

2Q25 业绩修复有望持续，关注龙头与高弹性标的

2025 年 07 月 08 日

➤ **2Q25 上市券商业绩有望延续高增势头，自营与经纪两大条线收入或温和降速。**2025 年二季度外围贸易扰动影响逐步淡化，资本市场触底反弹，交投热度再度回升。2Q25 两融余额较一季度有所回落，但同比保持高位。再融资与债权承销规模持续放量，后续科创板成长层增设与科创板第五套上市标准重启，IPO 规模或逐步修复，投行业务收入有望重回增长区间。我们预计 2Q25 上市券商营业收入或同比增长 10%，其中自营/经纪/资管/信用/投行业务收入同比增速分别为 +30%/ +26%/ -8%/ -6%/ +20%，归母净利润有望同比增长 20%。

➤ **第一，自营业务方面，二季度股市触底回升+债市走强，自营投资收益率有望保持高位。**4 月中美日内瓦联合声明后和谈重启，6 月中东地缘紧张局势降温，稳定市等主题投资提升市场热度。5 月央行降准降息，股债两市向好，我们认为 2Q25 券商自营投资收益率有望保持在 3.0% 的高位。前期并购重组主体配套资金募集完毕，多家券商定增落地推进，同时券商业绩修复，净资产与金融投资增速有望持稳。我们预计 2Q25 券商自营投资收入同比增长 30%。

➤ **第二，经纪业务方面，2Q25 市场交投热度不减，2Q25 经纪收入增速或平稳增长。**6 月市场交投热度稳步回升。从成交额来看，2Q25 当季两市日均股基成交额为 1.49 万亿元，保持在 2015 年二季度以来较高水平，仅相比于 4Q24 和 1Q25 有所缩量。我们假设 2Q25 券商经纪费率继续小幅下探，环比降幅有所收敛，则 2Q25 经纪业务收入同比增长 26%。

➤ **第三，资管业务方面，4 月集合资管 AUM 环比回升，2Q25 资产管理规模有望企稳。**2025 年 1-4 月资管规模基本稳定，较 2024 年 7 月 6.47 万亿元的 AUM 高点有所回落。二季度流动性维持充裕格局，债券市场整体走强，权益市场同样触底回升，有望推动证券资管与券商系公募 AUM 平稳增长。考虑到 2Q25 管理费有序调降，我们预计 2Q25 资管收入同比下降 8%。

➤ **第四，信用业务方面，融资余额环比回落，叠加资金利率下行，息差收入或有所承压。**4 月末两融余额回落至 1.79 万亿元，月环比下降 7%。而 6 月至今市场交投热度回升，多头力量修复，2Q25 末全市场两融余额规模小幅回升至 1.85 万亿元，同比增长 25%。但 5 月初央行降准降息落地，资金利率大幅下行，息差收益率或仍承压。我们预测 2Q25 信用收入同比下降约 6%。

➤ **第五，投行业务方面，2Q25 上市公司 IPO 规模同比增速回正，再融资规模大幅放量，有望带动券商投行收入修复。**根据 iFinD 统计，2025 年二季度全市场 IPO 与再融资规模均同比增长，公司债、企业债与可转债承销规模环比回升。同时考虑到国有行定增项目与地方债发行放量或对费率有一定稀释效应，我们预计 2Q25 上市券商投行业务收入有望同比增长 20%。

➤ **政策呵护夯实券商业绩基本盘，并购重组与定增融资有序铺开，券商业绩修复进程有望持续。**我们预计 2Q25 上市券商自营与经纪收入或小幅降速，但仍保持较高水平，持续为券商业绩提供支撑；投行收入对业绩的拖累有望减弱。伴随业绩改善、并购重组和再融资稳步推进，券商净资产规模有望持续增厚，ROE 回升趋势或仍未结束。经济基本面反弹和财富效应逐步释放，也有望加速资管业务修复进程。

➤ **投资建议：**头部券商自营、经纪等业务条线优势稳固，在资本市场回暖过程中或更为受益。中型与区域性券商通过并购重组与定增融资，有助于扩大业务布局 and 规模，实现高业绩弹性。小型券商建议关注经纪与投行等轻资本业务具备特色的优质标的。我们继续推荐行业龙头中信证券、华泰证券，同时建议关注国泰君安、中国银河、东方证券、浙商证券等优质券商标的。

➤ **风险提示：**政策落地不及预期、资本市场波动加大、居民财富增长不及预期、投行业务收入恢复不及预期、并购重组推进放缓。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
600030.SH	中信证券	27.79	1.56	1.69	1.83	18	16	15	推荐
601688.SH	华泰证券	17.98	1.84	1.99	2.14	10	9	8	推荐
601211.SH	国泰君安	19.28	1.27	1.26	1.30	15	15	15	
601881.SH	中国银河	17.1	1.00	1.11	1.22	17	15	14	
600958.SH	东方证券	9.66	0.47	0.51	0.57	21	19	17	
601878.SH	浙商证券	10.83	0.50	0.57	0.63	22	19	17	

资料来源：iFinD，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 7 月 7 日收盘价；未覆盖公司数据采用 iFinD 一致预期）

推荐

维持评级



分析师 张凯烽

执业证书：S0100524070006

邮箱：zhangkaifeng@mszq.com

研究助理 李劲锋

执业证书：S0100124080012

邮箱：lijinfeng_2@mszq.com

相关研究

1. 非银行业周报 20250706：IPO 受理加速，重视头部券商-2025/07/06
2. 保险行业点评：寿险快速回暖，财险多险种共振支撑增长-2025/06/30
3. 非银行业周报 20250629：香港数字资产市场更进一步-2025/06/29
4. 非银行业周报 20250622：1.5% 预定利率分红险有望提振板块估值-2025/06/22
5. 保险行业 2025 年中期投资策略：从业绩分化到资产负债协同，重视保险 α 和 β 双击机会-2025/06/22

目录

1 业务展望：25Q2 自营与经纪仍有支撑，业绩高增势头或延续	3
2 投资策略：基本面向好，关注高弹性标的	8
2.1 行业主线：业绩修复有望持续，关注并购与定增进展	8
2.2 重点公司：龙头优势稳固，投行与国际业务或迎增量	11
3 风险提示	13
插图目录	14
表格目录	14

1 业务展望：25Q2 自营与经纪仍有支撑，业绩高增势头或延续

市场情绪修复交投热度回升，科创板新政有望稳步推进。2025 年二季度外围贸易扰动影响逐步淡化，资本市场触底反弹，交投热度再度回升。两融余额较一季度有所回落，但同比保持高位。再融资与债权承销规模持续放量，后续科创板成长层增设与科创板第五套上市标准重启，新政稳步落地实施有望推动 IPO 规模修复，投行业务收入也有望重回增长。

我们认为自营与经纪两大条线收入或温和降速，但 2Q25 上市券商业绩仍然有望延续高增势头。整体来看，我们预计 2Q25 上市券商营业收入有望同比增长 10%，其中自营/经纪/资管/信用/投行业务收入同比增速预计分别为 +30%/+26%/-8%/-6%/+20%，归母净利润有望同比增长 20%。

表1：2Q25 上市券商整体业绩预测

业务分项	单季数据						年度数据	
	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2E	2023	2024
营业收入(亿元)	1,059	1,297	1,366	1,511	1,261	1,431	4,984	5,233
YoY	-21.8%	-3.6%	21.1%	30.8%	19.0%	10.3%	1.4%	5.0%
自营业务(亿元)	335	420	570	427	485	545	1,338	1,752
YoY	-32.8%	28.3%	174.4%	40.3%	44.8%	29.8%	71.7%	30.9%
经纪业务(亿元)	230	232	208	424	330	292	1,017	1,095
YoY	-9.2%	-16.5%	-15.0%	75.9%	43.3%	26.1%	-11.5%	7.6%
资管业务(亿元)	106	115	109	115	100	106	456	446
YoY	-1.6%	0.1%	-8.8%	1.8%	-6.0%	-7.8%	3.1%	-2.2%
信用业务(亿元)	69	96	77	131	77	90	432	372
YoY	-36.2%	-23.9%	-26.4%	40.1%	12.1%	-6.3%	-25.1%	-13.8%
投行业务(亿元)	68	73	77	103	67	87	458	321
YoY	-35.7%	-45.1%	-32.8%	-1.7%	-1.3%	19.5%	-21.6%	-29.9%
其他业务(亿元)	250	362	325	311	201	311	1,282	1,248
YoY	-10.5%	-1.6%	-3.4%	4.2%	-19.7%	20.0%	-7.4%	-2.7%
归母净利率	27%	27%	29%	29%	41%	29%	26%	28%
归母净利润(亿元)	290	344	392	435	519	411	1,282	1,462
YoY	-32.3%	-11.4%	41.2%	136.4%	78.7%	19.5%	1.0%	14.0%

资料来源：iFinD，民生证券研究院预测。注：1) 自营业务收入=投资收益-对合联营企业投资收益+公允价值变动净收益；2) 其他业务收入=营业收入-其他收入分项；3) 根据截至 7/7 汇总数据预测

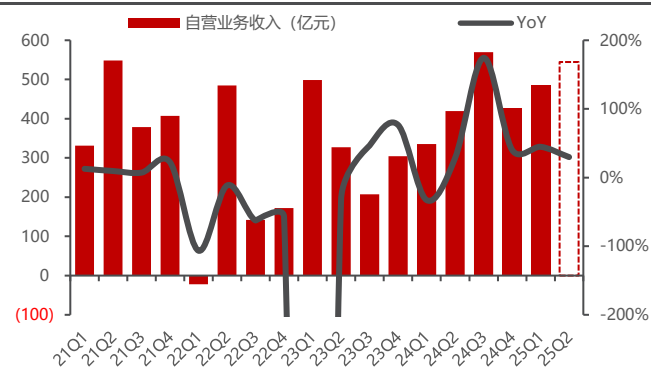
从各分项业务看：

第一，自营业务方面，二季度股市触底回升+债市走强，自营投资收益率有望保持高位。4 月美国挑起“关税战”后陆续与各国展开贸易谈判，中美于日内瓦发布联合声明，此后和谈重启，避险情绪逐步消退。2025 年一季度末至 6 月 30 日，沪深 300 指数从 3887 点回升至 3936 点，年化累计上涨 5.0%。同时 6 月中东地缘紧张局势降温，稳定币等主题投资提升市场热度，主要股票指数震荡回升趋势延续。5 月 7 日央行贯彻政治局会议精神加大宏观调控强度，调降存款准备金率 0.5pct，并下调政策利率 0.1pct。2Q25 中证综合债净价指数年化累计上涨 7.0%。考虑到当季股债两市向好格局，我们预计 2Q25 券商自营投资收益率有望保持在

3.3%的高位，略高于 4Q24（2.8%，债市偏强）和 1Q25（3.0%，股票结构性牛市），而略低于股债双牛的 3Q24 水平（3.6%），同时较去年同期的 2Q24 有所提升。

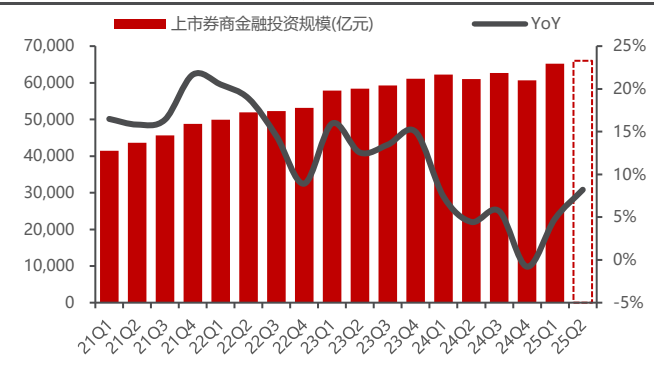
根据 25 年一季报，43 家上市券商金融投资规模达到 6.52 万亿元，同比增长 4.8%。2025 年完成并购重组的证券公司配套资金募集完毕，同时多家券商定增落地推进，自营与交易投资规模有望扩容。同时近 3 个季度（3Q24、4Q24、1Q25）券商业绩持续修复，我们认为行业净资产规模或稳步回升，自营杠杆与金融投资增速有望持续增长，我们假设金融投资季度环比增速保持在 1.3% 左右（近 1 年环比增速均值）。综合来看，我们预计 2Q25 自营投资收入同比增长 30%，同比增速继续放缓，但仍保持高位。

图1：上市券商自营业务收入规模及增速



资料来源：iFinD，民生证券研究院预测

图2：上市券商金融投资规模及增速

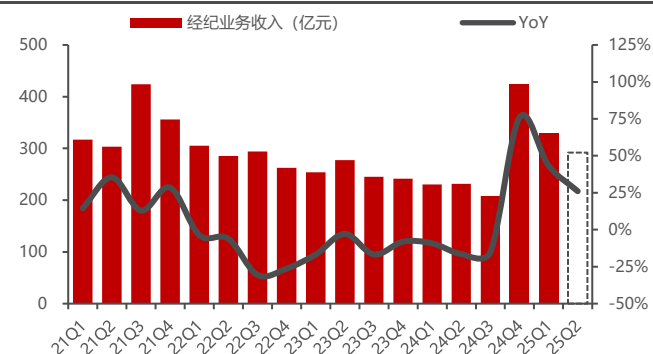


资料来源：iFinD，民生证券研究院预测

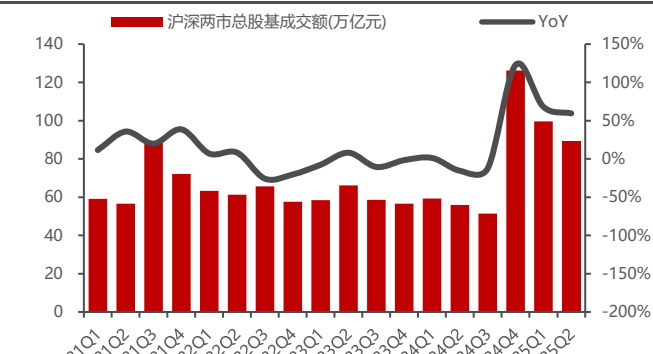
第二，经纪业务方面，2Q25 市场交投热度不减。2Q25 外围关税扰动下股市交投热度仍维持高位，6 月市场交投热度稳步回升。从成交额来看，2Q25 当季两市日均股基成交额为 1.49 万亿元，这一交易额保持在 2015 年二季度（1.67 万亿元）以来较高水平，仅相比于 4Q24（2.07 万亿元）和 1Q25（1.75 万亿元）有所缩量。2Q25 沪深两市当季股基成交总额达到 89 万亿元，同比增长 60%。

4Q24 与 1Q25 经纪佣金率同比明显下滑，2Q25 经纪收入增速或平稳增长。

佣金率方面，3Q24 至 1Q25 上市券商经纪佣金率（经纪收入/沪深两市股基成交额）从 0.0404% 下行至 0.0332%。4Q24 佣金率较 3Q24 环比下行 0.007pct，主要是 24 年 7 月公募基金费改落地实施，导致券商席位租赁收入减少，而 1Q25 环比降幅有所收敛。我们假设 2Q25 经纪佣金率按此环比降幅小幅下探至 0.0327%，同比仍降而对经纪收入增速有一定拖累。综合来看，我们预测 2Q25 券商经纪业务收入同比增长 26%。

图3：上市券商经纪业务收入规模及增速


资料来源：iFinD，民生证券研究院预测

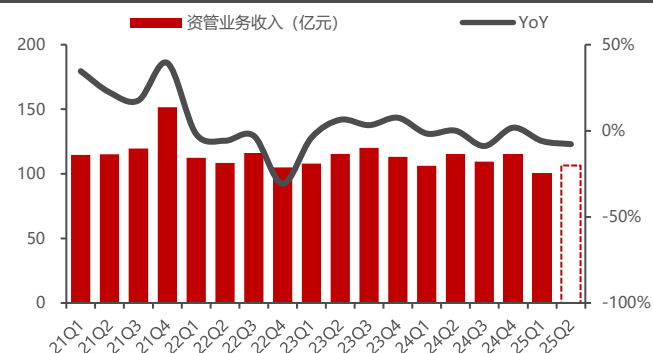
图4：沪深两市单季股基成交额


资料来源：iFinD，民生证券研究院

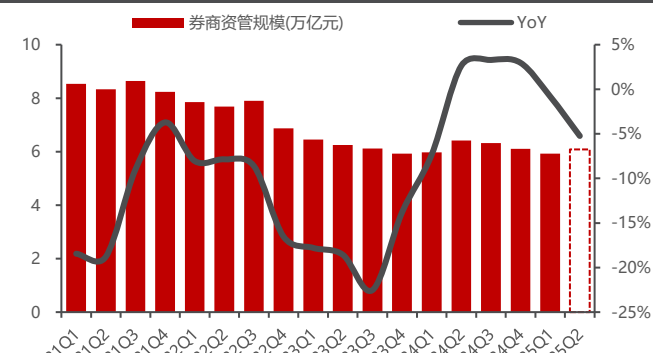
第三，资管业务方面，5月末证券公司集合资管 AUM 同比转负，但公募基金净值持续提升。2025 年 1-4 月证券公司资管规模基本保持稳定，资管 AUM 在 2024 年 7 月达到 6.47 万亿元的高点后有所回落。5 月末，证券公司资产管理规模为 6.08 万亿元，同比下降 5.5%，已连续 3 个月同比负增，且降幅有所扩大。从资管三类分项来看，2025 年 5 月末证券公司存续集合资管/单一资管/私募子公司 AUM 规模分别为 3.03 万亿/ 2.44 万亿/ 6138 亿元。其中，集合资管计划规模环比小幅回升，但同比转负；定向资管与私募子公司业务规模同比持续负增。我们假设 2Q25 末证券资管 AUM 保持在 5 月末水平，则同比下降约 5%。

公募基金方面，根据 iFinD 统计，截至 6/30 公募基金净值 31.82 万亿元，同比增长 4%。二季度流动性维持充裕格局，债券市场整体走强，权益市场同样触底回升。我们认为后续证券资管与券商系公募基金 AUM 均有望平稳增长。

2Q25 管理费率有序调降，资产管理收入或同比回落。费率方面，5 月《推动公募基金高质量发展行动方案》发布推进，首批浮动费率产品正式发行，头部基金公司率先调降 ETF 等产品管理费率，我们预计券商系公募基金与证券资管平均费率或有所回落，我们假设 2Q25 平均费率降至最近 1 年偏低水平。则 2Q25 资管收入同比下降 8%。

图5：上市券商资管业务收入规模及增速


资料来源：iFinD，民生证券研究院预测

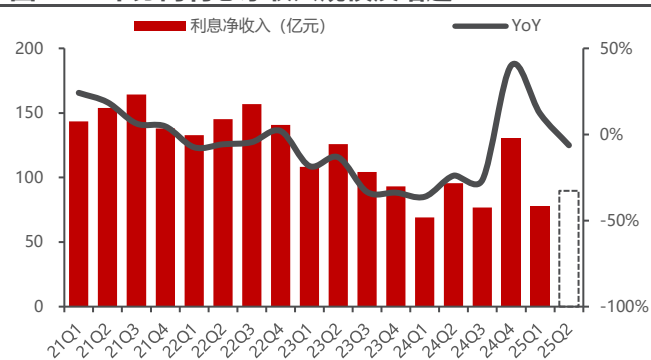
图6：券商资产管理业务规模及增速


资料来源：iFinD，民生证券研究院预测。注：假设 25Q2 末资管业务规模保持在 2025 年 5 月末水平

第四，信用业务方面，融资余额环比回落。2025 年一季度末，两融余额攀升至 1.92 万亿元的历史高点；此后受关税战扰动影响，股市看多情绪收敛，4 月末两融余额回落至 1.79 万亿元，月环比下降 7%。而 6 月至今市场交投热度回升，多头力量修复，2Q25 末全市场两融余额规模稳步反弹。截至 6/30，全市场两融余额回升至 1.85 万亿元，同比增长约 25%。

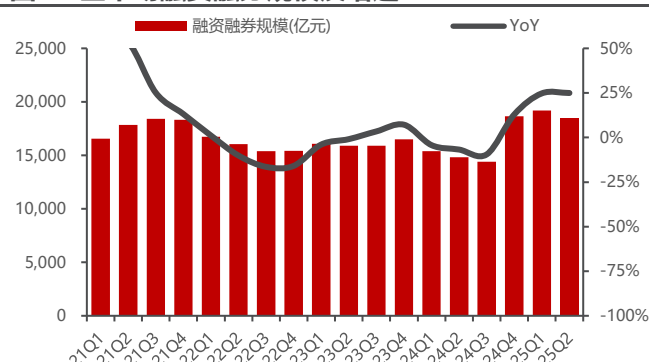
资金利率走低券商息差收入或有所承压。3 月末至 4 月初贸易摩擦引发避险情绪，债市持续升温。5 月初央行降准降息落地，资金利率大幅下行。1Q25 末至 2Q25 末，R007 月均值从 1.96% 回落至 1.65%，GC007 从 2.00% 回落至 1.68%，下行幅度接近 30bp，息差收益率可能仍有压力。我们假设信用业务平均费率为 1.9%，保持在近 1 年来较低水平，则 2Q25 券商信用收入同比下降约 6%。

图7：上市券商利息净收入规模及增速



资料来源：iFinD，民生证券研究院预测

图8：全市场融资融券规模及增速



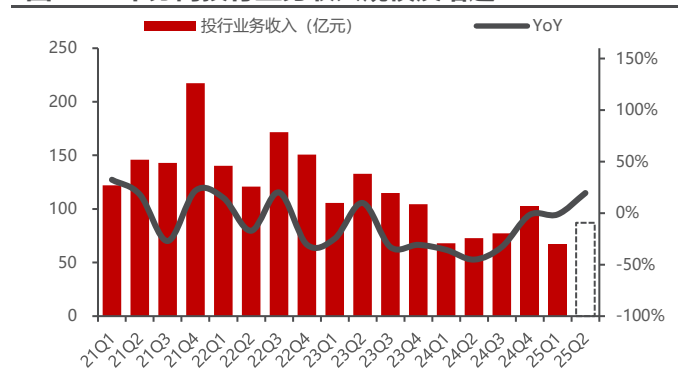
资料来源：iFinD，民生证券研究院

第五，投行业务方面，2Q25 上市公司 IPO 规模同比有望回正，再融资规模或大幅放量。股权方面，2025 年前三个月，沪深两市股权承销规模 1467 亿元，同比增长 56.3%。根据 7 月 7 日 iFinD 统计数据，2Q25 A 股股权融资规模合计达到 5851 亿元，同比增逾 13 倍，IPO 与再融资规模均同比增长。其中，再融资承销金额 5649 亿元，截至 6 月四家国有行定向增发 5200 亿元 A 股股票补充资本金，对券商再融资规模放量贡献显著；IPO 承销金额 202 亿元，同比增长 135.3%，也实现同比转正。

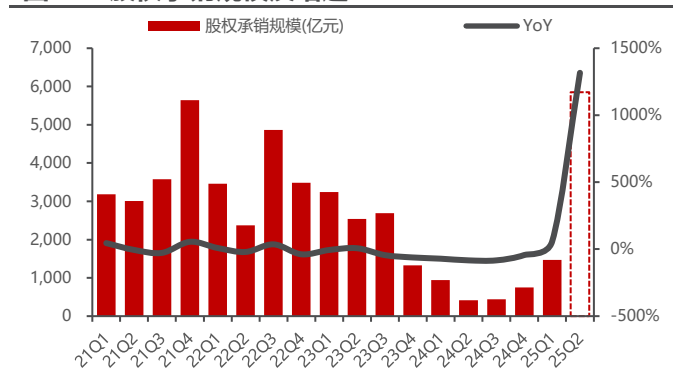
债权方面，1Q25 券商债承规模 2.90 万亿元，同比增长 15.4%。其中公司债、企业债与可交债合计承销 8536 亿元，同比下降 1.6%，可能受一季度利率阶段性回升，叠加政府债券发行规模较大的“挤出”效应影响。截至 6/30，2Q25 券商债权承销规模 3.81 万亿元，同比增长 25.2%。其中公司债、企业债与可交债承销规模环比回升至 1.26 万亿元，同比增长 30.3%，我们认为债承收入有望稳步回升。

承销费率小幅承压，股债融资规模企稳，有望带动券商投行收入修复。根据 iFinD 统计，2Q25 证券行业股权承销保荐平均费率为 0.31%，股权平均承销费率有所回落，主要是费率较 IPO 更低的再融资规模大幅放量，且国有行定增项目承

销费率较为优惠。由于二季度地方政府债发行占比仍然较高，可能也对债承费率带来一定稀释效应，我们假设债权承销费率保持在 0.182% 的较低水平。综合来看，我们预计 2Q25 上市券商投行业务收入有望同比增长 20%。

图9：上市券商投行业务收入规模及增速


资料来源：iFinD，民生证券研究院预测

图10：股权承销规模及增速


资料来源：iFinD，民生证券研究院

2 投资策略：基本面向好，关注高弹性标的

2.1 行业主线：业绩修复有望持续，关注并购与定增进展

政策定调积极叠加流动性宽松，政策呵护有望夯实券商业绩基本盘。年初以来政策定调积极，4月政治局会议强调持续稳定和活跃资本市场，外部关税冲击下稳市力度加大，中央汇金、社保基金、保险等中长期资金持续入市。5月以来央行降准降息呵护流动性，我们认为主要股票指数与债券指数增长趋势有望延续，自营收入或推动证券行业收入和盈利稳步提升。投行方面，随着24年9月“并购六条”和今年6月上市公司《重组办法》修改发布，并购重组市场有望持续活跃。6月陆家嘴论坛期间证监会推出进一步深化改革的“1+6”政策措施，新设科创板成长层，重启科创板上市第五套标准，科技类企业融资支持政策逐步落地，券商投资银行业务收入未来有望持续修复。

券商业绩修复进程有望持续，关注高弹性券商标的。我们预计2Q25上市券商自营与经纪收入或小幅降速，但仍保持较高水平，持续为券商业绩提供支撑；投行收入对业绩的拖累有望减弱。伴随业绩改善、并购重组和再融资稳步推进，券商净资产规模有望持续增厚，ROE回升趋势或仍未结束。经济基本面反弹和财富效应逐步释放，也有望加速资管业务修复进程。

我们认为头部券商自营、经纪等业务条线龙头地位稳固，在资本市场回暖过程中整体业绩或更为受益，业绩有望持续改善。中型与区域性券商通过并购重组与定增融资，有助于扩大业务布局和规模，实现较高的业绩弹性。小型券商建议关注经纪与投行等轻资本业务具备特色的优质标的。我们推荐行业龙头中信证券、华泰证券，同时建议关注国泰君安、中国银河、东方证券、浙商证券等优质券商标的。

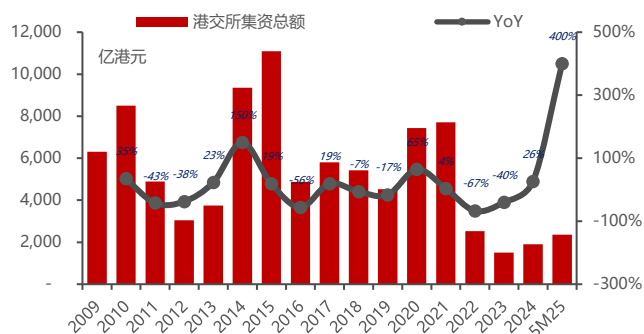
表2：重点公司截至 1Q25 业绩汇总

证券代码	证券简称	营业收入(亿元) / 同比(%)				归母净利润(亿元) / 同比(%)			
		2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
600030.SH	中信证券	164	160	176	178	56	62	49	65
		1.7%	11.5%	23.7%	29.1%	-4.7%	21.9%	48.3%	32.0%
601688.SH	华泰证券	113	140	100	82	30	72	28	36
		20.9%	57.8%	7.4%	34.8%	-8.8%	138.0%	-10.6%	59.0%

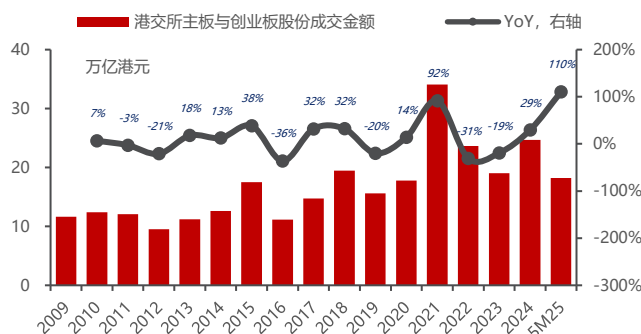
资料来源：iFinD，民生证券研究院

上半年中国香港股市热度走高，利好内地券商港股相关业务。一级市场方面，2024年香港交易所全年集资金额1903亿港元，同比增长26%。股票集资金额在2022-23连续两年回落后，首次重回增长。2025年截至6/30，香港交易所新上市公司数量29家，合计集资2351亿港元，集资额同比增长400%。其中IPO集资777亿，同比大增709%。二级市场方面，2024年香港交易所主板与创业板

股票换手率触底回升，2024年9月后受政策组合拳提振，港股换手率大幅提升。2025年2月以来，DeepSeek在全球火爆出圈，推动中国科技股价值重估。2025年前6个月，港股主板与创业板总成交额达到18.20亿港元，同比增长110%。港股一级二级市场热度走高，有望为内地券商在港投行、经纪等业务提供一定增量。

图11：2024 年以来港交所股权集资金额增速回升


资料来源：iFinD，民生证券研究院

图12：2024 年至今港股交投热度保持高位


资料来源：iFinD，民生证券研究院

并购重组方面，并购重组交易主线有望延续。截至1Q25，国泰君安与海通证券完成并表，合并后公司规模提升，各业务协同效应有望逐步显现。2月西部证券股权收购案例获证监会受理。3月湘财股份拟换股吸收合并大智慧并发布交易预案。5月浙商证券成为国都证券控股股东。6月国信证券收购万和证券股份有限公司获深交所审核通过。我们认为2025年下半年行业并购重组或稳步推进，利好于行业整体业绩持续改善。一方面资源整合有助于提升运营效率，加速业绩修复进程；另一方面也有望推升行业集中度，龙头券商优势有望持续强化，中型与区域性券商也有望实现业务范围和规模的扩张。

表3：证券公司并购重组推进情况

交易特征 并购案例	浙商证券 +国都证券	国联证券 +民生证券	西部证券 +国融证券	国信证券 +万和证券	国泰君安 +海通证券	湘财股份 +大智慧
购买方式	支付现金	发行股份 购买资产	支付现金	发行股份 购买资产	换股吸收合并	换股吸收合并
筹划/停牌	2023/12/9	2024/4/26	2024/6/21	2024/8/22	2024/9/6	2025/3/17
发布交易预案 /董事会决议	2024/3/30 (受让股权)	2024/5/15	2024/11/8	2024/9/5	2024/10/10	2025/3/29
发布交易草案		2024/8/9		2024/12/7	2024/11/22	
股东大会审议	2024/5/28、 6/8(参与竞拍)	2024/9/5	2024/12/7	2024/12/24	2024/12/14	
发布草案修订稿 /申报稿	-	2024/12/4	-	2025/4/7	2024/12/24	
交易所审核通过	-	2024/12/18	-	2025/6/20	2025/1/10	
证监会批准/核准 /同意注册	2024/12/4	2024/12/28	2025/2/15 (受理)	2025/4/12 (受理)	2025/1/18	

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

二季度券商定增稳步推进，补充资本金助力业务扩张。5月16日南京证券50亿元定增申请获上交所受理，拟发力另类与私募投资、IT系统建设等，6月已发布审核问询回复报告。5月29日中泰证券60亿元定增申请获交易所受理，资金用于增加公司资本金，进一步优化公司业务结构，涉及IT及合规风控、另类投资、做市、财富管理、购买证券等。6月6日天风证券定增申请获证监会批复同意注册，募集资金主要用于财富管理和投资交易业务。我们认为，上市券商定增稳步推进，资本金补充为后续业绩增长提供基础，有助于券商做优做大业务规模，更好服务实体经济。

表4：近期上市券商定向增发进展（单位：亿元）

增发股票上市日期	上市券商	发行对象	定增募资金额	财富管理	投资银行	投资交易	IT合规风控	国际化	另类私募投资	做市	购买证券	资产管理	偿债及补充资金	进展	最新市值
2025/3/14	国泰海通	上海国资公司(控股股东)	100			✓	✓	✓					✓	完成	3131
2025/4/9	国联民生	不超过35名特定投资者	20	10			10							完成	557
2025/5/29	中泰证券	枣矿集团(控股股东)等	60	5			15		10	10	5		15	受理	454
2025/6/24	天风证券	宏泰集团(控股股东)	40	15		15							20	完成	493
2025/6/27	南京证券	紫金集团(控股股东)等	50	5	5		7		10		5	5	13	回复问询	297

资料来源：iFinD、各公司公告，民生证券研究院。注：最新市值截至2025/7/7

2.2 重点公司：龙头优势稳固，投行与国际业务或迎增量

中信证券 2Q25 业绩增速有望维持高位，投行业务或受益于科创板新政，国际业务收入有望提升。1Q25 中信证券营业收入 178 亿元，环比+0.6%，同比+29.1%；归母净利润 65 亿元，环比+33.4%，同比+32.0%。单季营收继续小幅提速，净利润同比增速保持高位。

自营业务方面，公司金融投资规模排名稳居行业首位，投资收益率具备韧性，2Q25 股债两市表现较好，我们预计 2Q25 公司自营收入有望持续增长。

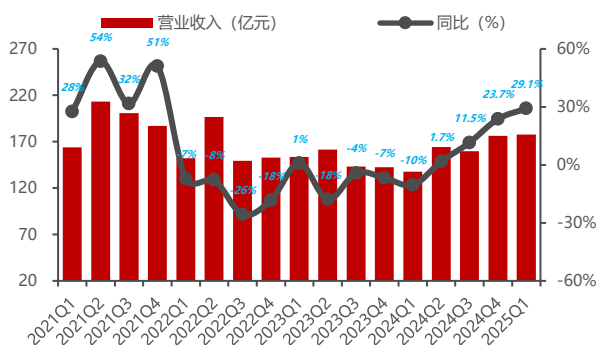
资管业务方面，控股子公司华夏基金依托布局 ETF 先发优势，管理资产规模持续放量，2024 年华夏基金本部 AUM 达到 2.46 万亿元，同比增长 35.2%。2025 年 5 月旗下部分基金管理和托管费率调降，有望为后续规模扩张积聚动能。

经纪业务方面，2Q25 股市交投热度不减，经纪业务龙头优势有望巩固。24H2 末中信证券非货币市场公募基金销售保有规模 2088 亿元，继续保持证券行业第一，规模同比增长 10%，未来公募销售保有规模及代销收入也有望保持领先。

投行业务方面，中信证券投资银行条线业绩韧性较强，4Q24 与 1Q25 投行收入已同比回正。前期项目储备充足，截至 6/30 中信证券 IPO 项目已受理 21 家。后续随着科创板新政推进实施，业绩修复进程有望提速。2Q25 公司参与四大行定增项目，有望为再融资收入提供一定增量。

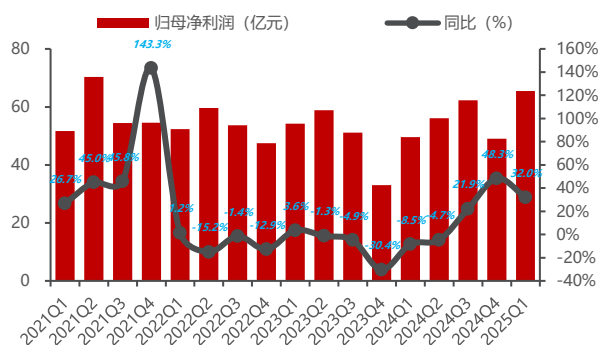
国际业务方面，受益于境外 IPO 数量增长和港股热度回升，中信证券国际 2024 年净利润同比增长超 1 倍。近期地缘冲突影响消退，全球股市共振回温，美国与中国香港稳定币政策加速出台，未来公司国际业务也有望持续受益。

图13：中信证券单季营业收入规模及增速



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图14：中信证券单季归母净利润规模及增速



资料来源：iFinD，民生证券研究院

华泰证券财富管理基本盘稳固，资产负债结构优化提升自营收益，助力 2Q25 业绩提升。1Q25 华泰证券营业收入 82 亿元，环比-18.0%，同比+34.8%；归母净利润 36 亿元，环比+28.7%，同比+59.0%。

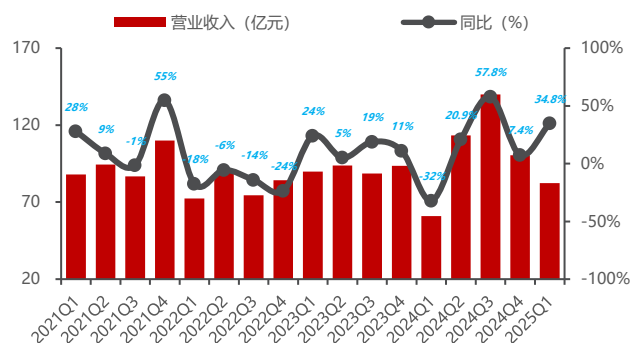
自营业务方面，1Q25 公司自营投资收入 28 亿元，同比+46.5%。随着公司资产负债结构优化，1Q25 自营杠杆率企稳回升。1Q25 显著增配权益 OCI 与债权 OCI，高股息与高票息策略有望推动自营投资收入平稳增长。

经纪业务方面，根据易观千帆统计，2025 年 5 月公司 APP 涨乐财富通以 1083 万活跃用户规模位列证券行业第一，同比增速保持在 16%。市场交投活跃叠加用户数增长，公司代买证券业务收入有望同步提升。基金代销方面，24H2 末华泰证券非货公募基金销售保有规模 1666 亿元，位列证券行业第二，保持领先地位，规模同比增长 4%。

投行业务方面，1Q25 公司投行业务收入同比降幅已收窄至 5.9%，对业绩拖累有望减弱。根据 iFinD 统计，截至 2Q25 末华泰联合已受理股权融资项目数 10 单，同比增长 400%。我们预计 2Q25 及未来公司投行业务或持续修复。

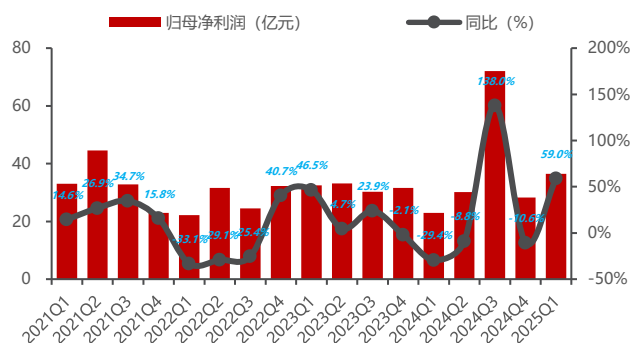
资管业务方面，受益于居民财富管理和被动投资需求提升，两家联营企业南方基金与华泰柏瑞基金规模显著提升，截至 2024 年末管理资产规模分别达到 2.47 万亿/ 6882 亿元，同比+31%/ +73%。随着增量政策落地，经济基本面与财富管理需求修复，华泰资管公司与联营公募基金业绩也有望稳步增长。

图15：华泰证券单季营业收入规模及增速



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图16：华泰证券单季归母净利润规模及增速



资料来源：iFinD，民生证券研究院

3 风险提示

- 1) **政策落地不及预期**：政策推出不及预期，或间接令行业创新不及预期，并影响资本市场活跃度表现，拖累券商营收。
- 2) **资本市场波动加大**：贸易摩擦和地缘冲突加剧等因素，可能加大资本市场波动，拖累券商投资端表现，造成净利润大幅波动。
- 3) **居民财富增长不及预期**：宏观经济复苏放缓，影响居民可支配收入和消费预期，导致居民购买力和财富管理需求下降。
- 4) **投行业务收入恢复不及预期**：科创板新政发布实施，新设科创板成长层，并重启第五套上市标准。但若新政落地进度偏缓，可能导致 IPO 规模修复不及预期，券商投行业务可能承压。
- 5) **并购重组推进放缓**：上市公司并购重组实施存在不确定性，若并购重组推进放缓，可能导致券商并购与财务顾问业务收入下降，券商业绩改善不及预期。

插图目录

图 1: 上市券商自营业务收入规模及增速	4
图 2: 上市券商金融投资规模及增速	4
图 3: 上市券商经纪业务收入规模及增速	5
图 4: 沪深两市单季股基成交额	5
图 5: 上市券商资管业务收入规模及增速	5
图 6: 券商资产管理业务规模及增速	5
图 7: 上市券商利息净收入规模及增速	6
图 8: 全市场融资融券规模及增速	6
图 9: 上市券商投行业务收入规模及增速	7
图 10: 股权承销规模及增速	7
图 11: 2024 年以来港交所股权集资金额增速回升	9
图 12: 2024 年至今港股交投热度保持高位	9
图 13: 中信证券单季营业收入规模及增速	11
图 14: 中信证券单季归母净利润规模及增速	11
图 15: 华泰证券单季营业收入规模及增速	12
图 16: 华泰证券单季归母净利润规模及增速	12

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: 2Q25 上市券商整体业绩预测	3
表 2: 重点公司截至 1Q25 业绩汇总	8
表 3: 证券公司并购重组推进情况	9
表 4: 近期上市券商定向增发进展 (单位: 亿元)	10

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048