投资银行和投资机构，进一步完善证券公司风险控制指标体系，推动证券公司落实全面风险管理要求，促进证券公司高质量发展。风控指标优化有助于引导证券公司走资本集约型的发展道路，有助于优质券商拓展资本空间、提升经营杠杆率和 ROE 水平，有助于证券公司增强服务实体经济和居民财富管理的能力，有助于证券公司成为促进资本市场健康稳定高质量发展的中坚力量。

### 3. 2025 年证券行业经营业绩展望：有望进入新一轮上升周期

#### 3.1. 经纪业务：景气度有望回升至近年来的高位

##### 3.1.1. 经纪业务 2024 年回顾

日均股票成交量在第四季度由降转升。根据 Wind 的数据进行统计，2024 年前三季度全市场日均股票成交量为 7975 亿，较 2023 年全年-9.11%，同比-10.61%；前三季度全市场股票成交总量为 144.35 万亿元，同比-11.10%。三季度末 A 股市场明显反弹修复以来，日均成交量快速摆脱了前三季度持续缩量的趋势，出现显著放量。其中，9 月 30 日、10 月 8 日全市场日均成交量一度达到 2.61 万亿元、3.49 万亿元，连续刷新 A 股历史成交天量。四季度以来（截至 11 月 29 日），全市场日均成交量为 1.99 万亿元，不仅显著高于前三季度全市场 7975 亿元的日均成交水平，还显著高于 2021 年 1.06 万亿元的年度日均成交天量水平。如果四季度全市场日均成交量能够保持在 2 万亿元，则 2024 年全年日均成交量将达到 1.09 万亿元，并将创 A 股年度日均成交量历史新高。

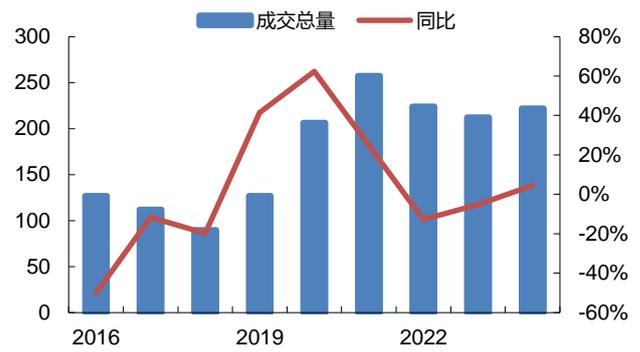
截至 11 月 29 日，2024 年全市场日均股票成交量为 1.01 万亿元，较 2023 年全年 +15.0%，已由前三季度的下滑转为明显回升；成交总量为 221.95 万亿元，已超越 2023 年全年水平，行业代理买卖证券业务景气度于四季度出现反转。

图 10: 1-11 月日均股票成交量 (亿元) 明显回升



资料来源: Wind、中原证券研究所

图 11: 1-11 月股票成交总量 (万亿元) 已超去年全年

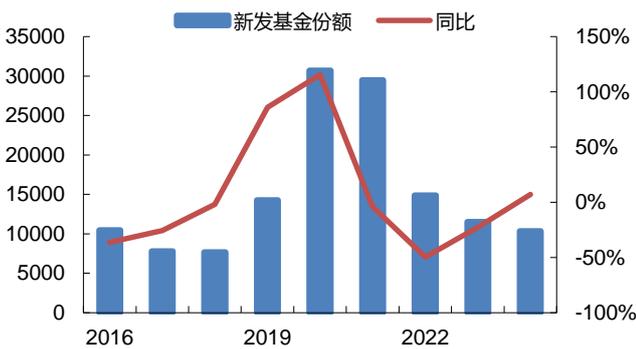


资料来源: Wind、中原证券研究所

**2024 年上半年行业平均净佣金率降幅有所扩大。**根据中国证券业协会公布的行业经营数据, 2024 年上半年行业共实现代理买卖证券业务净收入 (含交易单元席位租赁) 464.45 亿元。由此计算, 2024 年上半年行业平均净佣金率为 2.30‰ (万分之 2.30), 较 2023 年下滑 12.55%, 降幅较 2023 年有所扩大。

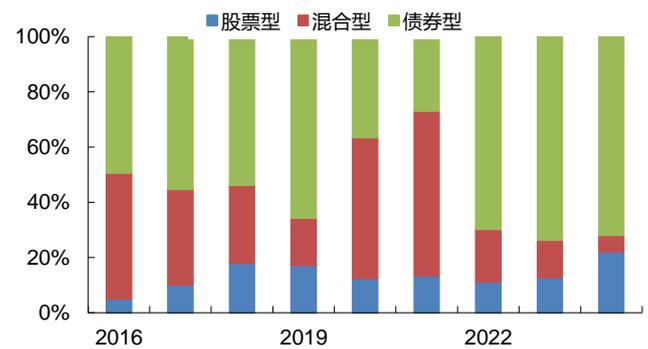
**2024 年 1-11 月新发基金规模同比回暖。**根据 Wind 的数据进行统计, 2024 年 1-11 月新发基金份额为 10336.41 亿份 (认购截止日), 同比回升 7.19%。股票型、混合型、债券型新发基金占比分别为 21.42%、5.93%、69.86%, 股票+混合型新发占比较 2023 年+1.91pct, 债券型新发占比维持高位。其中, 11 月股票型新发基金份额为 997.96 亿份, 单月新发规模达到前 10 个月的 82.07%, 从而带动了股票+混合型新发规模占比以及新发基金整体规模的回升。

图 12: 1-11 月新发基金规模 (亿份) 同比回暖



资料来源: Wind、中原证券研究所

图 13: 1-11 月股票+混合型新发基金占比有所回升

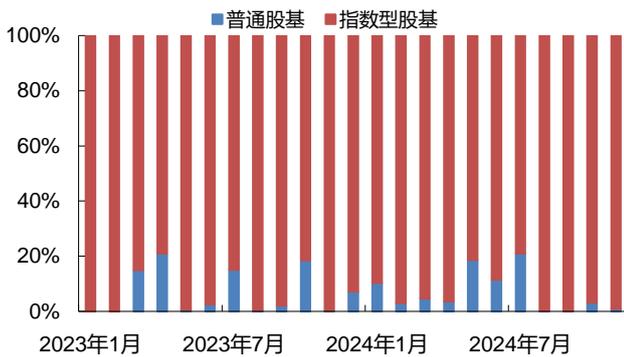


资料来源: Wind、中原证券研究所

**股票型新发基金的回暖主要由被动指数型基金所带动, 主动股基的发行依然低迷。**根据 Wind 的数据进行统计, 2024 年以来股票型新发基金中, 普通股票型新发占比延续了近年来低迷的态势, 1-11 月月均发行占比仍维持在不足 10% 的低位。11 月股票型基金新发规模阶段性快速回升, 而普通股票型基金的新发占比仍不足 10%, 被动指数型股基的新发占比超过 99%, 显示股票型新发基金的回暖主要由被动指数型基金所带动, 而主动股票型基金的发行尚未出现改善。

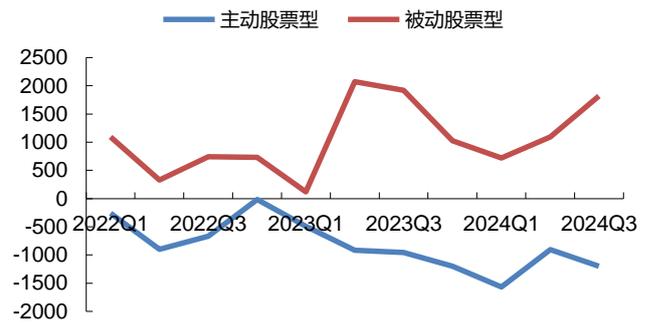
申购赎回净额方面，根据 Wind 的数据进行统计，2022 年以来主动股票型基金（包括普通股票型、偏股混合型、平衡混合型、灵活配置型）连续 11 个季度出现净赎回，特别是 2024 年前三季度主动型股票基金的净赎回份额进一步扩大；被动股票型基金则连续 11 个季度出现净申购，特别是 2023 年二季度以来被动股票型基金的净申购规模持续保持在高位水平。新“国九条”明确指出，建立交易型开放式指数基金（ETF）快速审批通道，推动指数化投资发展。在顶层设计的引导下，被动型权益基金喜迎快速发展的机遇期，并带动权益类基金的整体规模企稳回升。

图 14：被动指数型在股票型新发基金中占据主导



资料来源：Wind、中原证券研究所

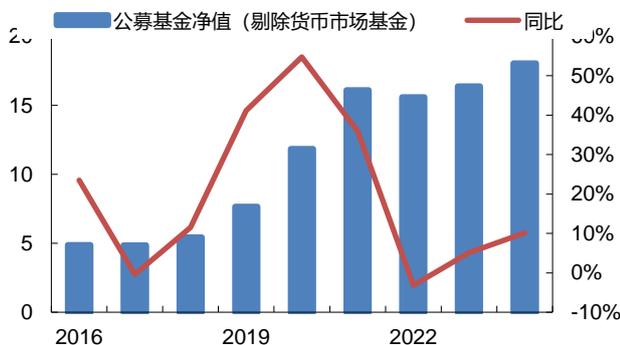
图 15：被动股票型基金净申购规模（亿份）维持高位



资料来源：Wind、中原证券研究所

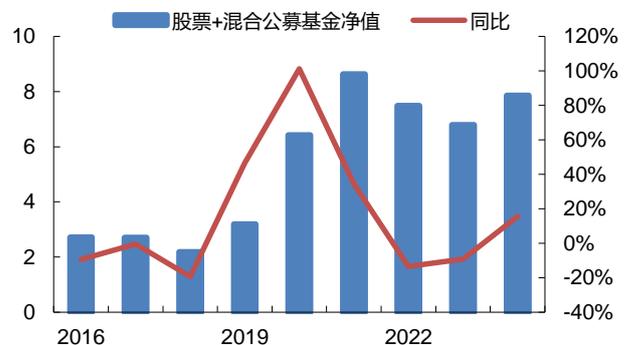
截至 2024 年 10 月底权益类公募基金净值快速回升。根据中国证券投资基金业协会的数进行统计，截至 2024 年 10 月底，剔除货币市场基金后的公募基金、股票+混合公募基金净值分别为 18.04 万亿元、7.85 万亿元，较 2023 年底分别+10.13%、+15.61%。新“国九条”明确指出，大力发展权益类公募基金，大幅提升权益类基金占比。得益于被动股票型基金新发规模与净申购规模的同步增长，以及三季度末以来权益市场的明显修复，权益类公募基金的净值增幅 2021 年以来首次超越公募基金整体净值的增幅，权益类基金占比企稳回升。

图 16：公募基金净值（万亿元）保持持续增长



资料来源：中国证券投资基金业协会、中原证券研究所

图 17：权益类公募基金净值（万亿元）快速回升

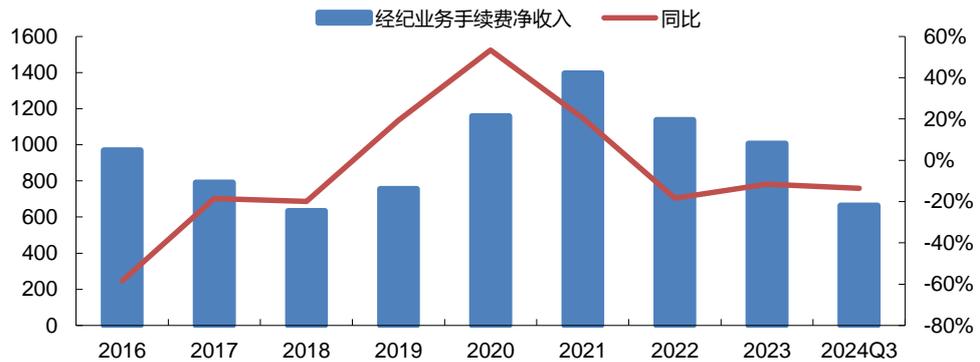


资料来源：中国证券投资基金业协会、中原证券研究所

2024 年前三季度上市券商经纪业务手续费净收入出现持续下滑。根据各公司合并财务报表，2024 年前三季度 43 家单一证券业务上市券商共实现合并口径经纪业务手续费净收入 664.39 亿元，同比-13.58%，连续第三年出现下滑且降幅有所扩大。前三季度上市券商经纪

业务持续承压的原因，一是第三季度日均股票成交量一度萎缩至 5000 亿元左右的近年来地量水平，叠加行业平均净佣金率保持下行趋势，导致零售经纪业务景气度降至近年来的低位；二是量化私募受监管与策略有效性降低等因素的影响进入阶段性收缩期，叠加公募基金持续推进费率改革导致机构经纪业务承压较重；三是赚钱效应缺失导致权益类金融产品的代销持续处于低潮期，而固收产品销量的增长难以完全对冲权益产品代销收入的下滑。

图 18：24Q3 上市券商经纪业务手续费净收入（合并口径，亿元）同比持续下滑



资料来源：Wind、中原证券研究所

### 3.1.2. 经纪业务 2025 年展望

**日均成交量创历史新高的确定性较强。**三季度末以来 A 股市场成交显著放量主要由外生性因素和内生性因素两个方面共同推动。外生性因素方面，一是在本次 A 股反弹修复的前几个交易日，场外增量资金集中入市的迹象较为明显，预计该类资金的性质主要为维稳资金。二是在 A 股快速反弹的过程中，赚钱效应快速扩大，国庆节假期前后新开户投资者数量激增，部分储蓄资金阶段性集中流入权益市场。三是前三季度部分阶段性离场进入债市避险的原场内资金集中回流权益市场。四是目前两融余额已回升至 1.8 万亿元以上，较 9 月 23 日行情发动前两融余额 1.37 万亿元左右回升超过 4000 亿元，杠杆资金成为增量资金的重要组成部分。内生性因素方面，在 A 股市场实现明显修复的过程中，场内资金由被动持股逐步转为主动寻找投资机会，市场成交逐步恢复良性的内生增长功能。

按照目前市场的交投热度，2024 年全年的日均成交量已有望创历史新高，即使不能创历史新高，也将接近于 2021 年 1.06 万亿元的年度日均成交记录。因此，在“提振资本市场”、将资本市场作为提振经济增量政策“组合拳”的主基调下，当前空前活跃的市场交投情绪有望延续至 2025 年，市场成交有望保持良好的外生及内生性增长，2025 年全市场日均成交量创历史新高的确定性较强。

**行业平均净佣金率将保持缓步下行趋势。**首先，随着经纪业务向财富管理转型的不断深入，证券公司的获客目的已逐步从赚取交易通道费向投顾服务、金融产品配置以及基金投顾等财富管理业务收入、中高端客户的两融利息收入以及衍生品交易相关收入转变，各公司通过低佣策略争夺客户资源的动力依然较强。其次，基金业协会将公布新的年度市场平均股票交易佣

金率，由于近年来行业平均净佣金率持续下行，2025 年主动、被动股票型公募基金均将进一步降低佣金率水平，公募降佣、大力发展指数化投资仍将持续成为行业平均净佣金率的主要压力点之一。预计 2025 年行业平均净佣金率将保持下行趋势，但降幅有望较 2024 年收窄。

**代销金融产品业务有望企稳回暖，但回升幅度预计将低于日均成交量的增幅。**预计 2025 年权益市场的整体表现将好于 2024 年，市场行情的改善将为金融产品的销售带来积极促进效应，代销金融产品业务有望逐步走出低谷、企稳回暖，但预计回升的幅度将低于日均成交量的增幅。一是四季度以来虽然股票+混合型新发基金规模触底回升，但主要由以中证 A500ETF 为代表的被动型基金所带动，主动股票型基金的发行情况依然低迷且存量产品持续处于净赎回状态，由于被动型股票基金的销售费用与主动型存在明显差距，相同的收入水平需对应更高的销售规模。二是固收市场处于历史高位，权益市场走强对于固收资金的牵引效应将抑制固收产品销售规模进一步增长的空间，进而抑制金融产品整体销售规模的增幅。

**2025 年经纪业务景气度有望回升至近年来的高位。**零售经纪业务方面，预计市场成交量增长带来的收入增量能够完全对冲行业平均净佣金率下滑造成的收入减量。机构经纪业务方面，虽然日均成交量创历史新高的确定性较强，但公募持续降佣叠加量化私募进入阶段性收缩期将抑制机构经纪业务企稳回升的空间。代销金融产品业务方面，企稳回暖、温和回升可期。整体看，2025 年行业经纪业务景气度有望回升至近年来的高位，零售经纪业务将成为主要驱动因素。

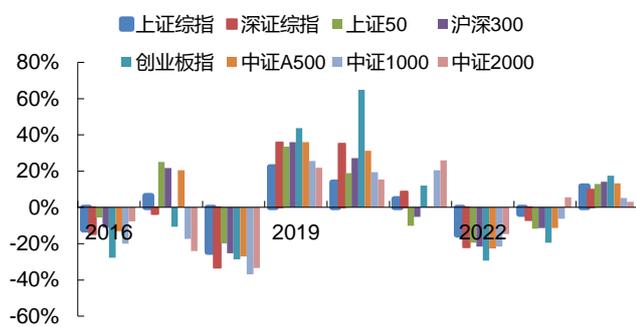
## 3.2. 自营业务：将决定行业整体经营业绩回升的高度

### 3.2.1. 自营业务 2024 年回顾

**权益弱势转强，固收牛市格局。**权益类自营业务方面，2024 年前三季度各权益类指数春节前的波动一度明显加大，春节后出现快速反弹，随后转为震荡分化，5 月后再度同步持续走弱，并于 9 月中旬逼近春节前低点；临近三季度末，各权益类指数出现快速反弹，并于四季度展开持续性的反弹修复行情，将前三季度跌幅尽数收复的同时出现不同程度的上涨，近三年来权益市场的弱势特征得到显著改观。截至 2024 年 11 月 29 日，上证指数上涨 11.82%、深证综指上涨 9.74%、上证 50 指数上涨 12.84%、沪深 300 指数上涨 14.15%、创业板指上涨 17.59%、中证 A500 指数上涨 13.26%、中证 1000 指数上涨 5.13%、中证 2000 指数上涨 2.99%。从各权益类指数年内的表现看，分化现象持续存在。其中，代表价值类风格的上证 50 指数、沪深 300 指数在前三季度市场整体弱势时表现相对强势，但在三季度末市场转强后表现明显转弱；代表赛道类成长风格的创业板成分指数前三季度表现较为弱势，三季度末以来反弹力度较强，整体格局明显转强；代表中小微市值类个股的中证 1000 指数、中证 2000 指数在年初大幅补跌后显著转弱，并一度出现较大幅度下跌，三季度末以来逐步将年内跌幅全部收复，近期表现在各权益类指数中最为强势。整体看，2024 年行业权益类自营业务的经营环境前三季度依然较为低迷，三季度末以来显著改善。

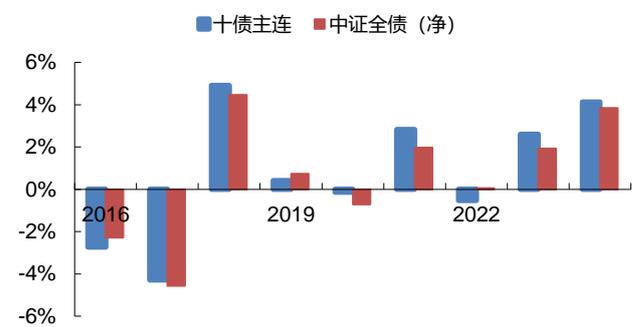
固定收益类自营业务方面，2024 年前三季度各固定收益类指数保持单边上涨的强趋势，持续刷新历史新高；三季度末，受权益市场由弱显著转强的影响，固收市场的振幅一度明显加大。进入四季度后，固定收益类指数在再度走强的同时出现较为罕见的分化。其中，十年期国债期货指数重回缓步震荡走高的趋势，对三季度末的明显波动进行了完全修复，并于近期再度创出历史新高，牛市格局依然较为鲜明；中证全债（净）指数的走势相对偏弱，较 9 月下旬的历史高点尚有明显空间。截至 2024 年 11 月 29 日，十年期国债期货指数上涨 4.12%，创指数设立以来最大年度涨幅；中证全债（净）指数上涨 3.84%，创 2019 年以来最大年度涨幅。整体看，2024 年行业固定收益类自营业务持续处于高景气度的状态，并贡献了年度投资收益的主要增量。

图 19：权益弱勢转强（截至 11 月 29 日收盘）



资料来源：Wind、中原证券研究所

图 20：固收牛市格局（截至 11 月 29 日收盘）



资料来源：Wind、中原证券研究所

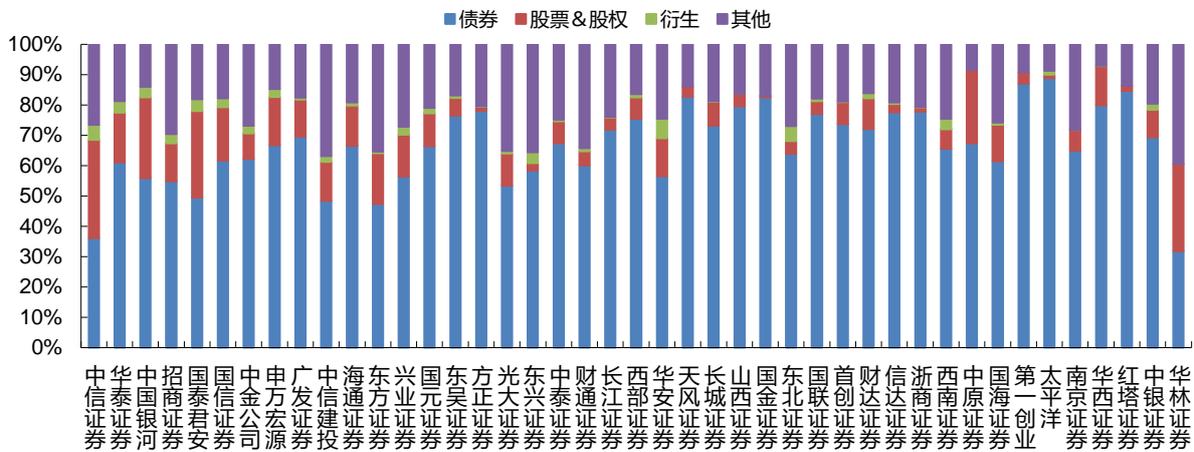
截至 2024H 上市券商泛自营资产配置以固收为主，股票&股权资产占比进一步下降。根据各公司 24H 合并财务报表，43 家单一证券业务上市券商泛自营业务中，债券、股票/股权、衍生、其他合计占比分别为 58.54%、16.06%、2.63%、22.77%，较 2023 年底分别-0.10pct、-2.22pct、+0.67pct、+1.45pct。共 38 家上市券商固定收益类金融资产在泛自营资产配置中的比例超过 50%，较 2023 年底持平；共 5 家上市券商固收金融资产占比超过 80%，较 2023 年底-4 家，分别为太平洋（88.76%）、第一创业（87.03%）、红塔证券（84.60%）、天风证券（82.74%）、国金证券（82.48%）。整体看，上市券商泛自营资产配置持续以债券等固定收益类金融资产为主，中小券商的固收资产占比普遍高于头部券商，主要由于中小券商的中性业务规模与头部券商相比存在较大差距，且 2024 年上半年上市券商对于权益方向性自营业务的开展普遍更加趋于谨慎。

头部券商持有的股票&股权资产占比普遍高于中小券商，具体为中信证券（32.45%，较 2023 年底+1.67pct）、国泰君安（28.51%，较 2023 年底+13.77pct）、中国银河（26.58%，较 2023 年底+5.59pct）、国信证券（17.56%，较 2023 年底+4.86pct）、华泰证券（16.48%，较 2023 年底-9.74pct）、申万宏源（15.89%，较 2023 年底-14.57pct）、海通证券（13.21%，较 2023 年底-1.38pct）、中信建投（12.84%，较 2023 年底+1.16pct）、广发证券（12.24%，较 2023 年底-2.08pct）、中金公司（8.47%，较 2023 年底-30.20pct）。其中，共 5 家头部券商股票&股权资产占比比较 2023 年出现提高，共 6 家头部券商股票&股权资产占比

较 2023 年出现下降，个别公司提高或者下降的幅度较为显著，预计一是在市场弱势的背景下头部券商对于权益方向性业务开展的分歧加大，二是由于年初场外衍生品业务遭遇风险事件叠加监管力度加强，头部券商根据自身业务布局及风控要求对中性业务的开展力度进行了阶段性调整。

2024 上半年虽然权益市场持续低迷，上市券商股票&股权资产占比进一步下降，但由于头部券商股票&股权资产整体规模保持相对稳定，并且上市券商持有的其他金融资产中包含一定比例的权益资产，叠加权益资产的高波动性属性，权益市场行情依然与上市券商自营业务的整体投资业绩呈现高相关性。

图 21：2024H 43 家单一证券业务上市券商泛自营业务结构



资料来源：Wind、中原证券研究所

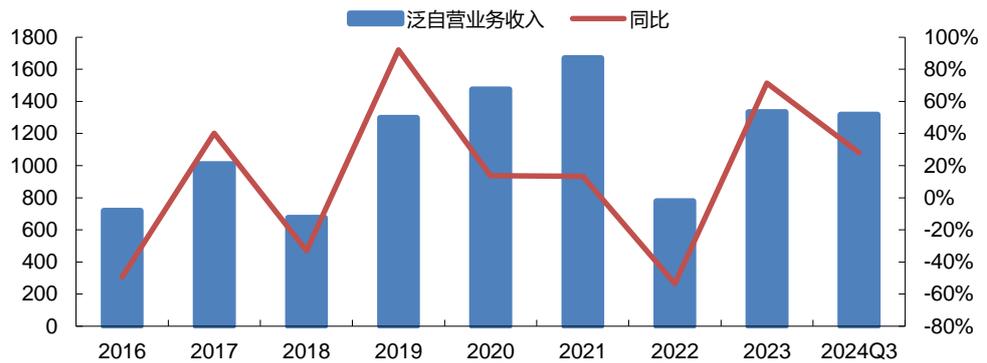
注：债券=交易性金融资产债券+债权投资+其他债权投资；股票/股权=交易性金融资产股票/股权+其他权益投资工具；其他=公募基金+券商资管+信托计划+银行理财+私募基金及合伙企业+其他等

**2024 年以来中性业务的开展遭遇阶段性扰动。**近年来上市券商主要从两个方向探索权益自营的去方向化，一是以市场中性为代表的量化投资业务，二是以场外期权、收益互换为代表的场外衍生品业务。其中，量化投资业务在春节前后和国庆节前后分别遭遇两次市场单边走势，期货端损益无法有效对冲现货端损益，叠加股指期货升贴水快速变动，造成量化投资的策略有效性显著降低，同时受制于相关监管加强，中性量化的投资收益率相较往年波动加大、明显下降，部分策略则出现亏损，量化投资业务阶段性接入收缩期。场外衍生品业务方面，年初雪球结构化衍生品、DMA 业务风险的集中暴露是造成市场出现明显波动的重要因素之一，引发了监管的高度关注，并于 4 月出台了《私募证券投资基金运作指引》对相关业务的杠杆率进行了限制。虽然加强监管有助于相关业务长期的规范发展，但二季度以来场外衍生品业务的开展明显放缓。在经历近年来的快速发展后，2024 年中性业务的规模及投资收益率均进入下行周期，中性业务的开展遭遇阶段性扰动。

**2024 年前三季度上市券商泛自营业务保持高波动性。**根据各公司合并财务报表，2024 年前三季度 43 家单一证券业务上市券商合计实现泛自营业务收入（投资收益+公允价值变动-对联营企业和合营企业的投资收益）1316.89 亿元，同比+28.10%。其中，24Q1 上市券商泛

自营业务收入同比-32.58%，24H 同比-8.66%，24Q3 同比由负明显转正。2024 年前三季度上市券商泛自营业务同比由负明显转正，一是三季度末权益市场快速回暖，前三季度遭受较大损失而被动开展方向性权益类自营的上市券商实现了显著减亏、甚至转盈，另类投资等其他业务被动持有的、计入当期损益的权益类金融资产也同步受益；二是第三季度固定收益市场虽然波动明显加大，但季中一度出现较大幅度上涨，部分上市券商于高位止盈兑现了部分投资收益，较好控制了固收自营的回撤。整体看，自营业务延续了高波动特征，并持续成为近年来行业整体经营业绩的核心变量。

图 22：24Q3 上市券商泛自营业务收入（合并口径，亿元）保持高波动性



资料来源：Wind、中原证券研究所

注：泛自营业务收入=投资收益+公允价值变动-对联营企业和合营企业的投资收益

### 3.2.2. 自营业务 2025 年展望

**中性权益类自营业务的经营环境有望趋于稳定。**量化投资业务方面，在维护资本市场平稳运行增量政策密集发布的背景下，2025 年 A 股市场再度出现多次明显波动的概率偏低，整体运行曲线将相对平滑，中性量化投资的投资收益率有望企稳回升。场外衍生品业务方面，在防风险的主基调下，2025 年监管对于衍生品创新的态度将持续趋于谨慎，场外衍生品业务将持续处于低增速期。展望 2025 年，中性权益类自营业务的经营环境有望趋于稳定，中性业务有望逐步企稳，投资收益率将回归至相对合理的区间内波动。

**方向性权益类自营业务是关键。**展望 2025 年，在“提振资本市场”的政策主基调下，A 股市场仍有望实现进一步的反弹修复，整体运行情况有望优于 2024 年。与 2024 年前三季度审慎开展方向性业务、控制整体方向敞口的经营策略不同，2025 年方向性业务的经营策略应更为积极、乐观。需要指出的是，2025 年 A 股市场阶段性出现回落调整、进行区间震荡是大概率事件，方向性权益类自营业务在开展过程中仍需密切跟踪市场各核心要素的边际变化，持续加强仓位管理、择时、选股以及节奏把握等核心能力建设。整体看，2025 年方向性权益类自营业务有望贡献行业证券投资收益（含公允价值变动）的主要增量，是自营业务、乃至整体经营业绩的关键。此外，以指数增强、量化多头等策略为代表的量化投资有望成为新的权益方向性自营展业方向。

**固定收益类自营业务需降低整体预期。**首先，美联储进入降息周期，为我国持续实施宽松的货币政策打开了空间；其次，作为推进经济企稳回升增量政策的重要组成部分，宽松的货币政策及财政政策有望贯彻于 2025 全年，政策发力下固定收益资产仍具备较为扎实的基本面支撑。但是 2024 年央行重点关注长债利率，数次进行预期管理、提示长债利率风险，并进行了国债借入操作，一度引发固收市场出现明显波动，预计 2025 年央行将延续对于长债利率的引导。此外，2024 年前三季度“安全资产”的缺失、各路避险资金阶段性加大固收资产配置力度是固收牛市的底层逻辑之一。基于我们对于 2025 年权益市场的展望，在股债“跷跷板”效应的影响下，预计固收市场在 2025 年的多个时段内仍将面临一定的资金挤出压力，进而导致固收市场出现阶段性调整。基于上述观点，2025 年固定收益类自营业务的全年经营成果展望偏乐观，但预计较难贡献行业证券投资收益（含公允价值变动）的主要增量。整体看，2025 年固定收益类自营业务需要降低预期，警惕长债价格波动风险，把握波段投资机会，合理控制组合久期和杠杆水平。

**2025 年自营业务将决定行业整体经营业绩回升的高度。**基于我们对 2025 年权益及固收自营的展望，方向性权益类自营业务有望贡献行业证券投资收益（含公允价值变动）的主要增量，固定收益类自营业务的经营成果展望偏乐观，行业自营业务整体仍有望实现增长。2025 年自营业务需要统筹权益和固收二级市场行情的变化，灵活配置权益、固收方向性业务的规模，及时调整权益、固收自营的方向敞口。预计 2025 年自营业务仍将成为行业整体经营业绩的核心变量，自营业务的经营成果将决定行业整体经营业绩回升的高度。

### 3.3. 投行业务：有望实现边际改善

#### 3.3.1. 投行业务 2024 年回顾

**IPO、再融资规模的降幅进一步扩大。**根据 Wind 的统计，2024 年 1-11 月全市场共完成 89 家 IPO，首发募资规模为 580.48 亿元，IPO 单家融资规模为 6.52 亿元，同比分别-69.52%、-83.00%、-42.76%，降幅均较 2023 年进一步明显扩大。2024 年 1-11 月全市场再融资（增发、配股、优先股、可转债、可交债）规模为 2172.18 亿元，同比-70.30%，同步进一步显著回落。

图 23: 24 年 1-11 月 IPO 规模 (亿元) 降幅进一步扩大



资料来源: Wind、中原证券研究所

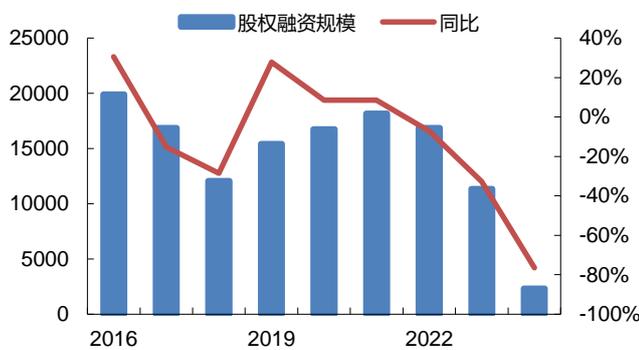
图 24: 24 年 1-11 月再融资规模 (亿元) 降幅同步扩大



资料来源: Wind、中原证券研究所

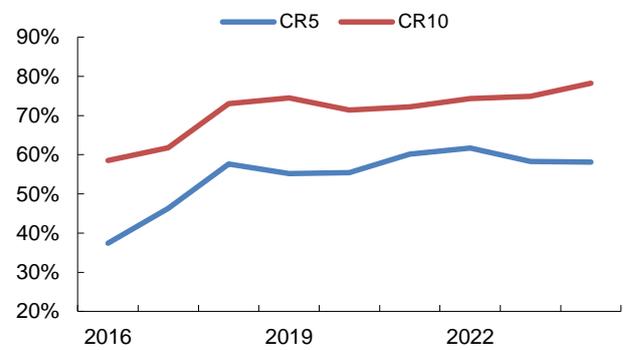
**股权融资规模的降幅逐年扩大，集中度再创新高。**根据 Wind 的数据进行统计，受 IPO 及再融资规模降幅同步进一步扩大的影响，2024 年 1-11 月行业股权融资规模为 2752.66 亿元，同比-74.32%，连续第三年出现回落，且降幅逐年扩大。24 年 1-11 月股权融资承销金额排名前 5 (CR5)、前 10 (CR10) 券商的合计市场份额分别为 58.16%、78.25%，其中，CR5 保持稳定、CR10 再创历史新高。上市券商中，中信证券 (14.53%)、华泰证券 (12.16%)、中信建投 (10.89%)、海通证券 (7.92%)、民生证券 (7.15%) 排名 IPO 规模前 5 位；中信证券 (21.25%)、中金公司 (13.22%)、华泰证券 (8.72%)、中信建投 (8.44%)、国泰君安 (6.52%) 排名股权融资规模前 5 位。

图 25: 24 年 1-11 月股权融资规模 (亿元) 降幅扩大



资料来源: Wind、中原证券研究所

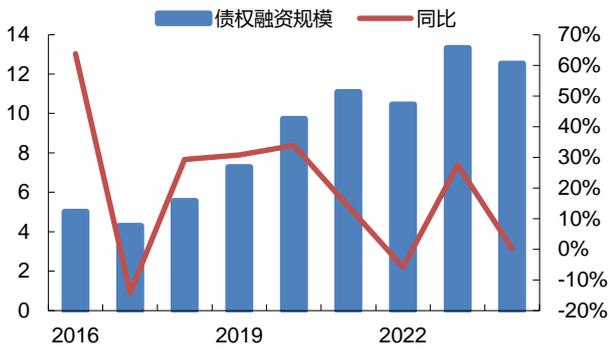
图 26: 24 年 1-11 月股权融资规模集中度再创历史新高



资料来源: Wind、中原证券研究所

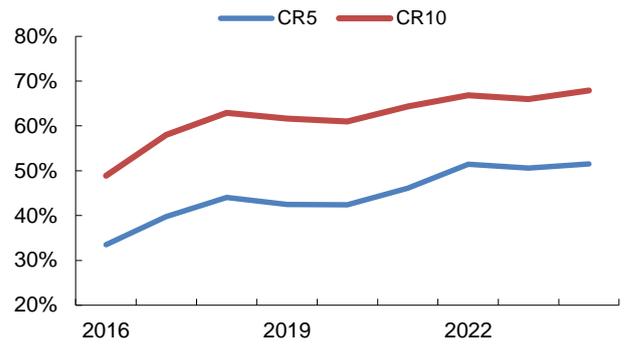
**债权融资规模维持高位，集中度再创新高。**根据 Wind 的数据进行统计，2024 年 1-11 月行业各类债券承销金额为 12.53 万亿元 (按发行日)，同比+0.27%，维持高位水平。24 年 1-11 月各类债券承销金额排名前 5 (CR5)、前 10 (CR10) 券商的合计市场份额分别为 51.55%、67.88%，较 2023 年分别+0.95pct、+1.90pct，再创历史新高。上市券商中，中信证券 (14.97%)、中信建投 (11.07%)、华泰证券 (9.01%)、中金公司 (8.50%)、国泰君安 (8.00%) 排名各类债券承销金额前 5 位。

图 27: 24 年 1-11 月 债权融资规模 (万亿元) 维持高位



资料来源: Wind、中原证券研究所

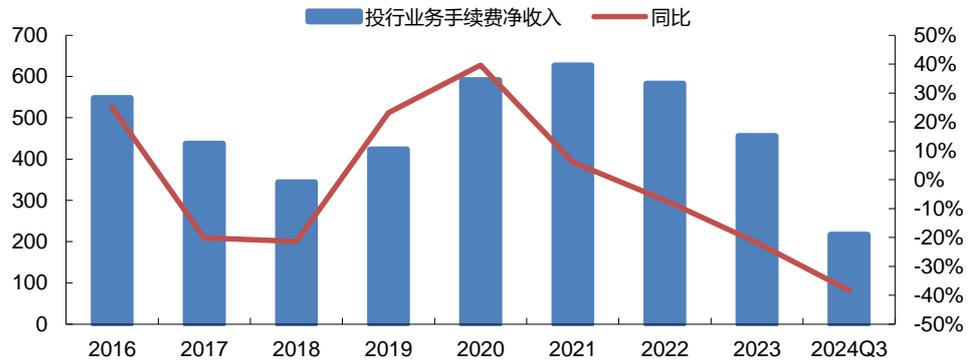
图 28: 24 年 1-11 月 各类债券承销金额集中度再创新高



资料来源: Wind、中原证券研究所

**2024 年前三季度上市券商投行业务手续费净收入持续下滑且降幅扩大。**根据各公司合并财务报表，2024 年前三季度 43 家单一证券业务上市券商共实现合并口径投行业务手续费净收入 217.19 亿元，同比-38.38%，连续第三年出现下滑且降幅进一步扩大。其中，中信建投 (-61.55%)、海通证券 (-55.25%)、中信证券 (-46.39%) 等投行龙头券商净收入下滑的幅度较 2023 年明显扩大，并持续位居上市券商降幅前列。

图 29: 24Q3 上市券商投行业务手续费净收入 (合并口径, 亿元) 持续下滑且降幅扩大



资料来源: Wind、中原证券研究所

### 3.3.2. 投行业务 2025 年展望

**IPO 明显提速的概率偏低。**三季度末权益市场显著改善以来，IPO 节奏保持了持续收紧的新常态，并未出现明显提速。虽然经历一轮反弹修复后市场信心显著增强，但基础尚不牢固、牛市思维尚未完全树立，IPO 贸然提速较易导致行情受阻、信心滑坡、市场再度走弱，而市场再度走弱将抑制 IPO 提速的速率。整体看，2025 年 IPO 业务将延续强监管的主基调，并将延续目前发行节奏持续收紧的新常态，但在合适的时机小幅提速、整体发行规模实现小幅回升仍值得期待。对于行业内各公司而言，拓展 IPO 业务的广度及深度、提高 IPO 项目储备的质量是在强监管下实现 IPO 项目落地的关键。

**新质生产力、并购重组是 2025 年股权融资业务的关键词。**发展新质生产力是推动高质量发展的内在要求和重要着力点。2024 年以来，证监会先后出台“支持科技十六条”、“科创板

八条”、“并购六条”等政策措施，进一步增强资本市场制度的包容性、适应性，支持优质资源向新质生产力领域集聚。展望 2025 年，聚焦新质生产力以及并购重组是政策鼓励和引导的方向，是应对股权融资业务持续收紧时期的可行路径及有效手段。未来行业投行业务将继续向全业务链条生态转型，持续提升服务新质生产力能力、资源整合能力是上市券商获取股权融资业务增量的有力保障。

**股权融资业务有望触底回升。**2024 年 2 月后，月度股权融资规模持续徘徊于近年来的低位水平，股权融资业务于 2024 年见低点的概率偏大。展望 2025 年，行业股权融资规模有望触底回升，但幅度预计将相对有限，并购重组将贡献主要的规模增量。但由于优质并购重组项目资源主要集中于头部券商中，中小券商的股权融资业务恐难有明显起色，行业股权融资规模集中度仍有进一步上行的空间。

**债权融资规模有望保持增长，但相应收入能否增长存在不确定性。**为应对股权融资业务持续收紧的影响，行业内各公司普遍加大了债权融资业务的展业力度、深挖业务潜力，以期扩大收入来源并减缓投行业务的下滑压力。展望 2025 年，利率债发行规模保持增长的确定性较强，但信用债受制于到期规模减少，预计供给将有所下降。预计 2025 年行业内各公司仍将保持目前债权融资业务的承揽力度，证券公司在全市场承销规模中的占比有望持续提高，但可能出现承销规模增长而收入并不跟随增长的问题。展望 2025 年，债权融资业务仍将成为行业投行业务的工作重点，中小券商通过持续发力债权融资业务有望维持投行业务经营成果的相对平稳。

**2025 年投行业务有望实现边际改善。**基于我们对于股权、债权融资业务的展望，预计投行业务最为艰困的时期已经过去，2025 年行业投行业务总量有望触底回升，投行业务有望实现边际改善，改善的程度则取决于监管层动态平衡投融资两端的政策举措以及债权融资业务的承揽力度。

### 3.4. 资管业务：存在下行压力，但边际影响有限

#### 3.4.1. 资管业务 2024 年回顾

**行业资管规模止跌回升。**根据中国证券业协会的统计，截至 2024H，行业受托管理资金本金为 9.27 万亿元，较 2023 年底+4.98%，同比+1.20%，行业受托管理资金本金在 22-23 年再度转为持续下降并连创 2016 年规模见顶回落以来新低后，出现止跌回升。

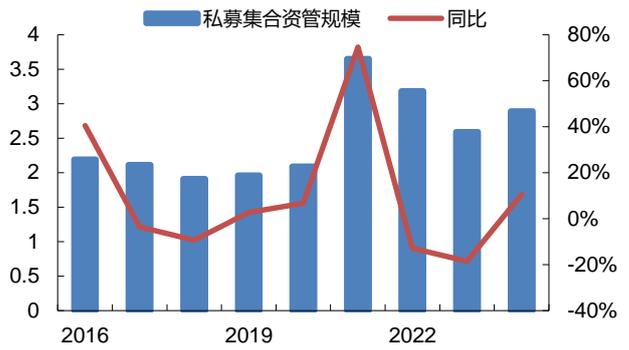
根据中国证券投资基金业协会的统计，截至 2024 年 10 月底，券商私募资管规模为 55114 亿元，较 2023 年底+3.90%，同比+1.21%。其中，集合、单一私募资管规模分别为 28935 亿元、26178 亿元，同比分别+10.58%、-7.45%，与主动管理相关度较高的私募集合资管规模实现明显回升。

图 30: 24H 行业受托管理资金本金 (万亿) 止跌回升



资料来源: 中国证券业协会、中原证券研究所

图 31: 私募集合资管规模 (万亿, 10 月底) 明显回升

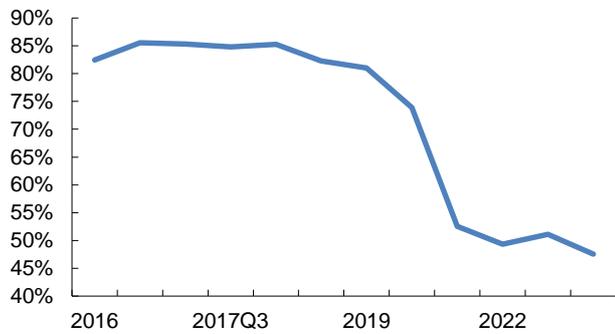


资料来源: 中国证券投资基金业协会、中原证券研究所

**券商资管结构持续优化, 投资类型以固收为主。**根据中国证券投资基金业协会的数据进行统计, 截至 2024 年 10 月底, 私募单一资管规模占私募资管总规模的比例为 47.55%, 再创 2016 年以来新低, 行业资管业务结构持续优化。

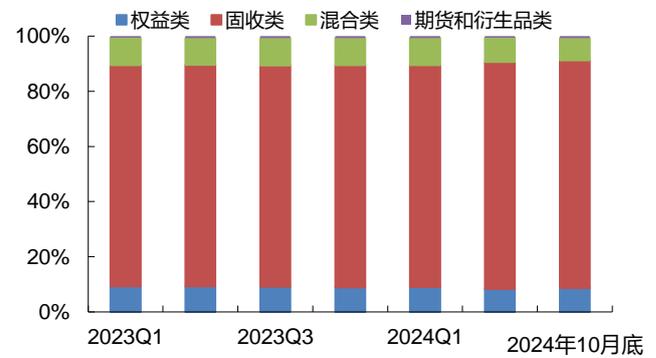
截至 2024 年 10 月底, 券商私募资管按投资类型分为权益类、固收类、混合类、期货和衍生品类, 存量规模占比分别为 8.7%、82.5%、8.1%、0.7%, 较 2023 年底分别-0.2pct、+2.0pct、-1.8pct、持平, 显示 2024 年以来券商私募资管规模阶段性企稳回升主要由固定收益类产品规模增长所带动, 权益类及混合类产品的存量规模占比偏低且持续处于下降趋势中。

图 32: 私募单一资管规模占比创 2016 年以来新低



资料来源: 中国证券投资基金业协会、中原证券研究所

图 33: 2024 年 1-10 月私募资管投资类型以固收为主



资料来源: 中国证券投资基金业协会、中原证券研究所

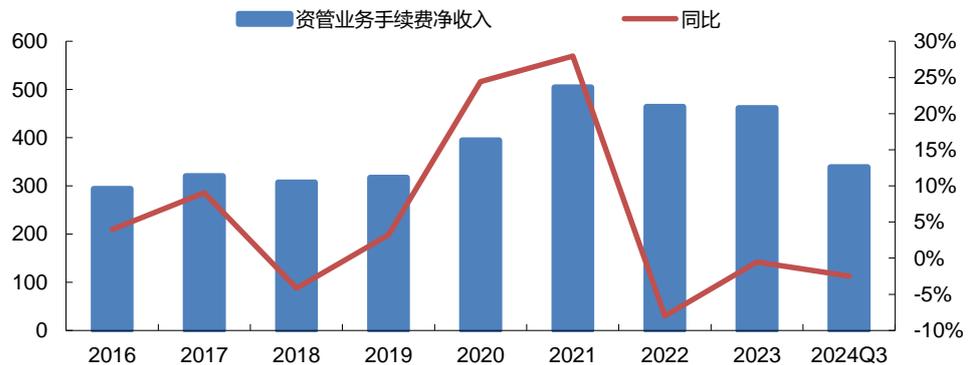
**公募基金的业绩贡献度有所下降。**近年来部分上市券商、特别是头部券商将其控股的头部公募基金子公司并表至资管业务手续费净收入中, 公募基金的盈利情况对行业资管业务净收入的影响持续增强。从头部公募基金 2024 年中报的情况看, 普遍出现了非货管理规模增长但营收与净利出现下滑的情况, 预计主因一是公募基金费率改革持续推进, 稳步降低综合费率导致管理费收入减少; 二是报告期内公募基金非货规模的增长主要由被动股票型产品以及债券型产品所拉动, 而被动股票型以及债券型产品的管理费率低于主动股票型产品, 导致管理费的增量收入减少。由于 2024 年以来公募基金、特别是公募基金的盈利水平出现一定幅度的下滑, 公募基金对于行业资管业务净收入的业绩贡献度较往年有所下降。

**表 10：截至 2024H 部分头部基金公司非货规模及营收、净利（亿元）情况**

基金公司	非货规模	同比	营业收入	同比	净利润	同比	持股券商
易方达基金	11523	17.12%	53.74	-13.11%	15.16	-6.27%	广发证券, 22.65%
华夏基金	9517	25.80%	36.69	-1.13%	10.62	-1.17%	中信证券, 62.20%
广发基金	7479	9.59%	31.91	-26.41%	8.22	-32.36%	广发证券, 54.53%
富国基金	6128	-0.32%	29.18	-20.00%	7.74	-27.40%	海通证券, 27.78% 申万宏源, 27.78%
博时基金	5716	12.19%	22.15	-5.61%	7.62	0.86%	招商证券, 49.00%
招商基金	5668	1.33%	25.32	-8.70%	8.47	-5.01%	招商证券, 45.00%
南方基金	5534	6.69%	34.01	-3.43%	10.36	5.23%	华泰证券, 45.00% 兴业证券, 10.00%
汇添富基金	4883	1.82%	22.22	-19.75%	6.90	-13.46%	东方证券, 47.00%
鹏华基金	4407	-1.33%	17.89	-15.51%	3.82	-21.72%	国信证券, 50.00%
景顺长城基金	3846	8.08%	16.78	-17.56%	4.81	-25.69%	长城证券, 49.00%
兴证全球基金	2920	-4.48%	15.02	-28.17%	6.10	-23.40%	兴业证券, 51.00%
华安基金	3437	4.78%	14.54	-20.88%	5.12	-1.11%	国泰君安, 51.00%

资料来源：Wind、中原证券研究所

**2024 年前三季度上市券商资管业务手续费净收入同比小幅下滑。**根据各公司合并财务报表，2024 年前三季度 43 家单一证券业务上市券商共实现合并口径资管业务手续费净收入 338.77 亿元，同比-2.46%。24Q3 上市券商资管业务规模回升、收入小幅下滑，一是前三季度行业资管规模企稳回升为上市券商资管业务收入波动收敛奠定基础；二是前三季度行业资管总规模、私募资管规模均实现回升，主要由固定收益类产品规模增长所带动，权益类产品的存量规模占比偏低且同比仍有小幅下滑，由于固收类产品的管理费率低于权益类产品，固收类产品规模增长带来的管理费增量尚无法完全对冲权益类产品的管理费减量；三是前三季度公募基金的业绩贡献度下降。

**图 34：24Q3 上市券商资管业务手续费净收入（合并口径，亿元）小幅下滑**


资料来源：Wind、中原证券研究所

### 3.4.2. 资管业务 2025 年展望

**资管业务规模有望持续回升。**首先，2022 年以来权益市场持续弱勢导致产品收益率表现不佳，公募基金、券商资管的权益类产品发行持续不畅。基于我们对于权益市场的展望，

2025 年权益市场的持续回暖将为权益类产品的发行营造良好环境，场外资金的持续入市将为权益类产品的发行提供良好契机，权益类产品的发行有望实现边际改善。其次，基于我们对于固收市场的展望，虽然权益、固收产品的发行存在一定的互斥效应，但由于 2025 年固定收益资产仍具备较为扎实的基本面支撑，预计固收产品的整体规模仍将保持增长但增速将会放缓。展望 2025 年，行业资管业务规模有望持续回升，权益类、固收类产品均有望贡献部分规模增量。

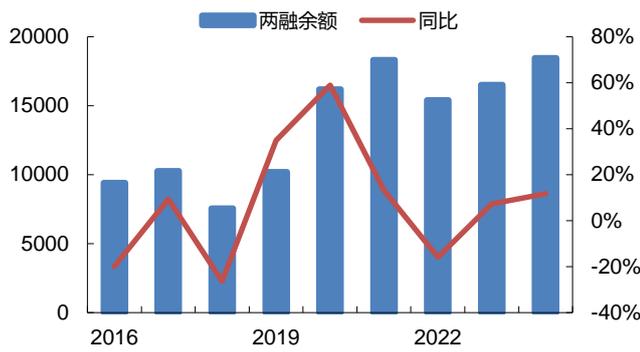
**公募基金持续推进费率改革仍将对资管业务产生一定影响。**首先，公募基金费率改革仍将在 2025 年持续推进，其中，存量基金稳步推进降低综合费率，新发基金执行新的费率标准。虽然公募降费有助于让利投资者、回报投资者，但客观上势必影响公募基金的整体收入；此外，销售激励由支付交易佣金转为基金公司费用支出势必侵蚀公募基金利润，预计 2025 年上市券商参控股公募基金的收入贡献度仍有下行压力。其次，截至目前已有 14 家券商或者券商资管子公司持有公募基金牌照，降低综合费率将直接影响相关券商资管公募基金业务的盈利能力。第三，公募基金降低综合费率或将对券商资管产品的费率水平形成引导效应，为保证产品竞争力、畅通销售渠道，券商资管的产品费率存在调降预期。基于以上因素，2025 年公募基金持续推进费率改革仍将对行业资管业务净收入产生一定影响。

**2025 年资管业务存在下行压力，但边际影响有限。**前三季度上市券商的资管业务普遍计提了固收产品的超额业绩报酬，而 2025 年能否再度实现相当规模的超额业绩报酬存在较大不确定性；此外，由于目前券商资管的权益产品规模与固收产品规模差距较大，即使权益产品能够实现一定的超额业绩报酬增量，预计也较难完全对冲固收产品的减量。叠加公募费改对行业资管业务的影响持续存在，预计 2025 年资管业务存在一定的下行压力，但由于近年来资管业务净收入占比仅为 5%-6%左右，对行业整体经营业绩的边际影响将相对有限。

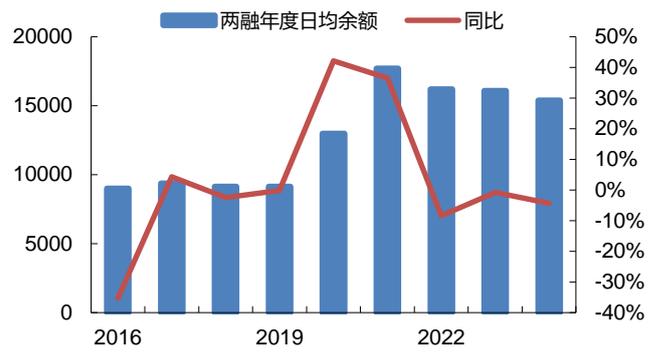
### 3.5. 信用业务：信用利息收入有望实现明显增长，但利息净收入存在不确定性

#### 3.5.1. 信用业务 2024 年回顾

**两融余额先降后升，波动明显加大。**2024 年春节后，权益市场出现明显波动，两融余额一度快速下降至 1.42 万亿元的近年来低位；2 月中旬至 5 月下旬，两融余额回升至 1.5 万亿元上方窄幅波动；6 月后，两融余额跟随各权益类指数进入阴跌模式，并于 9 月下旬跌破 2 月上旬的低点再创 1.37 万亿元的近年来新低；三季度末以来，伴随着权益市场的快速修复，两融余额也呈现快速回升。根据 Wind 的统计，截至 2024 年 11 月 29 日，全市场两融余额为 18444 亿元，较 2023 年底+11.72%，同比+10.31%，绝对额已较为接近 2021 年 1.9 万亿的历史次高点。2024 年 1-11 月两融日均余额为 15362 亿元，较 2023 年两融日均余额-4.33%。整体看，2024 年两融余额先降后升，波动明显加大，虽然两融余额在年末出现翘尾并快速回升至近年来的高位，但日均余额仍连续第三年出现下滑，全年两融业务利息收入确定性将同步出现回落。

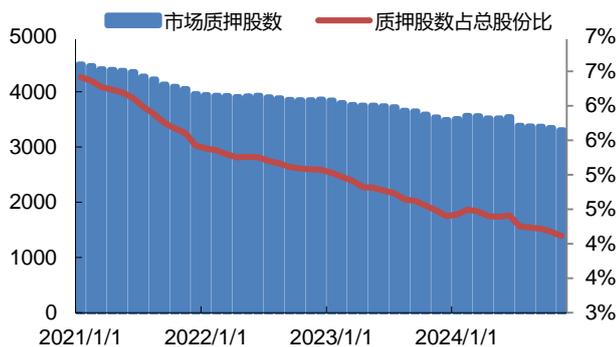
**图 35: 2024 年两融余额 (亿元) 先降后升波动加大**


资料来源: Wind、中原证券研究所

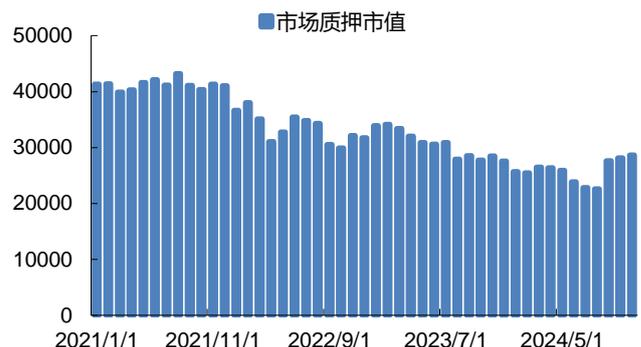
**图 36: 2024 年两融年度日均余额 (亿元) 连续下滑**


资料来源: Wind、中原证券研究所

**全市场股票质押规模延续下降趋势。**根据 Wind 统计的中登公司数据,截至 2024 年 11 月 29 日,股票质押式回购市场质押股数、占总股份比、市场质押市值分别为 3304.58 亿股、4.11%、28630.46 亿元,较 2023 年底分别-0.82%、-0.13pct、+5.02%。其中,质押股数、占总股份比仍有微幅下降,市场质押市值受三季度末权益市场快速修复的影响出现小幅回升。

**图 37: 截至 11 月底质押股数 (亿股) 及占比微幅下降**


资料来源: 中登公司、中原证券研究所

**图 38: 截至 11 月底市场质押市值出现小幅回升**


资料来源: 中登公司、中原证券研究所

目前行业对股票质押业务的开展仍较为审慎,截至 24H 股票质押规模排名前 10 位的上市券商中,仅中信证券、中金公司对股票质押业务进行了逆市布局,其他 8 家上市券商仍在主动压降股票质押规模。

**表 11: 截至 2024H 股票质押规模 (亿元) 排名前 10 位上市券商及较 2023 年底变动情况**

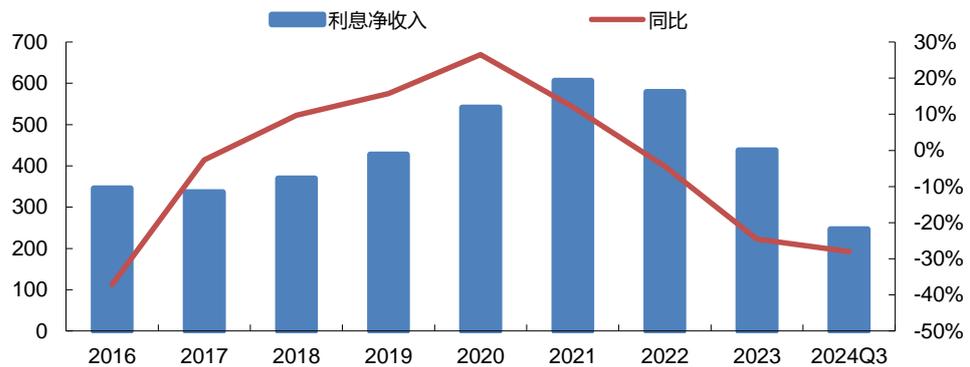
上市券商	24H 规模	23 年底规模	变动幅度	上市券商	24H 规模	23 年底规模	变动幅度
中信证券	403.92	393.77	2.58%	广发证券	112.60	123.78	-9.03%
海通证券	228.72	263.77	-13.29%	国金证券	76.09	91.45	-16.79%
国泰君安	208.35	241.63	-13.77%	东方证券	55.42	64.70	-14.33%
中国银河	207.84	209.41	-0.75%	中信建投	51.37	55.26	-7.03%
招商证券	171.20	187.07	-8.48%	中金公司	50.53	49.47	2.15%

资料来源: Wind、中原证券研究所

**2024 年前三季度上市券商利息净收入连续下滑且降幅扩大。**根据各公司合并财务报表,2024 年前三季度 43 家单一证券业务上市券商共实现合并口径利息净收入 246.55 亿元,同比-

28.01%，连续第三年出现下滑且降幅再度扩大。24Q3 上市券商利息净收入连续下滑且降幅扩大，一是截至 9 月中下旬两融余额降至近年来的低位，两融年度日均余额一度降幅明显扩大，导致两融业务利息收入同比下滑；二是虽然三季度末权益市场出现快速修复，但当前尚能操作的两融客户未能准确判断行情性质，以及当时部分两融客户已不具备操作空间，导致季末两融余额并未出现明显回升；三是在金融行业股权再融资实质暂停后，上市券商普遍通过债权融资渠道补充资本金以满足业务需求，债务规模同比持续增长导致上市券商利息支出明显增加；四是前三季度部分上市券商通过加大业务杠杆捕捉固收市场的阶段性交易机会造成利息支出持续增加。

图 39：24Q3 上市券商利息净收入（合并口径，亿元）连续下滑且降幅扩大



资料来源：Wind、中原证券研究所

### 3.5.2. 信用业务 2025 年展望

**两融余额实现明显回升的确定性较强。**伴随着权益市场的显著改善，两融客户逐步恢复了操作空间，两融业务也逐步恢复了良性的内生与外生性增长。基于我们对于 2025 年 A 股市场整体运行情况有望强于 2024 年的展望，两融余额有望保持在当前的历史高位水平，并有望阶段性向上挑战 2 万亿元大关。即使 2025 年两融余额仅维持在当前水平、不出现进一步回升，按照 1.8 万亿元的规模进行测算，2025 年两融年度日均余额也有望挑战 2021 年 1.77 万亿元的历史高点，增幅有望超过 20%。

**股票质押业务有望阶段性止稳。**在经历近年来的持续压降后，行业股票质押规模已降至历史低位水平，而 A 股市场的显著改善则为股票质押业务创造了良好的外部经营环境，2025 年股票质押业务有望阶段性止稳。其中，部分资本金较为充足的头部券商应为布局股票质押业务的主力，而资本实力并不突出的券商、特别是中小券商应将股票质押业务与自身业务布局相结合，持续审慎开展股票质押业务；个别存在股票质押历史包袱的券商仍需根据公司战略、经营目标持续压降业务规模、降低业务风险。在监管层要求证券公司审慎开展高资本消耗型业务，提升资金使用效率的指引下，股票质押业务仍在重资产业务中的优先级排序靠后。

**2025 年利息净收入存在不确定性。**利息收入方面，2025 年两融余额实现明显回升的确定性较强，股票质押业务有望阶段性止稳，信用业务利息收入有望实现明显增长。利息支出方

面，为应对三季度末以来行业整体业务规模的快速扩张，预计 2025 年券商通过债权融资渠道补充资本金的需求仍将较为强烈，债务规模的持续增长将带来利息支出的持续增加。整体看，由于利息收入的增幅能否完全对冲利息支出的增幅存在不确定性，2025 年行业利息净收入的同比变动存在不确定性，但预计波动将有所收窄。

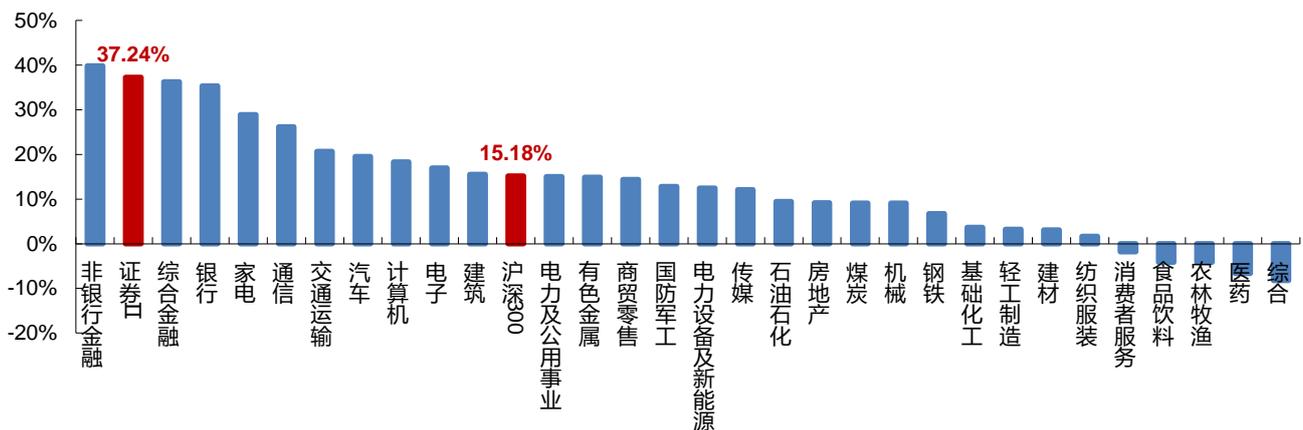
## 4. 投资策略

### 4.1. 2024 年三季度末以来券商板块显著转强，并一度成为龙头领涨板块

中信二级行业指数证券 II 春节前同步各权益类指数出现明显波动，春节后虽有反弹但反弹力度明显弱于沪深 300 指数，2 月中旬至 5 月中旬整体于低位维持区间震荡，5 月下旬同步各权益类指数持续走弱并于 6 月底、7 月中旬持续创出 2020 年以来新低；7 月中旬至 9 月下旬，券商指数并未跟随各权益类指数进一步走弱，而是在年内低位横向窄幅区间震荡，整体趋势由弱逐渐转强；国庆节假期前后，券商板块显著转强并引领市场展开持续性的反弹修复行情，一度成为市场关注的焦点板块；10 月中旬以来券商指数仍保持着较为强势的表现，在近年来估值的相对高位进行宽幅区间震荡。

截至 2024 年 12 月 3 日收盘，证券 II 年内最大涨幅为 55.59%，最大跌幅为-17.17%，振幅为 72.76%。按 12 月 3 日收盘价计算，证券 II 年内涨跌幅为 37.24%，跑赢沪深 300 指数 22.06 个百分点；与 30 个中信一级行业指数相比，排名第 2 位，仅次于非银行金融指数。

图 40：截至 2024 年 12 月 3 日收盘，中信二级行业指数证券 II 年内涨跌幅为 37.24%



资料来源：Wind、中原证券研究所

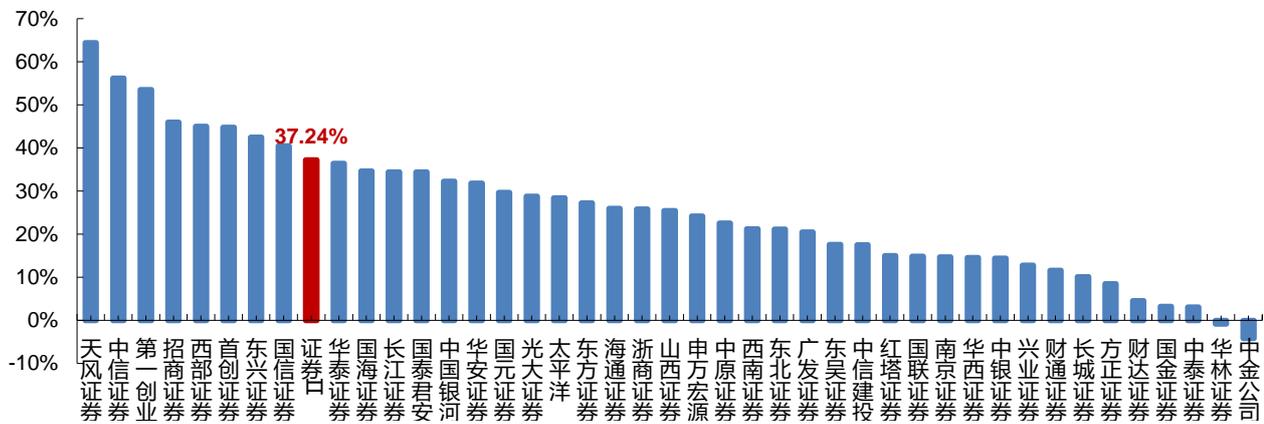
### 4.2. 券商板块出现全面反弹，但大多数个股未跑赢券商指数

截至 2024 年 12 月 3 日收盘，43 家单一证券业务上市券商共 41 家实现上涨，仅 2 家出现下跌。其中，涨幅前 5 位分别为天风证券 (64.40%)、中信证券 (56.18%)、第一创业

(53.55%)、招商证券 (45.97%)、西部证券 (44.98%)；涨幅后 5 位分别为中金公司 (-4.15%)、华林证券 (-0.86%)、中泰证券 (3.08%)、国金证券 (3.24%)、财达证券 (4.59%)。共 8 只个股跑赢证券 II 指数，占比 18.60%。

整体看，2024 年券商板块的行情波动较大，截至 9 月中下旬券商板块一度出现全面下跌，三季度末以来券商板块已转为全面反弹，但大多数个股未跑赢证券 II 指数。其中，头部券商的整体表现较为强势，过半数个股处于板块涨幅的上半分位，行业龙头中信证券在领涨板块的同时创出历史新高，对证券 II 指数的带动效应明显；中小及弹性券商的整体表现相对弱势，且分化现象较为显著，除少数个股领涨板块外，绝大多数个股未跑赢证券 II 指数，处于板块涨幅下半分位的基本全部为中小券商，部分个股的涨幅较为滞后。三季度末以来券商板块的结构行情主要聚焦于龙头券商以及个别受到市场活跃资金阶段性重点关注的中小券商中。

图 41：截至 2024 年 12 月 3 日收盘，43 家单一证券业务上市券商年内涨跌幅

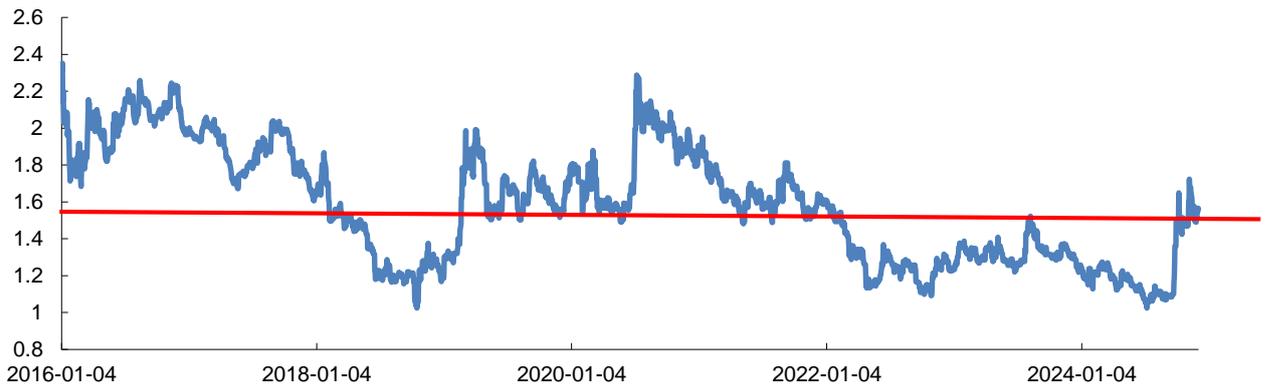


资料来源：Wind、中原证券研究所

### 4.3. 2024 年三季度末以来券商板块估值实现明显修复

2024 年券商板块估值 9 月中下旬以前持续运行于历史估值低位区域，并于 7 月上旬一度逼近 1 倍 P/B 的历史估值低点。三季度末以来，券商板块估值实现了明显修复，并数次越过 2016 年至今券商板块 1.55 倍（图 39 中红线）的平均 P/B，并创近年来估值新高。2024 年以来券商板块平均 P/B 最高为 1.723 倍，最低为 1.024 倍；截至 12 月 3 日收盘，券商板块平均 P/B 为 1.565 倍。目前券商板块估值的波动区间已提升至 2016 年以来板块平均 P/B 1.55 倍附近。

图 42：截至 2024 年 12 月 3 日收盘，券商板块 P/B（倍）估值实现明显修复



资料来源：Wind、中原证券研究所

#### 4.4. 投资建议

##### 4.4.1. 2025 年证券行业整体经营业绩有望实现明显改善

基于我们对于 2025 年证券行业各分业务的全年前瞻，经纪：景气度有望回升至近年来的高位；自营：将决定行业整体经营业绩回升的高度；投行：有望实现边际改善；资管：存在下行压力，但边际影响有限；利息：信用利息收入有望实现明显增长，但利息净收入存在不确定性。预计 2025 年证券行业整体经营业绩有望在连续三年下滑修正后，实现较为明显的改善。其中，零售经纪、方向性权益自营、两融三个与权益二级市场行情高度正相关的业务有望成为行业整体经营业绩明显改善的主要驱动力。

##### 4.4.2. 券商板块存在进一步向上修复估值的动力

随着一揽子增量政策陆续推出并逐步显现出积极效应，宏观经济向好回升的内在动力更加强劲，市场各方的预期和信心明显增强，资本市场平稳健康高质量发展的基础得到进一步夯实，2025 年证券行业的整体经营环境有望持续回暖，证券行业有望进入新一轮上升周期，维持行业“同步大市”的投资评级。

虽然三季度末以来券商板块的整体估值实现了明显修复，但较近年来 2 倍以上的 P/B 估值高位尚有明显距离。在证券行业整体经营业绩有望实现明显改善的预期下，2025 年券商板块依然存在进一步向上修复估值的动力，并有望向上挑战 2 倍 P/B 的近年来估值高位，积极保持对券商板块的持续关注。

##### 4.4.3. 以三条思路配置券商板块

**思路一：头部券商仍是板块进一步向上修复估值的核心中军。**在“培育一流投资银行和投资机构”的监管政策导向下，头部券商受益于全面深化资本市场改革所释放的政策红利。其中，龙头类券商近年来业绩稳定，抗周期能力显著增强，整体受益的程度更大。虽然三季度末以来龙头类券商的估值修复更为充分，但作为板块及市场人气的风向标，龙头类券商仍

有望在板块挑战近年来估值高位的过程中发布中军引领效应，进一步提升个股估值水平。

**思路二：能够在市场回暖时快速释放业绩弹性的券商。**基于我们对于 2025 年行业整体经营业绩的展望，零售经纪、方向性权益自营、两融三个与权益二级市场行情高度正相关的业务有望成为行业整体经营业绩明显改善的主要驱动力。预计财富管理业务较为突出，权益方向敞口规模较大的上市券商能够在市场回暖时更快释放业绩弹性，进而阶段性吸引市场资金的关注。

**思路三：个股估值明显低于板块平均估值的券商。**三季度末以来券商板块估值的修复主要由大市值龙头券商所带动，部分上市券商由于股价长期低迷、整体跌幅较深，叠加本轮修复反弹相对滞涨，目前个股的估值水平依然偏低，且明显低于板块平均 P/B。在 2025 年所有上市券商基本面均有望实现明显改善的预期下，相关个股有望阶段性出现补涨，个股估值有望向行业均值靠拢，是把握板块分化后结构性机会的有效策略。目前个股 P/B 处于板块尾部的公司既有头部券商，也有优质中小券商，可供选择的空间较大，右侧布局兼具进攻与防守。

#### 4.4.4. 重点推荐公司

**中信证券 (600030.SH)。**作为券商标杆的行业龙头，中信证券的业绩稳定性、抗周期能力以及各项业务开展的广度及深度持续领跑行业，将全面受益于投资端改革、培育一流投资银行所释放的政策红利。

**国泰君安 (601211.SH)。**作为跨越我国资本市场发展全部历程和多个周期的老牌券商，公司坚守稳健合规的经营价值观、坚持稳健合规的企业文化。目前上海市国资委已原则同意公司换股吸收合并海通证券，最终实施后公司各项指标将全面跻身行业顶端。公司当前估值处于券商板块尾部，且明显低于板块平均 P/B。

**华泰证券 (601688.SH)。**公司拥有高度协同的业务模式、先进的数字化平台以及广泛且紧密的客户资源，公司财富管理、机构服务、投资管理等各项业务实力突出，是优质的代表性头部券商。公司当前估值处于券商板块尾部，且明显低于板块平均 P/B。

**中国银河 (601881.SH)。**作为中央汇金旗下重要的证券金融平台及证券行业和资本市场的“国家队”，公司能够及时把握国家发展大政方针，享受资源协同便利。公司财富管理等核心业务市场排名长期保持行业前列。

**方正证券 (601901.SH)。**公司经纪业务收入占比高，2023 年代理买卖收入市占率创 3 年新高，24H 合并口径经纪业务手续费净收入降幅优于行业，两融余额市场份额持续快速增长。在中国平安成为公司实际控制人后，未来有望持续为公司注入新的发展动能。2024 年以来公司在券商板块中相对滞涨。

**国金证券 (600109.SH)。**作为传统券商互联网展业的行业先行者，公司近年来持续迭代线上金融服务平台“佣金宝”，财富管理业务客户数、代理股基交易额及市场份额等经纪业务核心指标保持持续增长。2024 年以来公司在券商板块中相对滞涨，当前估值处于券商板块尾

部，且明显低于板块平均 P/B。

**长江证券 (000783.SZ)**。国务院国资委已同意公司主要股东权益变动，湖北国资将成为公司第一大股东，公司的区域优势有望进一步强化。近年来公司权益自营持续拖累业绩表现，在市场回暖后公司有望释放出较强的业绩弹性。公司当前估值处于券商板块尾部，且明显低于板块平均 P/B。

**东吴证券 (601555.SH)**。公司扎根苏州、深耕长三角，积极融入长三角一体化发展国家战略，在中小券商中具备较为显著的区位优势以及特色化、差异化的竞争优势。2024 年以来公司在券商板块中相对滞涨，当前估值处于券商板块尾部，且明显低于板块平均 P/B。

表 12：重点公司估值表（截至 2024 年 12 月 3 日）

公司简称	总股本 (亿股)	流通股 (亿股)	股价 (元)	每股净资产 (元)			EPS (24Q3)	P/B (倍)			投资评级
				2023A	2024E	2025E		2023A	2024E	2025E	
中信证券	148.21	121.77	31.08	17.01	18.00	19.08	1.09	1.21	1.73	1.63	增持
国泰君安	89.04	74.80	19.26	16.51	17.19	18.13	1.01	0.91	1.12	1.06	增持
华泰证券	90.27	72.94	18.24	16.91	18.14	18.75	1.33	0.84	1.01	0.97	增持
中国银河	109.34	72.43	15.65	9.20	9.62	10.08	0.55	1.38	1.63	1.55	增持
方正证券	82.32	82.32	8.67	5.50	5.70	5.90	0.24	1.48	1.52	1.47	增持
国金证券	37.13	32.00	9.23	8.74	8.95	9.34	0.24	1.05	1.03	0.99	增持
长江证券	55.30	55.30	7.07	5.65	5.95	6.21	0.24	0.97	1.19	1.14	增持
东吴证券	49.69	49.69	8.29	7.93	8.29	8.54	0.37	0.93	1.00	0.97	增持

资料来源：Wind、中原证券研究所

## 5. 风险提示

1. 权益及固收市场波动导致证券行业基本面改善的程度不及预期；
2. 股价短期波动风险；
3. 资本市场改革的政策效果不及预期；
4. 超预期事件导致 2025 年证券行业整体及各分业务的实际经营业绩与本文展望产生明显偏差。

### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。