

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

券商板块 2024 年 10 月回顾及 11 月前瞻

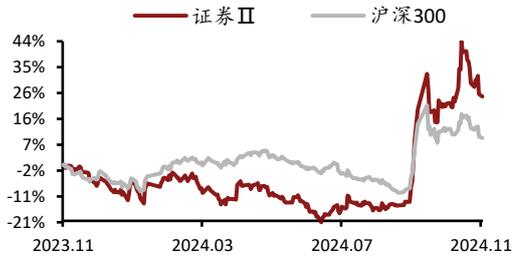
——券商板块月报

证券研究报告-行业月报

同步大市(维持)

证券 II 相对沪深 300 指数表现

发布日期：2024 年 11 月 26 日



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 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

《证券 II 行业月报：券商板块 2024 年 7 月回顾及 8 月前瞻》 2024-08-27

联系人：马钦琦

电话：021-50586973

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

- **券商板块 2024 年 10 月行情回顾：**10 月券商指数月初一度创近三年反弹新高，随后出现持续性的回调整理。中信二级行业指数证券 II 全月上涨 3.53%，跑赢沪深 300 指数 6.69 个百分点；券商板块全面回调整理，个别个股仍出现较大涨幅，板块平均 P/B 的震荡区间为 1.425-1.649 倍。
- **影响上市券商 2024 年 10 月月度经营业绩的核心要素：**(1) 权益进入盘整、固收强势修复，自营业务环比有望实现增长。(2) 全市场日均成交量创历史新高，经纪业务景气度迎来反转。(3) 两融余额创年内新高，两融业务对上市券商单月经营业绩的贡献度明显扩大。(4) 行业投行业务总量环比明显回落。
- **上市券商 11 月业绩前瞻：**自营：进入 11 月以来，各主要权益类指数上中旬同步走强，下半月陆续再度出现回落调整，并延续至月末；固定收益类指数维持较为明显分化的同时再度走强。整体看，权益自营环比将有所下滑，固收自营环比将实现改善，上市券商自营业务的月度投资收益总额环比有望保持相对稳定。经纪：全市场日均股票成交量有望再创历史新高，股票成交总量也有望同步创历史新高，行业经纪业务景气度将回升至近年来的高位水平。两融：两融余额回升至 1.8 万亿上方，预计两融业务将维持对上市券商单月经营业绩的正向贡献，但边际贡献度将有所收窄。投行：股权融资、债权融资规模同步出现明显回升，预计行业投行业务总量将回升至年内高位。整体经营业绩：综合目前市场各要素的最新变化，预计 2024 年 11 月上市券商母公司口径单月整体经营业绩环比有望稳中有升。
- **投资建议：**11 月以来券商指数领先各权益类指数创本轮反弹修复新高后，出现持续回落调整，板块的平均 P/B 一度回升至 1.72 倍的高位，近日再度降至 1.50 倍下方。在政策面的强驱动下，四季度行业的盈利能力有望较前三季度实现较为明显的改善。目前券商指数已进入震荡整固期，静待下一轮上涨周期的开启。在充分换手整固后，伴随着行业基本面的改善，券商板块后续仍有望向上挑战 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。在行业基本面及板块估值整体实现持续修复的背景下，板块内的个股均有阶段性投资机会，关注头部券商、个股估值明显低于板块平均估值的中小券商。

**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

## 1. 2024 年 10 月券商板块行情回顾

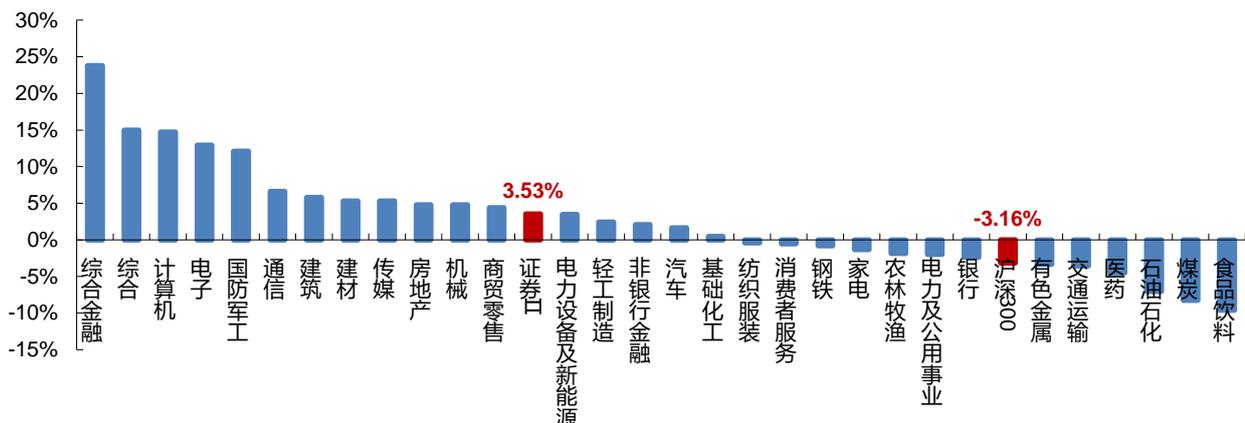
### 1.1. 10 月券商指数月初一度创近三年来反弹新高，随后出现持续性的回调整理

2024 年 10 月券商指数国庆节后首个交易日以涨停价格开盘，盘中虽有短暂震荡，但最终仍以涨停价格收盘，整体表现显著强于各主要权益类指数；国庆节后第二个交易日，券商指数在两次冲高未果后跟随各权益类指数出现一轮回落调整，对 9 月末以来较快、较大的涨幅进行修正；临近下旬，券商指数结束压回修正再度明显走强，随后至月末在本轮反弹修复的相对高位横向窄幅震荡。10 月券商指数月初再创本轮反弹修复新高，并一度创近三年来反弹新高，随后全月虽然出现持续性的回调整理，但整体表现依然较为强势。

中信二级行业指数证券 II 全月上涨 3.53%，跑赢沪深 300 指数 6.69 个百分点；与 30 个中信一级行业指数相比，排名第 13 位，环比下降 11 位。

中信二级行业指数证券 II 全月振幅为 21.25%，环比明显收窄；共成交 2.12 万亿元，环比+236.9%，进一步显著放量。

图 1：2024 年 10 月中信二级行业指数证券 II 涨跌幅为 3.53%



资料来源：Wind、中原证券研究所

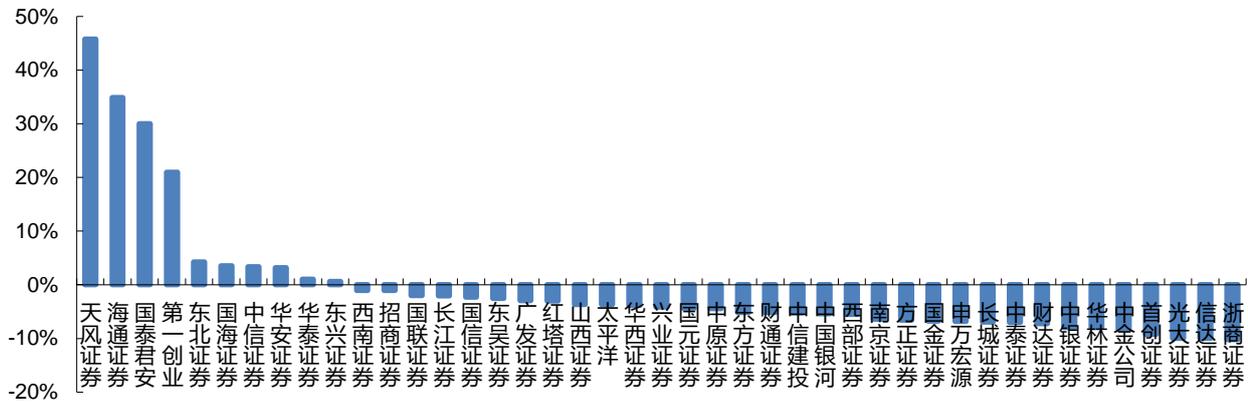
### 1.2. 10 月券商板块全面回调整理，个别个股仍出现较大涨幅

2024 年 10 月，43 家单一证券业务上市券商中共有 10 家实现上涨，环比-32 家。其中涨幅前 5 位分别为天风证券 (45.79%)、海通证券 (34.90%)、国泰君安 (30.03%)、第一创业 (20.99%)、东北证券 (4.27%)，跌幅前 5 位分别为浙商证券 (-10.20%)、信达证券 (-9.99%)、光大证券 (-9.97%)、首创证券 (-9.18%)、中金公司 (-8.26%)。10 月共 5 家上市券商的月度表现跑赢券商指数，占比 11.6%。

10 月券商板块全面回调整理，板块内个股的回调幅度相较前期涨幅普遍较为良性。其中，头部券商的整体表现依然较为强势，大多数个股持续处于板块涨跌幅的上半分位，中信证券、华泰证券等龙头个股全月仍实现小幅上涨，因重组事项复牌的国泰君安、海通证券出现明

显补涨，是带动券商指数全月收涨的主力；中小及弹性券商出现不同程度的调整，部分个股的回调幅度偏大，板块涨跌幅的下半分位基本全部为中小券商，整体表现有所转弱。10月券商板块的结构性行情特征较为明显，个别中小券商阶段性受到市场活跃资金的关注，连续第二个月出现较大幅度上涨。

图 2：2024 年 10 月券商板块个股涨跌幅

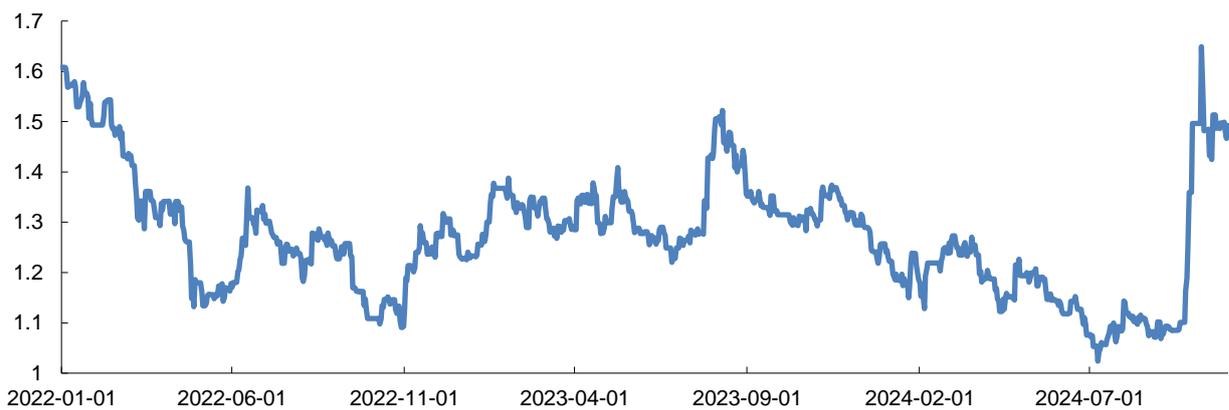


资料来源：Wind、中原证券研究所

### 1.3. 2024 年 10 月券商板块平均 P/B 的震荡区间为 1.425-1.649 倍

2024 年 10 月券商板块的平均 P/B 最高为 1.649 倍，最低为 1.425 倍，P/B 震荡区间的上限及下限同步提高。截至 2024 年 10 月 31 日收盘，券商板块的平均 P/B 为 1.493 倍，再度回落至 2016 年以来板块 1.55 倍的平均估值以下。

图 3：2022 年 1 月-2024 年 10 月券商板块平均 P/B



资料来源：Wind、中原证券研究所

## 2. 影响 2024 年 10 月上市券商月度经营业绩的核心要素

### 2.1. 权益进入盘整、固收强势修复

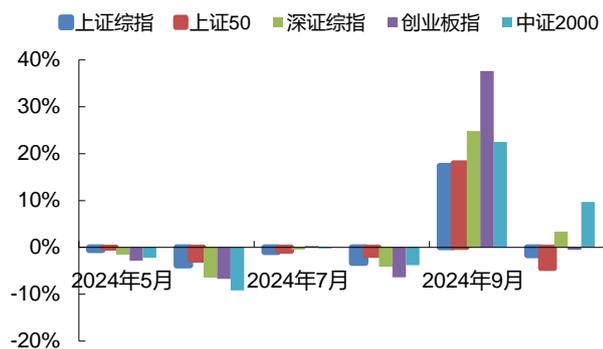
2024 年 10 月各主要权益类指数国庆节后首个交易日出现较大幅度高开并创近年来新高，但高开后出现低走，随即出现一轮回落调整，对 9 月下旬后的快速、明显修复进行了修正；月中各权益类指数同步再度明显走强，但下旬分化现象再现。其中，代表价值类风格的上证 50 指数、沪深 300 指数在上半月压回修正后，月中再度走强的力度偏弱，下旬在本轮反弹修复的相对高位横向窄幅震荡整理；代表赛道类成长风格的创业板成分指数月中走强的力度明显强于价值类指数，但下旬同步呈现横向窄幅震荡，指数波动率显著收敛；代表小微市值风格的中证 2000 指数下旬跟随其他权益类指数压回修正后快速企稳，进入中旬即转入缓步震荡走高的新趋势并延续至月末，月末收盘已逼近国庆节后的高开点位，再创反弹新高之势呼之欲出，短周期格局明显转强，指数弹性暂领先于其他权益类指数。

具体指数涨跌幅为：上证指数下跌 1.70%、深证综指上涨 3.33%、上证 50 指数下跌 4.44%、沪深 300 指数下跌 3.16%、创业板指下跌 0.49%、中证 500 指数上涨 2.75%、中证 2000 指数上涨 9.73%。上市券商权益类自营业务中，以市场中性策略为代表的量化投资由于对冲端中证 500、中证 1000 股指期货的涨幅小于中小市值股票现货端的涨幅，且由假期前的升水再度转为贴水，在指数波动率逐步回归常态水平的背景下，月内投资收益的展望较为乐观。方向性业务方面，节后各权益类指数的回落修正为上市券商判断行情性质、是否重启方向性权益自营或者扩大方向敞口提供了决策时间；虽然 10 月权益市场整体由全面普涨转为回落调整、板块轮动，但回落空间相对有限、整体维持强势，市场交易活跃度维持在历史新高水平，方向性业务的操作机会仍较多、操作空间仍较大，方向性权益自营的整体经营环境处于近年来的较佳水平。预计 10 月上市券商权益类自营业务整体有望实现较好的投资收益。

10 月固定收益类指数未延续 9 月末的快速调整，国庆节假期后首个交易日即快速企稳并逐步尝试对 9 月 27 日的单日较大跌幅进行回补；下半月，受权益市场再度走强的影响，固收指数有所压回。其中，十年期国债期货指数上涨 0.42%，并已基本结束快速调整重回上涨趋势；中证全债（净）指数的表现明显弱于十年期国债期货指数，下旬再度压回的幅度明显偏大且于月末再创 9 月下旬见顶回落以来新低，全月下跌 0.26%。10 月固定收益类指数出现近年来较为罕见的分化现象，行业固定收益类自营业务的经营环境明显降温。预计 10 月上市券商固收自营的月度投资收益增量将较为有限，但整体持稳。

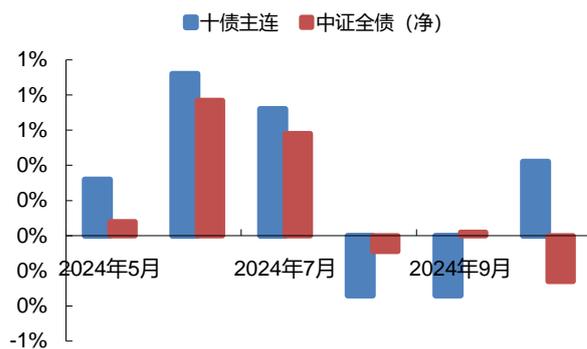
整体看，10 月权益自营有望实现较好的投资收益，固收自营有望保持相对平稳，上市券商自营业务的月度投资收益环比有望实现增长。

图 4：各主要权益类指数涨跌幅



资料来源：Wind、中原证券研究所

图 5：十债主连、中证全债（净）指数涨跌幅



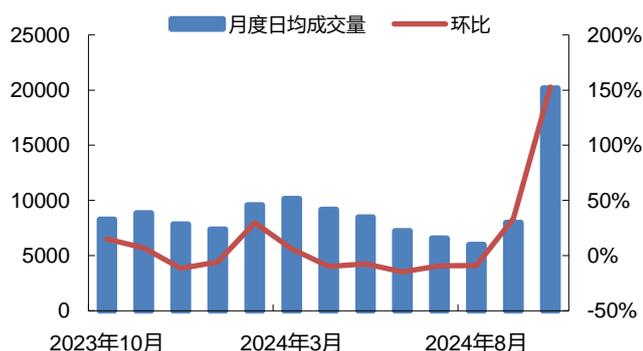
资料来源：Wind、中原证券研究所

## 2.2. 经纪业务景气度迎来反转

2024年10月全市场日均股票成交量为20150亿元，环比+152.8%，同比+143.7%；月度股票成交总量为36.27万亿元，环比+139.5%，同比+158.0%。

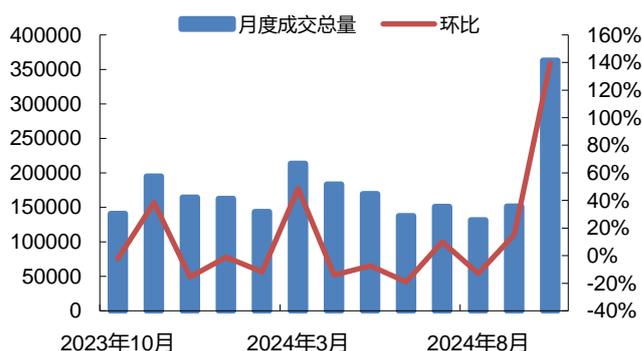
10月节假日后首个交易日，全市场日均成交量再创3.5万亿的历史天量，随后虽有回落，但普遍维持在近年来的高位，未出现持续性的明显缩量。整体看，虽然各权益类指数由节假日前后的快速上涨转为强势震荡整理，但市场交投活跃度依然维持在A股历史的新高位置。受此推动，10月全市场日均股票成交量创历史新高，即使存在节假日因素，全市场月度股票成交总量也回升至历史次高位，行业经纪业务景气度在前三季度持续回落后，于10月迎来反转。

图 6：月度日均成交量（亿元）



资料来源：Wind、中原证券研究所

图 7：月度成交总量（亿元）



资料来源：Wind、中原证券研究所

## 2.3. 两融余额创年内新高

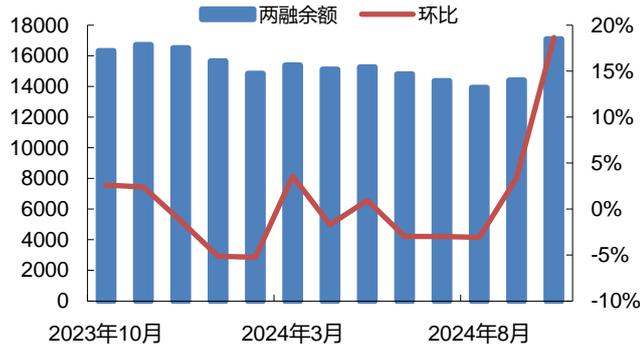
截至2024年10月31日，全市场两融余额为17089亿元，环比+18.7%，同比+4.7%。

截至10月底，2024年两融日均余额为15068亿，较2023年两融日均余额16058亿元-

6.2%，降幅环比收窄。

10月两融客户对本轮市场行情的性质有了更为准确的判断，并且随着市场的显著改善，两融客户的操作空间逐步加大，叠加新增两融客户阶段性增长，两融余额在节假日后出现了较为快速的增长，并超越年初1.66万亿元的高点创出年内新高。10月两融业务对上市券商单月经营业绩的边际贡献将由负转正，贡献度将明显扩大。

图 8：月末两融余额（亿元）



资料来源：Wind、中原证券研究所

图 9：两融年度日均余额（亿元）



资料来源：Wind、中原证券研究所

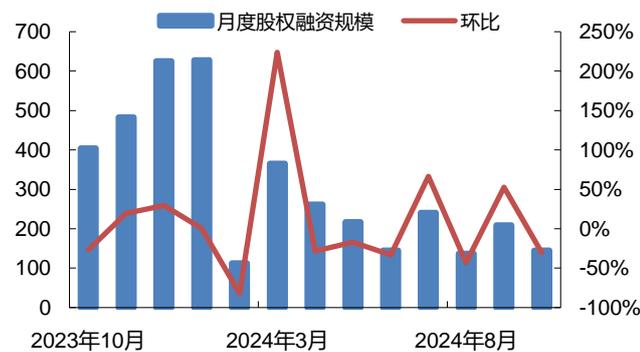
### 2.4. 投行业务总量环比明显回落

股权融资方面，2024年10月股权融资规模为145亿元，环比-30.5%，同比-64.1%。

债权融资方面，2024年10月行业各类债券承销金额为9724亿元（按发行日），环比-20.3%，同比-30.7%。

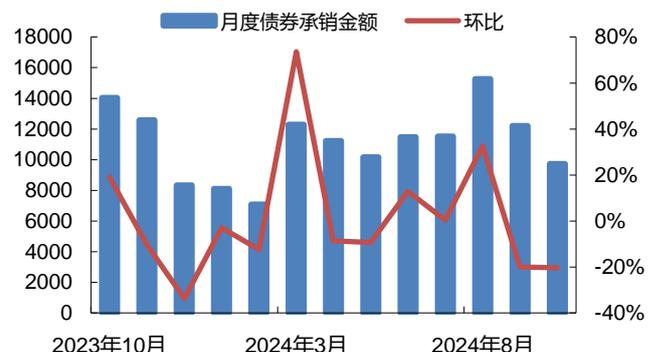
10月由于存在节假日因素，虽然增发规模环比明显回升，但IPO与除增发外的其他再融资规模环比明显缩量，行业股权融资规模再度回落至年内的低位水平。受传统淡季影响，行业各类债券承销金额降至万亿以下的年内相对低位。受股权融资规模、各类债券承销金额同步降至年内低位水平的影响，行业投行业务总量环比出现明显回落。

图 10：月度股权融资规模（亿元）



资料来源：Wind、中原证券研究所

图 11：月度各类债券承销金额（按发行日，亿元）



资料来源：Wind、中原证券研究所

### 3. 上市券商 11 月业绩前瞻

**自营业务：**进入 11 月以来，各主要权益类指数上中旬同步走强并向国庆节假期后的反弹高点发起挑战，与前期的快速上涨不同，各权益类指数上旬采用震荡上涨的方式，涨势较为温和；进入中旬后，各权益类指数陆续再度出现回落调整，并延续至月末；同时，各主要权益类指数间保持着较为明显的分化，前期强弱明显易位的格局得以延续。截至目前，代表价值类风格的上证 50 指数、沪深 300 指数上旬再度走强持续的时间最短、走强的高度最低，中下旬以来回落调整的幅度最深、并跌破 10 月上旬的调整低点再创新低，短线格局暂时最为弱势；代表赛道类成长风格的创业板成分指数上半月走强的力度明显强于价值类指数，高点已较为接近国庆假期后的反弹高点，且下半月回落以来暂未创调整新低，短线格局暂时相对强势；代表小微市值风格的中证 2000 指数延续震荡走高的短线趋势，连续走强并突破国庆节假期后的高点再创新轮反弹修复以来新高，下半月虽有一定回落但整体在相对高位震荡，并未出现持续性的走弱，短线格局在各权益类指数中最为强势、指数弹性明显增强。

上市券商权益类自营业务中，截至目前，以市场中性策略为代表的量化投资对冲端中证 500、中证 1000 股指期货的走势弱于股票现货组合的走势，同时股指期货保持贴水且波动率已回归至常态水平，月内投资收益的展望较为乐观。方向性业务方面，11 月以来价值类板块走势偏弱，成长类板块轮动速度快、持续性不佳，中小市值题材类方向机构的参与度相对较低。因此，虽然权益市场整体仍维持相对强势、保持较高的活跃度，但上市券商方向性权益自营的操作难度有所加大；此外，权益市场冲高回落整体呈现震荡调整态势，指数化投资也较难实现良好收益。预计 11 月上市券商权益类自营业务环比将有所下滑，上市券商间将出现明显的投资业绩分化。

11 月以来固定收益类指数维持较为明显的分化，截至目前，十债主连重回缓步震荡走高的趋势，对 9 月下旬的明显波动进行了完全修复，并于月末再创历史新高，牛市格局依然较为鲜明；中证全债（净）指数的走势偏弱，上旬实现一定幅度修复后转为区间震荡，较前期历史新高尚有明显空间。11 月行业固定收益类自营业务的经营环境再度升温，固定收益类自营业务环比将实现改善，并有望贡献上市券商月度投资收益的主要增量。

整体看，11 月权益自营环比将有所下滑，固收自营环比将实现改善，上市券商自营业务的月度投资收益总额环比有望保持相对稳定。

**经纪业务：**11 月上中旬在各权益类指数同步走强的过程中，市场成交呈现持续放量，峰值量能曾达到 2.73 万亿的历史次高位。下半月以来伴随着各权益类指数再度步入调整，市场成交明显缩量，但仍能维持在 1.5 万亿上方波动。截至目前，11 月全市场日均成交量有望再创历史新高，股票成交总量也有望同步创历史新高。考虑到近年来行业平均净佣金率降幅明显，行业经纪业务景气度虽然难以触及历史新高，但也将回升至近年来的高位水平。

**两融业务：**11 月上中旬两融余额跟随各权益类指数走强而出现进一步明显回升，总量回升至 1.8 万亿上方，已较为接近 2021 年 1.9 万亿的历史次高点。下半月后两融余额维持在

1.8 万亿上方窄幅波动，并未跟随权益市场调整而出现持续性的回落，说明目前两融客户的持股心态较为稳定，愿意承担一定的市场波动。预计 11 月两融业务将维持对上市券商单月经营业绩的正向贡献，但边际贡献度将有所收窄，两融年度日均余额的同比降幅环比将进一步明显收窄。

**投行业务：**股权融资方面，截至目前虽然 IPO 规模环比保持平稳，但增发、可转债等再融资规模环比明显放量，预计 11 月行业股权融资规模环比将出现较大幅度回升，总量有望回升至年内的相对高位。债权融资方面，截至目前行业各类债券承销金额已回升至万亿元之上，预计 11 月将再度挑战年内月度债权融资规模高点。11 月股权融资、债权融资规模同步出现明显回升，预计行业投行业务总量将回升至年内高位。

**整体经营业绩：**综合目前市场各要素的最新变化，预计 2024 年 11 月上市券商母公司口径单月整体经营业绩环比有望稳中有升，单月经营业绩总额有望保持在年内高位。

#### 4. 投资建议

11 月上旬券商指数快速走强，并领先各权益类指数突破国庆节假期后的高点，创本轮反弹修复新高，并创近四年来新高；但中旬后券商板块成交明显缩量，券商指数出现持续回落调整。截至目前，券商指数已将上旬涨幅尽数回吐，短线趋势明显转弱。在创近四年新高的同时，券商板块的平均 P/B 一度回升至 1.72 倍的高位，随后持续回落，近日再度降至 1.50 倍下方，小幅低于 2016 年以来的平均估值水平。

11 月 19 日，证监会主席吴清在第三届国际金融领袖投资峰会上致辞时表示，今年以来，证监会深入贯彻中央金融工作会议精神和新“国九条”决策部署，紧扣强监管、防风险、促高质量发展的主线，坚持强本强基、严监严管，着力稳市场、稳信心、稳预期，资本市场企稳回升，展现出较强韧性，为经济高质量发展积极贡献力量。一是突出支持发展新质生产力。二是突出提升上市公司投资价值。三是突出加快推进投资端改革。四是突出严监严管，净化市场生态。五是突出增强各方政策合力。下一步，证监会将着力健全投资和融资相协调的资本市场功能，加快形成支持科技创新的多层次市场体系和支持“长钱长投”的政策体系，抓紧健全强监管、防风险的制度机制，多举措强化投资者保护实效，不断提升市场的吸引力、竞争力和内在稳定性。随着一系列增量政策举措逐步落地、加力见效，随着资本市场全面深化改革扎实推进，资本市场长期向好的底层逻辑将更加稳固，也将更好服务中国式现代化发展大局。

在政策面的持续强驱动下，权益市场阶段性实现明显反转，证券行业的整体经营环境正处于近年来的景气高位，四季度行业的盈利能力有望较前三季度实现明显改善。目前券商指数在创本轮反弹修复新高后已进入震荡整固期，静待下一轮上涨周期的开启；在震荡整固的过程中，券商板块内仍有望保持一定的结构性行情。在充分换手整固后，伴随着行业基本面的改善，券商板块后续仍有望向上挑战 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。在行业基本面及板块估值整体实现持续修复的背景下，板块内的个股均有阶段性投资机会，关注头部券商、个股估值明显低于板块平均估值的中小券商。

**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。**

### 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。