

## 证券Ⅱ行业深度报告

# 谋时而动，顺势而为——“券商·二十年”复盘报告

增持（维持）

2025年01月09日

证券分析师 孙婷

执业证书：S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

证券分析师 何婷

执业证书：S0600524120009

heting@dwzq.com.cn

证券分析师 武欣姝

执业证书：S0600524060001

wuxs@dwzq.com.cn

研究助理 罗宇康

执业证书：S0600123090002

luoyk@dwzq.com.cn

### 投资要点

- **券商股估值中枢与 ROE 密切相关，2012 年后 ROE 和估值弹性区间收窄。**2012 年创新大会前，券商收入以通道业务为主，ROE 维持较高水平，2007 年及 2009 年两轮反弹市中，证券行业平均 ROE 分别为 40% 及 17%，PB 估值上限分别高达 19.0x 和 4.6x。2012 年创新大会后，由于资本中介类业务的开展，显著拉低 ROE 水平，2012 及 2014 年两轮行情中，行业平均 ROE 分别为 5% 及 11%（2015 大牛市为 21%），2018 年以后 ROE 基本低于 10%，且有逐步下行的趋势。从估值水平看，2012、2014/2015 年券商股的 PB 上限分别降低到 2.3x 和 5.6x 左右；2018 年后估值基本不超过 2x。β 方面，2012-2020 年券商 β 较 2012 年前显著提高，主要是由于 2012 年前估值主要受业绩驱动，2012 年-2020 年后估值更多受市场及政策驱动。而 2020 年以后券商 β 属性较上一周期减弱，主要是由于业务结构调整，行业去方向化，券商与市场联动进一步减弱。
- **券商的业务特性决定了它与市场密不可分。**与二级市场直接相关的有经纪业务（取决于市场交易活跃度）、自营业务（投资收益）、融资融券（由市场对风险的偏好及市场活跃度决定）；与二级市场间接相关的包括投行业务（一级及一级半市场发行情况一部分取决于二级市场活跃度）、资产管理业务（部分股权类产品发行与二级市场好坏相关）、股票质押业务（质押市值与二级市场相关，决定了风险）。
- **受政策监管影响大，鼓励创新等政策影响长久且深远，监管加强类政策影响快且短。**多数鼓励创新的政策对于券商股的影响长远且形成持续股价支撑（例如创新大会、沪港通开闸、新三板分层试点等），而监管加强类政策常即刻反映且影响短暂（例如两融检查、通报批评、立案调查等）。因此，我们认为正面政策催化剂出现后，建议关注券商股；而在监管加强时，也无需过度惊慌。
- **资本市场发展大方向不变，证券行业享成长溢价。**近年来 CR5 在行业中的份额不断提升，营收占比从 2013 年的 24% 增长至 2023 年的 28%；净利润占比从 2013 年的 30% 增长至 2023 年的 34%。随着“新国九条”为主的“1+N”政策体系加速完善，鼓励头部券商通过并购重组、组织创新等方式做优做强，中小机构差异化发展、特色化经营，打造金融业“国家队”，预计未来行业集中度将进一步提升。头部券商无论 ROE 的稳定性以及业绩成长性均能够展现出优势，应享有更高的溢价。
- **券商估值处于合理偏低的水平。**截至 2025 年 1 月 2 日，申万证券Ⅱ指数静态估值为 1.37xPB，处于历史的 12.46% 分位，处于近十年的 30.88% 分位。受近三年权益市场低迷影响，证券行业 2023 年 ROE 为 4.8%，预计 2024 年在 6% 左右，在我国资本市场高质量发展以及券商重资产业务能力和效率持续提升的趋势下，未来我国券商 ROE 水平存在上升空间。参考美国券商 10%ROE 中枢下 1.3-1.7 倍 PB 估值以及我国证券行业潜在的成长性溢价，我们认为当前证券行业估值处于合理偏低水平。
- **重点推荐：**中信证券、华泰证券、中金公司、东方财富。
- **风险提示：**权益市场大幅波动、宏观经济复苏不及预期、资本市场监管趋严及行业竞争加剧。

### 行业走势



### 相关研究

## 内容目录

1. 券商股与市场呈现高相关度 .....	5
1.1. 具有高 BETA 特性，与市场相关性强 .....	6
1.2. 券商估值上限与 ROE 相关性 .....	8
2. 券商业务结构与市场相关性非常强 .....	10
2.1. 经纪业务：直接相关 .....	11
2.2. 融资融券：直接相关 .....	12
2.3. 自营：直接相关 .....	12
2.4. 资管业务：间接相关 .....	14
2.5. 投行业务：间接相关 .....	17
3. 政策监管因素：行业政策及监管事件决定投资者情绪 .....	18
3.1. Type1: 鼓励创新 or 业务重启 .....	19
3.1.1. 2012 年创新大会 .....	19
3.1.2. 2014 年沪港通 .....	20
3.1.3. 2014 年、2015 年 IPO 重启 .....	22
3.1.4. 2016 年新三板分层方案出炉利好券商 .....	23
3.1.5. 2018 年股票质押纾困基金 .....	24
3.1.6. 2020 年再融资新规落地 .....	25
3.1.7. 2023 年 11 月以来行业并购重组预期逐步加强 .....	26
3.1.8. 2024 年 9 月政策组合拳出台 .....	27
3.2. Type2: 监管加强 .....	29
3.2.1. 2015 年证监会对券商违规行为立案调查 .....	29
3.2.2. 2017 年资管新规意见稿 .....	30
3.2.3. 2018 年资管新规正式稿 .....	31
3.2.4. 2024 年监管政策持续出台 .....	31
4. 精选高弹性个股 .....	32
5. 投资建议：集中度进一步提升，马太效应显现 .....	33
6. 风险提示 .....	36

## 图表目录

图 1: 券商股价绝对收益区间 .....	5
图 2: 券商营收增速 V.S. 市场日均交易额增速及指数涨跌幅 .....	6
图 3: PB 估值与净利润单季度同比增速关联度测试 .....	7
图 4: PB 估值与单季度 ROE 关联度测试 .....	7
图 5: PB 与净利润单季度同比增速关联度测试 (去异常值) .....	8
图 6: PB 估值与单季度 ROE 关联度测试 (去异常值) .....	8
图 7: 证券 II (申万) 指数 PB band .....	9
图 8: 证券行业 PB 上限与 ROE 关系 .....	9
图 9: 中国证券行业收入结构 .....	10
图 10: 证券行业的驱动因素 .....	10
图 11: 日均股基交易额变化 .....	11
图 12: 券商经纪业务收入 .....	11
图 13: 证券行业佣金率变化 .....	12
图 14: 两融余额变化 .....	12
图 15: 上市券商自营规模结构 .....	13
图 16: Top10 券商另类子公司净利润 (亿元) .....	14
图 17: Top10 券商跟投浮盈亏 (亿元, 按配售规模排序) .....	14
图 18: 我国券商资管规模 2016 年后持续收缩 (亿元) .....	15
图 19: 证券公司及其资管子公司各投资类型产品备案数量 .....	15
图 20: 券商资管规模与指数涨跌关系 .....	15
图 21: 2005 年以来 IPO 发行家数及规模 .....	18
图 22: 证券行业投行收入 (不包括财务顾问, 亿元) .....	18
图 23: 创新大会前后证券行业与万德全 A 走势 .....	19
图 24: 沪港通获批前后证券行业与万德全 A 走势 .....	20
图 25: 沪港通开通前后证券行业与万德全 A 走势 .....	21
图 26: 2014 年 IPO 重启前后证券行业与万德全 A 走势 .....	22
图 27: IPO 重启前后证券行业与万德全 A 走势 .....	23
图 28: 新三板分层方案出台前后证券行业与万德全 A 走势 .....	24
图 29: 纾困基金消息出台前后证券行业与万德全 A 走势 .....	25
图 30: 再融资新规出台前后证券行业与万德全 A 走势 .....	26
图 31: 行业并购重组预期加强前后证券行业与万德全 A 走势 .....	27
图 32: 资本市场组合拳出台前后证券行业与万德全 A 走势 .....	28
图 33: 大型券商被立案调查前后证券行业与万德全 A 走势 .....	29
图 34: 资管新规意见稿发布前后证券行业与万德全 A 走势 .....	30
图 35: 资管新规正式稿发布前后证券行业与万德全 A 走势 .....	31
图 36: 监管政策转向前后证券行业与万德全 A 走势 .....	32
图 37: 中美日三国证券化率对比 .....	34
图 38: 日本各类券商利润分布 .....	35
图 39: 美国交易商盈利能力集中度 .....	35
图 40: 申万证券 II 指数估值情况 .....	36

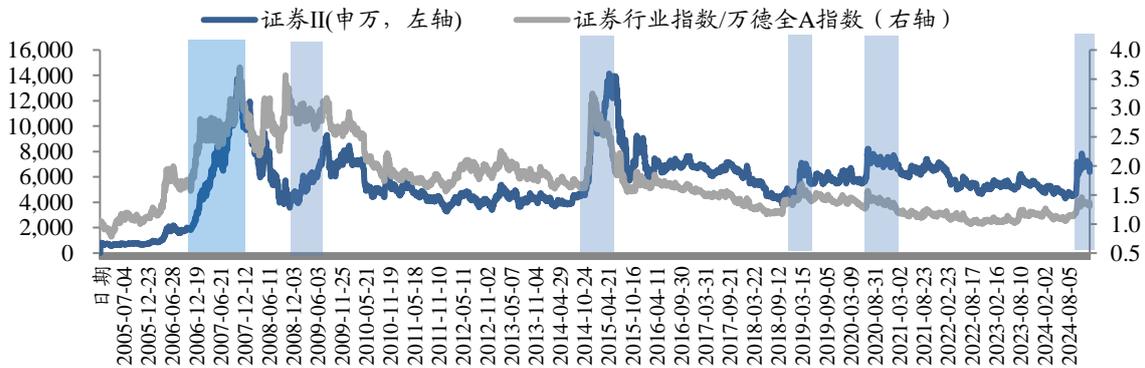
表 1: 券商股与大盘指数关系梳理 .....	6
表 2: 2007 年以来券商股的 BETA 系数 .....	7
表 3: 估值上限与 ROE 关系 .....	8
表 4: 2014 年以来券商收入结构 .....	9
表 5: 2024 年上半年部分券商持有公募基金股权及盈利情况 (亿元) .....	16
表 6: 政策及监管事件与券商股表现汇总 .....	18
表 7: 2012 年 5 月券商创新大会前后证券行业超额收益 .....	19
表 8: 2014 年 4 月 10 日沪港通获批前后证券行业超额收益 .....	21
表 9: 2014 年 11 月 17 日沪港通正式开通前后证券行业超额收益 .....	21
表 10: 2014 年 1 月 17 日 IPO 重启前后证券行业超额收益 .....	22
表 11: 2015 年 11 月 6 日 IPO 重启前后证券行业超额收益 .....	23
表 12: 2016 年 5 月新三板分层方案出台前后证券行业超额收益 .....	24
表 13: 2018 年 10 月 22 日纾困基金消息前后证券行业超额收益 .....	25
表 14: 2020 年 2 月再融资新规出台前后证券行业超额收益 .....	26
表 15: 2023 年 11 月以来并购重组预期逐渐加强证券行业超额收益 .....	27
表 16: 金融支持经济高质量发展新闻发布会资本市场相关表述整理 .....	28
表 17: 2024 年 9 月 24 日政策组合拳发布后证券行业超额收益 .....	29
表 18: 2015 年 11 月 26 日大型券商被立案调查前后证券行业超额收益 .....	30
表 19: 2017 年 11 月 17 日资管新规意见稿发布后证券行业超额收益 .....	30
表 20: 资管新规正式稿发布后证券行业超额收益 .....	31
表 21: 监管政策转向前后证券行业超额收益 .....	32
表 22: 不同时期上市券商股价弹性 .....	33

## 1. 券商股与市场呈现高相关度

券商作为资本市场最重要的中介机构之一，经营业绩与市场表现具有极大的相关性。我们选取 2005 年以来比较标志性的上涨行情作为数据参考，研究券商股（申万证券 II 级指数，801193.SI）与市场指数（万德全 A 指数，881001.WI）之间的关系。

**绝对收益：**近 20 年中，券商共有 6 轮较大的绝对收益行情，分别为：1) 2007 年 1-11 月趋势上涨 311%，万德全 A 指数上涨 179%；2) 2009 年上半年，趋势性上涨 107.89%，万德全 A 指数上涨 90%；3) 2014 年 7 月至 12 月，趋势性上涨 194%，万德全 A 上涨 64%。4) 2018 年 10 月至 2019 年 4 月，趋势性上涨 69%，万德全 A 上涨 19%。5) 2020 年 6 月至 7 月，趋势性上涨 45%，万德全 A 上涨 21%。6) 2024 年 9 月 24 日至 12 月 12 日，趋势性上涨 53%，万德全 A 上涨 33%。

图 1：券商股价绝对收益区间



数据来源：Wind，东吴证券研究所

**相对收益：**券商股作为一个高 beta 的行业，与市场关联度非常高。我们选取了 20 年来券商股与大盘表现较具代表性的几个时期，大致可以分为 4 类，其中(1)-(3)类券商均有不同程度的超额收益<sup>1</sup>：

- (1) 两轮大牛市，既有绝对收益、又有相对收益。
- (2) 市场反弹行情，有绝对收益，及少量相对收益。
- (3) 震荡市，有少量相对收益。
- (4) 牛市后的下跌市，跑输指数。

<sup>1</sup> 全文超额收益率基准为万德全 A

表 1: 券商股与大盘指数关系梳理

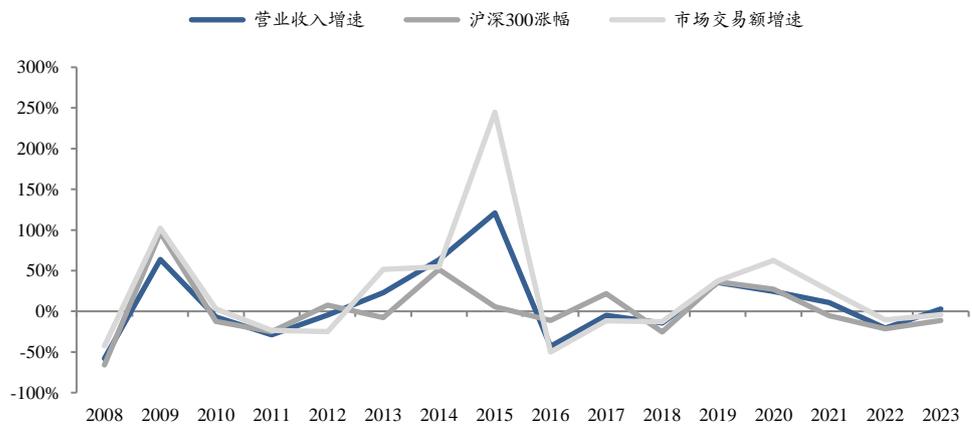
时间	万德全 A	证券 II	超额收益率	类型
2007 年 1 月-11 月	178.71%	311.15%	132.43%	-1
2014 年 7 月-2014 年 12 月	64.46%	193.91%	129.45%	-1
2009 年上半年	89.63%	107.89%	18.25%	-2
2018 年 11 月-2019 年 4 月	19.07%	40.18%	21.12%	-2
2024 年 9 月 24 日-12 月 12 日	36.19%	56.24%	20.05%	-2
2012 年 1 月-3 月	12.73%	29.95%	17.22%	-3
2012 年 12 月-2013 年 3 月	24.56%	48.13%	23.57%	-3
2020 年 6 月-7 月	24.80%	48.86%	24.06%	-3
2007 年 11 月-2009 年 1 月	-65.24%	-71.43%	-6.19%	-4
2015 年 8 月-2018 年 10 月	-54.46%	-72.61%	-18.15%	-4

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 1.1. 具有高 BETA 特性, 与市场相关性强

“靠天吃饭”的传统通道模式使券商业绩对市场环境更为敏感。由于传统通道业务受市场环境影响较大, 形成券商“靠天吃饭”的被动局面。牛市启动时, 火爆行情吸引大批投资者进场, 市场交易额大幅增长, 为券商业绩提供强烈支撑。然而一旦市场环境不佳, 券商开发新客户难度加大, 市场交易持续低迷, 营业部出现亏损的现象屡见不鲜, 证券行业业绩大幅下滑进入下降通道, 因此传统通道模式使券商业绩对市场环境更为敏感。

图 2: 券商营收增速 V.S. 市场日均交易额增速及指数涨跌幅



数据来源: 中国证券业协会, 东吴证券研究所

**具有高 BETA 特性，与市场相关性强。**我们测算了 2007 年以来券商股涨跌幅相对上证综指涨跌幅的 BETA 系数，我们发现 BETA 系数均大于 1，由此可见，券商股相对市场具有较高的风险性和收益性。此外，券商股与市场相关性较强，2007 年以来券商股与上证综指具有较强的相关性 (R<sup>2</sup> 基本高于 0.7)，但从整体上看，券商股与上证综指相关性正在减弱，2021-2024 年连续四年 R<sup>2</sup> 低于 0.7。

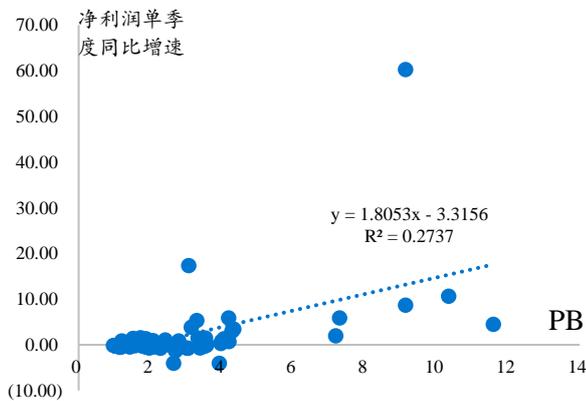
**表 2: 2007 年以来券商股的 BETA 系数**

年份	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
BETA	1.06	1.32	1.17	1.46	1.45	1.74	1.75	1.61	1.25	1.42	1.29	1.3	1.7	1.7	1.33	1.21	1.48	1.36
R <sup>2</sup>	0.42	0.71	0.73	0.73	0.76	0.7	0.74	0.53	0.68	0.84	0.42	0.7	0.74	0.74	0.52	0.64	0.57	0.63

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**券商股的估值与其盈利水平呈现正相关关系，且相关性较强。**我们测算了 2003 年以来的券商单季 ROE、单季净利润同比与对应季度末 PB 倍数的关系，发现其呈现比较强的正相关关系。2003 年以来，券商单季 ROE 与其 PB 估值的 R<sup>2</sup> 为 0.58，券商单季净利润同比增速与其 PB 估值的 R<sup>2</sup> 为 0.27；去除少量异常值之后，券商单季 ROE 与其 PB 估值的 R<sup>2</sup> 提升至 0.71，券商单季净利润同比与其 PB 估值的 R<sup>2</sup> 为 0.51。

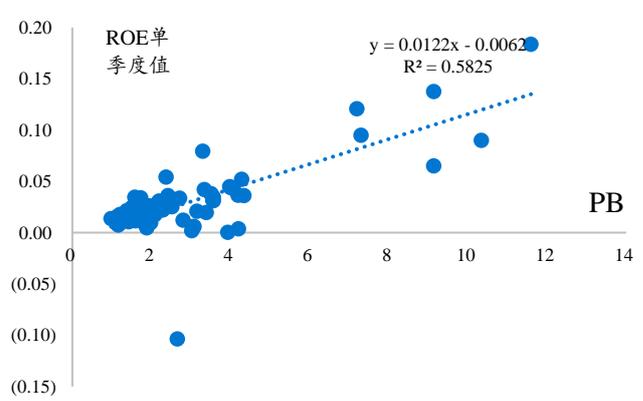
**图 3: PB 估值与净利润单季度同比增速关联度测试**



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 季度财务数据使用证券 II(申万)板块, 数据截至 2024 年三季度。

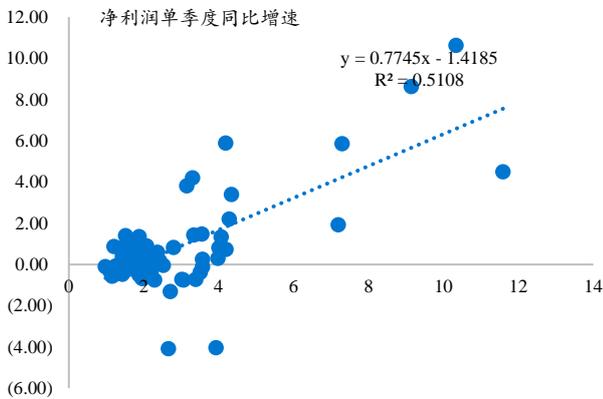
**图 4: PB 估值与单季度 ROE 关联度测试**



数据来源: Wind 东吴证券研究所

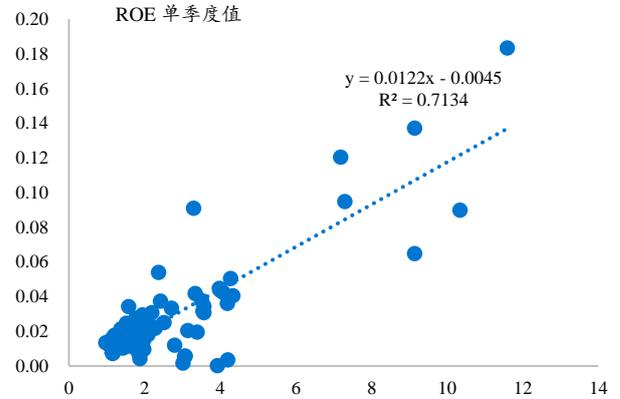
注: 季度财务数据使用证券 II(申万)板块, 数据截至 2024 年三季度。

图 5: PB 与净利润单季度同比增速关联度测试 (去异常值)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所  
注: 季度财务数据使用证券 II(申万)板块。

图 6: PB 估值与单季度 ROE 关联度测试 (去异常值)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所  
注: 季度财务数据使用证券 II(申万)板块。

## 1.2. 券商估值上限与 ROE 相关性

我们选取七轮典型反弹行情 (2007、2009、2012、2014、2018、2020、2024 年), 研究券商每一轮行业的估值上下限与 ROE 的关系。由于 2012 年券商创新大会前后, 券商业务结构及盈利模式均有较大变化, 因此行业估值区间与 ROE 中枢均有显著变化:

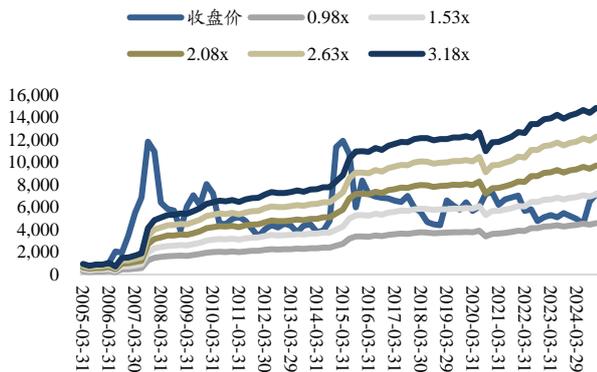
表 3: 估值上限与 ROE 关系

年份	PB 估值下限 (倍)	PB 估值上限 (倍)	PE 估值下限 (倍)	PE 估值上限 (倍)	行业平均 ROE (%)	Beta
2007	6.22	19.01	26.96	123.78	40.2%	1.06
2009	1.57	4.56	11.98	50.59	16.6%	1.17
2012	1.56	2.29	16.81	32.62	5.2%	1.74
2014-2015	2.56	5.57	23.79	59.22	11.3% (2014 年) 21.0% (2015 年)	1.61
2018-2019	1.02	1.88	18.62	45.80	6.8% (2019 年)	1.31
2020	1.42	2.06	25.70	37.34	8.5%	1.70
2024	0.94	1.68	18.49	33.54	5.6% (预测值)	1.36

数据来源: Wind, 证券业协会, 东吴证券研究所

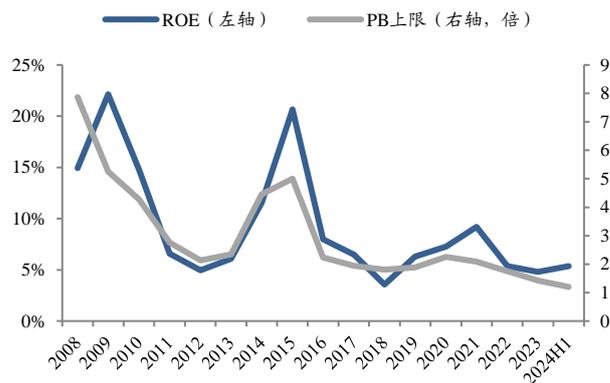
注: 行业指数选用证券 II (申万); 行业平均 ROE 使用证券 II (申万) 板块平均 ROE; Beta 测算证券 II (申万) 与上证综指关系

图 7: 证券 II (申万) 指数 PB band



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 8: 证券行业 PB 上限与 ROE 关系



数据来源: Wind, 证券业协会, 东吴证券研究所 注: 2024H1 数据已年化

1) 2012 年创新大会前, 业务以通道业务为主, 因此 ROE 维持较高水平, 2007 年及 2009 年两轮反弹市中, 证券行业平均 ROE 分别为 40% 及 17%, PB 估值上限分别高达 19.0x 和 4.6x。

2) 2012 年创新大会后到 2020 年, 资本中介类业务开始开展, 由于两融和股票质押均为资本消耗性业务, 且主要盈利依靠利差, 因此反而显著拉低券商的 ROE 水平, 2012 及 2014 年两轮行情中, 证券行业平均 ROE 分别为 5% 及 11% (2015 大牛市也仅为 21%), 远低于创新大会前证券行业的 ROE; 2018 年以后 ROE 基本低于 10%, 且近年来有逐步下行的趋势。从估值水平来看, 2012、2014/2015 年券商股的 PB 上限也分别降低到 2.3x 和 5.6x 左右; 2018 年后估值基本不超过 2x。此外, 我们观察到, 2012 年-2020 年券商 Beta 较 2012 年前显著提高, 我们认为主要是由于 2012 年前估值主要受业绩驱动, 2012 年-2020 年估值更多受市场驱动。

表 4: 2014 年以来券商收入结构

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
经纪收入	40%	47%	32%	26%	23%	22%	26%	31%		24%	23%
投行收入	12%	9%	21%	16%	14%	13%	15%	14%		13%	7%
投资咨询	1%	1%	2%	1%	1%	1%	1%	1%		1%	1%
资管收入	5%	5%	9%	10%	10%	8%	7%	6%		6%	6%
自营收入	27%	25%	17%	28%	30%	34%				30%	40%
利息收入	17%	10%	12%	11%	8%	13%				7%	10%
其他	-2%	4%	7%	7%	14%	10%	52%	48%		19%	11%
ROE	11.5%	20.7%	8.0%	6.5%	3.6%	6.3%	7.3%	9.2%	5.4%	4.8%	2.7%

数据来源: 证券业协会, 东吴证券研究所

注: 2020、2021 年协会未披露自营收入及利息收入, 故归在其他收入中, 2022 年协会未披露行业年度数据, 下同。

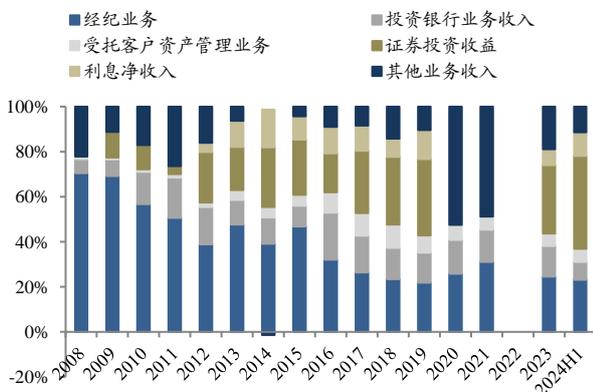
3) 2020年后，券商股的β属性有所减弱。2020年以后券商beta较2012-2020年降低，但仍高于2012年前，我们认为主要是由于业务结构有所调整，券商与市场联动进一步减弱导致贝塔属性衰弱。2019年以来，随着资本市场全面深改推进，证券行业进行了结构性调整，各项传统业务实现了转型增效，收入结构发生变化，经纪业务逐渐向财富管理转型（收入由以交易量为基础的佣金制转变为代理销售金融产品、证券投资咨询业务和服务客户交易），投行业务专业化程度提升（业务重心由定价发行转移至全产业链服务），资管业务“去通道”化（收入由通道业务为主转变为以主动管理为核心）。传统业务转型后，券商业绩与市场直接联动减弱，引起证券行业贝塔属性逐渐减弱。

## 2. 券商业务结构与市场相关性非常强

券商的业务特性决定了它与市场密不可分。从券商的业务分类来看，主要分为5个大类别：经纪、投行、自营、资管、资本中介业务，其中与二级市场直接相关的有经纪业务（取决于市场交易活跃度）、自营业务（投资收益）、融资融券（一定程度上由市场对风险的偏好及市场活跃度决定）；与二级市场间接相关的包括投行业务（一级及一级半市场发行情况一部分取决于二级市场活跃度）、资产管理业务（部分股权类产品发行与二级市场好坏相关）、股票质押业务（质押市值与二级市场相关，决定了风险）。

中国券商重资产业务占比逐渐提升。证券经纪业务曾是国内券商主要盈利来源之一，但在经过行业保底佣金放开，“一人多户”政策刺激，网上销户的实施及机构分仓佣金降费等，行业佣金率下限不断被打破，佣金率已从2009年0.133%下滑至2023年的0.021%。与此同时，券商经纪业务收入占比从2008年70.5%一路降低到2024年上半年的23%。随着佣金率不断地下滑，重资产业务逐渐成为我国券商第二增长曲线。2012年5月证券行业首次召开创新大会，指出证券公司创新要有容错机制，鼓励证券公司创新，此后券商资本中介类业务（融资融券及股票质押等）迅速发展，并成为继经纪业务、自营业务后第三大收入来源。

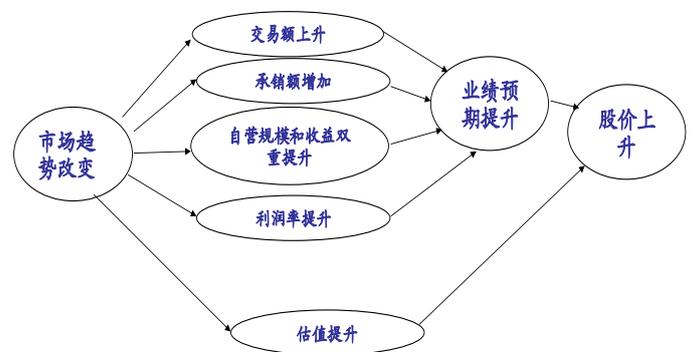
图 9：中国证券行业收入结构



数据来源：中国证券业协会，东吴证券研究所

注：2020、2021年未披露自营、利息收入，故归在其他中

图 10：证券行业的驱动因素

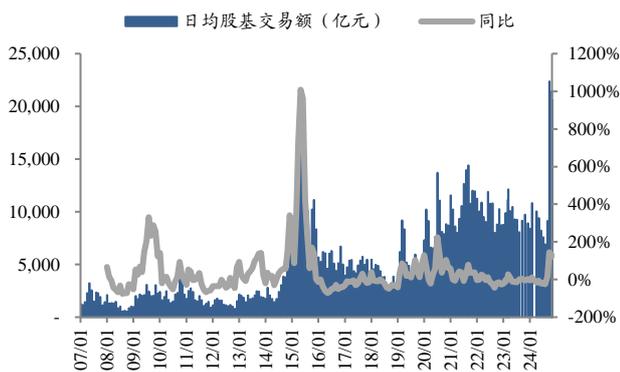


数据来源：东吴证券研究所

## 2.1. 经纪业务：直接相关

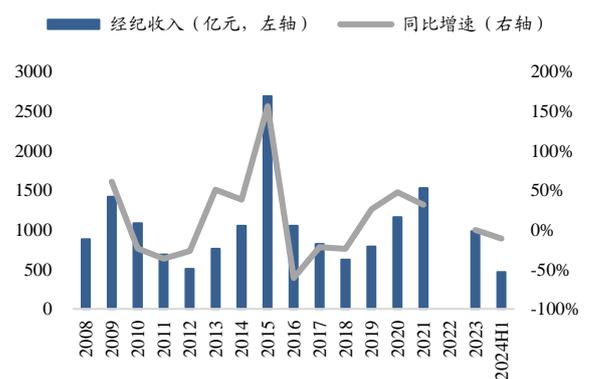
**市场、业绩、估值相互驱动：**由于国内的市场结构以散户为主，形成机构：散户的“2：8 结构”，因此券商的经纪业务中零售比例占比非常高，我们预计占 7-8 成。经纪业务最主要的两大指标分别为：股基交易额及佣金率水平。我国交易的风格偏短期，具有高换手率的特征，因此在整体体量远小于美国、日本等成熟市场的背景下，交易额仍能在一个相对较高的水平。在 2014 年佣金战之前，交易的活跃度直接决定了券商经纪收入的高低；在 14 年佣金战以后，佣金率经历了几轮下滑，部分抵消了交易额增长的影响。但券商业绩与日均交易额相关性仍非常强，2016 年以前券商经纪收入占比超过 30%，在部分牛市大年超过 50%（比较典型的是 2009 年及 2015 年），2016 年以后仍在 20% 以上。当市场放量的时候，券商的业绩及股价都有不错的表现。

图 11：日均股基交易额变化



数据来源：Wind，东吴证券研究所

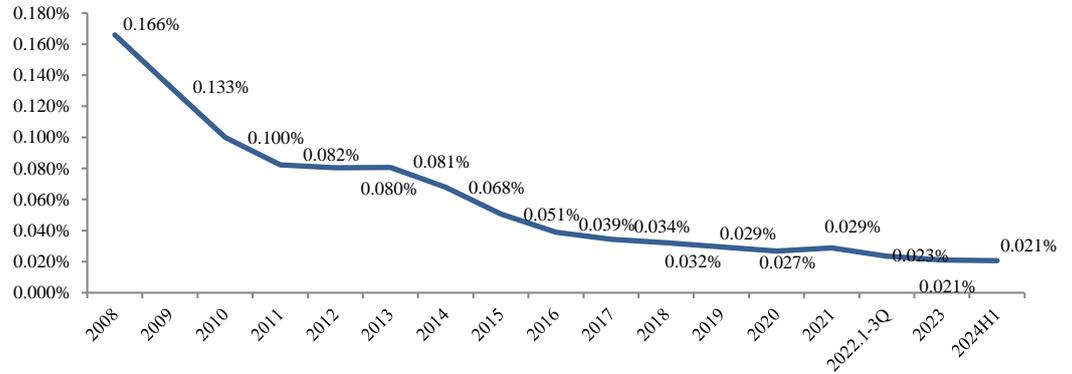
图 12：券商经纪业务收入



数据来源：证券业协会，东吴证券研究所

2014 年，国金证券首推佣金宝，随后中山证券、华泰证券等相继推出最低佣金率产品，自此证券行业佣金战首次打响。随后 2015 年 4 月“一人一户”限制全面放开，行业佣金率下限不断被打破，佣金率已从 2008 年 0.126% 下滑至 2015 年中期的 0.057%，其中华泰证券佣金率最先触底，从 2008 年的 0.17% 一路降至 2015 年中期的 0.03%，降幅超过 80%，截止至 2024 年上半年末，证券行业佣金率为 0.021%，随着佣金率的降低，券商经纪业务弹性相较以前有所下滑。

图 13: 证券行业佣金率变化

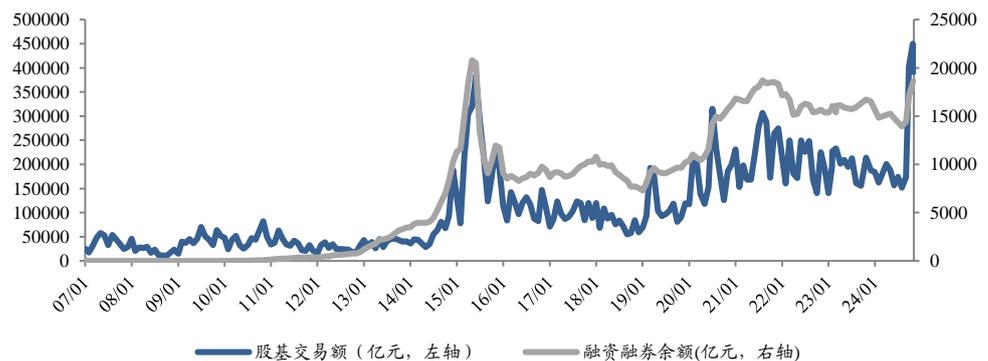


数据来源：中国证券业协会，东吴证券研究所

## 2.2. 融资融券：直接相关

两融是市场的一大风向标，同时亦决定券商业绩及估值水平。两融余额与市场交易量呈明显正向关系，两融作为创新大会的一大产物，一方面反映了市场的活跃度，另一方面体现了市场对风险的偏好性。我们通常将两融余额和日均交易额同时作为判断市场活跃度及券商是否有可能出现超额收益的两大指标。

图 14: 两融余额变化



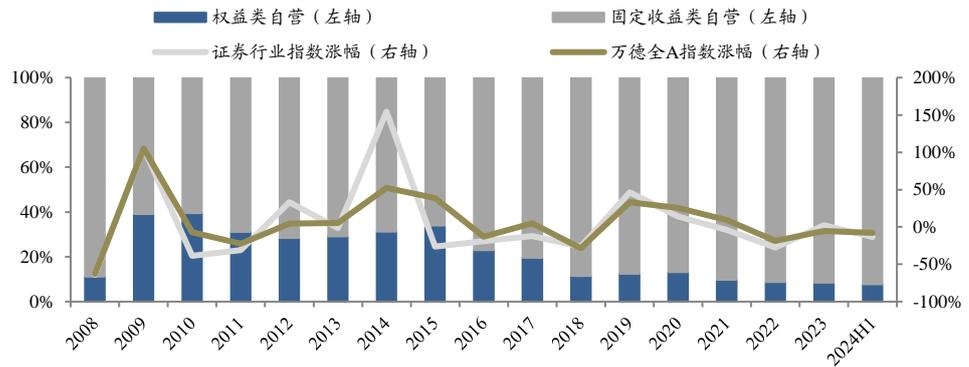
数据来源：中国证券业协会，东吴证券研究所

## 2.3. 自营：直接相关

方向性权益类资产占比不断降低，但投资收益波动仍较大。投资收益率与二级市场走势相关度非常高，尤其是在 2010 年以前，投资品种及对冲工具较少的情况下。传统

的方向性投资完全随行就市，券商不具备逆周期的能力。近年来，各个券商积极通过股指期货、场外期权等工具的运用，发展非方向性投资，弱化了权益市场波动对于公司盈利的影响；部分券商通过开展衍生品业务，进一步降低方向性权益的占比，在充分利用资产负债表的基础上提升业绩的稳定性。

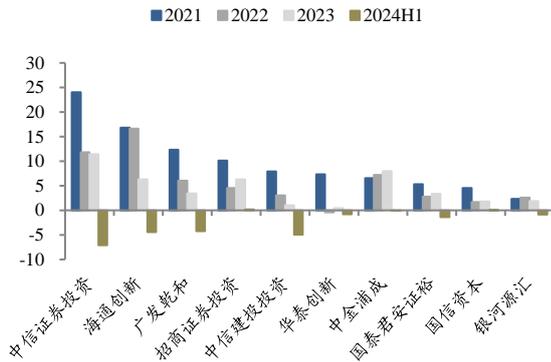
图 15: 上市券商自营规模结构



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

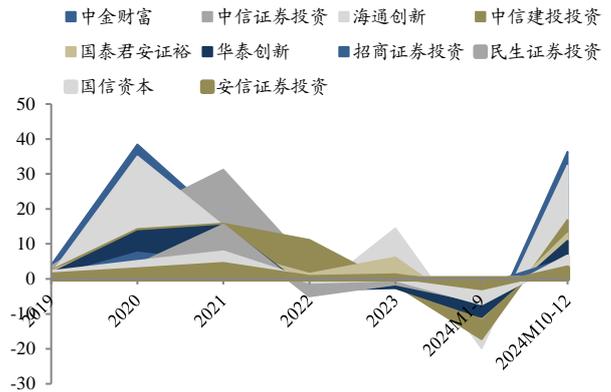
**注册制下“投行+跟投”的模式，加大了券商投资收益的波动。**注册制下战略配售跟投制度的实施，明确了保荐机构通过另类投资子公司以自有资金、按发行价格进行认购，通过资本约束的方式消除发行人和中介机构之间的利益捆绑，推动中介机构谨慎定价。目前主板明确保荐机构不需要强制跟投，但科创板和创业板均存在差异化的跟投制度。其中，创业板跟投与否取决于发行人盈利情况、企业性质、发行价格等因素，目前跟投的项目较少，而科创板强制要求保荐机构的相关子公司参与战略配售进行跟投。跟投比例为发行数量的2%-5%，获配股份有24个月限售期。科创板的跟投进一步加大了券商投资收益的波动，从Top10券商情况来看，IPO项目较多的头部券商在19-21年间获得了较高的跟投收益，不过22年、尤其是24年上半年基本都承受了浮亏，2024年9月下旬随着市场显著回暖，科创板跟投收益又大幅提升。

图 16: Top10 券商另类子公司净利润 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所  
注: 中信建投投资 24H1 为营收数据

图 17: Top10 券商跟投浮盈亏 (亿元, 按配售规模排序)



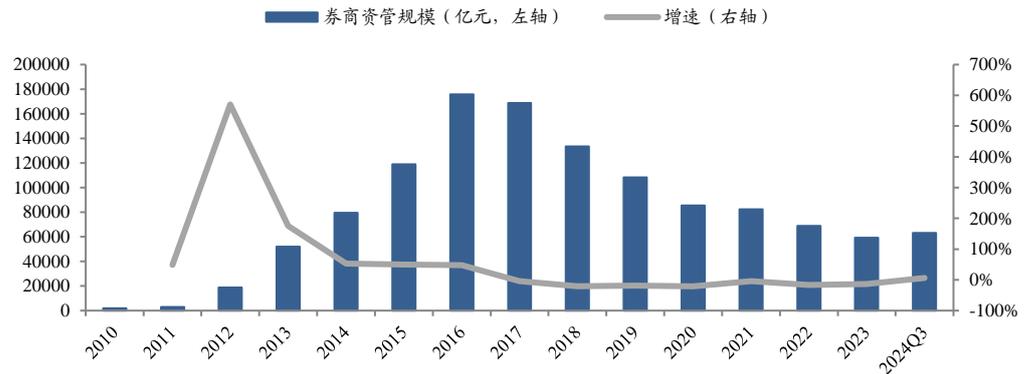
数据来源: Wind, 东吴证券研究所  
注: 2024M1-9 为 1 月到 9 月 19 日数据, 2024M10-12 为 9 月 19 日到 12 月 10 日数据

## 2.4. 资管业务: 间接相关

**2012-16 年持续快速增长, 4 年复合增速达 175%。**2012 年创新大会后, 在“放松管制、加强监管”的政策导向下资管业务迅速发展, 尤其是通道业务为主的定向资管呈现爆发式增长。券商资管规模由 2012 年的 1.89 万亿元增长至 2016 年的 17.58 万亿元, 4 年复合增速 175%。其中集合资管规模 2.19 万亿元, 同比增长 40%; 定向资管规模 14.69 万亿元, 同比增长 45%; 专项资管规模 0.43 万亿元, 同比增长 141%。

**监管收紧, 通道业务收缩, 规模持续下滑。**2016 年之前, 券商资管此期间以通道业务为主, 主要投资非标资产。截至 2016 年底, 券商资管通道产品规模占比达 71.48%; 投向委托贷款、信托贷款、资产收益权等非标资产占比达 67.38%。2016 年 7 月, “新八条底线” 出台, 在原有八条底线的基础上, 重点加强对违规宣传推介和销售行为、结构化资管产品、开展或参与“资金池” 业务、实施过度激励等进行规范。2017 年, 证监会召开新闻发布会称, 各证券基金管理机构不得存在让渡管理责任的通道业务, 证监会将对经营混乱、合规失效、风险外溢的机构从严管理。券商端“去通道” 正式拉开帷幕。2018 年, 资管新规和资管细则下发, 证券公司私募资管业务新的规则体系正式确定。在新的规则下, 券商资管虽然享有豁免穿透计算人数、产品成立规模降低、规模上限取消、业绩报酬计提标准确定等优势, 但证券公司仍围绕标准化资产展开, 且提升主动管理能力是长期的核心竞争力。从规模上来看, 券商资管规模从 16 年底的 17.3 万亿压降到 23 年末的 5.9 万亿元, 2024 年三季度末小幅回升至 6.3 万亿元。

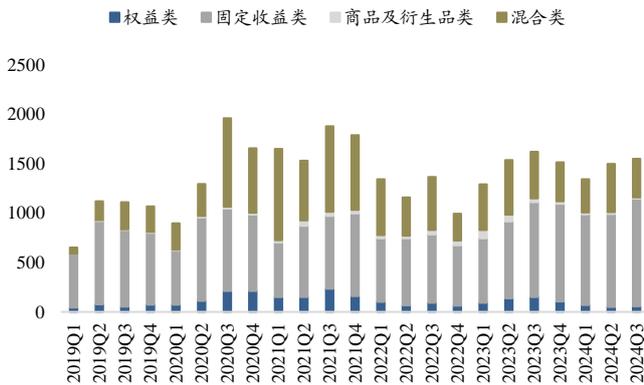
图 18: 我国券商资管规模 2016 年后持续收缩 (亿元)



数据来源：中国证券投资基金业协会，东吴证券研究所

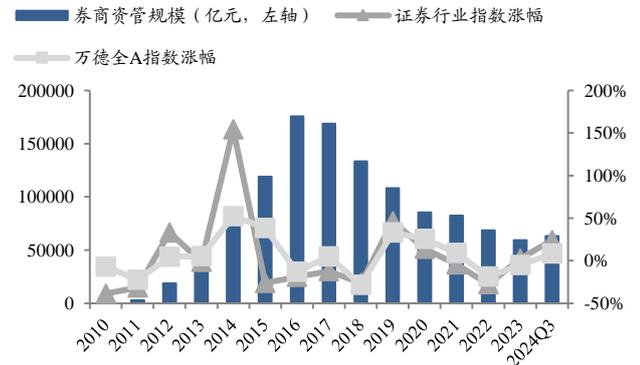
从资管结构来看，权益相关产品占比不高；资管业务收入主要来自于管理费，与市场有一定相关度但不直接。从近年来资管规模变化来看，以通道为主的定向资管规模占比仍较大，但增速开始放缓，一些小集合和主动型集合资管的规模高速增长，成为券商资管发展的重点业务。2022 年以来权益市场持续低迷，资金避险需求提升，固定收益类产品备案数量与备案规模领先其他类型产品，权益类产品与混合类产品新备数量与规模处于低位。券商资管业务的收费模式主要是依靠管理费以及业绩提成，当权益市场表现较好时，资产管理需求增加，券商能够得到更多的管理费同时也更能够取得较高的收益率获取额外的业绩报酬，因此资管业务与市场具有一定相关度，但弹性不如经纪、自营等业务。

图 19: 证券公司及其资管子公司各投资类型产品备案数量



数据来源：中国证券投资基金业协会，东吴证券研究所

图 20: 券商资管规模与指数涨跌关系



数据来源：Wind，东吴证券研究所

参控股基金亦能贡献不少利润。公募基金与头部券商基本已完成深度结合，两者通

过股权关系支持、资源条件互补等形成战略合作。券商几乎是国内最早涉足公募基金行业的金融机构，在“老十家”基金公司中有 7 家属于券商系基金公司。我们认为，券商在资管新规放宽“一参一控”的限制后，已着眼于公募基金业务。2024 年上半年，券商参控股基金为母公司券商贡献利润 64.9 亿元，同比下滑 17%，但占券商利润比从 6.6% 提升至 7%，利润贡献度提升。我们认为，公募基金业绩韧性相较券商其他业务更强，证券公司布局公募基金业务可以有效提升业绩的稳定性。

表 5：2024 年上半年部分券商持有公募基金股权及盈利情况（亿元）

券商	持股公募基金	持股比例	2024H1 公募基		基金公司		对券商 2024H1 净利 润贡献
			金管理规模（亿 元）	同比增速	2024H1 净利润 （亿元）	同比增速	
东北证券	银华基金	18.90%	5400	-1.0%	2.54	-27.8%	56.8%
	东方基金	57.60%	1319	55.5%	0.47	-14.6%	
兴业证券	兴证全球基金	51.00%	6024	1.7%	6.10	-23.4%	43.1%
	南方基金	9.15%	12164	10.1%	10.36	5.2%	
长城证券	长城基金	47.06%	3483	23.5%	1.27	7.1%	40.9%
	景顺长城基金	49.00%	5549	7.3%	4.81	-25.7%	
西南证券	银华基金	44.10%	5400	-1.0%	2.54	-27.8%	32.9%
海通证券	海富通基金	51.00%	1613	6.9%	1.34	-30.2%	29.7%
	富国基金	27.78%	9843	9.1%	7.74	-27.4%	
中泰证券	万家基金	60.00%	4678	15.2%	1.56	-20.2%	27.7%
	中泰资管	60.00%	423	0.4%	0.30	-52.7%	
第一创业	银华基金	26.10%	5400	-1.0%	2.54	-27.8%	27.0%
	创金合信基金	51.07%	1616	43.6%	0.82	-35.2%	
财通证券	财通基金	40.00%	920	15.2%	0.52	-54.0%	26.3%
	财通资管	100.00%	1237	22.6%	2.23	6.1%	
国海证券	国海富兰克林基金	51.00%	807	2.0%	0.71	-27.6%	25.5%
东方证券	汇添富基金	35.41%	9132	6.0%	6.90	-13.5%	23.1%
	长城基金	17.65%	3483	23.5%	1.27	7.1%	
华泰证券	东证资管	100.00%	1694	-9.4%	2.22	-42.9%	20.1%
	南方基金	41.16%	12164	10.1%	10.36	5.2%	
广发证券	华泰柏瑞基金	49.00%	4760	19.2%	3.20	34.8%	18.1%
	华泰资管	100.00%	1097	27.2%	4.84	-12.0%	
招商证券	广发基金	54.53%	13916	9.6%	8.22	-32.4%	15.9%
	易方达基金	22.65%	18453	11.0%	15.16	-6.3%	
申万宏源	博时基金	49.00%	10776	15.9%	7.62	0.9%	11.3%
	招商基金	45.00%	8884	6.1%	8.47	-5.0%	
国泰君安	申万菱信基金	67.00%	873	15.8%	0.37	-30.5%	8.9%
	富国基金	27.78%	9843	9.1%	7.74	-27.4%	
长江证券	华安基金	51.00%	6418	9.8%	5.19	0.4%	8.7%
	国泰君安资管	100.00%	564	18.5%	1.82	-10.8%	

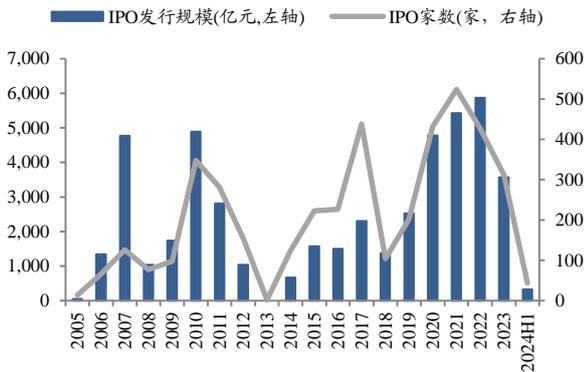
	长江资管	100.00%	239	42.5%	0.45	14.9%	
中信证券	华夏基金	62.20%	15082	20.1%	10.62	-5.3%	6.2%
国信证券	鹏华基金	50.00%	9364	10.9%	3.82	-21.7%	6.1%
光大证券	光大保德信基金	55.00%	716	-15.9%	0.24	-56.0%	5.7%
	大成基金	25.00%	3006	27.9%	2.63	-7.8%	
东兴证券	东兴基金	100.00%	395	4.2%	0.22	44.6%	3.8%
西部证券	西部利得基金	51.00%	871	-5.1%	0.29	-21.7%	2.3%
中金公司	中金基金	100.00%	1631	33.5%	0.36	887.4%	1.6%
国金证券	国金基金	51.00%	642	6.7%	0.13	42.3%	1.5%
	中邮基金	0.06%	602	4.4%	0.12	-82.4%	
中信建投	中信建投基金	100.00%	810	31.7%	0.44	20.4%	1.5%
国元证券	长盛基金	41.00%	926	25.1%	0.34	3.5%	1.4%
华安证券	华富基金	49.00%	919	18.9%	0.16	-39.1%	1.1%
方正证券	方正富邦基金	66.70%	768	41.3%	0.16	-37.3%	0.8%
东吴证券	东吴基金	70.00%	285	10.4%	-0.02	-150.6%	-0.1%
南京证券	富安达基金	49.00%	140	83.4%	-0.27	200.9%	-2.4%
红塔证券	红塔红土基金	59.27%	44	-42.4%	-0.22	53.9%	-2.9%
浙商证券	浙商基金	25.00%	522	-9.5%	0.00	-99.2%	-10.7%
	浙商资管	100.00%	381	31.0%	-0.84	-187.5%	

数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

## 2.5. 投行业务：间接相关

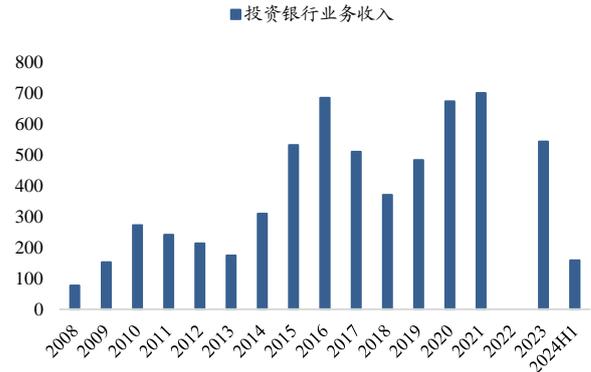
与监管政策相关性强，IPO 发行节奏一定程度上受市场状况影响。投行业务主要包括股票承销（IPO、再融资、配股）及债券承销（企业债、公司债、ABS 等），其中 IPO 费率较高，收入贡献亦较高。尽管 IPO 发行与二级市场表现没有直接关联性，主要受监管和发审委影响，但是从过去的经验来看，在市场单边下跌或者活跃度极低的时候，IPO 往往暂停或者发行量减缓，比较明显的就是 2013 年、2015 年、2016 年、2018 年及 2023 年 8 月以来，部分年份券商投行收入亦会有所减少。

图 21: 2005 年以来 IPO 发行家数及规模



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 22: 证券行业投行收入 (不包括财务顾问, 亿元)



数据来源: 中国证券业协会, 东吴证券研究所

### 3. 政策监管因素: 行业政策及监管事件决定投资者情绪

从 2007 年以来券商股和市场走势图来看, 券商股走势和大盘走势具有高度相关性。但券商股除了受大盘走势的影响外, 政策监管也是影响券商股表现的重要因素之一。我们推断, 鼓励创新或加强监管也会带来券商股的上涨或下跌行情。

表 6: 政策及监管事件与券商股表现汇总

时间	事件	1 个月超额收益率*	我们的观点
鼓励创新	2012 年 5 月 创新大会	6.03%	券商股股价反应滞后, 但影响长久。
Or	2014 年 4 月 沪港通获批	2.58%	获批前后小幅跑赢。
业务重启	2014 年 11 月 沪港通开闸	72.56%	正式开闸形成实际利好, 大幅跑赢指数。
	2014 年 1 月 IPO 重启	-4.58%	
	2015 年 11 月 IPO 重启	-9.90%	提早反应, 重启预期期间 (2015/10/29-11/5) 取得超额收益率 13.49% 及重启当日 (11/6) 取得超额收益, 之后逐步减少。
	2016 年 5 月 新三板分层方案	0.82%	新三板分层改革时间跨度较长, 持续利好。
	2018 年 10 月 股票质押纾困基金	15.29%	缓解质押风险, 大幅跑赢指数。
	2020 年 2 月 融资新规落地	5.71%	再融资政策松绑, 将为上市公司发展提供更多动力, 预期券商业务扩大。
	2023 年 11 月 鼓励通过业务创新、并购重组等方式做优做强	-1.9%	初期并购重组预期并不强, 随着 2024 年 8 月国信发布并购万和的公告、2024 年 9 月国君与海通发布合并公告, 预期逐步增强, 出现少量超额收益。
	2024 年 9 月 推出政策组合拳	40.3%	一揽子政策对 A 股持续向上形成有力支撑, 资本市场政策红利持续释放, 市场保持高度活跃, 券商获得较多超额回报。
监管加强	2014 年 12 月 18 日 三家大型券商被通报批评	-4.49%	12 月 18 日三家券商被通报批评当天券商股下跌 6.35%。
	2015 年 11 月 证监会对券商违规行为立案调查	2.68%	上市公司公告收到证监会《调查通知书》, 券商股下跌 8.71%。

2017年11月	资管新规意见稿	-2.02%	11月20日发布次日交易日下跌1.54%。
2018年4月	资管新规正式稿	-6.92%	与征求意见稿变化不大。
2024年3月	证监会颁布四项文件	-6.86%	证监会新领导班子上任后确立严监管导向。

数据来源：证监会，Wind，东吴证券研究所

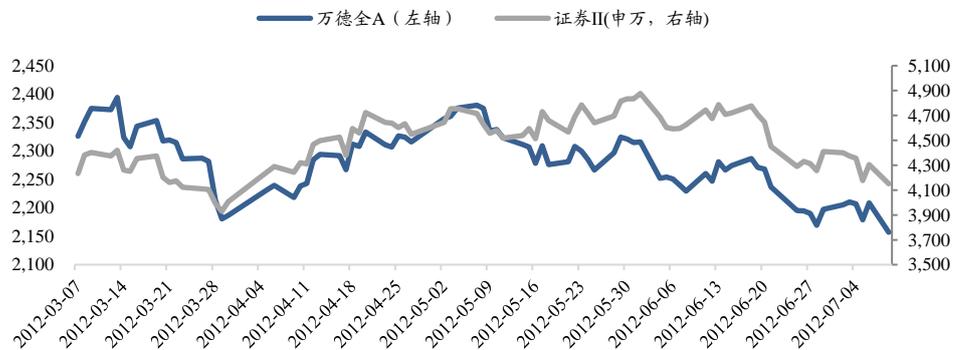
注：\*选取事件当天或隔天计算超额收益率

### 3.1. Type1: 鼓励创新 or 业务重启

#### 3.1.1. 2012年创新大会

2012年券商创新大会于2012年5月7日、8日召开，会议内容涉及新型（C型）营业部的设立、允许证券公司代销理财产品、拓宽证券公司资金运用范围、简化监管审批程序等一系列资本市场重大热点议题。创新大会所涉及到的重大热点议题的改革有利于证券公司改善盈利结构，提高资产运用效率，发展创新业务。我们认为创新大会的召开表明了监管层的监管思路变为以“创新”为主导。在券商业务过度依赖制度红利，竞争环境日益激烈，盈利空间逐渐被压缩的大背景下，“创新”无疑成为证券行业的发展机遇，我们认为创新大会的召开向市场释放了监管层以积极开放的姿态对待行业创新的积极信号，对券商业务的长期发展形成利好。

图 23: 创新大会前后证券行业与万德全 A 走势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 7: 2012年5月券商创新大会前后证券行业超额收益

开始时间	结束时间	证券行业区间涨跌幅	万德全 A 区间涨跌幅	超额收益
2012/4/30	2012/5/4	4.52%	2.57%	1.94%
2012/5/7	2012/5/8	-2.62%	-0.02%	-2.60%
2012/5/9	2012/5/11	-2.42%	-2.19%	-0.24%
2012/5/9	2012/5/16	-2.50%	-4.08%	1.58%
2012/5/9	2012/6/8	-0.10%	-6.13%	6.03%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

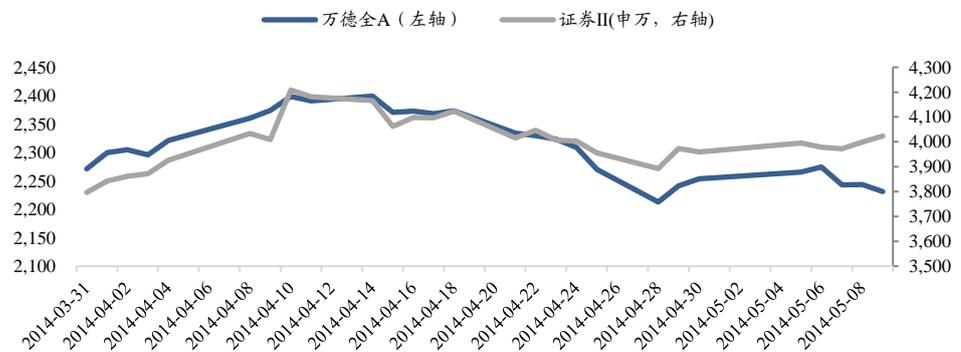
**创新大会：券商股股价反应滞后，但影响长久。**2012年券商创新大会召开前，券商股以慢于大盘的速度紧随大盘上涨，直至创新大会召开前一个星期才出现1.94%的超额收益。而在创新大会召开的5月7日、8日当天，证券行业指数跑输万德全A指数2.6%。随后，在接下来的一个星期，一个月内，证券行业指数的超额收益分别达到了1.58%和6.03%。我们认为创新大会所推出的改革政策长期利好证券行业的发展，其对券商股价的影响反应慢，持续久。

### 3.1.2. 2014年沪港通

2014年4月10日，证监会和香港证券及期货事务监管委员会联合公告原则性批准沪港通机制试点。2014年11月17日，沪港通正式开闸。沪港通的开通是内地资本市场对外开放的一个重大突破，是实现十八届三中全会“推动资本市场双向开放”的一项重大创新，对内地和香港地区资本市场的发展，人民币国际化进程都有积极的推动作用。

沪港通的推进对券商股形成重大利好，有助于提振券商经纪业务。“沪港通”使券商境内外交易佣金收入同时增加，对在香港地区和内地同时拥有业务的证券公司最为有利。

图 24：沪港通获批前后证券行业与万德全 A 走势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

**“沪港通”获批前后小幅跑赢，影响中性。**“沪港通”获批的前一周，证券行业指数便跑赢大盘，实现了1.11%的超额收益。在获批当日，券商股大幅上涨4.98%，超额收益3.93%。在获批后的一月内实现小幅超额收益率，我们认为主要是由于“沪港通”获批符合市场预期，正式开闸之前还未形成实际利好兑现。

表 8: 2014 年 4 月 10 日沪港通获批前后证券行业超额收益

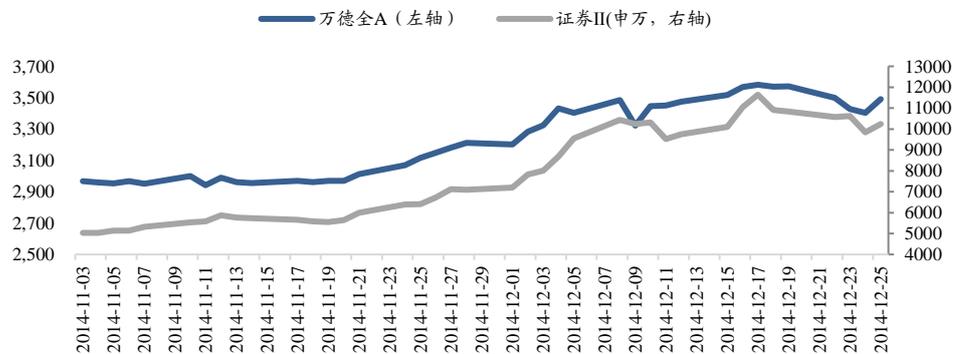
开始时间	结束时间	证券行业区间涨跌幅	万德全 A 区间涨跌幅	超额收益
2014/4/2	2014/4/9	4.33%	3.22%	1.11%
2014/4/10	2014/4/10	4.98%	1.05%	3.93%
2014/4/10	2014/4/11	4.31%	0.73%	3.58%
2014/4/11	2014/4/18	-2.01%	-1.06%	-0.95%
2014/4/11	2014/5/9	-4.41%	-6.99%	2.58%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

“沪港通”正式开闸形成实际利好，大幅跑赢指数。“沪港通”的正式开通对券商股形成了更加直接的利好刺激。开通前一周，证券行业指数实现了 7.79% 的超额收益，而在开通当天，由于市场之前已经做出反应，A 股市场高开低走，券商股亦走低，超额收益小幅为负。但在开通的当周，市场便恢复正常化，券商股受这一利好消息刺激，实现 4.51% 超额收益。在接下来的一周，一月内，市场持续乐观，券商股分别实现了 8.37% 和 72.56% 的超额收益。

我们认为对于可以形成稳定预期的政策，市场会提前做出反应，因此在消息发布的当天相关股票并无明显超额收益，但有实质性意义的政策红利会给券商股带来长期上涨的利好刺激。

图 25: 沪港通开通前后证券行业与万德全 A 走势



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 9: 2014 年 11 月 17 日沪港通正式开通前后证券行业超额收益

开始时间	结束时间	证券行业区间涨跌幅	万德全 A 区间涨跌幅	超额收益
2014/11/10	2014/11/14	7.94%	0.15%	7.79%
2014/11/17	2014/11/17	-1.43%	0.45%	-1.88%
2014/11/18	2014/11/21	6.00%	1.49%	4.51%
2014/11/18	2014/11/25	13.35%	4.98%	8.37%
2014/11/18	2014/12/18	92.82%	20.26%	72.56%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

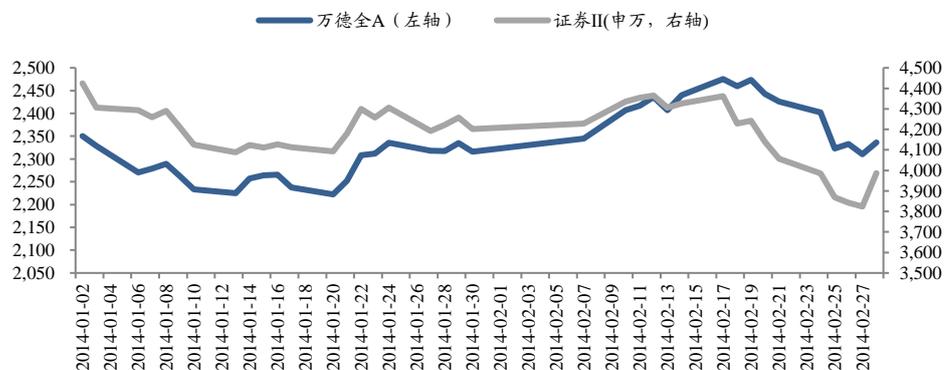
### 3.1.3. 2014 年、2015 年 IPO 重启

2014 年以来共有 2 次 IPO 重启，分别是 2014 年 1 月和 2015 年 11 月。两次 IPO 处于不同的市场背景下，因此对于大盘和券商的影响也有所不同。

#### 1) 2014 年影响偏中性

2014 年 1 月 17 日 IPO 时隔 14 个月重启，从指数和券商股的表现来看，IPO 重启后的一个月内均有小幅上涨，但券商股没有出现明显的超额收益。我们认为这可能是由于时隔 14 个月，即使重启 IPO，审核速度可能也不及预期，因此对券商股的影响偏中性。

图 26: 2014 年 IPO 重启前后证券行业与万德全 A 走势



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 10: 2014 年 1 月 17 日 IPO 重启前后证券行业超额收益

开始时间	结束时间	证券行业区间涨跌幅	万德全 A 区间涨跌幅	超额收益
2014/1/13	2014/1/17	0.04%	0.56%	-0.53%
2014/1/17	2014/1/17	-0.34%	-1.24%	0.90%
2014/1/17	2014/1/24	4.68%	4.39%	0.29%
2014/1/17	2014/1/30	2.14%	3.51%	-1.37%
2014/1/17	2014/2/17	6.04%	10.62%	-4.58%

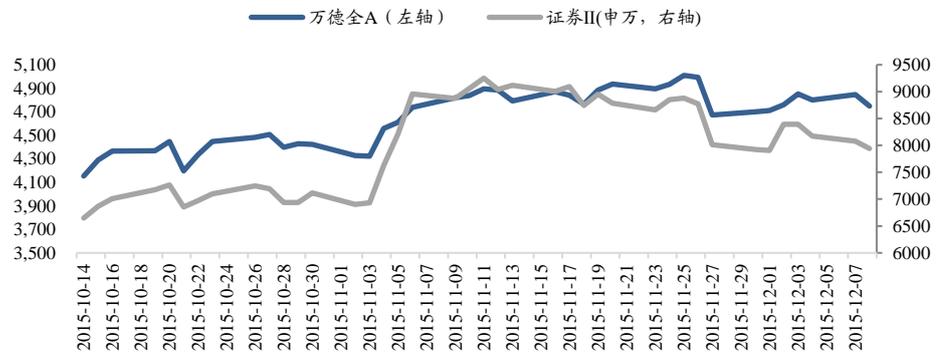
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

#### 2) 2015 年市场已有预期

2015 年 11 月 6 日 IPO 重启，并取消了新股申购的预缴款制度。IPO 重启一方面直接增加券商投行收入，一方面也打消了投资者对于 IPO 可能造成二级市场资金被抽离的担忧。此外，在那个时点，我们认为 IPO 的重新开闸增强了市场对注册制推行的预期。券商股在 IPO 宣布重启前一周便开始提前反应，一周内大幅上涨 18.34%，实现 13.49%

的超额收益。而在 IPO 重启当天，多家券商股连续第三天涨停。随后随着预期的逐步落地和消化，超额收益率开始逐渐减少。

图 27: IPO 重启前后证券行业与万德全 A 走势



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 11: 2015 年 11 月 6 日 IPO 重启前后证券行业超额收益

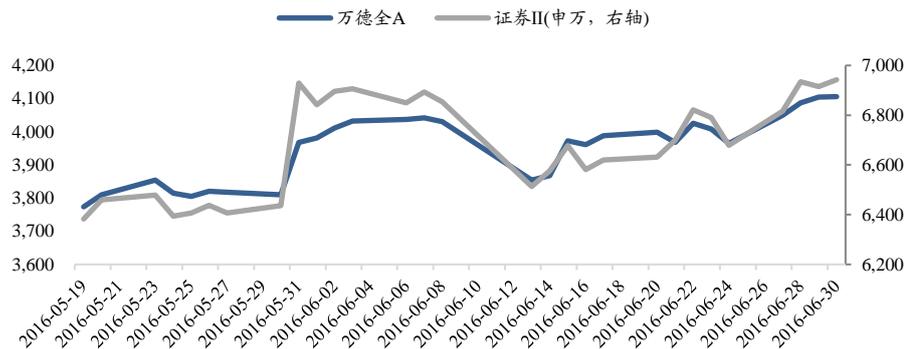
开始时间	结束时间	证券行业区间涨跌幅	万德全 A 区间涨跌幅	超额收益
2015/10/29	2015/11/5	18.34%	4.85%	13.49%
2015/11/6	2015/11/6	9.13%	2.77%	6.36%
2015/11/9	2015/11/13	1.77%	1.15%	0.61%
2015/11/9	2015/11/20	-1.92%	4.17%	-6.09%
2015/11/9	2015/12/8	-11.38%	-1.48%	-9.90%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 3.1.4. 2016 年新三板分层方案出炉利好券商

2016 年 5 月 27 日，全国股转系统发布了《全国中小企业股份转让系统挂牌公司分层管理办法（试行）》，新三板分层管理办法正式落地。新三板分层会对券商股带来新一轮的政策红利。我们认为分层将推动做市、再融资以及交易的活跃度，完善券商形成“挂牌—融资—做市—并购重组”的三班链条，有助于推动券商的业务模式创新。

图 28: 新三板分层方案出台前后证券行业与万德全 A 走势



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 12: 2016 年 5 月新三板分层方案出台前后证券行业超额收益

开始时间	结束时间	证券行业区间涨跌幅	万德全 A 区间涨跌幅	超额收益
2016/5/19	2016/5/26	0.86%	1.25%	-0.39%
2016/5/27	2016/5/27	-0.49%	-0.08%	-0.41%
2016/5/30	2016/6/6	6.93%	5.75%	1.17%
2016/5/30	2016/6/30	8.37%	7.55%	0.82%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

分层方案出炉前, 市场没有提前反应。出炉当天, 证券行业也跑输大盘。而方案出炉后的一周、一月内, 证券行业分别实现了 1.17%, 0.82% 的超额收益。

### 3.1.5. 2018 年股票质押纾困基金

2018 年 10 月 22 日, 证券业协会组织 11 家证券公司达成意向出资 210 亿元设立母资管计划, 作为引导资金吸引银行、保险、国有企业和政府平台等资金投资, 形成 1000 亿元总规模的资管计划, 专项用于帮助有发展前景的上市公司纾解股票质押困难。10 月 25 日银保监会发布《关于保险资产管理公司设立专项产品有关事项的通知》, 允许保险资管设立专项产品, 参与化解上市公司股票质押流动性风险。

图 29: 纾困基金消息出台前后证券行业与万德全 A 走势



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**纾困基金的设立形成实际利好, 大幅跑赢指数。**我们认为纾困基金的设立表明监管维护优质上市公司、化解股票质押流动性风险的决心, 短期股票质押风险得以缓解。叠加之前券商股的下跌较多, 券商股于 22 日当日掀起涨停潮, 超额收益 5.44%。在之后的两周, 继续上涨 10.23%, 实现超额收益 8.61%。

表 13: 2018 年 10 月 22 日纾困基金消息前后证券行业超额收益

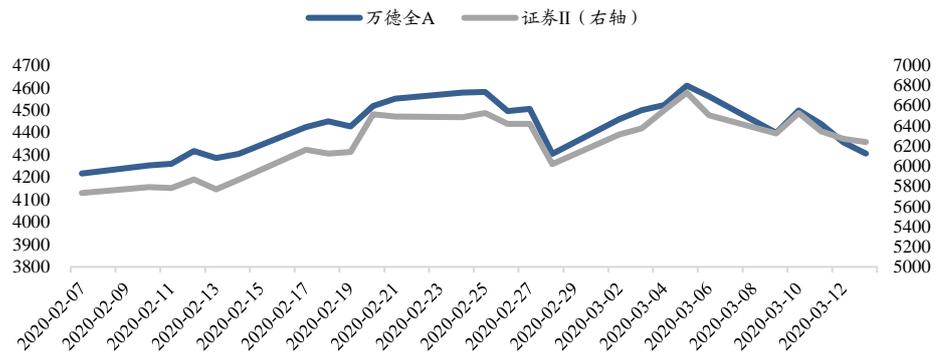
开始时间	结束时间	证券行业区间涨跌幅	万德全 A 区间涨跌幅	超额收益
2018/10/11	2018/10/19	-1.28%	-1.87%	0.59%
2018/10/22	2018/10/22	10.00%	4.56%	5.44%
2018/10/23	2018/11/2	10.23%	1.62%	8.61%
2018/10/23	2019/4/4	16.18%	2.73%	13.44%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 3.1.6. 2020 年再融资新规落地

2020 年 2 月 14 日晚, 证监会正式发布《关于修改〈上市公司非公开发行股票实施细则〉的决定》(以下简称《再融资规则》), 并自发布之日起施行。新规放宽创业板证券发行有关资产负债率、连续盈利和前次募集资金使用的条件, 以及非公开发行股票的定价下限、定价基准日、锁定期、减持、发行对象数量和发行规模。并延长再融资批文有效期。

图 30: 再融资新规出台前后证券行业与万德全 A 走势



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

为上市公司发展提供更多动力,形成市值利好。此次再融资政策调整,更是将定价、锁定期、减持和融资规模,这四个决定非公开发行市场活跃度的关键因素全部进行松绑,力度十分大,利好券商投行业务。新规出台后,行业表现出明显 $\alpha$ 。

表 14: 2020 年 2 月再融资新规出台前后证券行业超额收益

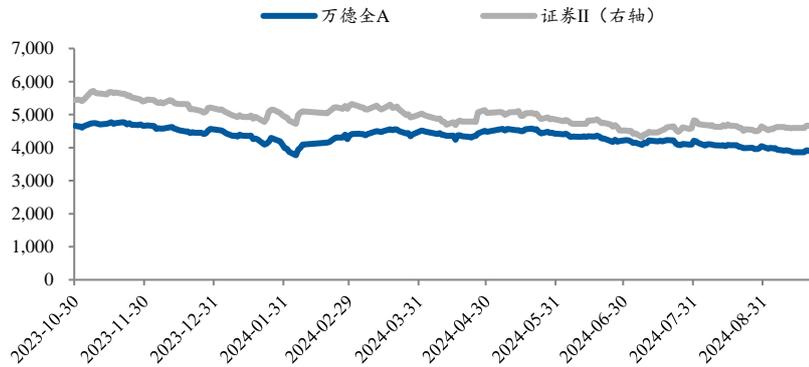
开始时间	结束时间	证券行业区间涨跌幅	万德全 A 区间涨跌幅	超额收益
2020/2/10	2020/2/14	2.34%	2.25%	0.09%
2020/2/14	2020/2/14	1.61%	0.70%	0.91%
2020/2/17	2020/2/21	10.45%	4.06%	6.39%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 3.1.7. 2023 年 11 月以来行业并购重组预期逐步加强

2023 年 11 月,继 10 月金融工作会议提出“培育一流投资银行和投资机构”后,证监会也表示“支持头部证券公司通过业务创新、集团化经营、并购重组等方式做优做强,打造一流的投资银行,发挥服务实体经济主力军和维护金融稳定压舱石的重要作用”。在提出通过并购重组等方式做大做强的初期,券商股股价反应并不明显,2023 年 10 月末至 2024 年 8 月证券行业未获得明显超额收益。随着 2024 年 8 月 21 日国信证券发布合并万和证券的公告、2024 年 9 月 5 日国君与海通发布合并公告,券商并购重组预期逐步加强,2024 年 8 月 21 日-2024 年 9 月 23 日期间证券行业出现少量超额收益。个股方面,天风证券、中国银河、华泰证券涨幅居前,相对万德全 A 的超额收益分别为 14%、11%及 8%,天风及银河均有较强并购重组预期。

图 31: 行业并购重组预期加强前后证券行业与万德全 A 走势



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 15: 2023 年 11 月以来并购重组预期逐渐加强证券行业超额收益

开始时间	结束时间	证券行业区间涨跌幅	万德全 A 区间涨跌幅	超额收益
2023/10/31	2023/12/8	-2.3%	-0.9%	-1.5%
2023/12/8	2024/8/21	-14.1%	-12.4%	-1.7%
2024/8/21	2024/9/5	-1.2%	-2.1%	0.9%
2024/9/5	2024/9/23	2.1%	-1.9%	4.0%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 3.1.8. 2024 年 9 月政策组合拳出台

2024 年 9 月 24 日国务院新闻办公室举行新闻发布会, 央行行长潘功胜、金监总局局长李云泽以及证监会主席吴清介绍了金融支持经济高质量发展有关情况。资本市场相关政策主要包括: 1) 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; 首期互换便利操作规模 5000 亿, 未来可视情况扩大规模。2) 创设股票回购增持专项再贷款, 引导银行向上市公司和主要股东提供贷款, 支持回购和增持股票。3) 支持符合条件的保险机构设立私募证券投资基金。4) 大力发展权益类公募基金, 优化权益类基金产品注册, 大力推动宽基类基金产品创新, 比如近期中证 A500ETF 很快募集结束。5) 要求上市公司积极运用并购重组、股权激励、大股东增持等市值管理工具提升投资价值。要求长期破净公司要制定价值提升计划、评估实施效果, 并且要求公开披露。主要指数成份股公司要制定市值管理制度。6) 提升重组市场交易效率, 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。

表 16: 金融支持经济高质量发展新闻发布会资本市场相关表述整理

主要方面	具体细则
增量资金	将创设证券、基金、保险公司互换便利，支持符合条件的证券、基金、保险公司通过资产质押，从中央银行获取流动性。
	创设股票回购增持再贷款，引导商业银行向上市公司和主要股东提供贷款，用于回购增持上市公司股票。
	正在研究平准基金。
	进一步支持中央汇金公司加大增持力度、扩大投资范围。
市值管理	要求上市公司积极运用并购重组、股权激励、大股东增持等市值管理工具提升投资价值。要求长期破净公司要制定价值提升计划、评估实施效果，并且要求公开披露。主要指数成份股公司要制定市值管理制度。
投资机构	制定《关于推动中长期资金入市的指导意见》，大力发展权益类公募基金。此外，将推进公募基金行业综合费率稳步下降。打通影响保险资金长期投资的制度障碍。
并购重组	发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，大力支持上市公司向新质生产力方向转型升级，积极鼓励上市公司加强产业整合，进一步提高监管包容度，下大力气提升重组市场交易效率。

数据来源：证监会，东吴证券研究所

稳定股市，吸引长期资金，活跃资本市场，券商深度受益。组合拳的出台有效扭转了市场信心。证券板块作为牛市的“旗手”，在市场行情向好时，交易活跃度大幅提升，券商的经纪、自营、资管、资本中介等业务均直接获得利好。成交量的放大将增加券商的佣金收入，市场上涨也会带来自营业务的丰厚收益。

图 32: 资本市场组合拳出台前后证券行业与万德全 A 走势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

政策组合拳出台形成实质利好，证券行业获得超额收益。政策组合拳有效提振了投资者信心，市场交易量迅速放大，指数大幅上涨。预计对券商的经纪，自营等业务产生

直接利好。9月24日当天申万证券II指数上涨6%，9月30日及10月8日证券II指数更是连续两个交易日涨停。

表 17: 2024 年 9 月 24 日政策组合拳发布后证券行业超额收益

开始时间	结束时间	证券行业区间涨跌幅	万德全 A 区间涨跌幅	超额收益
2024/9/13	2024/9/23	1.22%	0.33%	0.89%
2024/9/24	2024/9/30	39.01%	26.30%	12.71%
2024/10/8	2024/12/3	9.89%	5.29%	4.60%

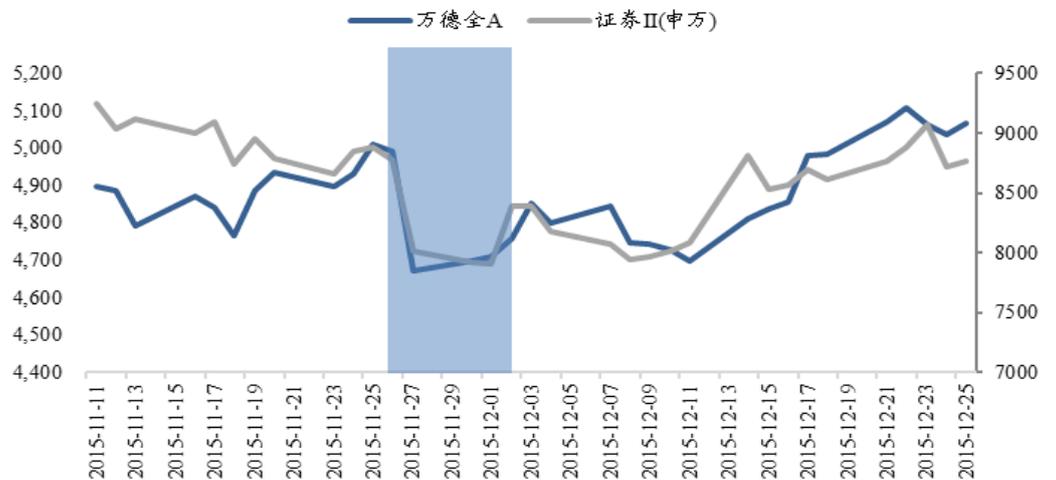
数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 3.2. Type2: 监管加强

#### 3.2.1. 2015 年证监会对券商违规行为立案调查

2015 年 11 月 26 日晚间，中信证券、国信证券相继发布公告，因涉嫌违反《证券公司监督管理条例》被证监会立案调查，11 月 27 日券商股下跌 8.71%，并拖累大盘。

图 33: 大型券商被立案调查前后证券行业与万德全 A 走势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 18: 2015 年 11 月 26 日大型券商被立案调查前后证券行业超额收益

开始时间	结束时间	证券行业区间涨跌幅	万德全 A 区间涨跌幅	超额收益
2015/11/26	2015/11/26	-1.21%	-0.35%	-0.87%
2015/11/27	2015/11/27	-8.71%	-6.42%	-2.28%
2015/11/30	2015/12/4	2.02%	2.72%	-0.70%
2015/11/30	2015/12/11	0.88%	0.54%	0.35%

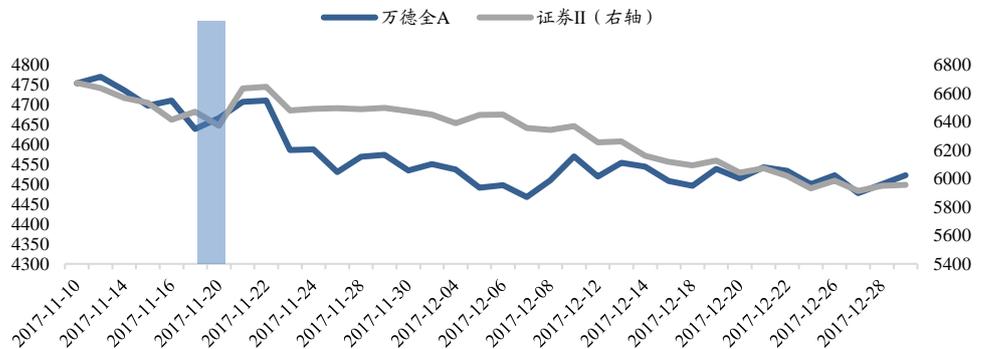
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 3.2.2. 2017 年资管新规意见稿

2017 年 11 月 17 日晚, 央行等多部委联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见(征求意见稿)》, 并正式向社会公开征求意见, 旨在通过统一同类资管产品的监管标准, 促进资管业务健康发展, 有效防控金融风险, 更好地服务实体经济。

**资管新规意见稿影响有限。**此次征求意见稿与前期提出的禁止通道业务及资金池业务的规定基本一致, 券商也一直在按照新规实施, 通道业务及资金池已暂停新增, 因此我们认为新的征求意见稿对券商业务影响非常有限。征求意见稿发布的下一个交易日 11 月 20 日券商股下跌 1.54%, 跑输大盘 2.13%。

图 34: 资管新规意见稿发布前后证券行业与万德全 A 走势



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 19: 2017 年 11 月 17 日资管新规意见稿发布后证券行业超额收益

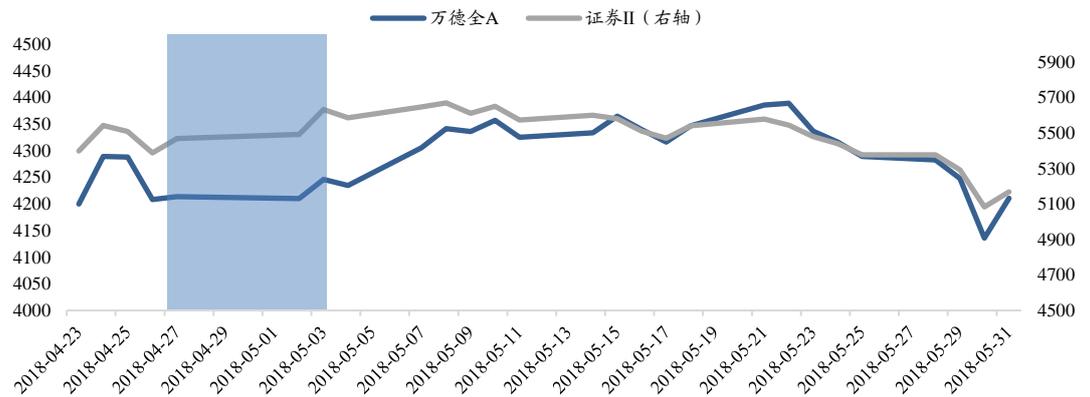
开始时间	结束时间	证券行业区间涨跌幅	万德全 A 区间涨跌幅	超额收益
2017/11/20	2017/11/20	-1.54%	0.60%	-2.13%
2017/11/21	2017/11/24	1.89%	-1.69%	3.57%
2017/11/21	2017/12/21	-4.67%	-2.66%	-2.02%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 3.2.3. 2018 年资管新规正式稿

2018 年 4 月 27 日晚间,《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》正式发布,正式稿在征求意见稿的基础上略有修改,整体变化不大,略有放松。对于券商来说,此次正式稿与 2017 年征求意见稿及与 2016 年初提出的禁止通道业务一致,券商已按照新规实施,通道业务已暂停新增,因此新规对券商影响非常有限。公告发出的下一个交易日,券商股上涨 0.41%,超额收益 0.23%。

图 35: 资管新规正式稿发布前后证券行业与万德全 A 走势



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 20: 资管新规正式稿发布后证券行业超额收益

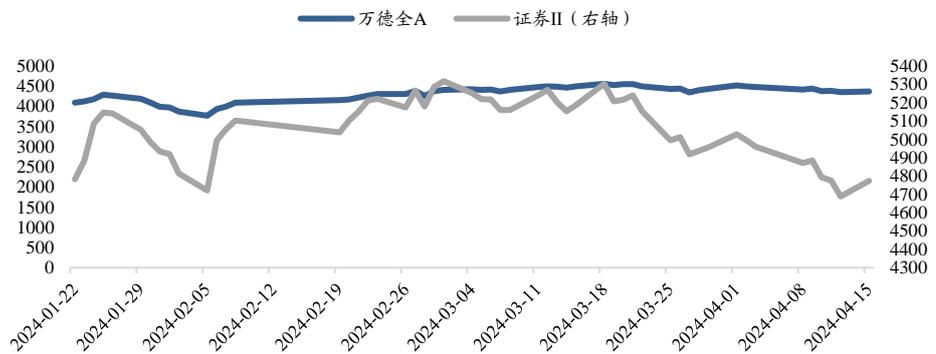
开始时间	结束时间	证券行业区间涨跌幅	万德全 A 区间涨跌幅	超额收益
2018/5/2	2018/5/2	0.41%	0.18%	0.23%
2018/5/3	2018/5/7	2.82%	1.87%	0.94%
2018/5/3	2018/5/31	-5.89%	1.03%	-6.92%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 3.2.4. 2024 年监管政策持续出台

2024 年 3 月 15 日证监会发布《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(试行)》、《关于加强上市公司监管的意见(试行)》、《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)》以及《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》4 项政策文件。此次行业发展意见的集中出台,明确“扶优限劣”监管基调,压实各主体责任,券商业务以稳健为主。伴随着行业监管边际从严,财富及机构端降费、投行 IPO 放缓、市场活跃度逐步降低等因素也使得市场预期券商 ROE 可能进一步下降,券商股在 2024 年 3 月 18 日起的一个月内下跌 6.9%。

图 36: 监管政策转向前后证券行业与万德全 A 走势



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 21: 监管政策转向前后证券行业超额收益

开始时间	结束时间	证券行业区间涨跌幅	万德全 A 区间涨跌幅	超额收益
2024/3/11	2024/3/15	0.48%	0.71%	-0.23%
2024/3/15	2024/3/15	0.65%	0.22%	0.43%
2024/3/18	2024/4/18	-6.87%	-0.01%	-6.86%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

#### 4. 精选高弹性个股

证券行业由于业务的同质性非常强,且受到行业的影响非常大,因此股价也往往呈现同涨同跌的现象。那么如何在近 50 家大小各异的券商股中挑选出股价弹性大、适合于当前市场的券商个股呢?我们观察了 2011 年以来券商股的表现,并测算他们相对证券行业的弹性,我们认为券商:

##### 1) 股价弹性与市值(或公司流通盘大小)负相关,市值小的券商弹性大

公司股价弹性与公司自身市值大小有较强相关性,公司市值越小,其股价弹性相对越高。回归结果表明,大型券商在平静期的股价弹性均处于 1.1 至 1.3 之间,而中小型券商在同时期的股价弹性大多落在 1.3 至 1.6 的范围内,其中,长江证券和国元证券的 beta 值相对较低,分别为 1.25、1.10,而国海证券的 beta 值则高达 2.16。

券商股价弹性受市场行情影响明显。以平静期为基准,当市场处于快速上升期时,大型券商股价弹性会相对变大,而中小型券商的股价弹性则有所下降;当市场处于快速下跌期时,除国元证券外,所有券商的股价弹性都有所下降,体现出了明显的抗风险能力,同时,相比于中小型券商,大型券商的股价弹性仍相对较低;而在震荡期时,大型

券商股价弹性无明显变动趋势。

表 22: 不同时期上市券商股价弹性

	券商类别	平静期 $\beta$	快速上涨期 $\beta$	弹性变动	快速下跌期 $\beta$	弹性变动	震荡期	弹性变动	
601211.SH	国泰君安*	大型			1.41		0.96		
002736.SZ	国信证券*	大型			1.18		1.12		
601688.SH	华泰证券	大型	1.16	1.79	0.63	1.13	-0.03	1.20	0.04
000166.SZ	申万宏源*	大型			1.08		0.94		
000776.SZ	广发证券	大型	1.34	1.25	-0.09	1.07	-0.27	1.11	-0.23
600999.SH	招商证券	大型	1.21	1.30	0.09	1.06	-0.15	1.07	-0.14
600958.SH	东方证券*	大型			1.17		1.26		
002673.SZ	西部证券	中小型	1.52	1.47	-0.05	1.38	-0.14	1.62	0.10
601788.SH	光大证券	大型	1.25	1.60	0.35	1.21	-0.04	1.22	-0.03
601901.SH	方正证券	中小型	1.59	1.38	-0.21	1.08	-0.51	1.10	-0.50
601198.SH	东兴证券*	中小型			1.38		1.50		
000783.SZ	长江证券	中小型	1.25	1.28	0.02	1.22	-0.04	1.14	-0.12
601377.SH	兴业证券	中小型	1.47	1.53	0.06	1.07	-0.40	1.14	-0.33
002500.SZ	山西证券	中小型	1.46	1.41	-0.06	1.33	-0.13	1.46	-0.01
600369.SH	西南证券	中小型	1.38			1.21	-0.17	1.03	-0.36
600109.SH	国金证券	中小型	1.86	1.28	-0.57	1.60	-0.26	1.19	-0.67
601555.SH	东吴证券	中小型	1.44	1.48	0.04	1.24	-0.20	1.29	-0.15
000728.SZ	国元证券	中小型	1.10	1.44	0.34	1.42	0.33	1.23	0.13
000750.SZ	国海证券	中小型	2.16	1.66	-0.51	1.23	-0.93	1.32	-0.84
000686.SZ	东北证券	中小型	1.46	1.32	-0.14	1.19	-0.27	1.18	-0.29
601099.SH	太平洋	中小型	1.46	1.18	-0.28	1.14	-0.32	1.07	-0.40

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: \* 上市时间相对较短, 缺乏历史数据。选取四个区间: 平静期 (2011.1.5-2014.6.30)、快速上涨期 (2014.11.3-2014.12.17)、快速下跌期 (2015.6.9-2015.9.15)、震荡期 (2016.1.4-2016.7.4)。

## 2) 同类券商中的特色券商弹性更大

尽管大券商弹性较小券商小, 但我们认为具有一定业务特色的券商, 在政策利好下, 仍具有较高弹性。如华泰证券在市场成交量大幅上升期, 由于财富管理业务具有特色, 业绩弹性更大, 驱动股价向上弹性。投资银行业务具有一定品牌特征的券商在投行相关利好政策下, 股价弹性也有所放大。

## 5. 投资建议: 集中度进一步提升, 马太效应显现

我国资产证券化率显著低于美国及日本水平。证券化率是衡量一个国或者地区证券市场发展程度的重要指标，通常用证券市场总市值占同期 GDP 的比重来表示。得益于高度开放的资本市场对国际资本的吸引力，2023 年美国、日本的证券化率分别为 179% 及 146%。我国证券化率整体呈现上升势头，从 1993 年不到 10% 一直到近年稳定在 60% 以上，2023 年我国证券化率为 61%。相较于美国和日本，我国证券化率较低。《中共中央关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》提到，深化金融体制改革，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。我们认为，未来我国资本市场进一步扩容空间巨大。

图 37：中美日三国证券化率对比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

**资本市场发展大方向不变，证券行业享成长溢价。**金融资源作为现代经济的核心资源，多层次资本市场及直接融资的崛起将为证券行业的发展提供肥沃的土壤。2024 年以来监管层对于资本市场的整顿规范加剧，但我们认为从长远来看金融改革大方向并未改变，经过整顿规范后资本市场的价值将更加凸显。证券公司作为资本市场最重要的中介，将在资本市场大发展周期中享受估值溢价。

**头部券商受益于未来集中度提升，估值向上空间更大。**从营业收入和净利润的角度来看，近年来前五大券商在行业中的份额不断提升。营业收入占比从 2013 年的 24% 增长至 2023 年的 28%；净利润占比从 2013 年的 30% 增长至 2023 年的 34%。全球主要市场，证券行业集中度亦较高。日本券商中，以野村证券、大和证券和日兴证券为首的主要证券公司利润占比在 50% 中枢波动，若将 3 家银行系投行纳入统计，市场集中度将进一步提高；在美国投行中，以 NYSE 交易商口径统计，2017 年前十位交易商营业收入占到 57%。2024 年以来以“新国九条”为主的“1+N”政策体系加速完善，要求严把发行准入关、提高上市标准，对上市公司鼓励分红、丰富退市标准、规范大股东减持，对证券公司矫正定位、重视合规与风控监管，鼓励头部券商通过并购重组、组织创新等方式

做优做强，中小机构差异化发展、特色化经营，集中力量打造金融业“国家队”。此外大券商相较于小券商拥有更多的资源、资本实力更强、业务布局更综合化，在资本改革加快和市场波动加剧的背景下，公司优势更能体现。我们认为在未来行业竞争进一步加强，衍生品、海外业务、创新业务不断试点的背景下，大型券商更能凭借自身底蕴，形成马太效应。头部券商无论 ROE 的稳定性以及业绩的成长性均能够展现出优势，应该享有更高的溢价。

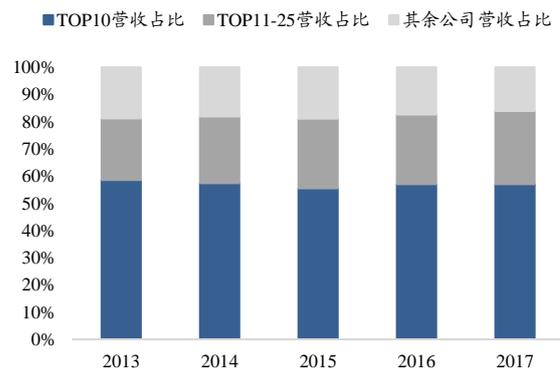
图 38: 日本各类券商利润分布



数据来源: JSDA, 东吴证券研究所

注: 大型本土券商包括日兴证券、大和证券、野村证券等资本在 1000 亿日元以上公司, 2023 年大型本土券商金融占比下滑主要原因为野村证券自营出现亏损。

图 39: 美国交易商盈利能力集中度

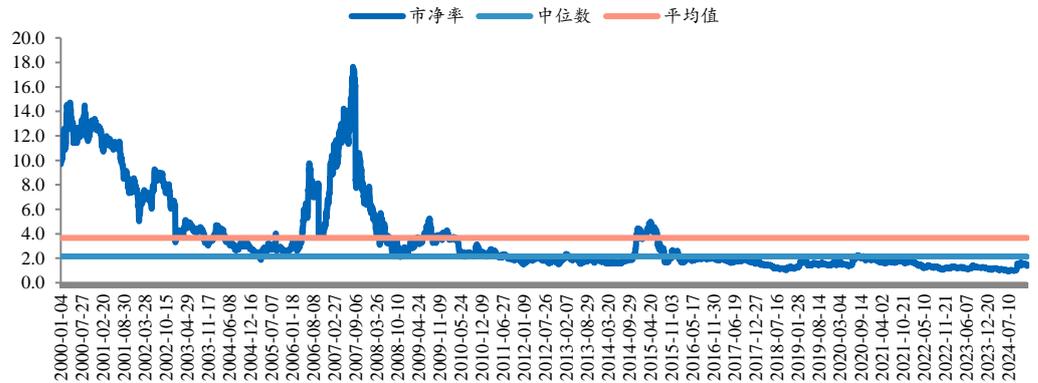


数据来源: SIFMA, 东吴证券研究所

注: 交易商为 NYSE listed

当前我国券商估值处于合理偏低的水平。截止至 2025 年 1 月 2 日, 申万证券 II 指数静态估值为 1.37x PB, 处于历史的 12.46%分位, 处于近十年的 30.88%分位。受近三年权益市场低迷影响, 证券行业 2023 年 ROE 为 4.8%, 2024 年预计 ROE 在 6%左右。我们认为, 在我国资本市场高质量发展的背景以及券商重资产业务能力和效率持续提升的趋势下, 未来我国券商 ROE 水平仍存在上升空间。综合参考美国券商 10%ROE 中枢下 1.3-1.7 倍 PB 估值以及我国证券行业潜在的成长性溢价, 我们认为当前证券行业估值处于合理偏低水平。

图 40: 申万证券 II 指数估值情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**重点推荐:** 中信证券、华泰证券、中金公司、东方财富。

## 6. 风险提示

- 1) **权益市场大幅波动:** 后续资本市场若大幅下跌, 对于券商板块而言将带来业绩和估值的双重压力。
- 2) **宏观经济复苏不及预期:** 宏观经济剧烈波动将直接影响资本市场活跃度, 并且影响居民购买力及财富管理产品配置需求, 进而造成证券行业收入下滑;
- 3) **资本市场监管趋严:** 监管政策收紧或将对证券行业各项业务经营环境造成影响, 进而导致证券公司面临业绩波动风险;
- 4) **行业竞争加剧:** 行业竞争加剧情况下, 市场出清速度加快, 中小型券商面临较大的经营压力。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>