



公司评级 增持（首次）

报告日期 2025年07月08日

基础数据

07月07日收盘价(元)	8.90
总市值(亿元)	442.21
总股本(亿股)	49.69

来源: 聚源, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

分析师: 徐一洲

S0190521060001

xuyizhou@xyzq.com.cn

东吴证券(601555.SH)

以投资交易能力再造一个东吴证券

投资要点:

- **以投资开启第二增长曲线的中型券商。**东吴证券表现出强于行业的业绩增速和经营效率,其中,泛自营业务为盈利增长的核心引擎。公司以定增、配股有序扩充资本,重点发展投资业务,灵活调整投资策略实现熊市抗跌的业绩表现,与治理架构共筑竞争壁垒:
 - 1) 前瞻布局自营投资:**于2016年较早起步,且随着市场波动呈现出相对较强的交易属性。杠杆强度稳居可比券商中上游,驱动自营投资规模年化复合增长21.9%至889.99亿元。
 - 2) 固收类投资通过债券杠杆提升兑现业务成长性:**目前,东吴证券债券投资规模和债券杠杆基本位于可比券商中上水平,杠杆增幅领先可比同业;2020-2024年公司债券杠杆由1.53倍增至2.02倍,债券杠杆的显著提升叠加对利率下行红利以及信用债券机遇的把握,兑现业务成长性。
 - 3) OCI账户在方向性权益投资的运用:**公司通过OCI账户配置高股息标的,在市场震荡行情下合理平滑权益自营带给利润表的波动,同时有效增厚净资产。2021-2024年其他权益工具投资规模年化增长39.6%至63.96亿元,占净资产的15.1%,居可比券商首位。在2024年末互换便利操作下,以低成本资金增持优质高股息资产有望进一步增厚权益自营的安全垫。
 - 4) 长期稳定的治理结构:**高层、投资业务分管高管均具有丰富的业务履历,稳定专业的治理团队为战略执行提供支撑。
- **区位优势及股东资源共同禀赋助力东吴证券发展。**东吴证券是苏州国资控股唯一一家本土券商,由1993年成立的苏州证券更名改制而来,于2011年在上交所上市。公司在区位及股东资源具有明显的竞争优势,具体体现在:
 - 1) 国资持股高,苏州对公司支持力度高:**一方面,公司呈现较为集中的苏州国资控股特征,第一大股东苏州国发隶属苏州市财政局,对公司拥有控股权。另一方面,苏州政府部门为公司提供多方面支持,包括支持公司定增及配股计划、支持公司外延式扩张、通过股权增持等方式支持辖区内金融机构的发展。
 - 2) 具有江苏独特的区位优势:**江苏发达的经济基础与高居民财富水平为公司业务转型提供独特土壤,其中,财富管理业务依靠省内网点渗透与省外效能提升双轮驱动,投行业务则充分转化属地项目资源,共同打开业务增量空间。
- **东吴证券常态化的股东回报或驱使估值范式重估。**公司遵循政策指引,积极提升股东回报,2024年现金分红率达65.5%,显著高于上市以来30%的基准水平。未来OCI的运用有望带来估值范式的重估,一方面,OCI账户的运用有效增厚净资产,稳态后或强化内生收益积累;另一方面,通过释放OCI利润浮盈填补利润分红缺口,使公司具备分红平滑空间,改变券商由于盈利的高波动带来股息率高波动的问题。
- **盈利预测与估值:**我们看好东吴证券的盈利增长潜力,预计公司2025-2026年归母净利润为26.50和29.00亿元,同比+12.0%和+9.4%,2025年7月7日收盘价对应PB分别为1.02和0.98倍,给予“增持”评级。
- **风险提示:**权益市场大幅波动,利率风险,高股息资产派息不及预期,行业竞争加剧。

主要财务指标

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	11,534	12,312	13,603	15,109
同比增长	2.2%	6.8%	10.5%	11.1%
归母净利润(百万元)	2,366	2,650	2,900	3,337
同比增长	18.2%	12.0%	9.4%	15.1%
每股净资产(元)	8.40	8.73	9.10	9.56
PB	1.06	1.02	0.98	0.93

数据来源: 携宁, 兴业证券经济与金融研究院整理; 2025-2027年PB估值基于7月7日收盘价计算。

目录

一、 以投资开启第二增长曲线的中型券商	4
(一) 财务表现: 表现出强于行业的业绩增速和经营效率.....	4
(二) 业务结构: 泛自营业务成为盈利增长的重要胜负手.....	4
(三) 资本补充: 自营收入增长得益于资本补充有序推进.....	5
(四) 战略布局: 提升股债自营投资能力实现逆境突围	6
二、 区位优势及股东资源禀赋助力公司发展	14
(一) 历史沿革: 深耕长三角, 积极向全国性券商迈进	14
(二) 股权结构: 国资持股高, 苏州对公司支持力度大	15
(三) 区位优势: 区位禀赋好, 为业务转型提供好土壤	17
三、 常态化的股东回报或带来估值范式重估	21
四、 盈利预测与估值	22
五、 风险提示	24

图目录

图 1、 投资交易业务收入贡献度明显提升	5
图 2、 投资交易业务利润超过财富业务	5
图 3、 2024 年投资交易业务收入贡献度为 62%	5
图 4、 2024 年投资交易业务利润贡献度为 68%	5
图 5、 资本补充带动净资产规模排名上行	6
图 6、 2015 年以来东吴证券实现熊市抗跌的逆周期盈利	7
图 7、 东吴证券提升股债自营投资能力在熊市突围	7
图 8、 东吴证券的自营投资资产配置呈现出相对较强的交易属性	8
图 9、 固收类投资规模快速扩张驱动自营投资扩容	9
图 10、 可比上市券商债券资产绝对规模	9
图 11、 公司债券投资相对规模为可比券商中上游	9
图 12、 长期来看东吴证券固收投资策略由交易盘向配置盘转变	10
图 13、 2018 年以来整体呈现类似高抛低吸的权益投资策略.....	11
图 14、 2024 年东吴证券 OCI 中股票及股权资产规模同比+246.6%.....	12
图 15、 东吴证券发展历程	15
图 16、 苏州市财政局控股的苏州国发为东吴证券实控人	16
图 17、 代买业务是财富管理业务的主要收入来源	17
图 18、 期货经纪业务有望成为重要收入增量	17
图 19、 公司营业部主要分布在长三角	18
图 20、 江苏省外营业收入占比逐年提高	18
图 21、 公司两融余额市占率维持 1.15%的中枢	18
图 22、 截至 2024 年末两融年化收益率为 4.9%.....	18
图 23、 人员增长为东吴证券投行业务提供充足支撑	19
图 24、 受监管政策等因素影响 2024 年投行业务净收入承压.....	19
图 25、 2020 年以来江苏省股权融资规模位居全国前五.....	20
图 26、 2024 年江苏省上市公司总数位居全国第三	20
图 27、 2020-2024 年东吴证券资管规模维持约 600 亿元的中枢水平	21
图 28、 2024 年东吴证券现金分红比例增至 65.5%.....	22
图 29、 东吴证券 PB-Band	

表目录

表 1、 东吴证券依靠有序的资产规模扩张带动盈利提升	4
表 2、 东吴证券债券杠杆水平位于可比券商中位数（单位：倍）	10
表 3、 2021-2024 年东吴证券其他权益投资工具/净资产占比基本高于可比券 商	12
表 4、 东吴证券高管团队多出身于核心业务条线	13
表 5、 东吴证券前十大股东中多为苏州地方国资企业	15
表 6、 苏州政府部门为东吴证券提供有力支持	16
表 7、 2021-2023 年公司股权融资规模市占率取得明显进步	19
表 8、 2024 年东吴证券公募基金管理规模同比+55.8%	21
表 9、 东吴证券股息率于 2024 年达到 4.0%	22
表 10、 东吴证券盈利预测	23
表 11、 东吴证券资产负债表（单位：亿元）	23
表 12、 东吴证券利润表（单位：亿元）	23

一、以投资开启第二增长曲线的中型券商

（一）财务表现：表现出强于行业的业绩增速和经营效率

在过去的一轮市场周期中东吴证券呈现出显著优于行业平均水平的业绩增速和经营效率。2019-2024 年这一轮牛熊周期中，东吴证券营业收入、归母净利润分别年均复合增长 17.6%、17.9%至 115.34、23.66 亿元，利润增速跑赢同期行业利润增速大约 11.61 个百分点。东吴证券在有序的资本补充下，其净资产规模在 2019-2024 年期间实现年均复合增长 14.8%至 417.29 亿元。2019-2024 年公司净资产收益率在 4.5%-7.5%的区间波动，2022 年以来公司 ROE 自底部上行，并于 2024 年回升至 5.8%，高于行业平均净资产收益率 5.5%。

表1、东吴证券依靠有序的资产规模扩张带动盈利提升

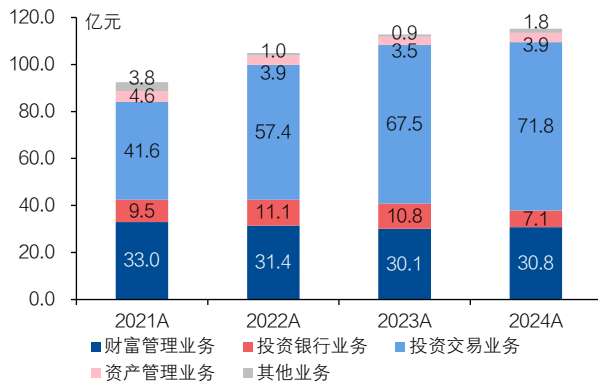
单位：亿元	2019	2020	2021	2022	2023	2024	CAGR
营业收入	51.30	73.56	92.45	104.86	112.81	115.34	17.6%
同比增速	23.3%	43.4%	25.7%	13.4%	7.6%	2.2%	-
归母净利润	10.37	17.07	23.92	17.35	20.02	23.66	17.9%
同比增速	189.4%	64.6%	40.1%	-27.4%	15.4%	18.2%	-
总资产	962.35	1,054.75	1,243.18	1,359.57	1,574.95	1,778.05	13.1%
净资产	209.56	278.80	371.26	380.00	397.15	417.29	14.8%
东吴证券 ROE	5.0%	7.0%	7.4%	4.6%	5.2%	5.8%	5.8%

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理；注：最右列 CAGR 下东吴证券 ROE 为 2019-2024 年 ROE 的几何平均数。

（二）业务结构：泛自营业务成为盈利增长的重要胜负手

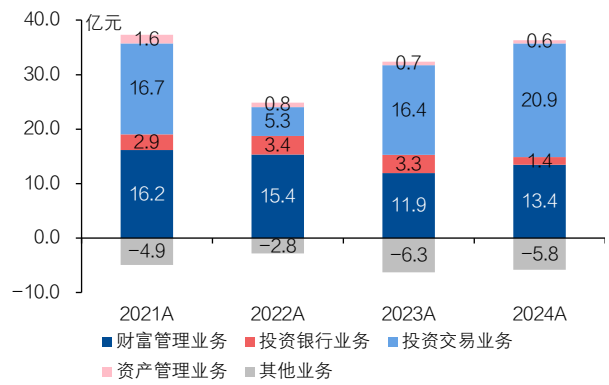
泛自营业务成为东吴证券盈利增长的重要胜负手。东吴证券持续加强投资团队和投资能力的建设，泛自营业务逐步成为公司营业利润的增长引擎；从分部收入和利润结构来看，随着公司逐步增加对于金融资产的投资，泛自营业务的收入增长明显，2021-2024 年由 41.59 亿元增长至 71.78 亿元，年化增幅达 20.0%，其对于公司营业收入的贡献度同样大幅上升，于 2018 年首次超过财富管理业务成为公司第一大收入来源，2024 年剔除分部抵减后的投资交易业务收入贡献占比超 60%；营业利润由 2021 年的 16.67 亿元上升至 2024 年的 20.88 亿元，年化增幅达 7.8%，2024 年剔除分部抵减后的投资交易业务营业利润贡献比例近 70%，凸显公司泛自营业务的核心竞争力。

图1、投资交易业务收入贡献度明显提升



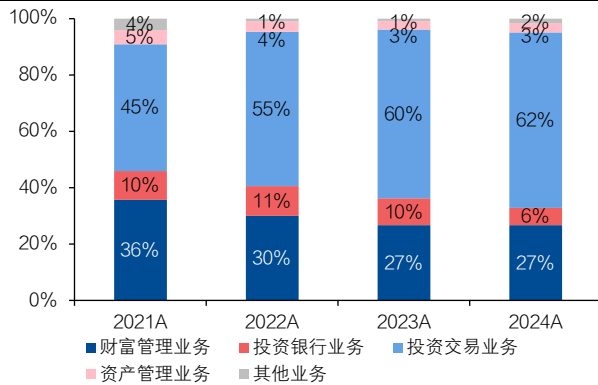
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、投资交易业务利润超过财富业务



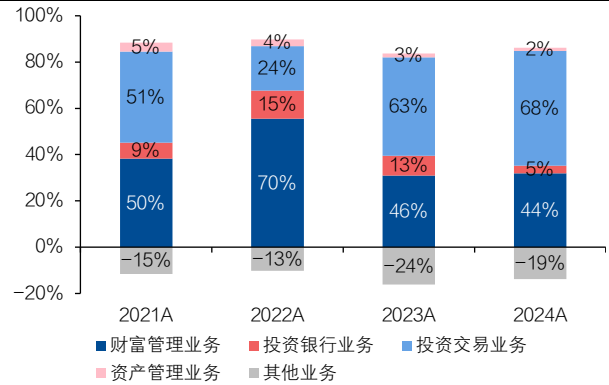
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图3、2024年投资交易业务收入贡献度为62%



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、2024年投资交易业务利润贡献度为68%

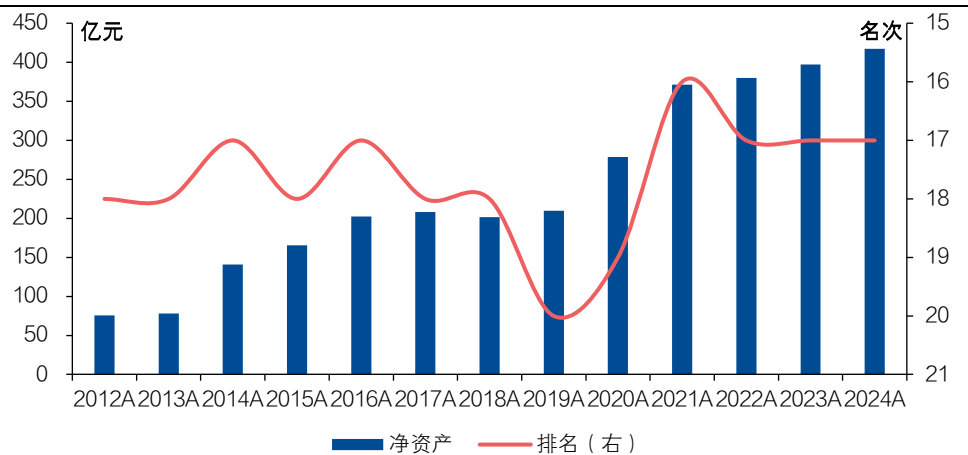


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

（三）资本补充：自营收入增长得益于资本补充有序推进

东吴证券有效利用资本市场进行资本补充，净资产排名有序提升。东吴证券净资产规模位于上市券商中上游，2012-2024年，公司净资产规模由75.77亿元增长至417.29亿元，年化复合增速为15.3%。东吴证券通过有效的资本补充实现了净资产规模排名的有序提升，公司于2011年12月在上交所首次公开上市，募集资金总额32.50亿元，注册资本增至20.00亿元；2014年和2016年，公司进行两次A股非公开发行，分别募集资金51.31、35.40亿元，净资产排名均同比上升1名；2020年和2021年，在苏州市政府的支持下公司完成两次配股发行来发展资本中介、投资交易等核心业务，分别募集资金59.88、81.03亿元，配股发行完成后，公司净资产规模在上市券商中的排名显著提升，由2019年的第20名上升至2022年的第16名。

图5、资本补充带动净资产规模排名上行



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

(四) 战略布局：提升股债自营投资能力实现逆境突围

面对多轮市场下行周期，东吴证券始终坚守绝对收益为导向的价值投资理念，通过投资能力迭代、投资策略灵活调整实现熊市抗跌的逆周期盈利。

2015年：东吴证券通过重点投资和组合投资相结合的方式进行多元资产配置，辅以强化研究跟踪，实现较稳健的经营；公司积极拓宽业务布局，获得股票期权自营业务资格，同步申请了利率互换和黄金现期货的交易资格，并积极布局境外债券投资；2015年，自营投资净收益实现91.5%的同比增速。

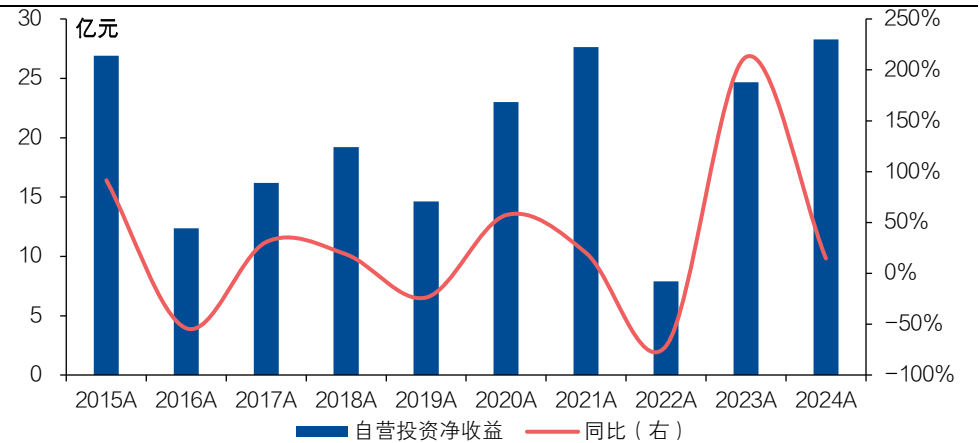
2018年：证券市场大幅震荡，公司通过“争取安全垫+投资额量化控制”的方式，在控制总量风险的同时寻找不确定市场中的局部机会；固收投资方面，公司进行信用债策略的调整，增加存单套息策略和利率债策略；同步推动投研团队人才队伍的建设，引进外部优秀投资经历，强化投研实力；年内自营投资净收益同比增长18.6%至19.20亿元。

2021年：东吴证券主动降低权益投资资产配置组合的市场相关性实现平滑业绩波动，固收投资策略则由配置型为主转向“配置+交易”的双轮驱动模式，把握利率波段机会；公司同步拓展新业务资格，申请了场外期权一级交易商以及深交所质押式报价回购业务资格；年内自营投资净收益同比稳步增长20.1%至27.64亿元。

2022-2024年：公司动态调节投资策略，强化权益研究的广度、深度，确定了方向性投资的主线任务，在权益端增加高股息资产配置，并通过低波红利策略、量化交易策略等配置把握逆周期布局机会；固收端抢抓阶段性行情，提前布局价值

洼地，实现投资收益率领先市场水平，交易对手范围扩大，交易规模显著提升；自营投资净收益自底部提升，由 7.89 亿元高速增长至 28.28 亿元，年化复合增速达 89.3%。此外，公司于 2024 年末主动参与央行第二批互换便利操作，依托降低的资金成本积极配置 A 股市场优质标的，有望进一步拓展投资收益的增量空间，持续强化投资策略与收益兑现的协同效应。

图6、2015 年以来东吴证券实现熊市抗跌的逆周期盈利



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理；自营投资净收益=投资净收益+公允价值变动净收益+汇兑净收益。

图7、东吴证券提升股债自营投资能力在熊市突围



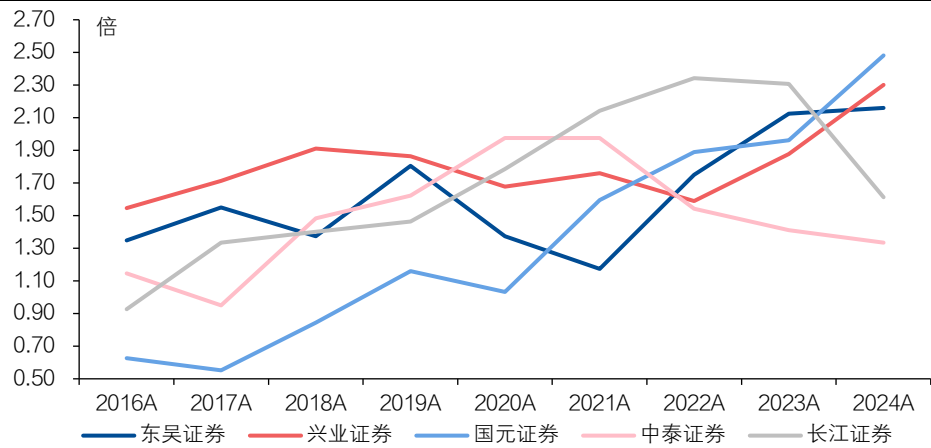
数据来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理；沪深 300 收盘价数据截至 2025 年 6 月 30 日。

我们选取 4 家投资业务见长且与东吴证券净资产规模相近的中型券商进行横向观察，分别为兴业证券、中泰证券、长江证券和国元证券。具体来看，东吴证券主要从以下方面开展投资业务的战略布局。

1. 把握市场行情，前瞻布局自营投资

横向来看，东吴证券自营投资杠杆较高，且凸显一定的交易能力。我们以“自营投资资产/母公司净资产”来横向对比可比上市券商自营投资的相对规模，定义“自营投资资产/母公司净资产”为自营投资杠杆。2024年，东吴证券、兴业证券、国元证券、中泰证券和长江证券自营投资杠杆分别为2.16、2.30、2.48、1.33和1.61倍，东吴证券自营投资方面的杠杆强度稳居可比券商中上游。从长周期维度观察，东吴证券属于在自营投资上加杠杆相对较早的公司，在2016年起步较早，且随着市场波动呈现出相对较强的交易属性，并非像友商保持稳定的提升。

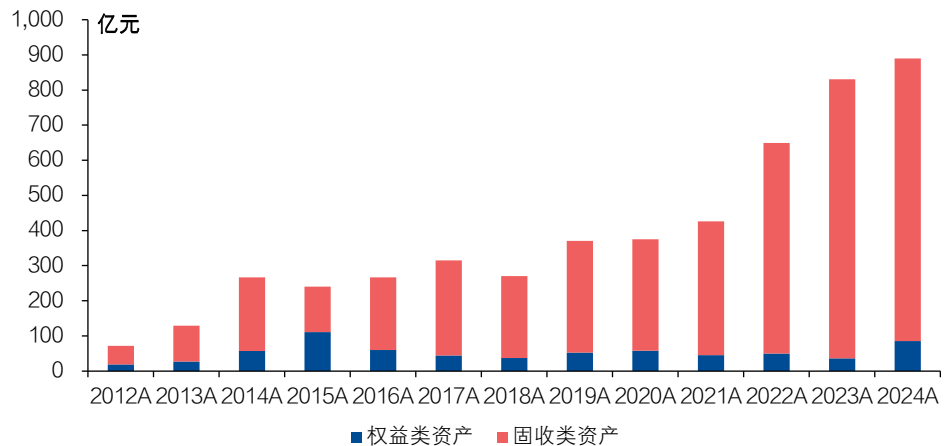
图8、东吴证券的自营投资资产配置呈现出相对较强的交易属性



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理；自营投资资产=自营权益类资产+自营固收类资产，其中，自营权益类资产和自营固收类资产规模分别由“自营权益类证券及证券衍生品/净资本”和“自营非权益类证券及其衍生品/净资本”倒推得出。

东吴证券以固收类投资为配置主导，且持续驱动规模扩容。我们通过“自营权益类证券及证券衍生品/净资本”和“自营非权益类证券及其衍生品/净资本”的比例倒推自营权益类、固收类资产规模。2018-2024年，公司自营投资资产规模年化复合增长21.9%至889.99亿元，其中，自营固收类资产以22.9%的年化复合增速增长至804.90亿元，2024年占比达90.5%，成为规模扩张的核心引擎；自营权益类资产规模年化复合增长14.7%至2024年的89.48亿元，但其占比收缩至10%以下，这一结构性选择反映了公司对于市场环境变化的战略响应，通过强化固收配置的主导性实现资产的稳健扩容，同时动态优化资产类别的权重以契合周期特征。

图9、固收类投资规模快速扩张驱动自营投资扩容

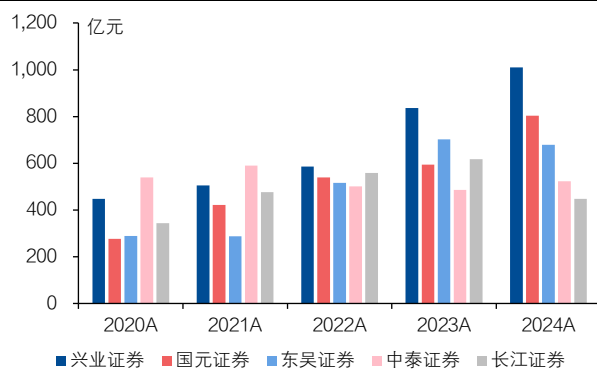


数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理；自营权益类资产和自营固收类资产规模分别由“自营权益类证券及证券衍生品/净资本”和“自营非权益类证券及其衍生品/净资本”倒推得出。

2. 固收类投资通过提升债券投资杠杆兑现业务成长性

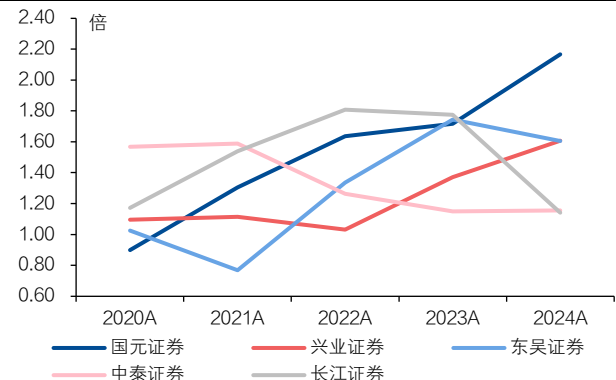
东吴证券债券投资规模处于可比上市券商中位区间。券商的债券投资包含了交易性金融资产中的债券资产、债权投资以及其他债权投资，截至 2024 年末，东吴证券债券类投资规模为 678.41 亿元，在可比同业中位居中游。为剔除净资产规模差异的影响，我们通过债券投资规模除以净资产的比值来观察各家可比上市券商债券类资产的相对规模。截至 2024 年，东吴证券、兴业证券、国元证券、中泰证券和长江证券债券类资产占合并口径净资产的比值分别为 1.61、1.61、2.17、1.16、1.14 倍，长期来看，东吴证券债权投资相对规模基本保持在可比券商的中上水平。

图10、可比上市券商债券资产绝对规模



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理；债券投资规模=交易性金融资产中债券+债权投资+其他债权投资。

图11、公司债券投资相对规模为可比券商中上游



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理；各家公司债券投资相对规模为债权投资/合并报表口径的净资产。

东吴证券比较合理地利用了证券公司投资债券的杠杆优势，在控制好回撤和波动的前提下实现了较为可观的收益。我们通过“券商债券投资规模/（券商债券投资规模-卖出回购金融资产中债券规模）”来简单衡量券商债券自营加杠杆的情况。

2024 年东吴证券、兴业证券、国元证券、中泰证券和长江证券债券杠杆 2.02、1.93、2.23、2.55、1.97 倍，公司处于可比同业中位区间。从长周期维度观察，2023 年各家券商普遍强化债券杠杆的运用，东吴证券增幅较显著，其债券杠杆率从 2022 年的 1.70 增至 2023 年的 2.17，凸显公司主动提升杠杆的积极性。

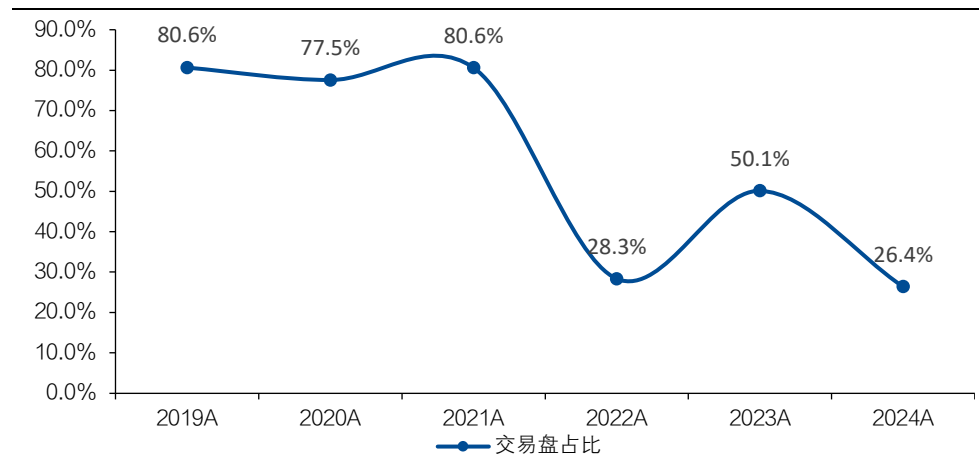
表2、东吴证券债券杠杆水平位于可比券商中位数（单位：倍）

公司名称	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
东吴证券	1.53	1.92	1.70	2.17	2.02
中泰证券	2.21	2.68	2.02	2.12	2.55
国元证券	2.10	2.73	2.46	2.11	2.23
长江证券	2.41	2.27	1.57	2.28	1.97
兴业证券	2.36	2.44	1.99	2.30	1.93

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理；债券杠杆=券商债券投资规模/（券商债券投资规模-卖出回购金融资产中债券规模）。

对利率趋势和信用主体的准确把握和迅速响应是东吴证券固收投资策略的核心。2021 年市场利率整体下行的环境下，东吴证券固收投资从配置型策略向配置与交易均衡型策略转变，交易盘占比小幅提升至 80.6%。2022 年，信用债市场面临双重压力，一方面，民企地产债违约潮引发风险偏好降低；另一方面，城投债供给下滑，信用利差持续压缩，债券交易盘安全边际显著弱化。在此背景下，东吴证券大幅减少交易盘配置占比，转向增加债券配置盘占比来缓释市场环境施加的压力。2023 年，公司把握银行永续债、地产债建仓时机，实现投资收益率大幅领先市场水平，交易规模显著提升，交易盘占比同比+21.76pct 至 50.1%。

图12、长期来看东吴证券固收投资策略由交易盘向配置盘转变



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理；交易盘规模=债权投资+其他债权投资合计规模，配置盘规模=交易性金融资产中债券规模

3. 权益类投资通过增配优质高股息标的合理控制利润波动

复盘来看，2018年以来权益投资整体呈现类似高抛低吸的策略，体现出公司较强的交易能力。2018-2024年权益投资规模涨跌幅波动较大，我们以沪深300指数行情和权益类投资规模年度增幅复盘公司权益投资策略。具体来看，2019-2021年大盘指数上行区间并处于相对高位时，公司权益类资产规模同比增速放缓，并于2021年下降22.4%；2022至2024年三季度长期熊市行情下，公司阶段性增配权益类资产，其中，2024年增幅显著，同比+135.9%至84.98亿元，主要系2024年末东吴证券底部加仓，并主动参与央行第二批互换便利操作并积极配置A股市场优质标的。

图13、2018年以来整体呈现类似高抛低吸的权益投资策略



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理；数据截至2025年6月30日。

东吴证券通过 OCI 增配优质高股息标的合理控制利润波动，增厚净资产规模。2021-2024年，东吴证券其他权益工具投资规模由23.53亿元增长至63.96亿元，年化增幅达39.6%。我们通过其他权益工具投资规模除以净资产规模来计算可比上市券商的OCI配置比例，2024年，东吴证券、兴业证券、国元证券、中泰证券和长江证券“其他权益工具投资/净资产”的比例分别为15.1%、10.6%、7.0%、6.4%、0.2%，东吴证券位居第一。拉长时间窗口来看，2021-2024年东吴证券在其他权益投资工具上的配置比例基本高于可比券商，且公司在2022年和2024年有更加明显的增配节奏，同比分别+3.04、+10.56pct，主要系公司通过增加高股息资产配置的方式战略性加大方向性权益自营，其公允价值变动计入其他综合收益，在市场震荡行情下合理平滑权益自营带给利润表的波动，同时能够有效增厚净资产规模。穿透至持有资产类型来看，东吴证券主要持有股票类资产，截至2024年末，公司其他权益工具投资中股票资产规模同比+246.6%至63.96亿元，占其他权益工具投资的比例为100%。东吴证券延续OCI高股息配置策略，2024年末

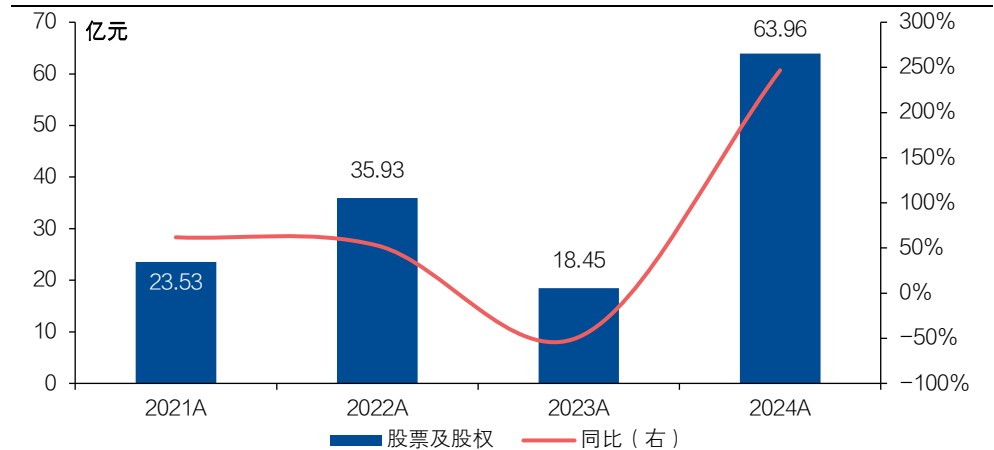
互换便利操作中获得的部分资金用于增配优质高股息标的，运用较低的资金成本获取股息回报，有望进一步增厚公司投资业务安全垫。

表3、2021-2024 年东吴证券其他权益投资工具/净资产占比基本高于可比券商

(单位: 亿元)	2021	2022	2023	2024
东吴证券	23.53	35.93	18.45	63.96
兴业证券	-	15.51	23.40	66.52
国元证券	-	-	-	25.94
中泰证券	32.50	28.33	18.69	28.85
长江证券	0.61	0.60	0.62	0.63
占净资产比例	2021	2022	2023	2024
东吴证券	6.3%	9.3%	4.6%	15.1%
兴业证券	-	2.7%	3.8%	10.6%
国元证券	-	-	-	7.0%
中泰证券	8.7%	7.1%	4.4%	6.4%
长江证券	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%

数据来源: wind, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理; 兴业证券、国元证券部分数据不可得。

图14、2024 年东吴证券 OCI 中股票及股权资产规模同比+246.6%



数据来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

4. 投资能力的沉淀源于公司长期稳定的治理结构

东吴证券长期稳定的治理结构兑现投资能力成长性。东吴证券具备长期且稳定的管理层架构, 董事长范力在东吴证券已有超过 25 年的任职经历, 于 1997 年加入东吴证券的前身苏州证券, 曾担任投资部门、人力资源部、经纪分公司等多条线的负责人, 2012-2022 年曾担任公司总裁, 2014 年至今担任东吴证券董事长一职, 具备非常强的管理能力。公司顶层管理者对于资本市场的理解能力和优秀的内部管理能力以及长期稳定的任职有利于保障公司投资战略的稳定性和投资理念的连贯执行。

公司治理团队专业性为投资能力的沉淀提供良好土壤。东吴证券核心管理层普遍具有一线业务履历，多源于市场化引进的专业人才，在经纪、投行、投资、研究等业务部门积累了丰富的实战经验。东吴证券投资业务分管高管长期深耕专业领域、积淀经验，其中，副总裁、公司执委姚眺在东吴证券拥有较长的任职时间，此前曾在东吴证券多加分支机构任职，长期负责固定收益业务，于 2018 年加入公司执行委员会，分管公司固定收益业务；公司执委丁文韬具备丰富的研究经验，曾任职多家证券研究所的首席分析师，拥有非常强的研究能力，自 2015 年加入东吴证券后，先后任职东吴证券研究所所长、总裁助理、公司首席战略官，于 2022 年任职公司执委协管公司权益投资业务。管理团队对于市场行情、策略布局及业务痛点具有敏锐洞察，并依托一线业务经验审慎地动态优化资产配置策略，公司治理团队优势为投资能力的沉淀奠定良好根基。

表4、东吴证券高管团队多出身于核心业务条线

姓名	职务	任职日期	个人履历
范力	董事长	2014 年 1 月	历任苏州团市委科员，副部长，部长；苏州证券办公室副主任，投资一部副经理，办公室主任，人力资源部总经理，总裁助理；东吴证券董事会秘书、总裁助理，经纪分公司总经理，党委委员、副总裁，董事、党委副书记、常务副总裁，总裁、副董事长。现任东吴证券党委书记、董事长，东吴证券（香港）金融控股有限公司董事长，苏州国际发展集团有限公司副董事长，中国证券业协会财务会计专业委员会主任委员，江苏省证券业协会副会长、江苏省上市公司协会副会长、苏州市上市公司协会会长，江苏省第十四届人大代表，苏州市第十七届人大代表、苏州市第十七届人大常委会委员。
薛臻	总裁	2022 年 3 月	历任苏州市农村干部学院教师，团总支书记，培训处副处长，干部培训处处长，办公室主任，院长助理，副院长，纪委书记；苏州创元投资发展（集团）有限公司党委副书记，工会主席；苏州资产管理有限公司总裁，党委副书记，党委书记，董事长。现任东吴证券党委副书记、总裁。
孙中心	职工董事	2018 年 7 月	历任上海铁路分局苏州电务段助理工程师；苏州证券狮山路营业部电脑部经理，总经理助理，网上交易部总经理；东吴证券网上交易部总经理，经纪分公司（筹）副总经理，狮山路证券营业部总经理，总裁助理兼苏州新区总部总经理，总裁助理兼苏州分公司总经理，副总裁，党委委员、职工董事、常务副总裁兼首席信息官。现任东吴证券党委委员、职工董事、常务副总裁。
	常务副总裁	2018 年 7 月	
高海明	副总裁	2019 年 2 月	任苏州证券营业部总经理助理；东吴证券营业部副总经理，资产管理总部副总经理，理财工作筹备组负责人，太仓总部总监，太仓分公司总经理，苏州分公司总经理；东吴期货总经理，东吴证券信用业务部总经理。现任东吴证券党委委员、副总裁。
姚眺	副总裁	2022 年 1 月	曾在中国建设银行嘉兴分行工作；历任东吴证券嘉善县嘉善大道证券营业部总经理，嘉兴分公司总经理，固定收益总部总经理，东吴证券总裁助理，副总裁、财务负责人。现任东吴证券副总裁、公司执委。
	公司执委	2018 年 9 月	
方苏	副总裁	2023 年 9 月	历任东吴证券石路营业部总经理助理，场外市场总部总经理助理，副总经理，副总经理（主持工作），总经理，中小企业融资总部（原场外市场总部）总经理，投资银行业务委员会委员、联席总经理，总裁助理、投资银行业务管理委员会联席总经理。现任东吴证券党委委员、副总裁、投资银行业务管理委员会总经理。
郭家安	副总裁	2023 年 9 月	历任东吴证券嘉兴分公司总经理助理，嘉兴常秀街证券营业部副总经理（主持工作），嘉兴常秀街证券营业部总经理，嘉兴分公司副总经理（主持工作），资产

	董事会秘书	2024年9月	管理总部副总经理（主持工作），吴中区中心营业部总经理，董事会办公室主任，党委委员、副总裁、上海总部管理委员会总经理。现任东吴证券党委委员、副总裁、董事会秘书、上海总部管理委员会总经理。
梁纯良	公司执委	2024年1月	历任恒泰证券经纪事业总部机构拓展部，运营管理部负责人，济南营业部和上海营业部总经理，区外经纪业务部总经理；中国银河证券上海营业部总经理，经纪管理总部负责人，经纪业务管理委员会副主任，财富管理总部总经理和财富管理委员会副主任；光大证券公司业务总监，财富管理委员会主任。现任东吴证券公司执委、财富管理委员会总经理。
刘辉	公司执委	2018年9月	历任中国光大银行海口证券部交易部经理；君安证券有限责任公司零售客户部总经理助理；平安证券有限责任公司北京营业部，北区机构部副总经理；东吴证券北京鼓楼外大街证券营业部副总经理，总经理，总裁助理，副总裁，东吴证券董事长助理，东吴证券（香港）金融控股有限公司董事长、行政总裁，东吴证券中新（新加坡）有限公司董事长。现任东吴证券公司执委，董事长助理、东吴证券（香港）金融控股有限公司联席董事长、东吴证券（新加坡）金融控股有限公司董事长。
杨伟	公司执委 财务负责人	2018年9月 2024年9月	历任东吴证券投资银行总部苏州业务总部副总经理（主持工作），投资银行总部业务总监，投资银行总部副总经理，投资银行总部常务副总经理，投资银行总部总经理，总裁助理，公司执委，董事会秘书。现任东吴证券财务负责人、公司执委、总裁助理。
潘劲松	公司执委	2018年9月	历任浙江省国际信托投资公司营业部副经理；金通证券股份有限公司营业部总经理；中信金通证券有限责任公司营业部总经理，财富管理中心，高端业务部总经理；中信证券（浙江）有限责任公司营业部总经理，财富管理中心负责人，高端业务部总经理，客户服务总监，证券投融总监；中信证券股份有限公司浙江分公司财富管理总监，浙江分公司副总经理，工会主席，党委委员。东吴证券公司执委、总裁助理、经纪业务管理委员会总经理。现任东吴证券公司执委、总裁助理、财富管理委员会联席总经理。
丁文韬	公司执委	2022年1月	历任太平洋安泰人寿（现名建信人寿）精算专员；普华永道高级咨询顾问；国金证券研究所首席分析师；华泰联合证券研究所首席分析师；海通证券研究所首席分析师；东吴证券研究所所长、总裁助理、公司首席战略官。现任东吴证券公司执委、总裁助理、上海总部管理委员会联席总经理。
冯玉泉	首席风险官	2023年12月	历任东吴证券苏州石路营业部副总经理，总经理，客户资产存管中心总经理，风险管理总部总经理，合规副总监，人力资源总监，总裁助理。现任东吴证券首席风险官、总裁助理。
华仁杰	首席信息官	2023年12月	历任东吴证券电脑中心研发工程师，北京鼓楼外大街营业部电脑部副经理，信息技术总部软件开发部总监，信息技术总部副总经理，总经理，技术总监，公司网络安全官。现任东吴证券首席信息官、网络安全官、信息技术总部总经理。

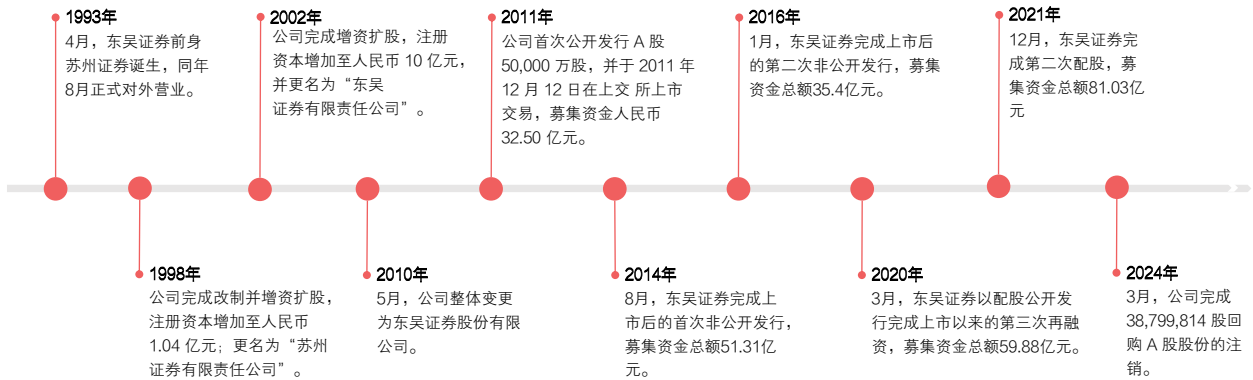
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

二、区位优势及股东资源禀赋助力公司发展

（一）历史沿革：深耕长三角，积极向全国性券商迈进

东吴证券是苏州国资控股的唯一本土券商。1993年，东吴证券的前身为苏州证券成立；2010年正式更名改制为“东吴证券股份有限公司”；2011年12月，东吴证券在上交所上市，公开发行A股5.00亿股，募集资金32.50亿元，发行后注册资本增加至20亿元。公司上市以来通过定增、配股等方式完成资本补充，实行资产规模的快速扩张，开启从区域性券商向全国性综合金融服务商转型的进程。公司长期坚持“做深、做熟、做透、做细”的根据地发展方针，积极融入长三角一体化发展国家战略，重点建设上海业务总部，进一步提升业务能力和品牌影响力。

图15、东吴证券发展历程



数据来源: 公司官网, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

(二) 股权结构: 国资持股高, 苏州对公司支持力度大

东吴证券股权结构呈现较为集中的地方国资控股特征。截至2025年一季度末, 东吴第一大股东苏州国际发展集团有限公司(以下简称“苏州国发”)对公司持股24.33%, 其隶属苏州市财政局, 对公司拥有控股权; 第二大股东为香港中央结算有限公司, 持股比例为5.30%。公司前十大股东中多为苏州地方国资企业, 股东背景雄厚, 其中除了苏州国发之外, 还包括张家港市国有资本投资集团有限公司(3.03%)、中新苏州工业园区投资管理有限公司(2.36%)、苏州营财投资集团有限公司(2.20%)等。

表5、东吴证券前十大股东中多为苏州地方国资企业

前十大股东名称	持股比例
苏州国际发展集团有限公司	24.3%
香港中央结算有限公司	5.3%
张家港市国有资本投资集团有限公司	3.0%
中新苏州工业园区投资管理有限公司	2.4%
苏州营财投资集团有限公司	2.2%
苏州工业园区国有资本投资运营控股有限公司	2.1%
苏州物资控股(集团)有限责任公司	1.8%
苏州高新区国昇资本运营有限公司	1.8%
中信证券股份有限公司	1.8%
苏州信托有限公司	1.8%
合计	46.6%

数据来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理; 数据截至2025年3月31日。

图16、苏州市财政局控股的苏州国发为东吴证券实控人



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理；数据截至 2024 年 12 月 31 日。

历史上来看，苏州政府部门为东吴证券提供多方面支持。具体包括：1) 积极参与定向增发：2014 年和 2016 年，东吴证券共完成两次定向增发，其中苏州市国资委全资控股的苏州国发、苏州物资控股积极参与定增，分别获配 1.09、0.70 亿股。2) 全额参与配股：2020、2021 年东吴证券发起两次配股，苏州国发及一致行动人全额认购可配售股份。3) 股权竞拍支持：支持东吴证券参与民生证券股权竞拍，政府方面对于东吴证券外延式扩张持有支持态度。4) 本地金融机构股权增持：隶属苏州市财政局的股东多次增持辖区内金融机构股权，例如，2025 年 7 月苏州银行发布公告，其大股东苏州国发计划自 2025 年 7 月 1 日起 6 个月内，以集中竞价交易方式增持苏州银行股份，增持资金合计不少于 4 亿元人民币。苏州政府部门为辖区内机构发展提供有力支持，有利于打开东吴证券未来业务发展的想象空间。

表6、苏州政府部门为东吴证券提供有力支持

主题	主要内容
定增方案批复	2013 年和 2015 年，公司收到苏州市国资委通知，江苏省国资委批复同意公司非公开发行股票方案。
	2014 年公司完成上市后的首次定向增发，募集资金总额 51.31 亿元。
	2016 年公司启动第二次定向增发计划，募集资金总额 35.40 亿元。
配股方案批复	2019 年公司配股项目首次落地，从启动到获批仅用时 7 个月，此次配股募资总额不超过 65 亿元，将用于业务扩张。
	2021 年公司再次启动配股计划，募集资金总额不超过 85 亿元，明确将资金用于发展资本中介、投资交易等核心业务，进一步强化其区域竞争力。
股权竞拍支持	2023 年 3 月，公司发布公告参与民生证券 34.7 亿股股权竞拍，公司凭借国资背景积极参与竞拍，展现了地方政府对其业务拓展的战略支持。
本地金融机构股权增持	苏州市财政局控股的苏州国发计划自 2025 年 7 月 1 日起 6 个月内，通过深交所交易系统以集中竞价交易方式，增持苏州银行股份，增持资金合计不少于 4 亿元人民币。

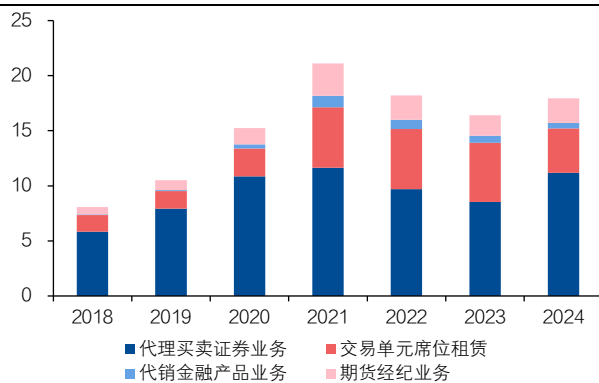
数据来源：证监会，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

(三) 区位优势：区位优势好，为业务转型提供好土壤

1. 区位优势为财富管理业务发展提供契机

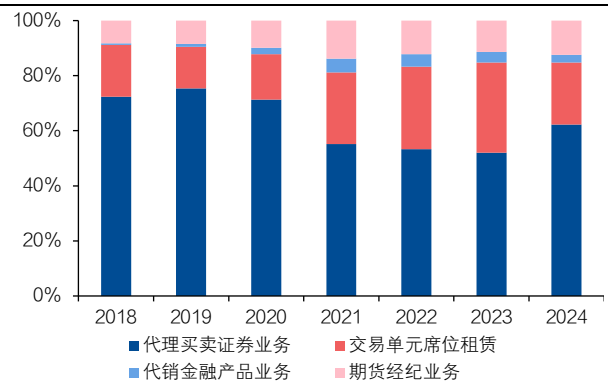
财富管理转型持续推进，优异的区位优势是主要的收入支撑。东吴证券财富管理业务涵盖证券及期货经纪业务、研究业务、投资顾问、产品销售及融资融券等服务，秉持以客户为中心的理念，聚焦做好“数字金融”“普惠金融”大文章，并依托“客户-产品-服务-技术”四大领域加速财富管理转型，加快投顾业务布局。2018-2024年，公司财富管理业务净收入年化复合增长14.2%至17.94亿元；其中，代理买卖证券业务是主要的收入支撑，净收入贡献占比维持在50%以上。2018年以来，东吴证券通过控股子公司东吴期货开展的期货经纪业务净收入的贡献度呈上行态势，贡献度增长4.19pct至2024年的12.5%，期货经纪业务有望成为公司财富管理业务重要的收入增量。

图17、代买业务是财富管理业务的主要收入来源



数据来源：同花顺 iFinD，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

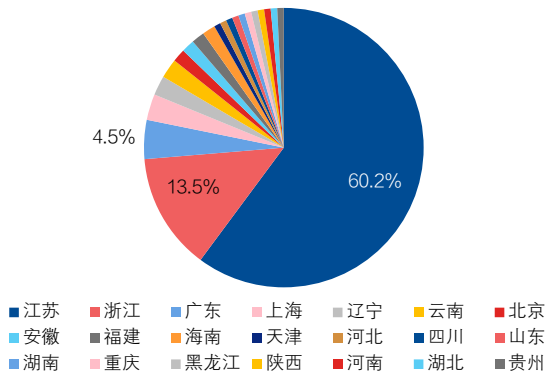
图18、期货经纪业务有望成为重要收入增量



数据来源：同花顺 iFinD，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

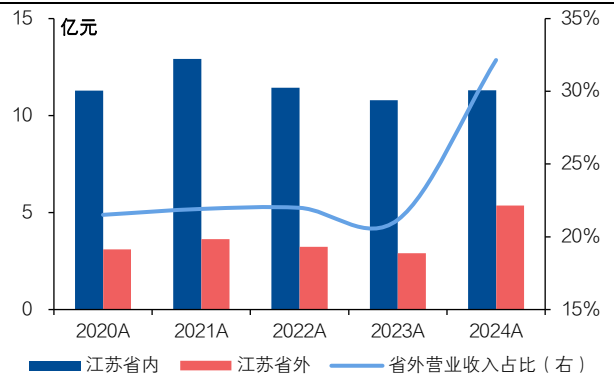
江苏省经济发达，为东吴证券财富管理业务发展提供契机。江苏省经济发达，2024年江苏省GDP为13.70万亿元，位居全国第二，人均GDP同样位居全国前列，居民财富的积累进一步促进居民财富管理需求升级，东吴证券财富管理业务增长动力充足。截至2025年一季度末，东吴证券在21个省市自治区共设133家营业部，其中有80家位于江苏省内，占营业部总数的60.2%，能够较好覆盖江苏省内居民财富管理需求，在区域服务上具备天然优势。东吴证券立足江苏省、布局全国，在省外的盈利能力逐步提升。2020-2024年江苏省外营业收入由3.10亿元增长至5.35亿元，省外营业收入占比提高10.63pct至32.1%。

图19、公司营业部主要分布在长三角



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

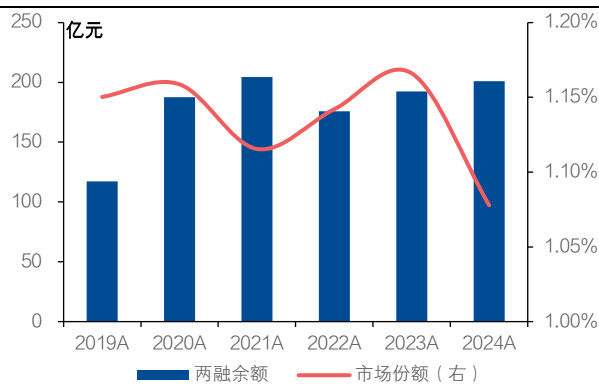
图20、江苏省外营业收入占比逐年提高



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

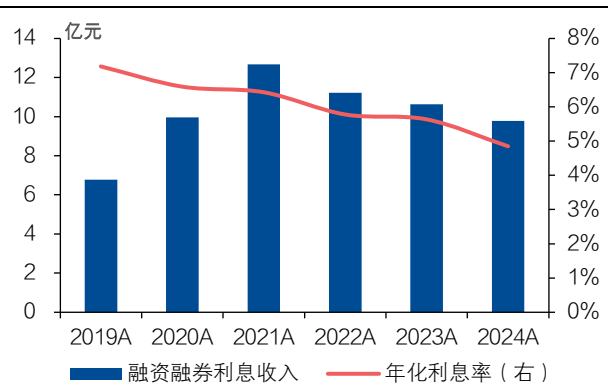
资本中介业务有望在融资需求提升的环境下通过区位优势实现份额提升。2019-2024年，东吴证券两融余额年化复合增长 11.4%至 200.97 亿元，市场份额较稳定，维持 1.15%的中枢。2019-2024年，东吴证券融资融券利息收入呈先增长再缓慢下行的趋势，由 2019 年的 6.77 亿元增长至 2024 年的 9.78 亿元，年化复合增速为 7.6%；截至 2024 年末，公司融资融券业务年化收益率为 4.9%，在 2024 年三季度末以来市场交投情绪回暖的背景下，融资需求提升，东吴证券在居民财富领先、上市企业丰富的江苏省有较高比例的业务布局，未来公司两融市占率有望突破当前中枢水平。

图21、公司两融余额市占率维持 1.15%的中枢



数据来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图22、截至 2024 年末两融年化收益率为 4.9%

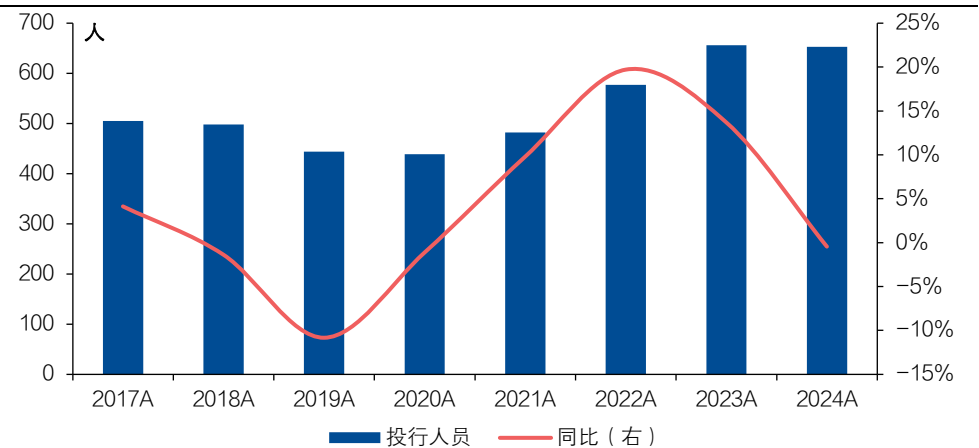


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理；年化利率=两融利息收入/(年初、年末两融规模均值)。

2. 江苏省项目资源优势或为公司打开投行业务增量空间

人员增长为东吴证券投行业务提供充足的支撑。2019 年注册制改革以来，公司加大投行业务人员布局，投行人员数量由 2019 年的 444 人年化复合增长 8.0%至 2024 年的 653 人。

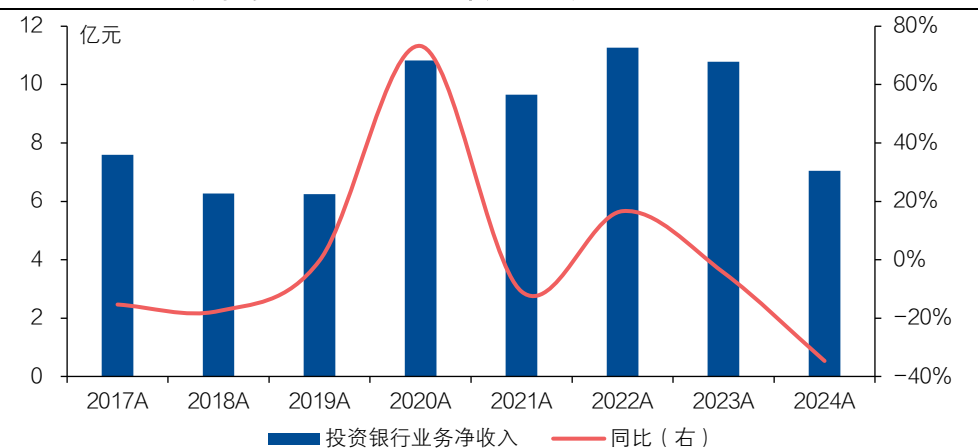
图23、人员增长为东吴证券投资业务提供充足支撑



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理；数据截至 2024 年 12 月 31 日。

受监管政策、市场环境等因素影响，东吴证券投资银行业务净收入波动较大。受市场股权融资节奏放缓的影响，2024 年东吴证券投资银行业务收入承压，投行净收入同比减少 34.6%。从具体业务表现来看，2021-2023 年，东吴证券股权融资规模市占率取得明显进步，公司保荐承销 IPO 项目单数排名于 2024 年上升至行业第十位；公司把握北交所战略机遇，北交所保荐承销 IPO 项目单数行业排名连续三年位居市场前三。债券承销规模自 2017 年的 199.12 亿元增长至 2024 年的 1,390.12 亿元，近五年市占率在 1% 的中枢水平。

图24、受监管政策等因素影响 2024 年投行业务净收入承压



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表7、2021-2023 年公司股权融资规模市占率取得明显进步

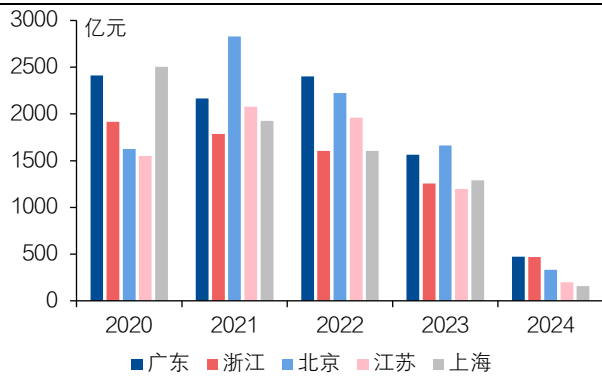
单位：亿元	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
IPO 规模	7.60	6.27	6.25	10.83	9.66	11.27	10.78	7.05
IPO 市占率	2.14%	1.30%	0.80%	1.13%	0.79%	1.12%	1.42%	1.07%
再融资规模	69.33	83.22	11.86	87.38	33.41	43.82	26.50	8.68
再融资市占率	0.55%	1.13%	0.17%	1.02%	0.49%	0.56%	0.93%	0.42%

债券承销规模	199.12	288.27	647.65	917.09	1,123.40	1,223.81	1,532.50	1,390.12
债券承销市占率	0.44%	0.51%	0.85%	0.91%	0.99%	1.14%	1.13%	0.98%

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

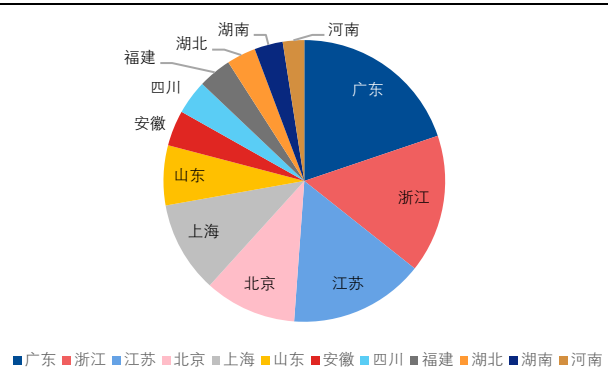
江苏省项目资源丰富，有望为东吴证券投资银行业务带来增长动力。2020-2024年，江苏省股权融资规模排名保持全国前五；近五年江苏省新增A股IPO家数共297家，位居全国第二；截至2024年末，江苏省A股上市公司总数近700家，位居全国第三。江苏省具有丰富的上市项目资源，为投行业务提供较好的经营环境，东吴证券可以利用江苏省属地优势加速投行业务发展，提升优势地位。

图25、2020年以来江苏省股权融资规模位居全国前五



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图26、2024年江苏省上市公司总数位居全国第三

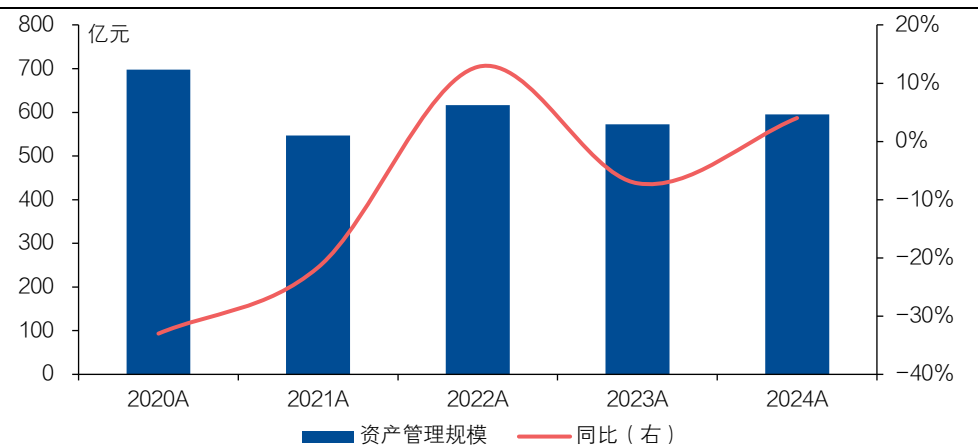


数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理；节选2024年末上市公司总数位居全国前12的省份。

3. 区位优势有助于提升资管业务增长潜力

东吴证券资管业务主动管理能力的提升有望带动资管规模实现量级突破。2020-2024年，东吴证券资管业务净收入年化复合增长5.0%至1.69亿元，资管规模维持在约600亿元的中枢。资管新规施行以来，通道类业务规模持续压降，主动管理成为发展趋势，截至2024年末，东吴证券集合、单一、专项资管规模分别为191.31、178.58、225.39亿元，同比分别+32.2%、-18.8%、+8.5%。2024年，东吴证券主动管理规模同比增长10.6%，在主动管理能力的持续深化下，公司有望实现扩量增收。

图27、2020-2024年东吴证券资管规模维持约600亿元的中枢水平



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

东吴证券通过控股子公司东吴基金开展公募基金管理业务。截至2024年，东吴基金保有公募基金规模同比+55.8%至398.57亿元，其中，债券、权益、货币、REITs基金规模同比分别+105.3%、+75.7%、+24.4%、-7.3%至166.23、87.99、112.69、31.66亿元。

表8、2024年东吴证券公募基金管理规模同比+55.8%

单位：亿元	2023A	2024A	同比变动
债券基金规模	80.98	166.23	105.3%
权益基金规模	50.09	87.99	75.7%
货币基金规模	90.57	112.69	24.4%
REITs基金规模	34.17	31.66	-7.3%
公募基金合计规模	255.81	398.57	55.8%

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

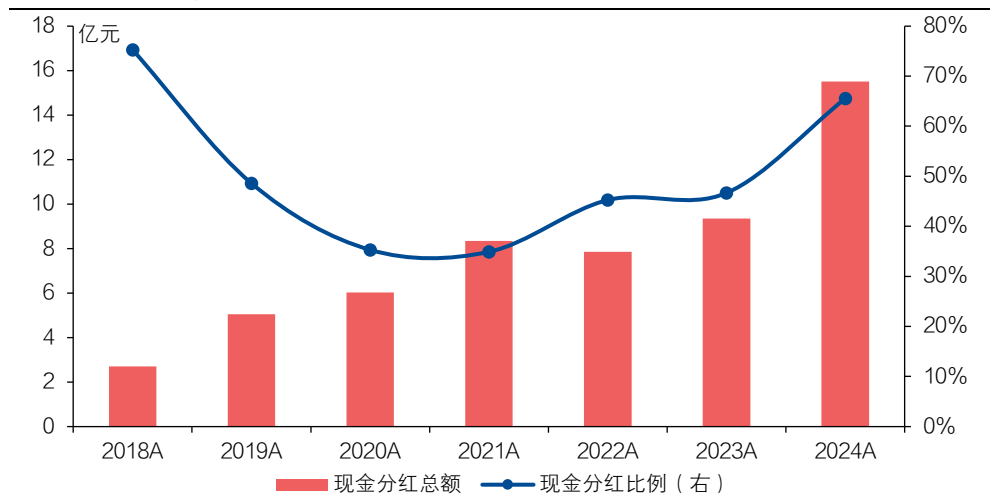
三、常态化的股东回报或带来估值范式重估

东吴证券遵循市值管理等政策指引，积极提升股东回报。2024年11月，《上市公司监管指引第10号——市值管理》出台，明确市值管理为资本市场高质量发展重心之一，通过具体指引促进上市公司投资价值合理反应上市公司质量，增强投资者信心。东吴证券上市以来持续进行股东回报，年度现金分红比例维持在30%以上，现金分红总额自2018年起明显增加。东吴证券遵循市值管理政策引导，2024年加大分红力度，现金分红比例同比+18.86pct至65.5%，进一步实现股息率的显著抬升，2024年公司股息率达到4.0%，高于证券II（申万）股息率1.4%。

OCI账户的使用可能带来公司估值范式的重估。一方面，OCI账户的使用能够有效增厚净资产，如若未来OCI账户进入稳态规模，能够大大增强公司内生收益的

积累能力；另一方面，公司可通过释放 OCI 利润浮盈填补利润的分红缺口，使得公司具备很好的分红平滑空间，改变券商由于盈利的高波动带来股息率高波动的问题；同时由于净资产的增长能力提升，其分红率具备进一步提升的空间，这也是为什么东吴证券率先将分红比例提升到 65.5%。截至 2024 年度，东吴证券 OCI 账户含有约 15 亿元左右的利润浮盈，未来随着长期常态化分红的建立，可能会带来估值范式的重估。

图28、2024 年东吴证券现金分红比例增至 65.5%



数据来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理；数据截至 2024 年 12 月 31 日。

表9、东吴证券股息率于 2024 年达到 4.0%

年度	归母净利润 (亿元)	现金分红总额 (亿元)	现金分红比例	每股股利 (元)	股息率
2018A	3.58	2.70	75.3%	0.09	1.3%
2019A	10.37	5.04	48.6%	0.13	1.3%
2020A	17.07	6.03	35.3%	0.16	1.6%
2021A	23.92	8.35	34.9%	0.17	1.9%
2022A	17.35	7.85	45.2%	0.16	2.4%
2023A	20.02	9.34	46.7%	0.19	2.6%
2024A	23.66	15.50	65.5%	0.31	4.0%

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理；数据截至 2024 年 12 月 31 日

四、盈利预测与估值

我们看好未来东吴证券的盈利增长潜力，首先公司依靠长期优秀的投资能力、稳健的内部管理做强资产负债表业务兑现盈利，反哺收费类业务发展；其次公司背靠江苏省区位优势，赋能收费类业务增长；最后东吴证券积极提升股东回报，股息率达到 4% 高于行业水平，对于 OCI 账户极致的运用有望推动公司估值范式重估。基于公司展业现状和未来增长空间，我们预计公司 2025-2026 年归母净利润

为 26.50 和 29.00 亿元，同比+12.0%和+9.4%，2025 年 7 月 7 日收盘价对应 PB 分别为 1.02 和 0.98 倍，给予“增持”评级。

表10、东吴证券盈利预测

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	11,534	12,312	13,603	15,109
同比增长	2.2%	6.8%	10.5%	11.1%
归母净利润（百万元）	2,366	2,650	2,900	3,337
同比增长	18.2%	12.0%	9.4%	15.1%
ROE	5.8%	6.2%	6.5%	7.2%
每股收益（元）	0.48	0.53	0.58	0.67
每股净资产（元）	8.40	8.73	9.10	9.56
市盈率（倍）	18.69	16.69	15.25	13.25
市净率（倍）	1.06	1.02	0.98	0.93

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理与预测；2025-2027 年 PE、PB 估值基于 7 月 7 日收盘价计算。

表11、东吴证券资产负债表（单位：亿元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
资产				
货币资金	383.11	461.05	457.85	470.77
结算备付金	74.33	95.16	94.53	97.08
融出资金	205.80	209.00	222.00	240.50
买入返售金融资产	17.03	17.41	14.52	14.99
交易性金融资产	401.59	466.54	494.20	525.55
债权投资	0.05	0.05	0.05	0.05
其他债权投资	499.43	499.43	499.43	499.43
其他权益工具投资	63.96	63.96	63.96	63.96
资产总计	1,778.05	1,947.92	1,986.67	2,057.48
负债				
应付短期融资款	161.33	181.33	201.33	222.33
卖出回购金融资产款	363.21	424.24	430.41	559.67
代理买卖证券款	458.25	562.89	558.68	575.67
应付债券	223.88	233.88	243.88	254.88
负债合计	1,355.46	1,509.18	1,529.27	1,577.05
所有者权益				
股本	49.69	49.69	49.69	49.69
所有者权益合计	422.59	438.74	457.40	480.43

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理与预测

表12、东吴证券利润表（单位：亿元）

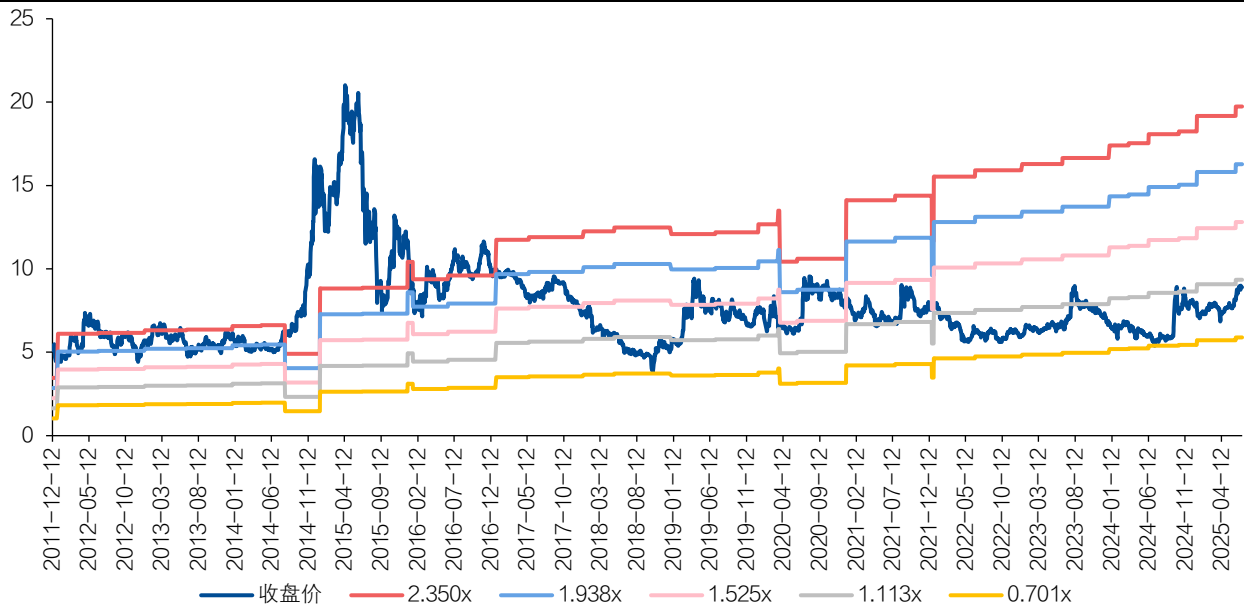
利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	115.34	123.12	136.03	151.09
手续费及佣金净收入	29.05	29.07	29.90	31.72
代理买卖证券业务净收入	17.94	20.01	19.99	20.64
投行业务净收入	7.05	7.24	7.98	9.05
资产管理业务净收入	1.69	1.83	1.93	2.02
利息净收入	13.04	14.44	14.31	13.01

投资净收益	22.01	24.77	26.22	27.86
公允价值变动净收益	6.31	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	-0.04	0.00	0.00	0.00
其他业务收入	44.53	53.44	64.13	76.96
营业支出	84.81	89.67	99.42	108.96
营业税金及附加	0.56	0.60	0.66	0.73
管理费用	38.16	35.38	35.39	35.36
其他业务成本	44.75	53.70	63.36	72.87
营业利润	30.53	33.45	36.61	42.14
利润总额	30.15	33.45	36.61	42.14
净利润	23.89	26.76	29.29	33.71
归母净利润	23.66	26.50	29.00	33.37

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理与预测

截至 2025 年 7 月 7 日收盘价对应东吴证券 PB 为 1.06 倍，位于上市以来 26.6% 分位数，估值修复空间充足。

图29、东吴证券 PB-Band



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理；截至 2025 年 7 月 7 日。

五、风险提示

- 1、权益市场大幅波动风险。**若权益市场出现大幅下行，将直接影响公司自营投资业务的开展，可能对公司盈利造成冲击，同时间接对其他业务造成影响。
- 2、利率风险。**若利率大幅上升，公司通过 OCI 账户配置部分高股息资产的模式将受到冲击，利率波动可能引发市场资金的重新配置，或导致权益市场资金流出，从而影响券商自营权益资产表现。

3、高股息资产派息不及预期。上市公司可能因经营业绩下滑、现金流紧张或其他原因未能按预期进行分红派息，派息稳定性具有不确定性。

4、行业竞争加剧风险。若省外券商加速渗透江苏，东吴证券的属地保护可能弱化，或进一步压降区位优势带来的业务增长空间。

分析师声明

本人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证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

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

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn