



证券行业研究

买入（维持评级）
行业专题研究报告

证券研究报告

国金证券研究所

 分析师：舒思勤（执业 S1130524040001） 分析师：洪希柠（执业 S1130525050001） 分析师：方丽（执业 S1130525080007）
shusiqin@gjzq.com.cn hongxingning@gjzq.com.cn fangli@gjzq.com.cn

 分析师：夏昌盛（执业 S1130524020003）
xiachangsheng@gjzq.com.cn

业绩整体高增，经纪、投资业务驱动 Q2 净利润环比高增，投行收入增幅扩大

业绩表现

经纪、自营投资收入增长驱动利润大幅提升。1) **盈利情况：**2025 年上半年，我们统计范围内的 42 家上市券商（不包括海通证券）实现营业总收入 2519 亿元，同比增长 31%；实现归母净利润 1040 亿元，同比增长 65%。2025Q2 上市券商实现归母净利润 518 亿元，同比增长 50%，环比增长 19%（剔除国泰海通吸收合并带来的一次性营业外收入）。盈利能力方面，2025H1 上市券商加权平均 ROE（年化）为 6.9%，同比提高 2.45pct。杠杆水平方面，截至 2025H1 末，上市券商平均杠杆倍数为 3.34 倍（剔除客户资金口径），较上年末小幅下降 0.01 倍。2) **成本费用：**2025H1 上市券商管理费用合计 1257 亿元，同比+18%，占营收比重同比-5pct 至 50%。券商降本增效带来行业利润率提升，行业利润率提升至 2025H1 的 41%。3) **竞争格局：**头部券商业绩增速好于行业整体，2025H1 头部前三、前五、前十名券商合计归母净利润增速分别达到+37%/+37%/+35%，均高于上市券商整体增速（+31%）。从集中度来看，2025H1 营业收入 CR3、CR5 分别达到 28%、39%，同比分别+1.4pct、+1.8pct；上市券商归母净利润 CR3、CR5 分别达到 33%、48%，同比分别+2.4pct、+0.4pct。

业务拆解

2025H1 上市券商经纪、投行、资管、利息、投资业务净收入同比增速分别为+44%/+18%/-3%/+31%/+52%。从业务结构来看，2025H1 经纪、投行、资管、利息、投资业务净收入占营业总收入的比重分别为 25%/6%/8%/8%/45%，同比变化 +5.7/+0.4/-1.2/+1.2/+12.0pct。

1) 经纪业务：受益于市场交投活跃度持续提升，2025 年上半年上市券商经纪业务实现净收入合计 635 亿元，同比大幅增长 44%。25H1 全市场日均股基成交额同比增长 64%，其中 Q2 单季同比增幅达 61%；券商 APP 月活表现同样亮眼，据易观千帆数据，2025 年上半年证券类 APP 月活用户数达 9.88 亿，同比增长 15.92%。

2) 投行业务：2025 年上半年上市券商投行业务净收入合计 155 亿元，同比增长 18%。今年以来 IPO、再融资市场有所回暖，据 Wind 数据显示，行业股权承销规模（按上市日口径）在低基数背景下同比大幅提升 403%，债权承销规模同比增长 20%。

3) 资管业务：2025 年上半年上市券商资管业务净收入合计 212 亿元，同比小幅回落 3%。截至 2025 年 6 月末，公募非货规模达到 20.2 万亿元，同比增长 13%，其中权益类公募规模为 8.4 万亿元，同比提升 27%。公募新规落地利好指数类产品（包括 ETF）规模扩张，预计将成为公募规模增长新引擎，有望对基金公司业绩带来积极贡献。

4) 信用业务：2025 年上半年上市券商利息净收入合计 197 亿元，同比增长 31%。上半年日均两融余额达 1.85 万亿元，同比增长 20.2%。

5) 投资业务：2025 年上半年上市券商投资业务净收入合计 1124 亿元，同比增长 52%。截至上半年末，上市券商自营投资资产规模达 68,323 亿元，同比增长 14%，较上年末增长 10%。从资产结构看，交易性金融资产、其他权益工具投资、其他债权投资、其他权益工具投资较上年末分别变动+14.4%、-0.2%、-3.6%、+3.0%，其中其他权益工具投资成为 2025 年上半年投资业务的显著特征。

投资建议：

上市券商中报业绩超预期，7 月以来市场日均成交额、两融余额大幅抬升，赚钱效应加强，全年业绩增速及 ROE 有望保持高位。选股思路方面：（1）估值业绩错配程度较大的券商；（2）经纪、资管、投资收入占比较高的券商；（3）AH 溢价率较高的券商。

风险提示

1) 资本市场改革推进不及预期；2) 权益市场极端波动风险；3) 机构化进程不及预期；4) 宏观经济复苏不及预期。



内容目录

1 业绩概况：经纪、投资业务驱动净利润高增.....	4
1.1 盈利表现：25H1 归母净利润同比增长 65%.....	4
1.2 成本费用：大部分上市券商费用率有所降低，利润率创新高.....	6
1.3 竞争格局：头部券商市场份额持续提升，中小券商弹性更大.....	8
2 手续费业务：经纪业务受益于交投活跃，投行收入增幅扩大.....	10
2.1 经纪业务：交投延续活跃，经纪业务大幅提升.....	10
2.2 投行业务：IPO、再融资回暖，投行收入增幅扩大.....	10
2.3 资管业务：收入同比小幅回落，公募新规利好 ETF 规模扩大.....	11
3 重资本业务：两融余额提升驱动信用业务收入提升，投资业务同比高增.....	13
3.1 信用业务：两融余额持续提升，信用业务收入同比提升 31%.....	13
3.2 投资业务：投资业务同比高增，投资端继续增配权益 OIC.....	13
4 投资建议.....	15
风险提示.....	15

图表目录

图表 1： 上市券商营业收入及增速情况.....	4
图表 2： 上市券商归母净利润及增速情况.....	4
图表 3： 2024H1、2025H1 上市券商业绩表现（亿元）.....	4
图表 4： 经纪、自营业务大幅提升（亿元）.....	5
图表 5： 经纪业务驱动 Q2 业绩提升（亿元）.....	5
图表 6： 上市券商自营投资收入占比持续提升.....	5
图表 7： 2025H1 上市券商收入结构.....	5
图表 8： 25H1 末总资产规模较上年末+11%.....	5
图表 9： 25H1 末净资产规模较上年末+10%.....	5
图表 10： 券商 ROE 有所回升.....	6
图表 11： 杠杆水平有所提升.....	6
图表 12： 上市券商管理费用变化情况（亿元）.....	6
图表 13： 信用减值损失对业绩影响较小（亿元）.....	6
图表 14： 大部分上市券商费用率有所降低.....	6
图表 15： 近年来上市券商利润率持续提升.....	8
图表 16： 上市券商集中度变化.....	8
图表 17： 42 家上市券商 2025H1 业绩情况（亿元）.....	9



图表 18: 25Q2 日均股基成交额同比大幅提升.....	10
图表 19: 权益公募新发份额回暖 (万份)	10
图表 20: 2025H1 股权承销额同比提升 403% (亿元)	11
图表 21: 2025H1 债券承销额同比增长 20% (亿元)	11
图表 22: 非货公募规模整体呈现增长态势	11
图表 23: 权益公募规模持续提升	11
图表 24: 25H1 末 ETF 基金规模同比+74%	12
图表 25: ETF 基金规模前十大管理人 (截至 2025/8/31)	12
图表 26: 42 家上市券商手续费及佣金业务收入情况 (亿元)	12
图表 27: 沪深两市融资融券规模走势 (亿元)	13
图表 28: 上市券商信用资产规模 (亿元)	13
图表 29: 核心股指季度涨跌幅	13
图表 30: 核心债指季度涨跌幅	13
图表 31: 上市券商自营资产规模持续扩张	14
图表 32: 交易性金融资产规模显著提升	14
图表 33: 42 家上市券商投资收入和信用收入情况 (亿元)	14
图表 34: 券商股估值及历史分位	15

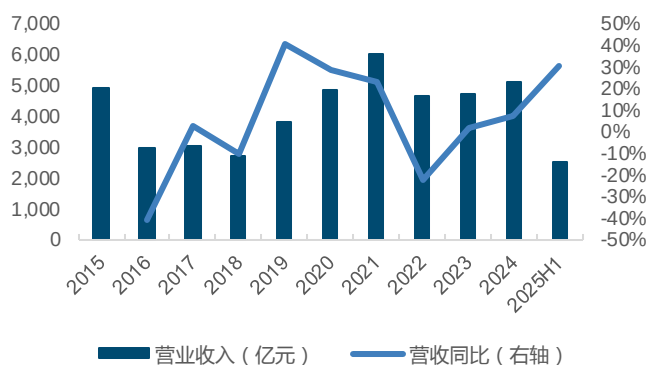


1 业绩概况：经纪、投资业务驱动净利润高增

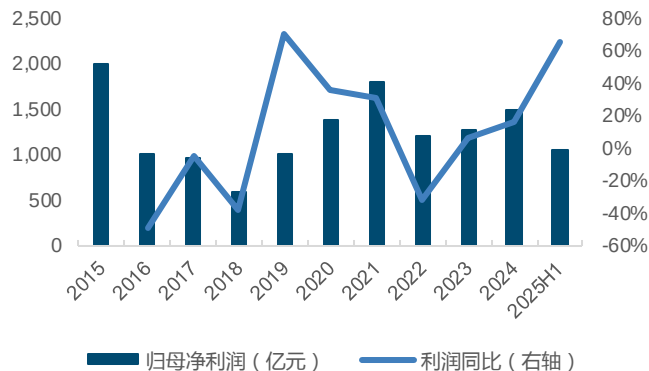
1.1 盈利表现：25H1 归母净利润同比增长 65%

2025 年上半年，我们统计范围内的 42 家上市券商（不包括海通证券）实现营业总收入 2519 亿元，同比增长 31%；实现归母净利润 1040 亿元，同比增长 65%。2025 年半年报部分券商会计政策有变更，签订的买卖标准仓单的合同应视同金融工具进行会计处理，对投资收益、其他业务收入、其他业务成本科目进行追溯调整，对营业收入进行重述，归母净利润不受影响，因此此处营业收入同比增速对比的是重述后的 24H1 营业收入。单季度来看，2025Q2 上市券商实现归母净利润 518 亿元，同比增长 50%，环比增长 19%（剔除国泰海通吸收合并带来的一次性营业外收入）。

图表1：上市券商营业收入及增速情况



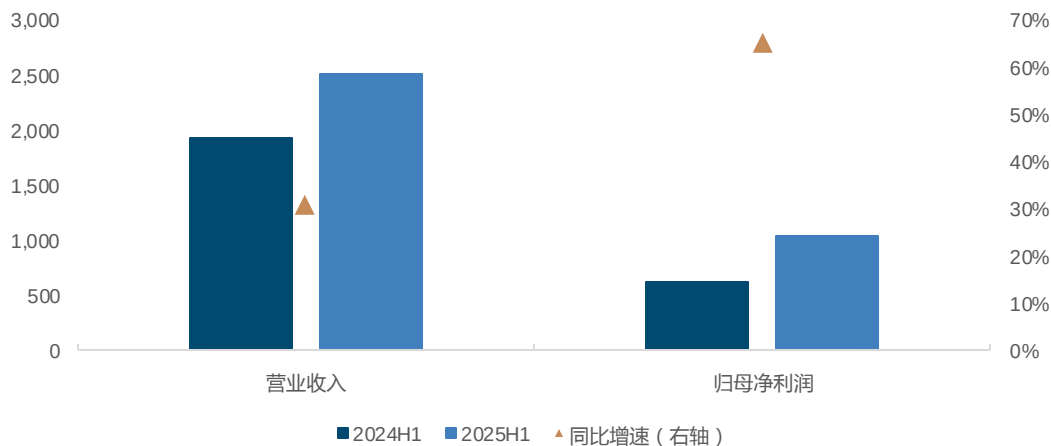
图表2：上市券商归母净利润及增速情况



来源：iFinD，国金证券研究所

来源：iFinD，国金证券研究所

图表3：2024H1、2025H1 上市券商业绩表现 (亿元)



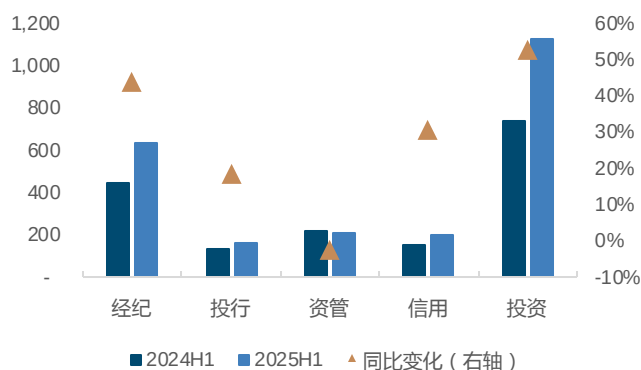
来源：iFinD，国金证券研究所

分业务条线来看，在市场交投活跃、核心指数上涨背景下，经纪、自营投资是上半年业绩改善的核心原因，投行业务净收入同比实现大幅提升。2025H1 上市券商经纪、投行、资管、利息、投资业务净收入同比增速分别为+44%/+18%/-3%/+31%/+52%。从业务结构来看，2025H1 经纪、投行、资管、利息、投资业务净收入占营业总收入的比重分别为 25%/6%/8%/8%/45%，同比变化+5.7/+0.4/-1.2/+1.2/+12.0pct。

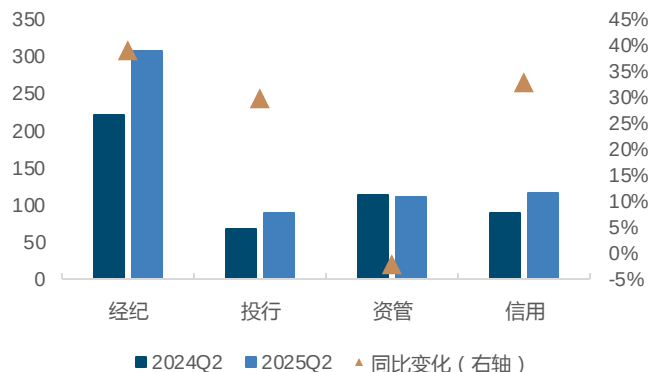
单季度来看，上市券商经纪、投行、信用收入大幅提升。2025Q2 经纪、投行、资管、利息同比增速分别为+39%/+30%/-2%/+33%。从业务结构来看，2025Q2 经纪、投行、资管、利息占营业总收入的比重分别为 24%/7%/9%/9%，同比变化+6.7/+1.6/-0.3/+2.3pct。



图表4：经纪、自营业务大幅提升（亿元）



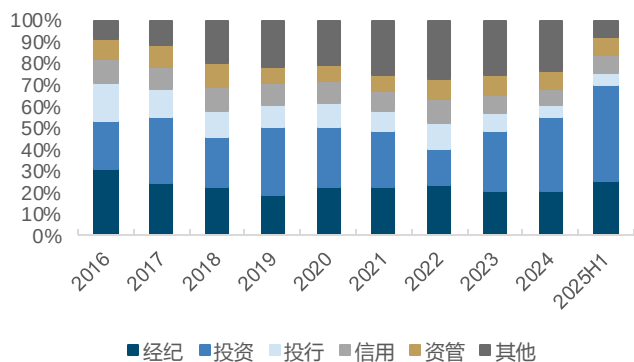
图表5：经纪业务驱动Q2业绩提升（亿元）



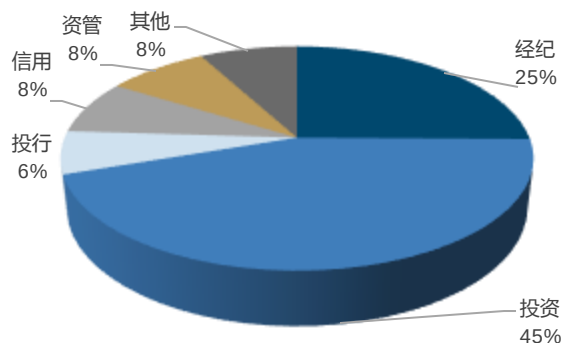
来源：iFinD，国金证券研究所 注：24H1 投资业务净收入为重述后数据

来源：iFinD，国金证券研究所 注：25Q1 投资业务净收入未重述，单季度不可比

图表6：上市券商自营投资收入占比持续提升



图表7：2025H1 上市券商收入结构

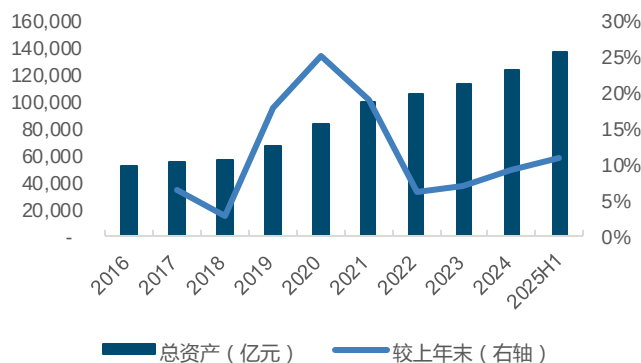


来源：iFinD，国金证券研究所

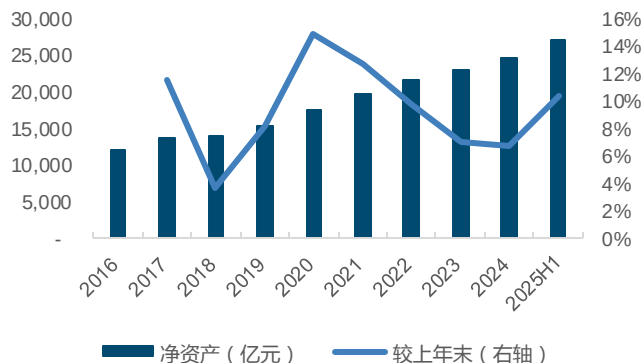
来源：iFinD，国金证券研究所

上市券商持续扩表，截至 2025H1 末，上市券商净资产合计为 2.71 万亿元，较上年末提升 10%。盈利能力方面，2025H1 上市券商加权平均 ROE（年化）为 6.9%，同比提高 2.45pct。杠杆水平方面，截至 2025H1 末，上市券商平均杠杆倍数为 3.34 倍（剔除客户资金口径），较上年末小幅下降 0.01 倍，预计主要由于监管提出合理审慎开展高资本消耗型业务。

图表8：25H1 末总资产规模较上年末+11%



图表9：25H1 末净资产规模较上年末+10%

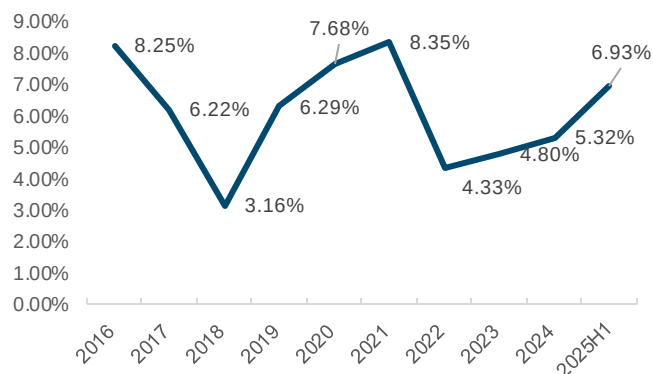


来源：iFinD，国金证券研究所

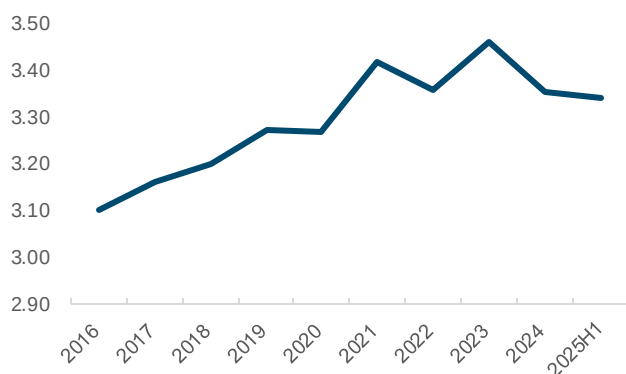
来源：iFinD，国金证券研究所



图表10: 券商 ROE 有所回升



图表11: 杠杆水平有所提升



来源: iFinD, 国金证券研究所 注: 2025H1 的 ROE 为年化值

来源: iFinD, 国金证券研究所 注: 杠杆率=(总资产-代理买卖证券款)/净资产

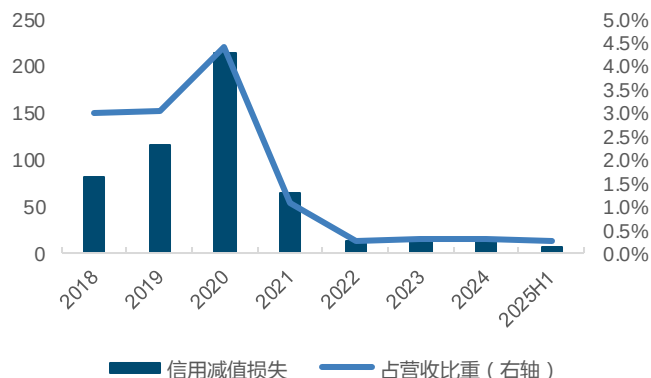
1.2 成本费用: 大部分上市券商费用率有所降低, 利润率创新高

费用方面, 2025H1 上市券商管理费用合计 1257 亿元, 同比+18%, 占营收比重同比-5pct 至 50%。分个股来看, 浙商证券、红塔证券、华安证券管理费用率最低, 分别为 36%/36%/37%, 同比+16.15pct/-4.44pct/-4.34pct, 天风证券、中泰证券、太平洋管理费用率最高, 达 90%/76%/72%, 同比+48.55pct/+0.01pct/-11.68pct。

图表12: 上市券商管理费用变化情况 (亿元)



图表13: 信用减值损失对业绩影响较小 (亿元)



来源: iFinD, 国金证券研究所

来源: iFinD, 国金证券研究所

图表14: 大部分上市券商费用率有所降低

股票代码	公司名称	管理费用	营业支出	营业收入	管理费	同比变化 (pct)	费用率	同比变化 (pct)
600030.SH	中信证券	153	154	330	46%	-2.74	46%	-2.33
601211.SH	国泰君安	115	132	239	48%	-0.63	55%	3.48
601688.SH	华泰证券	73	77	162	45%	-13.40	47%	-7.50
000776.SZ	广发证券	71	71	154	46%	-8.46	46%	-9.37
601881.SH	中国银河	62	61	137	45%	-8.68	44%	-9.86
601995.SH	中金公司	77	77	128	60%	-11.52	60%	-11.92
000166.SZ	申万宏源	54	57	117	46%	-10.08	49%	-9.72
002736.SZ	国信证券	47	48	111	42%	-7.69	43%	-12.51
601066.SH	中信建投	50	54	107	46%	-11.22	50%	-13.92
600999.SH	招商证券	48	48	105	46%	-1.74	46%	-2.22
600958.SH	东方证券	38	38	80	47%	-9.05	48%	-14.90
601878.SH	浙商证券	22	46	61	36%	16.15	75%	-13.37



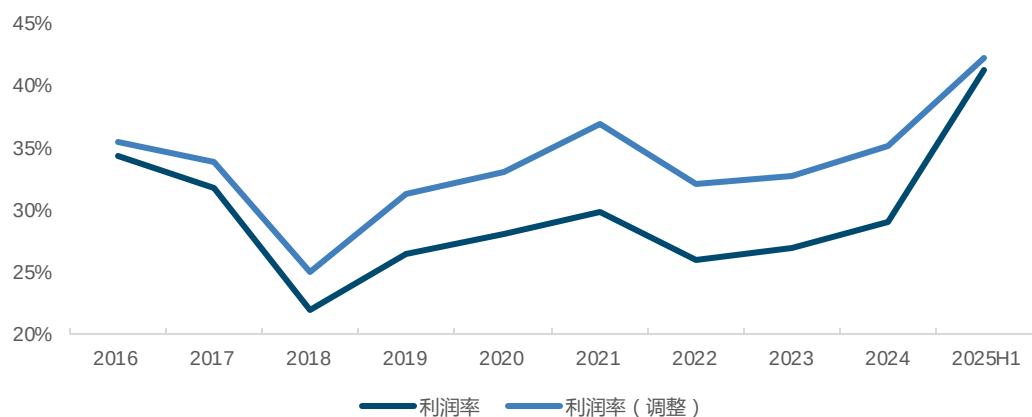
股票代码	公司名称	管理费用	营业支出	营业收入	管理费率	同比变化 (pct)	费用率	同比变化 (pct)
601901.SH	方正证券	29	29	57	51%	-10.51	52%	-11.95
601377.SH	兴业证券	35	36	54	65%	-3.60	67%	-3.52
600918.SH	中泰证券	40	42	53	76%	0.01	80%	-10.42
601788.SH	光大证券	30	31	51	58%	-3.63	60%	-1.98
000783.SZ	长江证券	25	26	47	53%	-14.67	55%	-18.28
601555.SH	东吴证券	21	19	44	47%	-8.26	42%	-11.75
601456.SH	国联民生	26	26	40	64%	-30.09	64%	-30.82
600109.SH	国金证券	25	25	39	64%	-14.26	65%	-15.46
000728.SZ	国元证券	15	17	34	44%	-2.73	49%	-2.47
601108.SH	财通证券	17	17	30	57%	-5.38	56%	-6.59
002939.SZ	长城证券	12	12	29	42%	-15.80	42%	-16.52
600909.SH	华安证券	11	15	28	37%	-4.34	52%	-8.17
002673.SZ	西部证券	13	17	28	45%	10.01	62%	-11.72
601198.SH	东兴证券	13	12	22	56%	1.87	55%	-6.18
002926.SZ	华西证券	14	14	21	66%	-8.99	69%	-30.11
000686.SZ	东北证券	14	14	20	69%	-22.98	70%	-22.66
601059.SH	信达证券	9	9	20	45%	-16.28	44%	-16.85
002797.SZ	第一创业	11	12	18	63%	-5.15	64%	-5.38
002500.SZ	山西证券	10	10	16	62%	-0.96	63%	-8.61
000750.SZ	国海证券	11	11	16	70%	4.00	67%	-15.73
601990.SH	南京证券	7	8	16	47%	3.44	50%	-8.10
601696.SH	中银证券	8	8	15	54%	-6.87	54%	-7.25
600369.SH	西南证券	9	10	15	62%	-6.93	67%	-5.42
601136.SH	首创证券	7	7	13	52%	-1.82	54%	-1.87
600906.SH	财达证券	7	8	12	57%	-0.09	62%	-10.26
601162.SH	天风证券	11	11	12	90%	-48.55	92%	-52.03
601236.SH	红塔证券	4	4	12	36%	-4.44	33%	-20.79
601375.SH	中原证券	6	6	9	67%	7.20	68%	-13.91
002945.SZ	华林证券	4	4	8	52%	-6.30	52%	-7.29
601099.SH	太平洋	4	4	6	72%	-11.68	73%	-9.01
合计		1,257	1,326	2,519	50%	-5.39	53%	-8.80

来源：iFind，国金证券研究所

券商降本增效带来行业利润率提升，行业利润率提升至 2025H1 的 41%，若剔除部分券商大宗商品销售等利润率极薄的非证券主营业务影响，2025H1 行业利润率达到 42%，创近年来新高。



图表15：近年来上市券商利润率持续提升

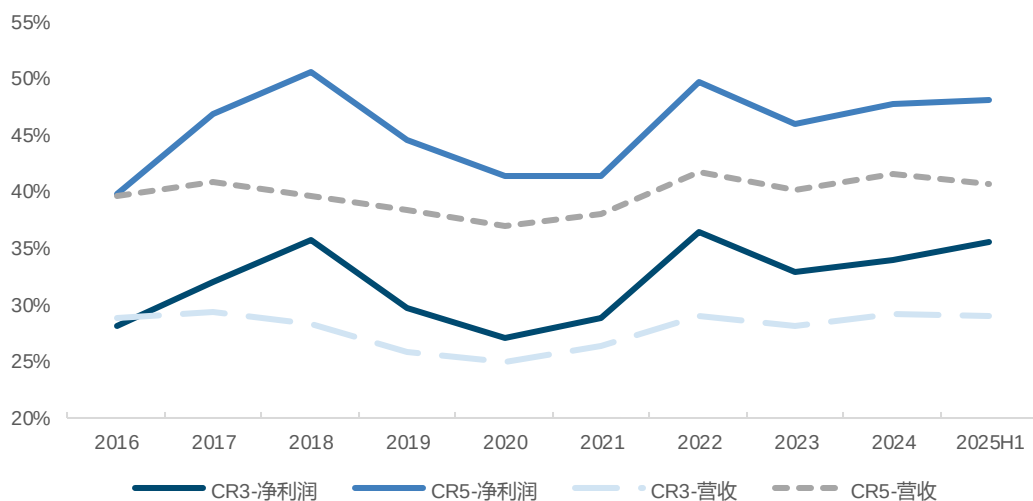


来源：iFinD，国金证券研究所 注：利润率（调整）=归母净利润/（营业收入-其他业务收入）

1.3 竞争格局：头部券商市场份额持续提升，中小券商弹性更大

头部券商业绩增速好于行业整体，2025H1 头部前三、前五、前十名券商合计归母净利润增速分别达到+37%/+37%/+35%，均高于上市券商整体增速（+31%）。从集中度来看，2025H1 营业收入 CR3、CR5 分别达到 28%、39%，同比分别+1.4pct、+1.8pct；上市券商归母净利润 CR3、CR5 分别达到 33%、48%，同比分别+2.4pct、+0.4pct。

图表16：上市券商集中度变化



来源：iFinD，国金证券研究所

个股盈利表现上，国泰海通归母净利润位居行业第 1，营业收入仅次于中信证券位居行业第 2，2025H1 实现营收 238.72 亿元，同比增长 77.71%；实现归母净利润 157.37 亿元，同比增长 213.74%；加权平均净资产收益率 6.25%（未年化），同比增加 3.14pct，业绩增长的主要原因为吸收合并海通证券带来多项业务市占率大幅提升。

中信证券、华泰证券、中国银河 25H1 归母净利润 254.44 亿元，其中 25H1 中信证券实现营业收入 330.39 亿元，同比增长 20.44%，归母净利润 137.19 亿元，同比增长 29.80%，经纪、投行、投资等业务收入大幅提升，25H1 实现投资净收入 191 亿元，同比增长 58%，主要是金融工具持有期间以及处置带来的收益大幅提升，25H1 末中信证券交易性金融资产规模同比增长 16%。25H1 华泰证券实现营业收入 162.19 亿元，同比增长 31.01%，归母净利润 75.49 亿元，同比增长 42.16%，主要是公司经纪、信用、投资等业务收入增加所致，25H1 实现经纪业务净收入 38 亿元，同比增长 38%，金融产品销售规模（除现金管理产品“天天发”外）同比增长 34%，基金投顾业务发展稳健，25H1 末规模达到 210 亿元。25H1 中国银河实现营业收入 137.47 亿元，同比增长 37.71%；归母净利润 64.88 亿元，同比增长 47.86%，主要是经纪业务增速较高，25H1 实现经纪业务净收入 36 亿元，同比增长



45%，25H1 末公司金融产品保有规模为 2141 亿元，较年初增长 1.4%，代销金融产品收入同比增长 51%；同时国际业务领先优势显著，25H1 实现国际业务收入 11 亿元，占营收比重 8%。

从业绩增速来看，中小券商业绩弹性较大，华西证券、国联民生、东北证券 2025H1 归母净利润增速排名行业前三，分别达到+1195%、+1185%、+226%。从盈利能力看，2025 年上半年国泰海通、国信证券、中国银河加权平均 ROE（未年化）排名前三，分别为 6.25%、5.26%、5.16%。

图表17：42 家上市券商 2025H1 业绩情况（亿元）

公司名称	营业收入				归母净利润				ROE（未年化）	
	25H1	25H1 同比	25H1	25H1 同比	25Q2	25Q2 环比	25Q2 环比 （调整）	25Q2 同比	25H1	同比 (pct)
国泰海通	239	78%	157	214%	35	-71%	-5%	38%	6.25%	3.14
中信证券	330	20%	137	30%	72	10%	10%	28%	4.91%	0.95
华泰证券	162	31%	75	42%	39	7%	7%	29%	4.30%	1.12
中国银河	137	38%	65	48%	35	15%	15%	26%	5.16%	1.53
广发证券	154	34%	65	48%	37	35%	35%	31%	4.83%	1.44
国信证券	111	52%	54	71%	30	30%	30%	59%	5.26%	2.22
招商证券	105	10%	52	9%	29	25%	25%	11%	4.18%	0.10
中信建投	107	20%	45	58%	27	45%	45%	64%	5.10%	1.98
中金公司	128	44%	43	94%	23	12%	12%	131%	4.16%	2.04
申万宏源	117	44%	43	101%	23	17%	17%	212%	4.00%	1.91
东方证券	80	39%	35	64%	20	41%	41%	65%	4.27%	1.61
方正证券	57	52%	24	76%	12	-1%	-1%	110%	4.84%	1.91
东吴证券	44	34%	19	66%	10	-3%	-3%	34%	4.53%	1.65
长江证券	47	65%	17	121%	8	-23%	-23%	97%	4.76%	2.55
光大证券	51	22%	17	21%	9	5%	5%	22%	2.50%	0.44
国元证券	34	42%	14	40%	8	7%	19%	42%	3%	39
长城证券	29	44%	14	92%	8	29%	29%	111%	4.50%	2.02
兴业证券	54	29%	13	41%	8	58%	58%	33%	2.31%	0.66
浙商证券	61	-24%	11	46%	6	7%	7%	76%	3.21%	0.36
国联民生	40	269%	11	1185%	8	100%	100%	145%	2.52%	2.04
国金证券	39	44%	11	144%	5	-9%	-9%	500%	3.24%	1.85
财通证券	30	-2%	11	17%	8	174%	174%	69%	2.94%	0.30
华安证券	28	43%	10	45%	5	-3%	-3%	17%	4.52%	1.19
信达证券	20	28%	10	67%	8	300%	300%	91%	4.94%	1.53
东兴证券	22	12%	8	42%	4	16%	16%	104%	2.84%	0.74
西部证券	28	-16%	8	20%	5	70%	70%	8%	2.69%	0.38
中泰证券	53	3%	7	77%	3	-8%	-8%	389%	1.67%	0.75
红塔证券	12	16%	7	49%	4	27%	27%	14%	2.69%	0.77
南京证券	16	-6%	6	14%	3	24%	24%	21%	3.41%	0.28
中银证券	15	21%	6	33%	3	2%	2%	28%	3.10%	0.66
山西证券	16	17%	5	64%	3	10%	10%	71%	2.88%	1.09
华西证券	21	47%	5	1195%	2	-30%	-30%	343%	2.15%	1.98
首创证券	13	2%	5	3%	3	125%	125%	32%	3.60%	-0.18
第一创业	18	20%	5	21%	4	211%	211%	43%	2.89%	0.25
东北证券	20	32%	4	226%	2	13%	13%	106%	2.24%	1.53
西南证券	15	26%	4	24%	2	-28%	-28%	60%	1.63%	0.30



财达证券	12	13%	4	56%	3	117%	117%	98%	3.09%	1.03
国海证券	16	15%	4	159%	2	-15%	-15%	246%	1.66%	1.01
华林证券	8	35%	3	173%	2	126%	126%	241%	4.87%	2.93
中原证券	9	-23%	3	29%	2	53%	53%	123%	1.84%	0.40
太平洋	6	14%	1	77%	1	-22%	-22%	58%	1.24%	0.52
天风证券	12	69%	0	110%	0	-70%	-70%	-86%	0.11%	1.49
合计	2,519	31%	1,040	65%	518	-1%	19%	50%	3.47%	1.22

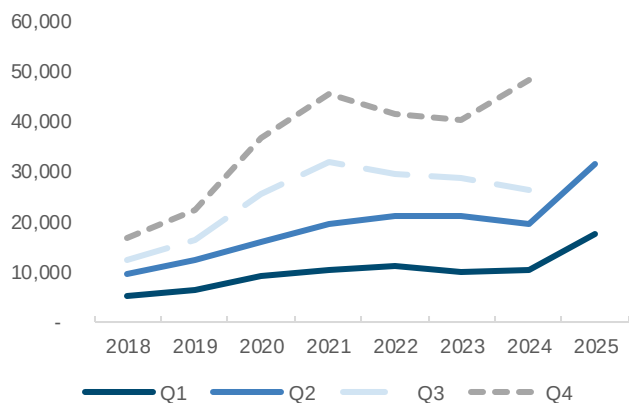
来源：iFinD，国金证券研究所 注：1) 营收增速为追溯调整后的增速；2) 25Q2 环比（调整）为剔除国泰海通合并后在 25Q1 产生的一次性营业外收入；3) 按照 25H1 归母净利润降序排序

2 手续费业务：经纪业务受益于交投活跃，投行收入增幅扩大

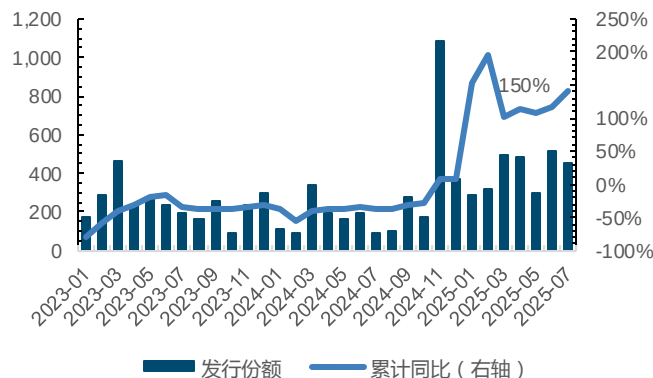
2.1 经纪业务：交投延续活跃，经纪业务大幅提升

得益于市场交投活跃度持续提升，2025H1 上市券商经纪业务净收入合计 635 亿元，同比大幅增长 44%。收入排名前三的公司为中信证券、国泰海通、广发证券，分别实现经纪业务净收入 64、57、39 亿元；收入增速排名前三的公司为国联民生、国泰海通、国信证券，增速分别为 224%/86%/65%。2025H1 全市场日均股基成交额同比增长 64%，其中 25Q2 单季同比增长 61%。在此背景下，券商 APP 月活表现同样亮眼，据易观千帆数据，2025H1 证券类 APP 月活用户数达到 9.88 亿，同比增长 15.92%，其中月活达到百万级别的券商 APP 共有 25 个。

图表18：25Q2 日均股基成交额同比大幅提升



图表19：权益公募新发份额回暖（万份）



来源：Wind，国金证券研究所

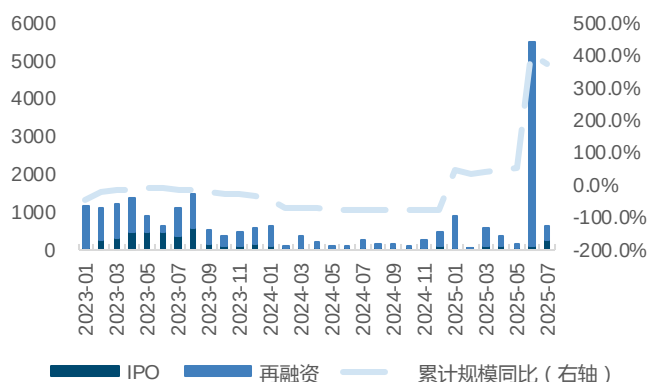
来源：Wind，国金证券研究所

2.2 投行业务：IPO、再融资回暖，投行收入增幅扩大

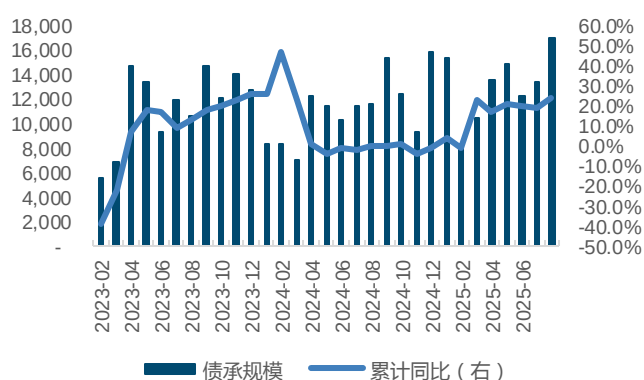
2025H1 上市券商投行业务净收入合计 155 亿元，同比增长 18%。收入排名前三的公司为中信证券、中金公司、国泰海通，分别实现投行业务净收入 21、17、14 亿元；收入增速排名前三的公司为华安证券、国联民生、西部证券，增速分别为 246%/214%/134%。2025 年上半年 IPO、再融资有所回暖，行业股权承销规模（Wind，上市日口径）在低基数下同比提升 403%，债权承销规模同比增长 20%。



图表20: 2025H1 股权承销额同比提升 403% (亿元)



图表21: 2025H1 债券承销额同比增长 20% (亿元)



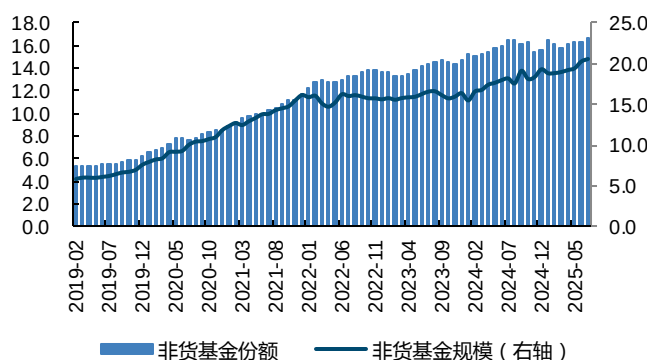
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

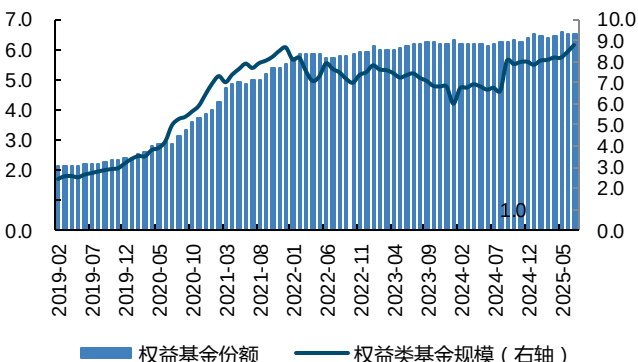
2.3 资管业务: 收入同比小幅回落, 公募新规利好 ETF 规模扩大

2025H1 上市券商资管业务净收入合计 212 亿元, 同比小幅下降 3%。收入排名前三的公司为中信证券、广发证券、国泰海通, 分别实现资管业务净收入 54、37、26 亿元; 收入增速排名前三的公司为长城证券、国金证券、国泰海通, 增速分别为 79%/45%/34%。截至 2025 年 6 月末, 公募非货公募 20.2 万亿元, 同比增长 13%, 权益类公募 8.4 万亿元, 同比提升 27%。

图表22: 非货公募规模整体呈现增长态势



图表23: 权益公募规模持续提升



来源: Wind, 国金证券研究所 注: 单位为万亿份、万亿元

来源: Wind, 国金证券研究所 注: 单位为万亿份、万亿元

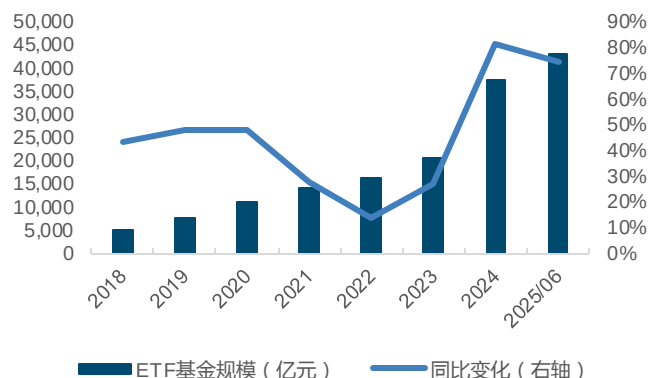
2025 年 5 月 7 日, 证监会正式发布《推动公募基金高质量发展行动方案》, 方案有望打破原先“早涝保收”的制度, 将评价、考核、薪酬等与业绩挂钩, 增强基金公司、代销机构、投资者利益的一致性, 引导行业机构从“重规模”向“重回报”转变, 有利于基金行业高质量发展与资本市场健康发展。

新方案利好包含 ETF 基金在内的指数基金规模进一步扩大, 有望成为公募规模增长引擎。方案提及“大力发展各类场内指数基金, 持续丰富符合国家战略和发展导向的主题投资股票指数基金”、“实施股票交易型开放式指数基金(英文简称 ETF)快速注册机制”。ETF 规模扩张利于基金公司业绩提升, 例如华泰柏瑞业绩的高速增长与公司的优势在于 ETF 产品而近几年 ETF 规模迅速扩张有关。

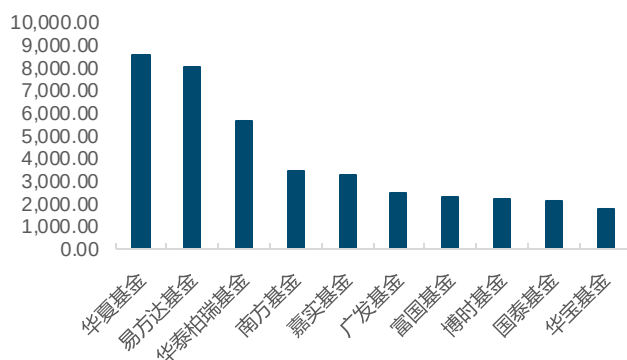
新方案打破了原先“早涝保收”的收入制度, 将基金经理薪酬、管理费率与业绩比较基准挂钩, 基金管理者在未来配置的选择上或偏向其投资风格内的权重股, 重视投资风格的稳定性。新的薪酬机制、盈利投资者占比等考核指标也将倒逼基金经理提升投研能力, 以业绩好的产品来吸引客户以及提升自身的业绩报酬。



图表24: 25H1 末ETF基金规模同比+74%



图表25: ETF基金规模前十大管理人 (截至 2025/8/31)



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表26: 42 家上市券商手续费及佣金业务收入情况 (亿元)

股票代码	公司名称	2025H1								2025Q2							
		手续费及佣金净收入	yoy	经纪	yoy	投行	yoy	资管	yoy	手续费及佣金净收入	yoy	经纪	yoy	投行	yoy	资管	yoy
600030.SH	中信证券	148	23%	64	31%	21	21%	54	11%	75	23%	31	26%	11	30%	29	13%
601211.SH	国泰君安	100	57%	57	86%	14	19%	26	34%	54	67%	31	95%	7	31%	14	41%
000776.SZ	广发证券	82	23%	39	42%	3	-5%	37	8%	42	20%	19	34%	2	-12%	20	11%
601995.SH	中金公司	62	31%	27	50%	17	30%	7	22%	36	37%	14	44%	13	52%	4	29%
601688.SH	华泰证券	60	-8%	38	38%	12	25%	9	-60%	30	-4%	18	33%	6	76%	5	-58%
601066.SH	中信建投	54	23%	33	33%	11	12%	7	3%	28	23%	16	27%	8	38%	3	-10%
600999.SH	招商证券	49	39%	37	45%	4	41%	4	29%	24	32%	18	41%	2	10%	2	18%
002736.SZ	国信证券	43	43%	35	65%	3	-12%	3	-19%	21	39%	17	58%	2	28%	2	-30%
601881.SH	中国银河	43	40%	36	45%	3	19%	3	18%	20	29%	17	38%	2	-4%	1	16%
000166.SZ	申万宏源	37	30%	25	31%	6	49%	3	-18%	18	27%	12	35%	3	28%	2	-22%
600918.SH	中泰证券	33	11%	18	33%	3	-48%	11	8%	16	3%	9	23%	1	-56%	5	4%
601901.SH	方正证券	29	48%	23	46%	1	26%	1	5%	14	41%	11	40%	1	83%	1	8%
600958.SH	东方财富	29	16%	14	31%	7	32%	6	-15%	14	16%	7	19%	4	46%	3	-14%
601377.SH	兴业证券	27	13%	12	34%	2	-17%	1	-2%	13	7%	6	26%	1	-36%	0	-5%
601788.SH	光大证券	25	21%	17	37%	4	-16%	0	-100%	12	22%	8	29%	2	22%	-2	-203%
000783.SZ	长江证券	20	25%	16	29%	2	46%	1	-24%	10	21%	7	21%	1	80%	1	-31%
600109.SH	国金证券	19	24%	12	57%	4	-14%	1	45%	10	34%	6	55%	3	16%	0	55%
601456.SH	国联民生	19	136%	9	224%	5	214%	4	14%	10	126%	4	154%	4	290%	2	15%
601878.SH	浙商证券	18	17%	13	29%	3	0%	2	-24%	9	21%	6	27%	2	20%	1	-8%
601108.SH	财通证券	16	-2%	8	42%	2	-22%	6	-26%	9	-8%	4	43%	1	-20%	3	-32%
601555.SH	东吴证券	16	26%	10	34%	4	15%	1	11%	8	31%	5	31%	2	50%	0	6%
600909.SH	华安证券	11	38%	6	46%	1	246%	3	-3%	5	15%	3	35%	0	88%	1	-21%
000686.SZ	东北证券	11	5%	6	32%	0	-27%	1	-27%	5	9%	3	32%	0	90%	1	-21%
601162.SH	天风证券	11	11%	4	16%	4	34%	1	-28%	5	1%	2	9%	2	16%	1	-28%
002673.SZ	西部证券	10	37%	5	45%	2	134%	1	-15%	5	39%	3	35%	1	197%	0	-30%
002926.SZ	华西证券	10	31%	9	42%	0	-13%	0	-55%	5	19%	4	30%	0	12%	0	-65%
000750.SZ	国海证券	10	23%	5	40%	1	45%	1	-9%	5	14%	2	31%	0	24%	0	-17%
601696.SH	中银证券	9	31%	5	44%	1	133%	2	-5%	4	17%	3	30%	0	-4%	1	-4%
601198.SH	东兴证券	8	16%	4	43%	3	14%	1	-35%	4	2%	2	37%	1	-19%	0	-30%
002797.SZ	第一创业	8	12%	2	47%	1	38%	4	-6%	4	8%	1	48%	1	113%	2	-19%
000728.SZ	国元证券	8	37%	6	46%	1	74%	0	-47%	4	19%	3	39%	0	-5%	0	-69%
601059.SH	信达证券	8	5%	4	26%	0	-18%	1	-1%	3	7%	2	21%	0	-25%	0	-140%
600906.SH	财达证券	7	27%	4	50%	2	17%	1	-8%	4	29%	2	47%	1	23%	1	0%
002500.SZ	山西证券	7	14%	4	47%	2	45%	1	21%	3	9%	2	50%	1	36%	1	127%
002939.SZ	长城证券	7	32%	5	28%	1	17%	0	79%	3	19%	2	22%	1	-15%	0	115%
601136.SH	首创证券	5	-34%	1	25%	1	34%	2	-59%	2	-38%	1	17%	1	36%	1	-66%
600369.SH	西南证券	4	37%	3	28%	1	88%	0	-35%	2	45%	2	23%	1	176%	0	-39%
601375.SH	中原证券	4	33%	4	44%	0	-78%	0	9%	2	20%	2	34%	0	-89%	0	-1%
601990.SH	南京证券	4	19%	3	49%	1	-15%	0	-45%	2	13%	1	45%	0	-25%	0	-40%
002945.SZ	华林证券	4	48%	3	52%	0	66%	0	-45%	2	43%	2	50%	0	-48%	0	-32%
601099.SH	太平洋	3	-6%	2	40%	0	-56%	0	-57%	1	-15%	1	36%	0	-69%	0	-41%
601236.SH	红塔证券	1	10%	1	40%	0	-38%	0	-49%	1	27%	1	32%	0	58%	0	-39%
合计		1,079	26%	635	44%	155	18%	208	-5%	544	24%	307	39%	89	30%	107	-6%

来源: iFinD, 国金证券研究所 注: 按照 2025H1 手续费及佣金净收入降序排序

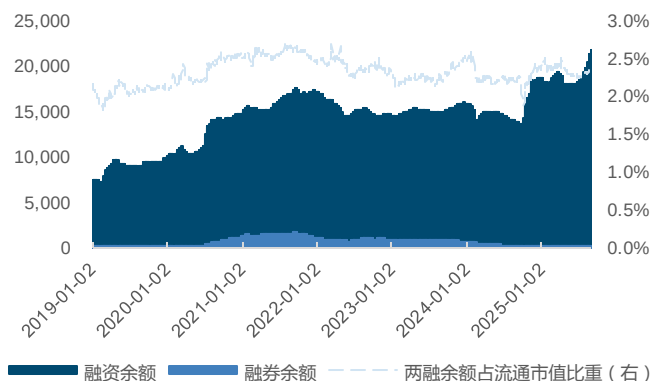


3 重资本业务：两融余额提升驱动信用业务收入提升，投资业务同比高增

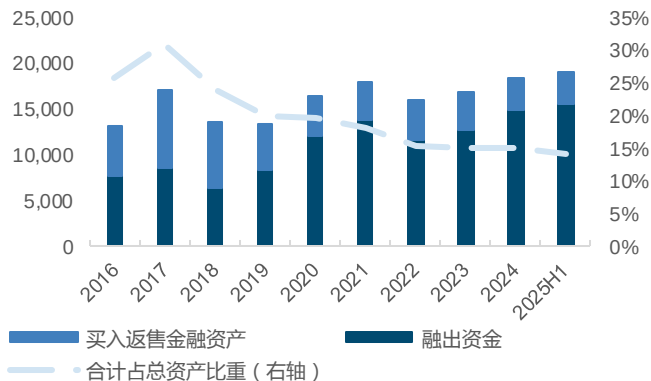
3.1 信用业务：两融余额持续提升，信用业务收入同比提升 31%

2025H1 上市券商利息净收入合计 197 亿元，同比增长 31%。收入排名前三的公司为国泰海通、华泰证券、中国银河，分别实现利息净收入 32、20、19 亿元；收入增速排名前三的公司为长城证券、东北证券、申万宏源，增速分别为 2118%/1013%/461%。2025H1 日均两融余额为 1.85 万亿元，同比+20.2%。信用资产规模方面，融出资金、买入返售金融资产较上年末分别+5%、-3%。

图表27：沪深两市融资融券规模走势（亿元）



图表28：上市券商信用资产规模（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

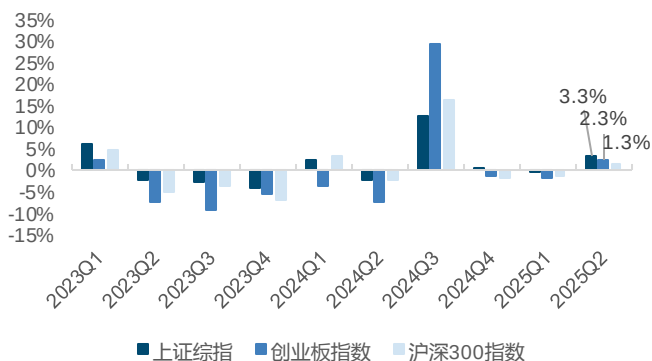
来源：iFinD，国金证券研究所

3.2 投资业务：投资业务同比高增，投资端继续增配权益 OCI

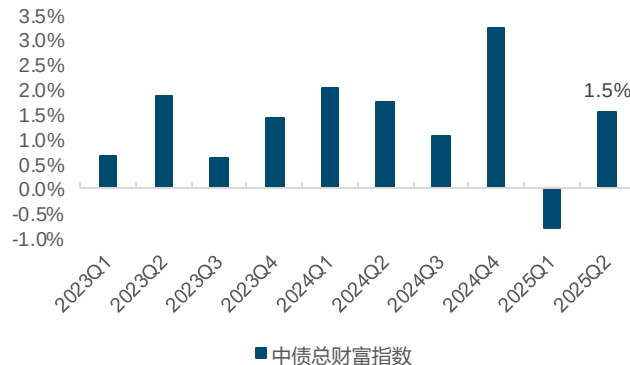
2025H1 上市券商投资净收入合计 1124 亿元，同比增长 52%。收入排名前三的公司为中信证券、国泰海通、中国银河，分别实现投资净收入 191、94、74 亿元。收入增速排名前三的公司为长江证券、国联民生、华西证券，同比增速分别为 668%/459%/245%。

从业绩驱动来看，二季度股债表现好，金融投资资产规模持续提升。2025Q2 上证综指上涨 3.3%，创业板指数上涨 2.3%，沪深 300 指数上涨 1.3%；中债总财富指数上涨 1.5%。

图表29：核心股指季度涨跌幅



图表30：核心债指季度涨跌幅



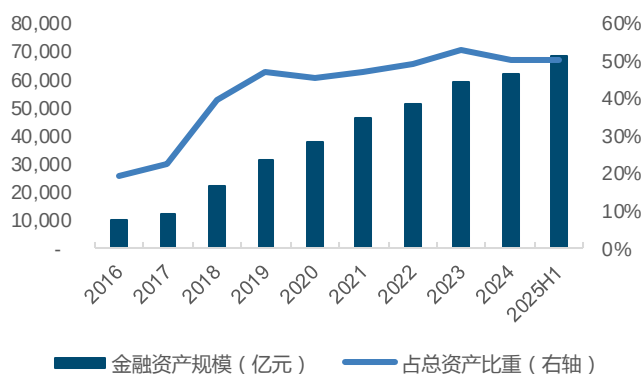
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

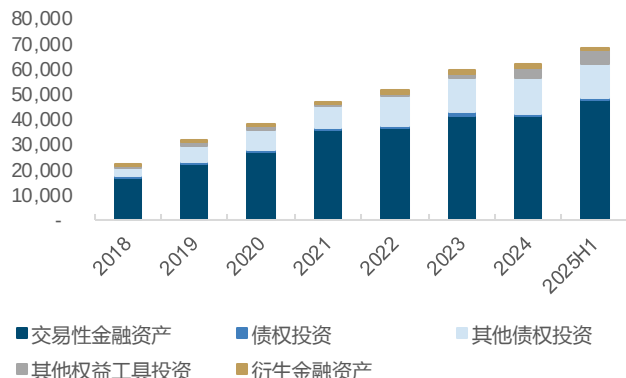
上市券商自营资产规模持续扩张，截至 2025H1 末自营投资资产规模达到 68323 亿元，同比提升 14%，较上年末增长 10%，占总资产比重持平于上年末（50%）。其中，交易性金融资产、债权投资、其他债权投资、其他权益工具投资较上年末分别+14.4%/-0.2%/-3.6%/+30.8%，继续增配权益 OCI 是 2025H1 投资端的显著特点。



图表31：上市券商自营资产规模持续扩张



图表32：交易性金融资产规模显著提升



来源：Wind，国金证券研究所

来源：iFinD，国金证券研究所

图表33：42家上市券商投资收入和信用收入情况 (亿元)

股票代码	公司名称	25H1 末自营		信用收入	2025H1		2025Q2	
		资产规模	qoq		yoy	投资收入	yoy	信用收入
								yoy
600030.SH	中信证券	9186	-5%	2	-80%	191	58%	4
601211.SH	国泰海通	8126	11%	32	205%	94	86%	25
601688.SH	华泰证券	4413	14%	20	187%	66	57%	11
000776.SZ	广发证券	4183	-5%	11	18%	55	49%	5
601881.SH	中国银河	4096	6%	19	5%	74	48%	10
000166.SZ	申万宏源	4004	2%	2	461%	73	50%	2
601995.SH	中金公司	3982	2%	-9	-5%	73	71%	-3
600999.SH	招商证券	3618	-1%	6	35%	41	-13%	4
601066.SH	中信建投	3274	0%	2	-38%	46	30%	2
002736.SZ	国信证券	2937	1%	6	31%	58	65%	3
600958.SH	东方证券	2425	7%	5	-33%	40	77%	2
601377.SH	兴业证券	1507	-1%	8	38%	18	47%	5
601788.SH	光大证券	1452	1%	11	10%	12	24%	6
601901.SH	方正证券	1172	5%	7	35%	20	67%	4
000728.SZ	国元证券	1016	2%	7	-4%	17	64%	4
601456.SH	国联民生	930	10%	0	130%	21	459%	0
601555.SH	东吴证券	882	-24%	6	-11%	22	65%	3
600918.SH	中泰证券	824	11%	8	3%	10	35%	4
601059.SH	信达证券	760	26%	2	-12%	11	67%	1
601878.SH	浙商证券	707	28%	5	35%	14	146%	3
601198.SH	东兴证券	685	9%	3	-23%	10	19%	2
000783.SZ	长江证券	666	34%	11	19%	15	668%	5
002673.SZ	西部证券	652	16%	0	93%	13	-10%	0
601108.SH	财通证券	635	-1%	3	18%	7	-8%	2
002939.SZ	长城证券	632	9%	1	2118%	17	49%	1
600909.SH	华安证券	541	2%	1	-7%	11	68%	1
600109.SH	国金证券	480	-3%	7	16%	12	71%	3
601162.SH	天风证券	455	8%	-7	22%	8	18%	-3
000686.SZ	东北证券	426	41%	1	1013%	8	62%	0
601236.SH	红塔证券	425	22%	2	-19%	9	55%	1



600369.SH	西南证券	423	11%	2	33%	6	15%	1	7%
601990.SH	南京证券	400	-4%	3	-29%	8	16%	2	-22%
601136.SH	首创证券	372	5%	-1	-69%	9	51%	0	-69%
002500.SZ	山西证券	366	15%	0	164%	8	13%	0	249%
002926.SZ	华西证券	353	4%	5	1%	6	245%	2	-5%
000750.SZ	国海证券	277	-17%	3	29%	4	-9%	1	33%
002797.SZ	第一创业	271	3%	1	22%	7	22%	0	19%
600906.SH	财达证券	235	-4%	1	44%	4	18%	0	95%
601375.SH	中原证券	215	17%	2	122%	2	-57%	1	59%
601696.SH	中银证券	149	-14%	4	16%	1	-33%	2	26%
002945.SZ	华林证券	118	8%	2	12%	2	35%	1	14%
601099.SH	太平洋	51	-12%	1	-2%	2	81%	1	-5%
合计		68323	3%	197	31%	1124	52%	118	33%

来源：iFinD，国金证券研究所 注：25Q1 投资业务净收入未重述，单季度不可比

4 投资建议

上市券商中报业绩超预期，7 月以来市场日均成交额、两融余额大幅抬升，赚钱效应加强，全年业绩增速及 ROE 有望保持高位。选股思路方面，（1）估值业绩错配程度较大的券商：建议关注广发证券、东方证券、华泰证券；（2）经纪、资管、投资收入占比较高的券商：建议关注华西证券、国信证券；（3）AH 溢价率较高的券商：建议关注中国银河 H、中金公司 H。

图表34：券商股估值及历史分位

排名	上市券商	PB↓	PB 分位	排名	上市券商	PB↓	PB 分位	排名	上市券商	PB↓	PB 分位
1	华创云信	0.86	27.6%	18	国海证券	1.32	58.3%	35	南京证券	1.78	20.0%
2	国投资本	1.02	43.2%	19	华安证券	1.33	44.3%	36	中金公司	1.94	28.8%
3	东北证券	1.06	47.5%	20	广发证券	1.34	80.6%	37	第一创业	2.04	42.4%
4	国元证券	1.06	55.6%	21	东兴证券	1.36	40.8%	38	财达证券	2.09	33.6%
5	兴业证券	1.07	38.2%	22	国联民生	1.36	6.1%	39	华鑫股份	2.23	64.8%
6	国金证券	1.11	35.4%	23	西部证券	1.37	45.5%	40	中银证券	2.46	63.5%
7	财通证券	1.11	29.1%	24	长江证券	1.37	60.1%	41	天风证券	2.53	69.3%
8	华泰证券	1.17	53.9%	25	方正证券	1.42	47.2%	42	中信建投	2.75	35.9%
9	东吴证券	1.17	56.5%	26	招商证券	1.43	44.2%	43	太平洋	3.06	93.1%
10	国泰海通	1.19	56.6%	27	中原证券	1.53	37.2%	44	湘财股份	3.07	74.3%
11	华西证券	1.19	52.9%	28	浙商证券	1.54	13.4%	45	信达证券	3.15	70.1%
12	东方证券	1.22	45.9%	29	光大证券	1.55	88.8%	46	国盛金控	3.34	99.6%
13	哈投股份	1.23	95.2%	30	长城证券	1.59	42.4%	47	首创证券	4.26	44.5%
14	西南证券	1.26	53.8%	31	国信证券	1.60	61.0%	48	东方财富	5.34	64.3%
15	申万宏源	1.26	37.9%	32	中信证券	1.72	68.9%	49	锦龙股份	5.40	95.3%
16	山西证券	1.31	40.3%	33	中国银河	1.77	91.9%	50	华林证券	6.44	62.2%
17	中泰证券	1.32	32.5%	34	红塔证券	1.77	42.9%				

来源：iFinD，国金证券研究所 注：截至 2025 年 8 月 31 日

风险提示

- 1) 资本市场改革推进不及预期：政策红利释放存在时滞可能，若配套细则落地延迟或试点推进受阻，将直接影响券商业务开展；
- 2) 权益市场极端波动风险：极端波动下券商各业务线将产生共振效应，权益市场极端波动可能引起市场交投活跃度下降，经纪业务收入下滑将带动资管产品申赎压力增加，进一步加剧自营盘流动性风险；



- 3) 机构化进程不及预期: 若机构投资者占比较低将导致机构定制化服务投入产出比恶化, IT 系统更新迭代成本难以有效摊薄;
- 4) 宏观经济复苏不及预期: 若稳增长政策力度不及预期, 券商传统业务模式弊端可能。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建国内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究