

证券行业 2025 年 4 月报

股债均衡下券商板块体现防御性

优于大市

核心观点

近年来，证券公司普遍提高对股票、债券资产均衡配置重视程度。我们统计了已经披露 2024 年报的 22 家上市券商，整体业绩稳定性有所增强。2024 年 Q4，合计营收为 1,088 亿元，环比+8.3%，合计归母净利润为 315 亿元，环比-5.9%。此外，就单季度归母净利润来看，自 2024 年年初起，证券公司业绩整体保持逐季增长。本质原因在于，证券公司收入结构中，投资收入已经占据最主要地位，证券公司投资股票、债券、基金及其他资产产生的投资收益对证券公司业绩影响能力显著增强。近年来，股票、债券收益了负相关性较为突出，2024 年债券市场良好表现为证券公司业绩增长提供重要支撑。

具体到资产配置上面，债券投资已成为证券公司最主要业务之一。截至 2024 年末，我们统计的样本券商中，债券资产占金融资产比重的平均值已达 64.3%，相比之下股票仅占 13.9%。进一步细分，证券公司配置 TPL 债券与 OCI 债权较为均衡，TPL 债券占金融资产比重平均值为 35.6%、OCI 债权占金融资产比重平均值为 28.7%。除债券资产配置以外，证券公司权益资产配置也愈发重视投资收益稳定性，OCI 权益资产占金融资产比重提升至 6.4%，部分大型券商，如中信证券、中国银河、招商证券等，OCI 权益资产占比已经提升至 10%以上。均衡的资产配置结构有利于减轻证券公司短期业绩波动。

成交略有缩量，两融规模扩张。（1）经纪业务方面，3 月 A 股日均成交金额为 15,418 亿元，环比-16.2%，同比+51.8%。（2）投行业务方面，3 月 IPO 数量为 14 家，募集资金规模为 92.18 亿元，环比+7095.6%；2 月再融资规模为 344.820 亿元，环比+1002.1%；3 月企业债和公司债承销规模为 3755.89 亿元，环比+75.10%。（3）自营业务方面，上证综指+0.86%，沪深 300 指数+0.65%，创业板指数-1.94%，中证全债指数下跌 0.58%。（4）从反映市场风险偏好和活跃度的两融余额看，至 3 月 31 日，两融余额为 1.9 万亿元。

投资建议：我们对行业维持“优于大市”评级。着眼于严监严管下的两条主线，我们判断行业集中度会进一步提升，机构定价权进一步加深，资管指数化进一步加强，监管要求进一步提高。重点推荐龙头券商中信证券、华泰证券。建议关注业务协同预期强的兴业证券，整合推进顺利的国联民生。

风险提示：经济复苏不及预期；市场竞争加剧；创新推进不及预期等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(百万元)	EPS		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
600030.SH	中信证券	优于大市	24.02	355,989.53	1.39	1.53	17.31	15.74
601688.SH	华泰证券	优于大市	14.74	133,062.44	1.59	1.70	9.28	8.68
601377.SH	兴业证券	优于大市	5.45	47,066.13	0.31	0.33	17.58	16.52
601456.SH	国联民生	优于大市	9.28	52,715.90	0.18	0.31	51.56	29.94

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究·行业月报

非银金融·证券 II

优于大市·维持

证券分析师：孔祥

021-60375452

kongxiang@guosen.com.cn

S0980523060004

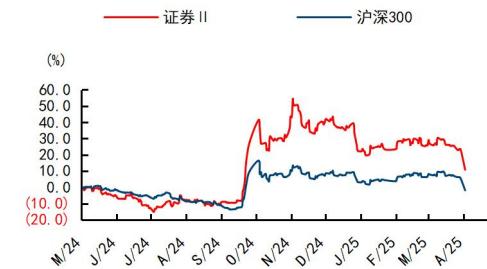
证券分析师：王德坤

021-61761035

wangdekun@guosen.com.cn

S0980524070008

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《证券行业 2025 年 3 月报-DeepSeek 激活券商朱格拉周期》 ——2025-03-06

《证券行业 2025 年 1 月报-指数行动方案下的新打法》 ——2025-02-05

《证券行业 2024 年 12 月报-被动基金扩容后的新打法》 ——2025-01-04

《证券行业 2024 年 11 月报-并购交易活跃，投行模式创新》 ——2024-12-03

《证券行业 2024 年三季报综述暨战略发展思考-高景气周期下行行业转型指南》 ——2024-11-14

内容目录

近期关注：股债均衡配置，减轻业绩波动	4
资本市场资金面月度更新	6
行业重要动态	8
成交略有缩量，两融规模扩张	8
投资建议	9
风险提示	9
关键图表	10

图表目录

图1: 营业收入及增速 (单位: 亿元)	4
图2: 归母净利润及增速 (单位: 亿元)	4
图3: 收入结构变化	4
图4: 股票 ETF 份额及净值规模 (单位: 亿份、亿元)	6
图5: 股票 ETF 资金净流入规模 (单位: 亿元)	6
图6: 机构持有人占比较高的股票 ETF 份额 (单位: 亿份)	6
图7: 个人持有人占比较高的股票 ETF 份额 (单位: 亿份)	6
图8: 北向资金交易额及占沪深两市股票交易额比重 (单位: 亿元)	7
图9: 主动股票基金新发数量及份额 (单位: 只、亿份)	7
图10: 被动股票基金新发数量及份额 (单位: 只、亿份)	7
图11: 普通股票型基金仓位变化	8
图12: 偏股混合型基金仓位变化	8
图13: 两市日均成交额及环比涨跌	10
图14: IPO 融资规模及环比涨跌	10
图15: 再融资规模及环比涨跌	10
图16: 企业债及公司债承销规模及环比涨跌	10
图17: 股债两市表现	10
图18: 日均两融余额	10
图19: 券商指数 PB 走势	11
图20: 中信一级行业 3 月涨幅排名	11
图21: 上市券商 3 月涨幅排名	12
表1: 证券公司资产配置规模 (单位: 亿元)	5
表2: 证券公司资产配置结构-各类资产占金融投资资产比重	5
表3: 重点公司盈利预测及投资评级	12

近期关注：股债均衡配置，减轻业绩波动

证券公司业绩稳定性有所增强。我们统计了已经披露 2024 年报的 22 家上市券商，整体业绩稳定性有所增强。2024 年 Q4，合计营收为 1,088 亿元、环比+8.3%，合计归母净利润为 315 亿元、环比-5.9%。此外，就单季度归母净利润来看，自 2024 年年初起，证券公司业绩整体保持逐季增长。本质原因在于，证券公司收入结构中，投资收入已经占据最主要地位，证券公司投资股票、债券、基金及其他资产产生的投资收益对证券公司业绩影响能力显著增强。近年来，股票、债券收益了负相关性较为突出，2024 年债券市场良好表现为证券公司业绩增长提供支撑。

图1：营业收入及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

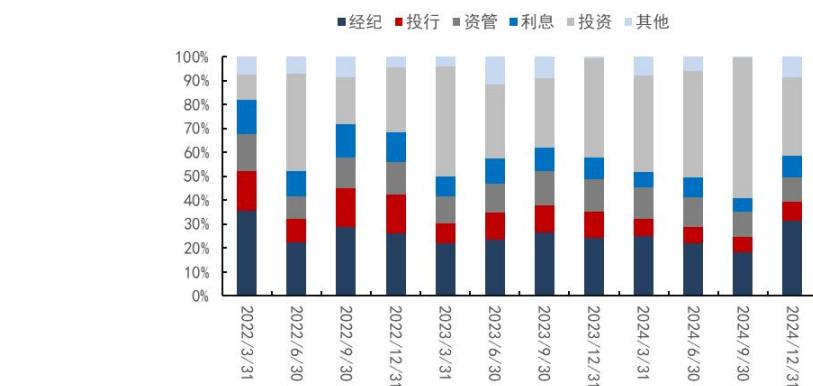
图2：归母净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

投资收入占比整体处于提升趋势。2023 年以来，股票市场大部分时间情绪低迷，证券公司经纪、投行、利息净收入等传统业务收入贡献持续下降。同时，由于证券公司资本实力增强，以及金融资产投资规模增加，投资收入占比提升至较高水平。2024 年四个季度，投资收入占营收比重分别为：Q1 为 40.4%、Q2 为 44.6%、Q3 为 59.0%、Q4 为 32.7%。其中 Q4 主要是因为股票市场交投情绪显著回暖，证券公司轻资本业务贡献占比提升。

图3：收入结构变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

具体到资产配置上面，债券投资已成为证券公司最主要业务之一。截至 2024 年末，我们统计的样本券商中，债券资产占金融资产比重的平均值已达 64.3%，相比之下股票仅占 13.9%。进一步细分，证券公司配置 TPL 债券与 OCI 债权较为均衡，TPL 债券占金融资产比重平均值为 35.6%、OCI 债权占金融资产比重平均值为 28.7%。除债券资产配置以外，证券公司权益资产配置也愈发重视投资收益稳定性，OCI 权益资产占金融资产比重提升至 6.4%，部分大型券商，如中信证券、中国银河、招商证券等，OCI 权益资产占比已经提升至 10%以上。

表1：证券公司资产配置规模（单位：亿元）

证券代码	证券公司	TPL 债券	TPL 股票	TPL 基金	OCI 债权	OCI 权益	债券合计	权益合计	金融资产投资
000166.SZ	申万宏源	1,758.32	288.36	342.69	655.42	694.86	2,413.74	983.22	4,070.64
601995.SH	中金公司	1,405.36	1,001.47	-	849.02	78.64	2,254.38	1,080.10	3,717.41
600999.SH	招商证券	1,853.31	250.95	-	683.51	389.80	2,536.82	640.75	3,741.75
601059.SH	信达证券	194.50	1.10	35.16	258.02	21.79	452.52	22.89	624.44
601990.SH	南京证券	120.68	3.65	-	212.17	6.84	332.85	10.49	366.04
601211.SH	国泰君安	2,296.32	607.71	542.84	860.28	220.21	3,156.59	827.92	5,205.18
600958.SH	东方证券	389.90	84.53	222.81	1,105.20	196.35	1,495.10	280.88	2,219.31
600909.SH	华安证券	255.62	8.39	-	140.45	26.65	396.07	35.04	547.31
601881.SH	中国银河	1,382.74	206.87	273.83	1,051.29	556.87	2,434.03	763.74	3,824.72
601066.SH	中信建投	981.11	191.06	105.03	775.60	148.22	1,756.70	339.27	2,943.53
601901.SH	方正证券	256.42	29.38	124.28	507.00	36.30	763.42	65.68	1,133.80
601456.SH	国联民生	232.48	19.76	44.94	55.61	52.01	288.09	71.77	486.83
601198.SH	东兴证券	227.95	14.84	-	202.53	65.13	430.48	79.97	628.58
000776.SZ	广发证券	1,103.99	385.19	567.74	1,043.34	223.18	2,147.33	608.37	3,695.12
600030.SH	中信证券	3,389.98	2,004.56	526.84	802.43	906.68	4,192.41	2,911.24	8,617.73
601236.SH	红塔证券	111.63	6.31	24.86	206.15	54.50	317.78	60.82	420.23
601788.SH	光大证券	291.46	175.38	174.98	575.81	9.92	867.27	185.30	1,391.45
600918.SH	中泰证券	176.14	70.78	65.15	332.82	28.85	508.96	99.63	734.62
601688.SH	华泰证券	1,722.70	610.95	610.76	101.36	1.26	1,824.06	612.21	3,598.02
601375.SH	中原证券	120.20	7.41	35.33	1.14	0.01	121.34	7.42	177.95
000750.SZ	国海证券	81.09	1.39	33.17	26.30	0.72	107.39	2.12	169.72
002945.SZ	华林证券	-	2.62	-	20.23	4.09	20.23	6.71	42.13

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表2：证券公司资产配置结构-各类资产占金融投资资产比重

证券代码	证券公司	TPL 债券	TPL 股票	TPL 基金	OCI 债权	OCI 权益	债券合计	权益合计	金融资产投资
000166.SZ	申万宏源	43.2%	7.1%	8.4%	16.1%	17.1%	59.3%	24.2%	100%
601995.SH	中金公司	37.8%	26.9%	0.0%	22.8%	2.1%	60.6%	29.1%	100%
600999.SH	招商证券	49.5%	6.7%	0.0%	18.3%	10.4%	67.8%	17.1%	100%
601059.SH	信达证券	31.1%	0.2%	5.6%	41.3%	3.5%	72.5%	3.7%	100%
601990.SH	南京证券	33.0%	1.0%	0.0%	58.0%	1.9%	90.9%	2.9%	100%
601211.SH	国泰君安	44.1%	11.7%	10.4%	16.5%	4.2%	60.6%	15.9%	100%
600958.SH	东方证券	17.6%	3.8%	10.0%	49.8%	8.8%	67.4%	12.7%	100%
600909.SH	华安证券	46.7%	1.5%	0.0%	25.7%	4.9%	72.4%	6.4%	100%
601881.SH	中国银河	36.2%	5.4%	7.2%	27.5%	14.6%	63.6%	20.0%	100%
601066.SH	中信建投	33.3%	6.5%	3.6%	26.3%	5.0%	59.7%	11.5%	100%
601901.SH	方正证券	22.6%	2.6%	11.0%	44.7%	3.2%	67.3%	5.8%	100%
601456.SH	国联民生	47.8%	4.1%	9.2%	11.4%	10.7%	59.2%	14.7%	100%
601198.SH	东兴证券	36.3%	2.4%	0.0%	32.2%	10.4%	68.5%	12.7%	100%

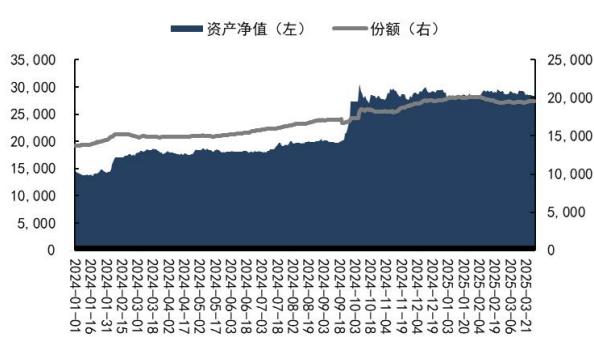
000776.SZ	广发证券	29.9%	10.4%	15.4%	28.2%	6.0%	58.1%	16.5%	100%
600030.SH	中信证券	39.3%	23.3%	6.1%	9.3%	10.5%	48.6%	33.8%	100%
601236.SH	红塔证券	26.6%	1.5%	5.9%	49.1%	13.0%	75.6%	14.5%	100%
601788.SH	光大证券	20.9%	12.6%	12.6%	41.4%	0.7%	62.3%	13.3%	100%
600918.SH	中泰证券	24.0%	9.6%	8.9%	45.3%	3.9%	69.3%	13.6%	100%
601688.SH	华泰证券	47.9%	17.0%	17.0%	2.8%	0.0%	50.7%	17.0%	100%
601375.SH	中原证券	67.5%	4.2%	19.9%	0.6%	0.0%	68.2%	4.2%	100%
000750.SZ	国海证券	47.8%	0.8%	19.5%	15.5%	0.4%	63.3%	1.2%	100%
002945.SZ	华林证券	0.0%	6.2%	0.0%	48.0%	9.7%	48.0%	15.9%	100%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

资本市场资金面月度更新

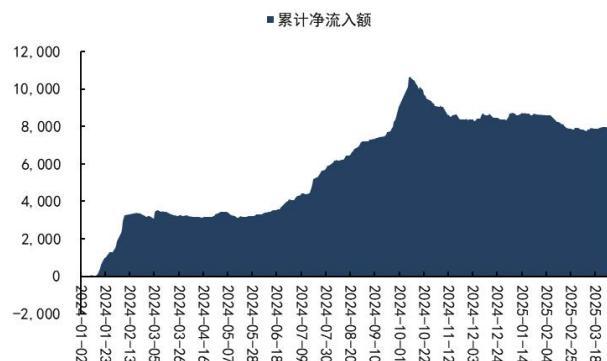
截至3月末,股票ETF份额约1.95万亿份,较年初下降196亿份,资产净值约2.84万亿元,较年初下降488亿元。资金净流入角度,2025年初以来,股票ETF呈现资金净流出,年初以来净流出约504亿元、3月份净流入约64亿元。

图4:股票ETF份额及净值规模(单位:亿份、亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5:股票ETF资金净流入规模(单位:亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2025年初以来,机构持有人占比较高的股票ETF规模保持平稳,个人持有人占比较高的股票ETF规模则显著下降。截至3月底,机构持有人占比较高的股票ETF份额8,811亿份,较年初减少30亿份;个人持有人占比较高的股票ETF份额4,801亿份,较年初增长138亿份。

图6:机构持有人占比较高的股票ETF份额(单位:亿份)

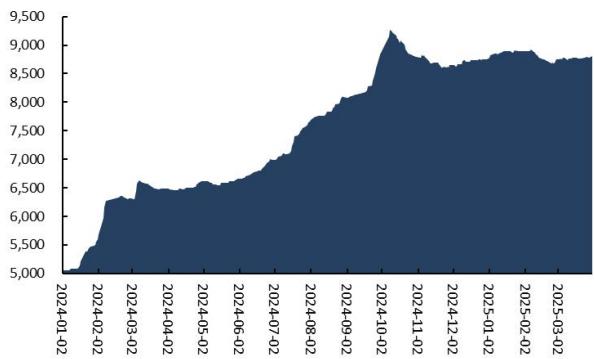
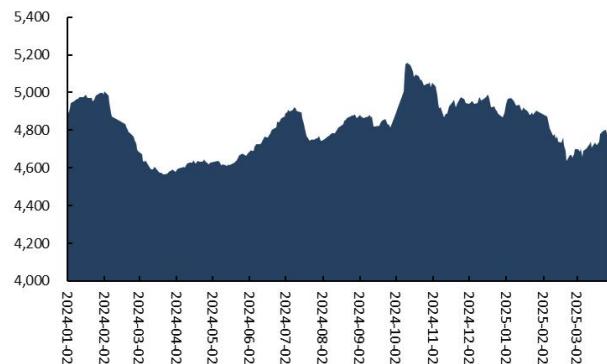


图7:个人持有人占比较高的股票ETF份额(单位:亿份)

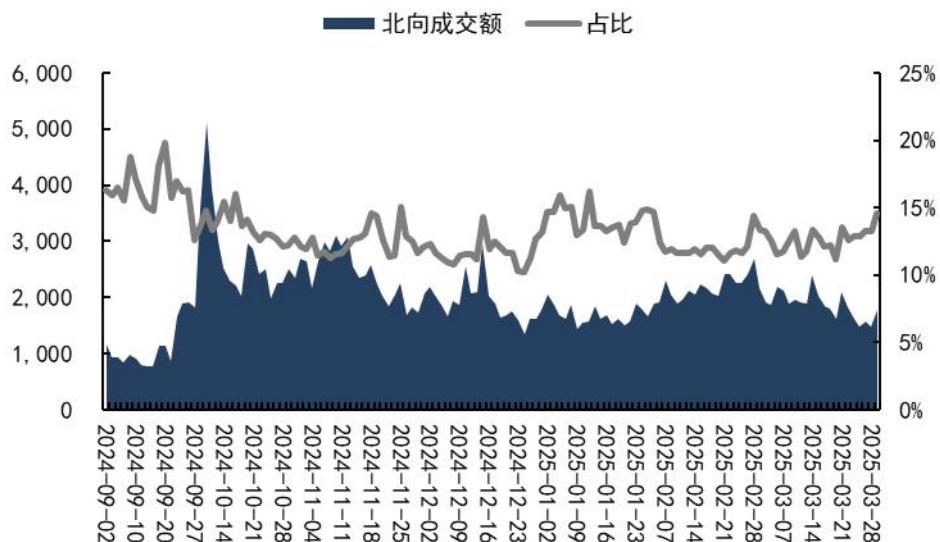


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2月以来, 北向资金成交活跃度整体较为平稳, 呈现水平小幅波动的波动趋势。

图8: 北向资金交易额及占沪深两市股票交易额比重(单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

基金发行角度, 被动基金发行规模及数量持续领先主动基金。3月份, 主动基金发行延续低迷趋势, 被动基金发行大幅提升。

图9: 主动股票基金新发数量及份额(单位: 只、亿份)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

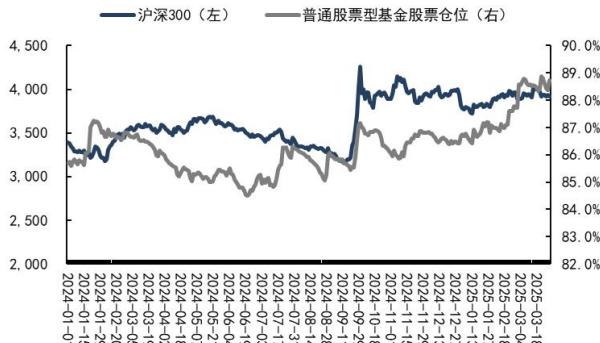
图10: 被动股票基金新发数量及份额(单位: 只、亿份)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

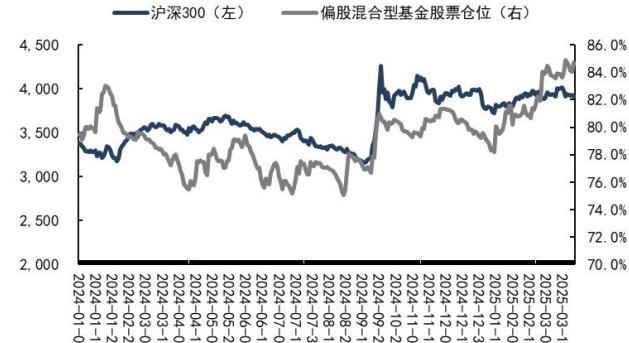
主动股票基金的股票仓位有所提升。3月以来, 普通型股票基金、偏股混合型基金股票仓位均有提升。

图11: 普通股票型基金仓位变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 偏股混合型基金仓位变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

行业重要动态

- 4月2日，特朗普宣布将对所有国家征收10%的“基准关税”，该关税将于美国东部时间4月5日凌晨0时01分生效。此外，特朗普将对美国贸易逆差最大的国家征收个性化的更高“对等关税”，该关税将于美国东部时间4月9日凌晨0时01分生效，所有其他国家将继续遵守原有的10%关税基准。声明还称，特朗普拥有“修改权限”，可以视情况提高或者降低关税。
- 4月3日，证监会就《证券投资基金托管业务管理办法》公开征求意见。证监会介绍，本次修订完善准入门槛，强化实质展业、风险隔离监管要求，压实托管人责任，健全退出机制，允许优质托管机构设立全资子公司专门从事托管业务。意在进一步优化基金托管行业生态，压实托管人责任，切实保护投资者利益，支持托管人依法创新组织架构。
- 4月3日，正式完成更名的国泰海通证券股份有限公司发布公告，官宣了一系列重要信息：公司董事长、副董事长、总裁及高管名单，并明确了新的公司组织架构。国泰海通领导班子最大程度融合了国泰君安、海通证券原有班底，将有利于文化传承、队伍稳定、整合融合，更快释放“1+1>2”协同效应。
- 3月28日，瑞士银行有限公司（以下简称“瑞银”）表示，将进一步增持子公司瑞银证券有限责任公司（以下简称“瑞银证券”）股权比例至100%。如上述事项顺利完成，瑞银证券将成为我国市场中的第五家外资全资券商。

成交略有缩量，两融规模扩张

- (1) 经纪业务方面，3月A股日均成交金额为15,418亿元，环比-16.2%，同比+51.8%。
- (2) 投行业务方面，3月IPO数量为14家，募集资金规模为92.18亿元，环比+7095.6%；2月再融资规模为344.820亿元，环比+1002.1%；3月企业债和公司债承销规模为3755.89亿元，环比+75.10%。
- (3) 自营业务方面，上证综指+0.86%，沪深300指数+0.65%，创业板指数-1.94%，中证全债指数下跌0.58%。
- (4) 从反映市场风险偏好和活跃度的两融余额看，至3月31日，两融余额为1.9万亿元。

投资建议

当前，券商 PB 估值为 1.48 倍，市场向好情形下行业弹性较足，我们对行业维持“优于大市”评级。着眼于严监严管下的两条主线，我们判断行业集中度会进一步提升，机构定价权进一步加深，资管指数化进一步加强，监管要求进一步提高。重点推荐龙头券商中信证券、华泰证券。建议关注业务协同预期强的兴业证券，整合推进顺利的国联民生。

风险提示

经济复苏不及预期；市场竞争加剧；创新推进不及预期等。

关键图表

图13: 两市日均成交额及环比涨跌



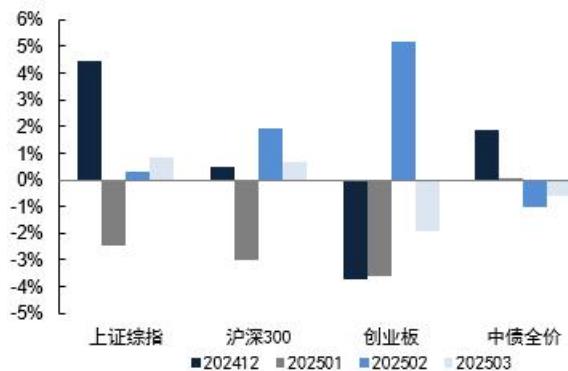
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图15: 再融资规模及环比涨跌



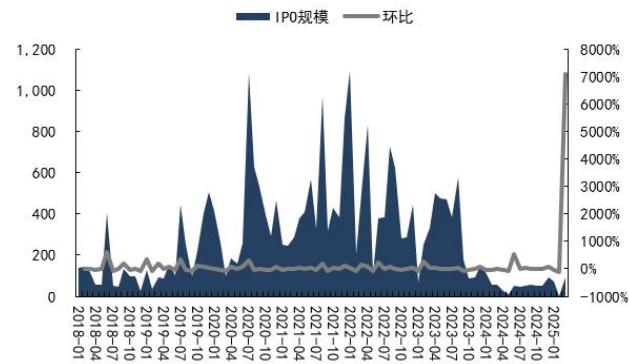
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图17: 股债两市表现



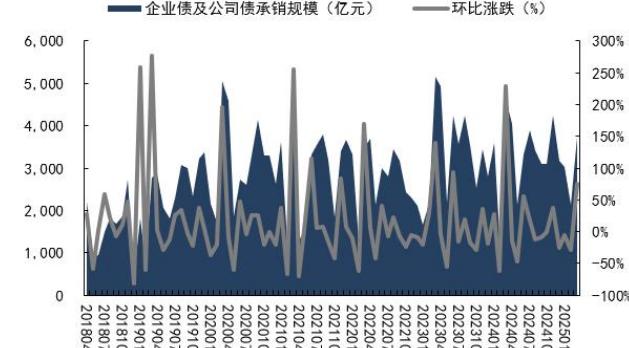
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图14: IPO 融资规模及环比涨跌



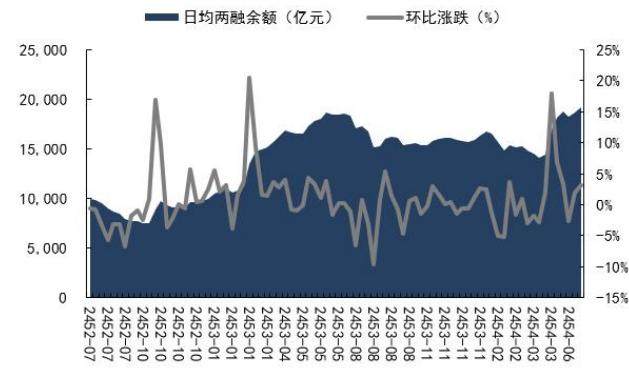
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图16: 企业债及公司债承销规模及环比涨跌

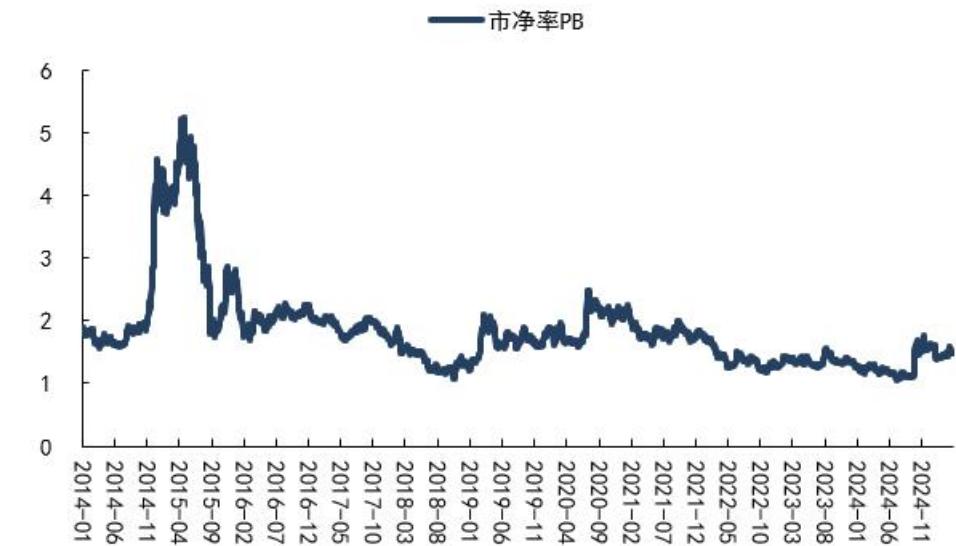


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

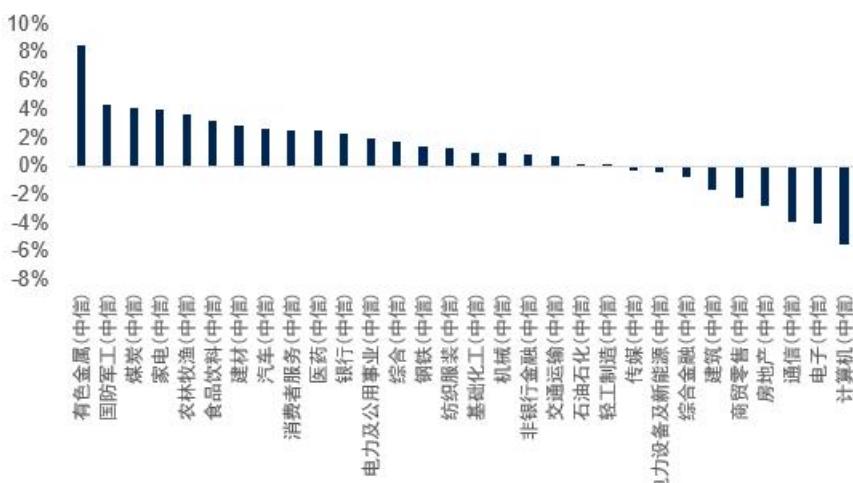
图18: 日均两融余额



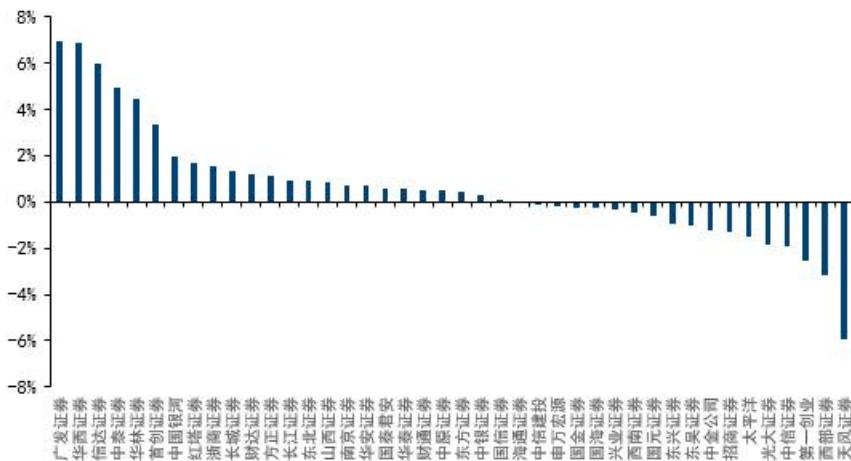
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图19: 券商指数 PB 走势


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图20: 中信一级行业 3 月涨幅排名


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图21: 上市券商3月涨幅排名


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表3: 重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(百万元)	EPS		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
600030.SH	中信证券	优于大市	24.02	355,989.53	1.39	1.53	17.31	15.74
601688.SH	华泰证券	优于大市	14.74	133,062.44	1.59	1.70	9.28	8.68
601377.SH	兴业证券	优于大市	5.45	47,066.13	0.31	0.33	17.58	16.52
601456.SH	国联民生	优于大市	9.28	52,715.90	0.18	0.31	51.56	29.94

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032