下载日志已记录，仅供内部参考

非银金融

2026 年 09 月 07 日

盈利结构比增速更重要，三大叙事支撑头部券商重估

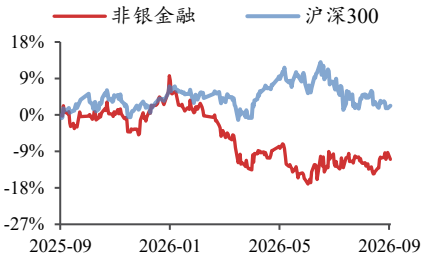
——上市券商 2026 年中报综述

高超（分析师）
gaochao1@kysec.cn
证书编号：S0790520050001

卢崑（分析师）
lukun@kysec.cn
证书编号：S0790524040002

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《看好红利特征下非银板块机会，财政部增资险企落地—行业周报》-2026.9.6

《券商中报关注海外和代销高增，险资增配 OCI 股票—行业周报》-2026.8.30

《保险资负管理新规利好估值提升，7 月私募规模高增—行业周报》-2026.8.23

● 盈利结构比增速更重要，三大叙事支撑头部券商重估

本轮头部券商盈利高增既受益于市场景气回升，也体现大财富管理、国际业务及科创投行投资的成长性。产品 AUM 积累带来持续性收费，海外客需业务扩张带动规模与利润增长，科创项目融资及项目上市贡献承销收入与投资收益。相比当期增速，我们更看重 AUM 费类收入和客需业务增长带来的盈利持续性，同时关注科创投资收益对单季利润的影响。头部券商在三条业务主线上布局较深，客户与项目获取优势有望进一步转化为市场份额，叠加资本配置效率提升与持续分红，看好 ROE 中枢抬升带来的估值修复。推荐中信证券、广发证券、华泰证券、中金公司 H、国泰海通。其中，中信、华泰、广发、中金增长来源较为多元，盈利持续性相对更强；国泰海通兼具整合空间与科创投资弹性。

● 中报盈利高增，代销与海外业务表现亮眼，科创投资放大利润弹性

2026 上半年 39 家上市券商调整后营收、扣非归母净利润分别为 3562 亿元、1515 亿元，同比+64%；头部券商扣非净利润同比+74%，年化加权 ROE 平均 13.7%，增速与盈利能力均领先。分业务看，代销收入同比+85%，前期保有积累逐步贡献收入，产品保有及买方投顾规模继续扩大；境外收入同比+70%，客需业务发展与扩表共同带动盈利增长；境内外 IPO 回暖推动投行净收入同比+25%，头部券商同比+41%，明显优于中小券商的-1%。科创直投跟投放大部分券商利润弹性，招商、国泰海通 PE 及另类子公司利润贡献较高，华泰、广发、中金相关占比较低且同比变化较小，盈利增长对该类收益的依赖相对有限。

● 业务结构优化、头部份额提升与资本回报改善，构成券商投资三大叙事

（1）慢牛环境有利于客户资产沉淀，居民财富配置、企业跨境融资与科创企业成长需求，推动三大业务转型。财富管理存量收费与海外客需收入增长增强盈利持续性，科创项目积累贡献承销、管理及投资机会。（2）跨境、场外衍生品及综合投行业务对资格、资本、客户网络与专业能力的要求更高，头部券商长期投入形成竞争壁垒，有望推动增量业务向头部集中，并通过规模效应与综合服务转化为盈利优势。（3）相较于历史大额配股，本轮部分券商通过 H 股融资支持境外及跨境业务，资本投向更为明确；上市券商中期现金分红同比+45%，年度分红政策总体稳定。审慎融资、提高资本配置效率与持续分红相结合，有利于将盈利增长更充分地转化为每股收益和股东现金回报。

● 风险提示：市场波动及交易活跃度下降风险；投行业务恢复及科创投资收益不及预期风险；财富管理转型及资管业务增长不及预期风险；跨境及衍生品业务监管变化风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

目　录

1、 中报盈利高增，财富管理与国际业务体现结构性亮点 4
1.1、 业绩总览：头部增速与 ROE 领先，盈利分化进一步扩大 4
1.2、 大财富管理：代销高增与保有积累，支撑收入持续增长 7
1.3、 科创投行投资：境内外承销回暖，直投跟投放大利润弹性 11
1.4、 国际业务与扩表：海外客需业务增长，扩表驱动 ROE 持续提升 15
2、 三大叙事支撑头部券商盈利持续性与股东回报改善 19
2.1、 业务结构优化：慢牛环境推动三大业务转型，盈利持续性有望增强 20
2.2、 头部市占率提升：跨境与综合服务壁垒强化，行业增量向头部集中 21
2.3、 资本约束与分红：审慎融资与持续分红，重视资本回报 22
3、 投资建议：重视盈利持续性，看好头部券商重估 23
4、 风险提示 24

图表目录

图 1： 2026H1 上市券商调整后营收/归母净利润同比+47%/+49% 4
图 2： 2026 单 Q2 归母净利润同比增速+84%，环比+55% 4
图 3： 2026H1 上市券商年化 ROE 11.4%，同比+3pct 5
图 4： 2026H1 上市券商权益乘数 4.4 倍，同比+15% 5
图 5： 2026H1 行业净佣金率万 1.4，同比-23% 7
图 6： 两融收益率下降，竞争加剧导致利差下降 7
图 7： 上半年席位和代销同比增速优于代买净收入，头部券商代买净收入增速高于中小券商，反映市占率提升 9
图 8： 2026Q2 A 股 IPO 募集规模 472 亿元，底部复苏 12
图 9： 2026Q2 港股 IPO 规模 996 亿港元，保持景气 12
图 10： 2026Q2 债券承销规模 4.6 万亿元，保持稳健 12
图 11： 2026Q2 再融资 1497 亿元，高基数下同比下降 12
图 12： IPO 业务向头部券商集中 13
图 13： 头部券商 IPO 储备项目数充足 14
图 14： 国际子公司 ROE 进一步提高 16
图 15： 头部券商扩表幅度更大，海外资产增长较快，TPL 中的股票与债券均有所增长（单位：亿元） 17
图 16： 业务转型、头部集中与资本管理共同支撑券商重估 19
图 17： 头部券商收入结构分化，海外与财富管理布局各具优势 20
图 18： 头部券商盈利来源存在差异，直投跟投贡献影响利润弹性 21
图 19： 跨境与综合服务能力强化头部券商竞争优势 21

表 1： 2026H1 经纪、利息净收入、投资收益同比高增 50%以上，驱动净利润增长 5
表 2： 2026Q2 投资收益环比+97%显著增长 5
表 3： 头部券商上半年净利润同比增速和 ROE 表现显著优于中小券商 6
表 4： 2026 上半年代买/席位/代销净收入同比+50%/+76%/+85%，两融利息收入同比+25%，席位和代销同比增速显著 8
表 5： 头部券商代销保有和买方投顾规模保持增长，财富管理转型持续推进 8
表 6： 头部基金公司收入和净利润普遍高增 9
表 7： 上市券商参控股公募基金及资管子公司 2026H1 利润贡献 10
表 8： 2026 上半年头部券商投行收入同比+41%，中小券商投行收入同比-1% 13
表 9： 招商证券、国泰海通、中信建投、长江证券 PE+另类子净利润贡献明显增长，受益于科技股直投跟投 14

下载日志已记录，仅供内部参考

表 10： 境外收入同比高增 15
表 11： 2026H1 头部券商国际业务延续高景气，国际子公司扩表与盈利释放同步加速 16
表 12： 头部券商权益衍生工具名义本金较年初增长，客需业务需求旺盛 17
表 13： 2026 年以来券商持续加码境外资本投入，国际业务进入扩表与整合并行阶段 17
表 14： 头部券商年度分红率呈现差异，多家公司保持稳定分红安排 22
表 15： 受益标的估值表 23

下载日志已记录，仅供内部参考

口径说明：考虑数据连续性，我们选取 39 家上市券商研究，暂不含财达证券、首创证券、信达证券。（考虑海通证券退市，2024 年度数据我们使用国泰君安备考合并财报数据以弥补海通证券退市的影响，实现数据连续可比）

1、 中报盈利高增，财富管理与国际业务体现结构性亮点

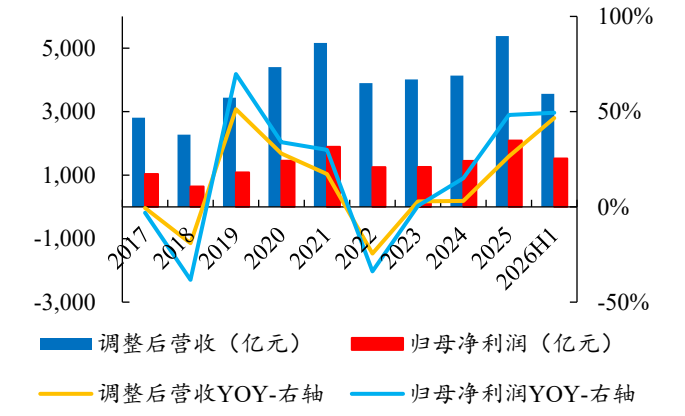
1.1、 业绩总览：头部增速与 ROE 领先，盈利分化进一步扩大

（1）2026H1 上市券商归母净利润+49%，2 季度环比+55%，ROE11.4%，同比+3.5pct，盈利水平向好。上半年 39 家上市券商调整后营收/归母净利润分别为 3562/1526 亿，同比+47%/+49%，单 Q2 归母净利润 927 亿，同比+84%，环比+55%，上半年扣非归母净利润 1515 亿，同比+64%。上半年上市券商年化加权 ROE 达 11.4%，同比+3.5pct，期末权益乘数（扣客户保证金）4.44 倍，同比+15%。

（2）经纪、投行和投资同比高增：上半年经纪、投行、资管、利息净收入、投资收益分别同比+55%、+25%、+30%、+52%、+52%，经纪、投行和投资业务共同驱动盈利上行。Q2 环比看，投资收益环比+97%是核心驱动，驱动收入、归母净利润环比+41%、+55%。

（3）头部券商业绩增速与 ROE 领先，盈利分化进一步扩大。2026H1 头部券商扣非净利润同比+74%，高于中小券商的+41%；年化加权 ROE 平均为 13.7%，高于中小券商的 7.7%。头部券商在大财富管理、国际业务及科创投行投资领域布局较深，能够更多受益于产品销售、跨境交易和科技融资需求增长。增量业务占比较高，叠加客户与项目获取优势、资本运用效率改善，共同推动盈利能力领先。

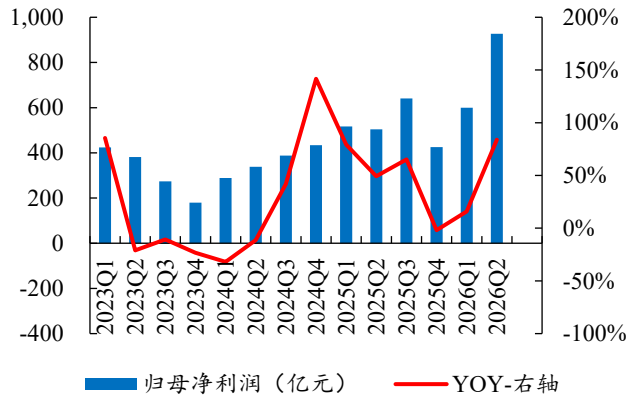
图1：2026H1 上市券商调整后营收/归母净利润同比+47%/+49%



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：调整后营收=营业收入-其他业务成本

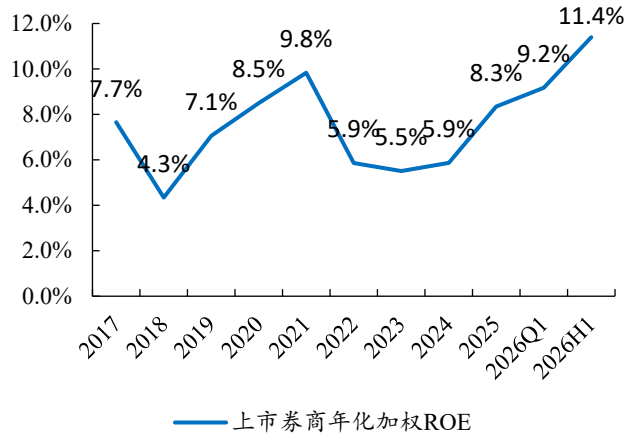
图2：2026 单 Q2 归母净利润同比增速+84%，环比+55%



数据来源：Wind、开源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

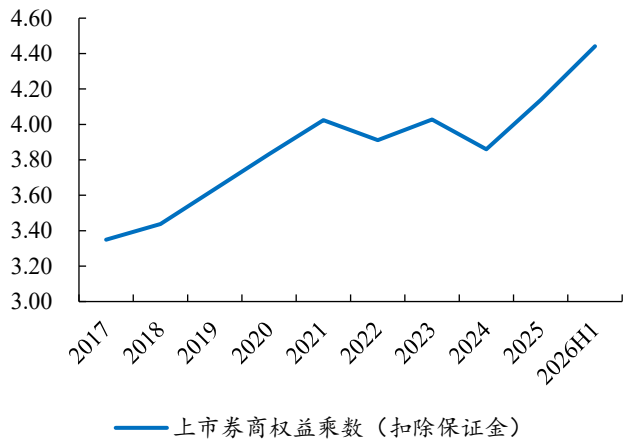
图3：2026H1 上市券商年化 ROE 11.4%，同比+3pct



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：关于 2024 年归母净资产，我们使用国泰君安备考合并财报的归母净资产以弥补海通证券退市的影响，实现数据连续可比。

图4：2026H1 上市券商权益乘数 4.4 倍，同比+15%



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：权益乘数=（总资产-代理买卖证券款）/归母净资产

表1：2026H1 经纪、利息净收入、投资收益同比高增 50%以上，驱动净利润增长

39 家上市券商合计	2025H1		2026H1		YOY
	金额（亿元）	收入占比	金额（亿元）	收入占比	
经纪业务	624.6	26%	965	27%	55%
投行业务	152.5	6%	191	5%	25%
资管业务	207.8	9%	270	8%	30%
利息净收入	194.9	8%	297	8%	52%
投资收益（含公允价值变动损益）	1,159.0	48%	1758	49%	52%
调整后营业收入	2,428.2		3,562		47%
管理费用	1,233.8		1,523		23%
营业利润	1,170.3		1,969		68%
归母净利润	1,021.3		1,526		49%
ROE	7.81%		11.4%		+3.3pct
权益乘数（剔除客户保证金）	3.85		4.44		15%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：权益乘数=（总资产-代理买卖证券款）/归母净资产

表2：2026Q2 投资收益环比+97%显著增长

单位：亿元	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	环比	同比
经纪业务	302	476	397	466	499	7%	65%
投行业务	87	94	145	87	104	19%	20%
资管业务	109	118	130	133	137	4%	26%
利息净收入	117	141	157	146	150	3%	29%
投资收益（含公允价值变动损益）	656	778	406	591	1,166	97%	78%
调整后营业收入	1,303	1,666	1,285	1,481	2,081	41%	60%

下载日志已记录，仅供内部参考

单位：亿元	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	环比	同比
管理费用	655	769	683	694	829	19%	26%
营业利润	638	855	540	767	1,202	57%	88%
归母净利润	504	641	426	599	927	55%	84%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表3：头部券商上半年净利润同比增速和 ROE 表现显著优于中小券商

序号	名称	扣非归母净利润（亿元）				年化加权 ROE		序号	名称	扣非归母净利润（亿元）				年化加权 ROE	
		2026H1	上半年同比	2026Q2	季度环比	2026H1	同比			2026H1	上半年同比	2026Q2	季度环比	2026H1	同比
1	国泰海通	195.1	168%	138.0	142%	11.8%	+6.1pct	22	国金证券	12.7	21%	6.1	-9%	7.3%	+0.8pct
2	中信证券	236.1	74%	134.1	31%	15.6%	+5.8pct	23	东兴证券	10.3	25%	6.7	90%	6.5%	+0.8pct
3	华泰证券	117.0	57%	69.0	44%	12.6%	+4.0pct	24	长城证券	13.9	1%	7.7	24%	8.6%	-0.4pct
4	广发证券	119.0	89%	71.9	53%	16.2%	+6.5pct	25	西部证券	10.3	33%	7.5	171%	6.8%	+1.5pct
5	中国银河	77.8	20%	44.6	34%	12.0%	+1.7pct	26	天风证券	2.2	802%	2.5	-827%	1.5%	+1.3pct
6	招商证券	106.3	105%	73.6	125%	16.4%	+8.1pct	27	华安证券	20.8	102%	16.5	284%	16.2%	+7.1pct
7	中金公司	80.3	89%	45.0	27%	15.2%	+6.9pct	28	西南证券	5.9	47%	2.9	1%	4.6%	+1.3pct
8	国信证券	57.2	6%	36.1	72%	10.5%	-0.02pct	29	华西证券	9.7	91%	5.8	48%	7.7%	+3.4pct
9	中信建投	77.6	74%	41.4	14%	16.5%	+6.3pct	30	红塔证券	5.0	-24%	3.2	71%	4.1%	-1.3pct
10	申万宏源	56.0	33%	32.8	41%	10.0%	+2.0pct	31	南京证券	8.0	29%	5.0	71%	6.8%	
11	东方证券	44.2	31%	29.3	97%	11.0%	+2.5pct	32	国海证券	5.5	50%	2.9	15%	4.8%	+1.5pct
12	光大证券	20.6	34%	10.3	0%	6.6%	+1.6pct	33	东北证券	7.4	78%	3.3	-19%	7.5%	+3.0pct
13	兴业证券	20.8	61%	13.6	89%	7.2%	+2.6pct	34	中银证券	7.0	32%	3.5	-2%	7.7%	+1.5pct
14	方正证券	30.0	27%	15.4	5%	11.4%	+1.7pct	35	山西证券	5.7	15%	3.3	38%	6.4%	+0.7pct
15	国联民生	14.1	25%	9.2	90%	5.4%	+0.3pct	36	第一创业	6.9	44%	4.9	152%	7.9%	+2.1pct
16	中泰证券	16.7	141%	12.6	205%	7.5%	+4.1pct	37	中原证券	4.0	57%	2.3	41%	5.7%	+2.1pct
17	东吴证券	24.1	26%	16.1	102%	11.1%	+2.0pct	38	太平洋	1.4	17%	1.2	413%	2.9%	+0.4pct
18	长江证券	31.6	85%	16.9	15%	16.8%	+7.3pct	39	华林证券	2.3	-22%	1.4	50%	7.0%	-2.8pct
19	财通证券	18.6	79%	12.8	118%	9.8%	+3.9pct		**合计**	**1,515.0**	**64%**	**929.5**	**59%**	**9.3%**	**+2.6pct**
20	国元证券	17.0	20%	11.6	116%	8.8%	+1.4pct		**头部券商**	**1,122.5**	**74%**	**686.5**	**57%**	**13.7%**	**+4.7pct**
21	浙商证券	16.0	41%	8.5	12%	8.6%	+2.2pct		**中小券商**	**392.5**	**41%**	**243.1**	**63%**	**7.7%**	**+1.8pct**

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：以中报净资产从大到小排序，头部券商为排名前 10 券商， 中小券商为剩余券商，全文口径相同。扣非归母净利润对应的头部和中小券商数据为合计值及对应同比，年化加权 ROE 部分为平均值及对应同比。

下载日志已记录，仅供内部参考

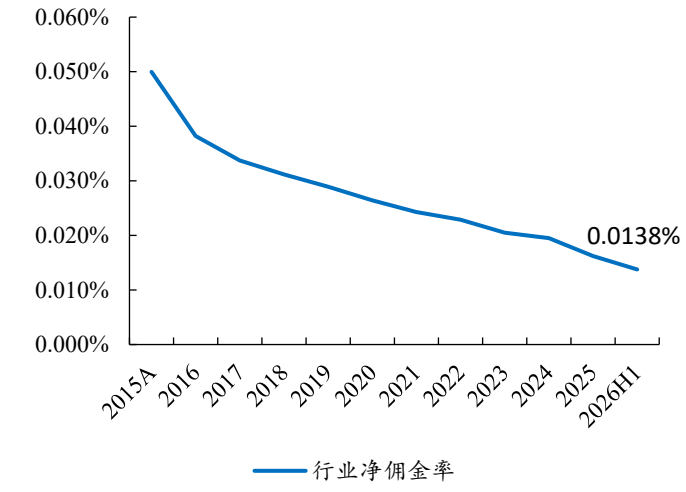
1.2、 大财富管理：代销高增与保有积累，支撑收入持续增长

交易活跃支撑经纪与两融收入增长，价格竞争推动券商深化财富管理转型。 2026H1 市场日均股基成交额同比接近翻倍，带动上市券商证券经纪净收入同比+56%，但行业净佣金率降至约万 1.38，两融收益率及利差亦延续下降，规模扩张向收入增长的转化效率下降。在此背景下，券商持续拓展产品配置与投顾服务，客户资产积累与综合服务能力提升对财富管理业务增长的重要性进一步增强。

代销高增反映销售回暖与前期保有积累，产品及投顾规模增长增强收入持续性。（1）2026H1 上市券商代销金融产品净收入同比+85%，快于代理买卖证券净收入的+50%，其中国信、广发、华泰均实现翻倍增长。除当期销售回暖外，2025 年产品保有规模增长亦逐步贡献持有期服务收入，2026 年新增保有资产有望继续贡献后续年度收入。（2）上半年多家头部券商产品保有规模较年初实现双位数增长，中金、国泰海通买方投顾规模分别较年初增长约 31%、64%。随着产品保有与投顾规模扩大，存量收费基础进一步积累，财富管理收入对当期交易及产品销售的依赖有望下降。

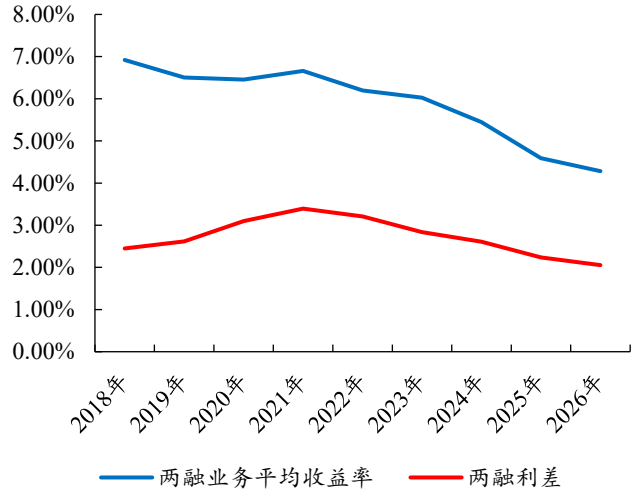
参控股公募与资管布局拓宽盈利来源，广发证券贡献较为突出。2026H1 多数头部公募收入与利润保持增长，按持股比例测算，广发证券旗下公募及资管机构利润贡献占比约 17%，华泰证券、招商证券分别约 10%、8%。AUM 积累为管理费等持续性收入增长提供基础，公募基金轻资本、高 ROE 的业务特征，则有助于头部券商优化盈利结构，为整体 ROE 中枢抬升提供支撑。

图5：2026H1 行业净佣金率万 1.4，同比-23%



数据来源：中证协、Wind、开源证券研究所

图6：两融收益率下降，竞争加剧导致利差下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：上述数据基于上市券商披露数据计算得到。两融业务平均收益率=融出资金利息收入/平均融出资金规模；两融利差=付息债务成本率；付息债务成本率=付息债务利息支出/平均付息债务规模

下载日志已记录，仅供内部参考

表4：2026 上半年代买/席位/代销净收入同比+50%/+76%/+85%，两融利息收入同比+25%，席位和代销同比增速显著

2026H1 上市券商数据	金额（亿元）	YOY
证券经纪业务	895	56%
代理买卖证券款净收入	696	50%
席位租赁净收入	98	76%
代销金融产品净收入	102	85%
两融利息收入	483	25%
市场环境		
市场日均股基成交额	32,621	99%
新开户数（万户）	2,016	60%
市场新发非货基金（亿份）	6,367	20%
市场新发偏股基金（亿份）	3,782	57%
两融融出资金规模	29,971	19%

数据来源：各公司公告、Wind、开源证券研究所

表5：头部券商代销保有和买方投顾规模保持增长，财富管理转型持续推进

券商	代销/产品保有规模（亿元）			买方投顾规模（亿元）		
	2025 末	2026H1	较年初	2025 末	2026H1	较年初
中信证券	8,000+	10,000+	约 25%	1,300+	未披露具体值，规模再创新高	—
中金公司	4,600+	5,300+	约 15%	1,300+	1,700+	约+31%
国泰海通	6,573	7,859（月均）	约 20%	794	约 1,300	63.70%
中信建投	4,100+	4,770+	16%	110.39	未披露绝对值	未披露，较 2025H1 同比 +266.9%
广发证券	3,700+	)0+	22%	—	—	—
中国银河	2,519	2,870+	14%	65+	120+	88%

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图7：上半年席位和代销同比增速优于代买净收入，头部券商代买净收入增速高于中小券商，反映市占率提升

亿元	证券经纪净收入	营收占比	YOY				收入结构（占总收入）		
			证券经纪	代理买卖证券净收入	席位租赁净收入	代销金融产品	代理买卖证券净收入	席位租赁净收入	代销金融产品
中信证券	91.0	18%	54%	49%	51%	91%	13.1%	2.1%	3.2%
国泰海通	90.0	19%	75%	70%	119%	77%	15.3%	2.1%	1.7%
广发证券	60.3	22%	70%	60%	81%	128%	16.9%	2.1%	3.4%
华泰证券	59.3	25%	68%	61%	84%	114%	19.7%	2.7%	2.6%
国信证券	54.7	44%	61%	53%	92%	144%	36.7%	1.8%	5.0%
中国银河	51.8	31%	52%	48%	61%	96%	27.4%	0.6%	2.7%
招商证券	50.4	23%	42%	38%	83%	53%	19.1%	1.9%	1.9%
中信建投	43.9	27%	50%	49%	50%	56%	20.3%	2.8%	4.0%
中金公司	40.2	21%	54%	50%	40%	73%	13.0%	2.4%	5.4%
申万宏源	35.2	25%	55%	45%	119%	152%	21.1%	3.4%	1.0%
方正证券	30.8	42%	46%	40%	92%	108%	36.2%	2.2%	3.6%
中泰证券	25.2	33%	51%	43%	78%	162%	27.7%	3.2%	2.5%
长江证券	23.4	32%	52%	41%	91%	53%	21.3%	8.2%	2.1%
光大证券	21.7	36%	41%	39%	16%	53%	28.3%	1.6%	8.2%
兴业证券	20.3	30%	69%	58%	109%	67%	19.4%	7.3%	3.4%
国金证券	18.2	37%	59%	55%	87%	47%	26.2%	6.4%	4.5%
浙商证券	18.0	31%	63%	55%	49%	135%	20.9%	5.7%	4.9%
东吴证券	14.0	24%	55%	48%	62%	210%	17.8%	5.2%	1.3%
东方证券	13.8	14%	52%	51%	80%	20%	10.4%	2.8%	1.3%
国联民生	13.3	29%	65%	50%	99%	76%	18.0%	9.5%	1.6%
华西证券	12.9	48%	44%	44%	31%	51%	41.9%	3.5%	2.3%
财通证券	11.3	26%	40%	34%	109%	54%	21.3%	1.6%	3.1%
西部证券	9.5	26%	80%	74%	91%	171%	19.7%	4.5%	1.5%
华安证券	8.1	20%	41%	32%	60%	151%	17.0%	0.5%	2.7%
东北证券	8.0	30%	50%	44%	71%	100%	24.2%	4.0%	2.1%
中银证券	7.8	40%	58%	52%	95%	96%	34.0%	1.5%	4.9%
国元证券	7.6	19%	31%	32%	-32%	28%	17.3%	0.1%	1.9%
国海证券	7.1	32%	53%	40%	85%	53%	19.5%	10.7%	1.7%
天风证券	6.8	43%	61%	64%	60%	21%	20.7%	21.5%	0.8%
长城证券	5.7	20%	38%	35%	115%	33%	16.8%	1.3%	1.8%
东兴证券	5.2	21%	27%	29%	2%	17%	19.2%	0.2%	1.5%
华林证券	4.6	54%	39%	40%	-95%	36%	51.9%	0.0%	1.7%
山西证券	4.5	25%	35%	33%	53%	66%	22.5%	1.0%	1.7%
中原证券	4.2	33%	28%	26%	-96%	130%	32.5%	0.0%	0.9%
西南证券	4.0	19%	29%	37%	-17%	11%	16.7%	1.6%	1.0%
南京证券	3.8	21%	38%	38%	-20%	84%	20.1%	0.2%	0.7%
第一创业	3.8	17%	74%	70%	73%	149%	15.2%	1.0%	1.1%
太平洋	3.1	45%	46%	40%	11%	210%	40.1%	0.9%	3.8%
红塔证券	1.3	13%	29%	29%	-37%	2%	12.7%	0.0%	0.1%
上市券商	894.7	25%	56%	50%	76%	85%	19.5%	2.7%	2.9%
头部券商	576.9	23%	59%	53%	75%	90%	18.2%	2.2%	2.9%
中小券商	317.8	29%	50%	44%	76%	73%	22.4%	4.0%	2.7%

数据来源：各公司公告、Wind、开源证券研究所

注：代理买卖证券净收入=代理买卖证券收入-代理买卖证券支出

表6：头部基金公司收入和净利润普遍高增

公司名称（亿元）	2026H1 营收	营收同比	2026H1 净利润↓	净利润同比
广发基金	67.5	73%	24.6	108%
易方达基金	77.4	31%	23.3	24%
工银瑞信基金	/	/	22.2	27%
南方基金	50.1	32%	15.0	26%
华夏基金	57.1	34%	14.1	26%
富国基金	43.5	31%	11.4	24%

下载日志已记录，仅供内部参考

公司名称（亿元）	2026H1 营收	营收同比	2026H1 净利润 ↓	净利润同比
兴证全球基金	22.9	28%	10.1	41%
汇添富基金	34.7	48%	9.1	90%
天弘基金	28.0	1%	9.0	-2%
景顺长城基金	24.2	41%	8.1	49%
博时基金	26.6	13%	8.0	5%
招商基金	29.2	14%	8.0	2%
中欧基金	26.8	45%	6.0	49%
华安基金	19.2	23%	5.7	13%
鹏华基金	24.7	32%	5.3	38%
永赢基金	20.0	123%	5.2	187%
建信基金	/	/	5.2	26%
华泰证券(上海)资管	10.2	-16%	4.8	-33%
中银基金	/	/	4.8	14%
银华基金	19.2	42%	4.3	52%
交银施罗德基金			4.2	2%
东方证券资管	9.8	47%	3.7	85%
兴业基金	9.7	39%	3.6	50%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表7：上市券商参控股公募基金及资管子公司 2026H1 利润贡献

券商	公募/资管机构	持股比例	2026H1 净利润（亿元）	利润贡献（亿元）	合计贡献（亿元）	贡献比重
兴业证券	兴证全球基金	51.00%	10.12	5.16	7.24	33.99%
	南方基金	9.15%	15.03	1.37		
	兴证资管	100.00%	0.7	0.7		
长城证券	景顺长城基金	49.00%	8.07	3.96	4.74	33.97%
	长城基金	47.06%	1.66	0.78		
中泰证券	万家基金	60.00%	2.48	1.49	1.79	10.20%
	中泰资管	60.00%	0.5	0.3		
西南证券	银华基金	44.10%	4.32	1.91	1.91	31.51%
财通证券	财通基金	40.00%	2.92	1.17	3.57	18.77%
	财通资管	100.00%	2.4	2.4		
东方证券	汇添富基金	35.41%	9.13	3.23	7.22	15.97%
	长城基金	17.65%	1.66	0.29		
	东证资管	100.00%	3.69	3.69		
广发证券	广发基金	54.53%	24.59	13.41	19.46	16.70%
	易方达基金	22.65%	23.33	5.28		
	广发资管	100.00%	0.77	0.77		
华泰证券	华泰柏瑞基金	49.00%	1.88	0.92	11.9	10.18%
	南方基金	41.16%	15.03	6.18		
	华泰资管	100.00%	4.79	4.79		

下载日志已记录，仅供内部参考

券商	公募/资管机构	持股比例	2026H1 净利润（亿元）	利润贡献（亿元）	合计贡献（亿元）	贡献比重
招商证券	博时基金	49.00%	8.04	3.94	8.99	8.46%
	招商基金	45.00%	8.02	3.61		
	招商资管	100.00%	1.44	1.44		
东北证券	东方基金	57.60%	0.53	0.3	1.12	14.65%
	银华基金	18.90%	4.32	0.82		
国泰海通	华安基金	51.00%	5.65	2.88	10.45	5.16%
	富国基金	27.78%	11.43	3.18		
	海富通基金	51.00%	2.09	1.07		
	国泰海通资管	100.00%	3.33	3.33		
申万宏源	申万菱信基金	67.00%	0.93	0.62	3.8	6.63%
	富国基金	27.78%	11.43	3.18		
中信证券	华夏基金	62.20%	14.13	8.79	13.08	5.60%
	中信资管	100.00%	4.29	4.29		

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：利润贡献按参控股机构 2026H1 净利润×券商持股比例测算

1.3、 科创投行投资：境内外承销回暖，直投跟投放大利润弹性

境内 IPO 逐步修复、港股融资保持景气，共同带动投行业务增长。2026H1 上市券商投行净收入同比+25%，其中 Q2 境内 IPO 募资规模回升至 472 亿元，港股 IPO 募资规模达 996 亿港元，境内外股权融资需求为投行业务提供支撑。债券承销保持稳健，再融资规模受上年高基数影响同比下降。我们测算，中信、中金国际投行业务收入分别同比+103%、+67%，占各自投行收入约 30%、37%，港股 IPO 及 A to H 项目成为重要增量，拓宽投行业务收入来源。

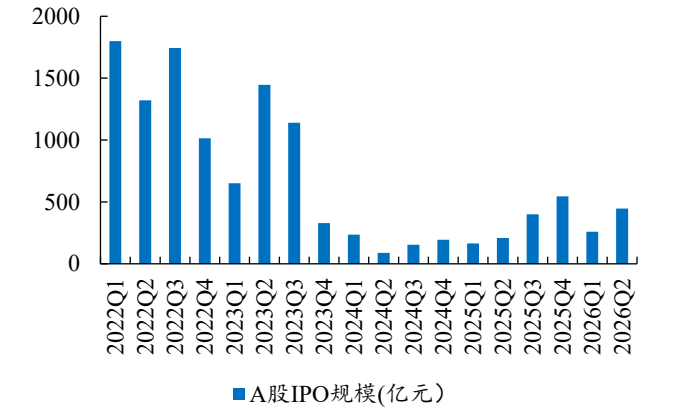
头部券商项目获取与综合服务优势突出，项目储备为后续收入提供支撑。2026H1 头部券商投行收入同比+41%，明显优于中小券商的-1%；“三中一华＋国泰海通”IPO 承销金额市占率合计达 64%，业务维持较高集中度。科创企业融资及跨境上市对行业研究、项目执行与境内外协同能力提出更高要求，头部券商综合服务优势进一步体现。截至 2026 年 9 月 4 日，中信证券、国泰海通 IPO 储备项目数量领先。随着储备项目推进，头部券商有望持续分享科创企业融资需求释放的业务机会。

科创项目上市与重估放大投资收益，直投跟投成为盈利弹性的重要来源。2026H1 招商证券、国泰海通 PE 及另类子公司测算利润贡献占比分别升至 55.1%、37.4%，同比分别提升 53.6、27.5 个百分点；中信建投相应占比升至 18.9%，同比提升 12.3 个百分点。头部券商通过投行、投资与基金管理业务协同，积累科创项目资源，能够参与企业成长及资本市场价值发现过程。但相关收益受项目上市、退出节奏和估值变化影响较大，Q2 科技股上涨及部分项目上市重估放大了当期利润弹性。

下载日志已记录，仅供内部参考

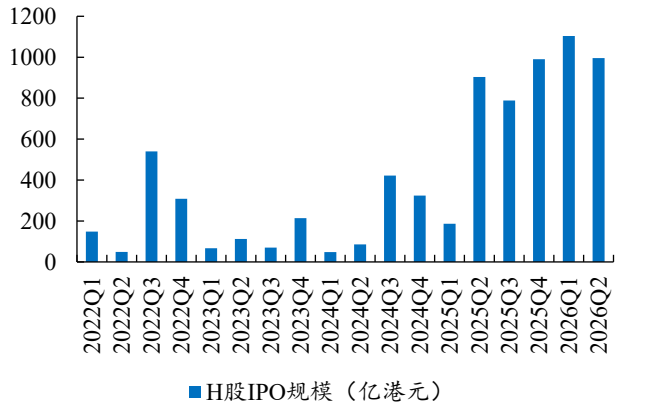
直投跟投贡献差异或带来 Q3 盈利表现分化。2026H1 华泰、广发、中金 PE 及另类子公司利润占比分别为 7.6%、3.7%、3.7%，同比变化较小，业绩增长对直投跟投收益的依赖相对较低；中信证券相应占比为 8.7%，兼具一定科创投资弹性与较均衡的盈利结构。招商、国泰海通相关利润贡献较高，科技股价格波动对季度盈利的影响可能更为明显，存量项目受市场波动影响，新增项目可能贡献收益，两者共同决定当季表现。持续获取优质项目的能力构成长期竞争优势，但收益兑现具有阶段性，需结合盈利结构判断当期高增长的持续性。

图8：2026Q2 A 股 IPO 募集规模 472 亿元，底部复苏



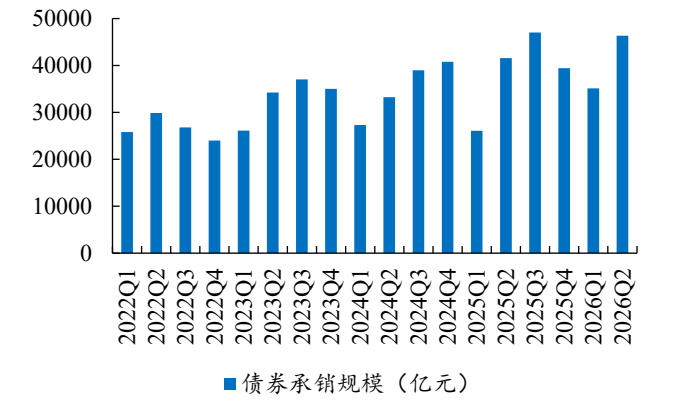
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2026Q2 港股 IPO 规模 996 亿港元，保持景气



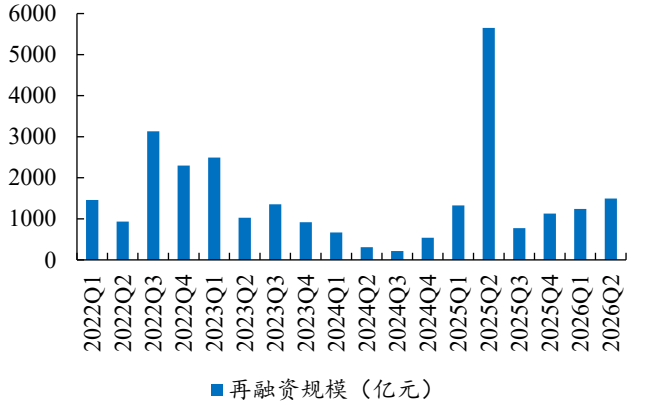
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2026Q2 债券承销规模 4.6 万亿元，保持稳健



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2026Q2 再融资 1497 亿元，高基数下同比下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

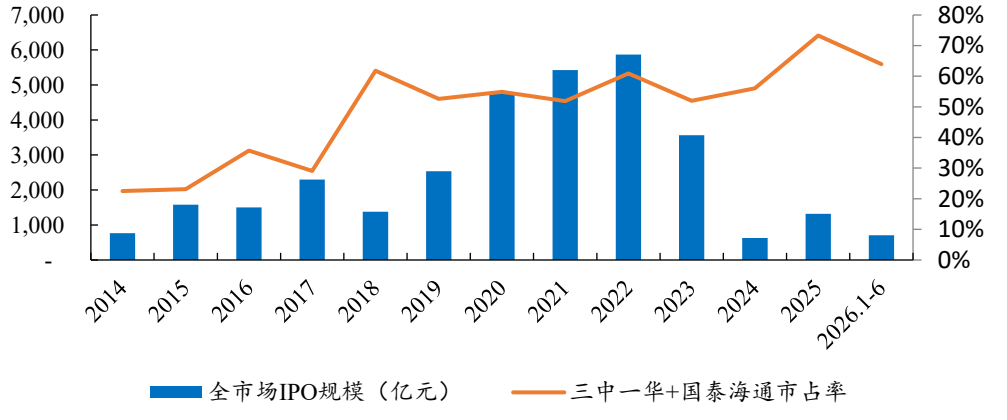
下载日志已记录，仅供内部参考

表8：2026 上半年头部券商投行收入同比+41%，中小券商投行收入同比-1%

序号	券商	2026H1 投行净收入（亿元）	同比	序号	券商	2026H1 投行净收入（亿元）	同比
1	国泰海通	22.24	60%	22	国金证券	6.39	61%
2	中信证券	30.23	44%	23	东兴证券	1.78	-39%
3	华泰证券	15.41	32%	24	长城证券	1.11	-21%
4	广发证券	4.93	54%	25	西部证券	1.55	-22%
5	中国银河	3.38	7%	26	天风证券	2.92	-32%
6	招商证券	6.04	50%	27	华安证券	0.29	-75%
7	中金公司	29.31	76%	28	西南证券	1.05	7%
8	国信证券	4.66	34%	29	华西证券	0.42	1%
9	中信建投	11.13	-1%	30	红塔证券	0.05	-70%
10	申万宏源	6.19	-1%	31	南京证券	0.75	-8%
11	东方证券	5.98	-17%	32	国海证券	0.22	-68%
12	光大证券	2.74	-25%	33	东北证券	0.60	73%
13	兴业证券	2.14	-2%	34	中银证券	0.67	-32%
14	方正证券	0.66	-34%	35	山西证券	1.67	-1%
15	国联民生	4.51	-15%	36	第一创业	0.90	-37%
16	中泰证券	3.92	45%	37	中原证券	0.17	201%
17	东吴证券	5.77	38%	38	太平洋	0.31	-14%
18	长江证券	1.97	13%	39	华林证券	0.29	253%
19	财通证券	3.45	57%		**上市券商**	**190.98**	**25%**
20	国元证券	0.73	-33%		**头部券商**	**133.52**	**41%**
21	浙商证券	4.45	55%		**中小券商**	**57.46**	**-1%**

数据来源：Wind、开源证券研究所

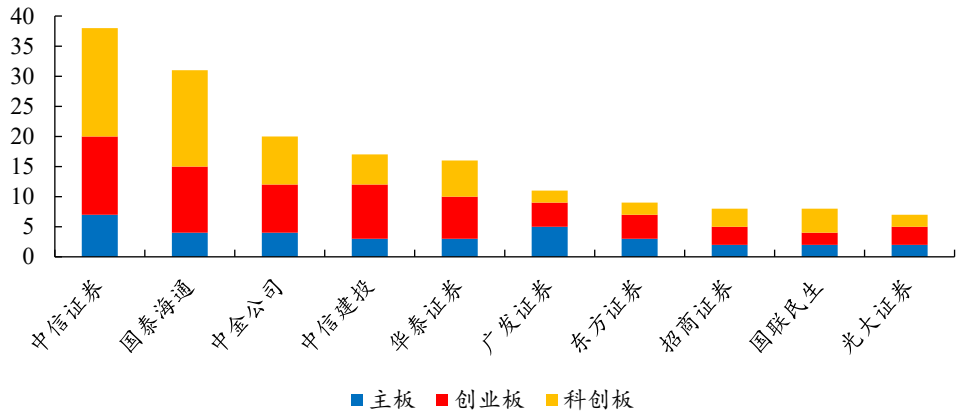
图12：IPO 业务向头部券商集中



数据来源：Wind、开源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图13：头部券商 IPO 储备项目数充足



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：截止 2026.9.4

表9：招商证券、国泰海通、中信建投、长江证券 PE+另类子净利润贡献明显增长，受益于科技股直投跟投

券商（亿元）	PE 子公司净利润	同比	另类子公司净利润	同比	PE+另类子净利润	同比	类子利润贡献		同比变化
	2026H1		2026H1		2026H1		2025H1	2026H1	
招商证券	6.32	4113%	52.2	8319%	58.52	7500%	1.50%	55.10%	+53.6pct
国泰海通	7.99	249%	65.07	1223%	73.06	913%	9.90%	37.40%	+27.5pct
长江证券	2.38	93%	9.01	364%	11.39	259%	18.20%	35.60%	+17.4pct
中信建投	1.26	500%	13.17	375%	14.43	384%	6.60%	18.90%	+12.3pct
财通证券	1.32	915%	1.79	15%	3.11	85%	15.50%	16.40%	+0.9pct
国元证券	0.39	550%	2.02	66%	2.41	88%	9.10%	14.10%	+5.0pct
东方证券	0.57	73%	5.52	148%	6.09	138%	7.40%	13.50%	+6.1pct
申万宏源	3.25	171%	3.62	-26%	6.87	12%	12.70%	11.00%	-1.7pct
方正证券	1.84	扭亏	1.35	88%	3.19	356%	3.10%	10.70%	+7.7pct
东吴证券	0.07	-59%	2.39	28%	2.46	21%	10.50%	10.10%	-0.4pct
中信证券	1.15	扭亏	19.75	767%	20.9	1267%	1.10%	8.70%	+7.7pct
华泰证券	**5.14**	**66%**	**3.72**	**43%**	**8.86**	**56%**	**7.50%**	**7.60%**	**+0.0pct**
中泰证券	0	-100%	1.25	112%	1.25	95%	8.00%	6.50%	-1.5pct
兴业证券	0.44	389%	0.87	28%	1.31	70%	4.50%	4.90%	+0.4pct
中国银河	3.08	311%	0.33	450%	3.41	321%	1.20%	4.40%	+3.1pct
广发证券	**2.08**	**890%**	**2.64**	**28%**	**4.72**	**107%**	**3.30%**	**3.70%**	**+0.4pct**
中金公司	**2.07**	**264%**	**0.99**	**-7%**	**3.06**	**86%**	**3.80%**	**3.70%**	**-0.1pct**

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：国泰海通 PE 和另类子公司利润贡献分母使用扣非净利润计算，其余为归母净利润计算

下载日志已记录，仅供内部参考

1.4、 国际业务与扩表：海外客需业务增长，扩表驱动 ROE 持续提升

国际业务保持较快增长，海外平台高 ROE 支撑集团盈利能力提升。 2026H1 上市券商境外业务收入同比+70%，中金、中信、华泰境外收入占比分别达 31%、24%、19%，国际业务已成为头部券商重要收入来源。跨境融资、交易与资产配置需求释放，叠加海外平台服务能力提升，共同推动业务增长。按人民币折算口径，中信、华泰国际子公司净利润分别同比+105%、+157%，年化 ROE 分别达 37%、20%，中金国际年化 ROE 约 23%。海外平台较高的资本回报，为头部券商整体盈利能力提升提供支撑。

客需型交易拓宽海外收入来源，北向业务与 FICC 拓展提供后续增长动力。头部券商依托境内客户基础与海外交易平台，围绕机构客户跨境配置、融资及风险管理需求，发展股权衍生品、FICC 及主经纪商等业务，相关对冲与融资安排带动资产负债表扩张。其中，跨境 TRS 是承接客户境外资产配置需求的重要工具。2026 年 6 月，南向股票类跨境 TRS 暂停新增，对相关业务增量形成约束，部分 FICC 及北向相关业务暂未纳入此次调整范围。北向业务保持较快增长，南向 FICC 及多资产衍生品服务持续拓展，境外主经纪商、非线性股权衍生品等亦贡献新增量。海外客需业务的多元布局，有助于缓解单一业务受限对增长的影响。

海外资产与融出资金同步增长，客户需求支撑头部券商扩表。2026H1 中信、中金、华泰、广发、国泰海通五家券商海外资产合计较年初增长 40%，快于其自营投资金融资产约 20%的增幅，海外成为重要扩表方向；融出资金较年初增长 21%，客户融资需求亦带动资产扩张。从金融投资结构看，五家券商交易性金融资产中的股票、债券规模分别较年初增长 39%、12%，其他权益工具投资增长 8%，其他债权投资下降 3%，股债配置呈现结构性变化。头部券商权益衍生工具名义本金合计较年初增长 23%，进一步体现客需衍生品类需求旺盛。

境外资本投入持续推进，为后续业务扩张提供支持。2026 年以来，多家券商陆续披露境外平台增资安排，部分资金已完成注入，资本配置进一步向国际业务倾斜。增资本能够扩大客户融资与交易业务规模，平台整合有助于共享客户及交易资源。随着资金到位和业务开展，相关投入有望逐步转化为收入与利润，海外扩张将持续支撑集团 ROE。

表10：境外收入同比高增

境外业务收入（亿元）	2026H1	同比	境外收入占比
国泰海通	54.42	121%	12%
中信证券	117.88	71%	24%
华泰证券	44.12	91%	19%
广发证券	21.54	89%	8%
中国银河	16.88	54%	10%
招商证券	8.82	85%	4%
中金公司	59.66	48%	31%
国信证券	1.64	31%	1%
中信建投	8.74	24%	5%

下载日志已记录，仅供内部参考

境外业务收入（亿元）	2026H1	同比	境外收入占比
申万宏源	3.52	-7%	3%
东方证券	2.30	8%	2%
上市券商整体	341.87	70%	

数据来源：Wind、开源证券研究所

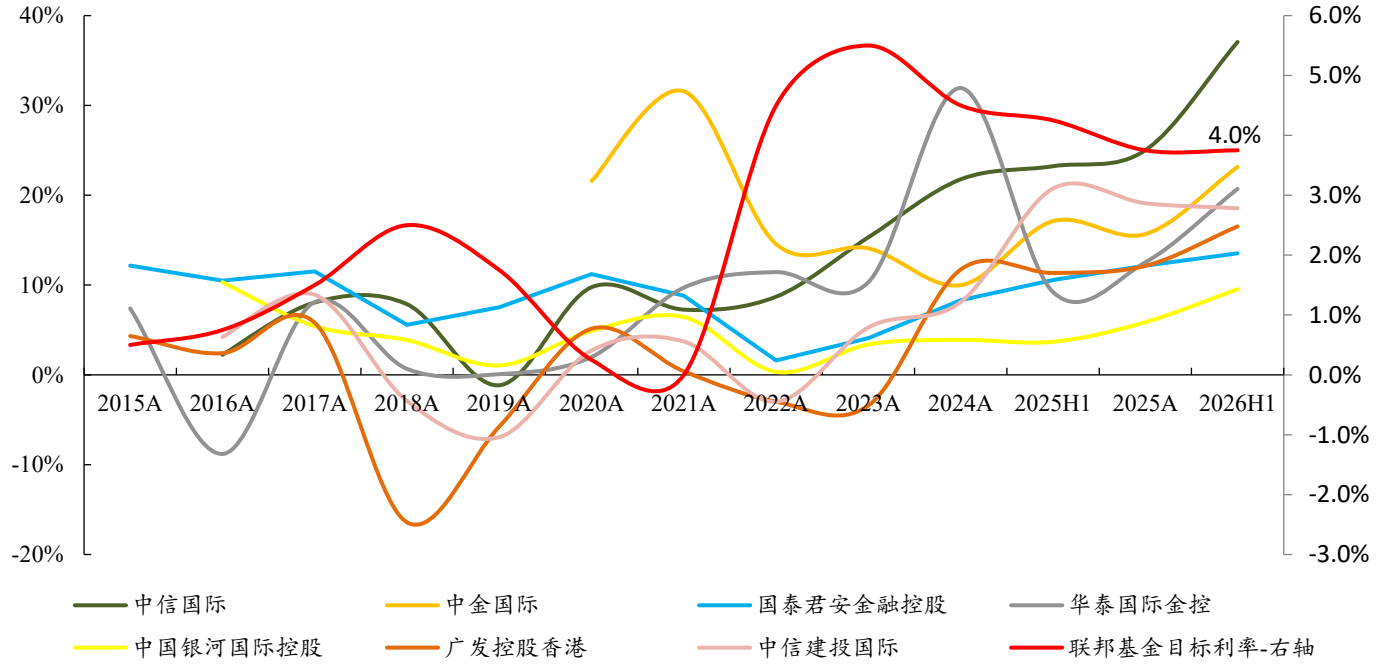
表11：2026H1 头部券商国际业务延续高景气，国际子公司扩表与盈利释放同步加速

券商（亿元人民币）	国际子公司	2026H1 总资产	较年初	2026H1 净资产	较年初	权益乘数	较年初变化	2026H1 收入	同比	2026H1 净利润	同比	年化 ROE
中信证券	中信证券国际	6,227	30%	330	15%	18.9x	+2.3x	160.1	49%	57.2	105%	37%
中金公司	中金国际	3,896	64%	338	7%	11.5x	+3.9x	90.9	43%	37.8	56%	23%
国泰海通	国泰海通金控	3,757	54%	229	0%	16.4x	+5.8x	62	54%	15.5	76%	14%
华泰证券	华泰金控（香港）	3,101	67%	268	7%	11.6x	+4.2x	63.4	85%	26.8	157%	20%
广发证券	广发控股香港	1,236	16%	113	5%	11.0x	+1.1x	16	87%	9.1	77%	17%
中国银河	银河国际金控	926	51%	94	0%	9.8x	+3.3x	16.9	54%	4.5	175%	10%
中信建投	中信建投国际	858	43%	66	29%	12.9x	+1.2x	8.7	24%	5.5	19%	19%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：境外子公司原币数据统一折算为人民币，其中资产负债表采用期末汇率，利润表采用期间平均汇率；同比增速基于人民币折算后数据计算，受汇率波动影响，与公司原币披露增速存在差异。

图14：国际子公司 ROE 进一步提高



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：ROE=净利润÷期初期末平均净资产，年化处理

下载日志已记录，仅供内部参考

图15：头部券商扩表幅度更大，海外资产增长较快，TPL 中的股票与债券均有所增长（单位：亿元）

亿元	证券简称	权益乘数（扣客户保证金）		自营投资金融资产		交易性金融资产		其他权益工具投资		其他债权投资		TPL-股票/股权		TPL-债券		海外资产		融出资金	
		2026H1	同比	2026H1	较年初	2026H1	较年初	2026H1	较年初	2026H1	较年初	2026H1	较年初	2026H1	较年初	2026H1	较年初	2026H1	较年初
1	中信证券	5.06	12%	10,420	11%	8,715	12%	1,024	-17%	557	-3%	3,162	23%	3,368	6%	6,382	30%	2,512	21%
2	国泰海通	4.87	13%	9,107	19%	7,999	16%	844	29%	1,620	11%	1,403	41%	4,434	8%	5,462	32%	2,995	18%
3	华泰证券	4.70	35%	5,190	28%	4,728	25%	197	35%	433	-3%	1,928	73%	1,917	13%	3,161	64%	2,270	22%
4	广发证券	4.95	20%	5,128	29%	4,610	27%	435	43%	618	-32%	739	17%	2,397	29%	1,372	17%	1,780	24%
5	中金公司	5.99	24%	4,102	28%	3,770	28%	155	29%	1,212	2%	1,893	51%	1,366	11%	3,896	64%	803	22%
6	招商证券	4.45	8%	3,329	8%	2,846	5%	440	24%	644	-8%	583	60%	1,536	-8%	799	50%	1,574	18%
7	申万宏源	5.79	12%	3,984	11%	3,100	16%	794	-10%	477	20%	391	8%	1,737	36%	303	9%	1,121	17%
8	中国银河	4.66	13%	3,445	16%	2,807	22%	556	-10%	1,061	7%	442	75%	1,570	19%	926	50%	1,712	18%
9	国信证券	3.61	8%	2,326	-1%	1,986	0%	336	-5%	444	-16%	115	-12%	1,051	0%	63		1,093	14%
10	中信建投	4.75	13%	3,133	30%	2,411	29%	692	33%	776	-17%	201	45%	883	39%	858	43%	1,075	27%
11	东方证券	4.43	19%	1,617	7%	1,258	14%	323	-1%	946	-1%	116	21%	574	27%	184	20%	474	21%
39家上市券商合计		4.44	15%	64,860	16%	55,502	16%	7,531	9%	13,203	-5%	11,713	36%	27,209	15%	24,354	40%	24,990	19%
头部5家券商合计（中信，中金，华泰，广发、国泰海通）		5.03	19%	33,947	20%	29,821	19%	2,654	8%	4,440	-3%	9,126	39%	13,482	12%	20,272	40%	10,359	21%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：自营投资金融资产=交易性金融资产+衍生金融工具资产+其他权益工具投资

表12：头部券商权益衍生工具名义本金较年初增长，客需业务需求旺盛

亿元	证券代码	证券简称	权益衍生工具名义本金		
			2026/6/30	2025/12/31	较年初
1	600030.SH	中信证券	7,878	6,977	13%
2	601211.SH	国泰海通	3,378	3,256	4%
3	601688.SH	华泰证券	2,878	2,295	25%
4	000776.SZ	广发证券	2,882	2,116	36%
5	601995.SH	中金公司	5,050	3,755	34%
6	600999.SH	招商证券	1,266	1,102	15%
7	000166.SZ	申万宏源	1,683	1,604	5%
8	601881.SH	中国银河	2,953	1,647	79%
9	002736.SZ	国信证券	413	542	-24%
10	601066.SH	中信建投	2,541	1,922	32%
头部券商合计			30,922	25,217	23%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表13：2026 年以来券商持续加码境外资本投入，国际业务进入扩表与整合并行阶段

公告时间	券商	国际平台/事项	类型	金额	最新进展
2026/1/24	华泰证券	华泰国际金融控股	增资	≤90 亿港元	董事会批准，可一次或分批实施；2/10 另完成 100 亿港元 H 股可转债融资
2026/2/11	华安证券	华安证券（香港）金控	增资落地	5 亿港元	2 月获证监会无异议，5 月完成注资，注册资本增至 10 亿港元
2026/2/11、4/22	东北证券	新设东证国际金融控股	新设国际平台	5 亿港元	2 月获监管无异议；4/17 完成香港注册，4/22 公告
2026/2/13	东吴证券	东吴证券（香港）金融控股	增资落地	20 亿港元	2 月获证监会无异议，2026 年 8 月已完成增资及变更登记
2026/3/13	广发证券	广发控股（香港）	增资	≤61 亿港元	董事会批准；资金来自 H 股配售、H 股可转债募集资金及自有资金；截至 H1 尚待监管备案/认可

下载日志已记录，仅供内部参考

公告时间	券商	国际平台/事项	类型	金额	最新进展
2026/4/30	中国银河	银河国际控股→银河国际投资	集团内增资	10 亿港元	董事会批准，仍需履行监管审批/报告程序
2026/5/28	中信证券	中信证券国际	增资	≤160 亿元人民币	8/6 H 股定增完成；8/14 首批 100 亿元等值港元已到账
2026/6/4	国泰海通	国泰海通金融控股	增资	90 亿元人民币或等值货币	董事会批准，可一次或分次实施
2026/7/14	山西证券	山证国际金融控股	增资推进	10 亿港元	获证监会无异议，后续办理外汇登记及资金划转；方案原于 2025 年 10 月提出
2026/8/8	国泰海通	私有化国泰君安国际	国际业务整合	基础现金需求约 98.61 亿港元	拟以 3 港元/股协议安排私有化，尚需相关审批、股东及法院程序
2026/8/17	招商证券	招商证券国际	增资	≤76 亿港元	董事会批准，最终金额以监管审批为准
2026/8/19	中信建投	中信建投（国际）金控	实际增资	15 亿港元	半年报披露，2026 年 2 月已经完成增加投资 15 亿港元
2026/8/27	国金证券	国金金融控股（香港）	增资	≤6 亿港元	董事会批准，以自有资金实施；完成后注册资本≤15.09 亿港元
2026/8/28	中金公司	中金国际	增资	42 亿元人民币或等值货币	董事会批准，拟以自有货币资金一次性增资

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2、 三大叙事支撑头部券商盈利持续性与股东回报改善

中报盈利高增既有市场回暖的周期性拉动，也有业务转型带来的结构性变化。判断本轮行情中的估值空间，核心在于头部券商能否在市场波动中维持较高盈利，以及新增资本能否持续获得合理回报。业务结构优化、头部市占率提升、资本约束与分红，是观察稳态 ROE 与股东回报变化的三条主线。

图16：业务转型、头部集中与资本管理共同支撑券商重估



资料来源：开源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2.1、 业务结构优化：慢牛环境推动三大业务转型，盈利持续性有望增强

慢牛环境有利于客户资产沉淀，三大业务转型拓宽盈利来源。（1）财富管理方面，低利率环境下居民资产配置需求增加，市场平稳发展有利于产品持有与客户资产积累。券商收入由交易佣金向产品持有期收费、投顾及管理费延伸，前期保有 AUM 增长能够在后续年度持续贡献收入。（2）国际业务方面，企业跨境融资、机构全球配置及风险管理需求增长，带动投行、客需衍生品与 FICC 业务发展，减少对单一市场收入的依赖，扩表带来可持续性收入。（3）科创投行投资方面，持续的产业研究与企业覆盖，有助于券商参与企业不同成长阶段的融资需求，获取投行承销、直投跟投的投资收益。

持续性费类收入与客需性收益增长，是 ROE 中枢抬升的重要基础。财富管理收入更多与存量客户资产相关，海外客需业务通过交易、融资及风险管理服务获取收益，均体现客户积累与专业服务能力。科创直投跟投则具有较强的项目兑现和估值波动属性，对季度盈利的影响更大。2026 年中报中华泰、广发、中金的 PE 及另类子公司利润占比较低且变化较小，中信兼具科创弹性与较均衡的业务结构。后续随着产品保有积累和客需业务发展，头部券商有望在市场波动中保留更多利润，逐步抬升稳态 ROE。

图17：头部券商收入结构分化，海外与财富管理布局各具优势

2026H1收入结构	经纪	投行	资管	自营投资收益	利息净收入	境外业务收入	代销收入	权益乘数	权益乘数同比变化
国泰海通	21%	5%	8%	48%	8%	12%	2%	4.87	13%
中信证券	20%	6%	14%	52%	4%	24%	3%	5.06	12%
华泰证券	26%	7%	4%	42%	10%	19%	3%	4.70	35%
广发证券	24%	2%	18%	46%	4%	8%	3%	4.95	20%
中国银河	33%	2%	1%	46%	16%	10%	3%	4.66	13%
招商证券	25%	3%	2%	57%	7%	4%	2%	4.45	8%
中金公司	21%	15%	4%	50%	1%	31%	5%	5.99	24%
国信证券	45%	4%	2%	35%	9%	1%	5%	3.61	8%
中信建投	31%	7%	5%	50%	3%	5%	4%	4.75	13%
申万宏源	27%	4%	3%	50%	5%	3%	1%	5.79	12%
东方证券	19%	6%	9%	47%	9%	2%	1%	4.43	19%

数据来源：Wind、开源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图18：头部券商盈利来源存在差异，直投跟投贡献影响利润弹性

2026H1利润贡献分析	直投跟投子公司利润贡献	国际子公司利润贡献	基金公司+资管子利润贡献	核心子公司利润贡献
国泰海通	37%	8%	5%	51%
中信证券	9%	24%	6%	39%
华泰证券	8%	24%	10%	42%
广发证券	4%	8%	17%	29%
招商证券	55%	5%	9%	68%
中金公司	4%	47%	1%	52%

数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、 头部市占率提升：跨境与综合服务壁垒强化，行业增量向头部集中

增量业务对资格与专业能力要求提高，头部券商竞争优势进一步强化。传统经纪业务牌照与服务相对同质化，竞争较多体现为渠道覆盖和费率。跨境、场外衍生品及综合投行业务则同时要求业务资格、资本实力、客户网络和专业能力：跨境业务依赖境内外平台与客户资源，场外衍生品依赖相应交易商资格、定价对冲及交易风控系统，科创投行依赖产业研究、项目获取与境内外发行能力。这些能力需要长期投入，头部券商布局较早、业务覆盖较完整，更容易承接新增需求。2026H1 头部券商投行收入同比+41%，明显优于中小券商的-1%，“三中一华+国泰海通”IPO 承销金额市占率达 64%，头部份额优势突出。

跨业务服务与规模效应，有望推动份额优势向盈利优势转化。企业客户的需求由融资延伸至境外上市、并购及风险管理，机构客户同时需要研究、交易、托管与融资，财富客户则增加产品配置与投顾需求，客户需求的专业性、复杂性提升。头部券商综合能力持续强化，能够围绕同一客户提供多类服务，提高综合收入，并在更大业务规模上分摊系统、研究及风控投入。随着行业增量更多来自跨境、机构交易和综合财富管理，头部券商获取客户与项目的优势有望延续，并通过合理定价、成本控制和资本配置转化为更高回报。

图19：跨境与综合服务能力强化头部券商竞争优势

业务方向	核心壁垒	头部优势的形成机制	中报验证
国际业务	跨境业务资格与海外平台 客户网络、资本及融资能力	境内外客户与产品协同 承接跨境融资和配置需求	五家头部券商海外资产 较年初增长约40%
场外衍生品与机构交易	业务资格、定价对冲能力 交易系统与风险管理体系	持续投入形成专业能力 扩大机构综合服务范围	净资产TOP10券商权益衍生 工具名义本金较年初增长23%
综合投行与科创投资	行业研究与项目获取 境内外发行执行与基金管理	全周期服务积累项目资源 投行、投资与研究协同	头部投行收入同比增长41% 五家主要投行IPO份额64%
大财富管理	产品筛选与资产配置 客户经营、投顾及资管布局	客户资产留存与交叉服务 扩大持续服务收费基础	多家头部产品保有规模 较年初实现双位数增长

数据来源：Wind、开源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2.3、 资本约束与分红：审慎融资与持续分红，重视资本回报

资本补充更注重业务投向，增量资本回报成为重要考量。相较于历史上的大额配股，本轮部分头部券商通过 H 股融资支持境外平台及跨境业务，资金用途较为明确。财富管理与资管等轻资本业务增加内部利润积累，海外及客需资本型业务则仍需持续投入，行业转型体现为资本配置结构变化。新增资本更多投向客户需求旺盛、回报较高的业务，有利于提高资本使用效率；融资对股东价值的影响，还需结合发行价格、摊薄幅度及后续盈利释放判断。

现金分红随盈利增长而增加，稳定分红政策体现对股东回报的重视。据 2026 年中报披露，上市券商中期分红总额达 274 亿元，同比+45%。从年度分红率看，中信、华泰、中国银河等保持相对稳定，招商证券 2025 年维持 40%，中金公司近年来逐步提升。盈利增长与稳定的分红安排，使股东获得更多现金回报。保留必要利润支持高回报业务，同时通过持续分红回馈股东，有利于兼顾业务发展与资本回报，增强头部券商估值修复的基础。

表14：头部券商年度分红率呈现差异，多家公司保持稳定分红安排

年度分红率	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
中信证券	34.6%	34.1%	35.7%	35.5%	34.5%
国泰海通	40.3%	41.0%	38.0%	47.9%	31.5%
广发证券	35.0%	33.6%	32.7%	39.5%	34.1%
华泰证券	30.4%	36.8%	30.5%	30.6%	30.3%
招商证券	40.3%	19.9%	25.0%	40.0%	40.0%
中金公司	13.4%	11.4%	14.1%	15.3%	15.8%
中国银河	30.1%	30.0%	30.5%	30.5%	30.6%
中信建投	29.9%	27.9%	27.6%	27.4%	27.9%
国信证券	47.5%	42.6%	40.4%	40.9%	41.6%
申万宏源	26.6%	26.9%	30.4%	30.3%	29.0%
东方证券	39.5%	42.3%	46.1%	44.1%	47.9%
长江证券	68.9%	43.9%	42.9%	45.2%	44.9%
方正证券	18.1%	4.6%	8.8%	40.0%	30.1%
东吴证券	34.9%	45.2%	46.7%	65.5%	50.1%
平均值	35.0%	31.5%	32.1%	38.1%	34.9%

数据来源：Wind、开源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

3、 投资建议：重视盈利持续性，看好头部券商重估

盈利结构比增速更重要，看好头部券商 ROE 中枢抬升带来的重估机会。本轮头部券商盈利高增既受益于市场景气回升，也体现大财富管理、国际业务及科创投行投资的成长性。产品 AUM 积累带来持续性收费，海外客需业务扩张带动规模与利润增长，科创融资及项目上市贡献承销收入与投资收益。相比当期增速，我们更看重 AUM 费类收入和客需业务增长带来的盈利持续性，同时关注科创投资收益对单季利润的影响。头部券商在三条业务主线上布局较深，客户与项目获取优势有望进一步转化为市场份额，叠加资本配置效率提升与持续分红，看好 ROE 中枢抬升带来的估值修复。推荐中信证券、广发证券、华泰证券、中金公司 H、国泰海通。其中，中信、华泰、广发、中金增长来源较为多元，盈利持续性相对更强；国泰海通兼具整合空间与科创投资弹性。

表15：受益标的估值表

2026/9/4	证券简称	市值（亿人民币）	归母净利润（亿元）			归母净利润同比		PE		PB（LF）	评级
代码			2025A	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E		
600030.SH	中信证券	4,373.2	300.8	376.0	416.0	25%	11%	11.63	10.51	1.40	买入
601211.SH	国泰海通	3,141.7	278.1	321.0	366.0	15%	14%	9.79	8.58	0.95	买入
601688.SH	华泰证券	1,765.7	164.0	212.0	246.0	29%	16%	8.33	7.18	0.99	买入
000776.SZ	广发证券	1,737.1	137.0	207.0	237.0	51%	14%	8.39	7.33	1.26	买入
3908.HK	中金公司	914.0	97.9	151.0	181.0	55%	20%	6.05	5.05	0.88	买入

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：上述盈利预测来自开源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

4、 风险提示

（1）市场波动及交易活跃度下降风险： 股票、债券等资产价格波动可能影响券商投资收益及公允价值变动损益，市场交易活跃度下降可能拖累经纪、两融及相关机构业务收入。

（2）财富管理转型及资管业务增长不及预期风险： 客户资金净流入、产品保有及买方投顾规模增长可能不及预期，叠加佣金率、代销及管理费率下降，可能削弱规模增长对收入和利润的带动。

（3）投行业务恢复及科创投资收益不及预期风险： 境内外发行节奏、企业融资需求及项目推进存在不确定性，可能影响承销收入；科创项目估值波动、上市或退出进度不及预期，可能导致直投跟投收益下降或投资损失。

（4）跨境及衍生品业务监管变化风险： 跨境交易、场外衍生品等业务的监管要求变化，可能影响业务规模、产品供给及资本使用效率，制约相关收入增长。

（5）境外扩张及资本投入回报不及预期风险： 海外市场环境、利率及汇率变化，以及融资成本上升、对手方信用风险或对冲偏差，可能影响境外业务盈利；新增资本投入及业务整合效果不及预期，可能制约集团 ROE 提升。

下载日志已记录，仅供内部参考

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本研究报告的署名人员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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（Outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（Underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（Overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（Underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数（北交所基准指数为北证 50 指数）、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。		

下载日志已记录，仅供内部参考

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn