

证券 II 行业深度报告

资本市场持续活跃，前三季度净利润同比+62%——证券行业 2025 年三季度报总结

增持（维持）

2025 年 11 月 03 日

证券分析师 孙婷

执业证书：S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

证券分析师 何婷

执业证书：S0600524120009

heting@dwzq.com.cn

证券分析师 罗宇康

执业证书：S0600525090002

luoyk@dwzq.com.cn

投资要点:2025Q1~3 日均股基交易额 18723 亿元，同比增长 109%。IPO 持续收紧，再融资边际好转，债券发行规模稳中有增。权益市场波动上行，同比大幅改善；债券市场表现较弱。2025 年已披露业绩的 50 家上市券商净利润同比增长 62%，第三季度净利润同比增长 59%，环比+25%（若扣非净利润同比+85%）。上调全年盈利预测，预计行业净利润同比+47%。目前券商股估值合理，考虑到行业发展政策积极，我们认为大型券商优势仍显著，推荐中信证券、中国银河、中金公司、广发证券、华泰证券、国泰君安、东方财富。同时推荐弹性较高的互联网金融东方财富、指南针、湘财股份等。

■ **2025 年股票市场延续强势，交投活跃度大幅回升。**1) 2025 年前三季度市场日均股基交易额为 18723 亿元，同比增长 109%。2025 年前三季度沪市投资者平均每月账户新开户数为 247 万户，同比增长 46%。2) 截至 2025 年三季度末，融券余额为 158 亿元，同比增长 66%。2025 年前三季度平均维持担保比为 270%，较 2024 年提升 22pct，保持在较高水平。3) 监管指引下 IPO 持续收紧，再融资边际好转。2025 年前三季度共发行 119 家 IPO，募资规模 773 亿元，同比分别增长 61%及 16%，平均每家募资规模 6.5 亿元，同比增长 40%。IPO 项目撤否率大幅下降。2025 年前三季度再融资募集资金 7981 亿元，同比增长 573%。4) 债券发行规模稳中有增。2025Q1~3 券商参与的债券发行规模为 12.1 万亿元，同比增长 22%。5) 权益市场波动上行，同比大幅改善；债券市场表现较弱。25Q1~3 万得全 A 指数+26.43%，去年同期+8.25%；中债总全价指数 25Q1~3 下跌 2.19%，去年同期+2.70%。6) 权益类公募基金发行回暖，债券类基金规模大幅减少。25Q1~3 股票+混合类公募基金发行规模 4326 亿份，同比+184%；债券型基金发行规模为 3850 亿份，同比下滑 43%。

■ **上市券商 2025 年前三季度净利润同比+62%，单季度净利润同比+59%。**50 家上市券商合计实现营业收入 4522 亿元，同比增长 41%，合计实现归母净利润 1831 亿元，同比增长 62%。若剔除去年三季度华泰出售 Assetmark 的投资收益及今年一季度国泰收购海通产生的负商誉这两项非经常性损益，上市券商实现归母净利润 1746 亿元，同比增长 63%。所有券商均同比增长或扭亏为盈。第三季度，50 家上市券商合计实现净利润 706 亿元，同比大幅增长 59%，环比+25%（若剔除去年华泰 62 亿元非经常性损益，同比+85%）。50 家上市券商 2025 年前三季度平均 ROE 为 5.51%，同比增加 2.65 个百分点；平均杠杆率为 3.45 倍，较年初的 3.34 倍小幅提升，我们认为 ROE 主要靠费类及自营业务驱动。

■ **费类业务几乎全线增长，自营弹性大。**1) 经纪佣金大幅增长。2025 年前三季度上市券商经纪收入合计 1135 亿元，同比增长 74%，增幅低于市场日均股基交易额增速的 109%，我们认为主要是由于基金费改后分仓佣金大幅下滑。45 家披露数据的券商全部正增长。2) 投行收入同比+23%，主要受益于再融资触底回暖。2025 年上半年上市券商合计实现投行收入 254 亿元，同比增长 23%。3) 资管收入小幅增长，资产管理规模企稳。2025 年前三季度 45 家上市券商合计实现资管收入 335 亿元，同比小幅增长 2%。34 家披露规模及有可比数据的上市券商上半年资管规模合计 7.4 万亿元，同比+2%。4) 权益市场大幅向上，债券市场波动加大，券商自营投资净收益同比+42%。2025 年前三季度 50 家上市券商合计实现投资净收益（含公允价值）1956 亿元，同比增长 42%。第三季度合计实现投资净收益 777 亿元，同比增长 30%（扣非同比增长 45%），环比增长 16%。

行业走势



相关研究

《“破局与重塑，打造国际一流投行”系列报告之四——一流投行是如何炼成的？》

2025-02-24

《“破局与重塑，打造国际一流投行”系列报告之三——境内券商发展的不平凡之路》

2025-02-13

- **上调全年盈利预测，预计行业净利润同比+47%**。考虑到三季度以来市场交投活跃，10月日均股基交易2.6万亿元，高基数下仍同比增长14%，10月末两融余额2.5万亿元，较年初增长34%，我们上调行业全年盈利预测。我们预计2025年行业净利润将同比+47%，预计经纪业务收入同比增长66%，投行业务同比增长18%，资本中介业务收入增长12%，资管业务增长8%，自营同比增长50%。
- **谋时而动，顺势而为**。截止至2025年10月31日，中信证券II指数静态估值为1.55xPB，处于历史的23%分位，处于近十年的48%分位。我们认为，在我国资本市场高质量发展的背景以及券商重资产业务能力和效率持续提升的趋势下，未来我国券商ROE水平及估值仍存在上升空间。此外，资本市场改革预期持续强化，且政策鼓励优质券商通过并购做优做强，我们认为大型券商优势仍显著，行业集中度有望持续提升，大型券商应享有估值溢价。
- **重点推荐**：中信证券、中国银河、中金公司、广发证券、东方证券、华泰证券、国泰海通、东方财富、指南针、湘财股份等。
- **风险提示**：权益市场大幅波动，宏观经济复苏不及预期，资本市场监管趋严，行业竞争加剧。

内容目录

1. 2025 年股市走强，交投活跃度大幅回升	5
1.1. 日均股基交易额 18723 亿元，同比增长 109%	5
1.2. 25Q3 融资余额同比增长 66%，融券余额同比增长 66%	5
1.3. IPO 发行仍收紧，再融资边际好转，债券发行规模稳中有增	6
1.4. 权益市场大幅上行，债券市场表现较弱	8
1.5. 权益类公募基金发行回暖	8
2. 上市券商 2025 年三季报：净利润同比+62%，未年化 ROE5.5%	9
2.1. 经纪业务：经纪收入增长 74%，预计佣金率继续下滑	12
2.2. 投行业务：低基数下，投行收入增长 23%	13
2.3. 资管业务：收入小幅增长，资产管理规模企稳回升	15
2.4. 自营业务：三季度投资净收益同比环比均显著增长	16
3. 投资建议：预计行业 2025 年净利润同比+32%	18
3.1. 外延并购+内生发展，打造世界一流投行	18
3.2. 上调全年盈利预测，预计行业 2025 年净利润同比+47%	21
4. 风险提示	22

图表目录

图 1:	2023-2025Q3 月度日均交易额 (亿元)	5
图 2:	沪市每月新增开户数 (万户)	5
图 3:	2020 年以来融资融券余额 (亿元)	6
图 4:	两融市场平均担保比例 (%)	6
图 5:	2013-2025 年前三季度券商 IPO 发行数量和规模	6
图 6:	2019-2025 年前三季度券商 IPO 撤否率	6
图 7:	2015-2025 年前三季度券商再融资发行规模 (亿元)	7
图 8:	2016-2025 年前三季度券商参与债券发行规模	7
图 9:	2024-2025 年权益市场主要指数走势	8
图 10:	2024-2025 年中债总全价指数走势	8
图 11:	2015-2025 年前三季度公募基金发行规模	9
图 12:	2018-2025 年前三季度各类型公募基金发行规模	9
图 13:	日本各类券商利润分布	19
图 14:	美国交易商盈利能力集中度	19
图 15:	中信券商 II 级指数 PB 变化情况 (截至 2025/10/31, 倍)	22
表 1:	主要股、债指数涨跌幅	8
表 2:	2025 年前三季度上市券商经营情况 (亿元)	10
表 3:	2025 年前三季度上市券商分部业务收入占比 (剔除其他收入)	11
表 4:	2025 年前三季度上市券商经纪业务收入 (百万元)	13
表 5:	2025 年前三季度上市券商投行收入 (百万元)	13
表 6:	2025 年前三季度 Top30 券商股债承销规模 (亿元)	14
表 7:	2025 年前三季度上市券商资管收入 (百万元)	15
表 8:	2025 年前三季度上市券商投资净收益 (百万元)	16
表 9:	2025Q3、2024 上市券商自营持仓结构 (亿元)	17
表 10:	监管鼓励券商并购重组相关表述	19
表 11:	基金投顾牌照机构名单	20
表 12:	券商行业业绩预测	21

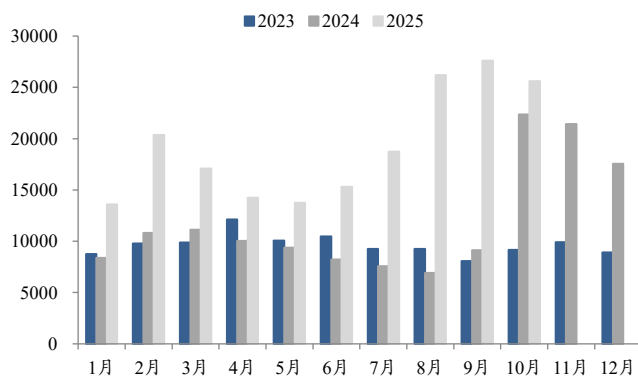
1. 2025 年股市走强，交投活跃度大幅回升

1.1. 日均股基交易额 18723 亿元，同比增长 109%

2025 年前三季度权益市场延续活跃，股基交易额同比增长 109%，沪市平均月开户数同比增长 46%。2025 年前三季度市场日均股基交易额为 18723 亿元，同比增长 109%，第三季度日均股基交易额 24076 亿元，同比增长 208%，环比增长 67%。2025 年 10 月市场活跃度维持高位，截至 2025 年 10 月 29 日，10 月日均股基交易额 25606 亿元，同比增长 14%。

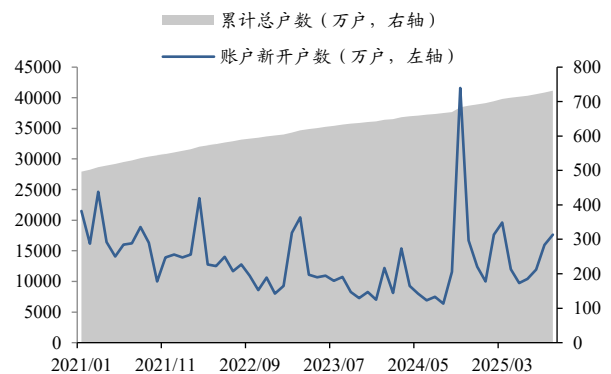
由于 2015 年 4 月以来放开一人一户帐户限制，我们使用每月新增开户数作为潜在市场交易活跃度的指标。根据上交所统计，2025 年前三季度沪市投资者平均每月账户新开户数为 247 万户，较 2024 年前三季度的 169 万户增长 46%，其中 Q3 平均每月新开户数达 270 万户，较 2024Q3 增长 79%。

图1：2023-2025Q3 月度日均交易额（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所 注：数据截至 2025 年 10 月 29 日

图2：沪市每月新增开户数（万户）



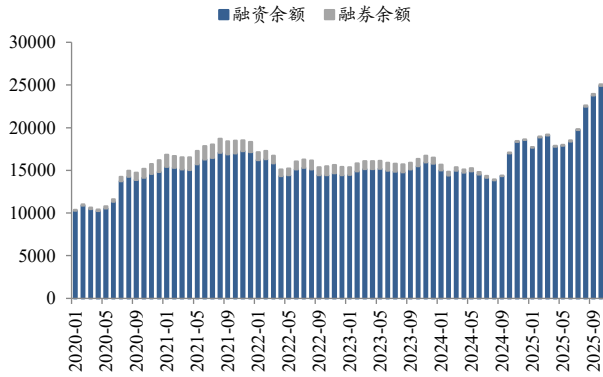
数据来源：上交所，东吴证券研究所

1.2. 25Q3 融资余额同比增长 66%，融券余额同比增长 66%

25Q3 融资融券余额较上年末增长 28%，同比增长 66%。2024 年 9 月以来，伴随增量政策持续推出，市场信心得到了极大的恢复。截至 2025 年三季度末，融资余额为 23784 亿元，同比增长 66%。2023 年 8 月以来，证监会根据市场情况和投资者关切，采取了一系列加强融券和转融券业务监管的举措，包括限制战略投资者配售股份出借，上调融券保证金比例，降低转融券市场化约定申报证券划转效率，暂停新增转融券规模等；同步要求证券公司加强对客户交易行为的管理，持续加大对利用融券交易实施不当套利等违法违规行为的监管执法力度。2024 年 7 月，证监会批准中证金融公司暂停转融券业务的申请，同时提高了融券保证金比例，进一步强化融券逆周期调节。截至 2025 年三

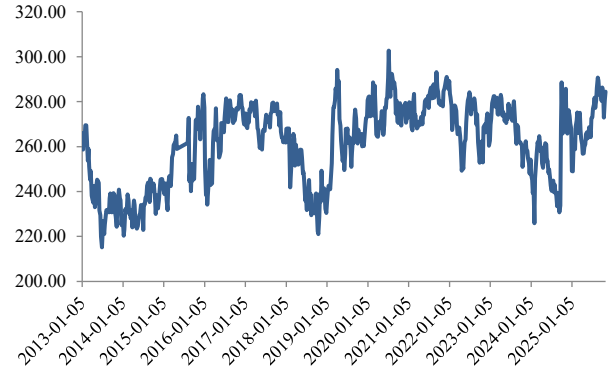
季度末，融券余额为 158 亿元，同比增长 66%，较 2024 年 7 月末仍减少 32%。2025 年前三季度平均维持担保比为 270%，较 2024 年提升 22pct，保持在较高水平。我们认为两融业务安全垫仍较高，风险总体可控。截至 2025 年 10 月 29 日，两融余额 25066 亿元，较年初增长 34%。

图3：2020 年以来融资融券余额（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：两融市场平均担保比例（%）



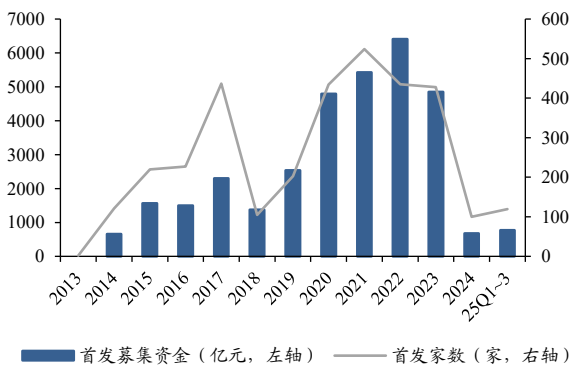
数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3. IPO 发行仍收紧，再融资边际好转，债券发行规模稳中有增

IPO 仍阶段性收紧，融资规模下滑。2023 年 8 月证监会完善一二级市场逆周期调节机制，阶段性收紧 IPO 节奏，IPO 发行速度有所放缓。2025 年前三季度共发行 119 家 IPO，募资规模 773 亿元，同比分别增长 61% 及 16%，尽管发行数仍在低位，但边际略有好转。2025 年前三季度平均每家募资规模 6.5 亿元，同比增长 40%。2025 年前三季度市场平均的 IPO 承销及保荐费率为 6.38%，较 2024 年的 6.42% 基本持平。

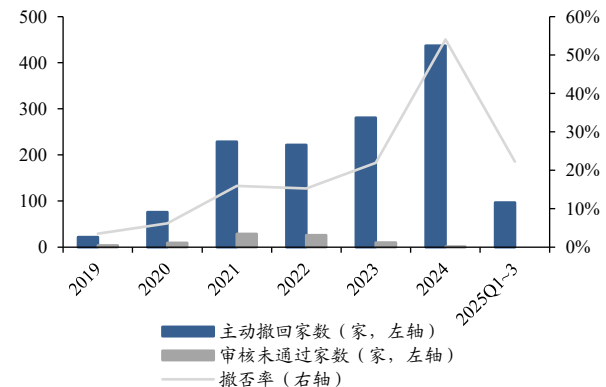
IPO 项目撤否率大幅下降。据 Wind 统计，2025 年前三季度券商共主动撤回 97 个 IPO 项目，撤否率为 22%，较 2024 年的 54% 大幅减少。预计短中期内，券商股权投资业务仍有待恢复，但从近期 IPO 集中受理以及监管鼓励推进科创板投融资改革，进一步落实“并购六条”的行为来看，我们长期仍看好投行业务全产业链转型。

图5：2013-2025 年前三季度券商 IPO 发行数量和规模



数据来源：Wind，东吴证券研究所

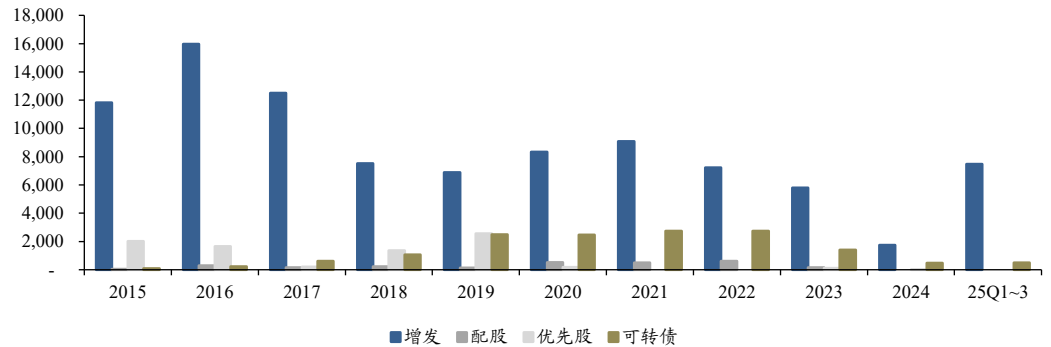
图6：2019-2025 年前三季度券商 IPO 撤否率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

再融资规模连续几年下滑，25 年迎来拐点。在新“国九条”强调严把发行上市准入关、进一步完善发行制度、严格再融资审核把关的背景下，再融资规模已连续几年显著下滑。随着 2025 年市场活跃度及投资者热情显著提升，增发市场也有所回暖，2025 年前三季度再融资募集资金 7981 亿元，同比增长 573%，其中增发 7475 亿元，同比增长 687%，改善显著。

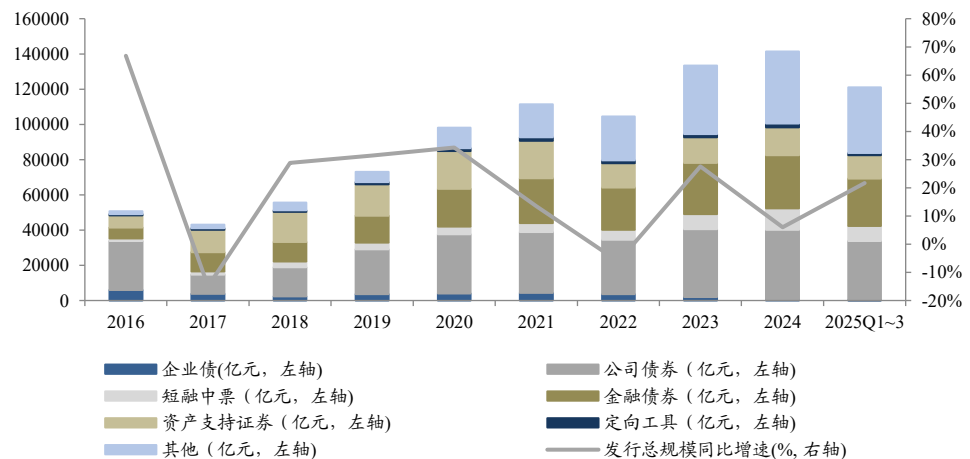
图7：2015-2025 年前三季度券商再融资发行规模（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

债券发行规模稳中有增。2025 年前三季度，券商参与的债券发行规模为 12.1 万亿元，同比增长 22%。其中企业债、短融中票、定向工具发行规模同比-64%、-8%、-9%，公司债、金融债券和 ABS 分别同比增长 19%、23%和 21%。

图8：2016-2025 年前三季度券商参与债券发行规模



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.4. 权益市场大幅上行，债券市场表现较弱

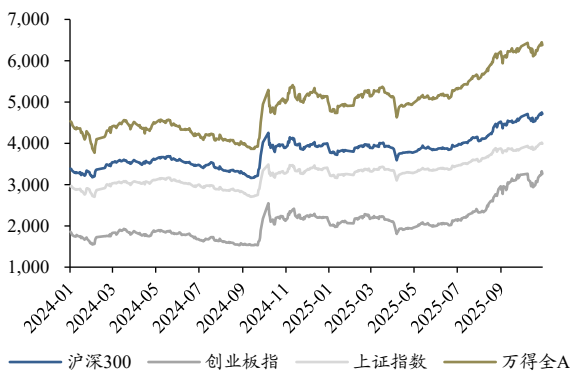
权益市场大幅上行，同比大幅改善；债券市场表现较弱。沪深 300 指数 25Q1~3 上涨 17.94%，去年同期上涨 17.10%；创业板指上涨 51.20%，去年同期上涨 15.00%；上证综指上涨 15.84%，去年同期上涨 12.15%；万得全 A 指数上涨 26.43%，去年同期上涨 8.25%。中债总全价指数 2025 年前三季度下跌 2.19%，去年同期上涨 2.70%。三季度以来股市进一步上行，各大权益指数均大幅上涨，年初以来涨幅已大幅超越 2024 年全年。

表1: 主要股、债指数涨跌幅

	沪深 300 指数	创业板指	上证综指	中债总全价指数	万得全 A
2024 年前三季度	17.10%	15.00%	12.15%	2.70%	8.25%
2024 年全年	14.68%	13.23%	12.67%	5.43%	10.00%
2025 年前三季度	17.94%	51.20%	15.84%	-2.19%	26.43%
2024 年第三季度	16.07%	29.21%	12.44%	0.44%	17.68%
2025 年第三季度	17.90%	50.40%	12.73%	-1.55%	19.46%

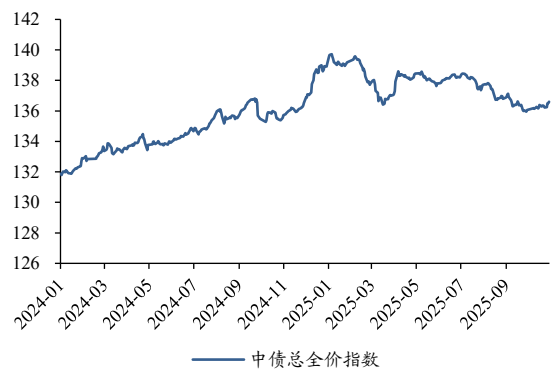
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9: 2024-2025 年权益市场主要指数走势



数据来源：Wind，东吴证券研究所 注：数据截至 2025 年 10 月 30 日

图10: 2024-2025 年中债总全价指数走势



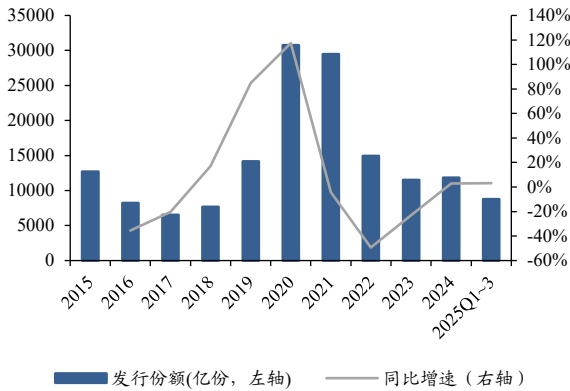
数据来源：Wind，东吴证券研究所注：数据截至 2025 年 10 月 30 日

1.5. 权益类公募基金发行回暖

2025 年权益类公募基金发行回暖，债券类基金新发规模大幅减少。2022 年以来，受市场波动加大的影响，公募基金发行遇冷，尤其是权益类基金。2025 年前三季度权益类基金发行显著回暖，股票+混合类公募基金发行规模 4326 亿份，同比+184%；债券型基金在债市调整、监管导向转变的背景下，发行规模大幅减少，同比下滑 43%至 3850 亿份。公募基金整体发行份额同比增长 3%至 8750 亿份。从公募基金的各类别发行情况来看，2022-2024 年，债券型基金发行规模占比维持高位（约 70%），2025 年前三季度显著

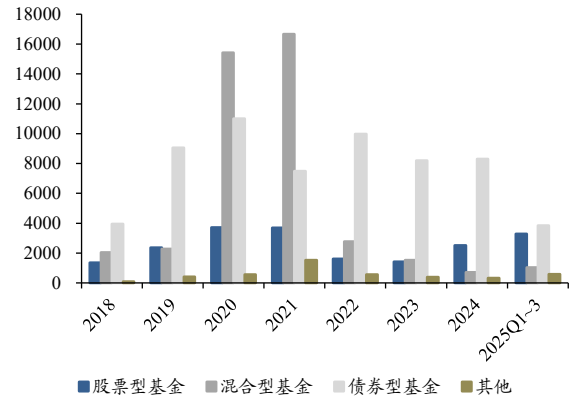
下滑至 44%。

图11: 2015-2025 年前三季度公募基金发行规模



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 2018-2025 年前三季度各类型公募基金发行规模



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 上市券商 2025 年三季报: 净利润同比+62%，未年化 ROE5.5%

50 家上市券商营业收入同比增长 41%，净利润同比增长 62%。50 家上市券商或券商母公司已全部完成 2025 年三季报披露，合计实现营业收入 4522 亿元，同比增长 41%，合计实现归母净利润 1831 亿元，同比增长 62%。2024 年 9 月华泰证券完成 Assetmark 股权出售，带来 62 亿元投资收益，2025 年 3 月 14 日，国泰君安吸收合并海通证券产生负商誉，带来营业外收入 85 亿元，若扣除这两项非经常性损益，上市券商实现归母净利润 1746 亿元，同比增长 63%。2025 年前三季度营收增速方面，国联民生（同比+201%）、国泰海通（同比+102%）、长江证券（同比+77%）同比增幅较大；归母净利润方面，国联民生（同比+345%）、华西（同比+317%）、国海证券（同比+283%）同比增幅较大，所有券商均同比增长或扭亏为盈。第三季度，50 家上市券商合计实现净利润 706 亿元，同比大幅增长 59%，环比+25%（若剔除去年华泰 62 亿元非经常性损益，同比+85%）。

杠杆率小幅提升，平均 ROE 5.5%，ROE 主要靠费类及自营业务驱动。50 家上市券商 2025 年前三季度平均 ROE 为 5.51%，同比增加 2.65 个百分点（未年化、未加权）。8 家券商 ROE 超过 8%，其中东方财富（10.74%）、长江证券（9.23%）、国信证券（9.05%）ROE 居前。杠杆率方面，50 家上市券商整体平均杠杆率为 3.45 倍，较年初的 3.34 倍小幅提升。2024 年 9 月 24 日以来，权益市场交投活跃的背景下，经纪业务等费类业务同比大幅增长，同时权益市场表现好于去年同期，再叠加上半年费用率下滑 7 个百分点，券商行业 ROE 显著提升。

表2: 2025年前三季度上市券商经营情况(亿元)

公司	营业收入	同比	归母净利润	同比	杠杆率	较年初	ROE	同比 (pct)	2025Q3 净利润	同比
中信证券	55815	33%	23159	38%	4.83	0.23	8.15%	3.88	9440	52%
国泰海通	45892	102%	22074	132%	4.69	-0.69	8.10%	4.35	6337	41%
华泰证券	27129	13%	12733	2%	3.86	0.58	7.21%	2.98	5183	-28%
广发证券	26164	41%	10934	62%	4.76	0.81	8.18%	4.34	4465	86%
中国银河	22751	44%	10968	58%	4.23	0.16	8.77%	3.67	4480	74%
中金公司	20761	54%	6567	130%	5.42	0.44	6.29%	2.49	2236	255%
申万宏源	19499	55%	8016	108%	5.26	-0.23	7.41%	3.56	3732	117%
国信证券	19203	69%	9137	87%	3.48	0.02	9.05%	5.29	3770	117%
中信建投	17289	31%	7089	65%	4.34	0.25	7.99%	2.58	2580	79%
招商证券	18244	28%	8871	24%	4.40	0.02	7.18%	2.85	3686	53%
东方证券	12708	39%	5110	55%	3.86	0.13	6.35%	3.91	1647	38%
东方财富	11589	59%	9097	51%	2.75	0.34	10.74%	4.44	3530	78%
国投资本	10846	6%	2853	37%	3.74	-0.02	5.30%	1.95	1153	39%
浙商证券	6789	67%	1892	50%	4.79	1.26	5.26%	1.82	743	55%
方正证券	9082	67%	3799	93%	3.98	-0.28	7.67%	4.39	1415	130%
兴业证券	9277	40%	2521	91%	3.85	-0.04	4.37%	1.00	1191	215%
中泰证券	9005	21%	1300	159%	3.45	0.02	3.11%	-1.29	589	481%
光大证券	8189	28%	2678	35%	3.13	-0.12	4.00%	0.06	995	66%
长江证券	8486	77%	3373	135%	3.01	0.06	9.23%	5.71	1636	153%
东吴证券	7274	35%	2935	60%	3.83	0.67	6.93%	3.37	1003	51%
国联民生	6038	201%	1763	345%	2.93	-1.53	3.74%	0.26	636	106%
国金证券	6152	43%	1700	90%	2.92	0.47	4.94%	2.17	590	34%
国元证券	4971	26%	2015	28%	3.85	0.09	5.37%	2.64	610	7%
财通证券	5063	14%	2038	38%	3.08	-0.14	5.51%	2.42	954	75%
长城证券	4121	45%	1931	76%	3.08	0.00	6.26%	3.08	546	45%
华安证券	4423	67%	1883	65%	3.28	-0.25	8.16%	4.95	848	98%
西部证券	4335	-2%	1243	71%	2.95	0.27	4.25%	1.64	459	510%
东兴证券	3610	20%	1599	70%	3.20	0.12	5.49%	4.16	780	113%
华西证券	3493	57%	1059	317%	3.09	0.24	4.41%	2.10	547	155%
东北证券	3861	39%	1067	125%	3.87	0.56	5.47%	2.48	636	86%
信达证券	3019	28%	1354	53%	3.84	0.35	6.44%	1.95	330	21%
第一创业	2985	24%	771	20%	2.46	-0.10	4.60%	2.46	285	18%
山西证券	2459	14%	732	37%	3.22	-0.23	4.02%	1.81	208	-3%
国海证券	2617	24%	705	283%	2.31	0.48	3.16%	1.08	336	708%
南京证券	2262	13%	913	31%	3.60	0.63	5.07%	2.35	292	95%
中银证券	2438	27%	854	29%	3.03	0.42	4.64%	0.78	289	22%
西南证券	2518	43%	706	46%	2.90	0.40	2.72%	0.89	283	98%
哈投股份	1844	5%	544	105%	2.76	0.06	4.16%	3.27	164	8%
华创云信	2063	-6%	205	90%	2.46	-0.04	1.03%	-0.58	126	109%
首创证券	2015	9%	804	7%	3.25	0.29	5.94%	3.70	313	15%

财达证券	2072	22%	664	80%	2.77	-0.07	5.41%	1.81	289	124%
天风证券	2112	58%	153	-129%	2.96	-0.69	0.59%	-1.74	122	-157%
红塔证券	1762	8%	864	33%	2.01	-0.18	3.45%	2.17	194	-4%
华鑫股份	2020	36%	506	66%	4.27	1.14	5.80%	3.58	281	84%
湘财股份	1799	16%	442	203%	2.17	0.21	3.68%	2.53	300	315%
国盛金控	1856	47%	242	191%	2.69	0.06	2.16%	1.26	33	-15%
中原证券	1439	11%	389	139%	2.47	-0.03	2.74%	1.53	129	-439%
华林证券	1200	18%	440	46%	2.31	0.43	6.35%	4.76	104	-42%
太平洋	1037	20%	246	80%	1.16	-0.01	2.50%	0.25	125	84%
锦龙股份	643	31%	152	-259%	5.71	-1.11	6.15%	11.62	27	-161%
合计	452219	41%	183090	62%	3.45	0.11	5.51%	2.65	70647	59%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

经纪业务收入占比大幅提升，自营业务收入维持高位。考虑到其他业务收入差异较大，因此剔除其他业务收入来测算收入结构。2025年前三季度经纪/投行/资管/利息/自营收入占比为 29%/6%/8%/9%/48%，去年同期为 24%/8%/12%/8%/48%。经纪收入占比在三季度市场大幅放量下显著提升，自营贡献度维持高位；利息收入占比小幅提升，主要是由于负债成本的下降；资管业务具有韧性，牛市下收入占比下滑。

表3：2025年前三季度上市券商分部业务收入占比（剔除其他收入）

	经纪业务收入	投行收入	资管收入	利息收入	投资净收益
中信证券	20%	7%	16%	1%	57%
华泰证券	28%	8%	6%	14%	44%
中国银河	28%	2%	2%	14%	54%
国泰海通	25%	6%	10%	12%	47%
广发证券	29%	2%	23%	7%	39%
申万宏源	25%	5%	3%	3%	65%
招商证券	40%	3%	4%	8%	45%
中信建投	36%	11%	6%	4%	43%
中金公司	24%	16%	6%	-6%	59%
东方证券	17%	9%	7%	22%	45%
浙商证券	36%	8%	4%	14%	38%
国信证券	34%	3%	3%	6%	53%
兴业证券	29%	6%	2%	17%	47%
中泰证券	38%	5%	20%	15%	22%
东吴证券	25%	9%	2%	14%	51%
东兴证券	21%	11%	4%	15%	49%
光大证券	38%	6%	9%	22%	25%
方正证券	49%	2%	2%	14%	34%
西部证券	30%	9%	3%	1%	57%
国元证券	28%	4%	2%	8%	58%
财通证券	30%	6%	21%	11%	32%

长江证券	42%	4%	3%	5%	46%
国金证券	37%	14%	2%	19%	29%
东北证券	31%	3%	7%	5%	54%
长城证券	24%	6%	1%	6%	63%
华安证券	29%	4%	9%	7%	52%
国海证券	41%	6%	7%	20%	26%
南京证券	24%	5%	1%	23%	47%
信达证券	29%	3%	5%	11%	52%
第一创业	16%	8%	25%	4%	48%
华西证券	48%	2%	1%	22%	28%
山西证券	27%	11%	7%	4%	51%
首创证券	11%	7%	17%	-6%	71%
中银证券	41%	5%	16%	29%	9%
中原证券	49%	1%	2%	22%	26%
西南证券	26%	7%	1%	17%	49%
财达证券	38%	12%	9%	7%	34%
国联民生	27%	12%	9%	2%	51%
红塔证券	11%	1%	0%	16%	71%
天风证券	41%	31%	12%	-50%	67%
华创云信	45%	8%	3%	-13%	57%
华林证券	52%	1%	1%	28%	18%
太平洋	37%	5%	5%	19%	34%
锦龙股份	262%	7%	3%	-244%	71%
华鑫股份	39%	6%	9%	6%	41%
国投资本	0%	0%	0%	25%	75%
东方财富	0%	0%	0%	0%	100%
哈投股份	0%	0%	0%	0%	100%
湘财股份	0%	0%	0%	0%	100%
国盛金控	0%	0%	0%	0%	100%
2025Q1-3 收入结构	29%	6%	8%	9%	48%
2024Q1-3 收入结构	24%	8%	12%	8%	48%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.1. 经纪业务：经纪收入增长 74%，预计佣金率继续下滑

2025 年前三季度 45 家披露经纪业务数据的上市券商经纪业务收入合计 1135 亿元，同比增长 74%，增幅低于市场日均股基交易额增速的 109%，我们认为主要是由于基金费改后分仓佣金大幅下滑。45 家券商全部正增长，其中国联民生（同比+293%）、国泰海通（同比+143%）、国信证券（同比+109%）增长较多。

表4：2025年前三季度上市券商经纪业务收入（百万元）

	经纪收入	经纪收入同比		经纪收入	经纪收入同比
中信证券	10,939	53%	华安证券	1,103	77%
国泰海通	10,814	143%	东北证券	1,010	67%
广发证券	6,979	75%	西部证券	980	78%
招商证券	6,600	80%	中银证券	978	80%
华泰证券	6,588	66%	国海证券	883	66%
国信证券	6,362	109%	长城证券	831	56%
中国银河	6,305	71%	信达证券	774	48%
中信建投	5,757	54%	天风证券	772	49%
中金公司	4,516	76%	华创云信	764	32%
申万宏源	4,485	66%	华鑫股份	754	49%
方正证券	4,166	81%	财达证券	751	83%
中泰证券	3,252	65%	东兴证券	717	70%
光大证券	2,972	63%	山西证券	631	51%
长江证券	2,800	59%	中原证券	625	72%
东方证券	2,381	49%	华林证券	569	80%
浙商证券	2,325	60%	西南证券	568	54%
兴业证券	2,161	65%	南京证券	517	78%
国金证券	2,073	78%	第一创业	413	85%
东吴证券	1,715	49%	太平洋	374	77%
华西证券	1,632	78%	锦龙股份	245	70%
国联民生	1,565	293%	首创证券	203	53%
财通证券	1,385	66%	红塔证券	198	70%
国元证券	1,108	71%	合计	113539	74%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2. 投行业务：低基数下，投行收入增长 23%

受一二级市场逆周期调节机制、阶段性收紧 IPO 节奏影响，IPO 发行速度有所放缓，2024 年以来券商投行业务收入持续下滑。低基数及再融资回暖背景下，2025 年前三季度 45 家上市券商实现投行收入 254 亿元，同比增长 23%。其中华安证券（同比+165%）、国联民生（同比+161%）、西南证券（同比+123%）投行收入同比增幅较高。

表5：2025年前三季度上市券商投行收入（百万元）

	投行收入	投行收入同比		投行收入	投行收入同比
中信证券	3689	31%	山西证券	249	13%
中金公司	2940	43%	财达证券	236	-1%
国泰海通	2629	46%	长城证券	211	24%
华泰证券	1948	44%	第一创业	197	15%
中信建投	1846	23%	西南证券	163	123%
东方证券	1171	41%	国元证券	149	55%
申万宏源	851	30%	首创证券	138	20%

国金证券	772	17%	华创云信	136	-21%
国联民生	688	161%	华安证券	136	165%
国信证券	608	-6%	方正证券	131	-11%
东吴证券	596	16%	国海证券	120	59%
天风证券	587	19%	华鑫股份	116	-11%
广发证券	516	-3%	中银证券	113	19%
招商证券	510	22%	南京证券	113	-20%
浙商证券	506	13%	东北证券	87	17%
光大证券	487	-22%	信达证券	84	-26%
中国银河	475	30%	华西证券	56	-39%
兴业证券	416	-6%	太平洋	55	-61%
中泰证券	406	-36%	红塔证券	25	-41%
东兴证券	371	-6%	中原证券	13	-64%
长江证券	290	13%	华林证券	12	9%
西部证券	283	75%	锦龙股份	7	-78%
财通证券	277	-29%	合计	25409	23%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表6：2025年前三季度 Top30 券商股债承销规模（亿元）

	总计	同比	首发	同比	再融资	同比	债券承销	同比
中信证券	18822	19%	64	-12%	188	22%	18570	19%
中信建投证券	13326	15%	106	143%	106	160%	13113	14%
国泰海通	12383	51%	108	258%	50	746%	12225	49%
中金公司	11585	28%	125	249%	89	41%	11370	27%
华泰证券	8137	10%		不适用		不适用	8137	10%
中国银河	5882	78%	4	不适用	35	不适用	5842	77%
申万宏源证券	4896	62%		不适用		不适用	4896	62%
国开证券	4687	98%		不适用		不适用	4687	98%
东方证券	4590	90%	17	不适用	52	不适用	4521	87%
招商证券	3734	17%	19	6%	9	-84%	3706	19%
光大证券	3367	8%	5	-52%		不适用	3362	8%
平安证券	3148	26%	7	不适用	23	不适用	3118	24%
华泰联合证券	2969	61%	102	72%	174	1815%	2693	51%
广发证券	2955	15%	5	-33%	14	176%	2936	15%
中银证券	2731	38%	8	不适用		不适用	2724	37%
国信证券	2235	20%	6	-45%	7	不适用	2222	20%
兴业证券	1473	19%	14	167%		不适用	1458	18%
中泰证券	1470	-10%	6	-60%	3	-61%	1460	-9%
东吴证券	1392	32%		-100%		-100%	1392	33%
国投证券	1344	91%	5	-38%	6	不适用	1332	92%
国金证券	1147	23%	12	-42%	29	30%	1106	24%
海通证券	997	-67%	11	-76%	10	-47%	976	-67%
天风证券	880	4%	9	606%		不适用	871	3%

财通证券	861	9%		-100%		-100%	861	10%
浙商证券	825	5%	13	不适用		不适用	813	3%
长城证券	767	126%		不适用		-100%	767	128%
中德证券	748	26%		不适用		不适用	748	26%
财达证券	703	27%		不适用		不适用	703	27%
民生证券	671	155%	17	-56%	2	-84%	652	207%
西部证券	638	41%		不适用	9	不适用	629	39%
合计	119361	28%	664	54%	807	99%	117890	27%

数据来源：Wind，东吴证券研究所 注：国泰海通去年同比数据未合并海通证券

2.3. 资管业务：收入小幅增长，资产管理规模企稳回升

2025 年前三季度 45 家上市券商合计实现资管收入 335 亿元，同比小幅增长 2%。随着资管新规过渡期结束，券商资产管理业务去通道化基本完成，受托管理资产规模底部企稳。根据 Wind 统计，34 家披露规模及有可比数据的上市券商 2025 年上半年资管规模合计 7.4 万亿元，同比提升 2%。

表7：2025 年前三季度上市券商资管收入（百万元）

	资管业务收入	收入同比		资管业务收入	收入同比
中信证券	8703	16%	财达证券	185	-16%
广发证券	5661	11%	方正证券	173	-1%
国泰海通	4273	49%	华鑫股份	171	17%
中泰证券	1768	17%	山西证券	170	-24%
华泰证券	1354	-55%	东吴证券	159	23%
中金公司	1062	27%	东兴证券	150	-34%
东方证券	973	-4%	国海证券	139	-8%
财通证券	957	-19%	信达证券	126	-19%
中信建投	951	3%	兴业证券	115	-1%
光大证券	666	15%	国金证券	102	37%
第一创业	654	-7%	西部证券	102	-19%
招商证券	653	30%	国元证券	63	-45%
国联民生	527	9%	太平洋	52	-40%
申万宏源	518	-13%	华创云信	51	-36%
国信证券	490	-23%	长城证券	36	66%
中国银河	396	13%	华西证券	32	-52%
中银证券	376	-2%	南京证券	31	-52%
华安证券	354	-17%	中原证券	23	9%
首创证券	322	-57%	西南证券	14	-34%
浙商证券	256	-16%	华林证券	9	-45%
东北证券	224	-22%	红塔证券	7	-50%
天风证券	220	-26%	锦龙股份	3	-71%
长江证券	206	-5%	合计	33476	2%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.4. 自营业务：三季度投资净收益同比环比均显著增长

权益市场大幅向上，债券市场波动加大，前三季度券商自营投资净收益同比+42%。2025年前三季度50家上市券商合计实现投资净收益（含公允价值）1956亿元，同比增长42%。第三季度合计实现投资净收益777亿元，同比增长30%（扣非同比增长45%），环比增长16%。

2025年三季度末披露数据的44家上市券商母公司口径自营持仓规模合计5.5万亿元，较年初增长11%；其中债券类5.0万亿元，较年初增长10%，规模占比91%；权益类规模5156亿元，较年初增长28%，规模占比9%。

表8：2025年前三季度上市券商投资净收益（百万元）

	2025Q1-3		2025Q3		
	投资净收益	同比	投资净收益	同比	环比
中信证券	31603	46%	12550	26%	23%
国泰海通	20370	90%	11018	91%	106%
中国银河	12081	38%	4683	22%	10%
申万宏源	11933	58%	4637	71%	13%
中金公司	10966	47%	3714	16%	-4%
华泰证券	10223	-15%	3594	-54%	-7%
国信证券	9922	74%	4107	89%	24%
广发证券	9302	57%	3852	69%	24%
招商证券	7334	2%	3211	33%	23%
中信建投	6851	29%	2251	25%	-16%
东方证券	6195	51%	2175	19%	14%
东吴证券	3553	46%	1395	23%	34%
国投资本	3437	67%	1290	56%	-7%
兴业证券	3428	56%	1668	62%	44%
长江证券	3044	290%	1566	166%	158%
国联民生	2967	219%	870	57%	-37%
方正证券	2892	78%	888	112%	-4%
浙商证券	2482	141%	1066	134%	11%
国元证券	2260	21%	518	-35%	-51%
长城证券	2157	29%	423	-18%	-59%
华安证券	1980	64%	897	58%	74%
东方财富	1960	-18%	565	-26%	-19%
光大证券	1930	21%	696	14%	-7%
中泰证券	1904	79%	943	167%	45%
西部证券	1853	15%	590	178%	-26%
东北证券	1727	38%	938	27%	116%
东兴证券	1706	23%	660	26%	7%
国金证券	1633	45%	447	2%	-22%
财通证券	1485	25%	741	97%	3%

信达证券	1378	59%	312	37%	-51%
首创证券	1355	53%	482	57%	-25%
天风证券	1267	4%	511	-12%	49%
第一创业	1256	26%	565	32%	5%
红塔证券	1239	31%	362	-5%	-21%
山西证券	1181	2%	346	-17%	-25%
西南证券	1070	37%	449	88%	8%
南京证券	1036	17%	232	19%	-46%
华创云信	962	-23%	325	-32%	-20%
华西证券	960	123%	373	43%	33%
哈投股份	872	44%	342	3%	-8%
华鑫股份	796	29%	344	16%	58%
财达证券	686	32%	280	60%	-10%
国海证券	562	-12%	205	-18%	-14%
湘财股份	438	10%	305	80%	224%
太平洋	341	51%	141	22%	31%
中原证券	329	-18%	79	扭亏为盈	-62%
中银证券	211	-8%	88	86%	40%
华林证券	202	-43%	-21	-111%	-111%
国盛金控	181	-53%	15	-89%	-88%
锦龙股份	66	-82%	55	-26%	4%
合计	195569	42%	77742	30%	16%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表9：2025Q3、2024上市券商自营持仓结构(亿元)

	2025H1					2024				
	权益类	权益类占比	债券类	债券类占比	合计	权益类	权益类占比	债券类	债券类占比	合计
国泰海通	574	9%	6032	91%	6606	395	10%	3454	90%	3849
中信证券	462	8%	5544	92%	6006	368	7%	4966	93%	5334
广发证券	451	11%	3499	89%	3950	302	10%	2842	90%	3145
中国银河	379	10%	3551	90%	3930	301	9%	3212	91%	3513
华泰证券	476	14%	2961	86%	3437	254	10%	2400	90%	2654
招商证券	222	7%	3036	93%	3259	245	7%	3122	93%	3367
申万宏源	376	12%	2835	88%	3210	264	8%	3144	92%	3408
国信证券	347	12%	2433	88%	2780	378	13%	2422	87%	2800
中信建投	158	6%	2578	94%	2736	181	7%	2288	93%	2468
东方证券	148	8%	1748	92%	1896	134	6%	1967	94%	2100
中金公司	214	12%	1583	88%	1797	246	13%	1648	87%	1893
兴业证券	29	2%	1177	98%	1207	32	3%	1161	97%	1193
东吴证券	93	9%	979	91%	1072	85	10%	805	90%	890
光大证券	18	2%	985	98%	1003	17	1%	1132	99%	1149
方正证券	142	14%	855	86%	997	145	13%	1010	87%	1155
国元证券	73	8%	781	92%	854	31	4%	820	96%	851

信达证券	71	10%	657	90%	729	10	2%	598	98%	609
财通证券	27	5%	556	95%	582	40	7%	561	93%	601
东兴证券	60	10%	515	90%	576	29	5%	545	95%	575
西部证券	44	8%	528	92%	572	5	1%	477	99%	482
长城证券	41	7%	525	93%	566	49	8%	535	92%	584
中泰证券	31	6%	533	94%	564	25	4%	523	96%	548
长江证券	21	4%	501	96%	522	27	5%	562	95%	589
国联民生	86	18%	402	82%	488	73	15%	399	85%	473
华安证券	48	10%	426	90%	474	37	7%	480	93%	517
浙商证券	66	14%	405	86%	472	37	8%	431	92%	468
南京证券	32	7%	400	93%	432	10	3%	347	97%	357
国金证券	6	1%	409	99%	415	7	2%	267	98%	274
东北证券	66	17%	332	83%	399	28	9%	290	91%	319
西南证券	25	7%	359	93%	384	17	5%	318	95%	335
首创证券	68	19%	287	81%	355	26	10%	238	90%	264
华西证券	25	7%	318	93%	343	21	7%	267	93%	288
红塔证券	68	20%	268	80%	336	59	15%	337	85%	397
天风证券	19	6%	304	94%	323	17	5%	327	95%	345
国海证券	17	7%	242	93%	259	4	3%	140	97%	144
第一创业	55	22%	196	78%	251	44	17%	208	83%	252
山西证券	11	4%	237	96%	248	8	3%	285	97%	293
中银证券	16	7%	204	93%	220	7	4%	161	96%	168
华创云信	14	7%	205	93%	219	2	1%	209	99%	211
财达证券	17	9%	182	91%	199	11	5%	208	95%	220
华鑫股份	45	23%	152	77%	197	41	31%	90	69%	131
中原证券	5	3%	184	97%	189	4	2%	187	98%	192
华林证券	5	7%	65	93%	70	16	33%	33	67%	50
太平洋	4	8%	45	92%	49	2	5%	40	95%	42
合计	5156	9%	50015	91%	55171	4035	8%	45458	92%	49494

数据来源：Wind，东吴证券研究所 注：自营持仓数据为母公司口径。

3. 投资建议：预计行业 2025 年净利润同比+32%

3.1. 外延并购+内生发展，打造世界一流投行

监管鼓励券商并购重组，打造“航母级”券商。2023年11月，继10月金融工作会议提出“培育一流投资银行和投资机构”后，证监会也表示“支持头部证券公司通过业务创新、集团化经营、并购重组等方式做优做强，打造一流的投资银行，发挥服务实体经济主力军和维护金融稳定压舱石的重要作用”。早在2019年，证监会就曾表示为打造“航母级证券公司”，积极开展了一系列工作，其中第一条就是：“多渠道充实证券公司资本，鼓励市场化并购重组，支持行业做优做强”。我们认为，国内券商过去主要通过内生增长逐渐扩大规模，未来在监管的指引下，业内的并购可能会增多，行业内的资源整

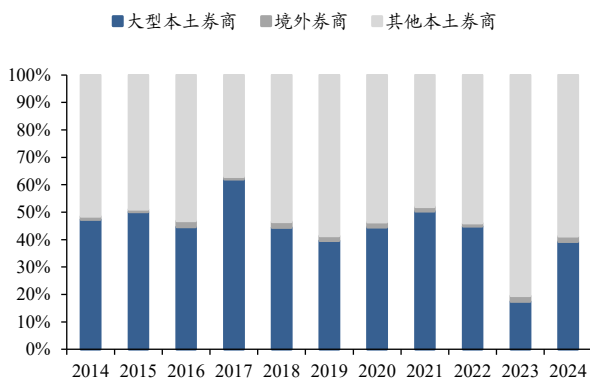
合或将成为券商快速提升规模与综合实力的又一重要方式。大型券商通过并购进一步补齐短板，巩固优势，中小券商通过外延并购有望弯道超车，快速做大，实现规模效应和业务互补。对比全球主要市场，证券行业集中度亦较高。2014-2024 年，日本券商中，以野村证券、大和证券和日兴证券为首的主要证券公司利润占比在 50%左右；美国投行中，前十位交易商营业收入占比也超过 50%。

表10: 监管鼓励券商并购重组相关表述

时间	相关单位/会议	内容
2019 年 11 月	证监会	提出“积极推动打造航母级头部证券公司”，促进证券行业持续健康发展，还给出打造“航母级证券公司”的相关政策措施，包括多渠道充实证券公司资本，鼓励市场化并购重组，支持行业做优做强等。
2020 年 7 月	证监会	发文鼓励有条件的券商与基金公司实施市场化并购重组。
2023 年 10 月	中央金融工作会议	提出“着力打造现代金融机构和市场体系”，并首次提出“培育一流投资银行和投资机构”。
2023 年 11 月	证监会	再次强调支持头部券商通过业务创新、集团化经营、并购重组等方式做优做强，打造一流的投资银行，发挥服务实体经济主力军和维护金融稳定压舱石的重要作用。
2024 年 4 月 12 日	国务院	“国九条”提出：支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式提升核心竞争力，鼓励中小机构差异化发展、特色化经营。

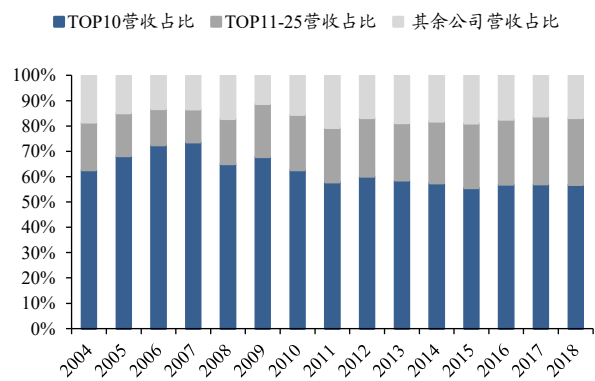
数据来源：证监会，新华网，中国政府网，东吴证券研究所

图13: 日本各类券商利润分布



数据来源：JSDA，东吴证券研究所 注：大型本土券商包括日兴证券、大和证券、野村证券等资本在 1000 亿日元以上公司

图14: 美国交易商盈利能力集中度



数据来源：SIFMA，东吴证券研究所 注：交易商为 NYSE listed

行业同质化竞争，并购重组或推动供给侧改革。国内券商数量众多且多为综合性券商，近年来牌照进一步放开，加剧了行业的竞争。但由于大多数公司都选择综合性券商的模式，也没有形成特色。尽管近几年互联网金融的融合逐步加深，也出现了一些以互

联网为特色的小而美券商,但主要还是基于引流、线上经纪等业务,业务差异化不显著。在近年来券商数量以及从业人员数量增加的背景下,近期监管引导公募基金管理费及交易佣金下调,以及投行业务的阶段性收紧,短期将对券商收入造成一定压力。通过并购重组等方式进行资源整合,有利于提升券商在行业中的竞争地位,同时也推动行业进行供给侧改革。

多维度转型,形成内生增长。1) 做市业务: 目前国内券商自营业务方向性投资波动性大且收益率依赖市场环境、收益面临不稳定性。相比之下,去方向性的做市业务波动性较低,可以提升券商整体业绩的稳定性与韧性。参考海外投行业务结构,我们认为做市业务是我国券商自营转型的重要方向。

2) 投顾业务: 历经多年高速发展,穿越资管新规、理财净值化、数字化转型等多轮变革风暴,中国财富管理行业正进入黄金发展周期。随着财富管理转型的持续深化,券商投顾团队快速扩张,2014-2023年,投顾人数复合增速达11%,占从业人数比从12%提升至22%。经纪收入中的投资咨询收入虽保持增长,但占比仍较低,具有较大增长空间。此外,我们认为基金投顾业务已具备由试点转向常规的条件,未来有望加速发展,将极大地有利于培育专业买方中介力量,改善投资者服务和回报,优化资本市场资金结构,促进基金行业的高质量发展。

表11: 基金投顾牌照机构名单

类型	投顾牌照机构名称	数量 (家)
基金公司及其子公司	易方达基金、南方基金、华夏财富、嘉实财富、中欧财富、工银瑞信基金、博时基金、广发基金、招商基金、兴证全球基金、鹏华基金、汇添富基金、华安基金、银华基金、交银施罗德基金、华泰柏瑞基金、顺景长城基金、民生加银基金、富国基金、万家基金、建信基金、国海富兰克林基金、国泰基金、农银汇理基金、中万菱信基金	25
证券公司	国泰海通证券、华泰证券、中万宏源证券、中信建投证券、中金公司、银河证券、国联证券、兴业证券、招商证券、国信证券、东方证券、中信证券、浙商证券、安信证券、光大证券、平安证券、中银证券、山西证券、东兴证券、南京证券、中泰证券、财通证券、华安证券、国金证券、东方财富、华宝证券、华西证券、华创证券、渤海证券	29
银行	工商银行、招商银行、平安银行	3
三方独立销售机构	蚂蚁基金(先锋领航)、腾安基金、盈米基金	3

数据来源: 新浪财经, 东吴证券研究所

3) 数字化转型: 随着金融科技影响力的不断提升,证券行业数字化转型日渐提速,科技能力建设作为提升行业核心竞争力的关键,已成为各大券商激烈竞逐的赛道。随着技术的不断引进和科技赋能经验的日益增长,国内券商数字化转型将由局部、孤立的单一领域应用向平台化、智能化、生态化全面铺开。目前有效克服这一痛点的转型者不多,同时与国外同类机构相比,国内证券业数字化转型的人才基础还有很大的提升空间。

3.2. 上调全年盈利预测，预计行业 2025 年净利润同比+47%

预计行业净利润同比+47%。考虑到三季度以来市场交投活跃，10月日均股基交易2.6万亿元，高基数下仍同比增长14%，10月末两融余额2.5万亿元，较年初增长34%，我们上调行业全年盈利预测。我们预计2025年行业净利润将同比+47%，预计经纪业务收入同比增长66%，投行业务同比增长18%，资本中介业务收入增长12%，资管业务增长8%，自营同比增长50%。

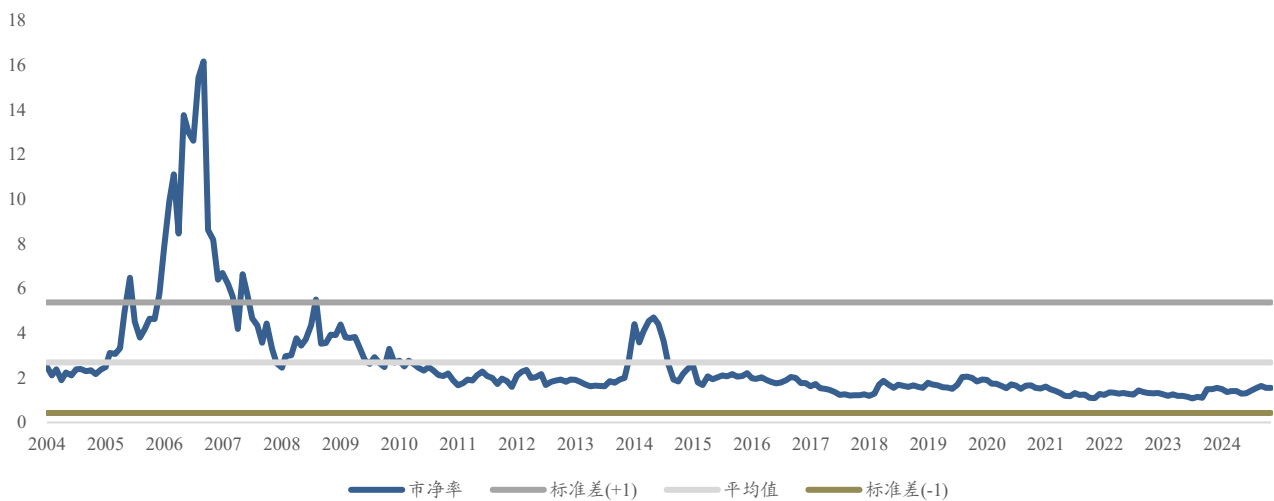
表12: 券商行业业绩预测

(亿元)		2023	2024	2025E 悲观	2025E 中性	2025E 乐观
经纪业务	日均股基交易额	9625	10800	18000	20000	22000
	增速	-4%	12%	67%	85%	104%
	佣金率	0.018%	0.019%	0.018%	0.018%	0.018%
	增速	-27%	-3%	6%	6%	6%
	代销金融产品收入	166	149	149	164	179
	增速	0%	-10%	0%	10%	20%
	经纪业务收入	984	1151	1717	1906	2095
	增速	-26%	17%	49%	66%	82%
投行业务	股权融资规模	11344	4000	9600	10800	13000
	IPO	3565	700	600	800	1000
	再融资	7779	3300	9000	10000	12000
	股权融资收入	172	36	44	51	63
	IPO	160	32	30	36	45
	再融资	12	5	14	15	18
	债权融资规模	127007	120600	118350	126400	135500
	企业债	2007	600	350	400	500
	公司债	40000	40000	38000	41000	45000
	其他	85000	80000	80000	85000	90000
	债券融资收入	286	276	262	282	309
	并购收入	85	54	65	81	92
	股债承销收入	543	350	370	414	464
	增速	-23%	-35%	6%	18%	32%
资本中介业务	日均融资融券余额	16,500	16,000	19,000	21,000	23,000
	增速	-40%	-8%	5%	12%	20%
资管业务	资管收入	225	239	239	259	275
	增速	10%	7%	0%	8%	15%
自营业务	自营收入	1217	1741	2089	2611	2785
	增速	50%	43%	20%	50%	60%
其他		558	542	400	400	400
营业收入		4059	4512	5326	6138	6605
净利润		1378	1673	2130	2455	2642
增速		-3%	18%	27%	47%	58%

数据来源：中国证券业协会，Wind，东吴证券研究所

当前我国券商估值处于合理偏低的水平。截止至 2025 年 10 月 31 日，中信证券 II 指数静态估值为 1.55x PB，处于历史的 23%分位，处于近十年的 48%分位。我们认为，在我国资本市场高质量发展的背景以及券商重资产业务能力和效率持续提升的趋势下，未来我国券商 ROE 水平及估值仍存在上升空间。此外，资本市场改革预期持续强化，且政策鼓励优质券商通过并购做优做强，我们认为大型券商优势仍显著，行业集中度有望持续提升，大型券商应享有估值溢价。

图15: 中信券商 II 级指数 PB 变化情况 (截至 2025/10/31, 倍)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

重点推荐: 中信证券、中国银河、中金公司、广发证券、东方证券、华泰证券、国泰海通、东方财富、指南针、湘财股份等。

4. 风险提示

- 1) **权益市场大幅波动:** 后续资本市场若大幅下跌，对于券商板块而言将带来业绩和估值的双重压力。
- 2) **宏观经济复苏不及预期:** 宏观经济剧烈波动将直接影响资本市场活跃度，并且影响居民购买力及财富管理产品配置需求，进而造成证券行业收入下滑；
- 3) **资本市场监管趋严:** 监管政策收紧或将对证券行业各项业务经营环境造成影响，进而导致证券公司面临业绩波动风险；
- 4) **行业竞争加剧:** 行业竞争加剧情况下，市场出清速度加快，中小型券商面临较大的经营压力。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>