仅供内部参考，请勿外传！

广发研究 GF RESEARCH

Non-Bank Financials

证券 II 行业

对标海外，中资券商的杠杆之差、结构之变与能力之跃

陈福

SAC 执证号：S0260517050001
SFC CE.no: BOB667
0755-82535901
chenfu@gf.com.cn

耿张逸

SAC 执证号：S0260526090002
无
gengzhangyi@gf.com.cn

请注意，耿张逸并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

中美监管框架塑造差异化的投行经营业态。（1）从业务结构对比来看，国内券商以传统的通道类业务为主，资本利用率低、盈利稳定性较差；美国证券业以重资本的资本中介型业务为主，资本利用率相对较高，投行业务占比较高，以及大力发展财富管理业务。以国内证券行业 2026H1 数据为例，经纪业务占营收比重为 32%，而大摩 25 年传统交易佣金收入占比仅 8%，财富管理转型的资管收入占比达 36%。**（2）杠杆差距源于监管、融资渠道与业务结构的共同作用。**美国经历了由收紧到放松的监管周期，2017 年美国重启金融监管放松之策，投行的杠杆水平有所回升。2014-2025 年，大摩、高盛平均杠杆为 11.3 倍、11.8 倍，ROE 均值均为 10.6%；同期中信证券平均杠杆仅 5 倍（2025 年升至 6.2 倍），ROE 均值 9.4%。截至 2026 年 10 月 8 日，中信证券市值约 589 亿美元，仅为摩根大通的约 7%，但其营收、净利润五年 CAGR 分别为 9%、13%，成长空间仍存。

财富管理提升盈利稳定性，投行业务打造全球影响力。（1）中资券商财富管理业务中传统佣金收入仍为主要贡献，参考大摩财富管理发展路径，通过并购实现全渠道覆盖，借此推动客户资产规模稳步增长。同时，提高收费类客户资产渗透率以及高费率管理账户比例，放缓综合费率下行速度。通过定制化财富管理服务提升客户变现能力，开拓盈利空间。**（2）**海外一流投资银行凭借投行业务打造全球品牌影响力，有助于客群升级及业务出海，从而建立强大的全球网络和客户资源。高盛的并购业务优势显著，位列全球第一，打造自身品牌优势的同时赋能机构业务。

盈利端非方向性业务提升 ROE，负债端多元融资渠道降低成本。（1）盈利端：非方向性转型与增强稳定性。美国做市制度较为成熟、衍生对冲工具丰富、做市商激励较大、市场参与者多元。海外投行立足自身优势创新场外衍生品，并强化与财富管理、投行、投资业务协同，收益稳定性强，自营业务的风险敞口大幅持续下降，远小于国内券商。**（2）负债端：美国投行融资渠道较为丰富且成本低廉，为杠杆的提升创造了良好的条件。**相比来说，国内券商的负债端较为集中，且融资成本较高，同时，由于监管层的要求，国内施行第三方存管制度，无法使用客户闲置资金，不得开展代客理财，不得使用客户的抵押担保品进行再抵押，也无法像部分美国投行一样在混业经营的模式下获得直接的低成本存款，允许混业经营的优势与较低利率的环境为美国大型投行加大杠杆水平提供了较大的可能性。

投资建议：在监管环境向好和增量资金驱动下，泛财富管理业务与机构业务的盈利能力提升或将成为推动估值溢价的核心动能。短期市场调整不改资本市场改革深化及行业景气改善趋势，当前券商板块仍处低估低配水平，建议关注中信证券（AH）、招商证券（AH）、中金公司（H）、华泰证券（AH）、国泰海通（AH）、财通证券、东方证券等。

风险提示：海外经验借鉴意义不足；政策不及预期；经济增长不及预期；市场过度波动风险等。

相关研究

证券 II 行业:支持权益类及指数类基金发展，强化投资者为本导向	2026-10-10
证券行业:科技浪潮与三投联动下的券商价值重估	2026-09-14
证券行业 2026 年中报总结:业务景气向上，头部分化加大	2026-09-07

仅供内部参考，请勿外传！

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新收盘价	最近报告日期	评级	合理价值（元/股）	EPS(元)		PE(x)		P/B(x)		ROE	
							2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
中国银河	601881.SH	CNY	11.60	20260831	买入	14.24	1.35	1.59	8.59	7.30	0.96	0.89	9.2%	10.1%
华泰证券	601688.SH	CNY	17.97	20260830	买入	25.36	2.36	2.72	7.61	6.61	0.82	0.76	9.8%	10.1%
中信证券	600030.SH	CNY	25.91	20260821	买入	31.46	2.50	2.97	10.36	8.72	1.22	1.12	10.7%	11.4%
东方证券	600958.SH	CNY	8.67	20260830	买入	12.05	0.85	0.95	10.20	9.13	0.87	0.83	8.0%	8.6%
国泰海通	601211.SH	CNY	16.81	20260819	买入	23.94	1.89	2.32	8.89	7.25	0.85	0.79	9.4%	9.9%
东方财富	300059.SZ	CNY	17.95	20260823	增持	24.55	0.98	1.12	18.32	16.03	2.71	2.38	14.1%	13.9%
招商证券	600999.SH	CNY	17.04	20260818	买入	23.21	2.03	2.38	8.39	7.16	1.07	1.00	11.8%	12.0%
东吴证券	601555.SH	CNY	8.18	20260505	买入	10.48	0.80	0.97	10.23	8.43	0.85	0.81	7.9%	8.6%
财通证券	601108.SH	CNY	8.11	20260830	买入	10.56	0.76	0.88	10.67	9.22	0.94	0.89	8.5%	9.2%
兴业证券	601377.SH	CNY	5.77	20260821	买入	7.47	0.42	0.49	13.74	11.78	0.80	0.76	5.4%	5.8%
国信证券	002736.SZ	CNY	9.84	20260210	买入	14.47	1.55	1.85	6.35	5.32	0.87	0.80	11.0%	12.0%
同花顺	300033.SZ	CNY	200.43	20260426	买入	314.09	5.23	6.25	38.32	32.07	13.07	11.37	34.5%	33.5%
华泰证券	06886.HK	HKD	16.51	20260830	买入	21.38	2.36	2.72	6.02	5.22	0.65	0.60	9.2%	10.1%
中信证券	06030.HK	HKD	23.72	20260821	买入	31.93	2.50	2.97	8.16	6.87	0.96	0.88	10.7%	11.4%
东方证券	03958.HK	HKD	5.74	20260830	买入	7.71	0.85	0.95	5.81	5.20	0.50	0.47	8.0%	8.6%
国泰海通	02611.HK	HKD	14.23	20260819	买入	19.45	1.89	2.32	6.48	5.27	0.62	0.57	9.4%	9.9%
中金公司	03908.HK	HKD	19.68	20260830	买入	28.90	2.92	3.25	5.80	5.21	0.68	0.62	10.2%	10.4%
招商证券	06099.HK	HKD	14.02	20260818	买入	19.14	2.03	2.38	5.94	5.07	0.76	0.71	11.8%	12.0%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心。可比性下仅呈现部分更新最新业绩的公司，A+H 股上市公司的业绩预测一致，且货币单位均为人民币；对应的 H 股 PE 和 PB 估值，为最新 H 股股价按即期汇率折合为人民币计算所得。收盘价及表中估值指标按照最新收盘价计算。

仅供内部参考，请勿外传！

目录索引

一、中美监管框架下的投行经营业态差异 6
（一）中资券商规模与收入结构的双重落差 6
（二）监管政策周期如何重塑美国投行的杠杆曲线 8
二、轻资产业务破局：从"通道佣金"到"客户资产定价" 11
（一）泛财富管理业务：全渠道拓客+综合费率稳定下的财富管理范式 11
（二）投行业务：品牌效应撬动"投行+交易+投资"三位一体 16
三、重资产业务求变：以非方向性业务做大资产负债表 20
（一）资本中介业务：盈利端拉升 ROE，负债端成本集约 20
（二）泛自营业务：从方向性自营到做市业务增强稳定性 22
四、投资建议 28
五、风险提示 29

仅供内部参考，请勿外传！

图表索引

图 1：中国证券行业各业务营收占比（%） 7
图 2：高盛和大摩各业务营收占比（%） 7
图 3：大摩、高盛和中信证券杠杆率（倍）对比 10
图 4：大摩、高盛和中信证券 ROE 对比 10
图 5：中美券商泛财富管理业务的差距 11
图 6：2018-2025 年大摩和高盛财富管理业务净收入对比（十亿美元） 12
图 7：大摩 2018-2025 年财富管理业务净收入结构（十亿美元） 12
图 8：大摩客户资产规模（十亿美元）及增速（%，右轴） 12
图 9：大摩财富管理业务综合费率走势（bps）及费率同比增速（%，右轴） 13
图 10：摩根士丹利各渠道客户资产规模占比 13
图 11：摩根士丹利实现财富管理全渠道覆盖 14
图 12：2012-2025 年摩根士丹利各财富管理账户费率情况（单位：bps） 14
图 13：2012-2025 年摩根士丹利财富管理各账户 AUM 占比情况 15
图 14：2026H1 券商投顾人员情况 TOP15（单位：人） 15
图 15：2026Q1 全球投行业务费用收入前十（百万美元，%） 16
图 16：高盛业务结构及投行业务占比 (百万美元，%) 17
图 17：高盛及大摩投行业务净收入（亿美元） 17
图 18：高盛全球股权、债券承销业务及并购相关财务咨询业务的全球市场份额走势（%）及排名 17
图 19：高盛私募股权投资净收入与股权承销业务净收入对比（百万美元） 18
图 20：中国证券行业并购重组业务收入占比（%） 19
图 21：我国两融余额与融券占比(亿元) 20
图 22：美国两融余额与融券占比（百万美元） 20
图 23：大摩高盛资本中介业务净收入（亿美元）及占比（%，右轴） 21
图 24：大摩高盛机构业务 ROE（%）对比 21
图 25：高盛资本中介业务收入结构 21
图 26：高盛集团负债结构 22
图 27：摩根士丹利负债结构 22
图 28：高盛做市业务收入及占比 23
图 29：大摩做市业务收入及占比 23
图 30：高盛做市业务产品收入结构 23
图 31：大摩做市业务产品收入结构 23
图 32：新三板成交金额（亿元）及做市占比（右轴，%） 25
图 33：截至 2026 年 9 月末新三板做市股数 TOP10 做市商（只） 25
图 34：截至 2026 年 9 月末科创板做市股票数 TOP10 券商（只） 25

仅供内部参考，请勿外传！

图 35：截至 2026 年 10 月 9 日北交所做市股票数 TOP10 券商（只）.....26
图 36：全球场外衍生品交易规模（万亿美元）及同比（%，右轴）.....26
图 37：中国场外衍生品存续名义本金规模（亿元）.....27
图 38：2015-2025 年高盛场内、外衍生品名义金额占比（%）.....27
图 39：高盛衍生品名义金额规模及结构（亿美元,%）.....28
图 40：中信证券衍生品名义金额规模及结构（亿元,%）.....28

表 1：按市值排名的国际一流投行的市值及营收净利润对比.....6
表 2：2010 年《多德-弗兰克法案》相关条款.....8
表 3：2010 年《巴塞尔协议Ⅲ》+全球系统重要性银行的监管框架基本确立.....9
表 4：2017 年《经济增长、放松监管和消费者保护法案》调整各项指标.....9
表 5：2025 年全球 IPO 募资前十项目统计.....16
表 6：2026YTD 并购重组财务顾问市占率 TOP10.....19
表 7：高盛融资成本.....22
表 8：银行间现券市场券商做市商名单（截至 25/11/7）.....24

仅供内部参考，请勿外传！

一、中美监管框架下的投行经营业态差异

（一）中资券商规模与收入结构的双重落差

当前，全球一流投行在市值和营收规模上遥遥领先。从整体市值来看，海外一流投行如摩根大通，整体市值近万亿美元，而国内头部券商中信证券市值不足 600 亿美元。从营收和净利润的绝对值来看，中信证券较海外一流投行仍然有较大差距，但中信证券营收和净利润五年 CAGR 与一流投行相近，后续发展空间较大。

表 1：按市值排名的国际一流投行的市值及营收净利润对比

投行名称	地区	市值(亿美元)	2025 年营收(亿美元)	五年 CAGR	2025 年净利润(亿美元)	五年 CAGR	五年 ROE 平均
摩根大通	美国	8,810	1,682	11%	570	14%	16%
美国银行	美国	3749	1074	8%	305	11%	10%
汇丰控股有限公司	英国	3124	645	9%	223	34%	11%
摩根士丹利	**美国**	**2944**	**703**	**8%**	**169**	**9%**	**13%**
加拿大皇家银行	加拿大	2695	445	7%	146	11%	15%
三菱日联金融集团公司	日本	2632	594	7%	172	13%	13%
高盛集团	**美国**	**2570**	**514**	**10%**	**125**	**35%**	**8%**
富国银行	美国	2481	800	2%	213	45%	10%
花旗集团	美国	2148	750	6%	143	5%	7%
多伦多道明银行	加拿大	1862	351	-3%	147	11%	13%
瑞银集团	瑞士	1441	356	7%	78	3%	16%
中信证券	**中国**	**589**	**124**	**9%**	**43**	**13%**	**9%**

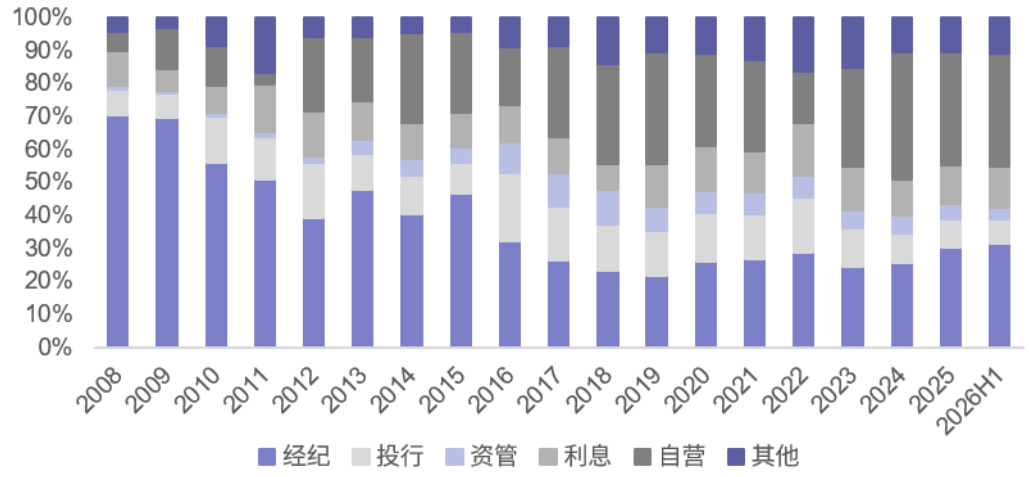
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

注：数据截至 2026/10/8

从业务结构对比来看，国内券商以传统的通道类业务为主，资本利用率低、盈利稳定性较差；美国证券业以重资本的资本中介型业务为主，资本利用率相对较高，投行业务占比较高，以及大力发展财富管理业务。以国内 42 家上市券商 2026H1 数据为例，经纪业务占营收比重为 32%，资管和投行业务均分别占比 4%/7%，信用业务占比为 12%，自营业务收益占比 34%。高盛和大摩净收入结构拆分，大摩的利息净业务收入占比显著提升，由 2011 年的 1%提升至 2025 年的 14%，传统交易佣金收入占比由 17%降至 8%，财富管理转型的资管收入占比达 36%，海外投行财富管理转型趋势明确。而高盛做市业务占比较高，维持在 30%-40%，投行业务占比始终维持在 15%-20%左右。

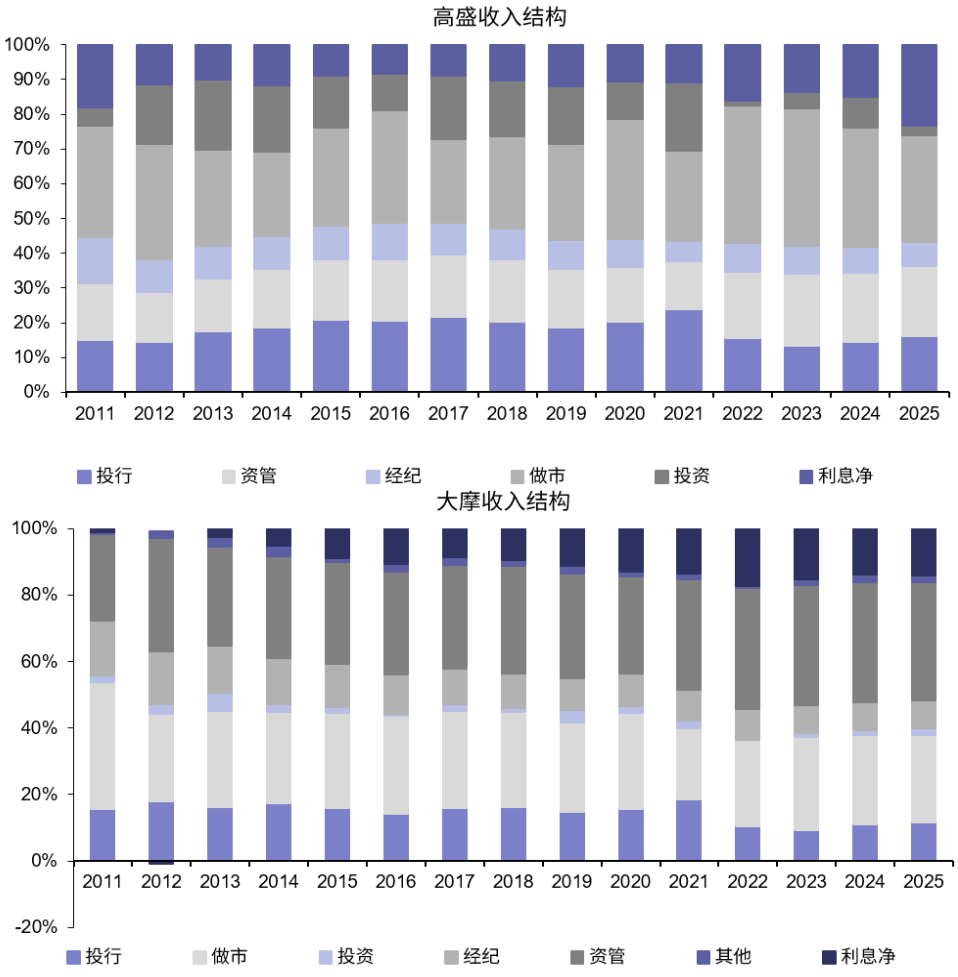
仅供内部参考，请勿外传！

图 1：中国证券行业各业务营收占比（%）



数据来源：中证协、广发证券发展研究中心

图 2：高盛和大摩各业务营收占比（%）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

仅供内部参考，请勿外传！

（二）监管政策周期如何重塑美国投行的杠杆曲线

2008 年次贷危机结束后美国监管机构进行了系统的改革，**2010 年颁布的《多德-弗兰克法案》（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act）对大型投行的自营业务以及衍生品业务提出了限制。**自营交易业务受限使得投行剥离自营投资业务中绝大部分的自有资金，只能利用客户资金对非金融企业进行长期投资。自有资金的投入是放大投资规模，从而提升杠杆的重要途径，自有资金剥离后将导致经营杠杆和投资收益下降。

表 2：2010 年《多德-弗兰克法案》相关条款

针对业务	具体内容
自营业务	禁止银行机构从事自营交易，即银行不得以自身账户进行短期交易以谋取利润，除非是为了做市、对冲风险、承销或进行美国国债、地方政府债券等特定类别的交易，且需要及时记录和发布交易信息。
	禁止银行在私募股权基金和对冲基金中持有超过一定比例的所有权权益或进行赞助投资。银行在这些基金中的总权益不得超过其一级资本的 3%。
场外衍生品	加强了对证券化市场 (资产证券化) 和场外衍生品市场监管和限制，要求在出售类似抵押贷款支持证券时，须保留 5%的信贷风险在资产负债表内；可以开展一些大宗商品及其衍生品的交易活动，但资金投入总量不能超过总资产的 5% 。要求大型商业银行剥离信用违约掉期业务。
	加强了对利率和互换等衍生品的监管，将更多衍生品移到场内交易，实行集中清算

数据来源：美国国会官网、广发证券发展研究中心

2010 年后《巴塞尔协议III》+全球系统重要性银行的监管框架基本确立，高盛和摩根士丹利自 2011 年起就入选全球系统重要性银行。为满足针对银行控股公司的风控要求，高盛和摩根士丹利开始不断补足监管资本，同时调整业务结构以适应政策，开始缩减风险业务，剥离自营交易，重新回归发展客需业务，并先后发力财富管理领域。

仅供内部参考，请勿外传！

表 3：2010 年《巴塞尔协议Ⅲ》+全球系统重要性银行的监管框架基本确立

时间	监管政策	出台机构	主要内容
2010.12	《巴塞尔协议III》	国际巴塞尔委员会	**引入杠杆率监管标准：**杠杆率需大于 3%，旨在控制过度借贷风险，限制投行的两融等业务的能力。 **建立流动性风险量化监管标准：**引入两个流动性风险监管指标: ①流动性覆盖率 >100%； ②净稳定资金比率 >100%，以确保银行在市场压力下有足够的资金支持。 **提高资本充足率要求：**核心一级资本充足率（最低要求提升至 4.5%），一级资本充足率（最低要求提升至 6%），总资本充足率维持 8%不变。 引入资本留存缓冲（2.5%）以约束银行利润分配，确保银行在压力时期能吸收损失；引入逆周期资本缓冲（0%~2.5%）以应对信贷过度增长带来的系统性风险。
2011.07	全球系统重要性银行（GSIBs）	国际巴塞尔委员会	入选全球系统重要性的银行需要更多、更严格的资本金要求。

数据来源：国际清算银行、广发证券发展研究中心

2017 年美国重启金融监管放松之策，投行的杠杆水平有所回升。2017 年美国政府出台《经济增长、放松监管和消费者保护法案》（Economic Growth, Regulatory Relief, and Consumer Protection Act），对《多德-弗兰克法案》相关规定进行放松，其中，系统重要性金融机构的认定标准，资产规模由此前 500 亿美元提升至 2500 亿美元。由于政策的放松，美国投行的杠杆水平有所上升。

表 4：2017 年《经济增长、放松监管和消费者保护法案》调整各项指标

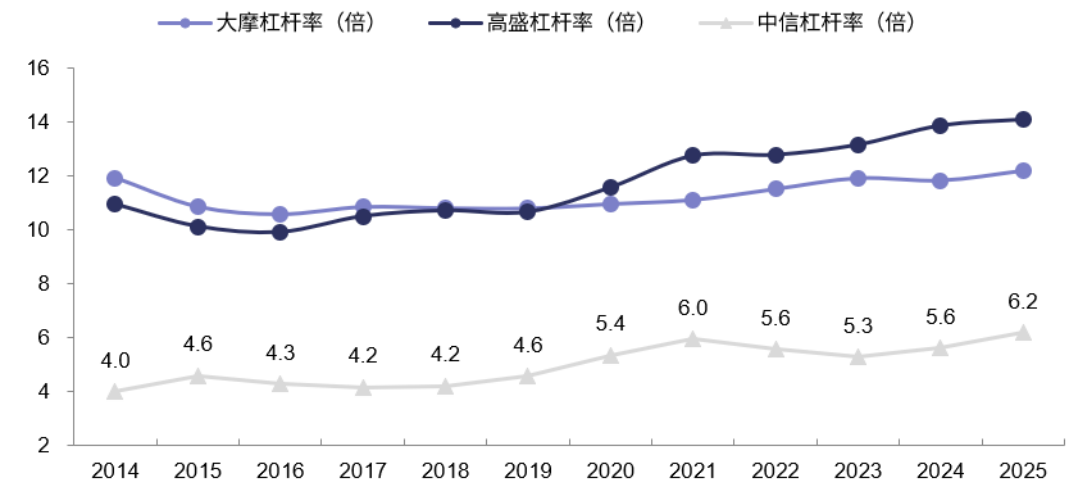
指标	具体内容
系统重要性金融机构（SIFI）门槛	将系统重要性金融机构的门槛由总资产 500 亿美元上调至 2500 亿美元
杠杆率	放松对托管银行杠杆率和补充杠杆率的监管要求，允许托管银行在计算杠杆率时，将中央银行放款从合并资产中排除
流动性覆盖率	把原本无法计入三类流动资产的流动性较强的投资级市政债券列入二级 B 类资产
合规成本	提高上市银行设立风险委员会的资产阈值，降低上市银行的合规成本

数据来源：美国国会官网、广发证券发展研究中心

当前国内券商较海外一流投行的 ROE 和杠杆水平仍有较大差距。以大摩和高盛为例，2014-2025 年，大摩的平均杠杆水平为 11.3X，ROE 平均为 10.6%；高盛的平均杠杆水平为 11.8X，ROE 平均为 10.6%。国内券商杠杆提升受到监管风险指标的约束，以中信证券为例，2014-2025 年平均杠杆水平仅为 5X，2025 年杠杆提升至 6.2X；ROE 平均为 9.4%，近年来有所回升。

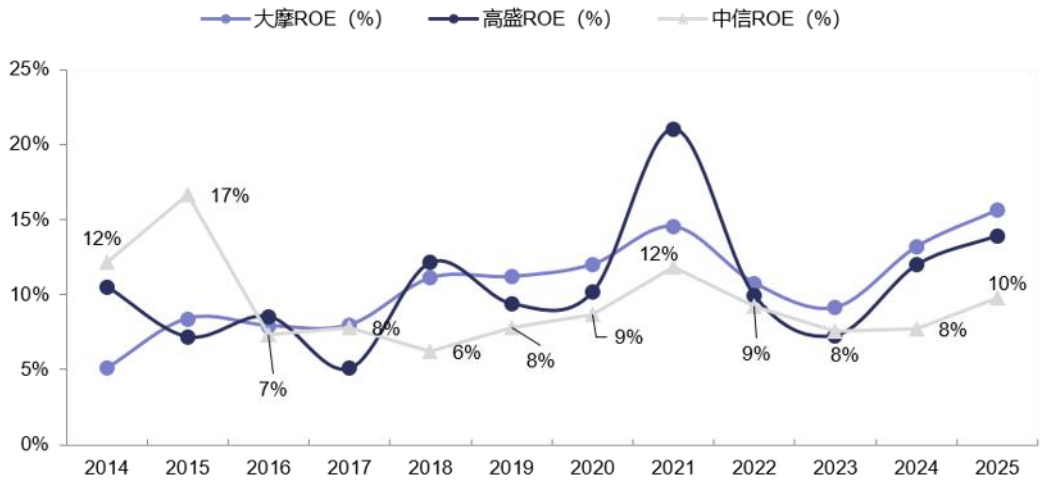
仅供内部参考，请勿外传！

图 3：大摩、高盛和中信证券杠杆率（倍）对比



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 4：大摩、高盛和中信证券 ROE 对比



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

国际顶级投行的发展经验对于国内券商加速建成一流投行具有一定的现实意义。基于“两个结合”，我们认为打造一流投资银行可从三大方面锻造能力：一是非方向性资产配置能力，通过低风险扩表提升全球影响力和盈利水平；二是投资银行业务能力，通过服务实体经济形成对机构客户的话语权；三是财富管理能力，通过轻资本、低波动业务实现经营业绩的稳定性。

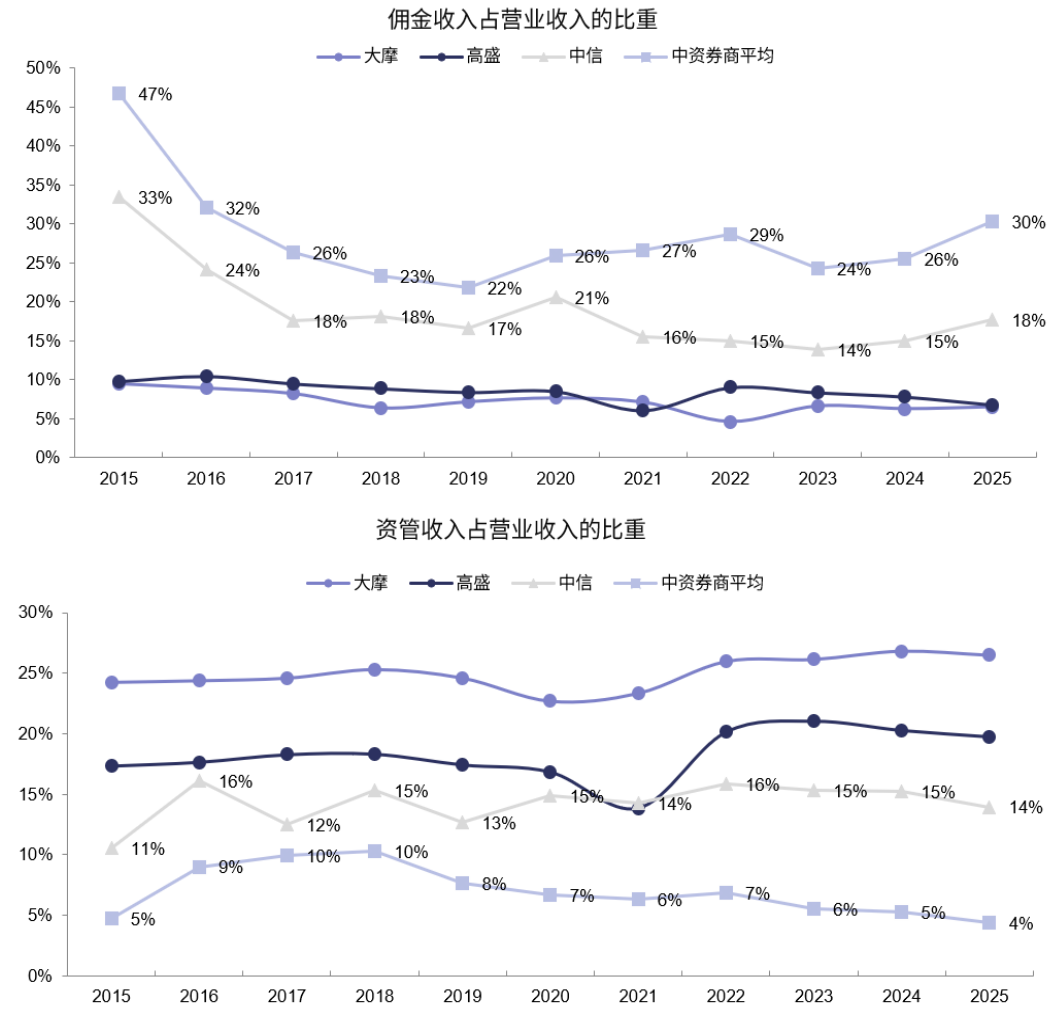
仅供内部参考，请勿外传！

二、轻资产业务破局：从"通道佣金"到"客户资产定价"

（一）泛财富管理业务：全渠道拓客+综合费率稳定下的财富管理范式

中资券商当前财富管理业务在客户服务能力以及渠道建设方面，与海外一流投行相比仍有较大发展空间。中资券商财富管理业务中传统佣金收入仍为主要贡献，佣金收入占营收的比重显著高于海外一流投行；资管收入的占比则偏低，多渠道获客的能力仍待加强。

图 5：中美券商泛财富管理业务的差距

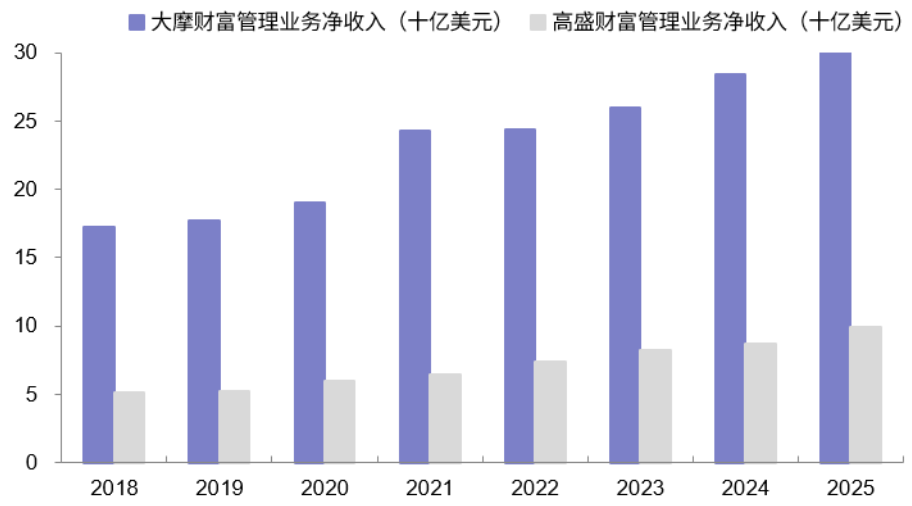


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

海外一流投行强化财富管理转型。海外一流投行财富管理业务的布局较为领先，大摩通过多次并购，逐步强化自身财富管理的渠道和客群。自 2020 年以来，大摩和高盛的财富管理业务收入差距持续扩大，2025 年大摩财富管理收入达 317.54 亿美元，是高盛的 3.21 倍。

仅供内部参考，请勿外传！

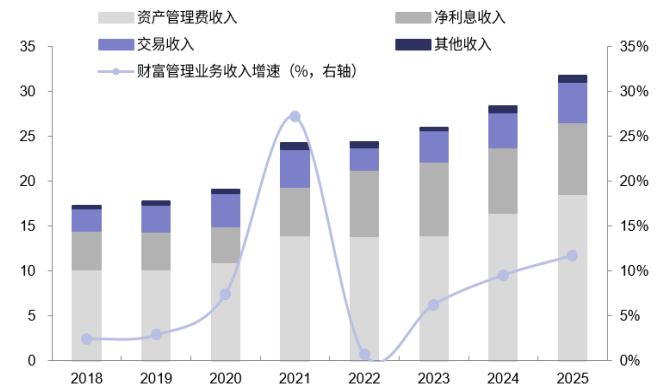
图 6：2018-2025 年大摩和高盛财富管理业务净收入对比（十亿美元）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

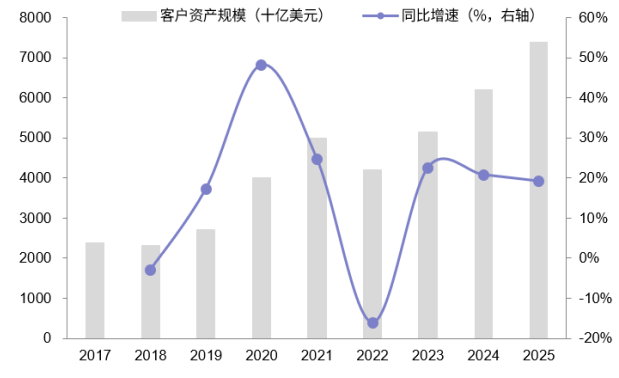
客户资产规模及综合费率是决定大摩财富管理收入水平的关键因素。大摩的财富管理收入主要来自资产管理费收入，2025 年资产管理费收入占比近 50%，截至 2025 年末，大摩客户资产规模达 7.38 万亿美元。此外，大摩财富管理综合费率的下行速度整体较为可控，2025 年为 63bps,与 24 年持平。

图 7：大摩 2018-2025 年财富管理业务净收入结构（十亿美元）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

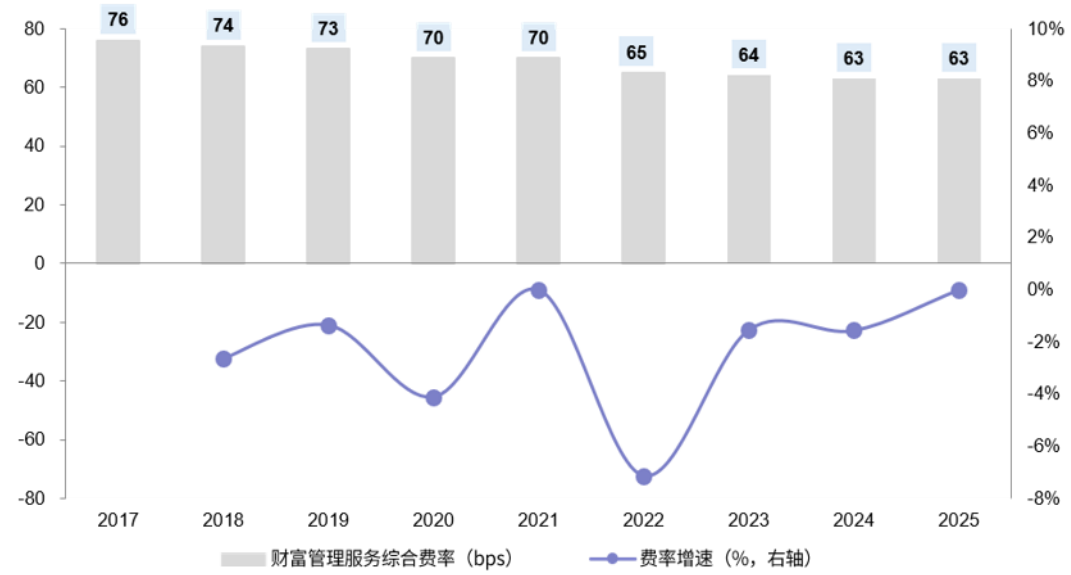
图 8：大摩客户资产规模（十亿美元）及增速（%，右轴）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

仅供内部参考，请勿外传！

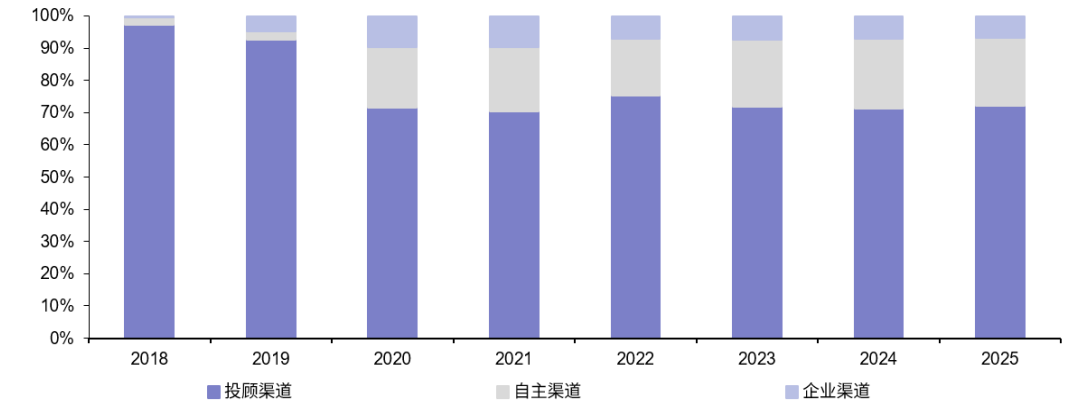
图 9：大摩财富管理业务综合费率走势（bps）及费率同比增速（%，右轴）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

资产端：大摩通过多次收购实现财富管理全渠道覆盖，实现客户资产规模增长。投顾渠道为大摩传统的财富管理获客渠道，客户资产规模增速近年来较为稳定。大摩在 2019 年、2020 年分别收购了 Solium Capital 和 ETRADE，增强了自主和企业工作渠道的能力。自主渠道主要来源于 ETRADE 的收购，客户可自主交易股票、ETF 等金融产品；企业工作渠道则通过收购 Solium Capital 和 ETRADE 股权计划，为企业员工提供持股计划管理服务。投顾渠道、自助渠道以及企业渠道的客户资产均实现快速增长，助力大摩客户资产规模持续提升。

图 10：摩根士丹利各渠道客户资产规模占比



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

仅供内部参考，请勿外传！

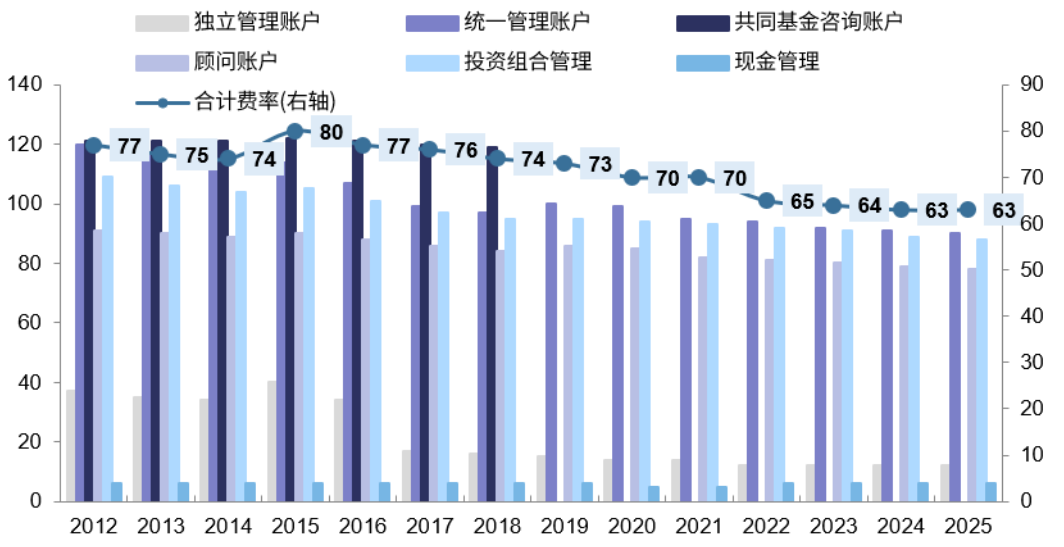
图 11：摩根士丹利实现财富管理全渠道覆盖



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

费率端：大摩通过提高收费类客户资产渗透率以及高费率管理账户比例，放缓综合费率下行速度。摩根士丹利提供独立账户管理模式、统一账户管理模式、共同基金咨询模式、顾问模式、投资组合管理模式、现金管理模式共 6 种账户管理服务，费率各不相同。大摩通过优化客群资产配置，提高费率相对较高的统一账户服务模式和投资组合管理模式账户资产占比，2025 年，这两类账户占比分别达到了 27.6%和 31.3%，对冲了费率下降趋势的同时，为企业带来了高附加值红利。

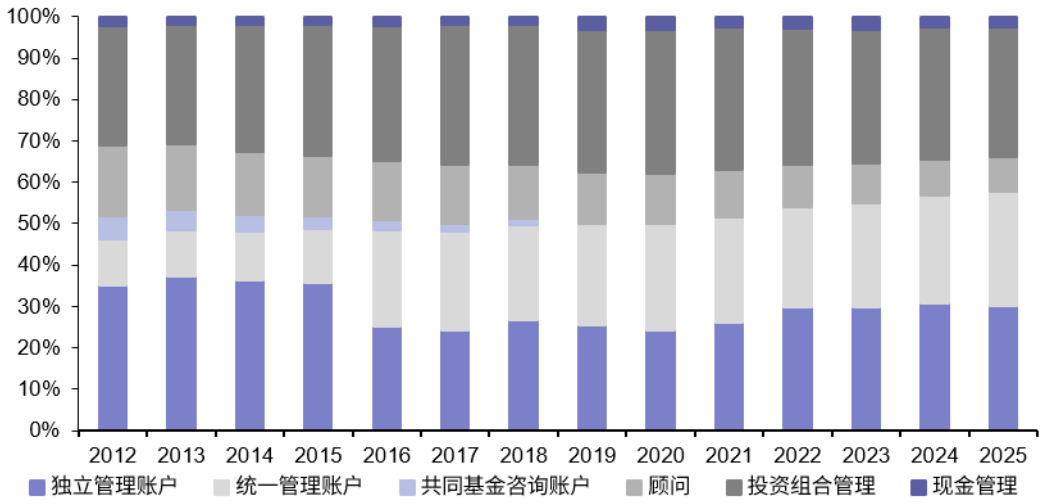
图 12：2012-2025 年摩根士丹利各财富管理账户费率情况（单位：bps）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

仅供内部参考，请勿外传！

图 13：2012-2025 年摩根士丹利财富管理各账户 AUM 占比情况

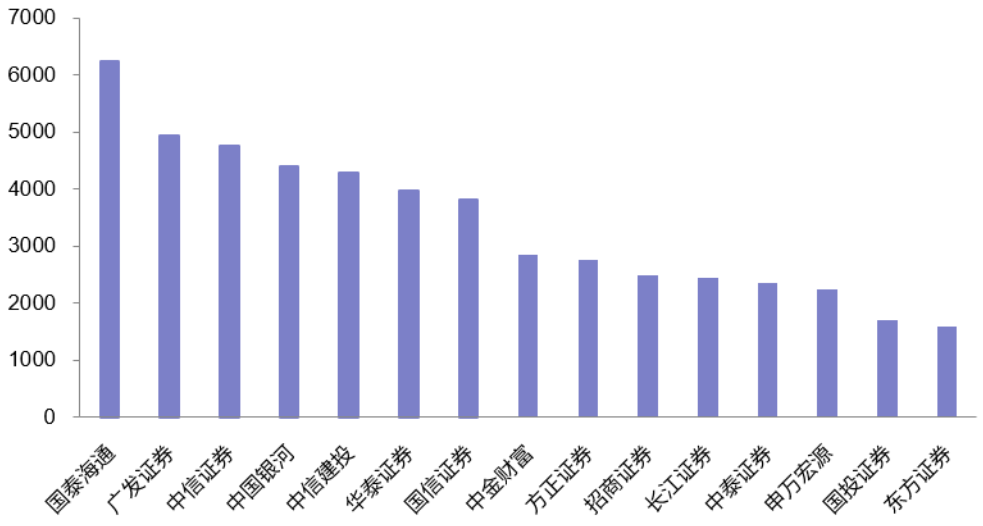


数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

投顾能力是衡量财富管理机构服务水平、未来发展的重要指标。资产配置研究能力及投顾团队奠定了投顾能力的基础。佣金席位则反映了研究业务规模、盈利能力以及客户服务能力。佣金席位与研究能力挂钩，而投顾人数不仅是反映机构服务水平的基础指标，也反映其人才储备情况，进而影响后续的服务拓展。从佣金席位来看，国内头部券商注重研究业务的内外部协同赋能，佣金新规后研究业务有望进一步强化资产配置与产品研究能力布局，通过协同提升投顾赋能。

从投顾人数来看，截至 2026H1 末，国内券商中国泰海通拥有 6231 名投顾，位居行业第一，在本土券商竞争中具备一定的人才红利优势。但与海外券商相比，投顾人数仍有较大进步空间。

图 14：2026H1 券商投顾人员情况 TOP15（单位：人）



数据来源：choice、广发证券发展研究中心

仅供内部参考，请勿外传！

（二）投行业务：品牌效应撬动"投行+交易+投资"三位一体

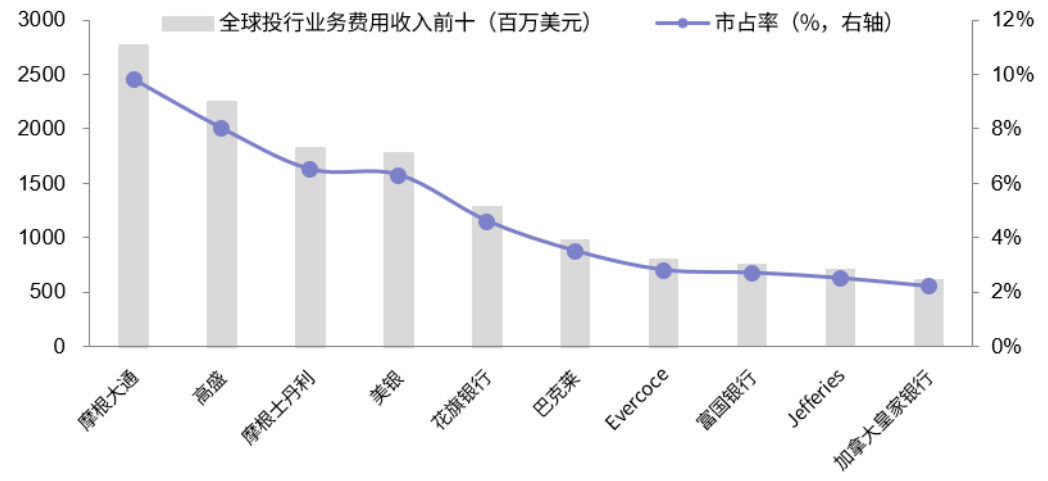
投行业务优势具有较强延展性，股、债、并购有望协同发展，重人力、强品牌的业务优势有望助力出海、实现全球化扩张。一流投资银行凭借投行业务打造全球品牌影响力，有助于客群升级及业务出海。从近三年全球 IPO 募资前列的承销商来看，大型项目多由多家保荐机构共同承销，且保荐机构的选择上均是顶级大型投资银行，如高盛、摩根士丹利等。2026Q1 全球投行业务收入前三分别为摩根大通、高盛和摩根士丹利，**从细分业务来看，并购费用收入第一为高盛、股权和债权承销收入第一为摩根大通。**

表 5：2025 年全球 IPO 募资前十项目统计

排名	IPO 发行人	保荐机构/承销商	上市交易所	筹集资金（亿美元）
1	Medline	高盛、摩根士丹利	纳斯达克	62.65
2	宁德时代	中金香港、建投国际、美林、JP 摩根	港交所	52.41
3	Verisure	摩根士丹利、高盛	斯德哥尔摩交易所	42.18
4	紫金黄金国际	摩根士丹利、中信香港、摩根士丹利、中信里昂	港交所	36.92
5	华电新能	中金公司、华泰联合、中信证券、中信建投、国泰海通	上交所	26.89
6	JX 金属	大和证券	东京交易所	25.64
7	SBI 新生银行	大和证券	东京交易所	23.33
8	三一重工	中信香港、中信里昂	港交所	19.76
9	赛力斯	中金香港、银河国际、华泰金控	港交所	18.37
10	Venture Global	高盛、 JP 摩根、美银证券	纽交所	17.50

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 15：2026Q1 全球投行业务费用收入前十（百万美元，%）



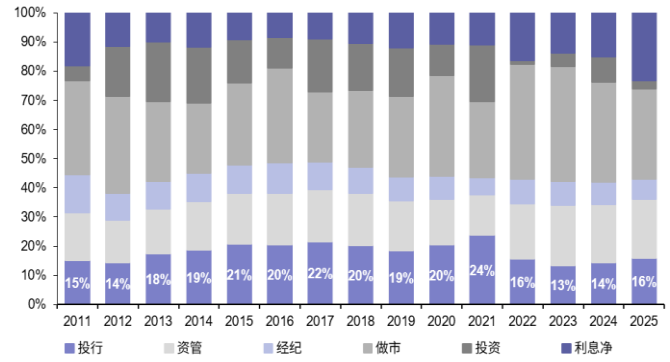
数据来源：Dealogic、广发证券发展研究中心

从投行业务盈利贡献来看，投行业务收入稳健增长，稳定盈利基本盘。2025 年高盛投资银行业务收入 93 亿美元，2011 年以来年化复合增速为 5.6%，仅低于资管业务（6.8%）和利息净收入（7.1%），显著高于经纪佣

仅供内部参考，请勿外传！

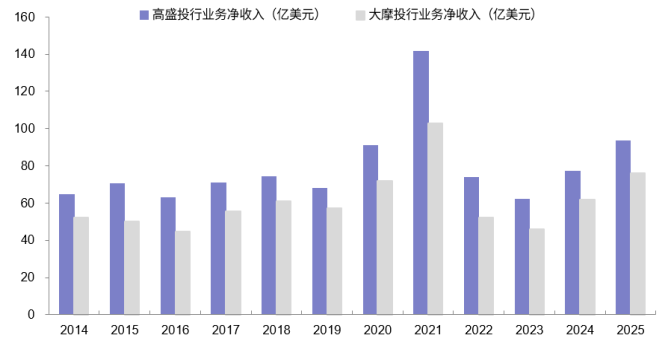
金（0.5%）以及投资业务（0.4%）。结构上，21 年及以前高盛以承销业务为主（收入占比 58%）；22-25 年并购咨询收入成主要收入来源（年均达 53%）。2007-2025 年，高盛和大摩投行业务平均净收入分别为 70 亿美元和 55 亿美元，高盛持续优于大摩。

图 16：高盛业务结构及投行业务占比（百万美元，%）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

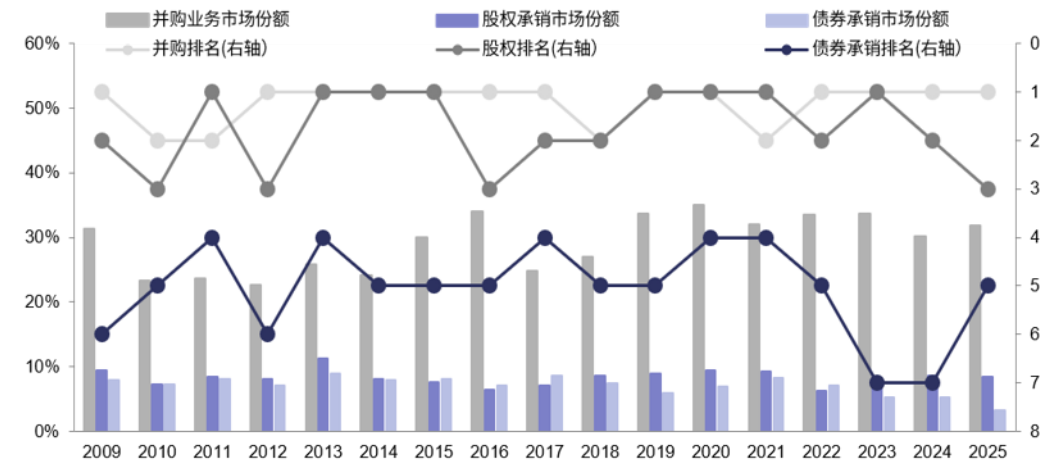
图 17：高盛及大摩投行业务净收入（亿美元）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

高盛并购业务优势显著，打造自身投行品牌优势。高盛多年占据全球并购财务咨询榜首，2025 年全球市场并购业务市占率达 31.8%。投行业务有助于形成和高质量客户的良好关系，有助于建立强大的全球网络和客户资源，实现股、债、并购等融资业务的协同发展，实现全球化区域的快速拓展。

图 18：高盛全球股权、债券承销业务及并购相关财务咨询业务的全球市场份额走势（%）及排名



数据来源：Dealogic、广发证券发展研究中心

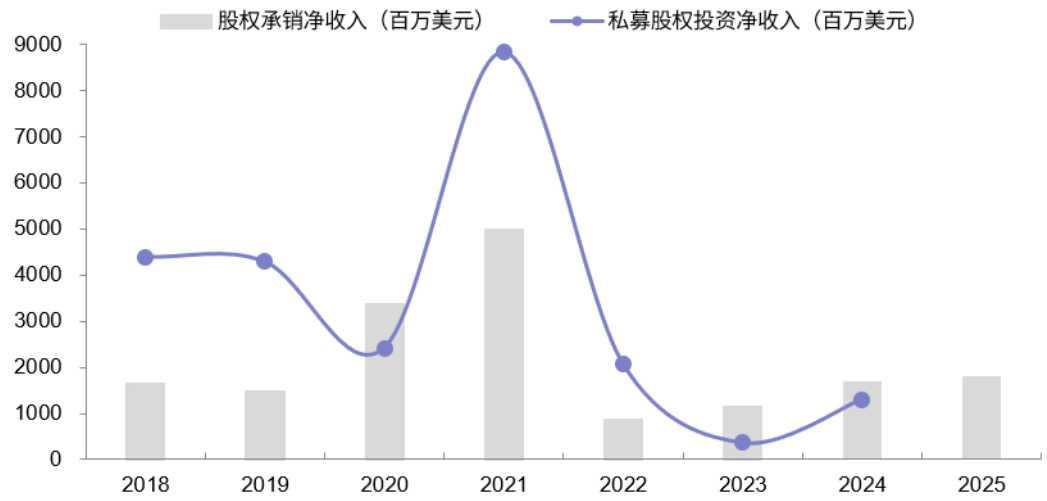
海外一流投行展业从实体经济及客户需求出发，具备产业思维，协同打造以风险投资、股权融资、债券融资、并购重组、资产证券化、资本中介、资产管理等为核心的综合金融服务体系，从而提升品牌影响力和做大单客

仅供内部参考，请勿外传！

收入。交易业务实力取决于达成交易的效率，例如，高盛会采取将投行客户变为机构客户的交易对手方的策略：当某机构客户产生投资特定资产的交易需求时，投行团队可以去寻找存在对应融资需求的企业客户，若机构客户的投资交易需求和企业客户的融资需求匹配成功，高盛可帮助投行客户发行有价证券，促成一笔交易和完成一单承销业务。同时，投行业务还可以向交易业务引流：投行部门可以推荐交易部门的产品以满足企业客户需求。反过来，机构交易业务的发展也为投行承销业务奠定了客户基础。高盛开展机构交易业务时，能接触到大量机构投资者，并通过强大的分销网络为交易提供流动性，确保承销时二级市场流动性的充足，并降低发行成本。

高盛的财务顾问业务与投资形成有效协同。高盛在提供杠杆收购、资产重组等复杂交易的财务建议时，常以中介身份参与并投入自有资金，实现双重收益。**（1）股权投资机会**：据高盛官网披露，2003 年，高盛向三井住友金融集团（SMFG）投资 12.7 亿美元，获取其可转换优先股，并以 91 亿美元收购其不良贷款，助其完成债务重组并恢复盈利。**（2）债权投资机会**：据联想官网披露，2004 年，高盛在联想并购 IBM 案中担任财务顾问，并通过高盛信贷提供 5 亿美元过桥贷款，助力交易达成。

图 19：高盛私募股权投资净收入与股权承销业务净收入对比（百万美元）

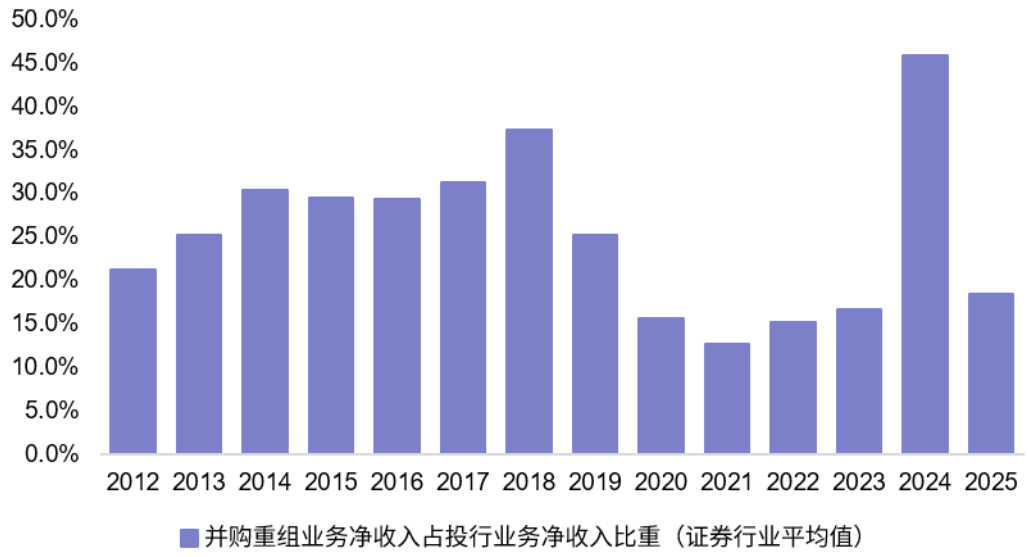


数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

国内券商并购重组业务仍在发展中。在股权融资收紧的年份，财务顾问业务为投行业务贡献了重要增量。展望后续，在并购重组政策利好的推动下，券商并购重组业务收入占投行业务收入的比重有望进一步提升，并购重组业务有望为投行业务持续提供重要增量。并购重组业务较 IPO 业务等更为复杂，交易难度相对更高，对投行的业务能力以及专业性提出了更高的要求。从以往的经验来看，并购重组需要考虑的因素非常多，包括产业需求、整合能力、利益诉求一致性等等。此外，盲目跨界并购、商誉减值风险等都可能给券商投行带来一定的损失。因此，券商投行在进行并购重组业务时，需要更加谨慎和理性。

仅供内部参考，请勿外传！

图 20：中国证券行业并购重组业务收入占比（%）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表 6：2026YTD 并购重组财务顾问市占率 TOP10

公司名称	交易数量	事件交易金额（亿元）	市场份额（按交易额，%）	市场份额（按数量，%）
中国国际金融股份有限公司	24	1002.2	38.7	9.0
中信证券股份有限公司	29	567.4	21.9	10.8
招商证券股份有限公司	4	221.7	8.6	1.5
中国银河证券股份有限公司	7	102.1	3.9	2.6
申万宏源证券有限公司	10	101.2	3.9	3.7
新百利融资控股有限公司	1	85.4	3.3	0.4
海通证券股份有限公司	1	85.4	3.3	0.4
北京博星证券投资顾问有限公司	20	60.9	2.4	7.5
国元证券股份有限公司	1	50.0	1.9	0.4
申万宏源(香港)有限公司	1	48.6	1.9	0.4

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

注：数据截至 2026/10/9

投行业务潜力较大，业务协同化发展、服务新质生产力是核心方向。"科技十六条""科创板八条"持续完善科创服务体系，叠加新"国九条"、中长期资金入市意见及金融服务五篇大文章，形成"长线资金引流+投融资生态优化"双向驱动机制，并聚焦新质生产力产业培育。政策驱动下，新质生产力转型需求显著提升，头部券商构建"投行+直投"协同体系，依托科创跟投、跨境资本架构设计等工具，在半导体、人工智能等战略领域形成"价值发现-产业链整合"服务闭环。未来随着政策深化和新质生产力发展，该模式或将成为券商投行业务盈利的新增长点。国内券商的做市交易业务尚处于起步阶段，资本金和杠杆率受限，难以迅速放量，未来高盛“投行+交易”模式为发展趋势。高盛通过调整架构，将投行业务与资本中介业务整合统一部门，实现“投行+交易”深度协同，提升研究定价能力与机构服务能力，为国内券商提供借鉴。

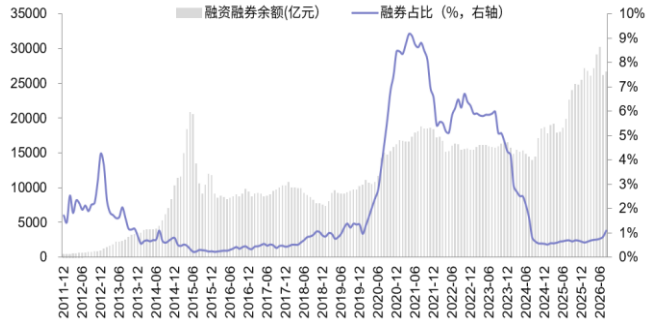
仅供内部参考，请勿外传！

三、重资产业务求变：以非方向性业务做大资产负债表

（一）资本中介业务：盈利端拉升 ROE，负债端成本集约

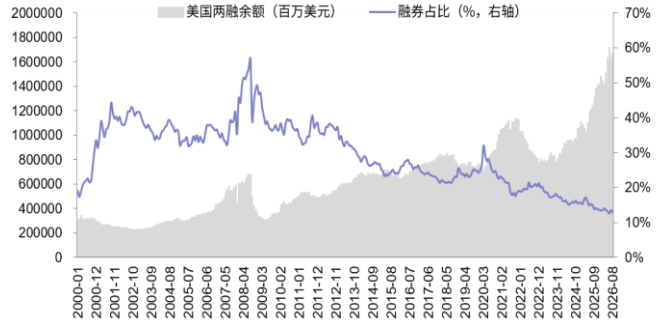
国内外两融业务发展情况不同，美国融出证券规模较高可以获得相对稳定的利息收入；国内融资业务规模远远大于融券规模，其利息收入与市场行情相对正相关。在美国，市场上的做空资本体系相对更健全，投行的融出证券规模大于融出资金规模（融出资金被归入“应收客户及其他方款”中），无论市场行情如何，都能通过两融业务获得相对稳定的利息收入。而在国内做空机制相对不够完善，融券券源相对匮乏，融券业务规模远远低于融资规模，导致两融业务的利息收入与市场行情相关度较强。同时，与美国市场相比，国内证券公司两融业务初始保证金比率为 100%高于美国的 50%，融券业务占比在我国两融业务结构中长期偏低，转融券业务暂停后，近年来融券余额占比持续走低。

图 21：我国两融余额与融券占比(亿元)



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 22：美国两融余额与融券占比（百万美元）

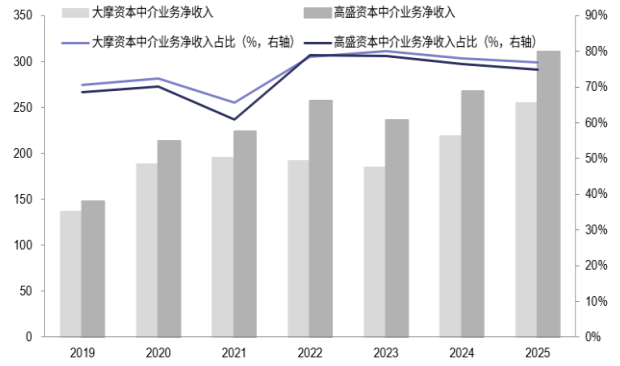


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

投行业务引流机构业务，高盛机构业务盈利能力显著优于大摩。资本中介业务是高盛和大摩机构业务的主要收入来源，2025 年资本中介业务净收入在两者机构业务营收中占比接近 80%。2025 年，高盛机构业务 ROE 达 16.4%，净收入 415 亿美元，超出大摩 84 亿美元。

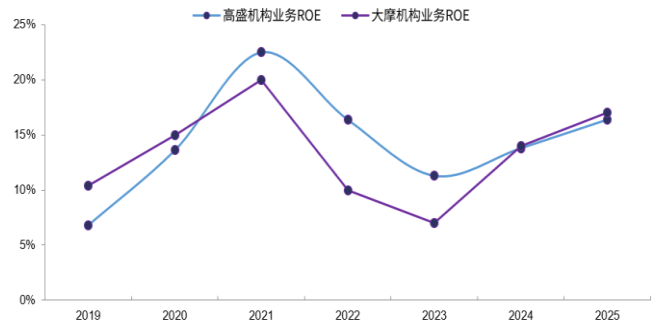
仅供内部参考，请勿外传！

图 23：大摩高盛资本中介业务净收入（亿美元）及占比（%，右轴）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

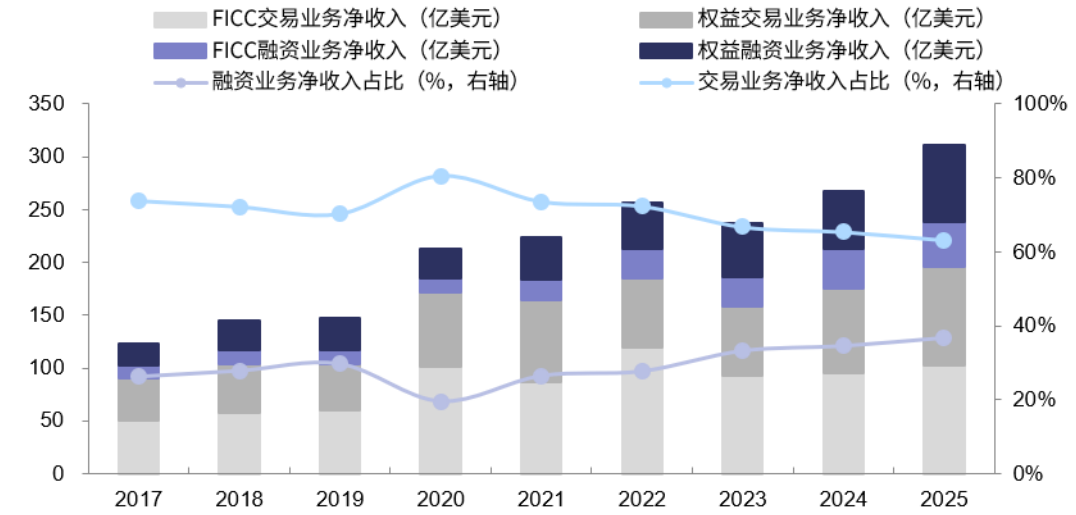
图 24：大摩高盛机构业务ROE（%）对比



数据来源：公司年报、Wind、广发证券发展研究中心

机构交易是高盛资本中介业务的主要收入来源，信用中介业务占比持续上升。2017-2025 年，高盛机构交易净收入占资本中介业务的比重平均为 70.85%，其中 FICC 交易占 40.27%，高于权益产品的 30.58%；信用中介业务占比则增长至 2025 年的 37%。近年来，高盛的信用中介业务净收入占机构业务的比重逐步提升，表明其在融资业务上的布局日渐加强。高盛的信用中介业务主要包括回购协议、融资融券和客户保证金抵押融资等。

图 25：高盛资本中介业务收入结构



数据来源： 公司年报、广发证券发展研究中心

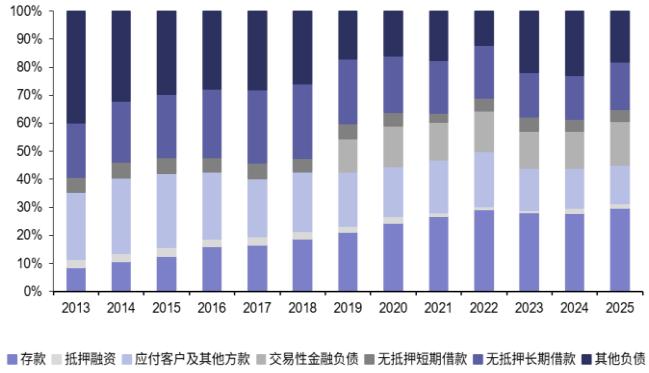
美国投行融资渠道较为丰富且成本低廉，为杠杆的提升创造了良好的条件，相比来说，国内券商的负债端较为集中，且融资成本较高，同时，由于监管层的要求，国内施行第三方存管制度，无法使用客户闲置资金，不得开展代客理财，不得使用客户的抵押担保品进行再抵押，也无法像部分美国投行一样在混业经营的模式下获得直接的低成本存款。

美国投行资产负债表的负债端主要包括存款、抵押融资和无抵押融资三类科目，美国投行可择优而取，从而保

仅供内部参考，请勿外传！

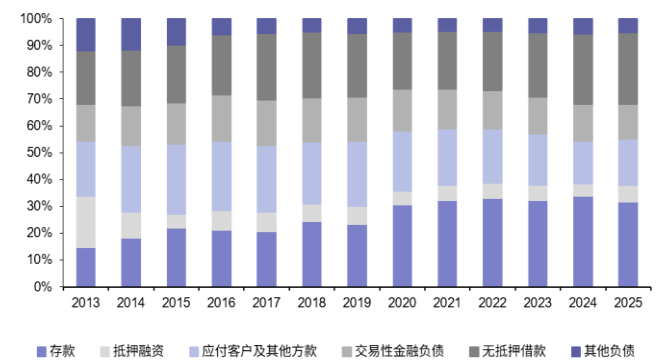
障成本低廉、风险分散。以高盛集团和摩根士丹利为例，从 2013-2025 年变化趋势来看，存款占负债总额的比重持续上升，抵押融资占负债总额的比重略有下降，无抵押融资占负债总额的比重基本持平。

图 26：高盛集团负债结构



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图 27：摩根士丹利负债结构



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

总体对比国内券商与美国大型投行的融资渠道差异，美国能以相对较低的成本在各类负债融资渠道筹集资金，且负债期限相对较长，允许混业经营的优势与较低利率的环境为美国大型投行加大杠杆水平提供了较大的可能性。

表 7：高盛融资成本

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
存款	0.56%	0.46%	0.47%	0.76%	1.10%	1.77%	2.14%	0.99%	0.43%	1.54%	4.36%	4.73%	3.94%
抵押融资	0.32%	0.33%	0.37%	0.52%	0.90%	1.96%	2.74%	0.53%	0.00%	1.47%	5.12%	5.48%	5.86%
交易性金融负债	2.21%	2.12%	1.81%	1.74%	1.83%	1.88%	1.61%	1.27%	1.16%	1.17%	1.77%	2.11%	2.33%
无抵押短期借款	0.65%	0.69%	0.75%	0.78%	1.34%	1.21%	1.29%	0.96%	0.80%	0.86%	1.76%	2.40%	1.56%
无抵押长期借款	2.16%	2.01%	2.14%	2.19%	2.14%	2.35%	2.30%	1.80%	1.31%	2.20%	4.56%	4.45%	3.61%
其他负债	-0.2%	-0.4%	-0.5%	-0.1%	0.64%	1.83%	2.13%	0.01%	-0.5%	1.72%	7.19%	8.42%	6.75%
平均融资成本	0.86%	0.75%	0.76%	0.97%	1.34%	1.95%	2.15%	0.96%	0.48%	1.62%	4.64%	5.05%	4.36%

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

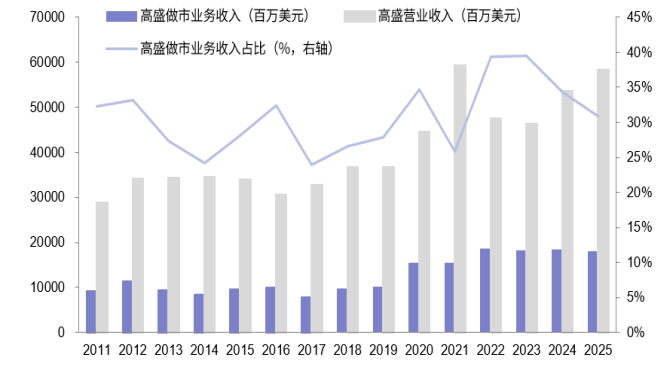
（二）泛自营业务：从方向性自营到做市业务增强稳定性

1975 年之后，美国证券业的经纪佣金率大幅下降，ROA 下滑造成行业 ROE 受到冲击，美国投行纷纷向重资产的做市及自营转型。伴随着衍生品市场的发展，做市业务的交易风险可以通过合适的衍生品工具对冲，做市业务的稳定性增强。此外，做市业务具有天然的与各类客户建立联系的基础，通过资金的投入可有效对接各类市场资源，所有的做市对象均可成为潜在客户或合作伙伴，在财富管理、投行业务客户拓展方面具有先天优势。

从规模上看，两家投行做市业务营收近年来稳步上升，由于业务本身的非方向性，风险敞口较小，收入整体波动较小。2025 年高盛做市业务收入达到 180 亿美元，占总营收比重为 31%；摩根士丹利做市营收达到 186 亿美元，占总营收比重为 26%，做市业务收入增长助推两家投行杠杆水平的提升。

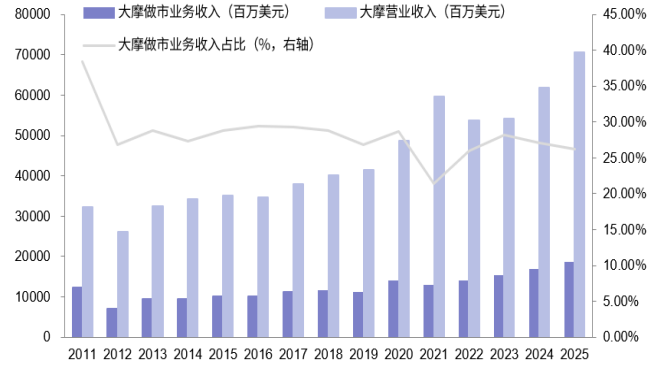
仅供内部参考，请勿外传！

图 28：高盛做市业务收入及占比



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

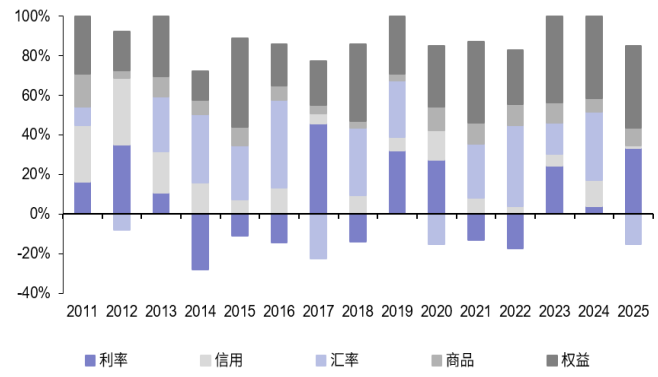
图 29：大摩做市业务收入及占比



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

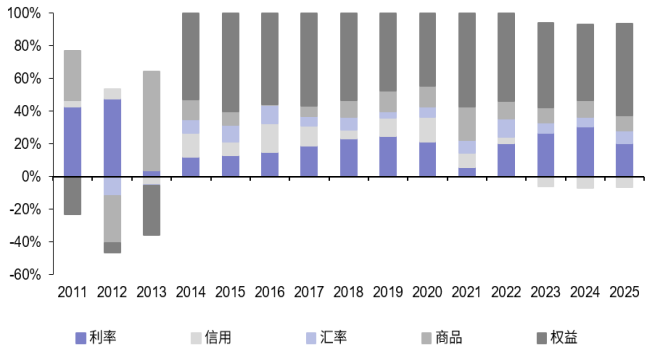
具体来看两家投行的做市业务的收入结构，由 FICC 类（利率、信用、汇率、商品衍生品）与权益类组成。分品类来看，高盛做市收入的主要来源正从高风险的利率类、外汇类产品向收益更稳定的权益类产品转移。2025 年，权益类产品占做市收入的比重为 59%，显著高于 2019 年的 29%。与此同时，汇率和利率类产品的收入占比之和从 2019 年的 61%下降至 2025 年的 26%。截至 2025 年末，高盛的利率类/信用类/商品类/权益类做市收入占比分别为 48.0%/1.6%/13.2%/59.0%（汇率类做市收入为负），摩根士丹利的利率类/汇率类/商品类/权益类做市收入占比分别为 23.5%/9.2%/10.6%/64.3%（信用类做市收入为负）。由于做市业务横跨多类资产，不同资产间可以很好地形成收益对冲，所以高盛和摩根士丹利整体做市收入仍保持稳定增长。

图 30：高盛做市业务产品收入结构



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图 31：大摩做市业务产品收入结构



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

美国拥有全球优质的报价系统，做市商制度较为成熟，激励力度较大。

首先，做市商的准入条件和申请程序较为宽松。简单的做市商申请程序，能够方便做市商随时进入市场，开展

仅供内部参考，请勿外传！

做市业务，叠加较宽松的义务要求，有利于证券市场维持一定做市商数量，进而保证做市商之间的充分竞争。纳斯达克市场的做市商仅需向交易所或主管部门申请并注册即可；另外，做市商的成本和收益均衡是做市商制度能否维系的关键因素之一，其给予做市商在市场内持续报价的动力，美国市场为做市商提供相关发行人利益补偿与责任豁免安排，比如纳斯达克市场的做市商补偿措施，包括在交易中享受减免税费的特权、向银行或融资公司融资的优先权、承销和配售便利、允许一定条件下的做空机制等，为做市商提供了较大的支持。

美国做市参与者较为多元，除了传统综合大型投资银行，还有沃途金融（Virtus Financial）、简街（Jane Street）等电子交易公司。丰富的客户资源积累、雄厚的资本实力、高频率交易的科技优势均有助于做市业务发展。

目前来看，中国做市业务正处于从机制到规模的发展机遇期，中国券商做市业务向上空间逐步打开。随着做市制度的持续推进，券商在债券、权益、衍生品、基金、公募 reits 等市场做市水平或有望提升。截至目前，券商参与实行做市商制度的品种包括银行间、交易所债券做市，国债期货做市，新三板、北交所、科创板做市，股指期权、股票期权做市，基金做市，公募 REITs 做市，CDR 做市等。根据中国银行间市场交易商协会披露，截至 2025 年 11 月 7 日，银行间现券市场做市商中，券商共 36 家，头部券商均有银行间债券市场做市资格。

表 8：银行间现券市场券商做市商名单（截至 25/11/7）

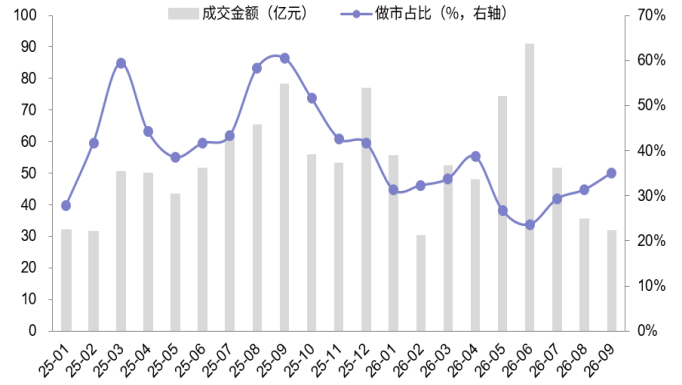
机构名称	做市类型	机构名称	做市类型	机构名称	做市类型
渤海证券	综合类	国联民生	综合类	天风证券	综合类
第一创业	综合类	国泰海通	综合类	万联证券	综合类
东北证券	综合类	国投证券	综合类	五矿证券	综合类
东方财富证券	综合类	国信证券	综合类	西部证券	综合类
东方证券	综合类	华创证券	综合类	长城证券	综合类
东海证券	综合类	华林证券	综合类	招商证券	综合类
东兴证券	综合类	华泰证券	综合类	浙商证券	综合类
广发证券	综合类	华西证券	综合类	中国银河	综合类
国海证券	综合类	民生证券	综合类	中泰证券	综合类
国金证券	公司信用债专项	平安证券	综合类	中信建投	综合类
财信证券	信用债专项	山西证券	综合类	中信证券	综合类
首创证券	信用债专项	申万宏源	综合类	申港证券	综合类

数据来源：中国银行间市场交易商协会、广发证券发展研究中心

股票做市中新三板和科创板先行，股票做市业务发展可期。我国最早于 2014 年在新三板引入股票做市商制度，主要覆盖小市值股票，做市业务为新三板（后包括北交所）注入流动性，提升交易活跃度。截至 2026 年 9 月末，新三板做市成交金额占比总成交金额达 35%。2014 年新三板开通做市制度以来，截至 2026 年 9 月末，中泰证券、国泰海通、兴业证券是新三板做市股票数最多的三家券商，分别做市 390、372 和 362 只股票。

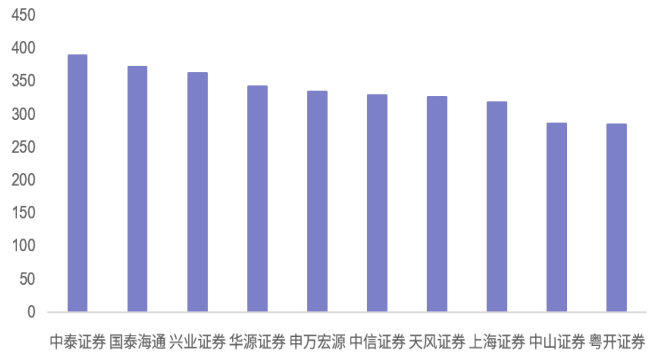
仅供内部参考，请勿外传！

图 32：新三板成交金额（亿元）及做市占比（右轴，%）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

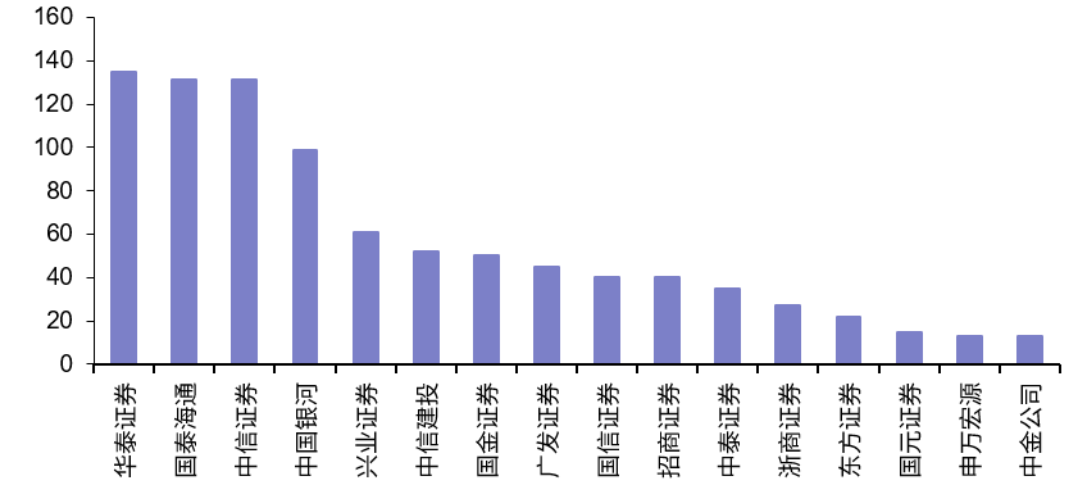
图 33：截至2026年9月末新三板做市股数TOP10做市商（只）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

2022 年 10 月 31 日，首批科创板做市商正式开展科创板股票做市交易业务，首批 8 家券商获批科创板做市资格。做市业务对资本规模、投研水平及风控能力上具有一定要求，头部券商可依靠资金实力及投资交易经验来寻求价差收益。截至 2026 年 9 月末，已有 271 只股票纳入科创板做市标的，20 家券商获得科创板做市资格，头部券商优势明显，国泰海通、华泰证券、中信证券科创板做市股票均超百只。

图 34：截至 2026 年 9 月末科创板做市股票数 TOP10 券商（只）

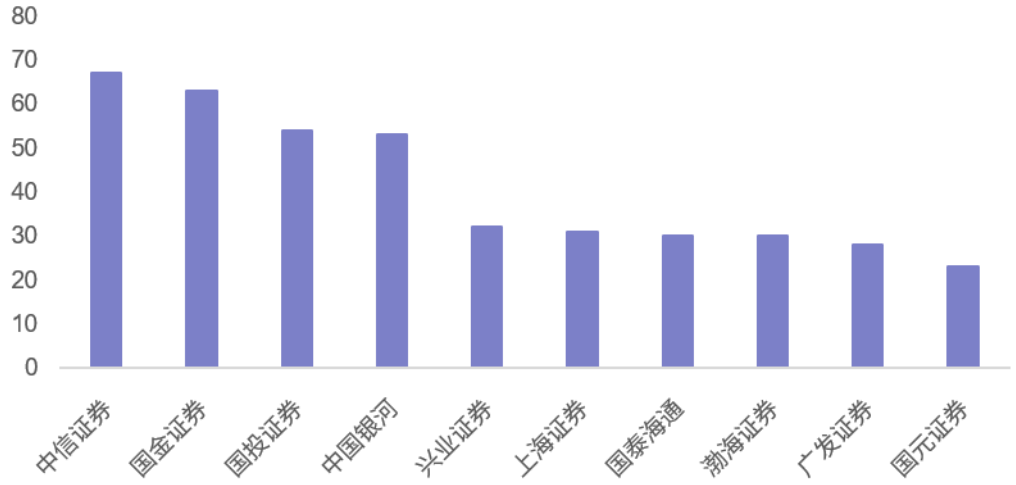


数据来源：上交所、广发证券发展研究中心

北交所做市启动，做市商准入放宽。2023 年 2 月，北交所正式启动股票做市业务，首批 13 家券商参与做市。2023 年 9 月，北交所发布《证券公司北京证券交易所股票做市交易业务特别规定》，对做市商资格准入进行放宽。截至 2026 年 10 月 9 日，北交所做市券商增至 24 家，从做市数量来看，中信证券、国金证券、国投证券做市规模较为领先，排名行业前三。

仅供内部参考，请勿外传！

图 35：截至 2026 年 10 月 9 日北交所做市股票数 TOP10 券商（只）

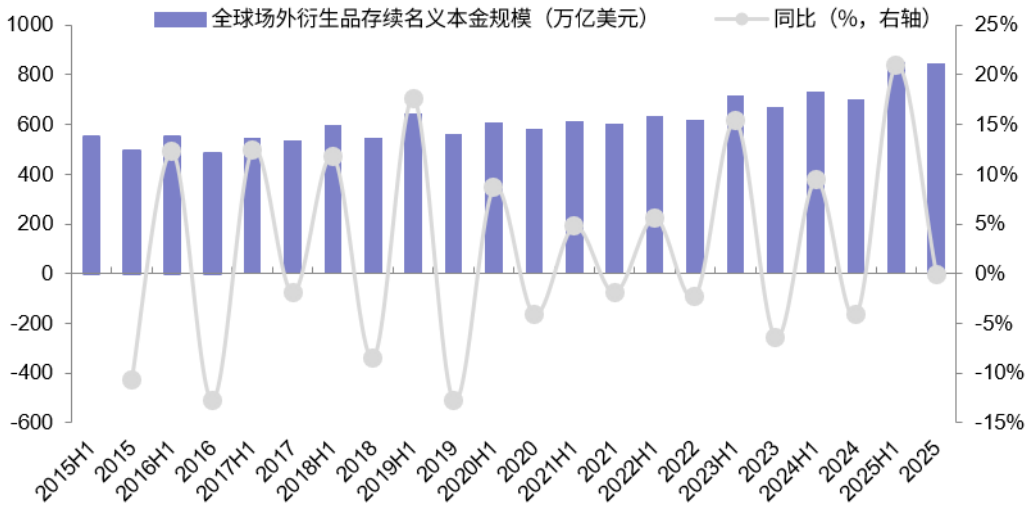


数据来源：北交所、广发证券发展研究中心

注：数据截至 2026/10/9

美国的衍生品业务起步早，目前衍生品种类丰富、体系完善。美国衍生品市场起步早，20 世纪末，伴随着金融创新衍生品种类逐渐丰富，信贷繁荣时代场外衍生品业务快速发展，后续虽然因风险管理不足诱发危机，但是衍生品种类和策略类型丰富，衍生品业务体系完善。随着资本市场的改革深化逐渐推进，国内衍生品工具种类有所增加，但整体而言我国资本市场目前的发展深度相比于海外成熟市场仍有差距。

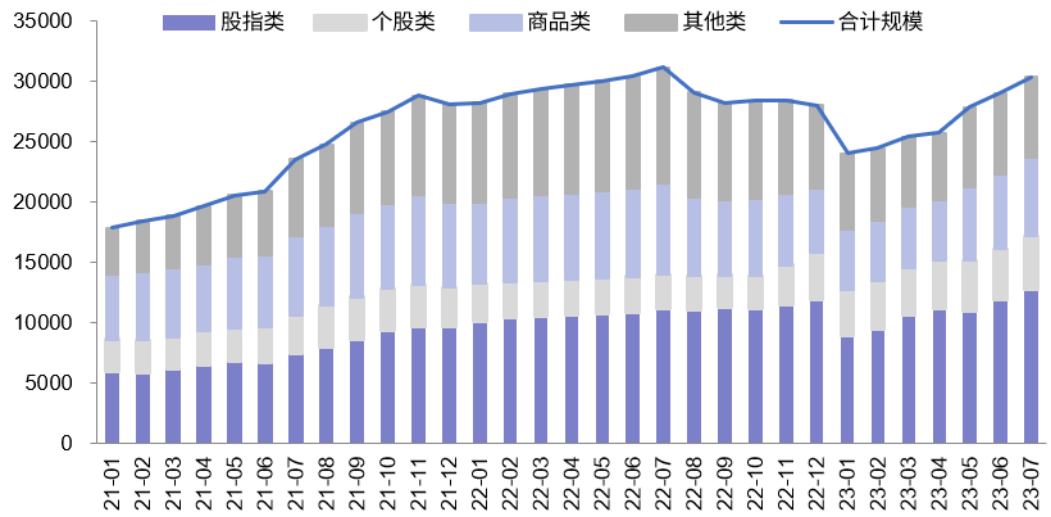
图 36：全球场外衍生品交易规模（万亿美元）及同比（%，右轴）



数据来源：BIS OTC Derivatives Statistics、广发证券发展研究中心

仅供内部参考，请勿外传！

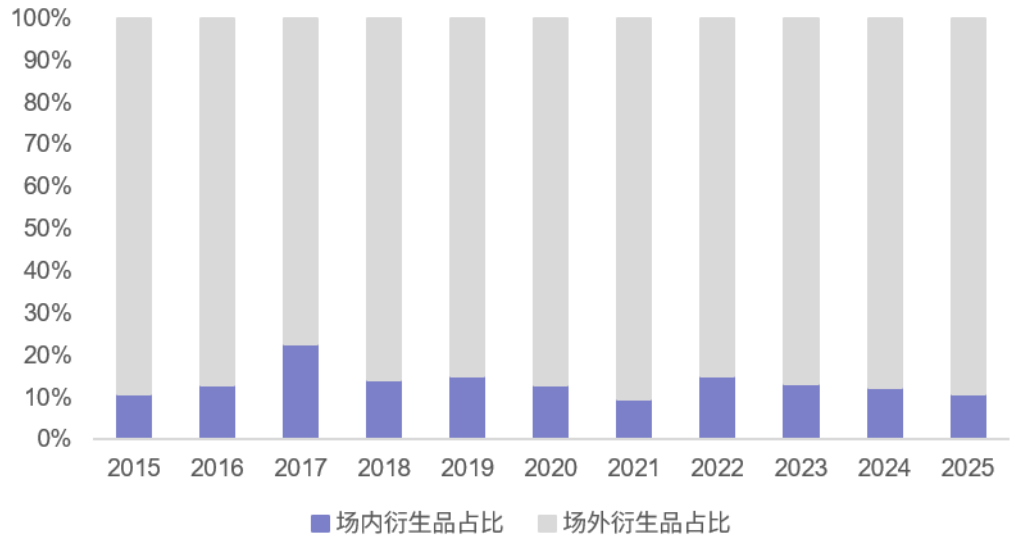
图 37：中国场外衍生品存续名义本金规模（亿元）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

美国衍生品市场的成熟为高盛在机构交易业务中提供了重要支持，特别是在对冲和创设客需类衍生品方面。一方面，成熟的场内市场为高盛做市提供流动性和对冲工具，帮助其稳定获取价差收入，高盛通过利率互换和外币合约有效对冲风险。另一方面，高盛以场外衍生品为主，2015-2025 年规模占比平均达 86.4%，远超场内市场，支持其创设客需衍生工具并通过保证金收入提升盈利能力。

图 38：2015-2025 年高盛场内、外衍生品名义金额占比（%）



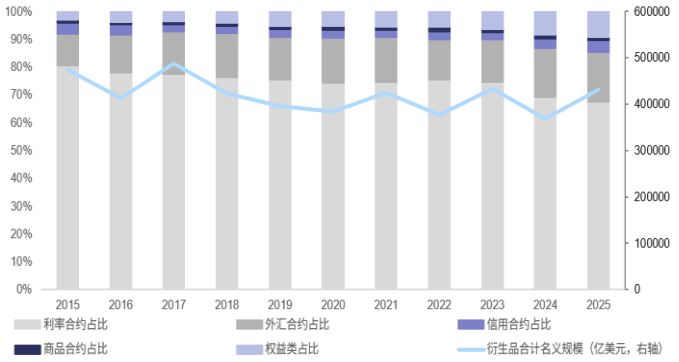
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

国内头部券商衍生品业务规模较海外一流投行仍有较大差距。以高盛为例，截至 2025 年末，高盛衍生品的名

仅供内部参考，请勿外传！

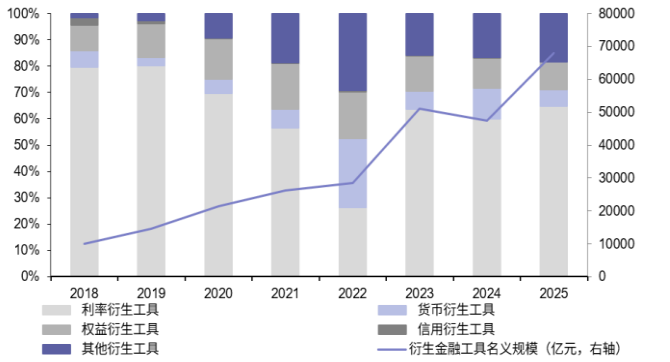
义金额总计为 43.2 万亿美元，其中利率合约和外汇合约占比较大，分别达到 67.6%和 17.9%，合计约占总体衍生品规模的 86%，且 2015-2023 年利率合约与外汇合约占比合计均在 90%以上，优势较为明显。截至 2025 年末，中信证券衍生品名义金额总计为 6.8 万亿元，仅为高盛的 2%，其中利率衍生品占比较高，在产品规模以及丰富度上后续仍有较大的发展空间。

图 39：高盛衍生品名义金额规模及结构（亿美元,%）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图 40：中信证券衍生品名义金额规模及结构（亿元,%）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

以上针对中美券商的各业务对比给予我们国内券商两方面重要启示：（1）做大客户基础、提高资产与服务盈利能力是泛财富管理业务增收的核心。大摩通过并购扩展企业客户资产渠道，高盛聚焦高费率另类投资。国内券商在中长期资金入市及居民理财需求增长下，加之“ETF+投顾”模式转型，有望提升泛财富管理盈利能力。（2）国内券商的非方向性资本中介业务仍有较大增长空间。中美投行在机构业务领域的差距源于监管、市场规模、融资渠道及杠杆倍数等因素。国内做市及衍生品市场尚处早期，规模较小且杠杆使用受限，需进一步发展以释放业务增长潜力。

四、投资建议

建议关注具备机构业务和泛财富管理优势的头部券商。随着监管环境边际改善，叠加市场交投持续活跃，国内券商有望进入新一轮超额收益周期。对标摩根士丹利与高盛的成功经验，在监管环境向好和增量资金驱动下，泛财富管理业务与机构业务的盈利能力提升或将成为推动估值溢价的核心动能。

基于此，建议重点关注以下具备业务优势的券商。财富管理业务领先的券商：关注客户资产规模大、ETF 保有及综合服务更具优势、管理账户模式成熟、资产来源渠道多元且具竞争优势的券商；以及关注客群结构中高净值客户数占比较高的券商和买方投顾创收能力突出的券商；关注在另类投资领域（尤其是股权私募）具有核心竞争力的券商以及控股头部公募基金的券商。**机构业务优势显著的券商：**（1）衍生品及做市业务：重点关注杠杆水平较高且具提升潜力、充分发挥资本优势提升盈利能力、机构客户覆盖广泛均衡、科技投入占比高的券商；场内外衍生品市场占有率领先、风险管理能力突出的机构更具优势；（2）投行及投行资本化业务：关注

仅供内部参考，请勿外传！

投行业务出海优势的头部券商，2026 年投行+投资有望底部回暖，贡献盈利弹性。建议关注中信证券（AH）、招商证券（AH）、中金公司（H）、华泰证券（AH）、国泰海通（AH）、财通证券、东方证券等。

五、风险提示

海外资本市场发展阶段及市场、监管环境差异较大，政策可借鉴性有限；经济增长预期影响投资者投资意愿及能力，经济增长也通过影响市场表现来影响投资者交易投资情绪，间接影响资本中介业务；市场过度波动影响投资者投资意愿与交易对冲效果，影响证券公司业务下游需求及盈利能力；证券行业受政策影响较大，监管及监管环境变化可能会对业务开展产生较大影响。

仅供内部参考，请勿外传！

广发非银金融行业研究小组

陈 福 ：首席分析师，经济学硕士，2017 年进入广发证券研究发展中心。

刘 淇 ：联席首席分析师，中南财经政法大学投资学硕士，2020 年进入广发证券发展研究中心。

李怡华 ：资深分析师，上海财经大学财务管理硕士，2023 年进入广发证券发展研究中心。

王京灵 ：资深分析师，哥伦比亚大学企业风险管理学硕士，2026 年加入广发证券发展研究中心。

耿张逸 ：资深分析师，伦敦大学学院金融硕士，2026 年加入广发证券发展研究中心。

分析师及联系人



陈福

SAC 执证号：S0260517050001
SFC CE No. BOB667
chenfu@gf.com.cn



耿张逸

SAC 执证号：S0260526090002
gengzhangyi@gf.com.cn

请注意，耿张逸并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

仅供内部参考，请勿外传！

广发证券
行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券
公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

地址	邮政编码	客服邮箱
广州市： 广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	510627	gfzqyf@gf.com.cn
深圳市： 深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	518026	
北京市： 北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	100045	
上海市： 上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	200120	
香港： 香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼	-	

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。

仅供内部参考，请勿外传！

本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）在过去12个月内与紫金黄金国际(2259)公司有投资银行业务关系。

(2)广发证券（香港）在过去12个月内与紫金黄金国际有限公司(2259)公司有投资银行业务关系。

(3)广发证券（香港）在过去12个月内与中泰证券(600918)公司有投资银行业务关系。

(4)广发证券（香港）在过去12个月内与中泰证券股份有限公司(600918)公司有投资银行业务关系。

(5)广发证券（香港）在过去12个月内与天风证券(601162)公司有投资银行业务关系。

(6)广发证券（香港）在过去12个月内与天风证券股份有限公司(601162)公司有投资银行业务关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。