

下半年市场增量资金哪里来？

存款搬家驱动哑铃型资金结构再调整

优于大市

核心观点

保险资金持续入市，国家队托底，而场内资金依靠小市值个股交易套利，导致上半年资本市场呈现极致哑铃型资金结构。以市值因子观测，今年微盘股收益最佳、小盘股次之、大盘股再次之。微盘股、小盘股年初以来持续领涨。关税冲击后，大盘股表现出追赶效应。以“市值+风格”因子观测，大盘价值、小盘成长、小盘价值取得明显超额，大盘成长及中盘股则表现较差。2025年以来，市场增量资金包括：（1）中央汇金为代表的类平准基金，主要为市场起托底作用；（2）保险公司为代表的金融机构，对股息稳定、大盘价值风格较偏好，对红利因子持续加大投资；（3）中性策略的量化私募、部分个人投资者两融资金，对波动率较高的小微盘股偏好度较高。

存款利率持续下行，下一步居民存款搬家将驱动增量资金入市，资金结构更多元。（1）中央汇金和保险等资金，代表市场稳定器，持股风格整体稳定；下一步保险负债成本下行，分红产品占比增加，为实现行业均衡，关注险资红利资产“扩圈”带来的配置机会；（2）存款和纯固收产品持续低回报，这成为催化居民加大权益资产配置的重要因素。今年以来主动权益和FOF发行回暖，基金赚钱效应回归，后续主动权益基金发行回暖，今年招商银行“长盈计划”、蚂蚁财富“指数+”均吸金能力明显，银行理财也有意通过绝对收益策略逐步加大权益配置。（3）此外，随着下半年人民币汇率稳定和美国宽松预期，外资对中国资产信心提升，机构再平衡（rebalance）或成为潜在增量资金。

居民搬家提升市场风险偏好，下半年市场资金结构逐步发生调整。一方面，伴随我国经济逐步成熟，自然垄断行业单位固定资产产生的净现金流或将逐步增加，这为增加派息提供了坚实基础，红利配置或在多个行业中延续。（2）下半年行业主题机会持续，包括主题机会和产业结构转向，主动权益基金的逐步回暖或放大市场交易量。（3）量化私募基金短期策略受新规影响，有可能阶段性影响小微盘股超额收益行情。

投资建议：当前券商PB估值在1.50倍以内，市场向好情形下业绩弹性充分，行业维持“优于大市”评级。结合监管政策导向，判断行业集中度会进一步提升，机构定价权加深，资管指数化进一步加强，重点推荐龙头券商中信证券、华泰证券。建议流量优势深厚、变现牌照丰富的东方财富，整合推进顺利的国联民生。

风险提示：资本市场景气度下降，机构资金及个人资金入市不及预期等。

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	28.23	418,384.04	1.39	1.53	20.34	18.50
601688.SH	华泰证券	优于大市	18.21	164,387.17	1.59	1.70	11.46	10.72
300059.SZ	东方财富	优于大市	23.15	365,863.47	0.71	0.79	32.61	29.30
601456.SH	国联民生	优于大市	10.51	59,703.03	0.18	0.31	58.39	33.90

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

优于大市 · 维持

证券分析师：孔祥

021-60375452

kongxiang@guosen.com.cn

S0980523060004

联系人：王京灵

0755-22941150

wangjingling@guosen.com.cn

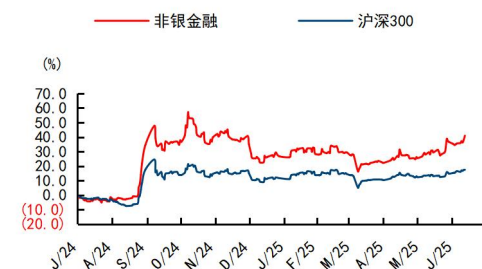
证券分析师：王德坤

021-61761035

wangdekun@guosen.com.cn

S0980524070008

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

《存款搬家下的价值回归——2025年下半年非银金融投资策略》——2025-06-24

《投融资结构调整胜于总量刺激——从2025陆家嘴论坛看下一步金融改革动向》——2025-06-20

《生态汇流，竞合之势——中国机构配置手册（2025版）之机构合作篇》——2025-06-15

《破茧向新：行业整合下的金融风险与化解——中国机构配置手册（2025版）之机构风险篇》——2025-06-11

《“平台式、一体化与多策略”行动方案——中国机构配置手册（2025版）之公募基金篇》——2025-06-08

内容目录

一、市场哑铃型风格如何形成的	5
（一）哑铃结构：大盘股与小微盘股收益最佳	5
二、下一步增量资金梳理	6
（一）中央汇金：类平准基金，通过股票 ETF 稳定市场	6
（二）保险公司：保费增长叠加资产扩张，资本市场影响力提升	7
（三）外资：全球资金有望再配置中国资产	8
（四）公募基金：主动权益发行回暖，被动权益保持稳健	9
（五）私募基金：规模恢复增长，高频交易监管或有短期影响	10
（六）个人投资者：入市积极，交易活跃	10
三、市场风险偏好提升提升证券交易弹性	11
（一）市场风险偏好提升	11
（二）证券公司弹性复盘	12
四、投资建议	13
风险提示	15

图表目录

图1：今年上半年大、中、小市值公司涨幅对比	5
图2：今年上半年各类型风格指数涨幅对比	5
图3：资本市场资金平衡表	5
图4：中央汇金持有基金份额及净值（单位：亿份、亿元）	6
图5：中央汇金持有基金份额及净值变动（单位：亿份、亿元）	6
图6：中央汇金重仓基金资金累计净流入变化（单位：亿元）	7
图7：中央汇金持重仓基金累计份额变动（单位：亿份）	7
图8：保险公司保费收入保持增长（单位：亿元）	7
图9：保险公司资金运用余额环比保持增长（单位：亿元）	7
图10：保险公司股票投资规模及占比（单位：亿元）	8
图11：保险公司基金投资规模及占比（单位：亿元）	8
图12：境外机构及个人持股规模及增速（单位：亿元）	8
图13：银行结汇差额恢复为正值（单位：亿元）	8
图14：银行代客远期净结汇额当月值恢复为正（单位：亿元）	9
图15：银行代客远期净结汇累计未到期额恢复为正（单位：亿元）	9
图16：主动权益基金规模及占比（单位：亿元）	9
图17：被动权益基金规模及占比（单位：亿元）	9
图18：主动权益基金发行规模及数量（单位：亿元、只）	10
图19：被动权益基金发行规模及数量（单位：亿元、只）	10
图20：股票多空+中性策略私募产品发行数量（单位：只）	10
图21：私募证券投资基金管理规模	10
图22：上交所投资者新开账户数（单位：万户）	11
图23：A股融资余额及占A股自由流通市值比重（单位：亿元）	11
图24：融资余额占自由流通市值比例-分市值	11
图25：各类风格指数今年以来涨跌幅	12
图26：证券行业弹性复盘	13
图27：各类风格指数今年以来涨跌幅	13
图28：部分券商 A/H 溢价率变化	14
图29：部分券商 A/H 溢价率变化	14

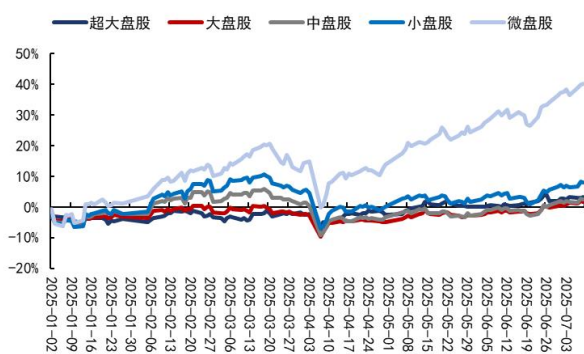
表1：中央汇金重仓 ETF 概况	6
表2：自然垄断行业财务概况	12
表3：重点公司盈利预测及投资评级	14

一、市场哑铃型风格如何形成的

（一）哑铃结构：大盘股与小微盘股收益最佳

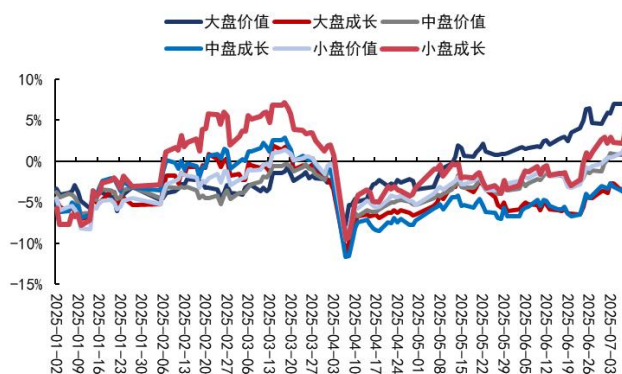
增量资金驱动下，2025 年上半年 A 股大盘股、小微盘股取得明显超额收益。以市值因子观测，今年微盘股收益最佳、小盘股次之、大盘股再次之。微盘股、小盘股年初以来持续领涨。关税冲击后，大盘股表现出追赶效应。以市值+风格因子观测，大盘价值、小盘成长、小盘价值取得明显超额，大盘成长及中盘股则表现较差。2025 年以来，主要的增量资金包括：第一，中央汇金为代表的类平准基金，特别在关税后市场稳定起到至关重要的作用；第二，保险公司为代表的金融机构，对大盘价值风格较为偏爱，对红利因子持续加大投资；第三，中性策略的量化私募基金、个人投资者的两融资金，对波动率较高的小微盘股偏好度较高。

图1：今年上半年大、中、小市值公司涨幅对比



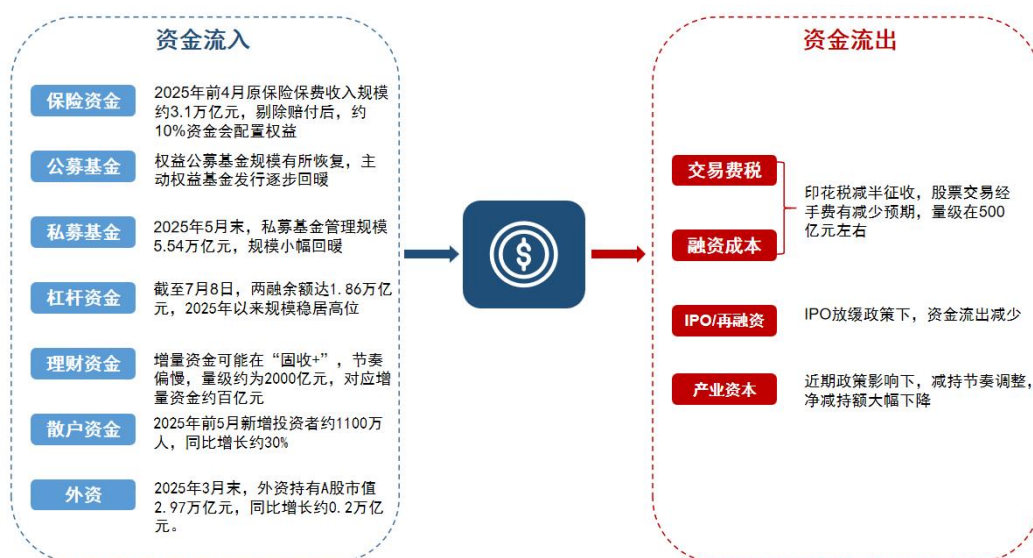
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：今年上半年各类型风格指数涨幅对比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：资本市场资金平衡表



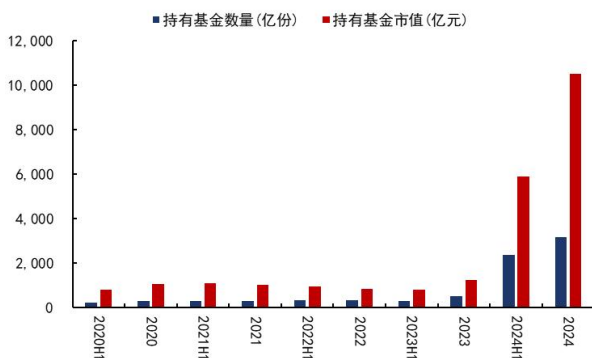
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

二、下一步增量资金梳理

（一）中央汇金：类平准基金，通过股票 ETF 稳定市场

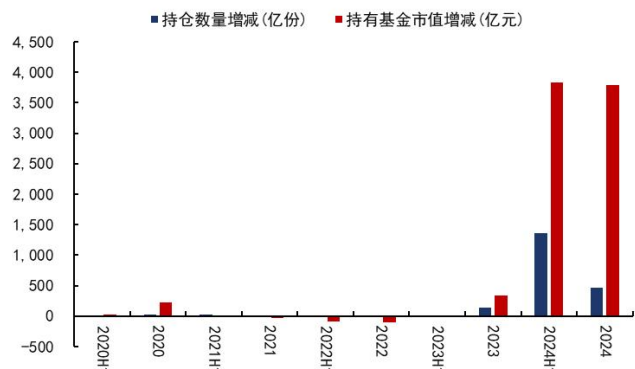
中央汇金每在市场波动剧烈时便出手增持 ETF，已基本具备“类平准基金”属性。5 月 7 日，央行行长潘功胜在参加国新办新闻发布会时表示，汇金公司是维护资本市场稳定的重要战略力量。央行坚定支持汇金公司在必要时实施对股票市场指数基金的增持，并向其提供充足的再贷款支持，坚决维护资本市场的平稳运行。截至 2024 年末，中央汇金持有 ETF 市值（前十大持有人口径）已经突破 1.05 万亿元，持有 ETF 数量接近 3,200 亿份。2024 年间，中央汇金在上半年和下半年均大量增持 ETF。其中，2024 年上半年增持 1,362 亿份、增持市值 3,840 亿元；2024 年下半年增持 459 亿份，增持市值 3,796 亿元。当前，中央汇金已基本成为持有 ETF 规模最大的机构投资者。

图4：中央汇金持有基金份额及净值（单位：亿份、亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5：中央汇金持有基金份额及净值变动（单位：亿份、亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

中央汇金重仓的 ETF 以跟踪沪深 300、上证 50、中证 500、中证 1000 等宽基指数的股票 ETF 为主。

表1：中央汇金重仓 ETF 概况

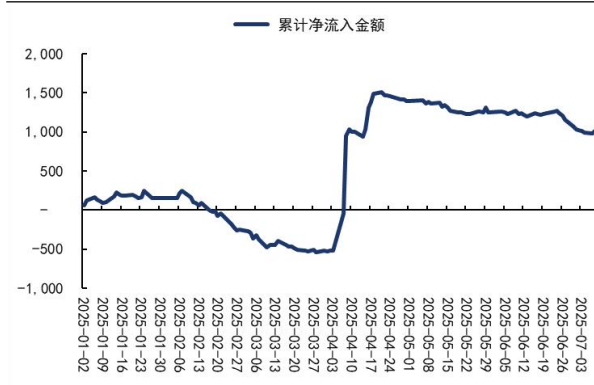
代码	简称	持有数量（亿份）	持仓比例	持仓市值（亿元）	市值增减（亿元）
510300.SH	华泰柏瑞沪深 300ETF	622.76	69.67%	2,505.55	1,236.78
510310.SH	易方达沪深 300ETF	469.63	73.27%	1,814.84	871.27
510330.SH	华夏沪深 300ETF	325.83	81.81%	1,341.74	589.09
159919.SZ	嘉实沪深 300ETF	298.41	78.73%	1,231.26	493.68
510050.SH	华夏上证 50ETF	405.76	73.33%	1,111.06	85.28
510500.SH	南方中证 500ETF	108.51	62.03%	631.17	214.81
159915.SZ	易方达创业板 ETF	149.32	34.27%	313.57	116.02
512100.SH	南方中证 1000ETF	165.14	74.21%	399.78	39.06
510180.SH	华安上证 180ETF	52.32	89.24%	191.26	18.58
588080.SH	易方达上证科创板 50ETF	174.61	30.03%	176.91	33.47
159845.SZ	华夏中证 1000ETF	99.21	83.86%	240.79	20.99
560010.SH	广发中证 1000ETF	80.36	86.63%	194.75	16.76
512500.SH	华夏中证 500ETF	20.51	47.18%	64.36	9.07
159922.SZ	嘉实中证 500ETF	23.11	44.24%	52.81	4.89
510230.SH	国泰上证 180 金融 ETF	25.64	71.53%	33.50	7.21
159629.SZ	富国中证 1000ETF	27.74	75.16%	67.13	5.72
159952.SZ	广发创业板 ETF	10.91	12.46%	14.00	3.01
588050.SH	工银上证科创板 50ETF	9.70	7.19%	9.87	2.74
159977.SZ	天弘创业板 ETF	2.31	4.76%	5.09	1.09

510100.SH	易方达上证 50ETF	1.85	7.12%	2.46	0.26
159901.SZ	易方达深证 100ETF	7.19	28.83%	19.90	2.89
515800.SH	汇添富中证 800ETF	13.08	21.27%	13.25	1.81
560050.SH	汇添富 MSCI 中国 A50 互联互通 ETF	4.53	6.53%	3.75	0.38

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。数据截至 2024-12-31

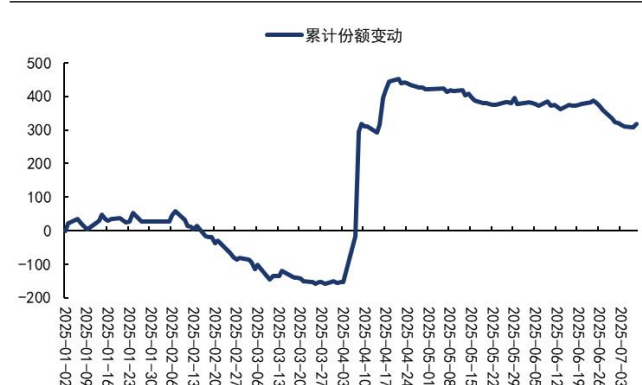
中央汇金通过增持股票 ETF 稳定市场。关税冲击期间，中央汇金重仓的股票 ETF 份额大幅增加、资金大幅净流入，对于稳定资本市场作用巨大。4 月 7 日、4 月 10 日当天，中央汇金重仓的股票 ETF 累计资金净流入规模分别达 470 亿元、996 亿元。关税冲击后，主要股指未出现持续大幅下跌，并且多数取得良好表现。

图6：中央汇金重仓基金资金累计净流入变化（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图7：中央汇金持重仓基金累计份额变动（单位：亿份）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

（二）保险公司：保费增长叠加资产扩张，资本市场影响力提升

近年来，低利率环境下保险产品性价比突出，产品热销使得保费收入较快增长，并推动保险资金运用余额持续扩张。保费收入方面，2021 年以来，保险收入增长主要由寿险带动，截至 2024 年，保险行业保费收入 56,963 亿元，同比增长 11.2%。2025 年以来，受产品预定利率下降、客户风险偏好变化、险企产品结构调整等因素影响，保费增速略有下滑，但保持为正。保险投资资金方面，保费增长及投资收益率回升使得保险投资资金体量快速壮大。截至 2025 年 Q1 末，保险资金运用余额已达 34.93 万亿元，同比增长 16.7%。自 2021 年起，保险投资资金体量也呈现加速增长的趋势，保险资金在资本市场的影响力持续提升。

图8：保险公司保费收入保持增长（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

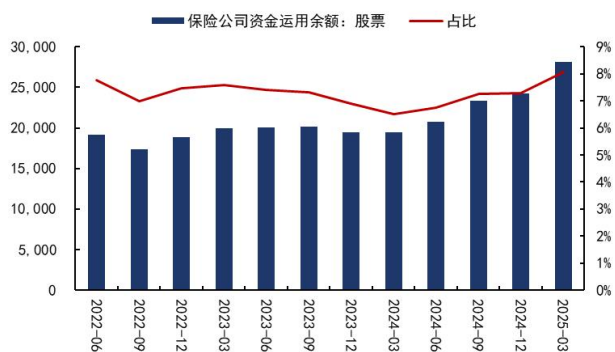
图9：保险公司资金运用余额环比保持增长（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

在保险投资资金规模扩大、利率中枢下行及优质非标供给下降的背景下，各保险公司加大权益类资产配置规模。截至 2025 年 Q1 末，险资股票和基金投资规模为 4.47 万亿元，约占保险公司总投资规模的 13%。从历史趋势来看，保险行业权益投资比例相对稳定，过去十年平均投资比例为 13%（包括二级市场直接股票投资和公募基金口径）。其中，2015 年“股灾”期间，为稳定资本市场，保险公司权益类投资组合限制放开，权益最高投资比例放宽至 30%，保险业权益投资占比提升至约 16%。

图10：保险公司股票投资规模及占比（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图11：保险公司基金投资规模及占比（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

（三）外资：全球资金有望再配置中国资产

外资持有中国股票资产恢复正增长。2024 年四季度开始，外资持有中国股票资产规模总体呈现上涨趋势，核心原因包括：（1）中国资产重估，红利类资产与科技类资产对外资也具备较强吸引力，并且估值显著低于其他主要资本市场；（2）中国捍卫资本市场健康稳定发展的决心坚定，不唯在资金面大幅净买入，亦在正侧面持续发声引导市场；（3）美联储降息虽迟但到，美元指数走弱，人民币具备潜在升值空间，全球资金再配置中国资产的远期前景逐步明朗。

从对人民币汇率变化较为敏感的银行结售汇数据来看，银行结售汇差额的当月值已经回正，为人民币汇率提供支撑。

图12：境外机构及个人持股规模及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图13：银行结汇差额恢复为正值（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图14: 银行代客远期净结汇额当月值恢复为正(单位:亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图15: 银行代客远期净结汇累计未到期额恢复为正(单位:亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

(四) 公募基金：主动权益发行回暖，被动权益保持稳健

权益基金之中，主动权益与被动权益基金已各占半壁江山。截至2025年Q1末，主动权益基金规模约为3.7万亿元，被动基金规模约为3.5万亿元。2025年以来，主动权益基金赚钱效应有所回归，带动主动权益基金发行回暖。伴随机构资金及个人投资者资金持续加大股市关注度的背景下，主动权益基金或将迎来扩容。

图16: 主动权益基金规模及占比(单位:亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图17: 被动权益基金规模及占比(单位:亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图18: 主动权益基金发行规模及数量（单位：亿元、只）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图19: 被动权益基金发行规模及数量（单位：亿元、只）

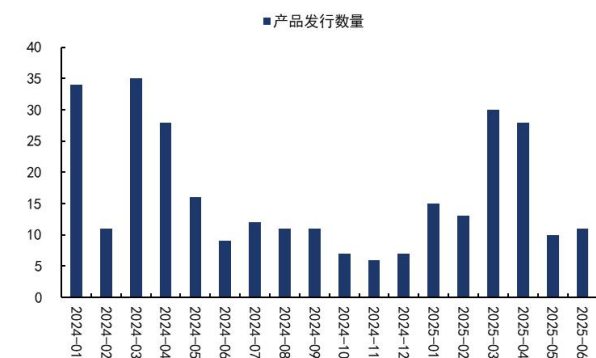


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

（五）私募基金：规模恢复增长，高频交易监管或有短期影响

私募基金已终结连续 15 个月的管理规模下降趋势。截至 2025 年 5 月末，私募基金管理规模达到 5.54 万亿元，同比增长 6.8%。2025 年以来，中性策略（广义口径，包括股票多空、股票市场中性等）私募产品发行数量有所增长，是小微盘股市场交易活跃的重要原因之一。2025 年 7 月，私募高频交易新规《程序化交易管理实施细则》落地，高频量化私募基金或短期面临策略重构，对小微盘股交易额及流动性贡献或短期有所缩减。但展望长期来看，市场赚钱效应回归、居民配置权益资产加速、市场流动性改善背景下，小微盘股行情或可持续。

图20: 股票多空+中性策略私募产品发行数量（单位：只）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图21: 私募证券投资基金管理规模



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

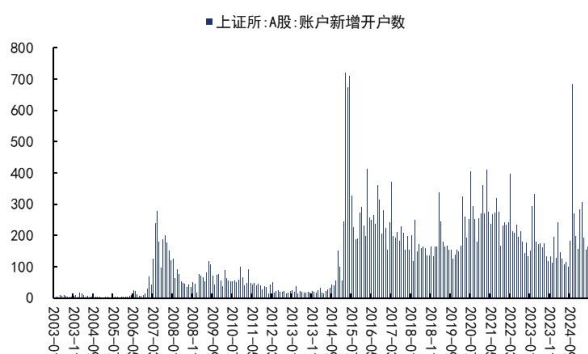
（六）个人投资者：入市积极，交易活跃

市场赚钱效应回归，固收资产持续低利率，会成为催化居民加大权益资产配置的重要因素。2024 年 9 月，A 股个人投资者开户数几乎追平 2015 年牛市期间开户数，显示投资者入市积极踊跃。衡量市场风险偏好的两融资金来看，融资资金持续居于较高水平。

融资资金增长也是推动小盘股行情获得超额收益的关键因素之一。我们将融资标的按照市值大小分类为五档，并计算各档公司融资余额占自由流通市值的比例：1000 亿-5000 亿公司处 2%-3% 区间，500-1000 亿公司处 3%-4% 区间，100-500 亿公

司处 5%-6%区间，100 亿以下公司基本处 6%以上。

图22: 上交所投资者新开账户数 (单位: 万户)



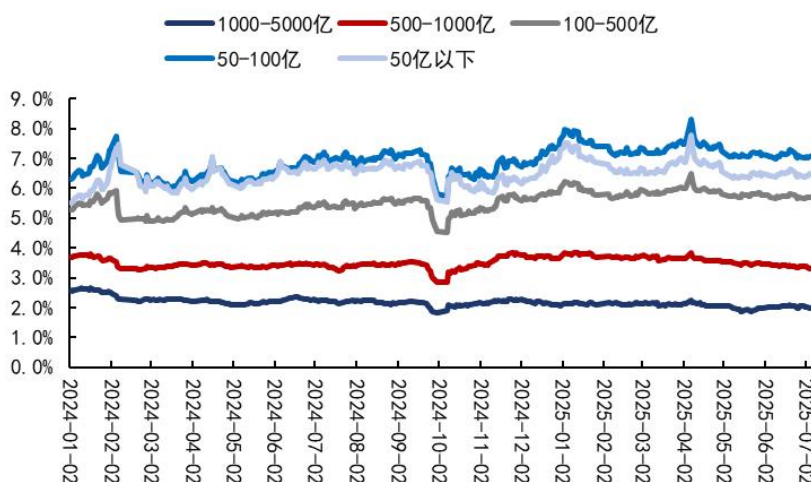
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图23: A 股融资余额及占 A 股自由流通市值比重 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图24: 融资余额占自由流通市值比例-分市值



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

三、市场风险偏好提升提升证券交易弹性

（一）市场风险偏好提升

一是红利股方面，成熟经济体中红利投资是长期主题，这一点已在日本、中国台湾等地区证明。伴随我国经济逐步发展成熟，我国自然垄断行业固定资产形成或将逐步减速，单位固定资产产生的净现金流或将逐步增加，这为增加派息提供了坚实基础。我们梳理了我国主要自然垄断行业的 P/CF、P/E、经营性净现金流增速情况，电信、核电等行业净利润/经营性净现金流尚处于较低位置。伴随资本开支压力减轻，这类行业股东回报能力或将持续增强，红利主题投资或在这类行业中深化延续。

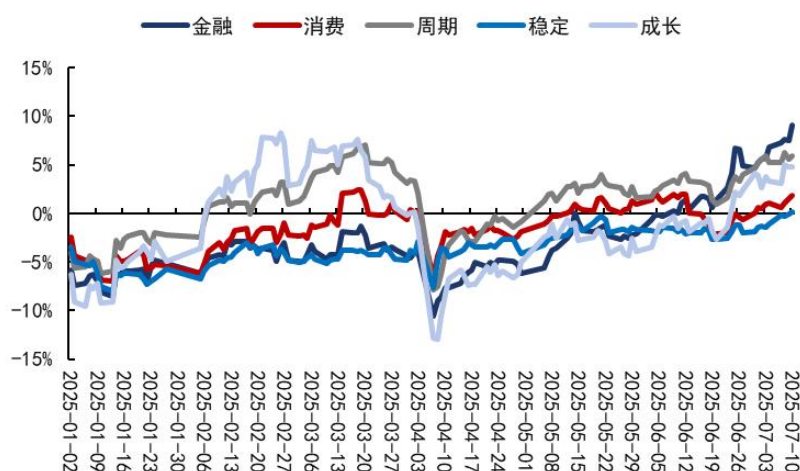
表2: 自然垄断行业财务概况

行业	高铁	核电	电信	水电	机场	燃气	高速公路
代表企业	京沪高铁	中国核电	中国电信	长江电力	上海机场	深圳燃气	宁沪高速
P/CF	14.04	4.75	4.84	12.27	14.28	5.03	12.27
P/E	22.07	22.05	21.32	22.51	40.83	12.75	15.66
股息率	2.1%	1.9%	3.4%	3.2%	1.3%	2.5%	3.2%
经营性净现金流 近5年 CAGR	3.7%	9.3%	4.5%	10.3%	2.5%	8.6%	1.8%
净利润/经营性 净现金流	63.6%	21.6%	22.7%	54.5%	35.0%	39.4%	78.3%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理。市值数据截至 2025-7-10, 经营性净现金流、净利润数据截至 2024-12-31

二是成长风格方面, 6 月下旬以来, 成长风格股票已开始取得超额收益。一是“反内卷”、创新药等主题投资机会催化行情, 二是资金层面, 外资的重新流入、主动权益基金的逐步回暖或将为成长风格延续提供支撑。

图25: 各类风格指数今年以来涨跌幅



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

三是小微盘股方面, 量化私募基金短期策略受新规影响, 或将阶段性影响小微盘股超额收益行情。但需要注意的是, 融资资金对于小微盘股的定价能力亦不容忽视。伴随市场赚钱效应增加、居民配置权益资产加速、市场流动性改善背景下, 小微盘行情或可持续。

（二）证券公司弹性复盘

我们梳理了 2022 年以来, 证券板块取得明显超额收益时间段的股价表现。可以发现, 当权益市场整体出现风险偏好提升、资金快速流入的时间段内 (比如 2022 年 11 月、2024 年 9 月等), 证券公司股价超额收益能够持续。

图26: 证券行业弹性复盘

日期	T日涨幅			T+1日涨幅			T+1至T+5日区间累计涨幅			T+1至T+10日区间累计涨幅		
	证券行业	沪深300	万得全A	证券行业	沪深300	万得全A	证券行业	沪深300	万得全A	证券行业	沪深300	万得全A
2022/6/14	4.77%	0.79%	0.49%	3.45%	1.32%	0.53%	-1.85%	2.45%	1.98%	0.90%	6.35%	6.15%
2022/11/1	3.11%	3.58%	2.90%	0.24%	1.20%	1.25%	2.12%	3.17%	3.63%	9.62%	6.38%	5.85%
2023/4/27	0.75%	0.74%	0.33%	2.09%	1.02%	1.34%	8.23%	0.99%	0.62%	4.24%	-0.26%	-0.38%
2023/7/25	5.29%	2.89%	2.20%	0.00%	-0.21%	-0.36%	6.82%	2.12%	1.34%	12.11%	1.65%	0.72%
2023/7/28	7.67%	2.32%	1.60%	0.75%	0.55%	0.73%	5.71%	0.70%	0.93%	1.90%	-2.72%	-2.42%
2024/9/24	6.14%	4.33%	4.03%	2.15%	1.48%	1.27%	45.23%	26.98%	29.80%	26.03%	15.04%	16.57%
2024/9/26	6.00%	4.23%	4.01%	9.30%	4.47%	4.83%	20.31%	12.76%	14.21%	16.19%	6.85%	9.62%
2024/9/27	9.30%	4.47%	4.83%	10.68%	8.48%	9.71%	9.93%	4.95%	5.28%	13.87%	5.98%	8.55%
2024/9/30	10.68%	8.48%	9.71%	10.87%	5.93%	7.14%	-0.28%	-1.41%	-1.57%	0.81%	-2.06%	0.06%
2024/10/8	10.87%	5.93%	7.14%	-4.01%	-7.05%	-7.46%	-13.22%	-9.40%	-10.20%	-8.26%	-7.01%	-5.99%
2024/11/7	7.88%	3.02%	2.53%	-2.61%	-1.00%	-0.37%	-6.46%	-2.56%	-2.25%	-8.58%	-3.77%	-3.00%
2025/3/14	3.35%	2.43%	2.03%	-0.88%	-0.24%	0.13%	-3.22%	-2.29%	-2.10%	-3.71%	-2.28%	-3.37%
2025/5/14	3.63%	1.21%	0.68%	-2.02%	-0.91%	-1.14%	-3.38%	-0.68%	-0.25%	-5.99%	-2.71%	-2.15%
2025/6/24	2.63%	1.20%	1.56%	5.55%	1.44%	1.39%	2.68%	0.99%	2.28%	4.26%	2.42%	3.42%
2025/6/25	5.55%	1.44%	1.39%	-1.71%	-0.35%	-0.28%	-3.16%	-0.41%	0.47%	-1.76%	0.79%	1.82%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2025 年以来, FOF 产品数量、份额及净值规模均持续扩张, 为市场提供增量资金。在财富端, 譬如招商银行“长盈计划”下的 FOF 投资规模持续增长, 带动整体 FOF 规模提升。

图27: 各类风格指数今年以来涨跌幅



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

四、投资建议

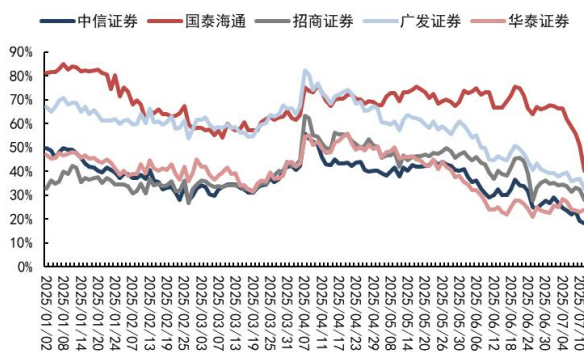
当前, 券商 PB 估值为 1.48 倍, 市场向好情形下行业弹性较足, 我们对行业维持“优于大市”评级。着眼于严监管下的两条主线, 我们判断行业集中度会进一步提升, 机构定价权进一步加深, 资管指数化进一步加强, 监管要求进一步提高。重点推荐龙头券商中信证券、华泰证券。建议流量优势深厚、变现牌照丰富的东方财富, 整合推进顺利的国联民生。

表3: 重点公司盈利预测及投资评级

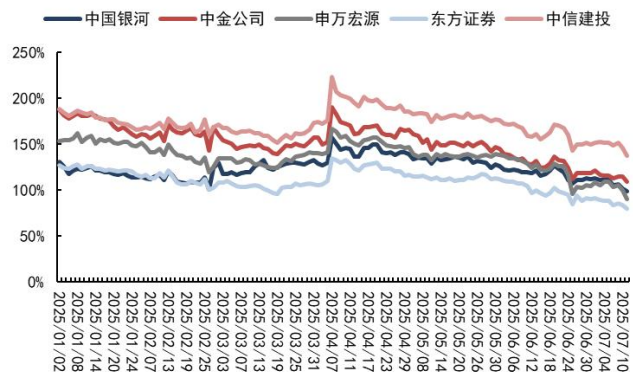
公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2025E	2026E	2025E	2026E
600030.SH	中信证券	优于大市	28.23	418,384.04	1.39	1.53	20.34	18.50
601688.SH	华泰证券	优于大市	18.21	164,387.17	1.59	1.70	11.46	10.72
300059.SZ	东方财富	优于大市	23.15	365,863.47	0.71	0.79	32.61	29.30
601456.SH	国联民生	优于大市	10.51	59,703.03	0.18	0.31	58.39	33.90

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

此外, 考虑到港股上市证券公司估值更低, 叠加南向资金涌入港股、以及中国资产重估背景下港股获得外资再配置, 港股上市券商或将阶段性取得超额收益, 证券行业 A/H 溢价率或有望收窄。

图28: 部分券商 A/H 溢价率变化


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图29: 部分券商 A/H 溢价率变化


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

风险提示

资本市场景气度下降的风险。

机构资金配置权益资产不及预期的风险。

个人投资者入市低于预期的风险。

政策风险。

外资再度流出的风险。

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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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所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