

## 证券行业 2025 年年度策略报告

## 拐点已现，景气可期

## 强于大市（维持）

## 行情走势图



## 相关研究报告

【平安证券】行业半年度策略报告\*非银与金融科技  
\*证券行业 2024 年中期策略报告：供给侧优化在即，关注底部布局机会 20240619

## 证券分析师

**王维逸** 投资咨询资格编号  
S1060520040001  
BQC673  
WANGWEIYI059@pingan.com.cn

**李冰婷** 投资咨询资格编号  
S1060520040002  
LIBINGTING419@pingan.com.cn

**韦霁雯** 投资咨询资格编号  
S1060524070004  
WEIJIWEN854@pingan.com.cn



## 平安观点：

■ **市场、政策、资金共振，券商板块迎来新一轮行情。**复盘过去十年券商多轮上涨行情，券商板块估值提升主要出现在市场景气度转折点，并常伴随市场、政策、资金三个利好因素的共振。其中，2014年6月、2018年10月两轮行情持续时间超5个月，证券指数涨幅超80%。2024年以来，①市场：自24Q2起A股市场相对承压、前8月沪深两市日均成交额同比下降11%，券商板块持续超额亏损，板块估值最低不足1倍PB，处于历史底部。②政策：资本市场新一轮政策周期开始，纲领性文件出台，指明证券行业高质量发展方向；9月后货币、财政、地产等多轮政策提振市场预期。③资金：加速中长期资金入市的指导意见颁布，互换便利和股票回购增持贷款两项新货币政策工具快速落地，9月后市场景气度回升，个人投资者开户、入市情绪较高，市场成交量翻倍增长。证券板块自9月24日至12月6日累计上涨55%，较沪深300指数形成超额收益31pct。

■ **证券行业业绩拐点已现，全年净利润有望正增。**自营表现改善驱动上市券商前三季度业绩降幅收窄。展望24全年及25年，市场回暖下自营率先修复、经纪信用资管增长可期、投行业务有望触底。①经纪：9月后新开A股账户数环比大幅增长，交投热度改善将反映在24Q4经纪收入中。②投行：近期IPO审核节奏边际改善，叠加23Q4后股权融资基数下降，预计投行收入同比压力将减弱。③资管：私募资管规模触底、收入相对稳健，ETF和债基成为今年公募扩容主要驱动力，市场回暖也有望支持ETF继续扩容和主动基金底部改善。④自营：市场转暖、投资收益率改善，24Q3单季度上市券商自营收入创新高，同时杠杆水平仍处近年来较低水平，仍有资产端扩容空间，自营投资收益修复预计将延续。⑤信用：两融与股权质押规模在10月后快速回升，且市场流动性相对充裕，负债端成本下降也有望延续，利好券商利息净收入表现。中性假设下24、25年证券行业净利润将同比增长10%、16%。

■ **投资建议：**近期资本市场景气度改善、交投活跃度维持高位，证券板块从估值到业绩均具备 $\beta$ 属性，有望迎来估值与业绩的戴维斯双击。长期来看，资本市场新一轮改革周期开启，证券行业明确以加速建设一流投行为目标，券商作为服务资本市场和国家战略的重要中介机构，仍有较大发展增量空间。行业格局优化加速，国君海通等具有示范性的券商间重组案例有序推进，未来更多重组交易事件值得期待。建议关注头部券商中信、银河、华泰，同时关注业绩与估值更具 $\beta$ 属性的东方财富、同花顺等。

■ **风险提示：**1) 权益市场大幅波动；2) 宏观经济超预期下行；3) 资本市场改革政策推进不及预期；4) 监管政策不断趋严。5) 部分行业内资产重组能否实施尚存不确定性。

股票名称	股票代码	股票价格 (元)		EPS				P/B				评级
		2024/12/12	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E		
中信证券	600030.SH	31.66	1.33	1.43	1.54	1.66	1.9	1.8	1.8	1.8	推荐	
华泰证券	601688.SH	18.61	1.41	1.74	1.33	1.42	1.1	1.1	1.0	1.0	推荐	
东方财富	300059.SZ	27.91	0.52	0.54	0.58	0.63	6.1	5.7	5.3	5.0	推荐	
中国银河	601881.SH	15.97	0.72	0.82	0.95	1.06	1.7	1.5	1.4	1.4	未覆盖	
同花顺	300033.SZ	323.60	2.61	2.62	3.19	3.60	23.8	22.2	20.1	17.9	未覆盖	

资料来源: Wind, 平安证券研究所 注: EPS 为摊薄值, 未覆盖公司的EPS,BVPS 采用 wind 一致预期。

# 正文目录

<b>一、 板块行情复盘：市场、政策与资金的共振</b>	<b>6</b>
1.1 2014/6-2015/4 行情复盘：证券行业创新周期开启，杠杆资金助推市场	9
1.2 2018/10-2019/3：行业监管边际宽松、股质风险缓解与资本市场新一轮改革利好驱动行情	14
1.3 2024/9 以来行情：政策组合拳和增量资金催化行情	18
<b>二、 基本面展望：业绩拐点已现，全年有望正增</b>	<b>21</b>
2.1 9M24 业绩：业绩拐点已现，行业分化明显	21
2.3 业务展望：自营业务率先修复，关注经纪与信用业务改善	23
2.3 业绩展望：中性假设下行业 24 年净利润同比+10%，25 年同比+16%	27
<b>三、 投资建议和风险提示</b>	<b>28</b>
3.1 投资建议	28
3.2 风险提示	29

## 图表目录

图表 1	2014 年以来证券指数、沪深 300 指数表现及市场成交额变动	6
图表 2	2014 年以来证券板块主要上涨行情统计	7
图表 3	证券指数 PB (LF) 及历史分位点	9
图表 4	证券指数 PB (LF) 及指数年化 ROE	9
图表 5	上市券商 PB (LF,2024/12/06) 与历史分位点	9
图表 6	2010-2014H1 证券指数及沪深 300 指数变动	10
图表 7	2013-2015 年两融及股质规模变动	10
图表 8	2012-2015 年部分重要资本市场和证券行业政策梳理	10
图表 9	2014/6-2015/4 证券指数行情及超额收益	11
图表 10	2014/6-2015/4 证券指数及单日成交额占比	11
图表 11	2014/6-2015/4 券商板块个股涨跌幅统计	12
图表 12	2013-2015 证券行业各业务收入变动 (亿元)	13
图表 13	证券行业收入结构变动	13
图表 14	上市券商 2014、2015 年归母净利润表现	14
图表 15	2017-2018/9 证券指数及沪深 300 指数变动	15
图表 16	2016-2019 年北向资金成交净买入统计	15
图表 17	2016-2018 年部分重要资本市场和证券行业政策梳理	15
图表 18	2018/6-2019/4 证券指数行情及超额收益	16
图表 19	2018/6-2019/4 证券指数行情及日成交额占比	16
图表 20	2018/10-2019/3 券商板块个股涨跌幅统计	16
图表 21	2017-2019 年 A 股两融及股质规模变动	18
图表 22	2017-2019 证券行业各业务收入变动 (亿元)	18
图表 23	上市券商 2019 年归母净利润表现	18
图表 24	2021-2024/8 证券指数及沪深 300 指数变动	19
图表 25	主动管理型基金重仓券商板块比例	19
图表 26	2021-2024 沪深两市日均股基成交额变动	19
图表 27	2021-2024 全部市场每月融资净买入	19
图表 28	2024 年部分重要资本市场和证券行业政策梳理	20
图表 29	2024/1-2024/12 证券指数行情及超额收益	21
图表 30	2024/1-2024/12 证券指数行情及日成交额占比	21
图表 31	2024/9/24-2024/12/6 券商行情 (仅统计每段期间涨跌幅前 10)	21
图表 32	上市券商单季度业绩表现 (亿元)	22
图表 33	上市券商营收结构变动	22

图表 34	24Q1-Q3 上市券商归母净利润变动情况 .....	22
图表 35	24Q3 末上市券商杠杆倍数 ( 倍 ) ( 前 30 ) .....	23
图表 36	24Q1-Q3 上市券商年化 ROE 表现 ( 前 30 ) .....	23
图表 37	2013-2024A 股账户单月开户数变动 .....	24
图表 38	24Q3 上市券商代理买卖证券款变动 ( 前 25 ) .....	24
图表 39	证券行业单季度股权承销规模 .....	24
图表 40	沪深北交易所上市委审核通过的股权发行数量变动 ( 家数 ) .....	24
图表 41	证券公司及子公司私募资管产品规模变动 .....	25
图表 42	各类型公募基金份额变化 ( 亿份 ) .....	25
图表 43	部分头部基金公司业绩与产品结构表现 ( 亿元 ) .....	25
图表 44	上市券商合计自营规模变动 .....	26
图表 45	部分头部券商单季度自营收入变动 .....	26
图表 46	2021-2024 市场两融规模与股票质押市值变动 .....	27
图表 47	7 天银行间质押式回购加权利率变动 .....	27
图表 48	证券行业 2024、2025 年盈利预测及重要假设条件 .....	27

## 一、 板块行情复盘：市场、政策与资金的共振

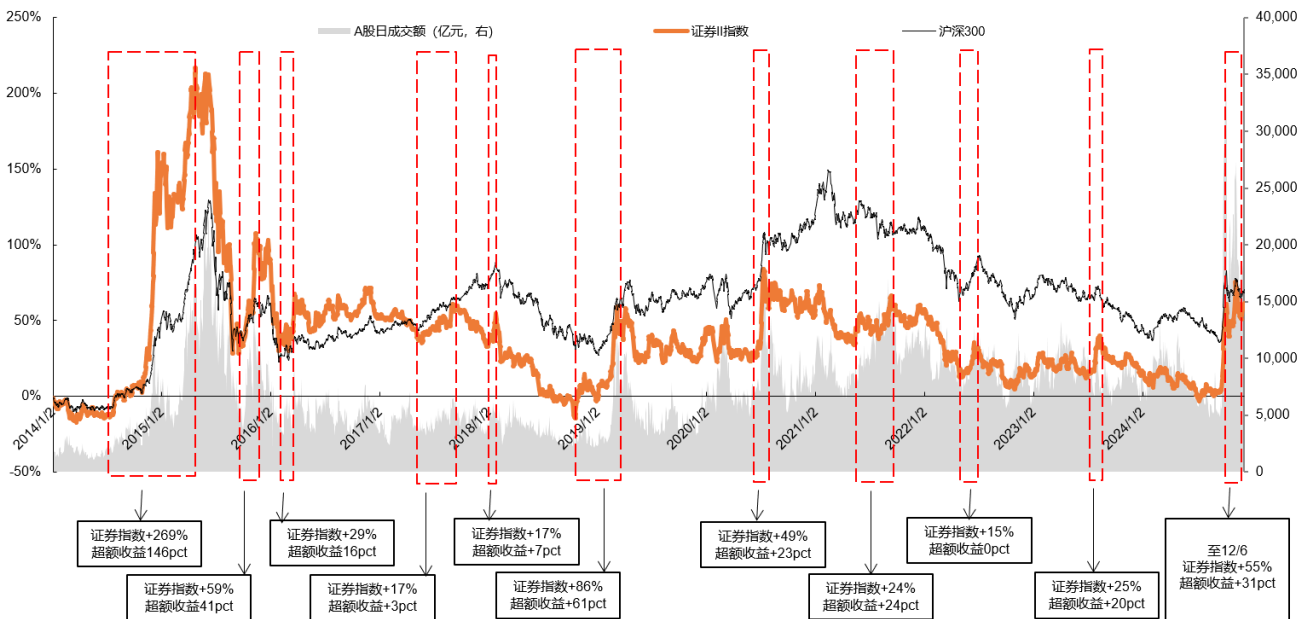
复盘过去十年券商多轮上涨行情，我们发现券商板块估值提升主要出现在 A 股市场景气度转折点，一般伴随着市场、政策、资金等方面的利好因素，且历次上涨行情中证券指数和领涨标的一般都较市场宽基指数形成显著超额收益。

1) 2014/6-2015/4, 2018/10-2019/3 两轮行情持续时间相对较久、上涨幅度较大。**2014 年 6 月、2018 年 10 月启动的两轮大行情均超 5 个月，证券指数（申万 II，下同）涨幅超 80%，行业平均 PB 翻倍甚至更高。**大行情中一般需经历多阶段，上涨阶段一般节奏较快、持续期 1-2 个月左右，调整阶段或持续 2-3 个月，上述两轮大行情调整阶段最深跌幅 15%-20%左右。

2) 大行情启动往往需要**市场、政策、资金三个利好因素共振**：①行情启动前经历板块较长时间的调整，券商板块也较大盘形成较长期、较深超额亏损，行情启动伴随 A 股市场成交量翻倍快速增长，券商业绩预期转好，证券板块迎来估值与业绩的戴维斯双击；②积极的货币政策、财政政策等提振市场整体投资信心，重磅资本市场、证券行业的利好政策有望为券商带来业务增量空间；③市场流动性相对充裕，增量资金是市场成交量和行情能否持续的重要因素之一。

3) 阶段性小行情持续时间多数在 1-2 个月，主要是由 A 股市场阶段性反弹带来，**证券指数涨幅在 15%-30%左右。**如果出现较为重大的市场、政策、资金中一个或两个利好因素，则小行情也可在较短时间中出现更高涨幅。例如，2015 年 9 月、2020 年 6 月两次小行情持续时间在 2 个月左右，涨幅在 50%左右。其中，2015 年 9 月行情：券商板块在 6-8 月大盘急跌过程中积累较深超额亏损，券商在多轮稳市场政策后的反弹弹性更强；2020 年 6 月行情：A 股市场主要指数加速上涨、市场成交量快速翻倍，同时证券行业迎来创业板注册制落地、行业内重组和混业经营预期加强等利好。

图表 1 2014 年以来证券指数、沪深 300 指数表现及市场成交额变动



资料来源：Wind，平安证券研究所

注：A 股日成交额采用 Wind 全 A 指数日成交额估算，下同；超额收益为证券指数（申万 II）相对于沪深 300 指数的超额收益，下同

每轮上涨行情中上市券商基本均出现普涨形态，但领涨标的可能轮动较快，整体中小券商、特色券商上涨快、涨幅更高，头部券商走势更稳。券商板块在上涨行情中、尤其是主升期中，多出现普涨状态，在 2014 年 6 月、2018 年 10 月两轮大行情中均出现单日板块大规模涨停的情况。领涨标的在各轮行情或同一轮行情中不同阶段都可能出现较快轮动，在过去十年上涨行情中，领涨标的一般包括 1) **政策和市场敏感性较高的主题券商**，例如 2018/10-2019/3 行情中股质业务占比较高、业绩



改善预期较强的太平洋、国海证券，投行业务特色突出、优先受益于科创板注册制试点的中信建投；2021/5-2021/9 行情中公募基金业务领先、更受益于公募扩容的东方证券、广发证券；2014/6-2015/4 行情中受益于地方国企改革预期的国元证券、兴业证券。2) 次新股、流通盘较小的中小券商，例如 2018/10-2019/3 行情中领涨的中信建投、天风证券、华林证券均为次新股，锁定期内自由流通盘较小。3) 基本面改善型券商，包括①前期市场交投低迷时业绩基数较小、基本面改善弹性更强的优质中小券商；②自营和经纪业务占比高、更受益于市场交投活跃的券商，如经纪和信用业务占比高的东方财富。

图表2 2014 年以来证券板块主要上涨行情统计

年份	2014	2015	2016	2017	2018	2019
开始时间	2014/6/26	2015/9/16	2016/3/1	2017/5/11	2017/12/28	2018/10/19
结束时间	2015/4/22	2015/11/13	2016/3/21	2017/9/1	2018/1/24	2019/3/7
持续时间	10 个月	2 个月	1 个月	4 个月	1 个月	5 个月
证券 II 涨幅	268.51%	59.48%	29.25%	17.34%	16.51%	86.44%
沪深 300 涨幅	122.17%	18.84%	12.93%	14.77%	9.99%	25.11%
PB ( LF) 区间	1.6-5.0	1.6-2.7	1.7-2.1	1.6-1.9	1.6-1.8	1.0-1.9
区间万得全 A 日均成交额 ( 亿元)	5,685	8,399	5,410	4,464	6,276	3,871
万得全 A 最高日均成交额 ( 亿元)	17,722	13,722	9,024	6,404	6,889	11,659
领涨标的	西部证券 ( 545%)	西部证券 ( 186%)	东吴证券 ( 42%)	浙商证券 ( 88%)	中原证券 ( 29%)	中信建投 ( 388%)
	东方财富 ( 475%)	东方财富 ( 112%)	招商证券 ( 37%)	国盛金控 ( 45%)	东方财富 ( 28%)	天风证券 ( 382%)
	兴业证券 ( 365%)	东兴证券 ( 106%)	东方财富 ( 36%)	华泰证券 ( 45%)	国信证券 ( 28%)	华林证券 ( 240%)
经济环境	外需疲软、内需持续回落、房地产周期性调整等力量下 GDP 增速回落	工业投资拖累经济，3 季度 GDP 增速破 7	经济增速下行势头趋缓	GDP 增速整体高于预期目标	去杠杆和中美贸易摩擦带来经济下行压力加大	财政政策积极，GDP 增速逐步回升
流动性环境	4 月、6 月两次降准，11 月降息	上半年多次降息，货币政策整体宽松，下半年两次双降	2 月降准 1 次，整体偏稳健	货币政策稳健中性	货币政策稳健宽松，三次降准，增量开展 MLF	全年三次降准，引导市场利率和贷款利率下行
行业政策	5 月“新国九条”、证监会《进一步推进证券经营机构创新发展的意见》，后续多次发声鼓励券商补充资本，年底沪港通试点	4 月 A 股开始“一人多户”，互联网业务快速发展，12 月股票发行注册制提请人大常委审议	合规风控监管整体收紧，IPO 稳健增长，12 月深港通开通	监管导向以去杠杆为主，禁止“三套利”，信托业务监管分类试点	加大信用业务监管，约束股权质押集中度与质押率，着重化解金融风险	7 月科创板开市，年末鼓励证券公司市场化并购、打造航母级券商

年份	2020	2021	2022	2023	2024
开始时间	2020/5/27	2021/5/10	2022/4/28	2023/6/26	2024/9/24
结束时间	2020/7/13	2021/9/13	2022/6/28	2023/8/10	未结束
持续时间	1.5 个月	4 个月	2 个月	1.5 个月	3 个月以上
证券 II 涨幅	48.89%	24.46%	15.11%	24.75%	最高 75.1%
沪深 300 涨幅	26.19%	-0.02%	15.27%	4.36%	最高 38.2%
PB ( LF) 区间	1.4-2.1	1.6-2.0	1.2-1.4	1.1-1.4	至 11 月底 1.0-1.7

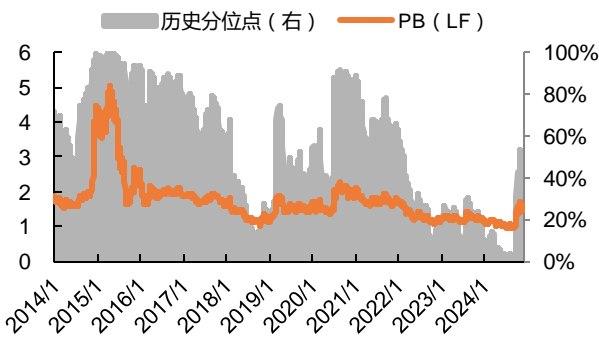
区间万得全 A 日均成交额 (亿元)	9,176	11,475	9,626	8,513	至 11 月底 19,307
万得全 A 最高日均成交额 (亿元)	17,332	17,007	12,988	11,062	34,835
领涨标的	中泰证券 (217%)	财达证券 (133%)	光大证券 (50%)	太平洋 (93%)	截至 12 月 6 日收盘 东方财富 (159%)
	光大证券 (176%)	东方证券 (110%)	中信建投 (38%)	首创证券 (76%)	天风证券 (88%)
	浙商证券 (111%)	广发证券 (76%)	华鑫股份 (30%)	东吴证券 (41%)	第一创业 (70%)
经济环境	疫情冲击, gdp 增速先下行后恢复	下半年基建投资和房地产投资放缓, 消费复苏节奏延缓	上半年国内疫情加剧, 房地产投资持续拖累	地产下行延续, 消费修复不足	前三季度 GDP 增速逐季递减
流动性环境	全年 3 次降准, 设立专项再贷款和再贷款再贴现工具应对疫情	上半年货币政策相对平衡, 下半年两次降准	全年 2 次降息、2 次降准	全年 2 次降息、2 次降准	逆周期调节加强, 创设新货币工具支持资本市场
行业政策	创业板注册制落地、再融资新规松绑	北交所设立, 退市新规出台	注册制配套政策逐步完善	7 月首提“活跃资本市场, 提振投资者信心”	严监管趋势延续, 4 月出台新国九条, 证监会明确加速建设一流投资银行目标

资料来源: Wind, 中国政府网, 证监会, 央行, 平安证券研究所

行业 PB 中枢下行, 2024 年 9 月以来行业估值中枢最高反弹至过去十年的 50%。过去十年证券行业 PB (LF, 下同) 估值震荡下行, 14-15 年上涨行情中行业估值顶点一度达 5xPB, 17-18 年由 2xPB 震荡下行至 1.15xPB 底部, 2020 年 5 月上漲行情中 PB 由 1.5x 左右反弹至超 2x, 21 年后随指数再次下行, 今年 7 月证券指数 PB 最低不足 1x, 创历史新低。从 PB-ROE 视角来看, 证券指数的 PB 估值与 ROE 走向基本一致, 据 Wind, 证券指数对应标的 ROE 也在中枢下移, 一方面主要是市场交投活跃度的波动影响券商业绩表现、2022 年以来市场交投整体较此前较为低迷; 另一方面是反映券商业务结构的重资产化。2024 年 9 月券商行情启动以来, 证券指数 PB 从 1.0x 左右迅速反弹、最高达 1.68x, 从 14 年 1 月起计算的分位点 (下同) 也从 1% 左右反弹至 53%。截至 12 月 6 日, PB 为 1.55x, 分位点为 41%。重点个股方面, 截至 12 月 6 日收盘, 东财 PB5.7x、历史分位点 57%, 中信 PB1.8x、分位点 78%, 华泰 PB1.1x、分位点 26%, 银河 PB1.6x、分位点 72%, 国君 1.1x、分位点 36%, 中金 2.0x、分位点 21%。



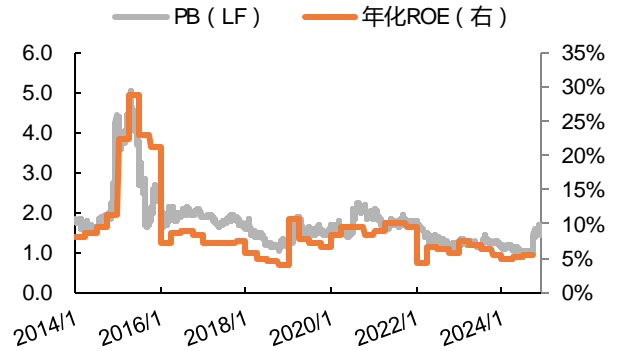
图表3 证券指数 PB ( LF ) 及历史分位点



资料来源: Wind, 平安证券研究所

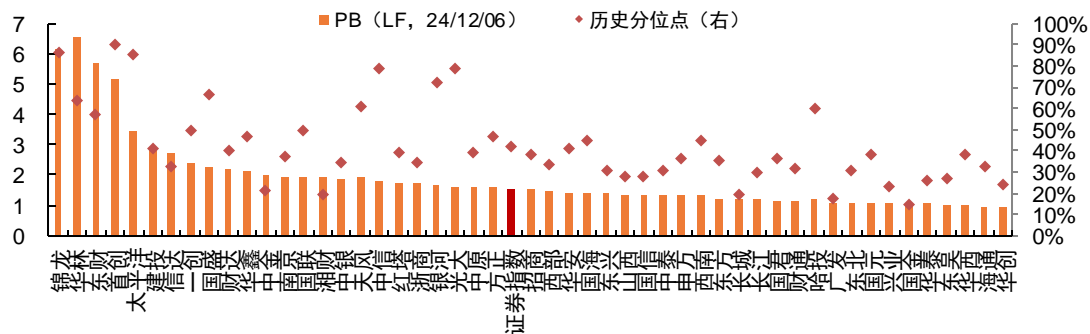
注: 历史分位点统计区间为 2014/1/1-2024/12/06 间交易日

图表4 证券指数 PB ( LF ) 及指数年化 ROE



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 上市券商 PB ( LF, 2024/12/06 ) 与历史分位点



资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 历史分位点统计区间为 2014/1/1-2024/12/06 间交易日

### 1.1 2014/6-2015/4 行情复盘：证券行业创新周期开启，杠杆资金助推市场

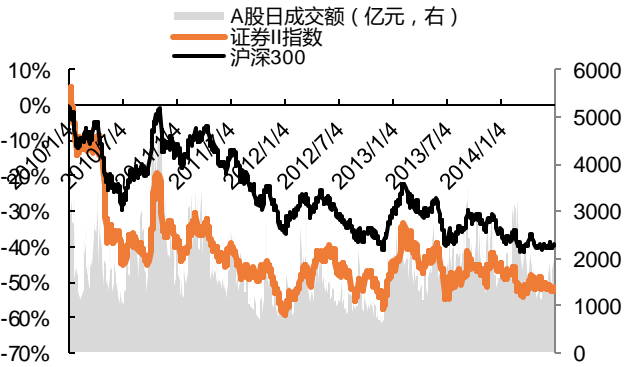
**市场背景：**2010-2013 年 A 股市场持续震荡下行、证券板块降幅更深，市场情绪位于底部。自 2010 年 11 月开始 A 股主要指数持续震荡下行，沪深 300 指数由 3500 点左右下行至 2013 年 6 月的 2100 点左右，最大回撤超 40%，持续时间接近 3 年，证券指数同期最大回撤超 50%。据 Wind，2010-2013 年沪深两市日均股基成交额分别为 2292、1754、1328、2032 亿元，持续低迷。

**政策背景：**资本市场与证券行业的创新改革自 2012 年开始，2014 年国九条等更高层级文件的出台进一步提振投资信心。

①监管态度支持创新，券商多个业务限制放宽、业务边界拓展，2012 年 5 月证券公司创新大会从多方面支持行业创新，包括逐步放开开户限制、探索网上开户，改革券商风控指标体系、拓宽自营业务限制等。2015 年“一人一户”限制放开。券商资本补充获监管支持，例如 14 年 12 月国信证券成为 A 股两年来首家拿到 IPO 批文的券商，申银万国、宏源证券于 14 年 7 月宣布合并。②资本市场发展新纲领性文件出台，2014 年 5 月 8 日第二次“国九条”发布，确定发展多层次股票市场的主要任务。③增量资金入市渠道被畅通，2013 年 5 月股质业务办法出台，同时两融标的不断扩容，部分券商下调两融资金门槛，以及 2011 年起步的中证金融公司转融通业务逐渐成熟，券商信用业务步入正轨；2014 年沪港通开始试点，外资入市渠道拓宽。

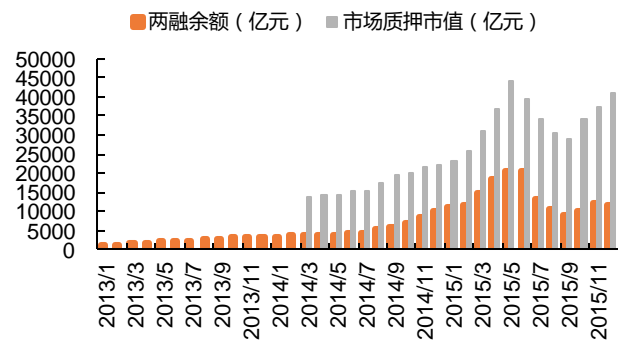
**资金背景：杠杆资金加速入市，市场流动性充裕。**14-15年在宏观经济下行压力较大背景下，货币政策转向稳健宽松，14Q2后开启降准、降息周期。两融与股质业务逐渐成熟，沪港通也于2014年9月开始试点，杠杆资金、外资入市渠道畅通。A股市场赚钱效应显现后，A股账户开户数量高增，两融与股质的杠杆资金迅速扩张，沪深两市两融余额从2013年底的3465亿元迅速增长至2014年底的1.0万亿元，后于2015年6月达到顶点近2.3万亿元，质押市值也在2015年6月达到高点约5万亿元。沪港通2014年、2015年上半年分别净买入686亿元、534亿元。

图表6 2010-2014H1 证券指数及沪深300 指数变动



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表7 2013-2015 年两融及股质规模变动



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表8 2012-2015 年部分重要资本市场和证券行业政策梳理

时间	政策内容
2012年5月	<b>全国证券公司创新发展研讨会召开</b> : 时任证监会郭树清表示要支持证券行业金融创新, 积极搞好多层次资本市场体系建设, 积极探索利率互换、国债期货、商品期权等金融工具创新等
2012年10月	《证券公司客户资产管理业务管理办法》修订发布: 集合计划不再需证监会事前审批、改为证券业协会备案; 放宽投资范围, 集合计划新增中期票据、保证收益银行理财等, 定向资管计划可合同约定等
2012年11月	《证券公司直接投资业务规范》: 直投子公司可以使用自有资金或设立直投基金, 对企业进行股权投资等
2013年3月	《证券公司分支机构监管规定》、《证券公司开立客户账户规范》: 证券公司设立分支机构不再作数量和区域限制, <b>证券公司可通过见证、网上及证监会认可的其他方式为客户开立账户</b>
2013年3月	《证券公司债务融资工具管理暂行规定》: 允许发行收益凭证融资。
2013年3月	《证券公司资产托管业务试行规定(征求意见稿)》: 允许符合条件的证券公司开展资产托管业务
2013年5月	《股票质押式回购交易及登记结算业务办法(试行)》: <b>以证券公司为主体的场内股票质押式回购业务正式开启</b>
2014年4月	《中国保监会关于保险资金投资创业板上市公司股票等有关问题的通知》: 保险资金可投资创业板上市公司股票
2014年5月	新国九条《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》: 发展多层次股票市场、规范发展债券市场、培育私募市场、推进期货市场建设、提高证券期货服务业竞争力、扩大资本市场开放、防范和化解金融风险、营造资本市场良好发展环境
2014年11月	《上市公司重大资产重组资产管理办法》修订: 取消除借壳上市以外的重大资产重组行政审批, 完善借壳上市监管, 丰富支付工具等
2014年11月	<b>沪港通开始试点</b>
2015年4月	《证券账户业务指南》修订: <b>“一人一户”限制转为“一人二十户”</b>
2015年6月	《关于清理整顿违法从事证券业务活动的意见》: 证券公司规范信息系统外部接入行为, 加强账户管理、严禁账户持有人通过证券账户下设子账户、分帐户、虚拟账户等方式违规进行证券交易等
2015年8月	中金所收紧股指期货监管: 单日开仓从1500手缩减至600手、继而缩减至100手

资料来源: 证监会, 证券业协会, 国家金融监管总局, 中登公司, 中国政府网, 中金所, 平安证券研究所

本轮行情包括四阶段, 主升期证券指数上涨156%、持续1.6个月, 震荡调整期持续3月, 寻顶期行情上涨42%、持续1.3个月; 主升期券商板块交易拥挤度最高, 板块成交额在A股市场中占比最高近20%;

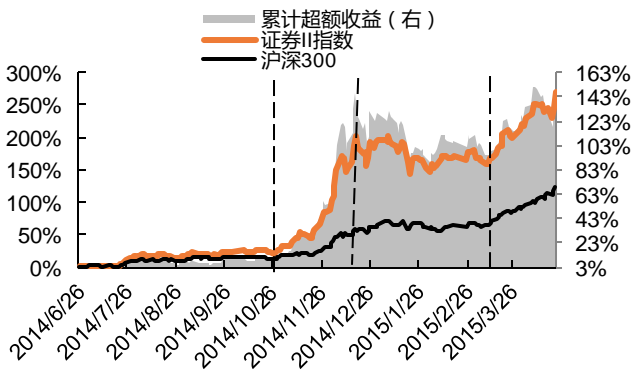
1) 第一阶段 (2014/6/26-10/27): 证券指数最高涨幅约 27%, 最高超额收益约 13pct (较沪深 300, 下同), 耗时约 4 个月。至区间末, 证券指数累计上涨 19%, 超额收益约 8pct。万得全 A 指数单日成交额由 1400 亿元最高增至 5000 亿元左右。券商板块单日成交额占比最高 7.8%、平均约 3.3%。

2) 第二阶段 (2014/10/28-12/17): 证券指数最高涨幅 156%、最高超额收益 114pct, 耗时约 1.6 个月。万得全 A 单日成交额最高增长至 1.24 万亿元。券商板块单日成交额占比最高 19.7%, 平均为 9.8%。12 月 5 日证券指数单日涨幅 10%, 区间内共有 5 个交易日单日涨幅在 7% 以上, 1 个交易日单日跌幅在 7% 以上。

3) 第三阶段 (2014/12/18-2015/3/10): 证券指数最深回调-19%、最深超额亏损 20pct, 调整期持续约 3 个月。万得全 A 单日成交额回调至 6000 亿元左右、最低单日成交额不足 4000 亿元。券商板块单日成交额占比最高 17.5%, 区间末占比回调至 6% 左右, 区间内平均约 10.6%。区间内 2 个交易日证券指数单日涨幅在 7% 以上, 2 个交易日单日跌幅在 7% 以上。

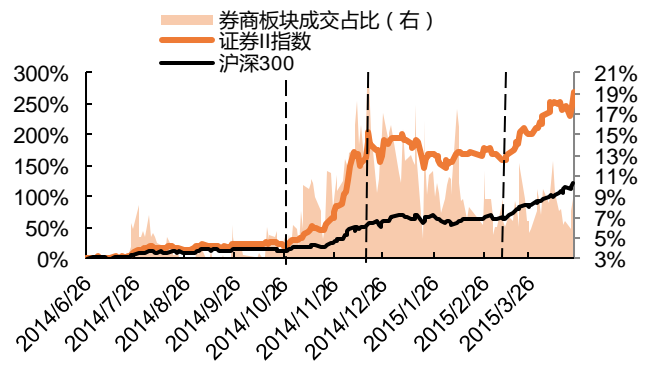
4) 第四阶段 (2015/3/11-4/22): 证券指数最高涨幅 42%, 最高超额收益 14pct, 耗时 1.3 月。区间末证券指数超额收益缩至 7pct。万得全 A 单日成交额最高 1.77 万亿元, 券商板块单日成交额占比在此阶段整体下降、最高 12.0%、平均 7.4%。区间内证券指数单日最高涨跌幅为 6.61%。

图表9 2014/6-2015/4 证券指数行情及超额收益



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表10 2014/6-2015/4 证券指数及单日成交额占比



资料来源: Wind, 平安证券研究所

领涨标的由中小券商、特色券商切换至大型券商、后再次切换回新股与中小券商; 全程西部证券 (545%)、东方财富 (475%)、兴业证券 (365%)、光大证券 (348%)、华泰证券 (337%) 领涨;

1) 第一阶段 (2014/6/26-10/27): 流通市值较小的中小券商领涨, 并购重组、国企改革、再融资等事件进一步催化。太平洋 (59%)、宏源证券 (57%)、国元证券 (53%)、兴业证券 (44%)、东吴证券 (44%) 领涨。宏源证券 2013 年宣布与申银万国合并, 7 月 28 日复盘后连续涨停 2 日, 东吴证券持续 2 年的定增计划最终于 7 月 23 日落地; 兴业证券、国元证券作为区域国企券商, 受益于国企改革预期。大型券商启动较慢, 区间内中信证券 (11%)、海通证券 (8%)、招商证券 (12%)。

2) 第二阶段 (2014/10/28-12/17): 板块内部切换, 大型券商涨幅居前。光大证券 (196%)、招商证券 (195%)、长江证券 (193%)、华泰证券 (182%)、兴业证券 (177%)、广发证券 (166%)、中信证券 (166%) 涨幅高于行业指数, 招商证券、华泰证券经纪收入占比更高、业绩预期更好, 在头部券商中弹性更显著。第一阶段领涨的太平洋 (136%)、宏源证券 (140%)、国元证券 (112%) 涨幅低于行业指数。

3) 第三阶段 (2014/12/18-2015/3/10): 内部分化, 新股和中小券商涨幅居前。期间国信证券 (135%)、东兴证券 (63%)、东方财富 (20%)、锦龙股份 (11%)、国元证券 (7%) 领涨, 国信证券、东兴证券均为 12 月后 IPO 新股。长江证券 (-25%)、申万宏源 (-22%)、太平洋 (-22%)、招商证券 (-22%)、广发证券 (-21%) 领跌, 中信证券 (-16%)、兴业证券 (-16%)、海通证券 (-17%) 同样调整。

4) 第四阶段 (2015/3/11-4/22): 整体结构延续第三阶段、以新股和中小券商为主, 大型券商涨幅居中。东方证券 (134%)、西部证券 (95%)、东方财富 (61%)、东兴证券 (57%)、锦龙股份 (56%) 领涨。东方证券为 15 年 3 月 IPO 新股, 西部证券 3 月 11 日自由流通市值仅 152 亿元 (据 Wind)、在券商板块中较小, 东方财富自 2 月 9 日停牌、4 月 16 日复牌并公告拟收购西藏同信证券。国元证券 (24%)、国海证券 (26%)、申万宏源 (27%)、国金证券 (28%)、太平洋 (29%) 涨幅最窄, 中信证券 (37%)、广发证券 (37%) 表现居中, 华泰证券 (53%) 涨幅靠前。

图表 11 2014/6-2015/4 券商板块个股涨跌幅统计

2014/6/26-2014/10/27				2014/10/28-2014/12/17			
公司	区间涨跌幅	首日 PB	首日总市值 (亿元)	公司	区间涨跌幅	首日 PB	首日总市值 (亿元)
太平洋	59%	2.5	148	光大证券	196%	1.4	348
宏源证券	57%	2.2	327	招商证券	195%	1.7	669
国元证券	53%	1.2	183	长江证券	193%	2.3	312
兴业证券	44%	1.7	217	华泰证券	182%	1.4	516
东吴证券	44%	1.8	141	兴业证券	177%	2.4	316
长江证券	39%	1.7	226	广发证券	166%	1.8	649
东方财富	33%	8.6	145	中信证券	166%	1.6	1,421
东北证券	33%	1.8	138	方正证券	164%	1.7	496
西部证券	28%	2.7	127	西部证券	157%	3.4	170
西南证券	25%	1.6	239	证券 II (申万)	156%	1.9	
锦龙股份	25%	5.6	132	海通证券	150%	1.5	953
光大证券	24%	1.2	268	宏源证券	140%	3.4	539
山西证券	21%	2.4	162	太平洋	136%	4.0	239
华泰证券	20%	1.2	418	东北证券	125%	2.3	190
国金证券	20%	3.7	250	东吴证券	124%	2.2	292
证券 II (申万)	19%	1.6		东方财富	124%	11.1	192
广发证券	12%	1.6	578	山西证券	123%	2.9	203
招商证券	12%	1.5	581	西南证券	116%	1.9	297
中信证券	11%	1.4	1,280	国元证券	112%	1.8	303
方正证券	10%	2.1	327	国海证券	105%	3.4	223
海通证券	8%	1.4	878	国金证券	90%	4.1	309
国海证券	2%	3.4	216	锦龙股份	61%	7.0	166
2014/12/18-2015/3/10				2015/3/11-2015/4/22			
公司	区间涨跌幅	首日 PB	首日总市值 (亿元)	公司	区间涨跌幅	首日 PB	首日总市值 (亿元)
国信证券	135%			东方证券	134%		
东兴证券	63%			西部证券	95%	8.0	428
东方财富	20%	23.9	416	东方财富	61%	26.5	499
锦龙股份	11%	10.2	250	东兴证券	57%	4.4	523
国元证券	7%	3.2	534	锦龙股份	56%	12.4	303
西部证券	0%	7.5	377	华泰证券	53%	2.9	1,189
国金证券	-3%	6.7	515	光大证券	52%	3.0	786
东吴证券	-14%	4.0	548	东北证券	50%	4.0	345
证券 II (申万)	-14%	4.2		国信证券	50%	4.9	1,598
山西证券	-14%	5.7	400	海通证券	50%	2.8	1,827
国海证券	-16%	6.2	404	招商证券	47%	3.7	1,468
华泰证券	-16%	3.4	1,281	东吴证券	47%	3.7	522
东北证券	-16%	4.5	371	山西证券	46%	5.0	370
中信证券	-16%	3.8	3,390	证券 II (申万)	42%	3.7	
兴业证券	-16%	5.6	781	兴业证券	40%	4.8	699
海通证券	-17%	3.3	2,051	中信证券	37%	3.1	2,936
西南证券	-18%	3.7	589	广发证券	37%	3.3	1,313
方正证券	-19%	3.9	1,167	西南证券	37%	3.4	536
光大证券	-20%	3.6	885	长江证券	36%	4.7	660
广发证券	-21%	4.1	1,530	方正证券	31%	3.5	1,037
招商证券	-22%	4.4	1,728	太平洋	29%	6.5	417

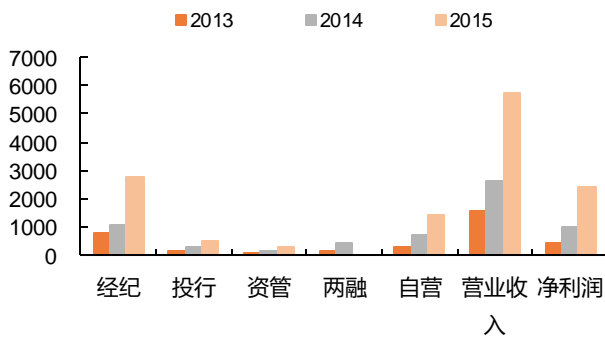
太平洋	-22%	8.1	502	国金证券	28%	6.5	643
申万宏源	-22%			申万宏源	27%	5.9	2,257
长江证券	-25%	6.1	823	国海证券	26%	5.6	376
				国元证券	24%	3.5	614

资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 东方财富于 2015 年 4 月 16 日公告拟收购同信证券, 12 月 8 日完成股份交割过户事宜

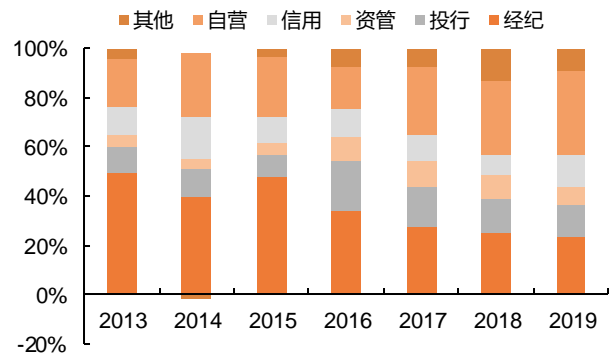
**2014、2015 年证券行业净利润分别同比+119%、+153%。**2014、2015 年沪深两市日均股基成交额分别为 3229 亿元、11101 亿元, 对应同比+59%、+244%。据中证协披露, 2014、2015 年证券行业营业收入分别 2603 亿元 (YoY+63%)、5752 亿元 (YoY+121%), 净利润 966 亿元 (YoY+119%)、2448 亿元 (YoY+153%)。经纪、自营、信用业务是业绩增长的主要驱动项, 2014 年、2015 年经纪收入分别增长 287 亿元、1664 亿元, 对应同比+37%、+155%, 证券投资收益分别增长 405 亿元、703 亿元, 对应同比+132%、+99%, 两融业务利息收入也快速增长, 2014 年增长 262 亿元, 对应同比+142%。券商收入结构更集中于上述三个业务, 2014 年证券行业经纪/投行/资管/两融/自营收入分别占比 41%/12%/5%/17%/27%, 2015 年经纪/投行/资管/利息/自营净收入分别为 48%/9%/5%/10%/25%。

图表 12 2013-2015 证券行业各业务收入变动 (亿元)



资料来源: 证券业协会, 平安证券研究所

图表 13 证券行业收入结构变动



资料来源: 证券业协会, 平安证券研究所;

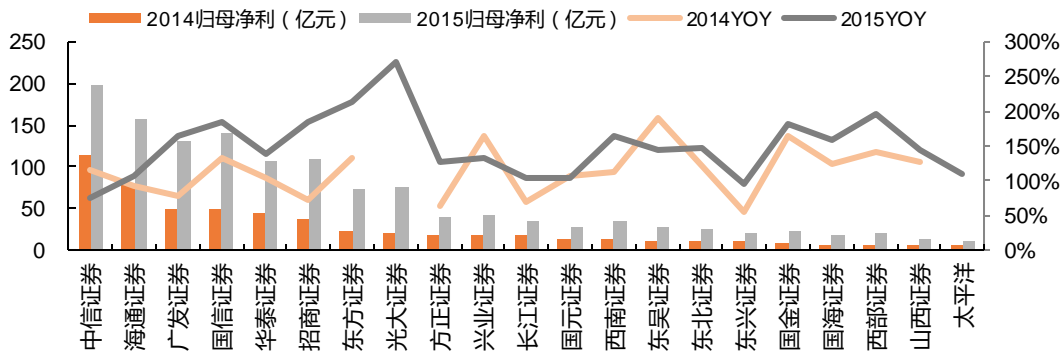
注: 因中证协披露口径差异, 2013、2014 年信用业务收入使用两融利息收入, 2015 年及之后使用利息净收入

按当时上市的券商<sup>1</sup>财报口径, 2014 年光大证券、太平洋、东吴证券归母净利增速最高, 分别为 20.7 亿元 (YoY+905%)、5.4 亿元 (YoY+628%)、11.2 亿元 (YoY+192%), 光大证券 2013 年受监管处罚等影响基数较低, 太平洋 2014 年经纪与自营业务弹性均较高, 东吴证券主要是信用业务和自营业务高增驱动。2015 年光大证券归母净利 76.5 亿元 (YoY+270%)、东方证券 73.3 亿元 (YoY+213%)、西部证券 19.7 亿元 (YoY+197%) 增速最高。

<sup>1</sup> 上市券商为剔除东方财富、哈投股份、湘财股份、华创云信、国盛金控、锦龙股份、华鑫股份等主营业务不限于证券业务后剩余的 43 家证券指数 (申万 II) 成分标的, 下同。



图表14 上市券商 2014、2015 年归母净利润表现



资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 光大证券、太平洋 2014 年归母净利润同比增长速较高, 故图表不显示

## 1.2 2018/10-2019/3: 行业监管边际宽松、股质风险缓解与资本市场新一轮改革利好驱动行情

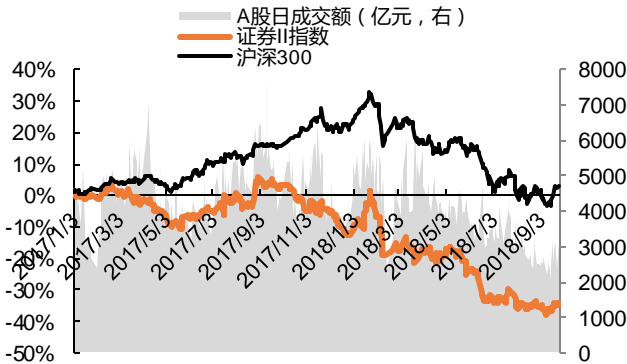
**市场背景:** 证券指数自 2017 年初开始震荡下行, A 股市场股基成交量最低至 3000 亿元左右。2017 年受金融去杠杆、严监管等政策和业绩压力影响, 证券指数全年下跌 12%, 较沪深 300 形成超额亏损 34pct。受中美贸易摩擦、流动性较紧、股权质押风险暴露等压制因素影响, 18 年 2 月起 A 股市场开始加速下行, 市场成交量也出现加速下降, 至 2018 年 9 月沪深两市日均股基成交额仅 3026 亿元。2018 年前 9 月证券指数累计下跌 25%, 较沪深 300 形成超额亏损 10pct。

**政策背景: 金融强监管边际宽松, 股权质押风险缓释, 注册制即将试点。**  
 ①金融监管边际宽松。2017 年全国金融工作会议、中央政治局会议等高度的监管会议多次强调维护国家金融安全、整治金融乱象, 严监管趋势明显。同年, 资管新规征求意见稿出台、明确限制影子银行、通道业务等, 金融行业规模扩张迅速放缓。2018 年下半年《理财新规》等资管新规配套文件陆续出台, 边际放宽过渡期要求, 4 月、6 月、10 月也迎来三次降准, 政策导向由“去杠杆”转为“稳杠杆”。  
 ②股权质押风险缓释。2018 年 6 月 A 股市场主要指数快速下跌, 股权质押业务风险扩散、进一步加速市场下跌。10 月原一行两会组织金融机构化解股质风险, 包括引导证券公司设立母资管计划用于上市公司疏解股质困境、允许保险资金设立专项产品参与化解股质流动风险、并购重组融资允许补充流动资产和偿还债务等。  
 ③资本市场改革推进、科创板试点注册制, 券商业绩增量确定性强。2018 年 11 月上交所科创板宣布将成立, 并试点注册制, 2019 年 1 月相关细则正式出台。

**资金背景: 货币政策边际宽松, 外资加速入市。** 2018 年 4 月, 央行继 2016 年 2 月后首次降准, 全年共降准三次。此外, 2018 年 8 月 MSCI 对 A 股纳入 MSCI 中国指数的名单和市值进行调整, 新加入 10 只 A 股成分股, 并将 A 股纳入因子由 2.5% 提升至 5%; 2019 年 3 月 MSCI 再次宣布分 5 月、8 月和 11 月三阶段将 A 股纳入因子提升至 20%。外资流入加速, 2018 年全年北向资金净买入 2942 亿元 (YoY+47%), 2019 年为 3517 亿元 (YoY+20%)。

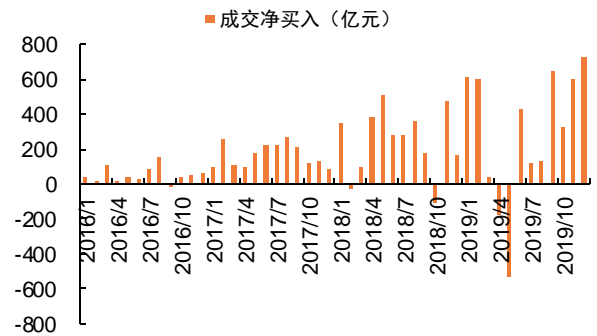


图表15 2017-2018/9 证券指数及沪深300 指数变动



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表16 2016-2019 年北向资金成交净买入统计



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表17 2016-2018 年部分重要资本市场和证券行业政策梳理

时间	政策内容
2016年6月	《关于加强组合类保险资产管理产品业务监管的通知》：保险资管不得发行具有嵌套交易结构的产品
2016年12月	央行：表外理财2017年起正式纳入宏观审慎评估广义信贷范围
2017年3月-4月	银监会展开三违反、三套利、四不当专项政治行动：违反金融法律、违反监管规则、违反内部规章；监管套利、空转套利、关联套利；不当创新、不当交易、不当激励、不当收费
2017年7月	全国金融工作会议：强调服务实体经济，防控金融风险，深化金融改革；建立国务院金融稳定发展委员会
2017年7月	政治局会议： <b>确保守住不发生系统性金融风险的底线</b>
2017年11月	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》：消除资管产品多层嵌套、打破刚兑、限制公募产品负债比例上限等
2018年1月	《关于进一步深化整治银行业市场乱象的通知》：2018年重点整治公司治理不健全、违反宏观调控政策、影子银行和交叉金融产品风险、侵害金融消费者权益、利益输送、违法违规展业、案件与操作风险、行业廉洁风险等方面
2018年7月	政治局会议：坚定做好去杠杆工作，把握好力度和节奏。允许在在外部环境变化、内部风险酝酿的情况下 <b>阶段性放宽去杠杆政策转为稳杠杆</b>
2018年7月	《商业银行理财业务监督管理办法》修订征求意见：非标债权投资放宽，允许银行结合自身实际情况自主有序方式制定本行理财业务整改计划，过渡期内金融机构可以发行老产品投资新资产等
2018年10月	证券业协会：为支持民营企业发展、 <b>化解股权质押风险</b> ，证券行业首次由11家证券公司达成意向出资210亿元设立母资管计划，作为引导资金支持各家证券公司分别设立若干子资管计划
2018年10月	银保监会《关于保险资产管理公司设立专项产品有关事项的通知》：允许保险资产管理公司设立专项产品，发挥保险资金长期稳健投资优势，参与化解上市公司股票质押流动性风险
2018年10月	证监会修订《上市公司发行股份购买资产同时募集配套资金的相关问题与解答》：募集配套资金可部分用于补充上市公司和标的资产流动资金、偿还债务
2018年12月	政治局会议：要坚持结构性去杠杆的基本思路， <b>防范金融市场异常波动和共振</b> ，稳妥处理地方政府债务风险，做到坚定、可控、有序、适度

资料来源: 证监会, 证券业协会, 国家金融监管总局, 中国政府网, 平安证券研究所

本轮行情包括三阶段，**股质风险缓解驱动第一轮行情、上涨34%、持续1月**，**市场β与注册制改革驱动第二轮行情、上涨51%、持续1月**。主升期券商板块交易拥挤度最高，板块成交额在A股市场中占比最高近9%；

1) 第一阶段(2018/10/19-11/19)：证券指数最高涨幅约34%，最高超额收益26pct，持续1个月。10月19日原副总经理刘鹤表示高度重视股市健康稳定发展，原一行两会盘前表示将研究出台针对性措施、缓解企业资金困难和质押风险，第二个交易日10月22日证券指数单日涨幅10%。万得全A单日成交额由2000亿元恢复至3000-4000亿元、最高4700亿元，券

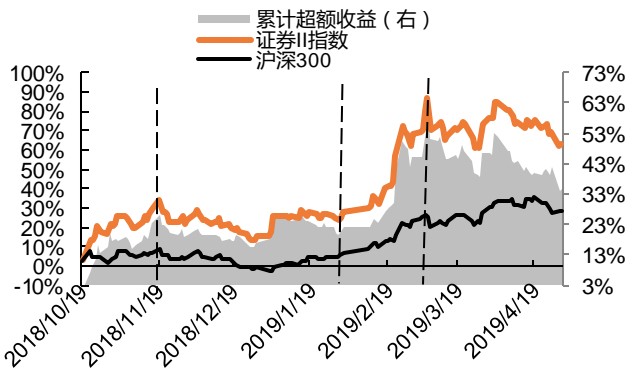
商板块单日成交额占比在 22 日板块大规模涨停后基本维持在 5%以上、最高 8.6%，区间内成交额占比平均值为 5.8%。区间内 1 个交易日证券指数单日涨幅在 7%以上，4 个交易日单日涨幅在 3%以上。

2) 第二阶段 (2018/11/20-2019/1/30): 调整期证券指数最深跌幅 16%、最深超额亏损 7pct, 持续约 2 个月。区间末证券指数跌幅收窄至 8%，超额亏损 4pct。期间万得全 A 单日成交额在 2000-4000 亿元，券商板块单日成交额占比在 2.3%-7.7%，平均为 4.03%。区间内 2 个交易日单日涨幅在 3%以上，3 个交易日单日跌幅在 3%以上。

3) 第三阶段 (2019/1/31-2019/3/7): 证券指数上涨 51%，超额收益 31pct, 持续时间约 1 个月。2 月后市场回温、股票日成交额春节后恢复至 4000 亿元，2 月 15 日社融数据验证流动性恢复预期、提振市场信心，股票日成交额突破 6000 亿。资本市场改革措施力度大、速度快，1 月 31 日科创板设立并试点注册制的实施意见发布，3 月 1 日正式制度文件发布，券商基本面改善确定性强，2 月 22 日、25 日连续两个交易日大量券商标的涨停。区间内万得全 A 单日成交额最高 1.17 万亿，券商板块单日成交额占比最高 9.0%，平均占比为 6.1%。区间内 2 个交易日单日涨幅 7%以上，5 个交易日单日涨幅 3%-7%。

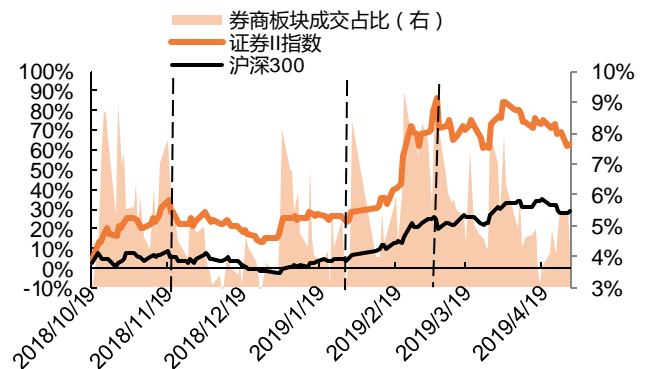
4) 2019 年 3 月-4 月沪深 300 指数震荡上行，证券指数 v 型震荡，4 月中旬后随市场整体下行。

图表 18 2018/6-2019/4 证券指数行情及超额收益



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 19 2018/6-2019/4 证券指数行情及日成交额占比



资料来源: Wind, 平安证券研究所

本轮两阶段上涨行情中，领涨标的较为一致，包括次新股、投行特色券商、低估值中小券商和股质业务占比较高的券商。本轮行情在两段上涨中的领涨标的相对一致，全程中信建投 (388%)、天风证券 (382%)、华林证券 (240%)、太平洋 (141%)、哈投股份 (137%)、南京证券 (136%)、国海证券 (127%) 领涨。中信建投、南京证券、天风证券、华林证券分别于 2018 年 6 月、6 月、10 月、2019 年 1 月上市，中信建投投行收入占比高、优先受益于注册制改革利好，在证券指数回调的第二阶段依旧上涨 6%。太平洋、国海证券主要受益于股质风险缓释，2018 年末太平洋、国海证券表内质押式回购资产/净资产比例分别 68%、60%，在上市券商中股质风险较大。哈投股份和国海证券 PB (LF)(2018/10/19) 分别为 0.51 倍、0.90 倍，哈投股份流通市值 (2018/10/19) 仅 66 亿元、在上市券商中最小，估值修复带来超额收益。头部券商则涨幅靠后，中信证券 (80%)、华泰证券 (79%)、招商证券 (69%)、广发证券 (65%)、国泰君安 (62%)、申万宏源 (58%) 较证券指数形成超额亏损，中国银河 (113%) 表现较好、预计系经纪和自营占比高、自由流通市值较低，业绩与股价弹性较强。

图表 20 2018/10-2019/3 券商板块个股涨跌幅统计

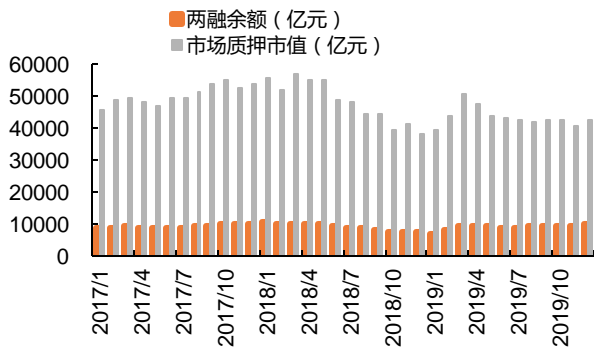
公司	区间涨跌幅	2018/10/19-2019/3/7		首日总市值 (亿元)	终日总市值 (亿元)
		首日 PB	终日 PB		
中信建投	388%	1.1	5.0	483	2,073
天风证券	382%	1.1	5.2	134	644
华林证券	240%		9.7		478
太平洋	141%	1.2	2.9	138	323
哈投股份	137%	0.5	1.2	66	154
南京证券	136%	1.8	4.2	194	441

国海证券	127%	0.9	2.0	123	269
浙商证券	123%	1.5	3.1	200	428
华鑫股份	119%	1.1	2.4	72	150
中国银河	113%	1.0	2.0	503	991
西南证券	107%	0.9	1.8	169	343
第一创业	107%	1.7	3.5	150	304
兴业证券	106%	0.8	1.6	269	540
财通证券	106%	1.3	2.5	249	489
国信证券	104%	1.1	2.2	570	1,136
中原证券	103%	1.3	2.7	111	212
东吴证券	103%	0.8	1.5	158	308
长江证券	99%	0.9	1.7	234	454
东方财富	95%	4.1	7.6	609	1,102
海通证券	93%	0.8	1.4	855	1,514
东北证券	93%	0.8	1.5	124	230
华创云信	92%	0.7	1.3	104	194
长城证券	92%		3.3		541
国元证券	90%	0.8	1.4	193	356
国盛金控	88%	1.4	2.6	159	299
山西证券	87%	1.2	2.1	143	261
证券Ⅱ(申万)	86%	1.0	1.9		
国金证券	86%	1.0	1.7	181	327
华西证券	86%	1.1	1.9	193	347
华安证券	86%	1.3	2.3	154	279
光大证券	81%	0.8	1.4	368	620
锦龙股份	81%	2.2	3.7	76	131
方正证券	81%	1.1	1.8	395	688
中信证券	80%	1.2	2.1	1,760	3,007
华泰证券	79%	1.1	1.9	1,116	1,831
东兴证券	77%	1.2	2.1	234	402
东方证券	75%	1.1	1.8	528	870
招商证券	69%	1.0	2.0	733	1,195
广发证券	65%	1.0	1.6	785	1,261
西部证券	65%	1.4	2.4	253	409
国泰君安	62%	1.1	1.5	1,221	1,819
申万宏源	58%	1.3	2.0	895	1,386

资料来源: Wind, 平安证券研究所

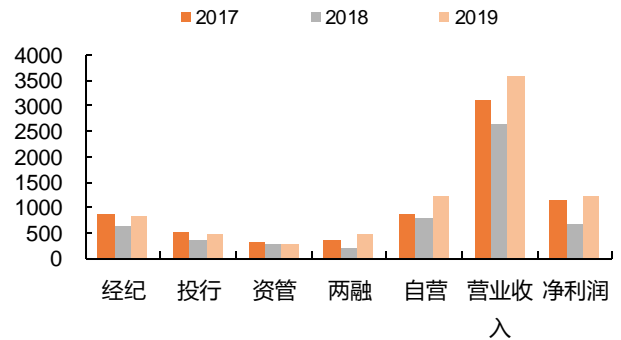
**2019年券商各业务业绩全线修复，自营和利息净收入增长较多。**2018年10月券商板块行情率先启动、主板宽基指数启动较慢，2018年全年股基日均成交额4139亿元(YoY-18%)，券商业绩也相对承压。至2019Q1主板宽基指数加速上涨，市场交投活跃度显著改善，2019年全年沪深两市日均股基成交额5599亿元(YoY+35%)，券商业绩开始全线修复。按中证协口径，2019年证券行业实现营业收入3605亿元(YoY+35%)，净利润1231亿元(YoY+85%)，最主要的营收增长由自营、信用业务贡献，主要是市场转好、投资收益率改善，以及市场平稳后两融、股质等业务恢复常态化，且市场流动性改善、券商融资成本降低，2019年经纪/投行/资管/利息/自营净收入分别较上年+171/+113/+0.2/+249/+421亿元，分别同比+26%/+30%/+0%/+116%/+53%。

图表21 2017-2019年A股两融及股质规模变动



资料来源: Wind, 平安证券研究所

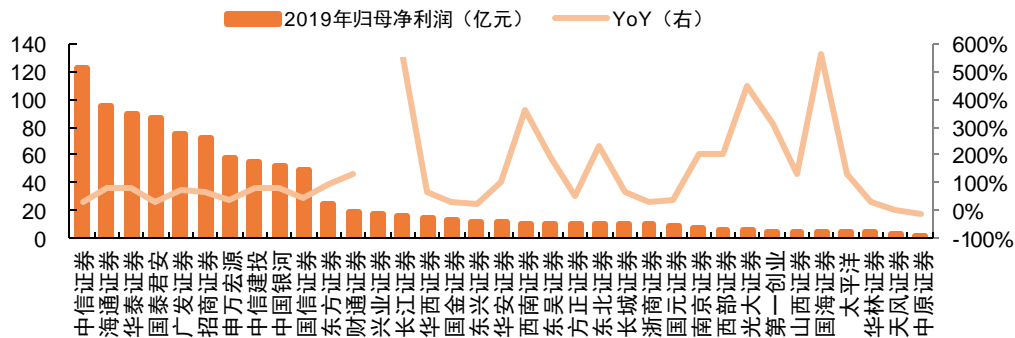
图表22 2017-2019 证券行业各业务收入变动 (亿元)



资料来源: 证券业协会, 平安证券研究所

按当时上市的券商财报口径, 2019年兴业证券归母净利润17.6亿元 (YoY+1202%)、国海证券4.9亿元 (YoY+567%)、长江证券16.7亿元 (YoY+548%), 增速最高, 其中兴业证券、国海证券主要由于2018年业绩基数较低、自营和大宗商品业务增长驱动, 长江证券自营和经纪收入占比较高。

图表23 上市券商2019年归母净利润表现



资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 兴业证券2019年归母净利润同比增速较高, 故图表不显示

### 1.3 2024/9 以来行情: 政策组合拳和增量资金催化行情

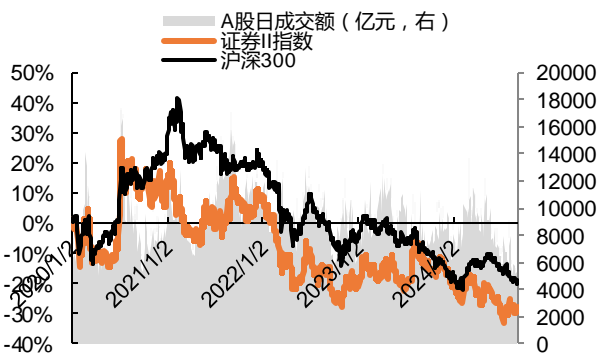
**市场背景:** A股市场自2021年后整体震荡下行, 2024年市场交易情绪相对低迷, 券商板块估值与持仓均处底部。2024年前8月沪深300指数下跌3%, 相对于2021年高点下跌超40%, 前8月沪深两市日均股基成交额9185亿元 (YoY-11%)。前8月证券指数下跌11.0%, PB (LF) 下降至1倍左右, 过去十年的分位点不足3%。24Q2末主动管理型基金重仓证券板块比例为0.27%, 也降至历史底部。

**政策背景:** 资本市场改革进入高质量发展阶段, 多轮政策提振市场预期。①资本市场新一轮政策周期开始, 以强监管、防风险、高质量发展为主线。24年4月第三次“国九条”发布, 强调严把发行上市准入关、严格上市公司持续监管、加强证券基金机构监管, 而23H2以来IPO节奏已显著放缓, 上市公司分红、回购、市值管理等细则陆续落地, 金融机构及从业人员罚单数明显增长。24H2资本市场新政更关注资金端改革, 要求大力发展权益类公募基金、着力完善各类中长期资金入市配套政策。②货币、财政、地产等多轮政策提振市场预期。尤其是9月后政治局会议定调, 发改委、财政部、央行、金管总局、

证监会等部门陆续召开新闻发布会，宣布货币、财政、地产等多方面新政。9月24日“一行一局一会”新闻发布会公布一系列金融组合拳，包括降低存量房贷、进一步降准降息、创设非银机构互换便利和股票回购增持再贷款工具为市场注入增量资金，有效改善市场风险偏好。

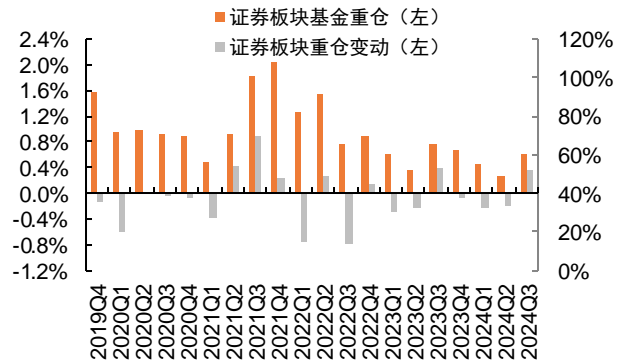
**资金背景：新货币政策工具快速落地，各类资金加速入市。**新货币政策工具迅速落地，10月18日互换便利和股票回购增持再贷款细则公布，21日互换便利第一次操作正式落地、操作金额500亿元；据证券日报统计，至11月17日145家A股上市发布回购增持再贷款公告、贷款金额上限合计341亿元。市场景气度回升后个人投资者入市和交易热情较高，据上交所数据，9月、10月、11月新开A股账户分别为183、685、270万户，10月新开账户数量达到2015年初水平。10月沪深两市日均股基成交额2.28万亿元，其中10月8日单日股票成交额高达3.48万亿元；11月两融规模由7月的1.4万亿元左右修复至1.8万亿元左右。

图表24 2021-2024/8 证券指数及沪深300指数变动



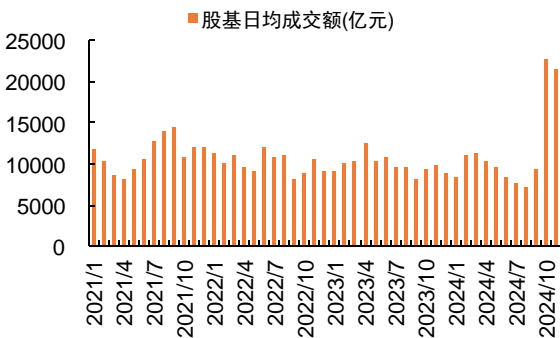
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表25 主动管理型基金重仓券商板块比例



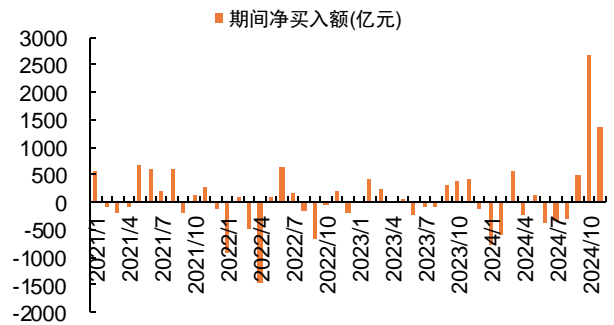
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表26 2021-2024 沪深两市日均股基成交额变动



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表27 2021-2024 全部市场每月融资净买入



资料来源: Wind, 平安证券研究所



图表28 2024年部分重要资本市场和证券行业政策梳理

时间	政策内容
2024年1月	转融券市场化约定申报由当日实时可用调整为次日可用，全面暂停限售股出借
2024年3月	《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）》：明确证券行业发展目标，要求机构明确功能性的首要定位，要专注主业、审慎开展资本消耗业务、加强专业服务能力、提高上市公司质量等
2024年4月	新国九条《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》：严把发行上市准入关、严格上市公司持续监管，加大退市监管力度，加强证券基金机构监管，加强交易监管，大力推动中长期资金入市
2024年4月	《公开募集证券投资基金证券交易费用管理规定》：主动型基金股票交易佣金费率原则上不得超过市场平均的两倍，单家券商佣金分配上限由30%下降至15%，严格限制渠道返佣、转移支付
2024年6月	《关于深化科创板改革 服务科技创新和新生产力发展的八条措施》：强化科创板硬科技定位，深化发行承销制度试点，更大力度支持并购重组，完善交易机制
2024年9月	《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
2024年9月	《证券公司风险控制指标计算标准规定》：风险覆盖率、资本杠杆率计算中突出扶优限劣，支持资管、做市等业务
2024年9月	国新办新闻发布会：创设证券、基金、保险公司互换便利和股票回购、增持专项再贷款，近期将下调存款准备金率0.5个百分点、年内择机进一步下调0.25-0.5个百分点，下调7年期逆回购操作利率0.2个百分点

资料来源：证监会，国家金融监管总局，中国政府网，平安证券研究所

### 9月24日-12月6日证券指数累计上涨55%、超额收益31pct。单日板块成交额在A股市场中占比最高9%：

1) 24H1 券商板块持续超额亏损，7月后超额亏损收窄。24Q2A 股市场震荡缓慢下行、板块快速轮动，但股票日均成交额处于5000-8000亿元低位，券商板块持续较沪深300超额亏损，7月初券商指数PB不足1倍，板块性价比凸显，超额亏损开始收窄。截至9月23日收盘，证券指数较年初下跌11%，较沪深300指数超额亏损4pct。

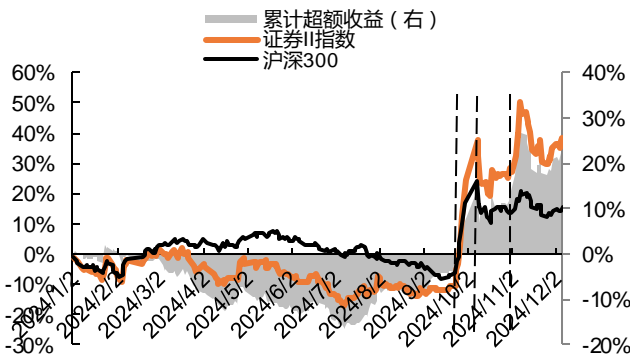
2) 9/24-10/8 期间6个交易日证券指数上涨54%、超额收益22pct。9月27日证券指数单日涨幅9.3%，9月30日、10月8日连续两交易日涨幅超10%。期间万得全A指数单日成交额由6000亿元左右起快速翻倍，10月8日单日成交额3.5万亿元，券商板块单日成交额占比最高为6.1%，平均为5.2%。

3) 10/9-10/30 证券指数震荡回调，但未明显超额亏损。10/9-10/17 证券指数回调、最深跌幅13%、最深超额亏损4pct，10月18日互换便利和回购增持再贷款细则发布、正式落地，证券指数单日涨幅7%，后保持窄幅震荡。期间万得全A单日成交额基本维持在1.5-2.3万亿元间高位震荡，券商板块单日成交额占比由9.3%下降至3.6%，平均为5.7%。

4) 10/31-11/7 证券指数再次上涨20%、达近期新高，随后震荡调整，至11月末证券指数上涨11%，超额收益8pct。11月7日万得全A单日成交额恢复到2.6万亿元左右，券商板块单日成交额占比提升至7.7%。10月31日-12月6日区间内，券商板块单日成交额占比平均为4.7%。截至12月6日收盘，证券指数相对于10月30日收盘价上涨11%，超额收益8pct，相对于9月23日收盘价上涨55%、超额收益31pct。

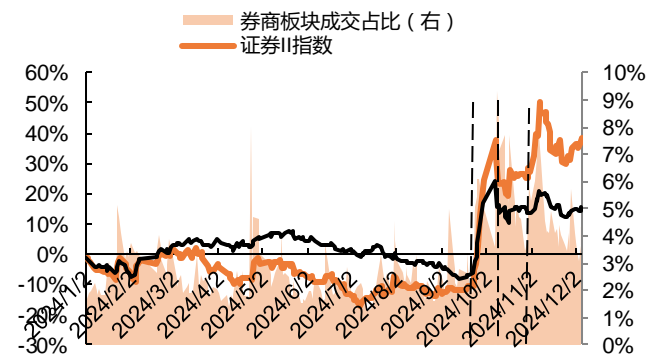


图表29 2024/1-2024/12 证券指数行情及超额收益



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表30 2024/1-2024/12 证券指数行情及日成交额占比



资料来源: Wind, 平安证券研究所

板块内部轮动较快,截至12月6日东方财富、天风证券、第一创业领涨。1) 9/24-10/8 期间券商板块普遍高涨、涨幅差异不大,东方财富(127%)、国海证券(77%)、天风证券(77%)、太平洋(60%)、锦龙股份(60%)领涨,中信证券(55%)与证券指数涨幅基本持平。2) 10/9-10/30 期间因重组停牌错过上阶段行情的海通证券(36%)、国泰君安(28%)领涨,天风证券(20%)保持上涨,而国海证券(-10%)、太平洋(-14%)、锦龙股份(-19%)跌幅深于证券指数。3) 10/31-11/7 二次上涨阶段标的轮动加速,除经纪与两融特色的东方财富(39%)继续领涨外,前三季度业绩弹性较高的华林证券(37%)、第一创业(36%)、东兴证券(28%)涨幅排名行业第2-4,中信证券(25%)、中信建投(28%)公告新任总经理、引发市场对于并购重组的猜想,涨幅也相对靠前。4) 自9/24至12/6,东方财富(159%)、天风证券(88%)、第一创业(70%)、华林证券(66%)、锦龙股份(62%)领涨。

图表31 2024/9/24-2024/12/6 券商行情(仅统计每段期间涨跌幅前10)

9/24-10/8			10/9-10/30			10/31-11/7			11/8-12/6		
公司	阶段涨跌幅	首日PB	公司	阶段涨跌幅	首日PB	公司	阶段涨跌幅	首日PB	公司	阶段涨跌幅	首日PB
东方财富	127%	2.52	海通证券	36%	0.70	东方财富	39%	4.76	锦龙股份	15%	5.16
国海证券	77%	0.97	国泰君安	28%	0.88	华林证券	37%	5.05	光大证券	5%	1.50
天风证券	77%	1.11	天风证券	20%	1.97	第一创业	36%	2.31	西部证券	2%	1.58
太平洋	60%	2.51	第一创业	0%	1.92	东兴证券	28%	1.30	国盛金控	2%	2.14
锦龙股份	60%	4.09	哈投股份	-5%	1.07	中信建投	28%	2.66	首创证券	-1%	5.00
长江证券	59%	0.89	中信证券	-8%	1.81	中信证券	25%	1.60	华林证券	-4%	7.19
中银证券	56%	1.47	华泰证券	-9%	1.04	太平洋	18%	3.17	华西证券	-5%	1.04
中信证券	55%	1.24	华安证券	-9%	1.32	中国银河	18%	1.49	中国银河	-5%	1.67
财达证券	53%	1.71	招商证券	-10%	1.83	华泰证券	18%	1.04	财达证券	-5%	2.21
华林证券	53%	4.35	国海证券	-10%	1.52	华安证券	17%	1.34	中金公司	-5%	2.06
证券II(申万)	54%	1.09	证券II(申万)	-9%	1.52	证券II(申万)	20%	1.47	证券II(申万)	-8%	1.6

资料来源: Wind, 平安证券研究所

## 二、 基本面展望: 业绩拐点已现, 全年有望正增

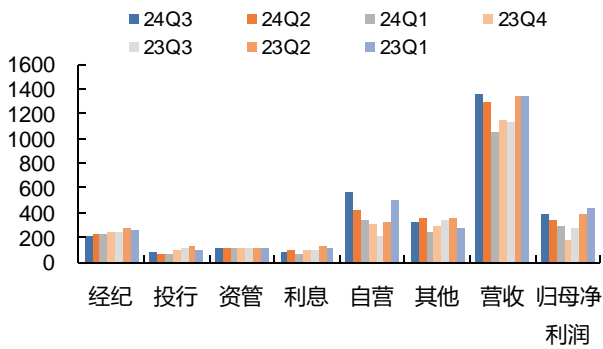
### 2.1 9M24 业绩: 业绩拐点已现, 行业分化明显

请通过合法途径获取本公司研究报告, 如经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

业绩降幅收窄，前三季度归母净利润同比-6%；Q3 归母净利润环比+14%。24Q1-Q3 43 家上市券商实现营收 3714 亿元 (YoY-2.7%)、归母净利润 1034 亿元 (YoY-5.9%)。24Q3 单季度营收 1364 亿元 (QoQ+5.6%, YoY+21.0%)，归母净利润 395 亿元 (QoQ+14.1%, YoY+40.8%)。

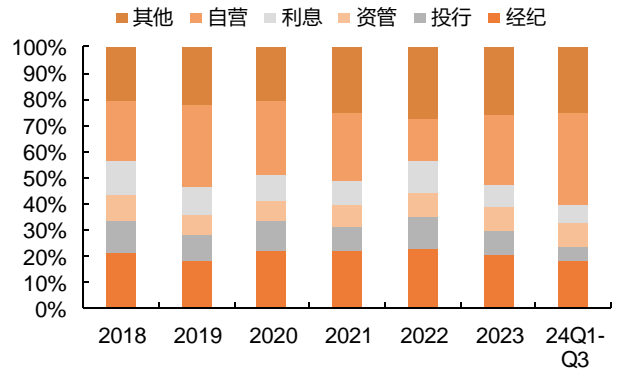
自营是业绩修复主要驱动项。24Q1-Q3 43 家上市券商合计经纪/投行/资管/利息/自营业务净收入分别 664/217/339/247/1317 亿元，对应同比变动-14%/-38%/-2%/-28%/+28%，在营业收入中分别占比 18%/6%/9%/7%/35%。24Q3 单季度经纪/投行/资管/利息/自营业务净收入分别 207/77/112/78/567 亿元，分别环比-10%/+6%/-5%/-20%/+36%，分别同比-15%/-33%/-4%/-26%/+174%。

图表32 上市券商单季度业绩表现 (亿元)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

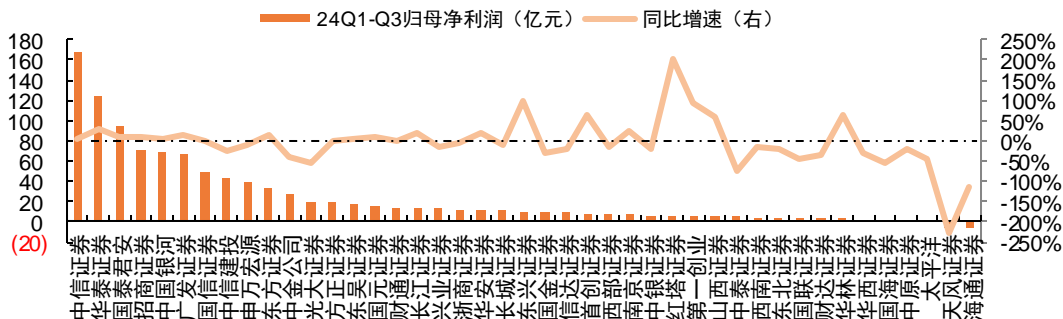
图表33 上市券商营收结构变动



资料来源: Wind, 平安证券研究所

上市券商业绩分化较为明显，近半数实现利润同比回正，主要影响因素仍是自营表现。据 24Q3 归母净资产排序并分组，前 10 家券商 24Q1-Q3 营收 2231 亿元 (YoY-1.8%)、归母净利润 706 亿元 (YoY-1.4%)；11-20 家券商营收 792 亿元 (YoY-8.7%)、归母净利润 197 亿元 (YoY-18.6%)；21-43 家券商营收 691 亿元 (YoY+1.6%)、归母净利润 131 亿元 (YoY-7.3%)。43 家上市券商中，20 家上市券商实现 24Q1-Q3 归母净利润同比正增，中小券商基数较小、体现更高弹性，例如红塔证券归母净利润 6.5 亿元 (YoY+204%)、东兴证券 9.4 亿元 (YoY+101%)。但部分中小券商仍面临较大业绩压力，例如天风证券归母净利润亏损进一步扩大至 5.4 亿元等。主要差异仍然是自营业务表现，例如红塔证券前三季度自营收入同比+314%、自营收入占比达 58%。

图表34 24Q1-Q3 上市券商归母净利润变动情况

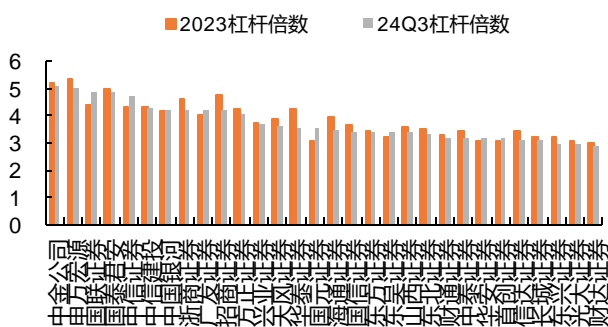


资料来源: Wind, 平安证券研究所

杠杆变动分化，行业整体杠杆环比基本持平。24Q3 末上市券商总资产规模 12.57 万亿元（较上年末+5%），归母净资产 2.54 万亿元（较上年末+3%），资产增速更高，主要是 9 月权益市场转暖、客户加速入金、客户资金存款快速上升。扣除代理买卖证券款后，上市券商杠杆倍数 3.87 倍（较上年末-0.14 倍，较 24H1+0.01 倍）。其中，18 家上市券商杠杆倍数环比提升，25 家下降。中金公司（杠杆倍数 5.08 倍，QoQ+0.18 倍）、申万宏源（5.03 倍，QoQ-0.06 倍）、国联证券（4.89 倍，QoQ+0.28 倍）杠杆倍数最高。中信证券（4.73 倍，QoQ+0.41 倍）、东吴证券（3.38 倍，QoQ+0.32 倍）、华林证券（2.19 倍、QoQ+0.31 倍），环比提升幅度最高，加杠杆主要用于增配金融资产。

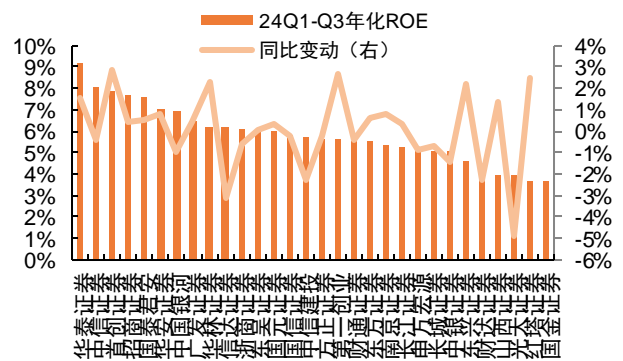
43 家上市券商合计年化 ROE 为 5.51%（YoY-0.68pct，较 24H1+0.37pct）。华泰证券年化 ROE 为 9.16%（YoY+1.58pct）、中信证券 8.07%（YoY-0.42pct）、首创证券 7.89%（YoY+2.82pct），排名上市券商前三。首创证券也是 ROE 提升最快的上市券商，第一创业 5.62%（YoY+2.64pct）、红塔证券 3.71%（YoY+2.46pct），提升幅度领先。

图表35 24Q3 末上市券商杠杆倍数（倍）（前 30）



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表36 24Q1-Q3 上市券商年化 ROE 表现（前 30）



资料来源：Wind，平安证券研究所

### 2.3 业务展望：自营业务率先修复，关注经纪与信用业务改善

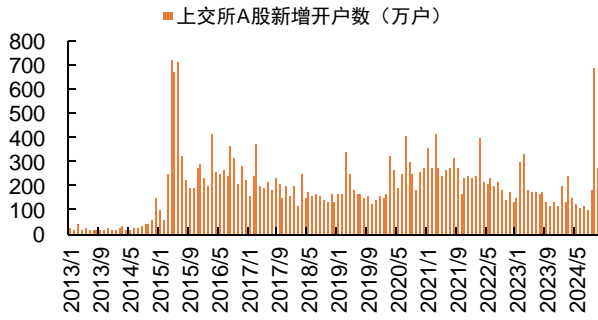
**经纪：**近期市场热度维持高位，经纪业务修复将在 24Q4 显现。前三季度沪深两市日均股基成交额 9210 亿元（YoY-9%），拖累券商经纪业务表现。行业佣金率在零售客户端加速内卷、机构客户端公募股票交易降佣背景下继续下滑，据 Wind 统计的上半年市场股基成交额和证券业协会披露的证券行业上半年代理买卖证券业务（含席位租赁）收入测算，上半年市场平均佣金率 0.0202%（vs 2023 年 0.0205%）。

但 9 月下旬权益市场快速反弹，加速各类资金入市，股基单日成交额基本维持在 1.5 万亿元以上。一方面，A 股新开户账户数翻倍增长，9 月、10 月上交所新开 A 股账户数分别环比+83%、+275%，仅次于 2015 年部分月份，11 月新开户账户数 270 亿户，仍处于历史较高位置；存量用户入金预计也有明显增长，据上市券商财务报表，24Q3 末上市券商合计代理买卖证券款 2.7 万亿元（环比 24H1+28%）。另一方面，杠杆资金也较为活跃，10 月融资净买入额 2684 亿元，与 2020 年 7 月、2015 年 5 月规模近似。10 月、11 月沪深两市日均股基成交额达到 2.28 万亿元、2.16 万亿元，预计将显著改善 24Q4 经纪收入。

**自有流量与合作流量是本轮新客获取的关键因素之一。**新开户证券投资者趋于年轻化、线上化，新客获取更依赖互联网渠道。目前券商互联网渠道获客主要包括三种模式：①以东方财富为代表，以金融资讯/数据服务平台起家，品牌和流量优势明确，通过获取券商牌照实现流量变现。②三方导流渠道，长期以来多家券商与同花顺、大智慧等金融数据服务平台建立长期合作关系，获取证券投资领域垂直流量，但竞争也相对激烈，例如同花顺目前支持 80+ 券商在线开户。2023 年以来蚂蚁财富、腾讯理财通等依托支付、社交功能聚集大规模流量的理财平台重启股票开户导流功能，目前竞争相对较小，例如 11 月末支付宝与五家券商合作、提供开户入口，并通过相应插件进入交易界面，包括兴业、财通、国投、国信、中信建投；腾讯理财通则与招商、华林两家券商合作。③传统券商的互联网渠道，以 APP、微信小程序、网页为主，但相对于东财、同花顺等金融数据服务功能更强的平台，券商自有 APP 流量有限，更依赖线下一线员工的推广以及与搜索引擎、应用商店的广告合作，华泰、中信、国君、中金等头部券商在自建渠道中投入更深。

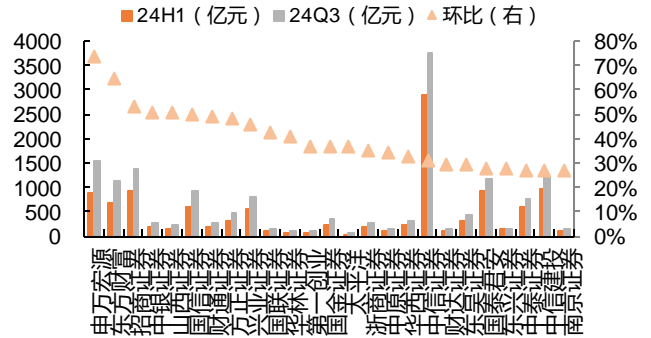
本轮行情启动快、涨势高、轮动快，居民新开户和资金入市的节奏也相对较快，预计在自有或合作渠道更具流量优势的券商在本轮新用户开户中相对占优。根据上市券商财报披露的 24Q3 末的代理买卖证券款，东方财富代理买卖证券款环比 24H1+64%，在上市券商<sup>2</sup>中排名第 2；与蚂蚁理财和腾讯理财通合作的券商客户资金增长也较快，招商环比+53%，排名第 3，国信+50%，排名第 6，财通+49%、排名第 7，兴业+45%、排名第 9，华林+40%、排名第 11，中信建投+27%、与行业基本持平。

图表37 2013-2024A 股账户单月开户数变动



资料来源: Wind, 平安证券研究所

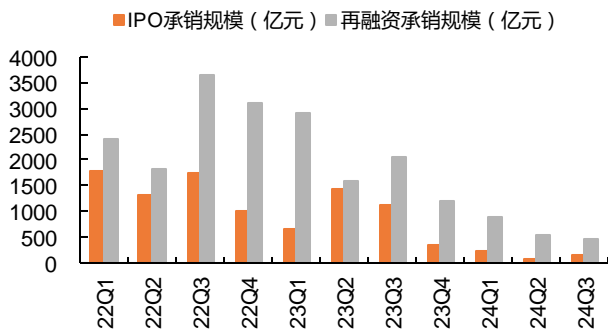
图表38 24Q3 上市券商代理买卖证券款变动(前 25)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

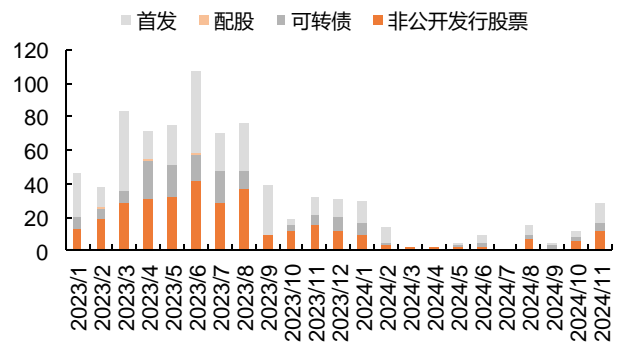
**投行：11 月上市审核边际加速，预计 24Q4 及 2025 年同比基数压力将减弱。**前三季度股权承销延续低迷，债券承销同比基本持平，前三季度全行业 IPO 承销规模 479 亿元 (YoY-85%)、再融资承销规模 1868 亿元 (YoY-70%)，债券承销规模 9.71 万亿元 (YoY+0.5%)。但近期 IPO 审核节奏边际改善，8 月、10 月、11 月过会加速，审核通过 IPO、可转债、定增合计项目数分别为 16、12、28 家，较此前 3-7 月边际改善。此外，本轮股权融资收紧源于 23 年 8 月 27 日证监会发布“统筹一二级市场平衡 优化 IPO、再融资监管安排”，至 23Q4 单季度 IPO 承销规模大幅下降至 329 亿元，预计随着基数的下降，24Q4 投行收入同比压力将减弱。

图表39 证券行业单季度股权承销规模



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表40 沪深北交易所上市委审核通过的股权发行数量变动(家数)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

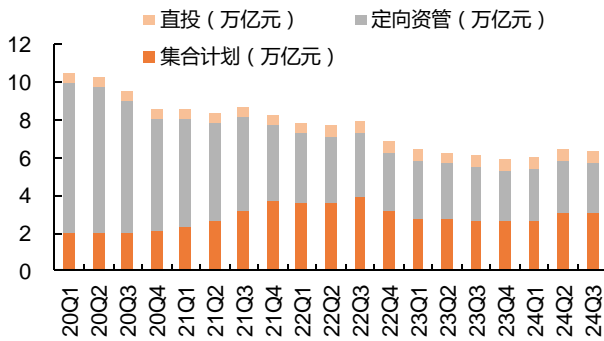
**资管：私募资管规模触底、收入稳健，公募业务分化、债基/货基/ETF 特色基金公司表现占优。**私募资管业务方面，今年以来券商资管产品规模触底反增，据证券投资基金业协会，24Q3 末券商及子公司私募资管产品规模 6.32 万亿元 (较上年末 +7%，环比 24H1-2%)，资管也成为今年券商收入表现最稳定的业务。公募基金业务方面，股票 ETF 和债券型基金贡献公

<sup>2</sup> 包括上述 43 家上市券商和东方财富，共计 44 家。



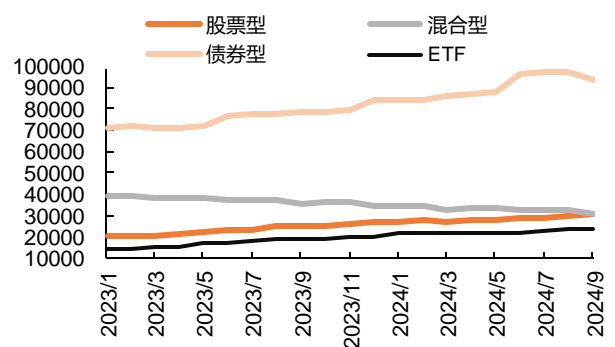
募基金规模增长，相对于上年末，24Q1-Q3 股票型基金份额+3840 亿份、债券型基金+9550 亿份，而混合型份额-3641 亿份。产品结构的变化与 23 年 7 月的主动型基金降费改革导致各基金公司业绩表现分化，ETF、债基、货基领先的基金公司表现更好，上半年易方达净利润 15.16 亿元 (YoY-6.27%)、华夏基金 10.62 亿元 (YoY-1.17%)、南方基金 10.36 亿元 (YoY+5.23%)、天弘基金 9.36 亿元 (YoY+24.22%) 表现领先。24Q3 ETF 规模保持较快扩张，A 股市场景气度回升也有望支持 ETF 继续扩容和主动型基金底部改善，但 11 月以华夏、华泰柏瑞为代表的头部基金公司宣布将旗下部分宽基 ETF 管理费率下调至 0.15%，或将降低 ETF 优势基金公司的业绩弹性。

图表41 证券公司及子公司私募资管产品规模变动



资料来源: Wind, 证券投资基金业协会, 平安证券研究所

图表42 各类型公募基金份额变化 (亿份)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表43 部分头部基金公司业绩与产品结构表现 (亿元)

基金公司	23H1	23H2	24H1	YoY	24Q3 资产净值						
	净利润	净利润	净利润		公募基金	股票型	混合型	债券型	货币型	ETF	股票ETF
易方达	16.2	17.6	15.2	-6%	19,951	31%	12%	19%	32%	30%	26%
华夏	10.7	9.4	10.6	-1%	16,696	38%	7%	17%	29%	41%	35%
南方	9.8	10.3	10.4	5%	13,202	21%	9%	18%	50%	20%	19%
天弘	7.5	6.5	9.4	24%	11,956	7%	2%	19%	70%	5%	5%
招商	8.9	8.6	8.5	-5%	8,900	14%	7%	43%	36%	2%	2%
广发	12.2	7.3	8.2	-32%	14,533	10%	13%	29%	44%	9%	7%
富国	10.7	7.5	7.7	-27%	10,265	15%	17%	29%	37%	11%	8%
博时	7.6	7.6	7.6	1%	10,678	4%	7%	38%	45%	10%	3%
汇添富	8	6.2	6.9	-13%	9,202	11%	16%	25%	45%	6%	5%
兴证全球	8	5.7	6.1	-23%	6,420	2%	20%	19%	57%		
华安	5.2	4.2	5.2	0%	6,570	9%	15%	23%	46%	14%	8%
交银施罗德	8	4	4.9	-38%	5,299	2%	20%	26%	49%	0%	0%
景顺长城	6.5	5.3	4.8	-26%	5,725	11%	23%	34%	30%	5%	4%
建信	5.9	2.9	4.1	-30%	9,114	3%	2%	18%	77%	0%	0%
鹏华	4.9	3.5	3.8	-22%	8,982	8%	9%	29%	53%	5%	4%
华泰柏瑞	2.4	2.6	3.2	35%	6,777	68%	7%	7%	14%	71%	67%

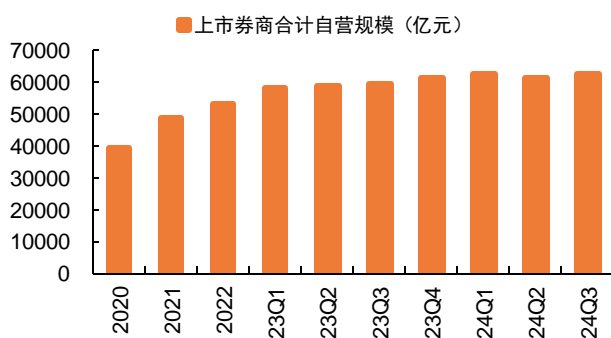
资料来源: Wind, 平安证券研究所

**自营：市场转暖，24Q4 投资表现有望延续修复；新互换便利工具也将带来低成本增量资金。**9 月下旬权益市场快速反弹，主要股指均实现较好涨幅，驱动上市券商单季度自营收入创近五年来单季度新高，24Q3 上市券商合计单季度自营收入 567 亿元 (QoQ+36%)。头部券商表现也相对分化，除华泰证券子公司处置外，中信证券、国泰君安单季度自营环比弹性较高，

单季度自营收入环比增长在 50% 以上，广发和招商自营收入则环比有所下滑，体现不同券商资产配置和策略的差异。但券商投资规模在三季度未有明显增长，24Q3 末上市券商自营规模 6.24 万亿元（较上年末+1.8%，环比+1.7%），交易性金融资产 4.51 万亿元（较上年末+2%，环比+4%），上市券商杠杆水平也处于近年来较低位置。若 24Q4、2025 年在 A 股市场景气度延续改善，预计上市券商将继续增配金融资产，自营投资表现有望延续修复。

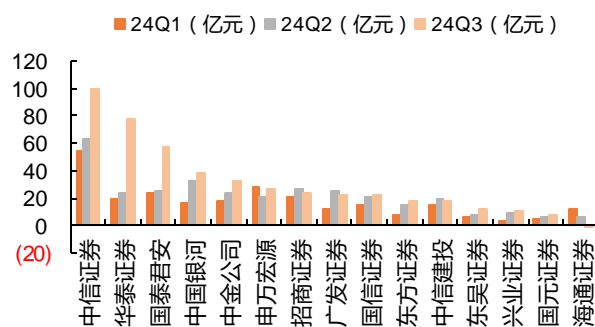
此外，9 月 24 日宣布的新货币政策工具互换便利迅速落地，首批试点机构包括中信、中金、国君、华泰等 20 家证券公司及基金公司，首次操作 20 家机构参与投标，操作金额 500 亿元、中标费率 20bp，借入期限 1 年，互换便利借入的国债、互换票据仅能在银行间市场质押融资，以当前银行间质押式回购加权平均利率测算（2024/11/22 7 天为 1.80%，1 年为 2.20%）总成本在 2.0%-2.4% 左右，成本也相对较低。

图表 44 上市券商合计自营规模变动



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 45 部分头部券商单季度自营收入变动



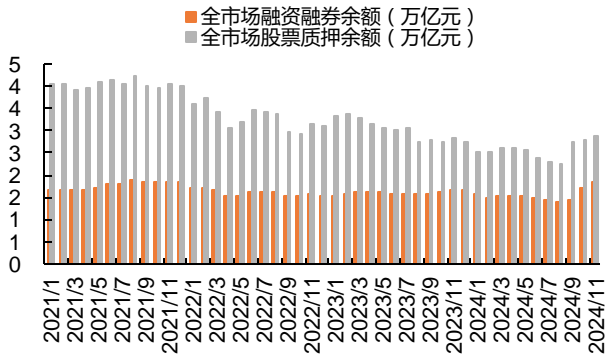
资料来源: Wind, 平安证券研究所

**信用：两融与股质规模快速回升、负债成本延续下降，预计 24Q4 利息净收入将得到改善。**截至 11 月末全市场两融规模 1.84 万亿元，股质市值 2.86 万亿元，相对于 8 月底两融 1.39 万亿元、股质 2.26 万亿元均有明显增长，信用业务的改善将反映在 24Q4 利息收入中。负债成本在 2024 年呈现逐季改善的特征，通过 43 家上市券商计息负债和利息支出测算，24Q1-Q3 年化负债成本率<sup>3</sup>约 2.66%（vs 24H1 约 2.74%，23 年约 2.91%）。24Q4 市场迎来降准降息，银行间质押式回购利率也整体下行，预计 24Q4 负债成本改善也将延续。

<sup>3</sup> 注：负债成本率=当期利息支出/期初期末（短期借款+应付短期融资款+拆入资金+卖出回购金融资产款+应付款项+长期借款+应付债券）均值

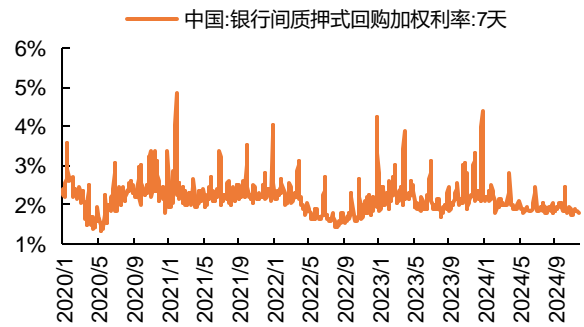


图表46 2021-2024 市场两融规模与股票质押市值变动



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表47 7天银行间质押式回购加权利率变动



资料来源: Wind, 平安证券研究所

### 2.3 业绩展望：中性假设下行业 24 年净利润同比+10%，25 年同比+16%

我们对 2024 年、2025 年做出以下假设：1) 经纪业务：据 Wind，11M24 沪深两市日均股基交易额约 1.15 万亿元，25 年预计中长期资金入市及互换便利政策效果逐渐显现，中性假设下 24 年全年日均股基交易额 1.15 万亿元，25 年全年为 1.2 万亿元。2) 投行业务：据 Wind，前 11 月证券行业承销 IPO 规模 567 亿元、再融资 2172 亿元、债券 12.2 万亿元，中性假设全年分别为 620 亿元、2300 亿元、13.50 万亿元。近期股权项目审核速度加快，中性假设 25 年 IPO 承销规模 750 亿元、再融资 2700 亿元，债券承销规模 14.0 万亿元。3) 资管业务：据证券投资基金业协会，24Q3 末券商私募资管规模 6.32 万亿元，中性假设 24 年末增长至 6.4 万亿元，25 年假设继续增长至 6.7 万亿元。4) 自营业务：通过总资产减客户交易结算资金余额粗略估算行业可投资资产，据证券业协会，24H1 证券行业可投资资产由上年末的 10.1 万亿元下降至 9.9 万亿元，中性假设 24 年末回到 10.1 万亿元、25 年末可投资资产同比+10%。通过可投资资产和行业投资收益测算，24H1 投资收益率为 1.65%，24Q3 权益市场主要指数反弹，中性假设 24、25 年投资收益率分别为 1.70%、1.90%。5) 信用业务：11M24 末市场两融规模 1.84 万亿元、股质市值 2.86 万亿元，中性假设 24 年、25 年末两融为 1.85、1.95 万亿元，股质市值为 2.85、2.95 万亿元。6) 成本：23 年、24H1 证券行业净利润率分别为 34.0%、39.3%，考虑到今年前三季度上市券商管理费用下行、减值风险可控，预计成本端将持续压降，中性假设 24、25 年净利润率分别为 35%、36%。

基于以上假设，预计中性情境下，24 年行业营业收入 4349 亿元 (YoY+7.2%)、净利润 1522 亿元 (YoY+10.4%)，25 年营业收入 4897 亿元 (YoY+12.6%)、净利润 1763 亿元 (YoY+15.8%)。

图表48 证券行业 2024、2025 年盈利预测及重要假设条件

证券行业业绩测算		2020	2021	2022	2023	2024E			2025E		
单位：亿元		实际	实际	实际	实际	悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观
经纪业务	市场日均成交额	9,072	11,370	10,234	9,917	11,000	11,500	12,000	10,000	12,000	15,000
	净佣金率	0.026%	0.024%		0.021%	0.020%	0.020%	0.020%	0.020%	0.020%	0.020%
	代理买卖证券业务净收入 (含席位租赁)	1,161	1,338	-	984	1,057	1,105	1,171	951	1,158	1,448
	投资咨询业务及其他净收入	182	207	-	50	50	52	55	52	57	60
	经纪业务净收入	1,344	1,545	-	1,034	1,107	1,114	1,180	1,003	1,215	1,507
	YoY (%)	62.8	15.0	-		7.1	7.8	14.1	-10.0	9.1	35.3
投行	IPO 募资规模	4,793	5,426	5,869	3,555	580	620	650	600	750	1,000
	债权承销规模	96,661	110,138	104,555	131,599	125,000	135,000	140,000	132,000	140,000	150,000

业务	再融资规模	11,971	12,728	10,993	7,442	2,200	2,300	2,400	2,300	2,700	3,500
	IPO 承销收入	239	296	289	215	42	44	47	43	54	72
	债券承销收入	298	264	-	230	225	243	252	238	252	270
	再融资承销收入	54	59	48	35	10	10	11	10	12	16
	承销保荐收入	591	619	-	480	276	298	309	291	318	357
	财务顾问收入	81	81	-	63	40	45	50	45	50	55
	投行业务净收入	<b>672</b>	<b>700</b>	-	<b>543</b>	<b>316</b>	<b>343</b>	<b>359</b>	<b>336</b>	<b>368</b>	<b>412</b>
YoY (%)	39.3	4.1	-	-	-54.8	-51.0	-48.7	-2.0	7.3	20.3	
信用业务	两融规模	16,190	18,322	15,404	16,509	16,000	18,500	20,000	18,000	19,500	21,000
	股票质押市值	41,350	40,234	31,148	27,263	27,000	28,500	29,000	28,000	29,500	31,000
	测算净利率	-	-	-	1.18%	1.00%	1.03%	1.10%	1.05%	1.15%	1.20%
	总利息净收入	-	-	-	<b>532</b>	<b>434</b>	<b>467</b>	<b>510</b>	<b>488</b>	<b>552</b>	<b>594</b>
	YoY (%)					-18.4	-12.0	-4.0	4.4	18.1	27.1
自营业务	总资产-客户交易 结算资金余额 (万亿元)	7.24	8.69	9.18	10.07	9.90	10.07	10.50	10.40	11.08	11.55
	测算投资收益率	<b>1.89%</b>	<b>1.71%</b>		<b>1.26%</b>	1.65%	1.70%	1.85%	1.70%	1.90%	2.10%
	自营业务净收入	<b>1,245</b>	<b>1,365</b>	-	<b>1,217</b>	<b>1,648</b>	<b>1,712</b>	<b>1,903</b>	<b>1,740</b>	<b>2,009</b>	<b>2,270</b>
	YoY (%)	1.93	9.64			35.4	40.7	56.3	1.6	17.4	32.6
资管业务	券商资管规模 (万亿元)	8.55	8.24	6.87	5.93	6.30	6.40	6.60	6.40	6.70	7.00
	资管综合费率	0.31%	0.38%		0.35%	0.37%	0.39%	0.40%	0.39%	0.39%	0.40%
	资管业务净收入	<b>300</b>	<b>318</b>	-	<b>225</b>	<b>226</b>	<b>238</b>	<b>251</b>	<b>250</b>	<b>253</b>	<b>268</b>
	YoY (%)	8.88	6.09			0.7	5.8	11.5	5.0	6.2	12.7
其它业务净收入	-	-	-	<b>508</b>	<b>450</b>	<b>475</b>	<b>500</b>	<b>475</b>	<b>500</b>	<b>525</b>	
营业总收入	<b>4,485</b>	<b>5,024</b>	<b>3,950</b>	<b>4,059</b>	<b>4,181</b>	<b>4,349</b>	<b>4,703</b>	<b>4,291</b>	<b>4,897</b>	<b>5,577</b>	
营业总收入同比增速 (%)	<b>24.4</b>	<b>12.0</b>	<b>-21.4</b>	<b>2.8</b>	<b>3.0</b>	<b>7.2</b>	<b>15.9</b>	<b>-1.3</b>	<b>12.6</b>	<b>28.2</b>	
净利润率(%)	<b>35.13</b>	<b>38.04</b>	<b>36.03</b>	<b>33.96</b>	<b>34.00</b>	<b>35.00</b>	<b>36.00</b>	<b>35.00</b>	<b>36.00</b>	<b>38.00</b>	
净利润	<b>1,575</b>	<b>1,911</b>	<b>1,423</b>	<b>1,378</b>	<b>1,422</b>	<b>1,522</b>	<b>1,693</b>	<b>1,502</b>	<b>1,763</b>	<b>2,119</b>	
净利润同比增速(%)	<b>28.0</b>	<b>21.3</b>	<b>-25.5</b>	<b>-3.1</b>	<b>3.1</b>	<b>10.4</b>	<b>22.8</b>	<b>-1.3</b>	<b>15.8</b>	<b>39.2</b>	

资料来源：证券业协会，证券投资基金业协会，Wind，平安证券研究所；

注：证券业协会披露行业年度经营数据的口径有所差异，故部分数据缺失或同比变动较大，仅供参考

### 三、投资建议和风险提示

#### 3.1 投资建议

本轮政策“组合拳”力度大、落地速度快，市场风险偏好改善，9月下旬后资本市场景气度改善、交投活跃度维持高位，证券板块从估值到业绩均具备beta属性，有望迎来估值与业绩的戴维斯双击。截至12月6日收盘，证券板块PB调整至1.55倍，在过去十年的历史分位点约40%。长期来看，2024年资本市场纲领性文件发布、新一轮改革周期开启，证券行业也明确以加速建设一流投资银行和投资机构为目标，证券行业作为服务科技创新、绿色发展、国资国企改革等国家战略和新质生产力发展壮大的重要中介机构，仍具有较大的增量发展空间。行业内部格局优化也在加速，顶层设计支持头部机构做优做强、中小机构做精做细，国君海通等具有代表性和示范性的头部券商间合并重组案例有序推进，未来行业内更多重组交易事件值得期待。

个股方面，资本市场高质量发展和加速建设一流投资银行背景下，头部券商综合实力领先、率先受益于头部机构做优做强的

政策导向，建议关注中信证券、中国银河、华泰证券。当前市场交投活跃度提升，风险偏好改善加速投资者开户、入市，利好板块估值与股价修复，持续关注业绩与估值更具 $\beta$ 属性的东方财富、同花顺等。

### 3.2 风险提示

- 1) 权益市场情绪修复不及预期、主要指数大幅波动，交投活跃度或将下滑，进而影响证券行业整体业绩表现。
- 2) 宏观经济超预期下行影响市场基本面及货币政策，增加市场不确定性。
- 3) 资本市场改革政策推进不及预期，政策红利低于预期。
- 4) 监管政策不断趋严，对行业业务发展的影响程度可能超过预期评估情况。
- 5) 部分行业内公司资产重组方案仍需通过内外部程序批准，能否实施尚存在不确定性。

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在  $\pm 10\%$  之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在  $\pm 5\%$  之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融  
融中心 B 座 25 层

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 26 楼

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼  
丽泽平安金融中心 B 座 25 层