

证券II行业深度报告

先抑后扬，全年净利润同比+16%，四季度净利润同比翻番

——证券行业 2024 年年报总结

增持（维持）

投资要点:2024 年日均股基交易额 11853 亿元，同比增长 23%。IPO、再融资持续收紧，债券发行规模稳中有增。权益市场先跌后涨，债券市场稳步增长。2024 年已披露业绩的 24 家上市券商净利润同比+16%，第四季度净利润同比翻番。目前券商股估值较低，考虑到行业发展政策积极，我们认为大型券商优势仍显著，推荐中信证券、招商证券、中国银河、中金公司、广发证券、华泰证券。同时推荐弹性较高的互联网金融东方财富、指南针、湘财股份等。

■ **2024 年股债均走强，交投活跃度大幅回升。**1) 2024 年市场日均股基交易额为 11853 亿元，同比增长 23%。2024 年沪市投资者平均每月账户新开户数为 231 万户，同比增长 18%。2) 截至 2024 年末，融资融券余额为 1.86 万亿元，同比增长 13%。平均维持担保比为 255%，较 2023 年下降 15pct，风险总体可控。3) 监管指引下，IPO、再融资持续收紧。

2024 年共发行 100 家 IPO，募资规模达 674 亿元，同比下滑 81%。2024 年平均每家募资规模 6.7 亿元，较 2023 年的 11.4 亿元下降 41%。2024 年增发募集资金 1731 亿元，同比下滑 70%。可转债 483 亿元，同比下降 66%。可交换债 312 亿元，同比下降 6%。4) 债券发行规模稳中有增。2024 年，券商参与的债券发行规模为 14.1 万亿元，同比增长 6.05%。5) 权益市场先跌后涨，债券市场表现强劲。中债总全价指数 2024 年上涨 5.43%，2023 年上涨 1.66%；万得全 A 指数 2024 年上涨 10.00%，2023 年下跌 5.19%。6) 2024 年公募基金发行规模企稳回升。2024 年基金发行底部回暖，公募基金发行规模 11838 亿份，同比+3%。

■ **上市券商 2024 年净利润同比+15%。**24 家已披露业绩的上市券商合计实现营业收入 3988 亿元，同比增长 6%，实现归母净利润 1265 亿元，同比增长 15%。其中，红塔证券 (+68%)、华林证券 (+41%)、南京证券 (+27%) 营业收入增幅较大。净利润方面，华林证券 (+1015%)、红塔证券 (+145%)、南京证券 (+48%) 增幅在行业中领先。第四季度，24 家上市券商合计实现净利润 352 亿元，同比大幅增长 100%，8 家券商扭亏为盈，7 家券商增速超过 100%。24 家上市券商 2024 年平均 ROE 为 5.88%，同比增加 2.35 个百分点，7 家券商 ROE 超过 8%。考虑到平均杠杆率由 2023 年的 3.77 倍下滑至 3.63 倍，我们认为 ROE 的提升主要依靠费类业务驱动。

■ **费类业务几乎全线增长，自营弹性巨大。**1) 经纪佣金及代销双增长。2024 年 21 家上市券商经纪业务收入合计 685 亿元，同比增长 11%；代销金融产品收入 70 亿元，同比增长 10%，占经纪收入的 10%，占比同比下滑 3.4pct。2) 上市券商分仓佣金收入同比下滑 34%，各家排名变化分化显著。2024 年，全行业分仓佣金收入 110 亿元，同比-35%，上市券商分仓佣金收入为 99 亿元，同比-34%。3) 投行收入同比下滑 28%，下半年低基数下，降幅有所收窄。21 家上市券商 2024 年实现投行业收入 221 亿元，同比下滑 28%。财务顾问收入基本持平，政策鼓励下并购重组需求有望提升。4) 资管收入小幅下滑，资产管理规模企稳。2024 年 21 家上市券商合计实现资管收入 361 亿元，同比小幅下滑 3%，随着资管新规过渡期结束，券商资产管理规模底部企稳。19 家披露规模的上市券商资管规模合计 550 万亿元，同比提升 6%。5) 公募基金公司净利润同比小幅增长 4%。6) 债券市场强劲，股市三季度末以来波动上行，券商自营投资净收益同比+40%，四季度投资净收益同比翻番。2024 年 24 家上市券商合计实现投资净收益 1652 亿元，同比增长 40%；第四季度合计实

2025 年 04 月 01 日

证券分析师 孙婷

执业证书: S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

证券分析师 何婷

执业证书: S0600524120009

heting@dwzq.com.cn

行业走势



相关研究

《“破局与重塑，打造国际一流投行”
系列报告之四——一流投行是如何炼成的？》

2025-02-24

《“破局与重塑，打造国际一流投行”
系列报告之三——境内券商发展的不平凡之路》

2025-02-13

现投资净收益 509 亿元，同比增长 102%。披露数据的 21 家上市券商自营持仓规模合计 3.7 万亿元，同比增长 6%；其中债券类 3.4 万亿元，同比增长 7%，规模占比 92%；权益类规模 3091 亿元，同比下滑 3%，规模占比 8%，结构基本保持不变。7) 多家券商增加中期分红，现金分红同比增长 32%，分红比例同比增加 4 个百分点。8) 股息率方面，截至 2025 年 3 月 31 日，24 家 A 股上市券商平均股息率 1.40%，其中华泰证券 (3.14%)、广发证券 (3.1%)、招商证券 (2.69%) 股息率最高；13 家 H 股上市券商平均股息率 3.12%，其中广发证券 (5.18%)、华泰证券 (4.53%)、国泰君安 (4.15%) 股息率最高。

- **中性假设下预计行业 2025 年净利润同比+13%。** 中性假设下，我们预计 2025 年行业净利润将同比+13%，预计经纪业务收入同比增长 35%，投行业务基本持平，资本中介业务收入增长 6%，资管业务增长 5%，自营同比增长 10%。
- **谋时而动，顺势而为。** 截止至 2025 年 3 月 31 日，中信证券 II 指数静态估值为 1.41x PB，处于历史的 16.46% 分位，处于近十年的 33.33% 分位。我们认为，在我国资本市场高质量发展的背景以及券商重资产业务能力和效率持续提升的趋势下，未来我国券商 ROE 水平及估值仍存在上升空间。此外，资本市场改革预期持续强化，且政策鼓励优质券商通过并购做优做强，我们认为大型券商优势仍显著，行业集中度有望持续提升，大型券商应享有估值溢价。
- **重点推荐：** 中信证券、招商证券、中国银河、中金公司、广发证券、华泰证券、东方财富、指南针、湘财股份等。
- **风险提示：** 权益市场大幅波动，宏观经济复苏不及预期，资本市场监管趋严，行业竞争加剧。

内容目录

1. 2024 年股债均走强，交投活跃度大幅回升	5
1.1. 日均股基交易额 11853 亿元，同比增长 23%	5
1.2. 融资余额同比增长 17%，融券余额同比下滑 85%.....	5
1.3. IPO、再融资持续收紧，债券发行规模稳中有增	6
1.4. 权益市场波动上行，债券市场表现强劲.....	8
1.5. 公募基金发行底部回暖.....	8
2. 上市券商 2024 年年报：净利润同比+15%，ROE 近 6%	9
2.1. 经纪业务：经纪收入及代销金融产品收入增长近 10%	11
2.2. 投行业务：投行收入下滑 28%，下半年降幅有所收窄	13
2.3. 资管业务：收入小幅下滑，资产管理规模企稳回升.....	14
2.4. 自营业务：四季度投资净收益同比翻番.....	16
2.5. 分红：多家券商增加中期分红，分红比例同比增加 4 个百分点.....	18
3. 投资建议：预计行业 2025 年净利润同比+13%	19
3.1. 外延并购+内生发展，打造世界一流投行	19
3.2. 中性假设下预计行业 2025 年净利润同比+13%.....	22
4. 风险提示	23

图表目录

图 1: 2022-2024 年月度日均交易额 (亿元)	5
图 2: 沪市每月新增开户数 (万户)	5
图 3: 2022 年以来融资融券余额 (亿元)	6
图 4: 两融市场平均担保比例 (%)	6
图 5: 2013-2024 年券商 IPO 发行数量和规模.....	6
图 6: 2019-2024 年券商 IPO 撤否率.....	6
图 7: 2015-2024 年券商再融资发行规模 (亿元)	7
图 8: 2016-2024 年券商参与债券发行规模	7
图 9: 2024 年权益市场主要指数走势.....	8
图 10: 2024 年中债总全价指数走势.....	8
图 11: 2015-2024 年公募基金发行规模	9
图 12: 2018-2024 年各类型公募基金发行规模	9
图 13: 日本各类券商利润分布.....	20
图 14: 美国交易商盈利能力集中度.....	20
图 15: 中信券商 II 级指数 PB 变化情况 (截至 2025/3/31, 倍)	23
表 1: 主要股、债指数涨跌幅.....	8
表 2: 2024 年上市券商经营情况 (百万元)	9
表 3: 2024 年上市券商分部业务收入占比 (剔除其他收入)	10
表 4: 2024 年上市券商经纪业务收入及代销业务情况 (百万元)	11
表 5: 2024 年上市券商公募佣金分仓收入.....	12
表 6: 2024 年上市券商投行收入 (百万元)	14
表 7: 2024 年上市券商资管收入及规模 (百万元)	14
表 8: 2024 年部分基金公司经营业绩 (百万元)	15
表 9: 2024 年上市券商投资净收益 (百万元)	16
表 10: 2023、2024 上市券商自营持仓结构(亿元).....	17
表 11: 2024 年上市券商分红及 AH 股股息率	18
表 12: 监管鼓励券商并购重组相关表述.....	19
表 13: 场内金融衍生品做市商名单.....	20
表 14: 基金投顾牌照机构名单.....	21
表 15: 券商行业业绩预测.....	22

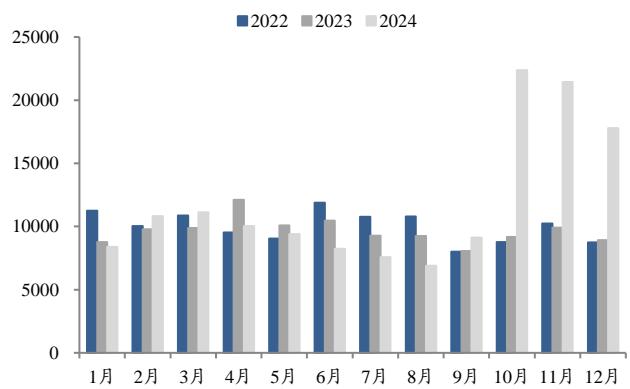
1. 2024 年股债均走强，交投活跃度大幅回升

1.1. 日均股基交易额 11853 亿元，同比增长 23%

2024 年权益市场先抑后扬，股基交易额同比增长 23%，沪市开户数同比增长 18%。

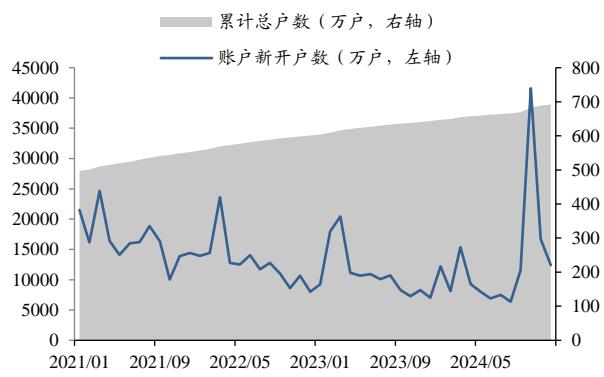
2024 年市场日均股基交易额为 11853 亿元，同比增长 23%，四季度日均股基交易额 20388 亿元，同比增长 120%，环比增长 161%。由于 2015 年 4 月以来放开一人一户帐户限制，我们使用每月新增开户数作为潜在市场交易活跃度的指标。根据上交所统计，2024 年沪市投资者平均每月账户新开户数为 231 万户，较 2023 年的 196 万户增长 18%，开户主要集中在第四季度，平均每月新开户数达 419 万户。

图1：2022-2024 年月度日均交易额（亿元）



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图2：沪市每月新增开户数（万户）



数据来源：上交所，东吴证券研究所

1.2. 融资余额同比增长 17%，融券余额同比下滑 85%

融资融券余额较上年末增长 13%。2024 年 9 月以来，伴随增量政策持续推出，市场信心得到了极大的恢复。截至 2024 年末，融资余额为 18541 亿元，较 2023 年末增长 17%。2023 年 8 月以来，证监会根据市场情况和投资者关切，采取了一系列加强融券和转融券业务监管的举措，包括限制战略投资者配售股份出借，上调融券保证金比例，降低转融券市场化约定申报证券划转效率，暂停新增转融券规模等；同步要求证券公司加强对客户交易行为的管理，持续加大对利用融券交易实施不当套利等违法违规行为的监管执法力度。2024 年 7 月，证监会批准中证金融公司暂停转融券业务的申请，同时提高了融券保证金比例，进一步强化融券逆周期调节。截至 2024 年末，融券余额为 104 亿元，较 2023 年末下滑 85%。2024 年平均维持担保比为 255%，较 2023 年下降 15pct，但仍保持在较高水平。我们认为两融业务安全垫仍较高，风险总体可控。

图3: 2022年以来融资融券余额(亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 两融市场平均担保比例(%)



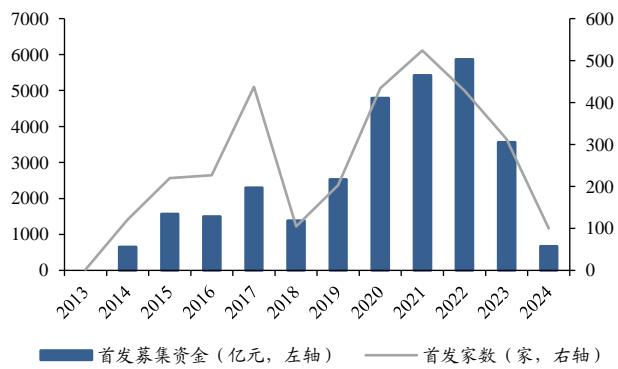
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.3. IPO、再融资持续收紧，债券发行规模稳中有增

IPO 阶段性收紧，融资规模下滑。2023 年 8 月证监会完善一二级市场逆周期调节机制，阶段性收紧 IPO 节奏，IPO 发行速度有所放缓。2024 年平均每月 IPO 发行数量为 8 家，相比 2023 年平均每月 26 家 IPO 的发行数量下滑 68%。2024 年共发行 100 家 IPO，募资规模达 674 亿元，同比下滑 81%。2024 年平均每家募资规模 6.7 亿元，较 2023 年的 11.4 亿元下降 41%。2024 年市场平均的 IPO 承销及保荐费率为 6.70%，较 2023 年的 5.79% 有所上升，我们认为费率上升的主要原因是项目规模下滑，承销费用相对刚性。

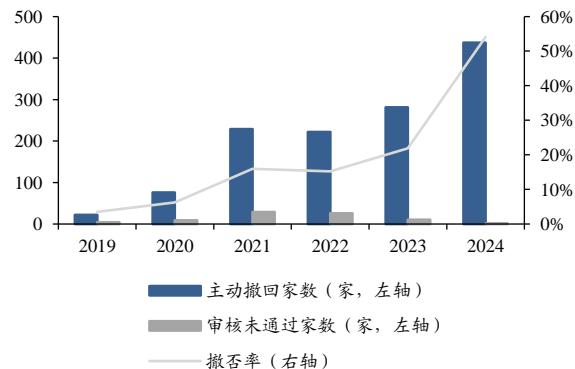
IPO 项目大规模撤回。2024 年全年共上会审核 59 家拟 IPO 企业，通过 53 家，通过率 90%，较 2023 年 (86%) 有所提升，但是高通过率并不包含大量主动撤回的企业。据 Wind 统计，2024 年券商共主动撤回 437 个 IPO 项目，较 2023 年的 281 个大幅增长 56%。

图5: 2013-2024年券商IPO发行数量和规模



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2019-2024年券商IPO撤否率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

监管指引下再融资规模持续下滑。2024年，在新“国九条”强调严把发行上市准入关、进一步完善发行制度、严格再融资审核把关的背景下，2024年再融资规模下滑显著，全年增发募集资金1731亿元，同比下滑70%。可转债483亿元，同比下降66%。可交换债312亿元，同比下降6%。

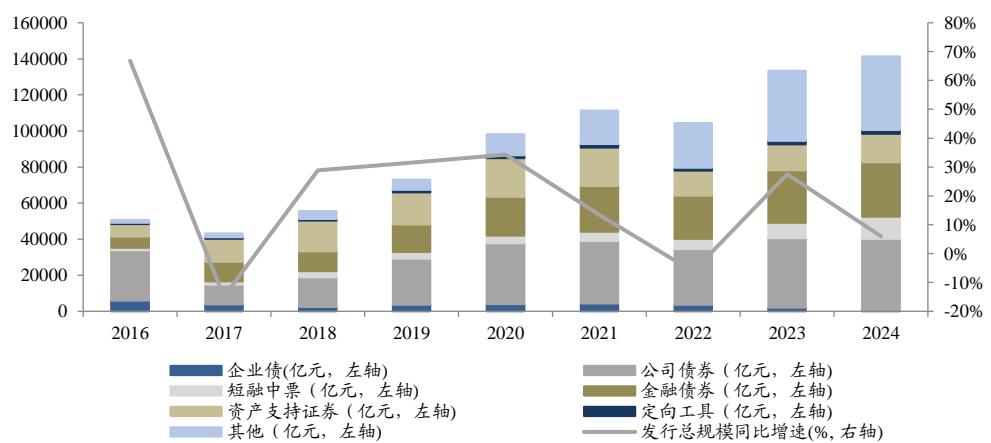
图7：2015-2024年券商再融资发行规模（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

债券发行规模稳中有增。2024年，券商参与的债券发行规模为14.1万亿元，同比增长6.05%。其中企业债发行规模下滑70%，公司债、金融债券、短融中票和ABS分别同比增长2%、3%、46%和10%。

图8：2016-2024年券商参与债券发行规模



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.4. 权益市场波动上行，债券市场表现强劲

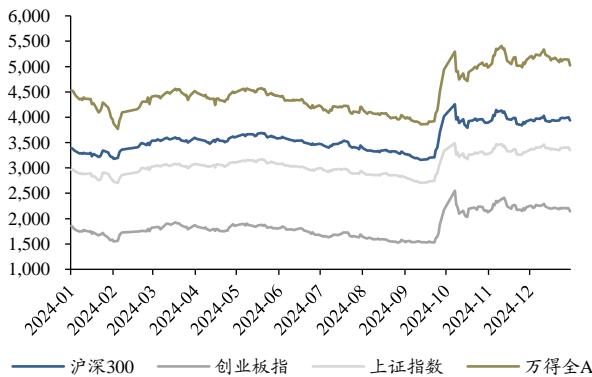
权益市场先跌后涨，债券市场稳步增长。沪深300指数2024年上涨14.68%，2023年下跌11.38%；创业板指2024年上涨13.23%，2023年下跌19.41%；上证综指2024年上涨12.67%，2023年下跌3.70%；中债总全价指数2024年上涨5.43%，2023年上涨1.66%；万得全A指数2024年上涨10.00%，2023年下跌5.19%。

表1：主要股、债指数涨跌幅

	沪深300指数	创业板指	上证综指	中债总全价指数	万得全A
2023年全年	-11.38%	-19.41%	-3.70%	1.66%	-5.19%
2024年全年	14.68%	13.23%	12.67%	5.43%	10.00%
2023Q4	-7.00%	-5.62%	-4.36%	0.82%	-4.38%
2024Q4	-2.06%	-1.54%	0.46%	2.66%	3.89%

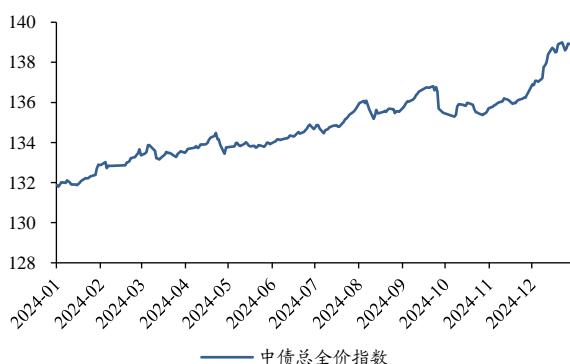
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：2024年权益市场主要指数走势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：2024年中债总全价指数走势

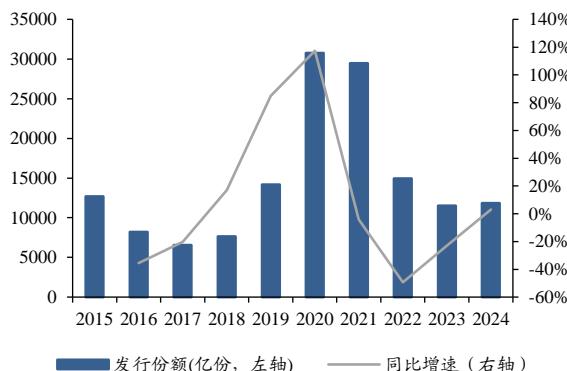


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.5. 公募基金发行底部回暖

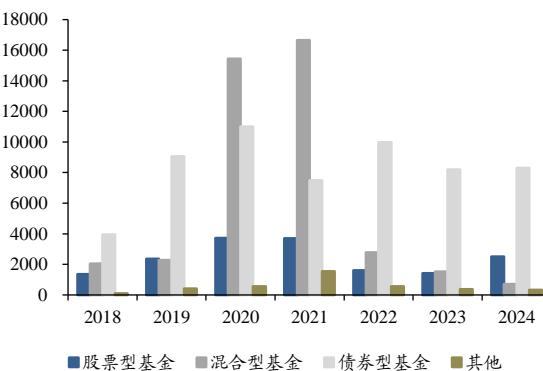
2024年公募基金发行规模企稳回升。2022年以来，受市场波动加大的影响，公募基金发行遇冷。2024年基金发行底部回暖，公募基金发行规模11838亿份，同比+3%。从公募基金的各类别发行情况来看，2022年以来，债券型基金发行规模占比维持高位，2024年占比达到70%。

图11：2015-2024年公募基金发行规模



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图12：2018-2024年各类型公募基金发行规模



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

2. 上市券商 2024 年年报：净利润同比+15%，ROE 近 6%

24家上市券商营业收入同比增长6%，净利润同比增长15%。截至2025年3月31日，已有24家上市券商披露2024年年报，24家上市券商合计实现营业收入3988亿元，同比增长6%，实现归母净利润1265亿元，同比增长15%。其中，红塔证券(+68%)、华林证券(+41%)、南京证券(+27%)营业收入增幅较大。净利润方面，华林证券(+1015%)、红塔证券(+145%)、南京证券(+48%)增幅在行业中领先。第四季度，24家上市券商合计实现净利润352亿元，同比大幅增长100%，8家券商扭亏为盈，7家券商增速超过100%。

杠杆率小幅下滑，平均ROE近6%，ROE主要靠费类业务驱动。24家上市券商2024年平均ROE为5.88%，同比增加2.35个百分点，7家券商ROE超过8%，其中东方财富、华泰证券、招商证券、中国银河ROE居前，分别为12.64%、9.24%、8.82%、8.30%。杠杆率方面，24家上市券商整体平均杠杆率由2023年的3.77倍下滑至3.63倍。

我们认为2024年券商净利润由上半年的下滑21%逆转为正增长15%，主要是由于2024年9月24日以来，股基交易额及融资余额大幅增长，费类业务收入同比大幅增长，同时权益及债市下半年双双走牛，带动自营板块投资净收益大幅提升。

表2：2024年上市券商经营情况（百万元）

	营业收入	营收同比	净利润	净利润同比	ROE	杠杆率	2024Q4 净利润	同比增速
中信证券	63789	6%	21704	10%	8.09%	4.60	4905	48%
华泰证券	41466	13%	15351	20%	9.24%	3.29	2830	-11%
国泰君安	43397	20%	13024	39%	8.14%	5.38	3501	369%
招商证券	20891	5%	10386	19%	8.82%	4.38	3236	37%
中国银河	35471	5%	10031	27%	8.30%	4.07	3067	140%

广发证券	27199	17%	9637	38%	7.44%	3.95	2872	146%
东方财富	11604	5%	9610	17%	12.64%	2.41	3568	80%
中信建投	21129	-9%	7223	3%	8.22%	4.09	2926	118%
中金公司	21333	-7%	5694	-8%	5.52%	4.98	2836	83%
申万宏源	24735	15%	5211	13%	5.08%	5.49	1361	426%
东方证券	19190	12%	3350	22%	4.14%	3.74	48	扭亏为盈
光大证券	9598	-4%	3058	-28%	4.58%	3.25	1068	扭亏为盈
国投资本	15058	-14%	2694	14%	5.17%	3.77	613	扭亏为盈
方正证券	7718	8%	2207	3%	4.72%	4.26	242	12%
华安证券	4543	24%	1486	17%	6.81%	3.53	342	9%
信达证券	3292	-6%	1365	-7%	7.23%	3.49	479	26%
南京证券	3147	27%	1002	48%	5.70%	2.97	306	180%
中泰证券	10891	-15%	937	-48%	2.14%	3.42	435	扭亏为盈
红塔证券	2022	68%	764	145%	3.22%	2.18	112	15%
国海证券	4218	1%	428	31%	1.95%	1.82	244	扭亏为盈
国联民生	2683	-9%	397	-41%	2.19%	4.46	2	扭亏为盈
华鑫股份	2273	13%	365	-8%	4.51%	3.13	61	扭亏为盈
华林证券	1435	41%	353	1015%	5.43%	1.89	51	扭亏为盈
中原证券	1690	-14%	246	16%	1.76%	2.50	83	2089%
合计	398774	6%	126525	15%	5.88%	3.63	35189	100%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

投行业务收入占比下滑较多，自营业务收入占比显著提升。近年来各大券商积极拓展其他类型业务，如国际业务、期货业务等，其他业务收入占比提升较大，但考虑到以期货业务为主的其他业务支出也较大，我们认为其他业务对利润贡献较低。如果剔除其他业务收入，2024年经纪/投行/资管/利息/自营收入占比为 24%/8%/13%/9%/46%，2023年同期为 24%/12%/14%/11%/39%。我们认为，由于 2024 年债市活跃，券商固收自营业务表现较好，且 2024 年 9 月 24 日以来股票市场大幅上涨，自营投资收益显著提升，因此收入占比明显提高，而投行因为政策原因收入下滑，占比下降较多。

表3：2024年上市券商分部业务收入占比（剔除其他收入）

	经纪业务收入	投行收入	资管收入	利息收入	投资净收益
中信证券	18%	8%	20%	2%	51%
国泰君安	22%	10%	13%	8%	48%
广发证券	25%	3%	29%	10%	33%
华泰证券	20%	7%	14%	9%	49%
招商证券	32%	5%	4%	6%	53%
中国银河	25%	3%	2%	17%	52%
中信建投	28%	14%	8%	5%	45%
中金公司	24%	18%	7%	-8%	59%
申万宏源	24%	6%	5%	3%	62%
方正证券	52%	3%	4%	20%	21%

中泰证券	33%	11%	23%	19%	15%
光大证券	29%	9%	9%	24%	28%
东方证券	14%	10%	11%	25%	41%
华安证券	27%	3%	16%	8%	47%
信达证券	29%	5%	6%	18%	43%
国海证券	30%	4%	8%	19%	39%
国联民生	28%	13%	25%	-4%	38%
中原证券	50%	5%	2%	21%	22%
华林证券	41%	1%	2%	27%	28%
南京证券	18%	7%	3%	30%	42%
红塔证券	11%	2%	1%	24%	61%
2024 年收入结构	24%	8%	13%	9%	46%
2023 年收入结构	24%	12%	14%	11%	39%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.1. 经纪业务：经纪收入及代销金融产品收入增长近 10%

经纪收入同比增长 11%，代销金融产品收入同比增长 10%。2024 年有披露分业务数据的 21 家上市券商经纪业务收入合计 685 亿元，同比增长 11%。2024 年 21 家上市券商代销金融产品收入 70 亿元，同比增长 10%，占经纪收入的 10%，占比同比下滑 3.4pct，中金公司、光大证券和中信证券代销金融产品收入占经纪业务收入比例较高，分别占 21%、20%、16%。

表4：2024 年上市券商经纪业务收入及代销业务情况（百万元）

经纪收入	经纪收入	代销金融产品	代销收入占经	代销收入占营	代销保有规模	代销规模	
	同比	收入	纪收入比	业收入比	(亿元)	同比	
中信证券	9530	5%	1483	16%	2.3%	2088	14%
国泰君安	6777	17%	597	9%	1.4%	906	29%
广发证券	6004	14%	652	11%	2.4%	1274	13%
华泰证券	5970	11%	492	8%	1.2%	1666	11%
招商证券	5776	15%	443	8%	2.1%	959	16%
中国银河	5625	14%	331	6%	0.9%	832	19%
中信建投	4868	4%	684	14%	3.2%	876	13%
中金公司	4174	-6%	890	21%	4.2%	695	26%
申万宏源	4098	12%	151	4%	0.6%	479	14%
方正证券	3477	28%	184	5%	2.4%	300	27%
中泰证券	2937	13%	158	5%	1.5%	422	17%
光大证券	2612	11%	532	20%	5.5%	290	16%
东方证券	1667	-6%	167	10%	0.9%	425	10%
华安证券	941	24%	56	6%	1.2%	70	37%
信达证券	771	11%	23	3%	0.7%	74	12%
国海证券	755	19%	35	5%	0.8%	60	11%
国联民生	718	39%	57	8%	2.1%	101	19%

中原证券	572	31%	14	2%	0.8%	63	11%
华林证券	564	30%	19	3%	1.4%	45	22%
南京证券	473	26%	13	3%	0.4%	50	16%
红塔证券	186	28%	1	1%	0.1%		
合计	68495	11%	6983	10%	1.9%	11675	16%

数据来源：Wind, 中国基金业协会, 东吴证券研究所

上市券商分仓佣金收入同比下滑 34%，各家排名分化显著。2024 年，全行业分仓佣金收入 109.86 亿元，同比-35%，上市券商分仓佣金收入为 98.69 亿元，同比-34%。2024 年 7 月 1 日，公募已完成交易佣金费率调降，随着新规落地后，研究成为基金公司佣金分配的唯一出口，将会更加聚焦真正的研究价值体现。各家券商排名变化分化显著，头部券商排名基本保持稳定，一些中小券商进步显著，合并后的国联民生排名提升 7 位，国信证券、国海证券、浙商证券排名提升 6 位。

表5：2024年上市券商公募佣金分仓收入

	总佣金(百万元)	同比增长率(%)	佣金席位占比(%)	2024 年排名	较 2023 年排名变动
中信证券	757	-34.22%	6.89%	1	
广发证券	648	-23.21%	5.90%	2	
长江证券	565	-28.72%	5.14%	3	1
中信建投	508	-37.84%	4.63%	4	-1
国联民生*	463	-1.39%	4.22%	5	7
华泰证券	457	-17.78%	4.16%	6	1
国泰君安	449	-29.97%	4.09%	7	-1
招商证券	362	-46.15%	3.30%	8	-3
兴业证券	346	-36.44%	3.15%	9	
浙商证券	327	-18.71%	2.98%	10	6
海通证券	304	-45.01%	2.76%	11	-3
天风证券	299	-28.65%	2.72%	12	3
中金公司	294	-34.25%	2.68%	13	1
申万宏源	294	-36.47%	2.68%	14	-1
东方证券	292	-44.66%	2.66%	15	-5
中泰证券	271	-44.30%	2.46%	16	-5
东吴证券	267	-29.11%	2.43%	17	
华创证券	259	-23.13%	2.36%	18	3
国信证券	253	-16.82%	2.30%	19	6
国盛证券	239	-25.55%	2.18%	20	2
方正证券	215	-29.75%	1.96%	21	3
国金证券	211	-32.35%	1.92%	22	1
国海证券	202	-9.67%	1.84%	23	6
国投证券	196	-43.74%	1.78%	24	-6
光大证券	168	-50.99%	1.53%	26	-6
东北证券	161	-38.11%	1.46%	27	-1

华西证券	145	-30.22%	1.32%	28	4
信达证券	119	-44.07%	1.08%	29	1
中国银河	115	-52.91%	1.05%	30	-2
财通证券	108	-41.76%	0.98%	31	2
西南证券	86	-30.42%	0.78%	32	2
东方财富	73	-78.86%	0.66%	35	-16
西部证券	61	-49.83%	0.56%	37	-2
长城证券	57	-45.90%	0.52%	39	-2
华安证券	53	-32.81%	0.48%	40	
山西证券	49	-17.52%	0.44%	41	2
中银证券	41	-40.34%	0.37%	42	-1
太平洋	29	-50.31%	0.26%	45	-1
华鑫证券	26	-24.72%	0.23%	50	9
首创证券	21	-65.20%	0.19%	54	-12
第一创业	20	-59.08%	0.18%	57	-7
东兴证券	14	-71.45%	0.13%	63	-14
国元证券	11	-74.14%	0.10%	67	-14
江海证券	11	-63.72%	0.10%	69	-8
湘财证券	9	-54.85%	0.08%	75	-6
财达证券	8	-48.52%	0.07%	78	-4
南京证券	6	-69.21%	0.06%	84	-14
中山证券	2	-50.84%	0.02%	111	-13
合计	9869	-34.42%	89.83%		

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 注: 计算同比数据时, 国联民生 2023 年为合并数据, 国泰君安与海通证券 2023 与 2024 年数据均未合并计算

2.2. 投行业务: 投行收入下滑 28%, 下半年降幅有所收窄

投行收入同比下滑 28%, 下半年低基数下, 降幅有所收窄。受一二级市场逆周期调节机制, 阶段性收紧 IPO 节奏影响, IPO 发行速度有所放缓, 券商投行业务收入随之下滑。2024 年 21 家上市券商实现投行收入 221 亿元, 同比下滑 28%。广发证券(同比+37%)、南京证券(同比+17%)、中国银河(同比+11%)投行收入同比增幅较高; 华林证券(同比-84%)、中信建投(同比-48%)、中原证券(同比-39%)同比下滑较快。

财务顾问收入基本持平, 政策鼓励下并购重组需求有望提升。2024 年上市券商实现财务顾问收入 31 亿元, 同比-0.2%, 占投行收入的 14%, 同比提升 4 个百分点。“827 新政”后 IPO 节奏放缓, 而并购重组被反复提及。2024 年 2 月证监会上市公司司召开座谈会, 会议明确表示支持上市公司用好并购重组工具做强做优, 多措并举活跃并购重组市场, 4 月国务院印发新“国九条”, 支持上市公司通过并购重组提高发展质量。政策支持下并购重组需求有望激发, 为券商投行业务转型提供机遇。

表6: 2024年上市券商投行收入(百万元)

	投行收入	同比	财务顾问净收入	同比	财务顾问收入占比
中信证券	4159	-34%	564	3%	14%
中金公司	3095	-16%	916	23%	30%
国泰君安	2922	-21%	220	-1%	8%
中信建投	2490	-48%	252	-29%	10%
华泰证券	2097	-31%	252	6%	12%
东方证券	1168	-23%	78	24%	7%
申万宏源	973	-33%	223	6%	23%
中泰证券	941	-30%	99	-24%	11%
招商证券	856	-34%	129	-17%	15%
光大证券	823	-20%	34	6%	4%
广发证券	778	37%	57	53%	7%
中国银河	606	11%	43	-31%	7%
国联民生	339	-31%	62	-13%	18%
南京证券	187	17%	51	19%	27%
方正证券	176	-17%	45	-13%	26%
信达证券	127	-18%	22	-57%	17%
国海证券	107	-32%	15	13%	14%
华安证券	92	-18%	16	-39%	17%
中原证券	56	-39%	27	-15%	48%
红塔证券	42	-25%	9	-22%	23%
华林证券	17	-84%	11	-61%	66%
合计	22052	-28%	3125	-0.2%	14%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.3. 资管业务: 收入小幅下滑, 资产管理规模企稳回升

资管收入小幅下滑, 管理规模企稳回升。2024年21家上市券商合计实现资管收入361亿元, 同比小幅下滑3%, 随着资管新规过渡期结束, 券商资产管理业务去通道化基本完成, 2024年末受托管理资产规模底部企稳。19家披露规模的上市券商资管规模合计549.9万亿元, 同比提升5.6%。

表7: 2024年上市券商资管收入及规模(百万元)

	资管业务收入	收入同比	受托资产管理规模(亿元)	规模同比
中信证券	10506	7%	15424	11%
广发证券	6885	-11%	2535	24%
华泰证券	4146	-3%	5563	17%
国泰君安	3893	-5%	5884	8%
中泰证券	2070	4%	1051	-14%
中信建投	1343	2%	4949	5%

东方证券	1341	-34%	2166	-8%
中金公司	1209	0%	5520	0%
申万宏源	796	-18%	1829	-9%
光大证券	790	-22%	3114	4%
招商证券	717	1%	2674	-9%
国联民生	660	49%	1425	22%
华安证券	550	13%		
中国银河	485	6%	852	-10%
方正证券	238	32%	552	-4%
国海证券	199	9%	613	-6%
信达证券	156	-33%		
南京证券	73	111%	144	8%
中原证券	24	-50%	53	44%
红塔证券	24	-40%	552	1%
华林证券	21	-58%	93	-31%
合计	36129	-3%	54994	5.6%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

公募基金公司净利润同比小幅增长。33家基金公司披露2024年经营情况。33家基金公司合计实现净利润256亿元，同比增长4%。在债市活跃、股市先抑后扬的行情下，基金公司经营情况分化明显。33家基金公司中，19家公司净利润增长，12家基金公司净利润下滑，2家出现亏损。头部基金公司因产品结构多元，整体经营情况保持稳定。

表8: 2024年部分基金公司经营业绩(百万元)

公司名称	营业收入			净利润			ROE	
	2024年	2023年	同比	2024年	2023年	同比	2024年	2023年
易方达基金	12109	12501	-3%	3900	3382	15%	20.2%	20.4%
南方基金	7523	6741	12%	2352	2011	17%	18.6%	20.9%
华夏基金	8031	7327	10%	2158	2013	7%	15.5%	15.3%
工银瑞信基金				2110	1942	9%	10.1%	10.4%
广发基金	7260	7643	-5%	2000	1950	3%	16.6%	17.9%
富国基金	6405	6715	-5%	1751	1814	-3%	19.1%	21.3%
招商基金				1650	1753	-6%	15.8%	18.8%
汇添富基金	4828	5371	-10%	1547	1415	9%	14.4%	14.3%
博时基金	4589	4588	0%	1515	1511	0.2%	14.8%	16.2%
华安基金	3110	3439	-10%	910	950	-4%	16.0%	18.0%
交银施罗德基金				879	1201	-27%	12.3%	17.9%
建信基金				844	883	-4%	8.6%	9.5%
中银基金				790	702	13%	14.3%	13.4%
华泰柏瑞基金	2313	1757	32%	730	502	46%	32.1%	27.0%
大成基金	2116	2006	5%	461	405	14%	12.4%	12.0%
兴业基金	1237	1168	6%	426	401	6%	8.4%	8.6%
万家基金	1779	1796	-1%	327	360	-9%	13.7%	17.5%

浦银安盛基金	1276	1283	-1%	253	295	-14%	8.8%	10.9%
农银汇理基金				248	311	-20%	5.4%	6.9%
国海富兰克林基金	573	611	-6%	157	176	-11%		
国联安基金				115	102	13%	14.1%	14.5%
中金基金	458	352	30%	109	352	-69%	14.8%	81.7%
信达澳亚基金	644	937	-31%	101	174	-42%	14.8%	30.1%
申万菱信基金	491	550	-11%	77	85	-9%	5.5%	6.4%
国联基金	432	239	81%	62	30	103%	5.3%	
中信建投基金	365	333	10%	50	30	67%	5.8%	3.7%
光大保德信基金	361	485	-26%	47	89	-47%	3.3%	6.5%
华富基金	314	361	-13%	31	39	-20%	4.7%	5.9%
方正富邦基金	266	272	-2%	26	45	-43%	4.9%	
中海基金	125	137	-9%	4	-67	扭亏为盈		
红塔基金	73	48	53%	2	-65	扭亏为盈	0.3%	-12.1%
南华基金	60	71	-16%	-10	1	亏损	-7.6%	0.8%
富安达基金	67	43	55%	-35	-75	亏损	-4.8%	-9.9%
合计	66806	66772	0.1%	25585	24716	4%	14.4%	15.5%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.4. 自营业务：四季度投资净收益同比翻番

2024年债券市场强劲，股市三季度末以来波动上行，券商自营投资净收益同比+40%，上市券商自营规模持续增长。2024年24家上市券商合计实现投资净收益（调整后）1652亿元，同比增长40%；第四季度合计实现投资净收益（调整后）509亿元，同比增长102%。2024年披露数据的21家上市券商自营持仓规模合计3.7万亿元，同比增长6%；其中债券类3.4万亿元，同比增长7%，规模占比92%；权益类规模3091亿元，同比下滑3%，规模占比8%。

表9：2024年上市券商投资净收益（百万元）

	投资净收益 (含公允价值变动)	同比	调整后投资净收益	同比	2024Q4		同比
					调整后投资净收益	同比	
中信证券	26345	21%	29774	28%	8317	70%	
国泰君安	14769	62%	16409	76%	5073	247%	
中国银河	11503	50%	16374	79%	4827	135%	
华泰证券	14501	24%	15849	19%	4082	41%	
中金公司	10121	-4%	12676	0%	5429	99%	
申万宏源	10565	18%	11817	14%	3762	65%	
招商证券	9527	42%	11123	59%	3357	60%	
广发证券	7754	117%	10318	148%	3142	279%	
中信建投	7728	13%	8401	17%	2848	68%	
东方证券	4926	106%	6677	143%	1788	289%	

东方财富	3364	51%	3579	55%	1130	76%
国投资本	2927	107%	3030	93%	1129	4338%
光大证券	2493	-1%	2912	8%	1276	127%
方正证券	1422	-17%	2742	48%	721	87%
华安证券	1660	84%	2218	110%	755	294%
红塔证券	1050	199%	2113	323%	655	200%
国联民生	976	-21%	1795	14%	265	445%
信达证券	1161	6%	1637	29%	767	234%
中泰证券	1335	-53%	1592	-46%	389	-55%
南京证券	1131	140%	1300	57%	561	123%
华鑫股份	713	-4%	1187	51%	366	521%
国海证券	995	57%	1012	51%	408	192%
华林证券	387	-3417%	361	384%	22	54%
中原证券	254	-68%	267	-67%	-136	-197%
合计	137607	29%	165162	40%	50934	102%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 注: 由于部分券商境外资产价值变动较大, 因此我们将汇兑收益加入计算, 同时加入 OCI 账户的投资收益以还原投资业务收益情况

表10: 2023、2024 上市券商自营持仓结构(亿元)

	2024				2023					
	权益类	权益类占比	债券类	债券类占比	合计	权益类	权益类占比	债券类	债券类占比	
中信证券	368	7%	4966	93%	5334	718	15%	4086	85%	4804
中国银河	301	9%	3212	91%	3513	282	9%	2741	91%	3024
国泰君安	395	10%	3454	90%	3849	307	9%	3178	91%	3485
广发证券	302	10%	2842	90%	3145	290	10%	2741	90%	3031
华泰证券	254	10%	2400	90%	2654	269	7%	3450	93%	3719
申万宏源	264	8%	3144	92%	3408	298	9%	2942	91%	3241
招商证券	245	7%	3122	93%	3367	260	8%	2840	92%	3100
中信建投	181	7%	2288	93%	2468	93	4%	2341	96%	2434
东方证券	134	6%	1967	94%	2100	71	4%	1612	96%	1682
中金公司	246	13%	1648	87%	1893	273	15%	1538	85%	1811
光大证券	17	1%	1132	99%	1149	31	4%	821	96%	853
方正证券	145	13%	1010	87%	1155	100	9%	958	91%	1058
中泰证券	25	4%	523	96%	548	27	5%	511	95%	538
信达证券	10	2%	598	98%	609	7	2%	403	98%	409
红塔证券	59	15%	337	85%	397	38	13%	262	87%	301
华安证券	37	7%	480	93%	517	22	6%	382	94%	405
国联证券	73	15%	399	85%	473	79	17%	394	83%	472
国海证券	4	3%	140	97%	144	4	1%	255	99%	259
南京证券	10	3%	347	97%	357	6	2%	305	98%	310
中原证券	4	2%	187	98%	192	7	3%	251	97%	258

华林证券	16	33%	33	67%	50	10	33%	21	67%	31
合计	3091	8%	34229	92%	37321	3192	9%	32032	91%	35224

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.5. 分红：多家券商增加中期分红，分红比例同比增加 4 个百分点

多家券商增加中期分红，现金分红同比增长 32%，分红比例同比增加 4 个百分点。

自 2023 年证监会修订发布《上市公司监管指引第 3 号——上市公司现金分红》以及 2024 年 4 月发布新“国九条”，对上市公司分红提出了明确要求以来，券商积极制定并践行“提质增效重回报”相关行动方案，通过提升分红水平、加强市值管理、优化投资者关系管理等措施增强投资者获得感。2024 年 24 家上市券商合计现金分红（含中期分红、回购）429 亿元，同比增长 32%，平均分红比例 34%，同比增加 4 个百分点。

股息率方面，截至 2025 年 3 月 31 日，24 家 A 股上市券商平均股息率 1.40%，其中华泰证券（3.14%）、广发证券（3.1%）、招商证券（2.69%）股息率最高；13 家 H 股上市券商平均股息率 3.12%，其中广发证券（5.18%）、华泰证券（4.53%）、国泰君安（4.15%）股息率最高。

表11：2024 年上市券商分红及 AH 股股息率

	2024 年现金分红总额（百万元）	同比	分红比例	A 股股息率	H 股股息率
中信证券	7707	9%	36%	1.96%	2.79%
华泰证券	4694	21%	31%	3.14%	4.53%
国泰君安	6258	76%	48%	2.50%	4.15%
招商证券	4157	90%	40%	2.69%	3.88%
中国银河	3062	27%	31%	1.68%	3.92%
广发证券	3803	67%	39%	3.10%	5.18%
东方财富	1435	26%	15%	0.27%	
中信建投	1978	2%	27%	1.06%	2.89%
中金公司	869	0%	15%	0.52%	1.35%
申万宏源	1578	13%	30%	1.28%	3.08%
东方证券	1481	17%	44%	1.85%	3.85%
光大证券	918	-29%	30%	1.17%	2.93%
国投资本	977	32%	36%	1.80%	
方正证券	883	367%	40%	1.38%	
华安证券	568	21%	38%	1.80%	
信达证券	208	39%	15%	0.40%	
南京证券	472	60%	47%	1.56%	
中泰证券	244	17%	26%	0.55%	
红塔证券	708	150%	93%	1.92%	
国海证券	230	-10%	54%	0.90%	
国联民生	318	-21%	80%	0.55%	1.61%

华鑫股份	110	-8%	30%	0.73%
华林证券	108	900%	31%	0.27%
中原证券	107	64%	43%	0.57%
合计	42872	32%	34%	1.40% 3.12%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 投资建议：预计行业 2025 年净利润同比+13%

3.1. 外延并购+内生发展，打造世界一流投行

监管鼓励券商并购重组，打造“航母级”券商。2023 年 11 月，继 10 月金融工作会议提出“培育一流投资银行和投资机构”后，证监会也表示“支持头部证券公司通过业务创新、集团化经营、并购重组等方式做优做强，打造一流的投资银行，发挥服务实体经济主力军和维护金融稳定压舱石的重要作用”。早在 2019 年，证监会就曾表示为打造“航母级证券公司”，积极开展了一系列工作，其中第一条就是：“多渠道充实证券公司资本，鼓励市场化并购重组，支持行业做优做强”。我们认为，国内券商过去主要通过内生增长逐渐扩大规模，未来在监管的指引下，业内的并购可能会增多，行业内的资源整合或将成为券商快速提升规模与综合实力的又一重要方式。大型券商通过并购进一步补齐短板，巩固优势，中小券商通过外延并购有望弯道超车，快速做大，实现规模效应和业务互补。对比全球主要市场，证券行业集中度亦较高。日本券商中，以野村证券、大和证券和日兴证券为首的主要证券公司利润占比在 50% 左右；美国投行中，前十位交易商营业收入占比也超过 50%。

表12：监管鼓励券商并购重组相关表述

时间	相关单位/会议	内容
2019 年 11 月	证监会	提出“积极推动打造航母级头部证券公司”，促进证券行业持续健康发展，还给出打造“航母级证券公司”的相关政策措施，包括多渠道充实证券公司资本，鼓励市场化并购重组，支持行业做优做强等。
2020 年 7 月	证监会	发文鼓励有条件的券商与基金公司实施市场化并购重组。
2023 年 10 月	中央金融工作会议	提出“着力打造现代金融机构和市场体系”，并首次提出“培育一流投资银行和投资机构”。
2023 年 11 月	证监会	再次强调支持头部券商通过业务创新、集团化经营、并购重组等方式做优做强，打造一流的投资银行，发挥服务实体经济主力军和维护金融稳定压舱石的重要作用。
2024 年 4 月 12 日	国务院	“国九条”提出：支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式提升核心竞争力，鼓励中小机构差异化发展、特色化经营。

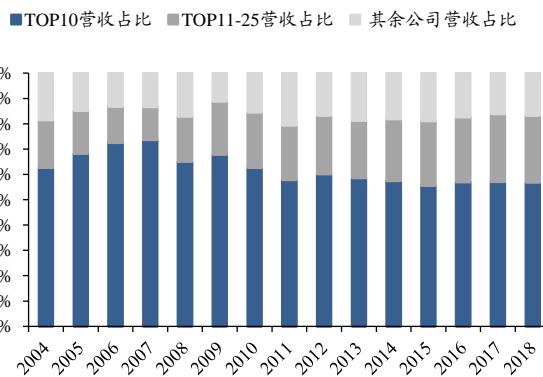
数据来源：证监会，新华网，中国政府网，东吴证券研究所

图13：日本各类券商利润分布



数据来源：JSDA，东吴证券研究所 注：大型本土券商包括日兴证券、大和证券、野村证券等资本在1000亿日元以上公司

图14：美国交易商盈利能力集中度



数据来源：SIFMA，东吴证券研究所 注：交易商为NYSE listed

行业同质化竞争，并购重组或推动供给侧改革。国内券商数量众多且多为综合性券商，近年来牌照进一步放开，加剧了行业的竞争。但由于大多数公司都选择综合性券商的模式，也没有形成特色。尽管近几年互联网金融的融合逐步加深，也出现了一些以互联网为特色的小而美券商，但主要还是基于导流、线上经纪等业务，业务差异化不显著。在近年来券商数量以及从业人员数量增加的背景下，近期监管引导公募基金管理费及交易佣金下调，以及投行业务的阶段性收紧，短期将对券商收入造成一定压力。通过并购重组等方式进行资源整合，有利于提升券商在行业中的竞争地位，同时也推动行业进行供给侧改革。

多维度转型，形成内生增长。1) 做市业务：目前国内券商自营业务方向性投资波动性大且收益率依赖市场环境、收益面临不稳定性。相比之下，去方向性的做市业务波动性较低，可以提升券商整体业绩的稳定性与韧性。参考海外投行业务结构，我们认为做市业务是我国券商自营转型的重要方向。

表13：场内金融衍生品做市商名单

期权	做市商
嘉实沪深 300ETF 期权	主做市商： 东方证券、光大证券、广发证券、国泰君安、国信证券、海通证券、华泰证券、西部证券、招商证券、中泰证券、中信建投、中信证券、申万宏源 一般做市商： 长江证券、海通资源、中信中证
华泰柏瑞沪深 300ETF 期权	主做市商： 东方证券、光大证券、广发证券、国泰君安、国信证券、海通证券、华泰证券、申万宏源、招商证券、中泰证券、中信建投、中信证券、中信中证 一般做市商： 西部证券、长江证券、浙江永安
上证 50ETF 期 权	主做市商： 东方证券、光大证券、广发证券、国泰君安、国信证券、海通证券、华泰证券、招商证券、中泰证券、中信证券、中信中证、海通资源、申万宏源、中信建投 一般做市商： 长江证券、西部证券、浙江永安

沪深 300 股指 期权	招商证券、中信证券、国泰君安、东方证券、西部证券、光大证券、中信建投、海通证券、国信证券、银河德睿、中粮祈德丰、浙期实业、华泰证券、中泰证券、申万宏源、南华资本
国债期货	招商证券、华泰证券、中信证券、东方证券、天风证券、申万宏源、中国银河、国金证券

数据来源：上海证券交易所，深圳证券交易所，中国金融期货交易所，东吴证券研究所

2) 投顾业务：历经多年高速发展，穿越资管新规、理财净值化、数字化转型等多轮变革风暴，中国财富管理行业正进入黄金发展周期。随着财富管理转型的持续深化，券商投顾团队快速扩张，2014-2023年，投顾人数复合增速达11%，占从业人员比从12%提升至22%。经纪收入中的投资咨询收入虽保持增长，但占比仍较低，具有较大增长空间。此外，我们认为基金投顾业务已具备由试点转向常规的条件，未来有望加速发展，将极大地有利于培育专业买方中介力量，改善投资者服务和回报，优化资本市场资金结构，促进基金行业的高质量发展。

表14：基金投顾牌照机构名单

类型	投顾牌照机构名称	数量 (家)
基金公司及其子公司	易方达基金、南方基金、华夏财富、嘉实财富、中欧财富、工银瑞信基金、博时基金、广发基金、招商基金、兴证全球基金、鹏华基金、汇添富基金、华安基金、银华基金、交银施罗德基金、华泰柏瑞基金、顺景长城基金、民生加银基金、富国基金、万家基金、建信基金、国海富兰克林基金、国泰基金、农银汇理基金、申万菱信基金	25
证券公司	国泰君安证券、华泰证券、申万宏源证券、中信建投证券、中金公司、银河证券、国联证券、兴业证券、招商证券、国信证券、东方证券、中信证券、浙商证券、安信证券、光大证券、平安证券、中银证券、山西证券、东兴证券、南京证券、中泰证券、财通证券、华安证券、国金证券、东方财富、华宝证券、华西证券、华创证券、渤海证券	29
银行	工商银行、招商银行、平安银行	3
三方独立销售机构	蚂蚁基金（先锋领航）、腾安基金、盈米基金	3

数据来源：新浪财经，东吴证券研究所

3) 数字化转型：随着金融科技影响力的不断提升，证券行业数字化转型日渐提速，科技能力建设作为提升行业核心竞争力的关键，已成为各大券商激烈竞逐的赛道。随着技术的不断引进和科技赋能经验的日益增长，国内券商数字化转型将由局部、孤立的单一领域应用向平台化、智能化、生态化全面铺开。目前有效克服这一痛点的转型者不多，同时与国外同类机构相比，国内证券业数字化转型的人才基础还有很大的提升空间。

3.2. 中性假设下预计行业 2025 年净利润同比+13%

中性假设下预计行业净利润同比+13%。中性假设下，我们预计 2025 年行业净利润将同比+13%，预计经纪业务收入同比增长 35%，投行业务基本持平，资本中介业务收入增长 6%，资管业务增长 5%，自营同比增长 10%。

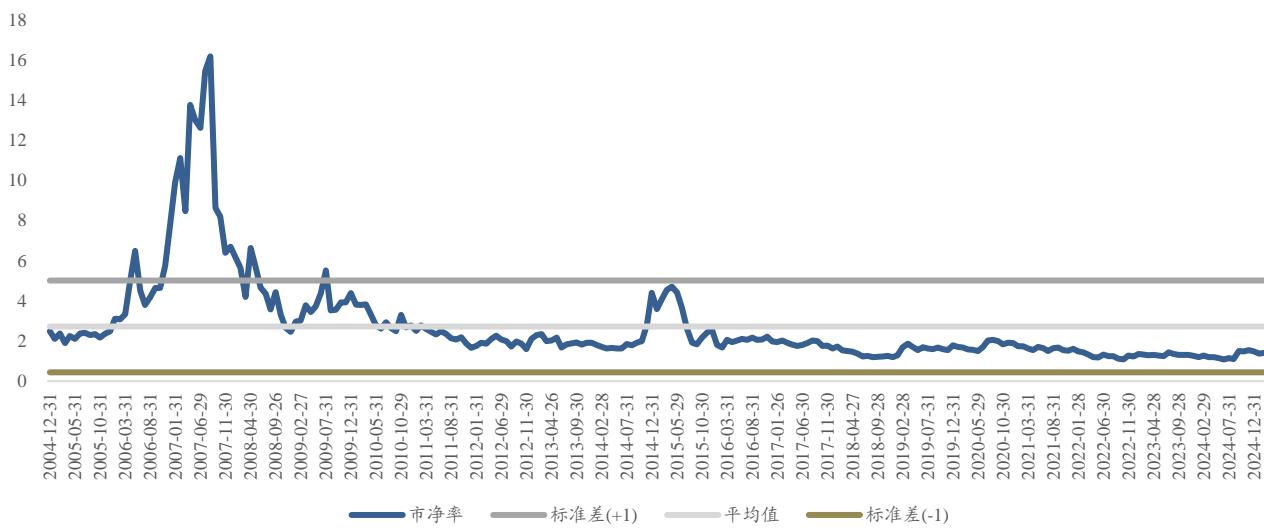
表15：券商行业业绩预测

(亿元)		2023	2024E	2025E 悲观	2025E 中性	2025E 乐观
经纪业务	日均股基交易额	9625	10800	13000	15000	17000
	增速	-4%	12%	20%	39%	57%
	佣金率	0.018%	0.017%	0.017%	0.017%	0.017%
	增速	-27%	-3%	-3%	0%	0%
	代销金融产品收入	166	149	149	164	179
	增速	0%	-10%	0%	10%	20%
	经纪业务收入	984	1038	1187	1398	1578
	增速	-26%	5%	14%	35%	52%
投行业务	股权融资规模	11344	4000	2800	3400	4000
	IPO	3565	700	500	600	700
	再融资	7779	3300	2300	2800	3300
	股权融资收入	172	36	28	31	36
	IPO	160	32	25	27	32
	再融资	12	5	3	4	5
	债权融资规模	128000	139000	118000	129000	139000
	企业债	3000	4000	3000	4000	4000
	公司债	40000	45000	35000	40000	45000
	其他	85000	90000	80000	85000	90000
债券融资收入	债券融资收入	292	330	260	298	330
	并购收入	79	102	113	123	154
	股债承销收入	543	469	401	452	520
	增速	-23%	-14%	-14%	-4%	11%
	资本中介收入	532	488	480	518	540
资管业务	增速	-40%	-8%	-2%	6%	11%
	资管收入	225	236	224	248	260
	增速	10%	5%	-5%	5%	10%
自营业务	自营收入	1217	1582	1503	1740	1899
	增速	50%	30%	-5%	10%	20%
其他		558	400	400	400	400
营业收入		4059	4212	4196	4756	5196
净利润		1378	1474	1468	1665	1819
增速		-3%	7%	0%	13%	23%

数据来源：中国证券业协会，Wind，东吴证券研究所

当前我国券商估值处于合理偏低的水平。截止至 2025 年 3 月 31 日，中信证券 II 指数静态估值为 1.41x PB，处于历史的 16.46% 分位，处于近十年的 33.33% 分位。我们认为，在我国资本市场高质量发展的背景以及券商重资产业务能力和效率持续提升的趋势下，未来我国券商 ROE 水平及估值仍存在上升空间。此外，资本市场改革预期持续强化，且政策鼓励优质券商通过并购做强，我们认为大型券商优势仍显著，行业集中度有望持续提升，大型券商应享有估值溢价。

图15：中信券商 II 级指数 PB 变化情况（截至 2025/3/31，倍）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

重点推荐：中信证券、招商证券、中国银河、中金公司、广发证券、华泰证券、东方财富、指南针、湘财股份等。

4. 风险提示

- 1) **权益市场大幅波动：**后续资本市场若大幅下跌，对于券商板块而言将带来业绩和估值的双重压力。
- 2) **宏观经济复苏不及预期：**宏观经济剧烈波动将直接影响资本市场活跃度，并且影响居民购买力及财富管理产品配置需求，进而造成证券行业收入下滑；
- 3) **资本市场监管趋严：**监管政策收紧或将对证券行业各项业务经营环境造成影响，进而导致证券公司面临业绩波动风险；
- 4) **行业竞争加剧：**行业竞争加剧情况下，市场出清速度加快，中小型券商面临较大的经营压力。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

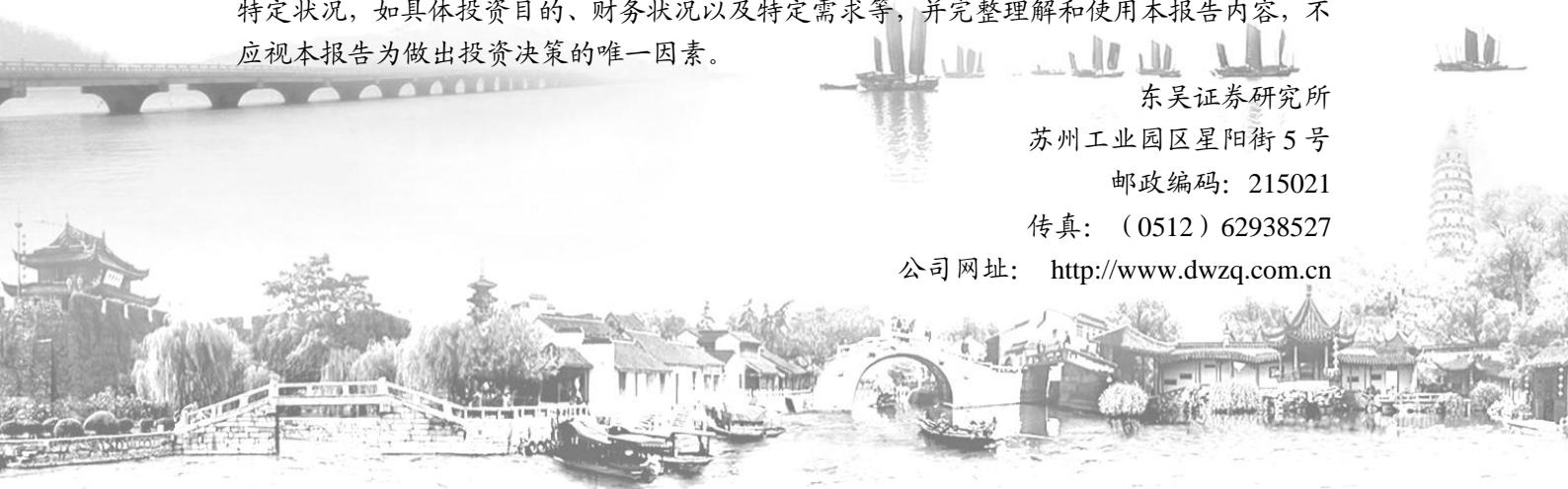
公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

 东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>