

供给侧改革推动行业格局重塑，国际业务蓄势启新程

——证券行业2026年中期策略

证券分析师：孙婷（非银金融行业首席分析师）

执业证书编号：S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

2026年7月1日

- **2026年上半年证券行业回顾：权益市场呈现结构性行情，交投高度活跃。** 1) 日均成交量显著提升，两融余额维持高位。2) IPO发行规模触底回升，科创、创业板为主要增量。3) 权益市场呈现结构性行情，债券市场震荡运行，优于去年同期。港股受IPO募资创新高、外围等因素的影响，持续走低。4) 50家上市券商2026Q1合计实现营业收入1634亿元，同比增长31%，归母净利润649亿元，同比增长38%。大型券商业绩普遍超预期，中小券商业绩显著分化。
- **行业竞争格局：头部集中大势明确，尾部出清加速分化。** 1) 头部券商与尾部券商盈利能力长期分化，必然驱动行业存量出清与资源集中。排名前15的券商平均ROE为9.89%，较后15的券商的平均ROE (5.01%) 超出4.88pct。2021-2025年，头部券商与尾部券商的ROE差距较之2016-2020年显著走扩，对标美、日成熟市场发展路径来看，长期必然驱动行业存量出清与资源集中。2) 我国证券行业正加速构建多层次资本市场中介体系。①头部大型综合券商，聚焦重资本、机构、跨境等业务赛道；②区域特色中型券商，深耕属地资源，服务区域产业集群或垂直深耕细分赛道，打造“小而专”精品业务能力。
- **证券行业供给侧改革进入2.0时代。** 1) 券商区域间的并购加速，通过“提升资产规模→提质增效→夯实自身业务特色”的路径来提升综合实力。2) 扩表能力是未来提质增效，夯实市场地位的重要关键。①业务承载力的提升。在现有净资本管理体系下，券商做大资产规模是突破业务天花板、提升核心竞争力的关键。②收入结构优化，扩表能力的重要性提升，尤其体现在投资等资本消耗型业务。③能有效巩固和跃升市场地位。
- **风正帆悬，券商国际业务蓄势启新程。** 1) 境外展业杠杆优势突出，ROE较之境内业务优势显著。2) 出海业务贡献稳步提升，2018-2025年16家上市券商合计境外业务收入的复合增速高达20%，已成为长期成长的核心主线之一。头部券商境外业务收入占比稳定保持较高水平并持续提升，中小券商境外业务占比较低，但随着布局逐步落地，收入贡献度也在缓慢提升。3) 2025年以来券商资本密集注入国际业务，出海从被动布局转向主动战略投入。
- **投资建议：谋时而动，顺势而为。** 1) 下半年增长来自于科创投资，高基数下，我们预计2026年券商行业净利润增速仍有36%。2) 资金面显著改善，估值低，向上空间大。截止至2026年6月26日，中信证券II指数静态估值为1.33x PB，处于上市以来的14%分位，处于近十年的31%分位。我们认为随着流动性改善，业绩受益于科创投资持续超预期，券商股估值修复并走高。3) 重点推荐：中信证券、国泰海通、招商证券、广发证券、财通证券、东方财富等。
- **风险提示：1) 权益市场大幅波动；2) 宏观经济复苏不及预期；3) 资本市场监管趋严；4) 行业竞争加剧。**



- 1、2026H1回顾：权益市场呈现结构性行情，交投高度活跃

- 2、行业竞争格局：头部集中大势明确，尾部出清加速分化

- 3、证券行业供给侧改革进入2.0时代

- 4、风正帆悬，券商国际业务蓄势启新程

- 5、投资建议：较高业绩增速预期下，我们预计估值有望修复

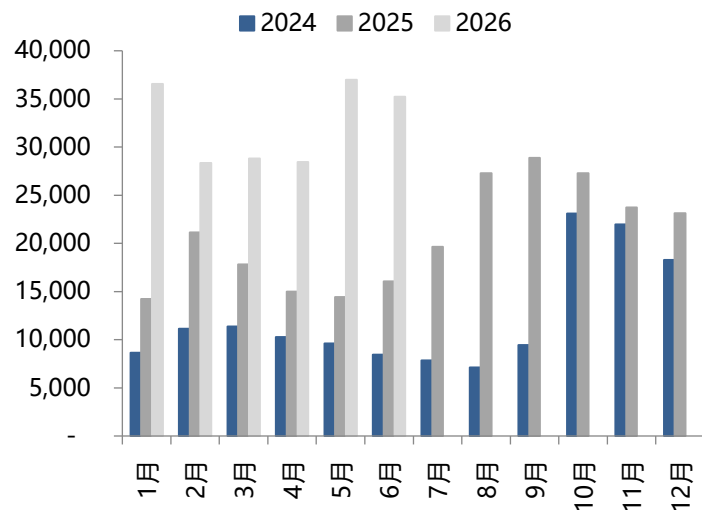
- 6、风险提示

一、权益市场呈现结构性行情，交投高度活跃

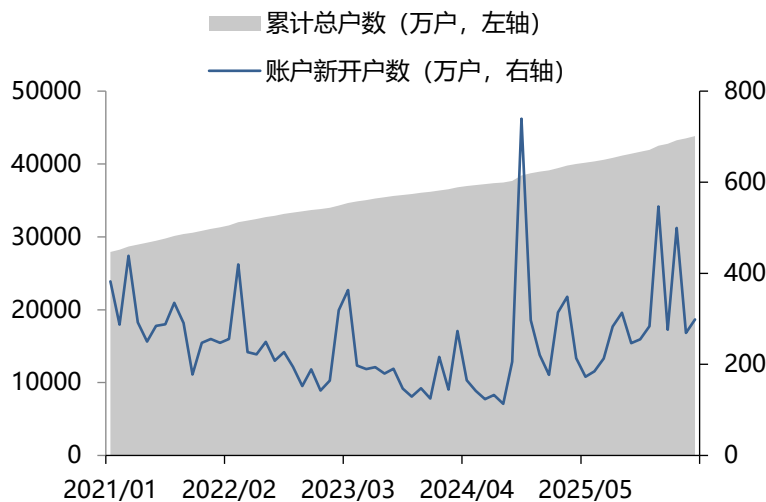
1.1 2026H1证券行业：日均股基交易额同比接近翻番，两融余额同比增长65%

- **权益市场持续走强，2026H1股基交易额同比增长99%，沪市开户数同比增长54%。**截至2026年6月25日，2026年上半年市场日均股基交易额为3.3万亿元，同比增长99%。根据上交所统计，2026年1-5月沪市投资者平均每月账户新开户数为378万户，较2025年同期的245万户增长54%。交投活跃下，我们预计券商经纪业务收入同比大幅增长。
- **融资融券余额同比增长65%。**2024年9月以来，伴随增量政策持续推出，市场信心得到了极大的恢复，融资融券余额持续走高。截至2026年6月25日，融资融券余额为3.0万亿元，同比增长65%，较年初增长20%。

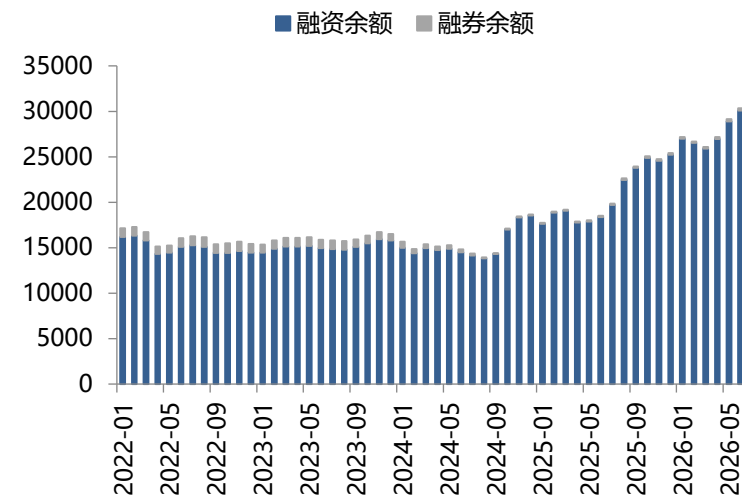
图：2024-2026年单月股基交易额（亿元）



图：沪市每月新增开户数（万户）



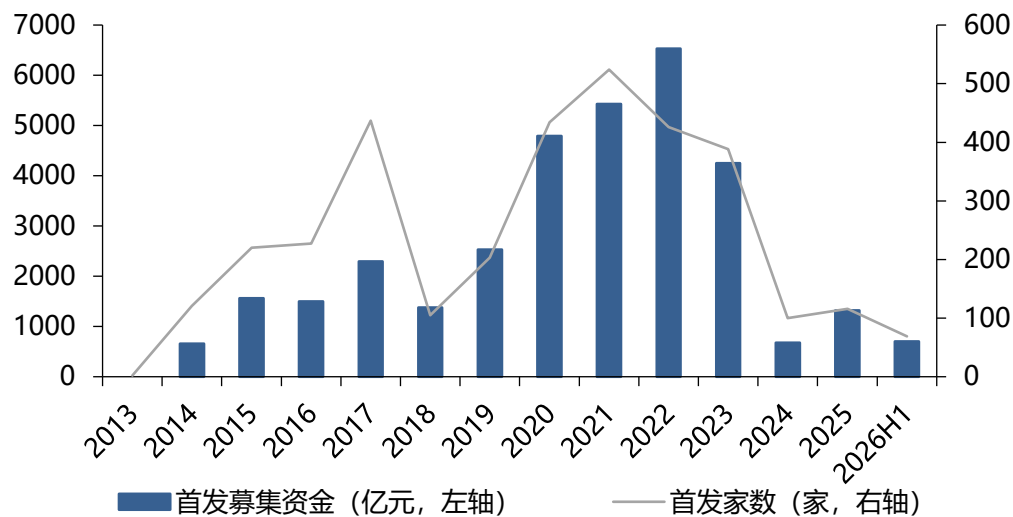
图：2022年以来融资融券余额（亿元）



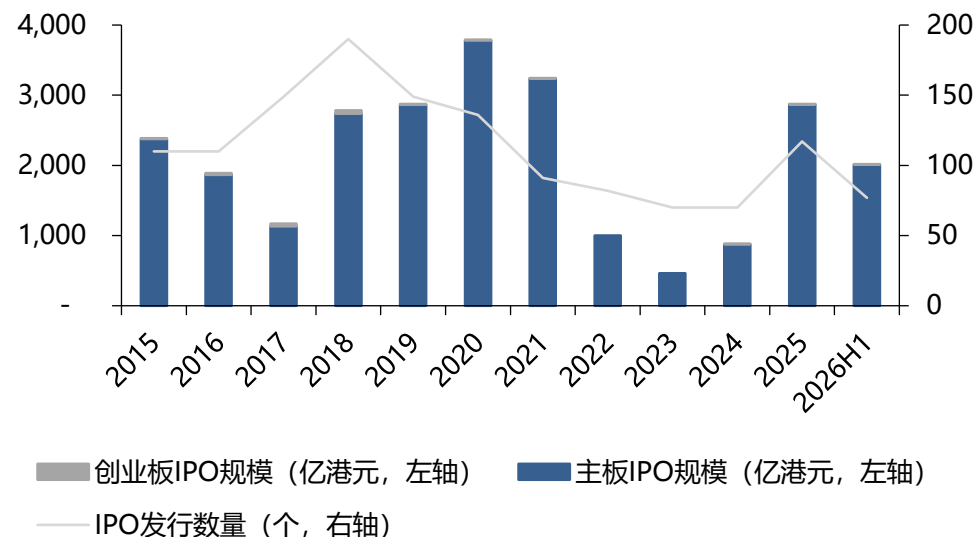
1.1 2026H1 证券行业：科创类项目密集上市，IPO显著回暖

- **A股IPO融资规模回升。**2025年以来，受益于资本市场改革深化以及市场生态优化，IPO显著回暖。截至2026年6月25日，2026H1共发行69家IPO，募资规模702亿元，较25H1增长88%；其中科创板、深证主板分别募资196亿元、179亿元，为主要增长来源。2026H1平均每家募资规模10.2亿元，较2025H1的7.3亿元提升39%。增发市场方面，2026H1再融资募集资金3830亿元，同比下降47%，主要系去年同期基数较高。
- **港股IPO发行数及规模大幅增长。**2025年以来港股IPO市场强势复苏，募资额与上市数量均创近年新高，发行规模大增主要由大型龙头企业与A+H两地上市需求旺盛所驱动。据Wind数据，截至6月25日，2026H1港股发行IPO 77只，同比增长79%，募资规模2012亿港元，同比增长85%。

图：2013-2026H A股IPO发行数量及规模



图：2015-2026年港股IPO发行数量及规模



1.1 2026H1证券行业：权益市场呈现结构性行情，债市好于去年同期

- **权益市场呈现结构性行情，债券市场震荡运行，优于去年同期。** 2026年上半年A股呈现极致分化的结构性行情，主要宽基指数普遍收涨，其中创业板指涨幅远超其他指数；债市在经济温和修复、流动性宽松、海外通胀扰动交织下震荡运行。截至6月26日，沪深300指数2026H1上涨4.66%，2025H1下跌1.57%；创业板指2026H1上涨29.33%，2025H1下跌2.41%；上证综指2026H1上涨1.57%，2025H1上涨1.09%；万得全A指数2026H1上涨8.71%，2025H1上涨3.47%。中债总全价指数2026H1上涨0.55%，2025H1下跌0.52%。
- **港股受IPO募资创新高、外围等因素的影响，持续走低。** 恒生指数2026H1下跌10.74%，2025H1上涨20.11%；恒生科技2026H1下跌21.02%，2025H1上涨17.82%。

表：主要股、债指数涨跌幅

	沪深300	创业板指	上证指数	万得全A	恒生指数	恒生科技	中债总全价指数
2026年上半年	4.66%	29.33%	1.57%	8.71%	-10.74%	-21.02%	0.55%
2025年上半年	-1.57%	-2.41%	1.09%	3.47%	20.11%	17.82%	-0.52%
2026Q2	8.38%	28.13%	2.65%	8.60%	-6.76%	-6.06%	0.43%
2025Q2	0.53%	1.17%	2.78%	2.98%	2.76%	-3.70%	0.86%
2026Q1	-4.33%	-1.79%	-1.85%	-1.32%	-4.12%	-16.65%	0.13%
2025Q1	11.28%	44.36%	14.22%	23.36%	23.68%	3.32%	-2.06%

1.2 2026年一季度报：大型券商业绩普遍高增，中小券商业绩继续分化

➤ 50家上市券商2026Q1合计实现营业收入1634亿元，同比增长31%，合计实现归母净利润649亿元，同比增长38%，环比增长38%。大型券商业绩普遍超预期，中小券商业绩显著分化。

- **头部券商2026年一季度业绩远超过市场预期。** 中信证券、国泰海通、广发证券、中金公司、中信建投等头部券商2026Q1归母净利润同比增长超过50%，大幅超出市场预期。头部券商在各条业务线均全面增长，尤其在境内境外投行业务方面优势显著，FICC业务同比也实现较高增长。排名前十的券商中，除国信证券因自营下滑较多导致净利润同比下滑外，其余券商同比均实现较高增长，我们预计行业集中度将进一步提升。
- **中小券商业绩显著分化。** 1) 26Q1市场交易量维持高位，权益基金发行回暖，在大财富管理转型更积极、新开户市占高、基金管理布局更深的券商一季度业绩呈现一定韧性，如兴业证券1Q净利润同比增长52%。2) 权益市场板块间分化明显，持仓风格、持仓调整速度等都是核心变量，尤其是3月美以战争突发，导致业绩波动进一步加大。3) 同比基数的高低也是业绩分化的主因之一。25Q1债市较差，多数券商亏损，因此基数较低，如财通证券由于低基数，26Q1净利润翻倍；而部分券商25Q1通过精准兑现其他债权投资实现较高投资收益，因此基数较高。

表：部分上市券商2026年一季度经营数据（百万元）

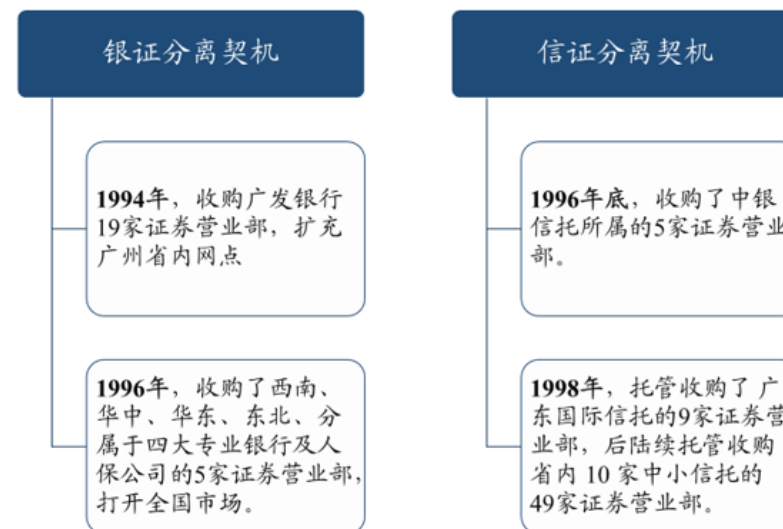
	营业收入	同比	净利润	同比	ROE	同比(pct)
中信证券	23155	41%	10216	55%	3.46%	1.09
国泰海通	16232	59%	5711	73%	1.74%	0.05
广发证券	11682	64%	4707	71%	3.32%	1.26
华泰证券	10422	41%	4800	32%	2.61%	0.51
中金公司	8825	54%	3577	75%	3.35%	1.37
中信建投	7696	62%	3667	99%	4.02%	1.98
中国银河	7355	16%	3320	10%	2.53%	0.09
招商证券	6973	48%	3271	42%	2.54%	0.67
申万宏源	5928	12%	2356	19%	2.08%	0.21
东方财富	5031	44%	3738	38%	3.99%	0.68
国信证券	4921	-5%	2105	-10%	1.83%	-0.43
东方证券	4090	5%	1587	11%	1.94%	0.15
国投资本	3938	32%	766	13%	1.39%	0.12
方正证券	3400	15%	1486	24%	2.88%	0.41
长江证券	3367	35%	1486	52%	3.94%	1.24
中泰证券	3107	25%	469	27%	0.97%	0.09
光大证券	3084	23%	1166	42%	1.74%	0.52
兴业证券	2665	13%	786	52%	1.32%	0.42
国金证券	2429	29%	692	19%	1.93%	0.22
浙商证券	2359	41%	751	35%	2.02%	0.45
东吴证券	2048	-9%	801	-18%	1.84%	-0.49
国联民生	1856	19%	497	32%	0.94%	-0.02
财通证券	1651	54%	617	113%	1.61%	0.82
合计	163443	31%	64946	38%	1.67%	0.33

二、行业竞争格局：头部集中大势明确，尾部出清加速分化

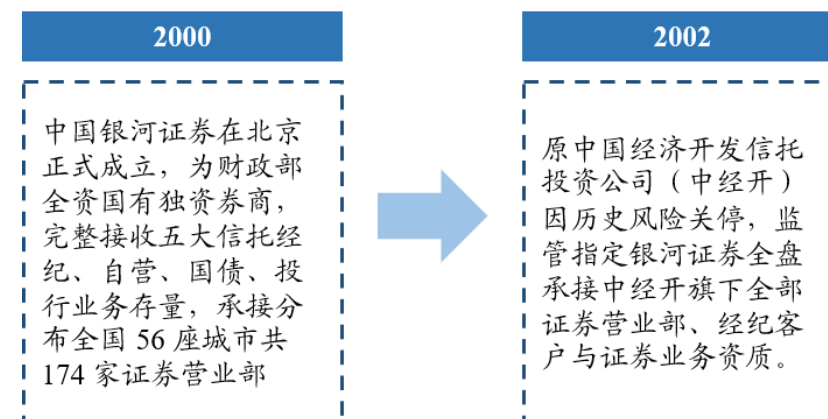
2.1 1986-2003年：从无序生长到行业分层框架的逐步建立

- **证券市场初兴，混业经营滋生风险致政策主导规范整合。** 1990年代初，国内资本市场仅搭建雏形，证券经营机构遍地开花，尚未形成稳定行业梯队。1995年，327国债期货事件充分暴露早期无约束混业经营存在的银证资金防火墙缺失、跨行业多头监管割裂等核心风险，直接推动我国确立分业经营、分业监管金融框架，由此推动证券行业迎来第一轮行政整合。
- **证券行业行政整合过程中，部分券商通过并购重组或增资扩股提升规模。**
 - 1) 广发证券首先借银证分离和信证分离的两次契机，先后收购了近80家证券营业部，完成了自身的原始积累，社会影响力大大增加。中国银河证券成立于华融、长城、东方、信达和人保等五大信托公司所属证券业务部门合并重组，其注册资本金达45亿元，堪称当时我国证券业的巨无霸。
- **伴随监管深化，证券行业竞争格局逐渐呈现清晰的层级分化。** 从2003年券商总资产排名数据来看，国泰君安、申银万国、中国银河、海通证券形成行业第一梯队，总资产均突破260亿元，资本实力大幅领跑全行业；华夏证券、中信证券构成规模居中的第二梯队；在上述6家券商之外，第三梯队券商规模差距相对较小。

图：广发证券借助分业经营契机壮大



图：中国银河早期发展历程



2.2 2004-2011年：行政力量推动下的两次行业洗牌

- **2004年证监会启动了为期3年的证券公司综合治理工作，证券行业整合浪潮再度启动。**自从2001年开始，我国证券市场持续下跌、交投清淡，证券业长期以来不规范运作的问题彻底暴露，比如公司治理结构薄弱、违规高息融资、财报失真等等。为此，监管于2004年8月开始综合治理，证券行业开启行政主导下的第二轮整合，大量券商被优质同业或国家政策性投资公司托管或整合，另一些“大而不能倒”的问题券商，则通过国家政策性投资公司（中央汇金、建银投资等）以行政注资的方式提供救助。

表：综合治理期间，部分问题券商及对应托管收购方梳理

问题券商	国家政策性投资公司托管	问题券商	优质同业托管
南方证券	建银投资（控股）	华夏证券	中信证券、建银投资共同出资
宏源证券	建银投资（控股）	金通证券	中信证券（收购）
齐鲁证券	建银投资（控股）	万通证券	中信证券（收购）
西南证券	建银投资（控股）	锦州证券	广发证券（收购）
中金公司	建银投资（控股）	福建华福	广发证券（收购）
银河证券	中央汇金（控股）	第一证券	广发证券（收购）
申银万国	中央汇金（控股）	河北证券	广发证券（收购）
国泰君安	中央汇金（参股）	武汉证券	广发证券（收购）
广东证券	证券投资者保护基金（托管）	亚洲证券	华泰证券（收购）
中国科技证券	证券投资者保护基金（托管）	联合证券	华泰证券（收购）
中关村证券	证券投资者保护基金（托管）	兴安证券	海通证券（托管）
		甘肃证券	海通证券（托管）
		天一证券	光大证券（收购）
		昆仑证券	光大证券（收购）

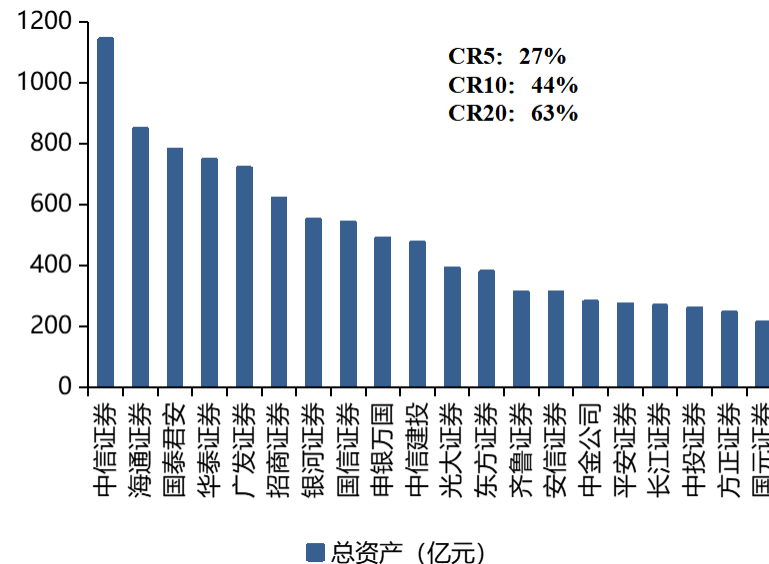
2.2 2004-2011年：行政力量推动下的两次行业洗牌

- **2008-2011年：同业竞争/关联交易等问题暴露，“一参一控”引领整合。**在证券公司综合治理实施过程中，汇金公司等金控平台对部分券商进行了全面的资产重组/注入，造成了同一股东参股或者控股多家证券公司的情况。此种股权结构可能导致同业竞争或者关联交易，监管于2008年8月规定一家机构或者受同一实际控制人控制的多家机构参股证券公司的数量不得超过两家，其中控股证券公司的数量不得超过一家（即“一参一控”）。政策以行政限期倒逼大规模股权划转、合并、股权转让，再一次吹响行业整合的号角。
- **在经历两轮行政主导的深度洗牌后，证券行业逐步建立了国有头部为主、分层合规经营的稳态行业梯队。**头部券商资本规模、网点覆盖、业务资质形成壁垒，行业集中度持续抬升。2011年我国证券公司净资产CR5、CR10分别达到32%、47%，较2003年大幅提升。其中中信证券通过一系列收购外延式扩张，逐步完善业务条线，至2011年已彻底奠定行业龙头地位。

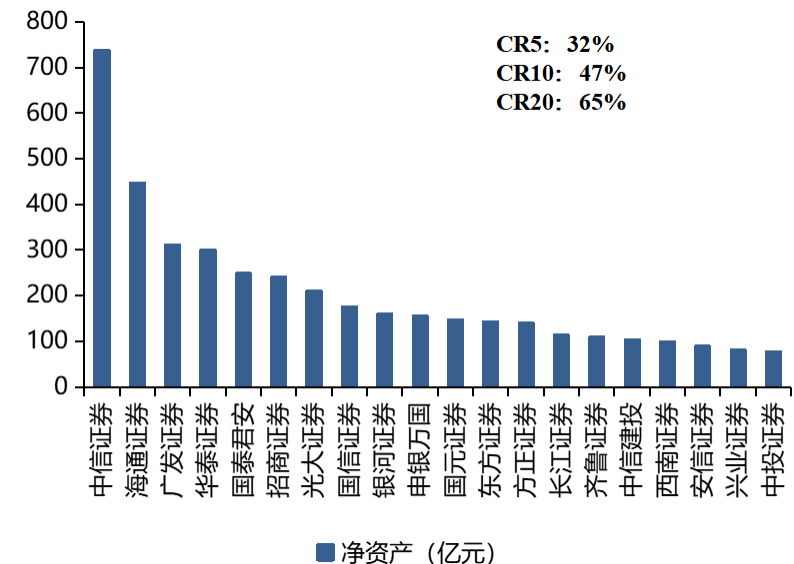
表：部分一参一控涉及券商及整合结果

金控平台	证券公司	处理结果
汇金系	申银万国	申万并购宏源
	宏源证券	
	中金公司	中金并购中投
	中投证券	
国泰君安	转让予上海国际集团	
建银系	宏源证券	建银控股
	西南证券	建银参股
	中投证券	转至汇金
	齐鲁证券	转至汇金
	瑞银证券	转至汇金
	中信建投	转至汇金
	中金公司	转至汇金
中信系	中信金通证券	转为区域子公司
	中信万通证券	转为区域子公司
	中信建投证券	转让53%，保留7%股份
明天系	新时代证券	新时代吸收远东，由明天控股
	远东证券	
	恒泰证券	恒泰吸收长财，由明天参股
	长财证券	
太平洋证券	转让予山东九羊	

图：2011年证券公司总资产Top 20



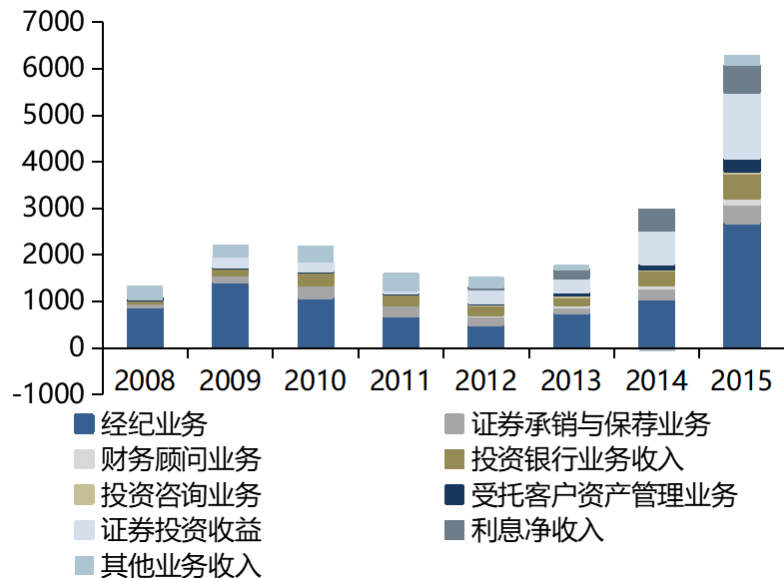
图：2011年证券公司净资产Top 20



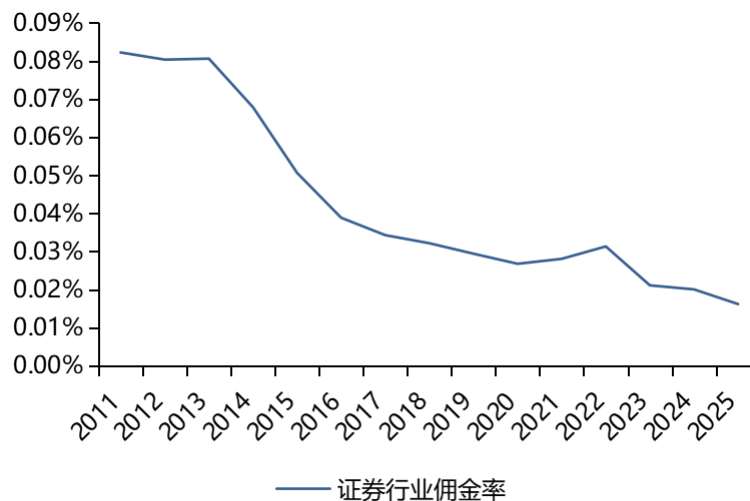
2.3. 2012-2018年：政策周期与牛熊交替交织，行业集中度震荡剧烈

- **2012年起，宽松的市场环境与政策改革红利让证券行业进入多元共生的竞争新阶段。**2012年券商创新大会打破了长期以来的业务壁垒，全面放开两融、股票质押、资管、场外衍生品等创新业务权限；2014年新“国九条”进一步明确行业扶优限劣的发展导向，鼓励券商补充资本、并购整合、布局国际化业务，改变了券商依赖经纪通道业务的收入结构。中小券商加快突破资本瓶颈发展重资本业务，差异化竞争赛道客观上被打开。
- **与此同时，互联网金融浪潮席卷行业，叠加“一人一户”限制放开，也进一步加剧了券商经纪业务的竞争。**2013年互联网金融元年开启，非现场开户放开，彻底颠覆了传统券商依托线下网点的竞争模式；2015年“一人一户”限制全面取消，打破券商对零售客户的独占壁垒。受此影响，行业佣金率中枢持续下行，部分大型券商受互联网布局节奏影响，经纪业务市占率逐步下滑。

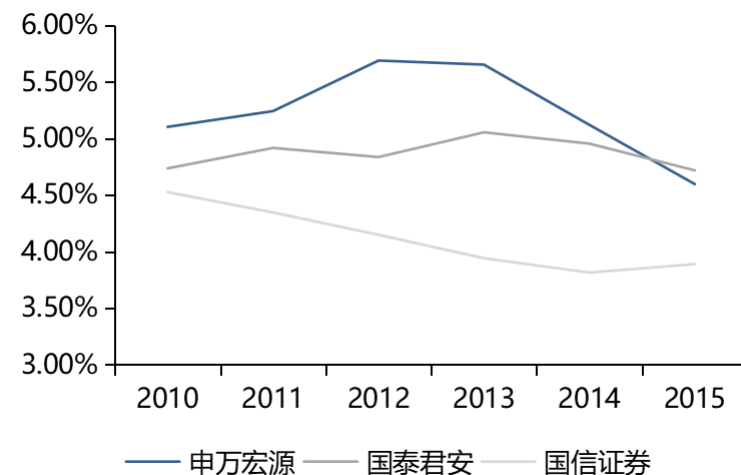
图：2008-2015年证券行业分业务收入结构（亿元）



图：2011-2025年证券行业佣金率



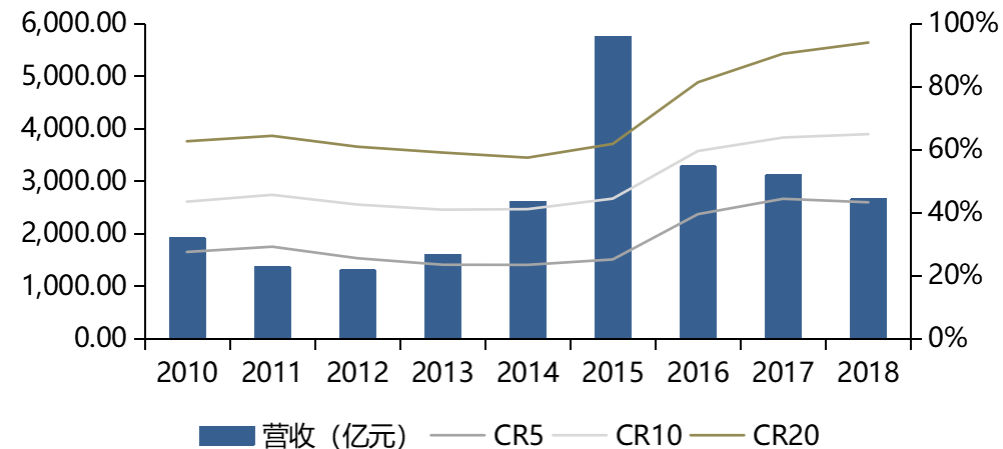
图：部分老牌券商代理交易额市占率下滑



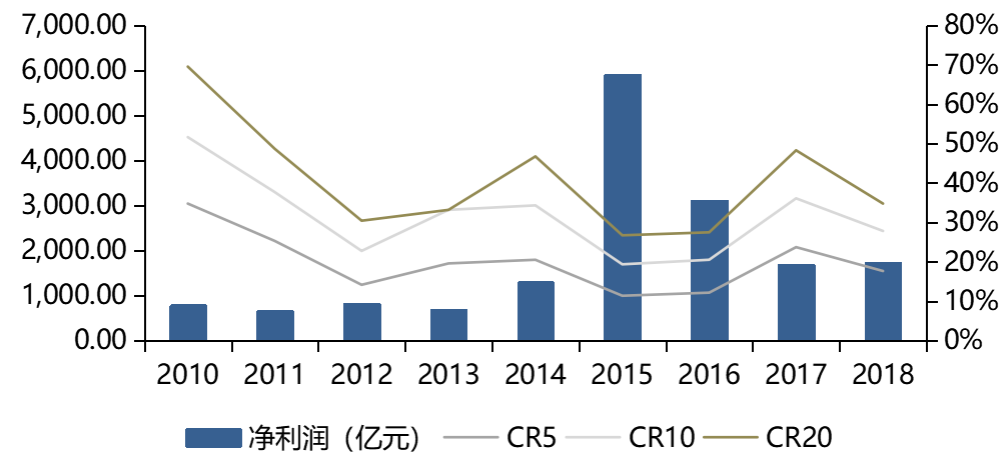
2.3. 2012-2018年：政策周期与牛熊交替交织，行业集中度震荡剧烈

- **2016至2018年，股市异常波动引发行业风险出清，金融去杠杆与全面严监管成为时代主旋律，行业马太效应被急剧放大。**自2015年下半年股灾开始，证券行业从增量扩张转向存量优化。为化解场外配资、高杠杆质押、非标通道业务滋生的金融风险，监管层开启全方位整治，新版券商风控指标管理办法、资管新规、股票质押新规等陆续出台。在此过程中，头部券商凭借充足的资本储备、完善的风控体系和多元的业务结构，在行业下行周期中稳健经营，抗风险能力优势凸显。而多数中小券商重资产业务全面收缩，仅能依靠传统经纪、区域债券业务维系经营。
- **整体来看，2012-2018年头部证券公司垄断性优势曾出现阶段性松动，但在行业风险暴露过程中，其仍凭借资本与牌照壁垒实现了市场份额的逐步提升。**1) 2012-2015年，行业处于创新宽松周期，竞争门槛阶段性弱化，叠加牛市行情带动全行业自营、经纪业务普涨，中小券商业绩弹性显著高于基数庞大的头部机构，最终形成集中度显著下行的阶段性格局。2) 2016-2018年，行业监管基调由鼓励创新转向全面审慎管控，行业集中度进入快速上行通道。此外，两融、场外衍生品、机构销售等重资本业务成为利润核心增量，头部券商融资成本、机构渠道优势持续放大。

图：2010-2020年证券行业营收及集中度



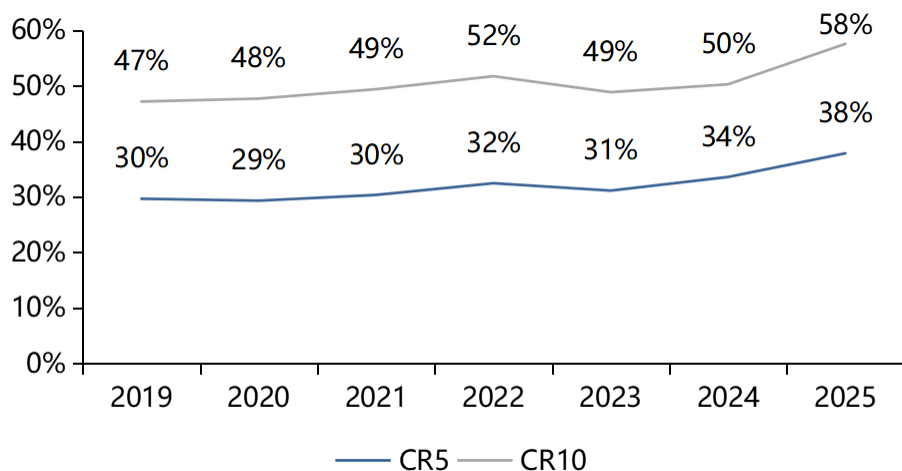
图：2010-2020年证券行业净利润及集中度



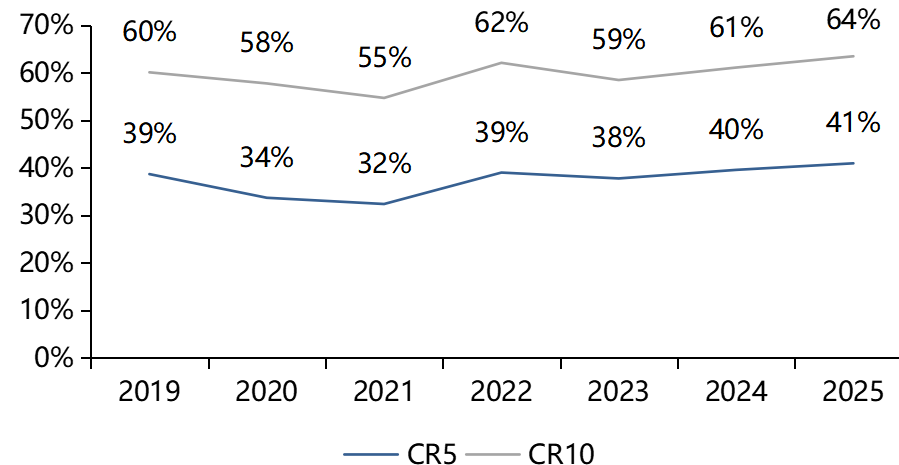
2.4. 2019年至今：一流投行建设层层递进，行业集中度稳步抬升

- **2019年以来监管对证券行业整合、一流投行建设的政策导向呈现清晰递进脉络。** 2019年证监会首次提出打造航母级券商，放开市场化并购重组；2023年中央金融工作会议将一流投行上升至金融强国国家战略；2024年证监会出台纲领性监管文件《关于加强证券公司和公募基金监管加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见》，量化发展目标，配套并购简化审批细则，从顶层制度鼓励头部券商通过合并、增资扩大资本与业务体量。实操层面，多起头部强强联合、地方国资内部整合案例落地。这一时期行业监管政策持续贯彻扶优限劣思路，一方面通过并购、资本政策推动行业资源向头部集中，另一方面引导中小券商差异化突围，从监管端持续强化证券行业长期头部集中的发展趋势。
- **在政策持续催化下，行业集中度波动上升。** 自2019年监管层首次提出打造航母级券商以来，行业集中度波动上升。至2025年，行业营收CR5/CR10分别为38%/58%，较2019年提升8pct/10pct；行业净利润CR5/CR10分别为41%/64%，较2019年提升2pct/3pct。

图：2019-2025年证券行业营收集中度



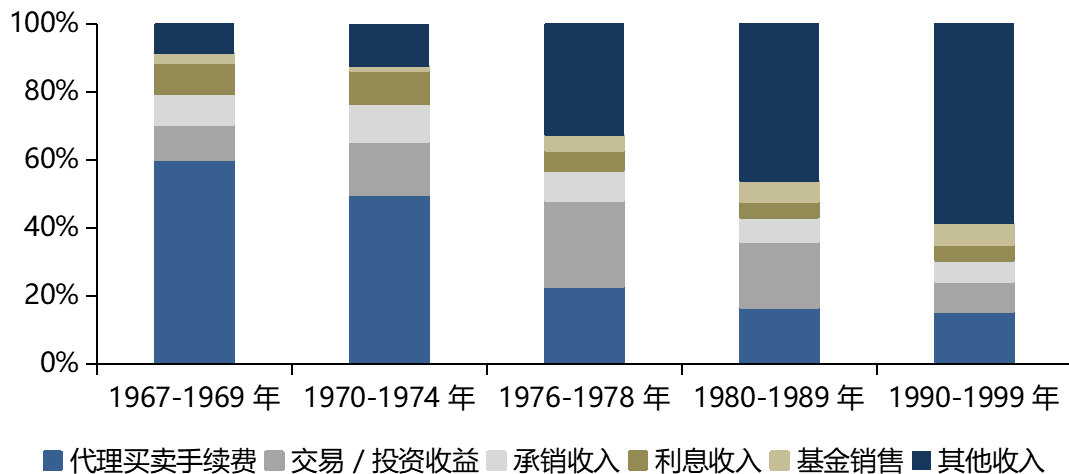
图：2019-2025年证券行业净利润集中度



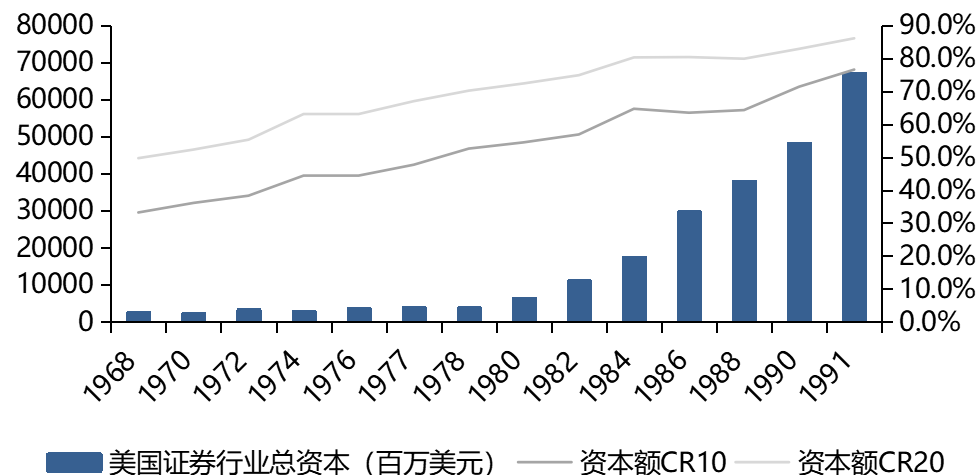
2.5. 美国：历经监管迭代与危机出清，最终形成错位竞争的稳态格局

- **1975年佣金自由化后，美国证券公司经纪业务竞争加剧，推动行业大规模分化。**1975年5月美国《证券法修正案》落地实施佣金协商制，经纪业务竞争逻辑从制度保护转向彻底的市场化博弈，交易佣金率显著下行。美国证券公司被迫基于自身资源禀赋选择差异化发展路径，大量中小区域经纪商因盈利收窄、缺乏转型能力逐步出清。伴随业务结构重构，经纪业务收入在美国证券行业总收入中的占比快速回落（至1990年代，美国证券行业收入中代理买卖手续费收入占比仅为15%，较1960年代末的60%大幅下降）。
- **80年代重资本业务与机构业务的繁荣进一步推动市场资源向头部玩家集中。**80年代宏观利率与商品价格剧烈波动，催生大量风险对冲需求，同时养老金、共同基金等机构投资者崛起带动大额机构交易爆发，股指、利率、商品衍生品市场同步繁荣。在此背景下，资本雄厚的头部券商凭借自身规模优势持续抢占重资本业务市场份额，行业资本集中度显著走高。1968至1991年，美国证券行业总资本由26.53亿美元大幅增长至671.61亿美元，头部前十券商资本额占比从33.2%飙升至76.6%，中小梯队份额持续萎缩。

图：1967-1999年美国证券行业收入结构



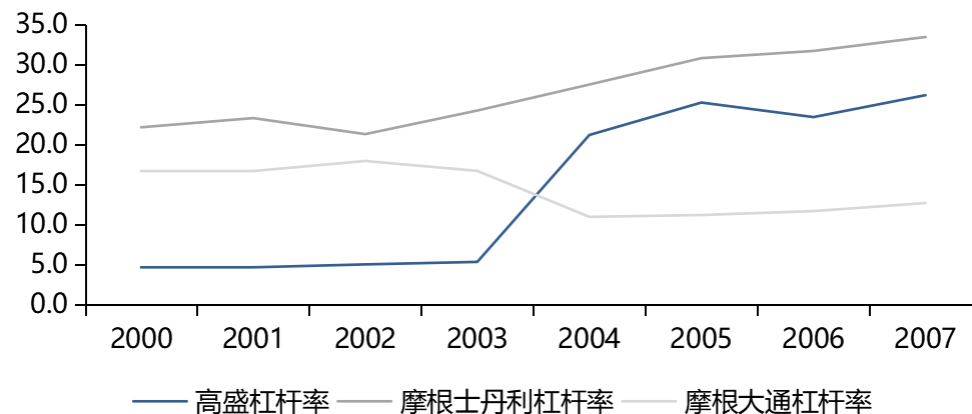
图：1968-1991年美国证券行业资本额及集中度



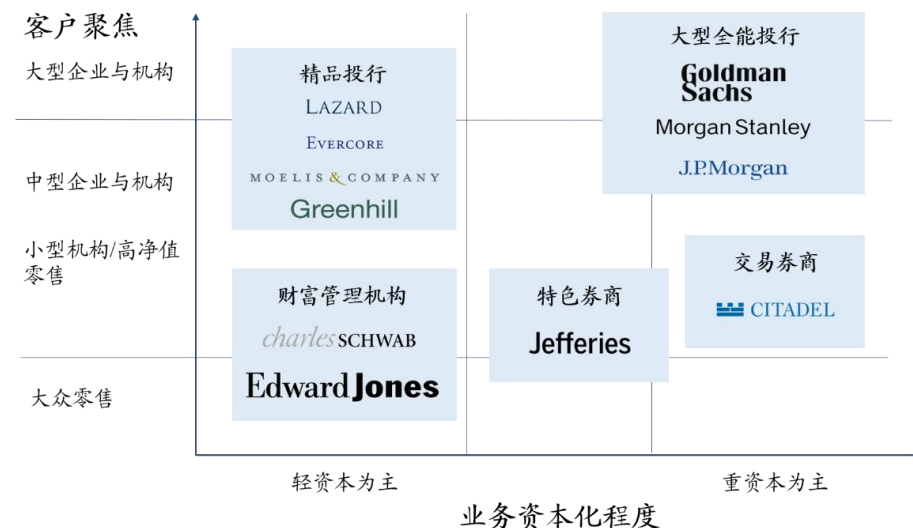
2.5. 美国：历经监管迭代与危机出清，最终形成错位竞争的稳态格局

- **1999年起美国证券行业开启混业经营时代，独立投行与全能银行双峰并立。2008年金融危机后，独立投行模式终结。** 1) 1999年美国正式废除出台《金融服务现代化法案》，全面开启金融混业经营时代。同时，监管层放松投行杠杆约束，资产证券化、场外衍生品业务迎来爆发式增长。五大独立投行（高盛、摩根士丹利、美林、雷曼兄弟、贝尔斯登）凭借无存款监管约束的制度优势，将经营杠杆提升至25-30倍。2) 2008年，次贷危机爆发，成为美国证券行业百年发展的核心分水岭，高杠杆、无存款缓冲的独立投行模式瓦解，行业完成系统性风险出清与格局重塑。
- **当前美国证券行业已形成清晰错位分层竞争格局，不同赛道机构凭借自身禀赋构筑差异化壁垒。** ①高盛、摩根士丹利、摩根大通等全能投行以重资本配套能力实现企业、机构、高端财富客户全覆盖，垄断头部投融资市场。②Lazard、Evercore等精品投行走轻资本路线，依靠专业交易能力锁定高端机构客户。③嘉信理财等财富管理机构聚焦零售客群，以轻资产财富管理服务大众及高净值个人。④Jefferies等特色券商平衡资本投入与客群覆盖，虽然提供全品类服务，但专注于某一类客户或地区。⑤Citadel等交易券商则极致发挥做市优势，服务专业交易型机构。

图：1999-2007年独立投行杠杆率提升速度显著优于全能银行



图：美国证券公司分层竞争格局



2.5. 日本：行业始终由寡头垄断，危机与改革推动主体迭代

- **二战后，日本证券行业长期由四大寡头主导。**20世纪60年代起，日本进入经济高速增长周期，证券行业快速扩张。在监管严格管控、市场壁垒极高的背景下，野村、大和、日兴、山一四大综合券商凭借牌照优势、资本体量、网点覆盖与政企深度绑定资源，垄断日本资本市场几乎全部核心业务。至1982年，四大寡头拥有整个证券行业81%的资本和90%的净利润，日本证券行业呈现出显著的寡头垄断格局。
- **20世纪80年代至90年代，在对外开放冲击以及经济泡沫破裂的影响下，日本证券行业迎来出清。**20世纪80年代，日本启动金融自由化改革，叠加日美金融谈判倒逼市场开放，长期封闭垄断的证券行业迎来首次系统性冲击。一方面，外资券商持续入场，凭借成熟的衍生品交易、跨境并购、资产管理、量化交易能力，快速抢占高端机构业务、跨境金融业务市场份额，在高附加值创新业务领域对本土四大券商形成显著冲击。另一方面，金融自由化叠加宽松货币政策，催生股市与地产双重泡沫，本土券商大规模加码股票自营、不动产关联投资、结构化产品业务，杠杆水平持续抬升，业务风险快速累积。进入90年代后，日本经济泡沫破裂，叠加1997年亚洲金融风暴影响，日本证券行业遭遇重创。1997年，四大寡头之一的山一证券破产清算，标志着存续数十年的四大寡占体制正式崩塌，日本证券行业迎来战后首次大规模格局重构。

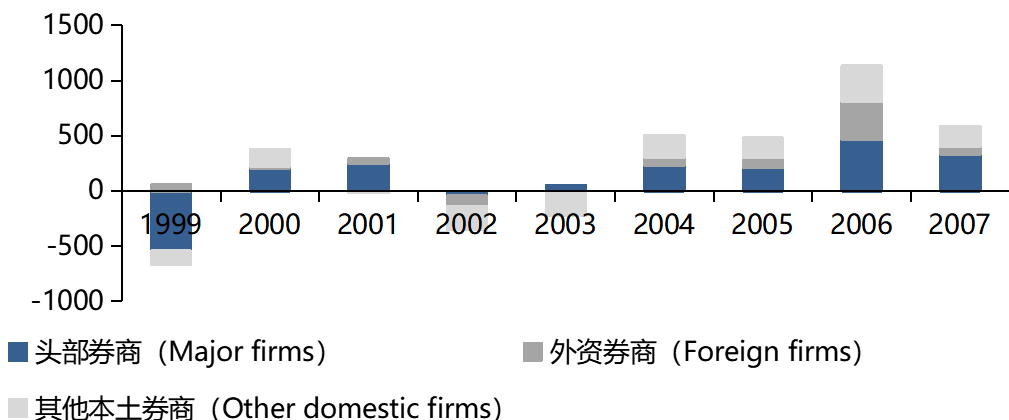
图：1982年四大寡头净利润占行业比重接近90% (千万日元)

	资产	资本	净利润
前四大公司	264598	96097	7277
前十大公司	370979	108356	7608
行业总计	647168	133156	8106
前四大占比	40.89%	72.17%	89.77%
前十大占比	57.32%	81.38%	93.86%

2.5. 日本：行业始终由寡头垄断，危机与改革推动主体迭代

- **21世纪初，“金融大爆炸”改革背景下，多元化、混业化成为日本证券业的阶段性代表特征。** ①旧四大寡头格局彻底瓦解，行业开启大规模并购整合，行业梯队重新洗牌。②银行系金融集团强势入局，三菱日联、瑞穗等大型银行金控平台，依托低成本存款资金、庞大客户基数、银证联动优势，快速切入零售经纪、财富管理、企业投融资赛道。③外资券商迎来发展高峰，在机构交易、衍生品、跨境并购、资产管理等高端业务市占率大幅提升，成为行业重要竞争主体。④互联网券商开始萌芽，Monex、SBI等互联网券商相继于世纪之交成立，依托低佣金、线上便捷交易模式，逐步渗透零售散户市场，开始打破传统线下券商的渠道垄断。从行业集中度来看，头部券商市场份额在这一阶段出现较大下滑。至2007年，头部券商净利润占比为57%，较20世纪80年代初的90%显著下降。
- **2008年金融危机后，日本证券行业寡头格局再度逐步固化。** 金融危机冲击下，欧美投行收缩在日业务，同时大量中小外资机构逐步退出本土市场，而本土头部机构则顺势完成市场份额承接，野村、大和、三菱UFJ、三井住友、瑞穗五大综合券商凭借并购整合、集团协同持续扩大业务壁垒。至2024年，五大综合券商的营业净收入、净利润市占率分别达到45%、51%。

图：1999-2007年日本各类型证券公司净利润情况（十亿日元）



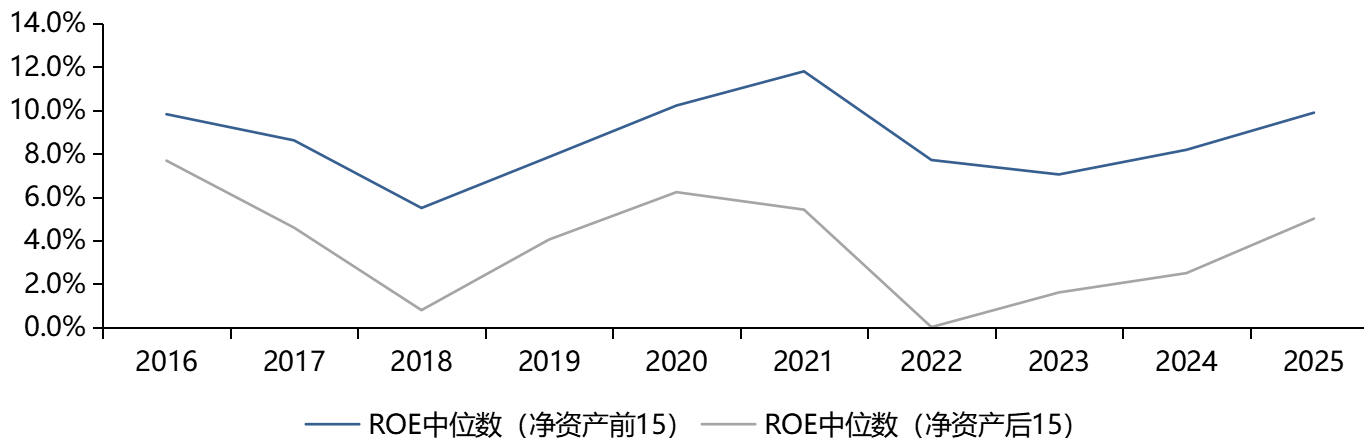
表：2024年日本不同类型证券公司经营概况

	公司数量	公司数量占比	营业净收入 (亿日元)	营业净收入市占率	净利润 (亿日元)	净利润市占率
大型证券公司	5	2%	27447	45%	4070	51%
线上证券交易商	6	2%	4251	7%	778	10%
海外证券公司	40	15%	16939	28%	2269	28%
地方中小型证券公司	182	70%	5498	9%	619	8%
其他	26	10%	6810	11%	287	4%
合计	259	100%	60945	100%	8023	100%

2.6 证券行业未来竞争格局展望：集中化与差异化并行

- **头部券商与尾部券商盈利能力长期分化，必然驱动行业存量出清与资源集中。** 2025年净资产排名前15的券商平均ROE为9.89%，较净资产排名后15的券商的平均ROE (5.01%) 超出4.88pct。2021-2025年，头部券商与尾部券商的ROE差距较之2016-2020年显著走扩，对标美、日成熟市场发展路径来看，长期必然驱动行业存量出清与资源集中。尾部券商盈利持续承压情况下，未来或持续收缩业务导致市场份额萎缩。
- **复盘海内外券商行业发展规律，我国证券行业有望构建韧性更强的多层次资本市场中介体系。** 1) 头部大型综合券商，聚焦重资本、机构、跨境等业务赛道，依托雄厚净资本布局衍生品、做市、两融、自营交易，搭建全球化分支机构，依靠综合服务能力形成闭环壁垒，走规模化、国际化路线。2) 区域特色中型券商，深耕属地资源，依托地方国资股东优势，服务区域产业集群、地方政府投融资、区域中小企业 IPO 与并购，打造区域龙头；或垂直深耕细分赛道，聚焦硬科技投行、买方投顾等垂直领域，打造“小而专”精品业务能力。3) 尾部小型券商，牌照红利持续消退，通道业务盈利空间不断压缩，在资本、合规、科技三重门槛约束下面临持续出清。缺乏区域资源与特色业务的尾部机构，或被头部、区域国资券商并购整合，或转型纯经纪、基金代销等轻量化辅助业务，行业存量数量逐步收缩。

图：头部上市券商与中小上市券商盈利能力差距逐渐走扩

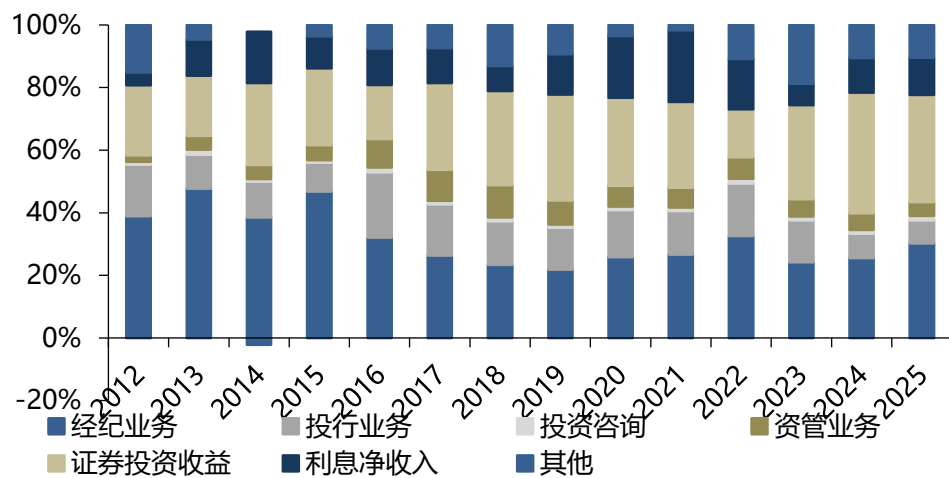


三、证券行业供给侧改革进入2.0时代

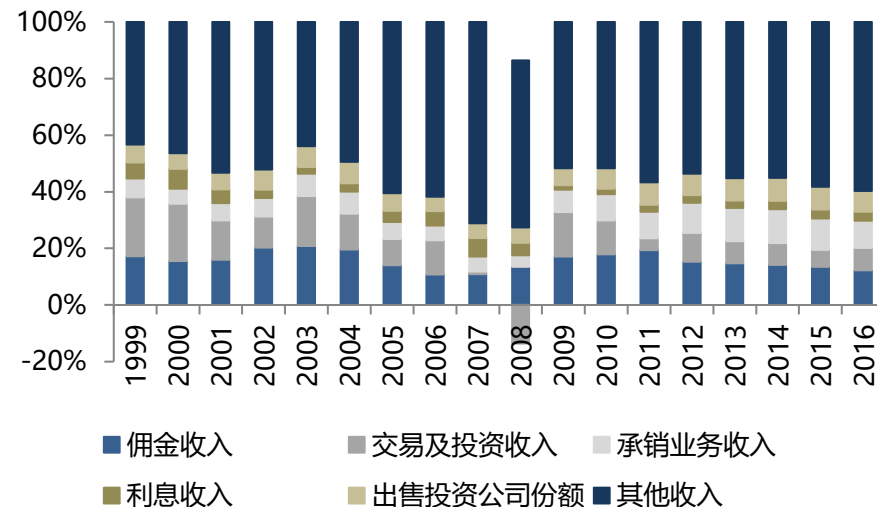
3.1 行业同质化竞争，供给侧改革将有助于形成新业态

- **中国券商通道业务占比高，呈现同质化竞争。**2012年券商创新大会鼓励券商创新转型以后，券商资本中介类业务迅速发展，并成为继经纪业务、自营业务后第三大收入来源，但相比海外证券行业通道类业务收入结构来说，中国通道类业务占比仍较高，结构也相对单一。尽管近年来也做了一些转型方向，但业务同质化程度依然很高。业务拓展方面的创新不足，主要源于牌照审批导致事实上的垄断、市场基础设施不完善，抑制了创新的动力。产品研发方面的创新不足，则主要与证券行业及证券公司的人员结构不合理、人才短板突出有较大关系。
- **相比国内券商同质化的竞争形态，海外券商从经营模式或细分赛道上各有特点。**例如，美国的投资银行模式分为综合券商模式（核心优势在于机构业务、国际业务等，典型代表如高盛、摩根士丹利等）；折扣服务转型财富管理模式（典型代表如嘉信理财、Interactive Brokers）；网络券商模式（典型代表如E-Trade、Interactive Brokers、Robinhood）。日本的券商也相应的可分为三大类，五大综合类大券商（如野村证券和大和证券）、专注于区域的中小型券商（如极东证券、东洋证券等）、网络券商（如SBI证券、乐天证券、松井证券、Monex）。

图：中国证券行业收入结构



图：美国证券行业收入结构



3.2 新一轮并购升温，主要围绕牌照资源整合与区域布局优化展开

➤ 2023年以来行业内并购重组频现，且多为区域间或同一实控人间的整合。从共性看，本轮券商合并潮直接响应中央金融工作会议与证监会政策导向，虽然各项案例的整合手段与路径有所分化，但大多由国资主导推动，主要围绕牌照资源整合与区域布局优化展开。1) 汇金系：2019年中金公司并购中投是汇金系解决“一参一控”的首次尝试，随着2023年三大AMC旗下券商的实控人由财政部变更为中央汇金，在当前政策持续鼓励优化券业资源配置效率、加速建设国际一流投行的背景下，2025年启动了中金公司、信达证券和东兴证券的并购重组，是券业史上首次“三合一”案例。2) 区域整合：2024年8月国信证券并购万和证券、2024年9月国泰君安并购海通证券相继启动，意味着地方国资系内部券商牌照开启整合。与跨省/跨区域外延并购相比，同一国资股东旗下/同省内的券商，由于股权结构、战略目标、文化基础相近，整合难度相对较低，在当前优化证券行业供给侧政策引导下可行性较高。

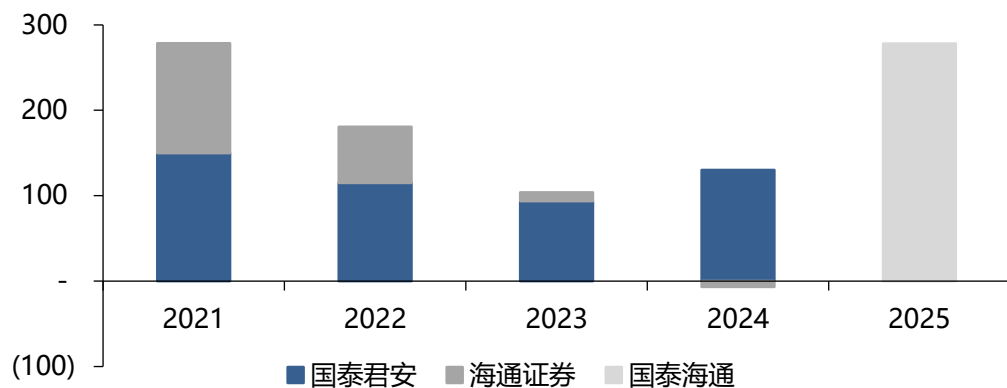
表：券商主要并购重组事件

合并方	时间/公告时间	被合并方	原因
中信证券	2004年	万通证券	主动收购，扩张山东地区经纪业务版图
	2006年	金通证券	主动收购，加码布局浙江市场
	2020年	广州证券	扩大营业版图，分享粤港澳大湾区发展红利
华泰证券	2006年	联合证券	补齐投行业务短板、化解同业竞争以推进上市，并于2011年进一步整合
	2016年	AssetMark	推进财富管理转型的进程，开拓海外资产配置渠道
国泰君安	2014年	上海证券	为排除“一参一控”问题实现上市进行的收购
方正证券	2014年	民族证券	主动收购，扩大业务规模
申银万国	2015年	宏源证券	中央汇金主导合并，目标打造一流券商
中金公司	2019年	中投证券	为排除“一参一控”问题实现上市进行的收购
国联证券	2023年	民生证券	主动收购，获取投行业务资源，扩张经纪业务
浙商证券	2023年	国都证券	主动收购，扩大业务规模
西部证券	2024年	国融证券	主动收购，扩大业务规模
国信证券	2024年	万和证券	主动并购，同属深圳国资体系，统筹客户资源，挖掘更多业务机会
国泰君安	2024年	海通证券	主动并购，由上海国资委主导，旨在打造国际一流投行
中金公司	2025年11月	信达证券、东兴证券	中央汇金主导合并，目标解决一参一控问题，打造一流券商
东吴证券	2026年3月	东海证券	主动并购，同属江苏省本土券商，扩大业务规模
东方证券	2026年4月	上海证券	主动并购，同属上海国资委券商，扩大分支机构数，提升行业排名

3.3 证券行业并购案例频现，并购后经营情况分化明显

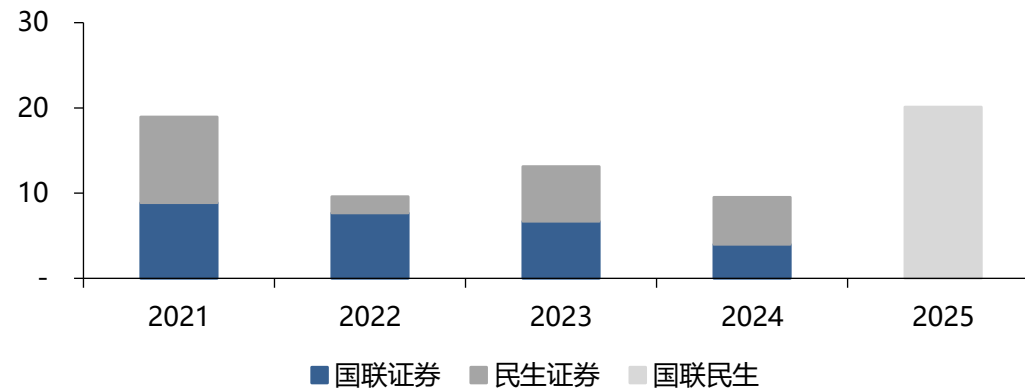
- 国泰海通、国联民生并购重组后，主要排名大幅提升，尤其在投行及财富管理板块提升显著。
- 并表后，总资产、净资产等核心指标排名大幅提升，2025年业绩大幅增长。1) 国泰海通于2025年3月并表，2025年实现扣非净利润214亿元，同比+72%，排名提升1位；2025年末公司总资产、归母净资产均跃居证券行业首位。2) 国联民生于2025年1月并表，2025年实现归母净利润20.1亿元，同比+406%，排名由2024年的60提升至23位；总资产和净资产排名进入行业前20位（2024年在40名左右）。
- 财富管理业务依赖网点及分支机构布局，投行业务依赖团队和项目资源，整合初期更易产生质变，提升效果更为显著。1) 国泰海通：2025年经纪市占8.56%，同比增长3bps，位列第一；两融余额2536亿元，同比+139%，市场份额10.0%，同比+4.3pct。25年完成境内股权主承销规模同比+717%，排名第2；IPO储备项目51家，排名第1；港股配售项目数排名保持行业第一。2) 国联民生：累计总客户数较合并前增长77%，两融同比+106%，市场份额0.9%，同比+0.3pct。民生证券投行实力强，并购后新公司投行业务跻身行业前列，境内IPO辅导备案项目数排名行业第四。

图：国泰海通合并前后净利润及行业排名（亿元）



排名	国泰君安	2021	2022	2023	2024	2025
	海通证券	4	9	31		
		2	2	3	3	2

图：国联民生合并前后净利润及行业排名（亿元）



排名	国联证券	2021	2022	2023	2024	2025
	民生证券	88	73	41	51	
		49	35	39	60	23

3.3 证券行业并购案例频现，并购后经营情况分化明显

- **并非所有的并购重组都能带来很强的协同效应。** 上一轮并购潮中，同为汇金系下的申万并宏源、中金并中投在并购后的效果大相径庭。1) 申万宏源在合并初期并没有实现“1+1>2”，一方面是由于合并前宏源证券高管被查，为合并后公司协同埋下隐患，另一方面是由于两家公司业务虽存在一定互补，但并不显著，且两家公司文化差异过大。2) 中金公司收购后整体规模显著扩大，主要指标跃升至行业第一梯队。业务高度互补，收购弥补了中金公司零售经纪业务短板。中金公司在投行、机构、跨境服务和高净值领域具有优势，但在零售经纪、网点布局等方面欠缺，中投在全国的200余家营业网点能快速补齐中金的短板。2017年，收购后，中金经纪市占率提升至2.7%，行业排名从40位跃升至10位左右。
- **新一轮并购中，分化也较为明显。** 浙商+国都、西部+国融、国信+万和这类中小型券商间的并购并没有产生很强的协同，可能是由于：1) 被并购标的过小，收购国融、万和虽能快速进入华北和海南市场，但由于被并购标的排名靠后（90+），且公司存在一定治理问题，整合难度较大；2) 方案差异导致整合节奏不同。西部采取现金交易虽不存在摊薄，但加大了现金流的压力；浙商证券逐步提高持股比例，通过派驻核心高管实现注入，虽温和但效果慢；国信万和为同一实控人下整合。3) 协同差的本质还是业务同质化。

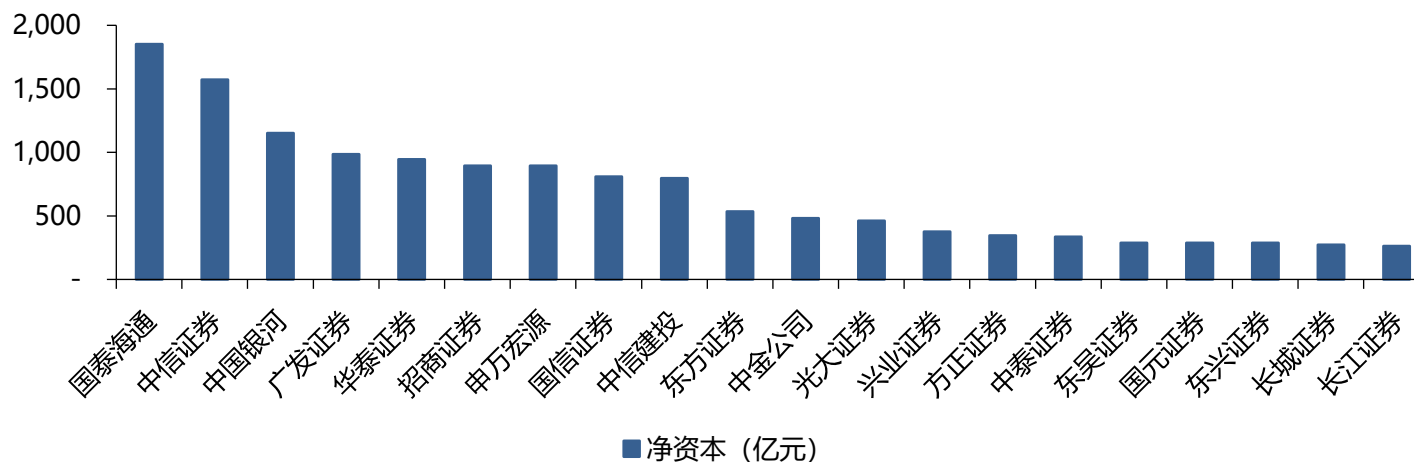
表：浙商国都、西部国融、国信万和并购前后主要指标对比

	2024年					2025年				
	净利润	排名	总资产	排名	ROE	净利润	排名变化	总资产	排名变化	ROE
国信证券	82.2	7	5015	10	7%	110.7	持平	5768	持平	8%
万和证券	0.6	94	115	90	1%					
浙商证券	19.3	21	1541	23	5%	24.1	前进3	2248	前进5	7%
国都证券	9.2	36	363	63	8%					
西部证券	14.0	27	960	33	5%	17.5	前进1	1217	前进9	6%
国融证券	0.8	90	189	81	2%					

3.4 供给侧改革2.0：提质增效，重塑竞争格局

- 券商区域间的并购加速，通过“提升资产规模→提质增效→夯实自身业务特色”的路径来提升综合实力。** 2023年12月以来的7起并购中，有5起都是同一区域或者同一控股股东下的整合，包括“国信证券+万和证券”、“国泰君安+海通证券”、“中金公司+东兴证券+信达证券”、“东吴证券+东海证券”、“东方证券+上海证券”。我们认为区域整合加速有几方面原因：①同一区域或同一实控人间的并购难度更小，可自上而下推动。②经纪业务全面线上化以后，通过跨区域并购实现网点互补、客户互补的价值已大幅降低；③未来的竞争格局重塑可能更取决于资产规模、扩表能力等，区域间并购能更快产生协同。
- 扩表能力是未来提质增效，夯实市场地位的重要关键。** ①**业务承载力的提升。** 在现有净资本管理体系下，券商做大资产规模是突破业务天花板、提升核心竞争力的关键。资本规模直接决定了融资融券、科创板跟投、并购融资、大宗交易等重资本业务的扩张上限，充裕的净资本有助于降低单位运营成本并发挥规模效应。

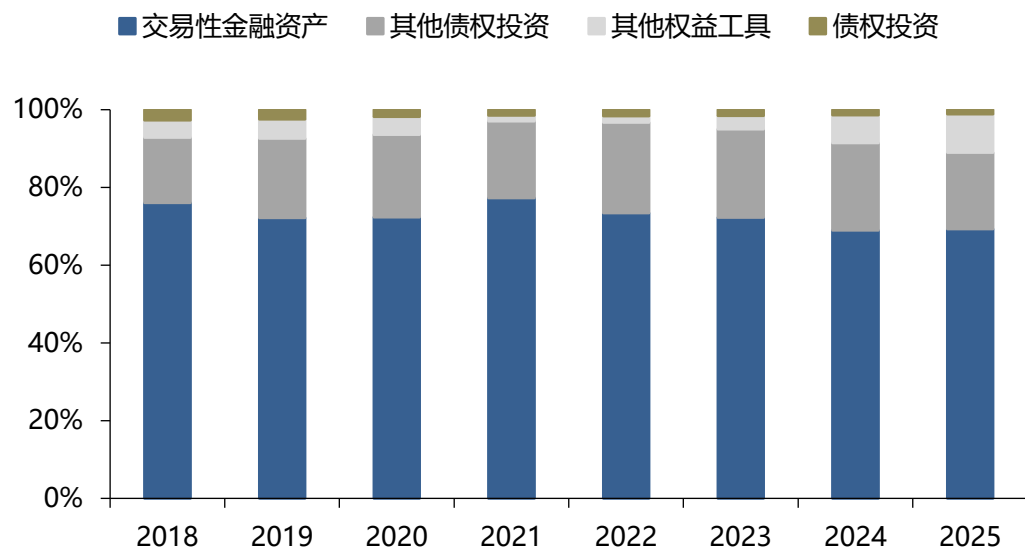
图：2025年末上市券商净资本 (Top20)



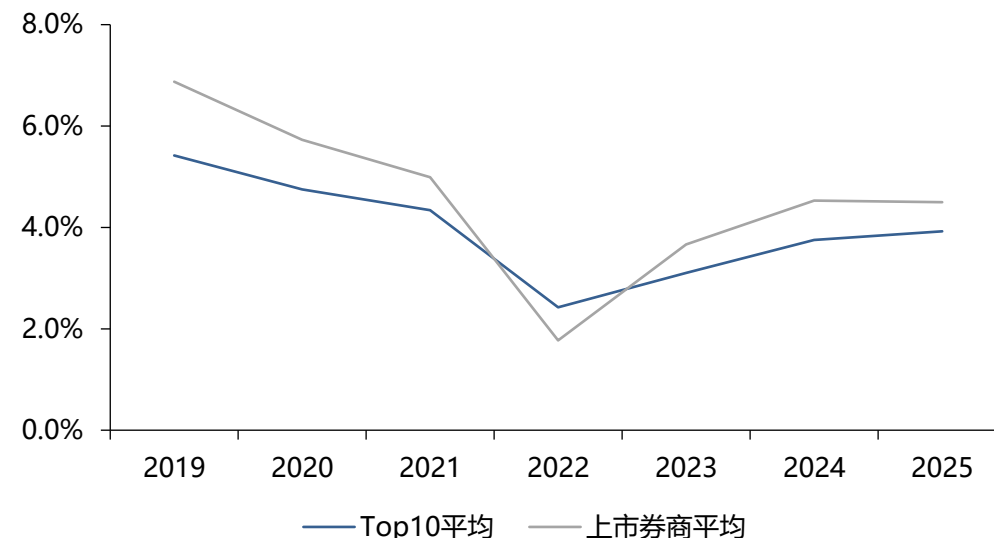
3.4 供给侧改革2.0：提质增效，重塑竞争格局

- ②收入结构优化，扩表能力的重要性提升。随着行业从传统的“通道服务商”向综合金融服务商转型，通过扩大资产负债表所驱动的利息净收入、自营投资收益以及资本中介业务收入，正逐步成为业绩增长的核心引擎。与传统经纪佣金高度依赖市场单边上涨、呈现明显“靠天吃饭”特征的周期性波动不同，扩表带来的重资本业务展现出更强的可持续性与抗周期属性。
- ③市场地位的巩固与跃升。在监管引导行业集约化发展、培育一流投行的战略框架下，资产规模和资本实力是获取业务资质、争取监管试点、参与国际竞争的基础门槛。唯有具备与业务雄心相匹配的资产负债表，才能在新一轮行业格局重塑中占据主动、赢得先机。因此，持续提升扩表能力，如通过内生利润积累、外延并购整合、资本市场再融资等多元路径做大做优资产负债表，已成为券商由“规模扩张”迈向“提质增效”的必经之路。

图：上市券商自营结构



图：上市券商平均及TOP10券商综合投资收益率

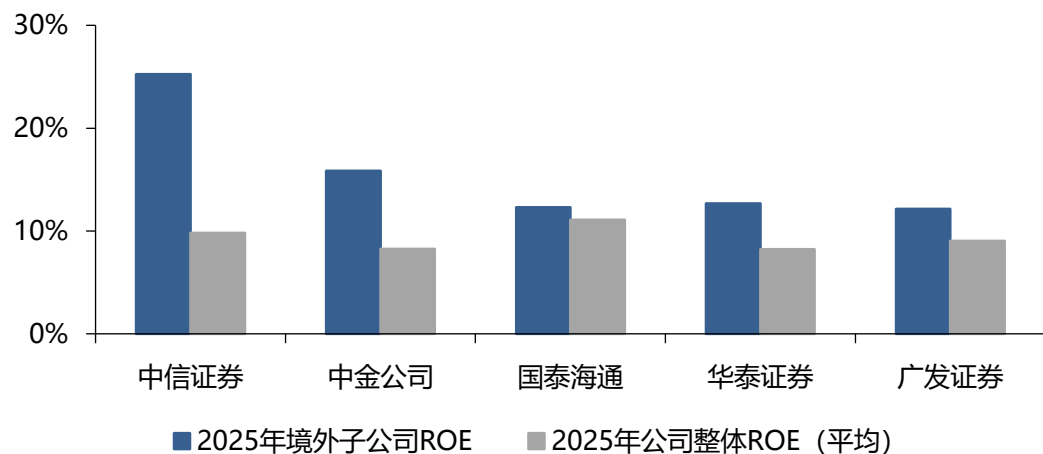


四、风正帆悬，券商国际业务蓄势启新程

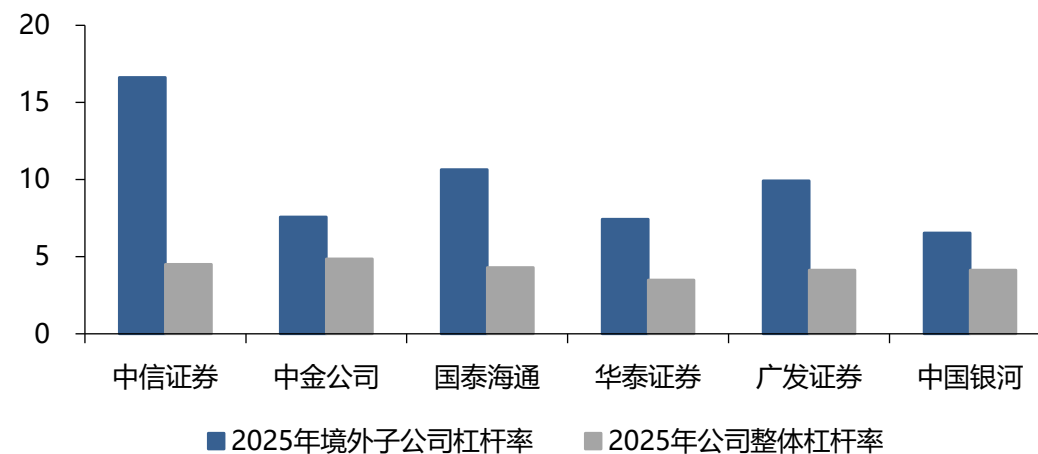
4.1 境外展业杠杆优势突出，ROE较之境内业务优势显著

- 境外业务凭借更高的盈利效率，有望成为券商提升整体ROE、增厚盈利的核心引擎。从行业实践来看，头部券商境外子公司ROE均超出公司整体。2025年中信、中金、国泰海通、华泰、广发境外子公司ROE分别为25.3%、15.9%、12.3%、12.7%、12.1%，较之公司整体（9.8%、8.2%、11.1%、8.2%、9.0%）显著超出，对集团整体盈利形成明显拉动。通过布局境外市场，券商能够拓宽收入来源、平滑周期波动、提升资本回报率，进而有效抬升集团整体ROE中枢、增强长期盈利能力与估值水平，为自身高质量发展注入强劲动力。
- 券商境外子公司ROE普遍显著高于母公司整体水平，核心驱动因素在于更高的经营杠杆与资本运作效率。境外成熟资本市场在风控体系、资本约束、融资渠道与业务模式上更为灵活，境外子公司可依托当地监管规则与市场化融资环境，在满足资本充足要求的前提下合理提升杠杆水平，同时在跨境投行、做市交易、资产管理、衍生品等业务上实现更强的资金周转效率与收益放大效应。从头部券商情况来看，2025年中信、中金、国泰海通、华泰、广发、银河的境外子公司的杠杆率分别为16.6x、7.6x、10.6x、7.4x、9.9x、6.5x，为公司整体杠杆率的1.6-3.7倍。

图：2025年头部券商境外子公司ROE表现突出



图：2025年头部券商境外子公司杠杆率均显著超出公司整体



4.2 出海业务贡献稳步提升，头部集中趋势下资本密集注入

➤ 从行业整体经营数据来看，境外业务已逐步从战略布局阶段迈入贡献度持续提升、增长韧性凸显的新发展时期。我们选取披露了2025境外业务收入的16家上市券商作为样本，2025年16家上市券商合计境外业务收入达到495亿元，同比增长23%，占合计营收比重的21%，已成为营收结构中的重要组成部分。拉长时间维度观察，2018-2025年期间，上述上市券商境外业务收入的复合年均增长率高达20%，高于同期整体营收复合增速（13%），充分体现出中资券商在跨境业务方面的持续突破，也印证了出海已成为行业长期成长的核心主线之一。

➤ 从经营趋势来看，券商境外业务收入占比不断提升。16家样本券商中，2023-2025，除华泰证券外（因出售AssetMark股权导致境外业务收入大幅下滑），其余公司境外业务收入占营收比重均实现提升或保持持平。从头部券商来看，中金公司国际业务收入占比长期稳居行业前列，2025年进一步攀升至29%，较上年提升4个百分点；中信证券境外业务收入占比从2023年的16%提升至2025年的21%，稳步实现突破。从中小券商来看，即便部分中小券商目前境外业务占比仍较低，但随着布局逐步落地，收入贡献度也在缓慢提升。

表：16家上市券商2023-2025境外业务收入及占营收比重

公司名称	境外业务收入（百万元）			境外业务收入占营收比重		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025
中信证券	9,404	10,948	15,519	16%	17%	21%
中金公司	6,075	5,308	8,393	26%	25%	29%
国泰海通	2,163	2,909	9,586	6%	7%	15%
华泰证券	7,926	14,340	5,918	22%	35%	17%
广发证券	665	1,350	2,699	3%	5%	8%
中国银河	2,006	2,173	2,569	6%	6%	9%
中信建投	539	736	1,492	2%	3%	6%
招商证券	901	1,094	1,161	5%	5%	5%
申万宏源	537	446	738	2%	2%	3%
东方证券	-81	298	437	0%	2%	3%
国元证券	171	237	251	3%	3%	4%
国信证券	201	194	279	1%	1%	1%
东方财富	170	186	243	2%	2%	2%
财通证券	59	52	90	1%	1%	1%
国联民生	28	43	54	1%	2%	1%
长江证券	25	28	55	0%	0%	1%
合计	30,790	40,342	49,482	9%	11%	12%

4.2 出海业务贡献稳步提升，头部集中趋势下资本密集注入

- **从竞争格局来看，券商出海已形成清晰的“两超两强”主导、梯队分明的格局，马太效应持续加剧。**第一梯队为行业头部公司，包括中信证券、中金公司、国泰海通、华泰证券，2025年末境外子公司净资产均超200亿元，构成“两超两强”的竞争格局。2025年境内券商境外子公司总资产合计1.94万亿港元，头部4家券商总资产占行业整体的66%。
- **券商国际业务头部效应显著，核心是先发优势、资本壁垒、客户资源等多重因素叠加，形成强者恒强的循环，最终导致行业资源高度向头部券商集中。**
 - ①**先发优势。**中信、中金、华泰等头部券商早在2000年代初便启动国际化布局，以中国香港为桥头堡逐步获取欧美、东南亚等地牌照与网点并积累牌照资源，中小券商难以快速补齐短板。
 - ②**资本壁垒。**头部券商境外业务的资本投入显著超出中小型券商，同时境内外评级更高、融资渠道更广，资金成本更低。
 - ③**客户资源。**头部券商在境内服务大量龙头企业，其相关跨境IPO、并购、发债、财富管理需求优先由合作紧密的头部券商承接，形成境内服务+境外落地的强绑定。中小券商大多参与小型项目或通道业务，客户分层效应持续加剧。

表：2025年头部券商境外子公司经营情况（亿元）

公司名称	2025年总资产	2025年净资产	2025年营收	2025年净利润	2025年净利润增速
中信证券国际	4754.87	286.05	233.78	63.90	72%
中金国际	2286.91	302.02	131.86	44.09	78%
国泰海通金控	2342.72	220.08	88.79	22.81	85%
华泰国际	1781.29	239.56	80.55	28.47	-54%
广发控股香港	1068.44	107.65	21.02	11.32	54%
银河国际控股	615.19	94.22	25.69	5.30	62%

4.2 出海业务贡献稳步提升，头部集中趋势下资本密集注入

- **2025年以来券商资本密集注入国际业务，出海从被动布局转向主动战略投入。**一方面，头部券商持续大手笔增资境外平台，如国泰海通向国泰海通金控增资90亿元以推动国际化业务发展、华泰证券发行100亿港元H股可转债专项支持国际业务等，行业对境外子公司的资本输血规模创近年新高；另一方面，中小券商加速入场，东北证券、西部证券等新设香港子公司，华安证券、山西证券等密集增资在港平台，形成头部券商集中加码+中小券商批量跟进的格局。

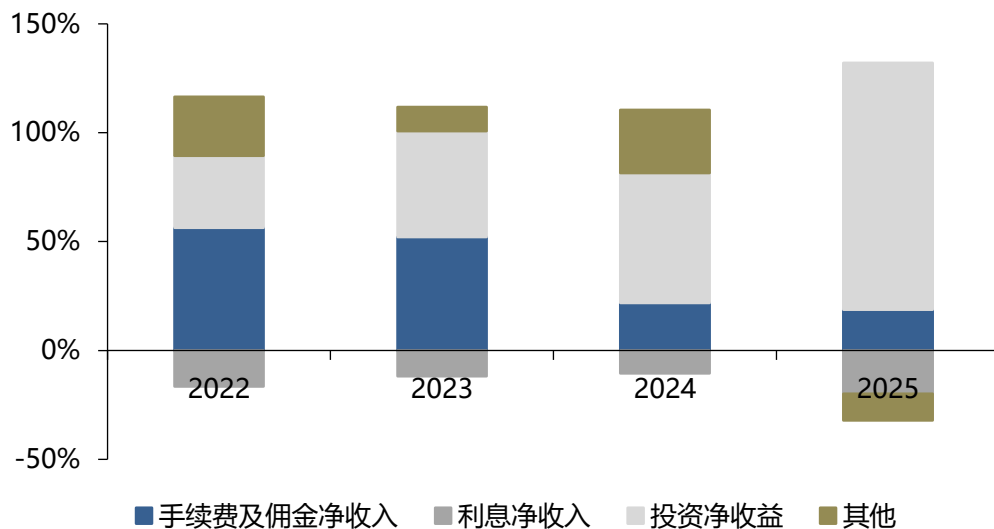
表：2025年以来券商境外融资、境外收购或增资设立境外子公司相关公告

公司名称	公告时间	事项	具体内容
国泰海通	2026/6/4	增资境外子公司	同意公司向国泰海通金融控股有限公司增资90亿元人民币，以进一步推动公司国际化业务发展，持续培育跨境金融优势。
华泰证券	2026/2/3	发行H股可转债	公司发行本金总金额100亿港元的H股可转债，募集资金净额用于支持本公司境外业务发展，以及补充其他营运资金。
华泰证券	2026/1/24	增资境外子公司	公司董事会同意公司向全资子公司华泰国际增资不超过90亿港元，用于支持各项境外业务发展。
广发证券	2026/1/7	配售H股+发行可转债	公司按每股配售价格18.15港元向符合条件的独立投资者配售本公司新增发行的2.19亿股H股，并发行本金总金额为21.5亿港元的可转换为公司H股股份的债券。发行所得款项净额拟全部用于公司向境外子公司增资，以支持公司的国际业务发展。
招商证券	2025/12/8	增资孙公司	公司董事会同意由招证国际向其全资子公司分次增资不超过90亿港元。首次增资对象为招商证券（香港），增资规模不超过40亿港元。
国泰海通	2025/11/18	收购境外公司	公司董事会审议通过境外子公司收购印尼证券公司的议案。
东兴证券	2025/10/31	增资境外子公司	公司已完成向东兴香港增资3亿港元，东兴香港的实缴资本由15亿港元增至18亿港元。
山西证券	2025/10/30	增资境外子公司	为推动公司跨境一体化发展，充实香港子公司山证国际资本实力，降低融资成本，增强国际化经营能力，公司拟对山证国际增资10亿港元。
中信建投	2025/8/29	增资境外子公司	公司董事会同意对子公司中信建投（国际）金融控股有限公司增资15亿港元（或等值人民币），用于拓展国际业务。
第一创业	2025/8/27	设立境外子公司	公司董事会同意出资不超过5亿元港币设立香港子公司作为控股公司，再由控股公司在香港设立持牌全资子公司，开展证券交易、机构融资、资产管理等业务。
中银证券	2025/8/20	增资境外子公司	为满足中银国际投资业务发展需要，公司拟以货币方式出资14亿元向中银国际投资增资，将中银国际投资注册资本增至20亿元。
首创证券	2025/7/26	发行H股	为进一步提高公司的资本实力和综合竞争力，更好地整合国际资源，提升国际影响力，公司拟发行H股股票并申请在香港联交所主板挂牌上市。
西部证券	2025/6/13	设立境外子公司	公司拟出资等值10亿元人民币，设立全资香港子公司，旨在打造国际化业务平台，服务跨境客户需求。
东北证券	2025/4/26	设立境外子公司	公司董事会同意公司在香港设立全资子公司开展证券业务（具体业务范围以监管部门核定为准），注册资本为5亿港元。
东吴证券	2025/4/26	增资境外子公司	公司董事会同意公司向东吴证券（香港）金融控股有限公司增资，金额不超过20亿港元或等值人民币。
国金证券	2025/4/25	增资境外子公司	公司拟向国金金融控股（香港）有限公司增资不超过5亿元人民币。
华安证券	2025/4/15	增资境外子公司	公司董事会同意向华安证券（香港）金融控股有限公司增资5亿港元。

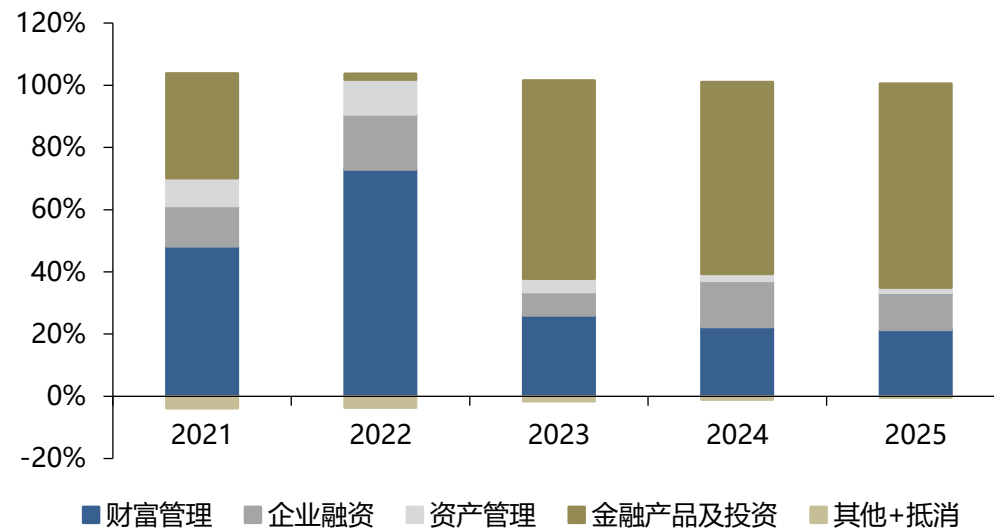
4.3 境外业务以投资收益为主导，多元业务协同推进

- 从收入结构来看，当前券商境外业务收入仍以投资收益为核心，财富、投行业务亦是重要支撑。①头部券商中，以华泰证券为例，2025年其国际业务分部的手续费及佣金净收入、利息净收入、投资净收益、其他收入占比分别为19%、-20%，113%、-12%，投资收益系其境外业务最主要的收入来源，费类业务收入也具备一定的体量。2023年及之前手续费及佣金净收入占比超过50%，主要由AssetMark贡献。②中型券商中，以兴业证券为例，其境外子公司兴证国际2022年受港股大跌、中资美元债风险暴露影响，自营投资拖累整体收入；2023年伴随市场企稳、资产估值修复以及公司主动优化投资组合、严控风险敞口，自营业务跃升为第一大收入来源。2025年兴证国际财富管理、企业融资、资产管理、金融产品 & 投资业务收入占比分别为21%、12%、2%、66%，自营投资业务占主导。

图：2022-2025年华泰证券国际业务分部收入结构



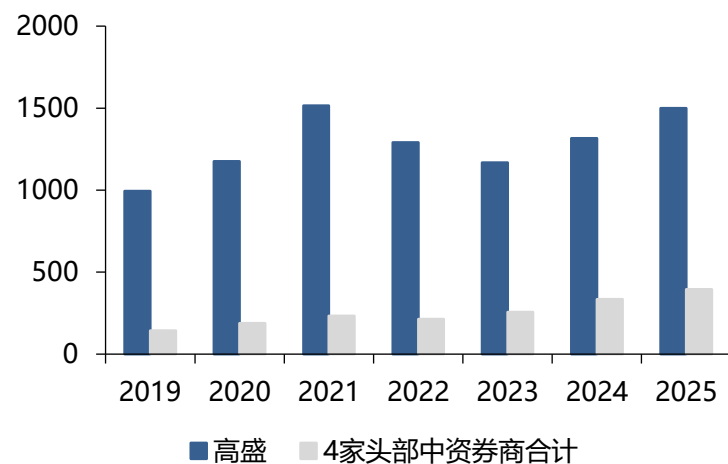
图：2021-2025年兴证国际收入结构



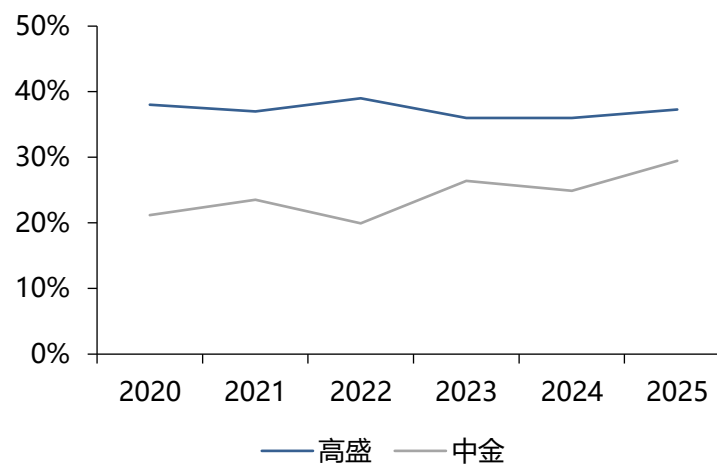
4.4 中资券商海外业务对标国际一流投行仍有差距，成长潜力充足

- **与国际一流投行相比，中资券商国际业务收入规模及占比仍存在显著差距，未来提升空间广阔。**从收入规模来看，2025年4家头部券商（中信、中金、国泰海通、华泰）合计国际业务收入为394亿元，仅为高盛海外业务收入（约1499亿元人民币）的26%。从收入占比来看，当前中资券商平均国际业务收入占比仅10%左右，即便国际化领先的中金公司，其占比也基本保持在20%-30%区间，仍低于高盛等全球龙头。
- **至2030年券商行业海外业务收入有望突破千亿元。**我们以前述样本券商海外业务营收情况线性外推，假设行业整体海外收入占比为10%，对应行业整体2025年海外收入为541亿元（据中证协披露，2025年证券行业实现营业收入5411.71亿元）。综合历史增长中枢、行业竞争格局及中长期政策与市场环境判断，2026-2030年，伴随中资企业出海常态化、跨境资产配置需求持续增长，国内券商海外业务收入年复合增长率有望达到15%，至2030年海外业务收入规模将达到1088亿元，较2025年增长101%。届时国际业务将成为驱动券商行业营收结构优化、盈利水平提升的重要增长极。

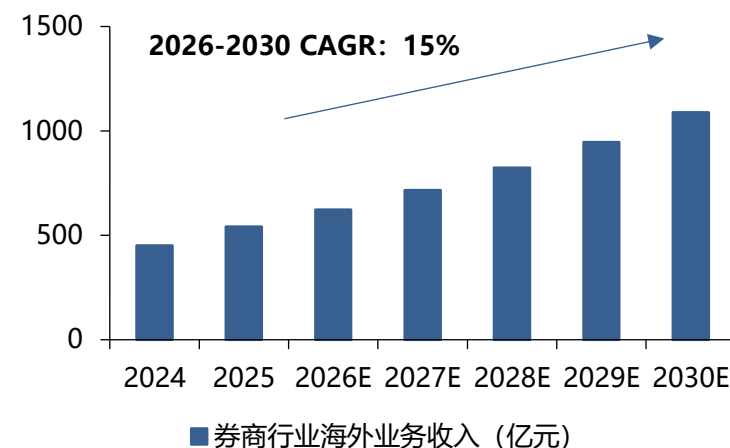
图：中资券商国际业务收入较海外头部差距显著（亿元）



图：高盛、中金境外业务收入占比对比



图：2030年券商行业海外业务收入估算（亿元）



五、投资建议

5.1 券商再融资或已全面放开，股东支持力度大

- 自2023年11月证监会收紧再融资发行以来，2024年券商行业仅有国联民生、国泰海通两家券商发行再融资，且均为并购重组配套资金。2025年以后券商再融资家数明显增加，A股已有天风证券、中泰证券、南京证券完成发行，尚有东吴证券、西南证券正在审批中，H股也有两家大型券商完成配股/可转债的发行。从认购情况来看，大股东认购比例均较大，一方面体现了大股东的支持力度大，另一方面也体现了监管定向放松再融资的趋势。

表：2025年以来券商A/H再融资情况

时间	公司名	增发规模	控股股东认购情况	用途
2025年6月	天风证券A	定增40亿元	宏泰集团全额认购	财富管理、投资交易、偿债等
2025年12月	中泰证券A	定增59.29亿元	枣矿集团认购21.65亿元	信息技术、另类投资、做市、财富观伦理等
2025年12月	南京证券A	定增50亿元	紫金集团认购5亿元	补充资本金、发展主业
2025年7月	东吴证券A	拟定增60亿元	尚在审批中，国发集团拟认购15亿元，苏州营财拟认购5亿元	子公司增资、财富管理、债券投资、做市、信息技术及合规风控等
2026年1月	广发证券H	配股39.75亿港元、可转债21.5亿港元	已完成	向境外子公司增资
2026年2月	华泰证券H	可转债100亿港元	已完成	支持境外业务发展、补充其他运营资金
2026年2月	西南证券A	拟定增60亿元	预案阶段，渝富控股拟认购15亿元，重庆水务拟认购10亿元	财富管理、投行业务、资管业务、证券投资、增加子公司投入、信息技术与合规风控建设、偿还债务及补充其他营运资金

5.1 A股定增投向各有侧重，H股定增主要用于国际化业务发展

- **A股定增投向各有侧重，主要集中在传统轻资产业务、投资交易、优化财务结构、IT四大方面：**1) 传统轻资产业务：有别于2023年以前，定增投向集中在资本中介类业务，2025年的定增更侧重于轻资产业务，天风、南京、西南该类占比在30%左右，顺应行业集约化发展的转型方向。2) 投资交易类基本侧重在子公司增资和做市业务方面，除天风证券外各家占比均较高。3) 优化财务结构为刚需。天风证券定增的半数资金用于偿债，主要为应对流动性紧缺；其他券商出于优化资产负债表的诉求，也有20-25%的比例用于偿债补流。4) IT投入在13-25%，通过数字化转型提升运营效率和风险控制能力。
- **港股增发主要用于国际化业务发展，我们预计对ROE提升效果更明显。**由于境内定增审批节奏慢以及公司自身不满足定增要求，广发、华泰通过港股一般性授权配股及发行可转债，资金全部用于国际业务发展。由于国际业务具有更高的ROE，通常在15%以上，有助于拉动公司整体ROE。

表：2025年以来券商A股再融资投向

券商名称	募资规模	核心投向细分	各大类比例	策略特点
天风证券	40亿	①财富管理业务15亿	38%	侧重流动性补充与财富转型
		②投资交易业务5亿	13%	
		③偿还债务及补充营运资金20亿元	50%	
中泰证券	59.29亿	①财富管理业务5亿元	8%	另类投、做市占比高，补投资短板；科技投入占比极高，强调数字化
		②投资交易相关：1) 另类投资业务10亿元；2) 购买债券5亿元；3) 做市业务10亿元	42%	
		③偿还债务及补充营运资金15亿元	25%	
		④信息技术及合规风控15亿元	25%	
南京证券	50亿	①传统轻资产类：1) 财富管理业务5亿元；2) 资管业务5亿元；3) 投行业务5亿元	30%	各类布局均衡，发力子公司
		②投资交易相关：1) 另类投资及私募子公司10亿元；2) 购买债券5亿元；	30%	
		③偿还债务及补充营运资金13亿元	26%	
		④信息技术和合规风控7亿元	14%	
东吴证券	60亿元	①财富管理业务5亿元	8%	侧重子公司与科技，聚焦核心优势
		②投资交易相关：1) 子公司增资15亿元；2) 债券投资10亿元；3) 做市业务5亿元	50%	
		③偿还债务及补充营运资金13亿元	22%	
		④信息技术和合规风控12亿元	20%	
西南证券	60亿元	①传统轻资产类：1) 财富管理业务5亿元；2) 资管业务9亿元；3) 投行业务2.5亿元	28%	主要为传统业务
		②投资交易相关：1) 证券投资15亿元；2) 子公司增资6亿元	35%	
		③偿还债务及补充营运资金15亿元	25%	
		④信息技术和合规风控7.5亿元	13%	

5.2 2026年下半年增长动力来源于科创投资

- **科创类跟投实现大幅收益。** 科创板实行跟投制度，保荐机构通过另类投资子公司参与IPO战略配售，获配股份限售期为24个月。创业板实行差异化跟投制度，对未盈利，红筹架构，特殊投票权以及高价发行的四类公司采取强制性跟投制度。本轮AI产业链大幅上涨，券商科创跟投产生大量浮盈。
- **明星IPO项目上市，直投业务兑现收益。** 今年以来已上市的大型项目（千亿市值）包括盛合晶微、电科蓝天、大普微、联讯仪器等，为券商直投带来大量浮盈。下半年仍有不少大型科创项目将IPO，包括已过会的长鑫科技、宇树科技，在会的长江存储、超聚变、蓝箭航天等。按照长鑫科技估值3万亿测算，招商证券、华安证券浮盈超过200、100亿元。

表：大型IPO项目券商持股穿透

长鑫科技		宇树科技		长江存储		超聚变		蓝箭航天	
公司名称	持股比例	公司名称	持股比例	公司名称	持股比例	公司名称	持股比例	公司名称	持股比例
招商证券	0.86%	中信证券	0.89%	华安证券	0.08%	财通证券	0.75%	广发证券	0.53%
华安证券	0.44%	招商证券	0.37%			申万宏源	0.54%	国泰海通	0.13%
中信建投	0.15%	广发证券	0.07%			中信证券	0.19%		
国泰海通	0.10%	国泰海通	0.03%			国泰海通	0.14%		
方正证券	0.08%	东吴证券	0.03%			招商证券	0.01%		
广发证券	0.07%	华安证券	0.02%						
国元证券	0.01%	中信建投	0.02%						
国信证券	0.01%	财通证券	0.01%						
中金公司	0.01%								
天风证券	0.003%								
中原证券	0.002%								
中信证券	0.001%								
东吴证券	0.0001%								

5.3 较高基数下，我们预计2026年券商业绩仍高增

- 2026Q2在科创类投资大幅上涨的背景下，券商直投+跟投均有望实现较高浮盈，我们预计2026Q2券商净利润大幅增长，预计多家头部券商2026年上半年净利润同比增速超过50%。
- **中性假设下，我们预计2026年证券行业净利润同比+36%**。考虑到年初以来市场交投活跃，日均股基交易额近3.2万亿元，同比接近翻番；两融余额超3万亿元，较年初+20%；券商直投+跟投业务受益于科创IPO陆续上市，我们上调了全年业绩预测。基于中性假设，我们预计2026年行业净利润将同比+36%（前值+15%）：预计经纪业务收入同比增长43%，投行业务同比增长28%，资本中介业务收入增长35%，资管业务增长10%，自营同比增长40%。

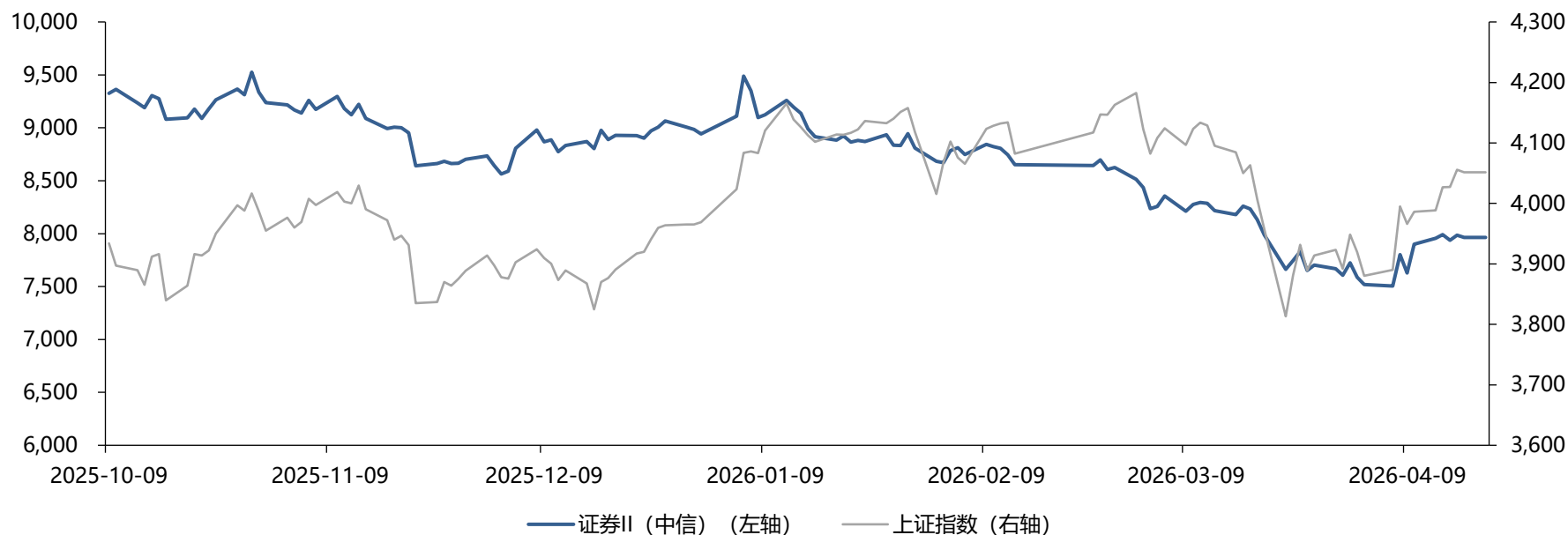
表：券商行业业绩预测

(亿元)		2024	2025	2026悲观	2026中性	2026乐观
经纪业务	日均股基交易额	10800	20538	28000	30000	35000
	增速	12%	151%	36%	46%	70%
	佣金率	0.020%	0.016%	0.015%	0.016%	0.016%
	增速	-12%	-23%	-5%	0%	5%
	代销金融产品收入	149	164	164	188	197
	增速	-10%	10%	0%	15%	20%
投行业务	经纪业务收入	1206	1715	2173	2454	2972
	增速	23%	42%	27%	43%	73%
	股权融资规模	4000	10826	9900	17000	14000
	IPO	700	1318	900	2000	2000
	再融资	3300	9509	9000	15000	12000
	债权融资规模	120600	158766	118350	145400	165500
资本中介业务	企业债	600	242	350	400	500
	公司债	40000	44565	38000	45000	45000
	其他	80000	113959	80000	100000	120000
	财务顾问收入	54	58	69	72	75
	股债承销收入	350	395	390	507	514
	增速	-35%	13%	-1%	28%	30%
资管业务	日均融资融券余额	16,000	20,793	26,000	28,000	30,000
	资本中介收入	488	544	693	737	780
	增速	-8%	12%	27%	35%	43%
投资业务	资管收入	239	239	239	263	275
	增速	7%	0%	0%	10%	15%
其他	投资净收益	1741	1853	2224	2595	2224
	增速	43%	6%	20%	40%	20%
营业收入		4512	5412	6118	6955	7165
净利润		1673	2194	2447	2991	3224
增速		18%	31%	12%	36%	47%

5.4 2025年四季度以来A股券商估值持续走低

- **业绩高增长预期下，券商A股估值反而持续走低。** 在市场延续活跃下，我们预计券商行业2026年净利润在较高基数下仍有36%的增速。然而在业绩高增长及ROE创2022年以来新高的背景下，2025Q4以来，A股券商的BETA属性却在显著降低，行业平均估值也曾一路下行至最低1.2xPB。与此同时，港股券商PB-ROE仍有效，除国联民生-H外，估值都有不同程度的提升。
- **剔除资金面的影响，我们认为券商A股BETA显著降低及PB估值与业绩的背离可能源于四方面的原因：** ①重资本的经营模式下，现有业务结构使得资本使用效率并不高，ROE中枢持续走低。②券商股杠杆率不高，对比其他金融板块与海外投行，ROE中枢偏低，本轮牛市ROE虽有提升但不显著。③自营方向性头寸降低，导致业绩弹性变低。④股权衍生品等限制仍较多，境内IPO仍主要集中在头部，能拉高ROE的增量业务较少。

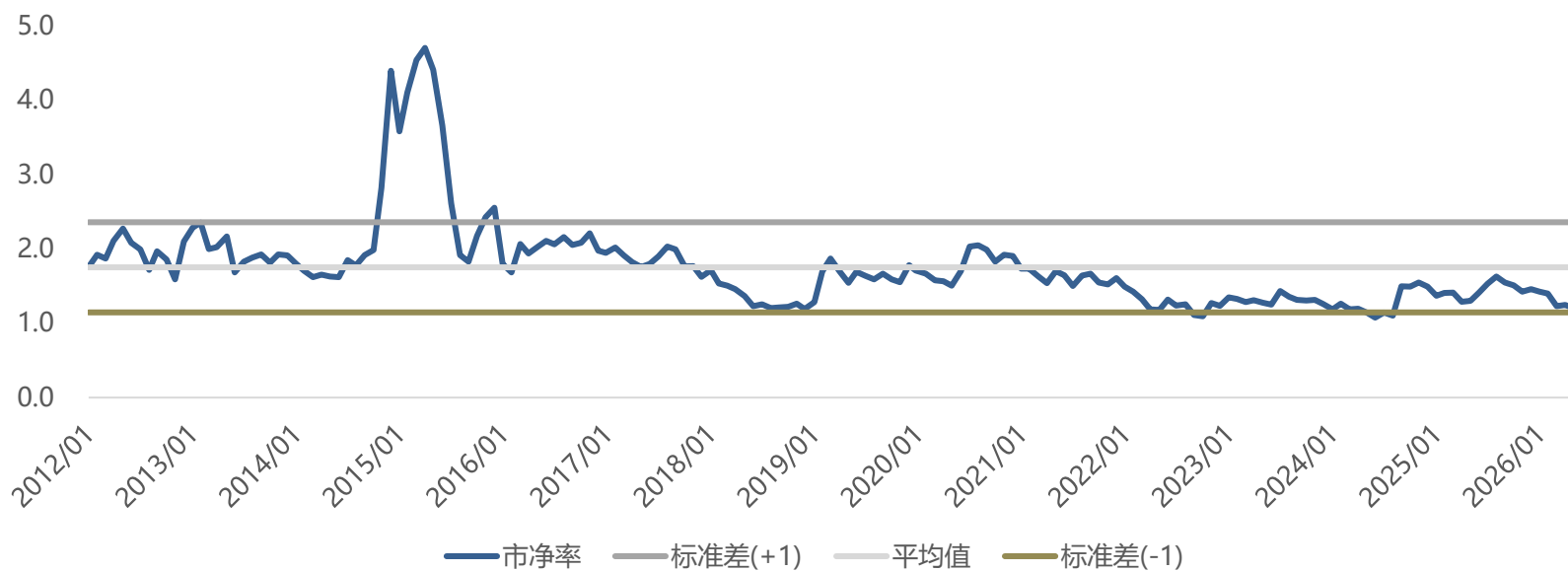
图：2025年四季度以来券商A股和上证指数走势



5.5 较高业绩增速预期下，我们预计估值有望修复

- 当前我国券商估值处于较低水平。**截至2026年6月26日，中信证券II指数静态估值为1.33x PB，处于上市以来的14%分位，处于近十年的31%分位，估值较低。考虑到当前资金面显著改善，在较高业绩增速预期下，我们预计券商股估值有望修复。从中长期来看，在我国资本市场高质量发展的背景以及券商重资产业务能力和效率持续提升的趋势下，未来我国券商ROE水平及估值仍存在上升空间。此外，资本市场改革预期持续强化，且政策鼓励优质券商通过并购做优做强，我们认为大型券商优势仍显著，行业集中度有望持续提升，大型券商应享有估值溢价。
- 重点推荐：**中信证券、国泰海通、招商证券、广发证券、财通证券、东方财富等。

图：证券II（中信）指数估值情况



六、风险提示

6. 风险提示

- **1) 权益市场大幅波动：**后续资本市场若大幅下跌，对于券商板块而言将带来业绩和估值的双重压力。
- **2) 宏观经济复苏不及预期：**宏观经济剧烈波动将直接影响资本市场活跃度，并且影响居民购买力及财富管理产品配置需求，进而造成证券行业收入下滑。
- **3) 资本市场监管趋严：**监管政策收紧或将对证券行业各项业务经营环境造成影响，进而导致证券公司面临业绩波动风险。
- **4) 行业竞争加剧：**行业竞争加剧情况下，市场出清速度加快，中小型券商面临较大的经营压力。

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券财富家园