



证券行业研究

买入（维持评级）
行业专题研究报告

证券研究报告

非银组

 分析师：舒思勤（执业 S1130524040001） shusiqin@gjzq.com.cn
 分析师：洪希柠（执业 S1130525050001） hongxingning@gjzq.com.cn
 分析师：方丽（执业 S1130525080007） fangli@gjzq.com.cn

25 年归母净利同比+46%，ROE 提升至 7.31%

业绩表现

经纪、自营投资收入增长驱动归母净利润同比高增。截至 4/1 已披露业绩的券商 2025 年实现营业收入 4413 亿元，同比增长 31%；实现归母净利润 1741 亿元，同比增长 46%。盈利能力方面，2025 年上市券商加权平均 ROE 为 7.31%，同比提高 1.79pct。市场交投活跃、风险偏好上行，融资融券余额与金融投资资产规模扩张支撑券商扩表。截至 2025 年末，上市券商归母净资产合计达到 2.25 万亿元，较 2024 年末提升 17%。杠杆水平方面，截至 2025 年末，上市券商平均杠杆倍数为 3.64 倍（剔除客户资金口径），较 2024 年末上升 0.05 倍。

业务拆解

2025 年上市券商经纪、投行、资管、利息、投资业务净收入同比增速分别为+44%/+38%/+8%/+49%/+33%。从业务结构来看，2025 年上市券商经纪、投行、资管、利息、投资业务净收入占营业总收入的比重分别为 27%/7%/9%/8%/42%，同比分别+2.5/+0.4/-1.9/+1.0/+0.7pct。

1) 经纪业务：2025 年上市券商经纪业务净收入合计 1172 亿元，同比大幅增长 44%。经纪业务大幅提升主要系市场交投持续活跃，股基成交额大幅提升，2025 年全市场日均股基成交额同比增长 70%至 2.05 万亿元。券商 APP 月活表现亮眼，据易观千帆数据，2025 年全年证券类 APP 月活跃用户数突破 1.68 亿，同比增长超 10%，并在 12 月以 1.75 亿的规模创下年度新高。代销金融产品业务方面，上市券商合计 111 亿元，同比增长 51%。25H2 末，券商非货保有规模市占率较 25H1 末提 1.72pct 至 22.2%。

2) 投行业务：2025 年上市券商投行业务净收入合计 326 亿元，同比增长 38%。科创板改革、重大资产重组管理办法推动 A 股股权融资、并购市场复苏，A 股市场股权承销规模（Wind，上市日口径）在低基数下同比提升 236%，债权承销规模同比增长 13%，港股市场 IPO 募资金额同比增长 224.24%至 2858 亿港元。

3) 资管业务：2025 年上市券商资管业务净收入合计 406 亿元，同比增长 8%。2025 年末，证券资管规模为 6.4 万亿元，同比增长 6%。集合资产规模占比 50.94%，同比提高 3.49pct。截至 2025 年 12 月末，公募非货规模 22.7 万亿元，同比增长 2%。ETF 市场持续高增，头部基金公司优势巩固，华夏基金与易方达基金稳居行业第一梯队，管理规模分别高达 9573 亿元和 8809 亿元，华泰柏瑞基金位居第三，管理规模为 6231 亿元，ETF 管理规模占总规模比例 74%，为全行业最高。

4) 信用业务：2025 年上市券商利息净收入合计 364 亿元，同比增长 49%。市场风险偏好提升，投资者加杠杆的需求增加。2025 年，A 股市场融资融券新开户数达到 154.2 万户，较 2024 年同比增长 52.9%。截至 2025 年末，全市场融资融券账户总数已突破 1564 万户，多家券商提高两融额度上限。2025 年两融余额创历史新高，年末两融余额为 2.54 万亿元，同比增长 36%，日均两融余额同比增长 33%至 2.08 万亿元。

5) 投资业务：2025 年上市券商投资净收入合计 1849 亿元，同比增长 33%。25 年末交易性金融资产、债权投资、其他债权投资、其他权益工具投资、衍生金融资产规模占比分别为 68%/ 1%/ 19%/ 10%/2%，较上年末分别 +19%/+3%/+2%/+61%/-7%，继续增配权益 OCI。

投资建议与估值

26Q1 市场股基成交额、两融余额同比高速增长，预计 26Q1 净利润延续增长态势。当前板块 PB 估值为 1.18 倍，已接近“924”前的低点 1.0 倍；PE 为 15 倍，已低于“924”前的低点 20 倍，安全垫较厚，配置价值较高。选股思路方面，建议关注：（1）高股息率的 H 股券商；（2）业绩与估值错配程度较高的券商；（3）AH 溢价率较高的券商。

风险提示

1) 资本市场改革推进不及预期；2) 权益市场极端波动风险；3) 机构化进程不及预期；4) 宏观经济复苏不及预期。



内容目录

1 业绩概况：经纪、投资收入驱动净利润大幅提升	4
1.1 盈利表现：25 年归母净利润同比增长 46%，ROE 进一步提升至 7.31%	4
1.2 成本费用：上市券商管理费率均有所降低，推动利润率进一步提升	6
1.3 竞争格局：行业马太效应显著，盈利能力提升	8
2 手续费业务：经纪业务大幅提升，投行业务回暖	10
2.1 经纪业务：交投延续活跃，代销金融产品业务大幅提升	10
2.2 投行业务：IPO、再融资复苏，投行收入显著回升	11
2.3 资管业务：收入同比增幅扩大，ETF 规模扩大	11
3 重资本业务：两融余额提升，投资业务同比增长 33%	14
3.1 信用业务：市场风险偏好提升，信用业务收入同比提升 49%	14
3.2 投资业务：投资收入同比增长 33%，投资端增配权益 OCI	15
4 投资建议	17
风险提示	18

图表目录

图表 1：上市券商营业收入及增速情况	4
图表 2：上市券商归母净利润及增速情况	4
图表 3：券商 ROE 显著回升	4
图表 4：经纪、自营业务收入大幅提升（亿元）	5
图表 5：投行、信用业务驱动 Q4 业绩提升（亿元）	5
图表 6：上市券商自营投资收入占比持续提升	5
图表 7：2025 年上市券商收入结构	5
图表 8：25 年末总资产规模较上年末+27%	5
图表 9：25 年末归母净资产规模较上年末+17%	5
图表 10：杠杆水平有所提升（倍）	6
图表 11：上市券商管理费用变化情况（亿元）	6
图表 12：上市券商信用减值损失变化情况（亿元）	6
图表 13：近年来上市券商利润率持续提升	7
图表 14：上市券商管理费率情况（亿元）	7
图表 15：上市券商集中度变化	8
图表 16：行业利润前十券商业绩表现（亿元）	9
图表 17：25 家上市券商 2025 年业绩表现（亿元）	9



图表 18:	2025 年日均股基成交额大幅提升	10
图表 19:	2025 年 A 股新开户数同比增长 9.75%	10
图表 20:	2025 年互联网 APP 及券商 APP 月活情况 (万户)	10
图表 21:	2025 年股权承销额同比提升 236% (亿元)	11
图表 22:	2025 年债券承销额同比增长 12% (亿元)	11
图表 23:	25 年末公募非货规模 22.7 万亿元 (万亿元)	12
图表 24:	25 年末公募权益规模 9.7 万亿元 (万亿元)	12
图表 25:	集合资产规模占比 50.94%, 同比提高 3.49pct (万亿元)	12
图表 26:	25 年末 ETF 基金规模同比+61%	13
图表 27:	公募基金规模前二十大管理人 (截至 2025 年末)	13
图表 28:	上市券商手续费及佣金净收入情况 (亿元)	13
图表 29:	沪深两市融资融券规模走势 (亿元)	15
图表 30:	上市券商信用资产规模 (亿元)	15
图表 31:	核心股指季度涨跌幅	15
图表 32:	核心债指季度涨跌幅	15
图表 33:	上市券商自营资产规模持续扩张	16
图表 34:	交易性金融资产规模显著提升 (亿元)	16
图表 35:	上市券商重资本业务收入情况 (亿元)	16
图表 36:	券商 PB 估值	17
图表 37:	A+H 券商近期 A/H 市场表现对比	17
图表 38:	券商股估值及历史分位	18

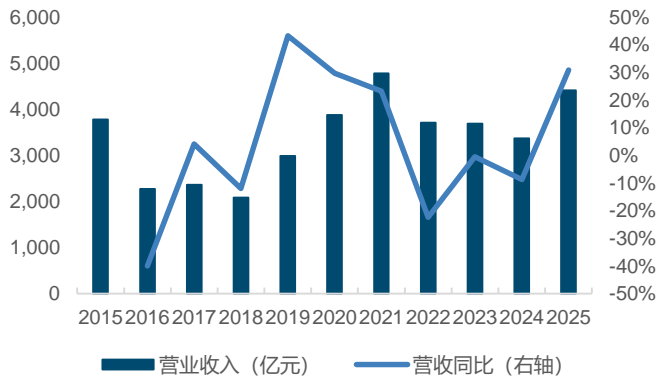


1 业绩概况：经纪、投资收入驱动净利润大幅提升

1.1 盈利表现：25 年归母净利润同比增长 46%，ROE 进一步提升至 7.31%

2025 年，我们统计范围的上市券商实现营业总收入 4413 亿元（不包括海通证券，统计范围为截至 4 月 1 日已披露业绩的 25 家上市券商，下同），同比增长 31%；实现归母净利润 1741 亿元，同比增长 46%。2025 年部分券商会计政策有变更，签订的买卖标准仓单的合同应视同金融工具进行会计处理，对投资收益、其他业务收入、其他业务成本科目进行追溯调整，对营业收入进行重述，归母净利润不受影响，因此此处营业收入同比增速对比的是重述后的 2024 年营业收入。盈利能力方面，2025 年上市券商加权平均 ROE 为 7.31%，同比提高 1.79pct。

图表1：上市券商营业收入及增速情况



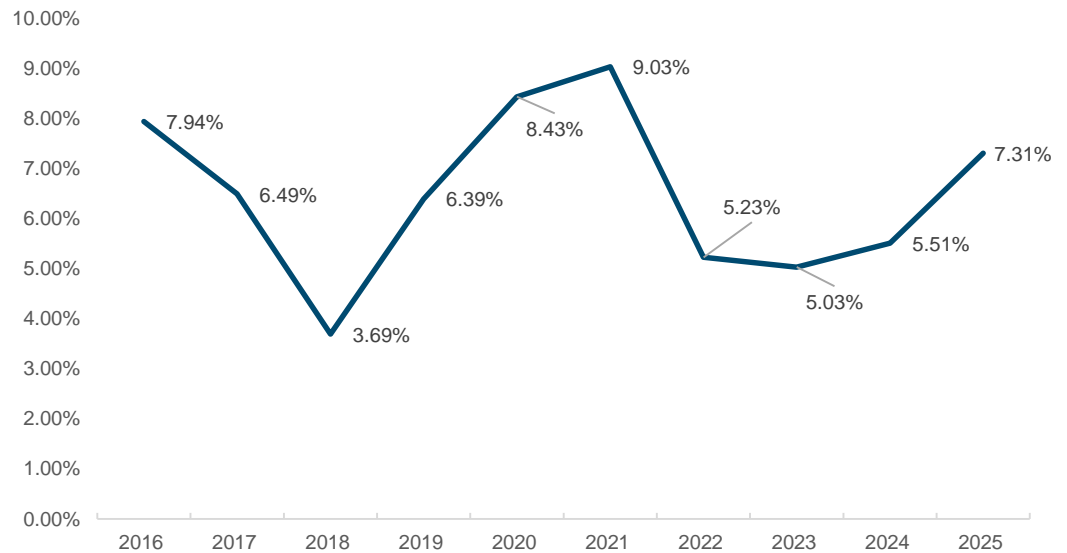
图表2：上市券商归母净利润及增速情况



来源：iFinD，国金证券研究所 注：2024 年增速为不可比口径，未重述的 2024 年营收增速为 8%

来源：iFinD，国金证券研究所

图表3：券商 ROE 显著回升



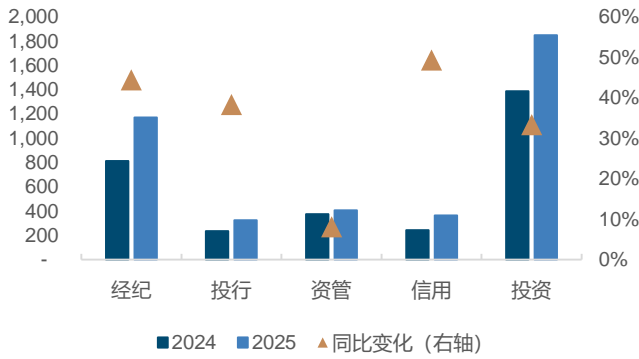
来源：iFinD，国金证券研究所

经纪、投行、自营投资是业绩高速增长的核心原因。2025 年上市券商经纪、投行、资管、利息、投资业务净收入同比增速分别为+44%/+38%/+8%/+49%/+33%。从业务结构来看，2025 年上市券商经纪、投行、资管、利息、投资业务净收入占营业总收入的比重分别为 27%/7%/9%/8%/42%，同比分别+2.5/+0.4/-1.9/+1.0/+0.7pct。

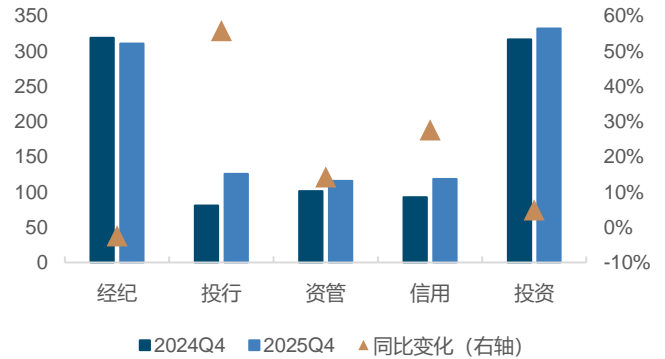
单季度来看，上市券商经纪、投行、信用收入大幅提升。2025Q4 单季上市券商经纪、投行、资管、利息、投资业务净收入同比增速分别为-2%/+56%/+14%/+28%/+5%。从业务结构来看，2025Q4 经纪、投行、资管、利息、投资业务净收入占营业总收入的比重分别为 29%/12%/11%/11%/31%，同比变化-2.3/+3.8/+0.8/+1.9/-0.1pct。



图表4: 经纪、自营业务收入大幅提升 (亿元)



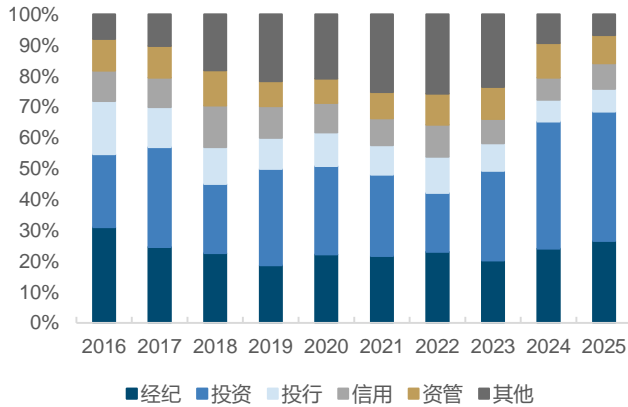
图表5: 投行、信用业务驱动 Q4 业绩提升 (亿元)



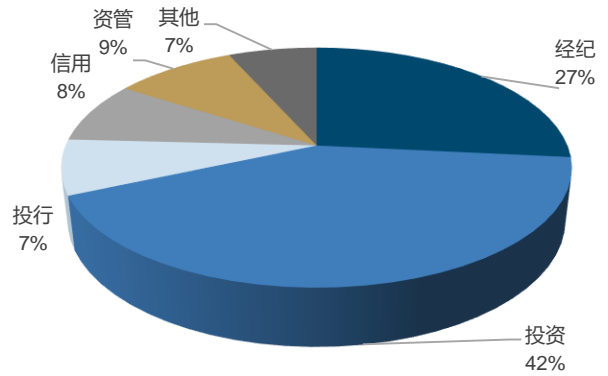
来源: iFinD, 国金证券研究所 注: 24 年投资业务净收入为重述后数据

来源: iFinD, 国金证券研究所 注: 24Q4 投资业务净收入为重述后数据

图表6: 上市券商自营投资收入占比持续提升



图表7: 2025 年上市券商收入结构

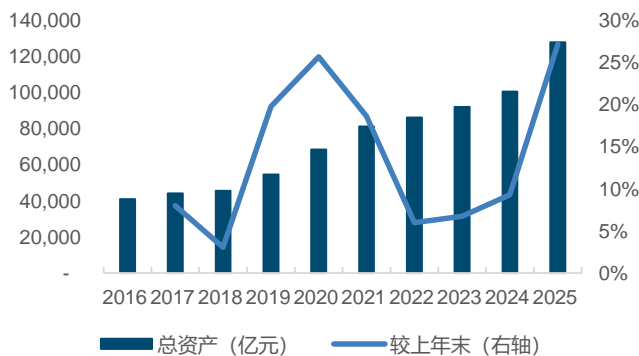


来源: iFinD, 国金证券研究所

来源: iFinD, 国金证券研究所

市场交投活跃、风险偏好上行，融资融券余额与金融投资资产规模扩张支撑券商扩表。截至 2025 年末，上市券商归母净资产合计达到 2.25 万亿元，较 2024 年末提升 17%。杠杆水平方面，截至 2025 年末，上市券商平均杠杆倍数为 3.64 倍（剔除客户资金口径），较 2024 年末上升 0.05 倍。

图表8: 25 年末总资产规模较上年末+27%



图表9: 25 年末归母净资产规模较上年末+17%

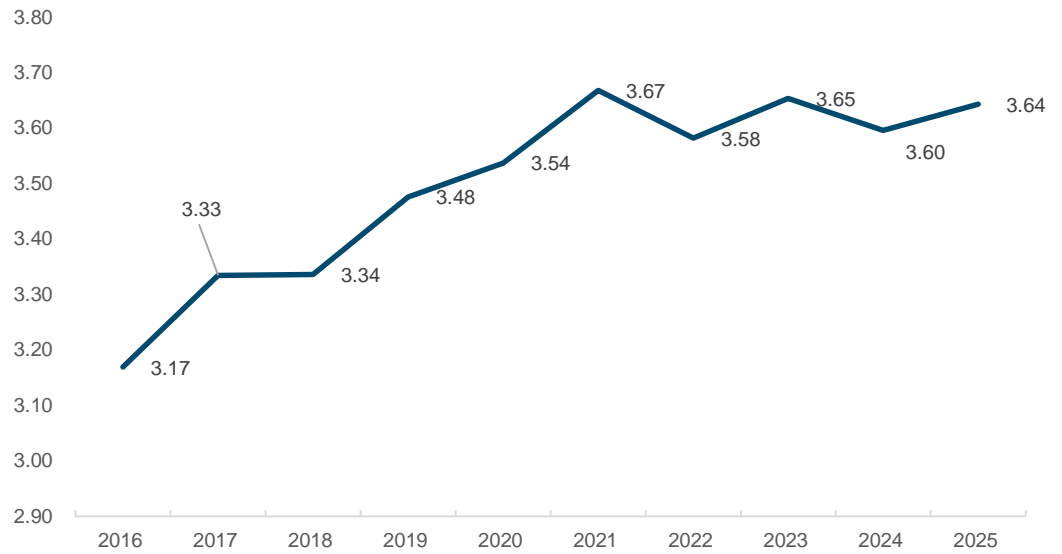


来源: iFinD, 国金证券研究所

来源: iFinD, 国金证券研究所



图表10: 杠杆水平有所提升(倍)

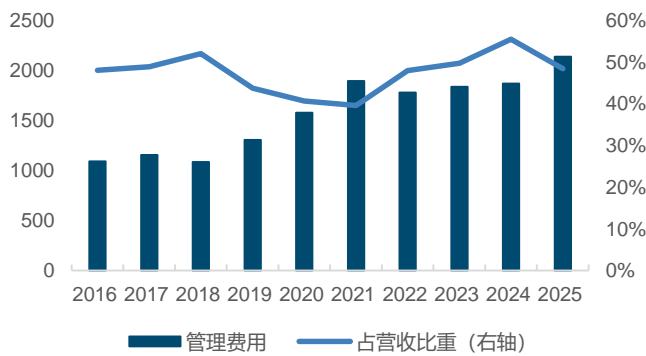


来源: iFinD, 国金证券研究所 注: 杠杆率=(总资产-代理买卖证券款)/归母净资产

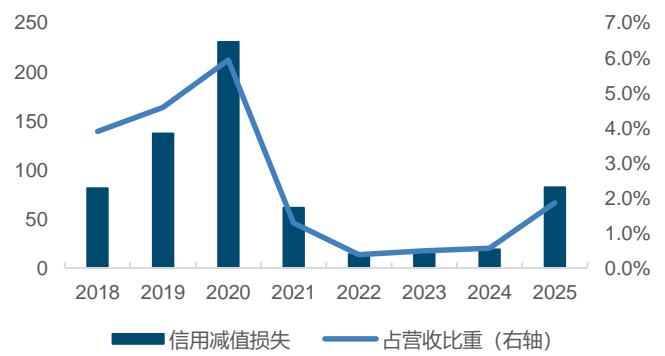
1.2 成本费用: 上市券商管理费率均有所降低, 推动利润率进一步提升

费用方面, 2025 年上市券商管理费用合计达到 2138 亿元, 同比+14%, 占营收比重同比-7pct 至 48%。分个股来看, 券商管理费率均有所下降, 红塔证券、招商证券、信达证券管理费用率最低, 分别为 36%/42%/42%, 同比-13.22pct/-4.08pct/-8.66pct; 中泰证券、国海证券、国联民生管理费用率最高, 分别为 74%/67%/67%, 同比-8.44pct/-4.64pct/-19.61pct。信用减值损失有所提高, 2025 年信用减值损失合计达 82 亿元, 同比增长 335%, 占营收比重提升 1.3pct 至 1.9%。券商降本增效带来行业利润率提升, 行业利润率同比提升 3pct 至 2025 年的 39% (2023 年以前较低主要是由于会计准则不同)。

图表11: 上市券商管理费用变化情况(亿元)



图表12: 上市券商信用减值损失变化情况(亿元)

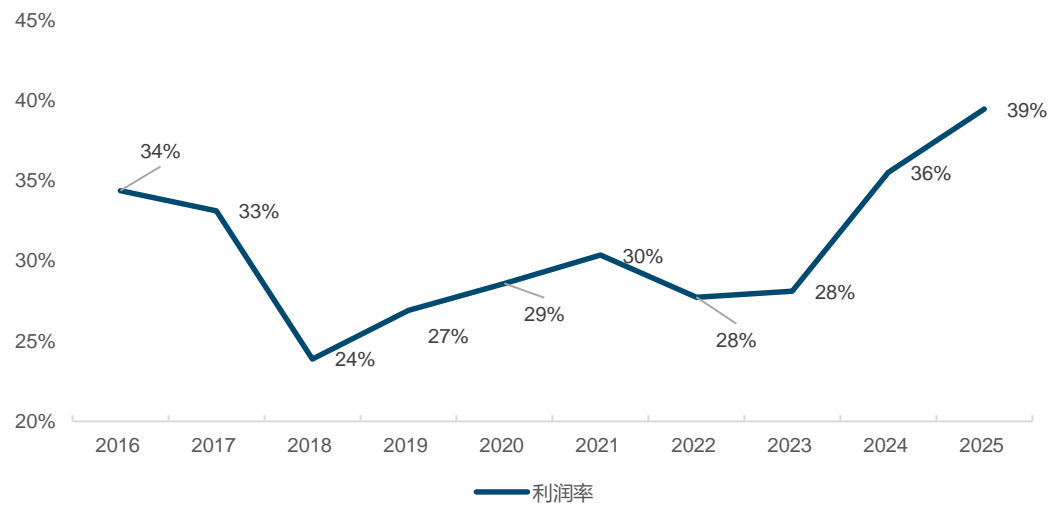


来源: iFinD, 国金证券研究所

来源: iFinD, 国金证券研究所



图表13: 近年来上市券商利润率持续提升



来源: iFinD, 国金证券研究所 注: 利润率(调整)=归母净利润/(营业收入-其他业务收入)

图表14: 上市券商管理费率情况(亿元)

公司名称	管理费用	管理费率	同比变化 (pct)	营业支出	费用率	同比变化 (pct)
红塔证券	9	36%	-13.22	9	35%	-16.94
招商证券	105	42%	-4.08	109	44%	-2.48
信达证券	17	42%	-8.66	19	46%	-6.73
申万宏源	107	44%	-12.84	112	46%	-14.08
中信证券	331	44%	-7.53	347	46%	-4.61
国泰君安	282	45%	-4.23	334	53%	2.41
华泰证券	160	45%	-7.22	174	49%	-4.89
东兴证券	21	45%	-4.34	22	47%	-10.29
中国银河	128	45%	-4.94	138	49%	-4.83
西部证券	28	46%	8.92	37	62%	-11.97
广发证券	165	46%	-9.62	167	47%	-9.55
华安证券	24	47%	-6.00	24	48%	-6.12
中信建投	110	47%	-5.40	115	49%	-4.61
首创证券	13	50%	-0.99	13	50%	-3.12
方正证券	57	54%	-11.11	57	55%	-16.41
东方证券	84	54%	-10.23	87	57%	-14.08
光大证券	59	55%	-6.43	62	57%	-5.29
西南证券	18	57%	-7.20	21	65%	-2.22
中金公司	164	58%	-9.39	169	59%	-8.62
中原证券	12	61%	-20.78	13	67%	-17.85
兴业证券	75	63%	-4.06	77	65%	-3.88
华林证券	11	64%	-0.16	11	65%	-0.14
国联民生	51	67%	-19.61	52	68%	-19.03
国海证券	23	67%	-4.64	22	65%	-12.53
中泰证券	84	74%	-8.44	90	79%	-7.45
合计	2,138	48%	-7.01	2,282	52%	-6.08

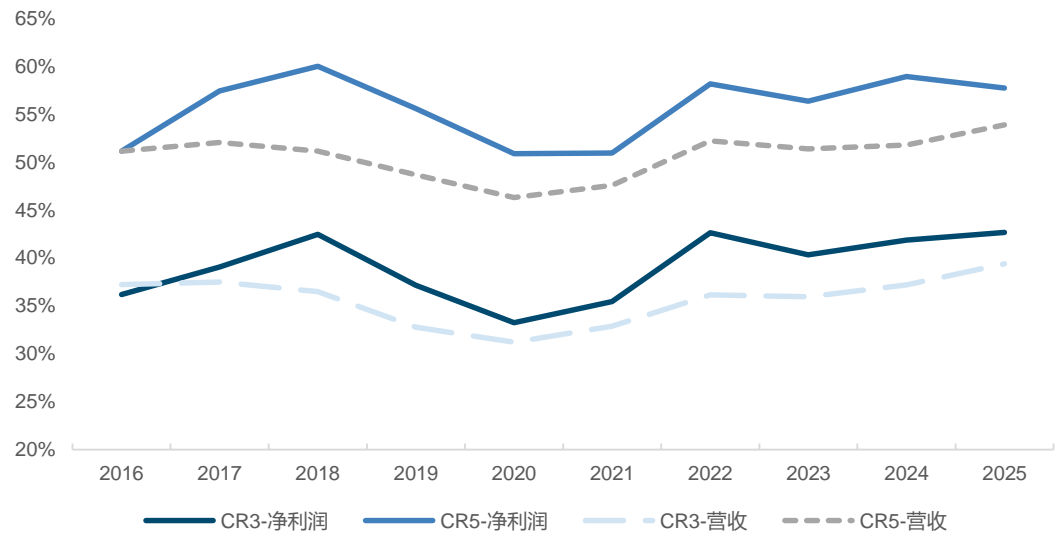
来源: iFinD, 国金证券研究所 注: 按照管理费率升序排序



1.3 竞争格局：行业马太效应显著，盈利能力提升

2025 年头部前三、前五、前十名券商合计营收增速分别达到+39%/+36%/+33%，表现优于行业整体增速（31%），归母净利润增速分别达到+48%/+43%/+45%。从集中度来看，2025 年营业收入 CR3、CR5 分别达到 39%、54%，同比分别+2.2pct、+2.1pct；上市券商归母净利润 CR3、CR5 分别达到 43%、58%，同比分别+0.8pct、-1.2pct。

图表 15：上市券商集中度变化



来源：iFinD，国金证券研究所

个股盈利表现上，中信证券归母净利润位居行业第 1，国泰海通、华泰证券、广发证券、中国银河位居第 2-5 位。

中信证券：2025 年全年实现营业收入 748.54 亿元，同比增长 28.79%；归母净利润 300.76 亿元，同比增长 38.58%；加权平均 ROE 为 10.59%，同比提升 2.50 个百分点。公司经纪业务净收入 148 亿元，同比+38%，代理买卖证券收入、交易单元席位租赁、代销金融产品净收入同比分别+45%、+33%、+37%。截至 25 年末，托管客户资产规模超 15 万亿元，较上年末+24%。投资净收入 386 亿元，同比+46%，主要是金融工具持有期间以及其他债权投资处置带来的收益大幅提升，25 年末公司交易性金融资产规模、其他债权投资、其他权益工具投资规模分别同比+13%/-29%/+36%。

国泰海通：2025 年实现营收 631.07 亿元，同比增长 87.40%；实现归母净利润 278.09 亿元，同比增长 113.52%；加权平均 ROE 为 9.78%，同比增加 1.64pct。25 年公司实现经纪业务净收入 151 亿元，同比增长 93%。25 年公司境内股基交易份额 8.56%，较上年末+0.03pct，君弘 APP 及通财 APP 平均月活 1570 万户（去重口径），同比增长近 12%，均排名行业第一。25 年公司实现投资净收入 254 亿元，同比增长 72%，主要是交易性金融工具投资收益增加，吸收合并海通证券后交易性金融资产规模环比增长 3%、较上年末增长 69%。

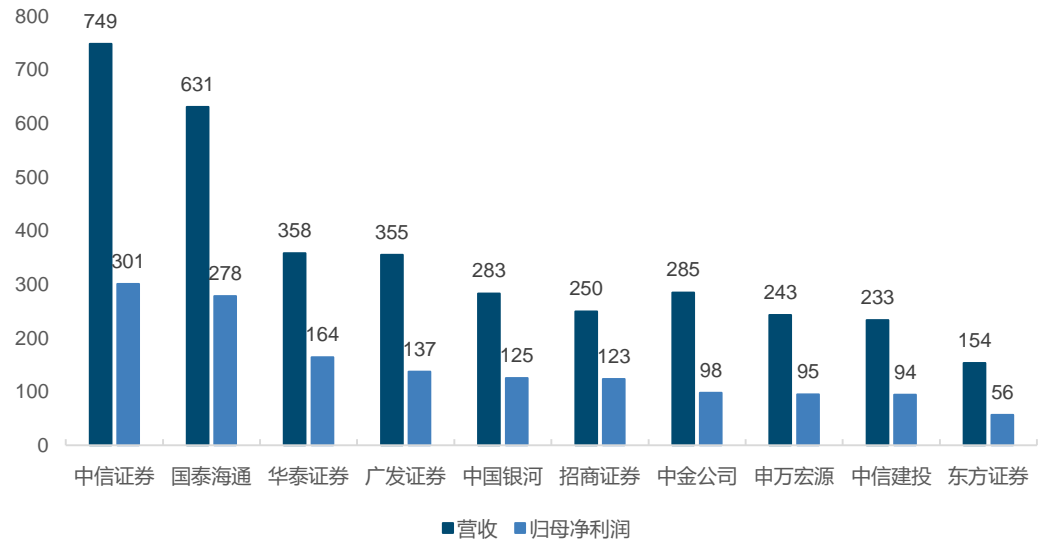
华泰证券：2025 年实现营业收入 358.10 亿元，同比增长 6.83%；归母净利润 163.83 亿元，同比增长 6.72%，扣非后归母净利润同比增长 80.08%；加权平均 ROE 为 9.20%，同比减少 0.04pct。25 年公司经纪净收入 91 亿元，同比增长 41%；利息净收入 44 亿元，同比增长 63%，截至 25 年末，公司融资融券业务余额为 1840.89 亿元。25 年投资净收入 138 亿元，同比下降 4%，若扣除 24Q3 出售子公司的一次性收益后同比增长 71%。截至 25 年末，交易性金融资产/债权投资/其他债权投资/其他权益工具投资/衍生金融资产规模分别为 3792/445/448/146/114 亿元，较上年末分别+26%/-7%/+342%/+11511%/+14%，大幅增配 OCI。

广发证券：2025 年实现营业收入 354.93 亿元，同比增长 34.33%；归母净利润 137.02 亿元，同比增长 42.18%；ROE 为 10.16%，同比增加 2.72pct。2025 年公司经纪净收入 95.97 亿元，同比增长 44%，公司代理买卖股票金额市占率同比提高 0.2pct。代销金融产品收入同比增长 67%，2025 年末母公司口径投顾人数 4,849 人，排名行业第三，代销金融产品保有规模同比增长 43%至 3,700 亿元。2025 年公司实现投资净收入 123.78 亿元，同比增长 60%。金融资产规模扩张主要由交易性金融资产、权益 OCI 增长驱动，2025 年末同比增速分别为 49%/37%。



中国银河：2025 年实现营业收入 283.02 亿元，同比增长 24.34%；归母净利润 125.20 亿元，同比增长 24.81%；ROE9.84%，同比增加 1.54pct。2025 年公司实现经纪业务净收入 88.46 亿元，同比增长 43%。代理买卖证券业务收入同比增长 36%，公司证券 APP25 年日活为 250 万，同比增长 14%。代销金融产品收入同比增长 77%，2025 年末公司代销金融产品保有规模为 2,519 亿元，较年初增长 19.3%，“银河金耀”资产配置规模超 65 亿元。2025 年实现境外业务收入 25.69 亿元，同比增长 18.23%，占营收比重提高 3.0pct 至 9.1%。在东南亚市场的经纪业务持续领先，交易金额在新加坡、马来西亚、泰国和印度尼西亚分别排名第 1、第 2、第 5 和第 6。

图表16：行业利润前十券商业绩表现（亿元）



来源：iFinD，国金证券研究所

从业绩增速来看，国联民生、国泰海通、中原证券 2025 年归母净利润增速排名行业前三，分别达到+405%、+114%、+85%。从盈利能力看，2025 年中信证券、中信建投、广发证券加权平均 ROE 在 10%以上，排名行业前三，分别为 10.59%、10.51%、10.16%。

图表17：25 家上市券商 2025 年业绩表现（亿元）

股票代码	公司名称	营业收入		归母净利润			加权平均 ROE			
		2025	同比	2025	同比	25Q4	25Q4 环比	25Q4 同比	2025	同比 (pct)
600030.SH	中信证券	749	29%	301	39%	69	-27%	41%	10.59%	2.50
601211.SH	国泰海通	631	87%	278	114%	57	-10%	64%	9.78%	1.64
601688.SH	华泰证券	358	7%	164	7%	37	-30%	29%	9.20%	-0.04
000776.SZ	广发证券	355	34%	137	42%	28	-38%	-4%	10.16%	2.72
601881.SH	中国银河	283	24%	125	25%	16	-65%	-49%	9.84%	1.54
600999.SH	招商证券	250	20%	123	19%	35	-6%	7%	9.94%	1.12
601995.SH	中金公司	285	34%	98	72%	32	44%	14%	9.39%	3.87
000166.SZ	申万宏源	243	30%	95	82%	15	-60%	10%	8.76%	3.68
601066.SH	中信建投	233	22%	94	31%	24	-9%	-20%	10.51%	2.29
600958.SH	东方证券	154	26%	56	68%	5	-68%	986%	6.99%	2.85
601901.SH	方正证券	105	36%	40	80%	2	-88%	-29%	8.01%	3.29
601788.SH	光大证券	109	13%	37	22%	10	5%	-2%	5.58%	1.00
601377.SH	兴业证券	118	21%	29	33%	3	-71%	-59%	4.93%	1.12
600909.SH	华安证券	51	31%	21	42%	2	-73%	-34%	9.11%	2.30
601198.SH	东兴证券	47	10%	21	36%	5	-36%	-16%	7.13%	1.56
601456.SH	国联民生	77	186%	20	405%	2	-61%	15612%	4.16%	1.97
601059.SH	信达证券	40	23%	19	39%	5	64%	13%	8.61%	1.38



002673.SZ	西部证券	60	-11%	18	25%	5	11%	-24%	5.95%	1.00
600918.SH	中泰证券	114	18%	14	53%	1	-77%	-69%	3.32%	1.18
601236.SH	红塔证券	24	38%	12	59%	3	80%	212%	4.88%	1.66
600369.SH	西南证券	32	25%	11	52%	4	26%	65%	4.08%	1.35
601136.SH	首创证券	25	5%	11	7%	3	-19%	7%	7.78%	0.09
000750.SZ	国海证券	35	7%	8	80%	1	-81%	-74%	3.45%	1.50
002945.SZ	华林证券	17	18%	5	43%	1	-36%	30%	7.28%	1.85
601375.SH	中原证券	20	41%	5	85%	1	-49%	-20%	3.20%	1.44
合计		4,413	31%	1,741	46%	366	-30%	10%	7.31%	1.79

来源：iFinD，国金证券研究所 注：1) 部分券商会计政策有变更，营收增速为追溯调整后的增速；2) 按照 2025 年归母净利润降序排序

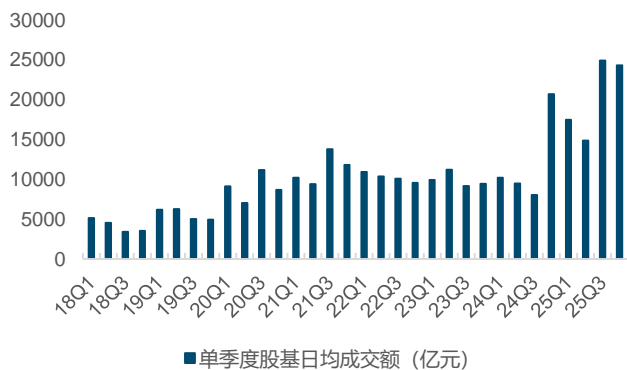
2 手续费业务：经纪业务大幅提升，投行业务回暖

2.1 经纪业务：交投延续活跃，代销金融产品业务大幅提升

得益于市场交投活跃度持续提升，2025 年上市券商经纪业务净收入合计 1172 亿元，同比大幅增长 44%。代销金融产品业务方面，上市券商合计 111 亿元，同比增长 51%。25H2 末，券商非货保有规模市占率较 25H1 末提 1.72pct 至 22.2%。个股来看，经纪业务收入排名前三的公司为国泰海通、中信证券、广发证券，分别实现经纪业务净收入 151、148、96 亿元；收入增速排名前三的公司为国联民生、国泰海通、中金公司，增速分别为 +193%/+93%/+45%。

2025 年全市场日均股基成交额同比增长 70% 至 2.05 万亿元。易观千帆数据显示，2025 年全年证券类 APP 月活跃用户数突破 1.68 亿，同比增长超 10%，并在 12 月以 1.75 亿的规模创下年度新高。华泰证券涨乐财富通以 1143.56 万人保持领先，是唯一一家月活超千万的传统券商 APP；兴业证券优理宝月活提升最快，25 年 11 月月活较 1 月月活相比，增速高达 68%。

图表18：2025 年日均股基成交额大幅提升



图表19：2025 年 A 股新开户数同比增长 9.75%



来源：Wind，国金证券研究所

来源：上交所，国金证券研究所

图表20：2025 年互联网 APP 及券商 APP 月活情况 (万户)

应用名称	平均月活	同比增长
同花顺	3549.91	9%
东方财富	1742.77	8%
大智慧	1209.55	15%
华泰证券涨乐财富通	1143.56	13%
国泰海通君弘	987.80	12%
平安证券	846.09	13%
中信证券信 e 投	707.17	14%
招商证券	707.07	13%
国泰海通通财	701.21	12%



应用名称	平均月活	同比增长
中信建投证券蜻蜓点金	696.14	13%
广发证券易淘金	685.31	12%
方正证券小方	645.53	6%
中国银河证券	608.78	12%
中泰齐富通	606.77	12%
申万宏源大赢家	463.92	10%
国信金太阳	387.07	11%
光大证券金阳光	340.48	14%
国投证券	336.94	8%

来源：易观千帆，国金证券研究所

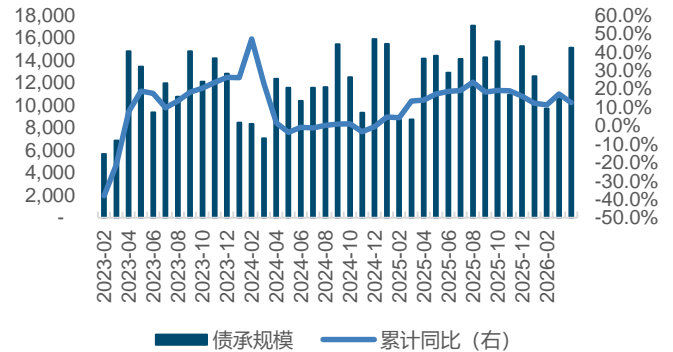
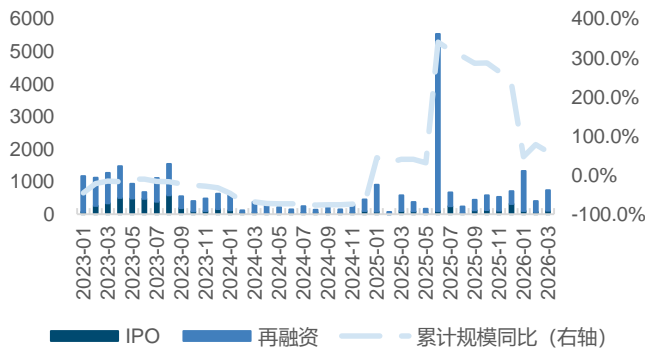
2.2 投行业务：IPO、再融资复苏，投行收入显著回升

2025 年上市券商投行业务净收入合计 326 亿元，同比增长 38%。收入排名前三的公司为中信证券、中金公司、国泰海通，分别实现投行业务净收入 63、50、47 亿元；收入增速排名前三的公司为红塔证券、国联民生、华安证券，增速分别为+232%/+165%/+89%。

2025 年投行业务增长强劲，科创板改革、重大资产重组管理办法推动 A 股股权融资、并购市场复苏，A 股市场股权承销规模（Wind，上市日口径）在低基数下同比提升 236%，债权承销规模同比增长 13%，港股市场 IPO 募资额同比增长 224.24% 至 2858 亿港元。

图表21：2025 年股权承销额同比提升 236%（亿元）

图表22：2025 年债券承销额同比增长 12%（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

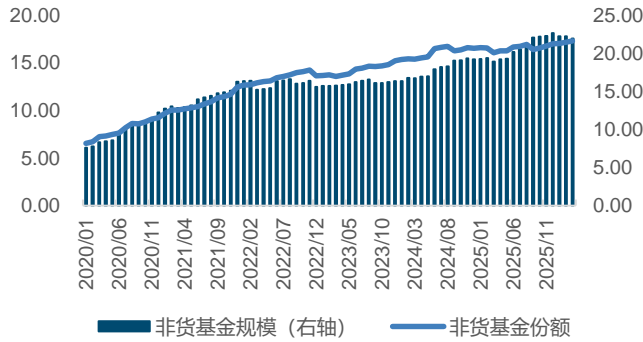
2.3 资管业务：收入同比增幅扩大，ETF 规模扩大

2025 年上市券商资管业务净收入合计 406 亿元，同比增长 8%。收入排名前三的公司为中信证券、广发证券、国泰海通，分别实现资管业务净收入 122、77、64 亿元；收入增速排名前三的公司为国泰海通、中金公司、招商证券，增速分别为+64%/+31%/+22%。

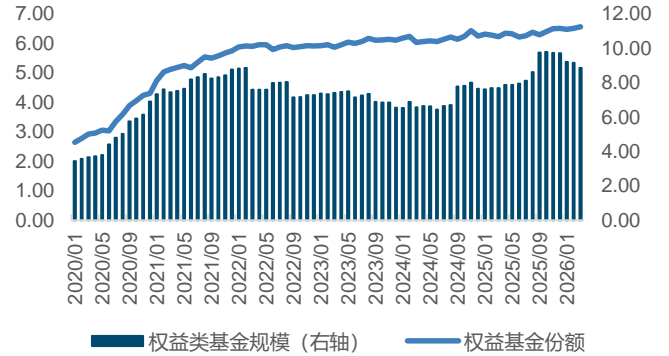
截至 2025 年 12 月末，公募非货规模 22.7 万亿元，同比增长 2%；权益类公募 9.7 万亿元，同比微降 0.3%。2025 年末，证券资管规模为 6.4 万亿元，同比增长 6%。集合资产规模占比 50.94%，同比提高 3.49pct。



图表23: 25年末公募非货规模 22.7万亿元 (万亿元)



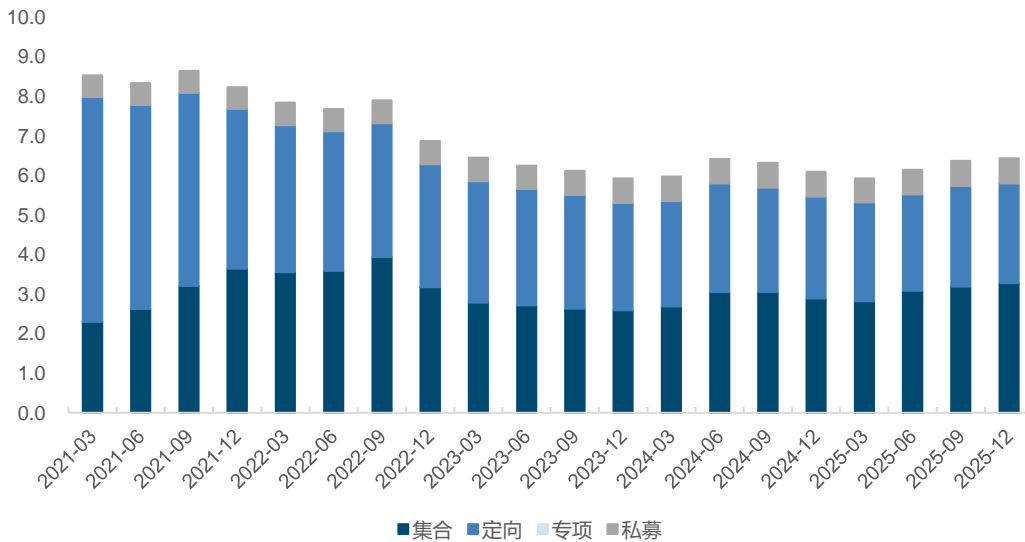
图表24: 25年末公募权益规模 9.7万亿元 (万亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表25: 集合资产规模占比 50.94%, 同比提高 3.49pct (万亿元)

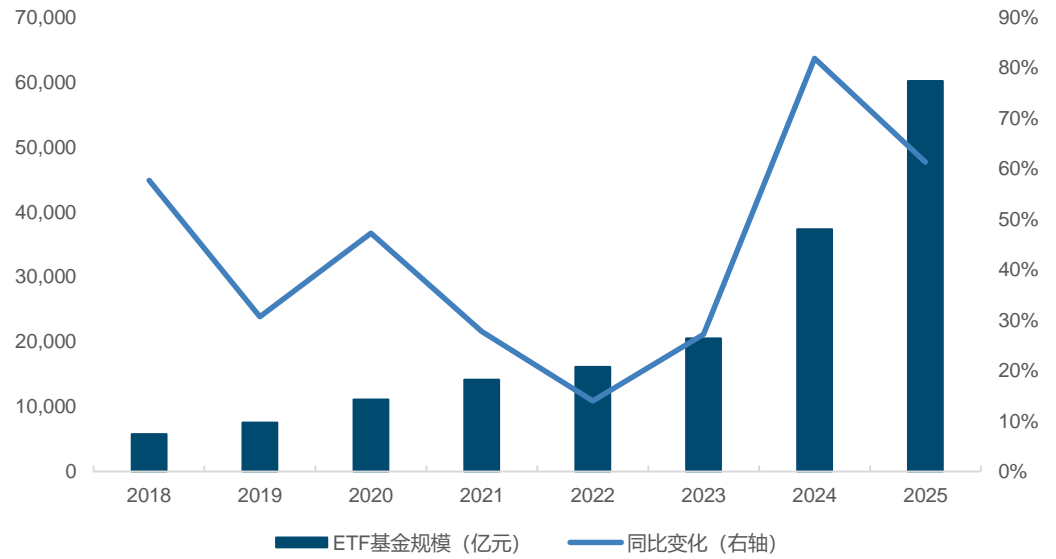


来源: Wind, 国金证券研究所

ETF 市场持续高增, 头部基金公司优势巩固。Wind 数据显示, 截至 2025 年末, 市场存续 ETF 基金总数已达 1402 只, 整体规模突破 6 万亿元, 较 2024 年末大幅增长 61%。从竞争格局看, 华夏基金与易方达基金稳居行业第一梯队, 管理规模分别高达 9573 亿元和 8809 亿元, 华泰柏瑞基金位居第三, 管理规模为 6231 亿元, ETF 管理规模占总规模比例 74%, 为全行业最高。



图表26: 25年末ETF基金规模同比+61%



来源: Wind, 国金证券研究所

图表27: 公募基金规模前二十大管理人 (截至2025年末)

基金管理人	基金规模 (亿元)	ETF 规模 (亿元)	ETF 基金占总规模比重
易方达基金	25,702.70	8,808.64	34%
华夏基金	22,801.07	9,573.04	42%
广发基金	16,631.39	2,899.97	17%
南方基金	15,126.66	4,174.48	28%
富国基金	13,521.20	2,533.53	19%
天弘基金	13,130.28	1,149.97	9%
嘉实基金	12,254.26	3,696.96	30%
博时基金	11,572.71	2,165.86	19%
汇添富基金	11,327.26	1,496.28	13%
鹏华基金	10,263.82	1,279.91	12%
建信基金	9,814.77	182.83	2%
招商基金	9,771.83	845.31	9%
工银瑞信	9,062.30	939.96	10%
国泰基金	9,053.55	2,864.46	32%
华泰柏瑞	8,452.39	6,231.36	74%
华安基金	8,133.87	1,951.26	24%
景顺长城	8,100.75	752.89	9%
兴证全球基金	7,490.57	11.57	0%
中银基金	7,332.33	143.68	2%
平安基金	7,159.48	575.95	8%

来源: Wind, 国金证券研究所

图表28: 上市券商手续费及佣金净收入情况 (亿元)

公司名称	2025年						2025Q4 单季					
	经纪	yoy	投行	yoy	资管	yoy	经纪	yoy	投行	yoy	资管	yoy
中信证券	148	38%	63	52%	122	16%	38	7%	26	97%	35	15%
国泰海通	151	93%	47	59%	64	64%	43	28%	20	80%	21	106%



广发证券	96	44%	9	14%	77	12%	26	-2%	4	49%	20	13%
中金公司	62	45%	50	63%	16	31%	17	-3%	21	103%	5	40%
华泰证券	91	41%	31	48%	18	-57%	25	2%	12	56%	4	-60%
中信建投	80	37%	31	26%	13	0%	22	7%	13	29%	4	-6%
招商证券	89	44%	10	20%	9	22%	23	-9%	5	19%	2	2%
中国银河	88	43%	8	37%	5	7%	25	2%	4	47%	1	-9%
申万宏源	60	30%	12	25%	7	-8%	15	-20%	4	13%	2	9%
中泰证券	43	28%	5	-43%	24	14%	10	-24%	1	-56%	6	5%
方正证券	56	38%	2	-5%	2	-12%	14	-19%	0	28%	0	-41%
兴业证券	29	38%	6	-10%	2	-2%	8	-4%	2	-17%	0	-6%
东方证券	29	16%	15	29%	14	1%	5	-41%	3	-2%	4	19%
光大证券	40	33%	8	-6%	9	14%	10	-13%	3	43%	2	13%
国联民生	21	193%	9	165%	8	19%	5	68%	2	181%	3	45%
西部证券	14	44%	4	45%	2	-5%	4	-4%	1	3%	1	39%
华安证券	15	37%	2	89%	6	1%	4	-17%	0	-6%	2	64%
国海证券	12	34%	2	52%	2	2%	3	-17%	0	34%	1	34%
信达证券	11	24%	1	9%	1	-9%	3	-13%	1	311%	0	2331%
东兴证券	10	30%	5	4%	2	-29%	2	-24%	1	52%	1	-13%
中原证券	8	28%	0	-57%	0	-9%	2	-29%	0	-45%	0	-132%
西南证券	7	22%	2	88%	0	-23%	2	-27%	0	4%	0	31%
首创证券	3	24%	2	0%	4	-55%	1	-21%	0	-33%	1	-41%
华林证券	8	35%	0	6%	0	-47%	2	-21%	0	1%	0	-57%
红塔证券	3	25%	1	232%	0	-61%	1	-31%	1.13	47788%	0	-79%
合计	1,172	44%	326	38%	406	8%	311	-2%	126	56%	116	14%

来源：iFinD，国金证券研究所

3 重资本业务：两融余额提升，投资业务同比增长 33%

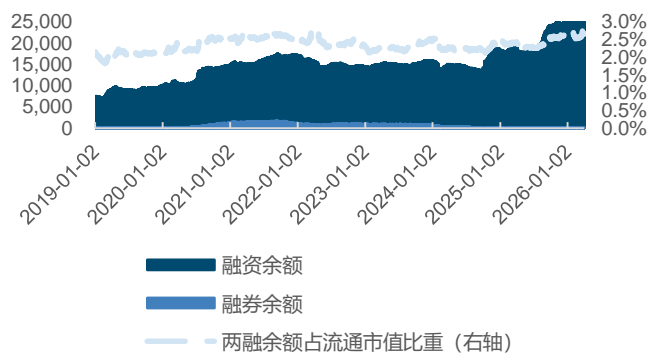
3.1 信用业务：市场风险偏好提升，信用业务收入同比提升 49%

2025 年上市券商利息净收入合计 364 亿元，同比增长 49%。收入排名前三的公司为国泰海通、中国银河、华泰证券，分别实现利息净收入 83、45、44 亿元；收入增速排名前三的公司为国联民生、国泰海通、西部证券，增速分别为+280%/+251%/+189%。信用资产规模方面，融出资金、买入返售金额资产较上年末分别+48%、+13%。

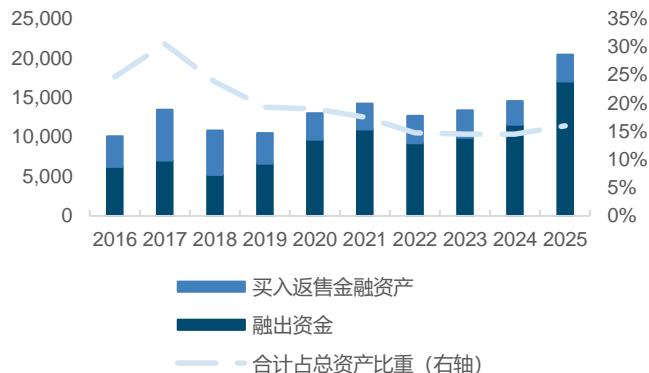
市场风险偏好提升，投资者加杠杆的需求增加。2025 年，A 股市场融资融券新开户数达到 154.2 万户，较 2024 年同比增长 52.9%。截至 2025 年末，全市场融资融券账户总数已突破 1564 万户，多家券商提高两融额度上限。2025 年两融余额创历史新高，年末两融余额为 2.54 万亿元，同比增长 36%，日均两融余额同比增长 33%至 2.08 万亿元。



图表29：沪深两市融资融券规模走势（亿元）



图表30：上市券商信用资产规模（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

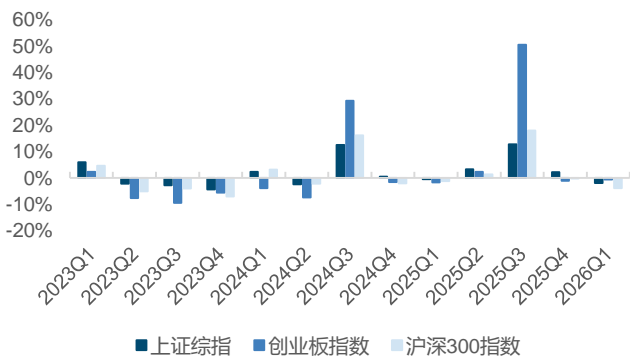
来源：iFinD，国金证券研究所

3.2 投资业务：投资收入同比增长 33%，投资端增配权益 OCI

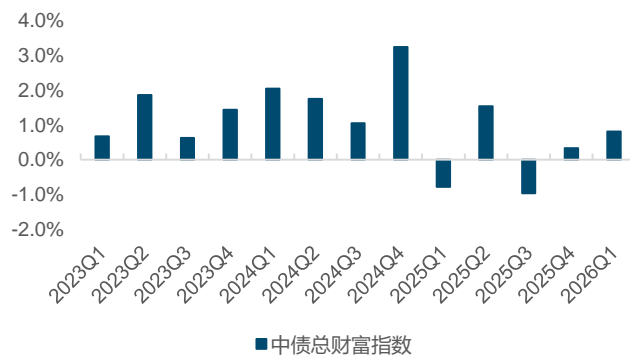
2025 年上市券商投资净收入合计 1849 亿元，同比增长 33%。收入排名前三的公司为中信证券、国泰海通、中金公司，分别实现投资净收入 386、254、142 亿元。收入增速排名前三的公司为国联民生、中原证券、国泰海通，同比增速分别为+254%/+90%/+72%。

股债市场均表现较好，2025 年上证综指上涨 18.4%，创业板指数上涨 49.6%，沪深 300 指数上涨 17.7%；中债总财富指数上涨 0.1%。

图表31：核心股指季度涨跌幅



图表32：核心债指季度涨跌幅



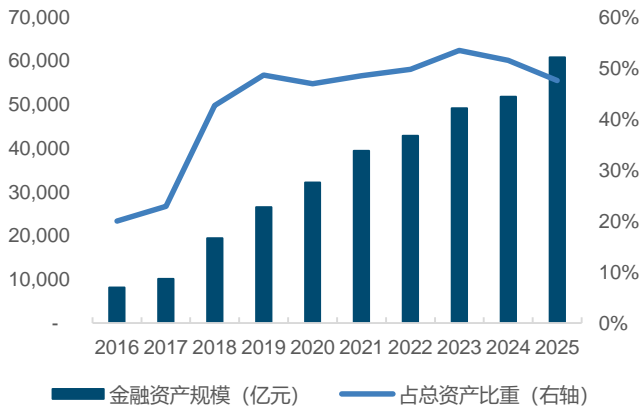
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

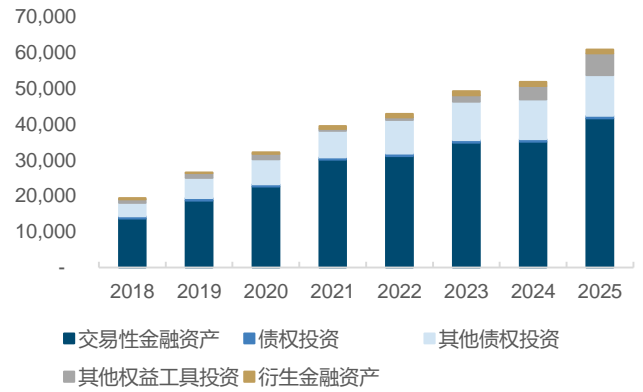
上市券商自营资产规模持续扩张，截至 2025 年末自营投资资产规模达到 60840 亿元，同比提升 17%，占总资产比重同比-4pct 至 48%。其中，交易性金融资产、债权投资、其他债权投资、其他权益工具投资、衍生金融资产规模占比分别为 68%/ 1%/ 19%/ 10%/2%，较上年末分别+19%/+3%/+2%/+61%/-7%，继续增配权益 OCI 是 2025 年投资端的显著特点。



图表33: 上市券商自营资产规模持续扩张



图表34: 交易性金融资产规模显著提升 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: iFinD, 国金证券研究所

图表35: 上市券商重资本业务收入情况 (亿元)

公司名称	25年末自 营资产规模	qoq	2025年				2025Q4 单季			
			信用收入	yoy	投资收入	yoy	信用收入	yoy	投资收入	yoy
中信证券	9979	3%	16	50%	386	46%	9	427%	70	54%
国泰海通	9218	3%	83	251%	254	72%	31	289%	50	25%
华泰证券	4946	4%	44	63%	138	-4%	11	-20%	36	47%
广发证券	4891	0%	22	-5%	124	60%	5	-45%	31	69%
中金公司	4394	3%	-10	25%	142	40%	0	91%	32	22%
申万宏源	4038	-1%	6	22%	140	33%	2	-51%	21	-30%
中国银河	3958	-5%	45	16%	131	16%	13	4%	10	-63%
招商证券	3792	-1%	19	71%	98	3%	7	46%	25	4%
中信建投	3345	-3%	11	39%	87	12%	4	25%	18	-25%
东方证券	2482	9%	12	-13%	67	41%	4	-7%	5	-32%
兴业证券	1681	5%	16	12%	37	33%	3	-37%	3	-51%
光大证券	1253	1%	24	11%	23	-6%	6	-1%	4	-53%
方正证券	1014	4%	17	28%	21	49%	5	13%	-8	-289%
国联民生	918	5%	2	280%	35	254%	1	164%	5	955%
中泰证券	788	3%	19	10%	19	44%	6	6%	0	-89%
信达证券	750	-2%	4	-12%	18	51%	1	-30%	4	29%
东兴证券	660	-1%	8	11%	21	3%	2	5%	4	-39%
西部证券	566	-3%	1	189%	24	-2%	1	140%	6	-34%
西南证券	481	16%	6	31%	13	23%	2	31%	2	-21%
华安证券	468	-9%	4	39%	21	28%	1	25%	1	-71%
红塔证券	441	13%	4	-8%	16	54%	1	-5%	4	253%
首创证券	337	-1%	-1	-51%	17	46%	0	-43%	3	24%
中原证券	203	5%	4	68%	5	90%	1	7%	1	195%
国海证券	187	-36%	6	23%	7	-32%	2	-1%	1	-70%
华林证券	48	-37%	4	13%	4	-4%	1	-4%	2	436%
合计	60840	1%	364	49%	1849	33%	118	28%	332	5%

来源: iFinD, 国金证券研究所 注: 按照金融资产规模降序排序



4 投资建议

截至4月1日，已披露业绩的上市券商归母净利润合计1741亿元，同比增长46%。26Q1市场股基成交额、两融余额同比高速增长，预计26Q1净利润延续增长态势。当前板块PB估值为1.18倍，已接近“924”前的低点1.0倍；PE为15倍，已低于“924”前的低点20倍，安全垫较厚，配置价值较高。

图表36：券商PB估值



来源：Wind，国金证券研究所

选股思路方面，建议关注：(1) 高股息率的H股券商，如东方证券、广发证券、中国银河；(2) 业绩与估值错配程度较高的券商：如国泰海通；(3) AH溢价率较高的券商。

图表37：A+H券商近期A/H市场表现对比

指数/个股	年初至今累计涨幅			PB估值及历史分位				AH溢价率
	A股	H股	H-A	A股	历史分位	H股	历史分位	
券商指数	-14%	-15%	0%	1.2	9%	0.7	36%	-
中信证券	-15%	-11%	3%	1.3	14%	1.2	43%	14%
中金公司	-7%	-12%	-5%	1.6	4%	0.8	21%	116%
国泰海通	-18%	-18%	0%	0.9	17%	0.7	54%	41%
华泰证券	-23%	-19%	4%	0.9	16%	0.7	37%	36%
中信建投	-19%	-18%	1%	2.0	10%	0.9	48%	135%
招商证券	-5%	-4%	1%	1.1	5%	0.9	64%	34%
广发证券	-16%	-17%	-1%	1.1	18%	0.8	54%	43%
中国银河	-18%	-19%	-1%	1.2	18%	0.7	52%	80%
申万宏源	-10%	-10%	0%	1.1	5%	0.6	68%	97%
东方证券	-16%	-19%	-3%	1.0	7%	0.5	41%	88%
光大证券	-12%	-14%	-2%	1.2	16%	0.5	49%	130%
国联民生	-10%	-18%	-8%	1.0	0%	0.4	7%	142%
中原证券	-6%	-16%	-10%	1.3	20%	0.5	42%	153%
平均	-12%	-14%	-2%	1.1	11%	0.6	41%	79%

来源：Wind，国金证券研究所 注：A股和港股券商指数分别采用证券II(申万)和[HK]中资券商指数。历史分位时间段为2011年至今。数据截至2026年4月1日



图表38：券商股估值及历史分位

排名	上市券商	PB↓	PB分位	排名	上市券商	PB↓	PB分位	排名	上市券商	PB↓	PB分位
1	华创云信	0.70	2.5%	18	国海证券	1.09	24.2%	35	红塔证券	1.44	6.5%
2	国投资本	0.84	8.1%	19	中泰证券	1.09	3.6%	36	中金公司	1.58	3.8%
3	国元证券	0.90	22.0%	20	西部证券	1.10	20.0%	37	华鑫股份	1.64	15.8%
4	国金证券	0.90	4.7%	21	山西证券	1.11	12.5%	38	财达证券	1.70	5.9%
5	华西证券	0.90	14.0%	22	广发证券	1.11	33.2%	39	第一创业	1.80	30.5%
6	兴业证券	0.92	9.1%	23	方正证券	1.12	0.8%	40	南京证券	1.80	27.2%
7	国泰海通	0.93	20.6%	24	招商证券	1.13	5.2%	41	中银证券	1.84	31.2%
8	东吴证券	0.93	22.8%	25	长城证券	1.15	16.1%	42	中信建投	2.03	9.0%
9	华泰证券	0.95	27.5%	26	光大证券	1.17	27.8%	43	湘财股份	2.19	45.8%
10	东北证券	0.96	30.0%	27	中国银河	1.19	20.1%	44	国盛金控	2.46	87.0%
11	东方证券	0.98	8.6%	28	华安证券	1.20	27.1%	45	信达证券	2.54	14.9%
12	财通证券	0.98	6.5%	29	国信证券	1.20	27.3%	46	太平洋	2.59	66.9%
13	国联民生	0.99	0.3%	30	浙商证券	1.22	0.2%	47	首创证券	3.24	6.3%
14	哈投股份	1.06	70.4%	31	中信证券	1.29	20.6%	48	东方财富	3.30	10.0%
15	西南证券	1.06	21.8%	32	中原证券	1.31	17.6%	49	锦龙股份	3.65	30.6%
16	申万宏源	1.06	6.9%	33	东兴证券	1.34	38.4%	50	华林证券	5.85	39.8%
17	长江证券	1.09	29.0%	34	天风证券	1.37	29.4%				

来源：iFinD，国金证券研究所 注：截至2026年4月1日

风险提示

- 1) 资本市场改革推进不及预期：政策红利释放存在时滞可能，若配套细则落地延迟或试点推进受阻，将直接影响券商业务开展；
- 2) 权益市场极端波动风险：极端波动下券商各业务线将产生共振效应，权益市场极端波动可能引起市场交投活跃度下降，经纪业务收入下滑将带动资管产品申赎压力增加，进一步加剧自营盘流动性风险；
- 3) 机构化进程不及预期：若机构投资者占比较低将导致机构定制化服务投入产出比恶化，IT系统更新迭代成本难以有效摊薄；
- 4) 宏观经济复苏不及预期：若稳增长政策力度不及预期，券商传统业务模式弊端可能。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究