

非银金融行业半年度投资策略

证券：内外兼修，迈向一流

2026 年 06 月 11 日

【投资要点】

- ◆ **业绩延续高增态势，行业马太效应加剧。**2025 年及 26Q1 我国经济运行整体稳中有进，政策持续加大力度支持稳定和活跃资本市场，带动一、二级市场显著回暖。一级市场股权融资规模 2025 年同比+312%，2026Q1 同比+7%；二级市场累计股基交易额 2025 年同比+70%，2026Q1 同比+76%。在此背景下，券商业绩持续回暖，2026Q1 上市券商营业收入/归母净利润同比+31%/+39%，其中自营/经纪/信用/资管/投行业务收入同比+17%/+44%/+88%/+34%/+33%。利润集中度整体上行，2026Q1 归母净利润 CR3/CR5/CR10 为 35%/49%/73%，分别较上年同期+3/+4/+4pct。平均年化 ROE 上行至 7.3%，同比+1.3pct。
- ◆ **市场前景：“十五五”重塑资本市场战略新坐标。**“十五五”规划建议明确提出“居民消费率明显提高”的目标，资本市场有望成为提振消费的重要路径。理论机制与海外实践表明，资本市场能通过“财富-信心”双效应提振消费、优化供给，构建“市场发展→财富增长→消费升级→产业转型”的经济良性循环。在此背景下，我国有望持续发挥投融资综合改革牵引作用，推动“十五五”资本市场高质量发展。
- ◆ **行业展望：头部做强、中坚突围、中小求异。**政策引导下，证券行业正从同质化竞争加速迈向层次分明、路径多元的新格局。①**头部券商**加速打造一流投行：一是并购整合提速，当前国泰海通并购整合已成效初显，“中金+东兴+信达”等项目稳步推进；二是业务模式重构，自营加速客需驱动转型，财富管理买方投顾转型持续深化；三是国际化纵深推进，随着政策双向开放持续加力，中信、广发头部券商密集增资境外子公司，2025 年中金境外收入占比近 30%，已成为业绩增长的重要引擎。②**颈部券商**精耕优势赛道，以兴业证券的买方投顾品牌建设、东方证券的资管与做市双特色为代表，走出一条内生驱动的突围之路；③**中小券商**则聚焦区域深耕与细分领域，在有限资源下构建“小而美”的专业壁垒。行业生态持续优化，发展动能加速积聚。

【配置建议】

- ◆ **市场改革深化+行业格局重构+并购整合提速，建议关注板块配置价值。**历史上券商行情往往始于“估值底、政策底、宏观底”的三重共振，近年来政策持续加大力度支持稳定和活跃资本市场，带动资本市场显著回暖，券商业绩已出现明显改善，各业务条线向好发展。预计未来在政策引导+市场赚钱效应改善+存款资金蓄水池充裕的背景下，增量资金有望加速入市，驱动板块基本面及估值持续回暖。在金融强国战略引领下，资本市场地位提升，证券行业正经历结构性变革，头



挖掘价值 投资成长

强于大市（维持）

东方财富证券研究所

证券分析师：王舫朝

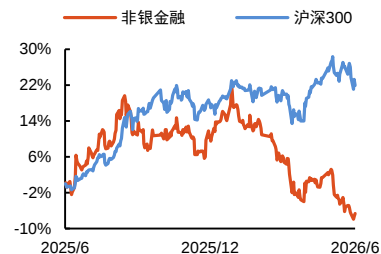
证书编号：S1160524090005

证券分析师：胡强

证书编号：S1160526010005

联系人：汪筠婷

相对指数表现



相关研究

- 《头部券商国际化提速，非银估值修复可期》
2026.05.31
- 《跨境业务迎强监管，头部券商整合提速》
2026.05.25
- 《市场短期分化，政策与基本面有望支撑非银向好》
2026.05.17
- 《看好基本面向好+并购提速下板块机遇》
2026.05.10
- 《保险：26Q1NBV 快增，股市影响利润表现》
2026.05.10

部券商通过并购、转型和出海积极打造“航母级券商”；头部券商依托财富管理与资管等优势赛道，在以综合实力为支撑的基础上持续深耕，实现内生突围；中小券商加速区域化、精品化和数字化布局，在单一领域做专做精，行业多层次竞争格局有望持续优化。证券板块截至 2026 年 6 月 5 日 PB 估值 1.14 倍，处于近 2 年/5 年/10 年约 16%/8%/4%的分位数水平，具备较大的估值修复空间，建议关注证券行业 β 。个股方面，建议关注：中信证券、国泰海通、中金公司、华泰证券、兴业证券、招商证券、西部证券及金融科技相关标的。

【风险提示】

- ◆ 经济修复不及预期、政策与资本市场改革不及预期、券商行业竞争加剧、资本市场波动

正文目录

1. 证券行业业绩与基本面回顾.....	5
1.1. 资本市场表现活跃，行业景气度回暖.....	5
1.2. 业绩延续高增态势，盈利质量持续改善.....	7
1.3. 各业务线全面开花，行业马太效应加剧.....	9
1.4. 公募基金改革持续推进，有望加速券商向买方投顾转型.....	14
2. 市场前景：“十五五”重塑资本市场战略新坐标.....	17
2.1. “十五五”战略新定位：“财富蓄水池”与“消费放大器”.....	17
2.2. 海外及历史范本成功验证，本土潜力释放空间广阔.....	18
2.3. 实现路径：深化多层次市场改革，夯实良性循环制度基础.....	20
3. 行业前瞻：头部做强、中坚突围、中小求异.....	22
3.1. 头部券商：规模为基，能力为翼，打造“航母级”投行.....	22
3.1.1. 并购重组：行业整合逻辑持续深化，协同效应初步显现.....	22
3.1.2. 模式重构：轻重资产协同发力，打造以客户为中心的经营生态.....	23
3.1.3. 国际布局：业绩增长与全球竞争力提升的重要引擎.....	26
3.2. 颈部券商：精耕优势赛道，以内生驱动突围.....	27
3.3. 中小券商：聚焦区域化与特色化，构筑“小而美”特色壁垒.....	28
3.3.1. 区域深耕构建差异化竞争壁垒.....	28
3.3.2. 特色化经营构筑精品业务.....	29
4. 盈利预测与投资建议.....	31
5. 风险提示.....	33

图表目录

图表 1： 股权融资规模呈回暖态势（亿元）.....	6
图表 2： 日均股基交易额显著回升（亿元）.....	6
图表 3： 2026 年以来权益市场结构分化特征显著.....	6
图表 4： 2026 年以来债券市场整体呈现温和增长的态势.....	6
图表 5： 证券指数涨跌幅及超额收益.....	7
图表 6： 券商板块公募配置情况.....	7
图表 7： 上市券商营业收入及同比增速.....	8
图表 8： 上市券商归母净利润及同比增速.....	8
图表 9： 上市券商单季度营业收入及同比增速.....	8
图表 10： 上市券商单季度归母净利润及同比增速.....	8
图表 11： 上市券商 ROE 持续上行.....	9
图表 12： 上市券商杠杆率走高.....	9
图表 13： 上市券商细分业务同比增速.....	9
图表 14： 上市券商收入结构.....	9
图表 15： 上市券商自营业务规模.....	10
图表 16： 上市券商自营收益率.....	10
图表 17： 上市券商经纪业务收入拆分（亿元）.....	10
图表 18： 上市券商经纪业务各细分收入同比增速.....	10
图表 19： 市场融资融券规模和增速.....	11
图表 20： 市场股票质押业务规模和增速.....	11
图表 21： 上市券商融资融券业务规模和增速.....	11
图表 22： 融资融券业务：平均维持担保比例.....	11
图表 23： 券商资管业务规模和增速.....	12
图表 24： 券商资管业务中的集合计划占比.....	12
图表 25： 公募基金净值和同比增速.....	12
图表 26： 公募基金净值结构（万亿份）.....	12

图表 27: 市场股权融资规模和同比增速	13
图表 28: 市场债券承销规模和同比增速	13
图表 29: 2026Q1 上市券商投行业务收入	13
图表 30: 上市券商营收同比增速 (分组)	14
图表 31: 上市券商归母净利润同比增速 (分组)	14
图表 32: 上市券商 2026Q1 归母净利润及同比增速	14
图表 33: 上市券商营收占比 (分组)	14
图表 34: 上市券商归母净利润占比 (分组)	14
图表 35: 公募基金费率三阶段改革主要内容	15
图表 36: 证券行业经纪业务平均净佣金率处于下行通道	16
图表 37: 近几年我国房地产销售额及占 GDP 比重呈下行趋势	17
图表 38: 中国与美国股票总市值占 GDP 比重对比	17
图表 39: 中国与美国财产性收入占可支配收入比重对比 (%)	18
图表 40: 中国与美国直接融资占比对比	18
图表 41: 2018 年以来美国个人可支配收入、消费支出与美股走势对比 (十亿美元)	19
图表 42: 2018 年以来美国制造业新增订单与美股走势对比	19
图表 43: 2018 年以来美国私人部门投资总额与美股走势对比	19
图表 44: 2018 年以来美国制造业平均小时工资与美股走势对比 (美元)	19
图表 45: 2000 年以来的三轮牛市下的消费走势	20
图表 46: “十五五”时期提高资本市场制度包容性、适应性的重点任务举措	20
图表 47: 公募基金权益类规模及占比 (万亿元)	21
图表 48: 保险业权益类投资情况 (万亿元)	21
图表 49: 上市券商 2026Q1 归母净利润集中度有所回升	22
图表 50: 近期中国券商主要并购案例进展	23
图表 51: 上市券商自营业务收入占比	24
图表 52: 上市券商自营业务结构	24
图表 53: 加杠杆的“正确打开方式”	24
图表 54: 主要大型券商财富管理战略定位梳理	25
图表 55: 主要大型券商财富管理转型建设实践	25
图表 56: 2025 年以来中资券商境外子公司增资情况	26
图表 57: 各大型上市券商 2025 年国际业务收入情况	27
图表 58: 兴业证券“知己理财”买方投顾产品体系	28
图表 59: 西部证券多方位支持陕西省地方经济发展	29
图表 60: 主办券商持续督导新三板类项目数量排名前十情况 (家, 截至 2026/5/25)	30
图表 61: 2026 年证券行业核心变量情景假设	31
图表 62: 2026 年证券行业业绩情景假设 (亿元)	31
图表 63: 券商板块截至 2026 年 6 月 5 日 PB 估值 1.14 倍, 位于近十年历史 4%分位	32
图表 64: 行业重点关注公司	32

1. 证券行业业绩与基本面回顾

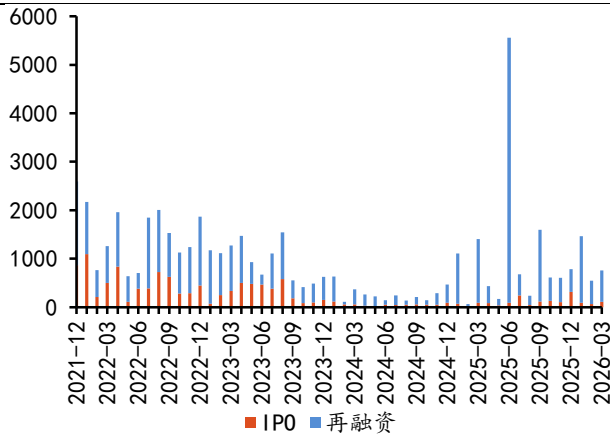
1.1. 资本市场表现活跃，行业景气度回暖

经济运行稳中有进，政策重心转向精准有效。2025 年，面对外部环境变化不利影响加深、国内需求不足等困难，财政政策靠前发力，全年 GDP 同比增长 5.0%，经济总量首破 140 万亿元；制造业 PMI 在年中承压后于年末重回扩张区间，经济呈现边际改善。进入 2026 年，一季度 GDP 同比+5.0%（增速环比+0.5pct），固定资产投资累计同比+1.7%（2025 年末为-3.8%），其中基础设施建设投资同比+8.9%，为全年经济工作打下良好基础。在经济“起步有力”的背景下，4 月 28 日政治局会议释放若干边际调整：一是货币政策表述从此前“适时降准降息”调整为“精准有效实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策”，总量宽松预期阶段性降温，结构性工具或将成为发力重点；二是投资端不再提“推动投资止跌回稳”，转而强调“推动条件成熟的重大工程项目开工”，增量资源有望向科技自立自强、能源资源保供等战略领域集中；三是新增“推动科技自立自强、产业链自主可控”并置于总体基调中，彰显攻关核心技术、实现自主可控的长期决心。扩大内需、高质量发展仍是主要工作。此外，“稳定和增强资本市场信心”被重新写入总体要求，反映资本市场治理逻辑的深层变化。我们认为，在政策组合从总量扩张转向精准施策的背景下，宏观调控更加突出结构性发力，科技自主与信心稳定或将成为下阶段政策的重点方向，资本市场活跃度与深化改革红利有望形成中长期共振。

政策端持续深化多层次市场改革，一二级市场持续回暖。2025 年以来，我国持续将稳定资本市场作为宏观调控的重要内容。2025 年《政府工作报告》首次将稳住楼市股市写进总体要求，4 月召开的政治局会议再次强调“持续稳定和活跃资本市场”；10 月学习时报题为《努力稳股市让老百姓的消费底气更足》，凸显资本市场在国家提振消费过程中的重要性。进入 2026 年，“十五五”规划纲要对资本市场的部署从“增强多层次资本市场融资功能”升级为“持续深化资本市场投融资综合改革”和“健全投资和融资相协调的资本市场功能”，并进一步加入并购重组、债券市场“科技板”、耐心资本、培育一流投资银行和投资机构等更系统的安排。4 月证监会发布《关于深化创业板改革更好服务新质生产力发展的意见》，从投融资两端全面发力，推出包括增设第四套上市标准、引入做市商制度等多项举措。一系列改革推动下，资本市场一二级市场协调发展，市场信心显著回暖、投资者回报持续强化，市场韧性和抗风险能力显著提升。

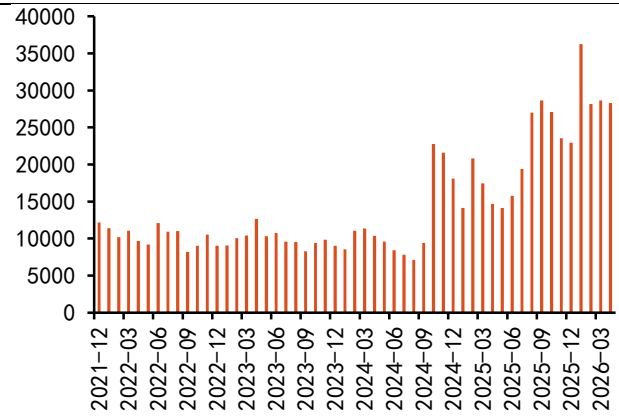
从具体数据来看，1) 一级市场：股权融资规模 2025 年快速回暖，2026Q1 增长势头延续。2025 年股权融资规模 13254 亿元，同比+312%，其中 IPO 规模 1318 亿元，同比+97%；再融资规模 11936 亿元，同比+368%。2026Q1 股权融资规模 2772 亿元，同比+7%，其中 IPO 规模 259 亿元，同比+57%；再融资规模 2513 亿元，同比+4%。2) 二级市场：股基交易额延续强劲增长态势，交易活跃度屡创新高。2025 年累计股基交易额 499 万亿元，同比+70%。2026Q1 累计股基交易额 175 万亿元，同比+76%。其中 2025 年 1 月至 2026 年 3 月，日均股基交易额均实现同比正增长，尽管 2025 年 10 月至 12 月环比略有回落，但随着积极因素持续累积、政策暖风频吹，2026 年 1 月日均股基交易额触底回升，环比+58%。2025 年 A 股全年成交额首破 400 万亿元，创历史新高。2026 年 1 月 12 日，A 股单日成交额 3.64 万亿元，再次刷新历史纪录，二级市场交易有望延续高活跃度。

图表 1：股权融资规模呈回暖态势（亿元）



资料来源：Choice 股票专题，东方财富证券研究所

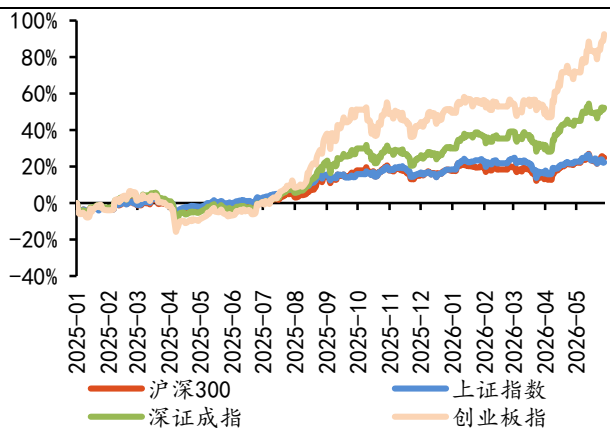
图表 2：日均股基交易额显著回升（亿元）



资料来源：Choice 宏观数据库，东方财富证券研究所

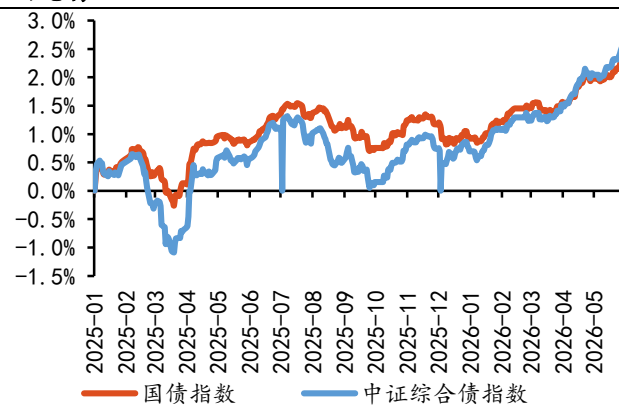
权益市场 2025 年表现亮眼，2026 年以来结构分化特征显著。2025 年权益市场在经历了上半年的低位震荡后全线走高、表现亮眼，沪深 300 指数+17.66%、上证指数+18.41%、深证成指+29.87%、创业板指+49.57%。2026 年以来市场呈现显著的结构分化，创业板指表现尤为强势，截至 5 月 28 日沪深 300 指数+6.14%、上证指数+3.27%、深证成指+17.28%、创业板指+28.78%。2025 年债券市场利率呈现出先抑后扬、宽幅震荡的态势，全年国债指数+0.92%、中证综合债指数+0.70%；2026 年整体呈现出温和增长的态势，截至 5 月 28 日国债指数+1.38%、中证综合债指数+1.83%，债券市场在股市结构性行情中保持了较强的韧性。

图表 3：2026 年以来权益市场结构分化特征显著



资料来源：Choice 指数专题，东方财富证券研究所

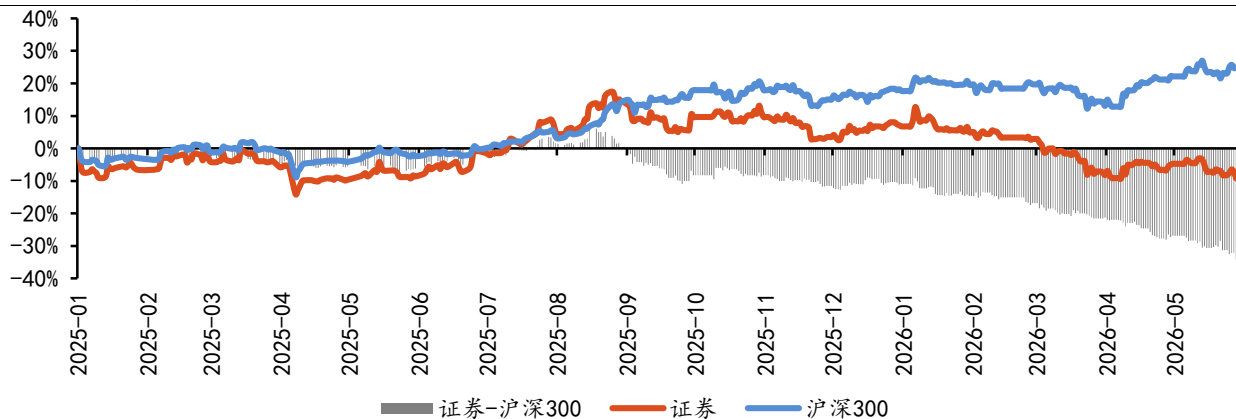
图表 4：2026 年以来债券市场整体呈现温和增长的态势



资料来源：Choice 指数专题，东方财富证券研究所

证券板块跑输市场，公募配置比例有所下滑。截至 2025 年末，证券板块较年初+6.75%，跑输沪深 300 指数 10.91pct。进入 2026 年以来，板块表现持续承压，截至 5 月 28 日，证券板块较年初-15.01%，跑输沪深 300 指数-21.15pct。公募基金配置方面，2025 年末证券板块的标配比例 3.40%，环比-19bp，同比-57bp；公募基金重仓配置比例 3.79%，环比-32bp，同比-41bp；超配幅度为 0.40%，环比-12bp，同比+16bp。2026Q1 末证券板块的标配比例 2.98%，环比-42bp；公募基金重仓配置比例 3.09%，环比-70bp；超配幅度为 0.11%，环比-28bp。

图表 5：证券指数涨跌幅及超额收益



资料来源：Choice 指数专题，东方财富证券研究所

图表 6：券商板块公募配置情况

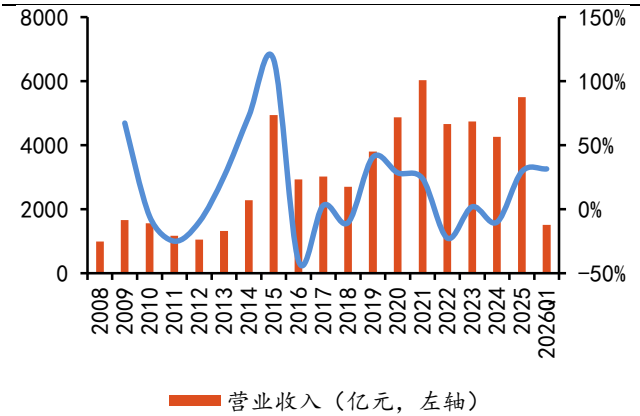
指标	2024/12/31	2025/03/31	2025/06/30	2025/09/30	2025/12/31	2026/3/31
基金资产总值（万亿）	34.37	33.44	36.30	37.83	39.46	39.29
配置股票资产市值（万亿）	6.74	6.89	7.18	8.99	9.03	8.06
证券板块重仓股流通市值（亿元）	1349.05	1113.54	1257.61	1814.24	1653.78	1272.23
所有 A 股重仓股流通市值（亿元）	32071.57	32816.98	33552.77	44153.73	43602.20	41155.24
基金重仓股票-券商板块市值占比	4.21%	3.39%	3.75%	4.11%	3.79%	3.09%
流通 A 股-SW 证券（万亿）	3.06	2.97	3.10	3.45	3.35	2.92
流通 A 股-全部（万亿）	77.19	78.71	81.75	96.09	98.49	97.97
标配比例	3.97%	3.78%	3.79%	3.59%	3.40%	2.98%
超/低配	0.24%	-0.38%	-0.04%	0.52%	0.40%	0.11%

资料来源：Choice 基金专题，东方财富证券研究所

1.2.业绩延续高增态势，盈利质量持续改善

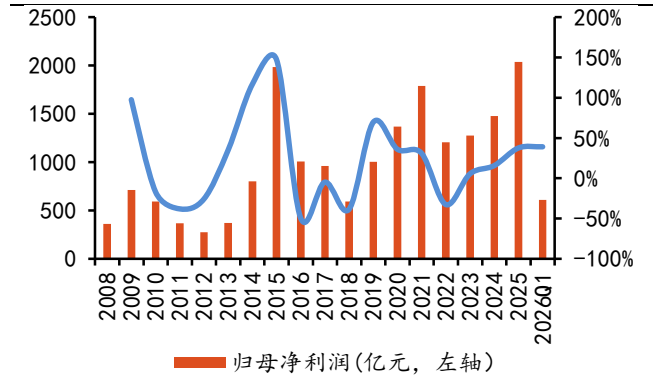
营收与利润强势增长，基本面延续向好态势。2025 年上市券商合计实现归母净利润 2037 亿元（扣除因国泰君安吸收合并海通证券产生负商誉所带来的营业外收入对归母净利润的影响），同比+38%；营业收入 5505 亿元，同比+29%。2026Q1 上市券商实现归母净利润 608 亿元，同比+39%；营业收入 1511 亿元，同比+31%。

图表 7：上市券商营业收入及同比增速



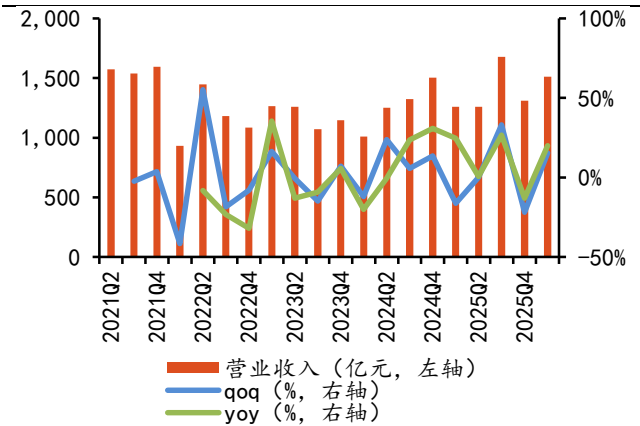
资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

图表 8：上市券商归母净利润及同比增速



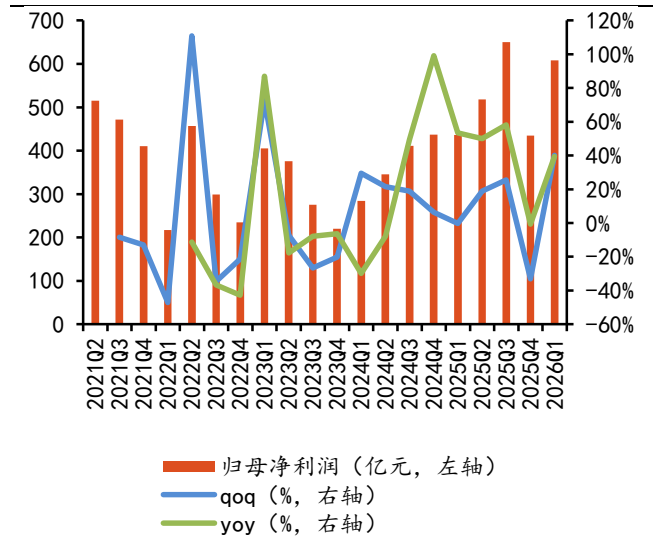
资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所
注：扣除国泰国君安吸收合并海通证券产生负商誉所带来的营业外收入

图表 9：上市券商单季度营业收入及同比增速



资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

图表 10：上市券商单季度归母净利润及同比增速

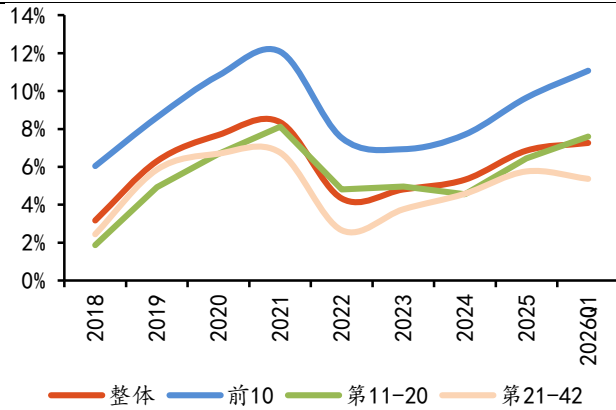


资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所
注：扣除国泰国君安吸收合并海通证券产生负商誉所带来的营业外收入

上市券商 ROE 持续上行。2025 年上市券商平均年化 ROE 为 6.9%，同比 +1.5pct。其中，前 10/第 11-20/第 21-42 家平均年化 ROE 分别为 9.7%/6.4%/5.8%，分别同比 +1.9/+1.9/+1.2pct。2026Q1 上市券商平均年化 ROE 为 7.3%，同比 +1.3pct。其中，前 10/第 11-20/第 21-42 家上市券商平均年化 ROE 分别为 11.1%/7.6%/5.4%，分别同比 +2.8/+1.0/+0.7pct，平均年化 ROE 位居前三的个股分别为中信建投、长江证券、中信证券。

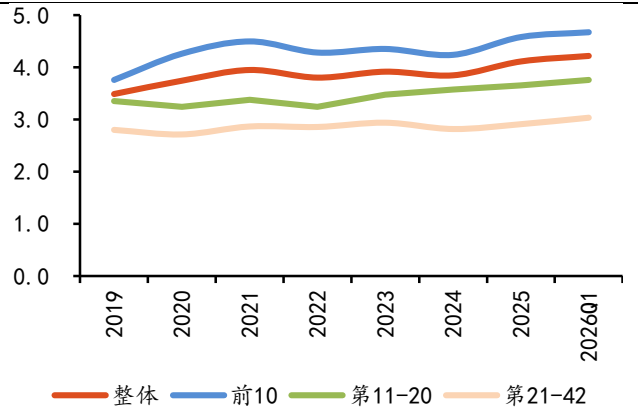
杠杆率显著走高，头部券商扩表更积极。2025 年末上市券商除客户资金杠杆率为 4.12 倍，同比 +0.27 倍。其中，前 10/第 11-20/第 21-42 家杠杆率分别为 4.58/3.66/2.91 倍，分别同比 +0.34/+0.08/+0.09 倍。2026Q1 末上市券商杠杆率为 4.22 倍，同比 +0.39 倍，较年初 +0.11 倍。其中，前 10/第 11-20/第 21-42 家上市券商除客户资金杠杆率分别为 4.68/3.76/3.04 倍，分别同比 +0.49/+0.29/+0.14 倍，分别较年初 +0.09/+0.10/+0.12 倍。整体而言，头部券商的杠杆率增幅相对较大，中小券商杠杆率同样呈现出持续上升的趋势。

图表 11：上市券商 ROE 持续上行



资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所
注：国泰海通 ROE 采用扣非口径

图表 12：上市券商杠杆率走高

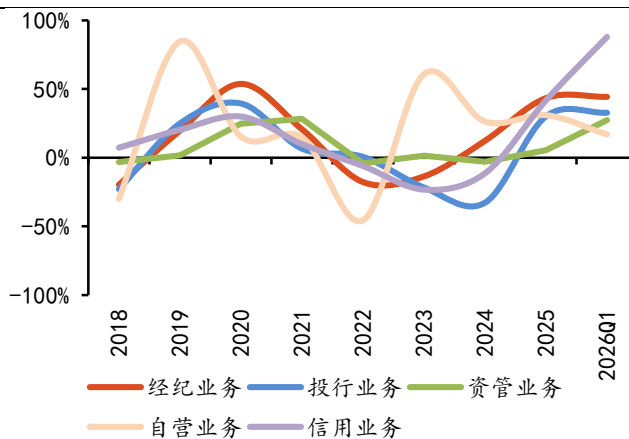


资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

1.3.各业务线全面开花，行业马太效应加剧

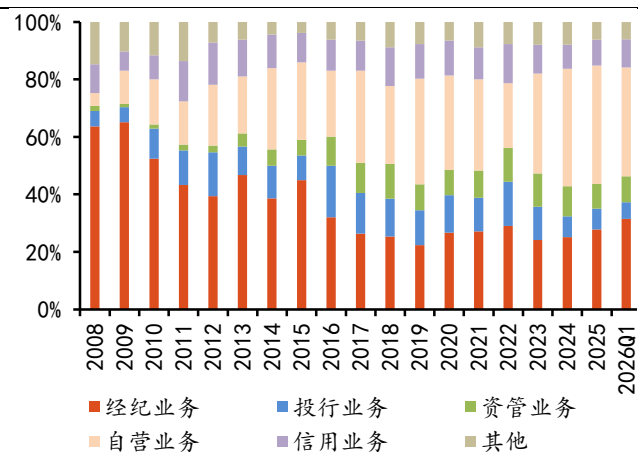
各业务收入全线增长，自营与经纪为增长双引擎，信用与投行显著回暖。
分业务类型来看，自营和经纪业务仍为增长主要驱动，信用与投行业务显著复苏，资管业务呈边际修复态势。2025 年上市券商自营/经纪/信用/资管/投行业务收入分别为 2257/1521/497/465/398 亿元，分别同比 +31%/+43%/+42%/+5%/+30%；占调整后营收的比例分别为 41%/28%/9%/8%/7%，占比分别较 2024 年+0.4/+3/+1/-2/+0.02pct。2026Q1 上市券商自营/经纪/信用/资管/投行业务收入分别 569/473/148/135/89 亿元，分别同比+17%/+44%/+88%/+34%/+33%，分别环比+47%/+17%/-7%/+2%/-40%；占调整后营收的比例分别为 38%/31%/10%/9%/6%，占比分别较 2025Q1-5/+3/+3/-0.3/+0.1pct。

图表 13：上市券商细分业务同比增速



资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

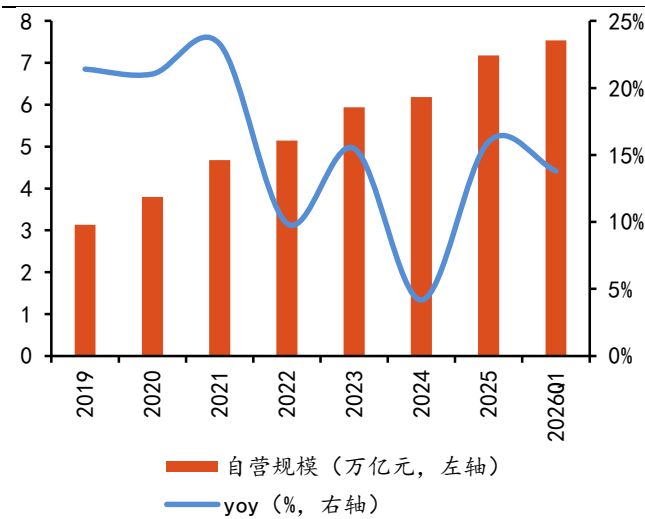
图表 14：上市券商收入结构



资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

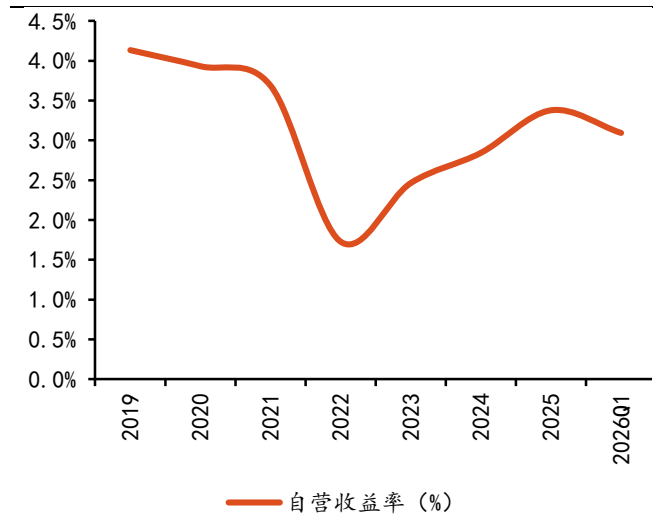
1) **自营业务仍是收入最大来源，头部券商更具韧性：**得益于规模扩张与客需转型，2025 年/2026Q1 上市券商自营业务收入同比+31%/+17%，其中大型券商表现更为亮眼，2026Q1 上市券商自营收入 CR5/CR10 分别为 55%/79%，分别较上年同期+9/+9pct。

图表 15：上市券商自营业务规模



资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

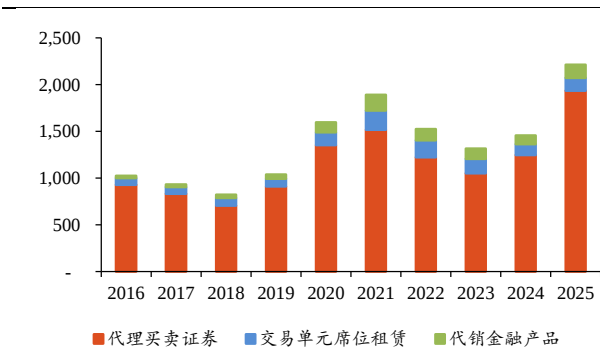
图表 16：上市券商自营收益率



资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

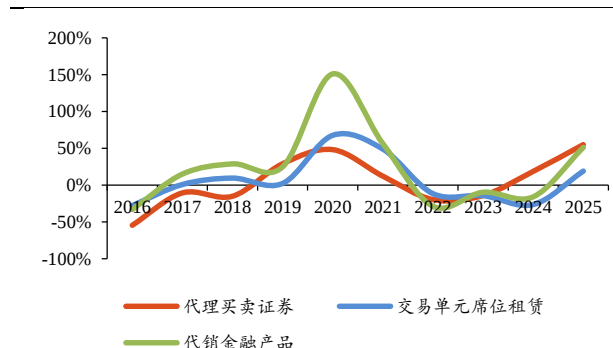
2) 经纪收入增速扩大，财富管理转型初见成效：得益于交投活跃度和新发基金同比显著回暖，2025 年/2026Q1 上市券商经纪业务收入同比+43%/+44% (2024 年为+12%)，2026Q1 有 28 家券商经纪收入增幅超 30%。从收入拆分来看，2025 年代销金融产品增速亮眼 (同比+51%)，财富管理转型初见成效。

图表 17：上市券商经纪业务收入拆分 (亿元)



资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

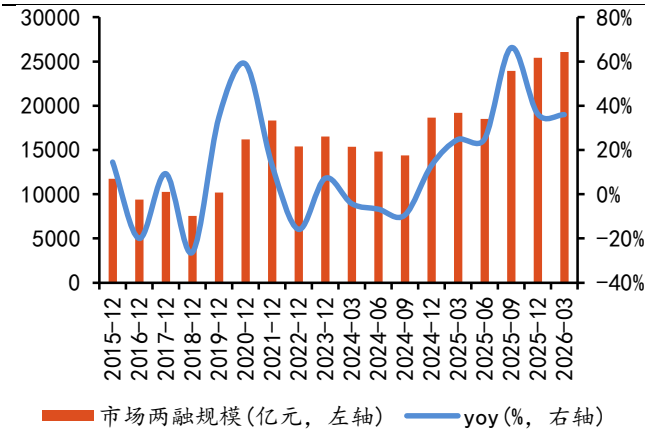
图表 18：上市券商经纪业务各细分收入同比增速



资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

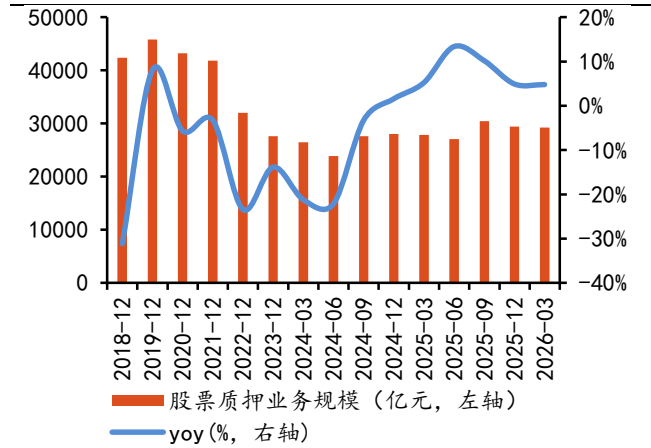
3) 信用业务显著回暖，行业整体风险可控：2025 年/2026Q1 市场融资融券规模同比+36%/+36%，股票质押业务规模同比+5%/+5%，带动信用收入显著回暖，2025 年/2026Q1 同比+42%/+88%。2025 年末上市券商融资融券业务平均维持担保比例 278%，同比+18pct，远高于 130%的平仓线，信用风险可控。

图表 19：市场融资融券规模和增速



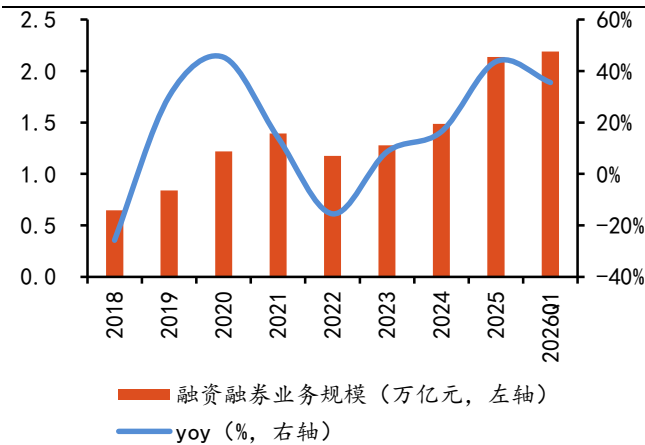
资料来源：Choice 宏观数据库，东方财富证券研究所

图表 20：市场股票质押业务规模 and 增速



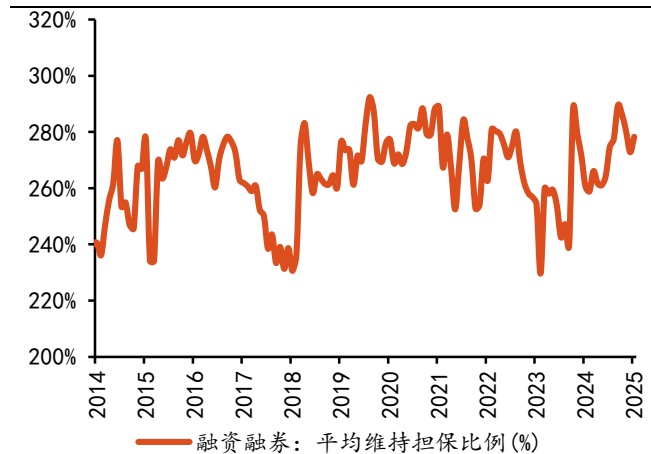
资料来源：Choice 宏观数据库，东方财富证券研究所

图表 21：上市券商融资融券业务规模 and 增速



资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

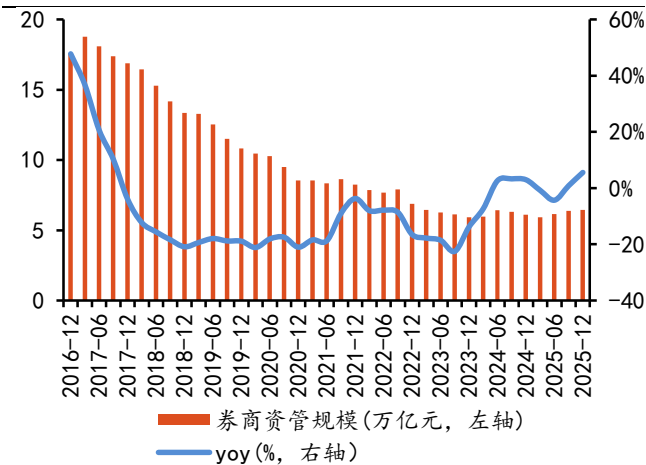
图表 22：融资融券业务：平均维持担保比例



资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

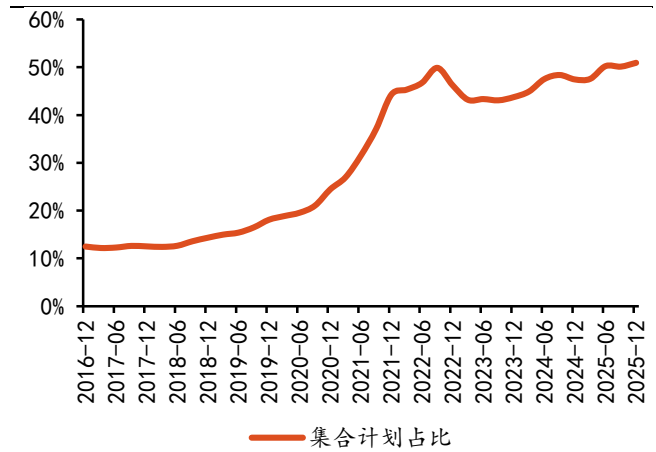
4) 资管收入稳步提升，主动管理转型加速：资管新规引导下，券商积极向主动管理转型。2025 年末券商资管业务规模为 6.44 万亿元，同比+6%，其中集合资管规模为 3.28 万亿元，同比+13%，占比 51%（较上年同期+3pct）。公募基金规模持续扩张，固收类产品成为扩容主力。

图表 23：券商资管业务规模和增速



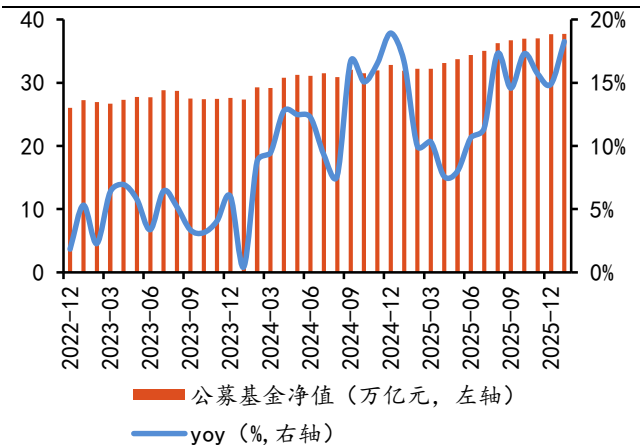
资料来源：Choice 宏观数据库，东方财富证券研究所

图表 24：券商资管业务中的集合计划占比



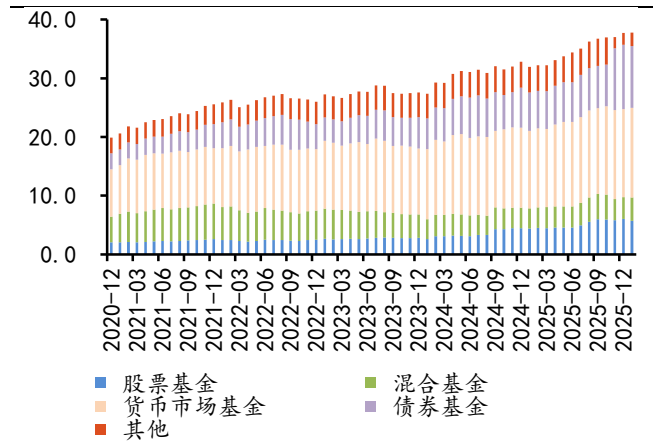
资料来源：Choice 宏观数据库，东方财富证券研究所

图表 25：公募基金净值和同比增速



资料来源：中基协，东方财富证券研究所

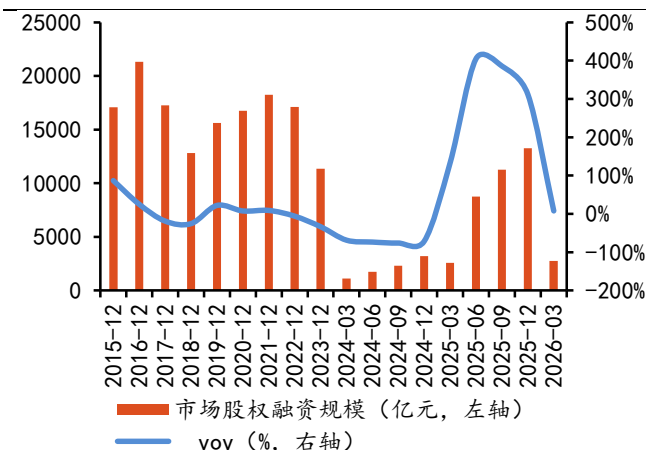
图表 26：公募基金净值结构（万亿份）



资料来源：中基协，东方财富证券研究所

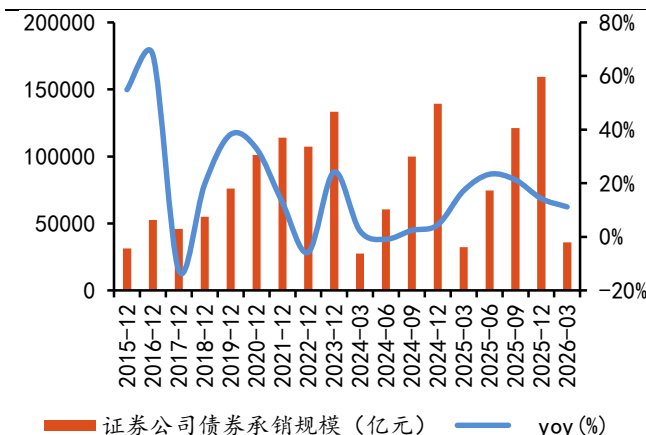
5) 投行业务同比高增，行业集中度提升：2025 年及 2026Q1 股债融资双重复苏，2026Q1 IPO 规模同比+57%，债券承销同比+11%，带动 2025 年/2026Q1 上市券商经纪业务收入同比+30%/+33%；头部券商优势进一步稳固，CR5/CR10 达 56%/75%，同比+12/+12pct。

图表 27：市场股权融资规模和同比增速



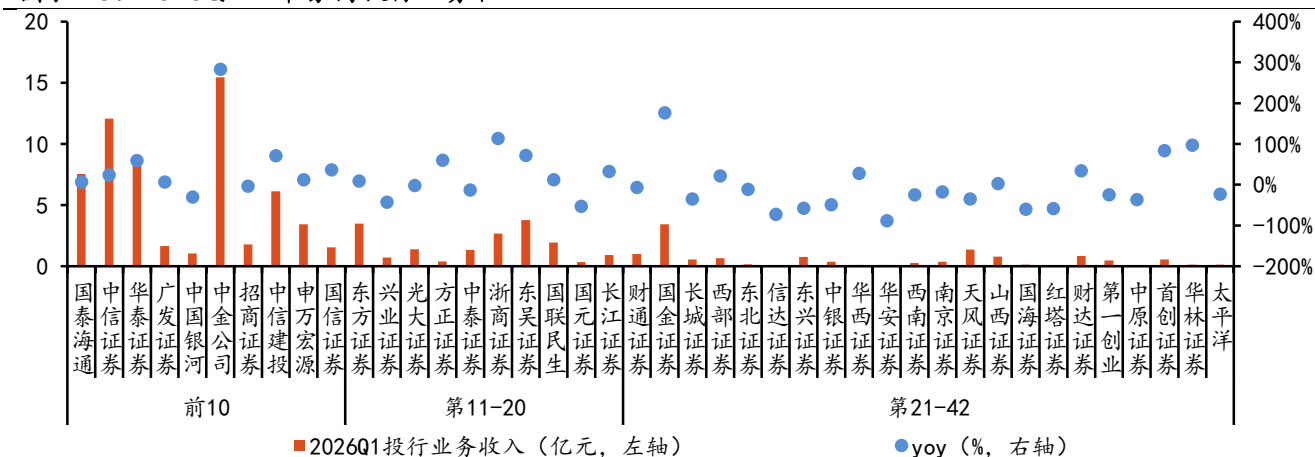
资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

图表 28：市场债券承销规模和同比增速



资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

图表 29：2026Q1 上市券商投行业务收入



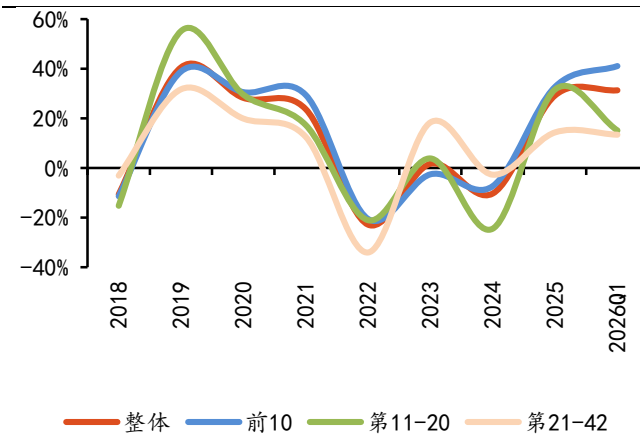
资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

注：根据 2026Q1 末资产规模从大到小排序

头部券商利润占比超七成，业绩增速表现整体更佳。根据 2026Q1 末资产规模排序，分组来看，2025 年前 10/第 11-20/第 21-42 家上市券商营业收入分别同比+33%/+32%/+14%，分别占比 66%/19%/16%；归母净利润分别同比+35%/+55%/+35%，分别占比 71%/16%/14%。2026Q1 前 10/第 11-20/第 21-42 家上市券商营业收入分别同比+41%/+15%/+13%，分别占比 68%/18%/14%；归母净利润分别同比+47%/+22%/+22%，分别占比 73%/16%/11%。头部券商的营收和利润在行业中占比较大，2025 年业绩稳健增长且 2026Q1 增速优于中小券商。2026Q1 前 10 券商中信建投(+99%)、中金公司(+75%)、国泰君安(+73%)归母净利润同比增速排名靠前；11-20 券商中兴业证券(+52%)、长江证券(+52%)、光大证券(+42%)排名靠前；21-42 券商信达证券(+121%)、财达证券(+115%)、财通证券(+113%)增速亮眼，主要得益于低基数和经纪、自营业务收入贡献。

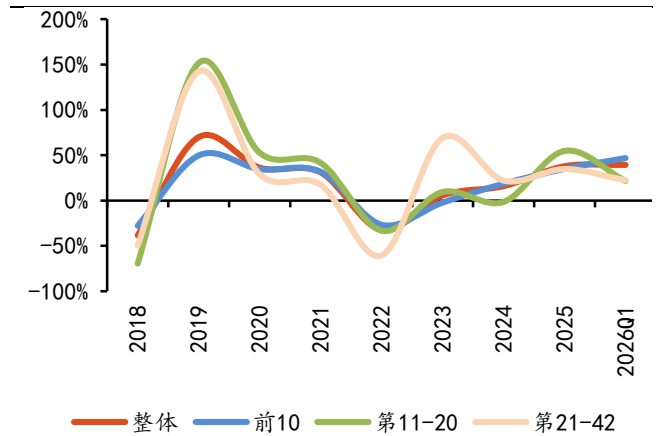
利润集中度整体上行，马太效应进一步强化。证券行业归母净利润表现呈现出“强者愈强”的马太效应，尽管 2025 年头部券商利润集中度出现短暂波动，但 2026Q1 再度回升。2026Q1 归母净利润 CR3/CR5/CR10 为 35%/49%/73%，分别较上年同期+3/+4/+4pct。

图表 30：上市券商营收同比增速（分组）



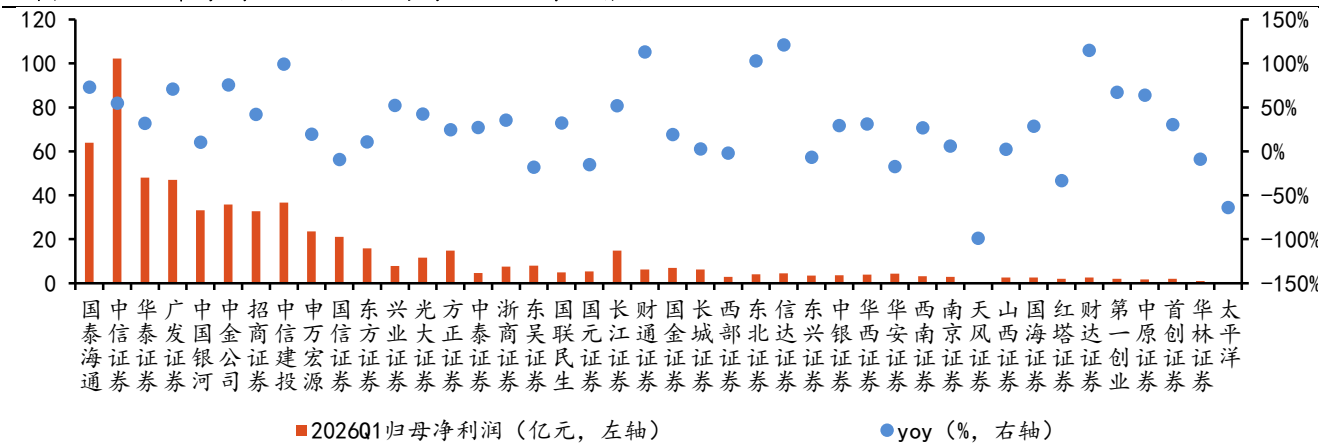
资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

图表 31：上市券商归母净利润同比增速（分组）



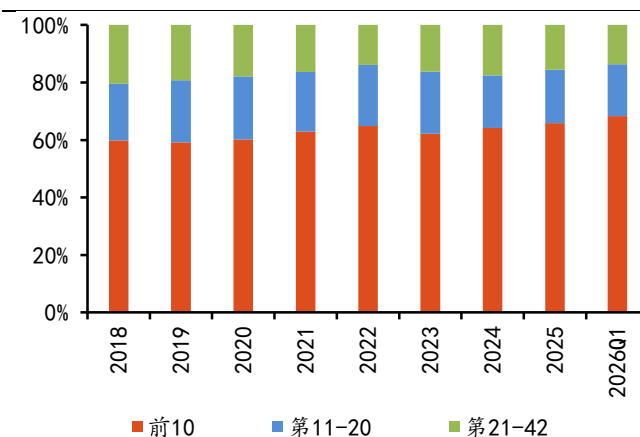
资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

图表 32：上市券商 2026Q1 归母净利润及同比增速



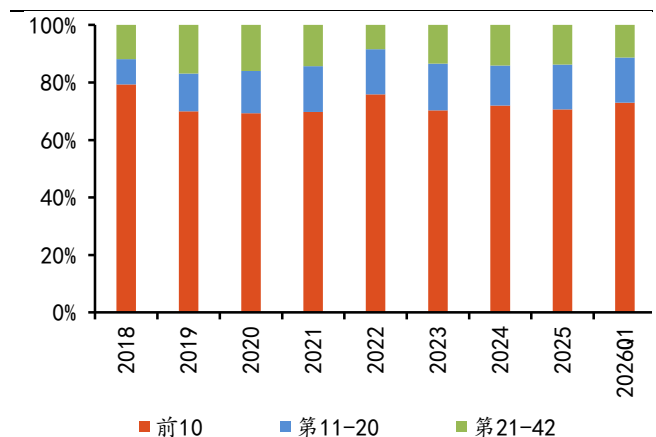
资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

图表 33：上市券商营收占比（分组）



资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

图表 34：上市券商归母净利润占比（分组）



资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

1.4. 公募基金改革持续推进，有望加速券商向买方投顾转型

公募基金费率改革顺利收官。2023 年 7 月，证监会发布《公募基金行业费率改革工作方案》，宣告以“管理费用—交易费用—销售费用”为实施路径的公募基金费率三步走改革正式开启。第一阶段，主动权益类基金费率、托管费率均下调至 1.2%、0.2% 及以下，同时试点浮动费率产品。第二阶段，2024 年 4 月 19 日，证监会发布《公开募集证券投资基金证券交易费用管理规定》，指出被动股票型基金的股票交易佣金费率原则上不得超过市场平均股票交易佣金费率，其他类型股票交易佣金费率原则上不得超过市场平均股票交易佣金费率的两倍，该规定自 2024 年 7 月 1 日起施行。第三阶段，2025 年 9 月 5 日，证监会修订发布《公开募集证券投资基金销售费用管理规定》，明确公募基金认购费、申购费、销售服务费率调降标准，优化赎回安排等举措。三阶段预计累计每年向投资者让利超 500 亿元，显著降低投资者投资成本，行业综合竞争力持续增强。在佣金价格战及公募基金费率改革的影响下，券商交易佣金费率继续处于下行通道。2025 年证券行业佣金费率为 0.0164%，我们预计仍有进一步下降可能但空间已不大。

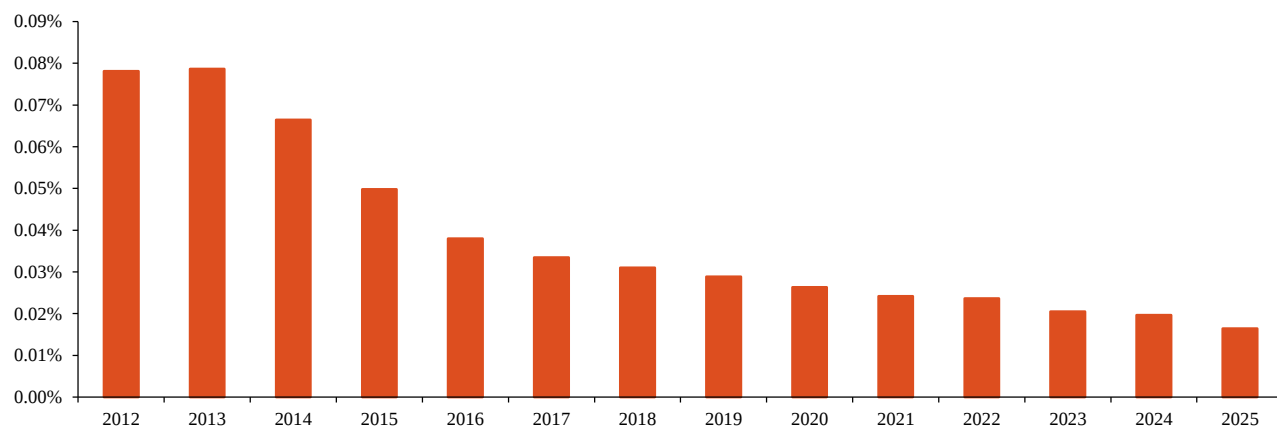
推动基金代销行业从“销量导向”向“投资者利益导向”转变。2026 年 1 月，证监会发布《公开募集证券投资基金业绩比较基准指引》，主要内容包括：①突出业绩比较基准的表征作用，明确业绩比较基准应当与基金合同约定的核心要素和产品投资风格相匹配。②强化基金管理人的内部控制和管理，明确业绩比较基准应当由公司管理层决策确定，基金管理人应当建立健全内控机制和管理体系，加强对基金经理、基金产品投资风格稳定性的持续管理。③加强对业绩比较基准的外部约束，明确基金托管人的监督职责，规范基金销售机构、基金评价机构对业绩比较基准的展示、运用等行为。④严格监管。2026 年 3 月，证监会修订发布《公开募集证券投资基金信息披露内容与格式准则第 2 号》，降低短期业绩披露要求，新增中长期业绩披露要求，并将主动管理的股票和混合型产品的投资者盈利占比、换手率等指标也被纳入了披露范围，有助于推动行业更加重视投资者实际利益，切实提升投资者获得感。我们认为在费率改革+评价机制的双重压力下，券商等代销机构有望加快向买方投顾转型，通过加强投顾服务、优化配置策略等，做好客户长期陪伴。

图表 35：公募基金费率三阶段改革主要内容

改革阶段	实施时间	核心改革内容	旧标准（年费率）	新标准（年费率）	每年为投资者让利
第一阶段	2023 年 7 月	降低主动权益类基金费率、托管费率	管理费 1.5%、托管费 0.25%	管理费≤1.2%、托管费≤0.2%	约 140 亿元
第二阶段	2024 年 7 月	调降基金股票交易佣金费率及分配比例上限	权益类基金佣金分配比例≤30%	被动股票型基金佣金费率≤0.26‰，其他类型≤0.52‰ 权益类基金佣金分配比例≤15%	约 68 亿元
第三阶段	2026 年 1 月	调降认购/申购费	股票型 1.2%-1.5% 混合型 1.2%-1.5% 债券型 0.6%-0.8%	股票型 0.8% 混合型 0.5% 债券型 0.3%	约 300 亿元
		调降销售服务费	股票/混合型 0.6%/年 指数/债券型 0.4%/年 货币型 0.25%/年	股票/混合型 0.4%/年 指数/债券型 0.2%/年 货币型 0.15%/年	
		优化赎回费结构	部分归基金销售机构所有	全部归基金财产所有	
		差异化尾随佣金安排	权益类基金：占管理费比例不超过 30%	权益类基金：维持不超过 30%	
			债券/货币基金：不超过 30%	债券/货币基金：调降至 15%	

资料来源：证监会，中国基金报，新华网，东方财富证券研究所

图表 36：证券行业经纪业务平均净佣金率处于下行通道



资料来源：Choice 宏观数据库，东方财富证券研究所

2.市场前瞻：“十五五”重塑资本市场战略新坐标

“十五五”时期，资本市场被赋予激活内需新动能、培育新质生产力的战略新使命。理论机制与海外实践表明，资本市场能通过“财富-信心”双效应提振消费、优化供给，构建“市场发展→财富增长→消费升级→产业转型”的经济良性循环。为此，我国有望持续发挥投融资综合改革牵引作用，推动“十五五”资本市场高质量发展，使资本市场成为连接国家战略与居民福祉的重要枢纽。

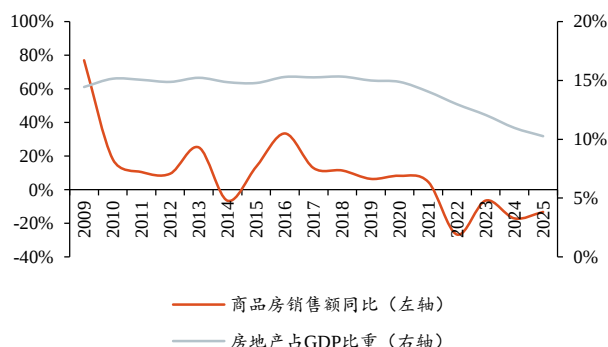
2.1. “十五五”战略新定位：“财富蓄水池”与“消费放大器”

“十五五”规划建设明确提出“居民消费率明显提高”的目标，资本市场有望成为提振消费的重要抓手。

1) 政策层面已明确资本市场在激活内需中的关键作用。2025年3月，中共中央、国务院印发《提振消费专项行动方案》，强调“多措并举稳住股市，加强战略性力量储备和稳市机制建设”，明确资本市场财富效应对消费的支撑作用。6月，央行等六部门联合印发《关于金融支持提振和扩大消费的指导意见》，引导金融机构从消费供给和需求两端强化金融服务，满足各类主体多样化的融资需求，进而推动高质量消费供给的扩大，助力消费增长潜能的释放。10月，中共中央党校主管主办的《学习时报》先后发布《资本市场提振消费的理论逻辑、传导机制与政策举措》和《努力稳股市让老百姓的消费底气更足》等系列文章，体现了稳住股市、促进消费的政策导向。

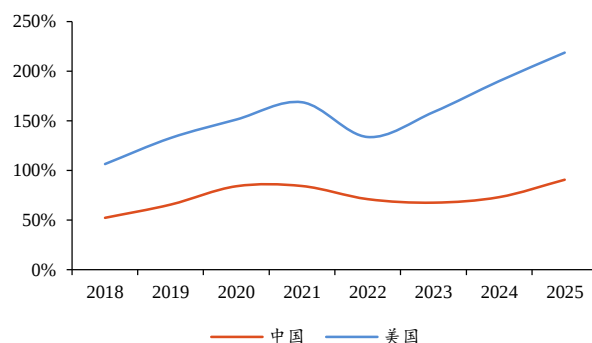
2) 房地产财富效应趋势性减弱，资本市场有望承接居民资产配置需求。房地产曾承载我国家庭近七成财富，但近年其销售额及占GDP比重持续下行，财富效应弱化。与此同时，资本市场发展空间依然广阔：截至2025年末A股总市值虽已突破百万亿元，但市值与GDP的比重仅91%，远低于美国的200%多和日本、印度的140%水平，资本市场服务实体经济和居民财富管理的潜力尚未充分释放。如果“十五五”期间有长期牛市，居民财产性收入将实现跨越式增长，中等收入群体规模有望突破“十四五”期间4亿人的平台。总体而言，资本市场正成为居民财富的重要新蓄水池，其健康发展关乎国家宏观资产负债表的优化与居民财富的保值增值。

图表 37：近几年我国房地产销售额及占 GDP 比重呈下行趋势



资料来源：Choice 宏观数据库，东方财富证券研究所

图表 38：中国与美国股票总市值占 GDP 比重对比



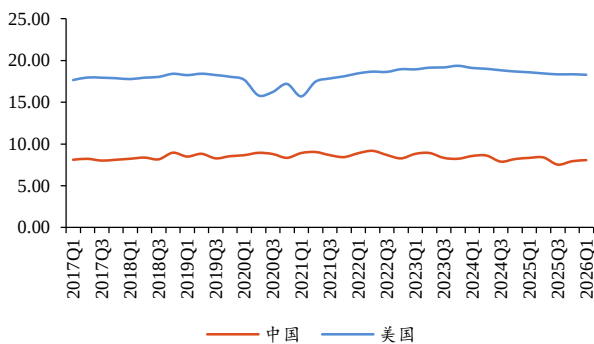
资料来源：Choice 宏观数据库，东方财富证券研究所

资本市场提振消费，本质上是通过金融功能打通“资产增值—收入增长—消费能力提升”与“融资支持—供给优化—消费意愿增强”的双向循环。

1) 从需求侧看，资本市场通过“财富效应”与“信心效应”双重渠道直接影响消费。根据生命周期假说，居民的消费决策基于其一生的财富总量。当股票、基金等金融资产价格上涨，居民财富总量扩容，边际消费倾向随之提高。同时，市场向好预期可以改善居民对未来收入的信心，降低预防性储蓄，从而拉动当期消费。当前我国居民财产性收入占人均可支配收入的比重整体水平仍然较低，2026Q1 我国居民财产性收入占比仅 8.1%，远低于美国的 18.3%，资本市场激活消费潜力具备广阔空间。

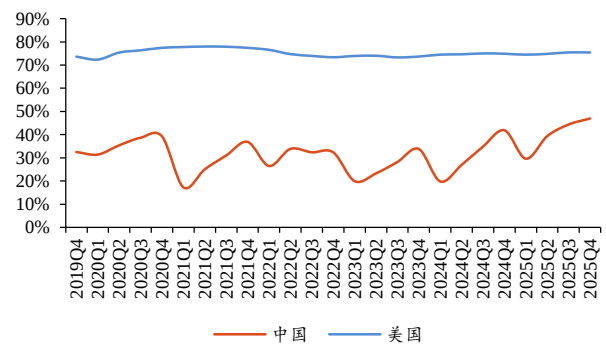
2) 从供给侧看，资本市场通过优化融资供给与赋能产业创新，从源头上创造和引领新消费。借助多元化的直接融资工具，资本市场能够为不同发展阶段的企业注入长期资本，显著降低融资成本，尤其为高成长性行业的产能扩张和技术迭代提供重要支持。近年来我国直接融资占社融新增规模的比重总体上升，2025Q4 达到 47%，但仍远低于同期美国 70%-80% 的水平。此外，资本市场通过严格的信息披露与公司治理要求，倒逼企业提升产品品质与服务水平，增强居民消费信任。

图表 39：中国与美国财产性收入占可支配收入比重对比（%）



资料来源：Choice 宏观数据库，东方财富证券研究所
注：美国财产性收入=个人股息收入+个人利息收入

图表 40：中国与美国直接融资占比对比

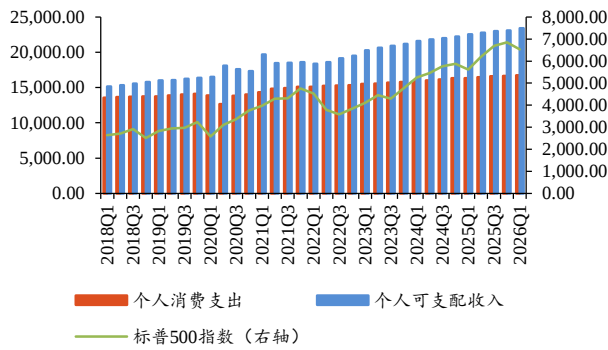


资料来源：Choice 宏观数据库，东方财富证券研究所

2.2.海外及历史范本成功验证，本土潜力释放空间广阔

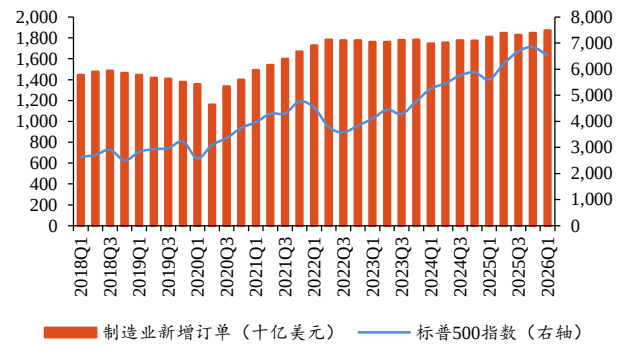
参考美国市场，股市上涨能带动“财富—需求—投资—就业”的经济正向循环。美国财富收入与美股走势呈现高度同步性。截至 2026Q1 末标普 500 指数较 2018 年初+144%，在此期间美国人可支配收入增长了 57%。财富积累直接转化为消费动能，同期美国个人消费支出增幅达 24%。社会总需求的扩张进一步向供给端传导，2026Q1 美国制造业新增订单/私人部门投资总额较 2018Q1 分别增长了 30%/54%。企业扩产进一步带动了就业与薪酬增长，截至 2026Q1 末美国非农就业人数/制造业平均小时工资较 2018Q1 末分别增长了 7%/36%。工资增长与财富效应共同巩固居民消费能力，从而形成“股市上涨→财富增加→消费扩大→企业投资→就业收入提升→消费再增强”的完整闭环，凸显了资本市场驱动经济持续发展的重要作用。

图表 41：2018 年以来美国个人可支配收入、消费支出与美股走势对比（十亿美元）



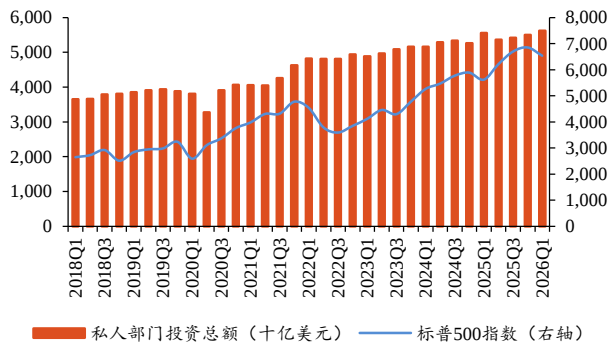
资料来源：Choice 宏观数据库，东方财富证券研究所

图表 42：2018 年以来美国制造业新增订单与美股走势对比



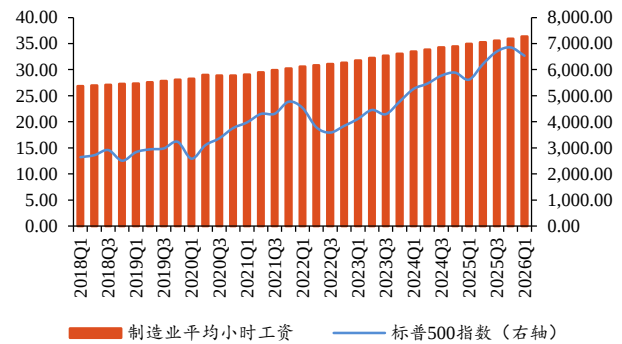
资料来源：Choice 宏观数据库，东方财富证券研究所

图表 43：2018 年以来美国私人部门投资总额与美股走势对比



资料来源：Choice 宏观数据库，东方财富证券研究所

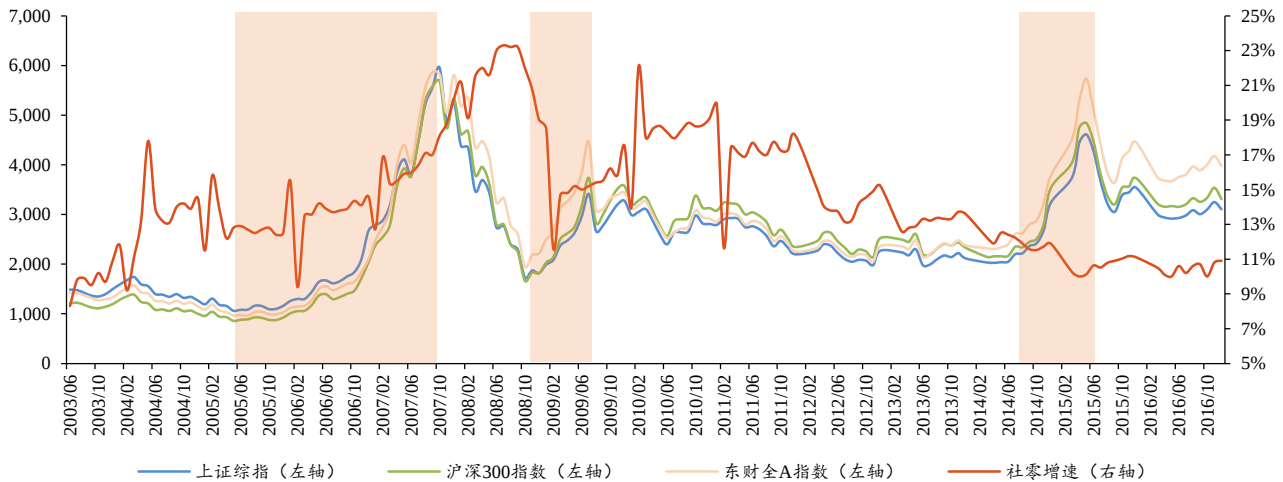
图表 44：2018 年以来美国制造业平均小时工资与美股走势对比（美元）



资料来源：Choice 宏观数据库，东方财富证券研究所

回顾 A 股历史几轮牛市，社零增速回升的时点一般滞后于股市但具备较好的持续性，本土市场潜力广阔。回顾 2000 年以来的三轮牛市（2005 年 6 月-2007 年 10 月、2008 年 11 月-2009 年 7 月、2014 年 7 月-2015 年 6 月），社零增速回升时点一般滞后于股市启动的时点，但持续性较好。牛市初期社零增速多表现平稳或略有放缓，进入中期后消费增速才确立上行趋势，且这一态势往往延续至牛市见顶后相当长一段时间，显示出本土市场的广阔潜力。展望未来，万博新经济研究院院长滕泰表示，假如到 2030 年 A 股总市值增长到 200 万亿元以上，其每年带来的新增消费规模将达到几万亿元，对扩大内需具有战略意义，同时有望通过托宾 Q 效应提升企业投资能力和投资意愿，实现供需的动态均衡与经济的高质量发展。

图表 45：2000 年以来的三轮牛市下的消费走势



资料来源：Choice 宏观数据库，东方财富证券研究所

2.3.实现路径：深化多层次市场改革，夯实良性循环制度基础

在明晰资本市场于“十五五”期间提振消费的战略必要性与广阔潜力后，**关键落脚点在于如何通过系统性改革推动其健康发展和财富效应释放。**对此，“十五五”规划建议提出“**提高资本市场制度包容性、适应性，健全投资和融资相协调的资本市场功能**”。证监会主席吴清在署名文章《提高资本市场制度包容性、适应性》中进一步强调，要紧紧围绕健全投资和融资相协调的资本市场功能，进一步全面深化资本市场改革，持续提高资本市场制度包容性、适应性和吸引力、竞争力，以更好服务新质生产力发展和满足投资者财富管理需求。推动资本市场高质量发展已成为连接国家战略与居民消费增长的关键枢纽。

图表 46：“十五五”时期提高资本市场制度包容性、适应性的重点任务举措

重点任务	具体措施
积极发展股权、债券等直接融资	以 深化科创板、创业板改革 为抓手，积极发展多元股权融资，进一步健全科技创新企业识别筛选、价格形成等制度机制，更加精准有效地支持优质企业发行上市。
推动培育更多体现高质量发展要求的上市公司	持续 深化并购重组市场改革 ，提升再融资机制灵活性、便利度。研究完善 上市公司激励约束机制 ，督促和引导上市公司更加积极开展现金分红、回购注销等。巩固深化 常态化退市机制 。
营造更具吸引力的“长钱长投”制度环境	推动建立健全 对各类中长期资金的长周期考核机制 ，提高投资 A股 规模和比例。扎实推进 公募基金改革 ，大力发展权益类公募基金，推动指数化投资高质量发展。促进 私募股权和创投基金 “募投管退”循环畅通。
着力提升资本市场监管的科学性、有效性	完善对 金融创新活动 的监测监管和风险应对机制。加强 战略性力量储备和稳市机制建设 ，强化重点领域风险和跨市场跨行业跨境风险防范化解，持续提升资本市场内在稳定性。严厉打击财务造假、欺诈发行、市场操纵和内幕交易等恶性违法行为。
稳步扩大资本市场高水平制度型开放	支持企业用好国内国际两个市场、两种资源。完善 合格境外投资者制度 ，审慎拓展互联互通，进一步提升外资和外资机构参与我国资本市场的便利度。加快建设 世界一流交易所 ，培育 一流投资银行和投资机构 。
共同营造规范、包容、有活力的资本市场生态	加强资本市场法治建设，推动健全特别代表人诉讼等投资者保护机制，加强资本市场高端智库平台和人才队伍建设，健全预期管理机制，推动全社会形成鼓励创新、包容失败的良好舆论氛围。

资料来源：证监会，券商中国，东方财富证券研究所

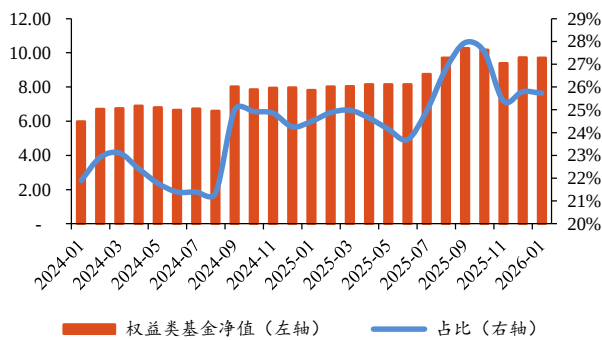
1) **融资端改革重在提质，加速构建“优胜劣汰”的良性市场生态。**一方面，以深化科创板、创业板改革为抓手，积极发展多元股权融资，通过设置更具包容性的上市标准，精准支持符合新质生产力要求的优质企业发行上市。另一方面，需巩固深化常态化退市机制，畅通多元化退出渠道，扭转资本市场“重

融资、轻投资”的倾向。“十四五”以来，市场优胜劣汰机制成效显著，沪深交易所共 210 家公司平稳退市，是“十三五”期间的 3.3 倍。此外，通过持续深化并购重组市场改革和提升再融资机制灵活性、便利度，能有效支持上市公司转型升级、做优做强，从而夯实价值创造的微观基础。

2) 投资端改革聚焦引育“长钱”，构建增强市场内在稳定性的资金供给体系。吴清主席强调，需“推动建立健全对各类中长期资金的长周期考核机制，提高投资 A 股规模和比例”。这要求扎实推进公募基金改革，大力发展权益类基金，并推动指数化投资高质量发展，引导中长期资金真正实现“长钱长投”。截至 2026 年 1 月末，公募基金中权益类基金（股票类基金+混合类基金）净值规模达到 9.7 万亿元，较 2024 年 1 月+62%，占公募基金总规模达到 26%，较 2024 年 1 月+3.8pct。险资权益类投资规模截至 2026Q1 末达到 8.3 万亿元，较 2022Q2 末+71%，占整体投资的比重为 23%，有进一步提升的空间。

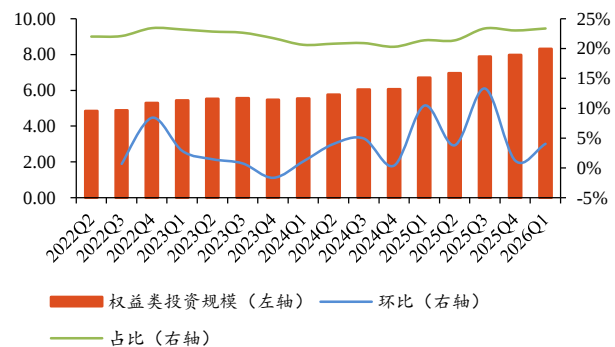
3) 完善多层次市场生态，以产品创新与制度开放畅通资本循环脉络。“十五五”规划建议明确要求“积极发展股权、债券等直接融资，稳步发展期货、衍生品和资产证券化”。对此，一方面应当健全多层次债券市场体系，大力发展科创债券、绿色债券等，稳步发展 REITs 和资产证券化，为市场提供多元化的资产选择和风险管理工具。另一方面，稳步扩大资本市场高水平制度型开放，通过完善合格境外投资者制度、稳慎拓展互联互通，提升外资参与便利度，在开放竞争中增强我国资本市场的国际竞争力。

图表 47：公募基金权益类规模及占比（万亿元）



资料来源：中基协，东方财富证券研究所
注：权益类基金=股票基金+混合基金

图表 48：保险业权益类投资情况（万亿元）

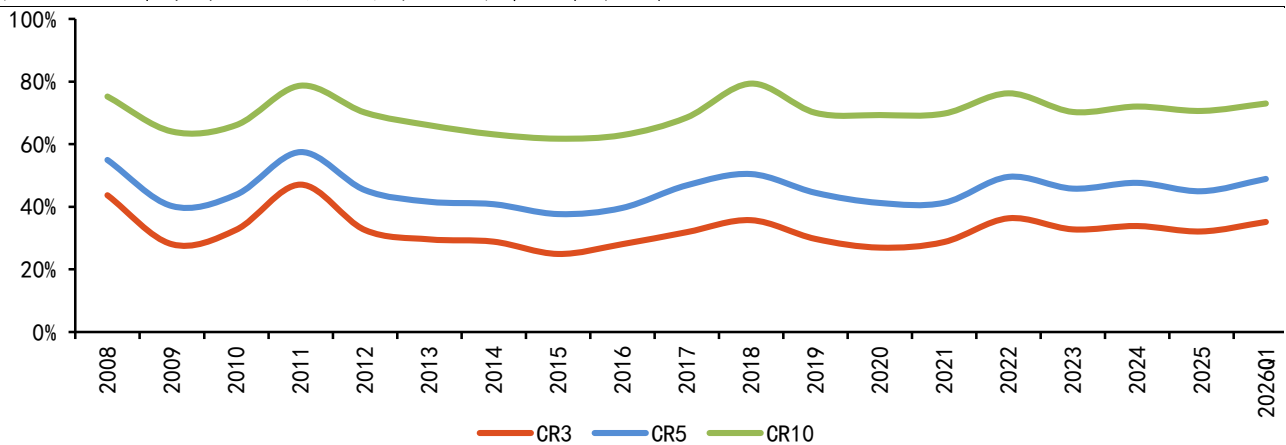


资料来源：Choice 宏观数据库，东方财富证券研究所
注：权益类投资=股票+证券投资基金+长期股权投资；占比=权益类投资/保险资金运用余额

3.行业前瞻：头部做强、中坚突围、中小求异

在新“国九条”支持头部机构做优做强、鼓励中小机构差异化发展的政策导向下，证券行业正从同质化竞争加速转向多层次高质量发展的新格局。2025年上市券商归母净利润CR3/CR5/CR10分别达到32%/45%/71%，2026Q1进一步升至35%/49%/73%，利润集中度持续提升。头部券商在自营、投行、资管等核心领域的领先优势进一步巩固，扩表也更加积极。从资产规模和战略路径来看，行业可划分为三个层次：**头部券商**以并购整合、业务转型和国际化布局为驱动，加快打造具有全球竞争力的一流投行；**颈部券商**依托综合实力，深耕资管、财富管理等优势领域，依靠内生增长构筑差异化壁垒；**中小券商**则聚焦区域市场和细分赛道，在有限资源中形成“小而美”的专业优势。行业分化中格局持续优化，多层次竞争生态正加速形成。

图表 49：上市券商 2026Q1 归母净利润集中度有所回升



资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

3.1.头部券商：规模为基，能力为翼，打造“航母级”投行

在监管明确支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式提升核心竞争力的背景下，头部券商迎来了做优做强的战略机遇期。我们认为其发展路径主要表现为三条主线：一是并购整合加速规模跃升与能力重构，二是轻重资产协同发力推动模式重构，三是国际化布局纵深推进打开成长空间。三条主线相互交织、互为支撑，共同驱动头部券商向一流投行迈进。

3.1.1.并购重组：行业整合逻辑持续深化，协同效应初步显现

在监管鼓励行业整合的背景下，外延并购已成为头部券商实现规模跨越的重要路径。2023年中央金融工作会议提出“建设金融强国”，将资本市场建设提升至国家战略高度，推动直接融资和打造国际一流投行体系成为金融改革重点。2025年12月，证监会主席吴清在证券业协会第八次会员大会上明确提出“力争在‘十五五’时期形成若干家具有较大国际影响力的头部机构”，并强调要“进一步增强资源整合的意识和能力，用好并购重组机制和工具，实现优势互补、高效配置”。监管鼓励+内生需求驱动下，中国证券行业“并购重组窗口期”已经到来。当前“国联+民生”、“国君+海通”已顺利落地，“中金+东兴+信达”“东方+上海”等积极推进中。当前中金“三合一”并购草案已落地，根

据 2025 年末口径测算，合并后母公司净资本有望增至 1033 亿元（排名由行业第 12→第 4）；总资产达 1.03 万亿元，跻身万亿券商行列；营业网点从 247 家增至 441 家（行业第 14→第 3），有望加速一流投行建设。

并购落地成效已在头部券商身上得到初步验证。以国泰海通为例，头部合并后，2025 年末公司总资产达 21143.38 亿元，较上年末+101.8%，归母净资产 3304.17 亿元，较上年末+93.48%，均跃居行业首位；2026Q1 扣非归母净利润同比+73%，经纪/投行/资管/信用/自营业务净收入分别为 47/8/18/18/58 亿元，同比分别+78%/+7%/+51%/+154%/+45%，整合红利持续兑现。

图表 50：近期中国券商主要并购案例进展

并购方	被并购方	时间	并购进程	并购思路
国泰君安	海通证券	2024 年 9 月	已完成，更名国泰海通	上海国资推动，打造“航母级券商”
国联证券	民生证券	2024 年 9 月	已完成，更名国联民生	业务互补+区域协同
浙商证券	国都证券	2024 年 7 月	控股近 35%股份	区域互补
国信证券	万和证券	2024 年 12 月	控股近 96%股份	深圳国资内部整合+补充华南经纪业务
西部证券	国融证券	2024 年 12 月	控股近 65%股份	加强投行业务+扩大区域覆盖
湘财股份	大智慧	2025 年 3 月	上交所审核中止，将尽快申请恢复审核	战略重组
中金公司	东兴证券、信达证券	2025 年 12 月	换股吸收合并推进中	汇金系整合，打造国际一流投行
东吴证券	东海证券	2026 年 3 月	拟收购 83.77%股份	省域金融资源整合
东方证券	上海证券	2026 年 4 月	拟收购 100%股权	上海金融国资整合

资料来源：各公司公告，证券时报，券商中国等，东方财富证券研究所

参考海外经验，国内券商或正将并购重组从规模扩张工具升级为能力重构与战略跃升的重要抓手。正如我们在报告《论本轮中国证券行业并购重组的必要性——美国经验与本土研究》中所指出，从美国经验看，摩根士丹利通过并购补足零售业务、高盛并购加强资产类别能力、美林并购实现国际化、摩根大通通过银行并购构建全能金融平台，每一次重大并购背后，都是战略方向的深刻调整。参考国际经验，这一轮并购重组不应只视为规模扩张的机会，更是实现资本充实、能力重构与国际化跃升的战略转折点。在中央汇金等实力股东支持下，头部券商有望通过并购进一步做优做强。展望未来，头部券商或将致力于在构建“资本+牌照+客户+技术”四位一体的综合能力基础上，完成从传统经纪型机构向全球化、科技型、服务型券商的转型升级。

3.1.2.模式重构：轻重资产协同发力，打造以客户为中心的经营生态

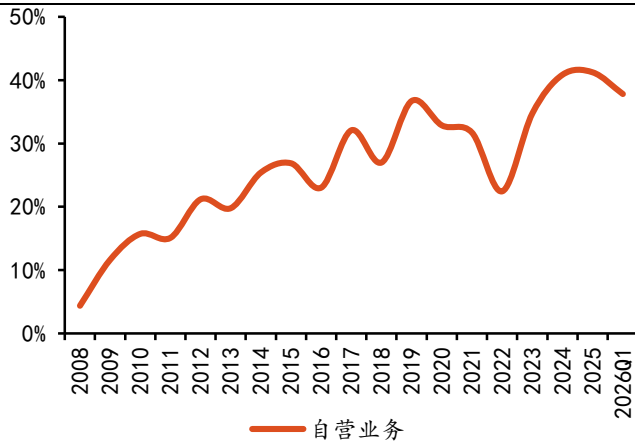
在行业杠杆率持续走高、传统通道业务盈利空间收窄的双重背景下，券商业务模式正从“牌照驱动”向“能力驱动”加速演进。重资本业务需提升资本运用效率、向客需驱动转型，轻资本业务则需深化买方投顾能力、构建差异化服务壁垒。轻重资产协同发力，将资产负债表从“自营工具”转变为“客户服务载体”，已成为头部券商打造核心竞争力的关键路径。

重资本业务方面，加杠杆与自营非方向化转型是提升 ROE 的核心抓手。当前杠杆已成为驱动券商 ROE 提升的核心变量，监管“扶优限劣”的差异化风控导向，有望为优质券商释放广阔的资本空间。当前自营业务已逐渐成为券商业绩的胜负手，2025 年上市券商自营业务收入占比调整后营收达 41%，较 2008 年的 4%提升近十倍。然而，传统自营以方向性业务为主，收益与市场涨跌高度相关，导致业绩波动剧烈。因此，推动自营业务向非方向性转型，通过客需

驱动降低波动、增强经营韧性，已成为行业大势所趋。

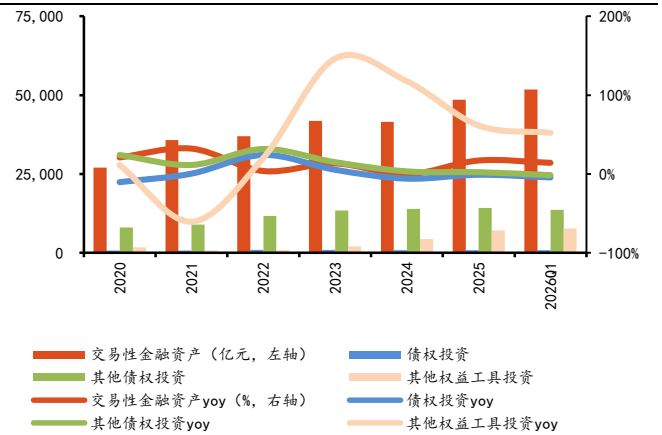
加杠杆的主要路径围绕资产结构优化与客需模式转型展开。我们认为具体路径如下：①通过资产类别扩容（固收向 FICC 全品种跨越、权益 OCI 配置显著提升）与策略升级（向相对价值、宏观对冲、量化策略等多策略演进）实现资产结构优化；②向客需驱动模式质变，聚焦 FICC 综合服务平台、深化衍生品业务、拓展跨境资本中介三大核心赛道，将资产负债表从“自营工具”转变为“客户服务载体”；③通过组织架构、业务协同与能力建设等多维度打造以客户为中心的经营生态，让杠杆真正“长在客户身上”。

图表 51：上市券商自营业务收入占比



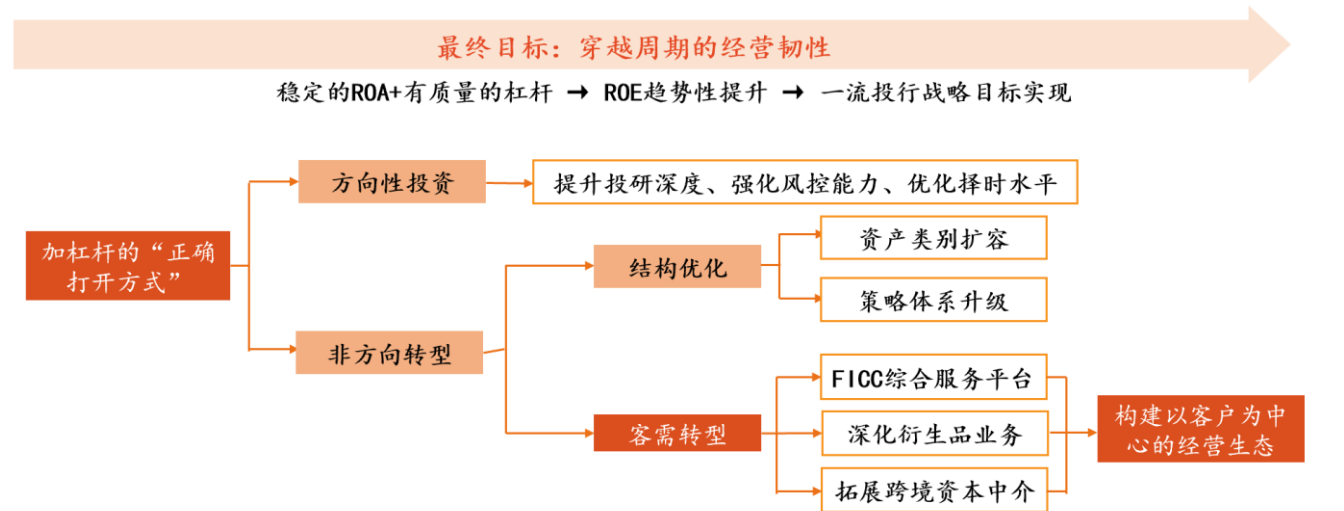
资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所
注：分母为调整后营收（营业收入-其他业务成本）

图表 52：上市券商自营业务结构



资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所
注：分组方式为根据 2026Q1 末资产规模从大到小排序

图表 53：加杠杆的“正确打开方式”



资料来源：东方财富证券研究所绘制

轻资本业务方面，财富管理转型正从“产品代销”向“买方投顾”全面升级。头部券商已不再停留于“更名财富管理部”的浅层调整，而是从组织架构、产品创新与客户分层、投顾能力建设、数字化与 AI 赋能四大维度将买方投顾推向落地。组织架构层面，券商已形成三条清晰路径：更名财富管理委员会（中信证券、国泰海通、中信建投等）、将财富管理业务转移至子公司（中金公司）、设立或更名财富管理部/事业部（广发证券、华泰证券、中国银河等）。产品创

新层面，券商普遍以精细化运营替代粗放式服务，推出差异化产品矩阵并实施分层管理，如中信证券“信 100”品牌、华泰证券“省心家族”等。投顾能力建设层面，券商正系统化培养专业投顾队伍，如中信证券“全员投顾人才发展战略”、华泰证券“主理人+领投官”双核心体系。数字化与 AI 赋能层面，券商通过智能 APP、大模型应用等重塑服务效率，如国泰海通“灵犀”全 AI 智能 APP、华泰证券“AI 涨乐”。2025 年券商投顾业务收入同比增长超四成，买方投顾转型成效已初步显现。

图表 54：主要大型券商财富管理战略定位梳理

公司名称	财富管理战略定位
中信证券	不断探索与实践新业务模式，推动财富管理转型
国泰海通	健全“以客户为中心”的业务模式，全面打造有温度、可信赖的“国泰海通财富”品牌
广发证券	加速推进由传统代销向以研究为核心驱动力的解决方案化、资产配置化、买方投顾化的转型升级
华泰证券	推进科技赋能下的财富管理和机构服务“双轮驱动”发展战略，打造兼具规模化优势与专业化特色的一流财富服务平台
中国银河	践行“以生态替代业务、以场景替代营销”理念，推进具有银河特色的财富管理业务转型
招商证券	推进财富管理业务转型和 AI 数字化赋能战略，打造以客户为中心的数字化财富管理新模式
中信建投	以财富管理业务为锚点，融合投行、资管等专业力量，构建起全场景服务体系
中金公司	坚定买方投顾战略不动摇，扎实推进以客户为中心的买方投顾转型
申万宏源	构建以买方投顾为核心的综合财富管理业务新模式，打造“产品深度研究-资产策略组合-专业投顾陪伴”驱动体系

资料来源：各公司公告，各公司业绩说明会，东方财富证券研究所

图表 55：主要大型券商财富管理转型建设实践

公司名称	组织架构调整	产品创新与客户分层	投顾能力建设	数字化与 AI 赋能
中信证券	2018 年更名财富管理委员会	发布“信 100”财富管理品牌；聚焦零售、高净值、机构客户实施分客群经营	践行全员投顾人才发展战略	依托数智化推动普惠金融向线上化、移动化、智能化转型
国泰海通	2020 年国泰君安零售业务和分支机构管理委员会更名为财富管理委员会	构建君享、君赢系列买方资产配置服务模式；推进高质量拓客，强化分客群精细化经营	零售客户服务积极建设买方模式，深入推进投顾队伍体系化建设	发布行业首个新一代全 AI 智能 APP“国泰海通灵犀”
华泰证券	2016 年即设有财富管理部	优化“省心家族”配置服务，“省心投”策略丰富度持续提升；聚焦大众、财富、高净值、企业家四类客群分层服务	打造“主理人”“领投官”双核心投资服务体系	率先推出专注交易场景的 AI 原生应用“AI 涨乐”APP
国信证券	2022 年将经纪事业部、机构事业部整合为财富管理与机构事业部	构建“国信鑫投顾”“国信鑫智投”等系列品牌，形成多层次财富管理服务	通过“投行、投顾业务专题培训”等模式系统化培养投顾人才	通过“数字化平台+线下联动”推动专业服务下沉
中国银河	2018 年末将经纪业务总部变更为财富管理总部	以“财富星”投顾服务为载体，多维度覆盖指数化投资客群；立足全账户视角构建“标准化+个性化”的客户分层服务体系	发挥一线投顾近距离陪伴优势	落地营销助手大模型应用，提升一线服务效能
中信建投	2025 年更名财富管理委员会	依托全品类综合金融服务平台，精准匹配大众、零售及高净值客户需求	“投研+投资+投行+投顾”四投联动、“财富+资管+投资”三管齐下	迭代升级“蜻蜓点金”APP，自主打造“信谛听 AI 智数平台”

资料来源：各公司公告，各公司官网，券商中国，东方财富证券研究所

招商证券：财富管理转型成效突出，经纪收入占比持续上升。公司坚持“以客户为中心”的战略，构建多层次的财富管理服务体系：“e 招投”面向大众客户提供普惠型基金投顾服务，公募优选、私募 50 满足财富客户需求，智远私

行、“私享会”等定制方案覆盖高净值客群。2025 年，招商证券经纪业务净收入达 88.93 亿元，同比增长 44%，占营收比重升至 36%（较 2023 年+13pct）；财富管理转型效果显著，代销金融产品净收入同比增长 56%，非货币市场基金、权益基金、股票型指数基金保有规模分别位列行业第 6、第 4、第 4。截至 2025 年上半年，私募基金产品托管数量市场份额达 21.52%，连续 12 年排名行业第一。招商证券的财富管理并非简单追求规模扩张，而是依托完善的产品体系和持续数字化转型，应对市场波动与客户需求变化，推动特色化转型不断带来客户资产流入与交易量放大。

3.1.3.国际布局：业绩增长与全球竞争力提升的重要引擎

在资本市场开放持续深化的背景下，头部券商作为连接境内与境外市场的关键桥梁，国际化布局与全球资源整合优势日益凸显。2025 年 12 月，证监会主席吴清在证券业协会第八次会员大会上明确提出“力争在‘十五五’时期形成若干家具有较大国际影响力的头部机构”，标志着“十五五”期间将成为加快打造一流投行和投资机构的战略机遇期。2026 年 2 月，吴清主席在外资机构座谈会上进一步强调，要推动行业机构“引进来”和“走出去”双向开放，提升本土机构全球资源配置能力，持续营造透明、稳定、可预期的市场环境。2026 年 5 月，美国总统特朗普访华，中美关系开启“中美建设性战略稳定关系”新定位，高层面对面交流有望为中美金融领域的进一步合作打开空间，金融对外开放预期有望持续升温。同月，证监会等八部门联合印发《综合整治非法跨境证券期货基金经营活动实施方案》，引导境内投资者通过港股通、QDII、跨境理财通等合规渠道开展境外投资，在规范跨境业务秩序的同时，有望为拥有合规境外布局的头部券商提供新的业务增量空间。在双向开放的政策合力下，头部券商凭借其在保荐、研究、全球资产配置和风险管理等方面的卓越能力，以及在资质、系统、客户及产品储备等多方面的前瞻性布局，将更有潜力成长为具有国际竞争力的大型投资银行。

头部券商积极扩充海外子公司资金规模，国际业务收入显著提升。2025 年以来，已有招商、中信建投等多家头部券商先后公告称向境外子公司增资或募集资金用于境外业务发展。进入 2026 年，券商为海外子公司增资的节奏进一步加快，华泰证券宣布拟向全资子公司华泰国际增资不超过 90 亿港元，用于支持各项海外业务发展；广发证券公告公司配售 H 股、发行 H 股可转债已完成，合计募资超 61 亿港元，将全部用于向境外附属公司增资，重点支持跨境交易与机构业务、跨境投行等国际化业务；5 月中信证券公告称拟向第一大股东中信金控定向发行 7.94 亿股 H 股，募资总额为人民币 160 亿元，全部用于发展国际化业务，其中对境外全资子公司中信证券国际增资不超过 160 亿元。中信金控以现金全额认购并承诺 48 个月锁定期，远超市场常规水平，为近年来券商国际化领域单笔最大资本注入之一。经营数据方面，2025 年中信证券国际业务收入 155.19 亿元，同比+41.75%，境外收入占比升至 21%；中金公司境外业务收入 83.93 亿元，同比+58.11%，占比达 29%，接近三分之一。分业务看，头部券商在跨境投行业务方面表现突出，中信里昂港股 IPO 承销规模 491 亿港元，同比+431%；中金公司港股 IPO 承销保荐均排名市场第一。券商国际业务正加速从业绩“加分项”升级为利润核心“增长极”。

图表 56：2025 年以来中资券商境外子公司增资情况

券商名称	增资对象	金额
中信证券	中信证券国际	不超过 160 亿元人民币
招商证券	招证国际→招商证券（香港）	分次不超过 90 亿港元，首期不超过 40 亿港元
华泰证券	华泰国际	不超过 90 亿港元

广发证券	广发控股（香港）	不超过 61.01 亿港元
东吴证券	东吴证券（香港）	不超过 20 亿港元或等值人民币
中信建投	中信建投国际	15 亿港元

资料来源：财联社，证券时报网，金融界等，东方财富证券研究所

图表 57：各大型上市券商 2025 年国际业务收入情况

证券简称	2025 年国际业务收入 (亿元)	国际业务收入同比	2025 年国际业务收入 占比	国际业务收入占比同 比变动
中信证券	155.19	41.75%	20.73%	3.57%
国泰海通	95.86	229.49%	15.19%	8.49%
中金公司	83.93	58.11%	29.47%	4.59%
华泰证券	59.18	-46.75%	16.53%	-16.63%
广发证券	26.99	99.85%	7.60%	2.64%
中国银河	25.69	18.23%	9.08%	2.95%
中信建投	14.92	102.69%	6.40%	2.91%
招商证券	11.61	6.09%	4.65%	-0.59%
申万宏源	7.38	65.38%	3.04%	1.24%
东方证券	4.37	46.70%	2.84%	1.29%

资料来源：财联社，东方财富证券研究所

注：华泰证券国际业务收入下降主要系 2024 年处置 AssetMark 产生一次性收益所致，剔除该影响后 2025 年国际业务创收同比实际增长 23.82%

业绩高增长的同时，头部券商国际业务展现出更高的 ROE 水平与效率优势。2025 年中信证券国际 ROE 高达 25%，中金国际 ROE 达 15.86%，均显著高于其集团合并口径水平。海外业务凭借“高盈利效率+高杠杆”的特性，正日益成为驱动券商提升整体盈利质量、打开长期成长空间的关键变量。随着资本市场双向开放的持续深化和跨境业务需求的不断增长，国际业务凭借更高的杠杆空间与附加值，有望持续为券商整体 ROE 带来正向拉动。

区域布局方面，中资券商以香港为核心中枢，正加快向东南亚、中东等新兴市场延伸，构建“立足香港、辐射亚太、联通全球”的展业版图。截至 2025 年底，34 家内地券商共设立 36 家境外子公司，合计总资产达 1.94 万亿港元，同比+31.95%，布局区域逐步向东南亚、日本、美国等市场扩展。国泰海通稳步推进境外子公司收购印尼证券公司的进程，以精准卡位东南亚新兴市场；华泰国际正式注册设立日本子公司，将业务触角延伸至全球第三大经济体；银河证券旗下银河海外深化中国与东盟资本市场的合作，业务网络覆盖马来西亚、新加坡、印尼、泰国等，助力共建“一带一路”高质量发展。头部券商正加速从“本土龙头”向具有全球竞争力的综合投行蜕变。

3.2.颈部券商：精耕优势赛道，以内生驱动突围

当前证券行业在头部“航母级”券商与中小特色券商之间，已形成一批综合实力居于行业中上游、但体量不及超级头部的“中间梯队”。这类券商通常排名行业第 11 至 20 位，在某一项或多项业务上具备差异化优势，但尚难在全产品线上与头部机构全面抗衡。它们并非仅依赖并购扩张，而是通过深耕财富管理、资产管理等优势领域，走出一条以内生增长为驱动力的特色化突围之路。

兴业证券：依托买方投顾转型，打造差异化品牌。兴业证券持续推进财富管理转型，2025 年底推出“知己理财”品牌，构建以客户利益为导向的买方投顾服务体系，涵盖“知己享投”“知己优投”“知己智投”三大产品线。品牌发布不到五个月，“知己享投”全序列规模已接近 400 亿元，“知己优投”订阅客户新增资产规模同比+80%。客户基础持续增强，2025 年全年新开户超 130 万户，其中 8-12 月新开户市占率达 7.2%，2026Q1 进一步攀升至 7.6%；2025

全年股基交易金额 13.74 万亿元，同比+81.4%；代理买卖证券业务净收入 20 亿元，同比+50%；兴业证券 APP（优理宝）月活跃用户数创下历史新高，财富管理转型有望持续深化。

图表 58：兴业证券“知己理财”买方投顾产品体系

子品牌	核心定位	核心理念/架构	主要服务内容	适配客群/功能
知己享投	多资产配置解决方案（“压舱石”）	“9+4+N”立体化配置体系：9 类核心资产（进取+稳健）、4 大资产系列（龙腾/虎跃/凤翔/鹿鸣）、N 种定制方案（方舟系列）	三重守护：预期管理、稳定交付、持续陪伴（周度跟踪、月度观点、季度报告）	覆盖各类风险偏好，从高风险进取到低风险保守
知己优投	专业投顾服务生态（“导航仪”）	“三重心法+五大门派”：三心（专业投研、专心陪伴、专属投顾）；五派（少林-ETF、武当-价值、峨眉-平衡、昆仑-科技、逍遥-主题轮动）	全策略覆盖，提供匹配不同投资风格的证券投顾服务	不同投资偏好客户，如指数、价值、成长、轮动等
知己智投	科技赋能智能交易（“加速器”）	三大核心模块：知己大赢家（专业建议）、知己聚宝盆（TO/智能订单/网格）、知己金手指（热点/信号/诊断）	全品类、全周期、全账户覆盖，差异化工具提升交易效率与决策体验	追求便捷交易、增厚收益、优化决策的投资者

资料来源：兴业证券发布，东方财富证券研究所

东方证券：以资管业务为特色标签，做市业务构筑护城河。2025 年东方证券总资产、归母净利润、营业收入均位居上市券商第 11 位，投行与资管业务收入排名稳居前十。资管领域，东方证券旗下东证资管（首家获得公募资格）、汇添富基金两大平台优势突出，东证资管近 10 年权益类基金绝对收益率达 121%（行业第 3），汇添富基金非货公募规模稳居行业前十，带动东方证券 2025 年资管净收入排名行业第 7。做市业务方面，2025 年东方证券权益类做市收入同比+50%，基金做市标的 477 只（同比+100%）；债券做市保持领先地位，互换通成交同比+118%，三大政策性银行金融债做市稳居行业前二，上交所利率债/信用债/地方债做市排名全市场第 1/第 3/第 3。两大特色业务相互支撑，使东方证券在同梯队券商中形成了鲜明的差异化定位。

综上，以兴业证券、东方证券为代表的“中间梯队”券商，其发展路径是在夯实综合实力的基础上，聚焦优势领域、加强品牌塑造，走出一条由内生动能驱动的成长之路。随着行业竞争日趋深入，这一群体的成长质量与发展韧性，有望成为影响未来行业格局的关键因素。

3.3.中小券商：聚焦区域化与特色化，构筑“小而美”特色壁垒

在监管“引导中小机构结合股东背景、区域优势等资源禀赋和专业能力做精做细”的指引下，中小券商有望依据自身资源禀赋，将有限资源高度聚焦于特定区域或细分赛道。与颈部券商在综合实力基础上“精耕突围”不同，中小券商更注重在单一领域“做专做精”，通过区域深耕或细分赛道专业壁垒，在差异化中寻找生存与发展的空间。

3.3.1.区域深耕构建差异化竞争壁垒

地方国资加速入主中小券商，利好中小券商提升资本实力+地方国资做大金融牌照。2023 年 11 月，证监会提出“引导中小机构结合股东背景、区域优势等资源禀赋和专业能力做精做细，实现特色化、差异化发展”。近年来，通过

吸收民营企业手中股权、集纳当地其他国资平台股权等方式，地方国资正在重塑证券行业的发展格局。地方国资实力雄厚，有助于提升中小券商的核心竞争力和抗风险能力，为中小券商的后续发展注入新活力。同时，中小券商也能助力地方国资加速实现壮大金融板块的雄心，为地方国资开辟新经济增长源。

根植区域及股东方资源禀赋，做专做精做强。当前多家地方国资中小券商明确深耕区域发展战略，立足本土经济的金融需求，从智库服务、国企改革服务、重点产业服务等角度切入，支持地方经济的同时培育自身特色优势。例如西部证券作为西北地区唯一的上市券商，长期深耕陕西市场，并从智库服务、重点产业服务等角度切入，走出“区域深耕+政策协同+产业赋能”的特色发展道路，深度参与省属企业上市调研工作，制定“一企一策”资本运作方案，助力省内国有企业盘活“三资”；财达证券作为根植河北的国有上市券商，“十四五”期间投行业务累计协助河北省各个地市地方政府完成超过 800 个专项债项目申报发行，债券承销家数排名四年连升。

图表 59：西部证券多方位支持陕西省地方经济发展

区域深耕	- 在陕西省内拥有50%以上的营业网点，区域市占率长期排名前列。 - 设立投资银行陕西总部，2023年在陕西区域债券承销规模达210亿元，市场份额排名第一。
政策协同	- 聚焦“五篇大文章”，通过绿色债发行、乡村振兴债券布局等方式，支持地方经济的可持续发展。 - 依托陕西国资背景深度参与秦创原创新驱动平台建设，满足现代化产业体系的有效需求。
产业赋能	- 通过“基金+招商”模式，引导社会资本向重点产业链聚集，支持科技企业发展。 - 积极参与省内多个文旅项目的资本运作，支持文旅企业通过“文旅+金融”模式拓展融资渠道

资料来源：西部证券公司公告，中证网，财联社，东方财富证券研究所

3.3.2. 特色化经营构筑精品业务

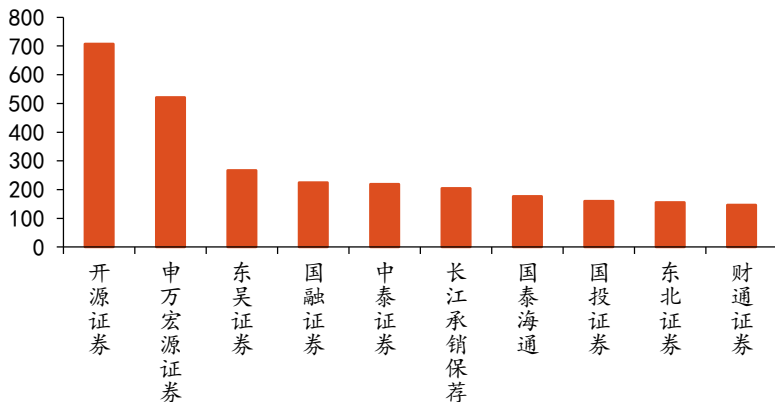
中小券商人力与金融资本投入规模有限，难以与大型券商进行全业务条线的竞争，因此可以从特色领域入手，打造精品业务，实现差异化竞争：

1) 精品投行：深耕北交所业务及新三板挂牌业务，助力中小企业高质量发展。中小投行长期深耕新三板，已积累一定的品牌与项目经验。截至 5 月 25 日，督导新三板类项目数量排名前十的券商大部分为中小券商。同时从上市标准方面来看，北交所市值要求最为宽松，对规模较小的未盈利企业更具有吸引力。未来随着更多改革举措落地实施，北交所有望成为更加成熟开放、有影响力的市场。因此，中小券商可以把新三板、北交所市场作为切入点，建立覆盖企业全生命周期的投融资综合金融服务体系，增强对本土中小微企业、创新型中小企业、“专精特新”企业的支持。例如开源证券长期深耕北交所与新三板市场，2026Q1 北交所执业质量评价中位居行业第二，全国股转系统推荐挂牌、持续督导等业务得分均居行业前列；截至 2025 年末，公司在辅导的拟北交所上市企业 19 家，位居行业第 4，已形成服务“专精特新”中小企业的鲜明品牌特色，在细分赛道构筑起差异化竞争壁垒。

2) 精品财富管理：围绕“区位优势+渠道布局”塑造核心竞争力。大型券商在产品体系、投顾人力、激励机制等优势加持下更具备竞争力，相比之下中小券商可利用区位优势占领业务先机。例如国联民生立足苏南经济高地，依托区域高净值客群优势，深耕财富管理赛道，前瞻布局基金投顾业务，2020 年成为首批试点机构中唯一中小券商，率先展业并构建轻资产业务壁垒。在渠道端，公司采用“小 B 大 C”策略推进产品销售，一方面向中小银行和私募等中小金融机构提供财富管理服务，另一方面通过定制产品与服务来满足高净值客户群

体的资产管理需求。山西证券财富管理业务买方投顾转型成效显著，2025 年投顾收入同比增长 125%，基金投顾规模大增 190%，推出“汇通 100”公募基金品牌；同时证券资产管理业务总规模达 738.64 亿元，同比增长 30.47%。

图表 60：主办券商持续督导新三板类项目数量排名前十情况（家，截至 2026/5/25）



资料来源：Choice 股票专题，东方财富证券研究所

综上，中小券商正通过区域化、特色化等路径构建“小而美”的竞争壁垒，在细分赛道中寻找差异化突破口，行业格局有望加速优化。

4.盈利预测与投资建议

1) 经纪业务：随着资本市场回暖，2025 年日均股基交易额同比+70%，新发“股+混”基金规模同比+53%。交投活跃度显著改善和新发基金规模回升，有望增厚券商经纪业务收入。我们假设 2026 年悲观/中性/乐观情景下，预计全年股基日均交易额分别为 21793 亿元/24699 亿元/29057 亿元，行业平均佣金率从 2025 年的 0.0164%小幅下降至 0.0155%/0.0160%/0.0162%。

2) 投行业务：政策利好+低基数下，2025 年市场 IPO/再融资/债权融资规模分别同比+97%/+375%/+14%，一级市场回暖势头显著。我们预计 2026 年股权融资业务压力有望持续缓解，债券融资业务规模有望稳中有进，假设悲观/中性/乐观情景下，IPO 规模分别为 1647 亿元/1845 亿元/2108 亿元，再融资规模分别为 12175 亿元/12413 亿元/13130 亿元，债权融资规模分别为 17.20 万亿元/17.67 万亿元/19.11 万亿元。

3) 资管业务：券商资管业务去通道化背景下，2025 年末资管业务规模同比+6%，预计市场的景气回升+存款搬家趋势有望带动权益产品需求增长，我们假设悲观/中性/乐观情景下，分别同比+5%/+10%/+15%。

4) 自营业务：随着权益市场回暖，行业景气度大幅提升，自营业务规模扩张，2025 年末券商自营规模同比+16%，同时收益率明显回暖，带动自营业务收入显著改善。我们认为，在政策定调积极，存量政策预计有效落实和增量政策预计加力推出，且未来经济企稳前流动性仍然有望持续宽松的情况下，后市表现仍然可期，我们假设 2026 年悲观/中性/乐观情景下分别+5%/+10%/+20%。

5) 信用业务：随着市场回暖，两融余额显著改善，截至 2026 年 5 月 28 日已突破 29000 亿元，我们假设 2026 年悲观/中性/乐观情景下分别为 27000 亿元/28500 亿元/30000 亿元。

根据以上悲观/中性/乐观假设，我们预计，2026 年券商行业总营收同比+6%/+17%/+34%，归母净利润同比+9%/+23%/+44%，行业业绩有望整体向好。

图表 61：2026 年证券行业核心变量情景假设

核心变量预测（亿元）	2025	2025 同比	2026E（中性）	2026E 同比（中性）	2026E（乐观）	2026E 同比（乐观）	2026E（悲观）	2026E 同比（悲观）
IPO 规模	1318	97%	1845	40%	2108	60%	1647	25%
再融资规模	11936	375%	12413	4%	13130	10%	12175	2%
债券融资规模	159214	14%	176728	11%	191057	20%	171951	8%
日均股基成交额	20,538	70%	24699	20%	29057	41%	21793	6%
市场两融余额	25,407	36%	28500	12%	30000	18%	27000	6%
券商自营业务规模	71,746	16%	78920	10%	86095	20%	75333	5%

资料来源：Choice 股票专题，东方财富证券研究所测算

注：可能存在假设与实际情况不一致的情况

图表 62：2026 年证券行业业绩情景假设（亿元）

	2025	2025 同比	2026E（中性）	2026E 同比（中性）	2026E（乐观）	2026E 同比（乐观）	2026E（悲观）	2026E 同比（悲观）
总营收	5505	29%	6451	17%	7388	34%	5857	6%
投行业务收入	398	30%	477	20%	588	48%	418	5%
经纪业务收入	1521	43%	1784	17%	2124	40%	1546	2%
利息净收入	497	42%	609	22%	693	39%	550	11%

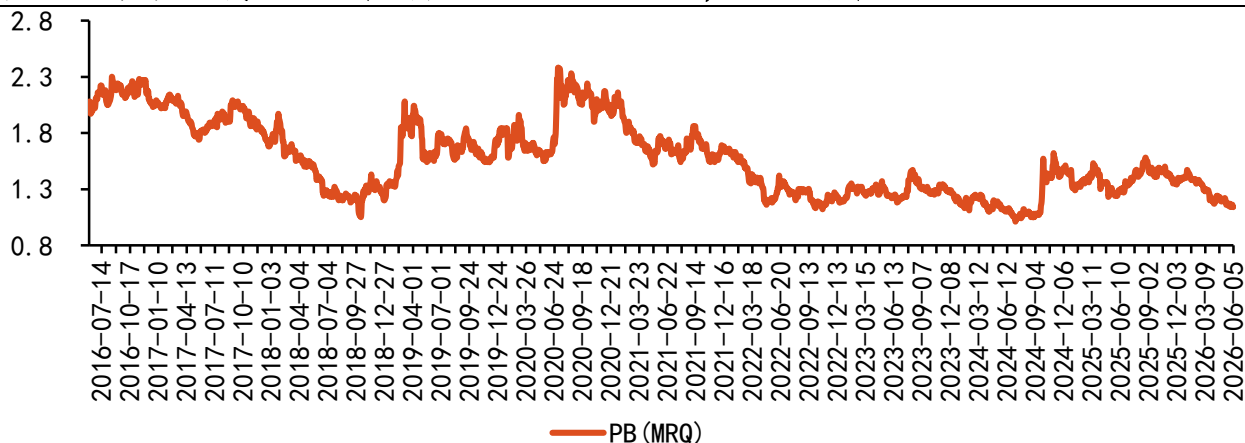
自营业务收入	2257	31%	2712	20%	3078	36%	2500	11%
资管业务收入	465	5%	494	6%	520	12%	476	2%
归母净利润	2037	38%	2503	23%	2942	44%	2212	9%

资料来源：Choice 股票专题，东方财富证券研究所测算
注：可能存在假设与实际情况不一致的情况

市场改革深化+行业格局重塑+并购整合提速，建议关注板块配置价值。历史上券商行情往往始于“估值底、政策底、宏观底”的三重共振，近年来政策持续加大力度支持稳定和活跃资本市场，带动资本市场显著回暖，券商业绩已出现明显改善，各业务条线向好发展。预计未来在政策引导+市场赚钱效应改善+存款资金蓄水池充裕的背景下流动性仍有望保持宽松。在“十五五”规划赋予资本市场“财富蓄水池”与“消费放大器”战略定位的背景下，政策支持与内在需求正共同推动证券行业向更高质量发展，头部券商通过并购、转型和出海积极打造“航母级券商”；颈部券商依托财富管理与资管等优势赛道，在以综合实力为支撑的基础上持续深耕，实现内生突围；中小券商聚焦区域与特色构建“小而美”壁垒，行业多层次竞争格局有望持续优化。证券板块截至 2026 年 6 月 5 日 PB 估值 1.14 倍，处于近 2 年/5 年/10 年约 16%/8%/4%的分位数水平，具备较大的估值修复空间，建议关注证券行业 β 。

个股方面，建议关注：①头部优势显著的大型券商，如中信证券、国泰海通、华泰证券；②客需化转型领先与财富管理特色突出的券商，如中金公司、招商证券、兴业证券；③特色化经营卓有成效的中小券商，如西部证券；④金融科技相关标的。

图表 63：券商板块截至 2026 年 6 月 5 日 PB 估值 1.14 倍，位于近十年历史 4%分位



资料来源：Choice 指数专题，东方财富证券研究所

图表 64：行业重点关注公司

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			股价 (元)	评级
			2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E		
600030.SH	中信证券	3804.43	2.03	2.27	2.49	14.14	11.31	10.31	25.67	增持
601995.SH	中金公司	1559.20	2.03	2.39	2.68	17.24	13.51	12.05	32.30	增持
601688.SH	华泰证券	1701.56	1.81	2.16	2.39	13.03	8.73	7.89	18.85	增持
601377.SH	兴业证券	504.34	0.33	0.37	0.44	22.48	15.78	13.27	5.84	增持
002673.SZ	西部证券	284.27	0.39	0.43	0.47	20.23	14.79	13.53	6.36	增持
601211.SH	国泰海通	2864.70	1.74	1.56	1.74	11.81	10.38	9.33	16.25	未评级
600999.SH	招商证券	1468.84	1.35	1.61	1.76	12.33	10.52	9.60	16.89	未评级

资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所预测（股价截至 2026 年 6 月 5 日，其中未评级标的的数据来自 choice 一致预期，货币单位为标的原始币种）

5. 风险提示

- 1) 经济修复不及预期风险：**宏观经济修复不及预期可能导致资产质量下降和信用风险集中暴露，进而影响上市公司企业盈利和证券公司的业绩。
- 2) 政策与资本市场改革不及预期风险：**政策出台和落地进展不及预期，以及资本市场改革进度不及预期，可能会共同影响证券行业的业务发展和竞争格局。同时，资本市场改革的进度，可能会对证券公司的业务模式和风险管理产生影响。证券公司需要适应政策变化，优化风险管理体系，以应对可能的政策风险和改革风险。
- 3) 券商行业竞争加剧风险：**券商行业竞争加剧，尤其是面临外资金融机构和其他类型金融机构的竞争，可能会导致客户流失和市场份额下降。同时，证券公司通过股权、债权等方式补充资本金，也会加剧行业竞争，对中小券商构成压力。
- 4) 资本市场波动风险：**证券行业经营业绩与资本市场的走势密切相关，资本市场的波动对证券公司的经纪业务佣金收入、投资银行业务承销和保荐收入以及资本类业务的收益都有显著影响。如果资本市场行情低迷，则可能导致业绩下降，同时增加金融产品的违约风险。

分析师申明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。

投资评级说明

报告中所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为以报告发布日后的 3-12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于 -5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅介于 15%~5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于 -10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上。

免责声明

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告由本公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告信息均来源于公开资料或本公司认为可靠的资料，但本公司对该等信息的真实性、准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及预测仅反映报告出具日的判断，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。

本报告所载的盈利预测、评级、估值等观点，均基于特定的假设和前提条件，不构成所述证券买卖的出价或征价，亦不构成对具体证券在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户需充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

在法律允许的情况下，本公司或其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争取提供投资银行、财务顾问等服务。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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。