

## 市场景气度高，关注券商股估值修复机会

强于大市 (维持)

——证券 II 行业月报

2025 年 11 月 14 日

### 行业核心观点:

我们认为，政策多维度发力夯实市场内在稳定性，预计权益市场将长期向好发展，同时，在现代化产业体系建设过程中，优化提升传统产业及发展新质生产力将带来增量投行业务需求，近期政策面反复强调提高市场包容性、适应性，股债业务量有望继续增长。综上，看好券商业绩进一步提升，并且当前券商板块估值仍在近十年相对低位，具备修复空间，建议关注行业投资机会。具体标的上，政策导向推动行业回归本源、做优做强，行业马太效应明显，建议关注头部券商中当前估值相对较低的个股，以及并购重组潜在受益标的。

### 投资要点:

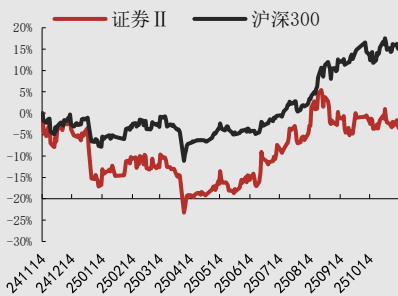
**10 月券商个股多数下跌:** 10 月中万一级行业中非银金融涨幅排名 16，而证券行业在非银金融子行业中表现垫底，10 月中万券商指数下跌 1.19%，与沪深 300、非银金融板块指数相比分别落后 1.19pct、1.88pct，券商个股多数下跌。

**业务驱动因素:** 1) **经纪与信用:** 市场交易活跃度仍在近年高位，两融余额保持增长。10 月 A 股股票日均成交额 2.17 万亿元，环比下降 10.5%，同比增长 7.4%，1-10 月日均成交额 1.69 万亿元，同比提升 86.5%。10 月末，两融余额 2.49 万亿元，环比提升 3.9%，较年初增长 33.3%。2) **投行: IPO 延续回暖，股债业务总量保持同比增长。** 股权承销方面，10 月 IPO 发行 11 家，募集资金 153 亿元，环比增长 29%。1-10 月累计 IPO 发行 87 家，募集资金 913 亿元，同比提升 80.7%。10 月再融资募集资金 105 亿元，环比下降 82.6%，1-10 月再融资规模 8087 亿元（按发行日统计），同比提升 448.9%。债券承销方面，10 月券商参与的债券发行规模为 1.17 万亿元，环比下降 25.7%，1-10 月发行规模为 13.34 万亿元，同比增长 19.9%。3) **自营: 权益市场指数表现分化，中债总全价指数走势回稳。** 10 月沪深 300、上证指数、深证成指、创业板指涨跌幅分别为 0%、1.85%、-1.1%、-1.56%，中债总全价指数上涨 0.54%。1-10 月，沪深 300 指数累计上涨 17.94%，中债总全价指数累计下跌 1.66%。

**市场动态:** 上市券商 2025 年三季报披露完毕，申万证券行业分类下 50 家公司前三季度营业收入合计 4522 亿元，同比增长 41.1%，归母净利润合计 1831 亿元，同比增长 62.0%。其中共 48 家实现归母净利润同比增长。

**风险因素:** 政策推进不及预期；行业竞争加剧；监管趋严；地缘

### 行业相对沪深 300 指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

### 相关研究

资本市场改革持续推进，行业基本面长期向好

稳股市决心凸显，增量政策与资金可期

分析师:

王如冰

执业证书编号:

S0270524010003

电话:

02032255211

邮箱:

wangrb@wlzq.com.cn

政治风险；宏观经济复苏不及预期等。

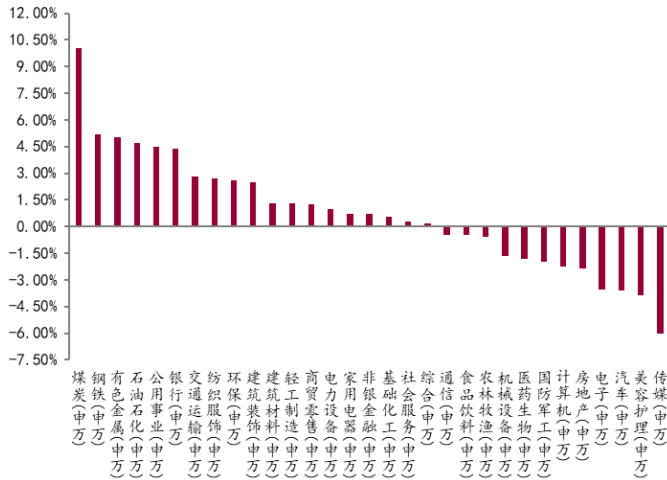
正文目录

<b>1 市场行情回顾</b> .....	<b>4</b>
<b>2 业务驱动因素</b> .....	<b>4</b>
2.1 经纪与信用业务：市场交易活跃度仍在近年高位，两融余额保持增长 .....	4
2.2 投行业务：IPO 延续回暖，股债业务总量保持同比增长.....	5
2.3 自营业务：权益市场指数表现分化，中债总全价指数走势回稳 .....	6
<b>3 行业动态</b> .....	<b>6</b>
3.1 政策动态.....	6
3.2 市场动态.....	7
<b>4 投资建议与风险提示</b> .....	<b>8</b>
4.1 投资建议.....	8
4.2 风险提示.....	8
图表 1： 申万一级行业月涨跌幅.....	4
图表 2： 非银金融子行业月涨跌幅.....	4
图表 3： 券商个股表现.....	4
图表 4： A 股日均成交额（亿元） .....	5
图表 5： 融资融券余额（亿元） .....	5
图表 6： IPO 募集资金规模及家数.....	5
图表 7： 再融资募集资金规模（亿元） .....	5
图表 8： 券商债券承销规模.....	5
图表 9： 市场主要指数月涨跌幅.....	6
图表 10： 沪深 300、中债总全价指数年内涨跌幅走势.....	6

## 1 市场行情回顾

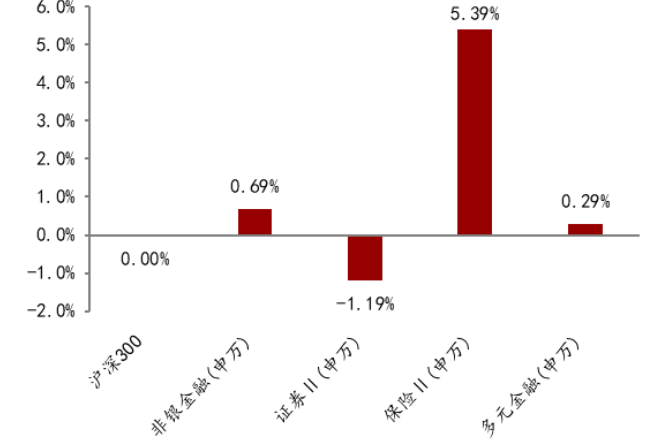
10月申万31个一级行业中19个上涨，非银金融板块涨幅排名16，而证券行业在非银金融子行业中表现垫底，10月申万券商指数下跌1.19%，与沪深300、非银金融板块指数相比分别落后1.19pct、1.88pct。

图表1: 申万一级行业月涨跌幅



资料来源: wind, 万联证券研究所

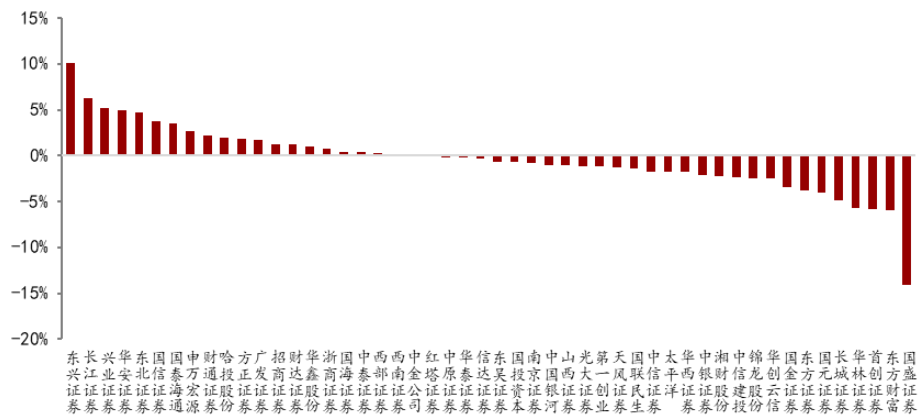
图表2: 非银金融子行业月涨跌幅



资料来源: wind, 万联证券研究所

券商个股层面，申万券商板块50只个股中共19只上涨，其中东兴证券（10.08%）、长江证券（6.27%）、兴业证券（5.2%）表现较好，国盛证券（-14.09%）、东方财富（-5.97%）、首创证券（-5.84%）跌幅居前。

图表3: 券商个股表现



资料来源: wind, 万联证券研究所

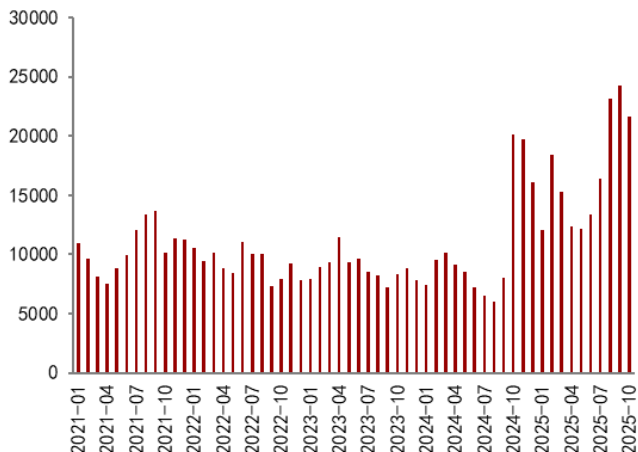
## 2 业务驱动因素

### 2.1 经纪与信用业务: 市场交易活跃度仍在近年高位, 两融余额保持增长

10月A股股票日均成交额2.17万亿元，环比下降10.5%，同比增长7.4%，1-10月日均成交额1.69万亿元，较去年同期提升86.5%。10月末，两融余额2.49万亿元，环比提升

3.9%，较年初增长33.3%，其中，融资余额占比99.3%。

图表4: A股日均成交额(亿元)



图表5: 融资融券余额(亿元)



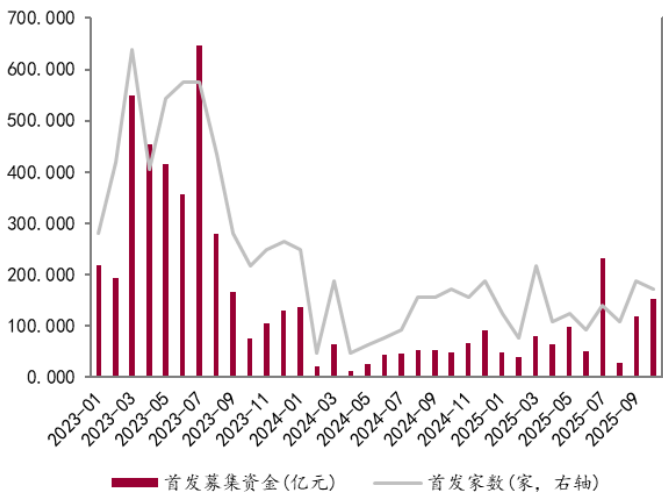
资料来源: wind, 万联证券研究所

资料来源: wind, 万联证券研究所

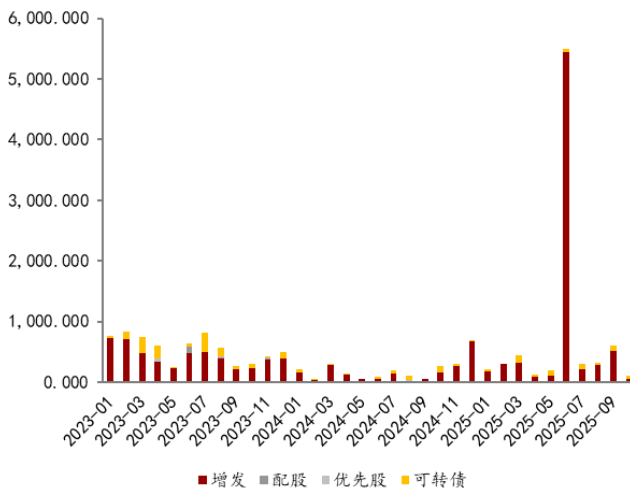
### 2.2 投行业务: IPO 延续回暖, 股债业务总量保持同比增长

股权承销方面, 10月IPO发行11家, 募集资金153亿元(按发行日统计), 环比增长29%。1-10月累计IPO发行87家, 募集资金913亿元, 同比提升80.7%。10月再融资募集资金105亿元, 环比下降82.6%, 1-10月再融资规模8087亿元(按发行日统计), 同比提升448.9%。

图表6: IPO募集资金规模及家数



图表7: 再融资募集资金规模(亿元)

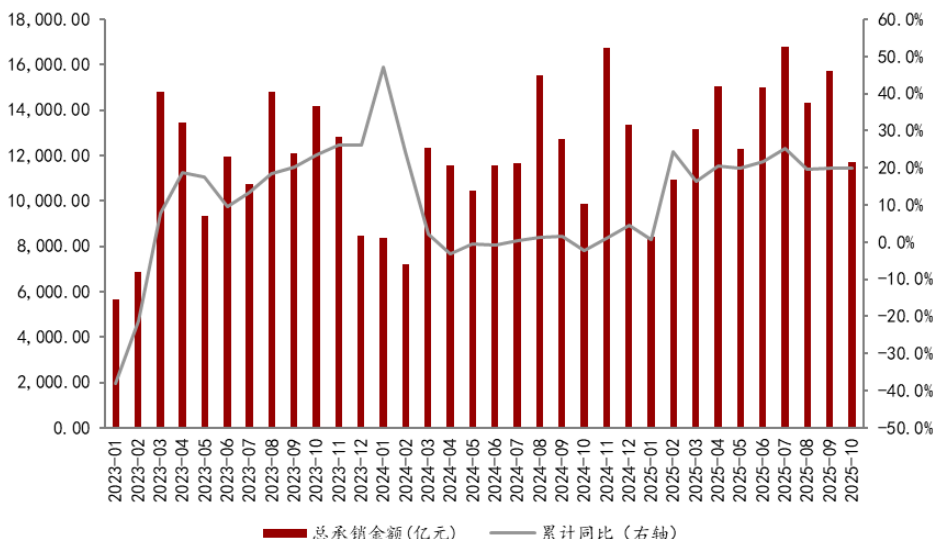


资料来源: wind, 万联证券研究所

资料来源: wind, 万联证券研究所

债券承销方面, 10月券商参与的债券发行规模为1.17万亿元, 环比下降25.7%, 1-10月发行规模为13.34万亿元, 同比增长19.9%。其中, 10月公司债、企业债、可转债发行规模分别为3958亿元、27亿元、56亿元, 三者发行规模合计4041亿元, 环比下降5.9%, 1-10月公司债、企业债及可转债发行规模合计3.83万亿元, 同比提升16.2%。

图表8: 券商债券承销规模

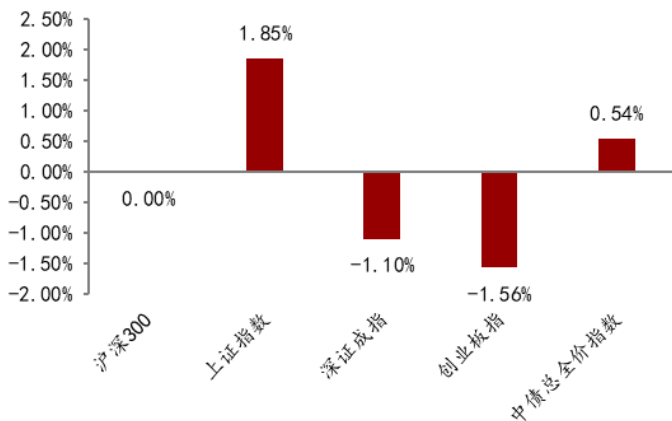


资料来源: wind, 万联证券研究所

### 2.3 自营业务: 权益市场指数表现分化, 中债总全价指数走势回稳

10月沪深300、上证指数、深证成指、创业板指涨跌幅分别为0%、1.85%、-1.1%、-1.56%, 中债总全价指数上涨0.54%。1-10月, 沪深300指数累计上涨17.94%, 中债总全价指数累计下跌1.66%。

图表9: 市场主要指数月涨跌幅



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表10: 沪深300、中债总全价指数年内涨跌幅走势



资料来源: wind, 万联证券研究所

## 3 行业动态

### 3.1 政策动态

10月31日, 证监会主席在《<中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议>辅导读本》上发表题为《提高资本市场制度包容性、适应性》的署名文章, 明确相关重点任务举措包括: 1) 积极发展股权、债券等直接融资; 2) 推动培育更多体现高质量发展要求的上市公司; 3) 营造更具吸引力的“长钱长投”制度环境; 4) 着力提升资本市场监管的科学性、有效性; 5) 稳步扩大资本市场高水平制度型开放; 6) 共同营造规范、包容、有活力的资本市场生态。证监会就《公开募集证券投资基金业绩比较基准指引(征求意见稿)》公开征求意见, 基金业协会同步发布《公开募集证券投资基金业绩比较基准操作细则(征求意见稿)》, 从业绩比较基准的选定、变更、相关内控机制、评价作用、信息披露等多方面完善监管要求。

10月28日，新华社授权发布《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》，关于资本市场及金融领域提到：1) 加快建设金融强国。完善中央银行制度，构建科学稳健的货币政策体系和覆盖全面的宏观审慎管理体系，畅通货币政策传导机制；2) 大力发展科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融；3) 提高资本市场制度包容性、适应性，健全投资和融资相协调的资本市场功能；建立健全功能完善的资本市场；4) 积极发展股权、债券等直接融资，稳步发展期货、衍生品和资产证券化；5) 优化金融机构体系，推动各类金融机构专注主业、完善治理、错位发展；6) 建设安全高效的金融基础设施；7) 稳步发展数字人民币；8) 加快建设上海国际金融中心，巩固提升香港国际金融、航运、贸易中心地位；9) 推进人民币国际化，提升资本项目开放水平，建设自主可控的人民币跨境支付体系。10) 推进全球经济金融治理改革，推动构建和维护公平公正、开放包容、合作共赢的国际经济秩序。11) 全面加强金融监管，强化央地监管协同，丰富风险处置资源和手段，构建风险防范化解体系，保障金融稳健运行；12) 提高防范化解重点领域风险能力，统筹推进房地产、地方政府债务、中小金融机构等风险有序化解，严防系统性风险。13) 落实促进绿色低碳发展的财税、金融、投资、价格、科技、环保政策。

10月27日，证监会主席在2025金融街论坛年会上发表主题为《发挥投融资综合改革牵引作用 推动“十五五”资本市场高质量发展》的演讲，提到：1) 增强多层次市场体系的包容性和覆盖面。将启动实施深化创业板改革，持续推动北交所高质量发展，健全新三板市场差异化的挂牌、信披、交易制度，畅通三、四板对接机制。2) 夯实市场稳定内在基础。将择机推出再融资储架发行制度，进一步拓宽并购重组支持渠道，促进上市公司产业整合、做优做强；督促上市公司完善治理、加大分红回购增持力度；推进公募基金改革，推动企业年金、保险资金等全面落实长周期考核。3) 稳步扩大高水平制度型对外开放。将优化互联互通机制，提升境外上市备案质效，深化内地与香港市场务实合作。4) 筑牢防风险、强监管防线，大力提升投资者权益保护质效。同日，证监会发布《合格境外投资者制度优化工作方案》《关于加强资本市场中小投资者保护的若干意见》《合格境外投资者资格审批与开户“一件事”服务指南》。

10月17日，证监会修订发布《上市公司治理准则》，修订主要包括：1) 完善董事、高级管理人员监管制度，从任职、履职、离职等方面进行全面规范；2) 健全董事、高级管理人员激励约束机制，要求上市公司建立薪酬管理制度，规定董事高管薪酬与公司经营业绩、个人业绩相匹配；3) 规范控股股东、实际控制人行为。严格限制可能对上市公司产生重大不利影响的同业竞争，进一步完善关联交易审议责任、决策要求。4) 做好与其他规则的衔接，提升规则协调性。

### 3.2 市场动态

上市券商2025年三季报披露完毕，申万证券行业分类下50家公司前三季度营业收入合计4522亿元，同比增长41.1%，归母净利润合计1831亿元，同比增长62.0%。其中共48家实现归母净利润同比增长，国联民生(+345.3%)、华西证券(+316.9%)、国海证券(+283.0%)、湘财股份(+203.4%)增幅居前。

10月30日，中国证券业协会发布《证券公司国际化发展实践报告及典型案例汇编(2025)》，内容显示：目前境内证券公司设立了38家境外一级子公司，国际化程度较高的证券公司国际业务收入占比达到25%左右。

10月24日，北京证券交易所、全国股转公司发布第三季度证券公司执业质量评价结果，相较上一季度，榜首由申万宏源易主为国金证券，东北证券、浙商证券、民生证券排名大幅跃升至前十。

10月10日，中央结算公司与同业拆借中心联合推出集中债券借贷业务，首批参与机构共计78家，其中券商有21家，包括中信证券、国泰海通、中金公司、华泰证券、招商证券、申万宏源等。

中证协向券商下发《2024年证券公司发布证券研究报告业务经营情况统计报告》（下称《报告》），内容显示：截至2024年末，全行业分析师有5628人，发布研报近10万份，机构客户佣金收入为198.65亿元，同比降22.48%。2023年的公募平均佣金率为7.37%，2024年降至5.19%。

根据证监会最新公示，上海光大证券资产管理有限公司已从“资产管理机构开展公募基金基金管理业务资格审批”名单中移除，目前仅有国证资管（原安信资管）、国金资管两家券商资管仍在排队申请公募牌照。

10月26日，国盛金控公告，公司名称由“国盛金融控股集团股份有限公司”变更为“国盛证券股份有限公司”，证券简称变更为“国盛证券”。通过上市公司吸收合并非上市券商子公司的方式，国盛证券实现曲线上市。

10月25日，湘财股份公告，公司换股吸收合并大智慧已收到上交所出具的受理通知书。

10月13日，中泰证券公告，公司不超过60亿元的向特定对象发行股票申请已获证监会同意注册批复。

## 4 投资建议与风险提示

### 4.1 投资建议

我们认为：政策多维度发力夯实市场内在稳定性，预计权益市场将长期向好发展，同时，在现代化产业体系建设过程中，优化提升传统产业及发展新质生产力将带来增量投行业务需求，近期政策面反复强调提高市场包容性、适应性，股债业务量有望继续增长。综上，看好券商业绩进一步提升，并且当前券商板块估值仍在近十年相对低位，具备修复空间，建议关注行业投资机会。具体标的上，政策导向推动行业回归本源、做优做强，行业马太效应明显，建议关注头部券商中当前估值相对较低的个股，以及并购重组潜在受益标的。

### 4.2 风险提示

政策推进不及预期；行业竞争加剧；监管趋严；地缘政治风险；宏观经济复苏不及预期等。

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，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了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的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。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场