

证券行业 2025 年中报综述暨券业战略转型总结

自营轮动加快，海外谋扩张机遇

优于大市

核心观点

中报业绩概述：基本盘稳固，自营及经纪驱动业绩高增。2025 年上半年，上市券商实现营收 2,518.66 亿元、同比+11.37%，实现归母净利润 1,040.17 亿元、同比+65.08%。年初以来权益市场稳步向上，交易额、两融余额等规模持续提升。受市场活跃度持续提升影响，券商业绩普遍呈现高增长。从营收增速来看，42 家上市券商中超 7 成业绩上涨，30 家实现营业收入与净利润双增长，其中 22 家实现归母净利超 50% 的增长，10 家实现归母净利超 1 倍的增长。整体来看，分部增速：经纪 634.54 亿元、同比+43.98%，投行 155.3 亿元、同比+18.11%，资管 211.95 亿元、同比-2.72%，利息 196.57 亿元、同比+30.66%，投资 1,123.54 亿元、同比+53.53%。分部占比：经纪 25.2%、投行 6.2%、资管 8.4%、利息 7.8%、投资 44.6%，其他 7.8%。

资产配置概况：金融资产持续推动扩表。金融投资资产成为证券公司的主要扩表方向。截至 2025 年上半年，上市券商金融投资资产为 67,494 亿元，较 2024 年初增加 6,842 亿元，占总资产比重近 50%、占净资产比重近 250%，已经成为证券公司规模占比最大、收入贡献最大的一类资产。资产配置呈现两大特点：一是 **OCI 权益账户占比持续提升**，截至 2025 年 6 月末，OCI 权益投资规模为 5716 亿元，在金融资产中的占比为 8.5%，占比持续提升。二是 **权益和基金配置规模和占比双升、固收配置占比微降**。截至 2025 年 6 月末，权益投资、固收投资、基金投资规模较 2024 年末增加 1,568 亿元、3,928 亿元、948 亿元；占比角度，除固收有所下降外，权益和基金均有所提升。

轻资本业务：经纪业务为增长主力，佣金率延续下滑。2025 上半年，A 股日均交易额为 12,317 亿元，较去年同期+60%；股基交易额达 188.78 万亿（单边），较去年同期+61%，市场活跃度提升。我们根据中证协的全行业经纪收入对交易佣金率进行测算，2025 年上半年证券行业佣金率为 0.0182%，较 2024 年上半年有所降低，经纪业务竞争持续激烈。投行业务，境内股承同比有所改善，境外股承实现高增。资管业务，伴随行情复苏，公募基金对母公司业绩贡献逐步增加，私募资管受益于银行理财委外规模增长。

国际业务：加快海外业务及数字资产等创新业务布局。一方面，中资券商加速海外布局，持续提升国际竞争力。头部券商综合实力强劲，国际业务处领先地位。另一方面，RWA 等创新业务为中资券商展业提供机遇。当前，部分券商积极申请相关牌照，也将传统业务向数字资产、虚拟资产领域深度拓展。

投资建议：当前，中证证券全指 PB 估值为 1.56 倍，略高于近 5 年均值，我们维持行业“优于大市”评级。行情回暖趋势下，重点推荐：一是资金使用效率高、机构客户储备强、业务条线全面的券商，受益标的：中信证券、华泰证券；二是并购整合落地后推进券商，受益标的：国联民生；三是 AI 革新，互联网券商受益于技术革新的持续推进，受益标的：东方财富。

重点公司盈利预测及投资评级

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2025E	2026E	2025E	2026E
600030.SH	中信证券	优于大市	29.52	437,503	1.54	1.65	19.20	17.90
601688.SH	华泰证券	优于大市	20.65	186,414	1.77	1.93	11.70	10.67
601456.SH	国联民生	优于大市	11.28	64,077	0.17	0.19	65.92	58.14
300059.SZ	东方财富	优于大市	26.19	413,908	0.67	0.74	39.09	35.39

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 行业专题

非银金融 · 证券 II

优于大市 · 维持

证券分析师：孔祥

021-60375452

kongxiang@guosen.com.cn

S0980523060004

证券分析师：陈莉

0755-81981575

chenli@guosen.com.cn

S0980522080004

证券分析师：王德坤

021-61761035

wangdekun@guosen.com.cn

S0980524070008

证券分析师：林珊珊

0755-81981576

linss@guosen.com.cn

S0980518070001

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《互换便利政策的三重影响-夯实底部，储备空间，强化弹性》——2024-10-20
- 《证券行业 2025 年 7 月报-优化分类评价，政策引导资金入市》——2025-07-02
- 《证券行业 2025 年 6 月报-券商衍生品创新平稳市场》——2025-06-18
- 《证券行业 2025 年 5 月报-探索指数增强、浮动收费等基金产品创新》——2025-05-11
- 《证券公司 2025 年一季报综述-自营外的新增长点》——2025-05-09

内容目录

一、收入结构：投资收益占比提升	5
（一）2025 年上半年：投资收益收入占比提升	5
（二）资产规模持续扩大	6
（三）费用率显著降低	6
（四）归母净利润及 ROE 大幅提升	7
（五）财务杠杆率水平略有下降	8
二、资产配置：增加权益、固收及多资产配置	9
（一）行业整体配置结构：金融投资资产持续扩表	9
（二）各券商配置差异：大券商重权益，中小券商重固收	10
（三）券商债券融资利率 2%左右	12
（四）两融业务规模变化	14
三、经纪业务：市场交易活跃，经纪业绩亮眼	15
（一）经纪业务受益于市场交投活跃	15
（二）上市券商经纪业务均实现正增长	16
（三）交易佣金率仍处于低位	17
四、投行业务：境内股承回暖，境外股承高增	18
（一）境内股权融资规模恢复增长	19
（二）IPO 持续回暖，券商承销逐步修复	20
（三）券商承销再融资规模提升	21
（四）IPO 储备项目下降近两成	21
（五）债券承销规模提升	22
（六）境外股权融资规模大幅度增长	23
（七）股承回暖，但整体业绩贡献仍有限	24
五、资管业务：规模增长，公募化转型推进	24
（一）资管业务仍然承压	24
（二）权益类规模提升，券商资管收入呈分化态势	25
（三）资管新规落地促进券商资管业务持续公募化转型	27
六、国际业务：券业出海重要性持续提升	27
（一）中资券商国际业务提升	27
（二）券商积极布局 RWA 等创新业务	28
投资建议	29
风险提示	30

图表目录

图 1: 上市券商合计营收规模及增速 (单位: 亿元)	5
图 2: 上市券商合计归母净利润规模及增速 (单位: 亿元)	5
图 3: 上市券商营收结构变化	6
图 4: 2025 年上半年, 总资产规模持续增加 (单位: 亿元)	6
图 5: 2025 年上半年, 净资产规模持续增加 (单位: 亿元)	6
图 6: 2025H1, 归母净利润提 65%	8
图 7: 2025H1、2024H1ROE(加权)	8
图 8: 上市券商金融投资资产及占比 (单位: 亿元)	9
图 9: 上市券商金融投资资产结构	9
图 10: 上市券商权益、固收、基金及其他资产占比	10
图 11: 部分上市券商自营权益类证券及证券衍生品/净资本 (单位: %)	11
图 12: 部分上市券商自营固定收益类证券及证券衍生品/净资本 (单位: %)	11
图 13: 投资资产规模与权益资产 (以 TPL 股票+OCI 权益计算) 占比 (单位: 亿元)	12
图 14: 投资资产规模与固收资产 (以 TPL 债券+OCI 债权+AC 债权计算) 占比 (单位: 亿元)	12
图 15: 证券公司股权融资募资总额及募资次数 (单位: 亿元、次)	14
图 16: A 股两融余额及占比	15
图 17: 市场股票、基金交易额 (亿元)	16
图 18: 2025 年上半年股权融资规模提升	19
图 19: 2025 年上半年债券融资规模提升	22
图 20: 2025 年上半年香港股权融资规模大幅提升	23
图 21: 券商私募资管月末规模	26
图 22: 2025 年上半年券商资管公募管理规模	26
图 23: 2025 年上半年券商系公募产品管理规模 (单位: 亿元)	27
图 24: 证券行业近 5 年估值变化	29
表 1: 2025 年上半年, 费用率降低	7
表 2: 2025 年上半年, 财务杠杆率水平略有下降	8
表 3: 2025 年上半年, 上市券商债券融资规模、数量等	13
表 4: A 股单季度日均交易额 (亿元)	15
表 5: 经纪业务营收及涨跌幅情况	16
表 6: 2025 年上半年交易佣金率测算	17
表 7: 2025 年上半年, 42 家上市券商代销金融产品业务收入及在经纪业务中占比	18
表 8: 2025 年上半年券商股权主承销规模 and 市场份额 (前 10)	19
表 9: 2025 年上半年券商主承销收入 (前 10)	20
表 10: 2025 年上半年 IPO 主承销规模 and 市场份额 (前 10)	20
表 11: 2025 年上半年券商 IPO 承销收入及市场份额 (前 10)	20
表 12: 2025 年上半年券商再融资规模 (前 10)	21

表 13: 2025 年上半年券商再融资承销收入及市场份额（前 10）	21
表 14: 2025 年上半年证券公司储备项目（IPO）（单位：家）	22
表 15: 2025 年上半年券商债券承销规模（前 10）	23
表 16: 2025 年上半年香港投行股权承销情况（前 10）	23
表 17: 2025 年上半年上市券商投行收入贡献率（前 20）	24
表 18: 2025 年上半年，券商资管业务收入排名前 10 及同比变化	25
表 19: 券商国际业务收入	27

一、收入结构：投资收益占比提升

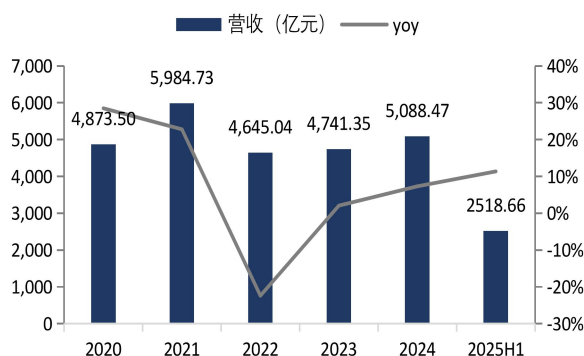
（一）2025 年上半年：投资收益收入占比提升

上市券商¹2025 年上半年营收、归母净利润均呈同比上涨。2025 年上半年，42 家上市券商实现营收 2,518.66 亿元、同比+11.37%，实现归母净利润 1,040.17 亿元、同比+65.08%。

年初以来权益市场稳步向上，交易额、两融余额、权益产品发行规模等持续提升，券商估值修复。2025 年上半年，受市场活跃度持续增强影响，券商业绩普遍实现了高增长。从营收增速来看，42 家上市券商中超 7 成业绩上涨，30 家实现营业收入与净利润双增长，其中 22 家实现归母净利超 50% 的增长，10 家实现归母净利超 1 倍的增长。

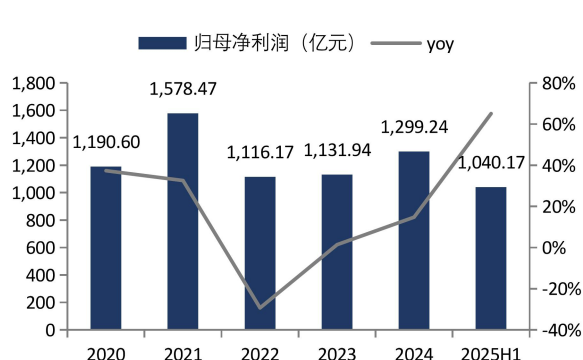
除了资管业务小幅下滑，其他各类主营业务收入均呈同比上涨。2025 年上半年，上市券商分部业务收入及增速：经纪收入 634.54 亿元、同比+43.98%，投行收入 155.3 亿元、同比+18.11%，资管收入 211.95 亿元、同比-2.72%，利息净收入 196.57 亿元、同比+30.66%，投资收益（含公允价值变动损益）1123.54 亿元、同比+53.53%。分部业务收入占比：经纪收入 25.2%、投行收入 6.2%、资管收入 8.4%、利息净收入 7.8%、投资收益 44.6%，其他 7.8%。

图1：上市券商合计营收规模及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

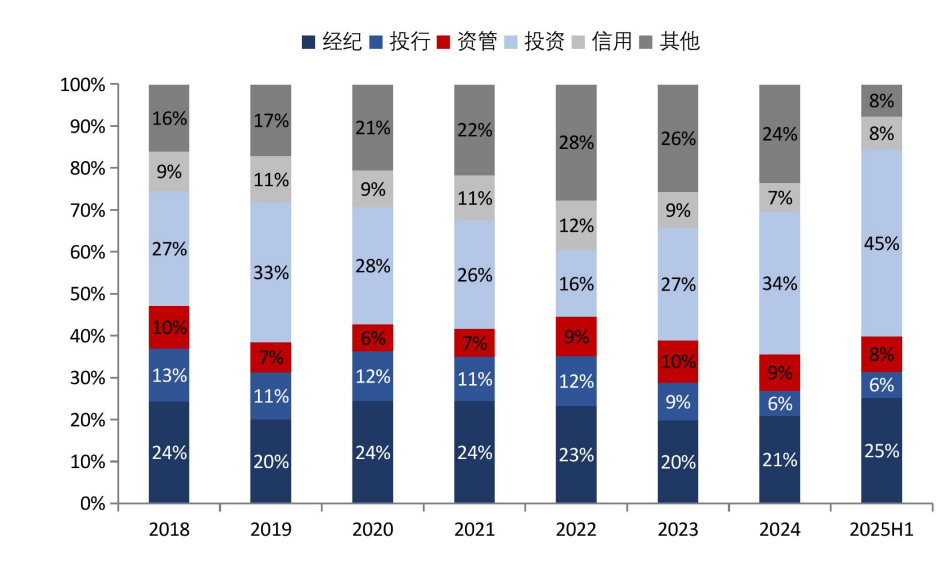
图2：上市券商合计归母净利润规模及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

¹ 我们选取剔除参股券商后的 42 家券商代表上市券商整体，后文同。

图3: 上市券商营收结构变化

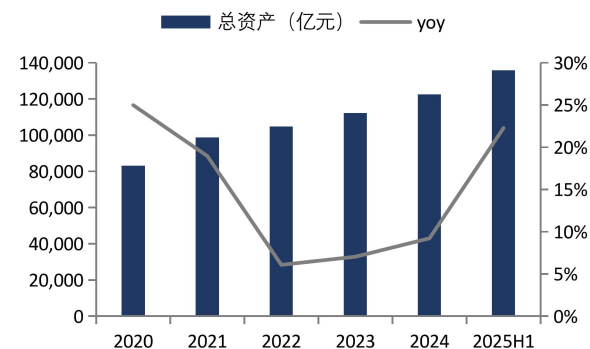


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

（二）资产规模持续扩大

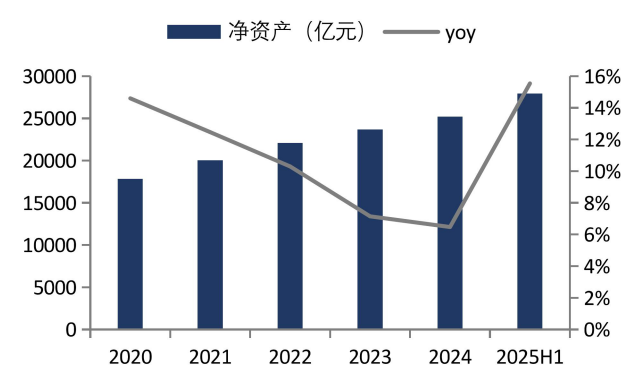
据 Wind 数据显示,截至 2025 年上半年,42 家上市券商总资产、净资产规模分别为 13.59 万亿元和 2.79 万亿元,较 2024 年末分别增加 1.33 万亿元和 2718 亿元,同比+24.15%、+15.54%,上市券商总资产与净资产规模持续增加。

图4: 2025 年上半年,总资产规模持续增加(单位:亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 2025 年上半年,净资产规模持续增加(单位:亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

（三）费用率显著降低

费用率大幅度降低。2025 年上半年,42 家上市券商营业支出为 1326.43 亿元,较去年同期减少 193.04 亿元,同比-12.7%;**从占比来看,**上半年,42 家上市券商费用率为 52.66%,较去年同期减少 14.52pct,费用率有较大幅度降低,其中,红塔证券费用率最低,仅为 32.93%,天风证券费用率最高,达 92.24%。

表1: 2025 年上半年, 费用率降低

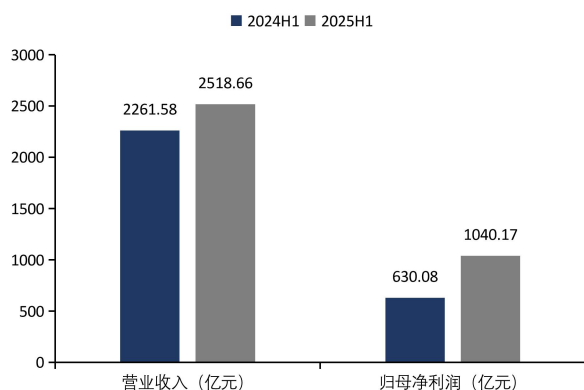
证券简称	2024H1			2025H1			变化情况
	营业收入 (亿元)	营业支出 (亿元)	费用率	营业收入 (亿元)	营业支出 (亿元)	费用率	
红塔证券	10.28	5.52	53.72%	11.89	3.92	32.93%	-20.79%
长城证券	19.82	11.56	58.32%	28.59	11.95	41.80%	-16.52%
东吴证券	50.51	35.34	69.97%	44.28	18.80	42.47%	-27.50%
国信证券	77.57	45.43	58.57%	110.75	48.09	43.42%	-15.15%
信达证券	15.96	9.73	60.99%	20.37	8.99	44.15%	-16.85%
中国银河	170.86	125.08	73.21%	137.47	60.88	44.29%	-28.92%
广发证券	117.78	66.48	56.44%	153.98	70.61	45.86%	-10.58%
招商证券	95.95	46.23	48.18%	105.20	48.35	45.96%	-2.22%
中信证券	301.83	161.41	53.48%	330.39	153.58	46.48%	-6.99%
华泰证券	174.41	118.64	68.02%	162.19	76.97	47.45%	-20.57%
东方证券	85.71	64.22	74.92%	80.01	38.23	47.78%	-27.14%
申万宏源	108.76	74.98	68.94%	116.95	56.79	48.56%	-20.38%
国元证券	30.84	19.14	62.06%	33.97	16.56	48.75%	-13.31%
南京证券	16.78	9.72	57.93%	15.78	7.86	49.83%	-8.10%
中信建投	95.28	63.26	66.39%	107.40	54.05	50.32%	-16.07%
方正证券	37.22	23.76	63.84%	56.63	29.39	51.90%	-11.95%
华林证券	6.18	3.68	59.58%	8.35	4.37	52.29%	-7.29%
华安证券	19.62	11.87	60.48%	28.08	14.69	52.31%	-8.17%
中银证券	12.46	7.63	61.22%	15.05	8.12	53.97%	-7.25%
首创证券	12.55	7.03	56.05%	12.84	6.96	54.18%	-1.87%
长江证券	28.55	20.80	72.84%	47.05	25.67	54.56%	-18.28%
国泰海通	170.70	105.70	61.92%	238.72	131.52	55.09%	-6.83%
东兴证券	48.78	41.12	84.28%	22.49	12.48	55.48%	-28.80%
财通证券	30.26	19.07	63.02%	29.59	16.70	56.43%	-6.59%
光大证券	41.84	26.00	62.15%	51.25	30.84	60.17%	-1.98%
中金公司	89.11	64.30	72.16%	128.28	77.28	60.24%	-11.92%
西部证券	33.29	24.44	73.40%	27.89	17.20	61.68%	-11.72%
财达证券	10.93	7.91	72.34%	12.39	7.69	62.08%	-10.26%
山西证券	14.00	9.96	71.14%	16.41	10.26	62.53%	-8.61%
第一创业	15.24	10.52	69.00%	18.32	11.65	63.62%	-5.38%
国联民生	10.86	10.34	95.27%	40.11	25.85	64.45%	-30.82%
国金证券	26.76	21.47	80.21%	38.62	25.00	64.75%	-15.46%
兴业证券	53.91	41.34	76.69%	54.04	35.95	66.52%	-10.17%
国海证券	19.25	16.93	87.95%	15.86	10.69	67.39%	-20.56%
西南证券	11.91	8.68	72.88%	15.04	10.14	67.45%	-5.42%
中原证券	11.99	9.84	82.08%	9.21	6.28	68.18%	-13.91%
华西证券	14.13	13.94	98.64%	20.73	14.21	68.54%	-30.11%
东北证券	26.07	24.94	95.70%	20.46	14.35	70.13%	-25.57%
太平洋	5.41	4.43	81.79%	6.15	4.47	72.78%	-9.01%
浙商证券	80.00	70.42	88.02%	61.07	45.59	74.65%	-13.37%
中泰证券	50.99	46.18	90.56%	52.57	42.13	80.14%	-10.42%
天风证券	7.22	10.42	144.27%	12.22	11.27	92.24%	-52.03%
合计	2261.58	1519.45	67.19%	2518.66	1326.40	52.66%	-14.52%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

(四) 归母净利润及 ROE 大幅提升

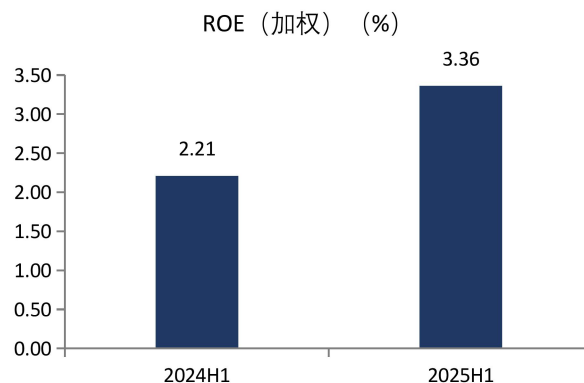
归母净利润和 ROE 大幅提升。2025 年上半年, 42 家上市券商实现归母净利润 1040.17 亿元, 同比+65.08%; ROE(加权)的均值为 3.36%, 较去年同期提升 1.15pct。

图6: 2025H1, 归母净利润提 65%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 2025H1、2024H1ROE(加权)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

(五) 财务杠杆率水平略有下降

财务杠杆率环比略有下降。从财务杠杆率²来看, 2025 年上半年, 42 家上市券商的财务杠杆率为 3.74 倍, 较 2024 年末减少 0.1pct, 主因系上半年券商净资产提升至 27,929.16 亿元, 增长幅度达 10.78%。

表2: 2025 年上半年, 财务杠杆率水平略有下降

证券简称	2024 年末				2025 年上半年			
	总资产 (亿元)	代理买卖证券款 (亿元)	净资产 (亿元)	杠杆 (倍)	总资产 (亿元)	代理买卖证券款 (亿元)	净资产 (亿元)	杠杆
中金公司	6747.16	1006.68	1153.48	4.98	6997.64	1224.77	1191.08	4.85
中信证券	17107.11	3624.49	2931.09	4.60	18077.31	4337.18	3109.24	4.42
中信建投	5664.18	1306.42	1064.69	4.09	6123.64	1497.38	1098.40	4.21
中国银河	7374.71	1655.69	1404.81	4.07	7817.40	1854.84	1441.54	4.14
国泰海通	10477.45	1294.55	1707.75	5.38	18046.19	4213.68	3362.41	4.11
招商证券	7211.60	1516.11	1301.79	4.38	6728.60	1330.34	1314.72	4.11
申万宏源	6975.97	1224.96	1047.84	5.49	6820.53	1218.23	1366.20	4.10
方正证券	2556.28	503.20	481.80	4.26	2602.93	541.28	506.15	4.07
广发证券	7587.45	1753.40	1476.02	3.95	8158.39	1919.16	1565.80	3.98
信达证券	1069.02	237.19	238.09	3.49	1214.99	238.74	253.88	3.85
东方证券	4177.36	1136.37	813.97	3.74	4373.58	1202.50	848.35	3.74
国元证券	1721.01	330.20	370.43	3.75	1771.99	375.77	379.70	3.68
东北证券	890.26	257.54	191.18	3.31	996.47	291.35	198.06	3.56
华泰证券	8142.70	1845.87	1916.74	3.29	9006.97	2042.24	2002.19	3.48
浙商证券	1540.86	299.59	351.93	3.53	1990.85	392.24	461.44	3.46
首创证券	468.56	76.79	132.29	2.96	542.43	75.90	137.44	3.39
兴业证券	3010.16	763.11	578.15	3.89	2929.90	704.24	660.12	3.37
国信证券	5015.06	906.65	1186.92	3.46	5181.76	1023.21	1248.30	3.33
华安证券	1030.14	237.57	224.51	3.53	1021.18	254.93	231.77	3.31
中泰证券	2246.93	784.94	427.22	3.42	2285.09	835.31	455.48	3.18
山西证券	806.61	185.05	179.70	3.46	781.29	197.13	186.03	3.14
西部证券	959.64	186.56	288.11	2.68	1111.17	192.26	295.05	3.11
东兴证券	1052.29	177.81	283.52	3.08	1088.86	184.21	291.60	3.10
光大证券	2929.59	708.44	683.90	3.25	2951.17	793.35	699.90	3.08
天风证券	978.96	123.59	234.17	3.65	966.92	104.11	279.89	3.08
南京证券	697.68	166.30	178.72	2.97	753.65	180.72	186.43	3.07
财通证券	1445.55	274.12	364.05	3.22	1392.46	294.97	366.54	2.99

² 财务杠杆率= (总资产-代理买卖证券款) / 净资产

国金证券	1201.16	375.07	337.31	2.45	1421.97	393.19	345.87	2.97
长城证券	1232.56	310.04	299.97	3.08	1275.58	336.24	316.27	2.97
国联民生	972.08	143.12	185.84	4.46	1853.97	344.95	515.86	2.93
财达证券	522.49	183.20	119.41	2.84	541.08	191.23	119.97	2.92
华西证券	1003.46	333.07	235.47	2.85	1032.80	338.76	238.99	2.90
东吴证券	1778.05	458.25	417.29	3.16	1718.69	485.13	432.47	2.85
西南证券	832.49	185.92	258.11	2.51	921.04	190.86	257.38	2.84
长江证券	1717.72	560.87	392.00	2.95	1750.88	601.99	405.24	2.84
华林证券	244.64	118.87	66.60	1.89	324.20	128.27	70.76	2.77
第一创业	527.42	109.71	163.06	2.56	551.50	111.12	175.55	2.51
中原证券	516.14	164.76	140.60	2.50	534.44	175.96	144.50	2.48
中银证券	749.09	279.72	179.86	2.61	725.58	302.61	185.35	2.28
国海证券	595.91	192.76	221.08	1.82	695.58	201.59	230.68	2.14
红塔证券	590.71	57.51	244.20	2.18	594.21	66.08	254.33	2.08
太平洋	184.21	71.09	97.00	1.17	192.57	80.05	98.21	1.15
合计	122552.43	26127.15	24570.66	3.92	135867.44	31468.06	27929.16	3.74

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2025 年上半年券商业绩在股债市场回暖及政策刺激下显著反弹。券商四大主营业务业绩上涨主因：一是权益市场稳步向上，投资收益稳步上涨；二是受益于资本市场各项政策逐步落地，年初以来股票交易持续活跃，融资余额抬升，券商财富管理业务稳步修复；三是，IPO、再融资发行家数和发行规模同比增长，股权融资业务压力有所缓解，首发募集资金规模为 207.55 亿元，同比提升 1.2 倍，投行业务收入同比有所改善。

二、资产配置：增加权益、固收及多资产配置

（一）行业整体配置结构：金融投资资产持续扩表

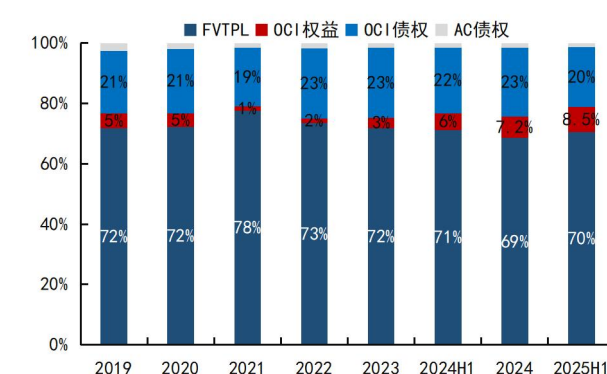
金融投资资产成为证券公司的主要扩表方向。截至 2025 年上半年，上市券商金融投资资产为 67,494 亿元，较 2024 年初增加 6842 亿元，占总资产比重近 50%、占净资产比重近 250%，已经成为证券公司规模占比最大、收入贡献最大的一类资产。

图8：上市券商金融投资资产及占比（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图9：上市券商金融投资资产结构



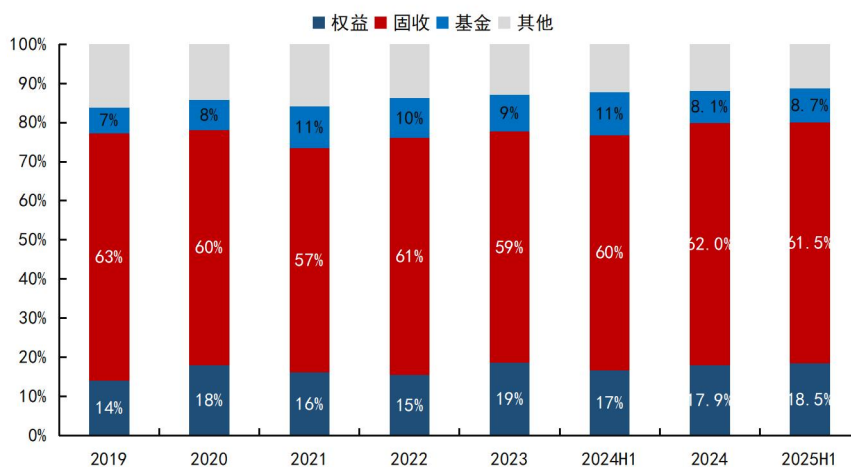
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

OCI 权益投资占比持续提升。根据上市券商的划分口径，金融资产一般分为交易性金融资产（FVTPL）、其他权益工具投资（OCI 权益）、其他债权投资（OCI 债权）和债权投资（AC 债权）。可以看出，从 2021 年开始，OCI 权益账户占比持续提升，截至

2025 年 6 月末，OCI 权益投资规模为 5716 亿元，在金融资产中的占比为 8.5%，占比持续提升。

权益资产和基金投资配置规模和占比双升、固收资产配置占比微降。我们根据 2025 年半年报上市券商披露的金融投资资产明细，将金融投资资产重新分为权益投资（包括 TPL 股票+OCI 权益）、固收投资（包括 TPL 债券+OCI 债权+AC 债权）、基金（包括 TPL 基金）及其他资产。可以看出，截至 2025 年 6 月末，权益投资、固收投资、基金投资规模较 2024 年末增加 1,568 亿元、3,928 亿元、948 亿元；在金融资产中的占比，除固收资产有所下降外，权益投资和基金投资均有所提升。

图10: 上市券商权益、固收、基金及其他资产占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

（二）各券商配置差异：大券商重权益，中小券商重固收

金融投资资产规模越大的券商，投资资产杠杆越高。我们以自营权益类证券及证券衍生品/净资本衡量权益资产投资杠杆、以自营固定收益类证券及证券衍生品/净资本衡量固收资产投资杠杆。可以发现，投资规模越大的券商，无论权益资产投资杠杆还是固收资产投资杠杆均处于相对更高的水平。

金融投资资产规模越大的券商，权益资产配置占比越高。我们以上市券商 2025 年半年报的数据为基础，发现金融投资资产规模越大的券商，往往呈现权益资产配置占比越高、固收资产配置占比越低的规律。我们认为主要原因有二，一是大券商资本更充足，对权益资产价值波动的吸收能力更强，增加权益资产配置有望提高预期收益率；二是大券商业务条线更广泛，配置权益资产可能是打通条线桎梏、实现协同发展的重要一环，比如开展场外衍生品业务时即需要权益持仓做对冲。

图11: 部分上市券商自营权益类证券及证券衍生品/净资本 (单位: %)

代码	简称	2019	2020H1	2020	2021H1	2021	2022H1	2022	2023H1	2023	2024H1	2024	2025H1
600030.SH	中信证券	48.40	51.93	78.54	44.05	41.37	32.08	35.90	31.12	51.42	29.83	25.81	26.02
601211.SH	国泰海通	41.75	29.33	40.29	37.10	41.76	37.92	35.52	37.08	33.19	30.28	40.13	24.79
601688.SH	华泰证券	58.07	51.05	49.91	43.39	49.80	49.91	45.73	31.92	28.58	22.43	26.98	32.30
000776.SZ	广发证券	27.59	26.44	35.33	37.28	49.57	54.93	47.87	50.78	31.10	37.87	31.55	41.44
601881.SH	中国银河	18.39	22.14	28.00	14.24	16.45	25.59	36.69	44.70	28.22	22.09	27.14	29.25
600999.SH	招商证券	32.50	31.35	31.69	21.73	22.15	16.47	28.11	23.82	32.78	39.85	28.08	22.35
000166.SZ	申万宏源	29.67	30.75	52.90	54.38	44.99	53.90	49.13	38.49	32.60	41.56	29.20	34.12
601995.SH	中金公司	44.94	41.08	45.62	46.31	58.01	43.24	57.48	53.83	61.95	42.08	49.71	38.98
601066.SH	中信建投	16.41	19.69	19.64	11.94	12.97	10.16	9.73	14.97	13.98	8.60	24.22	12.74
002736.SZ	国信证券	30.30	39.07	27.83	23.08	20.38	23.89	20.58	26.60	50.73	48.90	50.88	45.52
600958.SH	东方证券	30.03	37.14	33.23	27.42	24.07	18.04	12.83	12.69	13.97	20.75	24.80	26.06
601377.SH	兴业证券	32.79	30.04	38.73	34.84	29.59	17.04	16.79	17.88	15.86	11.43	8.36	5.34
601788.SH	光大证券	21.64	25.97	25.27	15.21	8.22	7.25	9.07	8.86	6.70	4.15	3.74	3.41
601901.SH	方正证券	32.41	36.94	32.96	20.54	20.54	31.42	37.92	34.24	35.53	35.64	46.25	43.07
600918.SH	中泰证券	31.68	30.06	34.29	24.45	23.22	20.90	14.43	12.80	9.58	7.57	8.78	10.93
601555.SH	东吴证券	35.65	28.89	29.53	22.14	16.80	21.05	19.27	24.38	13.78	20.10	29.98	31.61
000728.SZ	国元证券	4.59	11.12	10.04	13.06	14.72	14.70	5.86	8.09	3.11	11.06	11.96	20.84
000783.SZ	长江证券	21.50	25.48	24.96	15.68	17.99	18.83	18.71	21.98	17.48	9.43	10.39	7.82
601878.SH	浙商证券	12.34	4.74	6.58	6.08	11.12	6.91	12.85	10.86	12.08	13.94	14.37	25.39
601059.SH	信达证券	13.29	27.48	25.42	-	3.47	5.19	7.27	7.30	4.52	1.72	4.88	31.20

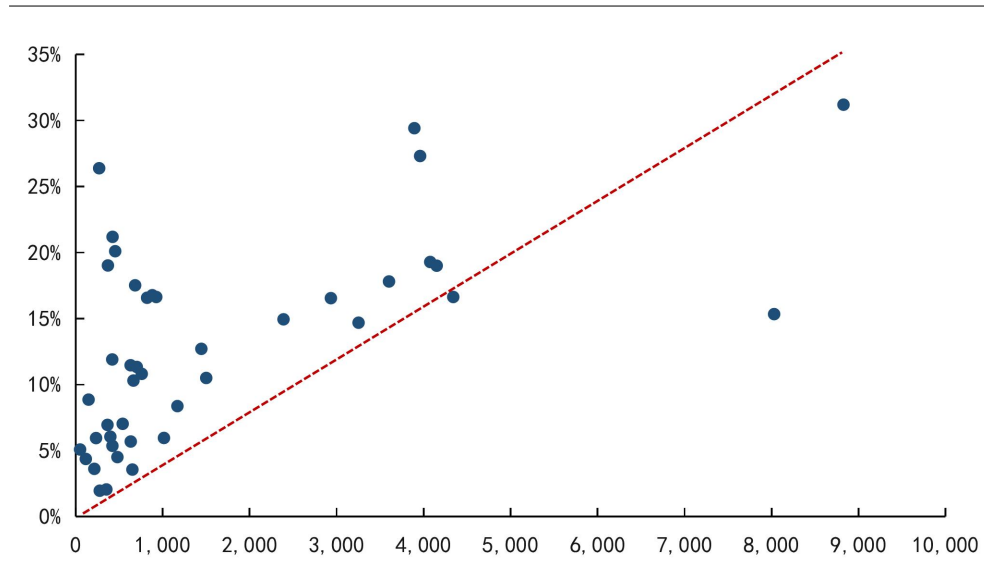
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 部分上市券商自营固定收益类证券及证券衍生品/净资本 (单位: %)

代码	简称	2019	2020H1	2020	2021H1	2021	2022H1	2022	2023H1	2023	2024H1	2024	2025H1
600030.SH	中信证券	289.59	398.86	293.17	336.50	319.26	276.48	269.17	300.95	292.66	341.64	348.53	338.69
601211.SH	国泰海通	194.63	241.41	263.91	298.13	303.80	327.64	342.28	310.88	343.14	318.00	351.11	290.02
601688.SH	华泰证券	276.67	283.68	296.70	298.25	291.29	366.60	316.82	357.77	366.74	330.61	254.96	300.38
000776.SZ	广发证券	250.55	231.66	243.89	302.12	290.54	366.07	311.13	309.14	294.25	296.35	296.51	336.11
601881.SH	中国银河	138.40	189.11	204.67	234.82	269.17	359.53	347.37	338.42	273.87	306.28	289.09	327.68
600999.SH	招商证券	329.96	365.96	319.68	356.73	318.59	343.38	361.22	361.02	357.81	362.51	357.15	355.57
000166.SZ	申万宏源	277.43	257.93	312.33	268.74	271.01	298.65	334.51	337.28	321.59	316.05	347.70	325.91
601995.SH	中金公司	290.10	361.94	278.46	320.37	306.44	347.00	339.50	316.00	348.48	348.46	333.34	355.22
601066.SH	中信建投	196.19	227.78	236.63	254.97	258.72	266.72	326.83	341.61	350.13	353.93	306.33	323.87
002736.SZ	国信证券	166.00	221.20	186.69	188.73	213.22	251.77	254.32	258.80	300.74	292.87	326.08	350.63
600958.SH	东方证券	291.38	322.28	327.05	342.05	348.25	293.13	312.27	358.26	318.58	327.44	365.23	323.07
601377.SH	兴业证券	198.13	178.56	183.63	217.51	219.50	280.01	229.31	274.93	257.23	300.83	302.57	271.41
601788.SH	光大证券	194.86	173.70	166.95	151.64	149.17	164.14	176.27	188.74	174.82	198.24	248.35	278.68
601901.SH	方正证券	175.42	123.77	104.03	163.19	244.45	253.14	268.21	305.89	341.50	365.95	321.75	319.78
600918.SH	中泰证券	207.22	177.05	214.43	203.20	232.90	241.69	191.15	194.73	183.68	187.75	186.61	212.91
601555.SH	东吴证券	214.88	147.38	162.08	178.62	142.69	203.78	231.72	226.88	304.10	287.68	283.97	230.72
000728.SZ	国元证券	165.53	166.45	137.54	157.55	220.95	282.91	277.46	311.27	290.16	324.79	315.52	287.88
000783.SZ	长江证券	160.27	211.15	206.71	271.89	254.13	299.21	302.25	299.76	323.76	225.75	218.37	220.26
601878.SH	浙商证券	157.24	201.82	125.06	146.85	173.61	152.80	195.22	196.05	219.17	200.80	169.19	165.23
601059.SH	信达证券	186.51	74.91	99.72	-	288.53	261.15	259.71	233.82	272.08	247.00	284.79	305.95
601198.SH	东兴证券	176.72	176.86	203.48	213.87	195.91	230.68	264.17	241.82	250.74	250.29	228.30	223.21
600909.SH	华安证券	162.83	184.12	185.81	179.18	225.79	227.57	249.65	261.17	252.76	286.61	260.33	250.56
601456.SH	国联民生	87.13	160.55	159.88	261.98	188.87	261.18	232.66	256.62	264.15	254.04	244.41	245.32
002673.SZ	西部证券	149.94	155.01	109.69	140.12	198.04	254.37	244.29	248.56	220.64	230.70	199.19	246.33
000686.SZ	东北证券	184.68	134.88	142.63	174.71	181.86	231.62	191.83	229.45	231.21	241.35	203.89	256.92
601990.SH	南京证券	145.18	179.60	119.40	155.09	164.39	178.13	161.25	188.38	202.08	201.19	227.66	235.29
000750.SZ	国海证券	302.97	155.15	217.73	280.43	196.89	264.74	202.59	236.88	158.24	138.86	86.52	151.12
601236.SH	红塔证券	158.99	164.42	121.96	94.24	88.38	140.01	121.97	142.20	139.75	156.67	166.34	146.78

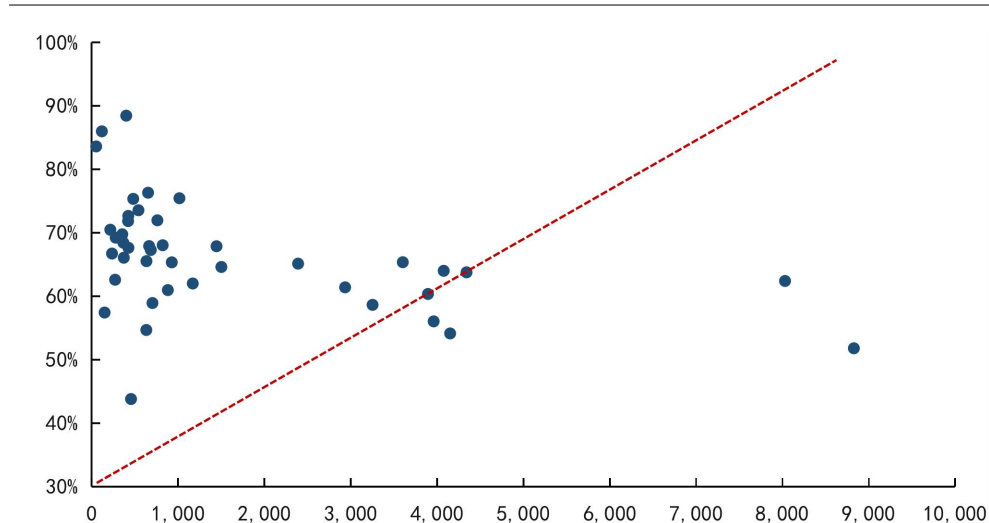
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图13: 投资资产规模与权益资产（以 TPL 股票+OCI 权益计算）占比（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。注：横轴为投资资产规模，纵轴为占比（2025 年半年报数据）

图14: 投资资产规模与固收资产（以 TPL 债券+OCI 债权+AC 债权计算）占比（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。注：横轴为投资资产规模，纵轴为占比（2025 年半年报数据）

（三）券商债券融资利率 2%左右

在金融行业中，证券公司的融资形式与银行、保险等金融机构的融资形式存在显著差异。简而言之，银行、保险以吸收负债进行融资为主，其中银行负债以存款为主、保险负债以准备金为主，二者经营负债本身即是开展业务的一部分，不只是为投资提供资金需求。并且很大一部分负债来源于个人，负债来源广泛。证券公司融资的不同点在于，负债融资更多是通过发行债务凭证或是银行间质押业务筹集资金，负债需要更

多为投资服务，负债行为也更多会受到资产端各类资产价格表现的影响。此外，证券公司股权融资近年来受监管、市场影响而大幅下降。因此，发债融资成为证券公司最主要的融资方式。2020-2024 年，证券公司发债规模分别为 8,743 亿元、10,962 亿元、7,110 亿元、10,467 亿元、8,381 亿元。2025 年上半年，上市券商共计融资 4590 亿元，票面利率在 2% 左右。

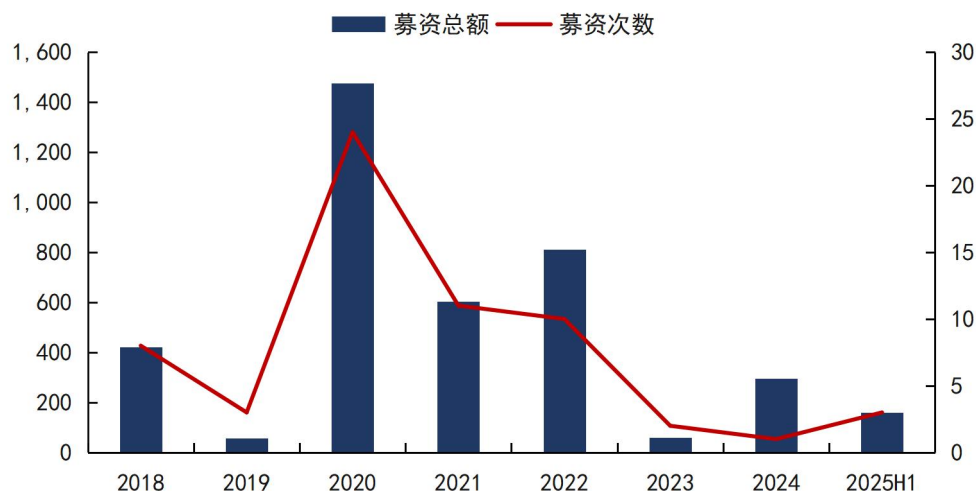
表3：2025 年上半年，上市券商债券融资规模、数量等

简称	发债规模（亿元）	发债数量（只）	最高利率（%）	最低利率（%）
中国银河	544	20	2.25	1.63
广发证券	385.6	13	2.10	1.6
华泰证券	369	12	2.12	1.6
国泰海通	305	15	2.10	1.63
国信证券	293	14	2.25	1.8
招商证券	281	13	2.21	1.62
中信建投	193	12	2.30	1.62
东吴证券	147.7	8	1.97	1.65
国元证券	142	12	2.30	1.65
中信证券	140	7	2.10	1.67
光大证券	131	7	2.25	1.64
方正证券	120	6	2.05	1.7
兴业证券	117	5	2.19	1.77
浙商证券	110	7	2.09	1.68
中泰证券	105	7	2.05	1.6
南京证券	102	8	2.09	1.78
西部证券	97	9	2.25	1.67
东方证券	92	5	2.45	1.64
长城证券	92	10	2.13	1.73
中金公司	83	4	1.91	1.68
财通证券	83	5	2.03	1.6
东北证券	79.1	7	2.71	1.69
国金证券	75	8	2.14	1.65
华安证券	70	7	2.07	1.63
红塔证券	50	6	2.25	1.66
申万宏源	48	3	2.10	1.93
长江证券	40	3	2.25	1.77
华西证券	39	3	2.05	1.9
首创证券	33	4	2.27	1.7
信达证券	30	2	1.81	1.73
国海证券	30	2	1.98	1.87
第一创业	30	5	2.29	1.94
山西证券	25	2	1.90	1.85
国联民生	20	2	2.13	1.89
中原证券	20	1	2.35	2.35
西南证券	20	2	1.87	1.85
东兴证券	15	1	1.68	1.68
中银证券	15	1	1.68	1.68
财达证券	15	1	2.49	2.49
天风证券	4	1	2.25	2.25
合计	4590.41	260		

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

股权融资角度，自 2023 年开始，证券公司股权融资规模及次数均大幅下降。2023 年融资 59 亿元、2024 年融资 295 亿元、2025 年上半年融资 160 亿元。和债务融资相比，证券公司股权融资规模明显较小。

图15: 证券公司股权融资募资总额及募资次数（单位：亿元、次）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

债务融资成本下降、监管引导和市场环境变化将共同影响证券公司未来的资产配置方向，优质权益资产配置、做市业务、另类资产及多资产配置将是重点方向。

首先，融资成本下降有助于减轻证券公司投资时的资金成本压力，有助于证券公司扩大可投资资产范围，以便更好地平衡收益和风险。

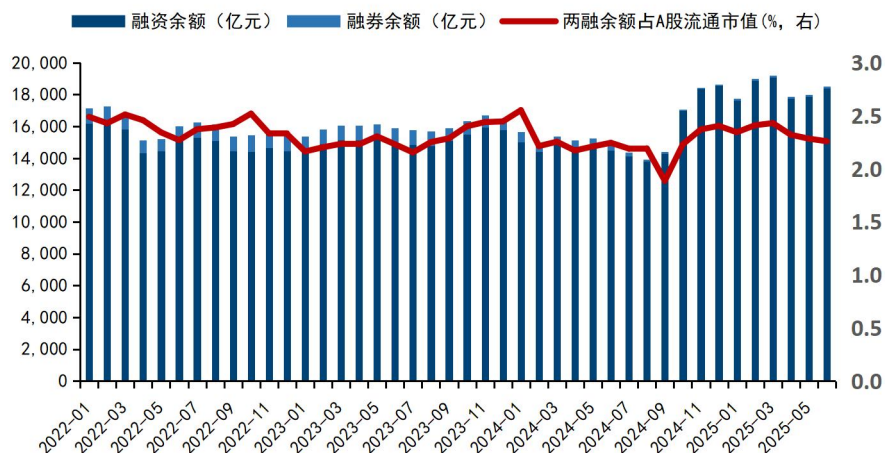
其次，监管引导主要基于2024年9月发布的《证券公司风险控制指标计算标准规定》（以下简称“《规定》”）。要点包括：（1）**鼓励券商布局优质权益资产，减少权益资产的风险资本占用、提高权益资产的流动性折算率。**在市场风险资本准备计算表中新增中证500指数成分股，中证500成分股计算标准有所下调；上证180、深证100、沪深300成份股计算标准由10%下调至8%，一般上市股票计算标准由30%下调至25%。在流动性覆盖率计算表中新增中证500指数成份股及指数ETF，并将上证180、深证100、沪深300指数成分股及指数ETF的折算率由40%上调至50%；（2）**鼓励券商开展做市业务，减少做市业务风险资本占用。**新增“证券公司开展中国证监会认可的做市业务，在做市账户中持有的金融资产及衍生品的市场风险资本准备按照对应类别标准的90%计算”；（3）**风控指标体系更加全面，引导券商更加规范地参与公募REITs等业务。**除《规定》以外，互换便利也是监管引导证券公司增加权益资产配置的重要工具。

另外，市场环境主要体现在股票市场景气度较之前几年有所提升、监管引导中长期资金入市和中央汇金等机构积极维稳市场，权益市场预期已有一定程度改善。

（四）两融业务规模变化

两融余额处于相对高位。截至2025年6月末，A股两融余额18,504.52亿元，较去年同期提升26.8%，占A股流通市值比例2.26%。

图16: A股两融余额及占比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

三、经纪业务：市场交易活跃，经纪业绩亮眼

（一）经纪业务受益于市场交投活跃

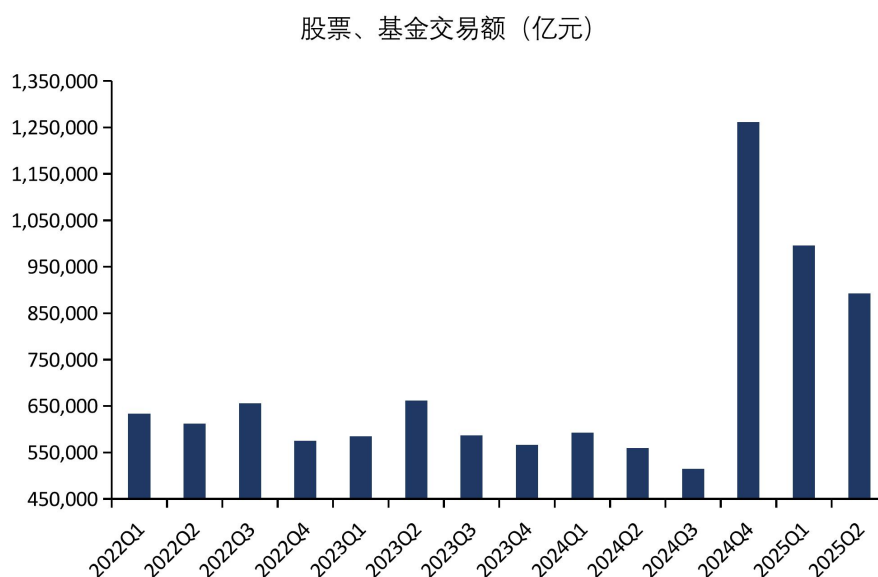
2025 年上半年，42 家上市券商实现经纪业务收入 634.54 亿元，较去年同期 +43.98%，主因系上半年市场交投活跃。**从成交量来看**，2025 上半年，A 股日均交易额为 12,317 亿元，较去年同期 +60%；股基交易额达 188.78 万亿（单边），较去年同期 +61%，市场活跃度提升。

表4: A 股单季度日均交易额（亿元）

	2020 年	2021	2022	2023	2024	2025
一季度	8,355	9,309	9,894	8,705	8,906	15,239
二季度	6,422	8,621	9,314	10,010	8,285	12,317
三季度	10,264	12,786	9,023	7,932	6,765	-
四季度	7,886	10,788	8,289	8,283	18,492	-

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图17: 市场股票、基金交易额（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

从客户资金存款来看，2025 年上半年客户资金存款达 2.49 万亿元，而 2024 年上半年客户资金存款为 1.65 万亿元，增幅达 51.08%。成交量及客户资金存款高企，反映出 2025 年上半年市场活跃度提升，投资者参与热情高。

（二）上市券商经纪业务均实现正增长

从上市券商来看，受益于市场交投活跃，上市券商经纪业务表现靓丽。从排名来看，2025H1，中信证券以 64.02 亿元排名市场第一，同比+31.2%；国泰海通、广发证券分别以 57.33 亿元、39.21 亿元排名第二、第三。从涨跌幅来看，2025H1，42 家上市券商均实现不同程度的正增长，其中国联民生以 223.77% 的涨幅位居第一位。

表5: 经纪业务营收及涨跌幅情况

证券简称	经纪业务营收		同比
	2025H1	2024H1	
中信证券	64.02	48.80	31.20%
国泰海通	57.33	30.78	86.27%
广发证券	39.21	27.62	41.95%
华泰证券	37.54	27.23	37.85%
招商证券	37.33	25.77	44.86%
中国银河	36.47	25.10	45.31%
国信证券	35.22	21.32	65.19%
中信建投	33.44	25.17	32.83%
中金公司	26.52	17.70	49.86%
申万宏源	24.87	18.92	31.47%
方正证券	23.33	15.95	46.26%
中泰证券	18.39	13.81	33.13%
光大证券	17.03	12.44	36.91%
长江证券	16.04	12.41	29.24%
东方证券	13.71	10.46	31.13%
浙商证券	13.13	10.21	28.61%
兴业证券	12.42	9.25	34.21%

国金证券	12.08	7.71	56.67%
东吴证券	10.04	7.51	33.72%
华西证券	9.18	6.47	41.79%
国联民生	9.05	2.79	223.77%
财通证券	8.10	5.70	42.03%
国元证券	6.45	4.41	46.38%
华安证券	6.36	4.37	45.59%
东北证券	5.66	4.27	32.47%
西部证券	5.49	3.79	45.02%
中银证券	5.38	3.75	43.74%
国海证券	5.16	3.69	39.79%
长城证券	4.81	3.75	28.15%
信达证券	4.41	3.52	25.56%
财达证券	4.33	2.88	50.18%
天风证券	4.25	3.66	15.99%
东兴证券	4.22	2.94	43.18%
山西证券	3.72	2.53	46.95%
中原证券	3.58	2.48	44.47%
西南证券	3.32	2.59	28.13%
华林证券	3.28	2.16	51.80%
南京证券	2.95	1.98	49.34%
第一创业	2.26	1.54	47.44%
太平洋	2.12	1.52	39.75%
首创证券	1.19	0.96	24.63%
红塔证券	1.13	0.80	40.33%
合计	634.54	440.72	43.98%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

（三）交易佣金率仍处于低位

行业经纪业务收入提升显著。据中国证券业协会数据显示，2025 年上半年，证券公司未经审计财务报表显示，150 家证券公司 2025 年上半年实现营业收入 2,510.36 亿元，代理买卖证券业务净收入（含交易单元席位租赁）达 688.42 亿元；2024 年上半年，证券公司未经审计财务报表显示，147 家证券公司 2024 年上半年实现营业收入 2,033.16 亿元，代理买卖证券业务净收入（含交易单元席位租赁）464.45 亿元。**对比来看**，2025 年上半年，证券公司营业收入同比+23.47%，经纪业务收入同比+48.22%。

行业佣金率降低。同时，据 Wind 数据显示，2025 年上半年，双向股基交易量为 377.57 万亿元，同比增长 63.87%。我们根据中国证券业协会的经纪业务收入及 Wind 的股基交易量数据对交易佣金率进行测算，2025 年上半年，证券行业佣金率为 0.0182%，较 2024 年上半年有所降低，经纪业务竞争持续激烈。

表6: 2025 年上半年交易佣金率测算

	营业收入	经纪业务收入	经纪业务在营收中的占比	股基交易量（万亿，双向）	佣金率
2024H1	2,033.16	464.45	22.84%	230.40	0.0202%
2025H1	2,510.36	688.42	27.42%	377.57	0.0182%
同比	23.47%	48.22%	-	63.87%	-

资料来源：中国证券业协会，Wind，国信证券经济研究所整理

2025 年上半年，42 家上市券商产品代销占经纪净收入比重 8.77%，同比减少 0.79pct。代理销售金融产品业务成为行业财富管理转型初级阶段的关键环节和发力领域，我们以代销金融产品收入在经纪业务中占比为衡量指标，在 42 家上市证

券公司中，中金公司、光大证券、中信证券、中信建投和国金证券的代销金融产品收入在经纪业务收入中占比分别为 22.74%、19.11%、13.09%、12.47%、12.32%，均高于行业平均水平。

表7: 2025 年上半年，42 家上市券商代销金融产品业务收入及在经纪业务中占比

证券公司	代销金融产品业务净收入 (百万元)	经纪业务净收入 (百万元)	代销金融产品收入在经纪业务中占比
中金公司	603.30	2652.48	22.74%
光大证券	325.47	1703.06	19.11%
中信证券	838.22	6402.08	13.09%
中信建投	417.06	3343.96	12.47%
国金证券	148.80	1208.17	12.32%
兴业证券	138.81	1242.09	11.18%
财通证券	88.09	810.19	10.87%
广发证券	402.78	3921.03	10.27%
首创证券	12.12	119.25	10.16%
国元证券	58.82	645.38	9.11%
浙商证券	118.46	1313.17	9.02%
中银证券	48.34	538.32	8.98%
东兴证券	35.24	421.58	8.36%
长城证券	37.74	480.64	7.85%
国泰海通	448.49	5733.03	7.82%
华泰证券	290.81	3753.56	7.75%
招商证券	276.67	3733.24	7.41%
国信证券	256.74	3522.25	7.29%
东方证券	98.98	1371.31	7.22%
华安证券	43.25	636.18	6.80%
中国银河	235.13	3646.95	6.45%
长江证券	102.51	1603.59	6.39%
西南证券	19.11	332.00	5.75%
方正证券	126.78	2332.54	5.44%
东北证券	27.86	566.18	4.92%
山西证券	17.84	371.70	4.80%
国海证券	24.06	515.56	4.67%
华西证券	41.31	918.10	4.50%
国联民生	40.61	904.62	4.49%
信达证券	18.80	441.40	4.26%
第一创业	9.64	226.43	4.26%
太平洋	8.46	211.91	3.99%
中泰证券	72.00	1838.84	3.92%
西部证券	19.85	549.05	3.62%
华林证券	10.85	328.34	3.30%
南京证券	7.43	295.17	2.52%
东吴证券	24.06	1004.23	2.40%
天风证券	9.89	424.67	2.33%
申万宏源	53.01	2487.05	2.13%
中原证券	5.20	358.39	1.45%
财达证券	3.24	433.24	0.75%
红塔证券	0.68	112.84	0.60%
合计	5566.52	63453.78	8.77%

资料来源：公司公告，Choice，国信证券经济研究所整理（截至 2025 年 6 月 30 日）

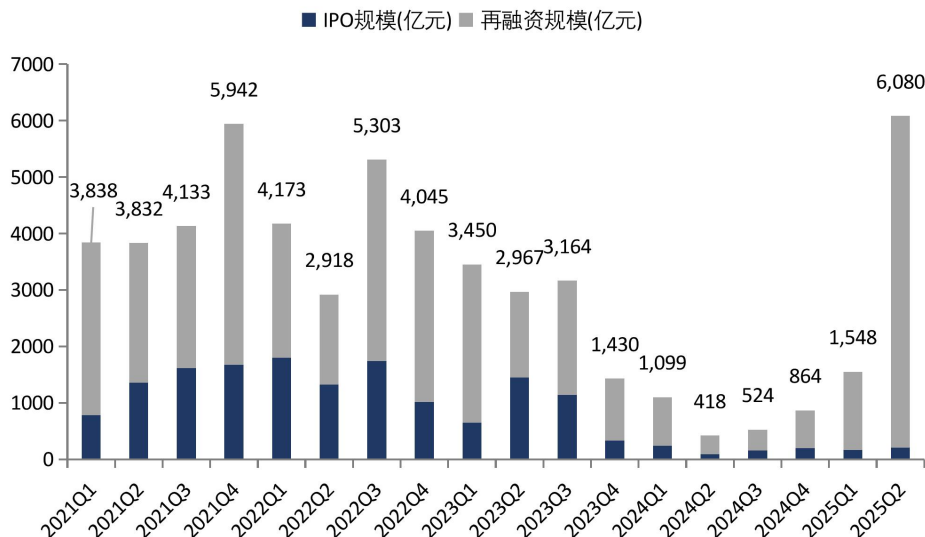
2025 年下半年，在市场成交量的稳定增长的情况下，牛市到来佣金费率压力减小、代销业务规模及尾佣企稳回升。

四、投行业务：境内股承回暖，境外股承高增

（一）境内股权融资规模恢复增长

据 Wind 数据显示，2025 年上半年，证券市场股权融资规模 7,628.36 亿元，同比增长 4.03 倍，主因系 IPO 规模回暖与再融资规模大幅提升。其中，IPO 募集资金为 373.55 亿元，同比+14.96%，再融资规模为 7,254.81 亿元，同比增长 5.09 倍。

图18: 2025 年上半年股权融资规模提升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

头部券商业务规模高度集中。从规模来看，2025 年上半年，头部券商运用自身的优势，主承销金额均大幅领先同业。从主承销金额来看，排名前五的券商为：中信证券、中银证券、国泰海通、中信建投和中金公司，合计募集资金 5307.95 亿元，行业占比达 69.58%。

头部券商主承销规模 and 市场份额均有所提升。据 Wind 数据显示，2025 年上半年，中信证券主承销规模 1,608.41 亿元，同比+4.78 倍，市场份额 22.23%，提升 1.63pct；国泰海通承销规模 1,060.09 亿元，同比+13.65 倍，市场份额 14.65%，提升 9.29pct。

表8: 2025 年上半年券商股权主承销规模 and 市场份额（前 10）

排名	机构简称	2024H1	2025H1	2025H1 同比	2024H1	2025H1	—2025H1 变化 (pct)
		募集资金 (亿元)			市场份额 (%)		
1	中信证券	278.23	1608.41	478.09%	20.6	22.23	1.63
2	中银证券	—	1315.17	—	—	18.17	—
3	国泰海通	72.38	1060.09	1364.62%	5.36	14.65	9.29
4	中信建投	77.33	775.02	902.22%	5.73	10.71	4.98
5	中金公司	156.21	549.26	251.62%	11.57	7.59	−3.98
6	华泰证券	188.76	246.60	30.64%	13.98	3.41	−10.57
7	招商证券	99.00	244.37	146.84%	7.33	3.38	−3.95
8	中国银河	—	218.28	—	—	3.02	—
9	中邮证券	—	185.71	—	—	2.57	—
10	广发证券	89.45	156.22	74.65%	6.62	2.16	−4.46

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

主承销收入大幅提升。据 Wind 数据显示，2025 年上半年，券商主承销收入合计 28.84 亿元，同比提升 32%，主因系中信、中信建投、国泰海通等头部券商收入大幅上涨。其中，收入排名前五的券商分别为：中信证券（4.21 亿元，+15.66%）、中信建投（3.6 亿元，+93.55%）、国泰海通（3.33 亿元，+113.46%）、华泰证券（2.89 亿元，-18.36%）、国联民生（1.76 亿元，-25.42%）。

表9: 2025 年上半年券商主承销收入（前 10）

排名	机构简称	2025H1		2024H1		承销收入增长
		承销收入（亿元）	市场份额（%）	承销收入（亿元）	市场份额（%）	
1	中信证券	4.21	13.57	3.64	14.7	15.66%
2	中信建投	3.60	11.59	1.86	7.51	93.55%
3	国泰海通	3.33	10.74	1.56	6.30	113.46%
4	华泰证券	2.89	9.33	3.54	14.31	-18.36%
5	国联民生	1.76	5.67	2.36	8.95	-25.42%
6	申万宏源	1.71	5.51	-	-	-
7	东兴证券	1.68	5.42	0.03	0.12	5500.00%
8	中金公司	1.34	4.32	1.31	5.28	2.29%
9	招商证券	1.25	4.02	0.58	2.35	115.52%
10	东方证券	0.99	3.19	0.03	0.12	3200.00%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理（来自发行统计）

（二）IPO 持续回暖，券商承销逐步修复

据 Wind 数据显示，2025 年上半年，从 IPO 承销规模来看，排名前三的券商为：中信建投（84.31 亿元，同比+3.77 倍，市场份额 22.19%，提升 16.35pct）、国泰海通（37.46 亿元，同比+75.12%，市场份额 9.86%，提升 2.79pct）、中信证券（35.7 亿元，同比-29.52%，市场份额 9.4%，减少 7.34pct）。

表10: 2025 年上半年 IPO 主承销规模和市场份额（前 10）

排名	机构简称	2024H1	2025H1	2025H1 同比	2024H1	2025H1	2025H1 变化(pct)
		募集资金(亿元)			市场份额(%)		
1	中信建投	17.67	84.31	377.16%	5.84	22.19	16.35
2	国泰海通	21.39	37.46	75.12%	7.07	9.86	2.79
3	中信证券	50.66	35.70	-29.52%	16.74	9.40	-7.34
4	华泰证券	50.33	31.86	-36.70%	16.62	8.38	-8.24
5	东兴证券	2.11	25.45	1106.38%	0.16	6.70	6.54
6	申万宏源	3.00	20.95	598.36%	0.22	5.51	5.29
7	中金公司	15.71	16.05	2.17%	5.19	4.22	-0.97
8	民生证券	27.77	14.02	-49.50%	9.17	3.69	-5.48
9	招商证券	16.36	11.86	-27.52%	5.40	3.12	-2.28
10	中银证券	-	7.62	-	-	2	-

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

IPO 收入大幅降低。据 Wind 数据显示，2025 年上半年，券商 IPO 收入合计 23.84 亿元，同比+36.54%。其中，中信建投以收入 2.97 亿元位居第一，同比+16.02%，市场份额减少 1.16pct。

表11: 2025 年上半年券商 IPO 承销收入及市场份额（前 10）

排名	机构简称	2024H1	2025H1	2025H1 同比	2024H1	2025H1	2025H1 变化 (pct)
		首发收入(亿元)			市场份额(%)		
1	中信建投	2.56	2.97	16.02%	12.99	11.83	-1.16
2	国泰海通	1.33	2.86	115.04%	6.72	11.39	4.67

3	中信证券	2.56	2.76	7.81%	12.99	11	-1.99
4	华泰证券	2.97	2.2	-25.93%	15.03	8.78	-6.25
5	国联民生	1.93	1.68	-12.95%	9.79	6.68	-3.11
6	东兴证券	-	1.68	-	-	6.7	-
7	申万宏源	-	1.57	-	-	6.27	-
8	中金公司	1.11	1.18	6.31%	5.64	4.7	-0.94
9	招商证券	0.37	0.96	159.46%	1.86	3.83	1.97
10	华安证券	-	0.84	-	-	3.35	-

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（来自发行统计）

（三）券商承销再融资规模提升

头部券商再融资规模提升，中信证券、国泰海通、中信建投等头部券商市场份额有所提升。据 Wind 数据显示，2025 年上半年，中信证券再融资规模 1,572.71 亿元，同比+5.9 倍，市场份额 22.94%，提升 1.22pct；国泰海通再融资规模 1,022.63 亿元，同比+19.05 倍，市场份额 14.92%，提升 10.05pct；中信建投再融资规模 690.71 亿元，同比+10.58 倍，市场份额 10.07%，提升 4.38pct。

表12：2025 年上半年券商再融资规模（前 10）

序号	机构简称	2024H1	2025H1	2025H1 同比 (%)	2024H1	2025H1	2025H1 变化 (pct)
		再融资规模 (亿元)			市场份额 (%)		
1	中信证券	227.57	1572.71	591.09%	21.72	22.94	1.22
2	中银证券	-	1307.55	-	-	19.07	-
3	国泰海通	50.99	1022.63	1905.55%	4.87	14.92	10.05
4	中信建投	59.66	690.71	1057.74%	5.69	10.07	4.38
5	中金公司	140.5	533.21	279.51%	13.4099434	7.78	-5.63
6	招商证券	82.64	232.51	181.35%	7.89	3.39	-4.50
7	华泰证券	138.43	214.74	55.13%	13.21237342	3.13	-10.08
8	中国银河	-	213.98	-	-	3.12	-
9	中邮证券	-	185.71	-	-	2.71	-
10	广发证券	89.45	150.83	68.62%	8.54	2.20	-6.34

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

据 Wind 数据显示，2025 年上半年，中信证券再融资收入为 1.45 亿元，同比+34.26%；华泰证券为 0.69 亿元，同比+21.05%；中信建投为 0.63，同比+46.51%。

表13：2025 年上半年券商再融资承销收入及市场份额（前 10）

排名	机构简称	2024H1	2025H1	2025H1 同比	2024H1	2025H1	2025H1 变化 (pct)
		再融资收入 (亿元)			市场份额 (%)		
1	中信证券	1.08	1.45	34.26%	21.6	24.58	2.98
2	华泰证券	0.57	0.69	21.05%	11.4	11.69	0.29
3	中信建投	0.43	0.63	46.51%	8.60	10.68	2.08
4	国泰海通	0.23	0.47	104.35%	4.60	7.97	3.37
5	东方证券	0.03	0.33	1000.00%	0.75	5.59	4.84
6	招商证券	0.21	0.29	38.10%	4.20	4.92	0.72
7	平安证券	0.19	0.21	10.53%	3.80	3.56	-0.24
8	国金证券	0.71	0.2	-71.83%	14.20	3.39	-10.81
9	中金公司	0.2	0.16	-20.00%	4.00	2.71	-1.29
10	中泰证券	0.09	0.14	55.56%	1.80	2.37	0.57

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（来自发行统计）

（四）IPO 储备项目下降近两成

根据 Wind 数据显示，2025 年上半年，IPO 储备项目为 292 家，同比-17.75%。从

在审项目来看，民生证券（11 家，-45%），华泰证券（12 家，-42.86%），国金证券（14 家，-35.71%）等降幅较大，东吴证券（10 家，66.67%），国泰海通（42 家，+7.69%）有所提升。

表14: 2025 年上半年证券公司储备项目（IPO）（单位：家）

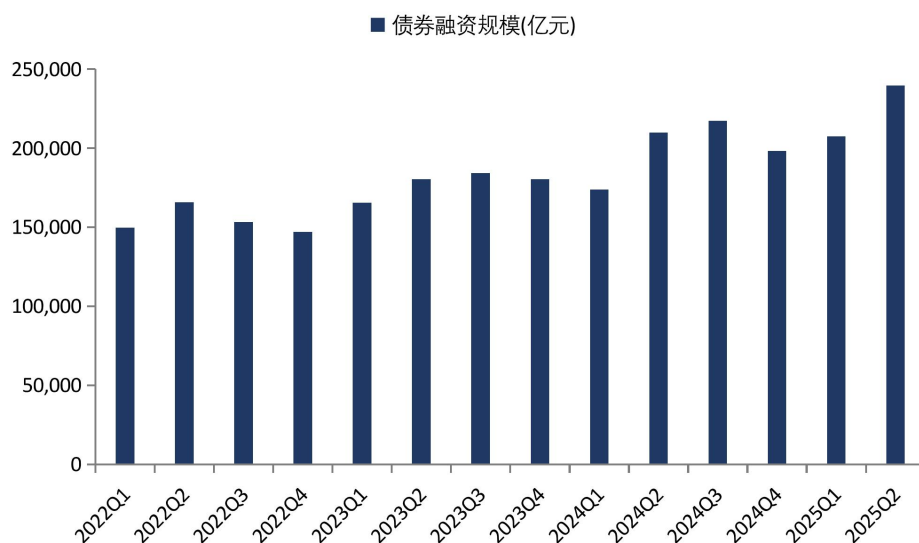
排名	机构简称	2024H1	2025H1	同比
1	国泰海通	39	42	7.69%
2	中信证券	40	38	-5.00%
3	中信建投	25	23	-8.00%
3	中金公司	20	18	-10.00%
5	华泰证券	21	12	-42.86%
5	招商证券	15	12	-20.00%
7	国投证券	16	12	-25.00%
7	民生证券	20	11	-45.00%
9	东吴证券	6	10	66.67%
10	国金证券	14	9	-35.71%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理（2025-06-30）

（五）债券承销规模提升

债券融资规模提升。从整体规模来看，据 Wind 数据显示，2025 年上半年，证券行业债券融资规模为 44.68 万亿元，较 2024 年上半年增长 16.59%。

图19: 2025 年上半年债券融资规模提升



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

头部券商业务规模高度集中。头部券商债券承销规模领先同业，规模集中度仍然维持高位。从承销规模排名前五的券商来看，中信证券（1.07 万亿元，同比+13.9%），中信建投（7,811.5 亿元，同比+14.2%），国泰海通（7,344.96 亿元，同比+45.6%），中金公司（6,737.59 亿元，同比+37.6%），华泰证券（6,557.04 亿元，同比+21.83%），合计募集资金 39,136.14 亿元，行业占比达 52.16%，较去年提升 0.88pct。

从市场份额来看，承销份额排名前五的券商，中信证券、中信建投、华泰证券市

场份额分别下降 1.01pct、0.71pct、0.01pct；国泰海通、中金公司有不同程度的提升，分别上涨 1.59pct、1.02pct。

表15: 2025 年上半年券商债券承销规模（前 10）

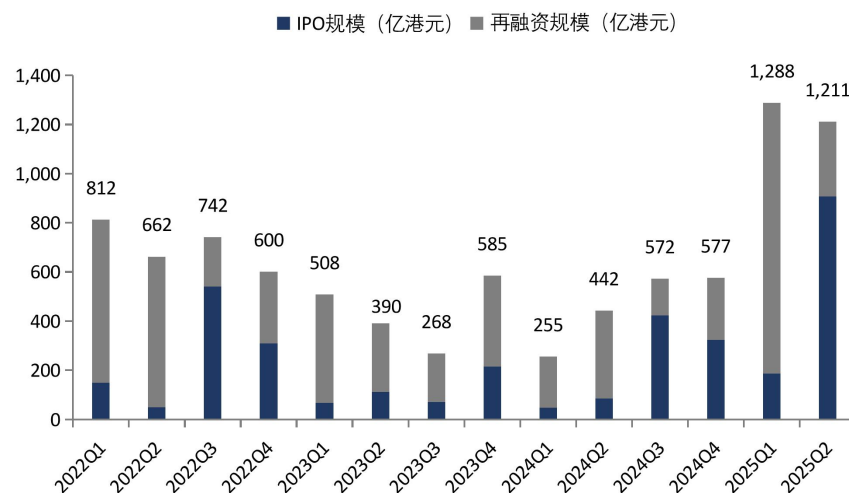
序号	机构简称	2024H1	2025H1	同比变化（%）	2024H1	2025H1	变化（pct）
		总承销金额（亿元）			市场份额（%）		
1	中信证券	9,380.96	10,685.05	13.90%	15.25	14.24	-1.01
2	中信建投	6,840.44	7,811.50	14.20%	11.12	10.41	-0.71
3	国泰海通	5,044.65	7,344.96	45.60%	8.20	9.79	1.59
4	中金公司	4,896.38	6,737.59	37.60%	7.96	8.98	1.02
5	华泰证券	5,382.17	6,557.04	21.83%	8.75	8.74	-0.01
6	中国银河	1,907.58	3,338.97	75.04%	3.10	4.45	1.35
7	申万宏源	1,880.75	2,914.76	54.98%	3.06	3.89	0.83
8	国开证券	1,167.91	2,859.39	144.83%	1.90	3.81	1.91
9	东方证券	2,171.49	2,761.91	27.19%	3.53	3.68	0.15
10	平安证券	1,483.06	2,031.62	36.99%	2.41	2.71	0.30

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

（六）境外股权融资规模大幅度增长

据 Wind 数据显示，2025 年上半年，香港证券市场股权融资规模 2,498.67 亿港元，同比+2.59 倍，主因系 IPO 与再融资规模大幅提升。其中，IPO 募集资金为 1,094.02 亿港元，同比+7.2 倍，再融资规模为 1,404.65 亿港元，同比+1.49 倍。

图20: 2025 年上半年香港股权融资规模大幅提升



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

头部投行承销规模高度集中。从规模来看，2025 年上半年，香港头部投行承销金额大幅领先同业。排名前五的券商为：中金公司（国际）、摩根士丹利、高盛（亚洲）、UBS AG（香港）、中银国际（亚洲），合计股权募集资金 3,226.25 亿港元，行业占比达 30.59%。

表16: 2025 年上半年香港投行股权承销情况（前 10）

排名	机构简称	股权承销规模(亿港元)	市场份额(%)	IPO 承销规模(亿港元)	市场份额(%)
----	------	-------------	---------	---------------	---------

1	中金公司（香港）	851.08	8.07	851.08	8.07
2	摩根士丹利	661.34	6.27	661.34	6.27
3	高盛（亚洲）	595.06	5.64	595.06	5.64
4	UBS AG（香港）	591.87	5.61	591.87	5.61
5	中银国际（亚洲）	526.90	5.00	526.90	5.00
6	华泰金融控股（香港）	489.68	4.64	489.68	4.64
7	Merrill Lynch (Asia Pacific)	449.79	4.27	449.79	4.27
8	广发证券（香港）	446.96	4.24	446.96	4.24
9	中信建投（国际）	429.26	4.07	429.26	4.07
10	法国巴黎证券（亚洲）	422.84	4.01	422.84	4.01

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理（2025-06-30）

（七）股承回暖，但整体业绩贡献仍有限

2025 年上半年上市券商投行收入为 155.3 亿元，同比提升 18.11%。从业务结构来看，上半年投行收入占营业总收入的比重为 6%，同比增加 0.004pct，整体贡献仍然有限。从投行收入贡献率来看，占比较高的前五家券商分别为天风证券（占比 34.96%）、国联民生（占比 13.25%）、东兴证券（占比 13.08%）、中金公司（占比 13.0%）、财达证券（占比 12.97%）。

表17：2025 年上半年上市券商投行收入贡献率（前 20）

排名	机构简称	2024H1 投行业务收入(亿元)	2025H1 投行业务收入(亿元)	增长率	投行收入贡献率
1	天风证券	3.19	4.27	33.80%	34.96%
2	国联民生	1.69	5.31	214.10%	13.25%
3	东兴证券	2.57	2.94	14.31%	13.08%
4	中金公司	12.81	16.68	30.20%	13.00%
5	财达证券	1.37	1.61	17.06%	12.97%
6	中信建投	10.02	11.23	12.04%	10.45%
7	国金证券	4.62	3.98	-13.79%	10.31%
8	山西证券	1.16	1.69	45.35%	10.27%
9	东吴证券	3.64	4.19	15.10%	9.46%
10	东方证券	5.47	7.20	31.62%	9.00%
11	第一创业	1.03	1.41	37.58%	7.71%
12	财通证券	2.81	2.20	-21.84%	7.42%
13	华泰证券	9.31	11.68	25.44%	7.20%
14	西部证券	0.85	1.99	134.32%	7.13%
15	光大证券	4.30	3.63	-15.57%	7.09%
16	首创证券	0.64	0.85	33.73%	6.64%
17	西南证券	0.52	0.99	88.17%	6.56%
18	中银证券	0.42	0.98	132.87%	6.50%
19	中信证券	17.35	20.98	20.91%	6.35%
20	太平洋	0.81	0.36	-55.57%	5.83%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理（2025-06-30）

五、资管业务：规模增长，公募化转型推进

（一）资管业务仍然承压

2025 年上半年，在整体业务回暖的背景下，券商资管业务仍然持续承压，26 家上市券商资管业务同比负增长，主因系通道业务存量收缩、公募产品管理费率下降及主动管理转型缓慢等多重因素影响。

从资管业务营收来看，中信证券以 54.44 亿元的排名第一，同比提升 10.77%；广发证券以 36.69 亿元，排名第二，同比提升 8.44%；国泰海通以 25.78 亿元，排名第三，同比增长 34.2%。上述三家券商营收在行业中合计占比为 55.15%。

从涨跌幅来看，在 42 家上市券商中，共有 16 家上市券商实现同比正增长。其中，长城证券、国金证券、国泰海通涨幅超 30%。同时，不少券商资管业务净收入同比大幅下滑。

表18: 2025 年上半年，券商资管业务收入排名前 10 及同比变化

排名	机构简称	2024H1 资管业务收入(亿元)	2025H1 资管业务收入(亿元)	同比
1	中信证券	49.14	54.44	10.77%
2	广发证券	33.83	36.69	8.44%
3	国泰海通	19.21	25.78	34.20%
3	中泰证券	10.00	10.78	7.80%
5	华泰证券	22.20	8.93	-59.80%
5	中金公司	5.56	6.80	22.27%
7	中信建投	6.42	6.61	3.01%
7	财通证券	8.25	6.07	-26.39%
9	东方证券	7.08	6.01	-15.13%
10	招商证券	3.40	4.40	29.27%

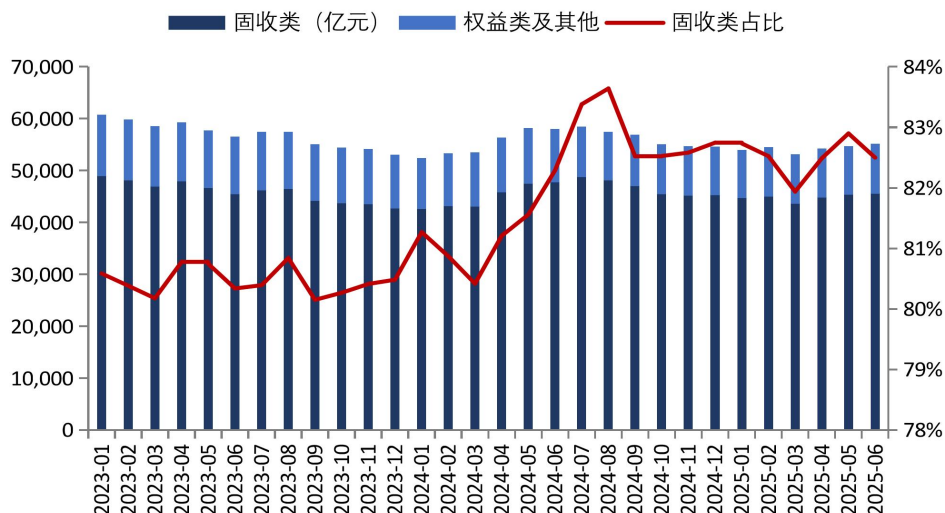
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理（2025-06-30）

（二）权益类规模提升，券商资管收入呈分化态势

截至 2025 年 6 月末，证券公司及其子公司私募资产管理产品规模为 6.14 万亿元，较一季度末增长 0.21 万亿元，增幅为 1.18%，资产管理规模稳步增长；其中，固收类资管产品规模为 5.52 万亿元，较 2024 年末增加 319.68 亿元，降幅为 0.71%，数据表明券商私募资产管理规模的增长主要来源于固收类私募产品的增长。

固收类产品占比下降。在资本市场持续回暖的情况下，券商资管减少固收类产品的布局。从占比来看，固收类资管业务的占比在持续下降，从 2024 年 8 月份的 83.64%下降至 82.5%。

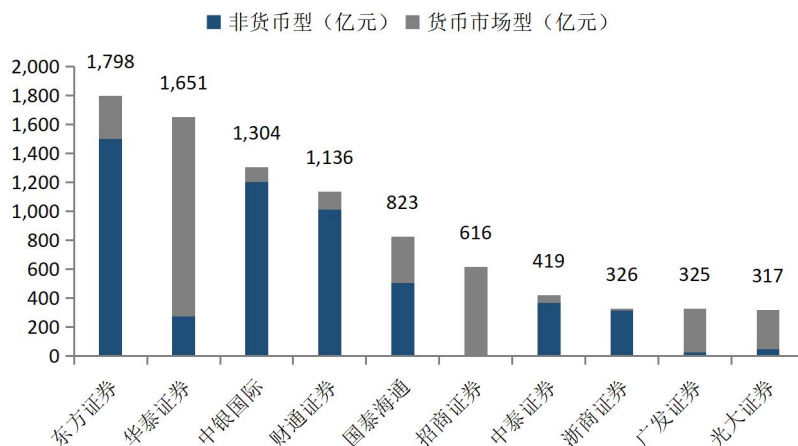
图21: 券商私募资管月末规模



资料来源: Choice, 国信证券经济研究所整理

头部券商资管公募管理规模普遍增长。截至 2025 年二季度末，共有 4 家券商资管机构的公募基金资产管理总规模超千亿元，其中东方红资产管理以 1798.43 亿元排名第一，华泰证券资管以 1651.18 亿元排名第二，中银国际、财通证券资管分别以 1304.07 亿元、1136.25 亿元排名第三、第四。

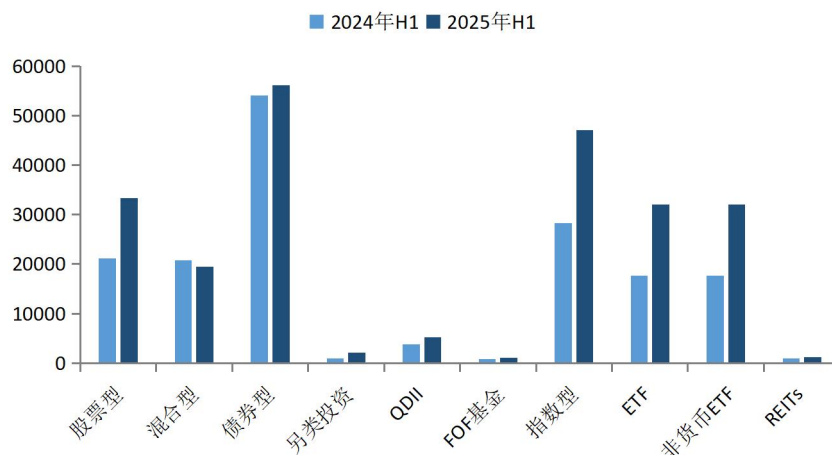
图22: 2025 年上半年券商资管公募管理规模



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

券商系公募基金管理规模占据半壁江山。截至 2025 年上半年末，券商系公募基金管理规模达 19.41 万亿元，同比+12.54%，占市场 56.43%；其中债券型基金规模达 5.62 万亿元，占市场公募基金产品的 51.43%。

图23: 2025 年上半年券商系公募产品管理规模（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

（三）资管新规落地促进券商资管业务持续公募化转型

自 2022 年“一参一控一牌”政策正式落地以来，促使更多券商资管加速公募化转型，并致力于提升主动管理的能力。今年 5 月，证监会发布《推动公募基金高质量发展行动方案》，预计在监管引导下，权益类基金产品地位将持续提升。下半年，公募基金对母公司业绩贡献逐步增加，私募资管受益于银行理财委外规模增长等。

六、国际业务：券业出海重要性持续提升

（一）中资券商国际业务提升

2025 年上半年，中资券商不断优化跨境综合金融服务体系，国际业务业绩突出。据 Wind 数据显示，从可比数据来看，15 家 A 股上市券商国际业务实现营收 201.20 亿元，同比+3.35%；从同比增长情况来看，13 家境外业务同比实现正增长，其中增长超过 10% 的有 12 家。从国际收入业务在营收中的占比来看，在 15 家 A 股上市券商中，12 家占比均有所提升。

表19: 券商国际业务收入

简称	国际收入业务（亿元）		同比	国际收入业务在营收中的占比		变化（pct）
	2024H1	2025H1		2024H1	2025H1	
1 中信证券	60.86	69.12	13.57%	20.16	20.92	0.76
2 中金公司	22.91	40.24	75.66%	25.71	31.37	5.66
3 国泰海通	13.96	24.59	76.21%	8.18	10.30	2.13
4 华泰证券	64.91	23.08	-64.44%	37.22	14.23	-22.99
5 广发证券	6.53	11.40	74.61%	5.54	7.40	1.86
6 中国银河	10.47	10.99	4.99%	6.13	8.00	1.87
7 中信建投	3.41	7.07	107.57%	3.58	6.59	3.01
8 招商证券	5.32	4.77	-10.32%	5.54	4.53	-1.01
9 申万宏源	2.68	3.79	41.50%	2.46	3.24	0.78
10 东方证券	1.32	2.12	60.49%	1.54	2.65	1.11

11 国元证券	1.08	1.78	65.05%	3.50	5.24	1.74
12 国信证券	0.82	1.26	53.32%	1.06	1.14	0.08
13 财通证券	0.04	0.44	898.48%	0.15	1.49	1.35
14 国联民生	0.23	0.27	17.01%	2.16	0.68	-1.47
15 长江证券	0.15	0.26	79.17%	0.51	0.55	0.04
合计	194.68	201.20	3.35%			

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

头部券商综合实力强劲，国际业务处于领先地位。据Wind数据显示，中信证券、中金公司、国泰海通、华泰证券等头部券商在国际业务中处于行业领先地位；中小券商国际业务起步较晚，体量同头部券商相比，还存在不小的差距，但中小券商的国际业务也在快速增长中。

中资券商加速海外布局，持续提升国际竞争力。为把握国际市场机遇，多家中资券商积极推进设立国际子公司。6月，西部证券发布公告称，为推进国际业务发展，更好地服务实体经济跨境投融资需求，公司拟出资等值10亿元人民币设立全资香港子公司，从事监管机构允许开展的相关业务，子公司名称暂定为“西部证券国际金融控股有限公司”。8月，第一创业披露，经董事会审议通过，公司拟出资不超过5亿元港币设立全资子公司作为控股公司，名称暂定为“第一创业国际金融控股有限公司”，并由控股公司在中国香港设立持牌全资子公司。

（二）券商积极布局 RWA 等创新业务

RWA（Real World Asset，真实世界资产）是指在区块链网络上被表示和交易，但存在于链下真实世界的有形或传统金融资产。RWA 涵盖范围广泛，包括有形资产（比如房地产、石油）、金融工具（比如贷款、债券或股权）甚至是无形资产（比如知识产权）等。其关键特征在于，数字代币代表对真实资产的所有权。

2024年起，RWA 代币化已经从实验阶段转入快速增长阶段。截至2024年末，RWA 总市场规模（不包括稳定币）已达157.14亿美元。2025年以来，RWA 市场规模持续增长，6月末已达245.34亿美元。这种高速增长不仅因为技术不断成熟，也因为传统金融机构加快部署相关业务。

2025年6月，中国香港特别行政区发表《香港数字资产发展政策宣言 2.0》（以下简称《政策宣言 2.0》），重申特区政府致力将香港打造成数字资产领域中的全球创新中心，“稳定币”与“代币化现实世界资产（RWA）”正成为香港数字资产的战略核心。

2025年8月1日，香港将正式实施稳定币发牌制度，成为全球少数为稳定币提供“落地通行证”的司法区，为稳定币的合法化和标准化奠定了制度基础。同时，RWA 被视为重点产业发展方向，政府不仅推动债券代币化常态化发行，还计划将黄金、绿色能源等收益性资产纳入代币范围。

在香港积极推进 RWA 等创新业务的进程中，中资券商加速布局，为中资券商在战略布局中带来转型机遇：

一是交易业务创新。股票代币化是 RWA 的重要探索方向，通过链上合约生成与实际股票 1:1 锚定的加密资产，实现“链上炒股”。这为券商的交易业务带来了新的增长点，券商可以为客户提供更多种类的交易标的，满足客户多样化的投资需求。此外，券商

还可以通过为 RWA 产品提供做市服务，获取做市价差收益，同时解决 RWA 市场碎片化的痛点。

二是收入来源多元化。除了传统的佣金、手续费收入外，券商还可以通过 RWA 业务获得多种收益，如承销与管理费、估值与咨询费等。例如，券商主导债券、房地产等资产的链上发行，可收取发行费与管理费，对于股权类 RWA 以及证券类资产的代币化，券商可凭借专业能力进行估值、设计发行方案并提供咨询服务，获取相应收益。

三是提升跨境业务发展。稳定币是 RWA 的关键基础设施和支付媒介，持有稳定币牌照的券商构建合规跨境支付体系，承接稳定币跨境结算需求，为客户提供高效便捷的全局跨境结算服务，从而拓展跨境业务领域，提升在国际金融市场的竞争力。

RWA 领域被视为券商开展创新业务的新战场，当前，券商积极申请相关牌照，也将传统业务向数字资产、虚拟资产领域深度拓展。

投资建议

券商当前的低估值、高弹性正在被市场发掘。4 月 8 日以来，证券板块涨幅未取得明显超额，呈一定滞涨。一是因为近年来券商重资本业务占比提升，业绩弹性释放往往稍滞后于市场放量；二是因为此前寿险板块杠杆高、弹性大、标的少，分流大部分资金。这种情况近期快速缓解，证券补涨较强势。当前，从资金面角度，活跃的两融资金、ETF 资金持续流入证券行业，为证券行情助力。券商指数距离 9.24 后高点（11 月 8 日）尚有空间，伴随市场指数向上突破，券商指数突破前高概率加大。从业绩角度，上市券商中报已发，大部分券商净利润实现高增，自营及经纪业务是业绩增长主力，券商基本面改善已处进行时。从估值角度，市场活跃度大幅提升背景下，券商作为高贝塔品种估值有望跟随指数上行。证券行业资金面、业绩面、估值面三击行情可期。

当前，中证证券全指 PB 估值为 1.56 倍，略高于近 5 年均值，我们维持行业“优于大市”评级。行情回暖趋势下，重点推荐：一是资金使用效率高、机构客户储备强、业务条线全面的券商，受益标的：中信证券、华泰证券；二是并购整合落地后推进券商，受益标的：国联民生；三是 AI 革新，互联网券商受益于技术革新的持续推进，受益标的：东方财富。

图24: 证券行业近 5 年估值变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

风险提示

盈利预测偏差较大的风险；二级市场大幅波动风险；资本市场全面深化基础性制度改革推进不及预期的风险；金融监管趋严的风险；创新推进不及预期的风险等。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032