

# 证券行业2025中期策略

## ——三重催化，蓄势待发

分析师：舒思勤  
分析师：洪希柠  
联系人：方丽

执业编号：S1130524040001  
执业编号：S1130525050001

2025/6/19

- ◆**历史回顾：**1) 年初以来，券商板块整体表现较弱，截至6月19日，申万证券二级指数年内涨跌幅为-9.7%，较2024/11/7高点回调22%。2) 25Q1经纪、自营投资收入在低基数下大幅提升，驱动业绩同比高增。3) 政策主线明确且积极：证监会年初定调维护股市稳定、深化资本市场改革，央行启动第二批“互换便利”工具释放流动性。公募基金高质量发展方案预示着行业将开启重大变革，注重投资回报。
- ◆**三重催化：**1) 公募增配：证监会印发《推动公募基金高质量发展行动方案》，将基金经理薪酬、管理费率与业绩比较基准挂钩，基金管理者在未来配置的选择上可能选择当前低配行业。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，建议关注低配权重股的机会。2) 业绩高增：我们预计2025年上市券商净利润同比增长19%，平均ROE约6.8%。3) 并购重组：2023年以来行业公布多项重大并购重组事件，并购主题持续发酵。
- ◆**投资建议：**
  - **证券板块：**1) 主动基金超低配的权重券商。2) 有业绩且估值显著低于平均水平的优质券商。3) 收并购潜在标的：推荐中国银河。
  - **多元金融板块：**1) 有望迎来戴维斯双击的标的：香港交易所。2) 有望受益于创投行业政策的标的：四川双马。3) 业绩高增长确定性较强的多元金融标的，推荐盛业、九方智投控股。4) 高股息多元金融标的。
- ◆**风险提示：**资本市场改革推进不及预期；权益市场极端波动风险；机构化进程不及预期；宏观经济复苏不及预期。

# 目录

01

历史回顾

02

三重催化

03

盈利预测与投资建议

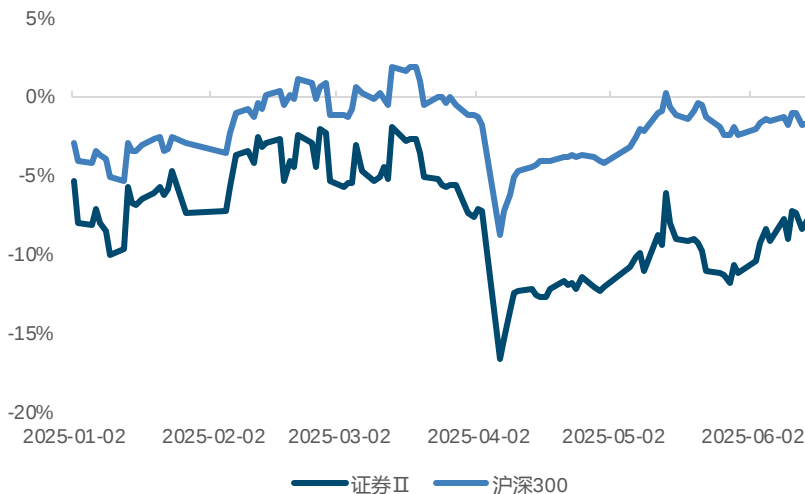
# 01 历史回顾

---

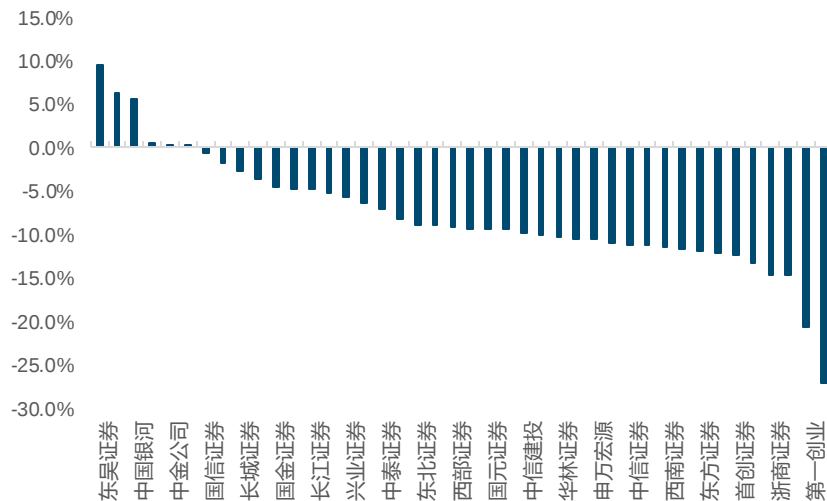
## 1.1行情复盘：板块及个股表现

年初以来，券商板块整体表现较弱，截至6月19日，沪深300年内涨跌幅为-2.3%，申万证券二级指数年内涨跌幅为-9.7%，板块跑输7.4pct，较2024/11/7高点回调22%。个股方面，股价普遍回调，涨跌前五分别为东吴证券（+9.6%，估值低）、信达证券（+6.3%，汇金系潜在收并购）、中国银河（+5.6%，潜在收并购标的）、广发证券（+0.6%，估值低）、中金公司（+0.3%，潜在收并购）。

图表：2025年以来证券行业指数涨跌幅



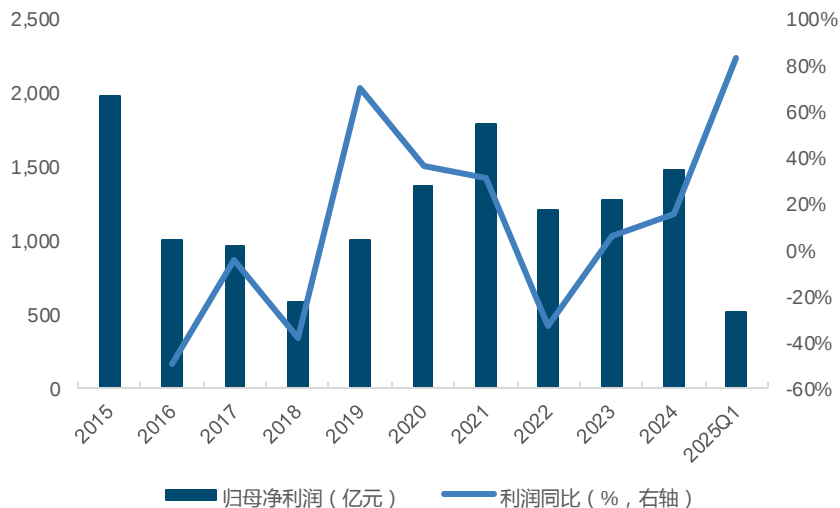
图表：2025年以来券商个股涨跌幅



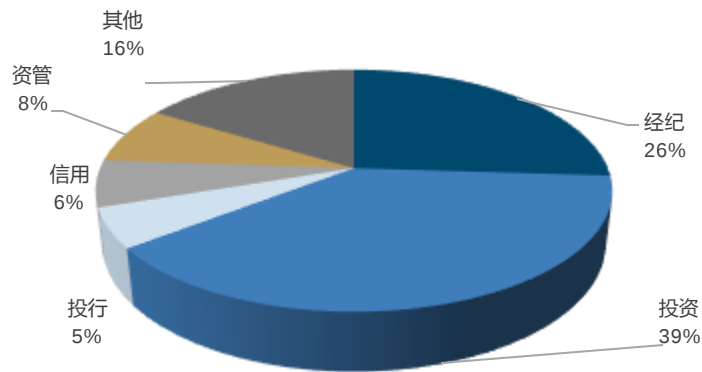
## 1.2业绩总结：经纪、自营大幅提升，驱动业绩同比高增

25Q1经纪、自营投资收入在低基数下大幅提升，驱动业绩同比高增。25Q1上市券商实现营业收入1259亿元，同比增长25%；实现归母净利润522亿元，同比增长83%。其中，经纪、投行、资管、利息、投资净收入同比增速分别为+49%/+5%/-3%/+27%/+51%，占营业总收入的比重分别为26%/5%/8%/6%/39%，同比变化+4.3/-1.0/-2.3/+0.1/+6.7pct。

图表：上市券商归母净利润及同比增速



图表：25Q1上市券商业务结构



## 1.3政策总结

2025年以来政策主线明确且积极。证监会年初定调维护股市稳定、深化资本市场改革，央行启动第二批“互换便利”工具释放流动性。公募基金高质量发展方案预示着行业将开启重大变革，注重投资回报。

| 时间         | 事件                                                              | 主要内容                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
|------------|-----------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2025/01/02 | 中国人民银行启动第二次证券、基金保险公司互换便利（SFISF）操作                               | 第二次互换便利操作于2025年1月2日完成招标，操作金额为550亿元，采用费率招标方式，20家机构参与投标，最高投标费率30bp，最低投标费率10bp，中标费率为10bp。                                                                                                                                                                                                                     |
| 2025/01/22 | 中央金融办 中国证监会 财政部 人力资源社会保障部 中国人民银行 金融监管总局联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》 | 重点引导商业保险资金、全国社会保障基金、基本养老保险基金、企（职）业年金基金、公募基金等中长期资金进一步加大入市力度。主要举措包括：提升商业保险资金A股投资比例与稳定性；优化全国社会保障基金、基本养老保险基金投资管理机制；提高企（职）业年金基金市场化投资运作水平；提高权益类基金的规模和占比；优化资本市场投资生态。                                                                                                                                              |
| 2025/01/23 | 国新办举行新闻发布会，介绍大力推动中长期资金入市，促进资本市场高质量发展有关情况                        | <b>1）中长期资金入市明确硬指标：</b> 明确未来三年公募基金持有A股流通市值每年至少增长10%。对于商业保险资金，力争大型国有保险公司从2025年起每年新增保费的30%用于投资A股。 <b>2）中长期资金明确全面实施长周期考核：</b> 明确提出公募基金、国有商业保险公司、基本养老保险基金、年金基金都要全面建立实施三年以上长周期考核，大幅降低国有保险公司当年度经营指标考核权重，细化明确全国社保基金五年以上长周期考核。 <b>3）打通中长期资金入市的卡点堵点：</b> 重点引导商业保险资金、全国社会保障基金、基本养老保险基金、企（职）业年金基金、公募基金等中长期资金进一步加大入市力度。 |
| 2025/02/07 | 关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见                                          | 从四大方面提出做好金融“五篇大文章”的政策措施，其中提到要深化资本市场投资端改革，壮大权益类公募基金、保险资金、各类养老金等长期投资力量；建立健全上市融资、并购重组“绿色通道”机制，加大对突破关键核心技术的科技型企业的股权融资支持力度，同时加大力度活跃并购市场，支持科技、绿色产业领域高效整合重组。                                                                                                                                                      |
| 2025/03/28 | 中国证监会发布关于修改《证券发行与承销管理办法》的决定                                     | 本次共对《证券发行与承销管理办法》的六个条文进行修改，主要内容包括：一是增加银行理财产品、保险资产管理产品作为IPO优先配售对象；二是明确由证券交易所制定IPO分类配售具体规定；三是禁止参与IPO战略配售的投资者在承诺的限售期内出借股份；四是根据新《公司法》作适应性调整。                                                                                                                                                                   |
| 2025/05/07 | 《推动公募基金高质量发展行动方案                                                | 方案主要从公募基金运营模式、考核评价制度、行业高质量发展等方面做出了新规定，包括改革基金公司绩效考核机制。出台基金公司绩效考核管理规定，要求基金公司全面建立以基金投资收益为核心的考核体系，适当降低规模排名、收入利润等经营性指标的考核权重。                                                                                                                                                                                    |
| 2025/05/16 | 《关于修改〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定》                                       | 此次《重组办法》的主要修改内容如下：一是建立重组股份对价分期支付机制；二是提高对财务状况变化、同业竞争和关联交易监管的包容度；三是新设重组简易审核程序；四是完善锁定期规则支持上市公司之间吸收合并；五是鼓励私募基金参与上市公司并购重组。                                                                                                                                                                                      |

# 02 三重催化

---

## 2.1三重催化之一——公募增配

证监会印发《推动公募基金高质量发展行动方案》，将基金经理薪酬、管理费与业绩比较基准挂钩，基金管理者在未来配置的选择上可能选择当前低配行业。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：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         | 2.99       | 13.48       | -10.49  | 非银金融       | 1.28       | 9.84        | -8.57   |
| 非银金融       | 1.00       | 10.72       | -9.72   | 银行         | 2.23       | 10.49       | -8.25   |
| 食品饮料       | 6.04       | 9.32        | -3.28   | 公用事业       | 0.27       | 3.27        | -2.99   |
| 公用事业       | 1.12       | 3.53        | -2.41   | 医药生物       | 4.26       | 7.03        | -2.78   |
| 交通运输       | 1.84       | 3.38        | -1.55   | 计算机        | 2.68       | 4.66        | -1.98   |
| 建筑装饰       | 0.47       | 1.84        | -1.36   | 有色金属       | 2.58       | 4.36        | -1.78   |
| 煤炭         | 0.20       | 1.37        | -1.17   | 食品饮料       | 5.88       | 7.44        | -1.55   |
| 石油石化       | 0.60       | 1.57        | -0.97   | 国防军工       | 1.29       | 2.82        | -1.53   |
| 通信         | 2.55       | 3.25        | -0.71   | 煤炭         | 0.06       | 1.51        | -1.44   |
| 计算机        | 3.53       | 3.91        | -0.38   | 交通运输       | 1.75       | 3.02        | -1.27   |
| 农林牧渔       | 0.98       | 1.35        | -0.37   | 基础化工       | 1.75       | 2.80        | -1.04   |
| 钢铁         | 0.43       | 0.57        | -0.14   | 通信         | 1.99       | 2.82        | -0.84   |
| 家用电器       | 3.83       | 3.87        | -0.04   | 建筑装饰       | 0.86       | 1.60        | -0.74   |
| 综合         | 0.02       |             | 0.02    | 电力设备       | 7.04       | 7.74        | -0.70   |
| 建筑材料       | 0.75       | 0.71        | 0.04    | 农林牧渔       | 0.58       | 1.24        | -0.66   |
| 房地产        | 0.86       | 0.81        | 0.05    | 石油石化       | 1.24       | 1.46        | -0.22   |
| 美容护理       | 0.26       | 0.13        | 0.13    | 美容护理       | 0.08       | 0.27        | -0.18   |
| 商贸零售       | 0.76       | 0.49        | 0.26    | 环保         | 0.10       | 0.27        | -0.17   |
| 环保         | 0.58       |             | 0.58    | 商贸零售       | 0.43       | 0.58        | -0.15   |
| 轻工制造       | 0.70       | 0.12        | 0.58    | 钢铁         | 0.92       | 0.95        | -0.03   |

## 2.1三重催化之一——公募增配

基金经理可能会增持当前沪深300等常见业绩基准内低配的权重股。从非银内部来看，中国平安、东方财富、中信证券等权重股被低配较多。建议关注低配权重股的机会。

图表：主动权益基金重仓持有非银个股低配情况

| 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 (%) | 低配比例  | 公司名称       | 标的持股占比 (%) | 中证800权重 (%) | 低配比例  |
| 东方财富       | 0.04       | 1.40        | -1.36 | 东方财富       | 0.14       | 1.03        | -0.89 |
| 中信证券       | 0.10       | 1.27        | -1.17 | 中信证券       | 0.12       | 0.94        | -0.82 |
| 国泰海通       | 0.01       | 0.91        | -0.90 | 国泰海通       | 0.01       | 0.67        | -0.66 |
| 华泰证券       | 0.01       | 0.42        | -0.41 | 招商证券       |            | 0.24        | -0.24 |
| 招商证券       | 0.00       | 0.32        | -0.32 | 东方证券       |            | 0.18        | -0.18 |
| 东方证券       |            | 0.24        | -0.24 | 广发证券       | 0.01       | 0.17        | -0.17 |
| 广发证券       |            | 0.23        | -0.23 | 申万宏源       |            | 0.16        | -0.16 |
| 申万宏源       |            | 0.22        | -0.22 | 兴业证券       |            | 0.15        | -0.15 |
| 兴业证券       |            | 0.20        | -0.20 | 中金公司       | 0.00       | 0.15        | -0.14 |
| 中金公司       | 0.01       | 0.20        | -0.19 | 方正证券       | 0.00       | 0.14        | -0.14 |
| 方正证券       |            | 0.19        | -0.19 | 华泰证券       | 0.18       | 0.31        | -0.13 |
| 中国银河       | 0.01       | 0.18        | -0.16 | 中国银河       | 0.01       | 0.13        | -0.12 |
| 光大证券       |            | 0.16        | -0.16 | 光大证券       |            | 0.12        | -0.12 |
| 中信建投       | 0.01       | 0.15        | -0.15 | 中信建投       |            | 0.11        | -0.11 |
| 国信证券       | 0.01       | 0.15        | -0.13 | 第一创业       |            | 0.11        | -0.11 |
| 浙商证券       | 0.03       | 0.15        | -0.12 | 东吴证券       |            | 0.11        | -0.11 |
| 国投资本       |            | 0.09        | -0.09 | 国信证券       |            | 0.11        | -0.11 |
| 中泰证券       |            | 0.09        | -0.09 | 天风证券       |            | 0.11        | -0.11 |
| 中油资本       |            | 0.08        | -0.08 | 太平洋        |            | 0.10        | -0.10 |
| 信达证券       | 0.00       | 0.08        | -0.07 | 财通证券       |            | 0.09        | -0.09 |
| 首创证券       |            | 0.06        | -0.06 | 东兴证券       | 0.00       | 0.08        | -0.08 |
| 红塔证券       |            | 0.05        | -0.05 | 国金证券       |            | 0.08        | -0.08 |

## 2.2三重催化之二——业绩高增

我们预计2025年上市券商净利润同比增长19%，平均ROE约6.8%。

25E假设：1) 经纪：预计市场活跃度延续（ADT+23%）。2) 投行：预计股权承销额+21%，债券承销额+15%。3) 资管：预计券商资管规模企稳回升、公募基金规模受益于被动产品扩容及投资环境改善带来的主动产品吸引力提升而稳步增长，资管规模+10%。4) 利息：预计日均两融余额+18%。5) 投资：预计25年投资收益率同比略微下降，随着券商继续扩大金融资产规模（+10%），预计整体投资收益稳健增长。

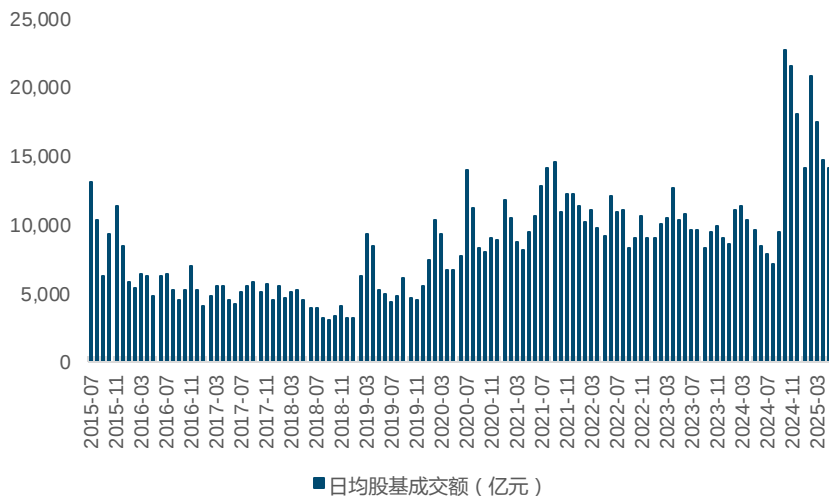
图表：券商板块盈利预测（亿元）

| 累计    | 2020A | 2021A | 2022A | 2023A | 2024A | 2025E |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入  | 5256  | 6417  | 4905  | 4971  | 5088  | 5573  |
| yoy   |       | 22%   | -24%  | 1%    | 7%    | 10%   |
| 归母净利润 | 1475  | 1918  | 1273  | 1286  | 1478  | 1756  |
| yoy   |       | 30%   | -34%  | 1%    | 16%   | 19%   |
| 经纪    | 1158  | 1395  | 1143  | 1006  | 1060  | 1292  |
| yoy   |       | 20%   | -18%  | -12%  | 10%   | 22%   |
| 投行    | 591   | 627   | 582   | 456   | 306   | 319   |
| yoy   |       | 6%    | -7%   | -22%  | 5%    | 4%    |
| 资管    | 399   | 505   | 469   | 462   | 440   | 461   |
| yoy   |       | 26%   | -7%   | -2%   | -3%   | 5%    |
| 信用    | 541   | 606   | 579   | 437   | 351   | 391   |
| yoy   |       | 26%   | -7%   | -25%  | 27%   | 11%   |
| 自营    | 1473  | 1669  | 778   | 1333  | 1728  | 1846  |
| yoy   |       | 13%   | -53%  | 71%   | 51%   | 7%    |

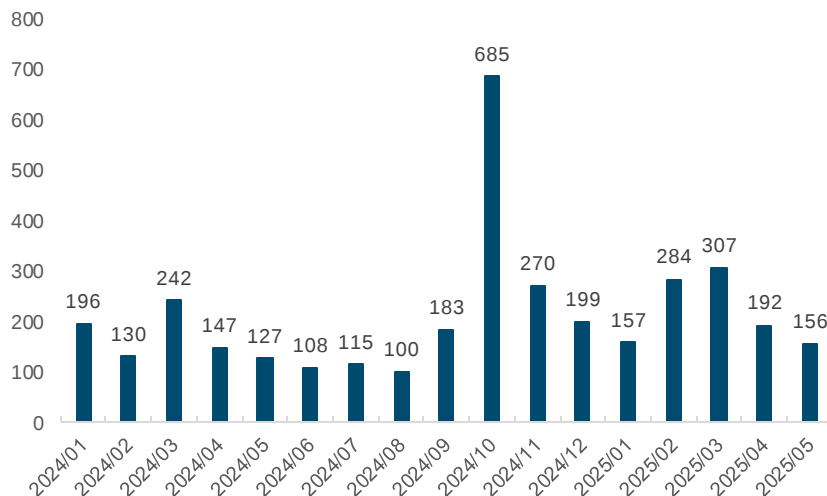
## 2.2三重催化之二——业绩高增

经纪业务：2025Q1上市券商经纪业务净收入合计328亿元，同比大幅增长49%，主要得益于市场成交额大幅提升。25Q1全市场日均股基成交额达1.75万亿元，同比增幅71%；上交所披露，2025年1-5月新开户投资者1095万户，同比+30%。预计市场交投将延续活跃，虽然下半年尤其是四季度可能会在高基数下增速下降，预计全年仍然能有较高增速。24年7月1日公募基金降佣正式落地，今年下半年费率同比下降的影响将消退。

图表：市场股基成交额延续活跃



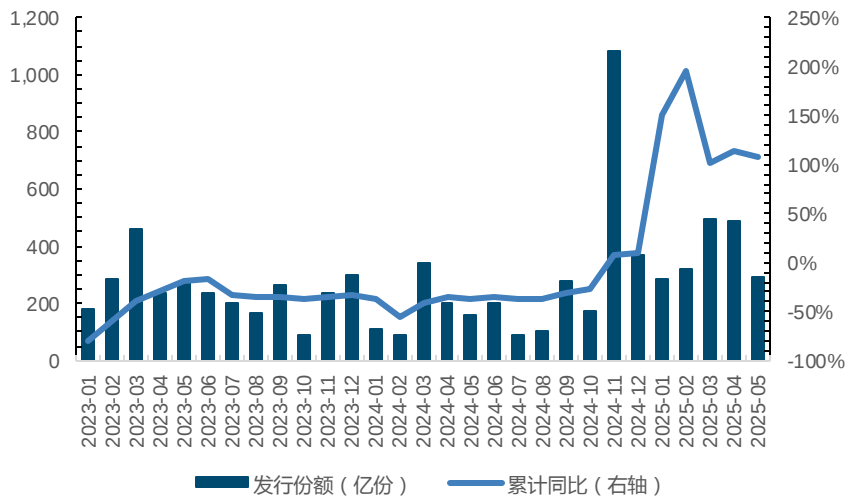
图表：A股新开户投资者数量（万户）



## 2.2三重催化之二——业绩高增

经纪业务：2025年1-5月新发权益类公募基金份额合计1884.6亿份，同比+108.3%。24H2券商系代销机构公募基金销售表现亮眼，权益公募基金保有规模市占率环比24H1提升2.39pct至24H2的27.3%。其中，中信证券、华泰证券保有规模维持在1200亿元以上，广发证券、中国银河、招商证券分别位列3-5名，保有规模分别为781亿元、719亿元、699亿元。公募基金高质量发展方案也有望使买方投顾模式得到更深程度的重视，投顾业务布局领先的公司受益。

图表：股票+混合新发行基金份额变化



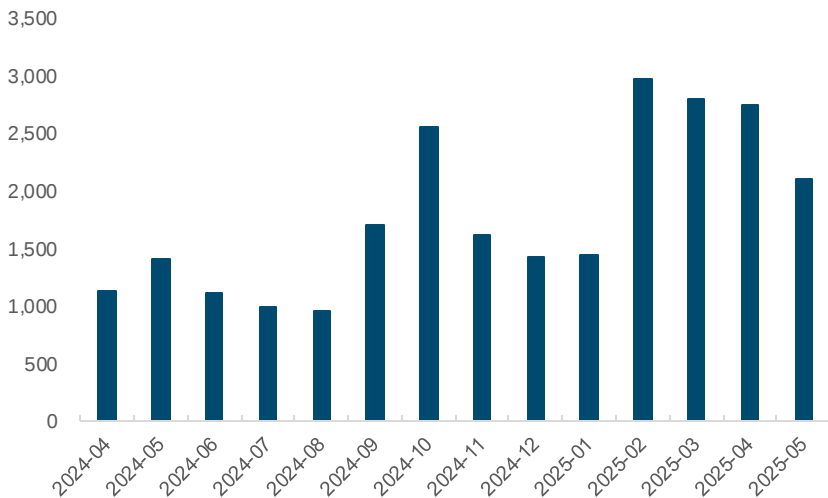
图表：截至24H2末权益基金保有规模前十大券商

| 排名 | 机构名称 | 权益基金保有规模 | 非货币市场基金保有规模 | 股票型指数基金保有规模 |
|----|------|----------|-------------|-------------|
|    |      | (亿元)     | (亿元)        | (亿元)        |
| 1  | 中信证券 | 1357     | 2088        | 1090        |
| 2  | 华泰证券 | 1202     | 1666        | 1087        |
| 3  | 广发证券 | 781      | 1274        | 455         |
| 4  | 中国银河 | 719      | 832         | 543         |
| 5  | 招商证券 | 699      | 959         | 533         |
| 6  | 中信建投 | 614      | 876         | 387         |
| 7  | 国信证券 | 556      | 670         | 394         |
| 8  | 国泰君安 | 548      | 906         | 407         |
| 9  | 平安证券 | 536      | 780         | 430         |
| 10 | 东方财富 | 499      | 741         | 464         |

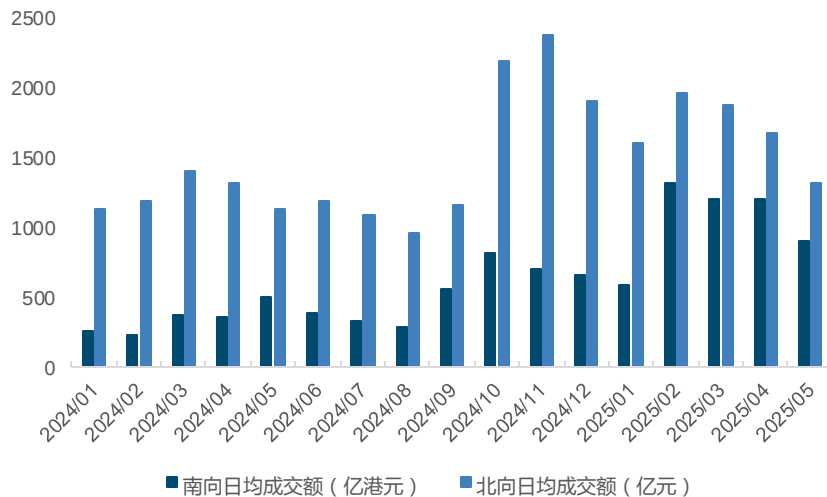
## 2.2三重催化之二——业绩高增

港股市场交易情况：成交额抬升，交易活跃度显著提升，港交所直接受益。25Q1港交所净利润创新高，1-5月港交所证券市场平均每日成交金额为2423亿元，较去年同期+120%。互联互通持续深化，港股通占香港市场成交额比重不断提升，25Q1达23%。港股通持股市值及占比逐步提高，25Q1末港股通持股市值占港股市值比重达11%。

图表：港交所证券市场平均每日成交额（亿元）



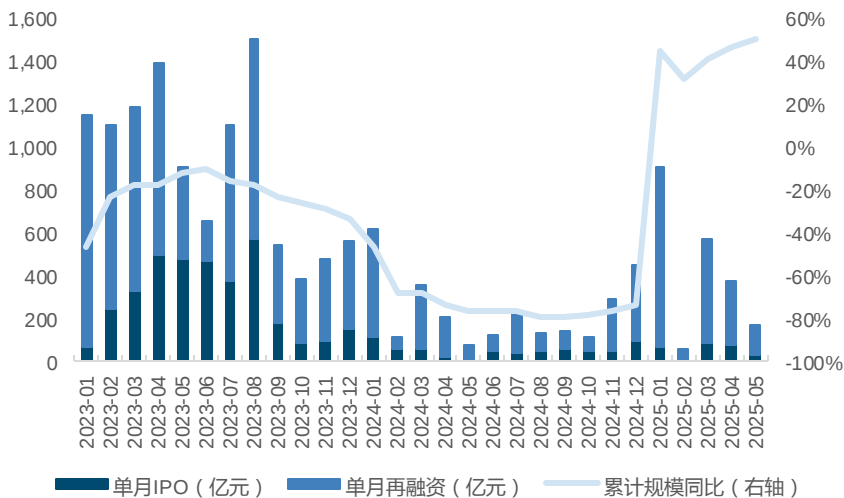
图表：沪深港通日均成交额



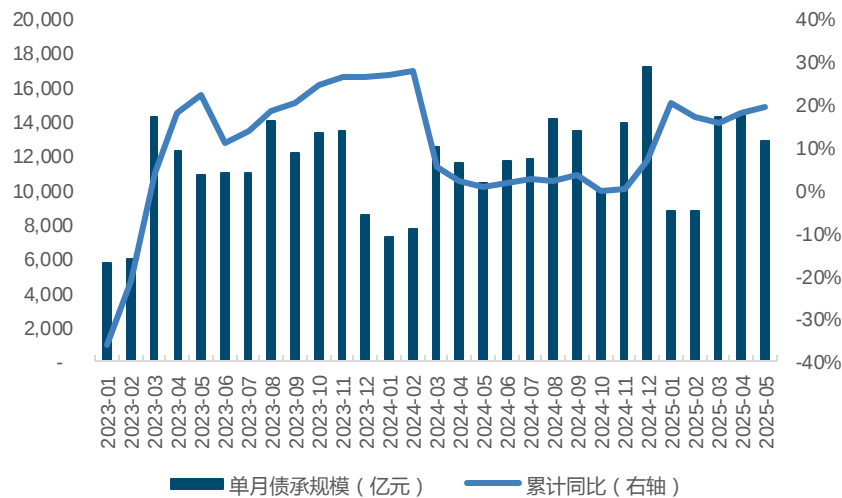
## 2.2三重催化之二——业绩高增

**投行业务：**2025Q1上市券商投行业务净收入合计67亿元，在低基数效应下同比增长5%。2025年1-5月券商IPO承销额282亿元，同比+4%；再融资承销额1816亿元，同比+62%；债券承销规模与上年同期相比有所提升，累计承销额5.91万亿元，同比+19%。支持并购重组的政策暖风频吹，5月16日，证监会发布修改后的《上市公司重大资产重组管理办法》，进一步深化上市公司并购重组市场改革。我们预计2025年投行承销规模将实现较好增速。

图表：2025年以来再融资规模大幅提升



图表：债券承销规模变化



## 2.2三重催化之二——业绩高增

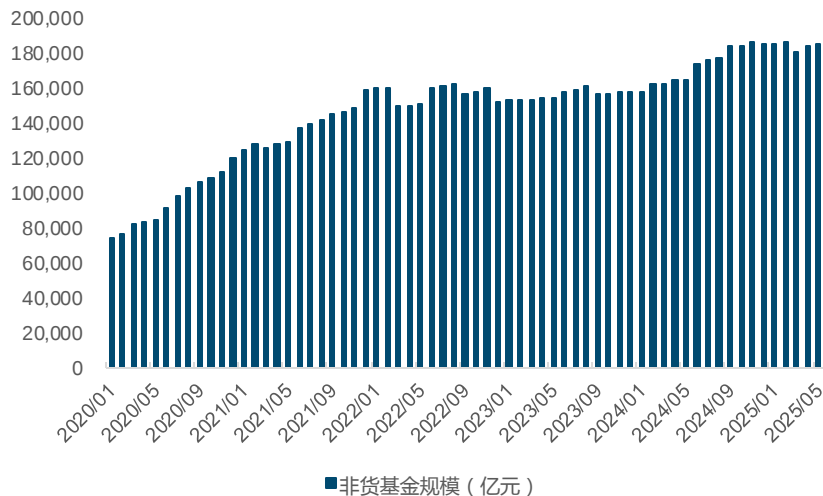
图表：年初以来已经向联交所申请上市的A股公司

| 证券代码      | 证券简称   | IPO申报预披露日  | 同公司A股Wind代码 | 所属行业    | A股市值（亿元） |
|-----------|--------|------------|-------------|---------|----------|
| H02069.HK | 迈威生物   | 2025-01-06 | 688062.SH   | 化学制药    | 102.30   |
| H02076.HK | 峰岷科技   | 2025-01-15 | 688279.SH   | 半导体     | 171.96   |
| 2050.HK   | 三花智控   | 2025-01-15 | 002050.SZ   | 汽车零部件II | 941.31   |
| H02078.HK | 均胜电子   | 2025-01-16 | 600699.SH   | 汽车零部件   | 239.34   |
| H02081.HK | 安井食品   | 2025-01-20 | 603345.SH   | 食品加工    | 227.04   |
| H02102.HK | 天岳先进   | 2025-02-24 | 688234.SH   | 半导体     | 244.29   |
| H02103.HK | 先导智能   | 2025-02-25 | 300450.SZ   | 电池      | 356.77   |
| H02110.HK | 江波龙    | 2025-03-21 | 301308.SZ   | 半导体     | 320.65   |
| H02115.HK | 蓝思科技   | 2025-03-31 | 300433.SZ   | 消费电子    | 1,097.21 |
| H02116.HK | 东鹏饮料   | 2025-04-03 | 605499.SH   | 饮料乳品    | 1,637.00 |
| H02128.HK | 南华期货   | 2025-04-17 | 603093.SH   | 多元金融    | 123.42   |
| H02129.HK | 中伟股份   | 2025-04-22 | 300919.SZ   | 电池      | 299.59   |
| H02131.HK | 和辉光电   | 2025-04-23 | 688538.SH   | 光学光电子   | 330.58   |
| H02132.HK | 纳芯微    | 2025-04-25 | 688052.SH   | 半导体     | 241.80   |
| H02136.HK | 三只松鼠   | 2025-04-25 | 300783.SZ   | 休闲食品    | 108.35   |
| H02134.HK | 广和通    | 2025-04-25 | 300638.SZ   | 通信设备    | 198.25   |
| H02142.HK | 剑桥科技   | 2025-04-28 | 603083.SH   | 通信设备    | 121.15   |
| H02140.HK | 赛力斯    | 2025-04-28 | 601127.SH   | 乘用车     | 2,121.09 |
| H02141.HK | 晶澳科技   | 2025-04-28 | 002459.SZ   | 光伏设备    | 319.05   |
| 6031.HK   | 三一重工   | 2025-05-22 | 600031.SH   | 工程机械    | 1,528.04 |
| H02161.HK | 牧原食品股份 | 2025-05-27 | 002714.SZ   | 养殖业     | 2,351.18 |
| H02172.HK | 紫光股份   | 2025-05-29 | 000938.SZ   | IT服务II  | 660.39   |
| H02176.HK | 杰华特    | 2025-05-30 | 688141.SH   | 半导体     | 134.47   |
| H02181.HK | 大族数控   | 2025-05-30 | 301200.SZ   | 专用设备    | 153.48   |
| H02183.HK | 广合科技   | 2025-06-11 | 001389.SZ   | 元件      | 242.72   |
| H02186.HK | 新奥股份   | 2025-06-16 | 600803.SH   | 燃气II    | 584.11   |
| H02188.HK | 沃尔核材   | 2025-06-16 | 002130.SZ   | 其他电子II  | 291.67   |
| H02192.HK | 视源股份   | 2025-06-17 | 002841.SZ   | 消费电子    | 233.44   |

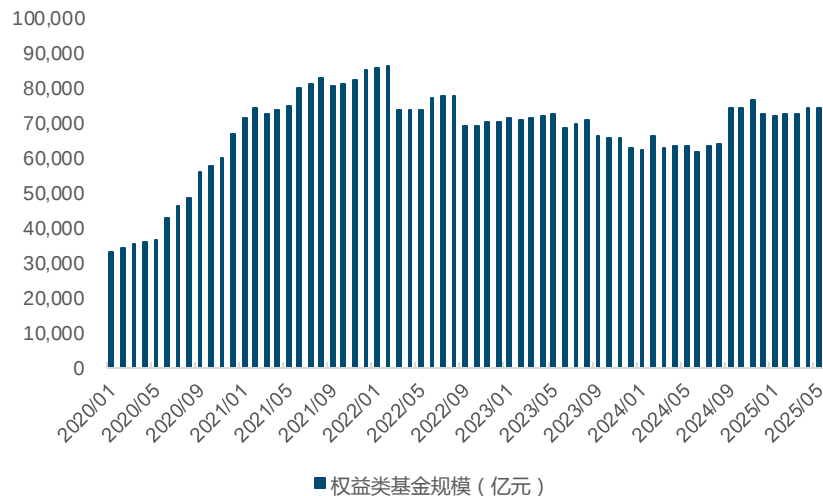
## 2.2三重催化之二——业绩高增

资管业务：2025Q1上市券商资管业务净收入合计101亿元，同比下降3%。截至2025年5月末，公募非货公募18.5万亿元，较上年同期+12%，权益类公募7.4万亿元，较上年同期+17%；截至2025年4月末，私募基金20.0万亿元，同比+2%。截至2025Q1末，券商资管规模为5.93万亿元，同比基本持平。我们预计2025年资管规模将稳步增长。

图表：非货公募规模整体呈现增长态势



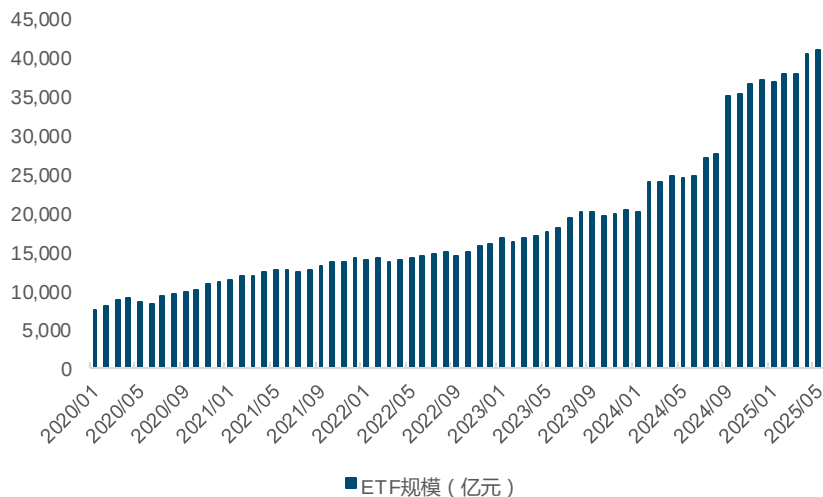
图表：权益公募规模较上年显著回升



## 2.2三重催化之二——业绩高增

资管业务：ETF基金规模持续增长，净值已突破4万亿元。截至2025年5月末，ETF基金规模为4.10万亿元，同比+68%，较2024年末+10%。《推动公募基金高质量发展行动方案》提到要“大力发展各类场内外指数基金”、“实施ETF基金快速注册机制”，利好包含ETF基金在内的指数基金规模进一步扩大，未来指数产品有望成为公募规模增长引擎。

图表：ETF基金规模大幅提升



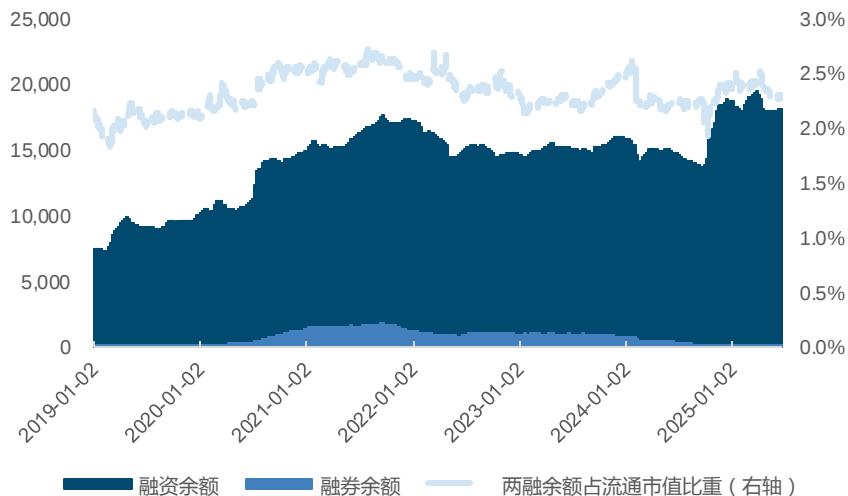
图表：ETF基金规模前二十大管理人（截至2025/6/16）

| 序号 | 基金公司   | ETF规模 | 序号 | 基金公司   | ETF规模 |
|----|--------|-------|----|--------|-------|
| 1  | 华夏基金   | 7,282 | 11 | 华安基金   | 1,389 |
| 2  | 易方达基金  | 6,474 | 12 | 银华基金   | 1,168 |
| 3  | 华泰柏瑞基金 | 4,897 | 13 | 海富通基金  | 895   |
| 4  | 南方基金   | 2,739 | 14 | 天弘基金   | 728   |
| 5  | 嘉实基金   | 2,564 | 15 | 汇添富基金  | 703   |
| 6  | 广发基金   | 1,777 | 16 | 工银瑞信基金 | 658   |
| 7  | 富国基金   | 1,756 | 17 | 景顺长城基金 | 578   |
| 8  | 国泰基金   | 1,725 | 18 | 鹏华基金   | 567   |
| 9  | 华宝基金   | 1,636 | 19 | 平安基金   | 411   |
| 10 | 博时基金   | 1,563 | 20 | 招商基金   | 376   |

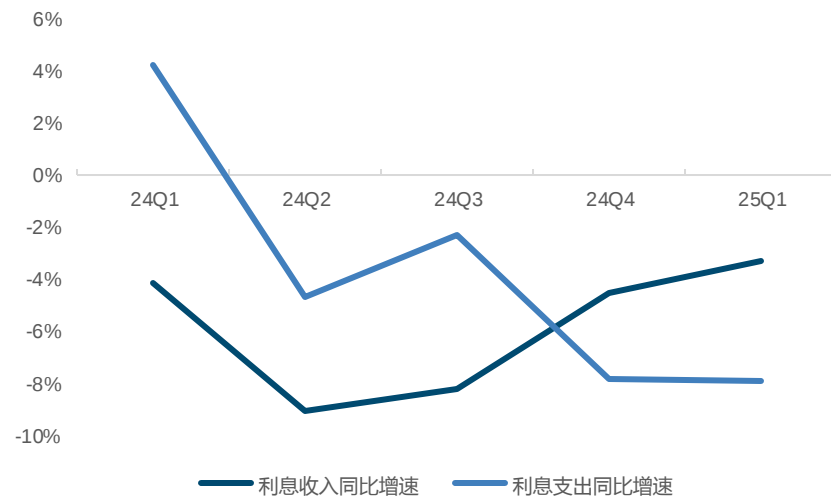
## 2.2三重催化之二——业绩高增

**信用业务：**2025Q1上市券商利息净收入合计79亿元，同比增长27%，利息收入下降速度（yoy-3%）慢于利息支出下降速度（yoy-8%），收支不平衡的压力将缓解。截至2025/6/18，全市场两融余额1.83万亿元，较上年末-1.9%，其中融资/融券余额分别为1.82万亿元/120.0亿元，分别较上年末-2.0%/+14.9%；日均两融余额1.85万亿元，同比+20%。24年11月市场利率定价自律机制发布《关于优化非银同业存款利率自律管理的倡议》，券商的货币资金及结算备付金的利息收入或受影响而同比下降。

图表：融资融券余额走势（亿元）



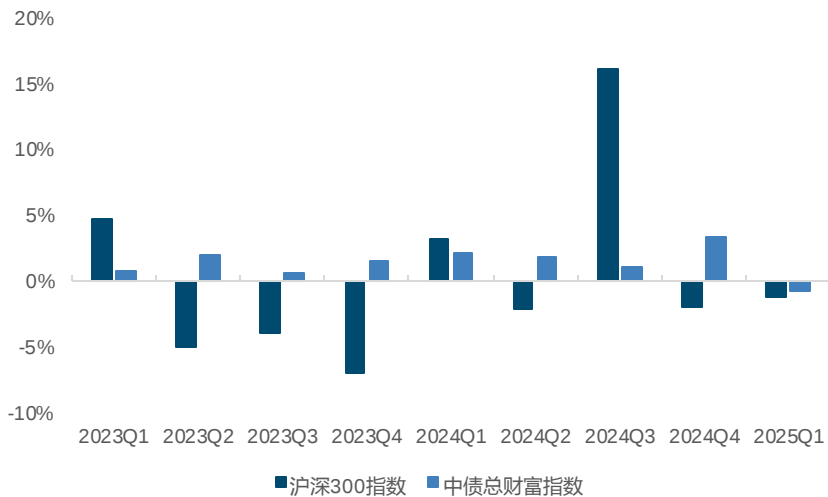
图表：25Q1利息收入下降速度慢于利息支出下降速度



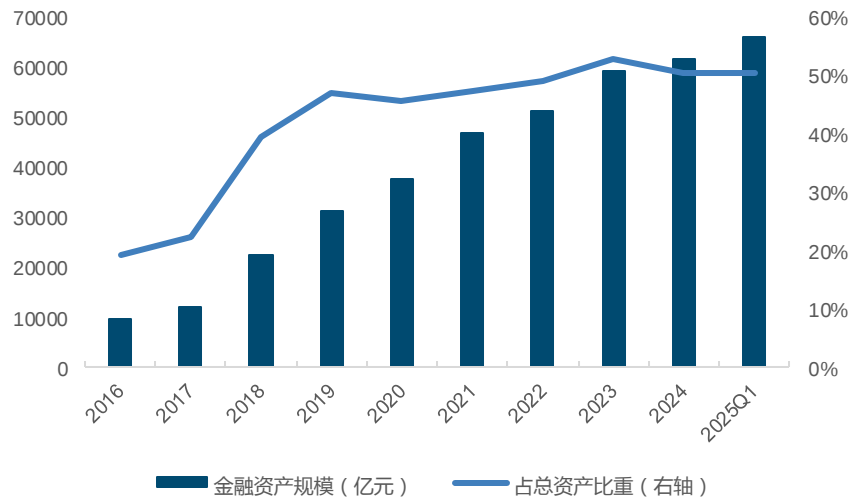
## 2.2三重催化之二——业绩高增

投资业务：2025Q1上市券商合计投资收入486亿元，同比+51%。截至25Q1末上市券商自营投资规模6.62万亿元，较24年末+7%，同比+9%。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/衍生金融资产分别较上年末+3296/+24/+226/+575/-188亿元，交易性金融资产及其他债权投资增长规模较大。

图表：核心股债指数季度涨跌幅



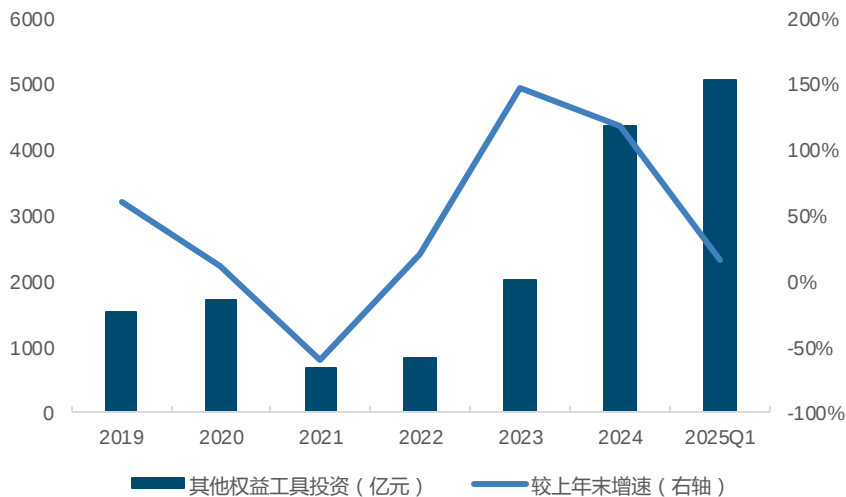
图表：上市券商自营资产规模持续提升



## 2.2三重催化之二——业绩高增

**投资业务：**券商配置OCI资产规模大幅提升，预计今年增配OCI思路仍然延续。从规模角度来看，截至25Q1配置其他权益工具规模最大的三家券商分别是中信证券、申万宏源、中国银河，分别为916亿元/742亿元/539亿元；从增配幅度来看，其他权益工具规模增速最高的三家券商分别是西部证券、华泰证券、中泰证券，分别为+3326%/+1461%/+137%。

图表：其他权益工具投资规模大幅提升



图表：上市券商显著增配其他权益工具（截至25Q1末）

| 按配置规模排序 |          |        | 按规模增速排序 |          |        |
|---------|----------|--------|---------|----------|--------|
| 公司简称    | 其他权益工具投资 | 较上年末增速 | 公司简称    | 其他权益工具投资 | 较上年末增速 |
| 中信证券    | 916      | 1%     | 西部证券    | 7        | 3326%  |
| 申万宏源    | 742      | 7%     | 华泰证券    | 20       | 1461%  |
| 中国银河    | 539      | -3%    | 中泰证券    | 68       | 137%   |
| 国泰君安    | 409      | 86%    | 国联民生    | 112      | 115%   |
| 招商证券    | 350      | -10%   | 南京证券    | 14       | 108%   |
| 国信证券    | 331      | 1%     | 中信建投    | 288      | 94%    |
| 中信建投    | 288      | 94%    | 国泰君安    | 409      | 86%    |
| 东方证券    | 248      | 26%    | 浙商证券    | 30       | 76%    |
| 广发证券    | 245      | 10%    | 国金证券    | 5        | 61%    |
| 国联民生    | 112      | 115%   | 东吴证券    | 97       | 52%    |

## 2.2三重催化之二——业绩高增

**AI助力降本增效：**年初以来，多家券商宣布接入或本地化部署DeepSeek，多应用在内部场景，比如智能代码编写、内部AI办公、风控合规等中台运营管理，提升信息处理效率与决策精准度。后续有望赋能甚至重塑投顾投研、营销和服务、投资投行等核心业务环节。

图表：券商AI应用情况梳理

| 证券公司 | 布局情况                                                                                                                  |
|------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 国金证券 | 完成DeepSeek-R1的本地化部署测试，应用于信息检索、文档处理、行业研究及市场研判等场景，并计划拓展至智能客服、风险管理、投资分析等领域。                                              |
| 国元证券 | 完成DeepSeek-R1的本地化部署及适配性测试，计划将其整合至自主研发的智能服务平台“燎元智能助手”中，覆盖合规问答、业务办理指引、知识查询等场景。                                          |
| 华福证券 | 成功接入DeepSeek-V3和R1两款大模型产品，赋能员工知识问答、辅助软件研发、辅助制定营销方案、增强客户陪伴等业务场景。                                                       |
| 兴业证券 | 完成DeepSeek-V3和R1的接入，并融入数智中台，赋能知识库问答、智能客服、个性化方案制定、研发辅助等场景。                                                             |
| 光大证券 | 完成DeepSeek的私有化部署及多场景应用测试，应用于智能服务助手“光小e”、智能合规、数据服务、软件开发测试等场景。                                                          |
| 国泰海通 | 完成DeepSeek-R1模型的本地化部署，并应用于“君弘灵犀”大模型中，赋能智能问答、智投服务、投教、行业研究、市场分析、合规风控等多个核心业务场景。                                          |
| 中金财富 | 通过火山引擎对接DeepSeek-R1和V3，主要测试证券市场知识能力，并计划应用于智能投顾助手IC-Copilot7，帮助投顾分析市场热点和整体趋势。                                          |
| 广发证券 | 完成DeepSeek-V3和R1的接入，并上线基于DeepSeek的微信小程序，优化智能客服、代码生成辅助、智能投研等场景。                                                        |
| 中泰证券 | 完成DeepSeek-R1的本地化部署，正在进行问答、文档、投顾、投研、代码生成等场景的测试研究，计划应用于财富管理、投行业务等领域。                                                   |
| 国信证券 | 完成DeepSeek-R1-Distill-32B模型的本地部署，并引入了云端的V3、R1等系列版本，为后续应用打下坚实基础。                                                       |
| 国盛证券 | 完成DeepSeek的本地化部署。未来将基于DeepSeek实现智能客户问答、智能系统运维等场景，同步推进“国盛通”平台在业务协同等场景的功能集成，加速构建覆盖全业务链条的AI赋能生态，为企业数字化转型注入新动能，提升公司数字化水平。 |

## 2.3三重催化之三——并购重组

2023年以来行业公布多项重大并购重组事件，并购主题持续发酵。1) 6月6日，证监会核准中央汇金成为长城国瑞证券等8家金融机构的实际控制人；2) 国信并购案临近审核，6月13日，国信证券公告其发行股份收购万和证券96.08%股权事项，将于6月19日接受深交所并购重组委审核，进一步强化券商收并购预期。

图表：上市券商并购重组进展

| 序号 | 相关方       | 公告时间    | 进展情况                                                                                                                                        |
|----|-----------|---------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1  | 国联证券/民生证券 | 2025/02 | 公司完成了名称和注册资本的工商变更登记手续，并取得了无锡市数据局换发的营业执照。公司名称由“国联证券”变更为“国联民生证券”，注册资本由28.32亿元变更为54.72亿元。                                                      |
| 2  | 方正证券/平安证券 | 2022/12 | 公司控股股东拟变更为新设立的新方正集团。由于中国平安拟通过其控股子公司中国平安人寿保险股份有限公司设立的SPV持股平台，持有新方正集团股权并间接控制公司，因此方正证券的实际控制人也将变更为中国平安。                                         |
| 3  | 浙商证券/国都证券 | 2024/12 | 浙商证券公告，重庆国际信托等8家公司持有的国都证券19.97亿股股份已完成过户登记，全部划转至浙商证券。本次股份变动完成后，浙商证券合计持有国都证券34.25%的股权。                                                        |
| 4  | 华创证券/太平洋  | 2023/12 | 华创证券母公司华创云信发布公告称，公司董事会审议通过了《关于公司子公司华创证券拟控股太平洋证券的议案》。公告显示，华创证券作为太平洋证券股东资格如获核准，将到法院领取执行裁定书，办理股权过户手续，并拟在太平洋证券董事会换届时取得相应董事席位，成为其控股股东。           |
| 5  | 西部证券/国融证券 | 2025/02 | 证监会已依法受理国融证券变更主要股东及实控人。                                                                                                                     |
| 6  | 国信证券/万和证券 | 2025/06 | 深圳证券交易所并购重组审核委员会定于2025年6月19日召开2025年第7次并购重组审核委员会审议会议，审核公司交易事项。                                                                               |
| 7  | 国泰君安/海通证券 | 2025/03 | 2025年3月13日，公司收到中国证券登记结算有限责任公司上海分公司出具的《证券变更登记证明》，本次换股吸收合并及募集配套资金发行的A股股份登记已完成。2025年3月14日，本次换股吸收合并的H股换股实施亦已完成。                                 |
| 8  | 国盛金控/国盛证券 | 2025/02 | 公司收到了中国证监会出具的《关于核准国盛金融控股集团股份有限公司吸收合并国盛证券有限责任公司的批复》。吸收合并完成后，国盛证券解散，国盛金控名称变更为国盛证券股份有限公司，并依法承接国盛证券各分支机构、业务以及江信基金管理有限公司5400万元人民币出资（占注册资本比例30%）。 |

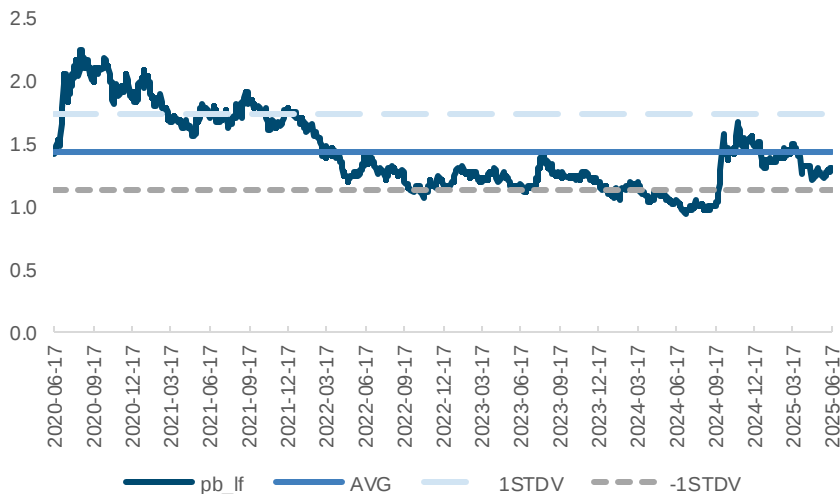
# 03 盈利预测与 投资建议

---

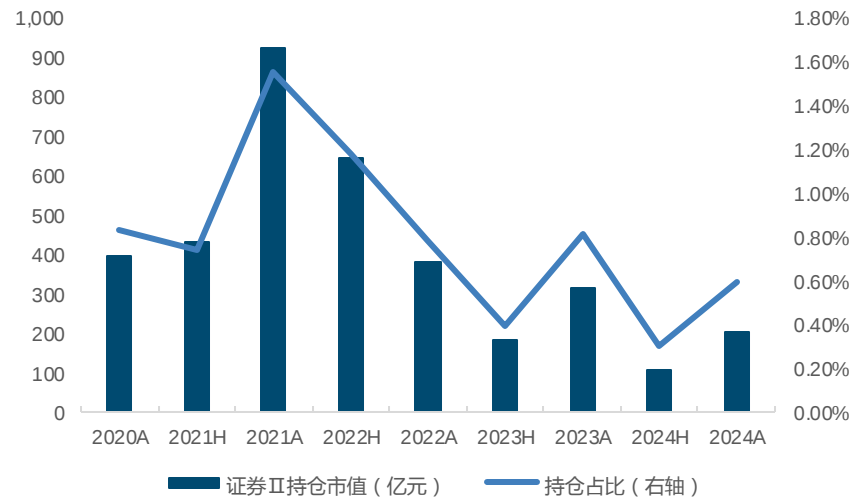
## 3.1投资建议

当前券商板块仍有低估值、低持仓的特性，在公募增配、业绩高增、并购主题三重催化下估值有望提升。估值方面，截至6月19日，券商板块（申万二级）PB估值为1.3倍，处于10年28%分位。从历史行情来看，ROE 6%左右的情况下，对应PB可以修复到1.8倍左右、PE可修复至30倍左右。虽然二十年来估值中枢随着行业ROE下降而有所下行，但当前板块20倍的PE及1.3倍的PB估值仍与盈利能力有较大的错配，看好后续券商板块的估值修复。持仓方面，截至2024年末，主动权益基金持有证券板块市值204亿元，持仓占比为0.60%，处于近五年相对地位，交易拥挤度较低。

图表：证券行业（申万二级）PB估值



图表：主动权益型基金证券板块持仓处于相对低位



## 3.2选股思路

证券板块方面，我们沿着三重催化的思路寻找标的：

- 主动基金超低配的权重券商：建议关注东方财富、中信证券。
- 有业绩且估值显著低于平均水平的优质券商：建议关注广发证券、华泰证券、兴业证券。
- 收并购潜在标的：推荐中国银河，建议关注中金公司H、信达证券、东兴证券。

除了证券板块，多元金融板块亦有受益于市场活跃度提升以及积极政策的标的：

- 有望迎来戴维斯双击的标的：香港交易所。ADT增长有望驱动业绩与估值提升（25/05 ADT为2103亿元，同比+50%；累计ADT为2423亿元；截至25/05末上市公司数量2633家，同比+23家）。
- 有望受益于创投行业政策的标的：四川双马。公司管理基金的已投项目——奕斯伟科技（2024/12/24状态更新为已问询）、奕斯伟计算技术（2025/5/30向港交所递交上市申请）、邦德激光（高端装备，2024/1/3进行上市辅导备案）、屹唐半导体（2025/3/13证监会批复注册）、群核科技（“杭州六小龙”之一，2025/2/14向港交所递交上市申请）、丽豪半导体（拟最快2025年下半年赴港IPO，集资10亿元）等有望在25年上市。
- 业绩高增长确定性较强的多元金融标的，推荐盛业、九方智投控股；高股息多元金融标的，建议关注远东宏信、中信股份。

- **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；
- **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；
- **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；
- **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放大。

# 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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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。

获取更多研究服务，欢迎访问国金研究小程序



最新研报

会议路演

研究专题