

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

创 2016 年以来最佳半年度经营业绩

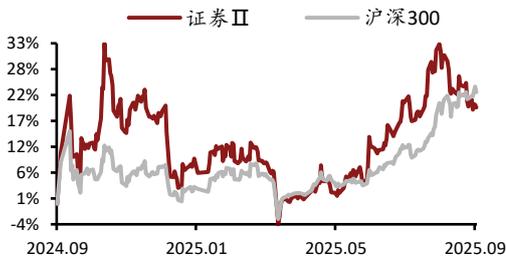
——上市券商 2025 年中报综述

证券研究报告-行业专题研究

同步大市(维持)

证券 II 相对沪深 300 指数表现

发布日期：2025 年 09 月 29 日



资料来源：聚源、中原证券研究所

相关报告

《证券 II 行业月报：券商板块 2025 年 8 月回顾及 9 月前瞻》 2025-09-26

《证券 II 行业月报：券商板块 2025 年 7 月回顾及 8 月前瞻》 2025-08-27

《证券 II 行业月报：券商板块 2025 年 6 月回顾及 7 月前瞻》 2025-07-25

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

报告要点：

- **2025H 证券行业创 2016 年以来最佳经营业绩。**2025H 证券行业营收同比回升 23.47%，净利同比回升 40.37%，业绩增幅较 2024 年明显扩大。自营业务收入占比再创新高，经纪业务收入占比小幅回升，经纪、自营同比高增带动行业经营业绩增幅扩大。
- **2025H 上市券商各项业务表现优异。**1. 上半年权益市场显著改善，权益方向自营在同比低基数下实现明显修复，部分上市券商通过 0C1 账户增配高股息资产增厚投资业绩，另类投资子公司普遍扭亏为盈，虽然固收市场明显降温但上市券商整体较好控制了固收自营的回撤，泛投资业务实现明显增长。2. 市场活跃度明显提升，日均成交量创历史新高，代理买卖证券业务的增幅最为明显，代销金融产品业务同步回暖，零售业务贡献主要增量，机构经纪业务仍面临压力，经纪业务景气度显著回升。3. 股权融资规模明显回升，债权融资规模持续放量，权益一级市场回暖复苏叠加上市券商持续加大债权融资业务的展业力度，投行业务实现边际改善。4. 固收产品超额业绩报酬的计提规模同比下滑，公募费改持续推进影响公募业务的营收水平，并对券商资管形成传导效应，资管业务承压小幅下行。5. 两融日均余额创历史新高，上市券商两融利息收入普增，有息债务规模减少、降准降息周期下资金成本下降推动利息支出的降幅大于利息收入的降幅，利息净收入企稳回升。
- **投资建议。**政策面：2025 年 7 月 31 日，中央政治局会议指出“增强国内资本市场的吸引力和包容性，巩固资本市场回稳向好势头”。可以预见，未来较长一段时期内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面发挥重要作用。基本面：在“巩固资本市场回稳向好势头”的政策定调下，2025 年四季度证券行业的整体经营环境有望保持当前风偏提升、交易活跃的基本格局，证券行业全年业绩实现增长的确定性较强。估值面：三季度券商板块的平均 P/B 整体围绕 1.55 倍的近十年平均估值波动。近期券商板块的走势明显转弱，预计主要由于行业整体经营业绩即将进入同比高基数期。在经历第三季度权益市场的指数型上涨行情后日均成交量、两融等关键业务指标均创历史新高，权益自营有望对冲固收自营的下行空间，券商板块持续走弱的空间相对有限。预计四季度券商板块平均 P/B 的核心波动区间将维持在 1.40 倍-1.60 之间，积极保持对政策面、市场面以及券商板块的持续关注。建议关注龙头类、财富管理业务较为突出以及权益投资开展较为深入、个股估值明显低于板块平均估值的三类上市券商。

风险提示：1. 权益及风格切换导致证券行业基本面出现下滑；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。

内容目录

1. 2025 年上半年证券行业创 2016 年以来最佳半年度经营业绩	4
1.1. 2025H 证券行业经营业绩增速明显扩大	4
1.2. 2025H 上市券商经营业绩明显改善，且分化现象仍较为明显	4
1.3. 2025H 证券行业杠杆率微降，ROE 实现回升	5
1.4. 2025H 自营业务收入占比再创近十年新高，经纪业务收入占比小幅回升	8
1.5. 2025H 业绩归因：经纪、自营同比高增带动行业经营业绩增幅扩大	8
1.6. 2025H 证券行业盈利能力集中度明显下降	9
2. 2025 年上半年泛投资业务实现明显增长	10
2.1. 2025H 泛投资业务核心要素变化情况	10
2.2. 2025H 上市券商债券 OCI 规模下降，股票 OCI 规模保持增长	11
2.3. 2025H 上市券商泛投资业务资产配置仍以固收为主，股票&股权占比出现回升	12
2.4. 2025H 上市券商另类投资子公司业绩普遍修复	13
2.5. 2025H 上市券商泛投资业务明显回暖	14
3. 2025 年上半年经纪业务景气度显著回升	16
3.1. 2025H 经纪业务核心要素变化情况	16
3.2. 2025H 上市券商经纪业务同比高增	17
4. 2025 年上半年投行业务实现边际改善	19
4.1. 2025H 投行业务核心要素变化情况	19
4.2. 2025H 股权融资集中度再创历史新高，债权融资集中度小幅下降	20
4.3. 2025H 上市券商投行业务实现边际改善	22
5. 2025 年上半年资管业务承压小幅下行	23
5.1. 2025H 资管业务核心要素变化情况	23
5.2. 2025H 上市券商资管业务连续第二年小幅下滑	24
6. 2025 年上半年两融利息收入普增，利息净收入企稳回升	26
6.1. 2025H 信用业务核心要素变化情况	26
6.2. 2025H 上市券商两融利息收入回升，质押利息收入降幅明显	27
6.3. 2025H 上市券商利息净收入企稳回升	29
7. 投资建议	30
7.1. 政策面：巩固资本市场回稳向好势头	30
7.2. 基本面：证券行业整体经营业绩实现增长的确定性较强	30
7.3. 估值面：券商板块估值围绕 1.55 倍 P/B 波动	30
7.4. 积极保持对券商板块的持续关注	31
8. 风险提示	31

图表目录

图 1: 2025H 证券行业营业总收入（亿元）增幅扩大	4
图 2: 2025H 证券行业净利润总额（亿元）增幅扩大	4
图 3: 2025H 证券行业平均杠杆率微降	6
图 4: 2025H 证券行业加权平均 ROE 明显回升	6
图 5: 2016-2025H 证券行业收入结构	8
图 6: 2012-2025H 证券行业归母净利集中度（CR5、CR10）	10
图 7: 2025H 权益显著改善	11

图 8: 2025H 固收明显降温	11
图 9: 2025H 上市券商金融投资规模 (亿元) 持续增长	11
图 10: 2025H 上市券商股债 OCI 占比呈现背离	11
图 11: 2025H42 家单一证券业务上市券商泛投资业务资产配置结构	13
图 12: 2025H 日均股票成交量 (亿元) 创历史新高	16
图 13: 2025H 股票成交总量 (万亿元) 同比大幅增长	16
图 14: 2025H 北向资金成交占比小幅下降	16
图 15: 2025H 行业平均净佣金率再创历史新低	16
图 16: 2025H 新发基金份额 (亿份) 再度出现下滑	17
图 17: 2025H 权益类基金的新发占比明显提高	17
图 18: 2025H 股权融资规模 (亿元) 明显回升	20
图 19: 2025H 债权融资规模 (万亿元) 持续放量	20
图 20: 2025H 股权融资规模集中度再创历史新高	21
图 21: 2025H 债权融资规模集中度小幅下降	21
图 22: 25H 行业受托管理资金本金 (万亿) 小幅回升	23
图 23: 2025H 券商私募资管规模 (万亿元) 低位震荡	23
图 24: 2025H 券商私募资管固收类产品存量规模占比仍占据主导	24
图 25: 2025H 两融余额 (亿元) 同比明显增长	26
图 26: 2025H 两融年度日均余额 (亿元) 创历史新高	26
图 27: 2025H 质押股数 (亿股) 及占比延续下降趋势	27
图 28: 2025H 市场质押市值 (亿元) 随市呈现起伏	27
图 29: 截至 2025 年 9 月 26 日, 券商板块 P/B (倍) 再度回落至 1.55 倍之下	30
表 1: 2025H42 家单一证券业务上市券商归母净利 (合并报表, 亿元) 概况	5
表 2: 2025H42 家单一证券业务上市券商杠杆率 (倍, 剔除代理买卖证券款) 概况	7
表 3: 2025H42 家单一证券业务上市券商加权平均净资产收益率概况	7
表 4: 2025H42 家单一证券业务上市券商各分项收入 (合并报表) 同比概况	9
表 5: 2025H20 家样本上市券商股债 OCI 规模 (亿元)、相应投资收益及占泛投资业务收入比	12
表 6: 2025H42 家单一证券业务上市券商另类投资子公司营业收入概况 (亿元)	14
表 7: 2025H42 家单一证券业务上市券商泛投资业务概况 (合并报表, 亿元)	15
表 8: 2025H42 家单一证券业务上市券商经纪业务及各分项业务收入 (合并报表, 亿元) 概况	18
表 9: 2025H42 家单一证券业务上市券商股权、债权融资规模 (亿元) 及市场份额	21
表 10: 2025H42 家单一证券业务上市券商投行业务手续费净收入 (合并报表, 亿元) 概况	23
表 11: 2025H42 家单一证券业务上市券商资管业务及基金管理业务 (合并报表, 亿元) 概况	25
表 12: 2025H42 家单一证券业务上市券商信用业务利息收入、信用业务规模 (亿元) 概况	28
表 13: 2025H42 家单一证券业务上市券商利息净收入 (合并报表, 亿元) 概况	29

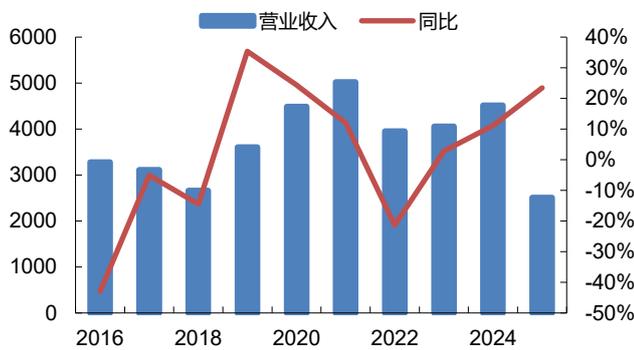
1. 2025 年上半年证券行业创 2016 年以来最佳半年度经营业绩

1.1. 2025H 证券行业经营业绩增速明显扩大

根据中国证券业协会的统计，2025 年上半年证券行业共实现营业收入 2510.36 亿元，同比回升 23.47%；共实现净利润 1122.80 亿元，同比回升 40.37%。2025 年上半年证券行业经营业绩增速较 2024 年明显扩大，并创 2016 年以来最佳半年度经营业绩。

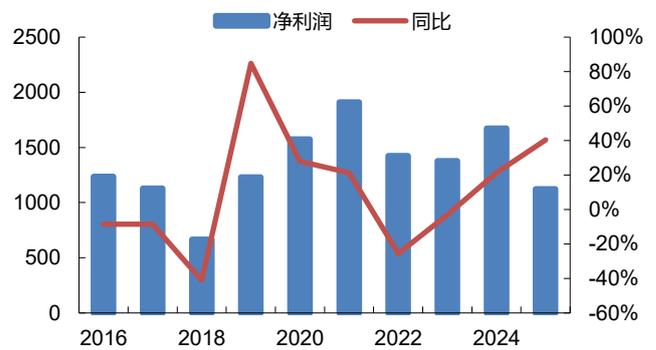
根据上市券商合并财务报表，2025 年上半年 42 家单一证券业务上市券商共实现营业收入 2518.66 亿元，同比回升 30.58%；共实现归属于母公司股东的净利润 1040.17 亿元，同比回升 65.08%。其中，国泰海通吸收合并海通证券产生负商誉 79.64 亿元，国联民生并表民生证券。若剔除上述两项因素的影响，2025 年上半年上市券商营收同比回升 20.41%、归母净利润同比回升 50.96%。（注：财政部于 2025 年 7 月 8 日发布了标准仓单交易相关会计处理实施问答，对于频繁买卖标准仓单以赚取差价、不提取标准仓单对应商品实物的交易，由按总额确认收入成本改为按收取对价与所出售标准仓单的账面价值的差额计入投资收益，该会计政策的调整仅影响可比期间的营业收入、不影响净利润。上市券商已于 2025 年 1 月 1 日起按照新的会计政策确认大宗商品贸易收入，本文已对可比期间相关上市券商的营收数据进行追溯调整）

图 1：2025H 证券行业营业总收入（亿元）增幅扩大



资料来源：中国证券业协会、中原证券研究所

图 2：2025H 证券行业净利润总额（亿元）增幅扩大



资料来源：中国证券业协会、中原证券研究所

1.2. 2025H 上市券商经营业绩明显改善，且分化现象仍较为明显

归母净利总额方面，2025 年上半年 42 家单一证券业务上市券商共 7 家公司归母净利总额超过 50 亿元，同比+7 家；共 24 家公司归母净利总额超过 10 亿元，同比+9 家；42 家单一证券业务上市券商全部实现盈利，同比+1 家。其中，归母净利总额前 10 位分别为国泰海通(157.37 亿元，扣除吸收合并海通证券产生负商誉 79.64 亿元，约为 87.82 亿元)、中信证券 (137.19 亿元)、华泰证券 (75.49 亿元)、中国银河 (64.88 亿元)、广发证券 (64.70 亿元)、国信证券 (53.67 亿元)、招商证券 (51.86 亿元)、中信建投 (45.09 亿元)、中金公司 (43.30 亿元)、申万宏源 (42.84 亿元)。

归母净利增速方面，2025 年上半年 42 家单一证券业务上市券商共 41 家实现增长，1 家实现扭亏为盈。其中，增速前 10 位分别为华西证券 (1195.02%)、国联民生 (1185.19%，去

年同期与民生证券进行并表追溯调整, 约为 166.86%)、东北证券 (225.90%)、国泰海通 (213.74%, 剔除报告期内负商誉影响、去年同期与海通证券进行并表追溯调整, 约为 47.12%) 华林证券 (172.72%)、国海证券 (159.26%)、国金证券 (144.19%)、长江证券 (120.76%)、申万宏源 (101.32%)、中金公司 (94.35%), 天风证券同比扭亏为盈。

2025 年上半年上市券商经营业绩在实现明显改善的同时, 仍保持着明显的分化现象。首先, 去年一季度权益市场出现明显波动, 上市券商业绩普遍承压, 部分权益方向敞口较大的上市券商业绩受损严重。上半年权益市场虽然仍有短暂波动, 但整体延续了去年三季度末以来回暖向好的良好格局, 在同比低基数的背景下, 上市券商的经营业绩普遍回暖, 且回暖的幅度普遍较大。其次, 去年一季度部分未开展权益方向性业务或者权益方向敞口较小的上市券商经营业绩受损程度较轻, 个别上市券商的经营业绩表现平稳甚至逆市实现增长, 导致 25H 的业绩增幅较小、增幅排名靠后; 而 24Q1 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, 报告期内均实现了较为显著的业绩修复。去年一季度的经营业绩是否受损以及受损程度的差异是造成 2025 年上半年上市券商经营业绩分化的主因。第三, 相较头部券商, 上半年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; 头部券商的业绩增速虽然普遍低于上市券商均值, 但整体经营的稳健性以及市场回暖向好下的成长性仍明显优于中小券商。

表 1: 2025H42 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	归母净利	同比	上市券商	归母净利	同比	上市券商	归母净利	同比
国泰海通	157.37	213.74%	光大证券	16.83	21.03%	南京证券	6.21	13.65%
中信证券	137.19	29.80%	国元证券	14.05	40.44%	中银证券	5.65	33.13%
华泰证券	75.49	42.16%	长城证券	13.85	91.92%	山西证券	5.24	64.47%
中国银河	64.88	47.86%	兴业证券	13.30	41.24%	华西证券	5.12	1195.02%
广发证券	64.70	48.31%	浙商证券	11.49	46.49%	首创证券	4.90	2.80%
国信证券	53.67	71.00%	国联民生	11.27	1185.19%	第一创业	4.86	21.41%
招商证券	51.86	9.23%	国金证券	11.11	144.19%	东北证券	4.31	225.90%
中信建投	45.09	57.77%	财通证券	10.83	16.85%	西南证券	4.23	24.36%
中金公司	43.30	94.35%	华安证券	10.35	44.94%	财达证券	3.75	55.64%
申万宏源	42.84	101.32%	信达证券	10.24	66.78%	国海证券	3.70	159.26%
东方证券	34.63	64.02%	东兴证券	8.19	42.12%	华林证券	3.36	172.72%
方正证券	23.84	76.43%	西部证券	7.85	20.09%	中原证券	2.60	29.34%
东吴证券	19.32	65.76%	中泰证券	7.11	77.26%	太平洋	1.21	76.65%
长江证券	17.37	120.76%	红塔证券	6.70	49.25%	天风证券	0.31	扭亏为盈

资料来源: Wind、中原证券研究所

1.3. 2025H 证券行业杠杆率微降, ROE 实现回升

根据中国证券业协会公布的行业数据进行计算, 剔除客户交易结算资金余额后, 2025 年上半年证券行业平均杠杆率为 3.29 倍, 较 2024 年全年微幅下降 0.02 倍, 维持在 2021 年以来的相对高位区间窄幅震荡。25H 行业平均杠杆率微降, 预计一是由于上半年固定收益市场明显降温, 进而抑制了行业内各公司主动扩表的动力, 个别上市券商出现了缩表现象; 二是上半年客

户交易结算资金余额较 2024 年底+9.30%，出现较快增长，且增幅高于总资产（较 2024 年底+4.10%）及净资产（较 2024 年底+3.19%）增幅。

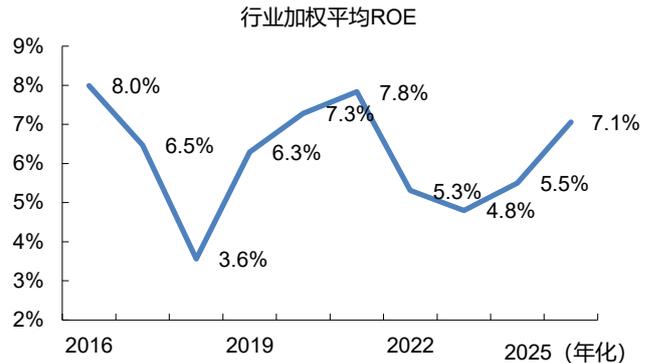
根据中国证券业协会公布的行业数据进行计算，2025 年上半年证券行业加权平均净资产收益率为 3.53%，同比+0.85 个百分点，年化后连续第二年实现回升，且回升的幅度较 2024 年明显扩大。

图 3：2025H 证券行业平均杠杆率微降



资料来源：中国证券业协会、中原证券研究所

图 4：2025H 证券行业加权平均 ROE 明显回升



资料来源：中国证券业协会、中原证券研究所

上市券商中，2025 年上半年杠杆率（剔除代理买卖证券款）高于行业均值的公司共有 19 家，较 2024 年底持平。其中，杠杆率前 5 位分别为中金公司（4.85 倍）、中信证券（4.42 倍）、中信建投（4.21 倍）、中国银河（4.14 倍）、国泰海通（4.11 倍）；杠杆率后 5 位分别为太平洋（1.15 倍）、红塔证券（2.08 倍）、国海证券（2.14 倍）、中银证券（2.28 倍）、中原证券（2.48 倍）。

得益于牌照优势以及各项业务开展的广度及深度，上半年头部券商的杠杆率水平持续领先行业均值，并且普遍排名行业前列；中小券商的杠杆率水平差异较大，大多数公司的杠杆率低于行业均值。报告期内杠杆率较 2024 年底出现提高、有所下降的上市券商比例分别为 49%、51%，两者比例接近 1:1，显示上市券商业务开展情况的差异造成杠杆率出现相应的增减变动，未出现明显的整体趋势性。

表 2: 2025H42 家单一证券业务上市券商杠杆率 (倍, 剔除代理买卖证券款) 概况

上市券商	杠杆率	较 24 年底	上市券商	杠杆率	较 24 年底	上市券商	杠杆率	较 24 年底
中金公司	4.85	-0.11 倍	浙商证券	3.46	+0.06 倍	国金证券	2.97	+0.54 倍
中信证券	4.42	-0.09 倍	首创证券	3.39	+0.43 倍	国联民生	2.93	-1.44 倍
中信建投	4.21	+0.12 倍	兴业证券	3.37	-0.20 倍	财达证券	2.92	+0.08 倍
中国银河	4.14	+0.07 倍	国信证券	3.33	-0.13 倍	华西证券	2.90	+0.05 倍
国泰海通	4.11	-1.06 倍	华安证券	3.31	-0.21 倍	东吴证券	2.85	-0.27 倍
招商证券	4.11	-0.26 倍	中泰证券	3.18	-0.05 倍	长江证券	2.84	-0.10 倍
申万宏源	4.10	-0.21 倍	山西证券	3.14	-0.26 倍	西南证券	2.84	+0.33 倍
方正证券	4.07	-0.12 倍	西部证券	3.11	+0.45 倍	华林证券	2.77	+0.88 倍
广发证券	3.98	+0.17 倍	东兴证券	3.10	+0.02 倍	第一创业	2.51	+0.03 倍
信达证券	3.85	+0.45 倍	天风证券	3.08	-0.46 倍	中原证券	2.48	+0.02 倍
东方证券	3.74	持平	光大证券	3.08	-0.13 倍	中银证券	2.28	-0.33 倍
国元证券	3.68	-0.07 倍	南京证券	3.07	+0.15 倍	国海证券	2.14	+0.38 倍
东北证券	3.56	+0.33 倍	财通证券	2.99	-0.23 倍	红塔证券	2.08	-0.08 倍
华泰证券	3.48	+0.20 倍	长城证券	2.97	-0.06 倍	太平洋	1.15	-0.02 倍

资料来源: Wind、中原证券研究所

上市券商中, 2025 年上半年加权平均 ROE 高于行业均值的公司共有 20 家。其中, 加权平均 ROE 前 5 位分别为国泰海通 (6.25%)、国信证券 (5.26%)、中国银河 (5.16%)、中信建投 (5.10%)、信达证券 (4.94%); 加权平均 ROE 后 5 位分别为天风证券 (0.11%)、太平洋 (1.24%)、西南证券 (1.63%)、国海证券 (1.66%)、中泰证券 (1.67%)。

在高杠杆率以及业务优势的加持下, 2025 年上半年头部券商的加权平均 ROE 持续领跑行业; 此外, 部分近年来经营业绩相对稳定、逐步具备差异化竞争优势的中小券商也排名上市券商前列。上半年大部分中小券商的加权平均 ROE 未达到行业平均水平, 且分化明显, 个别中小券商与行业均值存在明显差距, 各项业务亟待上档升级以提高资本利用率。

表 3: 2025H42 家单一证券业务上市券商加权平均净资产收益率概况

上市券商	加权 ROE	同比	上市券商	加权 ROE	同比	上市券商	加权 ROE	同比
国泰海通	6.25%	+3.14pct	东方证券	4.27%	+1.61pct	东兴证券	2.84%	+0.74pct
国信证券	5.26%	+2.22pct	招商证券	4.18%	+0.10pct	西部证券	2.69%	+0.38pct
中国银河	5.16%	+1.53pct	中金公司	4.16%	+2.04pct	红塔证券	2.69%	+0.77pct
中信建投	5.10%	+1.98pct	申万宏源	4.00%	+1.91pct	国联民生	2.52%	+2.04pct
信达证券	4.94%	+1.53pct	国元证券	3.73%	+0.89pct	光大证券	2.50%	+0.44pct
中信证券	4.91%	+0.95pct	首创证券	3.60%	-0.18pct	兴业证券	2.31%	+0.66pct
华林证券	4.87%	+2.93pct	南京证券	3.41%	+0.28pct	东北证券	2.24%	+1.53pct
方正证券	4.84%	+1.91pct	国金证券	3.24%	+1.85pct	华西证券	2.15%	+1.98pct
广发证券	4.83%	+1.44pct	浙商证券	3.21%	+0.36pct	中原证券	1.84%	+0.40pct
长江证券	4.76%	+2.55pct	中银证券	3.10%	+0.66pct	中泰证券	1.67%	+0.75pct
东吴证券	4.53%	+1.65pct	财达证券	3.09%	+1.03pct	国海证券	1.66%	+1.01pct
华安证券	4.52%	+1.19pct	财通证券	2.94%	+0.30pct	西南证券	1.63%	+0.30pct
长城证券	4.50%	+2.02pct	第一创业	2.89%	pct	太平洋	1.24%	+0.52pct
华泰证券	4.30%	+1.12pct	山西证券	2.88%	+1.09pct	天风证券	0.11%	+1.49pct

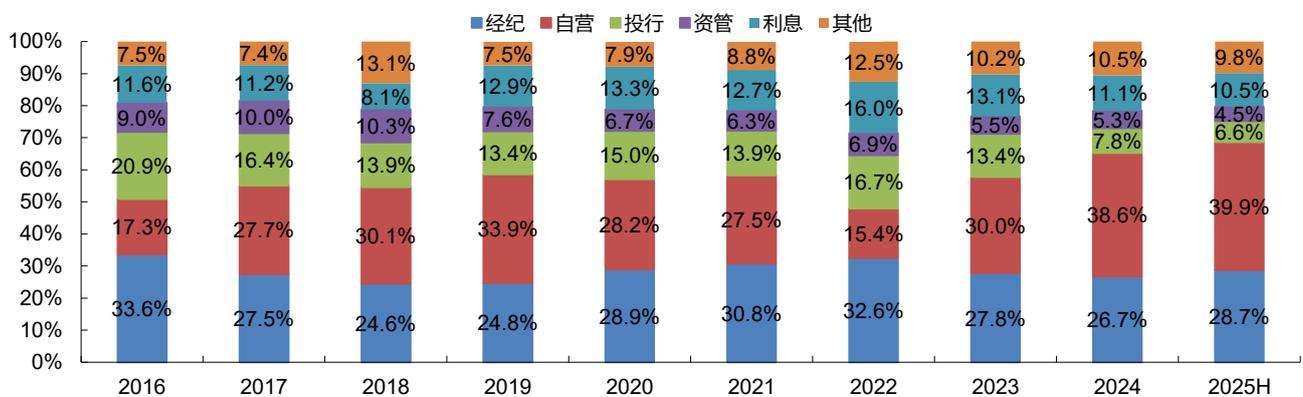
资料来源: Wind、中原证券研究所

1.4. 2025H 自营业务收入占比再创新十年新高，经纪业务收入占比小幅回升

根据中国证券业协会公布的行业数据进行统计，2025 年上半年行业经纪、自营、投行、资管、利息、其他净收入占比分别为 28.7%、39.9%、6.6%、4.5%、10.5%、9.8%，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%。

2025 年上半年行业自营业务收入占比在 2024 年创近十年新高的基础上进一步小幅提高，并再度刷新近十年新高。其他业务中，经纪业务净收入占比小幅回升至近十年来的中位，投行及资管业务净收入占比均再创近十年来新低，利息净收入占比被动下降至近十年来的次低位。

图 5：2016-2025H 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

1.5. 2025H 业绩归因：经纪、自营同比高增带动行业经营业绩增幅扩大

根据中国证券业协会公布的行业数据，2025 年上半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 720.83 亿元、1002.42 亿元、165.22 亿元、113.51 亿元、262.38 亿元、246.00 亿元，同比分别+47.0%、+21.3%、+4.5%、-4.7%、+23.7%、+8.2%。2025H 行业整体经营业绩增幅明显扩大主要由经纪业务同比高增、自营业务实现明显增长所带动。其他主营业务中，权益一级市场回暖复苏、债权承销规模持续增长，投行业务在连续三年显著下滑后实现边际改善；利息净收入得益于两融利息收入增加以及融资成本下行背景下有息负债利息支出减少，实现明显回升；资管业务受固收市场明显降温以及公募费改持续推进的影响，下行压力明显加大，但由于收入占比已降至 5% 以下，对行业整体经营业绩的边际影响有限。

从 2025 年上半年 42 家单一证券业务上市券商合并利润表各分项收入的同比变动看（因国泰海通吸收合并海通证券、国联民生并表民生证券对同比数据进行追溯调整后），经纪业务手续费净收入、投资收益（含公允价值变动）同比分别+37.3%、+50.1%，投行业务手续费净收入、资管业务手续费净收入、利息净收入同比分别+7.7%、-6.8%、+17.2%。虽然统计口径和统计样本的差异造成行业数据与上市券商合并报表数据存在一定的差异，但整体趋同性较为显著，

即经纪业务、投资收益（含公允价值变动）驱动 2025 年上半年行业整体经营业绩同比实现明显改善。

表 4：2025H42 家单一证券业务上市券商各分项收入（合并报表）同比概况

上市券商	经纪	投资	投行	资管	利息	上市券商	经纪	投资	投行	资管	利息
国泰海通	20.2%	42.9%	-31.1%	-6.7%	13.2%	财通证券	42.0%	-7.8%	-21.8%	-26.4%	18.3%
中信证券	31.2%	62.2%	20.9%	10.8%	-80.1%	华安证券	45.6%	77.0%	245.9%	-2.6%	-6.8%
华泰证券	37.8%	71.9%	25.4%	-59.8%	186.6%	信达证券	25.6%	64.3%	-17.6%	-0.9%	-11.7%
中国银河	45.3%	50.6%	18.9%	17.5%	5.5%	东兴证券	43.2%	24.8%	14.3%	-35.5%	-23.1%
广发证券	42.0%	57.5%	-4.8%	8.4%	18.5%	西部证券	45.0%	-9.5%	134.3%	-15.3%	负值收窄
国信证券	65.2%	62.0%	-11.8%	-18.7%	31.5%	中泰证券	33.1%	35.2%	-47.8%	7.8%	2.7%
招商证券	44.9%	-11.9%	41.4%	29.3%	34.9%	红塔证券	40.3%	54.9%	-38.3%	-48.6%	-19.4%
中信建投	32.8%	31.1%	12.0%	3.0%	-37.6%	南京证券	49.3%	24.8%	-15.5%	-45.1%	-29.2%
中金公司	49.9%	71.4%	30.2%	22.3%	负值扩大	中银证券	43.7%	-32.5%	132.9%	-5.1%	16.1%
申万宏源	31.5%	47.9%	49.1%	-18.3%	由负转正	山西证券	47.0%	14.1%	45.3%	-29.2%	由负转正
东方证券	31.1%	75.1%	31.6%	-15.1%	-33.4%	华西证券	41.8%	262.0%	-12.7%	-55.3%	1.4%
方正证券	46.3%	68.9%	26.3%	4.6%	35.4%	首创证券	24.6%	51.5%	33.7%	-59.5%	负值扩大
东吴证券	33.7%	64.3%	15.1%	11.0%	-11.3%	第一创业	47.4%	23.2%	37.6%	-5.9%	22.1%
长江证券	29.2%	782.9%	45.7%	-24.4%	19.4%	东北证券	32.5%	51.0%	-26.5%	-27.4%	由负转正
光大证券	36.9%	20.7%	-15.6%	12.0%	10.2%	西南证券	28.1%	13.0%	88.2%	-34.7%	32.7%
国元证券	46.4%	76.9%	74.0%	-47.5%	-3.8%	财达证券	50.2%	17.6%	17.1%	-7.9%	43.9%
长城证券	28.2%	41.6%	17.1%	79.3%	由负转正	国海证券	39.8%	-2.1%	44.7%	-9.2%	28.9%
兴业证券	34.2%	48.6%	-16.6%	-1.7%	38.1%	华林证券	51.8%	35.0%	65.7%	-45.4%	12.1%
浙商证券	28.6%	161.3%	0.3%	-23.6%	34.9%	中原证券	44.5%	-44.6%	-77.9%	9.3%	122.4%
国联民生	22.6%	93.9%	-9.6%	0.6%	由负转正	太平洋	39.7%	88.5%	-55.6%	-57.1%	-2.2%
国金证券	56.7%	116.6%	-13.8%	45.2%	16.3%	天风证券	16.0%	23.3%	33.8%	-28.2%	负值收窄

资料来源：Wind、中原证券研究所

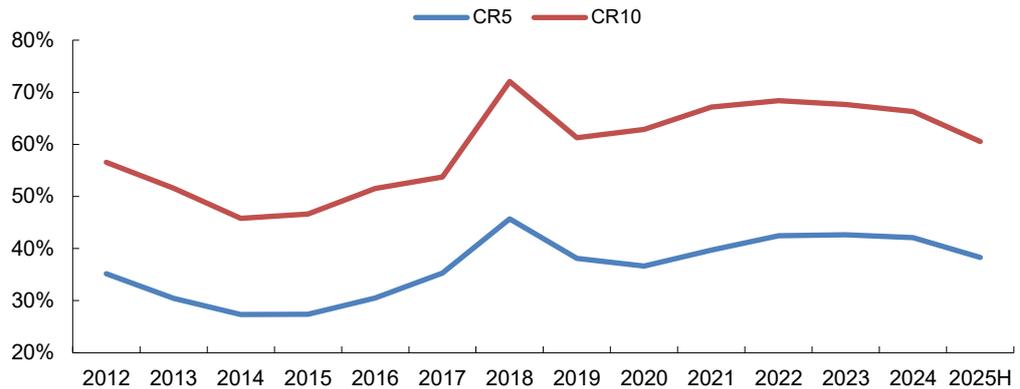
注：经纪=经纪业务手续费净收入，投行=投行业务手续费净收入，资管=资管业务手续费净收入，利息=利息净收入，投资=投资收益（含公允价值变动收益）

注：国泰海通、国联民生已追溯并表海通证券、民生证券的同比数据

1.6. 2025H 证券行业盈利能力集中度明显下降

剔除国泰海通吸收合并海通证券产生负商誉 79.64 亿元的影响，2025 年上半年排名行业前 5 位（CR5）、前 10 位（CR10）证券公司归母净利的集中度分别为 38.30%、60.53%（计算方法为 CR5、CR10 上市券商合计归母净利/中证协公布的行业净利润总额），较 2024 年底分别-3.82 个百分点、-5.76 个百分点。2025H 行业盈利能力集中度出现较为明显的下降，主要由于报告期内经纪业务、自营业务驱动行业整体经营业绩同比实现明显改善，而中小券商经纪、自营业务收入占比高于头部券商，市场回暖复苏推动中小券商释放出较强的业绩弹性，中小券商整体经营业绩改善的幅度大于头部券商。证券行业在上升周期中盈利能力集中度下降，在下降周期中盈利能力集中度提高的特点得到充分体现。

图 6：2012-2025H 证券行业归母净利集中度（CR5、CR10）



资料来源：Wind、中国证券业协会、中原证券研究所

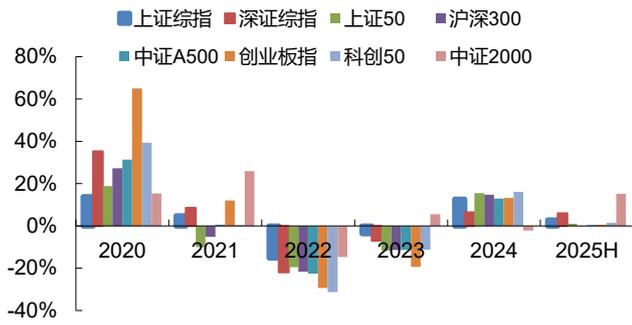
2. 2025 年上半年泛投资业务实现明显增长

2.1. 2025H 泛投资业务核心要素变化情况

权益显著改善。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。进入二季度，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。5 月至 6 月中旬，内外部扰动因素依然较多，各权益类指数进入横向震荡周期，市场交投再度趋于相对谨慎。临近 6 月末，各权益类指数同步放量上涨并创年内反弹新高，陆续收复了上半年的跌幅转为小幅上涨。上半年上证指数上涨 2.76%、深证综指上涨 6.00%、上证 50 指数上涨 1.01%、沪深 300 指数上涨 0.03%、中证 A500 指数上涨 0.47%、创业板指上涨 0.53%、中证 2000 指数上涨 15.24%。整体看，上半年权益市场虽然一度仍有波动，但基本在去年四季度的基础上进行区间震荡，市场总体运行状态保持相对平稳、交易活跃度明显提升，行业权益类自营业务的经营环境同比显著改善。

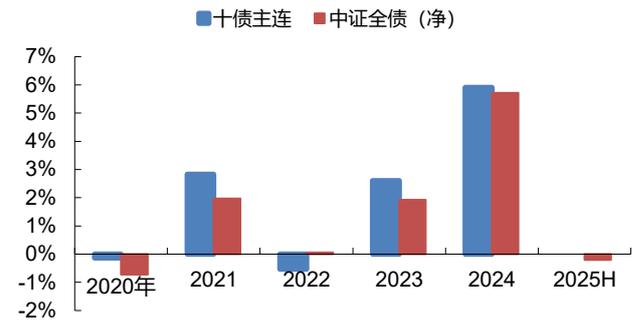
固收明显降温。受监管力度加强、降准降息预期扰动、利率债供给增加、市场资金面偏紧、权益市场风险偏好阶段性回升等多方面因素的影响，2025 年一季度各固定收益类指数出现近年来最大幅度的季度调整。二季度初在权益市场出现波动后固收指数明显转强，并收复了大部分一季度跌幅，随后固收市场进入长达两个半月的震荡整理周期。上半年十年期国债期货指数基本平盘、中证全债（净）指数下跌 0.20%，整体涨跌幅显著收敛。整体看，上半年固收市场在经历去年最大年度涨幅后陷入高位震荡整理，行业固定收益类自营业务的经营环境同比明显降温。

图 7: 2025H 权益显著改善



资料来源: Wind、中原证券研究所

图 8: 2025H 固收明显降温



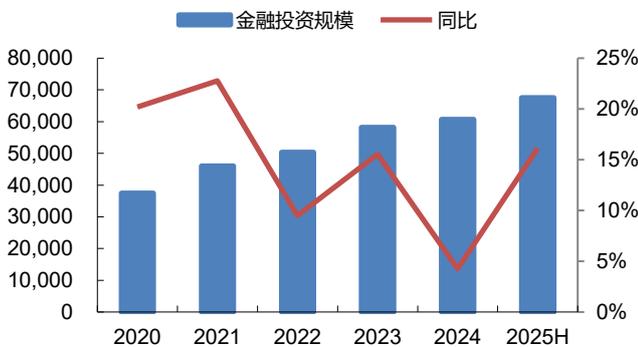
资料来源: Wind、中原证券研究所

2.2. 2025H 上市券商债券 OCI 规模下降, 股票 OCI 规模保持增长

根据各公司合并财务报表,截至 2025 年 6 月底,42 家单一证券业务上市券商金融投资规模合计为 67493.74 亿元,同比+16.12%,较 2024 年底+11.28%。自 2020 年以来上市券商金融投资规模保持持续增长,2025 年上半年泛投资业务仍是上市券商最主要的扩表方向。

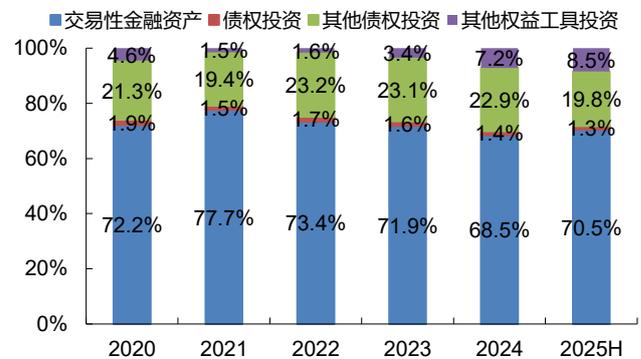
按照会计科目进行分类,截至 2025 年 6 月底,42 家单一证券业务上市券商交易性金融资产、债权投资、其他债权投资(债券 OCI)、其他权益工具投资(股票 OCI)合计规模分别为 47556 亿元、853 亿元、13369 亿元、5716 亿元,较 2024 年底分别+14.4%、-0.2%、-3.6%、+30.8%。其中,上市券商债券 OCI 合计规模小幅下滑,占比由 2024 年底的 22.9%下降至 2025H 的 19.8%,预计主要由于报告期内部分上市券商处置存量债券 OCI 释放投资收益,以对冲固收自营的下滑压力、增强固收自营投资业绩的韧性。上市券商股票 OCI 合计规模仍保持明显增长,占比由 2024 年底的 7.2%提升至 2025H 的 8.5%,显示在高股息资产持续走强,央行互换便利持续推广的背景下,上市券商通过股票 OCI 账户增配高股息资产,以获取稳定的息差收益、增强权益自营稳定性的动力依然较强。

图 9: 2025H 上市券商金融投资规模(亿元)持续增长



资料来源: Wind、中原证券研究所

图 10: 2025H 上市券商股债 OCI 占比呈现背离



资料来源: Wind、中原证券研究所

根据各公司合并财务报表,2025H 处置债券 OCI 获得投资收益以及持有股票 OCI 获得股利分别排名前 15 位的上市券商共有 20 家样本上市券商。其中,2025H 其他债权投资规模出现

不同程度下降的样本上市券商共有 14 家，占比 70%。报告期内处置债券 OCI 获得投资收益占泛投资业务总收益比排名前 5 位的样本上市券商分别为长江证券（102.37%）、国元证券（46.90%）、方正证券（42.96%）、东吴证券（41.03%）、东方证券（37.74%）。2025H 其他权益工具投资规模出现增长的样本上市券商共有 18 家，占比 90%。报告期内股票 OCI 规模增幅前 5 位的样本上市券商分别为信达证券（258.69%）、南京证券（161.24%）、国联民生（152.62%）、中泰证券（141.99%）、中信建投（123.87%），持有股票 OCI 获得股利占泛投资业务总收益比排名前 5 位的样本上市券商分别为信达证券（26.33%）、红塔证券（25.72%）、国联民生（25.24%）、东兴证券（21.63%）、招商证券（18.61%）。整体看，部分中小券商通过利用股债 OCI 的会计处理方式降低了市场波动对方向性业务、乃至整体经营业绩的扰动，并增厚了 2025 年上半年泛投资业务的收入规模。

表 5：2025H20 家样本上市券商股债 OCI 规模（亿元）、相应投资收益及占泛投资业务收入比

上市券商	其他债权投资规模		其他权益工具投资规模		处置债券 OCI		持有股票 OCI	
	2025H	较 2024 年底	2025H	较 2024 年底	获得投资收益	占总收益比	获得股利	占总收益比
东方证券	944.30	-14.56%	266.29	35.62%	15.17	37.74%	6.20	15.42%
长江证券	327.89	-22.50%	0.65	2.92%	15.14	102.37%	\	\
中国银河	952.76	-9.37%	580.09	4.17%	11.32	15.30%	12.99	17.56%
东吴证券	328.55	-34.21%	130.05	103.33%	8.85	41.03%	3.42	15.86%
方正证券	344.65	-32.02%	67.50	85.98%	8.61	42.96%	2.41	12.04%
国元证券	539.48	-8.63%	55.29	113.14%	8.17	46.90%	1.88	10.82%
国信证券	497.27	-29.36%	365.98	11.55%	7.18	12.35%	10.34	17.78%
申万宏源	597.37	-8.86%	734.58	5.72%	5.67	7.77%	12.37	16.95%
中金公司	891.39	4.99%	98.44	25.17%	2.87	3.96%	2.38	3.28%
南京证券	236.17	11.31%	17.86	161.24%	2.85	35.46%	0.24	3.01%
信达证券	217.61	-15.66%	78.14	258.69%	2.80	26.29%	2.81	26.33%
红塔证券	201.09	-2.45%	78.26	43.59%	2.36	26.93%	2.25	25.72%
中信建投	951.18	22.64%	331.81	123.87%	2.25	4.88%	2.43	5.27%
华安证券	224.85	60.10%	21.75	-18.37%	1.93	17.82%	0.94	8.65%
中泰证券	269.95	-18.89%	69.81	141.99%	1.88	19.61%	1.36	14.20%
国泰海通	1250.77	45.39%	462.93	110.22%	1.36	1.46%	8.07	8.63%
招商证券	631.55	-7.60%	334.28	-14.24%	\	\	7.68	18.61%
广发证券	911.78	-12.61%	350.63	57.11%	1.31	2.41%	6.81	12.50%
国联民生	46.05	-17.18%	131.38	152.62%	0.15	0.72%	5.29	25.24%
东兴证券	238.16	17.59%	104.04	59.73%	1.26	12.03%	2.26	21.63%

资料来源：Wind、中原证券研究所

注：总收益=泛投资业务收入=投资收益（含公允价值变动）-对联营企业和合营企业的投资收益

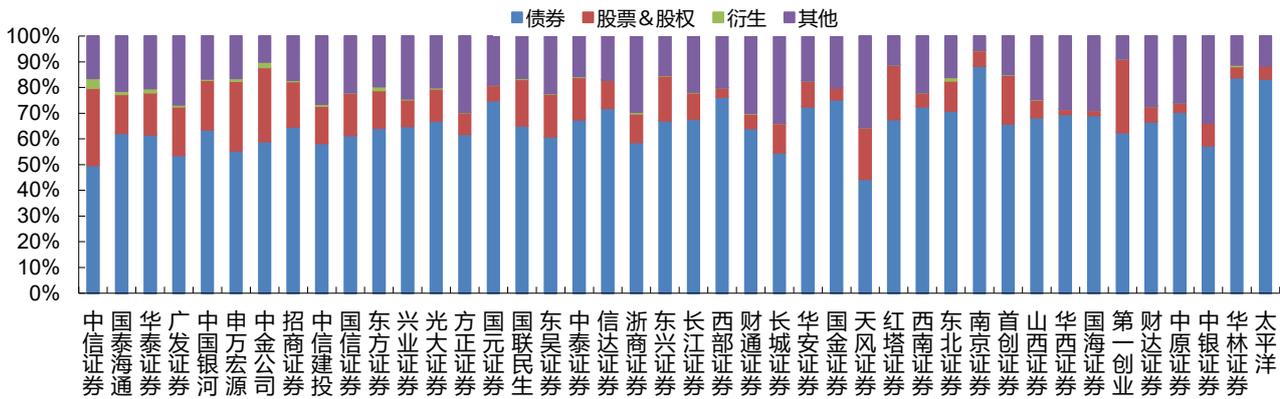
2.3. 2025H 上市券商泛投资业务资产配置仍以固收为主，股票&股权占比出现回升

根据各公司合并财务报表，截至 2025 年 6 月底，42 家单一证券业务上市券商泛投资业务资产配置中，债券、股票/股权、衍生、其他合计占比分别为 60.73%、18.28%、1.21%、19.77%，较 2024 年底分别-0.22pct、+0.63pct、-0.73pct、+0.31pct。共 40 家上市券商固定收益类金融资产占泛投资业务资产配置中的比例超过 50%，较 2024 年底持平，仅中信证券（49.78%）、

天风证券(44.37%)固收资产配置比例在 50%以下;共 3 家上市券商固收资产占比超过 80%,较 2024 年底持平,分别为南京证券(88.37%)、华林证券(83.87%)、太平洋(83.43%)。整体看,虽然 2025H 固定收益市场明显降温,但上市券商泛投资业务资产配置仍以债券等固定收益类金融资产为主,固收资产配置比例较 2024 年底仅出现微幅下降。其中,32 家中小券商固收资产的算术平均配置比例为 68.01%,高于 10 家头部券商的 59.00%。

上半年权益市场经营环境显著改善,上市券商股票&股权资产占比小幅回升。其中,10 家头部券商股票&股权资产的算术平均配置比例为 20.42%,明显高于 32 家中小券商的 10.62%。股票&股权资产配置比例排名前 5 的头部券商分别为中信证券(29.98%,较 2024 年底-1.98pct)、中金公司(28.77%,较 2024 年底+0.93pct)、申万宏源(27.01%,较 2024 年底+3.37pct)、中国银河(19.20%,较 2024 年底-0.55pct)、广发证券(18.86%,较 2024 年底+2.57pct)。在权益市场回稳向好的背景下,部分中小券商也明显增加了权益资产的配置比例,力求主动把握市场机遇增厚投资收益,如第一创业(28.59%,较 2024 年底+6.32pct)、红塔证券(21.19%,较 2024 年底+6.72pct)、首创证券(18.98%,较 2024 年底+8.86pct)、东兴证券(17.49%,较 2024 年底+4.83pct)、东吴证券(16.77%,较 2024 年底+7.73pct)等。

图 11: 2025H42 家单一证券业务上市券商泛投资业务资产配置结构



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+其他权益工具投资; 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

2.4. 2025H 上市券商另类投资子公司业绩普遍修复

2025 年上半年权益市场显著改善, 股权一级市场回暖复苏, 项目退出渠道逐步畅通, 叠加科创板跟投被动持有的权益资产估值回升, 上市券商另类投资子公司的经营业绩普遍实现显著修复。具体来看, 除第一创业未公布另类子公司营收具体数据外, 其他 41 家上市券商的 42 家另类投资业务子公司中, 共有 24 家营收同比扭亏, 共有 14 家同比实现增长且增幅显著, 仅 4 家营收同比出现下滑但收入规模较小, 经营业绩同比实现修复的比例达到 90.5%。2025H41 家单一证券业务上市券商另类投资子公司的营收同比增量约为 77 亿元, 对上市券商投资收益(含公允价值变动)总额的贡献度显著提升。

表 6：2025H42 家单一证券业务上市券商另类投资子公司营业收入概况（亿元）

上市券商	另类投资子公司	营业收入			上市券商	另类投资子公司	营业收入		
		2025H	2024H	同比			2025H	2024H	同比
国泰海通	海通创新	3.42	-6.67	扭亏为盈	中泰证券	中泰创投	0.69	0.31	125.20%
	国泰君安证裕	2.62	-1.76	扭亏为盈	国信证券	国信资本	0.65	0.25	161.37%
华泰证券	华泰创新	3.95	-0.57	扭亏为盈	天风证券	天风创新	0.65	0.10	557.55%
中信建投	中信建投投资	3.75	-4.93	扭亏为盈	华西证券	华西银峰	0.63	-1.11	扭亏为盈
广发证券	广发乾和	2.84	-5.26	扭亏为盈	东兴证券	东兴投资	0.62	-0.33	扭亏为盈
东方证券	东证创新	2.64	-0.18	扭亏为盈	国金证券	国金创新	0.42	0.12	237.30%
长江证券	长江创新	2.63	2.42	8.54%	西南证券	西证创新	0.30	0.15	105.04%
中信证券	中信证券投资	2.37	-9.05	扭亏为盈	西部证券	西部证券投资	0.27	-0.25	扭亏为盈
财通证券	财通创新	2.00	1.41	42.14%	华林证券	华林创新	0.27	-0.11	扭亏为盈
东吴证券	东吴创新资本	1.86	-0.27	扭亏为盈	信达证券	信达创新	0.26	-0.06	扭亏为盈
国元证券	国元创新	1.73	-0.68	扭亏为盈	首创证券	首正泽富	0.26	-0.05	扭亏为盈
山西证券	山证创新	1.45	2.00	-27.68%	浙商证券	浙商投资	0.23	-0.18	扭亏为盈
中金公司	中金浦成	1.44	-0.03	扭亏为盈	光大证券	光大富尊	0.16	-0.10	扭亏为盈
申万宏源	申万创新投资	1.36	0.11	1098.06%	长城证券	长城投资	0.11	-0.24	扭亏为盈
中国银河	银河源汇	1.25	-1.03	扭亏为盈	南京证券	蓝天投资	0.11	-0.18	扭亏为盈
方正证券	方正证券投资	1.07	-2.14	扭亏为盈	国联民生	国联创新	0.05	-0.29	扭亏为盈
兴业证券	兴证投资	0.99	-2.29	扭亏为盈	中银证券	中银资本投控	0.05	0.02	129.82%
中原证券	中州蓝海	0.92	0.10	820.00%	太平洋	太证非凡	0.00	0.01	-148.67%
华安证券	华富瑞兴	0.91	0.05	1847.42%	财达证券	财达鑫瑞投资	-0.02	0.01	-257.11%
招商证券	招证投资	0.87	0.34	155.88%	国海证券	国海投资	-0.18	0.02	-863.66%
东北证券	东证融达	0.84	0.06	1369.60%	第一创业	一创投资	\	\	\
红塔证券	红正均方	0.75	0.41	84.53%					

资料来源：各公司财务报表、中原证券研究所

注：第一创业未公布另类投资子公司的具体营收数据

2.5. 2025H 上市券商泛投资业务明显回暖

根据各公司合并财务报表，2025 年上半年 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）1182.67 亿元，同比+50.10%（因国泰海通吸收合并海通证券、国联民生并表民生证券对同比数据进行追溯调整后）；剔除对联营企业和合营企业的投资收益后，上市券商共实现泛投资业务收入 1123.54 亿元，同比+48.60%。截至 2025 年 6 月底，42 家单一证券业务上市券商泛投资业务总规模（金融投资+衍生金融资产）为 68323 亿元，较 2024 年底+10.5%；泛投资业务平均投资收益率为 3.45%（年化），较 2024 年+0.60 个百分点。2025H 上市券商泛投资业务明显回暖，一是上半年权益类自营业务的经营环境同比显著改善，上市券商权益方向性自营在同比低基数下实现明显修复；二是部分上市券商通过股票 OCI 账户增配高股息资产，期间持有的股利收入增厚了投资收益总额；三是受益于一二级市场活跃度以及科创板跟投收益回升，上市券商另类投资子公司普遍实现扭亏为盈，投资收益贡献度显著提升；四是虽然上半年固收市场明显降温，但上市券商整体较好控制了固收方向性业务的回撤，部分上市券商把握住波段投资机会实现了优异的投资业绩；五是部分上市券商处置存量债券 OCI 释放投资收益有效对冲了固收自营的下滑压力。

2025H 头部券商继续保持在泛投资业务规模及收入方面的领先优势，头部券商泛投资业务的经营成果直接决定了行业整体经营业绩的走向。受制于方向性业务占比较高，中小券商泛投资业务收入以及平均投资收益率的波动明显高于头部券商。其中，2025H 泛投资业务收入增幅前 5 位的上市券商分别为长江证券（668.3%）、华西证券（245.1%）、浙商证券（146.4%）、国联民生（94.0%）、太平洋（80.7%），全部为中小券商。2025H 平均投资收益率（年化）排名前 5 位的上市券商分别为太平洋（8.1%）、国金证券（6.1%）、长城证券（5.8%）、华林证券（5.5%）、第一创业（5.4%），同样全部为中小券商。

表 7：2025H42 家单一证券业务上市券商泛投资业务概况（合并报表，亿元）

上市券商	泛投资业务收入		泛投资业务规模		收益率 (年化)	上市券商	泛投资业务收入		泛投资业务规模		收益率 (年化)
	2025H	同比	2025H	较 2024 年			2025H	同比	2025H	较 2024 年	
中信证券	190.52	62.4%	9185.76	0.9%	4.2%	长江证券	14.79	668.3%	665.72	0.9%	4.5%
国泰海通	93.52	40.6%	8126.38	53.5%	2.8%	西部证券	12.64	-9.5%	652.47	32.3%	4.4%
华泰证券	66.30	57.3%	4412.74	19.3%	3.3%	财通证券	7.44	-8.1%	635.37	-4.2%	2.3%
广发证券	54.51	49.1%	4183.44	12.0%	2.8%	长城证券	17.35	49.2%	632.25	10.3%	5.8%
中国银河	73.99	50.2%	4095.75	5.9%	3.7%	华安证券	10.83	68.4%	540.75	-1.3%	4.0%
申万宏源	72.97	50.2%	4003.80	-3.8%	3.6%	国金证券	11.86	71.5%	480.36	60.7%	6.1%
中金公司	72.52	70.7%	3981.72	2.6%	3.7%	天风证券	7.56	18.2%	455.46	-0.1%	3.3%
招商证券	41.24	-13.2%	3618.01	-4.5%	2.2%	红塔证券	8.76	54.9%	424.80	1.1%	4.1%
中信建投	46.01	31.3%	3273.91	10.0%	2.9%	西南证券	6.22	15.1%	423.37	19.3%	3.2%
国信证券	58.15	65.1%	2936.93	2.3%	4.0%	东北证券	7.89	52.7%	426.51	25.4%	4.1%
东方证券	40.20	77.4%	2424.98	8.3%	3.4%	南京证券	8.04	16.5%	399.86	9.0%	4.2%
兴业证券	17.60	50.2%	1506.56	-1.3%	2.3%	首创证券	8.73	50.9%	371.94	21.5%	5.2%
光大证券	12.34	24.5%	1452.34	3.2%	1.7%	山西证券	8.35	13.1%	366.37	0.7%	4.6%
方正证券	20.03	66.6%	1171.89	3.1%	3.5%	华西证券	5.87	245.1%	353.47	21.5%	3.6%
国元证券	17.41	63.9%	1016.18	2.4%	3.5%	国海证券	3.57	-8.6%	277.27	63.1%	3.2%
国联民生	20.97	94.0%	930.42	5.5%	4.6%	第一创业	6.91	22.1%	270.63	13.7%	5.4%
东吴证券	21.58	65.9%	881.60	-8.7%	4.7%	财达证券	4.06	17.6%	234.78	4.8%	3.5%
中泰证券	9.61	34.8%	823.75	11.8%	2.5%	中原证券	2.49	-57.2%	215.03	20.8%	2.5%
信达证券	10.66	67.0%	760.16	21.6%	3.1%	中银证券	1.22	-32.5%	148.88	-14.4%	1.5%
浙商证券	14.16	146.4%	706.99	39.4%	4.7%	华林证券	2.22	35.0%	117.76	173.9%	5.5%
东兴证券	10.46	21.2%	685.50	8.6%	3.2%	太平洋	2.00	80.7%	51.30	9.1%	8.1%

资料来源：Wind、中原证券研究所

注：泛投资业务收入=投资收益（含公允价值变动）-对联营企业和合营企业的投资收益；泛投资业务规模=金融投资+衍生金融资产

注：国泰海通、国联民生已追溯并表海通证券、民生证券的同比数据

3. 2025 年上半年经纪业务景气度显著回升

3.1. 2025H 经纪业务核心要素变化情况

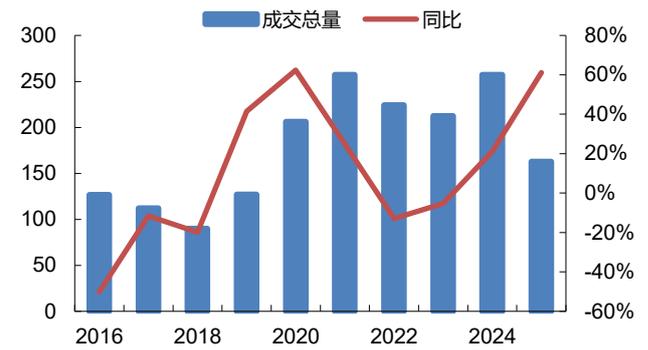
日均成交量创历史新高。根据 Wind 的数据进行统计，2025 年上半年全市场日均股票成交量为 13904 亿，同比+61.12%，较 2024 年全年+30.73%；成交总量为 162.68 万亿元，同比+61.12%。2025H 全市场日均股票成交量创历史新高，且增幅较 2024 年全年明显扩大。

图 12: 2025H 日均股票成交量 (亿元) 创历史新高



资料来源: Wind、中原证券研究所

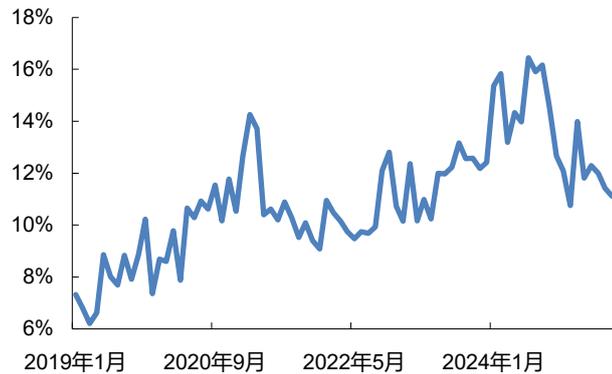
图 13: 2025H 股票成交总量 (万亿元) 同比大幅增长



资料来源: Wind、中原证券研究所

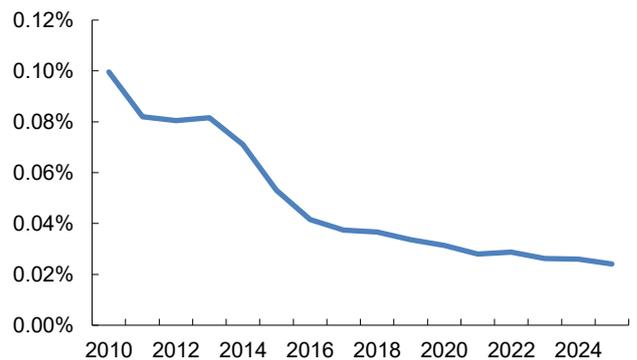
行业平均净佣金率再创历史新低且降幅再度扩大。根据中国证券业协会的统计，2025 年上半年行业共实现代理买卖证券业务净收入 (含交易单元席位租赁) 688.42 亿元。由此计算，将北向资金成交占比按 2025 年上半年月加权平均值 12.17% 的比例剔除后，2025 年上半年行业平均净佣金率为 2.41‰ (万分之 2.41)，较 2024 年-7.21%，再创历史新低且降幅再度有所扩大。

图 14: 2025H 北向资金成交占比小幅下降



资料来源: Wind、中原证券研究所

图 15: 2025H 行业平均净佣金率再创历史新低

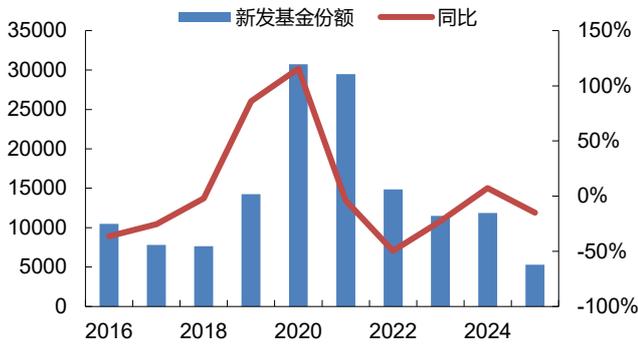


资料来源: Wind、中国证券业协会、中原证券研究所

新发基金规模再度转为下滑。根据 Wind 的数据进行统计，2025 年上半年新发基金份额 (认购截止日) 为 5289.86 亿份，同比-19.87%，在 2024 年小幅企稳回升后再度转为下滑。其中，股票型、混合型、债券型新发基金规模占比分别为 35.62%、9.90%、46.53%，较 2024 年全年分别+14.52pct、+4.00pct、-23.71pct，权益类基金的新发占比明显提高，固收类基金的新

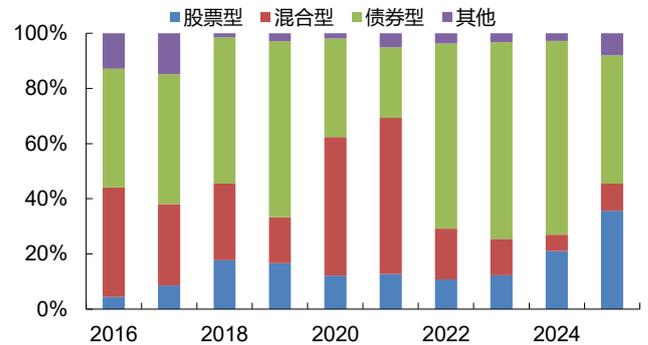
发占比则出现明显下降。

图 16: 2025H 新发基金份额 (亿份) 再度出现下滑



资料来源: Wind、中原证券研究所

图 17: 2025H 权益类基金的新发占比明显提高



资料来源: Wind、中原证券研究所

3.2. 2025H 上市券商经纪业务同比高增

根据各公司合并财务报表，2025 年上半年 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 634.54 亿元，同比+37.28%（因国泰海通吸收合并海通证券、国联民生并表民生证券对同比数据进行追溯调整后），增幅较 2024 年全年明显扩大，行业经纪业务景气度显著回升。其中，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 473.05 亿元、56.07 亿元、54.59 亿元、50.65 亿元，同比分别+56.1%、-13.2%、+30.1%、+4.8%；在合并口径经纪业务手续费净收入中的占比分别为 74.6%、8.8%、8.6%、8.0%，较 2024 年底分别+3.7pct、-1.8pct、+0.2pct、-2.1pct。

经纪业务手续费净收入总额方面，2025H 共 24 家公司的同比表现优于上市券商均值，占比 57.1%。其中，增速前 5 位分别为国信证券(65.2%)、国金证券(56.7%)、华林证券(51.8%)、财达证券(50.2%)、中金公司(49.9%)；增速后 5 位分别为天风证券(16.0%)、国泰海通(20.2%，追溯同比数据后)、国联民生(22.6%，追溯同比数据后)、首创证券(24.6%)、信达证券(25.6%)。

代理买卖证券业务净收入方面，2025H 共 23 家公司的同比表现优于上市券商均值，占比 54.8%。其中，增速前 5 位分别为国信证券(76.5%)、方正证券(69.4%)、国金证券(68.1%)、中信建投(66.8%)、国海证券(66.6%)；增速后 5 位分别为西南证券(34.7%)、国泰海通(35.0%，追溯同比数据后)、申万宏源(44.3%)、天风证券(46.3%)、红塔证券(48.0%)。（因无法追溯同比数据，剔除因并表因素导致增速异常的国联民生）

交易单元席位租赁净收入方面，2025H 共 14 家公司的同比表现优于上市券商均值，占比 33.3%。其中，增速前 5 位分别为西部证券(19.1%)、浙商证券(17.9%)、中信证券(16.7%)、国金证券(11.0%)、国海证券(9.8%)；增速后 5 位分别为财达证券(-96.5%)、首创证券(-80.9%)、信达证券(-69.3%)、山西证券(-64.5%)、东兴证券(-63.9%)。（因无法追溯同比数据，剔除因并表因素导致增速异常的国联民生）

代销金融产品业务净收入方面，2025H 共 19 家公司的同比表现优于上市券商均值，占比

45.2%。其中，增速前 5 位分别为南京证券(191.3%)、国金证券(124.5%)、西南证券(89.2%)、国海证券(61.8%)、信达证券(59.9%)；增速后 5 位分别为山西证券(-44.9%)、中原证券(-20.4%)、中泰证券(-11.6%)、财达证券(-8.9%)、申万宏源(-8.4%)。(因无法追溯同比数据，剔除因并表因素导致增速异常的国联民生)

期货经纪业务净收入方面，剔除 5 家未并表或者未开展期货经纪业务的上市券商后，2025H 共 18 家公司的同比表现优于上市券商平均值，占比 48.6%。其中，增速前 5 位分别为第一创业(200.2%)、东方证券(49.7%)、中金公司(48.3%)、东北证券(39.4%)、财达证券(35.6%)；增速后 5 位分别为华西证券(-45.1%)、浙商证券(-24.3%)、中信证券(-16.2%)、招商证券(-10.1%)、首创证券(-9.1%)。

2025H 经纪业务各分项业务中，代理买卖证券业务的增幅最为明显，代销金融产品业务同步实现明显回暖。从上市券商的具体表现看，部分机构经纪业务相对弱势、零售经纪业务占据主导的上市券商增幅靠前，零售经纪业务贡献了上半年经纪业务手续费净收入的主要增量。以交易单元席位租赁为代表的机构经纪业务连续第二年承压下行，收入占比明显下降。期货经纪业务净收入小幅回升，收入波动保持相对收敛状态，持续对合并口径经纪业务手续费净收入发挥稳定作用。

整体看，2025H 上市券商经纪业务手续费净收入的同比高增，但增幅小于全市场日均股票成交量及成交总量的同比增幅，一是上半年权益市场整体运行状态同比显著改善，市场活跃度明显提升，行业代理买卖证券业务景气度显著回升；二是公募基金费率改革仍在持续推进中，新发基金均执行新的佣金率标准，叠加量化基金的监管力度持续加强，报告期内机构经纪业务仍面临较大压力；三是上半年行业平均净佣金率再创历史新低且降幅再度扩大，对经纪业务净收入形成一定的对冲效应。

表 8：2025H42 家单一证券业务上市券商经纪业务及各分项业务收入（合并报表，亿元）概况

上市券商	经纪业务及各分项业务净收入					同比					经纪业务收入结构			
	总额	代买	席位	代销	期货	总额	代买	席位	代销	期货	代买	席位	代销	期货
中信	64.02	43.78	6.85	8.38	5.00	31.2%	46.7%	16.7%	18.2%	-16.2%	68.4%	10.7%	13.1%	7.8%
国泰	57.33	42.61	4.41	4.48	5.83	20.2%	35.0%	-33.1%	23.6%	-1.5%	74.3%	7.7%	7.8%	10.2%
广发	39.21	28.18	3.12	4.03	3.72	42.0%	59.2%	-22.1%	35.9%	30.2%	72.0%	8.1%	10.4%	9.5%
华泰	37.54	28.91	3.51	2.91	2.21	37.8%	51.2%	-2.2%	17.3%	8.4%	77.0%	9.4%	7.8%	5.9%
招商	37.33	30.45	2.34	2.77	1.78	44.9%	66.4%	-27.4%	21.2%	-10.1%	81.6%	6.3%	7.4%	4.8%
银河	36.47	31.09	0.68	2.35	2.35	45.3%	50.2%	-14.6%	52.8%	13.6%	85.2%	1.9%	6.4%	6.4%
国信	35.22	30.17	1.21	2.57	1.28	65.2%	76.5%	-14.0%	54.9%	8.9%	85.7%	3.4%	7.3%	3.6%
建投	33.44	22.09	2.99	4.17	4.19	32.8%	66.8%	-26.4%	19.6%	-4.4%	66.1%	8.9%	12.5%	12.5%
中金	26.52	16.73	3.27	6.03	0.49	49.9%	59.3%	7.1%	58.3%	48.3%	63.1%	12.3%	22.7%	1.8%
申万	24.87	20.11	2.16	0.53	2.07	31.5%	44.3%	-2.3%	-8.4%	-5.5%	80.8%	8.7%	2.1%	8.3%
方正	23.33	18.92	0.83	1.27	2.31	46.3%	69.4%	-38.4%	35.0%	-7.5%	81.1%	3.6%	5.4%	9.9%
中泰	18.39	14.62	1.34	0.71	1.71	33.1%	53.2%	-28.8%	-11.6%	8.7%	79.6%	7.3%	3.9%	9.3%
光大	17.03	12.35	0.83	2.20	1.65	36.9%	53.8%	-41.6%	56.7%	3.8%	72.5%	4.8%	12.9%	9.7%
长江	16.04	11.22	3.18	1.02	0.61	29.2%	58.9%	-19.4%	30.6%	-0.9%	70.0%	19.9%	6.4%	3.8%
东方	13.71	6.56	1.49	1.01	4.66	31.1%	49.0%	-29.6%	22.0%	49.7%	47.8%	10.9%	7.4%	33.9%

浙商	13.13	7.69	2.17	1.18	2.08	28.6%	66.4%	17.9%	19.5%	-24.3%	58.6%	16.5%	9.0%	15.9%
兴业	12.42	8.28	2.36	1.38	0.40	34.2%	63.2%	-5.8%	7.5%	1.7%	66.7%	19.0%	11.1%	3.2%
国金	12.08	8.28	1.69	1.49	0.63	56.7%	68.1%	11.0%	124.5%	4.0%	68.4%	14.0%	12.3%	5.2%
东吴	10.04	6.92	1.86	0.24	1.02	33.7%	63.2%	-13.1%	-5.3%	16.4%	68.9%	18.5%	2.4%	10.2%
华西	9.18	7.87	0.73	0.41	0.16	41.8%	55.9%	-9.2%	28.5%	-45.1%	85.8%	8.0%	4.5%	1.8%
国联	9.05	5.47	2.19	0.41	0.98	22.6%	189.7%	198.6%	135.1%	\	60.5%	24.2%	4.5%	10.8%
财通	8.10	6.88	0.34	0.88	\	42.0%	63.1%	-53.6%	16.6%	\	84.9%	4.2%	10.9%	\
国元	6.45	5.17	0.06	0.59	0.63	46.4%	61.0%	-32.9%	34.7%	-4.9%	80.2%	0.9%	9.1%	9.8%
华安	6.36	5.17	0.14	0.43	0.62	45.6%	62.6%	-53.3%	52.9%	1.4%	81.3%	2.2%	6.8%	9.7%
东北	5.66	4.46	0.62	0.28	0.30	32.5%	64.8%	-43.9%	16.6%	39.4%	78.7%	11.1%	4.9%	5.3%
西部	5.49	4.19	0.86	0.20	0.24	45.0%	57.6%	19.1%	12.7%	5.2%	76.3%	15.7%	3.6%	4.4%
中银	5.38	4.29	0.15	0.48	0.46	43.7%	60.5%	-51.5%	52.6%	3.2%	79.7%	2.8%	9.0%	8.5%
国海	5.16	3.08	1.29	0.24	0.55	39.8%	66.6%	9.8%	61.8%	5.7%	59.8%	24.9%	4.7%	10.6%
长城	4.81	3.54	0.17	0.38	0.72	28.2%	48.2%	-59.2%	34.0%	9.4%	73.6%	3.6%	7.8%	15.0%
信达	4.41	3.59	0.25	0.19	0.38	25.6%	61.7%	-69.3%	59.9%	7.8%	81.4%	5.7%	4.3%	8.6%
财达	4.33	4.14	0.00	0.03	0.16	50.2%	55.6%	-96.5%	-8.9%	35.6%	95.6%	0.1%	0.7%	3.6%
天风	4.25	2.01	2.14	0.10	\	16.0%	46.3%	-3.8%	52.6%	\	47.3%	50.4%	2.3%	\
东兴	4.22	3.73	0.04	0.35	0.10	43.2%	51.4%	-63.9%	25.6%	-1.9%	88.5%	0.9%	8.4%	2.3%
山西	3.72	3.01	0.12	0.18	0.41	47.0%	60.4%	-64.5%	-44.9%	5.3%	80.9%	3.2%	4.8%	11.0%
中原	3.58	3.25	0.00	0.05	0.28	44.5%	54.0%	\	-20.4%	-8.0%	90.7%	0.0%	1.5%	7.8%
西南	3.32	2.52	0.39	0.19	0.22	28.1%	34.7%	-10.3%	89.2%	19.2%	75.8%	11.8%	5.8%	6.6%
华林	3.28	3.15	0.03	0.11	\	51.8%	55.5%	-23.8%	6.3%	\	95.8%	0.9%	3.3%	\
南京	2.95	2.66	0.04	0.07	0.18	49.3%	55.2%	-63.4%	191.3%	30.3%	90.2%	1.2%	2.5%	6.1%
一创	2.26	1.94	0.12	0.10	0.10	47.4%	65.9%	-53.7%	46.7%	200.2%	85.7%	5.4%	4.3%	4.6%
太平洋	2.12	1.98	0.06	0.08	\	39.7%	53.8%	-59.3%	-4.2%	\	93.3%	2.8%	4.0%	\
首创	1.19	0.98	0.04	0.12	0.06	24.6%	62.1%	-80.9%	12.1%	-9.1%	82.2%	2.9%	10.2%	4.7%
红塔	1.13	1.01	0.00	0.00	0.11	40.3%	48.0%	\	\	0.6%	89.4%	0.1%	0.6%	9.9%
合计	634.54	473.05	56.07	54.59	50.65	37.3%	56.1%	-13.2%	30.1%	4.8%	74.6%	8.8%	8.6%	8.0%

资料来源：Wind、中原证券研究所

注：国泰海通已追溯并表海通证券的同比数据；国联民生已追溯并表民生证券的总额数据，各分项业务净收入因缺少相关数据未追溯

4. 2025 年上半年投行业务实现边际改善

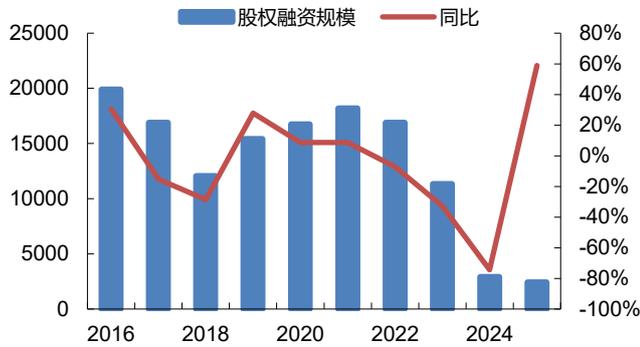
4.1. 2025H 投行业务核心要素变化情况

股权融资规模明显回升。根据 Wind 的数据进行统计，2025 年上半年股权融资规模（按上市日）为 7610 亿元，同比+401.72%。若剔除中国银行、邮储银行、交通银行、建设银行引入财政部等战略投资用于补充核心一级资本共募资 5200 亿元的影响，上半年股权融资实际规模为 2410 亿元，同比+58.90%，在连续三年显著落后企稳明显回升。其中，IPO 家数、首发募资规模分别为 51 家、373.55 亿元，同比分别+7 家、+14.96%；再融资规模为 2037 亿元（剔除上述 4 家上市银行的 5200 亿元再融资），同比+70.88%。

债权融资规模持续放量。根据 Wind 的数据进行统计，2025 年上半年行业各类债券承销金

额（按发行日）为 7.45 万亿元，同比+23.92%，在持续增长的同时增幅较 2024 年全年明显扩大。

图 18：2025H 股权融资规模（亿元）明显回升



资料来源：Wind、中原证券研究所

注：2025H 剔除上市银行再融资

图 19：2025H 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

4.2. 2025H 股权融资集中度再创历史新高，债权融资集中度小幅下降

股权融资业务方面，根据 Wind 的数据进行统计，2025 年上半年股权融资承销金额（包括首发、增发、配股、优先股、可转债、可交换债，按上市日）排名前 5（CR5）证券公司的合计市场份额为 71.17%，较 2024 年+6.07pct，再创历史新高；前 10（CR10）证券公司的合计市场份额为 88.67%，较 2024 年+9.42pct，同步再创历史新高。上市券商中，中信证券（23.60%）、中银证券（16.99%）、国泰海通（13.68%）、中信建投（9.94%）、华泰证券（7.24%）排名股权融资承销规模前 5 位；中信建投（23.16%）、华泰证券（10.39%）、中信证券（10.14%）、国泰海通（6.82%）、东兴证券（6.81%）排名 IPO 承销规模前 5 位；中信证券（24.28%）、中银证券（17.75%）、国泰海通（14.02%）、中信建投（9.27%）、中金公司（7.12%）排名再融资承销规模前 5 位。

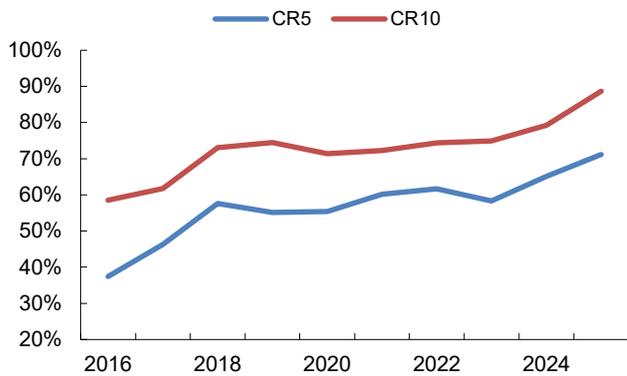
2025H 行业股权融资规模集中度明显提高并再创历史新高，主要由于个别券商参与了四家上市银行的 5200 亿元再融资，属于偶发事件，未来并不具备持续性。但随着行业股权融资业务进入强监管、严发行的新常态，股权融资业务资源、特别是优质科技创新类项目资源以及并购重组项目资源向头部券商及个别优势中小券商聚集的趋势较为明确。在此背景下，虽然 2025H 权益一级市场回暖复苏，但普通中小券商股权融资业务的经营压力依然较大。

债权融资业务方面，根据 Wind 的数据进行统计，2025 年上半年各类债券承销金额（按发行日）排名前 5（CR5）、前 10（CR10）证券公司的合计市场份额分别为 50.33%、67.70%，较 2024 年底分别-2.30pct、-0.40pct，均出现小幅下降。上市券商中，中信证券（14.26%）、中信建投（10.44%）、国泰海通（9.82%）、中金公司（8.97%）、华泰证券（6.84%）排名各类债券承销金额前 5 位。

2025H 行业债权融资规模集中度的变化显示，为应对股权融资业务持续收紧的新常态以及较难与头部券商正面竞争的劣势，广大中小券商持续加大了债权融资业务的展业力度、深挖业

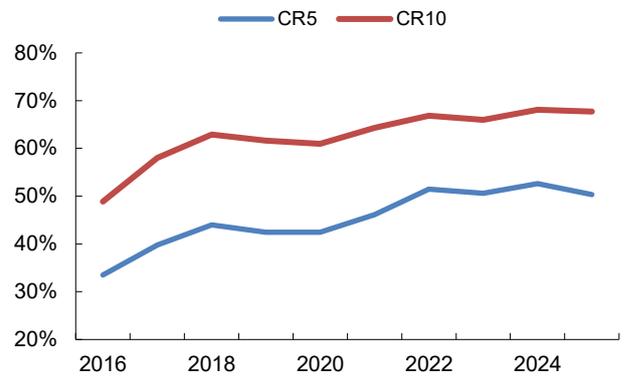
务潜力，力求扩大收入来源以减缓投行业务的下行压力、维持投行业务经营的相对平稳。

图 20: 2025H 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

图 21: 2025H 债权融资规模集中度小幅下降



资料来源: Wind、中原证券研究所

表 9: 2025H42 家单一证券业务上市券商股权、债权融资规模 (亿元) 及市场份额

上市券商	股权融资 (按上市日)						债权融资 (按发行日)	
	股权融资规模	股权融资份额	IPO 规模	IPO 份额	再融资规模	再融资份额	债权融资规模	债权融资份额
中信证券	1826.75	23.60%	37.86	10.14%	1788.88	24.28%	10629.24	14.26%
中银证券	1315.17	16.99%	7.62	2.04%	1307.55	17.75%	972.46	1.30%
国泰海通	1058.81	13.68%	25.49	6.82%	1033.32	14.02%	7321.47	9.82%
中信建投	769.13	9.94%	86.50	23.16%	682.63	9.27%	7782.94	10.44%
华泰证券	560.79	7.24%	38.79	10.39%	522.00	7.08%	5096.66	6.84%
中金公司	537.84	6.95%	13.55	3.63%	524.28	7.12%	6684.77	8.97%
招商证券	247.42	3.20%	5.45	1.46%	241.96	3.28%	2004.64	2.69%
中国银河	223.12	2.88%	4.30	1.15%	218.82	2.97%	3327.96	4.46%
广发证券	160.17	2.07%	5.39	1.44%	154.79	2.10%	1666.10	2.24%
申万宏源	132.26	1.71%	20.95	5.61%	111.31	1.51%	2879.53	3.86%
国信证券	95.55	1.23%	6.04	1.62%	89.51	1.21%	1222.08	1.64%
东方证券	93.16	1.20%	7.32	1.96%	85.84	1.17%	2739.29	3.67%
西南证券	80.93	1.05%	\	\	80.93	1.10%	129.65	0.17%
国联民生	35.71	0.46%	17.91	4.79%	17.80	0.24%	647.88	0.87%
国元证券	29.95	0.39%	5.50	1.47%	24.45	0.33%	103.17	0.14%
东兴证券	25.45	0.33%	25.45	6.81%	\	\	207.58	0.28%
浙商证券	20.00	0.32%	\	\	20.00	0.27%	528.23	0.71%
中泰证券	16.26	0.21%	6.46	1.73%	9.80	0.13%	949.75	1.27%
山西证券	11.38	0.15%	\	\	11.38	0.15%	460.28	0.62%
华安证券	10.69	0.14%	10.18	2.73%	0.51	0.01%	90.44	0.12%
国金证券	10.21	0.13%	3.39	0.91%	6.82	0.09%	660.91	0.89%
方正证券	10.17	0.13%	7.67	2.05%	2.50	0.03%	82.30	0.11%
光大证券	9.90	0.13%	4.62	1.24%	5.27	0.07%	2007.79	2.69%
西部证券	8.97	0.12%	\	\	8.97	0.12%	459.37	0.62%
天风证券	8.91	0.12%	8.91	2.39%	\	\	541.25	0.73%
财通证券	7.00	0.09%	\	\	7.00	0.10%	562.07	0.75%
红塔证券	6.50	0.08%	\	\	6.50	0.09%	5.00	0.01%

南京证券	5.41	0.07%	\	\	5.41	0.07%	131.81	0.18%
兴业证券	4.84	0.06%	\	\	4.84	0.07%	840.32	1.13%
长江证券	4.20	0.05%	3.08	0.82%	1.12	0.02%	243.19	0.33%
东吴证券	\	\	\	\	\	\	880.11	1.18%
财达证券	\	\	\	\	\	\	445.90	0.60%
第一创业	\	\	\	\	\	\	224.36	0.30%
长城证券	\	\	\	\	\	\	426.69	0.57%
首创证券	\	\	\	\	\	\	378.48	0.51%
国海证券	\	\	\	\	\	\	73.47	0.10%
华西证券	\	\	\	\	\	\	123.58	0.17%
太平洋	\	\	\	\	\	\	71.00	0.10%
信达证券	\	\	\	\	\	\	133.96	0.18%
东北证券	\	\	\	\	\	\	17.76	0.02%
华林证券	\	\	\	\	\	\	\	\
中原证券	\	\	\	\	\	\	122.12	0.16%

资料来源：Wind、中原证券研究所

注：再融资=增发+配股+优先股+可转债+可交债、含财务顾问，债权融资不含自主自办发行

4.3. 2025H 上市券商投行业务实现边际改善

根据各公司合并财务报表，2025 年上半年 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 155.30 亿元，同比+7.69%（因国泰海通吸收合并海通证券、国联民生并表民生证券对同比数据进行追溯调整后），在连续三年显著下滑后实现边际改善。

2025H 投行业务手续费净收入共 26 家公司同比实现正增长，共 25 家公司的同比表现优于上市券商均值，占比 59.5%。其中，增幅前 5 位分别为华安证券（245.85%）、西部证券（134.32%）、中银证券（132.87%）、西南证券（88.17%）、国元证券（74.05%）。报告期内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。此外，2025H 上市券商投行业务呈现明显分化，仍有 17 家公司同比出现下滑。其中，降幅前 5 位分别为中原证券（-77.89%）、太平洋（-55.57%）、中泰证券（-47.75%）、红塔证券（-38.29%）、国泰海通（-31.11%，追溯同比数据后）。报告期内以中信证券（20.91%）、中金公司（30.20%）、中信建投（12.04%）、华泰证券（25.44%）为代表的投行业务龙头券商净收入均实现企稳回暖。

表 10: 2025H42 家单一证券业务上市券商投行业务手续费净收入（合并报表，亿元）概况

上市券商	2025H	同比	上市券商	2025H	同比	上市券商	2025H	同比
中信证券	20.98	20.91%	广发证券	3.20	-4.82%	国元证券	1.09	74.05%
中金公司	16.68	30.20%	中国银河	3.16	18.87%	方正证券	0.99	26.32%
国泰海通	13.92	-31.11%	东兴证券	2.94	14.31%	西南证券	0.99	88.17%
华泰证券	11.68	25.44%	浙商证券	2.87	0.28%	中银证券	0.98	132.87%
中信建投	11.23	12.04%	中泰证券	2.71	-47.75%	首创证券	0.85	33.73%
东方证券	7.20	31.62%	财通证券	2.20	-21.84%	南京证券	0.81	-15.50%
申万宏源	6.27	49.12%	兴业证券	2.19	-16.60%	国海证券	0.70	44.66%
国联民生	5.31	-9.61%	西部证券	1.99	134.32%	华西证券	0.42	-12.67%
天风证券	4.27	33.80%	长江证券	1.74	45.68%	太平洋	0.36	-55.57%
东吴证券	4.19	15.10%	山西证券	1.69	45.35%	信达证券	0.35	-17.62%
招商证券	4.02	41.35%	财达证券	1.61	17.06%	东北证券	0.35	-26.51%
国金证券	3.98	-13.79%	第一创业	1.41	37.58%	红塔证券	0.17	-38.29%
光大证券	3.63	-15.57%	长城证券	1.40	17.07%	华林证券	0.08	65.71%
国信证券	3.48	-11.77%	华安证券	1.15	245.85%	中原证券	0.06	-77.89%

资料来源: Wind、中原证券研究所

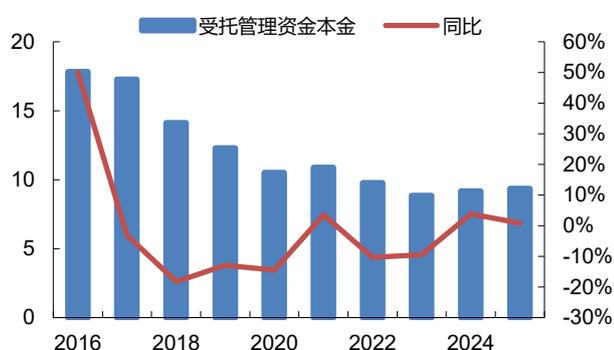
注: 国泰海通、国联民生已追溯并表海通证券、民生证券的同比数据

5. 2025 年上半年资管业务承压小幅下行

5.1. 2025H 资管业务核心要素变化情况

资管规模小幅回升。根据中国证券业协会的统计,截至 2025 年 6 月底,行业受托管理资金本金为 9.35 万亿元,同比+0.9%,较 2024 年底+2.0%,进一步实现小幅回升。根据中国证券投资基金业协会的统计,截至 2025 年 6 月底,券商私募资管规模为 55208 亿元,同比-4.8%,较 2024 年底+1.0%,近年来持续在低位震荡,暂未出现趋势性变化。

图 22: 25H 行业受托管理资金本金(万亿)小幅回升



资料来源: 中国证券业协会、中原证券研究所

图 23: 2025H 券商私募资管规模(万亿元)低位震荡

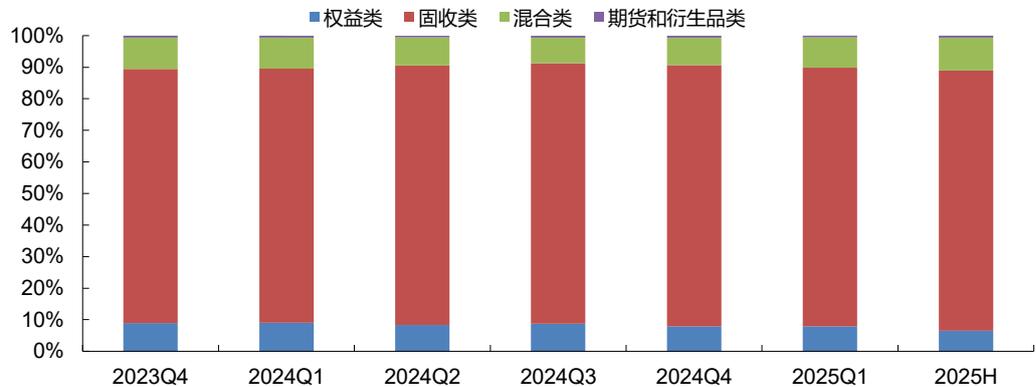


资料来源: 中国证券投资基金业协会、中原证券研究所

私募资管投资类型仍以固收为主。根据中国证券投资基金业协会的统计,截至 2025 年 6 月底,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 6.5%、82.5%、10.4%、0.6%，较 2024 年底分别-1.5pct、-0.2pct、+1.7pct、持平。2025H 券商私募资管权益类+混合类产品存量规模占比为 16.9%，较 2024 年底+0.2pct，出现小幅提高，固收类产品存量规模虽然略有下降，但仍占据主导地位。

图 24：2025H 券商私募资管固收类产品存量规模占比仍占据主导



资料来源：中国证券投资基金业协会、中原证券研究所

5.2. 2025H 上市券商资管业务连续第二年小幅下滑

根据各公司合并财务报表，2025 年上半年 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 211.96 亿元，同比-6.79%（因国泰海通吸收合并海通证券、国联民生并表民生证券对同比数据进行追溯调整后），连续第二年承压小幅下滑。2025H 资管业务成为上市券商唯一出现下滑的主营业务，主要由于一是上半年固收市场行情明显降温，固收产品超额业绩报酬的计提规模同比明显下滑；二是上半年公募基金费率改革正式进入第三阶段，部分持有公募牌照券商资管或资管子公司的营收水平受到直接影响；三是公募基金降低综合费率向纵深推进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逐步靠拢是大势所趋。

2025H 资管业务手续费净收入共 15 家公司同比实现正增长，共 20 家公司的同比表现优于上市券商均值，占比 47.6%。其中，增幅前 5 位分别为长城证券(79.27%)、国金证券(45.16%)、招商证券(29.27%)、中金公司(22.27%)、中国银河(17.52%)；降幅前 5 位分别为华泰证券(-59.80%)、首创证券(-59.49%)、太平洋(-57.14%)、华西证券(-55.32%)、红塔证券(-48.58%)。其中，报告期内中信证券(10.30%)、广发证券(6.35%)两家对控股公募基金公司相应收入并入资管业务净收入的头部券商同比实现正增长，对上市券商资管净收入总额起到了明显的稳定作用；华泰证券降幅较大主要由于去年三季度公司出售 AssetMark 导致当期收入减少而同比基数较高。资管业务净收入降幅靠前的全部为中小券商，显示中小券商受固收市场行情明显降温的影响更加显著，中小券商资管业务开展的广度及深度与头部券商存在明显差距。

基金管理业务净收入方面，虽然各公司的统计口径不尽相同，但净收入绝对额排名靠前上市券商披露的数据主要为其参控股公募基金所获得的收入。根据各公司合并财务报表，2025 年上半年共有 36 家上市券商披露了基金管理业务净收入，合计为 147.90 亿元，同比+2.70%；

占对应上市券商总营收的比例为 6.50%，较 2024 年底-0.18pct。其中，2025H 基金管理业务净收入占总营业收入比例较大的上市券商分别为广发证券（22.13%）、第一创业（21.69%）、兴业证券（17.48%）、国海证券（14.30%）、中信证券（12.59%）、中银证券（12.02%）、东北证券（11.67%）、信达证券（9.44%）、国泰海通（7.93%）、西部证券（6.85%）、中金公司（6.18%）、国联民生（5.22%）等。整体看，2025H 基金管理业务净收入同比变动保持收敛，对部分较早开展公募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。

表 11：2025H4 家单一证券业务上市券商资管业务及基金管理业务（合并报表，亿元）概况

上市券商	券商资管业务				基金管理业务			
	25H 净收入	同比	25H 规模	较 2024 年底	25H 净收入	同比	占总营收比	较 2024 年底
中信证券	54.44	10.77%	15562	0.89%	41.61	10.30%	12.59%	-0.24pct
广发证券	36.69	8.44%	2506	-1.13%	34.08	6.35%	22.13%	-1.64pct
国泰海通	25.78	-6.67%	7052	19.84%	18.94	-6.51%	7.93%	+0.93pct
中泰证券	10.78	7.80%	1058	0.60%	0.05	-18.14%	0.09%	-0.02pct
华泰证券	8.93	-59.80%	6270	12.72%	6.50	37.70%	4.01%	+1.50pct
中金公司	6.80	22.27%	5867	6.28%	7.93	2.02%	6.18%	-1.16pct
中信建投	6.61	3.01%	4852	-1.94%	2.48	-13.20%	2.31%	-0.42pct
财通证券	6.07	-26.39%	2965	-1.17%	\	\	\	\
东方证券	6.01	-15.13%	2338	7.95%	0.41	22.95%	0.51%	\
招商证券	4.40	29.27%	2535	-5.21%	0.35	-4.80%	0.33%	-0.02pct
第一创业	4.40	-5.86%	663	23.65%	3.97	-6.11%	21.69%	-1.22pct
光大证券	4.27	11.97%	3225	3.56%	1.47	-1.67%	2.86%	-2.41pct
国联民生	3.57	0.62%	1984	39.21%	2.09	7.31%	5.22%	-9.96pct
申万宏源	3.31	-18.28%	1939	5.97%	1.99	-13.92%	1.70%	-0.09pct
国信证券	3.21	-18.74%	1306	-9.81%	0.13	-21.61%	0.12%	持平
华安证券	2.76	-2.61%	656	4.64%	0.24	1.46%	0.86%	-0.23pct
中国银河	2.68	17.52%	915	-2.68%	\	\	\	\
中银证券	2.49	-5.07%	4687	-7.43%	1.81	-1.35%	12.02%	-0.78pct
首创证券	2.15	-59.49%	1654	14.98%	0.03	-10.41%	0.25%	-0.04pct
浙商证券	1.58	-23.58%	967	1.42%	\	\	\	\
东北证券	1.43	-27.44%	767	0.74%	2.39	-22.17%	11.67%	+2.25pct
天风证券	1.40	-28.20%	1158	2.48%	0.00	-93.15%	0.02%	-0.38pct
财达证券	1.30	-7.93%	443	26.89%	\	\	\	\
方正证券	1.28	4.58%	500	-9.40%	1.53	-1.69%	2.70%	-1.71pct
长江证券	1.14	-24.44%	\	\	0.71	0.44%	1.51%	-0.62pct
山西证券	1.14	-29.18%	602	6.34%	0.70	6.12%	4.29%	+0.76pct
东吴证券	0.99	11.01%	590	-0.88%	0.72	33.06%	1.62%	+0.51pct
东兴证券	0.99	-35.48%	\	\	0.59	-33.48%	2.61%	+0.89pct
国海证券	0.90	-9.20%	571	-17.71%	2.27	-1.75%	14.30%	+3.05pct
兴业证券	0.75	-1.70%	1135	12.37%	9.45	-1.25%	17.48%	+1.94pct
信达证券	0.71	-0.90%	680	13.26%	1.92	-14.45%	9.44%	-3.32pct
西部证券	0.67	-15.31%	395	10.48%	1.91	8.10%	6.85%	+1.68pct
国金证券	0.62	45.16%	1610	7.15%	1.29	-29.32%	3.33%	-1.55pct
国元证券	0.37	-47.48%	248	10.96%	0.06	4.11%	0.19%	-0.12pct

太平洋	0.30	-57.14%	138	-5.06%	\	\	\	\
长城证券	0.25	79.27%	338	12.61%	0.05	-19.09%	0.17%	-0.13pct
华西证券	0.23	-55.32%	650	-0.95%	0.08	-11.45%	0.39%	-0.09pct
南京证券	0.20	-45.07%	146	1.38%	0.07	-20.01%	0.44%	-0.20pct
中原证券	0.15	9.35%	41	-21.38%	0.01	-76.28%	0.16%	-0.32pct
西南证券	0.09	-34.72%	177	27.97%	0.05	38.16%	0.35%	+0.06pct
华林证券	0.07	-45.44%	89	-4.82%	\	\	\	\
红塔证券	0.06	-48.58%	640	-3.03%	0.03	-54.24%	0.26%	-0.25pct

资料来源: Wind、各公司财报、中原证券研究所

注: 资管业务净收入国泰海通、国联民生已追溯并表海通证券、民生证券的同比数据, 其他项目因数据缺失未追溯

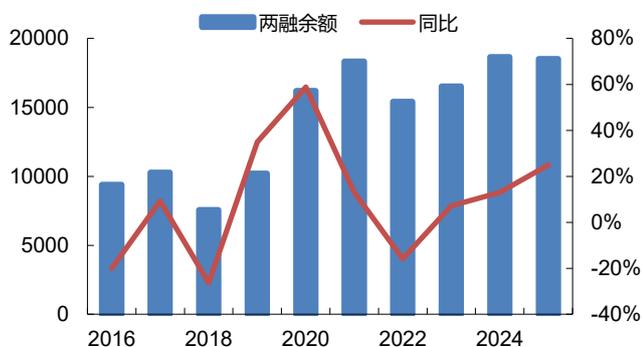
注: 东兴证券、长江证券未披露具体的资管业务规模数据

6. 2025 年上半年两融利息收入普增, 利息净收入企稳回升

6.1. 2025H 信用业务核心要素变化情况

两融日均余额创历史新高。根据 Wind 的统计, 截至 2025 年 6 月底, 全市场两融余额为 18505 亿元, 较 2024 年底-0.76%, 同比+24.95%。2025 年上半年两融日均余额为 18460 亿元, 较 2024 年两融日均余额+17.80%, 创历史新高。

图 25: 2025H 两融余额 (亿元) 同比明显增长



资料来源: Wind、中原证券研究所

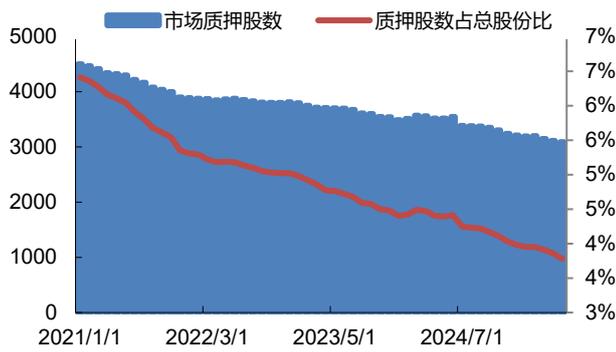
图 26: 2025H 两融年度日均余额 (亿元) 创历史新高



资料来源: Wind、中原证券研究所

股票质押规模延续下降趋势。根据 Wind 统计的中登公司数据, 截至 2025 年 6 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 3085.66 亿股、3.78%、27038.07 亿元, 同比分别-12.91%、-0.63pct、+13.37%, 较 2024 年底分别-4.76%、-0.25pct、-3.53%。其中, 市场质押市值同比出现回升主要由于去年同期权益市场仍处于低迷期, 导致同比基数低。

图 27: 2025H 质押股数 (亿股) 及占比延续下降趋势



资料来源: 中登公司、中原证券研究所

图 28: 2025H 市场质押市值 (亿元) 随市呈现起伏



资料来源: 中登公司、中原证券研究所

6.2. 2025H 上市券商两融利息收入回升，质押利息收入降幅明显

两融业务方面，根据 Wind 的数据进行统计，截至 2025 年 6 月底，40 家单一证券业务上市券商（由于缺失可追溯的相关数据，剔除因并表因素导致同比增幅异常的国泰海通和国联民生）两融余额合计为 13314 亿元，较 2024 年底-0.8%。剔除国泰海通和国联民生后，共 11 家公司两融余额较 2024 年底实现增长，共 16 家公司两融余额较 2024 年底的变动优于上市券商均值，占比 40%。其中，增幅前 5 位分别为浙商证券 (20.71%)、红塔证券 (13.15%)、南京证券 (5.76%)、信达证券 (4.72%)、中金公司 (4.69%)；降幅前 5 位分别为天风证券 (-13.40%)、华林证券 (-9.95%)、长城证券 (-9.27%)、中原证券 (-7.77%)、华西证券 (-7.73%)。

剔除因缺失可追溯数据的国联民生后，2025 年上半年上市券商共实现两融业务利息收入 392.37 亿元，同比+5.00%，在连续三年下滑后实现回升。2025H 共 39 家公司两融业务利息收入同比实现增长，共 30 家公司的同比表现优于上市券商均值，占比 73.2%。其中，增幅前 5 位分别为红塔证券 (37.00%)、浙商证券 (24.10%)、首创证券 (22.27%)、方正证券 (19.11%)、南京证券 (17.93%)；出现下滑及增幅较小的前 5 位分别为国泰海通 (-14.16%，追溯同比数据后)、长城证券 (-1.85%)、兴业证券 (1.18%)、中金公司 (1.18%)、华泰证券 (1.49%)。2025H 上市券商两融业务利息收入的特点一是虽然时点末两融余额小幅下滑，但上半年两融日均余额增幅明显，因此大多数上市券商两融利息收入同比实现回升；二是上市券商两融利息收入的增幅小于两融日均余额的增幅，主要由于国泰海通两融利息收入下滑明显产生拖累效应以及报告期内上市券商两融整体利率走低；三是零售经纪业务占比较高的中小券商两融利息收入的增幅排名靠前。

股票质押业务方面，根据 Wind 的数据进行统计，截至 2025 年 6 月底，40 家单一证券业务上市券商（由于缺失可追溯的相关数据，剔除因并表因素导致同比增幅异常的国泰海通和国联民生）股票质押规模合计为 1467 亿元，较 2024 年底-1.93%。剔除国泰海通和国联民生后，仅 9 家公司股票质押规模较 2024 年底出现增长，另有 2 家公司较 2024 年底持平、2 家公司未开展股票质押业务，其他 28 家公司的股票质押规模较 2024 年底均出现不同程度的下降，显示大多数上市券商仍在主动压降股票质押规模。除国泰海通外，中信证券 (421.68 亿元，较 2024

年底+1.97%)、中国银河 (203.43 亿元, 较 2024 年底-3.96%)、招商证券 (151.88 亿元, 较 2024 年底+3.52%) 的股票质押规模显著高于其他上市券商, 上述三家头部券商的质押规模持稳在很大程度上对冲了上市券商的整体降幅。

剔除因缺失可追溯数据的国联民生后, 2025 年上半年上市券商共实现股票质押利息收入 36.49 亿元, 同比-29.01%。2025H 仅 7 家公司股票质押利息收入同比出现增长, 共 31 家公司股票质押利息收入出现不同程度的下降, 部分上市券商下降的幅度较为显著。除主动压降股票质押规模外, 报告期内质押利率跟随宏观利率同步下降也是造成相应利息收入降幅较大的主因之一。

表 12: 2025H42 家单一证券业务上市券商信用业务利息收入、信用业务规模 (亿元) 概况

上市券商	2025H 信用业务利息收入				截至 2025H 信用业务规模 (时点末数据, 非平均数据)			
	融资融券	同比	股票质押	同比	融出资金	较 2024 年底	质押规模	较 2024 年底
国泰海通	38.27	-14.16%	5.71	-49.71%	1772.87	78.14%	322.48	68.98%
中信证券	36.86	7.04%	12.02	1.54%	1381.91	3.32%	421.68	1.97%
华泰证券	35.09	1.49%	0.65	-23.55%	1290.44	-2.46%	56.25	58.94%
中国银河	27.47	5.67%	4.29	-8.39%	942.85	0.57%	203.43	-3.96%
广发证券	26.69	9.42%	1.57	-40.85%	1079.33	-0.16%	78.89	-16.74%
招商证券	23.38	3.55%	2.51	-32.41%	906.00	-0.31%	151.88	3.52%
申万宏源	19.91	9.67%	0.03	-94.67%	727.85	-1.34%	23.72	9.81%
国信证券	18.62	10.97%	0.24	-54.45%	678.84	-3.03%	27.82	-13.29%
中信建投	15.83	2.24%	0.47	-60.96%	610.88	-2.00%	24.90	-32.50%
中金公司	11.44	1.18%	1.12	-4.62%	426.53	4.69%	42.56	-19.72%
方正证券	11.14	19.11%	0.21	-4.82%	418.44	-0.42%	8.86	0.00%
光大证券	10.72	9.64%	0.04	57.42%	408.42	-0.55%	2.84	-33.79%
中泰证券	10.13	9.88%	0.38	-72.23%	357.93	-3.78%	12.85	-46.03%
长江证券	9.27	12.75%	0.03	-87.78%	335.53	-1.19%	3.14	-9.04%
兴业证券	8.32	0.84%	0.13	-53.58%	324.47	-2.08%	6.07	-3.74%
国金证券	7.31	16.54%	1.55	-22.67%	297.76	-2.16%	91.35	23.67%
浙商证券	6.79	24.10%	0.61	-41.52%	289.59	20.71%	26.61	-2.72%
东方证券	6.21	16.34%	0.00	-99.95%	271.54	-1.71%	30.07	-3.89%
国元证券	5.44	14.57%	0.80	2.69%	202.09	-3.56%	31.25	-8.27%
财通证券	5.40	8.81%	0.56	-32.23%	202.12	-3.55%	24.94	-3.53%
华西证券	5.34	11.71%	0.86	-15.64%	193.16	-7.73%	31.72	-16.79%
长城证券	5.34	-1.85%	0.01	\	214.81	-9.27%	0.31	-0.07%
东吴证券	5.04	2.82%	0.27	-83.31%	195.53	-3.10%	12.35	-13.63%
国联民生	4.49	68.73%	0.32	-13.09%	174.85	51.37%	11.33	-14.99%
东兴证券	4.20	1.89%	0.00	45.10%	154.62	-6.50%	15.49	0.64%
东北证券	3.75	10.66%	0.05	-47.66%	140.12	0.18%	0.87	-34.04%
中银证券	3.49	6.06%	0.05	-54.02%	130.27	-7.61%	1.82	-50.73%
西南证券	3.36	6.18%	0.45	28.00%	138.26	2.79%	20.87	-7.11%
信达证券	3.20	12.37%	0.22	215.89%	131.04	4.72%	11.91	168.42%
华安证券	2.85	3.92%	0.22	-6.52%	105.78	-7.08%	9.53	10.94%
国海证券	2.78	17.47%	0.23	-25.77%	95.33	-1.50%	18.97	-12.68%
西部证券	2.74	14.84%	0.05	-36.41%	95.50	-4.27%	17.58	-0.12%

南京证券	2.67	17.93%	0.07	-43.74%	103.80	5.76%	3.68	29.73%
中原证券	2.67	13.50%	0.06	-63.38%	85.27	-7.77%	3.85	-20.57%
山西证券	2.20	5.51%	0.14	-50.20%	70.29	-4.51%	4.95	-27.19%
财达证券	1.95	10.49%	0.01	-90.33%	66.24	-5.08%	8.46	-0.12%
第一创业	1.94	5.91%	0.03	-12.51%	76.74	1.10%	3.43	-5.13%
天风证券	1.14	5.13%	0.03	17.18%	38.86	-13.40%	0.49	-65.98%
华林证券	1.33	4.72%	\	\	46.78	-9.95%	\	\
首创证券	0.81	22.27%	0.01	-77.50%	30.40	-0.02%	1.07	0.00%
太平洋	0.68	10.47%	\	\	23.07	0.97%	\	\
红塔证券	0.61	37.00%	0.69	-12.61%	25.77	13.15%	30.10	-10.29%

资料来源：Wind、中原证券研究所

注：国泰海通已追溯并表海通证券的两融、质押利息净收入同比数据，国联民生因民生证券相关数据缺失未追溯

注：因数据缺失未追溯国泰海通并表海通证券、国联民生并表民生证券的融资融券、股票质押规模同比数据

6.3. 2025H 上市券商利息净收入企稳回升

根据各公司合并财务报表，2025 年上半年 42 家单一证券业务上市券商共实现合并口径利息净收入 196.57 亿元，同比+17.20%（因国泰海通吸收合并海通证券、国联民生并表民生证券对同比数据进行追溯调整后）。2025H 上市券商利息净收入在连续三年下滑后企稳回升，一是两融业务利息收入同比实现回升；二是有息债务规模减少、降准降息周期下资金成本下降推动利息支出的降幅大于利息收入的降幅。

表 13：2025H42 家单一证券业务上市券商利息净收入（合并报表，亿元）概况

上市券商	2025H	同比	上市券商	2025H	同比	上市券商	2025H	同比
国泰海通	31.87	13.2%	浙商证券	5.41	34.9%	中原证券	1.75	122.4%
华泰证券	20.37	186.6%	华西证券	4.75	1.4%	红塔证券	1.72	-19.4%
中国银河	19.40	5.5%	东方证券	4.62	-33.4%	太平洋	1.24	-2.2%
光大证券	10.82	10.2%	中银证券	4.37	16.1%	华安证券	1.21	-6.8%
长江证券	10.82	19.4%	南京证券	3.16	-29.2%	东北证券	1.02	由负转正
广发证券	10.59	18.5%	财通证券	3.01	18.3%	长城证券	0.95	由负转正
兴业证券	8.22	38.1%	东兴证券	2.98	-23.1%	财达证券	0.63	43.9%
中泰证券	8.16	2.7%	国海证券	2.63	28.9%	第一创业	0.57	22.1%
方正证券	7.24	35.4%	中信建投	2.37	-37.6%	山西证券	0.38	由负转正
国元证券	6.86	-3.8%	西南证券	2.34	32.7%	国联民生	0.27	由负转正
国金证券	6.76	16.3%	中信证券	2.22	-80.1%	西部证券	-0.07	负值收窄
国信证券	6.42	31.5%	申万宏源	1.99	由负转正	首创证券	-0.82	负值扩大
招商证券	6.30	34.9%	华林证券	1.94	12.1%	天风证券	-7.00	负值收窄
东吴证券	5.76	-11.3%	信达证券	1.86	-11.7%	中金公司	-8.51	负值扩大

资料来源：Wind、中原证券研究所

注：国泰海通、国联民生已追溯并表海通证券、民生证券的同比数据

7. 投资建议

7.1. 政策面：巩固资本市场回稳向好势头

2025年7月31日，中央政治局会议指出“增强国内资本市场的吸引力和包容性，巩固资本市场回稳向好势头”。其中，“吸引力”体现在长期资本、耐心资本、战略资本等更多国内外中长期资金入市，“包容性”体现在深化资本市场投融资综合改革、更好服务科技创新以及新质生产力发展。可以预见，未来较长一段时期内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面发挥重要作用。

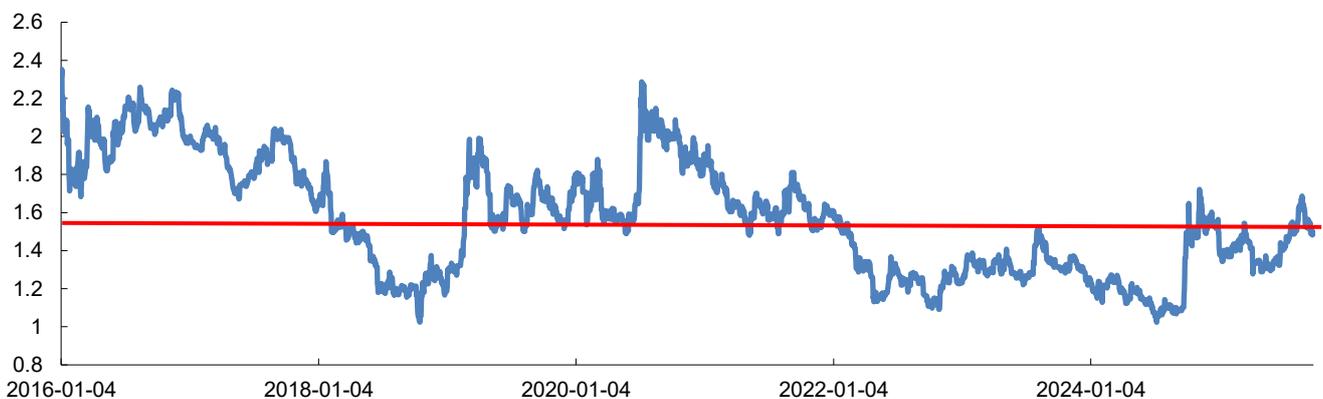
7.2. 基本面：证券行业整体经营业绩实现增长的确定性较强

在“巩固资本市场回稳向好势头”的政策定调下，2025年四季度证券行业的整体经营环境有望保持当前风偏提升、交易活跃的基本格局。行业各主营业务方面，2025年全年经纪业务景气度将创近年来新高，自营业务收入占比有望维持高位，投行业务将实现边际改善，资管业务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。2025年第四季度行业整体经营业绩的同比压力相对较大，预计全年的业绩增幅将较前三季度明显收窄，但实现增长的确定性较强，权益方向性自营的经营成果将决定上市券商整体经营业绩的高度。

7.3. 估值面：券商板块估值围绕 1.55 倍 P/B 波动

三季度以来券商指数跟随各权益类指数震荡走强，8月下旬曾一度接近去年11月反弹修复的高点，但未再创新高；9月后券商指数领先各权益类指数出现较为明显的回落调整。三季度券商板块的平均P/B由1.40倍最高修复至接近1.70倍，在站上2016年以来1.55倍的板块平均估值后进一步拉开了空间，并持续刷新了年内估值新高。近日板块估值再度回落至1.55倍P/B之下，整体围绕1.55倍的近十年平均估值波动。

图 29：截至 2025 年 9 月 26 日，券商板块 P/B（倍）再度回落至 1.55 倍之下



资料来源：Wind、中原证券研究所

7.4. 积极保持对券商板块的持续关注

近期券商板块的走势明显转弱，预计主要由于行业整体经营业绩即将进入同比高基数期。整体看，虽然四季度行业经营业绩面临一定的同比压力，但在经历第三季度权益市场的指数型上涨行情后日均成交量、两融等关键业务指标均创历史新高，权益自营有望对冲固收自营的下行空间，券商板块持续走弱的空间相对有限。预计四季度券商板块平均 P/B 的核心波动区间将维持在 1.40 倍-1.60 之间，如果券商板块向估值波动区间的下限靠拢，仍是再度布局券商板块的良机，积极保持对政策面、市场面以及券商板块的持续关注。

首先，龙头类券商近年来业绩稳定，抗周期能力显著增强。作为板块及市场人气的风向标，龙头类券商仍有望在板块再度走强时发挥中军引领效应。其次，基于我们对于 2025 年行业各主营业务的展望，零售经纪、融资融券、权益自营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实现增长的主要驱动力。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活跃时更快释放业绩弹性。第三，目前部分上市券商的估值水平明显低于板块均值，在行业盈利预期向上的背景下，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，是把握板块结构性行情的可行策略，兼具进攻与防守。

8. 风险提示

1. 权益及固收市场行情转弱导致证券行业基本面出现下滑；
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。

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。