

促内生增长，显反弹之力

2024 年 12 月 27 日

➤ **“924”新政推动市场热度回升，三季度上市券商收入与盈利增速有望筑底。** 2024 年稳定与金融风格占优，“924”新政组合拳有力提振市场情绪，此后证券指数取得超额收益。复盘政策与流动性市场环境接近的 2014-2015 年，2014 年券商股取得明显的超额收益，而 2015 年券商涨跌幅分化，仅有当年 IPO 上市的券商股表现较好。2024 年前三季度上市券商营收与净利润增速回升至-2.5%/ -6.5%，我们预计 2024 年全年业绩有望实现筑底回升。

➤ **资本市场定调积极，2025 年国内政策环境有望保持平稳。** 2024 年 4 月国务院发布证券行业第三个“国九条”文件，年内资本市场基础设施建设“1+N”配套政策陆续发布，“科创板八条”，“并购六条”、市值管理《指引》等政策全面落实，有望形成政策合力，推动资本市场平稳健康发展。2024 年重要会议多次提及资本市场，12 月 9 日政治局会议与中央经济工作会议强调“稳楼市股市”，政策定调积极且支持力度加大。国内政策方面，2024 年央行引导 LPR 等利率降息 3 次，2025 年货币政策适度宽松叠加增量政策落地，有望推动经济增速反弹。2025 年全球经济增速走势料将分化，外部环境仍存不确定性，而居民消费与信贷需求仍处于逐步修复阶段，国内政策环境有望维持宽松格局。

➤ **自营与经纪收入率先回暖，经纪与自营业务内生增长推动业绩反弹。** 第一，财富管理业务方面，10-11 月沪市开户数同比增长 484%/ 101%，资本市场交投热度上升，公募基金费率改革平稳推进，券商经纪业务收入有望加速回稳。第二，自营业务方面，2000 亿元 SFISF 互换便利逐步落地，有望提升券商自营股票资产配置规模；风控指标有望打开头部券商扩表空间，提升行业 ROA 和 ROE 水平。第三，投资银行业务方面，政策全面支持上市公司并购重组，我们认为并购重组类收入占比有望提升。在中性场景下，我们预计 2024-2025 年证券行业有望实现 16.4%/ 5.7%的营收同比增长，较 2023-2024Q3 继续回升。

➤ **行业内并购重组推进，ETF、FICC 与跨境理财等创新业务有望转变为新的业绩增长点。** (1) 并购重组方面，2024 年头部及中小券商通过兼并重组强化资源整合，并购方式包括换股、增发、现金收购等，形式多元化，下半年并购进程提速。证券行业内并购重组有望在短期提升营收规模，并在中长期提升运营效率。

(2) 2024 年国内 ETF 市场规模显著增长，ETF 产品数量和种类不断丰富，ETF 业务有望拓展券商收入渠道。FICC 方面，券商发力债券承销、固收自营投资、资管和做市业务，有望提高业绩稳定性。(3) 海外业务方面，资本市场开放持续推进，跨境理财通等创新产品有望提升券商跨境业务规模。

➤ **投资建议：**政策环境支持下，头部券商有望受益于多业务条线的业绩共振，同时公司治理体系完善，建议关注中信证券、华泰证券。受益于供给侧改革，中型券商有望通过收并购等方式扩大业务布局范围，经纪和资管等轻资本业务具备特色的小型券商也有望在市场修复趋势中实现高业绩弹性，建议重点关注。

➤ **风险提示：**居民财富增长不及预期、资本市场波动加大、政策不及预期、投行业务收入恢复不及预期、并购重组推进放缓。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
600030.SH	中信证券	30.15	1.40	1.52	1.66	22	20	18	推荐
601688.SH	华泰证券	18.09	1.67	1.81	1.95	11	10	9	推荐

资料来源：iFinD，民生证券研究院预测；(注：股价为 2024 年 12 月 26 日收盘价)

推荐

维持评级



分析师 张凯烽

执业证书：S0100524070006

邮箱：zhangkaifeng@mszq.com

研究助理 李劲锋

执业证书：S0100124080012

邮箱：lijinfeng_2@mszq.com

相关研究

1. 保险行业 2025 年度投资策略：又一个春天 - 2024/12/24
2. 非银行业周报 20241221：险资迎来资金运用再规范，偿付能力压力有望缓解 - 2024/12/21
3. 非银行业周报 20241214：在舒适的流动性和增长预期下配置非银 - 2024/12/15
4. 非银行业点评：个人养老金的一小步，养老三支柱的一大步 - 2024/12/13
5. 非银行业周报 20241207：在流动性舒适区间积极配置非银 - 2024/12/07

目录

1 资本市场热度回升，宽松环境有望延续	3
1.1 “924”新政后市场热度回升，24Q3 券商业绩改善	3
1.2 2024 年资本市场定调积极，新“国九条”及配套制度加速落地	13
1.3 2025 年内外环境或存压力，流动性有望保持宽松	18
2 自营与经纪率先回暖，全年收入增速有望反弹	21
2.1 财富管理与经纪业务：交易规模有望保持高位，佣金率下滑推动业务转型	21
2.2 自营业务：互换便利或提升股票持仓规模，风控约束放松利好头部券商	25
2.3 投资银行业务：并购重组与债券承销重要性或提升	28
2.4 证券行业各项业务规模预测	31
3 并购重组推动资源整合，创新业务转型加速	34
3.1 券商并购重组有望推动业绩改善	34
3.2 ETF 与 FICC 等创新业务或现业绩增长点	37
3.3 关注跨境理财通等海外业务	39
4 聚焦优质龙头标的，关注市场交投与并购主线	41
4.1 行业投资建议	41
4.2 重点公司	41
5 风险提示	48

1 资本市场热度回升，宽松环境有望延续

1.1 “924”新政后市场热度回升，24Q3 券商业绩改善

1.1.1 指数走势：新政后市场情绪显著修复，证券指数大幅反弹

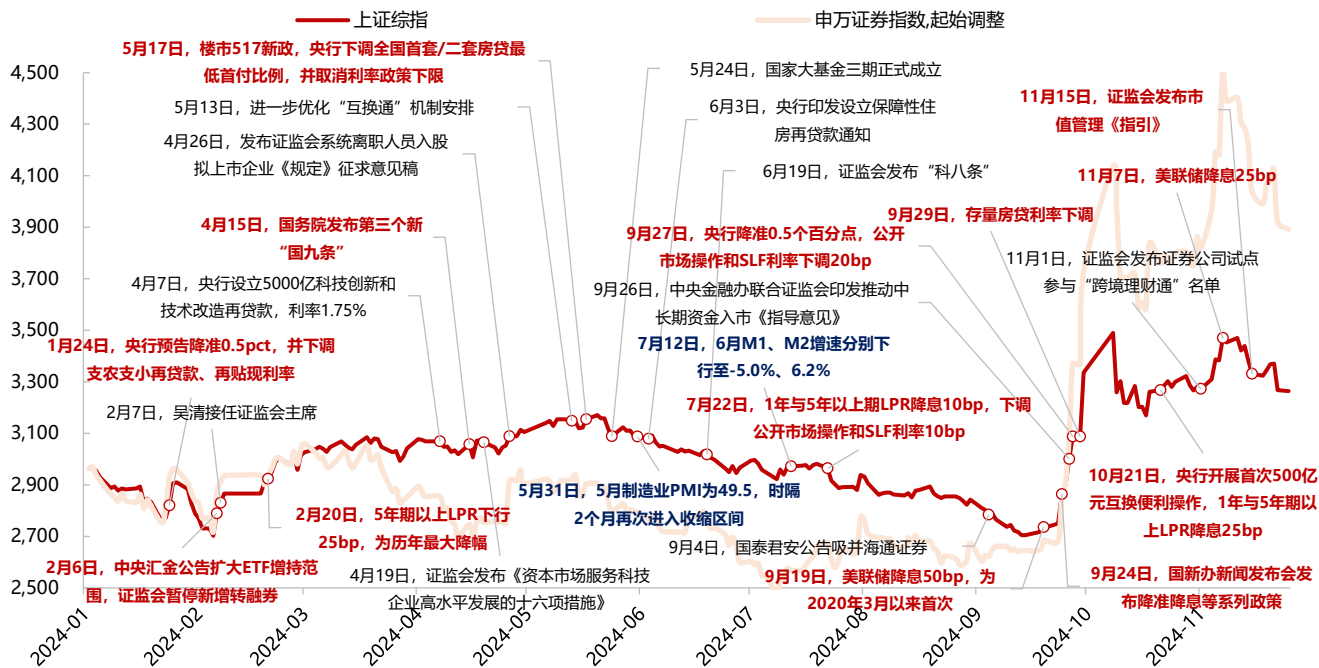
2024 年上半年市场情绪低迷，降准和托底政策带动 A 股企稳。2024 年初市场情绪低迷，小盘股持续走低。尽管 1 月 24 日央行预告降准 0.5 个百分点，为 2021 年 12 月以来最大降准幅度，市场在短暂修复后仍继续回落。2 月 6 日降准落地，同日中央汇金公司公告扩大 ETF 增持范围并表示将持续加大增持力度，证监会宣布暂停新增转融券，政策托底力度加大推动市场情绪回暖。春节楼市销售平淡，2 月 20 日央行引导 5 年期以上 LPR 下行 25pct，为 2019 年 LPR 定价机制改革以来最大降幅，节后股市整体延续回升状态。

4 月初，央行设立科技创新和技术改造再贷款，证监会发布资本市场服务科技企业高水平发展的十六项措施，科技型企业股权融资支持力度加大。4 月 15 日国务院发布新“国九条”，提出严把上市公司质量，资本市场进入强监管周期。4 月 30 日政治局会议提出“多措并举促进资本市场健康发展”，积极表述下证指数有所反弹。为提振楼市，央行于 5 月 17 日下调全国首套/二套房贷首付比例至 15%/25%，并取消房贷利率政策下限，一线城市限购政策全面放松。但收储进度不及预期，化债压力下地方政府债发行进度偏慢，经济增速趋缓。4 月社零增速不及预期，5 月 31 日发布的制造业 PMI 为 49.5，时隔 2 个月再度进入收缩区间，经济基本面偏弱背景环境下，股市延续调整状态。

2024 年下半年经济基本面趋弱，“924”政策组合拳有力提振市场情绪。7 月金融数据走弱，7 月 22 日 1 年与 5 年及以上 LPR 利率均下行 10bp，市场仍震荡走低。7 月 30 日政治局会议提及“提升资本市场内在稳定性”，证指数企稳回升。8 月末中报数据对市场情绪形成一定压制，市场成交额整体维持低位。

9 月 4 日国泰君安与海通证券发布吸收合并公告，行业并购重组预期升温。9 月 19 日美联储近 4 年来首次降息落地，国内货币政策空间进一步打开。9 月 24 日国新办会议推出政策“组合拳”，央行发布降准降息政策、降低存量房贷利率，创设结构性工具定向支持资本市场发展，证监会发布并购重组、市值管理等系列文件。9 月 26 日政治局会议提出“努力提振资本市场，大力引导中长期资金入市”，9 月 27 日降准降息落地，股市交投热度持续提升。国庆假期后，10 月 8 日沪深两市成交额达 3.45 万亿，创历史新高后，股市量能有所减弱。但互换便利与回购增持再贷款陆续展开，新一轮资本市场改革有序推进，A 股整体转入震荡格局。

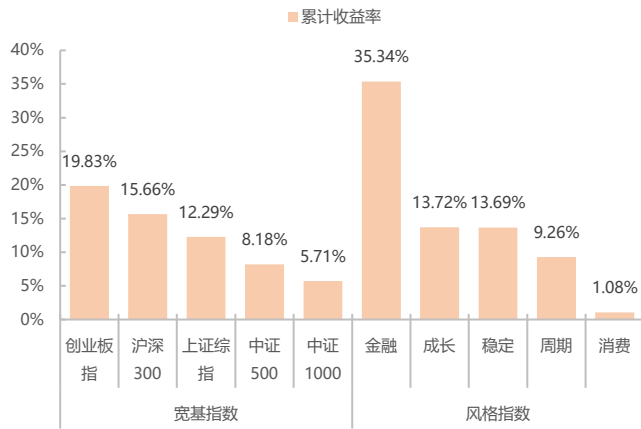
图1：2024年A股及证券行业指数行情复盘



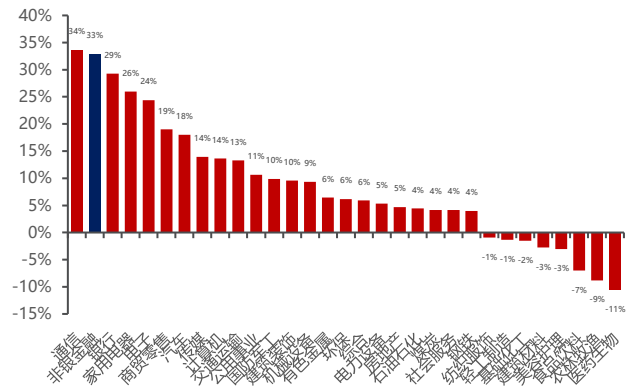
资料来源：中国人民银行、中国政府网、证监会、iFinD，民生证券研究院

2024年A股稳定与金融风格占优，下半年政策发力，流动性宽松成为市场共识。在政策催化下，国内金融周期有望迎来上行拐点。2024年截至11月29日，中信金融与稳定风格指数分别累计收益率为35.34%、13.69%，整体表现占优。从具体行业来看，累计涨幅排名前5的行业分别为：通信(34%)、非银金融(33%)、银行(29%)、家用电器(26%)、电子(24%)。

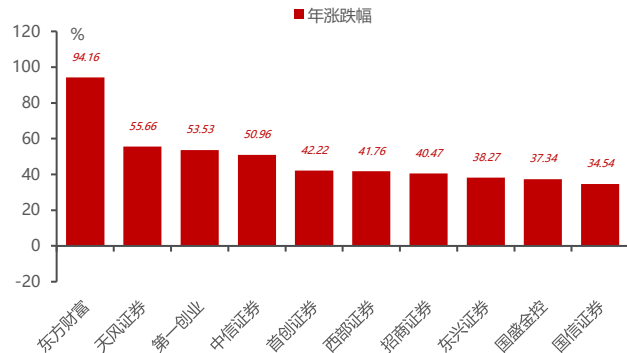
截至2024年11月末A股上市券商基本收涨，H股全面收涨持续向好。从A股个股表现来看，2024年A股上市券商共52家，表现略有分化。截至11月29日，共44家上市券商股票收涨，8家收跌。其中，东方财富(94%)、天风证券(56%)、第一创业(54%)、中信证券(51%)、首创证券(42%)涨幅最高。在H股中，上市内地券商共16家，截至11月29日，所有港股上市内地券商股均收涨，申万宏源香港涨幅达到382%，招商证券(132%)、国泰君安国际(83%)、申万宏源(72%)、中国银河(71%)也取得较高涨幅。

图2：2024年1-11月A股金融风格整体占优


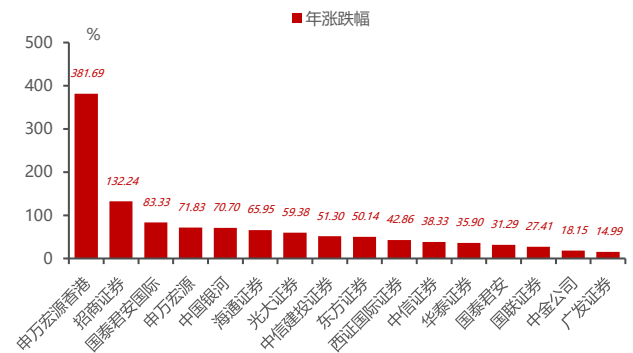
资料来源：iFinD，民生证券研究院。注：统计周期为2024/1/1-11/29

图3：2024年1-11月申万非银金融累计涨幅次高


资料来源：iFinD，民生证券研究院。注：统计周期为2024/1/1-11/29

图4：2024年1-11月A股上市券商累计涨跌幅


资料来源：iFinD，民生证券研究院。注：统计周期为2024/1/1-11/29

图5：2024年1-11月H股上市券商累计涨跌幅


资料来源：iFinD，民生证券研究院。注：统计周期为2024/1/1-11/29

1.1.2 历史复盘：2015年流动性宽松催生牛市，证券指数跑赢大盘

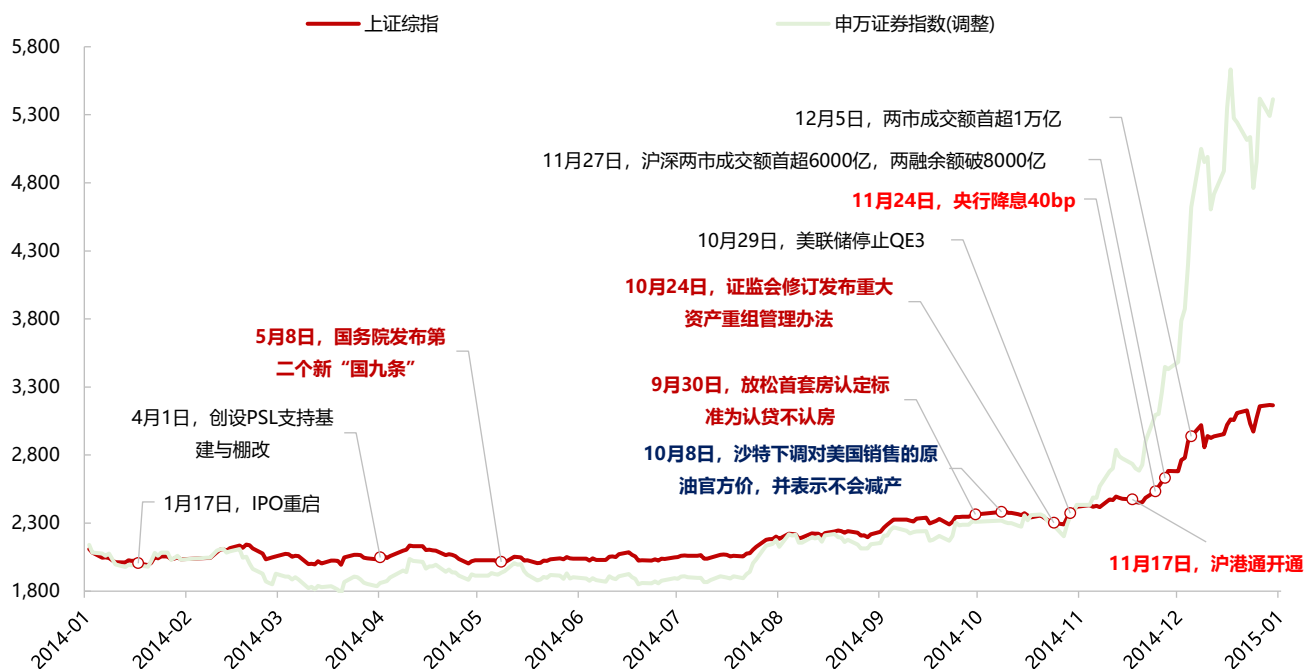
2014-2015年股市走势与当前A股市场环境相似。2014-2015年国内经济增速进入换挡转型期，地方政府大规模推进隐性债务置换，外部升息预期致人民币汇率承压，但在流动性催化下，2014年下半年开始股市逐步走强。

2014年下半年货币政策转向宽松，股市持续上涨。2013年全国楼市热度维持高位，房价高企，基建与地产投资需求旺盛，货币环境整体偏紧。进入2014年后，楼市降温叠加物价走弱，货币信贷政策逐步放松。2014年上半年IPO重启。下半年经济基本面下行压力加大，8月PPI同比跌幅扩大，全国重点城市房价增速全面下行。9月楼市“930”新政放松首套房认定标准，随后11月24日央行大幅降息40bp。随着央行货币与信贷政策转宽，流动性助推年底股市上涨。沪港通于11月如期开通，推动海外资金入市。上证综指由年初（2014/1/2）的2109点上涨至年末（12/31）的3235点，全年涨幅约53.4%。

2015 年货币宽松格局延续，监管政策及汇率波动对股市的影响加大。2014 年 11 月降息后至 2015 年初，央行延续较为宽松的货币政策立场，分别于 1 月 22 日与 3 月 1 日降息。3 月 5 日两会后，地方债务置换与地产政策加速出台，3 月 9 日财政部明确已下达 1 万亿地方政府置换债额度。3 月 30 日，央行、住建部和银监会发布楼市新政，将二套房首付下调为 40%。宽松政策环境下，A 股交易热度维持高位。4 月 20 日央行大幅降准 1pct，同时对农村金融机构定向降准。5 月 11 日调降 1 年期存贷款利率各 25bp。受益于央行的连续降准降息，流动性宽松环境与上涨行情推动杠杆资金入市，场内两融和场外配资规模大幅走高，上证综指在 6 月 12 日盘中升至 5178 点高位。

2015 年 6 月 12 日后权益市场出现调整，6 月 28 日央行降息 25bp，同时定向降准，7 月 9 日承诺为中证金融公司提供充足流动性支持。增量资金入场后，股市回调趋势有所缓和。8 月 11 日汇改后人民币汇率波动加大。尽管 8 月 20 日美联储表示需参考更多数据以确定加息时点，但升息预期引发全球股市波动，A 股仍出现第二轮调整。8 月底央行继续降息对冲市场预期，住建部发文提出棚改货币化比例不低于 50%，推动市场情绪改善。10 月 26 日央行调降存贷款基准利率 0.25pct，同时降准 0.5%。尽管 12 月 16 日美联储加息靴子落地，但年末市场走势较为平稳。

图6：2014 年货币宽松叠加并购新规推动证券指数大幅反弹



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图7：2015年IPO重启推动证券指数回升

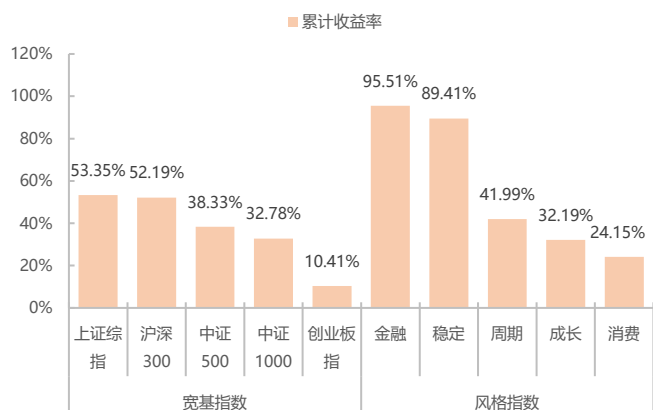


资料来源: iFinD, 民生证券研究院

2014年下半年政策转向宽松, 金融稳定板块表现占优。政策催化下金融地产板块快速反弹, 2013年表现亮眼的创业板指维持震荡走势。2014年全年, 中信金融与稳定风格指数分别累计上涨95.51%、89.41%, 整体表现占优。从具体行业来看, 累计涨幅排名前5的行业分别为: 非银金融(121%)、建筑装饰(83%)、钢铁(78%)、房地产(65%)、交通运输(65%)。

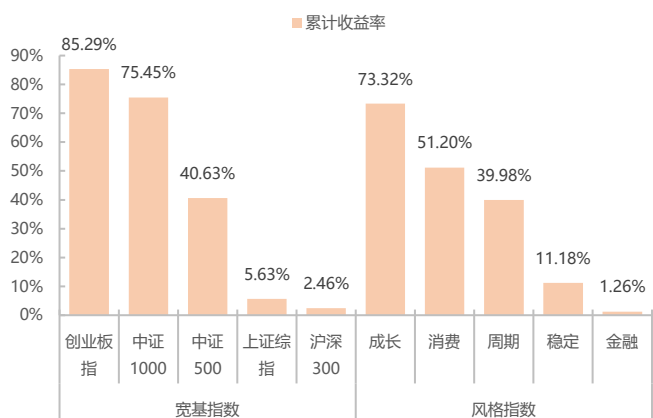
2015年政策宽松格局延续, 成长与消费板块表现亮眼。进入2015年, 前期涨幅较高的金融稳定板块热度有所回落, 成长与消费板块涨幅较高。2015年全年, 中信成长与消费风格指数分别累计上涨73.32%、51.20%。从具体行业来看, 累计涨幅排名前5的行业分别为: 计算机(100%)、轻工制造(90%)、纺织服饰(89%)、社会服务(78%)、传媒(77%)。

图8：2014年A股金融与稳定风格占优



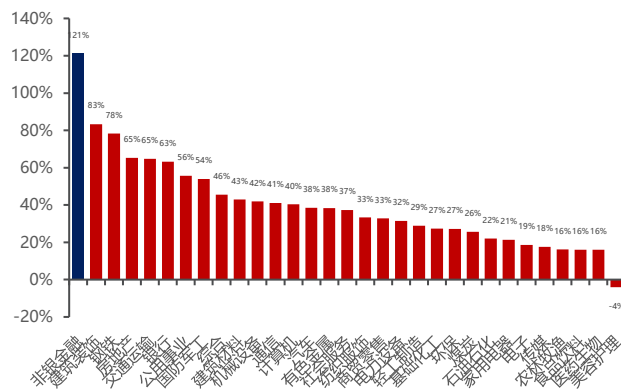
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图10：2015年A股成长与消费风格占优



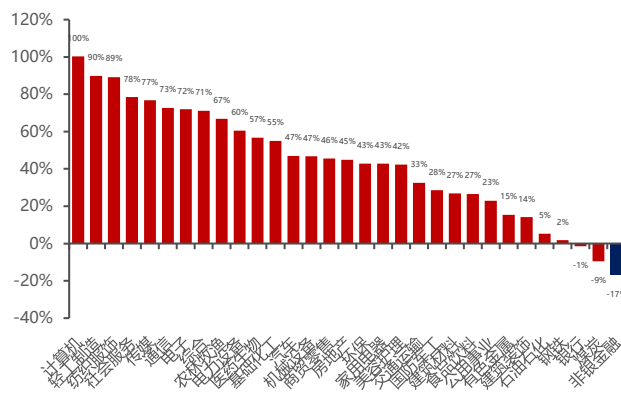
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图9：2014年申万非银指数累计涨幅排名第一



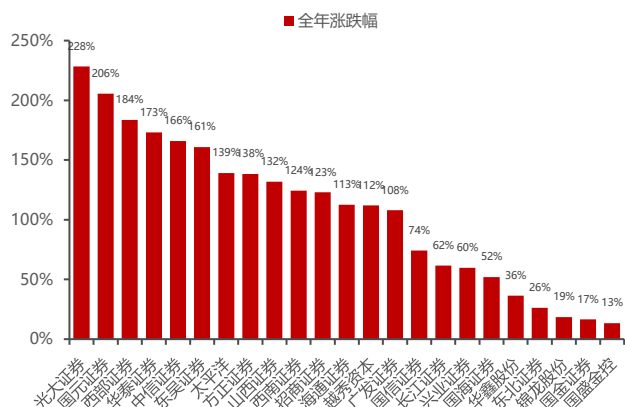
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图11：2015年申万非银指数转为下跌

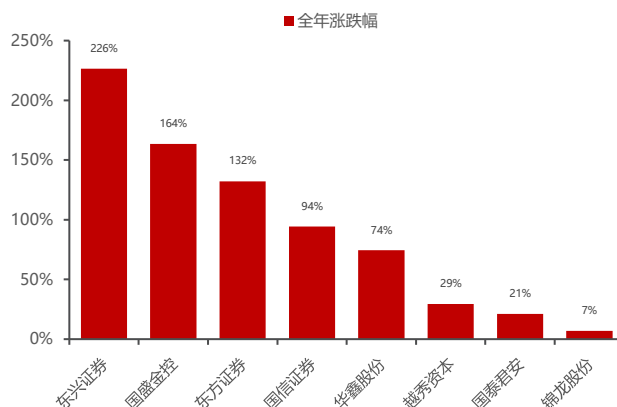


资料来源：iFinD，民生证券研究院

2014年证券行业个股全面收涨，2015年走势分化。从个股表现来看，2014年上市券商共23家，年末所有上市券商股票均收涨。而2015年上市券商表现分化。2015年初，申银万国换股吸收合并宏源证券后登陆深交所，东兴证券、国泰君安和东方证券于当年IPO上市，A股上市券商增加至27家。但全年仅有8家上市券商收涨，19家收跌。

图12：2014年上市券商累计涨跌幅


资料来源：iFinD，民生证券研究院

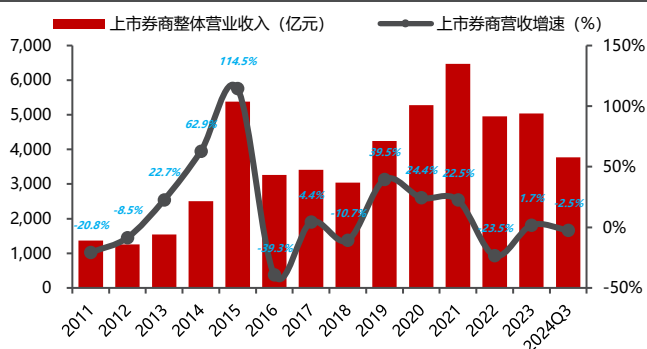
图13：2015年上市券商累计涨跌幅


资料来源：iFinD，民生证券研究院

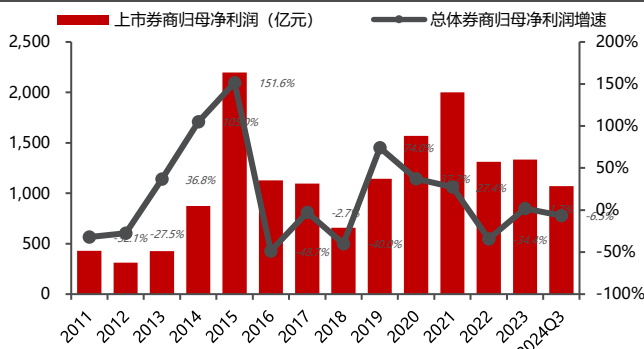
1.1.3 业绩表现：24Q3 上市券商收入与盈利增速筑底

从前三季度上市券商业绩来看，收入与净利润同比增速仍保持负增，但二者单季度同比增速均转为增长。2024年前三季度上市券商整体营业收入 3769.33 亿元，同比-2.5%，同比增速较 1H24 的-12.5%上行 10.10pct。2024年第三季度上市券商营业收入 1384.78 亿元，同比+1.8%，同比增速较 24Q2 的-3.6%上行 5.30pct。

2024 前三季度上市券商归母净利润 1071.64 亿元，同比-6.5%，同比增速较 1H24 的-22.6%回升 16.1pct。2024 年第三季度上市券商归母净利润 411.07 亿元，同比+40.6%，同比增速较 24Q2 的-11.2%上行 51.8pct。

图14：截至 2024Q3 上市券商累计营业收入及增速


资料来源：iFinD，民生证券研究院

图15：截至 2024Q3 上市券商归母净利润及增速


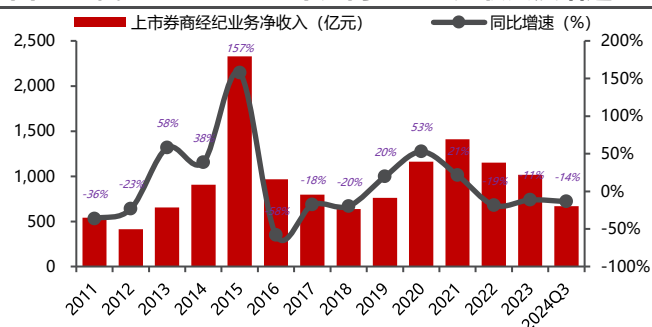
资料来源：iFinD，民生证券研究院

分业务收入来看，2024Q3 自营收入同比降幅由负转正，而经纪、投行、信用业务单季同比增速较 24H1 降幅均有所收窄，但资管收入同比转降，业务及管理费同比转为增长。

经纪业务方面，业务收入呈现单季降幅收窄，累计降幅扩大。上市券商 2024 年前三季度经纪业务收入 670.30 亿元，同比下降 13.6%，同比降幅较 1H24 的-13.0%扩大 0.63pct。2024Q3 经纪业务收入 77.28 亿元，同比下降 32.8%，降幅较 24Q2 的 45.1%收窄 12.30pct。

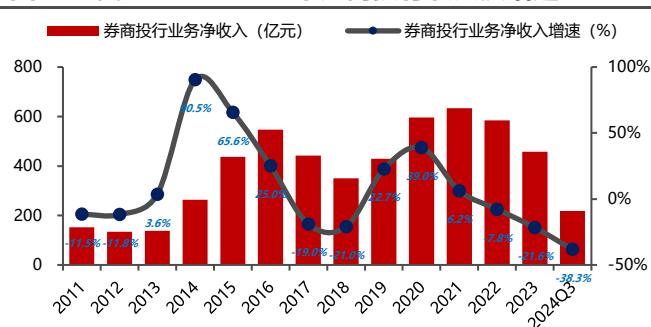
基数下降带动投行业务收入同比降幅持稳。上市券商 2024 年前三季度投行业务手续费净收入 218.07 亿元，同比-38.3%，同比降幅较 1H24 的-40.9%收窄 2.64pct。2024Q3 上市券商投行业务手续费净收入 77.28 亿元，环比+6.0%，同比-32.8%，同比降幅较 24Q2 的-45.1%收窄 12.30pct。单季度投行业务收入环比连续两个季度小幅增长，且 2023 年 8 月后股权融资基数下降，投行业务收入同比降幅有所收窄。

图16: 截至 2024Q3 上市券商经纪业务收入及增速



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

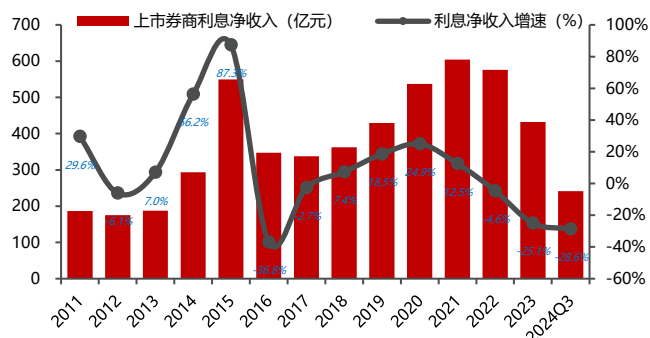
图17: 截至 2024Q3 上市券商投行收入及增速



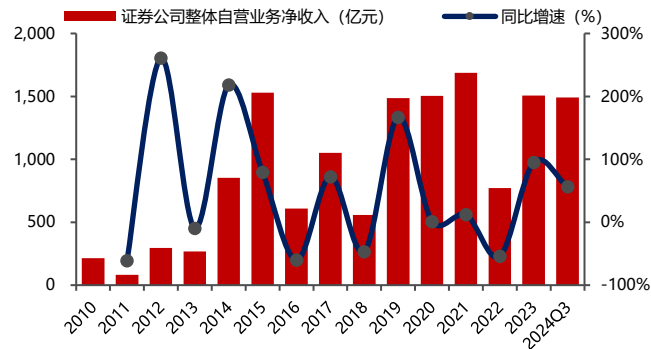
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

2024Q1-Q3 信用业务收入仍保持同比回落，单月利息净收入同比降幅有所扩大。上市券商 2024 年前三季度利息净收入 241.68 亿元，同比-28.6%，同比降幅较 1H24 的-29.6%收窄 0.98pct。2024Q3 利息净收入 76.82 亿元，环比-19.7%，同比-26.4%，降幅较 24Q2 的-23.9%扩大 2.48pct。

2024 年前三季度自营收入同比增速由负转正。2024 年前三季度上市券商自营业务收入 1490.46 亿元，同比+56.4%，同比增速较 1H24 的-5.1%上行 61.51pct。2024 年第三季度上市券商自营业务收入 537.61 亿元，同比+213.9%，同比增速较 24Q2 的 22.3%上行 191.54pct。

图18: 截至 2024Q3 上市券商利息净收入及增速


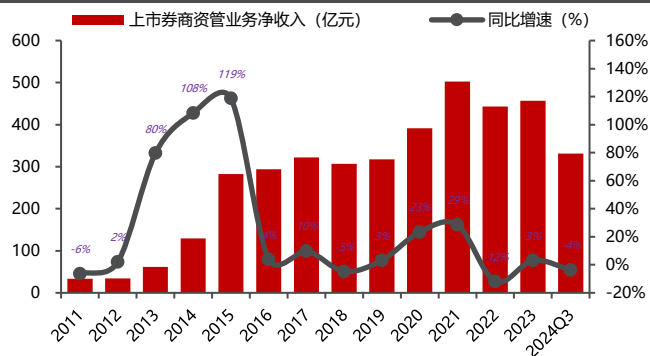
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图19: 截至 2024Q3 上市券商自营收入及增速


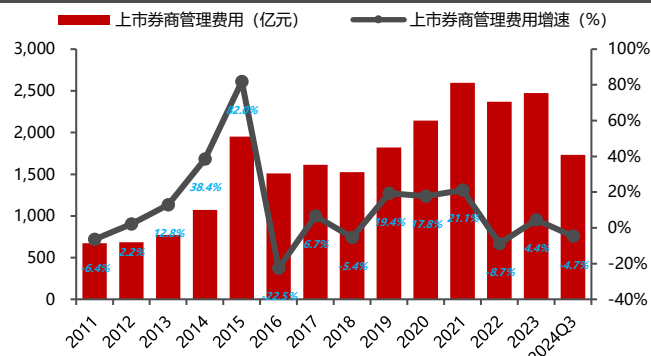
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

资管业务收入同比保持微降, 单季收入环比下降。2024 年前三季度上市券商资管业务手续费净收入 331.13 亿元, 同比-3.6%, 同比降幅较 1H24 扩大 2.83pct。2024Q3 上市券商资管业务手续费净收入 109.41 亿元, 环比-5.2%, 同比-8.8%, 同比增速由 24Q2 的+0.1%转为下降。

业务及管理费用累计同比降幅收窄, 单季同比回升。2024 年前三季度上市券商业务及管理费 1733.30 亿元, 同比下降 4.7%, 同比增速较 1H24 的-8.7%降幅收窄 4.0pct。2024 年第三季度上市券商业务及管理费 611.48 亿元, 环比增长 4.7%, 同比增长 3.6%, 同比增速较 24Q2 上行 7.5pct, 由负转正。业务及管理费仍然具备较强刚性。

图20: 截至 2024Q3 上市券商资管业务收入及增速


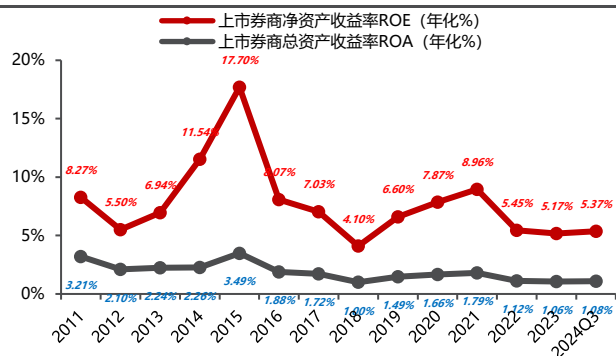
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图21: 截至 2024 年三季度业务管理费及增速


资料来源: iFinD, 民生证券研究院

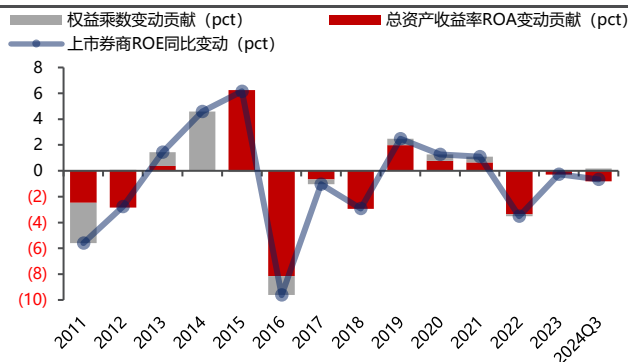
2024 年前三季度上市券商年化净资产收益率同比小幅下降。2024 年前三季度上市券商净资产收益率 (ROE) 为 5.37%，同比-0.66pct。从 ROA 与权益乘数分解来看，上市券商总资产收益率/权益乘数分别为 1.08%/ 5.0x，YoY-0.17pct/+0.16x，对 ROE 同比变动的贡献分别为-0.83pct/+0.17pct。总资产收益率仍然对 ROE 构成一定拖累。

图22: 截至 2024Q3 上市券商 ROE 与 ROA 保持稳定



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图23: 上市券商 ROA 下降但权益乘数有所提升



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

1.2 2024 年资本市场定调积极，新“国九条”及配套制度加速落地

1.2.1 政策环境展望：促进资本市场投融资平衡和高质量发展

2023 年至今重要会议多次提及资本市场，提升资本市场稳定性成为行业政策主线之一。2023 年至今，重要会议对资本市场关注度明显提升，2024 年 4 月、7 月、9 月和 12 月政治局会议均提及资本市场。4 月 30 日政治局会议提出“多措并举促进资本市场健康发展”。7 月二十届三中全会《决定》明确提出“要健全投资和融资相协调的资本市场功能”。7 月 30 日召开的中央政治局会议提出“提振投资者信心，提升资本市场内在稳定性”。9 月 24 日政策组合拳有力提振市场信心，9 月政治局会议强调“要努力提振资本市场，大力引导中长期资金入市”。提升资本市场稳定性成为全年政策主线之一，政策定调与支持力度持续加大。

2024 年 12 月中央政治局会议与中央经济工作会议均强调稳住股市，2025 年政策环境有望保持平稳。12 月 9 日召开的政治局会议提及“稳住楼市股市”，12 月 12 日召开的中央经济工作会议强调，“要深化资本市场投融资综合改革，打通中长期资金入市卡点堵点，增强资本市场制度的包容性、适应性”。具体来看，“资本市场投融资综合改革”有助于进一步健全投资和融资相协调的资本市场功能。投资方面，“打通中长期资金入市卡点堵点”或是下一阶段政策的重要抓手，后续推动保险资金、养老金、企业年金等中长期资金入市的增量政策有望逐步出台；融资方面，“增强资本市场制度的包容性、适应性”的提法，与 7 月证监会党委扩大会议“进一步增强资本市场对科技创新的包容性、适配性”、“并购六条”中“对重组估值、业绩承诺、同业竞争和关联交易等事项，进一步提高包容度”的表达近似，未来资本市场更多资源要素有望通过鼓励并购重组等方式向新质生产力集聚。我们认为，2023 年至今重要会议对资本市场定调积极，基础制度建设有望持续推进，2025 年政策环境或保持平稳。

表1：2017 年至今重要会议对资本市场相关表述

日期	重要会议	资本市场相关表述
2024/12/12	中央经济工作会议	<ul style="list-style-type: none"> - 稳住楼市股市，防范化解重点领域风险和外部冲击 - 深化资本市场投融资综合改革，打通中长期资金入市卡点堵点，增强资本市场制度的包容性、适应性
2024/12/9	中央政治局会议	<ul style="list-style-type: none"> - 实施更加积极有为的宏观政策，扩大国内需求，推动科技创新和产业创新融合发展，稳住楼市股市，防范化解重点领域风险和外部冲击，稳定预期、激发活力，推动经济持续回升向好 - 明年要坚持稳中求进、以进促稳，守正创新、先立后破，系统集成、协同配合，实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，充实完善政策工具箱，加强超常规逆周期调节，打好政策“组合拳”，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性
2024/9/26	中央政治局会议	<ul style="list-style-type: none"> - 要努力提振资本市场，大力引导中长期资金入市，打通社保、保险、理财等资金入市堵点。要支持上市公司并购重组，稳步推进公募基金改革，研究出台保护中小投资者的政策措施
2024/7/30	中央政治局会议	<ul style="list-style-type: none"> - 要持续防范化解重点领域风险。要统筹防风险、强监管、促发展，提振投资者信心，提升资本市场内在稳定性
2024/7/18	二十届三中全会《决定》	<ul style="list-style-type: none"> - 完善金融机构定位和治理，健全服务实体经济的激励约束机制。发展多元股权融资，加快多层次债券市场发展，提高直接融资比重。优化国有金融资本管理体制。 - 健全投资和融资相协调的资本市场功能，防风险、强监管，促进资本市场健康稳定发展。支持长期资金入市。提高上市公司质量，强化上市公司监管和退市制度。建立增强资本市场内在稳定性长效机制。完善大股东、实际控制人行为规范约束机制。完善上市公司分红激励约束机制。健全投资者保护机制。推动区域性股权市场规则对接、标准统一。 - 制定金融法。完善金融监管体系，依法将所有金融活动纳入监管，强化监管责任和问责制度，加强中央和地

		方监管协同。建设安全高效的金融基础设施，统一金融市场登记托管、结算清算规则制度，建立风险早期纠正硬约束制度，筑牢有效防控系统性风险的金融稳定保障体系。健全金融消费者保护和打击非法金融活动机制，构建产业资本和金融资本“防火墙”。推动金融高水平开放，稳慎扎实推进人民币国际化，发展人民币离岸市场。稳妥推进数字人民币研发和应用。加快建设上海国际金融中心。
2024/4/30	中央政治局会议	要持续推动中小金融机构改革化险， 多措并举促进资本市场健康发展 - 要着力打造现代金融机构和市场体系 ，疏通资金进入实体经济的渠道。优化融资结构，更好发挥资本市场枢纽功能，推动股票发行注册制走深走实，发展多元化股权融资，大力提高上市公司质量，培育一流投资银行和投资机构。完善机构定位，支持国有大型金融机构做优做强，当好服务实体经济的主力军和维护金融稳定的压舱石，严格中小金融机构准入标准和监管要求，立足当地开展特色化经营，强化政策性金融机构职能定位，发挥保险业的经济减震器和社会稳定器功能。强化市场规则，打造规则统一、监管协同的金融市场，促进长期资本形成 - 维护金融市场稳健运行 ，规范金融市场发行和交易行为，合理引导预期，防范风险跨区域、跨市场、跨境传递共振 - 着力做好当前金融领域重点工作，加大政策实施和工作推进力度，保持流动性合理充裕、融资成本持续下降， 活跃资本市场 ，更好支持扩大内需，促进稳外贸稳外资，加强对新科技、新赛道、新市场的金融支持，加快培育新动能新优势 - 要活跃资本市场，提振投资者信心 - 要加强金融监管，稳步推动高风险中小金融机构改革化险
2023/10/31	中央金融工作会议	
2023/7/24	中央政治局会议	
2022/4/29	中央政治局会议	要及时回应市场关切，稳步推进股票发行注册制改革，积极引入长期投资者， 保持资本市场平稳运行
2021/12/10	中央经济工作会议	要抓好要素市场化配置综合改革试点， 全面实行股票发行注册制 ，完成国企改革三年行动任务，稳步推进电网、铁路等自然垄断行业改革
2020/12/18	中央经济工作会议	要放宽市场准入，促进公平竞争，保护知识产权，建设统一大市场，营造市场化、法治化、国际化营商环境。 要健全金融机构治理，促进资本市场健康发展，提高上市公司质量 ，打击各种逃废债行为。要规范发展第三支柱养老保险
2020/7/30	中央政治局会议	要推进资本市场基础制度建设，依法严厉打击证券违法活动， 促进资本市场平稳健康发展
2019/12/12	中央经济工作会议	要加快国企改革，推动国有资本布局优化调整。要完善产权制度和要素市场化配置，健全支持民营经济发展的法治环境，完善中小企业发展的政策体系。要改革土地计划管理方式，深化财税体制改革。要加快金融体制改革， 完善资本市场基础制度，提高上市公司质量 ，健全退出机制，稳步推进创业板和新三板改革，引导大银行服务重心下沉，推动中小银行聚焦主责主业，深化农村信用社改革，引导保险公司回归保障功能。对外开放要继续往更大范围、更宽领域、更深层次的方向走，加强外商投资促进和保护，继续缩减外商投资负面清单
2019/4/19	中央政治局会议	要以关键制度创新促进资本市场健康发展 ，科创板要真正落实以信息披露为核心的证券发行注册制。要以高水平对外开放促进深层次改革，扩大外资市场准入，落实国民待遇
2018/12/21	中央经济工作会议	要加快国企改革，坚持政企分开、政资分开和公平竞争原则，做强做优做大国有资本，加快实现从管企业向管资本转变，改组成立一批国有资本投资公司，组建一批国有资本运营公司，积极推进混合所有制改革，加快推动中国铁路总公司股份制改造。要支持民营企业发展，营造法治化制度环境，保护民营企业家人身安全和财产安全。要以金融体系结构调整优化为重点深化金融体制改革，发展民营银行和社区银行，推动城商行、农商行、农信社业务逐步回归本源。要完善金融基础设施，强化监管和服务能力。资本市场在金融运行中具有牵一发而动全身的作用，要通过深化改革， 打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场 ，提高上市公司质量，完善交易制度，引导更多中长期资金进入，推动在上交所设立科创板并试点注册制尽快落地
2018/10/31	中央政治局会议	围绕资本市场改革，加强制度建设，激发市场活力， 促进资本市场长期健康发展
2017/12/18	中央经济工作会议	稳健的货币政策要保持中性，管住货币供给总闸门，保持货币信贷和社会融资规模合理增长，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定， 促进多层次资本市场健康发展 ，更好为实体经济服务，守住不发生系统性金融风险的底线。

资料来源：中国政府网、共产党员网、新华网，民生证券研究院

1.2.2 新“国九条”及配套制度规则陆续出台

2024年第三个新“国九条”出台，配套政策加速落地。2024年4月，国务院发布《国务院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》（新“国九条”），是2004年和2014年后出台的第3个“国九条”文件。与前两版文件相比，本次新“国九条”中，严监管、防风险与保护中小投资者利益重要性显著提升。2024年初至今，证监会及证券交易所对发行监管、减持、分红、退市等多方面配套规则进行修订，我们认为新“国九条”及配套的资本市场“1+N”政策体系加速落地，资本市场基础制度建设不断完善，有望在中长期持续释放政策红利，推动资本市场平稳健康发展。

表2：2024年证券行业重点政策梳理

时间	涉及主体	发布文件	主要内容
2024/11/15	上市公司	证监会《上市公司监管指引第10号——市值管理》	证监会就《指引》向社会公开征求意见。从反馈情况看，各方总体认可《指引》，并结合实践提出了宝贵的意见和建议，涉及 董事和高管人员职责、主要指数成份股公司范围、市值管理制度的披露要求、估值提升计划的执行情况等 ，经逐条研究，与《指引》条文有关的主要意见已采纳。
2024/11/1	证券公司与公募基金	中国人民银行广东省分行、深圳市分行，中国证监会广东监管局、深圳监管局，首批试点参与“跨境理财通”证券公司名单	招商证券、广发证券、国信证券、平安证券、中金财富、国投证券、中信华南、国泰君安、华泰证券、中信建投、银河证券、申万宏源、中泰证券、兴业证券等14家证券公司 成为首批试点参与“跨境理财通”的证券公司 。
2024/11/1	中长期资金	商务部、中国证监会等六部门《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》	修订后的《办法》主要是从五方面降低了投资门槛，旨在进一步拓宽外资投资证券市场渠道，发挥战略投资渠道引资潜力，鼓励外资开展长期投资、价值投资：一是 允许外国自然人实施战略投资 。二是 放宽外国投资者的资产要求 。三是 增加要约收购这一战略投资方式 。四是 以定向发行、要约收购方式实施战略投资的，允许以境外非上市公司股份作为支付对价 。五是 适当降低持股比例和持股锁定期要求 。
2024/10/18	证券公司与公募基金	证监会同意证券、基金公司申请互换便利（SFISF）	日前，中国人民银行创设了证券、基金、保险公司互换便利（SFISF），为保障工具操作顺利开展，中国证监会已经同意中信证券、中金公司、国泰君安、华泰证券、申万宏源、广发证券、财通证券、光大证券、中泰证券、浙商证券、国信证券、东方证券、银河证券、招商证券、东方财富证券、中信建投、兴业证券、华夏基金、易方达基金、嘉实基金等20家公司 开展互换便利操作 。中国证监会要求相关机构加强合规风控管理，主动配合做好这项业务，发挥维护市场稳定运行的积极作用。
2024/9/26	中长期资金	中央金融办、中国证监会《关于推动中长期资金入市的指导意见》	一是 建设培育鼓励长期投资的资本市场生态 。二是 大力发展权益类公募基金，支持私募证券投资基金稳健发展 。三是 着力完善各类中长期资金入市配套政策制度 。
2024/9/24	上市公司	证监会《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》、《上市公司重大资产重组管理办法》	一是支持上市公司向新质生产力方向转型升级。二是鼓励上市公司加强产业整合。三是进一步提高监管包容度。四是 提升重组市场交易效率 。五是 提升中介机构服务水平 。六是依法加强监管。
2024/9/24	上市公司	中国证监会《上市公司监管指引第10号——市值管理（征求意见稿）》	要求上市公司以提高上市公司质量为基础，提升经营效率和盈利能力，并结合实际情况 依法依规运用并购重组、股权激励、现金分红、投资者关系管理、信息披露、股份回购等方式，推动上市公司投资价值提升 。明确了上市公司董事会、董事和高级管理人员、控股股东等相关方的责任，并对主要指数成份股公司披露市值管理制度、长期破净公司披露估值提升计划等作出专门要求。同时，明确禁止上市公司以市值管理为名实施违法违规行。
2024/9/20	证券公司与公募基金	证监会《证券公司风险控制指标计算标准规定》（修订版）	一是 对证券公司投资股票、做市等业务的风险控制指标计算标准予以优化 ，进一步引导证券公司充分发挥长期价值投资、服务实体经济融资、服务居民财富管理等功能作用。二是根据证券公司风险管理水平， 优化风控指标分类调整系数 ，支持合规稳健的优质证券公司适度提升资本使用效率，更好为实体经济提供综合金融服务。三是 对证券公司所有业务活动纳入风险控制指标约束范围 ，明确证券公司参与公募REITs等新业务风险控制指标计算标准，提升风险控制指标体系的完备性和科学性，夯实风控基础。四是对创新业务和风险较高的业务从严设置风险控制指标计算标准，加强监管力度，提高监管有效性。
2024/9/6	证监会系统建设	证监会《证监会系统离职人员入股拟上市企业监管规定（试行）》	一是 拉长离职人员入股禁止期 。将发行监管岗位或会管干部离职人员入股禁止期延长至10年；发行监管岗位或会管干部以外的离职人员，处级以上离职人员入股禁止期从3年延长至5年，处级以上离职人员从2年延长至4年。二是 扩大对离职人员从严监管的范围 。将从严审核的范围从离职人员本人扩大至其父母、配偶、子女及其配偶。三是 提出更高核查要求 。中介机构要对离职人员投资背景、资金来源、价格公平性、清理真实性等做充分核查，证监会对有关工作核查复核。制度执行中，证券交易所向拟上市企业、中介机构等各方面做好政策解读和引导等工作。
2024/6/19	科创板上市公司	证监会《关于深化科创板改革 服务科技创新和新质生产力发展的八条措施》	强化科创板“硬科技”定位。开展深化发行承销制度试点。优化科创板上市公司股债融资制度。更大力度支持并购重组。完善股权激励制度。完善交易机制，防范市场风险。加强科创板上市公司全链条监管。积极营造良好市场生态。
2024/5/24	上市公司	证监会《上市公司股东减持股份管理暂行办法》	<ul style="list-style-type: none"> - 严格规范大股东减持。明确控股股东、实际控制人在破发破净、分红不达标等情形下不得通过集中竞价或者大宗交易减持，但减持集中竞价买入的股份或者因不存在相关情形已经披露减持计划的除外；增加大股东大宗交易减持前的预披露义务；要求大股东、实际控制人的一致行动人与大股东共同遵守减持要求；优化大股东禁止减持的情形，明确控股股东、实际控制人在上市公司和自身违法违规情形下不得减持，一般大股东在自身违法违规情形下不得减持。 - 明确因离婚、法人或非法人组织终止、公司分立等原因减持股份后，相关方应当持续共同遵守减持限制，法律、行政法规、中国证监会另有规定的除外；明确一致行动关系解除后各方在6个月内继续共同遵守减持限制；明确协议转让受让方锁定6个月，丧失大股东身份的出让方在6个月内继续遵守相关限制；明确司法强制执行、质押融资融券违约处置等按照减持方式的不同遵守《减持管理办法》，明确司法强制执行被动处置的预披露时点；禁止大股东融券卖出或者参与以本公司股票为标的物的衍生品交易，禁止限售股转融通出借、限售股融券卖出。

2024/5/15	程序化交易	证监会《证券市场程序化交易管理规定（试行）》	高频交易特别规定。一是明确高频交易的定义。二是明确高频交易差异化管理要求，包括要求高频交易额外报告服务器所在地、系统测试报告、故障应急预案等信息， 交易所可适当提高高频交易收费标准，从严管理高频交易投资者的异常交易行为等
2024/5/10	上市公司	证监会《关于加强上市公司监管的规定》	一是维持基本框架，适应市场发展需要。《规定》维持主要框架不变，明确了上市证券公司应当同时遵守上市公司及证券公司监管相关法规， 强化了行政许可、信息披露、信息管理、监管报告等要求 。同时对照近年来发行、上市等相关规则修订以及市场和行业变化情况，进行适应性调整。二是发挥引领作用，优化行业发展理念。落实中央金融工作会议精神， 督促上市证券公司聚焦主责主业，坚持功能型、集约型、专业化、特色化发展方向，健全公司治理，发挥行业标杆示范作用 。三是结合行业实践，强化信息披露要求。结合最新的监管规定， 规范上市证券公司信息披露要求，聚焦核心风险控制指标等披露事项，提高信息披露的有效性 。
2024/4/19	上市公司	证监会《资本市场服务科技企业高水平发展的十六项措施》	从上市融资、并购重组、债券发行、私募投资等全方位提出支持性举措 ，主要内容包括：一是 建立融资“绿色通道” 。加强与有关部门政策协同，精准识别科技型企业，健全“绿色通道”机制，优先支持突破关键核心技术的科技型企业在资本市场融资。二是 支持科技型企业股权融资 。统筹发挥各板块功能，支持科技型企业首发上市、再融资、并购重组和境外上市，引导私募股权投资基金投向科技创新领域。完善科技型企业股权激励的方式、对象和实施程序。三是 加强债券市场的精准支持 。推动科技创新公司债券高质量发展，重点支持高新技术和战略性新兴产业企业债券融资，鼓励政策性机构和市场机构为民营科技型企业发行科创债券融资提供增信支持。四是 完善支持科技创新的配套制度 。加大金融产品创新力度，督促证券公司提升服务科技创新能力。践行“开门搞审核”理念，优化科技型企业服务机制。
2024/4/12	上市公司	国务院《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。鼓励上市公司聚焦主业，综合运用并购重组、股权激励等方式提高发展质量。 加大退市监管力度 。加强并购重组监管，强化主业相关性，严把注入资产质量关，加大对“借壳上市”的监管力度，精准打击各类违规“保壳”行为。 加强证券基金机构监管，推动行业回归本源、做优做强 。支持头部机构通过 并购重组、组织创新等方式提升核心竞争力 ，鼓励中小机构差异化发展、特色化经营。加强交易监管，增强资本市场内在稳定性。 大力推动中长期资金入市 ，持续壮大长期投资力量。进一步全面深化改革开放，更好服务高质量发展。 加大并购重组改革力度 ，多措并举活跃并购重组市场。推动形成促进资本市场高质量发展的合力。
2024/4/12	立法工作计划	证监会印发《2024年度立法工作计划》	纳入证监会2024年度立法工作计划的规章项目共有14件，包括“力争年内出台的重点项目”9件以及“需要抓紧研究、择机出台的项目”5件， 立法的重心是加强资本市场重点领域监管，维护市场平稳健康发展，切实保护广大中小投资者合法权益 - 强化对资本市场相关行为的监管，切实维护公平、公开、公正的市场秩序。其中，“力争年内出台的重点项目”4件，包括：修订《私募投资基金监督管理暂行办法》；制定《上市公司股东减持股份管理办法》《证券基金投资咨询业务管理办法》《衍生品交易监督管理办法》。“需要抓紧研究、择机出台的项目”2件，即修订《证券投资基金托管业务管理办法》《上市公司信息披露管理办法》 - 加强对资本市场相关主体的规范，进一步夯实资本市场发展基础。其中，“力争年内出台的重点项目”3件，即修订《期货从业人员管理办法》《期货公司监督管理办法》《证券期货基金经营机构信息科技管理办法》。“需要抓紧研究、择机出台的项目”1件，即制定《上市公司股权激励和员工持股计划管理办法》
2024/3/15	上市公司、证券公司与公募基金、证监会系统建设	国新办解读《强监管防风险推动资本市场高质量发展》有关政策新闻发布会	- 按照国务院有关工作部署，证监会会同有关方面，经过认真调查研究，听取各方意见，制定出台了四个文件。一是关于 严把发行上市准入关，从源头上提高上市公司质量 的意见。二是关于 加强上市公司监管 的意见。三是关于 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。四是关于 落实政治过硬、能力过硬、作风过硬标准，全面加强证监会系统自身建设的意见 。 - 严把拟上市企业申报质量、严禁以圈钱为目的盲目谋求上市、过度融资，对财务造假、虚假陈述、粉饰包装等行为，及时依法严肃追责。压实中介机构“看门人”责任，建立常态化滚动式现场监管机制。突出交易所审核主体责任，严密关注拟上市企业是否存在上市前突击“清仓式”分红等相关情形，从严监管高价超募。综合考虑二级市场承受能力，实施新股发行必要的调节。大幅提高对拟上市企业的随机抽查比例和加大问题导向的现场检查力度。研究提高上市标准，从严审核未盈利企业。加强拟上市公司股东的“穿透式”监管，防止违法违规“造富”。健全链条监管问责机制，上市委委员和审核注册人员存在重大过失、违反廉政纪律的，终身追究党纪政务责任。
2024/3/15	证券公司与公募基金	证监会《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）》	- 力争通过5年左右时间，基本形成“教科书式”的监管模式和行业标准，行业机构定位得到校正、功能发挥更加有效、经营理念更加稳健、发展模式更加集约、公司治理更加健全、合规风控更加自觉、行业生态持续优化，推动形成 10家左右优质头部机构引领行业高质量发展的态势 。到2035年，机构监管体系完备有效，行业机构治理水平全面提高，行业作为直接融资“服务商”、资本市场“看门人”、社会财富“管理者”的功能得到更为充分的发挥； 形成2至3家具备国际竞争力与市场引领力的投资银行和投资机构 ，力争在战略能力、专业水平、公司治理、合规风控、人才队伍、行业文化等方面居于国际前列。到本世纪中叶，形成综合实力和国际影响力全球领先的现代化证券基金行业，为中国式现代化和金融强国建设提供有力支撑。 - 督促行业机构合规稳健经营， 审慎开展高资本消耗型业务，合理确定融资规模和时机，严格规范资金用途，提升资金使用效率 。坚守业务本源、稳健推进业务创新，确保组织架构设置、业务发展与合规风控水平、专业能力相匹配。 适度拓宽优质机构资本空间，支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式做优做强 ；鼓励中小机构差异化发展、特色化经营，结合股东特点、区域优势、人才储备等资源禀赋和专业能力做精做细。
2024/2/4	上市公司、中	证监会党委会议	要加快推进上市公司调研走访工作，切实解决具体困难和问题， 加大优质上市公司支持力度 。严把上市公司入口关，加大退市力度， 大力提升上市公司质量 。要深入排查违法违规线索，依法严厉打击操纵市场、恶意做空、内幕交易、欺诈发行等重大违法行为。要鼓励和支持各类投资机构

长期资
金入市

加大逆周期布局，**引导更多中长期资金入市**。要认真倾听广大投资者的声音，及时回应投资者关切，保护投资者合法权益。会议强调，要积极会同有关方面以更大力度统筹抓好稳定市场各项措施的落实落地，稳预期、稳信心，坚决防范市场异常波动。

资料来源：中国政府网、证监会，民生证券研究院

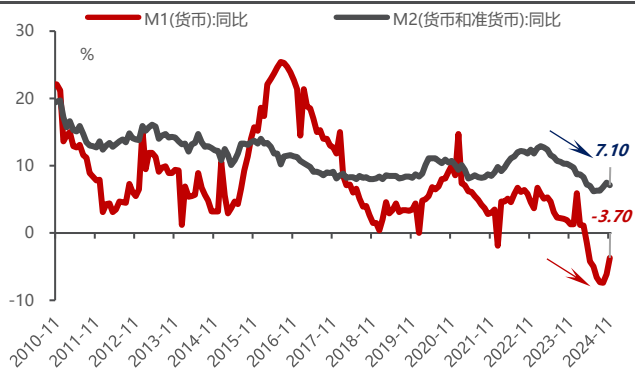
1.3 2025 年内外环境或存压力，流动性有望保持宽松

1.3.1 实体信贷需求持续修复，证券板块或受益宽松环境

2024 年货币政策整体宽松，2025 年国内货币宽松格局有望延续。数量层面来看，信贷供给方面，资金“防空转”与金融“挤水分”背景下，M1 与 M2 等货币增速放缓，银行等金融机构信贷投放重心从规模转向结构。从需求端来看，上半年房地产投资等实体信贷需求不足，出口为经济增长提供一定支撑。利率层面来看，2024 年央行于 2 月、7 月和 10 月引导 LPR 降息，利率水平降至历史低位。我们认为 2025 年国内货币宽松格局有望延续，增量政策落地有望推动国内经济增速反弹。

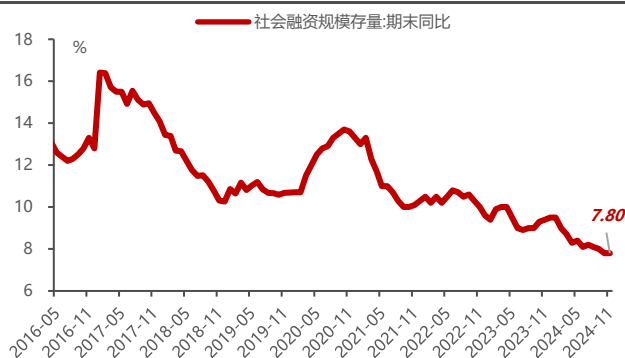
从历史行情来看，证券板块对于货币信贷宽松政策反应积极。市场利率下行对券商业绩的直接影响主要在于：1) 流动性宽松格局下，股市成交热度保持高位，有助于提升券商手续费及佣金收入；2) 利率下行可能减少券商货币资金及两融等业务利息收入，但 11 月券商保证金利率下调有助于缓解利息净收入减少的影响。同时，利率走低也有助于提振券商股估值。

图24：2024 年 M1 与 M2 规模增速放缓



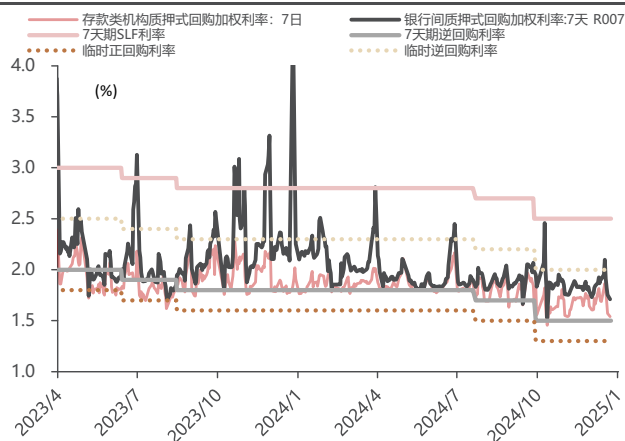
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图25：2024 年社会融资规模增速放缓



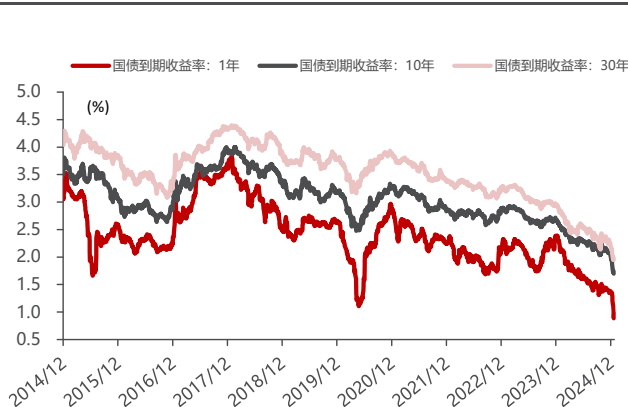
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图26：DR007 和 R007



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图27：1 年、10 年与 30 年期国债收益率 (%)



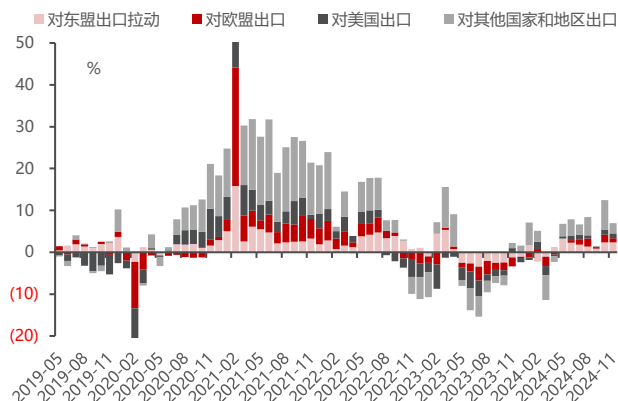
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图28: 国内 11 月投资增速走势分化



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图29: 国内 11 月出口增速维持高位



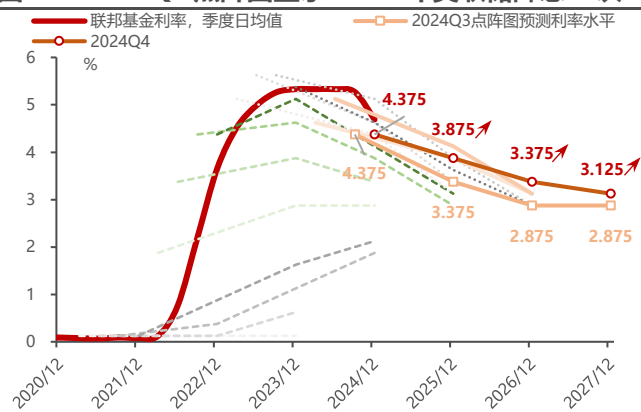
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

1.3.2 美联储降息预期缓和, 中美贸易或成焦点

美联储 12 月利率点阵图预测 2025 年降息 2 次, 国内政策时点或相机调整。

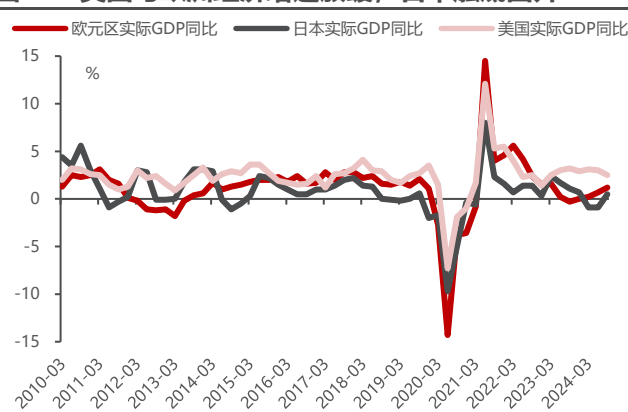
2024 年美联储在 9 月议息会议降息 50bp。12 月首周美国初请失业金人数回升至 24.2 万人, 12 月议息会议已下调联邦基金目标利率 25bp。但美国 11 月通胀数据环比回升, 叠加经济增速保持高位, 美联储后续降息决策或偏向谨慎。与 9 月相比, 12 月点阵图预测 2025 年美联储降息 2 次, 降息次数有所减少。为维护汇率市场平稳, 我国货币财政政策放松时点或针对美联储降息节奏相机调整。

图30: 2024Q4 点阵图显示 2025 年美联储降息 2 次



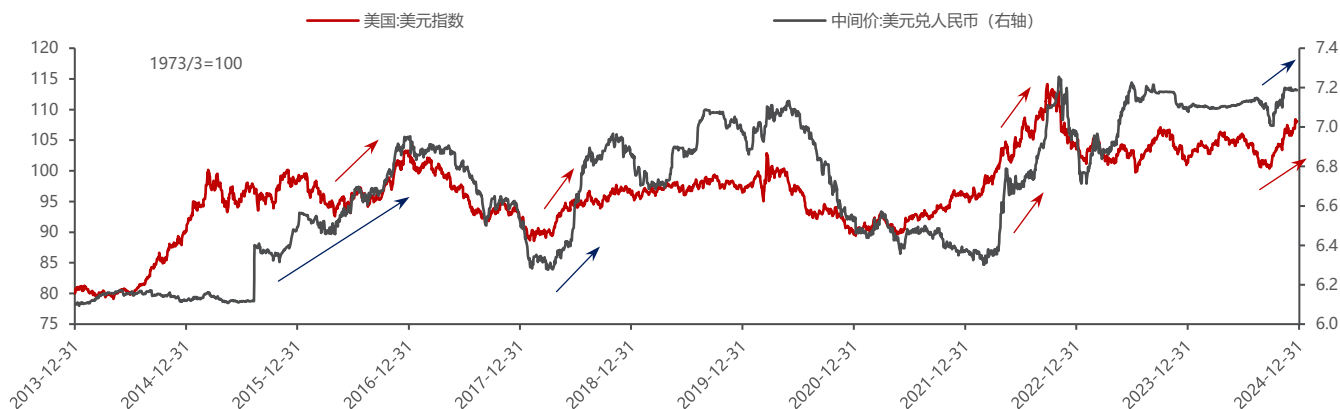
资料来源: 美联储, 民生证券研究院

图31: 美国与欧洲经济增速放缓, 日本触底回升



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

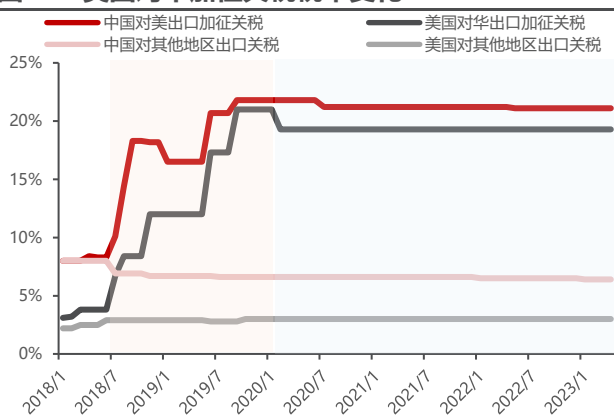
图32：美元指数阶段性走强，人民币汇率承压



资料来源：iFinD，民生证券研究院

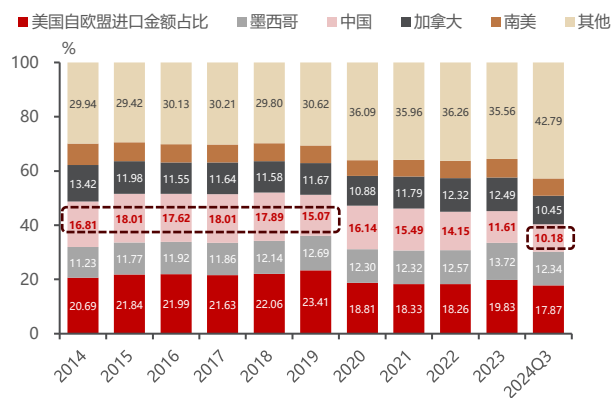
特朗普 2.0 时代美元与美债利率或走强，汇率与市场情绪可能承压，关注国内政策变化。2024 年 11 月特朗普胜选后组阁进度加速，各项政策主张或相较 1.0 时期更为激进。从 2018 年资产价格走势来看，关税加码降低我国对美出口，推升美国本土通胀，美元与美债利率倾向于上行，短期内对中国政策加码空间以及 A 股估值都形成一定挑战。“924”新政与中央经济工作会议后，国内货币政策转向“适度宽松”，财政定调更加积极，增量政策出台有望提升 A 股中期盈利和流动性预期，后续重点关注国内政策对贸易摩擦的应对措施。

图33：美国对华加征关税税率变化



资料来源：PIIE，民生证券研究院

图34：美国自我国进口金额占比下降



资料来源：iFinD，民生证券研究院

2 自营与经纪率先回暖，全年收入增速有望反弹

2.1 财富管理与经纪业务：交易规模有望保持高位，佣金率

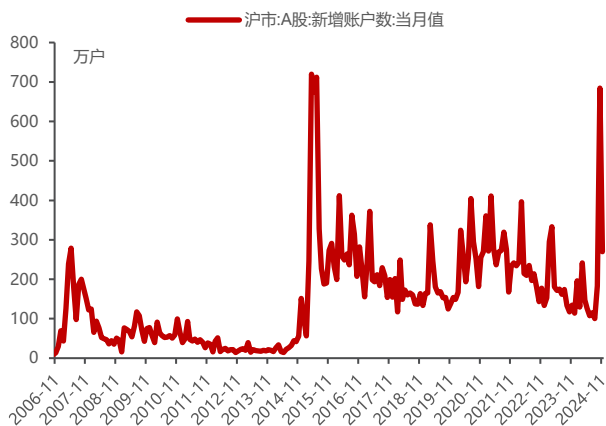
下滑推动业务转型

2.1.1 新开户与交投活跃度有望保持高位

10-11月沪市A股开户数同比大幅增长。10月沪市投资者账户新开户739.40万户。其中沪市A股新开户684.68万户，同比增长483.6%。沪市A股新开户中，个人账户新开户683.97万户，机构账户新开户7060户。11月沪市A股投资者账户新开户269.84万户，同比增长101.3%。截至2024年11月，沪市A股自然人投资者累计开户数达到3.67亿户。

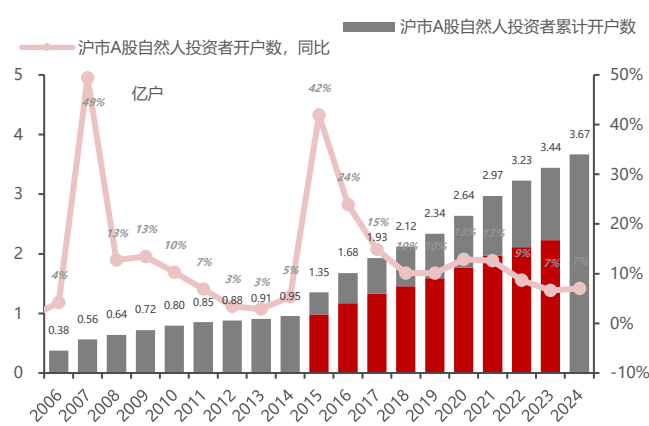
新开户高增叠加存量客户活跃度提升，市场交投热度有望持续。按2015-2023年中登活跃账户占比下限64%推算，2024年11月期末的A股非休眠个人投资者账户或达2.35亿户。我们认为，2024年四季度开户数增长，叠加A股市场存量客户规模庞大，新增与存量客户交易需求有望同步提升。

图35：2024年10-11月沪市A股新增开户数冲高



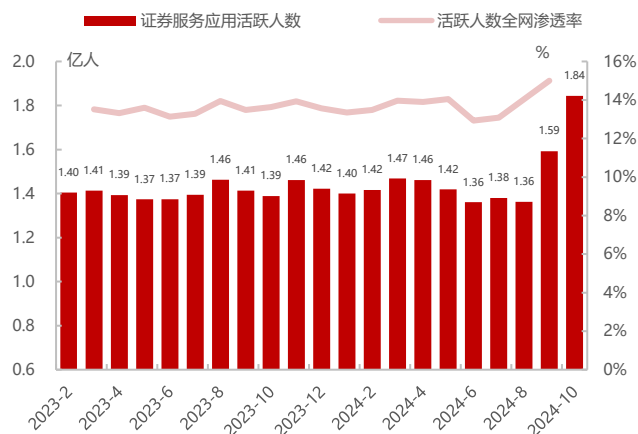
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图36：沪市A股自然人投资者累计开户数持续上升

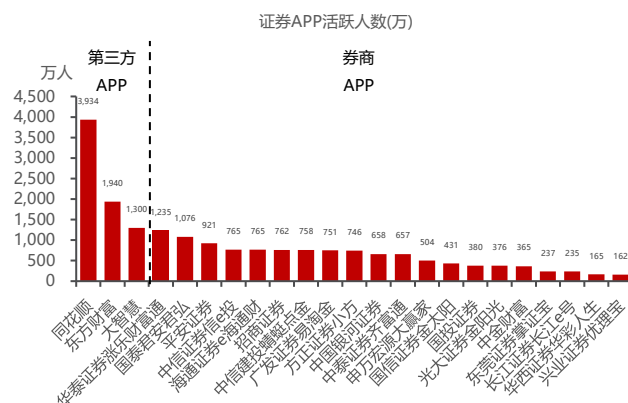


资料来源：iFinD，民生证券研究院。注：(1) 沪市A股新开户数据截至2024年11月；(2) 2015年4月后放开个人投资者“一人一户”限制；(3) A股活跃账户数来自中登公司，重复开户不统计。

10月证券APP活跃度大幅提升，线上引流渠道重要性凸显。易观千帆数据显示，2024年10月证券服务应用APP活跃人数达到1.84亿，环比增长15.75%，同比上升32.8%；日均活跃人数6411.04万人，环比上升14.41%。行情提振下，10月券商与第三方APP应用活跃度延续上升趋势。同时券商月活用户与活跃账户量级接近，线上开户渠道重要性凸显。

图37：2024年9-10月券商APP活跃人数提升


资料来源：易观千帆、财联社，民生证券研究院

图38：2024年10月券商与第三方APP活跃人数走高


资料来源：易观千帆、财联社，民生证券研究院

2.1.2 公募基金费率改革稳步推进，席位租赁收入或承压

交投热度回升有望推动证券公司代买证券业务收入增长。参考过往历史，开户数大幅增长季度，证券行业交易结算资金、经纪业务收入快速提升。交投活跃推动证券行业指数取得超额收益。证券公司代买业务主要面向个人投资者，但近年来机构投资者占比有所提升。2024年中信证券半年报显示，上市券商个人投资者代买证券款占代买证券款整体比例接近33%。在个人客户佣金率保持稳定的假设下，新开户与存量个人投资者交易额增长，有望推动代买证券业务收入规模提升。

2024年公募基金费率改革进入第三阶段。2023年7月，证监会发布实施《公募基金行业费率改革工作方案》，拟在两年内采取15项举措全面优化公募基金费率模式，稳步降低公募基金行业综合费率水平。为避免费率“陡升陡降”，此次费率改革按照“管理费用—交易费用—销售费用”的实施路径分阶段推进。2023年12月，证监会研究制定《关于加强公开募集证券投资基金证券交易管理的规定（征求意见稿）》，并公开征求意见。《规定》进一步优化交易佣金分配制度，主要包括合理调降公募基金的证券交易佣金费率，降低证券交易佣金分配比例上限，强化公募基金证券交易佣金分配行为监管，以及明确公募基金管理人证券交易佣金年度汇总支出情况的披露要求等。《规定》自2024年7月1日起正式实施。2024年费率改革第一阶段及第二阶段措施先后落地，第三阶段——销售费用的降费改革也已启动。自8月以来多家公募基金发布公告，宣布下调旗下部分产品的各类销售费用。

2019年以来上市券商交易佣金率下滑趋势延续，席位租赁收入或有所承压。2024年上半年，上市券商席位租赁业务收入占经纪业务收入比重约14.4%。席位租赁为传统通道类业务，佣金费率维持竞争格局，叠加2023年后公募费率改革，基金交易佣金率整体下行，我们预计席位租赁收入有所承压。券商结算模式下，证

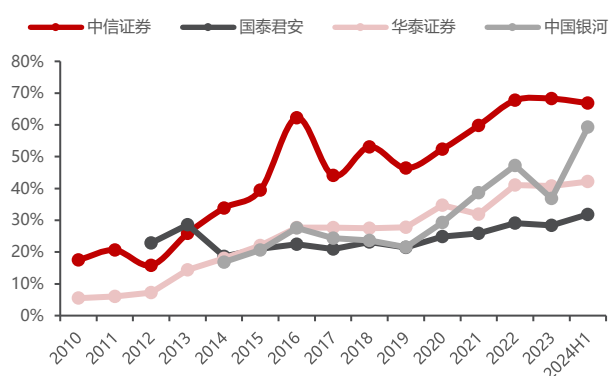
券公司为机构客户提供差异化服务，面向机构的代买证券业务收入有望保持稳定。

图39：上市券商平均交易佣金率



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图40：头部券商代买证券款中机构资金占比提升

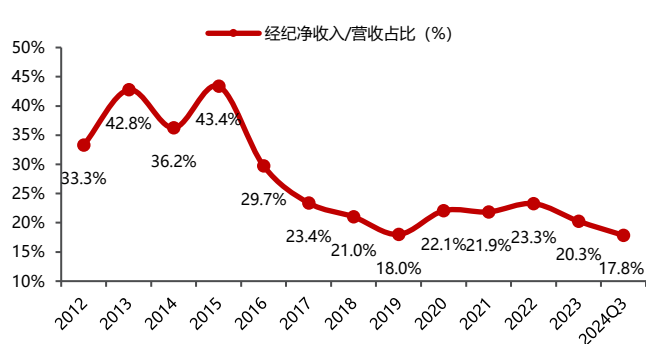


资料来源：中信证券公告、国泰君安公告、华泰证券公告、中国银河公告，民生证券研究院

2.1.3 财富管理转型提升相关收入，被动投资规模持续提升

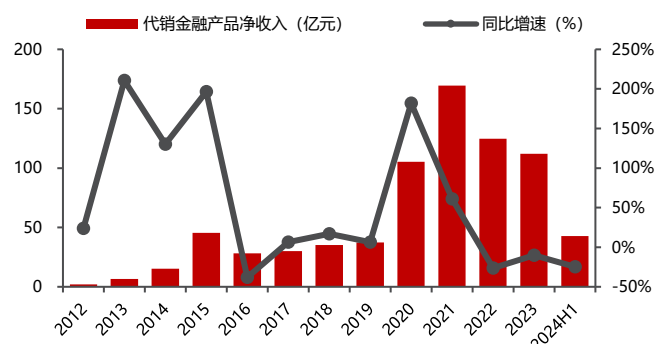
券商投顾人数持续增长，基金代销与投资顾问业务收入占比有望提升。财富管理转型趋势下，上市券商加快构建买方财富管理体系，扩大覆盖客户范围并提升签约客户资产规模。投资顾问人数及业务扩张，带动基金代销收入增长，但当前证券公司基金代销与投资顾问业务收入占比仍然较低。2024年上半年，基金代销业务收入占经纪业务收入比例约9.3%。2011年以来注册证券投资顾问人数规模保持上升趋势。财富管理转型背景下，我们认为未来券商投资顾问人数与相关的基金代销等业务收入有望进入快速增长期。

图41：2024Q3 券商经纪收入占比回落至20%以下

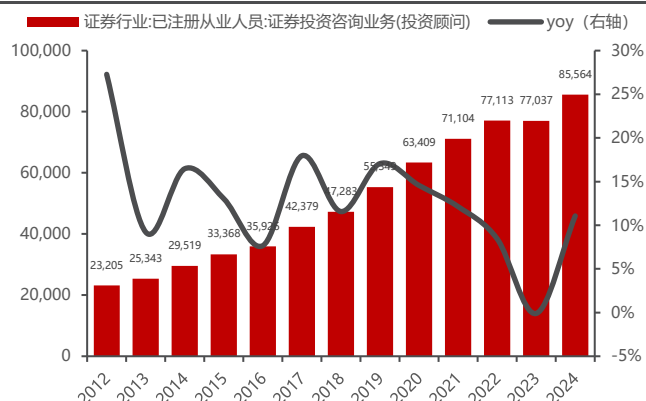


资料来源：iFinD，民生证券研究院

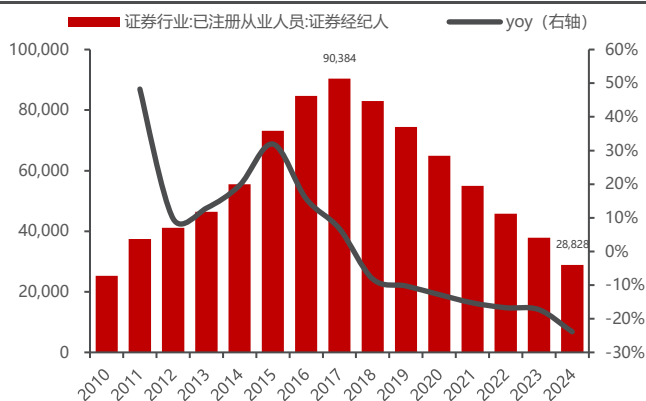
图42：证券公司基金代销收入规模提升



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图43：2012年至今中国证投顾总人数扩张


资料来源：iFinD、中证协，民生证券研究院。注：2024年数据截至12/4

图44：2017年至今国内证券经纪人人数回落


资料来源：iFinD、中证协，民生证券研究院。注：2024年数据截至12/4

关注营收规模排名靠前的头部券商，以及经纪业务占比较高的券商收入弹性。

2024年前三季度，中信证券、华泰证券、国泰君安等头部券商营收处在行业第一梯队，营收增速保持稳步增长。另外，方正证券、华西证券、天风证券等中型券商经纪业务占营收比重较高。我们认为头部券商有望受益于经纪、两融、自营等多业务条线的业绩共振，经纪业务占比较高的券商也有望在市场热度回暖过程中实现业绩快速修复。

表3：截至2024Q3上市券商经纪业务收入占比与营收

排名	2024Q3		2024H1		2023		2024Q3			2024H1			2023		
	证券公司	经纪业务收入占比	证券公司	经纪业务收入占比	证券公司	经纪业务收入占比	证券公司	总营业收入(亿元)	同比(%)	证券公司	总营业收入(亿元)	同比(%)	证券公司	总营业收入(亿元)	同比(%)
1	方正证券	42.3%	天风证券	50.7%	锦龙股份	103.9%	中信证券	461.42	1%	中信证券	301.83	-4%	中信证券	600.68	-8%
2	华西证券	41.1%	华西证券	45.8%	华西证券	46.6%	华泰证券	314.24	15%	华泰证券	174.41	-5%	华泰证券	365.78	14%
3	天风证券	38.7%	长江证券	43.5%	方正证券	46.0%	国泰君安	290.01	7%	中国银河	170.86	-2%	国泰君安	361.41	2%
4	长江证券	36.7%	方正证券	42.8%	华林证券	42.8%	中国银河	270.86	6%	国泰君安	170.70	-7%	中国银河	336.44	0%
5	华林证券	31.1%	华林证券	35.0%	长江证券	40.5%	广发证券	191.37	6%	广发证券	117.78	-11%	广发证券	233.00	-7%
6	锦龙股份	29.4%	中银证券	30.1%	华创云信	37.7%	申万宏源	174.56	0%	申万宏源	108.76	-11%	中信建投	232.43	-16%
7	光大证券	28.5%	华创云信	29.9%	中银证券	28.7%	中信建投	143.15	-37%	招商证券	95.95	-11%	中金公司	229.90	-12%
8	中银证券	28.3%	光大证券	29.7%	招商证券	27.9%	招商证券	142.79	-12%	中信建投	95.28	-29%	海通证券	229.53	-12%
9	中原证券	28.1%	国金证券	28.8%	光大证券	27.6%	东方证券	140.79	-5%	中金公司	89.11	-28%	申万宏源	215.01	4%
10	国金证券	27.1%	太平洋	28.0%	天风证券	27.3%	中金公司	134.49	-27%	海通证券	88.65	-48%	招商证券	198.21	3%
11	中泰证券	26.6%	国信证券	27.5%	中原证券	27.0%	海通证券	128.99	4%	东方证券	85.71	-1%	浙商证券	176.38	5%
12	华创云信	26.5%	中泰证券	27.1%	华安证券	26.4%	国信证券	122.71	-10%	浙商证券	80.00	-5%	国信证券	173.17	9%
13	中信建投	26.2%	锦龙股份	26.9%	国信证券	25.1%	浙商证券	118.96	-6%	国信证券	77.57	-5%	东方证券	170.90	-9%
14	招商证券	25.7%	招商证券	26.9%	西南证券	25.1%	兴业证券	88.11	10%	兴业证券	53.91	-22%	中泰证券	127.62	37%
15	国信证券	24.8%	中信建投	26.4%	广发证券	24.9%	东吴证券	84.37	-5%	中泰证券	50.99	-23%	东吴证券	112.81	8%
16	太平洋	24.4%	财达证券	26.4%	国金证券	24.5%	东兴证券	80.68	-13%	东兴证券	50.51	-5%	兴业证券	106.27	0%
17	财达证券	24.1%	国联证券	25.7%	财达证券	24.1%	中泰证券	74.24	53%	东兴证券	48.78	168%	光大证券	100.31	-7%
18	信达证券	22.3%	广发证券	23.5%	中信建投	23.9%	光大证券	64.06	113%	光大证券	41.84	-32%	方正证券	71.19	-8%
19	西南证券	20.9%	华安证券	22.3%	太平洋	23.8%	方正证券	54.33	-30%	方正证券	37.22	-8%	长江证券	68.96	8%
20	广发证券	20.8%	信达证券	22.0%	中泰证券	23.1%	国元证券	50.55	-12%	西部证券	33.29	-15%	西部证券	68.94	30%

资料来源：iFinD，民生证券研究院

2.2 自营业务：互换便利或提升股票持仓规模，风控约束放

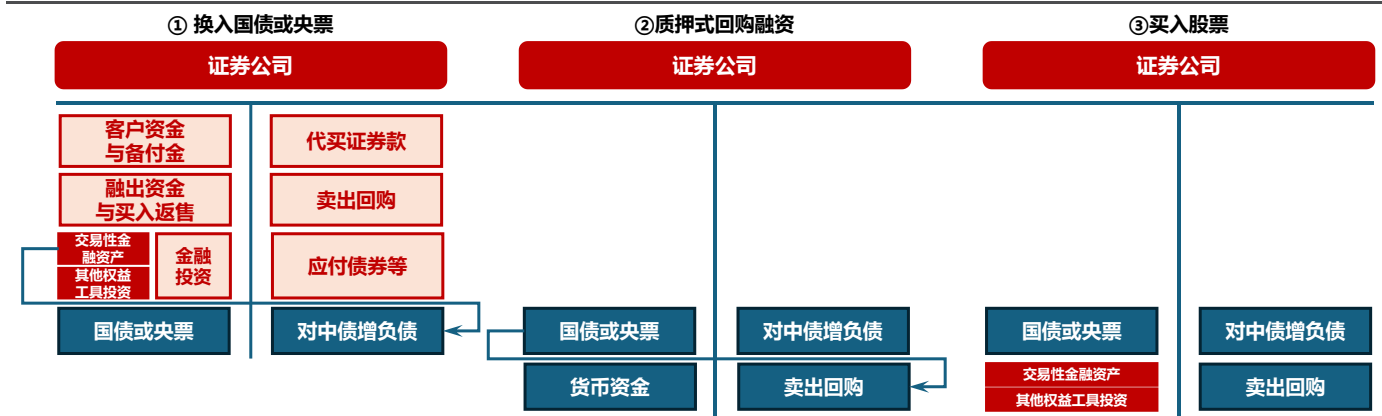
松利好头部券商

2.2.1 互换便利或提升券商自营权益持仓，加速业绩企稳进程

央行创设互换便利工具，有望提升非银机构资金获取与股票增持能力。9月央行创设互换便利（SFISF）工具，支持符合条件的证券、基金、保险公司通过资产质押从中央银行获取流动性。首期操作规模达5000亿元，获取资金只能用于股票市场。符合条件的机构可以持有的沪深300、ETF资产作抵押，换取国债和央票等高流动性资产以融资，有望大幅提升非银机构的资金获取能力和股票增持能力。

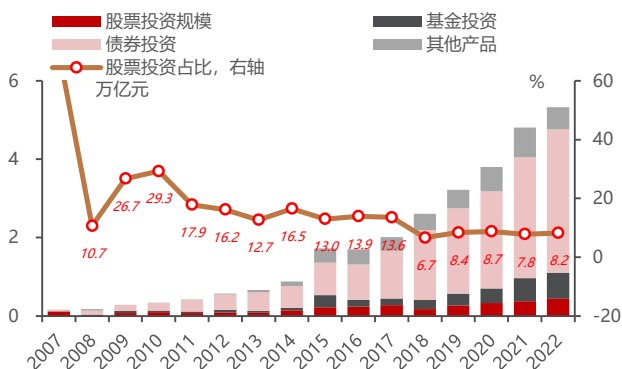
证券行业自营投资规模中权益占比偏低，互换便利工具有望提升券商权益类资产持仓意愿。据中国基金报援引中证协数据，2024年上半年证券行业自营投资规模达6.14万亿元。但2018年以来股票仓位回落至7%-8%左右，行业持有自营股票资产约4000-5000亿元，权益类资产持仓占比整体低于固收类资产。我们认为2000亿互换便利工具全面落地后，证券公司开展质押回购并购入股票，有助于提升自营股票投资和做市业务规模。购入股票可计入交易性金融资产和其他权益工具投资（权益OCI）科目，投资收益提升也有望加速证券公司业绩企稳进程。

图45：互换便利工具有望提升券商权益类资产规模



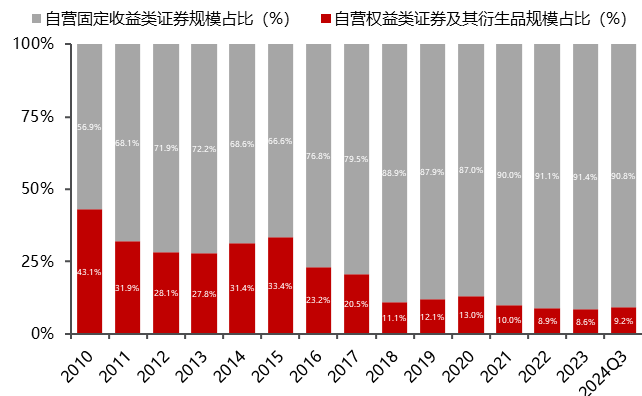
资料来源：中国人民银行，民生证券研究院整理

图46：证券行业自营投资持仓分项规模



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图47：自营权益类资产配置占比低于固收类资产



资料来源：iFinD，民生证券研究院

2.2.2 风控指标约束放松，头部券商有望提升 ROE

今年 9 月 20 日证监会修订发布《证券公司风险控制指标计算标准规定》，对券商风控指标作精细化调整：一是对证券公司投资股票、做市等业务的风险控制指标计算标准予以优化。例如投资沪深 300 指数成份股的市场风险准备计算标准从 10%降低至 8%，计算流动性覆盖比率的折算系数上调至 50%。有助于进一步引导证券公司充分发挥长期价值投资等功能作用。二是根据券商风险管理水平，优化风控指标分类调整系数。如各券商风险资本准备每年根据上年分类评价结果调整，连续 3 年 AA 级以上的调整系数调降至 0.4，支持合规稳健的优质证券公司适度提升资金使用效率。三是对证券公司所有业务活动纳入风险控制指标约束范。四是对创新业务和风险较高的业务从严设置风险控制指标计算标准，例如对股指期货、权益互换及卖出期权的风险资本准备计算标准从 20%上调至 30%等。

风控指标计算方式修订优化有望放松头部券商指标约束，同步提升扩表空间和盈利能力。此次修订进一步细化风险控制指标计算方式，尤其明确对优质证券公司的风控指标适当予以优化，支持合规稳健的优质证券公司适度拓展资本空间。根据《证券公司分类监管规定》，证券公司分为 A-E 等 5 大类 11 个级别。从 2017-2021 年分类名单来看，资产规模较大的头部券商多数分类排名靠前，同时 2019-2021 年的 3 年期间 AAA 级分类券商数量有所增加。

我们认为风控机制完善的头部券商的资本约束进一步打开，同时激励机制完善有望推动行业风险控制能力持续提升，更好为实体经济提供综合金融服务。本次新规实施后，一方面从行业格局层面来看，新规执行或更加利好头部券商；另一方面有望提升证券行业潜在杠杆率和 ROE。

表4：9月券商风控指标新规涉及的指标修改

附件表	项目	2020年《规定》	2024年《规定》
证券公司净资本计算表	核心净资本		
	借入的次级债		对于证券公司发行的附有选择权的次级债，无论选择权属于证券公司或投资者，应当根据审慎原则，在计入净资本时按剔除选择权年限的期限确定计入比例
证券公司风险资本准备计算表	1.市场风险资本准备		
	上海 180 指数、深圳 100 指数、沪深 300 指数、中证 500 指数成份股	计算标准为 10%	纳入中证 500 指数成份股，计算标准为 8%
	一般上市股票	计算标准为 30%	计算标准为 25%
	分级基金中的非优先级基金	计算标准为 50%	删除分项
	股指期货、权益互换及卖出期权	计算标准为 20%	计算标准为 30%
	信用评级 AAA 级/AA 级/BBB 级/BBB 级以下的信用债券	计算标准为 10%/15%/50%/80%	纳入银行承兑汇票
	现金管理类理财产品		计算标准为 5%
	未约定先行承担亏损的集合及信托等产品	计算标准为 25%	更名为“其他”，计算标准为 25%
	约定先行承担亏损的集合及信托等产品	计算标准为 50%	仅限分级产品中的非优先级，计算标准为 50%
	2.信用风险资本准备		
	非全额保证金的权益互换		计算标准为 5%
	4.特定风险资本准备		
单一资管计划投资标准化资产	计算标准为 3%	计算标准为 0.1%	
单一资管计划投资其他非标资产	计算标准为 0.8%	计算标准为 3%	
集合资管计划投资标准化资产	计算标准为 5%	计算标准为 0.1%	
集合资管计划投资其他非标资产	计算标准为 3%	计算标准为 5%	

	私募证券投资基金托管业务		计算标准为 0.2%
	为区域性股权市场提供服务		计算标准为 1%
	黄金租借业务		计算标准为 2%
证券公司表内外资产 总额计算表	表外项目		
	2.资产管理业务	计算标准为 3%	计算标准为 0.5%
证券公司流动性覆盖 率计算表	优质流动性资产		
	信用评级 AAA 级/AA+ (含) 以上 级信用债券	计算标准为 96%/90%	纳入银行承兑汇票
	货币资金	计算标准为 90%	纳入利率债指数基金、现金管理类理财产品； 扣减已冻结或质押部分
	上海 180 指数、深圳 100 指数、 沪深 300 指数、中证 500 指数成 份股及宽基指数类 ETF	计算标准为 40%	计算标准为 50%
	未来 30 日现金流出		
	信用评级 AAA 级/AA+ (含) 以上 级信用债券	计算标准为 4%	纳入银行承兑汇票
	债券基金	计算标准为 10%	纳入公募 REITs
大宗商品衍生品 (不含期权)	计算标准为 12%	计算标准为 8%	
证券公司净稳定资金 率计算表	可用稳定资金		
	剩余存续期大于等于 6 个月小于 1 年的借款和负债：次级债务、长期 借款、应付债券		20%/10%/0%
	所需稳定资金		
	其他所有资产：到期日在 6 个月以 内/1 年以内/1 年以上		50%/75%/100%
证券公司风险控制指 标计算表	持有本公司或子公司管理的单个集 合资产管理计划的规模与其总规模 的比例前 5 名		预警标准不超过 40%/监管标准不超过 20%

资料来源：证监会，民生证券研究院

互换便利细则为换出的国债和央票实施专项额度管理，不占用存量额度，并放宽相关经营性指标。根据券商中国报道，本次互换便利在风控指标方面给予多项约束放松：**第一，质押回购融资方面**，参与互换便利换入国债、互换央票、通过银行间市场的融资行为，不占用银行间市场债券借贷规模，不计入债券交易正回购余额。**第二，换入高等级债券与买入权益资产方面**，互换便利换入的国债和央票，不纳入“自营非权益类证券及其衍生品/净资本”分子计算范围；开展相关自营投资、做市交易持有的权益类资产，不纳入“自营权益类证券及其衍生品/净资本”分子计算范围。即换入债券与购入资产均不影响券商净资本相关指标。**第三，参与互换便利提交的质押资产，按照自营持仓计算各项风控指标，无需调整为“已冻结或质押”。**换入的国债、互换央票及回购融资后开展自营投资、做市交易持有的权益类资产，不计入表内资产总额、减半计算市场风险和所需稳定资金。我们认为指标约束放松有助于提升券商参与互换便利工具积极性，提升自营投资对权益类资产的持仓规模。

2.3 投资银行业务：并购重组与债券承销重要性或提升

2.3.1 并购重组支持政策出台，市场热度有望回升

2024 年多项并购重组支持政策出台。9 月 24 日晚，证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，同时发布《关于修改〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定（征求意见稿）》，同日沪深交易所公告拟对并购重组规则进行相应优化。2024 年第三个新“国九条”、“科创板八条”等新政中也提出加大并购重组改革力度，支持科创板上市公司并购重组等。

表5：2024 年资本市场基础制度加快完善

时间	分类	发布文件	主要内容
2024/4/12	并购重组	国务院《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。 鼓励上市公司聚焦主业，综合运用并购重组、股权激励等方式提高发展质量。 加大退市监管力度。 加强并购重组监管 ，强化主业相关性，严把注入资产质量关，加大对“借壳上市”的监管力度，精准打击各类违规“保壳”行为。加强证券基金机构监管，推动行业回归本源、做优做强。 支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式提升核心竞争力 ，鼓励中小机构差异化发展、特色化经营。加强交易监管，增强资本市场内在稳定性。大力推动中长期资金入市，持续壮大长期投资力量。进一步全面深化改革开放，更好服务高质量发展。 加大并购重组改革力度，多措并举活跃并购重组市场。 推动形成促进资本市场高质量发展的合力。
2024/6/19	并购重组	证监会《关于深化科创板改革 服务科技创新和新质生产力发展的八条措施》	强化科创板“硬科技”定位。开展深化发行承销制度试点。优化科创板上市公司股债融资制度。 更大力度支持并购重组 。完善股权激励制度。完善交易机制，防范市场风险。加强科创板上市公司全链条监管。积极营造良好市场生态。
2024/9/20	风险控制	证监会《证券公司风险控制指标计算标准规定》（修订版）	一是对证券公司投资股票、做市等业务的风险控制指标计算标准予以优化，进一步引导证券公司充分发挥长期价值投资、服务实体经济融资、服务居民财富管理等功能作用。二是根据证券公司风险管理水平，优化风控指标分类调整系数，支持合规稳健的优质证券公司适度提升资本使用效率，更好为实体经济提供综合金融服务。三是对证券公司所有业务活动纳入风险控制指标约束范围，明确证券公司参与公募 REITs 等新业务风险控制指标计算标准，提升风险控制指标体系的完备性和科学性，夯实风控基础。四是对创新业务和风险较高的业务从严设置风险控制指标计算标准，加强监管力度，提高监管有效性。
2024/9/24	并购重组	证监会《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》、《上市公司重大资产重组管理办法》	一是支持上市公司向新质生产力方向转型升级。二是鼓励上市公司加强产业整合。 三是进一步提高监管包容度。四是提升重组市场交易效率。五是提升中介机构服务水平。 六是依法加强监管。
2024/9/24	市值管理	中国证监会《上市公司监管指引第 10 号——市值管理（征求意见稿）》	要求上市公司以提高上市公司质量为基础，提升经营效率和盈利能力，并结合实际情况依法合规 运用并购重组、股权激励、现金分红、投资者关系管理、信息披露、股份回购等方式，推动上市公司投资价值提升。 明确了上市公司董事会、董事和高级管理人员、控股股东等相关方的责任，并对主要指数成份股公司披露市值管理制度、长期破净公司披露估值提升计划等作出专门要求。同时，明确禁止上市公司以市值管理为名实施违法违规行。
2024/9/26	中长期资金	中央金融办、中国证监会《关于推动中长期资金入市的指导意见》	一是建设培育鼓励长期投资的资本市场生态。二是大力发展权益类公募基金，支持私募证券投资基金稳健发展。三是着力完善各类中长期资金入市配套政策制度。

资料来源：中国政府网、证监会，民生证券研究院

2014 年并购重组政策密集，同样助推市场热度回升。2014 年 5 月，国务院发布第二个新“国九条”，其中提出：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。鼓励市场化并购重组，充分发挥资本市场在企业并购重组过程中的主渠道作用等。2014 年 10 月，证监会发布《上市公司重大资产重组管理办法》和《关于修改〈上市公司收购管理办法〉的决定》，对不构成借壳上市的上市公司重大购买、出售、置换资产行为取消审批，2015 年证监会发布《关于鼓励上市公司兼并重组、现金分红及回购股份的通知》，

首次推出定向可转债作为并购支付工具。系列政策的出台推动并购重组市场热度持续上升。

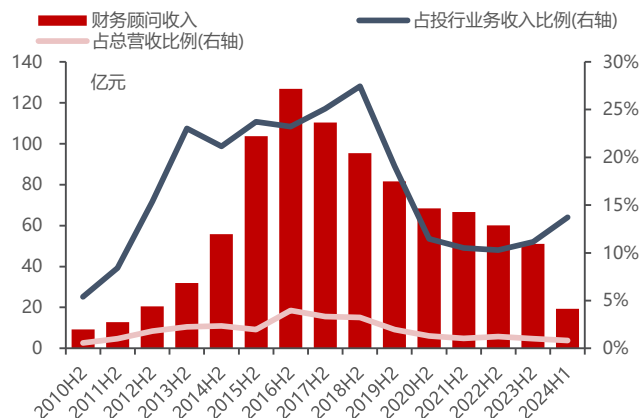
表6：2014-2015 年并购重组政策回顾

时间	分类	发布文件	主要内容
2015/11/4	国有资本	国务院《关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见》	按照国有资本布局结构调整要求，加快推动国有资本向重要行业、关键领域、重点基础设施集中，向前瞻性战略性产业集中，向产业链关键环节和价值链高端领域集中，向具有核心竞争力的优势企业集中。 清理退出一批、重组整合一批、创新发展一批国有企业 ，建立健全优胜劣汰市场化退出机制，加快淘汰落后产能和化解过剩产能，处置低效无效资产
2015/9/24	国有资本	国务院《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》	在国家有明确规定的特定领域，坚持国有资本控股，形成合理的治理结构和市场化经营机制； 在其他领域，鼓励通过整体上市、并购重组、发行可转债等方式，逐步调整国有股权比例 ，积极引入各类投资者，形成股权结构多元、股东行为规范、内部约束有效、运行高效灵活的经营机制。
2015/8/31	行政审批、融资方式	证监会等《关于鼓励上市公司兼并重组、现金分红及回购股份的通知》	<ul style="list-style-type: none"> - 在并购重组监管中将进一步简政放权，扩大并购重组取消行政审批的范围，简化审批程序，通过批量安排上重组委会议，提高审核效率。在现有较为多元的定价区间选择和发行调价机制安排的基础上，进一步优化市场化定价机制、提供灵活定价空间 - 鼓励支付工具和融资方式创新，在现金支付、股份支付、资产置换等方式外，推出定向可转债作为并购支付工具。鼓励国有控股上市公司依托资本市场加强资源整合，调整优化产业布局结构，提高发展质量和效益；有条件的国有股东及其控股上市公司要通过注资等方式，提高可持续发展能力；支持符合条件的国有控股上市公司通过内部业务整合，提升企业整体价值 - 推动银行以并购贷款、综合授信等方式支持并购重组，并通过多种方式为跨国并购提供金融支持
2015/5/8	不良资产	国务院政策例行吹风会	银保监会副主席周慕冰表示，加大不良资产处置核销力度，积极采用市场化手段，多渠道、批量化处置不良资产，为新增贷款腾出空间。在加强风险防控的前提下， 通过回收再贷、贷款重组、发放并购贷款等方式，充分盘活沉淀在低效领域的信贷资源
2014/10/23	行政审批、并购基金	证监会《上市公司重大资产重组管理办法》、《关于修改〈上市公司收购管理办法〉的决定》	<ul style="list-style-type: none"> - 对不构成借壳上市的上市公司重大购买、出售、置换资产行为取消审批 - 取消要约收购事前审批及两项要约收购豁免情形的审批 - 鼓励依法设立的并购基金、股权投资基金、创业投资基金、产业投资基金等投资机构参与上市公司并购重组
2014/5/9	鼓励市场化并购重组	国务院《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》	<ul style="list-style-type: none"> - 加快建设多渠道、广覆盖、严监管、高效率的股市场，规范发展债券市场，拓展期货市场，着力优化市场体系结构、运行机制、基础设施和外部环境，实现发行交易方式多样、投融资工具丰富、风险管理功能完备、场内场外和公募私募协调发展。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 - 鼓励市场化并购重组。充分发挥资本市场在企业并购重组过程中的主渠道作用，强化资本市场的产权定价和交易功能，拓宽并购融资渠道，丰富并购支付方式。尊重企业自主决策，鼓励各类资本公平参与并购，破除市场壁垒和行业分割，实现公司产权和控制权跨地区、跨所有制顺畅转让 - 体制机制进一步完善。企业兼并重组相关行政审批事项逐步减少，审批效率不断提高，有利于企业兼并重组的市场体系进一步完善，市场壁垒逐步消除 - 政策环境更加优化。有利于企业兼并重组的金融、财税、土地、职工安置等政策进一步完善，企业兼并重组融资难、负担重等问题逐步得到解决，兼并重组服务体系不断健全 - 企业兼并重组取得新成效。兼并重组活动日趋活跃，一批企业通过兼并重组焕发活力，有的成长为具有国际竞争力的大企业大集团，产业竞争力进一步增强，资源配置效率显著提高，过剩产能得到化解，产业结构持续优化
2014/3/24	优化兼并重组市场环境	国务院《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》	<ul style="list-style-type: none"> - 体制机制进一步完善。企业兼并重组相关行政审批事项逐步减少，审批效率不断提高，有利于企业兼并重组的市场体系进一步完善，市场壁垒逐步消除 - 政策环境更加优化。有利于企业兼并重组的金融、财税、土地、职工安置等政策进一步完善，企业兼并重组融资难、负担重等问题逐步得到解决，兼并重组服务体系不断健全 - 企业兼并重组取得新成效。兼并重组活动日趋活跃，一批企业通过兼并重组焕发活力，有的成长为具有国际竞争力的大企业大集团，产业竞争力进一步增强，资源配置效率显著提高，过剩产能得到化解，产业结构持续优化

资料来源：中国政府网、证监会，民生证券研究院

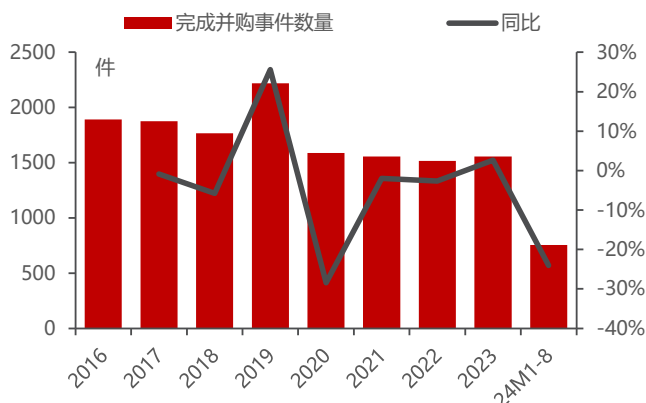
并购重组业务规模扩大有望推动证券公司投行业务收入回升。2024 年上半年，44 家上市券商 1H24 财务顾问业务收入（含并购重组财务顾问收入）占投行业务收入 13.7%，但占营收比重仅 0.8%。我们认为并购重组交易进入活跃期，有助于对券商投行业务提供一定支撑。二级市场交易热度修复，也有助于提振投资者信心。

图48：上市券商财务顾问收入占比有望提升



资料来源：iFinD，民生证券研究院；注：2024年数据截至6/30

图49：A股上市公司完成并购事件数量



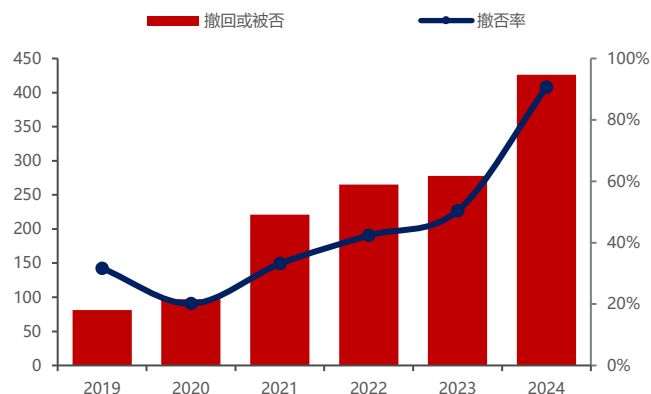
资料来源：iFinD，民生证券研究院；注：2024年数据截至8/31

2.3.2 IPO与再融资规模缩量，债券承销提供支撑

2024年上市公司融资节奏放缓，投融资改革进程加速。新“国九条”指出要严把发行上市“入口关”，压实发行人第一责任和中介机构“看门人”责任等，保护投资者合法权益。政策监管强化背景下，上市公司融资节奏有所放缓。根据同花顺统计，2024年1-11月A股IPO和再融资额分别为539亿元、1405亿元，同比下降84%和80%。随着市值管理指引正式稿落地，上市公司分红和增持回购力度提升，有望持续改善资本市场投资回报水平，加快资本市场投融资综合改革进程，融资端或逐步恢复，我们预计2025年IPO节奏或将保持平稳。

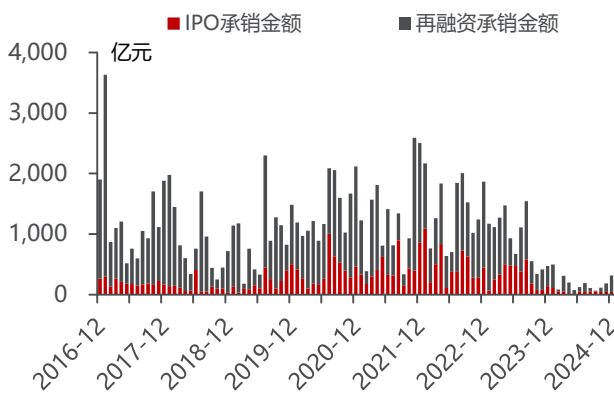
2024年IPO项目整体撤否率提升，债权承销规模保持稳定。已上会IPO项目仍保持着较高通过率，但IPO项目整体撤否率提升。截至12/26，今年IPO撤否项目数达426个，数量高于2019-2023年。但同期债券发行规模与券商债券承销规模保持稳定，有望对投行业务规模提供一定支持。

图50：2024年IPO上会通过率维持高位但撤否率提升



资料来源：iFinD，民生证券研究院。注：截至2024/12/26

图51：IPO与再融资承销金额规模



资料来源：iFinD，民生证券研究院。注：2024年截至12/21

2.4 证券行业各项业务规模预测

2.4.1 主要假设与重点指标

从各分项业务看：

第一，经纪业务方面，交投热度延续成交额有望持续回升。截至 2024Q3 的沪深两市日均股基成交额为 9210 亿元，同比下降 8.6%。“924”新政后市场显著回暖，10/1-12/26 日均股基成交额已回升至 2.09 万亿元，有望带动全年日均股基成交额同比增速回正。在悲观/中性/乐观场景下，我们假设 2024 年最后 3 个交易日的日均股基成交额分别为今年最低/平均/最高值，则 2024 全年同比增速分别为 20%/ 21%/ 25%。在新“国九条”及资本市场“1+N”配套制度体系逐步完善的基础上，2025 年增量政策预计将加速出台，股市交投活跃度有望保持较高水平，结合 2012-2024 年股基成交额年复合增速，同样在悲观/中性/乐观场景下，我们预计 2025 年 A 股日均股基成交额有望同比增长 2%/ 5%/ 8%。

第二，信用业务方面，融资余额增速或小幅提升。市场情绪回暖有望带动全市场融资余额恢复，在悲观/中性/乐观场景下，我们预计 2024 年末融资融券余额增速分别为 13%/ 14%/ 18%，2025 年末融资融券余额增速分别为-3%/ 2%/ 5%。2024 年 7 月 11 日证监会暂停转融券业务，我们预计未来融券规模有所回落。9 月央行创设上市公司增持回购再贷款，鼓励商业银行向上市公司放贷以增持回购，贷款利率原则上不超过 2.25%，商贷可能对券商股票质押业务存在一定分流。但股市企稳叠加经济回暖，仍然有助于提升上市公司股权质押和扩张意愿。预计信用业务收入保持稳中有升状态。

第三，投行业务方面，并购重组与债权承销有望成为主要支撑。2024 年股权融资规模大幅回落，IPO 与再融资规模或维持低位，而并购重组规模有望回升，债券承销规模则保持增长。我们预计 2024 年三类场景下股权融资规模分别同比下降 82%/ 78%/ 75%，公司债融资规模分别同比增长 20%/ 25%/ 30%。而 2025 年 A 股股权承销规模有望筑底企稳，债权承销或延续增长趋势。我们预计 2025 年三类场景下股权融资规模分别同比增长 0%/ 8%/ 15%，公司债融资规模分别同比增长 5%/ 10%/ 20%。

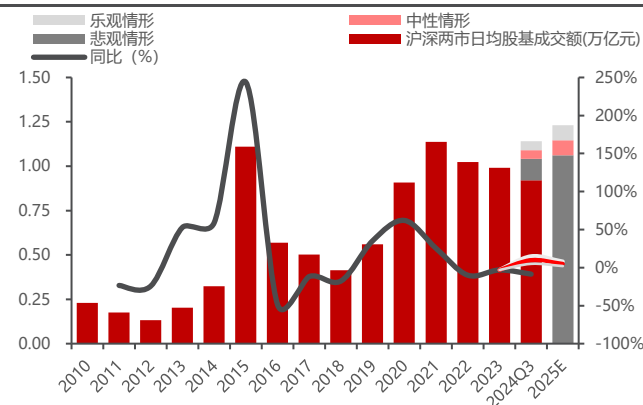
表7：2024-2025 年证券行业重点指标预测

业务	相关变量	2023	YoY	24Q1-3	YoY	24M1-11	YoY	场景	2024E	YoY	2025E	YoY
经纪	A 股日均股基成交额 (亿元)	9,917	-3.1%	9,210	-8.6%	11,502	15.0%	乐观	12,396	25.0%	13,388	8.0%
								中性	12,000	21.0%	12,600	5.0%
								悲观	11,900	20.0%	12,138	2.0%
信用	两融余额期末值 (亿元)	16,509	7.2%	14,402	-9.5%	18,444	10.3%	乐观	19,480	18.0%	20,454	5.0%
								中性	18,820	14.0%	19,196	2.0%
								悲观	18,655	13.0%	18,095	-3.0%
投行	股权融资规模 (亿元)	9,813	-27.7%	1,646	-80.8%	1,944	-79.2%	乐观	2,453	-75.0%	2,821	15.0%
								中性	2,159	-78.0%	2,332	8.0%
								悲观	1,646	-83.2%	1,646	0.0%

公司债融资 (亿元)	2,341	-20.6%	2,223	28.4%	2,718	24.7%	乐观	3,043	30.0%	3,651	20.0%
							中性	2,926	25.0%	3,218	10.0%
							悲观	2,809	20.0%	2,949	5.0%

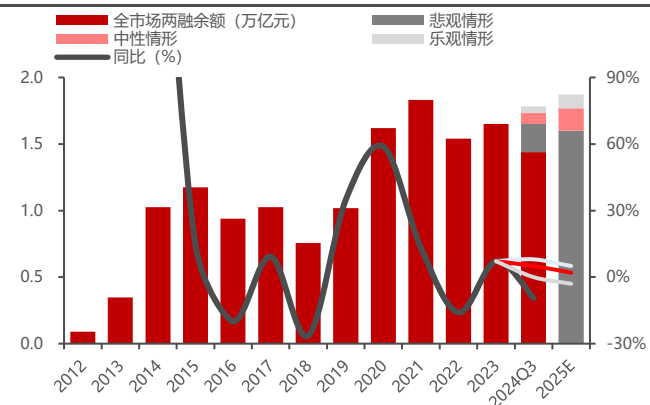
资料来源：iFinD，民生证券研究院预测。注：(1) 在悲观/中性/乐观场景中，我们假设 2024 年剩余交易日的日均股基成交额、融资融券余额环比变动、股权与公司债融资规模，分别等于年内最低/平均/最高值。(2) 2025 年中性场景各项变量增速结合 2020-2023 年至今复合增速设置。

图52：2025 年中性情形下日均股基成交额有望回升



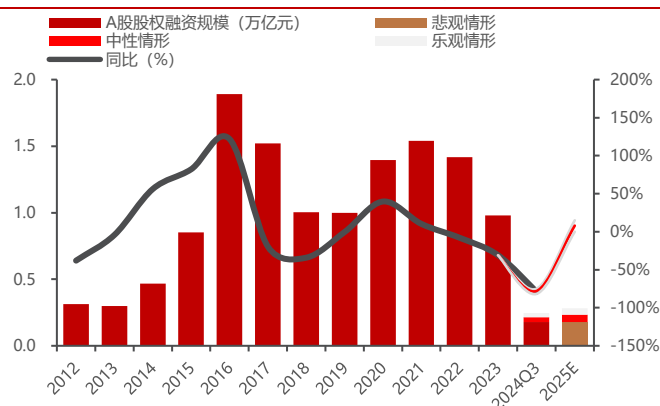
资料来源：iFinD，民生证券研究院预测

图53：2025 年中性情形下全市场两融余额或稳步增长



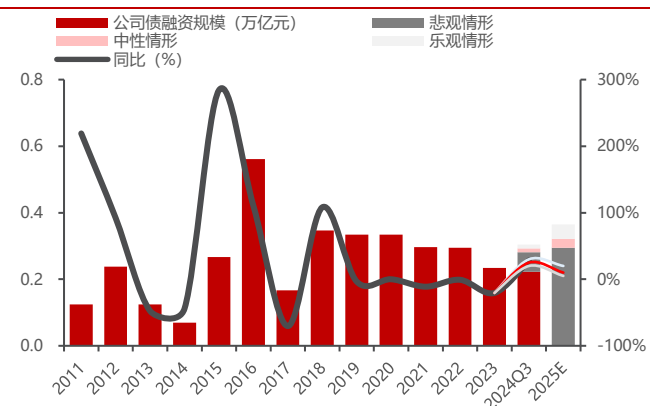
资料来源：iFinD，民生证券研究院预测

图54：2025 年中性情形下股权融资规模或筑底企稳



资料来源：iFinD，民生证券研究院预测

图55：2025 年中性情形下公司债发行规模有望提升



资料来源：iFinD，民生证券研究院预测

2.4.2 业务收入预测

根据以上分析假设，我们对 2024-2025 年证券行业营收增速及收入结构进行拆分预测。

1. 自营业务：2024Q1-Q3 行业自营业务收入 1482 亿元，同比+27%。9 月末以来权益市场景气度显著提升，我们预计 2024 年全年行业投资类收入同比维持较快增速，且市场回暖具备持续性，2025 年自营业务收入有望保持增长。中性情景下我们预计 2024-2025 年行业投资类收入同比增长 20%/ 6%。

2.经纪业务：股基成交额有望延续小幅回升状态。尽管行业佣金率整体下行，证券公司并购重组提速有望缓解同质化竞争压力，叠加公募基金降费逐步落地，我们预计未来佣金率下行速度有所放缓。整体来看，我们预计 2024-2025 年行业经纪业务收入有望同比增长 5%/ 5%。

3.资管业务：2024Q3 上市券商资管净收入同比仍维持负增。我们认为权益市场企稳，叠加年末固收类资产热度提升，2025 年券商集合资管规模或将提升，有望带动整体资管规模降幅收窄，并带动券商资管业务收入企稳回升。我们假设中性情景下 2024-2025 年券商资管收入同比增长 0%/ 6%。

4.信用业务：市场情绪回暖，我们预计 2024 年全年两融日均余额有望维持在 1.9 万亿元左右，较 2020-2023 年平均水平有所上升。2023 年 4 月和 8 月证券交易备付金比例迎来两轮下调，叠加 2024 年 11 月券商保证金利率下行，券商利息净收入有望保持稳定。我们预计 2024-2025 年信用业务收入同比-10%/ 6%。

5.投行业务：2024 年前三季度 IPO/再融资/债券承销规模分别为 528 亿元/1933 亿元/11.1 万亿元，同比增速分别为-84%/-72%/-3%。2024 年全年 IPO 与再融资规模保持同比下滑，但并购重组热度上升，2025 年股权融资业务压力有望缓解。而融资成本维持低位，我们预计券商债券承销业务规模保持稳定。综合来看，我们预计 2024-2025 年投行收入同比-40%/ 5%。

在中性场景下，我们预计 2024-2025 年证券行业有望实现 16.4%/ 5.7% 的营收同比增长。

表8：2024-2025 年证券行业收入规模预测

业务分项	2023	YoY	2024Q3	YoY	场景	2024E	YoY	2025E	YoY
营业收入 (亿元)	5020.67	1.7%	3758.06	-2.5%	中性	4,375	16.4%	4,624	5.7%
自营业务 (亿元)	1498.96	91.7%	1482.29	26.5%	中性	1,799	20.0%	1,907	6.0%
经纪业务 (亿元)	1017.33	-11.5%	670.30	-13.6%	中性	1,068	5.0%	1,122	5.0%
资管业务 (亿元)	456.49	3.1%	331.13	-3.6%	中性	456	0.0%	484	6.0%
信用业务 (亿元)	431.71	-25.1%	241.68	-28.6%	中性	389	-10.0%	412	6.0%
投行业务 (亿元)	457.69	-21.6%	218.07	-38.3%	中性	275	-40.0%	288	5.0%
其他业务 (亿元)	1158.50	-17.4%	814.59	-6.4%	中性	389	-10.0%	412	6.0%

资料来源：iFinD，民生证券研究院预测

3 并购重组推动资源整合，创新业务转型加速

3.1 券商并购重组有望推动业绩改善

3.1.1 2024 年券商收并购持续推进

2024 年证券行业并购案例持续推进，资产购买形式多元化。自今年第三个“国九条”发布以来，国央企背景券商积极响应做强国有资本导向，并购重组进程提速。2024 年 8 月深圳国资委体系下的国信证券筹划收购万和证券股权，2024 年 9 月上海国资旗下国泰君安筹划吸并海通证券，从筹划至发布交易草案均不足 4 个月。中小券商也可以通过跨区域、跨业务条线收并购，扩大经营范围和业务规模。若合并方案顺利完成，收并购主体各项业务规模有望在 2024 年基础上取得明显提升。

表9：2024 年证券行业并购案例推进情况

交易特征/并购案例	国泰君安 +海通证券	国信证券 +万和证券	国联证券 +民生证券	西部证券 +国融证券	浙商证券 +国都证券
购买方式	换股吸收合并	发行股份购买资产		支付现金	
首次披露日期	2024-09-06	2024-08-22	2024-04-26	2024-06-21	2024-05-11
购买方	国泰君安	国信证券	国联证券	西部证券	浙商证券
购买方实控人	上海市国资委(上海国际集团)	深圳市国资委(深投控)	无锡市国资委(国联集团)	陕西省国资委(陕西投资集团)	浙江省国资委(浙江省交投集团、上三高速)
被收购方实控人	无(第一大股东为上海国盛集团)	深圳市国资委	无锡市国资委(国联集团)	北京长安投资集团	无(第一大股东为中诚信托)
购买标的	海通证券 100%股权	万和证券 96.08%股权	民生证券 99.26%股权	国融证券 64.60%股权	国都证券 19.15%股权(受让)、7.42%股权(竞拍)
标的股价(元/股)	A 股 8.57 元/股 H 股 3.58 港元/股	-	-	3.32	2.67
标的股数(亿股)	130.64(A 股 96.55) H 股 34.10	-	-	7.50	11.16
标的价值(亿元)	827.43	122.08	51.92	294.92	24.91
增发股价(元/股)	A 股 13.83 元/股 H 股 7.73 港元/股	8.60	11.17	-	-
增发股数(亿股)	81.00(A 股 59.86) H 股 21.14	6.04	26.40	-	-
增发股数占比(%)	91.0%	5.9%	48.3%	-	-
募集配套资金(亿元)	100.00	0.00	20.00	-	-
募配资金用途	国际化业务、交易投资业务、数字化转型建设、补充营运资金	-	向民生证券增资，提升财富管理专业服务能力，夯实科技基础底座	-	-
募配股价(元/股)	15.97	-	待定	-	-
募配股数(亿股)	6.26	-	2.50	-	-
募配股数占比(%)	7.0%	-	8.8%	-	-
筹划/停牌	2024/9/6	2024/8/22	2024/4/26	2024/6/21	-
发布交易预案/董事会决议	2024/10/10	2024/9/5	2024/5/15	2024/11/6	2024/3/29
发布交易草案	2024/11/22	2024/12/7	2024/8/9	-	-
股东大会审议	2024/12/14	-	2024/9/5	2024/12/7	2024/5/27(参与竞拍)
发布草案修订稿/申报稿	-	-	2024/12/4	-	-
交易所审核	-	-	2024/12/17	-	-
证监会批准/核准/注册	-	-	-	-	2024/12/4

资料来源：iFinD，各公司公告，民生证券研究院

表10：券商并购完成后的潜在业务规模

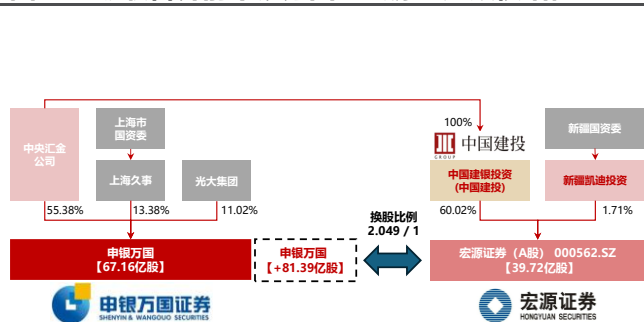
券商简称	营业收入 (亿元)	投行业务净收入 (亿元)	经纪业务 (亿元)	资管业务 (亿元)	利息净收入 (亿元)	自营业务 (亿元)	总资产规模 (亿元)	合并后资产规模 (亿元)	合并后资产规模排名 (位)
国泰君安	381.13	28.28	61.40	38.34	27.62	121.05	9,319	16,252	2 (不变)
海通证券	132.78	17.57	33.91	19.02	35.27	-14.36	6,932		
国信证券	171.45	9.14	40.97	7.81	10.53	73.18	4,841	4,973	11 (不变)
万和证券**	4.99	0.79	0.88	0.13	0.28	2.85	132		
浙商证券	169.13	6.50	26.05	4.66	8.26	11.71	1,455	1,795	19 (13)
国都证券*	13.33	0.08	2.68	0.04	-0.34	9.15	340		
国联证券	24.53	3.27	5.23	6.33	-1.86	10.39	1,029	1,666	20 (16)
民生证券*	30.71	14.47	9.06	0.84	-0.49	4.86	637		
西部证券	56.01	2.60	7.22	1.75	-2.07	20.54	965	1,141	25 (13)
国融证券**	9.67	2.49	1.64	0.90	0.89	3.08	177		

资料来源：iFinD、公司公告，民生证券研究院测算。注：营业收入及分项收入数据为最近1年（2023Q4-2024Q3）加总，总资产截至2024Q3；（*）国都证券及民生证券业务数据截至2024H1；（**）万和证券及国融证券业务数据截至2023H2。资产规模排名截至2024Q3。

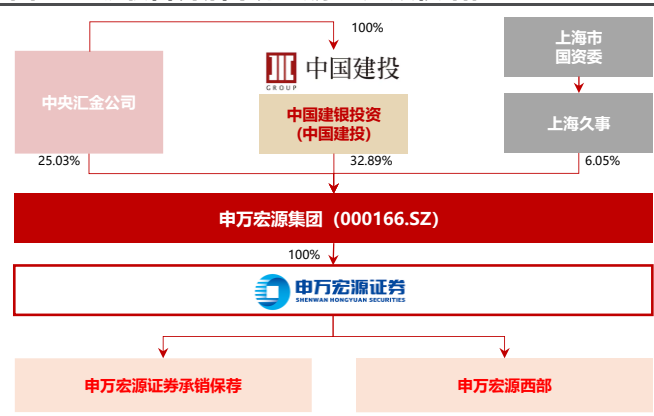
3.1.2 案例回顾：2015年申万宏源重组上市，并购助力收入提升

2014年中央汇金旗下申银万国吸收合并宏源证券，实现重组上市。2014年发布的第二个“国九条”提出提高证券期货服务业竞争力，证券公司通过上市等渠道补充资本金的需求迫切。申银万国与宏源证券实控人均为中央汇金公司，在“一参一控”政策要求下，重组上市成为申银万国实现上市目标的备选方案。响应落实2014年第二个“国九条”，实现强强联合、优势互补，2014年宏源证券公告开展重大资产重组，由申银万国通过换股方式，吸收合并上市券商宏源证券。2015年1月，存续公司原申银万国证券更名为“申万宏源集团股份有限公司”，在深交所正式挂牌上市。

申万宏源建立“投资控股集团+证券子公司”双层架构，集团以吸合宏源证券后的全部证券类资产及负债出资，设立全资证券子公司申万宏源证券。集团层面保留宏源期货等多个与券商平行子公司，业务范围广泛。而申万宏源证券作为集团的核心子公司，在全国范围内积极拓展业务。

图56：吸收合并前申银万国与宏源证券股权结构


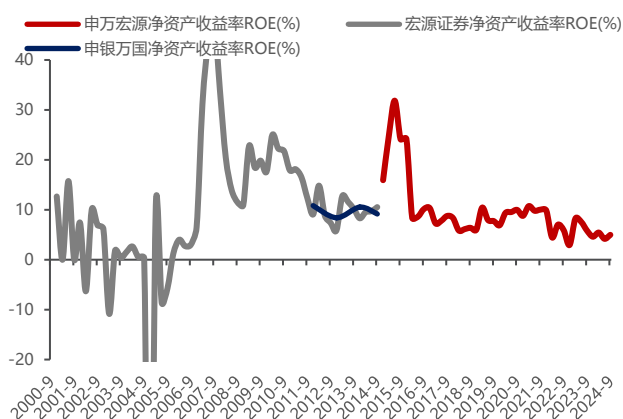
资料来源：宏源证券公告，民生证券研究院。注：数据截至2014Q1。

图57：吸收合并后申万宏源证券股权结构


资料来源：申万宏源公告，民生证券研究院。注：数据截至2015Q1

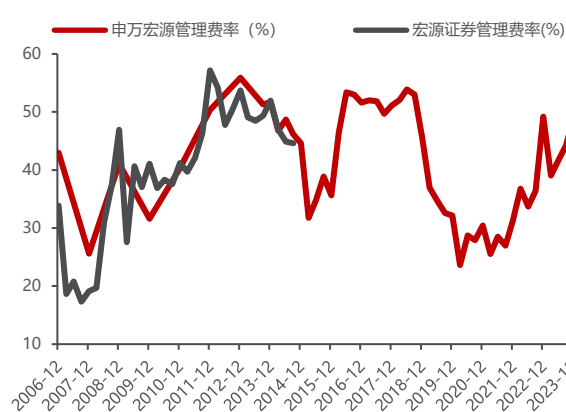
中长期视角来看，收并购有助于单业务条线巩固优势，但盈利能力与费用率有待观察。从主要业务收入规模来看，收并购后申万宏源证券业务规模显著提升。而从盈利指标来看，2014 年申万宏源证券年化 ROE 提升至 15.92%，在 2015 年后 ROE 有所回落。而从管理费率来看，申万宏源 2015 年业务及管理费占营收比例有所下降，但 2016 年转为上升。我们认为收并购后业务及管理费率提升，对于盈利能力的改善可能在中长期体现。

图58：2015 年后申万宏源 ROE 冲高回落



资料来源：iFinD，民生证券研究院。注：截至 2024Q3

图59：2015 年收并购后管理费率先下降后上升



资料来源：iFinD，民生证券研究院。注：截至 2024Q3

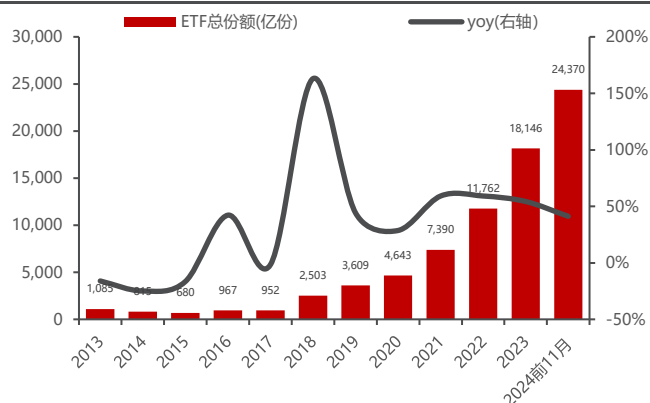
3.2 ETF 与 FICC 等创新业务或现业绩增长点

3.2.1 ETF：被动投资规模快速增长，ETF 业务收入有望快速提升

2024 年国内 ETF 市场迎来显著增长，总规模突破 3 万亿元。根据同花顺 iFinD 统计，截至 2024 年 11 月国内 ETF 总规模达到 3.67 万亿元，同比增速达 79%。根据沪深交易所 9 月发布的上半年《ETF 投资交易白皮书》数据，2023 年 ETF 市场总规模突破 2 万亿元大关，2024 年继续突破 3 万亿元。其中 2024 年上半年沪市 ETF 资金净流入达到 4617 亿元，总成交额达 14.7 万亿元，日均成交额超千亿。

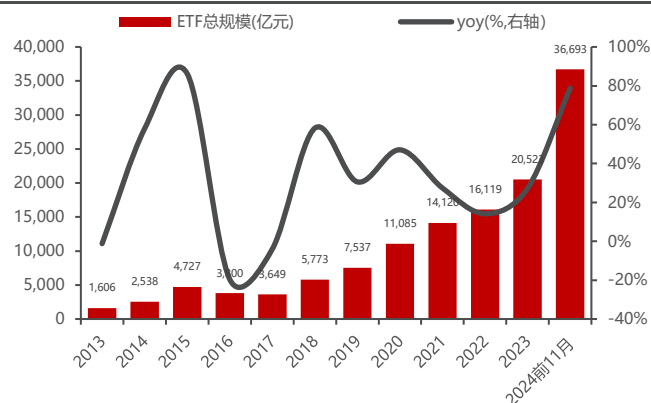
ETF 产品数量和种类不断丰富，成为重要的资产配置工具，ETF 投顾队伍规模有望持续提升。从历史数据来看，2014-2015 年、2018 年和 2020 年 ETF 总规模增速。在权益市场震荡背景下，ETF 产品有望凭借低成本、分散投资、透明度高、流动性强等特性成为资产配合和组合优化的重要产品。伴随 ETF 产品规模和种类的持续提升，券商 ETF 投顾队伍规模和服务质量有望持续提升，通过开放式平台服务，在产品入口端向市场更多管理人开放，配合多元化的投顾服务体系，帮助更多投资者实现资产增值。

图60：2018 年后国内 ETF 总份额持续高增



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图61：2024 年前 11 个月国内 ETF 总规模大幅提升



资料来源：iFinD，民生证券研究院

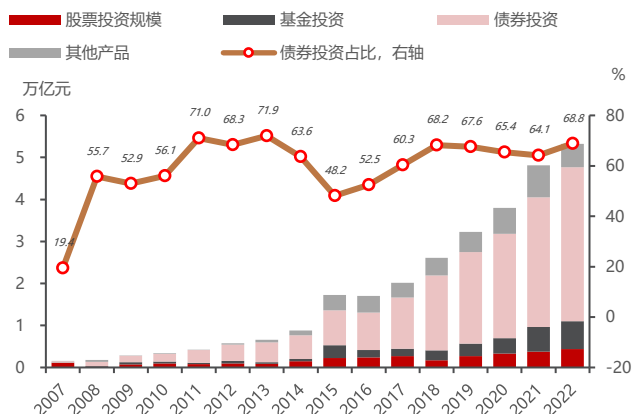
券商 ETF 收入来源来自做市和代销尾佣等，未来收入渠道有望持续拓宽。近两年来，ETF 因品种丰富和投资方式多样化，逐渐成为资本市场投资的新利器，受到投资者青睐。ETF 业务将成为券商财富管理转型的重要抓手，多家券商正积极布局 ETF 业务，希望通过 ETF 业务抢占竞争“新高地”。纵观全球，各大市场 ETF 做市商的主要盈利方式主要包括报价价差、ETF 折溢价价差套利、交易所税收返还和激励等。当前我国做市商的盈利机制和其他市场相比有很大不同，主要收入来源是基金公司的返佣、基金代销尾佣等，我们认为未来券商 ETF 业务的收入渠道有望持续拓宽，为营收提供更大支撑。

3.2.2 FICC 业务：固收业务拓宽收入渠道，大宗商品与衍生品提高增长空间

FICC 业务包括固定收益、外汇及大宗商品业务，债券承销和债券投资是目前券商 FICC 收入的主要来源。FICC 业务为固定收益 (FI)、外汇 (C) 及大宗商品 (C) 业务统称，上市证券公司在固收业务方面，收入规模占比较高，同时通过期货子公司参与大宗商品业务经营，外汇业务仍处在早期经营阶段。

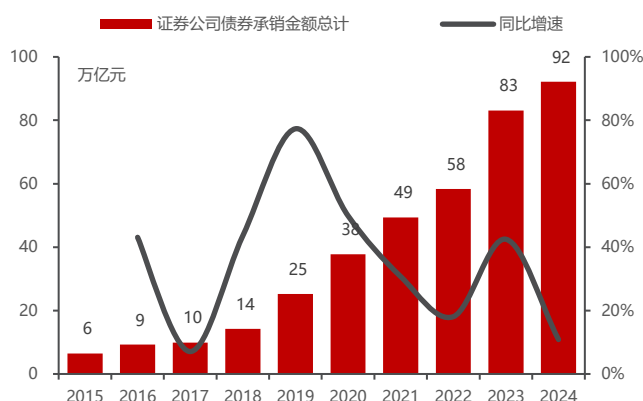
自营投资方面，为实现净资产规模稳步增长，债券投资成为近年来券商自营投资的主要品种，自 2016 年以来，债券投资占证券公司金融资产比重保持在 50% 以上，2022 年占比达到 68.8%。我们认为，随着券商净资产规模稳步提升，固定收益证券投资仍然具备较高增长空间。**债券承销方面**，券商债券承销结构以公司债、地方政府债、非政策性金融债等品种为主，2019-2023 年行业债券承销规模由 25 万亿元提升至 83 万亿元，同比增速保持在 20% 以上。尽管债券承销费率低于 IPO、再融资等券商传统投行业务，且受制于市场竞争格局而有所下行，但有望在股票承销业务之外为投行业务收入提供有力补充。

图62：券商债券投资业务规模及增速



资料来源：iFinD，民生证券研究院。注：原始数据来自中证协，最新数据截至 2022 年

图63：券商债券承销业务规模及增速



资料来源：iFinD，民生证券研究院。注：2024 年数据截至 12/26

3.3 关注跨境理财通等海外业务

2014 年至今，国内资本市场对外开放力度加大。2014 年第二个新“国九条”指出，证监会的配套机制及改革持续推出，多层次、开放性资本市场逐步深化。国际化方面，2014 年沪港通、2016 年深港通正式开通，扩大了资本市场的对外开放，2019 年沪伦通启动，允许上海和伦敦两地上市公司发行存托凭证，进一步拓宽了资本市场的国际合作。证监会主席吴清在中国香港交易所互联互通十周年高峰论坛致辞时表示，中国证监会将始终坚持市场化、法治化、国际化的方向，为国际投资者投资中国市场创造更好的环境。在此背景下，资本市场对外开放力度逐步加大。

年初跨境理财通业务试点细则修订，试点机制优化工作有序展开。今年 1 月，多部门联合发布《粤港澳大湾区“跨境理财通”业务试点实施细则》（修订版），在投资者准入条件、个人投资者额度、业务试点范围、宣传销售安排等方面进行优化，其中明确证券公司可参与展业，将单个投资者额度由人民币 100 万元提升至 300 万元，且同时参与银行与证券公司渠道时，两类渠道个人投资额度各为 150 万元人民币等。2 月 26 日，新修订的粤港澳大湾区“跨境理财通”业务试点实施细则正式施行，试点机制优化工作有序展开。

14 家券商首次参与“跨境理财通”试点，有望发挥业务协同与示范效应。中国香港证监会发布首批参与跨境理财通试点计划券商名单，14 家持牌法团可参与跨境理财通试点计划，以内地证券公司在港分支机构为主，我们认为有助于内地券商与港澳机构业务协同。另外根据 1 月发布的修订版《实施细则》，内地机构可与多家港澳机构合作开展“跨境理财通”业务。首批入围券商仍以头部机构为主，示范效应或推动证券行业财富管理业务水平持续提升。

表 11：跨境理财通 2.0 主要优化

序号	分项	优化内容
1	优化南向通投资者准入条件	连续缴纳社保或个税年限由满 5 年缩短为满 2 年 新增内地投资者“近 3 年本人年均收入不低于 40 万元”的可选条件
2	扩大合格产品范围	“北向通”投资产品增加内地销售银行的人民币存款产品 公募证券投资基金范围从“R1 至 R3 风险等级，拓展为“R1 至 R4 风险等级”（商品期货基金除外）
3	提高投资者个人额度	单个投资者额度由人民币 100 万元提升至 300 万元 如个人同时通过银行和证券公司参与试点，两种渠道分别各有 150 万元额度
4	扩大参与机构范围	新增符合要求的证券公司作为参与主体

资料来源：华泰证券官微，民生证券研究院

表 12：华泰证券南北向通投资者准入要求

方向	投资者	准入要求
南向通	大湾区内地投资者	具有完全民事行为能力的自然人客户，年龄 18-65 周岁（含）。
		具有粤港澳大湾区内地 9 市户籍或在粤港澳大湾区内地 9 市连续缴纳社保或个税满 2 年。
		具有 2 年以上投资经历，且满足最近 3 个月家庭金融资产月末余额不低于 200 万元人民币，或者近 3 年本人年均收入不低于 40 万元人民币。
		在华泰证券的开户营业部、服务营业部为粤港澳大湾区内地 9 市内的分支机构。
		未在其他券商开通跨境理财通“南向通”业务，或在银行已开立的“南向通”业务额度未达到额度上限。

北向通

中国香港投资者

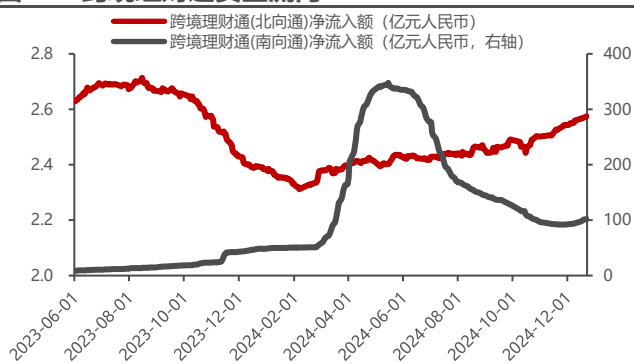
华泰证券要求的其他条件

开展“北向通”业务的中国香港投资者应符合中国香港金融监管机构规定的相关要求。

中国香港投资者在华泰证券开通“北向通”投资户前，应先在华泰金控开通“北向通”汇款户，并已完成“北向通”资质审核。

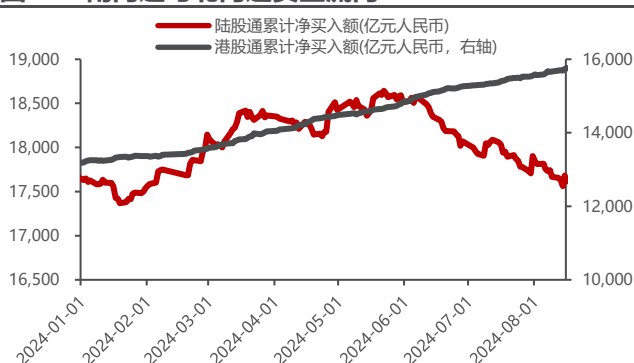
资料来源：华泰证券官微，民生证券研究院

图64：跨境理财通资金流向



资料来源：iFinD，民生证券研究院。注：截至 2024/12/22

图65：南向通与北向通资金流向



资料来源：iFinD，民生证券研究院。注：截至 2024/8/15

4 聚焦优质龙头标的，关注市场交投与并购主线

4.1 行业投资建议

政策环境支持下，头部券商有望受益于多业务条线的业绩共振，关注通过收并购和融资积极扩大业务布局范围的中型券商，同时关注经纪和资管等轻资本业务具备特色的小型券商。2024年新“国九条”和“1+N”系列政策为代表的资本市场改革和风险化解制度措施加速落地。二十届三中全会继续聚焦金融改革主线，政策强调投融资综合改革，市场活跃度持续提升，券商整体业绩有望受益。

我们建议关注在经纪、投行、资管等多业务领域具备优势头部券商，重点关注中信证券和华泰证券。中型券商中，我们建议关注通过收并购和融资积极扩大业务布局范围，后续业务规模 and 市场份额有望提升的券商标的；在小型券商中，挖掘经纪和资管等轻资本业务具备特色的优质券商标的。

表13：证券行业重点关注个股

证券代码	证券简称	股价 (元)	EPS (元)			PE			评级
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
600030.SH	中信证券	30.15	1.40	1.52	1.66	22	20	18	推荐
601688.SH	华泰证券	18.09	1.67	1.81	1.95	11	10	9	推荐

资料来源：IFinD，民生证券研究院预测。注：收盘价截至12月26日

4.2 重点公司

4.2.1 中信证券：行业龙头优势稳固，多业务条线业绩回升

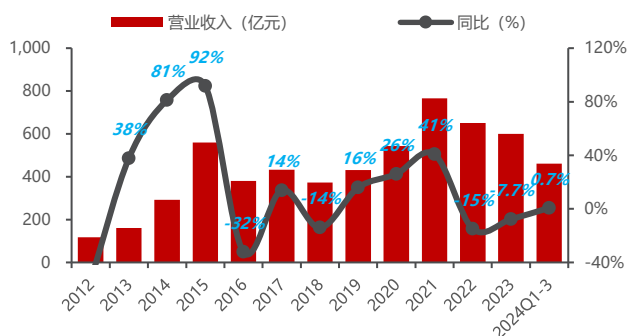
行业龙头优势地位稳固，受益市场交投热度回升。中信证券在经纪、资管、投行等业务方面龙头地位优势稳固。经纪业务方面，通过构建多层次买方投顾产品体系，更好满足客户个性化、差异化配置需求。资管业务方面，2024H1 中信证券非货公募基金保有规模 1827 亿元，自 2022Q4 以来排名保持在行业第一。公司较早发力 ETF 产品布局，把握 2024 年 ETF 规模快速扩张机遇，2024H1 股票型指数基金保有规模 892 亿元，规模位居行业第二。子公司华夏基金保持较为稳定的业绩表现。2024 年上半年华夏基金营收 36.69 亿元，净利润 10.62 亿元，同比分别下降 1.14%、1.21%。

从 2024 年前三季度表现来看，中信证券营收与净利润同比增速双双回升。2024 年前三季度中信证券营业收入 461 亿元，同比+1%；归母净利润 168 亿元，同比+2%，同比增速相比 2024 年上半年分别增加 5pct/9pct。从业务结构方面，自营/资管累计收入同比增长 37%/ 1%，自营收入占比接近 5 成，对业绩贡献最高；经纪业务收入同比下滑 9%，投行/信用业务同比下滑 46%/ 72%，降幅仍然

明显。从今年三季度来看，公司营业收入 160 亿元，环比小幅-3%，同比+12%；归母净利润 62 亿元，环比+11%，同比+22%，净利润同比增速实现由负转正。

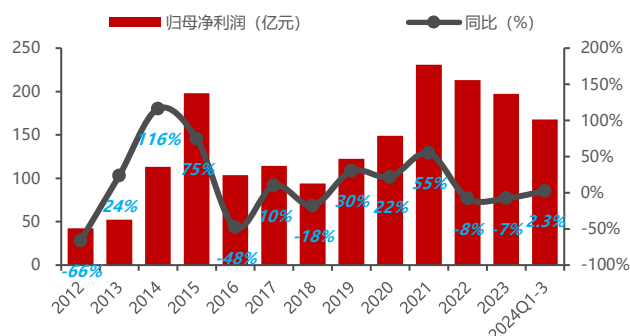
多业务条线收入快速修复，自营对整体收入贡献明显。自营持仓方面，金融投资规模 7738 亿元，同比+17%。其中交易性金融资产增长贡献较大，同时今年以来权益 OCI 持仓保持高位。自营收入方面，Q3 自营总收入 91 亿元，同比+128%，主要来自公允价值变动收益。今年前三季度自营年化收益率 3.7%，2024Q3 自营年化收益率达到 4.5%。而今年前三季度资管业务收入 74.79 亿元，同比+1.1% (+2.18pct)，控股子公司华夏基金前三季度净利润 16.86 亿元，同比+8.2%，也出现显著增长。

图66：2024 年前三季度中信证券营收增速转正



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图67：2024 年前三季度中信证券归母净利润增速转正



资料来源：iFinD，民生证券研究院

分业务收入预测：

1) 经纪业务方面，公司经纪业务市占率优势稳固，2020-2023 年中信证券经纪业务收入占上市券商比重保持在 9.6%以上，2024 年前三季度市占率进一步提升至 10.7%。收入角度看，前三季度 A 股沪深两市成交额同比回落 9.1%，同期公司经纪业务收入 72 亿元，同比下降 8.7%，略好于市场整体。随着“924”新政后市场热度回升，一揽子增量政策推动经济回暖，公司经纪收入增速有望逐步回升，同时财富管理转型有望提高经纪业务收入增速并降低波动，我们预计公司 2024-2026 年经纪业务收入增速为 0%/ 8%/ 8%。

2) 投行业务方面，中信股权承销龙头地位稳固，2016-2023 年债权承销规模快速扩张，整体投行业务收入稳定。2024 年前三季度，投行业务收入 28.19 亿元，同比下降 46.4%。其中 2024 年前三季度股权融资规模同比下降 79.8%，降幅接近于券商整体承销的股权融资规模降幅（-81.7%），同时债权承销规模同比增长 6.5%，高于券商整体水平（0.4%）。在低基数效应及政策整体回暖预期下，我们看好公司明后年投行业务收入增速回升，预计 2024-2026 年公司投行业务净收入增

速有望达到-40%/ 9%/ 9%。

3) 资管业务方面，公司近年来非货、权益与股票指数型基金保有规模排名均位于行业前列，子公司华夏基金业绩稳定，为公司资管收入提供有力支撑。2024年前三季度公司资管业务净收入 74.79 亿元，同比+1.1%；鉴于 9 月底起资本市场有所回暖，预计 2024 年资管收入整体增速较前三季度略有提升；加之居民财富管理需求稳步提升，有助于公司资管业务收入整体实现较快增长，预计 2024-2026 年资管业务收入增速为 2%/ 10%/ 10%。

4) 信用业务方面，公司今年 Q1-Q3 利息净收入合计 9.19 亿元，同比下降 71.96%，主要系两融业务利息收入减少，叠加卖出回购利息支出提升。10 月至年末市场情绪修复，我们预计全年公司信用收入降幅小幅收窄，两融余额未来也有望跟随市值扩大而有所回升。基于此，我们预计 2024-2026 年信用业务收入增速为 -55%/ 15%/ 15%。

5) 自营业务方面，截至 24Q3 末，公司今年自营业务累计收入 216.64 亿元，同比增长 37.3%，增速较上半年继续提升。受益于股市回暖，四季度自营收入增速有望延续。未来随着公司资产规模稳步增长，以及积极参与互换便利操作，有望增厚自营投资收益。我们预计 2024-2026 年自营业务收入同比增速分别为 40%/ 8%/ 8%。

6) 其他业务方面，截至 24Q3 公司今年其他业务收入累计达 48.15 亿元，同比增加 68.7%，主要系下属子公司大宗商品销售收入恢复。通过收购与持续培育，公司大宗交易等创新业务领先优势有望进一步巩固，我们预计 2024-2026 年业务净收入增速分别 5%/ 5%/ 5%。

表14：中信证券分业务收入预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (亿元)	651	601	647	700	757
经纪业务净收入	112	102	102	110	119
投行业务净收入	87	63	38	41	45
资管业务净收入	109	98	100	111	122
信用业务净收入	58	40	18	21	24
自营业务净收入	176	218	306	330	357
其他业务净收入	78	54	57	60	63
其他营业收入	31	24	25	26	28
营业收入同比 (%)	-14.9%	-7.7%	7.6%	8.2%	8.2%
经纪业务净收入	-20.0%	-8.5%	0.0%	8.0%	8.0%
投行业务净收入	6.1%	-27.3%	-40.0%	9.0%	9.0%
资管业务净收入	-6.5%	-10.0%	2.0%	10.0%	10.0%
信用业务净收入	8.8%	-30.6%	-55.0%	15.0%	15.0%
自营业务净收入	-22.2%	23.9%	40.0%	8.0%	8.0%
其他业务净收入	-39.5%	-30.6%	5.0%	5.0%	5.0%
其他营业收入	76.0%	-22.0%	5.0%	5.0%	5.0%

资料来源：iFinD，民生证券研究院预测

投资建议：我们预计公司 2024-2026 年实现营收 647/ 700/ 757 亿元，归母净利润 208/ 226/ 246 亿元，对应 12 月 26 日收盘价的 PE 为 22/ 20/ 18 倍。公司行业龙头地位稳固，资管收入增速保持稳定，交投活跃叠加经纪业务市占率提升，财富管理业务加速转型，公司业绩有望保持稳步增长。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：经纪业务市占率下滑、利息支出大幅增长、华夏基金产品发行不及预期等。

表15：中信证券盈利预测与财务指标

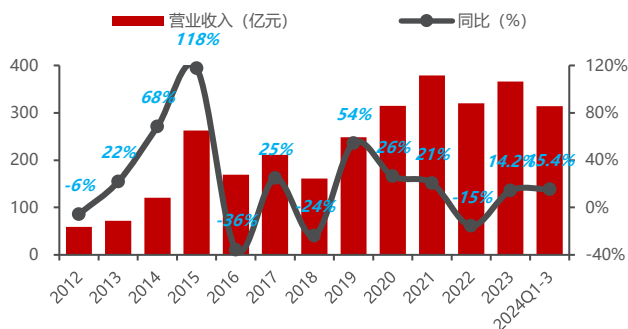
项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (亿元)	60,068	64,661	69,953	75,699
增长率 (%)	-7.7	7.6	8.2	8.2
归属母公司股东净利润 (亿元)	19,721	20,753	22,591	24,587
增长率 (%)	-7.5	5.2	8.9	8.8
每股收益 (元)	1.33	1.40	1.52	1.66
PE	23	22	20	18
PB	1.7	1.5	1.4	1.3

资料来源：IFinD，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 12 月 26 日收盘价）

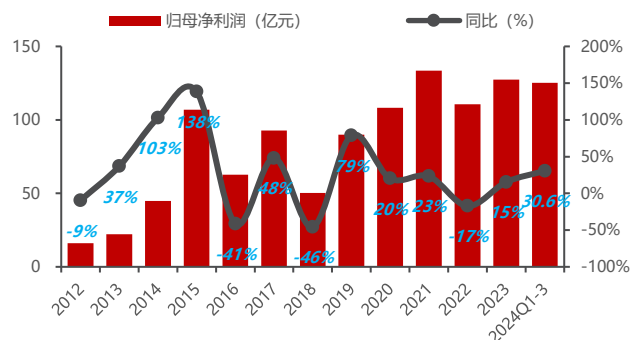
4.2.2 华泰证券：前三季度业绩回升，自营与信用业务收入快速修复

经纪与两融业务或继续受益于市场回暖。经纪业务方面，截至 2023H2 华泰证券股基交易量合计 37.16 万亿元，稳居行业领先地位。基金代销方面，1H24 股票+混合型基金和非货币市场基金分别以 1345 亿元和 1597 亿元位居行业第二。ETF 业务保持业内领先，截至 2024 年 6 月末，华泰柏瑞旗下宽基指数基金沪深 300ETF 规模为人民币 2118 亿元，位居沪深两市非货币 ETF 规模市场第一。信用业务方面，1H24 融资融券业务市场份额保持在 7.13%，负债端利息支出下降推动利息净收入回升。公司自营业务坚持非方向性转型，自营风格与收入保持稳健。公司同步推进海外业务，未来仍存在较大拓展空间。

华泰证券前三季度业绩回升，营业收入与净利润累计同比增速均实现由负转正。华泰证券前三季度营业收入 314 亿元，同比+15%；归母净利润 125 亿元，同比+31%，同比增速相比 24 年上半年分别+20pct/ +49pct，实现大幅转正。从业务结构方面来看，自营/信用累计收入同比增长 57%/ 52%，为推动营收增速上升的主要贡献项；资管收入累计同比下降 4%，经纪/投行业务收入分别同比下滑 14%/ 41%，仍形成一定拖累。我们认为随着市场热度回暖，经纪收入降幅有望收窄，带动公司四季度业绩继续回升。

图68：2024 年前三季度华泰证券营收保持同比增长


资料来源：iFinD，民生证券研究院

图69：2024 年前三季度华泰证券归母净利润增速提升


资料来源：iFinD，民生证券研究院

分业务收入预测：

1) 经纪业务方面，公司涨乐财富通 APP 月活用户数保持行业领先，近年经纪业务收入保持较快增速，2019-2023 年的复合增速达 10%。2024 年前三季度公司经纪业务收入 39.66 亿元，同比下降 14.3%，表现略低于市场平均水平。APP 活跃用户开户及存量客户交易需求提升或推动经纪收入恢复，2024 年全年收入降幅有望小幅收窄，2025-2026 年公司经纪业务收入增速有望回升，我们预计公司 2024-2026 年经纪业务收入增速为-10%/ 10%/ 10%。

2) 投行业务方面，华泰证券投行业务排名领先，2020-2023 年股权与债权承销数均位列行业前 4。2024 年前三季度华泰证券投行业务收入 13.57 亿元，同比下降 40.8%，但降幅较上半年有所收窄。围绕揽、做、销、协同四大方向，公司构建的“投行云平台”有望赋能投行业务优化升级，公司投行业务有望在政策回暖周期中持续改善。我们预计公司 2024-2026 年投行业务净收入增速有望达到-40%/ 8%/ 8%。

3) 资管业务方面，受益于居民财富管理和被动投资需求提升，公司控股的华泰柏瑞基金 ETF 规模显著增长。2024 年前三季度公司资管业务净收入 30.33 亿元，同比-3.7%，同比仍小幅回落。四季度市场行情有望推动资管收入增速提升，未来经济增速修复或进一步提振居民财富管理需求，2025-2026 年资管收入有望保持快速扩张趋势，我们预计 2024-2026 年资管业务收入增速为 2%/ 10%/ 10%。

4) 信用业务方面，公司资本中介业务以客户需求为导向，保持行业优势地位，2020-2023 年两融余额市占率保持在 7%以上。2024 年前三季度公司利息净收入 13.01 亿元，同比增长 52.1%。2024 年四季度两融余额有望随投资者情绪修复而企稳回升，公司通过融券通平台结合客户需求不断推进功能迭代，我们认为未来信用业务有望保持快速增长趋势。我们预计 2024-2026 年信用业务收入增速为

50%/ 6%/ 6%。

5) 自营业务方面，公司持续完善绝对收益投资交易体系，做市交易业务规模位居行业前列。2024年前三季度公司自营业务收入 120.39 亿元，同比增长 56.9%，实现由负转正。其中出售 AssetMark 股权为投资收益贡献显著。随着自营业务环节持续修订优化，未来自营投资收入有望保持稳定。我们预计 2024-2026 年自营业务收入同比增速有望达到 50%/ 6%/ 6%。

6) 其他业务方面，公司近年加强大宗商品和外汇业务交易策略研究，稳步开展碳金融产品交易服务。截至 24Q3 公司其他业务收入 73.42 亿元，同比增加 142.4%。后续预期经济复苏与物价回暖，公司大宗商品销售及租赁收入有望保持平稳增长。我们预计 2024-2026 年业务净收入增速分别为 5%/ 5%/ 5%。

表16：华泰证券分业务收入预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (亿元)	320	366	466	496	529
经纪业务净收入	71	60	54	59	65
投行业务净收入	40	30	18	20	21
资管业务净收入	38	43	43	48	53
信用业务净收入	26	10	14	15	16
自营业务净收入	60	117	175	186	197
其他业务净收入	34	51	103	108	113
其他营业收入	51	56	59	61	65
营业收入同比 (%)	-15.5%	14.2%	27.3%	6.6%	6.6%
经纪业务净收入	-10.2%	-15.8%	-10.0%	10.0%	10.0%
投行业务净收入	-7.4%	-24.5%	-40.0%	8.0%	8.0%
资管业务净收入	-0.1%	12.9%	2.0%	10.0%	10.0%
信用业务净收入	-29.8%	-63.8%	50.0%	6.0%	6.0%
自营业务净收入	-46.5%	93.6%	50.0%	6.0%	6.0%
其他业务净收入	-4.5%	49.5%	100.0%	5.0%	5.0%
其他营业收入	54.0%	9.9%	5.0%	5.0%	5.0%

资料来源：iFinD，民生证券研究院预测

投资建议：我们预计公司 2024-2026 年实现营收 466/ 496/ 529 亿元，归母净利润 151/ 164/ 176 亿元，对应 12 月 26 日收盘价的 PE 为 11/ 10/ 9 倍。我们认为公司 APP 月活用户数保持行业领先，市场热度回暖有望带动经纪与资管业务收入增速恢复；债承与并购重组业务对投行收入提供支撑。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：经纪佣金率下滑、APP 月活用户增长放缓、主动权益及 ETF 基金保有规模增长放缓等。

表17：华泰证券盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (亿元)	366	466	496	529
增长率 (%)	14.2	27.3	6.6	6.6
归属母公司股东净利润 (亿元)	128	151	164	176
增长率 (%)	15.4	18.3	8.5	7.6
每股收益 (元)	1.41	1.67	1.81	1.95
PE	13	11	10	9
PB	0.9	0.8	0.8	0.7

资料来源：IFinD，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 12 月 26 日收盘价）

5 风险提示

- 1) **居民财富增长不及预期**：宏观经济复苏放缓，影响居民可支配收入和消费预期，导致居民购买力和财富管理需求下降。
- 2) **资本市场波动加大**：拖累券商自营收入增长，造成净利润大幅波动。
- 3) **政策不及预期**：影响资本市场活跃度表现，拖累券商营收；部分政策推出不及预期，或间接令行业创新不及预期。
- 4) **投行业务收入恢复不及预期**：IPO 与再融资增速超预期放缓，债权承销增长不及预期等，可能导致券商投行业务继续承压。
- 5) **并购重组推进放缓**：上市公司并购重组实施存在不确定性，若推进速度放缓，可能导致券商并购与财务顾问业务收入下降，券商业绩改善不及预期。

中信证券财务报表数据预测汇总

利润表 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	601	647	700	757
手续费及佣金净收入	272	250	271	295
其中: 经纪业务手续费净收入	102	102	110	119
其中: 投资银行业务手续费净收入	63	38	41	45
其中: 资产管理业务手续费净收入	98	100	111	122
利息净收入	40	18	21	24
自营投资收入	218	306	330	357
其中: 投资净收益	189	199	330	357
其中: 公允价值变动净收益	36	107	0	0
其他业务收入	54	57	60	63
营业支出	340	377	407	438
税金及附加	4	4	4	5
业务及管理费	290	312	338	365
信用减值损失	-4	7	9	10
其他业务成本	50	52	55	57
营业利润	261	270	293	319
利润总额	257	277	302	328
所得税	56	61	66	72
净利润	201	216	236	256
归属于母公司净利润	197	208	226	246

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率 (%)	-7.7	7.6	8.2	8.2
净利润增长率 (%)	-7.5	5.2	8.9	8.8
盈利能力				
归母净利润率 (%)	32.8	32.1	32.3	32.5
总资产收益率 ROA (%)	1.4	1.2	1.3	1.3
净资产收益率 ROE (%)	7.3	7.0	7.2	7.3
偿债能力				
资产负债率 (%)	81.1	82.0	82.1	82.3
资产负债率 (剔除代买证券款, %)	76.6	77.7	77.7	77.7
经营效率				
自营收益率 (%)	3.1	3.6	3.6	3.5
业务及费用率 (%)	48.3	48.3	48.3	48.3
其他业务成本占收入比例 (%)	91.4	91.4	91.4	91.4
每股指标 (元)				
每股收益	1.33	1.40	1.52	1.66
每股净资产	18.1	19.9	21.3	22.7
每股股利	0.5	0.4	0.4	0.5
估值分析				
PE	23	22	20	18
PB	1.7	1.5	1.4	1.3
股息收益率 (%)	2.3	1.3	1.4	1.6

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

资产负债表 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,028	3,625	3,879	3,915
其中: 客户资金存款	2,059	2,421	2,715	3,045
结算备付金	460	503	564	633
其中: 客户备付金	331	346	388	435
存出保证金	622	728	817	916
金融投资	7,157	8,435	9,278	10,206
其中: 交易性金融资产	6,250	6,876	7,563	8,319
其中: 债权投资	0	0	0	0
其中: 其他债权投资	812	893	982	1,081
其中: 其他权益工具投资	95	666	733	806
衍生金融资产	328	360	396	436
融出资金	1,187	1,211	1,272	1,335
买入返售金融资产	622	684	523	589
应收款项	679	731	791	856
长期股权投资	97	97	97	97
商誉	84	84	84	84
固定资产	68	71	74	79
其他资产	202	203	209	215
资产合计	14,534	16,732	17,984	19,361
代理买卖证券款	2,838	3,183	3,570	4,005
代理承销证券款	0	3	4	4
交易性金融负债	865	951	1,046	1,151
衍生金融负债	320	352	387	426
卖出回购金融资产款	2,833	4,203	4,547	4,920
应付短期融资款	574	343	343	343
拆入资金	536	536	536	536
短期借款	76	222	222	222
应付款项	1,981	2,199	2,372	2,557
应付债券	1,438	1,341	1,341	1,341
应付职工薪酬	198	213	230	249
租赁负债	24	26	27	28
长期借款	5	3	3	3
其他负债	103	138	142	147
负债合计	11,792	13,713	14,771	15,932
股本	148	148	148	148
资本公积	908	908	908	908
其他综合收益	11	7	7	7
其他权益工具	168	258	258	258
一般风险准备	403	435	471	509
未分配利润	934	1,052	1,180	1,318
归属于母公司股东权益	2,688	2,957	3,153	3,367
少数股东权益	54	62	60	63
股东权益合计	2,742	3,019	3,213	3,429
负债和股东权益合计	14,534	16,732	17,984	19,361

华泰证券财务报表数据预测汇总

利润表 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	366	466	496	529
手续费及佣金净收入	146	127	138	150
其中: 经纪业务手续费净收入	60	54	59	65
其中: 投资银行业务手续费净收入	30	18	20	21
其中: 资产管理业务手续费净收入	43	43	48	53
利息净收入	10	14	15	16
自营投资收入	117	175	186	197
其中: 投资净收益	133	174	186	197
其中: 公允价值变动净收益	10	1	0	0
其他业务收入	51	103	108	113
营业支出	219	299	316	335
税金及附加	2	2	3	3
业务及管理费	171	191	204	217
信用减值损失	-4	2	2	2
其他业务成本	50	101	106	111
营业利润	147	166	180	194
利润总额	143	168	182	196
所得税	12	14	15	16
净利润	131	154	167	180
归属于母公司净利润	128	151	164	176

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率 (%)	14.2	27.3	6.6	6.6
净利润增长率 (%)	15.4	18.3	8.5	7.6
盈利能力				
归母净利润率 (%)	34.9	32.4	33.0	33.3
总资产收益率 ROA (%)	1.4	1.7	1.7	1.8
净资产收益率 ROE (%)	7.1	7.6	7.7	7.7
偿债能力				
资产负债率 (%)	79.9	77.9	77.4	76.8
资产负债率 (剔除代买证券款, %)	76.0	73.3	72.8	72.3
经营效率				
自营收益率 (%)	2.4	3.9	3.9	3.8
业务及费用率 (%)	46.7	41.1	41.1	41.1
其他业务成本占收入比例 (%)	98.2	98.2	98.2	98.2
每股指标 (元)				
每股收益	1.41	1.67	1.81	1.95
每股净资产	19.8	22.0	23.6	25.4
每股股利	0.4	0.2	0.5	0.5
估值分析				
PE	13	11	10	9
PB	0.9	0.8	0.8	0.7
股息收益率 (%)	3.1	1.3	2.6	2.8

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

资产负债表 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,503	1,987	2,007	1,979
其中: 客户资金存款	1,040	1,379	1,409	1,439
结算备付金	423	340	347	354
其中: 客户备付金	332	266	272	278
存出保证金	405	393	402	410
金融投资	4,800	4,471	4,794	5,143
其中: 交易性金融资产	4,135	3,804	4,108	4,437
其中: 债权投资	501	485	485	485
其中: 其他债权投资	163	179	197	216
其中: 其他权益工具投资	1	4	4	5
衍生金融资产	163	146	161	177
融出资金	1,123	1,146	1,203	1,263
买入返售金融资产	125	131	129	189
应收款项	97	124	132	141
长期股权投资	204	218	218	218
商誉	34	1	1	1
固定资产	46	47	48	49
其他资产	131	133	136	138
资产合计	9,055	9,137	9,576	10,062
代理买卖证券款	1,447	1,579	1,612	1,647
代理承销证券款	2	1	1	1
交易性金融负债	527	579	637	701
衍生金融负债	169	186	204	225
卖出回购金融资产款	1,441	1,606	1,711	1,824
应付短期融资款	255	38	38	38
拆入资金	395	395	395	395
短期借款	115	48	48	48
应付款项	1,103	1,197	1,263	1,339
应付债券	1,598	1,288	1,288	1,288
应付职工薪酬	106	119	126	135
租赁负债	15	16	18	20
长期借款	6	0	0	0
其他负债	55	66	67	68
负债合计	7,233	7,117	7,410	7,729
股本	91	91	90	90
资本公积	696	696	689	688
其他综合收益	11	10	10	10
其他权益工具	257	257	257	257
一般风险准备	235	266	299	335
未分配利润	424	565	661	764
归属于母公司股东权益	1,791	1,985	2,131	2,296
少数股东权益	31	34	36	37
股东权益合计	1,822	2,019	2,167	2,334
负债和股东权益合计	9,055	9,137	9,576	10,062

插图目录

图 1: 2024 年 A 股及证券行业指数行情复盘	4
图 2: 2024 年 1-11 月 A 股金融风格整体占优	5
图 3: 2024 年 1-11 月申万非银金融累计涨幅次高	5
图 4: 2024 年 1-11 月 A 股上市券商累计涨跌幅	5
图 5: 2024 年 1-11 月 H 股上市券商累计涨跌幅	5
图 6: 2014 年货币宽松叠加并购新规推动证券指数大幅反弹	6
图 7: 2015 年 IPO 重启推动证券指数回升	7
图 8: 2014 年 A 股金融与稳定风格占优	8
图 9: 2014 年申万非银指数累计涨幅排名第一	8
图 10: 2015 年 A 股成长与消费风格占优	8
图 11: 2015 年申万非银指数转为下跌	8
图 12: 2014 年上市券商累计涨跌幅	9
图 13: 2015 年上市券商累计涨跌幅	9
图 14: 截至 2024Q3 上市券商累计营业收入及增速	9
图 15: 截至 2024Q3 上市券商归母净利润及增速	9
图 16: 截至 2024Q3 上市券商经纪业务收入及增速	10
图 17: 截至 2024Q3 上市券商投行收入及增速	10
图 18: 截至 2024Q3 上市券商利息净收入及增速	11
图 19: 截至 2024Q3 上市券商自营收入及增速	11
图 20: 截至 2024Q3 上市券商资管业务收入及增速	11
图 21: 截至 2024 年三季度业务管理费及增速	11
图 22: 截至 2024Q3 上市券商 ROE 与 ROA 保持稳定	12
图 23: 上市券商 ROA 下降但权益乘数有所提升	12
图 24: 2024 年 M1 与 M2 规模增速放缓	18
图 25: 2024 年社会融资规模增速放缓	18
图 26: DR007 和 R007	18
图 27: 1 年、10 年与 30 年期国债收益率 (%)	18
图 28: 国内 11 月投资增速走势分化	19
图 29: 国内 11 月出口增速维持高位	19
图 30: 2024Q4 点阵图显示 2025 年美联储降息 2 次	19
图 31: 美国与欧洲经济增速放缓, 日本触底回升	19
图 32: 美元指数阶段性走强, 人民币汇率承压	20
图 33: 美国对华加征关税税率变化	20
图 34: 美国自我国进口金额占比下降	20
图 35: 2024 年 10-11 月沪市 A 股新增开户数冲高	21
图 36: 沪市 A 股自然人投资者累计开户数持续上升	21
图 37: 2024 年 9-10 月券商 APP 活跃人数提升	22
图 38: 2024 年 10 月券商与第三方 APP 活跃人数走高	22
图 39: 上市券商平均交易佣金率	23
图 40: 头部券商代买证券款中机构资金占比提升	23
图 41: 2024Q3 券商经纪收入占比回落至 20% 以下	23
图 42: 证券公司基金代销收入规模提升	23
图 43: 2012 年至今中国证券投顾总人数扩张	24
图 44: 2017 年至今国内证券经纪人人数回落	24
图 45: 互换便利工具有望提升券商权益类资产规模	25
图 46: 证券行业自营投资持仓分项规模	25
图 47: 自营权益类资产配置占比低于固收类资产	25
图 48: 上市券商财务顾问收入占比有望提升	30
图 49: A 股上市公司完成并购事件数量	30
图 50: 2024 年 IPO 上会通过率维持高位但撤否率提升	30
图 51: IPO 与再融资承销金额规模	30
图 52: 2025 年中性情形下日均股基成交额有望回升	32
图 53: 2025 年中性情形下全市场两融余额或稳步增长	32
图 54: 2025 年中性情形下股权融资规模或筑底企稳	32
图 55: 2025 年中性情形下公司债发行规模有望提升	32

图 56: 吸收合并前申银万国与宏源证券股权结构	35
图 57: 吸收合并后申万宏源证券股权结构	35
图 58: 2015 年后申万宏源 ROE 冲高回落	36
图 59: 2015 年收并购后管理费率先下降后上升	36
图 60: 2018 年后国内 ETF 总份额持续高增	37
图 61: 2024 年前 11 个月国内 ETF 总规模大幅提升	37
图 62: 券商债券投资业务规模及增速	38
图 63: 券商债券承销业务规模及增速	38
图 64: 跨境理财通资金流向	40
图 65: 南向通与北向通资金流向	40
图 66: 2024 年前三季度中信证券营收增速转正	42
图 67: 2024 年前三季度中信证券归母净利润增速转正	42
图 68: 2024 年前三季度华泰证券营收保持同比增长	45
图 69: 2024 年前三季度华泰证券归母净利润增速提升	45

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: 2017 年至今重要会议对资本市场相关表述	13
表 2: 2024 年证券行业重点政策梳理	15
表 3: 截至 2024Q3 上市券商经纪业务收入占比与营收	24
表 4: 9 月券商风控指标新规涉及的指标修改	26
表 5: 2024 年资本市场基础制度加快完善	28
表 6: 2014-2015 年并购重组政策回顾	29
表 7: 2024-2025 年证券行业重点指标预测	31
表 8: 2024-2025 年证券行业收入规模预测	33
表 9: 2024 年证券行业并购案例推进情况	34
表 10: 券商并购完成后的潜在业务规模	35
表 11: 跨境理财通 2.0 主要优化	39
表 12: 华泰证券南北向通投资者准入要求	39
表 13: 证券行业重点关注个股	41
表 14: 中信证券分业务收入预测	43
表 15: 中信证券盈利预测与财务指标	44
表 16: 华泰证券分业务收入预测	46
表 17: 华泰证券盈利预测与财务指标	47
中信证券财务报表数据预测汇总	49
华泰证券财务报表数据预测汇总	50

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投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048