



政策加力，景气上行

—— 证券业 2025 投资策略

非银分析师：张琦



政策加力，景气上行

—— 2025 年度证券业策略报告

2024 年 12 月 31 日

核心观点

- 2024 回顾：行业景气度上行，政策红利释放** 2024 年证券板块表现优异，截至 2024 年 12 月 11 日跑赢沪深 300 指数 21.78 个百分点，个股标的平均涨幅超 25%；上市券商业绩展现弹性，净利率环比提升，营收结构发生变化，自营业务营收占比扩大，其余业务营收占比均出现一定程度下滑。
- 政策面：市场深改持续推进，打造一流投资银行** 资本市场高质量发展是明年经济工作重点任务，“稳住股市楼市”背景下预计资本市场优化政策将加力推出；行业供给侧改革持续推进，机构间并购重组不断加速，通过建立健全结构合理的金融市场体系和分工协作的金融机构体系，机构定位得到持续完善，头部券商和地方中小券商的发展模式逐渐展现差异化。
- 市场面：货币政策适度宽松，增量资金持续扩容** 货币政策“稳健”转“适度宽松”释放积极信号，预计 2025 年市场活跃度维持在较高位置；投融资两端改革深入，中长期资金入市引力增强，市场投资者结构不断优化，推动市场投资行为长期性和市场稳定性进一步强化，增量资金持续扩容。
- 业务面：业绩筑底展现弹性，转型深化持续推进** 经纪业务方面，市场活跃支撑业绩修复，财富管理转型持续推进，以买方投顾、券结基金等方式赋能传统业务，将成为明年业务板块主要发力点，重点关注财富管理转型较好的优势券商；投行业务方面，并购重组创造新机遇，股权融资有望实现突破；自营业务方面，市场回暖增厚投资业绩，政策推动加大杠杆潜力，自营收入仍是业绩核心动力；资管业务、信用业务预计保持平稳增速。
- 投资建议：综合考虑证券行业经营环境,中性假设下我们测算证券行业 2024 年净利润 1777 亿元，同比增长 10.69%。当前板块 PB1.54X，处于 2010 年以来 29.9%分位数，防御与反弹攻守兼备，维持“推荐”评级。个股主要关注三条主线：一是综合实力强劲头部券商，如中信证券、中金公司等；二是有望通过并购重组提升核心竞争力的券商，如国泰君安、国联证券等，三是财富管理转型出色的券商，如东方财富、东方证券等。**
- 风险提示：宏观经济不及预期的风险；资本市场改革不及预期的风险；资本市场波动的风险。**

重点公司盈利预测与估值

股票代码	股票名称	BVPS (元)				PB				投资评级
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
600030	中信证券	17.01	17.59	18.12	18.66	1.83	1.77	1.72	1.67	推荐
601995	中金公司	18.27	18.52	18.71	18.89	2.01	1.98	1.96	1.94	推荐
600958	东方证券	8.68	8.98	9.16	9.34	1.27	1.22	1.20	1.18	推荐
601456	国联证券	6.27	6.49	6.55	6.62	2.00	1.93	1.91	1.89	推荐
300059	东方财富	4.54	4.87	4.97	5.07	6.09	5.68	5.57	5.46	推荐

资料来源：WIND, 中国银河证券研究院

证券行业

推荐 维持评级

分析师

张琦

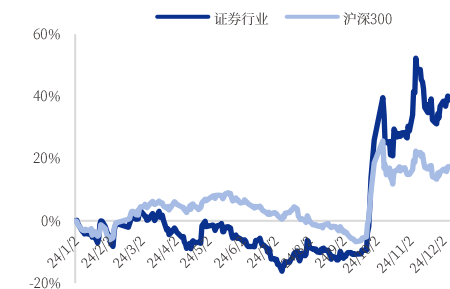
☎：010-8092-7631

✉：zhangqi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524080005

相对沪深 300 表现图

2024.12.31



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

目录

Catalog

一、2024 回顾：景气度上行，政策红利释放	4
(一) 行情复盘：证券板块整体表现优于大市.....	4
(二) 业绩回顾：市场回暖带动行业基本面修复.....	6
二、政策面：市场深改持续推进，打造一流投资银行	9
(一) 资本市场深化改革是明年经济工作重点任务.....	9
(二) 持续推进金融机构改革，打造一流投资银行.....	11
(三) 突出防范金融风险重要地位，加强行业全面金融风险防控.....	12
三、市场面：货币政策适度宽松，增量资金持续扩容	14
(一) 市场提振效果显著，流动性维持合理充裕.....	14
(二) 资管规模稳步提升，增量资金持续扩容.....	15
四、业务面：业绩弹性展现，转型持续推进	17
(一) 市场活跃利好经纪基本面，财富管理推动高质量发展.....	17
(二) 并购重组孕育新机遇，股权融资有望实现突破.....	19
(三) 市场回暖增厚投资业绩，政策推动加大自营杠杆潜力.....	20
五、盈利预测与投资建议	22
(一) 盈利预测.....	22
(二) 投资建议.....	23
六、风险提示	25

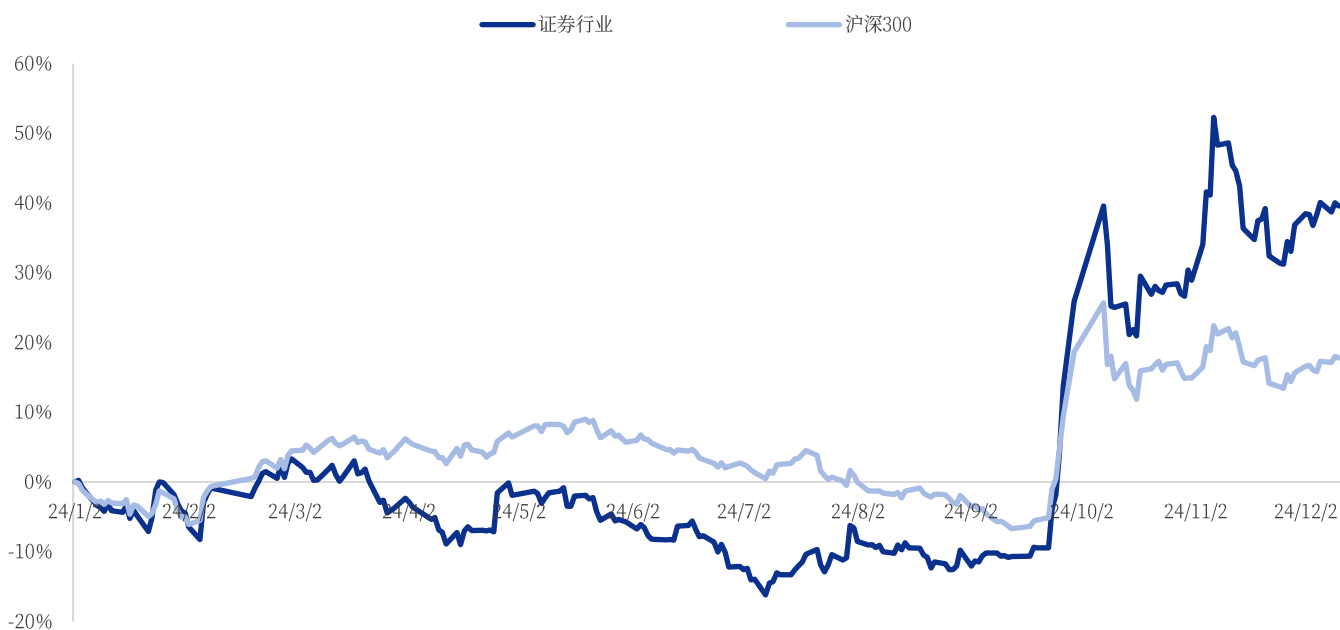
一、2024 回顾：景气度上行，政策红利释放

（一）行情复盘：证券板块整体表现优于大市

先抑后扬，证券板块后期发力跑赢大盘。2024 年前九个月，证券板块整体表现落后于大盘，最低于 7 月 8 日跑输沪深 300 指数 16.66 个百分点。9 月 24 日国新办新闻发布会提出“一揽子”支持政策，9 月 26 日中共中央政治局进一步释放积极信号，从增强流动性、优化资本市场生态等方面着手，推动资本市场信心提振。此次央行加大货币政策调控强度，主要表现为三个方面：一是下调存款准备金率 0.5 个 pct，向市场提供长期流动性约 1 万亿元。二是引导商业银行将存量房贷利率降至新发房贷利率附近。三是创设证券、基金、保险公司互换便利，支持符合条件的证券、基金、保险公司通过抵押持有的债券、股票 ETF、沪深 300 成份股等资产，从中央银行获取流动性；支持上市公司和主要股东回购、增持股票。政治局会议释放信号主要在三个方面：一是积极引导中长期资金入市，分类施策打通各类中长期资金加大入市力度的堵点，加快完善“长钱长投”的政策体系。二是加强市场并购重组力度，支持上市公司，抓好新发布的“并购六条”的落地实施，推动产业整合和资源优化配置。三是进一步提升资本市场稳定性，在投资端、资产端、中小投资者保护等方面适时推出更多务实管用的政策措施。

受益于“9·24 新政”和 9·26 政治局一揽子利好政策，投资者信心加速提振，市场表现持续回暖，9 月 30 日成交额达到 2.6 万亿创历史新高，高于 2024 年以来 A 股年日均交易额较大幅度。具备高β属性的证券板块迎来一波基本面和估值的双重修复，最高于 11 月 7 日跑赢沪深 300 指数 29.86 个百分点。整体来看，2024 年初至今（截至 12 月 11 日），证券板块上涨 39.57%，跑赢沪深 300 指数 21.78 个百分点，整体表现优于大市。

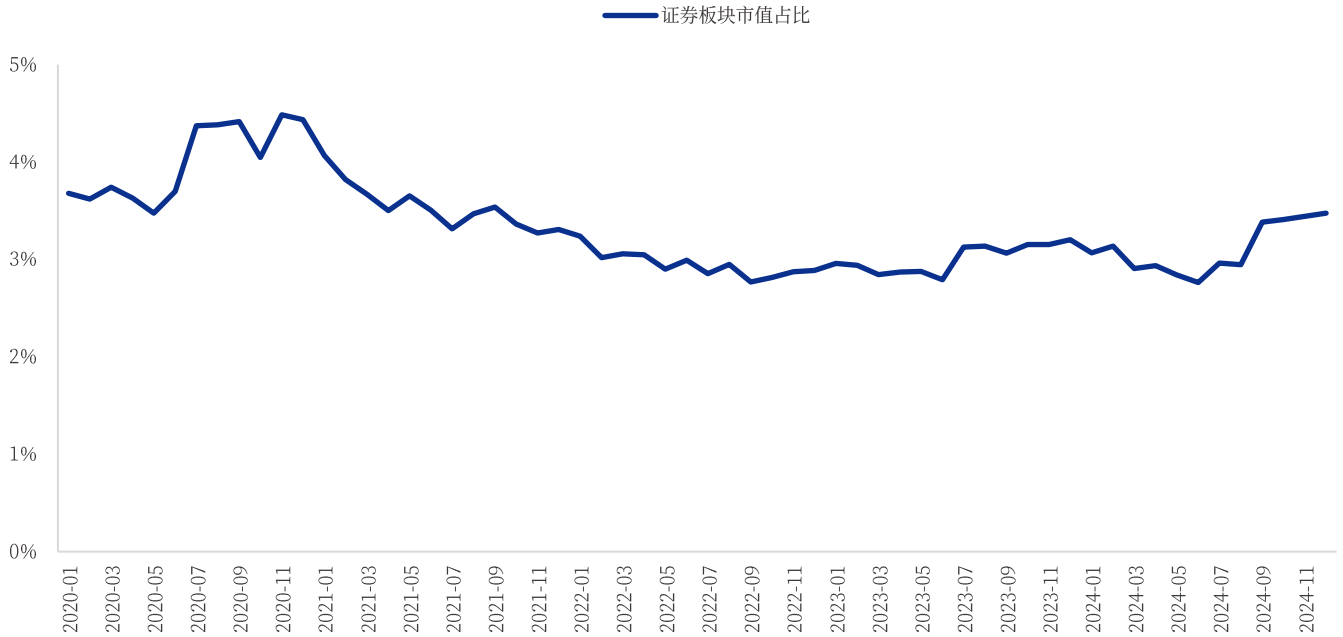
图1：2024 年以来证券板块表现（截至 2024 年 12 月 11 日）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

证券板块市值规模位于 A 股市场前列。从板块市值来看，截至 2024 年 12 月 11 日，证券板块总市值达到 3.53 万亿，同比增长 25.43%，相较年初提升 31.42%，市值规模在所有行业板块中排名第 4，仅次于银行、饮料制造和半导体板块；证券板块市值占 A 股总市值 3.47%，同比提升 0.27 个百分点，相对于年初提升 0.41 个百分点。

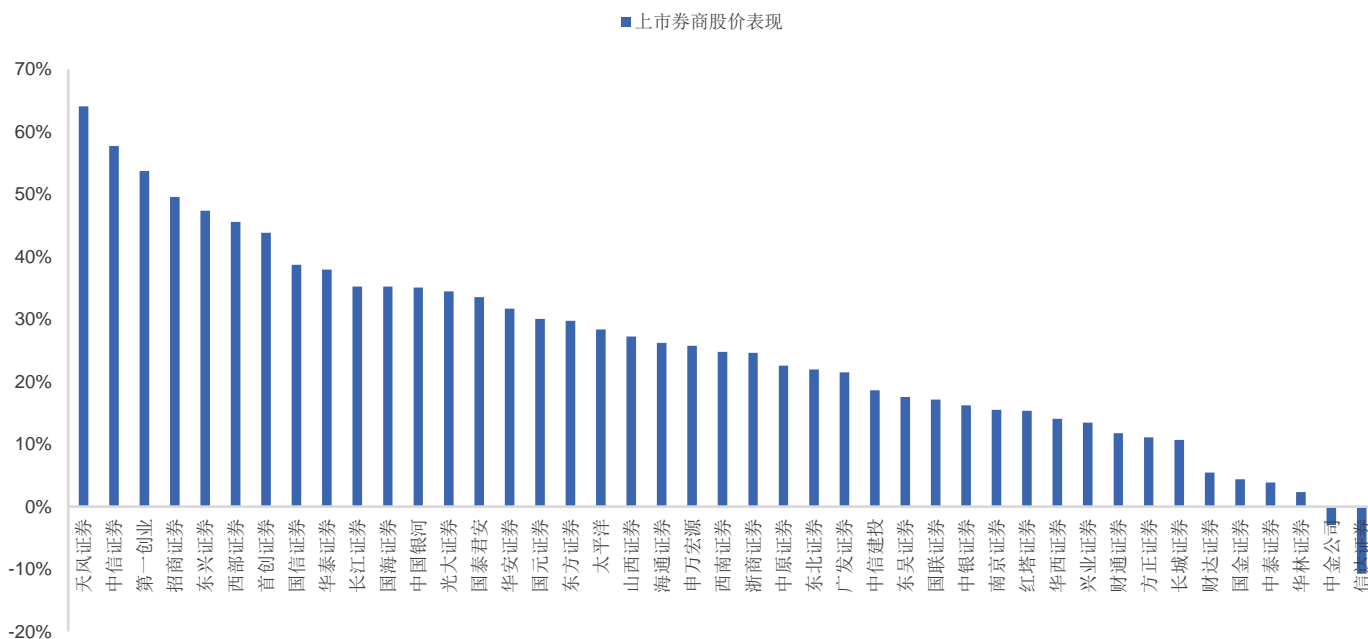
图2：2024 年以来证券板块市值变化（截至 2024 年 12 月 11 日）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

上市券商股价表现优异，平均涨幅超 25%。截至 2024 年 12 月 11 日，A 股 43 家上市券商中，41 家上市券商实现上涨，仅 2 家上市券商出现下跌，平均涨幅达到 25.35%。上涨的 41 家上市券商中，涨幅排名前十的是天风证券（64.08%）、中信证券（57.74%）、第一创业（53.71%）、招商证券（49.57%）、东兴证券（47.37%）、西部证券（45.56%）、首创证券（43.82%）、国信证券（38.71%）、华泰证券（37.94%）和长江证券（35.24%）；涨幅排名后十位的是华林证券（2.32%）、中泰证券（3.88%）、国金证券（4.35%）、财达证券（5.46%）、长城证券（10.66%）、方正证券（11.1%）、财通证券（11.77%）、兴业证券（13.44%）、华西证券（14.04%）和紅塔证券（15.36%）；下跌的两家为中金公司（-2.94%）和信达证券（-10.72%）。

图3：2024年上市券商股价表现（截至2024年12月11日）

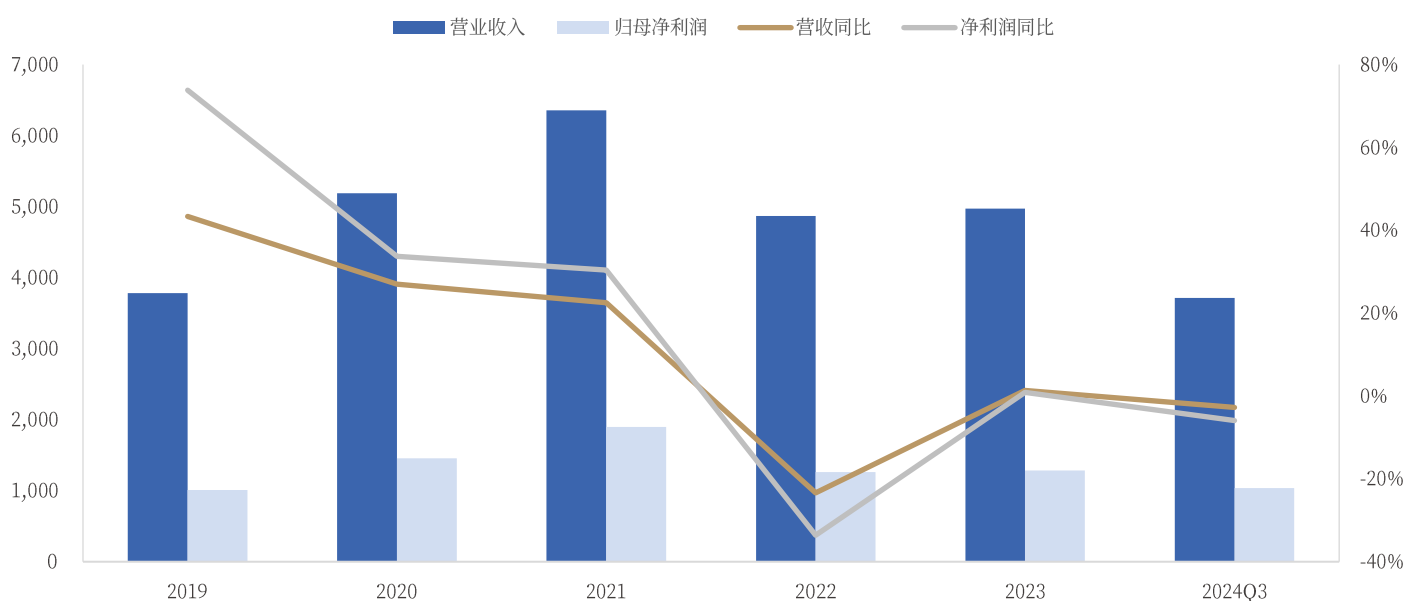


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（二）业绩回顾：市场回暖带动行业基本面修复

上市券商业绩企稳，净利率环比提升。截止今年三季度，我国上市券商共实现营业收入 3714.28 亿元，同比下降 2.41%，相对于 2024H1 降幅收敛 10.28 个百分点；实现归母净利润 1034.49 亿元，同比下降 5.54%，相对于 2024H1 降幅收敛 16.39 个百分点。受益于 9 月底政策驱动带来的市场回暖，上市券商业绩有望得到进一步修复。

图4：2024年上市券商业绩表现（截至2024年12月11日）（亿元）

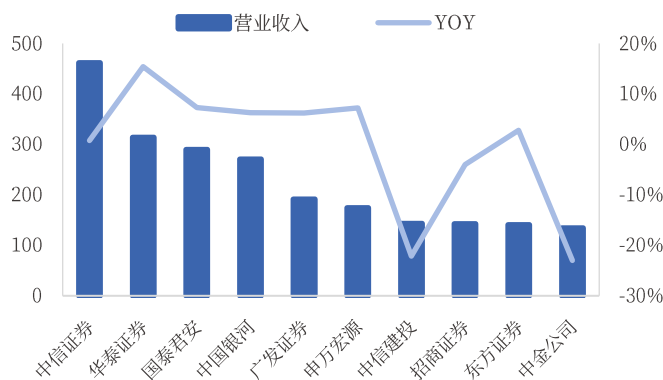


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

中信证券龙头地位稳固，头部券商排名相对稳定。从个股业绩来看，在营业收入方面，截止今年三季度，中信证券实现营业收入 461.42 亿元，同比增加 0.73%；华泰证券和国泰君安分别实现营业收入 314.24 亿元和 290 亿元，同比增加 15.41%和 7.29%；营业收入前十的券商依次还有中国银河（270.86）、广发证券（191.37）、申万宏源（174.56）、中信建投（143.15）、招商证券（142.79）、东方证券（140.79）、中金公司（134.49）。在归母净利润方面，中信证券实现归母净利润 167.99 亿元，同比增长 2.35%；华泰证券和国泰君安分别实现归母净利润 125.21 亿元和 95.23 亿元，同比增加 30.63%和 10.38%；归母净利润前十的券商依次还有招商证券（71.5）、中国银河（69.64）、广发证券（67.64）、国信证券（48.79）、中信建投（42.97）、申万宏源（38.5）和东方证券（33.02）。

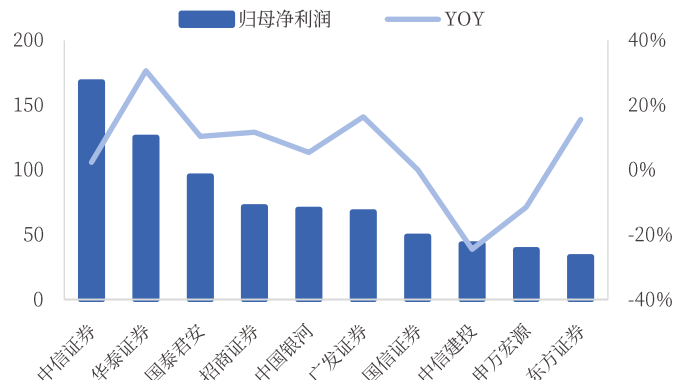
基于低基数效应和权益市场表现回暖，部分中小券商展现较强业绩弹性。从营收角度来看，东兴证券前三季度业绩增速行业领先，同比增速达到 168.23%；红塔证券、首创证券增速位列二、三位，同比增长 85.52%和 42.81%。从归母净利润角度来看，红塔证券以 203.85%的增速位于行业首位，东兴证券（100.73%）、第一创业（95.45%）、首创证券（63.1%）、华林证券（61.65%）和山西证券（57.83%）业绩增速同样超过 50%。

图5：2024Q3 上市券商营收前十排名及增速（亿元）



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

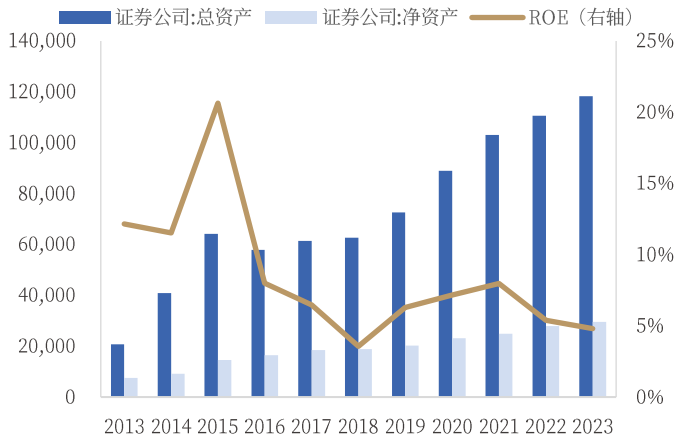
图6：2024Q3 上市券商归母净利润前十排名及增速（亿元）



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

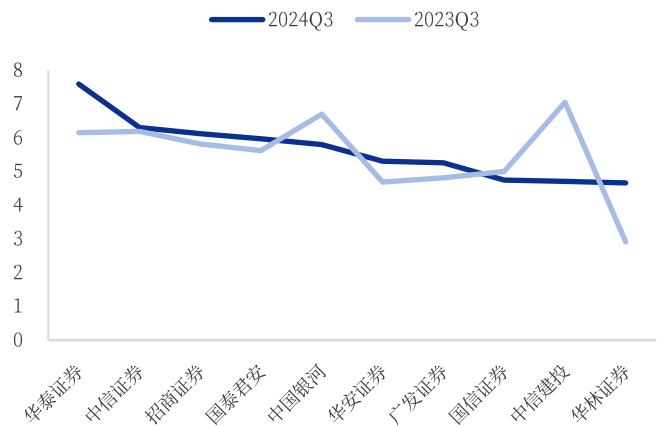
行业资产规模增速稳定，净资产利润率展现弹性。十八大以来，我国证券行业资产规模保持持续增长。截至 2023 年末，证券行业总资产达到 11.83 万亿，同比增长 6.96%，十年复合增速 18.98%；净资产达到 2.95 万亿，同比增长 5.73%，十年复合增速 14.62%。资产规模高增的背景下，行业盈利能力出现下滑，尤其是疫情期间带来的负面影响，叠加宏观经济转型换挡和行业监管政策趋严，行业盈利能力降至低谷，2023 年行业 ROE 录得 4.8%，是近十年来除 2018 年的最低值；但是，从中长期来看，随着资本市场深改政策的不断落地和制度环境的不断优化，行业盈利能力有望得到逐步修复。净资产收益率（ROE）方面，华泰证券盈利能力行业领先，2024Q3 达到 7.59%，相对于 2024H1 提升 4.41 个百分点；中信证券、招商证券 ROE 位列二、三位，分别为 6.3%和 6.12%；其他 ROE 排名前十的上市券商有国泰君安（5.97%）、中国银河（5.8%）、华安证券（5.3%）、广发证券（5.26%）、国信证券（4.74%）、中信建投（4.71%）、华林证券（4.66%），其中华安证券和华林证券为中小券商。

图7: 行业资产规模和 ROE (亿元)



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

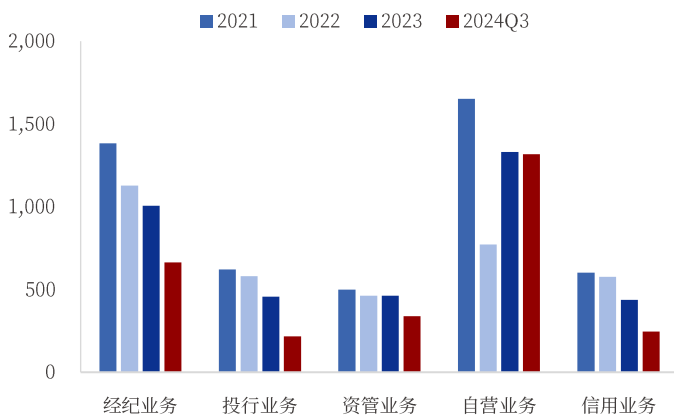
图8: 2024Q3 上市券商净资产收益率 (ROE) 前十 (%)



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

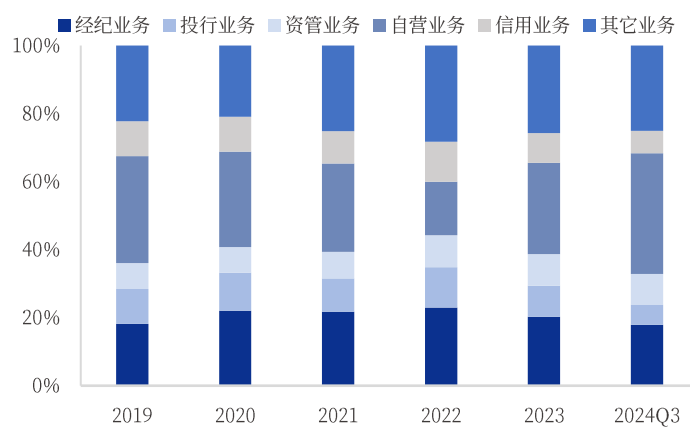
自营业务营收占比扩大, 经纪、投行业务下滑。2022年以来, 受累于市场环境和监管节奏变化, 上市券商经纪业务和投资银行业务收入占比持续下滑, 自营业务占比高增。截至2023Q3, 43家上市券商共计实现经纪业务收入664.39亿元, 占比17.89%, 占比相较于2023年降低2.36个百分点; 实现投行业务收入217.19亿元, 占比5.85%, 占比相较于2023年降低3.32个百分点; 实现资管业务收入338.77亿元, 占比相较于2023年降低0.17个百分点; 实现自营业务收入1316.89亿元, 占比35.45%, 占比相较于2023年增加8.68个百分点; 实现信用业务收入246.55亿元, 占比6.64%, 占比相较于2023年降低2.16个百分点。

图9: 近年来上市券商主要业务营收变化 (亿元)



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图10: 2024Q3 上市券商主营业务结构



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

二、政策面：市场深改持续推进，打造一流投资银行

（一）资本市场深化改革是明年经济工作重点任务

资本市场高质量发展是加快建设金融强国的重要支撑。习近平总书记在 2023 年召开的中央金融工作会议上明确提出加快建设金融强国，之后在 2024 年省部级主要领导干部推动金融高质量发展专题研讨班上的讲话中，深入阐释了建设金融强国的目标任务、实践要求等重大问题。金融强国则国强，金融博弈是大国战略竞争的重要内容，加快建设金融强国离不开资本市场的强有力支撑。资本市场之于金融强国的重要意义：一是搭建服务实体经济的投融资渠道，通过股票、债券等金融工具，为各类企业扩大生产、技术研发、市场开拓等方面资金需求提供服务；二是优化和调节社会资源配置，通过价格机制引导资本流向高效益、高成长性的行业和企业，推动新兴产业发展和传统产业转型升级；三是支持和推动科技创新，资本市场具有风险共担、利益共享、定价市场化等特征，在支持科技企业、增强核心科技能力等方面具有独特优势，是培育新质生产力的重要支撑。

“新国九条”对于我国资本市场高质量发展提出新要求。中国资本市场经过多年的发展取得了显著成就，但仍然存在长期投资信心不足、上市公司质量不高、投资者保护不完善等方面问题。随着中国经济正处于转型升级的关键时期，资本市场作为经济体系的重要组成部分，需要发挥更大的作用，为实体经济提供更高质量、更可持续的金融服务。2024 年 4 月，国务院发布《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”），从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和交易监管等方面，对进一步推动资本市场高质量发展提出的新要求。之后，证监会、交易所结合“新国九条”关于资本市场的最新部署，相继发布若干配套政策，共同形成“1+N”政策体系，明确了未来资本市场发展的指导思想、中心、原则、主线和重点。

表1：新“国九条”从上市、退市、交易等多方面提出更高要求

主要内容	涉及领域	重要表述
总体要求	-	未来 5 年，基本形成资本市场高质量发展的总体框架；到 2035 年，基本建成具有高度适应性、竞争力、普惠性的资本市场；到本世纪中叶，建成与金融强国相匹配的高质量资本市场。
严把发行上市准入关	上市	提高主板、创业板上市标准，完善科创板科创属性评价标准；进一步压实发行人第一责任和中介机构“看门人”责任，建立中介机构“黑名单”制度。
严格上市公司持续监管	信披、减持、分红、回购	构建资本市场防假打假综合惩防体系，严肃整治财务造假等重点领域违法违规行为；全面完善减持规则体系；强化上市公司现金分红监管；制定上市公司市值管理指引，引导上市公司回购股份后依法注销。
加大退市监管力度	退市	进一步严格强制退市标准，建立健全不同板块差异化的退市标准体系；收紧财务类退市指标，完善市值标准等交易类退市指标；健全退市过程中的投资者赔偿救济机制，对重大违法退市负有责任的控股股东、实际控制人、董事、高管等要依法赔偿投资者损失。
加强证券基金机构监管	中介机构	引导行业机构树立正确经营理念，处理好功能性和盈利性关系；完善对衍生品、融资融券等重点业务的监管制度；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	交易	出台程序化交易监管规定，加强对高频量化交易监管；严肃查处操纵市场恶意做空等违法违规行为。
推动中长期资金入市	中长期资金	建立培育长期投资的市场生态，完善适配长期投资的基础制度；全面加强基金公司投研能力建设，从规模导向向投资者回报导向转变；稳步降低公募基金行业综合费率。

进一步全面深化改革开放	服务实体经济、开放	着力做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章；加大并购重组改革力度，多措并举活跃并购重组市场；完善多层次资本市场体系；坚持统筹资本市场高水平制度型开放和安全。
推动形成促进资本市场高质量发展合力	监管	推动加强资本市场法治建设，大幅提升违法违规成本；坚决破除“例外论”、“精英论”、“特殊论”等错误思想。

资料来源：中国政府网，中国银河证券研究院

强化直接融资服务力度，提高市场直接融资比重。目前我国融资结构仍然以间接融资为主，直接融资特别是股权融资的占比仍然偏低。形成这样的融资体系，契合我国改革发展逻辑，改革开放以来为我国经济发展发挥了巨大贡献。但是，随着我国经济结构的不断转型升级，在各行各业创新发展的背景下，直接融资体系具有更好的企业价值发现和筛选功能，有利于促进资本在创新领域的集聚和循环，通过合理的风险分担机制，推动新技术的发明、新产业的成长和新商业模式的诞生，对培育经济增长新动能、推动产业转型升级具有重要作用。二十届三中全会指出，要“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”。去年中央金融工作会议提出，“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”。“十四五”规划和2035年远景目标纲要也提到，要“完善资本市场基础制度，健全多层次资本市场体系，大力发展机构投资者，提高直接融资特别是股权融资比重”。这意味着，作为直接融资的主要阵地，资本市场将进一步改革，充分发挥直接融资特别是股权融资风险共担、利益共享机制的独特作用，加快创新资本形成，促进科技、资本和产业的紧密融合，在提高直接融资比重上承担重任。

中央经济工作会议做出重要部署，高度重视资本市场改革发展。会议将资本市场改革列为标志性改革，突出强调“稳住股市楼市”要求，提出要发挥经济体制改革牵引作用，推动标志性改革举措落地见效；重点关注资本市场投资、融资两端的综合改革工作，提出要进一步加强对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。同时，会议提出以科技创新引领新质生产力发展，建设现代化产业体系。资本市场是金融服务科技创新的主要阵地，应推动多层次金融服务体系建设，壮大耐心资本，更大力度吸引社会资本参与创业投资，梯度培育创新型企业。证监会召开党委（扩大）会议，传达学习中央经济工作会议精神，结合全国金融系统工作会议要求，研究部署证监会系统贯彻落实工作，提出明年重点工作任务：一是突出维护市场稳定，二是更加有力有效服务经济回升向好，三是着力提升监管效能，四是深化资本市场投融资综合改革。

展望 2025 年，在“提振资本市场”和“稳住股市楼市”要求下，资本市场优化政策预计将加力推出。当前，中国资本市场处于高质量发展的关键时期，全面深化资本市场改革箭在弦上，发挥好市场功能助力新质生产力，坚持以投资者为本，持续优化市场投资环境，将成为资本市场的主线任务。结合二十届三中全会《决定》的战略部署和“新国九条”提出的资本市场改革重点任务，以及近期中央经济工作会议精神，2025 年资本市场主要关注以下改革政策内容：一是进一步提升资本市场稳定性。维护市场稳定是明年工作的重中之重，未来将监管进一步加强重点领域监测监管，用好稳市货币政策工具，加强和改善市场预期管理，在投资端、资产端、交易端适时推出更多务实管用的政策措施，加强上市公司分红、回购、退市等政策工具力度，督促上市公司落实市值管理责任，同时以投资者为本持续优化和完善中小投资者保护机制。二是进一步推动中长期资金入市。相较于海外成熟社保基金，我国社保、保险等基金投资股市比例仍较低，耐心资本存在入市堵点。明年，市场将持续建立和优化培育长期投资的市场生态，完善适配长期投资的基础制度，构建支持“长钱长投”的政策体系，将成为明年资本市场深改的重点工作。三是进一步激发上市公司并购重组活力。2024 年以来，“新国九条”、“科创八条”、“并购六条”等多项重要文件深度关注并购重组政策

工具，结合资本市场支持新质生产力发展这个着力点，预计明年并购重组将成为资本市场的主线内容，监管将通过更加给力的政策进一步提升并购重组效率，加强上市公司竞争力。

（二）持续推进金融机构改革，打造一流投资银行

进一步推进金融机构深化改革是行业未来发展趋势。强大的金融机构是实现金融强国目标、推进中国式现代化的关键抓手。二十届三中全会提出，要“统筹推进财税、金融等重点领域改革”，“深化金融体制改革”，“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”，未来进一步推进金融机构深化改革是发展趋势。2024年4月，证监会发布《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）》，提出7个方面25条重点举措，其中总体目标是力争通过5年左右时间，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，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；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。对于行业差异化发展，提到要“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”。

表2：《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）》主要内容

主要内容	涉及领域	重要表述
总体要求	-	力争通过5年左右时间，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，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；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。
校正行业机构定位	机构定位	督促行业机构端正经营理念、校正定位偏差，把功能性放在首要位置，坚持以客户为中心，切实履行信义义务，始终践行金融报国、金融为民的发展理念，正确处理好功能性和盈利性关系，引导股东单位在机构经营考核中显著加大功能性考核的权重；引导行业机构坚持功能型、集约型、专业化、特色化发展方向。督促行业机构专注主业、优化供给、提高价值创造能力，形成适合各类投资者需求的多样化金融产品和服务体系，落实好科技、绿色、普惠、养老、数字金融等“五篇大文章”的战略布局。
夯实合规风控基础	合规风控	推动行业机构建立股权结构清晰、组织架构精简、职责边界明确、信息披露健全、激励约束合理、内控制衡有效、职业道德良好的公司治理架构，健全组织架构运行机制；督促行业机构树牢“合规创造价值”理念，坚持“看不清管不住则不展业”，落实全面风险管理与全员合规管理要求；督促行业机构建立健全与金融科技应用水平相适应的信息科技治理架构和考核机制。
优化行业发展生态	行业生态	深入开展中国特色金融文化建设，坚决纠治拜金主义、奢靡享乐、急功近利、“炫富”等不良风气，坚决破除“例外论”“精英论”“特殊论”等错误论调；加强从业人员管理，完善从业人员执业行为基本规范和操守准则，建立健全从业人员分类名单制度和执业声誉管理机制；加强廉洁从业监管，持续完善廉洁从业监管规则，督促行业机构完善廉洁从业风险防控机制；营造良好外部环境，引导行业机构积极履行社会责任，践行普惠金融，树立良好社会形象。
促进行业功能发挥	行业功能	维护市场稳定健康运行，督促行业机构规范自身交易行为，注重把握长期大势，强化逆周期布局，强化投资行为稳定性，更好发挥维护市场稳定健康运行的主力军作用；促进提高专业能力，进一步压实投行“看门人”责任，强化行业机构产品与投资者服务能力建设；提升服务中长期资金能力，构建长期资金、资本市场与实体经济协同发展的良性机制。打造长期资金“愿意来、留得住”的基础投资环境。
全面强化监管执法	监管执法	全面深化监管理念，健全行业机构分类监管体系；健全监管制度体系，形成系统权威、简明清晰、实用有效的三大基础制度体系；提升监管能力手段，强化科技赋能，打造以机构监管信息系统为主体、各类机构画像及现场检查小工具为辅助的智慧监管体系；加大监管执法力度，落实监管“长牙带刺”、有棱有角。

防范化解金融风险	防范风险	加强风险监测防范，落实风险早识别、早预警、早暴露、早处置原则，强化跨市场跨行业跨境风险识别；健全多层次流动性支持机制，支持头部机构在畅通非银机构流动性传导方面积极发挥作用；及时稳妥处置风险机构，把握好权和责、快和稳、防和灭的关系。
抓好监管队伍建设	监管队伍	提升干部“政治三力”，坚守监管的政治性、人民性；提高履职本领素质，坚持政治过硬、能力过硬、作风过硬标准；推进全面从严治党，坚持刀刃向内、自我革命；健全监管问责机制，坚持失责必问、问责必严。

资料来源：中国政府网，中国银河证券研究院

监管推动适度打开券商资本拓宽空间。截至 2023 年末，我国券商龙头中信证券总资产为 1.5 万亿元，而世界一流投行高盛总资产达到 11.62 万亿元。世界一流投行一般具有较强的资本实力，源自于其内部较高的财务杠杆，也是造成国内外投行业务体量差距的重要原因。截至 2023 年末，高盛和摩根士丹利的财务杠杆达 12.24 倍和 11.66 倍，同期国内行业龙头中信证券的财务杠杆仅为 5.06 倍。2024 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》，表示将“坚持机构的强化分类监管，拓展优质证券公司资本空间。适当调整连续三年分类评价居前的证券公司的风险资本准备调整系数和表内外资产总额折算系数，推动试点内部模型法等风险计量高级方法，支持合规稳健的优质证券公司适度拓展资本空间，提升资本使用效率，做优做强”。

证券行业机构间并购重组不断加速。近两年来，证券行业并购重组明显加快，主要受高层会议提出“加快金融强国建设”“集中力量打造金融业‘国家队’”的重要战略指引。2024 年 9 月，证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，主要内容包括“支持上市公司向新质生产力方向转型升级”、“上市公司加强产业整合”等六条内容，同时明确提出“支持上市证券公司通过并购重组提升核心竞争力，加快建设一流投资银行。”证券行业并购重组主要有三条主线，一是同一实控人下的券商之间的合并，二是同地域上市券商和非上市券商之间的合并，三是补充业务短板为动机发起的合并。截至 2024 年 12 月 11 日，证券行业正在推进的并购案例共 7 起，分别是国泰君安与海通证券、国联证券和民生证券、国信证券和万和证券、浙商证券和国都证券、西部证券和国融证券、平安证券和方正证券、华创证券和太平洋证券；同时，目前存在合并意向或趋势的上市券商不在少数，尤其是同一实控人下的券商合并值得关注，预计 2025 年会开展实质动作。

展望 2025 年，行业供给侧改革将持续推进，通过建立健全结构合理的金融市场体系和分工协作的金融机构体系，机构定位将持续得到完善，国有大型金融机构和中小金融机构的发展模式将逐渐展现差异化。头部券商通过并购重组等方式做大做强，多渠道补充资本金，全面完善各条业务线加强综合服务能力，做好服务实体经济的主力军和压舱石；中小金融机构通过深耕区域化或特色化业务形成竞争优势，核心关注自身风险防范和化解，保持对市场的敏感度和灵活性，在实现差异化发展的过程中及时调整打法，推动行业格局重塑。

（三）突出防范金融风险重要地位，加强行业全面金融风险防控

重要性凸显，顶层会议连续提及金融风险防控。金融行业作为国家经济的血脉，健康稳定对整个经济体系至关重要。2023 年的中央金融工作会议提出“以全面加强监管、防范化解风险为重点，坚持稳中求进工作总基调，统筹发展和安全，牢牢守住不发生系统性金融风险的底线”；同时强调，“防范化解金融风险，特别是防止发生系统性金融风险，是金融工作的根本性任务”。党的二十届三中全会进一步指出，要“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”。中央层面反复提及防范化解金融风险，突出此项工作的重要程度和迫切性。

全面风险管理规范修订，行业风险管理要求增强。证券行业是资本市场的核心中介，是服务实体经济直接融资的主力军。随着经济社会和金融体系不断创新发展，证券行业面临的金融风险更具复杂性、突发性和交叉传染性，特别是在当前投资银行境外经营业务范围不断扩大、衍生品等创新金融产品推出不断加速的情况下。然而，目前部分证券公司表现出在风险文化建设、组织架构、职责分工、信息系统、量化指标体系、风险数据治理、人才队伍、风险考核机制、对子公司风险管理等方面的不足，亟需加强全面风险管理理念和内部风险防控能力，与我国建设金融强国目标相匹配。2024年9月，证监会修订《证券公司全面风险管理规范》，推动券商全面风险管理体系的优化完善，助力行业高质量发展。其中，主要修订内容包括三方面：一是对规范架构进行梳理优化，完善框架结构；二是根据行业变化新增风险管理相关要求；三是对风险管理重点条款的相关要求进一步具体化，增强可操作性。

表3: 《证券公司全面风险管理规范》修订稿主要变化

	重要表述
梳理优化现行架构	修订稿对证券公司风险偏好及指标体系的建立要求进行了细化，对子公司风险管理、境外子公司风险管理进行了细化和强化，对新业务管理、同一业务同一客户管理、表外业务、场外业务等风险管理难度较大的领域列专章加以规范和强化；对风险管理组织架构章节中的具体条款顺序进行了调整，按照董事会、监事会、经理层、首席风险官、各部门、分支机构及子公司、风险管理部门、审计部门的顺序分别明确职责分工；对风险管理制度和流程条款章节按照风险管理的程序进行了调整。
新增风险管理相关要求	落实中央金融工作会议“风险早识别、早预警、早暴露、早处置”“强化跨市场跨行业跨境风险识别”要求，针对存在的不足和短板，增加了全面风险管理的目标、应遵循的基本原则、其他高级管理人员风险管理职责、金融数据安全等内容；对风险偏好及风险指标体系考虑因素、风险偏好及指标决策流程、风险指标管理程序、风险偏好评估要求、子公司风险管理、境外子公司风险管理、同一业务管理机制及具体要求、同一客户管理机制及具体要求、表外业务及场外业务风险管理增加相应的条款。
具体化风险管理重点条款	针对此前行业调研中部分证券公司所反馈的落实难点或存疑条款，对风险文化、风险管理组织架构及各层级的风险管理职责、风险管理流程、风险管理绩效考核、新业务管理、风险管理信息系统建设、风险数据治理等有关内容进行了补充完善，进一步提升《规范》对于行业风险管理工作的指导性；针对“风险管理职责分工”“子公司风险管理”等行业主要关注的落实难点或存疑条款，进行了更为详细的规范说明，保障全行业对《规范》要求的认知一致性，便于不同业务规模或业务特点的证券公司落实。

资料来源：中国政府网，中国银河证券研究院

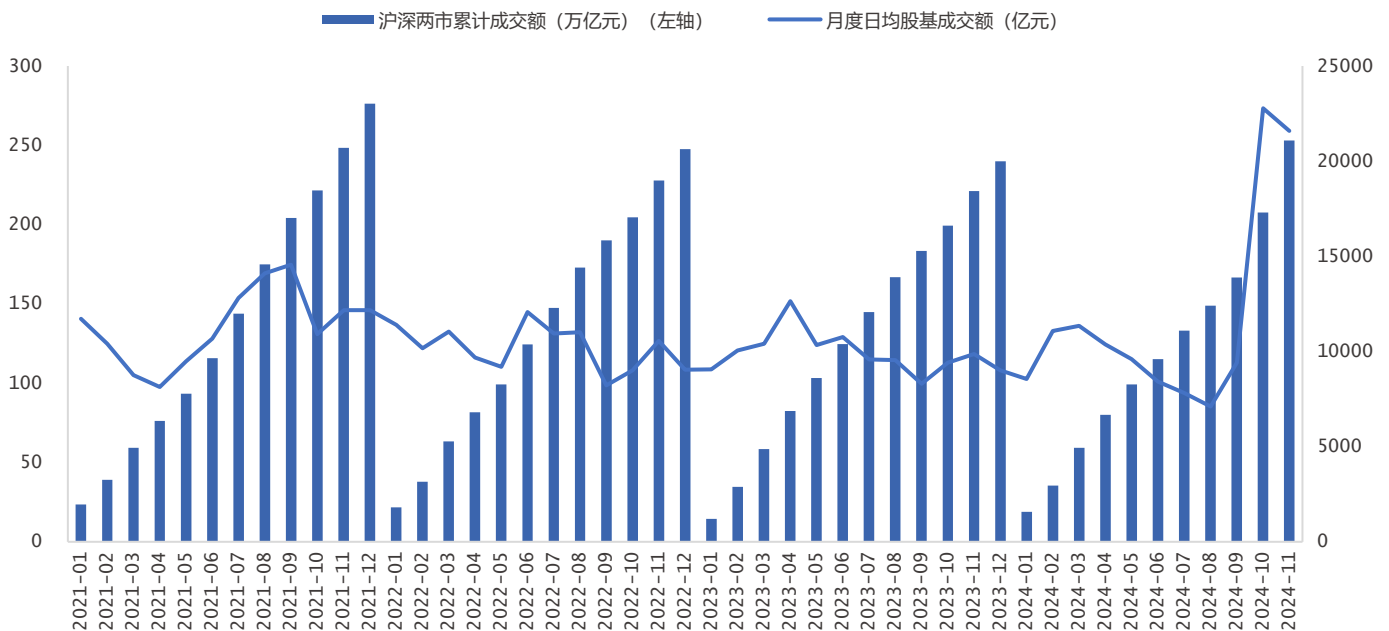
展望 2025 年，监管层面将持续围绕防风险、强监管主题，进一步加强行业全面风险防控，提升行业监管效能。稳中求进是发展的主旋律，维持资本市场和行业平稳健康发展成为明年监管工作的主要任务，IPO、融资融券、量化交易等相关业务的监管力度预计将延续 2024 年总体基调，期货、衍生品等高风险领域执行规范将进一步加强，限制机构过度投机行为。同时，行业自律协会将进一步加强自律管理功能，引导行业加强服务实体经济和国家战略力度，平衡好盈利性和功能性之间的关系，促进行业迈向高质量发展。

三、市场面：货币政策适度宽松，增量资金持续扩容

(一) 市场提振效果显著，流动性维持合理充裕

9月底以来，市场交投活跃度快速提升。9月24日国新办“一揽子”政策发布以来，围绕“提振资本市场”主线，高层会议和文件频频释放积极信号，在流动性和政策面利好加持下，投资者情绪转暖，资金进场意愿强烈，资本市场活跃度持续拉升。在股基成交额方面，截止2024年11月末，沪深两市年度日均股基成交额达到1.15万亿元，同比提升14.98%，相对于年初提升34.49%；10月、11月两个单月，沪深两市月度日均股基成交额分别达到2.28万亿元和2.16万亿，高于2024年1-9月沪深两市平均月度日均股基成交额9300亿元和2023年沪深两市平均月度日均股基成交额9912亿元。

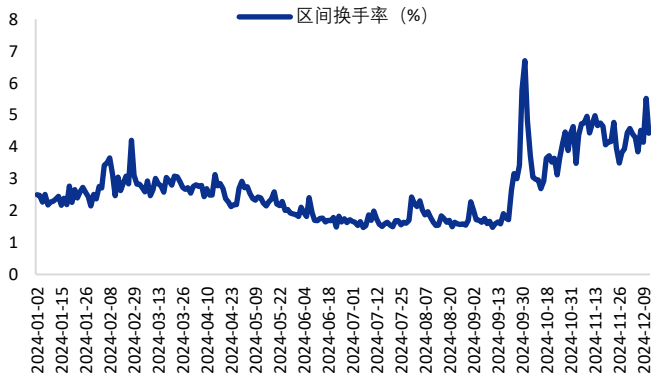
图11: 沪深两市股基成交额



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

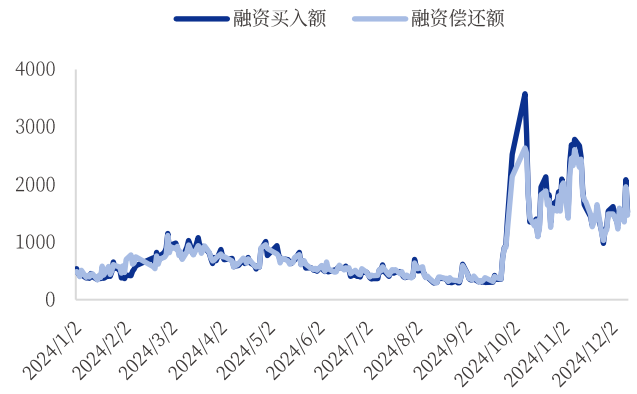
在换手率方面，通常认为换手率小于1%代表市场处于低迷状态，位于1-3%区间代表市场处于正常状态，位于3%-7%区间代表市场处于活跃状态。截止2024年12月11日，A股日均换手率为2.65%；10月、11月两个单月，A股日均换手率达到3.78%和4.37%，相较于9月单月日均2.2%换手率，环比提升1.58和2.17个百分点。在两融交易方面，目前A股融资融券主要以融资交易为主，融券交易占比较少，10月份以来融资余额屡创新高。两融余额角度，截至2024年11月12日，A股两融余额为1.85万亿，高于2024年日均两融余额1.52万亿提升21.71%。融资交易角度，1-9月A股融资买入和偿还额分别为576.44亿元和583.03亿元；10月、11月A股融资买入和偿还额均值达到1803.45亿元和1702.67亿元，相较于前九个月提升了212.86%和192.04%。从股基成交额、换手率和两融数据等指标数据来看，市场提振政策起到显著效果。

图12: A股换手率 (%)



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图13: A股融资交易额 (亿元)



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

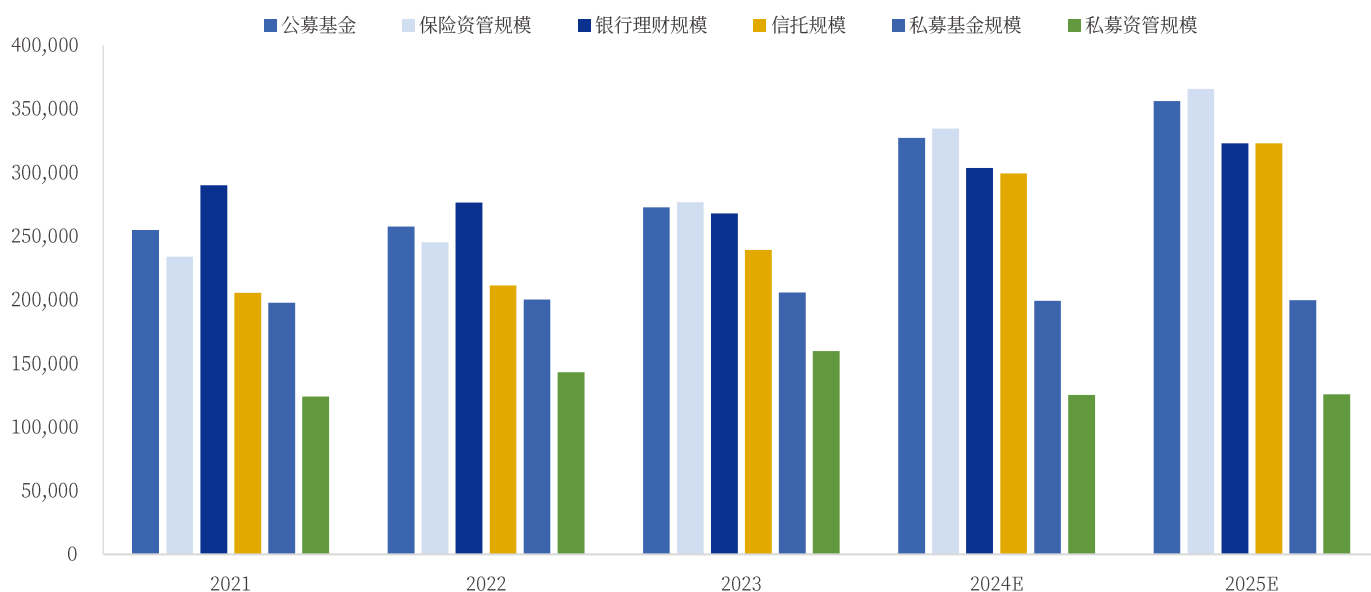
货币政策重新定调, “稳健”转“适度宽松”释放积极信号。12月召开的中央经济工作会议,明确指出要实施适度宽松的货币政策,发挥好货币政策工具总量和结构双重功能,适时降准降息,保持流动性充裕,使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。这是党中央自08年应对金融危机以来,时隔14年再次提出“适度宽松”货币政策,释放了进一步加大宏观政策逆周期调控力度的积极信号,对于推动中国经济持续回升向好具有重要作用。展望2025年,在货币政策“适度宽松”和“提振资本市场”支撑下,预计市场活跃度将延续2024年水准持续维持在较高位置:综合考虑2015年牛市市场数据以及目前流动性条件和市场情绪,我们认为2025年A股股基成交额有望达到1.3万亿,日均换手率和两融余额维持较高水平。

(二) 资管规模稳步提升, 增量资金持续扩容

中国资管市场规模稳步提升。“资管新规”发布以来,中国资产管理行业由外延式高速增长阶段进入内涵式高质量发展阶段。从整体规模来看,根据不完全统计,截至2024年12月11日中国资管市场总规模达到147万亿,相对于2023年提升6.17%,自2018年以来实现连续增长。从结构分布来看,公募基金近年来实现快速增长,截至2024年12月11日,公募基金总规模达到31.85万亿,相对于2023年提升16.79%;保险资金规模持续保持稳健增长,截至2024年3季度末,保险资金运用余额达到32.15万亿,相对于2023年提升16.18%;经历了2022年“破净潮”后,银行理财规模重新实现正增长,截至2024H1,银行理财规模达到28.52万亿,相对于2023年提升6.43%;受行业监管趋严等因素影响,私募基金和私募资管规模出现回落,截至2024年10月31日,资管规模分别为19.93万亿和12.53万亿,相对于2023年下降3.16%和21.57%。

展望2025年,中国资管市场规模预计维持增长模式。预计2025年资管市场总规模达到169万亿,同比增长6.55%。受益于行业整体规模的持续扩大,保险资金运用规模有望超越公募基金,预计2025年保险资金运用规模将达到36.58万亿,同比增长9.35%;被动基金稳步扩张推动公募基金保持增长,预计2025年公募基金规模将达到35.61万亿,同比增长8.77%;银行理财和信托维持上升势头,预计规模分别达到32.31万亿和32.3万亿,同比增长6.43%和7.9%;私募基金和私募资管规模预计继续压降,管理规模小幅下滑至19.3万亿和11.9万亿,同比下滑3.16%和5%。

图14: 中国资管市场规模 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

中长期资金加快入市，投资者结构持续优化。2024年，中央金融办和中国证监会联合印发《关于推动中长期资金入市的指导意见》，进一步引导中长期资金入市，打通社保、保险、理财等资金入市堵点。具体包括完善全国社保基金、基本养老保险基金投资政策制度，支持具备条件的用人单位放开企业年金个人投资选择，鼓励企业年金基金管理人探索开展差异化投资。重点提出了建设培育鼓励长期投资的资本市场生态、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制度三方面举措。展望2025年，随着中长期资金入市配套政策持续落地，资本市场机构投资者比例将进一步提升，推动市场投资行为长期性和市场稳定性进一步强化，市场增量资金持续扩容。

表4: 《推动中长期资金入市的指导意见》主要内容

	重要表述
建设培育长期投资的资本市场生态	多措并举提高上市公司质量，鼓励具备条件的上市公司回购增持，有效提升上市公司投资价值。严厉打击资本市场各类违法行为，持续塑造健康的市场生态。完善适配长期投资的资本市场基础制度，完善中长期资金交易监管，完善机构投资者参与上市公司治理配套机制，推动与上市公司建立长期良性互动。
大力发展权益类公募基金	加强基金公司投研核心能力建设，制定科学合理、公平有效的投研能力评价指标体系，引导基金公司从规模导向向投资者回报导向转变，努力为投资者创造长期稳定收益。丰富公募基金可投资资产类别，建立ETF指数基金快速审批通道，持续提高权益类基金规模和占比。稳步降低公募基金行业综合费率，推动公募基金投顾试点转常规。鼓励私募证券投资基金丰富产品类型和投资策略，推动证券基金期货经营机构提高权益类私募资管业务占比，适配居民差异化财富管理需求。
完善中长期资金入市配套政策	建立健全商业保险资金、各类养老金等中长期资金的三年以上长周期考核机制，推动树立长期业绩导向。培育壮大保险资金等耐心资本，打通影响保险资金长期投资的制度障碍，完善考核评估机制，丰富商业保险资金长期投资模式，完善权益投资监管制度，督促指导国有保险公司优化长周期考核机制，促进保险机构做坚定的价值投资者，为资本市场提供稳定的长期投资。完善全国社保基金、基本养老保险基金投资政策制度，支持具备条件的用人单位放开企业年金个人投资选择，鼓励企业年金基金管理人探索开展差异化投资。鼓励银行理财和信托资金积极参与资本市场，优化激励考核机制，畅通入市渠道，提升权益投资规模。

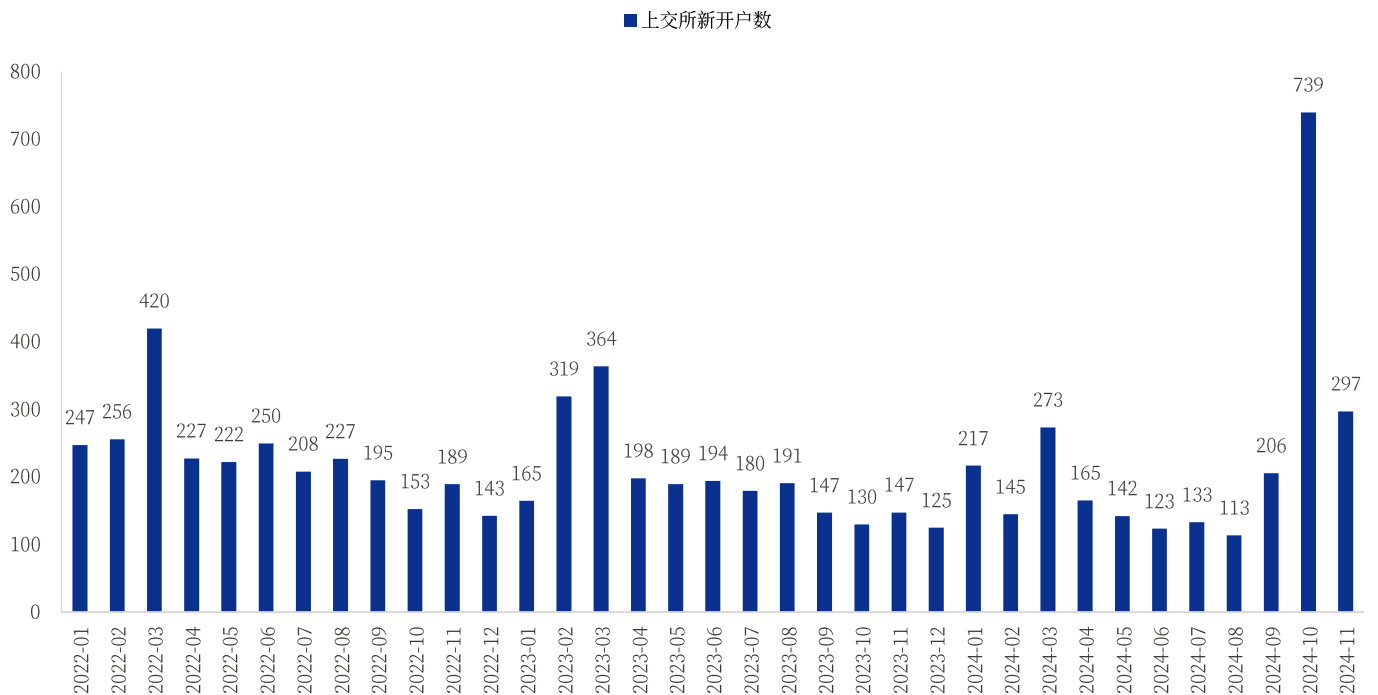
资料来源: 中国政府网, 中国银河证券研究院

四、业务面：业绩弹性展现，转型持续推进

（一）市场活跃利好经纪基本面，财富管理推动高质量发展

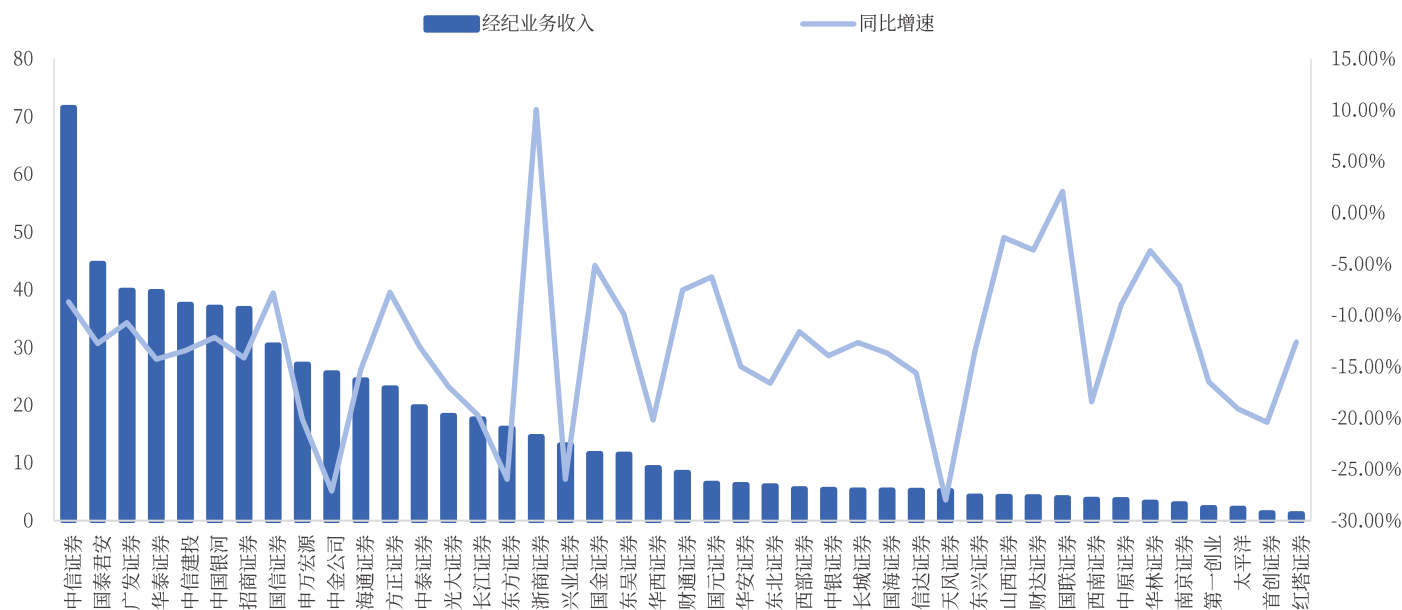
市场边际回暖，新开户量高增。“9·24新政”以及9·26政治局一揽子利好政策颁布以来，投资者信心加速提振，市场活跃度迅速上涨，沪深两市股基成交额接连创下历史记录，带动开户数量持续提升。10月沪深两市月度日均股基成交额达到2.28万亿元，环比增长141.86%；10月、11月两个单月A股日均换手率达到3.78%和4.37%，相较于9月单月提升1.58和2.17个百分点；10月、11月A股融资买入和偿还额均值达到1803.45亿元和1702.67亿元，相较于前九个月均值提升了212.86%和192.04%。市场提振政策起到显著效果，带动A股新开户数量高增，2024年10月上交所新开户数量达到739.4万户，环比增长2.6倍。**展望2025年，A股市场活跃度有望继续保持较高水平，利好经纪业务业绩边际修复，成为券商业绩展现弹性的重要驱动力。**

图15：上交所月度新增开户数（万户）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

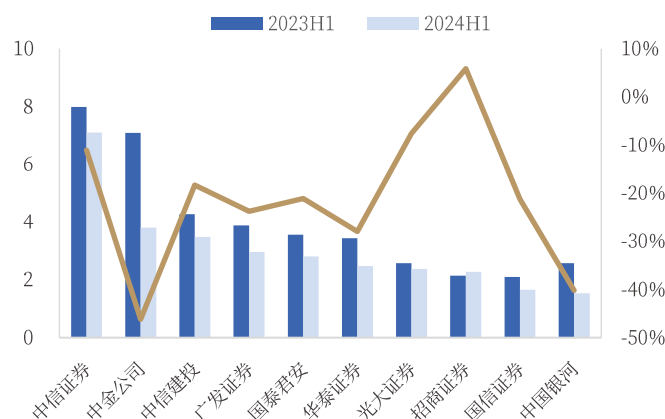
图16: 2024Q3 上市券商经纪业务收入 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

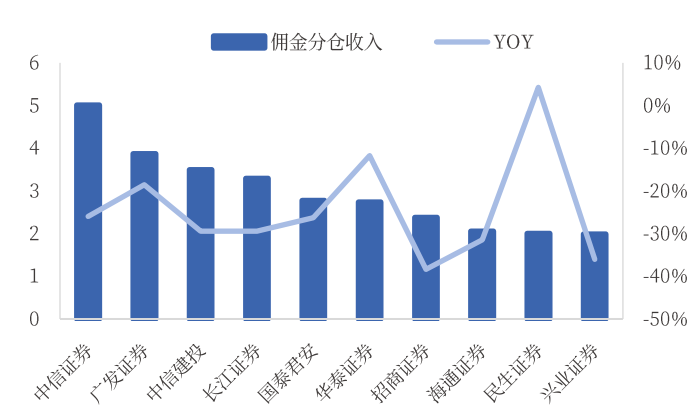
传统经纪业务竞争激烈，财富管理转型持续加速。 证券行业经过多年改革发展，市场规模和竞争主体数量不断扩大，由于经纪业务门槛和专业能力要求相对较低，且是证券行业核心收入来源，形成了过度竞争的市场环境。叠加近年来政策指引机构向投资者让利，整体佣金费率持续下探，传统经纪业务迎来挑战。贝塔属性显著是经纪业务的重要特征，2024 年前三季度市场交投活跃度低迷，2024Q3 上市券商实现经纪业务收入 664.39 亿元，同比下滑 13.5%。市场情绪同样影响代销金融产品业绩，2024Q3 上市券商实现代销金融产品收入 42.98 亿元，同比降低 23.96%。**展望 2025 年，市场环境财富管理转型将持续加速。优化传统经纪和财富管理业务结构，是证券行业应对监管调整和市场波动压力的重要路径；以提升买方投顾、券结基金、研究业务新价值等方式赋能传统代买、代销等业务，将成为明年相关业务板块的主要发力点，重点关注财富管理转型较好的头部券商。**

图17: 代销金融产品收入前十上市券商 (亿元)



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图18: 2024H1 分仓佣金收入前十上市券商 (亿元)



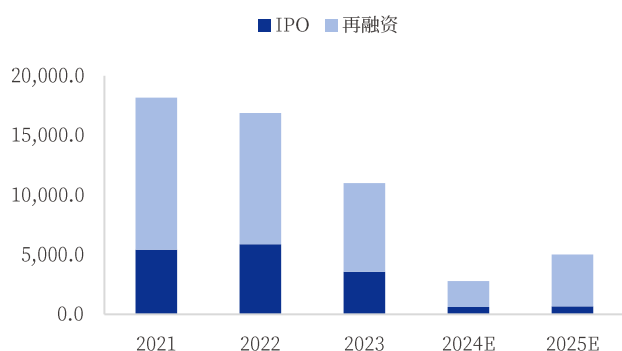
资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

(二) 并购重组孕育新机遇，股权融资有望实现突破

监管节奏调整，股权融资规模缩量。股权融资是资本市场支持实体经济的主要功能，全面推行注册制的背景下，新股发行与上市公司再融资活动不再是一味追求速度与规模，而是更多地考虑质量与效率的平衡。受宏观经济环境和逆周期调节政策影响，2021年以来中国股权融资规模呈现递减趋势，截至2024年11月14日，2024年共计259家企业在A股完成股权融资，融资规模为2564亿，按2023年11个月的均值10399亿元计算，同比下降75.34%。在各类股权融资中，IPO下滑最显著，2024年目前仅有83家企业完成IPO上市，实现股权融资540.83亿元，相较于2023年下滑84.83%；再融资方面，2024年目前176家企业通过再融资方式实现2023.12亿元，相较于2023年下滑74%。虽然，股权融资数量和规模的减少，限制了企业在资本市场直接融资的能力，但是通过收紧股权融资节奏，有助于提升上市公司质量，优化资本市场生态，有利于资本市场的高质量发展。

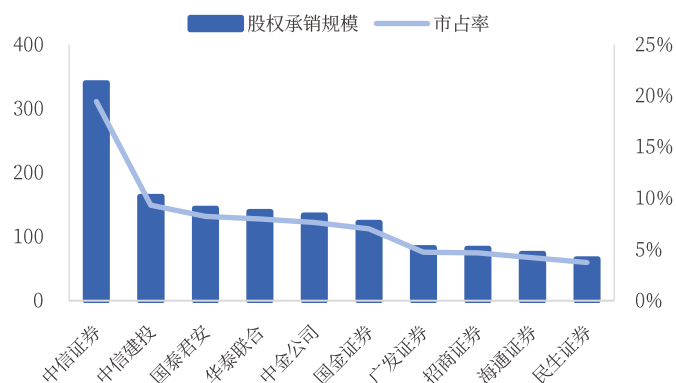
股权融资市场冷淡拖累投行业绩表现。2024Q3，上市券商共实现投行业务收入217.19亿元，同比降低27.86%。券商股权承销规模下滑严重，2024年（截至2024年12月11日）共计完成股权承销规模1748.73亿元，同比下滑76.9%；完成IPO承销规模582.26亿元，同比下滑82.71%。股权承销集中度进一步提升，2024年CR10为76.91%，相对于2023年提升2.27个百分点。

图19: 2021年以来A股股权融资规模(亿元)



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图20: 2024年股权承销规模前十券商(亿元)



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

并购重组赛道孕育新机遇，或为投行业务发展新方向。2024年9月25日，证监会发布《中国证监会关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，从新质生产力转型、加强产业整合、提高监管包容度、提升重组效率、提升中介服务水平、加强重组监管留个方面，进一步强化资本市场并购重组资源配置功能。其中，第5条明确提出“引导证券公司等机构提高服务能力，充分发挥交易撮合和专业服务作用，助力上市公司实施高质量并购重组。”在监管逆周期调节背景下，证券公司加大并购重组业务布局，或将成投行业务业绩增长新方向。**展望2025年，股权融资作为最常见的并购重组支付方式，有望伴随上市公司并购重组业务活跃实现突破。IPO预计仍然维持2024年节奏，整体融资规模在600亿元左右；再融资有望展现较强弹性，结合目前再融资市场的上行趋势和对于明年并购重组市场的乐观预期，预计A股再融资规模4000亿元左右。**

表5: 《中国证监会关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》主要内容

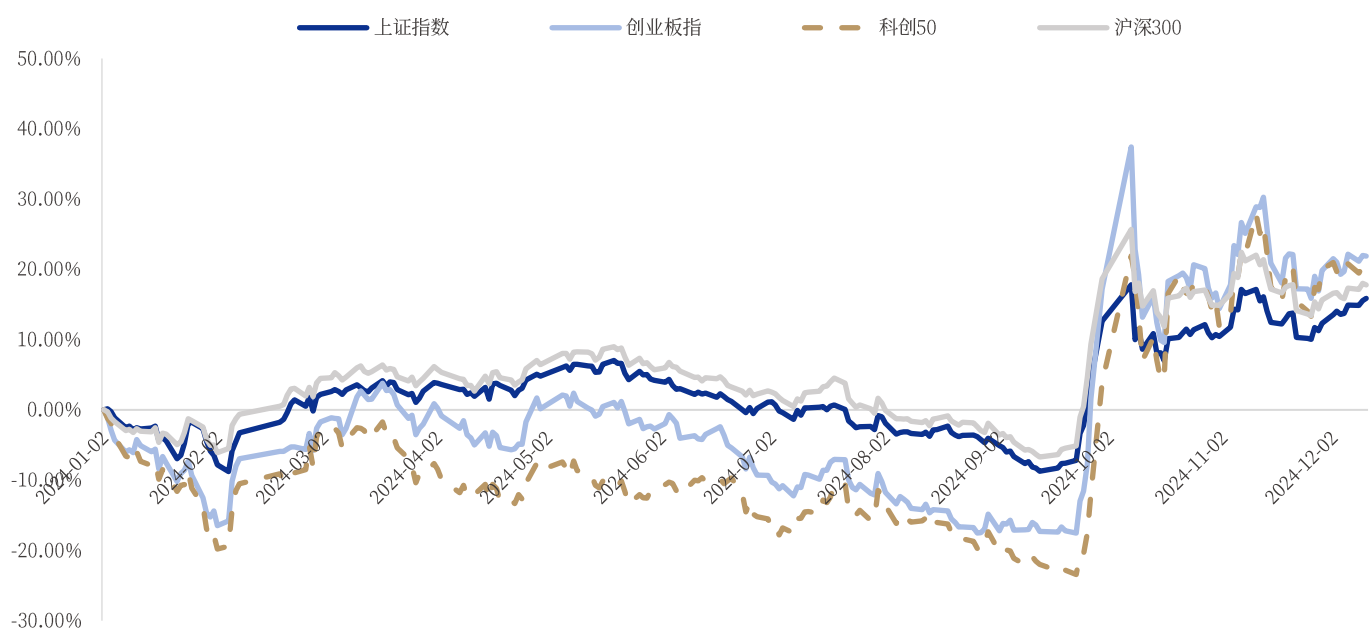
	重要表述
支持上市公司向新质生产力方向转型升级	积极支持上市公司围绕战略性新兴产业、未来产业等进行并购重组, 包括开展基于转型升级等目标的跨行业并购、有助于补链强链和提升关键技术水平的未盈利资产收购, 以及支持“两创”板块公司并购产业链上下游资产等, 引导更多资源要素向新质生产力方向聚集。
鼓励上市公司加强产业整合	资本市场在支持新兴行业发展的同时, 将继续助力传统行业通过重组合理提升产业集中度, 提升资源配置效率。对于上市公司之间的整合需求, 将通过完善限售期规定、大幅简化审核程序等方式予以支持。同时, 通过锁定期“反向挂钩”等安排, 鼓励私募投资基金积极参与并购重组。
进一步提高监管包容度	在尊重规则的同时, 尊重市场规律、尊重经济规律、尊重创新规律, 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, 更好发挥市场优化资源配置的作用。
提升重组市场交易效率	支持上市公司根据交易安排, 分期发行股份和可转债等支付工具、分期支付交易对价、分期配套融资, 以提高交易灵活性和资金使用效率。同时, 建立重组简易审核程序, 对符合条件的上市公司重组, 大幅简化审核流程、缩短审核时限、提高重组效率。
提升中介机构服务水平	活跃并购重组市场离不开中介机构的功能发挥, 引导证券公司等机构提高服务能力, 充分发挥交易撮合和专业服务作用, 助力上市公司实施高质量并购重组。
依法加强监管	引导交易各方规范开展并购重组活动、严格履行信息披露等各项法定义务, 打击各类违法违规行, 切实维护重组市场秩序, 有力有效保护中小投资者合法权益。

资料来源: 中国政府网, 中国银河证券研究院

(三) 市场回暖增厚投资业绩, 政策推动加大自营杠杆潜力

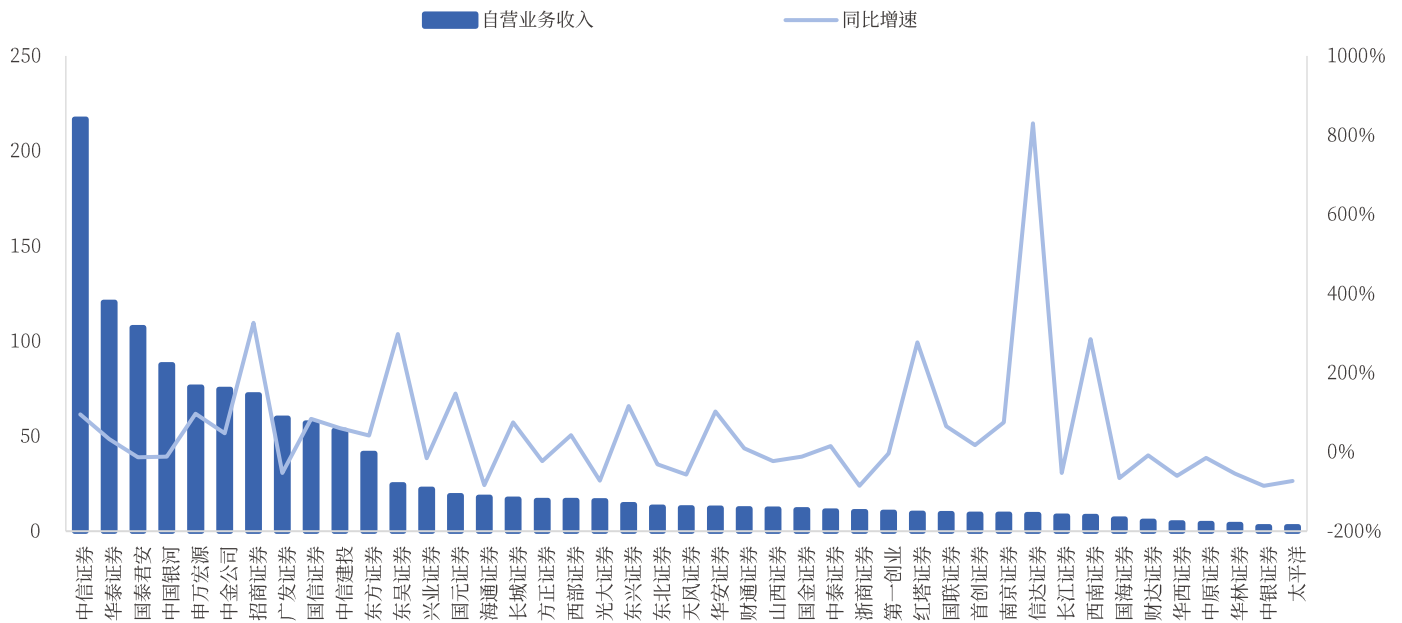
权益市场快速反弹, 投资业绩改善显著。9月末以来, 政策利好推动下A股实现模式切换, 主要股指均实现较大幅度上行;截至2024年12月11日, 沪深300、上证指数、创业板指、科创50分别上涨17.79%、15.87%、21.86%和19.93%。证券行业投资收益率提升, 2024Q3上市券商实现自营业务收入1316.89亿元, 同比增加1.27%, Q3业绩未完全反应市场表现。

图21: 2024年以来A股主要指数表现



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图22: 2024Q3 上市券商自营业务收入 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

互换便利正式启动，加大自营杠杆空间。为进一步增强资本市场韧性，提升货币政策在资本市场的传导效率，2024年10月中国人民银行正式启动证券、基金、保险公司互换便利（SFISF），支持符合条件的证券、基金、保险公司使用自身拥有的债券、股票ETF、沪深300成份股作为抵押，从中央银行换入国债、央行票据等高流动性资产，通过“以券换券”的方式扩大市场流动性，首期资金5000亿元，具有较强托底属性。**展望2025年，以场外衍生品为代表的客需型业务仍是证券公司业务创新和降低周期影响的主要发展方向，具有较大发展空间，但受限于发展时间较短、业务不成熟、强监管限制等问题，仍需要进一步优化；投资收益率持续增长映射投资能力，目前券商自营业务营收占比维持高位，预计明年方向性投资依然是主要营收来源，SFISF提供的流动性加持下，券商或将进一步加大权益自营仓位。**

五、盈利预测与投资建议

（一）盈利预测

综合研判证券行业市场环境和发展趋势，预计 2025 年证券行业净利润同比实现正增长。在预定假设条件下，我们分三种情形对证券行业 2025 年业绩进行预测：预计证券行业在悲观、中性、乐观假设下分别实现营业收入 4102.3 亿元、4664.14 亿元和 5430.42 亿元，同比分别增长-7.77%、4.87%和 22.09%；预计证券行业在悲观、中性、乐观假设下分别实现净利润 1476.83 亿元、1772.37 亿元和 2117.86 亿元，同比分别增长-7.77%、10.69%和 32.27%。

经纪业务方面，中央经济工作会议“稳股市”政策要求定调下，叠加“适度宽松”的货币政策，预计 2025 年市场活跃度有望延续 9·24 新政以来的高水准，在悲观、中性、乐观情景下日均股基成交额分别为 1.15 亿元、1.25 亿元和 1.35 万亿，行业佣金率仍有下行趋势但空间有限，经纪业务业绩贡献有望回到较高水平。

投行业务方面，2024 年资本市场 IPO 规模同比跌幅超八成，2025 年政策预计仍然维持收紧偏紧状态；再融资规模 2024 年同比跌幅超七成，但并购重组加力有望推动再融资规模提升，债券融资规模中性假设下，投行业务收入有望实现边际改善。

资管业务方面，权益市场边际回暖利好券商资管规模增长，叠加业务结构优化、公募转型进展显著，悲观、中性、乐观情境下行业资管规模分别为 8.55 万亿、9.5 万亿和 10.45 万亿。

信用业务方面，2024 年以来两融余额先降后升，市场回暖带动投资者情绪高涨，两融余额快速回升；2025 年，预计两融业务规模保持较高水平，在悲观、中性、乐观情景下日均两融余额分别为 1.5 万亿、1.7 万亿和 1.9 万亿，而股票质押业务维持压降趋势。

自营业务方面，政策定调下 2025 年市场稳定向好概率较大，非方向性转型发展加速，但方向性投资仍是支撑业绩增长的主要驱动力，预计在悲观、中性、乐观情景下自营盘规模分别为 6.3 万亿、6.6 万亿和 7 万亿。

表6：证券行业盈利预测及核心假设（亿元）

产品名称	2023	2024E	2025E-悲观	2025E-中性	2026E-乐观
代理买卖证券业务	984.37	1222.49	1117.80	1245.88	1345.55
YOY	-13.60%	24.19%	-8.56%	1.91%	10.07%
代销金融产品业务	128.00	140.80	126.72	140.80	154.88
YOY	-19.46%	10%	-10%	0%	10%
投行业务	542.88	394.93	397.25	436.74	476.23
YOY	-14.50%	-27.25%	0.59%	10.59%	20.59%
资管业务	224.79	219.96	189.53	228	299.25
YOY	-13.21%	-2.15%	-13.84%	3.66%	36.05%
信用业务	531.50	584.40	502.40	626.00	771.50
YOY	-17.03%	9.95%	-14.03%	7.12%	32.02%

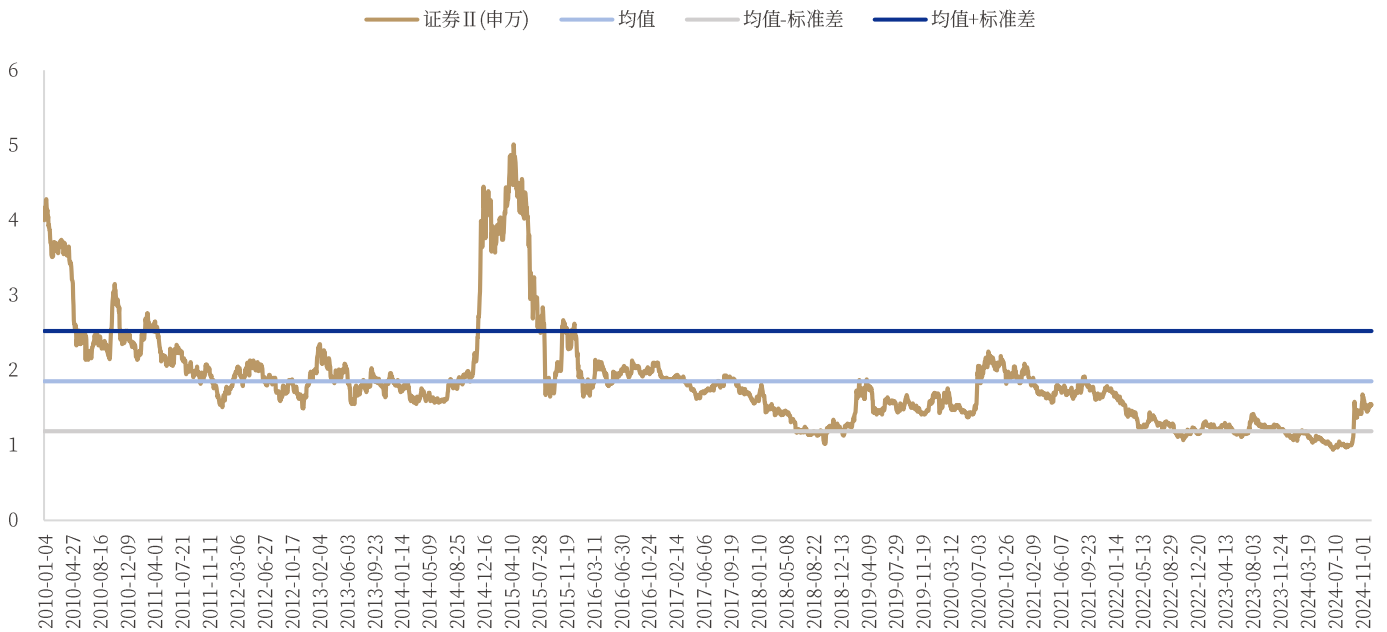
自营业务	1217.13	1397.05	1260	1399.20	1750
YOY	34.74%	14.78%	-9.81%	0.15%	25.26%
其他收入	558.35	500	500	600	700
YOY	49.86%	-10.45%	0%	20%	40%
营业收入	4059.02	4459.63	4093.69	4676.62	5497.41
YOY	2.77%	9.87%	-8.21%	4.87%	23.27%
净利润	1378.33	1605.47	1473.73	1777.11	2143.99
YOY	-3.14%	16.48%	-8.21%	10.69%	33.54%
核心假设					
日均股基交易额	9917.06	12315.96	11500	12500	13500
平均资管规模	92950	91650	90250	95000	99750
IPO 规模	3565.39	625	562.5	625	687.5
再融资规模	7445.75	2200	3300	3520	3740
债券融资规模	135115	140000	126000	140000	154000
日均两融余额	16058	15600	15000	17000	19000
股票质押规模	4880.54	3800	3800	4000	4500
自营盘规模	63600.00	66000.00	63000.00	66000.00	70000.00
佣金率	0.0205%	0.0205%	0.02%	0.0205%	0.0205%
资管利润率	0.24%	0.24%	0.21%	0.24%	0.30%
综合投资收益率	2.05%	2.12%	2.00%	2.12%	2.50%

资料来源: Wind、中国银河证券研究院

(二) 投资建议

板块估值当前仍具备较高安全边际。2010年至今,证券板块PB均值为1.86X,中位数为1.76X,均值±标准差区间为[1.19X,2.52X]。今年以来,证券板块PB估值多次向下破1,处于历史低点;9·24新政后,证券板块迎来一波估值修复,截至2024年12月11日,当前证券板块估值PB1.54X,处于2010年来29.9%分位,仍然具备较高的安全边际。

图23: 证券板块 PB 估值情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

复盘历史，流动性、政策、业绩是驱动板块估值变化的核心影响变量，结合当前市场环境及内外部影响因素分析，证券板块布局正当时。在流动性方面，2024 年以来，稳增长政策持续落地，中央经济工作会议定调货币政策“适度宽松”，9·24 新政流动性宽松基调延续；在政策方面，作为明年重点经济工作，资本市场深改政策有望加力推出，制度红利持续释放；在业绩方面，市场回暖叠加投资者情绪升温，利好券商基本面边际修复。受益流动性、政策、业绩共振，证券板块防御与反弹攻守兼备。

在个股方面，主要把握三条主线：一是综合实力强劲头部券商，“打造一流投资银行”背景下有望享受更多政策红利，如中信证券、华泰证券等；二是有望通过并购重组提升核心竞争力的券商，如国泰君安、国联证券等，三是财富管理转型出色的券商，直接受益于市场边际修复推动的基本面改善，如东方财富、东方证券等。

表7: 核心个股估值指标

代码	简称	BVPS (元)				PB				投资评级
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
600030	中信证券	17.01	17.59	17.85	18.12	1.83	1.77	1.72	1.67	推荐
601211	国泰君安	16.51	17.02	17.53	18.06	1.16	1.13	1.09	1.06	推荐
601995	中金公司	18.27	18.52	18.71	18.89	2.01	1.98	1.96	1.94	推荐
600958	东方证券	8.68	8.98	9.07	9.16	1.27	1.22	1.20	1.18	推荐
601456	国联证券	6.27	6.49	6.55	6.62	2.00	1.93	1.91	1.89	推荐
300059	东方财富	4.54	4.87	4.92	4.97	6.09	5.68	5.57	5.46	推荐

资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

六、风险提示

宏观经济不及预期的风险；资本市场改革落地不及预期的风险；资本市场波动的风险。

图表目录

图 1: 2024 年以来证券板块表现 (截至 2024 年 12 月 11 日)	4
图 2: 2024 年以来证券板块市值变化 (截至 2024 年 12 月 11 日)	5
图 3: 2024 年上市券商股价表现 (截至 2024 年 12 月 11 日)	6
图 4: 2024 年上市券商业绩表现 (截至 2024 年 12 月 11 日) (亿元)	6
图 5: 2024Q3 上市券商营收前十排名及增速 (亿元)	7
图 6: 2024Q3 上市券商归母净利润前十排名及增速 (亿元)	7
图 7: 行业资产规模和 ROE (亿元)	8
图 8: 2024Q3 上市券商净资产收益率 (ROE) 前十 (%)	8
图 9: 近年来上市券商主要业务营收变化 (亿元)	8
图 10: 2024Q3 上市券商主营业务结构	8
图 11: 沪深两市股基成交额	14
图 12: A 股换手率 (%)	15
图 13: A 股融资交易额 (亿元)	15
图 14: 中国资管市场规模 (亿元)	16
图 15: 上交所月度新增开户数 (万户)	17
图 16: 2024Q3 上市券商经纪业务收入 (亿元)	18
图 17: 代销金融产品收入前十上市券商 (亿元)	18
图 18: 2024H1 分仓佣金收入前十上市券商 (亿元)	18
图 19: 2021 年以来 A 股股权融资规模 (亿元)	19
图 20: 2024 年股权承销规模前十券商 (亿元)	19
图 21: 2024 年以来 A 股主要指数表现	20
图 22: 2024Q3 上市券商自营业务收入 (亿元)	21
图 23: 证券板块 PB 估值情况	24
表 1: 新“国九条”从上市、退市、交易等多方面提出更高要求	9
表 2: 《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)》主要内容	11
表 3: 《证券公司全面风险管理规范》修订稿主要变化	13
表 4: 《推动中长期资金入市的指导意见》主要内容	16
表 5: 《中国证监会关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》主要内容	20
表 6: 证券行业盈利预测及核心假设 (亿元)	22
表 7: 核心个股估值指标	24

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

张琦，非银行业分析师，对外经济贸易大学经济学博士，2020年12月加入中国银河证券研究院，2年非银行业研究经验。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐： 相对基准指数涨幅 10%以上
		中性： 相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避： 相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐： 相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐： 相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性： 相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避： 相对基准指数跌幅 5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn