

政策护航，静待交投活跃新机遇

证券行业2025年中期投资策略

证券分析师：陶圣禹

执业证书编号：S0630523100002

联系方式：tsy@longone.com.cn

2025年7月8日

核心观点

- **复盘：**1) 行情来看，2025H1 证券指数下跌3.6%，较上证指数超跌6.4pp，在申万二级行业中成交额排名第7，涨幅排名靠后，其中湘财股份领涨，市场对并购重组概念有一定分歧。2) 市场交易来看，政策组合拳实施以来，交投活跃度持续攀升，2025H1 日均成交额同比增长61%至1.39万亿元；融资规模同比增长26.8%，而融券规模进一步压缩，同比大幅下降61%，股票质押业务保持相对稳定。此外，股权融资呈现边际回暖态势，IPO和再融资规模2025H1分别同比增长17%和59%（剔除大行增发），券商承销债券规模同比增长22.3%，企业融资需求旺盛。3) 业绩来看，2025Q1上市券商归母净利润同比增长83%，主要由于资本市场回暖，推动经纪和自营业务分别大幅增长49%和45%，以及国泰海通并表所致，剔除并表影响的扣非后归母净利润同比增长55%，利润集中度进一步提升。
- **财富管理：把握资本市场改革机遇。**低利率环境大背景下，叠加地产投资收益的高波动与下行趋势，居民存款持续向权益类资产倾斜。因此，伴随着市场情绪升温，客户数与托管资金规模持续增长，推动APP月活增长和用户黏性增强。在此基础上，监管持续推动公募基金改革，建立与业绩挂钩的浮动费率制度，全面实施长周期考核并与薪酬制度挂钩，通过一系列举措降佣让利投资者以提升参与度和获得感，推动基金销售保有规模持续增长，其中尤以股票型指数基金增长势头更为强劲，券商通过“固收+”、跨境ETF等产品丰富供给，满足投资者多元化需求，渠道重要性持续凸显。财富管理转型过程中，投顾业务发展是必经之路，各券商通过推出智能投顾平台、多元投顾组合策略等提升护城河。我们围绕“专业化、场景化、生态化”三大方向，探究券商投顾业务高质量发展的可行路径。

核心观点

- **自营投资：业绩弹性胜负手。**券商金融投资业务呈现“总量扩张、结构优化”的规模特征，近6年金融投资资产规模CAGR达15%+，占总资产比重始终维持在45%-52%的高位区间，其中自营业务投资占比达90%以上，构成券商资产配置的核心，呈现出“固收主导、权益波动”的配置特征。**1）自营权益投资：**2024呈现规模扩张但占比收缩的显著特征，主要系在波动中的审慎调配，反映出在市场连续两年下行后边际回暖的背景下，券商整体风险偏好仍保持谨慎态度。此外，从机构策略来看，头部券商显示出明显的防御性调整倾向，而部分中小券商仍保持较高的权益敞口，反映出各家机构对后市判断与风险承受能力存在一定分歧，体现了当前行业“策略收敛+行为分散”的局面。**2）自营固收投资：**受益于利率的趋势下行，固收类资产配置提升至90%+，持续巩固其在券商自营配置中的核心地位。此外，不同机构风险偏好和流动性管理策略的差异，也在一定程度上体现了其在资产获取、负债管理和久期匹配能力上的优劣势。整体来看，固收配置正在从单一追求“高配比”逐步转向“高质量”，结构优化趋势日益明显。**3）风险对冲等衍生品产品**也是各家创新重点，头部机构显示出明显的竞争优势，推动行业马太效应持续强化。
- **主题热点：1）券商并购重组：**多项目进行时，监管与市场更关注“1+1”整合后的业绩成果，若后续财报持续表明整合成果超预期，则有望加速推动板块间的并购节奏；**2）ROE提升：**券商分类评价标准修订，鼓励业务细耕与效率提升；**3）创新牌照展业：**虚拟资产交易牌照获批提速，监管制度逐步成熟与常态化。
- **投资建议：**建议把握并购重组、财富管理转型、创新牌照展业和ROE提升在内的逻辑主线，个股建议关注资本实力雄厚且业务经营稳健的大型券商配置机遇。
- **风险提示：**权益市场大幅波动影响股票交投活跃度，投资者风险偏好降低拖累市场景气度，宏观环境下行影响市场基本面，政策落地力度不及预期。



CONTENTS

一、复盘：行情、市场与业绩回顾

二、财富管理：把握资本市场改革机遇

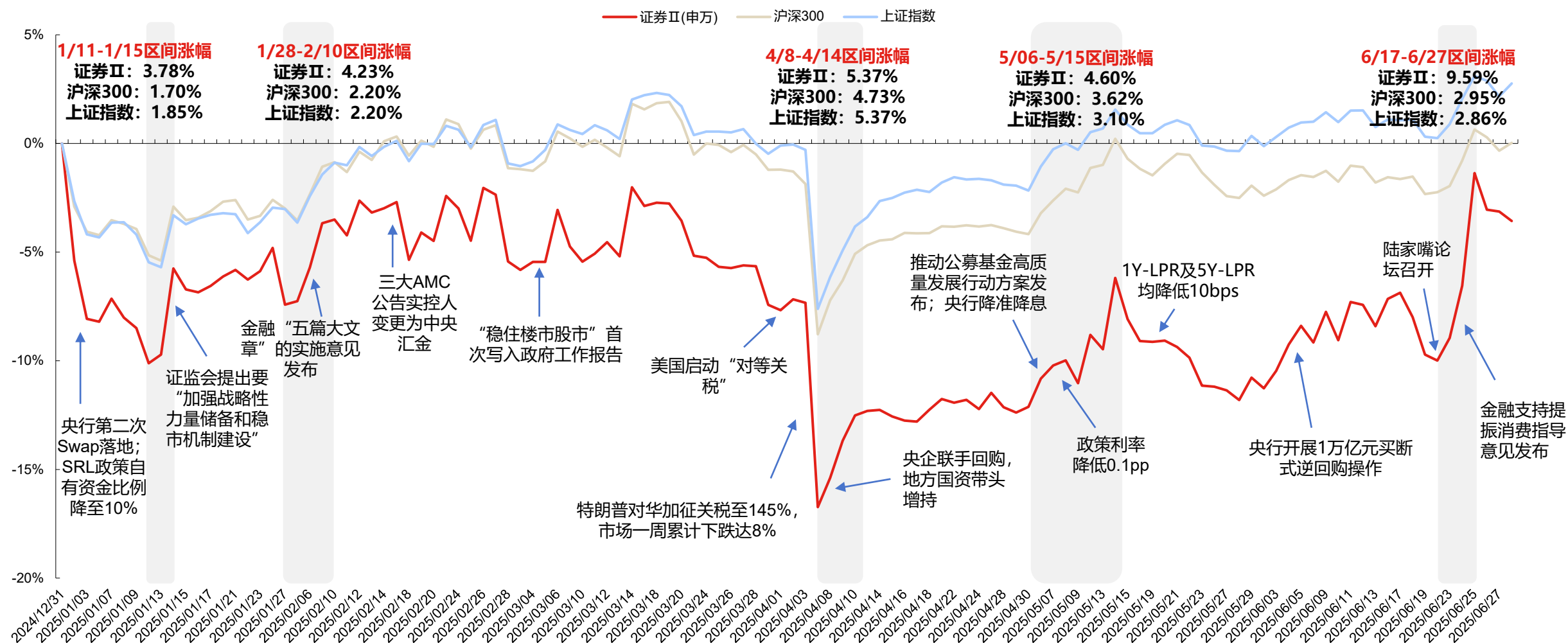
三、自营投资：业绩弹性胜负手

四：主题热点：并购重组、ROE提升和创新牌照展业

五：投资建议：关注四条配置逻辑主线

六、风险提示

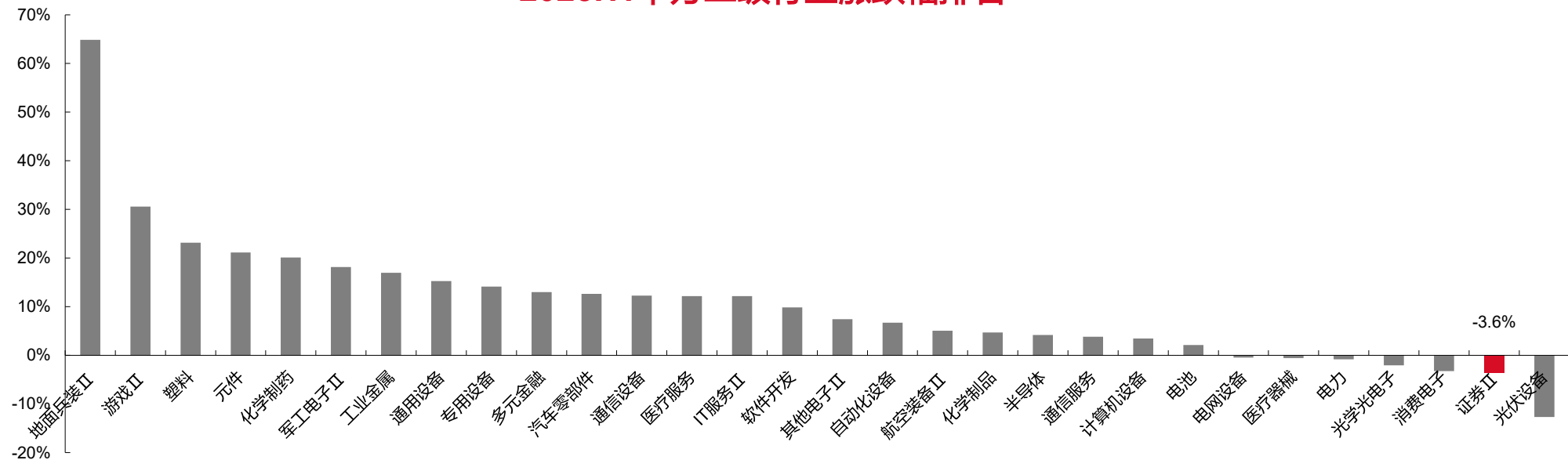
行情复盘：2025H1，证券指数-3.6%，较上证指数超跌6.4pp



行情复盘：申万二级行业中成交额排名第7，涨幅排名靠后

- **指数涨跌幅排名103/124**：2025H1，在申万二级行业124个指数中，证券Ⅱ指数跌幅3.6%（较沪深300超跌3.6pp，较上证指数超跌6.4pp），位列第103位，表现不及平均；
- **指数成交额排名7/124**：从成交额来看，上半年证券Ⅱ成交额达466亿元，申万二级行业中排名第7。

2025H1申万二级行业涨跌幅排名



注：图上二级行业指数非完整展示，仅列出成交额排名前30的行业指数。

资料来源：Wind，东海证券研究所

行情复盘：湘财股份领涨，市场对并购重组概念有一定分歧

- 市场对并购重组概念有一定分歧：2025H1，湘财股份领涨A股券商，国盛金控和中国银河亦涨幅领先；相较之下，国联民生领跌，市场对并购重组的预期和进度有一定分歧。

A股券商2025H1前十涨幅表现

证券代码	证券简称	最新股价	25H1涨幅	25H1成交额	总市值	PE(TTM)	PB(MRQ)
600095.SH	湘财股份	10.03	39.3%	738.5	286.8	423.6	2.4
002670.SZ	国盛金控	15.05	15.0%	779.4	291.2	135.6	2.6
601881.SH	中国银河	17.15	12.6%	1,606.8	1,875.2	16.4	1.7
601555.SH	东吴证券	8.75	12.2%	487.2	434.8	15.0	1.0
601162.SH	天风证券	4.93	10.0%	1,718.7	500.0	134.9	2.1
002926.SZ	华西证券	8.94	7.6%	234.5	234.7	26.0	1.0
601995.SH	中金公司	35.36	5.0%	823.6	1,706.9	26.3	1.8
000776.SZ	广发证券	16.81	3.7%	716.5	1,278.5	11.8	1.0
002736.SZ	国信证券	11.52	2.9%	271.8	1,107.4	11.9	1.2
601211.SH	国泰海通	19.16	2.7%	1,337.3	3,377.9	14.8	1.1

A股券商2025H1前十跌幅表现

证券代码	证券简称	最新股价	25H1涨幅	25H1成交额	总市值	PE(TTM)	PB(MRQ)
601456.SH	国联民生	10.35	-23.4%	448.2	587.9	59.2	1.2
600864.SH	哈投股份	5.97	-18.8%	248.8	124.2	38.8	1.0
002797.SZ	第一创业	7.08	-15.2%	877.1	297.5	33.9	1.8
000712.SZ	锦龙股份	13.13	-13.2%	476.7	117.6	-140.2	5.2
601878.SH	浙商证券	10.91	-10.9%	628.6	499.0	24.5	1.4
300059.SZ	东方财富	23.13	-10.4%	10,244.7	3,655.5	35.2	4.4
600958.SH	东方证券	9.68	-8.3%	442.6	822.5	21.1	1.1
600999.SH	招商证券	17.59	-8.2%	427.5	1,529.7	14.5	1.3
601099.SH	太平洋	3.93	-7.7%	768.8	267.9	105.8	2.7
600621.SH	华鑫股份	15.31	-7.1%	386.7	162.4	36.7	1.9

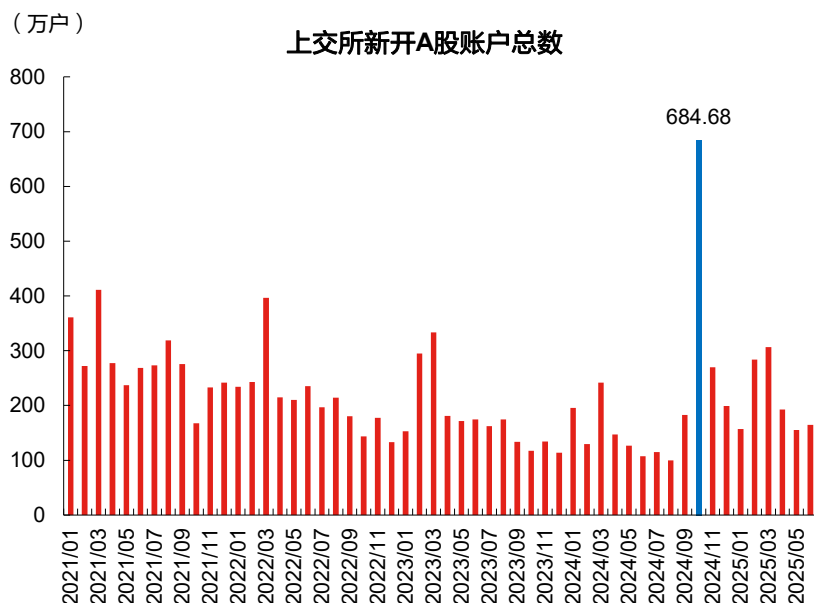
注：统计时点为2025/6/30；股价单位为元/股；成交额与总市值单位为亿元。
资料来源：Wind，东海证券研究所

注：统计时点为2025/6/30；股价单位为元/股；成交额与总市值单位为亿元。
资料来源：Wind，东海证券研究所

市场复盘：政策组合拳实施以来，交投活跃度持续攀升

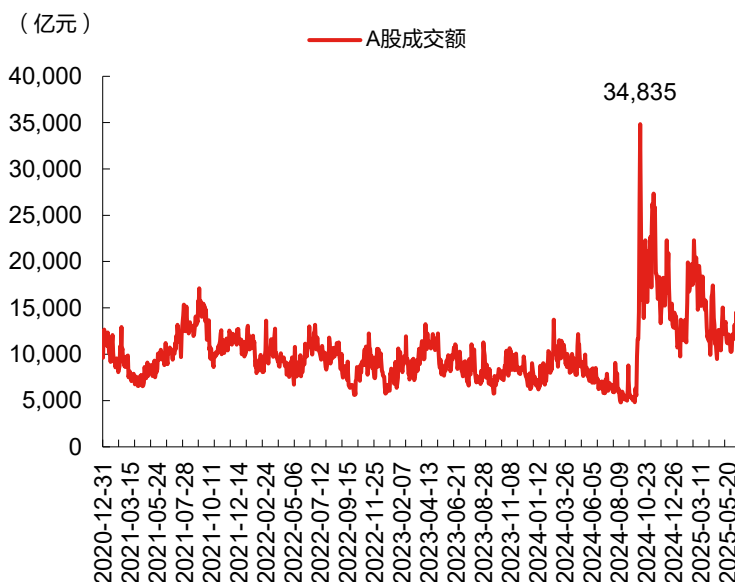
- **2025H1上交所A股新开户同比+33%。**“924”政策组合拳实施以来，资本市场活跃度显著提升，2024年10月上交所新开A股账户高达685万户，创下历史单月第三高点（前2次高点分别为2015年4月和6月的720万户和712万户），2025H1上交所A股新开户累计1260万人，同比增长32.8%，在前期高基数的基础上继续保持高增长态势。
- **2025H1日均成交额同比+52%。**A股2025H1日均成交额达1.39万亿元，同比大幅增长61%；A股日均换手率3.87%，同比+0.74pp，既有效增强市场流动性，也反映投资者对市场前景的积极预期。

上交所新开A股账户数



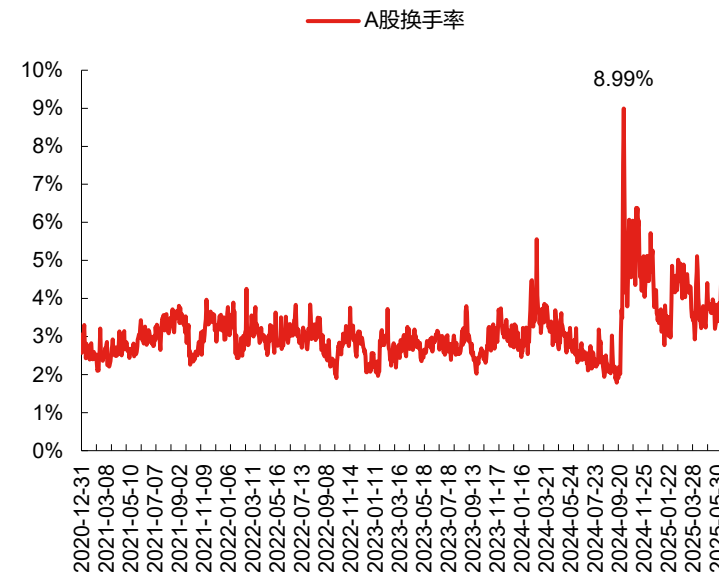
资料来源：上交所，东海证券研究所

A股2025H1日均成交额+61%



资料来源：Wind，东海证券研究所

A股2025H1日均换手率3.87%

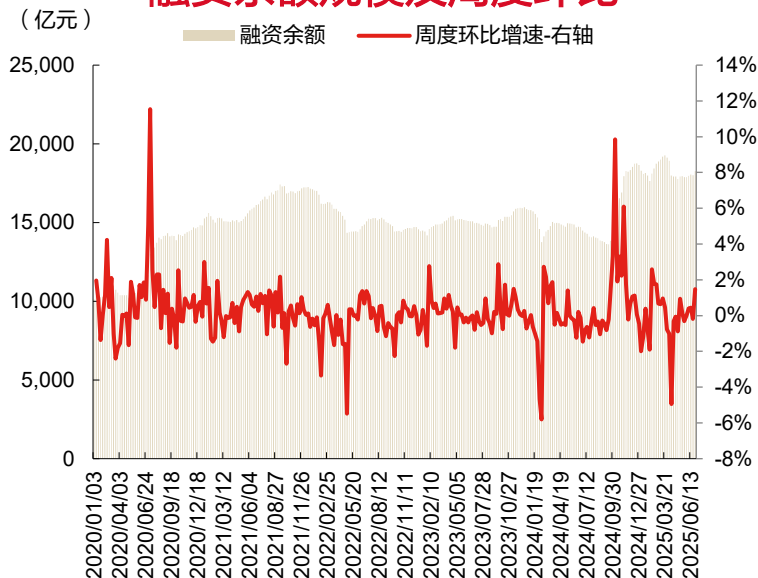


资料来源：Wind，东海证券研究所

市场复盘：融资规模稳增长，融券大幅压缩，股票质押保持稳定

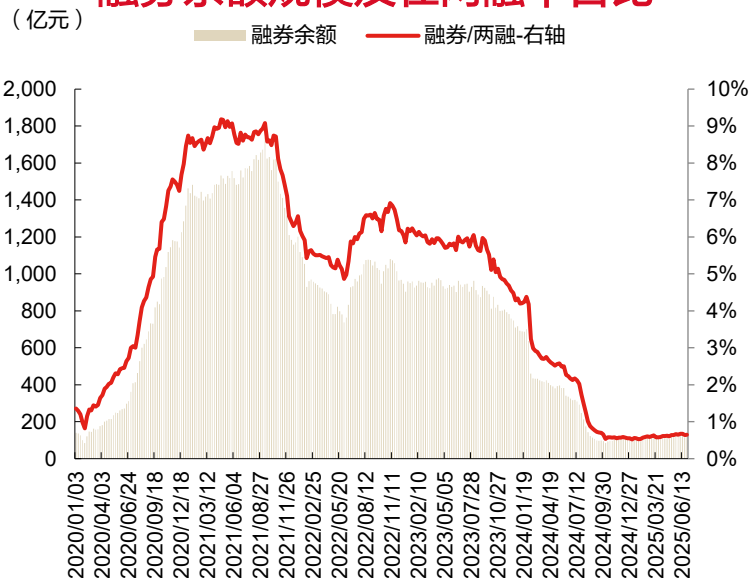
- **融资业务**：截至2025H1末融资余额1.84万亿元，同比增长26.8%，市场活跃度提升也带动融资业务需求抬升；全市场平均维持担保比例274.63%（预警线150%，平仓线130%），同比提升32.13pp。
- **融券业务**：截至2025H1末融券余额123.04亿元，同比大幅下降61%；转融券余额已于2024年9月30日降至零。从保证金比例上调，到暂停限售股出借，再到暂停新增转融券，对融券效率进行限制，市场约束持续强化。
- **股票质押业务**：截至2025H1末全市场股票质押股数3100亿股，占全市场总股本比3.79%；股票质押市值为2.7万亿元，同比提升14%，约占沪深北交易所总市值3.0%。

融资余额规模及周度环比



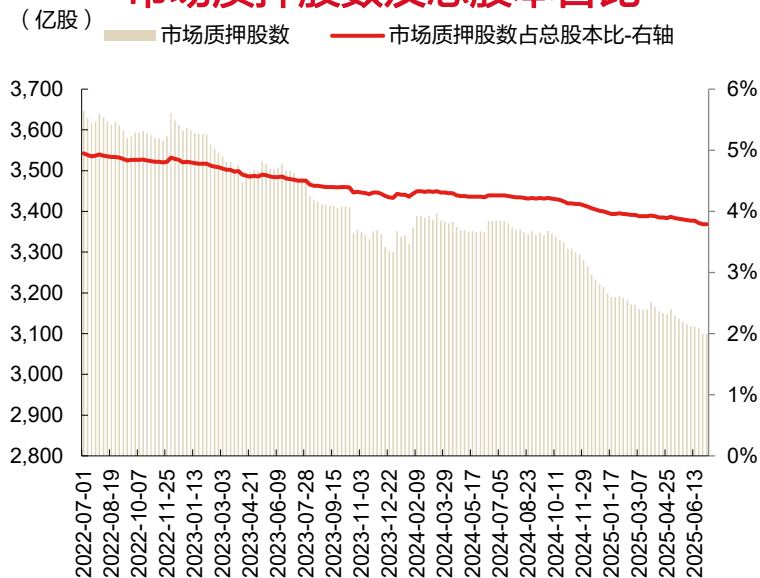
资料来源：Wind，东海证券研究所

融券余额规模及在两融中占比



资料来源：Wind，东海证券研究所

市场质押股数及总股本占比

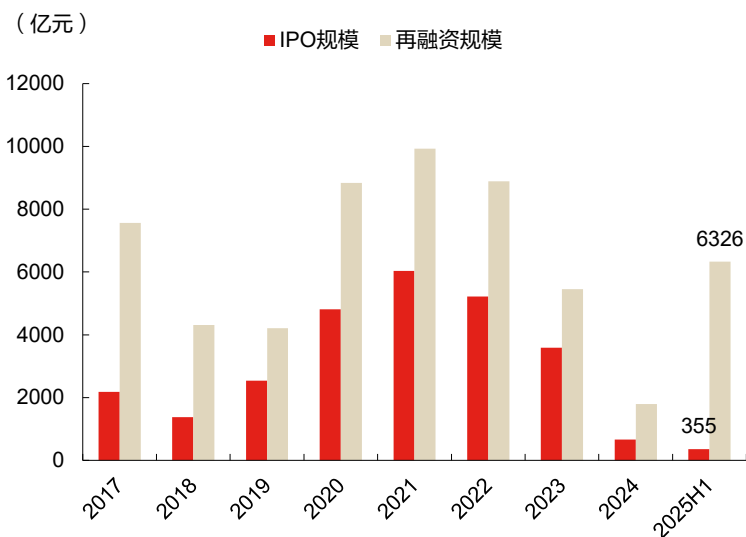


资料来源：Wind，东海证券研究所

市场复盘：股权融资呈现边际回暖态势，债权承销需求旺盛

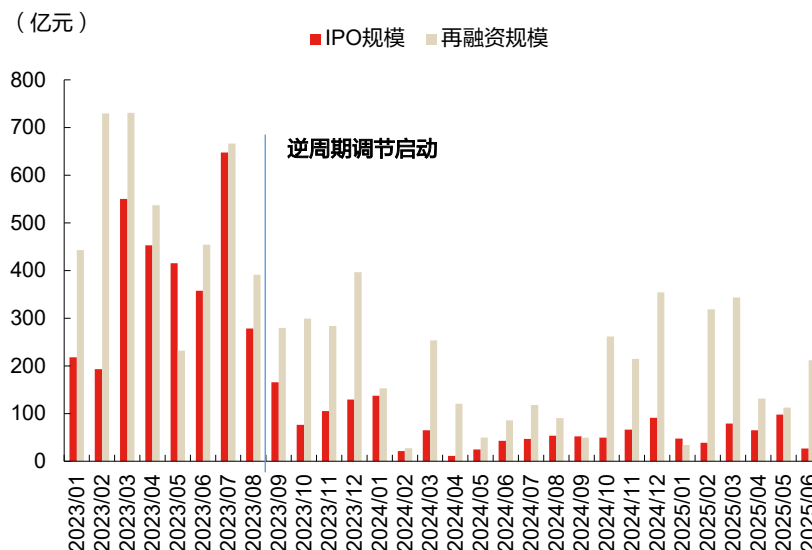
- **股权融资家数和规模边际回暖：**1) 家数方面，IPO和再融资2025H1分别承销54家和118家，分别同比+4%和+26%；2) 规模方面，IPO和再融资2025H1分别为355亿元和6326元，分别同比+17%和796%，其中再融资爆发式增长主要由于四家国有银行于6月合计增发5200亿元所致（剔除极值后同比增速为59%）。
- **债权承销市场活跃：**2025H1累计券商承销规模达7.5万亿元，同比增长22.3%；累计承销2.3万只，同比增长35%。市场火热一方面来自于利率持续低位震荡下的企业融资需求激活，另一方面来自于过去几年以较高利率发行的地方债有较为强烈的置换需求。现阶段中央的多次会议仍聚焦于化解债务风险，推动风险出清，我们认为在监管指引下的债券融资规模有望实现良性增长。

IPO和再融资2025H1边际回暖



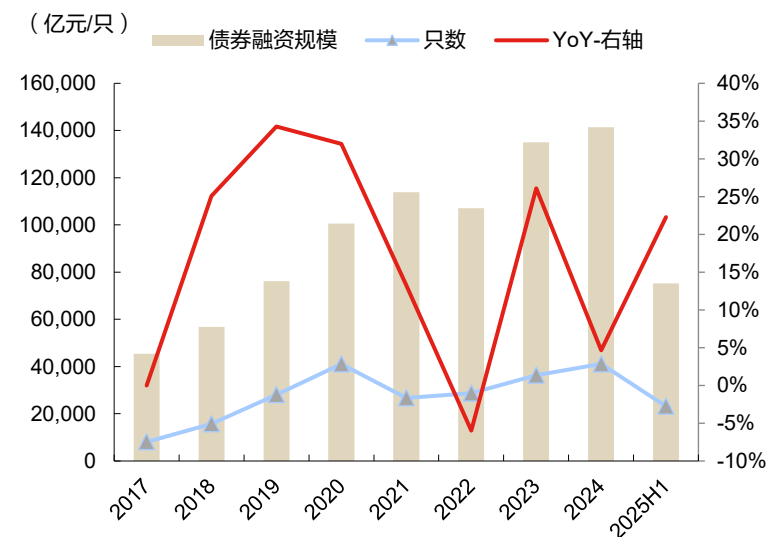
资料来源：Wind，东海证券研究所

一二级逆周期调节成效显著



注：2025年6月剔除四家国有行增发数据
资料来源：Wind，东海证券研究所

债权融资市场表现活跃



资料来源：Wind，东海证券研究所

业绩复盘：投资驱动利润高增，利润集中度进一步提升

- 2025Q1上市券商归母净利润同比增长83%，主要由于资本市场回暖，推动经纪和自营业务分别大幅增长49%和45%，以及国泰海通并表所致，剔除并表影响的扣非后归母净利润同比增长55%，利润集中度CR10进一步提升至74%。

上市券商2024及2025Q1业绩表现

(亿元)	2024				2025Q1			
	金额	YoY	收入占比	CR10	金额	YoY	收入占比	CR10
归母净利润	1478	16%		72%	522	83%		74%
营业收入	5088	7%		63%	1259	25%		63%
-经纪业务	1060	10%	27%	61%	328	49%	31%	61%
-投行业务	306	-27%	8%	62%	67	5%	6%	59%
-资管业务	441	0%	11%	70%	101	-3%	10%	71%
-自营业务	1789	32%	45%	72%	487	45%	46%	69%
-信用业务	351	-11%	9%	42%	79	27%	7%	38%

资料来源：Wind，东海证券研究所



CONTENTS

一、复盘：行情、市场与业绩回顾

二、财富管理：把握资本市场改革机遇

三、自营投资：业绩弹性胜负手

四：主题热点：并购重组、ROE提升和创新牌照展业

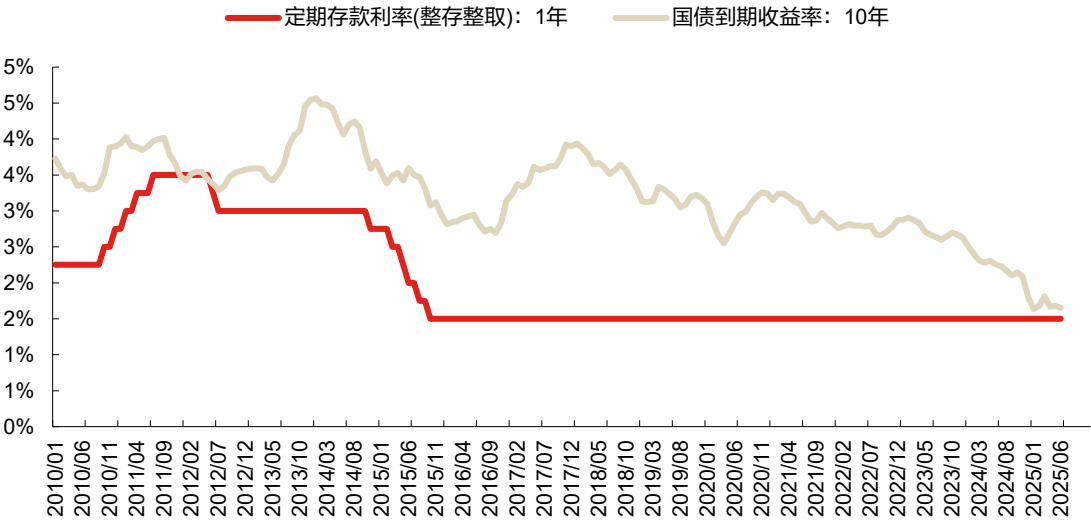
五：投资建议：关注四条配置逻辑主线

六、风险提示

低利率环境下，居民存款向权益类资产倾斜

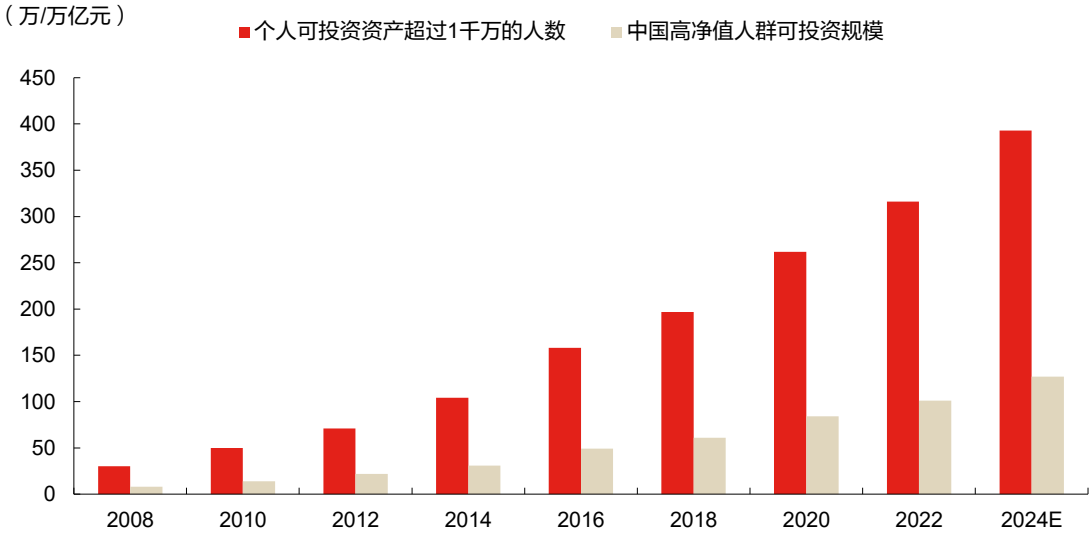
- **利率持续走低，同业产品竞争力减弱：**10年期国债收益率持续走低，1年期定存利率长期维持在较低水平。截至2025年6月末，国债收益率下跌至1.65%，定存利率保持在1.5%，持续低位的利率水平降低了传统储蓄产品收益。叠加地产投资收益的高波动与下行趋势，居民存款持续流向权益类资产。
- **居民资产持续增长，资产配置需求旺盛：**据招商银行《2023中国私人财富报告》显示，截至2022年末，中国高净值人数已增长至316万，2008年以来CAGR达18%，预估2024年将达到393万。此外，高净值人群可投资规模也显著增长，由2008年的8万亿元增长至2022年的101万亿元，CAGR达20%，预估2024年将达到127万亿元，资产配置需求旺盛，市场潜力较大。

无风险利率持续下行



资料来源：Wind，东海证券研究所

高净值客群资产配置需求旺盛

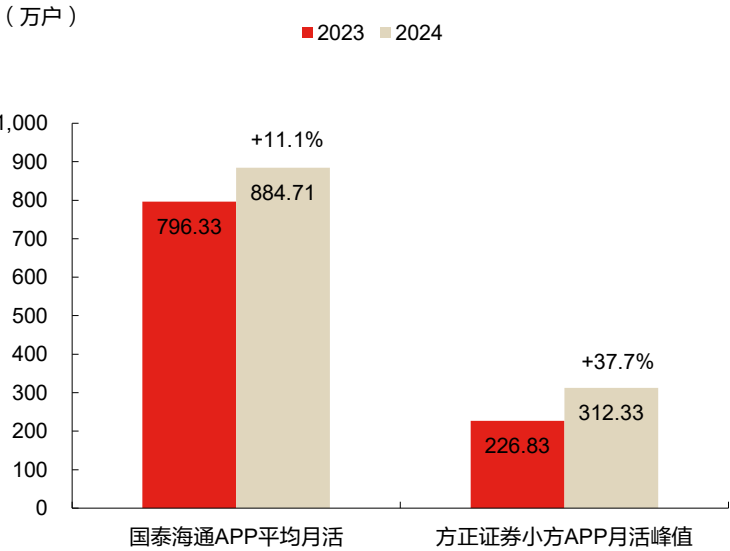


资料来源：Wind，东海证券研究所

市场情绪升温，客户数与托管资金规模持续增长

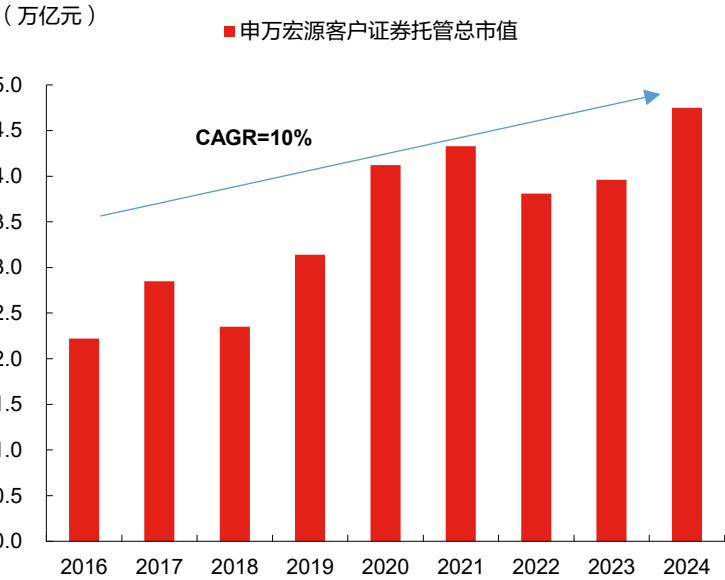
- **市场活跃度提升，推动客户规模持续增长。**在前述分析的上交所新开A股账户数大幅增长的背景下，上市公司客户数也持续提升，推动APP月活增长和用户黏性增强，例如方正证券小方APP2024年月活峰值同比大幅提升37.7%，中泰证券2024年新开户同比增长93.12%至105万户等。
- **托管资金规模同比提升。**居民存款向权益类资产倾斜，也推动券商托管资金的快速扩容，例如申万宏源客户证券托管总市值2024年为4.75万亿元，同比增长22%，近八年CAGR达10%；财通证券2024年客户托管资产规模增幅达11.3%等。

券商APP月活同比增长显著



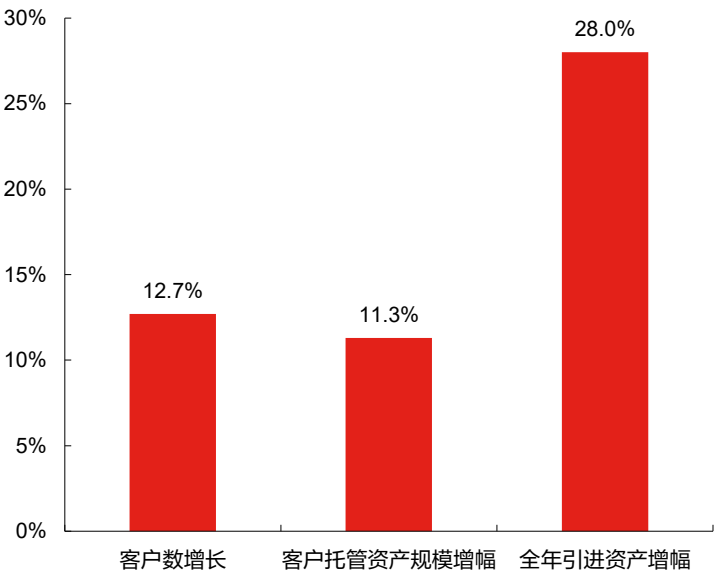
资料来源：公司公告，东海证券研究所

申万宏源托管总市值整体呈增长态势



资料来源：公司公告，东海证券研究所

财通证券2024年客户及托管资产变化



资料来源：公司公告，东海证券研究所

公募基金改革，降佣让利投资者以提升参与度和获得感

- 建立与业绩挂钩的浮动费率制度，强化业绩比较基准的约束作用。方案要求对于符合一定持有期要求的投资者，根据其持有期间产品业绩表现适用差异化的管理费率，并要求未来一年内，引导头部机构发行此类基金数量不低于其主动管理权益类基金发行数量的60%。
- 投资收益纳入考核体系，强化基金公司与投资者的利益绑定。方案要求将业绩比较基准对比、基金利润率等直接关乎投资者利益的指标引入考核体系，其中投资收益指标对高管和基金经理考核权重分别不低于50%和80%，相应降低产品管理规模排名、基金公司收入利润等指标的考核权重。
- 全面实施三年以上长周期考核，并与薪酬制度挂钩以优化激励机制。方案要求三年以上中长期收益考核权重不低于80%，并纳入基金公司评价指标体系，构建以五年以上长周期业绩为核心的评价评奖体系，杜绝以短期业绩排名为导向的不合理评价评奖活动。此外，方案督促基金公司建立健全与基金投资收益相挂钩的薪酬管理机制，对三年以上产品业绩低于业绩比较基准10bp的基金经理，要求绩效薪酬应当明显下降，而表现优异的基金经理可以适度提高绩效薪酬。

《推动公募基金高质量发展行动方案》核心梳理

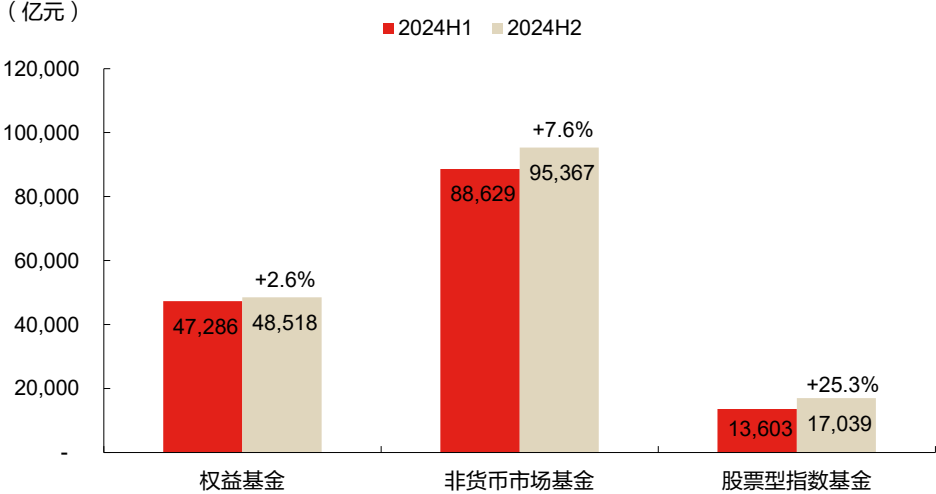
类别	举措
产品设计	建立浮动管理费收取机制
	强化业绩比较基准的约束作用
	稳步降低投资者成本
	大力发展权益类基金
考核评价	建立以基金投资收益为核心的考核体系
	强化分类评价引导作用
	全面落实长周期考核体系
	收益挂钩的薪酬激励制度
行业格局	完善公司治理
	强化核心投研能力建设
	差异化发展

资料来源：证监会，东海证券研究所

基金销售保有规模持续增长，券商占比提升凸显渠道重要性

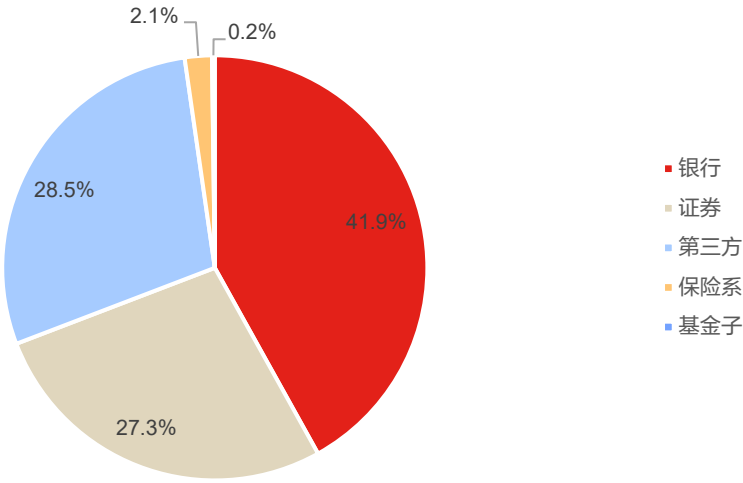
- 股票型基金保有规模大幅增长，预计后续扩容趋势仍将持续。截至2024H2末，权益基金、非货币市场基金、股票型指数基金保有规模较2024H1规模环比增长2.6%、7.6%和25.3%，其中股票型指数基金大幅增长，主要系股票ETF发行提速所致，这一趋势与政策导向一致，证监会明确支持发展权益类基金，ETF因工具属性强、成本低成为资金流入主力，预计后续扩容趋势仍将持续。
- 券商渠道占比逐步抬升，多元产品供给提升渠道重要性。分渠道来看，截至2024H2末，券商在权益基金、非货币市场基金、股票型指数基金保有规模中的市占率分别为27.3%、20.0%和57.7%，分别较2024H1环比提升2.4pp、1.9pp和0.7pp。券商通过“固收+”、跨境ETF等产品丰富供给，满足投资者多元化需求，渠道重要性持续凸显。

分产品基金保有规模及半年度和环比增速



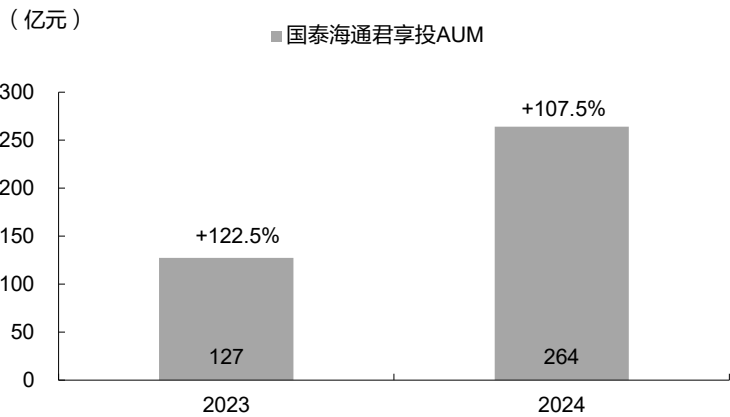
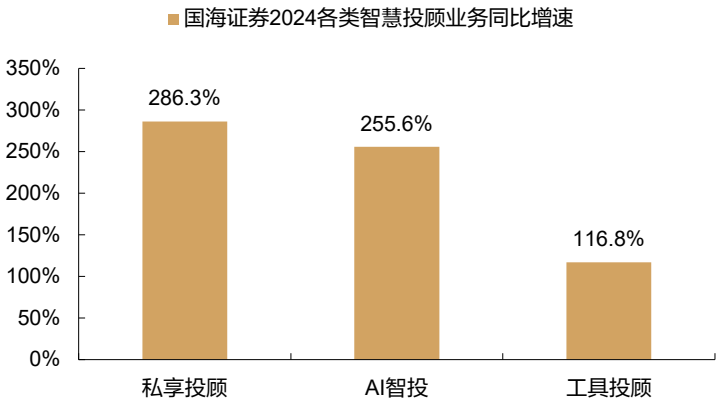
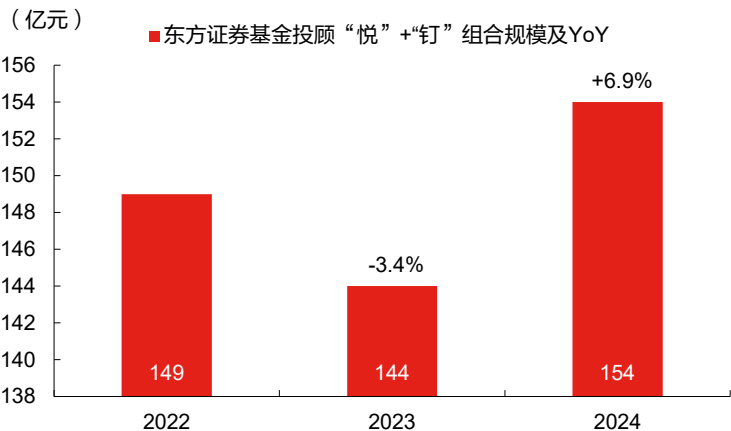
资料来源：基金业协会，东海证券研究所

2024H2分渠道基金保有规模占比



资料来源：基金业协会，东海证券研究所

投顾业务快速发展，差异化竞争策略提升护城河



2024年部分券商投顾业务梳理

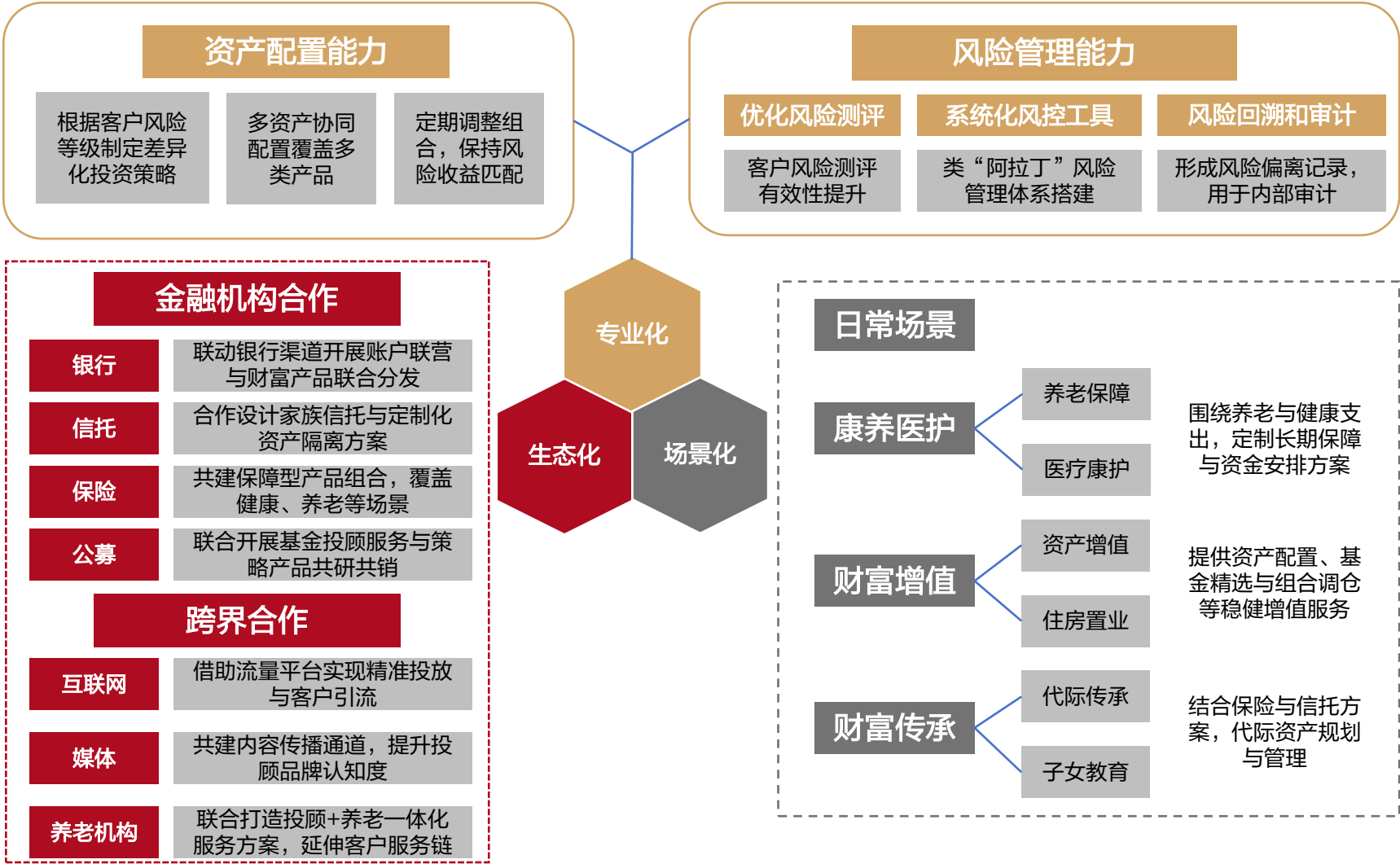
券商	2024年投顾业务
方正证券	协同机构投顾业务新增规模 200.98亿元，同比增长342.67%。债券机构投顾业务积极向产品投顾转型，服务城商行、农商行等中小银行数量超过60家，新增签约投顾规模达到237亿元。
中金财富	通过买方投顾和资产配置助力居民“长钱长投”和降低短期波动。通过资产配置，产品规模连续五年正增长，增长至近3700亿元，不断丰富完善50系列买方投顾体系，规模增长至近870亿元，创新高。
中国银河	公司持续优化以资产配置服务为核心的“银河金熠”高净值客户服务品牌，满足客户资产配置和财富传承等多元需求；加强智能化工具专业赋能，升级公司自研投顾平台“G-Winstar”（问TA系统），营销服务体系持续完善。
国信证券	打造约3700人的专业投资顾问团队和“国信鑫投顾”“国信鑫智投”“国信鑫私享”等服务品牌，提升投顾产品和定制服务质量，为广大投资者提供一站式财富管理服务。
华泰证券	智能投顾平台“聊TA”重点构建分类分层的客群运营体系，打造配套的队伍与平台能力底座，提升服务质量与覆盖度。

东方证券 东方证券基金投顾“悦”+“钉”系列共27个投顾组合策略，合计规模约人民币153.71亿元，较年初增长7.05%；存量账户数19.28万户，客户留存率58.18%，复投率 76.80%。

资料来源：公司公告，东海证券研究所

三维协同赋能，推动券商投顾高质量发展

- 围绕“专业化、场景化、生态化”三大方向，券商投顾正加快构建全方位服务体系。
- 专业化方面，通过多资产协同配置与系统化风险管理工具，提升资产配置能力与客户适配度；
- 场景化方面，聚焦养老保障、资产增值与财富传承等核心需求，打造面向“医、养、住、教”等具体情境的投顾方案；
- 生态化方面，联动银行、信托、保险、公募等金融机构，拓展互联网、媒体、养老机构等跨界合作，推动服务渠道融合与内容共建，延伸服务链条，打造客户全生命周期陪伴式服务体系。





CONTENTS

一、复盘：行情、市场与业绩回顾

二、财富管理：把握资本市场改革机遇

三、自营投资：业绩弹性胜负手

四：主题热点：并购重组、ROE提升和创新牌照展业

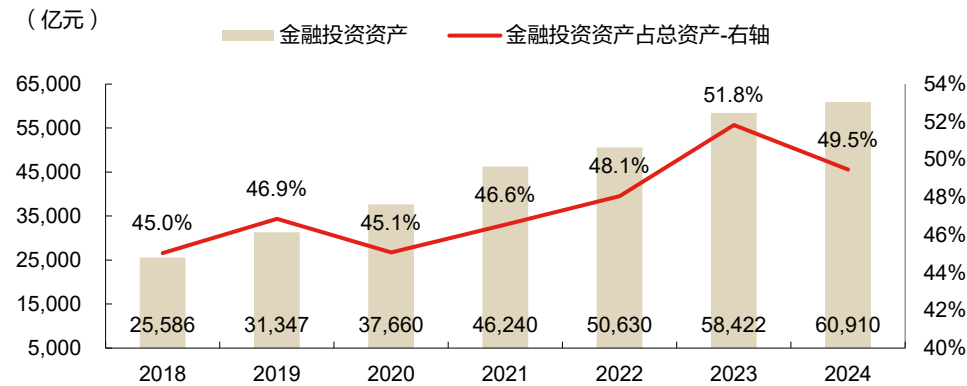
五：投资建议：关注四条配置逻辑主线

六、风险提示

券商金融投资业务呈现“总量扩张、结构优化”的规模特征

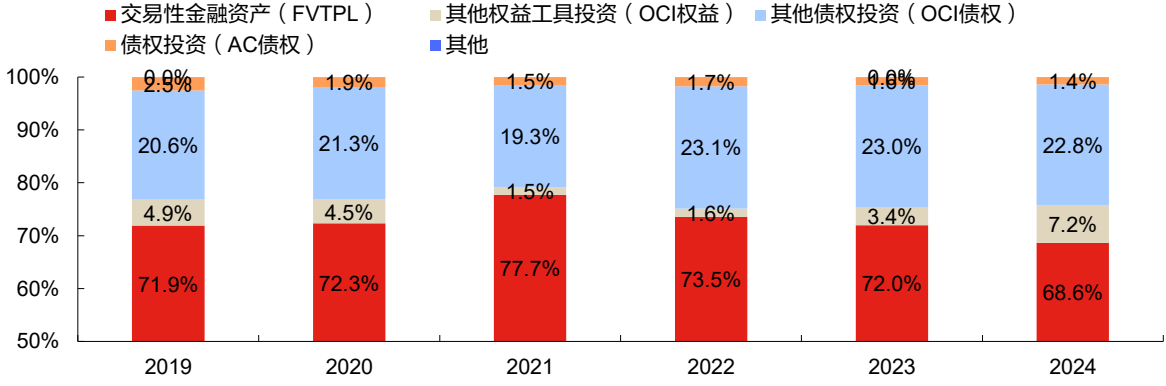
- 从规模来看，43家上市券商金融投资资产总额从2018年的2.56万亿元持续增长至2024年的6.09万亿元，CAGR达15.55%，展现出强劲的扩表动能。与此同时，金融投资资产占总资产比重始终维持在45%-52%的高位区间，2023年达到51.83%的峰值后，2024年小幅回落至49.46%，凸显其在券商资产负债表中的核心地位。
- 从结构来看，交易性金融资产（FVTPL）始终保持主导地位，且其占比已从2018年的65.77%波动上升至2024年的68.63%，期间在2021年达到77.72%的高点后持续回落；其他权益工具投资（OCI权益）的占比从3.74%显著提升至7.18%，特别是在2023-2024年间实现翻倍增长，反映出头部券商加速向高股息战略持仓转型。固收类配置中，其他债权投资（OCI债权）占比从2018年的14.62%进一步提高并稳定在19%-23%区间，而债权投资（AC债权）则从2.36%收缩至1.42%，凸显信用债配置的持续审慎。2024年的显著特点是，在金融投资资产总额突破6.09万亿元的背景下，OCI权益占比的快速提升与FVTPL占比的加速下滑形成鲜明对比，这一结构性调整体现了行业在规模扩张的同时，更加注重通过会计分类优化来提升收益稳定性。

上市券商金融投资资产规模及占总资产比例



资料来源：公司公告，东海证券研究所

上市券商金融投资资产结构

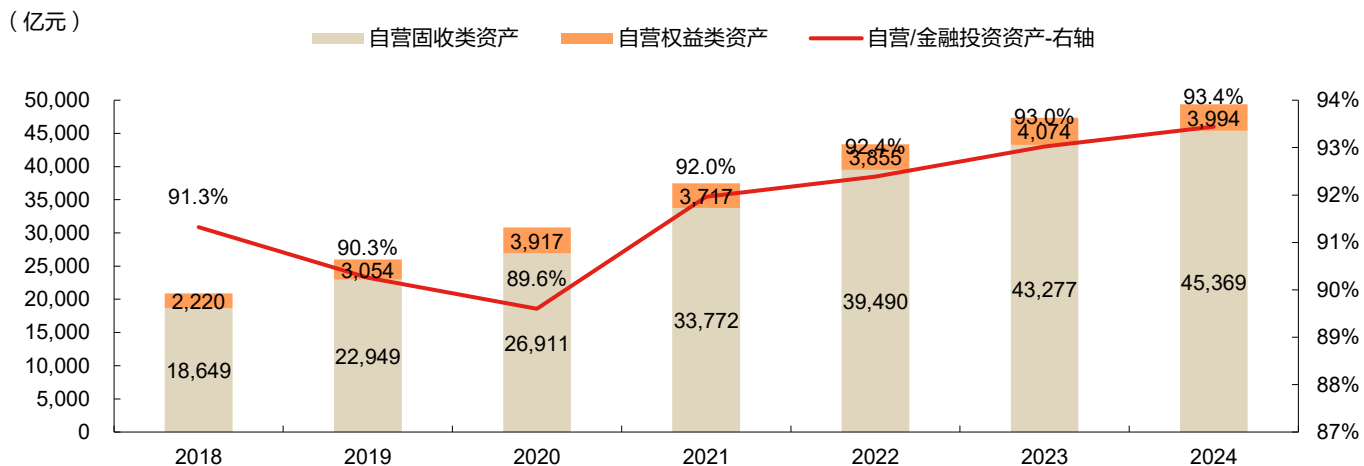


资料来源：公司公告，东海证券研究所

券商自营业务呈现“固收主导、权益波动”的配置特征

- 以资本相关指标倒推测算，上市券商自营类金融投资占总金融投资资产的比重基本保持在90%以上，构成券商资产配置的核心，2024年上市券商自营业务规模达4.94万亿元。
- 从配置结构来看，固收类资产持续占据主导地位，规模从2018年的1.86万亿元增长至2024年的4.54万亿元，在自营业务中占比稳定在70-75%区间，这一配置偏好主要源于区间持续的利率债牛市。与此同时，权益类资产表现出明显的顺周期特征，规模自2018年的2220亿元大幅增长（并非持续增长，中间有过回调），并在2020-2024年期间基本稳定在4000亿元左右，占比在6%-9%区间波动，其配置节奏与股票市场行情呈现高度相关性。

上市券商自营资产结构及占金融投资资产比例

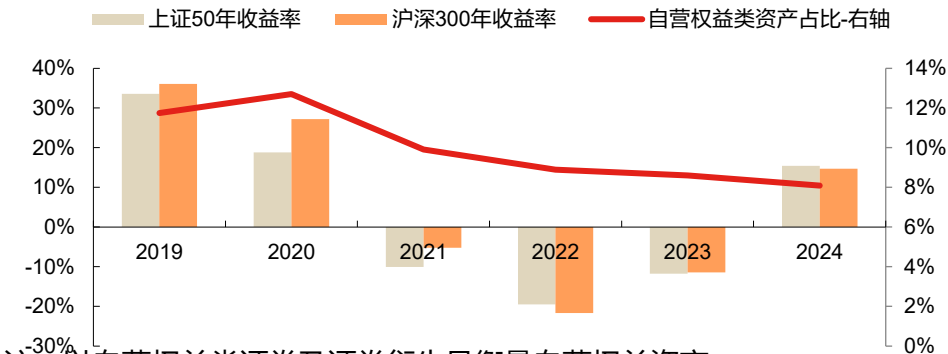


注：以自营权益类证券及证券衍生品衡量自营权益资产，以自营固定收益类证券及证券衍生品衡量固收资产
资料来源：公司公告，东海证券研究所

自营权益投资：波动中审慎调配，策略分化加剧

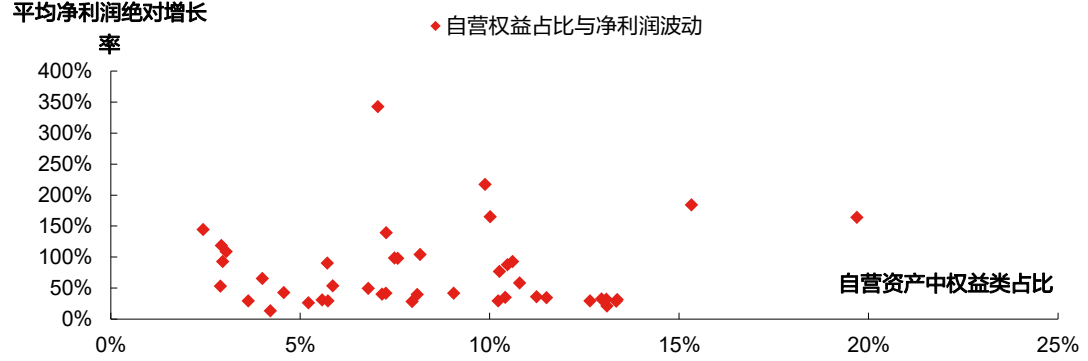
- 2024年证券行业权益类资产配置呈现出“规模扩张但占比收缩”的显著特征。从总量来看，全行业自营权益资产规模达到3994亿元，较2018年的2220亿元增长80%，但占自营总资产的比例却从10.64%持续下滑至8.09%，创下历史新低。这一变化在2024年表现得尤为突出，虽然全年上证50上涨15.42%、沪深300上涨14.68%，但权益配置占比仍较上年下降0.51pp，反映出在市场回暖的背景下，券商整体风险偏好仍保持谨慎态度。
- 从机构间的配置差异来看，权益配置比例与业绩稳定性总体呈现负相关关系。我们以2018-2024年净利润绝对值的均值（ β ）来测算利润波动水平，数据显示权益平均占比（ α ）在10%-13%之间的头部券商，其净利润波动率整体维持在35%以下，表现出良好的收益稳定性，例如中信证券（ $\alpha=13.09\%$ 、 $\beta=21.46\%$ ，下同）、国泰海通（12.65%、29.35%）、华泰证券（13.37%、31.59%）等。相比之下，权益占比较高的中小券商往往面临更大的业绩波动，例如国联民生（19.69%、163.92%）、华林证券（15.33%、184.26%）。但也应看到，部分采取低权益配置策略的中小券商同样未能有效控制业绩波动，如太平洋证券（7.05%、342.52%），反映出“降低权益占比 $\neq$ 收益稳定”，背后的投资策略、风控体系与组合管理能力才是关键。

上市券商自营权益类资产配置比例与大盘指数



注：以自营权益类证券及证券衍生品衡量自营权益资产
资料来源：公司公告，东海证券研究所

上市券商自营资产中权益类占比与净利润波动（2018-2024年）



资料来源：公司公告，东海证券研究所

自营权益投资：波动中审慎调配，策略分化加剧

- 从机构策略来看，头部券商与中小券商展现出不同的资产配置逻辑。2024年数据显示，中信证券（6.89%）、华泰证券（9.57%）、招商证券（7.29%）等头部机构普遍维持较低的权益配置比例，并且在过去几年中逐步下调（如中信证券从2020年21.13%压缩至2024年6.89%），显示出明显的防御性调整倾向。
- 相比之下，部分中小券商仍保持较高的权益敞口，如华林证券（32.63%）、国联民生（15.50%）、红塔证券（14.95%），可能与其在特定细分行业中具备一定的覆盖深度有关，但在市场波动中仍面临较大业绩不确定性。
- 此外，光大证券2024年将权益占比降至1.48%的行业最低水平，而方正证券则逆势提升至12.57%，反映出各家机构对后市判断与风险承受能力存在一定分歧。结构性分化正是当前行业“策略收敛+行为分散”局面的真实写照。

部分上市券商自营资产中权益资产占比

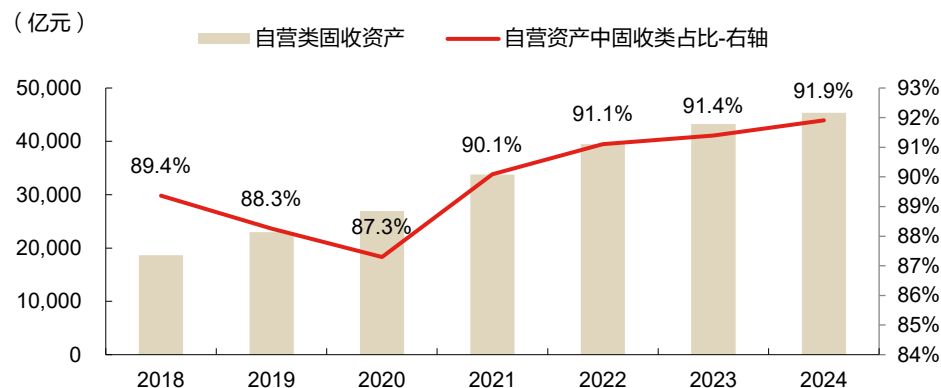
证券代码	证券名称	2019	2020	2021	2022	2023	2024
600030.SH	中信证券	14.32%	21.13%	11.47%	11.77%	14.94%	6.89%
601211.SH	国泰海通	17.66%	13.24%	12.08%	9.40%	8.82%	10.26%
601688.SH	华泰证券	17.35%	14.40%	14.60%	12.61%	7.23%	9.57%
000776.SZ	广发证券	9.92%	12.65%	14.57%	13.33%	9.56%	9.62%
601881.SH	中国银河	11.73%	12.03%	5.76%	9.55%	9.34%	8.58%
600958.SH	东方证券	9.34%	9.22%	6.46%	3.95%	4.20%	6.36%
601377.SH	兴业证券	14.20%	17.42%	11.88%	6.82%	5.81%	2.69%
601788.SH	光大证券	10.00%	13.15%	5.22%	4.89%	3.69%	1.48%
601901.SH	方正证券	15.59%	24.06%	7.75%	12.39%	9.42%	12.57%
600918.SH	中泰证券	13.26%	13.79%	9.07%	7.02%	4.96%	4.49%
601059.SH	信达证券	6.65%	20.31%	1.19%	2.72%	1.63%	1.68%
601198.SH	东兴证券	14.83%	11.65%	8.93%	7.52%	2.85%	5.08%
600909.SH	华安证券	4.97%	4.17%	4.54%	5.36%	5.56%	7.17%
002926.SZ	华西证券	9.02%	12.06%	10.52%	8.90%	5.29%	7.23%
601456.SH	国联民生	8.80%	10.40%	15.76%	17.33%	16.69%	15.50%
000750.SZ	国海证券	2.22%	5.76%	6.25%	1.83%	1.39%	2.50%
601236.SH	红塔证券	4.44%	11.22%	21.22%	3.68%	12.79%	14.95%
002797.SZ	第一创业	3.83%	8.66%	2.73%	3.08%	14.21%	17.48%
600906.SH	财达证券	1.27%	3.55%	1.78%	1.73%	2.32%	5.23%
601375.SH	中原证券	4.13%	1.66%	2.61%	1.45%	2.54%	2.26%

注：以自营权益类证券及证券衍生品衡量自营权益资产，以自营固定收益类证券及证券衍生品衡量固收资产，以两者之和衡量自营资产； 资料来源：公司公告，东海证券研究所

自营固收投资：稳定中持续扩容，结构优化加速

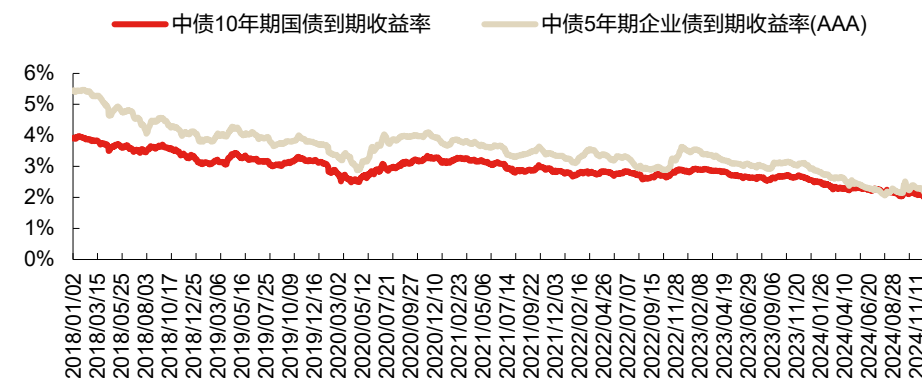
- 固收类资产继续巩固其在券商自营配置中的核心地位。2024年上市券商自营固收类资产规模达到4.54万亿元，占总自营资产的91.91%。这一比例较2018年的89.36%提升2.55pp，且连续三年保持在91%以上的高位，充分体现出在市场波动加大的环境下，券商对稳定收益资产的持续青睐。
- 从年度变化来看，固收占比的提升主要发生在2021-2022年市场调整期间，两年间累计上升3.03%，此后基本维持稳定。这一趋势的形成，深受近年来债券市场长牛行情推动。2018年初至2024年末，十年期国债收益率从3.90%持续下行至1.68%，体现出利率债市场长期牛市特征；同时，信用债市场亦表现强劲，5年期中债企业债（AAA）到期收益率由5.43%降至1.87%，收益率中枢显著下移。在利率下行驱动下，债券价格持续上涨，券商自营业务在此背景下加大对固收类资产的配置，不仅顺应了市场趋势，也有助于增强投资组合的抗风险能力与收益稳定性。

上市券商自营固收类资产变化情况



注：以自营权益类证券及证券衍生品衡量自营权益资产，以自营固定收益类证券及证券衍生品衡量固收资产，以两者之和衡量自营资产
资料来源：公司公告，东海证券研究所

利率债和企业债收益率趋势向下



资料来源：Wind，东海证券研究所

自营固收投资：稳定中持续扩容，结构优化加速

- 机构间的固收配置策略呈现出明显的梯队特征。2024年数据显示，头部券商普遍保持90%以上的高配比例，通过优化品种结构和提升投资效率来增强收益稳定性，例如中信证券（93.11%）、招商证券（92.71%）等。相比之下，中小券商的配置比例差异较大，既有西部证券（99.02%）、华创云信（99.01%）等接近满配状态的机构，也有华林证券（67.37%）这样明显低于行业平均水平的特例。
- 2024年，部分券商展现出积极的调整态势，如兴业证券将固收占比进一步提升至97.31%，显著高于自身近年均值（90.20%），体现出其在利率环境变化下加强稳健配置的倾向；而第一创业固收占比则维持在82.52%的水平，显著低于自身近年均值（91.67%），反映出其对资产端收益的适度再平衡策略。
- 这种分化不仅反映出机构风险偏好和流动性管理策略的差异，也在一定程度上体现了其在资产获取、负债管理和久期匹配能力上的优劣势。整体来看，固收配置正在从单一追求“高配比”逐步转向“高质量”，结构优化趋势日益明显。

部分上市券商自营资产中固收资产占比

证券代码	证券名称	2019	2020	2021	2022	2023	2024
600030.SH	中信证券	85.68%	78.87%	88.53%	88.23%	85.06%	93.11%
601211.SH	国泰海通	82.34%	86.76%	87.92%	90.60%	91.18%	89.74%
601688.SH	华泰证券	82.65%	85.60%	85.40%	87.39%	92.77%	90.43%
000776.SZ	广发证券	90.08%	87.35%	85.43%	86.67%	90.44%	90.38%
601881.SH	中国银河	88.27%	87.97%	94.24%	90.45%	90.66%	91.42%
600958.SH	东方证券	90.66%	90.78%	93.54%	96.05%	95.80%	93.64%
601377.SH	兴业证券	85.80%	82.58%	88.12%	93.18%	94.19%	97.31%
601788.SH	光大证券	90.00%	86.85%	94.78%	95.11%	96.31%	98.52%
601901.SH	方正证券	84.41%	75.94%	92.25%	87.61%	90.58%	87.43%
600918.SH	中泰证券	86.74%	86.21%	90.93%	92.98%	95.04%	95.51%
601059.SH	信达证券	93.35%	79.69%	98.81%	97.28%	98.37%	98.32%
601198.SH	东兴证券	85.17%	88.35%	91.07%	92.48%	97.15%	94.92%
600909.SH	华安证券	95.03%	95.83%	95.46%	94.64%	94.44%	92.83%
002926.SZ	华西证券	90.98%	87.94%	89.48%	91.10%	94.71%	92.77%
601456.SH	国联民生	91.20%	89.60%	84.24%	82.67%	83.31%	84.50%
000750.SZ	国海证券	97.78%	94.24%	93.75%	98.17%	98.61%	97.50%
601236.SH	红塔证券	95.56%	88.78%	78.78%	96.32%	87.21%	85.05%
002797.SZ	第一创业	96.17%	91.34%	97.27%	96.92%	85.79%	82.52%
600906.SH	财达证券	98.73%	96.45%	98.22%	98.27%	97.68%	94.77%
002945.SZ	华林证券	98.78%	94.41%	85.41%	81.55%	67.39%	67.37%

注：以自营权益类证券及证券衍生品衡量自营权益资产，以自营固定收益类证券及证券衍生品衡量固收资产，以两者之和衡量自营资产；资料来源：公司公告，东海证券研究所

自营固收投资：稳定中持续扩容，结构优化加速

- 以行业龙头中信证券为例，其固收业务发展具有典型示范意义。公司通过持续优化资产配置结构，将主权及AAA级高信用等级债券的配置占比从2023年的88.21%进一步提升至93.99%，同时对AA及以下评级债券的持仓规模进行了36.20%的大幅压缩。相较之下，中小券商由于资本规模有限、融资渠道相对狭窄，在固收业务发展上面临诸多制约。一方面，较低杠杆水平限制了其业务规模扩张和盈利能力提升；另一方面，在优质资产获取方面也处于相对劣势，难以像头部券商那样大规模配置高等级利率债。
- 这种发展差距使得行业马太效应持续强化，未来随着监管对资本充足率和风险管理要求的不断提高，行业分化格局可能将进一步加剧。在此背景下，不同梯队券商需要根据自身特点，制定差异化的固收业务发展策略，头部机构可继续发挥规模优势深耕利率债市场，而中小券商则需更加注重特色化、精细化发展路径的选择。

中信证券债券类投资信用风险敞口（中国境内）

（亿元）	2024		2023	
投资评级	金额	占比	金额	占比
中国主权信用	1,093	33.88%	837	31.60%
AAA	1,939	60.11%	1,500	56.61%
AA	173	5.37%	282	10.64%
A	10	0.29%	8	0.31%
其他	11	0.35%	22	0.85%
敞口合计	3,225	100%	2,650	100%

资料来源：公司公告，东海证券研究所

自营非方向性业务：风险对冲与差异化竞争格局

- 券商非方向性业务发展呈现差异化特征，头部机构在该领域布局优势明显。根据《中国证券业发展报告（2024）》，截至2023年末，全行业仅25家券商参与雪球投资，3家开展DMA业务，12家布局定增对冲，反映出该领域较高的专业门槛和资源壁垒。
- 市场波动进一步凸显了业务风险：2024年初，量化策略遭遇重大考验，雪球敲入事件后，DMA业务因杠杆特性引发市场关注。DMA作为替代AB互换的创新业务，本质是量化基金通过券商自营交易台加杠杆的交易模式。2024年1月下旬市场波动中，部分未完全对冲的DMA产品加剧了微盘股流动性危机，暴露出业务风险。监管部门及时响应，通过限制仓位、强化监管等措施稳定市场，春节后DMA业务规模稳步下降，日均成交量占比约3%。
- 在此背景下，头部券商的差异化优势更为凸显：以中金公司为例，其2024年末FVTPL资产中35.90%为权益类资产（1001.47亿元），其中85.35%（854.79亿元）用于衍生品对冲，这种高比例对冲策略与其优异的业绩稳定性形成印证——尽管五年平均自营收入占比高达56.36%，但营收波动率控制在22.00%的较低水平，充分体现有效利用非方向性策略可以平滑收益波动。

自营非方向性业务：风险对冲与差异化竞争格局

- 从衍生品配置数据来看，头部券商与中小券商的非方向性业务能力差距显著。具体而言，头部券商均配置了利率套期工具，通过精准对冲有效管理利率风险敞口；其非套期工具中资产与负债规模也保持相对平衡（如中信证券利率衍生品资产183.72亿vs负债205.13亿），展现出成熟的风险中性管理能力。这种动态平衡体现在：一是通过多空头寸对冲市场风险，二是利用规模效应分散单一品种波动影响，使收益更趋稳定。而部分中小券商的衍生品配置完全集中于非套期工具，且存在明显的风险敞口失衡。
- 量级差距给头部券商带来三重优势：一是通过大规模分散投资降低单一合约风险，二是提升议价能力降低交易成本，三是增强市场波动中的抗风险能力。
- 非方向性业务发展中呈现马太效应：头部机构凭借平衡性配置和规模优势，既能通过套期工具实现风险对冲，又能在非套期业务中保持资产与负债的动态平衡；而中小券商受限于资源和技术，既缺乏套期工具保护，又难以实现有效的敞口管理，在市场波动中更易受到冲击。当前监管推动的“去方向化”转型，将进一步放大头部机构在风险中性管理方面的先发优势。



CONTENTS

一、复盘：行情、市场与业绩回顾

二、财富管理：把握资本市场改革机遇

三、自营投资：业绩弹性胜负手

四：主题热点：并购重组、ROE提升和创新牌照展业

五：投资建议：关注四条配置逻辑主线

六、风险提示

券商并购重组：多项目进行时，更关注“1+1”整合后的业绩成果

- 现阶段券商行业并购重组已有不少项目在同步推进，但类型与进度各异。类型上看既有头部券商向航母级投行整合，例如国泰海通，也有区域券商之间的业务互补，例如浙商证券收购国都证券、国信证券收购万和证券等；进度上既有步入后周期的业务整合，也有仍处初期的股权变更。
- 接下来监管与市场可能更关注现有券商“1+1”整合后的业绩成果，是否能够提升经营效率、推动业务协同、加速创新升级，是检验券商并购成功与否的核心指标。若后续财报持续表明整合成果超预期，则有望加速推动板块间的并购节奏。

近期券商行业并购重组案例梳理

类型	主要券商	被并购券商	相关股权占比	最新更新日期	并购进度
业务/区域互补	华创证券	太平洋证券	10.92%	2022/06/22	证监会已依法受理太平洋证券主要股东或者公司的实际控制人变更的申请
	浙商证券	国都证券	34.25%	2024/12/28	收购国都证券34.25%股份完成过户
	国联证券	民生证券	99.26%	2025/02/07	收购完成，以新主体“国联民生证券”开展业务
	西部证券	国融证券	64.60%	2025/02/15	国融证券变更主要股东及实控人、国融基金和首创期货变更实控人申请获证监会受理
	东北证券	-	29.81%	2025/06/28	亚泰集团拟将持有的东北证券 20.81%和9%股份分别出售给长发集团和长春市金控
国资体系整合	东莞证券	-	20.00%	2025/07/02	锦龙股份向东莞金控和东莞控股组成的联合体转让东莞证券20%股份已完成过户，锦龙股份仍持有东莞证券20%股份
	国信证券	万和证券	96.08%	2025/06/20	深交所并购重组委审核通过交易申请
	国泰君安	海通证券	100.00%	2025/03/14	收购完成，以新主体“国泰海通证券”开展业务

资料来源：公司公告，东海证券研究所

ROE提升：券商分类评价标准修订，鼓励业务细耕与效率提升

- 突出促进功能发挥导向，完善评价框架，优化资源配置。资本市场新“国九条”发布以来，发挥证券公司功能作用被屡次提起，此次作为立法目的写入规定，明确了监管导向，一方面完善了评价框架，阐明功能发挥情况主要包括服务实体经济和国家战略情况，同时，在业务加分指标和专项监管工作方面突出功能发挥；另一方面也以评价指标引导证券公司主动提升服务实体经济质效，优化资源配置，实现功能发挥。

《证券公司分类评价规定（修订草案征求意见稿）》核心梳理

分类	调整方向	修订内容
整合优化业务发展指标	减少重复加分	取消总营收排名加分，减少规模类指标重复加分
	经营效率加分力度提升	提升对ROE的加分力度，引导证券公司坚持集约型的发展方向、提升经营效率
	扩大覆盖面	将证券公司主要业务收入加分范围从行业前20名扩展到前30名，其中第21至30名加0.25分，以激励中小机构发展特色业务
	新增专项指标	新增的专项指标如自营投资权益类资产等，旨在引导证券公司优化投资结构，增强服务实体经济和投资者的能力，推动财富管理业务发展
调整扣分分值设置	重大违规直接降至D类	证券公司若发生重大违规行为，可以直接下调评价结果，且突出整体实质研判的原则，为在实践中针对重大恶性案件下调公司评价结果预留空间
	提高“资格罚”扣分分值	在原受到纪律处分时扣0.5分的基础上，新增对暂不接收提交文件、限制业务或会员权限等措施，每次将扣除1.5分
	优化行政处罚扣分分值	警告/罚款从4/5分降至3.5分，没收违法所得从6分降至4分，市场禁入从7分降至4分，暂停业务许可或终身禁入从8分降至6分，撤销业务许可从10分降至8分
	鼓励主动纠错	新增对开展先行赔付、有效减轻或消除损害的，设置扣1分上限，鼓励主动纠错，维护投资者利益，节约监管资源
	支持适格主体风险处置	变更控股股东等方式化解风险的公司，达标风控指标可加分。券商分类评价影响新业务资格、基金缴纳比例、监管资源、信用评级和融资成本，鼓励中小机构发展特色业务

资料来源：证监会，东海证券研究所

创新牌照展业：虚拟资产交易牌照获批提速，监管制度逐步成熟与常态化

- **虚拟资产交易牌照获批提速：**近期国泰君安国际（H）所持香港1号牌升级，升级后可通过综合账户提供虚拟资产交易服务，天风国际随后也获批虚拟牌照升级；此外，HashKey Chain近期宣布广发证券（香港）全面接入HashKey Chain作为核心链上发行网络，并发行首个每日可申赎代币化证券“GF Token”，供高净值个人专业投资者及机构专业投资者均可参与认购、交易。
- **通过统一监管标准、明确功能边界与鼓励持牌合规，**香港虚拟资产监管体系正由试点探索阶段迈向制度成熟与市场常态化阶段。统一监管标准不仅提升了市场透明度与投资者保护水平，也推动了机构在交易、资管、顾问等多个业务环节实现全链条持牌。未来，持牌合规将成为行业准入门槛，功能导向监管则将成为推动虚拟资产业务高质量发展的核心抓手。虚拟资产交易牌照陆续获批表明监管对业务的许可和支持态度，后续牌照的发放和业务的开展或将继续催化板块行情，建议关注相关主题的配置机遇。

虚拟资产交易平台运营者名单		现有证券交易牌照升级为可通过综合账户安排提供虚拟资产交易服务名单		
OSL数字证券	中国中期证券	富乔鑫国际投资	港利资本	大田证券
Hash Blockchain	中港通国际证券	富强证券	源创资产	大圣证券
香港虚拟资产交易所	中铭证券	富途证券	盈透证券	天风国际证券
香港数字资产交易集团	元宇证券	实德证券	众安银行	未来资产证券
云账户大湾区科技	胜利证券	宝盛证券	第一上海证券	东皓证券
DFX Labs Company	卓锐证券	尊嘉证券	老虎证券	流动性科技
EXIO	南华证券	展麟证券	致富证券	华赢东方
猎豹交易	博威环球证券	复星国际证券	艾德证券	裕承环球市场
YAX	哈富证券	微牛证券	华夏证券	长桥证券
Bullish HK Markets	嘉信证券	摩石证券	华富建业证券	
Hong Kong BGE	国泰君安证券	新城晋峰证券	华盛资本证券	

资料来源：香港证监会，东海证券研究所



CONTENTS

一、复盘：行情、市场与业绩回顾

二、财富管理：把握资本市场改革机遇

三、自营投资：业绩弹性胜负手

四：主题热点：并购重组、ROE提升和创新牌照展业

五：投资建议：关注四条配置逻辑主线

六、风险提示

投资建议

- 我们认为在前期严监严管的背景下，高质量发展框架已基本成型，开放合作的大趋势仍将深化，一流投资银行建设的有效性和方向性不改，分类评价指标优化助推业务细耕和效率提升，建议把握并购重组、财富管理转型、创新牌照展业和ROE提升在内的逻辑主线，个股建议关注资本实力雄厚且业务经营稳健的大型券商配置机遇。



CONTENTS

一、复盘：行情、市场与业绩回顾

二、财富管理：把握资本市场改革机遇

三、自营投资：业绩弹性胜负手

四：主题热点：并购重组、ROE提升和创新牌照展业

五：投资建议：关注四条配置逻辑主线

六、风险提示

风险提示

- **权益市场大幅波动影响股票交投活跃度：** 经纪业务为证券公司主要营收来源，资本市场波动影响市场交投活跃度，进而影响代理买卖证券佣金净收入；
- **投资者风险偏好降低拖累市场景气度：** 包括长期投资者与中小投资者在内的市场参与者，若更偏向储蓄而不是投资，会导致参与热情降低，进而拖累市场景气度；
- **宏观环境下行影响市场基本面：** 权益市场与利率市场表现均受到宏观环境影响，若宏观环境下行则导致市场收益率持续走弱；
- **政策落地力度不及预期：** 监管下一步立法计划没有明确的时间表，对具体业务的约束或支持政策落地存在不确定性。

评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来6个月内沪深300指数上升幅度达到或超过20%
	看平	未来6个月内沪深300指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来6个月内沪深300指数下跌幅度达到或超过20%
行业指数评级	超配	未来6个月内行业指数相对强于沪深300指数达到或超过10%
	标配	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在-10%—10%之间
	低配	未来6个月内行业指数相对弱于沪深300指数达到或超过10%
公司股票评级	买入	未来6个月内股价相对强于沪深300指数达到或超过15%
	增持	未来6个月内股价相对强于沪深300指数在5%—15%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数在-5%—5%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数5%—15%之间
	卖出	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数达到或超过15%

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

免责声明

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资质声明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

东海证券研究所（上海）

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦

网址：Http://www.longone.com.cn

座机：（8621）20333275

手机：18221959689

传真：（8621）50585608

邮编：200125

东海证券研究所（北京）

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F

网址：Http://www.longone.com.cn

座机：（8610）59707105

手机：18221959689

传真：（8610）59707100

邮编：100089

Thanks
For Watching

感谢聆听

务实 创新
规范 协同



东海证券



东海研究