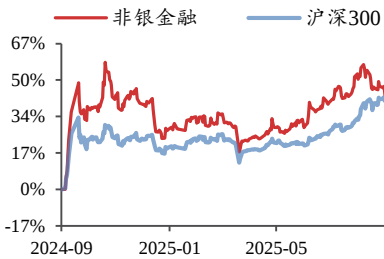


非银金融

2025 年 09 月 19 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《蚂蚁、招行和零售型券商高增，行业马太效应加强——2025H1 基金销售渠道数据点评》-2025.9.14

《整体符合预期，代销渠道马太效应或加剧——渠道降费政策点评》-2025.9.6

《券商和保险中报向好，非银视角看居民资金动向——非银金融行业 2025 年中报要点评述》-2025.8.31

经纪和投资高增，头部券商海外业务表现亮眼

——行业深度报告

高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

卢崑（分析师）

lukun@kysec.cn

证书编号：S0790524040002

● 券商基本面向好，牛市下 ROE 提升趋势明确，估值提升空间广阔

上半年 39 家上市券商实现归母净利润 1021 亿，同比+63.1%，扣非归母净利润同比+51%，年化 ROE 7.81%，经纪与自营业绩高增，零售佣金率和利差好于我们预期，海外业务是新增长点。往后看，券商 3 季度业绩基数仍低，投行、衍生品和公募基金等核心业务有望接续改善，牛市下行业 ROE 提升趋势明确，关注政策松绑和主动权益基金申赎拐点。因此，我们认为券商板块基本面向好，估值和机构持仓仍处低位，牛市当下板块胜率赔率性价比较高。我们从零售、机构和财富管理三大核心业务角度，推荐低估值头部券商。（1）零售线推荐国信证券，受益标的，中国银河 H。（2）机构线推荐中金公司 H、华泰证券、中信证券。（3）大财富管理：广发证券 AH，东方财富，东方证券 H。

● 经纪高增受益于市场活跃，IPO 储备充足投行业务有望持续改善

（1）经纪：零售经纪收入同比高增，测算零售经纪佣金率稳定，客户持续入金。上市券商经纪业务同比+39%，其中代买/席位/代销收入分别同比+56%/-12%/+30%。中证协行业数据口径，券商代买(含席位)净收入同比+48.2%，净佣金率万 1.79，同比-11%，主要受公募降佣影响。扣除席位佣金后，上半年零售代买净收入同比+62%，与上半年股基成交额同比+66%接近，小单交易和投顾提佣等因素下，零售端佣金率下降较小好于市场预期。据协会数据，2025H1 券商客户保证金体量 2.8 万亿，同比+54%，较年初+9%。机构交易方面，2025H1 公募基金交易佣金为 44.7 亿元，同比-34%，佣金率为 0.0369%，同比-0.0321pct，机构佣金下降主因公募基金降费第二阶段政策落地，环比 2024H2，公募交易佣金率保持平稳。（2）投行：A 股科创企业 IPO 边际放松，A to H 浪潮驱动 H 股 IPO 高景气。上半年投行净收入同比+11%，上半年 A 股/H 股 IPO 规模同比-7%/+719%。6 月科创板 1+6 政策出台，重启未盈利企业上市支持，科创企业 IPO 边际放松；以及 H 股 IPO 储备充足，下半年券商投行业务有望进一步改善。（3）资管：券商集合资管规模微增，公募基金表现分化。资管净收入同比-5%，受债市回落影响略有下降。行业集合资管规模同比+1%，较年初+7%，定向资管规模同比-11%，较年初-5%。样本 20 家基金公司收入/净利润同比+10%/+10%，具体各家表现分化。

● 两融规模扩张，利率下行驱动利息成本下降，头部券商海外业务高景气

（1）利息净收入：上半年利息净收入同比+17%，其中利息收入 926.6 亿元，同比-8%，利息支出 732 亿，同比-13%。两融利息收入 391 亿，同比+5%，两融利率同比-0.51pct，竞争加剧，而券商负债成本快速回落支撑利息净收入增长。（2）自营投资：自营投资收益率回升，股市上涨利好权益投资、直投、跟投和衍生品客需。上半年上市券商自营投资收益同比+39%，年化自营投资收益率 4.33%，较 2024 年的 3.69%和 2025Q1 的 3.96%有所提升。上半年股强债弱的市场环境下，直投跟投、衍生品、股票自营和 OCI 股票等权益类业务增长明显，同时 OCI 债券部分浮盈兑现亦支撑投资收益增长。（3）国际业务：头部券商海外业务收入高速增长。头部券商海外业务上半年显著增长，中信证券、中金公司和华泰证券(扣除 Asset Mark 影响)2025H1 海外营收分别同比+14%/+76%/+93%。

风险提示：市场波动风险；监管趋严风险；市场竞争风险。

目 录

1、 经纪和自营投资受益于股市活跃，A to H 浪潮有望驱动投行进一步复苏	3
2、 投资建议	14
3、 风险提示	14

图表目录

图 1： 2025H1 上市券商调整后营收/归母净利润同比+30%/+63%	3
图 2： 2025 单 Q2 归母净利润同比增速+49%，环比-2%.....	3
图 3： 2025H1 上市券商年化 ROE 7.81%	4
图 4： 2025H1 上市券商权益乘数 3.85 倍，同比-0.02 倍	4
图 5： 上市券商 2025H1 代买同比高增，席位大多同比下降	7
图 6： 2025H1 A 股 IPO 募集规模 302 亿元，同比-7%.....	8
图 7： 2025H1 港股 IPO 规模 11 万亿港元，同比+719%.....	8
图 8： 2025H1 债券承销规模 67,673 亿元，同比+12%.....	8
图 9： 2025H1 再融资规模 6,624 亿元，同比+577%.....	8
图 10： 2025Q2 末券商集合资管 3.08 亿元，同比+1%，较年初+7%.....	9
图 11： 券商资管业务净收入表现分化，中小券商降幅较大	9
图 12： 2025H1 末全市场非货/偏股 AUM 为 20.2/8.4 万亿元，同比+13%/+27%，较年初+5%/+6%	10
图 13： 20 家样本基金公司上半年营收/净利润同比+10%/10%.....	10
图 14： 两融规模扩大，两融利率竞争加剧.....	11
图 15： 2025H1 上市券商自营投资收益率 4.33%	12
图 16： 2025H1 上市券商自营投资同比+39%.....	12
图 17： 2025Q2 末上市券商交易性金融资产规模整体增加	13
图 18： 2025Q2 末样本券商 OCI 账户中债券规模多数环比下降，权益规模多数环比增加	13
表 1： 2025H1 经纪、自营同比高增，资管业务受债市回落影响同比微降	4
表 2： 2025Q2 经纪/投行/资管/利息净收入/自营分别环比-6%/+32%/+10%/+50%/+31%	4
表 3： 2025H1 上市券商归母净利润大多同比增长	5
表 4： 2025 上半年证券经纪业务同比+36%，代买/席位/代销同比+56%/-12%/30%	6
表 5： 2025H1 公募基金交易佣金/佣金率，同比-34%/-0.0321pct，环比趋向平稳	6
表 6： 2025H1 利息收入同比-8%，两融利息收入同比+5%.....	11
表 7： 受益标的估值表	14

口径说明：考虑数据连续性，我们选取 39 家上市券商研究，暂不含财达证券、首创证券、信达证券。（考虑海通证券退市，我们使用 2024 年国泰君安备考合并财报数据以弥补海通证券退市的影响，实现数据连续可比）

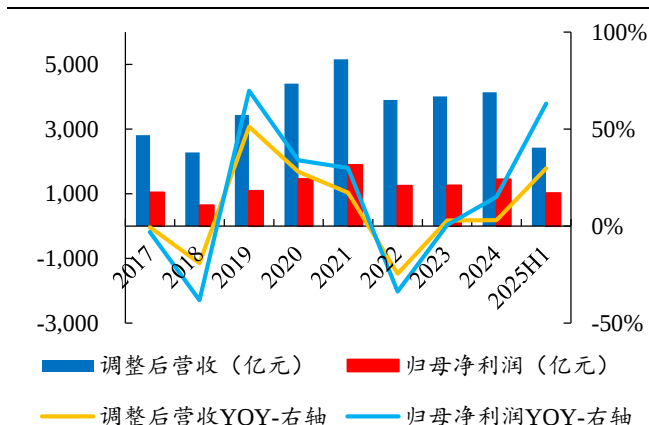
1、经纪和自营投资受益于股市活跃，A to H 浪潮有望驱动投行进一步复苏

2025H1 上市券商归母净利润+63%，2 季度环比-2%。（1）上半年 39 家上市券商调整后营收/归母净利润分别为 2428/1021 亿，同比+30%/+63%，单 Q2 归母净利润 504 亿，同比+49%，环比-2%，上半年扣非归母净利润（主因国泰海通负商誉扰动）同比+51%。上半年上市券商年化平均 ROE 达 7.81%，期末权益乘数（扣客户保证金）3.85 倍，同比-0.03 倍。（2）上半年经纪/投行/资管/利息净收入/投资分别同比+39%/+11%/-5%/+17%/+51%，经纪和投资同比高增是业绩核心驱动力，投行收入同比增速由负转正，资管业务受债市回落影响略有下降。（3）上半年业务及管理费支出 1234 亿元，同比+13%，较 2025Q1 同比+11%微扩，信用减值损失 6 亿，同环比均改善。

投资和利息净收入同比改善好于我们预期。上半年股强债弱的市场环境下，直投跟投、衍生品、股票自营和 OCI 股票等权益类业务增长明显，同时 OCI 债券部分浮盈兑现亦支撑了投资收益；利息净收入同比+17%，两融利率竞争明显，有一定下降，而券商负债成本快速回落支撑利息净收入增长。

海外业务逐渐成为头部券商增长新动能。中证协披露上半年证券公司经营数据，净利润同比+40.4%(专项合并口径)，低于上市券商业绩增速，海外、直投和跟投等子公司业绩或是差异主因，上市券商综合优势凸显。中信证券、中金公司和华泰证券(扣除 AssetMark 影响)2025H1 海外营收分别同比+14%/+76%/+93%。

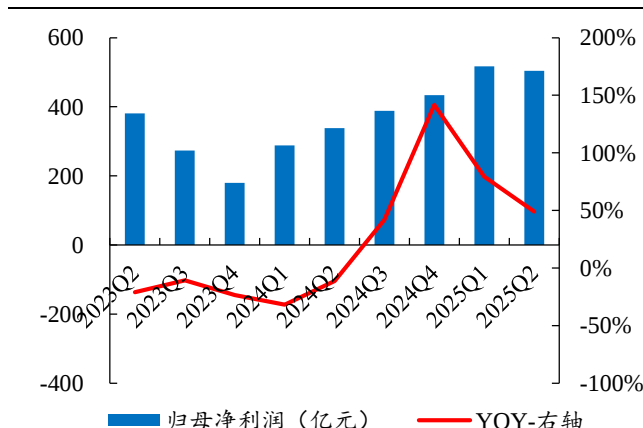
图1：2025H1 上市券商调整后营收/归母净利润同比 +30%/+63%



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：调整后营收=营业收入-其他业务成本

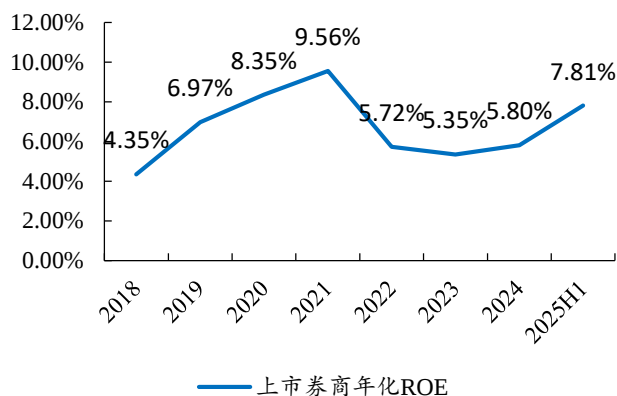
图2：2025 单 Q2 归母净利润同比增速+49%，环比-2%



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：调整后营收=营业收入-其他业务成本

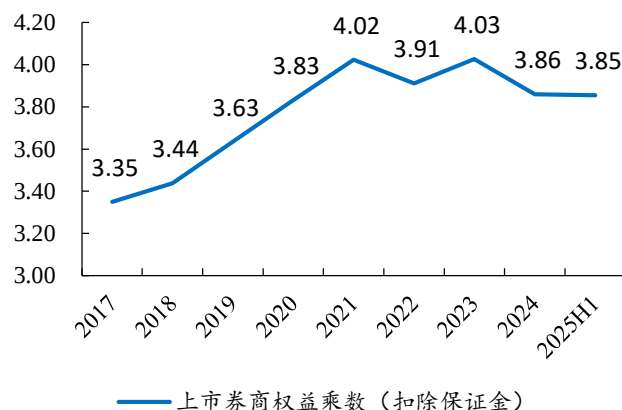
图3：2025H1 上市券商年化 ROE 7.81%



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：关于 2024 年归母净利润，我们使用国泰君安备考合并财报的归母净利润以弥补海通证券退市的影响，实现数据连续可比。

图4：2025H1 上市券商权益乘数 3.85 倍，同比-0.02 倍



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：权益乘数=（总资产-代理买卖证券款）/归母净资产

表1：2025H1 经纪、自营同比高增，资管业务受债市回落影响同比微降

39 家上市券商合计	2024H1		2025H1		YOY
	金额（亿元）	收入占比	金额（亿元）	收入占比	
经纪业务	450.3	24%	624.6	26%	39%
投行业务	137.6	7%	152.5	6%	11%
资管业务	219.5	12%	207.8	9%	-5%
利息净收入	166.1	9%	194.9	8%	17%
投资收益 (含公允价值变动损益)	765.1	41%	1,159.0	48%	51%
调整后营业收入	1,870.7		2,428.2		30%
管理费用	1,091.5		1,233.8		13%
营业利润	746.2		1,170.3		57%
归母净利润	626.3		1,021.3		63%
ROE	5.12%		7.81%		
权益乘数 (剔除客户保证金)	3.88		3.85		

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：权益乘数=（总资产-代理买卖证券款）/归母净资产

表2：2025Q2 经纪/投行/资管/利息净收入/自营分别环比-6%/+32%/+10%/+50%/+31%

单位：亿元	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q2 环比	2025Q2 同比
经纪业务	225.4	203.5	388.4	322.6	302.0	-6%	34%
投行业务	71.2	74.9	87.7	65.6	86.9	32%	22%
资管业务	114.9	108.0	100.1	98.8	109.0	10%	-5%
利息净收入	96.3	77.5	102.2	77.9	117.0	50%	21%
投资收益（含公允价值变动损益）	425.6	591.5	424.3	502.8	656.3	31%	54%
调整后营业收入	994.7	1,068.3	1,199.1	1,125.3	1,302.9	16%	31%

单位：亿元	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q2 环比	2025Q2 同比
管理费用	569.9	596.2	664.7	578.6	655.2	13%	15%
营业利润	397.3	463.0	512.6	532.0	638.3	20%	61%
归母净利润	337.9	388.1	433.6	517.1	504.2	-2%	49%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表3：2025H1 上市券商归母净利润大多同比增长

序号	证券简称	2025H1 归 母净利润 (亿元)	YOY	年化加权 ROE	序号	证券简称	2025H1 归 母净利润 (亿元)	YOY	年化加权 ROE
1	国泰海通	157.4	164%	12.50%	21	国金证券	11.1	144%	6.48%
2	中信证券	137.2	30%	9.82%	22	财通证券	10.8	17%	5.88%
3	华泰证券	75.5	42%	8.60%	23	华安证券	10.4	45%	9.04%
4	中国银河	64.9	48%	10.32%	24	东兴证券	8.2	42%	5.68%
5	广发证券	64.7	48%	9.66%	25	西部证券	7.8	20%	5.38%
6	国信证券	53.7	71%	10.52%	26	中泰证券	7.1	77%	3.34%
7	招商证券	51.9	9%	8.36%	27	红塔证券	6.7	49%	5.38%
8	中信建投	45.1	58%	10.20%	28	南京证券	6.2	14%	6.82%
9	中金公司	43.3	94%	8.32%	29	中银证券	5.7	33%	6.20%
10	申万宏源	42.8	101%	8.00%	30	山西证券	5.2	64%	5.76%
11	东方证券	34.6	64%	8.54%	31	华西证券	5.1	1195%	4.30%
12	方正证券	23.8	76%	9.68%	32	第一创业	4.9	21%	5.78%
13	东吴证券	19.3	66%	9.06%	33	东北证券	4.3	226%	4.48%
14	长江证券	17.4	121%	9.52%	34	西南证券	4.2	24%	3.26%
15	光大证券	16.8	21%	5.00%	35	国海证券	3.7	159%	3.32%
16	国元证券	14.0	40%	7.46%	36	华林证券	3.4	173%	9.74%
17	长城证券	13.8	92%	9.00%	37	中原证券	2.6	29%	3.68%
18	兴业证券	13.3	41%	4.62%	38	太平洋	1.2	77%	2.48%
19	浙商证券	11.5	46%	6.42%	39	天风证券	0.3	-110%	0.22%
20	国联民生	11.3	1185%	5.04%					

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：以 2025H1 归母净利润从大到小排序；上述 ROE 为加权 ROE，考虑了永续债对净资产的干扰，更真实反映盈利能力

经纪：零售经纪收入同比高增，测算零售经纪佣金率稳定，客户持续入金。（1）上市券商经纪业务同比+39%，其中证券经纪同比+36%，代买、席位、代销收入分别同比+56%/-12%/+30%，上半年市场日均股基成交额同比+66%。（2）中证协行业数据口径，券商代买(含席位)净收入同比+48%，净佣金率万 1.79，同比-11%，主要受公募降佣影响。**扣除席位佣金后，上半年零售代买净收入同比+62%，与上半年股基成交额同比+66%接近，考虑小单交易和投顾提佣等因素，预计零售端佣金率下降较小好于市场预期。**据协会数据，**2025H1 券商客户保证金体量 2.8 万亿，同比+54%，较年初+9%。**（3）2025H1 公募基金交易佣金为 44.7 亿元,同比-34%,佣金率为 0.0369%，同比-0.0321pct，机构佣金下降主因公募基金降费第二阶段政策落地，环比 2024 下半年来看，公募交易佣金率保持平稳。（4）考虑到市场持续回暖及 3 季度基数仍低，我们认为经纪业务有望延续高景气。

表4：2025 上半年证券经纪业务同比+36%，代买/席位/代销同比+56%/-12%/30%

2025H1 上市券商数据	金额（亿元）	YOY
经纪业务净收入	624.6	39%
证券经纪业务	574.4	36%
代理买卖证券款净收入	464.4	56%
席位租赁净收入	55.8	-12%
代销金融产品净收入	54.3	30%
市场环境		
市场日均股基成交额	16,417	66%
新开户数（万户）	1,260	33%
市场新发非货基金（亿份）	5,303	-20%
市场新发偏股基金（亿份）	2,404	118%

数据来源：各公司公告、Wind、开源证券研究所

表5：2025H1 公募基金交易佣金/佣金率，同比-34%/-0.0321pct，环比趋向平稳

指标	2024H2	2025H1
基金公司总佣金（亿元）	42.1	44.7
YOY	-41%	-34%
股票交易总金额（亿元）	115,079	121,048
YOY	15%	23%
公募机构佣金率	0.0366%	0.0369%
YOY	-0.0347pct	-0.0321pct

数据来源：Wind、开源证券研究所

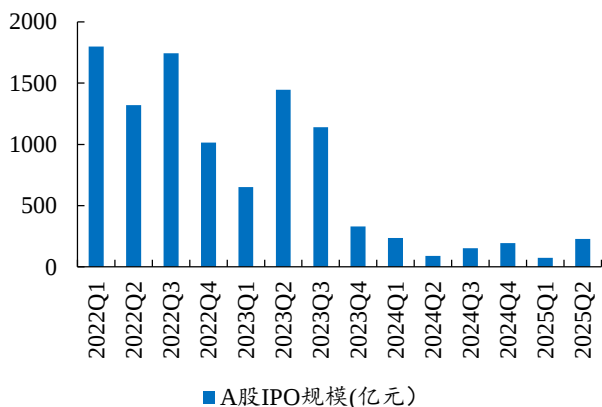
图5：上市券商 2025H1 代买同比高增，席位大多同比下降

亿元	证券经纪 净收入	占调整后 营收	YOY				结构		
			证券经纪	代理买卖 证券净收入	席位租赁 净收入	代销金融 产品	代理买卖 证券净收入	席位租赁 净收入	代销金融 产品
中信证券	59.0	18%	38%	47%	17%	18%	74%	12%	14%
国泰海通	51.5	22%	23%	35%	33%	24%	83%	9%	9%
招商证券	35.6	34%	49%	66%	27%	22%	86%	7%	8%
广发证券	35.5	23%	43%	59%	22%	36%	79%	9%	11%
华泰证券	35.3	22%	40%	51%	2%	17%	82%	10%	8%
中国银河	34.1	25%	48%	50%	15%	53%	91%	2%	7%
国信证券	33.9	31%	68%	77%	14%	55%	89%	4%	8%
中信建投	29.3	28%	41%	67%	26%	20%	76%	10%	14%
中金公司	26.0	20%	50%	59%	7%	58%	64%	13%	23%
申万宏源	22.8	20%	36%	44%	2%	8%	88%	9%	2%
方正证券	21.0	37%	56%	69%	38%	35%	90%	4%	6%
中泰证券	16.7	32%	36%	51%	24%	12%	88%	8%	4%
长江证券	15.4	33%	31%	59%	19%	31%	73%	21%	7%
光大证券	15.4	30%	42%	54%	42%	57%	80%	5%	14%
兴业证券	12.0	22%	36%	63%	6%	8%	69%	20%	11%
国金证券	11.5	30%	61%	68%	11%	124%	72%	15%	13%
浙商证券	11.0	29%	48%	66%	18%	19%	70%	20%	11%
东方证券	9.1	11%	23%	49%	30%	22%	72%	16%	11%
东吴证券	9.0	20%	36%	63%	13%	5%	77%	21%	3%
华西证券	9.0	44%	46%	56%	9%	28%	87%	8%	5%
财通证券	8.1	27%	42%	63%	54%	17%	85%	4%	11%
国联民生	8.1	20%	189%	190%	199%	135%	68%	27%	5%
国元证券	5.8	17%	55%	61%	33%	35%	89%	1%	10%
华安证券	5.7	24%	53%	63%	53%	53%	90%	2%	8%
东北证券	5.4	26%	32%	65%	44%	17%	83%	12%	5%
西部证券	5.3	22%	48%	58%	19%	13%	80%	16%	4%
中银证券	4.9	33%	49%	60%	52%	53%	87%	3%	10%
国海证券	4.6	29%	45%	67%	10%	62%	67%	28%	5%
天风证券	4.2	35%	16%	46%	4%	53%	47%	50%	2%
东兴证券	4.1	18%	45%	51%	64%	26%	91%	1%	9%
长城证券	4.1	14%	32%	48%	59%	34%	87%	4%	9%
山西证券	3.3	20%	31%	60%	65%	45%	91%	4%	5%
中原证券	3.3	36%	52%	54%	50%	20%	98%	0%	2%
华林证券	3.3	39%	52%	56%	24%	6%	96%	1%	3%
西南证券	3.1	22%	29%	35%	10%	89%	81%	13%	6%
南京证券	2.8	18%	51%	55%	63%	191%	96%	1%	3%
第一创业	2.2	12%	44%	66%	54%	47%	90%	6%	4%
太平洋	2.1	35%	40%	54%	59%	4%	93%	3%	4%
红塔证券	1.0	9%	47%	48%	87%	34%	99%	0%	1%
上市券商	574.6	24%	43%	56%	12%	30%	81%	10%	9%

数据来源：各公司公告、Wind、开源证券研究所

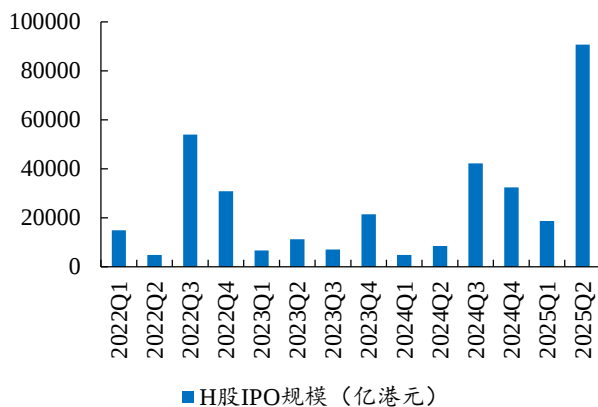
投行：A 股科创企业 IPO 边际放松，A to H 浪潮驱动 H 股 IPO 高景气。2025H1 上市券商投行净收入同比+11%，单 Q2 同比+22%。A/H 股 IPO 规模同比-7%/+719%，再融资规模 6,624 亿，同比+577%；债券承销规模 67,673 亿，同比+12%。A 股上半年延续“严监管”的政策基调，严守 IPO 入口端；H 股自 2024 年 9 月以来，市场持续复苏，2025 上半年香港重回全球新股市场榜首。考虑到陆家嘴金融论坛推出科创板“1+6”及 H 股市场高景气，预计下半年投行业务有望进一步改善。

图6：2025H1 A股 IPO 募集规模 302 亿元，同比-7%



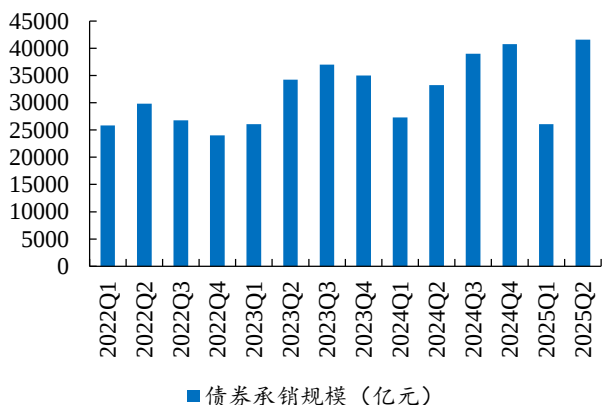
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2025H1 港股 IPO 规模 11 万亿港元，同比+719%



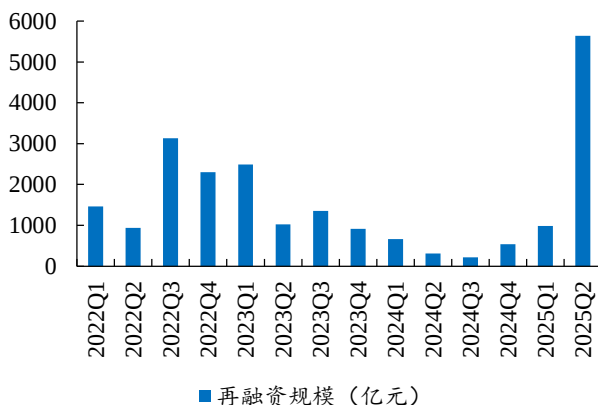
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2025H1 债券承销规模 67,673 亿元，同比+12%



数据来源：Wind、开源证券研究所

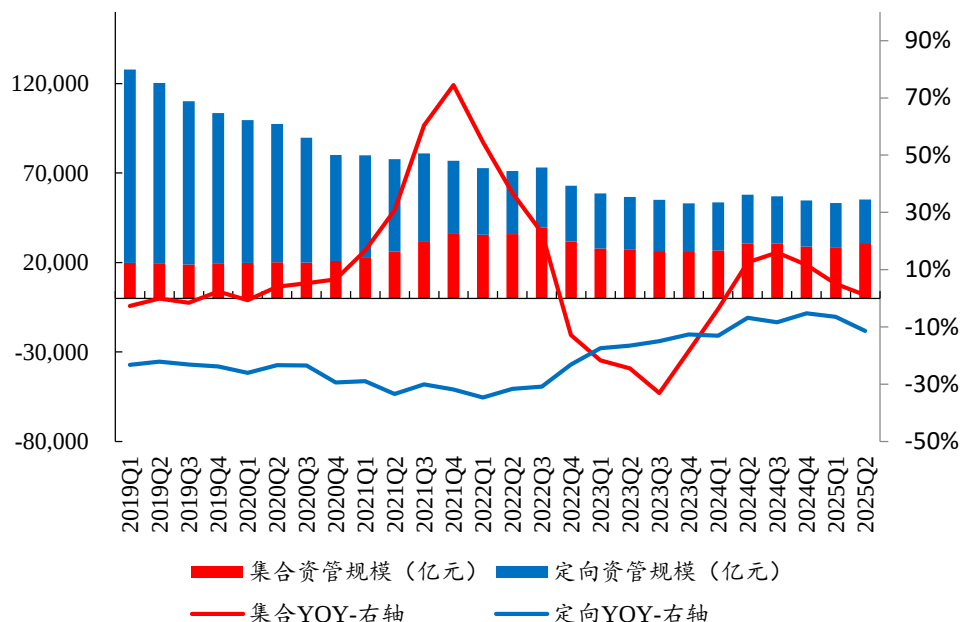
图9：2025H1 再融资规模 6,624 亿元，同比+577%



数据来源：Wind、开源证券研究所

资管：券商集合资管规模微增，公募基金表现分化。（1）资管净收入同比-5%，中小券商同比降幅整体高于头部券商，收入表现分化。行业集合资管规模同比+1%，较年初+7%，定向资管规模同比-11%，较年初-5%。（2）2025H1 全市场非货、偏股基金规模同比增长。2025 年 6 月末全市场非货/偏股基金（股+混）保有规模为 20.2/8.4 万亿元，同比+13%/+27%，较年初+5%/+6%。样本 20 家基金公司收入/净利润同比+10%/+10%，具体各家表现分化。

图10：2025Q2 末券商集合资管 3.08 亿元，同比+1%，较年初+7%



数据来源：中国证券投资基金业协会、开源证券研究所

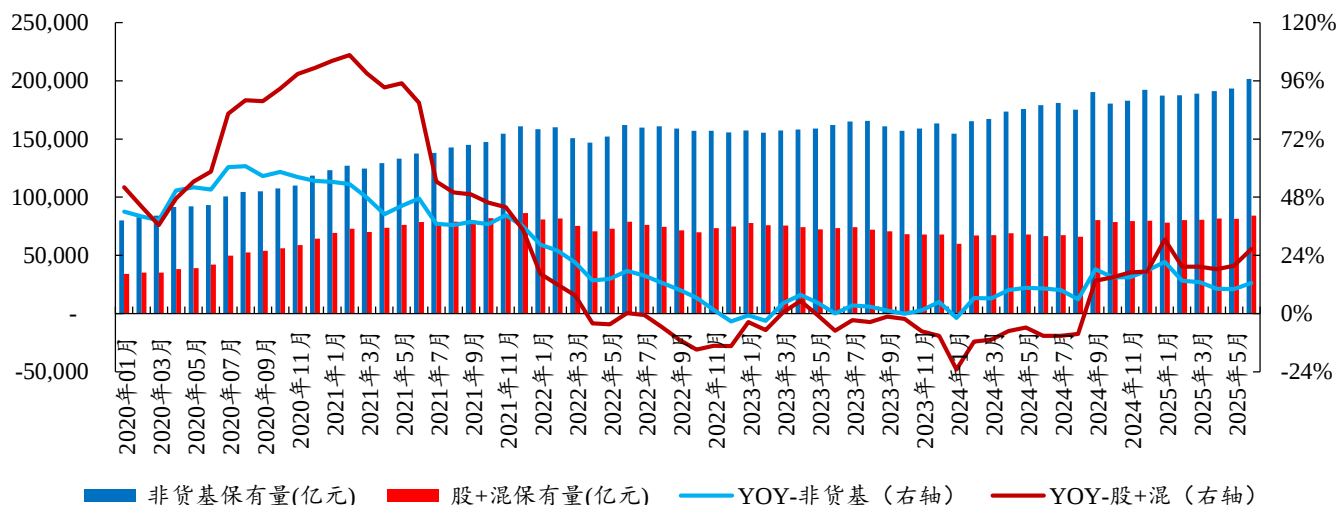
图11：券商资管业务净收入表现分化，中小券商降幅较大

受托客户资产管理业务净收入 (亿元)	2024H1	2025H1	YOY	受托客户资产管理业务净收入 (亿元)	2024H1	2025H1	YOY
中信证券	49.14	54.44	11%	天风证券	1.95	1.40	-28%
广发证券	33.83	36.69	8%	方正证券	1.22	1.28	5%
国泰海通	27.62	25.78	-7%	长江证券	1.51	1.14	-24%
中泰证券	10.00	10.78	8%	山西证券	1.61	1.14	-29%
华泰证券	22.20	8.93	-60%	东吴证券	0.89	0.99	11%
中金公司	5.56	6.80	22%	东兴证券	1.53	0.99	-35%
中信建投	6.42	6.61	3%	国海证券	0.99	0.90	-9%
财通证券	8.25	6.07	-26%	兴业证券	0.76	0.75	-2%
东方证券	7.08	6.01	-15%	西部证券	0.80	0.67	-15%
招商证券	3.40	4.40	29%	国金证券	0.42	0.62	45%
第一创业	4.67	4.40	-6%	国元证券	0.71	0.37	-47%
光大证券	3.81	4.27	12%	太平洋	0.70	0.30	-57%
国联民生	3.12	3.57	14%	长城证券	0.14	0.25	79%
申万宏源	4.05	3.31	-18%	华西证券	0.51	0.23	-55%
国信证券	3.95	3.21	-19%	南京证券	0.37	0.20	-45%
华安证券	2.83	2.76	-3%	中原证券	0.14	0.15	9%
中国银河	2.28	2.68	18%	西南证券	0.13	0.09	-35%
中银证券	2.63	2.49	-5%	华林证券	0.12	0.07	-45%
浙商证券	2.06	1.58	-24%	红塔证券	0.11	0.06	-49%
东北证券	1.98	1.43	-27%				
				合计	211.10	207.79	-5%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：华泰证券资管净收入波动主因 AssetMark 出售所致

图12：2025H1 末全市场非货/偏股 AUM 为 20.2/8.4 万亿元，同比+13%/+27%，较年初+5%/+6%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：20 家样本基金公司上半年营收/净利润同比+10%/10%

亿元 序号		营业收入			净利润		
		2025H1	2024H1	YOY	2025H1	2024H1	YOY
1	易方达	58.96	53.74	10%	18.77	15.16	24%
2	华夏基金	42.58	36.69	16%	11.23	10.62	6%
3	广发基金	38.98	31.91	22%	11.80	8.22	44%
4	南方基金	37.97	34.01	12%	11.94	10.36	15%
5	富国基金	33.30	29.18	14%	9.24	7.74	19%
6	天弘基金	27.80	26.73	4%	9.17	9.36	-2%
7	招商基金	25.61	25.32	1%	7.89	8.47	-7%
8	博时基金	23.56	22.15	6%	7.63	7.62	0%
9	汇添富	23.41	22.22	5%	4.80	6.90	-30%
10	鹏华基金	18.63	17.89	4%	3.87	3.82	1%
11	中欧基金	18.49	15.88	16%	4.02	2.83	42%
12	兴证全球	17.85	15.02	19%	7.19	6.10	18%
13	景顺长城	17.10	16.78	2%	5.42	4.81	13%
14	华安基金	15.58	14.54	7%	5.00	5.11	-2%
15	银华基金	13.46	13.36	1%	2.84	2.54	12%
16	华泰柏瑞	9.52	10.02	-5%	2.04	3.20	-36%
17	万家基金	9.10	8.18	11%	1.61	1.56	3%
18	永赢基金	8.97	6.31	42%	1.82	1.01	80%
19	兴业基金	6.95	5.35	30%	2.40	1.67	44%
20	浦银安盛	5.99	6.24	-4%	1.23	1.33	-8%
样本20家		453.79	411.51	10%	129.92	118.41	10%

数据来源：Wind、开源证券研究所

利息净收入: 2025H1 上市券商利息净收入 195 亿元, 同比+17%, 其中利息收入 926.6 亿元, 同比-8%, 利息支出 732 亿, 同比-13%。利息收入中, 两融利息收入 391 亿, 同比+5%, 买入返售利息收入 61 亿, 同比-16%, 货币+债券投资利息收入 474.3 亿, 同比-16%。上市券商两融规模较年初+16%, 两融利率同比-0.51pct, 竞争加剧。

表6: 2025H1 利息收入同比-8%, 两融利息收入同比+5%

上市券商合计 (亿元)	2024H1	2025H1	同比
利息收入	1,006.8	926.6	-8%
两融利息收入	371.1	390.9	5%
买入返售利息收入	72.8	61.4	-16%
其他利息收入 (货币利息收入+债权投资利息收入)	562.9	474.3	-16%

数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 两融规模扩大, 两融利率竞争加剧

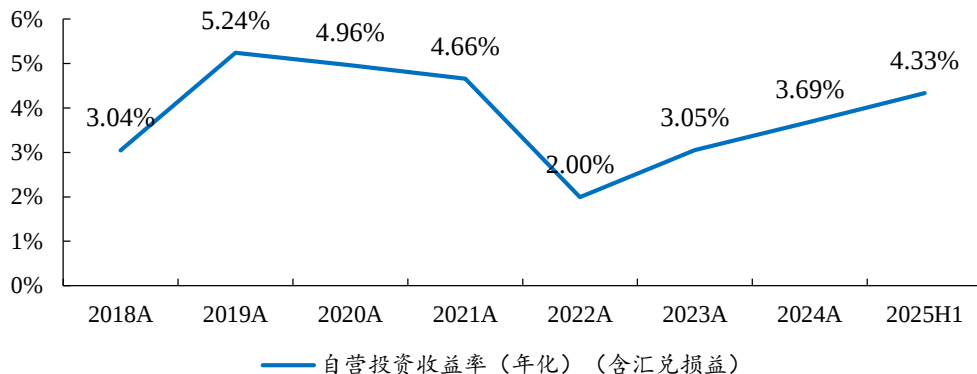
亿元	两融利息收入			两融年化利率			融出资金规模	
	2024H1	2025H1	YOY	2024H1	2025H1	利率变化	2025H1	同比
国泰海通	44.59	38.27	-14%	5.85%	5.21%	-0.64%	1875	28%
中信证券	34.44	36.86	7%	5.93%	5.24%	-0.70%	1432	26%
华泰证券	34.58	35.09	1%	6.41%	5.33%	-1.08%	1310	26%
中国银河	25.99	27.47	6%	6.00%	5.43%	-0.57%	1010	23%
广发证券	24.39	26.69	9%	5.54%	4.91%	-0.64%	1087	28%
招商证券	22.58	23.38	4%	5.58%	4.90%	-0.68%	953	22%
申万宏源	18.16	19.91	10%	5.88%	5.35%	-0.52%	739	25%
国信证券	16.78	18.62	11%	6.18%	5.38%	-0.80%	682	29%
中信建投	15.49	15.83	2%	5.69%	5.10%	-0.59%	612	17%
中金公司	11.31	11.44	1%	6.55%	5.15%	-1.40%	453	36%
方正证券	9.35	11.14	19%	5.98%	5.37%	-0.61%	414	38%
光大证券	9.78	10.72	10%	5.56%	5.03%	-0.53%	425	27%
中泰证券	9.22	10.13	10%	5.84%	5.50%	-0.35%	361	20%
长江证券	8.22	9.27	13%	6.02%	5.49%	-0.53%	336	32%
兴业证券	8.25	8.32	1%	5.74%	5.00%	-0.73%	328	20%
国金证券	6.27	7.31	17%	5.23%	4.81%	-0.42%	300	29%
浙商证券	5.47	6.79	24%	5.71%	5.09%	-0.62%	291	58%
东方证券	5.33	6.21	16%	4.82%	4.45%	-0.37%	278	20%
国元证券	4.75	5.44	15%	5.46%	5.10%	-0.36%	209	24%
财通证券	4.96	5.40	9%	5.48%	5.21%	-0.27%	203	19%
长城证券	5.44	5.34	-2%	4.91%	4.74%	-0.17%	214	3%
华西证券	4.78	5.34	12%	5.59%	5.30%	-0.29%	193	20%
东吴证券	4.90	5.04	3%	5.29%	4.95%	-0.34%	201	12%
国联民生	2.66	4.49	69%	5.70%	6.19%	0.49%	175	104%
东兴证券	4.12	4.20	2%	5.40%	5.25%	-0.15%	155	16%
东北证券	3.39	3.75	11%	5.89%	5.36%	-0.53%	140	29%
中银证券	3.29	3.49	6%	5.44%	5.14%	-0.30%	130	12%
西南证券	3.17	3.36	6%	5.60%	4.93%	-0.66%	138	30%
华安证券	2.74	2.85	4%	5.54%	5.16%	-0.38%	106	14%
国海证券	2.37	2.78	17%	6.28%	5.81%	-0.47%	95	33%
西部证券	2.38	2.74	15%	5.94%	5.61%	-0.33%	96	23%
南京证券	2.27	2.67	18%	5.55%	5.29%	-0.26%	104	33%
中原证券	2.35	2.67	14%	6.43%	5.95%	-0.47%	86	22%
山西证券	2.08	2.20	6%	6.55%	6.13%	-0.41%	70	17%
第一创业	1.83	1.94	6%	5.42%	5.09%	-0.33%	77	21%
华林证券	1.27	1.33	5%	5.67%	5.37%	-0.30%	47	10%
天风证券	1.08	1.14	5%	5.65%	5.44%	-0.22%	39	9%
太平洋	0.62	0.68	10%	6.60%	5.97%	-0.63%	23	35%
红塔证券	0.44	0.61	37%	5.37%	5.02%	-0.35%	26	45%
合计	371.09	390.90	5%	5.82%	5.20%	-0.62%	15,413	26%

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 以 2025H1 两融利息收入自大到小排序; 国联民生融出资金增加主要系新增并表公司所致

投资：自营投资同比高增，收益率改善。（1）上半年中证综合债指数+1.2%（2024H1+3.9%），Q2+1.8%，沪深 300 上半年-1.6%（2024H1+0.9%），Q2+0.5%。上市券商自营投资收益（含汇兑损益）1,077 亿，同比+39%，年化自营投资收益率 4.33%，较 2024 年的 3.69%和 2025Q1 的 3.96%有所提升。（2）上半年股强债弱的市场环境下，直投跟投、衍生品、股票自营和 OCI 股票等权益类业务增长明显，同时 OCI 债券部分浮盈兑现亦支撑投资收益增长。

图15：2025H1 上市券商自营投资收益率 4.33%



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：自营投资收益=投资净收益-对联营、合营企业的投资收益+公允价值变动损益+汇兑净收益；
 自营投资收益率=自营投资收益/（期初自营投资资产规模+期末自营投资资产规模）*2；自营投资资产规模=交易性金融资产+其他权益工具投资+衍生金融资产

图16：2025H1 上市券商自营投资同比+39%

自营 (亿元)	2025H1	同比	自营投资 收益率	自营 (亿元)	2025H1	同比	自营投资收 益率
中信证券	172.3	15%	4.07%	光大证券	12.4	26%	3.05%
国泰海通	90.9	34%	3.25%	国金证券	11.9	73%	7.10%
中国银河	74.0	51%	4.98%	东兴证券	10.9	25%	4.96%
中金公司	73.7	50%	4.82%	华安证券	10.8	69%	6.17%
申万宏源	72.7	50%	4.24%	中泰证券	9.8	37%	4.19%
华泰证券	59.9	35%	3.50%	红塔证券	8.8	55%	8.01%
国信证券	58.2	66%	5.06%	山西证券	8.5	16%	4.66%
广发证券	52.4	43%	3.52%	南京证券	8.0	16%	10.10%
中信建投	46.6	31%	4.12%	天风证券	8.0	25%	4.16%
东方证券	42.5	86%	6.59%	东北证券	7.9	52%	4.12%
招商证券	41.1	-14%	2.71%	财通证券	7.5	-8%	3.22%
东吴证券	21.7	66%	8.49%	第一创业	6.9	22%	5.74%
国联民生	20.9	459%	6.33%	西南证券	6.2	15%	4.11%
方正证券	20.0	66%	5.50%	华西证券	5.9	244%	4.30%
兴业证券	18.2	55%	4.10%	国海证券	3.6	-9%	3.83%
国元证券	17.4	63%	8.58%	中原证券	2.5	-57%	2.58%
长城证券	17.4	49%	6.19%	华林证券	2.2	36%	21.44%
长江证券	14.8	677%	10.31%	太平洋	2.0	80%	8.61%
浙商证券	14.2	147%	5.98%	中银证券	1.2	-33%	1.65%
西部证券	12.6	-10%	4.50%				
合计				1076.7	39%		4.33%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：以 2025H1 自营投资收益自大到小排序

图17：2025Q2 末上市券商交易性金融资产规模整体增加

2025H1数据 (百万元)	证券简称	交易性金融资产中的股票	股票占交易性金融资产的比重	股票较年初增长	其他权益工具	较年初	2025H1数据 (百万元)	证券简称	交易性金融资产中的股票	股票占交易性金融资产的比重	股票较年初增长	其他权益工具	较年初
1	中金公司	104,705	36%	5%	9,844	25%	23	兴业证券	3,987	5%	-55%	11,789	77%
2	中信证券	190,131	26%	-5%	85,230	-6%	24	第一创业	966	5%	77%	6,172	50%
3	长江证券	6,786	20%	14%	65	3%	25	国信证券	10,023	5%	-5%	36,598	12%
4	天风证券	7,097	20%	-8%	2,051	72%	26	首创证券	1,074	5%	122%	5,716	145%
5	光大证券	15,057	19%	-14%	3,318	234%	27	东兴证券	1,583	5%	7%	10,404	60%
6	华泰证券	59,629	17%	5%	7,394	5775%	28	南京证券	636	4%	74%	1,786	161%
7	广发证券	43,833	15%	14%	35,063	57%	29	东吴证券	1,776	4%	-24%	13,005	103%
8	华林证券	266	15%	1%	247	-40%	30	太平洋	201	4%	27%	60	0%
9	中泰证券	6,639	14%	-6%	6,981	142%	31	长城证券	2,171	4%	-12%	5,075	53%
10	中万宏源	33,452	13%	17%	73,458	6%	32	方正证券	3,054	4%	4%	6,750	86%
11	国泰海通	76,907	12%	-6%	46,293	110%	33	中原证券	779	4%	5%	1	0%
12	招商证券	30,744	12%	23%	33,428	-14%	34	国联民生	2,282	3%	15%	13,138	153%
13	中国银河	20,615	8%	0%	58,009	4%	35	山西证券	1,082	3%	17%	204	-4%
14	红塔证券	1,174	8%	86%	7,826	44%	36	国金证券	1,108	3%	-22%	1,063	234%
15	东方证券	9,095	8%	8%	26,629	36%	37	国海证券	475	2%	241%	72	-1%
16	东北证券	3,036	8%	26%	1,978	21258%	38	财通证券	705	2%	-40%	2,905	148%
17	中信建投	14,604	7%	-24%	33,181	124%	39	华西证券	459	2%	-70%	273	-5%
18	华安证券	1,630	6%	94%	2,175	-18%	40	国元证券	530	1%	-21%	5,529	113%
19	东方财富	6,017	6%	73%	6,231	-37%	41	信达证券	408	1%	270%	7,814	259%
20	财达证券	1,268	5%	32%	130	1%	42	西南证券	265	1%	-5%	2,007	107%
21	浙商证券	2,743	5%	43%	5,233	206%	43	西部证券	246	0%	-12%	2,086	10730%
22	中银证券	675	5%	16%	646	62%		合计		14%	0.3%	577,861	29%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：头部券商交易性中的股票非方向性权益投资用途，以衍生品对冲仓为主，上述仅供参考

图18：2025Q2 末样本券商 OCI 账户中债券规模多数环比下降，权益规模多数环比增加

亿元	其他债权投资					其他权益工具投资				
	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q2环比	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q2环比
国泰海通	1,068.22	860.28	1,203.71	1,250.77	4%	217.82	220.21	408.85	462.93	13%
中国银河	975.19	1,051.29	1,070.81	952.76	-11%	480.49	556.87	538.82	580.09	8%
中信证券	660.65	802.43	539.43	569.16	6%	672.56	906.68	916.33	852.30	-7%
申万宏源	650.97	655.42	745.59	597.37	-20%	660.25	694.86	742.22	734.58	-1%
中信建投	726.46	775.60	861.90	951.18	10%	34.03	148.22	287.81	331.81	15%
广发证券	1,273.36	1,043.34	1,132.51	911.78	-19%	119.92	223.18	244.62	350.63	43%
东方证券	830.42	1,105.20	1,016.65	944.30	-7%	167.39	196.35	247.79	266.29	7%
中金公司	757.17	849.02	854.00	891.39	4%	17.81	78.64	94.20	98.44	4%
招商证券	686.68	683.51	576.88	631.55	9%	345.63	389.80	350.44	334.28	-5%
国信证券	833.29	703.96	569.71	497.27	-13%	246.86	328.07	331.16	365.98	11%
华泰证券	581.20	602.00	591.04	572.91	-3%	33.86	66.52	87.52	117.89	35%
兴业证券	472.80	575.81	654.54	593.51	-9%	9.18	9.92	9.96	33.18	233%
光大证券	565.31	590.42	538.17	539.48	0%	25.05	25.94	31.93	55.29	73%
国元证券	446.87	499.43	492.05	328.55	-33%	31.19	63.96	96.91	130.05	34%
东吴证券	489.00	507.00	341.62	344.65	1%	30.60	36.30	52.96	67.50	27%
方正证券	188.43	202.53	238.87	238.16	0%	58.38	65.13	74.38	104.04	40%
中泰证券	304.31	332.82	270.23	269.95	0%	18.26	28.85	68.26	69.81	2%
东兴证券	328.48	423.08	280.83	327.89	17%	0.59	0.63	0.63	0.65	3%
长江证券	96.31	101.36	170.45	214.86	26%	1.54	1.26	19.65	73.94	276%
红塔证券	184.11	206.15	158.55	201.09	27%	50.13	54.50	69.07	78.26	13%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

国际业务：上半年样本券商多数海外业务表现较好，中信证券、中金公司和华泰证券(扣除 AssetMark 影响)2025H1 海外营收分别同比+14%/+76%/+93%。头部券商积极拓展国际化布局，成效显著，收入显著增长，各券商加强国际市场业务开拓，国际竞争力提升。

2、投资建议

券商基本面向好，牛市下 ROE 提升趋势明确，估值提升空间广阔。上半年 39 家上市券商实现归母净利润 1021 亿，同比+63.1%，扣非归母净利润同比+51%，经纪与自营业绩高增，零售佣金率和利差好于我们预期，海外业务是新增长点。往后看，券商 3 季度业绩基数仍低，投行、衍生品和公募基金等核心业务有望接续改善，牛市下行业 ROE 提升趋势明确，关注政策松绑和主动权益基金申赎拐点。因此，我们认为券商板块基本面向好，估值和机构持仓仍处低位，牛市当下板块胜率赔率性价比比较高。我们从零售、机构和财富管理三大核心业务角度，推荐低估值头部券商。(1) 零售线推荐国信证券，受益标的，中国银河 H。(2) 机构线推荐中金公司 H、华泰证券、中信证券。(3) 大财富管理：广发证券 AH，东方财富，东方证券 H。

表7：受益标的估值表

代码	简称	归母净利润（亿元）			归母净利润同比			PE		PB (LF)	评级
		2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2025E	2026E	2025/9/12	
002736.SZ	国信证券	82.17	111.24	132.62	28%	35%	19%	12.49	10.48	1.48	买入
3908.HK	中金公司	56.94	104.05	137.71	-8%	83%	32%	14.00	10.58	0.97	买入
601688.SH	华泰证券	153.51	160.75	179.05	20%	5%	11%	11.38	10.22	1.10	买入
600030.SH	中信证券	217.04	268.42	298.49	10%	24%	11%	16.01	14.39	1.58	买入
000776.SZ	广发证券	96.37	118.87	132.43	38%	23%	11%	13.56	12.18	1.30	买入
300059.SZ	东方财富	96.10	123.05	143.71	17%	28%	17%	36.23	31.02	5.21	买入
3958.HK	东方证券	33.50	73.97	80.71	22%	121%	9%	11.69	10.72	0.73	买入
6881.HK	中国银河	100.31	125.97	138.24	27%	26%	10%	13.02	11.86	0.99	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：华泰证券、中信证券、广发证券、中国银河盈利预测取自 wind 一致预期，其余为开源证券研究所预测。

上述数据截至 9.17 收盘价，港股标的汇率为 1 CNY=1.0956HKD

3、风险提示

- 市场波动风险：股市债市波动对证券公司投资收益带来不确定影响；
- 监管趋严风险：监管政策趋严对券商衍生品等业务带来不确定影响；
- 市场竞争风险：行业竞争加剧对券商佣金率及费率带来不确定影响。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn