

## 非银金融

### 券商 2026 年策略：政策红利+资金共振，关注券商

### 2026 年估值修复的确定性机会

#### 报告摘要

##### ◆ 市场行情及业绩表现

2025 年 A 股市场整体呈现结构性牛市特征，主要宽基指数均实现正增长，科技成长与顺周期板块表现分化显著，市场风格经历从大盘成长向中小盘价值的阶段性切换。截至 2025 年 12 月 31 日，A 股主要宽基指数中，创业板指以 49.57% 的涨幅居首，深证成指上涨 29.87%，上证指数上涨 18.41%，中小盘风格表现显著强于大盘。截至 2025 年 12 月 31 日，非银金融（申万）指数累计上涨 10.06%，在申万一级行业中排名第 20 位。其中，证券子板块上涨 2.59%，跑输沪深 300 指数 15.08pct，跑输上证综指 15.82pct，成为拖累非银金融板块整体表现的核心因素，多数个股涨幅不及行业平均水平。行业马太效应持续显现，但分化格局呈现新特征。2025 年前三季度上市券商营业收入集中度进一步提升，头部券商凭借资本、牌照及综合服务优势，在投行、资管等高附加值业务中占据主导地位，抗周期能力显著强于行业平均水平。但净利润集中度有所下降，牛市环境下中小券商弹性更强，部分具备特色业务的标的有望实现超额收益，差异化发展成为行业共识。

##### ◆ 政策驱动逻辑明确

2026 年作为“十五五”规划开局之年，券商行业也逐步从传统周期属性向高质量发展转型，政策、资金与业绩三重共振驱动板块迎来历史性配置机遇。政策层面，“十五五”规划聚焦“五篇大文章”强化功能性发挥，政策围绕科技创新支持、财富管理升级、高水平开放三大维度持续发力。资本市场改革进入“1+N”政策落地期，监管层对于资本市场的战略定位已上升至新高度，金融强国建设与资本市场高质量发展的导向明确，一系列旨在“活跃市场、提振信心”的重磅举措密集落地。从深化投融资综合改革到推动中长期资金入市的实施方案，再到明确扶优限劣、鼓励通过并购重组打造一流投资银行，这一系列政策组合拳不仅为券商业务拓展打开了广阔空间，更为行业估值重塑提供了强有力的背书：融资端，全面注册制常态化运行，并购

投资评级

增持

维持评级

#### 行业走势图



#### 作者

薄晓旭 分析师  
SAC 执业证书: S0640513070004  
联系电话: 0755-33061704  
邮箱: boxx@avicsec.com

#### 相关研究报告

非银行业周报（2026 年第六期） 关注  
券商并购重组主线，行业迎来估值业绩双修复  
—2026-02-24

非银行业周报（2026 年第五期） 2026  
中小券商聚焦差异化发展，行业分化新格局 —  
2026-02-09

非银行业周报（2026 年第四期） 2025  
券商业绩整体向好，关注券商估值修复 —  
2026-02-03

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

重组制度更具包容性，助力科技企业融资与产业升级；同时引导券商投行从“IPO 入口关”转向企业全生命周期服务，更好对接新质生产力与“五篇大文章”主线；中金“三合一”、国泰君安吸收合并海通等案例落地，推动行业资源向头部集中；投资端，监管层积极引导险资、年金等中长期资金入市，QFII/RQFII 额度限制取消，优化资金供给结构，提升市场流动性与风险偏好，也直接带动券商资管、托管与跨境业务增长。

#### ◆ 关注券商并购重组，看好券商交易性机会

监管明确支持头部机构通过并购重组提升核心竞争力，鼓励中小机构特色化经营。头部券商向国际一流投行转型，聚焦全产业链服务与全球化布局；中型券商面临转型压力，需摆脱同质化竞争，在区域市场或细分赛道构建壁垒；小型券商加速出清或被整合，行业资源配置效率持续优化。低利率环境下，传统经纪业务佣金费率持续下行，重资本业务受监管约束与风险波动影响较大，券商普遍压缩通道业务依赖，转向投研驱动、服务增值的精细化经营模式。大投行业务从单一 IPO 承销向企业全生命周期服务延伸，产业投行转型提速；大财富管理业务构建“产品+投研+投顾”协同体系，主动管理能力成为核心竞争力；金融科技应用深化，数字化转型助力降本增效与客户体验提升。在此背景下，我们主要聚焦三条主线：一是有整合预期的大中型券商，二是具备差异化竞争的特色券商，三是国际业务优势显著的券商。随着市场情绪的改善和业绩的增长，2026 年这些券商业绩和估值双重修复将带来确定性投资机会。个股方面，建议关注中信证券、华泰证券、中金公司等。

#### ◆ 风险提示

行业规则重大变动、外部市场风险加剧、市场波动

## 正文目录

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 一、 市场概况：券商估值位于历史底部 .....        | 5  |
| 1. 2025 年行情回顾 .....             | 5  |
| (1) 行业整体情况：表现不佳，全年跑输大盘 .....    | 5  |
| (2) 个股表现 .....                  | 5  |
| 2. 业绩情况 .....                   | 6  |
| (1) 行业整体概况：业绩增速超预期 .....        | 6  |
| (2) 各项业务情况 .....                | 7  |
| 3. 当前板块估值仍处在历史底部 .....          | 10 |
| 二、 2026 年展望：政策和资金共振驱动估值修复 ..... | 11 |
| (1) 政策生态焕新：改革深化，重塑行业逻辑 .....    | 11 |
| (2) 资金动能升级：长线资金和居民财富共振 .....    | 13 |
| 三、 投资建议：估值修复确定性强，把握配置机遇 .....   | 15 |
| 1. 估值处于历史低位区间，安全边际充足 .....      | 15 |
| 2. 驱动逻辑清晰明确，戴维斯双击可期 .....       | 15 |
| 3. 投资策略：聚焦三条主线 .....            | 17 |
| (1) 有整合预期的大中型券商 .....           | 17 |
| (2) 具备差异化竞争优势的特色券商 .....        | 17 |
| (3) 国际业务优势显著的券商 .....           | 18 |
| 四、 公司关注 .....                   | 18 |
| (1) 中信证券 .....                  | 18 |
| (2) 华泰证券 .....                  | 19 |
| (3) 中金公司 .....                  | 20 |

|                |    |
|----------------|----|
| (4) 广发证券 ..... | 21 |
| (5) 东方财富 ..... | 22 |
| 五、风险提示 .....   | 23 |

## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 图 1 证券板块市场表现 .....                     | 5  |
| 图 2 上市券商 1-12 月涨跌幅情况 (单位: %)           | 6  |
| 图 3 上市券商 2025Q3 营业收入 (亿元) 及增速 .....    | 6  |
| 图 4 上市券商 2025Q3 净利润 (亿元) 及增速 .....     | 6  |
| 图 5 各项业务增速 .....                       | 7  |
| 图 6 主营占比情况 .....                       | 7  |
| 图 7 2025 股基交易规模 (亿元) 及增速 .....         | 8  |
| 图 8 证券行业代理买卖佣金率 (%) .....              | 8  |
| 图 9 头部券商 IPO 市场份额占比 .....              | 8  |
| 图 10 2025 年 1-12 月 IPO 和再融资规模及增速 ..... | 8  |
| 图 11 新发资管产品规模及增速 .....                 | 9  |
| 图 12 上市券商资管业务收入及同比增速 .....             | 9  |
| 图 13 两融余额 (亿元) .....                   | 10 |
| 图 14 市场质押股数 .....                      | 10 |
| 图 15 证券板块 PB 走势图 .....                 | 10 |
| 图 16 2026 年券商分业务盈利预测 (亿元) .....        | 15 |
| 图 17 中信证券营业收入及增长率 .....                | 19 |
| 图 18 中信证券净利润及增长率 .....                 | 19 |
| 图 19 华泰证券营业收入及增长率 .....                | 20 |
| 图 20 华泰证券净利润及增长率 .....                 | 20 |
| 图 21 中金公司营业收入及增长率 .....                | 21 |
| 图 22 中金公司净利润及增长率 .....                 | 21 |
| 图 23 广发证券营业收入及增长率 .....                | 22 |
| 图 24 广发证券净利润及增长率 .....                 | 22 |
| 图 25 东方财富营业收入及增长率 .....                | 23 |
| 图 26 东方财富净利润及增长率 .....                 | 23 |
| 表 1 金融“五篇大文章”核心要点 .....                | 11 |
| 表 2 2025 年券商并购重组事件 .....               | 12 |
| 表 3 2025 年证券行业政策及事件 .....              | 13 |

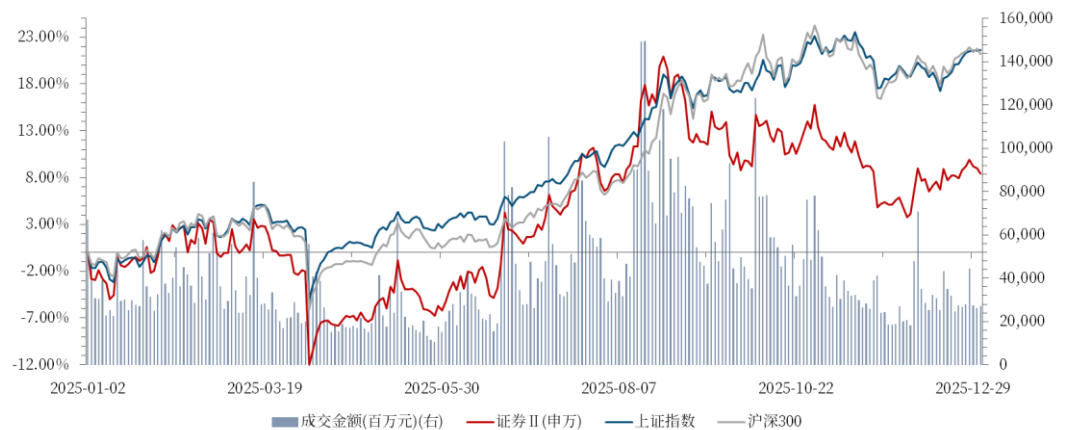
# 一、市场概况：券商估值位于历史底部

## 1. 2025 年行情回顾

### (1) 行业整体情况：表现不佳，全年跑输大盘

2025 年 A 股市场整体呈现结构性牛市特征，主要宽基指数均实现正增长，科技成长与顺周期板块表现分化显著，市场风格经历从大盘成长向中小盘价值的阶段性切换。截至 2025 年 12 月 31 日，A 股主要宽基指数中，创业板指以 49.57% 的涨幅居首，深证成指上涨 29.87%，上证指数上涨 18.41%，中小盘风格表现显著强于大盘。截至 2025 年 12 月 31 日，非银金融（申万）指数累计上涨 10.06%，在申万一级行业中排名第 20 位。其中，证券子板块上涨 2.59%，跑输沪深 300 指数 15.08pct，跑输上证综指 15.82pct，成为拖累非银金融板块整体表现的核心因素，多数个股涨幅不及行业平均水平。

图1 证券板块市场表现



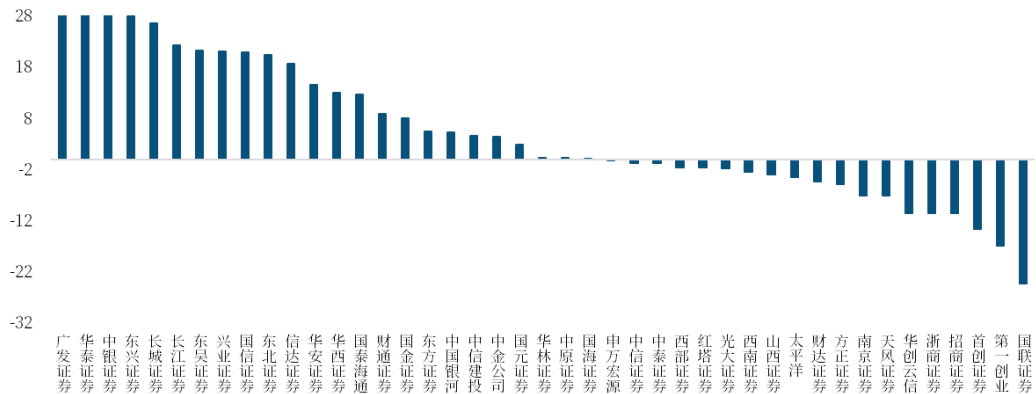
资料来源：WIND、中航证券研究所整理

具体来看，上半年板块整体表现较弱，主要是由于 24 年四季度板块上涨透支部分行情，以及 25 年 4 月中美贸易冲突导致市场变好变化所致。7-8 月，受政策以及业绩与市场情绪的共振驱动，市场整体交投活跃度和风险偏好提升，券商板块出现一小波明显上涨。9 月之后，市场更倾向配置科技相关板块，全年经历阶段性调整，整体跑输大盘。

### (2) 个股表现

个股表现来看，截至 12 月 31 日，43 家上市券商中，仅有 10 家券商涨幅超 20%。排名前五的分别是广发证券(+39.64%)，华泰证券(+37.36%)，中银证券(+34.67%)，东兴证券(+27.94%)和长城证券(+26.67%)。排名后五分别为国联证券(-24.37%)、第一创业(-16.92%)、首创证券(-13.77%)、招商证券(-10.65%)和浙商证券(-10.57%)。

图2 上市券商 1-12 月涨跌幅情况 (单位: %)



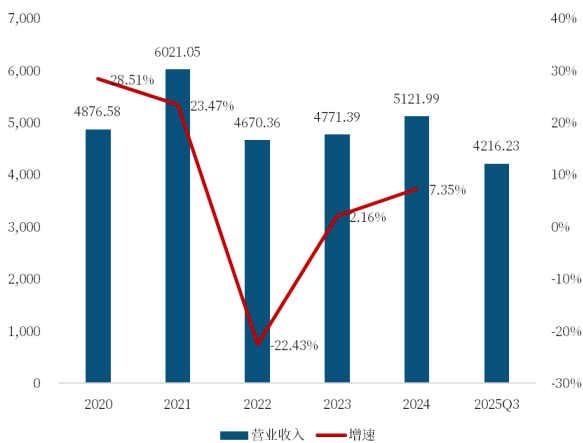
资料来源: WIND、中航证券研究所整理

## 2. 业绩情况

### (1) 行业整体概况: 业绩增速超预期

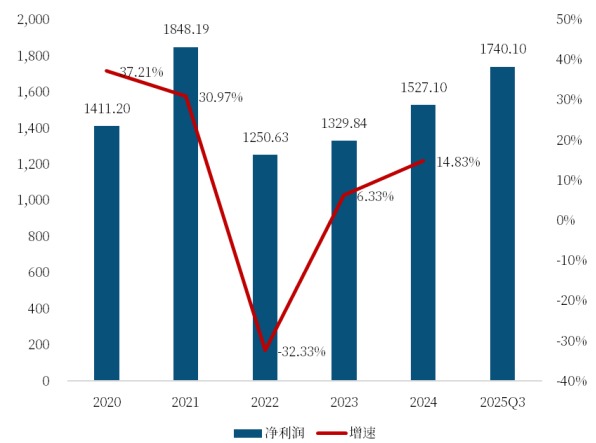
从前三季度业绩情况来看, 上市券商业绩整体超预期, 43 家上市券商合计实现营业收入 4216.23 亿元 (+12.85%), 归母净利润 1692.54 亿元 (+63.44%)。43 家上市券商 ROE 均值 6.84%, 较去年同期提升 2.22pct。

图3 上市券商 2025Q3 营业收入 (亿元) 及增速



资料来源: WIND、中航证券研究所整理

图4 上市券商 2025Q3 净利润 (亿元) 及增速



资料来源: WIND、中航证券研究所整理

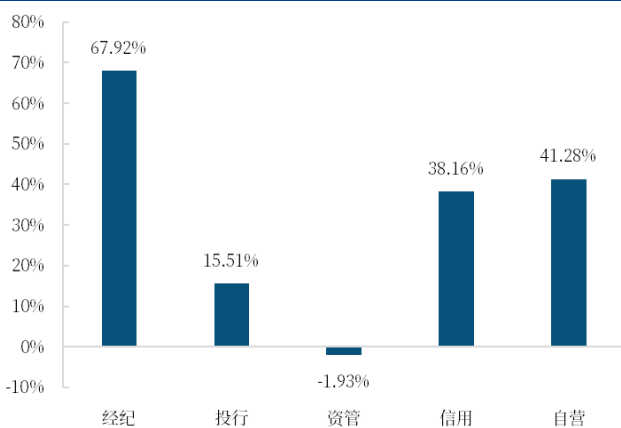
行业马太效应持续显现, 但分化格局呈现新特征。2025 年前三季度上市券商营业收入集中度进一步提升, 头部券商凭借资本、牌照及综合服务优势, 在投行、资管等高附加值业务中占据主导地位, 抗周期能力显著强于行业平均水平。但净利润集中度有所下降, 牛市环境下中小券商弹性更强, 部分具备特色业务的标的有望实现超额收益, 差异化发展成为行业共识。

从业绩增速来看, 2025 年前三季度, 有 8 家券商营收增速超 50%, 其中国联证

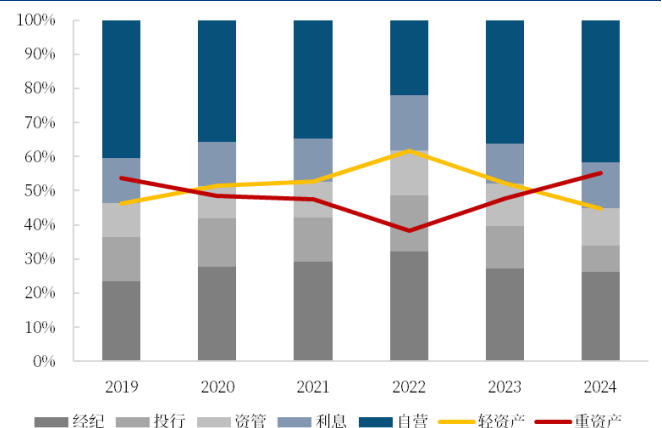
券(+201.17%)、长江证券(+76.66%)和方正证券(+67.17%)增速位居行业前三位,12家券商营业收入增速为负。归母净利润方面,仅1家券商增速为负,10家券商增速超100%,其中,国联证券(+345.30%)、华西证券(+316.89%)和国海证券(+282.96%)归母净利润增速位居行业前三位,超半数以上的券商2025年前三季度营收和归母净利润增速均为正,实现了营业收入和净利润的双增长。前五家上市券商归母净利润CR5占比为13.04%,较去年同期上涨0.95pct。相较于头部券商,中小券商业绩弹性更大,主要受益于经纪和自营业绩同比大幅增长,自营业务成为影响业绩的关键因素。

头部券商业绩表现也依然亮眼,具体来看,头部券商中信证券前三季度实现营业收入558.15亿元(+20.96%),实现归母净利润231.59亿元(+37.86%),稳居行业首位。国泰海通前三季度实现营业收入458.92亿元(+58.24%),实现归母净利润220.74亿元(+131.80%),受益于公司合并海通证券行业排名升至第二。华泰证券前三季度营业收入为271.29亿元(-13.67%),位列第三,净利润127.33亿元(+1.69%)。营收排名前十的券商2025年前三季度营业收入均超150亿元,净利润超65亿元。

2025年,A股成交额合计达419.86万亿元,同比增加63.36%,日均成交额1.73万亿元,创历史新高;两融余额年末峰值达2.56万亿元,全年累计增长约7000亿元。在市场交投活跃、两融规模高增以及核心指数上涨的背景下,经纪、自营收入大幅增长,成为2025年券商业绩增长的核心动力,利息净收入、投行业务回暖。具体来看,2025年前三季度,43家上市券商实现经纪业务收入1125.40亿元(+67.92%),投行业务收入252.87亿元(+15.51%),资管业务收入333.02亿元(-1.93%),自营业务收入1878.19亿元(41.28%),利息净收入336.81亿元(+38.16%)。从业务结构来看,2025年前三季度43家上市券商自营业务、经纪业务、投行业务、利息净收入、资管业务等业务收入分别占营业收入的比重为44.55%(+13.01pct)、26.69%(+10.80pct)、6.00%(+0.81pct)、7.99%(+2.21pct)、7.90%(-0.16pct)。

**图5 各项业务增速**


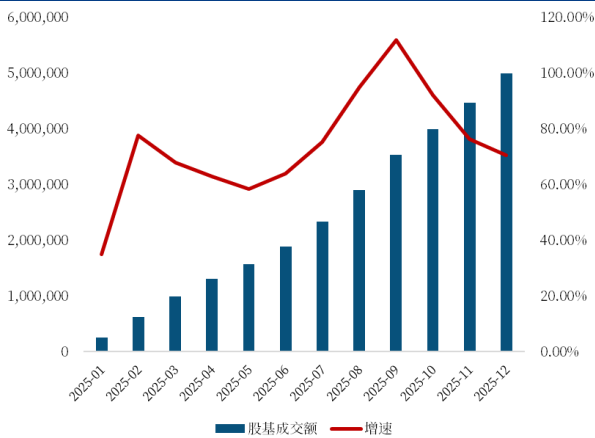
资料来源: WIND、中航证券研究所整理

**图6 主营占比情况**


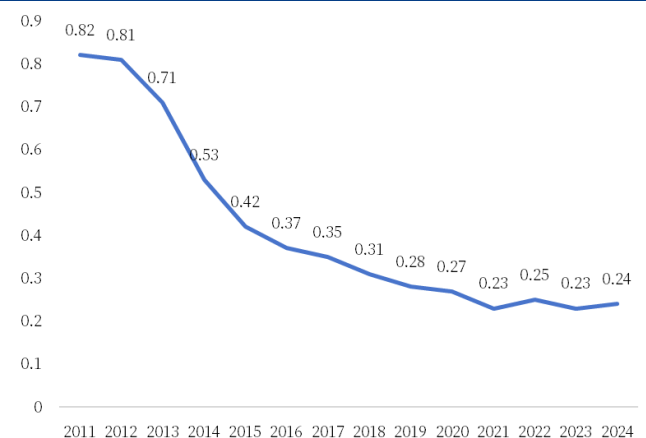
资料来源: WIND、中航证券研究所整理

## (2) 各项业务情况

经纪业务正经历着“收入增长、佣金率下降”并存的局面，财富管理转型正成为行业核心的发展趋势。2025 年前三季度 43 家 A 股上市券商共计实现经纪业务收入 1125.40 亿元 (+67.92%)，成为驱动行业业绩增长的核心引擎之一。2025 年上半年行业佣金率持续下行至 0.0215%，10 月份，上海地区 A 股平均佣金率降至 0.0192%（高频量化业务除外），跌破万分之二，佣金率持续下行的压力背景下倒逼行业加速转型，转型的核心是从赚取交易佣金转向收取基于资产配置和投顾服务的费用，行业代销金融产品收入及基金投顾规模因此实现高速增长，成为新的增长引擎。在此过程中，行业结构分化日益明显。头部券商凭借资本、品牌与综合金融服务的优势，聚焦平台化、国际化发展，巩固并扩大市场份额；而中小型券商则选择差异化竞争道路，通过深耕区域市场、聚焦特定客群或打造特色投顾服务来建立自身护城河。

**图7 2025 股基交易规模（亿元）及增速**


资料来源：WIND、中航证券研究所整理

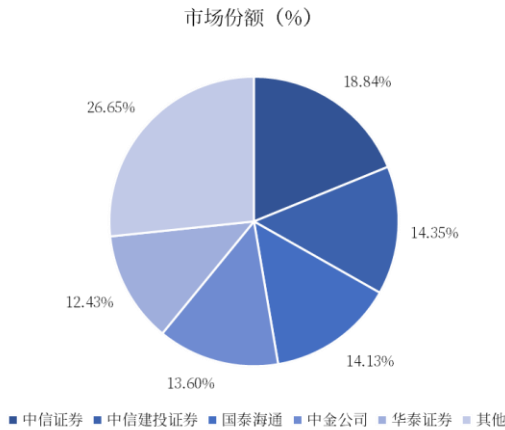
**图8 证券行业代理买卖佣金率（‰）**


资料来源：WIND、中航证券研究所整理

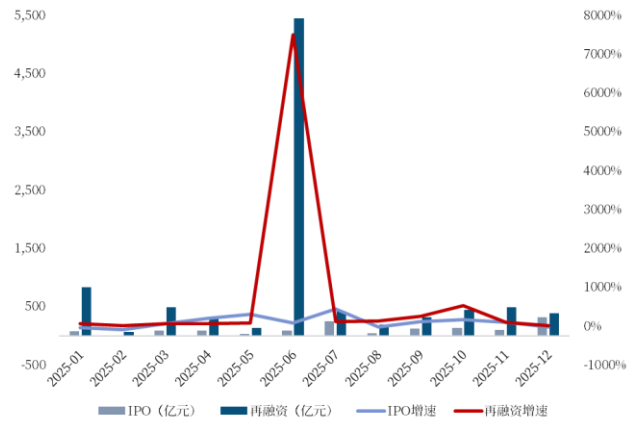
投行业务方面，2025 年投行业务在复杂多变的市场环境中展现出明显的复苏势头，监管层明确提出“提升上市公司质量”和“建设金融强国”的目标，推动“资本市场服务科技自立自强”。同时，鼓励上市公司通过并购重组实现产业整合，为 IPO、再融资和并购业务提供了政策支持。

截至 2025 年前三季度，43 家上市券商（除东方财富）实现投行业务收入 252.87 亿元，同比上涨 15.51%。政策层面，新“国九条”和新“并购六条”等政策推出，一方面严把 IPO 入口关，另一方面大力鼓励与产业整合相关的再融资与并购重组，为市场注入新活力。在政策与市场的共同作用下，2025 年 A 股 IPO 与再融资规模分别达到 1317.71 亿元、9508.65 亿元，对应同比增幅为 95.64%、326.17%。行业“马太效应”持续加剧，2025 年，IPO 前五名券商市场份额占比达 73.35%，行业集中度进一步提升。头部券商致力于构建覆盖企业全生命周期的“大投行”综合生态，而中小券商则全力聚焦于区域、产业或市场的差异化赛道，寻求特色化突围，两种路径共同塑造了行业的新格局。竞争压力也进一步推动行业内部并购重组，未来可能出现通过合并快速补齐短板、提升竞争力的“新中型”券商。

**图9 头部券商 IPO 市场份额占比**
**图10 2025 年 1-12 月 IPO 和再融资规模及增速**



资料来源：WIND、中航证券研究所整理



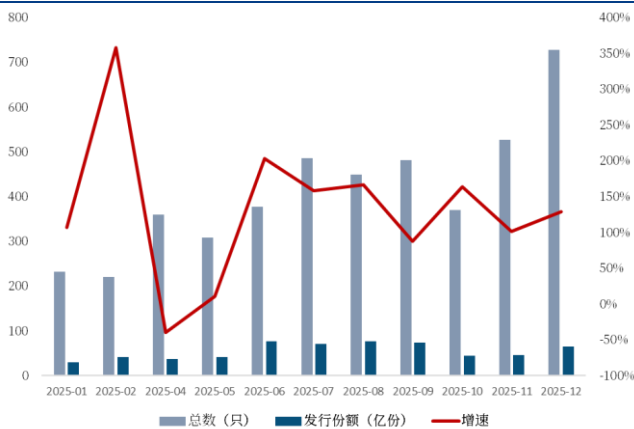
资料来源：WIND、中航证券研究所整理

资管业务方面,券商资产管理行业已全面进入以主动管理为核心的“高质量发展”新阶段。行业在整体规模企稳回升的同时,内部结构、业务模式和竞争格局正经历深刻变革,呈现出鲜明的转型期特征。

截至 2025 年 6 月 30 日,券商受托资管规模达 7.91 万亿元 (+4.55%), 2025 年前三季度,上市券商资管业务净收入合计 333.02 亿元,同比小幅下降 1.93%。这反映出在费率下行和竞争加剧的背景下,单纯依靠规模扩张已难以驱动收入增长。

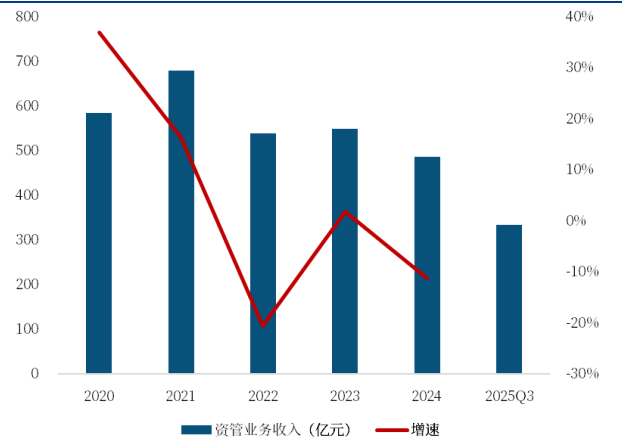
根据资管新规要求,券商“参公大集合”在 2025 年底前要完成公募化改造,根据证监会公布的《资产管理机构开展公募基金管理业务资格审批》,券商资管子公司已全部撤回公募牌照的申请。这也标志着券商资管的业务逻辑和战略定位正在发生变化,从过去的“牌照驱动”转向“能力驱动”,不具备综合生态优势的机构,正集中资源巩固其在高净值客户服务、私募资管等领域的核心竞争力。

图11 新发资管产品规模及增速



资料来源：WIND、中航证券研究所整理

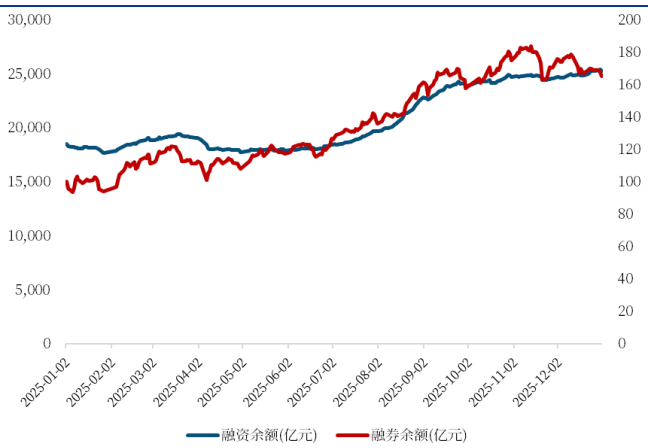
图12 上市券商资管业务收入及同比增速



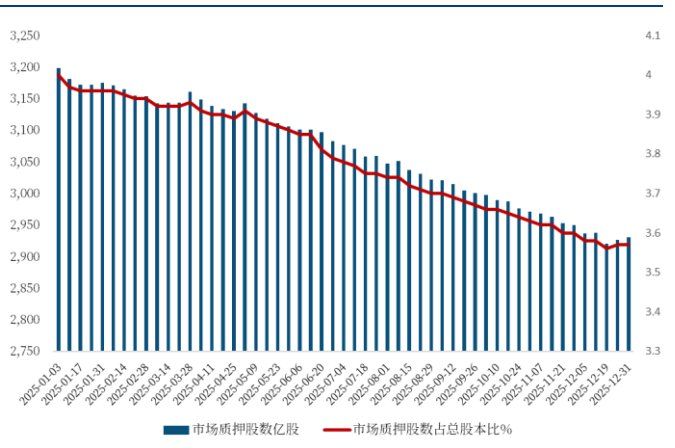
资料来源：WIND、中航证券研究所整理

信用业务方面, 2025 年前三季度,上市券商利息净收入达 336.81 亿元,同比上涨 38.16%。在市场交投活跃的驱动下,正经历规模扩张与策略分化的关键发展阶段。市场两融余额迭创新高,截至 2025 年第三季度已站稳 2.4 万亿元关口。1 月 14 日,沪深北交易所发布通知调整融资保证金比例,将投资者融资买入证券时的融资保证金最低比例从 80%提高至 100%,通过适当降低杠杆水平,遏制新增杠杆资金的过快流

入，平滑市场波动，从而增强市场的韧性和稳定性。

**图13 两融余额（亿元）**


资料来源：WIND、中航证券研究所整理

**图14 市场质押股数**


资料来源：WIND、中航证券研究所整理

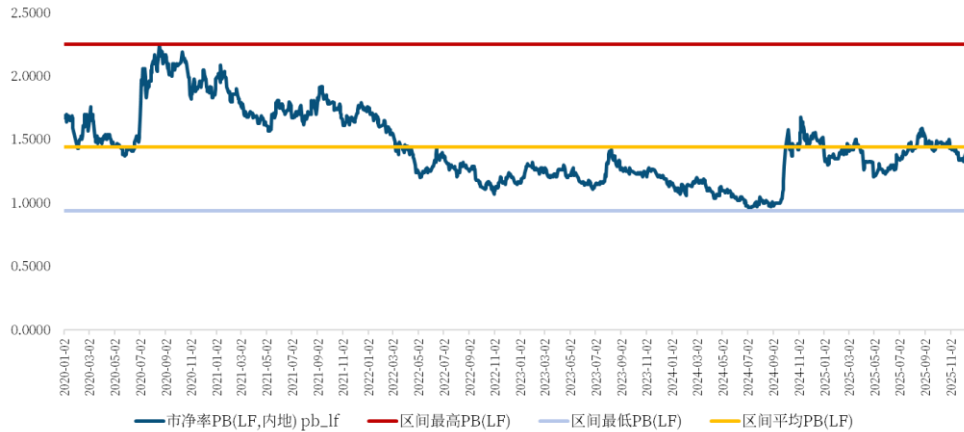
自营业务方面，2025 年前三季度，券商自营业务在市场回暖与政策支持下实现较快增长，43 家上市券商自营业务收入达 1878.19 亿元，同比增长 41.28%，占总营收比重升至 44.55%。头部券商凭借强大的投研能力、资产配置效率和资本实力，在自营业务中占据主导地位。前三季度，共有 6 家券商自营收入超百亿。其中，中信证券（316.03 亿元）和国泰海通（203.70 亿元）位居前二，规模远超同业。部分中小券商则展现出较高弹性，如长江证券（+289.68%）、国联民生（+219.16%）等增速领先。业务结构上，“固收稳底、权益提效”成为行业共识，固收类资产持续发挥压舱石作用，权益类投资作为增长引擎贡献突出，另类投资与跨境业务快速拓展。驱动因素方面，A 股结构性行情、债市企稳带动投资收益改善，监管政策优化支持权益投资扩表，券商自身风控与资产配置能力提升进一步助力业绩增长。

未来，自营业务的核心地位将进一步强化。监管政策有望为优质券商适度拓宽资本空间，这为业务发展提供了新机遇。行业的竞争将更聚焦于能否通过提升资产配置和风险管理能力，成为穿越周期的“长期资本”与“耐心资本”，从而在服务实体经济和国家战略中实现可持续的价值增长。

### 3. 当前板块估值仍处在历史底部

截至 2025 年 12 月 31 日，券商板块 PB 估值为 1.39 倍，仍然位于历史偏低位置。估值持续低迷主要受以下因素压制：市场资金偏好高成长赛道，对券商周期性认知固化导致配置不足；金融强监管常态化叠加业务竞争加剧，资金配置动力不高。不过当前板块安全边际充足，政策催化信号明确，监管适度放宽资本空间与杠杆限制、鼓励头部券商并购重组，叠加 A 股成交回暖、险资增量资金入市等利好，估值修复具备较强动力，头部券商凭借综合优势修复确定性更高，中小券商聚焦细分赛道也有望释放弹性。

**图15 证券板块 PB 走势图**



资料来源：WIND、中航证券研究所整理

## 二、2026 年展望：政策和资金共振驱动估值修复

### (1) 政策生态焕新：改革深化，重塑行业逻辑

2025 年是券商行业改革深化的关键年份，证监会、中证协多项政策落地重塑行业底层逻辑，叠加市场交投回暖，行业基本面呈现显著改善。2 月证监会发布《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》。《意见》明确将要素资源向科技创新、绿色低碳、普惠民生三大领域集聚，重点支持新一代信息技术、人工智能、高端装备等战略性产业，以及乡村振兴、养老保障等民生领域。这一定位使资本市场从“规模扩张”转向“价值引领”，而券商作为核心中介机构，成为政策落地的关键枢纽。8 月，证监会修订发布《证券公司分类评价规定》，新规将“服务实体经济和国家战略”纳入核心评价框架，重构“风险管理能力、持续合规状况、业务发展和功能发挥状况”评价体系。

表1 金融“五篇大文章”核心要点

| 核心板块 | 核心举措                             | 责任主体         |
|------|----------------------------------|--------------|
| 科技金融 | 落实相关政策，支持未盈利优质科技企业上市，引导用好境内外市场   | 证监会、科技部、工信部  |
|      | 实施“并购六条”，支持强链补链并购重组，完善股权激励绑定核心人才 | 证监会          |
|      | 引导私募投早投小投硬科技，畅通退出渠道，推进相关试点       | 证监会、发改委、财政部  |
|      | 发展科创债等产品，优化发行管理，提升审核注册效率         | 证监会、央行       |
| 绿色金融 | 统一绿色金融相关标准，提升绿色信息披露质量与可比性        | 证监会、生态环境部、央行 |
|      | 支持绿色企业融资，推出绿色金融产品，推进碳期货等衍生品研发    | 证监会、生态环境部    |

|      |                                     |              |
|------|-------------------------------------|--------------|
| 普惠金融 | 完善相关制度，建立绿色通道，支持中小微及专精特新企业融资        | 证监会、工信部、地方政府 |
|      | 优化公募基金费率，完善投顾制度，引导居民财富合理配置          | 证监会          |
| 养老金融 | 推动中长期资金扩大投资范围，建立长周期考核机制，打通入市堵点      | 证监会、人社部、银保监会 |
|      | 支持银发经济企业融资，发展养老主题基金，推进养老领域 REITs 发行 | 证监会、人社部      |
| 数字金融 | 推动机构数字化转型，探索 AI 应用，加强数据要素试点与合规应用    | 证监会、工信部、网信办  |
|      | 升级相关系统，保障数据安全，构建数字化监管体系             | 证监会、网信办、工信部  |

资料来源：证监会、金管局、中航证券研究所整理

2025 年券商并购重组进入加速期，除中金系整合外，监管层明确鼓励优质机构并购，通过资源整合避免行业内卷，提升整体运营效率。2026 年，预计券商并购重组将从“头部整合”向“区域协同、业务互补”延伸，中小券商通过合并提升资本实力与网点覆盖，头部券商则借助并购补齐细分业务短板，行业集中度有望进一步提升。

**表2 2025 年券商并购重组事件**

| 时间     | 交易主体           | 事件   |
|--------|----------------|--|
| 1月13日  | 国联民生           | 公司中文名称拟变更为国联民生证券股份有限公司，公司 A、H 股证券简称均拟变更为国联民生 |
| 1月20日  | 国泰君安、海通证券      | 国泰君安吸收合并海通证券获批                               |
| 2月6日   | 国泰君安、海通证券      | 海通证券 A 股和 H 股停牌，进入终止上市程序，异议股东可申报现金选择权        |
| 4月11日  | 国泰君安、海通证券      | 国泰君安更名为国泰海通证券                                |
| 8月20日  | 西部证券、国融证券      | 西部证券收购国融证券正式获批，陕投集团主导，获监管批复，完成西北金融资源整合       |
| 8月22日  | 国信证券、万和证券      | 国信证券收购万和证券获核准，强化华南零售与机构业务协同，完善区域金融布局         |
| 11月19日 | 中金公司、东兴证券、信达证券 | 中金公司筹划换股吸收合并东兴证券、信达证券，三家公司发布筹划重大资产重组停牌公告     |

资料来源：中证网、央广网、新浪财经、南方都市报、东方财富网、每日经济新闻、中航证券研究整理

此外，资本市场双向开放持续深化，沪深港通、债券通、沪伦通等互联互通机制相继落地，QFII/RQFII 额度不断扩大，境内企业境外上市需求持续增长，为国内券商拓展国际化业务提供了历史性机遇。监管层也多次表态支持券商出海，2025 年 12 月 6 日，在中国证券业协会第八次会员大会上，吴清主席表示，证券机构需提升跨境金

融综合服务能力，坚持高水平“走出去”和高质量“引进来”，有条件的机构要稳步推进国际化及“一带一路”沿线布局，提升高度专业化服务与垂直一体化管理能力，推动境内外协同发展。头部券商凭借先发优势与资本实力，在海外业务布局中已占据主导地位，市场集中度持续攀升；随着中国企业出海需求增多，以及机构跨境投资和居民财富出海需求持续增长，券商国际化布局将迎来关键突破期。

## (2) 资金动能升级：长线资金和居民财富共振

2025年政策推动下，长线资金入市与居民财富配置迁移形成共振，为资本市场注入稳定增量资金，券商作为资金中介与投资载体，直接受益于资金规模扩张与交易活跃度提升。监管层构建了“顶层设计+细分领域”的长线资金入市政策矩阵，覆盖保险资金、公募基金、外资、养老金等核心资金类型，通过降低投资门槛、优化考核机制、拓宽入市渠道，全方位引导“长钱长投”。2025年1月中央金融办、中国证监会等六部门联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》，通过长周期考核、优化机制等举措引导保险资金、社保基金等多类中长期资金加大入市力度，优化资本市场投资生态，为A股带来稳定增量资金。2025年12月5日，国家金融监督管理总局印发《关于调整保险公司相关业务风险因子的通知》，下调特定长期持仓股票及出口信用、海外投资相关保险业务的风险因子，以释放险资投资空间、发挥耐心资本作用，服务实体经济与国家战略。

除险资外，公募基金、外资、养老金等长线资金形成入市合力。2025年公募基金规模连续7个月创新高，截至10月底达36.96万亿元，指数基金、ETF等被动型产品成为资金流入主力，反映居民财富通过专业机构入市的趋势强化；外资方面，北向资金持续加仓，对中国资产的配置需求从“广谱配置”向“精选个股”深化。

居民资产配置正在经历历史性拐点。房地产投资属性的减弱和存款利率的下行，使得权益类资产的相对吸引力显著提升，长线资金的“压舱石”作用提升了市场的稳定性，降低了波动率，这反过来增强了居民投资资本市场的信心。股票、公募基金、ETF等权益类产品，其长期收益潜力远高于传统固收类资产，成为居民资产保值增值的新选择。尤其是随着资本市场改革的深化，A股市场的投资价值不断提升——上市公司质量持续改善，分红回购机制日益完善，市场生态更加成熟，为权益类资产的长期表现奠定了坚实基础。

2026年，居民财富配置将呈现两大特征：一是从“自发交易”向“专业配置”转型，基金投顾、组合理财等服务需求激增，券商凭借牌照优势与投研能力，在财富管理市场的竞争力持续提升；二是对智能化、个性化服务的需求升级，AI大模型在行情解析、策略生成、用户运营等领域的应用，将成为券商提升用户粘性与付费转化率的关键抓手。

**表3 2025年证券行业政策及事件**

| 时间 | 机构 | 政策/事件 | 主要内容 |
|----|----|-------|------|
|----|----|-------|------|



|            |                |   |  |
|------------|----------------|---|--|
| 2025/1/15  | 中央金融办、证监会等多部门  | 《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》  | 引导长期资金有序进场，稳定资本市场预期，提升权益市场流动性，助力资本市场高质量发展      |
| 2025/2/7   | 证监会            | 《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》  | 积极发挥资本市场功能，着力做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融“五篇大文章” |
| 2025/3/20  | 证监会            | 《证券发行与承销管理办法》   | 规范发行承销全流程行为，压实中介机构“看门人”责任，减少市场乱象，切实保护中小投资者利益   |
| 2025/4/7   | 证监会            | 《上市公司信息披露暂缓与豁免管理规定》   | 规范上市公司信息披露行为，增强市场透明度，防范信息披露违规风险，保障投资者知情权       |
| 2025/5/7   | 央行、证监会         | 《推动公募基金高质量发展行动方案》   | 推动公募基金行业提质增效，助力科创企业便捷融资，完善科技金融支持体系，服务实体经济发展    |
| 2025/6/18  | 证监会、上交所        | 证监会在 2025 陆家嘴论坛上推出科创板“1+6”改革举措，设科创成长层，重启未盈利企业适用科创板第五套标准上市，推出 6 项配套改革措施，优化科创企业上市服务 | 完善科创板分层监管体系，增强制度包容性，适配科创企业成长周期，进一步拓宽硬科技企业融资通道  |
| 2025/6/30  | 国家外汇管理局        | 国家外汇管理局下发新一批 QDII 投资额度，60 家合格境内机构投资者（含基金公司、券商、券商资管）合计获批 21.2 亿美元，引导额度优先用于公募产品     | 补充境内机构境外投资资金供给，推动 QDII 额度向普惠金融倾斜，便利居民跨境投资配置    |
| 2025/8/22  | 证监会            | 《证券公司分类评价规定》  | 引导券商聚焦核心业务，走差异化、高质量发展之路，提升行业整体竞争力与服务实体经济能力     |
| 2025/10/27 | 证监会            | 《关于加强资本市场中小投资者保护的若干意见》  | 健全中小投资者保护机制，畅通维权渠道，提振市场投资者信心，维护资本市场公平正义        |
| 2025/10/29 | 证监会            | 《合格境外投资者制度优化工作方案》   | 扩大资本市场对外开放水平，降低境外资金入市门槛，吸引境外长期资金布局，提升市场国际化程度   |
| 2025/11/1  | 证监会、财政部        | 《证券结算风险基金管理办法》  | 优化证券结算风险防控体系，强化资本市场结算安全保障，防范系统性金融风险            |
| 2025/11/19 | 中金公司、东兴证券、信达证券 | 筹划由中金公司换股吸收合并东兴证券、信达证券，明确合并后战略定位，三方股票于 11 月 20 日起停牌                               | 中央汇金整合旗下券商资源，深化行业并购重组，打造头部券商龙头，提升行业整体竞争力与抗风险能力 |

2025/12/31 证监会

《公开募集证券投资基金销售费用管理规定》 拓宽 REITs 市场范围，盘活存量资产，规范公募基金销售行为，切实保护基金投资者合法权益

资料来源：证监会、上交所、证券时报、新华社、中航证券研究所整理

### 三、投资建议：估值修复确定性强，把握配置机遇

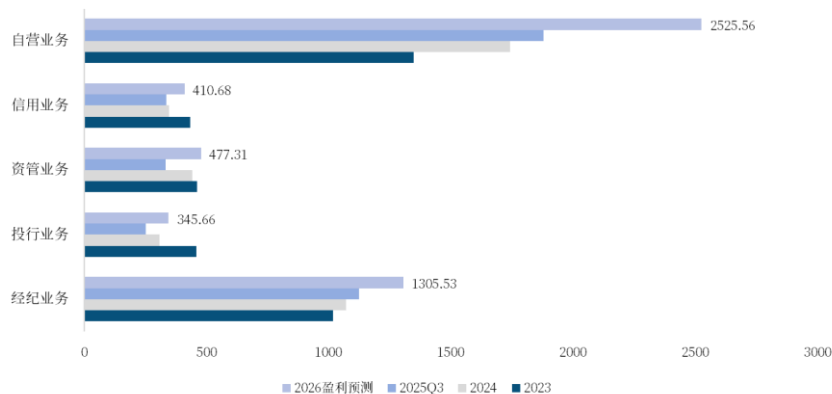
#### 1. 估值处于历史低位区间，安全边际充足

从核心估值指标来看，截至 2025 年 12 月 31 日，券商估值 pb 估值为 1.39 倍，仍处于历史偏低位置，安全边际显著凸显，与行业持续改善的基本面形成鲜明呼应，具备较强的估值修复潜力。

估值与业绩的严重错配，进一步夯实了板块安全边际。2025 年资本市场交投活跃度稳步提升，市场流动性保持充裕，叠加注册制深化带来的业务需求增长，券商行业盈利实现大幅增长，头部券商盈利能力显著增强，核心盈利指标创下近年新高。从业务端来看，经纪业务受益于市场交投回暖及财富管理转型深化，收入稳步增长；自营业务依托市场结构性机会及大类资产配置优化，收益表现亮眼；投行业务在股权融资、并购重组等业务的带动下持续发力；资管业务加速向主动管理转型，核心竞争力不断提升，全业务链协同发展为行业业绩提供了坚实支撑。

综合来看，当前估值水平为投资提供了充足的安全垫，业绩高增与估值压制形成的预期差逐步收敛，将推动板块从估值修复向价值重估迈进。短期可重点关注春季行情演绎及政策落地节奏，中期受益于业绩持续兑现与机构资金持续流入，长期则依托行业头部化整合与业务结构优化升级，估值溢价空间有望进一步打开，板块整体配置价值凸显。

图16 2026 年券商分业务盈利预测（亿元）



资料来源：WIND、中航证券研究所整理

#### 2. 驱动逻辑清晰明确，戴维斯双击可期

2026 年作为“十五五”规划开局之年，券商行业也逐步从传统周期属性向高质量

发展转型，政策、资金与业绩三重共振驱动板块迎来历史性配置机遇。

政策层面，“十五五”规划聚焦“五篇大文章”强化功能性发挥，政策围绕科技创新支持、财富管理升级、高水平开放三大维度持续发力。资本市场改革进入“1+N”政策落地期，监管层对于资本市场的战略定位已上升至新高度，金融强国建设与资本市场高质量发展的导向明确，一系列旨在“活跃市场、提振信心”的重磅举措密集落地。从深化投融资综合改革到推动中长期资金入市的实施方案，再到明确扶优限劣、鼓励通过并购重组打造一流投资银行，这一系列政策组合拳不仅为券商业务拓展打开了广阔空间，更为行业估值重塑提供了强有力的背书：融资端，全面注册制常态化运行，并购重组制度更具包容性，助力科技企业融资与产业升级；同时引导券商投行从“IPO 入口关”转向企业全生命周期服务，更好对接新质生产力与“五篇大文章”主线；中金“三合一”、国泰君安吸收合并海通等案例落地，推动行业资源向头部集中；投资端，监管层积极引导险资、年金等中长期资金入市，QFII/RQFII 额度限制取消，优化资金供给结构，提升市场流动性与风险偏好，也直接带动券商资管、托管与跨境业务增长。

政策红利的持续释放，预计将有效改善市场预期，奠定券商板块走强的底层逻辑。政策驱动下，券商业务逐步升级，摆脱“靠天吃饭”的传统模式。财富管理领域，从“卖方销售”转向“买方投顾”，多家券商通过优化考核机制、构建标准化产品组合推进转型，叠加 AI 技术赋能降本增效，收入稳定性显著增强；投行业务聚焦硬科技、绿色金融等政策支持领域，并购重组与跨境投行成为新增长点，服务实体经济的深度与广度持续拓展。“扶优限劣”的监管导向进一步强化行业分化，头部券商凭借资本与资源优势享受估值溢价，特色中小券商通过精品投行、区域深耕实现突围。

资金层面，市场情绪回暖带动交投活跃度空前提升，2026 年开年交易活跃，单日成交额峰值达 3.99 万亿元，融资余额突破 2.5 万亿元并持续创新高，预计今年交投在慢牛预期下会保持高活跃度，直接提振经纪与两融业务收入。监管层持续拓宽中长期资金入市渠道，社保、保险、理财等资金入市堵点逐步打通，为资本市场注入稳定增量资金。

业绩层面，得益于市场交投活跃带来的经纪业务爆发、自营投资收益的显著修复以及投行业务的结构性优化，券商 2025 年业绩预告表现亮眼，截至 1 月 30 日，已有中信证券为代表的四家上市券商披露业绩快报，另有国泰海通、国联民生、申万宏源等 13 家券商披露业绩预增快报。中信证券全年实现营业收入 748.3 亿元，同比增长 28.75%；归母净利润 300.51 亿元，同比增长 38.46%，刷新自身盈利纪录。国泰海通 2025 年预计实现归母净利润 275.33 亿元至 280.06 亿元，同比增长 111%至 115%；预计实现归母扣非净利润 210.53 亿元至 215.16 亿元，同比增长 69%至 73%。根据目前已披露的数据来看，上市券商 2025 业绩整体实现高质量高增长，呈现头部稳增、中小突围的梯队格局。上市券商整体净利润实现了高比例增长，盈利能力与资产质量均处于上升通道。

综合来看，政策托底筑牢行业发展根基，业务转型打开长期增长空间，券商板块

盈利提升与估值修复的双击逻辑具备坚实支撑。建议重点关注两类标的：一是受益于行业整合与国际化布局的头部券商，二是在财富管理、科创投行等领域转型成效显著的特色机构，同时需警惕政策落地节奏不及预期、市场波动带来的相关风险。

### 3. 投资策略：聚焦三条主线

监管明确支持头部机构通过并购重组提升核心竞争力，鼓励中小机构特色化经营。头部券商向国际一流投行转型，聚焦全产业链服务与全球化布局；中型券商面临转型压力，需摆脱同质化竞争，在区域市场或细分赛道构建壁垒；小型券商加速出清或被整合，行业资源配置效率持续优化。

低利率环境下，传统经纪业务佣金费率持续下行，重资本业务受监管约束与风险波动影响较大，券商普遍压缩通道业务依赖，转向投研驱动、服务增值的精细化经营模式。大投行业务从单一 IPO 承销向企业全生命周期服务延伸，产业投行转型提速；大财富管理业务构建“产品+投研+投顾”协同体系，主动管理能力成为核心竞争力；金融科技应用深化，数字化转型助力降本增效与客户体验提升。在此背景下，我们主要聚焦三条主线：

#### (1) 有整合预期的大中型券商

监管层明确“十五五”时期培育若干家具有国际影响力头部机构的目标，2025 年以来系列政策落地为券商并购重组按下“快进键”。2025 年 12 月证监会进一步定调“用好并购重组机制，强化分类监管与扶优限劣”，明确对优质头部券商适度拓宽资本空间与杠杆上限，引导行业通过整合实现资源高效配置。从并购重组时间线来看，行业整合已从政策倡导进入密集落地阶段，2025 年 11 月 19 日，中金公司携东兴证券、信达证券同步公告，筹划以换股方式吸收合并两家券商，停牌推进整合事宜，成为汇金系券商协同整合的标杆案例，合并完成后将实现投行、AMC 资源与区域客户资源的深度互补。与此同时，国泰君安与海通证券的合并落地印证了同一实控人旗下或行业内头部机构整合的趋势性，2026 年预计将成为券商行业集中度快速提升的关键窗口期。

除了头部券商，中型券商同样值得市场关注。中型券商在规模、资本实力和市场影响力方面虽然不及头部券商，但它们在特定领域或地区往往拥有独特的竞争优势和发展潜力。通常，中型券商深耕细分市场，对客户需求有着深刻的理解，能够提供更为精准和个性化的服务。在并购重组的背景下，中型券商可以通过整合资源，进一步巩固其在特定领域的专业优势，实现业务的深度拓展。在政策层面，监管机构对行业整合的支持态度，为中型券商的并购重组提供了良好的外部环境。税收优惠、融资便利等政策措施，有助于降低中型券商并购重组的成本，提高其成功率。个股方面，建议关注中信证券、中国银河。

#### (2) 具备差异化竞争优势的特色券商

在行业分化持续加剧、头部集中格局不断凸显的背景下，深耕细分赛道、具备鲜明差异化竞争优势的特色券商，依托核心业务壁垒实现突围。具体可划分为三类：一、金融科技领先型券商，持续加大数字化研发投入，依托智能交易系统、AI 投顾及线上服务矩阵，持续优化服务效率、降低运营成本，在零售经纪、财富管理及投资顾问业务领域构建差异化竞争优势，精准覆盖年轻投资者及长尾客户群体，实现客户规模与综合费率的双向提升。二、财富管理布局完善的券商聚焦大财富管理赛道，深度布局产品代销、买方投顾、家族财富管理等业务，构建“产品+投研+投顾+服务”全链条体系，绑定高净值客户与长尾客户，充分受益于居民财富向权益端迁移红利，财富管理业务收入占比显著高于行业均值。三、权益投资能力突出型券商，拥有成熟的投研团队与完善的风险控制体系，自营业务聚焦权益类资产合理布局，在市场回暖周期内，可通过精准的个股筛选与科学的仓位管控，实现自营业务收入高速增长，有效对冲传统业务业绩波动，成为盈利增长的核心支撑。个股方面，建议关注东方财富、广发证券、华泰证券。

### (3) 国际业务优势显著的券商

当前券商国际化布局已进入深入推进新阶段，政策支持加码、中企出海提速、跨境需求扩容的背景下，国际业务优势显著的券商，依托资本市场对外开放深化的政策红利及自身前瞻化全球布局，在跨境金融服务领域构建核心竞争力，业绩增长弹性及估值修复空间具备较强确定性。结合当前国际化布局特征，其核心竞争优势集中体现在区域布局、牌照资源及境内外协同三大方面，且与行业发展趋势高度契合：在区域布局层面，精准切入中国香港、东南亚等高潜力核心市场，部分优质标的在马来西亚、新加坡等区域的经纪业务市占率已形成显著领先优势，同时依托 RCEP 区域金融合作深化，进一步拓宽布局边界，筑牢区域竞争根基，契合中资券商“以亚太为核心、逐步辐射全球”的布局逻辑；在牌照资源层面，多数机构持有境外证券经纪、资产管理、投行承销等全业务牌照，可全面开展港股 IPO 承销、跨境衍生品交易、境外财富管理等多元化业务，既能承接中企海外融资需求，也能满足国内高净值客户全球资产配置、境外资金增配中国资产的双向需求。个股方面，建议关注中金公司。

## 四、公司关注

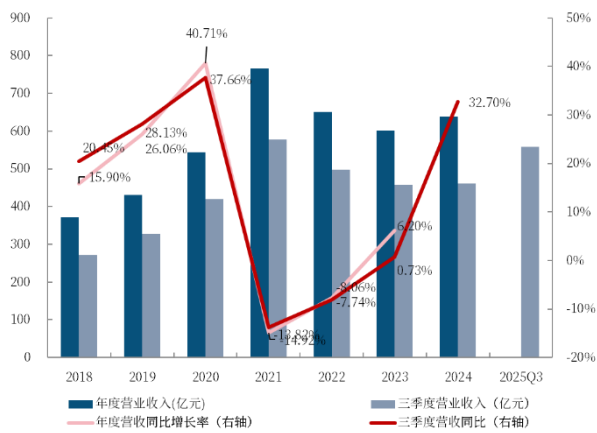
### (1) 中信证券

2025 年前三季度，中信证券营业收入达 558.15 亿元，同比增长 32.70%。第三季度利润总额为 126.29 亿元，同比增长 58.39%；年初至报告期末累计利润总额 303.75 亿元，同比增长 38.54%。归属于母公司股东的净利润 231.59 亿元，同比增长 37.86%。

中信证券作为行业龙头企业，股东实力强劲，竞争优势显著。中信证券业务运营多元，业务体系完整，分支机构布局广泛，多年来在经纪、投资、资管等业务均保持业界龙头地位。作为中信集团金融板块的重要组成部分之一，中信证券在资本补充、

业务资源等方面可获得强力支持。且当前中信证券的 PB-ROE 水平仍旧偏低，未来估值有望修复，股价上升。公司稳居行业龙头地位，当前资本市场高质量发展改革稳步推进，证监会多次强调建设一流投资银行和投资机构，公司作为龙头央企券商，背靠中信集团，股东实力强劲，自身综合实力稳居行业头部，有望更加受益于政策改革。目前，公司在积极推进财富管理、资管、资本中介等多项业务转型，加强数字化赋能，公司头部地位稳定。

公司在投行和自营业务优势显著。截至 2025 年上半年末，公司实现投行业务净收入 20.98 亿元 (+20.92%)，公司上半年完成 A 股主承销项目 36 单，主承销规模 1485.28 亿元 (+465.66%)，市占率 19.19%，承销规模排名市场第一。债承方面，公司承销境内债券 2,821 只，承销规模人民币 10,387.25 亿元 (+11.61%)，金融债、交易商协会产品、资产支持证券承销规模均排名同业第一，科技创新债券、绿色债券、乡村振兴债券承销规模均排名同业第一。公司实现自营业务收入 190.53 亿元 (+62.42%)，占总营收的 57.67%。公司整体投资收益稳健，债券投资规模占比 54.63%，整体交易性金融资产规模同比增长 16.32%，其中债券投资增长达 78.91%。得益于 2025 年上半年股债市场的良好表现，公司投资业绩表现亮眼，带动了自营业务收入的增长。

**图17 中信证券营业收入及增长率**


资料来源：WIND、中航证券研究所

**图18 中信证券净利润及增长率**


资料来源：WIND、中航证券研究所

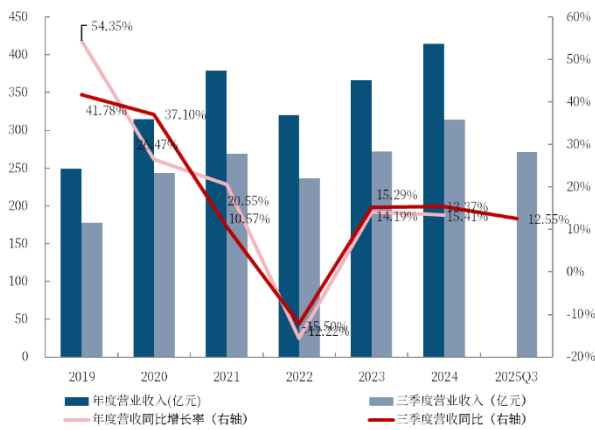
## (2) 华泰证券

2025 年前三季度，华泰证券实现营业收入 271.29 亿元，同比增长 12.55%；归属于上市公司股东的净利润为 127.33 亿元，同比增长 1.69%。利息净收入达 32.7 亿元，同比大增 151.27%。

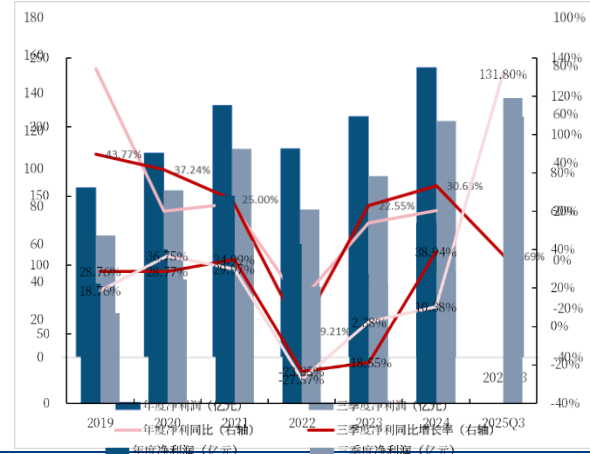
股东背景强劲，资本支持充足。华泰证券第一大股东为江苏省国信集团有限公司，实际控制人为江苏省人民政府国有资产监督管理委员会，能够在资金、业务资源等方面为公司发展提供较大支持。公司自营业务稳健正增，财富管理保持行业领先地位。目前，随着经济基本面逐步向好，权益市场温和上行，同时资本市场高质量发展改革稳步推进，证监会多次强调建设一流投资银行和投资机构，券商估值有望跟随时

场交投热情的持续和政策改革的发力实现估值抬升。

深化财富管理转型，自营业务带动业绩增长。2025 年上半年，公司实现经纪业务净收入 37.54 亿元 (+37.86%)。代理买卖证券业务收入 44.52 亿元 (+53.40%)，公司代销金融产品业务规模扩张，代销金融产品收入 2.91 亿元 (+17.25%)。报告期内，金融产品保有数量（除现金管理产品“天天发”外）14,433 只 (+1.71%)，金融产品销售规模（除现金管理产品“天天发”外）人民币 3,045.72 亿元 (+33.73%)，基金投资顾问业务稳健发展，截至报告期末，业务规模人民币 210.37 亿元。公司实现自营业务收入 66.30 亿元 (+57.33%)，占主营收 40.88%，是业绩增长的主要驱动力。上半年，公司交易性金融资产布局依然侧重债券投资，其中，债券投资规模占比 56.97%，股票和基金投资规模合计占比 38.89%。截至报告期末，公司子公司华泰创新投资存续投资项目 37 个，投资规模人民币 161,178.97 万元。

**图19 华泰证券营业收入及增长率**


资料来源：WIND、中航证券研究所

**图20 华泰证券净利润及增长率**


资料来源：WIND、中航证券研究所

### (3) 中金公司

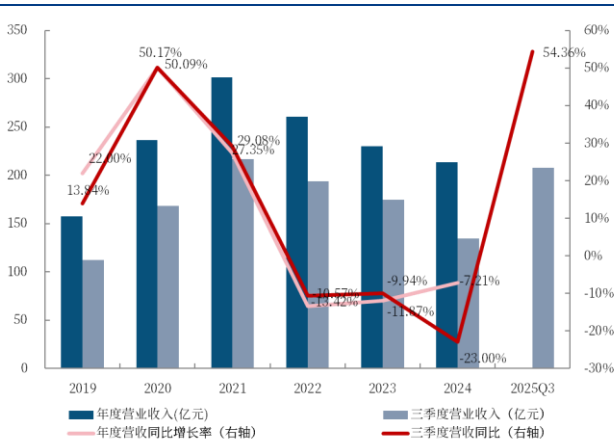
2025 年前三季度，中金公司实现营业收入 207.61 亿元，同比增长 54.36%；归属于母公司股东的净利润达 22.36 亿元，同比增长 254.93%，核心驱动力为手续费及佣金净收入与金融工具公允价值收益双轮驱动。

筹划吸收东兴证券、信达证券。11 月 19 日，中金公司、东兴证券、信达证券发布《关于筹划重大资产重组的停牌公告》，三家公司正在筹划由中金公司分别通过向东兴证券、信达证券全体 A 股换股股东发行 A 股股票的方式换股吸收合并东兴证券、信达证券。中金公司表示本次重组有助于加快建设一流投资银行，支持金融市场改革与证券行业高质量发展。通过重组各方能力资源的有机结合、优势互补，力争在合并后实现规模经济和协同效应，提高公司服务国家战略和实体经济的质效，并提升股东回报水平。

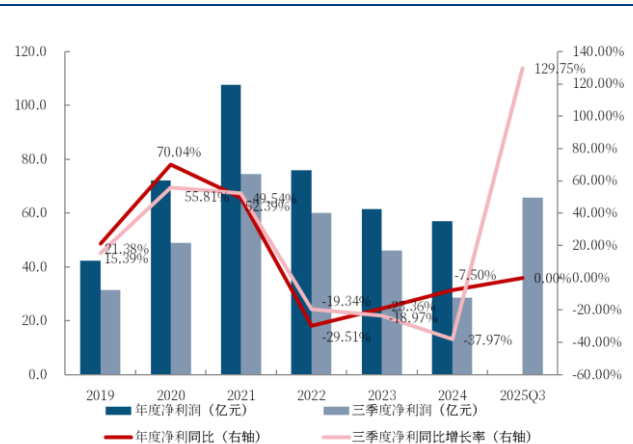
合并提升综合实力，增强盈利水平。此次合并是汇金系（中央汇金投资有限责任公司）券商牌照的整合，合并完成后，中金公司凭借其在综合投行、专业投资、跨境

业务及财富管理等领域的领先专业能力，将与东兴证券、信达证券在网点覆盖、客户基础和资本实力等方面的差异化优势形成有力互补。通过双方优势的结合，中金公司将进一步深化客户资源整合与综合服务转化，为更广泛的客户群体提供全方位、高品质的综合金融解决方案，从而实现多维度、多层次的业务协同，释放更大的战略价值。进一步看，合并将直接提升中金公司的资本实力与客户资源整合能力，巩固其行业头部地位，“规模效应+业务协同”将成为公司核心增长引擎，驱动业绩增长、优化营收结构、提升盈利水平，并增强服务国家战略的能力。

**深化国际业务布局，领先的跨境业务市场地位。**公司长期服务于中资企业的“走出去”，产业资本、金融资本的“引进来”，在中资企业境外 IPO、境外债发行、跨境并购等领域取得了一定优势地位，在跨境交易、互联互通等新兴领域保持良好发展势头，为巩固提升香港国际金融中心地位、推动高质量共建“一带一路”贡献力量，在国际资本市场赢得更多话语权和定价权。

**图21 中金公司营业收入及增长率**


资料来源：WIND、中航证券研究所

**图22 中金公司净利润及增长率**


资料来源：WIND、中航证券研究所

#### (4) 广发证券

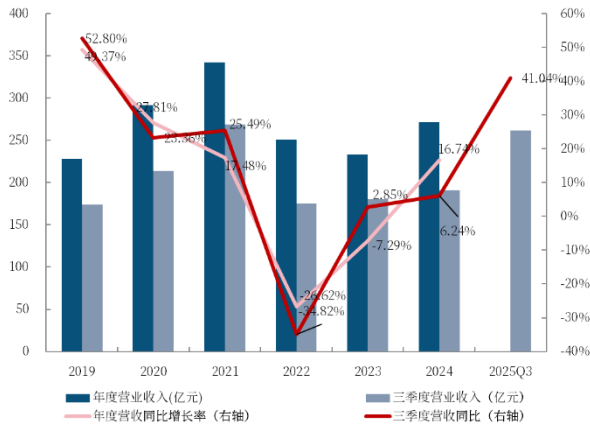
2025 年前三季度，广发证券实现营业总收入 261.64 亿元，同比增长 41.04%；归属于上市公司股东的净利润 109.34 亿元，同比增长 61.64%。收入增长主要源于手续费及佣金净收入达 136.36 亿元，同比增长 38.09%，其中经纪业务收入贡献突出；公允价值变动收益达 42.92 亿元，同比大增 343.24%。

**深化财富管理转型，提升市场份额。**截至 2025 年 6 月末，公司代销金融产品保有规模超过 3,000 亿元，较上年末增长约 14.13%；根据中国证券业协会统计，共有超过 4,600 人获得投资顾问资格，行业排名第二。通过“投顾+私域流量”模式和 AI 大模型技术应用，强化客户分层管理与精准服务，提升客户体验与运营效率，展现出强大的财富管理能力和数字化转型成效。2025 年 1-6 月公司沪深股票基金成交金额 15.14 万亿元（双边统计），同比增长 62.12%。

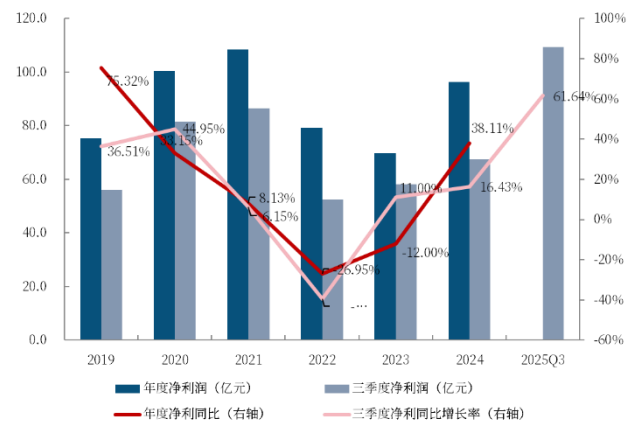
**区位优势显著。**公司在珠三角九市的营业网点数量行业第一，依托粤港澳大湾区的经济与政策红利，深化与地方产业资本的融合，推动产融结合。同时，通过广发基

金、易方达基金等子公司形成完整的资管产业链，提升综合金融服务能力与品牌影响力，为未来区域业务扩张奠定坚实基础。

公司在财富管理业务领域仍具备较大优势，此外，公司投研实力较强，自营业绩快速提升，叠加近期资本市场高质量发展改革以及证监会多次强调建设一流投资银行和投资机构，公司估值有望跟随市场回暖和政策改革实现估值抬升。

**图23 广发证券营业收入及增长率**


资料来源：WIND、中航证券研究所

**图24 广发证券净利润及增长率**


资料来源：WIND、中航证券研究所

## (5) 东方财富

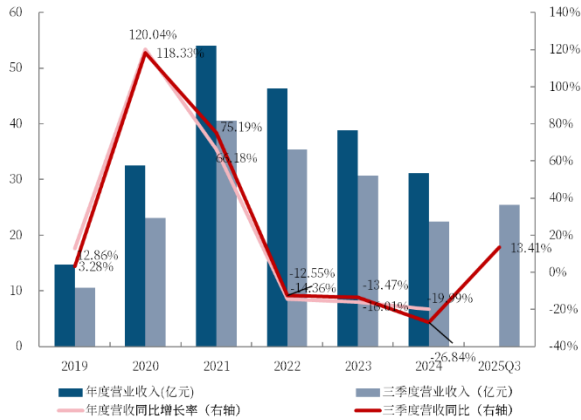
2025 年前三季度，东方财富营业总收入达 115.89 亿元，同比增长 58.67%；归属于上市公司股东的净利润达 90.97 亿元，同比增长 50.57%。核心增长动力来自证券经纪业务，手续费及佣金净收入达 66.40 亿元，同比大幅增长 86.79%，主要受益于交易活跃度提升与市场份额扩大。

**经纪两融市占提升。**2025 年上半年，市场股基成交额（双边）达到 188.78 万亿元（+63.87%），东方财富实现股基交易额 16.03 万亿元（+74.05%），优于市场整体增速。市占率 4.25%，较去年同期上涨 0.25pct。公司实现代理买卖证券业务收入 44.14 亿元（+70.46%）。业绩大幅增长的主要原因系 A 股市场波动较大，投资者交易频率增加，带动了经纪业务收入的增长。信用业务方面，公司 2025 年上半年实现利息净收入 14.31 亿元（+39.38%），融出资金 582.98 亿元（+33.76%），市占率 3.17%，较去年同期上涨 0.16pct。

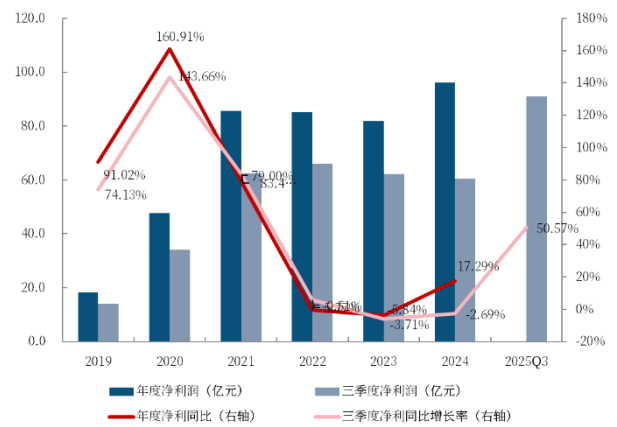
**AI 赋能，构建公司业务生态。**2025 上半年，公司研发妙想 AI 能力全面融入赋能公司各产品各业务条线，快速构建和完善智能化互联网财富管理生态体系，进一步巩固和提升公司市场地位。上半年研发费用支出达到 4.99 亿元（-10.27%），其中，研发人员薪酬达 4.75 亿元（-3.33%），职工薪酬占研发总费用的 95.29%，较去年同期上涨了 6.85%。截至报告期末，公司荣获“2025 福布斯中国人工智能科技企业”、“2025 世界人工智能大会卓越人工智能引领者奖 SAIL Top30”等称号。

当前在国家构建数字中国的战略背景下，证券行业数字化转型成为必然趋势，数

字金融也将在金融科技的助力下，呈现更加高效、智能、安全的发展态势。公司是国内领先互联网财富管理综合运营商，拥有自身核心优势。同时，公司还持续加强数字化和财富管理转型，进一步巩固自身优势，提升市场地位。

**图25 东方财富营业收入及增长率**


资料来源：WIND、中航证券研究所整理

**图26 东方财富净利润及增长率**


资料来源：WIND、中航证券研究所整理

## 五、风险提示

- 行业规则变动：**资本市场改革的不确定性可能对券商业务产生影响
- 业绩不及预期：**由于市场环境的不确定性，券商的业绩可能不及预期
- 监管政策变化：**监管政策的调整可能对券商的业务模式和盈利能力产生影响
- 流动性风险：**市场流动性的变化可能影响券商的融资能力和成本

**公司的投资评级如下：**

买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。

**增持：**未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。  
**持有：**未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。  
**卖出：**未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 行业的投资评级如下：

**增持：**未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。  
**中性：**未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。  
**减持：**未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

### 研究团队介绍汇总：

中航证券非银团队;致力于券商、保险、多元金融板块研究, 坚持对上市公司、行业监管及市场动态进行持续跟踪, 并进行深度、及时、差异化分析。在中航产融的股东背景下, 针对金控平台旗下券商、保险、信托、租赁、产业投资等多元金融各业态的协同等领域有更加深入的研究。

### 销售团队：

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003  
李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012  
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001  
李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

### 分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。  
风险提示: 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。

### 免责声明：

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

**联系地址：**北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司  
**公司网址：**www.avicsec.com  
**联系电话：**010-59219558  
**传 真：**010-59562637