



证券行业研究

买入（维持评级）

行业点评

证券研究报告

国金证券研究所

分析师：舒思勤（执业 S1130524040001）
shusiqin@gjzq.com.cn分析师：洪希柠（执业 S1130525050001）
hongxinling@gjzq.com.cn分析师：方丽（执业 S1130525080007）
fangli@gjzq.com.cn分析师：夏昌盛（执业 S1130524020003）
xiachangsheng@gjzq.com.cn

外部环境改善，优质机构杠杆上限有望提升，看好板块估值修复

事件概况

12 月 6 日，吴清主席在中国证券业协会第八次会员大会上发表以“加快打造一流投资银行和投资机构，更好助推资本市场高质量发展”为主题的致辞。

事件点评

- 1、行业发展的大环境方面，“十五五”是加快打造国际一流投行和投资机构的战略机遇期。吴清主席表示证券行业作为直接融资的主要“服务商”、资本市场的重要“看门人”、社会财富的专业“管理者”，发展空间广阔、大有可为，要求证券行业要不断创新金融产品、服务和组织架构，要求各证券公司要从价格竞争加快转向价值竞争。
- 2、监管对市场的呵护以及对降低市场波动率的努力已非常明确。证监会多次表态建设建强“防波堤防浪堤”，从政策、资金、预期对冲等方面打好稳市组合拳，坚决维护市场平稳运行，这将显著降低券商业绩的波动性。
- 3、监管“扶优限劣”，优质券商杠杆上限有望再提高，向一流投行进军。吴清主席表示将对优质机构适当“松绑”，进一步优化风控指标，适度打开资本空间和杠杆限制，提升资本利用效率。2024 年落地的《证券公司风险控制指标计算标准规定》里，不同分类评级的券商可采用不同的风险资本准备调整系数，对于优质头部券商来说变相打开了杠杆上限。当前我国头部券商与海外头部券商的杠杆倍数仍有较大差异，25Q3 末中信证券 6.3 倍（权益乘数口径），高盛则有 14.5 倍。若进一步对优质机构打开资本空间，其杠杆水平、ROE 水平都有望提升，为打造国际一流投行打下基石。

投资建议

在监管的引导下，未来证券公司的经营将更具备韧性，优质券商有望进一步打开杠杆上限、提高 ROE 水平。当前板块 PB 估值仅 1.36 倍，年初至 12 月 5 日跑输上证指数 15pct，根据历史利润增速及板块涨跌幅、ROE 水平及对应 PB 倍数来看，板块股价、估值表现仍显著落后于业绩表现，看好板块估值修复。选股思路方面，建议关注（1）质地优但估值仍与业绩错配的券商；（2）AH 溢价率较高的券商。

风险提示

宏观经济大幅下行；权益市场活跃度大幅下降；政策进度不及预期。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究