

证券 II 行业深度报告

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

增持（维持）

2025 年 09 月 01 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

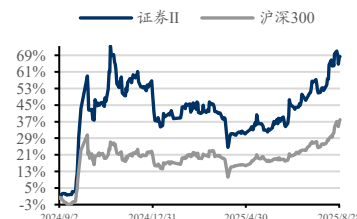
投资要点:2025H1 日均股基交易额 15703 亿元，同比增长 63%。IPO 持续收紧，再融资边际好转，债券发行规模稳中有增。权益市场波动上行，同比大幅改善；债券市场表现较弱。2025 年已披露业绩的 50 家上市券商净利润同比增长 64%，扣非后净利润同比增长 51%；第二季度净利润同比增长 50%，环比增长 20%（扣非）。上调全年盈利预测，预计行业净利润同比+32%。目前券商股估值合理，考虑到行业发展政策积极，我们认为大型券商优势仍显著，推荐中信证券、中国银河、中金公司、广发证券、华泰证券、国泰海通、东方证券。同时推荐弹性较高的互联网金融东方财富、指南针、湘财股份等。

■ **2025 年股票市场延续强势，交投活跃度大幅回升。**1) 2025 年上半年，150 家券商实现营业收入 2510 亿元，同比增长 23%，实现净利润 1123 亿元，同比增长 40%。2025H1 ROE 为 3.53%，同比+0.85pct。2) 2025 年上半年市场日均股基交易额为 15703 亿元，同比+63%。上半年沪市投资者平均每月账户新开户数为 235 万户，同比+32%。3) 截至 2025H1，融资融券余额为 1.85 万亿元，同比+25%，较年初-1%。平均维持担保比为 273%，较 2024 年+18pct，风险可控。4) 监管指引下 IPO 持续收紧，再融资边际好转。2025 年上半年共发行 51 家 IPO，募资规模 374 亿元，同比分别+15%及+16%，平均每家募资规模 7.3 亿元，同比基本持平。IPO 项目撤否率大幅下降，6 月集中受理 100 余家。2025 年上半年再融资募集资金 7255 亿元，同比+509%。5) 债券发行规模稳中有增。2025 年上半年券商参与的债券发行规模为 7.5 万亿元，同比+23%。6) 权益市场波动上行，同比大幅改善；债券市场表现较弱。25H1 万得全 A 指数+5.83%，去年同期-8.01%；中债总全价指数 25H1-0.65%，去年同期+2.24%。7) 权益类公募基金发行回暖，债券类基金规模大幅减少。25H1 股票+混合类公募基金发行规模 2357 亿份，同比+114%；债券型基金发行 2494 亿份，同比-54%。

■ **上市券商 2025H1 净利润同比+64%，扣非后净利润同比+51%。**50 家上市券商合计实现营业收入 2722 亿元，同比+29%，实现归母净利润 1124 亿元，同比+64%。若扣除国泰海通因合并产生的负商誉，上市券商实现归母净利润 1039 亿元，同比+51%。营收方面，国联民生（+269%）、国泰海通（+78%）、天风证券（+69%）同比增幅较大；归母净利润方面，国联民生（+1185%）、华西证券（+1195%）、国盛金控（+370%）同比增幅在行业中领先，所有券商均同比增长或扭亏为盈。第二季度，合计实现净利润 566 亿元，同比大幅+50%，环比+1%（若剔除国泰海通 85 亿元负商誉，环比+20%）。50 家上市券商 2025 年上半年平均 ROE 为 3.39%，同比+0.54 个百分点，扣非后 ROE 为 3.32%。平均杠杆率为 3.34 倍，与年初基本持平，我们认为 ROE 主要靠费类及自营业务驱动。

■ **费类业务几乎全线增长，自营弹性巨大。**1) 经纪佣金大幅增长。2025 年上半年上市券商经纪业务收入合计 592 亿元，同比+47%；代销金融产品收入 56 亿元，同比+30%，占经纪收入比由 2024 年上半年的 10.6%小幅下滑至 9.5%。行业佣金率由 2024 年的 0.020%下滑至 2025 年上半年的 0.019%。2) 上市券商分仓佣金排名变化分化显著。2025 年上半年，全行业分仓佣金收入 44.6 亿元，同比-34%，上市券商分仓佣金收入为 40 亿元，同比-35%。3) 投行收入同比+18%，主要受益于再融资触底回暖。2025 年上半年上市券商合计实现投行收入 157 亿元，同比+18%；财务顾问收入 19 亿元，同比+6%，占投行收入的 12%，同比下降 1.3pct。

行业走势



相关研究

《“破局与重塑，打造国际一流投行”系列报告之四——一流投行是如何炼成的？》

2025-02-24

《“破局与重塑，打造国际一流投行”系列报告之三——境内券商发展的不平凡之路》

2025-02-13

4) 资管收入小幅下滑, 资产管理规模企稳。2025 年上半年 44 家上市券商合计实现资管收入 213 亿元, 同比小幅-3%。34 家披露规模及有可比数据的上市券商资管规模合计 7.4 万亿元, 同比+2%。5) 权益市场震荡向上, 债券市场波动加大, 低基数下券商自营投资净收益同比+51%。2025 年上半年 50 家上市券商合计实现投资净收益(含公允价值) 1178 亿元, 同比+51%。第二季度合计实现投资净收益 671 亿元, 同比+53%, 环比+32%。6) 多家券商增加中期分红, 现金分红同比增长 40%, 分红比例同比减少 3 个百分点。7) 股息率方面, 截至 2025 年 8 月 29 日, A 股上市券商平均股息率 1.30%, 其中东吴证券(3.1%)、招商证券(2.5%)、华泰证券(2.4%)股息率最高。

- **上调全年盈利预测, 预计行业 2025 年净利润同比+32%。**考虑到三季度以来市场交投活跃, 7、8 月日均股基交易 2.2 万亿元, 较 2024Q3 同比增长 186%, 8 月末两融余额 22439 亿元, 较年初增长 20%, 我们上调全年盈利预测, 预计 2025 年行业净利润将同比+32%, 预计经纪业务收入同比增长 66%, 投行业务同比增长 18%, 资本中介业务收入增长 12%, 资管业务增长 8%, 自营同比增长 40%。
- **谋时而动, 顺势而为。**截止至 2025 年 8 月 29 日, 中信证券 II 指数静态估值为 1.63x PB, 处于历史的 45%分位, 处于近十年的 60%分位。我们认为, 在我国资本市场高质量发展的背景以及券商重资产业务能力和效率持续提升的趋势下, 未来我国券商 ROE 水平及估值仍存在上升空间。此外, 资本市场改革预期持续强化, 且政策鼓励优质券商通过并购做优做强, 我们认为大型券商优势仍显著, 行业集中度有望持续提升, 大型券商应享有估值溢价。
- **重点推荐:** 中信证券、中国银河、中金公司、广发证券、东方证券、华泰证券、国泰海通、东方财富、指南针、湘财股份等。
- **风险提示:** 权益市场大幅波动, 宏观经济复苏不及预期, 资本市场监管趋严, 行业竞争加剧。

内容目录

1. 2025 年股市走强，交投活跃度大幅回升	5
1.1. 日均股基交易额 15703 亿元，同比增长 63%	5
1.2. 25H1 融资余额同比增长 27%，融券余额同比下滑 61%	5
1.3. IPO 发行仍收紧，再融资边际好转，债券发行规模稳中有增	6
1.4. 权益市场震荡上行，债券市场表现较弱	8
1.5. 权益类公募基金发行回暖	8
1.6. 2025 年上半年证券行业营业收入同比增长 23%，净利润同比增长 40%	9
2. 上市券商 2025 年中报：净利润同比+64%，未年化 ROE 3.4%	9
2.1. 经纪业务：经纪收入增长 47%，佣金率继续下滑	13
2.2. 投行业务：投行收入同比增长 18%，主要受益于再融资触底回暖	16
2.3. 资管业务：收入小幅下滑，资产管理规模企稳回升	17
2.4. 自营业务：二季度投资净收益同比环比均显著增长	19
2.5. 分红：中期现金分红同比增长 40%，分红比例同比减少 3 个百分点	21
3. 投资建议：预计行业 2025 年净利润同比+32%	23
3.1. 外延并购+内生发展，打造世界一流投行	23
3.2. 上调全年盈利预测，预计行业 2025 年净利润同比+32%	26
4. 风险提示	28

图表目录

图 1:	2022-2025 年上半年月度日均交易额 (亿元)	5
图 2:	沪市每月新增开户数 (万户)	5
图 3:	2020 年以来融资融券余额 (亿元)	6
图 4:	两融市场平均担保比例 (%)	6
图 5:	2013-2025 年上半年券商 IPO 发行数量和规模	6
图 6:	2019-2025 年上半年券商 IPO 撤否率	6
图 7:	2015-2025 年上半年券商再融资发行规模 (亿元)	7
图 8:	2016-2025 年上半年券商参与债券发行规模	7
图 9:	2024-2025 年权益市场主要指数走势	8
图 10:	2024-2025 年中债总全价指数走势	8
图 11:	2015-2025 年上半年公募基金发行规模	9
图 12:	2018-2025 年上半年各类型公募基金发行规模	9
图 13:	2012-2025 年上半年证券行业经营情况	9
图 14:	2008-2025 年上半年证券行业收入结构	9
图 15:	2008-2025 年上半年证券行业佣金率	14
图 16:	日本各类券商利润分布	24
图 17:	美国交易商盈利能力集中度	24
图 18:	中信券商 II 级指数 PB 变化情况 (截至 2025/8/29, 倍)	28
表 1:	主要股、债指数涨跌幅	8
表 2:	2025 年上半年上市券商经营情况 (亿元)	10
表 3:	2025 年上半年上市券商分部业务收入占比 (剔除其他收入)	12
表 4:	2025 年上半年上市券商经纪业务收入及代销业务情况 (百万元)	13
表 5:	2025 年上半年上市券商公募佣金分仓收入	15
表 6:	2025 年上半年上市券商投行收入 (百万元)	16
表 7:	2025 年上半年上市券商资管收入及规模	18
表 8:	2025 年上半年上市券商投资净收益 (百万元)	19
表 9:	2025H1、2024 上市券商自营持仓结构 (亿元)	20
表 10:	2025 年上半年上市券商分红情况及 A 股股息率	22
表 11:	监管鼓励券商并购重组相关表述	24
表 12:	场内金融衍生品做市商名单	25
表 13:	基金投顾牌照机构名单	26
表 14:	券商行业业绩预测	26

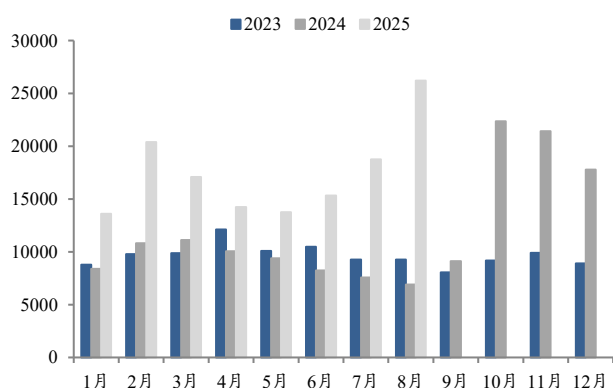
1. 2025 年股市走强，交投活跃度大幅回升

1.1. 日均股基交易额 15703 亿元，同比增长 63%

2025 年上半年权益市场延续活跃，股基交易额同比增长 63%，沪市平均月开户数同比增长 32%。2025 年上半年市场日均股基交易额为 15703 亿元，同比增长 63%，第二季度日均股基交易额 14441 亿元，同比增长 56%，环比下滑 15%。2025 年三季度以来股票市场大幅放量，7、8 月日均股基交易 2.2 万亿元，较 2024Q3 增长 186%。

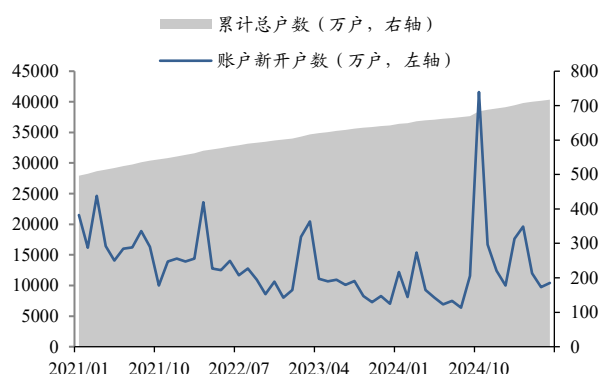
由于 2015 年 4 月以来放开一人一户帐户限制，我们使用每月新增开户数作为潜在市场交易活跃度的指标。根据上交所统计，2025 年上半年沪市投资者平均每月账户新开户数为 235 万户，较 2024 年上半年的 178 万户增长 32%，开户主要集中在 2、3 月，平均每月新开户数达 331 万户。

图1：2022-2025 年上半年月度日均交易额（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：沪市每月新增开户数（万户）



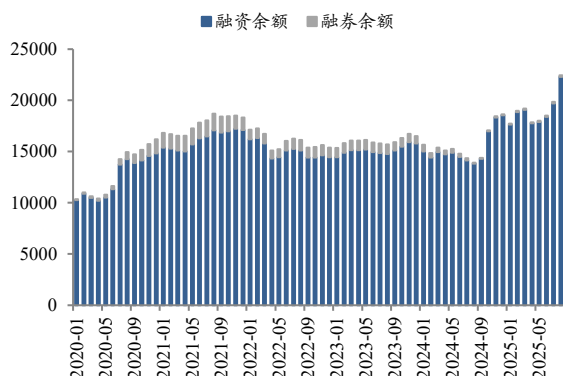
数据来源：上交所，东吴证券研究所

1.2. 25H1 融资余额同比增长 27%，融券余额同比下滑 61%

25H1 融资融券余额较上年末下滑 1%，同比增长 25%。2024 年 9 月以来，伴随增量政策持续推出，市场信心得到了极大的恢复。截至 2025 年上半年末，融资余额为 18381 亿元，同比增长 27%。2023 年 8 月以来，证监会根据市场情况和投资者关切，采取了一系列加强融券和转融券业务监管的举措，包括限制战略投资者配售股份出借，上调融券保证金比例，降低转融券市场化约定申报证券划转效率，暂停新增转融券规模等；同步要求证券公司加强对客户交易行为的管理，持续加大对利用融券交易实施不当套利等违法违规行为的监管执法力度。2024 年 7 月，证监会批准中证金融公司暂停转融券业务的申请，同时提高了融券保证金比例，进一步强化融券逆周期调节。截至 2025 年上半年末，融券余额为 123 亿元，同比下滑 61%。2025 年上半年平均维持担保比为 273%，较 2024 年提升 18pct，保持在较高水平。我们认为两融业务安全垫仍较高，风险总体可控。

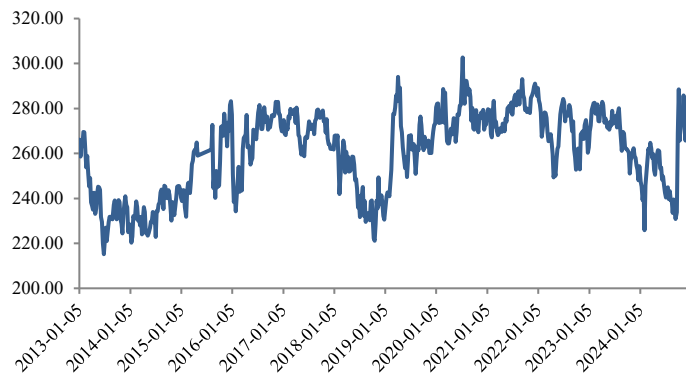
三季度以来市场交投活跃，截至8月末两融余额 22439 亿元，较年初增长 20%。

图3：2020 年以来融资融券余额（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：两融市场平均担保比例（%）



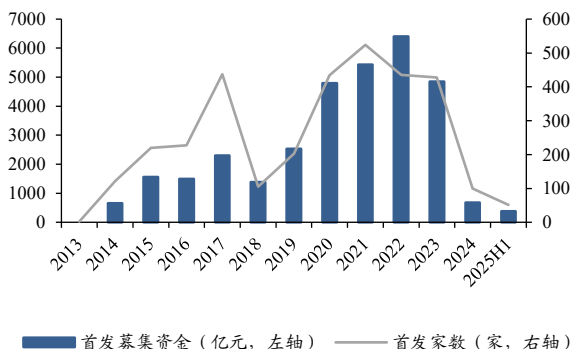
数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3. IPO 发行仍收紧，再融资边际好转，债券发行规模稳中有增

IPO 阶段性收紧，融资规模下滑。2023 年 8 月证监会完善一二级市场逆周期调节机制，阶段性收紧 IPO 节奏，IPO 发行速度有所放缓。2025 年上半年共发行 51 家 IPO，募资规模 374 亿元，同比分别增长 15%及 16%，尽管发行数仍在低位，但边际略有好转。2025 年上半年平均每家募资规模 7.3 亿元，同比基本持平。2025 年上半年市场平均的 IPO 承销及保荐费率为 6.83%，较 2024 年的 6.7%继续小幅提升，我们认为费率上升的主要原因是项目规模下滑，而承销费用相对刚性。

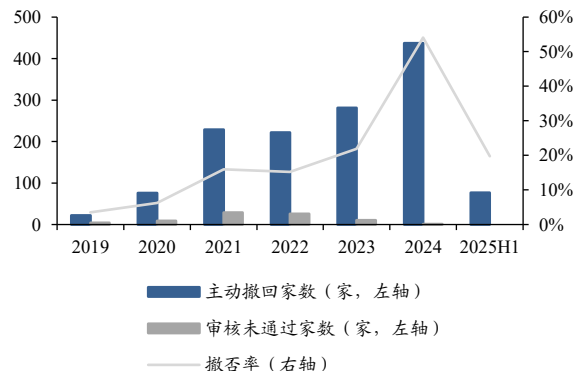
IPO 项目撤否率大幅下降，6 月集中受理 100 余家。据 Wind 统计，2025 年上半年券商共主动撤回 77 个 IPO 项目，撤否率为 20%，较 2024 年的 54%大幅减少。预计短中期，券商股权投行类业务仍有待恢复，但从近期 IPO 集中受理以及监管鼓励推进科创板投融资改革，进一步落实“并购六条”的行为来看，我们长期仍看好投行业务全产业链转型。

图5：2013-2025 年上半年券商 IPO 发行数量和规模



数据来源：Wind，东吴证券研究所

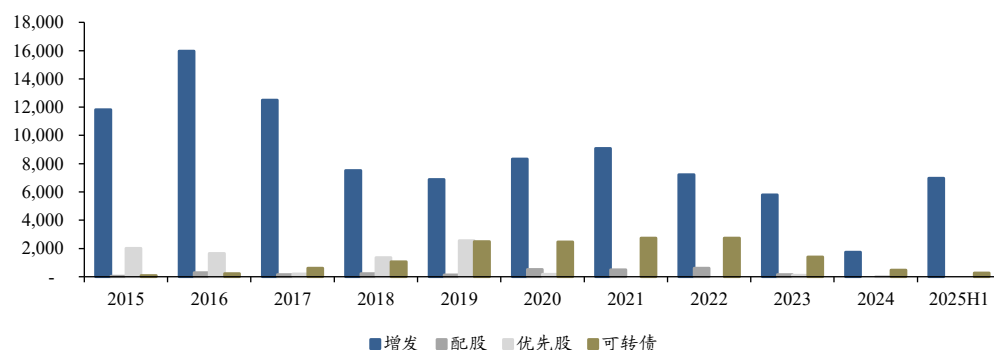
图6：2019-2025 年上半年券商 IPO 撤否率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

再融资规模连续几年下滑，25 年迎来拐点。在新“国九条”强调严把发行上市准入关、进一步完善发行制度、严格再融资审核把关的背景下，再融资规模已连续几年显著下滑。随着 2025 年市场活跃度及投资者热情显著提升，增发市场也有所回暖，2025 年上半年再融资募集资金 7255 亿元，同比增长 509%，其中增发 6978 亿元，同比增长 613%，改善显著。

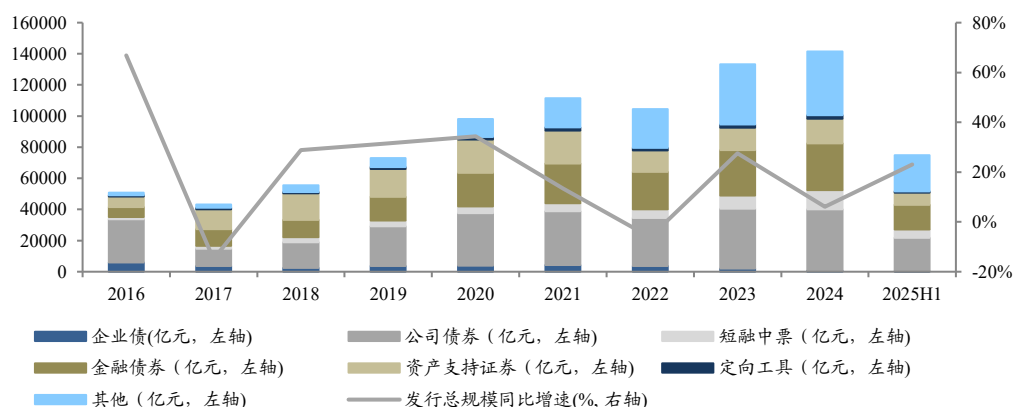
图7：2015-2025 年上半年券商再融资发行规模（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

债券发行规模稳中有增。2025 年上半年，券商参与的债券发行规模为 7.5 万亿元，同比增长 23%。其中企业债、短融中票、定向工具发行规模同比-63%、11%、10%，公司债、金融债券和 ABS 分别同比增长 16%、13%和 34%。

图8：2016-2025 年上半年券商参与债券发行规模



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.4. 权益市场震荡上行，债券市场表现较弱

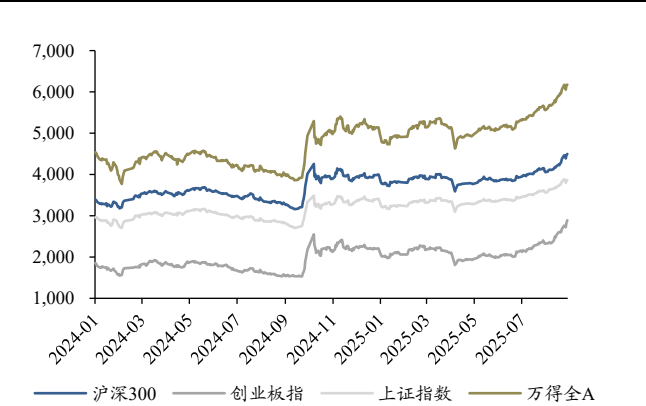
权益市场震荡上行，同比大幅改善；债券市场表现较弱。沪深 300 指数 25H1 上涨 0.03%，去年同期上涨 0.89%；创业板指上涨 0.53%，去年同期下跌 10.99%；上证综指上涨 2.76%，去年同期下跌 0.25%；万得全 A 指数上涨 5.83%，去年同期下跌 8.01%。中债总全价指数 2025 年上半年下跌 0.65%，去年同期上涨 2.24%。三季度以来股市进一步上行，各大权益指数均大幅上涨，年初以来涨幅已大幅超越 2024 年全年。

表1：主要股、债指数涨跌幅

	沪深 300 指数	创业板指	上证综指	中债总全价指数	万得全 A
2024 年全年	14.68%	13.23%	12.67%	5.43%	10.00%
2025 年以来	14.28%	34.95%	15.10%	-1.65%	22.98%
2024 年上半年	0.89%	-10.99%	-0.25%	2.24%	-8.01%
2025 年上半年	0.03%	0.53%	2.76%	-0.65%	5.83%

数据来源：Wind，东吴证券研究所 注：数据截至 2025 年 8 月 29 日

图9：2024-2025 年权益市场主要指数走势



数据来源：Wind，东吴证券研究所 注：数据截至 2025 年 8 月 29 日

图10：2024-2025 年中债总全价指数走势



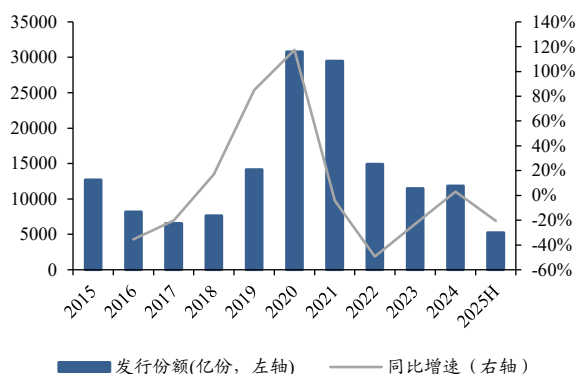
数据来源：Wind，东吴证券研究所注：数据截至 2025 年 8 月 29 日

1.5. 权益类公募基金发行回暖

2025 年权益类公募基金发行回暖，债券类基金新发规模大幅减少。2022 年以来，受市场波动加大的影响，公募基金发行遇冷，尤其是权益类基金。2025 年上半年权益类基金发行显著回暖，股票+混合类公募基金发行规模 2357 亿份，同比+114%；债券型基金在债市调整、监管导向转变的背景下，发行规模大幅减少，同比下滑 54%至 2494 亿份。公募基金整体发行份额同比下滑 21%至 5251 亿份。从公募基金的各类别发行情况来看，2022-2024 年，债券型基金发行规模占比维持高位（约 70%），2025 年显著下滑至 47%。7、8 月公募基金合计新发 1693 亿份，同比增长 30%，其中股票+混合类新发 943

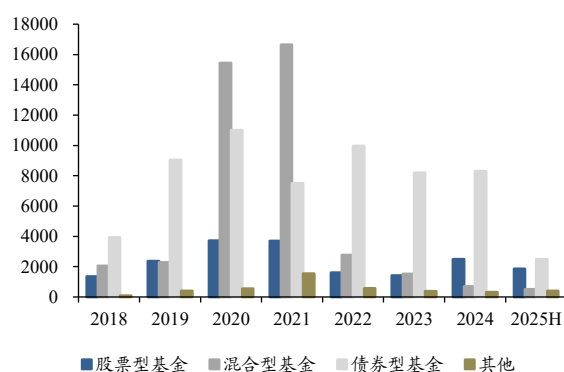
亿元，同比增长 414%。

图11：2015-2025 年上半年公募基金发行规模



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图12：2018-2025 年上半年各类型公募基金发行规模

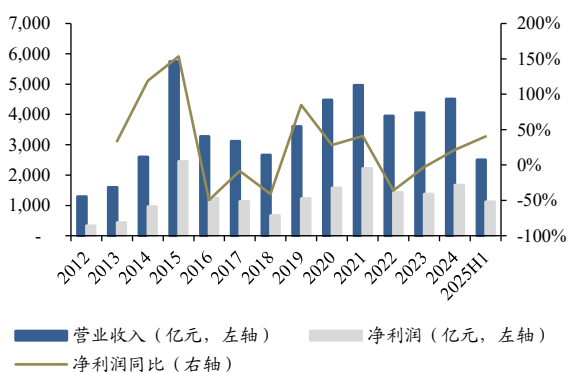


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.6. 2025 年上半年证券行业营业收入同比增长 23%，净利润同比增长 40%

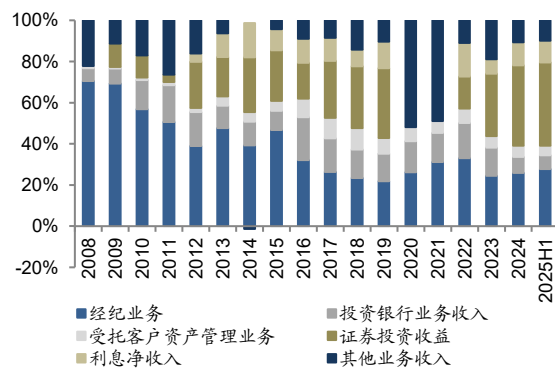
据中证协数据,2025 年上半年,150 家券商实现营业收入 2510 亿元,同比增长 23%,实现净利润 1123 亿元,同比增长 40%。2025H1 ROE 为 3.53%,同比+0.85pct,杠杆率为 3.29%,同比小幅下滑。2025 年上半年经纪/投行/资管/利息/自营/其他收入占比为 27%/7%/5%/10%/40%/10%。

图13：2012-2025 年上半年证券行业经营情况



数据来源：中国证券业协会，东吴证券研究所

图14：2008-2025 年上半年证券行业收入结构



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 上市券商 2025 年中报：净利润同比+64%，未年化 ROE 3.4%

50 家上市券商营业收入同比增长 29%，净利润同比增长 64%。50 家上市券商或券商母公司已全部完成 2025 年中报披露，合计实现营业收入 2722 亿元，同比增长 29%，

合计实现归母净利润 1124 亿元，同比增长 64%。2025 年 3 月 14 日，国泰君安吸收合并海通证券产生负商誉，带来营业外收入 85 亿元，若扣除该非经常性损益，上市券商实现归母净利润 1039 亿元，同比增长 51%。2025 年上半年营收增速方面，国联民生(+269%)、国泰海通(+78%)、天风证券(+69%)同比增幅较大；归母净利润方面，国联民生(+1185%)、华西证券(+1195%)、国盛金控(+370%)同比增幅在行业中领先，所有券商均同比增长或扭亏为盈。第二季度，50 家上市券商合计实现净利润 566 亿元，同比大幅增长 50%，环比+1%（若剔除海通 85 亿元非经常性损益，环比+20%）。

杠杆率持平，平均 ROE 3.4%，ROE 主要靠费类及自营业务驱动。50 家上市券商 2025 年上半年平均 ROE 为 3.39%，同比增加 0.54 个百分点，扣非后 ROE 为 3.32%。20 家券商 ROE 超过 4%，其中东方财富、国信证券、中国银河、中信建投 ROE 居前，分别为 6.69%、5.26%、5.16%、5.10%，国泰海通 ROE 6.25%，但扣非后 ROE 为 2.84%，同比提升 0.04pct。杠杆率方面，50 家上市券商整体平均杠杆率为 3.34 倍，与年初基本持平。2024 年 9 月 24 日以来，权益市场交投活跃的背景下，经纪业务等费类业务同比大幅增长，同时权益市场表现好于去年同期，再叠加上半年费用率下滑 5 个百分点，券商行业 ROE 显著提升。

表2：2025 年上半年上市券商经营情况（亿元）

公司	营业收入	同比	归母净利润	同比	杠杆率	较年初	ROE	同比 (pct)	2025Q2 净利润	同比
中信证券	33039	20%	13719	30%	4.50	-0.10	4.91%	0.64	7174	28%
国泰海通	23872	78%	15737	214%	4.30	-1.07	6.25%	2.50	3495	38%
华泰证券	16219	31%	7549	42%	3.48	0.19	4.30%	0.07	3907	29%
广发证券	15398	34%	6470	48%	4.13	0.18	4.83%	0.99	3713	31%
中国银河	13747	38%	6488	48%	4.14	0.07	5.16%	0.06	3472	26%
中金公司	12828	44%	4330	94%	4.86	-0.12	4.16%	0.36	2288	131%
申万宏源	11695	44%	4284	101%	5.16	-0.32	4.00%	0.15	2307	212%
国信证券	11075	52%	5367	71%	3.33	-0.13	5.26%	1.50	3038	59%
中信建投	10740	20%	4509	58%	4.21	0.12	5.10%	-0.31	2666	64%
招商证券	10520	10%	5186	9%	4.11	-0.27	4.18%	-0.15	2878	11%
东方证券	8001	39%	3463	64%	3.74	0.00	4.27%	1.83	2027	65%
东方财富	6856	39%	5567	37%	2.70	0.29	6.69%	0.39	2852	36%
国投资本	6785	1%	1700	36%	3.96	0.19	3.22%	-0.13	1021	13%
浙商证券	6107	-24%	1149	46%	4.45	0.92	3.21%	-0.23	593	76%
方正证券	5663	52%	2384	76%	4.13	-0.13	4.84%	1.56	1189	110%
兴业证券	5404	29%	1330	41%	3.66	-0.23	2.31%	-1.06	814	33%
中泰证券	5257	3%	711	77%	3.38	-0.04	1.67%	-2.73	341	389%
光大证券	5125	22%	1683	21%	3.12	-0.13	2.50%	-1.44	864	22%
长江证券	4705	65%	1737	121%	2.84	-0.11	4.76%	1.24	757	97%
东吴证券	4428	34%	1932	66%	2.89	-0.27	4.53%	0.97	952	34%

国联民生	4011	269%	1127	1185%	2.95	-1.51	2.52%	-0.96	751	145%
国金证券	3862	44%	1111	144%	2.99	0.54	3.24%	0.47	528	500%
国元证券	3397	42%	1405	40%	3.68	-0.08	3.73%	1.00	764	42%
财通证券	2959	-2%	1083	17%	3.00	-0.22	2.94%	-0.15	794	69%
长城证券	2859	44%	1385	92%	3.02	-0.06	4.50%	1.32	779	111%
华安证券	2808	43%	1035	45%	3.32	-0.21	4.52%	1.31	510	17%
西部证券	2789	-16%	785	20%	3.14	0.45	2.69%	0.08	494	8%
东兴证券	2249	12%	819	42%	3.11	0.02	2.84%	1.51	439	104%
华西证券	2073	47%	512	1195%	2.91	0.06	2.15%	-0.16	211	-343%
东北证券	2046	32%	431	226%	3.65	0.34	2.24%	-0.75	228	106%
信达证券	2037	28%	1024	67%	3.94	0.45	4.94%	0.45	819	91%
第一创业	1832	20%	486	21%	2.59	0.03	2.89%	0.75	368	43%
山西证券	1641	17%	524	64%	3.19	-0.27	2.88%	0.67	275	71%
国海证券	1586	15%	370	159%	2.22	0.40	1.66%	-0.42	170	246%
南京证券	1578	-6%	621	14%	3.13	0.16	3.41%	0.69	344	21%
中银证券	1505	21%	565	33%	2.28	-0.33	3.10%	-0.76	285	28%
西南证券	1504	26%	423	24%	2.84	0.33	1.63%	-0.20	178	60%
哈投股份	1475	1%	380	233%	2.59	-0.12	2.92%	2.03	261	-1059%
华创云信	1313	-12%	79	66%	2.60	0.11	0.40%	-1.21	118	308%
首创证券	1284	2%	490	3%	3.40	0.44	3.60%	1.36	339	32%
财达证券	1239	13%	375	56%	2.92	0.08	3.09%	-0.51	256	98%
天风证券	1222	69%	31	-110%	3.15	-0.50	0.11%	-2.22	7	-86%
红塔证券	1189	16%	670	49%	2.10	-0.09	2.69%	1.41	375	14%
华鑫股份	1170	26%	224	49%	3.79	0.66	2.60%	0.38	87	-5%
湘财股份	1144	5%	142	93%	2.08	0.12	1.19%	0.05	92	-634%
国盛金控	1136	32%	209	370%	2.83	0.20	1.87%	0.97	139	545%
中原证券	921	-23%	260	29%	2.52	0.02	1.84%	0.63	157	123%
华林证券	835	35%	336	173%	2.77	0.88	4.87%	3.28	233	241%
太平洋	615	14%	121	77%	1.15	-0.02	1.24%	-1.01	53	58%
锦龙股份	417	16%	125	-344%	5.87	-0.94	5.07%	10.54	221	342%
合计	272161	29%	112443	64%	3.34	0.00	3.39%	0.54	56625	50%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

资管业务收入占比下滑较多，自营业务收入占比显著提升。近年来各大券商积极拓展其他类型业务，如国际业务、期货业务等，其他业务收入占比提升较大，但考虑到其他业务收入差异较大，因此剔除其他业务收入来测算收入结构。2025H1 经纪/投行/资管/利息/自营收入占比为 26%/7%/9%/9%/49%，去年同期为 24%/8%/13%/10%/45%。自营收入及经纪收入占比提升显著，资管业务具有韧性，牛市下收入占比下滑。

表3: 2025 年上半年上市券商分部业务收入占比 (剔除其他收入)

	经纪业务收入	投行收入	资管收入	利息收入	投资净收益
中信证券	18%	6%	17%	1%	58%
华泰证券	25%	8%	6%	14%	46%
中国银河	26%	2%	2%	15%	55%
国泰海通	24%	6%	12%	15%	43%
广发证券	25%	2%	26%	8%	39%
申万宏源	21%	6%	3%	2%	68%
招商证券	39%	4%	5%	7%	45%
中信建投	31%	12%	7%	2%	48%
中金公司	23%	15%	6%	-7%	64%
东方证券	10%	8%	6%	33%	43%
浙商证券	32%	8%	4%	15%	40%
国信证券	32%	3%	3%	6%	55%
兴业证券	29%	5%	2%	20%	43%
中泰证券	35%	6%	22%	17%	20%
东吴证券	22%	10%	2%	14%	52%
东兴证券	19%	14%	5%	14%	49%
光大证券	33%	8%	9%	23%	27%
方正证券	42%	2%	3%	14%	40%
西部证券	26%	10%	3%	0%	62%
国元证券	21%	4%	1%	11%	62%
财通证券	30%	8%	23%	11%	28%
长江证券	43%	5%	3%	9%	41%
国金证券	33%	11%	2%	20%	34%
东北证券	33%	2%	9%	6%	49%
长城证券	17%	6%	1%	4%	72%
华安证券	26%	5%	13%	6%	50%
国海证券	37%	6%	7%	21%	29%
南京证券	19%	5%	1%	21%	54%
信达证券	23%	2%	4%	11%	60%
第一创业	14%	9%	28%	4%	45%
华西证券	0%	17%	6%	-28%	105%
山西证券	44%	2%	1%	23%	29%
首创证券	22%	11%	8%	3%	56%
中银证券	10%	7%	18%	-7%	72%
华鑫股份	35%	7%	18%	31%	9%
中原证券	43%	1%	2%	23%	32%
西南证券	24%	8%	1%	18%	49%
财达证券	35%	14%	11%	5%	34%
国联民生	21%	14%	9%	1%	55%
红塔证券	9%	1%	0%	15%	75%
天风证券	41%	41%	13%	-67%	72%
华创云信	43%	1%	1%	26%	29%

华林证券	43%	1%	1%	26%	29%
太平洋	35%	6%	5%	21%	33%
2025H1 收入结构	26%	7%	9%	9%	49%
2024H1 收入结构	24%	8%	13%	10%	45%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.1. 经纪业务：经纪收入增长 47%，佣金率继续下滑

经纪收入同比增长 47%。2025 年上半年 44 家披露经纪业务数据的上市券商经纪业务收入合计 592 亿元，同比增长 47%，增幅低于市场日均股基交易额增速的 63%。我们认为主要是由于基金费改后分仓佣金大幅下滑，同时交易结构的变化也拉低行业平均佣金率，据中国证券业协会数据测算，2025 年上半年行业佣金率由 2024 年的 0.020%下滑至 0.019%。43 家券商 2025 年上半年同比正增长，其中国联民生（+189%）、国泰海通（+96%）、国信证券（+68%）增长较多；仅华创云信由于代销金融产品收入大幅下滑，经纪业务收入同比下滑 2%。2025 年上半年合计实现代销金融产品收入 56 亿元，同比增长 30%，占经纪收入比由 2024 年上半年的 10.6%小幅下滑至 9.5%。

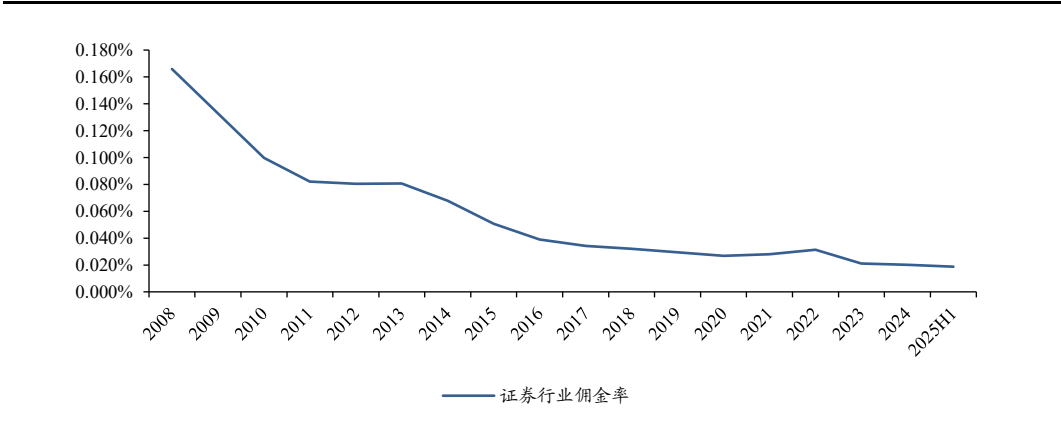
表4：2025 年上半年上市券商经纪业务收入及代销业务情况（百万元）

	经纪收入	经纪收入同比	代销金融产品收入	代销收入同比	代销占经纪收入比	代销占营业收入比
中信证券	5902	38%	838	18%	14%	2.5%
国泰海通	5150	96%	448	60%	9%	1.9%
招商证券	3555	49%	277	22%	8%	2.6%
广发证券	3549	43%	403	36%	11%	2.6%
华泰证券	3532	40%	291	17%	8%	1.8%
中国银河	3412	48%	235	53%	7%	1.7%
国信证券	3395	68%	257	55%	8%	2.3%
中信建投	2925	41%	417	20%	14%	3.9%
中金公司	2604	50%	603	58%	23%	4.7%
申万宏源	2280	36%	53	-8%	2%	0.5%
方正证券	2102	56%	127	35%	6%	2.2%
中泰证券	1668	36%	72	-12%	4%	1.4%
长江证券	1542	31%	103	31%	7%	2.2%
光大证券	1538	42%	325	37%	21%	6.4%
兴业证券	1202	36%	139	8%	12%	2.6%
国金证券	1145	61%	149	124%	13%	3.9%
浙商证券	1105	48%	118	19%	11%	1.9%
东方证券	906	23%	101	22%	11%	1.3%
东吴证券	902	36%	24	-5%	3%	0.5%
华西证券	902	46%	41	28%	5%	2.0%
财通证券	810	42%	88	17%	11%	3.0%
国联民生	807	189%	41	135%	5%	1.0%
国元证券	582	55%	59	35%	10%	1.7%

华安证券	574	53%	43	53%	8%	1.5%
东北证券	536	32%	28	17%	5%	1.4%
西部证券	525	48%	20	13%	4%	0.7%
中银证券	492	49%	48	53%	10%	3.2%
国海证券	461	45%	24	62%	5%	1.5%
华创云信	437	-2%	39	-58%	9%	3.0%
天风证券	425	16%	10	53%	2%	0.8%
财达证券	418	51%	3	-9%	1%	0.3%
东兴证券	412	45%	35	26%	9%	1.6%
长城证券	409	32%	38	33%	9%	1.3%
华鑫股份	407	18%	9	0%	2%	0.7%
信达证券	403	28%	19	60%	5%	0.9%
山西证券	331	31%	18	-45%	5%	1.1%
中原证券	330	52%	5	-20%	2%	0.6%
华林证券	328	52%	11	6%	3%	1.3%
西南证券	310	29%	19	89%	6%	1.3%
南京证券	277	51%	7	191%	3%	0.5%
第一创业	216	44%	10	47%	4%	0.5%
太平洋	212	40%	8	-4%	4%	1.4%
首创证券	119	33%	12	12%	10%	0.9%
红塔证券	102	47%	1	34%	1%	0.1%
合计	59240	47%	5616	30%	9.5%	2.2%

数据来源：Wind，中国基金业协会，东吴证券研究所

图15： 2008-2025 年上半年证券行业佣金率



数据来源：Wind，中国证券业协会，东吴证券研究所

上市券商分仓佣金收入同比下滑 34%，各家排名分化显著。2025 年上半年，全行业分仓佣金收入 44.6 亿元，同比-34%，上市券商分仓佣金收入为 40 亿元，同比-35%。2024 年 7 月 1 日，公募已完成交易佣金费率调降，随着新规落地后，研究成为基金公司佣金分配的唯一出口。各家券商排名变化分化显著，头部券商排名基本保持稳定，一些中小券商进步显著，

国海证券、湘财证券、华鑫证券排名提升 8 位，中金公司排名提升 5 位，浙商证券、申万宏源、国金证券排名提升 4 位。

表5: 2025 年上半年上市券商公募佣金分仓收入

	总佣金(百万元)	同比增长率(%)	佣金席位占比(%)	2025H1 排名	较 2024H1 排名变动
中信证券	346	-34%	7.8%	1	-
国泰海通	283	-42%	6.3%	2	-
广发证券	250	-36%	5.6%	3	-
长江证券	230	-30%	5.1%	4	1
华泰证券	222	-19%	5.0%	5	2
国联民生	180	-35%	4.0%	6	-
浙商证券	166	-6%	3.7%	7	4
中信建投	162	-54%	3.6%	8	-4
兴业证券	157	-21%	3.5%	9	-
申万宏源	152	-9%	3.4%	10	4
中金公司	149	-1%	3.3%	11	5
天风证券	135	-14%	3.0%	12	3
招商证券	134	-44%	3.0%	13	-5
东吴证券	134	-23%	3.0%	14	-2
国信证券	123	-17%	2.8%	15	2
华创证券	110	-18%	2.5%	16	3
国海证券	107	-4%	2.4%	17	8
国金证券	105	-17%	2.4%	18	4
东方证券	104	-45%	2.3%	19	-9
中泰证券	102	-41%	2.3%	20	-7
国盛证券	95	-28%	2.1%	21	-
方正证券	63	-56%	1.4%	23	-5
华西证券	63	-34%	1.4%	24	3
东北证券	51	-56%	1.1%	26	-3
中国银河	49	-35%	1.1%	27	2
光大证券	45	-61%	1.0%	29	-5
国投证券	42	-69%	0.9%	30	-10
东方财富	34	-34%	0.8%	31	2
西南证券	31	-40%	0.7%	32	-
财通证券	29	-58%	0.6%	33	-3
信达证券	29	-65%	0.6%	34	-6
西部证券	27	-23%	0.6%	35	3
华安证券	17	-51%	0.4%	38	1
长城证券	15	-65%	0.3%	40	-5
华鑫证券	14	-14%	0.3%	42	8
山西证券	10	-71%	0.2%	45	-8
中银证券	9	-70%	0.2%	47	-7
第一创业	5	-71%	0.1%	54	-8

太平洋	4	-81%	0.1%	61	-17
首创证券	3	-80%	0.1%	63	-15
东兴证券	3	-71%	0.1%	65	-9
湘财证券	3	-29%	0.1%	66	8
国元证券	3	-69%	0.1%	72	-8
江海证券	1	-87%	0.0%	93	-32
南京证券	1	-88%	0.0%	113	-43
中山证券	1	-72%	0.0%	119	-29
财达证券	0.5	-93%	0.0%	128	-60
上市券商合计	3996	-35%	89.6%		

数据来源：Wind，东吴证券研究所 注：已汇总统计已合并券商数据；排名变化正为提升，负为下滑

2.2. 投行业务：投行收入同比增长 18%，主要受益于再融资触底回暖

低基数叠加再融资回暖，投行收入同比增长 18%。受一二级市场逆周期调节机制，阶段性收紧 IPO 节奏影响，IPO 发行速度有所放缓，券商投行业务收入随之下滑。随着 2025 年市场活跃度及投资者热情显著提升，增发市场也有所回暖。2025 年上半年上市券商合计实现投行收入 157 亿元，同比增长 18%。华安证券（同比+246%）、国联民生（同比+214%）、西部证券（同比+134%）投行收入同比增幅较高；中原证券（同比-78%）、太平洋（同比-56%）、中泰证券（同比-48%）同比下滑较多。

财务顾问收入小幅增长，政策鼓励下并购重组需求有望提升。2025 年上半年上市券商实现财务顾问收入 19 亿元，同比+6%，占投行收入的 12%，同比下降 1.3 个百分点。“827 新政”后 IPO 节奏放缓，而并购重组被反复提及。2024 年 2 月证监会上市司召开座谈会，会议明确表示支持上市公司用好并购重组工具做优做强，多措并举活跃并购重组市场，4 月国务院印发新“国九条”，支持上市公司通过并购重组提高发展质量。政策支持下并购重组需求有望激发，为券商投行业务转型提供机遇。

表6：2025 年上半年上市券商投行收入（百万元）

	投行收入	同比	财务顾问净收入	同比	财务顾问收入占比
中信证券	2098	21%	313	45%	15%
中金公司	1668	30%	270	-40%	16%
国泰海通	1392	19%	134	107%	10%
华泰证券	1168	25%	109	68%	9%
中信建投	1123	12%	139	33%	12%
东方证券	720	32%	41	4%	6%
申万宏源	627	49%	78	-16%	12%
国联民生	531	214%	72	92%	14%
天风证券	427	34%	36	-37%	8%
东吴证券	419	15%	52	-16%	12%

招商证券	402	41%	37	-8%	9%
国金证券	398	-14%	46	183%	11%
光大证券	363	-16%	17	18%	5%
国信证券	348	-12%	26	40%	7%
广发证券	320	-5%	22	51%	7%
中国银河	316	19%	28	60%	9%
东兴证券	294	14%	21	-46%	7%
浙商证券	287	0%	22	-53%	8%
中泰证券	271	-48%	48	-6%	18%
财通证券	220	-22%	66	90%	30%
兴业证券	219	-17%	27	8%	12%
西部证券	199	134%	11	-27%	5%
长江证券	174	46%	35	4%	20%
山西证券	169	45%	33	86%	20%
财达证券	161	17%	4	-46%	3%
第一创业	141	38%	7	-4%	5%
长城证券	140	17%	13	-66%	9%
华安证券	115	246%	7	4%	6%
国元证券	109	74%	9	-41%	8%
华创云信	102	-18%	12	-40%	12%
方正证券	99	26%	17	-14%	17%
西南证券	99	88%	46	129%	47%
华鑫股份	99	10%	8	69%	8%
中银证券	98	133%	21	456%	21%
首创证券	85	34%	9	-38%	11%
南京证券	81	-15%	20	-23%	25%
国海证券	70	45%	4	95%	5%
华西证券	42	-13%	24	98%	57%
太平洋	36	-56%	8	-12%	22%
信达证券	35	-18%	10	112%	28%
东北证券	35	-27%	9	-55%	25%
红塔证券	17	-38%	3	35%	17%
华林证券	8	66%	7	176%	91%
中原证券	6	-78%	5	-40%	86%
合计	15725	18%	1918	6%	12%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.3. 资管业务：收入小幅下滑，资产管理规模企稳回升

资管收入小幅下滑，管理规模企稳回升。2025 年上半年 44 家上市券商合计实现资管收入 213 亿元，同比小幅下滑 3%。随着资管新规过渡期结束，券商资产管理业务去通道化基本完成，受托管理资产规模底部企稳。根据 Wind 统计，34 家披露规模及有可比数据的上市券商资管规模合计 7.4 万亿元，同比提升 2%。

表7：2025年上半年上市券商资管收入及规模

	资管业务收入（百万元）	收入同比	受托资产管理规模（亿元）	规模同比
中信证券	5444	11%	15562	1%
广发证券	3669	8%	2506	-1%
国泰海通	2578	34%	7052	20%
中泰证券	1078	8%	1058	1%
华泰证券	893	-60%	6270	13%
中金公司	680	22%	5867	6%
中信建投	661	3%	4852	-2%
财通证券	607	-26%	2965	
东方证券	601	-15%	2338	8%
招商证券	440	29%	2535	-5%
第一创业	440	-6%	663	24%
光大证券	427	12%	3225	4%
国联民生	357	14%	1984	39%
申万宏源	331	-18%	1939	6%
国信证券	321	-19%	1306	-10%
华安证券	276	-3%		
中国银河	268	18%		
中银证券	249	-5%	4687	-7%
首创证券	215	-59%	1654	15%
浙商证券	158	-24%	967	1%
东北证券	143	-27%	767	1%
天风证券	140	-28%	1158	2%
财达证券	130	-8%	443	27%
方正证券	128	5%	500	-9%
长江证券	114	-24%		
山西证券	114	-29%	602	6%
东吴证券	99	11%	590	-1%
东兴证券	99	-35%		
国海证券	90	-9%	390	3%
兴业证券	75	-2%	1135	12%
华鑫股份	74	-25%		
信达证券	71	-1%		
西部证券	67	-15%	395	10%
国金证券	62	45%	1610	7%
华创云信	39	-40%		
国元证券	37	-47%	248	11%
太平洋	30	-57%	138	-5%
长城证券	25	79%		
华西证券	23	-55%	650	-1%
南京证券	20	-45%	146	1%
中原证券	15	9%	41	-21%
西南证券	9	-35%	177	28%

华林证券	7	-45%	89	-5%
红塔证券	6	-49%		
合计	21302	-3%	73544	2.0%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.4. 自营业务：二季度投资净收益同比环比均显著增长

权益市场震荡向上，债券市场波动加大，低基数下券商自营投资净收益同比+51%。

2025 年上半年 50 家上市券商合计实现投资净收益（含公允价值）1178 亿元，同比增长 51%。第二季度合计实现投资净收益 671 亿元，同比增长 53%，环比增长 32%。

2025 年上半年披露数据的 44 家上市券商母公司口径自营持仓规模合计 5.4 万亿元，较年初增长 9%；其中债券类 4.97 万亿元，较年初增长 10%，规模占比 92%；权益类规模 4347 亿元，较年初增长 9%，规模占比 8%。

表8：2025 年上半年上市券商投资净收益（百万元）

	2025H1 投资净收益	同比	2025Q2 投资净收益	同比	环比
中信证券	19052	62%	10190	63%	15%
国泰海通	9352	90%	5343	109%	33%
中国银河	7399	50%	4243	29%	34%
申万宏源	7297	50%	4118	96%	30%
中金公司	7252	71%	3856	61%	14%
华泰证券	6630	57%	3874	66%	41%
国信证券	5815	65%	3305	61%	32%
广发证券	5451	49%	3118	23%	34%
中信建投	4601	31%	2672	34%	39%
招商证券	4124	-13%	2611	-3%	73%
东方证券	4020	77%	1913	30%	-9%
东吴证券	2158	66%	1038	38%	-7%
国投资本	2147	75%	1382	43%	80%
国联民生	2097	459%	1388	164%	96%
方正证券	2003	67%	922	101%	-15%
兴业证券	1760	50%	1160	38%	93%
国元证券	1741	64%	1067	68%	58%
长城证券	1735	49%	1023	58%	44%
长江证券	1479	668%	606	287%	-31%
浙商证券	1416	146%	959	766%	110%
东方财富	1395	-15%	696	-15%	0%
西部证券	1264	-10%	801	-12%	73%
光大证券	1234	24%	745	91%	53%
国金证券	1186	71%	571	118%	-7%

华安证券	1083	68%	517	36%	-9%
信达证券	1066	67%	642	110%	51%
东兴证券	1046	21%	615	99%	43%
中泰证券	961	35%	649	63%	108%
红塔证券	876	55%	458	15%	10%
首创证券	873	51%	640	96%	174%
山西证券	835	13%	460	19%	23%
南京证券	804	16%	429	50%	14%
东北证券	789	53%	435	36%	23%
天风证券	756	18%	343	-23%	-17%
财通证券	744	-8%	720	90%	2952%
第一创业	691	22%	539	60%	256%
华创云信	637	-18%	404	0%	73%
西南证券	622	15%	416	60%	102%
华西证券	587	245%	281	122%	-8%
哈投股份	531	92%	369	431%	129%
华鑫股份	452	40%	218	-1%	-7%
财达证券	406	18%	311	34%	229%
国海证券	357	-9%	240	8%	104%
中原证券	249	-57%	211	-22%	453%
华林证券	222	35%	189	73%	459%
太平洋	200	81%	108	159%	17%
国盛金控	166	-34%	123	-21%	189%
湘财股份	133	-41%	94	185%	137%
中银证券	122	-33%	63	-31%	6%
锦龙股份	11	-96%	53	-82%	扭亏为盈
合计	117826	51%	67126	53%	32%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表9：2025H1、2024 上市券商自营持仓结构(亿元)

	2025H1					2024				
	权益类	权益类占比	债券类	债券类占比	合计	权益类	权益类占比	债券类	债券类占比	合计
中信证券	413	7%	5369	93%	5782	368	7%	4966	93%	5334
国泰海通	481	8%	5630	92%	6111	395	10%	3454	90%	3849
中国银河	320	8%	3583	92%	3902	301	9%	3212	91%	3513
申万宏源	301	9%	2870	91%	3171	264	8%	3144	92%	3408
招商证券	185	6%	2946	94%	3131	245	7%	3122	93%	3367
广发证券	389	11%	3157	89%	3546	302	10%	2842	90%	3145
国信证券	325	11%	2506	89%	2831	378	13%	2422	87%	2800
华泰证券	312	10%	2903	90%	3215	254	10%	2400	90%	2654
中信建投	100	4%	2545	96%	2645	181	7%	2288	93%	2468
东方证券	150	7%	1857	93%	2007	134	6%	1967	94%	2100
中金公司	181	10%	1649	90%	1830	246	13%	1648	87%	1893

兴业证券	22	2%	1121	98%	1143	32	3%	1161	97%	1193
方正证券	139	12%	1031	88%	1170	145	13%	1010	87%	1155
光大证券	15	1%	1204	99%	1219	17	1%	1132	99%	1149
东吴证券	91	12%	668	88%	759	85	10%	805	90%	890
国元证券	59	7%	813	93%	872	31	4%	820	96%	851
信达证券	68	9%	667	91%	735	10	2%	598	98%	609
财通证券	24	4%	540	96%	565	40	7%	561	93%	601
长江证券	20	3%	561	97%	581	27	5%	562	95%	589
长城证券	45	7%	560	93%	604	49	8%	535	92%	584
东兴证券	61	10%	552	90%	612	29	5%	545	95%	575
中泰证券	30	5%	578	95%	607	25	4%	523	96%	548
华安证券	43	9%	463	91%	506	37	7%	480	93%	517
西部证券	26	4%	598	96%	625	5	1%	477	99%	482
国联民生	72	14%	436	86%	508	73	15%	399	85%	473
浙商证券	65	13%	420	87%	484	37	8%	431	92%	468
红塔证券	72	19%	307	81%	379	59	15%	337	85%	397
南京证券	24	6%	366	94%	390	10	3%	347	97%	357
天风证券	25	7%	331	93%	356	17	5%	327	95%	345
西南证券	25	7%	331	93%	356	17	5%	318	95%	335
东北证券	59	14%	354	86%	413	28	9%	290	91%	319
山西证券	7	3%	252	97%	259	8	3%	285	97%	293
华西证券	10	3%	340	97%	350	21	7%	267	93%	288
国金证券	5	1%	444	99%	449	7	2%	267	98%	274
首创证券	65	18%	307	82%	372	26	10%	238	90%	264
第一创业	55	19%	225	81%	280	44	17%	208	83%	252
财达证券	14	6%	211	94%	225	11	5%	208	95%	220
华创云信	7	3%	256	97%	263	2	1%	209	99%	210
中原证券	5	2%	212	98%	217	4	2%	187	98%	192
中银证券	10	7%	132	93%	141	7	4%	161	96%	168
国海证券	7	3%	243	97%	250	4	3%	140	97%	144
锦龙股份	8	14%	49	86%	57	4	7%	51	93%	56
华林证券	11	10%	106	90%	117	16	33%	33	67%	50
太平洋	2	5%	44	95%	47	2	5%	40	95%	42
合计	4347	8%	49736	92%	54083	3998	8%	45420	92%	49418

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：上述数据按照 2024 年自营业务合计规模降序排序；自营持仓数据为母公司口径。

2.5. 分红：中期现金分红同比增长 40%，分红比例同比减少 3 个百分点

多家券商增加中期分红，现金分红同比增长 40%，分红比例同比减少 3 个百分点。

自 2023 年证监会修订发布《上市公司监管指引第 3 号——上市公司现金分红》以及 2024 年 4 月发布新“国九条”，对上市公司分红提出了明确要求以来，券商积极制定并践行

“提质增效重回报”相关行动方案，通过提升分红水平、加强市值管理、优化投资者关系管理等措施增强投资者获得感。2025 年上半年 50 家上市券商中 29 家公布中期现金分红，合计现金分红 188 亿元，同比增长 40%，平均分红比例 17%，同比减少 3 个百分点。股息率方面，截至 2025 年 8 月 29 日，A 股上市券商平均股息率 1.30%，其中东吴证券（3.1%）、招商证券（2.5%）、华泰证券（2.4%）股息率最高。

表10：2025 年上半年上市券商分红情况及 A 股股息率

	2025H1 现金分红 总额（百万元）	同比	分红比例	24H1 分红比例	2024 年分红比例 (含中期分红)	A 股股息率
中信证券	4298	21%	31%	34%	36%	1.7%
国泰海通	2627	97%	17%	27%	48%	1.7%
中国银河	1367	49%	21%	21%	31%	1.5%
华泰证券	1354	0%	18%	25%	31%	2.4%
中信建投	1280	83%	28%	24%	27%	0.9%
招商证券	1035	18%	20%	19%	40%	2.5%
东方证券	1012	59%	29%	30%	44%	1.5%
申万宏源	876	106%	20%	20%	30%	1.2%
广发证券	761	0%	12%	17%	39%	2.3%
东吴证券	686	84%	35%	32%	66%	3.1%
光大证券	505	21%	30%	30%	30%	1.0%
方正证券	502	27%	21%	29%	40%	1.2%
中金公司	434	0%	10%	19%	15%	0.5%
国元证券	349		25%		31%	1.7%
东兴证券	246	41%	30%	30%	30%	1.2%
红塔证券	236	6%	35%	49%	93%	1.6%
华安证券	187		18%		31%	1.5%
南京证券	184		30%		47%	1.5%
山西证券	179		34%		50%	1.5%
信达证券	152	27%	15%	20%	15%	0.3%
华西证券	105		21%		31%	0.8%
财达证券	97		26%		47%	1.3%
国海证券	77	100%	21%	27%	54%	0.8%
西南证券	66	0%	16%	20%	81%	1.7%
中银证券	57	20%	10%	11%	11%	0.2%
西部证券	45	0%	6%	7%	32%	1.1%
第一创业	42	0%	9%	11%	34%	0.9%
华鑫股份	41	50%	18%	18%	30%	0.6%
中原证券	37	33%	14%	14%	43%	0.5%
国信证券					41%	2.4%
东方财富					10%	0.2%
国投资本					30%	1.5%
浙商证券					35%	1.2%

兴业证券				28%	52%	1.9%
中泰证券				17%	26%	0.5%
长江证券					45%	1.8%
国联民生					80%	0.5%
国金证券					26%	1.2%
财通证券					32%	1.8%
长城证券				21%	33%	1.1%
东北证券					32%	1.4%
哈投股份					30%	0.6%
华创云信						
首创证券					42%	0.7%
天风证券						
湘财股份						
国盛金控						
华林证券					31%	0.2%
太平洋						
锦龙股份						
合计	18838	40%	17%	20%	35%	1.3%

数据来源：Wind，东吴证券研究所 注：股息率数据截至 2025 年 8 月 29 日，空白数据代表无中期分红

3. 投资建议：预计行业 2025 年净利润同比+32%

3.1. 外延并购+内生发展，打造世界一流投行

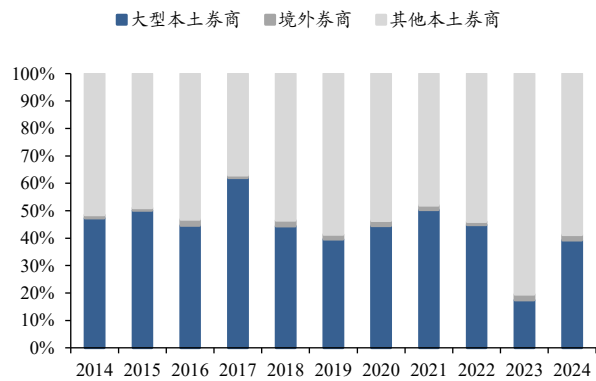
监管鼓励券商并购重组，打造“航母级”券商。2023 年 11 月，继 10 月金融工作会议提出“培育一流投资银行和投资机构”后，证监会也表示“支持头部证券公司通过业务创新、集团化经营、并购重组等方式做优做强，打造一流的投资银行，发挥服务实体经济主力军和维护金融稳定压舱石的重要作用”。早在 2019 年，证监会就曾表示为打造“航母级证券公司”，积极开展了一系列工作，其中第一条就是：“多渠道充实证券公司资本，鼓励市场化并购重组，支持行业做优做强”。我们认为，国内券商过去主要通过内生增长逐渐扩大规模，未来在监管的指引下，业内的并购可能会增多，行业内的资源整合或将成为券商快速提升规模与综合实力的又一重要方式。大型券商通过并购进一步补齐短板，巩固优势，中小券商通过外延并购有望弯道超车，快速做大，实现规模效应和业务互补。对比全球主要市场，证券行业集中度亦较高。2014-2024 年，日本券商中，以野村证券、大和证券和日兴证券为首的主要证券公司利润占比在 50%左右；美国投行中，前十位交易商营业收入占比也超过 50%。

表11：监管鼓励券商并购重组相关表述

时间	相关单位/会议	内容
2019 年 11 月	证监会	提出“积极推动打造航母级头部证券公司”，促进证券行业持续健康发展，还给出打造“航母级证券公司”的相关政策措施，包括多渠道充实证券公司资本，鼓励市场化并购重组，支持行业做优做强等。
2020 年 7 月	证监会	发文鼓励有条件的券商与基金公司实施市场化并购重组。
2023 年 10 月	中央金融工作会议	提出“着力打造现代金融机构和市场体系”，并首次提出“培育一流投资银行和投资机构”。
2023 年 11 月	证监会	再次强调支持头部券商通过业务创新、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。
2024 年 4 月 12 日	国务院	“国九条”提出：支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式提升核心竞争力，鼓励中小机构差异化发展、特色化经营。

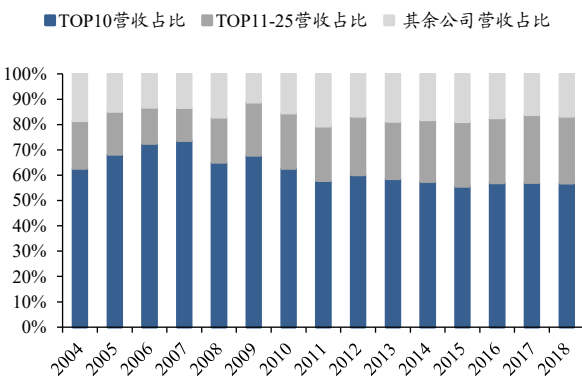
数据来源：证监会，新华网，中国政府网，东吴证券研究所

图16：日本各类券商利润分布



数据来源：JSDA，东吴证券研究所 注：大型本土券商包括日兴证券、大和证券、野村证券等资本在 1000 亿日元以上公司

图17：美国交易商盈利能力集中度



数据来源：SIFMA，东吴证券研究所 注：交易商为 NYSE listed

行业同质化竞争，并购重组或推动供给侧改革。国内券商数量众多且多为综合性券商，近年来牌照进一步放开，加剧了行业的竞争。但由于大多数公司都选择综合性券商的模式，也没有形成特色。尽管近几年互联网金融的融合逐步加深，也出现了一些以互联网为特色的小而美券商，但主要还是基于导流、线上经纪等业务，业务差异化不显著。在近年来券商数量以及从业人员数量增加的背景下，近期监管引导公募基金管理费及交易佣金下调，以及投行业务的阶段性收紧，短期将对券商收入造成一定压力。通过并购重组等方式进行资源整合，有利于提升券商在行业中的竞争地位，同时也推动行业进行供给侧改革。

多维度转型，形成内生增长。1) 做市业务：目前国内券商自营业务方向性投资波

动性大且收益率依赖市场环境、收益面临不稳定性。相比之下，去方向性的做市业务波动性较低,可以提升券商整体业绩的稳定性与韧性。参考海外投行业务结构，我们认为做市业务是我国券商自营转型的重要方向。

表12：场内金融衍生品做市商名单

期权	做市商
嘉实沪深300ETF 期权	主做市商：东方证券、光大证券、广发证券、国泰君安、国信证券、海通证券、华泰证券、西部证券、招商证券、中泰证券、中信建投、中信证券、申万宏源 一般做市商：长江证券、海通资源、中信中证
华泰柏瑞沪深300ETF 期权	主做市商：东方证券、光大证券、广发证券、国泰君安、国信证券、海通证券、华泰证券、申万宏源、招商证券、中泰证券、中信建投、中信证券、中信中证 一般做市商：西部证券、长江证券、浙江永安
上证 50ETF 期权	主做市商：东方证券、光大证券、广发证券、国泰君安、国信证券、海通证券、华泰证券、招商证券、中泰证券、中信证券、中信中证、海通资源、申万宏源、中信建投 一般做市商：长江证券、西部证券、浙江永安
沪深 300 股指期权	招商证券、中信证券、国泰君安、东方证券、西部证券、光大证券、中信建投、海通证券、国信证券、银河德睿、中粮祈德丰、浙期实业、华泰证券、中泰证券、申万宏源、南华资本
国债期货	招商证券、华泰证券、中信证券、东方证券、天风证券、申万宏源、中国银河、国金证券

数据来源：上海证券交易所，深圳证券交易所，中国金融期货交易所，东吴证券研究所

2) 投顾业务：历经多年高速发展，穿越资管新规、理财净值化、数字化转型等多轮变革风暴，中国财富管理行业正进入黄金发展周期。随着财富管理转型的持续深化，券商投顾团队快速扩张，2014-2023 年，投顾人数复合增速达 11%，占从业人员比从 12% 提升至 22%。经纪收入中的投资咨询收入虽保持增长，但占比仍较低，具有较大增长空间。此外，我们认为基金投顾业务已具备由试点转向常规的条件，未来有望加速发展，将极大地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13：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、申万菱信基金	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)数字化转型：随着金融科技影响力的不断提升，证券行业数字化转型日渐提速，科技能力建设作为提升行业核心竞争力的关键，已成为各大券商激烈竞逐的赛道。随着技术的不断引进和科技赋能经验的日益增长，国内券商数字化转型将由局部、孤立的单一领域应用向平台化、智能化、生态化全面铺开。目前有效克服这一痛点的转型者不多，同时与国外同类机构相比，国内证券业数字化转型的人才基础还有很大的提升空间。

3.2. 上调全年盈利预测，预计行业 2025 年净利润同比+32%

预计行业净利润同比+32%。考虑到三季度以来市场交投活跃，7、8月日均股基交易 2.2 万亿元，较 2024Q3 同比增长 186%，8 月末两融余额 22439 亿元，较年初增长 20%，我们上调行业全年盈利预测。我们预计 2025 年行业净利润将同比+32%，预计经纪业务收入同比增长 66%，投行业务同比增长 18%，资本中介业务收入增长 12%，资管业务增长 8%，自营同比增长 40%。

表14：券商行业业绩预测

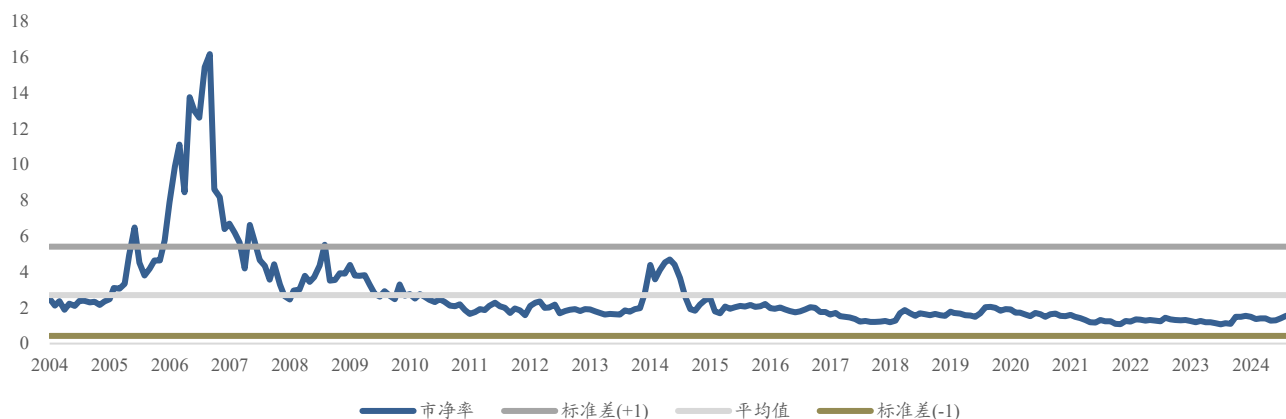
(亿元)		2023	2024	2025E 悲观	2025E 中性	2025E 乐观
经纪业务	日均股基交易额	9625	10800	18000	20000	22000
	增速	-4%	12%	67%	85%	104%
	佣金率	0.018%	0.019%	0.018%	0.018%	0.018%
	增速	-27%	-3%	6%	6%	6%
代销金融产品收入		166	149	149	164	179
增速		0%	-10%	0%	10%	20%
经纪业务收入		984	1151	1717	1906	2095
增速		-26%	17%	49%	66%	82%

投行业务	股权融资规模	11344	4000	9600	10800	13000
	IPO	3565	700	600	800	1000
	再融资	7779	3300	9000	10000	12000
	股权融资收入	172	36	44	51	63
	IPO	160	32	30	36	45
	再融资	12	5	14	15	18
	债权融资规模	127007	120600	118350	126400	135500
	企业债	2007	600	350	400	500
	公司债	40000	40000	38000	41000	45000
	其他	85000	80000	80000	85000	90000
	债券融资收入	286	276	262	282	309
	并购收入	85	54	65	81	92
	股债承销收入	543	350	370	414	464
	增速	-23%	-35%	6%	18%	32%
资本中介业务	日均融资融券余额	16,500	16,000	19,000	21,000	23,000
	增速	-40%	-8%	5%	12%	20%
资管业务	资管收入	225	239	239	259	275
	增速	10%	7%	0%	8%	15%
自营业务	自营收入	1217	1741	2089	2437	2785
	增速	50%	43%	20%	40%	60%
其他		558	542	400	400	400
营业收入		4059	4512	5326	5964	6605
净利润		1378	1673	1974	2211	2448
增速		-3%	18%	18%	32%	46%

数据来源：中国证券业协会，Wind，东吴证券研究所

当前我国券商估值处于合理偏低的水平。截止至 2025 年 8 月 29 日，中信证券 II 指数静态估值为 1.63x PB，处于历史的 45%分位，处于近十年的 60%分位。我们认为，在我国资本市场高质量发展的背景以及券商重资产业务能力和效率持续提升的趋势下，未来我国券商 ROE 水平及估值仍存在上升空间。此外，资本市场改革预期持续强化，且政策鼓励优质券商通过并购做优做强，我们认为大型券商优势仍显著，行业集中度有望持续提升，大型券商应享有估值溢价。

图18: 中信券商 II 级指数 PB 变化情况 (截至 2025/8/29, 倍)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

重点推荐：中信证券、中国银河、中金公司、广发证券、东方证券、华泰证券、国泰君安、东方财富、指南针、湘财股份等。

4. 风险提示

- 1) 权益市场大幅波动：**后续资本市场若大幅下跌，对于券商板块而言将带来业绩和估值的双重压力。
- 2) 宏观经济复苏不及预期：**宏观经济剧烈波动将直接影响资本市场活跃度，并且影响居民购买力及财富管理产品配置需求，进而造成证券行业收入下滑；
- 3) 资本市场监管趋严：**监管政策收紧或将对证券行业各项业务经营环境造成影响，进而导致证券公司面临业绩波动风险；
- 4) 行业竞争加剧：**行业竞争加剧情况下，市场出清速度加快，中小型券商面临较大的经营压力。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>