



证券行业研究

买入（维持评级）

行业专题研究报告

证券研究报告

非银组

分析师：舒思勤（执业 S1130524040001）
shusiqin@gjzq.com.cn

分析师：方丽（执业 S1130525080007）
fangli@gjzq.com.cn

分析师：洪希柠（执业 S1130525050001）
hongxing@gjzq.com.cn

单季利润同比、环比均高增，龙头券商年化 ROE 突破两位数

业绩表现

经纪、自营投资收入增长驱动单季利润同比、环比均高增。25Q1-3 上市券商实现营业收入 4196 亿元，同比增长 43%；实现归母净利润 1690 亿元，同比增长 62%。单季度来看，25Q3 实现归母净利润 650 亿元，同比增长 58%，环比增长 25%，在高基数下实现强劲增长。盈利能力方面，25Q1-3 上市券商加权平均 ROE（年化）为 7.5%，同比提高 2.67pct，盈利能力大幅提升。杠杆水平方面，25Q3 末平均杠杆倍数为 3.47 倍（剔除客户资金口径），较上年末提升 0.11 倍。

业务拆解

2025Q1-3 上市券商经纪、投行、资管、利息、投资业务净收入同比增速分别为+75%/+23%/+3%/+55%/+44%，占营业总收入的比重分别为 27%/6%/8%/8%/45%；25Q3 经纪、投行、资管、利息、投资业务净收入同比增速分别为+142%/+33%/+14%/+107%/+33%，占营业总收入的比重分别为 29%/6%/7%/8%/44%。

1) **经纪业务**：2025Q1-3 上市券商经纪业务净收入合计 1118 亿元，同比大幅增长 75%；25Q3 经纪业务净收入合计 483 亿元，同比大幅增长 142%。经纪业务大幅提升主要系市场交投持续活跃，股基成交额大幅提升，2025Q1-3 全市场日均股基成交额同比增长 110%至 1.93 万亿元，其中 25Q3 单季日均股基成交额同比大幅增长 210%至 2.49 万亿元。券商 APP 月活表现亮眼，据易观千帆数据，2025Q3 证券类 APP 月活用户数达到 5.15 亿，同比增长 18.78%。其中，9 月有 2 家券商 APP 月活超过 1000 万人。

2) **投行业务**：2025 年前三季度上市券商投行业务净收入合计 252 亿元，同比增长 23%；25Q3 上市券商投行业务净收入合计 96 亿元，同比增长 33%。根据 Wind 数据，2025 年前三季度市场融资活动整体回暖。具体而言，股权承销规模（上市日口径）因低基数效应同比增长 287%；债权承销规模则稳步扩张，同比增长 20%。

3) **资管业务**：2025Q1-3 上市券商资管业务净收入合计 333 亿元，同比提升 3%；25Q3 上市券商资管业务净收入合计 120 亿元，同比提升 14%。公募基金规模持续增长，截至 2025 年 9 月末，非货公募基金规模达到 22.1 万亿元，同比增长 16%；权益类公募基金规模达到 10.3 万亿元，同比提升 28%。ETF 市场持续高增，头部基金公司优势巩固。截至 2025 年 10 月，ETF 规模达到 57045.59 亿元，较 2024 年末增长 53%，同比增长 61%。从竞争格局看，华夏基金与易方达基金稳居行业第一梯队，管理规模分别高达 9126 亿元和 8603 亿元，华泰柏瑞基金以超 6,000 亿元的规模位居第三。

4) **信用业务**：2025Q1-3 上市券商利息净收入合计 339 亿元，同比增长 55%；25Q3 上市券商利息净收入合计 142 亿元，同比增长 107%。预计主要受益于两融规模创新高，2025Q1-Q3 全市场日均两融余额为 1.94 万亿元，同比+30%；25Q3 单季日均两融余额为 2.12 万亿元，同比+49%。

5) **投资业务**：2025Q1-3 上市券商投资净收入合计 1869 亿元，同比增长 44%；25Q3 上市券商投资净收入合计 745 亿元，同比增长 33%。截至 2025Q3 末券商自营投资资产规模达到 70915 亿元，同比提升 15%，较上年末增长 15%，占总资产比重为 48%。其中，交易性金融资产、债权投资、其他债权投资、其他权益工具投资、衍生金融资产较上年末分别+18.1%/-0.1%/-0.9%/+43.0%/-17.0%。

投资建议与估值

上市券商三季报业绩超预期，年初至今券商板块上涨 6%，跑输大盘 12pct，当前 PB（LF）1.43x，而全年利润增速有望实现高增，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、估值表现仍落后于业绩表现。

选股思路方面，（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

1) 资本市场改革推进不及预期；2) 权益市场极端波动风险；3) 机构化进程不及预期；4) 宏观经济复苏不及预期。



内容目录

1 业绩概况：经纪、投资业务驱动 25Q3 净利润高增.....	4
1.1 盈利表现：25Q3 归母净利润同比增长 58%.....	4
1.2 成本费用：降本增效下大部分上市券商费用率有所降低.....	6
1.3 竞争格局：中小券商弹性更大，龙头券商年化 ROE 突破两位数.....	8
2 手续费业务：经纪业务大幅提升，投行收入有所回暖.....	10
2.1 经纪业务：Q3 成交额持续放量，经纪业务大幅提升.....	10
2.2 投行业务：IPO、再融资规模有所增长，投行收入实现双位数提升.....	11
2.3 资管业务：收入同比转增，ETF 市场持续高增.....	12
3 重资本业务：两融余额创新高，信用业务大幅提升，投资业务同比高增.....	14
3.1 信用业务：两融规模创新高，25Q3 利息净收入同比提升 107%.....	14
3.2 投资业务：主要股指表现亮眼，带动自营投资业务同比高增.....	14
4 投资建议.....	17
风险提示.....	20

图表目录

图表 1： 上市券商营业收入及增速情况.....	4
图表 2： 上市券商归母净利润及增速情况.....	4
图表 3： 2024Q1-3、2025Q1-3 上市券商业绩表现（亿元）.....	4
图表 4： 经纪、自营业务大幅提升（亿元）.....	5
图表 5： 经纪、自营投资驱动 Q3 业绩提升（亿元）.....	5
图表 6： 市场交投活跃下上市券商经纪业务收入占比大幅提升.....	5
图表 7： 2025Q1-3 上市券商收入结构.....	5
图表 8： 25Q3 末总资产规模较上年末+21%.....	5
图表 9： 25Q3 末净资产规模较上年末+12%.....	5
图表 10： 券商 ROE 大幅提升.....	6
图表 11： 杠杆水平有所提升.....	6
图表 12： 上市券商管理费用变化情况（亿元）.....	6
图表 13： 信用减值损失对业绩影响较小（亿元）.....	6
图表 14： 大部分上市券商费用率有所降低（亿元）.....	6
图表 15： 近年来上市券商利润率持续提升.....	8
图表 16： 上市券商集中度变化.....	8
图表 17： 42 家上市券商 2025Q1-Q3 业绩情况（亿元）.....	9



图表 18: 25Q3 日均股基成交额同比大幅提升.....	11
图表 19: 权益公募新发份额回暖（万份）	11
图表 20: 国泰海通、华泰证券、平安证券 9 月月活排名行业前三.....	11
图表 21: 2025Q1-3 股权承销额同比提升 287%（亿元）	12
图表 22: 2025Q1-3 债券承销额同比增长 20%（亿元）	12
图表 23: 非货公募规模整体呈现增长态势	12
图表 24: 权益公募规模持续提升	12
图表 25: 10 月末 ETF 基金规模同比+61%	13
图表 26: ETF 基金规模前十大管理人（截至 2025/10/31）	13
图表 27: 42 家上市券商手续费及佣金业务收入情况（亿元）	13
图表 28: 沪深两市融资融券规模走势（亿元）	14
图表 29: 上市券商信用资产规模（亿元）	14
图表 30: 核心股指季度涨跌幅	15
图表 31: 核心债指季度涨跌幅	15
图表 32: 上市券商自营资产规模持续扩张	15
图表 33: 交易性金融资产规模显著提升	15
图表 34: 25Q3 末上市券商金融资产规模变化（亿元）	15
图表 35: 42 家上市券商投资收入和信用收入情况（亿元）	16
图表 36: 证券行业估值走势	18
图表 37: 主动权益基金重仓持有行业超配/低配情况	18
图表 38: 主动权益基金重仓持有非银个股超配/低配情况	19
图表 39: 券商股估值及历史分位	20



1 业绩概况：经纪、投资业务驱动 25Q3 净利润高增

1.1 盈利表现：25Q3 归母净利润同比增长 58%

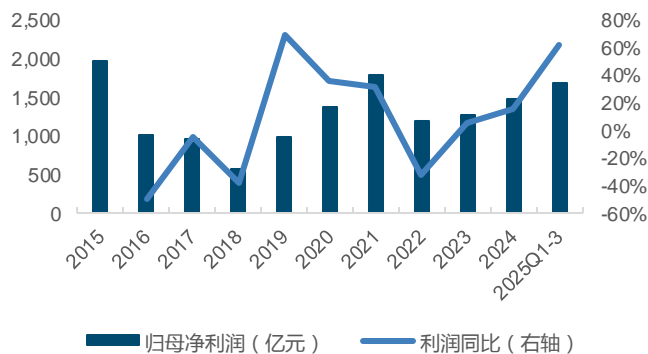
2025 年前三季度，我们统计范围内的 42 家上市券商（不包括海通证券）实现营业收入 4196 亿元，同比增长 43%；实现归母净利润 1690 亿元，同比增长 62%。单季度来看，2025Q3 上市券商实现归母净利润 650 亿元，同比增长 58%，环比增长 25%，在高基数下实现强劲增长。

2025 年中报起部分券商会计政策有变更，签订的买卖标准仓单的合同应视同金融工具进行会计处理，对投资收益、其他业务收入、其他业务成本科目进行追溯调整，对营业收入进行重述，归母净利润不受影响，因此此处营业收入同比增速对比的是重述后的 24Q1-3 营业收入，后文同。

图表1：上市券商营业收入及增速情况



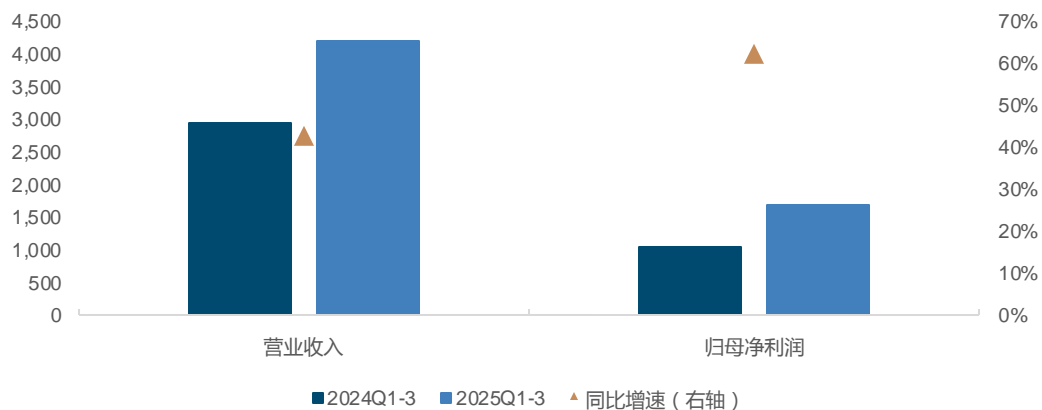
图表2：上市券商归母净利润及增速情况



来源：iFinD，国金证券研究所

来源：iFinD，国金证券研究所

图表3：2024Q1-3、2025Q1-3 上市券商业绩表现（亿元）



来源：iFinD，国金证券研究所

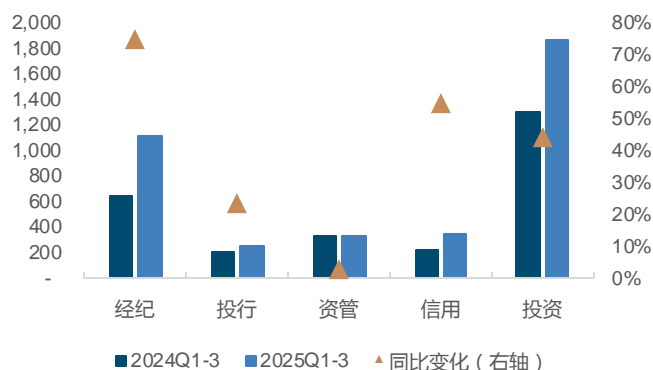
分业务条线来看，在市场交投活跃、两融规模高增以及核心指数上涨背景下，经纪、自营投资收入提升是今年以来券商业绩改善的核心原因，利息净收入同比实现大幅提升，投行业务有所回暖。

2025Q1-3 上市券商经纪、投行、资管、利息、投资业务净收入同比增速分别为+75%/+23%/+3%/+55%/+44%。从业务结构来看，2025Q1-3 经纪、投行、资管、利息、投资业务净收入占营业总收入的比重分别为 27%/6%/8%/8%/45%，同比变化+4.9/-0.9/-3.1/+0.6/+0.5pct。

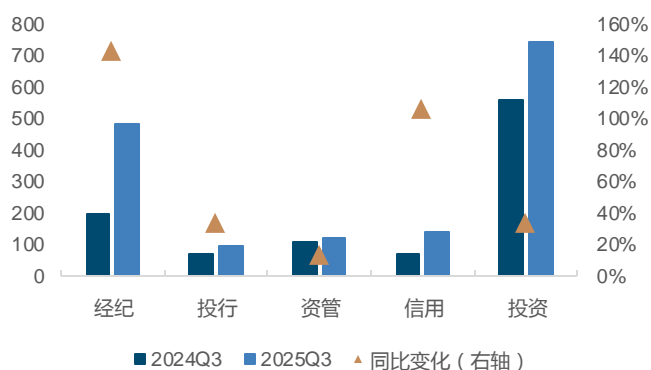
单季度来看，上市券商经纪、信用、投资收入大幅提升。2025Q3 上市券商经纪、投行、资管、利息、投资业务净收入同比增速分别为+142%/+33%/+14%/+107%/+33%。从业务结构来看，2025Q3 经纪、投行、资管、利息、投资业务净收入占营业总收入的比重分别为 29%/6%/7%/8%/44%，同比变化+9.2/-1.4/-3.2/+1.7/-10.5pct。



图表4：经纪、自营业务大幅提升（亿元）



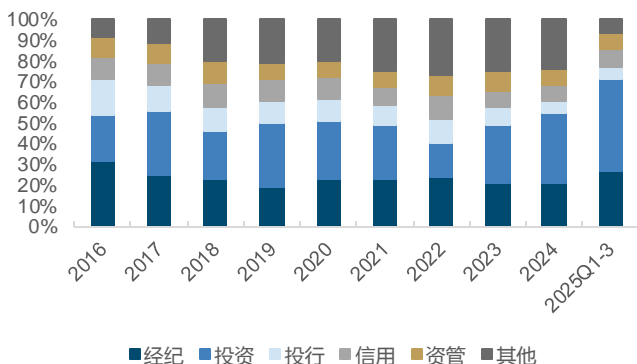
图表5：经纪、自营投资驱动 Q3 业绩提升（亿元）



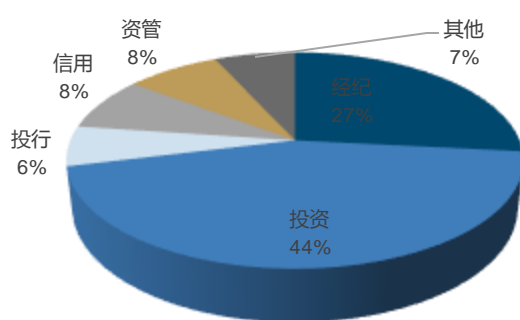
来源：iFinD，国金证券研究所 注：24Q1-3 投资业务净收入为重述后数据

来源：iFinD，国金证券研究所 注：24Q3 投资业务净收入为重述后数据

图表6：市场交投活跃下上市券商经纪业务收入占比大幅提升



图表7：2025Q1-3 上市券商收入结构

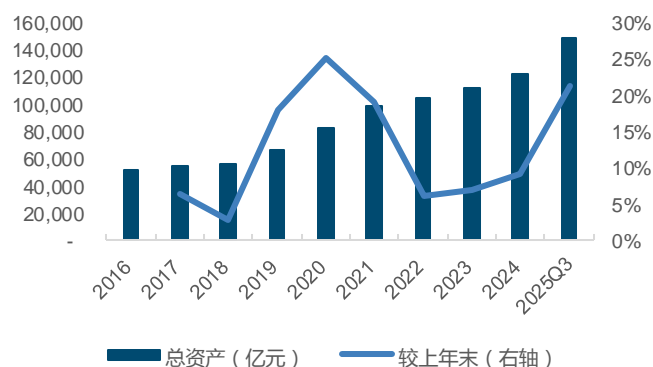


来源：iFinD，国金证券研究所

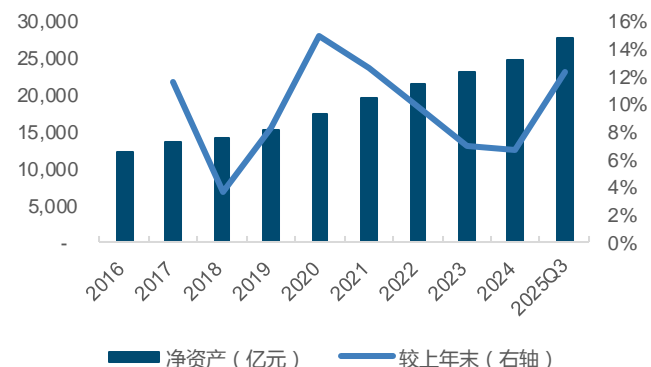
来源：iFinD，国金证券研究所

上市券商持续扩表，截至 2025Q3 末，上市券商总资产合计为 14.87 万亿元，较上年末提升 21%；净资产合计为 2.76 万亿元，较上年末提升 12%。盈利能力方面，2025Q1-3 上市券商加权平均 ROE（年化）为 7.5%，同比提高 2.67pct，盈利能力大幅提升。杠杆水平方面，截至 2025Q3 末，上市券商平均杠杆倍数为 3.47 倍（剔除客户资金口径），较上年末提升 0.11 倍，环比 25Q2 末提升 0.13 倍。

图表8：25Q3 末总资产规模较上年末+21%



图表9：25Q3 末净资产规模较上年末+12%

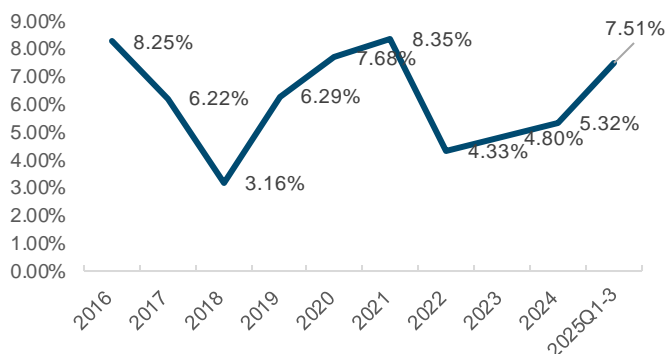


来源：iFinD，国金证券研究所

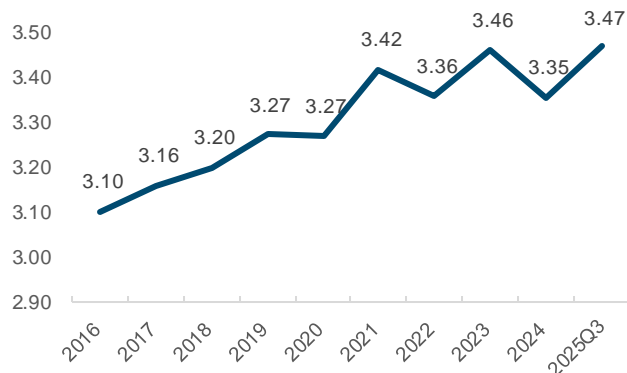
来源：iFinD，国金证券研究所



图表10: 券商 ROE 大幅提升



图表11: 杠杆水平有所提升



来源: iFinD, 国金证券研究所 注: 2025Q1-3 的 ROE 为年化值

来源: iFinD, 国金证券研究所 注: 杠杆率= (总资产-代理买卖证券款)/净资产

1.2 成本费用: 降本增效下大部分上市券商费用率有所降低

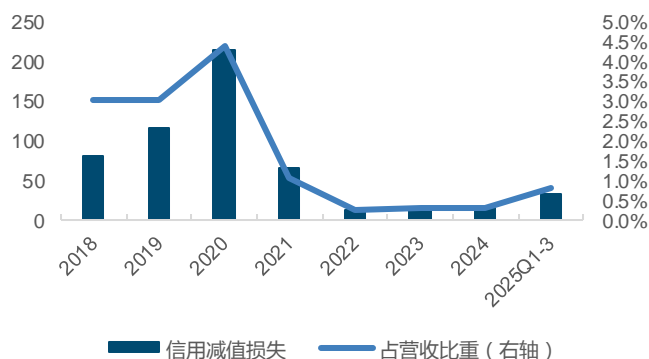
费用方面, 2025 年前三季度上市券商管理费用合计 2041 亿元, 同比+24%, 占营收比重同比-7pct 至 49%。

分个股来看, 红塔证券、华安证券、国信证券、中国银河管理费用率最低, 分别为 37%/38%/42%/42%, 同比分别-2.43pct/-12.10pct/-8.20pct/-10.72pct, 天风证券、中泰证券、太平洋管理费用率最高, 分别达到 82%/75%/67%, 同比分别-38.17pct/-1.29pct/-12.56pct。

图表12: 上市券商管理费用变化情况 (亿元)



图表13: 信用减值损失对业绩影响较小 (亿元)



来源: iFinD, 国金证券研究所

来源: iFinD, 国金证券研究所

图表14: 大部分上市券商费用率有所降低 (亿元)

公司名称	管理费用	营业支出	营业收入	管理费	同比变化(pct)	费用率	同比变化(pct)
红塔证券	7	6	18	37%	-2.43	35%	-19.46
华安证券	17	20	44	38%	-12.10	46%	-6.51
国信证券	80	82	192	42%	-8.20	43%	-11.68
中国银河	95	95	228	42%	-10.72	42%	-11.50
申万宏源	83	86	195	43%	-12.72	44%	-12.56
华泰证券	117	126	271	43%	-5.87	46%	-0.75
中信证券	243	255	558	44%	-4.26	46%	-1.96
长城证券	18	18	41	44%	-12.26	44%	-11.76
国泰君安	204	234	459	44%	-1.43	51%	4.08
招商证券	82	83	182	45%	-2.45	45%	-1.71
国元证券	22	25	50	45%	-5.25	50%	-3.82



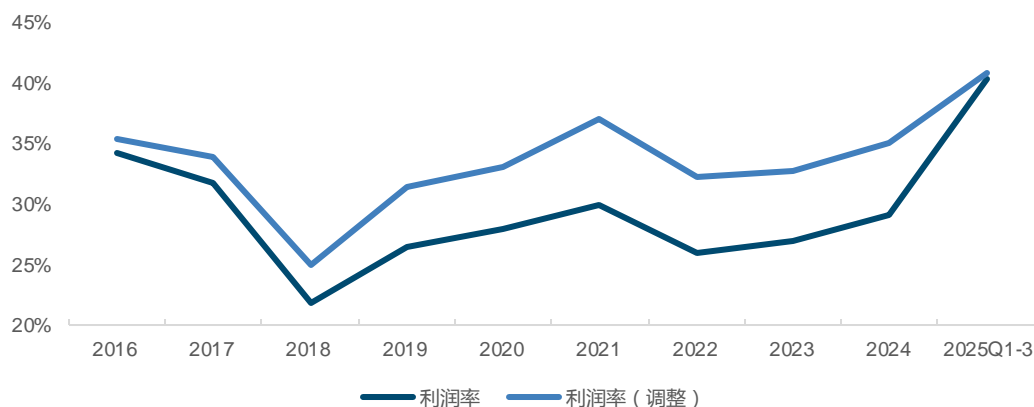
公司名称	管理费用	营业支出	营业收入	管理费	费率	同比变化(pct)	费用率	同比变化(pct)
西部证券	20	26	43	45%	7.17	61%	-17.39	
广发证券	118	119	262	45%	-9.59	46%	-10.17	
中信建投	81	88	173	47%	-11.97	51%	-12.32	
南京证券	11	11	23	47%	-6.76	49%	-5.55	
东吴证券	34	34	73	47%	-4.19	47%	-8.54	
东兴证券	17	17	36	48%	-3.44	48%	-8.00	
长江证券	41	42	85	48%	-15.59	49%	-19.00	
东方证券	62	63	127	49%	-7.62	50%	-11.03	
方正证券	45	46	91	49%	-14.22	50%	-14.64	
首创证券	10	10	20	50%	-1.63	51%	-1.32	
财通证券	26	26	51	51%	-8.62	51%	-10.22	
信达证券	16	16	30	54%	-7.37	53%	-7.62	
财达证券	11	12	21	55%	-0.71	59%	-13.76	
华林证券	7	7	12	56%	1.45	56%	0.99	
中银证券	14	14	24	56%	-4.38	57%	-4.12	
光大证券	47	49	82	57%	-4.94	60%	-4.01	
浙商证券	40	41	68	58%	-1.92	60%	-1.27	
华西证券	20	21	35	59%	-15.68	61%	-26.25	
东北证券	23	24	39	60%	-16.64	62%	-15.41	
兴业证券	56	57	93	60%	-11.60	62%	-11.37	
西南证券	15	17	25	61%	-9.10	67%	-5.30	
中金公司	129	131	208	62%	-14.37	63%	-13.74	
第一创业	19	19	30	62%	-3.98	64%	-3.14	
国联民生	38	38	60	63%	-15.00	63%	-14.63	
山西证券	16	16	25	64%	1.22	65%	-4.90	
国金证券	40	40	62	65%	-10.21	66%	-10.14	
国海证券	17	16	26	65%	-4.30	62%	-23.18	
中原证券	10	10	14	66%	2.32	69%	-21.20	
太平洋	7	7	10	67%	-12.56	67%	-10.89	
中泰证券	67	70	90	75%	-1.29	78%	-13.36	
天风证券	17	19	21	82%	-38.17	89%	-40.43	
合计	2,041	2,138	4,196	49%	-7.19	51%	-7.50	

来源：iFind，国金证券研究所

券商降本增效带来行业利润率提升，行业利润率提升至 2025Q1-3 的 40%，若剔除部分券商大宗商品销售等利润率极薄的非证券主营业务影响，行业利润率达到 41%，创近年来新高。



图表15：近年来上市券商利润率持续提升



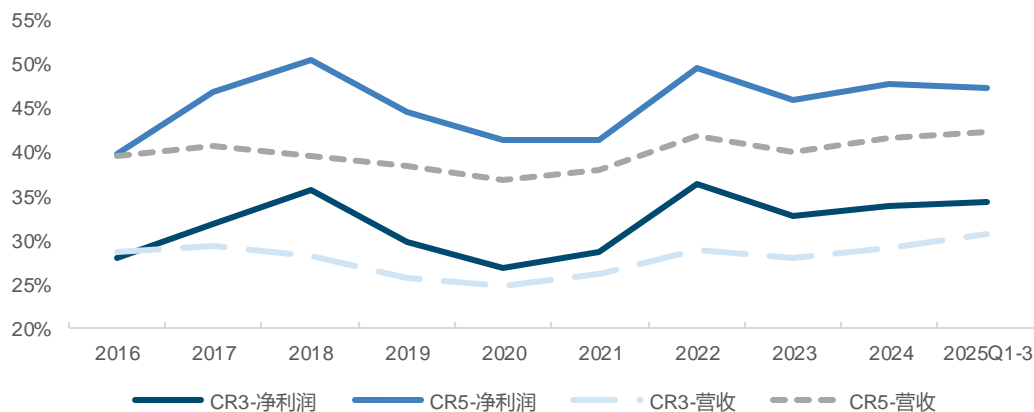
来源：iFind，国金证券研究所 注：利润率（调整）=归母净利润/（营业收入-其他业务收入）

1.3 竞争格局：中小券商弹性更大，龙头券商年化 ROE 突破两位数

头部券商营收增速好于行业整体，2025Q1-3 头部前三、前五、前十名券商合计营业收入增速分别达到+45%/+44%/+45%，略高于上市券商整体增速（+43%）；而由于头部券商利润基数较大，2025Q1-3 头部前三、前五、前十名券商合计归母净利润增速分别达到+49%/+51%/+57%，低于上市券商整体增速（+62%）。

从集中度来看，2025Q1-3 营业收入 CR3、CR5 分别达到 31%、42%，同比分别+0.5pct、+0.5pct；上市券商归母净利润 CR3、CR5 分别达到 34%、47%，同比分别-3.0pct、-3.6pct。

图表16：上市券商集中度变化



来源：iFind，国金证券研究所

个股盈利表现上，中信证券的营业收入和归母净利润均位居行业第 1。25Q1-3 中信证券实现营业收入 558.15 亿元，同比增长 32.70%；归母净利润 231.59 亿元，同比增长 37.86%；25Q3 单季归母净利润 94.40 亿元，环比增长 31.58%，同比增长 51.54%；加权平均净资产收益率为 8.15%（未年化），同比提高 1.85pct。在相对较高的基数下，中信证券全业务条线仍保持高速增长。长期来看，监管扶优限劣、支持打造具有国际竞争力的投行，公司龙头地位持续稳固。

国泰海通、华泰证券、中国银河 2025Q1-3 归母净利润位居第 2-4 位：

（1）25Q1-Q3 国泰海通实现营收 458.92 亿元，同比增长 101.60%（调整后）；实现归母净利润 220.74 亿元，同比增长 131.80%；加权平均净资产收益率 8.10%（未年化），同比增加 2.13pct。其中，25Q3 公司实现归母净利润 63.37 亿元，同比增长 40.60%，环比增长 81.31%；实现扣非后归母净利润 90.25 亿元，同比增长 101.52%，环比增长 126.38%。业绩增速表现亮眼，主要系吸收合并海通证券使得业务规模扩大。合并后国泰海通在财富管理、投行、资管、机构等条线业务竞争力将实现显著提升，同时更大的资产负债表有助于客需、做市等机构业务规模增长，助推公司加快打造国际一流投资银行。



(2) 25Q1-3 华泰证券实现营业总收入 271.3 亿元，同比增长 12.6%；归母净利润 127.3 亿元，同比增长 1.7%；25Q3 单季归母净利润 51.8 亿元，环比增长 32.7%，同比下降 28.1%，去年三季度出售 AssetMark 产生一次性收益，扣非后归母净利润同比增长 388.9%；加权平均净资产收益率为 7.21（未年化），同比下降 0.38pct。随着数智化转型的推进，华泰证券新推出“AI 涨乐”APP，可以通过语音下达指令给 AI，支持问答、解读、复盘和任务执行等，响应也更及时，2025 年 7-9 月涨乐财富通 APP 月活稳居证券类 APP 榜首。

(3) 25Q1-3 中国银河实现营业收入 227.5 亿元，同比增长 44.4%；归母净利润 109.7 亿元，同比增长 57.5%；加权平均净资产收益率 8.77%（未年化），同比增加 2.97pct。25Q3 实现归母净利润 44.8 亿元，同比增长 73.9%，环比增长 29.0%。其中，25Q1-3 经纪净收入 63.1 亿元，同比增长 71%，25Q3 同比增长 125%、环比增长 54%；25Q1-3 实现投资净收入（投资收益-对联营及合营企业的投资收益+公允价值变动收益）120.8 亿元，同比增长 38%，25Q3 单季同比增长 22%、环比增长 10%，高基数下仍保持增不俗的增速。

从业绩增速来看，中小券商业绩弹性较大，国联民生、华西证券、国海证券 2025Q1-3 归母净利润增速排名行业前三，分别达到+345.30%、+316.89%、+282.96%。

从盈利能力看，上市券商 ROE 表现整体有所提升，龙头券商年化 ROE 突破两位数。2025 年前三季度长江证券、国信证券、中国银河加权平均 ROE 排名前三，年化 ROE 分别为 12.31%、12.07%、11.69%。

图表17：42 家上市券商 2025Q1-Q3 业绩情况（亿元）

公司名称	营业收入		归母净利润		加权平均 ROE（未年化）				
	25Q1-3	同比	25Q1-3	同比	25Q3	25Q3 环比	25Q3 同比	25Q1-3	同比 (pct)
中信证券	558	33%	232	38%	94	32%	52%	8.15%	1.85
国泰海通	459	102%	221	132%	63	81%	41%	8.10%	2.13
华泰证券	271	13%	127	2%	52	33%	-28%	7.21%	-0.38
中国银河	228	44%	110	58%	45	29%	74%	8.77%	2.97
广发证券	262	41%	109	62%	45	20%	86%	8.18%	2.92
国信证券	192	69%	91	87%	38	24%	117%	9.05%	4.31
招商证券	182	28%	89	24%	37	28%	53%	7.18%	1.06
申万宏源	195	55%	80	108%	37	62%	117%	7.41%	3.63
中信建投	173	31%	71	65%	26	-3%	79%	7.99%	3.28
中金公司	208	54%	66	130%	22	-2%	255%	6.29%	3.65
东方证券	127	39%	51	55%	16	-19%	38%	6.35%	2.19
方正证券	91	67%	38	93%	14	19%	130%	7.67%	3.43
长江证券	85	77%	34	135%	16	116%	153%	9.23%	5.21
东吴证券	73	35%	29	60%	10	5%	51%	6.93%	2.38
光大证券	82	28%	27	35%	10	15%	66%	4.00%	1.07
兴业证券	93	40%	25	91%	12	46%	215%	4.37%	2.06
财通证券	51	14%	20	38%	10	20%	75%	5.51%	1.32
国元证券	50	26%	20	28%	6	-20%	7%	5.37%	0.89
长城证券	41	45%	19	76%	5	-30%	45%	6.26%	2.49
浙商证券	68	67%	19	50%	7	25%	55%	5.26%	0.67
华安证券	44	67%	19	65%	8	66%	98%	8.16%	2.86
国联民生	60	201%	18	345%	6	-15%	106%	3.74%	1.56
国金证券	62	43%	17	90%	6	12%	34%	4.94%	2.22
东兴证券	36	20%	16	70%	8	78%	113%	5.49%	2.05
信达证券	30	28%	14	53%	3	-60%	21%	6.44%	1.59
中泰证券	90	21%	13	159%	6	72%	481%	3.11%	2.02
西部证券	43	-2%	12	71%	5	-7%	510%	4.25%	1.66
东北证券	39	39%	11	125%	6	179%	86%	5.47%	2.93



华西证券	35	57%	11	317%	5	159%	155%	4.41%	3.30
南京证券	23	13%	9	31%	3	-15%	95%	5.07%	1.06
红塔证券	18	8%	9	33%	2	-48%	-4%	3.45%	0.66
中银证券	24	27%	9	29%	3	2%	22%	4.64%	0.87
首创证券	20	9%	8	7%	3	-8%	15%	5.94%	0.03
第一创业	30	24%	8	20%	3	-22%	18%	4.60%	0.40
山西证券	25	14%	7	37%	2	-24%	-3%	4.02%	1.04
西南证券	25	43%	7	46%	3	59%	98%	2.72%	0.83
国海证券	26	24%	7	283%	3	98%	708%	3.16%	2.32
财达证券	21	22%	7	80%	3	13%	124%	5.41%	2.24
华林证券	12	18%	4	46%	1	-55%	-42%	6.35%	1.69
中原证券	14	11%	4	139%	1	-18%	-439%	2.74%	1.57
太平洋	10	20%	2	80%	1	137%	84%	2.50%	1.07
天风证券	21	58%	2	-129%	1	1583%	-157%	0.59%	2.89
合计	4,196	43%	1,690	62%	650	25%	58%	5.63%	2.00

来源：iFinD，国金证券研究所 注：1) 部分券商会计政策有变更，营收增速为追溯调整后的增速；2) 按照 25Q1-3 归母净利润降序排序

2 手续费业务：经纪业务大幅提升，投行收入有所回暖

2.1 经纪业务：Q3 成交额持续放量，经纪业务大幅提升

2025Q1-3 上市券商经纪业务净收入合计 1118 亿元，同比大幅增长 75%；25Q3 经纪业务净收入合计 483 亿元，同比大幅增长 142%。

经纪业务大幅提升主要系市场交投持续活跃，股基成交额大幅提升，2025Q1-3 全市场日均股基成交额同比增长 110%至 1.93 万亿元，其中 25Q3 单季日均股基成交额同比大幅增长 210%至 2.49 万亿元。

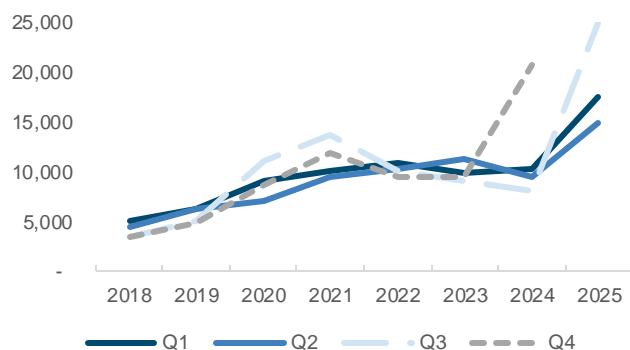
市场向上驱动投资者显著增长，据上交所官网数据，2025 年前三季度 A 股新开户数合计已达 2014.89 万户，同比增长 49.64%；25Q3 单季度 A 股新开户数达到 755.11 万户，同比增长 89.82%。

与此同时，券商 APP 月活表现同样亮眼，据易观千帆数据，2025Q3 证券类 APP 月活用户数达到 5.15 亿，同比增长 18.78%。其中，9 月有 2 家券商 APP 月活超过 1000 万人，华泰证券涨乐财富通以 1195.17 万人的月活人数，排在证券类 APP 第一，国泰海通君弘月活达 1029.22 万人，平安证券、中信证券信 e 投、招商证券、国泰海通通财、中信建投证券蜻蜓点金等券商 APP 月活均超过 700 万人。

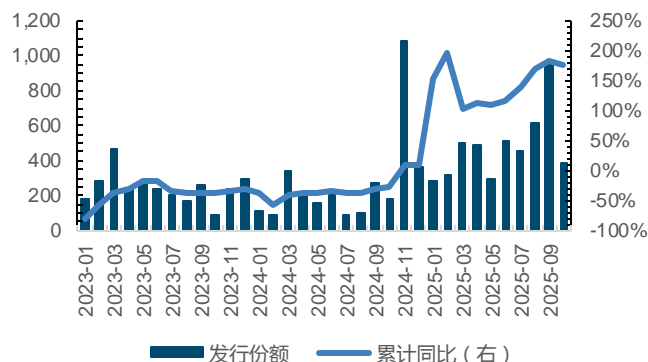
个股层面，2025 年前三季度经纪业务净收入排名前三的公司为中信证券、国泰海通、广发证券，分别实现经纪业务净收入 109、108、70 亿元；收入增速排名前三的公司为国联民生、国泰海通、国信证券，增速分别为 293%/143%/109%。单季度来看，25Q3 经纪业务净收入排名前三的公司为国泰海通、中信证券、广发证券，分别实现经纪业务净收入 51、45、31 亿元；收入增速排名前三的公司为国联民生、国泰海通、国信证券，增速分别为 456%/269%/213%。



图表18: 25Q3 日均股基成交额同比大幅提升



图表19: 权益公募新发份额回暖 (万份)



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表20: 国泰海通、华泰证券、平安证券9月月活排名行业前三

序号	证券公司	应用名称	9月月活人数(万人)	环比	同比
1	国泰海通	国泰海通君弘	1029.22	0.80%	10.60%
		国泰海通通财	720.11	-0.55%	9.38%
2	华泰证券	涨乐财富通	1195.17	1.03%	12.36%
3	平安证券	平安证券	879.75	0.77%	10.96%
4	中信证券	中信证券信e投	726.50	-0.49%	11.39%
5	招商证券	招商证券	725.11	-1.66%	11.36%
6	中信建投	中信建投证券蜻蜓点金	716.17	-1.02%	10.24%
7	广发证券	广发证券易淘金	697.15	-1.96%	8.66%
8	方正证券	小方	644.95	-0.55%	0.65%
9	中国银河	中国银河证券	644.12	1.86%	12.89%
10	中泰证券	中泰齐富通	635.77	1.21%	11.72%
11	申万宏源	申万宏源大赢家	480.73	1.02%	10.89%
12	国信证券	国信金太阳	399.64	1.46%	9.30%
13	光大证券	光大证券阳光	348.59	-1.47%	9.41%
14	国投证券	国投证券	340.41	-1.31%	3.82%
15	中金证券	中金财富	338.46	-1.59%	6.93%
16	长江证券	长江e号	229.94	5.81%	15.33%
17	东兴证券	掌证宝	203.86	-1.56%	-0.19%
18	兴业证券	兴业证券优理宝	186.54	3.66%	3.95%
19	华西证券	华彩人生	159.90	1.06%	13.68%

来源: 中国基金报, 国金证券研究所

2.2 投行业务: IPO、再融资规模有所增长, 投行收入实现双位数提升

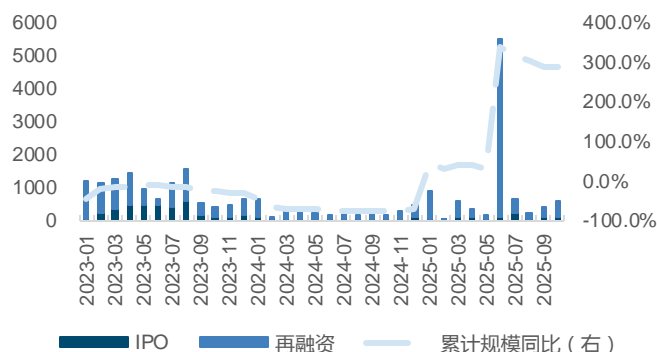
2025 年前三季度上市券商投行业务净收入合计 252 亿元, 同比增长 23%; 25Q3 上市券商投行业务净收入合计 96 亿元, 同比增长 33%。

根据 Wind 数据, 2025 年前三季度市场融资活动整体回暖。具体而言, 股权承销规模(上市日口径)因低基数效应同比增长 287%; 债权承销规模则稳步扩张, 同比增长 20%。

个股方面, 25Q1-3 收入排名前三的公司为中信证券、中金公司、国泰海通, 分别实现投行业务净收入 37、29、26 亿元; 收入增速排名前三的公司为华安证券、国联民生、西南证券, 增速分别为 165%/161%/123%。25Q3 单季收入排名前三的公司为中信证券、中金公司、国泰海通, 分别实现投行业务净收入 16、13、12 亿元; 收入增速排名前三的公司为西南证券、国泰海通、东北证券, 增速分别为 211%/96%/91%。



图表21: 2025Q1-3 股权承销额同比提升 287% (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表22: 2025Q1-3 债券承销额同比增长 20% (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

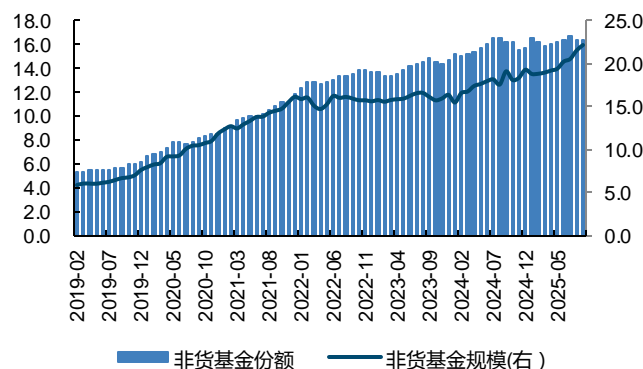
2.3 资管业务: 收入同比转增, ETF 市场持续高增

2025Q1-3 上市券商资管业务净收入合计 333 亿元, 同比提升 3%; 25Q3 上市券商资管业务净收入合计 120 亿元, 同比提升 14%。

公募基金规模持续增长, 截至 2025 年 9 月末, 非货公募基金规模达到 22.1 万亿元, 同比增长 16%; 权益类公募基金规模达到 10.3 万亿元, 同比提升 28%。

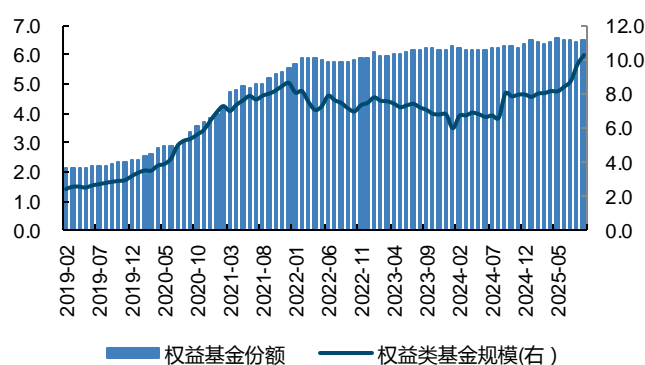
个股层面, 25Q1-Q3 资管手续费及佣金净收入排名前三的公司为中信证券、广发证券、国泰海通, 分别实现资管业务净收入 87、57、43 亿元; 收入增速排名前三的公司为长城证券、国泰海通、山西证券, 增速分别为 66%/49%/44%。25Q3 单季度来看, 资管手续费及佣金净收入排名前三的公司为中信证券、广发证券、国泰海通, 分别实现资管业务净收入 33、20、17 亿元; 收入增速排名前三的公司为山西证券、国泰海通、东吴证券, 增速分别为 140%/80%/49%。

图表23: 非货公募规模整体呈现增长态势



来源: Wind, 国金证券研究所 注: 单位为万亿份、万亿元

图表24: 权益公募规模持续提升



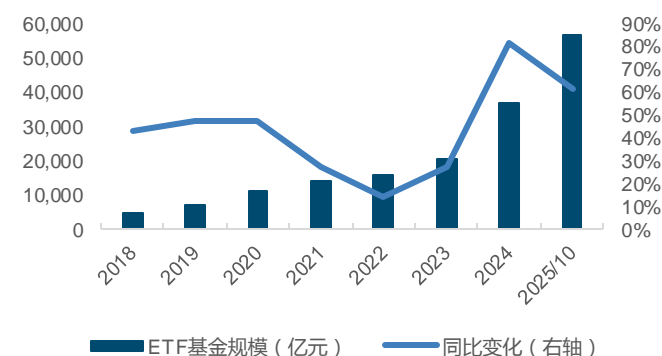
来源: Wind, 国金证券研究所 注: 单位为万亿份、万亿元

ETF 市场持续高增, 头部基金公司优势巩固。截至 2025 年 10 月, 国内 ETF 市场延续了强劲的增长势头。Wind 数据显示, 市场存续 ETF 基金总数已达 1,345 只, 总份额攀升至 31230 亿份, 推动整体规模突破 5.7 万亿元大关, 达到 57045.59 亿元, 较 2024 年末的 3.73 万亿元大幅增长 53%, 同比增长率高达 61%。

ETF 市场规模提升为基金公司带来了显著的业务增量, 直接增厚了基金管理人的费收收入。从竞争格局看, 华夏基金与易方达基金稳居行业第一梯队, 管理规模分别高达 9126 亿元和 8603 亿元, 华泰柏瑞基金以超 6,000 亿元的规模位居第三。前十大基金公司的 ETF 管理规模合计占全市场的比重较高, 形成了显著的规模壁垒。对于拥有先发优势、产品线齐全、流动性管理能力卓越的头部基金公司而言, 其将更充分地受益于本轮市场扩容, 其优异的资管业务业绩将成为贡献母公司利润的重要来源。

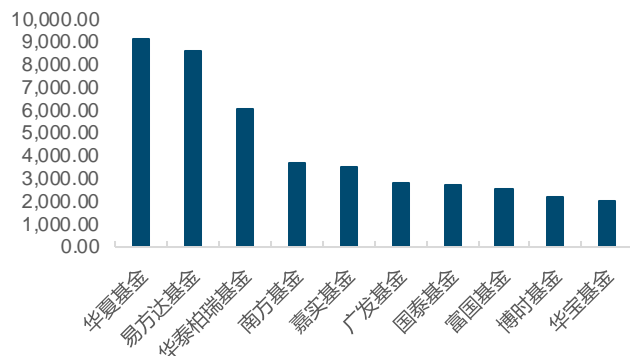


图表25: 10月末ETF基金规模同比+61%



来源: Wind, 国金证券研究所

图表26: ETF基金规模前十大管理人 (截至 2025/10/31)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表27: 42家上市券商手续费及佣金业务收入情况 (亿元)

公司名称	2025Q1-3								2025Q3							
	手续费 及佣金	yoy	经纪	yoy	投行	yoy	资管	yoy	手续费	yoy	经纪	yoy	投行	yoy	资管	yoy
	净收入								净收入							
中信证券	246	36%	109	53%	37	31%	87	16%	97	60%	45	99%	16	47%	33	27%
国泰海通	182	93%	108	143%	26	46%	43	49%	82	168%	51	269%	12	96%	17	80%
广发证券	136	38%	70	75%	5	-3%	57	11%	54	69%	31	149%	2	0%	20	17%
中金公司	103	44%	45	76%	29	43%	11	27%	41	70%	19	135%	13	63%	4	35%
华泰证券	101	10%	66	66%	19	44%	14	-55%	42	51%	28	128%	8	83%	5	-43%
中信建投	91	40%	58	54%	18	23%	10	3%	37	75%	24	97%	7	46%	3	2%
招商证券	83	63%	66	80%	5	22%	7	30%	34	118%	29	161%	1	-20%	2	32%
国信证券	77	72%	64	109%	6	-6%	5	-23%	34	132%	28	213%	3	3%	2	-29%
中国银河	73	63%	63	71%	5	30%	4	13%	30	114%	27	125%	2	59%	1	4%
申万宏源	62	50%	45	66%	9	30%	5	-13%	25	95%	20	144%	2	-4%	2	-3%
中泰证券	56	34%	33	65%	4	-36%	18	17%	23	87%	14	139%	1	15%	7	36%
方正证券	49	70%	42	81%	1	-11%	2	-1%	20	117%	18	161%	0	-55%	0	-15%
东方证券	48	29%	24	49%	12	41%	10	-4%	19	53%	10	83%	5	59%	4	21%
兴业证券	45	28%	22	65%	4	-6%	1	-1%	18	58%	9	138%	2	10%	0	1%
光大证券	42	36%	30	63%	5	-22%	7	15%	17	68%	13	119%	1	-35%	2	19%
长江证券	35	48%	28	59%	3	13%	2	-5%	15	97%	12	129%	1	-16%	1	39%
国金证券	34	47%	21	78%	8	17%	1	37%	14	93%	9	121%	4	87%	0	26%
浙商证券	32	38%	23	60%	5	13%	3	-16%	14	83%	10	132%	2	34%	1	0%
国联民生	29	145%	16	293%	7	161%	5	9%	11	163%	7	456%	2	66%	2	-1%
东吴证券	27	37%	17	49%	6	16%	2	23%	10	60%	7	79%	2	19%	1	49%
财通证券	26	9%	14	66%	3	-29%	10	-19%	10	34%	6	119%	1	-48%	3	-1%
东北证券	18	23%	10	67%	1	17%	2	-22%	7	64%	4	152%	1	91%	1	-9%
华西证券	18	59%	16	78%	1	-39%	0	-52%	8	122%	7	165%	0	-68%	0	-40%
华安证券	17	47%	11	77%	1	165%	4	-17%	6	68%	5	150%	0	16%	1	-45%
西部证券	17	51%	10	78%	3	75%	1	-19%	7	78%	4	152%	1	10%	0	-26%
天风证券	17	20%	8	49%	6	19%	2	-26%	6	39%	3	128%	2	-8%	1	-22%
国海证券	16	37%	9	66%	1	59%	1	-8%	6	66%	4	126%	0	86%	0	-5%
中银证券	15	44%	10	80%	1	19%	4	-2%	6	70%	4	162%	0	-71%	1	3%



国元证券	14	54%	11	71%	1	55%	1	-45%	5	90%	5	124%	0	20%	0	-42%
信达证券	13	15%	8	48%	1	-26%	1	-19%	5	32%	3	94%	0	-31%	1	-34%
第一创业	13	16%	4	85%	2	15%	7	-7%	5	24%	2	170%	1	-19%	2	-9%
东兴证券	13	20%	7	70%	4	-6%	1	-34%	4	26%	3	132%	1	-44%	1	-29%
长城证券	12	61%	8	56%	2	24%	0	66%	5	135%	4	124%	1	39%	0	40%
财达证券	12	35%	8	83%	2	-1%	2	-16%	5	51%	3	159%	1	-25%	1	-29%
山西证券	11	23%	6	51%	2	13%	2	44%	4	41%	3	58%	1	-23%	1	140%
西南证券	8	63%	6	54%	2	123%	0	-34%	3	124%	2	116%	1	211%	0	-33%
首创证券	7	-28%	2	53%	1	20%	3	-57%	3	-16%	1	124%	1	3%	1	-51%
中原证券	7	59%	6	72%	0	-64%	0	9%	3	116%	3	131%	0	-27%	0	9%
南京证券	7	32%	5	78%	1	-20%	0	-52%	3	58%	2	138%	0	-29%	0	-60%
华林证券	6	75%	6	80%	0	9%	0	-45%	3	134%	2	140%	0	-39%	0	-44%
太平洋	5	11%	4	77%	1	-61%	1	-40%	2	46%	2	173%	0	-69%	0	31%
红塔证券	2	28%	2	70%	0	-41%	0	-50%	1	68%	1	136%	0	-47%	0	-56%
合计	1,824	44%	1,118	75%	252	23%	333	3%	745	82%	483	142%	96	33%	121	14%

来源：iFinD，国金证券研究所 注：按照 2025Q1-3 手续费及佣金净收入降序排序

3 重资本业务：两融余额创新高，信用业务大幅提升，投资业务同比高增

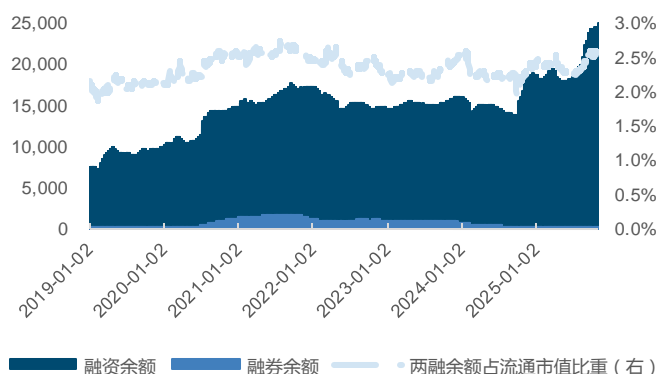
3.1 信用业务：两融规模创新高，25Q3 利息净收入同比提升 107%

2025Q1-3 上市券商利息净收入合计 339 亿元，同比增长 55%；25Q3 上市券商利息净收入合计 142 亿元，同比增长 107%。

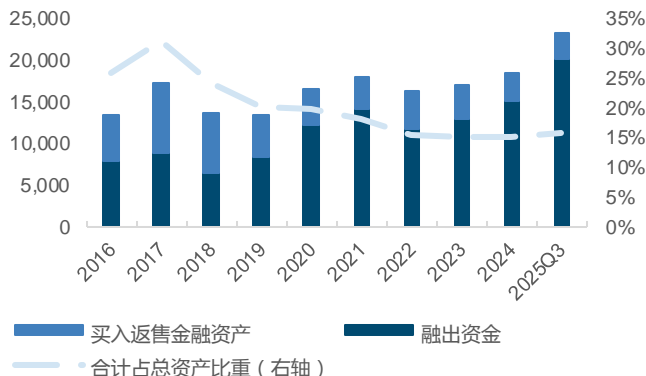
利息净收入同比大幅提升，预计主要系两融规模创新高驱动两融业务利息收入大幅提升，2025Q1-Q3 全市场日均两融余额为 1.94 万亿元，同比+30%；25Q3 单季日均两融余额为 2.12 万亿元，同比+49%。信用资产规模方面，融出资金、买入返售金额资产同比 24Q3 末分别+72%、+1%。

个股来看，前三季度利息净收入排名前三的公司为国泰海通、华泰证券、中国银河，分别实现利息净收入 52、33、32 亿元；收入增速排名前三的公司为长城证券、东北证券、国泰海通，增速分别为 3127%/1364%/232%。25Q3 利息净收入排名前三的公司为国泰海通、中国银河、华泰证券，分别实现利息净收入 20、13、12 亿元；收入增速排名前三的公司为东北证券、长城证券、山西证券，增速分别为 3470%/850%/694%。

图表28：沪深两市融资融券规模走势（亿元）



图表29：上市券商信用资产规模（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

来源：iFinD，国金证券研究所

3.2 投资业务：主要股指表现亮眼，带动自营投资业务同比高增

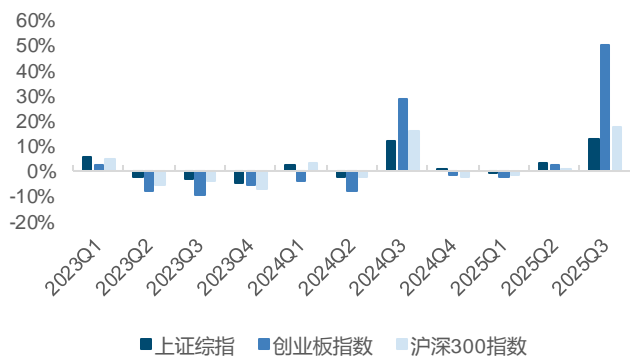
2025Q1-3 上市券商投资净收入合计 1869 亿元，同比增长 44%；25Q3 上市券商投资净收入合计 745 亿元，同比增长 33%。

从业绩驱动来看，三季度主要股指大幅提升，债指有所下跌。2025Q3 上证综指上涨 12.7%，

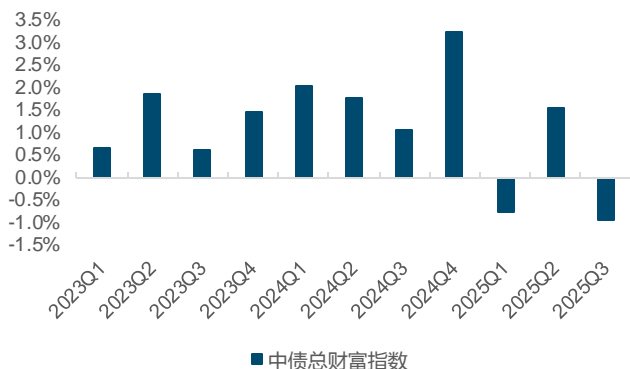


创业板指数上涨 50.4%，沪深 300 指数上涨 17.9%；中债总财富指数下跌 1.0%。

图表30：核心股指季度涨跌幅



图表31：核心债指季度涨跌幅

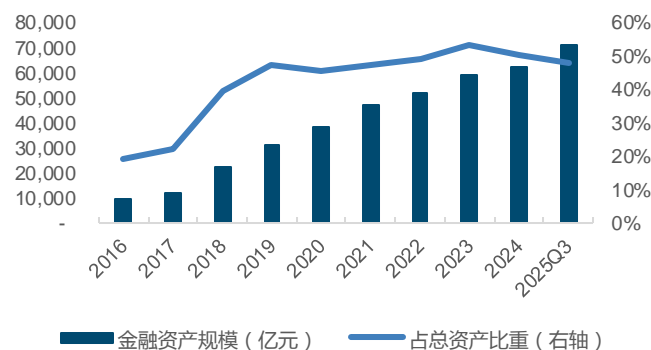


来源：Wind，国金证券研究所

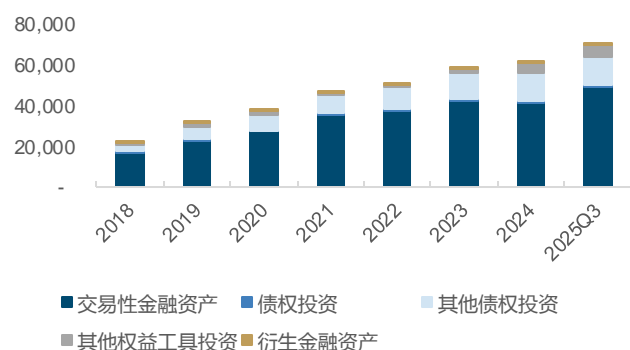
来源：Wind，国金证券研究所

上市券商自营资产规模持续扩张，截至 2025Q3 末券商自营投资资产规模达到 70915 亿元，同比提升 15%，较上年末增长 15%，占总资产比重为 48%。其中，交易性金融资产、债权投资、其他债权投资、其他权益工具投资、衍生金融资产较上年末分别 +18.1%/-0.1%/-0.9%/+43.0%/-17.0%。

图表32：上市券商自营资产规模持续扩张



图表33：交易性金融资产规模显著提升



来源：Wind，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所

个股来看，前三季度自营投资收入排名前三的公司为中信证券、国泰海通、中国银河，分别实现投资净收入 316、204、121 亿元。收入增速排名前三的公司为长江证券、国联民生、浙商证券，同比增速分别为 290%/219%/136%。25Q3 自营投资收入排名前三的公司为中信证券、国泰海通、中国银河，分别实现投资净收入 126、110、47 亿元。收入增速排名前三的公司为西部证券、中泰证券、长江证券，同比增速分别为 178%/167%/166%。

2025Q3 部分券商通过灵活调整金融资产结构，有效提升了投资收入表现。具体公司来看，广发证券、兴业证券、东吴证券及中银证券 Q3 交易性金融资产规模环比增长，预计系增配权益所致，相应地在投资业务收入方面录得不错的环比增速，印证了资产结构调整对投资收益的拉动作用。

图表34：25Q3 末上市券商金融资产规模变化（亿元）

	Q3 投资收入	环比变化	交易性金融资产	环比变化	债权投资	环比变化	其他债权投资	环比变化	其他权益工具投资	环比变化	衍生金融资产	环比变化
中信证券	126	23%	7928.51	7%	0.00		385.79	-32%	1005.83	18%	384.56	7%
国泰君安	110	106%	6716.58	8%	90.25	2%	1430.11	14%	584.65	26%	119.31	23%
广发证券	39	24%	3532.30	22%	0.02	-98%	945.37	4%	342.30	-2%	58.26	77%
华泰证券	36	-7%	3610.35	1%	455.03	-1%	476.42	122%	105.09	42%	113.24	57%
中金公司	37	-4%	3019.11	4%	0.00		1030.07	16%	113.58	15%	122.30	39%



	Q3 投资 收入	环比变化	交易性金 融资产	环比变化	债权投资	环比变化	其他债权 投资	环比变化	其他权益 工具投资	环比变化	衍生金融 资产	环比变化
中国银河	47	10%	2567.34	1%	7.12	3%	997.24	5%	598.37	3%	18.12	-8%
申万宏源	46	13%	2754.57	6%	35.10	25%	436.30	-27%	807.56	10%	48.05	9%
招商证券	32	23%	2824.67	7%	0.00		654.67	4%	342.80	3%	25.38	60%
中信建投	23	-16%	2052.95	4%	0.00		948.07	0%	407.22	23%	28.60	31%
国信证券	41	24%	2070.88	0%	5.40	-5%	484.00	-3%	368.95	1%	7.55	179%
东方证券	22	14%	1097.82	-6%	15.78	0%	863.12	-9%	276.16	4%	18.81	-47%
兴业证券	17	44%	846.23	11%	62.54	33%	531.68	-7%	151.17	28%	7.01	30%
光大证券	7	-7%	603.64	-24%	18.07	-28%	566.93	-4%	34.67	4%	17.39	143%
东吴证券	14	34%	565.90	34%	0.02	-60%	518.48	58%	104.79	-19%	0.37	-5%
国元证券	5	-51%	386.64	-1%	31.49	3%	516.99	-4%	64.93	17%	0.97	19%
方正证券	9	-4%	614.06	-19%	0.00		297.04	-14%	63.10	-7%	0.72	-60%
国联民生	9	-37%	719.41	-4%	0.00		15.02	-67%	135.24	3%	4.29	16%
中泰证券	9	45%	407.40	-13%	9.97	-12%	278.50	3%	70.77	1%	1.22	-46%
信达证券	3	-51%	491.82	6%	0.00		193.96	-11%	79.19	1%	0.00	-100%
浙商证券	11	11%	466.30	-8%	0.00		155.14	9%	52.31	0%	6.60	68%
东兴证券	7	7%	317.25	-7%	0.00		244.75	3%	102.20	-2%	1.17	-21%
财通证券	7	3%	430.74	5%	94.35	-10%	105.19	20%	31.01	7%	0.82	-53%
长江证券	16	158%	313.25	-7%	0.00		310.96	-5%	0.65	0%	1.26	-4%
长城证券	4	-59%	487.69	-9%	0.21	0%	61.19	30%	46.04	-9%	0.96	75%
西部证券	6	-26%	556.27	-9%	0.00		0.06	-100%	30.11	44%	0.04	-40%
华安证券	9	74%	265.77	-7%	6.98	-9%	220.72	-2%	20.00	-8%	0.13	184%
南京证券	2	-46%	134.39	-8%	0.00		282.59	20%	25.15	41%	0.34	-27%
国金证券	4	-22%	379.46	-9%	0.00		53.13	-1%	7.39	-30%	0.81	
天风证券	5	49%	341.19	-4%	18.73	8%	39.35	-35%	15.49	-24%	0.18	-61%
西南证券	4	8%	313.20	-2%	0.00		80.63	-4%	20.36	1%	0.13	-56%
东北证券	9	116%	366.20	-9%	0.00		1.31		34.15	73%	5.64	2%
红塔证券	4	-21%	136.08	-6%	0.00		180.16	-10%	73.76	-6%	0.06	-46%
华西证券	4	33%	254.45	-14%	0.00		92.10	64%	2.63	-4%	0.05	1051%
山西证券	3	-25%	338.48	-7%	0.26	0%	0.51	1%	3.23	58%	0.65	186%
首创证券	5	-25%	207.54	-9%	0.00		74.50	-14%	57.76	1%	1.12	18%
国海证券	2	-14%	169.84	-26%	0.00		118.96	146%	0.72	0%	0.66	588%
第一创业	6	5%	167.64	-12%	0.00		17.01	-2%	59.54	-4%	0.06	-55%
中银证券	1	40%	144.07	14%	0.00		73.88	376%	10.36	60%	0.00	
财达证券	3	-10%	210.59	-10%	0.00		0.00		1.26	-3%	0.03	-28%
中原证券	1	-62%	191.77	-10%	1.03	126%	0.51	0%	0.01	0%	0.00	-100%
华林证券	0	-111%	19.82	11%	0.00	-100%	56.87	-41%	0.00	-100%	0.04	-94%
太平洋	1	31%	51.22	6%	2.05	0%	0.24	-11%	0.62	3%	0.00	

来源：iFinD，国金证券研究所

图表35：42家上市券商投资收入和信用收入情况（亿元）

公司名称	25Q3 末自		2025Q1-3				2025Q3			
	营规模	qoq	信用收入	yoy	投资收入	yoy	信用收入	yoy	投资收入	yoy
中信证券	9705	6%	8	-17%	316	44%	5	376%	126	28%
国泰海通	8941	10%	52	232%	204	90%	20	286%	110	93%
广发证券	4878	17%	17	23%	93	57%	6	32%	39	70%



华泰证券	4760	8%	33	151%	102	-14%	12	109%	36	-54%
中金公司	4285	8%	-10	15%	110	47%	-2	55%	37	16%
中国银河	4188	2%	32	22%	121	41%	13	61%	47	31%
申万宏源	4082	2%	5	190%	119	59%	3	23%	46	73%
招商证券	3848	6%	13	88%	73	2%	6	205%	32	33%
中信建投	3437	5%	7	50%	69	29%	4	550%	23	26%
国信证券	2937	0%	12	45%	99	75%	5	67%	41	90%
东方证券	2272	-6%	8	-15%	62	55%	3	42%	22	26%
兴业证券	1599	6%	12	42%	34	57%	4	49%	17	68%
光大证券	1241	-15%	17	16%	19	21%	6	27%	7	14%
东吴证券	1190	35%	10	5%	36	47%	4	46%	14	26%
国元证券	1001	-1%	11	4%	23	21%	4	18%	5	-35%
方正证券	975	-17%	12	36%	29	78%	5	37%	9	112%
国联民生	874	-6%	1	181%	30	219%	1	294%	9	57%
中泰证券	768	-7%	13	12%	19	79%	5	33%	9	167%
信达证券	765	1%	3	-3%	14	59%	1	15%	3	37%
浙商证券	680	-4%	9	42%	25	136%	4	53%	11	124%
东兴证券	665	-3%	5	13%	17	23%	2	171%	7	31%
财通证券	662	4%	5	31%	15	25%	2	56%	7	97%
长江证券	626	-6%	17	26%	30	290%	6	37%	16	166%
长城证券	596	-6%	2	3127%	22	29%	1	850%	4	-18%
西部证券	586	-10%	0	117%	19	15%	0	180%	6	178%
华安证券	514	-5%	3	47%	20	64%	1	202%	9	60%
南京证券	442	11%	5	-16%	10	17%	2	24%	2	20%
国金证券	441	-8%	11	23%	16	45%	4	35%	4	2%
天风证券	415	-9%	-10	28%	13	4%	-3	42%	5	-12%
西南证券	414	-2%	4	31%	11	37%	1	28%	4	88%
东北证券	407	-4%	2	1364%	17	47%	1	3470%	9	36%
红塔证券	390	-8%	3	-9%	12	31%	1	15%	4	-5%
华西证券	349	-1%	8	11%	10	123%	3	31%	4	43%
山西证券	343	-6%	1	229%	12	2%	1	694%	3	-17%
首创证券	341	-8%	-1	-52%	14	53%	0	-26%	5	57%
国海证券	290	5%	4	37%	6	-11%	2	54%	2	-14%
第一创业	244	-10%	1	74%	13	26%	0	267%	6	32%
中银证券	228	53%	7	18%	2	-8%	3	20%	1	86%
财达证券	212	-10%	1	130%	7	32%	1	398%	3	60%
中原证券	193	-10%	3	129%	3	-18%	1	141%	1	144%
华林证券	77	-35%	3	21%	2	-43%	1	40%	0	-111%
太平洋	54	6%	2	4%	3	51%	1	18%	1	22%
合计	70915	4%	339	55%	1869	44%	142	107%	745	33%

来源：iFinD，国金证券研究所 注：按照 2025Q3 末自营资产规模降序排序

4 投资建议

上市券商三季报业绩超预期，年初至今券商板块上涨 6%，跑输大盘 12pct，当前 PB (LF) 1.43x，而全年利润增速有望实现高增，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、估值表现仍落后于业绩表现。



图表36: 证券行业估值走势



来源: Wind, 国金证券研究所

《推动公募基金高质量发展行动方案》出台之后,基金经理投资行为可能发生变化,选择当前低配的行业,比如非银。既然业绩回报要与业绩基准进行比较,为了不跑输基准,基金经理可能会选择配置基准内权重较高的行业,尤其是与基准里的比例相比主动权益当前低配的行业。我们筛选出业绩比较基准为沪深 300、中证 800 日考核权重 50%及以上的主动权益基金,根据其重仓个股市值占比,并汇总各行业持仓市值进行比较,发现银行、非银是显著低配的行业,未来有望成为主动基金增配的行业。

图表37: 主动权益基金重仓持有行业超配/低配情况

比较基准: 沪深 300				比较基准: 中证 800			
行业	板块持股占比 (%)	沪深 300 权重 (%)	低配/超配比 例	行业	板块持股占比 (%)	中证 800 权重 (%)	低配/超配比 例
银行	1.91	11.84	-9.93	银行	0.94	9.03	-8.09
非银金融	1.47	10.00	-8.53	非银金融	1.65	9.12	-7.47
食品饮料	2.93	7.21	-4.28	医药生物	2.96	6.72	-3.76
公用事业	0.40	2.86	-2.46	食品饮料	2.40	5.69	-3.29
交通运输	1.59	2.85	-1.26	公用事业	0.24	2.67	-2.43
计算机	2.97	4.13	-1.16	计算机	2.65	4.70	-2.05
建筑装饰	0.50	1.59	-1.09	有色金属	3.81	5.63	-1.82
煤炭	0.11	1.16	-1.05	基础化工	1.11	2.65	-1.54
家用电器	2.41	3.17	-0.76	国防军工	1.29	2.68	-1.39
石油石化	0.80	1.34	-0.54	煤炭	0.03	1.24	-1.21
汽车	3.82	4.13	-0.31	石油石化	0.29	1.21	-0.92
农林牧渔	1.08	1.37	-0.29	交通运输	1.74	2.57	-0.83
房地产	0.52	0.66	-0.14	建筑装饰	0.73	1.35	-0.62
商贸零售	0.38	0.49	-0.11	钢铁	0.27	0.82	-0.55
钢铁	0.45	0.53	-0.08	商贸零售	0.18	0.52	-0.34
综合	0.03		0.03	农林牧渔	0.94	1.20	-0.26



比较基准：沪深 300				比较基准：中证 800			
美容护理	0.19	0.11	0.08	美容护理	0.01	0.22	-0.21
纺织服饰	0.29	0.03	0.26	房地产	0.82	0.89	-0.07
轻工制造	0.40	0.09	0.31	社会服务	0.16	0.20	-0.04
基础化工	2.15	1.84	0.31	环保	0.24	0.21	0.03
社会服务	0.36		0.36	综合	0.19	0.10	0.09
环保	0.40		0.40	纺织服饰	0.25	0.15	0.10
建筑材料	0.99	0.49	0.50	轻工制造	0.54	0.26	0.28
国防军工	3.16	1.85	1.31	建筑材料	1.02	0.56	0.46
机械设备	4.00	2.43	1.57	家用电器	4.29	2.66	1.63
医药生物	7.73	5.87	1.86	传媒	3.35	1.39	1.96
电力设备	11.14	9.07	2.07	机械设备	5.93	3.39	2.54
传媒	2.70	0.61	2.09	汽车	6.97	3.96	3.01
通信	7.92	5.21	2.71	电力设备	12.35	9.13	3.22
有色金属	9.02	5.53	3.49	通信	12.73	4.37	8.36
电子	28.15	13.55	14.60	电子	29.91	14.70	15.21

来源：Wind，国金证券研究所 注：1）分别筛选了业绩比较基准中沪深 300 或者中证 800 的权重大于等于 50% 的主动权益基金进行比较；2）行业超配/低配情况根据个股超配/低配情况，剔除港股市值后汇总得出；3）持股占比为筛选出来基金的个股配置除以筛选出来的基金重仓股配置加总；4）数据为主动权益基金重仓持股市值，时间截至 25Q3（下表同）

图表38：主动权益基金重仓持有非银个股超配/低配情况

比较基准：沪深 300				比较基准：中证 800			
公司名称	标的持股占比 (%)	沪深 300 权重 (%)	低配/超配比 例	公司名称	标的持股占比 (%)	中证 800 权重 (%)	低配/超配比 例
中国平安	0.63	2.40	-1.77	中国平安	0.59	1.75	-1.16
东方财富	0.10	1.39	-1.29	东方财富	0.09	1.01	-0.92
中信证券	0.11	1.18	-1.07	中信证券	0.16	0.86	-0.70
国泰海通	0.01	0.86	-0.86	国泰海通	0.05	0.63	-0.58
华泰证券	0.06	0.45	-0.39	中国太保	0.01	0.35	-0.34
中国太保	0.25	0.49	-0.24	新华保险	0.01	0.15	-0.14
东方证券	0.00	0.24	-0.24	东方证券	0.05	0.18	-0.13
广发证券	0.06	0.27	-0.20	中国银河	0.01	0.11	-0.11
兴业证券	0.00	0.18	-0.18	广发证券	0.09	0.19	-0.10
中金公司	0.01	0.18	-0.17	东吴证券	0.01	0.12	-0.10
国信证券	0.01	0.17	-0.15	兴业证券	0.03	0.13	-0.10
中国银河	0.01	0.16	-0.15	中金公司	0.06	0.13	-0.06
中信建投	0.01	0.14	-0.14	华泰证券	0.27	0.33	-0.06
新华保险	0.11	0.21	-0.10	中国人保	0.03	0.07	-0.04
中国人保	0.01	0.10	-0.09	国联民生	0.05	0.04	0.02
中油资本	0.04	0.11	-0.07	中油资本	0.12	0.08	0.05
东吴证券	0.00		0.00				
国联民生	0.00		0.00				
海南华铁	0.00		0.00				
天风证券	0.00		0.00				
四川双马	0.01		0.01				
江苏金租	0.02		0.02				

来源：Wind，国金证券研究所



选股思路方面，(1) 质地优但估值仍与业绩错配的券商：推荐广发证券，建议关注华泰证券、东方证券；(2) AH 溢价率较高的券商：建议关注中金公司 H、中国银河 H。

图表39：券商股估值及历史分位

排名	上市券商	PB↓	PB分位	排名	上市券商	PB↓	PB分位	排名	上市券商	PB↓	PB分位
1	华创云信	0.82	18.5%	18	中泰证券	1.26	23.0%	35	南京证券	1.74	16.9%
2	国投资本	0.93	30.6%	19	招商证券	1.28	30.3%	36	中金公司	1.82	19.1%
3	国元证券	1.02	46.2%	20	国海证券	1.29	54.3%	37	第一创业	1.91	34.8%
4	国金证券	1.05	24.1%	21	西部证券	1.29	38.5%	38	天风证券	1.92	46.6%
5	兴业证券	1.06	38.1%	22	华安证券	1.33	44.7%	39	财达证券	1.93	19.5%
6	东北证券	1.07	49.1%	23	方正证券	1.34	30.2%	40	华鑫股份	1.98	50.6%
7	财通证券	1.08	22.0%	24	广发证券	1.35	80.8%	41	中银证券	2.09	46.4%
8	华西证券	1.09	42.4%	25	长江证券	1.37	60.0%	42	中信建投	2.48	21.6%
9	国泰海通	1.09	37.0%	26	东兴证券	1.38	45.2%	43	湘财股份	3.02	73.6%
10	东吴证券	1.13	50.6%	27	长城证券	1.41	37.4%	44	信达证券	3.04	63.0%
11	华泰证券	1.14	50.4%	28	光大证券	1.43	78.5%	45	太平洋	3.08	91.4%
12	东方证券	1.17	34.0%	29	浙商证券	1.45	4.7%	46	国盛金控	3.58	99.0%
13	哈投股份	1.18	89.4%	30	中原证券	1.48	33.4%	47	首创证券	4.14	32.9%
14	国联民生	1.20	3.6%	31	国信证券	1.48	51.2%	48	东方财富	4.53	33.7%
15	西南证券	1.21	45.9%	32	中信证券	1.55	47.4%	49	锦龙股份	4.87	85.9%
16	申万宏源	1.23	34.5%	33	中国银河	1.64	76.4%	50	华林证券	5.93	42.9%
17	山西证券	1.25	36.9%	34	红塔证券	1.68	34.2%				

来源：iFind，国金证券研究所 注：截至 2025 年 10 月 31 日

风险提示

- 1) 资本市场改革推进不及预期：政策红利释放存在时滞可能，若配套细则落地延迟或试点推进受阻，将直接影响券商业务开展；
- 2) 权益市场极端波动风险：极端波动下券商各业务线将产生共振效应，权益市场极端波动可能引起市场交投活跃度下降，经纪业务收入下滑将带动资管产品申赎压力增加，进一步加剧自营盘流动性风险；
- 3) 机构化进程不及预期：若机构投资者占比较低将导致机构定制化服务投入产出比恶化，IT 系统更新迭代成本难以有效摊薄；
- 4) 宏观经济复苏不及预期：若稳增长政策力度不及预期，券商传统业务模式弊端可能出现。



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

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

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