www.research.cicc.com

财富管理新叙事：从“量变”到“质变”——解码头部券商 Alpha 系列（三）



王思玥 分析员
SAC 执证编号：S0080526030002
SFC CE Ref：BYB895
siyue.wang@cicc.com.cn



姚泽宇 分析员
SAC 执证编号：S0080518090001
SFC CE Ref：BIJ003
zeyu.yao@cicc.com.cn



樊优 分析员
SAC 执证编号：S0080522070009
SFC CE Ref：BRI789
you.fan@cicc.com.cn



股票名称	股票评级	目标价格	P/B (x) 2026E	P/B (x) 2027E
中信证券-A	跑赢行业	40.00	1.2	1.1
国泰海通-A	跑赢行业	26.00	0.8	0.8
华泰证券-A	跑赢行业	27.00	0.9	0.8
广发证券-A	跑赢行业	28.00	0.9	0.8
东方证券-A	跑赢行业	13.33	0.9	0.8
招商证券-A	跑赢行业	24.35	1.0	0.9
申万宏源-A	跑赢行业	6.80	0.9	0.8
中信证券-H	跑赢行业	35.00	1.0	0.9
华泰证券-H	跑赢行业	23.70	0.7	0.6
东方证券-H	跑赢行业	8.50	0.5	0.4
国泰海通-H	中性	18.00	0.6	0.6

中金一级行业：金融

资料来源：Wind，彭博资讯，中金公司研究部

- 证券及其他 | 站在新一轮境外扩表周期的起点——解码头部券商Alpha系列（一） (2026.05.27)
- 证券及其他 | 预计1Q26券商盈利高增，龙头优势突出 (2026.04.16)
- 证券及其他 | 透视券商十大趋势：走向分化、龙头崛起 (2026.04.11)
- 金融 | 证券2026年展望：投资中国优质券商正当时 (2025.12.30)

更多作者及其他信息请见文末披露页

观点聚焦

投资建议

2025 年券商财富管理收入已超越上一轮财富管理叙事时的高点。这一轮随着优质头部券商的财富管理转型持续深化，行业有望把握好供需两端催生的新机遇，实现从市场带来的“量变”走向业务逻辑和行业格局的深入“质变”，推动头部券商ROE水平稳上新台阶。参考摩根士丹利随财富管理收入贡献提升和结构优化P/B提升至 2.5x，推荐财富管理产品端有优势的头部券商。

理由

#1 财富管理新叙事拉开序幕，居民财富向直接入市和“固收+”、低波产品分流。2025 年券商财富管理收入突破 2021 年高点，以非银机构存款占比提升为标志的新一轮居民资产重配机遇正迈入兑现期。从居民资金流向上看，本轮资产再配置主要以收益增厚为目标，高风偏资金踊跃入市且更多使用双融；低风偏资金向保险和量化私募等保本及“固收+”、低波产品迁徙。

#2 宏观环境与人口变迁叠加大类资产市场结构性变化，正从供需两侧推动财富管理行业的更强扩张。宏观经济自高速增长转向高质量发展、人口老龄化加剧与代际投资理念变化正在重塑居民财富管理需求内涵；同时“房住不炒”深入人心、利率新低与权益市场的赚钱效应给大类资产市场结构带来重大变化，二者从供需两端推动财富管理行业的更强扩张。我们预计本轮财富管理叙事将呈现三大长期趋势与一个短期变化：1）中长期来看，一是居民财富管理需求持续扩张，主要驱动力来自居民资产积累与财产性收入在财富增值中发挥愈发重要的作用；二是居民资产再配置，在新的大类资产市场环境下从住房、存款向非银机构的各类金融资产转移，且金融资产中含权类资产占比提升；三是居民财富管理需求层次提升，在新的人口结构与投资理念下，重心从单一增值转向多元资产配置与场景服务并重。2）短期来看，主动公私募权益基金长期实现赚钱效应，有望迈入一个新的份额高增阶段。*（下页继续...）*

盈利预测与估值

我们维持覆盖标的盈利预测/估值/评级不变，推荐标的见正文。

风险

资本市场剧烈波动；监管政策超出预期。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

（承接上页…）

#3 券商财富管理转型持续深化，有望实现从市场带来的“量变”走向业务逻辑和行业格局的深入“质变”。头部券商持续深化财富管理业务转型，有望实现业务结构与行业格局的优化，提升 ROE 水平和稳健性：1）客户基础上逐步构建起以零售客户为基础，财富客户、私行客户、家办客户逐级分层的客户结构；2）商业模式上通过多渠道夯实客户基础、完善产品货架、新一轮变更组织架构、加强金融科技赋能、为买方投顾落地提供内部制度保障等，从代理买卖股票、代销金融产品的卖方模式向投资顾问、资产配置、一站式综合服务的买方模式转型升级；3）盈利模式自收取基于交易量、销售额的佣金转为收取基于 AUM 的咨询、委托管理、业绩报酬收入；4）竞争优势自导流获客和费率竞争转向依托各业务链条综合赋能的高净值客户基础、稀缺产品获取能力、专业资配及投顾能力竞争。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

目录

#1 券商财富管理收入创新高，新叙事拉开帷幕 5
券商财富管理收入已超越上一轮财富管理叙事的高点 5
新一轮财富再配置以实现收益增厚为目标，向直接入市和“固收+”、低波产品分流 6
#2 供需两侧推动下，财富管理行业有望实现更强扩张 7
宏观环境与人口变迁叠加大类资产市场结构性变化，正从供需两侧推动财富管理行业的更强扩张 7
本轮居民财富管理叙事将迎来需求扩张、结构重配、层次提升三大长期趋势与主动权益公募回归一个短期变化 11
#3 券商财富管理转型深化，有望从“量变”走向“质变” 15
投资建议：财富管理转型有望迎来见效期，支持优质头部券商 ROE 稳上新台阶 21
财富管理业务有竞争优势的头部券商，有望实现收益兑现和收入结构优化 21
以摩根士丹利为例，财富管理业务的高 ROE 和收入稳健性，有力地支撑其 PB 估值水平 22

图表

图表 1：2025 年券商财富管理收入已超越上一轮财富管理叙事时 2021 年的高点 5
图表 2：疫后流动性宽松叠加公募大发展下，上一轮财富管叙事行情兑现，公募资管弹性标的受益 6
图表 3：高风偏资金偏好直接入市，低风偏资金迁徙至“固收+”、低波产品 7
图表 4：我国的工资性收入随名义 GDP 增速放缓，财产性收入重要性提升 9
图表 5：人口结构变迁正在从需求侧重塑居民财富管理的内涵 9
图表 6：代际投资理念变化正在从需求侧重塑居民财富管理的内涵 10
图表 7：21 年房价高点以来，“房住不炒”更加深入人心 10
图表 8：超额储蓄与利率新低，催生存款搬家的趋势 11
图表 9：居民总资产规模持续增长，金融资产占比提升 12
图表 10：居民个人持有的金融资产规模持续增长，含权类资产占比企稳回升 12
图表 11：居民金融资产占比较海外主要国家还有提升空间 13
图表 12：居民财富管理需求更为多元 14
图表 13：长期超额收益与净值破前高的趋势正在形成，主动权益基金有望实现份额的企稳回升 14
图表 14：券商财富管理转型深化，有望从“量变”走向“质变” 16
图表 15：客户基础：以某头部券商为例，客户基础自零售客户向高净值和超高净值客户不断延伸 17
图表 16：客户基础：头部券商的客均资产显著高于同业 17
图表 17：产品货架：头部券商的产品谱系已逐步完善 18
图表 18：产品货架：2025 年头部券商的代销收入中，非公募基金代销已形成重要贡献 18
图表 19：组织架构：中信证券于 2023 年完成财富管理部门组织架构调整，2025 年实现“双分离”机制 19
图表 20：组织架构：国泰海通于 2025 年 4 月合并后调整财富管理组织架构，设立资产配置部、客群发展中心 19
图表 21：组织架构：兴业证券 2025 年 6 月启动组织架构调整，新设金融产品部 19
图表 22：科技赋能：华泰借鉴 Assetmark 先进经验搭建投顾工作云平台 Aorta 20

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给自名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 23：业务模式：投顾业务步入快速增长阶段 20
图表 24：以 2025 年数据为例，产品端具备竞争优势的优质头部券商有望实现业绩兑现和结构优化 21
图表 25：以 2025 年数据为例，大财富产业链的增长有助于提振公司整体 ROE 水平 22
图表 26：摩根士丹利财富管理部门的高 ROE 和收入稳健性，有力支撑公司的 PB 估值 22
图表 27：摩根士丹利财富管理部门营收在波动的市场行情中依然保持长期的稳定增长 24
图表 28：摩根士丹利财富管理业务收入的稳健性得益于更优的收益结构 25
图表 29：管理费和利息净收入的稳健增长得益于客户资产的稳健增长 25
图表 30：摩根士丹利管理的客户资产的稳健增长得益于资金净流入 26
图表 31：摩根士丹利提供综合财富管理服务，各条线稳步扩容 26
图表 32：可比公司估值表 27
图表 33：美股可比公司估值表 28

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

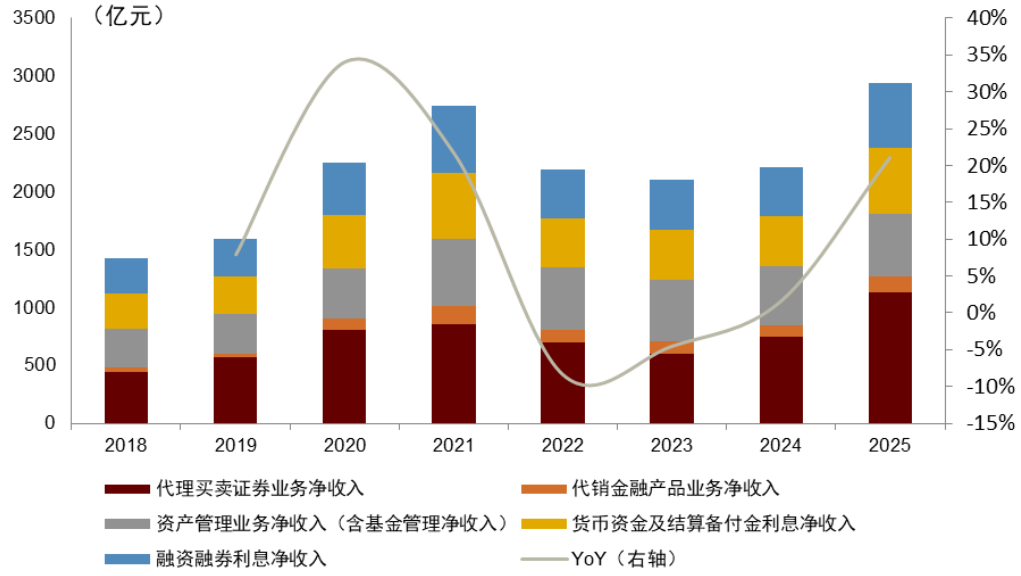
#1 券商财富管理收入创新高，新叙事拉开帷幕

券商财富管理收入已超越上一轮财富管理叙事的高点

2021 年券商财富管理收入的小高峰下，二级市场财富管理叙事迎来行情兑现。从基本面角度看，券商大财富管理产业链业务收入，即代理买卖证券业务、代销金融产品业务、融资融券业务、资产管理业务（含并表的基金管理业务净收入）合计收入，在连续 3 年增长后达到小高峰，主要得益于疫后流动性宽松下权益市场形成赚钱效应且推动了公募基金行业的大发展。进而从二级市场角度看，以“资管新规”过渡期到期和“房住不炒”为主要叙事的财富管理逻辑兑现，券商板块走出超额收益，东方、广发、兴业等公募资管弹性标的实现了优于板块整体的超额收益。然而随着市场行情的波动，这一轮财富管理行情在 2021 年底迎来尾声，券商财富管理收入与板块股价走势双双进入低谷。

2025 年券商财富管理收入已超越上一轮财富管理叙事时 2021 年的高点。这一轮随着券商行业特别是优质头部券商的财富管理转型持续深化，行业有望把握供需两侧变化催生的财富管理新机遇，实现从市场带来的“量变”走向业务逻辑和行业格局的深入“质变”，成为推动头部券商 ROE 水平稳上新台阶的又一重要支撑。

图表 1：2025 年券商财富管理收入已超越上一轮财富管理叙事时 2021 年的高点

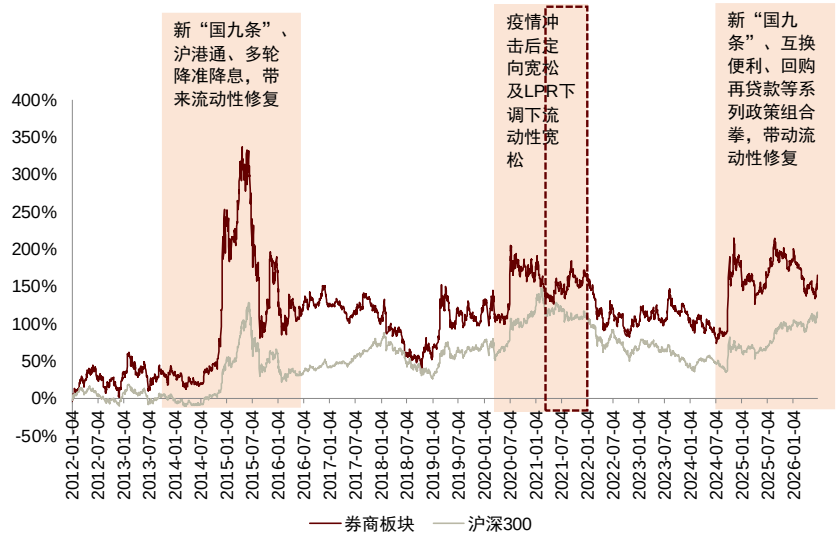


注：数据是 42 家上市券商汇总的报表口径；未剔除其中私募客户等机构交易产生的手续费和资金利息收入；两融利息净收入=两融利息收入*（投资收入+公允价值变动损益+汇兑损益+利息收入-利息支出）/（投资收入+公允价值变动损益+汇兑损益+利息收入）；货币资金及结算备付金利息净收入=货币资金及结算备付金利息净收入*（投资收入+公允价值变动损益+汇兑损益+利息收入-利息支出）/（投资收入+公允价值变动损益+汇兑损益+利息收入）

资料来源：公司公告，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 2：疫后流动性宽松叠加公募大发展下，上一轮财富管理叙事行情兑现，公募资管弹性标的受益



序号	公司	股价（元）		区间涨幅
A股		2021-05-10	2021-12-16	
次新	财达证券	5.61	12.57	124.0%
1	东方证券	7.58	14.65	93.4%
2	广发证券	12.73	22.82	79.3%
3	长城证券	8.68	12.79	47.3%
4	华林证券	11.20	14.76	31.8%
5	浙商证券	10.07	12.92	28.4%
6	兴业证券	6.95	8.80	26.6%
次新	中金公司	40.74	51.27	25.9%
7	南京证券	7.84	9.51	21.4%
8	中国银河	8.36	9.88	18.3%
9	申万宏源	4.16	4.88	17.4%
10	东兴证券	9.42	10.99	16.6%

资料来源：Wind，中金公司研究部

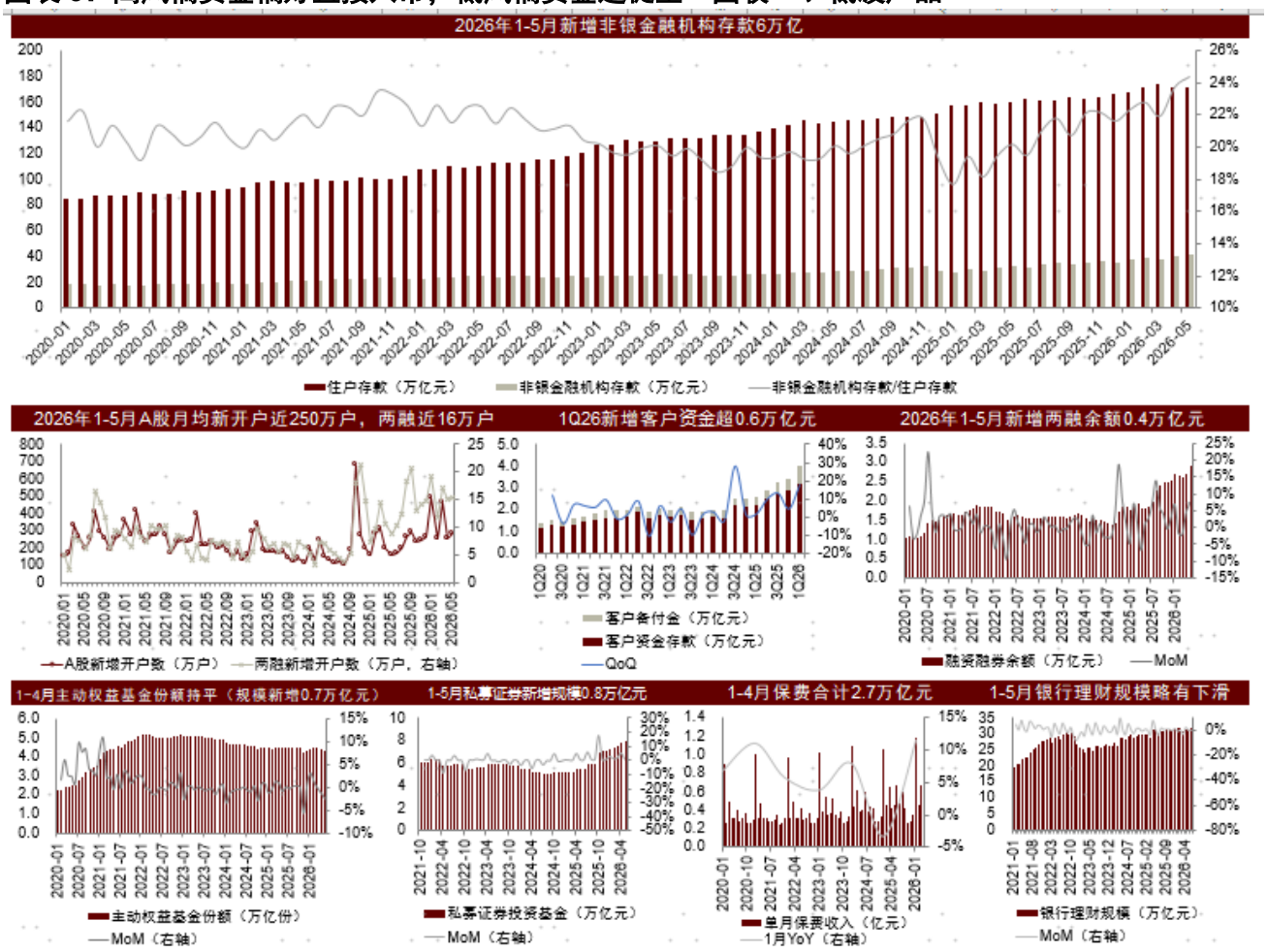
新一轮财富再配置以实现收益增厚为目标，向直接入市和“固收+”、低波产品分流

以非银机构存款规模增长和相当于同期住户存款余额的比率提升为标志的新一轮财富管理业务机遇正迈入兑现期——2026 年 1-5 月非银机构存款新增规模 6 万亿元，存量规模 42 万亿元，提升至相当于同期住户存款余额的 24%。

这一轮居民通过财富的再配置以实现收益增厚，高风偏资金偏好直接入市，低风偏资金迁徙至“固收+”、低波产品。1）本轮居民财富的再配置的第一大特征是高风偏资金的风险偏好进一步提升，一方面体现在其更多通过直接入市的方式参与权益市场——2026Q1 42 家上市券商新增客户资金（包括备付金和闲置资金，下同）规模超 0.6 万亿元，客户资金规模的同比增速达到 54%，远高于 2021 年 22%的水平；另一方面体现在其更多采用了融资加杠杆的方式入市——2025 年以来双融新开户数持续维持高位，双融余额占流通市值比持续攀升，从 2021 年末 2.4%提升到 2026 年 6 月的 2.9%。2）本轮居民资产再配置的第二大特征是低风偏资金的大迁徙，其更加偏好收益确定性强的产品，包括净值曲线表现较为稳健的量化私募产品以及具有固定收益特征的保险产品。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 3：高风偏资金偏好直接入市，低风偏资金迁徙至“固收+”、低波产品



注：客户资金采用 42 家上市券商年报合计口径；未剔除因机构交易沉淀的客户资金
资料来源：Wind，中国证券投资基金业协会，中证数据，金融监管局，普益标准，中金公司研究部

#2 供需两侧推动下，财富管理行业有望实现更强扩张

宏观环境与人口变迁叠加大类资产市场结构性变化，正从供需两侧推动财富管理行业的更强扩张

宏观经济环境的趋势性变化，深刻影响居民财富管理需求与大类资产市场格局。2013 年以来，中国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，进入以创新驱动和结构优化为核心的新常态。新常态下，三条相互交织的主线正在重塑居民的资产配置图景：**其一，居民收入结构变化，财产性收入的重要性趋势性抬升。**随着经济增速换挡，劳动收入的增速随名义增长趋于温和，优化资产配置、提升财产性收入，正成为居民财富增值的关键，也构成财富管理需求扩张的重要动因。现阶段，我国居民财产收入占比较海外各国仍有较高提升潜力。**其二，资本边际回报趋势性下降，牵引利率中枢下移，并压低以房地产为代表的实物资产回报率。**

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

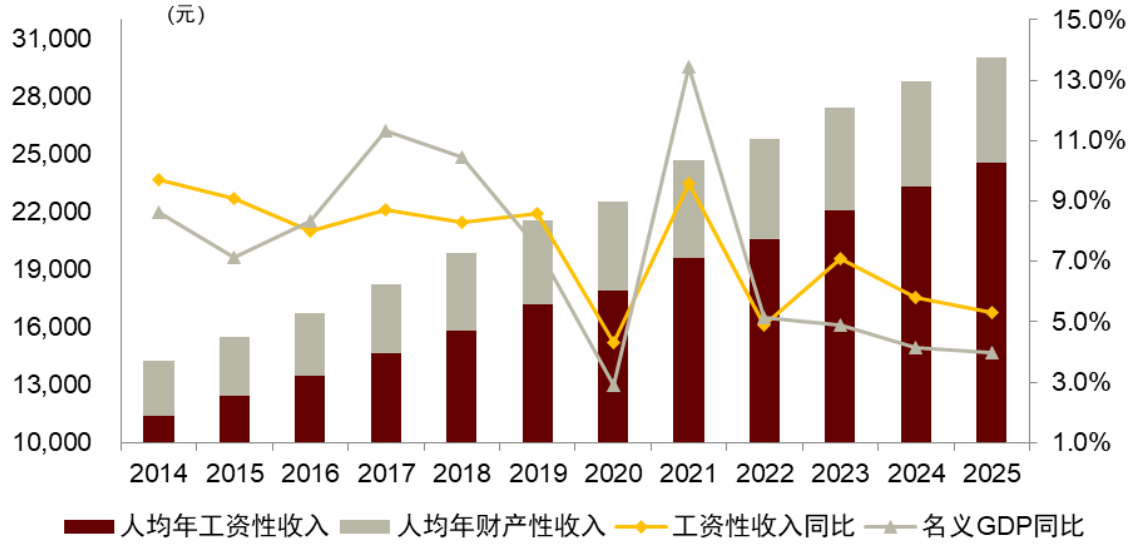
其三，在中国经济新旧动能转换的关键期，全球 AI 产业浪潮下科技革命的不断突破，为资本市场注入新的结构性机遇。

人口结构变迁与代际投资理念变化，从需求侧重塑居民财富管理的内涵。其一，我国老龄化趋势加剧，以养老为重要目标的居民财富管理需求或将渐成主导。与其他主要国家相比，老龄化进程较为压缩，这导致中国在收入水平、社会保障完备程度较其他主要国家尚有距离时，进入中度老龄化阶段——居民人均金融资产规模仍显著低于成熟经济体，养老金二三支柱渗透率低，居民以金融资产形式储备养老资产的必要性提升。为对冲预期寿命延长风险，以养老为目标的金融资产配置需满足对抗通胀、实现长期稳健收益、具备短期流动性等多元目标。**其二，同时随着新一代投资者成长，居民投资理念认知起步更早。**例如，Z 世代、千禧一代等年轻群体投资启蒙时间显著早于婴儿潮一代与 X 世代，并对 AI 等智能投资工具接受度更高。**其三，养老、医疗、财富传承等多元场景服务需求，丰富了财富管理的内涵。**居民的财富管理目标从单一增值，转向覆盖养老、财富传承、医疗支出、日常消费等多元化的目标。财富管理在逐步承接医疗、护理、养老、财富传承等场景服务需求，进一步丰富了需求内涵。

当下大类资产市场的重要结构性变化，从供给侧拉动财富管理行业的更强扩张。1）“房住不炒”更加深入人心。“房住不炒”自 2016 年中央经济工作会议首次提出，上升为长效机制：过去二十年因为房价的持续攀升中国住宅被赋予投资资产属性，而 2021 年房地产长周期触顶后，这一增值预期正被逐步剥离，住房回归居住本质。**2）超额储蓄与利率新低，催生存款搬家的趋势。**2022-2023 年以来，居民储蓄率提升下净存款增长持续位于高位。2024 年 4 月自律机制要求银行业禁止“手工补息”高息揽储，叠加利率下行环境下 2022 年以来存款利率多轮下调，高息储蓄在 2025-2026 年集中到期，形成存款搬家的新趋势。**3）优质科技企业注入与资本市场“1+N”政策体系下，中国资本市场比以往更具备“长期”、“稳进”、“慢牛”的条件，投资行为长期性和市场内在稳定性全面强化，投资者回报有望稳步提升。4）黄金及 CTA 等另类投资、量化指增等新兴策略实现高收益，进一步丰富大类资产市场供给，提升居民通过大类资产配置增厚投资收益的需求。**

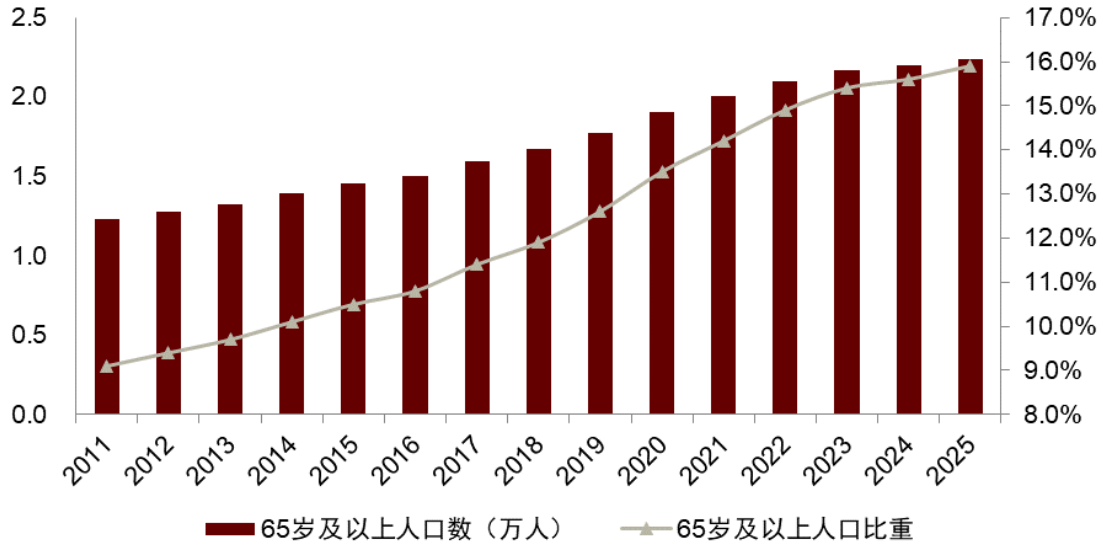
本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 4：我国的工资性收入随名义 GDP 增速放缓，财产性收入重要性提升



资料来源：国家统计局，中金公司研究部

图表 5：人口结构变迁正在从需求侧重塑居民财富管理的内涵



资料来源：国家统计局，世界经济论坛，中金公司研究部

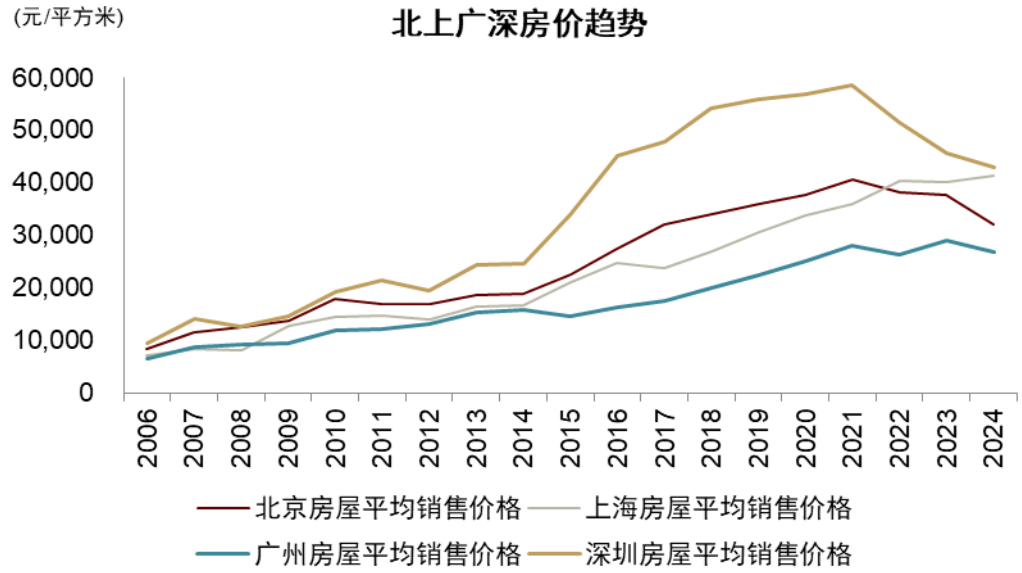
本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 6：代际投资理念变化正在从需求侧重塑居民财富管理的内涵

世代名称	出生年份	特征
婴儿潮一代	1946年 – 1964年	1）投资启蒙最晚：仅6%在成年早期开始投资，47%进入职场时已了解个人投资；2）对新兴科技接受度最低：仅14%愿意让AI管理投资；3）投资偏好：倾向于持有久经考验的大型公司股票，随年龄增长转向债券等固定收益资产以锁定收益，被称为“最厌恶风险的一代人”，投资首要目标为退休养老和对抗通胀。
X世代	1965年 – 1980年	1）投资启蒙较早：约9%在成年早期开始投资；2）对AI接受度居中：约23%愿意接受AI财务建议；3）投资偏好：是投资最活跃的一代，经济负担最重，资产配置兼顾稳健与成长，风险偏好中等，投资信心介于千禧一代和婴儿潮一代之间，53%认为自己能跑赢大盘。
千禧一代	1981年 – 1996年	1）投资意识觉醒早：15%在成年早期开始投资；2）对AI接受度较高：41%愿意让AI管理投资；3）投资偏好：69%认为自己能跑赢大盘，是所有世代中信心最强的，偏好创新、高成长性资产，注重可持续投资，87%的千禧一代将ESG投资放在首位，风险偏好较高，投资比重在各世代中最高（达34.8%）。
Z世代	1997年 – 2012年	1）金融意识最强：30%在大学或成年早期开始投资，86%进入职场时已了解个人投资；2）对AI接受度最高：41%愿意让AI管理投资，约82%更倾向于AI驱动的洞察而非传统方法；3）信息渠道：严重依赖社交媒体获取投资信息，74%会花时间在线研究投资，小红书等平台金融理财内容阅读量增加明显；4）投资偏好：热衷非传统高波动资产，偏好低门槛、高灵活产品，但同时也表现出对风险的规避倾向（优先安全、流动性资产）。

资料来源：世界经济论坛，中金公司研究部

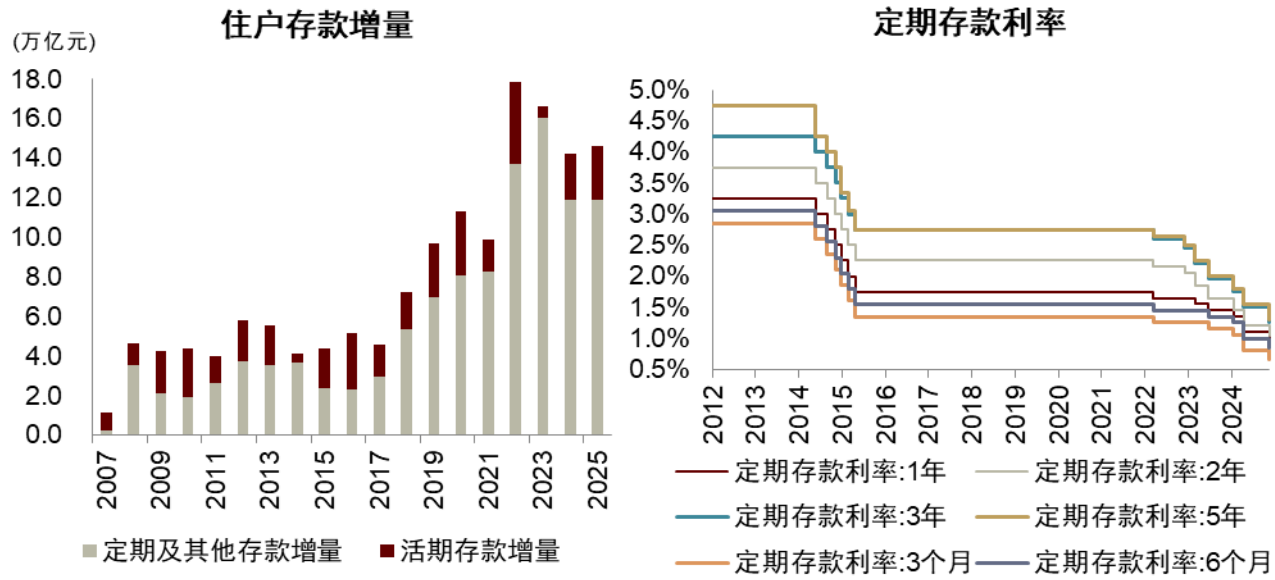
图表 7：21 年房价高点以来，“房住不炒”更加深入人心



资料来源：国家统计局，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 8：超额储蓄与利率新低，催生存款搬家的趋势



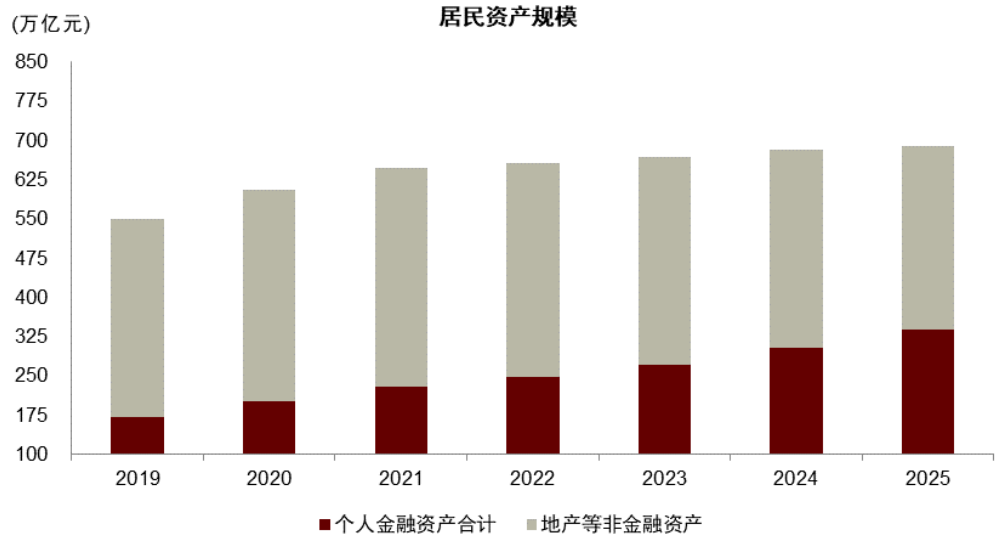
资料来源：中国人民银行，中国工商银行，中金公司研究部

本轮居民财富管理叙事将迎来需求扩张、结构重配、层次提升三大长期趋势与主动权益公募回归一个短期变化

我们预计，中长期来看，财富管理行业将延续三大趋势：1）居民财富管理需求持续扩张，主要驱动力来自居民可支配资产规模持续积累，财产性收入在居民财富增值中发挥愈发重要的作用；2）居民资产结构再配置，在新的大类资产市场环境下从住房、存款向非银机构的各类金融产品转移，且金融资产中含权类资产占比提升；3）居民财富管理需求层次提升，在新的人口结构与投资理念下居民财富管理需求的重心从单一增值转向价值增值、财富保障、均衡配置并重，资产配置与价值引导将发挥更为重要的作用。

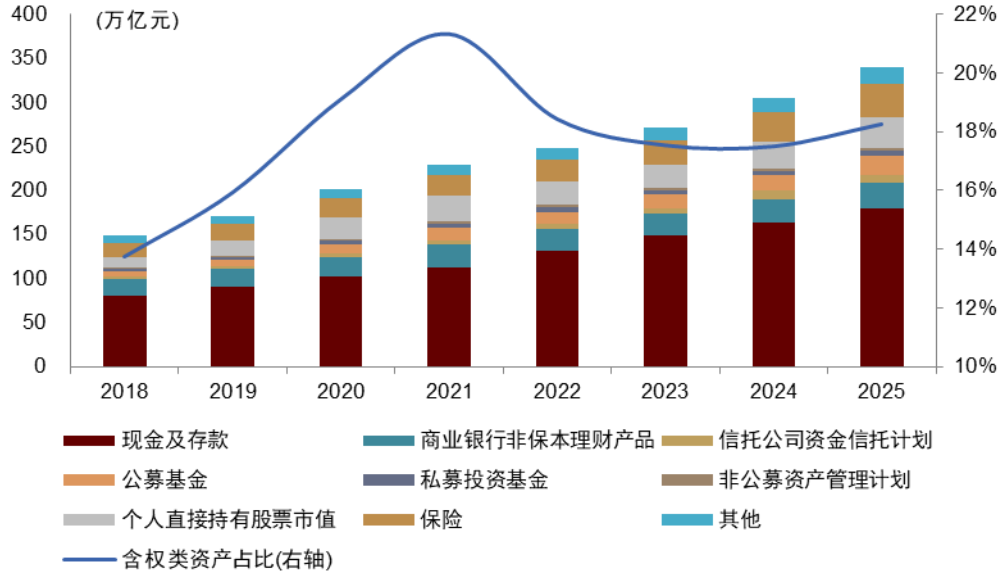
本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 9：居民总资产规模持续增长，金融资产占比提升



注：个人持有的保险资产用保险资金运用余额来近似替代
资料来源：中国证券投资基金业协会，银保监会，银行业理财登记托管中心，信托业协会，保险业协会，保险资产管理业协会，中国人民银行，中央国债登记结算有限责任公司，国家统计局，国家金融监督管理总局，全国社会保障基金理事会，人社部，CEIC，万得资讯，中金公司研究部

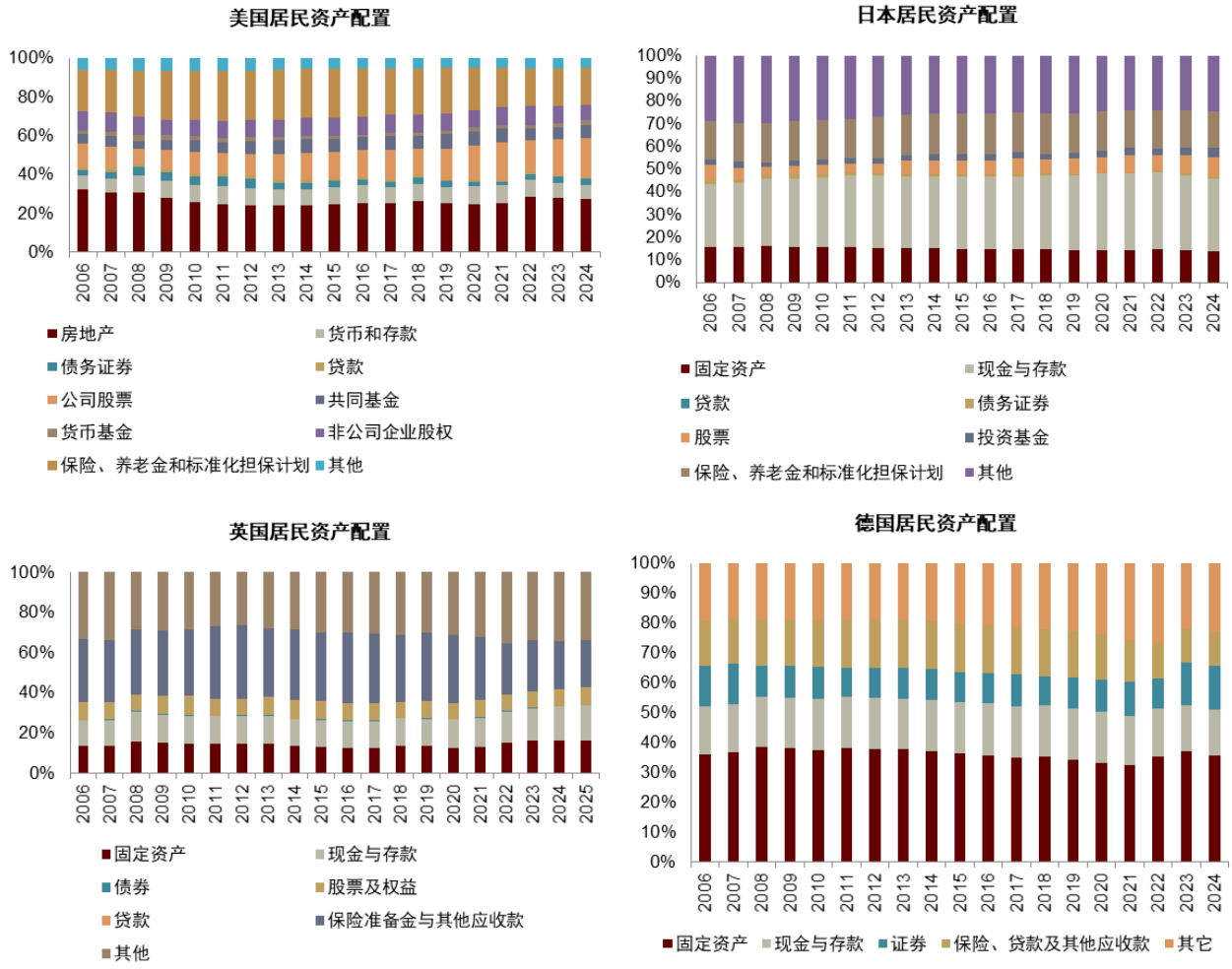
图表 10：居民个人持有的金融资产规模持续增长，含权类资产占比企稳回升



注：个人持有的保险资产用保险资金运用余额来近似替代，含权类资产=公募基金+私募投资基金+个人直接持有股票
资料来源：中国证券投资基金业协会，银保监会，银行业理财登记托管中心，信托业协会，保险业协会，保险资产管理业协会，中国人民银行，中央国债登记结算有限责任公司，国家统计局，国家金融监督管理总局，全国社会保障基金理事会，人社部，CEIC，万得资讯，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 11：居民金融资产占比较海外主要国家还有提升空间

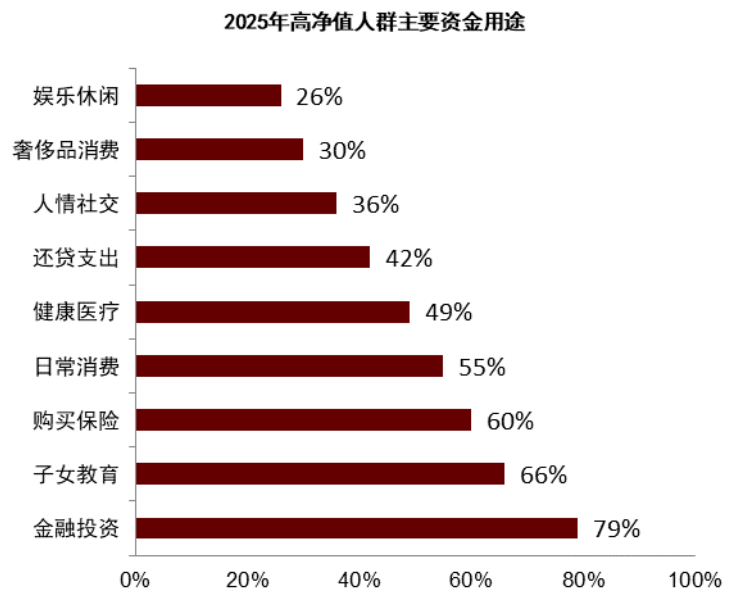


资料来源：美国经济分析局，英国统计局，德国统计局，日本内阁府，中金公司研究部



本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

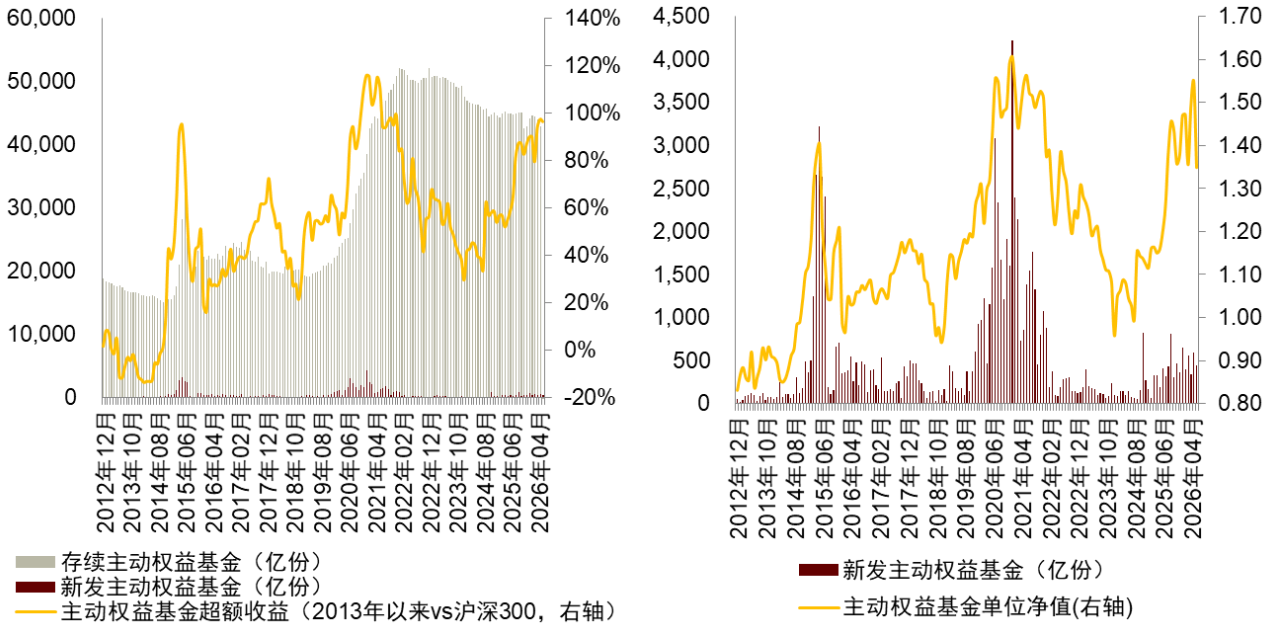
图表 12：居民财富管理需求更为多元



资料来源：《万通保险·胡润百富 2025 中国高净值人群金融投资需求与趋势白皮书》，中金公司研究部

我们预计，短期来看，主动权益基金有望实现份额的企稳回升。从历史情况来看，每一轮主动权益基金连续近 3 年相较沪深 300 实现超额收益时，基金份额常能够实现新高；同时每当单位净值突破前高，新发基金份额常能实现放量。新一轮主动权益基金指数相对沪深 300 跑出长期超额、基金份额突破前高的趋势正在形成，我们预计主动权益基金有望实现份额的企稳回升。

图表 13：长期超额收益与净值破前高的趋势正在形成，主动权益基金有望实现份额的企稳回升



资料来源：Wind，中国证券投资基金业协会，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

#3 券商财富管理转型深化，有望从“量变”走向“质变”

券商财富管理转型持续深化，有望把握好财富管理的新机遇，实现从市场带来的“量变”走向业务逻辑和行业格局的深入“质变”。自 2019 年前后将经纪业务条线更名为财富管理业务条线以来，头部券商仍在持续地深化财富管理业务转型：1）客户基础上从零售客户向高净值客户延伸；2）商业模式上从代理买卖股票、代销金融产品的卖方模式向投资顾问、资产配置、一站式综合服务的买方模式转型升级；3）盈利模式自收取基于交易量、销售额的佣金转为收取基于 AUM 的咨询、投顾、委托管理、业绩报酬收入；4）竞争优势自导流获客和费率竞争转向各业务链条综合赋能下的各层级客户基础、稀缺产品获取能力、专业资配及投顾能力竞争。

首先，客户基础不断夯实，自零售客户向高净值客户和超高净值客户不断延伸。头部证券公司逐步构建起以零售客户为基础，财富客户、私行客户、家办客户逐级分层的客户结构。1）零售客户方面，获客渠道从同花顺、大智慧等专业软件持续向支付宝/腾讯自选股等新兴流量平台、抖音/B 站/小红书等社交内容平台以及豆包等 AI 入口，诸如上述更活跃、应用场景更广泛的公域流量拓展；同时，通过加强银证合作，依托银行的客群与场景优势，降低获客成本、提升开户效率；此外，以 AI 赋能零售客户的获客和维护，比如在交易 APP 内嵌 AI 模块或创新推出对话交互模式的 AI APP 等；2）在此基础上，通过以精细化运营替代粗放式服务，发布“中国 50”、“信 100”、“君享/君赢”、“省心家族”等财富管理品牌的方式，扩大大众富裕客户圈层影响力；3）进而通过人员招聘、团队引进等方式，在高净值及超高净值客户基础上形成突破，即通过招募成熟投顾带来客户，同时积极通过转介绍引入增量客户。同时，通过各业务条线的客户协同，从投行等业务部门引入优质客户。

其次，产品货架持续完善，凭借业务条线协同，在获取稀缺产品、提供创新产品上形成护城河。1）头部券商逐步搭建起涵盖不同风险收益特征和资产种类的产品体系，风险梯度由低到高覆盖现金管理类、固定收益类、挂钩浮动收益类、权益投资类、另类投资类等，精准满足不同风险承受能力的客户需求。2）头部券商凭借 PB、交易、研究、托管、代销、衍生品等全链条的机构客户服务能力，满足管理人综合服务需求，进而在稀缺产品获取上形成护城河。3）头部券商凭借全业务链协同能力，将包括战配、定增、可转债、私募股权、Pre-IPO 项目在内的投行项目产品优先推荐给财富管理客户，进而在提供创新产品上形成护城河。

第三，持续提升资产配置和专业投顾能力，推动业务模式自卖方模式向买方模式的转型。1）部分头部券商已完成新一轮财富管理部门组织架构的变更，重点聚焦集中全公司的选品和资产配置能力，赋能各对客部门。相比于 2019 年前后搭建财富管理业务条线时构建的按客户类型划分的部门，本轮重点在搭建统一的产品支持中心/资产配置中心，在集中财富管理条线的选品和资产配置能力的同时，调动各业务条线资源，统一为各层级客户提供优选产品，同时赋能一线投顾人员。2）加强金融科技赋能，搭建赋能公司投顾人员的工作云平台，为一线投顾提升工作效率、拓展展业场景、加快收入变现、丰富营销抓手，实现总部专业资产配置

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

能力的有效输出与专业投顾服务能力的迁移复用。3）为买方投顾落地提供内部制度保障。领先券商已构建起“双分离”机制，实现卖方团队与买方投顾在资产端和市场端的分离，构建独立的考核体系，激励买方投顾团队以提升 AUM 为主要目标，避免其追求短期销量。

图表 14：券商财富管理转型深化，有望从“量变”走向“质变”

客户基础	零售客户 可投资资产0~200万元 以交易与单一产品需求为主		财富客户 可投资资产200~600万 注重稳健增值与多元配置	高净值客户 可投资资产600~5000万 注重个性化配置	超高净值客户 可投资资产5000万以上 注重家族传承、企业投融资、社会慈善在内的综合需求
	零售客户→高净值客户				
商业模式	代理买卖股票	单一产品代销	投资顾问	资产配置	一站式综合服务
	■ 代理买卖股票	■ 代销金融产品：公募基金、私募资管产品、私募基金、保险、信托等	■ 证券投顾 ■ 公募基金投顾	■ 证券投顾 ■ 买方投顾/专户/FOF	■ 家族办公室：股权激励、战略配售、综合减持、流动性管理、衍生品投资、股权投资咨询、境外服务咨询等
	卖方模式→买方模式				
盈利模式	■ 交易佣金收入	■ 产品销售费用 ■ 产品尾随佣金 ■ 超额业绩报酬	■ 投资咨询收入 ■ 公募基金投顾费	■ 投资咨询收入 ■ 全权委托管理费 ■ 超额业绩报酬	■ 交易佣金收入 ■ 产品销售费用 ■ 产品尾随佣金 ■ 投资咨询收入 ■ 公募基金投顾费 ■ 全权委托管理费 ■ 超额业绩报酬 ■ 财务顾问收入
	基于交易量的佣金收入→基于AUM的咨询、管理、业绩报酬收入				
竞争优势	■ 获客能力，包括互联网平台的导流和投流 ■ 低费率	■ 获客能力，包括是互联网平台的导流和投流 ■ 机构投资者全链条服务能力支持的产品货架丰富度和稀缺产品的可得性	■ 获客能力，包括品牌效应 ■ 机构投资者全链条服务能力支持的产品货架丰富度和稀缺产品的可得性 ■ 选品和资产配置能力	■ 高净值客户基础 ■ 机构投资者全链条服务能力支持的产品货架丰富度和稀缺产品的可得性 ■ 产品选品和资产配置能力	■ 高净值客户基础 ■ 机构投资者全链条服务能力支持的产品货架丰富度和稀缺产品的可得性 ■ 选品和资产配置能力 ■ 其他业务链条协同能力
	导流获客、费率→资产配置与业务链条协同能力				

注：客户分级参考某头部券商案例
资料来源：公司年报，公司公告，21 世纪经济报道，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 15：客户基础：以某头部券商为例，客户基础自零售客户向高净值和超高净值客户不断延伸



资料来源：公司年报，公司公告，21 世纪经济报道，中金公司研究部

图表 16：客户基础：头部券商的客均资产显著高于同业

券商	客户数量 (万户)					客户资产（万亿元）					客均资产（万元/人）					口径
	2021	2022	2023	2024	2025	2021	2022	2023	2024	2025	2021	2022	2023	2024	2025	
中信证券	1,200	1,300	1,420	1,580	1,700	11.0	约10	约10	12.0	15.0	91.7	76.9	70.4	78.4	88.2	托管客户资产规模/客户数量累计
国泰海通	1,459	1,563	1,784	1,932	3,933	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	个人资金账户数；2024前为国泰君安口径
华泰证券	2000	2000+	2100+	-	-	5.4	5.0	4.9	5.3	-	27.0	25.0	23.5	-	-	客户账户总资产/服务客户
中国银河	1,322	1,423	1,550	-	1,930	3.4	3.9	4.2	-	-	25.7	27.4	27.0	-	-	客户托管证券总市值/客户总数
招商证券	1,479	1,644	1,776	1,930	2,097	4.5	3.7	3.7	4.3	5.3	30.1	22.3	20.9	22.1	25.2	托管客户资产/正常交易客户数；另有"财富管理客户口径
中信建投	1,023	-	1,337	约1536	1,712	5.6	-	5.1	-	-	54.6	-	38.4	-	-	客户托管证券市值/累计客户总数(客户资金账户总数)
东方证券	268	293	269	292	329	0.9	0.8	0.7	0.9	1.1	33.6	26.2	27.4	30.1	32.8	托管资产总额/客户资金账户总数
方正证券	1330+	1,480	1,600	1,640	1,698	-	-	-	-	1.0	-	-	-	-	5.9	客户资产/客户总数
光大证券	481	538.5	586	646	716.5	1.4	1.3	1.3	1.4	1.6	29.7	24.1	22.2	21.2	22.9	客户总资产/公司客户总数
国联民生	138.6	158.4	173.6	195.5	355	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	累计总客户数(总客户数)
中泰证券	727	799	851	952	1,074	1.1	1.2	1.2	1.4	1.7	15.0	14.8	14.5	14.3	15.5	管理客户资产/服务客户

注：客均资产也受到私募客户资产规模、统计数据的客户数和客户资产口径等的影响
资料来源：各公司年报，中金公司研究部

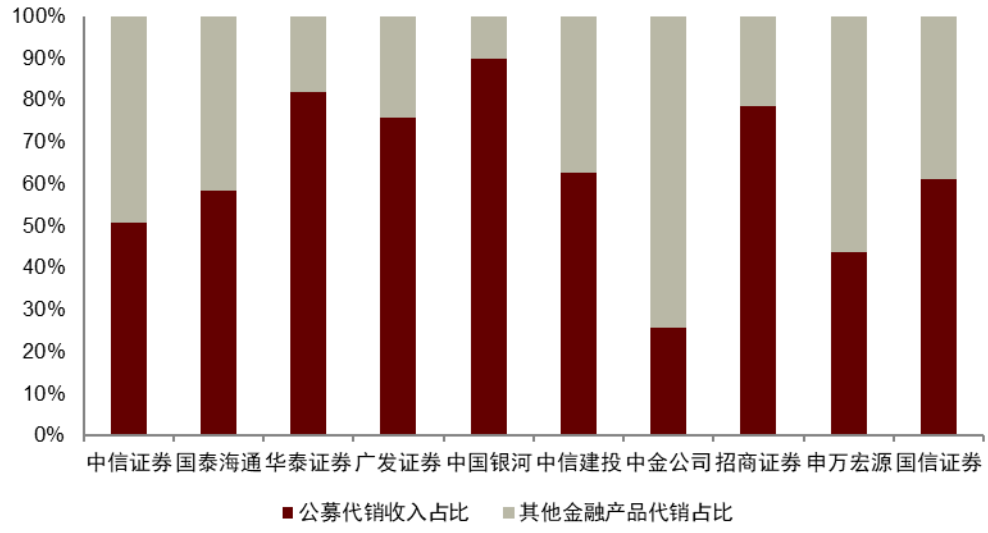
本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 17：产品货架：头部券商的产品谱系已逐步完善



资料来源：中信证券官网，中金公司研究部

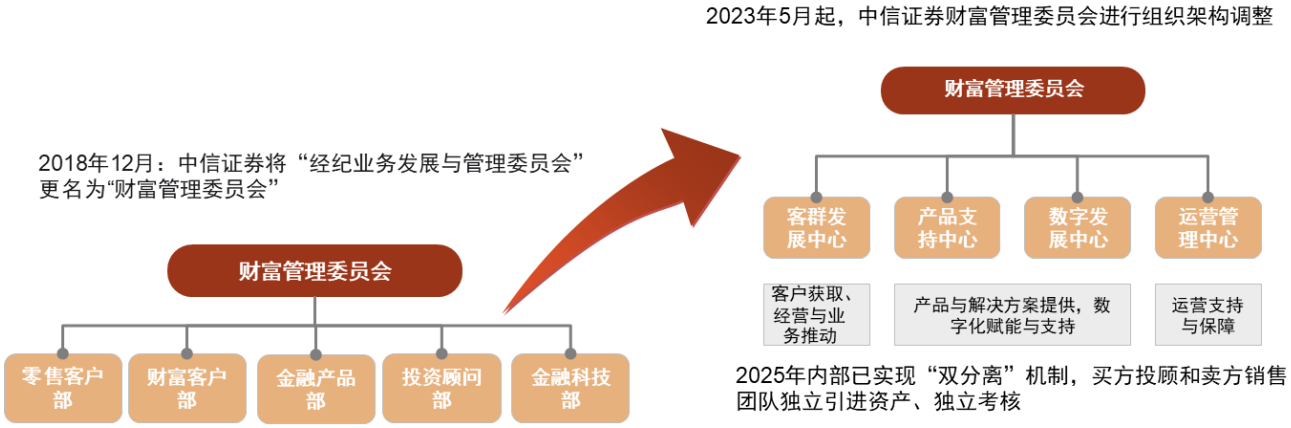
图表 18：产品货架：2025 年头部券商的代销收入中，非公募基金代销已形成重要贡献



注:广发、银河和申万为披露值，其余各家公募代销收入为根据公募基金保有规模和结构的测算值
资料来源：各家公司年报，基金业协会，中金公司研究部

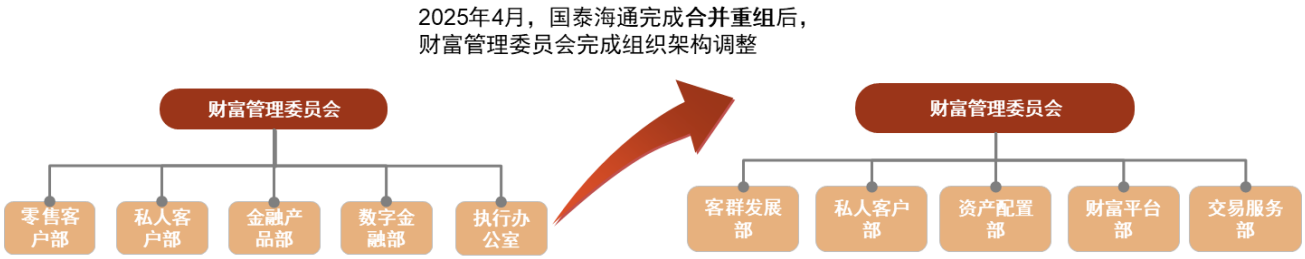
本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 19：组织架构：中信证券于 2023 年完成财富管理部门组织架构调整，2025 年实现“双分离”机制



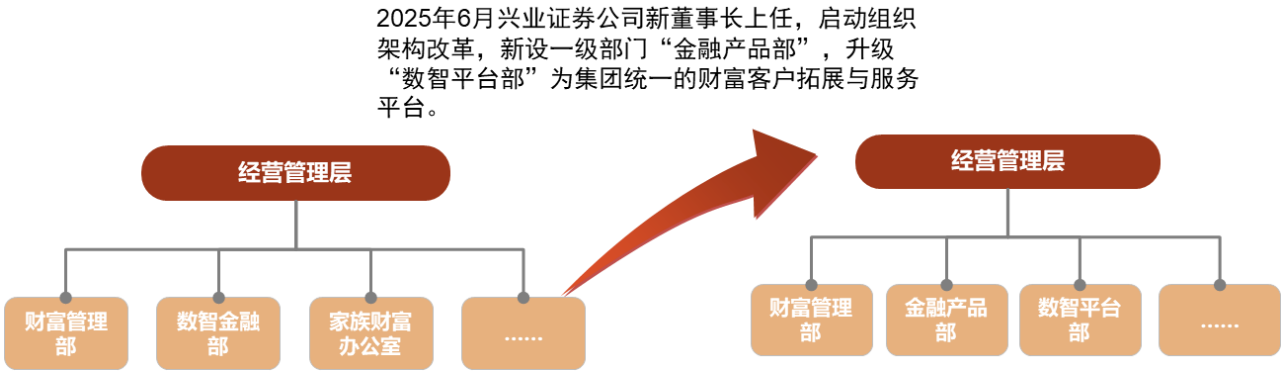
资料来源：公司公告，券商中国，财联社，中金公司研究部

图表 20：组织架构：国泰海通于 2025 年 4 月合并后调整财富管理组织架构，设立资产配置部、客群发展中心



资料来源： 公司公告，财联社，中金公司研究部

图表 21：组织架构：兴业证券 2025 年 6 月启动组织架构调整，新设金融产品部



资料来源：公司公告，财联社，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 22：科技赋能：华泰借鉴 Assetmark 先进经验搭建投顾工作云平台 Aorta



资料来源：华泰证券年报，中金公司研究部

图表 23：业务模式：投顾业务步入快速增长阶段

券商	2025年代销金融产品保有量（亿元）	YoY	2025年买方投顾规模（亿元）	YoY
中信证券	8,000	50%	1,300	-
国泰海通	6,573	27%	794	148%
中信建投	4,100	60%	110	190%
广发证券	3,700	43%	目前近500	-
中国银河	2,519	19%	65	500%+
华泰证券	2,099	26%	306	69%
方正证券	1,100	8%	-	-
东方证券	701	26%	172	12%
光大证券	647	57%	-	-
中泰证券	605	26%	-	-
国联民生	329	57%	145	57%
中金公司			1300+	
兴业证券	-	-	目前近400	-

资料来源：各公司年报，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

投资建议：财富管理转型有望迎来见效期，支持优质头部券商 ROE 稳上新台阶

财富管理业务有竞争优势的头部券商，有望实现收益兑现和收入结构优化

财富管理转型深化有助于头部券商把握好本轮财富管理机遇，实现业绩兑现和结构优化，建议关注财富管理产品端优势突出的优质头部券商。1）财富管理转型深化有助于头部券商把握好本轮财富管理机遇，行业竞争格局将进一步头部集中，大力推进财富管理转型、凭借全链条协同能力在高净值客户基础、稀缺产品获取、资产配置和投顾服务能力上形成差异化优势的头部券商将更为受益：一方面，其有望全面获益本轮财富管理机遇，实现财富管理收入贡献的增长；另一方面，其来自代销、投资咨询、全权委托、资产管理等产品端的收入贡献显著提升，进一步增厚 ROE 水平，并提升收入的稳健性。2）参考摩根士丹利，其收入结构更优的财富管理业务具备高 ROE 和收入稳健性的特征，有力地支撑其 2x 以上的 PB 估值水平。**推荐财富管理产品端优势突出的优质头部券商，个股推荐广发证券、中信证券。**

图表 24：以 2025 年数据为例，产品端具备竞争优势的优质头部券商有望实现业绩兑现和结构优化

券商名称	财富管理产业链→	交易端→	代理买卖证券业务净收入	融资利息净收入	保证金利息净收入	产品端→	代销金融产品业务净收入	资管业务净收入
中信证券	47%	28%	13%	7%	7%	19%	3%	16%
国泰海通	47%	35%	18%	9%	7%	12%	2%	10%
华泰证券	49%	42%	20%	15%	7%	7%	2%	5%
广发证券	60%	35%	19%	10%	6%	25%	3%	22%
中信建投	49%	37%	22%	8%	7%	12%	4%	8%
中国银河	54%	50%	27%	13%	10%	4%	2%	2%
招商证券	54%	48%	29%	13%	6%	6%	3%	3%
申万宏源	42%	38%	20%	11%	7%	4%	1%	3%
国信证券	53%	48%	30%	12%	6%	6%	3%	3%
东方证券	35%	24%	11%	6%	8%	11%	1%	9%
长江证券	52%	48%	25%	15%	7%	5%	2%	3%
方正证券	71%	63%	43%	14%	7%	8%	3%	5%
光大证券	62%	49%	27%	14%	9%	13%	5%	8%
东吴证券	38%	33%	18%	9%	6%	5%	1%	4%
浙商证券	49%	41%	22%	13%	7%	7%	4%	4%
兴业证券	56%	33%	17%	9%	7%	23%	3%	20%
42家上市券商合计	50%	38%	21%	10%	7%	12%	2%	10%

注：资管业务净收入含并表的公募基金管理收入
资料来源：各公司年报，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

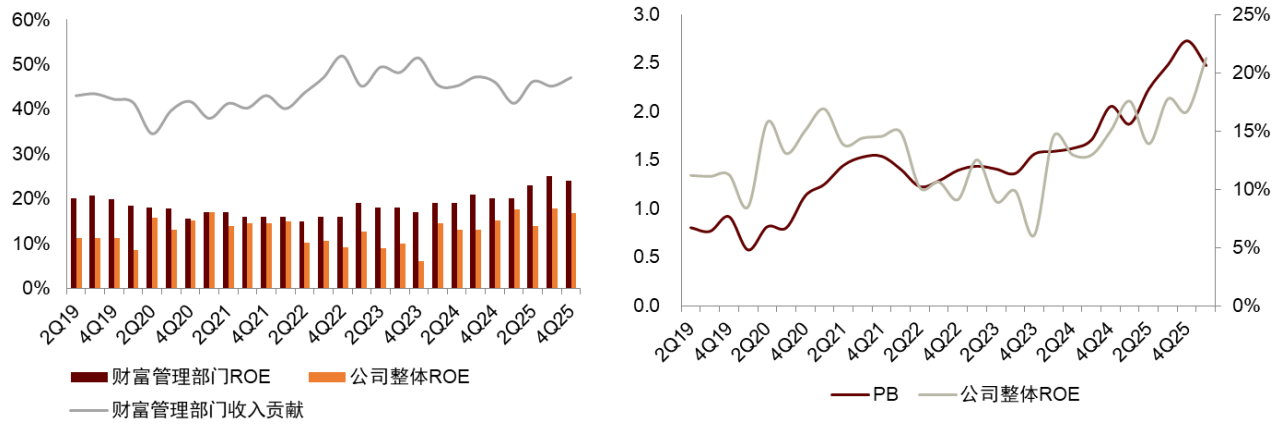
图表 25：以 2025 年数据为例，大财富产业链的增长有助于提振公司整体 ROE 水平

公司	采用的分部口径	分部营业收入（亿元）	分部营业利润（亿元）	分部利润总额（亿元）	分部资产（亿元）	分部负债（亿元）	分部净资产（亿元）	ROE
中信证券	经纪业务分部	208	78	-	5,900	5,270	630	12%
	资产管理业务分部	143	61	-	397	149	248	25%
国泰海通	财富管理业务	250	135	135	8,438	6,604	1,834	7%
华泰证券	财富管理分部	159	88	89	4,400	4,349	50	-
广发证券	财富管理业务	141	86	-	2,592	2,065	527	16%
招商证券	财富管理和机构业务	138	70	70	3,214	2,620	594	12%
中信建投	财富管理业务	82	36	-	1,933	1,579	354	10%

注：分部 ROE 根据利润总额/营业利润（不披露利润总额）估算；国泰海通 2025 年公司整体 ROE 受大额非经常性损益影响，分部 ROE 受 3.14 并表影响；华泰分部间负债抵消过多故不计算分部 ROE
资料来源：各公司年报，中金公司研究部

以摩根士丹利为例，财富管理业务的高 ROE 和收入稳健性，有力地支撑其 PB 估值水平

图表 26：摩根士丹利财富管理部门的高 ROE 和收入稳健性，有力支撑公司的 PB 估值



注：PB 采用季度末股价/该季度 BPS
资料来源：公司年报，公司季报，中金公司研究部

摩根士丹利财富管理部门营收在波动的市场行情中保持长期的稳定增长。2000 至 2025 年期间，美股指数涨跌幅起伏波动，整体成交额也随市场周期波动，市场交易相关收入随行情起伏，传统券商业务业绩和二级市场高度绑定；然而，摩根士丹利的财富管理业务营收整体保持长期稳步正增长，仅在不同时期的营收增长幅度有差异。

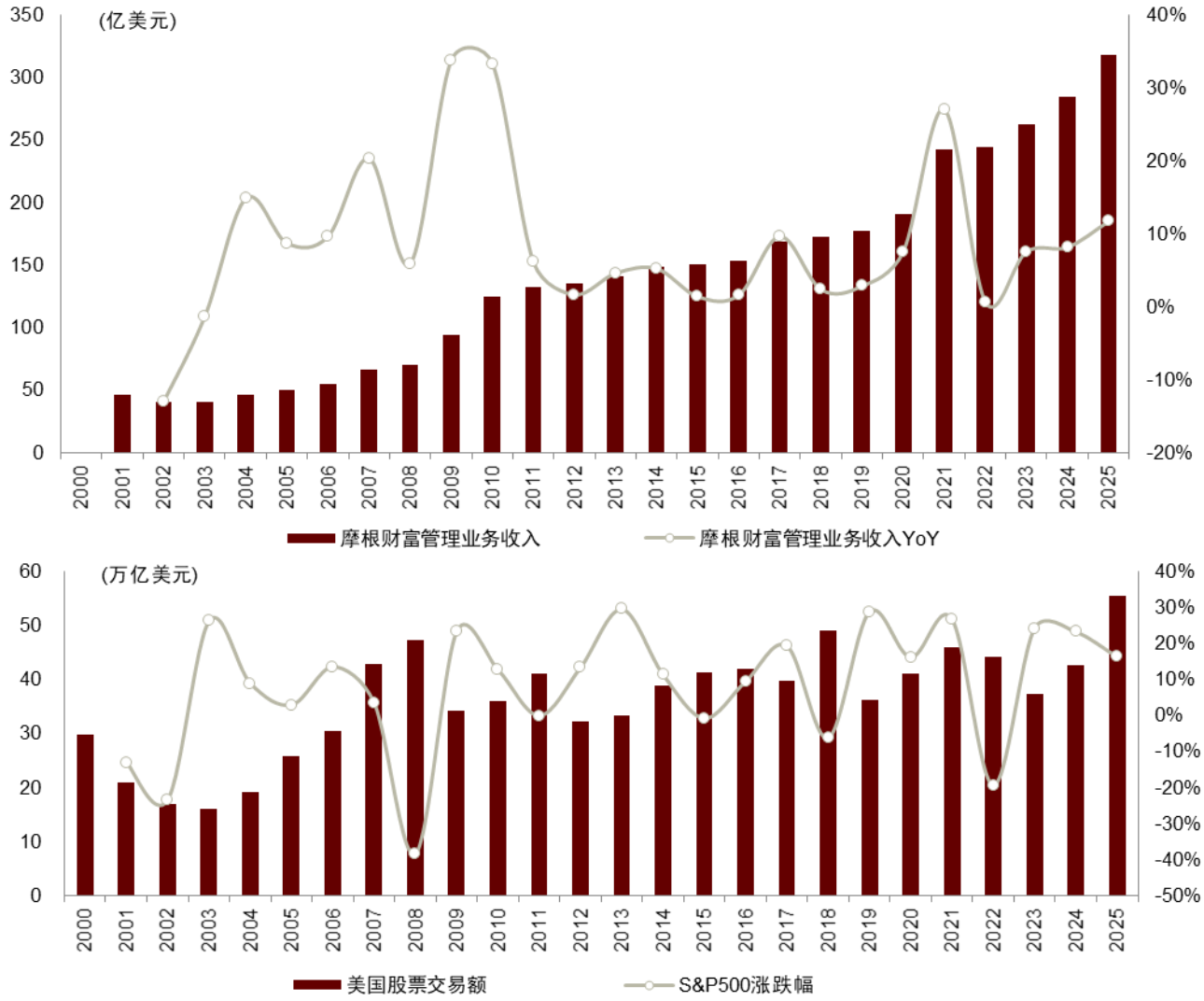
其抗周期性核心源于盈利模式从交易佣金转向资产管理费与净利息收入。摩根士丹利财富管理部门依托市场交易活跃度的交易业务收入占比逐年下降，2025 年已降至 9%；基于客户资产的管理费、净利息收入占比持续提升，二者成为财富板块两大核心收入支柱，2025 年分别占比 59%、25%。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

管理费和利息收入的稳健性得益于收管理费的客户资产规模的稳步扩张与平均费率的长期平稳。1）整体收管理费的客户资产（Fee-based client assets/按管理规模收取管理费的管理资产，区别于托管资产，以下简称管理的客户资产）规模实现量级提升，从 2001 年管理的客户资产仅 1130 亿美元，提升至 2025 年的 27.53 万亿美元，管理的客户资产在客户总资产占比中从 19%提升至 38%；2）管理的客户资产的稳健增长主要得益于每年稳定的资金流入对冲市场波动对资产市值的影响；3）各类投资账户的收管理费的客户资产规模同步扩张，多元化的财富管理业务模式下，单一资管、集合资管、投资顾问、组合管理、现金管理各账户吸引资金的稳健流入。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

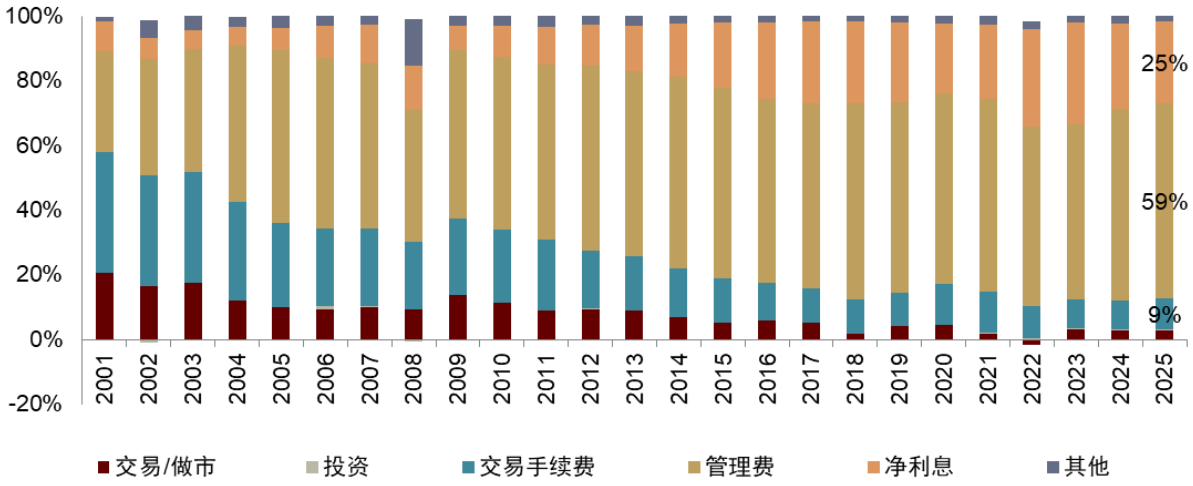
图表 27：摩根士丹利财富管理部门营收在波动的市场行情中依然保持长期的稳定增长



资料来源：公司年报，Wind，中金公司研究部

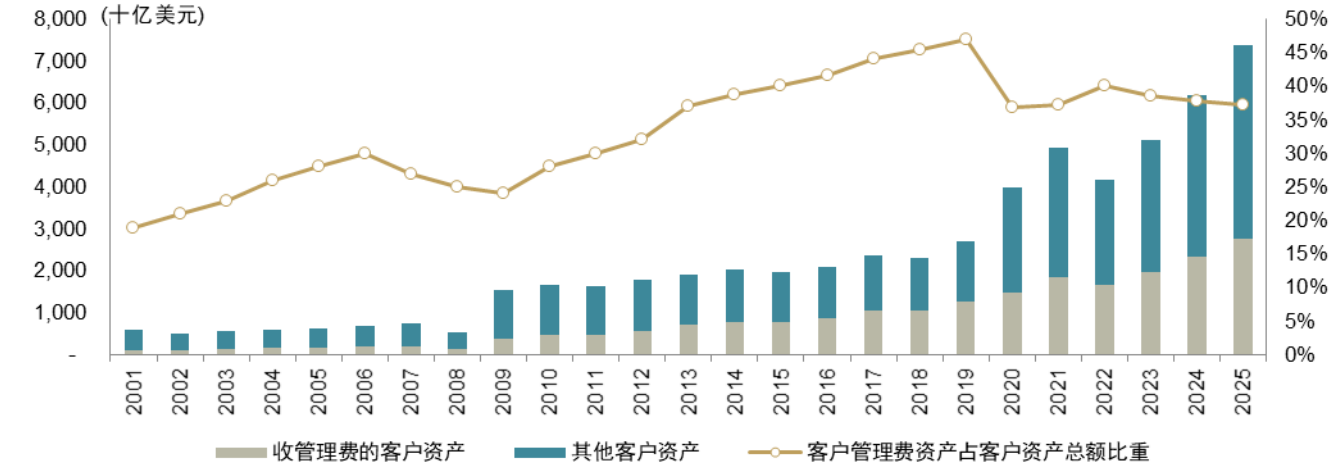
本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

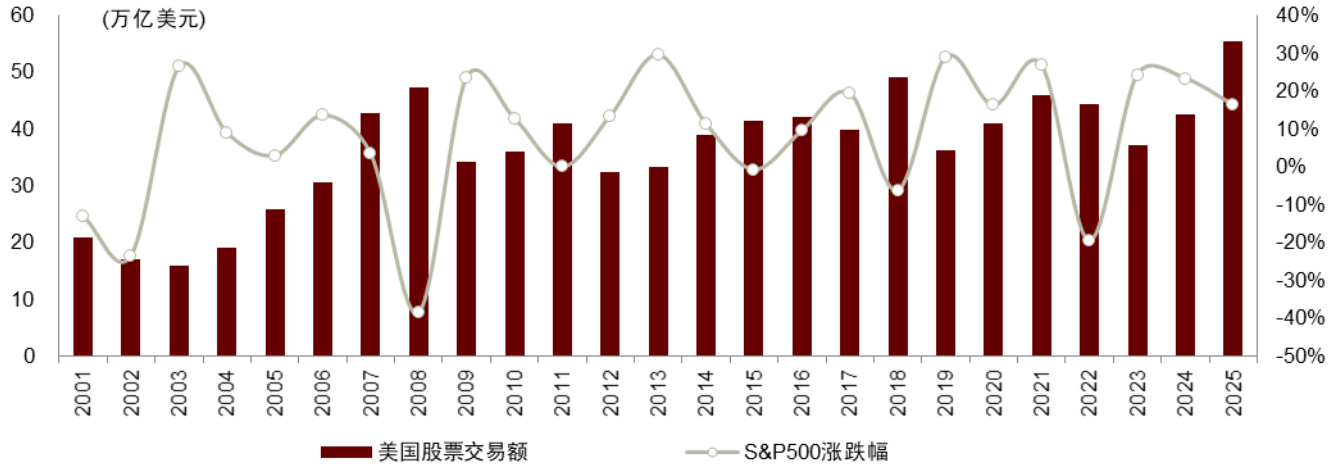
图表 28：摩根士丹利财富管理业务收入的稳健性得益于更优的收益结构



资料来源：公司年报，中金公司研究部

图表 29：管理费和利息净收入的稳健增长得益于客户资产的稳健增长

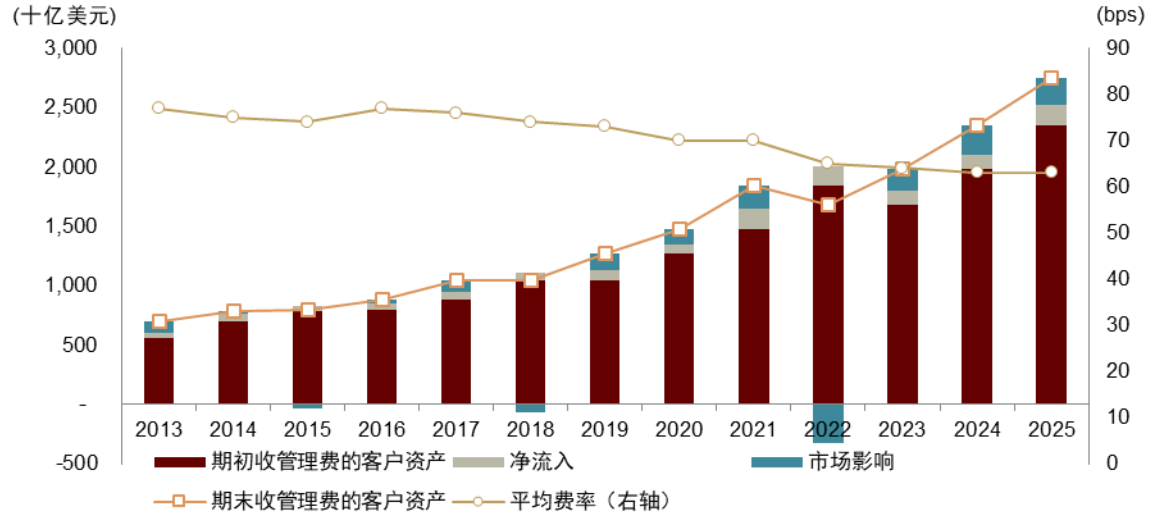




注：2009 年摩根士丹利合并花旗集团的 SmithBarney、2020 年收购 E*trade 金融平台后资产规模陡增
资料来源：公司年报，Wind，中金公司研究部

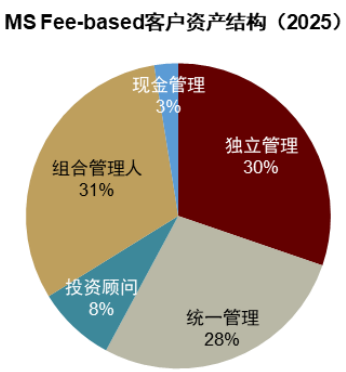
本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

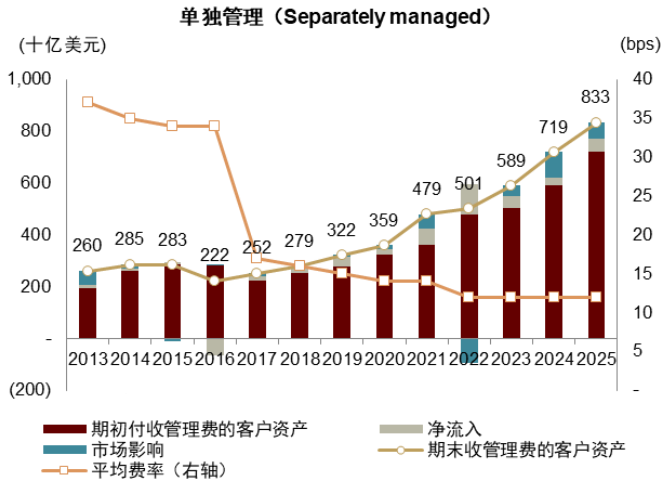
图表 30：摩根士丹利管理的客户资产的稳健增长得益于资金净流入

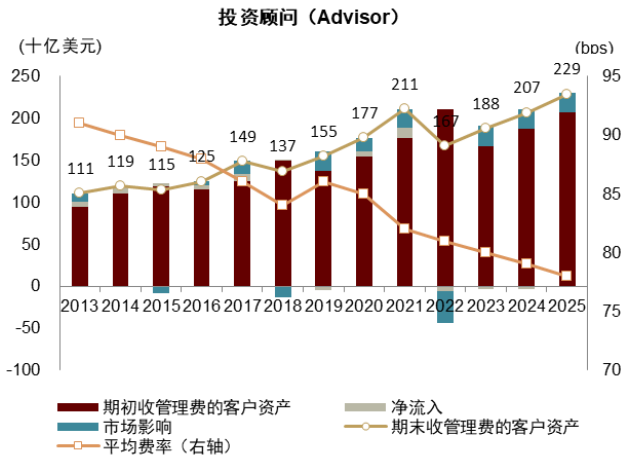


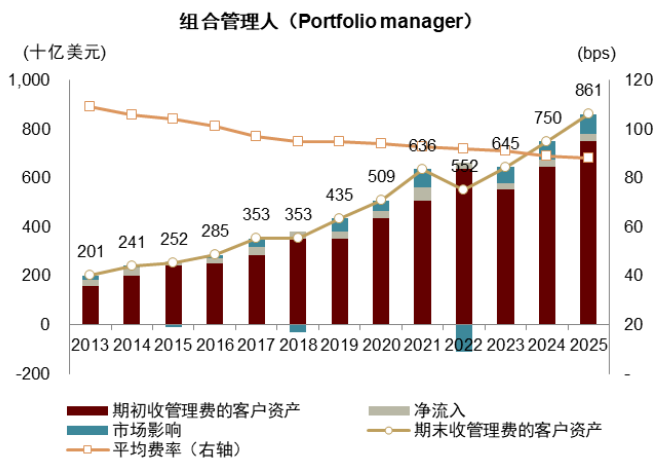
资料来源：Wind，公司年报，中金公司研究部

图表 31：摩根士丹利提供综合财富管理服务，各条线稳步扩容

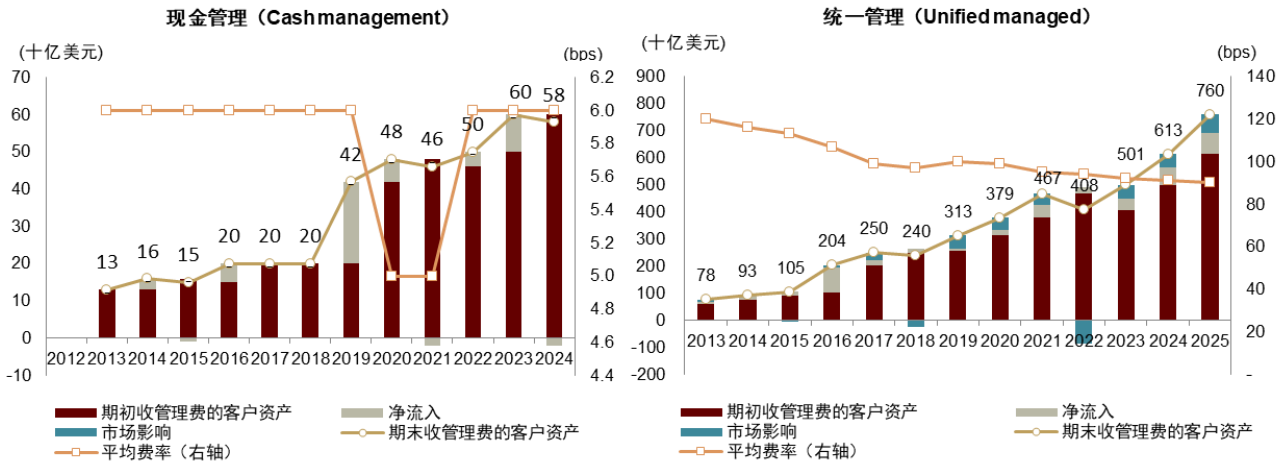








本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。



资料来源：Wind，公司年报，中金公司研究部

图表 32：可比公司估值表

公司名称	股票代码	财报货币	收盘价	营业收入（财报货币 百万）			净利润（财报货币 百万）			净资产收益率（%）			市净率			市盈率			股息率（%）
				2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2026E
A 股																			
东方财富*	300059.SZ	CNY	21.18	16,068	20,149	23,228	12,085	15,464	18,455	14.0	15.6	16.2	3.6	3.2	2.7	27.7	21.7	18.2	0.6
同花顺*	300033.SZ	CNY	245.01	6,029	7,848	9,882	3,205	4,478	5,631	36.7	43.2	46.4	13.9	16.4	14.2	41.1	41.2	32.7	2.1
中信证券*	600030.SH	CNY	29.23	74,854	91,657	101,138	30,076	38,681	43,294	10.9	12.8	13.0	1.5	1.4	1.2	14.4	11.2	10.0	3.6
华泰证券*	601688.SH	CNY	21.31	35,810	42,249	45,187	16,383	19,481	21,332	9.7	10.8	10.9	1.1	1.0	0.9	11.7	9.9	9.0	2.9
国泰海通*	601211.SH	CNY	19.80	63,107	69,007	75,128	27,809	26,831	29,331	11.1	7.9	8.2	1.1	1.0	0.9	12.6	13.0	11.9	4.8
广发证券*	000776.SZ	CNY	23.86	35,493	44,942	51,099	13,702	19,004	22,127	9.0	11.6	12.4	1.2	1.1	1.0	13.2	9.8	8.4	3.7
东方证券*	600958.SH	CNY	9.57	15,358	17,635	19,010	5,634	6,702	7,243	6.9	7.9	8.1	1.0	0.9	0.9	14.4	12.1	11.2	3.3
申万宏源*	000166.SZ	CNY	4.66	24,256	26,195	28,162	9,507	10,546	11,188	8.8	9.1	9.1	1.0	1.0	0.9	12.3	11.1	10.4	3.3
招商证券*	600999.SH	CNY	21.42	24,972	29,284	32,565	12,350	15,245	17,267	9.2	10.7	11.3	1.3	1.3	1.2	15.1	12.2	10.8	3.3
中国银河	601881.SH	CNY	13.52	38,437	33,846	34,404	12,520	13,809	15,029	7.8	9.1	9.4	0.8	N.M.	N.M.	9.5	8.6	7.9	n.a.
方正证券*	601901.SH	CNY	7.24	10,504	12,336	12,686	3,970	4,695	4,875	8.0	8.9	8.7	1.2	1.1	1.0	15.0	12.7	12.2	2.4
长江证券*	000783.SZ	CNY	9.53	10,548	11,845	12,365	3,696	3,983	4,206	9.1	9.2	9.2	1.3	1.2	1.1	14.3	13.2	12.5	3.0
西南证券*	600369.SH	CNY	4.18	3,207	3,605	3,696	1,062	1,193	1,261	4.1	4.5	4.7	1.1	1.0	1.0	26.1	23.3	22.0	3.3
国联民生*	601456.SH	CNY	8.99	7,673	8,641	9,402	2,009	2,427	2,622	5.7	4.5	4.7	1.0	0.9	0.9	25.4	21.0	19.5	0.7
国金证券*	600109.SH	CNY	8.97	8,457	9,798	10,495	2,277	2,765	3,001	6.6	7.5	7.7	0.9	0.9	0.8	14.6	12.0	11.1	2.0
光大证券*	601788.SH	CNY	15.42	10,852	12,429	12,949	3,724	4,588	4,793	5.3	6.2	6.2	1.0	0.9	0.9	19.1	15.5	14.8	1.9
中信建投	601066.SH	CNY	28.66	34,682	28,020	29,905	9,439	11,432	12,591	10.6	10.5	10.4	1.7	2.0	1.9	22.0	18.2	16.5	1.3
国元证券*	000728.SZ	CNY	7.53	6,226	7,328	7,694	2,403	2,900	3,022	6.4	7.4	7.3	0.9	0.8	0.8	13.7	11.3	10.9	6.9
H 股																			
中信证券*	06030.HK	CNY	28.30	74,854	91,657	101,138	30,076	38,681	43,294	10.9	12.8	13.0	1.3	1.1	1.0	12.8	9.4	8.2	4.6
中信建投证券	06066.HK	CNY	12.50	34,682	28,020	30,706	9,439	11,497	12,704	10.6	9.1	9.2	1.7	0.6	0.6	22.0	18.1	16.4	3.8
HTSC*	06886.HK	CNY	16.93	35,810	42,249	45,187	16,383	19,481	21,332	9.7	10.8	10.9	0.8	0.7	0.6	8.5	6.8	6.1	4.2
国泰海通*	02611.HK	CNY	15.41	63,107	69,007	75,128	27,809	26,831	29,331	11.1	7.9	8.2	0.8	0.7	0.6	8.9	8.7	7.8	7.1
广发证券	01776.HK	CNY	17.89	44,584	42,085	42,798	13,702	16,891	18,295	9.0	10.7	10.4	1.1	0.7	0.6	12.8	10.3	9.6	4.6
东方证券*	03958.HK	CNY	5.72	15,358	17,635	19,010	5,634	6,702	7,243	6.9	7.9	8.1	0.5	0.5	0.5	7.9	6.3	5.7	6.4
申万宏源	06806.HK	CNY	2.65	33,807	26,873	30,661	9,507	10,647	11,808	8.8	n.a.	n.a.	0.8	0.4	0.4	11.4	10.2	9.2	6.0
招商证券	06099.HK	CNY	17.81	34,454	29,709	32,154	12,350	14,921	16,147	10.0	10.7	10.8	1.4	1.0	0.9	15.3	12.7	11.7	4.1
中国银河*	06881.HK	CNY	7.41	28,302	31,328	33,426	12,520	14,218	15,203	8.6	9.2	9.2	0.5	0.4	0.4	5.9	4.9	4.5	6.2
香港交易所*	00388.HK	HKD	376.40	29,161	31,249	32,804	17,754	19,174	20,244	31.7	32.4	33.1	8.2	7.9	7.7	26.8	24.8	23.5	3.6
国联民生*	01456.HK	CNY	4.03	7,673	8,641	9,402	2,009	2,427	2,622	5.7	4.5	4.7	0.4	0.4	0.3	10.4	8.1	7.4	0.0

注：标*公司为中金覆盖，采用中金预测数据；其余使用市场一致预期
A 股收盘于北京时间 2026-07-06；港股收盘于北京时间 2026-07-06
资料来源：Wind，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 33：美股可比公司估值表

股票代码	公司名称	交易货币	财报货币	收盘价	市值（百万港元）	营业收入（财报货币 百万）	Non-GAAP 净利润（财报货币 百万）	市盈率			市净率			股息率（%）
						2026E	2026E	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2026E
美股综合金融服务商														
GS.US	高盛集团*	USD	USD	1055.29	2,537,313	63,980	n.a.	20.6	17.9	16.6	3.0	3.1	3.1	1.7
MS.US	摩根士丹利*	USD	USD	222.10	2,747,555	76,097	n.a.	21.8	19.4	17.8	3.4	3.3	3.1	1.9
RJF.US	瑞杰金融(RAYMOND JAMES)	USD	USD	162.66	248,624	15,857	n.a.	14.8	13.7	11.8	2.5	2.4	2.2	1.3
LPLA.US	LPL 金融控股	USD	USD	295.18	185,170	20,753	n.a.	27.4	12.7	10.3	4.4	3.6	3.0	0.4
JEF.US	JEFFERIES FINANCIAL	USD	USD	52.62	84,370	8,529	n.a.	20.2	14.7	11.3	1.0	1.0	0.9	3.1
SCHW.US	嘉信理财*	USD	USD	100.62	1,412,642	26,563	10,232	20.7	16.8	14.1	3.7	3.6	3.5	1.0
中值					**830,633**	**23,658**	**10,232**	**20.6**	**15.7**	**13.0**	**3.2**	**3.2**	**3.0**	**1.5**
平均值					**1,202,613**	**35,296**	**10,232**	**20.9**	**15.9**	**13.7**	**3.0**	**2.8**	**2.7**	**1.6**

注：标*公司为中金覆盖，采用中金预测数据；其余使用市场一致预期
标有(a)的数值所对应的年份为本列顶部所示年份之后的一年
GS.US, MS.US, SCHW.US 收盘于北京时间 2026-07-06；RJF.US, LPLA.US, JEF.US 收盘于北京时间 2026-07-02
资料来源：彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

风险提示:

- **资本市场剧烈波动:** 证券公司的业绩与资本市场表现高度相关，市场大幅波动或对券商的投资、经纪等业务产生影响。尽管证券公司可以通过业务的多元化和区域的分散化来部分抵御周期性的波动，但受制于业务模式较为同质、产品和服务整体类似，业绩表现尚未完全摆脱对市场环境的依赖。
- **监管政策超出预期:** 证券牌照受到严格金融监管，监管政策的变化或对券商业务的经营范围、规模、模式带来一定影响。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

团队信息



王思玥　分析员
SAC 执证编号：S0080526030002
SFC CE Ref：BYB895
siyue.wang@cicc.com.cn



姚泽宇　分析员
SAC 执证编号：S0080518090001
SFC CE Ref：BIJ003
zeyu.yao@cicc.com.cn



樊优　分析员
SAC 执证编号：S0080522070009
SFC CE Ref：BRI789
you.fan@cicc.com.cn



井雨洁　联系人
SAC 执证编号：S0080124070010
yujie.jing@cicc.com.cn

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券及期货事务监察委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的合格投资者及/或机构投资者提供。本报告无意也不应直接或间接地分发或传递给新加坡的任何其他人。提供本报告于合格投资者及/或机构投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 45 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡持牌代表。

本报告由受金融行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告由中国国际金融日本株式会社（“中金日本”）于日本提供，中金日本是在日本关东财务局（日本关东财务局长（金商）第 3235 号）注册并受日本法律监管的金融机构。本报告有关的投资产品和服务仅向符合日本《金融商品交易法》第 2 条 31 项所规定的专业投资者提供。本报告并未打算提供给日本非专业投资者使用。

本报告亦由中国国际金融股份有限公司向符合日本《金融商品交易法施行令》第 17 条第 3 款第 1 项及《金融商品交易法》第 58 条第 2 款但书前段所规定的日本金融机构提供。在该情形下，本报告有关的投资产品和服务仅向日本受监管的金融机构提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

截至本报告发布日前十二个月内，中金公司或其关联机构为以下公司提供过投资银行服务：华泰证券-H,国泰海通-A,华泰证券-A,中信证券-H,中信证券-A,国泰海通-H。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 https://research.cicc.com/footer/disclosures，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从https://research.cicc.com/footer/disclosures 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624
编辑：张莹

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

北京 中国国际金融股份有限公司
中国北京建国门外大街 1 号国贸写字楼 2 座 28 层
邮编：100004
电话：(86-10) 6505 1166
传真：(86-10) 6505 1156

上海
中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 29 层
邮编：200120
电话：(86-21) 5879-6226
传真：(86-21) 5888-8976

深圳
中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市南山区科苑南路 2801 号
中金大厦 17-21 层
邮编：518048
电话：(86-755) 8319 5000
传真：(86-755) 8319-9229

香港
中国国际金融（国际）有限公司
香港中环港景街 1 号
国际金融中心第一期 29 楼
电话：(852) 2872-2000
传真：(852) 2872-2100

东京
中国国际金融日本株式会社
〒100-0005 東京都千代田区丸の内３丁目２番３号
丸の内二重橋ビル２１階
Tel: (+813) 3201 6388
Fax: (+813) 3201 6389

纽约
CICC US Securities, Inc
280 Park Ave, 32nd Floor,
New York, NY 10017, USA
Tel: (+1-646) 7948 800
Fax: (+1-646) 7948 801

新加坡
China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
6 Battery Road, #33-01
Singapore 049909
Tel: (+65) 6572 1999
Fax: (+65) 6327 1718

伦敦
China International Capital Corporation (UK) Limited
25th Floor, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (+44-20) 7367 5718
Fax: (+44-20) 7367 5719

法兰克福
China International Capital Corporation (Europe) GmbH
Neue Mainzer Straße 52-58, 60311
Frankfurt a.M, Germany
Tel: (+49-69) 24437 3560

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。