

非银金融行业深度报告

权益市场呈结构性行情，科创投资带动上半年业绩高增，预计上市券商 26H1 净利润同比+56%

——证券行业 2026 年中报前瞻及展望

增持（维持）

2026 年 07 月 17 日

证券分析师 孙婷

执业证书：S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

证券分析师 何婷

执业证书：S0600524120009

heting@dwzq.com.cn

证券分析师 罗宇康

执业证书：S0600525090002

luoyk@dwzq.com.cn

投资要点:2026H1 日均股基交易额 3.3 万亿元，同比增长 99%。境内境外 IPO 均回暖，集中度进一步提升；债券发行稳中有增。权益市场呈结构性行情，债券市场好于去年同期。预计 2026H1 上市券商净利润同比+56%，2Q 净利润同比+93%，环比+52%。目前券商股估值较低，科创投资+国际业务有望驱动行业 ROE 中枢抬升，未来向上空间大。考虑到行业发展政策积极，集中度有进一步提升的趋势，我们认为大型券商优势仍显著。

■ **2026H1 权益市场表现亮眼，交投活跃度大幅回升。**1) 2026H1 市场日均股基交易额 3.3 万亿元，同比增长 99%。2026H1 沪市投资者平均每月账户新开户数为 367 万户，较去年同期的 235 万户增长 56%。2) 截至 2026H1，融资余额为 29228 亿元，同比增长 59%。平均维持担保比为 288%，同比提升 24pct，保持在较高水平。3) 境内境外 IPO 融资规模回升。2026H1 共发行 101 家 IPO，募资规模达 954 亿元，同比增长 155%。平均每家募资规模 9.4 亿元，较 2025H1 的 7.3 亿元提升 29%。2026H1 港股发行 IPO 84 只，同比增长 95%，募资规模 2089 亿港元，同比增长 92%。4) 2026H1 再融资规模在高基数下同比有所收缩。再融资募集资金 3583 亿元，同比下降 51%，其中增发 3226 亿元，同比下降 54%。5) 债券发行规模稳中有增。2026H1，券商参与的债券发行规模为 8.5 万亿元，同比增长 14%。6) 权益市场呈现结构性行情，债市优于去年同期。26H1A 股主要宽基指数普遍收涨，其中创业板指涨幅远超其他指数；港股受 IPO 募资创新高、外围等因素的影响，持续走低。7) 权益类公募基金发行回暖。2026H1 股票+混合类公募基金发行规模同比+60%至 3782 亿份，指数型及指数增强型占比 38%；债基发行规模同比-49%至 1273 亿份。公募基金整体发行份额同比+21%至 6370 亿份。

■ **预计上市券商 2026 年上半年净利润同比+56%；预计第二季度净利润同比+93%，环比增长 52%。**截至 2026 年 7 月 14 日，22 家券商及互联网金融公司发布业绩预告或快报，除锦龙股份外，净利润同比均实现 50% 以上增长。我们预计 2026 年上半年上市券商营业收入同比增长 57%，净利润同比增长 56%；第二季度净利润同比增长 93%，环比增长 52%。我们认为上半年业绩高增主要是来自于财富管理、投行业务及科创投资，头部券商业绩明显好于市场预期，中小券商业绩分化较为明显。

■ **高基数下，预计行业 2026 年净利润同比+36%。**考虑到年初以来市场交投活跃，日均股基交易额近 3.3 万亿元，同比接近翻番；两融余额近 3 万亿元；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 年行业净利润同比+36%：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%。

■ **估值较低，看好未来估值修复。**当前我国券商估值处于合理偏低的水平。截止至 2026 年 7 月 14 日，中信证券 II 指数静态估值为 1.28x PB，处于上市以来的 11%分位，处于近十年的 23%分位。科创投资+国际业务有望驱动行业 ROE 中枢抬升，未来向上空间大。考虑到行业发展政策积极，集中度有进一步提升的趋势，我们认为大型券商优势仍显著。

■ **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、指南针、湘财股份等。

■ **风险提示：**权益市场大幅波动，宏观经济复苏不及预期，资本市场监管趋严，行业竞争加剧，长鑫科技市值不确定性。

行业走势



相关研究

《三投联动打通产业链，科创投资方兴未艾》

2026-07-12

《继续看好业绩驱动下的券商股》

2026-07-12

内容目录

1. 2026H1 权益市场表现强势，成交量再创峰值	4
1.1. 26H1 日均股基交易额 32649 亿元，同比增长 99%	4
1.2. 26H1 融资余额同比增长 59%，融券余额同比增长 79%	4
1.3. IPO 规模延续升势，债券发行规模稳中有增	5
1.4. 权益市场呈现结构性行情，债市好于去年同期	8
1.5. 权益类公募基金延续增势	8
2. 2026 年中报前瞻：预计上市券商净利润同比+56%	9
3. 投资建议：预计行业 2026 年净利润同比+36%	10
3.1. 2026 年增长动力来源于科创投资	10
3.2. 出海业务贡献稳步提升，长期有助于提升券商 ROE	12
3.3. 高基数下，预计行业 2026 年净利润同比+36%	14
4. 风险提示	16

图表目录

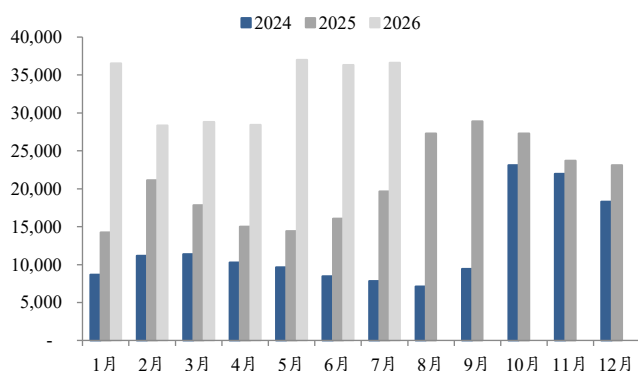
图 1:	2024-2026 年月度日均交易额 (亿元)	4
图 2:	沪市每月新增开户数 (万户)	4
图 3:	2022 年以来融资融券余额 (亿元)	5
图 4:	两融市场平均担保比例 (%)	5
图 5:	2013-2026H1 券商 IPO 发行数量和规模	5
图 6:	2015-2026H1 港股 IPO 发行数量及规模	5
图 7:	2015-2026H1 券商再融资发行规模 (亿元)	6
图 8:	2016-2026H1 券商参与债券发行规模	6
图 9:	2026 年以来权益市场主要指数走势	8
图 10:	2026 年以来中债总全价指数走势	8
图 11:	2015-2026H1 公募基金发行规模	9
图 12:	2018-2026H1 各类型公募基金发行规模 (亿份)	9
图 13:	券商科创板累计跟投情况及浮盈 (Top10, 亿元, 截至 2026 年上半年末)	11
图 14:	2025 年头部券商境外子公司 ROE 表现突出	13
图 15:	2025 年头部券商境外子公司杠杆率 (倍)	13
图 16:	中信券商 II 级指数 PB 变化情况 (截至 2026/7/14, 倍)	16
表 1:	2026 年上半年 Top25 券商股债承销规模 (亿元)	7
表 2:	主要股、债指数涨跌幅	8
表 3:	2026 年上半年券商业绩预告及盈利预测 (亿元)	9
表 4:	2026 年下半年预计发行大型 IPO 项目券商持股穿透 (截至 2026H1)	12
表 5:	16 家上市券商 2023-2025 境外业务收入及占营收比重	13
表 6:	券商行业业绩预测	14

1. 2026H1 权益市场表现强势，成交量再创峰值

1.1. 26H1 日均股基交易额 32649 亿元，同比增长 99%

2026H1 股基交易额同比增长 99%，沪市开户数同比增长 56%。2026 年上半年市场日均股基交易额为 32649 亿元，同比增长 99%，二季度日均股基交易额 33765 亿元，同比增长 123%，环比增长 7%。截至 2026 年 7 月 10 日，2026 年以来全市场股基成交额达到 32904 亿元，同比增长 100%。由于 2015 年 4 月以来放开一人一户账户限制，我们使用每月新增开户数作为潜在市场交易活跃度的指标。根据上交所统计，2026H1 沪市投资者平均每月账户新开户数为 367 万户，较 2025 年上半年的 235 万户增长 56%。

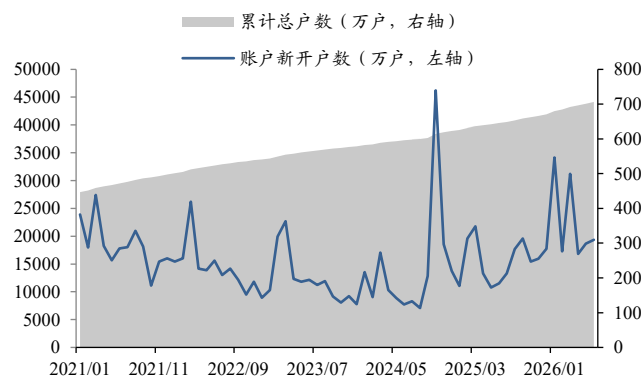
图1：2024-2026 年月度日均交易额（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：截至 2026 年 7 月 10 日。

图2：沪市每月新增开户数（万户）

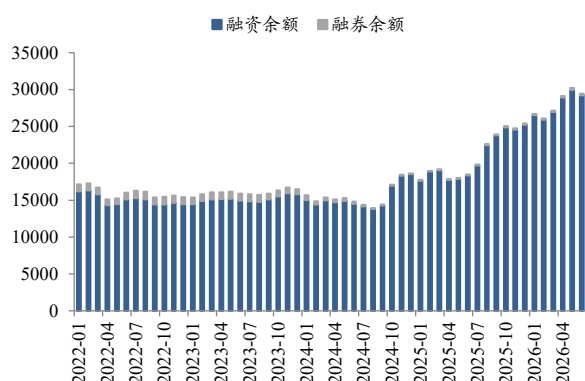


数据来源：上交所，东吴证券研究所

1.2. 26H1 融资余额同比增长 59%，融券余额同比增长 79%

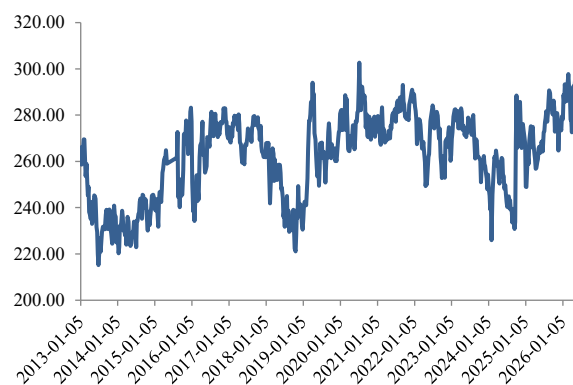
26H1 融资融券余额同比增长 59%。2024 年 9 月以来，伴随增量政策持续推出，市场信心得到了极大的恢复。截至 2026 年上半年，融资余额为 29228 亿元，同比增长 59%。2023 年 8 月以来，证监会根据市场情况和投资者关切，采取了一系列加强融券和转融券业务监管的举措，包括限制战略投资者配售股份出借，上调融券保证金比例，降低转融券市场化约定申报证券划转效率，暂停新增转融券规模等；同步要求证券公司加强对客户交易行为的管理，持续加大对利用融券交易实施不当套利等违法违规行为的监管执法力度。2024 年 7 月，证监会批准中证金融公司暂停转融券业务的申请，同时提高了融券保证金比例，进一步强化融券逆周期调节。2025 年以来，伴随市场行情上行，投资者风险偏好显著改善，带动融券余额自低位回升。截至 2026 年上半年，融券余额为 220 亿元，较上年同期提升 79%。2026 年上半年平均维持担保比为 288%，较 2025 年上半年提升 24pct，保持在较高水平。我们认为两融业务安全垫仍较高，风险总体可控。

图3：2022 年以来融资融券余额（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：两融市场平均担保比例（%）



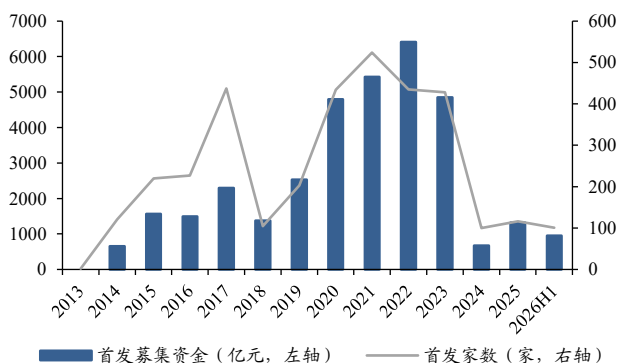
数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3. IPO 规模延续升势，债券发行规模稳中有增

IPO 融资规模同比提升。2023 年 8 月证监会完善一二级市场逆周期调节机制，阶段性收紧 IPO 节奏，IPO 发行速度有所放缓。2025 年以来，受益于资本市场改革深化以及市场生态优化，IPO 回暖趋势显现，2026 上半年平均每月 IPO 发行数量为 17 家，相比 2025H1 平均每月 7 家 IPO 的发行数量提升 29%。2026H1 共发行 101 家 IPO，募资规模达 954 亿元，同比增长 155%。2026H1 平均每家募资规模 9.4 亿元，较 2025H1 的 7.3 亿元提升 29%。2026H1 市场平均 IPO 承销及保荐费率为 4.38%，较 2025H1 的 6.30% 有所下滑。

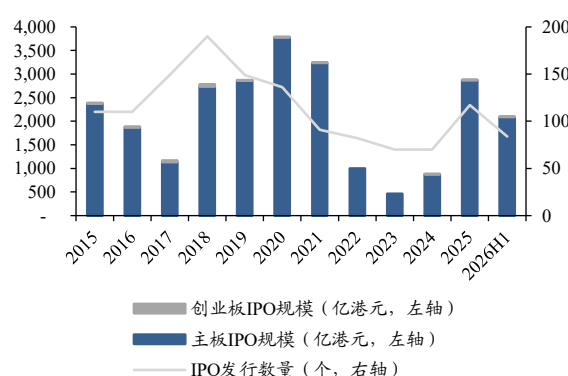
港股 IPO 发行数及规模大幅增长。2025 年以来港股 IPO 市场强势复苏，募资额与上市数量均创近年新高。发行规模大增主要由大型龙头企业与 A+H 两地上市需求旺盛所驱动。据 Wind 数据，2026H1 港股发行 IPO 84 只，同比增长 95%，募资规模 2089 亿港元，同比增长 92%。截至 2026H1 末，仍有近 400 家企业在港交所排队等候上市聆讯。

图5：2013-2026H1 券商 IPO 发行数量和规模



数据来源：Wind，东吴证券研究所

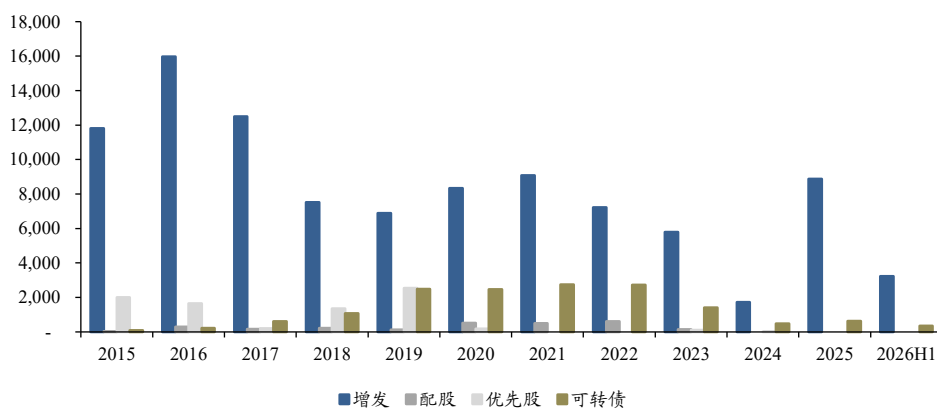
图6：2015-2026H1 港股 IPO 发行数量及规模



数据来源：Wind，东吴证券研究所

再融资规模同比有所收缩。在新“国九条”强调严把发行上市准入关、进一步完善发行制度、严格再融资审核把关的背景下，再融资规模已连续几年显著下滑。随着 2025 年市场活跃度及投资者热情显著提升，增发市场也有所回暖。2026H1 再融资规模在高基数下同比有所收缩，再融资募集资金 3583 亿元，同比下降 51%，其中增发 3226 亿元，同比下降 54%。

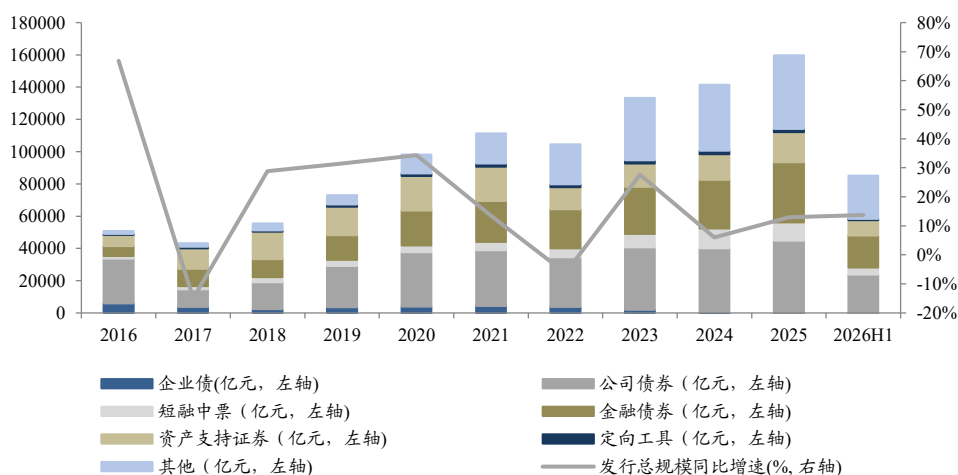
图7：2015-2026H1 券商再融资发行规模（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

债券发行规模稳中有增。2026H1，券商参与的债券发行规模为 8.5 万亿元，同比增长 14%。其中企业债发行规模同比下滑 66%，短融中票规模同比下滑 17%，公司债、金融债券和 ABS 分别同比增长 9%、25%和 22%。

图8：2016-2026H1 券商参与债券发行规模



数据来源：Wind，东吴证券研究所

投行集中度进一步提升，我们预计大型券商投行收入增长较多。2026 年上半年 CR5 券商合计承销 IPO 721 亿元，同比大幅增长 220%，合计市场份额 76%，较 2025H1 的 59%大幅提升。我们认为这主要有三方面的原因：1）并购重组重塑格局。国泰海通合并后项目数量和规模大幅提升，成为集中度上行的关键变量。2）政策与项目结构倾斜。头部券商凭借资本实力、监管沟通与机构客户优势，成为政策落地的核心执行者。IPO 向“少而精”转型，科创板、北交所等注册制板块更依赖头部的定价、风控与承销能力。3）马太效应加剧。头部券商在资本规模、团队覆盖、跨境资源上形成壁垒。

表1：2026 年上半年 Top25 券商股债承销规模（亿元）

	股债承销合计		IPO			再融资		债券承销	
	规模	同比	规模	同比	市占	规模	同比	规模	同比
中信证券	13,190.0	4%	222.6	523%	23%	1,199.5	-33%	11,767.9	9%
国泰海通	9,526.0	10%	106.8	123%	11%	528.1	-49%	8,891.0	18%
中信建投	8,846.8	0%	24.1	-71%	3%	633.9	-12%	8,188.7	2%
华泰证券	7,606.5	12%	15.0	-53%	2%	516.7	152%	7,074.9	8%
中金公司	7,289.8	-2%	322.5	1909%	34%	260.2	-70%	6,707.1	2%
中国银河	3,864.0	13%	2.3	-46%	0%	15.9	-78%	3,845.8	15%
申万宏源	3,836.1	37%	36.0	72%	4%	99.5	-11%	3,700.7	39%
东方证券	3,041.7	7%	-	-	0%	10.7	-88%	3,031.1	10%
国开证券	2,861.2	3%	-	-	0%	1.0	-	2,860.2	3%
招商证券	2,803.7	28%	30.8	160%	3%	60.4	-32%	2,712.6	30%
光大证券	2,346.7	19%	-	-	0%	-	-	2,346.7	19%
广发证券	2,341.0	35%	9.0	67%	1%	32.8	-78%	2,299.3	45%
平安证券	2,123.5	6%	3.9	-7%	0%	3.8	-84%	2,115.9	7%
中银证券	1,589.7	-28%	-	-	0%	44.1	-96%	1,545.6	50%
兴业证券	1,455.8	92%	1.3	-	0%	5.8	19%	1,448.7	92%
国信证券	1,389.7	12%	5.3	-12%	1%	48.5	-49%	1,335.9	17%
东吴证券	1,086.2	24%	23.0	-	2%	3.2	-	1,059.9	21%
国投证券	1,063.2	48%	33.2	574%	3%	16.6	-17%	1,013.3	47%
浙商证券	974.9	66%	3.9	-	0%	27.5	18%	943.6	67%
国金证券	938.3	43%	18.4	443%	2%	49.4	149%	870.5	37%
中泰证券	856.4	-11%	24.4	278%	3%	7.0	-45%	825.0	-12%
财通证券	852.1	54%	18.9	-	2%	-	-	833.2	53%
国联民生	734.0	-11%	30.6	71%	3%	5.3	-49%	698.1	-13%
山西证券	710.8	48%	-	-	0%	18.5	444%	692.3	45%
华福证券	557.8	120%	-	-	0%	0.0	-99%	557.7	126%
2025H1 CR5	54%		59%			81%		53%	
2026H1 CR5	52%		76%			82%		50%	

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：发行规模为“-”表示当年发行规模为 0，同比增速为“-”表示当年或上年发行规模为 0。

1.4. 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。沪深300指数2026H1上涨7.55%，2025H1年上涨0.03%；创业板指2026H1上涨35.58%，2025H1上涨0.53%；上证指数2026H1上涨3.16%，2025H1上涨2.76%；中债总全价指数2026H1上涨0.63%，2025H1下跌0.65%；万得全A指数2026H1上涨11.52%，2025H1上涨5.83%。2026年二季度各主要指数均大幅跑赢2026年第一季度。

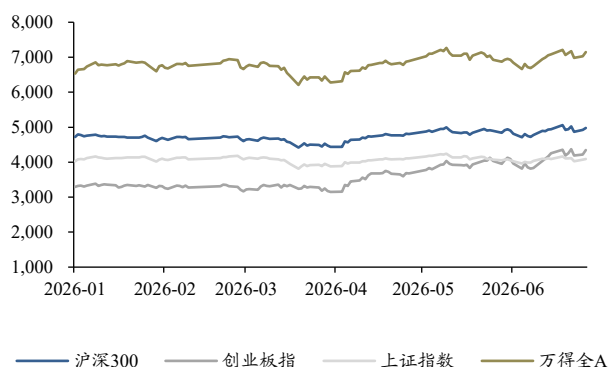
港股受IPO募资创新高、外围等因素的影响，持续走低。恒生指数2026H1下跌10.73%，2025H1上涨20.00%；恒生科技2026H1下跌18.92%，2025H1上涨18.68%。

表2：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
2026H1	7.55%	35.58%	3.16%	11.52%	-10.73%	-18.92%	0.63%
2025H1	0.03%	0.53%	2.76%	5.83%	20.00%	18.68%	-0.65%
2026Q2	11.90%	36.35%	5.20%	12.82%	-7.69%	-3.82%	0.49%
2025Q2	1.25%	2.34%	3.26%	3.86%	4.12%	-1.70%	0.84%
2026Q1	-3.89%	-0.57%	-1.94%	-1.15%	-3.29%	-15.70%	0.13%
2025Q1	13.09%	48.72%	16.11%	26.18%	23.57%	4.07%	-2.19%

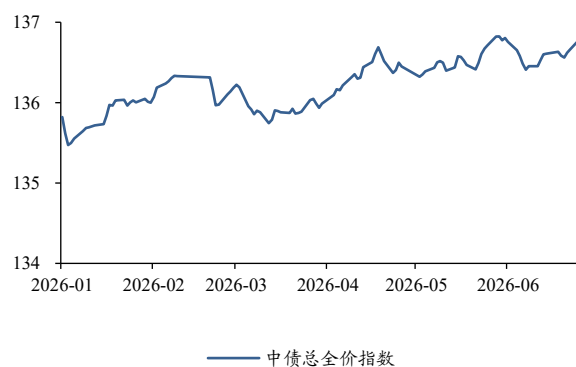
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：2026年以来权益市场主要指数走势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：2026年以来中债总全价指数走势



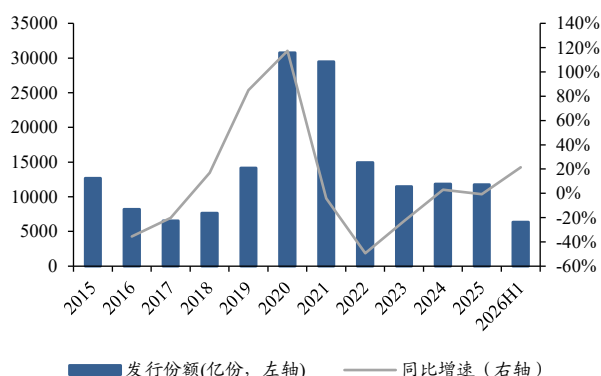
数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.5. 权益类公募基金延续增势

权益类公募基金延续增势，债券类基金新发规模同比下滑。2022年以来，受市场波

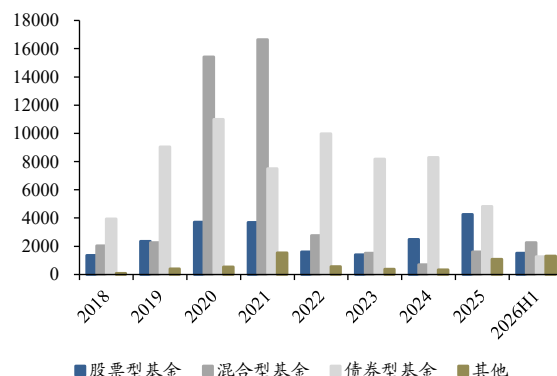
动加大的影响，公募基金发行遇冷，尤其是权益类基金。2025 年以来权益类基金发行显著回暖，2026H1 股票+混合类公募基金发行规模 3782 亿份，同比+60%；其中指数类及指数增强型产品发行份额 1439 亿份，占比 38%；债券型基金在债市调整、监管导向转变的背景下，发行规模大幅减少，同比下滑 49%至 1273 亿份。26H1 公募基金整体发行份额同比增长 21%至 6370 亿份。从公募基金的各类别发行情况来看，2022-2024 年，债券型基金发行规模占比维持高位（约 70%），2025 年显著下滑至 41%，2026H1 进一步下滑至 20%。

图11：2015-2026H1 公募基金发行规模



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图12：2018-2026H1 各类型公募基金发行规模(亿份)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 2026 年中报前瞻：预计上市券商净利润同比+56%

预计上市券商 2026 年上半年净利润同比+56%；预计第二季度净利润同比+93%，环比增长 52%。截至 2026 年 7 月 14 日，22 家券商及互联网金融公司发布业绩预告或快报，除锦龙股份外，净利润同比均实现 50%以上增长（国泰海通扣非后同比增长 164-171%）。我们结合业绩预告及我们对已覆盖公司的盈利预测，预计 2026 年上半年上市券商营业收入同比增长 57%，净利润同比增长 56%；第二季度净利润同比增长 93%，环比增长 52%。我们预计上半年业绩高增主要是来自于财富管理、投行业务及科创投资，头部券商业绩明显好于市场预期，中小券商业绩分化较为明显。

表3：2026 年上半年券商业绩预告及盈利预测（亿元）

券商	2026 年中报				2026 年第二季度		
	营业收入 (亿元)	同比增速%	净利润(亿元)	同比增速%	净利润(亿元)	同比增速%	环比增速%
中信证券	530	60.4%	233	70.1%	131	82.9%	28.5%
国泰海通	500	109%	200-205	27-30%	136-141	289-304%	113-121%
华泰证券	250	54%	113-117	50-55%	65-69	67-77%	36-44%

广发证券	260	69%	110-120	70-85%	63-73	69-96%	34-55%
招商证券	210	100%	100-110	93-112%	67-77	134-169%	106-136%
中国银河	159	15%	80	23%	47	35%	41%
东方财富	110	60%	80	44%	43	49%	14%
中金公司	185	44%	77-82	78-90%	41-46	81-103%	15-30%
中信建投	184	71%	72-81	60-80%	35-44	33-67%	-3--+21%
东方证券	91	14%	41	18%	25	23%	58%
长江证券	80	70%	31-33	80-90%	16-18	117-139%	10-22%
浙商证券	59	-4%	18	52%	10	69%	33%
光大证券	71	38%	25	47%	13	51%	11%
华安证券			21-23	100-120%	16-18	221-261%	278-325%
兴业证券	71	31%	21-23	55-77%	13-15	57-81%	62-88%
财通证券	55	86%	18-20	70-80%	12-13	54-68%	98-116%
中泰证券			18	146%	13	275%	173%
国元证券	42	24%	16	12%	10	35%	90%
国金证券	49	28%	15	34%	8	51%	16%
国联民生	49	23%	12	6%	7	-7%	41%
华西证券			8.5-10.5	66-105%	8.5-10.5	116-211%	16-67%
东北证券			8	77%	4	55%	-14%
财达证券			7-8	90-116%	5-6	79-117%	81-119%
湘财股份			4.5-6.3	218-345%	4-6	361-555%	1667-2414%
第一创业	19	5%	5	7%	3	-13%	63%
华鑫股份			4	79%	2	184%	59%
中原证券			3.8-4.3	46-65%	2-3	34-66%	25-55%
华创云信			2.2-2.5	179-211%	1.9-2	59-81%	509-589%
五矿证券	5	-6%	2	30%			
天风证券			1.6-2.5	429-694%	1.6-2.5	2164-3297%	73160-109841%
指南针	14	50%	1	-9%	0	385%	-83%
英大证券	4	8%	1	20%			
锦龙股份	3.3-3.7	-21~-11%	0.1-0.2	-90~-86%	0.28-0.34	-87%~-85%	扭亏
合计	3000	57%	1377	56%	830	93%	52%

数据来源：Wind，东吴证券研究所 注：蓝色标注为已披露业绩预增或业绩快报的公司的 2026 年上半年盈利情况，其他为已覆盖公司的盈利预测。

3. 投资建议：预计行业 2026 年净利润同比+36%

3.1. 2026 年增长动力来源于科创投资

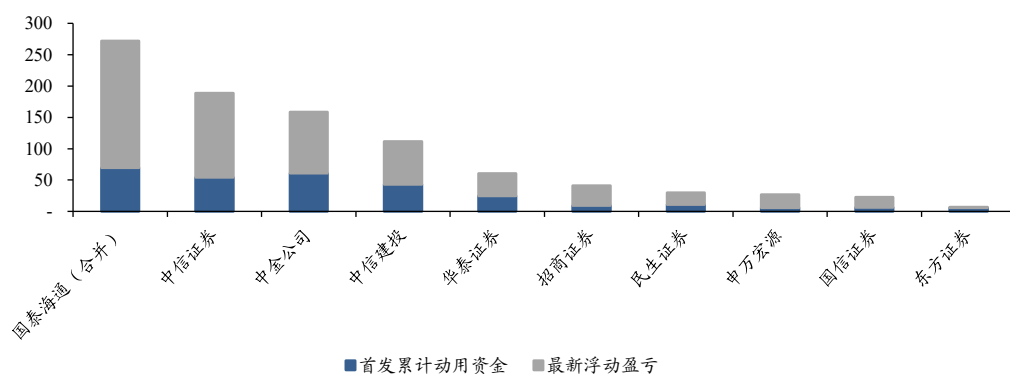
券商的“三投联动”是将投资、投行、投研三大核心业务板块深度协同，核心是以投研为指引、以投资为抓手、以投行为落地，为企业提供全生命周期的一站式金融解决方案。①投资业务：作为“三投联动”的抓手，通过券商私募股权投资子公司、另类投资子公司等平台，以自有资金或管理基金等方式进行股权投资、跟投、战略投资，为企

业注入资本，并锁定未来投行合作机会。②投研业务：负责深度研究宏观经济、产业趋势与公司价值，输出前瞻性判断与产业链图谱，筛选优质标的。③投行业务：作为“三投联动”的出口，为企业提供 IPO 保荐、再融资、并购重组、债券发行、市值管理等服务，帮助企业登陆资本市场，同时实现股权退出与价值最大化。

1) 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。2019 年以来，科创板及创业板跟投头寸成为大型券商权益类资产的重要组成部分，对于券商的投资净收益产生较大影响。本轮 AI 产业链大幅上涨，券商科创跟投产生大量浮盈。截至 2026 年上半年末，自 2019 年跟投制度落地以来券商科创板累计跟投投入资金近 350 亿元，26H1 持有市值近 1000 亿元（假设解禁后未出售），其中 CR5 占比近 7 成。

以长鑫科技为例：中信建投和中金公司不仅是长鑫科技的间接股东，还共同担任着 IPO 保荐机构的角色。按照科创板的跟投制度，保荐机构须在 IPO 发行阶段的战略配售环节中以自有资金进行跟投。对于发行规模在 50 亿元以上的项目，跟投比例为 2%，但金额上限为 10 亿元，锁定期为 24 个月。若按长鑫科技上市后 3 万亿市值测算，10 亿元跟投部分所对应的市值约 50 亿元（已确定发行价为 8.66 元/股）。

图13：券商科创板累计跟投情况及浮盈（Top10，亿元，截至 2026 年上半年末）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2) 传统股票自营波动大，直投业务业绩更为平滑。2022-2024 年由于二级市场波动较大，券商主动压降传统自营配置。与传统股票自营相比，直投业务在现有会计准则下具有显著优势，Pre-IPO 项目通常按成本法或权益法核算，除非发生重大减值或退出，否则不受二级市场每日波动影响，业绩更平滑；项目 IPO 上市后，由于直投项目通常有 12 个月的限售期，因此确认投资收益需要按照一定的流动性折价（如我们假设科创板 5-

6 折，创业板 7-8 折）计入，但业绩释放也相较解禁后更早。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；静态测算下，按照流动性折价（6 折）计入投资净收益，对公司 2025 年净利润贡献分别为 70%和 210%。

表4：2026 年下半年预计发行大型 IPO 项目券商持股穿透（截至 2026H1）

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%								

数据来源：Wind，企查查，东吴证券研究所

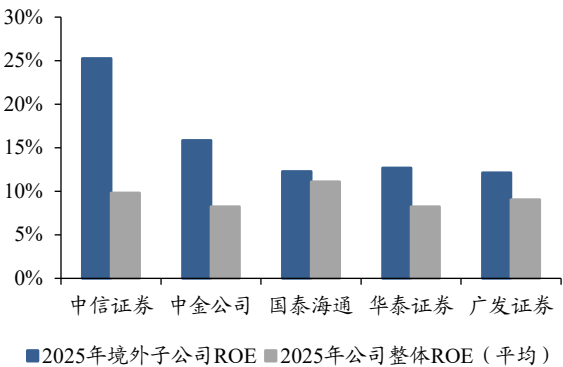
3.2. 出海业务贡献稳步提升，长期有助于提升券商 ROE

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、

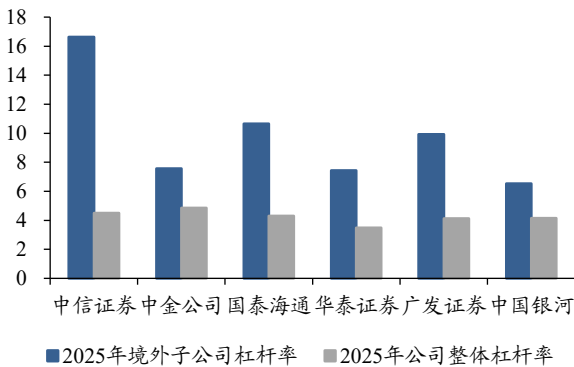
国泰海通、华泰、广发、银河的境外子公司的杠杆率分别为 16.6x、7.6x、10.6x、7.4x、9.9x、6.5x，为公司整体杠杆率的 1.6-3.7 倍。

图14：2025 年头部券商境外子公司 ROE 表现突出



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图15：2025 年头部券商境外子公司杠杆率（倍）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

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 年境外业务收入的 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 12%，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 年，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5：16 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%

数据来源：Wind，企查查，东吴证券研究所

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。

3.3. 高基数下，预计行业 2026 年净利润同比+36%

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，截至 2026 年 7 月 10 日日均股基交易额近 3.3 万亿元，同比接近翻番，两融余额近 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%：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6：券商行业业绩预测

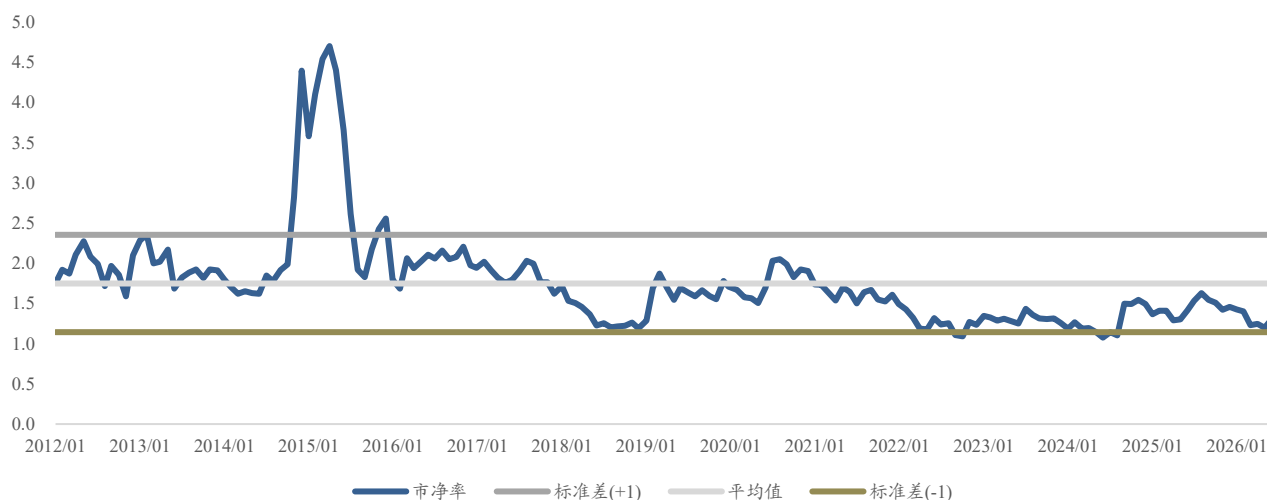
(亿元)		2024	2025	2026 悲观	2026E 中性	2026E 乐观
经纪业务	日均股基交易额	10800	20538	28000	30000	35000
	增速	12%	151%	36%	46%	70%
	佣金率	0.020%	0.016%	0.015%	0.016%	0.016%
	增速	-12%	-23%	-5%	0%	5%
	代销金融产品收入	149	164	164	188	197
	增速	-10%	10%	0%	15%	20%

	经纪业务收入	1206	1715	2173	2454	2972
	增速	23%	42%	27%	43%	73%
投行业务	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
	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%
资本中介业务	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%
资管业务	资管收入	239	239	239	263	275
	增速	7%	0%	0%	10%	15%
投资业务	投资净收益	1741	1853	2224	2595	2224
	增速	43%	6%	20%	40%	20%
其他		488	665	400	400	400
营业收入		4512	5412	6118	6955	7165
净利润		1673	2194	2447	2991	3224
增速		18%	31%	12%	36%	47%

数据来源：中国证券业协会，Wind，东吴证券研究所

当前我国券商估值处于较低水平。截至 2026 年 7 月 14 日，中信证券 II 指数静态估值为 1.28x PB，处于上市以来的 11%分位，处于近十年的 23%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。

图16：中信券商 II 级指数 PB 变化情况（截至 2026/7/14，倍）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

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、指南针、湘财股份等。

4. 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。
- 5) **长鑫科技市值不确定性**：长鑫科技上市后市值波动会通过券商大额直投、强制跟投股权的公允价值变动直接剧烈扰动当期净利润，从而导致本文相关测算结果出现偏差。

免责声明

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>