



➤ **A 股券商板块 2025 年以来整体维持震荡，板块大幅跑输大盘，但业绩修复向好推动估值逐步消化。**截至 2025 年 6 月 6 日，今年以来券商板块指数累计下跌 9.2%，跑输沪深 300 指数约 7.6 个百分点。截至 5 月末，板块呈现三阶段表现：1) 第一阶段：2025 年 1-3 月中旬，板块冲高回落维持震荡；2) 第二阶段：3 月中旬-4 月中旬：板块伴随大盘深度调整；3) 第三阶段：4 月中旬以来，政策提振板块估值回升，板块整体仍处震荡区间。主要指数方面，1Q25 沪深 300 指数整体维持窄幅震荡格局，而恒生指数点位与港股交投热度保持高位。

➤ **近两季券商收入持续增长，归母净利润大增。(1) 收入和净利润方面**，1Q25，43 家上市券商营业收入 1261 亿元，同比+19.0%。4Q24 上市券商单季收入同比提速，而 1Q25 增速有所放缓。1Q25 归母净利润 519 亿元，同比+78.7%。归母净利润连续 5 季度环比修复，近 2 个季度同比大幅增长。(2) **从分项业务来看**，1Q25 上市券商自营与经纪收入占营收比重过半，自营占比保持 2011 年以来高位。1Q25 上市券商自营/经纪/资管/信用/投行收入分别为 485/330/100/77/67 亿元，同比+44.8%/+43.3%/-6.0%/+12.1%/-1.3%，业务收入占比分别为 39%/26%/8%/6%/5%。自营单季收入仍保持较快增速，经纪与利息收入近两季度均同比增长，但投行收入仍同比回落，且资管收入同比转负。(3) **盈利方面**，1Q25 归母净利率升至近年高位，净资产收益率同比大幅增长。1Q25 业务及管理费率与其他业务成本率环比回落，而归母净利率环比升至 41.2%，为近年新高。1Q25 券商净资产收益率 (ROE) 7.75%，同比+3.15pct。我们认为随着证券公司盈利能力改善，市场回暖周期内整体业绩有望持续提升。

➤ **资金类业务方面**，1) **自营业务**，1Q25 上市券商自营收入 485 亿元，同比+50.3%。尽管 4Q24/1Q25 自营收入规模较 3Q24 高点有所回落，但仍超 2021-2023 年季度均值而保持高位。金融投资同比较 24 年末反弹，自营总收益率也环比回升。2) **信用业务**，1Q25 末上市券商融出资金余额 1.62 万亿元，同比+33.3%，同比增幅扩大。其中两融余额保持高位，但买入返售余额同比仍降。

➤ **收费类业务方面**，1) **经纪业务**，4Q24 股基成交额创历史新高，近两季市场交投热度不减，4Q24/1Q25 沪深两市日均成交额 2.07 万亿/1.75 万亿元。而公募基金费率改进入二阶段，交易佣金率同比降幅显著。上市券商 1Q25 经纪收入 330 亿元，同比+43.1%。2) **投行业务**，4Q24/1Q25 投行收入同比仍降，但降幅基本持稳。1Q25 券商 IPO/增发承销规模分别为 150/1317 亿元，同比-31.7%/+83.1%；债券承销规模 488 亿元，同比-20.0%，同比增速较 4Q24 转降，我们认为 1Q25 债券融资节奏放缓主要与流动性阶段性偏紧有关，随着 5 月降准降息落地，后续债承规模有望企稳回升；3) **资管业务**，1Q25 券商资管 AUM 规模有所下降，平均费率 0.17%较 24Q1 同比回落。随着存量资管业务转型逐步完成，我们认为集合资管 AUM 规模有望企稳，同时参照公募基金运作的大集合产品费率逐步调整完毕，未来券商资管费率与收入有望平稳增长。

➤ **业绩修复与并购重组交易主线有望延续，估值仍处低位配置价值凸显。**上市券商自营收入保持较快增速，持续为业绩提供支撑，同时伴随业绩改善、并购重组和再融资推进，券商净资产规模有望持续增厚，在攻防两端推动 ROE 提升。2025 年行业内并购重组后的整合协同效应有望逐步显现。随着 4Q24 与 1Q25 业绩修复，1Q25 券商净资产规模企稳，估值逐步消化。2025 年以来，证券行业指数市净率 (PB-MRQ) 大致保持在 1.45x 水平，位于 2014 年至今 11 年以来偏低区域，配置价值凸显。

➤ **投资建议：**年初以来政策定调积极，降准降息有望呵护流动性，中长期资金持续入市提振市场信心，我们认为 2025 年市场交投热度或持续高位，主要股票与债券指数有望延续向好趋势，业绩修复与并购重组或仍是行业主线。我们建议关注业绩修复阶段在多业务条线具备龙头优势的优质券商标的，重点关注中信证券、华泰证券、中国银河等。

➤ **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、并购重组推进放缓。

推荐

维持评级



分析师 张凯峰

执业证书：S0100524070006

邮箱：zhangkaifeng@mszq.com

研究助理 李劲峰

执业证书：S0100124080012

邮箱：lijinfeng_2@mszq.com

相关研究

- 1.非银行业深度研究：新旧金融的桥梁：稳定币如何重塑非银金融生态？-2025/06/09
- 2.非银行业周报 20250608：险资成立私募基金的考量-2025/06/08
- 3.非银行业周报 20250601：险资“长钱”持续入市-2025/06/02
- 4.保险行业点评：寿险累计增速转正，财险多险种共振支撑增长-2025/06/01
- 5.非银行业周报 20250525：险资一季度加仓股票-2025/05/25

目录

1 板块整体维持震荡，表现跑输大盘	3
2 业绩总结：单季盈利增速回升，净利率显著改善	6
2.1 近两季券商收入持续增长，归母净利润大增	6
2.2 盈利能力：业务成本费率回落，净利率升至近年高点	9
3 自营：投资规模扩张与收益率回升趋势有望延续	12
4 经纪：交投活跃有望延续，佣金率拖累仍然较大	16
5 资管：非货 AUM 保持增长，管理费率有所承压	19
6 信用：利息净收入同比增长，融出资金规模扩大	22
7 投行：再融资收入提供支撑，IPO 与债承偏弱	25
8 投资建议	29
9 风险提示	31
插图目录	32
表格目录	33

1 板块整体维持震荡，表现跑输大盘

今年以来 A 股市场整体呈现震荡的结构性行情，中间伴随 4 月因关税政策的较大浮动波动，截至 2025 年 6 月 6 日，今年以来券商板块指数累计下跌 9.2%，相较沪深 300 指数年初至今累计下跌 1.5% 的表现，跑输约 7.6 个百分点。

券商板块股价表现呈现显著的阶段性特征，主要受政策环境、市场情绪、业绩表现及行业整合等多重因素驱动。

第一阶段：2025 年 1-3 月中旬，板块冲高回落维持震荡。

2025 年 1 月初权益市场开年即调整，同时固收市场整体震荡，涨势趋缓，导致券商自营业务收入环比下滑；全市场日均成交量有所下降，经纪业务景气度降至低位，因此一月份券商板块延续 2024 年末的调整趋势，市场对政策预期持观望态度，板块整体表现平淡。二月份板块迎来阶段性反弹，2 月首周（2 月 7 日当周）券商板块累计上涨 4.04%，主要受 2024 年业绩回暖预期支撑。同时，2025 年 2 月以来，沪市新增开户数同比回升，前四月沪市新开户人数达 1053 万人，同比 +31.7%。伴随年报业绩预期和新增开户数的回暖，板块 2 月迎来阶段性反弹，3 月板块冲高后有所回落。

第二阶段：3 月中旬-4 月中旬：板块伴随大盘深度调整。

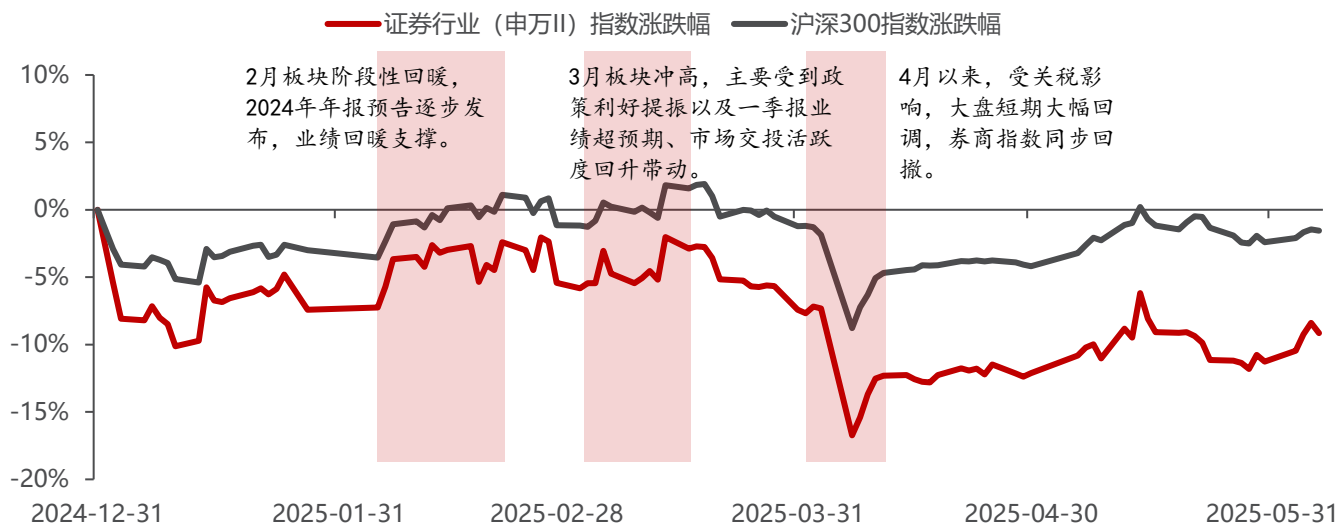
受关税不确定性等影响，3 月中旬后，大盘整体呈现回调态势，尤其是 4 月初大盘深度回调，券商板块延续弱势，4 月 9 日跌至年内最低点，同时经纪业务景气度回落、两融余额松动及投行业务环比下滑等因素加剧调整压力。

第三阶段：4 月中旬以来，政策提振板块估值回升，板块整体仍处震荡区间。

在金融支持稳市场政策、公募基金改革方案等政策组合拳带动下，券商板块阶段性反弹。4 月两市成交额环比下降明显，5 月伴随政策支持的落地，交投活跃度有所回升，板块伴随大盘整体呈现修复态势。

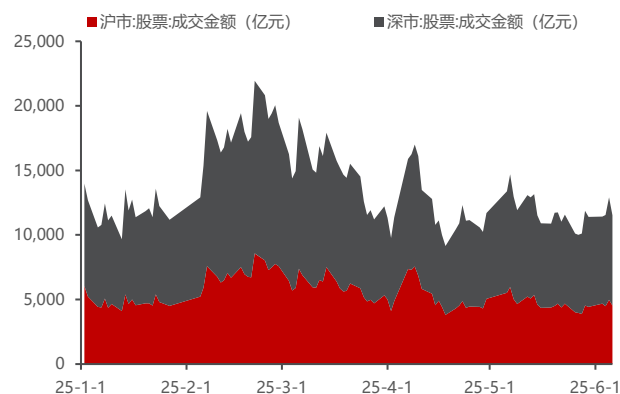
港股总市值持续提升，交易热度居高不下。2024 年至今中国香港上市公司数量保持平稳增长。2024 年香港交易所主板与创业板股票换手率触底回升，2024 年 9 月后受政策组合拳提振，港股换手率大幅提升。2025 年 2 月以来，DeepSeek 在全球火爆出圈，推动中国科技股价值重估，港股市场换手率与成交额再度放量，港股总市值也从 2024 年 1 月末的 28 万亿港元，上升至 2025 年 5 月末的 41 万亿港元，增幅达到 45%。整体来看，1Q25 沪深 300 指数整体维持窄幅震荡格局，恒生指数点位与港股交投热度保持高位。

图1：2025 年截至 6 月初证券行业指数跑输沪深 300 指数



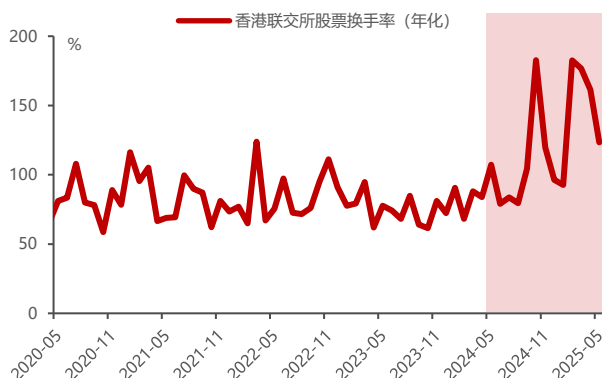
资料来源：iFinD，民生证券研究院。注：指数涨跌幅截至 2025/6/6

图2：4 月以来两市成交额有所下降，经纪业务景气度阶段性回落



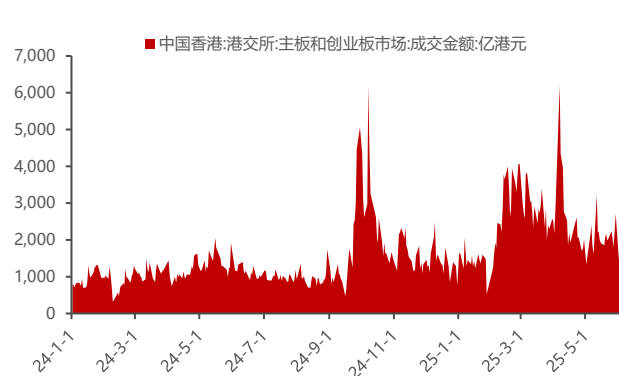
资料来源：iFinD，民生证券研究院。注：成交额截至 2025/6/6

图4：港股市场 2024 年下半年以来换手率明显提升



资料来源：iFinD，民生证券研究院。注：1) 年化换手率=当月股票成交总额/月末总市值×12；2) 数据截至 2025 年 5 月末

图3：2025 年以来港股市场成交量整体抬升



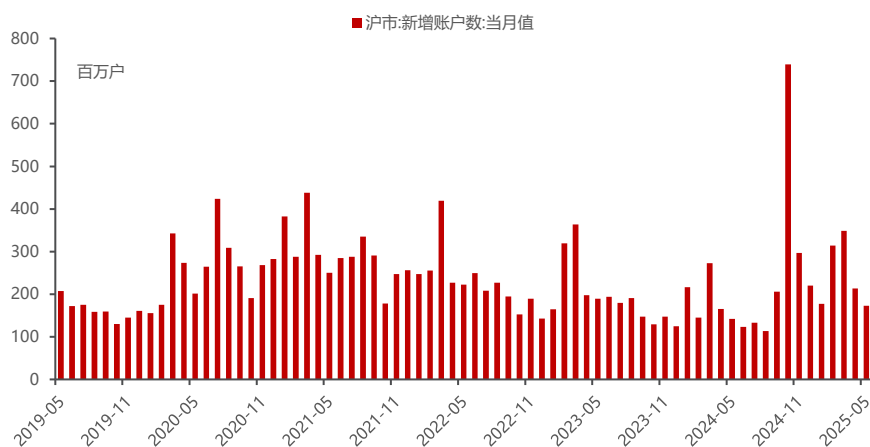
资料来源：iFinD，民生证券研究院。注：成交额截至 2025/6/6

图5：港交所总市值和上市公司数稳步增加



资料来源：iFinD，民生证券研究院。注：总市值与上市公司数量均截至 2025/5/31

图6：2025 年沪市新开户数冲高回落



资料来源：iFinD，民生证券研究院

2 业绩总结：单季盈利增速回升，净利率显著改善

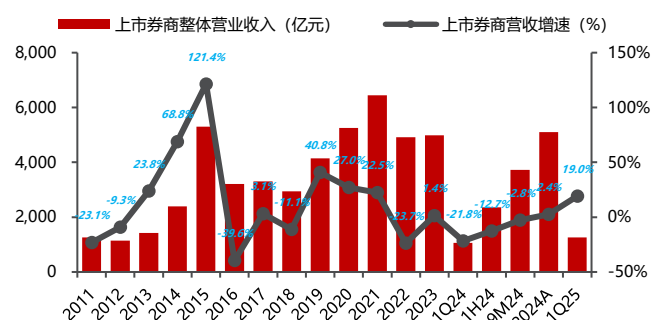
2.1 近两季券商收入持续增长，归母净利润大增

我们根据 43 家 A 股上市券商发布的 2024 年度和 2025 年一季度报告，观察证券行业整体业绩修复情况。

4Q24 上市券商单季收入同比提速，而 1Q25 收入同比增速有所放缓。4Q24 上市券商营业收入 1511 亿元，同比+30.8%；1Q25 上市券商营业收入 1261 亿元，同比+19.0%。整体来看，3Q24 单季度上市券商营收同比增速转增，4Q24 单季收入同比提速，尽管 1Q25 增速有所放缓，上市券商整体收入仍延续修复向好趋势。

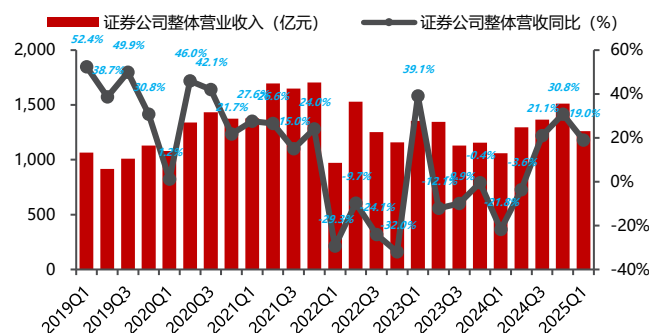
4Q24/1Q25 上市券商归母净利润同比均大幅增长。4Q24 上市券商归母净利润 435 亿元，同比+136.4%；1Q25 归母净利润 519 亿元，同比+78.7%。1Q24-1Q25，上市券商归母净利润连续 5 个季度环比修复，近 2 个季度同比也均大幅增长。

图7：上市券商营业收入及增速



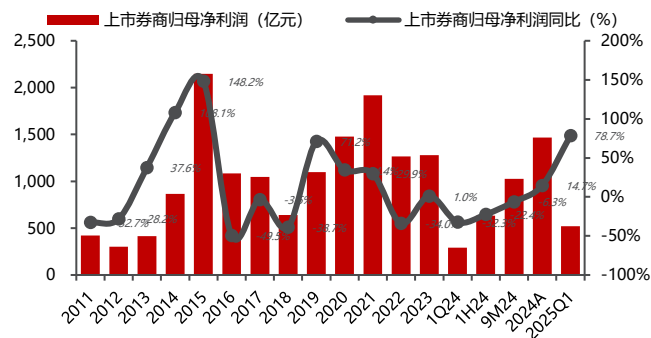
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图8：上市券商单季营业收入及增速



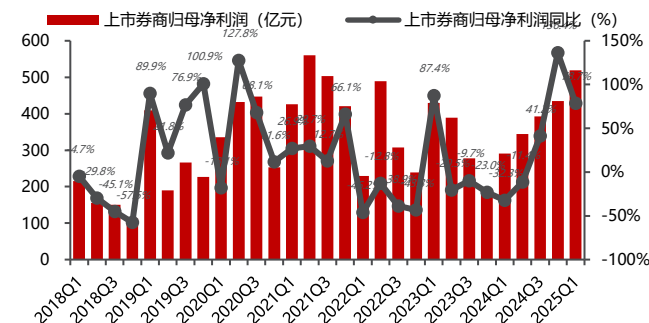
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图9：截至 1Q25 上市券商归母净利润及增速



资料来源：iFinD，民生证券研究院

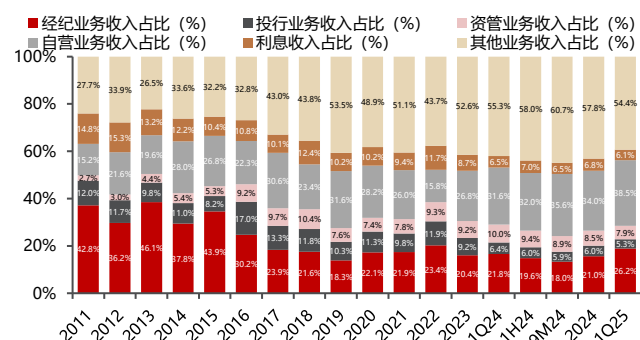
图10：截至 1Q25 上市券商单季利润及增速



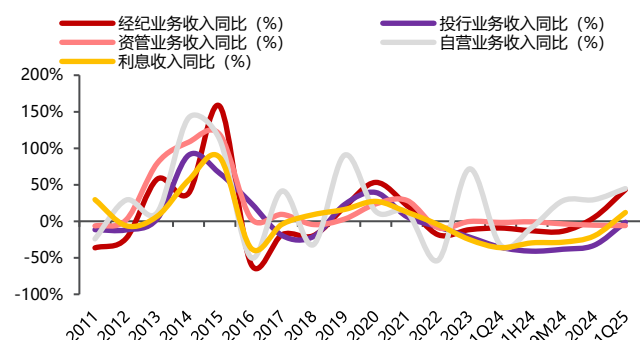
资料来源：iFinD，民生证券研究院

从业务分项来看，1Q25 自营+经纪收入合计占比过半，自营收入占比保持自 2011 年以来高位。2025 第一季度上市券商自营/经纪/资管/信用/投行业务收入分别为 485/ 330/ 100/ 77/ 67 亿元，同比增速+44.8%/ +43.3%/ -6.0%/ +12.1%/ -1.3%，业务收入占比分别为 39%/ 26%/ 8%/ 6%/ 5%，占比同比变动+6.8pct/ +4.4pct/ -2.1pct/ -0.4pct/ -1.1pct。

从收入增速来看，自营、经纪与利息收入实现快速修复，投行与资管仍承压。截至 1Q25 自营收入仍同比大幅增长，2Q24 以来单季自营收入均保持较快增速，经纪与利息收入近两季度均实现同比增长，但投行收入同比仍小幅回落，资管单季收入同比转降。占比方面，1Q25 上市券商自营收入占营业收入比例为 38.5%，较 4Q24 末冲高回落，经纪占比回升，而其他分项业务收入占比均有所下降。我们认为，券商自营收入增速易受阶段性行情影响，但股市行情向好叠加交投活跃度提升，经纪与利息收入有望延续回暖格局；二级市场交投热度传递，投融资综合改革持续深化，一级市场融资有望逐步修复，投行业务收入也有望受益。

图11：截至 1Q25 自营与经纪收入占比过半


资料来源：iFinD，民生证券研究院

图12：截至 1Q25 自营收入仍为主要拉动项


资料来源：iFinD，民生证券研究院

表1：上市券商营业收入规模及同比增速（单位：亿元，%）

序号	证券公司	证券代码	2021	2022	2023	2024	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
1	中信证券	600030.SH	765.2	651.1	600.7	637.9	137.5	164.3	159.6	176.5	177.6
			41%	-15%	-8%	6%	-10%	2%	12%	24%	29%
2	国泰海通	601211.SH	428.2	354.7	361.4	434.0	79.8	90.9	119.3	144.0	117.7
			22%	-17%	2%	20%	-14%	0%	37%	58%	47%
3	华泰证券	601688.SH	379.1	320.3	365.8	414.7	61.1	113.4	139.8	100.4	82.3
			21%	-15%	14%	13%	-32%	21%	58%	7%	35%
4	中国银河	601881.SH	359.8	336.4	336.4	354.7	72.1	98.7	100.0	83.9	75.6
			52%	-7%	0%	5%	-17%	13%	24%	3%	5%
5	广发证券	000776.SZ	342.5	251.3	233.0	272.0	49.5	68.3	73.6	80.6	72.4
			17%	-27%	-7%	17%	-24%	1%	54%	53%	46%
6	中金公司	601995.SH	301.3	260.9	229.9	213.3	38.7	50.4	45.4	78.8	57.2
			27%	-13%	-12%	-7%	-38%	-19%	-10%	43%	48%
7	申万宏源	000166.SZ	343.1	206.1	215.0	247.4	56.8	52.0	65.8	72.8	54.8
			17%	-40%	4%	15%	-1%	-20%	63%	39%	-4%
8	东方证券	600958.SH	243.7	187.3	170.9	191.9	36.1	49.6	55.1	51.1	53.8
			5%	-23%	-9%	12%	-19%	17%	10%	51%	49%
9	国信证券	002736.SZ	238.2	158.8	173.2	201.7	33.6	44.0	45.1	79.0	52.8
			27%	-33%	9%	16%	-19%	9%	7%	62%	57%
10	中信建投	601066.SH	298.7	275.7	232.4	211.3	42.9	52.3	47.9	68.1	49.2
			28%	-8%	-16%	-9%	-36%	-23%	-3%	40%	15%

11	招商证券	600999.SH	294.3	192.2	198.2	208.9	43.0	53.0	46.8	66.1	47.1
			21%	-35%	3%	5%	-10%	-12%	15%	34%	10%
12	东吴证券	601555.SH	92.5	104.9	112.8	115.3	22.3	28.3	33.9	31.0	30.9
			26%	13%	8%	2%	-1%	-8%	25%	-5%	39%
13	浙商证券	601878.SH	164.2	168.1	176.4	158.2	38.8	41.2	39.0	39.2	29.9
			54%	2%	5%	-10%	-21%	17%	-6%	-22%	-23%
14	方正证券	601901.SH	86.2	77.8	71.2	77.2	19.8	17.4	17.1	22.9	29.6
			14%	-10%	-8%	8%	12%	-24%	6%	58%	49%
15	兴业证券	601377.SH	189.7	106.6	106.3	123.5	23.8	30.1	34.2	35.4	27.9
			8%	-44%	0%	16%	-43%	9%	78%	100%	17%
16	中泰证券	600918.SH	131.5	93.2	127.6	108.9	25.4	25.6	23.3	34.7	25.4
			27%	-29%	37%	-15%	-29%	-16%	-12%	-1%	0%
17	长江证券	000783.SZ	86.2	63.7	69.0	68.0	13.3	15.2	19.5	19.9	25.1
			11%	-26%	8%	-1%	-38%	-9%	48%	14%	89%
18	光大证券	601788.SH	167.1	107.8	100.3	96.0	22.0	19.8	22.2	31.9	25.0
			5%	-35%	-7%	-4%	-20%	-42%	41%	40%	14%
19	国金证券	600109.SH	71.3	57.3	67.3	66.6	14.8	11.9	16.1	23.7	18.9
			18%	-20%	17%	-1%	-24%	-13%	-5%	39%	27%
20	国联民生	601456.SH	29.7	26.2	29.6	26.8	1.7	9.1	9.2	6.8	15.6
			58%	-12%	13%	-9%	-74%	-19%	31%	51%	801%
21	国元证券	000728.SZ	61.1	53.4	63.6	78.5	14.0	16.8	19.7	27.9	15.2
			35%	-13%	19%	23%	-9%	8%	8%	96%	8%
22	东北证券	000686.SZ	74.8	50.8	64.8	65.1	11.8	14.3	19.4	19.6	14.8
			13%	-32%	28%	0%	-36%	-17%	50%	21%	26%
23	华安证券	600909.SH	34.8	31.6	36.5	45.4	8.3	11.3	12.2	13.7	14.3
			4%	-9%	16%	24%	-20%	30%	49%	47%	72%
24	东兴证券	601198.SH	53.8	34.3	47.4	93.7	19.8	29.0	31.9	13.0	14.3
			-5%	-36%	38%	98%	113%	227%	168%	-25%	-28%
25	长城证券	002939.SZ	77.6	31.3	39.9	40.2	9.1	10.8	8.7	11.7	12.8
			13%	-60%	28%	1%	-19%	0%	-8%	39%	41%
26	西部证券	002673.SZ	67.5	53.1	68.9	67.1	16.0	17.3	11.0	22.8	12.2
			30%	-21%	30%	-3%	-12%	-18%	-38%	95%	-24%
27	华西证券	002926.SZ	51.2	33.8	31.8	39.2	6.5	7.7	8.2	16.9	10.9
			9%	-34%	-6%	23%	-43%	-14%	44%	185%	68%
28	财通证券	601108.SH	64.1	48.3	65.2	62.9	14.1	16.2	14.2	18.4	10.7
			-2%	-25%	35%	-4%	-21%	-4%	-4%	18%	-24%
29	信达证券	601059.SH	38.0	34.4	34.8	32.9	8.3	7.6	7.5	9.4	9.7
			20%	-10%	1%	-6%	-23%	-6%	-10%	26%	16%
30	国海证券	000750.SZ	51.7	36.2	41.9	42.2	8.0	11.2	10.0	13.0	8.3
			15%	-30%	16%	1%	-19%	3%	5%	12%	3%
31	南京证券	601990.SH	27.4	20.1	24.8	31.5	8.8	8.0	6.9	7.8	7.8
			16%	-27%	23%	27%	37%	22%	44%	11%	-12%
32	山西证券	002500.SZ	39.9	41.6	34.7	31.5	6.3	7.7	7.7	9.9	7.5
			20%	4%	-17%	-9%	-45%	2%	31%	-1%	19%
33	中银证券	601696.SH	33.3	29.6	29.4	28.9	6.2	6.3	6.7	9.7	7.5
			3%	-11%	-1%	-2%	-10%	-31%	10%	31%	22%
34	第一创业	002797.SZ	32.5	26.1	24.9	35.3	6.7	8.5	8.8	11.3	6.6
			4%	-20%	-5%	42%	-3%	13%	88%	96%	-2%
35	天风证券	601162.SH	44.1	17.2	34.3	27.0	1.8	5.4	6.2	13.6	6.3
			1%	-61%	99%	-21%	-87%	-29%	42%	64%	243%
36	西南证券	600369.SH	31.0	17.9	23.3	25.7	5.8	6.1	5.7	8.0	6.1
			-2%	-42%	30%	10%	-21%	-17%	39%	80%	5%
37	红塔证券	601236.SH	67.3	8.4	12.0	20.2	3.9	6.4	6.0	4.0	5.7
			21%	-88%	44%	68%	-21%	121%	521%	22%	46%
38	华创云信	600155.SH	37.7	25.3	30.0	33.5	6.1	8.7	7.1	11.6	5.4
			1122%	-33%	19%	12%	-18%	13%	24%	27%	-12%
39	财达证券	600906.SH	25.2	16.4	23.2	24.4	4.3	6.6	6.1	7.4	4.9
			23%	-35%	41%	5%	-31%	10%	15%	33%	13%
40	中原证券	601375.SH	44.2	18.8	19.7	16.9	6.4	5.5	0.9	4.0	4.0
			42%	-57%	5%	-14%	39%	-5%	-78%	-19%	-38%
41	华林证券	002945.SZ	14.0	14.0	10.2	14.3	2.7	3.5	4.0	4.2	3.2
			-6%	0%	-27%	41%	12%	52%	41%	60%	19%
42	太平洋	601099.SH	16.3	11.7	13.7	13.2	2.8	2.6	3.2	4.5	3.1
			39%	-28%	17%	-4%	-40%	-7%	13%	35%	11%
43	锦龙股份	000712.SZ	10.1	2.5	1.9	6.6	0.2	3.3	1.3	1.7	0.3
			-40%	-75%	-22%	245%	-88%	-815%	3215%	388%	25%

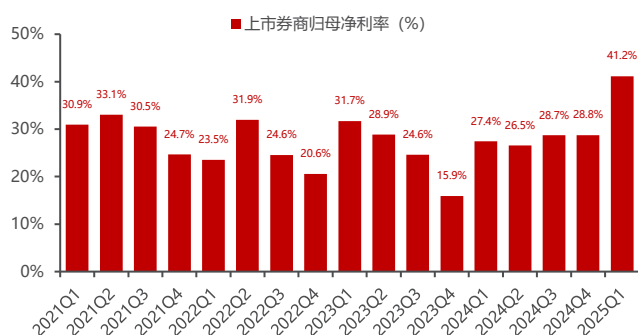
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

2.2 盈利能力：业务成本费率回落，净利率升至近年高点

1Q25 归母净利率升至近年来最高水平。4Q24 上市券商归母净利率 28.8%，与 3Q24 水平接近；而 1Q25 归母净利率进一步环比升至 41.2%，同比+13.74pct，为 2017 年以来单季最高水平。从盈利和成本结构来看，归母净利率提升，其他业务成本和其他营业支出占比环比下降。

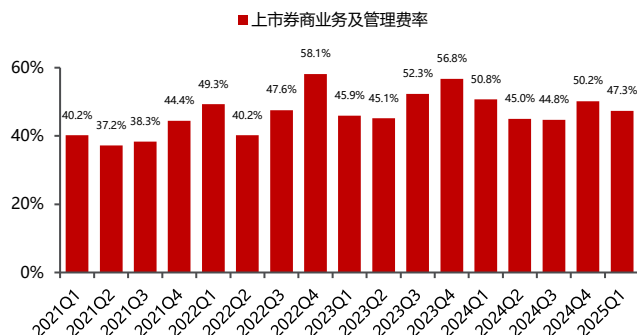
业务及管理费率与其他业务成本率环比下降。从营业支出的两大分项：业务及管理费与其他业务成本来看，3Q24-1Q25 近三个季度，券商业务及管理费率分别为 44.8%/ 50.2%/ 47.3%，在 4Q24 季节性冲高后有所回落；同期的其他业务成本率（其他业务成本占营收比例）分别为 20.4%/ 11.7%/ 9.2%，2Q24 至今整体维持下行趋势。1Q25 业务及管理费率与其他业务成本率环比下降，对归母净利率贡献显著。

图13：截至 1Q25 上市券商归母净利率



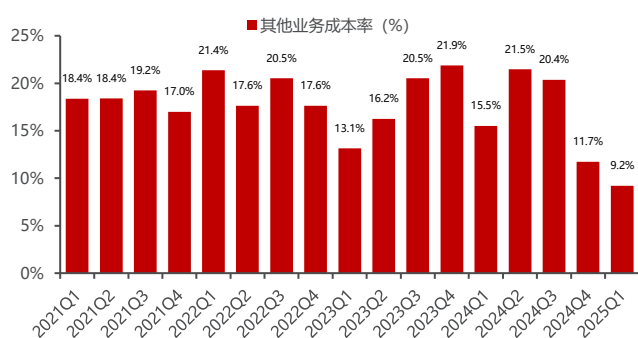
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图14：截至 1Q25 上市券商业务及管理费率



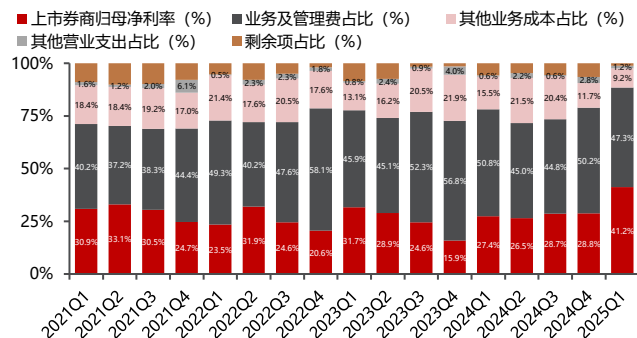
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图15：截至 1Q25 上市券商其他业务成本率



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图16：截至 1Q25 上市券商利润与成本结构

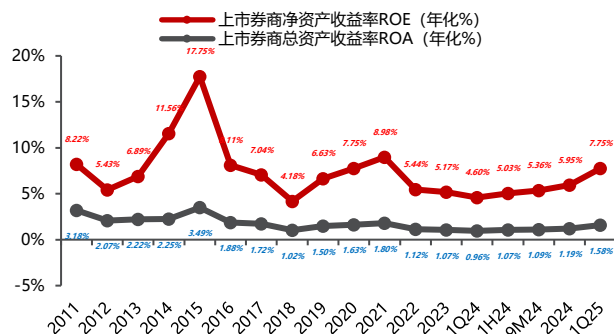


资料来源：iFinD，民生证券研究院

1Q25 券商净资产收益率同比大幅回升。1Q25 上市券商净资产收益率 (ROE) 为 7.75%，同比+3.15pct。从 ROA 与权益乘数分解来看，上市券商总资产收益率/权益乘数分别为 1.58%/ 4.9x，同比分别+0.62pct/ +0.10x，对 ROE 同比变动的贡献分别为+2.99pct/ +0.16pct。近年来，一方面监管鼓励券商推进集约型发展

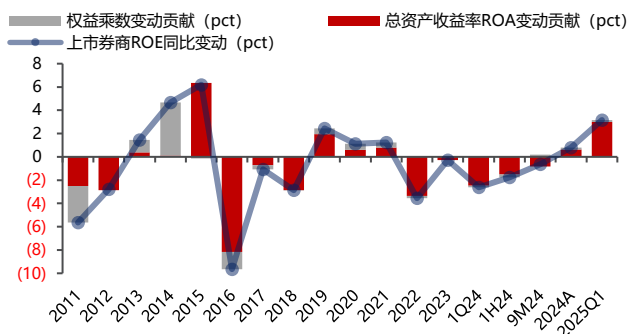
模式，叠加市场下行时期积极调整负债结构，行业杠杆水平保持低位，权益乘数变动对 ROE 的影响较小。而 2024 年全年与 1Q25，上市券商总资产收益率环比增长，对 ROE 拉动显著。在 2022-2024 年行业调整期，上市券商通过降低成本、优化负债结构等方式提升盈利能力，而在市场热度回升周期，我们认为行业整体业绩有望持续提升。

图17：1Q25 上市券商 ROE 与 ROA 大幅回升



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图18：上市券商 ROA 对 ROE 提升贡献显著



资料来源：iFinD，民生证券研究院

表2：上市券商归母净利润规模及同比增速（单位：亿元，%）

序号	证券公司	证券代码	2021	2022	2023	2024	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
1	国泰海通	601211.SH	150.1	115.1	93.7	130.2	24.9	25.3	45.1	35.0	122.4
			35%	-23%	-19%	39%	-18%	-6%	56%	369%	392%
2	中信证券	600030.SH	231.0	213.2	197.2	217.0	49.6	56.1	62.3	49.0	65.5
			55%	-8%	-7%	10%	-8%	-5%	22%	48%	32%
3	华泰证券	601688.SH	133.5	110.5	127.5	153.5	22.9	30.2	72.1	28.3	36.4
			23%	-17%	15%	20%	-29%	-9%	138%	-11%	59%
4	中国银河	601881.SH	104.3	77.6	78.8	100.3	16.3	27.6	25.8	30.7	30.2
			44%	-26%	2%	27%	-27%	2%	55%	140%	85%
5	广发证券	000776.SZ	108.5	79.3	69.8	96.4	15.4	28.2	24.0	28.7	27.6
			8%	-27%	-12%	38%	-29%	19%	89%	146%	79%
6	国信证券	002736.SZ	101.1	60.9	64.3	82.2	12.3	19.1	17.4	33.4	23.3
			53%	-40%	6%	28%	-31%	5%	36%	115%	90%
7	招商证券	600999.SH	116.5	80.7	87.6	103.9	21.6	25.9	24.0	32.4	23.1
			23%	-31%	9%	19%	-5%	5%	43%	37%	7%
8	中金公司	601995.SH	107.8	76.0	61.6	56.9	12.4	9.9	6.3	28.4	20.4
			50%	-30%	-19%	-8%	-45%	-24%	-40%	83%	65%
9	申万宏源	000166.SZ	94.0	27.9	46.1	52.1	13.9	7.4	17.2	13.6	19.8
			21%	-70%	65%	13%	-31%	-57%	187%	426%	42%
10	中信建投	601066.SH	102.4	75.1	70.3	72.2	12.3	16.3	14.4	29.3	18.4
			8%	-27%	-6%	3%	-50%	-13%	4%	118%	50%
11	东方证券	600958.SH	53.7	30.1	27.5	33.5	8.9	12.3	11.9	0.5	14.4
			97%	-44%	-9%	22%	-38%	159%	25%	-147%	62%
12	方正证券	601901.SH	18.2	21.5	21.5	22.1	7.8	5.7	6.1	2.4	12.0
			66%	18%	0%	3%	41%	-36%	24%	12%	52%
13	东吴证券	601555.SH	23.9	17.4	20.0	23.7	4.6	7.1	6.7	5.3	9.8
			40%	-27%	15%	18%	-22%	-12%	87%	108%	115%
14	长江证券	000783.SZ	24.1	15.1	15.5	18.3	4.0	3.8	6.5	4.0	9.8
			16%	-37%	3%	19%	-47%	10%	593%	15%	144%
15	光大证券	601788.SH	34.8	31.9	42.7	30.6	6.8	7.1	6.0	10.7	8.2
			49%	-8%	34%	-28%	-29%	-51%	-69%	-1332%	20%
16	国元证券	000728.SZ	19.1	17.3	18.7	22.4	4.6	5.4	5.7	6.7	6.4
			39%	-9%	8%	20%	-11%	36%	11%	53%	38%
17	长城证券	002939.SZ	17.7	9.0	14.4	15.8	3.5	3.7	3.8	4.8	6.1
			18%	-49%	60%	10%	-22%	-16%	16%	113%	72%
18	国金证券	600109.SH	23.2	12.0	17.2	16.7	3.7	0.9	4.4	7.8	5.8
			24%	-48%	43%	-3%	-39%	-68%	21%	61%	59%
19	浙商证券	601878.SH	22.0	16.5	17.5	19.3	4.5	3.4	4.8	6.7	5.6
			35%	-25%	6%	10%	-8%	-20%	15%	58%	24%

20	华安证券	600909.SH	14.2	11.8	12.7	14.9	2.8	4.3	4.3	3.4	5.2
			12%	-17%	8%	17%	-23%	48%	42%	9%	88%
21	兴业证券	601377.SH	47.4	26.4	19.6	21.6	3.3	6.1	3.8	8.4	5.2
			18%	-44%	-26%	10%	-60%	-37%	-276%	120%	57%
22	东兴证券	601198.SH	16.5	5.2	8.2	15.4	3.6	2.2	3.7	6.0	3.8
			7%	-69%	58%	88%	64%	65%	206%	72%	5%
23	国联民生	601456.SH	8.9	7.7	6.7	4.0	-2.2	3.1	3.1	0.0	3.8
			51%	-14%	-13%	-41%	-206%	-22%	144%	-103%	-272%
24	中泰证券	600918.SH	32.0	5.9	18.0	9.4	3.3	0.7	1.0	4.3	3.7
			27%	-82%	205%	-48%	-71%	-86%	-60%	-565%	12%
25	华西证券	002926.SZ	16.3	4.2	4.2	7.3	1.3	-0.9	2.1	4.7	3.0
			-14%	-74%	1%	71%	-69%	-171%	-242%	815%	138%
26	红塔证券	601236.SH	15.8	0.4	3.1	7.6	1.2	3.3	2.0	1.1	3.0
			12%	-98%	711%	145%	-47%	373%	-352%	15%	147%
27	西部证券	002673.SZ	14.1	4.3	11.7	14.0	2.0	4.6	0.8	6.7	2.9
			26%	-70%	172%	20%	-45%	29%	-54%	133%	48%
28	财通证券	601108.SH	25.7	15.2	22.5	23.4	4.6	4.7	5.5	8.7	2.9
			12%	-41%	48%	4%	-8%	-13%	17%	16%	-37%
29	中银证券	601696.SH	9.6	8.1	9.0	9.1	2.0	2.2	2.4	2.5	2.8
			9%	-16%	12%	1%	-20%	-43%	43%	172%	39%
30	南京证券	601990.SH	9.8	6.5	6.8	10.0	2.6	2.8	1.5	3.1	2.8
			21%	-34%	5%	48%	21%	18%	34%	180%	5%
31	山西证券	002500.SZ	8.0	5.7	6.2	7.1	1.6	1.6	2.1	1.8	2.5
			7%	-29%	8%	15%	-37%	16%	-522%	-37%	57%
32	西南证券	600369.SH	10.4	3.1	6.0	7.0	2.3	1.1	1.4	2.2	2.5
			-5%	-70%	95%	16%	2%	-53%	32%	576%	7%
33	信达证券	601059.SH	11.7	12.3	14.7	13.6	1.8	4.3	2.7	4.8	2.0
			43%	5%	20%	-7%	-14%	-16%	-24%	26%	11%
34	东北证券	000686.SZ	16.2	2.3	6.7	8.7	0.2	1.1	3.4	4.0	2.0
			22%	-86%	189%	31%	-94%	-36%	1060%	333%	860%
35	国海证券	000750.SZ	7.6	2.5	3.3	4.3	0.9	0.5	0.4	2.4	2.0
			5%	-67%	31%	31%	-59%	-70%	1963%	-474%	114%
36	财达证券	600906.SH	6.8	3.0	6.1	6.9	1.1	1.3	1.3	3.2	1.2
			28%	-56%	100%	13%	-45%	-37%	-11%	512%	6%
37	第一创业	002797.SZ	7.5	4.0	3.3	9.0	1.4	2.6	2.4	2.6	1.2
			-8%	-46%	-18%	173%	2%	47%	1906%	9860%	-18%
38	华林证券	002945.SZ	4.8	4.6	0.3	3.5	0.5	0.7	1.8	0.5	1.0
			-40%	-4%	-93%	1015%	-13%	70%	114%	-133%	88%
39	中原证券	601375.SH	5.1	1.1	2.1	2.5	1.3	0.7	-0.4	0.8	1.0
			392%	-79%	99%	16%	86%	-27%	-194%	2089%	-21%
40	太平洋	601099.SH	1.2	-4.6	2.5	2.2	0.3	0.3	0.7	0.8	0.7
			-116%	-479%	-155%	-12%	-77%	-45%	65%	-19512%	95%
41	天风证券	601162.SH	5.9	-15.1	3.1	-0.3	-3.8	0.5	-2.1	5.1	0.2
			29%	-357%	-120%	-110%	-169%	1067%	67%	-533%	-106%
42	华创云信	600155.SH	9.7	3.8	4.6	0.6	0.2	0.3	0.6	-0.5	-0.4
			47%	-61%	22%	-87%	-86%	-84%	224%	-136%	-314%
43	锦龙股份	000712.SZ	-1.3	-3.9	-3.8	-0.9	-1.0	0.5	-0.4	0.1	-1.0
			-299%	198%	-2%	-77%	3965%	-133%	-59%	-106%	-5%

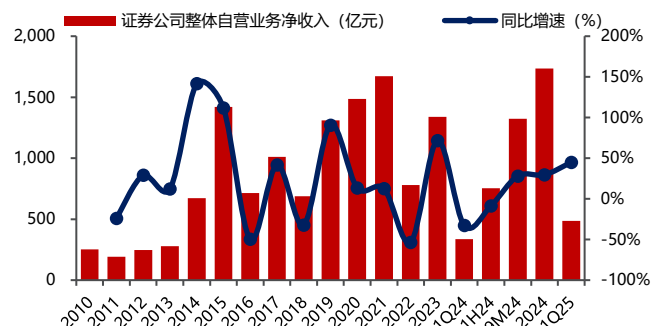
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

3 自营：投资规模扩张与收益率回升趋势有望延续

4Q24 与 1Q25 单季自营收入较 3Q24 高点回落,但整体仍保持高位。“924”行情后股票指数反弹, 3Q24 上市券商自营业务收入 570 亿元, 单季自营收入规模增至近年来高位, 同比+174.4%。4Q24 主要股票指数走势趋稳, 而债券收益率整体下行, 4Q24 券商自营收入环比回落至 427 亿元, 同比+26.9%。2025 年 TMT、科技板块迎来结构性行情, 1Q25 上市券商自营业务收入 485 亿元, 同比+50.3%, 保持较快增速。整体来看, 尽管 4Q24/1Q25 自营收入规模较 3Q24 高点有所回落, 但超过 2021-2023 年季度均值, 整体仍保持高位。

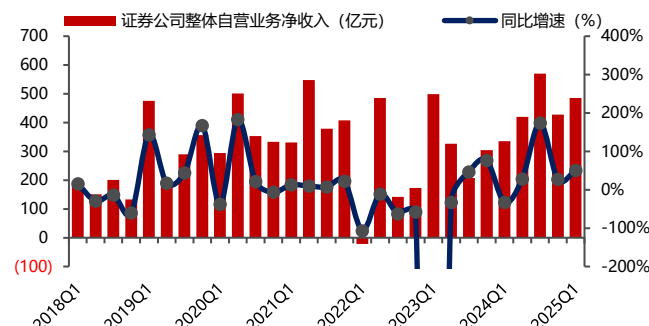
金融投资同比增速较 24 年末反弹。2018 年至今, 券商金融投资整体同比增速有所放缓。但截至 1Q25 末, 上市券商金融投资规模 6.52 万亿元, 同比增长 4.8%, 同比增速较 4Q24 末的-0.8%实现由负转增。从净资产与自营杠杆率两项来看, 近两个季度金融投资同比增速与净资产同比增速关联性较高, 4Q24/1Q25 末证券公司净资产规模同比-0.4%/ 6.1%, 同样实现触底反弹。随着 3Q24 后证券公司业绩改善, 净资产增速企稳, 1Q25 金融投资增速也有所回升。而同期自营杠杆同比下降 1.2%至 2.43 倍, 行业整体自营杠杆自 23Q1 以来保持稳定。

图19: 截至 1Q25 上市券商累计自营收入及增速



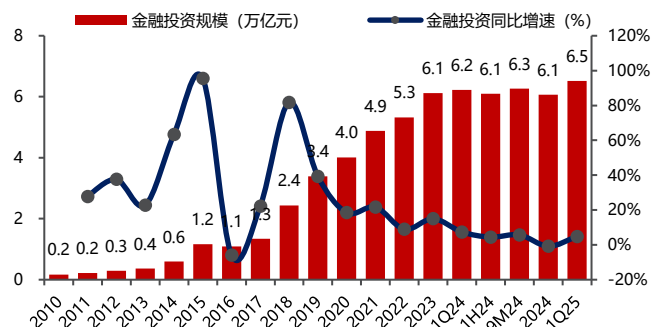
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图20: 截至 1Q25 上市券商单季自营收入



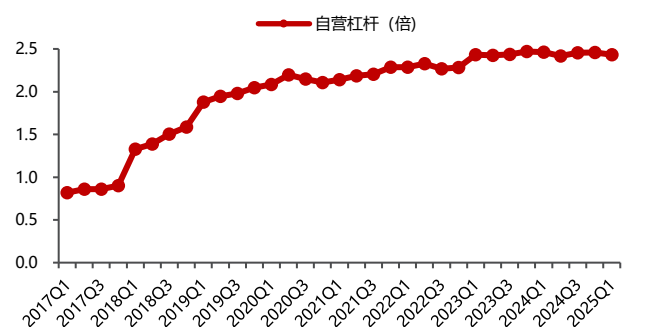
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图21: 截至 1Q25 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

图22: 2024 年至今上市券商自营投资杠杆率趋稳

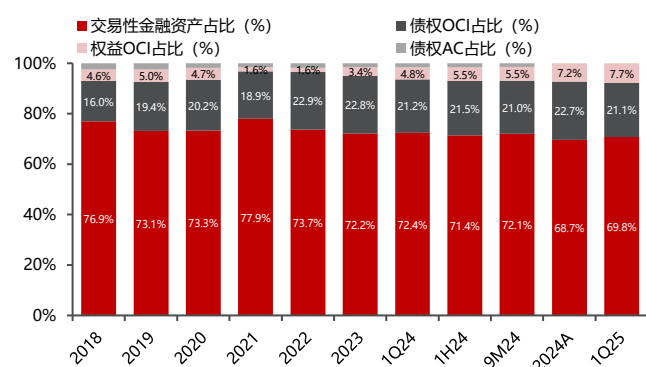


资料来源: iFinD, 民生证券研究院

从金融投资结构看，交易性金融资产和债权 OCI 合计占比超 90%，但权益 OCI 占比稳步扩大。从分项来看，1Q25 末上市券商交易性金融资产/债权 OCI/权益 OCI/债权 AC 规模分别为 4.55/ 1.37/ 0.50/ 0.09 万亿元，同比增速分别为 +1.0%/ +4.2%/ +69.5%/ -9.3%，规模占比分别为 69.8%/ 21.1%/ 7.7%/ 1.4%。

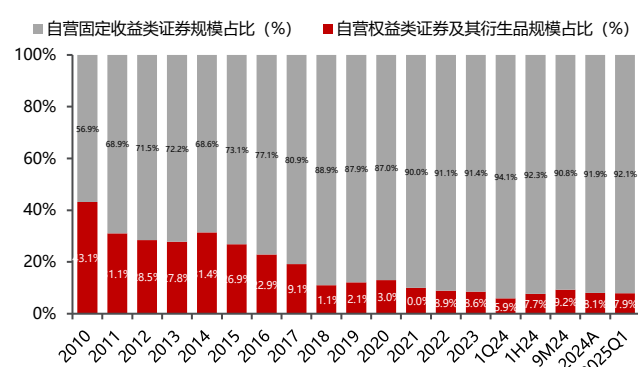
交易性金融资产占比小幅回落，权益 OCI 占比稳步提升。2018-9M24 末上市券商交易性金融资产占金融投资比例，基本保持在 70%以上。而 2024 年末与 1Q25 末交易性金融资产占比小幅下降。同时，两类 OCI 资产占比整体有所提升，其中 1Q25 其他债权投资(债权 OCI)占比 21.1%，其他权益工具投资(权益 OCI)占比从 2018 年末的 4.6%，提升至 1Q25 末的 7.7%。通过高股息与高票息策略，券商持有资产的价格波动可通过净资产缓冲，有助于提升自营业绩稳定性。券商大力发展客需与中介业务，固收头寸保持高位，衍生品等工具对冲纯多头风险，未来自营收益也有望保持平稳增长。

图23：截至 2025 年 3 月上市券商金融投资结构



资料来源：iFinD，民生证券研究院

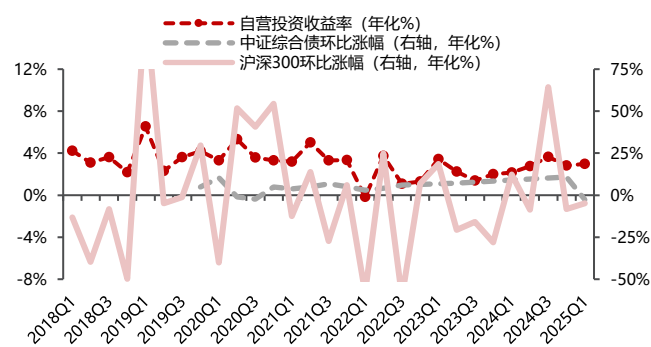
图24：自营权益类与固收类资产配置占比



资料来源：iFinD，民生证券研究院

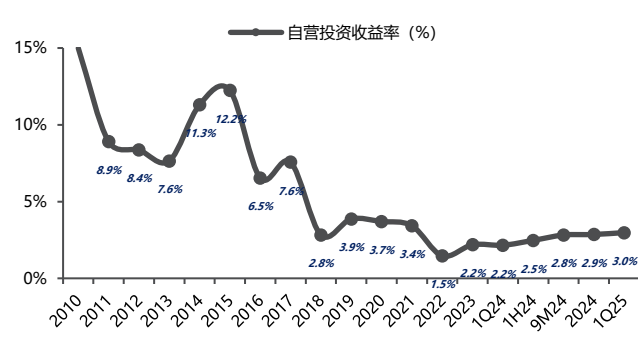
1Q25 自营投资总收益率环比回升。1Q25 券商自营投资年化收益率 3.0%，较 4Q24 的 2.8%环比提升 0.2pct。尽管 1Q25 沪深 300 指数与中证综合债指数累计下跌 4.8%/ 2.6%，但自营收益率仍保持稳定。从重仓持股情况来看，1Q25 券商增配能源与有色，减配金融板块，或对投资收益率提供支撑。

图25：自营投资、沪深 300 和中证综合债指数收益率

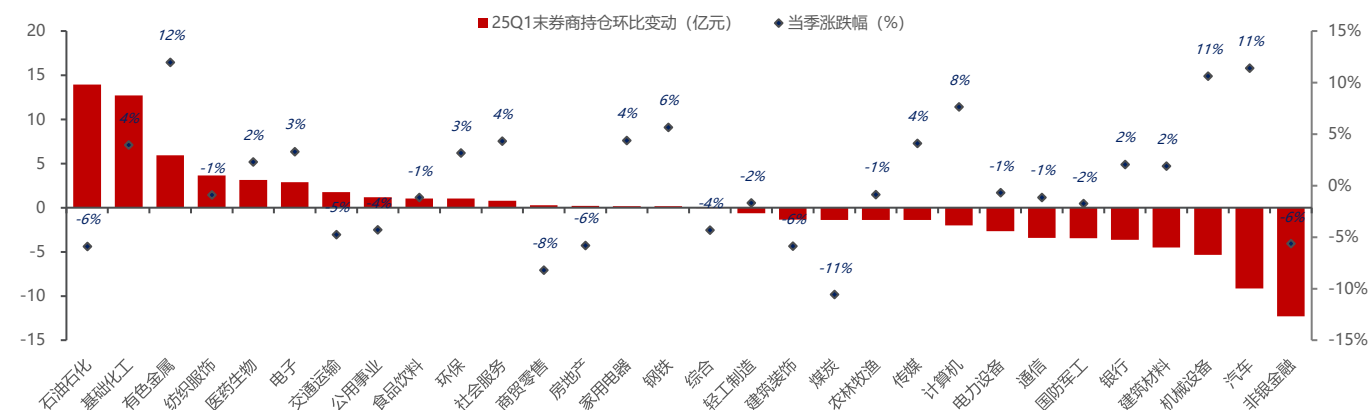


资料来源：iFinD，民生证券研究院

图26：2010 年至今上市券商自营投资收益率



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图27：1Q25 末券商加仓能源有色行业股票


资料来源：iFinD，民生证券研究院

从券商自营表现来看，1Q25 多数券商自营收入同比大幅增长。自营收入最高的5家券商中，中信证券(89亿元,同比+62%)、国泰海通(40亿元,同比+69%)、中金公司(34亿元,同比+83%)、申万宏源(32亿元,同比+15%)、中国银河(32亿元,同比+94%)收入增速均超10%。

表3：上市券商自营业务收入规模及同比增速（单位：亿元，%）

序号	证券公司	证券代码	2021	2022	2023	2024	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
1	中信证券	600030.SH	226.8	176.4	218.5	263.5	54.6	62.7	99.3	46.8	88.6
			27%	-22%	24%	21%	-17%	27%	134%	-23%	62%
2	国泰海通	601211.SH	114.4	70.3	91.3	147.7	23.8	25.6	57.8	40.5	40.1
			26%	-39%	30%	62%	-25%	27%	128%	192%	69%
3	中金公司	601995.SH	147.0	106.1	105.6	101.2	18.5	24.0	32.1	26.6	34.0
			12%	-28%	0%	-4%	-49%	196%	26%	-26%	83%
4	申万宏源	000166.SZ	103.5	50.8	89.7	105.7	27.5	21.0	27.2	29.9	31.8
			58%	-51%	77%	18%	-11%	-28%	175%	51%	15%
5	中国银河	601881.SH	71.3	55.9	76.6	115.0	16.3	33.0	38.2	27.6	31.6
			48%	-22%	37%	50%	-32%	46%	228%	51%	94%
6	华泰证券	601688.SH	112.7	60.3	116.7	145.0	18.8	23.3	78.2	24.6	27.6
			11%	-47%	94%	24%	-59%	88%	321%	-38%	47%
7	国信证券	002736.SZ	83.0	38.2	62.3	93.3	14.6	20.6	21.7	36.4	25.1
			87%	-54%	63%	50%	-23%	33%	91%	124%	71%
8	广发证券	000776.SZ	57.6	12.6	35.7	77.5	11.3	25.2	22.8	18.2	23.3
			-15%	-78%	182%	117%	-23%	133%	853%	135%	106%
9	东方证券	600958.SH	33.0	19.0	23.9	49.3	8.0	14.7	18.3	8.3	21.1
			-36%	-42%	26%	106%	-31%	300%	102%	-2540%	164%
10	中信建投	601066.SH	80.2	45.3	68.4	77.3	15.1	20.0	18.0	24.3	19.3
			-7%	-44%	51%	13%	-40%	12%	132%	37%	28%
11	招商证券	600999.SH	94.5	51.2	67.3	95.3	20.5	27.0	24.1	23.6	15.1
			39%	-46%	32%	42%	19%	23%	202%	17%	-26%
12	东吴证券	601555.SH	25.8	6.4	23.5	27.3	5.5	7.5	11.3	3.0	11.2
			17%	-75%	267%	16%	-9%	-14%	185%	-37%	104%
13	方正证券	601901.SH	7.3	11.1	17.0	14.2	7.4	4.6	4.2	-2.0	10.8
			18%	52%	54%	-17%	87%	-38%	29%	-181%	45%
14	长江证券	000783.SZ	13.6	-9.0	0.8	7.1	0.4	1.6	5.9	-0.7	8.7
			-29%	-167%	-109%	738%	-94%	-141%	-215%	-121%	2329%
15	长城证券	002939.SZ	14.8	-1.0	19.5	21.4	5.2	6.5	5.1	4.6	7.1
			-1%	-107%	-1987%	10%	-19%	12%	54%	17%	38%
16	国联民生	601456.SH	13.9	11.6	12.4	9.8	-1.5	5.3	5.5	0.5	7.1
			105%	-17%	7%	-21%	-140%	-11%	221%	-57%	-573%
17	国元证券	000728.SZ	10.9	-0.9	11.8	26.2	4.3	6.3	8.0	7.6	6.7
			29%	-109%	-1355%	123%	0%	408%	244%	95%	58%

18	国金证券	600109.SH	18.1	2.2	16.4	19.2	4.3	2.6	4.4	7.9	6.1
			30%	-88%	645%	17%	-40%	0%	99%	80%	43%
19	兴业证券	601377.SH	37.3	3.8	6.0	28.2	3.3	8.4	10.3	6.2	6.0
			-21%	-90%	57%	370%	-68%	299%	-347%	-384%	82%
20	华安证券	600909.SH	7.9	6.2	9.0	16.6	2.6	3.8	5.7	4.5	5.7
			-30%	-21%	46%	84%	-12%	101%	127%	171%	115%
21	光大证券	601788.SH	14.4	11.0	25.2	24.9	6.0	3.9	6.1	8.9	4.9
			-36%	-24%	129%	-1%	-36%	-68%	-377%	53%	-19%
22	西部证券	002673.SZ	20.6	10.0	22.9	24.9	4.9	9.1	2.1	8.8	4.6
			17%	-51%	128%	9%	-36%	37%	-49%	98%	-5%
23	浙商证券	601878.SH	18.4	6.9	10.2	17.4	4.6	1.1	4.6	7.1	4.6
			24%	-63%	50%	69%	-23%	-61%	-33488%	402%	-1%
24	东兴证券	601198.SH	9.0	-7.0	8.8	20.9	5.5	3.1	5.3	7.0	4.3
			-39%	-178%	-225%	138%	136%	178%	375%	67%	-22%
25	信达证券	601059.SH	6.4	5.9	11.0	11.6	3.3	3.1	2.3	2.9	4.2
			49%	-8%	87%	6%	-31%	16%	20%	85%	27%
26	红塔证券	601236.SH	22.8	0.7	3.5	10.5	1.7	4.0	3.8	1.0	4.2
			-10%	-97%	423%	199%	-47%	1243%	-427%	-17%	152%
27	天风证券	601162.SH	21.5	1.6	27.6	23.4	1.9	4.5	5.8	11.2	4.1
			29%	-93%	1650%	-15%	-78%	-42%	36%	61%	112%
28	南京证券	601990.SH	5.7	2.7	4.7	11.3	4.0	2.9	2.0	2.4	3.7
			50%	-52%	72%	140%	114%	129%	475%	98%	-7%
29	山西证券	002500.SZ	17.7	14.2	17.2	16.1	3.5	3.9	4.2	4.5	3.7
			20%	-20%	21%	-7%	-41%	-3%	243%	-25%	7%
30	东北证券	000686.SZ	21.4	3.5	14.7	19.7	2.0	3.2	7.4	7.1	3.5
			-6%	-84%	320%	33%	-62%	-5%	414%	49%	79%
31	中泰证券	600918.SH	30.2	-3.5	28.2	13.3	3.2	4.0	3.5	2.7	3.1
			52%	-112%	-902%	-53%	-77%	-13%	327%	-70%	-1%
32	华西证券	002926.SZ	10.5	-0.7	3.8	10.1	0.4	1.3	2.6	5.8	3.1
			-21%	-107%	-618%	162%	-90%	2%	-392%	-857%	602%
33	华创云信	600155.SH	14.4	7.1	16.3	13.3	3.8	4.0	4.7	0.8	2.3
			-3%	-51%	129%	-18%	-28%	-6%	61%	-80%	-38%
34	西南证券	600369.SH	11.2	0.5	9.4	10.4	2.8	2.6	2.4	2.6	2.1
			-14%	-96%	1807%	11%	-31%	-16%	260%	67%	-27%
35	第一创业	002797.SZ	9.3	1.9	5.9	14.4	2.3	3.4	4.3	4.5	1.5
			-5%	-80%	217%	143%	9%	74%	1509%	175%	-34%
36	国海证券	000750.SZ	16.8	2.0	6.3	9.9	1.7	2.2	2.5	3.5	1.2
			15%	-88%	219%	57%	-33%	6%	274%	238%	-31%
37	财达证券	600906.SH	9.3	3.7	11.4	9.3	1.1	2.3	1.7	4.2	0.9
			24%	-61%	210%	-18%	-71%	-25%	-22%	93%	-16%
38	太平洋	601099.SH	6.8	3.1	4.8	3.4	0.7	0.4	1.2	1.1	0.9
			94%	-54%	53%	-30%	-73%	-13%	63%	6%	34%
39	中银证券	601696.SH	1.1	2.2	3.3	3.3	0.9	0.9	0.5	1.0	0.6
			-24%	110%	48%	2%	-7%	1%	3%	12%	-34%
40	中原证券	601375.SH	10.3	5.4	8.0	2.5	3.1	2.7	-1.8	-1.5	0.4
			103%	-48%	49%	-68%	77%	-20%	-232%	-201%	-88%
41	华林证券	002945.SZ	0.6	1.9	-0.1	3.9	0.6	1.1	1.9	0.3	0.3
			-87%	234%	-106%	-3417%	313%	-544%	-3807%	591%	-39%
42	财通证券	601108.SH	12.8	1.5	17.6	15.0	4.3	3.8	3.8	3.2	0.2
			-38%	-88%	1056%	-14%	-39%	-29%	123%	-8%	-95%
43	锦龙股份	000712.SZ	-0.1	-1.3	0.2	3.4	0.1	2.9	0.7	-0.3	-0.4
			-103%	1494%	-112%	2106%	-94%	-432%	-321%	-232%	-732%

资料来源: iFinD, 民生证券研究院

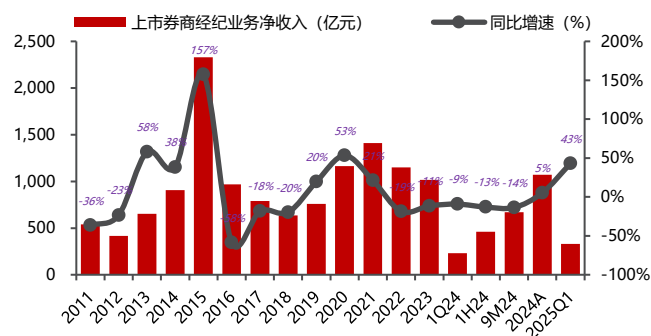
4 经纪：交投活跃有望延续，佣金率拖累仍然较大

经纪业务方面，单季业务收入冲高回落，但仍保持较快增速。4Q24 经纪业务收入 424 亿元，同比增长 75.9%，较 3Q24 的-15.0%转为增长。上市券商 1Q25 经纪业务收入 330 亿元，同比增长 43.1%。4Q24 单季经纪收入规模与 21Q3 的历史高点接近（424 亿元），尽管 1Q25 收入规模回落，但同比增速仍保持高位。

24 年 9 月末股市回暖推动股基成交额大增，此后交投热度不减。受 24 年三季度市场情绪低迷拖累，3Q24 沪深两市股基总成交额 51 万亿元，日均成交额 0.80 万亿元。“924”新政后市场情绪显著提振，4Q24/1Q25 两市股基总成交额分别达到 126 万亿/ 100 万亿元，日均成交额 2.07 万亿/ 1.75 万亿元，总成交额同比+122.0%/ +68.0%。整体来看，4Q24 股基成交额创历史新高，此后市场交投热度不减，沪深两市成交额同比高增。

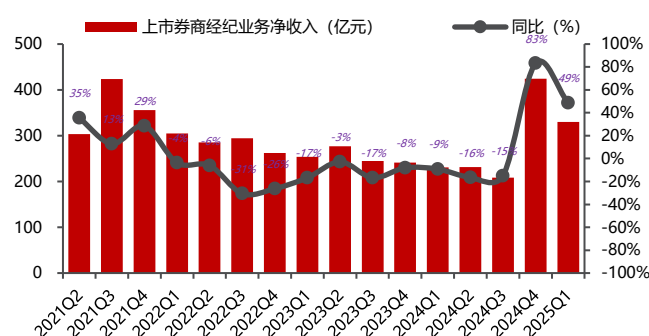
公募基金费率改革进入第二阶段，平均交易佣金率同比降幅显著。4Q24 平均交易佣金率（经纪业务收入/沪深两市股基总成交额）为万 3.4（0.034%），同比下降 21.1%，为近年来较大降幅；1Q25 佣金率进一步回落至万 3.3（0.033%），同比-14.8%，降幅有所收窄。随着基金费率改革二阶段逐步落地，我们认为交易佣金或延续下行趋势，但降幅有望逐步收窄。

图28：截至 1Q25 上市券商累计经纪收入及增速



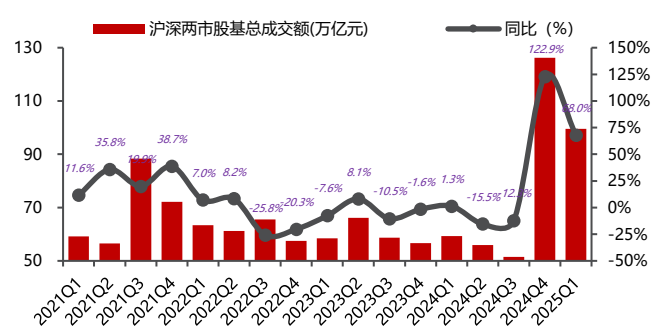
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图29：截至 1Q25 上市券商单季经纪收入及增速



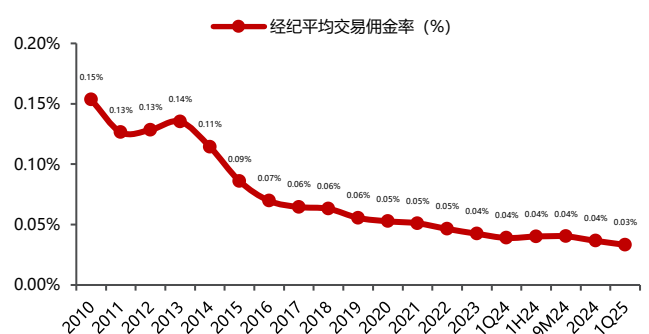
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图30：截至 1Q25 沪深京单季股基成交额与增速



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图31：上市券商平均交易佣金率



资料来源：iFinD，民生证券研究院

从券商表现来看，1Q25 上市券商经纪收入同比均增长，增速在 20%-80%不等。经纪收入最高的 5 家券商中，中信证券（33 亿元，同比 36%）、国泰海通（27 亿元，同比 77%）、广发证券（20 亿元，同比 51%）、招商证券（20 亿元，同比 49%）、华泰证券（19 亿元，同比 43%）同比增速均超过 30%，为整体营收提供有力支撑。

表4：上市券商经纪业务收入规模及同比增速（单位：亿元，%）

序号	证券公司	证券代码	2021	2022	2023	2024	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
1	中信证券	600030.SH	139.6 24%	111.7 -20%	102.2 -8%	107.1 5%	24.4 -6%	24.4 -10%	22.7 -11%	35.6 49%	33.3 36%
2	国泰海通	601211.SH	95.1 13%	76.4 -20%	67.9 -11%	78.4 16%	15.0 -7%	15.8 -17%	13.8 -14%	33.9 101%	26.5 77%
3	广发证券	000776.SZ	79.7 21%	63.9 -20%	58.1 -9%	66.5 14%	13.6 -6%	14.0 -11%	12.3 -15%	26.6 98%	20.5 51%
4	招商证券	600999.SH	79.2 18%	64.4 -19%	55.3 -14%	61.8 12%	13.2 -7%	12.6 -17%	11.0 -19%	25.1 100%	19.7 49%
5	华泰证券	601688.SH	78.8 22%	70.7 -10%	59.6 -16%	64.5 8%	13.6 -11%	13.7 -16%	12.4 -16%	24.8 86%	19.4 43%
6	中国银河	601881.SH	82.3 19%	63.7 -23%	55.0 -14%	61.9 12%	12.6 -10%	12.5 -16%	11.8 -10%	25.0 92%	19.2 53%
7	国信证券	002736.SZ	71.9 12%	51.3 -29%	43.5 -15%	55.8 28%	10.8 -3%	10.5 -6%	9.1 -14%	25.4 140%	18.6 73%
8	中信建投	601066.SH	62.4 29%	59.3 -5%	55.6 -6%	58.2 5%	12.5 -7%	12.6 -12%	12.3 -20%	20.7 67%	17.4 38%
9	申万宏源	000166.SZ	65.4 15%	52.1 -20%	43.3 -17%	46.0 6%	10.2 -11%	8.7 -28%	8.2 -21%	18.9 101%	13.2 29%
10	中金公司	601995.SH	60.3 31%	52.3 -13%	45.3 -13%	42.6 -6%	8.3 -33%	9.4 -26%	7.9 -22%	17.0 68%	13.0 56%
11	方正证券	601901.SH	47.0 13%	36.0 -23%	32.7 -9%	40.4 23%	8.1 -1%	7.9 -12%	7.0 -11%	17.4 122%	12.3 52%
12	中泰证券	600918.SH	43.5 21%	36.8 -15%	29.5 -20%	33.4 13%	6.8 -9%	7.0 -10%	5.9 -20%	13.7 100%	9.1 35%
13	光大证券	601788.SH	43.5 19%	33.0 -24%	27.7 -16%	29.9 8%	6.3 -15%	6.2 -17%	5.8 -19%	11.7 103%	9.1 45%
14	长江证券	000783.SZ	39.3 29%	31.7 -19%	27.9 -12%	28.8 3%	6.3 -16%	6.1 -22%	5.2 -21%	11.2 87%	8.6 37%
15	东方证券	600958.SH	36.2 38%	30.8 -15%	27.8 -10%	25.1 -10%	4.9 -30%	5.6 -28%	5.5 -20%	9.1 46%	7.0 45%
16	浙商证券	601878.SH	20.8 42%	18.7 -10%	24.7 32%	23.5 -5%	5.3 24%	4.9 -41%	4.4 499%	8.9 -22%	6.9 30%
17	兴业证券	601377.SH	35.6 28%	27.6 -23%	22.5 -18%	21.3 -5%	4.7 -23%	4.6 -26%	3.9 -28%	8.2 70%	6.6 42%
18	国金证券	600109.SH	19.6 19%	16.5 -16%	16.5 0%	19.1 16%	3.8 -1%	3.9 -9%	3.9 -5%	7.4 76%	6.1 58%
19	东吴证券	601555.SH	21.1 38%	18.2 -14%	16.4 -10%	17.9 9%	3.7 -7%	3.8 -12%	4.0 -11%	6.5 76%	5.1 37%
20	华西证券	002926.SZ	22.0 29%	17.5 -20%	14.8 -15%	16.0 8%	3.2 -15%	3.2 -26%	2.7 -19%	6.8 106%	5.0 53%
21	国联民生	601456.SH	6.1 16%	5.5 -10%	5.2 -6%	7.2 39%	1.1 -3%	1.7 15%	1.2 -8%	3.2 156%	4.7 334%
22	财通证券	601108.SH	13.6 14%	11.8 -13%	12.0 1%	14.1 18%	3.0 8%	2.7 -10%	2.6 -19%	5.8 94%	4.2 41%
23	国元证券	000728.SZ	11.8 17%	10.1 -15%	9.0 -10%	10.8 20%	2.2 -2%	2.2 -14%	2.1 -1%	4.4 105%	3.3 54%
24	华安证券	600909.SH	12.1 21%	10.3 -15%	9.7 -6%	10.8 12%	2.1 -2%	2.3 -22%	1.9 -19%	4.5 96%	3.2 57%
25	西部证券	002673.SZ	12.4 20%	9.7 -22%	7.9 -18%	9.5 19%	1.9 0%	1.9 -20%	1.7 -13%	4.0 130%	2.9 55%
26	东北证券	000686.SZ	13.3 30%	11.0 -17%	9.3 -15%	10.0 7%	2.2 -15%	2.1 -17%	1.8 -19%	3.9 89%	2.9 33%
27	中银证券	601696.SH	11.5	9.4	8.4	9.5	1.8	2.0	1.7	4.1	2.8

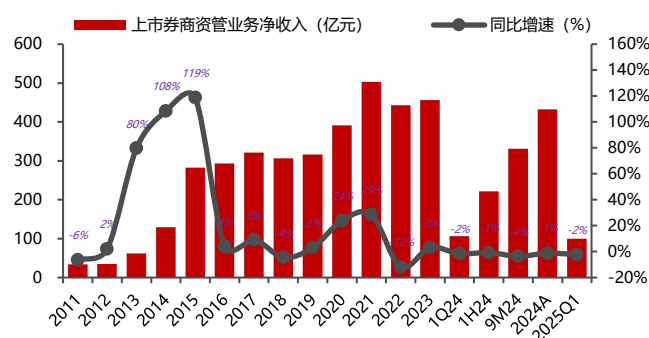
			20%	-18%	-11%	13%	-14%	-11%	-17%	91%	59%
28	国海证券	000750.SZ	9.6	8.5	8.0	8.7	1.8	1.9	1.6	3.4	2.7
			17%	-12%	-6%	9%	-4%	-17%	-20%	83%	49%
29	长城证券	002939.SZ	12.1	9.2	7.9	8.8	1.8	1.9	1.6	3.5	2.5
			17%	-24%	-14%	11%	-6%	-11%	-22%	89%	35%
30	信达证券	601059.SH	10.6	9.2	7.8	8.5	1.8	1.7	1.7	3.3	2.3
			21%	-13%	-16%	9%	-6%	-17%	-23%	108%	30%
31	财达证券	600906.SH	7.5	6.0	5.6	7.5	1.5	1.4	1.2	3.4	2.3
			3%	-21%	-7%	34%	12%	-8%	-14%	157%	53%
32	东兴证券	601198.SH	10.1	7.6	6.3	7.3	1.5	1.4	1.3	3.1	2.3
			1%	-24%	-17%	16%	-7%	-19%	-14%	113%	49%
33	华创云信	600155.SH	11.7	11.4	11.3	9.7	1.8	2.6	1.4	3.9	2.3
			-	-3%	0%	-14%	-9%	-14%	-43%	1%	23%
34	天风证券	601162.SH	10.5	10.2	9.3	8.2	1.8	1.9	1.5	3.0	2.2
			33%	-3%	-8%	-12%	-34%	-24%	-25%	41%	23%
35	中原证券	601375.SH	8.5	6.3	5.3	6.4	1.2	1.2	1.2	2.8	1.9
			7%	-25%	-16%	21%	-5%	-9%	-13%	110%	55%
36	山西证券	002500.SZ	7.3	4.7	4.5	6.0	1.3	1.2	1.6	1.8	1.9
			40%	-35%	-4%	32%	0%	35%	-20%	620%	44%
37	西南证券	600369.SH	8.2	6.7	5.8	6.2	1.3	1.3	1.1	2.5	1.7
			10%	-18%	-13%	5%	-11%	-22%	-22%	86%	33%
38	华林证券	002945.SZ	6.0	5.4	4.3	5.6	1.1	1.0	1.0	2.5	1.7
			33%	-10%	-19%	30%	8%	-12%	-6%	135%	53%
39	南京证券	601990.SH	7.1	4.8	4.1	5.1	1.0	0.9	0.9	2.2	1.6
			8%	-32%	-15%	25%	0%	-12%	-9%	128%	53%
40	第一创业	002797.SZ	4.8	3.8	3.5	3.8	0.8	0.7	0.7	1.6	1.2
			14%	-19%	-9%	8%	-5%	-24%	-21%	86%	47%
41	太平洋	601099.SH	5.1	3.9	3.3	3.9	0.8	0.7	0.6	1.8	1.1
			3%	-24%	-15%	18%	-6%	-15%	-35%	167%	43%
42	锦龙股份	000712.SZ	4.7	2.4	2.0	2.5	0.5	0.5	0.5	1.1	0.7
			-18%	-50%	-16%	27%	-4%	-4%	-6%	127%	57%
43	红塔证券	601236.SH	2.6	2.1	1.7	2.1	0.4	0.4	0.4	0.9	0.6
			7%	-22%	-16%	22%	-7%	-14%	-16%	137%	48%

资料来源：iFinD，民生证券研究院

5 资管：非货 AUM 保持增长，管理费率有所承压

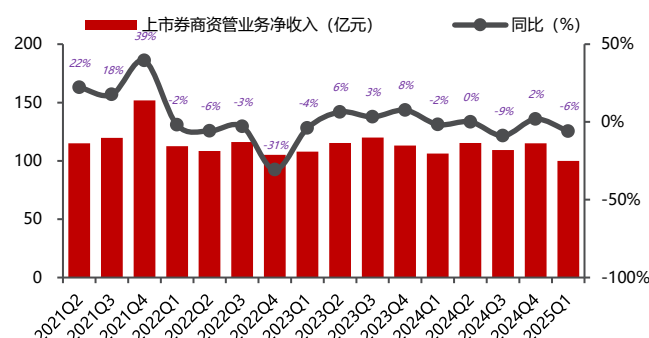
1Q25 资管业务单季收入环比回落。4Q24 上市券商资管业务收入 115 亿元，同比+1.8%，同比增速由 3Q24 的-8.8%转为增长；1Q25 资管业务收入 100 亿元，同比-6.0%，同比再度转负。从收入规模来看，4Q24 资管业务单季收入环比回升后，1Q25 再度回落。可能与资管存量业务转型仍在推进，定向资产管理计划规模下降有关。

图32：截至 1Q25 上市券商资管业务收入及增速



资料来源：iFinD，民生证券研究院

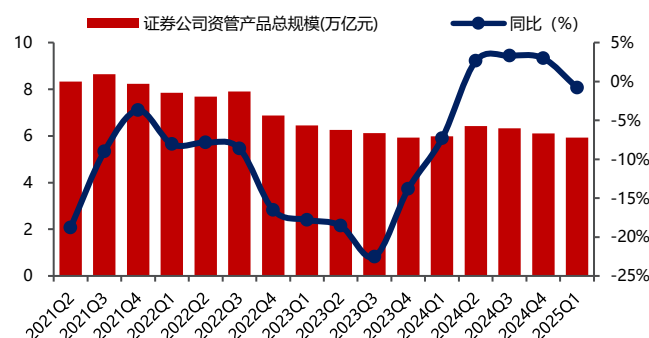
图33：截至 1Q25 上市券商单季资管收入及增速



资料来源：iFinD，民生证券研究院

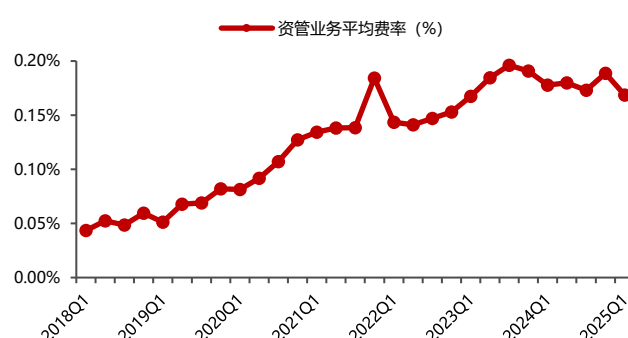
1Q25 证券公司资管 AUM 规模同比转为回落，资管费率有所承压。从资管产品规模来看，1Q25 券商资管 AUM 规模有所下降，其中 3Q24-1Q25 证券公司及子公司资管产品规模分别为 6.32 万亿/ 6.10 万亿/ 5.93 万亿元，同比+3.3%/ +3.0%/ -0.8%。截至 1Q25 上市券商资管业务平均费率 0.17%，同比-0.009pct。我们认为，随着存量资管业务转型逐步完成，存量通道类定向资管产品规模压降，集合资管 AUM 规模有望企稳回升。同时参照公募基金运作的大集合产品（参公大集合产品）费率逐步调整完毕，降费影响或淡化，未来券商资管费率与收入有望保持平稳增长。

图34：截至 1Q25 上市券商资管 AUM 规模及增速



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图35：截至 1Q25 券商资管业务平均费率



资料来源：iFinD，民生证券研究院

从券商表现来看,1Q25 上市券商资管收入同比增速分化,龙头券商优势显著。

资管收入最高的 5 家券商中,中信证券 (26 亿元,同比 9%)、广发证券 (17 亿元,同比 5%)、国泰海通 (12 亿元,同比 27%)、中泰证券 (5 亿元,同比 12%)、华泰证券 (4 亿元,同比-62%) 增速分化。整体来看,1Q25 资管业务集中度较高,券商龙头仍具备较强的规模优势。

表5: 上市券商资管业务收入规模及同比增速 (单位: 亿元, %)

序号	证券公司	证券代码	2021	2022	2023	2024	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
1	中信证券	600030.SH	117.0 46%	109.4 -7%	98.5 -10%	105.1 7%	23.6 -6%	25.6 3%	25.6 6%	30.3 23%	25.6 9%
2	广发证券	000776.SZ	99.5 51%	89.4 -10%	77.3 -14%	68.9 -11%	16.1 -23%	17.8 -15%	17.0 -8%	18.0 6%	16.9 5%
3	国泰海通	601211.SH	17.9 16%	16.5 -8%	41.0 149%	38.9 -5%	9.2 -13%	10.0 -3%	9.4 -9%	10.3 6%	11.7 27%
4	中泰证券	600918.SH	5.6 70%	5.5 -1%	19.9 260%	20.7 4%	4.8 56%	5.2 -12%	5.1 -11%	5.6 9%	5.4 12%
5	华泰证券	601688.SH	37.7 27%	37.7 0%	42.6 13%	41.5 -3%	11.1 10%	11.1 3%	8.1 -24%	11.1 1%	4.2 -62%
6	中信建投	601066.SH	10.0 13%	9.8 -2%	13.1 34%	13.4 2%	2.8 76%	3.6 -20%	2.8 -17%	4.2 15%	3.3 20%
7	中金公司	601995.SH	15.3 35%	13.7 -11%	12.1 -11%	12.1 0%	2.7 -18%	2.9 -12%	2.8 -5%	3.7 41%	3.1 15%
8	东方证券	600958.SH	36.2 47%	26.5 -27%	20.3 -23%	13.4 -34%	3.6 -39%	3.5 -38%	3.1 -35%	3.2 -21%	3.0 -17%
9	财通证券	601108.SH	13.8 17%	14.6 5%	15.5 6%	15.5 0%	3.2 2%	5.1 31%	3.5 -26%	3.7 -1%	2.6 -18%
10	第一创业	002797.SZ	9.2 34%	10.3 12%	9.0 -12%	9.2 2%	2.3 -2%	2.4 0%	2.3 4%	2.2 6%	2.4 8%
11	招商证券	600999.SH	10.4 -9%	8.3 -20%	7.1 -14%	7.2 1%	1.6 -14%	1.9 -4%	1.6 -8%	2.1 31%	2.2 43%
12	光大证券	601788.SH	16.0 7%	15.1 -6%	10.1 -33%	7.9 -22%	1.8 -	2.0 -	2.0 -71%	2.1 -34%	2.1 18%
13	申万宏源	000166.SZ	13.8 9%	12.5 -9%	9.8 -22%	8.0 -18%	2.0 -26%	2.1 -19%	1.9 -22%	2.0 -4%	1.7 -14%
14	国联民生	601456.SH	1.4 96%	1.9 38%	4.4 129%	6.6 49%	1.4 350%	1.7 227%	1.7 -18%	1.8 18%	1.6 14%
15	国信证券	002736.SZ	2.4 -12%	3.2 32%	5.0 54%	8.2 65%	1.6 69%	2.3 118%	2.4 64%	1.9 27%	1.6 -3%
16	华安证券	600909.SH	4.3 39%	4.8 12%	4.9 1%	5.5 13%	1.3 36%	1.6 17%	1.4 36%	1.2 -21%	1.5 20%
17	中国银河	601881.SH	5.2 -13%	4.4 -15%	4.6 4%	4.9 6%	1.1 7%	1.2 -2%	1.2 2%	1.3 18%	1.3 19%
18	中银证券	601696.SH	7.9 -5%	7.4 -5%	5.4 -27%	5.1 -6%	1.4 -9%	1.3 -5%	1.2 -8%	1.3 0%	1.3 -6%
19	东北证券	000686.SZ	2.1 33%	3.4 65%	2.9 -14%	3.7 25%	1.1 116%	0.9 14%	0.9 2%	0.8 3%	0.7 -32%
20	天风证券	601162.SH	9.9 18%	10.0 1%	5.3 -47%	4.1 -22%	1.0 -48%	0.9 -23%	1.0 -12%	1.2 22%	0.7 -29%
21	浙商证券	601878.SH	3.9 16%	4.3 10%	4.2 -3%	3.9 -6%	1.1 60%	1.0 -11%	1.0 21%	0.9 -45%	0.7 -37%
22	财达证券	600906.SH	0.4 37%	0.5 24%	1.3 147%	2.9 120%	0.8 444%	0.6 200%	0.8 74%	0.7 36%	0.7 -14%
23	信达证券	601059.SH	1.6 18%	2.6 63%	2.3 -11%	1.6 -33%	0.9 -3%	-0.2 2%	0.8 -4%	0.0 -99%	0.6 -28%
24	方正证券	601901.SH	2.6 -1%	2.3 -9%	1.8 -23%	2.4 32%	0.6 39%	0.6 26%	0.5 23%	0.6 39%	0.6 1%
25	长江证券	000783.SZ	2.6 -21%	2.3 -13%	2.0 -10%	2.9 41%	0.7 78%	0.9 62%	0.7 34%	0.7 8%	0.6 -16%
26	东兴证券	601198.SH	1.3 -36%	2.0 58%	2.2 5%	2.9 36%	0.8 94%	0.7 24%	0.7 29%	0.7 11%	0.5 -40%
27	东吴证券	601555.SH	1.4 1%	2.0 44%	1.1 -45%	1.7 53%	0.4 64%	0.5 90%	0.4 55%	0.4 16%	0.5 16%
28	国海证券	000750.SZ	2.3 -32%	1.9 -18%	1.8 -3%	2.0 9%	0.5 24%	0.5 8%	0.5 9%	0.5 -2%	0.5 -1%

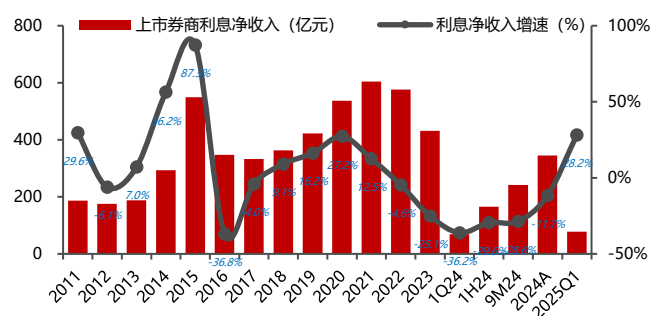
29	兴业证券	601377.SH	2.4	1.6	1.5	1.6	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
			73%	-34%	-8%	8%	10%	11%	-1%	12%	2%
30	国金证券	600109.SH	1.1	1.4	0.9	1.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
			1%	21%	-32%	15%	-9%	-11%	30%	49%	36%
31	西部证券	002673.SZ	0.2	0.7	1.2	1.7	0.2	0.6	0.5	0.4	0.3
			83%	223%	61%	42%	60%	94%	79%	-15%	19%
32	国元证券	000728.SZ	1.1	0.9	1.0	0.9	0.3	0.4	0.4	-0.3	0.2
			28%	-11%	12%	-15%	40%	89%	51%	-179%	-18%
33	山西证券	002500.SZ	1.6	1.3	1.5	1.5	0.5	0.4	0.2	0.3	0.2
			12%	-19%	16%	2%	174%	-1%	-36%	-35%	-64%
34	太平洋	601099.SH	1.2	1.5	1.5	1.4	0.5	0.2	0.2	0.5	0.2
			-11%	26%	2%	-7%	153%	-29%	-33%	-28%	-65%
35	华创云信	600155.SH	1.5	0.9	0.8	1.0	0.3	0.4	0.1	0.2	0.1
			-	-42%	-4%	26%	34%	71%	-27%	21%	-51%
36	华西证券	002926.SZ	1.1	1.7	0.9	0.8	0.2	0.4	0.2	0.2	0.1
			-3%	59%	-46%	-9%	-17%	30%	-17%	-38%	-34%
37	长城证券	002939.SZ	1.4	0.9	0.5	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
			33%	-33%	-44%	-34%	-65%	-49%	-32%	69%	41%
38	南京证券	601990.SH	0.2	0.3	0.3	0.7	0.2	0.2	0.3	0.1	0.1
			-49%	17%	19%	111%	-	70%	192%	-34%	-51%
39	中原证券	601375.SH	0.4	0.5	0.5	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1
			-21%	26%	4%	-50%	-50%	-55%	-30%	-65%	21%
40	西南证券	600369.SH	0.2	0.2	0.1	0.3	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
			-23%	5%	-40%	80%	82%	146%	98%	11%	-29%
41	华林证券	002945.SZ	0.3	0.4	0.5	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
			-40%	33%	27%	-58%	-42%	-62%	-70%	-58%	-53%
42	红塔证券	601236.SH	1.1	0.5	0.4	0.2	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0
			-16%	-61%	-11%	-40%	-37%	-54%	-73%	35%	-55%
43	锦龙股份	000712.SZ	0.6	0.2	0.1	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
			26%	-69%	-57%	59%	-69%	128%	-85%	255%	346%

资料来源：iFinD，民生证券研究院

6 信用：利息净收入同比增长，融出资金规模扩大

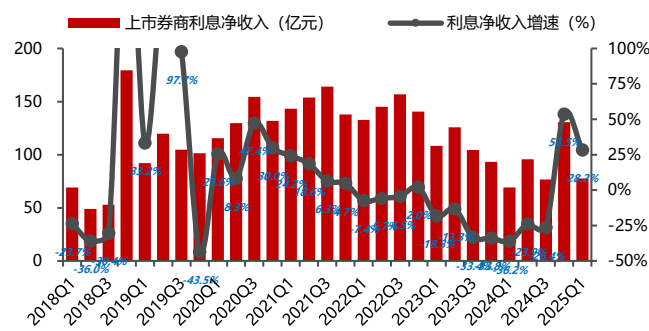
近两个季度信用业务收入持续修复，1Q25 单季利息净收入同比增速放缓。上市券商 4Q24 利息净收入 131 亿元，同比+40.1%；1Q25 利息净收入 77 亿元，同比+12.1%。尽管 2024Q1-Q3 券商利息收入同比大幅回落，4Q24/1Q25 利息收入同比增速已连续 2 季度保持增长，1Q25 利息收入增速有所放缓。

图36：截至 1Q25 上市券商利息净收入及增速



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图37：截至 1Q25 上市券商单季利息净收入及增速



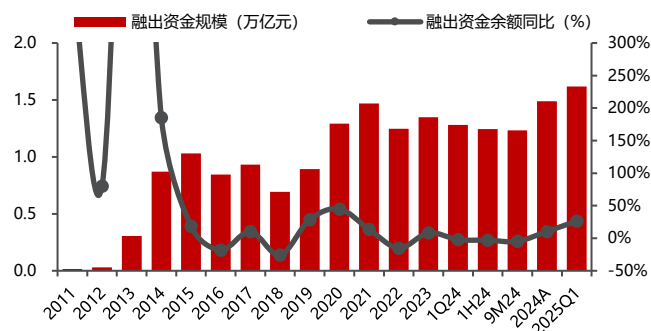
资料来源：iFinD，民生证券研究院

从两类信用业务看：

第一，融资融券方面，1Q25 末上市券商融出资金余额 1.62 万亿元，同比+33.3%，同比增幅较 4Q24 末的+16.4%进一步扩大。而截至 1Q25 末，沪深两市融资融券余额 1.92 万亿元，同比+24.8%，同比增速也较 4Q24 的+12.9%明显提升。与融出资金余额相互印证，市场两融余额保持高位，为券商利息收入提供支撑。

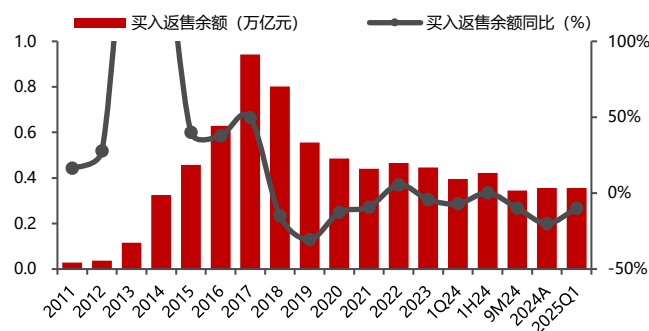
第二，股票质押方面，1Q25 上市券商买入返售余额 3556 亿元，同比-1.1%，同比降幅较 4Q24 末的-12.9%大幅收窄。根据 iFinD 统计，2025 年前 5 个月，全市场未解押股票质押最新市值为 4940 亿元（市值截至 2025/6/10），其中，证券公司业务开展规模为 1724 亿元，较去年同期有所减少，证券公司股权质押业务份额保持在 35%。3Q24 末至今市场情绪回暖，我们认为上市公司向券商质押股票借入资金的意愿可能有所减弱。

图38：截至 1Q25 上市券商融出资金余额及增速



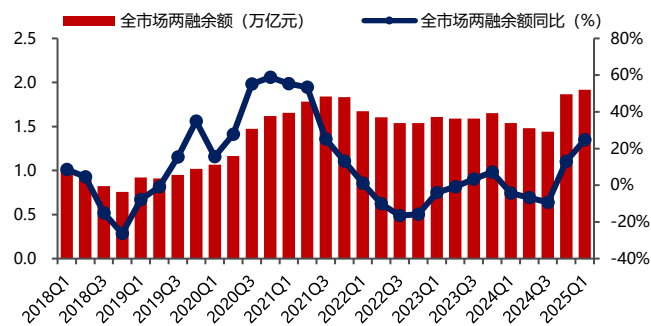
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图39：截至 1Q25 上市券商买入返售余额及增速



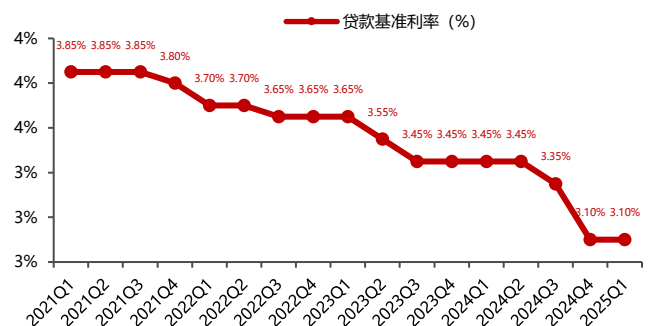
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图40：全市场融资融券余额及增速



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图41：贷款基准利率变动趋势



资料来源：iFinD，民生证券研究院

从券商表现来看，1Q25 上市券商信用收入表现分化。利息净收入最高的 5 家券商中，华泰证券（10 亿元，同比 319%）、中国银河（9 亿元，同比-2%）、国泰海通（7 亿元，同比 98%）、长江证券（5 亿元，同比 26%）、广发证券（5 亿元，同比 21%）收入规模超 5 亿元，同时有 5 家券商利息收入为负。

表6：上市券商信用业务收入规模及同比增速（单位：亿元，%）

序号	证券公司	证券代码	2021	2022	2023	2024	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
1	华泰证券	601688.SH	37.5	26.3	9.5	27.0	2.3	4.8	5.9	14.0	9.6
			44%	-30%	-64%	184%	-23%	41%	175%	1355%	319%
2	中国银河	601881.SH	54.6	51.6	41.6	38.5	9.3	9.1	7.9	12.2	9.1
			31%	-5%	-19%	-8%	-17%	-16%	-29%	45%	-2%
3	国泰海通	601211.SH	55.9	47.6	28.0	23.6	3.5	6.9	5.2	7.9	6.9
			-2%	-15%	-41%	-16%	-49%	-18%	662%	-34%	98%
4	长江证券	000783.SZ	15.9	23.3	21.4	20.2	4.3	4.8	4.6	6.6	5.4
			24%	47%	-8%	-5%	-25%	-13%	-15%	37%	26%
5	广发证券	000776.SZ	49.3	41.0	31.4	23.5	4.4	4.6	4.8	9.7	5.3
			16%	-17%	-24%	-25%	-53%	-42%	-36%	48%	21%
6	光大证券	601788.SH	25.1	20.9	18.0	21.5	4.8	5.0	5.1	6.6	5.2
			19%	-16%	-14%	19%	14%	7%	8%	48%	8%
7	中泰证券	600918.SH	17.9	21.3	17.3	16.8	3.7	4.2	3.7	5.2	4.2
			-14%	19%	-19%	-3%	1%	-18%	-10%	19%	15%
8	方正证券	601901.SH	20.6	17.7	14.2	13.6	2.4	2.9	3.6	4.7	3.6
			32%	-14%	-20%	-4%	-37%	-30%	9%	60%	49%
9	国金证券	600109.SH	11.8	14.0	12.1	12.9	2.7	3.1	3.0	4.1	3.5
			25%	18%	-14%	7%	-13%	-4%	-4%	54%	28%
10	兴业证券	601377.SH	17.2	19.2	18.2	14.2	2.8	3.2	2.8	5.4	3.2
			48%	12%	-5%	-22%	-44%	-37%	-34%	38%	17%

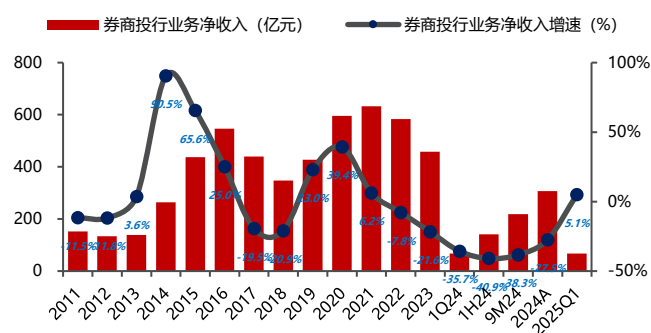
11	国元证券	000728.SZ	18.5	20.4	18.6	15.2	3.4	3.7	3.7	4.4	3.2
			20%	10%	-9%	-18%	-22%	-15%	-23%	-12%	-6%
12	国信证券	002736.SZ	24.1	18.3	17.5	14.2	2.0	2.9	3.2	6.2	3.0
			-23%	-24%	-4%	-19%	-55%	-47%	-38%	149%	48%
13	东吴证券	601555.SH	7.3	12.1	9.6	13.0	2.4	4.1	2.7	3.9	2.7
			22%	67%	-20%	35%	-11%	24%	47%	111%	12%
14	浙商证券	601878.SH	6.7	7.8	7.5	9.9	1.5	2.5	2.4	3.5	2.5
			12%	16%	-4%	31%	-7%	35%	9%	87%	63%
15	华西证券	002926.SZ	11.7	12.2	9.7	9.7	2.3	2.4	2.1	2.9	2.5
			12%	4%	-20%	0%	-4%	-3%	-11%	17%	9%
16	东方证券	600958.SH	14.6	16.4	17.6	13.2	3.0	4.0	2.2	4.0	2.2
			88%	12%	8%	-25%	-28%	-32%	-33%	-7%	-26%
17	招商证券	600999.SH	16.9	13.4	14.5	11.3	1.2	3.5	2.1	4.5	2.1
			-35%	-21%	8%	-22%	-76%	-22%	-43%	212%	75%
18	中银证券	601696.SH	8.9	8.1	8.3	8.6	1.9	1.9	2.1	2.8	2.0
			-1%	-9%	3%	4%	-10%	-11%	-1%	40%	6%
19	南京证券	601990.SH	9.9	9.4	10.3	8.1	2.4	2.0	1.5	2.1	1.6
			9%	-4%	9%	-22%	-2%	-24%	-42%	-16%	-36%
20	财通证券	601108.SH	8.2	7.5	5.4	6.1	1.2	1.4	1.3	2.3	1.4
			-1%	-9%	-28%	13%	4%	-4%	-11%	62%	19%
21	国海证券	000750.SZ	1.1	4.6	4.0	4.9	1.1	1.0	1.1	1.8	1.3
			-74%	330%	-14%	23%	10%	-6%	23%	59%	25%
22	西南证券	600369.SH	3.3	3.6	3.0	4.2	0.7	1.1	1.1	1.3	1.2
			0%	8%	-16%	41%	10%	10%	16%	226%	74%
23	东兴证券	601198.SH	10.2	15.1	11.0	6.9	2.1	1.7	0.9	2.1	1.2
			21%	47%	-27%	-38%	-22%	-36%	-68%	-24%	-46%
24	信达证券	601059.SH	4.7	2.9	4.2	4.7	0.9	1.2	1.0	1.6	1.1
			-15%	-39%	48%	12%	-1%	16%	-23%	67%	26%
25	华林证券	002945.SZ	4.3	4.0	3.7	3.7	0.9	0.9	0.8	1.2	1.0
			27%	-6%	-9%	2%	-12%	4%	-15%	32%	11%
26	中原证券	601375.SH	1.4	1.3	1.3	2.4	0.3	0.5	0.4	1.2	0.9
			37%	-5%	-4%	94%	-28%	44%	37%	536%	234%
27	红塔证券	601236.SH	0.2	0.9	4.3	4.1	1.1	1.1	1.0	1.0	0.8
			-108%	314%	394%	-4%	27%	-19%	-14%	1%	-25%
28	太平洋	601099.SH	1.6	2.4	2.9	2.6	0.6	0.6	0.6	0.8	0.6
			655%	45%	21%	-9%	5%	-35%	-10%	18%	0%
29	东北证券	000686.SZ	2.0	2.6	0.0	0.8	-0.2	0.1	0.0	0.9	0.6
			45%	30%	-99%	3540%	-184%	-158%	-131%	-909%	-376%
30	中信建投	601066.SH	17.5	23.9	17.1	7.9	1.6	2.2	0.7	3.4	0.5
			32%	37%	-28%	-54%	-65%	-65%	-84%	66%	-71%
31	华安证券	600909.SH	6.1	4.5	4.2	2.8	0.8	0.5	0.5	1.0	0.5
			-9%	-26%	-7%	-35%	-31%	-53%	-56%	3%	-40%
32	长城证券	002939.SZ	3.6	2.8	0.0	0.9	0.0	0.0	0.1	0.8	0.4
			-16%	-23%	-101%	-2955%	-140%	-117%	-716%	-517%	-1402%
33	财达证券	600906.SH	1.0	1.8	1.0	1.3	0.2	0.2	0.1	0.7	0.2
			5%	83%	-45%	33%	916%	-11%	-54%	76%	-8%
34	申万宏源	000166.SZ	10.0	0.9	3.3	5.3	-0.9	0.3	2.1	3.7	0.2
			-72%	-91%	259%	59%	-18%	143%	122%	13%	-123%
35	第一创业	002797.SZ	2.0	2.1	0.8	1.0	0.1	0.3	0.1	0.4	0.2
			64%	5%	-62%	32%	-49%	-19%	-41%	-537%	30%
36	山西证券	002500.SZ	-0.3	0.6	-1.4	-0.6	-0.4	-0.2	-0.1	0.1	0.2
			-509%	-327%	-321%	-60%	13%	-48%	-70%	-131%	-134%
37	西部证券	002673.SZ	2.0	-1.9	-2.5	-1.1	-0.7	-0.4	-0.4	0.3	0.1
			-18%	-195%	30%	-55%	-24%	-47%	35%	-152%	-121%
38	国联民生	601456.SH	2.2	1.2	0.8	-1.0	-0.3	-0.6	-0.4	0.3	0.0
			-29%	-44%	-33%	-223%	-149%	-287%	-178%	-150%	-83%
39	华创云信	600155.SH	1.4	0.2	-3.2	-2.9	-0.8	-1.0	-1.0	-0.2	-0.7
			-	-88%	-2004%	-8%	-7%	48%	70%	-85%	-10%
40	锦龙股份	000712.SZ	-2.8	-3.4	-3.9	-3.9	-0.9	-1.1	-0.9	-1.0	-1.0
			-23%	20%	16%	-1%	29%	-6%	9%	-19%	9%
41	中信证券	600030.SH	53.4	58.1	40.3	10.8	3.3	7.9	-2.0	1.6	-2.0
			106%	9%	-31%	-73%	-44%	-49%	-117%	-78%	-162%
42	天风证券	601162.SH	-9.8	-12.6	-17.6	-17.1	-4.5	-4.4	-4.4	-3.8	-3.7
			111%	27%	40%	-3%	46%	-25%	1%	-12%	-18%
43	中金公司	601995.SH	-9.9	-10.2	-13.3	-13.9	-5.9	-2.2	-3.8	-2.0	-5.1
			-7%	3%	30%	4%	145%	24%	-7%	-61%	-13%

资料来源: iFinD, 民生证券研究院

7 投行：再融资收入提供支撑，IPO 与债承偏弱

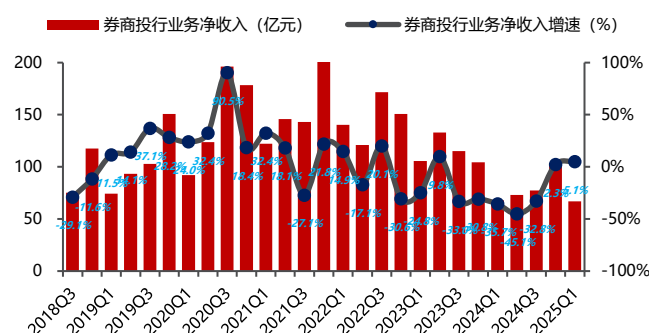
4Q24/1Q25 投行业务收入同比仍小幅下降，但降幅基本持稳。上市券商 4Q24 投行业务手续费净收入 103 亿元，同比-1.7%，1Q25 投行业务收入 67 亿元，同比-1.3%，同比增速仍维持小幅下降。从近两个季度来看，4Q24 投行业务收入环比冲高，1Q25 回落至 24Q1 后单季低点，反映业务修复速度仍然偏缓。我们认为，2023 年 8 月后 A 股股权融资基数整体有所下降，后续投行业务收入基数保持低位，叠加融资政策边际放宽，有望带动券商投行收入与增速温和回升。

图42：截至 1Q25 上市券商投行收入及增速



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图43：截至 1Q25 上市券商投行单季收入



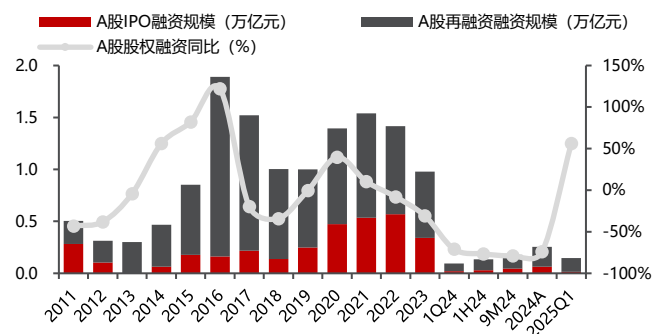
资料来源：iFinD，民生证券研究院

融资规模方面，1Q25 单季 IPO 规模同比降幅收窄，再融资降幅有所上升。

1Q25 证券公司 IPO/增发承销规模分别为 150/ 1317 亿元，同比增速-31.7%/+83.1%，同比增速变动+9.99pct/ +127.47pct。储备项目方面，截至 5 月 30 日，国泰海通、中信证券、中金公司、中信建投、国投证券储备项目数领先，储备项目分别为 23/ 14/ 13/ 13/ 12 个，较 24 年同期整体保持企稳回升趋势，2025 年投行业务仍有一定支撑。

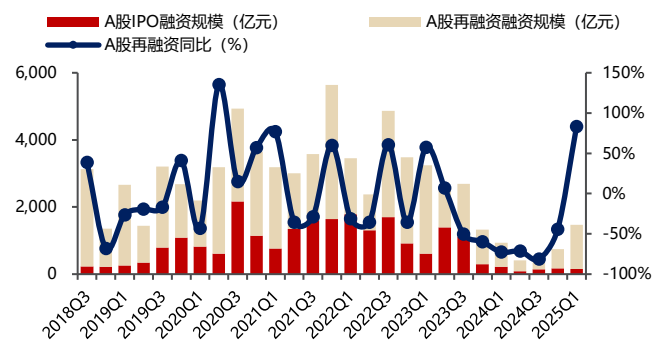
2025 年一季度流动性偏紧，债权融资规模同比转降。1Q25 券商债券承销规模 488 亿元，同比-20.0%，同比增速较 4Q24 转为下降。我们认为 1Q25 债券融资节奏放缓主要与流动性阶段性偏紧有关。5 月国新办会议后增量政策出台，降准降息逐步落地，未来融资成本或保持低位，后续债承规模也有望企稳回升。

图44：截至 1Q25 市场 IPO/再融资规模及增速



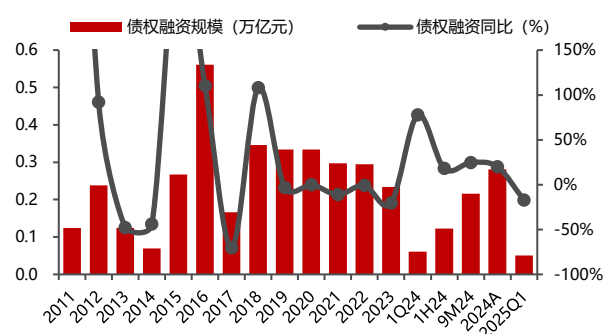
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图46：A 股 IPO/再融资单季融资规模及增速



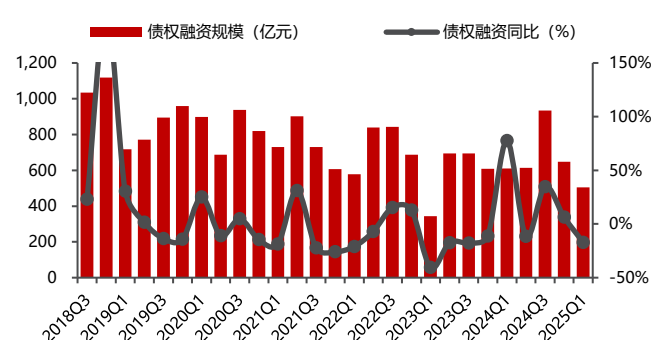
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图45：截至 1Q25 公司债融资规模及增速



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图47：公司债单季融资规模及增速



资料来源：iFinD，民生证券研究院

从券商表现来看，1Q25 上市券商投行收入增速分化。投行收入最高的 5 家券商中，中信证券（10 亿元，同比+12%）与国泰海通（7 亿元，同比+10%）投行收入同比保持增长，但华泰证券（5 亿元，同比-6%）、中金公司（4 亿元，同比-10%）、中信建投（4 亿元，同比-20%）投行收入同比下降。

表7：上市券商投行业务收入规模及同比增速（单位：亿元，%）

序号	证券公司	证券代码	2021	2022	2023	2024	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
1	中信证券	600030.SH	81.6	86.5	62.9	41.6	8.7	8.7	10.8	13.4	9.8
			19%	6%	-27%	-34%	-56%	-53%	-24%	30%	12%
2	国泰海通	601211.SH	40.6	43.1	36.9	29.2	6.4	5.2	6.3	11.2	7.1
			9%	6%	-14%	-21%	-3%	-41%	-43%	9%	10%
3	华泰证券	601688.SH	43.4	40.2	30.4	21.0	5.8	3.5	4.3	7.4	5.4
			19%	-7%	-25%	-31%	-26%	-57%	-37%	-1%	-6%
4	中金公司	601995.SH	70.4	70.1	37.0	30.9	4.5	8.3	7.8	10.3	4.0
			18%	0%	-47%	-16%	-25%	-40%	24%	-4%	-10%
5	中信建投	601066.SH	56.3	59.3	48.0	24.9	4.5	5.5	4.9	9.9	3.6
			-4%	5%	-19%	-48%	-59%	-64%	-61%	10%	-20%
6	东方证券	600958.SH	17.0	17.3	15.1	11.7	2.7	2.7	2.8	3.4	3.2
			8%	2%	-13%	-23%	-1%	-40%	-38%	5%	17%
7	申万宏源	000166.SZ	17.9	18.8	14.4	9.7	1.7	2.5	2.3	3.2	3.1
			26%	5%	-23%	-33%	-41%	-54%	-7%	-11%	79%
8	东吴证券	601555.SH	9.7	11.3	10.8	7.0	2.3	1.3	1.5	1.9	2.2
			-11%	17%	-4%	-35%	-23%	-65%	-36%	13%	-5%
9	天风证券	601162.SH	8.6	9.0	7.5	6.5	1.3	1.9	1.7	1.5	2.1
			-16%	4%	-16%	-14%	-51%	10%	44%	-22%	60%
10	招商证券	600999.SH	25.4	13.9	13.0	8.6	0.9	2.0	1.3	4.4	1.9
			18%	-45%	-7%	-34%	-43%	-33%	-55%	-21%	112%

11	东兴证券	601198.SH	10.8	11.5	5.8	4.7	1.2	1.4	1.4	0.8	1.8
			-18%	6%	-49%	-19%	32%	29%	-29%	-59%	56%
12	国联民生	601456.SH	5.1	4.8	4.9	3.4	0.8	0.9	0.9	0.7	1.7
			85%	-6%	2%	-31%	-13%	-52%	-34%	18%	125%
13	广发证券	000776.SZ	4.3	6.1	5.7	7.8	1.5	1.9	2.0	2.5	1.5
			-33%	41%	-7%	37%	47%	-4%	89%	48%	4%
14	中泰证券	600918.SH	12.8	10.2	13.5	9.4	2.5	2.7	1.2	3.0	1.5
			17%	-21%	33%	-30%	-41%	-22%	-66%	30%	-39%
15	中国银河	601881.SH	6.2	6.8	5.5	6.1	0.9	1.7	1.0	2.4	1.5
			-35%	10%	-20%	11%	65%	32%	-30%	10%	59%
16	光大证券	601788.SH	17.7	12.8	10.3	8.2	2.5	1.8	1.9	2.0	1.4
			-11%	-28%	-20%	-20%	30%	-57%	33%	-26%	-43%
17	兴业证券	601377.SH	12.4	9.5	10.4	7.0	1.2	1.5	1.8	2.6	1.3
			-10%	-23%	9%	-33%	-69%	-32%	-7%	-2%	8%
18	浙商证券	601878.SH	10.8	7.8	8.8	7.2	1.5	1.4	1.6	2.7	1.2
			6%	-28%	13%	-18%	-35%	-45%	-19%	35%	-17%
19	国金证券	600109.SH	18.1	17.0	13.4	9.1	2.3	2.4	2.0	2.5	1.2
			9%	-6%	-21%	-32%	-43%	57%	-64%	5%	-45%
20	国信证券	002736.SZ	19.8	18.2	13.6	10.2	2.1	1.8	2.5	3.7	1.1
			5%	-8%	-25%	-25%	-27%	-58%	-32%	40%	-46%
21	财通证券	601108.SH	6.4	4.5	7.6	5.2	1.4	1.4	1.1	1.3	1.1
			13%	-30%	68%	-31%	-8%	-15%	-52%	-38%	-24%
22	华安证券	600909.SH	2.0	1.6	1.1	0.9	0.2	0.1	0.2	0.4	0.9
			32%	-21%	-29%	-18%	-6%	-30%	10%	-28%	328%
23	长城证券	002939.SZ	5.7	5.0	4.6	2.6	0.5	0.7	0.5	0.9	0.8
			27%	-13%	-7%	-43%	-6%	9%	-77%	-24%	57%
24	山西证券	002500.SZ	4.9	4.2	3.9	3.5	0.5	0.7	1.1	1.3	0.8
			-25%	-14%	-6%	-12%	-36%	-15%	28%	-20%	58%
25	国元证券	000728.SZ	9.5	7.8	2.1	2.0	0.3	0.3	0.3	1.1	0.8
			53%	-18%	-74%	-2%	-58%	-6%	-41%	127%	173%
26	中银证券	601696.SH	2.5	1.1	2.6	1.3	0.2	0.2	0.5	0.4	0.7
			-19%	-54%	129%	-49%	26%	-82%	381%	-64%	316%
27	长江证券	000783.SZ	7.9	8.4	6.4	3.5	0.6	0.6	1.4	0.9	0.7
			-1%	7%	-24%	-45%	110%	-69%	-57%	-8%	13%
28	财达证券	600906.SH	2.8	3.1	3.0	2.8	0.6	0.8	1.0	0.4	0.6
			2%	14%	-4%	-8%	-13%	-1%	62%	-56%	9%
29	第一创业	002797.SZ	3.1	2.8	1.9	2.8	0.7	0.4	0.7	1.1	0.6
			-32%	-9%	-32%	46%	42%	-50%	114%	194%	-6%
30	西部证券	002673.SZ	4.6	3.5	3.6	2.8	0.4	0.5	0.8	1.2	0.5
			-14%	-24%	3%	-22%	29%	-74%	64%	21%	50%
31	华创云信	600155.SH	3.8	2.0	2.6	2.6	0.5	0.7	0.5	0.8	0.5
			-	-48%	31%	-1%	3%	41%	39%	-31%	-4%
32	南京证券	601990.SH	3.5	2.0	1.6	1.9	0.5	0.5	0.4	0.5	0.4
			34%	-42%	-20%	17%	32%	26%	52%	-17%	-5%
33	西南证券	600369.SH	2.7	1.8	1.4	1.0	0.3	0.2	0.2	0.3	0.4
			7%	-33%	-23%	-25%	-15%	-43%	-18%	-20%	20%
34	国海证券	000750.SZ	3.6	2.0	1.6	1.1	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
			-16%	-44%	-20%	-32%	-66%	-43%	128%	-23%	86%
35	方正证券	601901.SH	4.4	5.3	2.1	1.8	0.4	0.4	0.7	0.3	0.2
			-33%	22%	-60%	-17%	-33%	-43%	14%	23%	-34%
36	信达证券	601059.SH	4.7	1.9	1.5	1.3	0.2	0.2	0.7	0.1	0.2
			-15%	-61%	-17%	-18%	-13%	-52%	36%	-63%	-11%
37	东北证券	000686.SZ	3.8	1.7	2.0	1.4	0.4	0.1	0.3	0.6	0.2
			34%	-55%	17%	-32%	-51%	-86%	-60%	-659%	-54%
38	太平洋	601099.SH	1.8	1.2	1.3	1.7	0.2	0.6	0.6	0.3	0.2
			-9%	-37%	8%	38%	-55%	197%	92%	-4%	-8%
39	华西证券	002926.SZ	4.6	2.2	1.8	1.3	0.2	0.3	0.4	0.4	0.1
			2%	-52%	-15%	-28%	-40%	-43%	-9%	-25%	-51%
40	华林证券	002945.SZ	2.1	1.7	1.0	0.2	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
			62%	-19%	-39%	-84%	-74%	-73%	-92%	-60%	148%
41	中原证券	601375.SH	6.4	2.7	0.9	0.6	0.1	0.2	0.1	0.2	0.0
			208%	-58%	-66%	-39%	-60%	187%	-56%	-53%	-50%
42	锦龙股份	000712.SZ	3.2	0.7	0.3	0.4	0.1	0.0	0.2	0.1	0.0
			-55%	-78%	-60%	36%	90%	-54%	158%	-11%	-76%
43	红塔证券	601236.SH	0.9	0.8	0.6	0.4	0.2	0.1	0.1	0.0	0.0
			-41%	-11%	-33%	-25%	402%	133%	-26%	-101%	-90%

资料来源: iFinD, 民生证券研究院

“并购六条” 配套政策陆续出台，证监会正式发布重组新规。2024 年 9 月，证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，提高监管包容度，提升重组市场交易效率，同时依法加强监管，鼓励证券公司加大对并购重组等财务顾问业务的参与力度。2025 年 4 月，证监会主席吴清在国新办发布会上表示，去年“并购六条” 发布以来，沪深两市披露重组项目近 1400 单，同比增长 40%，其中重大资产重组超 160 单，同比增长 2.4 倍。2025 年 5 月，中国证监会正式发布《关于修改〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定》，同时对《上市公司监管指引第 9 号——上市公司筹划和实施重大资产重组的监管要求》（《9 号指引》）部分条文进行修改。

并购市场交易活跃，投行收入有望修复。我们认为，随着“并购六条” 及配套制度逐步落地，上市公司发行股份购买资产的便利性和灵活性有望提升，并购重组市场改革持续深化，并购重组交易活跃度保持高位，也有望推动券商投行业务收入持续修复。

表8：2024 年新“国九条” 以来投资银行政策梳理

时间	政策文件	主要内容
2025/5	证监会《关于修改〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定》	简化审核程序、创新交易工具、提升监管包容度等方面作出优化
2025/4	国新办“一揽子金融政策支持稳市场稳预期” 新闻发布会	突出服务新质生产力发展这个重要着力点。重点抓好几件事： 第一，近期将出台深化科创板、创业板改革政策措施 ，择机会发布，在市场层次、审核机制、投资者保护等方面进一步增强制度包容性、适应性，同时尽快推动典型案例落地。 第二，抓紧发布新修订的《上市公司重大资产重组管理办法》和相关监管指引，更好发挥资本市场并购重组主渠道作用。第三，大力发展科技创新债券 ，优化发行注册流程，完善增信支持，为科创企业提供全方位、“接力式” 的金融服务
2025/4	中央政治局会议	持续用力推进关键核心技术攻关， 创新推出债券市场的“科技板” ，加快实施“人工智能+” 行动。大力推进重点产业提质升级，坚持标准引领，规范竞争秩序
2025/3	政府工作报告	深化资本市场投融资综合改革，大力推动中长期资金入市，加强战略性力量储备和稳市机制建设。 改革优化股票发行上市和并购重组制度。加快多层次债券市场发展
2024/9	证监会《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》	支持上市公司向新质生产力方向转型升级、 鼓励上市公司加强产业整合、进一步提高监管包容度、提升重组市场交易效率 、提升中介机构服务水平、依法加强监管
2024/6	国务院办公厅《促进创业投资高质量发展的若干政策措施》	拓宽并购重组退出渠道 。对突破关键核心技术的科技型企业，建立上市融资、债券发行、并购重组绿色通道

资料来源：证监会、国新办、中国政府网，民生证券研究院

8 投资建议

业绩修复与并购重组交易主线有望延续。从业绩角度来看，2025年市场交投热度保持高位，沪深两市成交额中枢较2024年显著抬升，同比保持增长。年初以来政策定调积极，4月政治局会议强调持续稳定和活跃资本市场，外部关税冲击下稳市力度加大，中央汇金、社保基金、保险等中长期资金持续入市，5月以来央行降准降息呵护流动性，我们认为主要股票指数与债券指数增长趋势有望延续，自营收入或推动证券行业收入和盈利稳步提升。2023年8月融资节奏阶段性放缓以来，券商投行业务规模有所收缩，随着上市公司《重组新规》正式发布，并购重组市场持续活跃，叠加科技类企业融资支持政策出台，券商投资银行业务收入也有望持续修复。整体来看，上市券商自营收入保持较快增速，持续为券商业绩提供支撑，同时伴随业绩改善、并购重组和再融资稳步推进，券商净资产规模有望持续增厚，为ROE提升构建“攻防一体”体系。

并购重组方面，截至1Q25，国泰君安与海通证券完成并表，合并后公司规模提升，协同效应有望逐步显现。3月湘财股份拟换股吸收合并大智慧并发布交易预案，5月浙商证券成为国都证券控股股东。国信证券、西部证券等股权收购案例获证监会受理。2024年券商业绩承压，地方国企系券商并购重组加速。我们认为2025年行业并购重组或继续推进，整合协同效应有望逐步显现，并购重组一方面通过资源整合提升运营效率，加速业绩修复进程；另一方面也有望推升行业集中度，龙头券商优势有望持续强化。

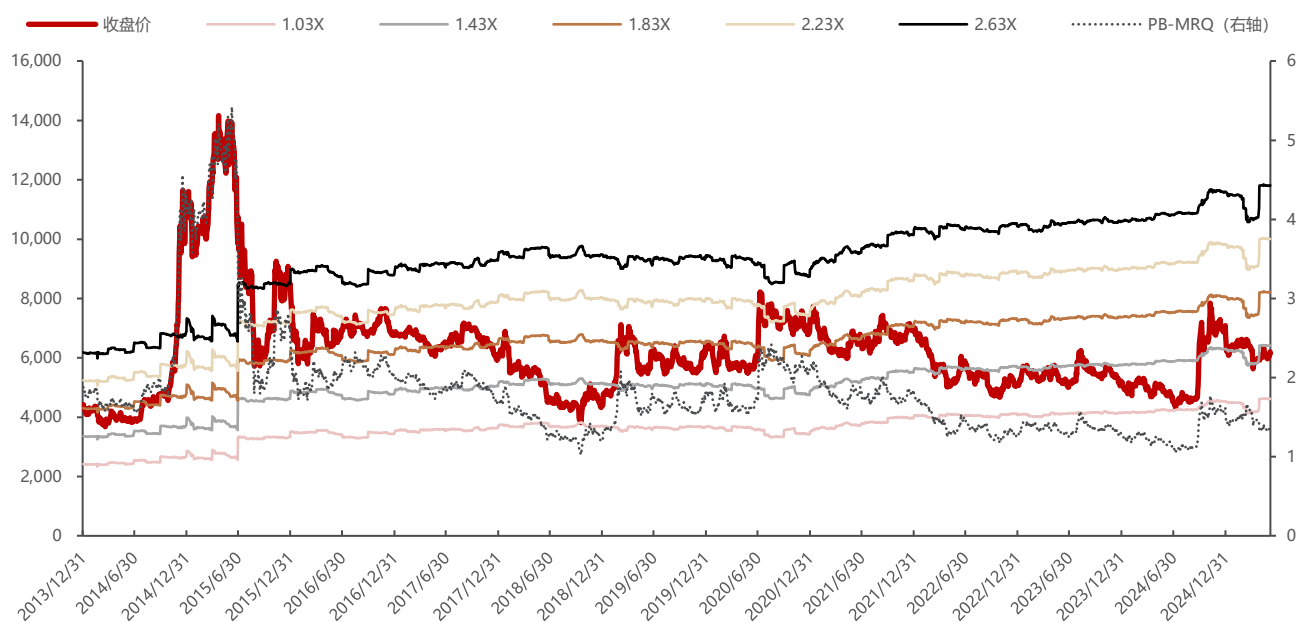
图48：证券公司并购重组推进情况

交易特征 并购案例	浙商证券 +国都证券	国联证券 +民生证券	西部证券 +国融证券	国信证券 +万和证券	国泰君安 +海通证券	湘财股份 +大智慧
购买方式	支付现金	发行股份 购买资产	支付现金	发行股份 购买资产	换股吸收合并	换股吸收合并
筹划/停牌	2023/12/9	2024/4/26	2024/6/21	2024/8/22	2024/9/6	2025/3/17
发布交易预案 /董事会决议	2024/3/30 (受让股权)	2024/5/15	2024/11/8	2024/9/5	2024/10/10	2025/3/29
发布交易草案		2024/8/9		2024/12/7	2024/11/22	
股东大会审议	2024/5/28、 6/8(参与竞拍)	2024/9/5	2024/12/7	2024/12/24	2024/12/14	
发布草案修订稿 /申报稿	-	2024/12/4	-	2025/4/7	2024/12/24	
交易所审核通过	-	2024/12/18	-	2025/4/12 (受理)	2025/1/10	
证监会批准/核准 /同意注册	2024/12/4	2024/12/28	2025/2/15 (受理)	2025/4/12 (受理)	2025/1/18	

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

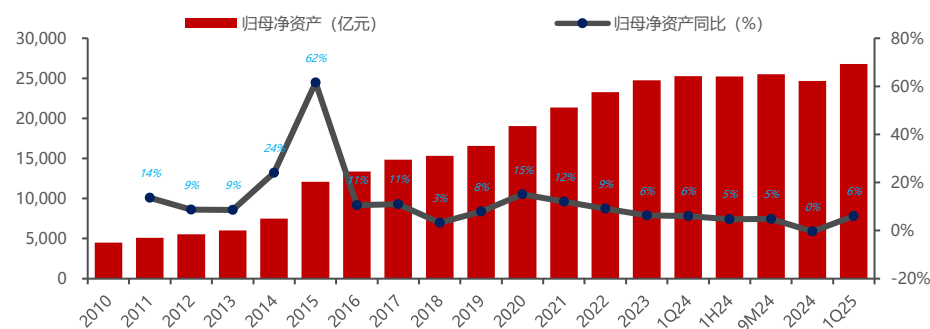
当前证券行业估值仍处低位。从估值角度来看，3Q24末申万证券指数市净率触底回升，此后冲高回落。随着4Q24与1Q25业绩修复，上市券商整体净资产规模企稳，业绩兑现推动估值逐步消化。2025年以来，证券行业指数市净率（PB-MRQ）大致保持在1.45x水平，位于2014年至今11年以来中等偏低区域，配置价值凸显。

图49：证券行业市净率（PB-MRQ）估值仍处低位



资料来源：iFinD，民生证券研究院。注：数据截至 2025/6/6

图50：1Q25 上市券商归母净利润规模企稳



资料来源：iFinD，民生证券研究院

9 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**：拖累险企和券商投资端表现，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，购买力和需求下降拖累保险负债端表现。
- 4) **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，投行收入改善不及预期。

插图目录

图 1: 2025 年截至 6 月初证券行业指数跑输沪深 300 指数	4
图 2: 4 月以来两市成交额有所下降, 经纪业务景气度阶段性回落	4
图 3: 2025 年以来港股市场成交量整体抬升	4
图 4: 港股市场 2024 年下半年以来换手率明显提升	4
图 5: 港交所总市值和上市公司数稳步增加	4
图 6: 2025 年沪市新开户数冲高回落	5
图 7: 上市券商营业收入及增速	6
图 8: 上市券商单季营业收入及增速	6
图 9: 截至 1Q25 上市券商归母净利润及增速	6
图 10: 截至 1Q25 上市券商单季利润及增速	6
图 11: 截至 1Q25 自营与经纪收入占比过半	7
图 12: 截至 1Q25 自营收入仍为主要拉动项	7
图 13: 截至 1Q25 上市券商归母净利率	9
图 14: 截至 1Q25 上市券商业务及管理费率	9
图 15: 截至 1Q25 上市券商其他业务成本率	9
图 16: 截至 1Q25 上市券商利润与成本结构	9
图 17: 1Q25 上市券商 ROE 与 ROA 大幅回升	10
图 18: 上市券商 ROA 对 ROE 提升贡献显著	10
图 19: 截至 1Q25 上市券商累计自营收入及增速	12
图 20: 截至 1Q25 上市券商单季自营收入	12
图 21: 截至 1Q25 上市券商金融投资规模及增速	12
图 22: 2024 年至今上市券商自营投资杠杆率趋稳	12
图 23: 截至 2025 年 3 月上市券商金融投资结构	13
图 24: 自营权益类与固收类资产配置占比	13
图 25: 自营投资、沪深 300 和中证综合债指数收益率	13
图 26: 2010 年至今上市券商自营投资收益率	13
图 27: 1Q25 末券商加仓能源有色行业股票	14
图 28: 截至 1Q25 上市券商累计经纪收入及增速	16
图 29: 截至 1Q25 上市券商单季经纪收入及增速	16
图 30: 截至 1Q25 沪深京单季股基成交额与增速	16
图 31: 上市券商平均交易佣金率	16
图 32: 截至 1Q25 上市券商资管业务收入及增速	19
图 33: 截至 1Q25 上市券商单季资管收入及增速	19
图 34: 截至 1Q25 上市券商资管 AUM 规模及增速	19
图 35: 截至 1Q25 券商资管业务平均费率	19
图 36: 截至 1Q25 上市券商利息净收入及增速	22
图 37: 截至 1Q25 上市券商单季利息净收入及增速	22
图 38: 截至 1Q25 上市券商融出资金余额及增速	23
图 39: 截至 1Q25 上市券商买入返售余额及增速	23
图 40: 全市场融资融券余额及增速	23
图 41: 贷款基准利率变动趋势	23
图 42: 截至 1Q25 上市券商投行收入及增速	25
图 43: 截至 1Q25 上市券商投行单季收入	25
图 44: 截至 1Q25 市场 IPO/再融资规模及增速	26
图 45: 截至 1Q25 公司债融资规模及增速	26
图 46: A 股 IPO/再融资单季融资规模及增速	26
图 47: 公司债单季融资规模及增速	26
图 48: 证券公司并购重组推进情况	29
图 49: 证券行业市净率 (PB-MRQ) 估值仍处低位	30
图 50: 1Q25 上市券商归母净资产规模企稳	30

表格目录

表 1: 上市券商营业收入规模及同比增速 (单位: 亿元, %)	7
表 2: 上市券商归母净利润规模及同比增速 (单位: 亿元, %)	10
表 3: 上市券商自营业务收入规模及同比增速 (单位: 亿元, %)	14
表 4: 上市券商经纪业务收入规模及同比增速 (单位: 亿元, %)	17
表 5: 上市券商资管业务收入规模及同比增速 (单位: 亿元, %)	20
表 6: 上市券商信用业务收入规模及同比增速 (单位: 亿元, %)	23
表 7: 上市券商投行业务收入规模及同比增速 (单位: 亿元, %)	26
表 8: 2024 年新“国九条”以来投资银行政策梳理	28

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收到任何形式的补偿。

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
公司评级	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
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：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

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