下载日志已记录，仅供内部参考

申万宏源研究
SWS RESEARCH

2026 年 10 月 16 日

为何券商集中发力国际业务？

——券商核心业务观察系列报告之三

看好

相关研究

《2026 年下半年证券行业投资策略：高 ROE、低 PB 背景下，关注科创、财富、海外因素催化》 2026/06/09

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

- **国际业务对券商中长期经营发展具备战略性意义，我们将其列为板块重点跟踪观察的核心业务线。**国际业务在多个维度助推行业机构（尤其是头部机构）实现经营升级：**1）突破、平滑境内单一资本市场带来的容量约束和周期波动；2）提升资金运用综合回报（主要是自营等重资本业务线提回报）；3）提升高附加值业务经营能力（主要是投行、财富等轻资本业务提能力）；4）全球客户关系网络升级；5）跨市场经营资源综合配置能力筑基（人力、资金、系统、数据等）；6）风控、合规能力升级。**基于上述观察，不同机构在国际业务线的战略定位、策略执行、经营质效等将成为投资者配置行业标的时需要重点关注和考察的核心维度。

- **首篇报告，我们优选 5 家重点标的作静态横向比较、动态纵向回顾及重点事件分析。**在国际业务线系列的首篇报告中，我们综合考虑境外资产/收入规模、近年增长态势、战略布局高度及执行力度、业务发展特色等多个维度，在头部券商中优选：**1）中信证券（高杠杆经营）；2）国泰海通（大型并购整合）；3）华泰证券（财富管理特色）；4）中国银河（区域深耕细作）；5）广发证券（低基数追赶）**5 家机构作为研究样本，力求在相对有限的披露数据中，通过静态截面横向比较、动态纵向路径回顾以及重点事件分析，梳理明确 5 家机构近年来在国际业务线方面的经营体量、战略执行、资本运作等核心特征，为投资者在相关业务线维度优选行业配置标的提供参考。

- **以四张气泡图作为首篇报告的核心观察抓手。**从目前上市券商公开披露的国际业务经营数据看，总体可用于横向比较的经营数据相对有限。基于可比披露数据，我们拟初步构建四张气泡图，纳入 5 家观察券商在 2019-2026H1 的相关数据，从收入/利润、总资产/净资产、ROE、权益乘数等不同的数据组合维度观察相关券商的国际业务经营规模、特色标签、战略执行等情况。

- **观察气泡图，可得出 5 家券商近年国际业务经营发展的多项路径、特色洞察。**例如：**1）中信证券、华泰证券**境外业务收入规模大、占比高，国际业务特色标签最为突出；**2）中信证券、广发证券**近年推动国际业务增收战略执行路径最为连贯清晰；**3）中国银河**国际业务拓收节奏相对稳健，整体路径稳中有进；**4）中信证券**国际子经营高杠杆-高 ROE 特色明确，而中国银河国际子低杠杆经营特征显著；**5）中信证券、广发证券**国际子净资产占比提升路径扎实清晰，体现出明确的国际子边际扩表战略意图及执行力度，**中国银河**国际子扩表发力较早，重点围绕并购事项节奏推动扩表。

- **投资分析意见：**在人民币国际化、中资企业推动全球化布局、跨境资金全球资产配置等趋势性背景下，“投资中国”与“中国投资”都为券商国际业务经营开辟了重要的增量拓收空间，头部机构凭借领先的区域布局、更优的人才队伍、强劲的资金实力、占优的品牌效应、广泛的客户网络、完善的合规风控，预计将更好把握国际业务增量机遇。**聚焦国际业务线布局优势，推荐中信证券、国泰海通、华泰证券、广发证券。**

- **风险提示：1）市场风险。**随着国际业务创收占比的持续提升，券商承受的全球金融市场风险（权益、固收等）将因展业区域的扩展及资本跨境流动而增加。受地缘、海外货币政策调整预期变化等因素影响，金融市场波动加大，券商对相应市场风险管理的难度提升。**2）汇率风险。**随着券商国际业务经营持续拓展，境外资产规模预计将持续提升，汇率风险相应伴生，需要通过多种金融工具管理汇率风险敞口。**3）合规风险。**国际业务跨境经营需要严格遵守不同国家/地区的法律法规、监管政策，若应对不利引发合规风险事件，或将对国际业务经营造成阶段性冲击。

申万宏源研究微信服务号

下载日志已记录，仅供内部参考

投资案件

结论和投资分析意见

在人民币国际化、中资企业推动全球化布局、跨境资金全球资产配置等趋势性背景下，“投资中国”与“中国投资”都为券商国际业务经营开辟了重要的增量拓收空间，头部机构凭借领先的区域布局、更优的人才队伍、强劲的资金实力、占优的品牌效应、广泛的客户网络、完善的合规风控，预计将更好把握国际业务增量机遇。聚焦国际业务线布局优势，推荐中信证券、国泰海通、华泰证券、广发证券。

原因与逻辑

国际业务对券商中长期经营发展具备战略性意义，我们将其列为板块重点跟踪观察的核心业务线。国际业务在多个维度助推行业机构（尤其是头部机构）实现经营升级：

1）突破、平滑境内单一资本市场带来的容量约束和周期波动；

2）提升资金运用综合回报（主要是自营等重资本业务线提回报）；

3）提升高附加值业务经营能力（主要是投行、财富等轻资本业务提能力）；

4）全球客户关系网络升级；

5）跨市场经营资源综合配置能力筑基（人力、资金、系统、数据等）；

6）风控、合规能力升级。

基于上述观察，不同机构在国际业务线的战略定位、策略执行、经营质效等将成为投资者配置行业标的时需要重点关注和考察的核心维度。

有别于大众的认识

以四张气泡图作为首篇报告的核心观察抓手。从目前上市券商公开披露的国际业务经营数据看，总体可用于横向比较的经营数据相对有限。基于可比披露数据，我们拟初步构建四张气泡图，纳入 5 家观察券商在 2019-2026H1 的相关数据，从收入/利润、总资产/净资产、ROE、权益乘数等不同的数据组合维度观察相关券商的国际业务经营规模、特色标签、战略执行等情况。

观察气泡图，可得出 5 家券商近年国际业务经营发展的多项路径、特色洞察。例如：1）中信证券、华泰证券境外业务收入规模大、占比高，国际业务特色标签最为突出；2）中信证券、广发证券近年推动国际业务增收战略执行路径最为连贯清晰；3）中国银河国际业务拓收节奏相对稳健，整体路径稳中有进；4）中信证券国际子经营高杠杆-高 ROE 特色明确，而中国银河国际子低杠杆经营特征显著；5）中信证券、广发证券国际子净资产占比提升路径扎实清晰，体现出明确的国际子边际扩表战略意图及执行力度，中国银河国际子扩表发力较早，重点围绕并购事项节奏推动扩表。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1．构建券商国际业务核心经营数据气泡图体系 5

2．以 4 张气泡图矩阵为抓手观测券商国际业务发展情况 .. 6

2.1 气泡图 1：境外收入占比-境外收入增速-境外收入规模 6
2.2 气泡图 2：国际子权益乘数-ROE-净利润规模 8
2.3 气泡图 3：国际子净资产占比-净资产增速-净资产规模 11
2.4 气泡图 4：国际子总资产占比-总资产增速-总资产规模 14

3．关注国际业务布局领先的头部机构布局机会 16

4．风险提示 16

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：构建券商国际业务核心经营数据气泡图体系 6
图 2：境外收入占比-境外收入增速-境外收入规模气泡图矩阵 7
图 3：26H1 观察券商境外业务收入规模及占比数据 7
图 4：观察券商境外业务收入规模及占比数据（2019-2026H1） 8
图 5：国际子权益乘数-ROE-净利润规模气泡图矩阵 9
图 6：26H1 观察券商国际子 ROE 及权益乘数情况 10
图 7：观察券商国际子 ROE 及权益乘数情况（2019-2026H1） 11
图 8：国际子净资产占比-净资产增速-净资产规模气泡图矩阵 12
图 9：26H1 观察券商国际子净资产规模及占比情况 12
图 10：观察券商国际子净资产增速及占比情况（2019-2026H1） 13
图 11：国际子总资产占比-总资产增速-总资产规模气泡图矩阵 14
图 12：26H1 观察券商国际子总资产规模及占比情况 15
图 13：观察券商国际子总资产增速及占比情况（2019-2026H1） 15
图 14：重点券商估值情况（2026/10/15） 16

下载日志已记录，仅供内部参考

国际业务对券商中长期经营发展具备战略性意义，我们将其列为板块重点跟踪观察的核心业务线。在人民币国际化、中资企业推动全球化布局、跨境资金全球资产配置等趋势性背景下，“投资中国”与“中国投资”均为券商国际业务拓展开辟了重要增量拓收空间，助推行业机构（尤其是头部机构）在多个维度实现经营升级：**1）突破、平滑境内单一资本市场带来的容量约束和周期波动；2）提升资金运用综合回报（主要是自营等重资本业务线提回报）；3）提升高附加值业务经营能力（主要是投行、财富等轻资本业务提能力）；4）全球客户关系网络升级；5）跨市场经营资源综合配置能力筑基（人力、资金、系统、数据等）；6）风控、合规能力升级。**基于上述观察，不同机构在国际业务线的战略定位、策略执行、经营质效等将成为投资者配置行业标的时需要重点关注和考察的核心维度。

首篇报告，我们优选 5 家重点标的作静态横向比较、动态纵向回顾及重点事件分析。在国际业务线系列的首篇报告中，我们综合考虑境外资产/收入规模、近年增长态势、战略布局高度及执行力度、业务发展特色等多个维度，在头部梯队券商中优选：**1）中信证券（高杠杆经营）；2）国泰海通（大型并购整合）；3）华泰证券（财富管理特色）；4）中国银河（区域深耕细作）；5）广发证券（低基数追赶）**5 家机构作为研究样本，力求在相对有限的披露数据中，通过静态截面横向比较、动态纵向路径回顾，梳理明确 5 家机构近年来在国际业务线方面的经营体量、战略执行、资本运作等核心特征，为投资者在相关业务线维度优选行业配置标的提供参考。

以四张气泡图作为首篇报告的核心观察抓手。从目前上市券商公开披露的国际业务经营数据看，总体可用于横向比较的经营数据相对有限。基于可比披露数据，我们拟初步构建四张气泡图，纳入 5 家观察券商在 2019-2026H1 的相关数据，从**收入/利润、总资产/净资产、ROE、权益乘数**等不同的数据维度组合角度观察相关券商的国际业务经营规模、特色标签、战略执行等情况。

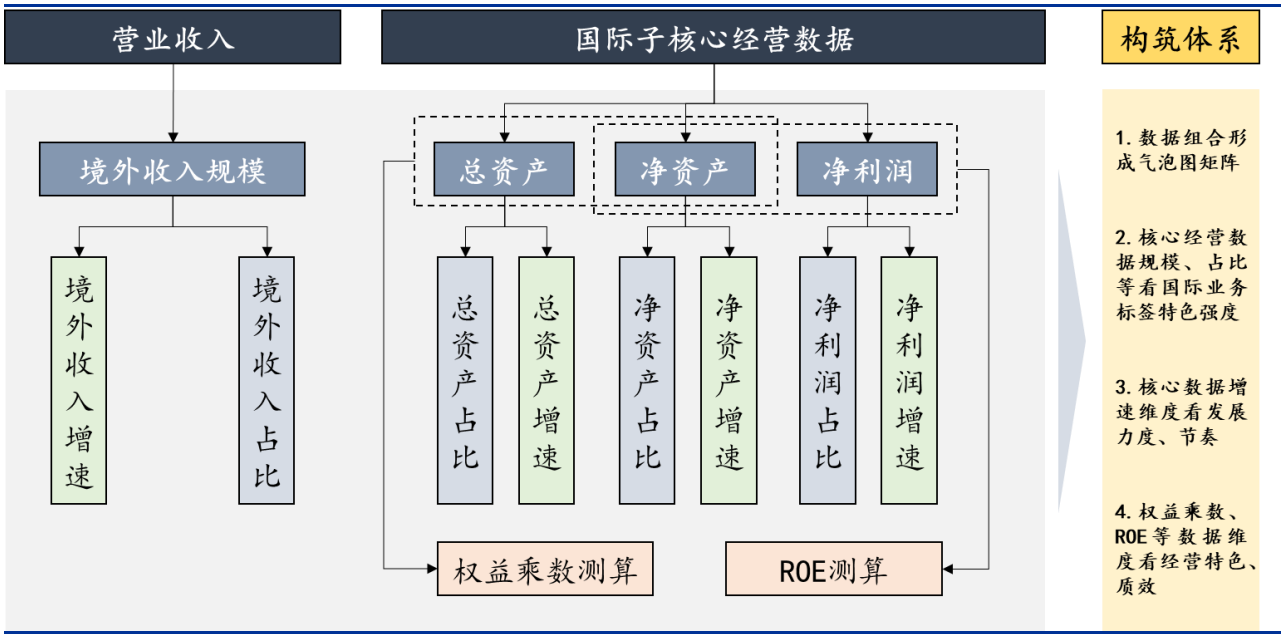
1．构建券商国际业务核心经营数据气泡图体系

从目前上市券商公开披露的国际业务经营数据看，总体可用于横向比较的有：**1）上市公司整体境外收入规模（可进一步测算增速）/占比；2）国际子核心经营数据（年度/中期的总资产、净资产、营收、净利润等，并可基于上述数据初步测算增速、占比，以及 ROE、权益乘数等）。**

基于上述数据，我们拟初步构建四张气泡图，纳入 5 家观察券商在 2019-2026H1 的相关数据，从收入/利润、总资产/净资产、ROE、权益乘数等不同数据维度观察相关券商的国际业务经营规模、特色标签、战略执行等情况，相关数据组合构成气泡图矩阵。**其中，以核心经营数据的规模、占比等看国际业务标签的特色强度；增速维度看国际业务拓展的力度、节奏；权益乘数、ROE 等数据维度看经营特色、质效。**

下载日志已记录，仅供内部参考

图 1：构建券商国际业务核心经营数据气泡图体系



资料来源：申万宏源研究

核心观察视角主要有三大方面：**1）静态截面横向对比，**观察最新经营期 5 家券商的静态经营对比情况；**2）动态纵向路径回顾，**观察各券商 2019 年至 2026H1 国际业务发展的路径情况；**3）异常值重点事件回溯，**关注各券商在不同年份的异常值情况，以捕捉梳理相应年份的重点事件节点（如资本补充、业务经营风险暴露等）。

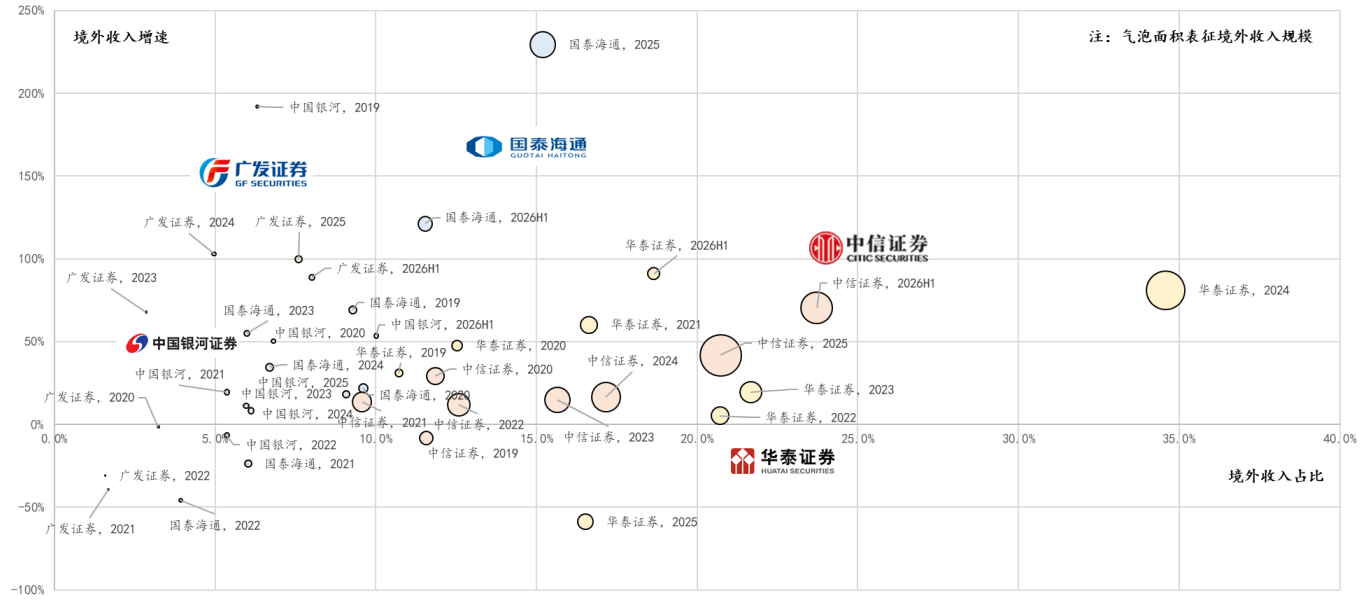
2．以 4 张气泡图矩阵为抓手观测券商国际业务发展情况

2.1 气泡图 1：境外收入占比-境外收入增速-境外收入规模

以 5 家券商的**境外收入占比（横轴）、境外收入增速（纵轴）、境外收入规模（气泡面积）**三要素构建气泡图 1，以此在业务总量创收维度对五家券商作静态横向比较（国际业务标签属性）及动态发展回溯。

下载日志已记录，仅供内部参考

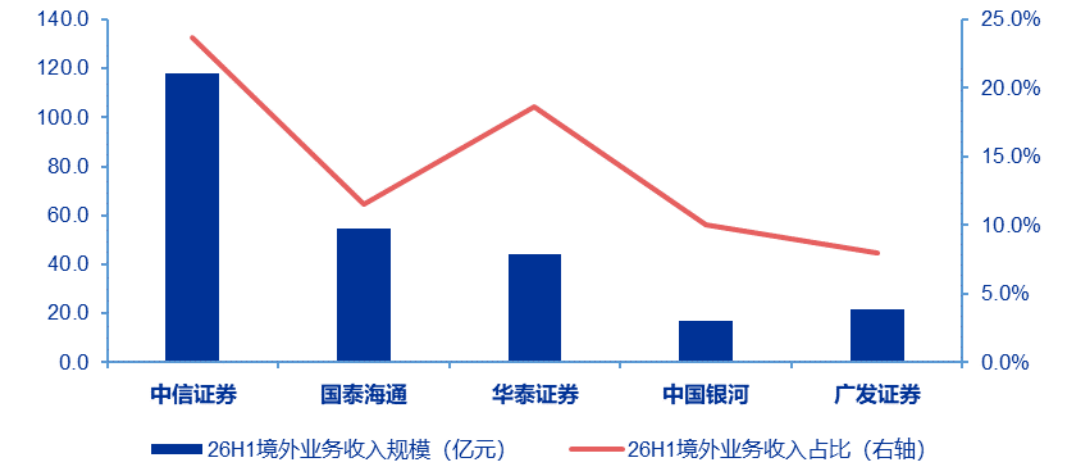
图 2：境外收入占比-境外收入增速-境外收入规模气泡图矩阵



资料来源：Wind、上市公司财报、申万宏源研究

静态分析：1）中信证券、华泰证券境外收入规模大、占比高，国际业务特色标签最为突出。以境外收入规模及占比为境外业务特色标签强度的静态观测指标，中信证券、华泰证券数据整体落在气泡图矩阵右侧区域，气泡面积更大，体现出更强的国际业务标签。从 26H1 最新静态数据看，中信证券/华泰证券境外收入规模分别达 117.9 亿元/44.1 亿元，占比分别达 23.7%/18.6%。**2）广发证券国际业务发展基础相对较弱。**广发证券数据点整体落在气泡图左侧、气泡面积相对较小，在 5 家观察券商中国际业务发展的基础相对较弱。从 26H1 最新静态数据看，广发证券 26H1 境外收入规模达 21.5 亿元，占比达 8.0%。

图 3：26H1 观察券商境外业务收入规模及占比数据



资料来源：Wind、申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

动态分析：1）中信证券、广发证券近年推动国际业务增收战略执行路径最为连贯清晰。从近年的数据动态路径看，中信证券、广发证券的数据均呈现出由气泡图矩阵左下方向右上方移动的动态路径，国际业务拓收增收战略执行力清晰可见。2019-2026H1，中信证券/广发证券境外业务收入占比分别由 11.6%/4.2%升至 23.7%/8.0%。**2）中国银河国际业务拓收节奏相对稳健，整体路径稳中有进。**从路径趋势看，中国银河数据向右上方进阶的路径同样清晰，但整体移动幅度相对更小，体现出明确的国际业务拓收增收态势，以及相对稳健的扩张节奏。2019-2026H1，中国银河境外业务收入占比由 6.3%升至 10.0%。

图 4：观察券商境外业务收入规模及占比数据（2019-2026H1）

券商	项目	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026H1
中信证券	境外业务收入增速	-8%	29%	14%	12%	15%	16%	42%	71%
	境外业务收入占比	11.6%	11.9%	9.6%	12.6%	15.7%	17.2%	20.7%	23.7%
国泰海通	境外业务收入增速	69%	22%	-24%	-46%	55%	34%	229%	121%
	境外业务收入占比	9.3%	9.6%	6.0%	3.9%	6.0%	6.7%	15.2%	11.5%
华泰证券	境外业务收入增速	31%	48%	60%	5%	19%	81%	-59%	91%
	境外业务收入占比	10.7%	12.5%	16.6%	20.7%	21.7%	34.6%	16.5%	18.6%
中国银河	境外业务收入增速	192%	50%	19%	-7%	11%	8%	18%	54%
	境外业务收入占比	6.3%	6.8%	5.4%	5.4%	6.0%	6.1%	9.1%	10.0%
广发证券	境外业务收入增速	转正	-2%	-39%	-31%	68%	103%	100%	89%
	境外业务收入占比	4.2%	3.2%	1.7%	1.6%	2.9%	5.0%	7.6%	8.0%

资料来源：Wind、申万宏源研究

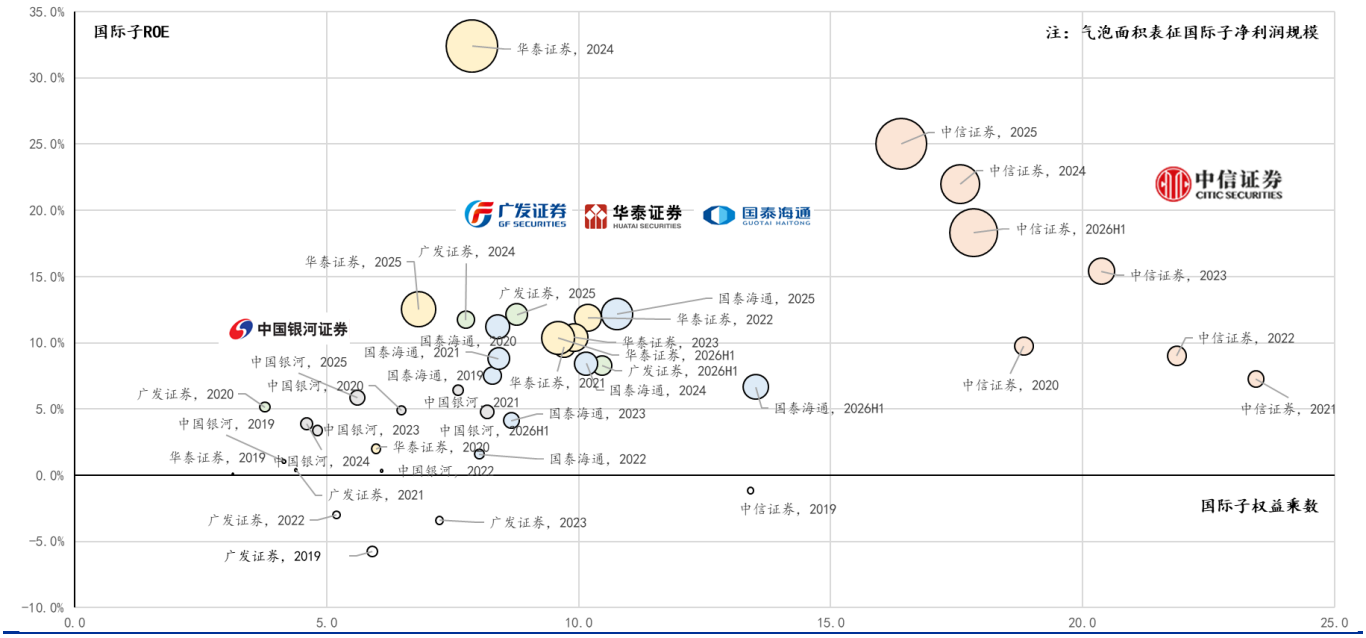
异常值分析：1）华泰证券（2024 年、2025 年）：华泰证券 2024 年数值落在气泡图右上方（境外收入同比+81%），2025 年落在横轴下方（境外收入同比-59%），主因 AssetMark 出售（2024 年）。**2）中国银河（2019 年）：**中国银河 2019 年数值落在气泡图上方（境外收入同比+192%），当年银河国际控股实现对联昌的并表管理。**3）国泰海通（2025）:**国泰海通 2025 年数值落在气泡图上方，当年完成海通证券并表（境外收入同比+229%）。**4）多家券商 2021、2022 年数值落在气泡图左下方区域（如广发证券、国泰海通、中国银河等），**一定程度上反映出该时间区间内相对逆风的国际业务经营环境（港股、中资美元债等）。

2.2 气泡图 2：国际子权益乘数-ROE-净利润规模

以 5 家券商的**国际子权益乘数测算值（横轴）、ROE 测算值（纵轴）、净利润规模（气泡面积）**三要素构建气泡图 2，以此在业务组合经营特色层面对五家券商作静态横向比较（杠杆及 ROE 水平、盈利水平）及动态纵向发展路径回顾（杠杆、ROE 变化及创利水平变化）。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 5：国际子权益乘数-ROE-净利润规模气泡图矩阵



资料来源：Wind、上市公司财报、申万宏源研究

注 1：观察券商国际子分别选取中信证券国际、国泰海通金融控股、华泰国际、银河国际控股、广发控股香港。

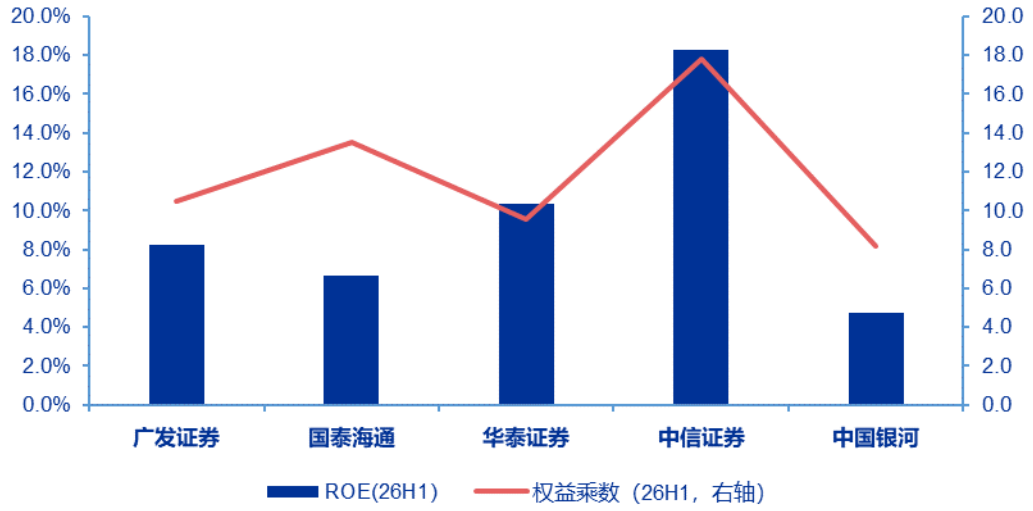
注 2：部分国际子披露财务数值口径为外币，按历史汇率（财报截止日汇率）换算为人民币口径。

注 3：国际子 ROE=国际子区间净利润/国际子净资产期初、期末均值；国际子权益乘数=国际子总资产期初、期末均值/国际子净资产期初、期末均值。

静态分析：1）中信证券国际子经营高杠杆-高 ROE 特色明确。中信证券国际子数据整体落在气泡图的右上方区域，与其他 4 家观察券商形成显著区分，呈现出高杠杆-高 ROE 的经营特色，或主要体现在国际业务组合中更强劲的 FICC 业务规模。2026H1，中信证券国际子测算 ROE 达 18.3%（未年化），权益乘数为 17.8x（平均）。同时，气泡面积相对较大，体现出更强的盈利贡献。2026H1 实现净利润约 56.5 亿元人民币。**2）中国银河国际子低杠杆经营特征显著。**中国银河国际子数据整体落在气泡图的左下方区域，呈现出低杠杆经营特征，或主因公司国际业务以经纪、融资、投行等业务为经营基本盘，业务结构决定了公司具备相应的杠杆及 ROE 特点。2026H1，中国银河国际子测算 ROE 约 4.8%（未年化），权益乘数为 8.2x（平均）。同时，气泡面积相对较小，国际子盈利贡献潜能亟待进一步释放。2026H1 实现净利润约 4.5 亿元人民币。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 6：26H1 观察券商国际子 ROE 及权益乘数情况



资料来源：Wind、上市公司财报、申万宏源研究

注 1：观察券商国际子分别选取中信证券国际、国泰海通金融控股、华泰国际、银河国际控股、广发控股香港。

注 2：部分国际子披露财务数值口径为外币，按历史汇率（财报截止日汇率）换算为人民币口径。

注 3：国际子 ROE=国际子区间净利润/国际子净资产期初、期末均值；国际子权益乘数=国际子总资产期初、期末均值/国际子净资产期初、期末均值。

动态分析：1）中信证券国际子杠杆水平近年呈现一定的企稳回落，ROE 水平呈现出清晰的攀升路径，盈利贡献逐年增强（注：26H1 ROE 数据未年化）。从气泡图分布看，近年来中信证券数据向左上方移动的路径相对清晰，体现出一定的杠杆企稳回落及 ROE 水平提升。同时，近年气泡面积逐步扩张，体现出逐年增强的国际业务盈利贡献。**2）广发证券国际子切入清晰的杠杆、ROE 双提升轨道，边际盈利贡献强劲。**2024 年以来，广发证券国际子数据向右上方移动路径清晰，呈现出清晰的杠杆、ROE 双提升趋势。同时，近年气泡面积扩张显著，国际业务产生了强劲的边际盈利贡献。其中，2024 年是公司近年来国际业务发展的关键转折年份，公司国际子完成惠理集团股份收购（20.04%），并完成多次资本补充，公司即期盈利、ROE 等指标实现快速改善。2024/2025/2026H1（未年化）公司国际子的 ROE 分别达 11.7%/12.1%/8.3%，2026H1 权益乘数升至 10.5x。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 7：观察券商国际子 ROE 及权益乘数情况（2019-2026H1）

券商	项目	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026H1
中信证券	ROE	-1.2%	9.8%	7.3%	9.0%	15.4%	22.0%	25.0%	18.3%
	权益乘数	13.4	18.8	23.4	21.9	20.4	17.6	16.4	17.8
国泰海通	ROE	7.5%	11.2%	8.8%	1.6%	4.1%	8.4%	12.2%	6.7%
	权益乘数	8.3	8.4	8.4	8.0	8.7	10.1	10.8	13.5
华泰证券	ROE	0.1%	2.0%	9.7%	11.9%	10.4%	32.4%	12.5%	10.4%
	权益乘数	3.1	6.0	9.7	10.2	9.9	7.9	6.8	9.6
中国银河	ROE	1.1%	4.9%	6.4%	0.3%	3.4%	3.9%	5.9%	4.8%
	权益乘数	4.1	6.5	7.6	6.1	4.8	4.6	5.6	8.2
广发证券	ROE	-5.7%	5.1%	0.4%	-3.0%	-3.4%	11.7%	12.1%	8.3%
	权益乘数	5.9	3.8	4.4	5.2	7.2	7.8	8.8	10.5

资料来源：Wind、上市公司财报、申万宏源研究

注 1：观察券商国际子分别选取中信证券国际、国泰海通金融控股、华泰国际、银河国际控股、广发控股香港。

注 2：部分国际子披露财务数值口径为外币，按历史汇率（财报截止日汇率）换算为人民币口径。

注 3：国际子 ROE=国际子区间净利润/国际子净资产期初、期末均值；国际子权益乘数=国际子总资产期初、期末均值/国际子净资产期初、期末均值。

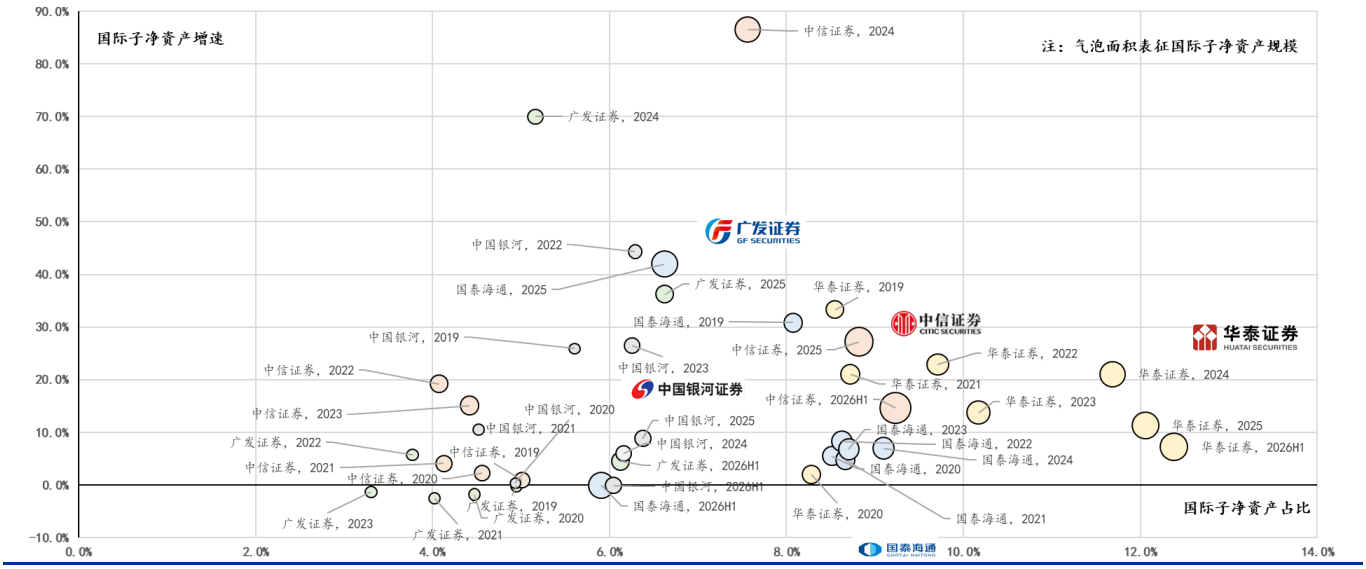
异常值分析：1）广发证券（2019、2022、2023）3 年数值位于横轴下方，国际子年度经营净亏损。主要反映出公司国际子重资本业务历史经营情况拖累（由于外汇剧烈波动和相关市场流动性缺乏，2018 年广发控股香港的全资子公司广发投资（香港）以自有资金投资 GTEC Pandion Multi-Strategy Fund SP 亏损）及特定时段相对逆风的国际业务经营环境（港股、中资美元债等）。**2）中信证券（2019）**当年数值位于横轴下方，国际子年度经营净亏损（商誉减值、市场逆风等）。

2.3 气泡图 3：国际子净资产占比-净资产增速-净资产规模

以 5 家观察券商的**国际子净资产占比（横轴）、净资产增速（纵轴）、净资产规模（气泡面积）**三要素构建气泡图 3，以此在净资产维度对 5 家券商作静态横向比较（净资产规模、提升幅度、占比情况）及动态纵向战略执行路径回顾（净资产规模及占比提升节奏等情况）。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 8：国际子净资产占比-净资产增速-净资产规模气泡图矩阵



资料来源：Wind、上市公司财报、申万宏源研究

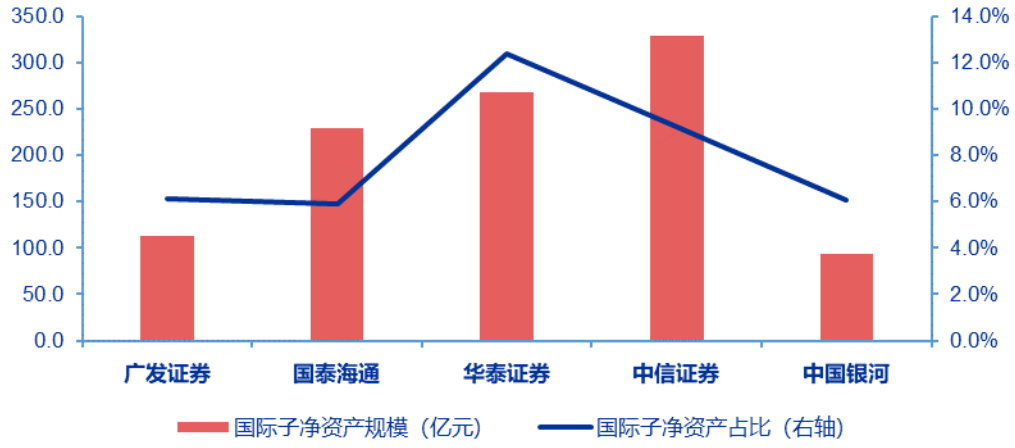
注 1：观察券商国际子分别选取中信证券国际、国泰海通金融控股、华泰国际、银河国际控股、广发控股香港。

注 2：部分国际子披露财务数值口径为外币，按历史汇率（财报截止日汇率）换算为人民币口径。

注 3：国际子净资产占比=国际子净资产/上市券商净资产。

静态分析：1）华泰证券国际子净资产占比最高，国际业务特色标签清晰扎实。从数据分布看，华泰证券数据整体落在气泡图右侧，体现出更高的国际子净资产占比。2026H1，华泰证券国际子净资产规模达 267.6 亿元，占比为 12.4%。**2）广发证券国际子净资产占比基础相对薄弱，提升空间广阔。**广发证券 2019-2023 年数值整体位于气泡图左侧，体现出国际子净资产占比相对较低的国际业务发展基础。

图 9：26H1 观察券商国际子净资产规模及占比情况



资料来源：Wind、上市公司财报、申万宏源研究

注 1：观察券商国际子分别选取中信证券国际、国泰海通金融控股、华泰国际、银河国际控股、广发控股香港。

下载日志已记录，仅供内部参考

注 2：部分国际子披露财务数值口径为外币，按历史汇率（财报截止日汇率）换算为人民币口径。

注 3：国际子净资产占比=国际子净资产/上市券商净资产。

动态分析：1）中信证券、广发证券国际子净资产占比提升路径扎实清晰，体现出明确的国际子边际扩表战略意图及执行力度。从图像分布看，中信证券国际子数据整体由图像左侧移动至图像右侧，广发证券国际子数据由图像左侧移动至图像中间，24 至 26H1 国际子净资产扩张力度显著，边际扩表趋势明确。2019-2026H1，中信证券/广发证券国际子净资产占比分别由 5.0%/4.9%升至 9.2%/6.1%。**2）中国银河国际子扩表发力较早，重点围绕并购事项节奏推动扩表。**中国银河 2022、2023 等年度数据落于图像上方，呈现出契合自身发展节奏的增资推动（主要是联昌并购推动相关的国际子扩表）。2019-2026H1，中国银河国际子净资产占比由 5.6%升至 6.0%。

图 10：观察券商国际子净资产增速及占比情况（2019-2026H1）

券商	项目	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026H1
中信证券	国际子净资产增速	0.9%	2.3%	4.1%	19.2%	15.1%	86.5%	27.2%	14.7%
	国际子净资产占比	5.0%	4.6%	4.1%	4.1%	4.4%	7.6%	8.8%	9.2%
国泰海通	国际子净资产增速	30.8%	5.5%	4.8%	8.3%	6.8%	7.0%	42.0%	0.0%
	国际子净资产占比	8.1%	8.5%	8.7%	8.6%	8.7%	9.1%	6.6%	5.9%
华泰证券	国际子净资产增速	33.3%	2.0%	21.0%	22.9%	13.7%	21.0%	11.3%	7.2%
	国际子净资产占比	8.5%	8.3%	8.7%	9.7%	10.2%	11.7%	12.1%	12.4%
中国银河	国际子净资产增速	25.9%	0.4%	10.5%	44.4%	26.5%	6.0%	8.8%	-0.1%
	国际子净资产占比	5.6%	4.9%	4.5%	6.3%	6.3%	6.2%	6.4%	6.0%
广发证券	国际子净资产增速	-0.2%	-1.8%	-2.6%	5.7%	-1.3%	70.0%	36.3%	4.5%
	国际子净资产占比	4.9%	4.5%	4.0%	3.8%	3.3%	5.2%	6.6%	6.1%

资料来源：Wind、上市公司财报、申万宏源研究

注 1：观察券商国际子分别选取中信证券国际、国泰海通金融控股、华泰国际、银河国际控股、广发控股香港。

注 2：部分国际子披露财务数值口径为外币，按历史汇率（财报截止日汇率）换算为人民币口径。

注 3：国际子净资产占比=国际子净资产/上市券商净资产。

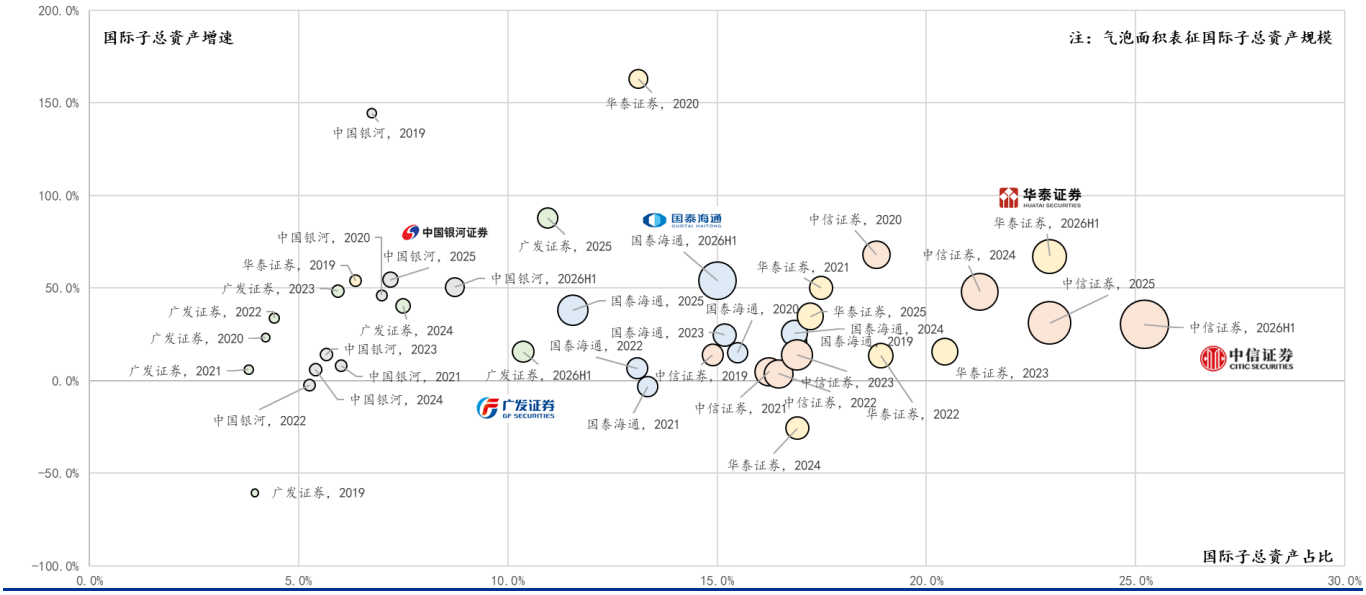
异常值分析：1）中信证券（2024）数据落于图像上方，年内落地增资事项（2024 年落地对国际子增资约人民币 65.32 亿元）。**2）广发证券（2024）**数据落于图像上方，年内落地增资事项（26 亿港元增资，并在 25 年 1 月落地 21.37 亿港元增资）**3）国泰海通（2025）**数据落于图像上方，年内完成海通整合并表。**4）中国银河（2022）**数据落于图像上方，年内完成 20 亿港元增资。

下载日志已记录，仅供内部参考

2.4 气泡图 4：国际子总资产占比-总资产增速-总资产规模

以 5 家观察券商的**国际子总资产占比（横轴）、总资产增速（纵轴）、总资产规模（气泡面积）**三要素构建气泡图 4，以此在总资产维度对 5 家券商作静态横向比较（总资产规模、提升情况、占比情况）及动态纵向战略执行路径回顾（总资产提升速度、连贯性、占比提升情况）。

图 11：国际子总资产占比-总资产增速-总资产规模气泡图矩阵



资料来源：Wind、上市公司财报、申万宏源研究

注 1：观察券商国际子分别选取中信证券国际、国泰海通金融控股、华泰国际、银河国际控股、广发控股香港。

注 2：部分国际子披露财务数值口径为外币，按历史汇率（财报截止日汇率）换算为人民币口径。

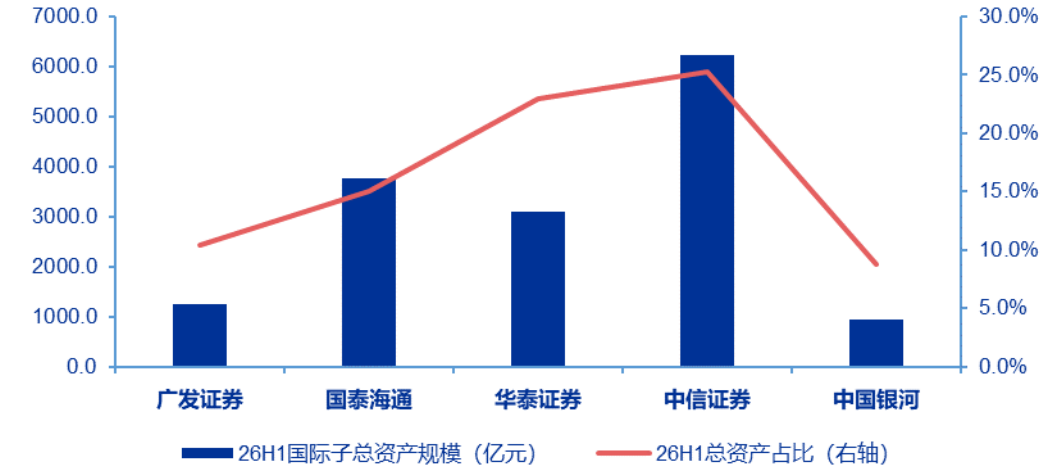
注 3：国际子总资产占比=国际子总资产/上市券商总资产。

静态分析：中信证券国际子总资产规模大、占比高，一定程度上体现为气泡图 2 及气泡图 3 的组合特征。中信证券国际子数据整体位于气泡图右侧，气泡面积相对更大，体现出国际子总资产规模大、占比高的特征。结合气泡图 2、3，可见中信证券总资产规模及占比优势由净资产规模及占比相对占优及显著杠杆优势综合形成。2026H1，中信证券国际子总资产规模达 6226.9 亿元，占比达 25.2%。



下载日志已记录，仅供内部参考

图 12：26H1 观察券商国际子总资产规模及占比情况



资料来源：Wind、上市公司财报、申万宏源研究

注 1：观察券商国际子分别选取中信证券国际、国泰海通金融控股、华泰国际、银河国际控股、广发控股香港。

注 2：部分国际子披露财务数值口径为外币，按历史汇率（财报截止日汇率）换算为人民币口径。

注 3：国际子总资产占比=国际子总资产/上市券商总资产。

动态分析：1）中信证券在 2019-2026H1 区间走出了清晰的国际子总资产扩表路径，结合前序气泡图可知主要驱动力为国际子净资产扩表。图像中，中信证券数据整体由图像左侧移动至图像右侧，体现出清晰的总资产扩表路径。结合气泡图 2 及气泡图 3，可知总资产扩表的主要驱动力来自净资产扩张。**2）广发证券国际子总资产扩表趋势明确。**公司数据整体体现为向右上方移动，气泡面积显著增大，结合前序图 2、图 3 可知，总资产的显著扩表由净资产扩表+杠杆提升共振所致。**3）中国银河国际子扩表相对稳健。**公司国际子数据整体保持在较小区间移动，体现为稳健的扩表发展思路和相应的基本盘业务结构布局（经纪、融资、投行等）。

图 13：观察券商国际子总资产增速及占比情况（2019-2026H1）

券商	项目	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026H1
中信证券	国际子总资产增速	14.0%	67.9%	4.9%	3.7%	14.0%	48.1%	31.2%	30.4%
	国际子总资产占比	14.9%	18.8%	16.2%	16.5%	16.9%	21.3%	22.9%	25.2%
国泰海通	国际子总资产增速	21.2%	15.1%	-3.0%	6.7%	24.7%	25.7%	38.3%	53.9%
	国际子总资产占比	16.9%	15.5%	13.3%	13.1%	15.2%	16.8%	11.5%	15.0%
华泰证券	国际子总资产增速	53.9%	163.0%	50.1%	13.4%	15.7%	-25.6%	34.7%	67.1%
	国际子总资产占比	6.4%	13.1%	17.5%	18.9%	20.4%	16.9%	17.2%	22.9%
中国银河	国际子总资产增速	144.5%	46.1%	8.2%	-2.3%	14.2%	6.1%	54.5%	50.5%
	国际子总资产占比	6.7%	7.0%	6.0%	5.3%	5.7%	5.4%	7.2%	8.7%
广发证券	国际子总资产增速	-60.5%	23.5%	6.0%	33.7%	48.5%	40.5%	87.9%	15.7%
	国际子总资产占比	3.9%	4.2%	3.8%	4.4%	5.9%	7.5%	11.0%	10.4%

资料来源：Wind、上市公司财报、申万宏源研究

注 1：观察券商国际子分别选取中信证券国际、国泰海通金融控股、华泰国际、银河国际控股、广发控股香港。

下载日志已记录，仅供内部参考

注 2：部分国际子披露财务数值口径为外币，按历史汇率（财报截止日汇率）换算为人民币口径。

注 3：国际子总资产占比=国际子总资产/上市券商总资产。

异常值分析：1）华泰证券（2020、2021）总资产快速扩表，综合气泡图2、3可知，主要由杠杆抬升驱动（客需业务发展）；**2）中国银河（2019）**总资产快速扩表，当年银河国际控股实现对联昌的并表管理；**3）广发证券（2019）**总资产显著缩表（监管对公司采取限制增加场外衍生品业务规模 6 个月、限制增加新业务种类 6 个月的行政监管措施）。

3．关注国际业务布局领先的头部机构布局机会

在人民币国际化、中资企业推动全球化布局、跨境资金全球资产配置等趋势性背景下，“投资中国”与“中国投资”均为券商国际业务拓展开辟了重要增量拓收空间，头部机构凭借领先的区域布局、更优的人才队伍、强劲的资金实力、占优的品牌效应、广泛的客户网络、完善的合规风控，预计将更好把握国际业务增量机遇。**聚焦国际业务线布局优势，推荐中信证券、国泰海通、华泰证券、广发证券。**

图 14：重点券商估值情况（2026/10/15）

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	26.2	1.24	36.5	2024-11-08	21%	27%	1.32	25%	300.8	39%	33%	1.38	1.28
601211.SH	国泰海通	17.0	0.83	22.4	2026-01-06	14%	16%	0.90	12%	213.9	72%	27%	0.93	0.89
000776.SZ	广发证券	19.5	-0.51	25.4	2026-07-01	49%	31%	1.12	30%	137.0	42%	43%	1.14	1.09
601688.SH	华泰证券	17.9	-0.56	25.8	2026-01-06	29%	18%	0.90	22%	163.8	81%	19%	0.93	0.86
300059.SZ	东方财富	18.3	2.06	31.0	2024-11-08	4%	5%	2.95	6%	120.8	26%	23%	23.79	21.30
601881.SH	中国银河	11.9	2.84	19.3	2025-03-14	3%	4%	1.08	4%	125.2	25%	18%	1.11	1.01
601377.SH	兴业证券	5.7	0.18	7.9	2025-12-08	3%	4%	0.89	5%	28.7	33%	13%	0.88	0.78
601066.SH	中信建投	23.3	0.39	33.1	2024-11-08	16%	21%	2.06	12%	94.4	31%	30%	2.18	1.99
600999.SH	招商证券	16.7	-2.00	23.5	2024-10-09	21%	27%	1.17	15%	123.5	19%	47%	1.20	1.11
600958.SH	东方证券	8.8	1.61	12.5	2024-10-09	3%	3%	0.92	2%	56.3	68%	32%	0.94	0.89
002736.SZ	国信证券	10.0	1.42	16.2	2025-08-26	6%	7%	1.05	7%	110.7	35%	12%	1.05	0.84
601555.SH	东吴证券	8.1	-1.34	10.7	2025-08-25	37%	28%	0.93	21%	35.5	50%	4%	0.93	0.91
601456.SH	国联民生	8.6	0.71	14.7	2024-12-27	2%	2%	0.93	1%	20.1	405%	18%	0.93	0.89
601878.SH	浙商证券	9.0	0.89	15.9	2024-10-09	2%	3%	1.10	1%	24.1	25%	22%	1.12	1.07
601108.SH	财通证券	7.9	-2.22	9.9	2026-01-26	25%	24%	0.94	4%	26.3	13%	12%	0.99	0.92

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

4．风险提示

1）市场风险。随着国际业务创收占比的持续提升，券商承受的全球金融市场风险（权益、固收等）将因展业区域的扩展及资本跨境流动而增加。受地缘、海外货币政策调整预期变化等因素影响，金融市场波动加大，券商对相应市场风险管理的难度提升。

下载日志已记录，仅供内部参考

2）汇率风险。随着券商国际业务经营持续拓展，境外资产规模预计将持续提升，汇率风险相应伴生，需要通过多种金融工具管理汇率风险敞口。

3）合规风险。国际业务跨境经营需要严格遵守不同国家/地区的法律法规、监管政策，若应对不利引发合规风险事件，或将对国际业务经营造成阶段性冲击。

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。