

非银金融行业深度报告

市场交投持续升温，2025 年归母净利润同比+43%——证券行业 2025 年年报总结

增持（维持）

2026 年 05 月 06 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 2.05 万亿元，同比增长 70%。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。2025 年上市券商归母净利润同比+43%。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 2.05 万亿元，同比增长 70%。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+84%至 5905 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 4829 亿份。公募基金整体发行份额同比-0.1%至 11825 亿份。

■ **上市券商 2025 年归母净利润同比+43%。**50 家上市券商或券商母公司 2025 年合计实现营业收入 5937 亿元，同比增长 35%，合计实现归母净利润 2300 亿元，同比增长 43%。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 2235 亿元，同比增长 45%。所有券商均同比增长或扭亏为盈。50 家上市券商或券商母公司 2025 年平均 ROE 为 6.77%，同比增加 1.82 个百分点，7 家券商 ROE 超过 10%；平均杠杆率为 3.39 倍，较 2024 年末的 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 年上市券商或券商母公司经纪业务收入合计 1546 亿元，同比增长 46%，所有公司经纪收入全部正增长。经纪业务收入增幅低于市场日均股基交易额增速的 70%，我们认为主要是由于基金费改后分仓佣金大幅下滑。2) 2025 年投行收入同比+30%，主要受益于低基数下再融资显著回暖及港股 IPO 大增。2025 年 43 家披露投行业务收入的上市券商合计实现投行收入 400 亿元，同比增长 30%。3) 资管收入小幅增长，资产管理规模企稳。2025 年 45 家披露资管业务收入的上市券商合计实现资管收入 468 亿元，同比增长 6%。25 家披露规模及有可比数据的上市券商 2025 年资管规模合计 6.8 万亿元，同比提升 12%。4) 63 家基金公司合计实现净利润 394 亿元，同比增长 12%。在股市活跃的背景下，基金公司经营情况仍分化明显。5) 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+28%。2025 年 50 家上市券商合计实现投资净收益（含公允价值）2352 亿元，同比增长 28%，扣除华泰 2024 年 Assetmark 收益后，同比增长 33%。第四季度合计实现投资净收益 397 亿元，可比口

行业走势



相关研究

《经营显著分化，看好保险和头部优质券商》

2026-05-05

《保险行业 2026 年一季报回顾：产寿负债端均显著向好，不惧投资端短期波动》

2026-04-30

径下同比下降 12%，环比下滑 49%。6) 分红比例持续提升。2025 年共有 44 家上市券商派发现金红利，合计现金分红（含中期分红）735 亿元，同比增长 32%，平均分红比例 33%，同比增加 4 个百分点。股息率方面，截至 2026 年 4 月 30 日，上述 44 家 A 股上市券商平均股息率 1.8%。

- **行业活跃度仍处于高位，预计 2026 年行业净利润同比+15%**。年初以来市场交投活跃，截至 2026 年 4 月末，2026 年至今日均股基交易额接近 3.1 万亿元，较 2025 年同期增长 80%，4 月末两融余额 2.7 万亿元，较年初+7%。高基数下，我们预计 2026 年行业净利润将同比+15%：预计经纪业务收入同比增长 23%，投行业务同比增长 10%，资本中介业务收入增长 14%，资管业务增长 10%，自营同比持平。
- **估值较低，ROE 提升背景下有望迎来价值重估**。截止至 2026 年 4 月 30 日，中信证券 II 指数静态估值为 1.25x PB，处于上市以来的 7%分位，处于近十年的 16%分位，估值较低。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、华泰证券、国泰海通、广发证券、兴业证券、财通证券、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。

内容目录

1. 2025 年权益市场表现亮眼，交投活跃度大幅回升	5
1.1. 日均股基交易额破 3 万亿元，同比增长 70%	5
1.2. 融资余额同比增长 36%，融券余额同比增长 58%	5
1.3. IPO、再融资有所回暖，债券发行规模稳中有增	6
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. 上市券商 2025 年年报：归母净利润同比+43%，平均 ROE6.8%	9
2.1. 经纪业务：经纪收入增长 46%，预计佣金率继续下滑	12
2.2. 投行业务：低位回暖，投行收入增长 30%	13
2.3. 资管业务：收入小幅增长，资产管理规模企稳回升	16
2.4. 自营业务：投资净收益同比大增，4Q 在高基数下环比下滑	18
2.5. 分红：分红比例同比增加 4 个百分点，H 股平均股息率 4%	23
3. 投资建议：预计行业 2026 年净利润同比+15%	24
3.1. 外延并购+内生发展，打造世界一流投行	24
3.2. 券商再融资或已全面放开，大股东支持力度大	27
3.3. 高基数下，预计证券行业 2026 年净利润同比+15%	27
4. 风险提示	29

图表目录

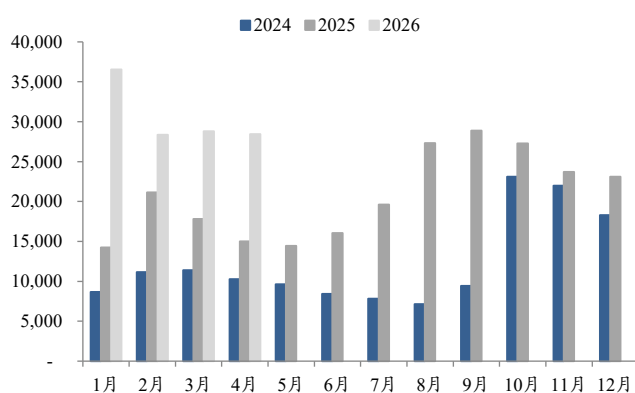
图 1:	2024-2026 年月度日均交易额 (亿元)	5
图 2:	沪市每月新增开户数 (万户)	5
图 3:	2022 年以来融资融券余额 (亿元)	6
图 4:	两融市场平均担保比例 (%)	6
图 5:	2013-2025 A 股 IPO 发行数量及规模	6
图 6:	2015-2025 年港股 IPO 发行数量及规模	6
图 7:	2015-2025 年券商再融资发行规模 (亿元)	7
图 8:	2016-2025 年券商参与债券发行规模	7
图 9:	2025 年权益市场主要指数走势	8
图 10:	2025 年中债总全价指数走势	8
图 11:	2015-2025 年公募基金发行规模	9
图 12:	2018-2025 年各类型公募基金发行规模 (亿元)	9
图 13:	国内券商营业收入集中度	24
图 14:	国内券商净利润集中度	24
图 15:	日本各类券商利润分布	25
图 16:	美国交易商盈利能力集中度	25
图 17:	中信券商 II 级指数 PB 变化情况 (截至 2026/4/30, 倍)	29
表 1:	主要股、债指数涨跌幅	8
表 2:	2025 年上市券商经营情况 (亿元)	10
表 3:	2025 年上市券商分部业务收入占比	11
表 4:	2025 年上市券商经纪业务收入 (百万元)	12
表 5:	2025 年上市券商投行收入 (百万元)	13
表 6:	2025 年 Top20 券商股债承销规模 (亿元)	14
表 7:	2025 年港股 IPO 发行排名 (Top20)	15
表 8:	2025 年上市券商资管收入及受托资管规模	16
表 9:	2025 年上市券商参控股公募基金经营数据 (百万元)	17
表 10:	2025 年上市券商投资净收益 (百万元)	19
表 11:	2025 年、2024 年上市券商母公司口径自营持仓结构 (亿元)	20
表 12:	2021-2025 年上市券商其他权益工具规模 (亿元)	21
表 13:	2025 年上市券商分红及 AH 股股息率	23
表 14:	近十年券商并购重组事件	26
表 15:	2025 年以来券商 A/H 再融资情况	27
表 16:	券商行业业绩预测	28

1. 2025 年权益市场表现亮眼，交投活跃度大幅回升

1.1. 日均股基交易额破 3 万亿元，同比增长 70%

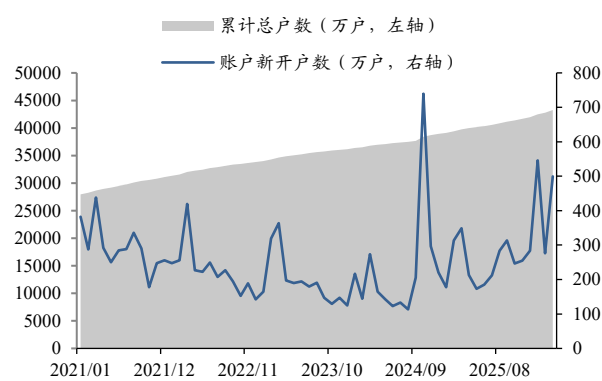
权益市场持续走强，2025 年股基交易额同比增长 70%，沪市开户数同比增长 8%。2025 年市场日均股基交易额为 20538 亿元，同比增长 70%，四季度日均股基交易额 24322 亿元，同比增长 18%，环比下降 2%。截至 2026 年 4 月 30 日，2026 年以来全市场股基成交额达到 3.06 万亿元，同比增长 80%。由于 2015 年 4 月以来放开一人一户账户限制，我们使用每月新增开户数作为潜在市场交易活跃度的指标。根据上交所统计，2025 年沪市投资者平均每月账户新开户数为 250 万户，较 2024 年的 231 万户增长 8%。

图1：2024-2026 年月度日均交易额（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：沪市每月新增开户数（万户）

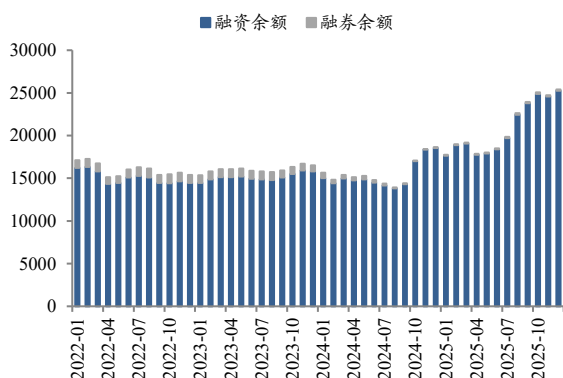


数据来源：上交所，东吴证券研究所

1.2. 融资余额同比增长 36%，融券余额同比增长 58%

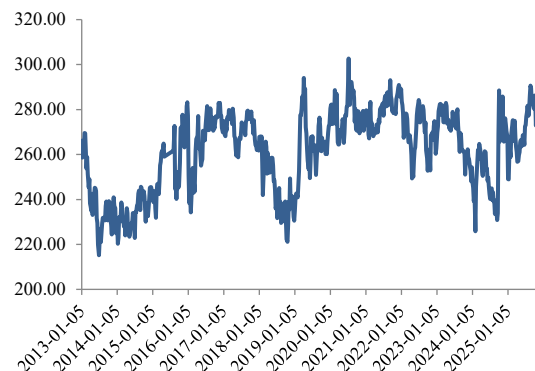
融资余额同比增长 36%。2024 年 9 月以来，伴随增量政策持续推出，市场信心得到了极大的恢复。截至 2025 年末，融资余额为 25242 亿元，同比增长 36%。2023 年 8 月以来，证监会根据市场情况和投资者关切，采取了一系列加强融券和转融券业务监管的举措，包括限制战略投资者配售股份出借，上调融券保证金比例，降低转融券市场化约定申报证券划转效率，暂停新增转融券规模等；同步要求证券公司加强对客户交易行为的管理，持续加大对利用融券交易实施不当套利等违法违规行为的监管执法力度。2024 年 7 月，证监会批准中证金融公司暂停转融券业务的申请，同时提高了融券保证金比例，进一步强化融券逆周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



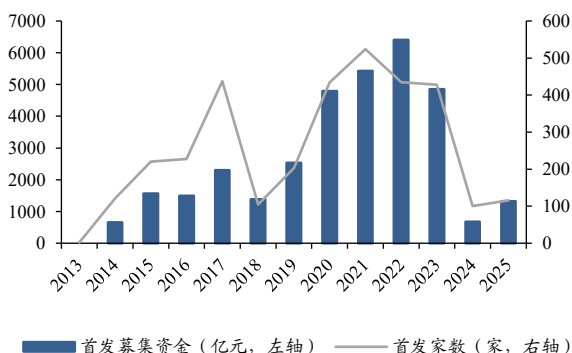
数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3. IPO、再融资有所回暖，债券发行规模稳中有增

A股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。

港股IPO发行数及规模大幅增长。2025年港股IPO市场强势复苏，募资额与上市数量均创近年新高，募资规模时隔六年重回全球首位。发行规模大增主要由大型龙头企业与A+H两地上市需求旺盛所驱动。据Wind数据，2025年港股发行IPO 117只，同比增长67%，募资规模2869亿港元，同比增长225%。截至2025年末港股IPO排队数量400余家，同比增长近3倍。

图5：2013-2025 A股IPO发行数量及规模



数据来源：Wind，东吴证券研究所

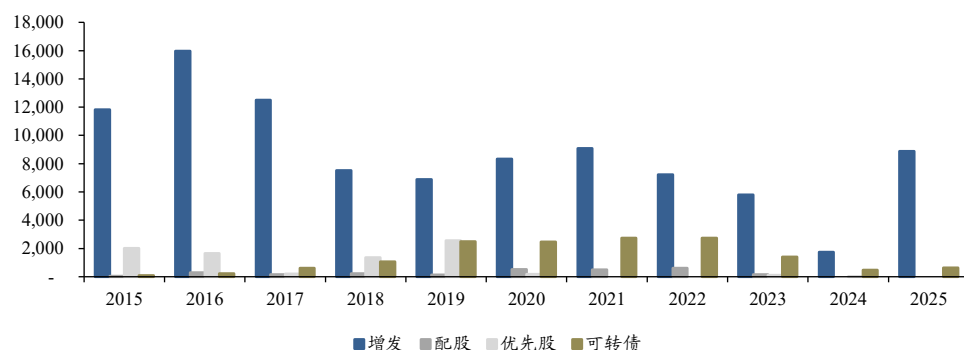
图6：2015-2025年港股IPO发行数量及规模



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。

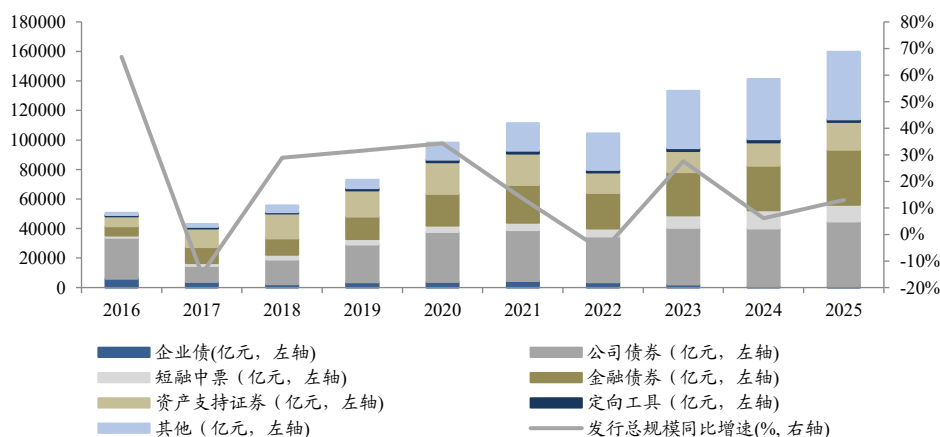
图7：2015-2025 年券商再融资发行规模（亿元）



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

1.4. 权益市场表现亮眼，债券市场表现较弱

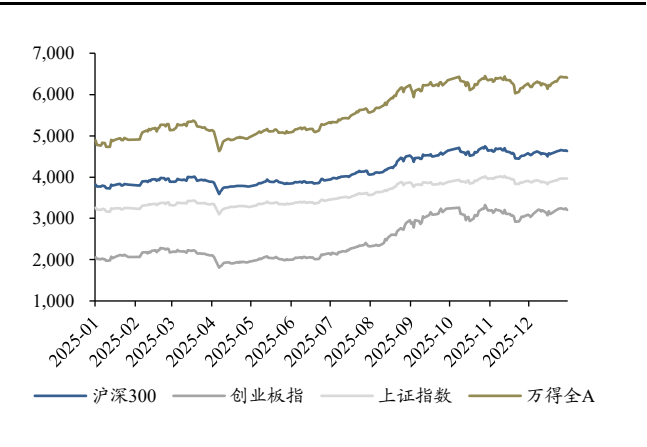
权益市场表现亮眼，债券市场表现较弱。沪深 300 指数 2025 年上涨 17.66%，2024 年上涨 14.68%；创业板指 2025 年上涨 49.57%，2024 年上涨 13.23%；上证综指 2025 年上涨 18.41%，2024 年上涨 12.67%；中债总全价指数 2025 年下跌 2.32%，2024 年上涨 5.43%；万得全 A 指数 2025 年上涨 27.65%，2024 年上涨 10.00%。2025 年第四季度各主要指数均大幅跑输 2025 年第三季度，但与 2024 年第四季度基本相当。

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%	3.89%
2025Q3	17.90%	50.40%	12.73%	-1.55%	19.46%
2025Q4	-0.23%	-1.08%	2.22%	-0.13%	0.97%

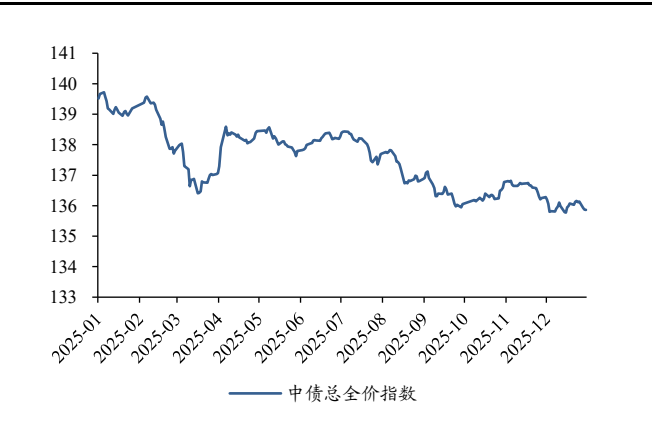
数据来源：Wind，东吴证券研究所

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



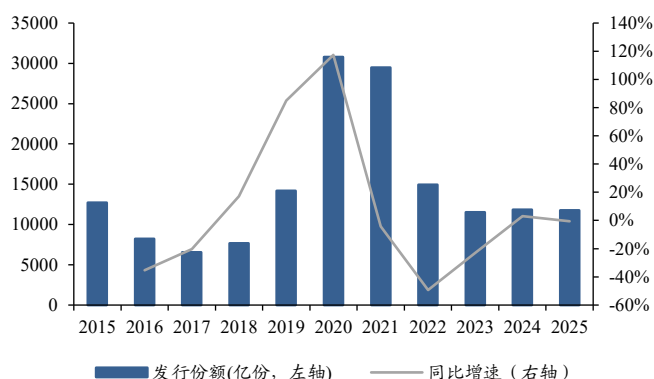
数据来源：Wind，东吴证券研究所

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 5905 亿份，同比+84%；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 4829 亿份。2025 年公募基金整体发行份额同比下滑 0.1%至 11825 亿份。从公募基金的各类别发行情况来看，2022-

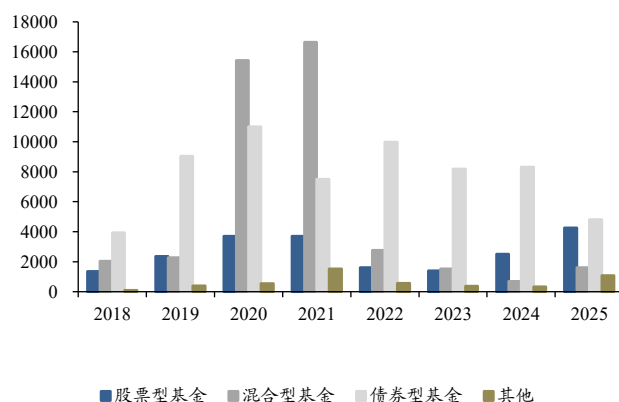
2024 年，债券型基金发行规模占比维持高位（约 70%），2025 年显著下滑至 41%。

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（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 上市券商 2025 年年报：归母净利润同比+43%，平均 ROE6.8%

50 家上市券商营业收入同比增长 35%，归母净利润同比增长 43%。50 家上市券商或券商母公司 2025 年合计实现营业收入 5937 亿元，同比增长 35%，合计实现归母净利润 2300 亿元，同比增长 43%。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 2235 亿元，同比增长 45%。2025 年营收增速方面，国联民生（同比+186%）、国泰海通（同比+87%）、长江证券（同比+60%）同比增幅较大；归母净利润方面，国联民生（同比+405%）、湘财股份（同比+325%）、华创云信（同比+195%）同比增幅较大。除第一创业（归母净利润同比-7%）、太平洋（归母净利润同比-4%）外，所有券商均同比增长或扭亏为盈。第四季度，50 家上市券商合计实现归母净利润 469 亿元，同比下降 2%，环比下滑 34%。

杠杆率小幅提升，平均 ROE 6.8%，ROE 主要靠费类及自营业务驱动。50 家上市券商 2025 年平均 ROE 为 6.77%，同比增加 1.82 个百分点。7 家券商 ROE 超过 10%，其中东方财富（14.03%）、国信证券（10.69%）、中信证券（10.59%）、中信建投（10.51%）ROE 居前。杠杆率方面，50 家上市券商 2025 年整体平均杠杆率为 3.39 倍，较 2024 年末的 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 2024 年同期，再叠加费用率下滑 7 个百分点，券商行业 ROE 显著提升。

表2：2025 年上市券商经营情况（亿元）

公司	2025 年 营业收入	同比	2025 年 归母净利润	同比	杠杆率	同比变动 (倍)	ROE (%)	同比 (pct)
中信证券	748.5	28.8%	300.8	+38.6%	4.9	+0.29	10.6%	+2.5
国泰海通	631.1	87.4%	278.1	+113.5%	4.8	-0.54	9.8%	+1.6
华泰证券	358.1	6.8%	163.8	+6.7%	4.0	+0.76	9.2%	持平
广发证券	354.9	34.3%	137.0	+42.2%	4.8	+0.84	10.2%	+2.7
中国银河	283.0	24.3%	125.2	+24.8%	4.3	+0.21	9.8%	+1.5
招商证券	249.7	19.5%	123.5	+18.9%	4.3	-0.04	9.9%	+1.1
东方财富	160.7	38.5%	120.8	+25.7%	2.7	+0.33	14.0%	+1.4
国信证券	241.4	28.2%	110.7	+34.8%	3.5	-0.01	10.7%	+2.5
中金公司	284.8	33.5%	97.9	+71.9%	5.3	+0.37	9.4%	+3.9
申万宏源	242.6	30.3%	95.1	+82.5%	5.4	-0.11	8.8%	+3.7
中信建投	233.2	22.4%	94.4	+30.7%	4.2	+0.11	10.5%	+2.3
东方证券	153.6	26.2%	56.3	+68.2%	4.1	+0.37	7.0%	+2.9
方正证券	105.0	36.1%	39.7	+79.9%	4.2	-0.10	8.0%	+3.3
光大证券	108.5	13.1%	37.2	+21.8%	3.0	-0.27	5.6%	+1.0
长江证券	105.5	59.9%	37.0	+101.4%	3.3	+0.32	10.0%	+4.9
东吴证券	90.3	27.7%	35.5	+50.1%	3.6	+0.41	8.4%	+2.5
国投资本	135.4	3.8%	32.8	+21.7%	3.7	-0.03	6.1%	+0.9
兴业证券	118.4	21.0%	28.7	+32.6%	4.2	+0.33	4.9%	+1.1
财通证券	69.2	10.1%	26.3	+12.5%	3.4	+0.15	7.1%	+0.5
国元证券	62.5	6.8%	24.3	+8.1%	3.7	-0.01	6.5%	+0.2
浙商证券	88.4	36.0%	24.1	+24.9%	4.9	+1.38	6.7%	-0.1
长城证券	52.0	29.2%	23.5	+48.9%	3.0	-0.05	7.6%	+2.2
国金证券	84.6	26.9%	22.8	+36.3%	2.9	+0.42	6.6%	+1.5
华安证券	50.7	31.1%	21.1	+41.9%	3.2	-0.37	9.1%	+2.3
东兴证券	47.1	10.3%	21.0	+36.1%	2.8	-0.27	7.1%	+1.6
国联民生	76.7	186.0%	20.1	+405.5%	3.1	-1.36	4.2%	+2.0
信达证券	40.4	22.9%	18.9	+38.7%	3.6	+0.11	8.6%	+1.4
西部证券	59.8	-10.8%	17.5	+25.0%	3.0	+0.27	6.0%	+1.0
华西证券	46.2	17.8%	14.7	+102.0%	2.7	-0.15	6.1%	+2.9
东北证券	50.7	17.8%	14.5	+66.1%	3.9	+0.54	7.4%	+2.7
中泰证券	113.9	17.6%	14.3	+53.1%	3.1	-0.33	3.3%	+1.2
红塔证券	24.3	37.8%	12.1	+58.8%	2.2	+0.02	4.9%	+1.7
南京证券	28.1	2.8%	10.8	+7.6%	3.1	+0.10	6.0%	+0.3
西南证券	32.1	25.3%	10.6	+51.9%	3.1	+0.61	4.1%	+1.4
首创证券	25.3	4.6%	10.6	+7.3%	3.2	+0.24	7.8%	+0.1
中银证券	33.9	17.4%	10.5	+15.3%	3.1	+0.47	5.7%	+0.5
山西证券	33.5	11.8%	9.2	+29.9%	3.3	-0.18	5.1%	+1.1
第一创业	36.9	4.4%	8.4	-6.9%	2.5	-0.05	5.0%	-0.8
国海证券	34.5	7.2%	7.7	+79.6%	1.9	+0.03	3.5%	+1.5
财达证券	27.0	10.7%	7.5	+8.8%	2.7	-0.10	6.2%	+0.3

华鑫股份	25.9	26.5%	6.4	+74.0%	3.7	+0.61	7.2%	+2.7
华林证券	17.0	18.3%	5.1	+43.4%	1.9	-0.03	7.3%	+1.9
湘财股份	24.2	10.4%	4.6	+325.1%	2.1	+0.16	3.9%	+2.9
中原证券	19.6	41.0%	4.6	+85.4%	2.6	+0.05	3.2%	+1.4
哈投股份	27.3	1.0%	3.5	+1.5%	2.3	-0.44	2.7%	持平
锦龙股份	9.3	40.3%	2.8	扭亏为盈	5.3	-1.54	11.2%	+14.8
国盛证券	17.9	2.3%	2.7	+63.1%	2.4	-0.19	2.4%	+0.9
太平洋	13.3	0.6%	2.1	-4.3%	1.1	-0.06	2.2%	-0.1
华创云信	31.5	-6.1%	1.8	+194.7%	2.4	-0.10	0.9%	+0.6
天风证券	28.5	5.7%	1.6	扭亏为盈	3.0	-0.69	0.6%	+0.7
合计/平均	5,937.1	35.3%	2,300.3	+42.8%	3.4	+0.05	6.8%	+1.8

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：1）以上数据按照 2025 年归母净利润降序排序。

2）国泰海通本期并表海通证券，公司 2025 年扣非归母净利润 213.9 亿元，同比增长 71.9%。

3）若剔除 24Q3 出售 AssetMark 实现的投资收益，华泰证券 2025 年归母净利润同比增长 80%。

经纪业务收入占比大幅提升，自营业务收入维持高位。2025 年经纪/投行/资管/利息/自营/其他业务收入占比为 28%/7%/8%/9%/41%/7%，2024 年为 21%/6%/9%/7%/34%/24%。经纪收入占比在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，牛市下收入占比反而下滑。

表3：2025 年上市券商分部业务收入占比

	经纪业务收入	投行收入	资管收入	利息收入	投资净收益	其他
中信证券	20%	8%	16%	2%	52%	2%
国泰海通	24%	7%	10%	13%	40%	5%
华泰证券	25%	9%	5%	12%	39%	10%
广发证券	27%	2%	22%	6%	35%	8%
中金公司	22%	18%	6%	-4%	50%	9%
中国银河	31%	3%	2%	16%	46%	2%
招商证券	36%	4%	3%	8%	39%	10%
申万宏源	25%	5%	3%	3%	58%	7%
中信建投	34%	13%	6%	5%	37%	5%
东方证券	19%	10%	9%	20%	44%	-1%
兴业证券	25%	5%	1%	13%	32%	24%
中泰证券	38%	5%	21%	16%	17%	4%
光大证券	37%	7%	8%	22%	22%	4%
方正证券	53%	2%	2%	17%	20%	7%
浙商证券	36%	9%	4%	15%	32%	5%
国联民生	27%	12%	10%	2%	45%	3%
西部证券	23%	7%	3%	2%	41%	25%
华安证券	29%	3%	11%	8%	42%	7%
东兴证券	20%	10%	4%	16%	45%	4%
信达证券	26%	3%	4%	10%	43%	13%
国海证券	34%	5%	6%	17%	19%	19%

西南证券	23%	6%	1%	17%	40%	13%
首创证券	11%	7%	16%	-6%	66%	6%
红塔证券	11%	6%	0%	16%	67%	1%
中原证券	42%	1%	1%	21%	24%	11%
华林证券	45%	1%	1%	25%	22%	7%
国信证券	36%	4%	3%	7%	46%	4%
东吴证券	27%	9%	2%	15%	42%	5%
国元证券	24%	3%	1%	5%	41%	26%
财通证券	27%	6%	19%	10%	28%	9%
长江证券	36%	4%	3%	3%	31%	24%
国金证券	35%	12%	2%	17%	24%	10%
东北证券	27%	3%	6%	5%	42%	18%
长城证券	22%	6%	1%	6%	47%	18%
南京证券	24%	6%	1%	25%	42%	1%
第一创业	15%	7%	24%	4%	37%	12%
华西证券	47%	2%	1%	23%	25%	2%
山西证券	26%	11%	7%	1%	50%	6%
中银证券	39%	5%	15%	28%	10%	2%
财达证券	37%	11%	10%	8%	31%	4%
天风证券	38%	26%	12%	-41%	56%	9%
太平洋	37%	6%	9%	20%	26%	2%
国盛证券	63%	3%	0%	24%	6%	5%
合计	28%	7%	8%	9%	41%	7%
2024 年收入结构	21%	6%	9%	7%	34%	24%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：上述统计剔除东方财富及券商母公司。

2.1. 经纪业务：经纪收入增长 46%，预计佣金率继续下滑

2025 年 45 家披露经纪业务收入的上市券商或券商母公司经纪业务收入合计 1546 亿元，同比增长 46%，增幅低于市场日均股基交易额增速的 70%，我们认为一方面是由于量化、ETF 等低费率交易占比提升，另一方面是由于基金费改后分仓佣金大幅下滑。45 家公司经纪收入全部正增长，其中国联民生（同比+193%）、华鑫股份（+96%）、国泰海通（同比+93%）增长较多。

表4：2025 年上市券商经纪业务收入（百万元）

公司名称	经纪收入	经纪收入同比	公司名称	经纪收入	经纪收入同比
国泰海通	15,138	93%	华安证券	1,480	37%
中信证券	14,753	38%	西部证券	1,361	44%
广发证券	9,597	44%	东北证券	1,357	36%
华泰证券	9,122	41%	中银证券	1,332	40%
招商证券	8,893	44%	国海证券	1,162	34%
中国银河	8,846	43%	华创云信	1,132	17%

国信证券	8,652	55%	长城证券	1,129	29%
中信建投	7,970	37%	天风证券	1,073	31%
中金公司	6,171	45%	信达证券	1,061	24%
申万宏源	5,993	30%	财达证券	1,000	33%
方正证券	5,578	38%	华鑫股份	994	96%
中泰证券	4,294	28%	东兴证券	953	30%
光大证券	3,983	33%	山西证券	857	44%
长江证券	3,770	31%	中原证券	823	28%
浙商证券	3,182	35%	华林证券	764	35%
兴业证券	2,944	38%	西南证券	749	22%
国金证券	2,918	53%	南京证券	685	34%
东方证券	2,916	16%	第一创业	558	47%
东吴证券	2,393	33%	太平洋	496	28%
华西证券	2,169	36%	锦龙股份	325	28%
国联民生	2,103	193%	首创证券	271	24%
财通证券	1,869	32%	红塔证券	262	25%
国元证券	1,484	37%	合计	154,564	46%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2. 投行业务：低位回暖，投行收入增长 30%

受一二级市场逆周期调节机制、阶段性收紧 IPO 节奏影响，2024 年以来 IPO 发行速度有所放缓，券商投行业务收入持续下滑。在低基数、再融资显著回暖及港股 IPO 大增的背景下，2025 年 43 家披露投行业务收入的上市券商合计实现投行收入 400 亿元，同比增长 30%。其中红塔证券（+232%）、国联民生（同比+165%）、华安证券（同比+89%）、西南证券（同比+88%）投行收入同比增幅较高。

表5：2025 年上市券商投行收入（百万元）

	投行收入	同比	财务顾问净收入	同比	财务顾问收入占比
中信证券	6336	52%	889	58%	14%
中金公司	5031	63%	799	-13%	16%
国泰海通	4657	59%	509	131%	11%
中信建投	3129	26%	312	24%	10%
华泰证券	3099	48%	425	69%	14%
东方证券	1502	29%	135	74%	9%
申万宏源	1213	25%	199	-11%	16%
国金证券	1046	15%	145	118%	14%
招商证券	1028	20%	101	-21%	10%
国信证券	900	-12%	118	26%	13%
国联民生	898	165%	121	94%	14%
广发证券	884	14%	80	40%	9%
中国银河	830	37%	82	89%	10%
东吴证券	797	13%	104	-14%	13%
浙商证券	785	9%	86	-33%	11%
光大证券	775	-6%	46	34%	6%

天风证券	756	17%	64	-37%	8%
兴业证券	630	-10%	77	41%	12%
中泰证券	541	-43%	99	0%	18%
东兴证券	490	4%	50	-28%	10%
财通证券	427	-18%	112	-5%	26%
西部证券	405	45%	48	15%	12%
长江证券	399	14%	84	-7%	21%
山西证券	356	3%	77	-6%	22%
长城证券	330	25%	20	-71%	6%
财达证券	297	6%	14	-29%	5%
第一创业	260	-6%	22	-25%	9%
西南证券	194	88%	72	70%	37%
国元证券	186	-8%	35	-25%	19%
首创证券	184	0%	26	-6%	14%
中银证券	176	34%	33	140%	19%
华安证券	174	89%	27	68%	15%
方正证券	167	-5%	38	-16%	23%
国海证券	163	52%	13	-13%	8%
南京证券	160	-15%	41	-20%	25%
华鑫股份	146	13%	15	-6%	10%
红塔证券	138	232%	8	-19%	6%
信达证券	138	9%	14	-36%	10%
东北证券	132	-3%	30	-30%	23%
华西证券	78	-41%	30	-2%	38%
太平洋	75	-57%	25	-10%	33%
中原证券	24	-57%	18	-34%	72%
华林证券	18	6%	17	53%	95%
合计	39955	30%	5260	18%	13%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

投行业集中度进一步提升，CR5 占比突破 70%。2025 年 TOP5 券商合计承销境内 IPO 960 亿元，同比大幅增长 166%，合计市场份额 73%，较 2024 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6：2025 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	25055.3	14%	246.5	86%	19%	2431.3	201%	22377.4	6%
中信建投	18469.6	15%	187.7	205%	14%	1018.4	491%	17263.4	9%
国泰海通	17029.7	47%	184.8	304%	14%	1333.8	835%	15511.1	36%

中金公司	14715.4	17%	177.9	396%	14%	1213.8	303%	13323.7	9%
华泰证券	14133.8	6%	162.6	90%	12%	504.5	9%	13466.6	5%
中国银河	6945.5	40%	4.3		0%	98.0	1921%	6843.2	38%
申万宏源	6261.4	45%	21.0	1010%	2%	186.4	6112%	6054.1	41%
东方证券	5830.1	53%	19.5		1%	127.8	4508%	5682.7	50%
招商证券	5344.4	21%	80.2	130%	6%	91.3	-12%	5172.9	21%
国开证券	5316.6	53%	-		0%	-	-100%	5316.6	54%
中银证券	4694.4	87%	11.6		1%	1365.7		3317.0	32%
光大证券	4171.9	-5%	7.8	-18%	1%	9.3	1753%	4154.8	-5%
平安证券	4138.6	16%	6.7		1%	28.4	14%	4103.4	16%
广发证券	3694.9	7%	13.2	64%	1%	190.2	93%	3491.6	4%
国信证券	2721.8	9%	6.0	-62%	0%	142.9	150%	2572.8	6%
中泰证券	1828.4	-17%	6.7	-79%	1%	15.2	-4%	1806.5	-16%
东吴证券	1815.7	27%	2.0	-72%	0%	48.6	459%	1765.1	25%
国投证券	1793.0	83%	7.7	-54%	1%	42.0	317%	1743.3	83%
兴业证券	1769.0	0%	14.4	53%	1%	45.3	367%	1709.3	-3%
国金证券	1526.5	20%	12.5	-42%	1%	54.1	-46%	1459.9	26%
浙商证券	1222.1	8%	19.1	1324%	1%	54.1	259%	1148.8	3%
合计	169268.7	19%	1308.4	97%		9716.9	249%	158243.5	14%
2024 年 CR5 占比	75531.7		361.3		55%	1887.9		73282.5	
2025 年 CR5 占比	89403.8		959.7		73%	6501.9		81942.2	

数据来源：Wind，东吴证券研究所 注：国泰海通 2024 年同比数据未合并海通证券

港股 IPO 火热，头部中资券商占有相当份额。2025 年港股 IPO 合计发行 117 家，募集资金 2869 亿港元，同比增长 225%。头部中资券商排名靠前，中金公司、中信里昂、中信证券香港、华泰金融位列前 4，合计市场份额达到 48%。

表7：2025 年港股 IPO 发行排名（Top20）

机构名称	募集资金(亿港元)	市场份额(%)	承销家数(家)	市场份额(%)
中國國際金融香港證券有限公司	647.74	22.55	52	4.19
中信里昂證券有限公司	246.15	8.57	50	4.03
中信證券(香港)有限公司	243.77	8.49	33	2.66
華泰金融控股(香港)有限公司	237.59	8.27	33	2.66
摩根士丹利亞洲有限公司	200.03	6.96	14	1.13
Merrill Lynch(Asia Pacific)Limited	113.91	3.97	5	0.40
高盛(亞洲)證券有限公司	109.29	3.80	9	0.73
中信建投(國際)金融控股有限公司	101.66	3.54	12	0.97
J.P. Morgan Securities (Far East) Limited	91.63	3.19	3	0.24
摩根士丹利國際股份有限公司	57.46	2.00	1	0.08
國泰君安證券(香港)有限公司	57.39	2.00	8	0.65
廣發證券(香港)經紀有限公司	54.89	1.91	22	1.77
招銀國際融資有限公司	53.26	1.85	54	4.35

UBS HONG KONG LIMITED	39.00	1.36	7	0.56
花旗環球金融亞洲有限公司	36.22	1.26	3	0.24
J.P. MORGAN SECURITIES(ASIA PACIFIC)LIMITED	35.99	1.25	4	0.32
国泰君安融资有限公司	35.66	1.24	7	0.56
中银国际亚洲有限公司	31.84	1.11	49	3.95
农银国际融资有限公司	28.86	1.00	53	4.27
建银国际金融有限公司	28.80	1.00	44	3.55

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.3. 资管业务：收入小幅增长，资产管理规模企稳回升

2025 年 45 家披露资管业务收入的上市券商合计实现资管收入 468 亿元，同比增长 6%。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，25 家披露规模及有可比数据的上市券商 2025 年资管规模合计 6.8 万亿元，同比提升 12%。

表8：2025 年上市券商资管收入及受托资管规模

	资管业务		受托资产			资管业务		受托资产	
	收入（百万元）	收入同比	管理规模（亿元）	规模同比		收入（百万元）	收入同比	管理规模（亿元）	规模同比
中信证券	12177	16%	17615	14%	华鑫股份	272	85%	-	-
广发证券	7703	12%	2109	-17%	财达证券	261	-9%	-	-
国泰海通	6393	64%	7507	28%	山西证券	233	-11%	739	30%
中泰证券	2362	14%	968	-8%	方正证券	210	-12%	414	-25%
华泰证券	1798	-57%	7085	27%	东兴证券	208	-29%	-	-
中金公司	1582	31%	5969	8%	国海证券	204	2%	-	-
东方证券	1358	1%	2868	32%	东吴证券	198	17%	-	-
中信建投	1345	0%	5245	6%	国金证券	165	53%	-	-
财通证券	1315	-15%	-	-	西部证券	159	-5%	364	2%
第一创业	902	-2%	621	16%	兴业证券	156	-2%	1272	26%
光大证券	900	14%	2733	-12%	信达证券	142	-9%	-	-
招商证券	873	22%	2611	-2%	太平洋	123	-12%	-	-
国联民生	783	19%	1960	38%	国元证券	69	-22%	265	19%
申万宏源	734	-8%	1781	-3%	华创云信	64	-38%	-	-
国信证券	627	-24%	1239	-14%	华西证券	51	-39%	630	-4%
华安证券	558	1%	-	-	长城证券	48	40%	-	-
中国银河	517	7%	907	6%	南京证券	42	-43%	-	-
中银证券	513	0%	-	-	中原证券	22	-9%	4	-93%
首创证券	403	-55%	1711	19%	西南证券	20	-23%	237	71%
天风证券	344	-17%	-	-	华林证券	11	-47%	-	-
浙商证券	342	-13%	903	-5%	红塔证券	9	-61%	-	-
东北证券	306	-16%	-	-	锦龙股份	5	-60%	-	-
长江证券	294	2%	606	-	合计	46803	6%	68362	12.2%

数据来源：Wind，东吴证券研究所 注：部分券商未披露当期或上期受托资管规模，因此数据为空

公募基金公司净利润同比小幅增长，经营情况仍分化明显。共有 63 家公募基金公司披露 2024 年与 2025 年经营情况。63 家基金公司合计实现净利润 394 亿元，同比增长 12%。在股市活跃的背景下，基金公司经营情况仍分化明显，63 家基金公司中，43 家公司净利润增长或扭亏。头部基金公司因产品结构多元，在行业降费的大背景下整体经营情况仍保持稳定。前五家公募基金中，易方达仍排名行业第一，工银瑞信、广发基金 2025 年净利润同比增速超过 30%，南方基金、华夏基金同比增速超过 10%。

表9：2025 年上市券商参控股公募基金经营数据（百万元）

公司名称	营业收入（百万元）			净利润（百万元）		
	2025 年	2024 年	同比增速	2025 年	2024 年	同比增速
易方达基金	12996	12109	7%	3806	3900	-2%
工银瑞信基金				3007	2110	43%
广发基金	8541	7260	18%	2753	2000	38%
南方基金	8767	7523	17%	2705	2352	15%
华夏基金	9626	8031	20%	2396	2158	11%
富国基金	7882	6405	23%	2205	1751	26%
兴证全球基金	3968	3279	21%	1590	1413	13%
博时基金	4992	4589	9%	1531	1528	0%
招商基金	5470	5308	3%	1438	1650	-13%
汇添富基金	5658	4828	17%	1421	1547	-8%
景顺长城基金	3879	3373	15%	1370	951	44%
华泰证券资管	2206	1747	26%	1142	882	30%
中银证券资管	3390	2888	17%	1045	906	15%
华安基金	3493	3110	12%	961	910	6%
中银基金				892	790	13%
建信基金				869	844	3%
鹏华基金	4028	3594	12%	801	751	7%
交银施罗德基金				765	879	-13%
国都证券资管	1607	1805	-11%	749	928	-19%
人保资产	1760	1660	6%	689	635	8%
银华基金	3044	2857	7%	605	558	8%
永赢基金	2375	1363	74%	602	255	136%
大成基金	2604	2116	23%	533	461	16%
兴业基金	1523	1237	23%	512	426	20%
海富通基金	1333			485		
华泰柏瑞基金	2152	2313	-7%	455	730	-38%
东证资管	1599	1435	11%	428	333	28%
国泰海通资管	2057	1709	20%	408	337	21%
万家基金	2075	1779	17%	375	327	15%
招商证券资产	948	871	9%	316	279	13%
农银汇理基金				275	248	11%
长城基金	1140	1066	7%	274	231	19%
浦银安盛基金	1215	1276	-5%	240	253	-5%
诺安基金	1076	931	15%	214	207	4%

财通基金	467	616	-24%	175	149	17%
国海富兰克林基金	540	573	-6%	148	157	-6%
长江资管	459	303	52%	146	67	119%
中泰资管	590	463	27%	144	48	202%
长信基金	795	737	8%	143	111	30%
创金合信基金	963	975	-1%	135	122	11%
中金基金	608	458	33%	134	109	23%
安信基金	661	672	-2%	131	130	0%
国联安基金	514			98	115	-15%
国联基金	472	432	9%	86	62	39%
东方基金	653	673	-3%	81	84	-5%
长盛基金	519	495	5%	74	60	24%
中万菱信基金	472	491	-4%	71	77	-8%
中信建投基金	373	365	2%	70	50	40%
兴证资管	274	165	66%	69	9	667%
山证资管	226	168	34%	69	35	99%
信达澳亚基金	616	644	-4%	66	101	-34%
西部利得基金	456	384	19%	64	51	26%
光大保德信基金	402	361	12%	57	47	23%
中邮创业基金	418	324	29%	54	-19	扭亏为盈
浙商资管	360			46		
华富基金	358	314	14%	32	31	3%
红塔红土基金	100	73	36%	22	2	1131%
方正富邦基金	275	266	4%	18	26	-30%
东兴基金	125	177	-29%	7	31	-77%
中海基金	111	125	-11%	4	4	22%
瑞达基金	16	6	161%	0	-9	亏幅收窄
南华基金	55	60	-8%	-17	-10	亏幅扩大
华西基金	11	7	60%	-19	-23	亏幅收窄
先锋基金	15			-27		
江信基金	6	11	-48%	-28	-33	亏幅收窄
苏新基金	49	10	416%	-29	-51	亏幅收窄
合计	121142	106813	13%	39379	35060	12%

数据来源：Wind，东吴证券研究所 注：计算同比增速时候，已剔除无可比数据的公司；部分公司未披露业绩数据

2.4. 自营业务：投资净收益同比大增，4Q 在高基数下环比下滑

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+28%。2025 年 50 家上市券商合计实现投资净收益（含公允价值）2352 亿元，同比增长 28%，扣除华泰 2024 年 Assetmark 收益后，同比增长 33%。第四季度合计实现投资净收益 397 亿元，可比口径下同比下降 12%，环比下滑 49%。

2025 年末披露数据的 45 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 4.9 万亿元，较年初增长 8%，规模占比 90%；权益类规模 5692 亿元，较年初增长 41%，规模占比 10%。

表10：2025 年上市券商投资净收益（百万元）

	2025 投资净收益	2024 投资净收益	同比	2025Q4 投资净收益	同比	环比
中信证券	38604	26345	47%	7002	54%	-44%
国泰海通	25404	14769	72%	5034	25%	-54%
中金公司	14201	10121	40%	3235	22%	-13%
申万宏源	14041	10565	33%	2108	-30%	-55%
华泰证券	13829	14501	-5%	3605	47%	0%
中国银河	13116	11503	14%	1035	-63%	-78%
广发证券	12378	7754	60%	3075	69%	-20%
国信证券	11201	9332	20%	1279	-65%	-69%
招商证券	9785	9527	3%	2451	4%	-24%
中信建投	8691	7728	12%	1840	-25%	-18%
东方证券	6726	4926	37%	530	-32%	-76%
东吴证券	3837	2734	40%	284	-3%	-80%
兴业证券	3731	2824	32%	302	-51%	-82%
国联民生	3458	976	254%	490	955%	-44%
国投资本	3407	2927	16%	-30	-103%	-102%
长江证券	3285	708	364%	241	-428%	-85%
浙商证券	2799	1735	61%	317	-58%	-70%
国元证券	2565	2622	-2%	305	-60%	-41%
西部证券	2433	2490	-2%	580	-34%	-2%
长城证券	2426	2138	13%	269	-42%	-36%
东方财富	2368	3364	-30%	408	-58%	-28%
光大证券	2349	2493	-6%	419	-53%	-40%
东北证券	2141	1965	9%	414	-38%	-56%
东兴证券	2122	2091	1%	416	-39%	-37%
方正证券	2115	1422	49%	-777	289%	-187%
华安证券	2107	1660	27%	127	-71%	-86%
国金证券	2062	1919	7%	429	-46%	-4%
财通证券	1965	1503	31%	480	51%	-35%
中泰证券	1934	1335	45%	30	-89%	-97%
信达证券	1757	1161	51%	379	29%	21%
山西证券	1669	1606	4%	489	5%	41%
首创证券	1668	1139	46%	312	24%	-35%
红塔证券	1623	1050	55%	385	253%	6%
天风证券	1612	2339	-31%	345	-69%	-33%
第一创业	1372	1441	-5%	116	-74%	-80%
西南证券	1277	1041	23%	206	-21%	-54%
南京证券	1177	1131	4%	141	-42%	-39%
华创云信	1176	1334	-12%	213	175%	-34%
华西证券	1167	1008	16%	208	-64%	-44%

华鑫股份	918	713	29%	122	28%	-65%
哈投股份	861	915	-6%	-11	-104%	-103%
财达证券	832	935	-11%	146	-65%	-48%
国海证券	666	995	-33%	104	-70%	-49%
湘财股份	488	448	9%	50	-1%	-84%
中原证券	474	254	86%	146	-195%	83%
华林证券	370	387	-4%	169	436%	-906%
中银证券	346	332	4%	135	30%	52%
太平洋	341	337	1%	0	-100%	-100%
锦龙股份	303	341	-11%	237	-967%	334%
国盛金控	111	416	-73%	-70	-338%	-562%
合计	235289	183301	28%	39720	-12%	-49%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表11：2025 年、2024 年上市券商母公司口径自营持仓结构(亿元)

	2025 年					2024 年				
	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	622	10%	5921	90%	6544	395	10%	3454	90%	3849
中信证券	611	10%	5392	90%	6003	368	7%	4966	93%	5334
中国银河	354	10%	3332	90%	3686	301	9%	3212	91%	3513
广发证券	435	11%	3589	89%	4024	302	10%	2842	90%	3145
华泰证券	537	16%	2889	84%	3427	254	10%	2400	90%	2654
招商证券	301	9%	2975	91%	3276	245	7%	3122	93%	3367
申万宏源	393	12%	2868	88%	3262	264	8%	3144	92%	3408
中信建投	179	7%	2439	93%	2618	181	7%	2288	93%	2468
东方证券	197	9%	1903	91%	2100	134	6%	1967	94%	2100
中金公司	241	13%	1605	87%	1846	246	13%	1648	87%	1893
光大证券	31	3%	975	97%	1006	17	1%	1132	99%	1149
兴业证券	49	4%	1143	96%	1191	32	3%	1161	97%	1193
方正证券	164	16%	888	84%	1052	145	13%	1010	87%	1155
中泰证券	39	7%	554	93%	593	25	4%	523	96%	548
东兴证券	74	13%	499	87%	573	29	5%	545	95%	575
信达证券	73	10%	639	90%	712	10	2%	598	98%	609
红塔证券	71	18%	312	82%	383	59	15%	337	85%	397
华安证券	45	10%	391	90%	435	37	7%	480	93%	517
国联民生	88	18%	403	82%	491	73	15%	399	85%	473
西南证券	32	7%	411	93%	444	17	5%	318	95%	335
国海证券	19	12%	136	88%	155	4	3%	140	97%	144
首创证券	67	20%	275	80%	342	26	10%	238	90%	264
中原证券	5	3%	192	97%	197	4	2%	187	98%	192
华鑫股份	41	31%	90	69%	131	45	26%	127	74%	172
华林证券	4	9%	36	91%	40	16	33%	33	67%	50
西部证券	41	8%	448	92%	488	5	1%	477	99%	482

浙商证券	73	15%	431	85%	504	37	8%	431	92%	468
国信证券	361	13%	2401	87%	2763	378	13%	2422	87%	2800
东吴证券	94	10%	866	90%	960	85	10%	805	90%	890
国元证券	83	10%	726	90%	809	31	4%	820	96%	851
财通证券	22	3%	652	97%	674	40	7%	561	93%	601
长江证券	17	3%	593	97%	610	27	5%	562	95%	589
国金证券	5	1%	404	99%	409	7	2%	267	98%	274
东北证券	82	20%	335	80%	418	28	9%	290	91%	319
长城证券	36	7%	496	93%	532	49	8%	535	92%	584
南京证券	40	9%	410	91%	450	10	3%	347	97%	357
第一创业	57	22%	199	78%	256	44	17%	208	83%	252
华西证券	7	3%	272	97%	279	21	7%	267	93%	288
山西证券	18	6%	259	94%	277	8	3%	285	97%	293
中银证券	19	8%	217	92%	237	7	4%	161	96%	168
财达证券	13	7%	182	93%	196	11	5%	208	95%	220
华创云信	6	3%	197	97%	203	2	1%	209	99%	211
天风证券	36	11%	283	89%	320	17	5%	327	95%	345
太平洋	1	3%	45	97%	46	2	5%	40	95%	42
锦龙股份	4	9%	39	91%	43	4	7%	51	93%	56
合计	5692	10%	49407	90%	55099	4043	8%	45547	92%	49591

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。

券商普遍增配 OCI 权益。随着高质量扩表成为权益自营的新主题，近年来券商普遍通过 FVOCI 账户增配包括高股息股票和永续债等红利类资产。截至 2025 年，50 家上市券商合计其他权益工具规模 7243 亿元，同比增长 59%，较 2021 年末增长 9 倍。大型券商中，华泰证券大幅增配，其他权益工具规模由 2024 年的 1 亿元增至 2025 年的 146 亿元。

表12： 2021-2025 年上市券商其他权益工具规模（亿元）

	2021	2022	2023	2024	2025
中信证券	1.65	1.63	95.14	906.68	1,237.36
申万宏源	26.24	20.30	705.94	694.86	879.56
国泰海通	24.80	23.31	18.76	220.21	655.49
中国银河	346.85	383.95	451.73	556.87	615.37
中信建投	0.98	0.90	0.67	148.22	522.23
国信证券	71.86	104.30	153.12	328.07	354.45
招商证券	14.09	16.28	176.97	389.80	354.26
东方证券	41.38	37.22	62.98	196.35	325.68
广发证券	8.73	7.28	56.97	223.18	305.10
兴业证券	-	15.51	23.40	66.52	223.63
华泰证券	1.63	2.42	1.25	1.26	146.13

国联民生	25.79	29.26	36.00	52.01	128.93
东吴证券	23.53	35.93	18.45	63.96	122.65
中金公司	-	-	-	78.64	120.15
东兴证券	2.38	31.15	46.03	65.13	103.48
中泰证券	32.50	28.33	18.69	28.85	91.00
信达证券	-	0.65	3.36	21.79	88.77
红塔证券	0.44	0.41	28.47	54.50	79.01
国元证券	-	-	-	25.94	71.55
第一创业	0.70	0.55	26.10	41.10	69.31
方正证券	-	4.09	11.89	36.30	67.81
浙商证券	-	-	0.03	17.12	65.87
国投资本	2.61	11.21	5.40	34.20	63.52
东北证券	0.10	0.10	0.11	0.09	62.21
首创证券	-	-	0.01	23.34	61.94
东方财富	-	-	44.61	98.77	54.25
长城证券	1.92	0.30	12.88	33.14	50.49
光大证券	5.60	24.85	8.75	9.92	46.42
西部证券	1.21	0.66	0.24	0.19	40.45
华鑫股份	0.99	0.59	10.04	36.26	40.13
南京证券	1.61	1.40	1.30	6.84	33.41
财通证券	1.33	1.36	1.38	11.71	32.42
西南证券	8.88	10.60	6.89	9.71	25.70
天风证券	24.85	10.32	15.69	11.90	25.67
华安证券	0.46	9.73	11.02	26.65	21.20
哈投股份	19.95	16.52	20.09	20.93	20.76
中银证券	0.45	0.45	0.46	3.98	13.17
国金证券	1.76	1.67	1.85	3.18	6.35
山西证券	2.48	2.43	2.35	2.14	5.88
国盛金控	1.00	1.04	1.01	2.25	3.79
华西证券	0.44	0.44	0.46	2.87	2.41
华创云信	1.36	1.63	1.55	1.50	1.56
财达证券	0.80	0.83	0.84	1.29	1.20
国海证券	0.75	0.75	0.75	0.72	0.71
太平洋	0.69	0.62	0.60	0.60	0.64
长江证券	0.61	0.60	0.62	0.63	0.60
湘财股份	0.32	0.32	0.32	0.25	0.25
锦龙股份	0.10	0.15	0.23	0.13	0.12
中原证券	-	-	0.01	0.01	0.01
华林证券	-	3.78	4.39	4.09	-
合计	703.80	845.84	2,089.83	4,564.65	7,243.06
合计同比		20%	147%	118%	59%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.5. 分红：分红比例同比增加 4 个百分点，H 股平均股息率 4%

响应监管号召，券商持续提升分红比例，现金分红同比增长 33%，分红比例同比增加 2 个百分点。自 2023 年证监会修订发布《上市公司监管指引第 3 号——上市公司现金分红》以及 2024 年 4 月发布新“国九条”，对上市公司分红提出了明确要求以来，券商积极制定并践行“提质增效重回报”相关行动方案，通过提升分红水平、加强市值管理、优化投资者关系管理等措施增强投资者获得感。2025 年共有 44 家上市券商派发现金红利，合计现金分红（含中期分红）735 亿元，同比增长 32%，平均分红比例 33%，同比增加 4 个百分点。

股息率方面，截至 2026 年 4 月 30 日，上述 44 家 A 股上市券商平均股息率 1.8%，其中东吴证券（4.5%）、国信证券（4.2%）、长江证券（3.8%）股息率较高；11 家 H 股上市券商平均股息率 3.8%，其中东方证券（5.8%）、招商证券（4.6%）、中国银河（4.7%）股息率最高。

表13：2025 年上市券商分红及 AH 股股息率

	2025 现金分红 总额（百万元）	同比	2025 年分红 比例	分红比例同比 （pct）	A 股股息率	H 股股息率
东吴证券	1,779	15%	52%	6	4.5%	
国信证券	4,609	37%	45%	17	4.2%	
长江证券	1,659	100%	74%	49	3.8%	
招商证券	4,940	19%	46%	11	3.6%	4.6%
东方证券	2,699	83%	48%	19	3.4%	5.8%
国泰海通	8,757	40%	29%	-14	3.1%	4.2%
东北证券	585	108%	38%	6	2.9%	
华安证券	790	69%	37%	14	2.9%	
华泰证券	4,965	6%	31%	1	2.9%	3.8%
广发证券	4,673	23%	35%	4	2.8%	3.8%
红塔证券	987	39%	59%	20	2.8%	
中国银河	3,827	25%	33%	12	2.7%	4.7%
中信证券	10,374	35%	36%	0	2.6%	2.8%
兴业证券	1,295	15%	51%	10	2.5%	
国元证券	785	13%	42%	21	2.4%	
华西证券	549	146%	35%	10	2.4%	
申万宏源	2,754	75%	31%	7	2.3%	4.4%
国投资本	987	22%	30%	0	2.3%	
山西证券	467	30%	52%	3	2.3%	
西南证券	638	13%	64%	-9	2.3%	
长城证券	791	51%	31%	5	2.2%	
方正证券	1,194	35%	32%	7	2.0%	
光大证券	1,307	42%	39%	13	1.9%	3.9%
南京证券	536	14%	50%	-	1.8%	
浙商证券	771	13%	33%	3	1.7%	
财达证券	357	10%	48%	1	1.7%	

西部证券	536	20%	29%	-2	1.7%	
中信建投	2,637	33%	27%	1	1.5%	
财通证券	506	-31%	20%	-10	1.3%	
华鑫股份	191	73%	22%	8	1.3%	
东兴证券	537	15%	22%	-4	1.3%	
第一创业	345	11%	27%	8	1.1%	
国海证券	268	17%	37%	-14	1.1%	
首创证券	459	12%	43%	12	1.0%	
中金公司	1,545	78%	17%	4	0.9%	1.8%
国金证券	295	-33%	13%	-11	0.9%	
哈投股份	106	2%	50%	27	0.8%	
中泰证券	396	62%	29%	9	0.8%	
中原证券	139	30%	32%	-9	0.7%	
国联民生	341	7%	12%	-14	0.6%	1.5%
信达证券	282	36%	13%	2	0.5%	
东方财富	1,580	67%	13%	4	0.5%	
华林证券	154	43%	22%	-11	0.4%	
中银证券	105	8%	10%	-1	0.3%	
合计	73,496	32%	33%	4	1.8%	3.8%

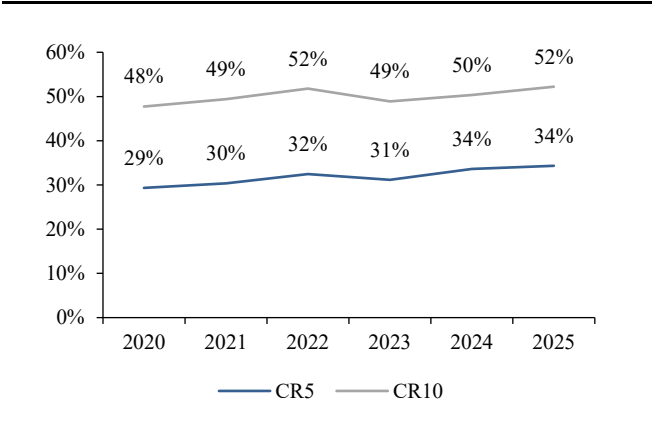
数据来源：Wind，东吴证券研究所 注：湘财股份 2024、2025 年均无现金分红
注：计算股息率时使用的收盘价以及汇率选自 2026 年 4 月 30 日，汇率为 1 港元=0.8718 元人民币。

3. 投资建议：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

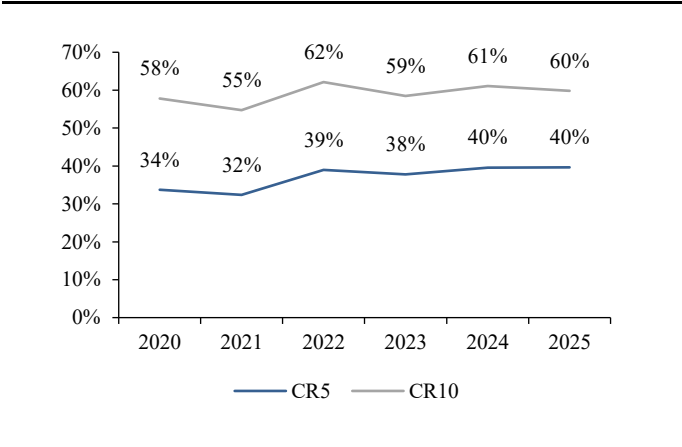
对比全球主要市场，国内证券行业集中度亦较高。2014-2024 年，日本券商中，以野村证券、大和证券和日兴证券为首的主要证券公司利润占比在 50%左右；美国投行中，前十位交易商营业收入占比也超过 50%。2020-2025 国内券商 CR5 及 CR10 营业收入占比分别在 30%和 50%左右，CR5 及 CR10 净利润占比分别为 40%和 60%左右。

图13：国内券商营业收入集中度



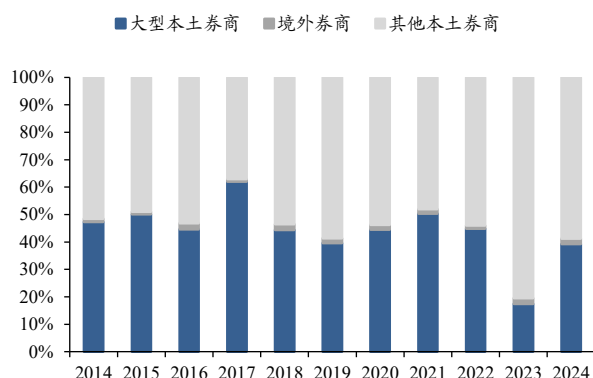
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图14：国内券商净利润集中度



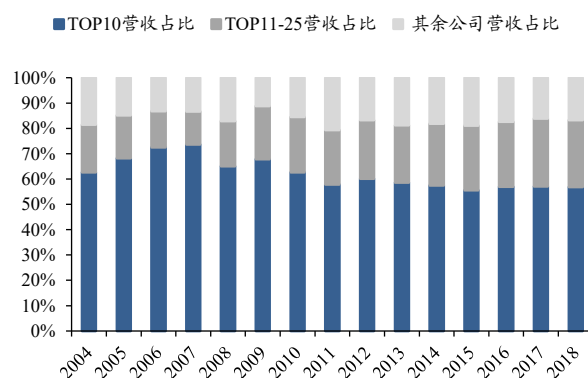
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图15: 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16: 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。

监管鼓励券商并购重组，打造“航母级”券商，有望推动行业供给侧改革。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。

表14：近十年券商并购重组事件

公告时间	合并方	被合并方	原因	效果
2015年1月	申银万国	宏源证券	中央汇金主导合并，目标解决一参一控问题，打造一流券商	合并后内部协同不及预期，营业收入和归母净利润跑输行业，ROE回落至合并前。
2019年6月	天风证券	恒泰证券	主动收购，实现业务转型及全产业、全网点布局	当前天风证券已终止并表计划
2019年7月	中金公司	中投证券	为排除“一参一控”问题实现上市进行的收购	公司整体规模显著扩大，经纪业务短板得到补齐，主要指标跃升至行业第一梯队。
2020年1月	中信证券	广州证券	主动收购，扩张经纪业务版图	快速提升中信证券在广东省的营业网点数量、客户渠道，提升公司在广东省的市场份额
2023年3月	国联证券	民生证券	主动收购，获取投行业务资源，扩张经纪业务	研究所、投行业务等排名大幅提升
2023年12月	浙商证券	国都证券	主动收购，扩大业务规模	浙商净资产排名有所提升
2024年6月	西部证券	国融证券	主动收购，扩大业务规模	行业地位有所巩固，但净利润排名提升有限
2024年8月	国信证券	万和证券	主动并购，同属深圳国资体系，统筹客户资源，挖掘更多业务机会	已完成过户，整合效益尚在释放中
2024年9月	国泰君安	海通证券	主动并购，由上海国资委主导，旨在打造国际一流投行	初步完成整合，各项经营指标大幅提升
2025年11月	中金公司	信达证券、东兴证券	中央汇金主导合并，目标解决一参一控问题，打造一流券商	尚在审批过程中
2026年3月	东吴证券	东海证券	主动并购，同属江苏省本土券商，扩大业务规模	尚在审批过程中
2026年4月	东方证券	上海证券	上海国资主导的主动并购，旨在优化区域金融国资布局	尚在筹划阶段

数据来源：Wind，东吴证券研究所

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%，占从业人员比从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。

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. 券商再融资或已全面放开，大股东支持力度大

2025 年以来券商再融资频发，截至 2026 年 4 月 1 日，A 股已有包括 5 家公司已完成或正在进行增发，包括：①天风证券，于 2025 年 6 月完成 40 亿元定增，控股股东宏泰集团全额认购；②中泰证券，于 2025 年 12 月完成 59.19 亿元定增，其中控股股东枣庄矿业认购 21.65 亿元；③南京证券，于 2025 年 12 月完成 50 亿元定增，大股东紫金集团认购 5 亿元；④东吴证券拟定增 60 亿元，仍在审批中；⑤西南证券拟定增 60 亿元，大股东及其一致行动人认购规模占拟发行规模的 42%，仍在审批中。H 股已有广发证券（发行配股+可转债合计 60 亿港元）、华泰证券（发行可转债 100 亿港元）已完成发行。

自 2023 年 11 月证监会收紧再融资发行以来，2024 年券商行业仅有国联民生、国泰海通两家券商发行再融资，且均为并购重组配套资金。2025 年以后券商再融资家数显著增加，行业再融资或以全面放开。此外从认购情况来看，大股东认购比例均较大，体现了大股东对证券公司发展前景的看好。

表15：2025 年以来券商 A/H 再融资情况

时间	公司名	增发规模	控股股东认购情况	用途
2025 年 6 月	天风证券 A	定增 40 亿元	宏泰集团全额认购	财富管理、投资交易、偿债等
2025 年 12 月	中泰证券 A	定增 59.29 亿元	枣矿集团认购 21.65 亿元	信息技术、另类投资、做市、财富观伦理等
2025 年 12 月	南京证券 A	定增 50 亿元	紫金集团认购 5 亿元	补充资本金、发展主业
2025 年 7 月	东吴证券 A	拟定增 60 亿元	尚在审批中，国发集团拟认购 15 亿元，苏州营财拟认购 5 亿元	子公司增资、财富管理、债券投资、做市、信息技术及合规风控等
2026 年 1 月	广发证券 H	配股 39.75 亿港元、可转债 21.5 亿港元	已完成	向境外子公司增资
2026 年 2 月	华泰证券 H	可转债 100 亿港元	已完成	支持境外业务发展、补充其他运营资金
2026 年 2 月	西南证券 A	拟定增 60 亿元	预案阶段，渝富控股拟认购 15 亿元，重庆水务拟认购 10 亿元	财富管理、投行业务、资管业务、证券投资、增加子公司投入、信息技术与合规风控建设、偿还债务及补充其他营运资金

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

3.3. 高基数下，预计证券行业 2026 年净利润同比+15%

预计 2026 年证券行业净利润同比+15%。年初以来市场交投活跃，截至 2026 年 4 月末，2026 年至今日均股基交易额接近 3.1 万亿元，较 2025 年同期增长 80%，4 月末两融余额 2.7 万亿元，较年初+7%。基于中性假设，我们预计 2026 年行业净利润将同比+15%：预计经纪业务收入同比增长 23%，投行业务同比增长 10%，资本中介业务收入增长 14%，资管业务增长 10%，自营同比持平。

表16: 券商行业业绩预测

(亿元)		2024	2025E	2026E 悲观	2026E 中性	2026E 乐观
经纪业务	日均股基交易额	10800	20538	20000	26000	30000
	增速	12%	151%	-3%	27%	46%
	佣金率	0.019%	0.018%	0.017%	0.018%	0.018%
	增速	-17%	-6%	-8%	-2%	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	1953	1767	2400	2810
	增速	17%	70%	-10%	23%	44%
投行业务	股权融资规模	4000	10826	9900	12800	14000
	IPO	700	1318	900	1800	2000
	再融资	3300	9509	9000	11000	12000
	股权融资收入	36	80	59	107	118
	IPO	32	66	45	90	100
	再融资	5	14	14	17	18
	债权融资规模	120600	158766	118350	145400	165500
	企业债	600	242	350	400	500
	公司债	40000	44565	38000	45000	45000
	其他	80000	113959	80000	100000	120000
	债券融资收入	276	314	262	312	321
	并购收入	54	107	128	133	139
	股债承销收入	350	501	449	552	578
	增速	-35%	43%	-10%	10%	15%
资本中介业务	日均融资融券余额	16,000	20,793	19,000	26,000	26,000
	资本中介收入	488	544	510	623	630
	增速	-8%	12%	-6%	14%	16%
资管业务	资管收入	239	259	259	284	297
	增速	7%	8%	0%	10%	15%
自营业务	自营收入	1741	2959	2367	2959	3551
	增速	43%	70%	-20%	0%	20%
其他		542	400	400	400	400
营业收入		4512	6617	5752	7219	8267
净利润		1673	2453	2132	2815	3307
增速		18%	47%	-13%	15%	35%

数据来源: 中国证券业协会, Wind, 东吴证券研究所

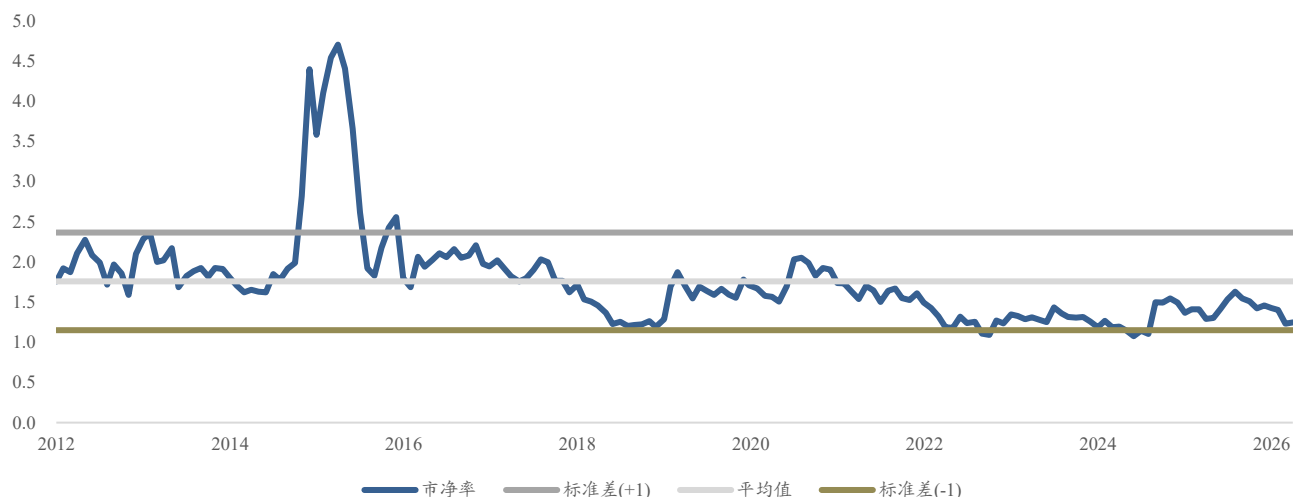
注: 日均股基交易额、股权融资规模、债权融资规模、日均融资融券余额为实际值, 其余数据系自行预测。

当前我国券商估值处于较低的水平。截止至 2026 年 4 月 30 日, 中信证券 II 指数静态估值为 1.25x PB, 处于上市以来的 7%分位, 处于近十年的 16%分位, 估值较低。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、华泰证券、国泰海通、广发证券、兴业证券、财通证券、东方财富、指南针、湘财股份等。

图17：中信券商 II 级指数 PB 变化情况（截至 2026/4/30，倍）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

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>