分析师：张洋
登记编码：S0730516040002
zhangyang-yjs@ccnew.com 021-50586627

稳字当头，稳中有进

——证券行业2025年半年度投资策略

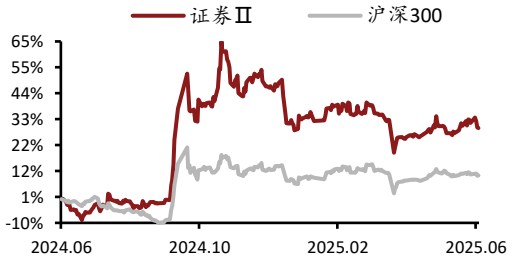
证券研究报告-行业半年度策略 **同步大市(维持)**

发布日期：2025年06月23日

盈利预测和投资评级

公司简称	25BVPS	26BVPS	25P/B	评级
中信证券	18.61	19.36	1.39	增持
国泰海通	18.62	19.61	0.99	增持
中国银河	10.74	11.28	1.49	增持
东吴证券	8.67	8.95	1.01	增持
长江证券	6.58	6.84	0.99	增持
国金证券	9.56	9.97	0.87	增持

证券Ⅱ相对沪深300指数表现



资料来源：聚源、中原证券研究所

相关报告

《证券Ⅱ行业专题研究：零售经纪、两融业绩贡献度明显上升，自营仍是核心变量》 2025-05-29

《证券Ⅱ行业月报：券商板块2025年4月回顾及5月前瞻》 2025-05-27

《证券Ⅱ行业点评报告：《推动公募基金高质量发展行动方案》点评：以投资者为本，强化利益绑定》 2025-05-14

联系人：李智
电话： 0371-65585629
地址： 郑州郑东新区商务外环路10号18楼
地址： 上海浦东新区世纪大道1788号T1座22楼

投资要点：

- **资本市场平稳运行是当前的政策主基调。**2025年4月25日，中央政治局召开会议提出“持续稳定和活跃资本市场”，充分体现了中央对于资本市场发挥稳市场、稳预期作用的高度重视。为系统性落实中央政治局会议精神，2025年5月7日，中国人民银行、金融监管总局、证监会推出一揽子金融政策支持稳市场稳预期。整体看，当前资本市场平稳运行已上升至战略高度，2025年资本市场将在营造良好的财富效应，通过强大的辐射和带动效应引导预期、促进消费，支持科技创新、推动新质生产力发展等方方面面持续发挥重要作用。

- **证券行业24/25Q1整体经营情况回顾。**2024年证券行业营收同比回升11.15%，净利同比回升21.35%。2025年一季度42家单一证券业务上市券商营收同比增长24.60%，归母净利同比增长83.48%，增幅明显扩大。

- **证券行业2025年全年前瞻。**经纪：行业经纪业务景气度将回升至近年来的高位，零售经纪业务将贡献经纪业务收入的主要增量。自营：在行业自营业务收入占比连续两年快速提升并于2024年创近十年新高后，2025年自营业务收入占比将向均值复归。投行：投行业务总量有望在并购重组业务的带动下触底回升，投行业务将实现边际改善。资管：资管业务的下行压力将有所加大，但对行业整体经营业绩的边际影响相对有限。利息：利息收入增加而利息支出减少，利息净收入将扭转连续三年的下降趋势实现明显回升。

- **投资策略。**2025年上半年券商指数震荡回落、走势偏弱，跑输沪深300指数。券商板块出现全面调整，板块平均P/B回落至1.30倍-1.40倍的相对低位区间内波动。在“持续稳定和活跃资本市场”的政策定调下，2025年下半年证券行业的整体经营环境将稳字当头、稳中有进。按季度看，2025年第二季度行业整体经营业绩的同比压力相对较轻，第三季度、第四季度业绩的同比压力将逐季增大。预计上市券商整体经营业绩的同比增幅将在下半年明显收窄，全年盈利预期将同步资本市场保持平稳。2025年证券行业将持续处于新一轮上升周期中，维持行业“同步大市”的投资评级。如果下半年资本市场能够在平稳运行的前提下进一步活跃，券商板块仍存向上挑战2016年以来平均估值的预期，积极保持对券商板块的持续关注。以三条思路配置券商板块，思路一：龙头类上市券商仍有望在板块再度走强时发挥中军引领效应。思路二：能够在市场再度活跃时快速释放业绩弹性的上市券商。思路三：个股估值明显低于板块平均估值的上市券商。重点推荐公司：中信证券、国泰海通、中国银河、东吴证券、长江证券、国金证券。

风险提示：1.权益及固收市场波动导致证券行业基本面改善的程度不及预期；2.券商股价短期波动风险；3.资本市场改革的政策效果不及预期；4.超预期事件导致2025年证券行业的盈利预期与实际经营业绩产生明显偏差。

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

内容目录

1. 资本市场平稳运行是当前的政策主基调 5
1.1. 持续稳定和活跃资本市场 5
1.2. 一揽子金融增量政策稳市场稳预期 6
1.3. 证监会持续完善“1+N”政策体系 9
1.3.1. 提升投资比例、延长考核周期，打通中长期资金入市卡点堵点 9
1.3.2. 以投资者为本，强化利益绑定 11
2. 2024 年及 2025Q1 证券行业整体经营情况回顾 12
2.1. 2024 年证券行业资本实力续创历史新高 12
2.2. 2024 年证券行业经营业绩实现同比增长，25Q1 增幅明显扩大 13
2.3. 2024 年自营业务占比创近十年新高，25Q1 上市券商各主营业务实现全面增长 14
3. 证券行业各分业务回顾及 2025 年全年前瞻 16
3.1. 经纪业务回顾及 2025 年全年前瞻 16
3.1.1. 经纪业务回顾 16
3.1.2. 经纪业务全年前瞻 20
3.2. 自营业务回顾及 2025 年全年前瞻 22
3.2.1. 自营业务回顾 22
3.2.2. 自营业务全年前瞻 24
3.3. 投行业务回顾及 2025 年全年前瞻 26
3.3.1. 投行业务回顾 26
3.3.2. 投行业务全年前瞻 29
3.4. 资管业务回顾及 2025 年全年前瞻 30
3.4.1. 资管业务回顾 30
3.4.2. 资管业务全年前瞻 32
3.5. 信用业务回顾及 2025 年全年前瞻 33
3.5.1. 信用业务回顾 33
3.5.2. 信用业务全年前瞻 35
4. 投资策略 36
4.1. 2025 年上半年券商指数震荡回落、走势偏弱，跑输沪深 300 指数 36
4.2. 券商板块出现全面调整，仅个别个股逆势有所表现 36
4.3. 券商板块估值再度回落至相对低位 37
4.4. 投资建议 38
4.4.1. 2025 年证券行业盈利预期将同步资本市场保持平稳 38
4.4.2. 券商板块仍存向上挑战 2016 年以来平均估值的预期 38
4.4.3. 以三条思路配置券商板块 38
4.4.4. 重点推荐公司 39
5. 风险提示 41

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

图表目录

图 1：证券行业总资产（万亿元）续创历史新高 13
图 2：证券行业净资产（万亿元）续创历史新高 13
图 3：2024 年证券行业营业总收入（亿元）同比+11.15% 14
图 4：2024 年证券行业净利润总额（亿元）同比+21.35% 14
图 5：2012-2024 年证券行业收入结构 15
图 6：24/25H 日均股票成交量（亿元）连创历史新高 16
图 7：24/25H 股票成交总量（万亿元）增幅持续扩大 16
图 8：24/25H 北向资金成交占比高位震荡 17
图 9：2024 年行业平均净佣金率降幅明显收窄 17
图 10：24/25H 新发基金份额（亿份）先稳后再降 17
图 11：24/25H 权益类基金的新发占比持续回升 17
图 12：24/25H 被动指数型新发基金占比持续走高 18
图 13：25Q1 被动股票型基金出现首次净赎回（亿份） 18
图 14：24/25H 公募基金净值（万亿元）再创新高 19
图 15：24/25H 权益类公募净值（万亿元）企稳回升 19
图 16：24/25Q1 上市券商经纪业务手续费净收入（合并口径，亿元）增幅持续扩大 20
图 17：权益区间震荡（截至 6 月 20 日收盘） 22
图 18：固收陷入调整（截至 6 月 20 日收盘） 22
图 19：2024 年 42 家单一证券业务上市券商泛自营业务结构 23
图 20：24/25Q1 上市券商泛自营业务收入（合并口径，亿元）持续回暖 24
图 21：24/25H IPO 规模（亿元）进一步显著走低 27
图 22：24/25H 再融资规模（亿元）先降后升 27
图 23：24/25H 股权融资规模（亿元）触底后明显回升 28
图 24：24/25H 股权融资规模集中度再创历史新高 28
图 25：24/25H 债权融资规模（万亿元）持续放量 28
图 26：24/25H 债权融资规模集中度再创历史新高 28
图 27：24/25H 上市券商投行业务手续费净收入（合并口径，亿元）连续下滑后实现边际改善 29
图 28：24 年行业受托管理资金本金（万亿）企稳回升 31
图 29：24/25H 私募集合资管规模（万亿）持续回升 31
图 30：2018 年以来券商资管业务结构持续优化 31
图 31：24/25H 私募资管投资类型以固收类为主 31
图 32：24/25Q1 上市券商资管业务手续费净收入（合并口径，亿元）连续小幅下滑 32
图 33：24/25H 两融余额（亿元）先降后快速回升 34
图 34：24/25H 两融年度日均余额（亿元）先降后升 34
图 35：24/25H 质押股数（亿股）及占比保持下降趋势 34
图 36：24/25H 市场质押市值（亿元）低位维持震荡 34
图 37：24/25Q1 上市券商利息净收入（合并口径，亿元）由降转为明显回升 35
图 38：截至 2025 年 6 月 20 日收盘，中信二级行业指数证券 II 年内涨跌幅为-9.38% 36
图 39：截至 2025 年 6 月 20 日收盘，42 家单一证券业务上市券商年内涨跌幅 37
图 40：截至 2025 年 6 月 20 日收盘，券商板块平均 P/B（倍）再度回落至相对低位 38

表 1：2023 年 7 月以来中央层面对于资本市场的表述 6
表 2：2025 年 5 月 7 日中国人民银行三类十项金融增量政策汇总 7
表 3：2025 年 5 月 7 日金融监管总局八项金融增量政策汇总 8

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

表 4：2025 年 5 月 7 日中国证监会聚焦三个方面金融增量政策汇总 9
表 5：《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》的主要内容 10
表 6：《推动公募基金高质量发展行动方案》的主要内容 12
表 7：2024 年&2025 年一季度 42 家单一证券业务上市券商归母净利（合并报表，亿元）概况 14
表 8：2024 年 42 家单一证券业务上市券商固收 OCI 概况（合并报表，亿元） 26
表 9：截至 2025 年 6 月 20 日收盘，42 家单一证券业务上市券商 P/B 估值 39
表 10：重点公司估值表（截至 2025 年 6 月 20 日） 40

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

1. 资本市场平稳运行是当前的政策主基调

2024 年三季度末，中央政治局会议提出“要努力提振资本市场”，是 2023 年 7 月政治局会议提出“要活跃资本市场，提振投资者信心”后，再度从战略高度定调资本市场。2024 年 12 月上旬中央政治局会议指出“稳住楼市股市”。2025 年一季度，中央以及两会政府工作报告中均多次重申了“稳住楼市股市”。进入二季度，外部环境不确定性加剧，资本市场一度跟随全球市场出现明显波动。2025 年 4 月 25 日，中央政治局召开会议提出“持续稳定和活跃资本市场”，充分体现了中央对于资本市场发挥稳市场、稳预期作用的高度重视。

为系统性落实中央政治局会议精神，2025 年 5 月 7 日，中国人民银行、金融监管总局、证监会推出一揽子金融政策支持稳市场稳预期。主要看点一是降准 0.5 个百分点，提供长期流动性约 1 万亿元，保持流动性充裕；二是公积金贷款利率下调 0.25 个百分点，持续巩固房地产市场稳定态势；三是优化两项支持资本市场货币政策工具，总额度 8000 亿元，持续稳定和活跃资本市场；四是创设科技创新债券风险分担工具，提供低成本再贷款资金，更好支持科技创新。本次三部委发布的一揽子金融增量政策围绕稳市场、稳预期释放出强烈信号，坚决维护我国股市、债市、汇市等金融市场平稳运行，“以高质量发展的确定性应对外部环境急剧变化的不确定性”。

2024 年以新“国九条”作为纲领性文件的“1+N”政策体系从投资者保护、上市公司质量、行业机构发展、监管能力和治理体系建设等方面，勾画出了资本市场高质量发展的蓝图。2025 年上半年，证监会持续完善“1+N”政策体系、系统化落实新“国九条”，重点出台了《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》、《推动公募基金高质量发展行动方案》等配套政策措施，着力健全资本市场的投资功能，增强资本市场的内在稳定性，加速培育资本市场高质量发展的良好生态。

整体看，当前资本市场平稳运行已上升至战略高度，2025 年资本市场将在营造良好的财富效应，通过强大的辐射和带动效应引导预期、促进消费，支持科技创新、推动新质生产力发展等方方面面持续发挥重要作用。

1.1. 持续稳定和活跃资本市场

2024 年三季度末，中央政治局会议强调“要努力提振资本市场”，是 2023 年 7 月政治局会议提出“要活跃资本市场，提振投资者信心”后，再度从战略高度定调资本市场。随后，中央围绕加大宏观政策逆周期调节力度、扩大国内有效需求，以货币政策、财政政策、推动房地产市场止跌回稳、提振资本市场作为政策“组合拳”推出一揽子增量政策，释放了加力推进经济持续回升向好的积极信号，有效提振了资本市场投资者的信心和情绪，市场交易活跃度显著提升，资本市场显著回暖。2024 年 12 月上旬中央政治局会议将对于资本市场的表述由 “要努力提振资本市场”改为“稳住楼市股市”，随后召开的中央经济工作会议也强调“稳住楼市

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

股市”。2025 年一季度中央层面以及两会《政府工作报告》中均多次重申了“稳住楼市股市”，显示 2024 年三季度末以后资本市场的显著回暖符合中央的阶段性预期。

2025 年 4 月 25 日，中央政治局会议进一步提出“持续稳定和活跃资本市场”，充分体现了中央对资本市场在巩固经济持续回升向好、抵御外部冲击影响等方面所发挥重要作用的肯定。稳定是资本市场健康发展的基础，活跃是资本市场实现高质量发展的保障，二者相辅相成。其中，稳定是活跃的前提，资本市场平稳健康运行、各项政策连贯可预测，有助于稳定市场信心、稳定市场预期，有助于稳定市场投融资功能的正常发挥；活跃是稳定的进阶形态，在保持市场平稳运行的同时，持续健全投融资相协调的市场功能，不断增强市场活力、吸引各类投资者积极参与，进一步提升市场流动性、满足多元化投融资需求。一个稳定和活跃的资本市场不仅能够在营造良好的财富效应、拓宽居民财产性收入渠道等方面发挥积极作用，进而通过强大的辐射和带动效应引导预期、促进消费，还能够与实体经济协同互动，助力并推动科技创新、新质生产力发展，增强我国经济高质量发展的内生动力，为我国经济穿越周期、转型升级发挥核心枢纽功能。

表 1：2023 年 7 月以来中央层面对于资本市场的表述

时间	出处	表述
2023 年 7 月	中央政治局会议	要活跃资本市场，提振投资者信心
2023 年 10 月	中央金融工作会议	更好发挥资本市场枢纽功能 活跃资本市场
2024 年 3 月	两会《政府工作报告》	增强资本市场内在稳定性
2024 年 4 月	中央政治局会议	多措并举促进资本市场健康发展
2024 年 9 月	中央政治局会议	要努力提振资本市场，大力引导中长期资金入市，打通社保、保险、理财等资金入市堵点
2024 年 12 月	中央政治局会议	稳住楼市股市
2024 年 12 月	中央经济工作会议	稳住楼市股市 深化资本市场投融资综合改革，打通中长期资金入市卡点堵点，增强资本市场制度的包容性、适应性
2025 年 3 月	两会《政府工作报告》	稳住楼市股市 更大力度促进楼市股市健康发展 深化资本市场投融资综合改革，大力推动中长期资金入市，加强战略性力量储备和稳市机制建设
2025 年 4 月	中央政治局会议	持续稳定和活跃资本市场

资料来源：中国政府网、中原证券研究所

1.2. 一揽子金融增量政策稳市场稳预期

2025 年 5 月 7 日，为系统性落实中央政治局会议精神，中国人民银行、金融监管总局、证监会推出一揽子金融政策支持稳市场稳预期。

央行发布三类十项增量政策，保持市场流动性充裕，带动社会综合融资成本稳中有降。央行本次发布的十项增量政策包括数量型政策、价格型政策、结构型政策三类。其中，数量型

政策包括降低存款准备金率 0.5 个百分点，完善存款准备金制度，阶段性将汽车金融公司、金融租赁公司的存款准备金率从目前的 5%调降为 0%。价格型政策包括下调政策利率 0.1 个百分点，下调结构性货币政策工具利率 0.25 个百分点，降低个人住房公积金贷款利率 0.25 个百分点。结构型政策包括增加 3000 亿元科技创新和技术改造再贷款额度，设立 5000 亿元“服务消费与养老再贷款”，增加支农支小再贷款额度 3000 亿元，优化两项支持资本市场的货币政策工具，创设科技创新债券风险分担工具。

央行本次发布的数量型及价格型政策将向市场提供长期流动性约 1 万亿元，有助于降低金融机构的负债成本、稳定净息差，并进一步传导至实体经济，带动社会综合融资成本稳中有降，进而提振市场信心、稳定市场预期，助力稳企业稳经济。结构型政策将持续支持大规模设备更新和消费品以旧换新政策实施，引导商业银行加大对服务消费与养老的信贷支持，支持银行扩大对涉农、小微和民营企业的贷款投放，增强稳定资本市场创新性货币政策工具便利性和灵活性，为科技创新企业和股权投资机构发行低成本、长期限的科创债券融资提供支持。

表 2：2025 年 5 月 7 日中国人民银行三类十项金融增量政策汇总

政策类型	主要内容
数量型	1.降低存款准备金率 0.5 个百分点，预计将向市场提供长期流动性约 1 万亿元
	2.完善存款准备金制度，阶段性将汽车金融公司、金融租赁公司的存款准备金率从目前的 5%调降为 0%
价格型	3.下调政策利率 0.1 个百分点，预计将带动贷款市场报价利率（LPR）同步下行约 0.1 个百分点
	4.下调结构性货币政策工具利率 0.25 个百分点，包括各类专项结构性工具利率、支农支小再贷款利率，抵押补充贷款（PSL）利率
	5.降低个人住房公积金贷款利率 0.25 个百分点，五年期以上首套房利率由 2.85%降至 2.6%，其他期限利率同步调整
结构型	6.科技创新和技术改造再贷款额度由目前的 5000 亿元增加至 8000 亿元
	7.设立 5000 亿元“服务消费与养老再贷款”
	8.增加支农支小再贷款额度 3000 亿元，与调降再贷款利率的政策形成协同效应
	9.优化两项支持资本市场的货币政策工具，互换便利与股票回购增持再贷款合并使用，总额度 8000 亿元
	10.创设科技创新债券风险分担工具，央行提供低成本再贷款资金，通过共同担保等多样化的增信措施，分担债券的部分违约损失风险

资料来源：中国政府网、中原证券研究所

金监局发布八项增量政策，助力稳楼市稳股市，支持小微和民营企业等。金融监管总局本次发布的八项增量政策主要涉及稳楼市、稳股市、支持小微和民营企业、护航外贸发展、支持科技创新共五个方面。其中，稳楼市相关政策包括加快出台与房地产发展新模式相适配的系列融资制度，包括房地产开发、个人住房、城市更新等贷款管理办法，指导金融机构继续保持房地产融资稳定。稳股市相关政策包括拟再批复 600 亿元、进一步扩大保险资金长期投资的试点范围，将保险公司股票投资的风险因子进一步调降 10%，推动完善长周期考核机制。支持小微和民营企业相关政策包括稳定融资供给，降低融资成本，提高贷款审批时效，优化政策协同环境。护航外贸发展相关政策包括推动银行加快落实各项稳外贸政策、强化金融纾困，优化出口信用保险监管政策、加力稳定和扩大外贸企业出口转内销的融资保障、助力扩大内销。支持科技创新相关政策包括优化信贷服务，加快制定科技保险高质量发展的意见、强化保险保障，鼓励保险资金按照市场化原则积极参与创业投资、扩大股权投资。

金监局本次发布的金融增量政策助力持续巩固房地产市场稳定态势，继续支持稳定和活跃资本市场，支持小微企业、民营企业融资。楼市、股市、小微和民营企业涉众面广，相关政策对提振社会预期、畅通内需循环具有重要意义。金监局制定实施护航外贸发展系列政策措施，对受关税影响较大、经营暂时困难的市场主体采用“一企一策”提供精准服务，提供优惠费率、实施快赔预赔以稳定企业接单和出口信心，为外贸企业拓销路打开空间、助力加快内外贸一体化等，有助于稳企业、稳外贸，增强实体经济抵御外部冲击的能力。金监局积极拓展新模式，健全同科技创新相适应的科技金融体制，有助于更好支持科技创新，全力服务新质生产力发展。

表 3：2025 年 5 月 7 日金融监管总局八项金融增量政策汇总

涉及方面	主要内容
稳楼市	1.加快出台与房地产发展新模式相适配的系列融资制度，助力持续巩固房地产市场稳定态势
稳股市	2.进一步扩大保险资金长期投资试点范围，为市场引入更多增量资金
	3.调整优化监管规则，进一步调降保险公司股票投资风险因子，支持稳定和活跃资本市场
支持小微和民营企业	4.尽快推出支持小微企业、民营企业融资一揽子政策，做深做实融资协调工作机制，助力稳企业稳经济
护航外贸发展	5.制定实施银行业保险业护航外贸发展系列政策措施，对受关税影响较大的市场主体提供精准服务，全力帮扶稳定经营、拓展市场
支持科技创新	6.修订出台并购贷款管理办法，促进产业加快转型升级
	7.将发起设立金融资产投资公司的主体扩展至符合条件的全国性商业银行，加大对科创企业的投资力度
	8.制定科技保险高质量发展意见，更好发挥风险分担和补偿作用，切实为科技创新提供有力保障

资料来源：中国政府网、中原证券研究所

证监会聚焦三个方面促进资本市场平稳运行，同时激发市场活力、强化市场功能。一是全力巩固市场回稳向好势头。包括动态完善应对各类外部风险冲击的工作预案，全力支持中央汇金公司发挥好类“平准基金”作用，配合央行健全支持资本市场货币政策工具长效机制。二是突出服务新质生产力发展这个重要着力点。包括近期将择机发布深化科创板、创业板改革政策措施，抓紧发布新修订的《上市公司重大资产重组管理办法》和相关监管指引，大力发展科技创新债券。三是大力推动中长期资金入市。包括协同各方继续提升各类中长期资金入市规模和占比，抓紧印发和落实《推动公募基金高质量发展行动方案》。

证监会主席吴清指出，我国经济回稳向好的态势不断巩固，各有关方面对外部冲击做了政策应对的充分准备，资本市场稳定运行的底气和信心主要来自四个方面。一是中央的坚强领导和维护市场稳定的坚定决心、有力部署。二是资本市场“1+N”政策体系的落地实施，投融资协调的市场生态正加快形成。三是科技创新和产业创新深度融合发展，将为资本市场提供更多有价值的源头活水。四是 A 股市场估值水平明显低于标普 500 等全球主要指数，中国资产的配置价值和吸引力在持续提升。证监会本次聚焦巩固市场回稳向好、服务新质生产力发展、大力推动中长期资金入市三个方面，全力贯彻落实中央政治局“持续稳定和活跃资本市场”的会议精神，“稳”、“进”并重，在全力维护资本市场平稳运行的同时，进一步多措并举激发市场活力、强化市场功能。

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

表 4：2025 年 5 月 7 日中国证监会聚焦三个方面金融增量政策汇总

聚焦方面	主要内容
全力巩固 市场回稳向好势头	强化市场监测和风险综合研判，动态完善应对各类外部风险冲击的工作预案，全力支持中央汇金公司发挥好类“平准基金”作用，配合人民银行健全支持资本市场货币政策工具长效机制，更好发挥市场各参与方的稳市功能
突出服务 新质生产力发展 这个重要着力点	第一，近期将出台深化科创板、创业板改革政策措施，在市场层次、审核机制、投资者保护等方面进一步增强制度包容性、适应性。第二，抓紧发布新修订的《上市公司重大资产重组管理办法》和相关监管指引，更好发挥资本市场并购重组主渠道作用。第三，大力发展科技创新债券，优化发行注册流程，完善增信支持，为科创企业提供全方位、“接力式”的金融服务
大力推动 中长期资金入市	在引导上市公司完善治理、改善绩效，持续提升投资者回报的同时，更大力度“引长钱”，协同各方继续提升各类中长期资金入市规模和占比，抓紧落实《推动公募基金高质量发展行动方案》，更好体现基金管理人与投资者同甘共苦、共同发展、相互成就，努力形成“回报增—资金进—市场稳”的良性循环

资料来源：中国政府网、中原证券研究所

1.3. 证监会持续完善“1+N”政策体系

2025 年上半年，证监会持续完善“1+N”政策体系、系统化落实新“国九条”，1 月联合六部委出台了《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》，5 月出台了《推动公募基金高质量发展行动方案》等政策措施，着力健全资本市场的投资功能，增强资本市场的内在稳定性，加速培育资本市场高质量发展的良好生态。

1.3.1. 提升投资比例、延长考核周期，打通中长期资金入市卡点堵点

2025 年 1 月 22 日，中央金融办、中国证监会、财政部、人力资源和社会保障部、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》。《实施方案》针对商业保险资金、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入市的卡点堵点问题，确定了各类中长期资金提高投资 A 股实际规模、比例的具体明确指标要求，从建立适配长期投资的考核制度、投资政策、市场生态建设等方面作出了针对性的制度安排。

一是提升中长期资金投资比例。明确公募基金持有 A 股流通市值未来三年每年至少增长 10%；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；第二批保险资金的长期股票投资试点将在 2025 年上半年落实到位，规模不低于 1000 亿元，后续还将逐步扩大；稳步提升全国社会保障基金股票类资产投资比例，推动有条件地区进一步扩大基本养老保险基金委托投资规模。

二是延长中长期资金考核周期。明确商业保险资金、全国社会保障基金、基本养老保险基金、企（职）业年金基金、公募基金等各类中长期资金都要全面建立实施三年以上长周期考核；大幅降低国有商业保险公司当年度经营指标考核权重，净资产收益率当年度考核权重不高于 30%，三年到五年周期指标权重不低于 60%；细化明确全国社保基金五年以上长周期考核安排。

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

三是持续优化资本市场投资生态。在资产端，着力推动上市公司质量和投资价值。进一步增加优质上市公司供给，做强活跃并购重组市场，鼓励上市公司通过现金分红、回购注销、股东增持等方式增强主动回报投资者意识。在交易端，不断丰富适合中长期投资的产品和工具供给。允许中长期资金更加积极参与上市公司定增等，在参与新股申购、上市公司定增、举牌认定标准等方面给予保险资管、银行理财与公募基金同等政策待遇，用好用足央行互换便利工具。在机构端，推动不断提升专业服务能力。引导行业机构提升对养老金、商业保险资金等各类中长期资金的服务能力，抓紧完善基金投顾规则制度体系并实现业务试点转常规。在执法端，坚决维护市场“三公”秩序。

表 5:《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》的主要内容

核心要点	主要内容
提升商业保险资金 A 股投资比例与稳定性	1.在现有基础上，引导大型国有保险公司增加 A 股（含权益类基金）投资规模和实际比例 2.对国有保险公司经营绩效全面实行三年以上的长周期考核，净资产收益率当年度考核权重不高于 30%，三年到五年周期指标权重不低于 60% 3.抓紧推动第二批保险资金长期股票投资试点落地，后续逐步扩大参与机构范围与资金规模
优化全国社会保障基金、基本养老保险基金投资管理机制	4.稳步提升全国社会保障基金股票类资产投资比例，推动有条件地区进一步扩大基本养老保险基金委托投资规模 5.细化明确全国社会保障基金五年以上、基本养老保险基金投资运营三年以上长周期业绩考核机制，支持全国社会保障基金理事会充分发挥专业投资优势
提高企（职）业年金基金市场化投资运作水平	6.加快出台企（职）业年金基金三年以上长周期业绩考核指导意见 7.逐步扩大企业年金覆盖范围 8.支持具备条件的用人单位探索放开企业年金个人投资选择 9.鼓励企业年金基金管理人开展差异化投资
提高权益类基金的规模和占比	10.强化分类监管评价约束，优化产品注册机制，引导督促公募基金管理人稳步提高权益类基金的规模和占比 11.牢固树立投资者为本的发展理念，建立基金管理人、基金经理与投资者的利益绑定机制，提升投资者获得感 12.推动私募证券投资基金运作规则落地，依法拓展私募证券投资基金产品类型和投资策略
优化资本市场投资生态	13.引导上市公司加大股份回购力度，落实一年多次分红政策 14.推动上市公司加大股份回购增持再贷款工具的运用 15.允许公募基金、商业保险资金、基本养老保险基金、企（职）业年金基金、银行理财等作为战略投资者参与上市公司定增 16.在参与新股申购、上市公司定增、举牌认定标准方面，给予银行理财、保险资管与公募基金同等政策待遇 17.进一步扩大证券基金保险公司互换便利操作规模

资料来源：中国证监会、中原证券研究所

《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》的发布对于提振市场信心、稳定市场预期具有重要意义。首先，重点引导各类中长期资金进一步加大入市力度，每年至少为 A 股引入几千亿的长期增量资金，预计将主要投向低估值、高股息、高成长、科技创新等行业及领域，有助于引导市场树立价值投资、长期投资、理性投资的理念，进而增强资本市场的内在稳定性。其次，针对考核周期短这一多年来制约中长期资金扩大 A 股投资规模的重点卡点，实施长周期考核，有效熨平短期市场波动对中长期资金业绩的影响，提升中长期资金投资行为的稳定

性，同时也有利于改善各类中长期资金的投资回报。本次《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》的落地将进一步推动各类中长期资金稳步扩大权益投资规模，改善资本市场资金供给与结构，巩固资本市场回升向好的良好局面，同时也有助于各类中长期资金更好实现资产负债管理，实现共赢。

1.3.2. 以投资者为本，强化利益绑定

2025 年 5 月 7 日，证监会印发《推动公募基金高质量发展行动方案》。行动方案坚持以投资者为本的发展理念，探索建立适合中国国情、市情的公募基金发展新模式。

一是优化主动管理权益类基金收费模式，建立浮动管理费收取机制。对新设立的主动管理权益类基金大力推行基于业绩比较基准的浮动管理费收取模式。根据投资者持有期间产品业绩表现适用差异化管理费率，分为基准档、低档、升档三类。试行一年后逐步全面推开。

二是稳步降低基金投资者成本。出台《公募基金销售费用管理规定》，合理调降公募基金的认申购费和销售服务费。引导行业机构适时下调大规模指数基金、货币市场基金的管理费率与托管费率。推动降低基金登记结算、指数授权使用、信息披露、审计及法律服务等相关固定费用。

三是完善行业考核评价制度，强化基金公司与投资者的利益绑定。全面建立以基金投资收益为核心的行业考核评价体系，基金投资收益指标应当涵盖基金产品业绩和投资者盈亏情况，相应降低产品管理规模排名、收入利润等指标的考核权重。对基金投资收益三年以上中长期收益考核权重不低于 80%。强化基金公司、高管与基金经理的强制跟投比例与锁定期要求。督促基金公司建立健全与基金投资收益挂钩的薪酬管理制度，对三年以上产品业绩低于业绩比较基准超过 10 个百分点的基金经理，要求其绩效薪酬应当明显下降；显著超过业绩比较基准的基金经理，可以合理适度提高其绩效薪酬。

四是大力提升公募基金权益投资规模与占比。在基金公司监管分类评价中，显著提升权益类基金相关指标权重。积极支持主动管理权益类基金创新发展，研究推出更多与基金业绩挂钩、投资者回报绑定、鼓励长期持有的浮动费率基金产品。大力发展各类场内外指数基金，持续丰富符合国家战略和发展导向的主题投资股票指数基金。优化权益类基金注册安排。

五是提升行业服务投资者的能力，加快建设一流投资机构。引导基金公司、基金销售机构围绕投资者最佳利益，全面优化投资研究、产品设计、风险管理、市场推广等资源配置，践行长期投资、价值投资、理性投资，努力给投资者带来更优回报。支持各类基金产品协调发展，适配不同风险偏好投资者需求。支持优质头部基金公司业务创新发展，促进资产管理和综合财富管理能力双提升。制定中小基金公司高质量发展示范方案，支持特色化经营、差异化发展。

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

表 6:《推动公募基金高质量发展行动方案》的主要内容

核心要点	主要内容
优化基金运营模式，建立健全基金公司收入报酬与投资者回报绑定机制	1.建立与基金业绩表现挂钩的浮动管理费收取机制。2.强化业绩比较基准的约束作用。3.加强透明度建设。4.稳步降低基金投资者成本
完善行业考核评价制度，全面强化长周期考核与激励约束机制	5.改革基金公司绩效考核机制。6.强化监管分类评价的引导作用。7.重塑行业评价评奖业态。8.督促行业加大薪酬管理力度
大力提升公募基金权益投资规模与占比，促进行业功能发挥	9.加强监管引导与制度供给。10.推动权益类基金产品创新发展。11.优化权益类基金注册安排。12.建立基金销售机构分类评价机制
促进行业高质量发展，加快建设一流投资机构	13.完善基金公司治理。14.强化核心投研能力建设。15.提升服务投资者水平。16.支持各类基金产品协调发展。17.优化行业发展格局。18.夯实行业文化根基
守牢风险底线，提升行业发展内在稳定性	19.完善行业多层次流动性风险防控机制。20.强化对基金长期投资行为的引导。21.持续提升行业合规水平。22.提高行业声誉管理、预期引导能力
强化监管执法，将“长牙带刺”落到实处	23.进一步加大法制供给。24.严格行业机构股权及高管准入要求。25.强化法规制度执行

资料来源：中国证监会、中原证券研究所

《推动公募基金高质量发展行动方案》坚持以投资者为本，强化基金公司与投资者的利益绑定。首先，推行浮动管理费率收取模式、基金经理绩效薪酬与投资业绩挂钩，有助于更好体现与投资者的“同甘共苦”，有力扭转基金公司“旱涝保收”现象。其次，督促行业机构从“重规模”向“重回报”转变，形成行业高质量发展的“拐点”，有助于逐步恢复投资者对公募基金、特别是主动权益类基金的信任度，为行业长远高质量发展奠定坚实基础。

继 2023 年 7 月公募基金费改第一阶段降低管理费及托管费，2024 年 4 月公募基金费改第二阶段降低交易佣金率及佣金分配比例上限后，目前第三阶段费改正在持续推进中。第三阶段费改聚焦公募基金的认申购费和销售服务费，进一步降低基金投资者的综合成本，突出行业发展的人民性特征。对于基金公司而言，未来管理费收入仍有承压空间，降本增效势在必行。头部基金公司通过持续发力指数型产品能够对冲部分收入下行压力，且在渠道优势的加持下能够维持自身行业地位的相对稳固；中小基金公司通过深耕基于业绩比较基准的长期 α 收益，积极践行特色化经营、差异化发展，也能够在行业中占据一席之地。

2. 2024 年及 2025Q1 证券行业整体经营情况回顾

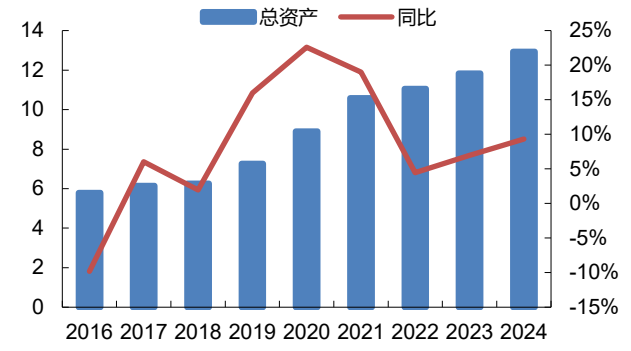
2.1. 2024 年证券行业资本实力续创历史新高

根据中国证券业协会的统计，截至 2024 年底，共有 150 家证券公司，总资产为 12.93 万亿元，净资产为 3.13 万亿元，净资本为 2.31 万亿元，同比分别增长 9.30%、6.10%、5.96%。

2024 年证券行业资本实力续创历史新高，总资产的同比增幅进一步扩大，净资产的同比增幅小幅扩大，总资产的同比增幅明显高于净资产的同比增幅。其中，行业总资产增长主要由客户交易结算资金（含信用交易资金）快速增长所带动（由 2023 年的 1.76 万亿元增长至

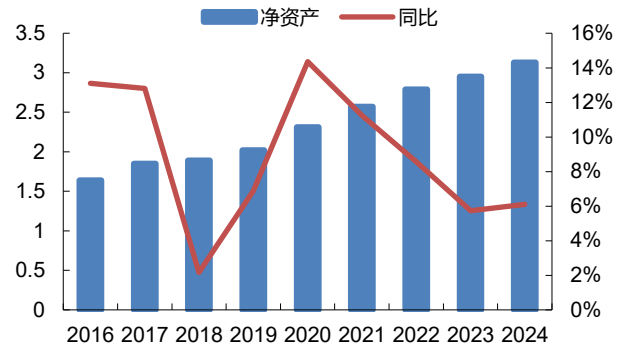
2024 年的 2.58 万亿元），剔除客户交易结算资金（含信用交易资金）后行业平均杠杆率为 3.31 倍，同比微幅下降，杠杆率维持在 2021 年以来的相对高位区间窄幅震荡。

图 1：证券行业总资产（万亿元）续创历史新高



资料来源：中国证券业协会、中原证券研究所

图 2：证券行业净资产（万亿元）续创历史新高



资料来源：中国证券业协会、中原证券研究所

2.2. 2024 年证券行业经营业绩实现同比增长，25Q1 增幅明显扩大

根据中国证券业协会的统计，2024 年证券行业共实现营业收入 4511.69 亿元，同比回升 11.15%；共实现净利润 1672.57 亿元，同比回升 21.35%。2024 年证券行业营业收入、净利润总额均回升至 2016 年以来的次高位。

根据上市券商合并财务报表，2025 年一季度 42 家单一证券业务上市券商（剔除原海通证券）共实现营业收入 1259.30 亿元，同比增长 24.60%；共实现归属于母公司股东的净利润 521.83 亿元，同比增长 83.48%。其中，国泰海通吸收合并原海通证券产生负商誉 85.47 亿元，若剔除该非经常性损益的影响，2025 年一季度上市券商归母净利合计为 436.36 亿元，同比增长 53.43%。

2025 年一季度上市券商的整体经营业绩普遍实现增长，且上市券商之间保持较为鲜明的业绩分化。首先，去年同期权益市场出现明显波动，上市券商业绩普遍承压。由于同比基数较低，在整体经营环境趋于稳定的背景下，25Q1 上市券商的经营业绩普遍回暖，且回暖的幅度较大。其次，24Q1 未开展方向性权益自营业务或者权益方向敞口较低上市券商的业绩表现相对稳定甚至实现逆市增长，但 25Q1 的业绩增速排名靠后甚至逆市出现下滑；而去年同期受极端市场环境冲击造成经营业绩出现明显波动的上市券商，本期则普遍实现了较为明显的业绩修复。去年同期的经营业绩是否受损是造成 2025 年一季度上市券商经营业绩分化的主因。第三，相较头部券商，25Q1 中小券商业绩同比变动的跨度更加显著，并分列归母净利增速的两端，中小券商保持了经营业绩高波动性的特征。

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

图 3：2024 年证券行业营业总收入（亿元）同比+11.15%

资料来源：中国证券业协会、中原证券研究所

图 4：2024 年证券行业净利润总额（亿元）同比+21.35%

资料来源：中国证券业协会、中原证券研究所

表 7：2024 年&2025 年一季度 42 家单一证券业务上市券商归母净利（合并报表，亿元）概况

上市券商	2024		2025Q1		上市券商	2024		2025Q1	
	归母净利	同比	归母净利	同比		归母净利	同比	归母净利	同比
中信证券	217.04	10.06%	65.45	32.00%	东兴证券	15.44	88.39%	3.80	5.37%
华泰证券	153.51	20.40%	36.42	58.97%	华安证券	14.86	16.56%	5.25	87.79%
国泰海通	130.24	38.94%	122.42	391.78%	西部证券	14.03	20.38%	2.91	48.33%
招商证券	103.86	18.51%	23.08	6.97%	信达证券	13.65	-6.95%	2.05	10.82%
中国银河	100.31	27.31%	30.16	84.86%	南京证券	10.02	47.95%	2.77	5.32%
广发证券	96.37	38.11%	27.57	79.23%	首创证券	9.85	40.49%	1.51	-31.42%
国信证券	82.17	27.84%	23.29	89.52%	中泰证券	9.37	-47.92%	3.70	11.61%
中信建投	72.23	2.68%	18.43	50.07%	中银证券	9.06	0.64%	2.80	38.60%
中金公司	56.94	-7.50%	20.42	64.85%	第一创业	9.04	173.28%	1.18	-17.59%
申万宏源	52.11	13.12%	19.77	42.50%	东北证券	8.74	30.70%	2.02	859.84%
东方证券	33.50	21.66%	14.36	62.00%	红塔证券	7.64	144.66%	2.96	147.24%
光大证券	30.58	-28.39%	8.19	20.05%	华西证券	7.28	71.31%	3.01	138.26%
东吴证券	23.66	18.19%	9.80	114.86%	山西证券	7.12	14.86%	2.50	57.39%
财通证券	23.40	3.90%	2.90	-36.52%	西南证券	6.99	16.13%	2.46	6.98%
国元证券	22.44	20.17%	6.41	38.40%	财达证券	6.87	13.32%	1.18	6.34%
方正证券	22.07	2.55%	11.95	52.37%	国海证券	4.28	31.02%	2.00	113.99%
兴业证券	21.64	10.16%	5.16	57.32%	国联民生	3.97	-40.80%	3.76	扭亏为盈
浙商证券	19.32	10.17%	5.56	24.17%	华林证券	3.53	1014.54%	1.03	87.92%
长江证券	18.35	18.52%	9.80	143.76%	中原证券	2.46	16.18%	1.03	-21.28%
国金证券	16.70	-2.80%	5.83	58.82%	太平洋	2.20	-12.17%	0.68	95.06%
长城证券	15.80	9.82%	6.05	71.56%	天风证券	-0.30	-109.67%	0.24	扭亏为盈

资料来源：Wind、中原证券研究所

2.3. 2024 年自营业务占比创近十年新高，25Q1 上市券商各主营业务实现全面增长

根据中国证券业协会公布的行业数据，2024 年证券行业经纪业务、自营业务、投行业务、资管业务、利息净收入、其他收入分别为 1205.92 亿元、1740.73 亿元、350.31 亿元、

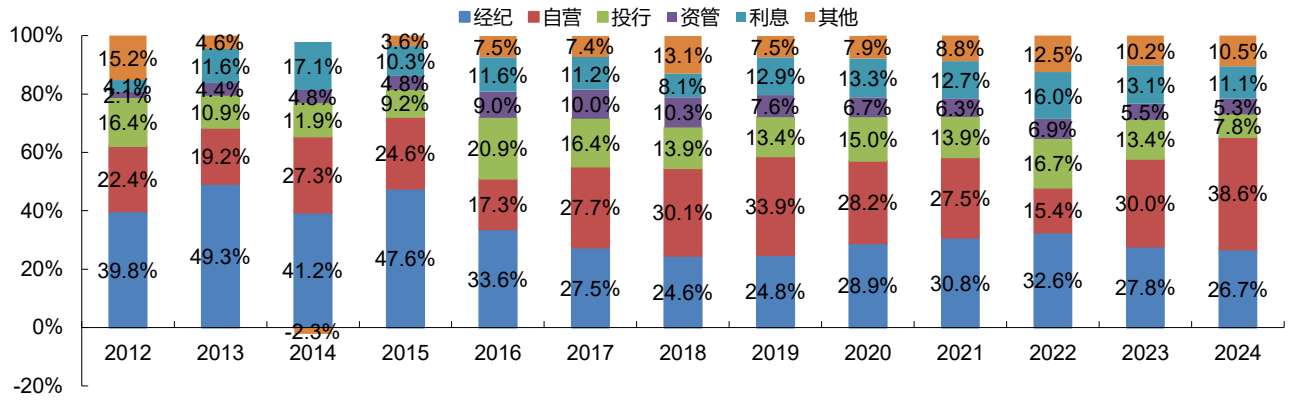
239.47 亿元、501.19 亿元、474.07 亿元，同比分别+16.60%、+43.02%、-35.47%、+6.53%、-5.70%、-6.76%，2024 年行业整体经营业绩企稳回升主要由自营业务、特别是固定收益类自营业务以及经纪业务所带动。其他主营业务中，投行业务连续第三年出现下滑且降幅进一步扩大，利息净收入降幅虽然收窄但同步投行业务连续第三年下滑，持续拖累行业整体业绩；资管业务净收入虽有小幅增长，但对行业整体经营业绩的边际影响有限。

根据中国证券业协会公布的行业数据进行统计，2024 年行业经纪、自营、投行、资管、利息、其他净收入占比分别为 26.7%、38.6%、7.8%、5.3%、11.1%、10.5%，2023 年行业经纪、自营、投行、资管、利息、其他净收入占比分别为 27.8%、30.0%、13.4%、5.5%、13.1%、10.2%。

2024 年行业自营业务收入占比在 2023 年回升至近十年次高位的基础上进一步提高，并创近十年新高，而其他各项业务占比均出现不同程度的下降。其中，经纪业务净收入虽然实现增长，但占比进一步被动下降，并降至近十年的次低位；投行业务净收入占比的绝对降幅最大，并降至近十年新低；资管业务净收入占比小幅被动下降，并维持在近十年来的次低位；利息净收入占比连续第二年出现明显回落。

2024 年行业经纪、自营、利息三个与二级市场行情高度正相关的业务净收入合计占比为 76.42%，同比+5.53 个百分点，主要由自营业务收入占比创近十年新高所带动。

图 5：2012-2024 年证券行业收入结构



资料来源：中国证券业协会、中原证券研究所

注：经纪=代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）+投资咨询业务净收入；投行=证券承销与保荐业务+财务顾问业务净收入

根据上市券商合并财务报表，2025 年一季度 42 家单一证券业务上市券商经纪业务手续费净收入、投行业务手续费净收入、资管业务手续费净收入、利息净收入、投资收益（含公允价值变动）分别为 327.36 亿元、66.72 亿元、101.31 亿元、78.78 亿元、510.35 亿元，同比分别+48.70%、+5.39%、-3.32%、+27.35%、+52.17%。其中，经纪业务同比实现进一步增长且增幅明显扩大，投行业务在连续三年下滑后实现边际改善，资管业务小幅下滑但整体保持相对平稳，利息净收入在连续三年下滑后明显回升，投资收益（含公允价值变动）在同比低基数下实现明显回暖。除资管业务外，2025 年一季度上市券商各主营业务收入实现全面增长，

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

经纪、自营、两融业务贡献了营业收入的主要增量。

3. 证券行业各分业务回顾及 2025 年全年前瞻

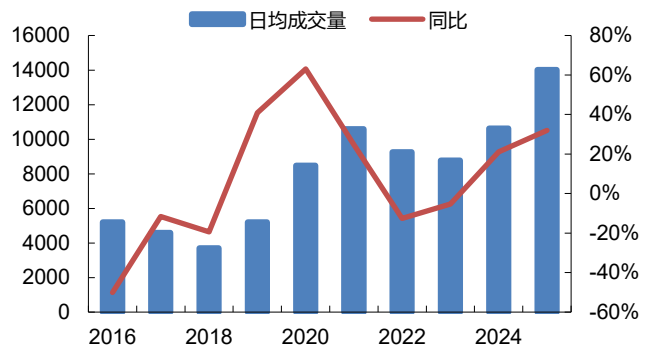
3.1. 经纪业务回顾及 2025 年全年前瞻

3.1.1. 经纪业务回顾

2024 年全市场日均股票成交量创历史新高，25H 增幅进一步明显扩大。根据 Wind 的数据进行统计，2024 年全市场日均股票成交量、成交总量分别为 10623 亿元、257.08 万亿元，同比分别+21.07%、+21.08%，日均股票成交量小幅创历史新高。

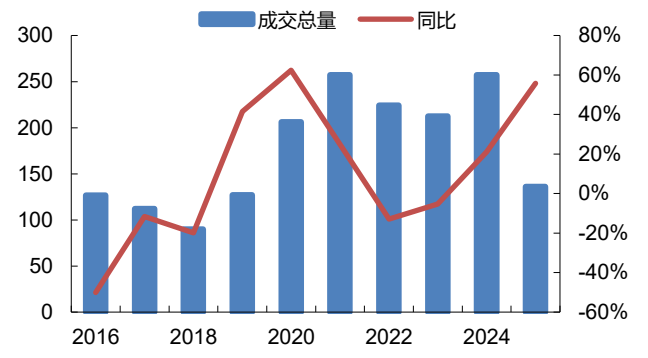
2025 年 1-5 月全市场日均股票成交量为 14016 亿元，较 2024 年全年进一步增长 31.94%，同比+57.46%；成交总量为 135.96 万亿元，同比+55.85%。2025 年 1-5 月全市场日均股票成交量再创历史新高，且增幅较 2024 年进一步明显扩大

图 6：24/25H 日均股票成交量（亿元）连创历史新高



资料来源：Wind、中原证券研究所

图 7：24/25H 股票成交总量（万亿元）增幅持续扩大

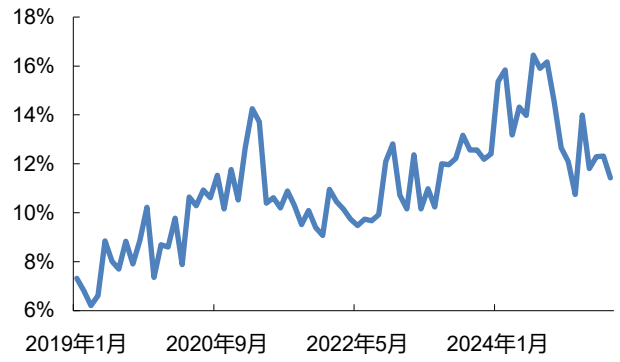


资料来源：Wind、中原证券研究所

2024 年行业平均净佣金率降幅明显收窄。2024 年前三季度北向资金月度成交占比一度提升至 15%以上，第四季度在内资参与度明显提升的背景下，北向资金成交占比被动下降。2024 年北向资金加权平均（按月度成交金额进行加权）成交占比为 13.83%，同比+2.00 个百分点，再创历史新高。2025 年 1-5 月北向资金加权平均（按月度成交金额进行加权）成交占比为 12.36%。

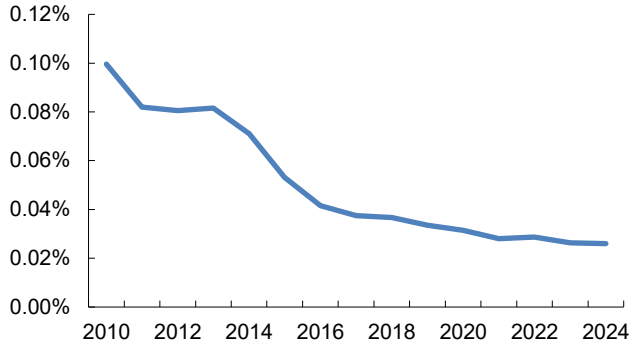
根据中国证券业协会的统计，2024 年行业共实现代理买卖证券业务净收入（含交易单元席位租赁）1151.49 亿元。由此计算，将北向资金成交占比按 2024 年月加权平均值 13.83%的比例剔除后，2024 年行业平均净佣金率为 2.596‰（万分之 2.596），同比-1.3%，降幅明显收窄。

图 8：24/25H 北向资金成交占比高位震荡



资料来源：Wind、中原证券研究所

图 9：2024 年行业平均净佣金率降幅明显收窄

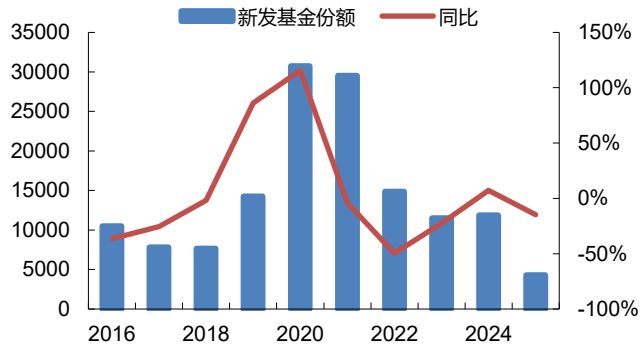


资料来源：中国证券业协会、Wind、中原证券研究所

2024 年新发基金规模暂时止跌企稳，25H 再度转为下滑。根据 Wind 的数据进行统计，2024 年新发基金份额（认购截止日）为 11854 亿份，同比+7.19%，在连续三年明显回落后企稳回升。2024 年股票型、混合型、债券型新发基金占比分别为 18.68%、5.17%、60.91%，其中，股票型+混合型新发基金占比同比+1.56 个百分点，债券型新发基金占比同比-1.04 个百分点，权益类基金的新发占比同比回升，债券型基金的新发占比小幅下降。

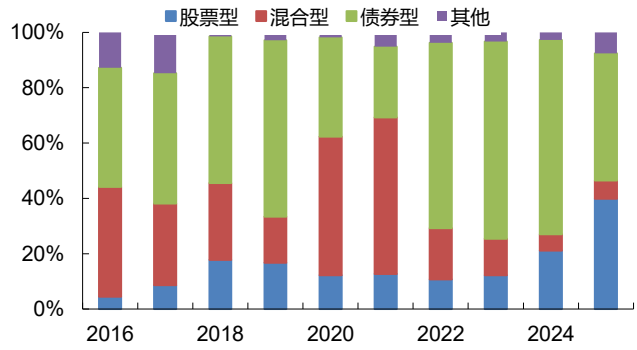
2025 年 1-5 月新发基金份额（认购截止日）为 4287 亿份，同比-14.86%，再度转为下滑。其中，25Q1 新发基金份额（认购截止日）为 2524 亿份，同比+1.54%，环比-23.95%，单季发行规模仍处于 2020 年以来的低位水平。2025 年 1-5 月股票型、混合型、债券型新发基金规模占比分别为 38.86%、6.57%、45.99%，权益类基金的新发占比出现进一步明显提高，债券型基金的新发占比则出现明显下降。

图 10：24/25H 新发基金份额（亿份）先稳后再降



资料来源：Wind、中原证券研究所

图 11：24/25H 权益类基金的新发占比持续回升



资料来源：Wind、中原证券研究所

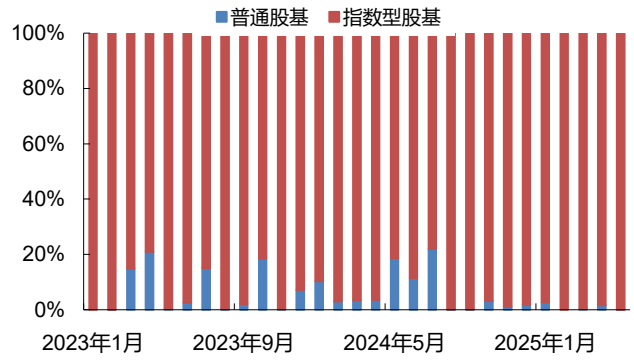
注：其他=QDII 基金+REITs 基金+FOF 基金

被动指数型基金的新发占比持续提高，主动股票型基金的发行依然低迷。根据 Wind 的数据进行统计，2024 年股票型新发基金中，普通股票型基金、被动指数型基金的月算术平均新发占比分别为 6.59%、93.41%，同比-0.27 个百分点、+0.27 个百分点，普通股票型基金的新发占比延续了近年来的低迷态势，被动股票型基金带动股票型新发基金企稳回暖。2025 年 1-5 月，普通股票型基金、被动指数型基金的月算术平均新发占比分别为 0.95%、

99.05%，当前被动指数型基金在股票型新发基金中占据主导。

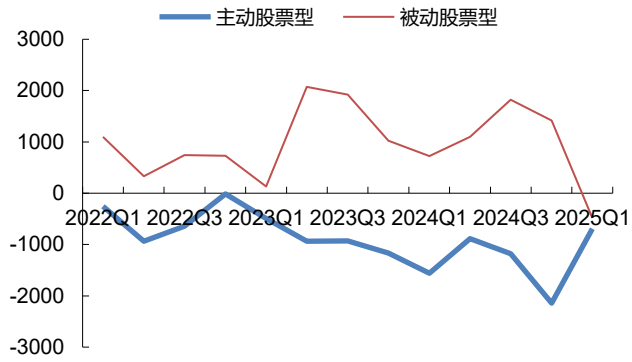
申购赎回净额方面，根据 Wind 的数据进行统计，2022 年以来主动股票型基金（包括普通股票型、偏股混合型、平衡混合型、灵活配置型）连续 13 个季度出现净赎回，特别是 2024 年第四季度主动股票型基金的净赎回份额进一步扩大，2025 年第一季度的净赎回份额则明显收窄。在顶层设计的引导下，被动股票型基金（包括被动指数型、增强指数型）喜迎快速发展的机遇期，2024 年被动股票型基金实现持续净申购且规模维持在历史高位水平，但 2025 年第一季度同步主动股票型基金出现 2022 年以来首次季度净赎回。

图 12：24/25H 被动指数型新发基金占比持续走高



资料来源：Wind、中原证券研究所

图 13：25Q1 被动股票型基金出现首次净赎回（亿份）



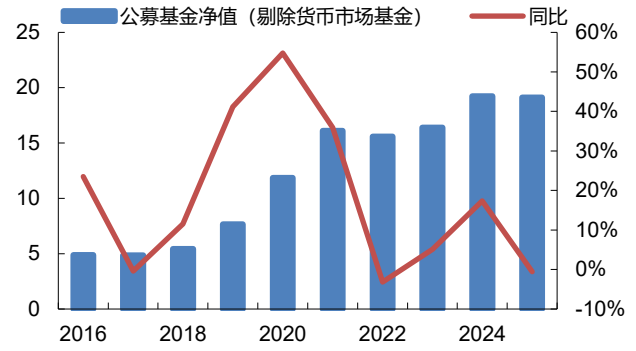
资料来源：Wind、中原证券研究所

24/25H 股票+混合型公募基金净值在连续两年下滑后企稳回升。根据中国证券投资基金业协会的统计，截至 2024 年底，剔除货币市场基金后的公募基金、股票+混合型公募基金净值分别为 19.22 万亿元、7.96 万亿元，同比分别+17.34%、+17.23%。其中，剔除货币市场基金后的公募基金净值总额再创历史新高，股票+混合型公募基金净值在连续两年下滑后企稳回升。

截至 2025 年 4 月底，剔除货币市场基金后的公募基金、股票+混合型公募基金净值分别为 19.12 万亿、8.16 万亿，较 2024 年底分别-5.20%、+2.51%。其中，受债券型公募基金净值下滑（较 2024 年底-4.18%）以及货币型基金净值增长（较 2024 年底+2.81%）的影响，剔除货币市场基金后的公募基金净值总额小幅回落；而在权益市场平稳运行的背景下，股票+混合型公募基金净值仍有小幅回升。

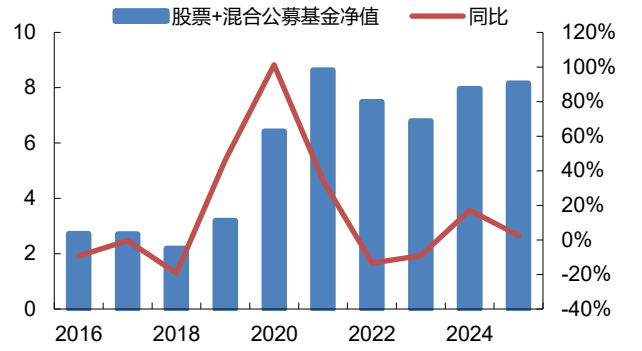
本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

图 14：24/25H 公募基金净值（万亿元）再创新高



资料来源：中国证券投资基金业协会、中原证券研究所

图 15：24/25H 权益类公募净值（万亿元）企稳回升



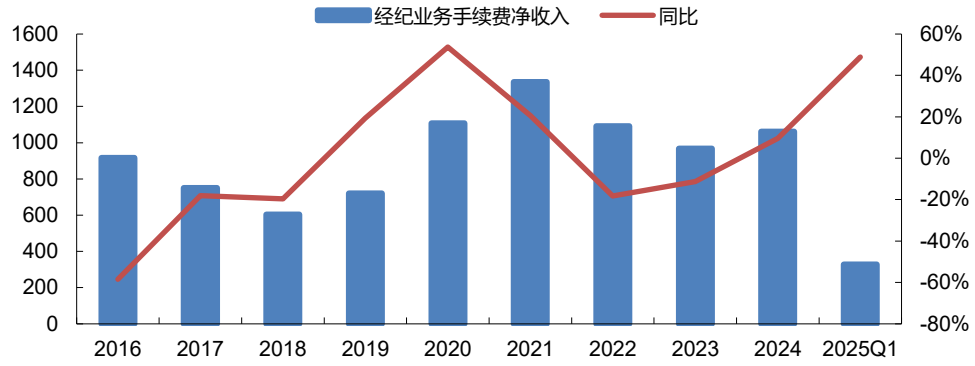
资料来源：中国证券投资基金业协会、中原证券研究所

24/25Q1 上市券商经纪业务增幅持续扩大。根据上市券商合并财务报表，2024 年 42 家单一证券业务上市券商共实现合并口径经纪业务手续费净收入 1060.40 亿元，同比+9.55%，在连续两年下滑后止跌回升。其中，截至 24Q3 上市券商经纪业务手续费净收入同比-13.58%，连续第三年下滑且降幅进一步扩大，但得益于第四季度权益市场显著回暖，2024 年全年上市券商经纪业务手续费净收入最终转为小幅回升，经纪业务实现困境反转。上市券商经纪业务各子业务领域中，代理买卖证券业务、交易单元席位租赁、代销金融产品业务、期货经纪业务合计净收入分别为 751.99 亿元、112.93 亿元、88.65 亿元、107.70 亿元，同比分别+26.10%、-25.90%、-16.40%、-4.80%；在经纪业务手续费净收入中的占比分别为 70.90%、10.60%、8.40%、10.10%，同比分别+9.20pct、-5.30pct、-2.40pct、-1.50pct。从各子业务净收入的同比变动可以看出，2024 年上市券商经纪业务实现困境反转主要由零售经纪业务所带动，而机构经纪业务、代销金融产品业务仍持续承压。

2025 年一季度 42 家单一证券业务上市券商共实现合并口径经纪业务手续费净收入 327.92 亿元，同比+48.95%，连续第二年实现回升且增幅明显扩大。25Q1 上市券商经纪业务手续费净收入的同比增幅明显扩大，但小于全市场日均成交量及成交总量的同比增幅，一是虽然一季度全市场成交总量较去年四季度有所下滑，但仍处于近年来的单季次高位，同比则实现了较大幅度增长，行业代理买卖证券业务景气度维持在近年来的高位；二是公募基金费率改革仍在持续推进中，叠加量化基金的监管力度持续加强，机构经纪业务仍面临压力；三是一季度新发基金规模仍处于 2020 年以来的低位水平，代销金融产品业务暂未明显回暖。

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

图 16：24/25Q1 上市券商经纪业务手续费净收入（合并口径，亿元）增幅持续扩大



资料来源：Wind、中原证券研究所

3.1.2. 经纪业务全年前瞻

全市场日均股票成交量确定性将创历史新高。2024 年三季度末以后市场信心得到极大提振，市场交投情绪空前活跃，A 股市场成交显著放量。2024 年第四季度全市场日均成交量一度创 1.85 万亿元的历史成交天量，带动 2024 年全年日均成交量由前三季度的进一步下滑最终转为明显回升，并小幅创出年度日均股票成交量历史新高。2025 年 1-5 月 A 股市场延续了较高的交易热度。其中，2025 年一季度 A 股市场进入阶段性修整，日均成交量虽有萎缩，但仍达到 1.52 万亿元；进入二季度，受外部环境不确定性加剧的影响，市场交投趋于谨慎，1-5 月全市场日均成交量萎缩至 1.40 万亿元，但仍较 2024 年日均成交量增长超过 30%。从 2025 年 1-5 月全市场日均成交量的变化看，当市场情绪处于阶段性低潮期时，日均成交量仅短暂几个交易日降至万亿元以下，随后即快速回升至万亿元以上，万亿元成为 2025 年全市场日均成交量地量水平的概率较高。

随着外部不确定性逐步趋于缓和、资本市场平稳运行已上升至战略高度以及中央政治局会议再提活跃资本市场，预计 2025 年下半年监管层将持续推出更多稳定和活跃资本市场的政策举措，市场资金有望在多个时段内重回主动寻找投资机会的乐观周期，市场成交仍有望保持良好的外生及内生增长，2025 年全市场日均股票成交量确定性将创历史新高，并且有望明显刷新历史新高的高度，进而在行业平均净佣金率明显下滑的背景下推动代理买卖证券业务景气度回升至 2016 年以来的高位水平。

机构经纪业务仍有承压。量化私募方面，2025 年 4 月 3 日沪深北交易所同步发布《程序化交易管理实施细则》，明确了投资者单个账户每秒申报、撤单的最高笔数达到 300 笔以上，或单个账户单日申报、撤单的最高笔数达到 20000 笔以上，均被认定为高频交易。新规对高频交易实施差异化管理，包括额外报告要求、适当提高收费标准、从严管理异常交易行为等，重点加强高频交易监管。新规将于 7 月 7 日起正式实施，2025 年下半年量化基金将进入精细化、制度化监管的新时期。在市场舆论以及监管压力下，量化投资交易策略、降低交易频率、加强合规意识及风险管理、更加审慎的进行投资交易将成为必然。作为近年来行业内各公司重点发力的机构经纪业务新兴领域，2025 年下半年量化私募仍将处于适应监管强化后的

规范转型期，预计全年相关业务收入仍有一定的下行空间。公募基金方面，一是已于 2024 年 7 月 1 日起实施的《公开募集证券投资基金证券交易费用管理规定》明确调降公募基金股票交易佣金费率并降低佣金分配比例上限；建立佣金费率动态调整机制，并根据全市场费率变化情况，定期调整公募基金股票交易佣金费率。2024 年 6 月 30 日，各公募基金管理人已按照中基协公布的 2022 年市场平均股票交易佣金率 2.62‰完成调降。截至目前，虽然新的佣金率水平尚未公布，但由于近年来行业平均净佣金率仍有小幅走低，预计主动、被动股票型基金均有进一步降佣的空间。二是从近年来股票型新发基金及申购赎回相关数据可以看出，被动指数型基金在股票型基金存量规模中的占比持续提升，由于被动指数型基金执行的佣金率水平仅为主动股票型基金的 50%，股票型基金内部结构的变化将压低机构经纪业务的整体佣金率水平。受上述两个主要因素的影响，预计 2025 年全年行业机构经纪业务仍将承受一定的下行压力。

代销金融产品业务难有明显起色。一是 2024 年公募基金费改第二阶段明确公募基金的佣金仅能用于支付研究服务，销售激励由支付交易佣金转为基金公司费用。2025 年 5 月 7 日发布的《推动公募基金高质量发展行动方案》指出将出台《公募基金销售费用管理规定》，合理调降公募基金的认申购费和销售服务费。虽然中长期监管层引导公募基金销售向直销和基于基金投顾的买方模式转型，但短期内激励下降并不利于基金销售的快速回暖。二是 2025 年以来虽然权益市场整体维持区间震荡，结构性行情的特征较为明显，权益类基金的整体净值稳中有升，但幅度相对有限。其中，主动股票型基金持续处于净赎回状态、被动股票型基金也出现 13 个季度以来首次季度净赎回，投资者对于权益类基金的信任度仍有待恢复。三是 2023 年以来被动股票型基金在新发股票型基金中占据主导，而被动股票型基金的销售费用与主动型存在明显差距，相同的收入水平需要对应更高的销售规模，但 25Q1 被动股票型基金出现近年来首次季度净赎回显示当前被动股票型基金的市场容量或已进入阶段性瓶颈期，进一步打开规模空间需要场外各类资金的持续流入。四是 2025 年以来固收市场行情明显降温，债券型公募基金的净值小幅回落，固定收益类金融产品的销售面临同比下滑。在“持续稳定和活跃资本市场”的政策定调下，2025 年下半年代销金融产品业务的展业环境有望稳中向好，但受制于上述四点因素，预计 2025 年全年代销金融产品业务难有明显起色。

经纪业务景气度将回升至近年来的高位。基于我们对全年日均成交量以及机构经纪业务、代销金融产品业务的前瞻，预计 2025 年全年日均成交量增长带来的收入增量能够完全对冲行业平均净佣金率下滑造成的收入减量，零售经纪业务将贡献经纪业务收入的主要增量，机构经纪业务仍有承压，代销金融产品业务难有明显起色，2025 年全年行业经纪业务景气度将在零售经纪业务的助力下回升至近年来的高位。机构经纪业务相对弱势、零售经纪业务占据主导的部分中小券商有望连续第二年跑赢上市券商均值。

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

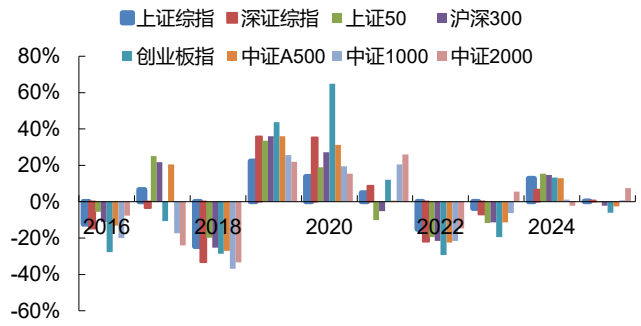
3.2. 自营业务回顾及 2025 年全年前瞻

3.2.1. 自营业务回顾

权益区间震荡、固收陷入调整。权益类自营业务方面，2024 年权益市场前三季度整体延续弱势表现；临近三季度末，各权益类指数出现快速反弹，并于四季度展开持续性的修复行情，将前三季度跌幅尽数收复的同时出现不同程度的上涨，近三年来权益市场的弱势特征得到显著改观。2024 年行业权益类自营业务的经营环境前三季度依然较为低迷，三季度末以后实现显著改善。2025 年一季度我国港股市场受产业催化出现中国科技资产价值重估行情，并在春节假期后传导至 A 股市场，带动各主要权益类指数在经历去年年底至今年年初的中期修正后重回震荡回升趋势；4 月上旬受外部环境不确定性加剧的影响，权益市场一度出现明显波动，并创去年四季度权益市场反弹修复以来新低，随后市场各方全力维护资本市场平稳运行，各主要权益类指数逐步震荡回升收复失地。2025 年以来权益市场整体呈现区间震荡，市场再现较为显著的结构性行情，行业权益类自营业务的经营环境虽然一度有所波动但整体持稳。截至 2025 年 6 月 20 日，上证指数上涨 0.24%、深证综指上涨 0.59%、上证 50 指数下跌 0.41%、沪深 300 指数下跌 2.24%、创业板指下跌 6.15%、中证 A500 指数下跌 2.53%、中证 1000 指数上涨 0.70%、中证 2000 指数上涨 7.53%。

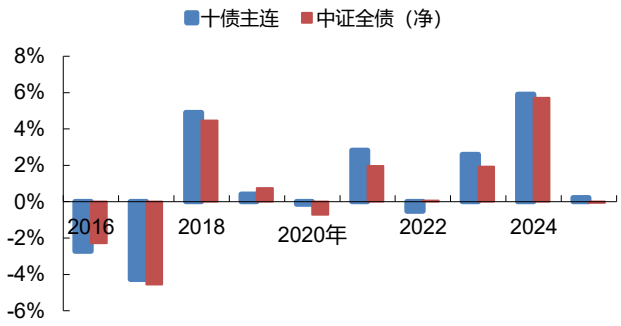
固定收益类自营业务方面，2024 年固收市场的强势特征进一步加强，期间虽有阶段性调整，但全年整体保持单边震荡上涨的强趋势，并于年末以近乎全年最高点收盘。其中，十年期国债期货指数上涨 5.91%，创历史最大年度涨幅；中证全债（净）指数上涨 5.72%，创 2009 年以来最大年度涨幅。2024 年行业固定收益类自营业务持续处于高景气度状态，并贡献了年度投资收益的主要增量。进入 2025 年，受监管力度加强、降准降息预期扰动、利率债供给增加、市场资金面偏紧、权益市场风险偏好阶段性回升等多方面因素的影响，一季度各固定收益类指数出现近年来最大幅度的季度调整，二季度以来在权益市场出现波动后固收指数明显转强，并将一季度跌幅尽数收复。截至 6 月 20 日，十年期国债期货指数上涨 0.22%，中证全债（净）指数下跌 0.06%。整体看，2025 年以来固收市场在经历最大年度涨幅后进入高位震荡整理周期，行业固定收益类自营业务的经营环境显著降温。

图 17：权益区间震荡（截至 6 月 20 日收盘）



资料来源：Wind、中原证券研究所

图 18：固收陷入调整（截至 6 月 20 日收盘）

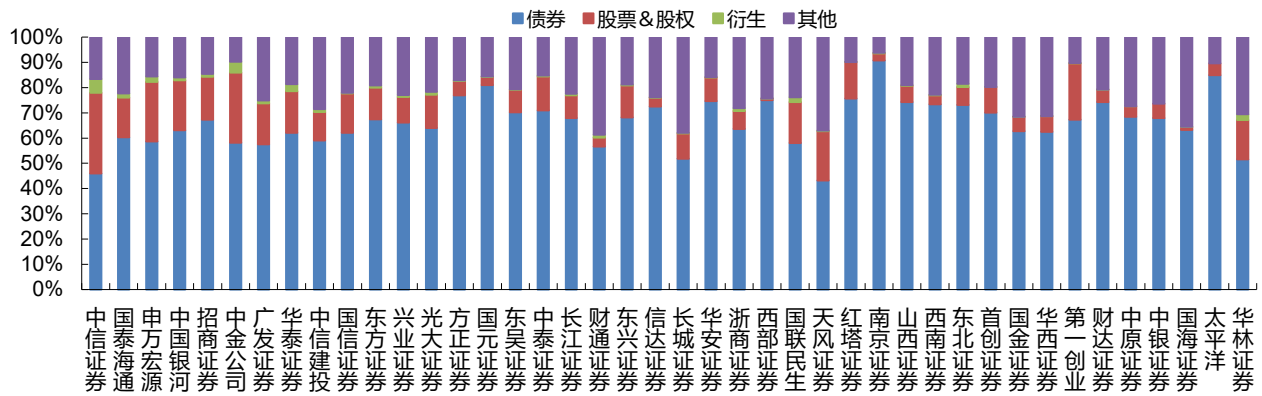


资料来源：Wind、中原证券研究所

2024 年上市券商泛自营资产配置以固收为主，股票&股权资产占比进一步下降。根据上市券商合并财务报表，截至 2024 年底，42 家单一证券业务上市券商泛自营业务中，债券、股票&股权、衍生、其他合计占比分别为 60.95%、17.65%、1.94%、19.46%，同比分别+2.80pct、-0.82pct、-0.08pct、-1.90pct。共 40 家上市券商固定收益类金融资产在泛自营资产配置中的比例超过 50%，同比+5 家，仅中信证券（40.02%）、中金公司（42.99%）固收资产配置比例在 50%以下；共 3 家上市券商固收金融资产占比超过 80%，同比-6 家，分别为国元证券（80.98%）、太平洋（84.92%）、南京证券（90.72%）。整体看，上市券商泛自营资产配置持续以债券等固定收益类金融资产为主，并且截至 2024 年底固收资产配置比例同比进一步提升。32 家中小券商的固收资产算术平均配置比例为 68.39%，高于前 10 位头部券商的 53.22%，主要由于一是中小券商的收入来源相对单薄，近年来对权益方向性自营业务的开展普遍趋于谨慎；二是中小券商权益中性业务的规模与头部券商相比存在较大差距。

头部券商持有的股票&股权资产占比普遍高于中小券商，具体为中信证券（31.96%，同比+1.18pct）、中金公司（27.84%，同比-10.83pct）、申万宏源（23.64%，同比-6.82pct）、中国银河（19.75%，同比-1.24pct）、招商证券（16.91%，同比+1.30pct）、华泰证券（16.56%，同比-9.66pct）、广发证券（16.29%，同比+1.97pct）、国信证券（15.67%，同比+2.97pct）、国泰海通（15.63%，同比+0.89pct）、中信建投（11.40%，同比-0.28pct），共 5 家头部券商股票&股权资产的配置比例同比出现提高，共 5 家出现下降。其中，头部券商股票&股权资产配置比例出现下降的幅度要明显高于提高的幅度，预计一是 2024 年前三季度权益市场仍处于弱势周期中，特别是一季度权益市场的明显波动对上市券商的经营业绩产生了较大压力，部分头部券商基于自身的风险承受能力减少了权益方向性业务的投资规模；二是 2024 年场外衍生品业务的监管力度进一步加强，部分头部券商根据自身业务布局及风控要求对权益类中性业务的开展力度进行了阶段性调整。

图 19：2024 年 42 家单一证券业务上市券商泛自营业务结构



资料来源：Wind、中原证券研究所

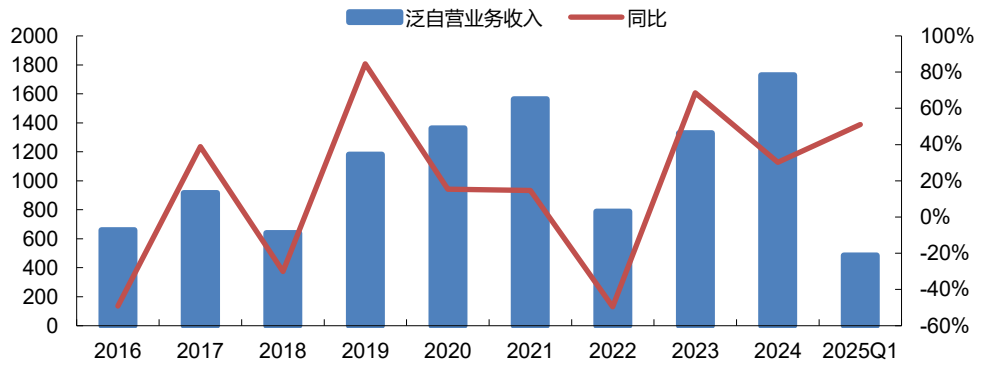
注：债券=交易性金融资产债券+债权投资+其他债权投资；股票/股权=交易性金融资产股票&股权+其他权益投资工具；其他=公募基金+券商资管+信托计划+银行理财+私募基金及合伙企业+其他等

24/25Q1 上市券商泛自营业务投资业绩持续回暖。根据上市券商合并财务报表，2024 年

42 家单一证券业务上市券商共实现合并口径投资收益（含公允价值变动）1813.33 亿元，同比回升 26.97%；剔除对联营企业和合营企业的投资收益后，上市券商共实现泛自营业务收入 1728.42 亿元，同比回升 30.13%。2024 年上市券商泛自营业务一季度一度明显承压，随后逐季改善，最终转为全年明显回升。其中，固收市场全年走强并创多年来最大年度涨幅，固定收益类自营业务贡献了上市券商年度投资收益的主要增量。

2025 年一季度 42 家单一证券业务上市券商共实现合并口径投资收益（含公允价值变动）510.35 亿元，同比回升 52.17%；剔除对联营企业和合营企业的投资收益后，上市券商合计实现泛自营业务收入 485.66 亿元，同比回升 51.02%，实现进一步回暖。25Q1 上市券商泛自营业务的整体表现较为优异，一是一季度权益市场结构性行情的特征突出，方向性权益自营喜迎年内首个较佳的操作窗口期；二是权益市场区间震荡、平稳运行，中性权益自营的经营环境同比显著改善；三是虽然一季度固收市场出现明显调整，但上市券商整体较好控制了固收自营的回撤，并且同比低基数下权益自营投资收益的增量有效覆盖了固收自营投资收益的减量。

图 20：24/25Q1 上市券商泛自营业务收入（合并口径，亿元）持续回暖



资料来源：Wind、中原证券研究所

注：泛自营业务收入=投资收益+公允价值变动-对联营企业和合营企业的投资收益

3.2.2. 自营业务全年前瞻

权益类自营业务的经营环境稳中向好。在中央政治局定调“持续稳定和活跃资本市场”的背景下，虽然下半年权益市场仍将面对诸多不确定性的挑战，但包括监管层、中央汇金、央企及其控股上市公司、保险机构等在内的市场各方力量均将坚决维护资本市场平稳运行，行业权益类自营业务的经营环境有望稳中向好，并且整体大概率将优于 2024 年。方向性业务方面，下半年权益市场能否摆脱区间震荡、出现一定幅度的指数型上涨行情尚待政策面的进一步发力以及各项经济数据的加持；即使下半年权益市场仍维持区间震荡，结构性投资机会也将层出不穷。下半年方向性权益类自营业务在开展的过程中仍需密切跟踪政策面以及市场各核心要素的边际变化，秉持积极、乐观的态度，持续加强仓位管理、择时、选股以及节奏把握等核心能力建设。能否有效把握结构性行情、能否准确预判行情性质并把握阶段性指数行情，是下半年方向性权益自营业务开展的关键。中性业务方面，一是监管对于衍生品创新的态度将持续趋于谨慎，下半年场外衍生品业务将持续处于低增速期。二是在权益市场有望稳中向好的预期

下，全年运行曲线相较 2024 年将更为平滑，中性量化投资的投资业绩同比将实现改善，投资收益率将回归至相对合理的区间内波动。整体看，下半年权益类自营业务的展望依然较为乐观，权益类自营业务将贡献 2025 年行业自营业务收入的主要增量。

固定收益类自营业务同比将出现回落。2025 年上半年受监管力度加强、供给增加、流动性偏紧多方面因素影响，固收市场进入高位震荡整理周期。展望下半年，固收市场潜在利多与风险因素交织。潜在利多因素方面，一是 5 月 7 日央行超预期降准降息，当前汇率因素对货币宽松的制约明显减弱，下半年央行仍有降准 0.5 个百分点以及降息 0.1 个百分点的空间，进一步宽松的货币环境预期较为乐观。二是面对下半年利率债供给增加，央行是否会恢复购买国债是关注点，央行重启购债能够同时对冲供给并增强市场流动性。潜在风险因素方面，一是下半年利率债仍存供给压力，科创债等创新品种的供给也将逐步放量。二是上半年权益市场阶段性走弱时固收市场创新高的动力明显不足，如果下半年权益市场能够进一步活跃则固收市场仍将面临资金挤出压力。三是保险机构增配权益资产势必导致配债规模边际减少，银行配债面临指标和盈利约束。整体看，2025 年下半年固收市场扰动因素较多，市场流动性仍将面临供需结构性问题，预计固收市场仍将延续上半年高位区间震荡的走势，单边牛市较难复现，行业固定收益类自营业务的经营环境较 2024 年将明显降温，固收自营投资收益大概率同比将出现回落。下半年固定收益类自营业务需要把握波段投资机会、优选投资品种、合理调整组合久期及杠杆水平，以期获得较为理想的投资业绩。

部分上市券商固收 OCI 仍存在明显的利润释放空间。近年来权益市场波动较大、固收市场持续走牛，部分上市券商通过 OCI（其他综合收益）账户配置权益及固收资产，以降低市场波动对方向性自营业务乃至整体经营业绩的扰动。其中，处置权益 OCI（其他权益工具投资）转入未分配利润，处置固收 OCI（其他债权投资）转入当期损益。2024 年 42 家单一证券业务上市券商处置固收 OCI 取得的投资收益合计为 178.13 亿元，占泛自营业务收入的 10.31%。截至 2024 年底，上市券商固收 OCI 公允价值变动合计为 170.14 亿元，主要集中于部分其他债权投资规模较大的上市券商。2025 年下半年在固收市场高位区间震荡、保持相对平稳的前提下，该部分上市券商处置存量固收 OCI 仍存在明显的利润释放空间，通过处置存量固收 OCI 有助于对冲固收自营的下滑压力、增强固收自营投资业绩的韧性。

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

表 8：2024 年 42 家单一证券业务上市券商固收 OCI 概况（合并报表，亿元）

上市券商	处置固收 OCI 取得的投资收益	年末固收 OCI 公允价值变动	上市券商	处置固收 OCI 取得的投资收益	年末固收 OCI 公允价值变动
中国银河	15.30	29.07	首创证券	1.71	1.81
长江证券	9.02	24.62	西南证券	1.72	1.76
国信证券	10.06	13.42	财通证券	1.88	1.51
国元证券	10.51	12.18	华安证券	1.72	1.49
招商证券	7.01	10.94	长城证券	0.00	1.01
广发证券	8.25	9.89	华泰证券	1.01	0.70
方正证券	8.50	7.09	申万宏源	8.51	0.39
兴业证券	0.89	7.09	国联民生	0.27	0.39
东方证券	23.44	6.83	国金证券	0.04	0.38
东吴证券	9.85	6.82	西部证券	0.40	0.36
中金公司	5.01	6.10	中泰证券	1.77	0.16
国泰海通	8.92	5.74	中银证券	0.61	0.12
中信建投	4.05	5.64	华林证券	2.01	0.06
信达证券	1.26	4.90	中原证券	0.02	0.05
光大证券	2.16	4.74	东北证券	0.00	0.00
红塔证券	2.86	3.85	财达证券	0.00	0.00
南京证券	5.45	3.55	国海证券	1.00	-0.32
东兴证券	1.35	2.97	天风证券	1.08	-0.64
浙商证券	0.75	2.67	太平洋	0.00	-1.08
中信证券	19.22	2.39	山西证券	0.01	-1.19
第一创业	0.00	2.04	华西证券	0.51	-9.36

资料来源：Wind、中原证券研究所

注：处置固收 OCI 取得的投资收益=处置其他债权投资取得的投资收益；固收 OCI 公允价值变动=其他综合收益——将重分类进损益的其他综合收益——其他债权投资的公允价值变动

自营业务收入占比将向均值复归。近年来上市券商普遍深入开展固定收益类自营业务、审慎开展权益类自营业务。虽然权益自营的展望乐观，但预计全年权益自营贡献的收入增量以及部分上市券商处置存量固收 OCI 较难完全对冲固收自营投资收益的减量。在行业自营业务收入占比连续两年快速提升并于 2024 年创近十年新高后，2025 年自营业务收入占比将向均值复归。由于近年来自营业务是行业整体经营业绩的核心变量，2025 年自营业务收入在同比高基数下出现一定幅度的回落将抑制行业整体经营业绩进一步回升的空间，权益、固收自营业务开展程度以及波段投资机会把握能力的差异将导致上市券商自营业务的经营成果乃至整体经营业绩出现明显分化。

3.3. 投行业务回顾及 2025 年全年前瞻

3.3.1. 投行业务回顾

24/25H 首发规模进一步显著走低，再融资规模先降后升。根据 Wind 的统计，2024 年全市场共完成 100 家 IPO，首发募资规模为 674 亿元，IPO 单家融资规模为 6.74 亿元，同比分

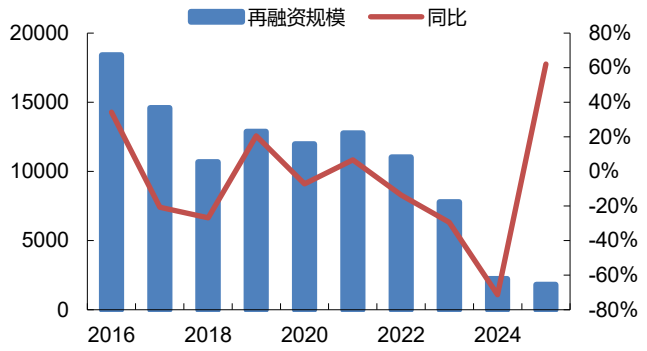
别-68.05%、-81.11%、-40.83%，降幅同比显著扩大。2024 年全市场再融资（增发、配股、优先股、可转债、可交债）规模为 2231 亿元，同比-71.32%，同步出现显著回落。

2025 年 1-5 月全市场共完成 43 家 IPO，首发募资规模为 282 亿元，IPO 单家融资规模为 6.56 亿，同比分别+13.16%、+3.74%、-2.67%。2025 年 1-5 月全市场再融资（增发、配股、优先股、可转债、可交债）规模为 1816 亿元，同比+62.11%，实现明显放量。

图 21：24/25H IPO 规模（亿元）进一步显著走低

资料来源：Wind、中原证券研究所

图 22：24/25H 再融资规模（亿元）先降后升



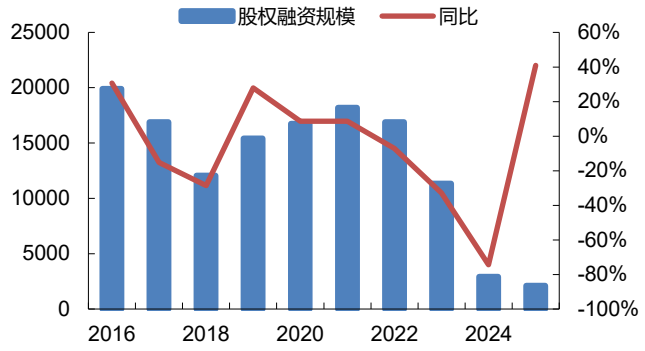
资料来源：Wind、中原证券研究所

24/25H 股权融资规模显著回落后企稳明显回升，集中度再创新高。根据 Wind 的统计，2024 年行业股权融资规模为 2905 亿元，同比-74.39%，连续第三年下滑且降幅进一步扩大。2024 年股权融资承销金额排名前 5（CR5）券商的合计市场份额为 65.10%，同比+6.81pct，再创历史新高；前 10（CR10）券商的合计市场份额为 79.25%，同比+2.35pct，同步再创历史新高。上市券商中，中信证券（27.23%）、华泰证券（15.89%）、中金公司（9.76%）、中信建投（6.77%）、国泰海通（5.45%）排名股权融资规模前 5 位。

2025 年 1-5 月行业股权融资规模为 2098 亿元，同比+50.71%，在连续三年显著回落后企稳明显回升。2025 年 1-5 月股权融资承销金额排名前 5（CR5）、前 10（CR10）券商的合计市场份额分别为 59.36%、79.45%，CR5 出现一定幅度的回落、CR10 小幅再创历史新高。上市券商中，中信证券（25.56%）、中信建投（16.02%）、华泰证券（7.10%）、东方证券（5.39%）、中金公司（5.11%）排名股权融资规模前 5 位。

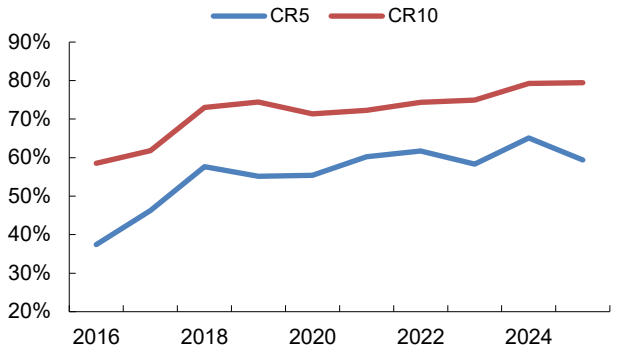
本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

图 23：24/25H 股权融资规模（亿元）触底后明显回升



资料来源：Wind、中原证券研究所

图 24：24/25H 股权融资规模集中度再创历史新高

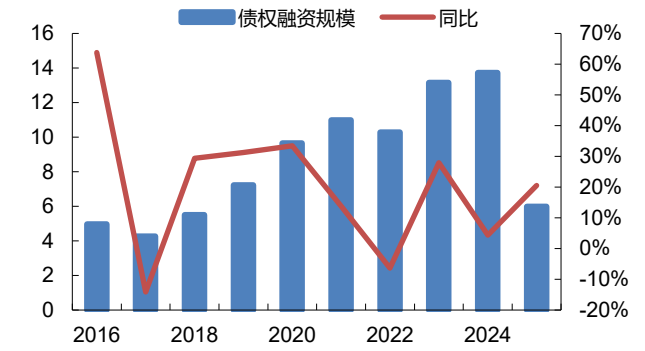


资料来源：Wind、中原证券研究所

24/25H 债权融资规模持续放量，集中度再创新高。根据 Wind 的统计，2024 年行业各类债券承销金额为 13.72 万亿元（按发行日），同比+4.33%，再创历史新高但增幅同比明显收窄。2024 年各类债券承销金额排名前 5（CR5）、前 10（CR10）券商的合计市场份额分别为 52.63%、68.10%，同比分别+2.03pct、+2.12pct，均创历史新高。上市券商中，中信证券（15.17%）、中信建投（11.39%）、华泰证券（9.14%）、中金公司（8.70%）、国泰海通（8.23%）排名各类债券承销金额前 5 位。

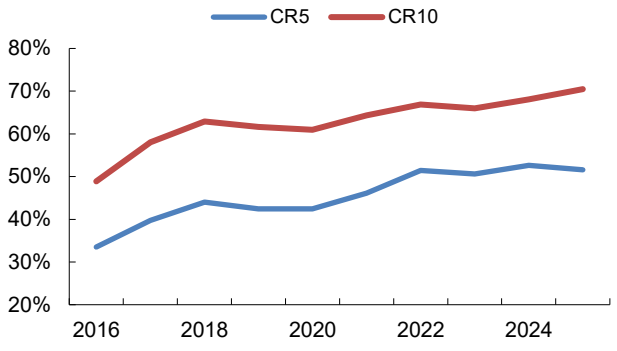
2025 年 1-5 月行业各类债券承销金额为 5.98 万亿元（按发行日），同比+20.49%，增幅较 2024 年再度扩大。2025 年 1-5 月各类债券承销金额排名前 5（CR5）、前 10（CR10）券商的合计市场份额分别为 51.57%、70.47%，CR5 小幅下降、CR10 再创历史新高。上市券商中，中信证券（13.44%）、国泰海通（10.15%）、中信建投（10.12%）、中金公司（9.07%）、华泰证券（8.80%）排名各类债券承销金额前 5 位。

图 25：24/25H 债权融资规模（万亿元）持续放量



资料来源：Wind、中原证券研究所

图 26：24/25H 债权融资规模集中度再创历史新高



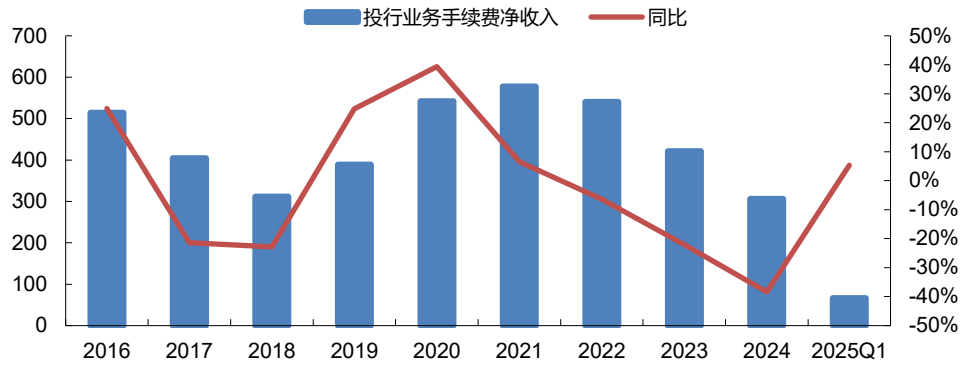
资料来源：Wind、中原证券研究所

2024 年上市券商投行业务降幅扩大，25Q1 实现边际改善。根据上市券商合并财务报表，2024 年 42 家单一证券业务上市券商共实现合并口径投行业务手续费净收入 306.08 亿元，同比-27.40%，连续第三年出现下滑且降幅进一步扩大。2024 年个别中小券商股权项目集中落地推动投行业务手续费净收入的同比增幅靠前，并不具备持续性；而以中信建投（-48.08%）、中信证券（-33.91%）、华泰证券（-30.95%）为代表的投行业务龙头券商净收入下

滑的幅度连续第二年跑输上市券商均值。

2025 年一季度 42 家单一证券业务上市券商共实现合并口径投行业务手续费净收入 66.72 亿元，同比+5.39%，在连续三年显著下滑后实现边际改善。25Q1 投行业务增幅靠前的上市券商主要为同比基数低且项目集中落地的中小券商，随着时间的推移同比增幅将逐步收窄。投行业务龙头券商的表现则呈现分化，中信证券（12.24%）、国泰海通（10.25%）投行业务净收入实现企稳回暖，而华泰证券（-5.93%）、中金公司（-10.47%）、中信建投（-20.09%）则同比仍有不同程度的下滑。

图 27：24/25H 上市券商投行业务手续费净收入（合并口径，亿元）连续下滑后实现边际改善



资料来源：Wind、中原证券研究所

3.3.2. 投行业务全年前瞻

IPO 将迎增量业务机会。2025 年上半年权益市场区间震荡，市场交易维持相对活跃，但 IPO 发行规模同比持稳，并未出现明显提速。2025 年 6 月 18 日，证监会发布《关于在科创板设置科创成长层 增强制度包容性适应性的意见》提出设置科创板科创成长层，并推出相关改革措施，重点包括重启未盈利企业适用科创板第五套标准上市；扩大第五套标准适用范围，支持人工智能、商业航天、低空经济等更多前沿科技领域企业适用等。同时，证监会主席吴清在 2025 年陆家嘴论坛开幕式上表示将在创业板正式启用第三套上市标准，支持优质未盈利创新企业上市。时隔三年后科创板重启第五套上市标准，正式启用创业板第三套上市标准，允许未盈利科技创新型企业上市有助于扩大及丰富 IPO 业务的项目储备来源，2025 年下半年开始 IPO 将迎来增量业务机会。需要指出的是，允许未盈利企业上市并不意味着 IPO 将明显提速，主板、创业板/科创板上市门槛在 2024 年大幅提高后并未再度修改，证监会仍将严把发行上市入口关，从源头上提高上市公司质量。下半年 IPO 将延续发行节奏持续收紧的新常态，在资本市场运行状态稳中向好的同时，全年 IPO 小幅提速、整体发行规模实现小幅回升应是大概率事件。

并购重组业务将贡献股权融资规模的主要增量。2025 年 5 月 16 日，证监会修订发布《上市公司重大资产重组管理办法》，“并购六条”的各项措施全面落地。修订后的《上市公司重大资产重组管理办法》深化上市公司并购重组市场改革，建立重组股份对价分期支付机制，

提高对财务状况变化、同业竞争和关联交易监管的包容度，新设重组简易审核程序，对私募基金投资期限与重组取得股份的锁定期实施“反向挂钩”、鼓励私募基金参与上市公司并购重组。根据证监会披露的相关数据，截至 2025 年 5 月 16 日，年内上市公司筹划资产重组已披露超 600 单，同比+1.4 倍；其中重大资产重组约 90 单，同比+3.3 倍；已实施完成的重大资产重组交易金额超 2000 亿元，同比+11.6 倍。下半年证监会将抓好“并购六条”和重大资产重组管理办法落地，支持科技型上市公司做优做强。在可以预见的未来一段时期内，聚焦科技创新及新质生产力、通过并购重组帮助科技型上市公司强化资源整合能力是政策鼓励和引导的方向，2025 年全年并购重组市场规模和活跃度确定性将出现显著提升，并购重组业务将贡献股权融资规模的主要增量。

债权融资规模将保持增长趋势。2025 年 5 月 7 日，中国人民银行、证监会联合发布关于支持发行科技创新债券有关事宜的公告，支持金融机构、科技型企业、私募股权投资机构和创业投资机构发行科技创新债券，拓宽科技创新企业融资渠道，引导债券市场资金投早、投小、投长期、投硬科技。下半年，政策推动下科创债的发行有望逐步提速，产业债将继续放量，利率债的发行规模有望维持高位。下半年债权融资业务仍是行业投行业务的工作重心，行业内各公司通过加大展业力度、深挖业务潜力有望进一步提升券商端在债券发行承销市场中的整体份额。对于中小券商而言，受制于股权融资业务较难与头部券商正面竞争，通过持续发力债权融资业务有望维持投行业务经营成果的相对平稳。

投行业务将实现边际改善。基于我们对于股权、债权融资业务的前瞻，投行业务最为艰困的时期大概率已经过去，2025 年行业投行业务总量有望在并购重组业务的带动下触底回升，投行业务将实现边际改善。由于优质科技创新类项目资源以及并购重组项目资源主要集中于头部券商、特别是龙头类券商中，预计 2025 年行业投行业务集中度将进一步提升，并将再创历史新高。

3.4. 资管业务回顾及 2025 年全年前瞻

3.4.1. 资管业务回顾

24/25H 行业资管规模企稳小幅回升。根据中国证券业协会的统计，截至 2024 年底，行业受托管理资金本金为 9.17 万亿元，同比+3.85%。2023 年行业受托管理资金本金创 2016 年规模见顶回落以来新低，2024 年企稳小幅回升。

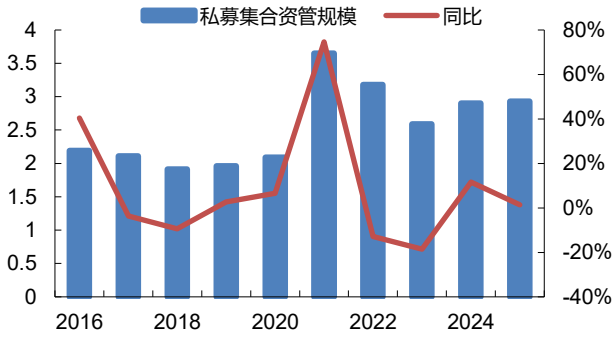
根据中国证券投资基金业协会的统计，截至 2024 年底，券商私募资管规模为 54657 亿元，同比+3.04%。其中，集合、单一私募资管规模分别为 28953 亿元、25704 亿元，同比分别+11.67%、-5.21%，与主动管理相关度较高的私募集合资管规模实现明显回升。截至 2024 年 4 月底，券商私募资管规模为 54273 亿元，较 2024 年底-0.70%。其中，集合、单一私募资管规模分别为 29343 亿元、24930 亿元，私募集合资管规模小幅增长，私募单一资管规模延续下降趋势。

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

图 28：24 年行业受托管理资金本金（万亿）企稳回升

资料来源：中国证券业协会、中原证券研究所

图 29：24/25H 私募集合资管规模（万亿）持续回升

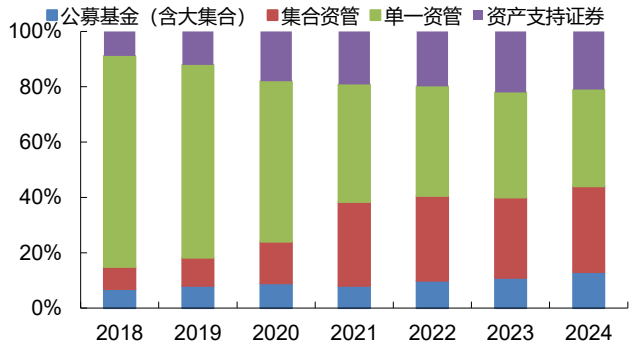


资料来源：中国证券投资基金业协会、中原证券研究所

资管业务结构持续优化，投资类型以固收为主。自资管新规实施以来，通道类业务规模持续下降，券商资管逐步回归主动管理本源。根据中国证券业协会的统计，2024 年券商定向资管规模占比由 2018 年底的 77%显著下降至 34.6%，以公募基金和集合资管为代表的主动管理产品规模合计占比达到 44.1%，再创历史新高，并已连续三年高于定向资管产品规模占比。

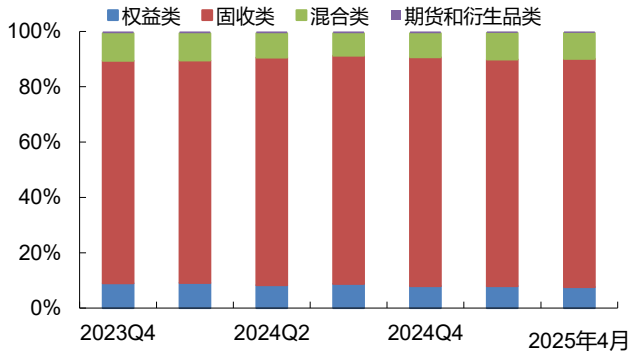
根据中国证券投资基金业协会的统计，截至 2024 年底，券商私募资管按投资类型分为权益类、固收类、混合类、期货和衍生品类，产品存量规模占比分别为 7.9%、82.7%、8.7%、0.6%，同比分别-1.0pct、+2.3pct、-1.2pct、-0.1pct，显示 2024 年券商私募资管规模阶段性企稳回升主要由固定收益类产品规模增长所带动，权益类及混合类产品的存量规模占比偏低且持续处于下降趋势中。截至 2025 年 4 月底，权益类、固收类、混合类、期货和衍生品类产品存量规模占比分别为 7.6%、82.5%、9.4%、0.6%，权益类占比仍有小幅下降，固收类占比保持稳定，混合类占比小幅提高。

图 30：2018 年以来券商资管业务结构持续优化



资料来源：中国证券业协会、中原证券研究所

图 31：24/25H 私募资管投资类型以固收类为主



资料来源：中国证券投资基金业协会、中原证券研究所

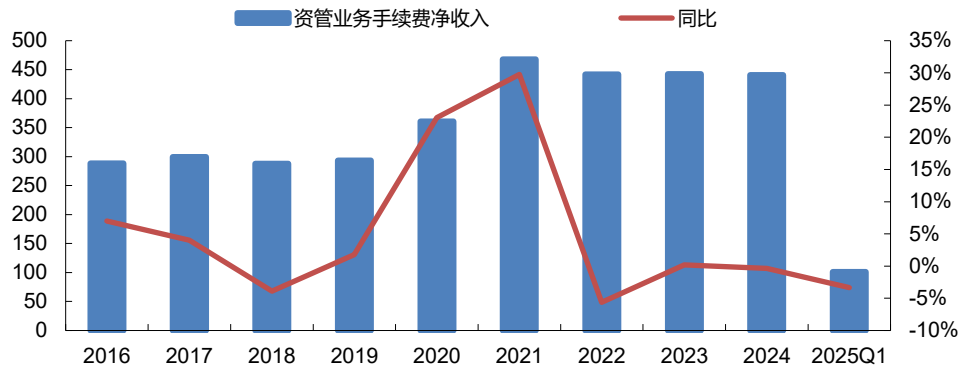
公募基金业务对上市券商的业绩贡献度有所下降。根据上市券商合并财务报表，2024 年共有 35 家上市券商披露了基金管理业务净收入，286.65 亿元，同比-4.43%；占对应上市券商总营收的比例为 6.68%，同比-0.88pct。2024 年基金管理业务净收入占营业收入比例排名靠前的上市券商分别为广发证券（23.77%，同比-7.80pct）、第一创业（22.91%，同比

-9.99pct）、兴业证券（15.54%，同比-7.25pct）、国联民生（15.18%，同比+7.21pct）、中信证券（12.83%，同比+0.12pct）、中银证券（12.80%，同比+0.01pct）、信达证券（12.76%，同比-5.94pct）、国海证券（11.25%，同比-3.07pct）。整体看，2024 年基金管理业务对部分较早开展公募基金业务或者参股头部基金公司中小券商的收入贡献度持续处于较高水平，但对上市券商的整体业绩贡献度有所下降。

24/25Q1 上市券商资管业务连续小幅下滑。根据上市券商合并财务报表，2024 年 42 家单一证券业务上市券商共实现合并口径资管业务手续费净收入 440.92 亿元，同比-0.35%。

2025 年一季度 42 家单一证券业务上市券商共实现合并口径资管业务手续费净收入 101.31 元，同比-3.32%。25Q1 资管业务成为上市券商唯一出现下滑的主营业务，预计主要由于一是固收市场明显走弱，超额业绩报酬同比出现明显下滑；二是公募费改对合并口径资管业务的影响持续存在。

图 32：24/25Q1 上市券商资管业务手续费净收入（合并口径，亿元）连续小幅下滑



资料来源：Wind、中原证券研究所

3.4.2. 资管业务全年前瞻

资管业务规模有望稳中有升。首先，一个运行状态稳定、市场交投活跃的资本市场不仅为权益类自营业务的开展提供了良好的经营环境，也为资管权益业务的开展创造了良好的外部条件。虽然当前主动型产品的发行依然不畅，但指数型、指数增强型、量化投资型等产品类型为券商资管扩大主动管理规模提供了更多选择。目前券商资管权益产品存量规模占比已降至较低水平，进一步下降的空间已较为有限，建立多元化产品体系有助于券商资管权益业务逐步走出低谷，并逐步推动权益管理规模企稳回升。其次，虽然 2025 年以来固收市场行情明显降温，但低风险理财仍是理财市场的主流，持续丰富固收产品体系，加强“固收+”产品的发行力度，券商资管固收业务有望保持相对平稳。下半年，行业资管业务规模有望稳中有升，权益类、固收类产品均有望贡献部分规模增量。

公募基金费改将持续对资管业务形成传导效应。2025 年 5 月 7 日发布的《推动公募基金高质量发展行动方案》提出新发主动管理权益产品推行浮动管理费收取模式，实行一年后逐步全面推开，合理调降公募基金的认申购费和销售服务费，进一步降低基金投资者的综合成本，

公募基金费率改革正式进入第三阶段。对于基金公司而言，管理规模增速及管理费收入均有承压空间，2025 年上市券商参控股公募基金的收入贡献度仍有下行压力，持有公募牌照相关券商资管或资管子公司的营收水平也将受到直接影响。此外，公募基金降低综合费率向纵深推进将对券商资管形成传导效应，为保证产品竞争力、畅通销售渠道，券商资管相关产品的收费模式及费率水平向公募基金靠拢将是大概率事件。

资管业务的下行压力加大但边际影响有限。一是 2024 年上市券商的资管业务普遍计提了固收产品的超额业绩报酬，2025 年固收超额业绩报酬的计提规模预计将明显回落。二是下半年公募基金业务对上市券商的业绩贡献度仍有下降空间。三是公募基金费率改革的传导效应将导致行业资管业务净收入承压下行。整体看，2025 年下半年行业资管业务的下行压力将有所加大，但由于近年来资管业务净收入占比仅为 5%-6%左右，对行业整体经营业绩的边际影响相对有限。

3.5. 信用业务回顾及 2025 年全年前瞻

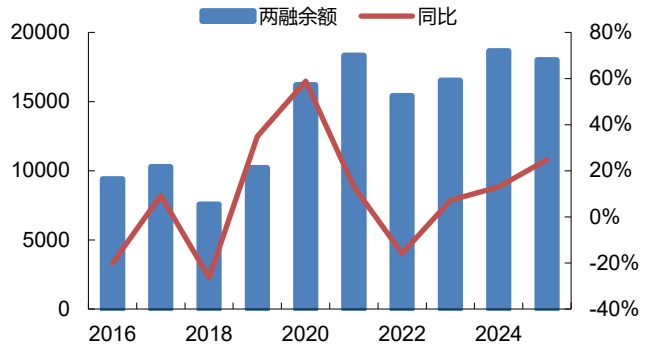
3.5.1. 信用业务回顾

24 年两融余额四季度快速回升，25H 一度创近年来新高。根据 Wind 的统计，2024 年前三季度全市场两融余额持续走低，并于 9 月下旬创出 1.37 万亿元的近年来新低；三季度末后，伴随着权益市场的快速修复，两融余额也呈现快速回升。截至 2024 年底，全市场两融余额为 18646 亿元，同比+12.94%。2024 年两融日均余额为 15671 亿元，同比-2.41%，两融日均余额同比仍有小幅回落，主要由于前三季度两融余额均处于下滑状态，第四季度虽然出现快速回升，但未能完全覆盖前三季度的减量。

2025 年一季度两融余额进一步回升，并于 3 月中下旬一度达到 1.95 万亿元，创 2015 年 7 月后新高；进入二季度，受外部环境不确定性加剧的影响，两融余额在几个交易日内出现快速回落，随后企稳于 1.80 万亿元上方。截至 2025 年 5 月底，全市场两融余额为 18009 亿元，同比+17.98%，较 2024 年底-3.42%。2025 年 1-5 月两融日均余额为 18511 亿元，较 2024 年+18.12%，创历史新高并创 2021 年以来最大年升幅。

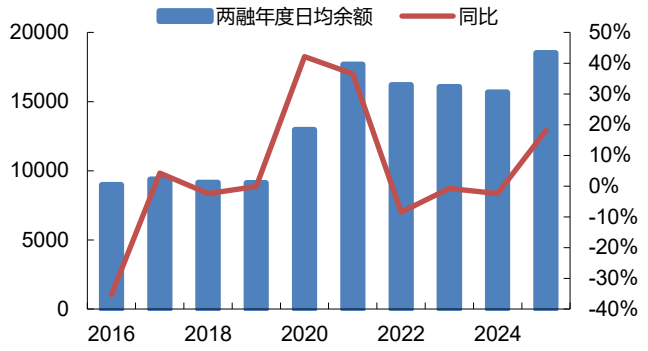
本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

图 33：24/25H 两融余额（亿元）先降后快速回升



资料来源：Wind、中原证券研究所

图 34：24/25H 两融年度日均余额（亿元）先降后升



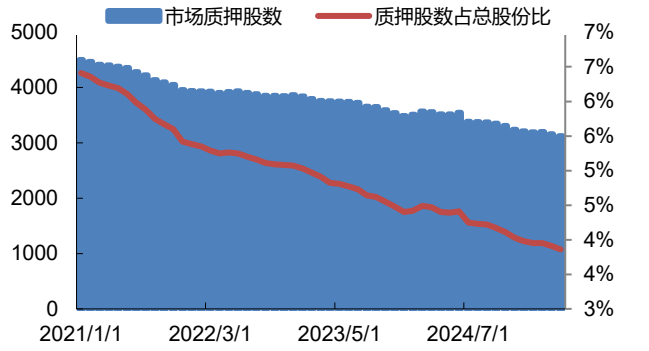
资料来源：Wind、中原证券研究所

24/25H 全市场股票质押规模延续缓步下降趋势。根据 Wind 统计的中登公司数据，截至 2024 年底，股票质押式回购市场质押股数、占总股份比、市场质押市值分别为 3239.71 亿股、4.03%、28026 亿元，同比分别-7.11%、-0.37pct、+1.67%。其中，市场质押市值小幅回升主要由三季度末后权益市场快速回暖所带动。

根据上市券商合并财务报表，2024 年 42 家单一证券业务上市券商股票质押规模合计为 1666.94 亿元，同比-17.22%。中信证券（413.53 亿元，同比+5.02%）、中国银河（211.81 亿元，同比+1.15%）的股票质押规模排名行业前两位，上述两家头部券商未主动压降质押规模在一定程度上对冲了上市券商的整体降幅。

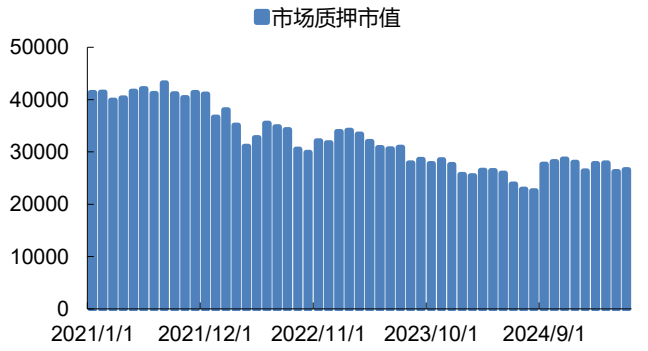
截至 2025 年 5 月底，股票质押式回购市场质押股数、占总股份比、市场质押市值分别为 3123.03 亿股、3.86%、26598 亿元，较 2024 年底分别-3.60%、-0.17pct、-5.10%。整体看，目前行业对股票质押业务的开展持续秉持审慎态度，全市场股票质押规模依然延续缓步下降的趋势。

图 35：24/25H 质押股数（亿股）及占比保持下降趋势



资料来源：中登公司、中原证券研究所

图 36：24/25H 市场质押市值（亿元）低位维持震荡



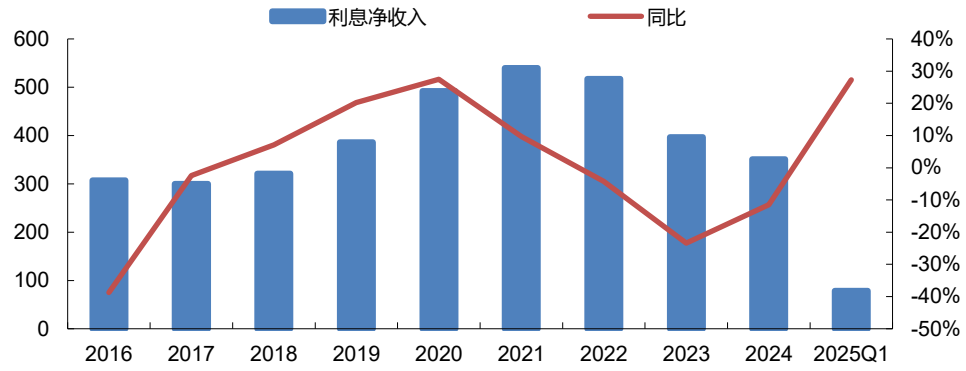
资料来源：中登公司、中原证券研究所

24/25Q1 上市券商利息净收入由降转为明显回升。根据上市券商合并财务报表，2024 年 42 家单一证券业务上市券商共实现合并口径利息净收入 350.96 亿元，同比-11.47%，连续第三年出现下滑但降幅明显收窄。

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

2025 年一季度 42 家单一证券业务上市券商共实现合并口径利息净收入 78.78 亿元，同比+27.25%，出现明显回升。25Q1 上市券商利息净收入扭转下降趋势实现明显改善，一是预计两融业务利息收入同比增幅明显；二是预计有息债务规模及资金成本下降推动利息支出减少。

图 37：24/25Q1 上市券商利息净收入（合并口径，亿元）由降转为明显回升



资料来源：Wind、中原证券研究所

3.5.2. 信用业务全年前瞻

两融年度日均余额有望创历史新高。2025 年上半年两融余额一度攀升至 1.95 万亿元的近十年来高位，二季度初虽有明显回落，但至今始终保持在 1.80 万亿元上方波动。下半年在“持续稳定和活跃资本市场”的政策主基调下，权益市场的整体趋势有望稳中向好，两融余额有望在 1.80-1.90 万亿元的区间内维持震荡；如果下半年权益市场能够阶段性摆脱区间震荡、出现一定幅度的指数型上涨行情，两融余额则有望再度向上挑战 2 万亿元大关。即使在相对保守的预期下，即下半年权益市场维持区间震荡，全年两融日均余额也能够超越 2021 年 1.77 万亿元的历史峰值，刷新历史新高；在相对乐观的预期下，即下半年权益市场能够实现阶段性全面上涨，则有望明显刷新两融日均余额历史新高的高度。

上市券商将持续审慎开展股票质押业务。目前行业重资产业务种类多、资本消耗大，例如固收自营、融资等业务风险相对可控且收益率水平较高，另类投资、私募基金等类 VC/PE 性质的投资管理业务“投早、投小、投科技”也是政策倡导和鼓励的方向。因此，虽然目前行业股票质押规模已降至多年来的低位水平，但资本实力并不突出的券商、特别是中小券商仍应将股票质押业务与自身业务布局相结合，持续审慎开展股票质押业务；资本金较为充足的头部券商可以在市场估值处于低位、具备较强安全边际时逆势布局优质上市公司的股票质押业务。在行业监管要求证券公司审慎开展高资本消耗型业务，提升资金使用效率的指引下，股票质押业务在重资产业务中的优先级依然排序靠后。

利息净收入将实现明显回升。利息收入方面，2025 年两融日均余额创历史新高的确定性较强，即使两融利率出现一定幅度的下降，两融利息收入也有望回升至多年来的高位。虽然降准降息背景下固收投资持有期利息收入、货币资金及结算备付金利息收入将有所下滑，股票质

押利息收入也将延续下滑趋势，但两融利息收入的增量能够完全覆盖相关减量，2025 年行业利息收入大概率将实现增长。利息支出方面，有息债务规模及资金成本下降将推动利息支出减少。整体看，利息收入增加而利息支出减少，2025 年行业利息净收入将扭转连续三年的下降趋势实现明显回升。

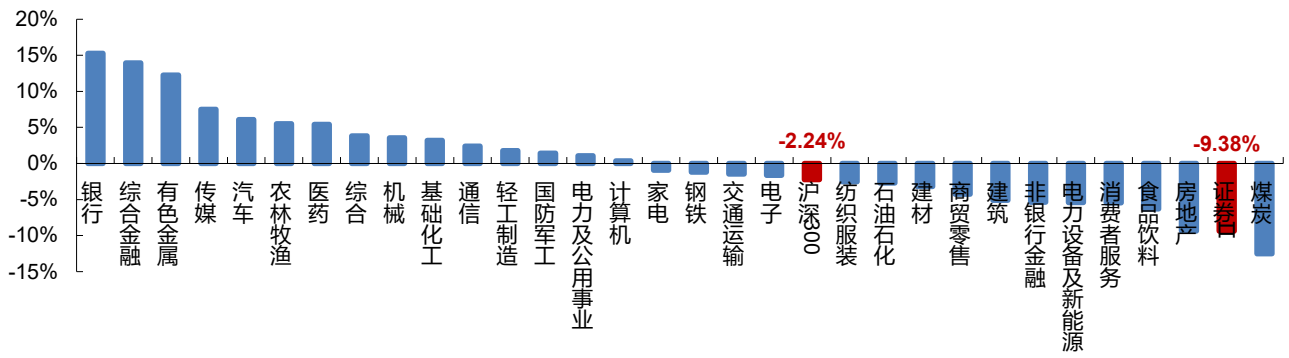
4. 投资策略

4.1. 2025 年上半年券商指数震荡回落、走势偏弱，跑输沪深 300 指数

中信二级行业指数证券 II 2025 年年初即出现明显下跌，跌破去年四季度的震荡区间形成破位调整，随后一季度内跟随各权益类指数出现持续反弹，但反弹力度不强，反弹高点在一度触及年初起跌点后即再度转为震荡回落；进入二季度，4 月上旬券商指数一度出现明显波动，单日跌幅显著高于权重类指数，随后至今缓步震荡回升并有效封闭了 4 月上旬的单日下跳空缺口，但进一步收复年内跌幅的动力暂显不足，5 月以来在年内的相对低位构筑了窄幅区间持续震荡。

截至 2025 年 6 月 20 日收盘，证券 II 指数年内最大涨幅为-0.44%，最大跌幅为-17.61%，振幅为 17.16%。按 6 月 20 日收盘价计算，证券 II 年内涨跌幅为-9.38%，跑输沪深 300 指数 7.14 个百分点；与 30 个中信一级行业指数相比，排名第 29 位。

图 38：截至 2025 年 6 月 20 日收盘，中信二级行业指数证券 II 年内涨跌幅为-9.38%



资料来源：Wind、中原证券研究所

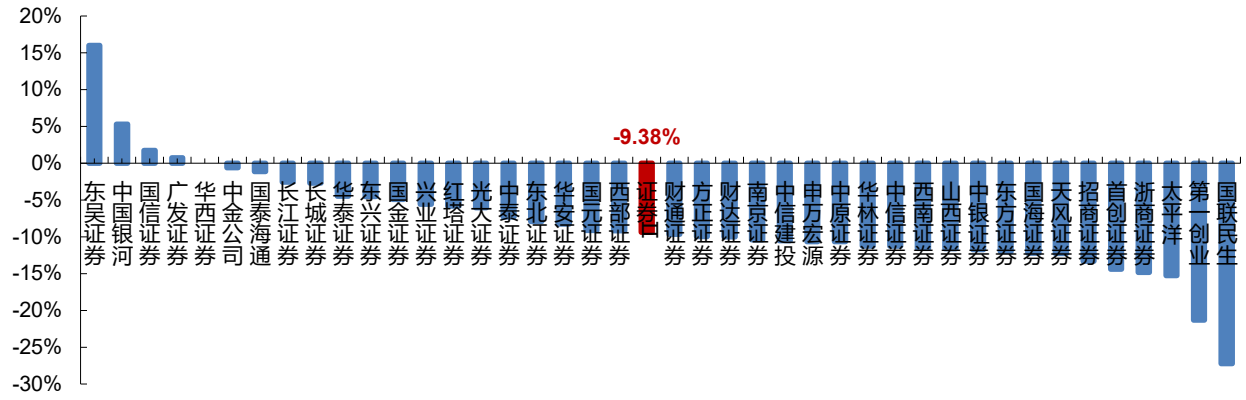
4.2. 券商板块出现全面调整，仅个别个股逆势有所表现

截至 2025 年 6 月 20 日收盘，42 家单一证券业务上市券商（剔除原海通证券）仅 4 家实现上涨，1 家平盘，共 37 家出现下跌。其中，实现上涨和平盘的分别为东吴证券（16.01%）、中国银河（5.32%）、国信证券（1.75%）、广发证券（0.74%）、华西证券（0.00%）；跌幅前 5 位分别为国联民生（-27.22%）、第一创业（-21.32%）、太平洋（-

15.26%）、浙商证券（-14.85%）、首创证券（-14.41%）。共 20 家上市券商的年内个股表现跑赢证券 II 指数，占比 47.62%。

整体看，2025 年上半年券商板块在去年三季度末明显反弹修复后，出现全面调整。其中，头部券商延续相对强势表现，过半数个股处于板块涨跌幅的上半分位并跑赢券商指数，在一定程度上抑制了券商指数的整体跌幅；同时，头部券商呈现分化走势，以中信证券为代表的部分个股调整幅度相对偏大。中小及弹性券商的整体表现相对弱势，且分化现象更为明显，除少数个股的跌幅相对较小外，大多数个股跑输券商指数并处于板块涨跌幅的下半分位，个别个股的跌幅较大。上半年券商板块仍有个别个股逆势有所表现，主要集中于基本面较为扎实的公司，头部券商与中小券商均有涉及。

图 39：截至 2025 年 6 月 20 日收盘，42 家单一证券业务上市券商年内涨跌幅



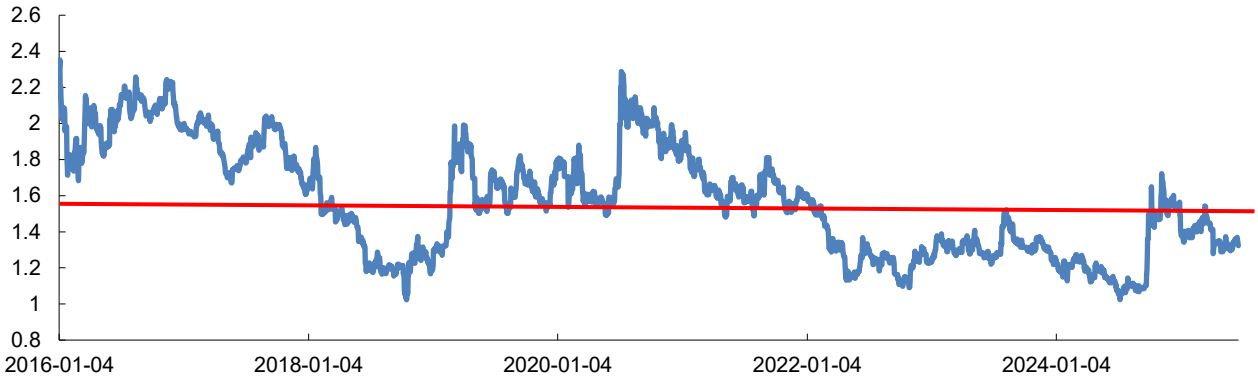
资料来源：Wind、中原证券研究所

4.3. 券商板块估值再度回落至相对低位

2025 年以来券商指数逐级震荡回落，持续处于震荡整固周期。截至 6 月 20 日，券商板块平均 P/B 为 1.323 倍，年内券商板块平均 P/B 最高为 1.544 倍，最低为 1.278 倍，整体运行区间持续处于 2016 年以来券商板块 1.55 倍的平均 P/B（图 40 中红线）以下。特别是二季度以来，券商板块的平均 P/B 集中在 1.30 倍-1.40 倍的区间内波动，再度拉开了与 2016 年以来板块平均估值的距离，并回落至相对低位。

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

图 40：截至 2025 年 6 月 20 日收盘，券商板块平均 P/B（倍）再度回落至相对低位



资料来源：Wind、中原证券研究所

4.4. 投资建议

4.4.1. 2025 年证券行业盈利预期将同步资本市场保持平稳

在“持续稳定和活跃资本市场”的政策定调下，2025 年下半年证券行业的整体经营环境将稳字当头、稳中有进。行业各主营业务方面，经纪业务景气度将回升至近年来的高位，自营业务收入占比将向均值复归，投行业务将实现边际改善，资管业务的下行压力加大但边际影响有限，利息净收入将实现明显回升。其中，零售经纪业务、权益类自营业务、融资融券业务是关键。按季度看，2025 年第二季度行业整体经营业绩的同比压力相对较轻，第三季度、第四季度业绩的同比压力将逐季增大。预计上市券商整体经营业绩的同比增幅将在下半年明显收窄，全年盈利预期将同步资本市场保持平稳，权益类自营业务的经营成果将决定上市券商整体经营业绩的高度。

4.4.2. 券商板块仍存向上挑战 2016 年以来平均估值的预期

可以预见，2025 年下半年资本市场仍将在巩固经济持续回升向好、抵御外部冲击影响、拓宽居民财产性收入渠道、助力并推动科技创新以及新质生产力发展等方方面面发挥重要作用。2025 年证券行业将持续处于新一轮上升周期中，维持行业“同步大市”的投资评级。

即使下半年资本市场整体维持区间震荡格局，券商板块平均估值进一步走低的空间也相对有限。如果下半年资本市场能够在平稳运行的前提下进一步活跃，并出现一定幅度的指数型上涨行情，券商板块仍有望阶段性跑赢市场基准指数并再度向上挑战 2016 年以来 1.55 倍 P/B 的平均估值，积极保持对券商板块的持续关注。

4.4.3. 以三条思路配置券商板块

思路一：龙头类上市券商仍有望跑赢板块，强时发挥中军引领效应。在“培育一流投资银行和投资机构”的政策导向下，头部券商将持续受益于全面深化资本市场改革所释放的各项政策红利。其中，龙头类券商近年来业绩稳定，抗周期能力显著增强，整体受益的程度更

高。作为市场人气的风向标，龙头类券商仍有望在市场及券商板块再度走强时发挥中军引领效应，上半年以来券商板块分化调整、估值走低为再度中长期配置龙头类券商提供了良好契机。

思路二：能够在市场再度活跃时快速释放业绩弹性的上市券商。基于我们对于 2025 年行业各主营业务的前瞻，零售经纪、权益自营、融资融券三个与权益二级市场走势高度正相关的业务板块有望成为行业经营业绩稳中有进的主要驱动力。预计财富管理业务较为突出，权益投资经营较为深入的上市券商能够在市场再度活跃时更快释放业绩弹性，进而阶段性吸引市场资金的关注。

思路三：个股估值明显低于板块平均估值的上市券商。随着上半年券商板块震荡回落，板块平均估值再度回落至相对低位，部分估值水平明显低于板块均值上市券商的个股估值进一步走低、破净率有所回升。在行业盈利稳中有进的预期下，相关个股均有阶段性补涨、个股估值向板块均值靠拢的内在动力，是把握板块分化后结构性机会的可行策略。目前低估值上市券商中既有头部券商，也有优质中小券商，可供选择的空间较大，中长期布局兼具进攻与防守。

表 9：截至 2025 年 6 月 20 日收盘，42 家单一证券业务上市券商 P/B 估值

公司	P/B	公司	P/B	公司	P/B
华林证券	5.26	光大证券	1.32	长江证券	1.05
首创证券	3.86	**板块均值**	**1.32**	长城证券	1.05
信达证券	2.68	方正证券	1.27	国泰海通	1.04
太平洋	2.52	中原证券	1.27	东吴证券	1.03
中信建投	2.28	招商证券	1.27	东方证券	1.02
财达证券	1.72	东兴证券	1.19	广发证券	1.01
中金公司	1.71	国信证券	1.18	财通证券	0.95
第一创业	1.66	华安证券	1.15	兴业证券	0.93
南京证券	1.60	西部证券	1.13	华西证券	0.91
中国银河	1.56	申万宏源	1.12	华泰证券	0.91
红塔证券	1.50	中泰证券	1.12	国金证券	0.90
中银证券	1.50	国联民生	1.11	国元证券	0.89
天风证券	1.46	山西证券	1.09	东北证券	0.88
中信证券	1.43	国海证券	1.07		
浙商证券	1.33	西南证券	1.06		

资料来源：Wind、中原证券

4.4.4. 重点推荐公司

中信证券（600030.SH）。25Q1 公司实现营业收入 177.61 亿元，同比+29.13%；实现归母净利 65.45 亿元，同比+32.00%。作为券商标杆的行业龙头，中信证券的业绩稳定性、抗周期能力以及各项业务开展的广度及深度持续领跑行业，将全面受益于资本市场深化改革所释放的政策红利。目前公司个股估值已回落至板块平均估值上方。

国泰海通（601211.SH）。25Q1 公司实现营业收入 117.73 亿元，同比+47.78%；实现归母净利 122.42 亿元，同比+391.78%；剔除因吸收合并海通证券所产生的负商誉 85.47 亿元后，公司实现归母净利 36.95 亿元，同比+48.45%。作为跨越我国资本市场发展全部历程和多

个周期的老牌券商，公司在完成吸收合并海通证券后各项指标将全面跻身行业顶端。目前公司个股估值明显低于板块平均估值，且处于券商板块尾部。

中国银河（601881.SH）。25Q1 公司实现营业收入 75.58 亿元，同比+4.77%；实现归母净利 30.16 亿元，同比+84.86%。作为中央汇金旗下重要的证券金融平台及证券行业和资本市场的“国家队”，公司能够及时把握国家发展大政方针，享受资源协同便利。公司财富管理等核心业务市场排名长期保持行业前列；截至 2024 年底公司固收 OCI 公允价值变动 29.07 亿元，位居上市券商首位，存在明显的利润释放空间。

东吴证券（601555.SH）。25Q1 公司实现营业收入 30.92 亿元，同比+38.95%；实现归母净利 9.80 亿元，同比+114.86%。公司扎根苏州、深耕长三角，积极融入长三角一体化发展国家战略，在中小券商中具备较为显著的区位优势以及特色化、差异化的竞争优势，近年来公司各项业务发展势头良好。2025 年上半年公司股价逆势上涨，涨幅位居券商板块首位，但目前个股估值仍明显低于板块平均估值，且处于券商板块尾部。

长江证券（000783.SZ）。25Q1 公司实现营业收入 25.14 亿元，同比+88.81%；实现归母净利 9.80 亿元，同比+143.76%。公司于 2025 年 6 月 13 日发布公告，证监会已核准公司变更主要股东，湖北国资将成为公司第一大股东，公司的区域优势有望进一步强化。截至 2024 年底公司固收 OCI 公允价值变动 24.62 亿元，位居上市券商第 2 位，存在进一步释放利润的空间。目前公司个股估值明显低于板块平均估值，且处于券商板块尾部。

国金证券（600109.SH）。25Q1 公司实现营业收入 18.85 亿元，同比+27.14%；实现归母净利 5.82 亿元，同比+58.82%。作为传统券商互联网展业的行业先行者，公司近年来持续迭代线上金融服务平台“佣金宝”，财富管理业务客户数、代理股基交易额及市场份额等经纪业务核心指标保持持续增长。目前公司个股估值破净，且处于券商板块尾部。

表 10：重点公司估值表（截至 2025 年 6 月 20 日）

公司简称	总股本（亿股）	流通股（亿股）	股价（元）	每股净资产（元）			EPS（元）	P/B（倍）			投资评级
				2024A	2025E	2026E	25Q1	2024A	2025E	2026E	
中信证券	148.21	121.77	25.88	17.70	18.61	19.36	0.42	1.66	1.39	1.34	增持
国泰海通	176.30	134.94	18.44	17.50	18.62	19.61	1.16	1.10	0.99	0.94	增持
中国银河	109.34	72.43	16.04	10.12	10.74	11.28	0.25	1.56	1.49	1.42	增持
东吴证券	49.69	49.69	8.77	8.40	8.67	8.95	0.20	0.96	1.01	0.98	增持
长江证券	55.30	55.30	6.50	6.27	6.58	6.84	0.17	1.13	0.99	0.95	增持
国金证券	37.13	37.13	8.30	9.09	9.56	9.97	0.16	0.98	0.87	0.83	增持

资料来源：Wind、中原证券研究所

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

5. 风险提示

1.权益及固收市场波动导致证券行业基本面改善的程度不及预期；

2.上市券商股价短期波动风险；

3.资本市场改革的政策效果不及预期；

4.超预期事件导致 2025 年证券行业的盈利预期与实际经营业绩产生明显偏差。

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10%以上；
同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅－10%至 10%之间；
弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10%以上。

公司投资评级

买入：　未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15%以上；
增持：　未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5%至 15%；
谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅－10%至 5%；
减持：　未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅－15%至－10%；
卖出：　未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据