



# 证券行业 2025 年投资展望：政策主导、顺势而为

2024 年 12 月 30 日

看好/维持

非银行金融

行业报告

分析师

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

执业证书编号：S1480519050001

## 投资摘要：

国新办“9.24”发布会稳定市场，多政策提振投资者信心，证券板块年内表现先抑后扬跑赢大市。截至 12 月 20 日，上证综指、上证 50、沪深 300 和申万二级证券指数年内涨幅分别为 13.22%、13.86%、14.47%和 33.32%，证券板块表现全面跑赢市场核心宽基指数。

更有力的宏观政策或在路上，2025 年证券行业或将借资本市场复苏东风延续业绩改善趋势。面对 2025 年更加纷繁错杂的国内外宏观环境，2024 年 12 月的中央政治局会议和中央经济工作会议上推出了多项政策利好和积极定调，包括“更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策”、“稳住楼市股市”等，为 2025 年的市场吃下一颗“定心丸”。预计后续政策仍将保持积极态势，如果内外部环境面临逆风，或有更大力度的宏观政策落地。对于证券行业自身而言，我们认为，优化资本市场环境、规范各类参与主体行为仍是未来一段时期的监管主线，但宏观政策大概率是积极的，证券行业有望借资本市场复苏东风实现业绩改善和估值修复。

“9.24”以来市场交易额快速放大并稳定在高位，财富管理喜迎发展良机。“9.24”发布会监管层的积极表态极大激发了投资者的交易热情，10 月日均成交额达到 20150 亿，和 8 月的 5973 亿、9 月的 7972 亿相比大幅提升。11 月和 12 月日均成交额虽有所回落，但仍稳定在万亿上方，市场交易的持续活跃为财富管理业务发展创造了有利条件。此外，随着各类 ETF 的市场关注度持续提升，配合一定的投资收益比较优势，有望带动 ETF 增量规模保持在较高水平。这样券商在财富管理和买方投顾方面将把 ETF 作为重点发展业务线，而 ETF 也将成为权益及固收投资拼图的重要组成部分，为券商在券结基金领域实现规模的快速提升打下坚实基础，手续费收入也有望实现较快增长。

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

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

投资策略：从国内资本市场监管角度看，当前严监管环境仍未发生变化，短期内能否出现更多行业政策催化剂犹未可知。同时，证券行业由于自身特殊属性，在直接受益于本行业利好政策的同时，还将间接受益于宏观经济复苏和利好全市场的各类政策的出台。故我们认为在宏观环境不确定性仍存的情况下，2025 年有更多的政策红包可以期待，政策力度将很大程度决定行业业绩和估值修复的高度。从估值角度看，虽然“9.24”后证券行业估值得到显著修复，但当前估值仅 1.59 倍 PB，在历史（10 年）估值中处于 40.50%分位，向上弹性大于向下空间。

此外，在明确监管导向下，2024 年证券行业内整合频率、力度均有所提升，周期有望缩短，该趋势有望在 2025 年延续。其中，自上而下推动或将成为主导力量。当前已有国泰君安&海通、民生&国联、国信&万和、华创&太平洋、浙商&国都、平安&方正的整合预期，东莞证券的控制权出让也望受到行业及市场的广泛关注。我们认为，“大风已起，势不可挡，顺势而为”。

综上，2025 年我们继续看好行业内头部机构在中长期创新发展模式下的投资机会，当前具备较高投资价值的标的仍集中于估值仍在低位的价值个股。重申需要重视证券 ETF 的投资价值，参考海外经验，在市场有效性提升过程中，市场偏好或向指数投资持续倾斜。

风险提示：宏观经济下行风险、政策风险、市场风险、流动性风险。

## 目 录

1. 行情回顾：多重政策利好齐发力，证券板块年内表现先抑后扬.....	3
1.1 多政策齐发扭转下行趋势，板块走出估值修复行情.....	3
1.2 快速反弹不改证券板块个股表现的分化趋势.....	3
2. 更有力的宏观政策或在路上，2025 年证券行业或将借资本市场复苏东风延续业绩改善趋势.....	4
2.1 新“国九条”助力改善资本市场投资环境.....	5
2.2 收紧融券&转融券业务，加强对程序化交易的管理，持续压制潜在做空力量.....	5
2.3 贯彻二十届三中全会精神，未来一段时期政策面或将保持严监管&稳市场并行.....	6
2.4 国新办“9.24”发布会推出多项积极政策举措，资本市场直接受益.....	6
2.5 中央政治局&中央经济工作会议释放积极政策信号.....	7
2.6 个人养老金制度推广至全国，多支柱养老体系更加完善.....	7
3. 大财富：市场交易趋于活跃，业务迎破局契机.....	8
3.1 “9.24”以来市场交易额快速放大并稳定在高位，财富管理喜迎发展良机.....	8
3.2 财富管理成功转型有望带动经纪业务拐点出现.....	8
3.3 和控、参股基金公司的有效协同成为券商财富管理加快发展的重要路径.....	9
3.4 ETF 投资快速兴起，给券商财富管理提供了新发展方向.....	9
4. 大投行：打造自身硬实力的同时，继续等待监管放松的信号.....	9
5. 大自营：波动&分化或将延续，资产配置能力和风控能力将成为券商投资“胜负手”.....	11
6. 投资建议：2025 年宏观经济不确定性尚存，行业业绩及估值较大程度受政策走向影响.....	11
7. 风险提示.....	13
相关报告汇总.....	14

## 插图目录

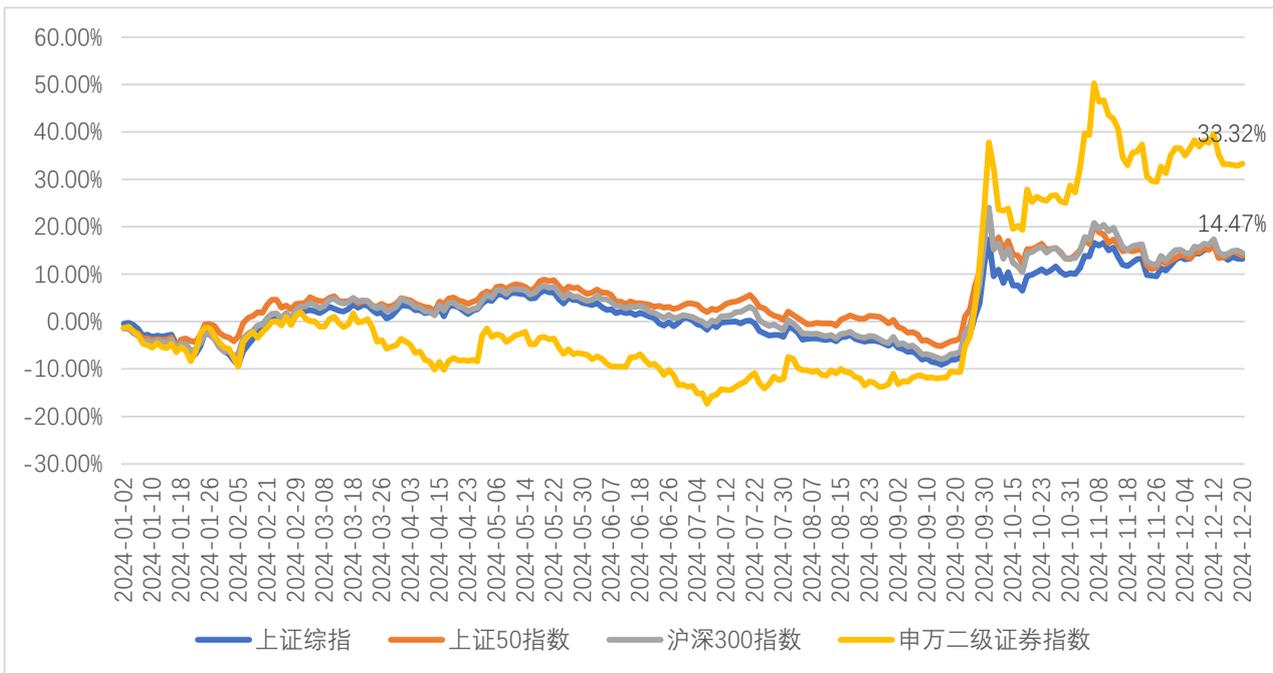
图 1：2024 年初至 12 月 20 日申万二级证券指数和上证综指、上证 50 及沪深 300 表现比较.....	3
图 2：证券板块个股截至 20241220 的涨跌幅情况（%）.....	3
图 3：2023 年以来市场日均成交额（月度统计）（亿元）.....	8
图 4：2023 年初以来股权融资月度数据（首发上市日口径）（亿元）.....	10
图 5：2023 年初以来 IPO 月度数据（首发上市日口径）（亿元）.....	10
图 6：2023 年初以来定增月度数据（首发上市日口径）（亿元）.....	10
图 7：2014 年末以来申万二级证券板块估值趋势.....	12

## 1. 行情回顾：多重政策利好齐发力，证券板块年内表现先抑后扬

### 1.1 多政策齐发扭转下行趋势，板块走出估值修复行情

国新办“9.24”发布会稳定市场，多政策提振投资者信心，证券板块年内表现先抑后扬跑赢大市。年初以来内外部环境仍较为复杂，国内经济仍呈现缓慢复苏态势，贸易保护主义、逆全球化和俄乌冲突、巴以冲突等地缘事件对全球供应链产生持续性影响。内外部多因素造成的投资环境的不确定性，一定程度上影响了国内投资者的投资热情，进而令权益市场承压。对于证券行业而言，资本市场严监管环境给证券公司展业带来一定影响，股权投行、两融、衍生品、高频量化交易等均面临监管压力，且经纪、资管、自营等业务收入受权益市场影响均较为直接。然而，在市场悲观情绪蔓延之时，国新办“9.24”发布会释放出年内最为积极的政策信号，带动资本市场和强 beta 属性的证券板块走出有一定持续性的估值修复行情，推动证券板块从跑输大市到大幅跑赢大市近 20%。截至 12 月 20 日，上证综指、上证 50、沪深 300 和申万二级证券指数年内涨幅分别为 13.22%、13.86%、14.47%和 33.32%，证券板块表现全面跑赢市场核心宽基指数。

图1：2024 年初至 12 月 20 日申万二级证券指数和上证综指、上证 50 及沪深 300 表现比较

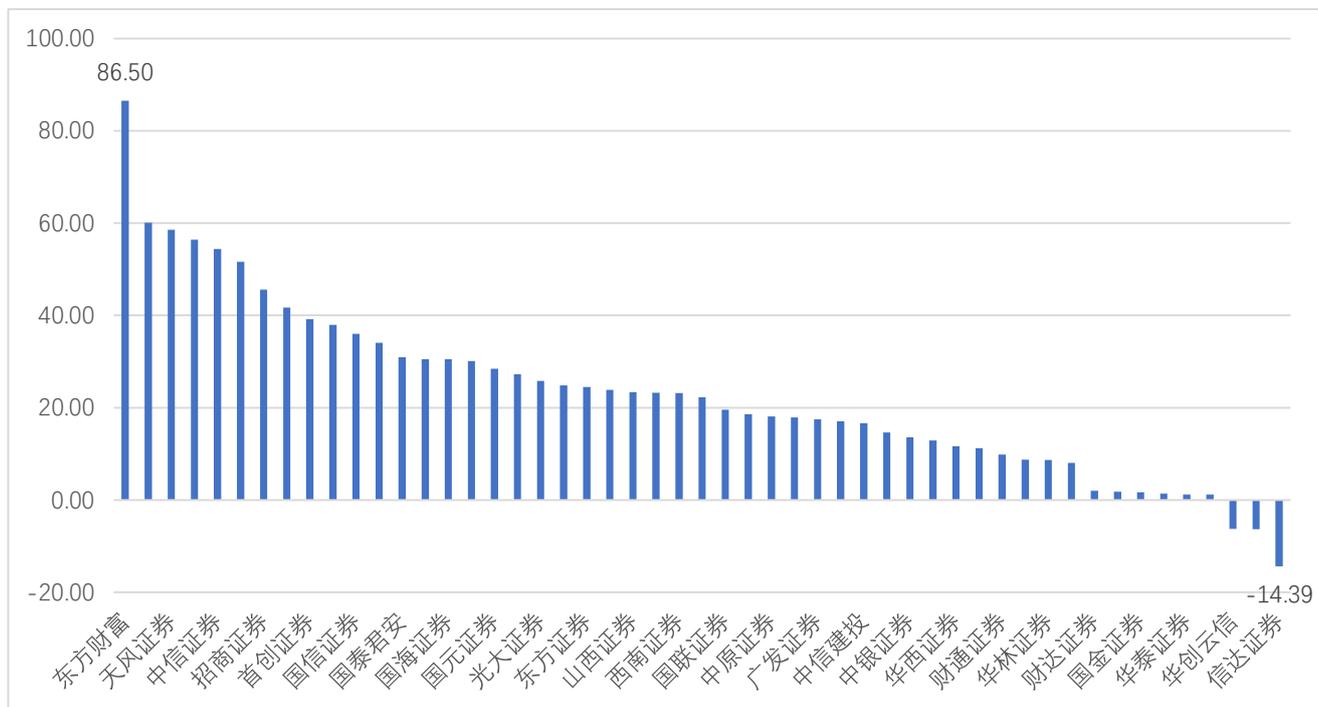


资料来源：同花顺、东兴证券研究所

### 1.2 快速反弹不改证券板块个股表现的分化趋势

经历一轮反弹后，板块估值显著修复，但个股表现仍呈现巨大分化态势，首尾涨幅相差超过 100 个百分点。截至 12 月 20 日，证券板块年内仅三只标的下跌，分别为华创云信 (-6.24%)、中金公司 (-6.31%)、信达证券 (-14.39%)，其余标的均不同程度上涨，其中东方财富涨幅最大 (86.50%)。并购重组仍是当前证券行业最受市场关注的基本面催化剂，板块内涉及并购重组或存在并购重组可能性的标的股价因重组进展或舆论影响而出现较大波动，但业绩高增长确定性的标的估值修复机会更加明确。

图2：证券板块个股截至 20241220 的涨跌幅情况 (%)



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

## 2. 更有力度的宏观政策或在路上, 2025 年证券行业或将借资本市场复苏东风延续业绩改善趋势

作为连接投资者、资本市场和实体经济的重要桥梁，证券公司业绩的外生因素颇多，各项业务均受到宏观经济环境、政策、流动性和市场行情的影响。2024 年年初以来，监管政策向规范资本市场各类主体行为倾斜，严监管成为政策主旋律。新“国九条”从上市公司发行全流程层面从严监管，优化资本市场环境。而对融券、转融券业务的限制加强以及对高频量化交易的从严监管体现出监管层对交易公平，维护中小投资者利益的重视。

然而，密集的严监管措施相继落地虽令资本市场内的各类违法违规行为被有效限制，但也令机构投资者和中小投资者在投资布局和日常交易中面临一定阻力，投资者的投资热情和交易活跃度均呈现缓慢下降趋势。低活跃度的市场、缺乏信心的投资者和内外部宏观环境影响叠加之下，权益市场持续承压。三季度末，在国新办“9.24”发布会上，一系列利好宏观经济和资本市场的政策举措集中实施，有力推动市场信心修复。“9.24”会议以来，市场交易趋于活跃，大盘指数显著反弹，带动证券行业业绩改善和估值修复。

面对 2025 年更加纷繁错杂的国内外宏观环境，2024 年 12 月的中央政治局会议和中央经济工作会议上推出了多项政策利好和积极定调，包括“更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策”、“稳住楼市股市”等，为 2025 年的市场吃下一颗“定心丸”。预计后续政策仍将保持积极态势，如果内外部环境面临逆风，或有更大力度的宏观政策落地。

对于证券行业自身而言，我们认为，优化资本市场环境、规范各类参与主体行为仍是未来一段时期的监管主线。但宏观政策大概率是积极的，证券行业有望借资本市场复苏东风实现业绩改善和估值修复。

## 2.1 新“国九条”助力改善资本市场投资环境

4月12日，国务院印发《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》，简称新“国九条”。新“国九条”是继2014年后时隔10年国务院再次专门出台的资本市场指导性文件，分阶段规划了未来5年、2035年、本世纪中叶资本市场高质量发展的目标，系统提出了强监管、防风险、促高质量发展的一揽子政策措施。新“国九条”中延续了年初以来监管层对资本市场全流程的全方位细化监管趋势，着重突出严把发行上市准入关、严格上市公司持续监管和加大对退市行为的监管力度。在更好梳理企业上市全流程的基础上，全面深化资本市场改革开放，进而推动中长期资金入市。

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

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

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

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

7月10日，证监会批准暂停转融券业务，提高融券保证金比例，进一步强化融券逆周期调节。同时，程序化交易监管将进一步加强。从政策导向看，证监会进一步收紧转融券业务，是2023年下半年以来监管层对于降低融券风险、平抑市场波动举措的延续。近年来权益市场波动持续增大，赚钱效应显著减弱，投资者情绪陷入低谷，交易活跃度亦受到较大影响。针对上述情况，监管层已先后提出多项政策举措，包括限制战略投资者配售股份出借，上调融券保证金比例，降低转融券市场化约定申报证券划转效率，暂停新增转融券规模等；同步要求证券公司加强对客户交易行为的管理，持续加大对利用融券交易实施不当套利等违法违规行为的监管执法力度。根据证监会数据，自2023年8月严监管政策持续推出以来，截至2024年6月底，融券、转融券规模累计下降64%、75%。融券规模占A股流通市值约0.05%，每日融券卖出额占A股成交额的比例由0.7%下降至0.2%，对市场的影响明显减弱。但从近期较为低迷的权益市场表现来看，政策呵护市场的效果尚未得到充分体现，维护中小投资者的重要政策目标还未达到。基于此，在前期持续压降融券、转融券规模的基础上，证监会进一步加大政策力度，依法批准暂停转融券业务，新政自2024年7月11日起实施。其中，存量转融券合约可以展期，但不得晚于9月30日了结。同时，批准证券交易所将融券保证金比例由不得低于80%上调至100%，私募证券投资基金参与融券的保证金比例由不得低于100%上调至120%，自2024年7月22日起实施。

相较之下，证监会加强对程序化交易的管理，特别体现了对中小投资者的呵护。程序化交易追求实现最优成交价格，通过设定好的程序推动最优交易的达成，和中小投资者在信息获取、交易实时性和优先度等方面存在一定差异，在一定程度上降低了市场公平。而一般机构投资者在交易层面的劣势较小。根据证监会数据，年初以来证券市场程序化交易总体稳中有降，交易行为出现一些积极变化。截至 6 月末，全市场高频交易账户 1600 余个，年内下降超过 20%，触及异常交易监控标准的行为在过去 3 个月下降近 6 成。下一步，证监会主要从五个方面加强对程序化交易的监管，包括：1. 指导证券交易所尽快出台程序化交易管理实施细则；2. 指导证券交易所尽快公布和实施程序化异常交易监控标准；3. 抓紧制定发布北向资金程序化交易报告指引，对北向投资者适用与境内投资者相同的监管标准；4. 明确高频量化交易差异化收费安排，对高频量化交易额外收取流量费、撤单费；5. 持续强化交易行为监测监管，从严打击违法违规行为。

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

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

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

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

### 2.4 国新办“9.24”发布会推出多项积极政策举措，资本市场直接受益

发布会上，央行、国家金监总局、证监会等多部门共同发声，推出多项政策举措合力推动经济加快复苏势头，维护资本市场稳定，提振投资者信心，推动资本市场长期健康发展，力度之大近年罕见。疫情以来，国内经济增长面临较大压力，消费、投资等多领域均出现复苏动能不足的问题，而 2022 年以来资本市场波动加剧，投资者信心较为低迷，亟需持续性、大力度的政策提振市场信心，此次多部门多项极具针对性的重磅举措落地，有望从短、中、长期在宏观经济、资本市场、金融机构、上市公司、投资者等多层面提振市场信心，改善资本市场潜在回报。

政策可以归纳为 8 点：1. 降低存款准备金率和政策利率；2. 降低存量房贷利率和统一房贷最低首付比例；3. 创设新的货币政策工具支持股票市场稳定发展；4. 加快基础制度建设，发挥资本市场功能，推动资本市场改革创新；5. 大力发展权益类公募基金，完善“长钱长投”的制度环境，持续改善资本市场生态；6. 通过并购重组等方式积极支持新兴产业发展，推动新质生产力转型升级；7. 发挥保险资金和银行理财、信托公司资金的长期投资效能，通过一二级市场联动加大对资本市场的支持力度；8. 进一步支持中央汇金公司加大增持力度、扩大投资范围的有关安排，推动包括中央汇金公司在内的各类中长期资金投资股市。

三大监管机构合力发声，在当前剧烈波动的市场环境之下，有望令市场吃下一粒“定心丸”，是提振市场信心，稳定市场预期的重要举措。对于证券行业而言，资本市场环境改善对行业各项业务开展均大有裨益，有助于

行业业绩改善和估值提升，未来更多改革和业务创新落地也有望拓宽券商业务结构，而并购重组的预期提速也将加快行业供给侧改革，优化行业竞争环境，更大的发挥资本中介优势。

## 2.5 中央政治局&中央经济工作会议释放积极政策信号

**政治局会议指出**，2024 年是实现“十四五”规划目标任务的关键一年，年内经济运行总体平稳、稳中有进，我国经济实力、科技实力、综合国力持续增强。新质生产力稳步发展，改革开放持续深化，重点领域风险化解有序有效，民生保障扎实有力，全年经济社会发展主要目标任务将顺利完成。

**政治局会议强调**，做好明年经济工作，要加快构建新发展格局，扎实推动高质量发展，进一步全面深化改革，扩大高水平对外开放，建设现代化产业体系，更好统筹发展和安全，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。其中，会议重点提出稳住楼市和股市，稳定预期、激发活力，从房地产这一国内核心资产出发，通过稳定预期，降低房地产价格波动来稳住居民财富“基本盘”，令居民财富实现更为平稳的增长；且在稳住地产的同时，通过稳住股市提振居民持续投资的信心，激发市场活力，进而推动一二级市场联动，带动资本市场不断扩容，呈现出更为积极的发展态势。

**财政政策和货币政策方面**，政治局会议和经济工作会议均提出“更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策”。当前，如何稳定政策预期、充分激发消费和投资活力是全市场最为关注的问题，两会给出了积极的答案。通过加大财政支出强度，以增加发行超长期特别国债、优化财政支出结构、提高资金使用效益等方式确保财政政策持续用力、更加给力；通过发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，以适时降准降息，拓展创新金融工具等为抓手，保证流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。我们认为，财政方面的积极投入和货币政策的适度宽松对于国内经济环境和资本市场环境良性运行大有裨益，在居民和机构信心得到有效提振，消费热情和投资热情被充分激发后，金融体系和实体经济有望加快联动，资本市场亦将获得更加充裕的流动资金支持。

## 2.6 个人养老金制度推广至全国，多支柱养老体系更加完善

自 2024 年 12 月 15 日起，在中国境内参加城镇职工基本养老保险或者城乡居民基本养老保险的劳动者，均可以加入个人养老金制度体系。个人养老金税收优惠政策的实施范围从先行城市（地区）同步扩大到全国。个人养老金制度是加快发展多层次多支柱养老保障体系的重要举措，有利于更好发挥资本市场财富管理功能，构建完善“长钱长投”的政策体系。

从个人养老金挂钩产品及投资角度看，个人养老金具有长期性、持续性和规模性，通过积极投资资本市场，有利于分享实体经济发展成果，助力长期保值增值。从存量市场情况看，公募基金已受托管理各类养老金资产超 6 万亿元，创造了良好的长期收益，积累了丰富的管理经验。针对此次个人养老金制度的全面推行，各有关部门及时优化产品供给，扩大标的资产池，在现有理财产品、储蓄存款、商业养老保险、公募基金等金融产品的基础上，将国债纳入个人养老金产品范围。将特定养老储蓄、指数基金纳入个人养老金产品目录，推动更多养老理财产品纳入个人养老金产品范围。鼓励金融机构研究开发符合长期养老需求的个人养老储蓄、中低波动型或绝对收益策略基金产品等金融产品，合理确定个人养老储蓄的期限和利率。此外，为配合相关业务的全面实施，个人养老金投资咨询服务也在同步开展，充分保障参加人的知情权和自主选择权。

我国当前的社会保障结构和欧美等发达国家和地区相比仍有较大的优化提升空间。除了制度层面问题之外，居民保险意识欠缺也是重要因素。在此次个人养老金制度改革全面推行后，依托各渠道的大力宣传和税收优惠的红利，个人养老金的社会关注度和接受度有望持续提升，进而有望带动更多类型保险产品的销售，协同

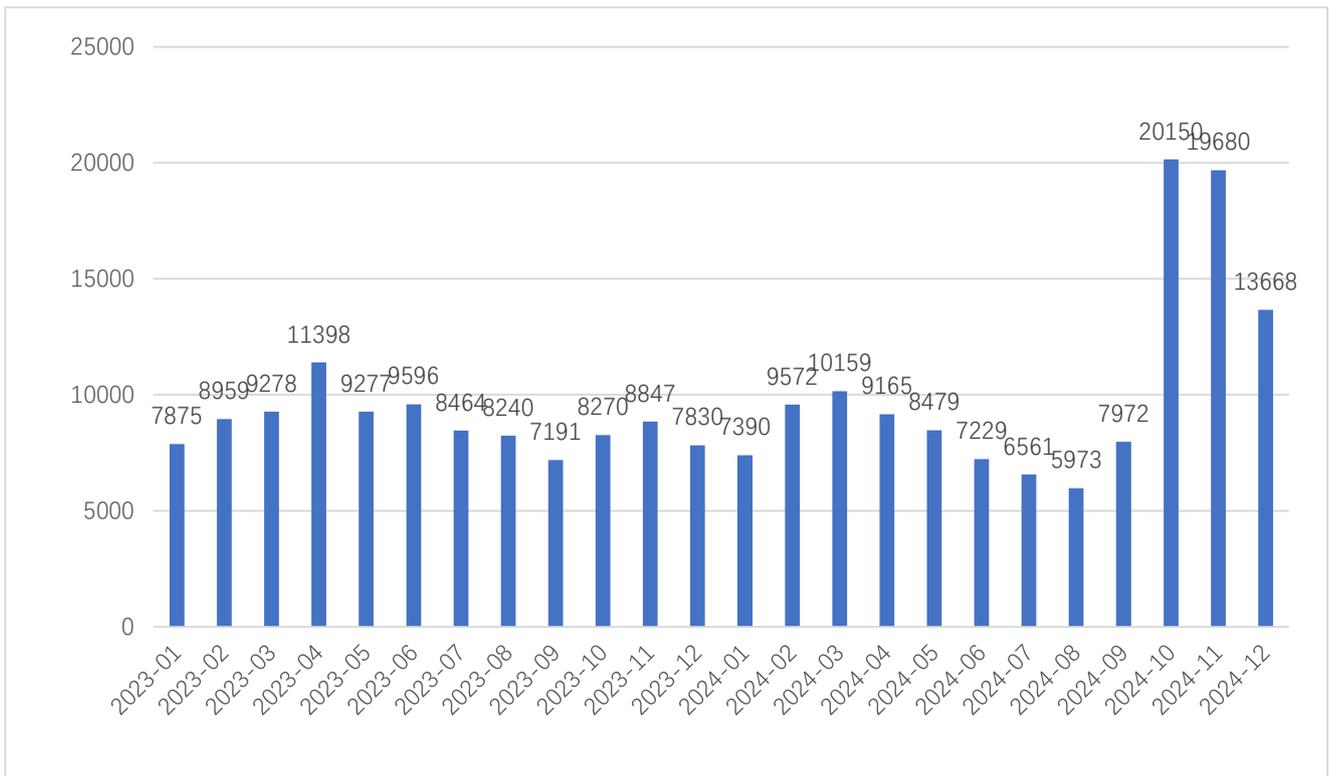
效应有望持续显现。对于券商而言，无论是代销养老金产品规模上升还是相关公募基金业绩提升，均有望给券商带来可观的业绩增量。

### 3. 大财富：市场交易趋于活跃，业务迎破局契机

#### 3.1 “9.24” 以来市场交易额快速放大并稳定在高位，财富管理喜迎发展良机

从权益市场交易数据看，年初以来成交额先增后降再增，10月起日均成交额已稳定在万亿上方。一季度在证监会加强对量化交易的监管，稳定市场的情况下，配合春节前后消费企稳，经济数据向好，市场交易活跃度显著提升，3月日均成交额时隔11个月再次回到万亿之上。但二季度起部分宏观数据回落压制投资者对经济复苏的信心，致使成交规模持续下行，8月日均成交额仅5973亿，行业内“存量博弈”气氛愈发浓厚。但“9.24”发布会监管层的积极表态极大激发了投资者的交易热情，10月日均成交额达到20150亿，和8月的5973亿、9月的7972亿相比大幅提升。11月和12月日均成交额虽有所回落，但仍稳定在万亿上方，市场交易的持续活跃为财富管理业务发展创造了有利条件。

图3：2023年以来市场日均成交额（月度统计）（亿元）



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

#### 3.2 财富管理成功转型有望带动经纪业务拐点出现

政策导向叠加业内竞争加剧，经纪业务综合佣金率下滑趋势延续，财富管理转型仍是当前经纪业务的核心突破口。2023年中央政治局会议后，证监会推出一系列活跃资本市场政策，在调降交易所收费等固定费用外，亦直接或间接推动券商降费。与此同时，在市场蛋糕增量空间有限的情况下，证券行业内竞争不断加剧，传统经纪业务作为低附加值业务成为价格战的主战场，虽然近三年降幅有所放缓，但佣金率下降态势未改，短

期内难以看到拐点出现的必然性。在此背景下，券商加快发展高附加值财富管理业务的重要性得到进一步提升。我们认为，当前财富管理转型仍是券商深度挖掘客户价值，加强各业务板块间协同，提升佣金业务附加值的关键突破口。

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

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

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

### 3.4 ETF 投资快速兴起，给券商财富管理提供了新发展方向

年初以来，中央汇金等国资机构在稳定资本市场时大多采用买入宽基 ETF 的方式进行操作，特别是上证 50、沪深 300 等 ETF 成为重点投资对象，直接或间接推动宽基 ETF 投资关注度的提升。而随着“00 后”甚至“05 后”新基民的持续入场，大量缺乏经验的投资者将投资宽基 ETF 作为投资入门的重要途径，这样就进一步推升了 ETF 的需求。相较之下，ETF 投资对大类资产配置能力有一定要求，但对筛选个股的要求相对有限，这样就降低了券商权益投顾的门槛；同时，券商在 ETF 结算方面有其独特优势，有能力推动券结基金规模的快速提升，公募基金与券商在 ETF 设立及结算方面有较强的合作意愿。我们认为，随着各类 ETF 的市场关注度持续提升，配合一定的投资收益比较优势，有望带动 ETF 增量规模保持在较高水平。这样券商在财富管理和买方投顾方面将把 ETF 作为重点发展业务线，而 ETF 也将成为权益及固收投资拼图的重要组成部分，为券商在券结基金领域实现规模的快速提升打下坚实基础，手续费收入也有望实现较快增长。

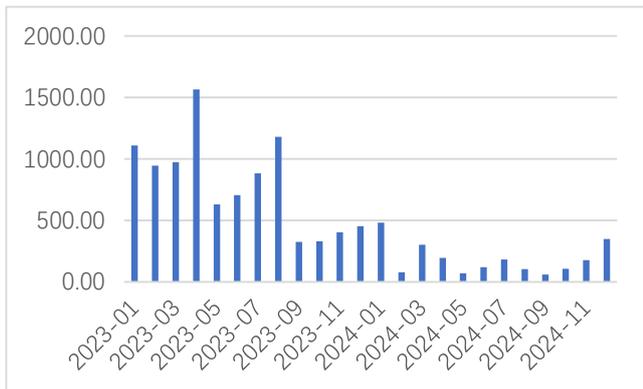
综上，从券商业务发展角度来看，当前市场对证券行业的核心关注点仍在财富管理层面，其在未来一段时期仍将是兼具发展确定性和弹性的成长性券商业务板块。在推进财富管理转型过程中，券商的代销金融产品体系建设不断完善，同时业务重心正努力迈向“重投顾”等高附加值、体现券商权益类、固定收益类产品投顾能力优势的方向迈进，转型正在逐步走向深化。预计随着业务重心的不断转移，财富管理大逻辑将向中长期演进，面对行业内日趋激烈的竞争态势，拥有丰富机构客户资源和较强产品投顾和配置能力的券商头部财富管理平台有望继续发挥投顾能力整体优势，实现财富管理业务收入和业绩占比的进一步提升。

## 4. 大投行：打造自身硬实力的同时，继续等待监管放松的信号

受严监管影响，年内 IPO 和再融资规模保持低位，但 2024Q4 再融资规模回升迹象显现。受权益市场持续大幅波动影响，监管层加大资本市场供给的逆周期调节，阶段性收紧融资节奏，促进投融资两端的动态平衡。

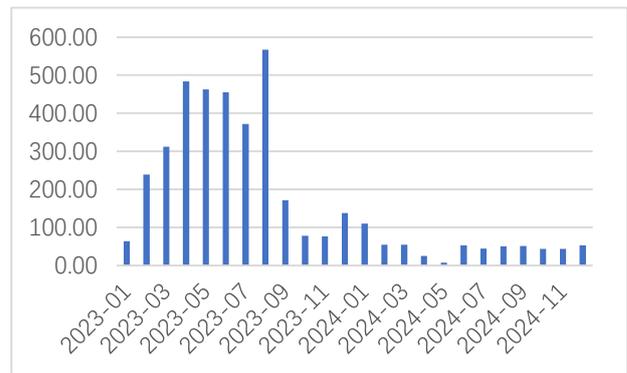
根据同花顺统计，以首发上市日为标准，2024 年 1-11 月一级市场股权融资合计 1875.83 亿元，同比下降 79.28%，其中 IPO 538.73 亿元，同比下降 83.58%；定增 1402.99 亿元，同比下降 76.29%。但我们看到，从 2024 年 10 月起，月度定增规模环比显著回升，10 月、11 月、12 月（截至 12.20）环比分别大幅增长 414%、96%和 119%。定增月度规模的环比持续回升或意味着监管要求正在发生细微变化，同时权益市场的持续回暖也将加快一级市场的活跃度回升，而“募投管退”更加顺畅后一二级市场联动有望显著加强。

图4：2023 年初以来股权融资月度数据（首发上市日口径）（亿元）



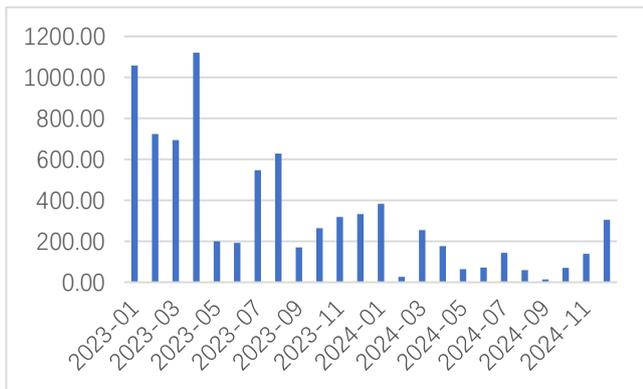
资料来源：同花顺、东兴证券研究所

图5：2023 年初以来 IPO 月度数据（首发上市日口径）（亿元）



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

图6：2023 年初以来定增月度数据（首发上市日口径）（亿元）



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

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

由于市场波动持续且剧烈，考虑到承载能力和投资者信心，当前监管出台的阶段性限制举措短期会对一级市场发行规模造成影响。但随着流动性提升和投资者信心增强，中长期来看，在提升直接融资占比的政策主基调下，我国资本市场将更好的发挥便捷融资功能，支持实体经济通过直接融资募集资金，为我国经济的高质

量发展新格局充分发挥资本市场的媒介功能。从需求端看，国内企业上市热情仍然高涨，证券公司投行项目储备充足。但在主板、创业板发行节奏显著放缓的背景下，投行业务如何发展，如何弥补收入缺口是券商亟待解决的问题。在前期的新三板、当前的北交所市场，活跃着一批特色化投行，这类投行深耕北交所已久，积累了较为丰富的拟上市公司资源，故受到严监管的影响相对较小，能够保持相对稳定的收入来源和业务周期，差异化优势凸显。且随着北交所交易逐步活跃，对各类拟上市企业和中介机构的吸引力有望持续提升，虹吸效应有望持续增强，“规模—估值”正反馈形成后中介机构将获得可观的收入增速。

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

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

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

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

综上，在当前券商业务结构变化趋势下，不断上升的规模意味着自营投资的稳定性和持续增长性成为决定投资业绩乃至券商整体业绩的关键因素。我们认为，虽然自营投资已成为证券公司盈利能力提升和超越可比同行的关键突破口，但面对股债市场的剧烈波动，自营业务盲目扩量并不可取，稳定性亦是业务能力优劣的重要考量，需要实现高 beta 和稳定增长动态平衡。目前自营资产配置更为均衡、配置能力强、风控体系相对健全，同时有能力深耕场外衍生品市场、拥有诸多风险对冲手段的部分头部券商业绩确定性更强，已具备一定的抗周期属性。

## 6. 投资建议：2025 年宏观经济不确定性尚存，行业业绩及估值较大程度受政策走向影响

在行业中长期角度看，以注册制为代表的资本市场改革提速有望成为行业价值回归的直接催化剂，业务创新亦将为盈利增长开启想象空间，行业中长期发展前景继续向好。但受制于业务结构和经营属性，行业的“市场 beta”特征并未出现显著变化，权益市场表现对行业业绩和估值产生较大影响。

从当前内外部宏观环境看，国内经济仍处于缓慢复苏阶段，复苏节奏尚存在一定不确定性；美国共和党政府明年初上台后，大概率将实行“国内减税&放松监管+对外加关税”的政策组合，全球资本存在流向美国的可能性，我国出口导向型产业将受到一定影响，若美国通胀高企致使美联储将联邦基金利率保持高位，则人民币汇率亦将承压。

从国内资本市场监管角度看，当前严监管环境仍未发生变化，短期内能否出现更多行业政策催化剂犹未可知。同时，证券行业由于自身特殊属性，在直接受益于本行业利好政策的同时，还将间接受益于宏观经济复苏和利好全市场的各类政策的出台。故我们认为在宏观环境的不确定之下，2025 年有更多的政策红包可以期待，政策力度将很大程度决定行业业绩和估值修复的高度。

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

从估值角度看，虽然“9.24”后证券行业估值得到显著修复，但当前估值仅 1.59 倍 PB，在历史（10 年）估值中处于 40.50%分位，向上弹性大于向下空间。

图7：2014 年末以来申万二级证券板块估值趋势



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

此外，在明确监管导向下，2024 年证券行业内整合频率、力度均有所提升，周期有望缩短，该趋势有望在 2025 年延续。其中，自上而下推动或将成为主导力量。当前已有国泰君安&海通、民生&国联、国信&万和、华创&太平洋、浙商&国都、平安&方正的整合预期，东莞证券的控制权出让也望受到行业及市场的广泛关注。我们认为，“大风已起，势不可挡，顺势而为”。

综上，2025 年我们继续看好行业内头部机构在中长期创新发展模式下的投资机会，当前具备较高投资价值的标的仍集中于估值仍在低位的价值个股。重申需要重视证券 ETF 的投资价值，参考海外经验，在市场有效性提升过程中，市场偏好或向指数投资持续倾斜。

## 7. 风险提示

宏观经济下行风险、政策风险、市场风险、流动性风险。

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	非银行金融行业：个人养老金制度推广至全国，多支柱养老体系更加完善	2024-12-13
行业普通报告	非银行金融行业：两会释放积极政策信号，非银板块有望直接受益	2024-12-13
行业普通报告	非银行金融行业：上交所 10 月新开户数创年内新高，增量资金有望持续进场	2024-11-08
行业普通报告	非银行金融行业：互换便利和回购增持再贷款顺利落地，资本市场再迎增量资金	2024-10-21
行业普通报告	非银行金融行业：内外兼修，政策合力推动资本市场环境优化	2024-09-27
行业普通报告	非银行金融：加强金融租赁公司管理，推动行业健康发展	2024-09-25
行业普通报告	非银行金融行业：监管层多措并举呵护资本市场，后续政策仍可期待	2024-09-24
行业普通报告	证券行业：国信、万和并购重组启动，业内整合或再提速	2024-08-23
行业深度报告	证券行业：行业经营层面存在不确定性，静待政策指明方向——证券行业 2024 中期策略	2024-08-01
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：暂停转融券&提高融券保证金，监管呵护市场步履不停	2024-07-17

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 刘嘉玮

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

## 分析师承诺

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

## 风险提示

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

## 免责声明

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

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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

## 行业评级体系

公司投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：  
以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：  
以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526