下载日志已记录，仅供内部参考

非银金融

跨境资本服务扩容，头部券商引领海外布局

供给端：券商海外收入创历史新高，头部集中与先发壁垒深。2025 年，20 家披露海外收入的上市券商海外业务收入合计 499.25 亿元，同比增长 22.55%，行业格局向头部高度聚拢。头部券商境外平台盈利效率与杠杆运用优于境内，并以中国香港为中枢，头部券商向东南亚等市场延伸，并持续加码资本投入。先发优势形成的牌照、资本、品牌、人才及定价壁垒，正推动海外业务竞争格局向头部进一步集中。

需求端：投资者跨境投资，企业出海需求与日俱增。在境内企业竞争力提升与政策环境优化的共同推动下，2025 年我国非金融类对外直接投资同比增长 1.60%，规模再创新高。企业端的产能出海直接催生了对跨境资本服务的旺盛需求，A 股赴港上市已形成趋势性浪潮。与此同时，国内低利率环境驱动机构与居民部门加速海外配置，截至 2025 年末我国对外证券投资资产总额近 2 万亿美元，跨境资本服务需求持续扩容。

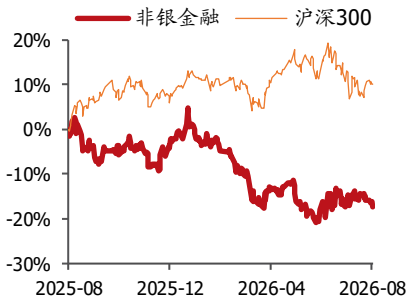
头部券商引领中资券商出海格局。1）中信证券以战略性收购实现跨越，中信证券国际 2025 年总资产达 4854 亿元、加权平均 ROE 25.3%，境外股权融资与离岸债券规模均居市场前列；2）中金公司最早布局海外市场，港股 IPO 这一核心赛道上已建立起优势，目前业绩弹性尚未完全释放；3）国泰君安国际 2025 年营收 57.08 亿元创出新高，国泰海通完成合并后收入结构更为均衡，海外业务进入新发展阶段；4）华泰证券出售 AssetMark 致收入波动加大，投资收益成为主要驱动变量。头部机构已形成牌照、资本、品牌、人才与定价能力的复合壁垒，海外业务竞争正从牌照覆盖转向综合服务能力与盈利质量，先发优势向业绩兑现的传导正在加速。

投资建议：海外业务正从头部券商的可选补充项，转变为影响未来估值的重要变量。在企业出海与居民财富跨境配置的双重驱动下，率先完成牌照布局、资本积累与能力建设的龙头机构，有望持续受益于这一轮跨境资本服务的扩容周期，实现境外收入占比与 ROE 的双重提升。建议重点关注海外业务已跨越盈亏平衡点、具备内源性增长能力且市场份额稳固的头部券商，如中信证券、国泰海通、中金公司、华泰证券，其海外板块的盈利贡献与品牌溢价尚未被市场充分定价，具备较高配置价值。

风险提示：1）地缘政治带来的不确定性；2）境外市场波动风险；3）汇率与跨境资金流动风险；4）国内外监管政策变化风险；5）整合与运营管理风险。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 **王维逸**

执业证书编号：S0680525120001

邮箱：wangweiyi@gszq.com

相关研究

1、《非银金融：行业周报|二季度险资持续加码权益，中长期盈利弹性可期》 2026-08-16

2、《非银金融：行业周报|A 股市场情绪修复，券商板块配置性价比较高》 2026-08-09

3、《非银金融：行业周报|保险业上半年经营数据出炉，整体平稳增长》 2026-08-02

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

一、供给端：券商海外业务收入不断扩张，服务能力持续提升 4
1.1 券商海外营收创新高，跨境综合服务能力稳步抬升 4
1.1.1 中资券商历经多年国际化深耕，业务体量持续走高 4
1.1.2 券商海外业务普遍以中国香港为根基向外辐射 5
1.2 海外业务集中度持续提升，头部券商先发优势保持稳固 5
1.2.1 龙头券商海外业务实力雄厚，集中度持续提升 5
1.2.2 头部券商建立了坚固的竞争壁垒 8
二、需求端：跨境投资与企业出海需求与日俱增 10
2.1 产业出海催生跨境资本运作需求加速释放 10
2.2 机构跨境配置与居民财富出海双轮驱动 11
三、头部券商引领的出海格局 12
3.1 中信证券 12
3.1.1 以战略性收购为主、自主建设为辅的海外布局路径 12
3.1.2 境外平台盈利贡献稳步提升，投行业务龙头地位稳固 12
3.2 国泰海通 14
3.2.1 吸收合并海通证券后，海外业务逐渐进入新阶段 14
3.2.2 国泰君安国际：利息收入占比长期较高，收入结构均衡修复 16
3.3 中金公司 17
3.3.1 起步遥遥领先、以自建为主的国际化路径 17
3.3.2 中金国际：顺周期波动中的业绩修复 17
3.3.3 海外投行业务：长期处于领先地位，收入弹性修复尚未完全兑现 18
3.4 华泰证券 20
3.4.1 平台化运营下的区域聚焦与增资加码 20
3.4.2 华泰证券国际业务：投资收益驱动，非经常性损益加大波动 21
四、投资建议 23
五、风险提示 23

图表目录

图表 1：上市券商近 5 年海外业务营收 4
图表 2：港交所年交易金额 5
图表 3：港股 IPO 家数 5
图表 4：海外业务突出的上市券商的海外核心子公司 2025 年经营数据 6
图表 5：中资券商海外业务收入集中度变化 6
图表 6：上市券商整体与 CR5 的海外收入及增速 7
图表 7：TOP5 券商海外收入及占比 7
图表 8：中国香港证监会披露海外收入 CR5 中国香港牌照拥有情况 8
图表 9：头部券商海外业务成本收入比 9
图表 10：中国历史对外直接投资情况 10
图表 11：港股募资情况 11
图表 12：大陆企业赴港上市情况 11
图表 13：中信证券国际成立以来的增资情况 12
图表 14：中信证券国际总资产与净资产 13
图表 15：中信证券国际营收与净利润 13
图表 16：中信证券国际 ROE 与杠杆倍数 13
图表 17：中信境外投行业务规模 14
图表 18：境外各地市场投行业务承销规模 14
图表 19：估算海外投行业务收入 14
图表 20：估算海外投行业务收入占比 14
图表 21：国泰海通金融控股总资产与净资产 15

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 22: 国泰海通金融控股营收与净利润 16
图表 23: 国泰海通金融控股 ROE 与杠杆倍数 16
图表 24: 国泰君安国际收入情况 17
图表 25: 国泰君安国际收入占比情况 17
图表 26: 中金国际总资产与净资产情况 18
图表 27: 中金国际营收与净利润 18
图表 28: 中金国际 ROE 与杠杆倍数 18
图表 29: 中金公司海外投行业务的承销规模 19
图表 30: 中金公司估算海外投行业务收入 20
图表 31: 中金公司估算的海外投行收入占比 20
图表 32: 华泰国际金控总资产与净资产情况 21
图表 33: 华泰国际金控营收与净利润 21
图表 34: 华泰国际金控 ROE 与杠杆倍数 21
图表 35: 华泰证券国际业务收入 22

下载日志已记录，仅供内部参考

一、供给端：券商海外业务收入不断扩张，服务能力持续提升

1.1 券商海外营收创新高，跨境综合服务能力稳步抬升

1.1.1 中资券商历经多年国际化深耕，业务体量持续走高

中资券商海外业务收入创新高。以 20 家披露海外收入的上市券商口径统计，2025 年海外业务收入合计 499.25 亿元，创下历史新高。2021 年至 2025 年的年复合增速为 14.60%。其中 2025 年增长势头延续，全年同比增幅仍达到 22.55%。

图表1：上市券商近 5 年海外业务营收

单位：人民币（亿元）		2021	2022	2023	2024	2025
中信证券	境外营收	73.23	81.93	94.04	109.48	155.19
	YoY	13.61%	11.88%	14.78%	16.42%	41.75%
国泰海通	境外营收	25.79	13.96	21.63	29.09	95.86
	YoY	-23.81%	-45.88%	54.96%	34.49%	229.49%
中金公司	境外营收	70.92	52.02	60.75	53.08	83.93
	YoY	41.33%	-26.65%	16.79%	-12.63%	58.11%
华泰证券	境外营收	63.08	66.33	79.26	143.40	59.18
	YoY	60.21%	5.16%	19.49%	80.93%	-58.73%
广发证券	境外营收	5.73	3.96	6.65	13.50	26.99
	YoY	-39.21%	-30.87%	67.84%	103.14%	99.85%
中国银河	境外营收	19.32	18.03	20.06	21.73	25.69
	YoY	19.42%	-6.67%	11.28%	8.29%	18.23%
中信建投	境外营收	3.82	2.64	5.39	7.36	14.92
	YoY	14.83%	-30.81%	103.77%	36.62%	102.69%
招商证券	境外营收	14.41	2.61	9.01	10.94	11.61
	YoY	44.19%	-81.90%	245.55%	21.42%	6.09%
申万宏源	境外营收	4.60	2.15	5.37	4.46	7.38
	YoY	-14.99%	-53.25%	150.10%	-16.93%	65.38%
东方证券	境外营收	-0.04	-5.81	-0.81	2.98	4.37
	YoY	亏损	亏损	亏损	扭亏	46.70%
国投资本	境外营收	2.80	2.72	3.02	3.42	4.17
	YoY	26.34%	-3.03%	11.08%	13.14%	21.97%
国信证券	境外营收	1.81	1.58	2.01	1.94	2.79
	YoY	-19.97%	-12.80%	27.30%	-3.16%	43.54%
国元证券	境外营收	2.20	1.47	1.71	2.37	2.51
	YoY	-14.16%	-33.48%	16.57%	38.69%	6.10%
东方财富	境外营收	1.67	1.46	1.70	1.86	2.43
	YoY	81.14%	-12.77%	16.28%	9.53%	30.88%
财通证券	境外营收	1.06	0.50	0.59	0.52	0.90
	YoY	-25.11%	-52.59%	18.04%	-12.58%	74.11%
长江证券	境外营收	0.27	0.01	0.25	0.28	0.55
	YoY	-12.57%	-95.62%	2055.52%	8.90%	96.51%
国联民生	境外营收	0.19	0.01	0.28	0.43	0.54
	YoY	扭亏	-94.26%	2435.22%	53.88%	25.95%

下载日志已记录，仅供内部参考

长城证券	境外营收	NA	NA	0.16	0.19	0.19
	YoY	NA	NA	NA	15.85%	3.67%
西南证券	境外营收	0.39	-1.35	0.22	0.07	0.05
	YoY	-69.39%	亏损	扭亏	-68.23%	-24.65%
中原证券	境外营收	-1.76	-0.81	-0.32	0.28	0.02
	YoY	亏损	亏损	亏损	扭亏	-93.35%
合计	**境外营收**	**289.47**	**243.41**	**310.98**	**407.37**	**499.25**
	YoY	**16.91%**	**-15.91%**	**27.76%**	**31.00%**	**22.55%**

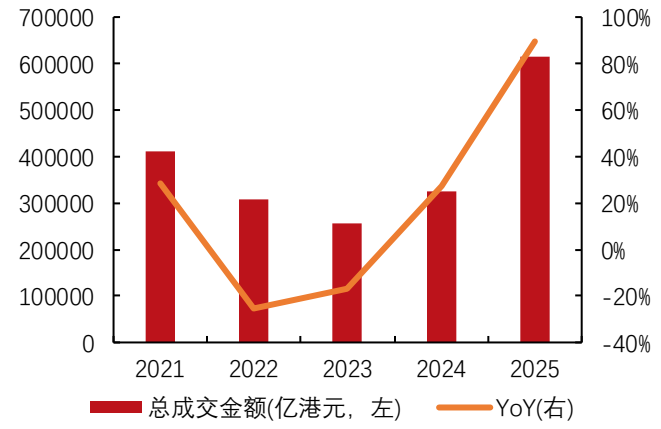
资料来源：wind，国盛证券研究所

境外业务 ROE 与杠杆运用优于境内。头部券商境外子公司的 ROE 高于合并报表整体 ROE。以中信证券为例，2025 年中信证券整体加权平均 ROE 为 10.59%，而中信证券国际加权平均 ROE 高达 25.3%。2025 年中信证券国际杠杆率为 16.62 倍，高于中信证券合并报表杠杆率的 5.15 倍，资金使用效率更为充分。

1.1.2 券商海外业务普遍以中国香港为根基向外辐射

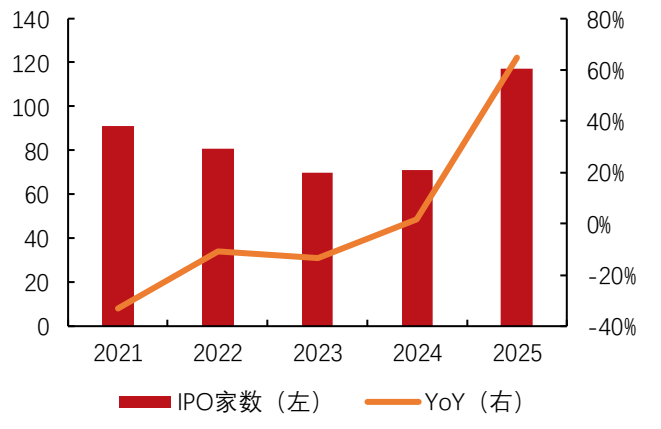
近年来我国券商海外业务收入规模扩张的背后，是香港资本市场平稳向好、各家机构持续加大资源倾斜与团队建设力度、以及跨境业务能力日益成熟等多重因素的共同驱动。中国香港作为中资券商出海的起点与主阵地，至今仍是券商境外布局的压舱石，多数机构以中国香港为中枢向其他海外市场延伸。在巩固中国香港市场优势的同时，头部券商对东南亚市场的布局已趋于普遍，而面向欧洲、北美等成熟资本市场的扩张步伐与力度，则呈现一定差异，各家战略选择有所分化。

图表2：港交所年交易金额



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表3：港股 IPO 家数



资料来源：wind，国盛证券研究所

1.2 海外业务集中度持续提升，头部券商先发优势保持稳固

1.2.1 龙头券商海外业务实力雄厚，集中度持续提升

龙头券商海外子公司规模领先。头部机构普遍以核心境外子公司为枢纽展开国际化运营。中信证券、中金公司、国泰海通与华泰证券四家的境外主体，总资产均超千亿级别，其中中信证券国际总资产体量最大，为 4854.43 亿元；净资产体量亦普遍超过两百亿元，与其他梯队券商海外子公司形成了规模断层。

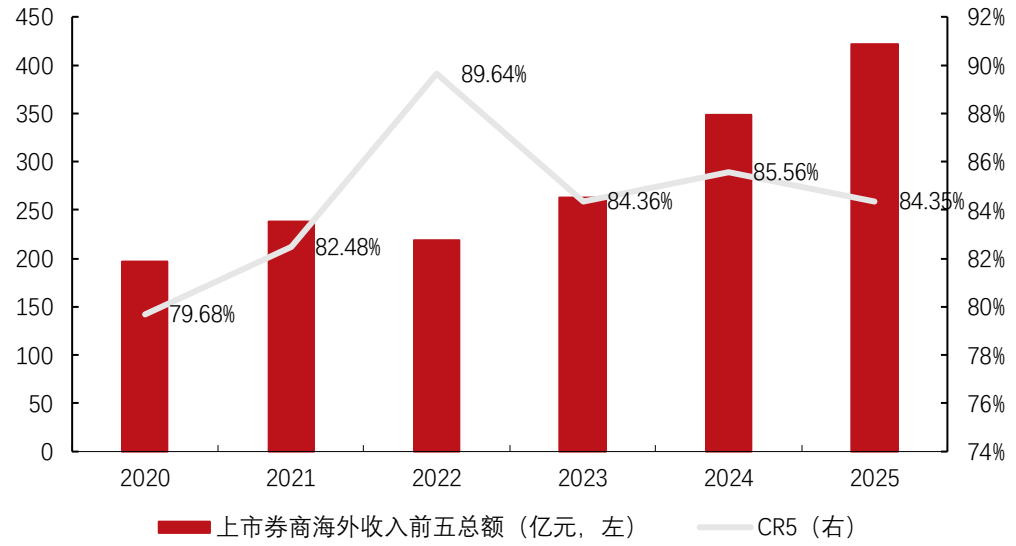
下载日志已记录，仅供内部参考

图表4：海外业务突出的上市券商的海外核心子公司 2025 年经营数据

券商	核心海外子公司	总资产（亿元）	净资产（亿元）	营业收入（亿元）	净利润（亿元）
中信证券	中信证券国际	4854.43	292.04	238.68	65.23
国泰海通	国泰海通金控	2475.48	232.55	93.83	24.10
中金公司	中金国际	2416.49	319.13	139.33	46.59
华泰证券	华泰国际金控	1882.22	253.13	85.12	30.09

资料来源：公司公告，wind，国家统计局，国盛证券研究所
注：中金国际原名中金（香港），于 2022 年 6 月更名

图表5：中资券商海外业务收入集中度变化

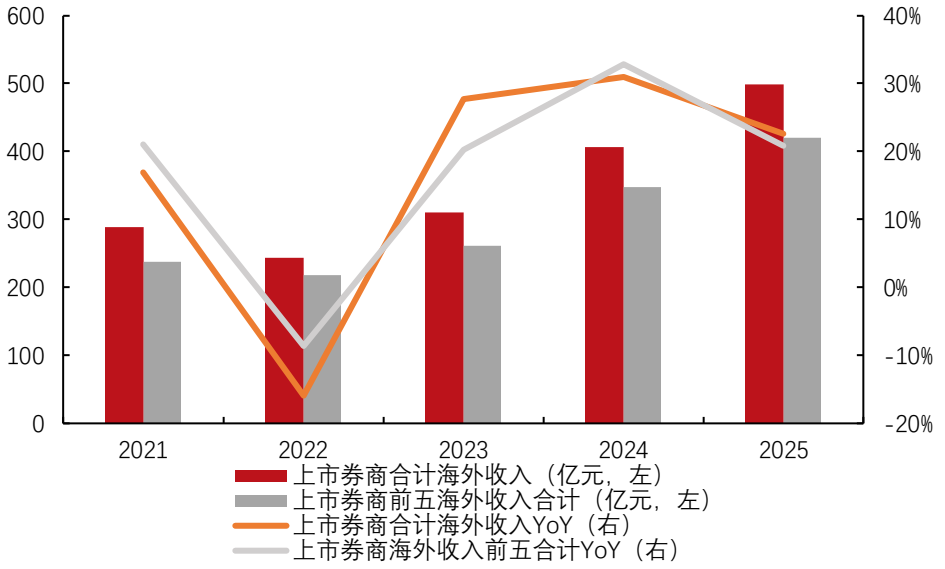


资料来源：wind，国盛证券研究所
注：CR5 以 2025 年海外收入前五的券商选取

券商海外业务梯队分化，头部优势稳固。截至 2025 年末，披露海外业务收入的上市券商共设立了 23 家海外直接全资子公司；在 20 家实际拥有境外业务收入的券商中，海外业务收入 CR5 达 84.35%，CR10 高达 97.17%，券商海外业务保持高集中度，头部公司具有显著的领先优势。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表6：上市券商整体与 CR5 的海外收入及增速



资料来源：wind，国盛证券研究所
注：CR5 以 2025 年海外收入前五的券商选取

龙头券商的境外业务收入占比显著上行。2025 年，中信证券、中金公司海外营收占比已分别至 20.73%和 29.47%，相较 2021 年水平有明显跃升；国泰海通由于合并重组与资本的持续注入，海外收入得到提升，占比 15.19%；华泰证券 2024 年出售 AssetMark 的非经常性损益导致 25 年海外收入同比下降，海外收入占总收入比例下降至 16.53%。在港股市场延续高活跃度的背景下，头部机构境外收入有望持续保持较快增长，进一步提升业绩贡献。

图表7：TOP5 券商海外收入及占比

单位：亿元		2021	2022	2023	2024	2025
中信证券	海外收入	73.23	81.93	94.04	109.48	155.19
	总收入	765.24	651.09	600.68	637.89	748.54
	占比	9.57%	12.58%	15.66%	17.16%	20.73%
国泰海通	海外收入	25.79	13.96	21.63	29.09	95.86
	总收入	428.17	354.71	361.41	433.97	631.07
	占比	6.02%	3.94%	5.99%	6.70%	15.19%
中金公司	海外收入	70.92	52.02	60.75	53.08	83.93
	总收入	301.31	260.87	229.9	213.33	284.81
	占比	23.54%	19.94%	26.43%	24.88%	29.47%
华泰证券	海外收入	63.08	66.33	79.26	143.4	59.18
	总收入	379.05	320.32	365.78	414.66	358.1
	占比	16.64%	20.71%	21.67%	34.58%	16.53%
广发证券	海外收入	5.73	3.96	6.65	13.5	26.99
	总收入	342.5	251.32	233	271.99	354.93
	占比	1.67%	1.58%	2.85%	4.97%	7.60%

资料来源：wind，国盛证券研究所
注：前五大券商以有披露数据的海外业务收入排名

下载日志已记录，仅供内部参考

海外业务资源投入力度持续加大。近年来，主要券商对境外平台的重视程度明显提升，频频增资。2026 年 5 月，中信证券决议通过定增 H 股 160 亿元用于发展境外业务，而招商证券/广发/华泰也分别于 2026 年 8 月/3 月/1 月拟向境外子公司增资不超过 76/61.01/90 亿港元，均用于发展国际业务，海外增资扩表已成为头部券商战略发展共识。

1.2.2 头部券商建立了坚固的竞争壁垒

1）牌照与业务资质。在全球主要市场金融监管趋严的大环境下，头部机构凭借较早启动的国际化布局，通过自主申设与战略性收购两条路径，率先完成了关键区域的牌照积累。牌照与业务的创新试点资格息息相关。就中国香港市场而言，中信证券、国泰海通、华泰证券、中金公司所持牌类最为齐备，其余大型券商亦覆盖核心业务条线。在新兴业务试点层面，跨境业务资格几乎为头部机构专属，截至 2023 年 11 月末，中信证券、海通证券等 10 家券商获得跨境业务试点资格并实际展业。粤港澳大湾区跨境理财通的首批 14 家证券公司名单中，头部机构同样占据主导。此外，香港虚拟资产交易牌照方面，国泰海通旗下国泰君安国际于 2025 年成为中资券商中首家获批提供全方位虚拟资产交易服务的机构，进一步印证头部机构在创新业务资质上的先发优势。

图表8：中国香港证监会披露海外收入 CR5 中国香港牌照拥有情况

牌照类型	第 1 类	第 2 类	第 3 类	第 4 类	第 5 类	第 6 类	第 7 类	第 8 类	第 9 类	第 10 类	第 13 类
业务类别	证券交易	期货合约交易	杠杆式外汇交易	就证券提供意见	就期货合约提供意见	就机构融资提供意见	提供自动化交易服务	证券担保融资	提供资产管理	提供信贷评级服务	为相关集体投资计划提供存管服务
中信证券	有	有	有	有	有	有	有	无	有	无	无
国泰海通	有	有	有	有	有	有	有	无	有	无	无
中金公司	有	有	有	有	有	有	无	无	有	无	无
华泰证券	有	有	有	有	有	有	有	无	有	无	无
广发证券	有	有	无	有	无	有	无	无	有	无	无

资料来源：中国香港证监会，国盛证券研究所
注：1.中信证券、中金公司第 3 类牌照状态为“Active and inactive”而非“Active”，指历史上曾持有、现已交回/失效
2.根据香港证监会披露，第 11 类（场外衍生工具产品交易或就场外衍生工具产品提供意见）及第 12 类（为场外衍生工具交易提供客户结算服务）受规管活动的发牌制度尚未实施。

2）资本实力与盈利能力。头部券商海外业务多已跨越盈亏平衡点，步入自我造血阶段，内源资本积累形成正向反馈，净资产基础不断增厚。牌照齐全吸引客户参与业务，业务盈利反哺资本，雄厚资本又支撑更重资产的业务和更广的牌照拓展。这一自我强化的闭环，正是当前海外市场格局向头部不断收敛的深层逻辑。近五年来海外收入前四的券商的成本收入比均低于 100%，2025 年，中信证券、中金公司、华泰证券成本收入比低于 40%，创收能力强劲。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表9：头部券商海外业务成本收入比

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
中信证券	65.50%	76.90%	56.76%	47.05%	40.99%	37.04%
国泰海通	52.47%	48.88%	88.59%	58.62%	42.61%	78.17%
中金公司	48.22%	29.94%	37.60%	37.33%	40.62%	33.21%
华泰证券	92.83%	77.14%	71.36%	69.60%	51.56%	38.13%

资料来源：wind，国盛证券研究所

3）品牌影响力与市场声誉。跨境资本服务具有高度信息不对称的特征，企业在选择上市保荐、并购顾问等服务机构时，对品牌的信任权重极高。头部券商凭借多年积累的项目业绩与市场曝光，已在中国香港等核心市场建立起具有辨识度的品牌认知。这种声誉积累具有时间上的不可压缩性。

4）专业能力与人才储备。跨境投行、复杂衍生品创设及跨境并购等业务高度依赖专业团队的经验积累。头部券商经过多年项目历练，已形成覆盖法律、税务、行业研究及监管沟通等领域的跨境人才梯队，且部分人才具有跨市场、多语种的执业能力。金融人才的培养与团队磨合具有较长的周期。

5）市场话语权与定价能力。在港股 IPO 承销及跨境并购交易中，头部中资券商凭借持续的项目流量和投资者覆盖网络，已逐步从被动接受外资投行定价的角色，转向在部分项目中发挥定价引导功能。这种市场话语权的获得，既源于持续的交易量积累所建立的机构投资者关系网络，也依赖于研究团队对中资企业价值的深度挖掘能力。

综合来看，牌照与资本构成海外业务先发优势的准入与投入壁垒，品牌、综合服务能力、人才储备及市场话语权则构成能力与信任壁垒，多重要素共同作用，形成了头部券商境外竞争优势的完整闭环。

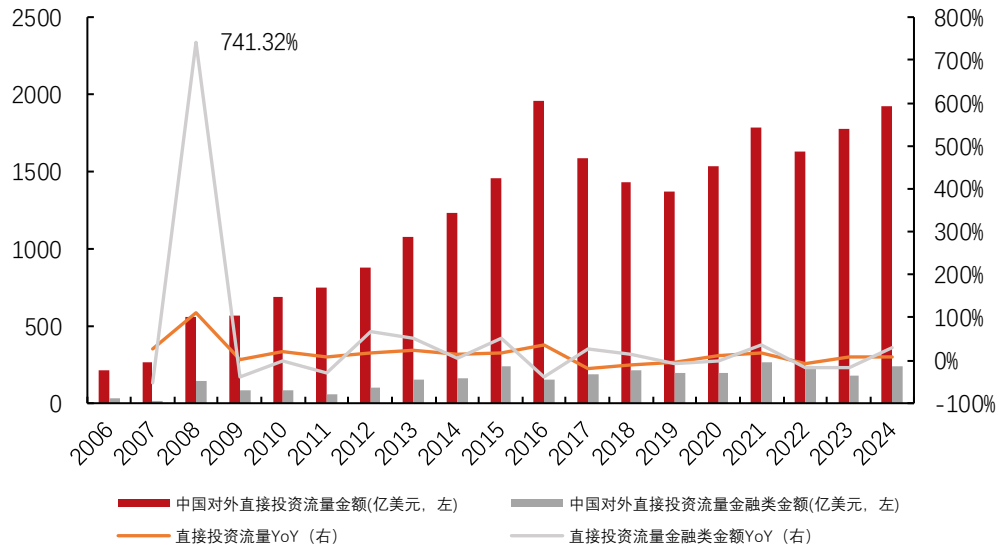
下载日志已记录，仅供内部参考

二、需求端：跨境投资与企业出海需求与日俱增

2.1 产业出海催生跨境资本运作需求加速释放

在境内企业竞争力跃升、海外市场机遇牵引、国内产业链配套优势以及政策环境持续优化等多重力量的共同作用下，以新能源、高端装备、生物医药为代表的新质生产力领域正加快全球化布局步伐。据商务部与国家外汇管理局联合统计，2025 年全年我国境内投资者实现的非金融类对外直接投资累计达 10404.2 亿元人民币，同比增长 1.60%，规模再攀新高。

图表10：中国历史对外直接投资情况

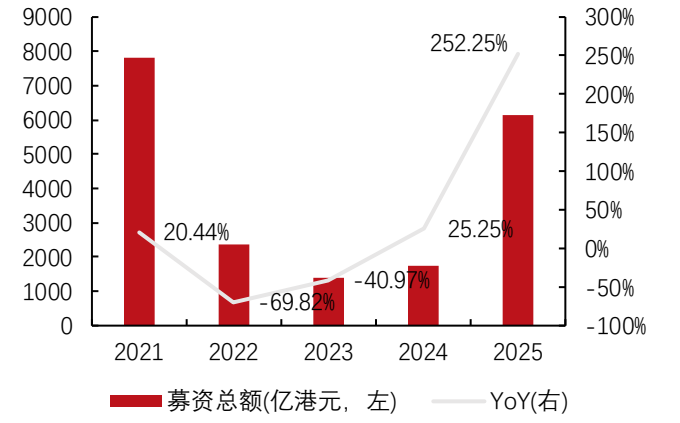


资料来源：wind，国盛证券研究所

实体企业产能与市场出海，必然产生对跨境资本服务的同步需求。港股 IPO 需求旺盛，我国企业全球化布局的意愿与能力持续增强，2025 年全年，港股募资总额（主板+创业板）达 6138 亿港元，同比增长 252%，市场显著扩容。在此背景下，2025 年已有 76 家大陆企业在香港完成上市（2024 年仅有 31 家），其中，19 家 A 股上市公司完成港股挂牌（2024 年全年仅为 3 家），截至 2026 年 9 月 3 日，有 102 家 A 股公司处于赴港上市的 IPO 聆讯环节；港交所处于 IPO 聆讯的企业数量达 370 家，储备项目充裕。后续港股 IPO 服务需求仍有持续放量空间。

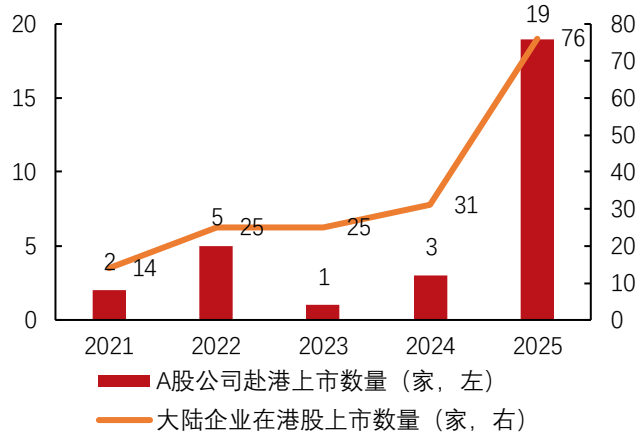
下载日志已记录，仅供内部参考

图表11：港股募资情况



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表12：大陆企业赴港上市情况



资料来源：wind，国盛证券研究所

注：大陆企业在港股上市情况统计方式：筛选每年在 H 股上市的公司中注册地址在境内的数量。

当前国内低利率环境持续压低各类固收资产的收益率，催化了机构跨境投资和居民财富出海需求的持续性增长。机构端纷纷借道 QDII、互认基金、跨境 TRS 等工具加大对海外高息债券及优质权益资产的配置力度，个人端则通过跨境理财通、全球基金定投及海外保障型产品等渠道加速布局全球市场。在需求侧持续扩容的背景下，跨境投资的客户规模、管理资产体量及投资回报均有望迎来高速增长期。

2.2 机构跨境配置与居民财富出海双轮驱动

自 2015 年以来，我国机构与居民部门的对外证券投资需求呈趋势性扩张。国家外汇管理局的国际收支数据显示，截至 2025 年末，我国对外证券投资资产总额已达 19875.3 亿美元，其中股本证券 12628.2 亿美元，债务证券 7247.1 亿美元，跨境资产配置的底盘进一步夯实。

从资产类别拆解，权益类投资是主要驱动力：2025 年，境内对外证券投资 3606 亿美元，对外股本证券投资 2081 亿美元，较上年增长 67%，占我国对外证券投资的比重为 58%，对外债券投资 1525 亿美元，较上年增长 75%，固收类资产的吸引力同步抬升。

从投资方式观察，渠道结构分化显著：从主要投资渠道看：一是境内主体通过“港股通”和“基金互认”渠道购买境外股票和投资基金份额净增加 1881 亿美元。二是境内银行等金融机构投资境外债券等净增加 1671 亿美元。三是合格境内机构投资者（QDII 及 RQDII）投资非居民发行的股票和债券合计净增加 54 亿美元。此外，在当前低利率环境延续的背景下，保险资金、银行理财子公司及公募基金等境内资管机构正加速拓展海外资产配置，成为跨境投资需求的新增边际变量。

下载日志已记录，仅供内部参考

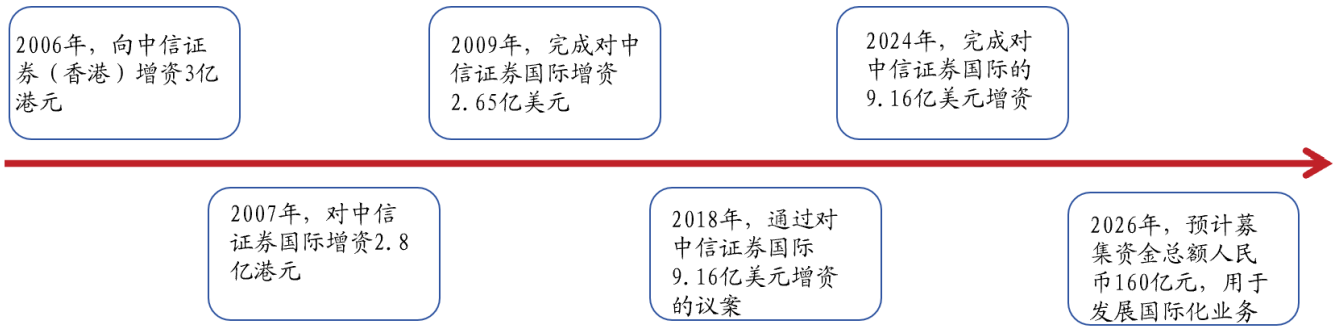
三、头部券商引领的出海格局

3.1 中信证券

3.1.1 以战略性收购为主、自主建设为辅的海外布局路径

公司于 2005 年在中国香港设立中信证券（香港），通过多轮增资及子公司收购，初步搭建了境外业务载体。2007 年，中信证券（香港）更名为中信证券国际，并于次年完成少数股权收购，实现全资控股。2012 至 2013 年是公司海外战略的关键转折期。公司于 2011 年完成 H 股上市，同年签订收购里昂证券 19.9%股权，2013 年完成剩余 80.1%股权的收购。里昂证券当时在亚洲市场具备较成熟的经纪网络与研究能力，收购后中信证券在东南亚、印度等市场的布局跳过了自建网络的早期阶段。2018 年，公司启动对中信证券国际的新一轮增资程序，受审批周期影响，该项约 9.16 亿美元的增资于 2024 年方告落地。2026 年 5 月，公司公告拟向第一大股东定向发行 H 股 7.94 亿股，拟增资 160 亿元人民币，全部用于发展国际业务。

图表13：中信证券国际成立以来的增资情况



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

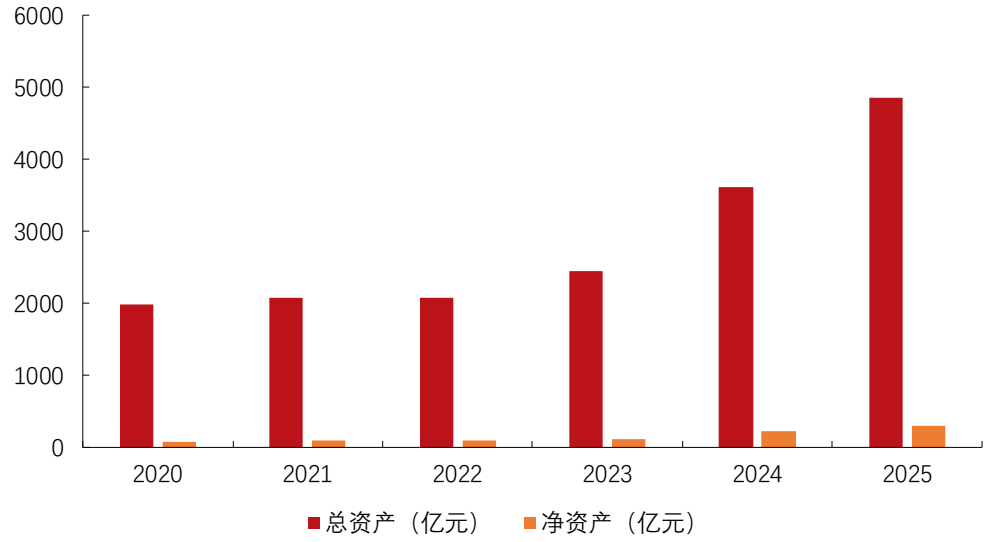
3.1.2 境外平台盈利贡献稳步提升，投行业务龙头地位稳固

资产规模保持接近 20%的年均复合增速。中信证券国际作为中信证券境外业务的核心运营平台，2020 至 2025 年间资产规模、营收体量与盈利能力均实现显著提升，同时资本结构趋于稳健。总资产由 2020 年的 1980.03 亿元增至 2025 年的 4854.43 亿元，年均复合增速 19.64%；净资产由 84.79 亿元增至 292.04 亿元，年均复合增速 28.06%；杠杆倍数由 2020 年的 23.35 倍逐步降至 2025 年的 16.62 倍。

盈利贡献显著增加。中信证券国际的营业收入从 2020 年的 53.69 亿元增至 2025 年的 238.68 亿元，同期净利润由 8.19 亿元增至 65.23 亿元，2025 年净利润规模约为 2020 年的 8 倍。对应地，加权平均 ROE 由 2021 年的 7.26%逐年提升至 2025 年的 25.29%，盈利能力显著增强。整体来看，中信证券国际已从早期依靠高杠杆维持资产回报的模式，转向以资本实力和业务能力驱动的内生性增长，规模与效率同步改善，体现了境外平台在集团国际化战略中的核心价值。

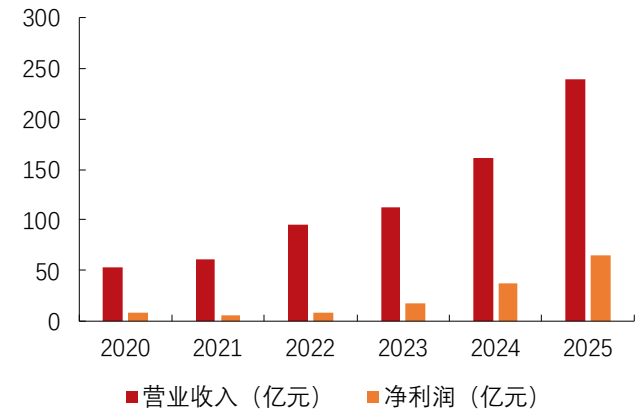
下载日志已记录，仅供内部参考

图表14：中信证券国际总资产与净资产



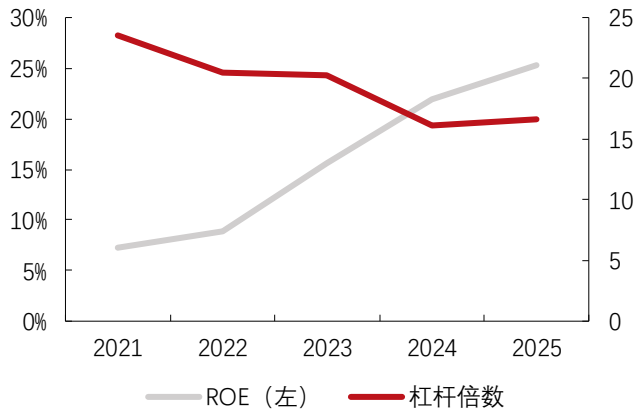
资料来源：公司公告，国盛证券研究所
注：汇率计算方式：以美元计价的，以国家统计局披露人民币兑美元平均汇率计算；以港币计价的，以 wind 数据库港元兑人民币平均汇率计算

图表15：中信证券国际营收与净利润



资料来源：公司公告，国盛证券研究所
注：汇率计算方式：以美元计价的，以国家统计局披露人民币兑美元平均汇率计算；以港币计价的，以 wind 数据库港元兑人民币平均汇率计算

图表16：中信证券国际 ROE 与杠杆倍数

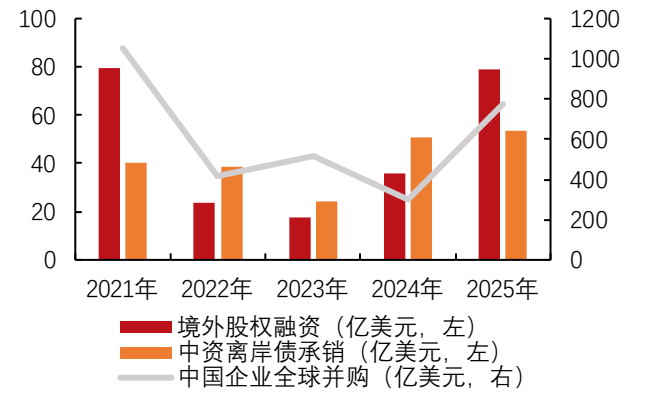


资料来源：公司公告，国盛证券研究所
注：1.图中 ROE 计算方式为 2*净利润/（期初净资产+期末净资产）的加权平均 ROE。2.因海外业务未披露代理买卖客户款，故杠杆倍数计算方法为总资产/净资产

中信证券境外投行业务在 2021 至 2025 年间经历了一轮先降后升的周期。由于港股市场周期波动，公司境外股权融资承销规模从 2021 年的 79.35 亿美元大幅下降至 2023 年的 17.82 亿美元，此后逐步回升至 2024 年的 35.81 亿美元，2025 年进一步恢复至 79.11 亿美元，回到 2021 年水平。其中，中国香港市场是主要贡献来源，2025 年中信证券合计承销 75.49 亿美元，占比 95.42%。境外债券承销规模从 2021 年的 40.16 亿美元增至 2025 年的 53.46 亿美元，市场份额由 2.44%提升至 4.30%，境外债券承销规模在中资券商中的排名从第四升至第一。2025 年，中信证券完成的涉及中国企业全球并购交易规模为 771.83 亿美元，在中资券商中排名第一。中信证券境外投行业务已在中国香港股权融资、离岸债券及跨境并购三条主线上形成稳固的市场领先地位。2022 至 2023 年，港股 IPO 市场收缩，中信证券境外股权融资承销规模从 2021 年的 79.35 亿美元大幅降至 2023 年的 17.82 亿美元；同期，境外债券承销规模从 2021 年的 40.16 亿美元增至 2025 年的 53.46 亿美元，市场份额由 2.44%提升至 4.30%，部分抵消了港股 IPO 业务下滑对投行板块的冲击。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表17：中信境外投行业务规模



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

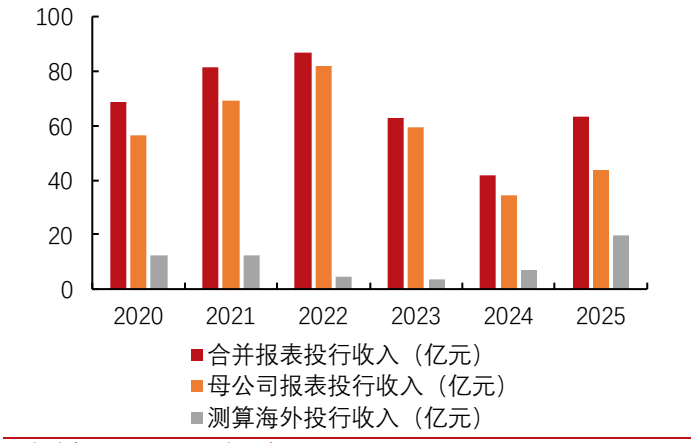
图表18：境外各地市场投行业务承销规模

单位：亿美元	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
香港 IPO	22.82	6.98	1.53	未披露	未披露
香港再融资	41.55	5.72	7.36	未披露	未披露
香港市场合计	未披露	未披露	未披露	27.17	75.49
欧洲 GDR	未披露	7.95	4.45	未披露	未披露
其他海外市场	14.98	3.18	4.47	8.64	3.62

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

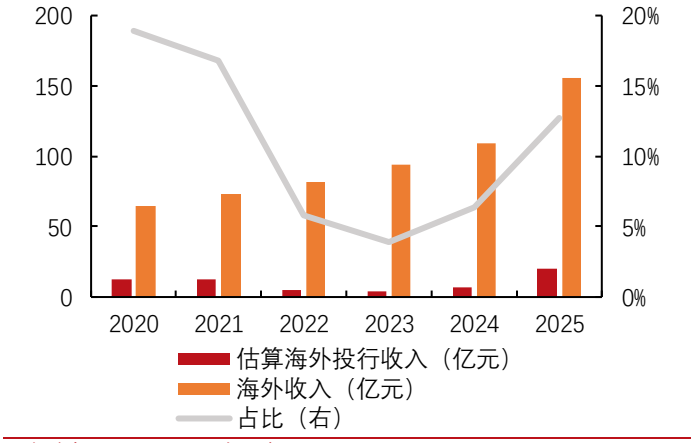
海外投行收入在 2020 至 2025 年间先收缩后回升。2020 年与 2021 年，我们测算中信证券海外投行收入分别为 12.19 亿元和 12.27 亿元。2022 年起大幅下降至 4.77 亿元，2023 年进一步降至 3.67 亿元，为六年内低点。2024 年开始修复，海外投行收入回升至 6.95 亿元；2025 年快速扩张至 19.77 亿元。

图表19：估算海外投行业务收入



资料来源：wind，国盛证券研究所
注：估算海外投行收入：合并-母公司口径的投行净收入，存在局限性，仅作为发展趋势参考

图表20：估算海外投行业务收入占比



资料来源：wind，国盛证券研究所
注：估算海外投行收入：合并-母公司口径的投行净收入，存在局限性，仅作为发展趋势参考

3.2 国泰海通

3.2.1 吸收合并海通证券后，海外业务逐渐进入新阶段

国泰海通由国泰君安与海通证券合并组建，是新“国九条”实施后头部券商并购重组的典型代表，其海外业务平台国泰海通金控完成初步更名整合。2024 年 4 月，新“国九条”明确支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式提升核心竞争力后，国泰君安与海通证券作为同属上海国资的券商，成为了“国九条”实施以来头部券商合并重组的典型代表。国泰海通金控为境外控股平台，运营国泰君安国际；原海通国际由海通国际控股持有，两大境外平台通过副总裁韩志达兼任负责人管理，其中，国泰君安国际是目前中资券商中首家在中国香港联交所上市的券商海外业务子公司。2024 年 12 月，香港证监会批准国泰君安作为存续公司，在合并后成为海通证券相关境外子公司的大股东。合

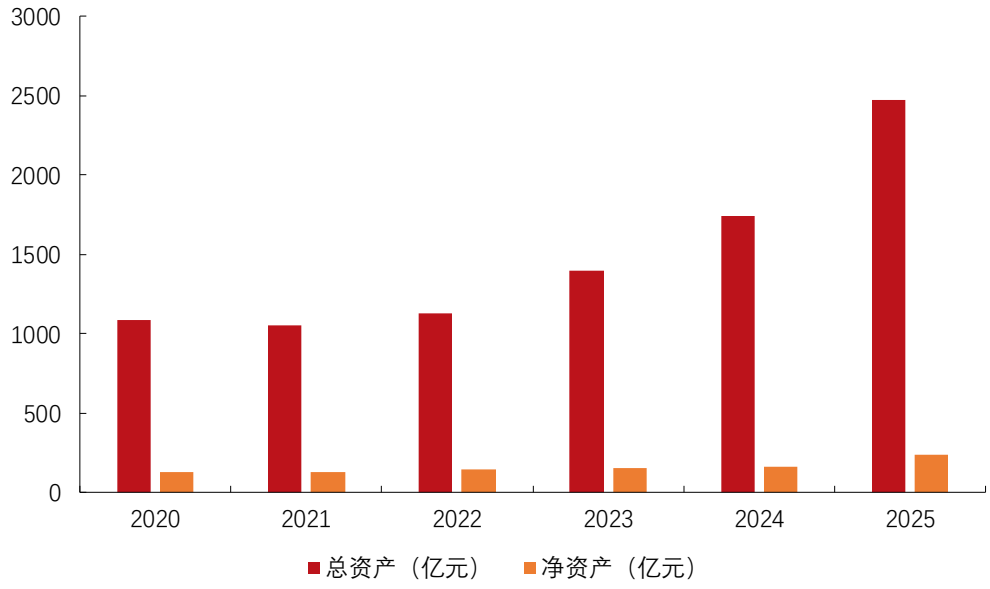
下载日志已记录，仅供内部参考

并方案中，国泰君安配套募集不超过 100 亿元资金，其中不超过 30 亿元专项用于国际化业务，为海外板块发展提供资本支持。

国泰君安国际因为提高决策效率等原因已进入退市流程。2026 年 8 月，国泰海通通过了以每股 3 港元私有化国君国际（01788.HK）的决议，本次收购涉及 32.9 亿股，所需资金约 98.6 亿至 126.2 亿港元，收购价较 7.22 日收盘价 2.08 港元溢价 44.2%，核心原因包括解决合并后境外平台同业竞争及降低合规成本；退市后，国君国际将作为全资子公司，对标高盛等国际一流投行的“单一上市实体”模式，整合海通国际海外资源，实现牌照、客户与业务体系升级，同时依托集团资源统一决策、灵活调配资本，以提升跨境联动效率和风险管理能力，全面加速海外业务拓展。

国泰海通金控盈利能力经历先降后升，ROE 由 2021 年的 8.82%回升至 2025 年的 12.31%，创区间新高。受港股市场波动与 2024 年后的公司整合并表影响，公司营业收入在 2020 至 2025 年间先降后升，分别为 33.85/25.79/13.96/48.26/71.51/93.83 亿元；净利润同步波动，2022 年降至 2.18 亿元，2025 年恢复至 24.10 亿元，驱动加权平均 ROE 显著改善。资产端，总资产由 2020 年的 1088.98 亿元增至 2025 年的 2475.48 亿元，累计增幅 127.3%；净资产从 124.49 亿元增至 232.55 亿元，累计增幅 86.8%，资本实力明显增强。杠杆倍数由 2020 年的 8.75 倍降至 2022 年的 7.97 倍，后因港股市场回暖及国泰君安与海通证券合并因素回升至 2025 年的 10.64 倍，整体处于 8 至 11 倍区间。

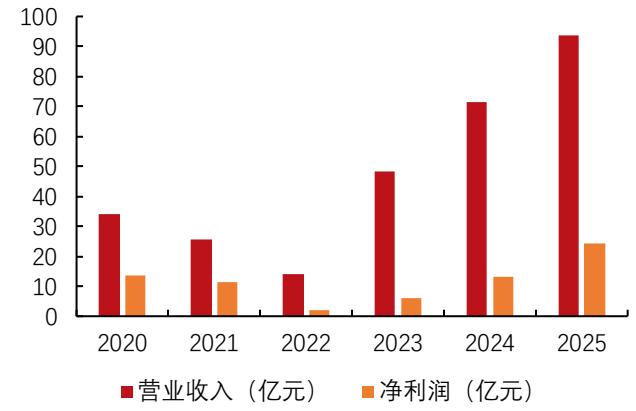
图表21：国泰海通金融控股总资产与净资产



资料来源：公司公告，国盛证券研究所
注：汇率计算方式：以美元计价的，以国家统计局披露人民币兑美元平均汇率计算；以港币计价的，以 wind 数据库港元兑人民币平均汇率计算

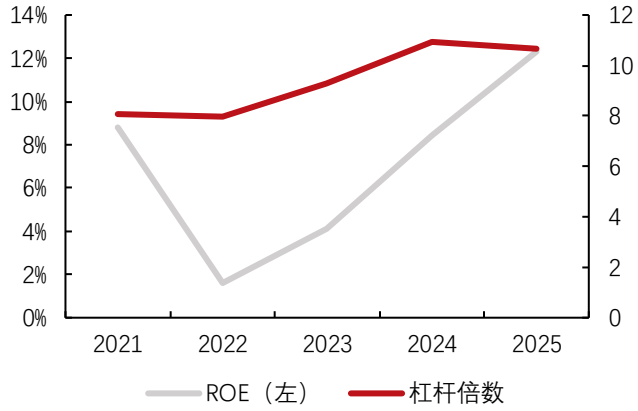
下载日志已记录，仅供内部参考

图表22：国泰海通金融控股营收与净利润



资料来源：公司公告，国盛证券研究所
注：汇率计算方式：以美元计价的，以国家统计局披露人民币兑美元平均汇率计算；以港币计价的，以 wind 数据库港元兑人民币平均汇率计算

图表23：国泰海通金融控股 ROE 与杠杆倍数



资料来源：公司公告，国盛证券研究所
注：1.图中 ROE 计算方式为 2*净利润/（期初净资产+期末净资产）的加权平均 ROE。2.因海外业务未披露代理买卖客户款，故杠杆倍数计算方法为总资产/净资产

3.2.2 国泰君安国际：利息收入占比长期较高，收入结构均衡修复

营业收入在近三年持续修复，2025 年创新高。2021-2025 年，国泰君安国际营业收入分别为 32.93/19.88/28.97/40.36/57.08 亿元，同比增速 -24.02%/-39.61%/+45.69%/+39.33%/+41.41%。

收入结构由利息收入主导趋于均衡。利息收入占比长期偏高，但各业务条线贡献趋于均衡。2021 年，费用及佣金、利息、交易及投资净收入占营业收入比重分别为 40.99%、57.50%和 1.51%；2022 年因交易及投资净收入转为亏损，利息收入占比被动升至 64.19%；2023 年起交易及投资净收入恢复，收入结构逐步回归多元，2025 年三项占比分别为 24.51%、38.36%和 37.13%，交易及投资净收入占比已接近利息收入，结构趋于均衡。

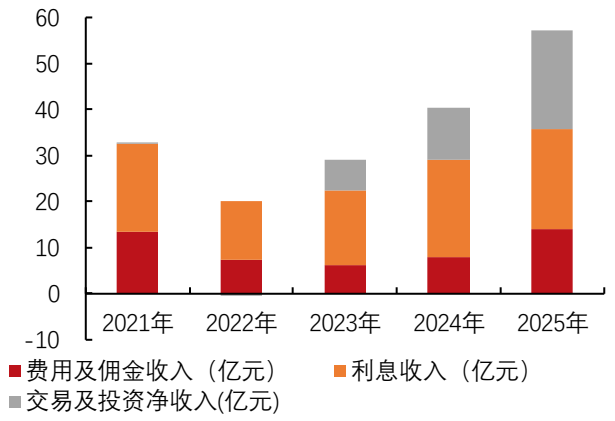
费用及佣金收入触底回升，2025 年已恢复至 2021 年水平。分业务线来看，费用及佣金收入 2021-2025 年分别为 13.50/7.44/6.21/7.96/13.99 亿元，2023 年触底后开始回升，2025 年恢复至 2021 年水平。2023 年的低点与港股一级市场发行节奏放缓、二级市场交投活跃度偏弱直接相关；2024 年以来受益于港股 IPO 市场复苏和现货市场成交额回升，经纪及投行相关收入持续修复。

利息收入表现相对稳健，2024 年起恢复并超过 2021 年水平。2021-2025 年利息收入分别为 18.93/12.76/16.29/21.12/21.90 亿元。2022-2023 年小幅回落，2024 年恢复并超过 2021 年水平，2025 年继续小幅增长。利息收入的稳定性主要来自孖展融资及固定收益类资产利息收益的现金流特征。

交易及投资净收入是波动最大、修复弹性最强的分项，2025 年已接近利息收入规模。2021-2025 年该项收入分别为 0.50 亿元/-0.32 亿元/6.46 亿元/11.28 亿元/21.19 亿元。2022 年转为净亏损，为拖累当年整体营收大幅下滑的主要原因；2023 年起扭亏，此后进入加速释放期，2025 年交易及投资净收入已接近利息收入规模。交易及投资净收入改善主要来自三方面：利率环境变化带来的固定收益类投资重估收益、衍生品及做市业务盈利改善，以及港股市场回暖驱动的权益类投资收益回升。

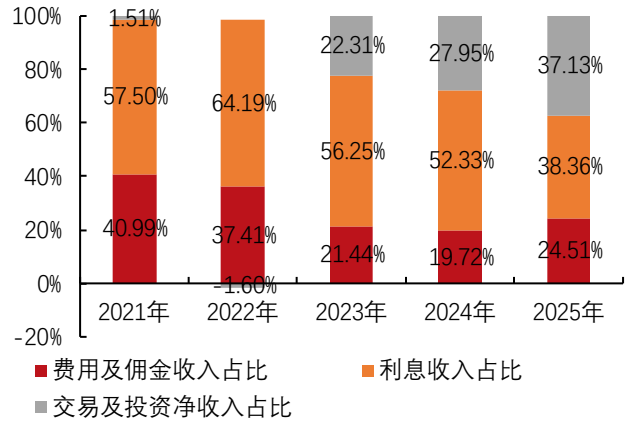
下载日志已记录，仅供内部参考

图表24：国泰君安国际收入情况



资料来源：国泰君安国际公司公告，国盛证券研究所
注：汇率计算方式：以美元计价的，以国家统计局披露人民币兑美元平均汇率计算；以港币计价的，以 wind 数据库港元兑人民币平均汇率计算

图表25：国泰君安国际收入占比情况



资料来源：国泰君安国际公司公告，国盛证券研究所

3.3 中金公司

3.3.1 起步遥遥领先、以自建为主的国际化路径

中金公司的海外布局起步于 1997 年，遥遥领先其他中资券商。中金的国际化发展主要通过自行申请牌照、设立分支机构实现网络扩展。1997 年设立中金香港，成为最早进入中国香港证券承销市场的中资机构之一。此后十余年中，公司依次设立中金（美国）、中金（新加坡）及中金（英国），分别取得美国 SEC 牌照、新加坡金管局牌照及英国监管牌照，完成了在北美、东南亚和欧洲三大区域的基础布局。2015 年中金公司在港股上市后，公司持续对境外平台增资，并收购美国金瑞基金股权以补充北美业务能力。中金英国是伦敦证券交易所和瑞士证券交易所的首家中资会员，以及法兰克福证券交易所首家中资投行会员；2018 年，中金英国获得伦交所 GDR 跨境转换机构资格。2024 至 2025 年间，公司进一步获取港交所 SPAC 参与资格，并新设越南代表处与阿联酋分公司，东南亚及中东市场的覆盖有所扩大。中金公司海外业务发展的特点是以自主申请牌照和自行培养团队为主，避免了外延式并购整合的不确定性，但网络铺设的速度与规模也相应受到自身资源约束。

从收入体量与地区贡献看，海外业务已成为中金不可忽视的增长极。2021 至 2025 年间，中金公司来自中国港澳台地区及海外地区的收入分别为 70.92/52.02/60.75/53.08/83.93 亿元人民币，2025 年已回升并创下历史新高。海外收入占比从 2021 年的约 23.5%上升至 2025 年的约 29.5%，五年间提升了约六个百分点。海外收入的贡献度持续提升。

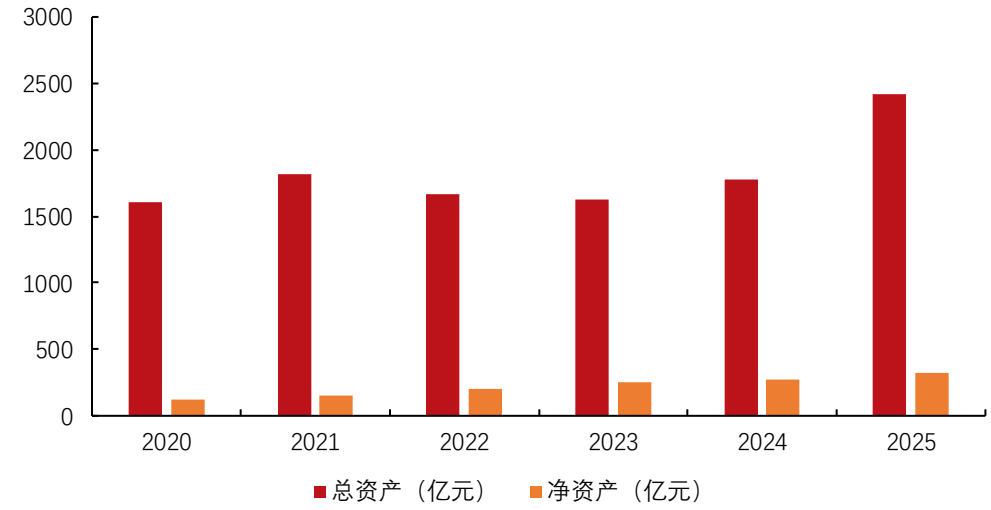
3.3.2 中金国际：顺周期波动中的业绩修复

作为中金公司海外业务的核心子公司，中金国际的财务表现呈现出较明显的顺周期特征。2021 年为前期盈利高点，当年中金国际实现营业收入 87.44 亿元，净利润 42.43 亿元；2022 至 2024 年，受境外资本市场环境变化影响，净利润有所回落，2024 年净利润降至 26.07 亿元。2025 年，伴随市场条件改善，港股一级市场融资功能显著修复，A 股企业集中赴港上市带动 IPO 承销规模放量，中金国际营业收入和净利润分别回升至 139.33 亿元和 46.59 亿元，均创历史新高。

下载日志已记录，仅供内部参考

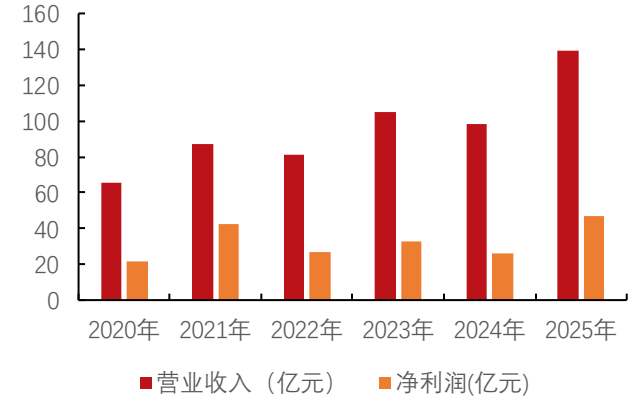
中金国际资产规模波动中逐渐扩张。2021-2025 年，公司总资产分别为 1821.50/1664.32/1622.40/1773.99/2416.49 亿元；净利润分别为 42.43/26.61/32.60/26.07/46.59 亿元，对应加权平均 ROE 分别为 30.56%/14.79%/14.39%/10.10%/15.88%。杠杆倍数由 2021 年的 11.69 倍持续降至 2024 年的 6.63 倍，2025 年小幅回升至 7.57 倍，仍处于历史相对低位。净资产由 2020 年的 121.89 亿元增至 2025 年的 319.13 亿元，累计增幅 161.8%；净利润在 2021 年达到高点后回落，2025 年恢复至 46.59 亿元，创区间新高。

图表26：中金国际总资产与净资产情况



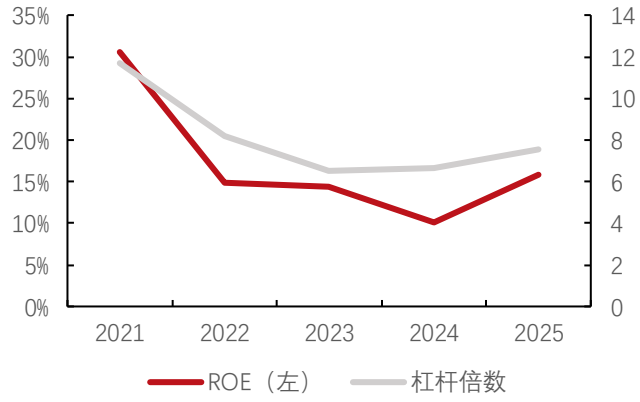
资料来源：公司公告，国盛证券研究所
注：汇率计算方式：以美元计价的，以国家统计局披露人民币兑美元平均汇率计算；以港币计价的，以 wind 数据库港元兑人民币平均汇率计算

图表27：中金国际营收与净利润



资料来源：公司公告，国盛证券研究所
注：汇率计算方式：以美元计价的，以国家统计局披露人民币兑美元平均汇率计算；以港币计价的，以 wind 数据库港元兑人民币平均汇率计算

图表28：中金国际 ROE 与杠杆倍数



资料来源：公司公告，国盛证券研究所
*注：1.图中 ROE 计算方式为 2*净利润/（期初净资产+期末净资产）的加权平均 ROE。2.因海外业务未披露代理买卖客户款，故杠杆倍数计算方法为总资产/净资产*

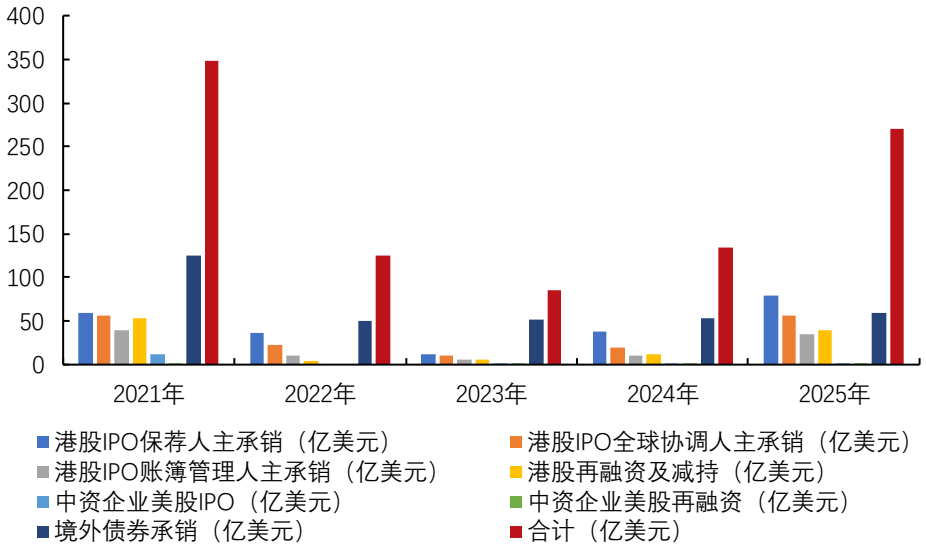
3.3.3 海外投行业务：长期处于领先地位，收入弹性修复尚未完全兑现

海外投行业务对中金公司具有三重战略意义：一是收入贡献占比持续抬升，已成为公司整体营收的重要引擎；二是在核心境外产品线上确立了难以撼动的市场领导地位；三是在境内投行收入周期性承压时发挥了显著的缓冲与反哺作用。

下载日志已记录，仅供内部参考

从境外投行承销规模与市场排名看，中金在港股 IPO 这一核心赛道上已建立起优势。根据公司年报披露，以保荐人主承销口径衡量，中金在港股 IPO 市场的承销规模从 2023 年的 12.18 亿美元恢复至 2025 年的 79.00 亿美元，且连续多年位居保荐人主承销排名市场第一。全球协调人和账簿管理人两个角色同样长期保持市场首位或前列。港股再融资及减持业务方面，承销规模从 2022 年的低点 4.76 亿美元回升至 2025 年的 39.34 亿美元。境外债券承销规模在 2022 年触底后已连续三年回升，2025 年达 59.69 亿美元。中金在多个境外核心产品线上已形成系统性的领先优势，而非依赖单一项目的偶发性贡献。这一市场地位本身构成了中金国际化品牌的核心壁垒，也是其吸引后续项目与客户的信用背书。

图表29：中金公司海外投行业务的承销规模



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

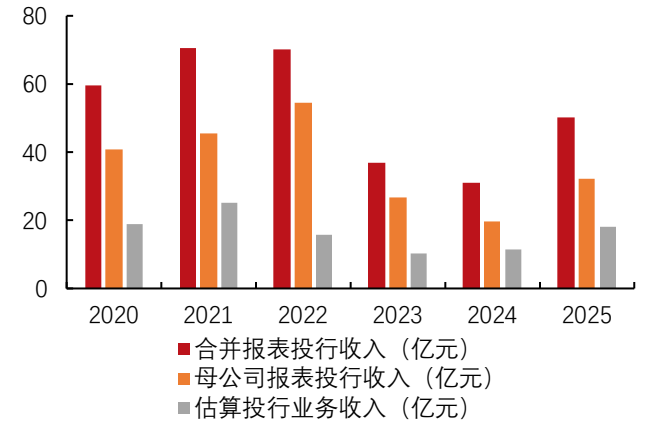
中金公司海外投行收入在 2020 至 2025 年间经历了先升后降再修复的过程。根据我们测算，2020-2025 年公司海外投行收入分别为 18.69 亿元、24.96 亿元、15.66 亿元、10.42 亿元、11.31 亿元和 18.22 亿元，主要受港股市场活跃度和 IPO 发行规模波动影响。

海外投行业务的收入贡献呈下降趋势。2022 年之前，海外投行业务收入占海外业务收入比例超过 30%，但 2023 年降至 17.15%，此后两年维持在 21%左右，投行板块对海外收入的贡献度有所下降，投行收入本身的收缩尚未完全修复，一定程度上改变了收入结构。



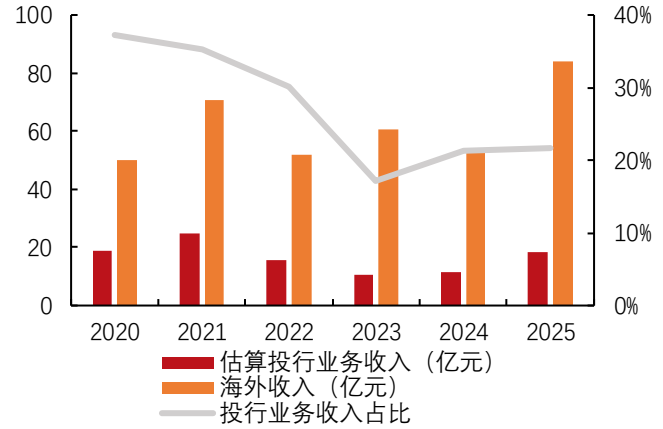
下载日志已记录，仅供内部参考

图表30：中金公司估算海外投行业务收入



资料来源：公司公告，国盛证券研究所
注：估算海外投行收入：合并-母公司口径的投行净收入，存在局限性，仅作为发展趋势参考

图表31：中金公司估算的海外投行收入占比



资料来源：公司公告，国盛证券研究所
注：估算海外投行收入：合并-母公司口径的投行净收入，存在局限性，仅作为发展趋势参考

3.4 华泰证券

3.4.1 平台化运营下的区域聚焦与增资加码

华泰证券国际业务以华泰国际金控为核心统筹多区域持牌运营。华泰证券的国际化业务以华泰国际金控为顶层控股平台，下设华泰金控（香港）、华泰证券（美国）及新加坡子公司等主要运营实体。这一架构使各境外主体在资本管理、合规风控及业务协同上接受统一调度，同时保留各区域牌照的独立运营灵活性。布局以香港为起点，逐步延伸至美国、欧洲及东南亚市场。

出售 AssetMark 改变境外资产规模与收入结构发生阶段性变化。2006 年华泰金控（香港）成立，此后通过持续增资充实资本基础。2015 年港股上市为境外业务提供了融资平台支持。2016 年收购 AssetMark，拓展了美国财富管理与资产管理能力，AssetMark 于 2019 年在纽交所分拆上市。2019 年，公司发行沪伦通首单 GDR 并在伦交所挂牌。截至 2020 年，华泰证券（美国）先后取得经纪交易商牌照和自营交易牌照，获准开展美股主经纪商业务。2022 年设立新加坡子公司，东南亚业务起步。华泰证券在 2024 年选择出售 AssetMark 全部股权，交易完成后该子公司不再纳入合并范围。这一决策使其境外资产规模与收入结构发生阶段性变化。同年，公司对华泰资管（香港）增资并加大对新加坡子公司的投入，境外资源配置重点正在从美国市场向中国香港及东南亚地区转移。

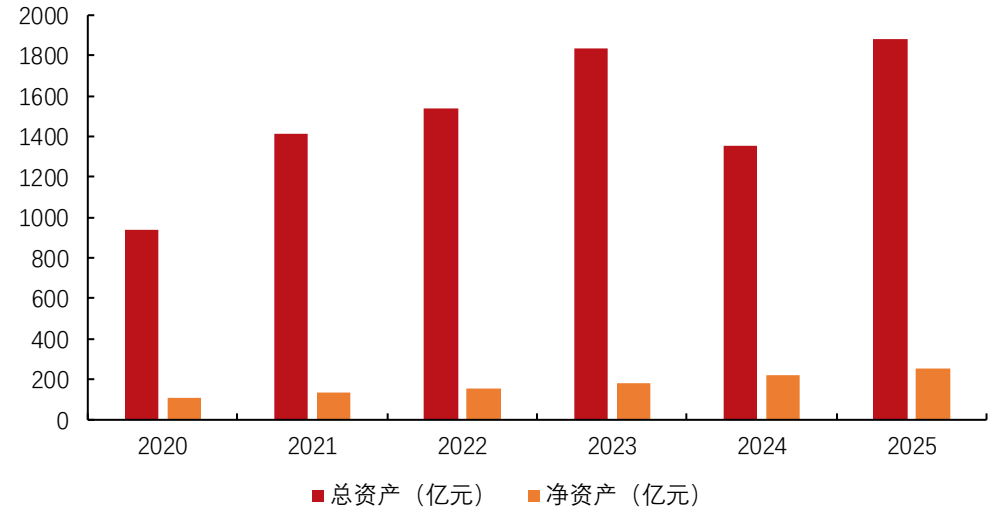
华泰证券近年来对境外平台的增资频率较高。2018 年对华泰国际金控增资 78 亿港元，是近年最大单笔投入。此后在 2021 年、2024 年及 2026 年初均有增资动作。2026 年 2 月 3 日，华泰证券发布 100 亿港元 H 股可转债，其中亦有部分用于境外运营。对新加坡子公司及华泰资管（香港）也有多轮小额增资。

华泰国际金控资产规模受一次性资产处置扰动，盈利波动显著但净资产持续增厚。2020 至 2025 年，公司总资产先由 940.22 亿元升至 2023 年的 1838.48 亿元，2024 年因出售 AssetMark 降至 1357.53 亿元，2025 年回升至 1882.22 亿元；净资产则逐年增长，从 109.57 亿元增至 253.13 亿元，累计增幅 131.0%。盈利端，营业收入从 39.30 亿元逐步升至 2024 年的 183.12 亿元，2025 年回落至 85.12 亿元；净利润由 2020 年的 2.17 亿元增至 2024 年的 65.40 亿元高点，2025 年回落至 30.09 亿元，仍显著高于 2020 至 2023 年期间水平。对应加权平均 ROE 在 2021 至 2023 年维持在 9.7%至 11.7%区间，2024 年受出售 AssetMark 带来的一次性收益推动跃升至 32.28%，2025 年回落至 12.69%。

下载日志已记录，仅供内部参考

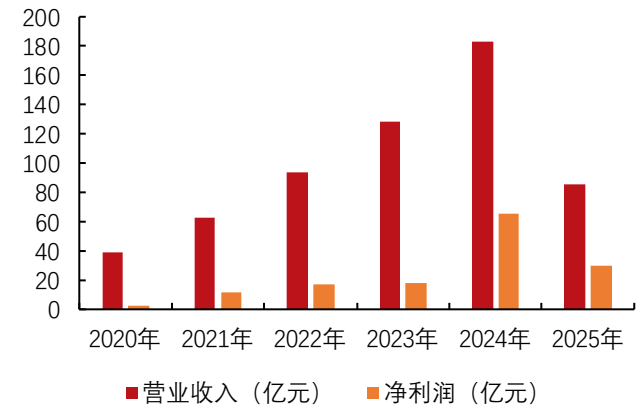
杠杆倍数由 2021 年的 10.64 倍逐步降至 2024 年的 6.14 倍，2025 年小幅回升至 7.44 倍，整体处于 6 至 11 倍区间。

图表32：华泰国际金控总资产与净资产情况



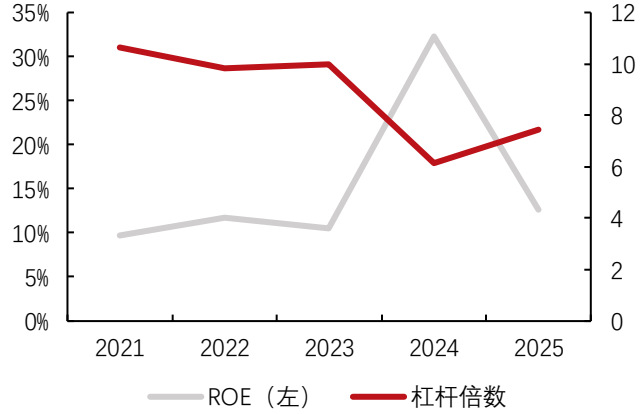
资料来源：公司公告，国盛证券研究所
注：汇率计算方式：以美元计价的，以国家统计局披露人民币兑美元平均汇率计算；以港币计价的，以 wind 数据库港元兑人民币平均汇率计算

图表33：华泰国际金控营收与净利润



资料来源：公司公告，国盛证券研究所
注：汇率计算方式：以美元计价的，以国家统计局披露人民币兑美元平均汇率计算；以港币计价的，以 wind 数据库港元兑人民币平均汇率计算

图表34：华泰国际金控 ROE 与杠杆倍数



资料来源：公司公告，国盛证券研究所
注：1.图中 ROE 计算方式为 2*净利润/（期初净资产+期末净资产）的加权平均 ROE。2.因海外业务未披露代理买卖客户款，故杠杆倍数计算方法为总资产/净资产

3.4.2 华泰证券国际业务：投资收益驱动，非经常性损益加大波动

华泰证券国际业务营业收入在过去五年间呈现明显的波动特征。2021-2025 年，华泰证券国际业务营业收入分别为 63.08/66.33/79.26/143.40/59.18 亿元；2021-2025 年同比增速分别为+60.2%/+5.2%/+19.5%/+80.9%/-58.7%，收入规模波动剧烈。

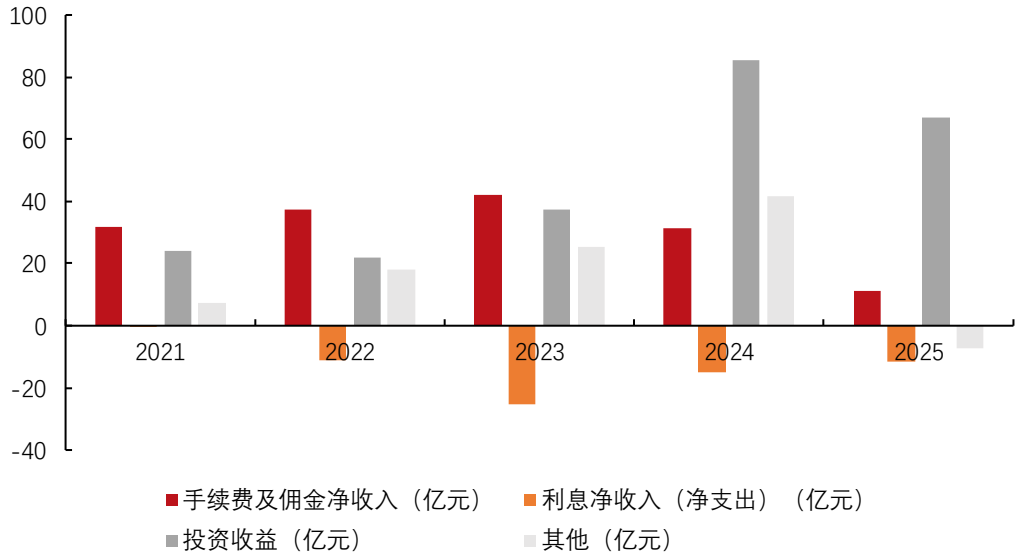
收入高度依赖投资收入，手续费及佣金收入的占比较小，利息收入五年来为负贡献。1）手续费及佣金净收入：手续费及佣金净收入在 2021 至 2025 年间波动显著，各年分别为 31.91/37.36/41.89/31.34/11.12 亿元。2022 年小幅上升，2023 年继续增至区间高点，此后逐年回落，至 2025 年降至近年低位。从驱动因素看，2025 年的明显下滑主要受公司出售 AssetMark 后不再纳入合并范围的影响，财富管理相关收入随资产出表而减少。

下载日志已记录，仅供内部参考

2）利息净收入：2021-2025 年各年均为净支出，分别为-0.39/-10.93/-25.46/-14.96/-11.76 亿元。2021 年净支出规模较小，2023 年净支出扩大至区间高点，此后两年有所收窄，反映境外融资成本或资金运用结构持续对利息收支形成压力。

3）投资业务收入：是决定国际业务整体收入走向的核心变量。2021-2025 年，公司投资收益分别为 24.03/21.95/37.47/85.47/67.04 亿元。2022 年小幅回落，主要受境外市场波动影响；2023 年起逐步修复，2024 年大幅增长主要来自出售 AssetMark 带来的一次性收益；2025 年虽有所回落，但仍处于 5 年内较高水平，整体来看，投资业务收入是海外业务收入重要决定因素。

图表35：华泰证券国际业务收入



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

四、投资建议

海外业务正从头部券商的可选补充项，转变为影响未来估值的重要变量。在企业出海与居民财富跨境配置的双重驱动下，率先完成牌照布局、资本积累与能力建设的龙头机构，有望持续受益于这一轮跨境资本服务的扩容周期，实现境外收入占比与 ROE 的双重提升。建议重点关注海外业务已跨越盈亏平衡点、具备内源性增长能力且市场份额稳固的头部券商，如中信证券、国泰海通、中金公司、华泰证券，其海外板块的盈利贡献与品牌溢价尚未被市场充分定价，具备较高配置价值。

五、风险提示

1）地缘政治带来的不确定性：中资券商在海外展业面临全球地缘政治格局变化带来的不确定性，部分市场对中国背景金融机构的监管审查趋严，可能涉及业务准入限制、数据安全审查及合规成本上升等问题。若地缘摩擦升级，中资机构在特定市场的经营许可、客户关系及资产安全可能受到直接影响；

2）境外市场波动风险：券商海外业务收入与香港及全球资本市场景气度高度相关，港股市场交投活跃度下降、IPO 发行节奏放缓或信用风险事件发生，均将直接影响境外经纪、投行及投资业务的收入表现。头部券商境外平台杠杆运用高于境内，市场下行阶段盈利与净资产的波动幅度可能被放大；

3）汇率与跨境资金流动风险：海外业务涉及多币种资产负债配置，人民币与美元、港元等主要货币间的汇率波动，可能对境外子公司的财务报表产生折算损益影响，亦会影响跨境业务的客户回报与交易成本；

4）国内外监管政策变化风险：境内对跨境资本流动、境外投资及数据出境等领域的监管政策存在调整可能，境外监管机构对持牌机构的合规要求亦可能趋严，从而影响券商海外业务的展业模式与合规成本。跨境业务创新试点的推进节奏同样取决于监管导向，若政策窗口收紧，部分创新业务的增长预期可能阶段性落空；

5）整合与运营管理风险：部分券商通过跨境并购实现海外扩张，被收购主体在文化融合、管理架构整合及业务协同等方面存在不确定性，整合效果不及预期可能导致商誉减值、人才流失或业务协同效率低下。

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市丰台区丽泽路 22 号院新华社国家金融信息大厦西塔 B 座 38 层
邮编：100077
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
邮编：200120
电话：021-38124100
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com