

证券研究报告

2024年12月15日

行业报告 | 行业投资策略

证券

券商行业2025年年度策略：政策大利好不断，券商板块静待进攻

作者：

分析师 杜鹏辉 SAC执业证书编号：S1110523100001

联系人 李昕恬



天风证券
TF SECURITIES

行业评级：强于大市（维持评级）
上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

24年前三季度业绩略有承压，但Q3显著好转，自营业务收入弹性凸显；

- 1) 24年Q3上市券商整体收入和利润水平大幅回暖但前三季度整体小幅下滑，ROE水平略有下降：2024年Q3单季/前三季度，上市券商调整后营业收入分别同比+21.6%/-6.3%；归母净利润分别同比+41.6%/-6.1%；上市券商平均年化ROE5.5%，较23年同期下降0.7Pct；
- 2) 24年Q1-3自营业务收入大幅提升，其余各业务条线收入均有所下滑：2024年前三季度，自营、资管、经纪、信用和投行业务收入同比增速分别为+28.5%、-3.6%、-13.5%、-28.2%和-38.7%，自营业务收入大幅提升。

竞争格局：马太效应下头部券商集中度进一步加强；业绩弹性角度：自营业务增速的大幅攀升为业绩高增的主要推手。

利好资本市场政策信号不断发出，成交量放大叠加互换便利工具，有望增厚券商净利润弹性空间，建议关注经纪+两融业务占比较高、互换便利下利润弹性较大及有兼并重组预期的头部券商（中国银河/中信证券/国泰君安/海通证券），同时建议关注弹性较大的互联网券商（指南针）；

- 1) beta层面行情：央行降息等政策大利好信号不断发出，券商板块的“反身性”在当下时点拥有较明确的顺逻辑，自营业务的弹性已凸显，整体板块静待进攻。
- 2) alpha层面1：成交量快速放大改善券商基本面，经纪业务+两融业务收入占比高的高弹性券商较为受益：预计经纪+两融两类直接受益于交投活跃度提升的业务较为受益，建议关注经纪+两融业务收入占比高（中国银河/光大证券）及弹性较大的互联网券商（指南针）。
- 3) alpha层面2：互换便利下券商加杠杆逻辑放大净利润弹性空间：央行创设的新的货币政策工具“证券、基金、保险公司互换便利”支持股票市场稳定发展，提振投资者信心。互换便利下券商加杠杆能力增加，净利润弹性空间放大，有望增厚净利润提升ROE水平，建议关注：中信证券中国银河/国泰君安。
- 4) alpha层面3：“推动头部券商做强做优”信号发出，利好头部及有兼并重组预期的券商：支持头部券商通过兼并重组等方式，做大做强，打造航母级别头部券商，建议关注国泰君安/海通证券。

风险提示：政策效果不及预期、资本市场大幅震荡、证券市场持续低迷、兼并重组存在不确定性。

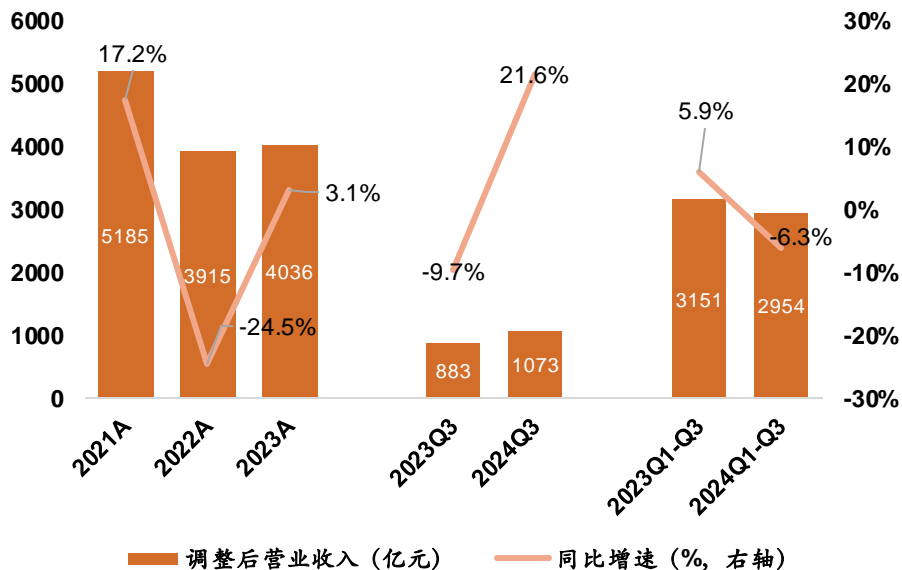
1

24年三季报综述：24年前三季度业绩略有承压，但Q3大幅好转，自营业务弹性凸显

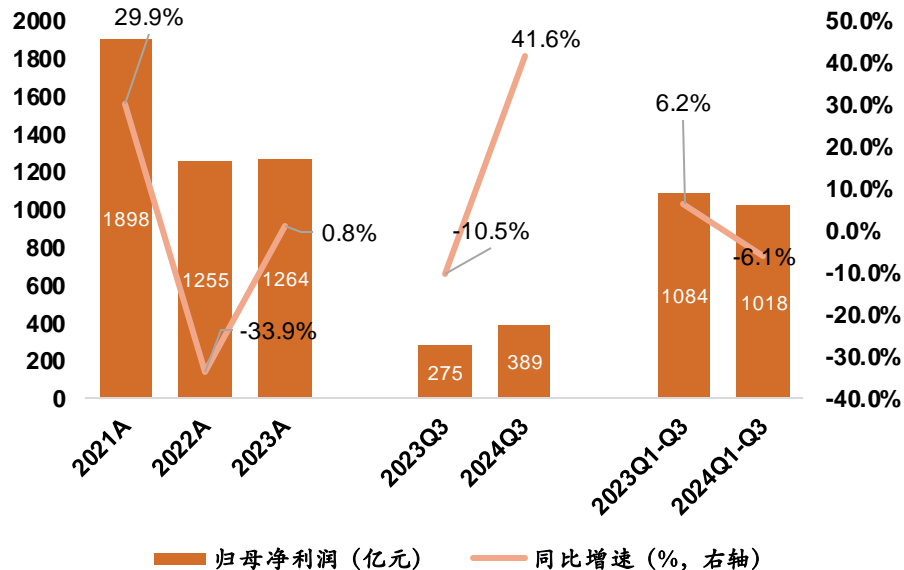
1.1 收入及利润：24年前三季度业绩略有承压，但24年Q3显著好转

- 24年前三季度上市券商收入水平略有承压，但24年Q3显著提升：24年Q3单季/24年前三季度，上市券商调整后营业收入分别为1073/2954亿元，分别同比+21.6%/-6.3%。24年第三季度收入显著上升，但由于24年上半年业绩回落拖累整体24年前三季度收入。
- 24年前三季度上市券商归母净利润有所下降，但24年Q3大幅提升：24年Q3单季上市券商归母净利润为389亿元，同比+41.6%，较23年同比大幅度增长；2024年前三季度，上市券商归母净利润为1018亿元，同比-6.1%，为24年上半年业绩低迷所致。

2021-2024Q1-3证券公司调整后营业收入情况



2021-2024Q1-3证券公司归母净利润情况



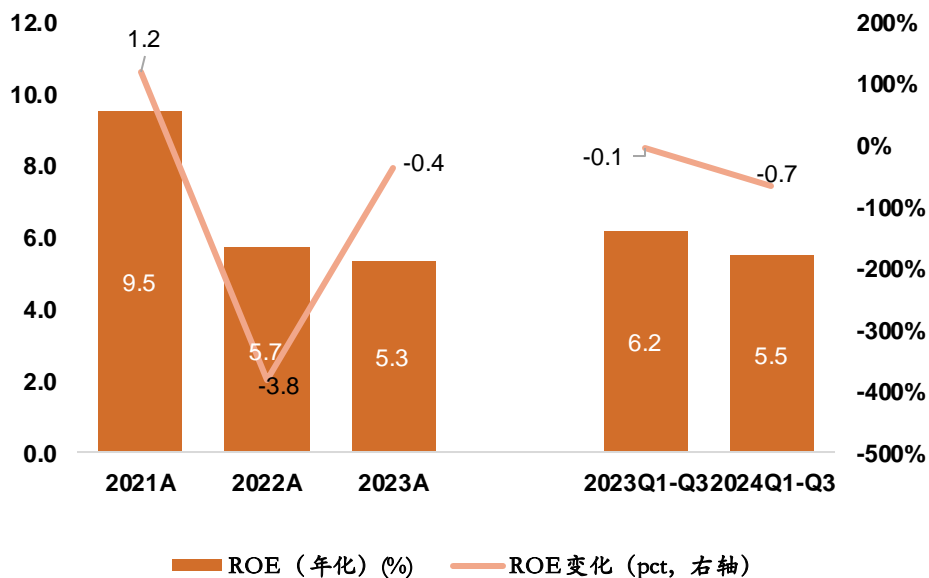
注：调整后营业收入=营业收入-其他业务成本
数据来源：Wind、天风证券研究所

数据来源：Wind、天风证券研究所

1.2 ROE及净资产：行业ROE小幅下降，净资产稳步增长

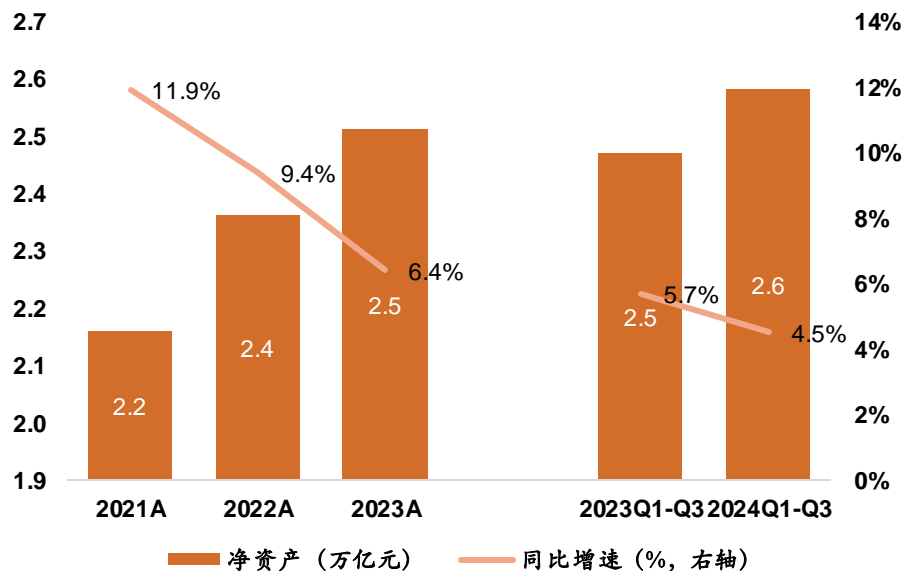
- 24年内上市券商年化ROE水平小幅下滑：24年前三季度，上市券商年化ROE为5.5%，较23年同期下滑0.7Pct，整体ROE水平小幅下降。
- 24年内上市券商净资产规模稳步提升：24年前三季度，上市券商净资产规模合计2.6万亿，同比+4.5%，行业依靠净资产规模扩张实现增长的逻辑延续。

2021-2024Q1-3证券公司年化ROE



数据来源：Wind、天风证券研究所

2021-2024Q1-3证券公司净资产情况



数据来源：Wind、天风证券研究所

1.3 盈利性分析：权益乘数和资产周转率小幅提升，净利润率是ROE下滑主因

□ 杜邦分析：净资产周转率（ROE）=利润率*资产周转率*权益乘数。

利润率=净利润/营业收入

资产周转率=营业收入/总资产

权益乘数=总资产/净资产

- 上市券商的权益乘数和资产周转率小幅提升：2024年前三季度，平均权益乘数为5.0，较23年同期+0.2x；资产周转率3.1%，较23年同期+0.3pct。
- 净利润率下滑是ROE下滑的主因：2024年前三季度，上市券商平均净利润率27.7%，较23年同期-6.7pct。

2021-2024Q1-3证券公司净利润率、资产周转率、权益乘数、ROE情况

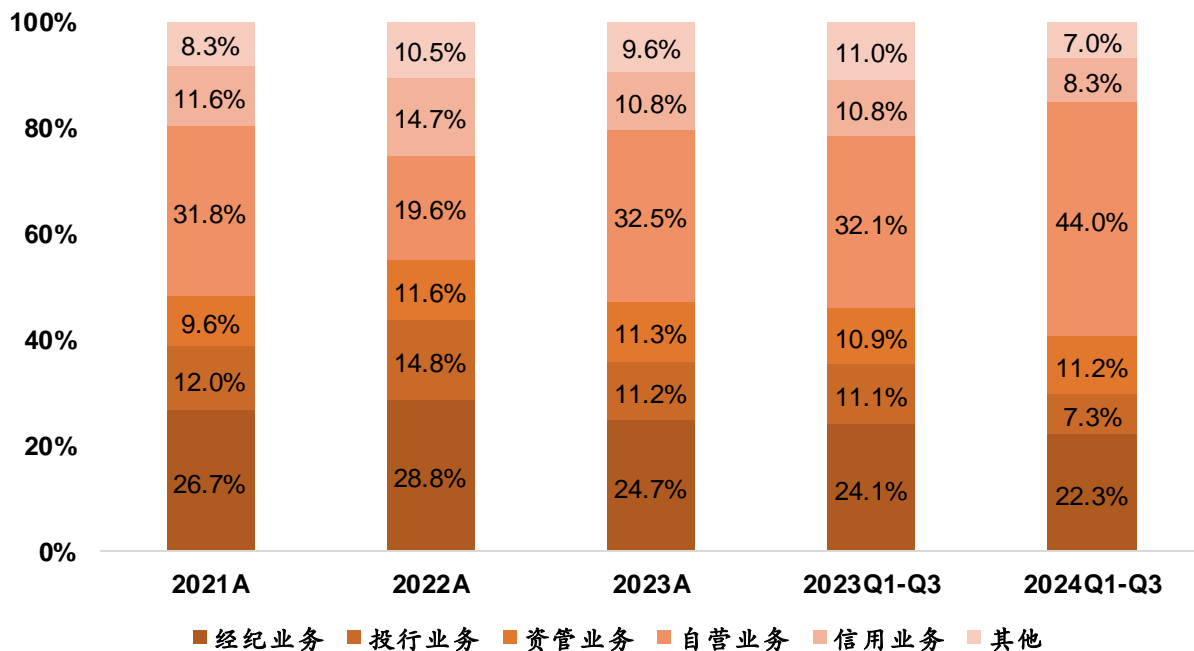
年份	净利润率		资产周转率		权益乘数		ROE	
	净利润率	同比变化	资产周转率	同比变化	权益乘数	同比增速	ROE	同比变化
2021A	36.6%	3.6pct	4.9%	-0.03pct	5.0	0.3x	9.0%	1.2pct
2022A	32.1%	-4.6pct	3.5%	-1.4pct	4.9	-0.2x	5.5%	-3.6pct
2023A	31.3%	-0.7pct	3.7%	0.2pct	4.9	0.01x	4.2pct	-1.3pct
2024Q1-Q3	27.7%	-6.7pct	3.1%	0.3pct	5.0	0.2x	4.1pct	-0.5pct

数据来源：Wind、天风证券研究所

1.4.1 收入结构：自营业务稳居首位，占营收比重超过四成

- 从收入结构的占比来看,自营、经纪、资管、信用和投行业务分列营收占比贡献前五位：2024年前三季度，自营、经纪、资管、信用和投行业务分别占比44.0%、22.3%、11.2%、8.3%和7.3%。
- 从收入结构的变化来看，自营业务收入占比大幅提升，资管业务收入占比小幅提升，其余业务均小幅下降：自营业务占比大幅提升，较2023年前三季度+11.9Pct；资管业务收入占比小幅提升，较2023年前三季度+0.3Pct；经纪、信用和投行业务占比分别-1.9Pct、-2.5Pct和-3.9Pct。

2021-2024Q1-3证券公司调整后营业收入结构



数据来源：Wind、天风证券研究所

1.4.2 收入结构归因分析：24年Q1-Q3自营业务收入显著提升，其余业务条线均承压拖累业绩

- 24年Q1-Q3自营业务收入同比显著提升，其余各业务条线均有所承压：2024年前三季度，自营、资管、经纪、信用和投行业务收入同比增速分别为+28.5%、-3.6%、-13.5%、-28.2%和-38.7%。
- 24年Q1-Q3除自营业务外各业务条线均下滑，投行承压明显，拖累整体营收：2024年前三季度，自营、资管、信用、经纪和投行业务对整体业绩增速的贡献分别为+9.1%、-0.4%、-3.0%、-3.3%和-4.3%。

2024Q1-Q3各业务的变化对总营收的影响情况

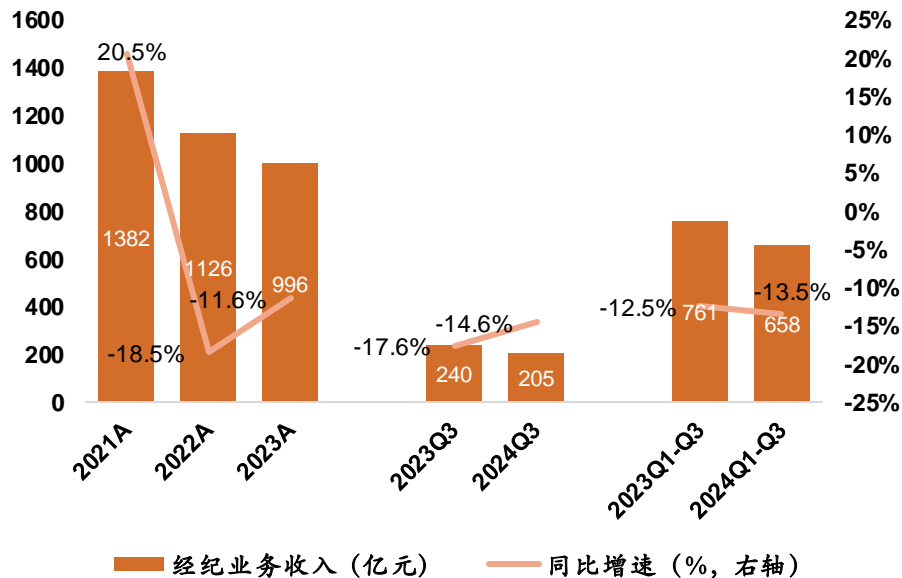
业务	2024Q1-Q3同比增速	业务变化对24Q1-3总营收的影响
经纪业务	-13.5%	-3.3%
投行业务	-38.7%	-4.3%
资管业务	-3.6%	-0.4%
自营业务	28.5%	9.1%
信用业务	-28.2%	-3.0%
其他	-40.0%	-4.4%
总营收	-6.3%	-

数据来源：Wind、天风证券研究所

1.5.1 经纪业务：股基日均成交额小幅下降导致经纪业务收入略有下滑

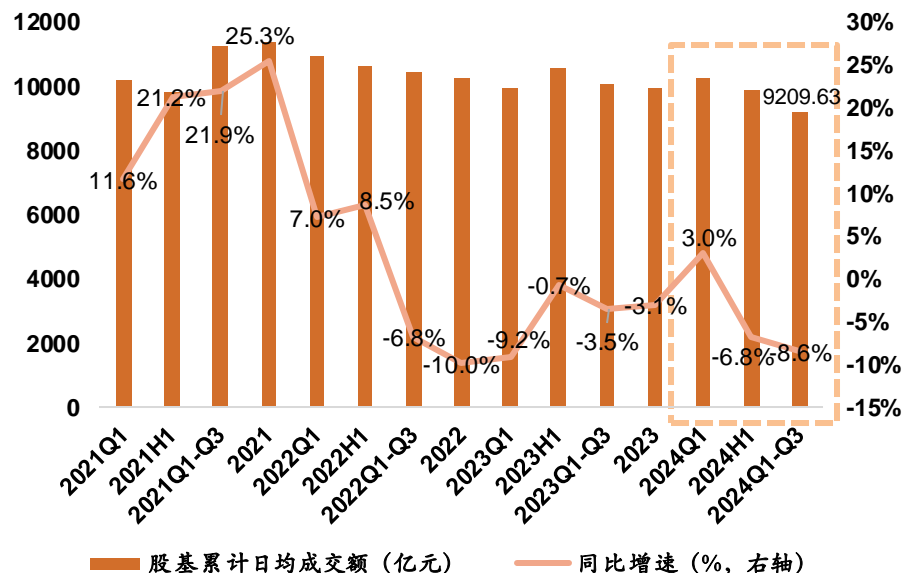
- 经纪业务收入小幅下滑，但24年Q3降幅收窄：2024年Q3单季/前三季度上市券商整体经纪业务收入均出现下滑，经纪业务收入分别为205/658亿元，较23年同期同比分别-14.6%/-13.5%，但24年Q3较23年同期降幅收窄。
- 市场交投活跃度下降是经纪业务下滑的主因：市场交投清淡，股基日均成交额同比增速下降明显为经纪业务收入下降的主因。2024年前三季度股基累计日均成交额为9209.6亿元，较23年同期同比-8.6%，其中第三季度累计股基日均成交额仅为8045.6亿元，较23年同期同比-12.3%。

2021-2024Q1-3证券公司经纪业务收入情况



数据来源：Wind、天风证券研究所

2021-2024Q1-3市场股基累计日均成交额

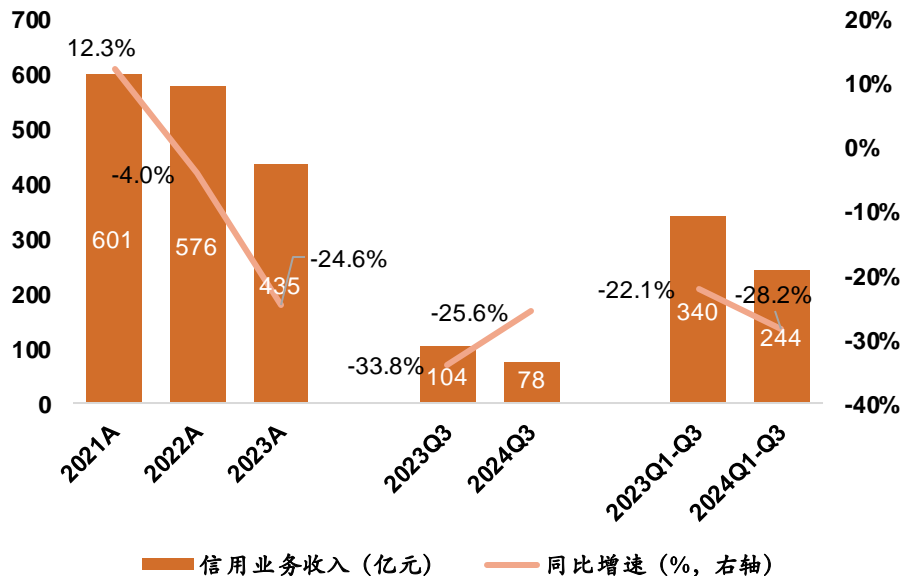


数据来源：Wind、天风证券研究所

1.5.2 信用业务：交投活跃度下滑叠加严监管政策致两融规模收窄，拉低信用收入

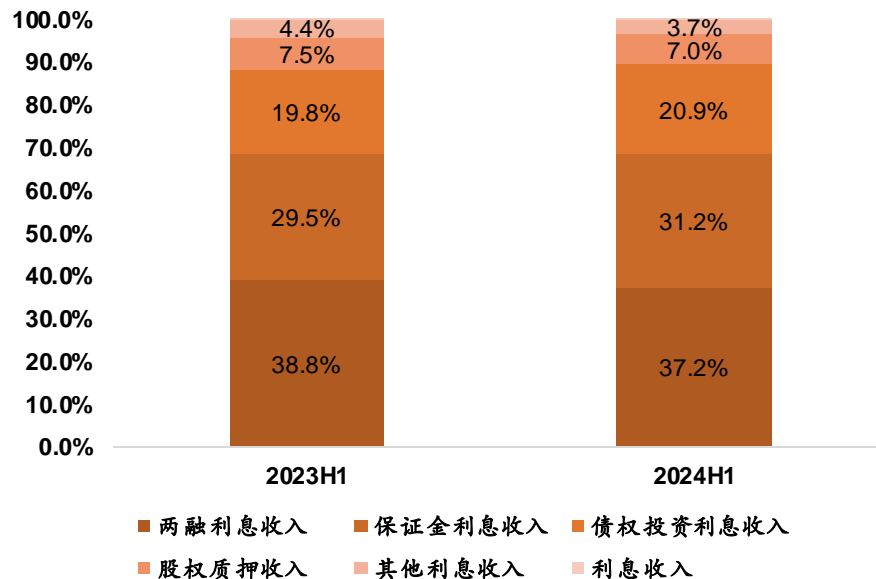
- 信用业务收入大幅下滑：2024年Q3/前三季度上市券商整体信用业务收入均有所下滑，信用业务收入分别为78/244亿元，分别同比-25.6%/-28.2%。
- 两融利息收入占信用业务收入的大头，严监管政策下两融规模收窄影响信用业务收入：从信用业务收入结构来看，参考2024年上半年上市券商的两融利息收入占总信用收入的37.2%，因此两融利息收入的变动会大幅影响信用业务的整体收入。

2021-2024Q1-3证券公司信用业务收入情况



数据来源：Wind、天风证券研究所

2023H-2024H年信用业务收入结构

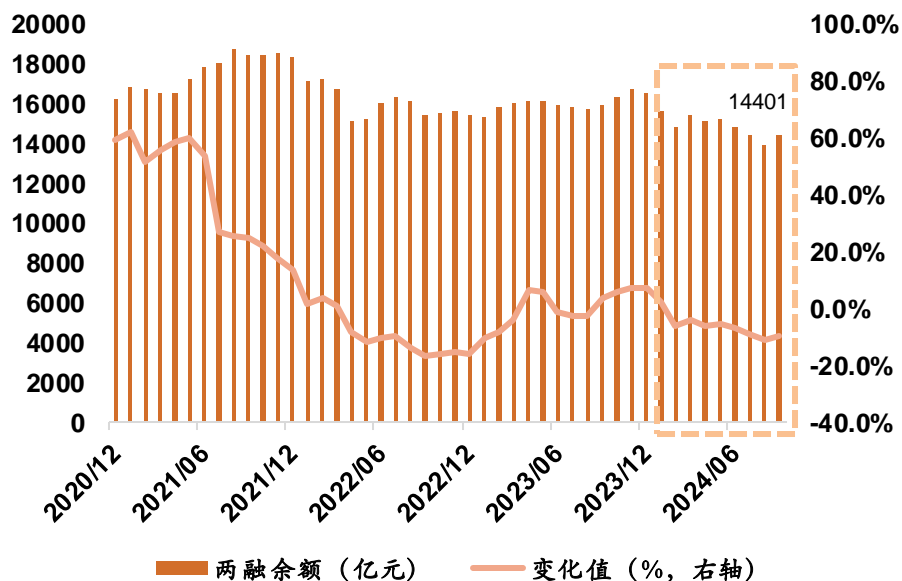


数据来源：Wind、天风证券研究所

1.5.2 信用业务：交投活跃度下滑叠加严监管政策致两融规模收窄，拉低信用收入

- 市场活跃度下降叠加监管政策趋严致两融规模收窄是信用业务收入下降的主因：
- 1、市场交投活跃度有所下滑，两融存量规模震荡收缩，截止于2024年9月底的两融月均余额为14401亿元，较23年同期下降9.5%。
- 2、24年7月10日，证监会批准暂停转融券业务及上调融券保证金比例，以稳定市场，切实维护投资者利益，该监管政策影响证券公司的两融利息收入，进一步导致信用业务收入空间的收窄。

2020-2024年融资融券月均余额



数据来源：Wind、天风证券研究所

24年7月10日证监会出台转融券业务的相关政策

日期	政策	相关部委	主要内容	影响
7月10日	证监会批准依法批准融资融券业务申请	证监会	1) 暂停转融券业务的申请，自2024年7月11日起实施；存量转融券合约可以展期，但不得晚于9月30日了结。 2) 上调保证金比例，批准证券交易所将融券保证金比例由不得低于80%上调至100%，私募证券投资基金参与融券的保证金比例不得低于100%上调至120%，自2024年7月22日起实施。	此次政策针对性强（指出的问题细化且聚焦）、威慑力大（发文级别高、惩处严厉）、目的性明确（旨在进一步提升上市公司质量），回应市场核心关注问题，解决市场核心矛盾，将有效提振市场信心

数据来源：Wind、天风证券研究所

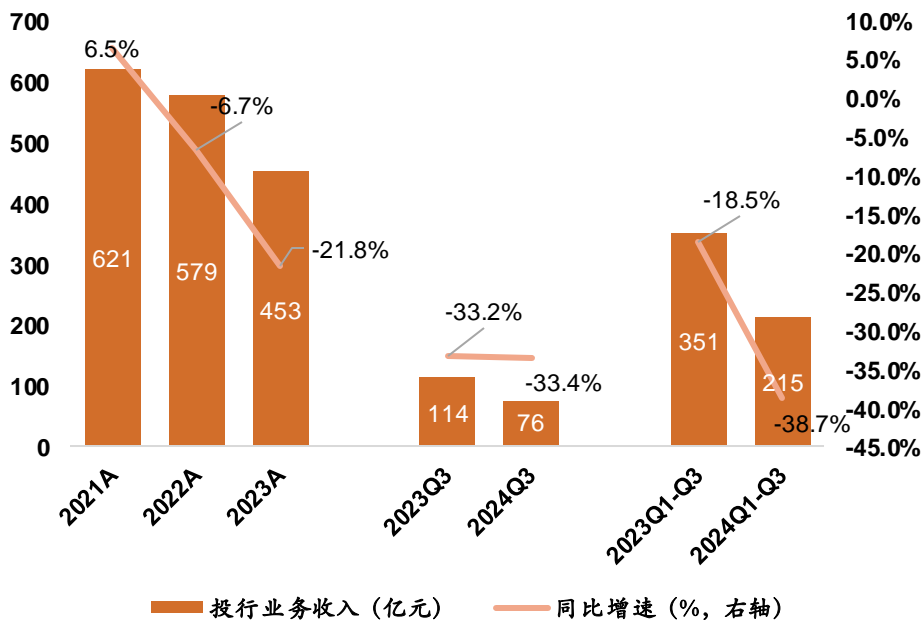
1.5.3 投行业务：监管政策边际变化为投行业务收入下滑的主因

- 投行业务收入显著下滑：2024年Q3/前三季度上市券商投行业务收入分别为76/215亿元，分别同比-33.4%/-38.7%。
- 监管政策边际变化致使证券承销规模下滑，为投行业务下滑主因：2023年8月27日证监会出台了针对IPO和再融资业务的政策新规，逆周期调节融资节奏，阶段性暂停再融资和收紧IPO致证券承销规模下滑，从而投行业务收入下滑。

23年8月27日证监会出台针对IPO和再融资业务的相关政策

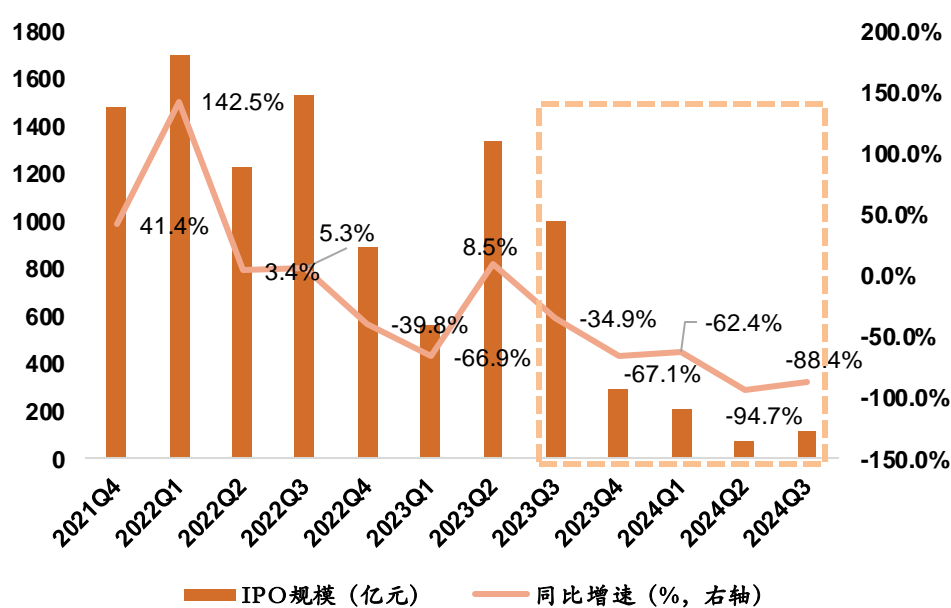
日期	文件名/会议名	相关部委	主要内容	影响
8月27日	证监会统筹一二级市场平衡、优化IPO、再融资监管安排	证监会	根据近期市场情况，阶段性收紧IPO节奏，促进投融资两端的动态平衡；严格执行再融资规模和融资间隔期要求。	我们认为，这是对证监会有关负责人8月18日作出的相关表态的回应，说明一揽子政策已进入集中落地实施阶段，后续市场将会看到更多积极举措；收紧IPO节奏说明希望保障上市公司质量，保护投资者权益。

2021-2024Q1-3证券公司投行业务收入情况



数据来源：Wind、天风证券研究所

2021-2024年IPO规模情况

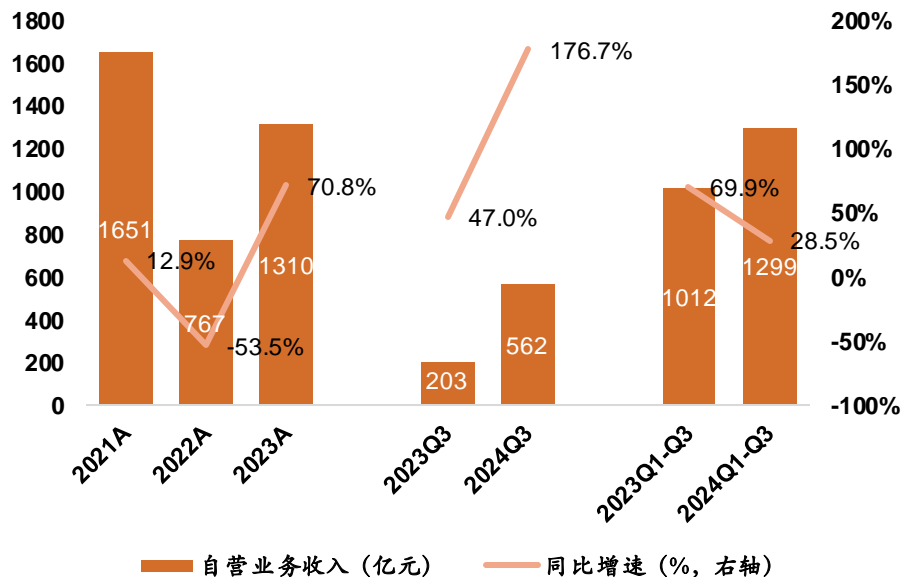


数据来源：Wind、天风证券研究所

1.5.4 自营业务：资本市场回暖，行业自营收入显著受益

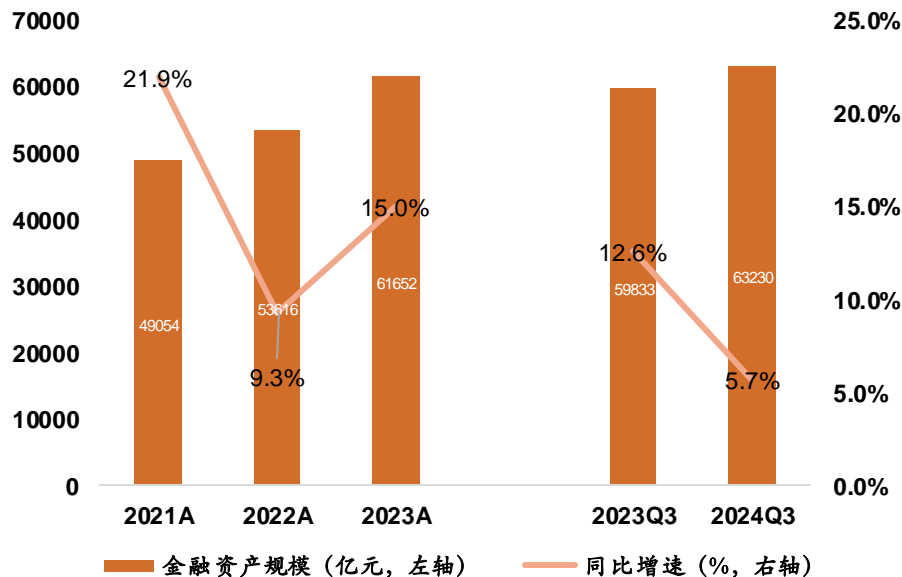
- 自营业务收入显著上升：2024年Q3/前三季度上市券商自营业务收入分别为562/1299亿元，分别同比+176.7%/+28.5%。
- 上市券商金融资产规模稳步上升：2024年Q3上市券商的金融资产规模合计共63230亿元，较2023年同期同比+5.7%，增幅较23年同期略有收窄，金融资产规模整体呈现稳步上升的趋势。

2021-2024Q1-3证券公司自营业务收入情况



数据来源：Wind、天风证券研究所

2021-2024Q1-3证券公司金融资产规模情况

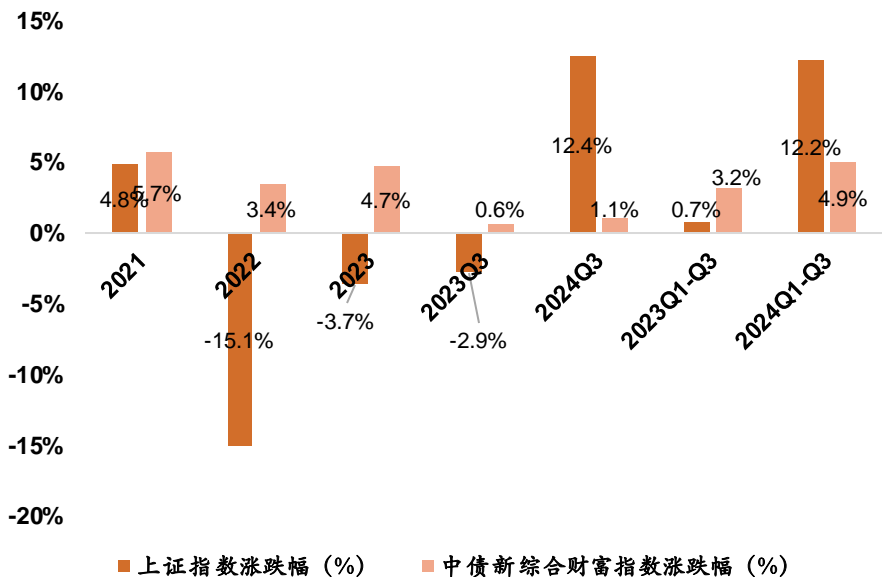


数据来源：Wind、天风证券研究所

1.5.4 自营业务：资本市场回暖，行业自营收入显著受益

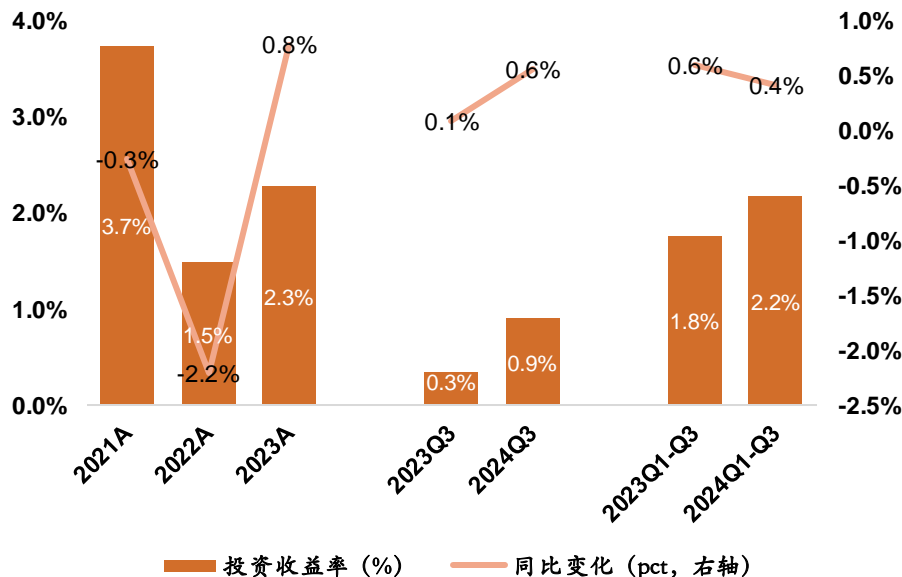
- **2024年Q1-Q3权益市场和债市均呈上行表现**：2024年前三季度权益市场反弹，指数大幅增长，上证综合指数涨幅较去年同期上升11.5Pct至12.2%；债市表现为稳定上涨，中债综合指数涨幅较去年同期上升1.7Pct至4.9%。
- **2024年Q1-Q3投资收益率上升，推动自营业务收入大幅改善**：2024年Q1-Q3投资收益率同比提升了0.4pct至2.2%，推动自营业务收入的大幅改善。

2021-2024Q1-3上证指数和中债指数情况



数据来源：Wind、天风证券研究所

2021-2024Q1-3证券公司投资收益率情况

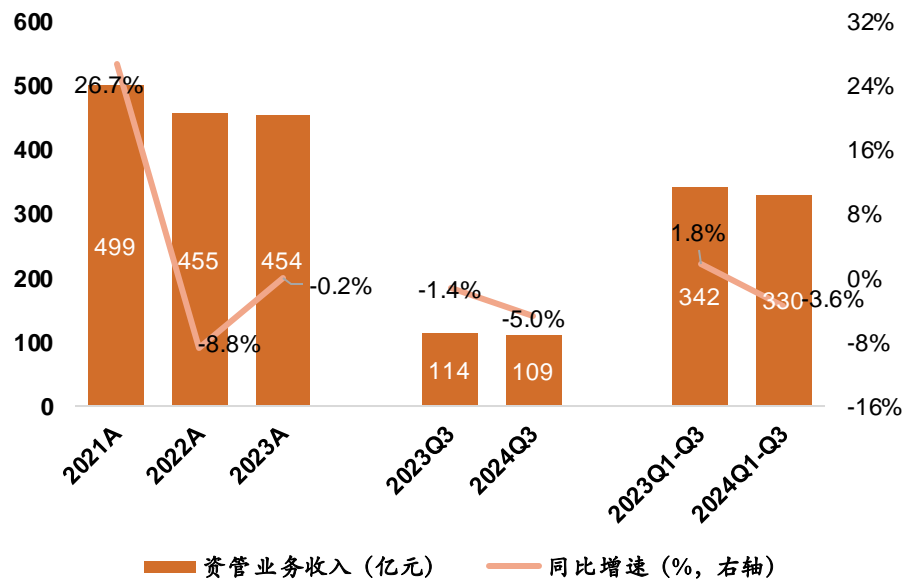


数据来源：Wind、天风证券研究所

1.5.5 资管业务：受公募费改影响，收入小幅下滑，主动管理业务改善业务结构

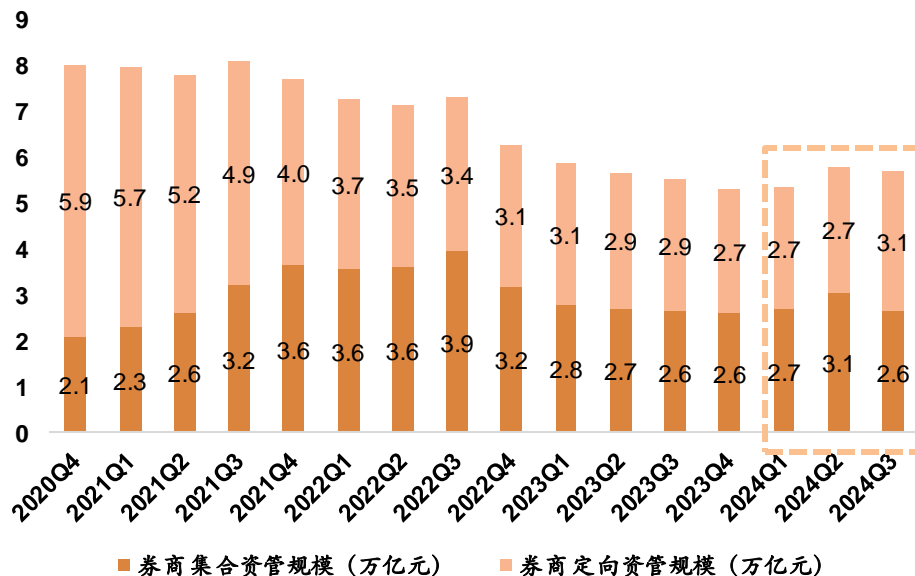
- 资管业务收入整体保持稳定，公募基金费改影响小幅下滑主因：**2024年Q3/前三季度，上市券商资管业务收入较为稳定，资管业务收入分别合计109/330亿元，分别同比-5.0%/-3.6%。受到公募基金费改的影响，管理费调降拉低券商并表公募基金收入。
- 资管规模小幅回升，主动管理业务提升管理费率：**截止于2024年第三季度，券商资管规模为6.3万亿元，较去年同期同比+3.3%；从业务结构来看，集合资管规模为2.6万亿元，同比-0.1%，定向资管规模为3.1万亿元，同比+6.4%，但从整体大趋势来看，集合资管规模占比提升趋势明显，资管业务向主动管理业务转型提升管理费率。

2021-2024Q1-3证券公司资管业务收入情况



数据来源：Wind、天风证券研究所

2020-2024年券商集合、定向资管规模情况

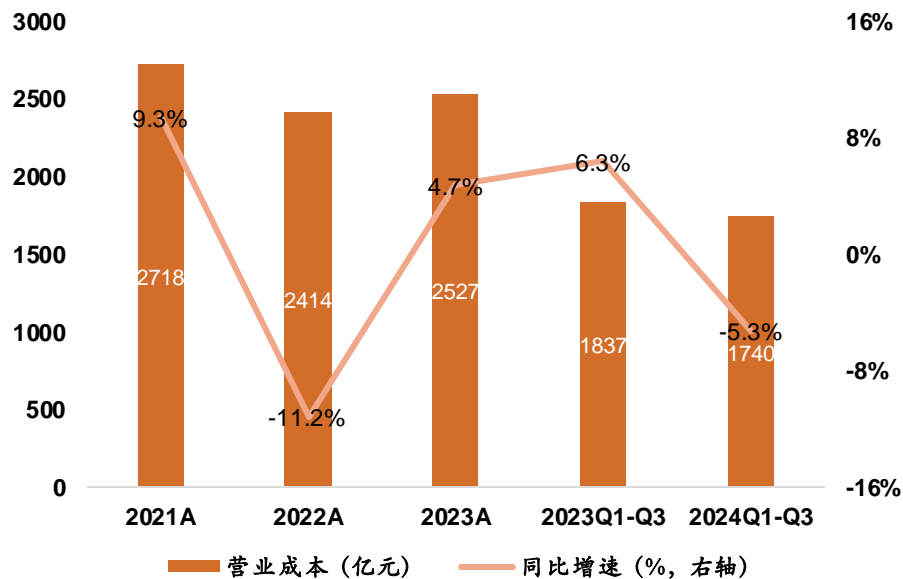


数据来源：Wind、天风证券研究所

1.6 成本端：营业成本略有下降，管理费用为成本端核心组成部分

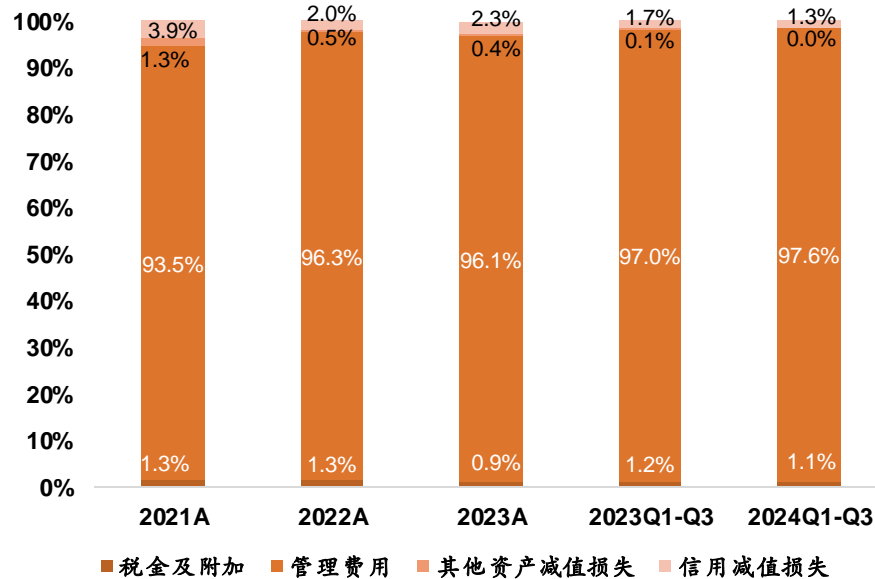
- 营业成本略有下降：2024年前三季度的营业成本为1740亿元，同比-5.3%。
- 从收入结构占比来看，管理费用为券商营业成本的核心组成部分，占成本的比重持续提升：2024年前三季度管理费用占成本的比重高达97.6%，较去年同期+0.5Pct。信用减值损失、税金及附加和其他资产减值损失分别占比1.3%、1.1%、0.05%，分别较去年同期-0.4Pct、-0.1Pct、-0.03Pct。

2021-2024Q1-3证券公司营业成本情况



数据来源：Wind、天风证券研究所

2021-2024年证券公司营业成本结构



数据来源：Wind、天风证券研究所

1.7.1 竞争格局：马太效应下头部集中度进一步加强

- 从归母净利润角度来看，24年头部集中度大幅提升：2024前三季度头部前5家上市券商贡献了整体52.0%的归母净利润，行业集中度大幅提升，相较于23年同期+8.1Pct；头部的五家券商分别为中信证券、华泰证券、国泰君安、招商证券和中国银河，招商证券在24年前三季度挤入头部阵容中。
- 从调整后营业收入角度来看，24年头部集中度增强，实现强者恒强的局面：2024年前三季度头部前5家上市券商分别为中信证券、华泰证券、国泰君安、广发证券和中国银河，头部阵容出现小幅变动，广发证券取代招商证券位列前四，中国银河取代中金公司位列前五；24年前三季度头部前5家上市券商贡献了整体41.6%的调整后营收，集中度相较于23年同期+1.9Pct，其中龙头中信证券的地位持续加强。

2023-2024年Q1-3券商归母净利润竞争格局情况

排名	公司 (24Q1-3)	市占率 (%)	公司 (23Q1-3)	市占率 (%)
1	中信证券	16.5%	中信证券	15.1%
2	华泰证券	12.3%	国泰君安	8.8%
3	国泰君安	9.4%	华泰证券	8.0%
4	招商证券	7.0%	中信建投	6.1%
5	中国银河	6.8%	中国银河	5.9%
CR5	52.0%		43.9%	

数据来源：Wind、天风证券研究所

2023-2024年Q1-3券商调整后营收竞争格局情况

排名	公司 (24Q1-3)	市占率 (%)	公司 (23Q1-3)	市占率 (%)
1	中信证券	14.2%	中信证券	13.7%
2	华泰证券	8.1%	国泰君安	7.7%
3	国泰君安	7.7%	华泰证券	7.0%
4	广发证券	6.3%	招商证券	5.7%
5	中国银河	5.3%	中金公司	5.5%
CR5	41.6%		39.6%	

数据来源：Wind、天风证券研究所

1.7.2 业绩弹性高：自营业务增速的大幅攀升为业绩高增的主要推手

- 从归母净利润角度来看，24Q1-3红塔证券和东兴证券同比增速超100%：24年Q1-3，归母净利润同比增速最高的前5家上市券商分别为红塔证券、东兴证券、第一创业、华林证券和山西证券，其中红塔证券和东兴证券归母净利润同比增速超100%。
- 从调整后营业收入角度来看，24Q1-3红塔证券同比增速超80%：24年Q1-3调整后营业收入同比增速最高的前5家上市券商分别为红塔证券、华林证券、第一创业、东兴证券和南京证券，其中红塔证券在24年Q1-3归母净利润和调整后营收的同比增速皆位居第一。

24年Q1-3归母净利润及调整后营收同比增速前五的券商

排名	公司 (24Q1-3)	归母净利润同比 增速 (%)	排名	公司 (24Q1-3)	调整后营收同比 增速 (%)
1	红塔证券	203.8%	1	红塔证券	81.6%
2	东兴证券	100.7%	2	华林证券	35.0%
3	第一创业	95.4%	3	第一创业	25.7%
4	华林证券	61.6%	4	东兴证券	25.3%
5	山西证券	57.8%	5	南京证券	24.2%

数据来源：Wind、天风证券研究所

1.7.2 业绩弹性高：自营业务增速的大幅攀升为业绩高增的主要推手

- 自营业务的大幅增长是总营收同比高增的主要推动力：24年Q1-3调整后营收同比增速排名前五的券商中，自营收入皆对业绩增速贡献最大，比例均在30%左右及以上，其自营收入对业绩增速的贡献均超其营收同比增速，自营能力及弹性凸显。

24年Q1-3券商各业务变化对调整后营收的影响

业务变化对24Q1-3总营收的影响	红塔证券	华林证券	第一创业	东兴证券	南京证券
经纪业务	-2.1%	-1.6%	-2.3%	-2.8%	-1.4%
投行业务	1.9%	-10.3%	0.9%	0.1%	2.3%
资管业务	-2.3%	-3.0%	0.2%	2.9%	2.7%
自营业务	89.8%	49.5%	29.7%	39.0%	33.3%
信用业务	-2.3%	-2.9%	-1.6%	-14.6%	-11.3%
其他	-3.3%	3.4%	-1.3%	0.7%	-1.4%
总营收	81.6%	35.0%	25.7%	25.3%	24.2%

数据来源：Wind、天风证券研究所



2

利好资本市场政策信号不断发出，成交量放大叠加互换便利工具，有望增厚券商净利润弹性空间

2 券商整体展望：成交量放大叠加互换便利加杠杆逻辑，有望增厚券商净利润弹性空间

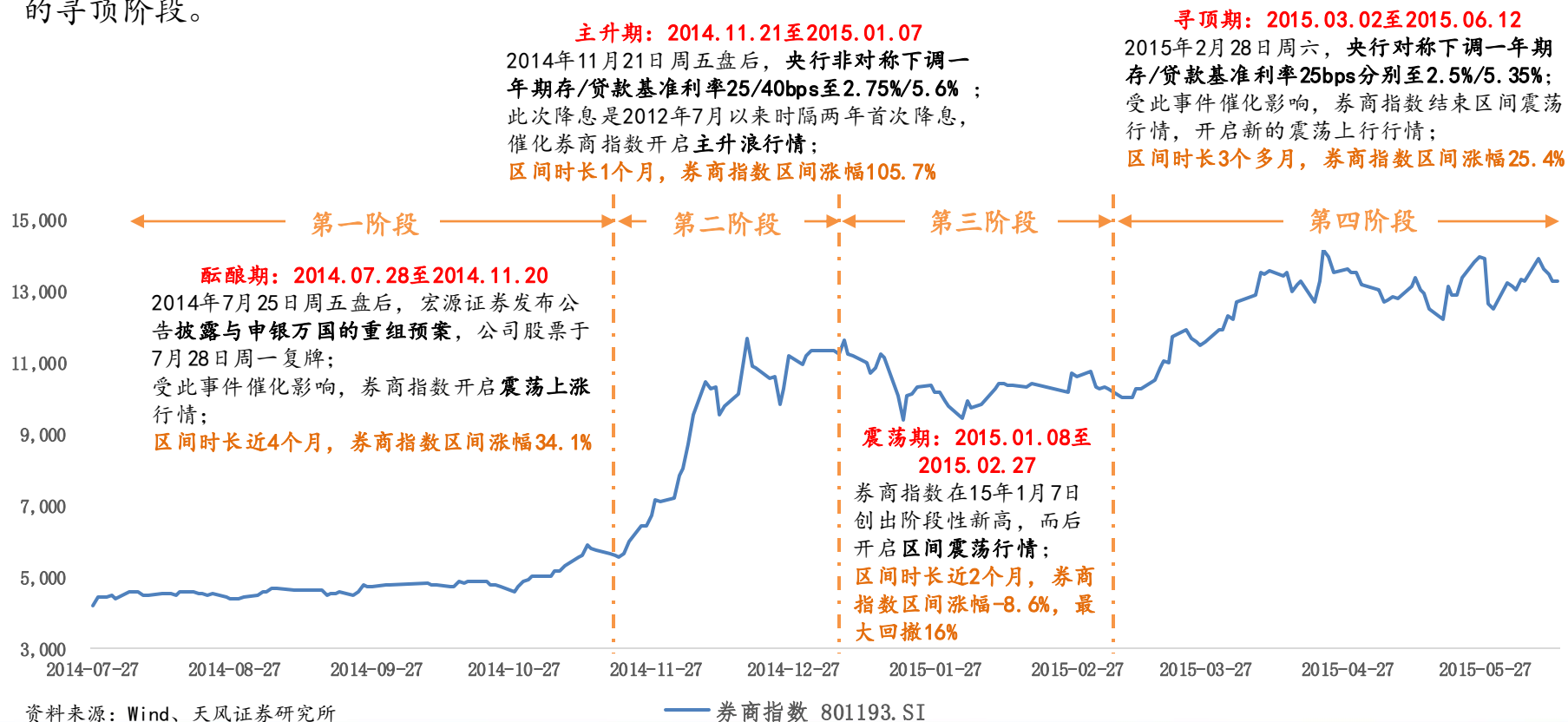
- 政策利好刺激市场交投活跃度大幅提升叠加互换便利加杠杆逻辑，有望改善券商基本面增厚净利润：
- 1) 成交量快速放大：自2024年9月24日央行降息后，一揽子刺激经济的政策源源不断发布，旨在提振资本市场，吸引投资者入市，当前资本市场大幅回暖，成交量快速放大，直接改善券商经纪业务与两融业务的基本面，行业演绎已从分母端（风险偏好的提升）转移至分子端（净利润增速的提升）。
- 2) 互换便利改善券商自营业务弹性：24年9月24日国新办新闻发布会提及央行将创设证券、基金、保险公司互换便利，以维护资本市场稳定、提振投资者信心，首批额度为5000亿。10月21日互换便利的首次操作已顺利落地，据央行公告显示目前获准参与互换便利操作的证券、基金公司共有20家，且首批申请额度已经超过2000亿元。互换便利提高了券商加杠杆的能力，增加了券商净利润的弹性空间，未来在资本市场回暖的情况下，券商有望增厚净利润提升ROE水平。
- 券商板块在当下时点拥有较明确的顺逻辑，自营业务的弹性或已凸显，整体板块静待进攻。

2.1 此轮政策框架清晰，力度超出市场预期，旨在吸引居民侧资金入市

- 本轮政策周期始于23年7月24日政治局会议，带动居民重新审视股市与楼市的关系：此次政治局会议时隔多年再次提出“要活跃资本市场，提振投资者信心”，与此同时对于地产市场定调“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势”，正反之间带动居民重新审视楼市与股市的关系，为居民大类资产配置迁移定下基调。
- 24年4月12日，新“国九条”明确将资本市场与人民群众的财富管理需求挂钩：新“国九条”强调，“必须突出以人民为中心的价值取向，更加有效保护投资者特别是中小投资者合法权益，助力更好满足人民群众日益增长的财富管理需求”。本次政策的目的非常明确，在于吸引居民侧资金入市，并通过资本市场满足人民群众的财富管理需求。（4月15日报告《提质减量推动资本市场高质量发展，以分红重塑估值体系》——新“国九条”解读）
- 24年9月24日，国新办新闻发布会发布“资本市场托底+降息降准+楼市新政”，展现提振经济，促进市场企稳的决心和信心
- 24年9月26日，政治局会议定调地产“止跌回稳”进一步改善预期，地产企稳是“因”，流动性释放效应带动资本市场上行是“果”，“止跌回稳”这四个字的辩证关系分为两层——止跌+回稳（房价托底，同时上涨的可能性较小）：此次会议首提“促进房地产市场止跌回稳”的明确目标，意在以政策实现房价企稳，带动居民预期改善。房价的企稳是实现地产“去金融属性、重居住价值（房住不炒）”的重要一步，起到盘活房产资产、带动地产市场流动性改善的作用，地产投资资金的流动性释放将为资本市场带来居民侧的增量资金。在此轮政策“稳地产+推动资本市场高质量发展”的政策框架下，资本市场有望接棒地产市场，成为居民资产配置的核心，助力满足居民财富增值保值需求的定位。（9月26日报告《高级别政策定调如期而至，非银金融机构或能显著获益——政治局会议四个核心问题解读》）
- 更为重要的是，政策明确通过解决股市和楼市两大问题实现“稳信心”目标：此次政治局会议从过去简单的“稳投资”、“稳消费”细化到“稳房产”、“稳股市”两条具体实施路径，正视“稳信心”目标的实现来源于楼市和股市的稳定。

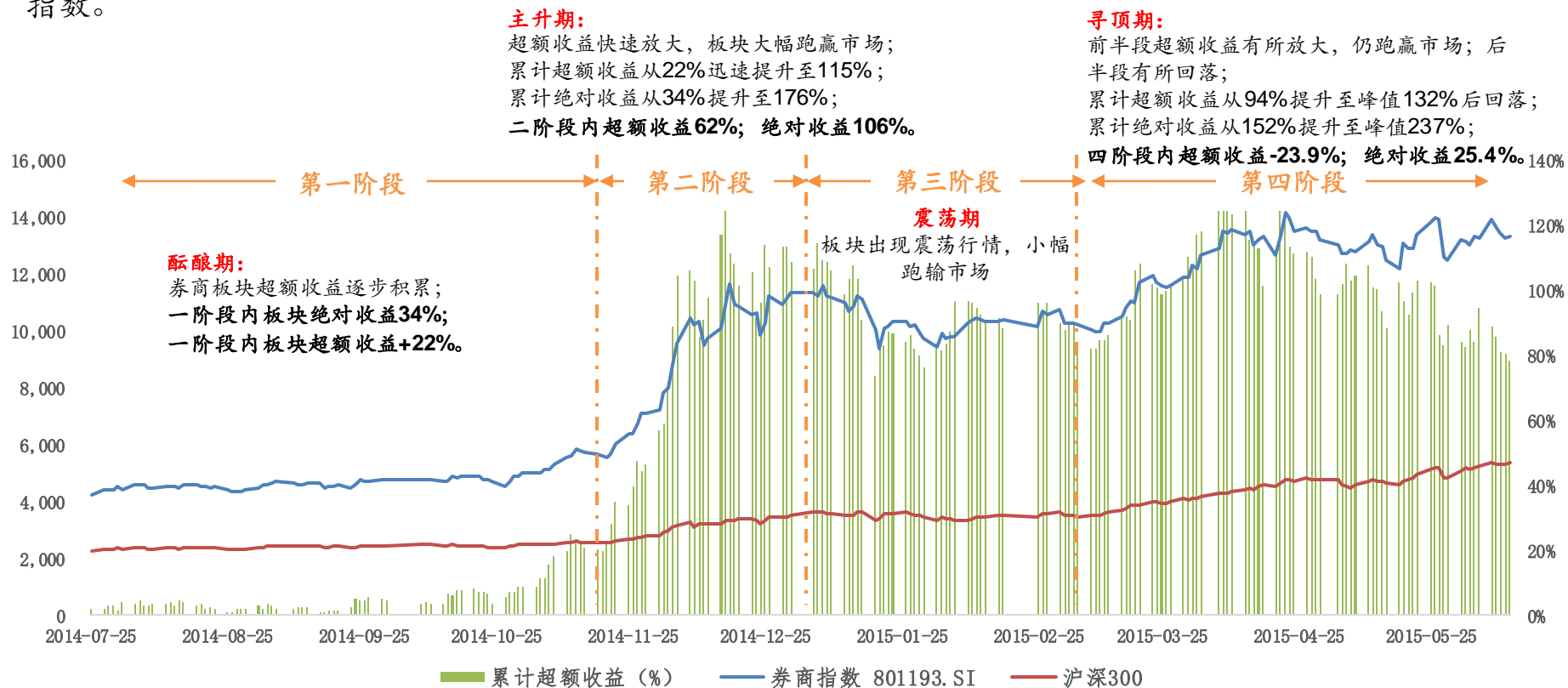
2.2 背景与2014至15年券商行情相似，14-15年行情复盘：可分为酝酿期、主升期、震荡期和寻顶期四个阶段

- 此轮行情的开始与背景均与14-15年相似：券商重组（宏源证券&申银万国、海通证券&国泰君安）+央行降息。
- 2014至15年的券商行情可以拆解为酝酿期、主升期、震荡期和寻顶期四个阶段：第一阶段从14年7月28日至14年11月20日，是券商行情的酝酿阶段；第二阶段从14年11月21日至15年1月7日，是券商行情的主升阶段；第三阶段从15年1月8日至15年2月27日，是券商行情的震荡阶段；第四阶段从15年3月2日至15年6月12日，是券商行情的寻顶阶段。



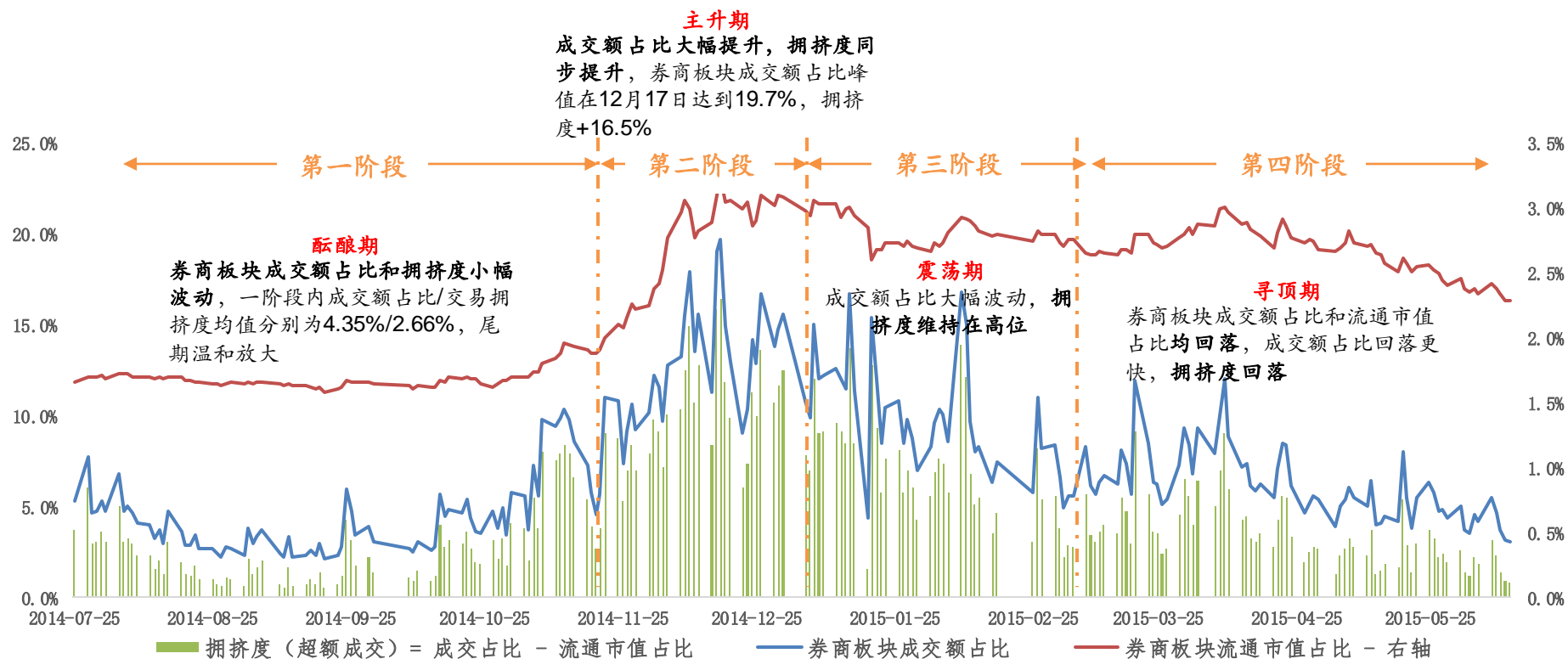
2.2 2014至15年行情复盘——绝对收益与超额收益分析：弹性充分释放，二阶段超额收益

- 绝对收益视角下，券商板块弹性充分释放：行情累计绝对收益+216%；除三阶段震荡期外，各阶段均获得正向绝对收益表现，酝酿期/主升期/震荡期/寻定期阶段内绝对收益分别为+34%/+106%/-8.6%/+25%；
- 相对收益视角下，二阶段超额收益最为明显，三四阶段仍有配置价值：相较于沪深300指数，券商板块累计超额收益+80%；二阶段超额收益最为明显，阶段内超额收益62%；三四阶段仍有配置价值，四阶段前半程依然跑赢指数。



2.2 2014至15年行情复盘——拥挤度分析：整体呈现超额成交

- 定义券商板块交易拥挤度（超额成交）= 券商板块成交额占比 - 券商板块流通市值占比
- 券商板块在整段行情中均存在超额成交，交易拥挤度在第二阶段达到峰值：酝酿期板块成交额占比和交易拥挤度处于相对低位，成交额占比/交易拥挤度均值分别为4.35%/2.66%；主升期成交额占比和拥挤度迅速放大，成交额占比/交易拥挤度均值分别为12.9%/10.1%，峰值19.7%/16.5%；震荡期成交额占比和拥挤度维持高位；寻顶期成交额占比和拥挤度均发生回落。



资料来源：Wind、天风证券研究所。注：拥挤度（超额成交）= 券商板块成交额占比 - 券商板块流通市值占比；券商板块成交额占比 = 券商板块成交额/全市场成交额；券商板块流通市值占比 = 券商流通市值/全市场流通市值

2.2 本轮行情与14-15券商行情对比分析：交易视角下，当前板块成交和拥挤度仍处相对低位

□ 与14-15年券商行情的主升期对比，当前券商板块成交量、成交量占比和拥挤度仍有较大差距：12月6日，券商板块成交额785.9亿元，占全市场成交额的比例为4.32%，拥挤度（超额交易占比=券商板块成交占比 - 券商板块市值占比）仅2.12%。与14-15年券商行情相比，本轮行情演绎至今券商板块的成交额及占比、拥挤度等指标仍然处于相对较低位置。

日期	券商板块成交额 (亿元)	券商板块成交占比 (1)	券商板块市值占比 (2)	拥挤度 = (1)-(2)
2014-11-20	165.7	5.68%	1.91%	3.77%
2014-11-21	403.3	11.03%	2.00%	9.03%
2014-11-24	623.8	10.85%	2.10%	8.75%
2014-11-25	386.5	7.37%	2.07%	5.30%
2014-11-26	518.2	9.15%	2.15%	7.00%
2014-11-27	646.7	10.61%	2.25%	8.36%
2014-11-28	644.3	9.20%	2.21%	6.99%
2014-12-01	691.2	10.16%	2.25%	7.91%
2014-12-02	808.4	12.19%	2.38%	9.81%
2014-12-03	1037.6	11.56%	2.42%	9.14%
2014-12-04	843.2	9.70%	2.53%	7.17%
2014-12-05	1345.4	12.81%	2.77%	10.04%
2014-12-08	1276.4	13.28%	2.96%	10.32%
2014-12-09	1931.6	15.53%	3.06%	12.47%
2014-12-10	1500.9	17.88%	2.99%	14.88%
2014-12-11	1048.1	13.51%	2.77%	10.74%
2014-12-12	1063.0	15.56%	2.82%	12.74%
2014-12-15	785.7	11.28%	2.88%	8.40%
2014-12-16	1475.8	19.00%	3.10%	15.90%
2014-12-17	1751.9	19.69%	3.24%	16.45%
峰值	1931.6 (12.09)	19.69% (12.17)	3.24% (12.17)	16.45% (12.17)

日期	券商板块成交额 (亿元)	券商板块成交占比 (1)	券商板块市值占比 (2)	拥挤度 = (1)-(2)
2024-09-23	105.7	1.91%	1.82%	0.09%
2024-09-24	492.7	5.05%	1.86%	3.19%
2024-09-25	634.9	5.46%	1.88%	3.59%
2024-09-26	707.9	6.07%	1.92%	4.15%
2024-09-27	891.1	6.12%	2.02%	4.10%
2024-09-30	1338.4	5.12%	2.05%	3.08%
2024-10-08	1263.4	3.63%	2.14%	1.48%
2024-10-09	2761.2	9.31%	2.22%	7.09%
2024-10-10	1767.2	8.18%	2.06%	6.12%
2024-10-11	1125.7	7.09%	2.12%	4.98%
2024-10-14	1274.8	7.73%	2.08%	5.65%
2024-10-15	893.4	5.41%	2.05%	3.36%
2024-10-16	849.6	6.11%	2.07%	4.05%
2024-10-17	793.4	5.22%	1.93%	3.29%
2024-10-18	1648.6	7.74%	2.15%	5.59%
2024-10-21	1157.1	5.19%	2.09%	3.10%
2024-10-22	848.8	4.33%	2.10%	2.23%
2024-10-23	1022.2	5.20%	2.08%	3.13%
2024-10-24	732.8	4.69%	2.09%	2.60%
2024-10-25	849.9	4.64%	2.09%	2.56%
2024-10-28	653.5	3.43%	2.07%	1.36%
2024-10-29	793.0	3.75%	2.07%	1.68%
2024-10-30	678.6	3.58%	2.07%	1.51%
2024-10-31	1327.1	5.87%	2.12%	3.75%

资料来源：Wind、天风证券研究所

2.2 本轮行情与14-15券商行情对比分析：交易视角下，当前板块成交和拥挤度仍处相对低位

日期	券商板块成交额 (亿元)	券商板块成交占比 (1)	券商板块市值占比 (2)	拥挤度 = (1)-(2)
2014-11-20	165.7	5.68%	1.91%	3.77%
2014-11-21	403.3	11.03%	2.00%	9.03%
2014-11-24	623.8	10.85%	2.10%	8.75%
2014-11-25	386.5	7.37%	2.07%	5.30%
2014-11-26	518.2	9.15%	2.15%	7.00%
2014-11-27	646.7	10.61%	2.25%	8.36%
2014-11-28	644.3	9.20%	2.21%	6.99%
2014-12-01	691.2	10.16%	2.25%	7.91%
2014-12-02	808.4	12.19%	2.38%	9.81%
2014-12-03	1037.6	11.56%	2.42%	9.14%
2014-12-04	843.2	9.70%	2.53%	7.17%
2014-12-05	1345.4	12.81%	2.77%	10.04%
2014-12-08	1276.4	13.28%	2.96%	10.32%
2014-12-09	1931.6	15.53%	3.06%	12.47%
2014-12-10	1500.9	17.88%	2.99%	14.88%
2014-12-11	1048.1	13.51%	2.77%	10.74%
2014-12-12	1063.0	15.56%	2.82%	12.74%
2014-12-15	785.7	11.28%	2.88%	8.40%
2014-12-16	1475.8	19.00%	3.10%	15.90%
2014-12-17	1751.9	19.69%	3.24%	16.45%
峰值	1931.6 (12.09)	19.69% (12.17)	3.24% (12.17)	16.45% (12.17)

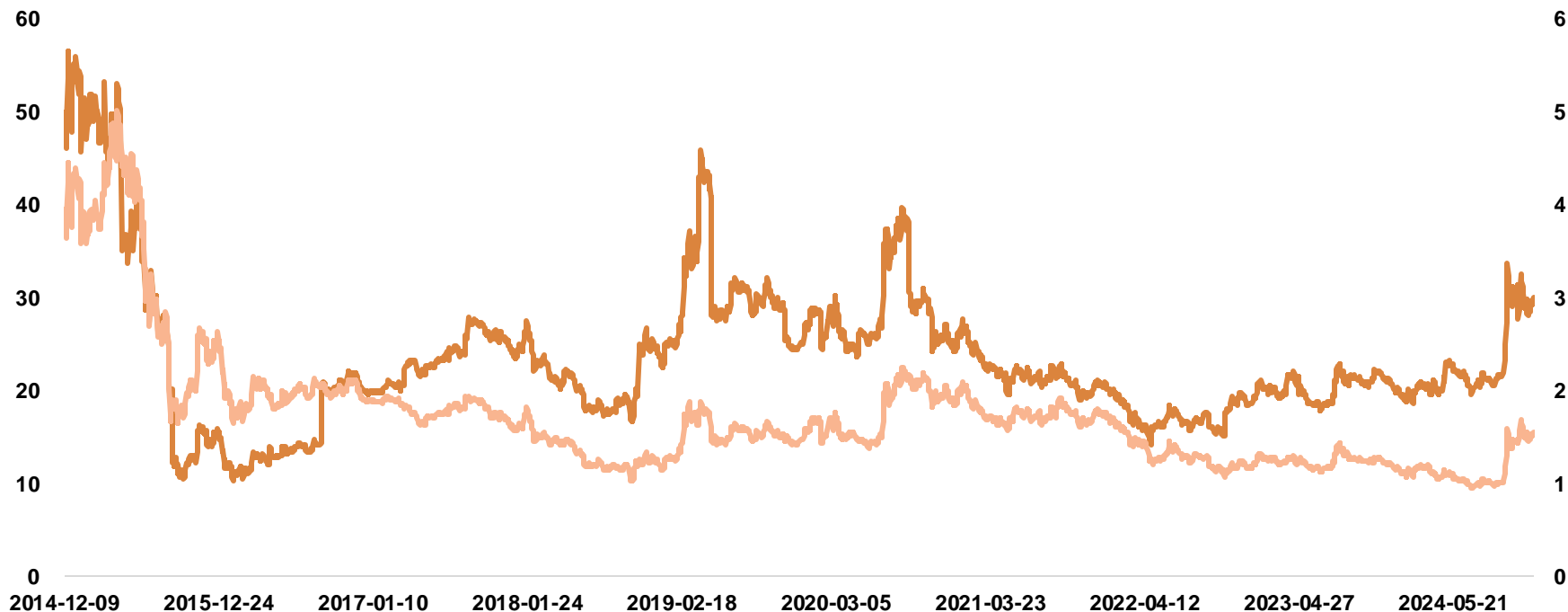
日期	券商板块成交额 (亿元)	券商板块成交占比 (1)	券商板块市值占比 (2)	拥挤度 = (1)-(2)
2024-11-01	1190.0	5.25%	2.12%	3.13%
2024-11-04	1042.4	6.05%	2.17%	3.88%
2024-11-05	1614.3	6.87%	2.23%	4.64%
2024-11-06	1808.3	6.89%	2.23%	4.67%
2024-11-07	1975.4	7.71%	2.34%	5.36%
2024-11-08	1850.5	6.77%	2.29%	4.48%
2024-11-11	1164.1	25465	4.57%	2.29%
2024-11-12	1061.6	25870	4.10%	1.85%
2024-11-13	848.7	20418	4.16%	1.92%
2024-11-14	771.6	18712	4.12%	1.88%
2024-11-15	909.3	18633	4.88%	2.69%
2024-11-18	737.5	17960	4.11%	1.93%
2024-11-19	677.9	15966	4.25%	2.05%
2024-11-20	588.4	16516	3.56%	1.38%
2024-11-21	731.2	16558	4.42%	2.21%
2024-11-22	740.3	18322	4.04%	1.87%
2024-11-25	553.3	15214	3.64%	1.49%
2024-11-26	455.6	13346	3.41%	1.26%
2024-11-27	615.2	14875	4.14%	1.96%
2024-11-28	519.4	15256	3.40%	1.24%
2024-11-29	1004.3	17464	5.75%	3.56%
2024-12-02	750.2	18253	4.11%	1.92%
2024-12-03	608.9	17560	3.47%	1.27%
2024-12-04	524.6	16974	3.09%	0.90%
2024-12-05	557.8	15266	3.65%	1.45%
2024-12-06	785.9	18176	4.32%	2.12%

资料来源：Wind、天风证券研究所

2.2 估值分析：政策大利好不断刺激下牛市行情初现，券商板块估值或仍有提升空间，延续 β 层面行情

- 当前券商板块PB估值分位数仍低于50%：从2014年至今统计的券商PB、PE估值水平来看，截止于2024年12月6日，券商板块的估值仍处于历史较低水平，PB分位数为45.3%，PB估值为1.55x；PE分位数为87.0%，PE估值为29.98x。
- 在政策利好不断的情况下，牛市行情初现，券商板块当前估值或仍具有提升空间：自9月24日以来的系列活跃资本市场的大利好政策打开了牛市行情，券商板块有望在接下来的牛市中延续 β 层面行情。

2014-2024年证券行业市盈率、市净率情况



数据来源：Wind、天风证券研究所

—— 市盈率TTM (x, 左轴) —— 市净率 (x, 右轴)

2.3 α 层面投资逻辑1：成交量快速放大改善券商基本面，经纪业务+两融业务收入占比高的高弹性券商较为受益

□ 参考14-15年的券商行情，连续降息降准叠加杠杆催生大牛市行情，交投活跃度急剧提升，演绎有史以来较强的 β 行情，在该行情下从 α 层面来看，经纪业务、两融业务占比高的券商弹性更佳，更能获取超额收益：2014-2015年的行情是 β 行情的演绎， α 层面经纪+两融业务占比高的券商弹性更加，盈利增速更高，更能获取超额收益。

2014-2015年牛市行情中高弹性券商情况

	绝对收益 (%)	相对收益 (%)	市值 (亿元)	2014营收 (亿元)	2015营收 (亿元)	营收增速	经纪业务 营收占比	利息净收入 营收占比	2014利润 (亿元)	2015利润 (亿元)	利润增速
300059.SZ 东方财富	878.44	642.04	1,422	6.12	28.13	360%	4%	0%	1.66	18.49	1015%
002673.SZ 西部证券	487.04	250.64	886	19.38	56.41	191%	48%	13%	6.64	19.73	197%
601788.SH 光大证券	327.08	90.68	1,159	66.01	165.71	151%	45%	13%	20.68	76.47	270%
601377.SH 兴业证券	303.48	67.08	904	56.09	115.41	106%	33%	11%	17.82	41.67	134%
601688.SH 华泰证券	293.80	57.40	1,631	120.62	262.62	118%	48%	16%	44.86	106.97	138%
000728.SZ 国元证券	283.79	47.39	712	34.86	57.73	66%	45%	19%	13.72	27.84	103%
600999.SH 招商证券	270.33	33.93	2,148	110.02	252.92	130%	49%	10%	38.51	109.09	183%
000987.SZ 越秀金控	267.69	31.29	114	33.63	28.04	-17%	0%	0%	2.63	2.29	-13%
601555.SH 东吴证券	265.03	28.63	702	32.41	68.30	111%	39%	4%	11.15	27.08	143%
002736.SZ 国信证券	247.62	11.22	2,394	117.92	291.39	147%	54%	12%	49.28	139.49	183%
000686.SZ 东北证券	242.96	6.56	481	30.91	67.46	118%	36%	5%	10.60	26.30	148%
601099.SH 太平洋	238.45	2.05	508	13.59	27.43	102%	38%	9%	5.43	11.33	109%
002500.SZ 山西证券	232.20	-4.20	543	19.59	38.39	96%	48%	9%	5.86	14.39	145%
000712.SZ 锦龙股份	215.47	-20.93	422	0.40	0.26	-35%	0%	0%	3.87	9.13	136%
600837.SH 海通证券	212.68	-23.72	2,615	179.78	380.86	112%	33%	12%	77.11	158.39	105%
600030.SH 中信证券	203.28	-33.12	3,701	291.98	560.13	92%	33%	5%	113.37	198.00	75%
600621.SH 华鑫股份	198.61	-37.79	90	5.97	3.65	-39%	0%	0%	1.55	1.30	-16%
000776.SZ 广发证券	193.84	-42.56	1,999	133.95	334.47	150%	41%	9%	50.23	132.01	163%
600369.SH 西南证券	187.95	-48.45	695	36.75	84.97	131%	24%	3%	13.39	35.55	165%
601901.SH 方正证券	177.90	-58.50	1,242	49.00	109.15	123%	63%	7%	17.96	40.64	126%
600095.SH 湘财股份	160.41	-75.99	46	4.40	2.65	-40%	0%	0%	0.12	0.15	26%
600109.SH 国金证券	150.80	-85.60	706	27.22	67.48	148%	46%	13%	8.36	23.60	182%
601198.SH 东兴证券	138.12	-98.28	788	25.98	53.57	106%	46%	-6%	10.41	20.44	96%
600864.SH 哈投股份	130.08	-106.32	106	11.91	11.67	-2%	0%	0%	2.91	1.08	-63%
600958.SH 东方证券	124.86	-111.54	1,715	55.00	154.35	181%	22%	-2%	23.42	73.25	213%
000750.SZ 国海证券	105.32	-131.08	442	25.45	49.59	95%	47%	13%	6.90	17.93	160%
600155.SH 华创阳安	102.71	-133.69	71	4.09	3.49	-15%	0%	0%	-1.47	2.26	-253%
002670.SZ 国盛金控	84.60	-151.80	37	14.97	10.49	-30%	0%	0%	0.93	0.26	-72%

2.3 α 层面投资逻辑1：成交量快速放大改善券商基本面，经纪业务+两融业务收入占比高的高弹性券商较为受益

- 预计经纪+两融两类直接受益于交投活跃度提升的业务较为受益，建议关注经纪+两融业务收入占比高的券商：目前全市场日均成交量较之前快速放大，自9月24日以来，超过16个交易日成交量超过2万亿，若未来市场持续回暖，成交量维持在1.5万亿左右，券商基本面的改善将较为可观。我们使用经纪+两融业务收入占比来刻画券商的业绩弹性，结合头部券商马太效应，建议关注中国银河/光大证券。
- 同时建议关注弹性较大的互联网券商：指南针。

各券商经纪业务与两融业务收入占比情况

证券代码	公司名称	业务合计	经纪 (21-24Q3年均值)	两融 (21-24Q3年均值)	流通市值 (亿元) -2024/12/6	股价-2024/12/6	自9.24日起涨幅 (9.24-12.6) (%)	年化ROE (24Q3) (%)	PB-2024/12/6
000783.SZ	长江证券	76%	46%	30%	395	7.15	43	8.40	1.19
002926.SZ	华西证券	76%	46%	30%	232	8.84	35	7.96	1.01
002945.SZ	华林证券	69%	39%	30%	433	16.02	66	10.12	6.54
601901.SH	方正证券	68%	48%	21%	741	9.00	30	(0.55)	1.59
601990.SH	南京证券	61%	21%	40%	336	9.12	22	8.16	1.93
000728.SZ	国元证券	58%	20%	38%	385	8.83	36	7.01	1.08
601696.SH	中银证券	59%	31%	28%	329	11.84	33	3.52	1.86
601198.SH	东兴证券	51%	20%	31%	377	11.65	43	7.73	1.37
601881.SH	中国银河	54%	31%	23%	1,160	16.01	42	6.28	1.64
600918.SH	中泰证券	55%	36%	19%	494	7.09	28	6.32	1.33
601788.SH	光大证券	52%	32%	21%	800	20.49	40	5.04	1.63
600909.SH	华安证券	45%	32%	14%	300	6.39	45	5.55	1.39
601878.SH	浙商证券	50%	36%	13%	591	12.93	18	3.08	1.73
601099.SH	太平洋	46%	28%	18%	332	4.87	53	3.91	3.45
600109.SH	国金证券	47%	27%	20%	346	9.33	30	1.45	1.05
600369.SH	西南证券	44%	29%	16%	339	5.10	42	5.59	1.33
600837.SH	海通证券	47%	22%	25%	1,132	11.72	34	5.36	0.95
601555.SH	东吴证券	44%	28%	16%	414	8.33	36	6.07	1.03
002736.SZ	国信证券	42%	32%	11%	1,117	11.62	28	3.63	1.32

数据来源：Wind、天风证券研究所

2.3 α 层面投资逻辑1：成交量快速放大改善券商基本面，经纪业务+两融业务收入占比高的高弹性券商较为受益

各券商经纪业务与两融业务收入占比情况

证券代码	公司名称	业务合计	经纪 (21-24Q3年均值)	两融 (21-24Q3年均值)	流通市值 (亿元) -2024/12/6	股价-2024/12/6	自9.24日起涨幅 (9.24-12.6) (%)	年化ROE (24Q3) (%)	PB-2024/12/6
601377.SH	兴业证券	40%	24%	16%	565	6.54	25	6.12	1.05
601211.SH	国泰君安	37%	25%	13%	1,448	19.28	32	5.97	1.14
000776.SZ	广发证券	38%	25%	13%	1,002	16.92	37	5.65	1.10
600999.SH	招商证券	37%	31%	7%	1,465	19.74	31	5.03	1.55
600906.SH	财达证券	38%	32%	6%	254	7.83	36	4.59	2.19
601236.SH	红塔证券	37%	17%	19%	410	8.69	29	1.48	1.74
601375.SH	中原证券	41%	33%	8%	164	4.77	37	3.39	1.59
000750.SZ	国海证券	39%	27%	12%	305	4.77	59	3.72	1.40
600958.SH	东方证券	34%	22%	12%	822	11.01	29	7.07	1.23
601066.SH	中信建投	36%	28%	8%	1,804	27.78	40	3.45	2.90
601108.SH	财通证券	32%	21%	11%	399	8.59	31	2.52	1.13
002939.SZ	长城证券	30%	25%	5%	352	8.73	28	5.35	1.20
000166.SZ	申万宏源	30%	28%	2%	1,244	5.52	30	5.03	1.34
000686.SZ	东北证券	29%	26%	3%	201	8.57	45	2.91	1.07
601688.SH	华泰证券	28%	21%	7%	1,362	18.63	44	3.97	1.06
600030.SH	中信证券	26%	19%	7%	3,811	31.24	62	1.12	1.78
002673.SZ	西部证券	23%	26%	-4%	415	9.28	45	5.60	1.47
601456.SH	国联证券	22%	20%	2%	296	12.39	28	4.23	1.91
002797.SZ	第一创业	18%	13%	5%	374	8.89	70	(3.07)	2.39
002500.SZ	山西证券	16%	18%	-2%	243	6.76	38	1.56	1.35
601995.SH	中金公司	14%	20%	-5%	1,087	37.19	30	6.21	2.01
601162.SH	天风证券	-25%	38%	-62%	445	5.13	88	1.91	1.93

数据来源：Wind、天风证券研究所

2.4 α 层面投资逻辑2：互换便利下券商加杠杆逻辑放大净利润弹性空间

- 互换便利带动非银机构增量资金入场，重点关注券商板块的加杠杆逻辑：9月24日国新办新闻发布会上提及央行将创设证券、基金、保险公司互换便利，以维护资本市场稳定、提振投资者信心，首批额度为5000亿，政策明确非银机构可用质押品包括债券、股票ETF、沪深300成分股和公募REITs等开展互换操作，通过这项工具获取的资金只能投向资本市场，用于股票、股票ETF的投资和做市。
- 互换便利首批申请额度已超2000亿元，机构数量为20家：10月18日，证监会已批准20家非银机构开展互换便利操作，首批申请额度已超2000亿元，发挥维护市场稳定运行的积极作用。首批获批的非银机构为1) 证券公司：中信证券、中金公司、国泰君安、华泰证券、申万宏源、广发证券、财通证券、光大证券、中泰证券、浙商证券、国信证券、东方证券、银河证券、招商证券、东方财富证券、中信建投、兴业证券；2) 公募基金：华夏基金、易方达基金、嘉实基金。
- 经测算，考虑原有主动权益规模，叠加互换便利的影响下，调整后营收和净利润增速的边际变化显著，互换便利下券商加杠杆逻辑放大净利润的弹性空间。

代码	名称	主动权益规模 (测算值)	获配100亿收益互换 后总主动权益规模	不同沪深300涨幅下，调整后营收增速变动				不同沪深300涨幅下，净利润增速变动				不同沪深300涨幅下，ROE变动			
				10%	25%	50%	100%	10%	25%	50%	100%	10%	25%	50%	100%
600030.SH	中信证券	136.5	236.5	3.9%	9.8%	19.7%	39.4%	10.2%	25.5%	51.0%	101.9%	0.80%	1.99%	3.98%	7.96%
601211.SH	国泰君安	63.3	163.3	4.5%	11.3%	22.6%	45.2%	14.8%	37.0%	74.0%	148.1%	0.89%	2.23%	4.46%	8.91%
601688.SH	华泰证券	76.3	176.3	4.8%	12.0%	24.1%	48.2%	11.8%	29.4%	58.8%	117.5%	0.95%	2.39%	4.77%	9.54%
600837.SH	海通证券	152.8	252.8	11.0%	27.5%	55.1%	110.1%	213.1%	532.7%	1065.4%	2130.8%	1.30%	3.25%	6.50%	13.00%
600999.SH	招商证券	32.2	132.2	6.7%	16.7%	33.3%	66.7%	12.8%	32.0%	64.1%	128.2%	1.01%	2.53%	5.07%	10.14%
000776.SZ	广发证券	69.8	169.8	7.3%	18.2%	36.4%	72.9%	20.7%	51.7%	103.4%	206.9%	1.17%	2.93%	5.85%	11.71%
601995.SH	中金公司	66.2	166.2	7.2%	18.1%	36.2%	72.3%	23.0%	57.4%	114.8%	229.5%	1.48%	3.69%	7.38%	14.76%
601881.SH	中国银河	101.6	201.6	6.0%	15.0%	30.0%	59.9%	21.8%	54.4%	108.8%	217.5%	1.64%	4.09%	8.18%	16.36%
601066.SH	中信建投	16.5	116.5	5.0%	12.5%	25.1%	50.1%	14.1%	35.2%	70.4%	140.7%	1.21%	3.02%	6.04%	12.09%
002736.SZ	国信证券	112.7	212.7	12.3%	30.7%	61.4%	122.8%	28.1%	70.3%	140.6%	281.3%	1.85%	4.62%	9.24%	18.48%
000166.SZ	申万宏源	40.9	140.9	6.6%	16.4%	32.8%	65.6%	26.0%	65.0%	130.0%	260.1%	1.23%	3.07%	6.14%	12.28%
600958.SH	东方证券	51.1	151.1	8.8%	22.1%	44.2%	88.4%	46.6%	116.6%	233.2%	466.5%	1.61%	4.02%	8.05%	16.09%
601377.SH	兴业证券	50.8	150.8	14.2%	35.5%	70.9%	141.9%	65.2%	163.1%	326.2%	652.5%	2.41%	6.04%	12.07%	24.14%
601788.SH	光大证券	80.8	180.8	18.0%	45.0%	90.1%	180.2%	36.0%	89.9%	179.9%	359.7%	2.49%	6.21%	12.43%	24.86%

注：单位为亿元

数据来源：公司公告、天风证券研究所

2.4 α 层面投资逻辑2：互换便利下券商加杠杆逻辑放大净利润弹性空间

□ 经测算，考虑原有主动权益规模，叠加互换便利的影响下，调整后营收和净利润增速的边际变化显著，互换便利下券商加杠杆逻辑放大净利润的弹性空间。

代码	名称	主动权益规模 (测算值)	获配100亿收益互换 后总主动权益规模	不同沪深300涨幅下，调整后营收增速变动				不同沪深300涨幅下，净利润增速变动				不同沪深300涨幅下，ROE变动			
				10%	25%	50%	100%	10%	25%	50%	100%	10%	25%	50%	100%
600918.SH	中泰证券	28.5	128.5	10.1%	25.2%	50.3%	100.7%	60.7%	151.7%	303.4%	606.9%	2.86%	7.15%	14.29%	28.58%
601108.SH	财通证券	45.3	145.3	22.3%	55.7%	111.5%	222.9%	54.8%	137.1%	274.2%	548.4%	3.66%	9.14%	18.29%	36.58%
000783.SZ	长江证券	29.1	129.1	18.7%	46.8%	93.6%	187.1%	70.9%	177.1%	354.3%	708.6%	3.39%	8.49%	16.97%	33.94%
601555.SH	东吴证券	16.7	116.7	10.3%	25.9%	51.7%	103.4%	49.5%	123.9%	247.7%	495.4%	2.56%	6.39%	12.78%	25.56%
600109.SH	国金证券	12.0	112.0	16.6%	41.6%	83.2%	166.4%	55.4%	138.5%	277.0%	554.0%	2.99%	7.47%	14.93%	29.86%
601878.SH	浙商证券	12.8	112.8	6.4%	16.0%	32.0%	63.9%	54.7%	136.7%	273.4%	546.7%	3.61%	9.03%	18.07%	36.14%
000728.SZ	国元证券	10.1	110.1	17.3%	43.3%	86.6%	173.2%	50.1%	125.3%	250.5%	501.0%	3.00%	7.50%	15.01%	30.01%
601901.SH	方正证券	24.2	124.2	17.5%	43.6%	87.3%	174.5%	49.1%	122.6%	245.3%	490.6%	2.39%	5.99%	11.97%	23.94%
002939.SZ	长城证券	45.5	145.5	36.4%	91.1%	182.2%	364.5%	86.0%	214.9%	429.8%	859.6%	4.40%	11.00%	22.00%	44.01%
601198.SH	东兴证券	11.4	111.4	23.5%	58.8%	117.6%	235.3%	115.5%	288.8%	577.6%	1155.3%	3.57%	8.92%	17.85%	35.70%
002926.SZ	华西证券	16.3	116.3	36.5%	91.4%	182.7%	365.5%	232.5%	581.4%	1162.7%	2325.5%	4.37%	10.93%	21.86%	43.72%
000686.SZ	东北证券	61.3	161.3	24.9%	62.3%	124.6%	249.1%	205.1%	512.8%	1025.6%	2051.2%	7.51%	18.77%	37.54%	75.07%
601236.SH	红塔证券	20.8	120.8	100.6%	251.6%	503.1%	1006.2%	328.9%	822.3%	1644.6%	3289.3%	4.47%	11.18%	22.37%	44.73%
600909.SH	华安证券	13.0	113.0	31.0%	77.4%	154.8%	309.5%	75.4%	188.5%	377.0%	754.0%	4.67%	11.69%	23.37%	46.75%
002673.SZ	西部证券	8.2	108.2	15.7%	39.2%	78.5%	157.0%	78.9%	197.3%	394.5%	789.0%	3.35%	8.36%	16.73%	33.45%
600369.SH	西南证券	8.8	108.8	46.7%	116.8%	233.6%	467.2%	153.6%	383.9%	767.8%	1535.5%	3.67%	9.17%	18.35%	36.70%
601990.SH	南京证券	4.2	104.2	42.1%	105.2%	210.5%	421.0%	130.9%	327.2%	654.4%	1308.7%	5.27%	13.19%	26.37%	52.74%
601696.SH	中银证券	22.3	122.3	41.6%	104.0%	207.9%	415.8%	115.4%	288.5%	576.9%	1153.8%	6.18%	15.46%	30.92%	61.85%
601456.SH	国联证券	13.0	113.0	38.2%	95.6%	191.2%	382.4%	143.1%	357.7%	715.5%	1430.9%	5.57%	13.92%	27.83%	55.66%
002500.SZ	山西证券	16.9	116.9	33.7%	84.2%	168.4%	336.7%	160.3%	400.7%	801.4%	1602.8%	5.66%	14.14%	28.29%	56.58%
000750.SZ	国海证券	28.9	128.9	30.8%	77.0%	153.9%	307.8%	335.2%	837.9%	1675.8%	3351.6%	5.70%	14.24%	28.49%	56.98%
002797.SZ	第一创业	27.5	127.5	51.2%	128.1%	256.2%	512.3%	327.8%	819.4%	1638.8%	3277.6%	7.37%	18.44%	36.87%	73.75%
600906.SH	财达证券	30.1	130.1	56.2%	140.4%	280.8%	561.7%	182.6%	456.5%	912.9%	1825.8%	9.73%	24.33%	48.66%	97.32%
601162.SH	天风证券	13.6	113.6	33.2%	82.9%	165.8%	331.6%	314.4%	786.0%	1572.1%	3144.2%	4.15%	10.38%	20.75%	41.50%
601375.SH	中原证券	49.6	149.6	76.0%	190.1%	380.2%	760.3%	601.1%	1502.7%	3005.4%	6010.8%	9.20%	22.99%	45.98%	91.96%
002945.SZ	华林证券	9.6	109.6	107.9%	269.9%	539.7%	1079.5%	2939.3%	7348.2%	14696.5%	29393.0%	14.70%	36.74%	73.48%	146.96%
601099.SH	太平洋	5.2	105.2	76.7%	191.8%	383.6%	767.1%	356.7%	891.8%	1783.7%	3567.4%	9.56%	23.90%	47.80%	95.61%

□ 互换便利打开券商净利润弹性空间，有望增厚净利润提升ROE水平：央行创设的新的货币政策工具“证券、基金、保险公司互换便利”支持股票市场稳定发展，提振投资者信心。互换便利下券商加杠杆能力增加，净利润弹性空间放大，有望增厚净利润提升ROE水平。结合头部券商马太效应，建议关注：中信证券/中国银河/国泰君安。

2.5 α 层面投资逻辑3：“推动头部券商做强做优”信号发出，利好头部及有兼并重组预期的券商

□ 支持头部券商通过兼并重组等方式，做大做强，打造航母级别头部券商；政策健全证券公司业务资格退出机制，利好头部券商。

日期	文件名/会议名	主要内容	影响
2019/11/29	《关于 做强做优做大打造航母级头部券商 ，构建资本市场四梁八柱确保金融安全的提案》	一是 多渠道充实证券公司资本，鼓励市场化并购重组 ；二是进一步丰富证券公司服务功能；三是支持证券公司优化激励约束机制；四是鼓励证券公司加大信息技术和科技创新投入；五是支持证券公司完善国际化布局；六是督促证券公司加强合规风控管理	推进了证券公司充实资本、丰富服务功能、优化激励约束机制、加大技术和创新投入、完善国际化布局、加强合规风险管控。
2020/7/17	鼓励券商基金公司并购重组	证监会相关部门向各派出机构发布通知，鼓励证券公司、基金管理公司做好组织管理创新工作。一是解决同业竞争问题，鼓励有条件的行业机构实施市场化并购重组；二是支持实施员工持股、股权激励计划。	充分发挥并购重组效应，实现母子公司协同发展，有助于证券公司整合子公司现有资源、发挥集团优势、降低公司的运营成本、做大做强
2022/2/18	《关于建立认可跨境业务券商制度维护国家金融安全的提案》	要重点培育和支持国有头部券商做大做强；证监会答复称会一直支持证券公司在依法合规前提下充实资本实力，优化公司治理，夯实基础功能，提升核心竞争力，持续支持证券公司在依法合规的前提下实施并购重组，做大做强。	通过深化改革加强公司治理实现做优做强做大，提升交易、做市、托管、主经纪、风控等方面的核心竞争力，同时加大了国有头部证券机构资本投入，补足相对外资机构的资本差距。
2023/10/31	中央金融工作会议	在中央金融工作会议中，党中央首次提出“培育一流投资银行和投资机构”的目标。	有利于政府未来出台更多政策支持投行机构和投行业务发展，为实体企业提供更多投融资渠道；有利于加速打造现代金融机构和市场体系，活跃资本市场等政策实施力度有望进一步加大，利好机构和资管业务具备竞争优势的头部券商。
2023/11/1	《中国证监会党委传达学习贯彻中央金融工作会议精神》	将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。	培育一流投资银行和投资机构，进一步促进国有大型金融机构做优做强的势头，同时促进了境内外长期资本的引入； 利好于有兼并重组预期的券商，做大做强，打造航母级头部券商。
2024/3/15	《关于加强证券公司和公募基金监管加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见（试行）》	《意见》明确了建设一流投资银行和投资机构的目标。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。	确立了打造一流投行和投资机构“路线图”；有助于行业机构聚焦服务国家发展大局和居民财富管理需求，加强业务的规范化、专业化发展，提升自身综合金融服务水平和核心竞争力。
2024/4/12	《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》	紧紧围绕打造安全、规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场以强监管、防风险、促高质量发展为主线，更好发挥资本市场功能作用，推进金融强国建设，服务中国式现代化大局； 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。	把握高质量发展的主题，更加有力服务国民经济重点领域和现代化产业体系建设； 加强证券基金机构监管，推动行业回归本源、做优做强
2024/4/24	《国务院关于金融企业国有资产管理情况专项报告审议意见的研究处理情况和整改问责情况的报告》	在文件中提出 推动头部证券公司做强做优 ，支持上海、深圳证券交易所建设世界一流交易所。	推动地方国有大券商专注主业、提质增效，立足当地开展特色化经营，增强服务实体经济和抵御风险能力。
2024/8/5	《证券公司业务资格管理办法（征求意见稿）》	《办法》明确业务资格种类、明确不同业务资格的管理方式、统一资格准入的内在逻辑、 健全业务资格退出机制 、做好业务资格管理与日常监管的衔接。	增加注销牌照的退出路径，形成主动减少牌照、撤销牌照、注销牌照等多元化退出路径，遏制“屯牌”“保牌”行为；健全券商业务资格退出机制，推动行业高质量健康发展，行业马太效应或加剧。

2.5 α 层面投资逻辑3：“推动头部券商做强做优”信号发出，利好头部及有兼并重组预期的券商

□ 支持头部券商通过兼并重组等方式，做大做强，打造航母级别头部券商，建议关注国泰君安/海通证券。

代码	公司名称	流通市值 (24/12/6)	概念简介	自9.24日涨跌幅 (9.24-12.6)
601456.SH	国联证券	296亿元	“国联+民生”，国联证券控股股东国联集团耗资高达91亿元竞拍拿下民生证券30.3%股权，这一高定价的并购，被业内赋予高期许。从业务前景来看，国联证券将由此补齐投行业务短板，经纪业务也将有显著扩张，其他各业务条线的规模也将提升，资本金的弥补尤为明显。	29.4%
600155.SH	华创云信	180亿元	“华创+太平洋”有新进展，太平洋证券于2023年9月21日，收到证监会就变更主要股东行政许可申请事项依法予以受理。华创和太平洋证券分别是贵州和云南本土券商，在各自地域均有较强业务竞争力，合并的初衷认为是对西南省份金融业影响力的提升和资源互补，若合并成功，值得期待“1+1>2”的发展前景。	32.8%
002736.SZ	国信证券	1117亿元	国信证券计划通过发行股份收购万和证券53.0892%的股份，标志着国信证券在资本市场上迈出了重要一步。根据公告，万和证券的注册资本为22.7亿元人民币，国信证券此举旨在通过整合万和证券的资源，提升自身在投行、经纪等业务领域的竞争力。这一并购不仅将增强国信证券的资本实力，还可能带来业务规模的显著扩张，特别是在证券经纪和投资咨询方面，通过资本金的增加，为国信证券未来的扩张和创新提供动力。	28.1%
000712.SZ	锦龙股份	147亿元	锦龙股份以22.72亿元公开挂牌转让其持有的东莞证券20%股权，共计3亿股，宣告其彻底退出证券业务。锦龙这一决策是响应监管对券商股东更高准入要求的必然选择，也是对公司连续三年业绩亏损的直接应对。通过资金回笼，锦龙股份计划投资智算中心项目，以期在人工智能领域开拓新的增长点，提升公司未来的营收和盈利能力。尽管转型之路充满挑战，体现了锦龙股份对市场变化的敏锐洞察和对未来发展路径的积极规划。	62.2%
601878.SH	浙商证券	591亿元	浙商证券的收购行为标志着其在资本市场上的战略扩张。通过三次收购活动，浙商证券累计支付51.28亿元，获得了国都证券34.25%的股份，从而成为其最大股东。该行动基于浙商证券的业务发展需求和市场布局考量，旨在提升服务实体经济的能力，并响应监管层对证券公司做优做强的号召。	17.5%
002673.SZ	西部证券	415亿元	西部证券筹划收购国融证券控股权，不仅有望增强西部证券的区域覆盖和业务多元化，也符合监管层鼓励的券商做优做强的政策导向。尽管国融证券面临股权冻结和对赌债务等挑战，若西部证券能妥善解决这些问题，此次并购将为其带来净资产和市场份额的显著提升，进一步巩固其在激烈市场竞争中的领先地位。	45.2%
002670.SZ	国盛金控	250亿元	国盛金控拟吸收合并全资子公司国盛证券，旨在整合资源、提高效率并聚焦证券主业。证监会已接收并发出补正通知，标志着国盛证券“曲线上市”进程再进一步。这次并购的成功将有助于国盛证券提升其资本实力，均衡业务结构，推动自身做大做强。	44.1%
601211.SH	国泰君安	1448亿元	24年9月5日，国泰君安与海通证券发布公告称，国泰君安正在筹划向海通证券全体A+H股东发行股票的方式换股吸收合并海通证券，本次合并重组后，新主体有望实现强强联合。“国君+海通”的净资产/营业收入/归母净利润在行业中排名将位列第1/第2/第2位（以24H1数据简单相加）。	32.1%

注：涉及到合并重组重大事项应以公司官方披露口径为准，需关注后续进展的不确定性所带来的风险。
请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明
数据来源：Wind、各公司公告、天风证券研究所

风险提示

- **政策效果不及预期：**一揽子活跃资本市场的措施落地后，若未如期活跃资本市场，提振投资者信心，会导致投资者缺乏对资本市场的信心，券商潜在业务增量的不确定性放大。
- **资本市场大幅震荡：**资本市场受到宏观环境、地缘政治等多种因素影响，可能在未来出现大幅动荡，从而影响到证券公司的业务开展和对应收入。
- **证券市场持续低迷：**证券公司的业务和证券市场息息相关，若证券市场的低迷和投资者对市场信心不足等因素带来证券市场活跃度低的风险，恐导致券商业务开展的不及预期，导致收入水平下降。
- **兼并重组存在不确定性：**券商兼并重组存在不确定性，若后续兼并重组失败或进度不及预期，可能会影响券商的业务开展和对应收入，风险将被放大。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS