

➤ **2025 年第一季度上市券商业绩仍具备较强支撑。**2024 年 9 月以来资本市场持续回暖，市场交投活跃推动股基成交额同比高增，两融余额增长。25 年股市延续震荡回升格局，债券收益率先升后降，自营投资收益率具备韧性。随着“国九条”配套政策逐步落地，资本市场投融资改革不断深化，IPO 与再融资规模有望延续改善趋势，投行业务收入也有望逐步修复。我们预计 24Q4/25Q1 年上市券商营业收入分别有望达到 35%/ 31%，归母净利润增速有望达到 74%/ 32%。

➤ **第一，自营业务方面，股债走势分化或推动 25Q1 自营收入增速略有回落。**2024 年末至 2025 年 3 月 31 日，沪深 300 指数由 3935 点小幅回落至 3887 点，累计下降 1.2%，整体转为结构性行情。同时段内，中证综合债净值指数累计下降 0.7%。考虑到券商自营持仓整体以固收为主，25Q1 自营投资收益率或较前一季度环比回落。24Q3 末 44 家上市券商金融投资规模达到 6.27 万亿元，同比增长 5.7%。行业整体业绩企稳叠加市场热度回暖背景下，金融投资规模有望保持稳定。中性情景下我们预计 24Q4/25Q1 自营投资收入同比增长 51%/ 35%。

➤ **第二，经纪业务方面，交投热度延续经纪收入有望保持高位。**从成交额来看，“924”行情下市场交投热度显著回升，24Q4/25Q1 沪深两市当季股基成交额为 126 万亿/100 万亿元，同比增长 123%/ 68%。我们假设经纪费率延续历史下行趋势，则 24Q4 和 25Q1 经纪业务收入同比分别为 107%/ 70%。

➤ **第三，资管业务方面，市场回暖有望推动资产管理规模及收入企稳。**截至 25 年 2 月末，证券公司资产管理业务规模 6.10 万亿元，同比增长 2.0%。集合资管计划与私募业务规模保持平稳增长趋势。随着年初权益市场企稳，2025 年一季度券商集合资管规模有望保持稳定。公募基金费率改革叠加部分券商参公大集合产品费率调降落地，我们预计资管费率有望持稳，则 24Q4/25Q1 上市券商资管收入同比增速分别为 -3% / +4%。

➤ **第四，信用业务方面，融资余额保持高位有望带动收入回升。**股市企稳叠加经济回暖，市场情绪修复带动全市场融资余额持续恢复。截至 24Q4 末，全市场两融余额 1.86 万亿元，同比增长 12.9%。而随着市场情绪转向乐观，截至 25Q1 末两融余额进一步增加至 1.93 万亿元，同比增长 25.6%。我们假设两融与质押回购息差收益率随市场利率调整。同时考虑到 24Q1 市场情绪低迷，券商利息收入基数较低，则 24Q4/25Q1 的信用收入增速分别为 -2% / +51%。

➤ **第五，投行业务方面，并购重组有望推动投行收入加速修复。**2024 年 9-12 月沪深两市股权承销规模 711 亿元 (YoY-46.5%)，但较 24Q3 环比增长 61.8%，呈现边际改善趋势。2025 年前三季度，A 股股权融资规模合计达到 2306 亿元，同比增速提升至 145.7%。由于 25Q1 再融资与债权承销规模占比提升，而 IPO 占比回落，我们预计平均保荐承销费率或有所下降。在此场景下，我们预计 24Q4/25Q1 上市券商投行业务收入同比增速有望达到 -16% / +40%。

➤ **2024 年上市券商预喜率较高，多家证券公司发布 25Q1 业绩预增公告。**截至 4/14 已有 35 家证券公司披露 2024 年业绩相关公告，其中 28 家预计归母净利润同比增长，预增公司数量占比 80%。整体来看，多数券商 24 年全年归母净利润增速，回升到两位数的增长，24 年全年净利润增速较 24Q1-Q3 呈现稳步修复趋势。而截至 4/14 已有 11 家上市券商发布 25Q1 业绩预增相关公告，平均归母净利润增速 (如净利润为区间则按下限统计) 达到 49%，多数公告中均提到 25Q1 财富管理、交易投资、投行业务收入大幅增长。我们认为上市券商 25Q1 整体业绩也有望延续修复趋势。近期关税扰动下市场波动增加，但稳市力度加大有助于资本市场平稳运行，券商 25Q2 业绩也有望保持稳定。

➤ **投资建议：**我们认为 25Q1 券商业绩改善趋势有望延续。标的方面，我们建议关注在经纪、投行、资管等多业务领域具备优势头部券商，重点关注中信证券、华泰证券和中国银河等。中型券商中，我们建议关注通过收并购和融资积极扩大业务布局范围，后续业务规模和市场份额有望提升的券商标的；在小型券商中，关注经纪等轻资本业务具备特色的优质券商标的。

➤ **风险提示：**政策不及预期、资本市场波动加大、居民财富增长不及预期、投行业务收入恢复不及预期、并购重组推进放缓。

重点公司盈利预测、估值与评级

| 代码 | 简称 | 股价 | | EPS (元) | | | PE (倍) | | | 评级 |
|-----------|------|-------|-------|---------|-------|-------|--------|-------|----|----|
| | | (元) | 2024A | 2025E | 2026E | 2024A | 2025E | 2026E | | |
| 600030.SH | 中信证券 | 25.23 | 1.41 | 1.56 | 1.69 | 18 | 16 | 15 | 推荐 | |
| 601688.SH | 华泰证券 | 15.53 | 1.62 | 1.84 | 1.99 | 10 | 8 | 8 | 推荐 | |

资料来源：iFinD，民生证券研究院预测；(注：股价为 2025 年 4 月 14 日收盘价)

推荐
维持评级

分析师 张凯烽

执业证书：S0100524070006

邮箱：zhangkaifeng@mszq.com

研究助理 李劲锋

执业证书：S0100124080012

邮箱：lijinfeng_2@mszq.com

相关研究

1. 非银行业周报 20250413：券商一季度业绩预喜，板块估值修复可期-2025/04/13
2. 保险行业 2024 年年报综述：迎接价值增长新起点-2025/04/08
3. 保险行业点评：长期的力量：调整偿付能力，拓宽权益投资空间-2025/04/08
4. 非银行业周报 20250406：险企持续举牌，提升权益投资收益空间-2025/04/06
5. 非银行业点评：寿险开门红表现平稳，财险多险种共振支撑增长-2025/04/06

目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 1 行业展望：25Q1 券商业绩有望保持较快增速 | 3 |
| 2 个股展望：24 年利润增速修复，25 年业绩改善趋势或延续 | 7 |
| 2.1 业绩概述：2024 年预喜率与业绩平均增速较高 | 7 |
| 2.2 投资策略：龙头标的有望巩固多业务领域优势 | 10 |
| 3 风险提示 | 12 |
| 插图目录 | 13 |
| 表格目录 | 13 |

1 行业展望：25Q1 券商业绩有望保持较快增速

当前市场热度下券商业绩增速有望保持高位。2024 年 9 月末至今资本市场持续回暖，当前市场交投活跃推动股基成交额同比高增，两融余额继续增长。25 年股市延续震荡回升格局，债券收益率先升后降，自营投资收益率具备韧性。随着“国九条”配套政策逐步落地，资本市场投融资改革不断深化，IPO 与再融资规模有望延续修复趋势，投行业务收入也有望逐步修复。

整体来看，我们认为 24Q4/25Q1 上市券商业绩仍然具备较强确定性。截至 4/14，根据已披露 2024 年度报告的 24 家上市券商统计，24Q4 单季营收/归母净利润同比增速分别达到 28%/ 94%。我们预计 24Q4/25Q1 年上市券商整体营收同比增速分别有望达到 35%/ 31%，归母净利润增速有望达到 74%/ 32%。

表1：24Q4/25Q1 上市券商整体业绩预测

| 业务分项 | 单季数据 | | | | | | 年度数据 | |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|
| | 23Q4 | 24Q1 | 24Q2 | 24Q3 | 24Q4E | 25Q1E | 2023A | 2024E |
| 营业收入(亿元) | 1,155 | 1,059 | 1,297 | 1,366 | 1,563 | 1,389 | 4,984 | 5,286 |
| YoY | -0.4% | -21.8% | -3.6% | 21.1% | 35.4% | 31.2% | 1.4% | 6.1% |
| 自营业务(亿元) | 305 | 335 | 420 | 570 | 461 | 451 | 1,338 | 1,785 |
| YoY | 76.6% | -32.8% | 28.3% | 174.4% | 51.3% | 34.6% | 71.7% | 33.4% |
| 经纪业务(亿元) | 241 | 230 | 232 | 208 | 499 | 391 | 1,017 | 1,169 |
| YoY | -8.1% | -9.2% | -16.5% | -15.0% | 106.9% | 69.7% | -11.5% | 15.0% |
| 资管业务(亿元) | 113 | 106 | 115 | 109 | 110 | 110 | 456 | 441 |
| YoY | 7.6% | -1.6% | 0.1% | -8.8% | -2.7% | 3.5% | 3.1% | -3.4% |
| 信用业务(亿元) | 93 | 69 | 96 | 77 | 92 | 105 | 432 | 333 |
| YoY | -33.8% | -36.2% | -23.9% | -26.4% | -1.5% | 51.2% | -25.1% | -22.8% |
| 投行业务(亿元) | 104 | 68 | 73 | 77 | 88 | 95 | 458 | 306 |
| YoY | -30.8% | -35.7% | -45.1% | -32.8% | -15.5% | 39.6% | -21.6% | -33.1% |
| 其他业务(亿元) | 299 | 250 | 362 | 325 | 313 | 238 | 1,282 | 1,251 |
| YoY | -8.9% | -10.5% | -1.6% | -3.4% | 5.0% | -5.0% | -7.4% | -2.5% |
| 净利率 | 16% | 27% | 27% | 29% | 20% | 28% | 26% | 25% |
| 净利润(亿元) | 184 | 290 | 344 | 392 | 319 | 383 | 1,282 | 1,346 |
| YoY | -23.0% | -32.3% | -11.4% | 41.2% | 73.5% | 31.8% | 1.0% | 5.0% |

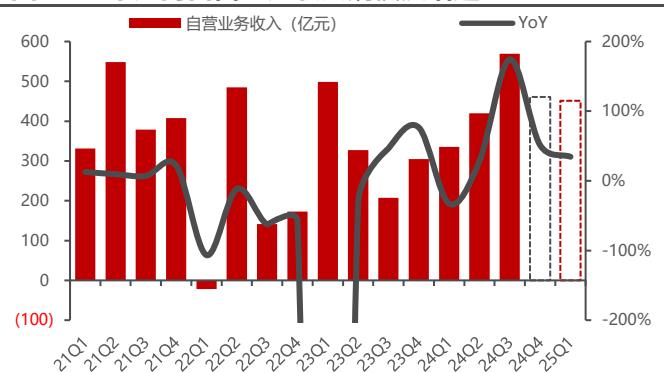
资料来源：iFinD，民生证券研究院预测。注：1) 自营业务收入=投资收益-对合联营企业投资收益+公允价值变动净收益；2) 其他业务收入=营业收入-其他收入分项

从各分项业务看：

第一，自营业务方面，2025 年一季度股市偏强而债市震荡，自营投资收益率或环比回落。3Q24 末至 2024 年末，沪深 300 指数从 4018 点小幅回落至 3935 点，累计下降 2.1%。而 2024 年末至 2025 年 3 月 31 日，沪深 300 指数进一步回落至 3887 点，累计下降 1.2%，整体转为结构性行情。24Q4/ 25Q1，中证综合债净价指数分别累计+2.7%/ -0.7%。从收益率来看，短端利率明显回升，中长端利率也有所上行，10 年期国债收益率从 1.6% 回升至 1.8% 左右。考虑到券商自营持仓整体以固收为主，25Q1 自营投资收益率或较前一季度环比回落。我们假设 24Q4/25Q1 自营投资收益率分别为 3.0%/ 2.5%，大致保持在高于 23Q4 但低于 24Q2-Q3 水平。

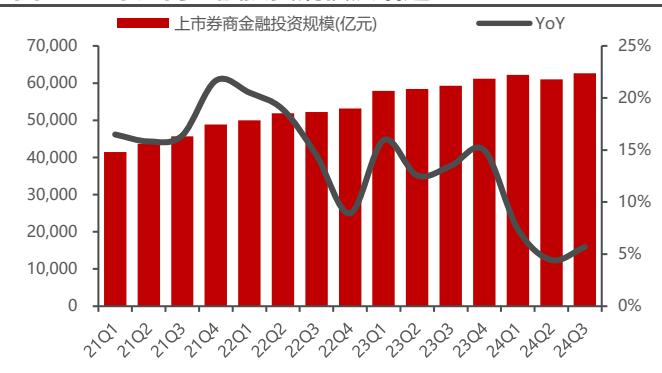
3Q24 末 44 家上市券商金融投资规模达到 6.27 万亿元，同比增长 5.7%。尽管近年来聚焦主业与集约化发展导向下，券商净资产与自营杠杆增速有所放缓，我们认为在行业整体业绩企稳，叠加市场热度回暖背景下，未来金融投资增速有望保持稳定，我们假设金融投资季度环比增速保持在 1.4% 左右（近 1 年环比增速均值）。综合来看，我们预计 24Q4/25Q1 自营投资收入同比增长 51%/ 35%。

图1：上市券商自营业务收入规模及增速



资料来源：iFinD，民生证券研究院预测

图2：上市券商金融投资规模及增速

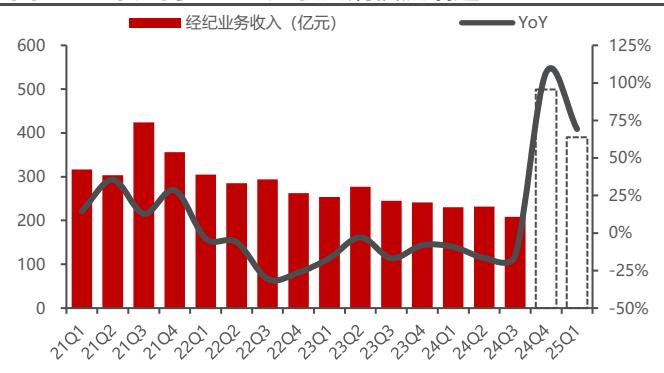


资料来源：iFinD，民生证券研究院

第二，经纪业务方面，25Q1 经纪收入或保持高位。从成交额来看，“924”行情下市场交投热度显著回升，2024Q4 沪深两市当季股基成交总额为 126 万亿元，同比增幅达 123%。2025 年初至 3 月末，DeepSeek 相关概念及主题投资热度走高，带动资本市场交投热度保持活跃状态，1/1-3/31 沪深两市股基成交总额约 100 万亿，同比增长 68%，单季增速仍保持在 20Q4 至今高位。

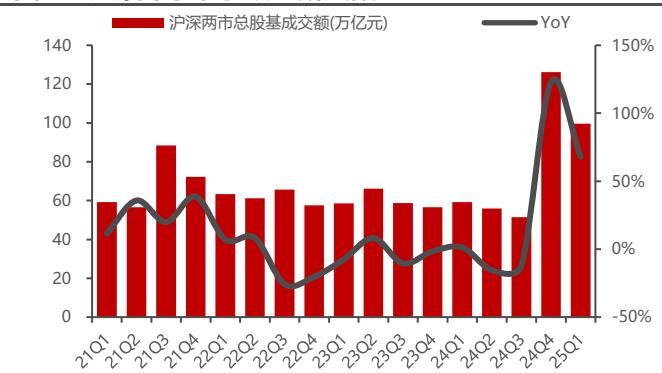
25Q1 股基成交额环比小幅回落，经纪收入有望延续同比高增状态。佣金率方面，2024 年公募基金降费逐步落地，2021Q1 至 24Q3，上市券商经纪佣金率（经纪收入/沪深两市股基成交额）从 0.0535% 下行至 0.0404%，每年约下行 0.004pct，佣金降费趋势仍然延续。我们假设短期内经纪费率仍延续历史下行趋势，24Q4/25Q1 平均佣金率分别为 0.0396%/ 0.0387%，后续证券公司并购重组叠加财富管理转型提速，有望在中长期缓解经纪业务同质化竞争压力。综合来看，24Q4 和 25Q1 经纪业务收入同比分别为 107%/ 70%。

图3：上市券商经纪业务收入规模及增速



资料来源：iFinD，民生证券研究院预测

图4：沪深两市单季股基成交额



资料来源：iFinD，民生证券研究院

第三，资管业务方面，市场回暖有望推动资产管理规模企稳。截至 24Q4，证券公司资产管理规模 6.10 万亿元，同比增长 3.0%，管理规模较 24Q2 连续两个季度环比下降，主要是 24 年上半年市场热度回落，叠加下半年行情以个人资金入市为主。从主要分项来看，集合资管计划与私募业务规模保持平稳增长趋势。年初权益市场延续企稳回升趋势，主动偏股型基金发行规模稳步提升。中基协数据显示 25 年 2 月末证券公司存续集合资管/单一资管/私募子公司规模 2.87 万亿/ 2.58 万亿/ 6430 亿元，资管规模合计 6.10 万亿元，同比+2.0%。我们假设 25Q1 末同比增速保持在 2% 左右。

费率方面，前期部分券商参公大集合产品费率调降，叠加公募基金费率改革稳步推进，我们预计资管费率有望持稳，假设 24Q4/25Q1 平均费率接近最近 1 年均值水平 (0.72%)。券商资管业务整体收入有望延续企稳节奏，我们预计 24Q4/25Q1 上市券商资管收入同比增速分别为 -3% / +4%。

图5：上市券商资管业务收入规模及增速



资料来源：iFinD，民生证券研究院预测

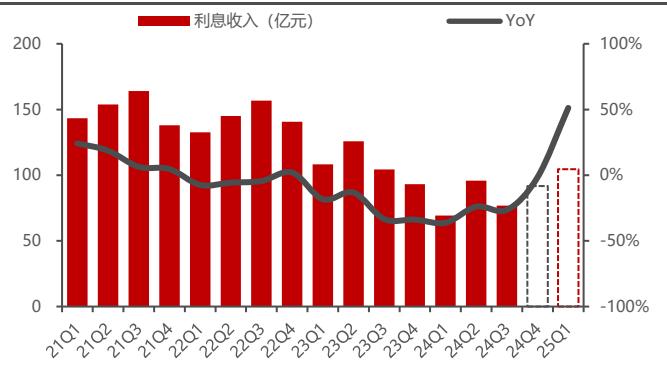
图6：券商资产管理业务规模及增速



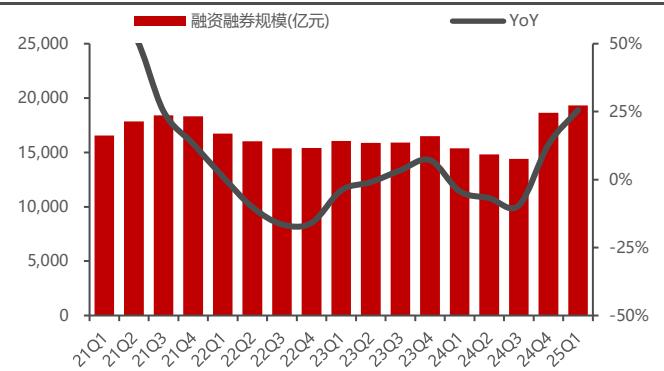
资料来源：iFinD，民生证券研究院。注：25Q1 数据截至 2025 年 2 月末

第四，信用业务方面，融资余额增速或持续提升。股市企稳叠加经济回暖，市场情绪修复带动全市场融资余额持续恢复。截至 24Q4 末，全市场两融余额 1.86 万亿元，同比增长 12.9%。随着市场情绪转向乐观，截至 2025 年 3 月 31 日两融余额进一步增加至 1.93 万亿元，同比增长 25.6%。我们预计 2025 年一季度市场两融余额及股权质押需求保持平稳，25Q1 末融资融券余额增速保持在 25% 左右。

息差收益方面，24Q4 资金利率下行，但 25Q1 有所回升，我们预计两融与质押回购息差收益率随市场利率调整，并假设信用业务平均费率为 2.0% / 2.2%。同时考虑到 24Q1 市场情绪低迷叠加利率下行加速，券商利息收入基数较低，则 24Q4/25Q1 的信用收入增速分别为 -2% / +51%。

图7：上市券商利息收入规模及增速


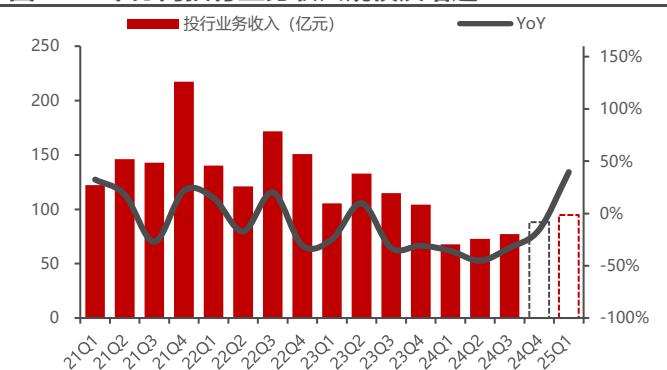
资料来源：iFinD，民生证券研究院预测

图8：全市场融资融券规模及增速


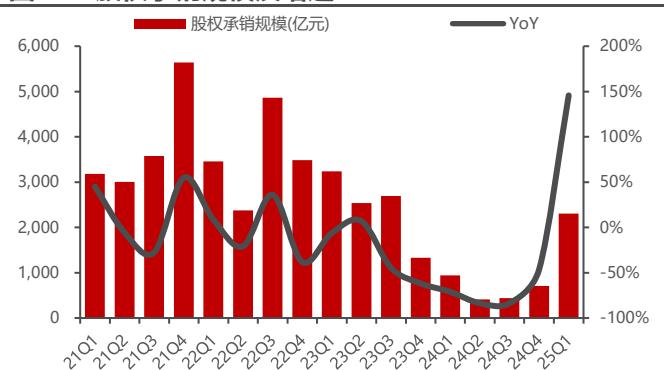
资料来源：iFinD，民生证券研究院

第五，投行业务方面，并购重组推动再融资规模回升。股权方面，根据 iFinD 统计，2024 年 9-12 月沪深两市股权承销规模 711 亿元，同比下降 46.5%，权益融资仍处低位，但较 24Q3 环比增长 61.8%，呈现边际改善趋势。2025 年前三月，A 股股权融资规模合计达到 2306 亿元，同比增速提升至 145.7%。其中，IPO 承销金额 150 亿元，同比下降 31.7%；受上市公司并购重组持续推进影响，再融资承销金额 2156 亿元，同比增长 199.7%。债权方面，24Q4 券商债权承销规模 3.74 万亿元，同比增长 17.6%；2025 年前三月，券商债权承销规模 2.90 万亿元，同比增长 15.4%。再融资与债权承销为投行收入提供支撑。

由于 25Q1 再融资与债权承销规模占比提升，而 IPO 占比回落，我们预计平均保荐承销费率或有所下降。根据 iFinD 统计的 24Q4/25Q1 证券行业股权承销保荐平均费率分别为 2.82% / 1.82%。综上，我们预计 24Q4/25Q1 上市券商投行业务收入同比增速有望达到 -16% / +40%。

图9：上市券商投行业务收入规模及增速


资料来源：iFinD，民生证券研究院预测

图10：股权承销规模及增速


资料来源：iFinD，民生证券研究院

2 个股展望：24 年利润增速修复，25 年业绩改善

趋势或延续

2.1 业绩概述：2024 年预喜率与业绩平均增速较高

2024 年上市券商预喜率较高。截至 4/14，已有 35 家上市券商披露 2024 年业绩相关公告。其中有 28 家归母净利润同比增长，增长公司数量占比 80%，有 2 家券商亏损，5 家业绩同比下降。

24 全年上市券商利润增速有望稳步修复。从整体净利润增速来看，35 家 A 股上市券商披露净利润 1369 亿元（若披露区间则按下限统计），同比增长 12%。按 4/14 最新统计，11 家市值超 1000 亿元的大型上市券商归母净利润同比+13%，其他券商同比+37%。从净利润规模来看，5 家券商净利润规模超 100 亿元，分别为中信证券（217 亿元）、华泰证券（154 亿元）、国泰海通（130 亿元）、招商证券（104 亿元）、中国银河（100 亿元）。从增速来看，国泰海通（+39%）、中国银河（+29%）、华泰证券（+20%）、招商证券（+18%）、东方财富（+17%）、申万宏源（+13%）、中信证券（+10%）净利润增速均保持在 10% 以上。整体来看，多数券商 24 年全年归母净利润增速回升到两位数，24 年全年净利润增速较 24Q1-Q3 呈现稳步修复趋势。

表2：券商 2024 年业绩公告与 2025 全年业绩前瞻

| 类别 | 简称 | A 股代码 | 24 年前 三季度归 母净利润 (亿元) | YoY(%) | 24 年归 母净利润 (亿元) | YoY(%) | 2025 年归 母净利润 (iFinD 一 致预测中 值,亿元) | YoY(%) | A 股 PB(元/ 股) | 滚动分 位数(%, 近 5 年) | A 股股 价 (元/股) | 市值(亿元) |
|----|------|-----------|-------------------------------|--------|-----------------------|------------|--|--------|--------------------|------------------------|--------------------|--------|
| 证券 | 中信证券 | 600030.SH | 168 | 2% | 217 | 10% | 241 | 12% | 1.43 | 37% | 25.2 | 3,739 |
| 证券 | 东方财富 | 300059.SZ | 60 | -3% | 96 | 17% | 106 | 11% | 4.03 | 25% | 20.6 | 3,252 |
| 证券 | 国泰海通 | 601211.SH | 95 | 10% | 130 | 39% | 152 | 21% | 1.89 | 99% | 16.7 | 2,942 |
| 证券 | 海通证券 | 600837.SH | -7 | -115% | -34 | -437% | | | | | | |
| 证券 | 中信建投 | 601066.SH | 43 | -24% | 72 | 3% | 83 | 11% | 2.40 | 11% | 23.8 | 1,843 |
| 证券 | 中国银河 | 601881.SH | 70 | 5% | 100 | 27% | 113 | 12% | 1.57 | 73% | 15.9 | 1,733 |
| 证券 | 中金公司 | 601995.SH | 29 | -38% | 57 | -8% | 67 | 14% | 1.75 | 12% | 33.5 | 1,617 |
| 证券 | 招商证券 | 600999.SH | 71 | 12% | 104 | 19% | 117 | 13% | 1.30 | 36% | 17.2 | 1,498 |
| 证券 | 华泰证券 | 601688.SH | 125 | 31% | 154 | 20% | 141 | -7% | 0.86 | 25% | 15.5 | 1,402 |
| 证券 | 申万宏源 | 000166.SZ | 38 | -11% | 52 | 13% | | | 1.13 | 22% | 4.7 | 1,179 |
| 证券 | 广发证券 | 000776.SZ | 68 | 16% | 96 | 38% | 108 | 11% | 0.96 | 10% | 15.4 | 1,167 |
| 证券 | 东方证券 | 600958.SH | 33 | 16% | 34 | 22% | 40 | 21% | 1.01 | 13% | 9.0 | 768 |
| 证券 | 光大证券 | 601788.SH | 20 | -54% | 31 | -28% | 35 | 14% | 1.29 | 44% | 16.5 | 758 |
| 证券 | 方正证券 | 601901.SH | 20 | 2% | 22 | 3% | 24 | 14% | 1.26 | 9% | 7.4 | 608 |
| 证券 | 国联民生 | 601456.SH | 4 | -46% | 4 | -41% | 9 | 122% | 3.00 | 71% | 9.8 | 558 |
| 证券 | 首创证券 | 601136.SH | 7 | 63% | 10 | 40% | | | 4.17 | 33% | 20.2 | 552 |
| 证券 | 兴业证券 | 601377.SH | 13 | -17% | 22 | 10% | 23 | 16% | 0.92 | 10% | 5.8 | 498 |
| 证券 | 浙商证券 | 601878.SH | 13 | -5% | 19 | 10% | 22 | 18% | 1.38 | 0% | 10.6 | 487 |
| 证券 | 信达证券 | 601059.SH | 9 | -18% | 14 | -7% | 15 | 7% | 2.51 | 14% | 15.0 | 485 |
| 证券 | 中泰证券 | 600918.SH | 5 | -73% | 9 | -48% | 16 | 75% | 1.13 | 6% | 6.1 | 427 |
| 证券 | 东吴证券 | 601555.SH | 18 | 5% | 24 | 18% | 25 | 13% | 0.92 | 24% | 7.5 | 374 |
| 证券 | 华林证券 | 002945.SZ | 3 | 62% | 4 | 1015% | 6 | 62% | 5.58 | 25% | 13.8 | 372 |
| 证券 | 红塔证券 | 601236.SH | 7 | 204% | 8 | 145% | 6 | -24% | 1.44 | 7% | 7.4 | 350 |
| 证券 | 天风证券 | 601162.SH | -5 | -226% | -0.3~0.1 | -111%~-96% | 1 | 853% | 1.47 | 38% | 3.9 | 339 |
| 证券 | 东兴证券 | 601198.SH | 9 | 101% | 15 | 88% | | | 1.19 | 37% | 10.5 | 338 |
| 证券 | 长江证券 | 000783.SZ | 14 | 20% | 18 | 19% | | | 1.01 | 17% | 6.1 | 337 |

| | | | | | | | | | | | | |
|-------------------|------|------------|-----|------------|---------|------------|----|-----|------------|-----|------|-------|
| 证券 | 西部证券 | 002673.SZ | 7 | -17% | 14 | 20% | 12 | 10% | 1.17 | 34% | 7.4 | 332 |
| 证券 | 国元证券 | 000728.SZ | 16 | 10% | 22 | 20% | 22 | -3% | 0.91 | 27% | 7.4 | 322 |
| 证券 | 第一创业 | 002797.SZ | 6 | 95% | 8.5~9.4 | 157%~183% | 9 | 7% | 1.89 | 38% | 7.0 | 295 |
| 证券 | 南京证券 | 601990.SH | 7 | 23% | 10 | 48% | | | 1.61 | 4% | 7.8 | 288 |
| 证券 | 华安证券 | 600909.SH | 11 | 19% | 15 | 17% | 15 | -1% | 1.14 | 23% | 5.4 | 252 |
| 证券 | 国海证券 | 000750.SZ | 2 | -53% | 4 | 31% | | | 1.10 | 28% | 3.8 | 243 |
| 证券 | 华西证券 | 002926.SZ | 3 | -32% | 6~8 | 51%~91% | | | 0.92 | 22% | 8.1 | 212 |
| 证券 | 中原证券 | 601375.SH | 2 | -21% | 2 | 16% | | | 1.28 | 16% | 3.9 | 181 |
| 证券 | 东北证券 | 000686.SZ | 5 | -18% | 9 | 35% | | | 0.94 | 29% | 7.6 | 177 |
| 上市证券公司 | | | | -6% | | 12% | | | | | | |
| 参控股 | 中金财富 | 601995.SH* | | | 12 | -20% | | | 1.75 | 12% | 33.5 | 1,617 |
| 参控股 | 国投证券 | 600061.SH* | | | 26 | 32% | | | 0.84 | 11% | 6.8 | 437 |
| 参控股 | 麦高证券 | 300803.SZ* | | | 1 | 1095% | | | 14.89 | 70% | 55.9 | 334 |
| 参控股 | 中航证券 | 600705.SH* | | | 4 | 159% | | | 0.82 | 23% | 3.5 | 306 |
| 参控股 | 英大证券 | 600517.SH* | | | 2 | 83% | | | 1.28 | 5% | 4.8 | 273 |
| 参控股 | 五矿证券 | 600390.SH* | | | 3 | -13% | | | 0.57 | 25% | 5.5 | 246 |
| 参控股 | 湘财证券 | 600095.SH* | | | 2 | -22% | | | 2.00 | 41% | 8.3 | 237 |
| 参控股 | 国盛证券 | 002670.SZ* | | | 3 | 52% | | | 2.15 | 91% | 12.3 | 237 |
| 参控股 | 江海证券 | 600864.SH* | | | 3 | 72% | | | 0.95 | 42% | 5.9 | 122 |
| 参控股 | 东莞证券 | 000712.SZ* | | | 9 | 26% | | | 4.30 | 73% | 11.5 | 103 |
| 参控股 | 中山证券 | 000712.SZ* | | | 2 | 304% | | | 4.30 | 73% | 11.5 | 103 |
| 上市公司参/控股券商 | | | | | | 15% | | | | | | |
| 证券 | 国都证券 | 870488.NQ | | | 10 | 33% | | | 0.95 | 58% | 1.8 | 102 |
| 证券 | 粤开证券 | 830899.NQ | | | 2 | 136% | | | 0.60 | 10% | 1.0 | 34 |
| 证券 | 上海证券 | 未上市 | | | 10 | 171% | | | | | | |
| 其他证券公司 | | | | | | 82% | | | | | | |
| 期货 | 弘业期货 | 001236.SZ | 0.2 | 1703% | 0.3 | 283% | | | 4.70 | 14% | 8.8 | 88 |
| 期货 | 南华期货 | 603093.SH | 4 | 20% | 5 | 14% | | | 1.90 | 22% | 12.8 | 78 |
| 期货 | 瑞达期货 | 002961.SZ | 3 | 51% | 3.7~4.0 | 50%~63% | | | 2.41 | 16% | 14.7 | 66 |
| 上市期货公司 | | | | | | 35% | | | 31% | | | |

资料来源：各公司公告、iFinD，民生证券研究院。注：1) A股市净率、股价、市值均截至 2025/4/14；2) 市净率分位数统计区间为最近 5 年；3) *为券商的上市公司主体证券代码，净利润为券商主体财务指标，A股 PB、股价、市值为对应的上市公司主体指标；4) 2025 年归母净利润及增速为 iFinD 一致预测中值，截至 2025/4/14；5) 计算汇总指标时，归母净利润若为区间则取下限

券商陆续发布 25Q1 业绩预告，多家券商净利润增速大幅增长。截至 4/14 已有 11 家上市券商发布 25Q1 业绩预增相关公告，国泰海通 (350%~400%)、东吴证券 (100%~120%) 归母净利润同比增速超 1 倍，中国银河 (70%~90%)、东方证券 (62%)、兴业证券 (57%)、华泰证券 (50%~60%)、华安证券 (80%~100%)、中金公司 (50%~70%)、中信建投 (50%) 增速保持在 50% 及以上。若不考虑吸收合并后的国泰海通，10 家券商平均归母净利润增速 (如净利润为区间则按下限统计) 达到 49%。多数公告中均提到 25Q1 财富管理、交易投资、投行业务收入大幅增长。当前发布业绩预增公告的多数为头部券商，我们认为上市券商 25Q1 整体业绩也有望延续修复趋势。

关税扰动下市场波动加大，多家券商发布回购增持公告。近期外围关税扰动下，市场情绪带动股价波动有所加大。截至 4/14 有 7 家券商发布回购增持公告，东方证券、国投资本、国金证券、中泰证券、财通证券和国泰海通发布回购公告，回购金额在 5000 万元到 20 亿元不等，回购用途包括维护公司价值、可转债转股、减少注册资本等。长城证券发布公告，控股股东华能资本拟增持公司股票，金额在 5000 万元到 1 亿元。我们认为，上市券商回购增持力度加大有助于稳定投资者信心。而叠加中央汇金、社保基金等“国家队”资金入市，稳市力度加大有助于资本市场平稳运行，券商 25Q2 业绩也有望保持稳定。

表3：近期券商发布25Q1业绩预增情况

| 日期 | 上市券商 | 代码 | 25Q1 归母净利润(亿元) | YoY | 25Q1 扣非归母净利润(亿元) | YoY | 主要原因 |
|--------------------|------|-----------|-------------------|---------------|------------------|---------------|---|
| 2025/4/8 | 国泰海通 | 601211.SH | 112.01 ~124.45 | 350% ~400% | 29.73 ~33.83 | 45% ~65% | 吸收合并产生负商誉；公司持续提升主营业务竞争力，财富管理、交易投资等业务均实现较大幅度增长 |
| 2025/4/8 | 东吴证券 | 601555.SH | 9.12 ~10.03 | 100% ~120% | 8.92 ~9.81 | 100% ~120% | 财富管理、投资交易等多项业务稳步推进增长 |
| 2025/4/8 | 中信证券 | 600030.SH | 65.45 | 32% | | | 财富管理、投资交易等业务收入同比增加较多 |
| 2025/4/8 | 兴业证券 | 601377.SH | 5.16 | 57.32% | 5.04 | 69.75% | 财富管理、信用交易、投资交易等业务发展良好、业绩稳步增长 |
| 2025/4/9 | 中国银河 | 601881.SH | 27.73 ~31.00 | 70% ~90% | | | 公司财富管理、投资交易、投资银行等业务均实现较大幅度增长，取得较好经营业绩 |
| 2025/4/9 | 华泰证券 | 601688.SH | 34.37 ~36.66 | 50% ~60% | 34.71 ~36.95 | 55% ~65% | 财富管理、机构服务、投资管理等主要业务线均同比显著增长 |
| 2025/4/9 | 华安证券 | 600909.SH | 5.02 ~5.58 | 80% ~100% | 4.99 ~5.54 | 80% ~100% | 证券投资、经纪业务、投资银行业务等业务同比增幅较大 |
| 2025/4/10 | 中信建投 | 601066.SH | 18.43 | 50% | 18.35 | 49% | 经纪业务、自营业务收入同比增加较多 |
| 2025/4/10 | 中金公司 | 601995.SH | 18.58 ~21.06 | 50% ~70% | | | 推进各项成本管控措施，财富管理、股票业务等业务条线均实现较大幅度增长 |
| 2025/4/10 | 国元证券 | 000728.SZ | 6.41 | 38.40% | 6.34 | 37.99% | 财富信用、证券投资交易和投资银行业务实现业绩同比增幅较大 |
| 2025/4/14 | 东方证券 | 600958.SH | 14.36 | 62.08% | 14.08 | 77.33% | 证券自营业务和财富管理业务收入同比增加 |
| 平均值(不含国泰海通) | | | | 49% | | | |

资料来源：iFinD、各公司公告，民生证券研究院。注：计算汇总指标时，归母净利润若为区间则取下限

表4：近期券商回购情况

| 日期 | 上市券商 | 代码 | 回购金额 | 回购价格上限 | 回购用途 | 最新收盘价(元/股) | 总市值(亿元) |
|----------|------|-----------|------------|-----------------------------------|--|------------|---------|
| 2025/4/8 | 东方证券 | 600958.SH | 2.5亿元-5亿元 | - | 维护公司价值及股东权益、减少公司注册资本等 | 9.04 | 717 |
| 2025/4/8 | 国投资本 | 600061.SH | 2亿元-4亿元 | 8.90元/股 | 用于公司发行的可转换公司债券转股 | 6.83 | 437 |
| 2025/4/8 | 国金证券 | 600109.SH | 5000万元-1亿元 | 12.91元/股 | 维护公司市场价值及股东权益 | 7.97 | 296 |
| 2025/4/8 | 长城证券 | 002939.SZ | 5000万元-1亿元 | 未设定价格区间 | 基于看好国内资本市场长期投资的价值，对公司未来稳定发展的信心及公司价值的认可 | 7.64 | 308 |
| 2025/4/9 | 中泰证券 | 600918.SH | 3亿元-5亿元 | 董事会审议通过回购股份方案决议前30个交易日股票交易均价的150% | 减少公司注册资本 | 6.13 | 427 |
| 2025/4/9 | 财通证券 | 601108.SH | 1.5亿元-3亿元 | 董事会审议通过回购股份方案决议前30个交易日股票交易均价的150% | 维护公司全体股东利益，增强投资者信心，稳定及提升公司价值 | 7.43 | 345 |
| 2025/4/9 | 国泰海通 | 601211.SH | 10亿元-20亿元 | 26.35元/股 | 为维护公司价值及股东权益 | 16.69 | 2702 |

资料来源：iFinD、各公司公告，民生证券研究院。注：收盘价与市值截至2025/4/14

2.2 投资策略：龙头标的有望巩固多业务领域优势

25Q1 业绩改善趋势或延续，重点关注多业务领域具备优势的头部券商。标的方面，24Q4 券商整体业绩呈现修复格局，在市场交投热度维持高位，24Q1 基数走低背景下，25Q1 券商业绩同样有望保持较快增速。头部券商在经纪、投行、资管等多业务领域具备优势，有望迎来业绩共振。我们维持中信证券和华泰证券“推荐”评级，同时建议关注中国银河等龙头券商标的。

中型券商中，2024 年至今证券行业并购重组持续推进，我们建议关注通过收并购和融资等方式积极扩大业务布局范围，后续业务规模和市场份额有望提升的券商标的。在小型券商中，交投热度仍在高位，建议关注经纪等轻资本业务具备特色的优质券商标的。

表5：重点公司 2025Q1 业绩汇总

| 证券代码 | 证券简称 | 营业收入(亿元) / 同比(%) | | | | 归母净利润(亿元) / 同比(%) | | | | |
|-----------|------|------------------|-------|-------|-------|-------------------|-------|--------|--------|---------|
| | | 24Q1 | 24Q2 | 24Q3 | 24Q4 | 24Q1 | 24Q2 | 24Q3 | 24Q4 | 25Q1 |
| 600030.SH | 中信证券 | 138 | 164 | 160 | 176 | 50 | 56 | 62 | 49 | 65 |
| | | -10.4% | 1.7% | 11.5% | 23.7% | -8.5% | -4.7% | 21.9% | 48.3% | 32.0% |
| 601688.SH | 华泰证券 | 61 | 113 | 140 | 100 | 23 | 30 | 72 | 28 | 34~37 |
| | | -32.1% | 20.9% | 57.8% | 7.4% | -29.4% | -8.8% | 138.0% | -10.6% | 50%~60% |

资料来源：iFinD、各公司公告，民生证券研究院。注：25Q1 归母净利润数据来自公司业绩预增公告

中信证券 25Q1 业绩增速保持高位，资管业务收入提供有力支撑。公司财富管理与资产管理业务龙头优势显著。2024 年末中信证券非货币市场公募基金保有规模 2088 亿元，继续保持证券行业第一，规模同比增长 10%。受益于对 ETF 产品的较早布局，控股子公司华夏基金 2024 年管理规模快速扩张，2024 年营收和净利润分别为 80 亿元、22 亿元，同比增长 9.61%、7.20%。我们认为在权益市场平稳向好趋势下，中信证券经纪与资管业务收入有望持续回升。24Q4 中信证券营业收入 176 亿元 (YoY+23.7%)，归母净利润 49 亿元 (YoY+48.3%)，均延续回升趋势。按照业绩预告，公司 25Q1 归母净利润达到 65 亿元 (YoY+32%)。

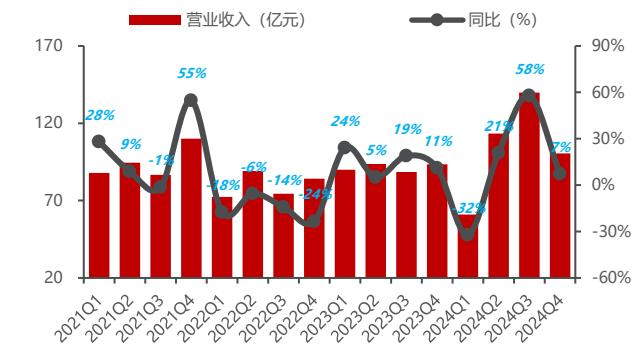
华泰证券 25Q1 业绩保持较快增速，经纪业务优势或持续巩固。根据易观千帆统计，2025 年 1 月末公司 APP “涨乐财富通”月度活跃用户数为 1092 万，继续位居证券行业首位，同比增长 18%。2024 年末公司非货币市场基金销售保有规模 1666 亿元位居行业第二，同比增长 4%。我们认为在资本市场交投活跃背景下，公司 APP 月活用户数持续增长，公司有望进一步巩固经纪、资管等业务优势。24Q4 华泰证券营业收入 100 亿元 (YoY+7.4%)，归母净利润 28 亿元 (YoY-10.6%)。按照最新业绩预告，公司 25Q1 归母净利润 34~37 亿元 (YoY+50%~+60%)。

图11：中信证券单季营业收入规模及增速


资料来源：iFinD，民生证券研究院

图12：中信证券单季归母净利润规模及增速


资料来源：iFinD，民生证券研究院。注：25Q1 归母净利润数据来自公司业绩预增公告

图13：华泰证券单季营业收入规模及增速


资料来源：iFinD，民生证券研究院

图14：华泰证券单季归母净利润规模及增速


资料来源：iFinD，民生证券研究院。注：25Q1 归母净利润数据来自公司业绩预增公告区间中值

3 风险提示

- 1) 政策不及预期：**影响资本市场活跃度表现，拖累券商营收；部分政策推出不及预期，或间接令行业创新不及预期。
- 2) 资本市场波动加大：**拖累券商投资端表现，造成净利润大幅波动。
- 3) 居民财富增长不及预期：**宏观经济复苏放缓，影响居民可支配收入和消费预期，导致居民购买力和财富管理需求下降。
- 4) 投行业务收入恢复不及预期：**IPO 与再融资增速超预期放缓，债权承销增长不及预期等，可能导致券商投行业务继续承压。
- 5) 并购重组推进放缓：**上市公司并购重组实施存在不确定性，若推进速度放缓，可能导致券商并购与财务顾问业务收入下降，券商业绩改善不及预期。

插图目录

| | |
|------------------------------|----|
| 图 1: 上市券商自营业务收入规模及增速 | 4 |
| 图 2: 上市券商金融投资规模及增速 | 4 |
| 图 3: 上市券商经纪业务收入规模及增速 | 4 |
| 图 4: 沪深两市单季股基成交额 | 4 |
| 图 5: 上市券商资管业务收入规模及增速 | 5 |
| 图 6: 券商资产管理业务规模及增速 | 5 |
| 图 7: 上市券商利息收入规模及增速 | 6 |
| 图 8: 全市场融资融券规模及增速 | 6 |
| 图 9: 上市券商投行业务收入规模及增速 | 6 |
| 图 10: 股权承销规模及增速 | 6 |
| 图 11: 中信证券单季营业收入规模及增速 | 11 |
| 图 12: 中信证券单季归母净利润规模及增速 | 11 |
| 图 13: 华泰证券单季营业收入规模及增速 | 11 |
| 图 14: 华泰证券单季归母净利润规模及增速 | 11 |

表格目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 重点公司盈利预测、估值与评级 | 1 |
| 表 1: 24Q4/25Q1 上市券商整体业绩预测 | 3 |
| 表 2: 券商 2024 年业绩公告与 2025 全年业绩前瞻 | 7 |
| 表 3: 近期券商发布 25Q1 业绩预增情况 | 9 |
| 表 4: 近期券商回购情况 | 9 |
| 表 5: 重点公司 2025Q1 业绩汇总 | 10 |

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投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

评级说明

| 投资建议评级标准 | 评级 | 说明 |
|---|------|-------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 推荐 | 相对基准指数涨幅 15%以上 |
| | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5%~15%之间 |
| | 中性 | 相对基准指数涨幅-5%~5%之间 |
| | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |
| 行业评级 | 推荐 | 相对基准指数涨幅 5%以上 |
| | 中性 | 相对基准指数涨幅-5%~5%之间 |
| | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048