



# 证券行业：行业经营层面存在不确定性， 静待政策指明方向

## ——证券行业 2024 中期策略

2024 年 8 月 1 日

看好/维持

非银行金融

行业报告

分析师

刘嘉玮 电话：010-66554043 邮箱：liujw\_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519050001

### 投资摘要：

严监管趋势持续，券商投行、信用等多业务遭受影响，证券板块上半年表现跑输大市。截至 6 月 30 日，上证综指、上证 50、沪深 300 和申万二级证券指数年内涨幅分别为-0.25%、2.95%、0.89%和-13.38%，证券板块表现跑输市场核心宽基指数。

政策层面延续严监管态势，优化资本市场环境&规范市场参与主体行为仍是核心主线。作为连接投资者、资本市场和实体经济的重要桥梁，证券公司业绩的外生因素颇多，各项业务均受到宏观经济环境、政策、流动性和市场行情的影响。年初以来，监管政策向规范资本市场各类主体行为倾斜，**严监管成为政策主旋律**。新“国九条”从上市公司发行全流程层面从严监管，优化资本市场环境。而对融券、转融券业务的限制加强以及对高频量化交易的从严监管体现出监管层对交易公平，维护中小投资者利益的重视。我们认为，优化资本市场环境仍是未来一段时期的监管主线。

年初以来交易量呈现缓慢下行态势，令券商财富管理业务承压。但经纪业务佣金率持续保持在较低水平，券商加快发展高附加值财富管理业务的重要性得到进一步提升。我们认为，当前财富管理转型仍是券商深度挖掘客户价值，加强各业务板块间协同，提升佣金业务附加值的关键突破口。后续随着交易活跃度提升，财富管理有望迎来高速发展期。

投行业务在打造自身硬实力的同时，等待监管放松的信号。年初以来受权益市场持续大幅波动的影响，监管层加大资本市场供给的逆周期调节，阶段性收紧融资节奏，令股权融资规模进一步下滑。虽然展业受限，但券商可趁此机会提升承揽、定价和风控等核心执业能力，待监管开闸后更高效的开展业务。

市场波动或将延续，资产配置能力和风控能力将成为券商投资“胜负手”。在市场大幅波动的市场环境中，盲目增加自营投资规模并不可取，需要更好把握投资方向，提升投资能力和风控能力。如果能更好的预判各类资产的表现，更为高效地在权益资产、固定收益类资产和大宗商品类资产中做出合理选择，或是自营投资业绩甚至券商业绩弯道超车的“妙手”。

投资策略：受制于业务结构和经营属性，行业的“市场 beta”特征并未出现显著变化，市场长时间低迷对行业业绩和估值形成较强压制。同时，目前严监管环境仍未发生变化，**短期内能否出现催化剂犹未可知，需要得到政策层面的更多指引**。此外，证券行业由于自身特殊属性，在直接受益于本行业利好政策的同时，还将间接受益于宏观经济复苏和利好全市场的各类政策出台，**我们认为在保护中小投资者权益、提升投资者获得感、稳市场的政策基调下，下半年大概率仍有“政策红包”可以期待**。经过近三年的波动下行，证券行业当前估值已至 1.11 倍 PB，在历史估值中处于 1.65%分位的极低位置，向上弹性远大于向下空间。

此外，在明确监管导向下，2024 年证券行业内整合频率、力度均有望提升，周期有望缩短。其中，自上而下推动或将成为主导力量。当前已有民生&国联、华创&太平洋、浙商&国都、平安&方正的整合预期，东莞证券的控制权出让也望受到行业及市场的广泛关注。我们认为，“大风已起，势不可挡，顺势而为”。

综上，下半年我们继续看好行业内头部机构在中长期创新发展模式下的投资机会，当前具备较高投资价值的标的仍集中于估值仍在低位的价值个股。重申需要重视证券 ETF 的投资价值，参考海外经验，在市场有效性提升过程中，市场偏好或向指数投资持续倾斜。

风险提示：宏观经济下行风险、政策风险、市场风险、流动性风险。

## 目 录

1. 行情回顾：多项业务开展受严监管政策影响，证券板块 24H1 跑输大市	3
1.1 多业务承压，证券板块上半年表现不佳	3
1.2 上半年证券板块个股走势分化明显	3
1.3 行业经营整体承压，但部分公司业绩逆市同比增长	4
2. 政策层面延续严监管态势，优化资本市场环境&规范市场参与主体行为仍是核心主线	4
2.1 新“国九条”助力改善资本市场投资环境	4
2.2 收紧融券&转融券业务，加强对程序化交易的管理，持续压制潜在做空力量	5
2.3 贯彻二十届三中全会精神，未来一段时期政策面或将保持严监管&稳市场并行	6
3. 大财富：市场低迷给券商财富管理业务带来较大压力	6
3.1 交易量呈现缓慢下行态势，令券商经纪业务收入承压	6
3.2 财富管理成功转型有望带动经纪业务拐点出现	7
3.3 和控、参股基金公司的有效协同成为券商财富管理加快发展的重要路径	7
4. 大投行：打造自身硬实力的同时，等待监管放松的信号	8
5. 大自营：波动&分化或将延续，资产配置能力和风控能力将成为券商投资“胜负手”	9
6. 投资建议：行业估值仍在低位，静待经济数据改善&政策催化	10
7. 风险提示	11
相关报告汇总	12

## 插图目录

图 1：2024 年 1-6 月中万二级证券指数和上证综指、上证 50 及沪深 300 表现比较	3
图 2：证券板块个股 2024H 涨跌幅情况	3
图 3：2023 年以来市场日均成交额（月度统计）	6
图 4：2023 年初以来股权融资月度数据（首发上市日口径）	8
图 5：2023 年初以来 IPO 月度数据（首发上市日口径）	8
图 6：2023 年初以来定增月度数据（首发上市日口径）	8
图 7：2019 年下半年以来申万二级证券板块估值趋势	10

## 表格目录

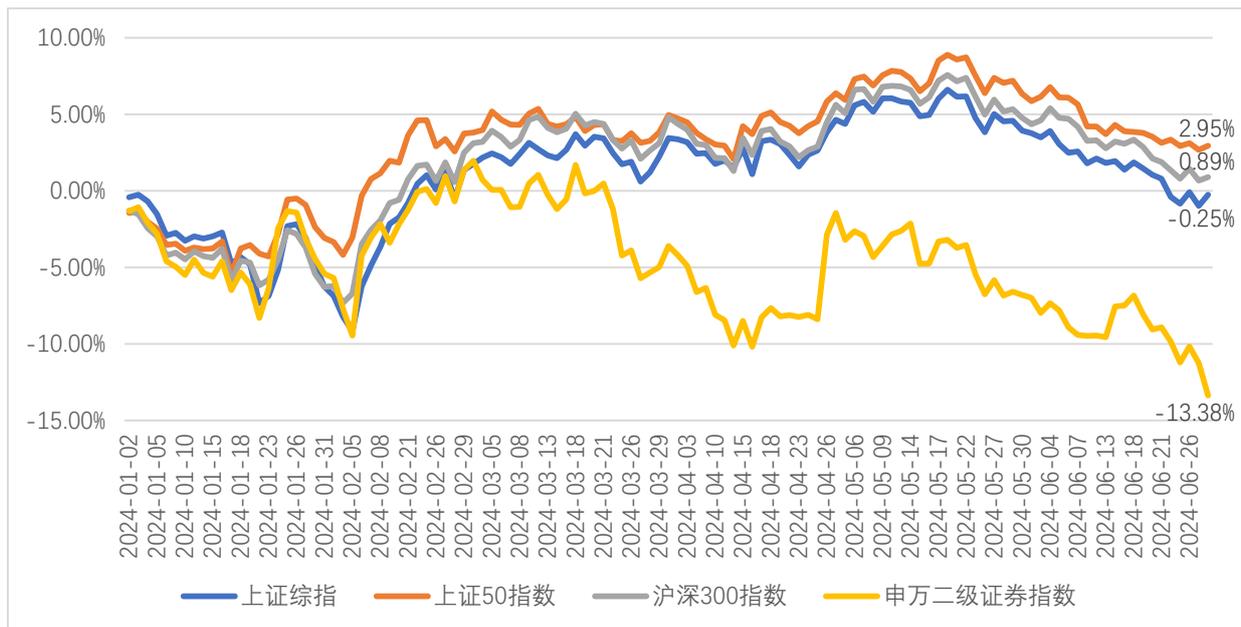
表 1：部分上市券商 2024 中期业绩预告净利润逆市增长	4
-------------------------------	---

## 1. 行情回顾：多项业务开展受严监管政策影响，证券板块 24H1 跑输大市

### 1.1 多业务承压，证券板块上半年表现不佳

严监管趋势持续，券商投行、信用等多业务遭受影响，证券板块上半年表现跑输大市。年初以来内外部环境仍较为复杂，其中国内经济仍呈现缓慢复苏态势；美国通胀虽有下滑但仍保持在较高水平，美联储降息时点不断后移；俄乌冲突、巴以冲突等地缘事件对全球供应链产生持续性影响。内外部多因素带来的投资环境的不确定性，一定程度上影响了国内投资者的投资热情，进而令权益市场承压。上半年权益市场仍呈现宽幅波动态势。对于证券行业而言，资本市场严监管环境给证券公司展业带来一定影响，股权投资、两融、衍生品、高频量化交易等均面临监管压力，且经纪、资管、自营等业务收入受权益市场低迷影响均较为直接。整体上看，多因素导致的经营压力令证券板块表现承压，截至 6 月 30 日，上证综指、上证 50、沪深 300 和申万二级证券指数年内涨幅分别为-0.25%、2.95%、0.89%和-13.38%，证券板块表现跑输市场核心宽基指数。

图1：2024 年 1-6 月申万二级证券指数和上证综指、上证 50 及沪深 300 表现比较

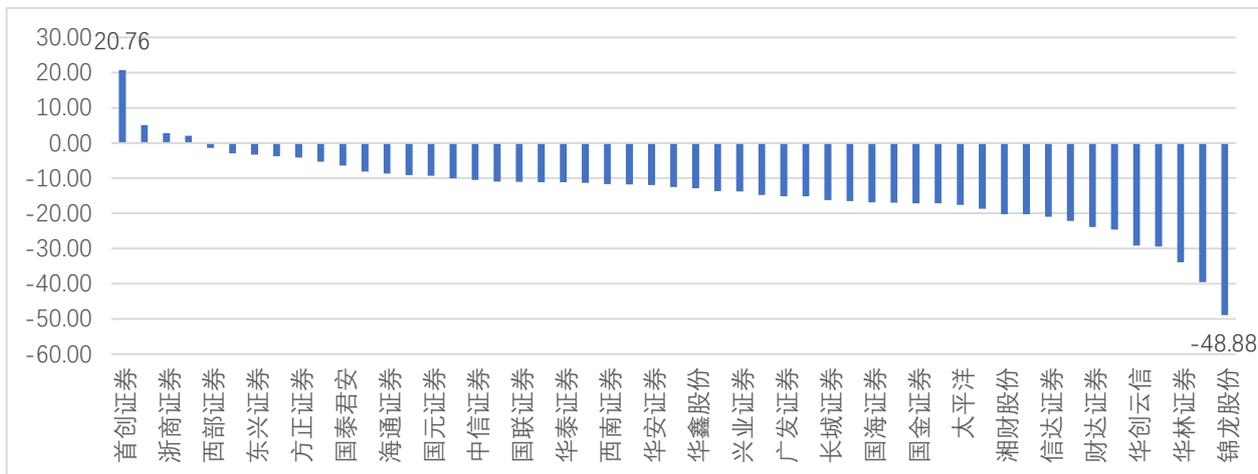


资料来源：同花顺、东兴证券研究所

### 1.2 上半年证券板块个股走势分化明显

板块内个股整体表现不佳且分化较为严重，首尾涨幅相差近 70 个百分点。截至 6 月 30 日，证券板块年内仅四只标的上涨，分别为首创证券 (20.76%)、国信证券 (5.08%)、浙商证券 (2.82%)、招商证券 (2.02%)，其余标的均不同程度下跌，其中锦龙股份跌幅最大 (-48.88%)。并购重组仍是当前证券行业最受市场关注的基本面催化剂，板块内涉及并购重组的个股，如国联证券、浙商证券等股价受并购重组进展催化出现短期波动，但在行业 beta 影响之下仍难以走出显著的独立行情。

图2：证券板块个股 2024H 涨跌幅情况 (%)



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

### 1.3 行业经营整体承压，但部分公司业绩逆市同比增长

行业展业承压，但部分上市券商受益于业务结构优化和 2023 年同期的较低基数，上半年业绩有望实现正增长。虽然券商股权投资等多业务展业面临较大压力，权益市场波动拖累整体业绩，但部分券商通过业务结构调整实现“弯道超车”。从已披露的上市券商中报业绩快报中可以看到，因自营投资类业务表现优异，少数券商中期业绩预计实现同比增长，其中首创证券、红塔证券等券商表现较为突出。

表1：部分上市券商 2024 中期业绩预告净利润逆市增长

券商简称	净利润（亿元）	同比增速
首创证券	4.55-4.95	65.44%-79.98%
红塔证券	4.49	52.27%
东兴证券	5.3-6.3	51.47%-80.05%
东方证券	21.11	11.05%
华安证券	7.14	8.65%

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

## 2. 政策层面延续严监管态势，优化资本市场环境&规范市场参与主体行为仍是核心主线

作为连接投资者、资本市场和实体经济的重要桥梁，证券公司业绩的外生因素颇多，各项业务均受到宏观经济环境、政策、流动性和市场行情的影响。今年年初以来，监管政策向规范资本市场各类主体行为倾斜，严监管成为政策主旋律。新“国九条”从上市公司发行全流程层面从严监管，优化资本市场环境。而对融券、转融券业务的限制加强以及对高频量化交易的从严监管体现出监管层对交易公平，维护中小投资者利益的重视。我们认为，优化资本市场环境仍是未来一段时期的监管主线，不可避免的对证券公司展业产生影响，当前仍无法对该影响进行合理量化。

### 2.1 新“国九条”助力改善资本市场投资环境

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》，简称新“国九条”。新“国九条”是继2014年后时隔10年国务院再次专门出台的资本市场指导性文件，分阶段规划了未来5年、2035年、本世纪中叶资本市场高质量发展的目标，系统提出了强监管、防风险、促高质量发展的一揽子政策措施。新“国九条”中延续了年初以来监管层对资本市场全流程的全方位细化监管趋势，着重突出严把发行上市准入关、严格上市公司持续监管和加大对退市行为的监管力度。在更好梳理企业上市全流程的基础上，全面深化资本市场改革开放，进而推动中长期资金入市。

为贯彻落实新“国九条”及配套政策，证监会加快推动资本市场“1+N”政策体系落地实施，就涉及发行监管、上市公司监管、证券公司监管、交易监管等方面六条规则草案公开征求意见。包含大幅提升首发企业随机抽查比例；进一步严格退市标准、调降退市门槛；加强对上市公司分红的监管；加强对上市公司董监高减持的监管；加强对程序化交易的监管等。

沪深交易所同步就《股票发行上市审核规则》、《股票发行上市规则》等19项具体业务规则向全社会公开征求意见，涉及提高上市条件、规范减持、严格退市标准等方面。其中，主板第一套上市标准中最近3年累计净利润指标从1.5亿元提升至2亿元，最近一年净利润指标从6000万元提升至1亿元；创业板第一套上市标准的净利润指标，将最近两年净利润指标由5000万元提高至1亿元，并新增最近一年净利润不低于6000万元要求。此外，为进一步提升申报质量，防治“带病申报”，沪深交易所原规定的1年内2次不予受理等情形基础上，增加“一查即撤”、“一督即撤”情形，设置6个月的申报间隔期。

我们认为，虽然此次新“国九条”的核心内容是前期监管要求的延续，但国务院、证监会和三大交易所推出的政策之全面，要求之细化近年罕见。如能动员资本市场各类主体全面快速高效贯彻新政要求，资本市场生态和整体面貌有望实现质变。再结合更为积极的财政、货币政策支持，“政策—资本市场—投资者”间的正循环有望加快形成，进而有效改善资本市场投资回报和证券公司中长期业绩预期。

## 2.2 收紧融券&转融券业务，加强对程序化交易的管理，持续压制潜在做空力量

7月10日，证监会批准暂停转融券业务，提高融券保证金比例，进一步强化融券逆周期调节。同时，程序化交易监管将进一步加强。从政策导向看，证监会进一步收紧转融券业务，是2023年下半年以来监管层对于降低融券风险、平抑市场波动举措的延续。近年来权益市场波动持续增大，赚钱效应显著减弱，投资者情绪陷入低谷，交易活跃度亦受到较大影响。针对上述情况，监管层已先后提出多项政策举措，包括限制战略投资者配售股份出借，上调融券保证金比例，降低转融券市场化约定申报证券划转效率，暂停新增转融券规模等；同步要求证券公司加强对客户交易行为的管理，持续加大对利用融券交易实施不当套利等违法违规行为的监管执法力度。根据证监会数据，自2023年8月严监管政策持续推出以来，截至2024年6月底，融券、转融券规模累计下降64%、75%。融券规模占A股流通市值约0.05%，每日融券卖出额占A股成交额的比例由0.7%下降至0.2%，对市场的影响明显减弱。但从近期较为低迷的权益市场表现来看，政策呵护市场的效果尚未得到充分体现，维护中小投资者的重要政策目标还未达到。基于此，在前期持续压降融券、转融券规模的基础上，证监会进一步加大政策力度，依法批准暂停转融券业务，新政自2024年7月11日起实施。其中，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。

相较之下，证监会加强对程序化交易的管理，特别体现了对中小投资者的呵护。程序化交易追求实现最优成交价格，通过设定好的程序推动最优交易的达成，和中小投资者在信息获取、交易实时性和优先度等方面存在一定差异，在一定程度上降低了市场公平。而一般机构投资者在交易层面的劣势较小。根据证监会数据，

年初以来证券市场程序化交易总体稳中有降，交易行为出现一些积极变化。截至6月末，全市场高频交易账户1600余个，年内下降超过20%，触及异常交易监控标准的行为在过去3个月下降近6成。下一步，证监会主要从五个方面加强对程序化交易的监管，包括：1.指导证券交易所尽快出台程序化交易管理实施细则；2.指导证券交易所尽快公布和实施程序化异常交易监控标准；3.抓紧制定发布北向资金程序化交易报告指引，对北向投资者适用与境内投资者相同的监管标准；4.明确高频量化交易差异化收费安排，对高频量化交易额额外收取流量费、撤单费；5.持续强化交易行为监测监管，从严打击违法违规行为。

我们认为，监管层就资本市场，特别是中小投资者最为关切的转融券业务和程序化交易提出更为严格的监管要求，是积极呵护中小投资者权益，提升中小投资者获得感，降低市场波动的举措。减少可能涉及做空的力量，打击违法违规行为，有助于推动市场形成上涨合力，配合“新国九条”等重要监管举措，资本市场环境有望得到持续优化，进而推动中长期价值投资资金进场交易。

### 2.3 贯彻二十届三中全会精神，未来一段时期政策面或将保持严监管&稳市场并行

在证监会学习贯彻二十届三中全会精神暨年中工作会议上，吴清主席指出“突出强本强基、严监严管，通过进一步全面深化改革来破除体制机制障碍和结构性问题，加快建设安全、规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场”，施政要点包括：1.切实维护市场平稳运行；2.更大力度服务实体经济回升向好；3.推动股票发行注册制走深走实；4.培育高质量上市公司；5.着力防范化解私募基金、交易场所、债券违约、行业机构等重点领域风险；6.大力提升监管执法效能。

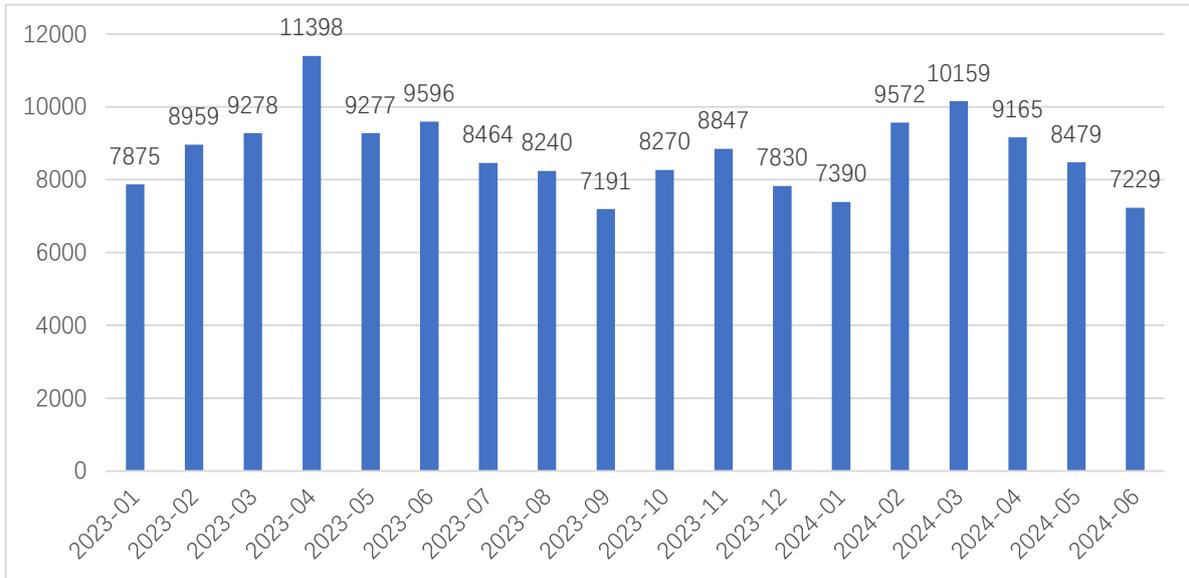
我们认为，上述六大政策发力点是新“国九条”政策纲领的细化实施方案，体现出监管层在从严监管的同时稳定市场的决心，未来一段时间施政主线大概率将围绕“严、稳”执行，预计资本市场层面强刺激政策推出的可能性较小。

## 3. 大财富：市场低迷给券商财富管理业务带来较大压力

### 3.1 交易量呈现缓慢下行态势，令券商经纪业务收入承压

从权益市场交易数据看，年初以来成交量先增后降，6月日均成交额降至2023年9月水平。一季度在证监会加强对量化交易的监管，稳定市场的情况下，配合春节前后消费企稳，经济数据向好，市场交易活跃度显著提升，3月日均成交额时隔11个月再次回到万亿之上。但二季度部分宏观数据回落压制投资者对经济复苏的信心，致使成交规模持续回落，6月日均成交额仅7229亿，接近2023年9月低点，行业内“存量博弈”气氛愈发浓厚。成交额的回落必然对券商经纪业务产生负面影响，二季度经纪业务收入环比下降是大概率事件。

图3：2023年以来市场日均成交额（月度统计）（亿元）



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

### 3.2 财富管理成功转型有望带动经纪业务拐点出现

政策导向叠加业内竞争加剧，经纪业务综合佣金率下滑趋势延续，财富管理转型仍是当前经纪业务的核心突破口。2023年中央政治局会议后，证监会推出一系列活跃资本市场政策，在调降交易所收费等固定费用外，亦直接或间接推动券商降费。与此同时，在市场蛋糕增量空间有限的情况下，证券行业内竞争不断加剧，传统经纪业务作为低附加值业务成为价格战的主战场，虽然近三年降幅有所放缓，但佣金率下降态势未改，短期内难以看到拐点出现的必然性。在此背景下，券商加快发展高附加值财富管理业务的重要性得到进一步提升。我们认为，当前财富管理转型仍为是券商深度挖掘客户价值，加强各业务板块间协同，提升佣金业务附加值的关键突破口。

国内财富管理仍是朝阳行业，市场空间巨大。在我国十四五规划中，推动经济总量和城乡居民人均收入迈上新台阶是事关民生福祉的重点任务。随着我国经济进入高质量发展阶段，可以预见，未来一段时期居民可支配收入仍将平稳较快增长，居民可投资资产的持续积累、投资结构的加速迭代和投资理念的不断变化将进一步打开国内财富管理业务空间。此外，我国居民的证券市场参与度逐渐提升，不断增强的投资意识和持续革新的投资理念有望进一步提升其对券商财富管理和资产管理的认可度。

### 3.3 和控、参股基金公司的有效协同成为券商财富管理加快发展的重要路径

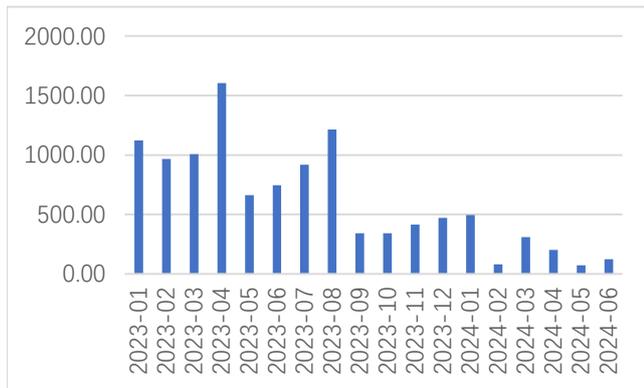
控、参股公募基金为券商财富管理转型提供有力抓手、贡献可观业绩。在资管新规要求下，市场各类资管机构实现同台竞技，这要求券商资管持续快速提升主动管理能力。扩大募集资金范围、大力发展集合类产品、顺应监管趋势推动大集合产品公募化改造、深度参与公募市场、积极申请公募牌照是应对业务转型的必要举措，也是证券公司财富管理转型产品线建设的重要抓手。控股公募基金公司为券商大财富管理条线提供丰富产品支持，是券商综合竞争实力的体现。其中，头部券商如中信证券、广发证券等，在控股优质公募基金管理平台收获投资收益的同时，极大丰富了自身财富管理业务的产品供给，不断与先进投资理念接轨，提升投资能力，业务综合实力获得市场认可。同时，控参股公募平台也有望在公募基金成为行业风口、流量入口之际，充分发挥其品牌力和市场影响力，为券商提供重要的客户导流渠道。

综上，从券商业务发展角度来看，当前市场对证券行业的核心关注点仍在财富管理层面，其在未来一段时期仍将是兼具发展确定性和弹性的成长性券商业务板块。在推进财富管理转型过程中，券商的代销金融产品体系建设不断完善，同时业务重心正努力迈向“重投顾”等高附加值、体现券商权益类、固定收益类产品投顾能力优势的方向迈进，转型正在逐步走向深化。预计随着业务重心的不断转移，财富管理大逻辑将向中长期演进，面对行业内日趋激烈的竞争态势，拥有丰富机构客户资源和较强产品投顾和配置能力的券商头部财富管理平台有望继续发挥投顾能力整体优势，实现财富管理业务收入和业绩占比的进一步提升。

#### 4. 大投行：打造自身硬实力的同时，等待监管放松的信号

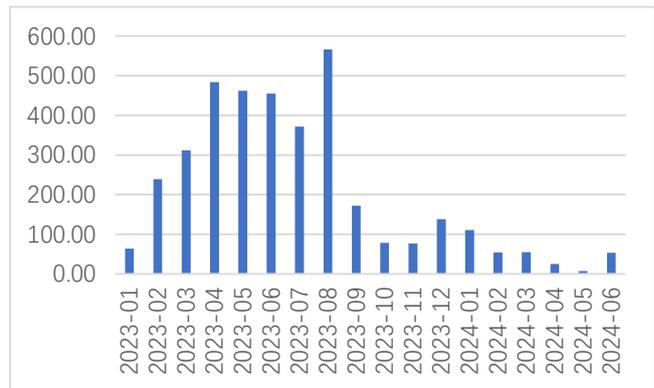
受严监管影响，上半年 IPO 和再融资规模持续回落。受权益市场持续大幅波动的影响，监管层加大资本市场供给的逆周期调节，阶段性收紧融资节奏，促进投融资两端的动态平衡。根据同花顺统计，以首发上市日为标准，2024 年上半年一级市场股权融资合计 1282.81 亿元，同比下降 79.00%，环比下降 65.36%，其中 IPO 304.87 亿元，同比下降 84.87%，环比下降 78.26%；定增 975.63 亿元，同比下降 75.55%，环比下降 56.87%。

图4：2023 年初以来股权融资月度数据（首发上市日口径）（亿元）



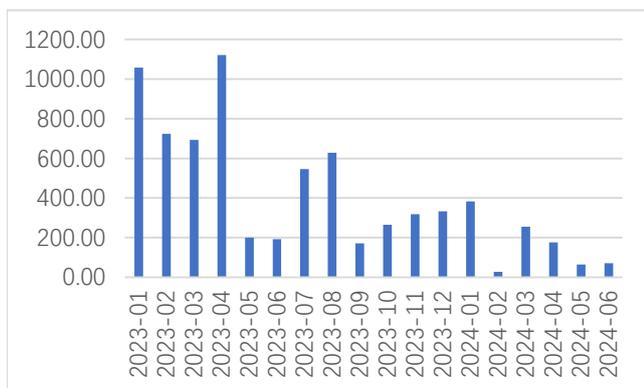
资料来源：同花顺、东兴证券研究所

图5：2023 年初以来 IPO 月度数据（首发上市日口径）（亿元）



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

图6：2023 年初以来定增月度数据（首发上市日口径）（亿元）



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

上市公司结构更加均衡，A股市场格局不断优化。全面注册制落地后，A股各板块定位更加突出，其中主板主要服务于成熟期大中型企业；科创板突出“硬科技”特色，大力支持国内高新技术企业发展，同时发挥资本市场改革“试验田”作用；创业板则主要服务于成长型创新创业企业；北交所与全国股转系统共同打造服务创新型中小企业主阵地。主板、科创板、创业板、北交所，不同板块错位发展、相互补充、凝聚合力，为符合板块定位的企业畅通直接融资渠道。

由于市场波动持续且剧烈，考虑到承载能力和投资者信心，当前监管出台的阶段性限制举措短期会对一级市场发行规模造成影响。但随着流动性提升和投资者信心增强，中长期来看，在提升直接融资占比的政策主基调下，我国资本市场将更好的发挥便捷融资功能，支持实体经济通过直接融资募集资金，为我国经济的高质量发展新格局充分发挥资本市场的媒介功能。从需求端看，国内企业上市热情仍然高涨，证券公司投行项目储备充足。但在主板、创业板发行节奏显著放缓的背景下，投行业务如何发展，如何弥补收入缺口是券商亟待解决的问题。在前期的新三板、当前的北交所市场，活跃着一批特色化投行，这类投行深耕北交所已久，积累了较为丰富的拟上市公司资源，故受到严监管的影响相对较小，能够保持相对稳定的收入来源和业务周期，差异化优势凸显。且随着北交所交易逐步活跃，对各类拟上市企业和中介机构的吸引力有望持续提升，虹吸效应有望持续增强，“规模—估值”正反馈形成后中介机构将获得可观的收入增速。

总的来看，无论自身发展路径为何，不断提升资质仍为投行业务发展核心要义。作为注册制下资本市场的“守门人”和改革的主要参与者，全面注册制落地将持续为服务实体经济、支持企业直接融资拓宽新渠道，打开了证券公司投行业务增量空间；与此同时，投行业务需要更多的自我提升以承载更大的时代使命。从核心的上市定价层面而言，注册制下新股的定价权更多的交给市场，这对当前主承销商的发行定价、承销能力提出了更高要求；不同板块的携手前行也将共同推动传统经济和新经济的复苏与发展，从这个角度看，打造优质投行将成为券商发展的“必选”路径。

## 5. 大自营：波动&分化或将延续，资产配置能力和风控能力将成为券商投资“胜负手”

当前券商自营业务收入仍主要取决于股债市场表现，股债表现大幅分化令大类资产配置难度加大，市场波动进一步增加获取投资收益的难度。权益市场持续性剧烈波动令券商自营业务资产配置难度进一步增大。从近年业绩情况分析，中小券商自营投资收益受市场波动影响更大，而头部券商盈利确定性相对较强，这是由于头部券商资产配置更加均衡，部分券商执行“非方向性投资”态度坚决且已经积累了较为丰富的实战经验。同时，头部券商有能力深耕场外衍生品市场和海外市场、拥有较多的风险分散和对冲手段，一定程度上对冲了国内权益市场的冲击。但如果能更好的预判各类资产的表现，更为高效地在权益资产、固定收益类资产和大宗商品类资产中做出合理选择，或是自营投资业绩甚至券商业绩弯道超车的“妙手”。

除主动配置的权益及固定收益资产外，直投业务是当前券商获取长久期、较高IRR的重要来源。证券公司主要通过直投、创投及另类投资子公司进行股权投资、投行项目跟投及金融产品投资。在全面注册制下，“募投管退”渠道有望更为通畅，股权投资的退出途径进一步拓宽，有利于投资收益的实现；且证券公司积极参与股权投资有望实现对企业不同生命周期的全流程覆盖，通过各部门协同合力挖掘客户价值。

综上，在当前券商业务结构变化趋势下，不断上升的规模意味着自营投资的稳定性和持续增长性成为决定投资业绩乃至券商整体业绩的关键因素。我们认为，虽然自营投资已成为证券公司盈利能力提升和超越可比同行的关键突破口，但面对股债市场的剧烈波动，自营业务盲目扩量并不可取，稳定性亦是业务能力优劣的重

要考量，需要实现高 beta 和稳定增长动态平衡。目前自营资产配置更为均衡、配置能力强、风控体系相对健全，同时有能力深耕场外衍生品市场、拥有诸多风险对冲手段的部分头部券商业绩确定性更强，已具备一定的抗周期属性。

## 6. 投资建议：行业估值仍在低位，静待经济数据改善&政策催化

从投资角度看，当前行业核心关注点仍在财富管理主线和投资类业务在权益市场复苏中的业绩弹性，但考虑到市场近年来的高波动性和较为有限的风险对冲方式，财富管理&资产管理业务在提升券商估值下限的同时平抑估值波动的作用将不断提升此类业务在券商业务格局中的重要性。

在当前时点看，以注册制为代表的资本市场改革提速有望成为行业价值回归的直接催化剂，业务创新亦将为盈利增长开启想象空间，行业中长期发展前景继续向好。但受制于业务结构和经营属性，行业的“市场 beta”特征并未出现显著变化，市场长时间低迷对行业业绩和估值形成较强压制。同时，目前严监管环境仍未发生变化，短期内能否出现催化剂犹未可知。此外，证券行业由于自身特殊属性，在直接受益于本行业利好政策的同时，还将间接受益于宏观经济复苏和利好全市场的各类政策的出台，我们认为在保护中小投资者权益、提升投资者获得感、稳市场的政策基调下，下半年大概率仍有“政策红包”可以期待。经过近三年的波动下行，证券行业当前估值已至 1.11 倍 PB，在历史估值中处于 1.65%分位的极低位置，向上弹性远大于向下空间。

图7：2019年下半年以来申万二级证券板块估值趋势



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

此外，在明确监管导向下，2024年证券行业内整合频率、力度均有望提升，周期有望缩短。其中，自上而下推动或将成为主导力量。当前已有民生&国联、华创&太平洋、浙商&国都、平安&方正的整合预期，东莞证券的控制权出让也望受到行业及市场的广泛关注。我们认为，“大风已起，势不可挡，顺势而为”。

综上，下半年我们继续看好行业内头部机构在中长期创新发展模式下的投资机会，当前具备较高投资价值的标的仍集中于估值仍在低位的价值个股。重申需要重视证券ETF的投资价值，参考海外经验，在市场有效性提升过程中，市场偏好或向指数投资持续倾斜。

## 7. 风险提示

宏观经济下行风险、政策风险、市场风险、流动性风险。

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：暂停转融券&提高融券保证金，监管呵护市场步履不停	2024-07-17
行业普通报告	证券行业：多措并举降低市场波动，监管新政提振投资者信心	2024-07-11
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：强监管&推动发展新质生产力，资本市场环境有望持续优化	2024-07-11
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：融券&转融券规模下降后对权益市场波动影响减弱，投资者信心有望持续修复	2024-06-20
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：多条监管细则落地，资本市场环境有望持续优化	2024-06-14
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：各类利好政策效果有望逐步显现，建议继续关注非银板块	2024-06-05
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：地产利好政策加速落地，险企投资端风险有望缓解	2024-05-21
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：上市券商监管加强，行业生态有望持续优化	2024-05-14
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：投资者风险偏好回升，非银板块估值修复有望持续	2024-05-07
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：金融行业做大做强预期不断提升，建议继续关注并购重组主线	2024-04-29

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 刘嘉玮

武汉大学学士，南开大学硕士，“数学+金融”复合背景。四年银行工作经验，九年非银金融研究经验，两年银行研究经验。2015年第十三届新财富非银金融行业第一名、2016年第十四届新财富非银金融行业第四名团队成员；2015年第九届水晶球非银金融行业第一名、2016年第十届水晶球非银金融行业第二名团队成员。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（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）：  
以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（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）：  
以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦23层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526