

东吴证券 (601555.SH)

业绩快速回升，自营弹性可期

核心观点:

- **公司披露 2025 年中报，业绩表现优秀，弹性超出市场预期。**2025 上半年营收 44.28 亿元，同比+33.63%；归母净利润 19.32 亿元，同比+65.76%。25 年 Q2 归母净利润 9.52 亿元，同比+34%，环比-3%。公司加权 ROE 升至 4.53%，杠杆水平微降。
- **泛自营及泛财富业务表现亮眼，投行业务底部回升，重资产占比持续上升，轻重资产业务均有亮点。**据公司财报及 wind 数据，2025 上半年重资产业务占比达到 62.1%。**(1) 财富管理加强投顾布局与转型：**2025 上半年经纪业务净收入 10.04 亿元，同比+34%。上半年公司新开户 30.91 万户，同比+148%；代销金融产品规模 257 亿元，同比+4%。全市场两融余额 1.85 万亿元，同比+25%，公司两融业务收入 4.83 亿元，同比-1.4%。**(2) 投行业务韧性凸显，北交所服务行业领先。**2025 上半年投行业务净收入 4.19 亿元，同比+15%，公司完成 IPO 申报 7 单，排名行业第八；完成北交所申报并受理项目 4 家，排名行业第二；东吴香港、东吴新加坡积极开展跨境融资服务，实现项目突破。**(3) 泛自营业务保持稳健，另类投资有所改善。**2025 上半年自营投资收益合计 26.34 亿元，同比+61%。权益注重业绩稳定性，固收把握市场波动，另类投资东吴创新资本由盈转亏。**(4) 资管业务：规模结构优化带动收入增长。**2025 上半年资管和基金管理净收入 1.71 亿元，同比+19%；东吴基金规模 377 亿元，同比+26%。
- **盈利预测与投资建议。**增量资金接力入市，行业估值修复空间可期。公司经纪与自营投资贡献较大利润弹性，具备显著区位优势 and 良好发展潜力，参考 19-21 年公司 PB 估值中枢处于 1.35 倍上下。预计公司 2025-2026 年每股净资产为 9.67、10.64 元/股，考虑到市场回暖带动公司景气度上行，公司具备较强业绩弹性，给予公司 2025 年 1.3xPB 估值，对应合理价值 12.57 元/股，给予公司“买入”评级。
- **风险提示。**政策变动或不及预期；行业竞争加剧；权益市场大幅波动等。

盈利预测:

单位：CNY	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	11281	11534	13597	14408	16113
增长率(%)	7.6%	2.2%	17.9%	6.0%	11.8%
归母净利润(百万元)	2002	2366	3477	3970	4796
增长率(%)	15.4%	18.2%	46.9%	14.2%	20.8%
EPS(元/股)	0.40	0.48	0.70	0.80	0.97
市盈率(P/E)	25.49	21.40	14.56	12.75	10.56
市净率(P/B)	1.28	1.16	1.05	0.96	0.87

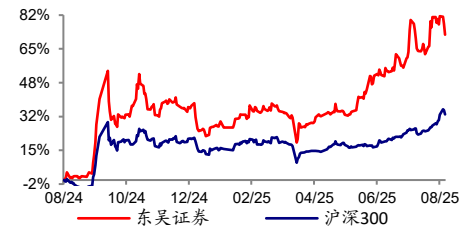
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	10.19 元
合理价值	12.57 元
前次评级	买入
报告日期	2025-08-28

相对市场表现



分析师:

陈福



SAC 执证号: S0260517050001

SFC CE No. BOB667



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

分析师:

严漪澜



SAC 执证号: S0260524070005



0755-82544248



yanyilan@gf.com.cn

请注意，严漪澜并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

东吴证券 (601555.SH) :重 2025-04-28

资产业务表现优秀，轻资产业务凸显韧性

东吴证券 (601555.SH) :泛 2024-10-30

自营业务推动扩表及业绩回暖

目录索引

一、业绩表现亮眼，超出市场预期	3
(一) 2025 上半年营收同比+33.63%，归母净利润同比+65.76%	3
(二) 加权 ROE 升至 4.53%，杠杆率微降	3
(三) 泛自营及财富业务是压舱石，重资产占比持续上升	4
二、投行业务韧性凸显，轻重资产业务均有亮点	5
(一) 市场活跃度提升，财富管理深入布局	5
(二) 投行业务略有上升，北交所服务行业领先	6
(三) 泛自营业务：股债双升，弹性可期	7
(四) 资管业务：规模结构优化带动收入增长	8
三、盈利预测和投资建议	9
四、风险提示	10

一、业绩表现亮眼，超出市场预期

(一) 2025 上半年营收同比+33.63%，归母净利润同比+65.76%

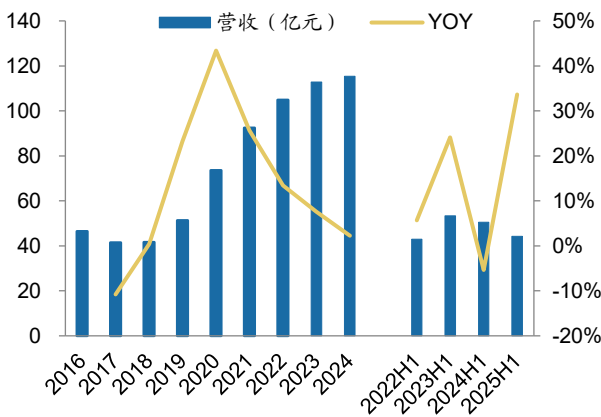
东吴证券发布2025年业绩中期报告。其中：2025上半年营业收入44.28亿元，同比+33.63%；归母净利润人民币19.32亿元，同比+65.76%。25Q2营收13.36亿元，同比+22.75%，环比-57%；归母净利润9.52亿元，同比+34%，环比-3%。

表1：东吴证券主要会计及财务指标一览表

项目	2024 上半年 (调整后)	2025 上半年	本报告期比上年同期增减
营业收入 (亿元)	33.14	44.28	+33.63%
归母净利润 (亿元)	11.65	19.32	+65.76%
稀释每股收益 (元/股)	0.23	0.39	+69.57%
加权平均净资产收益率 (%)	2.88	4.53	+1.65pct

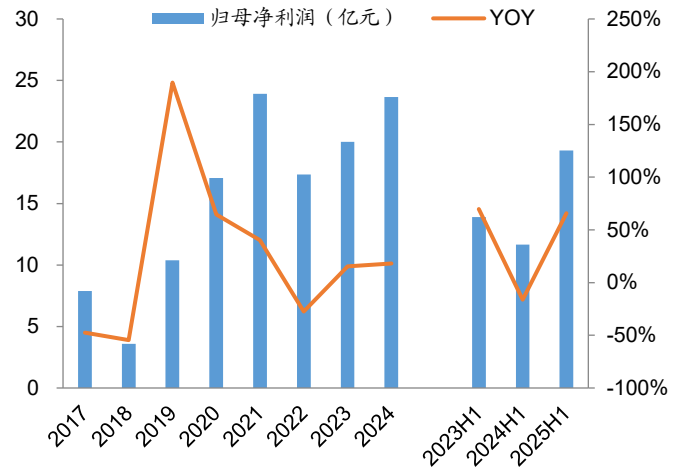
数据来源：东吴证券 2025 半年报、广发证券发展研究中心

图 1：公司营业收入 (亿元) 及同比 (%)，右轴



数据来源：东吴证券年报&半年报，广发证券发展研究中心

图 2：公司归母净利润 (亿元) 及同比 (%)，右轴



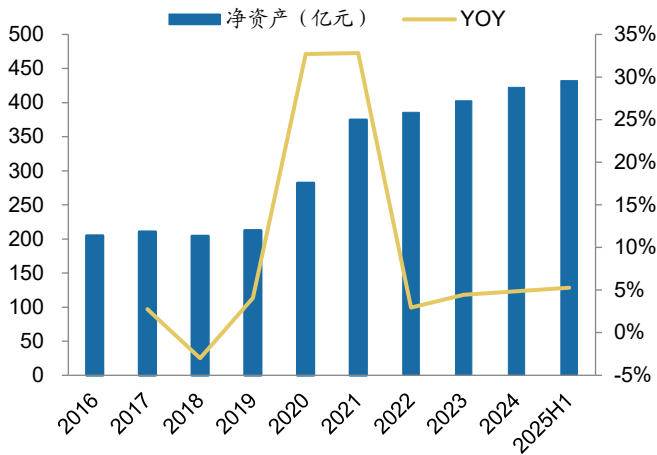
数据来源：东吴证券年报&半年报，广发证券发展研究中心

(二) 加权 ROE 升至 4.53%，杠杆率微降

2025上半年，东吴证券净资产427.13亿元，较年初+2.36%；总资产1718.69亿元，较年初-3.34%。东吴证券整体杠杆率自2024年末的4.21倍降至2025上半年的3.97倍。

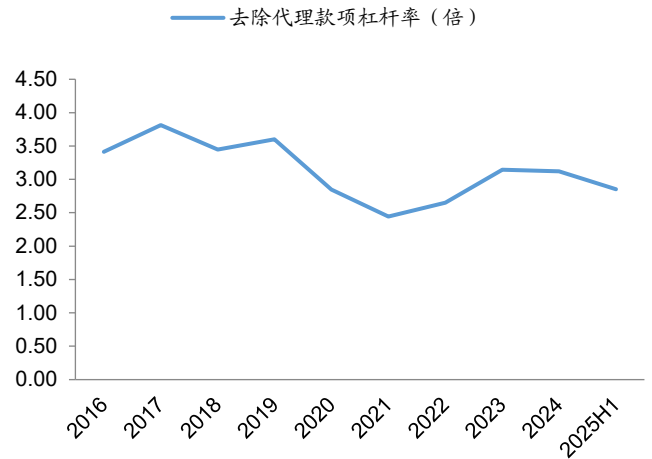
剔除代理款项的杠杆倍数由2024年末的3.12降至2025上半年的2.85倍。2025上半年的加权ROE为4.53%，较2024上半年的2.88%上升1.65pct。

图 3: 东吴证券所有者权益及增速(%, 右轴)



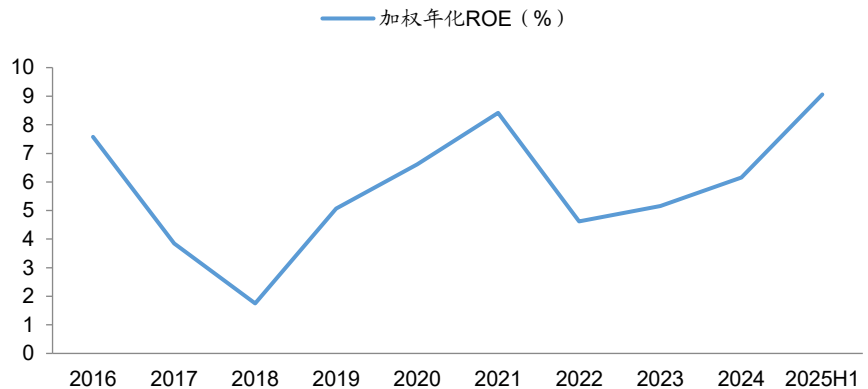
数据来源: 东吴证券年报&半年报, 广发证券发展研究中心

图 4: 东吴证券剔除客户保证金杠杆率(单位: 倍)



数据来源: 东吴证券年报&半年报, 广发证券发展研究中心

图 5: 东吴证券加权年化ROE(%)



数据来源: 东吴证券年报&半年报, 广发证券发展研究中心

(三) 泛自营及财富业务是压舱石, 重资产占比持续上升

2025上半年, 东吴证券营业收入结构如下:

投资净收益(含公允)收入总计21.74亿元, 占净营收比重49%(其中投资收益19.93亿元, 公允价值变动损益1.81亿元)。

经纪业务收入(证券+期货经纪)10.04亿元, 占总收入的23%。

资产管理业务净收入总计1.71亿元, 占总收入的3.9%(其中资管业务0.99亿元, 基金管理业务0.72亿元)。

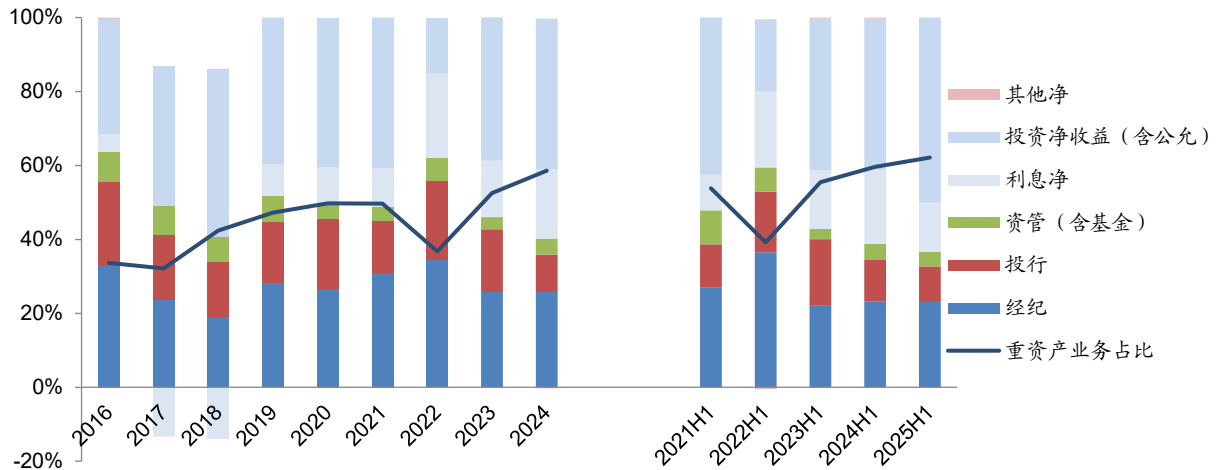
投行业务收入4.19亿元, 占9.46%。

利息净收入5.76亿元, 占12.99%。

其它业务净收入0.04亿元，占0.09%。

2025上半年重资产业务占比显著提升，达到62.1%。

图 6: 东吴证券历年营业收入结构 (%)



数据来源: 东吴证券年报&半年报、广发证券发展研究中心

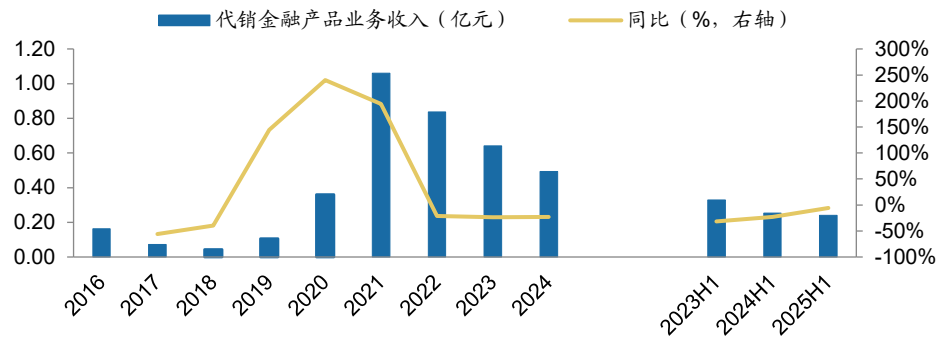
二、市场回暖业绩改善，轻重资产业务均有亮点

(一) 市场活跃度提升，财富管理深入布局

公司围绕客户、产品、服务和技术四个层面加速推进财富管理转型，更高质量服务居民财富管理。加大客户拓展力度，优化营业网点布局，持续完善客户分级分类体系，差异化满足客户需求；依托自身投研禀赋，开展深度产品研究，加强优质管理人及产品储备，丰富金融产品体系；发挥协同效能，总分联动加快布局投顾业务，积极开展投资者教育，提供全方位财富管理服务；加强科技赋能，加快秀财APP特色功能建设，推进数字化运营项目，拓宽营销服务场景，提升服务智能化水平，全面优化客户体验。

25年上半年，公司新开户30.91万户，同比增长148%；2025上半年司代销金融产品保有规模达到257亿元，同比增长3.89%；公募基金保有规模达132.04亿元，同比增长23.77%。

图 7: 东吴证券代销金融产品业务收入及同比

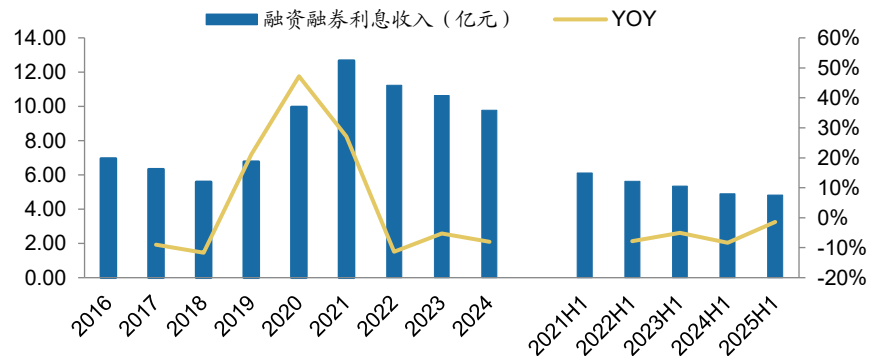


数据来源: 东吴证券年报&半年报, 广发证券发展研究中心

据wind数据, 2025上半年沪深两市两融余额1.85万亿元, 同比上升24.96%; 公司融资融券日均余额199.23亿元, 维保比例311.70%。

2025上半年, 两融利息收入4.8亿元, 同比-1.4%; 买入返售利息收入0.27亿元, 同比-83%。

图 8: 东吴证券融资融券利息收入及同比 (亿元, %)



数据来源: 东吴证券年报&半年报, 广发证券发展研究中心

(二) 投行业务略有上升, 北交所服务行业领先

2025上半年, 投资银行业务净收入4.19亿元, 同比+15%。

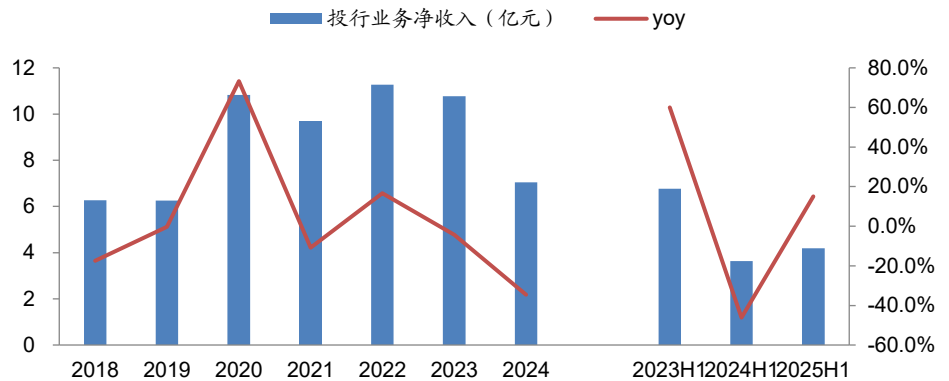
公司股权融资业务主动适应市场新要求, 进一步突出功能性定位, 持续提升服务实体经济质效。夯实核心根据地优势, 加大对科技型企业、创新型企业的布局和服务力度, 加强内外协同, 为客户提供全方位综合金融服务, 支持新质生产力发展。

2025上半年, 公司完成IPO项目7单, 排名行业第八; 成功完成“并购六条”发布后

首单北交所重大资产重组项目（旭杰科技）；完成新三板挂牌9家，位列行业第五；新三板持续督导企业275家，排名行业第三。

公司债券融资业务聚焦主责主业，积极适应市场环境，核心市场份额保持稳定，主力品种公司债（含企业债）承销规模排名位居市场前列。公司围绕国家重大战略，推进债券创新型业务发展，共承销科技创新公司债券14只，绿色/碳中和债券2只，乡村振兴债券3只，为区域高质量发展注入动能。

图 9：东吴证券投行业务净收入及同比（%，右轴）

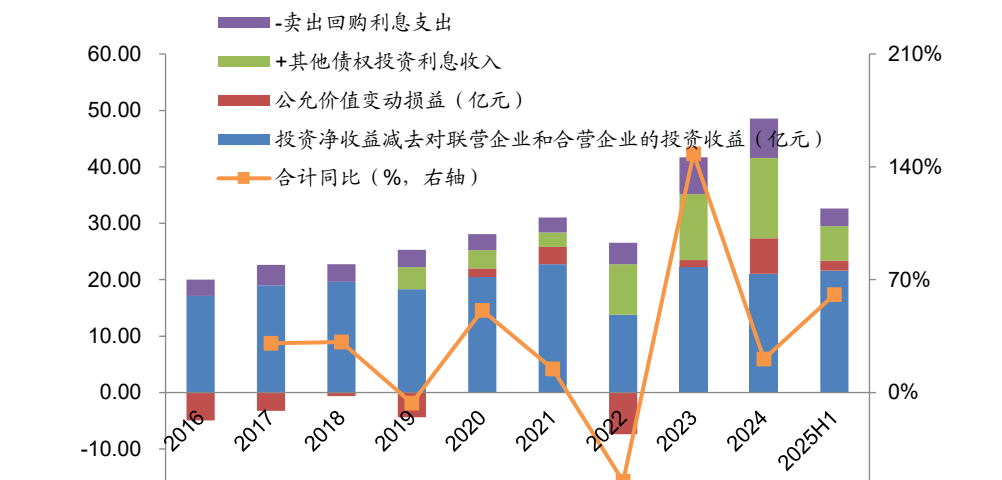


数据来源：东吴证券年报&半年报，广发证券发展研究中心

（三）泛自营业务：股债双升，弹性可期

自有资金投资业务方面：2025上半年，东吴证券集团实现自营投资收益合计26.34亿元，同比+61%，其中投资收益19.93亿元，同比+68%；实现公允价值变动损益1.81亿元，同比+34%，其他债权投资利息收入6.1亿元，同比-15%。

图 10：东吴证券自营投资收入及同比（亿元，%）



数据来源：东吴证券年报&半年报，广发证券发展研究中心

注：自营投资收入=投资净收益-对联营企业和合营企业的投资收益+公允价值变动损益+其他债权投资利息收入-卖出回购利息支出

权益类证券投资业务。公司坚持大类资产配置思路，通过灵活运用高股息资产、可转债、衍生品、REITS等不同风险属性资产来加强投资业绩的稳定性，提升整体资产的夏普比率。

固定收益类投资业务。固定收益类投资业务准确把握市场机会，挖掘市场热点，扩大业务规模，提升盈利能力，整体收益情况较好。下半年在防范利率风险的前提下，抢抓市场结构性机会，提升投资收益。积极发展债券销售交易业务，全面提升客户服务能力。

另类投资业务，2025上半年，东吴创新资本年实现净利润18622.63万元，较去年同期亏损2728万元大幅上升。东吴创新资本以优化配置为核心，根据市场情形适时调整，提升资金投资收益水平。紧抓行业机遇，逐步实现类固收业务的转型。同时，审慎开展股权投资，适度把握市场机会。

（四）资管业务：规模结构优化带动收入增长

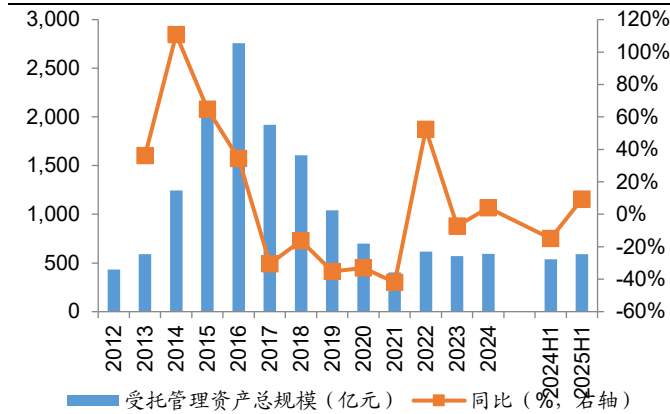
公司资产管理业务包括为客户提供多元化的资产管理，包括券商资产管理服务、基金资产管理服务等。2025年上半年，资产管理和基金管理实现净收入1.71亿元，同比+19.4%。

2025上半年，公司资产管理业务加强机构合作，积极扩大获客渠道，银行代销业务及机构委外业务取得实质性进展。持续推进投研一体化建设，积极把握债券市场行情，有效控制回撤，固收类产品整体组合净值持续创新高，资产管理业务手续费净收入大幅提升。截至报告期末，新发资管产品38只，资产管理总规模590.04亿元，同比-1.06%，其中主动管理规模占比较上年末增长8.55%。

2025上半年，东吴基金持续完善产品线，培育固收及现金管理类产品，积极应对市场波动，全方位开展特色权益基金持续营销服务，稳步推进公募REITs工作。截至报告期末，东吴基金保有公募基金规模377.21亿元；基金权益产品业绩大幅增长，加权平均收益率达10.30%，排名行业第26位。

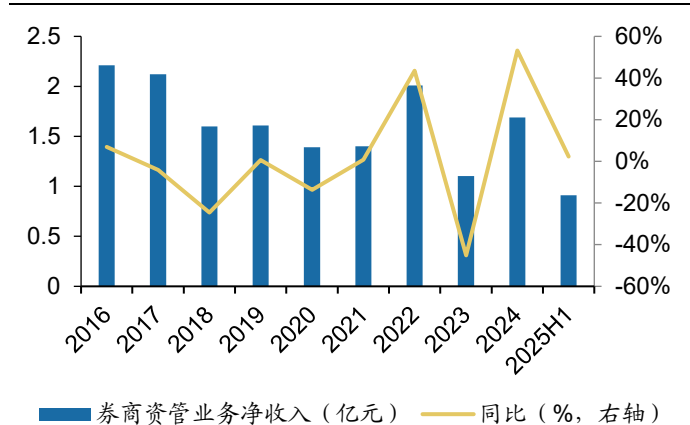
公司通过全资子公司东吴创投开展私募股权投资基金管理业务。2025上半年，东吴创投管理的直投基金完成投资项目5个，投资金额达6.04亿元；期末在管基金规模合计244.26亿元，同比+11%。

图 11: 东吴证券资管业务管理规模 (亿元)



数据来源: 东吴证券年报&半年报, 广发证券发展研究中心

图 12: 东吴证券资管净收入及同比 (亿元)

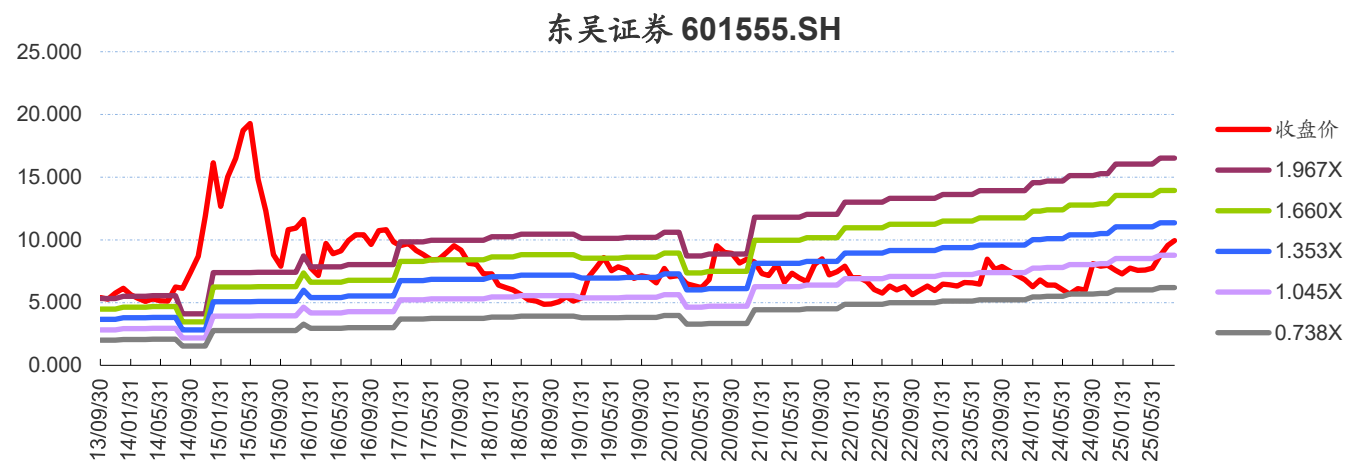


数据来源: 东吴证券年报&半年报, 广发证券发展研究中心

三、盈利预测和投资建议

增量资金接力入市，流动性改善修复风险偏好，证券行业估值和基金持仓双低，行业估值修复空间可期。公司经纪与自营投资贡献较大利润弹性，扎根苏州、深耕长三角，具备显著区位优势 and 良好发展潜力，参考 19 年-21 年公司 PB 估值中枢处于 1.35 倍上下。预计公司 2025-2026 年每股净资产为 9.67、10.64 元/股，考虑到市场活跃度维持高位，市场持续回暖带动公司景气度上行，公司作为经济发达、优质客群基础好的区域中型券商具备较强业绩弹性，给予公司 2025 年 1.3xPB 估值，对应合理价值 12.57 元/股，给予公司“买入”评级。

图 13: 东吴证券收盘价 (元) 及 PB (LF) (倍)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

四、风险提示

- (1) 权益市场大幅波动影响自营业务;
- (2) 佣金率下滑导致经纪业务不达预期;
- (3) 行业竞争加剧, 开拓市场份额进度受阻;
- (4) 行业政策变动或不及预期, 限制业绩增长与创新性业务推进;
- (5) 资本市场大幅波动, 导致公司各项业务受到干扰和冲击。

资产负债表		单位: 百万元人民币				
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
资产	157495	177805	196982	219618	246117	
客户资金	27787	41345	54990	65988	79186	
自有资金	4551	4399	10649	11522	12520	
交易性金融资产	53638	40159	56797	61452	66772	
长期股权投资	1845	2225	2840	3073	3339	
固定资产	1624	2187	2130	2304	2504	
无形资产	293	272	710	768	835	
商誉	325	329	2840	3073	3339	
其他资产	30516	30549	50407	54538	59259	
负债	117203	135546	152082	172275	195968	
代理买卖证券款	30761	45825	54990	65988	79186	
其他负债	86442	89720	97092	106287	116782	
权益	40292	42259	44899	47343	50149	
归属于母公司的股东权益	39715	41729	44347	46651	49297	
少数股东权益	577	530	553	692	852	

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长	7.6%	2.2%	17.9%	6.0%	11.8%
归属母公司净利润增长	15.4%	18.2%	46.9%	14.2%	20.8%
获利能力					
净利率	18%	21%	26%	28%	30%
ROA	1.3%	1.3%	1.8%	1.8%	1.9%
ROE	10.1%	5.7%	7.6%	7.9%	8.6%
资产与杠杆					
总资产 YoY	16%	13%	11%	11%	12%
杠杆 (A/E)	3.9	4.2	4.4	4.6	4.9
杠杆 (除客户保证金)	3.1	3.1	3.2	3.2	3.3
每股指标 (元)					
每股收益	0.40	0.48	0.70	0.80	0.97
每股净资产	7.93	8.79	9.67	10.64	11.70
估值比率					
P/E	25.49	21.40	14.56	12.75	10.56
P/B	1.28	1.16	1.05	0.96	0.87

识别风险, 发现价值

利润表		单位: 百万元人民币				
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业收入	11281	11534	13597	14408	16113	
手续费及佣金 净收入	3053	2905	4247	4725	5256	
经纪佣金	1641	1794	2696	2960	3288	
投行收入	1078	705	846	972	1070	
资管收入	110	169	357	406	469	
投资收益	2467	2831	3195	2682	3243	
利息净收入	965	1304	1642	2397	2917	
其他收入	4796	4493	4513	4604	4697	
营业支出	8669	8481	9137	9311	9950	
业务管理费	3897	3816	4351	4466	4995	
其他支出	4772	4665	4786	4845	4954	
营业利润	2612	3053	4460	5096	6164	
营业外收入与 支出	46	40	43	45	47	
利润总额	2569	3015	4502	5141	6211	
所得税	557	626	991	1131	1366	
净利润	2012	2389	3512	4010	4844	
归母净利润	2002	2366	3477	3970	4796	
少数股东损益	10	23	35	40	48	
综合收益	2514	3350	3486	3997	4825	
归母综合收益 总额	2502	3327	3347	3837	4632	
少数股东综合 收益总额	12	23	139	160	193	

请务必阅读末页的免责声明

广发非银金融行业研究小组

- 陈 福：首席分析师，经济学硕士，2017年进入广发证券研究发展中心。
- 刘 洪：联席首席分析师，中南财经政法大学投资学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。
- 严漪澜：资深分析师，中山大学金融学硕士，2022年进入广发证券发展研究中心。
- 李怡华：高级分析师，上海财经大学财务管理硕士，2023年进入广发证券发展研究中心。
- 唐关勇：高级分析师，对外经济贸易大学保险学硕士，2025年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。