

## 证券II行业深度报告

# β属性减弱的背景下，寻找券商股的α ——再论券商股的β属性为什么消失了 增持（维持）

2026年05月12日

证券分析师 孙婷

执业证书：S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

证券分析师 何婷

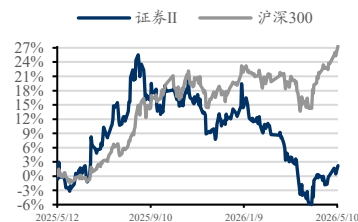
执业证书：S0600524120009

heting@dwzq.com.cn

### 投资要点

- **业绩高增长预期下，为何券商股弹性反而降低？** 券商股通常呈现高β特性，但本轮牛市显著减弱，业绩与估值明显背离。2025年以来，市场活跃度维持在较高水平，2025年及2026Q1上市券商归母净利润分别同比增长43%及38%，我们预计2026年券商净利润在高基数下仍有15%的增速。然而在业绩高增及ROE创2022年以来新高的背景下，2025Q4以来，券商股的β属性却显著降低，行业平均估值下行至1.25xPB左右。
- **对比A股券商的估值背离，港股券商的PB-ROE仍有效。** 25Q4以来，除国联民生-H外，估值都有不同程度的提升。我们认为，主要是由于港股机构投资者比例更高，更关注公司业绩的稳定性和持续性，在ROE持续提升的预期下，H股估值有所修复。而A股市场以散户为主的，风格更偏向事件驱动，因此更注重弹性，在券商股价及业绩弹性趋弱的背景下，炒作意愿偏弱。此外从AH两地估值来看，资产质量更优以及更高股票流动性的个股，AH价差更小。中信AH溢价率在10%左右，华泰、国泰海通、招商、广发AH溢价率在35%左右，其余券商在80%以上。
- **我们认为券商股β降低及估值与业绩的背离可能源于四方面的原因：**
  - ① **重资本的经营模式下，现有业务结构使得资本使用效率并不高。** 两融和股票质押均为资本消耗性业务，利差持续缩窄，显著拉低券商的ROE水平，2012年以后ROE中枢下降至10%以下水平。2020年后，持续降费背景下，券商财富管理、资产管理等传统业务转型，券商业绩与市场表现的直接关联度进一步降低，使得券商行业β属性进一步减弱。
  - ② **券商股杠杆率仅4倍，远低于其他国内金融机构与海外投行（基本在10倍以上），因此ROE中枢也更低。** 本轮牛市，券商ROE虽有提升但不显著，2025年券商行业平均ROE为6.8%，而高盛及摩根士丹利ROE分别达到14%及16%，银行及保险ROE也高于券商。
  - ③ **自营方向性头寸降低，导致业绩弹性降低。** 在权益市场持续走低的背景下，券商通过减少方向性头寸，增加其他权益工具中的高股息资产以平滑业绩波动；同时随着长达数年的债牛走向尾声，券商增配永续债、固收+等资产，进一步降低了报表的波动性；客需类业务也起到了一定平滑报表的作用。
  - ④ **监管环境上，股权衍生品等限制仍较多，境内IPO仍主要集中在头部，能拉高ROE的增量业务较少。**
- **β属性减弱的背景下，寻找券商的α。** 过去由于券商业绩与二级市场高度相关，在市场的认知中多有“强β”和“牛市旗手”的印象，但随着行业业务结构的调整，与市场联动减弱导致了β属性持续衰弱。如何在β属性减弱的背景下，寻找券商的α？我们认为本质是提升ROE中枢，券商行业需要从外延和内生两方面去完成：外延发展包括通过并购重组，实现供给侧改革；内生发展包括发展投顾等财富管理业务、加深国际业务的布局、加强“直投+投行+投研”的三投联动机制。
- **投资建议：**当前我国券商估值处于极低的水平，大型券商更容易产生α。同时券商持续提升分红水平，H股券商股息率具有一定吸引力。
- **风险提示：**1) 宏观经济不及预期；2) 政策趋紧抑制行业创新；3) 市场竞争加剧风险。

### 行业走势



### 相关研究

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

2025-11-03

《资本市场持续回暖，上半年扣非净利润同比+51%，上调全年盈利预测——证券行业2025年中报总结》

2025-09-01

## 内容目录

1. 券商股 $\beta$ 属性显著减弱，估值走势与 ROE 背离 .....	4
2. ROE 偏低是制约券商估值提升的核心因素 .....	5
2.1. 重资本模式下，ROE 中枢走低 .....	6
2.2. 对比其他金融同业与海外投行，国内券商杠杆率及 ROE 均较低 .....	8
2.3. 方向性自营头寸降低，业绩弹性降低 .....	9
2.4. 现有净资本管理体系下，衍生品等业务增长仍受限 .....	14
3. 券商如何完成从 $\beta$ 到 $\alpha$ 的转变 .....	15
3.1. 并购重组加速行业供给侧改革 .....	15
3.2. 乘居民存款搬家之际，财富管理迎来发展东风 .....	17
3.2.1. 投顾队伍持续扩容，从代销金融产品到买方投顾 .....	17
3.2.2. 强化 ETF 财富管理布局 .....	18
3.3. 加强“直投+投行+投研”的三投联动机制 .....	20
4. 投资建议 .....	22
5. 风险提示 .....	24

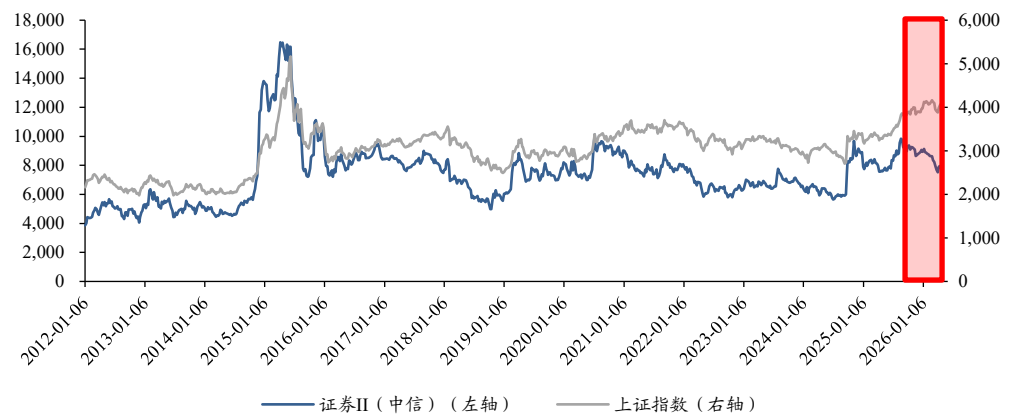
## 图表目录

图 1:	2012 年以来券商股与上证指数走势对比.....	4
图 2:	A+H 上市券商 A 股 PB-ROE 关系 .....	5
图 3:	A+H 上市券商 H 股 PB-ROE 关系 .....	5
图 4:	2008-2011 年我国券商业务结构 .....	6
图 5:	2008-2011 年我国券商 ROE 与 PB 关系 .....	6
图 6:	2012-2025 年我国券商业务结构 .....	7
图 7:	2012-2025 年我国券商 ROE 与 PB 关系 .....	7
图 8:	2008-2025 我国证券行业佣金率与经纪业务占比 .....	7
图 9:	2008-2025 我国股权投行发行规模及平均费率 .....	7
图 10:	美国投行与中国主要券商杠杆率对比.....	8
图 11:	美国投行与中国主要券商 ROE 对比.....	8
图 12:	国内银行业 ROE 和杠杆率.....	9
图 13:	国内保险公司 ROE 和杠杆率.....	9
图 14:	2009-2025 证券行业自营收入占比 .....	9
图 15:	证券行业投资净收益增速与沪深 300 收益率.....	10
图 16:	证券行业自营增速与中债总全价指数收益率.....	10
图 17:	前十大券商自营收入增速与沪深 300 收益率.....	10
图 18:	前十券商自营增速与中债总全价指数收益率.....	10
图 19:	上市券商金融投资资产结构（合并口径）.....	12
图 20:	上市券商交易性-股及其他权益工具规模及增速 .....	12
图 21:	国内券商营业收入集中度.....	16
图 22:	国内券商净利润集中度.....	16
图 23:	21 世纪以来美国 ETF 规模增速远超共同基金（万亿美元） .....	19
图 24:	2024Q3 以来被动基金持有 A 股市值已超过主动基金 .....	19
图 25:	券商“三投联动”业务模式 .....	20
表 1:	2012 年以来券商股相对上证指数的 $\beta$ 系数 .....	4
表 2:	证券公司风险控制指标计算标准规定主要变化.....	14
表 3:	近十年券商并购重组事件.....	16
表 4:	基金投顾牌照机构名单.....	18
表 5:	直投业务两大经营主体对比.....	21
表 6:	头部券商私募股权业务情况.....	22
表 7:	2025 年上市券商分红及 AH 股股息率 .....	23

## 1. 券商股 $\beta$ 属性显著减弱，估值走势与 ROE 背离

券商股一直以来呈现高  $\beta$  特性，但本轮牛市显著减弱。券商作为资本市场最重要的中介机构之一，经营业绩与市场表现具有极大的相关性，因此券商股股价一直呈现出强  $\beta$  属性。我们测算了 2012 年创新大会以来，证券 II（中信）指数涨跌幅相对上证指数（000001.SH）涨跌幅的  $\beta$  系数，我们发现  $\beta$  系数均大于 1，R2 中枢在 0.6，因此券商股相对市场一直被认为具有较高弹性。随着券商业务的稳健转型，2020 年以来，券商业绩与市场收益相关性逐渐减弱，2021-2024 年连续四年 R2 低于 0.7。尽管在本轮牛市启动期间券商股仍呈现较高的弹性，2024 年 9 月 24 日至 2025 年前三季度， $\beta$  系数为 1.48，R2 为 0.69，但 2025 年四季度以来， $\beta$  系数已显著下降至 1.1，R2 下降至 0.57。

图1：2012 年以来券商股与上证指数走势对比



数据来源：东吴证券研究所 注：数据截至 2026 年 4 月 30 日

表1：2012 年以来券商股相对上证指数的  $\beta$  系数

年份	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2025Q4 以来
$\beta$	1.75	1.80	1.66	1.27	1.43	1.27	1.29	1.70	1.52	1.10	1.12	1.47	1.34	1.50	1.11
R <sup>2</sup>	0.74	0.73	0.52	0.68	0.84	0.41	0.70	0.75	0.78	0.43	0.63	0.57	0.64	0.69	0.57

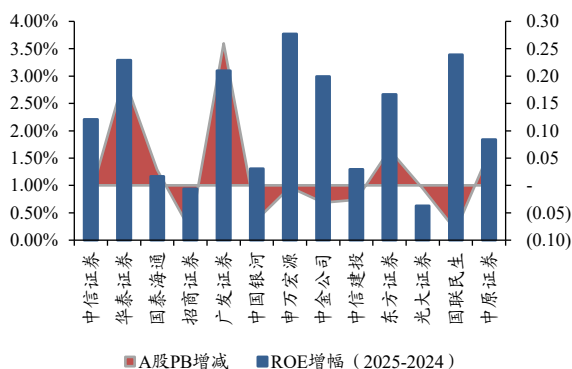
数据来源：Wind，东吴证券研究所 注：截至 2026 年 4 月 30 日

业绩高增长预期下，为何券商股弹性反而降低？50 家上市券商 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%；平均 ROE 为 6.77%，同比增加 1.82 个百分点，其中 7 家券商 ROE 超过 10%。2026 年以来市场活跃度维持在高水平，2026 年一季度，市场日均股基交易额达 3.12 万亿元，同比增长 79%，截至 2026 年一季度末，市场两融余额 2.6 万亿元，同比增长 36%，较年

初增长 3%。基于市场交投活跃，我们预计 2026 年券商净利润在较高基数下仍有 15% 的增速。然而在业绩高增长及 ROE 创 2022 年以来新高的背景下，2025 年四季度以来，券商股的  $\beta$  属性却在显著降低，行业平均估值也下行至 1.25xPB 左右。

**2025 年四季度以来 A 股 PB-ROE 呈现背离，港股仍有效。**我们计算了 2024 年至 2025 前三季度和 2025 四季度至 2026 年一季度两个时间段 AH 两地上市券商的平均估值，并将估值差与券商 2025 年和 2024 年 ROE 的增幅做比较。A 股估值在业绩向好下，估值提升不显著或背离，H 股除国联民生外，估值都有不同程度的提升。我们认为，主要是由于港股机构投资者比例更高，更关注公司业绩的稳定性和持续性，在 ROE 持续提升的预期下，H 股估值有所修复。而 A 股市场以散户为主的，风格更偏向事件驱动，因此更注重弹性，在券商股价及业绩弹性趋弱的背景下，炒作意愿偏弱。此外从 AH 两地估值来看，资产质量更优以及更高股票流动性的个股，AH 价差更小。截至 2026 年 4 月 30 日，中信 AH 溢价率在 10% 左右，华泰、国泰海通、招商、广发 AH 溢价率在 35% 左右，其余券商均在 80% 以上。

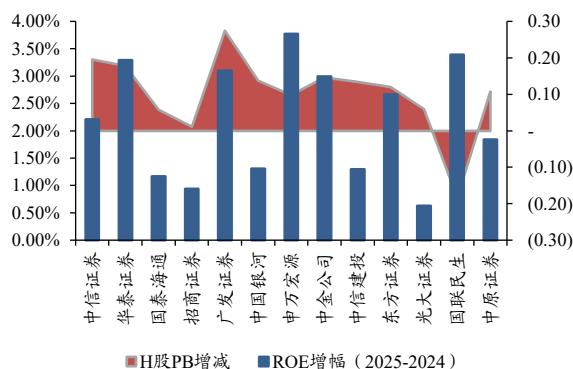
图2: A+H 上市券商 A 股 PB-ROE 关系



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: PB 增减为 2024-2025Q1-3 平均 PB 与 2025Q4-2026Q1 平均 PB 的差值

图3: A+H 上市券商 H 股 PB-ROE 关系



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: PB 增减为 2024-2025Q1-3 平均 PB 与 2025Q4-2026Q1 平均 PB 的差值

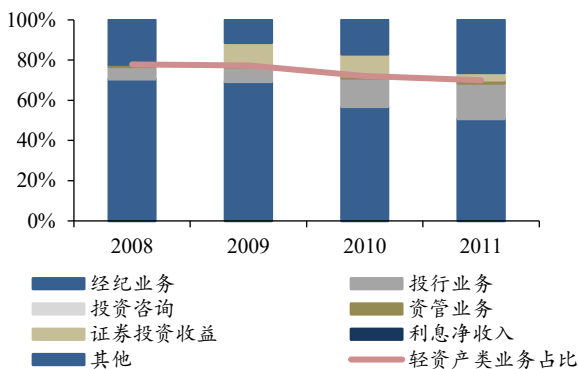
## 2. ROE 偏低是制约券商估值提升的核心因素

剔除资金面的影响，我们认为券商股  $\beta$  显著降低及 PB 估值与业绩的背离可能源于四方面的原因：①重资本的经营模式下，现有业务结构使得资本使用效率并不高，ROE 中枢持续走低。②券商股杠杆率不高，对比其他金融板块与海外投行，ROE 中枢偏低，本轮牛市 ROE 虽有提升但不显著。③自营方向性头寸降低，导致业绩弹性降低。④监管环境上，股权衍生品等限制仍较多，境内 IPO 仍主要集中在头部，能拉高 ROE 的增量业务较少。

## 2.1. 重资本模式下，ROE 中枢走低

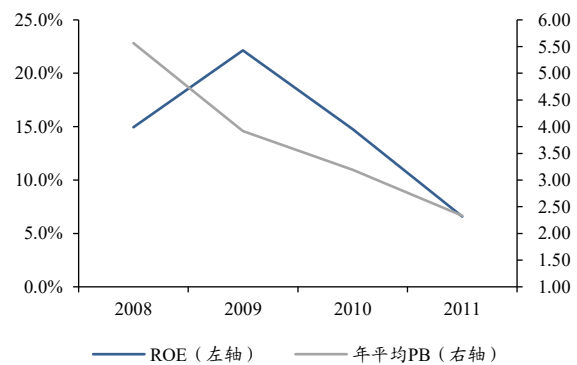
2012 年以前，业务以轻资产业务为主，高 ROE 成就高估值。2012 年以前券商业模式单一，以赚取高额通道费为主要业务模式，平均经纪佣金率约千分之一。以经纪业务为核心的轻资产收入占比持续处于较高水平，2008-2011 年收入占比超过 70%。在此阶段券商凭借牌照优势，亦能获取较高的 ROE，2006、2007 年 ROE 超过 20%，2008-2010 年 ROE 超过 10%。此阶段 ROE 主要依靠 ROA 来驱动。在高 ROE 下，券商估值处于较高水平，2009 年券商 22%ROE 对应平均 PB 为 3.9x。

图4：2008-2011 年我国券商业务结构



数据来源：中国证券业协会，东吴证券研究所

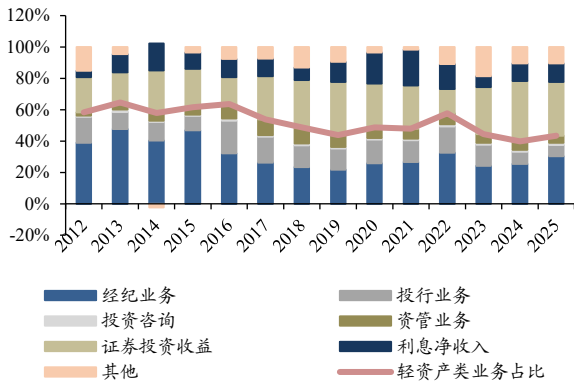
图5：2008-2011 年我国券商 ROE 与 PB 关系



数据来源：中国证券业协会，Wind，东吴证券研究所

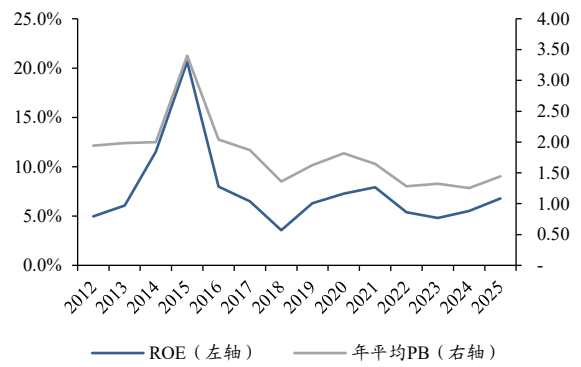
2012 年以后，重资产业务拉低券商 ROE，估值中枢随 ROE 下滑。证券经纪业务曾是国内券商主要盈利来源之一，但在经过行业保底佣金放开，“一人多户”政策刺激和网上销户的实施，行业佣金率下限不断被打破，佣金率已从 2009 年 0.133% 下滑至 2019 年的 0.029%。与此同时，券商经纪业务收入占比从 2008 年 70.5% 一路降低到 2019 年的 21.9%。此时期佣金率下滑，重资产业务成为我国券商第二增长曲线。2012 年 5 月证券行业首次召开创新大会，指出证券公司创新要有容错机制，鼓励证券公司创新，此后券商资本中介类业务（融资融券及股票质押等）迅速发展，并成为继经纪业务、自营业务后第三大收入来源。我们认为由于资本中介类业务的开展，两融和股票质押均为资本消耗性业务，显著拉低券商的 ROE 水平，ROE 中枢下降至 10% 以下水平（2015 年牛市为 21%），远低于创新大会前券商 ROE。从估值水平来看，2017 年以后券商股的 PB 上限也降低到 2x 以下。

图6：2012-2025年我国券商业务结构



数据来源：中国证券业协会，东吴证券研究所

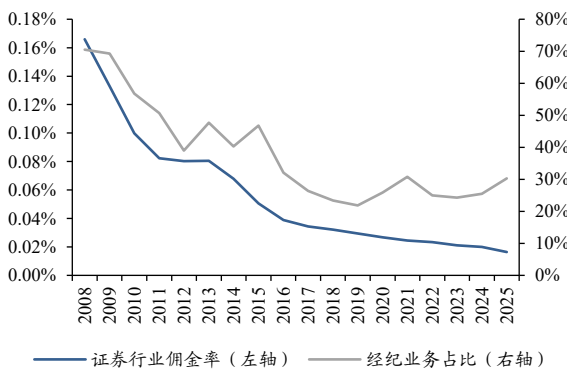
图7：2012-2025年我国券商 ROE 与 PB 关系



数据来源：中国证券业协会，Wind，东吴证券研究所

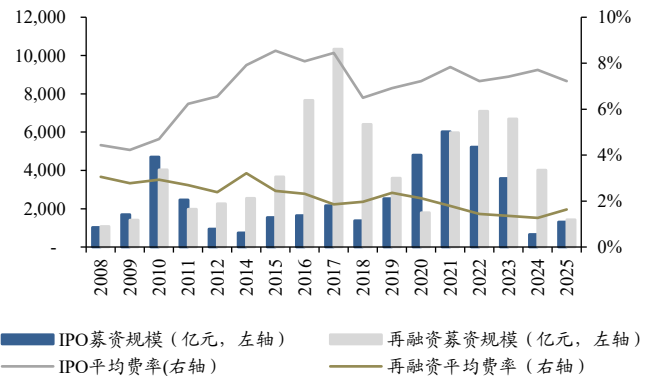
**2020年后，持续降费背景下，券商股的β属性进一步减弱。**2020年以后，在券商传统业务持续降费的背景下，为提升竞争力及业绩的稳定性，券商行业的传统业务也进行了结构性调整，收入结构发生变化。经纪业务逐渐向财富管理转型，收入由以交易量为基础的佣金制转变为代理销售金融产品、证券投资咨询业务和服务客户交易；投行业务专业化程度提升，业务重心由定价发行转移至全产业链服务，尽管直投+投行联动的模式可以提升券商收入的多元化，但直投业务“投早、投小”的特征也意味着收益确认的延后；资管业务“去通道”化，收入由通道业务为主转变为以主动管理为核心；公募基金自2022年开始三轮降费，考核重心由规模转为业绩。传统业务转型后，券商业绩与市场表现的直接关联度降低，使得券商行业β属性逐渐减弱。

图8：2008-2025我国证券行业佣金率与经纪业务占比



数据来源：中国证券业协会，Wind，东吴证券研究所

图9：2008-2025我国股权投资发行规模及平均费率

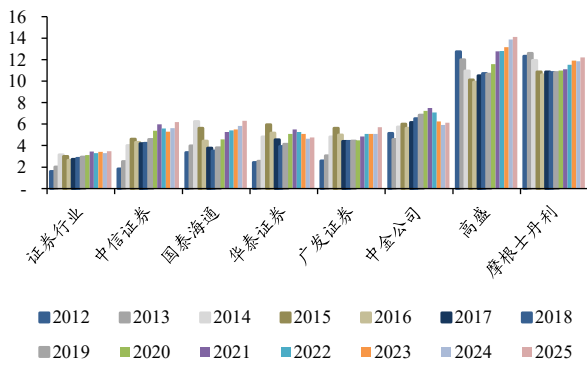


数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 2.2. 对比其他金融同业与海外投行，国内券商杠杆率及 ROE 均较低

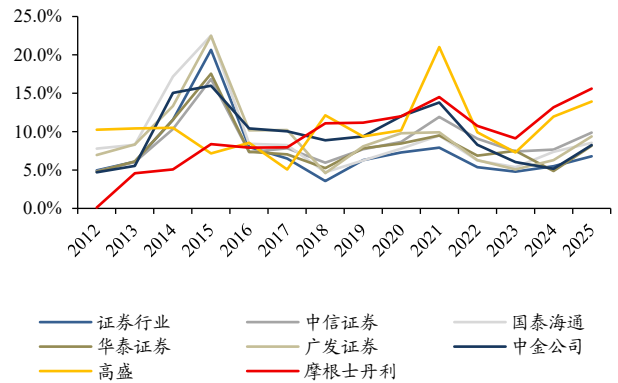
美国在 1975 年也曾经历重资产业务的转型，但高杠杆仍驱动了高 ROE。佣金率下滑倒逼美国证券行业转向重资产模式，在 1975 年佣金自由化之前，美国券商的模式也以轻资产模式为主，佣金自由化后存量经纪业务利润变薄，证券行业被迫寻找新的盈利增长点。此后美国金融市场开启创新浪潮，为重资产化提供了行业环境。在重资产模式下，ROE 主要由杠杆驱动。美国证券行业的权益乘数从 1975 年的 7 倍上升到 2007 年的 38 倍，使得美国证券行业维持了较高的 ROE 水平。2008 年金融危机以后，由于降杠杆导致高盛集团 ROE 中枢下滑至 10% 左右，但无论是杠杆率还是 ROE 都仍远高于我国券商行业平均水平。2018 年以后，在美股长牛的背景下，高盛及摩根士丹利 ROE 持续提升，2025 年高盛及摩根士丹利 ROE 分别达到 14% 及 16%，远高于国内券商行业的 6.8%，也高于中信证券的 9.9%。

图10：美国投行与中国主要券商杠杆率对比



数据来源：中证协，Wind，东吴证券研究所

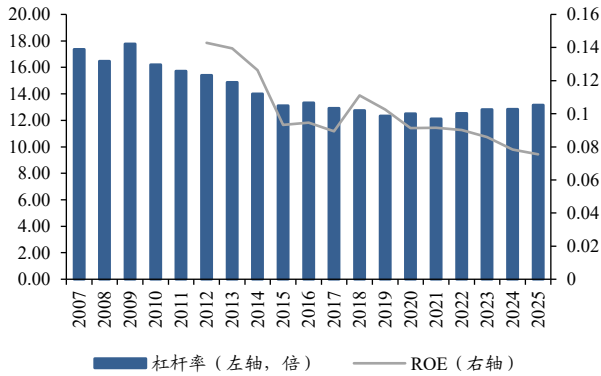
图11：美国投行与中国主要券商 ROE 对比



数据来源：中证协，Wind，东吴证券研究所

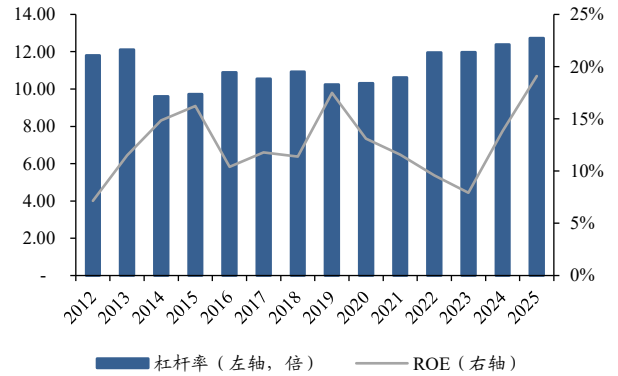
券商杠杆率及 ROE 均低于国内其他同业。1) 银行业在净息差持续缩窄的背景下，ROE 持续走低，但仍略高于证券行业。2012-2025 年，商业银行 ROE 由 14.28% 下降至 7.55%，但仍略高于券商行业的平均水平；杠杆率方面，商业银行杠杆率保持 10 倍以上，远高于券商行业的 4 倍左右。2) 2012-2024 年，保险公司平均 ROE 基本在 10% 以上，杠杆率也在 10 倍以上。

图12: 国内银行业 ROE 和杠杆率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 国内保险公司 ROE 和杠杆率

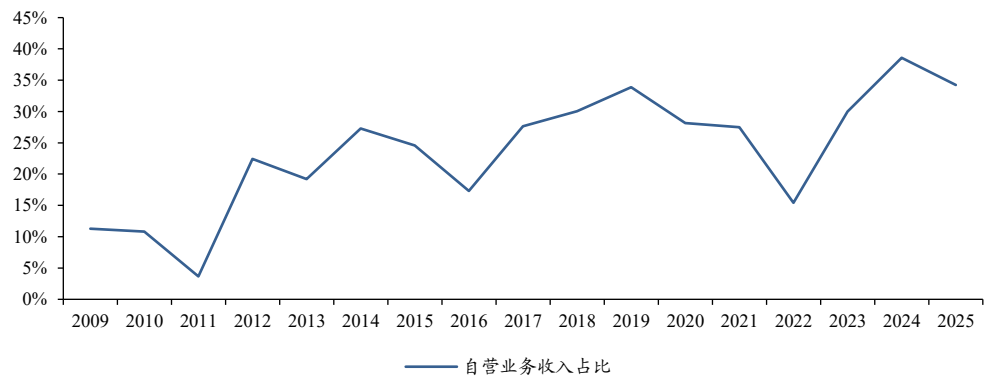


数据来源: Wind, 东吴证券研究所 注: 为各保险公司平均值

### 2.3. 方向性自营头寸降低, 业绩弹性降低

投资净收益占比逐步提升, 是券商主要收入来源之一。随着佣金率、管理费率持续下行, 经纪、资管、投行等费类业务收入贡献持续下滑, 券商资产配置类 (自营业务) 已经超越经纪业务, 成为券商的第一收入来源。券商自营收入占比中枢从 2009 年左右的 10% 逐渐提升到 2023 年的 30%, 2024 年、2025 年在市场活跃度大幅提升, 指数大幅上行的背景下, 自营业务收入占比提升至 39% 和 34%。从业务的特点上看, 轻资产业务及资本中介类业务的边际变化相比自营业务更为平缓, 而自营业务与权益、债券市场收益率相关性极强, 因此收入在季度间波动性较强, 更能体现券商业绩弹性。

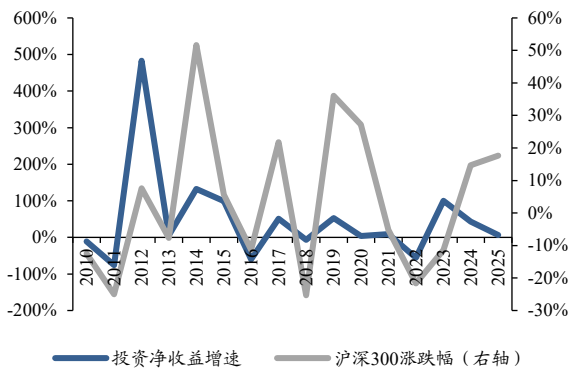
图14: 2009-2025 证券行业自营收入占比



数据来源: 证券业协会, 东吴证券研究所

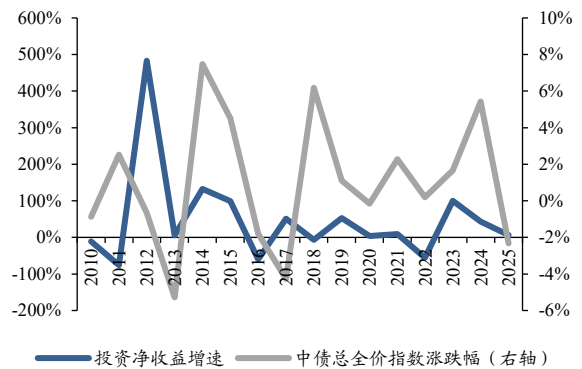
与大众认知较为不同的点在于，大型券商自营业务与权益市场表现相关性更大，行业整体的相关度反而不高。2013年以来，前十大券商投资净收益增速与权益市场收益率具有较高相关性，我们认为原因有三：1) 权益方向性自营头寸规模虽小，但相比固收类资产波动性更大，对券商投资净收益的影响更为显著。2) 2019年以来，科创板及创业板跟投头寸成为大型券商权益类资产的重要组成部分，对于券商的投资净收益亦产生较大影响。截至2025年末，科创板累计投入资金279亿元，最新持有市值590亿元。3) 大型券商近些年大力发展衍生品业务，在市场波动时权益衍生品对冲头寸也受影响。

图15: 证券行业投资净收益增速与沪深300收益率



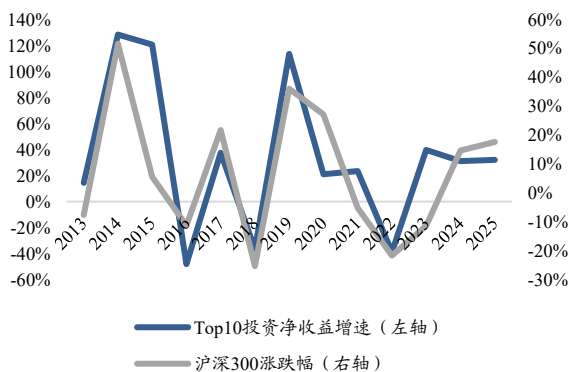
数据来源：中国证券业协会，Wind，东吴证券研究所

图16: 证券行业自营增速与中债总全价指数收益率



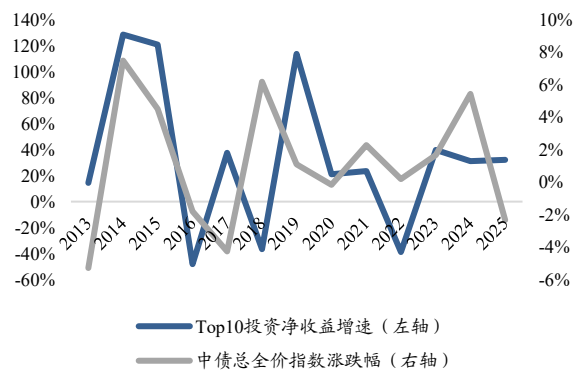
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图17: 前十大券商自营收入增速与沪深300收益率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图18: 前十券商自营增速与中债总全价指数收益率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

方向性自营头寸降低，报表波动性降低。2021-2024年，在权益市场持续走低的背景下，券商通过减少方向性头寸，增加其他权益工具中的高股息资产以平滑业绩波动；同时随着长达数年的债牛走向尾声，券商增配永续债、固收+等资产，进一步降低了报表的波动性；此外客需类业务（场外衍生品、FICC）也起到了一定平滑报表的作用。

我们从母公司口径和合并口径两个角度来观察券商资产配置的变化:

**1) 母公司口径来看, 2019-2024 年, 券商自营对权益类资产的配置比例逐步下降; 2025 年在市场向上及增配其他权益工具的背景下, 权益类占比回升。**

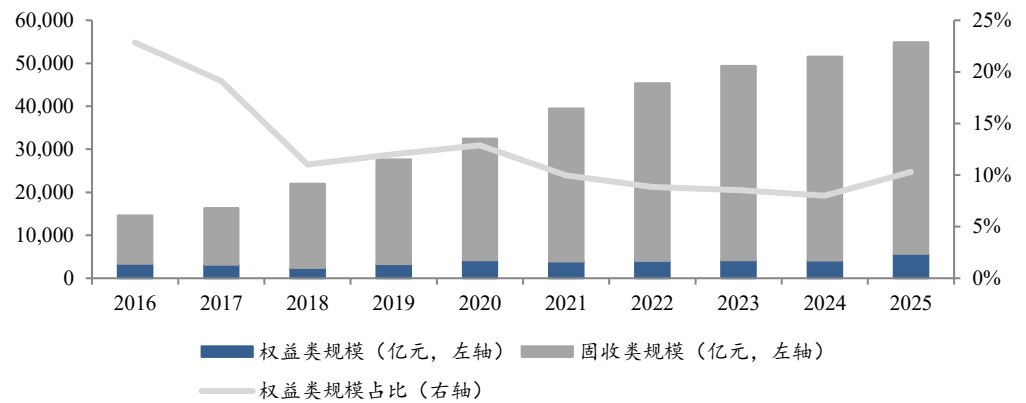
从券商母公司口径看, 我们根据业绩报告中披露的净资本和“自营权益类证券及证券衍生品/净资本”、“自营非权益类证券及衍生品/净资本”数据来测算券商的自营规模。可以获得以上数据的共 45 家上市券商(2024 年后为 44 家), 从整体计算结果来看, 2019-2024 年, 证券公司母公司口径的自营投资规模从 2.8 万亿元增长至 5.2 万亿元; 其中, 自营权益类证券及证券衍生品规模从 3318 亿元增长至 4126 亿元, 占比从 12%下降至 8%; 自营非权益类证券及衍生品(主要为债券等固收类投资)规模从 2.4 万亿元增长至 4.7 万亿元, 规模大幅增长, 同时占比从 88%增长至 92%。

**2021-2024 年前三季度, 在权益市场持续走低背景下, 券商通过减少方向性头寸来控制业绩的波动。**股票市场具有高波动特征, 是券商自营业绩不稳定的核心影响因素, 传统方向性投资以绝对收益为导向, 但在信息和资金方面并没有显著优势, 因此在近年来科技股占比不断提升、上市公司业务多元化发展、市场波动加大的背景下, 传统方向性投资面临瓶颈; 而券商自营的客需化转型, 也面临市场竞争日趋激烈、费率不断下行、监管要求提升等一系列问题, 同时客需类业务往往头部集中, 规模难以做大。

**2021-2024 年, 固收类自营都实现了不错收益, 券商通过增配固收资产在熊市也收获不错的收益。**近二十年以来, 我国十年期国债收益率水平在一个逐渐收敛的区间内震荡向下, 特别是近十年以来十年期国债收益率的阶段最高点持续显著下降, 并且最低点水平也在逐步向下突破, 2024 年 12 月一度降至 1.8%以下。2014 年以来中债国债、中债信用债总全价等指数趋势向上, 券商固收类自营在过去几年, 也一直通过加杠杆的方式实现较高正收益。

**2025 年上市券商明显增配权益类投资资产, 但我们预计方向性头寸增加有限。**2025 年末, 上市券商权益及权益衍生品合计规模 5648 亿元, 同比增长 37% (净增加 1522 亿元)。2025 年上证指数上涨 18%, 剔除由于投资收益带来的账面价值增长外, 我们认为券商主要通过其他权益工具增配权益, 实际方向性头寸增加有限。

图1：上市券商自营投资规模及结构(母公司口径，亿元)



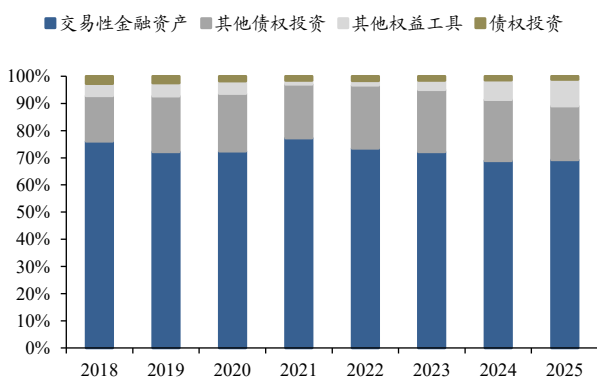
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2) 合并口径来看，跟投+衍生品业务加持下，交易性金融资产中的股票规模波动增长；2023年以后其他权益工具持续高增长，预计永续债持仓占一半；

其他权益工具占比提升，交易性金融资产占比下降。券商自营投资盈利来自于几方面：1) 依靠交易性金融资产的高买低卖赚取价差收入；2) 其他债权投资主要包括国债、金融债、企业债、同业存单、超短融等。其他债权投资兼具收取利息、本金及出售赚取价差，持有票息计入利息净收入，价差在出售时可计入投资净收益。3) 其他权益工具主要为永续债及高股息资产，2023年以来，权益市场波动加大，而高股息类资产仍表现优异，券商也开始重视红利类资产的配置。2024年后，随着固收类资产配置性价比降低，券商也显著增配了永续债。

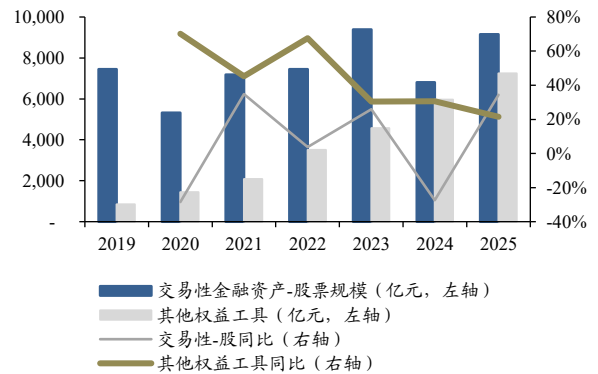
2018-2025年，上市券商交易性金融资产、其他债权投资、其他权益工具、债权投资的平均占比分别由76%、17%、4%、3%转变为69%、20%、10%、1%。其他权益工具增配明显，除高股息资产外，预计接近50%的仓位为永续债投资。交易性金融资产中股票资产在直投和衍生品业务的加持下，也波动增长，2025年末上市券商合计规模9149亿元，同比增长34%。

图19：上市券商金融投资资产结构（合并口径）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

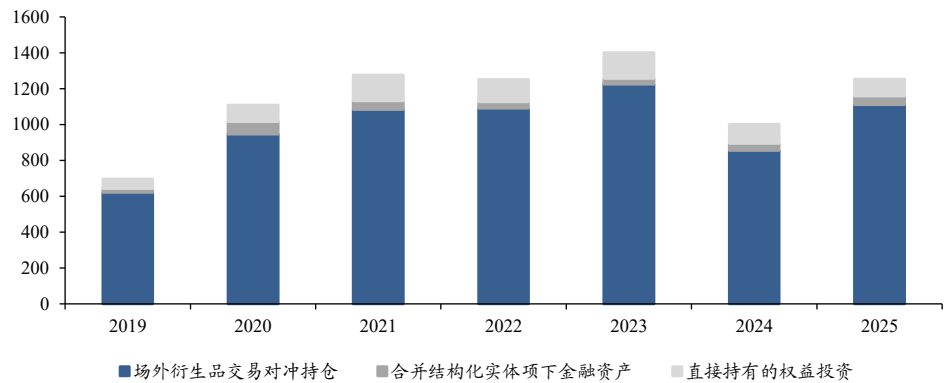
图20：上市券商交易性-股及其他权益工具规模及增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3) 客需类业务的发展, 加速券商自营业务从方向性向非方向性发展。传统的方向性投资完全随行就市, 券商不具备逆周期的能力。部分券商积极通过股指期货、场外期权等工具的运用, 发展非方向性投资, 弱化了权益市场波动对于公司整体盈利的影响。以中金公司为例, 2025 年 1252 亿权益类资产中, 场外衍生品的对冲持仓占比为 89%。

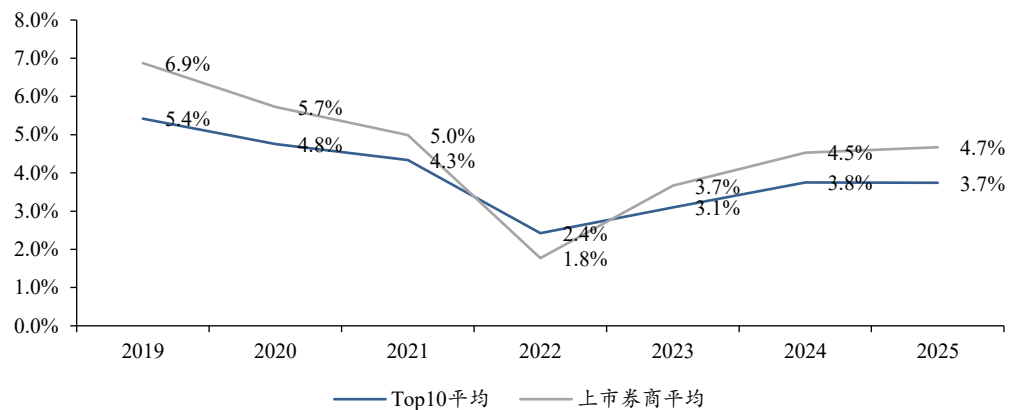
图 2: 中金公司交易性金融资产中权益类资产分类



数据来源: 中金公司年报, 东吴证券研究所

投资收益接近历史高位, 收益率更趋于稳定。2022 年以来, 得益于固收类资产的平滑作用以及 924 以来权益市场大幅向上, 2025 年上市券商自营投资收益率已经回到历史较高水平, 上市券商平均投资收益率为 4.7%, 前十大券商平均投资收益率为 3.7%。头部券商由于资产配置品类更为丰富, 再叠加客需业务波动报表的作用, 投资收益率波动更小。总体来看, 随着券商越来越多的运用其他权益工具以及增加资产配置的多元化, 未来投资收益率将更为稳定, 扩表能力在增厚业绩方面的重要性将提升。

图 3: 头部券商与行业平均投资收益率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

投资综合收益率 = (利润表中投资收益 - 联营合营 + 公允价值变动 + 其他债权投资利息收入 + 债权投资利息收入 + 其他权益工具公允价值变动) / 平均金融资产规模 (包含交易性金融资产、债权投资、其他债权投资、其他权益工具投资)。

## 2.4. 现有净资本管理体系下，衍生品等业务增长仍受限

2023年11月3日证监会就修订《证券公司风险控制指标计算标准规定》公开征求意见，于2024年9月发布正式版，并于2025年1月1日起正式实施。此次修订主要包括四方面内容：1) 完善业务计量标准，引导发挥功能作用。发挥风险控制指标的导向作用，对证券公司投资股票、开展做市等业务的风险控制指标计算标准予以优化。2) 优化分类计量，引导主动加强风险管理。适当调整连续三年分类评价居前的证券公司的风险资本准备调整系数和表内外资产总额折算系数，支持合规稳健的优质证券公司适度提升资本使用效率。3) 结合市场实践，提升指标体系完备性。明确证券公司参与公募REITs等新业务的风险控制指标计算标准。明确证券公司为区域性股权市场提供服务等业务的特定风险资本准备计算标准。根据期限匹配性，细化不同期限资产的所需稳定资金。4) 强化资本约束，加强重点业务风险防范。完善证券公司投资单一产品的穿透要求，按照单一或穿透孰严计量风险资本准备。对场外衍生品等适当提高计量标准，加强对私募非标资管、托管等业务的监管力度。

**现有净资本管理体系下，衍生品等业务增长仍受限。**风控新规并没有通过放松四项核心风险控制指标，来直接打开券商杠杆的上限，主要是在股票投资、做市等业务方面予以放松，并对一些新业务的计算标准进一步细化，此外通过下调分类评级居前的券商的折算系数，给予连续三年分类评级靠前的券商一定“奖励”。但同时也强调了对场外衍生品等创新业务不放松监管指标，并加强私募非标资管、托管等业务的监管力度。我们认为当前风控新规的调整，更多的是在鼓励券商走资本集约型专业化发展道路，因此高风险、高ROE的衍生品等业务增长仍受限，券商较难通过提升杠杆来提升ROE。

表2：证券公司风险控制指标计算标准规定主要变化

核心内容	涉及计算表	主要变化
<b>一是完善业务计量标准，引导发挥功能作用。</b> 发挥风险控制指标的导向作用，对证券公司投资股票、开展做市等业务的风险控制指标计算标准予以优化，进一步引导证券公司在投资端、融资端、交易端发力，充分发挥长期价值投资、服务实体经济融资、服务居民财富管理等作用，为经济社会发展提供高质量金融服务。	风险资本准备变化表	投资权益类证券衍生品规模中，一般上市股票、中证500指数成分股从原先的30%分别下调至25%、8%（征求意见稿分别为30%、10%）
		投资集合及信托等产品中现金管理类理财产品的计算标准从25%下调至5%（征求意见稿未单独列出）
		资管业务中单一资管计划投资标准化资产标准从0.3%下调至0.1%
		资管业务中集合资管计划投资标准化资产标准从0.5%下调至0.1%；
<b>二是优化分类计量，引导主动加强风险管理。</b> 适当调整连续三年分类评价居前的证券公司的风险资本准备调整系数和表内外资产	表内外资产总额计算表	表外项目中资产管理业务标准由0.3%提升至0.5%（较意见稿新增）
		自营业务及长期投资资金流出中大宗商品衍生品从12%下调至8%
		优质流动性资产中上海180指数、深圳100指数、沪深300指数、中证500指数成份股及宽基股票指数类ETF的折算标准由40%提升至50%（较意见稿新增）
<b>三是优化分类计量，引导主动加强风险管理。</b> 适当调整连续三年分类评价居前的证券公司的风险资本准备调整系数和表内外资产	风险资本准备变化表	证券公司风险资本准备根据分类评价结果调整系数连续三年AA类从0.5下调至0.4，连续三年A类从0.7下调至0.6
		连续三年A类AA级以上（含）的“白名单”证券公司，经中国证监会认可后，可以试点采取内部模型法等风险计量高级方法计算风险资本准备

<p>总额折算系数，差异化充实可用稳定资金，为证券公司适应新的分类评价结果设置过渡期，引导证券公司主动加强风险管理，支持合规稳健的优质证券公司适度提升资金使用效率，更好为实体经济提供综合金融服务。</p>	表内外资产总额计算表	新增根据分类评价结果进行调整，系数为：连续三年 A 类 AA 级以上（含）为 0.7，连续三年 A 类为 0.9，其余为 1。
	净稳定资金率计算表	剩余存续期大于等于 6 个月小于 1 年的借款和负债按以下标准计入可用稳定资金：连续三年 A 类 AA 级以上 20%，连续三年 A 类 10%，其余 0%。（较征求意见稿新增）
<p><b>三是结合市场实践，提升指标体系完备性。</b></p> <p>明确证券公司参与公募 REITs 等新业务的风险控制指标计算标准。明确证券公司为区域性股权市场提供服务等业务的特定风险资本准备计算标准。根据期限匹配性，细化不同期限资产的所需稳定资金。</p>	表内外资产总额计算表	30 日内到期的负债现金流出中，公募 REITs 从其他资产的 100% 下调至 10%
	风险资本准备变化表	新增为区域性股权市场提供服务一项，计算标准为 1%；新增黄金租借业务 2%（较意见稿新增）
<p><b>四是强化资本约束，加强重点业务风险防范。</b></p> <p>完善证券公司投资单一产品的穿透要求，按照单一或穿透孰严计量风险资本准备。对场外衍生品等适当提高计量标准，加强对私募非标资管、托管等业务的监管力度，提高监管有效性，维护市场稳健运行。</p>	净稳定资金率计算表	所需稳定资金对其他所有资产进行分类，到期日在 6 个月以内资产为 50%，到期日在 6 个月以上、1 年以内为 75%，一年以上为 100%
	风险控制指标监管报表	新增持有本公司或子公司管理的单个集合资产管理计划的规模与其总规模的比例前五名，预警标准 40%，监管标准 50%
	风险资本准备变化表	新增非全额保证金的权益互换的计算标准，按业务实际参与的名义金额的 5%（较意见稿新增）
		开展保证金比例低于名义本金 100% 的境内个股收益互换业务，按对应类别标准的 2 倍计算。开展做市业务，做市账户中持有的金融资产及衍生品按照对应类别标准的 90% 计算。（较意见稿新增）
		股指期货、收益互换及卖出期权从 20% 上调至 30%
		私募证券投资基金托管业务标准 0.2%（较意见稿新增）
投资其他非标资产标准从 0.8% 提升到 3%（较意见稿新增）		
投资其他非标资产标准从 3% 提升至 5%（较意见稿新增）		

数据来源：东吴证券研究所

### 3. 券商如何完成从 β 到 α 的转变

过去由于券商业绩与二级市场高度相关，在市场的认知中多有“强 β”和“牛市旗手”的印象，但随着行业业务结构的调整，与市场联动减弱导致了 β 属性持续衰弱，我们认为券商行业需要从外延和内生两方面，去完成从 β 到 α 的转变。外延发展包括通过并购重组，实现供给侧改革；内生发展包括发展投顾等财富管理业务、加深国际业务的布局、加强“直投+投行+投研”的三投联动机制。

#### 3.1. 并购重组加速行业供给侧改革

2023 年以来券商并购重组案例频现，一方面是由于证监会明确表示将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；另一方面是由于在费类业

务竞争加剧、全面注册制、机构化的大背景下，券商竞争转向专业化、综合化业务，头部券商凭借综合业务优势带来市占率持续提升，行业集中度提升趋势进一步凸显，而头部示范效应进一步加速了中型区域券商通过并购重组快速做大做精的进程。

图21: 国内券商营业收入集中度

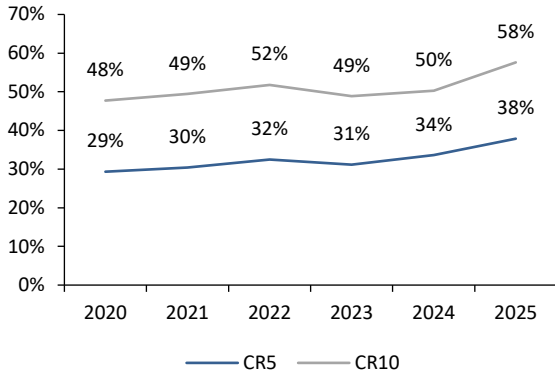
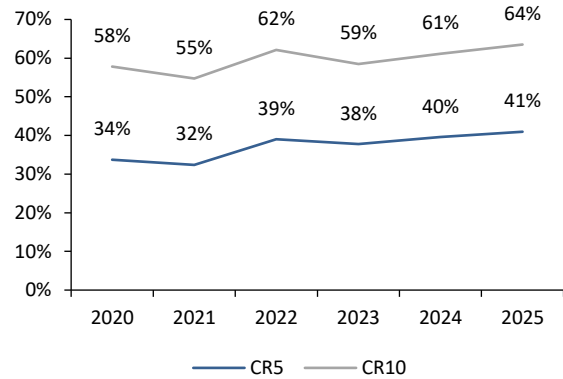


图22: 国内券商净利润集中度



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**行业同质化竞争，并购重组有望推动供给侧改革。**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。

表3: 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	主动并购, 同属上海国资委券商, 扩大分支机构数, 提升行业排名	尚在审批过程中

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 3.2. 乘居民存款搬家之际, 财富管理迎来发展东风

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, 中国财富管理行业仍处在黄金发展周期。在需求端, 截至2024年底, 我国个人可投资资产规模突破300万亿元, 向资本市场产品配置比例加速提升, 2018年至2024年期间年增速达18%, 显著高于个人可投资资产整体9%的增速。在供给端, 我国资产管理行业正在快速扩容, 产品规模从2015年的65万亿元提升至2025年的176万亿元, 复合增长率11%, 其中公募基金产品规模从8.4万亿元快速增长到37.7万亿元, 复合增长率达到16%。同时, 财富管理行业的业态也在发生变化, 财富管理机构从早前单纯的金融产品销售, 到现在探索根据客户个性化需求, 提供包括资产配置、投资咨询、风险管理等在内的综合性和一站式的财富管理服务的模式, 并与客户建立长期稳定的合作关系。

#### 3.2.1. 投顾队伍持续扩容, 从代销金融产品到买方投顾

证券投顾业务发展迅猛, 投顾队伍持续扩容。近年来, 随着财富管理转型的持续深化, 券商投顾团队快速扩张, 据中证协数据, 截至2025年末, 证券行业共计有从业人员37万人, 其中投资顾问数量为9.6万名, 2014年底以来, 投顾人数复合增速达11%。投顾人员扩充的同时, 客户资产规模亦快速增长, 截至2025年, 客户交易结算资金规模(含信用交易)达3.2万亿元, 2014年以来复合增速9%。2025年证券行业实现投资咨询业务收入76.9亿元, 同比增长41%, 占经纪收入(代买+投资咨询)比为4.4%, 具有较大增长空间。此外, 随着科技的飞速发展, AI大模型正加速赋能投顾业务, 智能投顾助手目前可以实现: ①客户画像与需求匹配; ②辅助投顾高效完成市场热点分析和大盘解读, 快速生成方案; ③提升投顾效率, 将更多精力集中在客户服务和配置决策等方面。

基金投顾业务未来可期, 转向常规有望加速发展。2019年10月, 证监会发布《关于做好公募基金证券投资基金投资顾问业务试点工作的通知》, 公募基金投资顾问业务

试点正式落地。三年多来，基金投顾业务从三批 18 家试点机构，截至 2023 年 3 月，已有 60 家机构取得试点资格，服务资产规模 1464 亿元，客户总数 524 万户。证监会表示，基金投资顾问业务运行平稳，业务适配性和发展前景获得了市场各方的总体认可与支持，试点达到了预期目的，已基本具备转常规条件。2025 年 2 月，证监会发布了《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》，再次提到“推动基金投顾业务试点转常规，探索构建行业执业标准，培育壮大人才队伍，有序扩大可投产品范围”，有望继续推动基金投顾试点转常规的进程。基金投资顾问业务转向常规，有利于培育专业买方中介力量，改善投资者服务和回报，优化资本市场资金结构，促进基金行业的高质量发展。

表4：基金投顾牌照机构名单

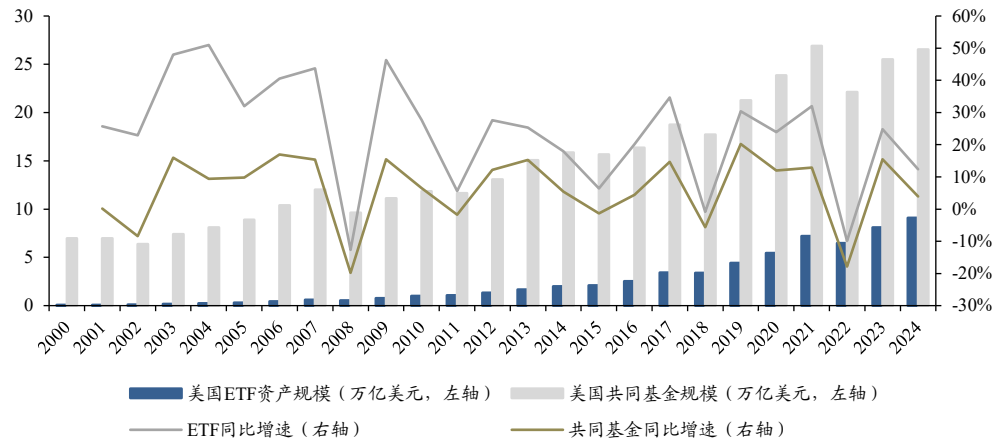
类型	投顾牌照机构名称	数量 (家)
基金公司及其子公司	易方达基金、南方基金、华夏财富、嘉实财富、中欧财富、工银瑞信基金、博时基金、广发基金、招商基金、兴证全球基金、鹏华基金、汇添富基金、华安基金、银华基金、交银施罗德基金、华泰柏瑞基金、顺景长城基金、民生加银基金、富国基金、万家基金、建信基金、国海富兰克林基金、国泰基金、农银汇理基金、中万菱信基金	25
证券公司	国泰君安证券、华泰证券、申万宏源证券、中信建投证券、中金公司、银河证券、国联证券、兴业证券、招商证券、国信证券、东方证券、中信证券、浙商证券、安信证券、光大证券、平安证券、中银证券、山西证券、东兴证券、南京证券、中泰证券、财通证券、华安证券、国金证券、东方财富、华宝证券、华西证券、华创证券、渤海证券	29
银行	工商银行、招商银行、平安银行	3
三方独立销售机构	蚂蚁基金（先锋领航）、腾安基金、盈米基金	3

数据来源：新浪财经，东吴证券研究所

### 3.2.2. 强化 ETF 财富管理布局

从海外经验来看，以 ETF 为代表的被动投资的发展是资本市场成熟和投资者需求演变的必然趋势。以美国为例，进入 21 世纪后，美国股市遭遇 2001 年互联网泡沫破裂以及 2008 年次贷危机两次重创，主动管理产品收益下滑，跑赢大盘指数难度增加。此外，2008 年金融危机以来，美国宏观和政治风险频发，导致股票价格的驱动因素趋同，各种风格权益基金的收益率同向波动，使得主动管理型权益基金难以通过资产配置来获得  $\alpha$ 。在此背景下，低费率、高透明度、高便利性的被动产品迅速兴起，获得投资者青睐。2000-2024 年，美国 ETF/共同基金规模 CAGR 分别为 23%/6%，且历年 ETF 规模同比增速均高于共同基金。总体而言，美国 ETF 市场的发展历程表明，随着市场成熟度的提升和投资者需求的多样化，被动投资工具将成为资本市场的重要组成部分。

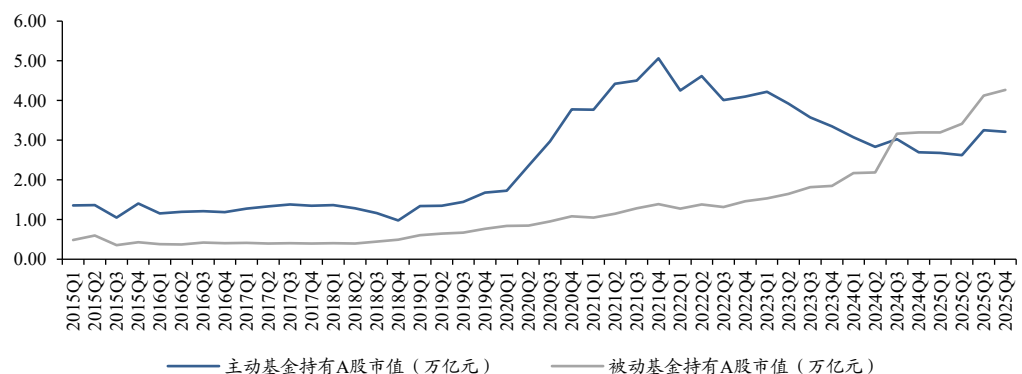
图23：21世纪以来美国ETF规模增速远超共同基金（万亿美元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

当前我国被动基金呈现爆发趋势，24M9 持股规模首超主动基金，成为投资者参与资本市场的重要载体。伴随市场波动加大，被动基金产品凭借其成本低廉、透明度高、风险分散等优势愈发受到投资者青睐。此外，监管部门大力推动中长期资金入市背景下，险资等机构资金借道被动指数基金密集入市，也使得被动基金成为了 A 股市场近年来重要的边际增量。截至 24Q3，被动基金持有 A 股市值达到 3.16 万亿元，首次超过主动基金（3.03 万亿元）。截至 2025 年末，被动基金持有 A 股市值达到 4.27 万亿元，与主动基金（3.21 万亿元）的差距进一步拉开。

图24：2024Q3 以来被动基金持有 A 股市值已超过主动基金



数据来源：Wind，东吴证券研究所

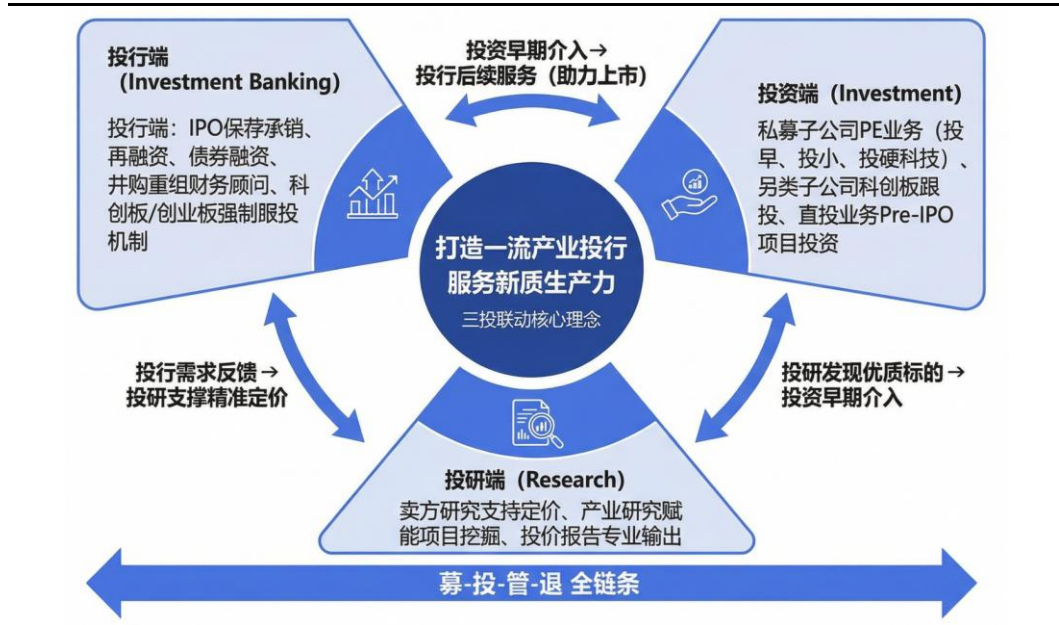
ETF 崛起有望为投顾业务提供新机遇，将成为券商财富管理转型的重要抓手。1) ETF 产品的各项特征能较好匹配投顾的配置需求。首先，ETF 持仓每日披露，满足买方

投顾对投资组合穿透式管理要求；其次，ETF 支持日内交易，便于动态再平衡操作，有助于提升买方投顾的调仓效率；另外，ETF 底层资产涵盖股票、债券、商品等大类资产，跨境 ETF 甚至能够覆盖多个市场，有助于丰富投顾配置策略的多样性。2) ETF 与投顾有望实现商业生态的协同进化。在费率方面，买方投顾服务费与 ETF 管理费能够形成“双低”结构。在服务范围方面，ETF 能够使得投顾服务突破场内外限制，拓宽服务半径。在服务模式方面，ETF 标准化特征便于算法模型处理，便于智能投顾赋能。3) 从海外市场来看，ETF 与投顾业务的发展相辅相成。在美国买方投顾格局逐步形成的过程中，买方投顾模式以资产配置和风险收益偏好的匹配为导向，更加注重基金的长期业绩和清晰的投资风格，因此以 ETF 为代表的被动投资工具愈发受到美国投顾的青睐。据 ICI 统计，2023 年美国全服务型经纪商和付费理财顾问分别将所管理的 31%/45% 的客户资产投向 ETF，相较于 2012 年的 6%/14% 大幅提升。

### 3.3. 加强“直投+投行+投研”的三投联动机制

什么是“三投联动”？券商的“三投联动”是将投资、投行、投研三大核心业务板块深度协同，核心是以投研为指引、以投资为抓手、以投行为落地，为企业提供全生命周期的一站式金融解决方案。①投资业务：作为“三投联动”的抓手，通过券商私募股权投资子公司、另类投资子公司等平台，以自有资金或管理基金等方式进行股权投资、跟投、战略投资，为企业注入资本，并锁定未来投行合作机会。②投研业务：负责深入研究宏观经济、产业趋势与公司价值，输出前瞻性判断与产业链图谱，筛选优质标的。③投行业务：作为“三投联动”的出口，为企业提供 IPO 保荐、再融资、并购重组、债券发行、市值管理等服务，帮助企业登陆资本市场，同时实现股权退出与价值最大化。

图25：券商“三投联动”业务模式



数据来源：东吴证券研究所绘制

“直投+保荐”的业务模式已步入规范化运营阶段。我国券商直投业务在 20 世纪 90 年代初肇始，此后，由于证券公司进行直接投资产生许多违规行为，影响了金融市场健康发展，证监会于 2001 年 4 月叫停各证券公司的直投业务并进行整改。2006 年 2 月，国务院颁布《关于实施(国家中长期科学和技术发展规划纲要(2006-2020 年)若干配套政策的通知》，移除政策性障碍，允许券商开展股权直投业务。2007 年展开试点，以不超过净资产 15% 的自有资金设立子公司开展直投。2011 年 7 月券商直投业务正式由试点转化为常规监管，叫停了“保荐+直投”模式，强化利益隔离与风控。业务从“Pre-IPO 套利”转向价值投资，允许设立直投基金，但规定直投子公司应当持有该基金管理机构 51% 以上股权或出资，并拥有管理控制权。2014 年监管政策进一步放松，扩大了直投业务范围，加入债券投资、提供融资顾问和管理服务，扩宽投资范围和合格投资者范围，直投子公司门槛进一步降低。在经历短暂的放开期后，2016 年中证协出台《证券公司私募投资基金子公司管理规范》及《证券公司另类投资子公司管理规范》，证券公司直投业务开始向私募基金管理业务和另类投资管理业务相互独立的专业化经营方向转型。

表5：直投业务两大经营主体对比

经营主体	资金来源	业务定位	核心功能
私募投资基金子公司	自有资金 (GP) + 对外募资 (LP)	市场化 PE/VC 平台	募投管退全流程，产业布局
另类子公司	券商自有资金	战略投资 / 跟投平台	科创板/创业板跟投、Pre-IPO、产业链布局

数据来源：中国证券业协会，东吴证券研究所

2019 年以来，全面注册制进一步拓宽了退出渠道，科创板的跟投制度进一步加强了直投与投行业务的深度绑定。近年来，在监管鼓励“投早、投小、投硬科技”、引导中长期资金入市、拓宽科创板及创业板上市标准的背景下，券商私募子迎来了爆发式增长，券商“直投+保荐业务”步入规范化运营阶段。

2025 年，私募股权市场有所回暖。根据清科研究中心统计，2025 年，中国股权投资市场募集规模达 16483 亿元，同比增长 14.1%；投资规模达 9287.16 亿元，同比增长 45.6%；全年共发生 5211 笔退出案例，同比增长 41.0%。券商私募股权子公司也在积极布局，头部券商中，截至 2025 年末中金资本认缴管理规模达 6800 亿元，中信金石在管基金规模超 1200 亿元，国泰海通的国泰君安创投与海通开元累计承诺出资额 1343 亿元，实际出资额 900 亿元，位于行业前列。

表6: 头部券商私募股权业务情况

上市公司	私募直投子公司	2025年净利润(亿元)	管理规模或投资规模(截至2025年)
中金公司	中金资本	2.57	认缴管理规模达6800亿元
中信证券	中信金石	10.02	在管基金规模超1200亿元
国泰海通	国泰君安创投	0.76	累计承诺出资额1343.27亿元, 累计实际出资额899.79亿元
	海通开元	6.60	
中信建投	中信建投资本	1.00	管理规模逾780亿元
华泰证券	华泰紫金	7.98	合计认缴规模649.19亿元, 实缴规模486.14亿元
中国银河	银河创新资本	0.14	备案总规模364.79亿元
广发证券	广发信德	1.70	实缴规模超190亿元
申万宏源	宏源汇富	1.42	认缴176亿元
	申万投资	-0.11	累计管理总规模超178亿元
招商证券	招商致远资本	-0.35	2025年新设及扩募基金规模60.04亿元
国信证券	国信弘盛	0.24	新增基金规模11.8亿元

数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

## 4. 投资建议

当前我国券商估值处于极低的水平, 大型券商更容易产生 $\alpha$ 。截止至2026年4月30日, 证券II(中信)指数静态估值为1.26x PB, 处于上市以来的9%分位, 处于近十年的8%分位, 估值极低。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, 大型券商更容易产生 $\alpha$ 。

券商持续提升分红水平, H股券商股息率具有一定吸引力。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7: 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。

**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、东方财富等。

## 5. 风险提示

**1) 宏观经济不及预期：**宏观经济剧烈波动将直接影响资本市场活跃度，造成证券行业收入下滑；

**2) 政策趋紧抑制行业创新：**若宏观经济出现超预期下滑，势必造成证券行业监管政策趋于审慎，证券公司开拓新盈利增长点势必受限；

**3) 市场竞争加剧风险：**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>