

非银金融行业深度报告

权益市场表现亮眼，我们预计 2025 年净利润同比+50%，2026 年高基数下同比+16%

——证券行业 2025 年年报前瞻及展望

增持（维持）

2026 年 02 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:2025 年日均股基交易额 1.98 万亿元，同比增长 67%。IPO、再融资双双触底回升，集中度进一步提升；债券发行规模稳中有增。权益市场持续上行，债券市场表现较弱。我们预计 2025 年上市券商净利润同比+50%，第四季度净利润同比+16%，环比下滑 26%。目前券商股估值较低，考虑到行业发展政策积极，我们认为大型券商优势仍显著。

■ **2025 年权益市场表现亮眼，交投活跃度大幅回升。**1) 2025 年市场日均股基交易额 1.98 万亿元，同比增长 67%。2025 年沪市投资者平均每月账户新开户数为 250 万户，较 2024 年的 231 万户增长 8%。2) 截至 2025 年末，融资余额为 2.5 万亿元，较 2024 年末增长 36%。2025 年平均维持担保比为 272%，较 2024 年提升 17pct，保持在较高水平。3) IPO 融资规模回升。2025 年共发行 116 家 IPO，募资规模达 1318 亿元，同比增长 96%。2025 年平均每家募资规模 11.4 亿元，较 2024 年的 6.7 亿元提升 69%。4) 再融资规模连续数年下滑后，25 年迎来拐点。2025 年再融资募集资金 9509 亿元，同比增长 326%，其中增发 8877 亿元，同比增长 413%，改善显著。5) 债券发行规模稳中有增。2025 年，券商参与的债券发行规模为 16.0 万亿元，同比增长 13%。其中企业债发行规模下滑 60%，短融中票规模下滑 9%，公司债、金融债券和 ABS 分别同比增长 13%、24%和 19%。6) 权益市场表现亮眼，债券市场表现较弱。2025 年，沪深 300 指数上涨 17.66%，创业板指上涨 49.57%，上证综指上涨 18.41%，万得全 A 指数上涨 27.65%，中债总全价指数 2025 年下跌 2.32%。7) 权益类公募基金发行回暖。2025 年股票+混合类公募基金发行规模同比+83%至 5859 亿份，以指数型及指数增强型为主；债券型基金发行规模同比-42%至 4819 亿份。公募基金整体发行份额同比-0.7%至 11757 亿份。

■ **我们预计上市券商 2025 年净利润同比+50%，其中第四季度净利润同比+16%，环比下滑 26%。**截至 2026 年 1 月末，32 家券商及互联网券商发布业绩预告或快报，其中 30 家券商净利润同比实现正增长或扭亏为盈。我们预计 2025 年上市券商营业收入同比增长 21%，净利润同比增长 50%；其中第四季度净利润同比增长 16%，环比下滑 26%。2025 年全年净利润增速较前三季度同比增速的 63%有所收窄，我们预计主要是由于四季度股市波动较大，自营板块投资收益较第三季度减少较多。

■ **高基数下，我们预计行业 2026 年净利润同比+16%。**基于全年 ADT 2.6 万亿元、平均两融余额 2.5 万亿元、自营及投行等小幅增长的假设，我们预计行业 2026 年净利润在高基数下同比增长 16%，其中经纪业务收入同比增长 25%，投行业务同比增长 7%，资本中介业务收入增长 12%，资管业务增长 8%，自营同比增长 15%。

■ **估值较低，看好未来估值修复。**当前我国券商估值处于合理偏低的水平。截止至 2026 年 1 月 30 日，中信证券 II 指数静态估值为 1.43x PB，处于历史的 17%分位，处于近十年的 37%分位。资本市场改革预期持续强化，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、华泰证券、国泰海通、兴业证券、广发证券、东方证券、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。

行业走势



相关研究

《保险行业 2025 年业绩前瞻：预计全年 NBV 高增长，Q4 净利润或受投资短期波动影响》

2026-02-02

《券商股或迎业绩催化；保险估值仍待提升》

2026-02-01

内容目录

1. 2025 年权益市场表现亮眼，交投活跃度大幅回升	4
1.1. 日均股基交易额 19814 亿元，同比增长 67%	4
1.2. 融资余额同比增长 36%，融券余额同比增长 58%	4
1.3. IPO、再融资有所回暖，债券发行规模稳中有增	5
1.4. 权益市场表现亮眼，债券市场表现较弱	8
1.5. 权益类公募基金发行回暖，指数及增强指数基金为主要增量	8
2. 2025 年年报前瞻：我们预计上市券商净利润同比+50%	9
3. 投资建议：我们预计行业 2026 年净利润同比+15%	10
3.1. 外延并购+内生发展，打造世界一流投行	10
3.2. 高基数下，我们预计行业 2026 年净利润同比+16%	13
4. 风险提示	14

图表目录

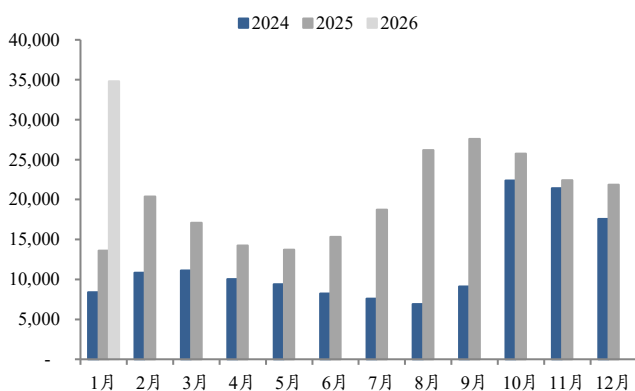
图 1:	2023-2026 年月度日均交易额 (亿元)	4
图 2:	沪市每月新增开户数 (万户)	4
图 3:	2022 年以来融资融券余额 (亿元)	5
图 4:	两融市场平均担保比例 (%)	5
图 5:	2013-2025 券商 IPO 发行数量和规模	5
图 6:	2019-2025 年券商 IPO 撤否率	5
图 7:	2015-2025 年券商再融资发行规模 (亿元)	6
图 8:	2016-2025 年券商参与债券发行规模	6
图 9:	2025 年权益市场主要指数走势	8
图 10:	2025 年中债总全价指数走势	8
图 11:	2015-2025 年公募基金发行规模	9
图 12:	2018-2025 年各类型公募基金发行规模	9
图 13:	日本各类券商利润分布	11
图 14:	美国交易商盈利能力集中度	11
图 15:	中信券商 II 级指数 PB 变化情况 (截至 2026/1/30, 倍)	14
表 1:	2025 年 Top20 券商股债承销规模 (亿元)	7
表 2:	主要股、债指数涨跌幅	8
表 3:	2025 年券商业绩预告及盈利预测 (亿元)	9
表 4:	监管鼓励券商并购重组相关表述	11
表 5:	基金投顾牌照机构名单	12
表 6:	券商行业业绩预测	13

1. 2025 年权益市场表现亮眼，交投活跃度大幅回升

1.1. 日均股基交易额 19814 亿元，同比增长 67%

权益市场持续走强，2025 年股基交易额同比增长 67%，沪市开户数同比增长 8%。2025 年市场日均股基交易额为 19814 亿元，同比增长 67%，四季度日均股基交易额 23140 亿元，同比增长 14%，环比下降 4%。截至 2026 年 1 月 29 日，2026 年以来全市场股基成交额达到 3.48 万亿元，同比增长 156%。由于 2015 年 4 月以来放开一人一户账户限制，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 年沪市投资者平均每月账户新开户数为 250 万户，较 2024 年的 231 万户增长 8%。

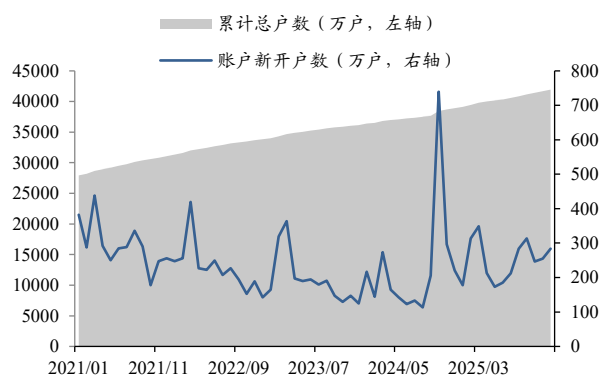
图1：2023-2026 年月度日均交易额（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：截至 2026 年 1 月 29 日。

图2：沪市每月新增开户数（万户）

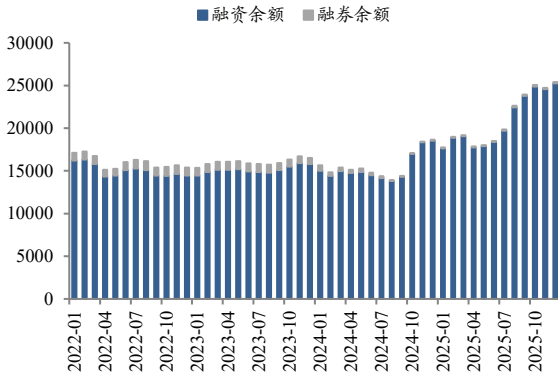


数据来源：上交所，东吴证券研究所

1.2. 融资余额同比增长 36%，融券余额同比增长 58%

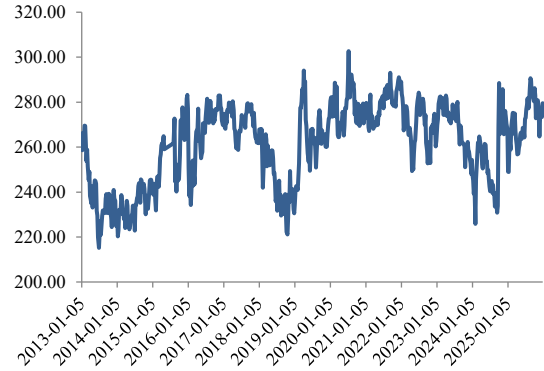
融资融券余额同比增长 36%。2024 年 9 月以来，伴随增量政策持续推出，市场信心得到了极大的恢复。截至 2025 年末，融资余额为 25242 亿元，同比增长 36%。2023 年 8 月以来，证监会根据市场情况和投资者关切，采取了一系列加强融券和转融券业务监管的举措，包括限制战略投资者配售股份出借，上调融券保证金比例，降低转融券市场化约定申报证券划转效率，暂停新增转融券规模等；同步要求证券公司加强对客户交易行为的管理，持续加大对利用融券交易实施不当套利等违法违规行为的监管执法力度。2024 年 7 月，证监会批准中金金融公司暂停转融券业务的申请，同时提高了融券保证金比例，进一步强化融券逆周期调节。2025 年以来，伴随市场行情上行，投资者风险偏好显著改善，带动融券余额自低位回升。截至 2025 年末，融券余额为 165 亿元，较 2024 年末提升 58%。2025 年平均维持担保比为 272%，较 2024 年提升 17pct，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。

图3：2022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（%）



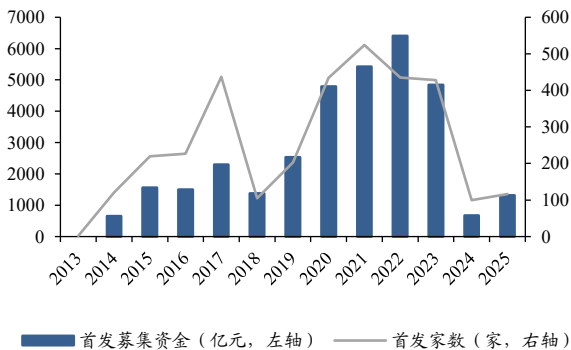
数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3. IPO、再融资有所回暖，债券发行规模稳中有增

IPO 融资规模回升。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年以来，受益于资本市场改革深化以及市场生态优化，IPO回暖趋势显现，2025年平均每月IPO发行数量为10家，相比2024年平均每月8家IPO的发行数量提升16%。2025年共发行116家IPO，募资规模达1318亿元，同比增长96%。2025年平均每家募资规模11.4亿元，较2024年的6.7亿元提升69%。2025年市场平均的IPO承销及保荐费率为4.96%，较2024年的6.53%有所下滑。

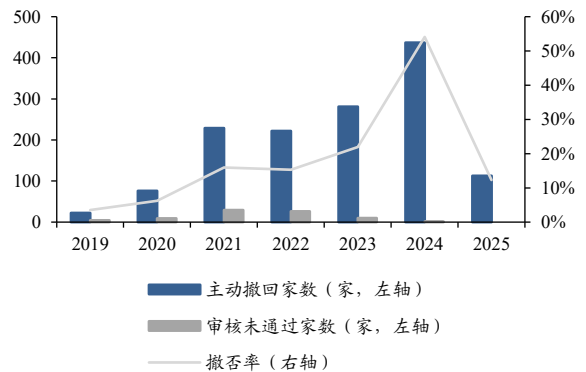
IPO 项目撤否率显著下降。据Wind统计，2025年券商共主动撤回113个IPO项目，较2024年的437个大幅下降74%。IPO撤否率的显著下降表明上市公司质量根基进一步夯实，资本市场资源配置效率持续提升，为市场注入了稳定的发展信心。

图5：2013-2025 券商 IPO 发行数量和规模



数据来源：Wind，东吴证券研究所

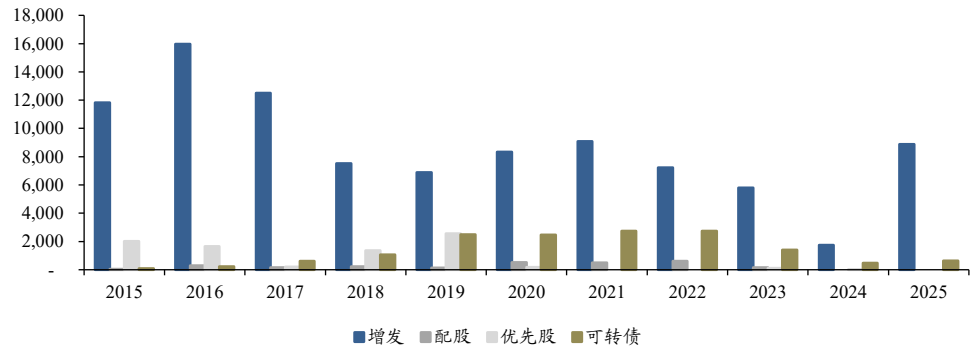
图6：2019-2025 年券商 IPO 撤否率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

再融资规模连续数年下滑后，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 年再融资募集资金 9509 亿元，同比增长 326%，其中增发 8877 亿元，同比增长 413%，改善显著。

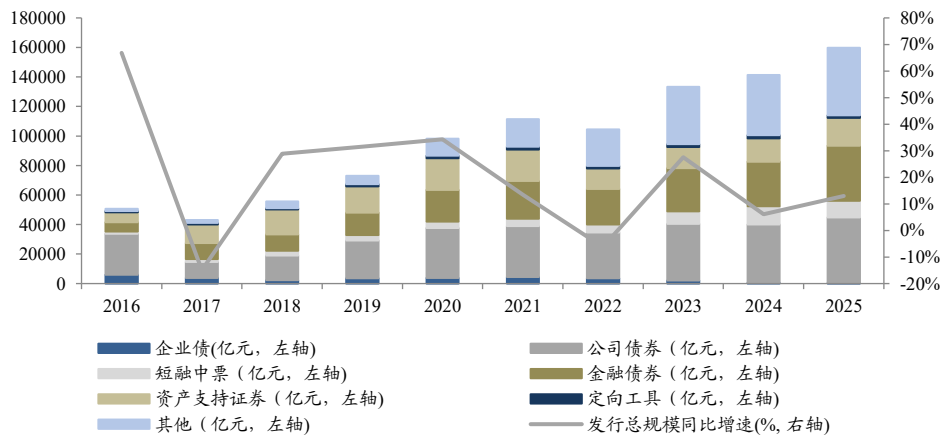
图7：2015-2025 年券商再融资发行规模（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

债券发行规模稳中有增。2025 年，券商参与的债券发行规模为 16.0 万亿元，同比增长 13%。其中企业债发行规模下滑 60%，短融中票规模下滑 9%，公司债、金融债券和 ABS 分别同比增长 13%、24%和 19%。

图8：2016-2025 年券商参与债券发行规模



数据来源：Wind，东吴证券研究所

投行集中度进一步提升，我们预计大型券商投行收入增长较多。2025年TOP5券商合计承销IPO 960亿元，同比大幅增长166%，合计市场份额73%，较2024年的55%大幅提升。我们认为这主要有三方面的原因：1) 并购重组重塑格局。国泰海通合并后项目数量和规模大幅提升，成为集中度上行的关键变量。2) 政策与项目结构倾斜。头部券商凭借资本实力、监管沟通与机构客户优势，成为政策落地的核心执行者。IPO向“少而精”转型，科创板、北交所等注册制板块更依赖头部的定价、风控与承销能力。3) 马太效应加剧。头部券商在资本规模、团队覆盖、跨境资源上形成壁垒。

表1: 2025年Top20券商股债承销规模(亿元)

	股债承销合计		IPO			再融资		债券承销	
	规模	同比	规模	同比	市占	规模	同比	规模	同比
中信证券	25,055.3	14%	246.5	86%	19%	2,431.3	201%	22,377.4	6%
中信建投	18,469.6	15%	187.7	205%	14%	1,018.4	491%	17,263.4	9%
国泰海通	17,029.7	47%	184.8	304%	14%	1,333.8	835%	15,511.1	36%
中金公司	14,715.4	17%	177.9	396%	14%	1,213.8	303%	13,323.7	9%
华泰证券	14,133.8	6%	162.6	90%	12%	504.5	9%	13,466.6	5%
中国银河	6,945.5	40%	4.3		0%	98.0	1921%	6,843.2	38%
申万宏源	6,261.4	45%	21.0	1010%	2%	186.4	6112%	6,054.1	41%
东方证券	5,830.1	53%	19.5		1%	127.8	4508%	5,682.7	50%
招商证券	5,344.4	21%	80.2	130%	6%	91.3	-12%	5,172.9	21%
国开证券	5,316.6	53%	-		0%	-	-100%	5,316.6	54%
中银证券	4,694.4	87%	11.6		1%	1,365.7		3,317.0	32%
光大证券	4,171.9	-5%	7.8	-18%	1%	9.3	1753%	4,154.8	-5%
平安证券	4,138.6	16%	6.7		1%	28.4	14%	4,103.4	16%
广发证券	3,694.9	7%	13.2	64%	1%	190.2	93%	3,491.6	4%
国信证券	2,721.8	9%	6.0	-62%	0%	142.9	150%	2,572.8	6%
中泰证券	1,828.4	-17%	6.7	-79%	1%	15.2	-4%	1,806.5	-16%
东吴证券	1,815.7	27%	2.0	-72%	0%	48.6	459%	1,765.1	25%
国投证券	1,793.0	83%	7.7	-54%	1%	42.0	317%	1,743.3	83%
兴业证券	1,769.0	0%	14.4	53%	1%	45.3	367%	1,709.3	-3%
国金证券	1,526.5	20%	12.5	-42%	1%	54.1	-46%	1,459.9	26%
浙商证券	1,222.1	8%	19.1	1324%	1%	54.1	259%	1,148.8	3%
合计	169,268.7	19%	1,308.4	97%		9,716.9	249%	158,243.5	14%
2024年CR5占比	75,531.7		361.3		55%	1,887.9		73,282.5	
2025年CR5占比	89,403.8		959.7		73%	6,501.9		81,942.2	

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

1.4. 权益市场表现亮眼，债券市场表现较弱

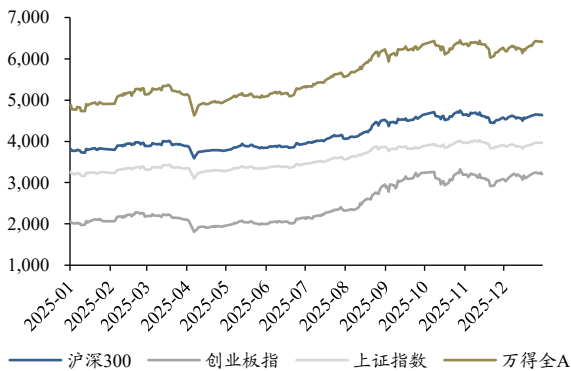
权益市场表现亮眼，债券市场表现较弱。沪深 300 指数 2025 年上涨 17.66%，2024 年上涨 14.68%；创业板指 2025 年上涨 49.57%，2024 年上涨 13.23%；上证综指 2025 年上涨 18.41%，2024 年上涨 12.67%；中债总全价指数 2025 年下跌 2.32%，2024 年上涨 5.43%；万得全 A 指数 2025 年上涨 27.65%，2024 年上涨 10.00%。2025 年第四季度各主要指数均大幅跑输 2025 年第三季度，但与 2024 年第四季度基本相当。

表2：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 年全年	14.68%	13.23%	12.67%	5.43%	10.00%
2025 年全年	17.66%	49.57%	18.41%	-2.32%	27.65%
2024Q3	16.07%	29.21%	12.44%	0.44%	17.68%
2024Q4	-2.06%	-1.54%	0.46%	2.66%	0.97%
2025Q3	17.90%	50.40%	12.73%	-1.55%	19.46%
2025Q4	-0.23%	-1.08%	2.22%	-0.13%	0.97%

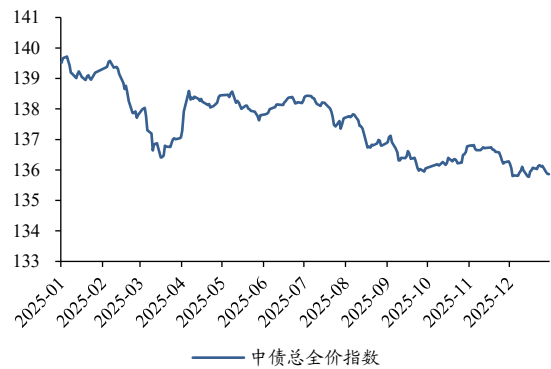
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：2025 年权益市场主要指数走势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：2025 年中债总全价指数走势

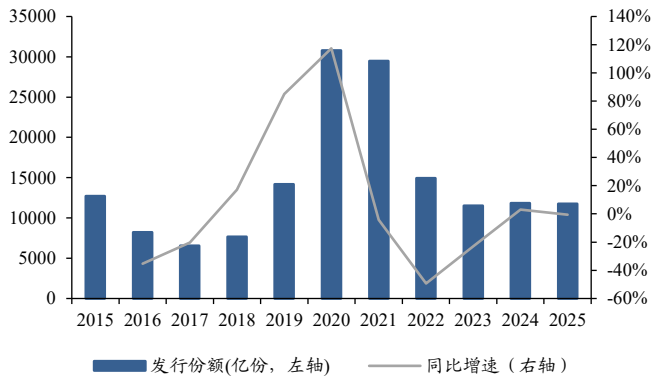


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.5. 权益类公募基金发行回暖，指数及增强指数基金为主要增量

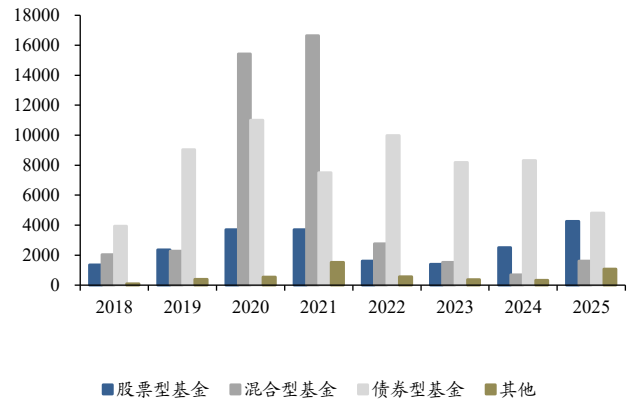
2025 年权益类公募基金发行回暖，债券类基金新发规模大幅减少。2022 年以来，受市场波动加大的影响，公募基金发行遇冷，尤其是权益类基金。2025 年权益类基金发行显著回暖，股票+混合类公募基金发行规模 5859 亿份，同比+83%；其中以指数类及指数增强型产品为主，发行份额 4061 亿份，占比 69%；债券型基金在债市调整、监管导向转变的背景下，发行规模大幅减少，同比下滑 42%至 4819 亿份。公募基金整体发行份额同比下滑 0.7%至 11757 亿份。从公募基金的各类别发行情况来看，2022-2024 年，债券型基金发行规模占比维持高位（约 70%），2025 年显著下滑至 41%。

图11: 2015-2025年公募基金发行规模



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 2018-2025年各类型公募基金发行规模



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 2025年年报前瞻: 我们预计上市券商净利润同比+50%

我们预计上市券商 2025 年净利润同比+50%; 其中第四季度净利润同比+16%, 环比下滑 26%。截至 2026 年 1 月 31 日, 32 家券商及互金公司发布业绩预告或快报, 其中 30 家券商净利润同比实现正增长或扭亏为盈。我们结合业绩预告及我们对已覆盖公司的盈利预测, 预计 2025 年上市券商营业收入同比增长 21%, 净利润同比增长 50%; 第四季度净利润同比增长 16%, 环比下滑 26%。2025 年全年净利润增速较前三季度同比增速的 63%有所收窄, 我们预计主要是由于四季度股市波动较大, 自营板块投资收益较第三季度减少较多。

表3: 2025年券商业绩预告及盈利预测 (亿元)

	营业收入		归母净利润				
	2025	同比	2025	同比	2025Q4	Q4 同比	Q4 环比
中信证券	748.30	29%	300.51	38%	68.92	41%	-27%
国泰海通			275.3~280.1	+111%~+115%	54.6~59.3	+56%~+69%	-14%~-6%
华泰证券	350.00	不可比	170.00	11%	42.67	51%	-18%
中国银河	290.63	不可比	140.89	40%	31.21	2%	-30%
广发证券	330.00	不可比	140.00	45%	30.66	7%	-31%
东方财富	145.58	不可比	128.61	34%	37.64	5%	7%
招商证券	249.00	19%	123.00	18%	34.28	6%	-7%
申万宏源			91.0~101.0	+75%~+94%	10.8~20.8	-20%~+53%	-71%~-44%
中金公司			85.4~105.4	+50%~+85%	19.8~39.7	-30%~+40%	-11%~-78%
东方证券	153.40	26%	56.20	68%	5.10	958%	-69%
方正证券			38.6~40.8	+75%~85%	0.6~2.8	-75%~+16%	-96%~-80%
光大证券	108.63	13%	37.29	22%	10.51	-2%	6%
长江证券			36.95	101%	3.22	-20%	-80%
东吴证券			34.3~36.7	+45%~+55%	5.0~7.3	-7%~+37%	-50%~-27%
国投证券 (国投资本)	103.51	-4%	34.18	35%			

财通证券	72.69	不可比	28.57	22%	8.19	-6%	-14%
国元证券	79.39	不可比	27.14	21%	6.99	4%	15%
浙商证券	90.00	不可比	25.00	29%	6.08	-9%	-18%
长城证券			22.9~24.5	+45%~+55%	3.6~6.9	-25%~+7.5%	-34%~26%
国金证券	81.82	不可比	22.79	36%	5.79	-25%	-2%
华安证券	50.64	31%	21.04	42%	2.21	-35%	-74%
国联民生			20.08	406%	2.45	15553%	-61%
东北证券			14.77	69%	4.10	3%	-35%
中泰证券			13.1~15.0	+40%~+60%	0.1~2.0	-97%~56%	-98%~66%
华西证券			12.7~16.5	+74%~+127%	2.1~5.9	-56%~+25%	-62%~8%
东莞证券(锦龙股份)	33.53	24%	12.35	35%			
红塔证券			12.15	59%	3.51	213%	81%
西南证券			10.3~11.0	+47%~+57%	3.2~3.9	+49%~+81%	+13%~38%
第一创业	36.65	不可比	9.60	6%	1.89	-28%	-34%
国海证券	34.52	7%	7.66	79%	0.61	-75%	-82%
华鑫股份			6.48	77%	1.42	132%	-49%
湘财股份			4.0~5.5	+266%~+404%	-0.4~1.1	续亏~扭亏为盈	转亏~63%
中原证券			4.0~4.8	+63%~+95%	0.1~0.9	-87%~+10%	-92%~30%
江海证券(哈投股份)	13.59	8%	3.64	8%			
英大证券(国网英大)	9.00	25%	3.17	82%			
国盛证券			2.1~2.8	+25%~+67%	-0.3~0.4	-138%~55%	转亏~+22%
麦高证券(指南针)	7.57	56%	1.65	133%			
天风证券			1.3~1.9	扭亏为盈	-0.3~0.3	盈转亏~94%	转亏~75%
华创云信			1.2~1.7	+86%~+175%	-0.9~0.3	续亏	转亏
五矿证券(五矿资本)	12.26	-9%	1.34	-52%			
中山证券(锦龙股份)	5.50	-29%	0.21	-88%			
合计	3006.19	21%	2021.82	50%	431.96	16%	-26%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 注: 蓝色标注为已覆盖公司的 2025 年盈利预测; 由于自 2025 年 1 月 1 日起调整了“标准仓单交易相关会计处理”, 因此计算营收同比时, 剔除了无法追溯 2024 年营业收入的公司。

3. 投资建议: 我们预计行业 2026 年净利润同比+15%

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

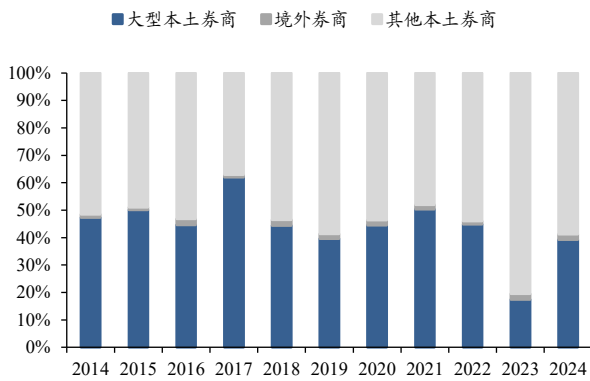
合或将成为券商快速提升规模与综合实力的又一重要方式。大型券商通过并购进一步补齐短板，巩固优势，中小券商通过外延并购有望弯道超车，快速做大，实现规模效应和业务互补。对比全球主要市场，证券行业集中度亦较高。2014-2024 年，日本券商中，以野村证券、大和证券和日兴证券为首的主要证券公司利润占比在 50%左右；美国投行中，前十位交易商营业收入占比也超过 50%。

表4: 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。

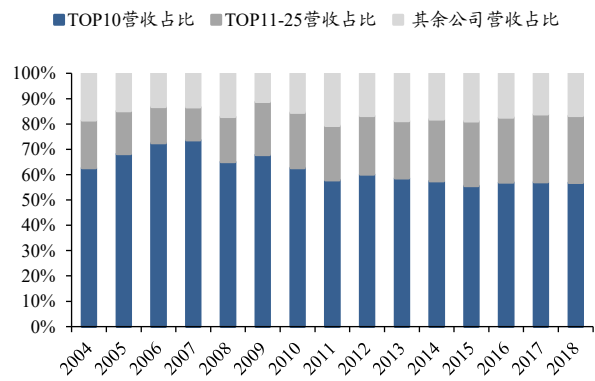
数据来源：证监会，新华网，中国政府网，东吴证券研究所

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,但主要还是基于导流、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5: 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. 高基数下，我们预计行业 2026 年净利润同比+16%

我们预计行业净利润同比+16%。年初以来市场交投活跃，1月日均股基交易额接近3.5万亿元，较2025年的高基数1.98万亿元仍有76%的增长，1月末两融余额2.7万亿元，同比增长53%。高基数下，我们预计2026年行业净利润将同比+16%：其中经纪业务收入同比增长25%，投行业务同比增长7%，资本中介业务收入增长12%，资管业务增长8%，自营同比增长15%。

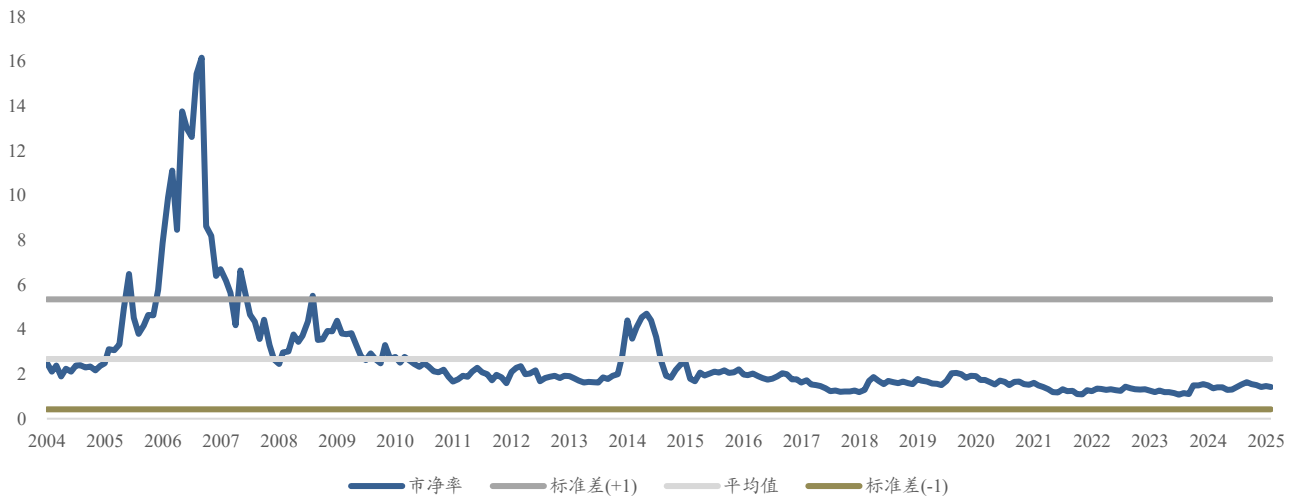
表6: 券商行业业绩预测

(亿元)		2024	2025E	2026 悲观	2026E 中性	2026E 乐观
经纪业务	日均股基交易额	10800	19800	20000	26000	30000
	增速	12%	142%	1%	31%	52%
	佣金率	0.019%	0.018%	0.017%	0.017%	0.018%
	增速	-17%	-6%	-8%	-4%	0%
	代销金融产品收入	149	164	164	180	197
	增速	-10%	10%	0%	10%	20%
	经纪业务收入	1151	1889	1767	2355	2810
	增速	17%	64%	-6%	25%	49%
投行业务	股权融资规模	4000	10826	9900	12500	14000
	IPO	700	1318	900	1500	2000
	再融资	3300	9509	9000	11000	12000
	股权融资收入	36	80	59	92	118
	IPO	32	66	45	75	100
	再融资	5	14	14	17	18
	债权融资规模	120600	158766	118350	155400	165500
	企业债	600	242	350	400	500
	公司债	40000	44565	38000	45000	45000
	其他	80000	113959	80000	110000	120000
	债券融资收入	276	314	262	316	321
	并购收入	54	107	128	128	139
股债承销收入	350	501	449	536	578	
增速	-35%	43%	-10%	7%	15%	
资本中介业务	日均融资融券余额	16,000	20,793	19,000	25,000	27,000
	资本中介收入	488	544	510	608	645
	增速	-8%	12%	-6%	12%	18%
资管业务	资管收入	239	259	259	279	297
	增速	7%	8%	0%	8%	15%
自营业务	自营收入	1741	2959	2367	3403	3847
	增速	43%	70%	-20%	15%	30%
其他		542	400	400	400	400
营业收入		4512	6552	5752	7581	8577
净利润		1673	2429	2132	2810	3180
增速		18%	45%	-12%	16%	31%

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 2026 年 1 月 30 日，中信证券 II 指数静态估值为 1.43x PB，处于历史的 17%分位，处于近十年的 37%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 2026/1/30，倍）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

重点推荐：中信证券、华泰证券、国泰海通、兴业证券、广发证券、东方证券、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>