



证券行业 2026 中期投资展望：利润逐步兑现，估值修复可期

2026 年 6 月 30 日

看好/维持

非银行金融

行业报告

分析师

刘嘉玮 电话：010-66554043 邮箱：liujw_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519050001

投资摘要：

上半年国内资本市场表现高度分化，证券板块小幅下跌。年初以来内外部环境仍较为复杂，全球地缘事件频发且愈发激烈，整体影响的深度和广度存在较大不确定性。国内权益市场波动亦加剧，板块间表现分化较为显著。截至 2026 年 6 月 26 日，上证综指、上证 50、沪深 300 和申万二级证券指数年内涨幅分别为 1.47%、-4.10%、5.15%和-9.24%，证券板块表现全面跑输市场核心宽基指数。年内上涨下跌个股比为 7:43，下跌个股远多于上涨个股，首尾涨幅相差超过 110 个百分点。

展望下半年，更加纷繁错杂的国内外宏观环境大概率仍将对国内资本市场产生持续性影响，其中利率、汇率、流动性的影响首当其冲。在全球从降息周期到加息周期的拐点隐现，以及国内通胀升温的背景下，国内利率继续向下的空间或较为有限；汇率方面，美国加息预期显著上升，美元趋势性走强或令人民币持续升值的基础产生动摇；流动性方面，地缘风险持续高企，逆全球化趋势加剧，供给型通胀若推动全球全面开启加息周期，流动性波动加剧或将成为大概率事件。2026 年下半年的证券行业政策或将更具针对性，更有力度，随着资本市场表现持续向好，业务创收效率有望成为行业政策发力点，证券行业有望借此实现业绩的连续改善和估值修复。

年初以来沪深京三市日均交易额同比显著上升。两融余额则呈现出更加稳健的增长态势，并一举突破 3 万亿大关。伴随各类利好政策的持续释放和双创行情的持续演绎，投资者风险偏好逐步改善，在杠杆的使用上也更加积极。同时，在国内存款利率持续下行、房地产市场进入调整周期的大背景下，监管层和各类中介机构的持续性投资者教育工作成效逐步显现，配合权益市场企稳向好的示范效应，居民大类资产配置向权益市场转移或将成为中长期确定性趋势，带动券商财富管理业务按下发展加速键。

我们看到，2026 年以来监管层对科技成长企业给予更多的融资政策支持，从降低上市门槛，到优化上市标准，再到加快审批节奏，简化上市流程，均有效活跃了一级市场，IPO 规模显著增加、定增规模保持高位。业务规模的增加拉动了券商相关业务的收入快速增长，成长性企业上市融资已成为券商投行的兵家必争之地。同时，“9.24”以来权益市场表现企稳向好，投资者信心持续增强，企业的融资意愿显著提升，“资本市场—上市公司—投资者”的正循环和正反馈正在形成，这也是一级市场日趋活跃的重要因素。我们认为，随着政策的持续支持和权益市场的不断向好，对投行业务 2026 年下半年和全年的规模增量仍可保持较高预期，市场对于一级市场融资的反馈也有望更加积极正面，且在资本市场相关制度不断完善、“募投管退”更加顺畅后一二级市场联动有望进一步加强。

在当前券商业务结构变化的大趋势下，不断上升的规模意味着自营投资的稳定性和可持续增长能力成为决定投资业绩乃至券商整体业绩的关键因素。我们认为，虽然自营投资已成为证券公司盈利能力提升和超越可比同行的关键突破口，但面对股债市场的剧烈波动，自营业务盲目扩量并不可取，投研团队和制度、机制能否承载规模增长成为关键因素。在券商加快布局自营投资业务的当下，投资收益增长的稳定性是业务能力优劣的重要考量，需要实现高 beta 和稳定性的动态平衡。2026 年下半年，资本市场在内外部多因素共同影响下，高波动仍较难避免，自营资产配置结构更为均衡、配置能力强、风控体系相对健全，同时有能力深耕场外衍生品市场、拥有诸多风险对冲手段的部分头部券商在大类资产配置层面有相对更大的调整空间，投资业绩仍具备较高增长确定性。

投资策略：我们认为，在宏观环境的不确定性之下，下半年或有更多的政策红包可以期待，政策力度将很大程度决定行业业绩和估值修复的高度。如果权益市场能继续维持在上升通道，券商业务创新、杠杆提升等积极变化均有望“从期待变为现实”。从估值角度看，虽然“9.24”后证券行业估值得到显著修复，但 2025 年以来行业估值未发生显著变化，当前估值仅 1.32 倍 PB，在历史（10 年）估值中处于 21.41%分位，向上弹性远大于向下空间。

此外，在明确监管导向下，2024 年以来证券行业内整合频率、力度均有所提升，周期亦在持续缩短，该趋势有望在未来一段时期内延续。其中，自上而下推动或将成为主导力量，但受提升/维持行业市占率的目标驱动，主动寻求整合的券商和相关并购行动或将日益增加。

综上，2026 年下半年我们继续看好行业内头部机构在中长期创新发展模式下的投资机会，当前具备较高投资价值的标的仍集中于估值仍在低位的价值个股。重申需要重视证券 ETF 的投资价值，参考海外经验，在市场有效性提升过程中，市场偏好或向指数投资持续倾斜。

风险提示：宏观经济下行风险、政策风险、市场风险、流动性风险。

目 录

1. 行情回顾：先抑后扬，证券板块小幅跑输上证指数	4
1.1 年内权益市场表现剧烈分化，证券板块小幅下跌	4
1.2 板块涨少跌多，五只个股收获双位数涨幅	4
2. 上半年监管层面以制度优化为主，政策资源适度向科技成长板块倾斜	5
2.1 明确衍生品监管细则，降低市场无序波动	5
2.2 公募基金业绩比较基准指引落地，降低基金投资偏移度	6
2.3 加强短线交易监管，更好保护投资者权益	6
2.4 整治非法跨境证券期货基金经营活动，引导投资者合法合规开展投资	7
2.5 陆家嘴论坛推出一揽子改革举措，证券行业直接受益	7
3. 大财富：市场交易日趋活跃，券商财富管理收入放量基础夯实	8
3.1 交易额显著增长，两融余额屡创新高	8
3.2 居民大类资产配置结构调整进行中，资本市场有望持续承接增量资金	10
3.3 公募基金进入快速发展期，证券公司获得确定性利润增长点	10
3.4 ETF 投资仍是券商发力财富管理必争之地，券结模式提供增长加速器	11
4. 大投行：受益于国家对科技创新的大力支持，业务规模持续增长	11
5. 大自营：市场剧烈波动中，提升资产配置能力和风控能力的重要性凸显	13
6. 投资建议：下半年或将继续呈现一二级市场活跃，二级市场行情高度分化的格局，券商间业绩差异或将进一步拉大	13
7. 风险提示	14
相关报告汇总	16

插图目录

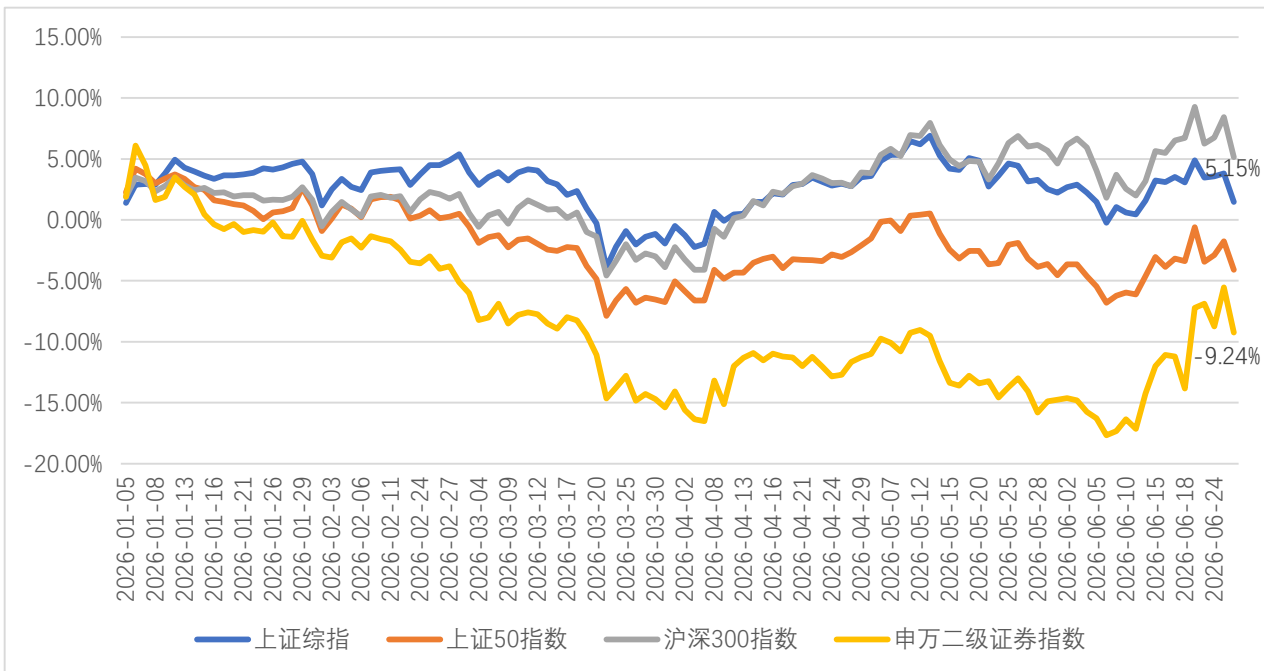
图 1： 2026 年初至 6 月 26 日申万二级证券指数和上证综指、上证 50 及沪深 300 表现比较	4
图 2： 证券板块个股截至 20260626 的涨跌幅情况 (%)	5
图 3： 2025 年以来市场日均成交额（月度统计）（亿元）	8
图 4： 2025 年以来（截至 20260629）（日度统计）沪深京三市两融余额情况（亿元）	9
图 5： 2025 年初以来（截至 20260629）股权融资月度数据（首发上市日口径）（亿元）	12
图 6： 2025 年初以来（截至 20260629）IPO 月度数据（首发上市日口径）（亿元）	12
图 7： 2025 年初以来（截至 20260629）定增月度数据（首发上市日口径）（亿元）	12
图 8： 2016 年中以来申万二级证券板块估值趋势	14

1. 行情回顾：先抑后扬，证券板块小幅跑输上证指数

1.1 年内权益市场表现剧烈分化，证券板块小幅下跌

上半年国内资本市场表现高度分化，证券板块小幅下跌。年初以来内外部环境仍较为复杂，全球地缘事件频发且愈发激烈，整体影响的深度和广度存在较大不确定性。国内权益市场波动亦加剧，板块间表现分化较为显著。截至 2026 年 6 月 26 日，创业板指数、科创 50 指数与沪深 300 指数的收益率差分别超过 25 和 46 个百分点，资金分流情况下证券等顺周期行业亦有所承压。从政策层面看，证券行业直接受益于创业板和科创板改革，间接受益于国家对科技创新的大力支持，投行、直投业务持续享受政策红利。但投资层面业绩的不确定性对板块估值产生一定压制。整体上看，截至 2026 年 6 月 26 日，上证综指、上证 50、沪深 300 和申万二级证券指数年内涨幅分别为 1.47%、-4.10%、5.15%和-9.24%，证券板块表现全面跑输市场核心宽基指数。

图1：2026年初至6月26日申万二级证券指数和上证综指、上证50及沪深300表现比较

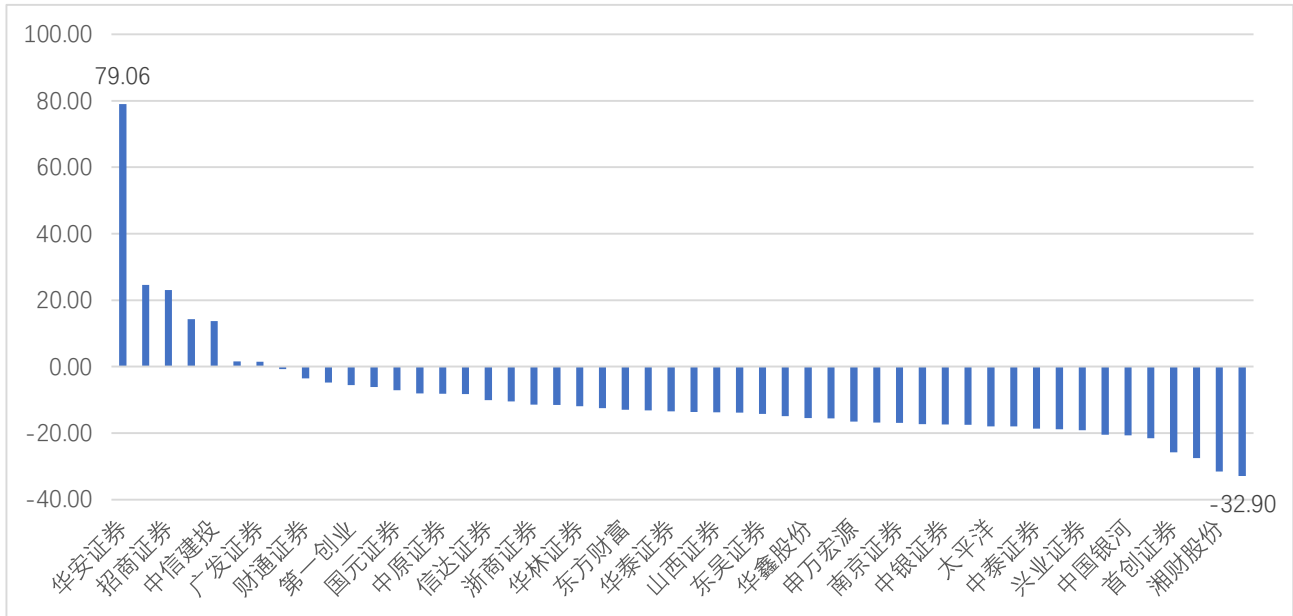


资料来源：同花顺、东兴证券研究所

1.2 板块涨少跌多，五个个股收获双位数涨幅

年初以来，申万证券板块个股表现分化巨大，首尾涨幅相差超过 110 个百分点。截至 2026 年 6 月 26 日，证券板块年内上涨下跌个数比为 7:43，下跌个股远多于上涨个股，但亦有表现优异的个股，首尾涨幅相差超过 110 个百分点。涨幅前三位分别为华安证券（79.06%）、长江证券（24.61%）、招商证券（23.08%）；跌幅前三位分别为国盛证券（-32.90%）、湘财股份（-31.56%）、锦龙股份（-27.54%）。上涨前两位标的的优异表现分别与其参投存储龙头长鑫存储、长江存储有一定关系，体现出陪伴科创企业成长对券商投资业绩和估值的重要性。整体上看，并购重组和参投科创龙头标的的数量和质量仍是当前证券行业最受市场关注的基本面变量，具备业绩高增长确定性的标的估值修复机会有望更加明确。

图2：证券板块个股截至 20260626 的涨跌幅情况（%）



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

2. 上半年监管层面以制度优化为主，政策资源适度向科技成长板块倾斜

作为连接投资者、资本市场和实体经济的重要桥梁，证券公司业绩的外生因素颇多，各项业务均受到宏观经济环境、政策、流动性和市场行情的影响。2026 年上半年，监管政策仍延续 2025 年以来的“抓大放小”基调，对大方向（鼓励科技创新、优化市场环境、保护投资者权益）精准把控，而对证券行业自身业务层面的细化政策相对较少。

从细节看，证券行业相关政策主要集中于一级市场和公募基金层面。一级市场政策体现在进一步优化 IPO、并购重组业务流程（更好支持科技创新企业做大做强&上市融资）；交易相关政策包括制定衍生品和短线交易的监管细则；公募基金政策则体现在制定业绩比较基准。此外，对非法跨境证券活动的整治也提上监管日程。

展望下半年，更加纷繁错杂的国内外宏观环境大概率仍将对国内资本市场产生持续性影响，其中利率、汇率、流动性的影响首当其冲。在全球从降息周期到加息周期的拐点隐现，国内通胀升温的背景下，国内利率继续向下的空间或较为有限；汇率方面，美国加息预期显著上升，美元趋势性走强或令人民币持续升值的基础产生动摇；流动性方面，地缘风险持续高企，逆全球化趋势加剧，供给型通胀若推动全球全面开启加息周期，流动性波动加剧或将成为大概率事件。

我们认为，面对不确定性，国内政策大概率仍将以稳为主，稳中有进，下半年宏观政策或将继续围绕推动科技创新这一战略主基调展开。对于证券行业自身而言，我们认为，优化资本市场环境、规范各类参与主体行为仍是未来一段时期的监管主线。2026 年下半年的证券行业政策或将更具针对性，更有力度，随着资本市场表现持续向好，业务创新、提升资本利用效率有望成为行业政策发力点，证券行业有望借此实现业绩的连续改善和估值修复。

2.1 明确衍生品监管细则，降低市场无序波动

2026 年 1 月，证监会就《衍生品交易监督管理办法（试行）（征求意见稿）》公开征求意见。主要内容包括：1.明确办法的适用范围；2.明确衍生品市场管理风险、配置资源、服务实体经济的功能定位，以及参与衍生品交易活动的基本原则；3.明确衍生品合约的开发条件及程序；4.明确各类衍生品合约的基本交易规则；5.明确履约保障制度；6.明确交易者适当性标准；7.加强衍生品监测监控与跨市场监管；8.明确衍生品交易禁止性与限制性要求；9.加强衍生品经营机构监管；10.加强衍生品交易场所、衍生品结算机构、衍生品交易报告库等衍生品市场基础设施监管；11.明确监督管理和法律责任。

衍生品作为以标准化证券资产为底层标的的金融产品，通过多种金融工具的加入，丰富了广大投资者的投资选择。但与此同时，随着产品结构日益复杂化，衍生品的风险愈发难以标准化和量化，风险可控性下降，从一定程度上加剧了相关市场的波动。我们认为，《意见稿》的推出，从明确衍生品的开发条件，到明确制度安排，到明确投资者参与门槛，再到明确持续监督机制，实现了衍生品的监管闭环，有助于降低涉及衍生品违法违规行为的发生频率及潜在影响，进而降低市场波动，维护市场平稳运行，有助于保护投资者权益这一监管核心关切能落到实处。

2.2 公募基金业绩比较基准指引落地，降低基金投资偏移度

2026 年 1 月，为落实《推动公募基金高质量发展行动方案》，保护投资者合法权益，证监会制定了《公开募集证券投资基金业绩比较基准指引》，自 2026 年 3 月 1 日起施行。

《指引》主要内容包括：1.突出业绩比较基准的表征作用，明确业绩比较基准应当与基金合同约定的核心要素和产品投资风格相匹配，一经选定不得随意变更；2.强化基金管理人的内部控制和管理，加强对基金经理、基金产品投资风格稳定性的持续管理；3.加强对业绩比较基准的外部约束，明确基金托管人的监督职责，规范基金销售机构、基金评价机构对业绩比较基准的展示、运用等行为，要求基金管理人、基金销售机构做好投资者教育等工作；4.证监会及其派出机构对公募基金相关参与主体进行严格监管。

我们看到，近年来权益市场各行业表现分化显著扩大，部分行业基金大幅跑赢全市场基准，而大幅跑输的基金亦比比皆是。在基金公司内部严格考核机制下，专注于某些短期表现落后行业或赛道的基金存在动力去调整投资标的以获得更高潜在投资回报，但这就造成了两方面风险：1.基金投资的道德风险，由于某些投资人并无特定行业的投资经验，但出于业绩/排名追赶的考量而仓促开展投资，或将催生巨大的潜在投资风险，而最终损失主要由相关产品的投资者承担；2.由于相关基金风格偏移，让有明确投资方向的投资者面临选择偏离自身主观倾向的可能性，给投资者带来困扰甚至无法量化的投资损失的可能性。

《指引》的发布，通过确定业绩比较标准，从源头降低相关投资人的考核风险，让投资人可以专注于自身能力圈，深耕相关上市标的，进而获得更高的潜在收益；对于投资者而言，基金投资偏移度的下降有助于自身投资目标的实现，而非受投资人频繁偏移投资方向而造成自身被动调整仓位，令投资者降低相关交易成本和潜在投资损失，有助于保护投资者权益，提升投资者信心和获得感，进而推动公募基金投资的长期化和价值化。

2.3 加强短线交易监管，更好保护投资者权益

2026 年 3 月，为落实《证券法》规定的短线交易监管制度，便于中长期资金入市，证监会制定发布《关于短线交易监管的若干规定》，自 2026 年 4 月 7 日起施行。

《规定》在系统梳理境内外立法、司法和监管实践的基础上，回应市场关切，进一步明确了大股东、董监高短线交易有关监管安排。主要内容包括：1.明确适用主体和券种范围，规定买入卖出时均具备大股东、董监

高身份和买入时不具备但卖出时具备的，需遵守短线交易制度。规定“其他具有股权性质的证券”包括存托凭证、可交债、可转债等，细化明确监管要求；2.明确持股和交易时点的认定计算标准。规定买卖时点为证券过户登记日，大股东持股比例按同一上市、挂牌公司在境内外已发行股份合并计算，境外投资者不同渠道持有的证券数量合并计算等，与有关规定做好衔接；3.明确豁免适用情形，同时规定相关情形如涉及利用信息优势等谋取非法利益的，不予豁免；4.对由专业机构管理、按照产品或组合单独开立证券账户的情形，按产品或组合的一码通账户单独计算持股，以便利交易，促进对外开放和中长期资金入市。

从上市公司股东和董监高层面降低短线交易对市场的短期冲击，提升交易的公平性，是监管层长期以来的重要政策着力点，《规定》在交易标的、交易时点和交易参与者层面做出进一步明确和细化，是保护投资者权益，提升投资者获得感的重要举措，有助于改善资本市场的交易环境，吸引资本市场对国内外价值投资者的吸引力，推动中长期价值投资资金的持续流入。

2.4 整治非法跨境证券期货基金经营活动，引导投资者合法合规开展投资

2026年5月，为进一步防范和打击非法跨境证券期货基金经营活动，维护金融市场秩序和投资者合法权益，中国证监会、工业和信息化部、公安部、中国人民银行、市场监管总局、金融监管总局、国家网信办、国家外汇局等八部门联合印发《综合整治非法跨境证券期货基金经营活动实施意见》要求为经过2年集中整治，全面取缔境外证券期货基金经营机构非法跨境经营活动，实现“坚决取缔非法、稳妥清理存量”的整治目标。

上述目标可拆解为三点：1.整治对象包括非法跨境经营证券期货基金业务的境外机构、协助境外机构非法跨境经营的境内关联或合作主体、招揽境内投资者的非法中介、违法违规发布信息的互联网平台及网络自媒体等。对境外机构非法跨境经营活动依法予以取缔，对相关主体违反外汇管理、反洗钱、网络安全和信息管理、个人信息保护等法律法规规定的行为，一并纳入整治范围；2.取缔非法跨境经营活动的措施为禁止境外机构在境内开展证券期货基金业务相关营销招揽活动、提供相关开户、处理交易指令、资金划转等交易服务。禁止境内相关主体协助境外机构违法开展营销、交易服务，以及为其提供网站、交易软件开发运营、客户服务等；3.清理非法存量业务的措施为设置2年集中整治期，集中整治期内，禁止境外机构为存量投资者在境内非法提供买入交易、转入资金等服务，只允许单向卖出交易并转出资金。集中整治期满后，境外机构全面关停境内网站、交易软件及配套服务，禁止为存量投资者在境内非法提供交易等服务。

近年来，非法跨境证券投资行为屡禁不绝，加大了跨境资本流动管理的难度，亦对投资者的资产安全产生了负面影响。《方案》的实施有利于将相关跨境资金重新纳入监管范围，提升央行、外管局、证监会等监管机构对相关资金的管控，防止无序跨境资本流动的发生。同时，设定2年的整治期有助于相关投资合理有序退出，降低交易风险，保护投资者权益。此外，相关资金回流国内市场有利于改善境内流动性，进一步丰富境内资本市场资金来源，助力市场平稳健康发展。

2.5 陆家嘴论坛推出一揽子改革举措，证券行业直接受益

2026年6月，证监会吴清主席在陆家嘴论坛上就资本市场改革的成果和未来展望做主旨演讲，为未来资本市场改革重点和具体措施指明方向。

重点包括：1.持续深化“两创板”改革。创业板方面，加大对新型消费和现代服务业的支持力度，更好服务成长型创新创业企业发展；科创板方面，一是扩大第五套标准适用范围至人工智能领域，积极支持优质人工智能大模型企业上市。二是落实发展未来产业战略部署，支持量子科技、生物制造、具身智能等更多领域“硬科技”企业在科创板上市。2.大力支持上市公司并购及再融资。一是进一步激发并购重组活力。用好用足并

购重组快速审核机制，降低交易成本，支持上市公司持续成长。二是深化再融资改革。加快推出储架发行等机制，进一步提升灵活性和便利度。三是支持符合条件的港股上市公司境内上市。3.加快培育壮大耐心资本。积极拓宽资金来源，支持国资基金与社会资本优势互补，引导养老金、保险资金等加大股权投资力度，促进进一步畅通“募投管退”循环。4.进一步丰富投资产品和工具。一是支持在沪深交易所推出主动 ETF。二是推出商业不动产 REITs 试点。三是推出支持中小基金公司规范健康发展一揽子措施。5.持续提升监管效能和适应性。

从跨境治理角度：1.着力提升开放制度的吸引力和竞争力。加快研究推进人民币外汇期货试点。同时，落实落细合格境外投资者制度优化方案。此外，积极支持外资在华新设独资或合资证券投资基金期货机构。2.着力提升跨境监管协作力度，进一步推动健全跨境监管协调机制。3.着力提升深入参与全球金融治理改革能力。

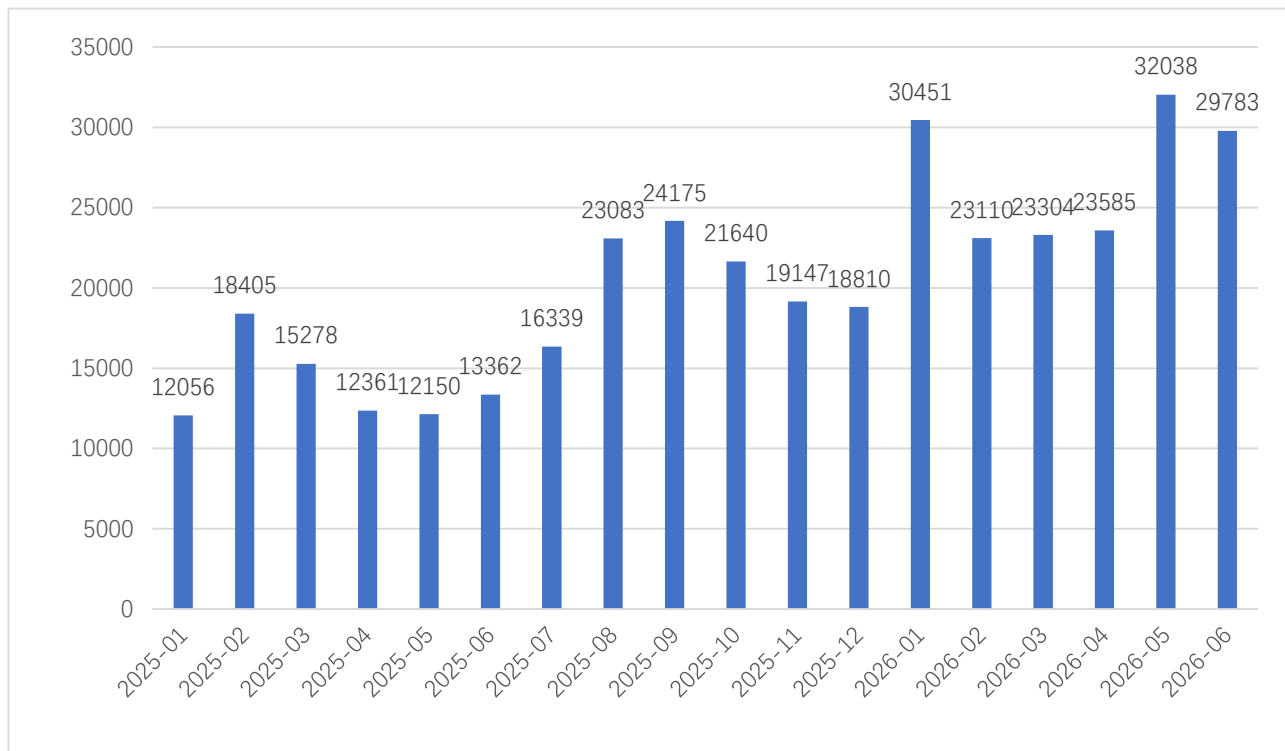
我们看到，近年来监管层对科技创新的支持力度持续加大，政策也更加细化，特别是针对创业板、科创板的制度创新主要针对科创企业 IPO、再融资、发债等资本补充行为。更为丰富、便捷的一级市场融资手段有利于科创企业降低融资成本，加快融资节奏，用更短的时间做大做强。对于证券行业而言，一级市场的不断扩容持续提升投行业务规模，而从早期即通过跟投的方式参与科创企业成长，券商在更顺畅的“募投管退”流程中亦有望加快兑现直投收益，收获更为可观的一二级市场双重回报。

3. 大财富：市场交易日趋活跃，券商财富管理收入放量基础夯实

3.1 交易额显著增长，两融余额屡创新高

年初以来沪深京三市日均交易额同比显著上升。2026 年年初以来，市场交易额呈现出波动中快速上升的态势。1 月，沪深京三市日均交易额即快速上升至 3 万亿上方（3.05 万亿），2 月因节日因素回落至 2.31 万亿，并在 3 月和 4 月稳步抬升。进入 5 月，受科技板块行情影响，市场交易快速放量，日均成交额升至 3.2 万亿，进入 6 月（截至 6 月 29 日）虽有所回落，但仍保持在 3 万亿左右（2.98 万亿）。综合来看，1-6 月，沪深京三市日均交易额达到 2.71 万亿，较 2025 年（1.73 万亿）增长超过 56.65%。市场交易额实现快速上升且稳定在 3 万亿的新平台，为财富管理业务拓展和客户需求开发创造了有利条件，夯实了行业大力发展财富管理业务的客户和交易基础。

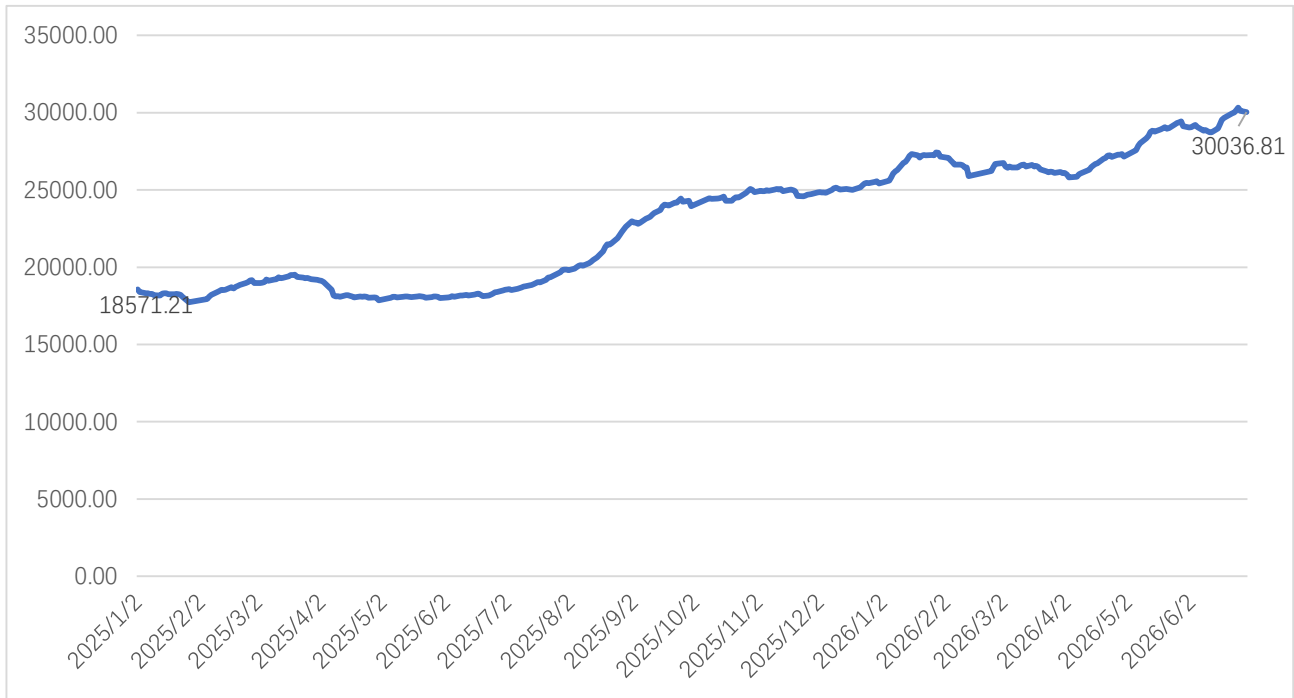
图3：2025 年以来市场日均成交额（月度统计）（亿元）



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

相比于交易额增长的波动性，市场交易活跃度的另一项核心指标——两融余额于 2026 年内呈现出更加稳健的增长态势，并一举突破 3 万亿大关。伴随各类利好政策的持续释放和双创行情的持续演绎，投资者风险偏好逐步改善，在杠杆的使用上也更加积极。年内，沪深京三市两融余额仅在春节前后有所回落，之后呈现逐级抬升趋势并屡创新高，并于 6 月一举升至 3 万亿上方，截至 20260629，沪深京三市两融余额达到 3.0037 万亿，较 2026 年初的 2.56 万亿增加 0.44 万亿，较 2025 年初的 1.86 万亿增加逾 1.1 万亿。杠杆资金由于自身高成本属性，其日趋活跃较常规资金更能体现出投资者对资本市场的正面评价和乐观预期，余额增加对场内投资者信心的提振作用更强，有助于推动场内“乐观循环”的形成，进而带动大财富管理业务规模的持续提升。

图4：2025 年以来（截至 20260629）（日度统计）沪深京三市两融余额情况（亿元）



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

3.2 居民大类资产配置结构调整进行中，资本市场有望持续承接增量资金

佣金市场化导致业务高度竞争，经纪业务综合佣金率持续保持低位，财富管理转型仍是当前经纪业务的核心突破口和重要发力点。2024 年“9.24”以来，监管层在激发资本市场活力，优化资本市场环境方面给予保护投资者权益、让利投资者等方面很高的政策权重，通过公募基金降费等方式直接或间接推动券商经纪业务总体费用下降。与此同时，佣金市场化趋势持续，证券行业内外部高度竞争，传统经纪业务作为低附加值业务成为价格战的主战场，虽然近年降幅有所放缓，但佣金率下降态势未改，短期内难以看到拐点出现的必然性。在此背景下，券商加快发展高附加值财富管理业务的重要性得到进一步提升。我们认为，当前财富管理转型仍是券商深度挖掘客户价值，加强各业务板块间协同，提升佣金业务附加值的关键突破口。

居民大类资产配置结构调整，放大券商财富管理业务空间。在我国整体规划中，推动经济总量和城乡居民人均收入迈上新台阶是事关民生福祉的重点任务。随着我国经济进入高质量发展阶段，可以预见，未来一段时期居民可支配收入仍将平稳较快增长，居民可投资资产的持续积累、投资结构的加速迭代和投资理念的不断变化将进一步打开国内财富管理业务空间。此外，我国居民的证券市场参与度逐渐提升，不断增强的投资意识和持续革新的投资理念有望进一步提升其对券商财富管理和资产管理的认可度。我们认为，在国内存款利率低位运行、房地产市场进入调整周期的大背景下，监管层和各类中介机构的持续性投资者教育工作成效逐步显现，配合权益市场企稳向好的示范效应，居民大类资产配置向权益市场转移或将成为中长期确定性趋势，带动券商财富管理业务按下发展加速键。

3.3 公募基金进入快速发展期，证券公司获得确定性利润增长点

控、参股公募基金为券商财富管理转型提供有力抓手、贡献可观业绩。在资管新规要求下，市场各类资管机构实现同台竞技，这要求券商资管持续快速提升主动管理能力。扩大募集资金范围、大力发展集合类产品、顺应监管趋势推动大集合产品公募化改造、深度参与公募市场是应对业务转型的必要举措，也是证券公司财富管理转型产品线建设的重要抓手。控股公募基金公司为券商大财富管理条线提供丰富产品支持，是券商综

合竞争实力的体现。其中，头部券商如中信证券、广发证券、国泰海通证券等，在控股优质公募基金管理平台收获投资收益的同时，极大丰富了自身财富管理业务的产品供给，不断与先进投资理念接轨，提升投资能力，业务综合实力获得市场认可。同时，控参股公募平台也有望在公募基金成为行业风口、流量入口之际，充分发挥其品牌力和市场影响力，提升相关券商的市场认可度和客户美誉度，有望反哺券商，贡献重要的客户导流渠道。

3.4 ETF 投资仍是券商发力财富管理必争之地，券结模式提供增长加速器

近年来中央汇金等国资机构在稳定资本市场时大多采用买入宽基 ETF 的方式进行操作，特别是沪深 300、中证 A500 等 ETF 成为重点投资对象，直接或间接推动宽基 ETF 投资关注度的提升。而随着“00 后”甚至“05 后”新基民的持续入场，大量缺乏经验的投资者将投资宽基 ETF 作为投资入门的重要途径，这样就进一步推升了 ETF 的需求。相较之下，ETF 投资对大类资产配置能力有一定要求，但对筛选个股的要求相对有限，这样就降低了券商权益投顾的门槛；同时，券商在 ETF 结算方面有其独特优势，有能力推动券结基金规模的快速提升，公募基金与券商在 ETF 设立及结算方面有较强的合作意愿。我们认为，随着各类 ETF 的市场关注度持续提升，配合一定的投资收益比较优势，叠加政策和相关中介机构的有效引导，有望带动 ETF 增量规模保持在较高水平。这样券商在财富管理和买方投顾方面将把 ETF 作为重点发力点，而 ETF 也将成为权益及固收投资拼图的重要组成部分，为券商在券结基金领域实现规模的快速提升打下坚实基础，手续费收入也有望实现较快增长。

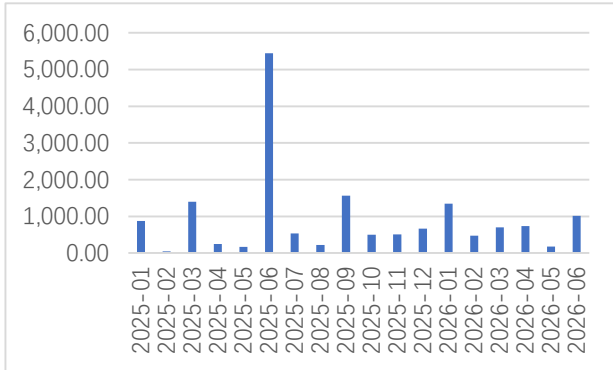
综上，从券商业务发展角度来看，财富管理转型的力度和广度将是券商的核心关注点之一，其在未来一段时期仍将是兼具发展确定性和弹性的成长性券商业务板块。同时我们认为，未来财富管理板块亦将是券商重要的业务创新方向之一，需要政策层面的进一步支持和放开。站在当前时点，在推进财富管理转型过程中，券商的代销金融产品体系建设不断完善，同时业务重心正努力迈向“重投顾”等高附加值、体现券商权益类、固定收益类产品投顾能力优势的方向迈进，转型正在逐步走向深化。预计随着业务重心的不断转移，财富管理大逻辑将向中长期演进，面对行业内日趋激烈的竞争态势，拥有丰富机构客户资源和较强产品投顾和配置能力的券商头部财富管理平台有望继续发挥投顾能力整体优势，实现财富管理业务收入和业绩占比的进一步提升。

4. 大投行：受益于国家对科技创新的大力支持，业务规模持续增长

2024 年“9.24”以来，监管层对科技创新企业的融资支持大幅增加，在承销、并购重组等业务领域为相关企业提供政策和制度便利。我们看到，监管层对科技成长企业的支持具备高度的持续性和确定性，从降低上市门槛，到设置科创成长层，到优化上市规则，再到加快审批节奏、简化上市流程，均有效活跃了一级市场，IPO、定增等业务的规模显著增加。业务规模的增加拉动了券商相关业务的收入快速增长，成长性企业上市融资已成为券商投行的兵家必争之地和核心业绩增量来源。同时，“9.24”以来权益市场表现企稳向好，投资者信心持续增强，企业的融资意愿显著提升，“资本市场—上市公司—投资者”的正循环和正反馈正在加快形成，这也是一级市场日趋活跃的重要因素。

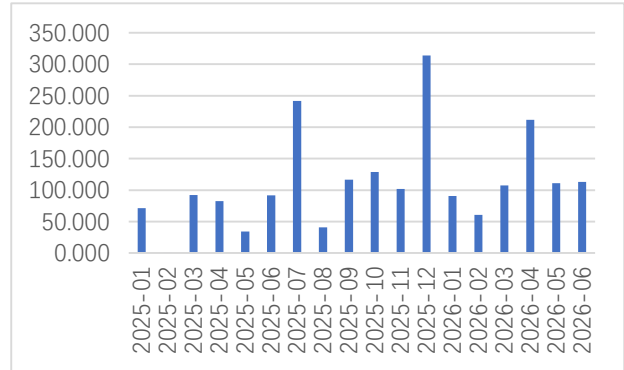
根据同花顺统计，以首发上市日为标准，2026 年 1-6 月（截至 629）一级市场股权融资合计 0.45 万亿元，同比减少 45.44%，其中 IPO 694.66 亿元，同比大增 85.96%；定增 3767.24 亿元，同比减少 51.73%。接近翻倍的 IPO 规模成为一级市场快速复苏的重要标志，我们认为，随着政策的持续支持和权益市场的继续向好，相关业务 2026 年下半年规模增量仍可保持较高预期，市场对于一级市场融资的反馈也有望更加积极正面，且在资本市场相关制度不断完善、“募投管退”更加顺畅后一二级市场联动有望进一步加强。

图5：2025 年初以来（截至 20260629）股权融资月度数据（首发上市日口径）（亿元）



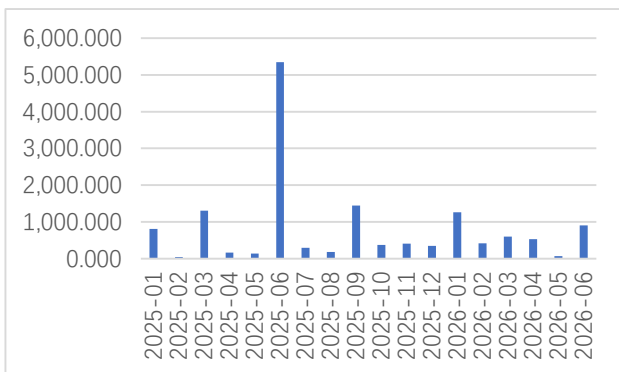
资料来源：同花顺、东兴证券研究所

图6：2025 年初以来（截至 20260629）IPO 月度数据（首发上市日口径）（亿元）



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

图7：2025 年初以来（截至 20260629）定增月度数据（首发上市日口径）（亿元）



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

上市公司结构更加均衡，A 股市场格局不断优化。全面注册制落地后，A 股各板块定位更加突出，其中主板主要服务于成熟期大中型企业；科创板突出“硬科技”特色，大力支持国内高新技术企业发展，特别是处于快速成长期尚未稳定盈利的企业亦可借科创板上市之机获得资本支持，同时发挥资本市场改革创新“试验田”作用；创业板则主要服务于成长型创新创业企业；北交所与全国股转系统共同打造服务创新型中小企业主阵地。主板、科创板、创业板、北交所，不同板块错位发展、相互补充、凝聚合力，为符合板块定位的企业畅通直接融资渠道。一二级市场的高效联动，“募投管退”的顺畅运行也为投行、直投业务的快速发展提供了新的机遇。随着流动性提升和投资者信心增强，叠加资本市场的各项制度更加完善，中长期来看，在提升直接融资占比的政策主基调下，我国资本市场将更好的发挥便捷融资功能，支持实体经济通过直接融资募集资金，为我国经济的高质量发展新格局充分发挥资本市场的媒介功能。

总的来看，无论政策环境、二级市场表现和投行自身发展路径为何，不断提升展业资质和承揽承销承做能力仍为投行业务发展核心要义。作为注册制下资本市场的“守门人”和改革的主要参与者，全面注册制落地将持续为服务实体经济、支持企业直接融资拓宽新渠道，打开了证券公司投行业务增量空间；与此同时，投行

业务需要更多的自我提升以承载更大的时代使命。从核心的上市定价层面而言，注册制下新股定价权更多的交给市场，这对当前主承销商的发行定价、承销能力提出了更高要求；不同板块的携手前行也将共同推动传统经济和新经济的复苏与发展，从这个角度看，打造优质投行将成为券商发展的“必选”路径。

5. 大自营：市场剧烈波动中，提升资产配置能力和风控能力的重要性凸显

当前券商自营业务收入仍主要取决于股债市场表现，股债表现大幅分化令大类资产配置难度加大，近期权益市场的结构性行情进一步增加获取投资收益的难度。从近年业绩情况分析，中小券商自营投资收益受市场波动影响更大，而头部券商盈利确定性相对较强，这是由于头部券商资产配置更加均衡，部分券商执行“非方向性投资”态度坚决且已经积累了较为丰富的实战经验。同时，头部券商有能力深耕场外衍生品市场和海外市场、拥有较多的风险分散和对冲手段，一定程度上对冲了国内权益市场的冲击。但如果能更好的预判各类资产的表现，更为高效地在权益资产、固定收益类资产和大宗商品类资产中做出合理选择，或是自营投资业绩甚至券商业绩弯道超车的“妙手”。

除主动配置的权益及固定收益资产外，直投业务是当前券商获取长久期、较高 IRR 的重要来源。证券公司主要通过直投、创投及另类投资子公司进行股权投资、投行项目跟投及金融产品投资。在全面注册制下，“募投管退”渠道有望更为通畅，股权投资的退出途径进一步拓宽，有利于投资收益的实现；且证券公司积极参与股权投资有望实现对企业不同生命周期的全流程覆盖，通过各部门协同合力挖掘客户价值。在举国之力推动科技创新，创业投资全民化的当下，直投业务在券商投资版图中的重要性和优先级日益上升。

综上，在当前券商业务结构变化的大趋势下，不断上升的规模意味着自营投资的稳定性和可持续增长能力成为决定投资业绩乃至券商整体业绩的关键因素。我们认为，虽然自营投资已成为证券公司盈利能力提升和超越可比同行的关键突破口，但面对股债市场的剧烈波动，自营业务盲目扩量并不可取，投研团队和制度、机制能否承载规模增长成为关键因素。在券商加快布局自营投资业务的当下，投资收益增长的稳定性是业务能力优劣的重要考量，需要实现高 beta 和稳定性的动态平衡。目前自营资产配置结构更为均衡、配置能力强、风控体系相对健全，同时有能力深耕场外衍生品市场、拥有诸多风险对冲手段的部分头部券商业绩确定性更强，已具备一定的抗周期属性。

6. 投资建议：下半年或将继续呈现一二级市场活跃，二级市场行情高度分化的格局，券商间业绩差异或将进一步拉大

在行业中长期角度看，以注册制为代表的资本市场改革提速有望成为行业价值回归的直接催化剂，业务创新亦将为盈利增长开启想象空间，行业中长期发展前景继续向好，景气度有望持续上升。但受制于业务结构和经营属性，行业的“市场 beta”特征并未出现显著变化，权益市场表现对行业业绩和估值产生较大影响，从一定程度上决定了券商的业绩变化方向和弹性。

从当前内外部宏观环境看，国内经济继续稳步复苏，政策支持也在有序推进；但全球性的利率调整、逆全球化进程、地缘事件等也带来诸多不确定性。

从国内资本市场监管角度看，当前行业严监管环境仍未发生变化，但证券行业由于自身特殊属性，在直接受益于本行业利好政策的同时，还将间接受益于宏观经济复苏和利好全市场的各类政策的出台。故我们认为在宏观环境的不确定性之下，2026 年下半年或有更多的政策红包可以期待，政策力度将很大程度决定行业业

绩和估值修复的高度。如果下半年权益市场能继续维持在上升通道，券商业务创新、杠杆提升等积极变化均有望“从期待变为现实”。

从投资角度看，当前行业核心关注点仍在财富管理业务线、大投行业务线和投资类业务在权益市场复苏中的业绩弹性，但考虑到市场近年来的高波动性、股债的跷跷板效应、权益市场结构性行情成为主流和较为有限的同资产类别内部&跨资产类别的风险对冲方式，财富管理&资产管理业务在提升券商估值下限的同时平抑估值波动的作用将不断提升此类业务在券商业务格局中的重要性。此外，国家对双创的大力支持令券商直投业务的重要性大幅提升，但资源分配的不均衡和重大项目花落谁家、业绩兑现具体时点的巨大不确定性令在确定性区间内的真正受益者只会是少数券商个体。故从业绩层面整体上看，市场交投活跃、两融余额稳步上升、投行业务空间打开为券商业绩提供确定性增长空间，但投资+直投业绩兑现的不确定性令券商个体间业绩持续分化，且分化程度或将继续加大。

从估值角度看，虽然“9.24”后证券行业估值得到显著修复，但 2025 年以来全年行业估值未发生显著变化，当前估值仅 1.32 倍 PB，在历史（10 年）估值中处于 21.41%分位，向上弹性远大于向下空间。

图8：2016 年中以来申万二级证券板块估值趋势



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

此外，在明确监管导向下，2024 年以来证券行业内整合频率、力度均有所提升，周期亦在持续缩短，该趋势有望在未来一段时期内延续。其中，自上而下推动或将成为主导力量，但受提升/维持行业市占率的目标驱动，主动寻求整合的券商和相关并购行动或将日益增加。

综上，2026 年下半年我们继续看好行业内头部机构在中长期创新发展模式下的投资机会，当前具备较高投资价值的标的仍集中于估值仍在低位的价值个股。重申需要重视证券 ETF 的投资价值，参考海外经验，在市场有效性提升过程中，市场偏好或向指数投资持续倾斜。

7. 风险提示

宏观经济下行风险、政策风险、市场风险、流动性风险。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	证券行业 2026 年投资展望：政策助力叠加整合提速，行业景气度有望加速提升	2025-12-27
行业普通报告	非银行金融：降低险企部分投资业务风险因子，进一步释放险资活力	2025-12-08
行业普通报告	非银行金融：稳步推进多层次资本市场体系改革，行业有望持续受益	2025-11-06

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘嘉玮

武汉大学学士，南开大学硕士，“数学+金融”复合背景。四年银行工作经验，九年非银金融研究经验，两年银行研究经验。2015 年第十三届新财富非银金融行业第一名、2016 年第十四届新财富非银金融行业第四名团队成员；2015 年第九届水晶球非银金融行业第一名、2016 年第十届水晶球非银金融行业第二名团队成员。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（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）：
以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（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）：
以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526