下载日志已记录，仅供内部参考

行业及产业

非银金融/

证券Ⅱ

申万宏源研究 SWS RESEARCH

行业研究/行业点评

2026 年 09 月 07 日

大财富业务将是券商估值提升的核心驱动

——券商核心业务观察系列报告之二

看好

证券研究报告

相关研究

《关注“大资管”业务价值贡献——券商核心业务观察系列报告之一》

2026/04/23

证券分析师

罗钻辉 A0230523090004

luozh@swsresearch.com

马一超 A0230526040003

mayc@swsresearch.com

联系人

马一超 A0230526040003

mayc@swsresearch.com

- **聚焦头部机构 26H1 大财富业务经营。**此前，我们在 2026 年下半年证券行业投资策略报告中指出，板块或迎来科创、财富、海外等多业务条线潜在催化。本篇报告，我们重点聚焦行业头部机构在财富零售+资产管理板块的半年度经营成效及发展趋势，以研判头部机构在大财富业务领域今年来最新的经营发展情况及战略布局思路。我们选取**中信证券、国泰海通、华泰证券、广发证券、招商证券、中国银河、中信建投、国信证券、东方证券**等 11 家券商作为头部梯队券商经营观察对象。

- **上市券商大财富业务 26H1 实现高景气经营，头部梯队机构整体表现更优。**行业整体看，26H1 43 家上市券商（不含东财，下同）合计实现大财富业务收入 1,367 亿元，同比+51.7%。其中，代买/代销/资管收入分别为 989 亿元/103 亿元/275 亿元，分别同比+56.2%/85.0%/29.6%。头部机构大财富业务经营景气度更高，代销收入增速是 26H1 亮点。前述选取 11 家机构合计实现大财富业务收入 925.0 亿元，同比+54%，其中代买/代销/资管细项收入分别同比+60%/+89%/+28%。

- **26H1 大财富业务经营呈现三大特征。一是零售经纪业务“量增价减”**，行业经营呈现代买创收增速显著弱于市场交易量增的情况；**二是私募产品销售等驱动代销收入高增，**成为 26H1 大财富业务经营的重要结构性亮点；**三是资管业务收入增速分化，**导致增速分化的核心因素预计在产品结构布局、主动管理能力差异、治理机制等方面。

- **关注行业生态整合优化背景下的大财富业务经营头部集中度提升趋势。从中期趋势（2019-2026 H1）看，11 家头部机构大财富业务收入份额处于提升通道。**整体收入份额由 2019 年的 66.8%升至 26H1 的 67.7%，期间提升 0.8 个百分点。其中，代销收入头部集中度抬升趋势最为显著，由 2019 年的 65.2%提升至 2026H1 的 71.8%，期间提升 6.7 个百分点，或反映出头部机构领先的财富管理转型推动力度；资管业务净收入头部集中度水平最高，由 2019 年的 70.3%提升至 26H1 的 73.8%，期间提升 3.5 个百分点；代买收入整体集中度最低、整体保持平稳，体现出分散化的竞争格局，但 2024 年以来呈现提升趋势。

- **关注客群经营和代销保有。**客户存量维度看，目前行业零售客群沉淀格局逐步清晰。国泰海通通过推动关键并购整合，整体客户数在 26H1 末已达 4,089 万户，存量优势突出明确。客户增长维度看，线上引流是客群规模夯实重要一招。

- **大资管业务对头部机构 26H1 经营形成稳健盈利贡献。**从利润贡献占比、旗下机构组成情况看，广发证券、东方证券、华泰证券、招商证券等机构大资管业务布局特色鲜明。其中，26H1 广发证券旗下广发基金、易方达基金及广发资管合计约贡献 16.7%盈利，是重要的稳健业绩利源。

- **投资分析意见：**着眼我国居民权益资产配比提升潜在空间、新生年轻群体入市及财富传承等长周期、大趋势，券商由财富零售+大资管业务构建的大财富业务体系拓收增收空间广袤。我们认为，头部机构或凭借领先的业务前瞻布局、财富客群基础、跨业务线综合服务等系列优势，领先受益于大财富业务扩容增收。**聚焦大财富业务布局优势，推荐中信证券、广发证券、国泰海通、华泰证券、招商证券、中信建投。**

- **风险提示：**市场交投活跃度超预期下滑、居民增配权益资产进程不及预期、行业机构财富管理转型推进力度不及预期等。

申万宏源研究微信服务号

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1.大财富业务景气经营，头部机构份额提升 4
1.1 上市券商大财富业务 26H1 实现高景气经营 4
1.2 头部机构经营景气度更高，代销是 26H1 亮点 5
1.3 三大业务经营呈现不同特征 6
2.财富零售业务聚焦客群经营、代销保有 7
2.1 头部机构 26H1 财富零售景气经营，业务结构存在差异 7
2.2 客群格局逐步清晰，线上引流值得关注 8
2.3 以代销产品保有规模观测财富管理转型节奏力度 9
3.大资管业务贡献稳健盈利增长动能 10
3.1 以盈利贡献占比观测大资管业务特色标签 10
3.2 公募机构盈利增速出现分化 11
4.大财富业务下半年经营展望 11
5.关注大财富业务发展领先的头部机构布局机会 12
6.风险提示 13

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：43 家 A 股上市券商 26H1 大财富收入情况（亿元） 4
图 2：头部梯队券商 26H1 大财富收入情况（亿元） 5
图 3：11 家头部机构大财富业务及细项收入份额变化情况（2019-2026H1） 6
图 4：头部梯队券商财富零售业务经营数据情况（亿元） 8
图 5：头部梯队券商零售客群基础数据情况 9
图 6：头部梯队券商代销产品保有规模及买方投顾保有规模数据情况 10
图 7：26H1 头部券商核心大资管平台盈利贡献情况 11
图 8：重点券商估值情况（2026/9/4） 13

下载日志已记录，仅供内部参考

截至 8 月末，国内上市券商已完成 26H1 中报披露，行业 26H1 高景气经营得到充分确认。上半年，43 家 A 股上市券商（不含东方财富，下同）合计实现营业收入 3,647 亿元，同比+44.8%；实现归母净利润（扣非）1,542 亿元，同比+63.2%；ROE（加权，未年化）算数均值 4.61%，同比提升 1.18 个百分点，超越 21H1 景气水平（4.26%）；总资产达 181,857 亿元，较 25 年末+18.1%；归母净资产达 29,835 亿元，较 25 年末+5.6%。

除核心总量指标外，上市券商 26H1 中报披露的更多数据细节值得进一步跟踪关注。此前，我们在 2026 年下半年证券行业投资策略报告中指出，板块或迎来科创、财富、海外等多业务条线潜在催化。本篇报告，我们重点聚焦行业头部机构在财富零售+资产管理板块的半年度经营成效及发展趋势，以研判头部机构在大财富业务领域今年来最新的经营发展情况及战略布局思路。

我们选取中信证券、国泰海通、华泰证券、广发证券、招商证券、中国银河、中信建投、国信证券、东方证券等 11 家券商作为头部梯队券商经营观察对象。纳入东方证券主要是考虑到该公司通过整合上海证券，总量经营指标向前十头部梯队券商迈进，公司大财富业务具备特色标签。

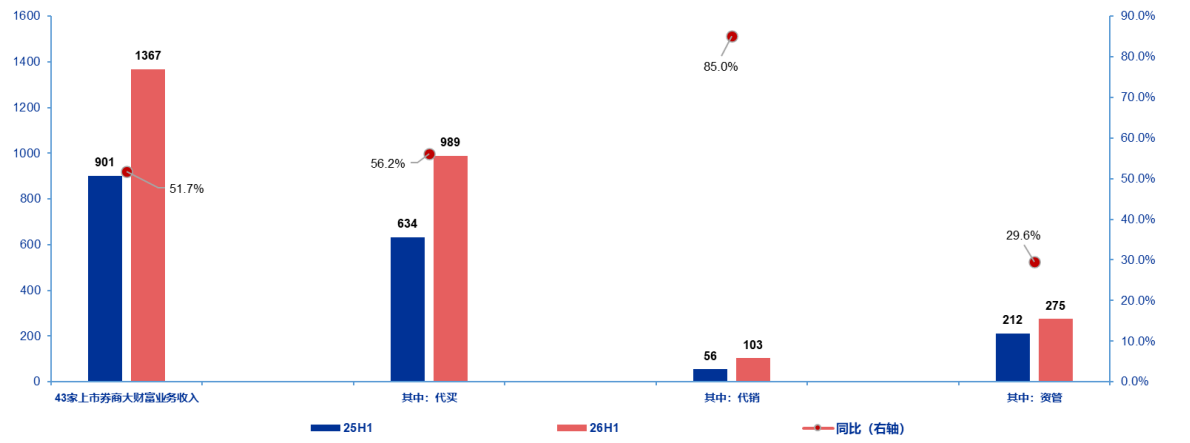
1.大财富业务景气经营，头部机构份额提升

初步构建“大财富业务收入”指标，观测各头部梯队券商财富+资管业务经营规模及结构情况。“大财富业务收入”指标主要由代买、代销、资管三项业务收入构成，用以行业机构横向对标、自身经营纵向对比。

1.1 上市券商大财富业务 26H1 实现高景气经营

上市券商大财富业务 26H1 实现高景气经营。行业整体看，26H1 43 家上市券商（不含东方财富，下同）合计实现大财富业务收入 1,367 亿元，同比+51.7%。其中，代买/代销/资管收入分别为 989 亿元/103 亿元/275 亿元，分别同比+56.2%/85.0%/29.6%。

图 1：43 家 A 股上市券商 26H1 大财富收入情况（亿元）



资料来源：Wind、申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

1.2 头部机构经营景气度更高，代销是 26H1 亮点

头部机构大财富业务经营景气度更高，代销收入增速是 26H1 亮点。从头部机构 26H1 的总体经营规模看，11 家机构合计实现大财富业务收入 925.0 亿元，同比+54%，大财富业务在 26H1 市场环境中实现景气经营。其中，代买/代销/资管细项收入分别同比+60%/+89%/+28%，基本体现出**代买收入随市场交投提升（但收入增速弱于量增）、代销收入是景气亮点、资管收入稳健增长**的特征。从结构上看，代买：代销：资管约是 7：1：2，行业机构具体经营结构特征存在差异。

图 2：头部梯队券商 26H1 大财富收入情况（亿元）

序号	券商	大财富业务收入合计（亿元）		财富零售：代买收入（亿元）			财富零售：代销收入（亿元）			资管业务净收入（亿元）		
		26H1	同比	26H1	同比	占比	26H1	同比	占比	26H1	同比	占比
1	中信证券	193.4	52%	105.6	63%	55%	16.0	91%	8%	71.8	32%	37%
2	国泰海通	150.2	67%	105.1	76%	70%	7.9	77%	5%	37.1	44%	25%
3	广发证券	104.9	49%	47.3	60%	45%	9.2	128%	9%	48.4	32%	46%
4	华泰证券	90.1	60%	74.6	68%	83%	6.2	114%	7%	9.3	4%	10%
5	招商证券	70.8	42%	62.5	47%	88%	4.2	53%	6%	4.1	-8%	6%
6	国信证券	70.7	58%	62.1	60%	88%	6.3	144%	9%	2.3	-27%	3%
7	中信建投	62.3	52%	48.1	59%	77%	6.5	56%	10%	7.7	16%	12%
8	中国银河	57.1	45%	50.8	48%	89%	4.6	96%	8%	1.7	-35%	3%
11	东方证券	26.1	48%	16.4	55%	63%	1.2	20%	5%	8.5	41%	32%
合计		925.0	54%	648.2	60%	70%	74.0	89%	8%	202.8	28%	22%

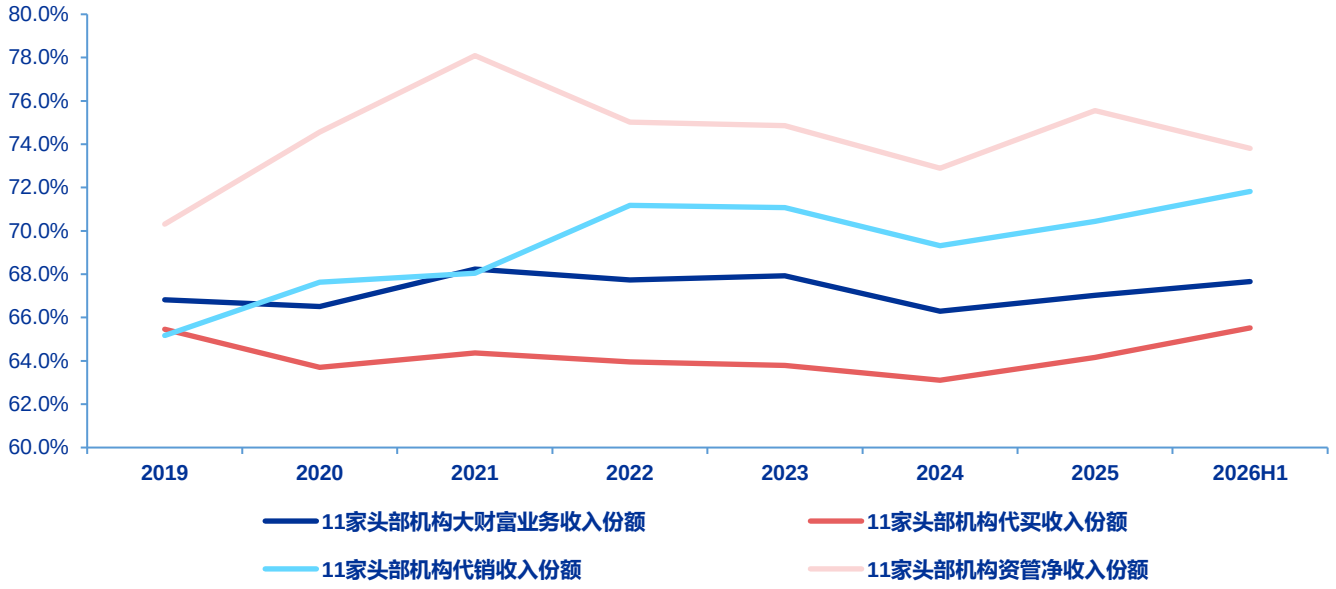
资料来源：Wind、申万宏源研究

关注行业生态整合优化背景下的头部集中度提升趋势，资管、代销头部集中度更高，关键并购整合案例催化代买收入集中度上行。从当期经营（26H1）看，11 家头部机构大财富业务收入占比由 25H1 的 66.9%升至 26H1 的 67.7%，头部集中度高且延续集中趋势。细分业务看，11 家头部机构 26H1 代买收入份额达 65.5%，同比提升 1.7 个百分点；中信证券+国泰海通 26H1 代买收入份额达 21.3%，同比提升 1.7 个百分点。11 家头部机构 26H1 代销收入份额达 71.8%，同比提升 1.4 个百分点；中信+国泰海通 26H1 代销收入份额达 23.3%，同比提升 0.2 个百分点。11 家头部机构 26H1 资管业务净收入份额达 73.8%，同比-1.1 个百分点。中信+广发 26H1 资管收入份额达 43.8%，同比提升 0.8 个百分点。**从中期趋势（2019-2026 H1）看，**11 家头部机构大财富业务收入份额处于提升通道。整体收入份额由 2019 年的 66.8%升至 26H1 的 67.7%，期间提升 0.8 个百分点。其中，代销收入头部集中度抬升趋势最为显著，由 2019 年的 65.2%提升至 2026H1 的 71.8%，期间提升 6.7 个百分点，或反映出头部机构领先的财富管理转型推动力度；资管业务净收入头部集中度水平最高，由 2019 年的 70.3%提升至 26H1 的 73.8%，期间提升 3.5 个百分点；代

下载日志已记录，仅供内部参考

买收入整体集中度最低、整体保持平稳，体现出分散化的竞争格局，但 2024 年以来呈现提升趋势。

图 3：11 家头部机构大财富业务及细项收入份额变化情况（2019-2026H1）



资料来源：Wind、申万宏源研究

注：11 家机构包括中信证券、国泰海通、华泰证券、广发证券、招商证券、中国银河、中信建投、国信证券、东方证券等 11 家券商。

综合业务创收规模、贡献占比以及细分业务经营景气度及业务结构，中信、广发大财富业务经营质效整体领先。从收入规模看，中信证券、国泰海通、广发证券大财富业务经营规模整体领先，26H1 业务收入规模超百亿；东方证券总体经营规模相对居后，26H1 业务收入规模在 30 亿元以下。**从收入贡献占比看，**国信、广发、中信、建投、华泰等大财富业务收入贡献占比更为突出。初步测算 26H1 大财富业务收入贡献占比，国信（56.3%）、广发（39.0%）、中信（38.9%）、建投（38.4%）、华泰（38.1%）等整体收入贡献占比更为突出。**从细分业务经营表现看，**国泰海通、华泰、中信实现了更强劲的代买收入增长，而银河、招商相对偏弱；国信、广发、华泰等实现了强劲的代销收入增长，招商、建投、东方相对偏弱；国泰海通、东方等实现了更为强劲的资管业务净收入增长，而银河、国信、招商呈现同比负增。**从业务结构看，**银河、招商、国信等代买收入占比更高，传统零售经纪画像更为突出；中信、广发等大财富业务体系收入结构更为全面均衡。

1.3 三大业务经营呈现不同特征

从细分业务 26H1 经营情况看，三大业务经营呈现不同特征：

下载日志已记录，仅供内部参考

一是零售经纪业务“量增价减”。行业整体经营均呈现出代买创收增速显著弱于市场交易量增的情况，背后主要因素预计为三大方面：**1）行业佣金费率延续下行。**初步测算26H1 行业平均佣金费率降至万分之 1.38，较 25 年进一步下滑约 16%。**2）股票、基金交易结构占比发生变化，基金成交额占比提升。**具体数据看，26H1 基金成交额占比延续提升趋势，24H1/25H1/26H1 分别为 12.9%/15.6%/16.2%）；**3）量化交易市占比或有提升。**

二是私募产品销售等驱动代销收入高增。面向高净值人群的私募产品销售驱动代销收入高增，成为 26H1 大财富业务经营的重要结构性亮点。国信证券 26H1 公私募产品保有规模双创历史新高，其中私募产品保有同比增长近 50%。东方证券 26H1 积极搭建私募生态圈，持续产品线拓展与差异化布局，搭建量化指增、量化 CTA 等差异化策略与产品线，满足不同风险偏好客户的多元化配置需求。报告期内，公司非货私募类产品销售规模同比增长 218.10%，期末保有规模较年初增长 43.24%，创下历史新高。

三是资管业务收入增速分化。导致增速分化的核心因素预计在产品结构布局、主动管理能力差异、治理机制等方面。**券商资管方面**预计主要在于产品布局与主动管理能力差异。对比东证资管与招商资管，两家券商资管均获公募牌照，但东证资管权益产品布局领先，而招商资管核心产品线为货基产品（受市场利率环境影响）；同时，东证资管 26H1 私募业务迎来爆发式增长，共成立私募产品 209 只，新增规模人民币 365 亿元，整体规模同比+96%。**公募基金**盈利增速表现也有差异，或主要体现在治理机制等经营方面。

2.财富零售业务聚焦客群经营、代销保有

2.1 头部机构 26H1 财富零售景气经营，业务结构存在差异

26H1 财富零售业务景气经营，头部机构收入结构存在差异。聚焦财富零售业务方面，11 家机构 26H1 合计实现证券经纪业务净收入约 590.7 亿元，同比+59%；其中，代买/席佣/代销收入分别同比+53%/+74%/+89%。结构整体约为代买：席佣：代销为 8：1：1。26H1 末，11 家机构代理买卖证券款合计约为 35,256 亿元，同比+36%。细分业务机构经营前文已作讨论，代理买卖证券款方面银河、招商、建投等机构增速较快。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 4：头部梯队券商财富零售业务经营数据情况（亿元）

券商	证券经纪业务净收入（26H1）	同比增速	代理买卖（26H1）	同比增速	席位租赁（26H1）	同比增速	产品代销（26H1）	同比增速	代买占比（26H1）	席佣占比（26H1）	代销占比（26H1）	代理买卖证券款	较25年末
中信证券	91.0	54%	65.0	49%	9.9	45%	16.0	91%	71%	11%	18%	6,937	34%
国泰海通	90.0	75%	72.4	70%	9.7	119%	7.9	77%	80%	11%	9%	6,858	33%
广发证券	60.3	70%	45.3	61%	5.7	81%	9.2	128%	75%	9%	15%	3,170	39%
华泰证券	59.3	68%	46.6	61%	6.5	84%	6.2	114%	79%	11%	11%	3,350	39%
国信证券	54.7	61%	46.1	53%	2.3	92%	6.3	144%	84%	4%	11%	1,460	19%
中国银河	51.8	52%	46.1	48%	1.1	61%	4.6	96%	89%	2%	9%	3,348	50%
招商证券	50.4	42%	41.9	38%	4.3	83%	4.2	53%	83%	8%	8%	2,276	47%
中信建投	43.9	50%	32.9	49%	4.5	50%	6.5	56%	75%	10%	15%	2,629	50%
东方证券	13.8	52%	9.9	51%	2.7	80%	1.2	20%	72%	19%	9%	1,768	20%
合计	590.7	59%	460.7	53%	55.8	74%	74.0	89%	78%	9%	13%	35,256	36%

资料来源：Wind、申万宏源研究

注：以上数据均为净收入统计口径。

2.2 客群格局逐步清晰，线上引流值得关注

客户存量维度看，目前行业零售客群沉淀格局逐步清晰。国泰海通通过推动关键并购整合，整体客户数在 26H1 末已达 4,089 万户，存量优势突出明确。**其他头部机构零售客群体量约分为三大层次：1）**零售财富业务基础较好的国信、招商、银河、建投、中信等，整体客群存量规模在 2,000 万户左右。**2）**零售财富业务仍在积蓄发展中的部分头部机构，整体客群规模在 1,000 万户左右。**3）**区域画像特色显著的东方证券，目前客群储备在 350 万户左右规模，预计上海证券整合落地后会得到进一步补充增厚（财富管理客户资金账户总数预计增加至 500 万+户，300W+级高净值客户数预计增长 50%），且上海区域客群特色标签会更为清晰。

客户增长维度看，线上引流是客群规模夯实重要一招。从中报披露客群数据的头部机构看，26H1 建投客群规模增速较快，较上年末增长约 11%，得益于线上引流的优质经营成效。26H1 中信建投全面深化多渠道、多模式线上渠道布局，有效提升客户数量和用户黏性，互联网引流效果位居行业前列，26H1 证券经纪业务新开发客户 202.65 万户，同比+143.92%。其中，线上获客数量同比+231.39%，新增高净值客户数量同比+157.38%。

下载日志已记录，仅供内部参考

拟以客均资产值初步刻画不同券商的客户画像，中信等高净值客群基础更优，也收获了更快的客均资产增速，关注细分客群经营发力举措质效。初步推测这一趋势或由三大因素导致：**1)** 公司 26H1 新客获取结构更优；**2)** 公司存量高净值客群在 26H1 收获了优异的资产配置回报体验，并进一步提升相关配置；**3)** 机构类客户开发能力更优。重点关注跟进中信等头部机构高净值客群经营举措，如企业家办公室客户经营等。

图 5：头部梯队券商零售客群基础数据情况

券商	客户数量（万户）		客户资产（万亿）		客均资产（万元）	
	26H1	较上年末增长	26H1	较上年末增长	26H1	较上年增长
中信证券	1,800	7%	17	14%	94.4	7%
国泰海通	4,089	4%		12%		
华泰证券						
广发证券						
招商证券	2,207	5%	5.78	9%	26.2	4%
中国银河	2,050	6%				
中信建投	1,900	11%				
国信证券	2,400	6%				
东方证券	349	6%	1.16	8%	33.3	1%

资料来源：Wind、上市券商半年报、申万宏源研究

2.3 以代销产品保有规模观测财富管理转型节奏力度

头部机构持续推动财富管理收入结构优化，锚定 AUM 发力业务转型，推动买方投顾业务规模高增。从头部机构产品保有规模增长情况看，其财富管理收入结构持续优化，逐步推动以资产保有规模等存量收费为主的收入模式。从图 4 中信证券零售财富业务收入结构看，公司目前代买：代销约为 7：2（11 家头部机构合计值约为 8：1）。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 6：头部梯队券商代销产品保有规模及买方投顾保有规模数据情况

券商	代销金融产品保有量（亿元）		买方投顾规模（亿元）	
	26H1	较25年增长	26H1	较25年末增长
中信证券	10000	25%		
国泰海通	7,859	32%	1,300	64%
广发证券	4,500	22%		
招商证券			86	85%
中国银河	2,870	14%	120	88%
中信建投	4,770	16%		
东方证券	789	13%	158	-8%

资料来源：Wind、申万宏源研究

3.大资管业务贡献稳健盈利增长动能

3.1 以盈利贡献占比观测大资管业务特色标签

大资管业务方面，11 家头部机构由券商资管子+参/控股公募基金构成的大资管业务整体对 26H1 盈利高增形成稳健贡献。

广发证券、东方证券等大资管业务贡献占比更高，标签特色更为突出。从利润贡献占比、旗下机构组成情况看，广发证券、东方证券、华泰证券、招商证券等机构大资管业务布局特色鲜明。其中，26H1 广发证券旗下广发基金、易方达基金及广发资管合计约贡献 16.7%盈利，是重要的稳健业绩利源。而聚焦广发基金亮眼盈利增速驱动因素，主要是基金管理费收入+投资收入双轮驱动。东方证券依托券商资管子和两家参股公募（汇添富/长城），实现了靓丽的大资管业务创收表现，26H1 整体大资管板块盈利贡献合计约 16%，大资管业务特色标签明确突出。



下载日志已记录，仅供内部参考

图 7：26H1 头部券商核心大资管平台盈利贡献情况

券商	类别	具体平台	性质	持股比例	26H1 净利润（亿元）	同比增速	26H1归母净利润贡献占比	26H1大资管合计贡献占比
中信证券	券商资管	中信证券资管	全资资管子	100%	4.3	24.5%	1.8%	5.6%
	参/控股公募	华夏基金	控股公募	62%	14.1	25.8%	3.8%	
国泰海通	券商资管	国泰海通资管	全资资管子	100%	3.3	31.1%	1.6%	5.2%
	参/控股公募	华安基金	控股公募	51%	5.7	13.0%	3.5%	
		海富通基金	控股公募	51%	2.1	97.2%		
		富国基金	参股公募	28%	11.4	23.7%		
华泰证券	券商资管	华泰证券资管	全资资管子	100%	4.8	-32.8%	4.1%	10.2%
	参/控股公募	华泰柏瑞	参股公募	49%	1.9	-8.1%	6.1%	
		南方基金	参股公募	41%	15.0	25.8%		
广发证券	券商资管	广发资管	全资资管子	100%	0.8	扭亏	0.7%	16.7%
	参/控股公募	广发基金	控股公募	55%	24.6	108.4%	16.0%	
		易方达基金	参股公募	23%	23.3	24.3%		
招商证券	券商资管	招商资管	全资资管子	100%	1.4	-6.5%	1.4%	8.5%
	参/控股公募	博时基金	参股公募	49%	8.0	5.3%	7.1%	
		招商基金	参股公募	45%	8.0	1.6%		
东方证券	券商资管	东证资管	全资资管子	100%	3.7	85.4%	8.2%	16.0%
	参/控股公募	汇添富	参股公募	35%	9.1	90.3%	7.8%	
		长城基金	参股公募	18%	1.7	22.1%		
中信建投	参/控股公募	中信建投基金	控股公募	100%	0.6	50.0%	0.7%	0.7%
中国银河	券商资管	银河金汇	全资资管子	100%	0.2	-57.1%	0.2%	0.2%
国信证券	券商资管	国信资管	全资资管子	100%	0.6	10.3%	1.0%	5.7%
	参/控股公募	鹏华基金	参股公募	50%	5.3	38.1%	4.7%	

资料来源：Wind、上市公司半年报、申万宏源研究

3.2 公募机构盈利增速出现分化

公募机构盈利增速出现分化，或由治理机制、产品布局等多重因素所致。头部机构中，广发证券、招商证券旗下均有两家规模领先的参/控股公募基金机构。整体看，广发基金与易方达基金在 26H1 呈现出更优的盈利增速表现，对广发证券盈利增长形成了更为强劲的大资管业务驱动。

4.大财富业务下半年经营展望

展望下半年行业大财富业务经营趋势，主要有以下四点展望：

下载日志已记录，仅供内部参考

一是大资管业务稳健增收，成为大财富业务经营“稳定器”。考虑到大资管业务商业模式特征，预计能持续依托客户资产沉淀，为大财富业务板块创造稳健收入贡献。若年内亮眼表现得以保持，预计相关业绩报酬将进一步增厚大资管板块收入贡献。

二是中期维度看，财富管理转型趋势、头部集中大势延续，将持续推动头部机构代销收入在大财富业务中的收入占比提升。26H1 头部机构代销收入在私募产品销售等驱动下实现高增。中期看，随着头部机构持续推动锚定 AUM 的财富管理业务转型，发力买方投顾等重点业务，预计以头部机构为代表的领先机构将持续推动产品代销收入结构占比提升，实现以资产保有规模等存量收费为主的收入模式。

三是代买收入环比下滑压力或低于市场预期。26H2 以来，市场交投活跃度环比转弱，7 月/8 月市场日均股基交易额连续环比下滑，分别环比-10.1%/-16.3%，市场担忧代买收入随市场交易活跃度边际转弱承压。但考虑到量化交易等因素，预计代买收入压力较市场交易量下滑或更为缓和，行业综合佣金费率企稳。

四是关注客群经营“哑铃”两侧发力。从 25 年至 26H1 头部机构财富零售经营看，客群经营重点突出分类分层，围绕两侧发力：**1）高净值客群：**关注高净值客群规模增长及精细化经营（如研究、投行、两融、财富等多业务条线综合服务；家办、私行等业务线发展等）；**2）线上引流：**对于年轻客群资产的获取沉淀，线上引流是重要经营方式，为财富管理业务经营持续夯实客群基础。

5.关注大财富业务发展领先的头部机构布局机会

着眼我国居民权益资产配比提升潜在空间、新生年轻群体入市及财富传承等长周期、大趋势，券商由财富零售+大资管业务构建的大财富业务体系拓收增收空间广袤。我们认为，头部机构或凭借领先的业务前瞻布局、财富客群基础、跨业务线综合服务等系列优势，领先受益于大财富业务扩容增收。**聚焦大财富业务布局优势，推荐中信证券、广发证券、国泰海通、华泰证券、招商证券、中信建投。**

下载日志已记录，仅供内部参考

图 8：重点券商估值情况（2026/9/4）

证券代码	证券简称	收盘价	周涨跌幅	2024/9/24至今最高价	924至今区间最高价日	当前收盘价在924至今分位数	当前收盘价在250407至今分位数	PB（LF）	10年分位数	净利润-2025	净利润增速-2025	净利润增速-2026E	2025 PB	2026E PB
	单位	元	%	元		%		倍	%	亿元	%		倍	倍
600030.SH	中信证券	28.0	0.21	36.5	2024-11-08	54%	54%	1.40	38%	300.8	39%	33%	1.47	1.36
601211.SH	国泰海通	17.9	-0.28	22.4	2026-01-06	35%	32%	0.95	24%	213.9	72%	27%	0.98	0.93
000776.SZ	广发证券	22.2	3.59	25.4	2026-07-01	85%	79%	1.26	58%	137.0	42%	43%	1.30	1.25
601688.SH	华泰证券	19.6	0.77	25.8	2026-01-06	58%	44%	0.99	30%	163.8	81%	19%	1.02	0.94
300059.SZ	东方财富	19.2	-1.39	31.0	2024-11-08	7%	8%	3.08	7%	120.8	26%	23%	24.87	22.27
601881.SH	中国银河	12.4	0.97	19.3	2025-03-14	9%	12%	1.13	10%	125.2	25%	18%	1.15	1.05
601377.SH	兴业证券	6.0	0.51	7.9	2025-12-08	26%	28%	0.92	10%	28.7	33%	13%	0.92	0.81
601066.SH	中信建投	25.3	-1.17	33.1	2024-11-08	52%	53%	2.24	16%	94.4	31%	30%	2.36	2.16
600999.SH	招商证券	18.5	-0.91	23.5	2024-10-09	75%	87%	1.28	35%	123.5	19%	47%	1.33	1.24
600958.SH	东方证券	9.3	0.87	12.5	2024-10-09	19%	25%	0.97	9%	56.3	68%	32%	0.99	0.94
002736.SZ	国信证券	10.3	-0.19	16.2	2025-08-26	15%	18%	1.08	10%	110.7	35%	12%	1.07	0.87
601555.SH	东吴证券	8.5	3.80	10.7	2025-08-25	58%	46%	0.97	32%	35.5	50%	4%	0.97	0.95
601456.SH	国联民生	8.9	0.22	14.7	2024-12-27	7%	10%	0.97	4%	20.1	405%	18%	0.97	0.93
601878.SH	浙商证券	9.5	1.07	15.9	2024-10-09	9%	13%	1.16	2%	24.1	25%	22%	1.18	1.12
601108.SH	财通证券	8.8	-0.34	9.9	2026-01-26	89%	87%	1.04	18%	26.3	13%	12%	1.09	1.02

注：东吴证券 2026 年盈利预测来自 Wind 一致预测，其他公司 26 年净利润、PB 均来自申万内部模型

注：东方财富采用 PE 估值，10 年分位数实际区间为 2016 年初至今估值中枢

注：国泰海通净利润及同比均采用扣非口径，已标蓝

资料来源：Wind，申万宏源研究

6.风险提示

1）市场交投活跃度超预期下滑。考虑到证券行业财富零售等核心业务线与市场交投活跃度紧密相关，若后续国内权益市场呈震荡走势、市场交投活跃度超预期下滑，行业相关业务线拓收将遭遇逆风经营场景，盈利贡献或不及预期。

2）居民增配权益资产进程不及预期。对于券商财富零售+大资管业务经营拓收而言，居民家庭负债表增配权益资产是重要的中长期驱动力，若相关进程不及预期，大财富业务整体形成的盈利贡献或不及预期。

3）行业机构财富管理转型推进力度不及预期。在市场顺风经营周期，行业推动财富管理转型的当期紧迫性或有下降，财富管理转型相关的能力人才队伍建设工作推进力度或不及预期。

下载日志已记录，仅供内部参考

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）　　：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform）　　：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral）　　：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform）　　：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）　　：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）　　：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)　　：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数　　：沪深 300 指数（A 股）、恒生中国企业指数（H 股）、纳斯达克指数（美股）

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。