当券商 ROE 重回十年高点，未来增长仍可持续么？20260902

券商 ROE 步入上行周期，头部机构阿尔法驱动估值修复

摘要

- 券商行业 ROE 步入上行通道，预计 2026 年将超 10%，较 2024 年 6% 显著提升，但 50% 的 ROE 增幅尚未在当前 1.2 倍 PB 估值中充分反映。
- 行业分化加剧，头部券商 2026Q2 单季 ROE 达 14% 以上，归母净利润增速超 70%，远高于排名 11 位后券商 40% 的增速，价值从牌照转向业务能力。
- 居民资产配置向权益类转移趋势明确，非银存款占比回升至 2021 年高点，预计趋势持续 3-5 年，头部券商凭借高净值客群与私募服务优势对抗费率下行。
- 科创投资成为业绩“蓄水池”，头部券商相关板块贡献约 16% 业绩，通过分期释放浮盈机制有效对冲市场波动，另类子公司收入增速达 5 倍。
- 境外业务成为 ROE 核心增量，中信国际等子公司 ROE 升至 34%，跨境客需业务驱动资产负债表扩张，境外杠杆率达 13.3 倍，显著高于境内。
- 估值修复空间巨大，若市场认可头部券商 ROE 中枢升至 15%，PB 估值有望从 1.5 倍修复至 1.8-2.0 倍，推荐广发、华泰、招商、国君等 A 股。

Q&A

2026 年二季度上市券商的 ROE 重回近十年高点，其背后的驱动因素是什么？业绩增长与 ROE 提升的可持续性如何？以及如何看待当前券商板块的投资机会与估值空间？

尽管券商板块的估值相较于 2024 年 9 月 24 日之前并未显著提升，目前券商指数的市净率约为 1.2 倍，而之前为 1.1 倍，但行业的基本面已发生显著变化。行业的净资产收益率已从 2024 年的 6%提升至 2025 年的 8%，预计 2026 年全年将超过 10%，这意味着超过 50%的 ROE 提升并未在估值中得到充分反映。市场分歧在于，部分观点对券商基本面的短期和长期表现持悲观态度，认为当前股市成交额与大盘指数均处于历史高位，后续增长空间有限，券商业绩增速和 ROE 水平可能面临放缓或下行趋势。同时，有观点认为行业 ROE 中枢存在持续下行现象，即便在市场高点，2025 年以来的业绩增长仍缺乏吸引力。 然而，我们认为行业，特别是

头部券商，正在产生持续性的阿尔法因素。其商业模式的转型正驱动 ROE 进入上行通道。随着市场逐步认识到这一点，ROE 中枢的提升将支撑更高的估值水平。当前市场对券商估值的判断越来越侧重于穿越周期的盈利中枢。短期内，市场可接受的 PB 与 ROE 比率（PB/ROE）约为 12 倍。若头部券商今年 ROE 能达到 12%-13%，其当前约 1.5 倍的 PB 估值则属合理。我们相信，随着业绩数据的兑现，市场将逐渐认可部分优质头部券商的 ROE 中枢能够达到 15%的水平，这将支撑 1.8 至 2.0 倍的估值。基于对券商长期 ROE 中枢的判断和当前估值的性价比，推荐顺序为广发证券 A 股、华泰证券 A 股、招商证券 A 股、国泰君安 A 股、海通证券 A 股以及中信证券 A 股。

历史上券商行业 ROE 中枢呈现下行趋势的主要原因是什么？而 2026 年上半年 ROE 回升至高位，具体表现如何，其驱动因素又有哪些？

历史上券商 ROE 中枢下行的原因主要来自两个方面。分母端，券商为满足风控指标约束以扩张重资产业务，需持续通过再融资和利润滚存来提升净资产水平，这导致净资产规模持续扩张。分子端，经纪等费率类业务的费率持续下行，拉低了净利润中枢。因此，尽管当前市场成交额与指数处于历史高位，但行业的营收并未回到 2015 年的高点。 然而，2026 年上半年，券商行业的 ROE 已回升至自 2016 年以来的近十年高位。上半年行业整体 ROE 达到 10.7%，其中二季度单季 ROE 为 12.2%，头部券商在二季度的 ROE 更是达到了 14%以上，显著优于行业整体水平。这一表现是市场贝塔因素和行业阿尔法因素共同作用的结果。 贝塔方面，良好的市场环境是基础。上半年 A 股市场表现强劲，股基交易额翻倍增长，IPO 同比增长 140%，指数大幅上行，尤其是科创板指数表现突出。这直接驱动了券商的经纪、权益自营、科创投资及投行业务的高速增长，并间接带动了两融规模、代销 AUM、买方投顾规模、公募资管及科创衍生品业务的增长。此外，港股 IPO 同比增长 82%，也提振了相关投行业务。利率环境方面，国内利率环境优于去年同期，而境外美元的高息环境也部分对冲了利率上行带来的压力。 阿尔法方面，头部券商在商业模式上的深化变革是关键。其在大财富管理、三头联动以及国际业务等领域的转型，使其能够在良好的市场环境下实现业绩的丰收。

2026 年中报数据显示，券商行业内部的竞争格局呈现出哪些新的变化和趋势？

2026 年中报数据显示，头部券商的业绩增速显著优于中小券商，行业竞争格局持续优化且呈现出新的变化。从数据上看，头部券商的归母净利润整体增速在 70%以上，而排名 11 位以后的券商整体增速仅为 40%，差异非常明显。这种分化体现在经纪、投行、资管、利息和投资五项主要业务上。即使在同质化程度较高的经纪业务中，头部券商的增长也显著领先；在投行和资管业务上，分化尤为剧烈；投资业务的分化同样突出。 进一步拆分母公司与子公司的业绩贡献可以发现，头部券商的高增长更多得益于子公司的创新业务支撑，例如另类投资子公司和国际业务子公司。 行业头部集中的趋势也发生了新变化。以往，在市场行情向好时，中小券商凭借更高的业绩弹性可能拉低行业集中度。但自 2025 年以来，即使在牛市行情下，中小券商也未能表现出更突出的弹性，反而是头部券商持续

提升其市场盈利份额。这表明券商的价值已从牌照和准入的价值，转变为业务开展能力的价值。预计未来，基于资本补充或区域资源优化等原因，头部券商整合中小券商的趋势将持续，行业格局会进一步优化。

2026 年居民资产配置向权益类转移的趋势是否得到验证？其背后的驱动因素以及资金的主要流向是怎样的？

2026 年居民增配权益资产的大趋势得到了数据的验证。从宏观数据看，非银金融机构存款占住户存款的比例已回升至 2021 年的高点水平。这一趋势主要由供需两端因素共同驱动。在供给端，“房住不炒”政策、利率持续走低以及权益市场的赚钱效应，这些大类资产相对收益率的变化，推动了居民资产的再配置。在需求端，随着经济步入新常态和人口结构的变化，居民对财富管理的重视程度持续提升，扩大了相关需求。 从资金流向来看，主要有两个方向。第一个方向是资金直接入市。

2026 年上半年，在居民闲置资金和两融余额增长的背景下，券商行业的财富管理和交易服务业务呈现出怎样的发展机遇与挑战？

2026 年上半年，客户闲置资金及备付金整体增量为 1.1 万亿元，其中第一季度的增长相对更快。两融余额也持续提升，上半年增长了 0.5 万亿元，这部分资金直接入市。同时，部分资金流入了含权类产品，主要是低风险偏好的资金倾向于固收+和低波动产品。增长较快的是私募证券投资基金，上半年规模增长 0.9 万亿元，其同比增速更为突出，尤其是在 2025 年 9 月份增长最快。此外，保费也构成了持续的资金增量，上半年增长了 3.9 万亿元。尽管主动权益基金的份额尚未恢复增长，但其资产规模随着市值提升仍在持续增加。银行理财规模在上半年则基本持平。综合来看，上半年的市场环境为券商的大财富管理业务，包括交易服务和资产配置两端，带来了良好的发展机遇。从长期趋势判断，受供需两端因素影响，居民增配权益资产的趋势预计将持续 3 到 5 年。 然而，交易端业务也面临挑战。尽管股基交易额同比翻倍，但同质化竞争加剧侵蚀了交易业务的费率。代理买卖证券业务的佣金率在第二季度单季已降至万分之 1.35 左右的水平，两融息差也持续收窄，上半年降至 2.2%。这两项业务的边际费率已非常接近券商的成本率。回顾 2025 年，在规模放量、收入增加的背景下，行业内卷费率的意愿更强。展望未来，虽然费率下行速度可能放缓，但考虑到 2026 年已降至较低水平，2027 年全年的平均费率下降仍将对交易端业务收入产生显著影响。 这种市场环境对不同券商的影响存在分化。对于业务结构单一的中小券商，其盈利能力被显著削弱。在固定成本不变的情况下，可变的边际收入大幅下降，这解释了为何在当前市场弹性突出的情况下，中小券商的盈利未能同步体现。未来若股基交易额出现大幅波动，中小券商的抵御能力将明显下降。相比之下，头部券商因其差异化的财富管理业务，受费率下行影响较小。其基于 AUM 的业务模式更具业绩韧性，能够对抗周期性波动和费率竞争，从而支撑其更高的 ROE 水平。

人在草木间

头部券商在财富管理业务中具体通过哪些差异化策略来应对市场竞争并保持领先优势？

头部券商的差异化主要体现在交易增值服务和资产配置服务两个方面。 在交易增值服务方面，2026 年上半年代理买卖证券业务的增速差距部分源于获客渠道的差异。例如，国信证券和兴业证券通过在支付宝等平台实现差异化获客，其代理买卖收入增速显著高于行业整体。未来，获客渠道可能从传统交易平台转向更广泛的公域流量入口，如抖音、B 站、小红书以及豆包等 AI 入口，但预计这部分影响将逐渐减小。更核心的差异化体现在存量客户的盘活与综合财富管理服务上。广发证券和华泰证券在上半年通过强化投顾服务及 AI 赋能，其代理买卖收入增速也显著高于行业平均水平。这被视为一个可延续的趋势。随着投资者教育的深入和客户粘性的增强，头部券商在 AI 领域的布局未来将体现在费率差异上，并逐步转化为更高的 ROE 水平。 在资产配置服务方面，包括产品代销和买方资产配置业务，头部券商同样全面领先。其领先优势主要来源于两点：一是拥有更好、更高净值的客户基础，头部券商较早布局差异化高净值客户，其客均资产显著高于行业整体。二是在服务私募机构方面建立了差异化优势。这使得头部券商在私募产品的代销规模以及买方投顾（或称私募 FOF）的规模增速上，均显著优于行业整体和中小券商。通过为私募客户提供产品代销、将其产品作为买方投顾底层资产，并结合机构交易、研究、场外衍生品等一系列综合服务，头部券商构建了独特的竞争优势。 这两方面的差异化，使得头部券商基于 AUM 的业务模式能更好地抵御股基交易额波动和同质化费率竞争的影响，在居民增配权益资产的大背景下，持续支撑其实现更高的 ROE 水平。

2026 年上半年券商资管业务板块出现了哪些新变化和分化趋势，尤其是在含权产品的布局方面？

2026 年上半年，券商资管业务在经历了资管新规、减费让利以及股债市场波动后，重新回到了高增长趋势，从 2024 年的负增长、2025 年的小幅正增长，到今年已呈现高增态势。 业务分化的关键在于含权产品的布局。在居民增配权益资产的趋势下，公募基金领域中主动权益产品占比较高的机构，其利润增速得到显著放大。例如，海富通基金、富国基金及广发基金的净利润增速达到了百分之几十甚至翻倍的水平。这主要得益于三个因素：居民增配权益资产的需求、权益基金市值的大幅增长，以及随之而来的产品结构优化，共同放大了利润增长效应。在券商资管方面，同样可以看到在含权产品布局上具备差异化优势的机构表现突出。一些在固收+、量化及低波产品上发力的券商，其资管业务实现了更快的增长，例如国泰君安资管和海通资管的整体增速较为可观。预计这种由含权产品布局带来的差异化趋势未来将持续放大。随着居民资产配置的均衡化，主动权益类基金的份额后续仍有提升空间。

2026 年上半年科创投资业务对券商业绩的贡献和弹性如何，其收益确认方式对业绩波动有何影响？

2026 年上半年，科创投资业务对券商业绩贡献显著，弹性很强。将投行、PE 及另类子公司合并计算，该板块对头部券商上半年的整体业绩贡献约为 16%。其中，资本化收入的弹性更为突出。从数据上看，十大头部券商在该板块的收入同比增速为 180%多，而 PE 和另类子公司的整体收入增速则达到了 5 倍左右的水平。 头部券商科创投资收入的快速提升，得益于全球 AI 产业革命浪潮与国内资本市场改革政策的叠加效应，使得一批优质科创企业在国内 IPO 市场上市。今年兑现的许多项目，是头部券商在 2020 至 2021 年期间布局的科创投资。因此，2026 年 IPO 市场回暖和科创领域的良好环境，使得券商前期的布局得以收获。 关于业绩波动，科创投资收益的贡献更像一个“业绩蓄水池”，而非单纯的市场放大器，其波动性不像自营业务那么大。以强制跟投项目为例，券商在计量浮盈浮亏时非常审慎。在项目上市后的第一个季度，通常只计入累计浮盈的三到四成。随着项目逐步接近解禁到期日，浮盈会持续释放。根据测算，即便在七、八月份市场波动的环境下，这种分期释放机制也能对冲部分业绩波动，不会产生非常明显的影响。同样，在 IPO 前投入的股权项目上，浮盈也是逐步释放，因此在七、八月份的市场环境下不一定会带来显著亏损。 同时，这个“蓄水池”不断有新项目流入。例如第三季度的长鑫项目，由于头部券商在科创领域布局广泛，预计后续将有持续的新项目上市，将浮盈累积到“蓄水池”中，从而持续增厚券商业绩。因此，到第三季度，科创投资仍将是影响券商业绩分化的关键因素，分期释放的浮盈能够对冲一定的市场震荡带来的收益波动。

2026 年上半年券商行业的资产负债表扩张呈现出哪些结构性特征？头部券商与中小券商在此过程中表现出怎样的差异？

2026 年上半年，券商行业总资产规模增长 18%，整体处于持续扩表过程中。从资产结构来看，增长主要由市场驱动的客户资产和信用类资产扩张贡献。然而，头部券商与中小券商在金融资产的扩张上差距显著。上半年，头部券商的金融资产较年初环比增长 12%，而中小券商仅增长 6%。在资产配置方面，头部券商因强劲的客需业务需求，大幅扩张了交易性金融资产中的股票头寸，这类业务通常收益率更高。相比之下，中小券商由于业务限制，其扩表主要集中在交易性债券以及 OCI 权益工具上，在当前利率环境及高分红资产走势下，整体收益水平相对有限。长期来看，头部与中小券商在扩表能力上的差距预计将逐步拉大。

头部券商在境外业务的资产配置和收益表现如何？这对其整体盈利能力和 ROE 水平产生了什么影响？

头部券商的扩表主要得益于境外或跨境的客需业务。2026 年上半年，有 7 家头部券商公告了对国际子公司的增资计划，总规模超过 500 亿人民币，相当于其存量国际子公司净资产的近 30%。境外业务的杠杆率也在持续提升，上半年整体提升了 3.5 倍，达到平均 13.3 倍的水平，显著高于境内。总资产方面，上半年较

年初增长了 47%，规模增加约 6,700 亿人民币。以中信公司为例，其国际子公司的总资产规模增长约 1,500 亿，若实现 5%的年化收益率，将贡献约 75 亿的年化营收增量；若实现 1.5%的净收益率，则对应超过 20 亿的净利润增量，仅上半年业务就能为全年利润增长提供超过 5 个百分点的支撑。尽管净资产因利润滚存和增资而提升，但头部券商的境外 ROE 水平并未被摊薄，反而持续上升。例如，中信国际的境外 ROE 从 2025 年的 22%提升至 2026 年上半年的 34%，远高于国内业务水平，对整体 ROE 的提升起到了显著的支撑作用。

头部券商在境外业务中，资金主要投向了哪些具体的业务领域和资产类别？相关业务规模有何变化？

头部券商的境外资金运用主要集中在两个方向：一是固收自营业务，受益于境外高息环境，部分券商持续提升境外固收资产敞口。例如，中信公司境外固收资产占其整体固收资产的比重已达到 34%。二是权益类客需业务，相关数据显示，多家头部券商的权益衍生工具规模在 2026 年上半年均实现明显抬升，包括中信、华泰、国君、海通及广发。同时，资产负债表中的交易性金融资产股票规模也大幅增加。这些数据表明，跨境收益互换业务是驱动增长的重要因素，部分头部券商上半年因此增加的交易性金融资产股票规模可能达到千亿级别。强劲的跨境客需业务需求持续支撑头部券商的境外用表，且需求增长速度远快于资金供给的增长，因此竞争加剧并未导致 ROE 水平被摊薄。

从母子公司以及不同业务条线的维度看，头部券商在 2026 年上半年的投资收益率呈现出怎样的分化？

即便是头部券商，其母公司与子公司的投资收益率也存在显著差异。在 2026 年上半年权益市场行情较好的情况下，母公司的投资收益率表现较好的能达到 4%，部分券商则在 3%左右。真正支撑头部券商整体投资收益率的是子公司业务。其中，PE 子公司和另类投资子公司的收益率更高，但整体规模相对较小。更为关键的是国际子公司的收益表现，多家券商的国际子公司实现了 5%以上的投资收益率。未来，境外业务凭借其更高的收益率、更高的杠杆水平以及持续增长的净资产，将继续支撑头部券商获得更高的整体 ROE 水平。

除了重资本业务，头部券商在机构综合服务方面展现出哪些优势？这些优势如何增强其市场竞争力？

头部券商在机构综合服务领域的优势正逐步显现。客需业务的主要服务对象是机构客户，包括私募基金等。2026 年上半年，随着资管机构经营状况回暖，机构业务也明显复苏。特别是在经历降佣之后，研究业务在上半年实现了高速的营业收入增长，增速快于代销业务，并超过了 2022 年的高点。研究业务是一项重人力投入的业务，许多中小券商在市场承压时会削减投入，而头部券商则能穿越周期持续布局，并从 2026 年开始看到明显的业绩兑现。对机构业务的持续投入能够构建一个从研究、交易托管、做市到客需业务的综合服务链条，从而极大地增

强了机构客户的粘性，进而支撑券商从手续费业务到重资本业务的规模持续增长。未来，头部券商在这一领域的优势将更加突出。

当前券商板块的估值水平与其基本面，特别是 ROE 水平之间存在怎样的关系？市场对头部券商的 ROE 中枢预期是怎样的，这又如何影响其估值修复空间？

2026 年上半年，券商行业的 ROE 水平已有明显增长，但其估值与 ROE 水平存在显著偏离。尽管 ROE 弹性的下降导致了券商整体估值弹性的降低，但当前这一轮 ROE 中枢的上行趋势并未在估值中得到充分反映。市场在 7 月份对券商股价的调整，已较为充分地消化了 2025 年 Q3 的高基数以及对权益市场波动的预期。在行业整体估值与基本面明显偏离的背景下，那些 ROE 中枢有望抬升的优质头部券商存在估值修复的机会。目前市场的认知可能认为头部券商的 ROE 中枢在 12%-13%的水平，对应 1.5 倍的 PB 是合理的。然而，如果市场逐步相信其 ROE 中枢能够提升至 15%，那么将足以支撑 1.8 到 2 倍的估值水平。部分预计 2026 年 ROE 能达到 12%-13%的券商，其当前估值已具备性价比，长期来看估值提升空间更大。

综合基本面分析和当前估值水平，A 股券商板块的个股推荐排序是怎样的？

结合对各家券商 ROE 中枢的判断以及当前的估值水平，A 股市场的推荐排序依次为广发证券 A 股、华泰证券 A 股、招商证券 A 股、国泰君安 A 股、海通证券 A 股以及中信证券 A 股。