

## 证券 II 行业深度报告

### 先抑后扬，预计净利润同比增长 15%

#### ——证券行业 2024 年年报前瞻

增持（维持）

2025 年 01 月 28 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:**2024 年日均股基交易额 11853 亿元，同比增长 23%。IPO、再融资持续收紧，债券发行规模稳中有增。权益市场先跌后涨，债券市场稳步增长。预计 2024 年上市券商净利润同比+15%，第四季度净利润同比+66%。目前券商股估值较低，考虑到行业发展政策积极，我们认为大型券商优势仍显著，推荐中信证券、华泰证券、东方财富、指南针等。

■ **2024 年股债均走强，交投活跃度大幅回升。**1) 2024 年市场日均股基交易额为 11853 亿元，同比增长 23%。2024 年沪市投资者平均每月账户新开户数为 231 万户，较 2023 年的 196 万户增长 18%。2) 截至 2024 年末，融券余额为 104 亿元，较 2023 年末下滑 85%。2024 年平均维持担保比为 255%，较 2023 年下降 15pct，风险总体可控。3) IPO、再融资持续收紧，债券发行规模稳中有增。2024 年共发行 100 家 IPO，募资规模达 674 亿元，同比下滑 81%。2024 年平均每家募资规模 6.7 亿元，较 2023 年的 11.4 亿元下降 41%。4) 监管指引下再融资规模持续下滑。2024 年增发募集资金 1731 亿元，同比下滑 70%。可转债 483 亿元，同比下降 66%。可交换债 312 亿元，同比下降 6%。5) 债券发行规模稳中有增。2024 年，券商参与的债券发行规模为 14.1 万亿元，同比增长 6.05%。其中企业债发行规模下滑 70%，公司债、金融债券、短融中票和 ABS 分别同比增长 2%、3%、46%和 10%。6) 权益市场先跌后涨，债券市场稳步增长。沪深 300 指数 2024 年上涨 14.68%，2023 年下跌 11.38%；创业板指 2024 年上涨 13.23%，2023 年下跌 19.41%；上证综指 2024 年上涨 12.67%，2023 年下跌 3.70%；中债总全价指数 2024 年上涨 5.43%，2023 年上涨 1.66%；万得全 A 指数 2024 年上涨 10.00%，2023 年下跌 5.19%。7) 2024 年公募基金发行规模企稳回升。2024 年基金发行底部回暖，公募基金发行规模 11838 亿份，同比+3%。

■ **预计上市券商 2024 年净利润同比+15%，第四季度净利润同比+66%。**截止至 2025 年 1 月 27 日，28 家券商及互金公司发布业绩预告或快报，其中 21 家券商净利润同比实现正增长或扭亏为盈。结合业绩预告及对已覆盖公司的盈利预测，我们预计 2024 年上市券商营业收入同比+11%，净利润同比+15%；四季度净利润同比+66%。我们认为 2024 年券商净利润由上半年的下滑 21%逆转为正增长，主要是由于 2024 年 9 月 24 日以来，股基交易额及融券余额大幅增长，同时权益及债市下半年双双走牛，带动自营板块投资净收益大幅提升。

■ **中性假设下预计行业 2025 年净利润同比+10%。**中性假设下，我们预计 2025 年行业净利润将同比+10%，预计经纪业务收入同比增长 20%，投行业务基本持平，资本中介业务收入增长 2%，资管业务增长 5%，自营同比增长 5%。

■ **估值较低，看好未来估值修复。**截止至 2025 年 1 月 27 日，中信证券 II 指数静态估值为 1.37x PB，处于历史的 15.55%分位，处于近十年的 31.17%分位。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 水平及估值仍存在上升空间。此外，资本市场改革预期持续强化，且政策鼓励优质券商通过并购做优做强，我们认为大型券商优势仍显著，行业集中度有望持续提升，大型券商应享有估值溢价。

■ **重点推荐：**中信证券、华泰证券、东方财富、指南针等。

■ **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，行业竞争加剧。

#### 行业走势



#### 相关研究

## 内容目录

1. 2024 年股债均走强，交投活跃度大幅回升 .....	4
1.1. 日均股基交易额 11853 亿元，同比增长 23% .....	4
1.2. 融资余额同比增长 17%，融券余额同比下滑 85% .....	4
1.3. IPO、再融资持续收紧，债券发行规模稳中有增 .....	5
1.4. 权益市场波动上行，债券市场表现强劲 .....	7
1.5. 公募基金发行底部回暖 .....	7
2. 2024 年年报前瞻：预计上市券商净利润同比+15% .....	8
3. 投资建议：预计行业 2025 年净利润同比+10% .....	9
3.1. 外延并购+内生发展，打造世界一流投行 .....	9
3.2. 中性假设下预计行业 2025 年净利润同比+10% .....	12
4. 风险提示 .....	14

## 图表目录

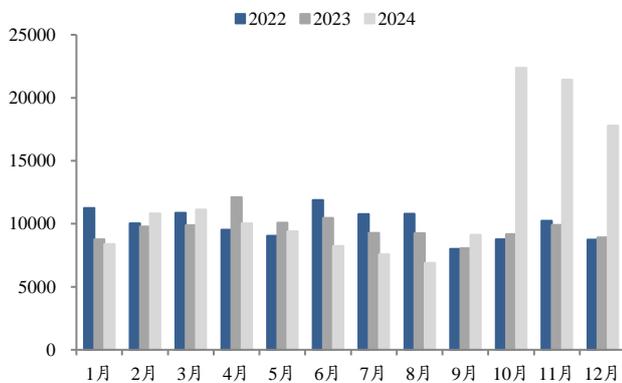
图 1:	2022-2024 年月度日均交易额 (亿元)	4
图 2:	沪市每月新增开户数 (万户)	4
图 3:	2022 年以来融资融券余额 (亿元)	5
图 4:	两融市场平均担保比例 (%)	5
图 5:	2013-2024 年券商 IPO 发行数量和规模	5
图 6:	2019-2024 年券商 IPO 撤否率	5
图 7:	2015-2024 年券商再融资发行规模 (亿元)	6
图 8:	2016-2024 年券商参与债券发行规模	6
图 9:	2024 年权益市场主要指数走势	7
图 10:	2024 年中债总全价指数走势	7
图 11:	2015-2024 年公募基金发行规模	8
图 12:	2018-2024 年各类型公募基金发行规模	8
图 13:	日本各类券商利润分布	10
图 14:	美国交易商盈利能力集中度	10
图 15:	中信券商 II 级指数 PB 变化情况 (截至 2025/1/27, 倍)	13
表 1:	主要股、债指数涨跌幅	7
表 2:	2024 年券商业绩预告及盈利预测 (亿元)	8
表 3:	监管鼓励券商并购重组相关表述	10
表 4:	场内金融衍生品做市商名单	11
表 5:	基金投顾牌照机构名单	11

## 1. 2024 年股债均走强，交投活跃度大幅回升

### 1.1. 日均股基交易额 11853 亿元，同比增长 23%

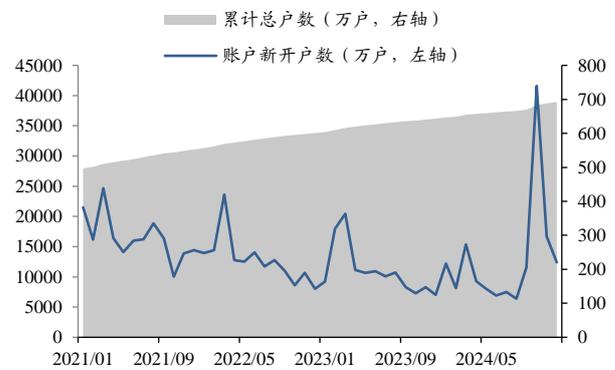
2024 年权益市场先抑后扬，股基交易额同比增长 23%，沪市开户数同比增长 18%。2024 年市场日均股基交易额为 11853 亿元，同比增长 23%，四季度日均股基交易额 20388 亿元，同比增长 120%，环比增长 161%。由于 2015 年 4 月以来放开一人一户帐户限制，我们使用每月新增开户数作为潜在市场交易活跃度的指标。根据上交所统计，2024 年沪市投资者平均每月账户新开户数为 231 万户，较 2023 年的 196 万户增长 18%，开户主要集中在第四季度，平均每月新开户数达 419 万户。

图1：2022-2024 年月度日均交易额（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：沪市每月新增开户数（万户）

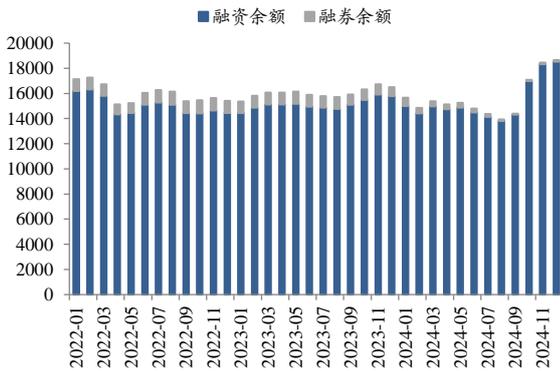


数据来源：上交所，东吴证券研究所

### 1.2. 融资余额同比增长 17%，融券余额同比下滑 85%

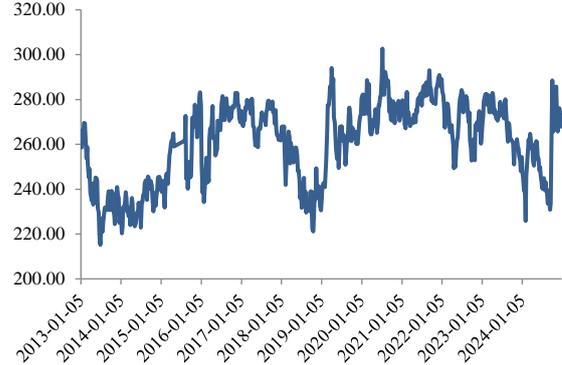
融资融券余额较上年末增长 13%。2024 年 9 月以来，伴随增量政策持续推出，市场信心得到了极大的恢复。截至 2024 年末，融资余额为 18541 亿元，较 2023 年末增长 17%。2023 年 8 月以来，证监会根据市场情况和投资者关切，采取了一系列加强融券和转融券业务监管的举措，包括限制战略投资者配售股份出借，上调融券保证金比例，降低转融券市场化约定申报证券划转效率，暂停新增转融券规模等；同步要求证券公司加强对客户交易行为的管理，持续加大对利用融券交易实施不当套利等违法违规行为的监管执法力度。2024 年 7 月，证监会批准中证金融公司暂停转融券业务的申请，同时提高了融券保证金比例，进一步强化融券逆周期调节。截至 2024 年末，融券余额为 104 亿元，较 2023 年末下滑 85%。2024 年平均维持担保比为 255%，较 2023 年下降 15pct，但仍保持在较高水平。我们认为两融业务安全垫仍较高，风险总体可控。

图3：2022年以来融资融券余额（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：两融市场平均担保比例（%）



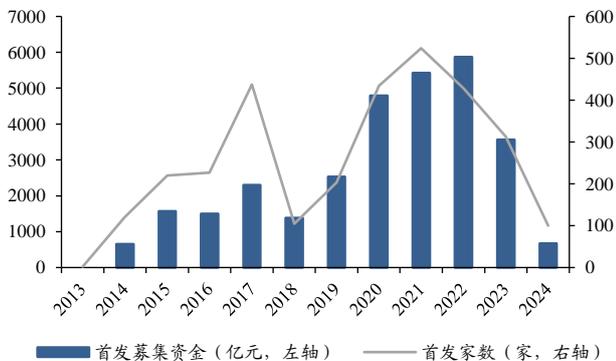
数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 1.3. IPO、再融资持续收紧，债券发行规模稳中有增

**IPO 阶段性收紧，融资规模下滑。**2023 年 8 月证监会完善一二级市场逆周期调节机制，阶段性收紧 IPO 节奏，IPO 发行速度有所放缓。2024 年平均每月 IPO 发行数量为 8 家，相比 2023 年平均每月 26 家 IPO 的发行数量下滑 68%。2024 年共发行 100 家 IPO，募资规模达 674 亿元，同比下滑 81%。2024 年平均每家募资规模 6.7 亿元，较 2023 年的 11.4 亿元下降 41%。2024 年市场平均的 IPO 承销及保荐费率为 6.70%，较 2023 年的 5.79% 有所上升，我们认为费率上升的主要原因是项目规模下滑，承销费用相对刚性。

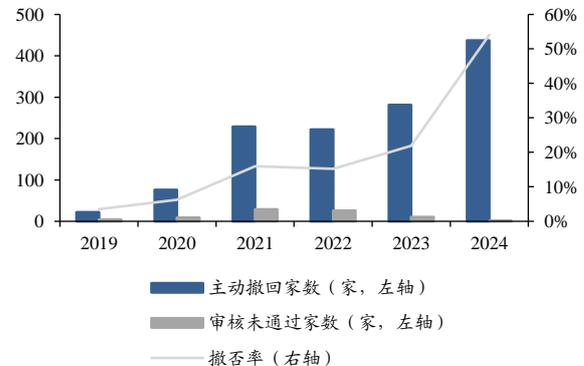
**IPO 项目大规模撤回。**2024 年全年共上会审核 59 家拟 IPO 企业，通过 53 家，通过率 90%，较 2023 年（86%）有所提升，但是高通过率并不包含大量主动撤回的企业。据 Wind 统计，2024 年券商共主动撤回 437 个 IPO 项目，较 2023 年的 281 个大幅增长 56%。

图5：2013-2024 年券商 IPO 发行数量和规模



数据来源：Wind，东吴证券研究所

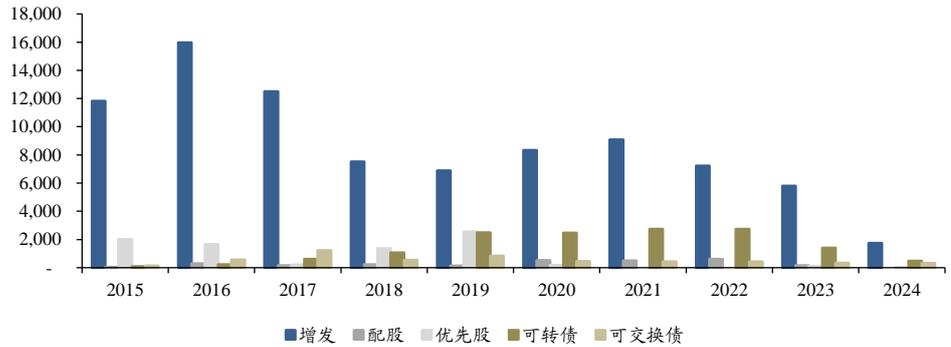
图6：2019-2024 年券商 IPO 撤否率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

监管指引下再融资规模持续下滑。2024年，在新“国九条”强调严把发行上市准入关、进一步完善发行制度、严格再融资审核把关的背景下，2024年再融资规模下滑显著，全年增发募集资金1731亿元，同比下滑70%。可转债483亿元，同比下降66%。可交换债312亿元，同比下降6%。

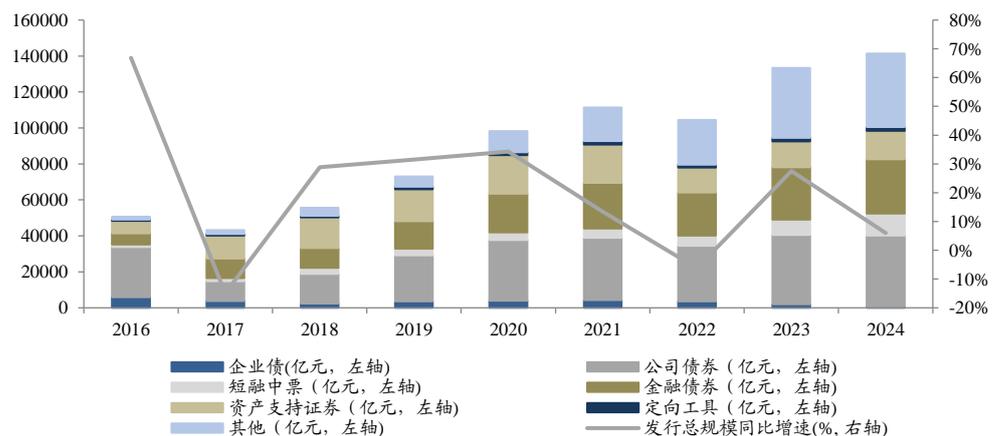
图7：2015-2024年券商再融资发行规模（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

债券发行规模稳中有增。2024年，券商参与的债券发行规模为14.1万亿元，同比增长6.05%。其中企业债发行规模下滑70%，公司债、金融债券、短融中票和ABS分别同比增长2%、3%、46%和10%。

图8：2016-2024年券商参与债券发行规模



数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 1.4. 权益市场波动上行，债券市场表现强劲

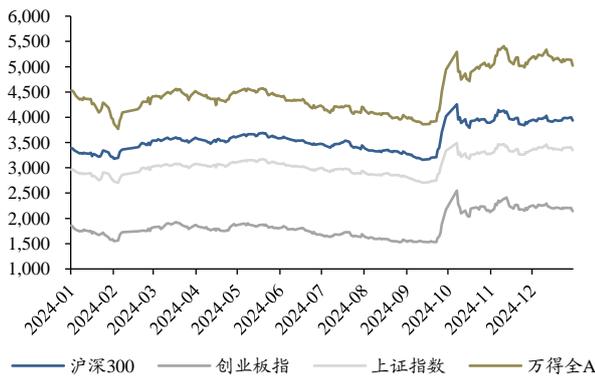
权益市场先跌后涨，债券市场稳步增长。沪深 300 指数 2024 年上涨 14.68%，2023 年下跌 11.38%；创业板指 2024 年上涨 13.23%，2023 年下跌 19.41%；上证综指 2024 年上涨 12.67%，2023 年下跌 3.70%；中债总全价指数 2024 年上涨 5.43%，2023 年上涨 1.66%；万得全 A 指数 2024 年上涨 10.00%，2023 年下跌 5.19%。

表1: 主要股、债指数涨跌幅

	沪深 300 指数	创业板指	上证综指	中债总全价指数	万得全 A
2023 年全年	-11.38%	-19.41%	-3.70%	1.66%	-5.19%
2024 年全年	14.68%	13.23%	12.67%	5.43%	10.00%
2023Q4	-7.00%	-5.62%	-4.36%	0.82%	-4.38%
2024Q4	-2.06%	-1.54%	0.46%	2.66%	3.89%

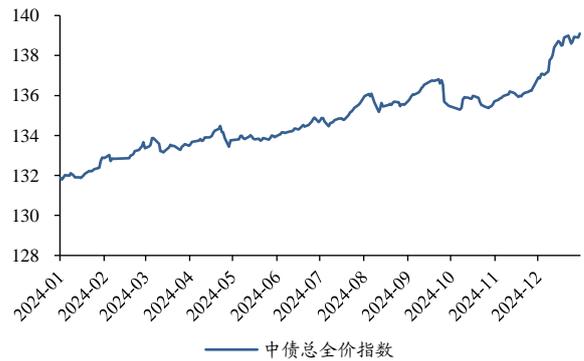
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 2024 年权益市场主要指数走势



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 2024 年中债总全价指数走势



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 1.5. 公募基金发行底部回暖

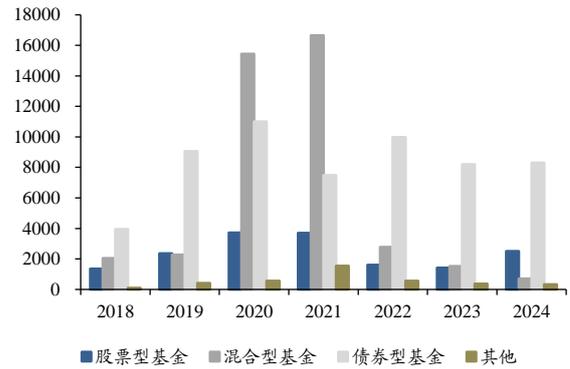
2024 年公募基金发行规模企稳回升。2022 年以来，受市场波动加大的影响，公募基金发行遇冷。2024 年基金发行底部回暖，公募基金发行规模 11838 亿份，同比+3%。从公募基金的各类别发行情况来看，2022 年以来，债券型基金发行规模占比维持高位，2024 年占比达到 70%。

图11: 2015-2024 年公募基金发行规模



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 2018-2024 年各类型公募基金发行规模



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 2. 2024 年年报前瞻: 预计上市券商净利润同比+15%

预计上市券商 2024 年净利润同比+15%，第四季度净利润同比+66%。截止至 2025 年 1 月 27 日，28 家券商及互金公司发布业绩预告或快报，其中 21 家券商净利润同比实现正增长或扭亏为盈。我们结合业绩预告及我们对已覆盖公司的盈利预测，预计 2024 年上市券商营业收入同比增长 11%，净利润同比增长 15%；第四季度净利润同比增长 66%。我们认为 2024 年券商净利润由上半年的下滑 21% 逆转为正增长，主要是由于 2024 年 9 月 24 日以来，股基交易额及融资余额大幅增长，同时权益及债市下半年双双走牛，带动自营板块投资净收益大幅提升。

表2: 2024 年券商业绩预告及盈利预测 (亿元)

	营业收入		净利润			
	2024	同比增速	2024	同比增速	2024Q4	4Q 同比增速
中信证券	637.89	6%	217.04	10%	49.05	48%
华泰证券	401.77	10%	155.02	22%	29.81	-6%
国泰君安	434.06	20%	130.18	39%	34.95	368%
招商证券	208.72	5%	103.67	18%	32.17	36%
中国银河	353.70	5%	101.33	29%	31.70	149%
广发证券	251.92	8%	87.91	26%	20.27	74%
东方财富	117.00	201%	84.00	3%	23.58	19%
国投证券 (国投资本)	107.77	2%	25.64	32%		
国元证券	78.39	23%	22.85	22%	7.15	62%
财通证券	58.00	-11%	20.00	-11%	5.28	-30%
长江证券	67.97	-1%	18.39	19%	4.06	16%
东兴证券			14.5~17.0	+77%~+107%	5.1~7.6	+45%~+116%
华安证券	45.62	25%	14.84	16%	3.41	8%
中金财富 (中金公司)	66.57	0%	11.94	-27%		

南京证券	31.48	27%	9.99	48%	3.03	178%
第一创业			8.5~9.4	+157%~+183%	2.1~2.9	+7825%~+11050%
东莞证券（锦龙股份）	27.14	26%	9.13	44%		
东北证券	65.49	1%	9.03	35%	4.29	364%
华西证券			6.4~8.1	+51%~+91%	3.9~5.6	+645%~+973%
红塔证券			7.66	145%	1.14	17%
国联证券	29.73	1%	6.50	-3%	2.54	-558%
国海证券	42.20	1%	4.32	32%	2.48	扭亏为盈
华林证券			3.4~4.4	+973%~+1289%	0.4~1.4	扭亏为盈
中航证券（中航产融）	13.00	17%	3.64	387%		
国盛证券（国盛金控）	17.89	4%	3.37	129%		
江海证券（哈投股份）	12.53	56%	3.35	70%		
五矿证券（五矿资本）	13.11	-10%	2.78	1%		
湘财证券（湘财股份）	15.18	6%	2.14	-22%		
中山证券（锦龙股份）	7.76	82%	1.70	扭亏为盈		
麦高证券（指南针）	4.87	136%	0.71	1095%		
华创云信			0.4~0.6	-87%~-91%	-0.7~-0.5	盈转亏
天风证券			-0.3~0.1	盈转亏~-96%	5.0~5.5	扭亏为盈
海通证券			-34.00	盈转亏	-27.40	亏损收窄
合计	<b>3,109.77</b>	<b>11%</b>	<b>1,059.39</b>	<b>15%</b>	<b>246.65</b>	<b>66%</b>

数据来源：Wind，东吴证券研究所 注：蓝色标注为已覆盖公司的 2024 年盈利预测

### 3. 投资建议：预计行业 2025 年净利润同比+10%

#### 3.1. 外延并购+内生发展，打造世界一流投行

**监管鼓励券商并购重组，打造“航母级”券商。**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”。早在 2019 年，证监会就曾表示为打造“航母级证券公司”，积极开展了一系列工作，其中第一条就是：“多渠道充实证券公司资本，鼓励市场化并购重组，支持行业做优做强”。我们认为，国内券商过去主要通过内生增长逐渐扩大规模，未来在监管的指引下，业内的并购可能会增多，行业内的资源整合或将成为券商快速提升规模与综合实力的又一重要方式。大型券商通过并购进一步补齐短板，巩固优势，中小券商通过外延并购有望弯道超车，快速做大，实现规模效应和业务互补。对比全球主要市场，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%左右；美国投行中，前十位交易商营业收入占比也超过 50%。

表3: 监管鼓励券商并购重组相关表述

时间	相关单位/会议	内容
2019年11月	证监会	提出“积极推动打造航母级头部证券公司”，促进证券行业持续健康发展，还给出打造“航母级证券公司”的相关政策措施，包括多渠道充实证券公司资本，鼓励市场化并购重组，支持行业做优做强等。
2020年7月	证监会	发文鼓励有条件的券商与基金公司实施市场化并购重组。
2023年10月	中央金融工作会议	提出“着力打造现代金融机构和市场体系”，并首次提出“培育一流投资银行和投资机构”。
2023年11月	证监会	再次强调支持头部券商通过业务创新、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。
2024年4月12日	国务院	“国九条”提出：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。

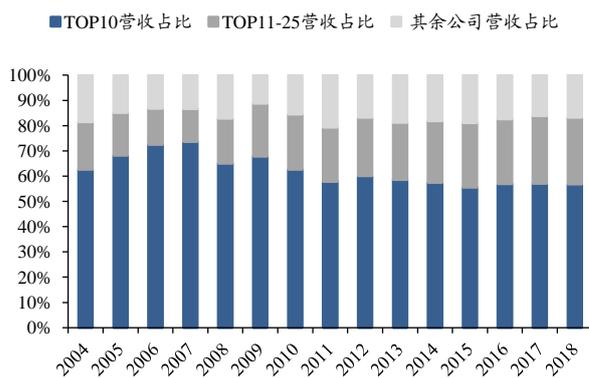
数据来源：证监会，新华网，中国政府网，东吴证券研究所

图13: 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

图14: 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

**行业同质化竞争，并购重组或推动供给侧改革。**国内券商数量众多且多为综合性券商，近年来牌照进一步放开，加剧了行业的竞争。但由于大多数公司都选择综合性券商的模式，也没有形成特色。尽管近几年互联网金融的融合逐步加深，也出现了一些以互联网为特色的小而美券商，但主要还是基于导流、线上经纪等业务，业务差异化不显著。在近年来券商数量以及从业人员数量增加的背景下，近期监管引导公募基金管理费及交易佣金下调，以及投行业务的阶段性收紧，短期将对券商收入造成一定压力。通过并购重组等方式进行资源整合，有利于提升券商在行业中的竞争地位，同时也推动行业进行供给侧改革。

**多维度转型，形成内生增长。1) 做市业务：**目前国内券商自营业务方向性投资波

动性大且收益率依赖市场环境、收益面临不稳定性。相比之下，去方向性的做市业务波动性较低,可以提升券商整体业绩的稳定性与韧性。参考海外投行业务结构，我们认为做市业务是我国券商自营转型的重要方向。

**表4: 场内金融衍生品做市商名单**

期权	做市商
嘉实沪深300ETF 期权	主做市商: 东方证券、光大证券、广发证券、国泰君安、国信证券、海通证券、华泰证券、西部证券、招商证券、中泰证券、中信建投、中信证券、申万宏源 一般做市商: 长江证券、海通资源、中信中证
华泰柏瑞沪深300ETF 期权	主做市商: 东方证券、光大证券、广发证券、国泰君安、国信证券、海通证券、华泰证券、申万宏源、招商证券、中泰证券、中信建投、中信证券、中信中证 一般做市商: 西部证券、长江证券、浙江永安
上证50ETF 期权	主做市商: 东方证券、光大证券、广发证券、国泰君安、国信证券、海通证券、华泰证券、招商证券、中泰证券、中信证券、中信中证、海通资源、申万宏源、中信建投 一般做市商: 长江证券、西部证券、浙江永安
沪深300 股指期权	招商证券、中信证券、国泰君安、东方证券、西部证券、光大证券、中信建投、海通证券、国信证券、银河德睿、中粮祈德丰、浙期实业、华泰证券、中泰证券、申万宏源、南华资本
国债期货	招商证券、华泰证券、中信证券、东方证券、天风证券、申万宏源、中国银河、国金证券

数据来源: 上海证券交易所, 深圳证券交易所, 中国金融期货交易所, 东吴证券研究所

**2) 投顾业务:** 历经多年高速发展, 穿越资管新规、理财净值化、数字化转型等多轮变革风暴, 中国财富管理行业正进入黄金发展周期。随着财富管理转型的持续深化, 券商投顾团队快速扩张, 2014-2023 年, 投顾人数复合增速达 11%, 占从业人数比从 12% 提升至 22%。经纪收入中的投资咨询收入虽保持增长, 但占比仍较低, 具有较大增长空间。此外, 我们认为基金投顾业务已具备由试点转向常规的条件, 未来有望加速发展, 将极大地有利于培育专业买方中介力量, 改善投资者服务和回报, 优化资本市场资金结构, 促进基金行业的高质量发展。

**表5: 基金投顾牌照机构名单**

类型	投顾牌照机构名称	数量 (家)
基金公司及其子公司	易方达基金、南方基金、华夏财富、嘉实财富、中欧财富、工银瑞信基金、博时基金、广发基金、招商基金、兴证全球基金、鹏华基金、汇添富基金、华安基金、银华基金、交银施罗德基金、华泰柏瑞基金、顺景长城基金、民生加银基金、富国基金、万家基金、建信基金、国海富兰克林基金、国泰基金、农银汇理基金、申万菱信基金	25
证券公司	国泰君安证券、华泰证券、申万宏源证券、中信建投证券、中金公司、银河证券、国联证券、兴业证券、招商证券、国信证券、东方证	29

	券、中信证券、浙商证券、安信证券、光大证券、平安证券、中银证券、山西证券、东兴证券、南京证券、中泰证券、财通证券、华安证券、国金证券、东方财富、华宝证券、华西证券、华创证券、渤海证券	
<b>银行</b>	工商银行、招商银行、平安银行	3
<b>三方独立销售机构</b>	蚂蚁基金（先锋领航）、腾安基金、盈米基金	3

数据来源：新浪财经，东吴证券研究所

**3) 数字化转型：**随着金融科技影响力的不断提升，证券行业数字化转型日渐提速，科技能力建设作为提升行业核心竞争力的关键，已成为各大券商激烈角逐的赛道。随着技术的不断引进和科技赋能经验的日益增长，国内券商数字化转型将由局部、孤立的单一领域应用向平台化、智能化、生态化全面铺开。目前有效克服这一痛点的转型者不多，同时与国外同类机构相比，国内证券业数字化转型的人才基础还有很大的提升空间。

### 3.2. 中性假设下预计行业 2025 年净利润同比+10%

**中性假设下预计行业净利润同比+10%。**中性假设下，我们预计 2025 年行业净利润将同比+10%，预计经纪业务收入同比增长 20%，投行业务基本持平，资本中介业务收入增长 2%，资管业务增长 5%，自营同比增长 5%。

表 1: 券商行业业绩预测

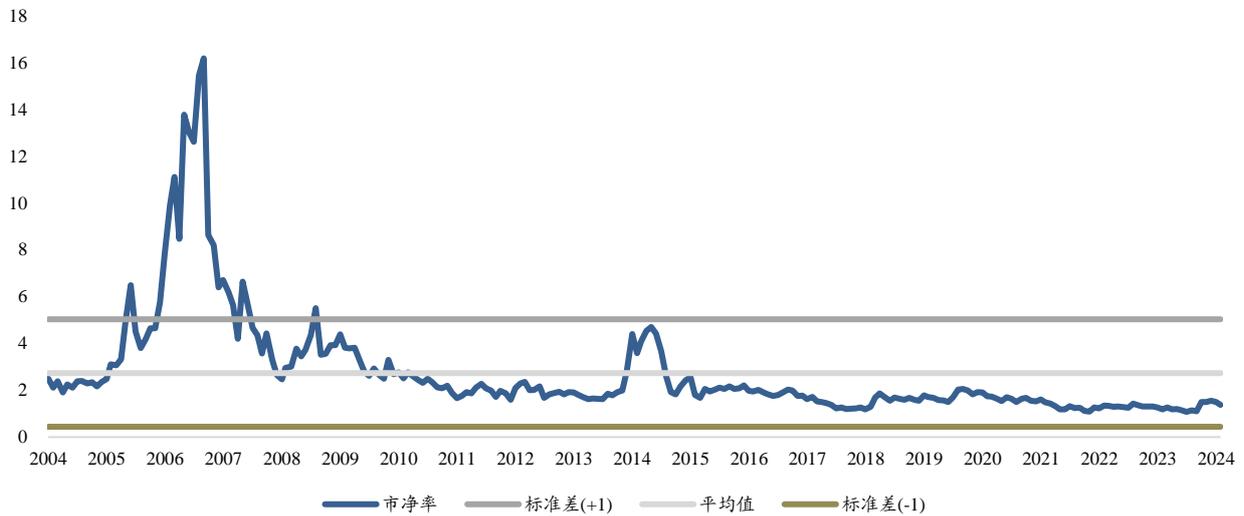
(亿元)		2023	2024E	2025E 悲观	2025E 中性	2025E 乐观
<b>经纪业务</b>	日均股基交易额	9625	10800	11000	13000	15000
	增速	-4%	12%	2%	20%	39%
	佣金率	0.018%	0.017%	0.017%	0.017%	0.017%
	代销金融产品收入	166	149	149	171	179
	增速	0%	-10%	0%	15%	20%
	<b>经纪业务收入</b>	<b>984</b>	<b>1038</b>	<b>1027</b>	<b>1241</b>	<b>1413</b>
	增速	-26%	5%	-1%	20%	36%
<b>投行业务</b>	股权融资规模	11344	4000	2800	3400	4000
	IPO	3565	700	500	600	700
	再融资	7779	3300	2300	2800	3300
	<b>股权融资收入</b>	<b>172</b>	<b>36</b>	<b>28</b>	<b>31</b>	<b>36</b>
	IPO	160	32	25	27	32
	再融资	12	5	3	4	5
	债权融资规模	128000	139000	118000	128500	139000
	<b>债券融资收入</b>	<b>292</b>	<b>330</b>	<b>260</b>	<b>295</b>	<b>330</b>
	<b>并购收入</b>	<b>79</b>	<b>102</b>	<b>113</b>	<b>143</b>	<b>154</b>
	<b>股债承销收入</b>	<b>543</b>	<b>469</b>	<b>401</b>	<b>470</b>	<b>520</b>
	增速	-23%	-14%	-14%	0%	11%
<b>资本中介业务</b>	<b>资本中介收入</b>	<b>532</b>	<b>488</b>	<b>465</b>	<b>495</b>	<b>525</b>

	增速	-40%	-8%	-5%	2%	8%
<b>资管业务</b>	<b>资管收入</b>	<b>225</b>	<b>236</b>	<b>224</b>	<b>248</b>	<b>260</b>
	增速	10%	5%	-5%	5%	10%
<b>自营业务</b>	<b>自营收入</b>	<b>1217</b>	<b>1704</b>	<b>1704</b>	<b>1789</b>	<b>2386</b>
	增速	50%	40%	0%	5%	40%
<b>其他</b>		<b>558</b>	<b>400</b>	<b>400</b>	<b>400</b>	<b>400</b>
营业收入		4059	4334	4222	4643	5503
净利润		1378	1517	1478	1671	1926
增速		-3%	10%	-3%	10%	27%

数据来源：中国证券业协会，Wind，东吴证券研究所

当前我国券商估值处于合理偏低的水平。截止至 2025 年 1 月 27 日，中信证券 II 指数静态估值为 1.37x PB，处于历史的 15.55%分位，处于近十年的 31.17%分位。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 水平及估值仍存在上升空间。此外，资本市场改革预期持续强化，且政策鼓励优质券商通过并购做优做强，我们认为大型券商优势仍显著，行业集中度有望持续提升，大型券商应享有估值溢价。

图15: 中信券商 II 级指数 PB 变化情况 (截至 2025/1/27, 倍)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

**重点推荐：** 中信证券、华泰证券、东方财富、指南针等。

#### 4. 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>