东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

中长期资金入市，券商分享权益财富管理发展红利
——证券行业2026年年度投资策略

证券分析师：孙 婷（非银金融行业首席分析师）
执业证书编号： S0600524120001
2025年11月10日

请务必阅读正文之后的免责声明部分

核心要点

- **2025年证券行业回顾：交投活跃，权益市场大幅上行。**1）日均成交量显著提升，两融余额维持高位。2）IPO发行规模触底回升，增发规模同比提升。3）资管新规以来，通道类资管规模持续下滑。集合资管规模占比持续提升，主动管理转型趋势明显，预计券商资管规模有望企稳，业务结构有望优化。4）权益市场行情向好，券商自营业务普遍收益上行。三季度以来市场行情大幅上行，申购情绪火热，带动公募基金发行规模同比提升。5）2025年前三季度，50家上市券商合计实现营业收入4522亿元，同比增长41%，合计实现归母净利润1831亿元，同比增长62%。若剔除去年三季度华泰出售Assetmark的投资收益及今年一季度国泰收购海通产生的负商誉这两项非经常性损益，上市券商实现归母净利润1746亿元，同比增长63%。所有券商均同比增长或扭亏为盈。
- **券商“二十年”复盘：谋时而动，顺势而为。**1）“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。牛市启动时，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，证券行业业绩进入下降通道，因此传统通道模式使券商业绩对市场环境更为敏感。2）券商股具有高BETA特性，与市场相关性强。2007年以来券商股与上证综指具有较强的相关性，但2021年以来券商股与上证综指相关性正在减弱。
- **权益财富管理未来可期，券商分享权益财富管理发展红利。**1）自2002年实行佣金费率浮动制以来，证券行业佣金率下滑，促使券商开始寻求业务转型。从2017年开始，券商发力财富管理业务。虽然券商在产品和服务供给丰富度，渠道优势和客户基础方面不如银行，但在投资能力，资产获取和研究能力方面实力较强，因此在发展财富管理方面有一定优势。2）在财富管理转型时期，产品平台的构建是转型的突破口，只有将产品的供给和销售渠道理顺，才能真正实现财富管理业务的转型。在产品供给端，包括外部引入（公募，私募）和内部创设（资管，基金，投行）；在销售端，将客户分层，建立完整的客户服务体系。
- **投资建议：谋时而动，顺势而为。**1）牛市旗手，直接受益于市场反弹。2）持仓低，业绩向上空间大。截止至2025年10月31日，中信证券II指数静态估值为1.55x PB，处于历史的23%分位，处于近十年的48%分位。公募基金三季度持有传统券商仓位仅0.52%，严重低配。我们认为随着流动性改善、利好性政策出台，券商股估值有望随市场改善而进一步提升。3）重点推荐：中信证券、广发证券、华泰证券、中金公司、东方证券、东方财富、指南针。
- **风险提示：**1）权益市场大幅波动；2）宏观经济复苏不及预期；3）资本市场监管趋严；4）行业竞争加剧。

目录



1、2025年证券行业回顾：交投活跃，权益市场大幅上行

2、券商“二十年”复盘：谋时而动，顺势而为

3、权益财富管理未来可期，券商分享权益财富管理发展红利

4、投资建议：集中度进一步提升，马太效应显现

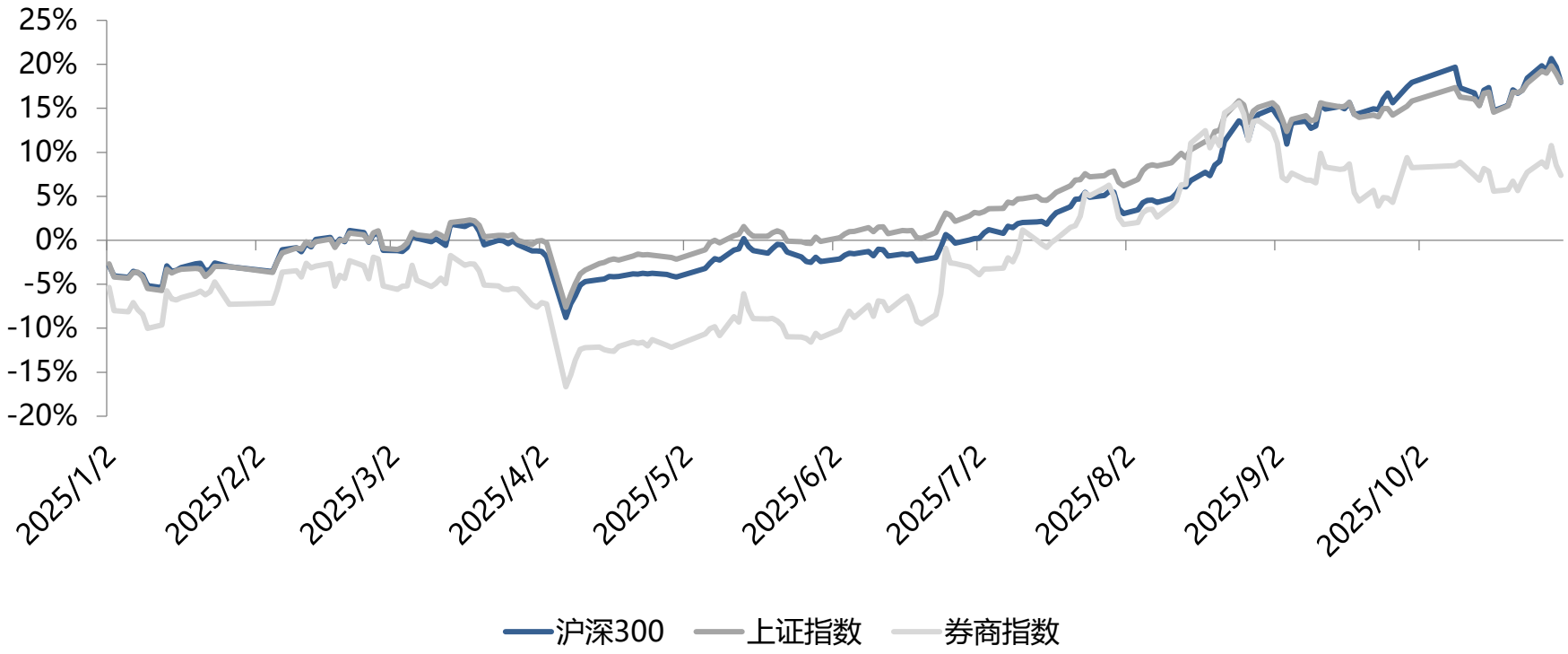
5、风险提示

一、2025年证券行业回顾：交投活跃，权益市场大幅上行

1. 2025年以来券商股表现弱于大市

- **2025年以来券商股累计上涨7.36%，跑输沪深300指数的+17.94%以及上证综指的+17.99%。**
- 我们认为可能是由于2024年9月24日以来，券商作为牛市旗手，已积累不少超额收益。板块内个股行情分化较大，权重股表现有待提升。

图：2025年以来券商指数表现



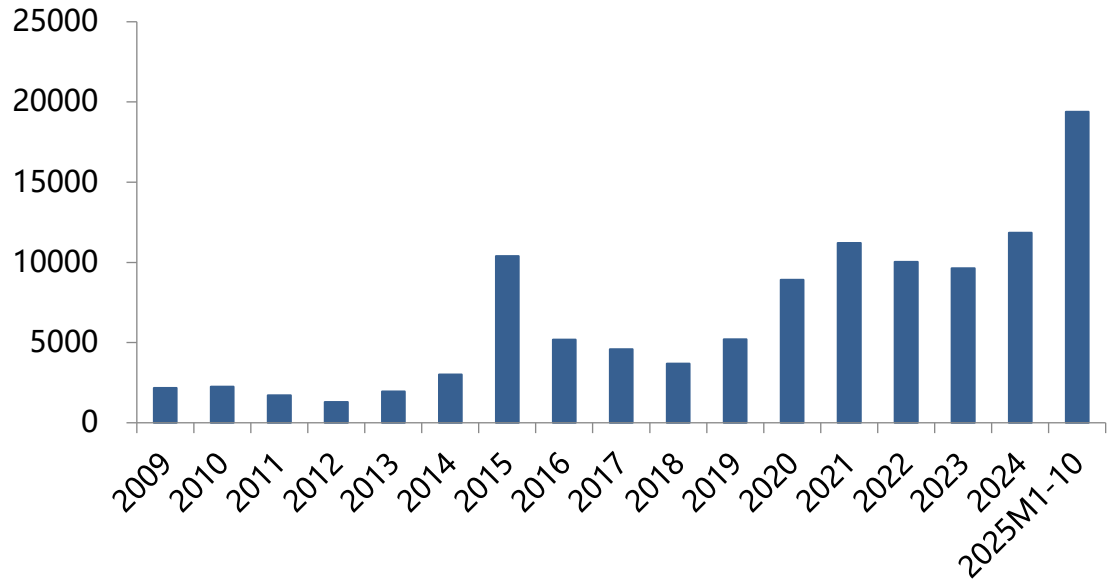
数据来源：Wind，东吴证券研究所（截至2025年10月31日）

1.1. 日均成交量显著提升，两融余额维持高位

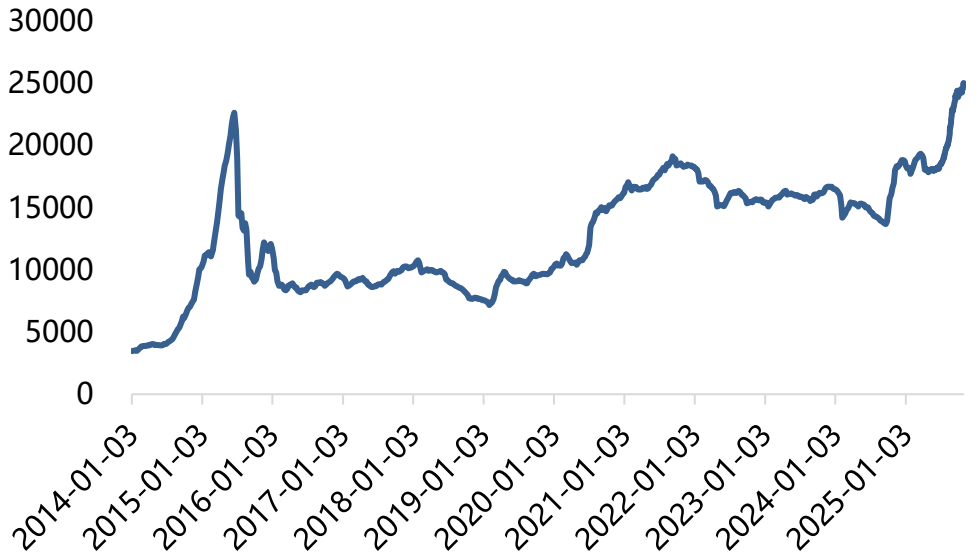
➢ **2025年以来，日均成交量显著提升，两融余额维持高位。**

- **截至2025年10月31日，2025年日均成交量19386亿元，较2024年前10月的10188亿元提升90%，较2024年全年的11853亿元提升64%。**
- **市场活跃度持续提升，交投火热背景下，截至2025年10月30日，全市场两融余额达到24991亿元，较2024年同期提升46%，较2024年末提升34%。**

图：日均交易额较2024年显著提升（亿元）



图：2025年以来两融余额维持高位（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所（截至2025年10月31日）

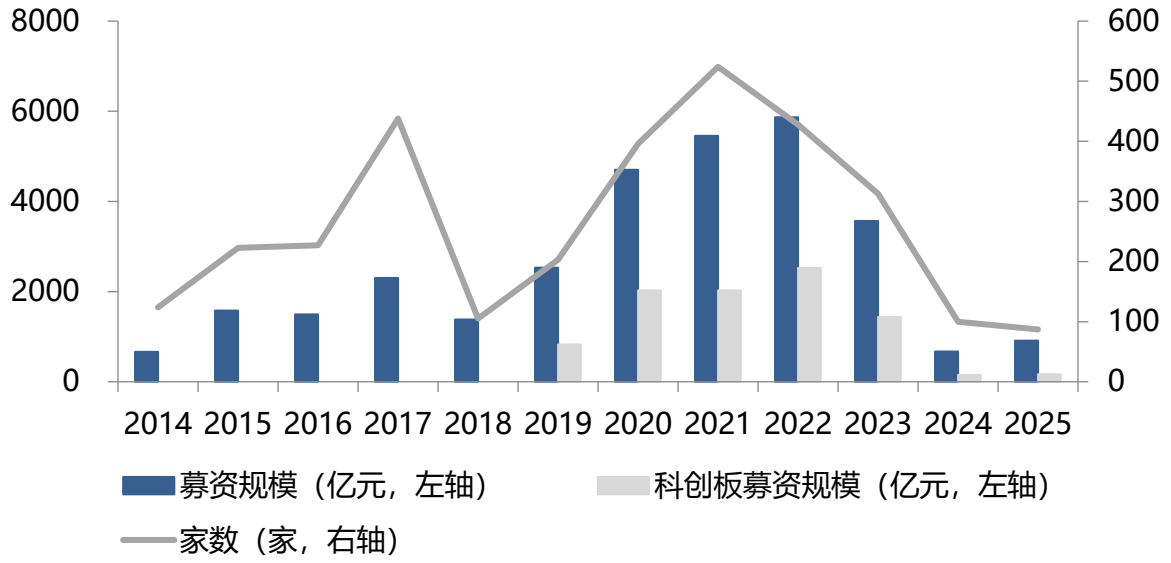
1.2. IPO发行规模触底回升，增发规模同比提升

➢ **2025年以来，IPO募资规模显著回升。**

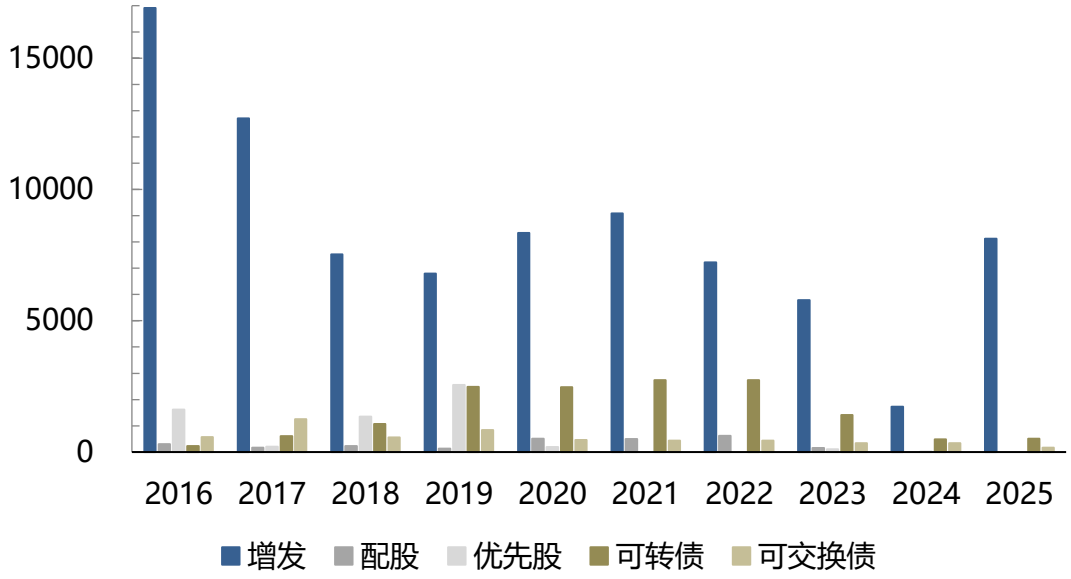
■ **2023年8月证监会完善一二级市场逆周期调节机制，阶段性收紧IPO节奏，IPO发行速度有所放缓。尽管发行数仍在低位，但2025年三季度以来边际显著好转。截至2025年10月31日，2025年共发行87家IPO，较去年前10月增加7个，募资规模913亿元，较去年前10月增长81%；其中科创板发行11家，募资规模170亿元。**

➢ **增发规模大幅提升。2025年以来，增发募集资金8124亿元，较去年前10月提升625%；可转债511亿元，较去年前10月提升52%。**

图：2025年IPO募集规模同比提升



图：2025年以来再融资规模同比回升（亿元）



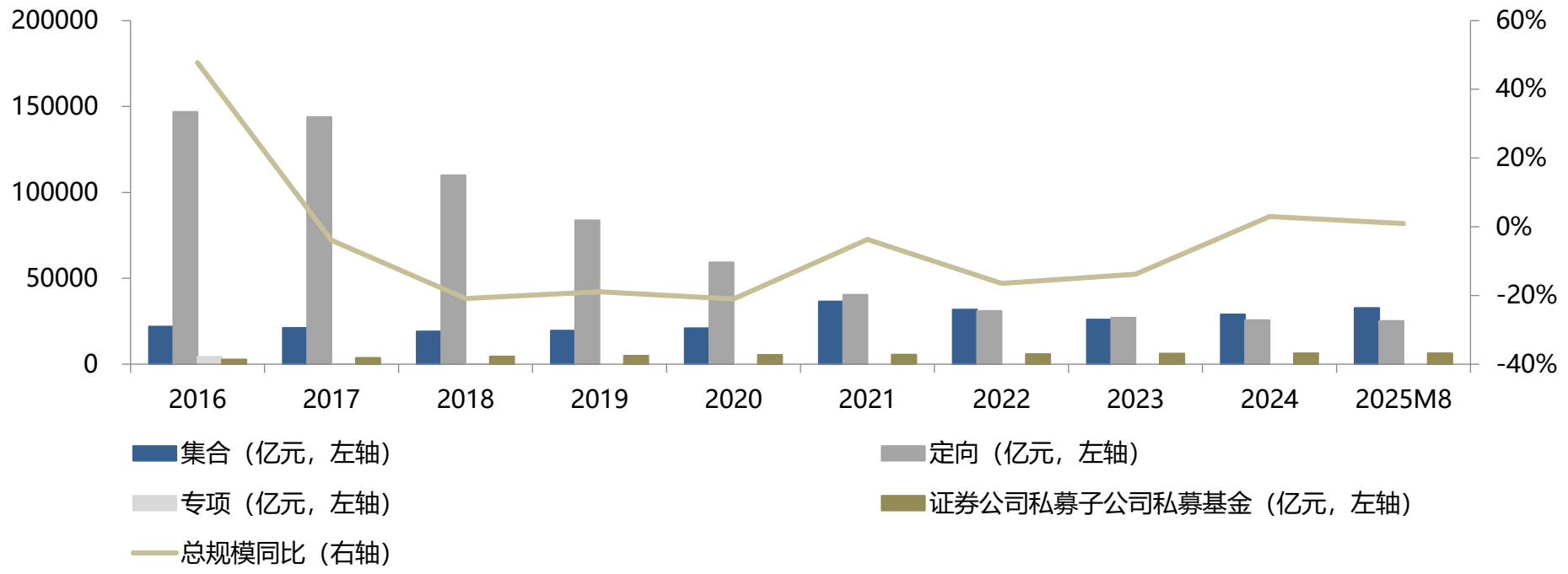
数据来源：Wind，东吴证券研究所（截至2025年10月31日）

1.3. 资管转型趋势显现

- **资管新规以来，通道类资管规模持续下滑。集合资管规模占比持续提升，主动管理转型趋势明显，随着资管新规过渡期结束，我们预计券商资管规模有望企稳，业务结构有望优化。**

- **截至2025年8月末券商资管规模6.4万亿元，较2024年同期提升1%。其中，集合类资管规模3.3万亿元，较2024年同期提升25%。**

图：券商资管规模及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

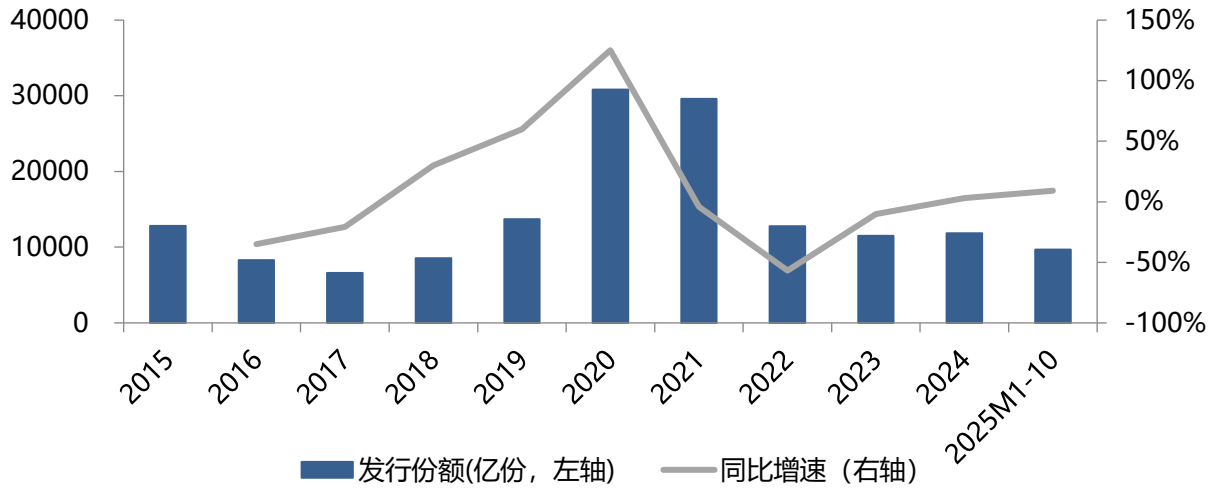
1.4. 权益市场大幅上行，带动公募发行回暖

- **权益市场行情向好，带动券商自营业务投资收益大幅增长。**
  - **截止至2025年10月31日，2025年以来沪深300指数上涨17.94%，万得全A上涨26.38%，去年前10月沪深300上涨13.40%，万得全A上涨10.71%。**
  - **中债总全价指数下跌1.66%，去年同期上涨2.74%。**
- **公募基金发行规模同比提升，股+混基金发行份额占比近50%。**
  - **截至2025年10月31日，发行份额9679亿份，较去年前10月增长9%。我们认为发行规模同比提升的主要原因是2024年9月24日以来权益市场大幅上行，带动股票型基金申购情绪上行，今年以来股+混基金发行份额占比近50%，去年同期仅20%。**

表：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
2024年	14.68%	13.23%	12.67%	5.43%	10.00%
2024年1-10月	13.40%	14.44%	10.25%	2.74%	10.71%
2025年1-10月	17.94%	48.84%	17.99%	-1.66%	26.38%

图：公募基金发行份额



数据来源：Wind，东吴证券研究所（截至2025年10月31日）

1.5. 2025年前三季度上市券商业绩：归母净利润同比增长62%

- 2025年前三季度，50家上市券商合计实现营业收入4522亿元，同比增长41%，合计实现归母净利润1831亿元，同比增长62%。若剔除去年三季度华泰出售Assetmark的投资收益及今年一季度国泰收购海通产生的负商誉这两项非经常性损益，上市券商实现归母净利润1746亿元，同比增长63%。所有券商均实现归母净利润同比增长或扭亏为盈。

表：2025年前三季度上市券商经营数据（百万元）

公司	营业收入	同比	归母净利润	同比	杠杆率	较年初	ROE	同比（pct）	2025Q3归母净利润	同比
中信证券	55815	33%	23159	38%	4.83	0.23	8.15%	3.88	9440	52%
国泰海通	45892	102%	22074	132%	4.69	-0.69	8.10%	4.35	6337	41%
华泰证券	27129	13%	12733	2%	3.86	0.58	7.21%	2.98	5183	-28%
广发证券	26164	41%	10934	62%	4.76	0.81	8.18%	4.34	4465	86%
中国银河	22751	44%	10968	58%	4.23	0.16	8.77%	3.67	4480	74%
中金公司	20761	54%	6567	130%	5.42	0.44	6.29%	2.49	2236	255%
申万宏源	19499	55%	8016	108%	5.26	-0.23	7.41%	3.56	3732	117%
国信证券	19203	69%	9137	87%	3.48	0.02	9.05%	5.29	3770	117%
中信建投	17289	31%	7089	65%	4.34	0.25	7.99%	2.58	2580	79%
招商证券	18244	28%	8871	24%	4.40	0.02	7.18%	2.85	3686	53%
东方证券	12708	39%	5110	55%	3.86	0.13	6.35%	3.91	1647	38%
东方财富	11589	59%	9097	51%	2.75	0.34	10.74%	4.44	3530	78%
国投资本	10846	6%	2853	37%	3.74	-0.02	5.30%	1.95	1153	39%
浙商证券	6789	67%	1892	50%	4.79	1.26	5.26%	1.82	743	55%
方正证券	9082	67%	3799	93%	3.98	-0.28	7.67%	4.39	1415	130%
兴业证券	9277	40%	2521	91%	3.85	-0.04	4.37%	1.00	1191	215%
中泰证券	9005	21%	1300	159%	3.45	0.02	3.11%	-1.29	589	481%
光大证券	8189	28%	2678	35%	3.13	-0.12	4.00%	0.06	995	66%
长江证券	8486	77%	3373	135%	3.01	0.06	9.23%	5.71	1636	153%
东吴证券	7274	35%	2935	60%	3.83	0.67	6.93%	3.37	1003	51%
国联民生	6038	201%	1763	345%	2.93	-1.53	3.74%	0.26	636	106%
国金证券	6152	43%	1700	90%	2.92	0.47	4.94%	2.17	590	34%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.5. 2025年前三季度上市券商业绩：归母净利润同比增长62%

表：2025年前三季度上市券商经营数据（百万元，续前页）

公司	营业收入	同比	归母净利润	同比	杠杆率	较年初	ROE	同比（pct）	2025Q3归母净利润	同比
国元证券	4971	26%	2015	28%	3.85	0.09	5.37%	2.64	610	7%
财通证券	5063	14%	2038	38%	3.08	-0.14	5.51%	2.42	954	75%
长城证券	4121	45%	1931	76%	3.08	0.00	6.26%	3.08	546	45%
华安证券	4423	67%	1883	65%	3.28	-0.25	8.16%	4.95	848	98%
西部证券	4335	-2%	1243	71%	2.95	0.27	4.25%	1.64	459	510%
东兴证券	3610	20%	1599	70%	3.20	0.12	5.49%	4.16	780	113%
华西证券	3493	57%	1059	317%	3.09	0.24	4.41%	2.10	547	155%
东北证券	3861	39%	1067	125%	3.87	0.56	5.47%	2.48	636	86%
信达证券	3019	28%	1354	53%	3.84	0.35	6.44%	1.95	330	21%
第一创业	2985	24%	771	20%	2.46	-0.10	4.60%	2.46	285	18%
山西证券	2459	14%	732	37%	3.22	-0.23	4.02%	1.81	208	-3%
国海证券	2617	24%	705	283%	2.31	0.48	3.16%	1.08	336	708%
南京证券	2262	13%	913	31%	3.60	0.63	5.07%	2.35	292	95%
中银证券	2438	27%	854	29%	3.03	0.42	4.64%	0.78	289	22%
西南证券	2518	43%	706	46%	2.90	0.40	2.72%	0.89	283	98%
哈投股份	1844	5%	544	105%	2.76	0.06	4.16%	3.27	164	8%
华创云信	2063	-6%	205	90%	2.46	-0.04	1.03%	-0.58	126	109%
首创证券	2015	9%	804	7%	3.25	0.29	5.94%	3.70	313	15%
财达证券	2072	22%	664	80%	2.77	-0.07	5.41%	1.81	289	124%
天风证券	2112	58%	153	-129%	2.96	-0.69	0.59%	-1.74	122	-157%
红塔证券	1762	8%	864	33%	2.01	-0.18	3.45%	2.17	194	-4%
华鑫股份	2020	36%	506	66%	4.27	1.14	5.80%	3.58	281	84%
湘财股份	1799	16%	442	203%	2.17	0.21	3.68%	2.53	300	315%
国盛金控	1856	47%	242	191%	2.69	0.06	2.16%	1.26	33	-15%
中原证券	1439	11%	389	139%	2.47	-0.03	2.74%	1.53	129	-439%
华林证券	1200	18%	440	46%	2.31	0.43	6.35%	4.76	104	-42%
太平洋	1037	20%	246	80%	1.16	-0.01	2.50%	0.25	125	84%
锦龙股份	643	31%	152	-259%	5.71	-1.11	6.15%	11.62	27	-161%
合计	452219	41%	183090	62%	3.45	0.11	5.51%	2.65	70647	59%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

二、券商“二十年”复盘：谋时而动，顺势而为

2.1. 券商经营业绩与市场表现具有极大的相关性

- **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月趋势性上涨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11月至2019年4月，趋势性上涨40%，万德全A上涨19%。5）2020年6月至7月，趋势性上涨49%，万德全A上涨25%。6）2024年9月24日至12月12日，趋势性上涨56%，万德全A上涨36%。
- **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：（1）两轮大牛市，既有绝对收益、又有相对收益。（2）市场上涨行情，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。

图：券商股价绝对收益区间



表：券商股与大盘指数关系梳理

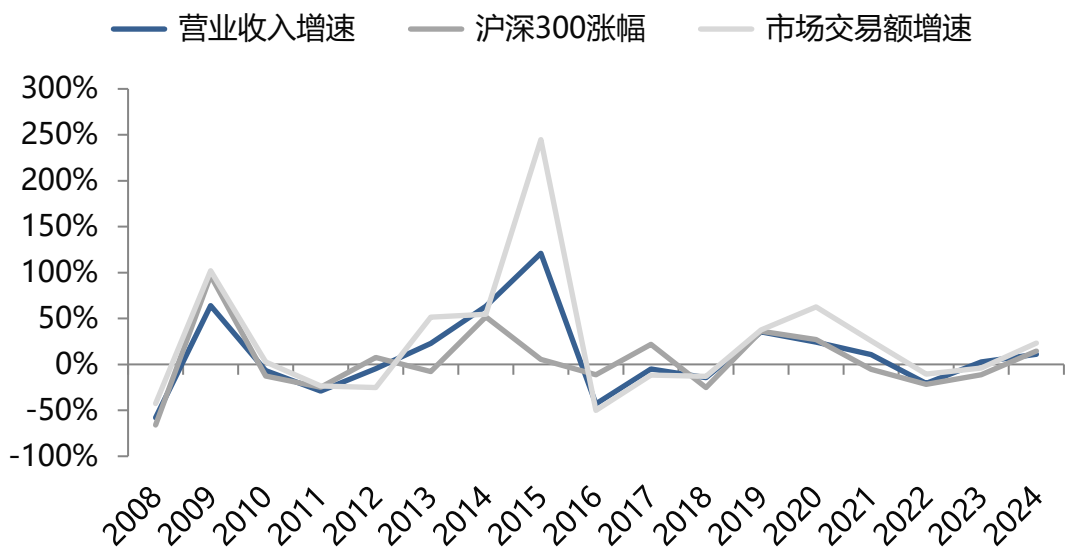
时间	万德全A	证券II	超额收益率	类型
2007年1月-11月	178.71%	311.15%	132.43%	-1
2014年7月-2014年12月	64.46%	193.91%	129.45%	-1
2009年上半年	89.63%	107.89%	18.25%	-2
2018年11月-2019年4月	19.07%	40.18%	21.12%	-2
2024年9月-12月12日	36.19%	56.24%	20.05%	-2
2025年4月-8月15日	26.07%	32.08%	6.01%	-2
2012年1月-3月	12.73%	29.95%	17.22%	-3
2012年12月-2013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
2024年3月-2024年7月	-10.40%	-18.68%	-8.28%	-4

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2. 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。**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。
- **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（R2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R2低于0.7。

图：券商营收增速V.S.市场日均交易额增速及指数涨跌幅



表：2007年以来券商股的BETA系数

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

数据来源：中国证券业协会，Wind，东吴证券研究所

2.3. 券商估值上限与ROE相关性

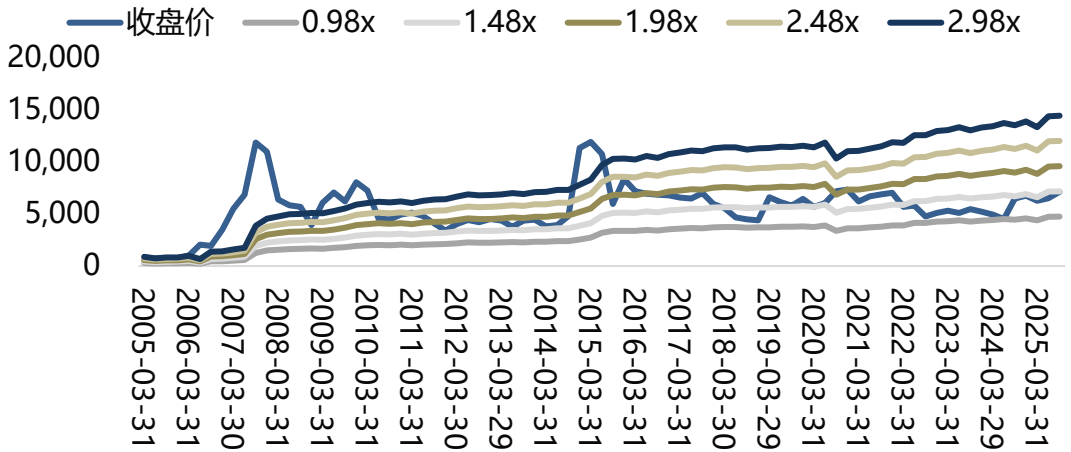
- **我们选取七轮典型反弹行情（2007、2009、2012、2014、2018、2020、2024年），研究券商每一轮行业的估值上下限与ROE的关系。由于2012年券商创新大会前后，券商业务结构及盈利模式均有较大变化，因此行业估值区间与ROE中枢均有显著变化。**

表：估值上限与ROE关系

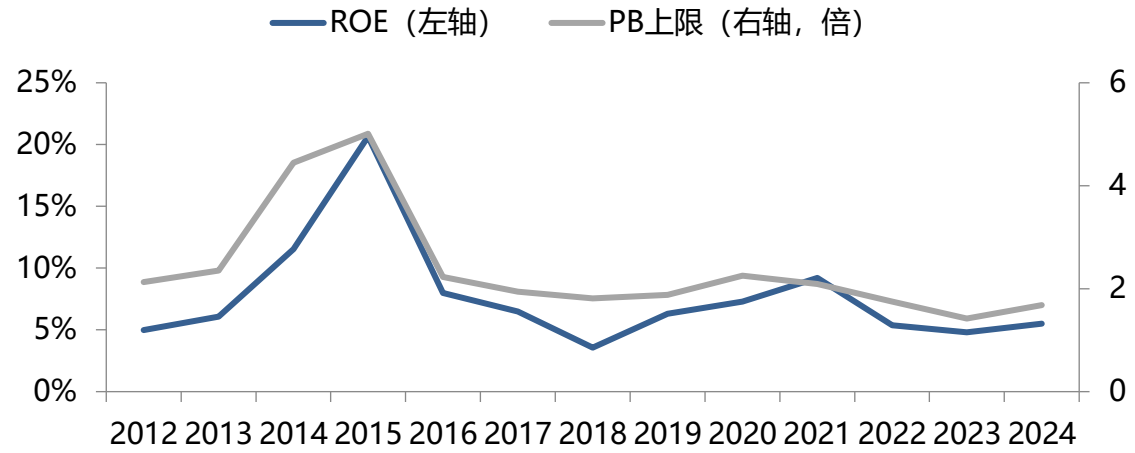
年份	PB估值下限（倍）	PB估值上限（倍）	PE估值下限（倍）	PE估值上限（倍）	行业平均ROE（%）	Beta
2007	6.22	19.01	26.96	123.78	40.2%	1.06
2009	1.57	4.56	11.98	50.59	16.6%	1.17
2012	1.56	2.29	16.81	32.62	5.2%	1.74
2014-2015	2.56	5.57	23.79	59.22	11.3%（2014年） 21.0%（2015年）	1.61
2018-2019	1.02	1.88	18.62	45.80	6.8%（2019年）	1.31
2020	1.42	2.06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

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：证券II（申万）指数PB band



图：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

2.3. 券商估值上限与ROE相关性

- **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。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PB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。
- **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。

表：2014年以来券商收入结构

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
经纪收入	40%	47%	32%	26%	23%	22%	26%	31%	33%	24%	26%
投行收入	12%	9%	21%	16%	14%	13%	15%	14%	17%	13%	8%
投资咨询	1%	1%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	1%	1%
资管收入	5%	5%	9%	10%	10%	8%	7%	6%	7%	6%	5%
自营收入	27%	25%	17%	28%	30%	34%			15%	30%	39%
利息收入	17%	10%	12%	11%	8%	13%			16%	7%	11%
其他	-2%	4%	7%	7%	13%	9%	51%	48%	11%	19%	11%
ROE	11.5%	20.7%	8.0%	6.5%	3.6%	6.3%	7.3%	9.2%	9.2%	4.8%	5.6%

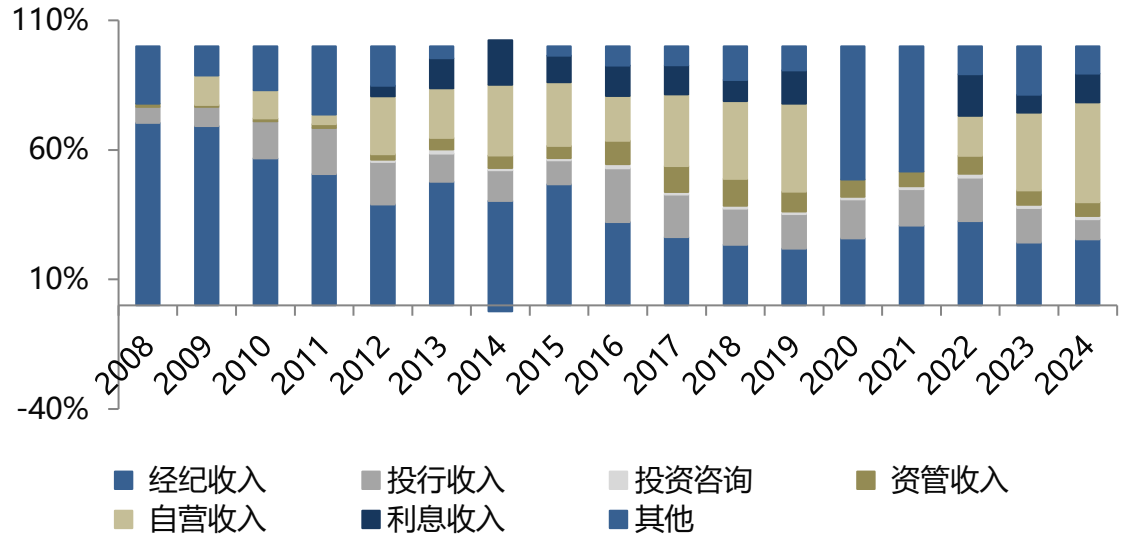
注：2020、2021年协会未披露自营收入及利息收入，故归在其他收入中。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

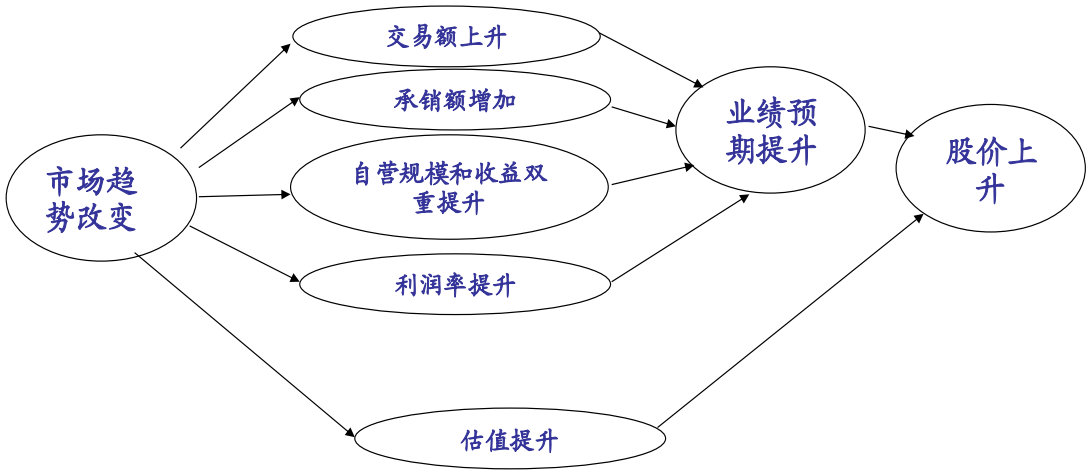
2.4. 券商的业务特性决定了它与市场密不可分

- **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2024年的0.020%。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年的26%。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。

图：中国证券行业收入结构



图：证券行业的驱动因素



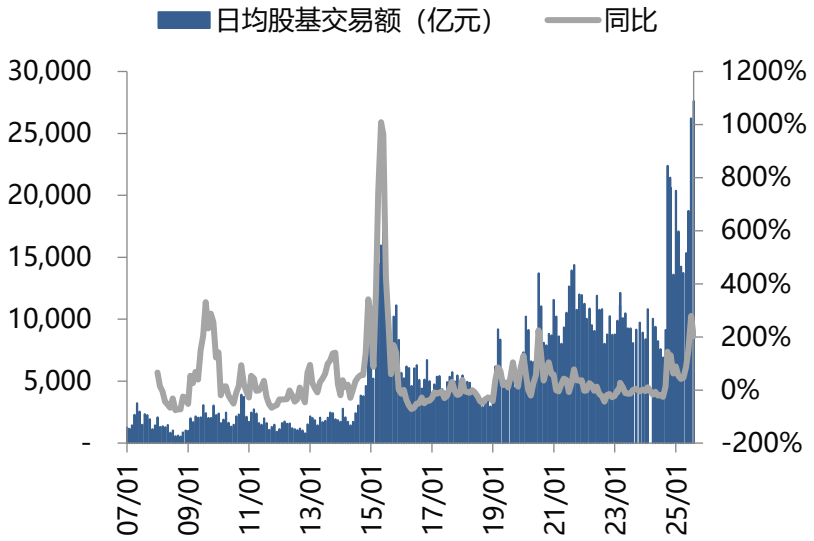
注：2020、2021年未披露自营、利息收入，故归在其他中。

数据来源：中国证券业协会，东吴证券研究所

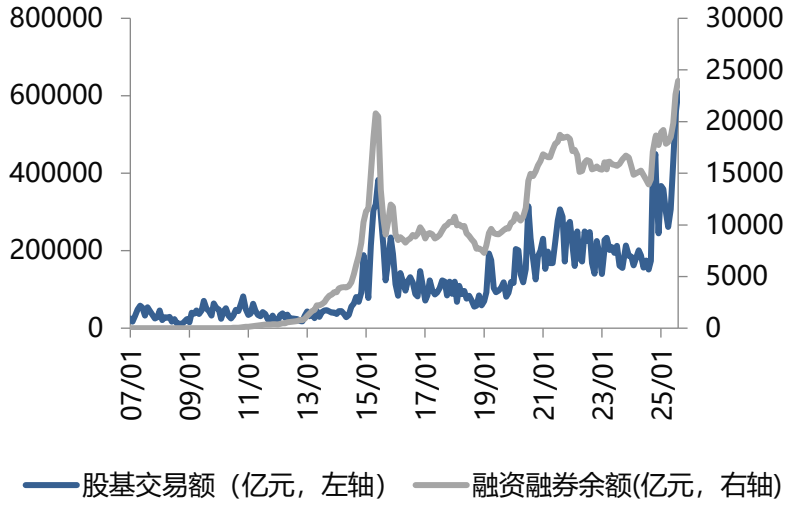
2.4.1. 经纪业务、两融业务：直接相关

- **市场、业绩、估值相互驱动：**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。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；2014年佣金战以后，佣金率持续下滑，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%，部分大年如2009年、2015年超过50%；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。
- **两融是市场的另一大风向标。**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。

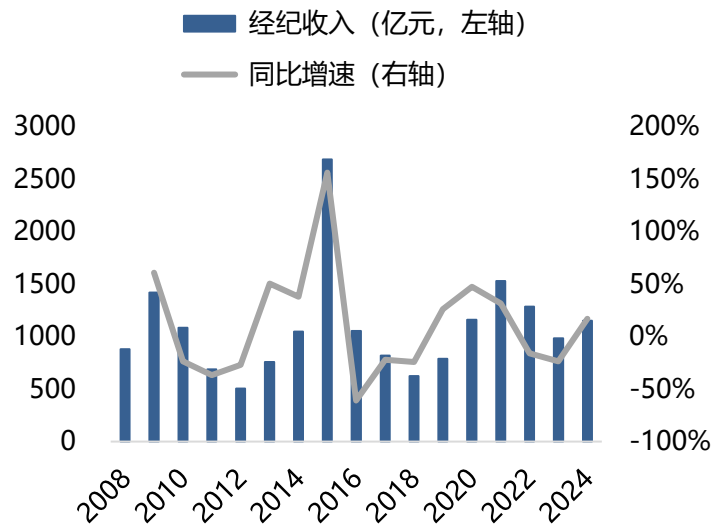
图：日均股基交易额变化



图：市场交易量与两融余额呈明显正向关系



图：券商经纪业务收入

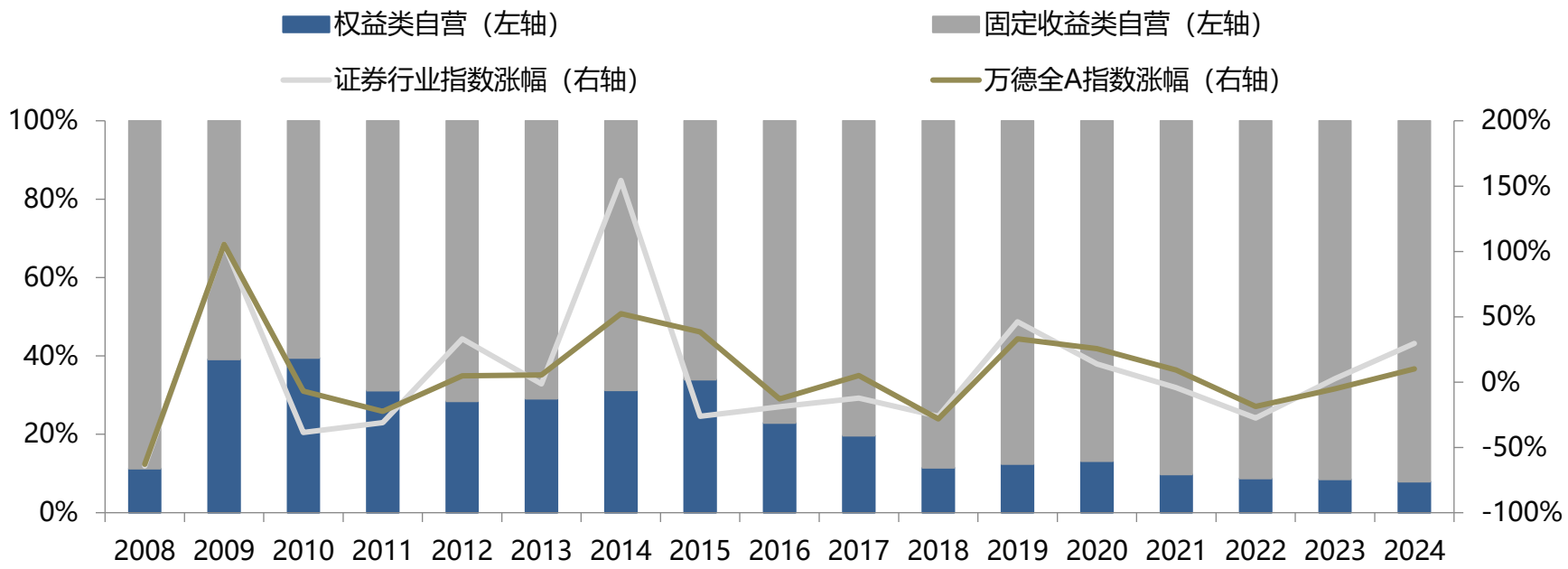


数据来源：Wind，证券业协会，东吴证券研究所

2.4.2 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类业务，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。但指数的大幅上行也会大幅提升券商自营业务的投资净收益，2024年下半年、2025年上半年上市券商自营投资净收益分别同比增长84%、51%。

图：上市券商自营规模结构

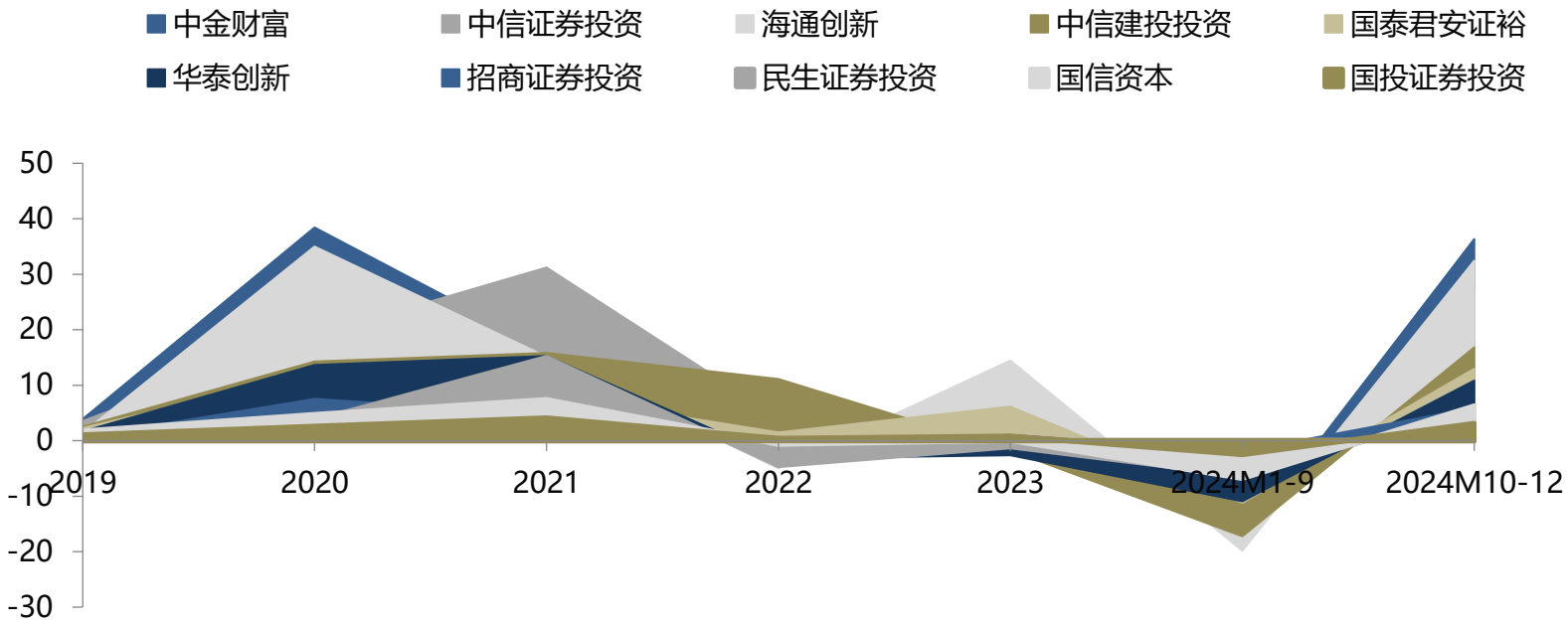


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.4.2 自营：直接相关

- **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：Top10券商跟投浮盈亏（亿元，按配售规模排序）



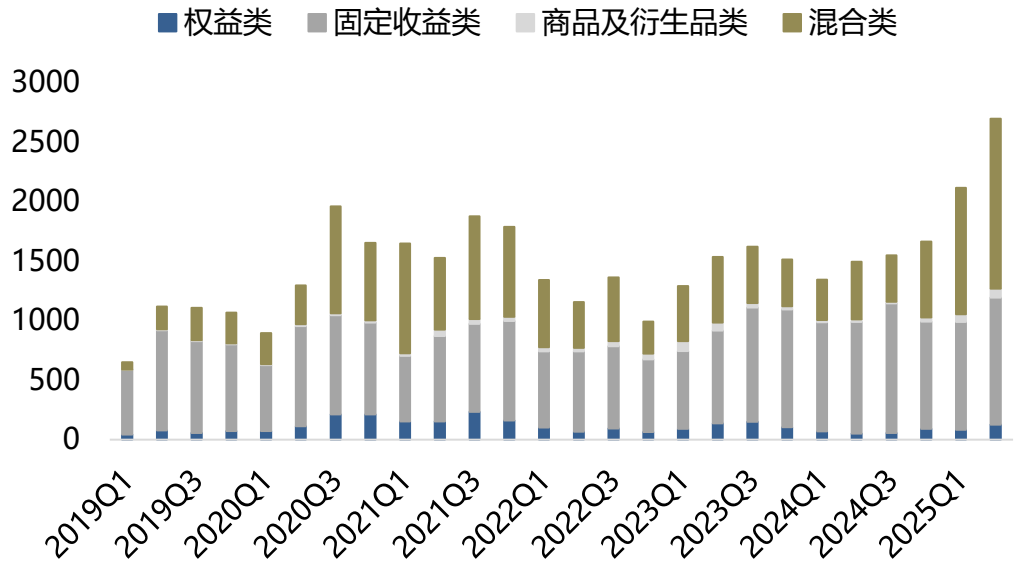
数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所　　注：2024M1-9为1月到9月19日数据，2024M10-12为9月19日到12月10日数据。

2.4.3 资管业务：间接相关

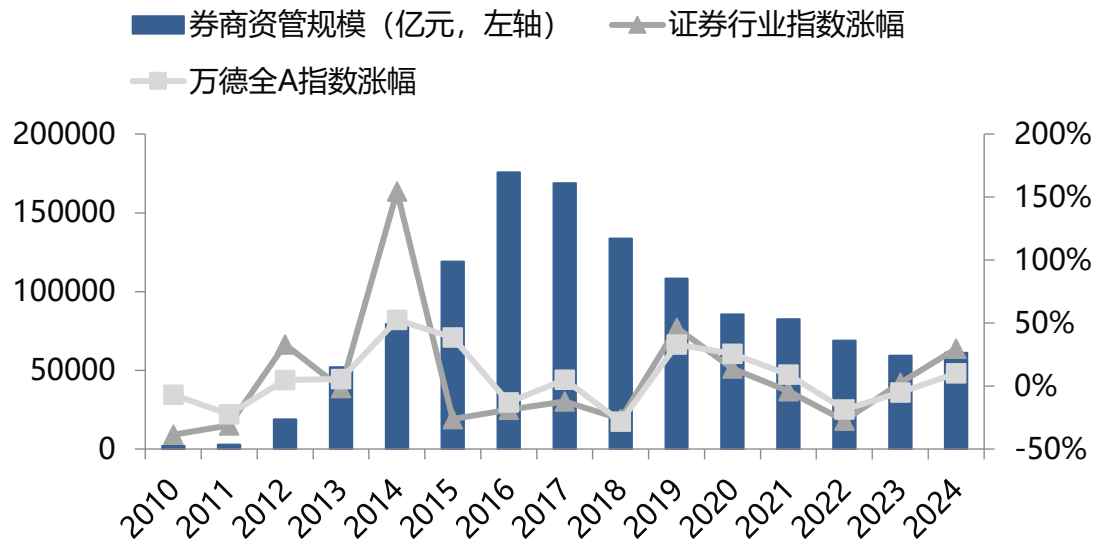
东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

- **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案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：证券公司及其资管子公司各投资类型产品备案数量（只）



图：券商资管规模与指数涨跌关系



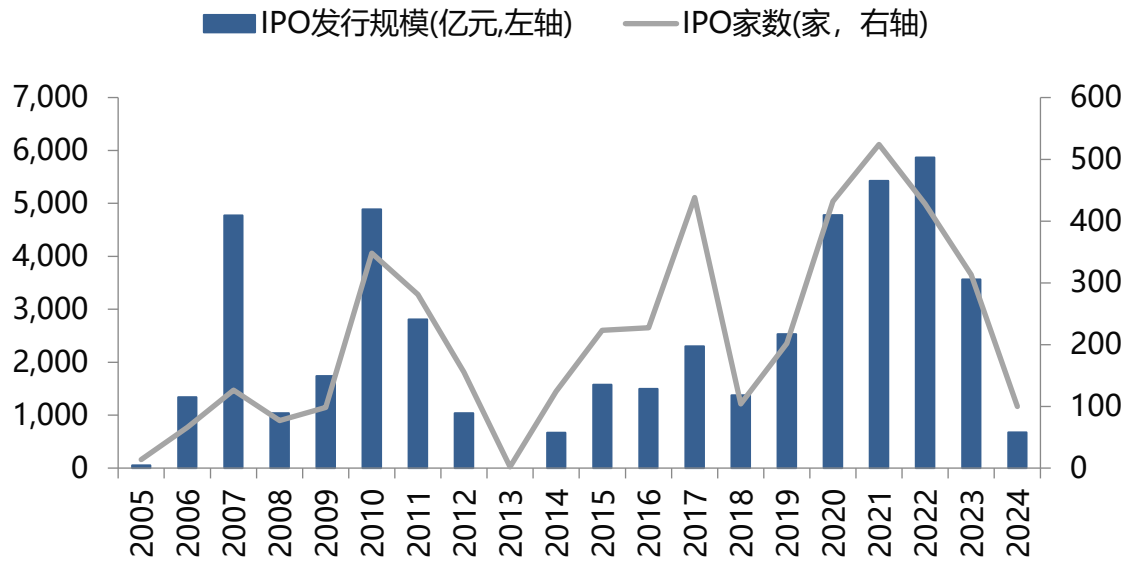
数据来源：中国证券投资基金业协会，Wind，东吴证券研究所

2.4.4 投行业务：间接相关

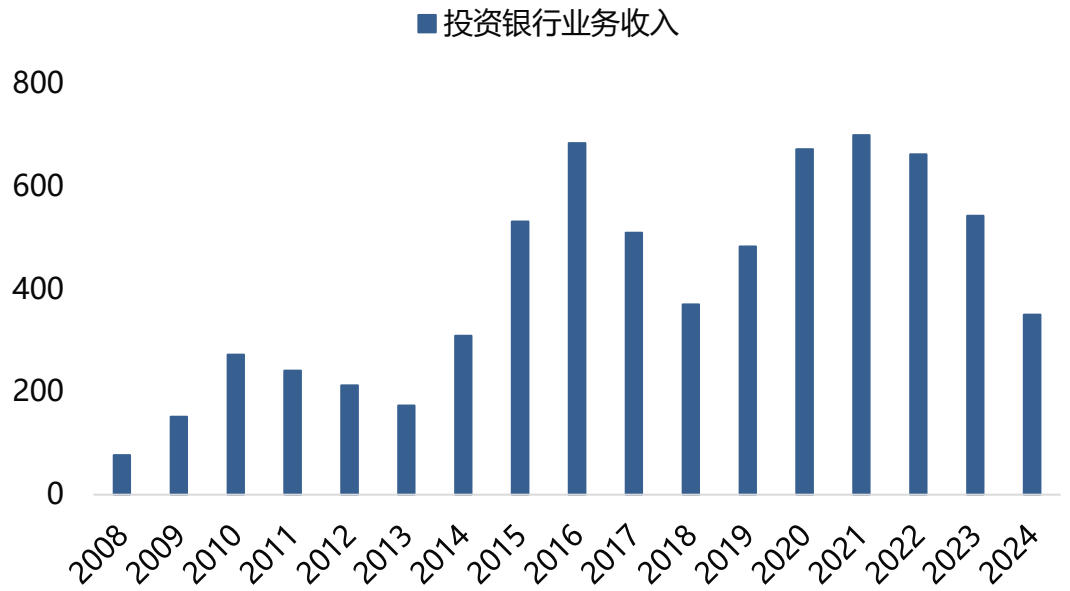
东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

- **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：2005年以来IPO发行家数及规模



图：证券行业投行收入（不包括财务顾问，亿元）



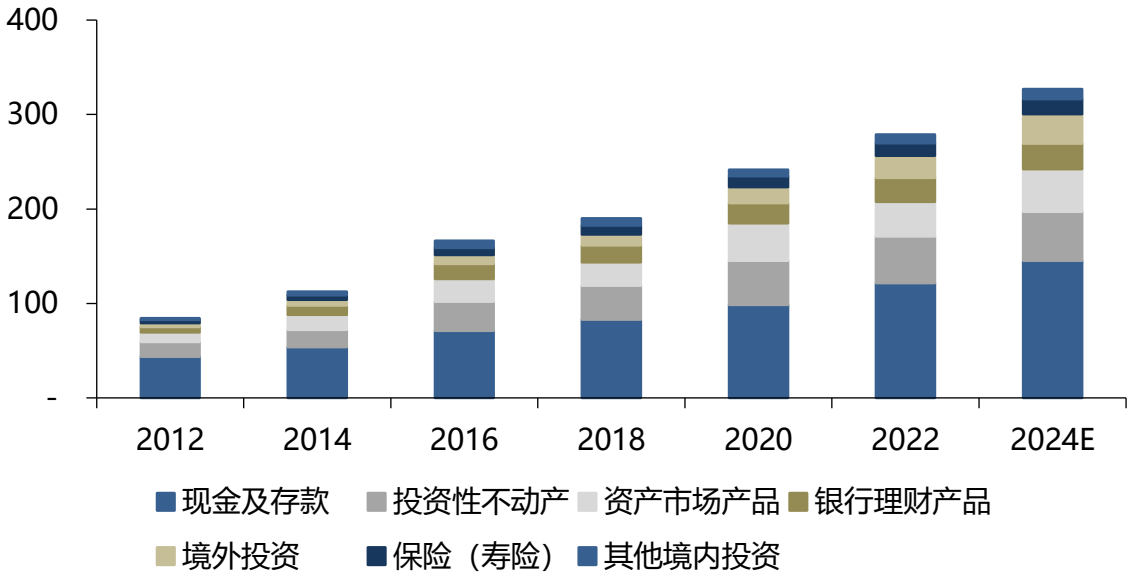
数据来源：Wind，中国证券业协会，东吴证券研究所

三、权益财富管理未来可期，券商分享权益财富管理发展红利

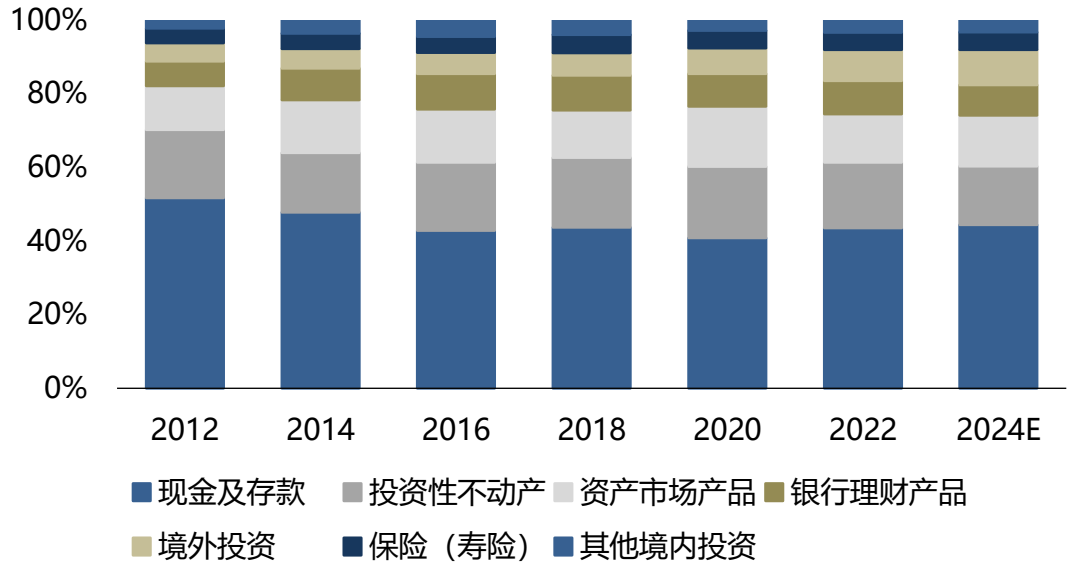
3.1.居民资产配置结构变迁，财富配置向金融资产倾斜

- **中国居民财富规模持续增长，财富配置向金融资产倾斜。**长期以来中国居民风险偏好较低，因此在个人可投资资产中，现金及存款占比最高。近些年随着利率水平不断降低，多元化产品日益丰富，现金及存款占比总体趋势向下，由2012年的53%下滑至2024E的44%。同时随着经济从高速发展过渡到高质量发展，房地产的收益率从高速增长到负增长，投资房地产和金融资产的性价比天平发生变化，投资性房地产在个人可投资资产中的占比已由2012年的19%下降至2024E的16%。而资本市场产品、银行理财产品、境外投资占比分别由2012年的12%、7%、5%提升至14%、8%、10%，投资方向更为多元化。
- 展望未来，我们认为在产业结构升级、利率下行、政策引导中长期资金入市、以及机构和权益资产优秀的收益率的大背景下，居民资产配置将进一步转向权益，权益财富管理市场潜力巨大。

图：2012-2024年个人可投资资产规模（按资产类别，万亿元）



图：2012-2024年个人可投资资产中各项资产占比



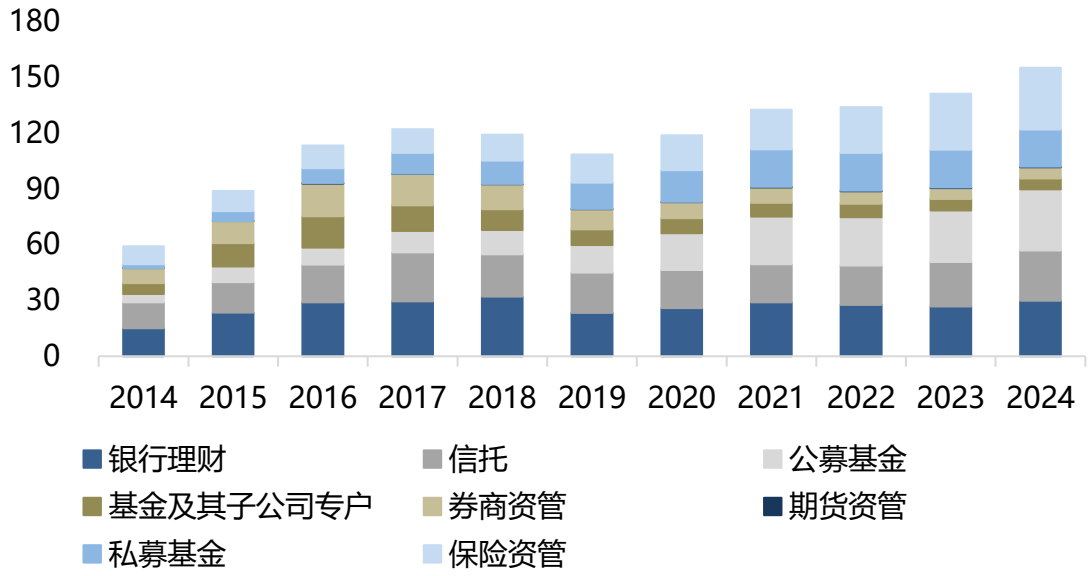
数据来源：招商银行&贝恩咨询《中国私人财富报告》，东吴证券研究所

3.2. 中国财富管理竞争格局：群雄逐鹿，财富管理大时代

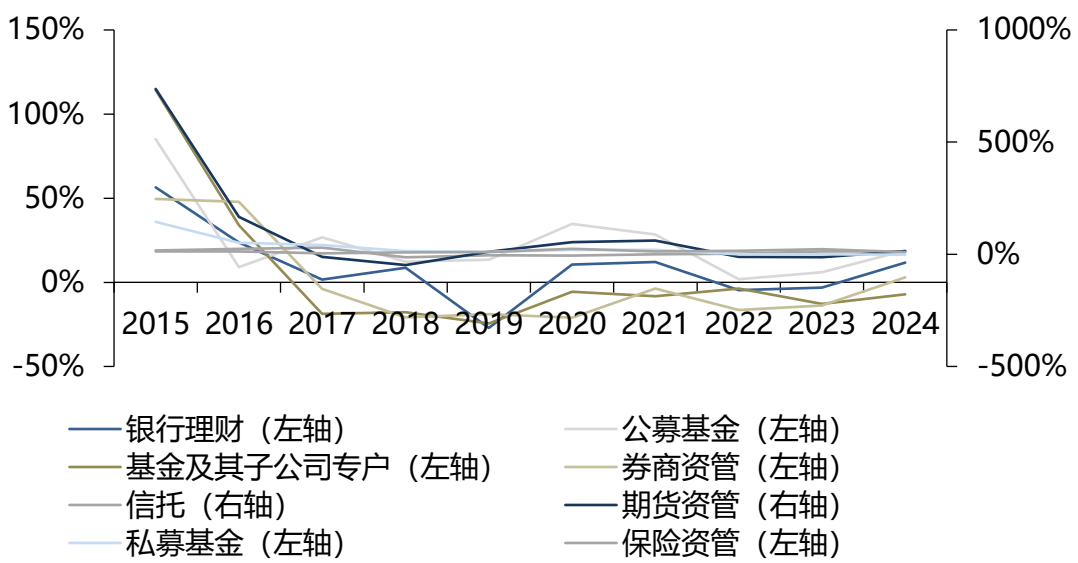
东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

- 中国财富管理市场主要参与机构包括银行，信托，公募基金，私募基金，券商资管，基金及其子公司，保险资管和期货资管这8大资产管理属性机构，和传统第三方理财机构，互联网财富管理平台这2大财富管理属性机构。截至2024年，资产管理属性机构的资产管理规模总计155.1万亿元（未包含银行存款和私人银行规模，未剔除通道规模），同比+9.9%，2014年至2024年复合年均增长率为10.1%。其中，保险资管规模33.26万亿元，复合增速13.1%，于2023年超过银行理财，成为规模最大的资管机构；银行理财规模（包含银行理财子公司）30万亿元，复合增速7.1%；经历了几年的下滑，信托资产规模逐步回升，2024年，信托资产规模达到29.56万亿元，比2024年6月末增加2.56万亿元、增长9.48%，比2023年末增加5.64万亿元、增长23.58%。近几年发展较为显著的是公募基金和私募基金，资管规模分别从2014年的4.5万亿元和2.1万亿元，上升至2024年末的32.8万亿元和19.9万亿元，年均复合增速分别为21.9%和25.1%，远高于整体增速。

图：中国主要财富管理机构资产管理规模（万亿元）



图：中国主要财富管理机构资产管理规模同比增速（%）

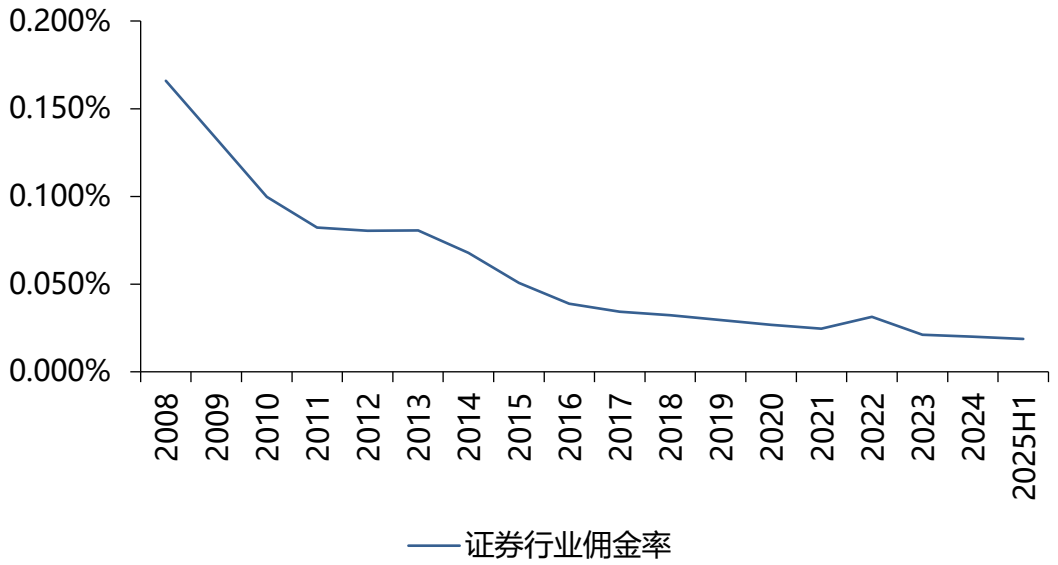


数据来源：银行业理财登记托管中心，中国银行业协会，中国保险资产管理业协会，中国证券投资基金业协会，东吴证券研究所

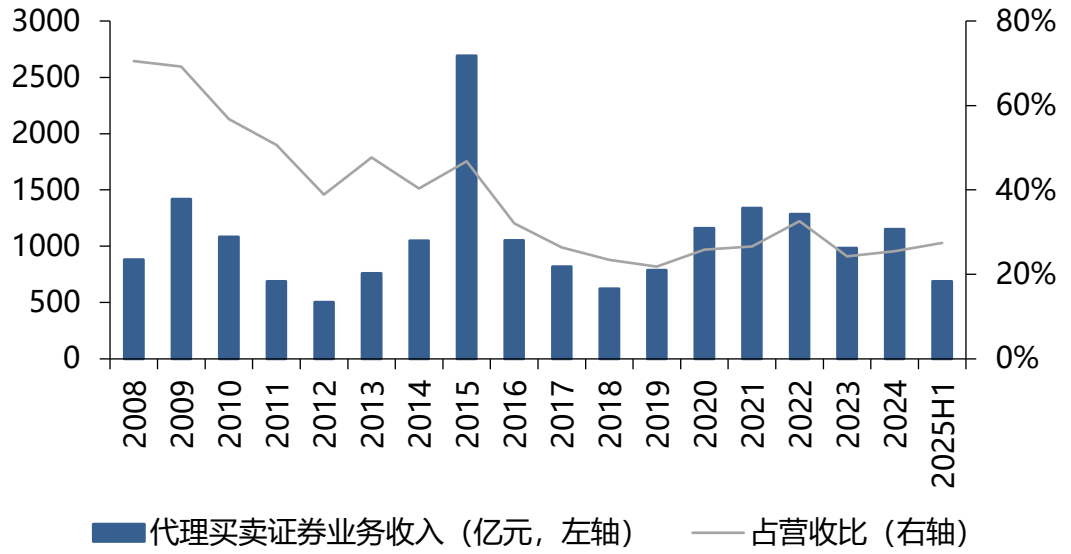
3.3. 券商是权益财富管理的主要参与者，有望充分受益

- 自2002年实行佣金费率浮动制以来，证券行业佣金率下滑，同业竞争加剧，使券商传统证券经纪业务收入占比不断下滑，促使券商开始寻求业务转型。从2017年开始，券商开始发力财富管理业务，广发证券、华泰证券、中信证券、银河证券、兴业证券、中原证券等多家券商将经纪业务部改名或新设立了财富管理总部。虽然券商在产品和服务供给丰富度，渠道优势和客户基础（缺乏高端客户服务能力）方面不如银行，但在投资能力，资产获取和研究能力方面实力较强，因此在发展财富管理方面有一定优势。
- 在财富管理转型时期，产品平台的构建是转型的突破口，只有将产品的供给和销售渠道理顺，才能真正实现财富管理业务的转型。**在产品供给端，包括外部引入（公募，私募，信托）和内部创设（资管，基金，期货，投行）；在销售端，将客户分层，建立完整的客户服务体系。**

图：国内证券行业佣金率%



图：国内券商经纪业务收入及占比

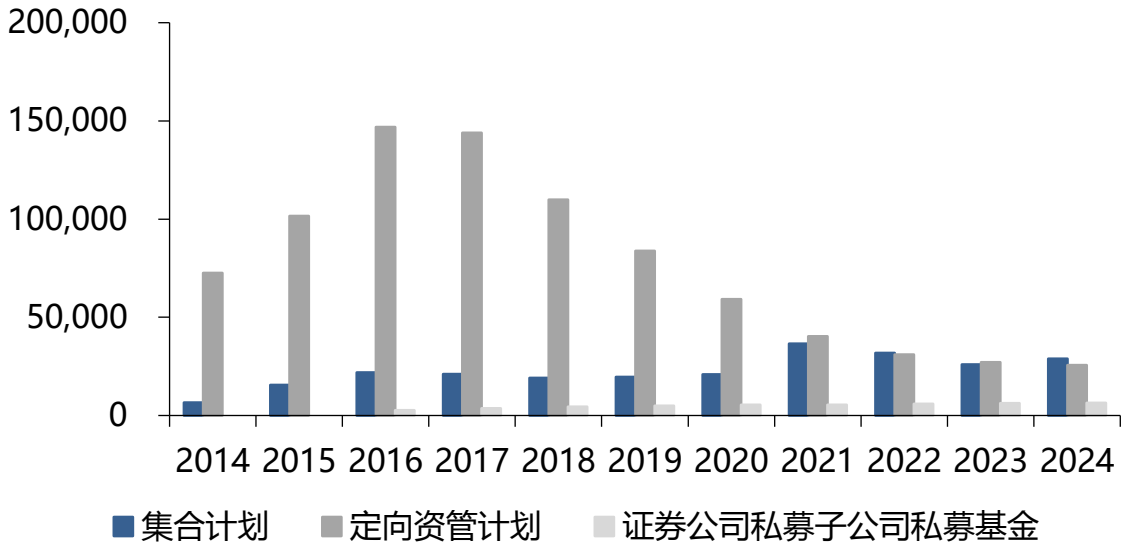


数据来源：Wind，中国证券业协会，东吴证券研究所

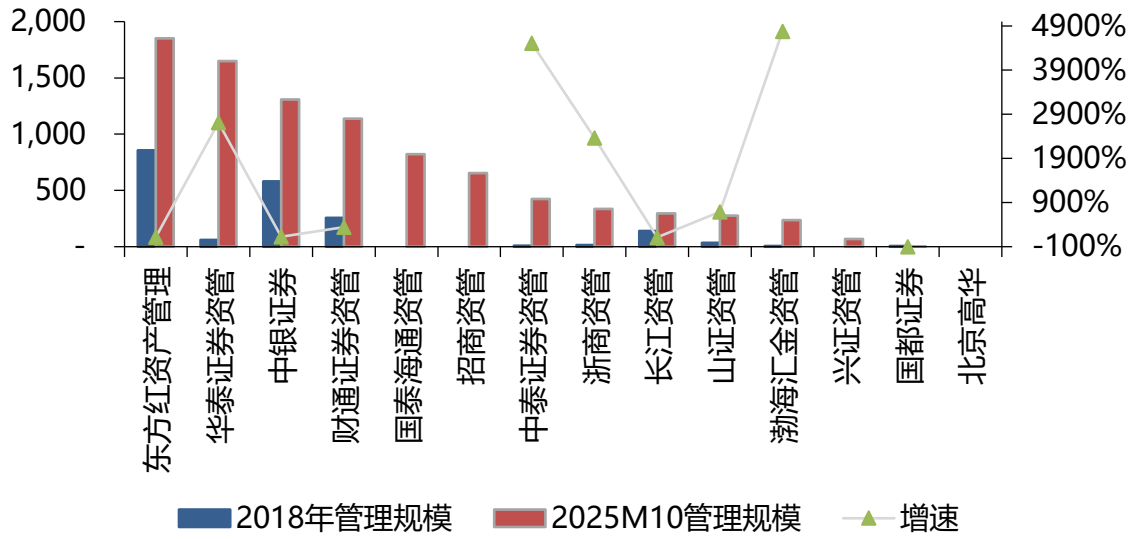
3.3.1 ①在产品供给端，券商资管加大主动管理，涉水公募领域

- **在产品供给端，券商资管加大主动管理，涉水公募领域。**券商私募资产管理业务方面，随着2017年金融去杠杆和2018年资管新规的出台，意在破除同业套利和多层杠杆，大大封锁了原来券商资管蓬勃发展的通道业务。券商资管规模逐渐萎缩，主要是以通道业务为主的定向资管计划规模大幅缩减，规模从2016年末的14.7万亿元，下降82%至2024年末的2.6万亿，去通道效果显著。集合计划2021年同比增长75%，此后规模保持平稳。券商资管发挥自身优势向主动管理转型，主动管理占比显著提升。同时券商积极参与大集合公募化改造和申请公募牌照，目前具备公募牌照的券商共有14家。我们认为，加速公募化改造将有利于原本致力于高净值客户的券商资管打开普惠金融市场，服务更加广泛的大众群体，为不同风险偏好的客户提供财富管理服务。

图：2014-2024年券商资管规模（亿元）



图：券商公募基金管理规模（亿元）及增速（%）-2018年VS2025年



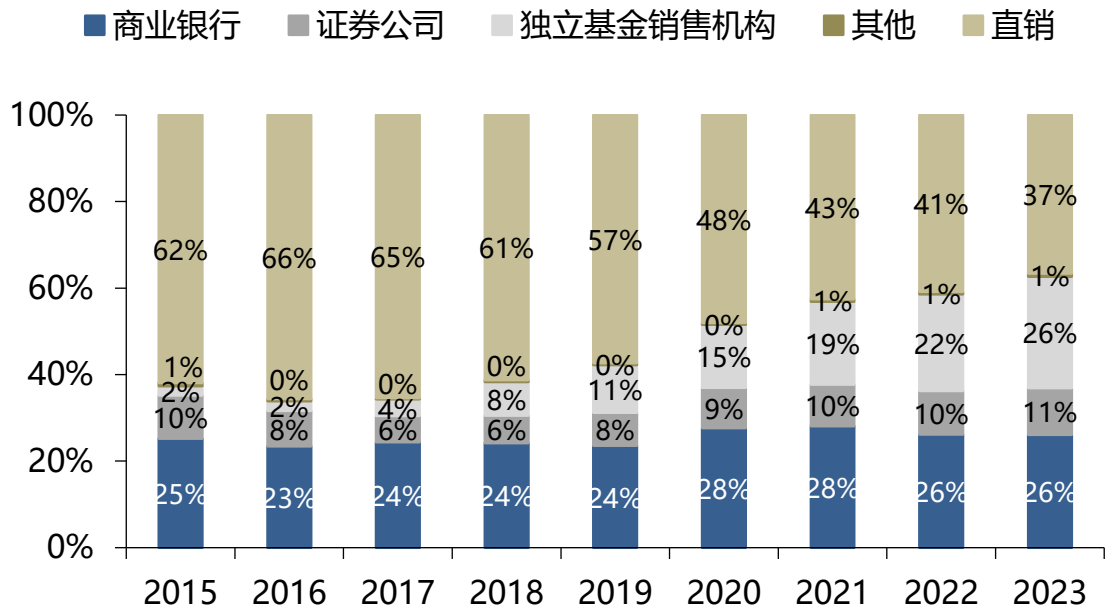
数据来源：Wind，基金业协会，Choice，东吴证券研究所

3.3.2. ②在销售端，券商发力金融产品代销

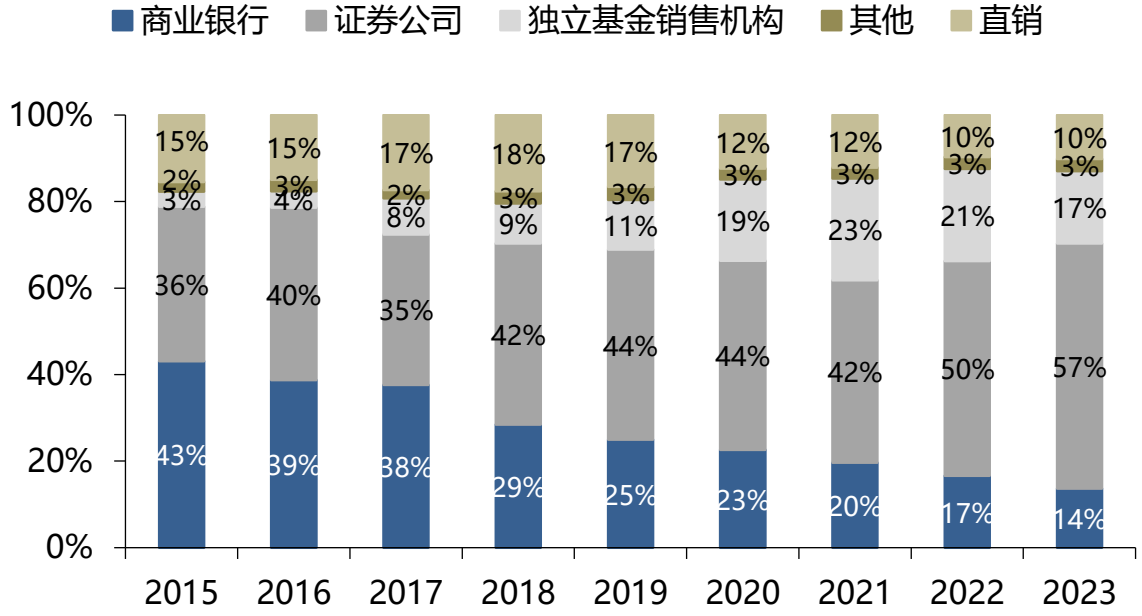
东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

- **在销售端，券商发力金融产品代销，在股票型产品具有优势，ETF 快速增长助保有规模逆市增长。**据基金业协会数据，2023年基金销售保有规模中，券商渠道仅占11%，大幅低于银行与独立基金销售机构。而券商用户画像多为风险偏好较高的股民，且券商也是场内交易的唯一渠道，因此券商在以ETF为主的股票基金中的优势显著。2023年末，股票型保有规模中券商占比57%，QDII中券商占比62%。2022年以来随着权益市场整体行情承压，前100代销机构合计保有的权益型基金规模由2021年末的6.46万亿元下降至2024年末的4.85万亿元，其中券商渠道保有规模由9392亿元增至1.3万亿元，占比由15%提升至27%，保有规模逆势增长主要是来自于ETF的快速增长。

图：各渠道基金销售保有规模占比



图：各渠道股票基金销售保有规模占比情况



数据来源：基金业协会，东吴证券研究所

3.3.2. ②在销售端，券商发力金融产品代销

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

➢ **2024年券商公募代销保有规模小幅提升，ETF方面具有绝对优势。**券商股+混保有规模占比27%，较24H1提升2.4pct，非货口径下占比为20%，较24H1提升1.8pct。从股票指数基金销售保有规模上看，券商保有规模占比为58%，具有绝对优势，其中中信证券、华泰证券、银河证券分别位列第2、3、6位。

表：2024年末基金代销机构公募基金销售保有规模（前20位）

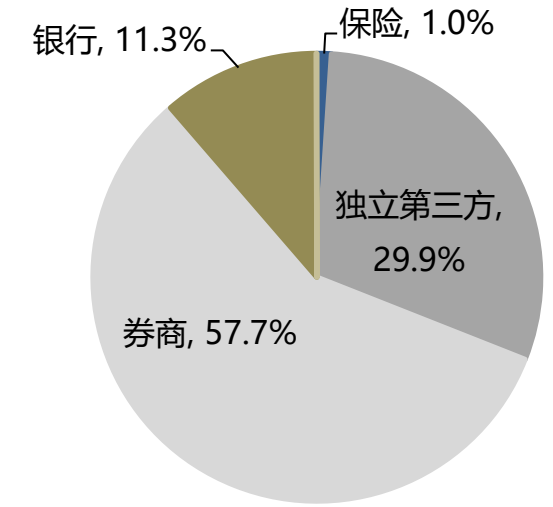
排名	机构简称	股票+混合保有规模（亿元）		股票+混合市占率		排名	机构简称	非货币市场保有规模（亿元）		非货币市场市占率		排名	机构简称	ETF基金保有规模（亿元）		股票指数型市占率	
		保有规模	环比增速	2024Q4	2024Q2			保有规模	环比增速	2024Q4	2024Q2			保有规模	环比增速	2024Q4	2024Q2
1	蚂蚁	7388	6.8%	9.74%	10.73%	1	蚂蚁	14529	7.5%	7.58%	7.54%	1	蚂蚁	3201	20.9%	8.22%	10.17%
2	招商银行	4105	-12.2%	5.41%	7.25%	2	招商银行	9504	10.3%	4.96%	4.81%	2	中信证券	1090	22.2%	2.80%	3.43%
3	天天基金	3493	1.7%	4.61%	5.32%	3	天天基金	5754	4.2%	3.00%	3.08%	3	华泰证券	1087	19.1%	2.79%	3.51%
4	工商银行	3310	1.5%	4.36%	5.05%	4	兴业银行	4689	1.3%	2.44%	2.58%	4	天天基金	925	14.6%	2.38%	3.10%
5	建设银行	2504	1.7%	3.30%	3.82%	5	工商银行	4687	3.6%	2.44%	2.52%	5	招商银行	582	38.9%	1.49%	1.61%
6	中国银行	1837	0.4%	2.42%	2.84%	6	中国银行	4024	4.2%	2.10%	2.16%	6	中国银河	543	24.5%	1.39%	1.68%
7	交通银行	1537	-1.3%	2.03%	2.41%	7	建设银行	3459	2.5%	1.80%	1.88%	7	招商证券	533	19.8%	1.37%	1.71%
8	中信证券	1357	-1.4%	1.79%	2.13%	8	腾安基金	2976	11.4%	1.55%	1.49%	8	东方财富	464	26.8%	1.19%	1.41%
9	农业银行	1300	-1.7%	1.71%	2.05%	9	平安银行	2707	4.9%	1.41%	1.44%	9	广发证券	455	26.7%	1.17%	1.38%
10	华泰证券	1202	11.2%	1.59%	1.68%	10	中信证券	2088	14.3%	1.09%	1.02%	10	平安证券	430	24.3%	1.10%	1.33%
11	兴业银行	798	-4.7%	1.05%	1.30%	11	上海基煜	2041	-1.2%	1.06%	1.15%	11	国泰君安	407	31.7%	1.05%	1.19%
12	中国人寿	951	16.8%	1.25%	1.26%	12	邮储银行	1987	26.1%	1.04%	0.88%	12	国信证券	394	38.7%	1.01%	1.09%
13	平安银行	786	-0.5%	1.04%	1.22%	13	交通银行	1947	-2.1%	1.02%	1.11%	13	中信建投	387	23.6%	0.99%	1.20%
14	民生银行	728	-4.7%	0.96%	1.18%	14	农业银行	1710	1.5%	0.89%	0.94%	14	海通证券	371	54.6%	0.95%	0.92%
15	浦发银行	728	-2.0%	0.96%	1.15%	14	华泰证券	1666	11.2%	0.87%	0.84%	15	中金公司	274	76.8%	0.70%	0.60%
16	腾安基金	755	5.4%	1.00%	1.11%	16	中信银行	1529	18.9%	0.80%	0.72%	16	工商银行	269	72.4%	0.69%	0.60%
17	中信银行	685	-3.7%	0.90%	1.10%	16	宁波银行	1512	-0.1%	0.79%	0.85%	17	申万宏源	267	33.5%	0.69%	0.77%
18	广发证券	781	11.6%	1.03%	1.09%	18	中国人寿	1412	21.6%	0.74%	0.65%	18	建设银行	258	44.1%	0.66%	0.69%
19	中国银河	719	16.2%	0.95%	0.96%	19	广发证券	1274	13.0%	0.66%	0.63%	19	腾安基金	257	16.8%	0.66%	0.85%
20	招商证券	699	13.5%	0.92%	0.95%	20	京东肯特	1263	15.3%	0.66%	0.61%	20	中银国际	224	13.7%	0.58%	0.76%
前20名合计		35663	1.2%	47%	55%	前20名合计		70758	7.0%	37%	37%		前20名合计	12418	25.7%	31.89%	37.98%

数据来源：基金业协会，东吴证券研究所

3.3.2. ②在销售端，券商发力金融产品代销

- 随着我国权益市场有效性逐步提升，指数基金和主动权益基金的收益差距也在逐步收窄，基金格局有向美欧等发达资本市场靠拢的趋势，ETF迅速增长。受益于ETF的蓬勃发展和年轻投资者群体的壮大，券商和独立销售机构逐渐占据优势。截至2024年末，百强合计ETF基金保有规模1.7万亿元，券商合计保有规模9827亿元，在百强中占比58%，显著高于券商权益类基金保有规模的占比（27%）。
- **券结模式正加速改变公募基金销售格局。**随着ETF的快速发展，券商渠道的重要性日益凸显，不少基金已开始转向券商结算模式。券结模式有利于基金公司与券商深度绑定合作。基金公司层面，通过券结产品绑定券商渠道，有利于资源的有效投放、产品的长期保有和规模增长，同时亦可通过调整交易结算模式，为部分适应券商客户需求、叫好不叫座的绩优迷你基金拓展券商渠道支持；券商层面，既可通过提升基金销量并持续做大保有规模来获取佣金收入，并有望获得公募基金的托管资源；也可在券商财富转型背景下，通过同优质公募机构的深度合作来应对日益激烈的渠道竞争。券结基金正加速改变公募基金销售格局，券商渠道凭借 ETF 优势和佣金激励崛起为重要力量，未来渠道竞争将更依赖综合服务能力、技术创新及投资者陪伴体系的完善，行业整体将向更专业化、多元化的方向发展。

图：2024年各渠道ETF基金保有规模占比



数据来源：基金业协会，东吴证券研究所

3.4. 公募基金投顾试点是中国财富管理市场转型重要探索

- 国内最早于1997年开展投顾业务，2010年发布的《证券投资顾问业务暂行规定》明确了投资顾问业务的定义是“接受委托、按照约定向客户提供涉及证券及证券相关产品的投资建议服务，辅助客户作出投资决策，并直接或者间接获取经济利益的经营活动”，**但不允许代替客户执行账户投资或交易管理。**后面几年由于股市波动较大，代理客户执行账户投资或交易管理一直没有推出。
- **基金投顾业务未来可期，由试点转向常规有望加速发展。**2019年10月，证监会发布《关于做好公开募集证券投资基金投资顾问业务试点工作的通知》，公募基金投资顾问业务试点正式落地。截至2023年3月，已有60家机构取得试点资格，服务资产规模1464亿元，客户总数524万户。证监会表示，基金投资顾问业务运行平稳，业务适配性和发展前景获得了市场各方的总体认可与支持，试点达到了预期目的，已基本具备转常规条件。2025年2月，证监会发布了《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》，再次提到“推动基金投顾业务试点转常规，探索构建行业执业标准，培育壮大人才队伍，有序扩大可投产品范围”，有望继续推动基金投顾试点转常规的进程。推动基金投资顾问业务转向常规，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。

图：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	国泰海通证券、华泰证券、申万宏源证券、中信建投证券、中金公司、银河证券、国联民生证券、兴业证券、招商证券、国信证券、东方证券、中信证券、浙商证券、国投证券、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	29
银行	工商银行、招商银行、平安银行	3
三方独立销售机构	蚂蚁基金（先锋领航）、腾安基金、盈米基金	3

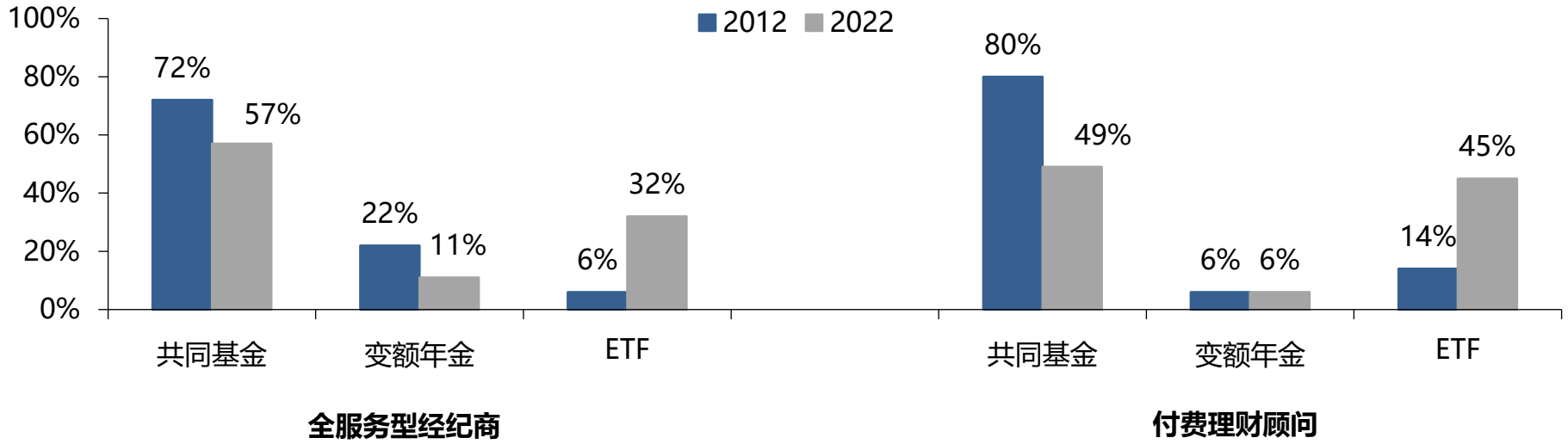
数据来源：新浪财经，东吴证券研究所

3.4. 公募基金投顾试点是中国财富管理市场转型重要探索

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

- **ETF崛起有望为投顾业务提供新机遇，将成为财富管理转型的重要抓手。**1）ETF产品的各项特征能较好匹配投顾的配置需求。首先，ETF持仓每日披露，满足买方投顾对投资组合穿透式管理要求；其次，ETF支持日内交易，便于动态再平衡操作，有助于提升买方投顾的调仓效率；另外，ETF底层资产涵盖股票、债券、商品等大类资产，跨境ETF甚至能够覆盖多个市场，有助于丰富投顾配置策略的多样性。2）ETF与投顾有望实现商业生态的协同进化。在费率方面，买方投顾服务费与ETF管理费能够形成“双低”结构。在服务范围方面，ETF能够使得投顾服务突破场内外限制，拓宽服务半径。在服务模式方面，ETF标准化特征便于算法模型处理，便于智能投顾赋能。3）从海外市场来看，ETF与投顾业务的发展相辅相成。在美国买方投顾格局逐步形成的过程中，买方投顾模式以资产配置和风险收益偏好的匹配为导向，更加注重基金的长期业绩和清晰的投资风格，因此以ETF为代表的被动投资工具愈发受到美国投顾的青睐。据ICI统计，2022年美国全服务型经纪商和付费理财顾问分别将所管理的32%/45%的客户资产投向ETF，相较于2012年的6%/14%大幅提升。

图：美国经纪商和理财顾问配置ETF的比例不断上升

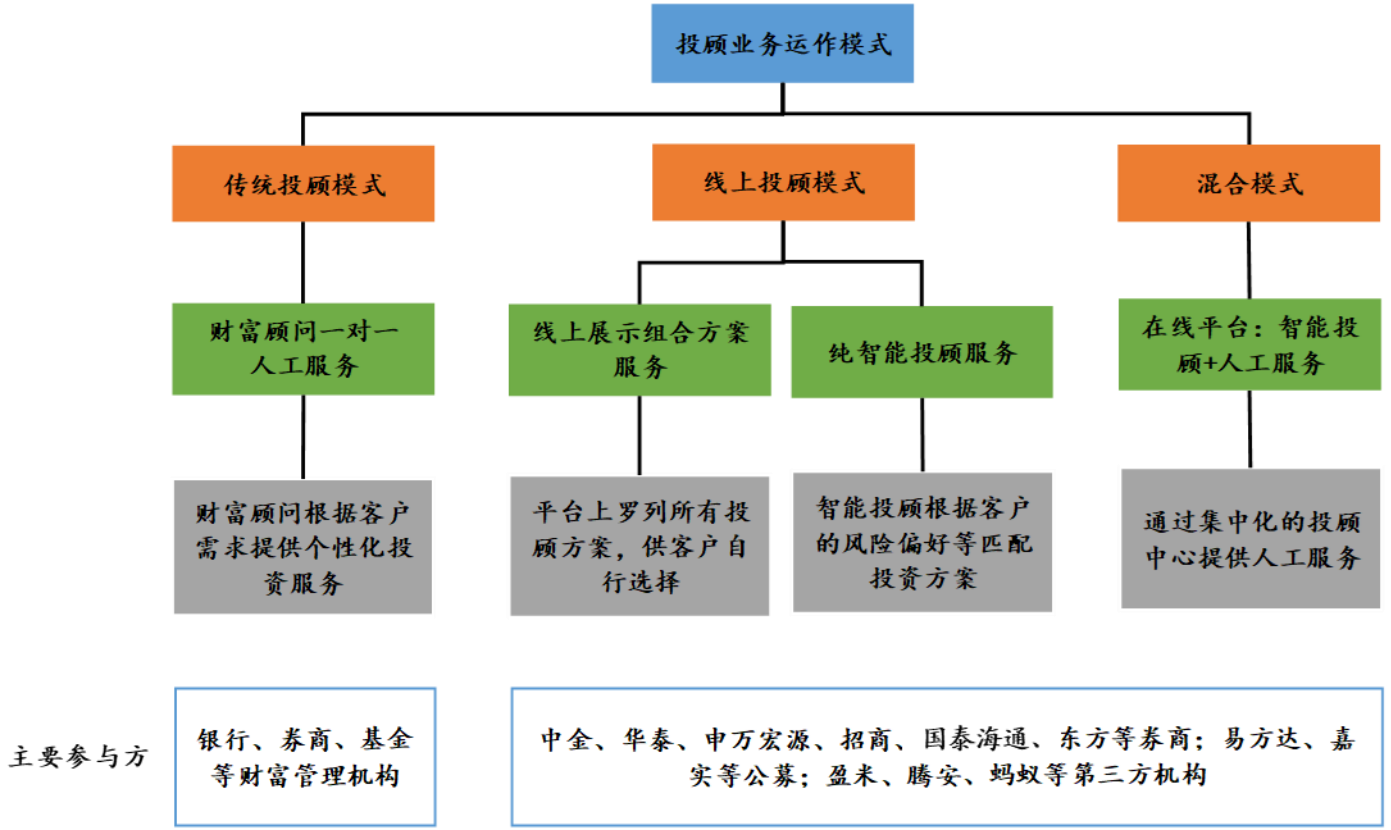


数据来源：ICI，东吴证券研究所

3.4. 公募基金投顾试点是中国财富管理市场转型重要探索

- **AI正加速赋能投顾业务。**随着科技的飞速发展，尤其是Deepseek的出现，AI大模型正加速赋能投顾业务。AI在数据检索、信息分析、模型搭建等多个环节可以为基金投顾赋能，显著提升了服务质量和效率。智能投顾助手目前可以实现：①客户画像与需求匹配；②辅助投顾高效完成市场热点分析和大盘解读，快速生成方案；③提升投顾效率，将更多精力集中在客户服务和配置决策上等方面。

图：机构投顾业务运作模式



数据来源：东吴证券研究所绘制

3.4. 公募基金投顾试点是中国财富管理市场转型重要探索

- **我国买方投顾模式尚处于初步发展阶段，未来发展空间大。**相比海外较为成熟的买方投顾模式，国内投顾仍存在“重投轻顾”的问题，投资者往往投资体验不佳，同时投资服务顾问人才队伍也相对不足。随着居民财富的不断积累，投资者对资产配置和财富管理的需求日益增长，为基金投顾业务提供了广阔的市场空间。此外政策的持续支持，也为行业的健康发展提供了有力保障。
- 有以下几个方面可以加强布局：
- **1）投资产品扩充。**我国基金投顾目前仅限于公募基金；海外机构产品线丰富，覆盖多类型和多地区的资产。
- **2）收费方式多样化。**目前我国基金投顾试点机构在收费模式上还较为单一，主要按管理规模的固定或浮动比例计提费用。美国收费模式更为丰富，除了该模式，还包括固定收付费、业绩报酬计提等多种收费模式。
- **3）做好客户细分、精准匹配客户需求，并加强投后管理。**
- **4）加强专业投顾团队人才建设。**近年来，随着财富管理转型的持续深化，券商投顾团队快速扩张，据中证协数据，截至2024年末，证券行业共计有从业人员37万人，其中投资顾问数量为8.7万名，2014年-2024年，投顾人数复合增速达11%。投顾人员扩充的同时，客户资产规模亦快速增长，截至2024年，客户交易结算资金规模（含信用交易）达2.58万亿元。面对体量庞大的客户群体，专业化的投顾团队仍不足。

四、投资建议：集中度进一步提升，马太效应显现

4.1. 精选高弹性个股

- **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。**①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，大部分大型券商在平静期的股价弹性处于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。②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。
- **2）同类券商中的特色券商弹性更大。**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。

表：不同时期上市券商股价弹性

	券商类别	平静期β	快速上涨期β	弹性变动	快速下跌期β	弹性变动	震荡期	弹性变动
国泰君安*	大型				1.41		0.96	
国信证券*	大型				1.18		1.12	
华泰证券	大型	1.16	1.79	0.63	1.13	-0.03	1.20	0.04
申万宏源*	大型				1.08		0.94	
广发证券	大型	1.34	1.25	-0.09	1.07	-0.27	1.11	-0.23
招商证券	大型	1.21	1.30	0.09	1.06	-0.15	1.07	-0.14
东方证券*	大型				1.17		1.26	
西部证券	中小型	1.52	1.47	-0.05	1.38	-0.14	1.62	0.10
光大证券	大型	1.25	1.60	0.35	1.21	-0.04	1.22	-0.03
方正证券	中小型	1.59	1.38	-0.21	1.08	-0.51	1.10	-0.50

	券商类别	平静期β	快速上涨期β	弹性变动	快速下跌期β	弹性变动	震荡期	弹性变动
东兴证券*	中小型				1.38		1.50	
长江证券	中小型	1.25	1.28	0.02	1.22	-0.04	1.14	-0.12
兴业证券	中小型	1.47	1.53	0.06	1.07	-0.40	1.14	-0.33
山西证券	中小型	1.46	1.41	-0.06	1.33	-0.13	1.46	-0.01
西南证券	中小型	1.38			1.21	-0.17	1.03	-0.36
国金证券	中小型	1.86	1.28	-0.57	1.60	-0.26	1.19	-0.67
东吴证券	中小型	1.44	1.48	0.04	1.24	-0.20	1.29	-0.15
国元证券	中小型	1.10	1.44	0.34	1.42	0.33	1.23	0.13
国海证券	中小型	2.16	1.66	-0.51	1.23	-0.93	1.32	-0.84
东北证券	中小型	1.46	1.32	-0.14	1.19	-0.27	1.18	-0.29
太平洋	中小型	1.46	1.18	-0.28	1.14	-0.32	1.07	-0.40

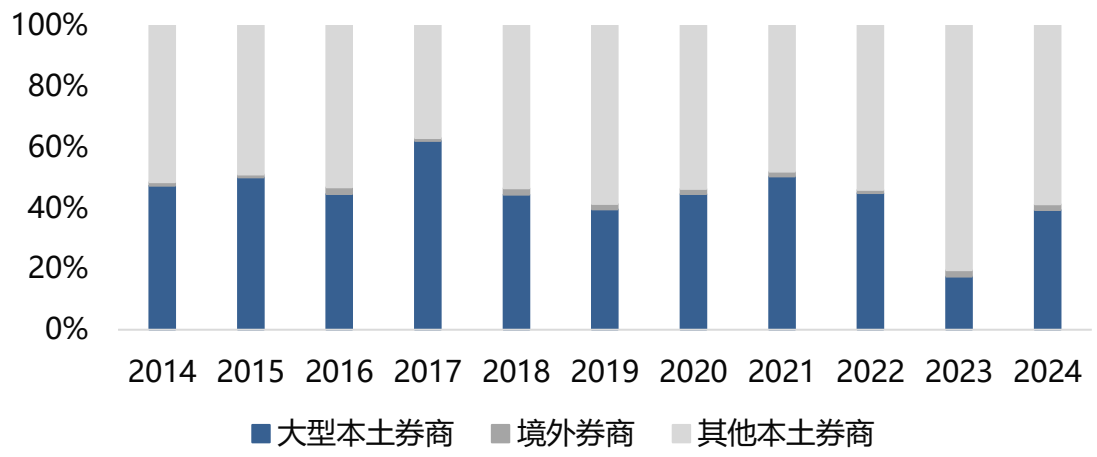
注：①* 上市时间相对较短，缺乏历史数据。选取四个区间：平静期（2011.1.5-2014.6.30）、快速上涨期（2014.11.3-2014.12.17）、快速下跌期（2015.6.9-2015.9.15）、震荡期（2016.1.4-2016.7.4）。②此处以β系数衡量弹性，弹性变动为各期间β系数与平静期β系数的差值。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

4.2. 投资建议：集中度进一步提升，马太效应显现

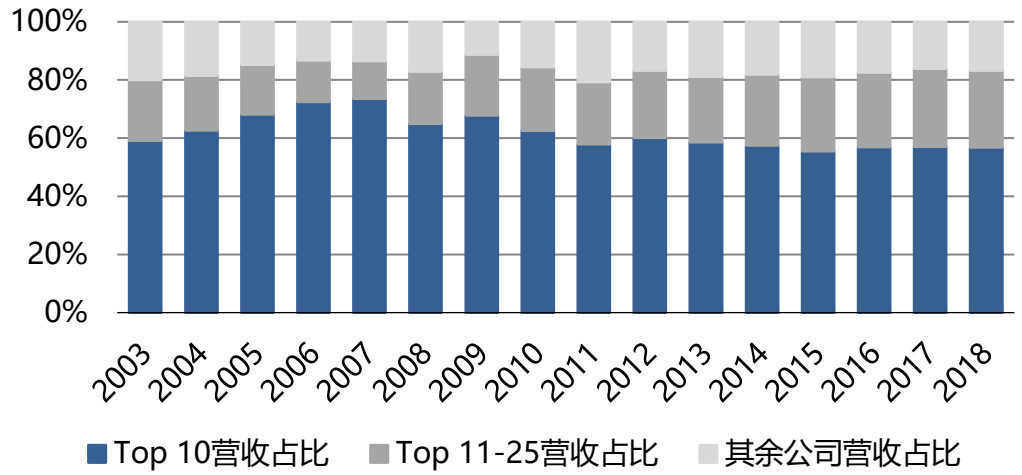
- **资本市场发展大方向不变，证券行业享成长溢价。**金融资源作为现代经济的核心资源，多层次资本市场及直接融资的崛起将为证券行业的发展提供肥沃的土壤。2024年以来监管层对于资本市场的整顿规范加剧，但我们认为从长远来看金融改革大方向并未改变，经过整顿规范后资本市场的价值将更加凸显。证券公司作为资本市场最重要的中介，将在资本市场大发展周期中享受估值溢价。
- **头部券商受益于未来集中度提升，估值向上空间更大。**从营业收入和净利润的角度来看，近年来前五大券商在行业中的份额不断提升。大券商相较于小券商拥有更多的资源、资本实力更强、业务布局更综合化，在资本改革加快和市场波动加剧的背景下，公司优势更能体现。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：日本各类券商利润分布



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：美国交易商盈利能力集中度



注：交易商为NYSE listed。

数据来源：JSDA，SIFMA，东吴证券研究所

4.2. 投资建议：集中度进一步提升，马太效应显现

- **当前我国券商估值处于合理但偏低的水平。**截止至2025年10月31日，中信证券II指数静态估值为1.55x PB，处于历史的23%分位，处于近十年的48%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。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但偏低水平。
- **重点推荐：**中信证券、广发证券、华泰证券、中金公司、东方证券、东方财富、指南针。

图：证券II（中信）指数估值情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

五、风险提示

5. 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

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

东吴证券 财富家园