

信义山证汇通天下

证券研究报告

证券

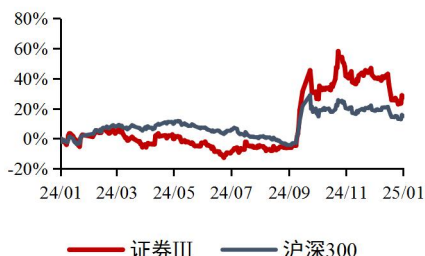
证券行业 2025 年度投资策略 领先大市-A(维持)

乘政策之势，察交投之变，谋行业新篇

2025 年 1 月 16 日

行业研究/行业年度策略

证券板块近一年市场表现



资料来源：最闻

分析师：

刘丽

执业登记编码：S0760511050001

电话：0351--8686985

邮箱：liuli2@sxzq.com

孙田田

执业登记编码：S0760518030001

电话：0351-8686900

邮箱：suntiantian@sxzq.com

研究助理：

李明阳

邮箱：limingyang@sxzq.com

彭皓辰

邮箱：penghaochen@sxzq.com

投资要点：

➢ **政策面：资本市场重要性全面提升。**继 2004 年、2014 年两个“国九条”之后，时隔十年，国务院再次出台的资本市场指导性文件，明确资本市场高质量发展的顶层设计。围绕健全投资和融资相协调的资本市场功能，完善促进资本市场规范发展基础制度，支持长期资金入市，增强资本市场内在稳定性长效机制，健全投资者保护机制。在新“国九条”的框架下，资本市场配套政策持续落地，“1+N”政策体系改善资本市场生态，推动形成资金、资产端相互融合促进的市场体系，打通资金循环链条，进一步推动资本市场的高质量发展。同时政治局会议进一步提升资本市场的重视度，9 月 24 日央行、金融监管总局、证监会联合推出多项超预期的刺激政策后，9 月 26 日中共中央政治局会议提出“努力提振资本市场”，支持资本市场的态度进一步强化。

➢ **市场面：被动投资大时代，交投活跃显著提升。**2024 末，存续 ETF 基金资产净值合计 3.73 万亿元，较年初增长 81.57%，占市场公募基金份额 11.68%，较年初提升 4.15pct。同时交投活跃达到新高度，10 月成交额达全年峰值，日均成交额达 2.01 亿元，环比提升 153%。普涨行情下投资者入市热情高涨，10 月 A 股新开户账户数达 684.68 万户，创下 2015 年 6 月以来新高。主要指数交投活跃度随交易额同步提升，上证综指、深证成指换手率均达到近五年峰值，市场成交量及活跃度的提升为证券公司各项业务的开展提供有力支撑。作为服务实体经济和居民财富管理的重要手段，资本市场的可投性关系到国之大计，资本市场大有可为。

➢ **行业面：竞争分化变革加剧，从注重规模到经营质量。**由于发展战略及业务侧重点的不同，不同证券公司从以往同质化的业务模式发展成为更具有差异化的战略选择，业绩表现也更加分化。各项业务从追求资产规模到更加注重经营质量，财富管理业务更加注重客户获得感，从追求客户资产管理规模开始更加侧重客户投资收益的考核，加强资产配置能力建设，构建多元的产品货架，与公司资管等业务部门加强协调，成为各项业务开展的触点。投行业务在平衡投融资节奏导向下受到挑战，发力并购、市值管理等业务丰富收入来源，为客户提供综合服务。资管业务坚持资管子和公募化方向，被动投资规模快速爆发，发力权益投资能力建设。投资业务在极端市场行情下暴露出风险，中性投资策略受到挑战。行业经营机构探索破局之路，或以并购扩大业务规模，拓展区域布局，或以精细化运营，提高业务贡献，差异化发展初步显现，探索高质量之路。

➢ **投资策略：**经济高质量发展需要更强的证券行业功能发挥，服务重点领



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

域企业需求，同时各项资本市场改革政策推动长期投资体系建设，提升投资者获得感，证券行业将显著受益。资金端，在资本市场呵护政策下，包括基金、外资等长投体系建设加快，资产端完善持续监管，推动 IPO 常态化。同时在打造一流投行的政策趋势下，推动证券行业供给侧改革，提高整体竞争力，行业集中度会进一步提高。建议关注 1、一流投行下并购重组预期及优质头部券商如中信证券、国泰君安；2、旗下基金公司竞争力突出尤其是权益类投资能力较强的证券公司如华泰证券、东方证券；3、交投活跃度新高度下的零售业务较为突出的证券公司如中国银河、招商证券。

风险提示：政策推行不及预期，资本市场改革推进力度不及预期；国际竞争格局动荡，对国内金融市场带来波动；一二级市场活跃度不及预期。

目录

1. 政策面：资本市场重要性全面提升.....	6
1.1 资本市场的高度明显提高.....	6
1.2 “1+N”政策体系完善资金循环链条.....	7
1.3 全面呵护资本市场，提振信心.....	8
2. 市场面：交投活跃推动业绩提升.....	9
2.1 被动投资大时代.....	9
2.2 交投活跃达到新高度.....	11
3. 行业面：竞争分化变革加剧.....	12
3.1 业务模式的变革.....	12
3.2 金融强国下并购加速推进.....	14
4. 基本面：从规模向价值全面转型.....	17
4.1 大财富管理.....	17
财富管理稳步转型，更加注重客户获得感.....	17
股票型指数基金代销业务优势显著.....	18
资管规模增长，业务表现分化.....	19
4.2 大机构业务.....	21
投行业务发力债券融资和并购重组.....	21
交易佣金回归研究能力本身，行业正本清源.....	22
投资业务受到挑战，分化加剧.....	23
4.3 跨境业务成为券商抢占新高地.....	24
5. 投资策略：关注一流投行及长期投资体系建设主线.....	27
5.1 行情复盘.....	27
5.2 投资策略.....	28
5.3 风险提示.....	29

图表目录

图 1： 资本市场改革系列政策.....	8
图 2： ETF 基金规模及占比.....	10
图 3： 各类 ETF 基金占比.....	10
图 4： A 股月频日均成交额.....	11
图 5： 市场日均换手率（%）	11
图 6： 新开户投资者数量（万户）	11
图 7： 主要指数月涨跌幅.....	11
图 8： 上市券商经营情况.....	13
图 9： 上市券商 ROE 水平（2024 年化）	13
图 10： 营收、净利润 CR5.....	13
图 11： 营收、净利润 CR10.....	13
图 12： 上市券商细分业务收入情况（亿元）	14
图 13： 上市券商细分业务集中度（CR5）	14
图 14： 上市券商客户资金存款.....	18
图 15： 上市券商经纪业务收入.....	18
图 16： 市场两融余额.....	18
图 17： 融资余额及期间买入额.....	18
图 18： 股指期货占权益基金保有规模前十.....	19
图 19： 股指期货保有规模前十.....	19
图 20： 上市券商前三季度资管业务收入.....	20
图 21： 前三季度券商私募资管规模（协会口径）	20

图 22: 券商系基金公司各类产品净值.....	20
图 23: 上市券商基金管理业务净收入.....	20
图 24: 股权融资规模及增速.....	21
图 25: 前十大证券公司债券承销份额及变动.....	21
图 26: 上市券商投行业务手续费净收入（亿元）	22
图 27: 上市券商投行业务手续费净收入集中度.....	22
图 28: 交易佣金合计及同比（亿元/%）	23
图 29: 交易佣金集中度（%）	23
图 30: 投资业务收入及增速（亿元）	24
图 31: 2024 年前三季度投资业务收入前十（亿元）	24
图 32: 证券板块指数行情图.....	27
表 1: 三次国九条对比.....	7
表 2: 沪深港通 ETF 政策修订内容总结.....	10
表 3: 2023 年以来相关政策.....	14
表 4: 本轮公布并购的公司.....	15
表 5: 部分同一股东背景证券公司（截至 2024 年 12 月末）	16
表 6: 上市券商国际子公司业绩（历史汇率换算）	25
表 7: 个股涨跌幅前 20 位.....	27

1. 政策面：资本市场重要性全面提升

1.1 资本市场的高度明显提高

新“国九条”明确顶层设计。2024年4月发布的《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》新国九条，是继2004年、2014年两个“国九条”之后，**时隔十年，国务院再次出台的资本市场指导性文件**，是资本市场高质量发展的顶层设计，明确提出了未来的金融发展目标。

中央金融工作会议首次提出了“加快建设金融强国”的战略目标，是金融工作的根本遵循和行动指南，是新“国九条”出台的政策根源。2004年，“国九条”着力扩大直接融资和积极稳妥解决股权分置问题；2014年，第二个“国九条”致力于积极稳妥推进股票发行注册制改革，加快多层次资本市场体系建设。在延续我国资本市场稳健发展政策框架的同时，2024年新“国九条”**更加注重内在稳定，着力于高质量发展**，着力健全资本市场基础制度，更好促进新时代多层次资本市场建设，更好支撑中国式现代化和金融强国建设。在发行上市准入、上市公司持续监管、加强退市监管等领域出台多个配套制度规则，共同形成了一套适应金融强国建设和资本市场高质量发展的政策体系和制度规范。

《决定》对资本市场服务实体经济提出新要求。2024年7月党的二十届三中全会通过的《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》（以下简称《决定》）明确指出高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务，对进一步深化资本市场改革作出重要部署，**五次提及资本市场，充分体现了党中央对资本市场的高度重视。**

围绕健全投资和融资相协调的资本市场功能，围绕金融服务实体经济根本宗旨，提出完善促进资本市场规范发展基础制度，支持长期资金入市，增强资本市场内在稳定性长效机制，健全投资者保护机制等多条改革措施。整体政策方向与2024年新“国九条”引导的资本市场“1+N”政策体系一致。在新的宏观经济发展环境下，**资本市场在价格发现、资源配置、促进创新资本形成方面具有独特优势**，也是居民财富管理的重要渠道，在推进中国式现代化进程上，资本市场大有可为。

定调“努力提振”，支持态度明显。在新“国九条”的框架下，资本市场配套政策持续落地，政治局会议进一步提升资本市场的重视度，继9月24日央行、金融监管总局、证监会联合推出多项超预期的刺激政策后，9月26日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势，部署下一步经济工作，罕见提出“**努力提振资本市场**”。

此前，2023年7月召开的中央政治局会议首次提出“**要活跃资本市场，提振投资者信心**”，经过一年多的发展，**支持资本市场的态度进一步强化，从“活跃”升级为“努力提振”，**包括中长期资金入市，上市公司

并购重组等措施，涉及资本市场内容明显增加，结合三季度以来的市场环境，体现对资本市场的高度重视。

表 1：三次国九条对比

2004 年 1 月《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》	2014 年 5 月《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》	2024 年 4 月《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》
1、充分认识大力发展资本市场的重要意义	1、拓展市场，提高直接融资比重	1、总体：明确未来 5-10 年资本市场任务
2、推进资本市场改革开放和稳定发展的指导思想和任务	2、发展多层次股票市场	2、 严把发行上市准入关
3、进一步完善相关政策，促进资本市场稳定发展	3、规范发展债券市场	3、 严格上市公司持续监管
4、健全资本市场体系，丰富证券投资品种	4、培育私募市场	4、加大退市监管力度
5、进一步提高上市公司质量，推进上市公司规范运作	5、推进期货市场建设	5、 加强证券基金机构监管 ，推动行业回归本源，做优做强
6、促进资本市场中介服务机构规范发展，提高执业水平	6、提高证券期货服务业竞争力	6、 加强交易监管 ，增强资本市场内在稳定性
7、加强法制和诚信建设，提高资本市场监管水平	7、扩大资本市场开放	7、大力推动中长期资金入市
8、加强协调配合，防范和化解市场风险	8、防范和化解金融风险	8、全面深化改革开放
9、认真总结经验，积极稳妥地推进对外开放	9、营造资本市场良好发展环境	9、推动形成促进资本市场高质量发展的合力

资料来源：中国政府网，国务院，山西证券研究所整理

1.2 “1+N”政策体系完善资金循环链条

“1+N”政策体系全面改善资本市场生态。随着新“国九条”的发布，资本市场改革进入新的阶段，关于资本市场改革的政策文件加速落地，出台速度加快，**从资产端、资金端、交易端全面完善资本市场体系**，推出了一系列的改革新政，在不断完善监管举措同时，对资本市场生态带来重大影响，吸引中长期资金入市，提升资本市场可投性，全面加强对交易行为的监管，形成和完善资本市场“1+N”的政策体系，促进形成资金、资产端相互促进的资本市场体系，打通资金循环链条，进一步推动资本市场的高质量发展。

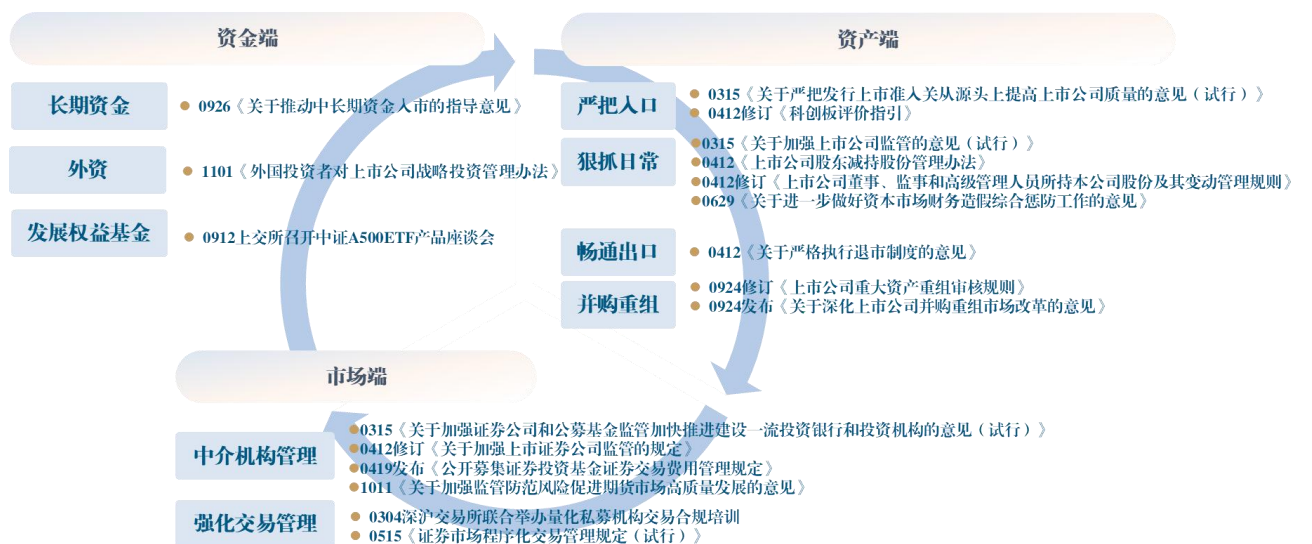
资金端引导中长期资金入市，推动权益类基金发展。9 月中央金融办、中国证监会联合印发《关于推动中长期资金入市的指导意见》，**大力引导中长期资金入市，培育壮大保险资金等耐心资本**，努力提振资本市场。针对当前资本市场发展中存在的资金结构性问题，提出了许多具体措施，涵盖了养老金、保险资金、年金、信托等多个领域，证监会大力促进发展权益类公募基金，会同有关方面持续推动中长期资金入市，取得了一些阶段性成效。截至 2024 年 8 月底，权益类公募基金、保险资金、各类养老金等专业机构投资者合计持有 A 股流通市值接近 15 万亿元，较 2019 年初增长了 1 倍以上，占 A 股流通市值比例从 17%提高到 22.2%。《指导意见》进一步完善长期资金的政策体系，完善配套政策，提升长期资金权益投资的监管包容

性，全面落实三年以上的长周期考核。

资产端严把入口、狠抓日常和畅通出口三方面提升资本市场可投性。增强资本市场吸引力，严把上市准入关，修订科创板评价指引，同时加强持续监管，引导上市公司进行分红、回购等市值管理，同时加强对并购重组的指引，推动上市公司产业结构升级，完善信息披露制度，同时加大对违规行为的处罚力度。畅通出口端，形成能进能退，能上能下的制度体系，提升资本市场的吸引力。

加强资本市场交易行为监管。加强对高频交易的管理，出台《证券市场程序化交易管理规定（试行）》，强化对量化交易行为的指导，同时加强对证券公司、期货公司、公募基金等中介机构的管理，引导金融机构回归本源，加强对实体经济和居民财富管理的服务力度。

图 1：资本市场改革系列政策



资料来源：中国政府网、证监会、深交所、上交所、山西证券研究所整理

1.3 全面呵护资本市场，提振信心

9月以来，从严监管导向到提振资本市场信心，从宏观政策到资本市场政策全面回暖。7月30日中央政治局会议提出“要统筹防风险、强监管、促发展，提振投资者信心，提升资本市场内在稳定性”。9月24日央行、金融监管总局和证监会宣布系列政策，组合拳超预期，创设证券、基金、保险公司互换便利和股票回购增持再贷款工具为市场注入增量资金，体现对资本市场的重视，提振投资者信心，改善市场风险偏好。

9月26日的中央政治局会议首次在9月部署经济工作，对资本市场表态更加积极，10月18日中国证监会已开展首批互换便利操作，首期规模5000亿元，首批申请额度已超2000亿元，激发金融机构积极性，为市场提供增量资金，证券公司业务全面受益。

12月9日中央政治局会议进一步明确对资本市场的支持态度，会议众多表述对于经济刺激以及股市非常积极正面，有助于提振投资者情绪。包括强调明年要“实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策”“加强超常规逆周期调节”，“**要大力提振消费、提高投资收益**，全方位扩大国内需求”“稳住股市楼市”。通过资本市场提高投资收益，提振信心，这有助于从根本上改善资本市场资金供需结构和微观生态，有望为A股慢牛长牛行情奠定坚实基础。

2. 市场面：交投活跃推动业绩提升

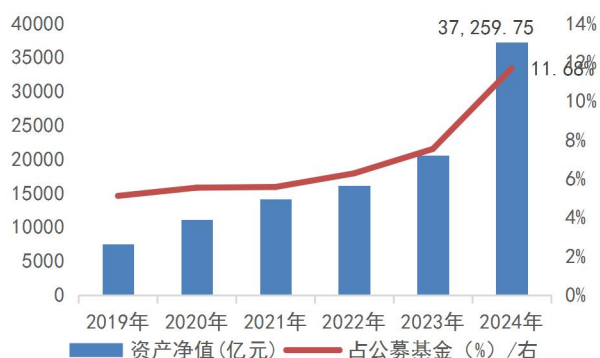
2.1 被动投资大时代

从政策面来看，2023年年底社保基金投资范围明确纳入ETF，监管层面对ETF市场生态的完善提出了指导意见，《关于推动中长期资金入市的指导意见》中提出的“建立ETF指数基金快速审批通道，推动指数化投资发展”。随后“924政策”以来，刺激政策密集发布，市场快速反弹。截至2024末，存续ETF基金数量1046支，资产净值合计3.73万亿元，较年初增长81.57%，**占市场公募基金份额11.68%，较年初提升4.15pct。**

沪深港通ETF扩容。2024年4月12日，证监会发布12项资本市场合作措施，其中包括放宽沪深港通下股票ETF合资格产品范围。沪深交易所于4月19日对相关业务规则进行修订并发布了征求意见稿，意见稿将沪股通ETF纳入规模门槛由不低于人民币15亿元调整为不低于人民币5亿元，港股通纳入门槛由不低于港币17亿元调整为不低于港币5.5亿元，进一步推动ETF投资者扩容。

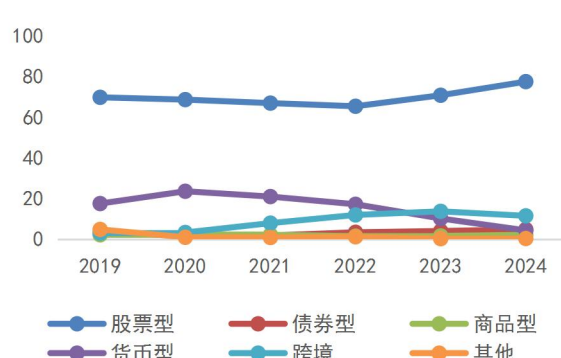
股票型ETF与跨境ETF份额提升。货币型ETF占比不断降低，截至2024年末，仅为4.22%，份额增长主要由股票型ETF推动，股票型ETF从2023年底的1.45万亿元增长到2024年低的2.89万亿元，增幅近99%。其他类型ETF份额占比与变化均较小。**同时呈现头部集中态势。**截至2024年，共有12家基金公司的ETF规模超过1000亿元，其中，华夏基金以6586.22亿元、易方达基金以6018.43亿元、华泰柏瑞基金以4704.33亿元，位列ETF资产净值前三，占ETF市场的比例分别为17.67%、16.15%、12.62%，三者合计约46.44%。排名前5的基金公司的ETF累计管理规模占全市场规模的59.30%。

图 2：ETF 基金规模及占比



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 3：各类 ETF 基金占比



资料来源：Wind，山西证券研究所

表 2：沪深港通 ETF 政策修订内容总结

	沪股通	港股通
ETF 纳入规模门槛	由不低于人民币 15 亿元调整为不低于人民币 5 亿元	由不低于港币 17 亿元调整为不低于港币 5.5 亿元
ETF 调入比例	调整为“跟踪的标的指数成份证券中，上交所和深交所上市股票权重占比不低于 60%，且沪股通股票和深股通股票权重占比不低于 60%”	统一调整为“跟踪的标的指数成份证券中，联交所上市股票权重占比不低于 60%，且港股通股票权重占比不低于 60%”，不再以指数进行区分。
ETF 调出规模	由低于人民币 10 亿元调整为低于人民币 4 亿元	由低于港币 12 亿元调整为低于港币 4.5 亿元
ETF 调出比例	由低于人民币 10 亿元调整为低于人民币 4 亿元；调出比例调整为“跟踪的标的指数成份证券中，上交所和深交所上市股票权重占比低于 55%，或者沪股通股票和深股通股票权重占比低于 55%”	由低于港币 12 亿元调整为低于港币 4.5 亿元；调出比例统一调整为“跟踪的标的指数成份证券中，联交所上市股票权重占比低于 55%，或者港股通股票权重占比低于 55%”，不再以指数进行区分。

资料来源：上交所，《上海证券交易所沪港通业务实施办法（征求意见稿）》修订说明，山西证券研究所

宽基 ETF 费率集体降低。2024 年 11 月 19 日，易方达基金、华夏基金、华泰柏瑞基金、嘉实基金、南方基金、华安基金共 6 家基金公司发布公告称，将调降旗下部分宽基 ETF 及其联接基金的费用率。调降后 500 亿元以上规模的股票型 ETF 的管理费率与托管费率均降至 0.15% 和 0.05% 的最低档。此轮降费后，截至 2024 年 12 月，全市场已有 223 只管理费率为 0.15% 及以下的基金，份额占比达 39.35%。托管费率方面，份额占比 89.09% 的基金托管费率低于 0.1%。ETF 产品具备策略透明、交易便捷、费率低廉等优势，越来越多的投资者偏好借助 ETF 布局 A 股市场。

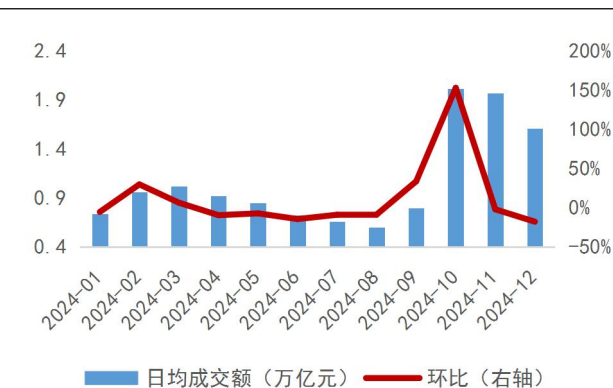
证券公司将 ETF 作为服务客户的重要手段，加强业务布局：一是提高智能化服务能力，打造 ETF 智能投资新生态，通过线上场景化服务和运营，全方位洞察客户需求，提供个性化、智能化的投资服务；二是

不断完善 ETF 标的研究体系，构建适用于机构客户的多策略组合服务，以增强机构客户的投资体验和黏性；三是加强买方投顾转型，充分调动线上平台、线下队伍、投研、产品及投顾服务等基础架构职能的资源，着力于打造 ETF 业务的闭环体系。围绕 ETF 产品，证券公司可以开展研究、托管、券结、代销、做市等业务，并为各业务条线等带来一定的收入增量。一方面作为服务客户资产配置的重要手段，提高客户粘性，另一方面，也为服务机构客户提供了新的发展空间。

2.2 交投活跃达到新高度

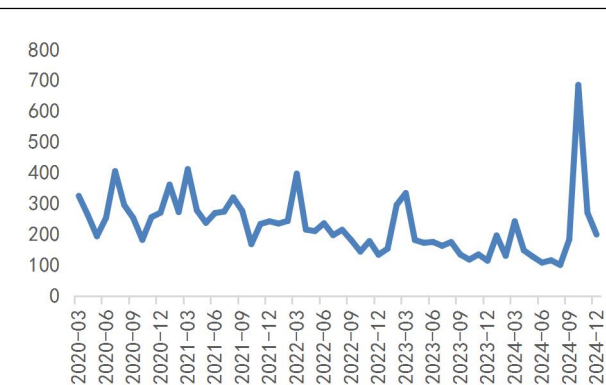
市场成交额及交投活跃度显著提升。924 国新办新闻发布会及中央政治局会议后，市场交投活跃度显著提升，9 月日均成交额达 0.80 万亿元，环比转正，10 月成交额达全年峰值，日均成交额达 2.01 亿元，环比提升 153%。从全年情况来看，2024 全年 A 股成交额超过 2022、2023 全年水平，日均成交额达 1.06 万亿元。

图 4：A 股月频日均成交额



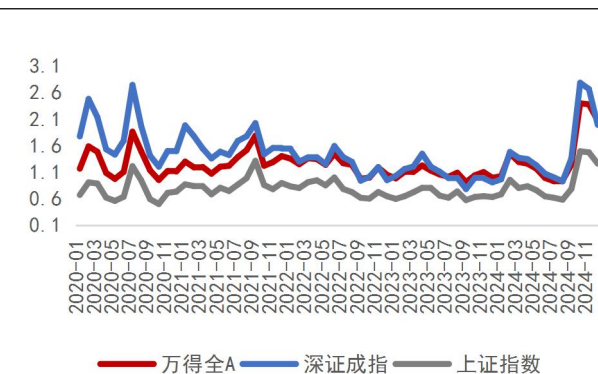
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 6：新开户投资者数量（万户）



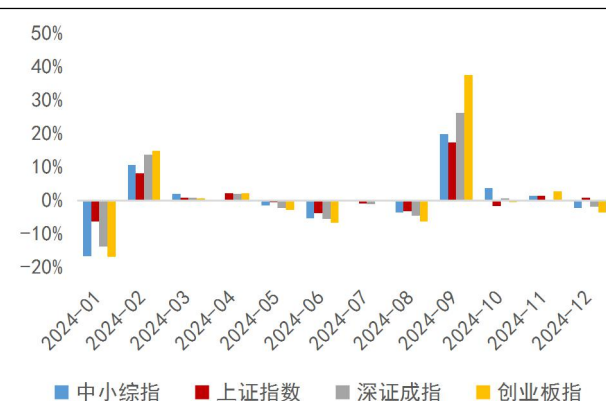
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 5：市场日均换手率 (%)



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 7：主要指数月涨跌幅



资料来源：Wind，山西证券研究所

普涨行情下投资者入市热情高涨。9月以来，主要指数大幅上涨，上证指数、深证成指、创业板指、中小综指当月分别上涨 17.39%、26.13%、37.62%和 19.78%，市场形成普涨行情。受赚钱效应拉动，投资者积极入市，根据上交所数据，2024 年 10 月 A 股新开户账户数达 684.68 万户，其中，个人投资者新开户数达到 683.97 万户，创下 2015 年 6 月以来新高。主要指数交投活跃度随交易额同步提升，Wind 全 A 指数、上证综指、深证成指换手率均达到近五年峰值，市场成交量及活跃度的提升为证券公司各项业务的开展提供有力支撑。

3. 行业面：竞争分化变革加剧

3.1 业务模式的变革

2024 年以来，证券行业面临的政策环境和市场环境发生了较大变化，由于发展战略及业务侧重点的不同，不同证券公司从以往同质化的业务模式发展成为更具有差异化的战略选择，业绩表现也更加分化。各项业务从追求资产规模到更加注重经营质量，财富管理业务更加注重客户获得感，从追求客户资产管理规模开始更加侧重客户投资收益的考核，加强资产配置能力建设，构建多元的产品货架，与公司资管等业务部门加强协调，构架平台能力，成为各项业务开展的触点。投行业务在平衡投融资节奏导向下受到挑战，发力并购、市值管理等业务丰富收入来源，为客户提供综合服务。资管业务坚持资管子和公募化两个方向，被动投资规模快速爆发，发力权益投资能力建设。投资业务在极端市场行情下暴露出风险，中性投资策略受到挑战。行业经营机构探索破局之路，或以并购扩大业务规模，拓展区域布局，或以精细化运营，提高业务贡献，差异化发展初步显现，探索高质量之路。

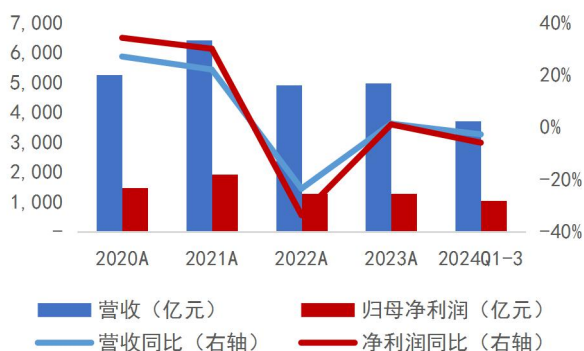
上市券商业绩分化，马太效应加剧。极端市场行情及投行规模承压的压力下，证券公司经营业绩整体下滑，但前三季度较上半年有所改善。43 家上市券商前三季度实现营业收入合计 3714.28 亿元，同比减少 2.75%（上半年同比下滑 12.69%），实现归母净利润合计 1034.49 亿元，同比减少 5.93%（上半年同比下滑 21.92%）。前三季度年化 ROE 为 5.51%，同比降低 0.68pct。

上市券商业绩表现分化，16 家实现营业收入增长，20 家实现归母净利润增长。从行业集中度来看，上市券商强者恒强，营收及净利润集中度均有所提升，2024 前三季度上市券商营收、净利润 CR5 分别为 41.14%、47.06%，较 2023 年提升 2.97pct、5.71pct。前十大集中度亦有所增长，但增长幅度小于前五大。

业务结构变化，自营贡献度提升。2024 年前三季度 43 家上市券商实现经纪业务、资管业务、投行业务、利息净收入、自营投资及其他业务收入分别为 664.39 亿元、338.77 亿元、217.19 亿元、246.55 亿元、1316.89 亿元、211.79 亿元，其中，仅自营业务实现正增长，同比增长 28.10%。从收入结构来看，自营及资管业务

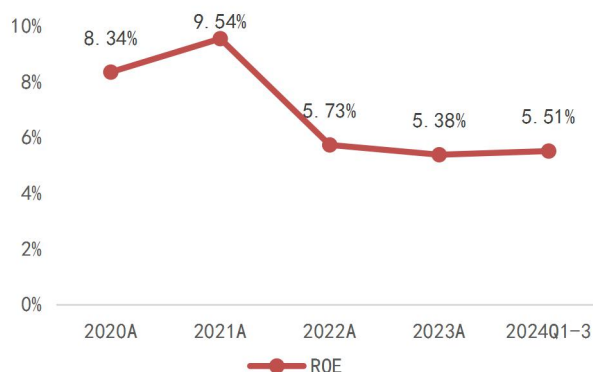
贡献度均有所提升，前三季度对收入贡献分别为 43.96%、11.31%，同比分别提升 11.74pct、0.43pct。

图 8：上市券商经营情况



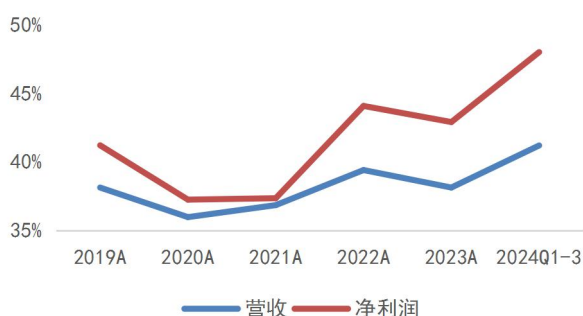
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 9：上市券商 ROE 水平（2024 年化）



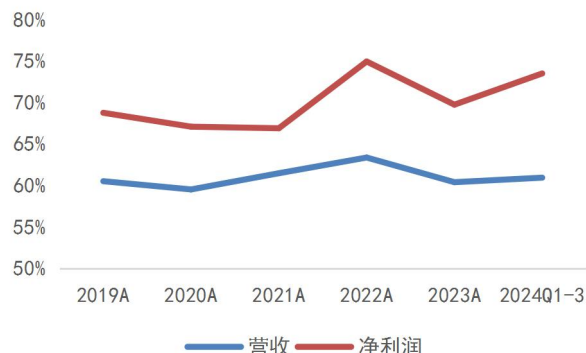
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 10：营收、净利润 CR5



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 11：营收、净利润 CR10



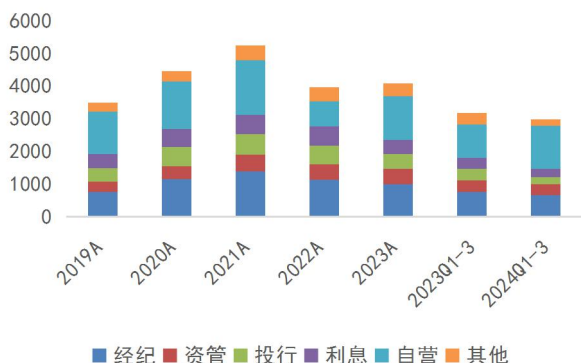
资料来源：Wind，山西证券研究所

经纪业务作为券商的大本营业务，竞争格局较为稳定，同时前三季度业绩表现也趋同，下滑幅度多数在 20% 以内。投行业务由于整体规模下降，收入表现差别不大，多数下滑 30%-40%，近两年集中度有所下滑，头部券商受规模下滑的影响也很大。资管业务和自营业业务业绩表现差别较大，部分券商资管业务实现大幅增长，也有证券公司资管业务大幅下滑，而自营业业务由于资产配置战略的不同差异较大。从竞争格局来看，经纪业务及投行业务的格局较为稳定，而自营和资管波动较大，这也是部分中小券商近年来发力人员团队建设，或牌照收购等方式快速扩大业务份额的方式之一。

四季度基本面持续改善，券商有望走出业绩谷底。10 月以来，刺激资本市场政策频出，市场交投活跃度显著提升，资产价格中枢不断抬升，券商各项业务均有望持续改善。经纪及信用业务直接受益于市场成

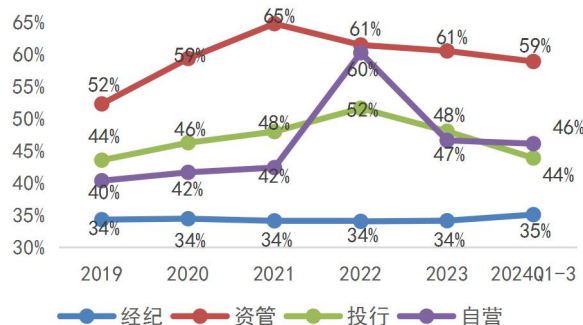
交额扩大、投资者参与度的提升及风险偏好的提升；资管业务受 ETF 等被动管理产品发行规模增长及固收类产品估值抬升而改善；投行业务多元化发展，债权承销、并购重组保持韧性，股权融资 10 月显著回暖；自营业务中固收类投资有望随国债收益率下行持续盈利，权益类投资有望随着一二级市场资产价格中枢抬升而显著改善。

图 12：上市券商细分业务收入情况（亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 13：上市券商细分业务集中度（CR5）



资料来源：Wind，山西证券研究所

3.2 金融强国下并购加速推进

政策驱动本轮并购潮。与以往主要由市场化驱动的并购重组不同，证券行业本轮并购重组更多的表现为政策驱动。2023 年以来相关政策密集出台，鼓励券商并购，打造一流投行。2024 年 3 月证监会发布《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)》，表态力争通过 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；2024 年 4 月国务院发布的新“国九条”提出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；2024 年 4 月《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》提出集中力量打造金融业“国家队”；推动头部证券公司做强做优。支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式做优做强。

表 3：2023 年以来相关政策

时间	政策	相关内容
2023.10	中央金融工作会议	培育一流投资银行和投资机构支持国有大型金融机构做优做强
2023.11	证监会党委(扩大)会议	加强行业机构内部治理，回归本源，稳健发展，加快培育一流投资银行和投资机构
2024.3	《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	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

时间	政策	相关内容
	资机构的意见(试行)》	的投资银行和投资机构，力争在战略能力、专业水平、公司治理、合规风控、人才队伍、行业文化等方面居于国际前列；支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式做优做强
2024.4	《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展若干意见》	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
2024.4	《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和整改问责情况报告》	集中力量打造金融业“国家队”。研究起草加强国有金融资本管理行动方案，推进国有大型金融企业对标世界一流金融企业，突出主业、做精专业，不断提升竞争力和国际影响力

资料来源：中国政府网、新华社、国务院、中国人大网、中国证监会，山西证券研究所

表 4：本轮公布并购的公司

并购双方	时间	进展	并购价格
华创证券+太平洋证券	2023.12	中国证监会已依法受理华创证券变更为太平洋证券主要股东或者实际控制人的申请。	17.26 亿元竞得太平洋证券 10.92% 股权
西部证券+国融证券	2024.11	待相关审计工作完成后，公司将再次召开董事会对本次交易相关事项作出决议并披露相关信息。	西部证券拟约 38.25 亿元收购国融证券 64.5961% 股份，国融证券 100% 股份的评估价值为 60.435 亿元，股份转让价格为 3.3217 元/股。
浙商证券+国都证券	2024.12	公司收到国都证券转发的中国证监会关于核准国都证券变更主要股东、实际控制人的批复文件，核准公司成为国都证券主要股东。	以 51.28 亿元获得国都证券 34.25% 股权
国信证券+万和证券	2024.12	公司收到深圳市人民政府国有资产监督管理委员会出具的《深圳市国资委关于国信证券发行股份收购万和证券有关事项的批复》深圳市国资委原则同意公司本次发行股份购买资产暨关联交易方案。	
国泰君安+海通证券	2025.1	合并重组申请获得上海证券交易所并购重组审核委员会审核通过	每股海通证券股票能换取国泰君安股票的比例，确定为 1:0.62 国泰君安 A 股股票换股价格和 H 股股票换股价格分别为 13.83 元/股和 7.73 港元/股
国联证券+民生证券	2025.1	国联证券拟向国联集团、沅泉峪等 45 名交易对方发行股份，购买交易对方合计持有的民生证券 99.26% 股份。	由交易各方协商确定为 294.92 亿元

资料来源：Wind，证监会，华创阳安《关于子公司华创证券收到法院关于太平洋证券股权司法拍卖成交确认书的公告》，西部证券《关于收购国融证券股份有限公司控股权的进展公告》，浙商证券《关于竞拍国都证券股份有限公司股份的进展公告》，国信证券《关于发行股份购买资产暨关联交易事项获得深圳市国资委批复的公告》，国泰君安《关于上海证券交易所并购重组审核委员会审核公司换股吸收合并海通证券股份有限公司并募集配套资金暨关联交易事项会议安排的公告》，《换股吸收合并海通证券股份有限公司并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）（注册稿）》，国联证券《关于发行股份购买资产之发行结果暨股本变动公告》、《发行股份购买资产暨关联交易实施情况暨新增股份上市公告书》，国都证券《收购报告书（修订稿）》，山西证券研究所

2024 年 9 月以海通证券和国泰君安代表了同属上海国资旗下的头部券商的强强联合，揭开了券商合并的序幕，12 月 23 日，宣布本次合并重组申请正式获得中国证监会及上海证券交易所受理。由于本轮并购有政策推动的因素，同一背景下的证券公司并购的可能性较大。通过并购重组能快速实现规模的扩张，实现区域或业务的互补，是提升竞争力的有效路径。随着并购重组的加速，推动行业供给侧改革，提升整体竞争力。同时本次并购重组审核速度明显加快，通过大型券商间的重组整合，能够快速扩大规模，推动形成具有国际竞争力的一流投资银行，提升我国在全球金融市场的竞争力与影响力。

表 5：部分同一股东背景证券公司（截至 2024 年 12 月末）

证券简称	背景	实控人
中国银河	汇金系	中央汇金投资有限责任公司
中金公司		中华人民共和国中央人民政府
申万宏源		中央汇金投资有限责任公司
光大证券		中华人民共和国中央人民政府
信达证券	中央财政部	中华人民共和国财政部
东兴证券		中华人民共和国财政部
华鑫股份	上海国资委	上海市国有资产监督管理委员会
东方证券		
海通证券		已与国泰君安合并
国泰君安		上海国际集团有限公司
国元证券	安徽国资委	安徽省人民政府国有资产监督管理委员会
华安证券		安徽省人民政府国有资产监督管理委员会
国联证券	江苏省与地方国资委	无锡市人民政府国有资产监督管理委员会
东吴证券		苏州国际发展集团有限公司
华泰证券		江苏省政府国有资产监督管理委员会
南京证券		南京市国有资产管理控股(集团)有限责任公司
第一创业	北京国资委	
首创证券		北京市人民政府国有资产监督管理委员会
兴业证券	福建省财政厅	福建省财政厅
华福证券		
西部证券	陕西国资	陕西投资集团有限公司
开源证券		陕西省人民政府国有资产监督管理委员会

资料来源：Wind，山西证券研究所

4. 基本面：从规模向价值全面转型

4.1 大财富管理

财富管理稳步转型，更加注重客户获得感

财富管理业务是证券公司发挥功能性作用，践行金融五篇大文章，落实人民性的重要窗口。现如今卖方导向下的财富管理难以满足居民财富的保值增值需求，证券公司纷纷探索财富管理转型道路，包括数字化、买方投顾、服务延伸、加强协同等方式。一是**通过数字化统筹大财富管理条线**。数字化并非简单的线下业务线上化，而是围绕客户需求，在买方的理念上，统领前中后台，利用大数据、人工智能、AI 应用，提供交易、结算、投顾、产品、运营、管理、教育等综合化一体化服务，以专业能力精准服务客户。二是**通过转换考核模式适应买方转型**。部分券商财富条线的转变业绩指标考核模式、开户任务，客户引流通过线上数字化执行，线下主要通过咨询、陪伴等方式为客户提供解决方案及投资建议，服务模式逐渐私行化。三是**发力差异化竞争领域**。关注客户分层分级后的超高净值客户群体、优质企业等机构客户，借助公司资源，通过医疗健康、后代教育、智库服务、财务辅导等增值服务体系实现客户财富在时间、空间的延续。四是**强化协同力度**。在母公司层面统筹客户资源，做好不同条线的资源协同，通过财富端的交易，打通不同条线客户的资金及资产需求堵点。

经纪业务增速有望转正。2024 年前三季度 43 家上市券商实现经纪业务收入 664.39 亿元，同比减少 13.58%，前三季度 A 股日均成交金额 0.80 万亿元，较 2023 年下降 9.21%，四季度以来，市场活跃度提升，截至 12 月，2024 年累计成交额 257.01 万亿元，日均成交 1.06 万亿元，较 2023 年水平提升 21.18%。在四季度维持市场交投活跃度的情况下，券商经纪业务有望大幅改善。

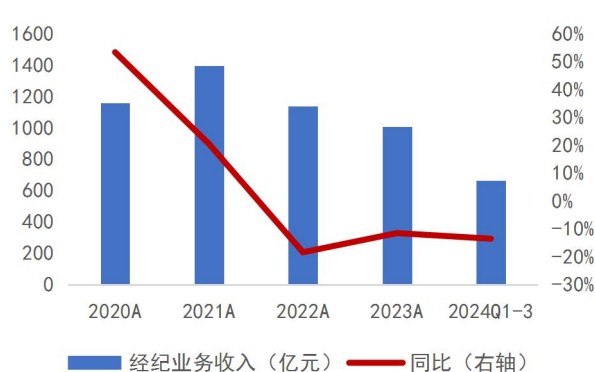
个人资金及杠杆资金加速入市。投资者新开户数量增长及市场回暖带动资金加速入市，上市券商资产负债表扩张，客户资金存款及代理买卖证券款科目显著增长，结束维持三年的增速连续下降。截至 2024 年三季度末，43 家上市券商合计客户资金存款 2.30 万亿元，同比增长 42.42%，代理买卖证券款 2.72 万亿元，同比增长 32.56%。杠杆资金随市场回暖逐渐活跃，8 月融资期间买入额降至谷底，9 月以来两融余额持续扩大，截至 2024 年 11 月末，两融余额 1.84 万亿元，较 9 月初增长 32.42%。11 月融资期间买入额达 4.07 万亿元，较 8 月提升 310.81%。

图 14：上市券商客户资金存款



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 15：上市券商经纪业务收入



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 16：市场两融余额



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 17：融资余额及期间买入额

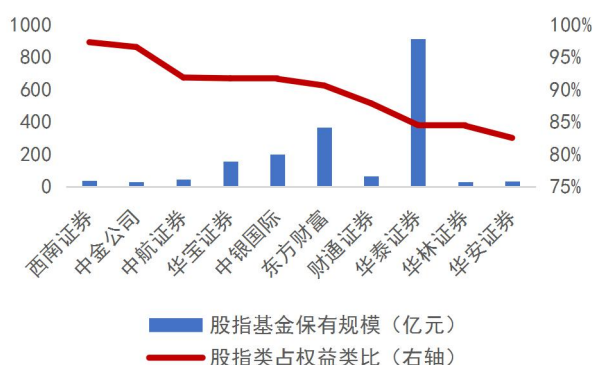


资料来源：Wind，山西证券研究所

股票型指数基金代销业务优势显著

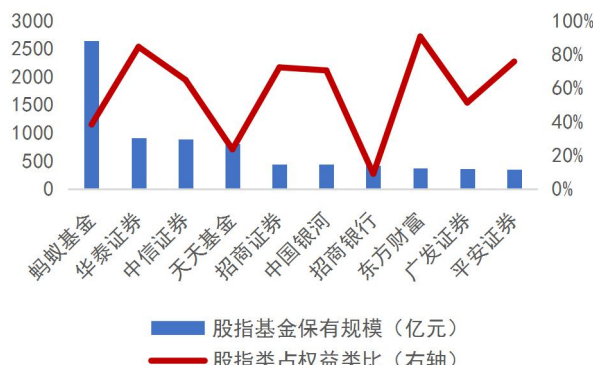
近年来权益市场表现震荡，被动管理类产品逐渐抢占资管市场份额，ETF 作为被动管理产品，可能成为大财富管理业务发展新抓手。资产端 ETF 产品平滑了市场波动，有效分散单一股票风险，负债端有利于吸引长期资本、耐心资本入市，为居民资产保值增值提供有效手段，同时在交易端可以提升市场活跃度，降低投资者交易成本。随着以上种类 ETF 产品的持续丰富，市场资产配置产品及手段增多。券商一方面可受益于旗下基金公司 ETF 放量带来的管理费收入增长，另一方面有利于通过 ETF 发展推进基金投顾展业，构建资产配置领域差异化竞争优势。

图 18：股指期货占权益基金保有规模前十



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 19：股指期货保有规模前十



资料来源：Wind，山西证券研究所

2024 年上半年公募基金销售保有规模百强榜中，上榜 53 家，环比减少一家。上榜券商权益类基金保有规模合计 1.18 万亿元，环比减少 17.51%，占百强份额 24.87%，环比下降 3.54pct；非货基金保有规模合计 1.61 万亿元，环比减少 7.55%，占百强份额 18.14%，环比下降 2.21pct。券商在股票型指数基金保有规模有相对优势，上榜券商保有份额过半，合计保有规模 7757 亿元，占比 57.02%，明显高于其他类型。股票型指数基金保有规模前十大中，券商占 7 家，且占权益类保有规模比远高于其他销售机构。6 家券商以股票型指数基金为主要代销产品，股票指数型基金占权益类基金保有规模比达 90% 以上。在长期资金入市的背景下，政策引导支持股票型指数基金发展，股票型 ETF 基金 2024 年取得大发展，规模接近翻倍，未来有望对券商代销等产业链形成支撑。

资管规模增长，业务表现分化

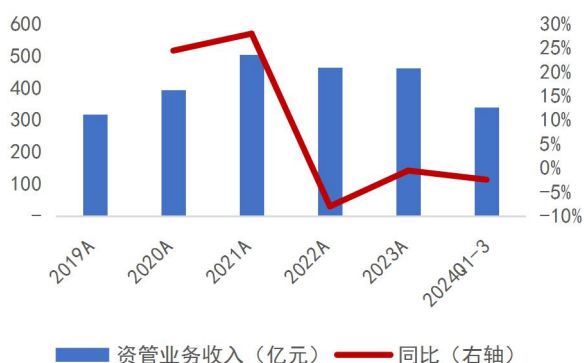
资管业务规模企稳回升，业绩分化。资管新规实行以来，券商资管不断压降通道类业务，发力公募业务及集合计划产品，2023 年资管产品净值降至低谷 5.93 亿元，截至 2024 年中，券商资管规模达 6.42 万亿元，较 2023 年末增长 8.35%，其中集合计划增长 17.70%，定向计划增长 1.26%。43 家上市券商前三季度资管业务实现净收入 338.77 亿元，同比降低 2.46%，上市券商业务分化显著，20 家实现正增长，中小券商业务表现强劲，南京证券、财达证券、西南证券、首创证券增速均翻一倍；资管收入排行前五大券商中，中信证券、中泰证券也均实现正增长。

专业化经营，公募化转型。通过设立专业化的资管平台，证券公司积极推动资管业务专业发展，提升市场竞争力。截至 2024 年 12 月，行业共有 28 家券商设立资管子公司，其中，设立资管子公司的上市券商有 21 家，资管业务收入正增长的有 11 家，上市券商前三季度资管业务收入前 10 大中，排名前 8 的券商的

资管业务均由专业子公司独立展业，剩余两家中金公司及中信建投已递交申请材料。年内信达证券、首创证券申请材料获证监会反馈，西部证券发布公告成立资管子公司。《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法》放松了公募牌照“一参一控”的限制，已成立资管子公司的券商加速申请公募牌照，从而打通公司治理下大财富管理内循环，促进投顾业务更精准服务居民财富管理，目前已有公募持牌资格的券商共 15 家。

年中基金净收入下降，年末好转迹象显著。2024 上半年上市券商基金管理业务净收入 143.68 亿元，同比降低 11.13%，券商系基金公司高费率混合型产品费率及规模双降，截至 2024 年中，混合型产品同比下降 24.41%，严重拖累公募业绩，股票型产品规模增长主要为低费率被动管理类产品贡献，股指产品增长 47.29%，股票型产品增长 26.18%。同时，股票型产品中主动管理类压降趋势基本结束，预期随着权益二级市场整体好转，超额收益对产品净值表现的贡献度回升，主动管理产品对市场吸引力将得到提升。

图 20：上市券商前三季度资管业务收入



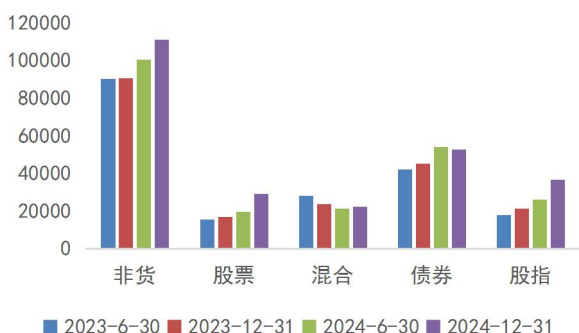
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 21：前三季度券商私募资管规模（协会口径）



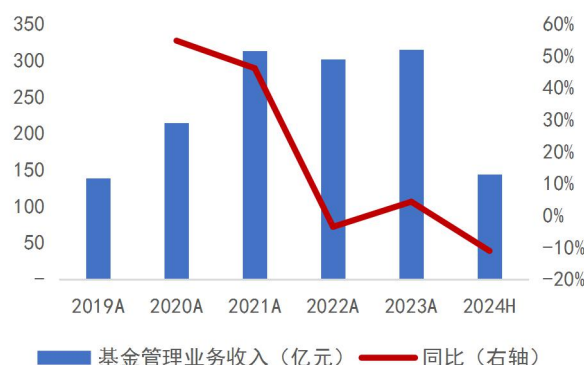
资料来源：中基协，山西证券研究所

图 22：券商系基金公司各类产品净值



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 23：上市券商基金管理业务净收入



资料来源：Wind，山西证券研究所

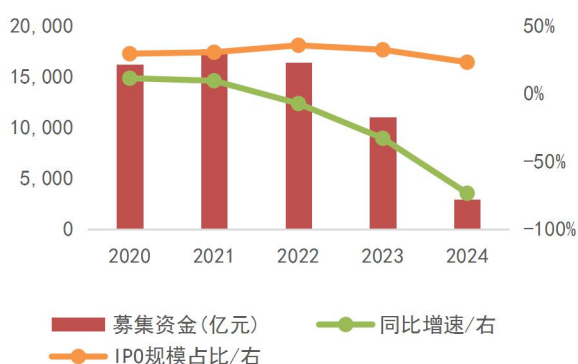
4.2 大机构业务

投行业务发力债券融资和并购重组

股权融资规模大幅下滑。2024 年股权融资额大幅下滑，年内募集资金 2904.72 亿元，较 2023 年下降 73.62%，连续三年同比下滑。同时 IPO 规模占比继续下滑，年内融资规模 673.53 亿元，规模下降 81.11%，占股权融资规模的比重为 23.19%，下降 9.19 个百分点。主要原因为平衡投融资节奏下，IPO 节奏阶段性收紧，同时 2024 年 10 月前二级市场表现较差，全年股权融资项目数量大幅减少。

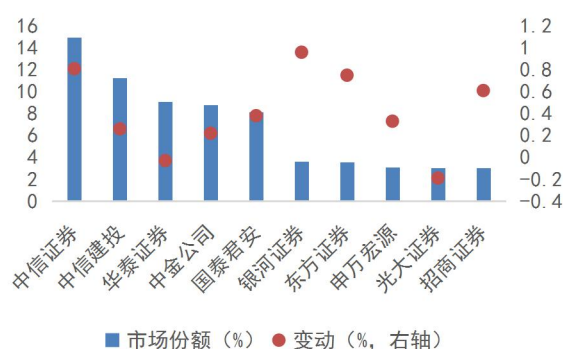
股权业务承压下，发力并购重组和债券承销。监管层出台了一系列政策来鼓励和支持并购重组市场的发展。2024 年 4 月 12 日，国务院印发《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（以下简称新“国九条”），时隔 10 年国务院再次出台资本市场指导性文件。作为新一轮股市改革的集结号，新“国九条”明确“加大并购重组改革力度，多措并举活跃并购重组市场”。此后相关优化政策不断落地，政策导向显著。证监会先后于 4 月 19 日和 6 月 19 日发布《关于资本市场服务科技企业高水平发展的十六项措施》《关于深化科创板改革 服务科技创新和新质生产力发展的八条措施》，支持“推动科技型企业高效实施并购重组”“更大力度支持并购重组”“建立健全开展关键核心技术攻关的‘硬科技’企业股债融资、并购重组‘绿色通道’”。9 月 24 日，证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，落实新“国九条”对活跃并购重组市场作出重要部署，坚持市场化方向，更好发挥资本市场在企业并购重组中的主渠道作用，以支持经济转型升级、实现高质量发展，支持上市公司向新质生产力方向转型升级。

图 24：股权融资规模及增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 25：前十大证券公司债券承销份额及变动



资料来源：Wind，山西证券研究所

从债券承销来看，2024 年证券公司合计承销债券规模 14.11 万亿元，同比增长 4.44%，同时集中度进一

步提升，前十大券商市场份额合计 68.61%，较 2023 年提升 2.79 个百分点。同时证券公司发力综合金融服务，拓展市值管理、股权激励等业务模式，进一步丰富收入来源。

投行业务收入显著承压。2024 年前三季度，上市券商投行业务手续费净收入为 217.29 亿元，同比下降 38.38%，主要受股权融资业务影响。投行收入前 10 名的券商业绩下滑显著，接近行业平均水平。部分中小券商在低基数效应下实现逆势增长。

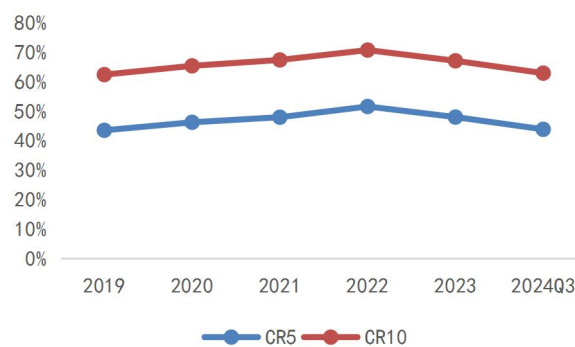
随着 2024 年 10 月 20 日证监会召开进一步全面深化资本市场改革专题座谈会，提出逐步实现 IPO 常态化，积极培育耐心资本，股权融资规模有望企稳回升。同时多元化投行业务收入成为趋势，预计投行业务下滑压力将有所缓解。

图 26：上市券商投行业务手续费净收入（亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 27：上市券商投行业务手续费净收入集中度

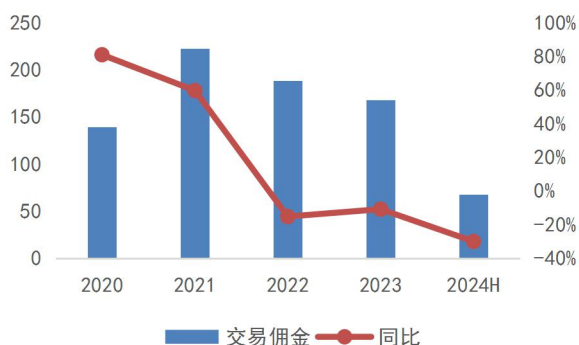


资料来源：Wind，山西证券研究所

交易佣金回归研究能力本身，行业正本清源

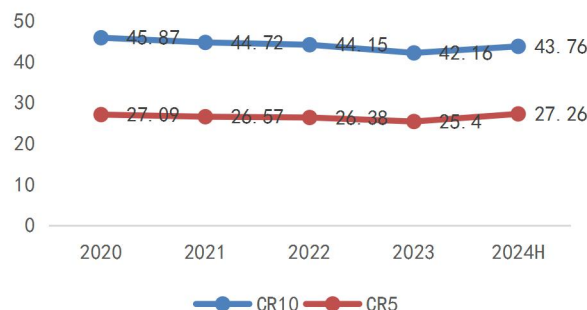
交易佣金调降落地。2024 年 4 月 19 日，证监会发布《公开募集证券投资基金证券交易费用管理规定》，自 2024 年 7 月 1 日起正式实施，调降基金股票交易佣金费率，降低基金管理人证券交易佣金分配比例上限。新规明确要求“被动股票型基金的股票交易佣金费率原则上不得超过市场平均股票交易佣金费率，且不得通过交易佣金支付研究服务、流动性服务等其他费用；其他类型基金可以通过交易佣金支付研究服务费用，但股票交易佣金费率原则上不得超过市场平均股票交易佣金费率的两倍，且不得通过交易佣金支付研究服务之外的其他费用”，将对券商研究业务产生显著影响。

图 28：交易佣金合计及同比（亿元/%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 29：交易佣金集中度（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

从 2024 年上半年来看，大部分券商分仓佣金下滑，少数机构逆势增长。同时集中度也有所提升，上半年前十大券商佣金份额合计 43.76%，较 2023 年提升 1.60 个百分点。佣金新规之下，基金销售与公募交易佣金解绑，更注重研究本身，引导行业正本清源、回归研究。未来佣金分配将不断向具备优秀研究实力、经营稳健、风控合规良好的券商倾斜。

投资业务受到挑战，分化加剧

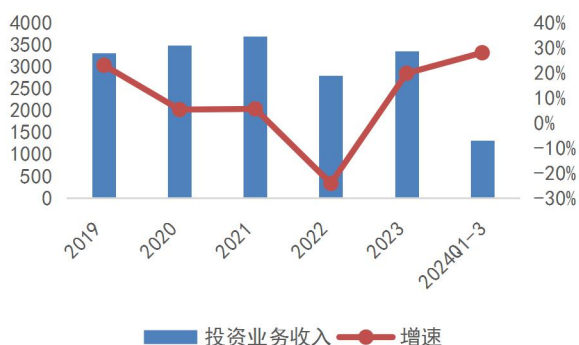
证券公司自营投资业务是经营业绩的重要贡献，近年来已经成为影响业绩的重要因素，同时在非方向转型的趋势下，利用自营头寸为客需型的场外衍生品业务提供风险对冲工具成为行业机构的选择。但是在年初极端市场行情下，2024 年以来，场外衍生品风险爆发，中性策略受到挑战。

从资产规模来看，2024 年三季度末，43 家上市券商金融投资资产为 6.27 万亿元，较年初增长 2.47%。其中公允价值计量类资产合计 4.51 万亿元，增长 2.44%；债权投资和其他债券投资合计 1.41 万亿元，较年初下滑 6.06%；其他权益工具投资资产合计 3435.04 亿元，同比大幅增长 64.62%。在市场风格变换的影响下，不同投资策略、配置方向带来了投资业务的明显分化。

券商自营业务分化，三季度盈利大幅回升。2024 年前三季度，上市券商投资业务收入 1316.89 亿元，同比增长 28.10%，分季度看，第一季度受市场波动影响，同比下滑较多，主要盈利增长由第三季度贡献。证券公司投资业务表现出现分化，部分中小券商由于较好的风控与权益市场投资表现实现了投资业务同比较大增长。大型券商方面，广发证券通过优化投资组合，增加交易性金融资产规模，并运用多策略投资工具实现了投资业务的增长。华泰证券则因出售 AssetMark 显著增厚了投资收益。自营业务的业绩分化显示出不同券商间投资业务的取向不同，部分券商发力场外客需产品，部分券商发力收益互换，部分发展多策略

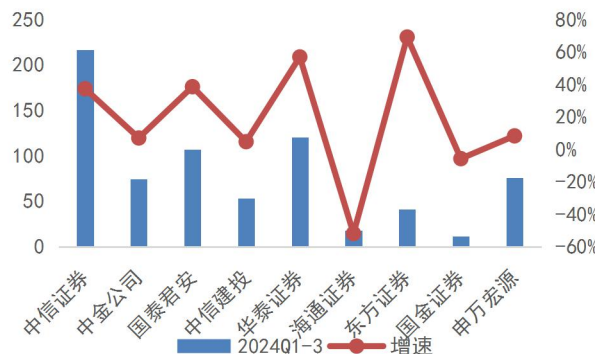
的投资风格降低波动，部分券商发展做市等业务。在复杂宏观及市场环境下，金融市场波动加剧，对券商资产配置形成挑战，专注传统权益投资的证券公司成为少数，券商自营业务的投资方向和定位成为业绩分化的重要原因。

图 30：投资业务收入及增速（亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 31：2024 年前三季度投资业务收入前十（亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

4.3 跨境业务成为券商抢占新高地

建设金融强国下国际化成为关键环节。从政策层面来看，自中央金融工作会议至“新国九条”的发布，培育一流投资银行已成为资本市场备受瞩目的议题。其中，“国际化”作为大中型券商长期规划的关键环节，也被赋予了重要的战略地位。证券公司在发展境外投行业务、加速一带一路地区布局、推进跨境业务发展、扩充境外资本实力以及获取境外牌照等国际化发展的重点领域有望取得明确的政策端支持，以互联互通 5 项新措施为代表的政策端举措已相继落地。

海外业务被视为券商新的增长点。从上半年业绩来看，中资券商国际业务的业绩在今年上半年分化，头部券商国际子贡献提升，中小券商承压。国际子公司中，中信证券、中金公司及华泰证券国际子表现较为突出，排名前十，中信证券国际子公司实现净利润 16.64 亿元，同比增长 66.07%，远超第二名。头部券商国际子贡献普遍提升，中金公司境外业务利润位列第二，但为前五中唯一下滑的。中金公司国际业务中跨境股票业务占比较高，受权益市场波动影响较大。中信、华泰、国君的国际子公司对集团 2024 年上半年净利润的贡献分别为 15.15%、15.20%和 11.12%，同比分别提升 6.63、6.09、6.98 个百分点。

同时国际业务分化较为明显，30 家披露 2024 年上半年国际子公司业绩的上市券商中 11 家净利润不足 1 亿元，另有 10 家亏损，海通国际亏损幅度较大。

券商拓展“一带一路”沿线海外布局。中资券商国际业务主要通过助力企业境外上市、开展跨境业务等，

盈利增长主要来源于交易量的增加、自营交易、结构化产品，以及 IPO 的活跃。2024 年上半年，全球市场 IPO 增长态势良好，中国市场因逆周期监管导致 IPO 活动受限，但其他市场表现强劲。此外，韩国、中国台湾、东南亚（新加坡、菲律宾）、印度等市场近年来增长显著。

表 6：上市券商国际子公司业绩（历史汇率换算）

证券公司	国际子公司净利润（单位：亿元）			净利润对集团贡献		变化
	2024 上半年	2023 上半年	同比	2024 上半年	2023 上半年	
中信证券	16.64	10.02	66.07%	15.15%	9%	6.63%
中金公司	8.94	12.89	-30.64%	40.11%	36%	4.12%
华泰证券	8.32	6.07	37.07%	15.20%	9%	6.09%
国泰君安	5.91	2.49	137.35%	11.12%	4%	6.98%
招商证券	1.95	1.07	82.24%	4.11%	2%	1.84%
中信建投	1.71	3.09	-44.66%	5.97%	7%	-1.19%
广发证券	1.64	0.23	613.04%	3.46%	0%	3.01%
中国银河	1.57	1.18	33.05%	3.58%	2%	1.19%
天风证券	1.06	0.63	68.25%	-26.90%	9%	-35.87%
兴业证券	0.75	0.56	33.93%	5.88%	3%	3.35%
东兴证券	0.40	-0.64	--	6.89%	-18%	25.16%
东方证券	0.37	-0.64	--	1.75%	-3%	5.12%
长江证券	0.34	-0.13	--	4.36%	-1%	5.53%
国元证券	0.29	0.36	-19.44%	2.90%	4%	-1.04%
申万宏源	0.25	-0.39	--	0.87%	-1%	1.79%
光大证券	0.19	-0.19	--	1.35%	-1%	2.14%
中银证券	0.15	0.08	87.50%	3.53%	1%	2.29%
长城证券	0.09	--	--	1.24%	--	--
国联证券	0.09	-0.01	--	9.93%	0%	10.10%
国信证券	0.03	0.09	-66.67%	0.10%	0%	-0.16%
华安证券	-0.06	-0.09	--	-0.85%	-1%	0.48%
方正证券	-0.09	-0.08	--	-0.69%	-1%	-0.14%
西南证券	-0.12	-0.04	--	-3.57%	-1%	-2.70%
国金证券	-0.21	0.07	-400%	-4.54%	1%	-5.33%
财通证券	-0.26	-0.01	--	-2.81%	0%	-2.71%
东吴证券	-0.41	-0.67	--	-3.51%	-5%	1.30%
中原证券	-0.43	-0.09	--	-23.97%	-5%	-18.47%
山西证券	-0.44	-0.16	--	-14.64%	-4%	-10.36%
中泰证券	-1.62	-0.76	--	-34.22%	-4%	-29.86%
海通证券	-26.22	-2.51	--	-213.25%	-6%	-206.86%

资料来源：Wind，山西证券研究所

中信证券国际业务布局涵盖了股票经纪、股权衍生品、债务融资、并购等多个领域，尤其是股权衍生品业务表现出色。华泰国际是华泰证券全资控股的境外子公司和海外业务平台，华泰证券（美国）作为主承销商成功协助海底捞旗下子公司在美国纳斯达克上市；新加坡子公司构建了“投行+财富+机构交易”的生态体系。随着东南亚地区经济的快速增长以及中国与东盟经贸合作日益密切，东南亚成为中资券商出海的新目标。中信证券在新加坡设立财富管理平台；华泰国际在新加坡开展证券交易及企业融资业务；国泰君安国际对新加坡子公司进行增资；银河证券将银河-联昌更名为“银河海外”，并在新加坡、马来西亚、印度尼西亚、泰国等东南亚国家展业。

人民币国际化下的跨境投资新机遇。随着人民币国际化程度不断加深，跨境证券投资的发展为券商发展带来历史机遇。中国人民银行 2024 年 9 月发布的《2024 年人民币国际化报告》显示，2023 年，人民币跨境收付金额合计 52.3 万亿元，同比增长 24.1%，人民币成为我国跨境收付第一大结算币种。证券投资业务继续成为推动人民币跨境使用增长的支撑力量之一。随着国家稳步推进高水平对外开放，中国企业“走出去”产生了巨大的金融需求。境内券商作为中国企业的陪伴者，需要提供综合金融服务，国际化业务就此迎来发展良机。证券公司持续深化国际化战略布局，对接境内外跨境投资需求，为业务发展寻找新的增长点。

“跨境理财通”成为券商抢占的新高地。2024 年 12 月，券商试点跨境理财通 2.0 正式展业，这是“跨境理财通”业务首次在券商渠道放开试点，首批共有 14 家证券公司获得试点资格，并已有多家证券公司正式落地产品，为境内客户跨境投资提供多样化选择。大湾区 9 市符合要求的内地投资者可以购买港澳金融机构销售的金融产品，跨境理财通“北向通”和“南向通”总额度为 1500 亿元人民币，可以购买的产品包括香港、澳门相关金融机构销售的基金、债券等产品，同时提升了基金可投资产品的广度，风险等级由“R1-R3”扩大为“R1-R4”，根据首批试点证券公司公示的货架产品内容，国内投资者可以投资的品种包括大中华区股债基金、亚太（除日本）和美国股债基金、日本和欧洲股票基金。券商通过香港展业平台积极布局满足高净值客户需求的产品，作为服务客户跨境资产配置需求的重要手段，对券商行业跨境财富管理业务发展具有重要意义。

协同能力是跨境业务的重要保障。国际化业务的竞争力打造不仅需要投行业务，还要发展后续的做市、衍生品业务，这需要券商完善组织架构，满足多样化的境外机构投资者需求。此外，券商的境外子公司应增强与母公司协同，利用母公司的销售网络与业务资源，建设一体化平台，实现跨境资源联动，将合规与风控管理纳入统一体系。

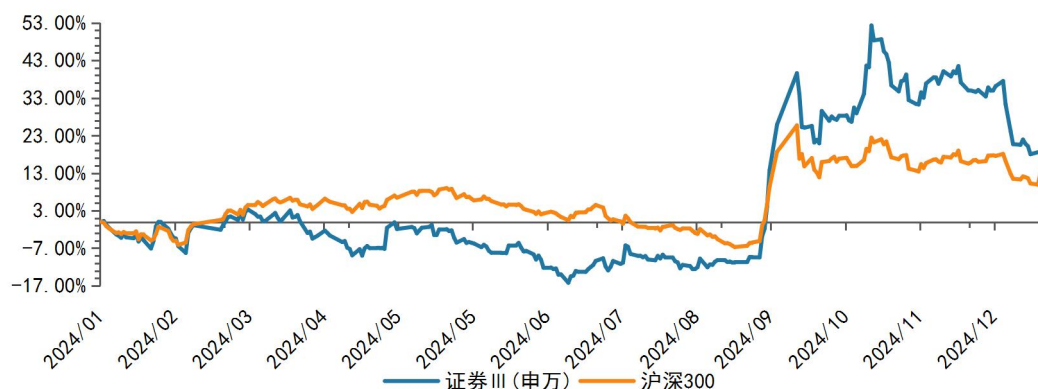
5. 投资策略：关注一流投行及长期投资体系建设主线

5.1 行情复盘

证券板块较年初上涨 29.57%，沪深 300 较年初上涨 14.68%，板块指数整体跑赢指数。板块在 9 月末前跑输指数，在 924 国新办发布会之后表现较好，成交额降至冰点后，政策措施显著提振市场信心，活跃度大幅提升，板块高贝塔属性凸显。

从个股来看，2024 年表现较好的个股有东方财富、天风证券、第一创业、中信证券、国盛金控，三条主线：一是并购重组预期，年内多家券商公布并购重组方案，并带领行业实现上涨；二是经纪业务受益于成交量的活跃而提升的券商如东方财富等；三是部分估值较低的个股实现了较好的市场表现。

图 32：证券板块指数行情图



资料来源：Wind，山西证券研究所

表 7：个股涨跌幅前 20 位

证券公司	年度涨跌幅	市净率	估值排名	证券公司	年度涨跌幅	市净率	估值排名
东方财富	86.57%	5.36	3	长江证券	34.28%	1.17	36
天风证券	58.58%	1.84	15	华泰证券	33.90%	1.02	46
第一创业	56.48%	2.43	9	国海证券	30.91%	1.34	29
中信证券	53.92%	1.75	18	国泰君安	30.75%	1.11	39
国盛金控	51.61%	2.48	8	中国银河	30.74%	1.58	21
招商证券	45.29%	1.52	24	华安证券	30.44%	1.35	27
东兴证券	41.31%	1.35	28	国元证券	28.58%	1.05	42
首创证券	38.90%	4.98	4	哈投股份	27.24%	1.17	37
西部证券	37.91%	1.37	26	光大证券	25.73%	1.52	23
国信证券	35.70%	1.28	34	太平洋	24.86%	3.28	5

资料来源：Wind，山西证券研究所

5.2 投资策略

整体来看，宏观经济发展进入新周期，二十届三中全会全面部署各项深化改革举措，提出必须以新发展理念引领改革，因地制宜发展新质生产力体制机制，深化国资国企改革，完善民营企业融资支持政策制度等要求，经济高质量发展需要更强的资本市场功能发挥，资本市场在支持实体经济发展方面大有可为。宏观政策进入新周期，以“更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策”加强逆周期调节，稳定资本市场及各类资产。

从行业看，各项资本市场改革政策推动长期投资体系建设，提升投资者获得感，证券行业将显著受益。资金端，在资本市场呵护政策下，包括基金、外资等长投体系建设加快，资产端完善持续监管，推动 IPO 常态化。建设一流投资银行的导向下，需要进一步提高金融的整体竞争力，以并购重组支持证券公司做大做强，同时监管导向是金融报国，金融为民，功能性发挥要求更高。但同时 2025 年不确定性加大，各类资产波动反复，对资产配置形成挑战。同时低利率环境下，收费率业务面临压力。对于证券公司来讲，行业供给侧改革加速，竞争会更加白热化，从过去注重规模的发展模式转变到更加注重质量，从更加注重利润到社会责任并重，行业分化预计将更加明显，需要进一步精选个股，建议关注以下三条主线：

1、一流投行下并购重组预期及优质头部券商

本轮并购重组政策推动力较强，审核速度较快，同时大型券商间重组整合频发，推动形成具有国际竞争力的一流投资银行，提升我国在全球金融市场的竞争力与影响力。展望未来，同一国资大股东或实控人旗下的券商、同地域内的上市券商与非上市券商、部分券商通过并购优化区域布局和业务布局，已经成为目前券商并购的三条主线。在政策鼓励下，未来证券行业集中度提升是大势所趋，并购重组推动行业供给侧改革，进一步驱动格局优化。建议关注中信证券、国泰君安。

2、基金公司尤其是权益类投资能力较强的证券公司

完善资本市场各项制度，引导中长期资金入市政策导向下，监管部门多次提及要发展公募基金尤其是权益类公募基金，2024 年宽基 ETF 指数类产品大爆发，尤其是权益类 ETF 规模大幅提升。2025 年，在中长期资金考核制度，养老金与资本市场良性互动等方面构建“长钱长投”的制度环境，建议关注华泰证券、东方证券。

3、交投活跃度新高度

资本市场重视度进一步提升下，投融资体系不断完善，随着一流投行及长期投资体系的建设，资本市

场可投性提升，二级市场风险偏好回升，对投资者的吸引力提升。个人投资者入市带来的交易和业务景气度提升，零售业务较为突出的证券公司有望实现业绩提升。建议关注中国银河、招商证券。

5.3 风险提示

1) **政策推行不及预期，资本市场改革推进力度不及预期。**证券行业由于其特性，为高度监管行业，在业务开展、业务规模、风险控制等方面收到监管部门和相关法律法规的约束，行业监管政策及相关改革的推进力度可能随着市场环境的变化而产生变化，这也会给证券行业经营带来一定风险。

2) **国际竞争格局动荡，对国内金融市场带来波动。**若金融市场价格大幅下滑或波动加剧，将对证券公司的业绩带来影响，同时对行业表现产生影响。

3) **一二级市场活跃度不及预期，金融市场大幅波动。**证券公司作为资本市场服务机构，行业经营业绩与金融市场波动密切相关，金融市场波动影响因素较多，宏观经济、宏观金融政策、资本市场政策、国际经济形势等都会对金融市场带来影响。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

