

1、2024回顾

- **股价表现：**截至2024年11月8日，券商板块较年初上涨48%，沪深300较年初上涨21%，板块在9月末前跑输指数，截至11月8日跑赢指数27pct。券商板块在今年2月、7月有7%左右的上涨，9月以来上涨64%，**驱动因素分别是：**①年初因小微盘股大幅回撤带来流动性负反馈，上证指数跌至2,700点后以券商为代表的权重股出现反弹；②业绩改善、各业务条线的严监管政策基本落地；③成交额降至冰点后，国新办发布会显著提振市场信心，活跃度大幅提升，板块高贝塔属性凸显。
- **业绩回顾：**24Q1-3，我们统计范围内的43家上市券商实现营业总收入3,714亿元，同比下降3%；实现归母净利润1,034亿元，同比下降6%。**24Q1、Q2、Q3的归母净利润分别为294、346、395亿元，较23Q4的底部已经开始逐季修复。**

2、2025展望

- **展望2025，我们认为券商股的投资机会来自于分子端改善与分母端的不确定性下降。**①**分子端驱动：**良好的市场环境下券商经营情况改善，各业务收入均有望实现增长；②**分母端驱动：**利好政策带来市场**风险偏好提升**，成交量的放大或能给市场情绪带来正向反馈，但特朗普上任等外部事件可能对市场情绪造成短期扰动；业绩修复的不确定性下降，**风险评价改善**。
- **宏观展望：**2024年一系列政策聚焦提高上市公司质量、推动中长期资金入市等方面，对资本市场及证券行业短期、中期、长期均有积极影响。为打造健康的资本市场生态，预计未来仍有可能继续推出支持政策。①**短期：**市场风险偏好迅速提升，成交额显著放大，投资收益率提高；②**中期：**业务发展出现新思路，如基金产品的被动化发展机会。多起券商合并，行业集中度与部分券商市占率提升；③**长期：**引入中长期资金，提振资本市场并加强资本市场的内在稳定性，券商高质量发展。
- **经营展望：**预计①**2025年日均成交额**同比显著提高，成为2025年券商业绩恢复的核心驱动力；②**IPO审核有所放松**，并购重组市场升温；③**资管规模企稳回升**，赚钱效应增强以及**ETF大发展驱动公募基金主动、被动产品规模扩容**；④**两融余额**继续抬升，利息收支恢复常态；⑤**继续扩大金融资产规模**，投资收益率维持较高水平。**综上，我们预测2024和2025年上市券商合计口径净利润分别为1,454和1,775亿元（中性假设），同比增速为10%/22%。**

3、投资建议

- **板块观点：**2024年11月，金融时报发文称，近期一揽子增量政策不是简单的刺激，是政策逻辑的重大调整，不仅有短期扩需求的方案，同时还有大量的改革、结构调整的方案。我们认为，后续仍会有增量政策逐步落地，提振市场信心，券商板块迎多重利好：①**业绩方面**，证券行业利润逐季改善，明年基本面有望延续；②**政策方面**，9月以来提振资本市场的政策频出，行业方面也有风控指标优化等政策落地；③**主题方面**，业内收并购持续推进。多项利好叠加，继续看好板块后续表现。
- **推荐组合：**①**优质龙头：**中信证券、中国银河、华泰证券；②**收并购：**国泰君安；③**性价比港股：**中金公司H、香港交易所。



- 1、宏观经济大幅下行
- 2、交投活跃度大幅下降
- 3、资本市场改革不及预期

目录

CONTENTS

01

2024回顾

02

2025展望

03

投资建议

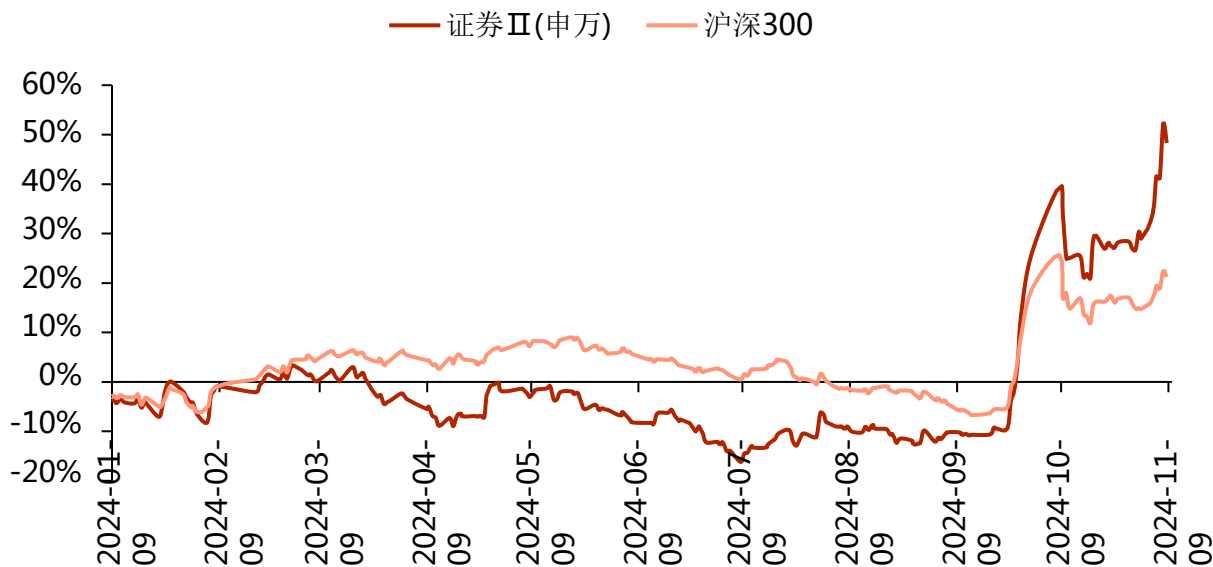
01

2024回顾

年初以来券商板块上涨48%，跑赢沪深300指数21pct。

- 板块层面：**回顾全年，截至2024年11月8日，券商板块较年初上涨48%，沪深300较年初上涨21%，板块在9月末前跑输指数，截至11月8日跑赢指数27pct。券商板块在今年2月、7月有7%左右的上涨，9月以来上涨64%，驱动因素分别是：①年初因小微盘股大幅回撤带来流动性负反馈，上证指数跌至2,700点后以券商为代表的权重股出现反弹；②业绩改善、各业务条线的严监管政策基本落地；③成交额降至冰点后，国新办发布会显著提振市场信心，活跃度大幅提升，板块高贝塔属性凸显。

证券板块9月以来从跑输变为跑赢



证券板块9月末迎来迅速上涨



数据来源：Wind，浙商证券研究所。注：券商板块为券商Ⅱ（申万）；较2024年初收益率。

个股层面：年初至今，板块领涨标的包括有收并购行为或预期的标的、经纪业务收入占比高的标的、低估值的头部标的等。涨幅前三的个股为东方财富、天风证券、中信证券，涨幅分别为102%、89%、76%。

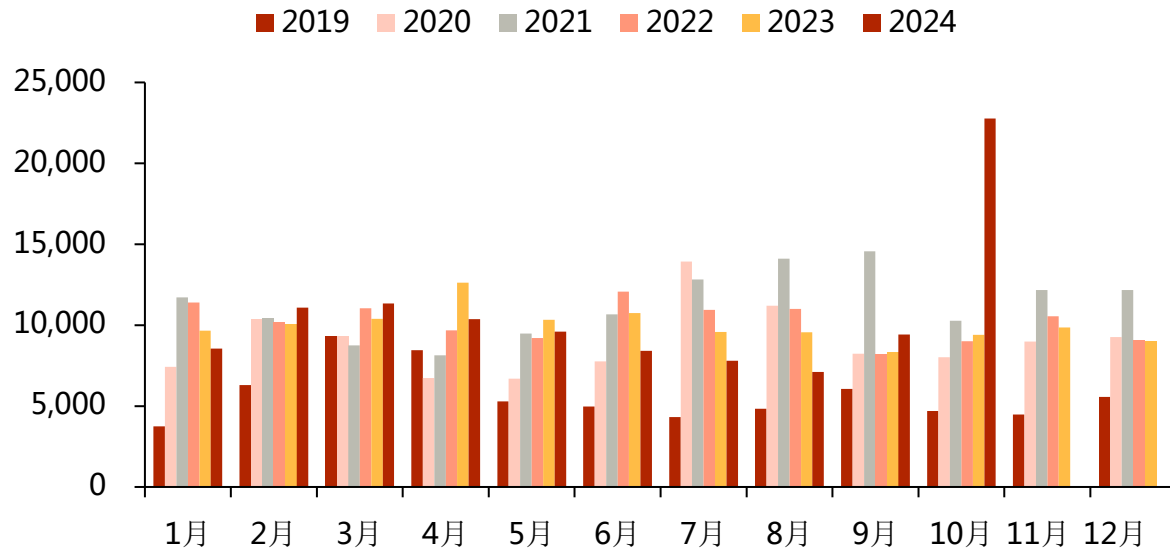
股票代码	公司名称	PB(lf)	PB估值分位数 (近3年)	PB估值分位数 (近10年)	PE(TTM)	PE估值分位数 (近3年)	PE估值分位数 (近10年)	年初至今涨幅
300059.SZ	东方财富	5.79	89%	63%	55.5	100%	44%	102%
601162.SH	天风证券	2.19	100%	65%	-77.3	0%	0%	89%
600030.SH	中信证券	1.98	100%	86%	25.7	100%	84%	76%
002797.SZ	第一创业	2.62	100%	58%	63.5	86%	58%	69%
600999.SH	招商证券	1.67	99%	51%	19.5	98%	66%	60%
002673.SZ	西部证券	1.58	100%	42%	43.9	100%	54%	59%
601198.SH	东兴证券	1.51	99%	48%	32.1	65%	59%	58%
002736.SZ	国信证券	1.47	98%	37%	19.3	99%	59%	56%
000750.SZ	国海证券	1.54	100%	57%	283.0	97%	97%	51%
601688.SH	华泰证券	1.13	94%	32%	11.4	72%	26%	48%
601211.SH	国泰君安	1.24	100%	54%	18.2	98%	78%	46%
000783.SZ	长江证券	1.27	89%	34%	23.6	76%	45%	45%
601136.SH	首创证券	5.00	86%	86%	65.5	39%	39%	41%
600909.SH	华安证券	1.45	99%	43%	21.5	99%	47%	40%
601881.SH	中国银河	1.67	100%	75%	21.7	98%	64%	39%
000728.SZ	国元证券	1.13	100%	46%	20.0	93%	39%	38%
600958.SH	东方证券	1.28	84%	41%	30.6	94%	65%	35%
600837.SH	海通证券	1.01	99%	42%	-40.6	0%	0%	35%
601878.SH	浙商证券	1.93	87%	42%	34.0	99%	64%	35%
601099.SH	太平洋	3.54	99%	88%	250.4	91%	99%	35%
002500.SZ	山西证券	1.42	99%	36%	31.3	35%	18%	34%
000166.SZ	申万宏源	1.42	99%	41%	35.7	81%	90%	33%
601375.SH	中原证券	1.67	96%	47%	139.9	84%	89%	32%
600369.SH	中信建投	3.21	85%	52%	42.2	100%	79%	31%
000686.SZ	西南证券	1.36	98%	52%	67.5	83%	87%	29%
000776.SZ	东北证券	1.12	91%	35%	37.1	83%	87%	28%
601555.SH	广发证券	1.15	68%	29%	17.2	93%	77%	28%
601788.SH	东吴证券	1.09	87%	33%	20.9	95%	45%	25%
601456.SH	光大证券	1.50	98%	66%	45.7	100%	80%	25%
601236.SH	国联证券	2.05	83%	59%	110.5	84%	89%	24%
601696.SH	红塔证券	1.85	77%	44%	58.0	33%	41%	23%
601696.SH	中银证券	1.98	69%	44%	46.7	98%	66%	23%
601377.SH	兴业证券	1.13	78%	31%	35.6	95%	79%	22%
601990.SH	南京证券	2.03	88%	42%	43.9	70%	39%	21%
601901.SH	方正证券	1.70	98%	57%	36.3	81%	46%	20%
601108.SH	财通证券	1.20	82%	35%	18.9	84%	49%	18%
002926.SZ	华西证券	1.04	87%	39%	77.9	88%	95%	18%
002939.SZ	长城证券	1.27	59%	29%	28.2	83%	56%	18%
002945.SZ	华林证券	7.19	98%	80%	323.9	83%	91%	17%
600918.SH	国金证券	1.11	71%	24%	26.5	99%	78%	10%
600906.SH	中泰证券	1.38	62%	42%	125.5	100%	100%	8%
601995.SH	财达证券	2.21	47%	40%	61.0	95%	87%	7%
601059.SH	中金公司	2.06	30%	22%	41.7	100%	91%	1%
601059.SH	信达证券	2.97	51%	51%	42.8	84%	84%	-7%

数据来源：Wind，浙商证券研究所。注：截至2024年11月8日。

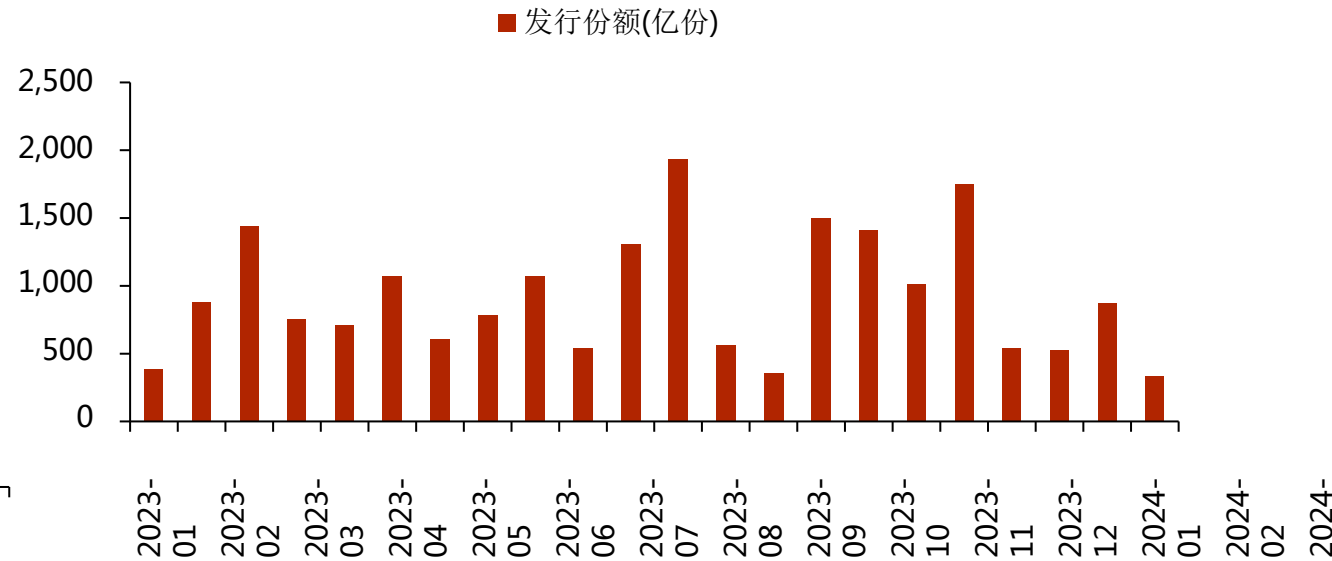
10月日均股基成交额同比增长142%，将前10个月日均成交额增速拉正。

- **交投：**2024年前10个月市场日均股基成交额为10,437亿元，同比增长4%。其中，9、10月日均成交额同比增长13%/142%。
- **基金：**2024年前10个月新发基金份额为8,869亿份，同比增长7%。上半年新发份额同比增长26%，7月以来发行持续低迷，拉低增幅。其中，股票型基金发行份额同比增长12%。

月度日均股基成交额



新发基金份额前高后低

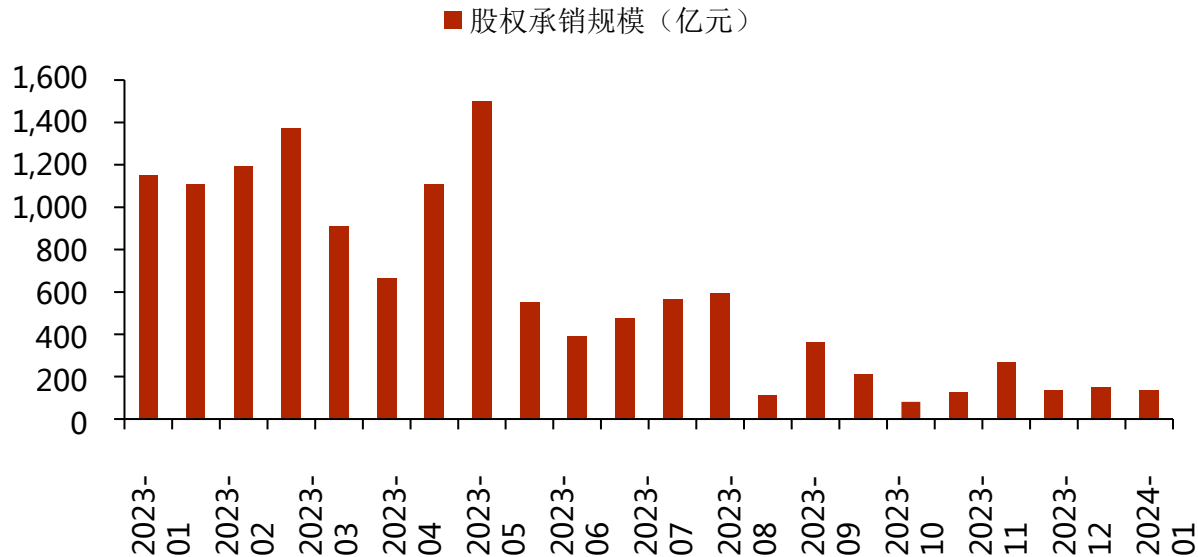


数据来源：Wind，浙商证券研究所。注：作图单位为亿元；新发基金份额按成立日统计。

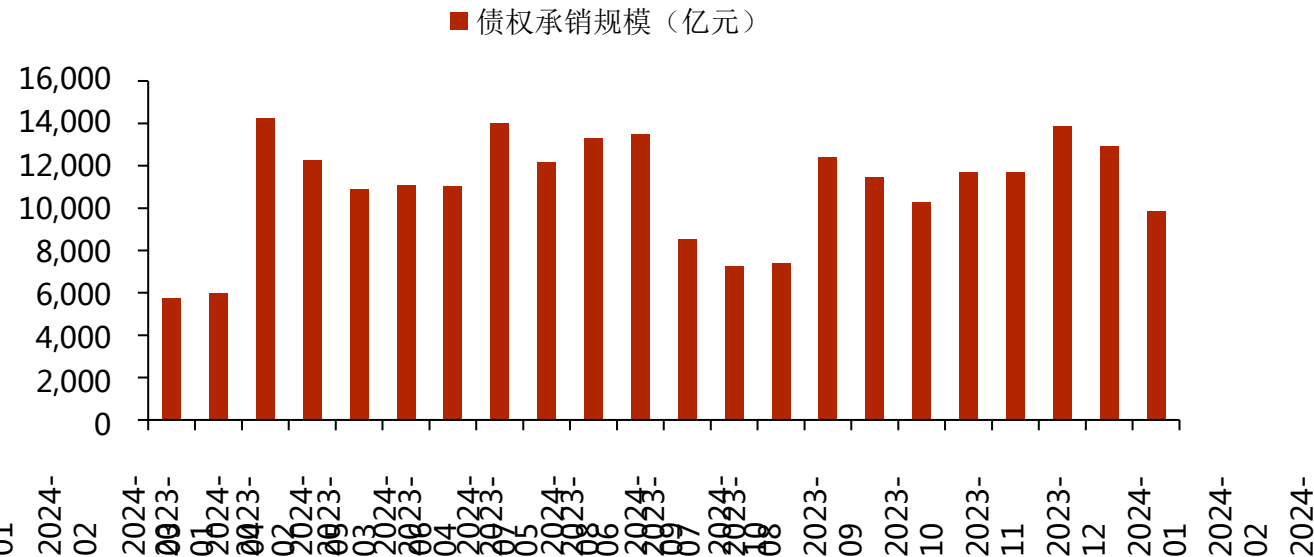
一级市场景气度持续承压，股、债承销规模均同比下降。

- **股权：** 2024年1-10月行业股权承销规模（Wind按上市日统计口径）2,161亿元，同比减少78%，IPO规模同比下降84%。
- **债权：** 2024年1-10月行业债权承销规模10.88万亿元，同比减少2%。其中，地方政府债同比下降16%，公司债下降1%、金融债增长5%。

行业股权承销规模变化情况



行业债权承销规模变化情况



数据来源：Wind，浙商证券研究所。注：按发行日统计；股权承销包括首发、增发、配股、优先股、可转债；债权承销包括可交债、地方政府债、金融债、企业债、公司债、短期融资券、中期票据、定向工具、国际机构债、政府支持机构债、ABS。

02

2025展望

证监会一系列政策聚焦提高上市公司质量、推动中长期资金入市等方面，对资本市场及证券行业短期、中期、长期有积极影响。为打造健康的资本市场生态，预计未来仍有可能继续推出支持政策。

- **短期：**市场风险偏好迅速提升，成交额显著放大，投资收益率提高。
- **中期：**业务发展出现新思路，如基金产品的被动化发展机会。多起券商合并，行业集中度与部分券商市占率提升。
- **长期：**引入中长期资金，提振资本市场并加强资本市场的内在稳定性，证券公司高质量发展。

发布时间	文件名称/事件	主要内容
2024/3/15	《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）》等四项政策文件	重点内容包括提高上市公司质量、加强上市公司监管、加强证券公司和公募基金监管、推进建设一流投资银行和投资机构等。
2024/4/12	《关于严格执行退市制度的意见》	为深入贯彻落实中央金融工作会议以及《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》精神，进一步深化退市制度改革，实现进退有序、及时出清的格局。证监会在认真总结改革经验和充分考虑国情市情的基础上，制定《关于严格执行退市制度的意见》，着眼于提升存量上市公司整体质量，通过严格退市标准，加大对“僵尸空壳”和“害群之马”出清力度，削减“壳”资源价值；同时，拓宽多元退出渠道，加强退市公司投资者保护。
2024/4/19	《公开募集证券投资基金证券交易费用管理规定》	主要内容有四个方面：一是调降基金股票交易佣金费率；二是降低基金管理人证券交易佣金分配比例上限；三是全面强化基金管理人、证券公司相关合规内控要求；四是明确基金管理人层面交易佣金信息披露内容和要求。
2024/5/15	《证券市场程序化交易管理规定（试行）》	一、明确程序化交易的定义和总体要求；二、明确报告要求；三、明确交易监测和风险防控要求；四、加强信息系统管理，明确对程序化交易相关的技术系统、交易单元、主机托管、交易信息系统接入等监管要求；五、加强高频交易监管。明确高频交易的定义，并从报告信息、收费、交易监控等方面提出差异化监管要求；六、明确监督管理安排；七、明确北向程序化交易按照内外资一致的原则。
2024/9/20	《证券公司风险控制指标计算标准规定》	主要调整完善以下内容：一、对证券公司投资股票、做市等业务的风险控制指标计算标准予以优化；二、根据证券公司风险管理水平，优化风控指标分类调整系数，支持合规稳健的优质证券公司适度提升资本使用效率；三、对证券公司所有业务活动纳入风险控制指标约束范围，明确证券公司参与公募REITs等新业务风险控制指标计算标准；四、对创新业务和风险较高的业务从严设置风险控制指标计算标准。
2024/9/24	《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》	一、支持上市公司向新质生产力方向转型升级；二、鼓励上市公司加强产业整合；三、进一步提高监管包容度；四、提升重组市场交易效率；五、提升中介机构服务水平；六、依法加强监管。
2024/9/26	《关于推动中长期资金入市的指导意见》	主要举措包括：一、建设培育鼓励长期投资的资本市场生态；二、大力发展权益类公募基金，支持私募证券投资基金稳健发展；三、着力完善各类中长期资金入市配套政策制度。
2024/10/18	中国证监会同意证券、基金公司申请互换便利（SFISF）	中国人民银行创设了证券、基金、保险公司互换便利（SFISF），为保障工具操作顺利开展，中国证监会同意20家公司开展互换便利操作。
2024/11/15	《上市公司监管指引第10号——市值管理》	要求上市公司以提高公司质量为基础，提升经营效率和盈利能力，并结合实际情况依法合规运用并购重组、股权激励、员工持股计划、现金分红、投资者关系管理、信息披露、股份回购等方式，推动上市公司投资价值合理反映上市公司质量。

数据来源：证监会，浙商证券研究所

券商并购潮持续，行业格局将优化。

- 2024年3月，证监会发文提及“力争通过5年左右时间，推动形成10家左右优质头部机构引领行业高质量发展的态势”、“到2035年，形成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”，年内已有多家券商官宣收并购方案，国君与海通更是打响了头部券商合并第一枪。为达成目标，预计行业内仍将继续出现头部之间的合并以及大吃小的市场化收购。

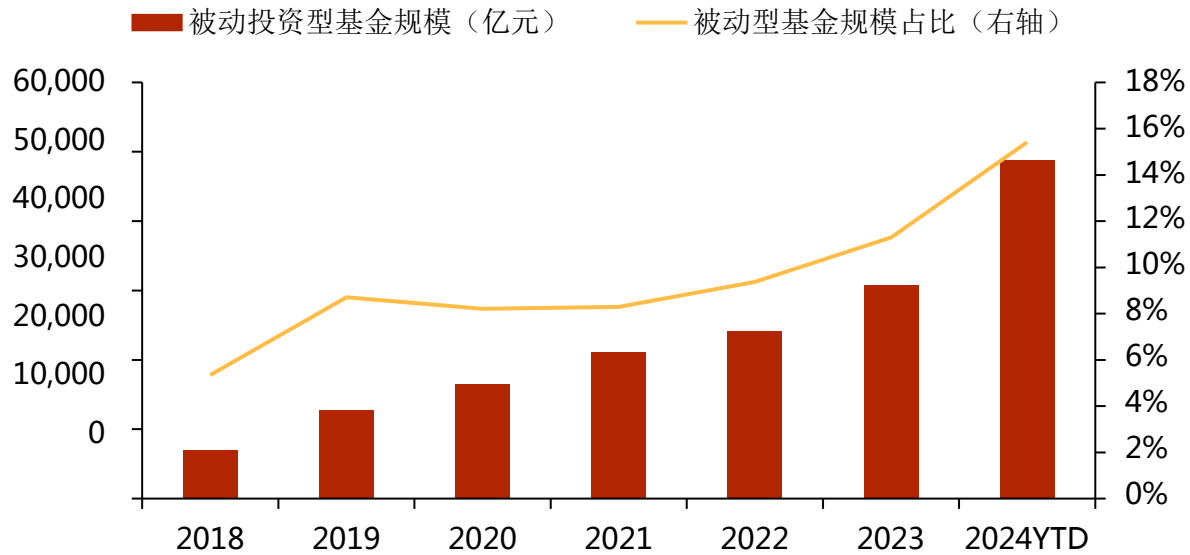
时间	公司	主要内容
2024/3/29	浙商证券、国都证券	浙商证券发布公告称，拟通过协议转让方式受让重庆信托、天津重信、重庆嘉鸿、深圳远为、深圳中峻分别持有的国都证券275,000,000股股份（对应股份总数的4.7170%）、275,000,000股股份（对应股份总数的4.7170%）、220,000,000股股份（对应股份总数的3.7736%）、192,910,354股股份（对应股份总数的3.3089%）、153,266,800股股份（对应股份总数的2.6289%），合计国都证券1,116,177,154股股份（对应股份总数的19.1454%）。
2024/4/24	国联证券、民生证券	国联证券发布公告称，正在筹划通过发行A股股份的方式收购民生证券控制权并募集配套资金。
2024/6/21	西部证券、国融证券	西部证券发布公告称，基于自身发展需要，正在筹划以支付现金方式收购国融证券。
2024/8/21	国信证券、万和证券	国信证券发布公告称，拟以发行A股股份的方式购买万和证券控制权。发行股份购买资产交易对方为深圳市资本运营集团有限公司，交易对方持有万和证券总股本的53.0892%的股份，为万和证券的控股股东。
2024/9/5	国泰君安、海通证券	国泰君安发布公告称，国泰君安与海通证券正在筹划由公司通过向海通证券全体A股换股股东发行A股股票、向海通证券全体H股换股股东发行H股股票的方式换股吸收合并海通证券并发行A股股票募集配套资金。

数据来源：wind，浙商证券研究所

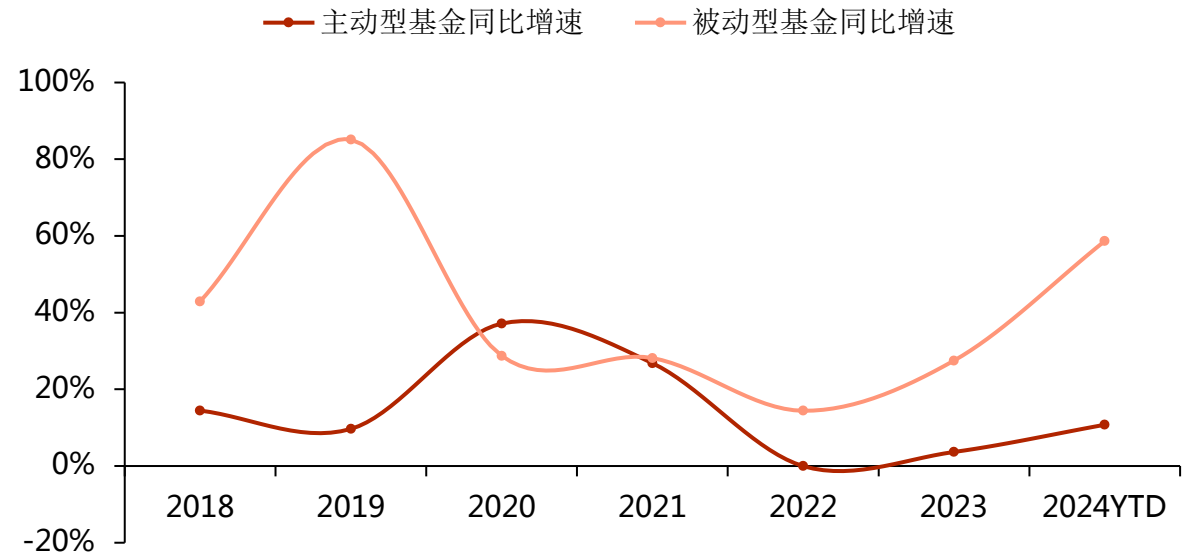
在政策支持指数化投资以及主动基金降费、业绩不佳的情况下，被动投资迎发展机遇。

- 近年来，在政策支持指数化投资以及主动基金降费、业绩不佳的情况下，被动产品规模迅速扩张。截至2024年11月8日，被动型基金规模占比达15%，且近三年增速显著高于主动型基金。参照美国经验，公募费率下调、投资者对主动权益基金的青睐度降低后，发展ETF是应对措施之一，我国被动型基金中ETF规模占比约70%，是被动化发展的重要一环。

被动型基金规模及占比逐年提升



主动型基金增速跑输被动型基金

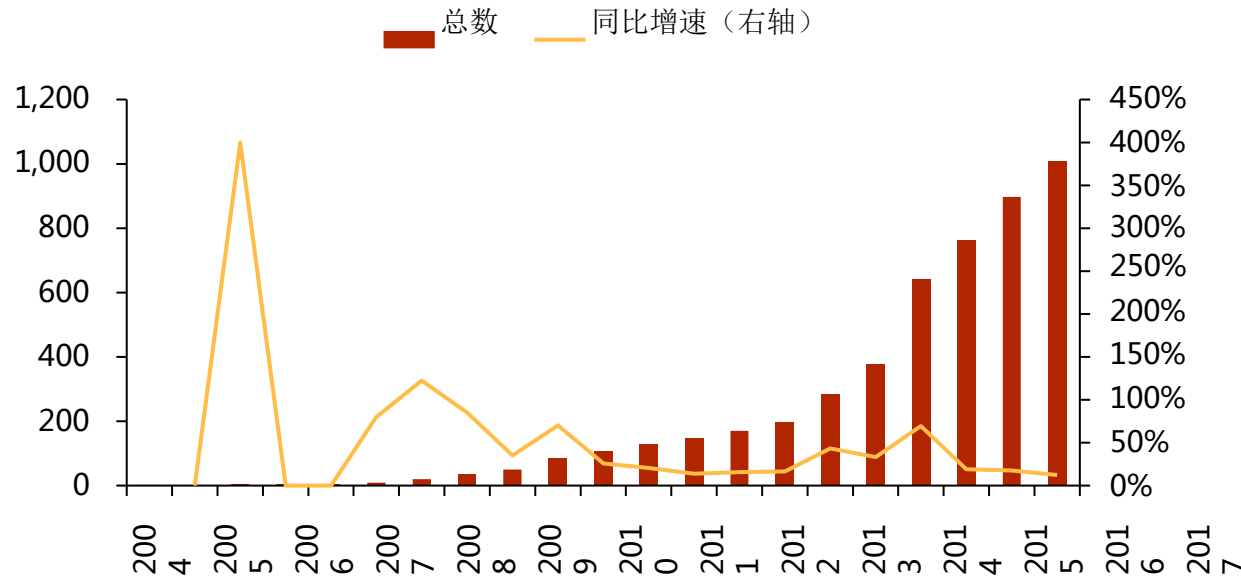


数据来源: Wind, 浙商证券研究所注: 2024YTD截至2024年11月8日, 2024YTD增速为较2023年末增速。

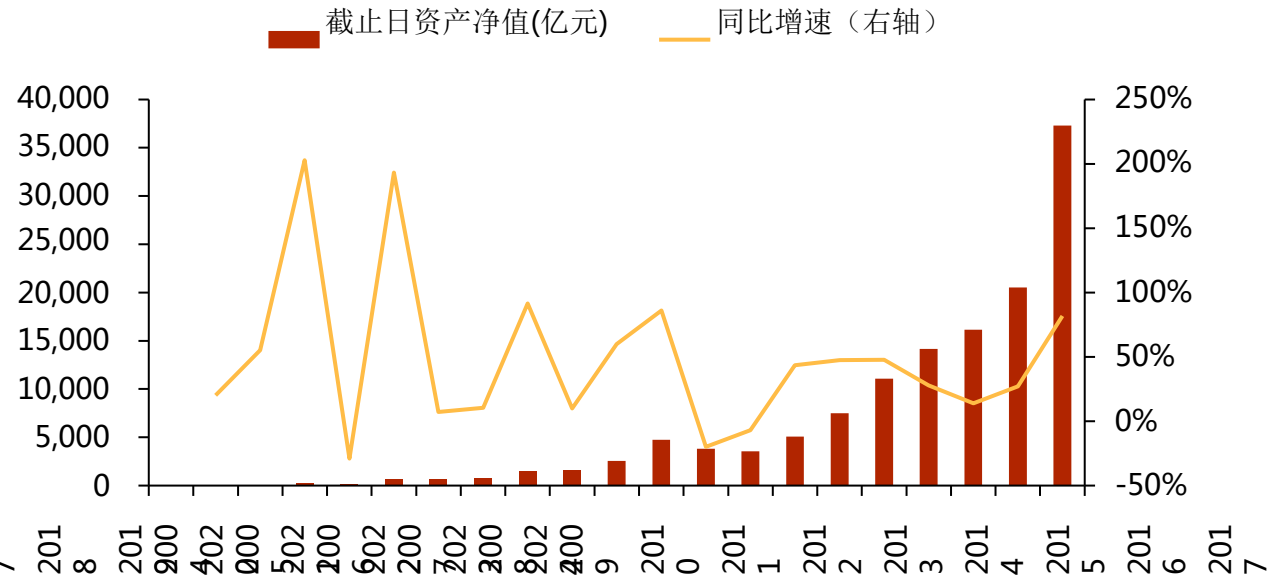
我国ETF市场快速发展，但仍有较大提升空间。

- 从整体规模来看：我国ETF产品数量从2013年的85只增长至2024年11月的1,009只，2013-2023年复合增速为27%；ETF产品资产净值从2013年的1,596亿元增长至2024年11月的37,311亿元，2013-2023复合增速为29%。截至2024年11月8日，我国股票型ETF与A股总市值比重约3%，而美国的比例约13%（2023年末数据），虽然我国ETF市场发展的脚步较快，但仍有较大提升空间。

我国ETF数量及增速



我国ETF规模及同比增速

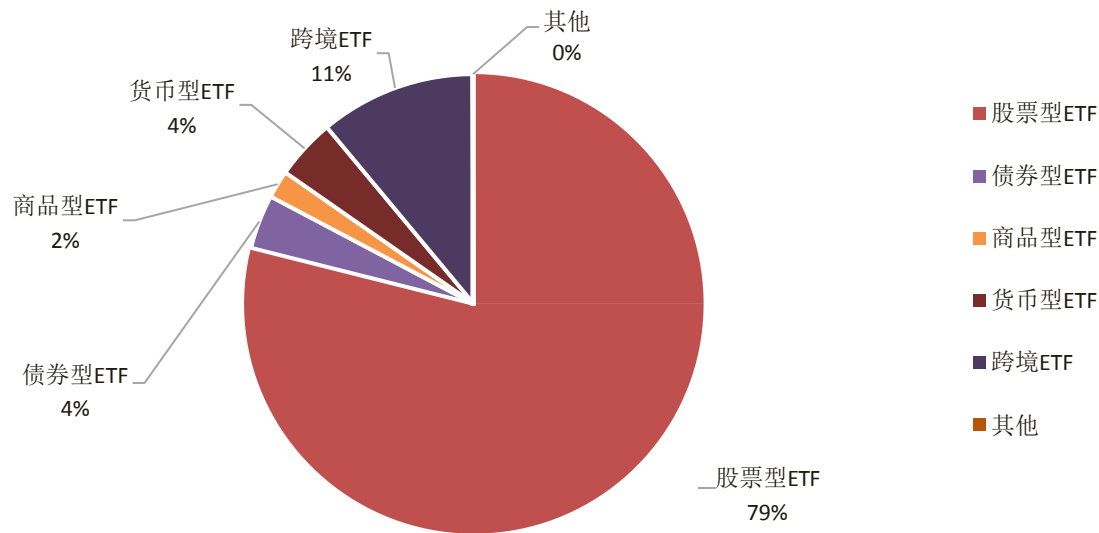


数据来源：Wind，浙商证券研究所注：截至2024年11月8日。

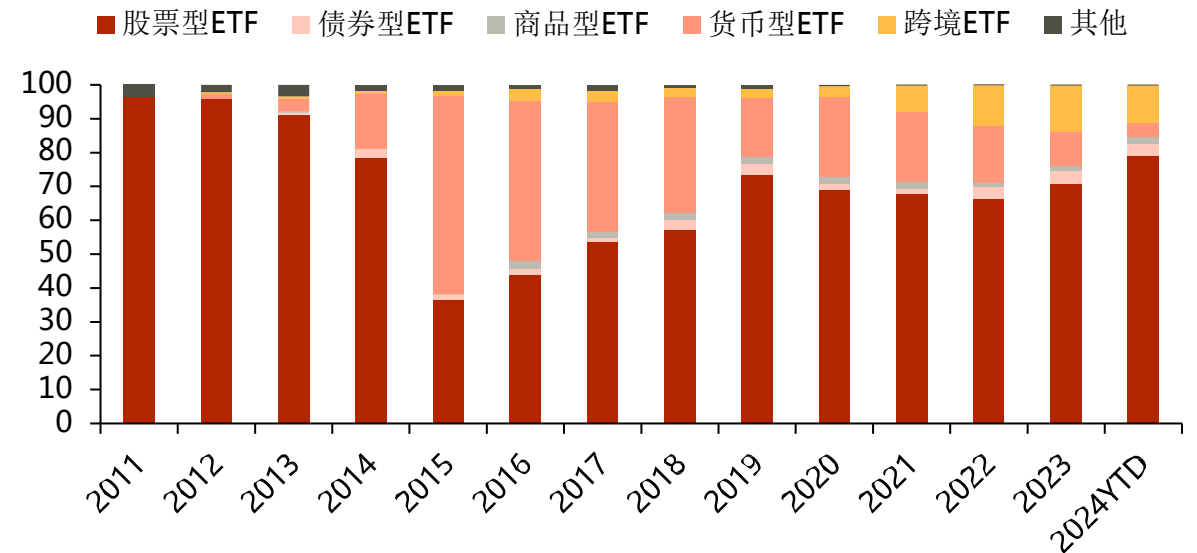
我国ETF以股票型产品为主，股票ETF里主题指数、规模指数占比较高。

- **从产品结构来看：**我国ETF产品主要分为股票型、债券型、商品型、货币型、跨境ETF等几种类型，其中股票型ETF占比较高。截至2024年11月8日，股票型ETF规模占比79%，货币、债券、商品型ETF的规模占比约2%-5%。
- **从结构变化来看：**我国股票型ETF推出时间较早，2004年唯一一只ETF产品即为股票型产品，因此股票型产品在数量和规模上一直保持着领先优势，但是占比情况会随着产品种类逐步丰富以及市场环境改变而变化，如2014年、2021年上证综指分别上涨53%、22%，股票型ETF产品占比均较高。2015年股市下行后，推出时间较短的货币型ETF产品受市场青睐。

我国ETF产品结构（按净值规模）



我国ETF产品结构变化（按规模，%）



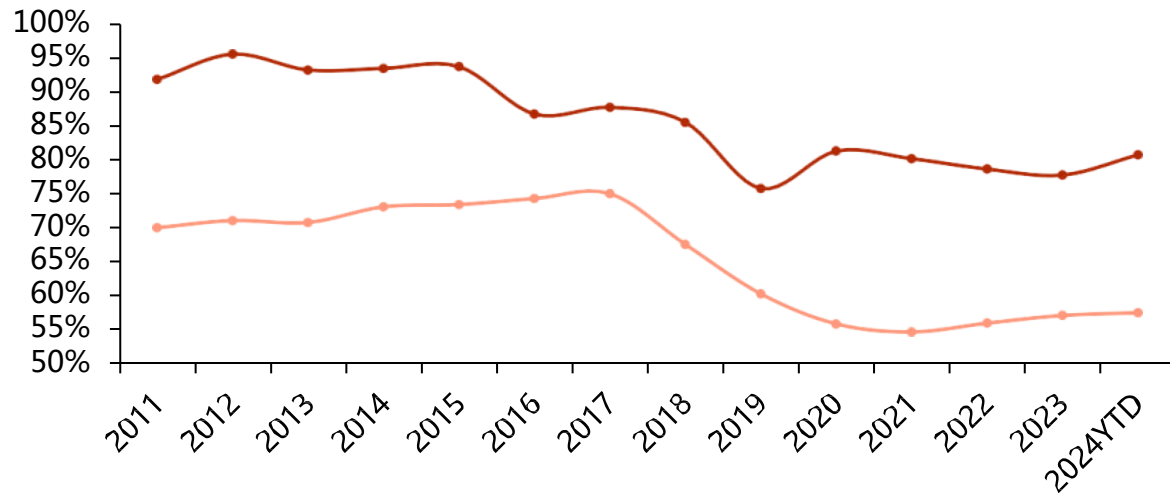
数据来源：Wind，浙商证券研究所注：2024YTD截止2024年11月8日。

我国ETF管理人的集中度较高，规模CR10超过50%。

- 我国ETF管理人的集中度较高，ETF管理人的规模、数量CR10均超过50%，且高于公募基金的集中度，判断归因较早发行的产品会具备先发优势、形成规模效应，以及成交活跃或表现较好的品种也会吸引更多资金，从而形成马太效应。但从趋势上来看，近年来集中度有所下滑，判断系ETF管理人数量持续增加所致。预计未来ETF行业仍会保持较高集中度，但是在紧跟市场动态、聚焦产品布局方面做得较好的公司也有望弯道超车。

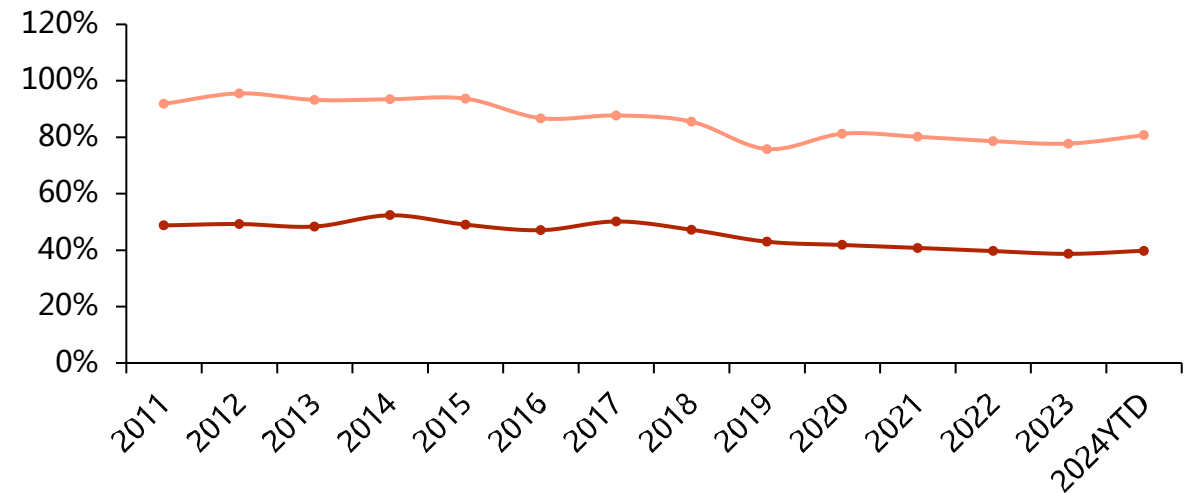
我国ETF产品规模及数量集中度

— ETF规模CR10 — ETF数量CR10



我国ETF管理人集中度高于公募

— 公募规模CR10 — ETF规模CR10



数据来源：Wind，浙商证券研究所注：2024YTD截至2024年11月8日。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：
<https://d.book118.com/806000224201011004>