

中国平安 PINGAN

专业 · 价值

专业 让生活更简单

证券研究报告

韧性生长，价值重塑，基本面改善进程持续

——证券行业2025年年报综述

非银行业 强于大市（维持）

证券分析师

李冰婷 投资咨询资格编号：S1060520040002

许 淼 投资咨询资格编号：S1060525020001

2026年4月16日

请务必阅读正文后免责条款

平安证券

要点总结

- 券商业绩充分受益于交投活跃度抬升。2025年全年权益市场震荡上行，上证综指、沪深300指数、创业板指较年初分别+18.4%/+17.7%/+49.6%，证券行业全年累计+2.6%，市场中性回报率的抬升推动交投情绪的回暖，25年全年日均股基交易额同比提升69.7%至2.05万亿元。据中证协口径，2025年140家证券公司实现营收5412亿元（YoY+19.9%），净利润2194亿元（YoY+31.2%），截至3月末，目前已披露年报的25家上市券商（下同）合计营收4413亿元（YoY+31.0%），归母净利润1741亿元（YoY+45.5%），平均ROE为9.0%（+2.1pps），目前已披露数据25家券商合计经纪/投行/资管/信用/自营净收入占比分别26.6%/7.4%/9.2%/8.3%/41.9%。
- 行业净利集中度边际下滑，马太效应仍较为显著。十大券商（2025年归母净资产排名前10的上市券商）合计归母净利1472.1亿元（YoY+44.9%），增速基本持平于目前已披露的25家全体。上市券商归母净利CR5、CR10分别为57.7%、84.5%，分别同比-0.6pps/-0.4pps。十大券商合计杠杆倍数4.50倍（YoY+0.2倍），高于上市券商整体。
- 轻重并举，乘势向上，共振复苏。1) 经纪：已披露年报的25家中，经纪业务净收入前10的券商合计经纪业务净收入894.0亿元（YoY+46.0%），在上市券商中占比76.3%（YoY+0.9pps）。2) 投行：2025年IPO承销规模1317.7亿元（YoY+95.6%），目前已披露年报的25家上市券商投行业务净收入326.5亿元（YoY+38.3%）。3) 自营：25家上市券商合计自营收入为1848.6亿元（YOY+33.3%），CR10合计占比84.8%（YOY+0.1pps）；4) 资管：规模稳健扩张，截至2025年末，券商及其子公司私募资管产品合计规模6.4万亿元（YoY+5.6%），其中集合/定向规模占比分别50.9%/39.1%，分别同比+3.5pps/-3.1pps；5) 信用：2025年末全市场两融余额同比变化+36.3%，25家上市券商信用净收入364.3亿元（YoY+49.3%）。
- 投资建议：资本市场内在稳定性增强，预计2026年证券行业业绩在2025年高基数上延续稳健增长。交投活跃、投行回暖及自营稳健支撑基本面向上，当前板块PB仅1.22x，处于近10年18%分位的估值底部，安全边际充分。头部券商综合服务与跨境优势更具竞争力。建议关注：中信证券、中金公司、国泰海通、华泰证券。
- 风险提示：1) 权益市场大幅波动。2) 投资者风险偏好降低。3) 宏观经济下行。4) 资本市场改革不及预期。



CONTENT 目录

◎ 一、券商归母净利同比正增超四成，交投活跃助推业绩修复

1.1 25年全年资本市场表现优异，市场交投活跃度持续提升

1.2 资本市场繁荣助推业务蓬勃发展

1.3 行业净利集中度边际下滑，马太效应仍较为显著

1.4 券商持续扩表，头部券商用资效率与盈利能力均领先

◎ 二、轻重并举，乘势向上，共振复苏

2.1 经纪：受益于资本市场高质量发展，经纪业务回暖明显

2.2 投行：一级市场回温，头部券商优势稳固

2.3 自营：权益市场回暖推动业绩提升，头部公司投资能力优势突出

2.4 资管：规模扩张，集合资管规模占比边际下滑

2.5 信用：两融与股质规模回暖，市场集中度进一步提升

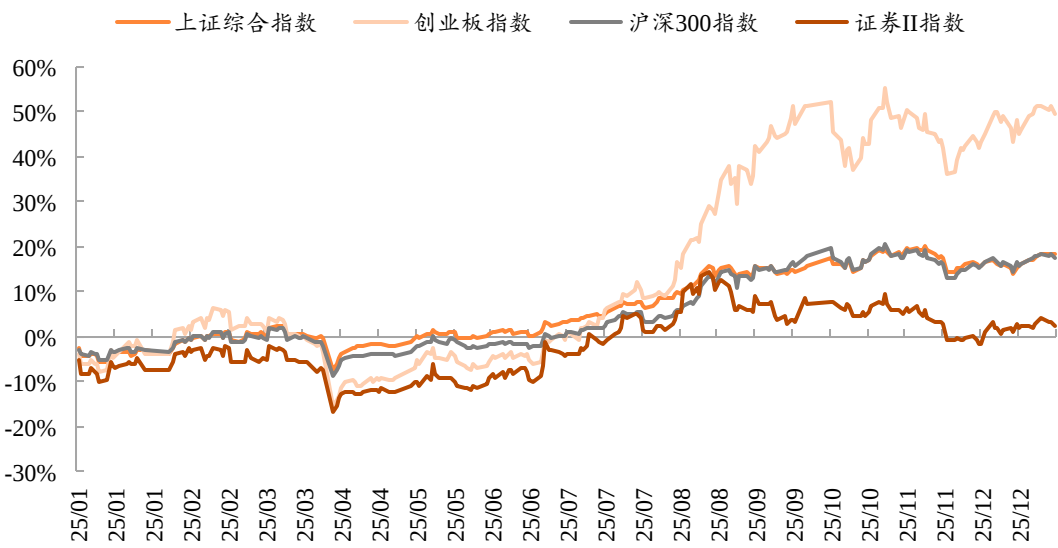
2.6 国际业务：金融出海进行时，头部公司优势明显

◎ 三、投资建议与风险提示

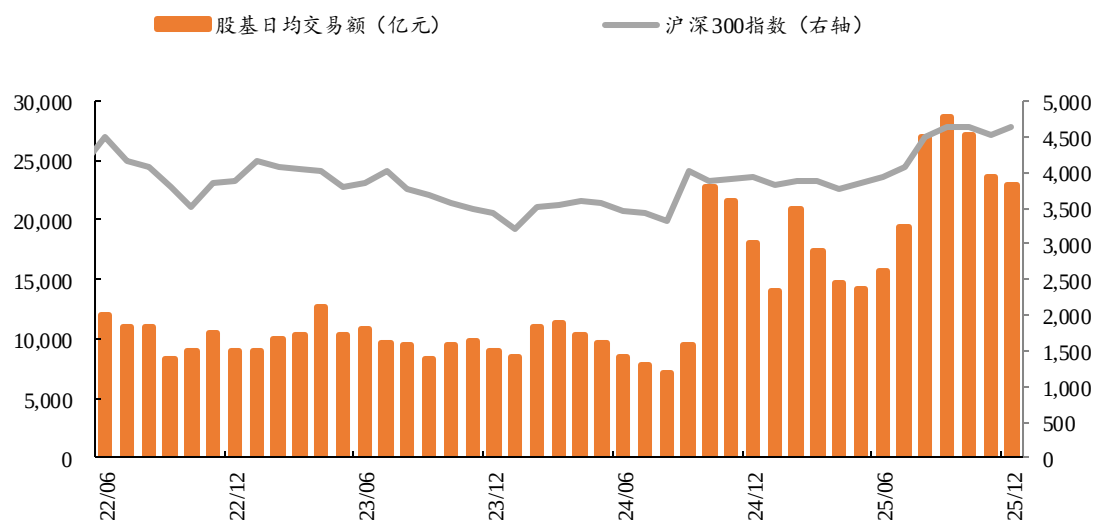
1.1 25年全年资本市场表现优异，市场交投活跃度持续提升

- 权益市场震荡上行，市场交投活跃抬升。2025年全年权益市场震荡上行，截至2025年末，上证综指、沪深300指数、创业板指较年初分别+18.4%/+17.7%/+49.6%，证券行业全年累计+2.6%，资金面的偏好一定程度影响证券行业表现，但市场中性回报率的抬升推动交投情绪的回暖，25年全年日均股基交易额同比提升69.7%至2.05万亿元。
- 2026Q1市场交易量进一步抬升，受制于国际复杂形势，资本市场回调明显。截至2026年3月31日，上证综指、沪深300指数、创业板指、证券指数II（申万）较年初分别下跌1.9%/3.9%/0.6%/15.4%。市场交易额持续抬升，26Q1日均交易额为3.12万亿元（YoY+78.9%，QoQ+30.6%）。

◆ 2025年上证综指/沪深300/创业板指/证券指数（申万二级）震荡上行



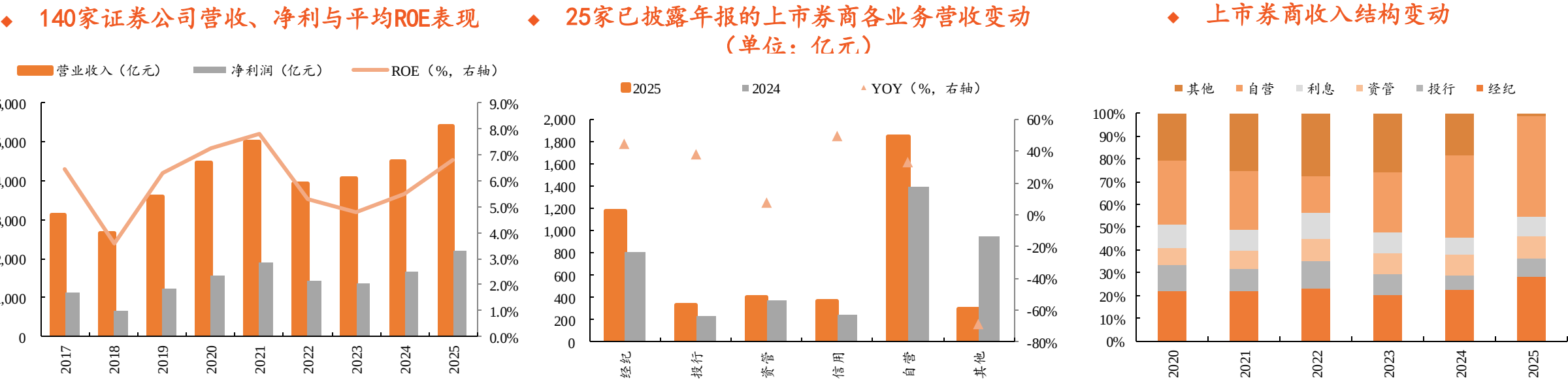
◆ 2025年股基交易额上升明显



资料来源：Wind，上交所，深交所，平安证券研究所

1.2 资本市场繁荣助推业务蓬勃发展

- 券商业务修复明显。1) 据中证协披露,2025年140家证券公司实现营收5412亿元 (YoY+19.9%) , 净利润2194亿元 (YoY+31.2%) , 截至3月末, 目前已披露年报的25家上市券商 (下同) 合计营收4413亿元 (YoY+31.0%) , 归母净利润1741亿元 (YoY+45.5%) , 平均ROE为9.0% (+2.1pps) 。
- 资本市场繁荣推动各项业务均衡发展。25家上市券商合计经纪/投行/资管/信用/自营净收入分别同比变化 +44.4%/+38.3%/+8.1%/+49.3%/+33.3% , 收入占比分别为26.6%/7.4%/9.2%/8.3%/41.9%。

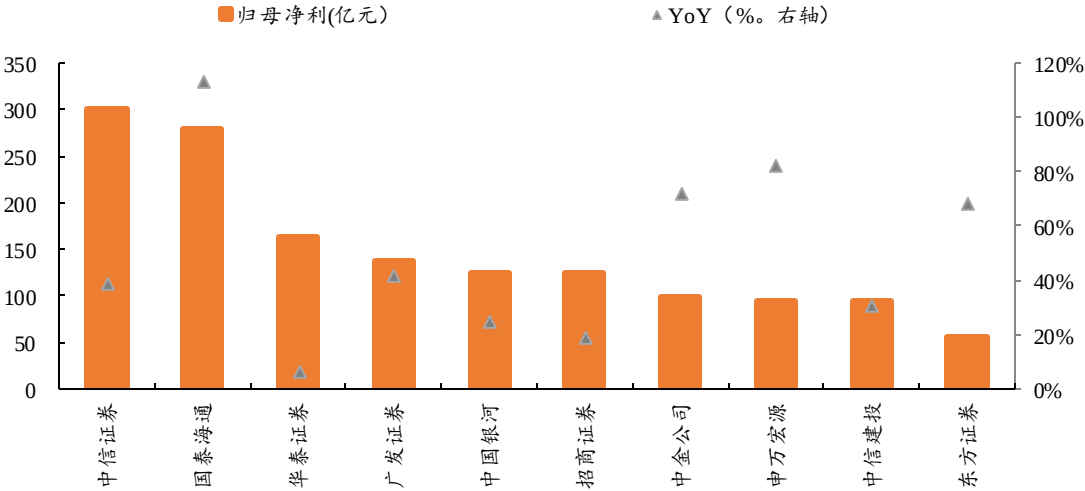


资料来源: Wind, 中证协, 平安证券研究所
注: 1) 证券业协会ROE=当年归母净利润/期初期末净资产平均值; 2) 上市券商收入结构中2025年仅统计已披露年报的25家上市券商, 其余年份统计全部42家上市券商; 3) 上市券商ROE当年归母净利润/期初期末 (净资产-永续债) 平均值

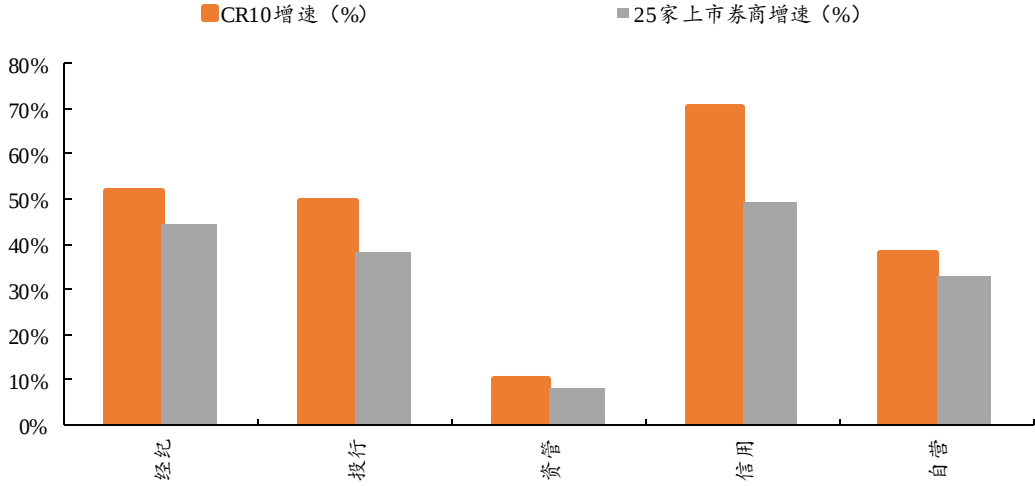
1.3 行业净利集中度边际下滑，马太效应仍较为显著

- 行业净利集中度边际下滑。十大券商（已披露业绩中2025年归母净资产排名前10的上市券商，亦称CR10，下同）合计归母净利润1472.1亿元（YoY +44.9%），增速基本持平于目前已披露的25家全体。上市券商归母净利CR5（已披露业绩中2025年归母净资产排名前5的上市券商，下同）、CR10分别为57.7%、84.5%，分别同比-0.6pps/-0.4pps，边际变化预计与中小券商业绩弹性相关。归母净利润前三的上市券商为中信证券、国泰海通、华泰证券，对应的归母净利润分别是300.8亿元/278.1亿元/163.8亿元，归母净利同比增速前三的上市券商为国联民生（+405.5%）、国泰海通3.5%）、中原证券（+85.4%）。
- 头部券商自营与投行业务韧性更强。拆分各业务来看，十大券商在各项业务增速均领先于行业整体，主要系头部券商业务更为多元，品牌效应叠加更为完善的体制机制建设，预计未来仍将持续受益于其专业化和综合化优势。

◆ 上市券商2025年归母净利润（前10）



◆ 2025年十大券商与上市券商合计各业务收入同比增速对比

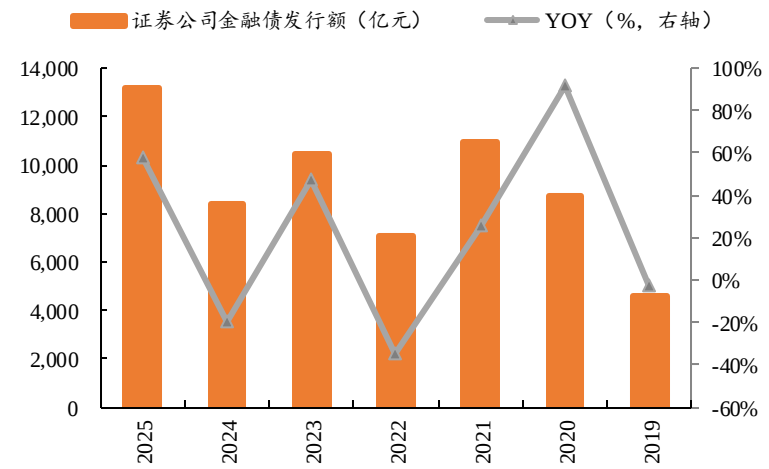


资料来源：Wind，平安证券研究所
注：1）按3月末披露数据看，目前前十大券商分别为国泰海通、中信证券、华泰证券、广发证券、中国银河、申万宏源、招商证券、中金公司、中信建投、东方证券，前五大同理；2）国联民生和国泰海通数据按照公司公告回溯计算，下同

1.4 券商持续扩表，头部券商用资效率与盈利能力均领先

- 券商融资力度不减，服务资本市场高质量发展能力提升。2025年共有6家上市券商再融资成功落地，实际募资321.92亿元。2025年证券公司金融债发行额达到1.32万亿元，同比增长57.5%。
- 杠杆倍数相对稳定，头部券商用资效率领先。2025年末证券业（中证协口径）杠杆倍数4.44倍（YoY+0.31倍）、已披露年报的25家上市券商合计杠杆倍数（去除代理买卖证券款，下同）4.18倍（YoY+0.2倍）；其中，十大券商合计杠杆倍数4.50倍（YoY+0.1倍），高于上市券商整体。中金公司、中信证券、国泰海通杠杆倍数分别5.2倍/4.8倍/4.6倍，位列上市券商前三。

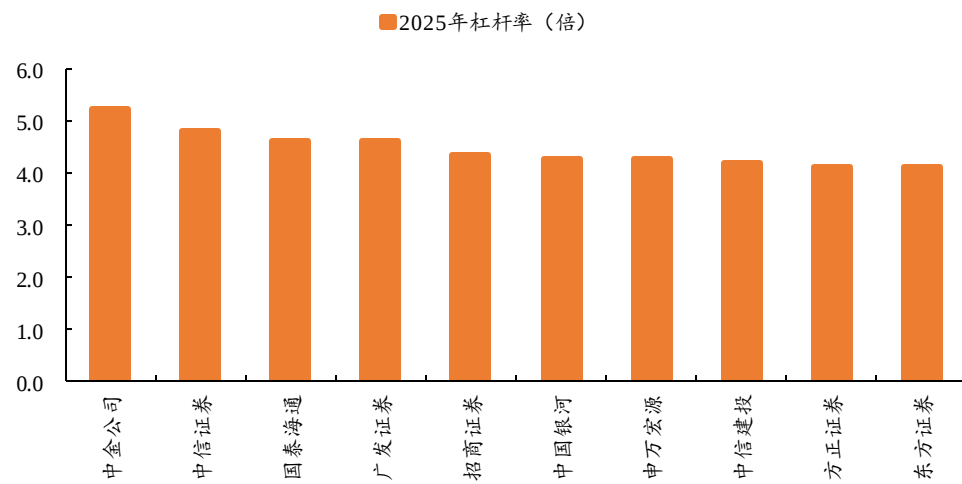
◆ 券商2025年金融债发行规模



◆ 2025年上市券商再融资结果及预案情况

序号	证券简称	发行日期	募资总额/发行规模 (亿元)	发行方式
1	南京证券	2025-12-05	50.00	增发
2	中泰证券	2025-11-12	60.00	增发
3	国信证券	2025-08-26	51.92	增发
4	天风证券	2025-06-12	40.00	增发
5	国泰海通	2025-02-28	100.00	增发
6	国联民生	2025-02-20	20.00	增发

◆ 上市券商2025年杠杆倍数（杠杆倍数前10）



资料来源：Wind，中证协，平安证券研究所
注释：1) 中证协口径杠杆率=总资产/净资产；2) 上市券商口径杠杆率=（总资产-代理买卖证券款）/净资产



CONTENT 目录

◎ 一、券商归母净利同比正增超四成，交投活跃助推业绩修复

- 1.1 25年全年资本市场表现优异，市场交投活跃度持续提升
- 1.2 资本市场繁荣助推业务蓬勃发展
- 1.3 行业净利集中度边际下滑，马太效应仍较为显著
- 1.4 券商持续扩表，头部券商用资效率与盈利能力均领先

◎ 二、轻重并举，乘势向上，共振复苏

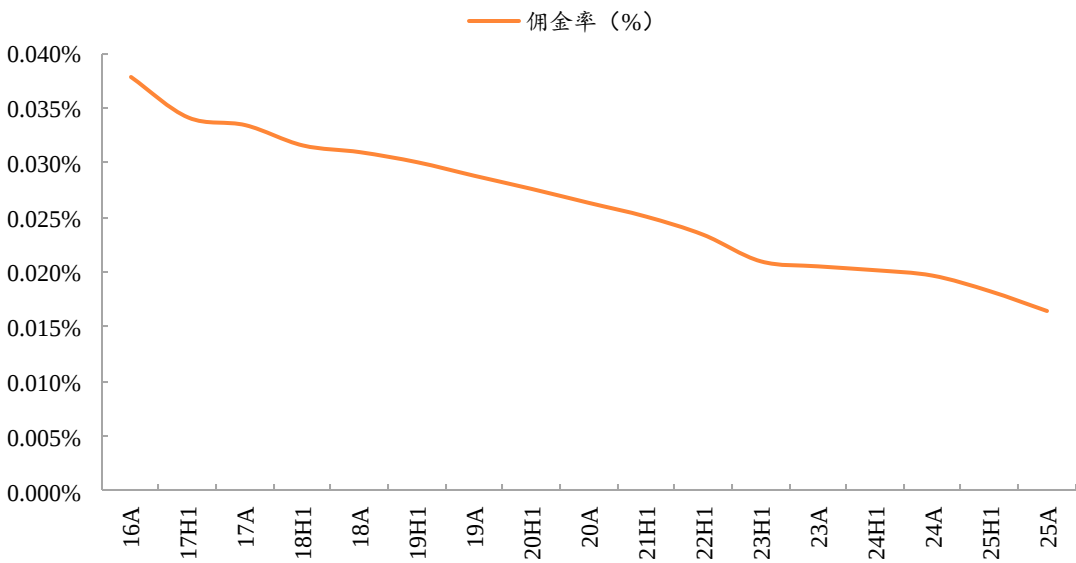
- 2.1 经纪：受益于资本市场高质量发展，经纪业务回暖明显
- 2.2 投行：一级市场回温，头部券商优势稳固
- 2.3 自营：权益市场回暖推动业绩提升，头部公司投资能力优势突出
- 2.4 资管：规模扩张，集合资管规模占比边际下滑
- 2.5 信用：两融与股质规模回暖，市场集中度进一步提升
- 2.6 国际业务：金融出海进行时，头部公司优势明显

◎ 三、投资建议与风险提示

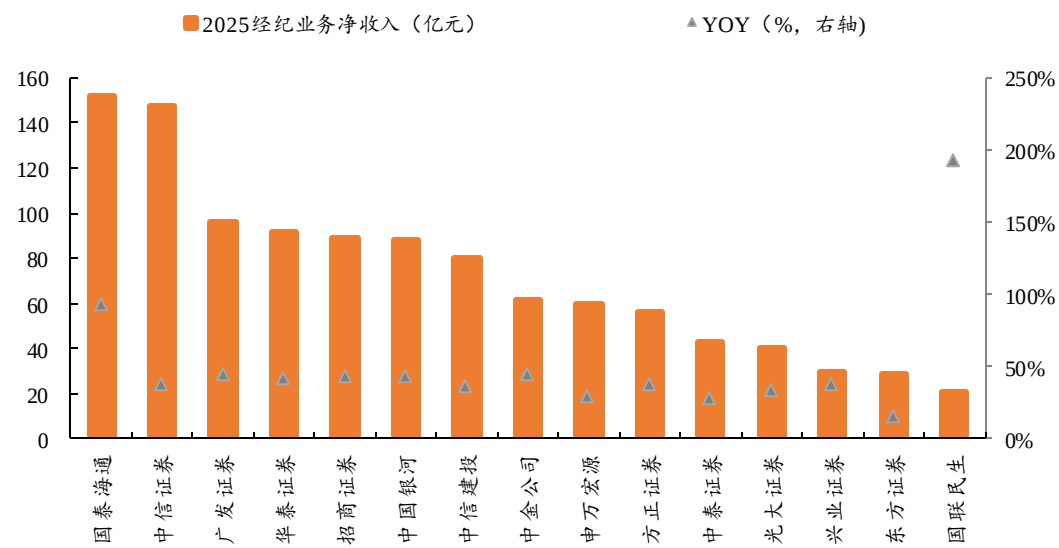
2.1 经纪：受益于资本市场高质量发展，经纪业务回暖明显

- 交投活跃推动经纪业务回暖，佣金率边际下滑。25A市场双边股基成交额499.1万亿元（YOY+70.4%），测算25A行业测算佣金率为0.016%，同比变化-0.003pps，费率下滑拖累经纪业务向上弹性。目前已披露年报的25家上市券商共实现证券经纪净收入1171.9亿元（YoY+44.4%）。
- 头部券商市占率基本不变。已披露年报的25家中，CR10券商合计经纪业务净收入894.0亿元（YoY+46.0%），在上市券商中占比76.3%（YoY+0.9pps）。国泰海通、中信证券、广发证券经纪业务净收入分别是151.4/147.5/96.0亿元，位列上市券商前三。国联民生、国泰海通、中金公司经纪业务收入增长最快，同比增速分别为192.8%/93.0%/44.7%。

◆ 证券行业平均佣金率



◆ 上市券商2025年经纪业务净收入（前15）



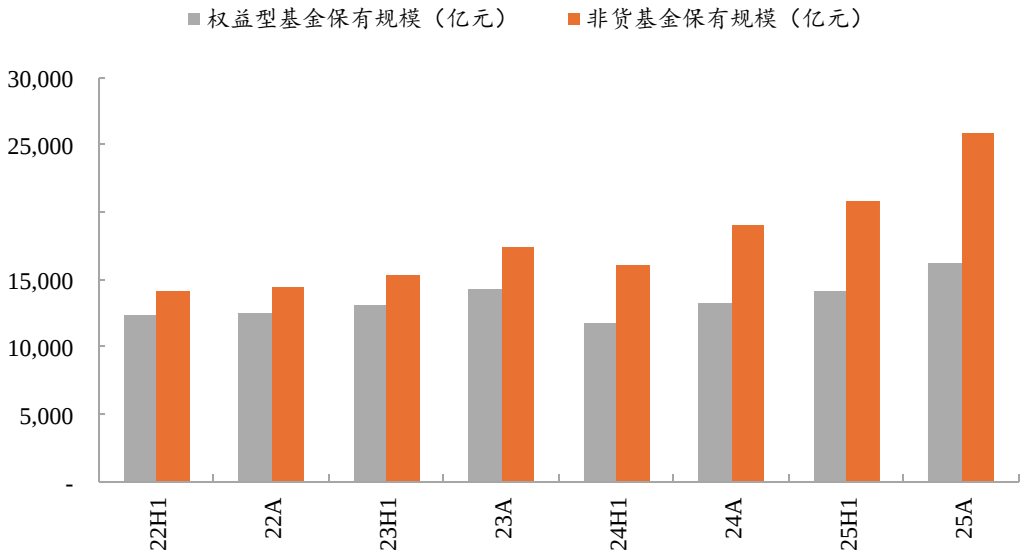
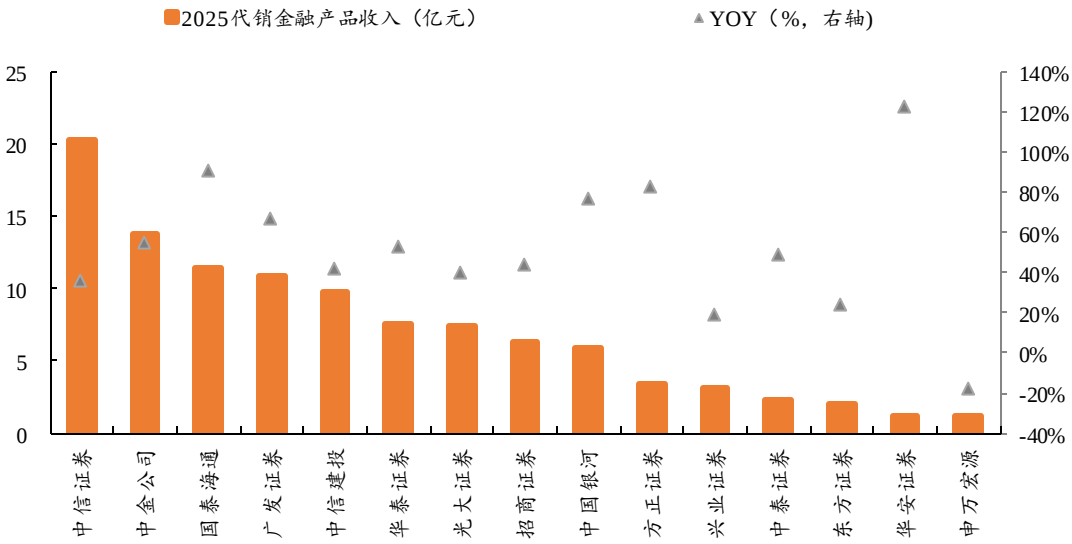
资料来源：Wind，中证协，平安证券研究所

2.1 经纪：受益于资本市场高质量发展，经纪业务回暖明显

- 交投活跃推动财富管理业务增长，代销金融产品收入回暖明显。25家上市券商共实现代销金融产品收入111.1亿元（YoY+51.2%），CR10券商合计代销金融产品收入89.3亿元（YoY+51.6%），在上市券商中占比80.3%（YoY+0.2pps）。当前财富管理业务成为大经纪业务条线转型新方向，由流量向存量收费的转化进程持续推进，头部券商整体规模效应相对突出，中信证券、中金公司、国泰海通代销金融产品收入分别是20.3/13.8/11.4亿元，位列上市券商前三。
- 基金保有规模回升态势明显。根据协会披露数据，截至2025年末非货基、权益型基金保有规模达到2.6万亿元（YOY+36.1%）、1.6万亿元（YOY+23.2%），预计尾端费用收入相对稳定。

◆ 25家上市券商代销金融产品收入（前15）

◆ 券商基金保有规模

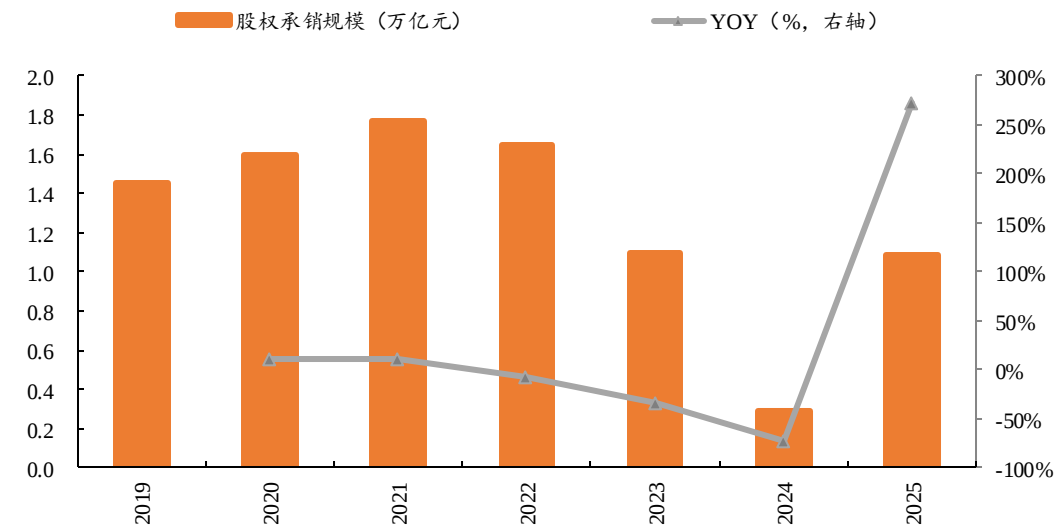


资料来源：Wind，基金业协会，平安证券研究所

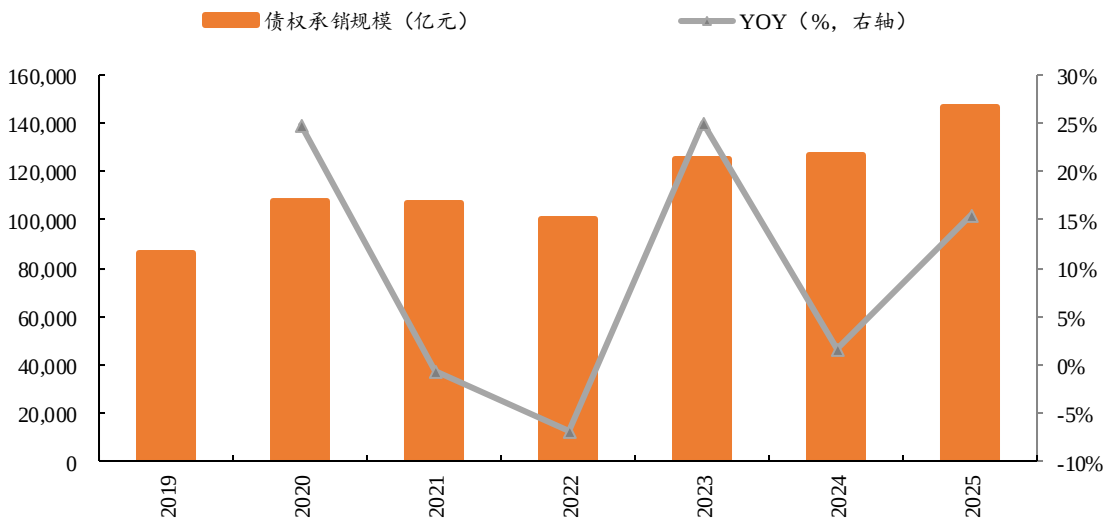
2.2 投行：一级市场回温，头部券商优势稳固

- 一级市场发行回暖，投行业务修复明显。2025年证券公司股权承销规模1.1万亿元（YoY+272.7%），其中IPO承销规模1317.7亿元（YoY+95.6%），再融资（含增发/配股/可转债/可交换债）承销金额9508.7亿元（YoY+326.2%）。债权承销规模14.7万亿元（YoY+15.5%），其中地方政府债4.3万亿元（YoY+8.7%），公司债5.7万亿元（YoY+19.9%），ABS1.9万亿元（YoY+18.4%）。
- 2025年目前已披露年报的25家上市券商投行业务净收入326.5亿元（YoY+38.3%）。

◆ 证券行业股权融资规模及增速



◆ 证券行业债权融资规模及增速



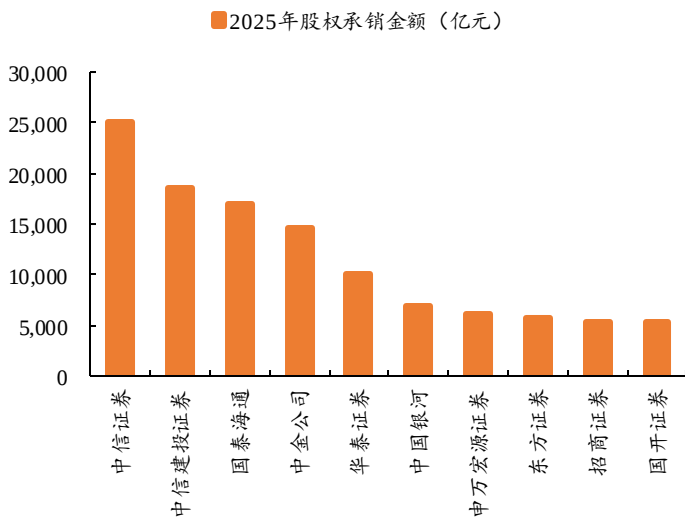
资料来源：Wind，平安证券研究所

注：公司债=公募公司债发行额+私募公司债发行额；ABS发行额=证监会主管ABS+金监总局主管ABS+交易商协会ABN

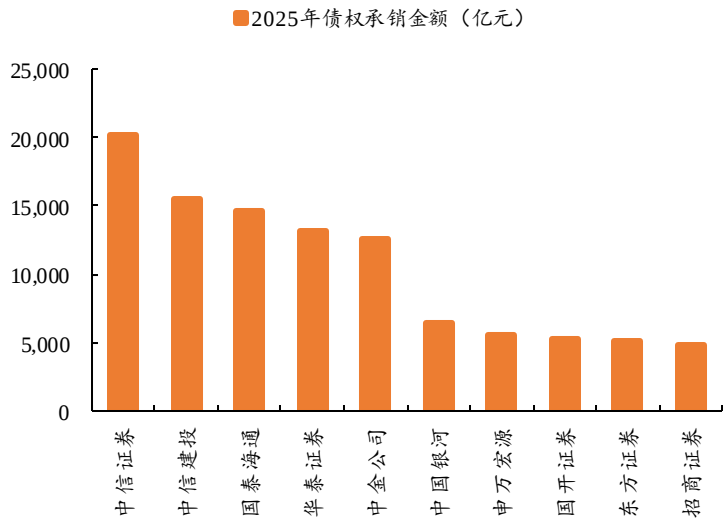
2.2 投行：高基数下收入小幅下滑，头部优势格局稳固

- 规模与收入集中度进一步提升，头部格局较为稳固。1) 规模层面，行业IPO/股权/债权承销金额前十大合计占比分别为86.0%/67.6%/70.5%。其中，中信证券、中信建投证券和国泰海通IPO金额为行业前三、IPO市场份额分别为18.2%/15.0%/14.1%；中信证券、中信建投和国泰海通债权承销金额为行业前三、债权承销额市场份额分别为11.9%/9.1%/8.6%。
- 2) 收入层面，CR5券商合计投行净收入158.1亿元（YoY+49.6%），在上市券商中占比48.4%（YoY+3.7pps）；CR10合计投行业务净收入为277.1亿元（YoY+44.7%），在上市券商中占比84.9%（YoY+3.8pps）。其中，中信证券、中金公司、国泰海通投行业务收入排名前三，红塔证券、国联民生、华安证券同比增速排名前三。

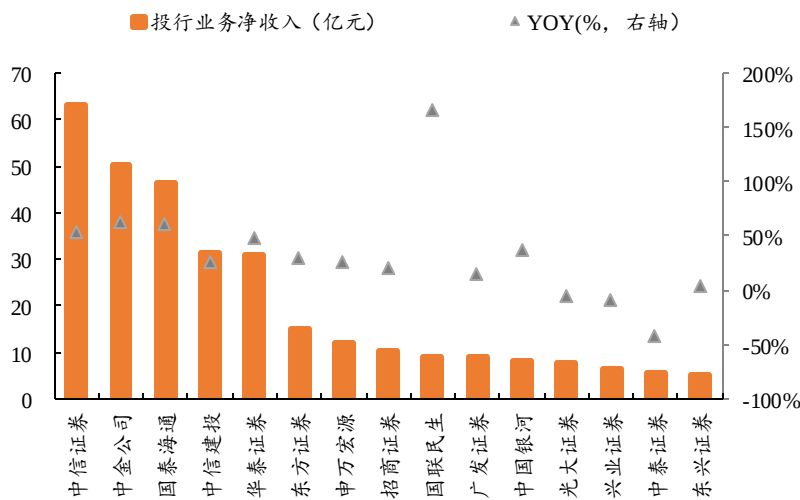
◆ 2025全行业股权承销金额（前10）



◆ 2025全行业债权承销金额（前10）



◆ 上市券商2025年投行业务净收入（前15）

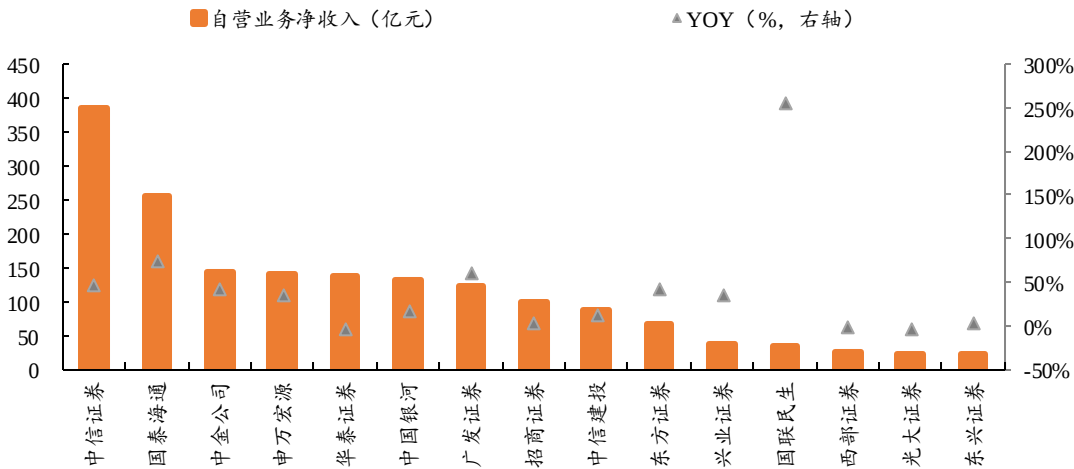


资料来源：Wind，平安证券研究所
注：市场份额=承销金额/当年度全行业承销额

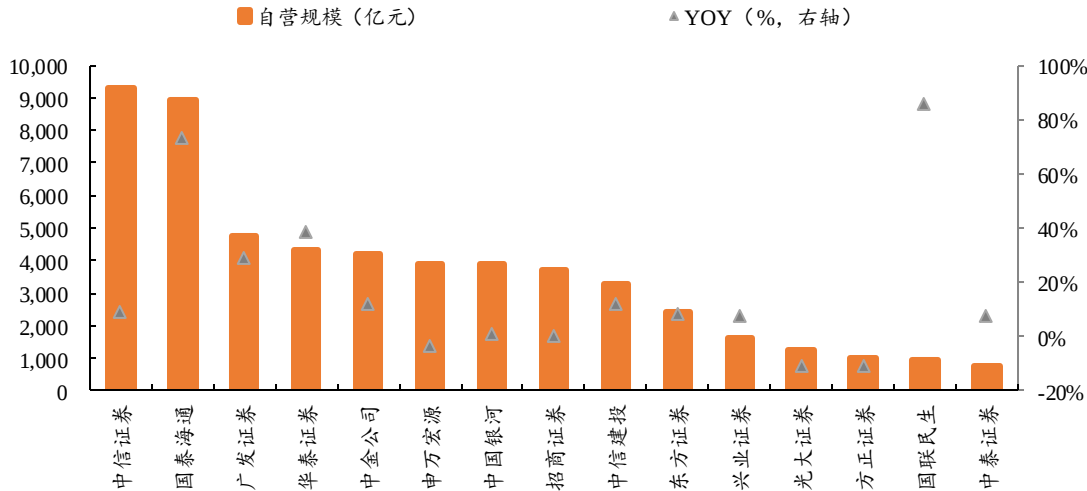
2.3 自营：权益市场回暖推动业绩提升，头部公司投资能力优势突出

- 头部券商表现良好，权益资产增配明显。2025年已披露数据的25家上市券商合计自营收入为1848.6亿元（YOY+33.3%）。CR10合计占比84.8%（YOY+0.1pps），自营规模同样持续扩张，上市券商自营规模达到5.8万亿元（YOY+16.8%）。CR10合计占比83.5%（YOY+1.4pps）。2025年末，已公布业绩的上市券商自营权益类/固收类证券及证券衍生品在净资本中的占比平均值分别为29.8%/248.7%，较24年末分别变化+7.5pps/-8.7pps。
- 个体来看，目前已披露年报的25家券商中，中信证券、国泰海通、中金公司自营收入排名前三，头部券商投资能力相对占优，以中金为例，2025年末中金场外衍生品对冲持仓的股票/股权1109.9亿元（YoY+29.8%）、在股票/股权交易性金融资产中占比88.6%（YoY+3.3pps）。

◆ 上市券商2025年自营业务收入（前15）



◆ 上市券商2025年自营规模（前15）



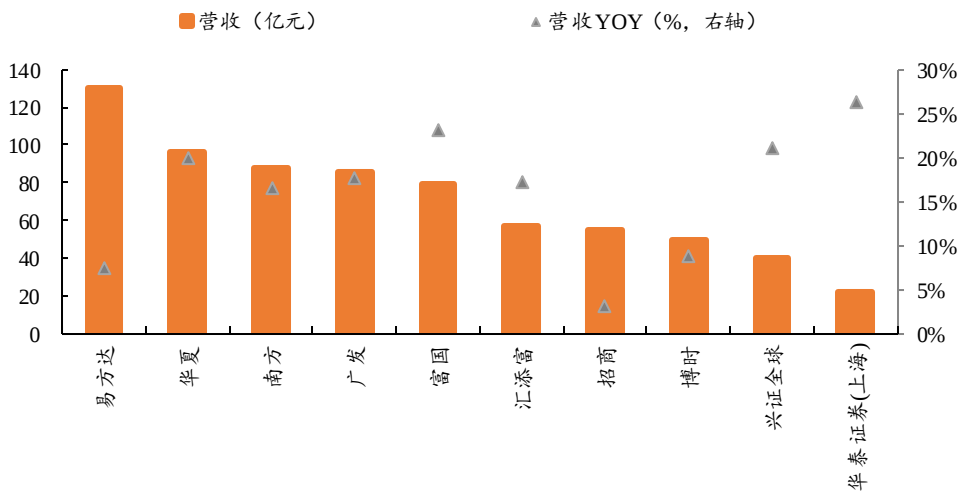
资料来源：Wind，平安证券研究所

注：自营规模=交易性金融资产+衍生金融资产-衍生金融负债+债权投资+其它债权投资+其它权益工具投资

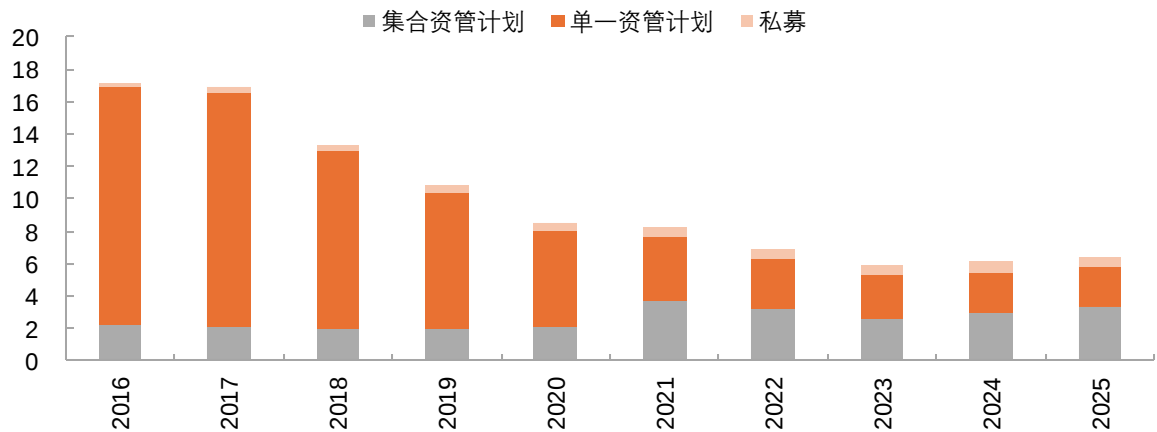
2.4 资管：规模扩张，集合资管规模占比边际下滑

- 规模稳健扩张，头部公募盈利改善。根据协会数据，截至2025年末，券商及其子公司私募资管产品合计规模亿元（YoY+5.6%），其中集合/定向规模占比分别50.9%/39.1%，分别同比+3.5pps/-3.1pps。
- 竞争格局相对稳定，中小券商增速较高。已披露年报的25家上市券商资管净收入406.3亿元（YoY+8.1%）。CR10合计收入占比84.9%；中信证券、广发证券、国泰海通资管业务收入排名前三。

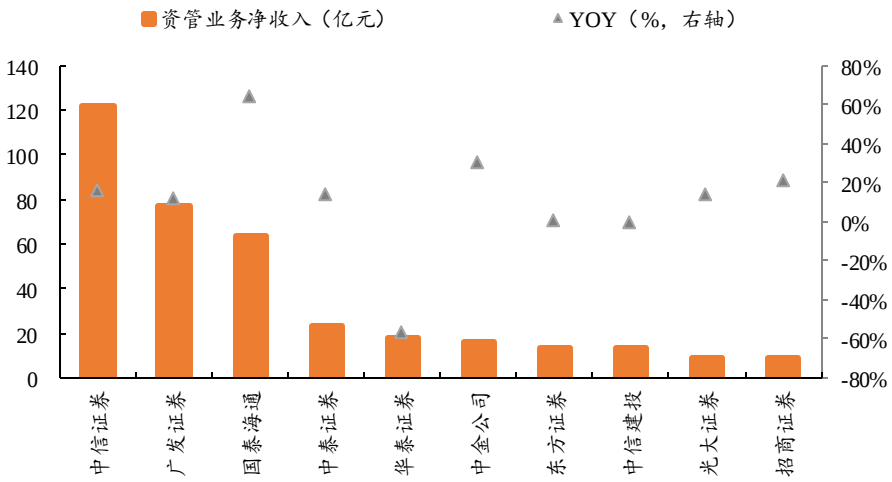
◆ 基金公司2025年营收情况（前10）



◆ 证券公司资管计划规模（单位：万亿元）



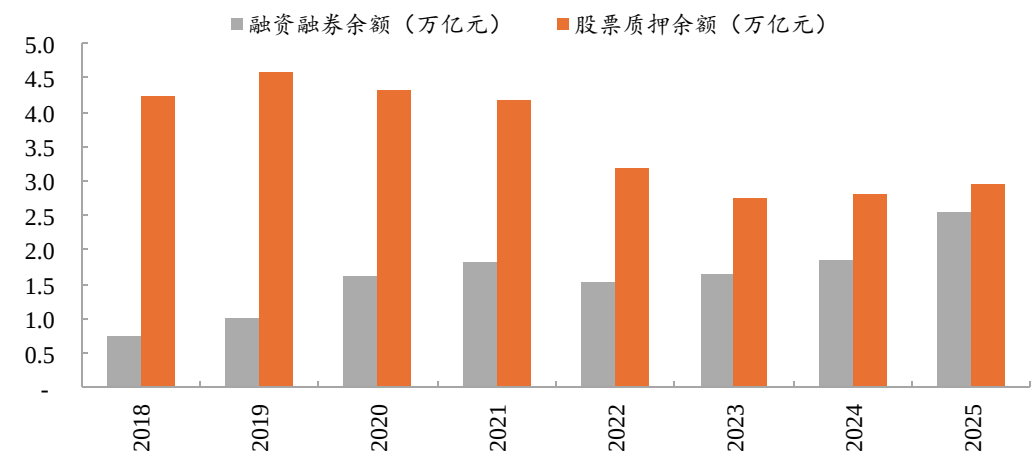
◆ 上市券商2025年资管业务净收入（前10）



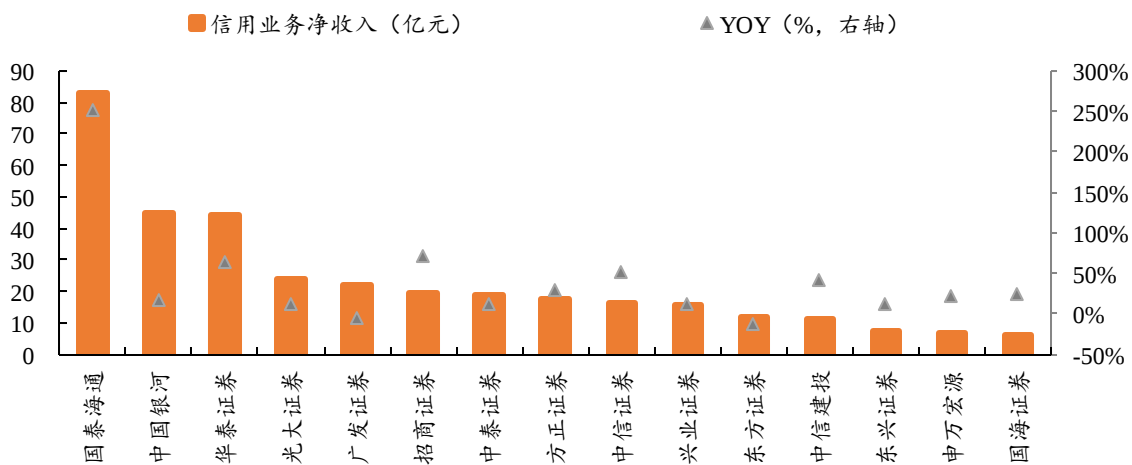
2.5 信用：两融与股质规模回暖，市场集中度进一步提升

- 市场集中度进一步抬升，信用业务发展迅速。信用业务与市场行情相关，权益市场回暖推动信用业务蓬勃发展，截至2025年末全市场两融余额、股票质押参考市值分别2.5万亿元、2.9万亿元，较年初分别变化+36.3%/+4.9%。目前已披露25家上市券商信用净收入364.3亿元（YoY+49.3%），其中，CR5合计利息净收入210.1亿元（YoY+70.2%），在上市券商中占比57.7%（YoY+7.1pps）；CR10合计利息净收入248.0亿元（YoY+68.5%），在上市券商中占比68.1%（YoY+7.8pps）。
- 个体方面，国泰海通、中国银河、华泰证券信用业务收入排名前三，国泰海通、招商证券、中原证券同比增速最高。

◆ 全市场融资余额、股票质押参考市值



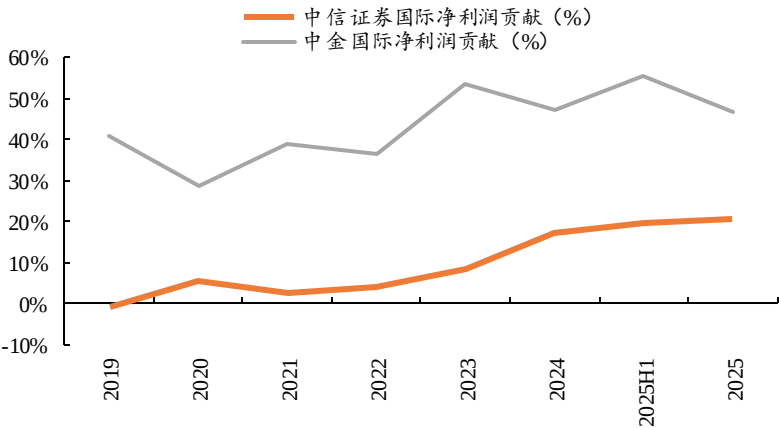
◆ 上市券商2025年信用业务净收入（前15）



2.6 国际业务：金融出海进行时，头部公司优势明显

- 国际化拓展稳步推进，净利贡献保持稳健。以头部公司为例，中信证券国际和中金国际2025年净利润分别为64.2亿元（YoY+72.2%）、45.9亿元（YoY+78.0%），对当年度净利贡献分别20.7%/46.9%，同比变化+3.56pps/-0.46pps。
- 头部券商领跑港股IPO项目。中资券商2025年度发力明显，占据2025年港股IPO项目前4位置，其中中金香港、中信里昂和华泰香港占据前三，全年IPO募资金额分别是628.0/246.2/245.0亿港元，市场份额分别是21.86%/8.57%/8.53%。

◆ 中信和中金国际国际子公司净利润贡献



◆ 港股IPO项目格局相对稳定

2025年				2024年			
排名	机构名称	IPO	首发	排名	机构名称	IPO	首发
		募集资金 (亿港元)	市场份额 (%)			募集资金 (亿港元)	市场份额 (%)
1	中金香港	628.01	21.86	1	中金香港	241.72	27.40
3	中信里昂	246.15	8.57	2	Merrill Lynch (Asia Pacific)	154.21	17.48
2	华泰香港	244.95	8.53	3	华泰香港	43.43	4.92
4	中信证券 (香港)	243.77	8.49	4	高盛 (亚洲)	36.81	4.17
5	摩根士丹利亚洲	200.03	6.96	5	中信证券 (香港)	32.38	3.67
6	Merrill Lynch (Asia Pacific)	113.91	3.97	6	招银国际	30.07	3.41
7	高盛 (亚洲)	109.29	3.80	7	中信建投 (国际)	25.64	2.91
8	中信建投 (国际)	101.66	3.54	8	中信里昂	24.28	2.75
9	J.P. Morgan Securities (Far East)	91.63	3.19	10	J.P. Morgan Securities (Far East)	22.96	2.60
10	摩根士丹利	57.46	2.00	9	花旗环球	0.49	0.06



CONTENT 目录

◎ 一、券商归母净利同比正增超四成，交投活跃助推业绩修复

- 1.1 25年全年资本市场表现优异，市场交投活跃度持续提升
- 1.2 资本市场繁荣助推业务蓬勃发展
- 1.3 行业净利集中度边际下滑，马太效应仍较为显著
- 1.4 券商持续扩表，头部券商用资效率与盈利能力均领先

◎ 二、轻重并举，乘势向上，共振复苏

- 2.1 经纪：受益于资本市场高质量发展，经纪业务回暖明显
- 2.2 投行：一级市场回温，头部券商优势稳固
- 2.3 自营：权益市场回暖推动业绩提升，头部公司投资能力优势突出
- 2.4 资管：规模扩张，集合资管规模占比边际下滑
- 2.5 信用：两融与股质规模回暖，市场集中度进一步提升
- 2.6 国际业务：金融出海进行时，头部公司优势明显

◎ 三、投资建议与风险提示

3 投资建议与风险提示

➤ **投资建议：**资本市场投融资功能不断健全完善，内在稳定性明显增强，预计证券行业2026年业绩将在2025年高基数上保持稳健增长。受益于市场交投持续活跃、投行项目储备释放带来的业务回暖以及自营业务转型，配置结构优化下的稳健收益，行业基本面表现出较强韧性。当前证券（II）板块静态PB仅为1.22x，位于近10年18%分位的底部区间，安全边际较为充分。头部机构凭借综合服务能力强、业务结构均衡以及在增量跨境业务方面的比较优势，在资本市场高质量发展进程中将更为受益，建议关注中信证券、中金公司、国泰海通和华泰证券。



资料来源：Wind，平安证券研究所

3 风险提示

➤ 风险提示：

- 1、权益市场大幅波动，影响市场交投活跃度及投资收益，进而影响证券行业整体业绩表现。
- 2、投资者风险偏好降低，交投活跃度或将下滑，拖累市场景气度。
- 3、宏观经济下行影响市场基本面及货币政策，增加市场不确定性。
- 4、资本市场改革不及预期，金融对外开放等改革措施推进放缓，资本市场政策红利低于预期。

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）
- 推 荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）
- 中 性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）
- 回 避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）
- 中 性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2026版权所有。保留一切权利。