

券商板块点评

从自由现金流角度看券商 ROE 改善机会

◆ 行业研究 · 行业快评

◆ 非银金融

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师： 孔祥 021-60375452
证券分析师： 王德坤 021-61761035

kongxiang@guosen.com.cn
wangdekun@guosen.com.cn

执证编码：S0980523060004
执证编码：S0980524070008

事项：

证券行业业绩驱动力持续改善，一方面随着增量资金入市，市场交易量改善、两融持续扩张、另一方面，券商行业减员增效等一系列安排有利于减少行业成本收入比，带动行业留存现金流提升，增加投资者长期回报，这对行业盈利模式将有长期改善，两者叠加带动券商股估值与盈利双击。

国信非银观点：近期，市场稳中向好，重要指数频频创下年内新高，市场赚钱效应推动成交放量、两融余额扩张，券商板块股价出现明显上行趋势。我们认为，证券公司当前基本面持续改善、业绩预期良好、估值仍处合理区间，板块趋势性上涨行情或可持续。（1）基本面角度，近年来，证券公司收入端、费用端及利润段均呈改善态势，推动 ROE 持续上行。费用端层面，近年来证券公司普遍采取降本增效措施，管理费用率自 2024 年初延续下行趋势。考虑到管理费用为证券公司最大的支出项，管理费用率下降直接有利于证券公司自由现金流的改善。（2）业绩预期角度，部分券商已发布 2025 年中报业绩快报及业绩预告。业绩快报方面，3 家券商净利润增速中位数为 44.9%。业绩预告方面，29 家券商净利润增速中位数下限 80.1%、上限 98.0%。因此，证券公司后续业绩有充足支撑。（3）估值角度，截至 7 月 28 日，证券公司 PB（MRQ）估值为 1.58 倍，略高于近 5 年平均值，处于近 5 年 66%分位。距离平均值+1x 标准差尚有 0.20 倍差距，距离近 5 年高点尚有 0.62 倍差距。我们建议以 PB-ROE 框架展望券商后续表现。市场成交量放大、两融余额增长、主要股指持续上行等因素将驱动券商估值与盈利双击，我们维持行业“优于大市”评级。

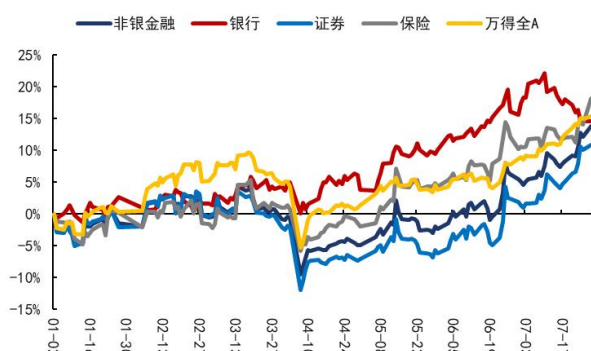
评论：

◆ 2025 年以来金融板块涨幅：银行暂领先非银，保险暂领先券商

金融子板块中，银行涨幅领先非银，保险涨幅领先券商。年初以来，金融各子板块累计涨幅均较高。其中，券商板块期间波动率较大，且上涨时间段稍稍滞后于银行及保险板块，我们认为这由市场资金面及证券公司业务结构共同影响：资金面角度，一是以中央汇金为代表的类平准基金，特别在关税后市场稳定起到至关重要的作用；二是以保险公司为代表的金融机构，对大盘价值风格较为偏爱，对红利因子持续加大投资；三是中性策略的量化私募基金、个人投资者的两融资金，对波动率较高的小微盘股偏好度较高。证券公司业务结构层面，今年以来券商持续加大资产负债表运用，投资收益占营收比重持续提升，目前已经接近半壁江山。关税冲击以来，市场稳中向好，重要指数频频创下年内新高，市场赚钱效应推动成交放量、两融余额扩张，券商板块股价开始出现明显上行趋势。

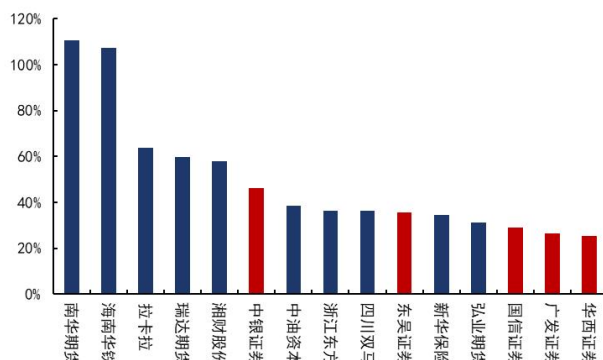
个股层面，中银证券、东吴证券、广发证券、华西证券涨幅居券商板块前列。

图1：年初以来金融板块各子行业涨跌幅比较



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：非银板块个股涨幅前15

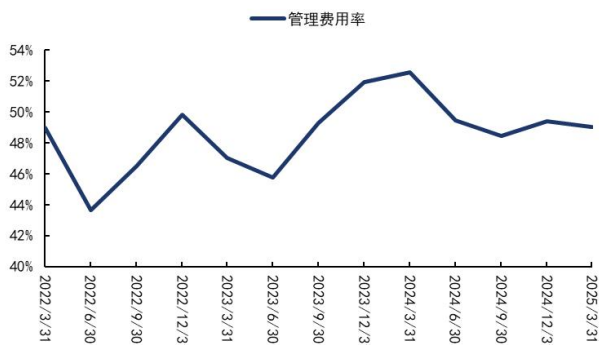


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 证券公司基本面：费用率降低，净利率提高，杠杆率提高，ROE 持续改善

近年来，证券公司收入端、费用端及利润端均呈改善态势，推动 ROE 持续上行。费用端层面，近年来证券公司普遍采取降本增效措施，管理费用率自 2024 年初延续下行趋势。考虑到管理费用为证券公司最大的支出项，管理费用率下降直接有利于证券公司自由现金流的改善。杠杆层面，证券公司近年来加大资产负债表运用探索，杠杆率呈现总体提升趋势，助力 ROE 提升。净利率层面，一是市场环境变化驱动 2025 年以来券商收入明显增长，规模效应显现；二是费用率控制效果显现。因此，证券公司 ROE 得以延续上行。

图3：证券行业管理费用/营业收入比例呈下行趋势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

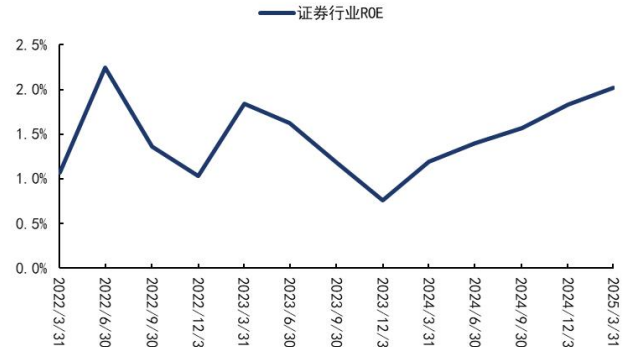
图4：证券行业杠杆率呈现上行趋势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5: 证券行业净利率呈现上行趋势


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 证券行业 ROE 延续改善趋势


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

◆ 证券公司后续展望: 业绩延续高增, 估值延续提升

展望后续, 证券公司业绩有支撑, 估值仍有提升空间。部分券商已发布 2025 年中报业绩快报及业绩预告。业绩快报方面, 3 家券商净利润增速中位数为 44.9%。业绩预告方面, 29 家券商净利润增速中位数下限 80.1%、上限 98.0%。因此, 证券公司后续业绩有充足支撑。

表1: 部分券商 2025 年中报业绩快报 (单位: 亿元)

代码	简称	营业收入	归母净利润	归母扣非净利润	营收 yoy	归母净利润 yoy	归母扣非净利润 yoy
000728.SZ	国元证券	33.97	14.05	14.09	41.6%	40.4%	41.3%
601878.SH	浙商证券	65.12	11.49	11.34	-18.6%	46.5%	45.9%
600909.SH	华安证券	28.08	10.35	10.29	43.1%	44.9%	44.8%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表2: 部分券商 2025 年中报业绩快报 (单位: 亿元)

代码	简称	净利润上限	净利润下限	净利润 yoy 上限	净利润 yoy 下限	扣非净利润上限	扣非净利润下限	扣非净利润 yoy 上限	扣非净利润 yoy 下限
601211.SH	国泰海通	159.57	152.83	218.0%	205.0%	73.96	69.12	62.0%	52.0%
601881.SH	中国银河	68.01	63.62	55.0%	45.0%	67.99	63.60	54.0%	44.0%
002736.SZ	国信证券	55.30	47.80	76.0%	52.0%	55.19	47.69	76.0%	53.0%
601066.SH	中信建投	45.73	44.30	60.0%	55.0%	45.31	43.90	60.0%	55.0%
000166.SZ	申万宏源	45.00	41.00	111.5%	92.7%	44.00	40.00	113.1%	93.8%
601995.SH	中金公司	39.66	34.53	78.0%	55.0%	38.85	33.80	77.0%	54.0%
600958.SH	东方证券	36.00	32.50	71.0%	54.0%	35.10	31.60	74.0%	57.0%
601901.SH	方正证券	24.32	22.96	80.0%	70.0%	24.30	22.99	85.0%	75.0%
601555.SH	东吴证券	19.81	17.48	70.0%	50.0%	19.65	17.34	70.0%	50.0%
000783.SZ	长江证券	18.10	16.52	130.0%	110.0%	17.84	16.26	133.0%	112.0%
002939.SZ	长城证券	14.07	13.35	95.0%	85.0%	14.01	13.29	95.0%	85.0%
600109.SH	国金证券	11.37	10.92	150.0%	140.0%	10.81	10.37	140.0%	130.0%
601456.SH	国联民生	11.29	11.29	1183.0%	1183.0%	11.13	11.13	1345.0%	1345.0%
601059.SH	信达证券	10.44	9.21	70.0%	50.0%	10.38	9.16	71.0%	51.0%
600918.SH	中泰证券	7.23	7.23	80.1%	80.1%	7.06	7.06	81.7%	81.7%
601236.SH	红塔证券	6.96	6.51	55.0%	45.0%	6.79	6.34	50.0%	40.0%
002926.SZ	华西证券	5.75	4.45	1353.9%	1025.2%	5.69	4.39	1253.3%	944.1%
002500.SZ	山西证券	5.44	5.04	70.7%	58.2%	4.99	4.59	68.4%	54.9%
000686.SZ	东北证券	4.31	4.31	225.9%	225.9%	4.12	4.12	256.6%	256.6%
600906.SH	财达证券	4.04	3.63	68.0%	51.0%	4.02	3.64	68.0%	52.0%
600864.SH	哈投股份	3.80	3.80	233.1%	233.1%	3.61	3.61	436.5%	436.5%

000750.SZ	国海证券	3.70	3.70	159.3%	159.3%	3.69	3.69	158.4%	158.4%
002945.SZ	华林证券	3.50	2.70	183.9%	119.0%	3.20	2.40	123.0%	67.3%
002670.SZ	国盛金控	2.20	1.50	394.1%	236.9%	2.15	1.45	432.5%	259.1%
600095.SH	湘财股份	1.60	1.20	118.2%	63.6%	1.35	0.95	107.4%	45.9%
000712.SZ	锦龙股份	1.53	1.05	239.6%	195.4%	-0.95	-1.12	6.7%	-10.3%
601099.SH	太平洋	1.35	1.05	98.0%	54.0%	1.34	1.04	125.0%	75.0%
600155.SH	华创云信	0.82	0.75	73.0%	58.0%	0.69	0.62	53.0%	37.0%
601162.SH	天风证券	0.33	0.28	110.2%	108.6%	0.26	0.22	107.7%	106.5%

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

估值层面,截至7月28日,证券公司PB(MRQ)估值为1.58倍,略高于近5年平均值,处于近5年66%分位。距离平均值+1x标准差尚有0.20倍差距,距离近5年高点尚有0.62倍差距。

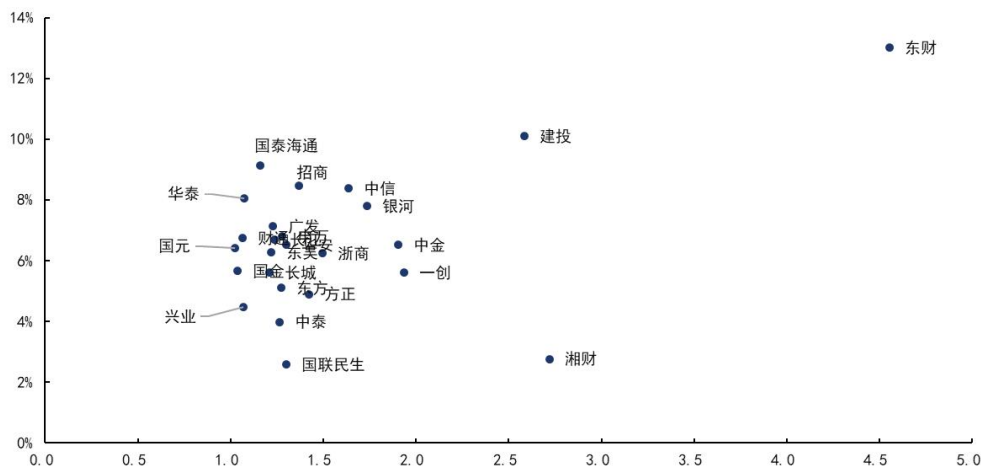
图7: 证券行业PB(MRQ)近5年走势



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

个股层面,我们统计了各券商PB(MRQ)及ROE(2025E)。华泰、国泰海通等大型券商目前PB估值较低,ROE(2025E)较高。东方财富ROE显著领先同业。

图8: 部分券商PB-ROE概览



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

表3: 部分券商管理费用降低的 EPS 敏感性测算 (单位: 亿元、元)

证券代码	证券简称	2024 年管理费 用 (亿元)	2024 年基本 EPS (元)	管理费用降低 10% 时 EPS 增幅	证券代码	证券简称	2024 年管理费 用 (亿元)	2024 年基本 EPS (元)	管理费用降低 10% 时 EPS 增幅
600918.SH	中泰证券	79.72	0.11	104.0%	002673.SZ	西部证券	25.01	0.31	17.8%
601456.SH	国联民生	23.22	0.14	58.6%	601878.SH	浙商证券	39.50	0.49	17.6%
000750.SZ	国海证券	23.11	0.07	51.7%	000776.SZ	广发证券	147.92	1.15	16.9%
601375.SH	中原证券	11.43	0.05	46.4%	601066.SH	中信建投	100.31	0.79	16.4%
601099.SH	太平洋	9.98	0.03	45.8%	601555.SH	东吴证券	38.16	0.48	16.0%
002926.SZ	华西证券	27.30	0.28	37.1%	601108.SH	财通证券	34.60	0.50	14.9%
000686.SZ	东北证券	30.76	0.37	35.5%	600030.SH	中信证券	300.84	1.41	14.4%
601377.SH	兴业证券	65.85	0.24	31.8%	002939.SZ	长城证券	22.17	0.39	14.1%
002500.SZ	山西证券	20.79	0.20	29.0%	601990.SH	南京证券	13.99	0.27	14.1%
601995.SH	中金公司	143.02	1.04	28.5%	601198.SH	东兴证券	21.17	0.48	13.7%
600109.SH	国金证券	46.03	0.45	27.4%	600909.SH	华安证券	20.47	0.32	13.6%
000783.SZ	长江证券	45.18	0.30	27.2%	601211.SH	国泰海通	164.62	1.39	13.3%
002945.SZ	华林证券	9.26	0.13	26.4%	002736.SZ	国信证券	91.68	0.72	13.2%
002797.SZ	第一创业	23.14	0.22	25.0%	601881.SH	中国银河	114.14	0.81	12.9%
600958.SH	东方证券	78.64	0.37	25.0%	000728.SZ	国元证券	28.27	0.51	12.7%
601901.SH	方正证券	50.48	0.27	22.7%	601059.SH	信达证券	16.82	0.41	12.6%
600369.SH	西南证券	16.51	0.11	22.6%	601136.SH	首创证券	12.33	0.36	12.5%
601788.SH	光大证券	58.59	0.58	21.9%	601688.SH	华泰证券	174.34	1.62	11.9%
600906.SH	财达证券	14.69	0.21	21.6%	601236.SH	红塔证券	8.78	0.16	11.6%
000166.SZ	申万宏源	105.74	0.21	20.1%	600999.SH	招商证券	96.52	1.13	9.8%
601696.SH	中银证券	18.28	0.33	19.9%	300059.SZ	东方财富	23.30	0.61	2.4%

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议:

我们建议以 PB-R0E 框架展望券商后续表现。在市场持续活跃、赚钱效应显现的背景下,市场成交量放大、两融余额增长、主要股指持续上行等因素将驱动券商估值与盈利双击。重点推荐:(1)低估值、业绩稳健的龙头券商,如华泰证券、中信证券;(2)权益弹性突出、业绩有望充分释放的高弹性标的,如兴业证券、东方证券;(3)经纪&两融市占率持续提升,流量变现能力强大的东方财富。

◆ 风险提示:

资本市场景气度下降的风险,业绩释放不及预期的风险,股市资金流出的风险等。

相关研究报告:

《券商股权再融资重启点评-夯实资本,创新蓄力》——2025-07-20

《下半年市场增量资金哪里来?-存款搬家驱动哑铃型资金结构再调整》——2025-07-13

《存款搬家下的价值回归——2025 年下半年非银金融投资策略》——2025-06-24

《投融资结构调整胜于总量刺激——从 2025 陆家嘴论坛看下一步金融改革动向》——2025-06-20

《生态汇流,竞合之势——中国机构配置手册(2025 版)之机构合作篇》——2025-06-15

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032