

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

改革深化续新章，券商业绩待春华

——证券行业 2025 年度策略

分析师：

黄婧

执业证书编号：S1380113110004

联系电话：010-88300846

邮箱：huangjing@gkzq.com.cn

2024 年 12 月 6 日

内容提要：

市场回顾与业绩表现：2024 年证券板块在政策利好和业绩改善的双重推动下，表现强劲。2024 年前三季度，市场活跃度改善，证券板块业绩逐季向好，主因自营高增。

政策分析及展望：新“国九条”政策的出台标志着资本市场战略地位的提升，强调了资本市场的规范发展和国家战略服务。政策体系“1+N”的全方位改革，旨在强化资本市场功能，构建健全的市场环境。预计政策将长期、系统性地提振资本市场，引导中长期资金入市，同时突出投融资两端的平衡，服务新质生产力发展。

行业竞争情况：各券商业绩增速差异较大，头部券商因投行、资管业务分化，中小券商因自营分化。同时，政策引导下，行业并购重组活动如期加速，旨在培育一流券商。预计 2025 年行业并购重组将持续活跃，头部券商通过资本使用能力实现外延式整合，中小券商则更注重区域和业务互补，实现弯道超车。

业务发展趋势：市场预期大幅改善，财富管理成为券商业务发展的重点。ETF 市场规模快速增长，投顾业务成为券商获客和市占率提升的关键。投行业务聚焦国家重点战略领域，客户需求更加专业化和多元化。自营业务方面，权益资产收益率回升，衍生品需求恢复，预计 2025 年监管将持续严格管控，推动业务平稳、规范化发展。

投资建议：预计 2025 年券商各业务条线全面向好。可关注以下三条主线机会：一是具有并购预期的大中型券商，如国联证券、浙商证券以及国泰君安等；二是在投顾、平台具有财富管理优势的券商，如东方证券、东方财富、东吴证券等；三是投研能力强且在投行业务上综合作战能力强的券商，如中金公司、中信证券、国元证券等。

风险提示：流动性不及预期；行业竞争加剧导致行业盈利能力下降；资本市场改革进程不及预期；相关假设条件不成立对证券行业业绩增长的风险；相关公司业绩增长低于预期风险；国内外二级市场风险；国内外宏观经济形势急剧恶化；宏观政策和行业政策调整风险；地缘性冲突升级及外溢风险；其他黑天鹅事件风险等。

非银金融与沪深 300 指数涨跌幅走势图



资料来源：WIND，国开证券研究与发展部

相关报告

- 1、打造一体化平台，服务综合化、个性化需求
- 2、并购、长期资金入市、市值管理三管齐下，关注券商业绩改善

目录

1、市场回顾：	4
1.1 板块表现亮眼，政策引发行情	4
1.2 业绩表现：市场活跃度向好，业绩逐季改善	6
1.2.1 市场交易量显著提升	6
1.2.2 板块业绩逐季改善	6
2、政策分析及展望	9
2.1 重要性进一步提升，开启全面改革	9
2.2 提振资本市场信心	10
2.3 突出功能首位，鼓励业务创新	11
2.4 “两强两严”监管基调确立，券商合规风控基础将不断夯实	12
3、行业竞争情况及展望	13
3.1 行业业绩表现分化，短期集中度有望下降	13
3.2 政策引导供给侧改革	15
4、业务发展趋势	17
4.1 市场预期大幅改善，财富管理迎发展机遇	17
4.2 投行聚焦支持新质生产力，关注政策拐点	20
4.3 投资业务规模提升或持续，场外衍生品业务稳健发展	23
5、投资建议	26
6、风险提示	27

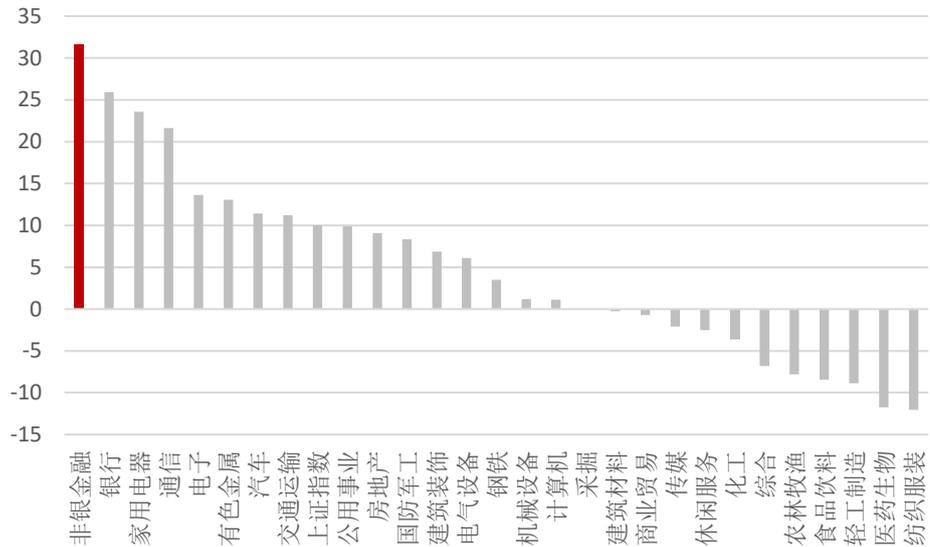
图表目录

图 1: 2024 年初至 11 月 26 日申万一级行业累计收益率 (%)	4
图 2: 近两年日均股票成交额变动	6
图 3: 近年来证券板块营收情况	7
图 4: 近年来证券板块净利润情况	7
图 5: 近年来板块收入结构	7
图 6: 上市券商近年来 ROE 变化	8
图 7: 上市券商近年来杠杆变化 (倍)	8
图 8: 上交所 A 股账户新增开户数 (户)	17
图 9: ETF 基金市场规模变化	18
图 10: ETF 基金份额结构变化(亿份)	18
图 11: ETF 基金资产净值结构变化(亿元)	19
图 12: 股票型 ETF 份额变化(亿份)	19
图 13: 2010 年-2024 年 10 月证券经纪人与投资顾问数量变化 (人)	19
图 14: 2010-2016 年及 2017-2023 年公司首次上市与第一次再融资的平均时间间隔 (天)	22
图 15: 上市券商金融资产规模 (亿元)	23
图 16: 上市券商金融资产及各分项规模同比增速	23
图 17: 上市券商金融资产结构	24
图 18: 券商场外衍生品业务规模 (亿元)	24
图 19: 券商场外衍生品交易对手方结构 (新增名义本金, 亿元)	24
图 20: 券商场外互换收益交易对手方结构 (新增名义本金)	25
图 21: 券商场外期权交易对手方结构 (新增名义本金)	25
表 1: 2024 年初至 11 月 26 日上市券商市场表现	5
表 2: 上市券商杜邦分析	8
表 3: 三次“国九条”主要内容	10
表 4: 上市券商 2024 年前三季度财务数据同比增速 (%)	13
表 5: 上市券商各业务业绩集中度变化	14
表 6: 近年券商外延情况梳理	16
表 7: 2013、2023 年股权融资行业结构比较 (2023 年前 15 名)	20
表 8: 2013、2023 年公司债+企业债融资行业结构比较 (2023 年前 10 名)	21
表 9: 重点公司估值情况	26

1、市场回顾：

1.1 板块表现亮眼，政策引发行情

图 1：2024 年初至 11 月 26 日申万一级行业累计收益率 (%)



资料来源：WIND，国开证券研究与发展部

非银金融板块领先大盘，证券板块涨幅在非银中居前。2024年初至11月26日，A股市场整体呈现先涨后跌再涨的N型走势，非银金融板块累计收益率为31.63%，领先沪深300约19.71个百分点，在申万29个一级行业中位列第1名。聚焦证券板块，由于政策面利好频繁落地，业绩逐季好转，投资者信心显著修复，证券板块走势与非银板块一致，涨幅达29.48%，略微落后非银金融一级行业2.15个百分点，在子板块中排名第四，多元金融、保险及金融控股及租赁涨幅排名在证券板块之前。

整体来看，2024年内，券商板块可大致分为4个阶段。第一阶段：年初至3月下旬，证券板块表现出较强的反弹势头，市场情绪较为乐观，主要由于多家证券公司发布了一季度业绩预告，预计业绩将有较大增长，提振了市场信心。第二阶段：3月下旬至7月上旬，证券板块进入调整期，市场波动加大，除4月下旬新“国九条”发布后板块短暂上涨，整体呈震荡下行趋势。第三阶段，7月上旬至9月下旬，板块跟随大盘进入企稳和分化阶段，行业头部集中趋势延续，头部证券公司业绩表现稳健，上市中小证券公司业绩快速反弹。第四阶段：9月底至今，证券板块显著回暖，

市场情绪逐渐恢复，9月24日国新办发布政策组合拳以来，多项利好政策陆续出台，同时市场预期改善，交易量及开户数提升，强化了市场对证券板块业绩改善的信心。

个股表现方面，2024年初至11月26日，证券板块内绝大部分个股录得正收益，其中涨幅排名前10的券商中，东方财富、天风证券受益于市场情绪及预期影响，开户量等关键指标快速增长；中信、国君、招商等头部券商被预期最受益于政策支持；西部、首创等券商具有并购预期。

表 1：2024 年初至 11 月 26 日上市券商市场表现

证券代码	证券简称	2024 年 11 月 26 日收盘价	2024 年初至 11 月 26 日涨跌幅 (%)	市盈率 PE(TTM, 倍) 2024 年 11 月 26 日	市净率 PB(LF, 倍) 2024 年 11 月 26 日
300059.SZ	东方财富	25.14	79.64	51.84	5.16
601162.SH	天风证券	4.73	53.07	-61.73	1.78
600030.SH	中信证券	29.72	49.58	22.09	1.69
002797.SZ	第一创业	8.35	44.86	54.96	2.25
600999.SH	招商证券	18.83	41.46	17.23	1.48
002673.SZ	西部证券	8.80	40.30	39.24	1.39
601136.SH	首创证券	23.34	38.30	64.10	4.91
601198.SH	东兴证券	11.03	36.25	27.71	1.29
002736.SZ	国信证券	11.23	35.46	16.82	1.28
601211.SH	国泰君安	18.98	32.28	17.20	1.12
601688.SH	华泰证券	17.50	30.91	16.73	0.99
601788.SH	光大证券	19.73	30.48	48.28	1.57
000783.SZ	长江证券	6.70	27.62	21.21	1.11
000750.SZ	国海证券	4.41	26.61	189.55	1.29
601881.SH	中国银河	14.90	26.44	19.83	1.52
600909.SH	华安证券	5.92	24.15	19.32	1.29
000728.SZ	国元证券	8.12	21.68	18.30	1.00
600837.SH	海通证券	11.22	21.44	-33.30	0.91
600958.SH	东方证券	10.35	21.28	28.39	1.15
000166.SZ	申万宏源	5.27	20.25	33.20	1.28
002500.SZ	山西证券	6.27	18.54	28.20	1.25
601878.SH	浙商证券	12.12	17.79	32.84	2.02
601099.SH	太平洋	4.28	15.68	223.40	3.03
601375.SH	中原证券	4.40	15.46	141.79	1.46
600369.SH	西南证券	4.66	15.11	58.88	1.21
000776.SZ	广发证券	16.04	15.07	15.97	1.03
601066.SH	中信建投	26.75	14.55	36.67	2.79
000686.SZ	东北证券	8.00	14.36	35.59	1.00
600864.SH	哈投股份	6.48	13.88	41.50	1.05
601555.SH	东吴证券	7.82	11.29	18.53	0.96
601990.SH	南京证券	8.76	10.93	40.15	1.85
601236.SH	红塔证券	8.27	10.54	52.09	1.64
601456.SH	国联证券	11.81	10.49	105.59	1.82
601377.SH	兴业证券	6.31	9.62	32.02	1.01

002926.SZ	华西证券	8.33	8.19	66.38	0.95
601696.SH	中银证券	11.06	8.01	44.70	1.73
601108.SH	财通证券	8.11	6.02	17.56	1.07
002939.SZ	长城证券	8.23	4.56	25.16	1.13
601901.SH	方正证券	8.28	3.59	35.22	1.45
600906.SH	财达证券	7.38	0.16	56.35	2.06
600918.SH	中泰证券	6.75	-0.96	123.72	1.26
600109.SH	国金证券	8.79	-1.26	24.81	0.99
002945.SZ	华林证券	14.23	-5.76	110.38	5.80
601995.SH	中金公司	34.49	-8.76	37.36	1.86
601059.SH	信达证券	14.67	-17.94	38.19	2.59

资料来源：WIND，国开证券研究与发展部

1.2 业绩表现：市场活跃度向好，业绩逐季改善

1.2.1 市场交易量显著提升

2024年9-11月（11月截止26日）A股市场日均股票成交额分别为5490亿元、11979亿元、13044亿元，在去年基数不高的情况下，单季度交易量同比仍出现明显回升，与去年同期分别同比提升17.16%、120.38%、124.15%。整体来看，2024年9月24日国新办发布政策组合拳后，交易量显著改善。

图 2：近两年日均股票成交额变动



资料来源：WIND，国开证券研究与发展部

1.2.2 板块业绩逐季改善

行业整体业绩企稳，单季大幅改善。2024年前三季度，上市券商实现营业收入3736.71亿元，同比下降2.94%；实现归母净利润1094.9亿元，同比下降5.76%。其中，2024年三季度，上市券商实现营收、净利润分

别同比增长20.11%、38.92%，环比增长5.22%、13.47%，整体业绩符合预期。

分业务来看，2024年前三季度，经纪、投行、资管、利息、投资净收入同比增速分别为-14%/-38%/-2%/-28%/28%。从业务结构来看，2024年前三季度，经纪、投行、资管、利息、投资净收入占营业总收入的比重分别为24%/8%/12%/9%/48%。自营收入占比持续提升，仍是第一大收入来源，资管业务韧性较强，投行、信用业务均表现不佳。

图 3：近年来证券板块营收情况



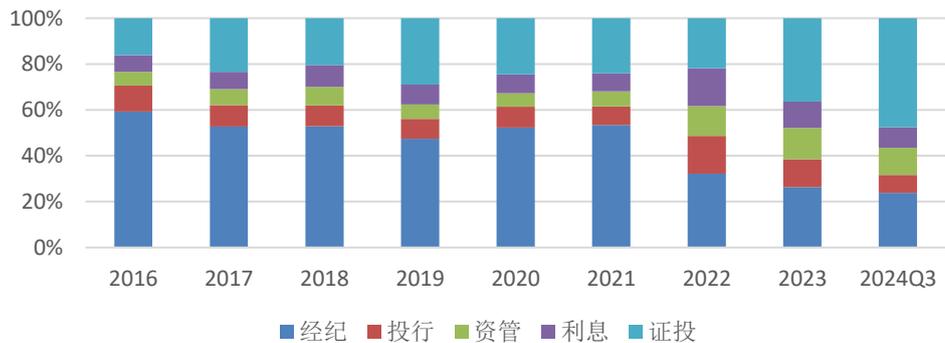
图 4：近年来证券板块净利润情况



资料来源：WIND，国开证券研究与发展部

资料来源：WIND，国开证券研究与发展部

图 5：近年来板块收入结构



资料来源：WIND，国开证券研究与发展部

上市券商盈利能力同比有所下滑。2024年前三季度，上市券商平均ROE为4.18%，同比下滑0.48个百分点，其中头部公司表现更为稳定，中小券商分化较大。三季度末，上市券商平均杠杆倍数为4.79倍，同比提升了4.73个百分点，主要由于衍生品业务规模有所恢复，两融规模受市场风

险偏好有所改善。

图 6: 上市券商近年来 ROE 变化

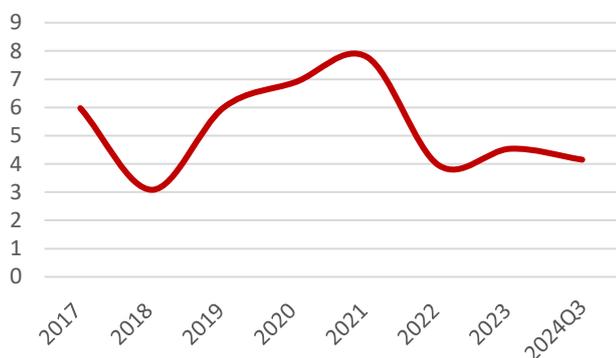
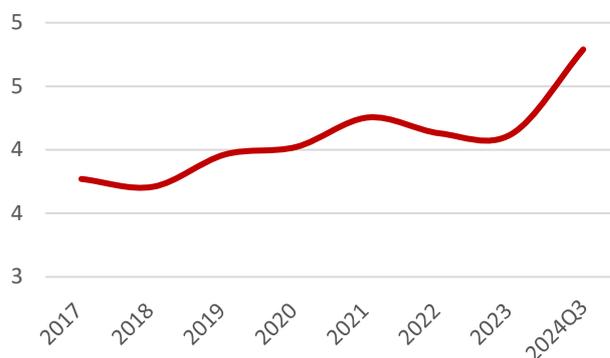


图 7: 上市券商近年来杠杆变化 (倍)



资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

表 2: 上市券商杜邦分析

证券简称	营业利润率			资产周转率			权益乘数 (倍)			ROE 摊薄		
	24Q1-3	23Q1-3	YOY	24Q1-3	23Q1-3	YOY	24Q1-3	23Q1-3	YOY	24Q1-3	23Q1-3	YOY
中信证券	40%	38%	5.7%	2%	3%	-21.0%	5.9	5.3	12.2%	5.9%	6.3%	-6.2%
华泰证券	52%	40%	31.8%	3%	3%	-0.6%	4.4	4.8	-7.5%	6.7%	5.6%	21.1%
国泰君安	42%	39%	7.0%	2%	3%	-2.5%	5.5	5.2	5.4%	5.7%	5.2%	10.0%
中国银河	45%	46%	-1.9%	2%	2%	-3.4%	5.3	5.4	-1.8%	5.1%	5.5%	-7.0%
广发证券	37%	33%	12.3%	2%	3%	-12.9%	5.3	4.7	12.1%	4.7%	4.3%	9.7%
申万宏源	31%	33%	-6.9%	2%	2%	-13.3%	6.4	6.1	6.0%	3.7%	4.4%	-14.4%
中信建投	34%	35%	-1.6%	2%	3%	-29.7%	5.3	5.1	4.0%	4.2%	5.9%	-28.0%
招商证券	50%	47%	6.1%	2%	2%	-2.5%	5.2	5.0	2.4%	5.7%	5.4%	6.0%
东方证券	36%	29%	23.8%	3%	3%	-14.1%	4.4	4.2	5.3%	4.1%	3.6%	11.9%
中金公司	21%	26%	-19.4%	2%	3%	-26.6%	5.8	5.9	-0.6%	2.6%	4.5%	-41.2%
海通证券	-6%	27%	-123.5%	2%	2%	-31.9%	4.2	4.3	-2.3%	-0.4%	2.6%	-115.7%
国信证券	43%	43%	0.9%	2%	3%	-16.3%	4.1	3.6	13.1%	4.3%	4.5%	-4.4%
浙商证券	31%	30%	4.6%	3%	3%	-9.9%	5.1	5.3	-4.1%	4.5%	5.0%	-9.6%
兴业证券	20%	22%	-7.6%	2%	3%	-14.9%	4.9	5.0	-1.3%	2.3%	3.0%	-22.4%
东吴证券	34%	33%	2.4%	3%	3%	-11.6%	4.3	3.8	12.8%	4.5%	4.4%	2.1%
东兴证券	31%	20%	60.2%	3%	3%	21.8%	3.5	3.5	-0.6%	3.4%	1.8%	93.9%
中泰证券	8%	23%	-65.8%	3%	4%	-26.5%	4.9	4.9	0.0%	1.2%	4.7%	-74.9%
光大证券	31%	58%	-46.3%	2%	3%	-25.2%	4.0	3.5	13.2%	3.0%	6.5%	-54.5%
方正证券	36%	34%	5.9%	2%	3%	-16.6%	5.0	4.5	9.7%	4.2%	4.3%	-3.1%
国元证券	40%	43%	-5.6%	3%	3%	-1.5%	4.3	3.8	13.5%	4.4%	4.2%	5.6%
长江证券	31%	26%	18.4%	3%	3%	3.6%	4.0	4.5	-12.3%	3.8%	3.5%	7.5%
东北证券	17%	20%	-16.3%	3%	3%	-3.5%	4.5	4.5	0.0%	2.5%	3.1%	-19.2%
财通证券	33%	30%	9.4%	3%	4%	-24.0%	3.9	3.4	11.9%	4.1%	4.4%	-6.9%
西部证券	27%	29%	-5.8%	3%	3%	-12.0%	3.4	3.4	-1.8%	2.6%	3.2%	-18.6%
国金证券	21%	25%	-15.3%	4%	5%	-17.7%	3.2	3.2	1.4%	2.7%	3.8%	-29.3%
华安证券	44%	41%	6.3%	3%	3%	-5.3%	4.0	3.6	11.6%	5.2%	4.6%	12.3%
国海证券	9%	18%	-49.6%	3%	4%	-5.8%	2.8	3.3	-14.7%	0.8%	2.1%	-59.5%
长城证券	39%	39%	0.0%	2%	3%	-14.8%	4.0	3.9	2.4%	3.7%	4.3%	-12.8%
第一创业	27%	17%	55.5%	5%	4%	35.1%	2.9	3.3	-11.9%	4.1%	2.2%	85.0%
南京证券	35%	35%	-1.3%	4%	3%	20.3%	3.2	3.2	0.3%	4.0%	3.4%	19.1%

信达证券	38%	40%	-5.0%	3%	4%	-26.9%	4.1	4.1	-0.2%	4.3%	6.3%	-30.7%
东方财富	269%	203%	33.0%	1%	1%	-48.5%	4.2	3.3	30.0%	7.9%	8.8%	-10.9%
华西证券	11%	14%	-20.8%	3%	3%	-16.0%	3.8	3.8	1.1%	1.1%	1.6%	-32.6%
山西证券	26%	18%	48.9%	2%	2%	-0.9%	4.6	4.4	4.2%	3.0%	1.9%	53.8%
国联证券	20%	29%	-31.9%	2%	3%	-30.4%	5.5	4.9	11.9%	2.2%	4.1%	-47.0%
中银证券	34%	37%	-6.4%	3%	4%	-27.6%	3.9	3.3	16.0%	3.7%	4.7%	-21.4%
首创证券	40%	35%	14.2%	4%	3%	27.4%	3.6	3.4	4.3%	5.8%	3.8%	51.7%
西南证券	28%	31%	-9.2%	2%	2%	-2.7%	3.2	3.3	-5.2%	1.9%	2.3%	-16.3%
财达证券	25%	32%	-20.9%	3%	4%	-22.7%	4.0	3.7	8.2%	3.2%	4.8%	-33.8%
红塔证券	45%	27%	67.3%	3%	2%	39.8%	2.2	1.7	25.2%	2.7%	0.9%	193.0%
天风证券	-41%	16%	-346.9%	1%	3%	-46.5%	4.0	4.0	-1.4%	-2.3%	1.8%	-230.4%
中原证券	16%	16%	3.3%	2%	3%	-21.6%	3.4	3.5	-3.5%	1.2%	1.5%	-21.9%
华林证券	30%	25%	19.7%	4%	5%	-14.6%	3.8	2.5	55.1%	4.6%	2.9%	58.5%
太平洋	16%	24%	-35.0%	5%	7%	-28.1%	1.7	1.5	14.6%	1.4%	2.6%	-46.5%

注：调整后收入=营业收入-其他业务成本；调整后总资产=总资产-客户备付金

资料来源：WIND，国开证券研究与发展部

2、政策分析及展望

2.1 重要性进一步提升，开启全面改革

突出更好服务国家战略。“国九条”是国务院出台的资本市场指导性文件，之前已分别于2004年、2014年出台过两版“国九条”。第一个国九条核心意图是通过改革解决资本市场存在的结构性问题，为后续市场的繁荣发展奠定基础；第二个国九条侧重点为通过资本市场的创新发展，为实体经济提供更多的融资渠道和支持，促进经济转型升级。此次新“国九条”明确了资本市场建设的短期、中期、长期的“三步走”目标，更加注重资本市场的规范发展、稳定发展，落脚点为更好地服务国家战略和经济社会发展。

全面改革，强化资本市场功能。同时，新“国九条”发布与若干配套制度规则共同形成“1+N”政策体系，政策开启全方位改革，强调完善促进资本市场规范发展的基础制度，这表明监管层致力于全面强化资本市场功能，构建一个更加健全的市场环境，体现出资本市场战略地位的进一步提升。

表 3: 三次“国九条”主要内容

	2004	2014	2024
一	充分认识大力发展资本市场的重要意义	总体要求:到 2020 年,基本形成结构合理、功能完善、规范透明稳健高效、开放包容的多层次资本市场体系	总体要求:未来 5 年,基本形成资本市场高质量发展的总体框架
二	推进资本市场改革开放和稳定发展的指导思想和任务	发展多层次股票市场:积极推进股票发行注册制改革;加快多层次股权市场建设:提高上市公司质量;鼓励市场化并购重组;完善退市制度	严把发行上市准入关
三	进一步完善相关政策,促进资本市场稳定发展	规范发展债券市场	严格上市公司持续监管
四	健全资本市场体系,丰富证券投资品种	培育私募市场	加大退市监管力度
五	进一步提高上市公司质量,推进上市公司规范运作	推进期货市场建设	加强证券基金机构监管,推动行业回归本源、做优做强
六	促进资本市场中介服务机构规范发展,提高执业水平	提高证券期货服务业竞争力	加强交易监管,增强资本市场内在稳定性
七	加强法制和诚信建设,提高资本市场监管水平	扩大资本市场开放	大力推动中长期资金入市,持续壮大长期投资力量
八	加强协调配合,防范和化解市场风险	防范和化解金融风险	进一步全面深化改革开放,更好服务高质量发展
九	认真总结经验,积极稳妥地推进对外开放	营造资本市场良好发展环境	推动形成促进资本市场高质量发展的合力

资料来源: 国务院, 国开证券研究与发展部

2.2 提振资本市场信心

明确提振资本市场信心。2023 年7月24日政治局会议工作部署中首次提出要“活跃资本市场,提振投资者信心”,8月,证监会成立专项工作组,出台一系列政策,包括印花税下调、规范股份减持行为、降低融资保证金、优化IPO、再融资监管安排等。2024年9月政治局会议再次提出“要努力提振资本市场,大力引导中长期资金入市”,措辞更加直接明晰,彰显政策决心。

央行首次推出针对A股市场政策工具。2024年10月18日,央行行长潘功胜在金融街论坛宣布实施两项结构性货币政策工具:央行创设5000亿元证券、基金、保险公司互换便利,提升机构的资金获取能力和股票增持能力;另创设3000亿元股票回购增持专向再贷款,引导银行支持上市公司和主要股东回购和增持股票。互换便利(SFISF)首期总额度 5000 亿元,首批参与的证券、基金公司共20家,申请额度超2000亿元,设计有

逆周期调节特性，将更好发挥机构投资者资本市场稳定器的作用；再贷款工具首期额度3000亿元，将有助于拓宽市场增量资金、提高上市公司质量和流动性及市场定价机制的有效性。

我们认为，提振资本市场对于经济发展具有重要意义，一是活跃的资本市场能够有效地将资金从储蓄者转移到投资者，提高资金的使用效率，从而为国家重大战略和关键领域提供资金支持，如基础设施建设、绿色经济、高科技产业，二是预期稳定向好的市场可以减少金融危机的发生，保护经济免受外部冲击；三是作为居民的重要投资渠道，健康向上的资本市场有助于实现财富的增长和保值增值。因此，我们判断提振资本市场具有显著的战略目的，将长期、系统性贯彻落实。

2.3 突出功能首位，鼓励业务创新

强调投融资两端平衡，更好服务新质生产力发展。新“国九条”首次提出“健全投资和融资相协调的资本市场功能”，强调了资本市场在投融资两端的平衡。投资端方面，政策致力于提高投资者的满意度和收益，具体措施包括改进长期资金参与市场的机制、开发更多符合长期资金需求的投资产品与服务，以及鼓励上市公司通过股票回购和股东增持等手段来增强市值管理，从而提高对投资者的回报。融资端方面，政策提出了科学制定资本市场发展蓝图，严格规范融资活动，并合理控制新股发行和再融资的进度，以强化市场的逆周期调节能力。此外，政策还强调了实施资本市场支持科技创新企业高质量发展的十六项举措和深化科创板改革的八项措施，旨在聚焦国家重大战略和经济社会发展的重点领域和薄弱环节，提升服务效率，引导资源向创新生产力汇聚，增强资本市场对科技创新的包容性和适应性。

2024年9月，增量政策进一步强化资本市场功能。一是突出服务实体经济回升向好和经济高质量发展，发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，大力支持新质生产力相关产业并购重组、鼓励产品模式创新、提高监管包容度，激发并购重组市场活力；二是加快投资端改革，推动构建“长钱长投”的政策体系，强化市场“压舱石”稳定市场、引导价值投资的功能及力量；三是全面推进上市公司市值管理并树牢投资者回报意识，鼓励上市公司与投资者交流，并合理运用资本市场工具，合理引导投资者预期。

2.4 “两强两严” 监管基调确立，券商合规风控基础将不断夯实

“强”分为两个方面，一是“强本”：坚持投资者是市场之本，从法律上、制度上、监管执法和司法上进一步加强对投资者的保护，增强投资者对市场的信心和信任，吸引更多的投资者特别是中长期资金参与市场；二是“强基”：必须坚定不移全面深化改革开放，夯实资本市场高质量发展的制度基础，聚焦提高上市公司质量，让企业更好发挥主体作用，提升投资价值，证监会也将与行业主管部门，包括相关宏观部门和股东单位、地方政府等方面协同发力，共同支持企业做优做强，营造更好环境。“严”也分为两个方面，一是针对股票市场、债券市场、期货和衍生品市场等各领域、各主体、各环节，全面检视并加快补齐监管存在的短板弱项；二是对问题机构、问题企业强化早期纠正，对各类风险及早处置，对各种违法违规行为露头就打，对重点领域的重大违法行为要重点严打，特别是一些触碰底线的，比如造假欺诈、操纵市场、内幕交易等违法行为，要严厉打击。

在“两强两严”的监管理念下，监管部门将不断提高执法效率，加大执法力度，对欺诈发行、财务造假、操纵市场、内幕交易等违法行为的查处和处罚。对于券商，一方面，为适应更严格的监管环境，合规和风控体系需进一步强化，有利于长期规范、稳健经营；另一方面，监管政策着力压实中介责任，严格监管投行业务，对专业程度要求更高，投行集中度或进一步提升。

展望2025年，政策将延续金融工作会、新“国九条”形成的改革框架及路线，严控风险，提高资本市场服务新质生产力的能力。一方面，将突出功能性，提高券商服务新质生产力发展能效，促进行业功能发挥。预计后续监管层将通过融资项目审核方向把控、投资标的引导、对券商的分类评价细项调整等路径，继续引导市场资源倾斜于重点领域及区域，投行项目将进一步聚焦。另一方面，券商合规风控基础将持续夯实。预计未来政策及制度将持续提升对券商内部合规风控的要求，倒逼券商通过制度完善、能力建设等，加强合规风控管理能力。

3、行业竞争情况及展望

3.1 行业业绩表现分化，短期集中度有望下降

业绩分化明显，头部券商及中小券商分化原因不同。个股方面，上市券商中共有16家营业收入同比正增长，其中东兴证券(+168%)、红塔证券(+86%)、首创证券(+43%)、华林证券(35%)、南京证券(34%)营业收入同比增长幅度较大；19家归母净利润正增长，其中红塔(204%)、东兴(101%)、第一创业(95%)、首创(63%)、华林(62%)增速领先。上述业绩展现弹性的六家券商中，首创资管净利润大幅上涨，其余四家公司自营收益均表现亮眼。但是，行业整体业绩分化明显，头部券商中，海通、中金、中信建投业绩均下滑，投行、资管是分化的主要原因；中小券商则主要由于自营业绩分化导致业绩增速方差较大。

表 4：上市券商 2024 年前三季度财务数据同比增速（%）

证券简称	营收	归母净利润	经纪净收入	投行净收入	资管净收入	利息净收入	投资净收入
中信证券	1%	2%	-9%	-46%	1%	-72%	37%
华泰证券	15%	31%	-14%	-41%	-4%	52%	57%
国泰君安	7%	10%	-13%	-32%	-8%	-3%	39%
中国银河	6%	5%	-12%	11%	2%	-21%	50%
广发证券	6%	16%	-11%	33%	-16%	-45%	113%
申万宏源	7%	-11%	-20%	-40%	-22%	3025%	8%
中信建投	-22%	-24%	-13%	-62%	-3%	-70%	5%
招商证券	-4%	12%	-14%	-44%	-8%	-48%	52%
东方证券	3%	16%	-26%	-30%	-37%	-31%	69%
中金公司	-23%	-38%	-27%	-21%	-12%	44%	7%
海通证券	-43%	-115%	-15%	-55%	-1%	-17%	-52%
国信证券	-1%	0%	-8%	-41%	82%	-46%	24%
浙商证券	-6%	-5%	10%	-34%	18%	13%	16%
兴业证券	-1%	-17%	-26%	-43%	6%	-39%	169%
东吴证券	5%	5%	-10%	-43%	69%	17%	30%
东兴证券	168%	101%	-14%	1%	45%	-42%	204%
中泰证券	-20%	-73%	-13%	-43%	3%	-10%	-45%
光大证券	-17%	-54%	-17%	-18%	-16%	10%	-17%
方正证券	-4%	2%	-8%	-22%	30%	-21%	11%
国元证券	2%	10%	-6%	-40%	59%	-20%	137%
长江证券	-7%	20%	-20%	-52%	56%	-18%	393%
东北证券	-6%	-18%	-17%	-64%	33%	-196%	26%
财通证券	-10%	-2%	-8%	-29%	0%	-4%	-16%
西部证券	-23%	-17%	-12%	-38%	81%	-24%	-13%
国金证券	-15%	-28%	-5%	-40%	4%	-7%	-6%
华安证券	17%	19%	-15%	-8%	29%	-46%	64%

国海证券	-4%	-53%	-14%	-35%	13%	8%	21%
长城证券	-9%	-9%	-13%	-50%	-52%	-62%	8%
第一创业	26%	95%	-16%	12%	1%	-33%	131%
南京证券	34%	23%	-7%	35%	217%	-23%	154%
信达证券	-14%	-18%	-16%	-5%	-4%	-5%	-8%
东方财富	-27%	-3%	——	——	——	——	50%
华西证券	-14%	-32%	-20%	-30%	3%	-6%	-7%
山西证券	-12%	58%	-2%	-7%	19%	-30%	3%
国联证券	-20%	-46%	2%	-38%	65%	-193%	-18%
中银证券	-13%	-18%	-14%	-40%	-8%	-7%	-2%
首创证券	43%	63%	-20%	75%	103%	-8%	24%
西南证券	-6%	-15%	-18%	-27%	107%	12%	0%
财达证券	-3%	-33%	-4%	14%	173%	1%	-44%
红塔证券	86%	204%	-13%	57%	-56%	-6%	314%
天风证券	-48%	-226%	-28%	-11%	-31%	0%	-41%
中原证券	-13%	-21%	-9%	-25%	-46%	15%	-38%
华林证券	35%	62%	-4%	-88%	-58%	-8%	2293%
太平洋	-16%	-46%	-19%	54%	14%	-17%	-40%

资料来源：WIND，国开证券研究与发展部

整体来看，行业集中度有所提升。2024年前三季度，上市公司营收CR5、CR10分别为40.89%、60.58%，分别同比提升2.41个百分点和0.02个百分点；归母净利润CR5、CR10分别为48.37%、71.96%，分别同比提升7.37个百分点和7.56个百分点。可以看到，收入方面，排名前五的券商规模效应更加明显，但净利润方面，集中度提升更显著，且CR5与CR10差距不大。分业务条线来看，作为传统、成熟业务的经纪条线集中度表现较为稳定；投行集中度出现下降，主要由于股权项目大幅收窄，债券业务占比上升；资管业务因行业转型，券商普遍大力布局发展，集中度快速下降；利息业务集中度有所提升，主要由于业务量减少、竞争加剧；自营业务CR5小幅增加、CR10小幅下降，一方面体现出头部券商代客业务的强势，另一方面展现中小券商自营业务的高弹性。

表 5：上市券商各业务业绩集中度变化

	2023Q3 CR5	2024Q3 CR5	同比增长 (百分点)	2023Q3 CR10	2024Q3 CR10	同比增长 (百分点)
收入	38.48%	40.89%	2.41	60.56%	60.58%	0.02
净利润	41.00%	48.37%	7.37	64.40%	71.96%	7.56
经纪	34.28%	35.08%	0.80	58.58%	58.67%	0.09
投行	49.49%	43.90%	-5.60	68.77%	62.96%	-5.81
资管	61.37%	43.90%	-17.48	78.58%	62.96%	-15.63
利息	40.91%	43.90%	2.99	62.52%	62.96%	0.43
自营	43.26%	43.90%	0.64	66.15%	62.96%	-3.20

资料来源：WIND，国开证券研究与发展部

整体来看，2024年竞争激烈、分化明显，2025年或好转。在业绩谷底期，2024年证券行业竞争较为激烈，各券商及各业务条线表现均较为分化，部分业务因逆周期调节和市场调整，集中度出现短期较大波动。展望2025年，我们预计在政策支持、市场偏好好转下，券商集中度可有望迎来下降。

3.2 政策引导供给侧改革

我国经历过三次行业性并购及重组。我国证券业发展历史较短，从1985年至今，共经历了38年，可分为初创期（1985-1995年）、分业改革期（1996-2001年）、综合治理期（2002-2005年）和平稳发展期（2006-2023年），除初创期外，其他三个发展阶段中，行业内均经历了大规模的并购及重组活动。分业改革期，券商并购具有明显行政痕迹，国家和各地政府力图通过资产重组、转换机制等方式对券商进行扶持，培育一批有实力的券商，实现证券业的规模经营；综合治理期，券商并购出清大批不良资产，行政推动为主、市场化行为为辅，共有31家高风险证券公司被关闭、托管，其中包括当时的头部券商南方、华夏和大鹏证券；平稳发展期主要为集团内部整合提升竞争力，2008年证监会出台《证券公司监督管理条例》，明确了证券公司“一参一控”的政策，直接推动了行业同一派系下的券商整合，其中汇金系、明天系的整合最具有代表性。

政策重新鼓励整合，培育一流券商。2023年11月证监会表态支持头部券商通过业务创新、集团化经营、并购重组等方式做优做强。2024年4月，新“国九条”提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；《国务院关于金融企业国有资产管理情况专项报告审议意见的研究处理情况和整改问责情况的报告》提出集中力量打造金融业“国家队”。可以看到，我国正在自上而下推动鼓励券商并购重组，支持优质券商做大做强，并购重组正在进入加速期。

目前市场上共有6起券商并购重组案例，并购重组需求分为三类，一是政策支持及国资整合，如国泰君安；二是中小券商补足业务短板及牌照，如国联证券；三是特色化券商进一步强化优势，如浙商、华创证券。我们预计，2025年，行业并购重组将持续活跃，头部券商有望通过较强的资本使用能力实现外延式整合，部分中小券商则更注重区域和业务互补，实现弯道超车，同时同一实控人旗下并购整合事件及央国企聚焦主业、

转让旗下券商股权也有望带来并购催化。

表 6: 近年券商外延情况梳理

券商	时间	事件
平安证券	2022年12月	2022年12月19日, 证监会核准持有新方正集团66.5%股权的中国平安成为方正证券实际控制人, 批复中提到中国平安须就解决同时控制方正证券和平安证券等问题在一年内制定并上报方案
东北证券	2024年3月	亚泰集团公告称, 已签署意向协议, 出售持有的东北证券 29.81%的股份给长发集团(20.81%)以及长春市金控(9%)
东莞证券	2024年3月	锦龙股份公告称, 拟转让所持有的东莞证券20%股份给东莞金控资本, 并签订了无约束力的交易备忘录, 东莞金控资本或成东莞证券第一大股东
国联证券	2023年3月	控股股东国联集团竞得民生证券30.3%股权
	2024年8月	发布重大资产重组草案, 拟发行股份购买国联集团、上海沅泉峪企业管理有限公司等45名主体合计持有的民生证券99.26%股份, 并募集不超过20亿元
华创证券	2022年5月	通过司法拍卖收购太平洋证券10.92%股权
浙商证券	2023年12月	拟受让国都证券19%股权
	2024年3月	
	2024年5月	持股国都证券比例有望增至34%
西部证券	2024年6月	筹划以支付现金方式收购国融证券股份有限公司控股权事项
国信证券	2024年6月	正在筹划发行股份购买万和证券第一大股东深圳市资本运营集团有限公司持有的万和证券全部53.09%股份
中山证券	2024年6月	锦龙股份公告称, 拟通过上海联合产权交易所公开挂牌方式转让所持中山证券 67.78%股份
国泰君安	2024年10月	国泰君安、海通证券正在筹划由国泰君安通过向海通证券全体A股换股股东发行A股股票、向海通证券全体H股换股股东发行H股股票的方式换股吸收合并海通证券

资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

4、业务发展趋势

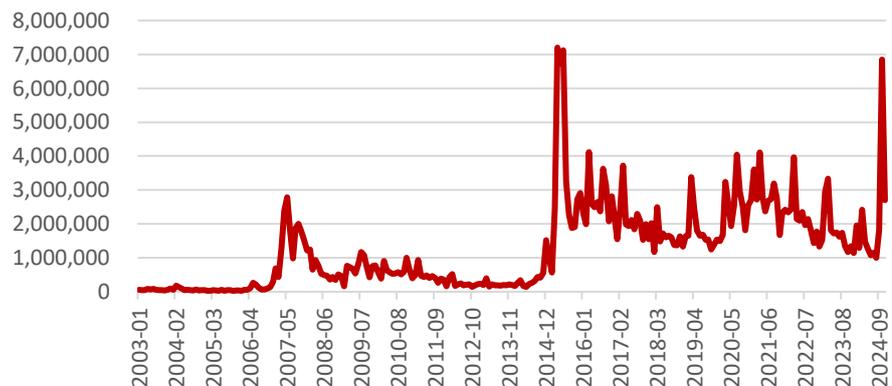
4.1 市场预期大幅改善，财富管理迎发展机遇

4.1.1 市场活跃度提升

政策超预期，个人投资者跑步入场。9月24日国新办发布政策组合拳，政治局会议定调积极，投资者信心短期内显著恢复，市场情绪被点燃。个人投资者跑步入场，2024年10月的新开户数达到了历史较高水平。2024年10月新开户数685万户，环比增加275%，同比增加484%，仅2015年4月及6月的新开户数超过该数据。在10月新开户的684.68万户中，个人投资者为683.97万户，而机构投资者仅为0.706万户。个人投资者占据了绝大多数，且以90、00后新生代为主，预计此部分增量资金体量有限，更有意义的是市场信心恢复后，存量股民的逐步入场。

市场活跃度底部反转。政策利好及新投资者的入场推动交易额大幅增长，2024年10月，A股市场合计成交额36万亿元，日均交易额达1,1979.47亿元，连续25个交易日的成交额突破万亿元，创月度成交额历史新高。与此同时，市场活跃度也随之恢复。2024年10月市场日均换手率2.64%，较2024年1月至9月日均换手率1.2%明显好转。短期来看，12月底召开的中央政治局会议以及中央经济工作会议有望使市场维持较高的活跃度。展望2025年，如果2024年年度报告以及2025年一季报呈现良好复苏态势，市场有望呈现持续性的反弹行情。

图 8: 上交所 A 股账户新增开户数 (户)



资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

4.2.1 ETF高增，投顾成关键抓手

被动指数基金规模快速扩大。近年来，我国ETF基金市场规模持续高增，过去四年复合增速达38.02%，其中近一年增速达33%。我们认为一方面由于量化的进步，产品丰富程度的提升，ETF产品更好地满足了市场多样化的需求，如权益类ETF从规模、主题、风格、策略、行业等角度持续快速丰富产品谱系。另一方面，ETF为个人投资者和机构投资者提供了一个低成本、大容量、高流动性的投资路径，获得细分市场的β收益。

不同基金增速不一，主因投资者结构变化。目前，我国ETF以股票型为主，截至2024年11月30日，我国股票型、跨境型、货币型ETF分别占比74%、19%、7%，其中股票型ETF自2023年开始，份额加速增长，而货币型ETF份额从2021年开始，不断震荡向下。聚焦股票型ETF，2023年11月之前，主题型ETF份额占比超40%，为权益类ETF首位，规模型ETF排名第二，2023年11月之后，规模型ETF份额占比快速攀升，主题型ETF份额基本保持平稳。我们认为，这与机构增持ETF相关。机构资金体量较大，以中长期保值增值目的为主，规模型ETF更适配其需求，而个人投资之交易属性更强，投资期限更短，更加青睐主题型ETF。

整体来看，我国ETF市场正在经历快速增长阶段。成熟市场ETF均经历了体量的快速攀升，且权益ETF占主导，市场有效性提升、长期资金的入市、基金费率下降均助推了ETF市场的发展。目前，我国资本市场符合上述发展条件，预计ETF规模将持续快速提升。

图 9: ETF 基金市场规模变化

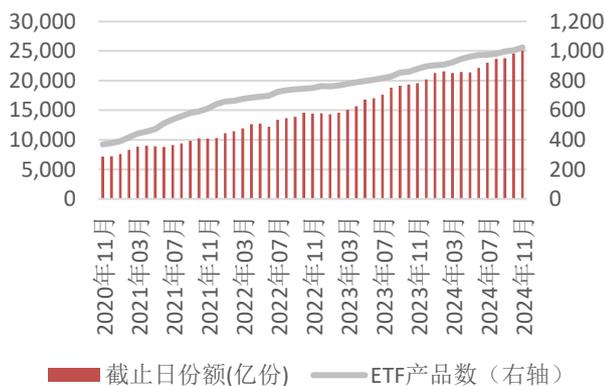
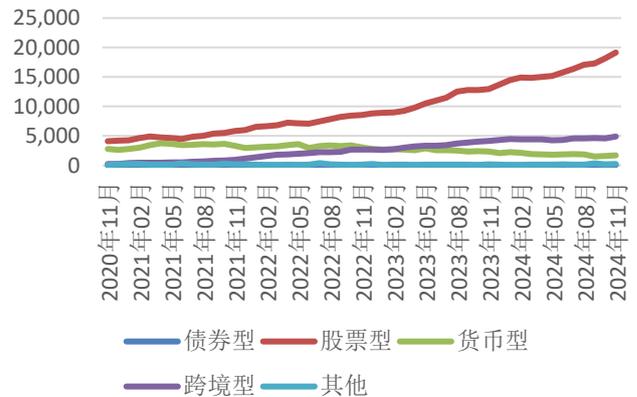


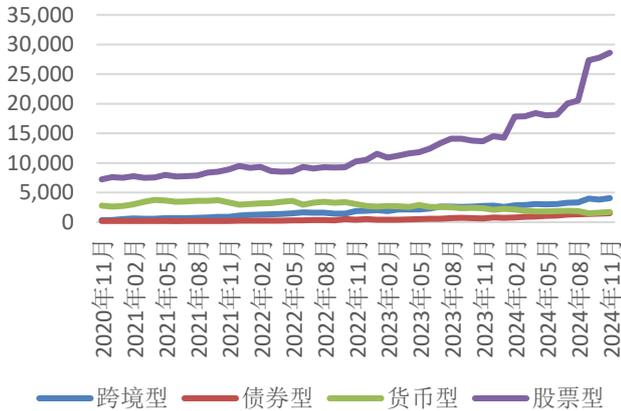
图 10: ETF 基金份额结构变化(亿份)



资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

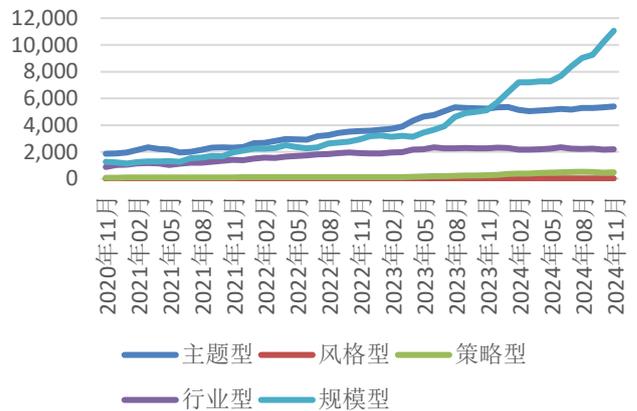
资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

图 11: ETF 基金资产净值结构变化(亿元)



资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

图 12: 股票型 ETF 份额变化(亿份)



资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

图 13: 2010 年-2024 年 10 月证券经纪人与投资顾问数量变化 (人)



资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

获客能力成为重点, 投顾为关键抓手。当前, 市场活跃度大幅改善, 新开户量大幅提升, 如何趁势获客提升市占率、将新进投资者转化为中长期投资者, 是关键工作。相较于具有互联网技术及基因的新型平台, 如东方财富、同花顺、蚂蚁集团等, 传统券商在引流方面较为弱势, 但需要专业研究能力赋能的投顾业务有望成为重要竞争力。目前, 政策端正在加速推进投顾业务的规范化发展, 2023年6月发布的《公开募集证券投资基金投资顾问业务管理规定(征求意见稿)》则标志着公募基金投顾业务即将试点转常规。同时, 投顾业务成为行业降费后的业务结构优

化重要方向。自2018年行业开启财富管理转型以来，行业证券经纪人数量不断下降，投资顾问数量大幅提升。证券经纪人数量由2017年的9.04万人骤降至目前的2.9万人，投资顾问则由2017年的4.02万人增加到目前的7.9万人。在经纪、两融、公募等业务费率持续下降的背景下，投顾业务能为投资者提供更高的附加价值，并为券商带来利润增长点。

4.2 投行聚焦支持新质生产力，关注政策拐点

投行业务的表现与政策相关度极高，融资产业结构正在改变。投行是支持实体经济、发展直接融资、发挥资本市场功能的核心业务，在全面深化注册制改革及鼓励新质生产力的政策基调中，投行融资产业结构发生明显改变。根据国家统计局数据，以电子、电气机械、医药制造、专用设备为代表的高新技术新兴行业，发展增速明显高于其他产业。相应地，股权融资排名靠前的行业跟随转换，相较于2013年，2023年电力设备、电子、机械设备、汽车制造、工业等新兴行业资本市场融资额度大幅增长。

表 7：2013、2023 年股权融资行业结构比较（2023 年前 15 名）

行业名称	2023 年总额(亿元)	2023 年排名	2013 年总额(亿元)	2013 年排名
电力设备	1,441.16	1	167.94	9
电子	1,429.27	2	156.91	10
机械设备	835.77	3	125.34	15
基础化工	778.92	4	288.76	5
公用事业	739.30	5	475.57	2
汽车	633.61	6	71.67	20
银行	567.56	7	711.96	1
建筑装饰	500.10	8	142.23	12
医药生物	474.24	9	192.57	7
国防军工	464.20	10	168.68	8
计算机	415.98	11	146.52	11
交通运输	377.71	12	130.85	14
有色金属	356.34	13	280.16	6
煤炭	310.72	14	60.25	21
通信	252.26	15	33.79	25

资料来源：WIND，国开证券研究与发展部

表 8: 2013、2023 年公司债+企业债融资行业结构比较 (2023 年前 10 名)

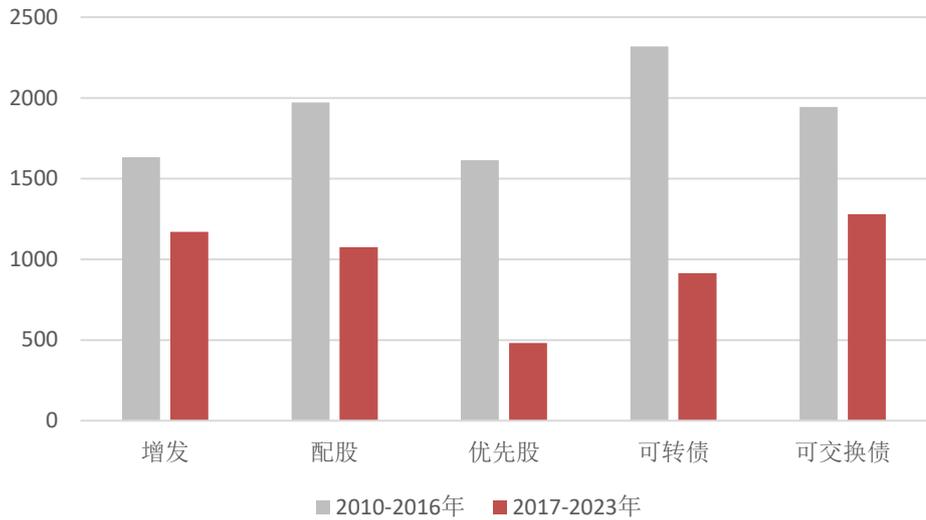
行业	2023 年发行金额(亿元)	2023 年排名	2013 年发行金额(亿元)	2013 年
工业	31,782.88	1	4,244.67	1
金融	2,280.28	2	123.55	6
房地产	1,813.15	3	67.15	9
公用事业	1,622.40	4	654.96	2
材料	1,058.54	5	325.66	5
可选消费	999.38	6	403.32	4
能源	619.72	7	416.25	3
信息技术	155.60	8	59.54	10
日常消费	139.85	9	87.54	7
医疗保健	89.95	10	84.40	8

资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

随着产业的迁移,地域的融资总额也跟随当地招商引资政策及优势产业产生变化。其中股权融资方面,江苏(排名提升13,复合增速29%)、江西(排名提升16,复合增速24%)、山东(排名提升15,复合增速20%)等地10年间排名均呈现较大提升;债券融资方面,安徽(排名提升8,复合增速27%)、四川(排名提升7,复合增速24%)、江西(排名提升4,复合增速24%)融资总额增速较快。此外,经济大湾区中,长三角经济区、京津冀、珠三角10年股权融资额复合增速分别达22%、12%、5%;债券融资额复合增速分别达26%、16%、20%,均较高程度的享受了产业迁移带来的发展红利。

客户需求专业化、多元化。经过资本市场30多年的发展,券商投行客户对金融市场的理解不断深化,部分具有潜力的企业在上市前就已经组建了专业融资部门,呈现需求专业化、多元化的特点,因此,券商的融资端客户往往有明确的资本运作目标及规划,如上市、再融资、并购重组等。从时间维度来看,客户的需求更加综合化。以股权业务为例,越来越多的公司在首次上市之后会通过增发、配股、发可转债及可交换债的方式进行再融资。

图 14: 2010-2016 年及 2017-2023 年公司首次上市与第一次再融资的平均时间间隔 (天)



资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

注册制改变投行经营逻辑。2023年初,我国全面注册制正式落地,投行业务逻辑产生根本性改变。在核准制度下,资本市场标的具有一定稀缺性,整体来看投行定价和销售压力相对较小,同时,牌照是券商核心技术壁垒,与监管沟通、拿到批文是核心工作。但在注册制下,市场标的稀缺性将持续下降,未来市场将逐步过渡到完全竞争市场,对定价的敏感度或持续提升,券商投行的核心工作将转变成如何通过专业能力争取投资客户。

以机构为抓手,建立综合性一站式服务。我国券商将服务重点客户战略化,积极尝试“一体化”模式。高盛一体化经营模式一经推出,立即受到我国头部券商追捧。该模式下,各个部门和业务线打破壁垒,共同协作,以满足客户的多元化需求。这与我国全面注册制改革、财富管理转型背景下,券商需要构建的能力相契合。因此目前国内多家券商正在推动“一体化”模式的落地,华泰、中金、海通等券商也先后提出“一个华泰”、“中金一家”、“一个海通”等战略。同时,券商持续提升对机构业务的重视程度。在券商企业客户、零售客户、机构客户三类客群服务中,机构业务链起到关键的粘合剂作用。因此,未来,机构业务或将成为综合性服务的重要切入点,通过市场化无费率保护的单一业务建立客户链接,并挖掘其有固定通道费率业务的需求,实现创收的落地。

4.3 投资业务规模提升或持续，场外衍生品业务稳健发展

金融资产规模持续增长，速率放缓。近年来，我国上市券商的金融资产规模不断提升，2024年三季度，45家上市券商合计金融资产规模63962亿元，同比增长6.14%，较2018年末提升30.59%。交易性金融资产仍占主导地位，自2019年来，占金融资产的比例均在70%以上，以FVOCI（公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产）中，债券投资占比大幅高于权益类，但交易性金融资产（FVTPL）占比2021年后有所提升。从增速来看，上市券商金融资产增幅逐年趋于平缓，其中可交易性金融资产及其他债券投资与总体趋势一致，其他权益工具投资则波动较大，与A股市场价格波动相关。整体来看，金融资产仍是券商扩表的最重要途径。

图 15: 上市券商金融资产规模 (亿元)

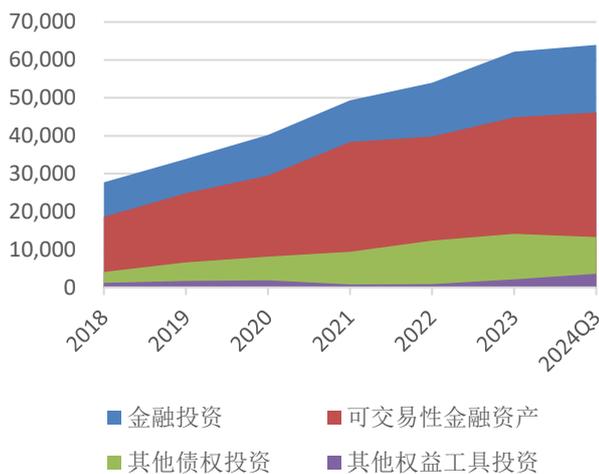
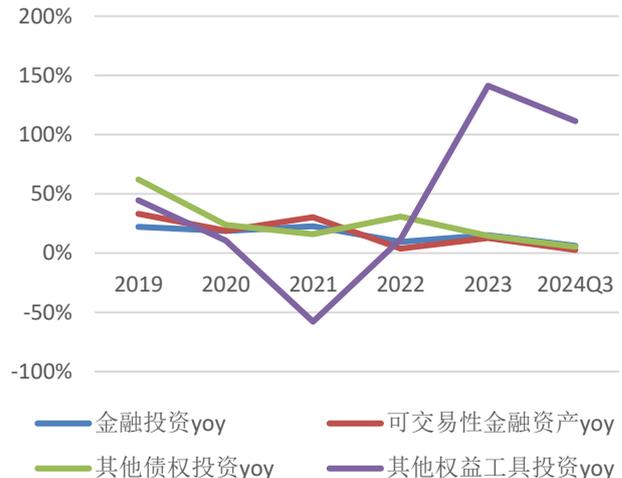


图 16: 上市券商金融资产及各分项规模同比增速

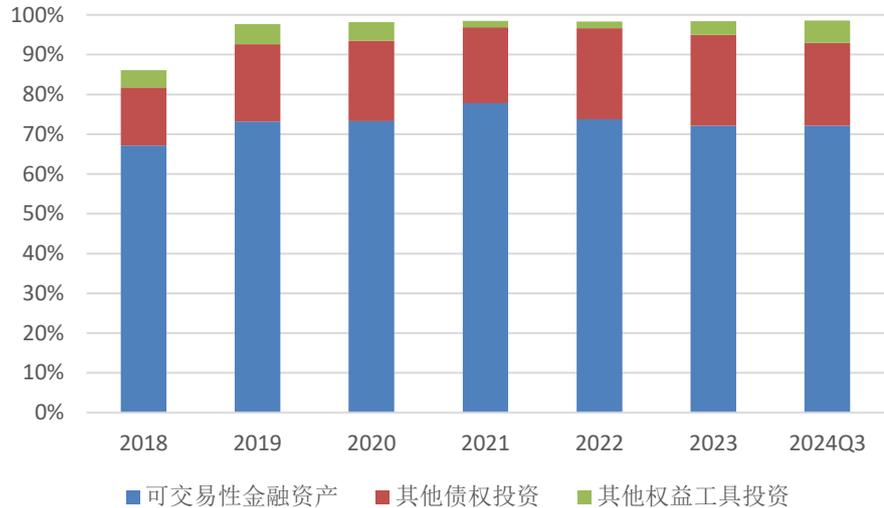


资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

政策引导券商提高权益类自营资产规模。10月18日，中国人民银行与中国证监会联合印发《关于做好证券、基金、保险公司互换便利（SFISF）相关工作的通知》，标志着SFISF操作正式启动。政策规定，符合条件的投资可计入其他综合收益科目（FVOCI），相关金融资产以公允价值计量，但其价值变动不直接影响当期损益，通常包括非交易性的权益工具投资，如长期持有的股票投资，以及某些债券投资，能有效平滑券商业绩。同时，SFISF资金成本较低（R007近一年利率平均为2.1%），且工具期限较长，上述条件灵活，若增持高股息及业绩有支撑的上市公司，预计能在覆盖融资成本的基础上获取较好投资收益。

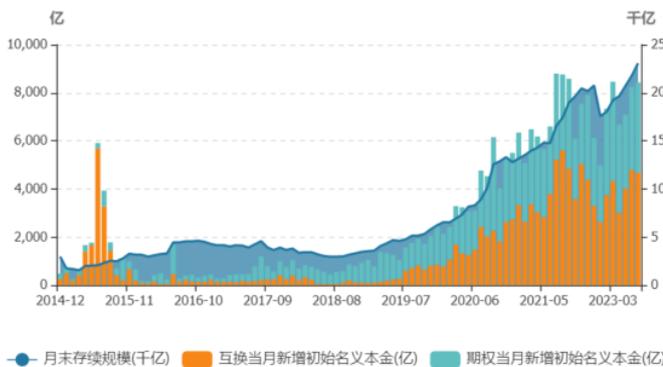
图 17: 上市券商金融资产结构



资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

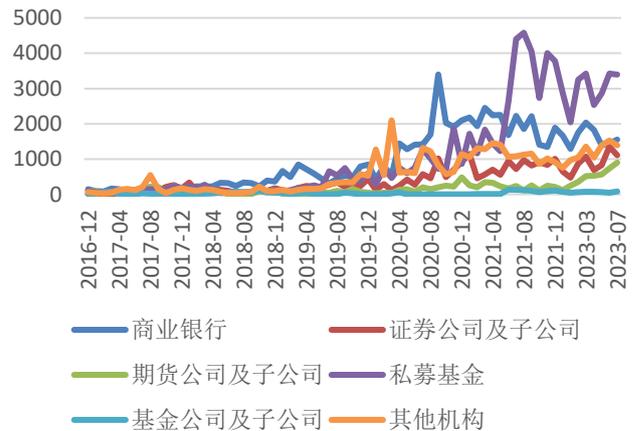
衍生品业务短期增速下降, 客户结构有所变化。在政策的引导下, 近年来头部券商场外衍生品交易业务蓬勃发展。目前, 证券行业场外期权交易商维持45家, 包括8家一级交易商和37家二级交易商, 其中一级交易商分别为中信、中金、华泰、建投、国君、招商、广发及申万。2021年以来, 券商场外衍生品的主要交易对手方从商业银行转变为私募基金, 期货公司及子公司占比也持续提升。其中, 私募基金为收益互换最主要交易对手, 商业银行仍为场外期权最主要交易对手。

图 18: 券商场外衍生品业务规模 (亿元)



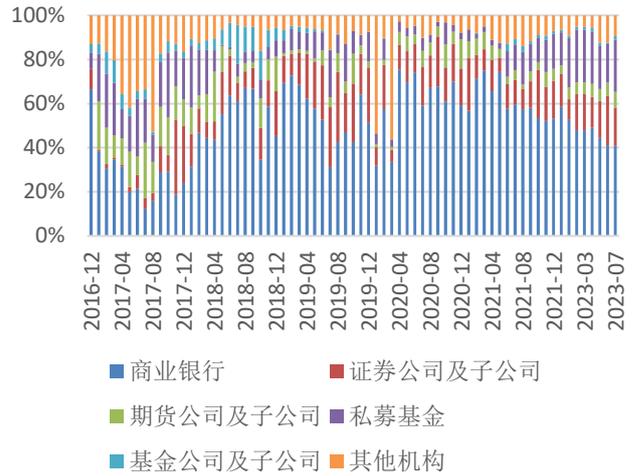
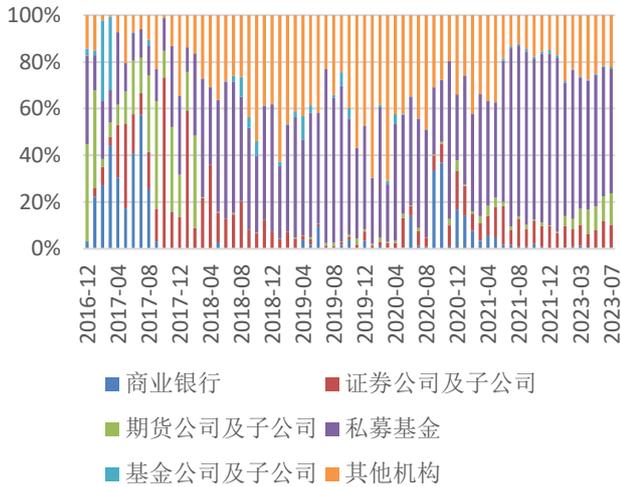
资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

图 19: 券商场外衍生品交易对手方结构 (新增名义本金, 亿元)



资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

图 20: 券商场外互换收益交易对手方结构 (新增名义本金) 图 21: 券商场外期权交易对手方结构 (新增名义本金)



资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

监管建立衍生品市场管理制度, 促进良性发展。长期来看, 与券商传统产品相比, 场外衍生品业务作为对冲工具, 可以为专业投资者提供收益波动“保险”, 也具备杠杆融资、跨境、跨品种资产配置等功能, 随着我国机构资金占比的提升, 具有较为广阔的发展空间。但短期来看, 监管整顿下, 券商场外衍生品规模增速明显放缓。证监会2023年11月17日就《衍生品交易监督管理办法(二次征求意见稿)》公开征求意见, 将证监会监管的衍生品市场各类主体和活动全部纳入规制范围, 以功能监管为导向, 制定统一的准入条件、行为规范和法律责任, 加强衍生品市场监管。同年12月8日, 证监会发布《私募投资基金监督管理办法(征求意见稿)》, 提高单一投资者参与投向单一标的和场外衍生品的基金产品门槛。2024年年初, 监管层进一步强化DMA(多空收益互换)等场外衍生品业务监管, 完善制度, 指导行业控制规模和杠杆水平。我们认为, 监管层加强对衍生品业务的监管强度, 将针对在市场快速发展中发现的问题, 建立完整的管理框架及体系, 控制市场风险, 为专业化、机构化、中长期增量资金提供更为规范安全的工具, 促进市场健康发展。

综上所述, 我们预计2025年券商仍会提升金融资产整体规模, 固定收益类资产仍是主要配置方向, 但随着A股市场走势向好, 权益类资产占比有望提升。场外衍生品方面, 预计2025年监管将持续严格管控趋势, 场外衍生品交易监督管理办法或将落地, 业务有望平稳、规范化发展。

5、投资建议

2025年行业业绩有望全面修复。整体来看，券商今年前三季度业绩逐季改善，自营业务的同比提升是主要因素。展望2025年，随着国新办表态及后续政策陆续出台，预计券商展业环境迎来实质性拐点，各业务条线有望全面向好，行业集中度有望随着项目数量提升有所下降。我们初步预计2025年行业营业收入同比增速15%，净利润同比增速20%，经纪、投行、资管、证投、利息净收入增速分别为10%、40%、5%、40%、10%。

我们认为2024年证券行业可关注以下三条主线机会：

第一条主线：具有并购预期的大中型券商。在市场、政策及券商自我发展需求的共同推动下，证券行业迎来并购期，行业集中度正在加速提升。建议关注国联证券、浙商证券以及国泰君安等。

第二条主线：在投顾、平台具有财富管理优势的券商。市场预期底部反转，获客能力突出的券商能充分享受市场反转红利。建议关注具有平台优势或服务优势的券商，如东方证券、东方财富、东吴证券等。

第三条主线：投研能力强且在投行业务上综合作战能力强的券商。924国新办发布会后，证监会重新受理并购重组申请，并购重组开闸。预计投行项目将更加聚焦国家重点战略领域，客户的需求将更加多元化、综合化。建议关注投研能力、综合服务能力强、重点领域储备项目多的券商，如中金公司、中信证券、国元证券等。

表 9：重点公司估值情况

公司简称	收盘价（元） 2024年12月5日	EPS（元）		PE（倍）		PB（倍）	
		2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
中信证券	30.90	1.42	1.63	21.69	18.98	1.66	1.57
国联证券	12.32	0.18	0.26	69.41	47.02	1.92	1.85
东方证券	10.78	0.47	0.53	23.15	20.17	1.18	1.14
东方财富	27.48	0.54	0.63	50.86	43.54	5.50	4.97
东吴证券	8.23	0.39	0.43	21.30	19.21	0.97	0.92
中金公司	36.22	1.05	1.26	34.64	28.81	1.73	1.66
国泰君安	19.11	1.24	1.44	15.42	13.29	1.04	0.99
国元证券	8.61	0.45	0.49	19.11	17.73	1.05	1.00

注：上述公司2024-2025年EPS、PE、PB系Wind一致预期。

资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

6、风险提示

国内外疫情超预期影响业务开展及市场情绪；流动性不及预期；行业竞争加剧导致行业盈利能力下降；资本市场改革进程不及预期；相关假设条件不成立对证券行业业绩增长的风险；相关公司业绩增长低于预期风险；国内外二级市场风险；国内外宏观经济形势急剧恶化；宏观政策和行业政策调整风险；地缘性冲突升级及外溢风险；其他黑天鹅事件风险等。

分析师简介承诺

黄婧，行业分析师，英国格拉斯哥大学社会学、理学硕士，2013年进入国开证券股份有限公司研究与发展部。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街 29 号国家开发银行 8 层