

政策持续推动高质量发展，行业估值修复可期

——证券 II 行业月报

强于大市 (维持)

2025 年 12 月 11 日

行业核心观点：

从业务基本面来看，虽然 11 月权益市场主要指数下跌，但展望长期，持续推进的资本市场改革提升了市场内在稳定性以及投资者体验，低利率大环境下权益市场仍具吸引力，结合市场情绪方面，11 月交投活跃度边际下滑后依然保持在近五年高位水平，预期将来自营和经纪、信用业务仍有较好的展业基础。同时，投行业务 IPO 规模与债券承销规模环比增长，预计在积极发展股债融资的政策导向下，还有更大增量空间。目前券商指数 PB 估值仍在近十年相对低位，看好券商业绩继续提升、估值修复。从行业格局来看，在新“国九条”及证监会相关政策鼓励下，业内并购重组事件频现，预计将加速形成 10 家左右优质头部机构引领行业高质量发展，2 至 3 家具备国际竞争力与市场引领力的投资银行和投资机构。建议关注并购重组潜在标的，以及头部券商中估值相对较低的标的。

投资要点：

11 月券商个股仅 3 只上涨：11 月申万 31 个一级行业中有 13 个上涨，非银金融板块下跌，而证券行业在非银金融子行业中表现垫底，11 月申万券商指数下跌 5.83%，与沪深 300、非银金融板块指数相比分别落后 3.38pct、2.03pct，券商个股仅 3 只上涨。

业务驱动因素：1) 经纪与信用：交投活跃度边际回落，两融余额保持高位。11 月 A 股股票日均成交额 1.92 万亿元，环比下降 11.5%，同比下降 2.7%，1-11 月日均成交额 1.72 万亿元，同比提升 69.8%。11 月末，两融余额 2.47 万亿元，环比下降 0.5%，较年初增长 32.7%；2) 投行：IPO 规模与债券承销规模均环比增长。股权承销方面，11 月 IPO 发行 10 家，募集资金 205 亿元，环比增长 34%。1-11 月累计 IPO 发行 97 家，募集资金 1118 亿元，同比提升 95.5%。债券承销方面，11 月券商债券承销规模为 1.61 万亿元，环比上升 37.3%，1-11 月承销规模为 14.97 万亿元，同比增长 16.9%；3) 自营：权益市场主要指数、中债总全价指数均下跌。11 月沪深 300、上证指数、深证成指、创业板指均下跌，中债总全价指数亦下跌 0.39%。1-11 月，沪深 300 指数累计上涨 15.04%，中债总全价指数累计下跌 2.05%。

市场动态：11 月 19 日，中金公司与东兴证券、信达证券同步公告，正在筹划由中金公司通过换股方式吸收合并东兴证券、信达证券。

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

吴清主席致辞的学习体会：行业格局或加速优化，业务发展空间广阔
市场景气度高，关注券商股估值修复机会
资本市场改革持续推进，行业基本面长期向好

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。

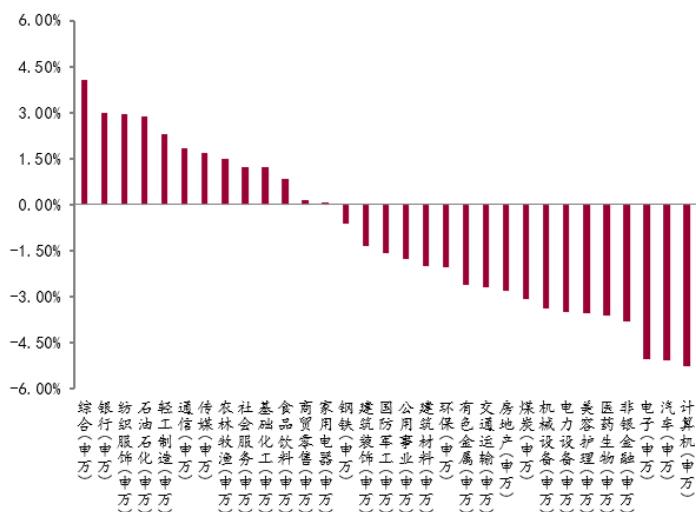
正文目录

1 市场行情回顾.....	4
2 业务驱动因素.....	4
2.1 经纪与信用业务：交投活跃度边际回落，两融余额保持高位	4
2.2 投行业务：IPO 规模与债券承销规模均环比增长.....	5
2.3 自营业务：权益市场主要指数、中债总全价指数均下跌	6
3 行业动态.....	6
3.1 政策动态	6
3.2 市场动态	7
4 投资建议与风险提示.....	7
4.1 投资建议	7
4.2 风险提示	7
 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

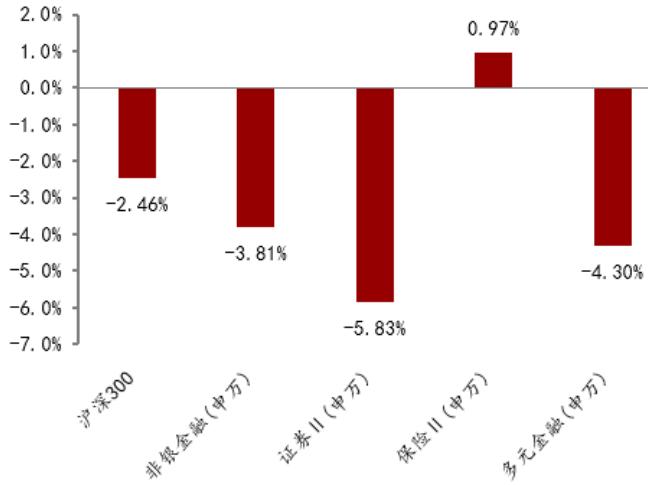
1 市场行情回顾

11月申万31个一级行业中有13个上涨，非银金融板块下跌，而证券行业在非银金融子行业中表现垫底，11月申万券商指数下跌5.83%，与沪深300、非银金融板块指数相比分别落后3.38pct、2.03pct。

图表1：申万一级行业月涨跌幅



图表2：非银金融子行业月涨跌幅

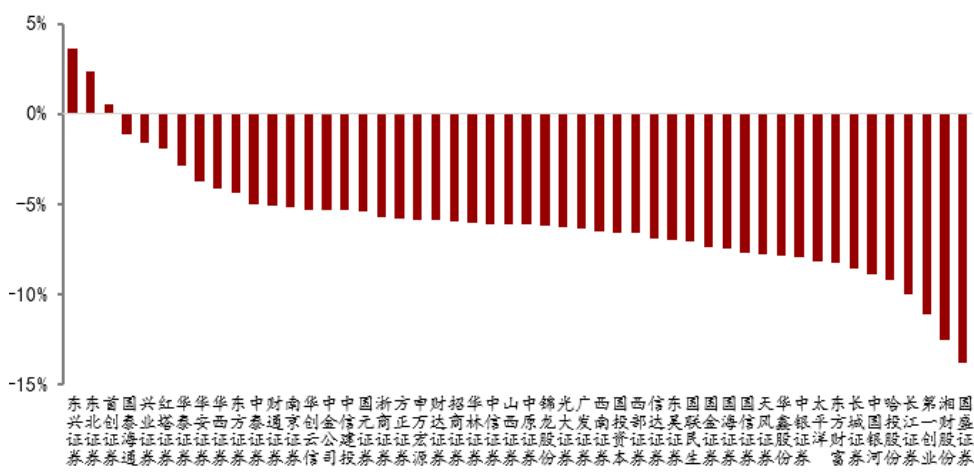


资料来源：wind, 万联证券研究所

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只个股中仅有3只上涨，分别为东兴证券（3.63%）、东北证券（2.31%）、首创证券（0.53%）。国盛证券（-13.82%）、湘财股份（-12.57%）、第一创业（-11.11%）跌幅居前。

图表3：券商个股表现



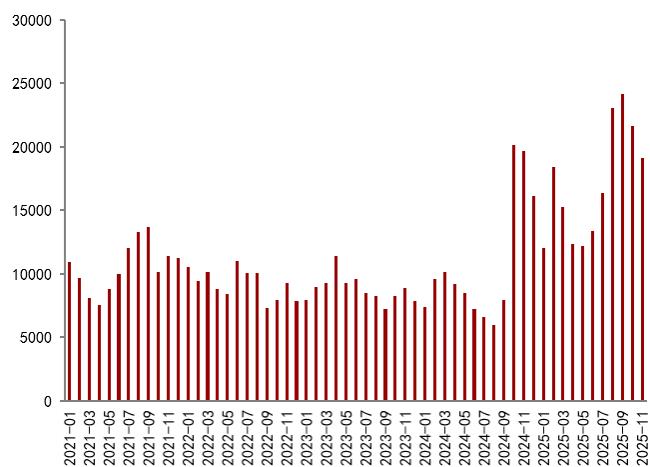
资料来源：wind, 万联证券研究所

2 业务驱动因素

2.1 经纪与信用业务：交投活跃度边际回落，两融余额保持高位

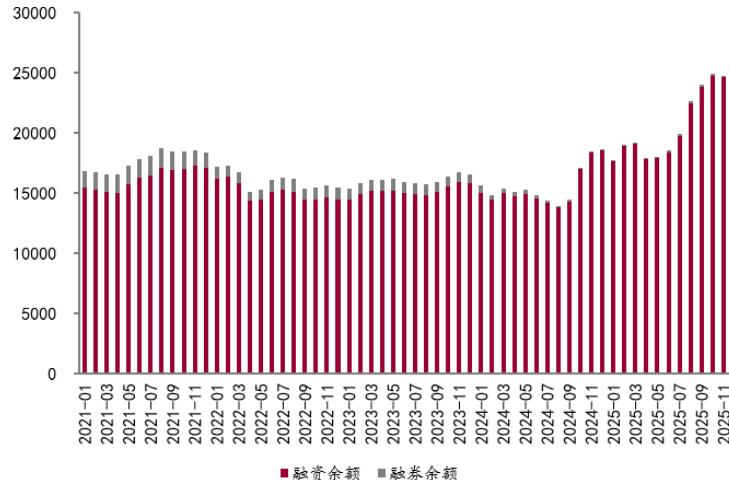
11月A股股票日均成交额1.92万亿元，环比下降11.5%，同比下降2.7%；1-11月日均成交额1.72万亿元，较去年同期提升69.8%。11月末，两融余额2.47万亿元，环比下降0.5%，较年初增长32.7%，其中融资余额占比99.3%。

图表4: A股日均成交额(亿元)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表5: 融资融券余额(亿元)

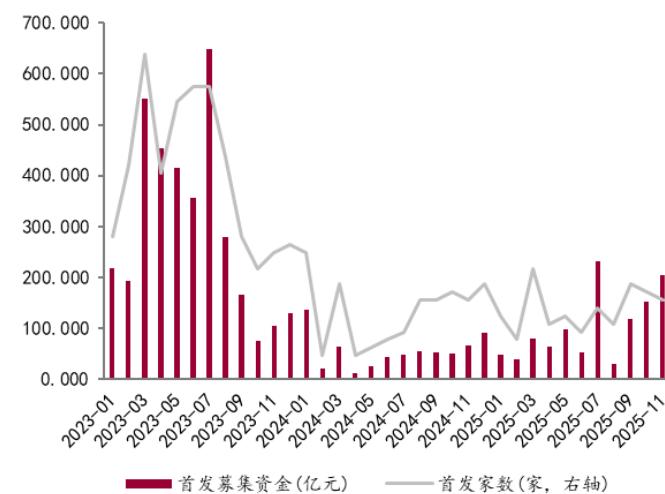


资料来源: wind, 万联证券研究所

2.2 投行业务: IPO 规模与债券承销规模均环比增长

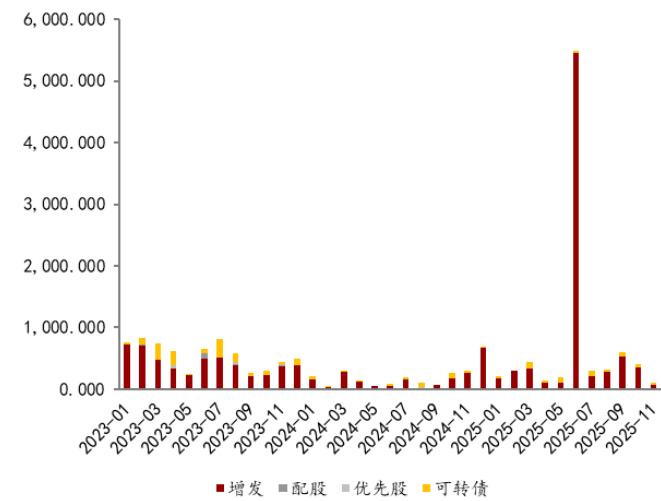
股权承销方面, 11月IPO发行10家, 募集资金205亿元(按发行日统计), 环比增长34%。1-11月累计IPO发行97家, 募集资金1118亿元, 同比提升95.5%。11月再融资募集资金101亿元(按发行日统计), 环比下降75.5%, 1-11月再融资规模8498亿元, 同比提升378.8%。

图表6: IPO募集资金规模及家数



资料来源: wind, 万联证券研究所

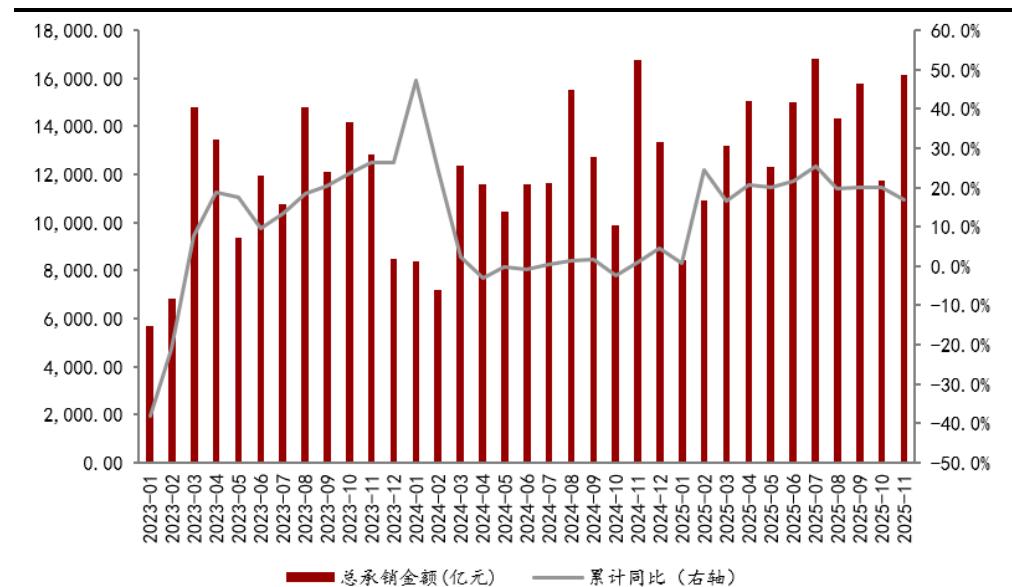
图表7: 再融资募集资金规模(亿元)



资料来源: wind, 万联证券研究所

债券承销方面, 11月券商债券承销规模为1.61万亿元, 环比上升37.3%, 1-11月承销规模为14.97万亿元, 同比增长16.9%。其中, 11月公司债、企业债、可转债承销规模分别为3918亿元、35亿元、29亿元, 三者承销规模合计3981亿元, 环比下降1.5%, 1-11月公司债、企业债及可转债承销规模合计4.23万亿元, 同比提升13.4%。

图表8: 券商债券承销规模

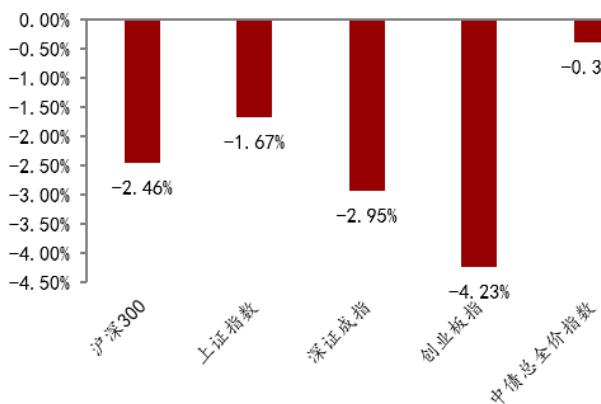


资料来源: wind, 万联证券研究所

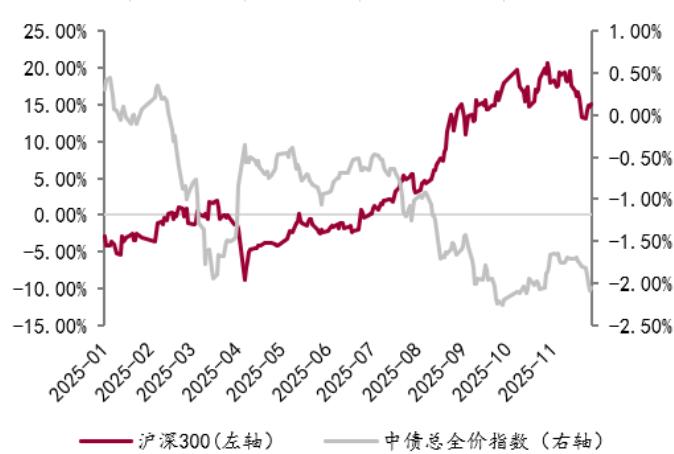
2.3 自营业务: 权益市场主要指数、中债总全价指数均下跌

11月沪深300、上证指数、深证成指、创业板指均下跌，中债总全价指数亦下跌0.39%。
1-11月，沪深300指数累计上涨15.04%，中债总全价指数累计下跌2.05%。

图表9: 市场主要指数月涨跌幅



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

资料来源: wind, 万联证券研究所

3 行业动态

3.1 政策动态

11月12日，中国证监会副主席李明在上海证券交易所国际投资者大会上致辞，提到：1) 将深化投融资综合改革，在融资端，纵深推进两创业板改革，加快落实科创板“1+6”政策举措，推动科创成长层平稳运行。抓紧启动实施深化创业板改革，积极发展多元股权融资；在投资端，持续完善长钱长投的市场生态，加力推动中长期资金入市实施方案落地见效，持续扩大社保、保险、年金等权益类投资规模和比例，深化公募基金改革，丰富适配长期投资的指数产品，强化战略性力量储备和稳市机制建设。2) 将更大力度优化上市公司结构，提高上市公司投资价值。一方面，抓好“并购六条”上市公司重大资产重组等落实见效，进一步拓宽并购重组支持渠道，促进上市公司产业整合做强做优，同时，优化公司治理、信息披露、市值管理等制度机制，督促上市公司以稳健业绩筑牢价值根基，增强分红稳定性、持续性和可预期性，继续通过回购增

持等回报投资者；另一方面，巩固深化常态化退市机制，畅通多元退市渠道，进一步健全进退有序、优胜劣汰的市场形态。3) 将完善合格境外投资者制度，稳慎拓展互联互通，加快建设世界一流交易所，丰富跨境投资产品，推动更多期货期权品种纳入对外开放范围，提高外资机构参与中国资本市场的便利度。同时加强开放环境下监管能力和风险防范能力建设，深化跨境监管执法工作，切实保护各类投资者合法权益。

11月4日，中国证监会副主席李明在第四届国际金融领袖投资峰会上致辞，提到：1) 将进一步提升跨境投融资便利化水平，切实增强政策的稳定性、透明度和可预期性，持续加强与国际投资者的常态化沟通，推动各项政策措施加快落地见效。2) 将进一步深化内地与香港资本市场务实合作。着力提升境外上市备案质效，扩大沪深港通标的范围，支持将人民币股票交易柜台、REITS等纳入港股通，积极支持香港推出国债期货，丰富香港离岸人民币风险管理工具，坚定支持香港巩固提升国际金融中心地位，推动形成在岸与离岸协同发展、良性互动的新格局。3) 将进一步加强开放环境下监管能力和风险防范能力建设。统筹发展和安全，深化与包括香港证监会在内的跨境监管与执法合作，加强资本跨境流动和风险监测，推动信息共享、政策互商、处置协同，坚决防范风险跨境传染与共振。同时，在IOSCO框架下，共同推进全球资本市场治理改革，推动资本市场更加公平、公正、包容、有韧性。

11月1日，证监会、财政部发布修订后的《证券结算风险基金管理办法》，主要修订内容包括：1) 调整计收范围和交纳比例；2) 完善风险基金规模相关规定；3) 优化风险基金投资、存放及使用；4) 增加风险防范、内部管理规定和追偿追责安排。

3.2 市场动态

11月28日，根据证监会最新公示信息，在《资产管理机构开展公募基金管理业务资格审批》栏中，已经没有券商资管排队申请公募牌照。

11月19日，中金公司与东兴证券、信达证券同步公告，正在筹划由中金公司通过换股方式吸收合并东兴证券、信达证券。

券商账户管理功能优化试点迎来近三年首次扩容，国联民生、华鑫证券等8家券商获准加入，具备该试点资格的券商增至20家。

4 投资建议与风险提示

4.1 投资建议

从业务基本面来看，虽然11月权益市场主要指数下跌，但展望长期，持续推进的资本市场改革提升了市场内在稳定性以及投资者体验，低利率大环境下权益市场仍具吸引力，结合市场情绪方面，11月交投活跃度边际下滑后依然保持在近五年高位水平，预期将来自营和经纪、信用业务仍有较好的展业基础。同时，投行业务IPO规模与债券承销规模环比增长，预计在积极发展股债融资的政策导向下，还有更大增量空间。目前券商指数PB估值仍在近十年相对低位，看好券商业绩继续提升、估值修复。从行业格局来看，在新“国九条”及证监会相关政策鼓励下，业内并购重组事件频现，预计将加速形成10家左右优质头部机构引领行业高质量发展，2至3家具备国际竞争力与市场引领力的投资银行和投资机构。建议关注并购重组潜在标的，以及头部券商中估值相对较低的标的。

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受到任何形式的补偿。

免责条款

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