



变局飞跃，价值领航

—— 证券业 2026 年投资策略报告

非银分析师：张琦

变局飞跃，价值领航

—— 证券业 2026 年投资策略报告

2025 年 11 月 18 日

核心观点

- **2025 回顾：整体表现不及大盘，业绩与估值形成错配** 2025 年初至今（截至 11 月 18 日），证券板块上涨 3.38%，跑输沪深 300 指数 12.72 个百分点。截至前三季度，证券业业绩超预期增长，我国 42 家上市券商合计实现营业收入 4195.60 亿元，同比增长 31.83%；实现归母净利润 1690.49 亿元，同比增长 65.67%。当前市场对券商业绩与估值错配程度的认识尚不充分，存在基本面与市场风格短期错配的情况，未来券商业绩持续高增、市场重大并购重组、超预期政策落地等因素或将成为板块估值修复的催化剂。
- **2026 展望：外部政策环境正向效应确定性强，内部业务模式价值跃迁培育新引擎。从政策环境来看**，2026 年货币政策预计维持适度宽松整体基调，降息、降准、公开市场操作、新型政策工具等值得期待，支撑市场流动性合理充裕。“十五五”规划建议较长篇幅着笔资本市场，进一步深化改革仍是资本市场下一阶段工作重点，在提升资本市场稳定性、扩大市场资金来源、激发市场主体活力等方面优化证券行业经营环境。进一步推进金融机构深化改革、加强资源整合是行业未来发展趋势，证券行业机构间并购重组持续升温，有利于各类竞争主体实现错位发展，推动行业格局重塑。**从业务模式来看**，证券业预计将穿越周期展现强韧性，通过价值跃迁培育新引擎。2026 年市场交投活跃度有望维持高位水平，支撑券商经纪业务基本盘，同时财富管理转型持续加速，带来业务新增量。A 股再融资实现突破，IPO 呈现回暖迹象，港股融资市场持续火热，头部券商凭借市场口碑和专业能力竞争优势不断提升。重资本业务仍将是券商业绩重要驱动因素，固收配置空间压缩下权益投资成为重点方向，形成投研能力挑战；严监管制约非方向性投资扩容，但仍是券商自营穿越牛熊周期，维持可持续发展的关键。
- **投资建议：**当前环境下中长期资金加速入市，市场活跃度维持高位，资本市场展现出“健康牛”态势，财富管理转型、国际化业务拓展、金融科技赋能均有望成为行业提升 ROE 的驱动力，看好证券行业 2026 年投资机会。当前板块估值处于历史较低位，防御与反弹攻守兼备，维持“推荐”评级。建议关注综合实力强劲的头部券商，如中信证券、国泰海通等，以及在财管、自营、跨境等领域具备差异化竞争优势的券商，如华泰证券、东方财富等。
- **风险提示：**宏观经济不及预期的风险；资本市场改革不及预期的风险；资本市场波动的风险。

重点公司盈利预测与估值

股票代码	股票名称	BVPS (元)				PB			
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
600030.SH	中信证券	17.7	18.59	19.51	20.49	1.59	1.52	1.45	1.38
601211.SH	国泰海通	17.5	18.55	19.66	20.84	1.11	1.05	0.99	0.93
601688.SH	华泰证券	18.1	19.37	20.72	22.17	1.22	1.14	1.07	1.00

资料来源：WIND，中国银河证券研究院

证券行业

推荐

维持评级

分析师

张琦

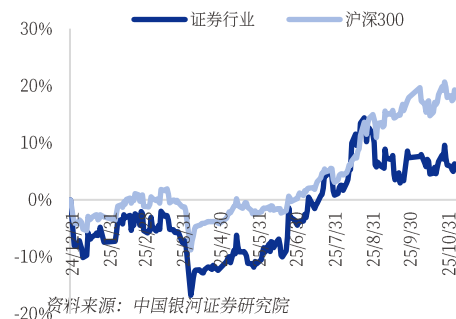
☎：010-8092-7631

✉：zhangqi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524080005

相对沪深 300 表现图

2025.11.18



相关研究

目录

Catalog

一、行情回顾：整体不及大盘，个股表现分化.....	4
（一）板块表现：结构性行情影响下板块跑输大盘.....	4
（二）个股表现：多数上市券商实现上涨，个股表现分化显著	5
二、盈利能力修复超预期，马太效应持续增强.....	7
（一）行业持续展现盈利弹性，双轮驱动结构或将延续	7
（二）上市券商业绩高速增长，行业马太效应持续增强	8
三、货币政策适度宽松延续，市场深改正向效应充分.....	10
（一）支持性货币政策延续适度宽松总基调	10
（二）资本市场改革深化产生正向外部效应	11
（三）兼并重组持续推进利好行业错位发展	13
四、穿越周期展现强韧性，价值跃迁培育新引擎.....	15
（一）市场活跃支撑经纪基本面，复苏动能与转型深化并存	15
（二）股权融资呈现回暖迹象，头部集中度持续提升	16
（三）结构行情考验投研能力，策略转型平抑市场波动	19
五、投资建议	22
（一）盈利预测	22
（二）投资建议	23
六、风险提示	25

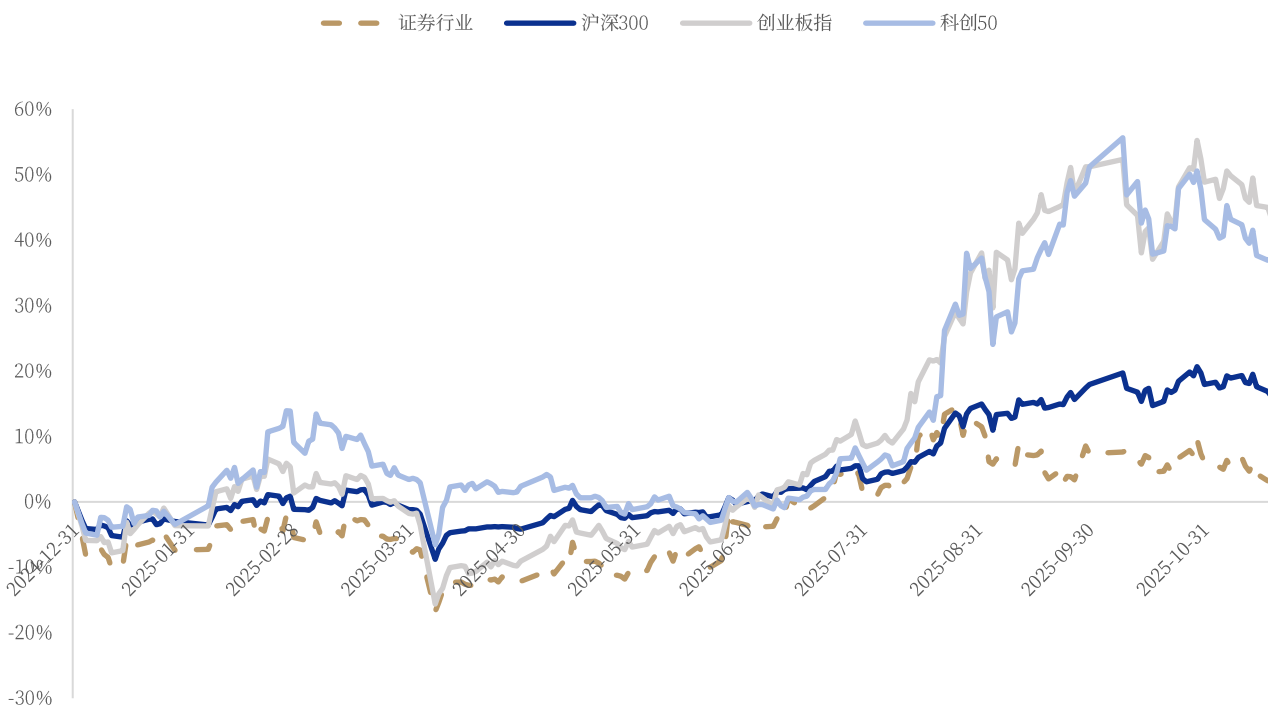
一、行情回顾：整体不及大盘，个股表现分化

（一）板块表现：结构性行情影响下板块跑输大盘

市场风格切换，证券板块表现不及大盘。2025 年 A 股市场整体延续上行态势，但板块之间呈现较为显著的结构性分化。2025 年初至今（截至 11 月 18 日），证券板块涨跌幅为+3.38%，沪深 300、创业板指数、科创 50 涨跌幅分别为+16.09%、+43.31%和+37.31%，证券板块跑输沪深 300 指数 12.72 个百分点，板块表现不及大盘。从板块比较来看，有色金属（+71.53%）、通信行业（+57.28%）和电力设备（+45.64%）涨幅领先，证券板块跑输 28 个一级行业，整体表现不佳。

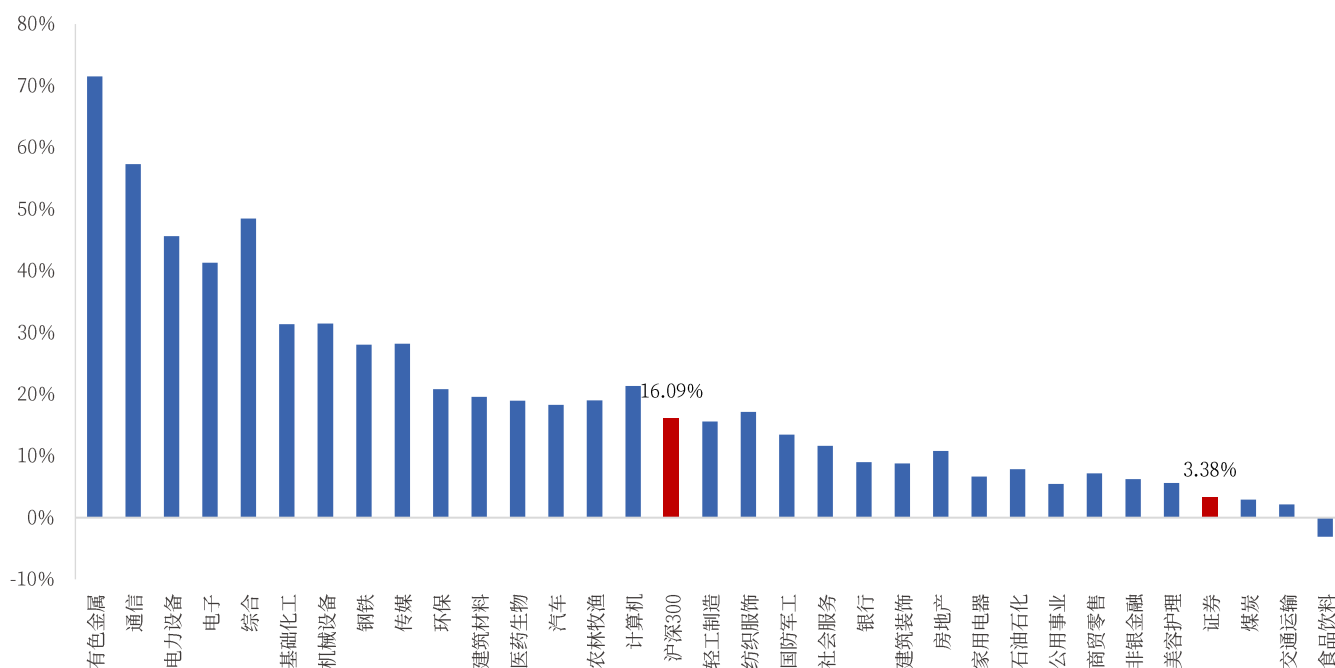
市场结构性行情或为板块表现不佳的主要原因。市场风格切换下资金偏好呈现结构性流动，AI 产业链火热，市场关注点主要集中在“科技成长”赛道，形成了一定的资金“虹吸效应”；证券板块业绩基本面虽然超预期向好，但今年以来缺乏颠覆市场资金偏好的爆发性催化剂，市场关注点偏低，难以形成推动板块估值快速修复的驱动力。此外，佣金费率下降、IPO 逆周期调节等不利因素持续影响市场对于券商未来业绩增长的判断空间。**我们认为，当前市场对券商业绩与估值错配程度的认识尚不充分，存在基本面与市场风格短期错配的情况，未来券商业绩持续高增、市场重大并购重组、超预期政策落地等积极因素或将成为板块估值修复的催化剂。**

图1：2025 年以来证券板块表现（截至 2025 年 11 月 18 日）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2：2025 年 A 股板块表现比较（截至 2025 年 11 月 18 日）



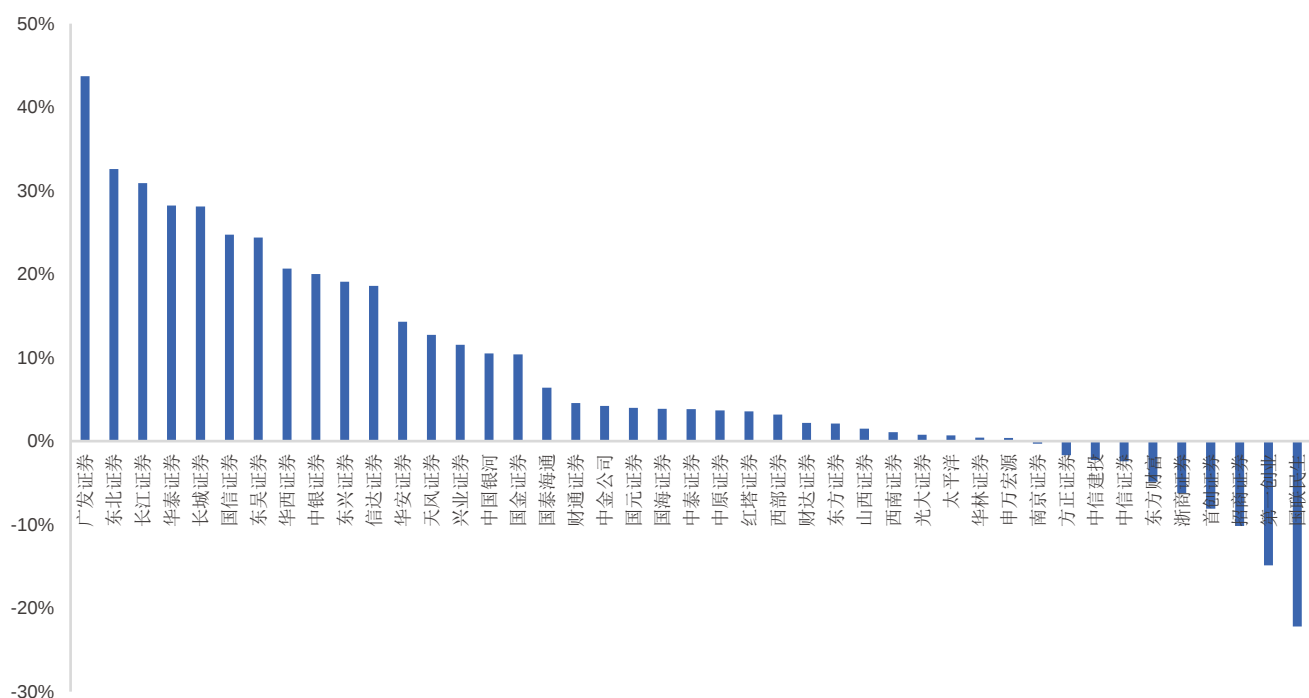
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

（二）个股表现：多数上市券商实现上涨，个股表现分化显著

超八成上市券商实现上涨。截至 2025 年 11 月 12 日，A 股 42 家上市券商中，有 34 家上市券商实现上涨，1 家平盘，7 家出现下跌，上涨比例超过八成。上涨的上市券商中，涨幅排名前十的是广发证券（+46.17%）、长江证券（+33.9%）、长城证券（+31.57%）、华泰证券（+28.98%）、东北证券（+28.96%）、国信证券（+27.85%）、东吴证券（+25.73%）、中银证券（+21.28%）、信达证券（+20.00%）和华西证券（+11.80%）；下跌的上市券商中，跌幅排名靠前的是国联民生（-21.92%）、第一创业（-13.17%）、首创证券（-8.61%）、招商证券（-7.96%）、浙商证券（-5.35%）、方正证券（-0.12%）和中信证券（-0.06%）。

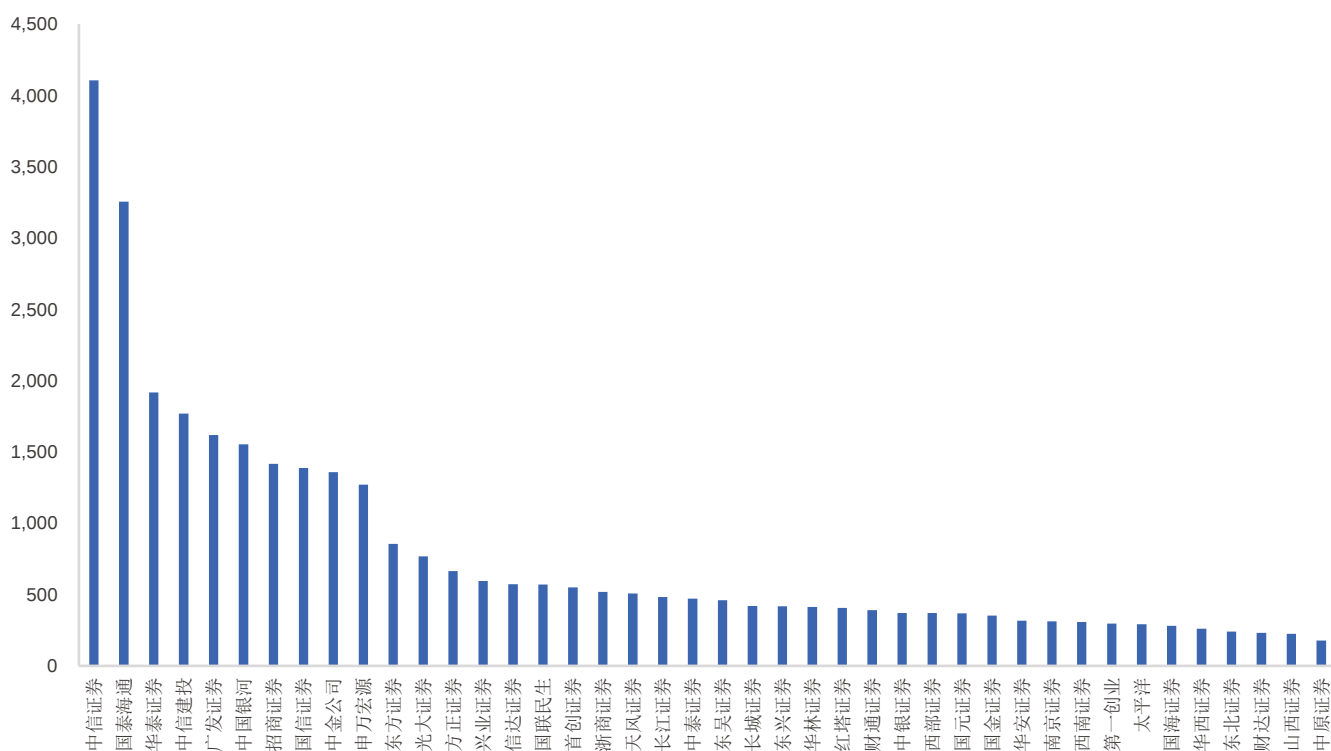
个股表现结构性分化显著。从涨跌幅数据看，券商股表现可分为三类梯队。第一梯队涨幅超过 20%，共 9 只，多为中小券商。第二梯队涨幅区间在 0%-20%，共 26 只，涵盖多数中型券商及部分头部券商。第三梯队为出现下跌的上市券商，共 7 只，包括中信证券、招商证券等在内的头部券商。涨幅最大的广发证券与跌幅最大的国联民生，涨跌幅相差接近 70%，结构性分化特征突出。**今年以来 A 股市场边际改善显著，市场投资活跃度维持高位，经纪与自营业务成为券商业绩主要增长点，中小券商因经纪业务收入占比更高，展现更大业绩弹性，利好股价表现。**此外，今年市场中小盘主题热度较高，资金一度倾向于流动性好、市值较小的券商股，而中信证券、国泰海通等大盘股流动性溢价减弱，涨幅相对受限，资本实力、长期业绩等基本面对股价的支撑作用短期弱化。但从中长期看，规模实力、政策红利和综合服务能力等方面占优的头部券商业绩确定性更强，面对经济周期波动的不确定性更具估值韧性，具备长期配置价值。

图3：2025 年上市券商股价表现（截至 2025 年 11 月 18 日）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图4：上市券商市值一览（截至 2025 年 11 月 18 日，单位：亿元）



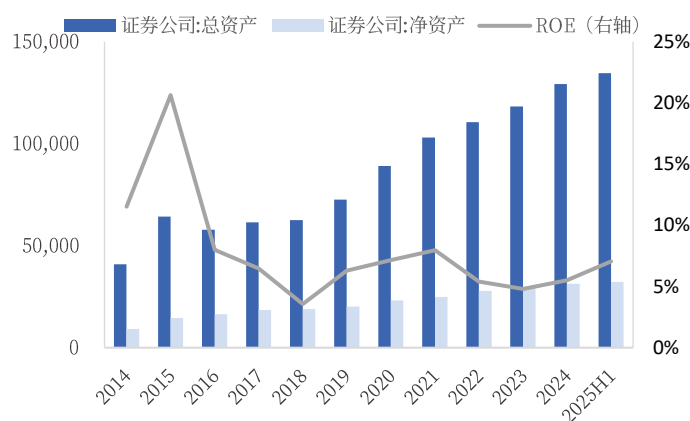
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

二、盈利能力修复超预期，马太效应持续增强

（一）行业持续展现盈利弹性，双轮驱动结构或将延续

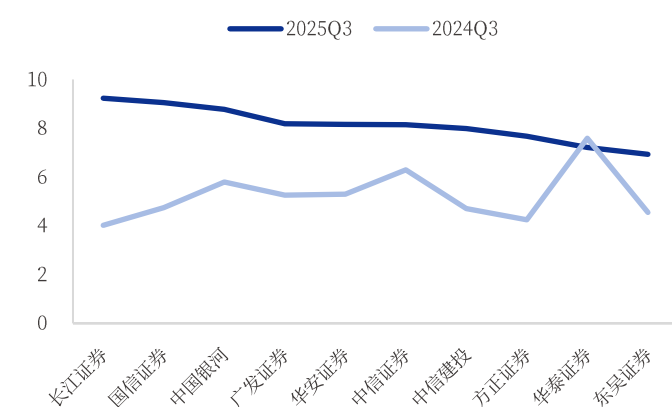
行业资产规模增速稳定，盈利能力持续展现弹性。近年以来，我国证券行业发展迅速，资产规模快速提升。截至 2024 年末，证券行业总资产达到 12.93 万亿，同比增长 9.3%，十年复合增速 18.98%；净资产达到 2.95 万亿，同比增长 5.73%，十年复合增速 12.2%。资产规模高增的背景下，新冠疫情带来较大负面影响，叠加宏观经济转型换挡和行业监管政策趋严，行业盈利能力随之下滑，2023 年行业 ROE 录得 4.8%，是近十年来除 2018 年的最低值。但是，自去年“9·24 新政”以来，随着资本市场深改政策不断落地和制度环境不断优化，行业盈利能力得到逐步修复，2024 年行业 ROE 录得 5.5%，同比提升 0.7 个百分点。进入 2025 年，上市券商盈利能力持续展现弹性，前三季度 42 家上市券商平均加权 ROE 为 5.63%。其中，长江证券、国信证券 ROE 位于行业领先地位，分别为 9.23%和 9.05%，同比提升 5.21 和 4.31 个百分点。

图5：行业资产规模和 ROE（亿元）



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

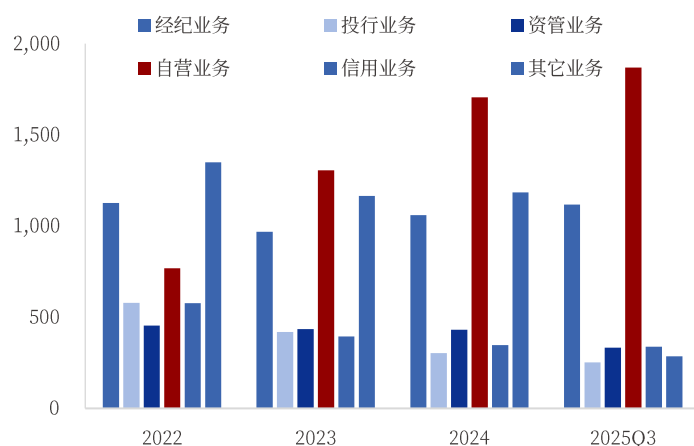
图6：2025Q3 上市券商 ROE 前十（%）



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

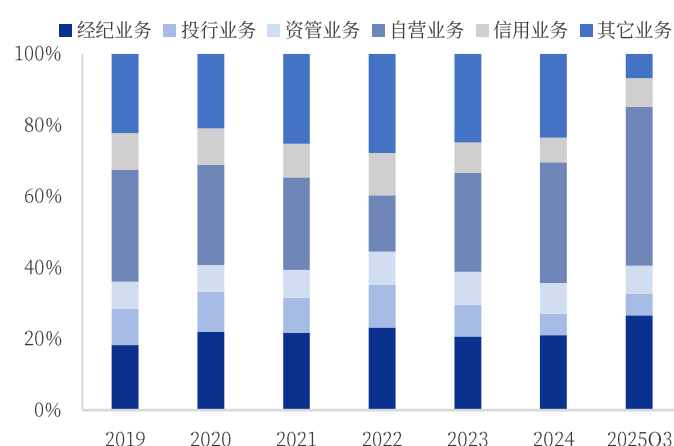
自营业务仍为主要营收来源，经纪、信用业务营收贡献受市场利好推动环比提升。2022 年以来，受累于市场环境和监管节奏变化，上市券商经纪业务和投资银行业务收入占比持续下滑，自营业务占比高增。截至 2025Q3，42 家上市券商共计实现经纪业务收入 1117.77 亿元，占比 26.64%，占比相较 2024 年增长 5.57pct；实现投行业务收入 251.51 亿元，占比 5.99%，占比相较 2024 年降低 0.03pct；实现资管业务收入 332.51 亿元，占比 7.93%，相较 2024 年降低 0.63 pct；实现自营业务收入 1868.64 亿元，占比 44.54%，占比相较 2024 年增长 10.64 pct；实现信用业务收入 339.06 亿元，占比 8.08%，占比相较 2024 年增长 1.18pct。**展望 2026 年，逆周期调节政策环境下，资本市场投融两端统筹发展仍为主基调，推动资本市场投资环境优化、增强中长期资金入市吸引力或将放在更高优先级。因此，市场持续改善加流动性充裕假设下，券业营收的经纪+自营双轮驱动模式或将延续，当前投行、资管等业务虽观测到不同程度回暖迹象，但实现实质性改善仍需要重大利好政策推动。**

图7：近年来上市券商主要业务营收变化（亿元）



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

图8：近年来上市券商主营业务结构

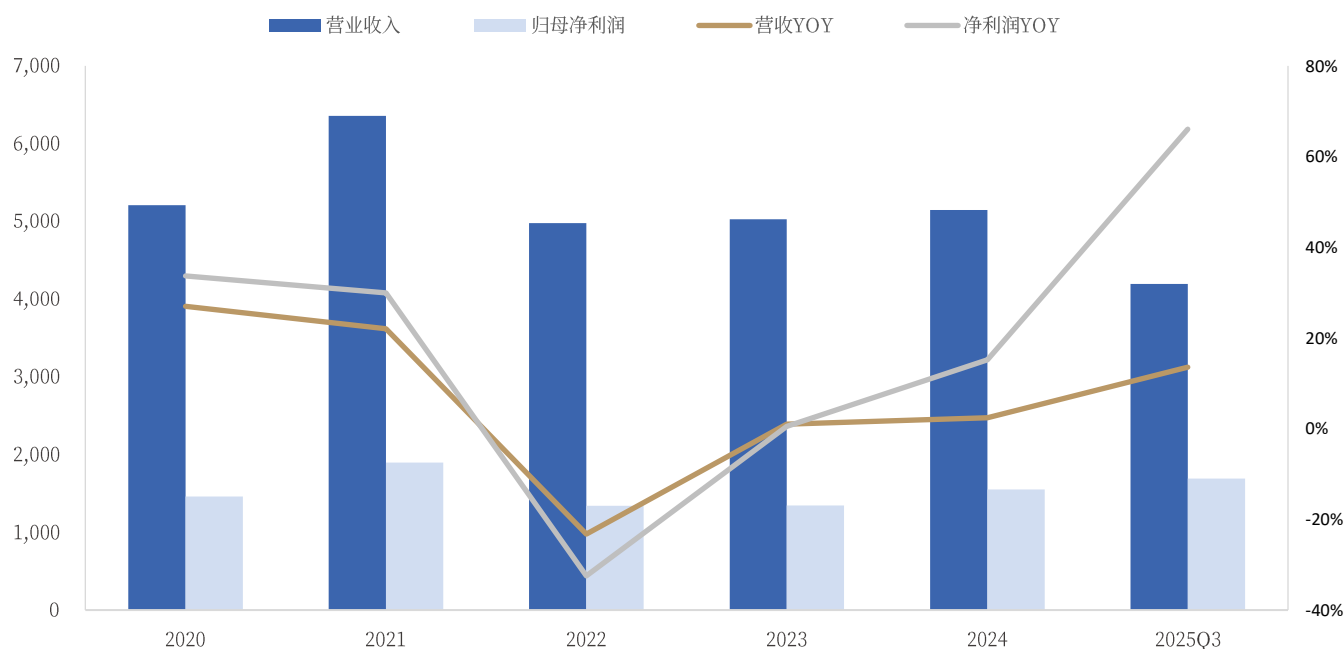


资料来源：WIND，中国银河证券研究院

（二）上市券商业绩高速增长，行业马太效应持续增强

3Q25 上市券商业绩实现超预期增长。2025 年以来，我国资本市场边际改善，投资者信心持续提振，推动全年股市交易活跃度中枢抬升，利好券商基本面修复。回顾前三季度，我国 42 家上市券商共实现营业收入 4195.60 亿元，相较 2024 年前三季度营业收入（调整后）同比增长 31.83%；实现归母净利润 1690.49 亿元，同比增长 65.67%，实现超预期增长。Q3 单季，42 家上市券商实现营业收入 1676.94 亿元，同比增长 25.84%；实现归母净利润 650.32 亿元，同比增长 81.25%。

图9：2025 年上市券商三季度业绩表现（亿元）

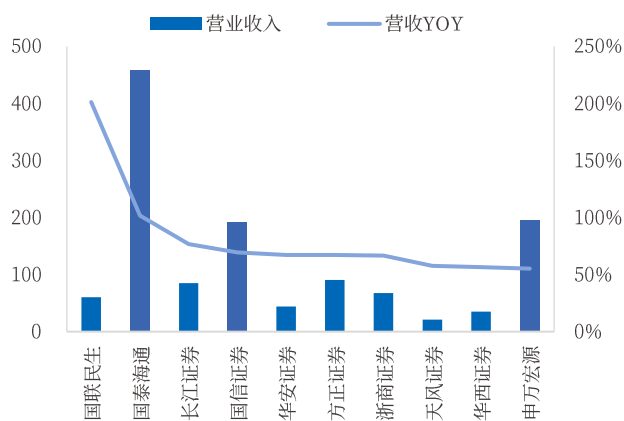


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

头部券商优势地位稳固，行业马太效应强化。从个股业绩来看，头部券商排名较为稳定。在营业收入方面，截止今年三季度，中信证券实现营业收入 558.15 亿元，同比增长 32.7%；国泰海通和华泰证券排名二、三位，分别实现营业收入 458.92 亿元和 271.29 亿元，同比上升 58.24%和下降 13.67%。在归母净利润方面，中信证券实现归母净利润 231.59 亿元，同比增长 37.86%；国泰海通和华泰证券排名二、三位，分别实现归母净利润 220.74 亿元和 127.33 亿元，同比增加 131.80%和 1.69%。从行业集中度来看，2025 前三季度上市券商营收 CR5 和 CR10 分别为 42.37%和 65.01%，相较 2024 年末分别增长 1.31pct 和 2.92pct；上市券商归母净利润 CR5 和 CR10 分别为 47.25%和 70.72%，相较 2024 年末分别增长 1.79pct 和 2.07pct。在国家“培育一流投资银行”政策背景下，头部券商依靠资本实力、政策支持、规模效应、品牌效应和业务能力等方面综合优势，具备更强的业绩稳定性和风险抵抗能力，2026 年证券行业马太效应有望持续强化，推动行业集中度进一步提升。

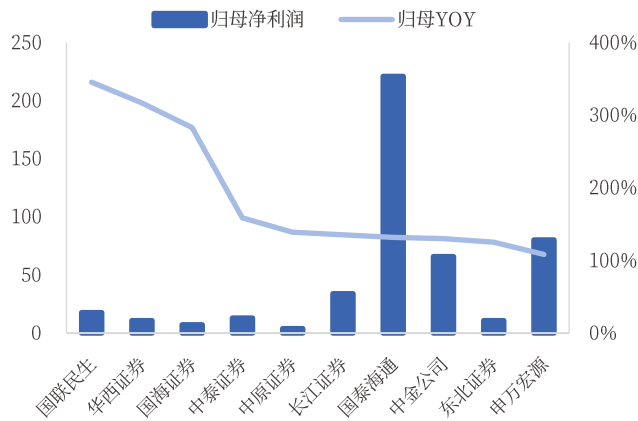
低基数效应下中小券商业绩展现高弹性，但抗周期能力依然较弱。从营收角度来看，前三季度营收增速前十券商中中小券商占七成。国联证券业绩增速行业领先，同比增速达到 201.17%，国泰海通和长江证券增速位列二、三位，同比增长 101.6%和 76.66%。从归母净利润角度来看，前三季度归母净利润增速前十券商中中小券商同样占七成。国联证券以 345.30%的增速位于行业首位，华西证券(+316.89%)、国海证券(+282.96%)、中泰证券(+158.63%)、中原证券(+138.68%)、长江证券(+135.20%)、国泰海通(+131.80%)和中金公司(+129.75%)等上市券商归母净利润增速均超过 100%。相较于头部券商，部分中小券商虽归母净利润增速更高，但绝对规模较小，业绩弹性主要源于低基数或非经常性损益，且过度依赖于经纪业务，抗周期能力较弱，需要进一步加强差异化发展路径探索，降低同质化竞争。国联民生因并购重组带来一次性业绩高增，但业务基础尚在整合期，未来业绩走势仍依赖于业务整合情况。

图10: 2025 前三季度上市券商营收增速 TOP10 (亿元)



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图11: 2025 前三季度上市券商归母净利润增速 TOP10 (亿元)



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

三、货币政策适度宽松延续，市场深改正向效应充分

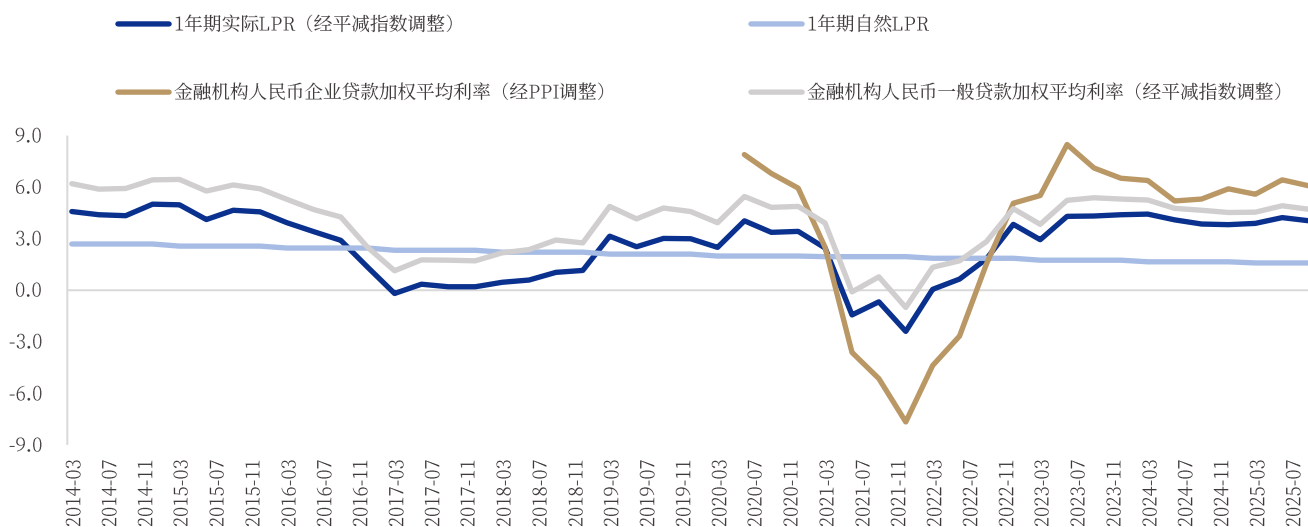
（一）支持性货币政策延续适度宽松总基调

相机决策下货币政策预计维持适度宽松总基调，流动性保持合理充裕。2024 年末的政治局会议提出实施“适度宽松的货币政策”，货币政策整体将告别 2011 年-2024 年的“稳健”取向，重回 2008 年-2010 年的“适度宽松”取向。中国货币政策取向按照从紧到松分为三类“从紧”、“稳健”、“适度宽松”，“适度宽松”是最宽松的货币政策取向。在 2025 年 5 月国新办新闻发布会上，人民银行行长潘功胜给出了未来货币政策的预期指引。潘行长指出，“适度宽松的货币政策主要有几点内涵：一是流动性充裕，社会融资条件比较宽松，包括社会融资规模、广义货币供应量这些宏观金融总量合理增长，社会综合融资成本比较低。二是政策实施需要相机抉择，综合评估国内外经济金融形势和金融市场运行情况，运用多种货币政策工具进行动态调整。三是货币政策的取向，是一种对于状态的描述，最近几年人民银行连续多次降准降息，货币政策的状态是支持性的，总量也比较宽松。”

2026 年中国经济有望保持稳定增长，物价也将呈现温和回升的态势。同时，预计人民币汇率将呈现稳健升值态势。在此背景下，货币政策的首要目标将是充分就业和金融稳定，货币宽松路径将围绕稳预期、防风险和协同财政发力三条主线展开。

展望 2026 年，货币政策走向实质性宽松，降息、降准、公开市场操作、新型政策型工具等方面值得期待。根据宏观团队判断和测算，**降息方面**，预计全年会有 1-2 次降息，总计调降政策利率 10-20BP，从而引导 LPR 下行，并传导至贷款、存款利率的进一步下行。**降准方面**，全年 50BP 的降准仍有望落地，减轻来自银行净息差的压力。**公开市场方面**，公开市场操作方面，央行已重启国债买入，预计国债买入将成为央行 2026 年实施货币宽松的最重要路径，这也是配合财政政策协同发力的着力点。此外，买断式逆回购预计依然将保持净投放。**在新型政策工具方面**，2025 年 4 月政治局会议提出“设立新型政策性金融工具”，2026 年有望持续适时推出，主要聚焦科技、消费、外贸、楼市、股市、资本市场，有望继续创设或优化现有结构性货币政策工具。

图12：1 年期实际 LPR 与自然 LPR (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(二) 资本市场改革深化产生正向外部效应

“十五五”规划建议用较长篇幅着笔资本市场，可以直观看出未来一段时间金融改革重点将逐渐向资本市场倾斜。资本市场高质量发展是全面推进建设基本实现社会主义现代化的重要支撑。党的十八大以来，习近平总书记对资本市场高度重视，先后作出一系列重要指示批示。2023 年中央金融工作会议提出，加快建设安全、规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场。2024 年中央经济工作会议指出，深化资本市场投融资综合改革，打通中长期资金入市卡点堵点，增强资本市场制度包容性、适应性。2025 年 7 月 30 日中央政治局会议强调，增强国内资本市场的吸引力和包容性，巩固资本市场回稳向好势头。从土地财政到新质生产力，我国经济增长动能升级换道，加快推动新质生产力发展是国家重点发展战略。资本市场之于新质生产力的重要意义在于：一是搭建服务实体经济的投融资渠道，通过股票、债券等金融工具，为各类企业扩大生产、技术研发、市场开拓等方面资金需求提供服务；二是优化和调节社会资源配置，通过价格机制引导资本流向高效益、高成长性的行业和企业，推动新兴产业发展和传统产业转型升级；三是支持和推动科技创新，资本市场具有风险共担、利益共享、定价市场化等特征，在支持科技企业、增强核心科技能力等方面具有独特优势，是培育新质生产力的重要支撑。

“新国九条”对于资本市场高质量发展提出新要求。中国资本市场经过多年的发展取得了显著成就，但仍然存在着长期投资信心不足、上市公司质量不高、投资者保护不完善等方面问题。随着中国经济正处于转型升级的关键时期，资本市场作为经济体系的重要组成部分，需要发挥更大的作用，为实体经济提供更高质量、更可持续的金融服务。2024 年，国务院发布《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（“新国九条”），从严把发行上市准入关、严格上市公司持续监管、加大退市监管力度、加强证券基金机构监管和交易监管等方面，对进一步推动资本市场高质量发展提出的新要求。之后，证监会、交易所结合“新国九条”关于资本市场的最新部署，相继发布若干配套政策，共同形成“1+N”政策体系，明确了未来资本市场发展的指导思想、中心、原则、主线和重点。

表 1：新“国九条”从上市、退市、交易等多方面提出更高要求

主要内容	涉及领域	重要表述
总体要求	-	未来 5 年，基本形成资本市场高质量发展的总体框架；到 2035 年，基本建成具有高度适应性、竞争力、普惠性的资本市场；到本世纪中叶，建成与金融强国相匹配的高质量资本市场。
严把发行上市准入关	上市	提高主板、创业板上市标准，完善科创板科创属性评价标准；进一步压实发行人第一责任和中介机构“看门人”责任，建立中介机构“黑名单”制度。
严格上市公司持续监管	信披、减持、分红、回购	构建资本市场防假打假综合惩防体系，严肃整治财务造假等重点领域违法违规行为；全面完善减持规则体系；强化上市公司现金分红监管；制定上市公司市值管理指引，引导上市公司回购股份后依法注销。
加大退市监管力度	退市	进一步严格强制退市标准，建立健全不同板块差异化的退市标准体系；收紧财务类退市指标，完善市值标准等交易类退市指标；健全退市过程中的投资者赔偿救济机制，对重大违法退市负有责任的控股股东、实际控制人、董事、高管等要依法赔偿投资者损失。
加强证券基金机构监管	中介机构	引导行业机构树立正确经营理念，处理好功能性和盈利性关系；完善对衍生品、融资融券等重点业务的监管制度；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，鼓励中小机构差异化发展、特色化经营。
加强交易监管	交易	出台程序化交易监管规定，加强对高频量化交易监管；严肃查处操纵市场恶意做空等违法违规行为。
推动中长期资金入市	中长期资金	建立培育长期投资的市场生态，完善适配长期投资的基础制度；全面加强基金公司投研能力建设，从规模导向向投资者回报导向转变；稳步降低公募基金行业综合费率。

进一步全面深化改革开放	服务实体经济、开放	着力做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章；加大并购重组改革力度，多措并举活跃并购重组市场；完善多层次资本市场体系；坚持统筹资本市场高水平制度型开放和安全。
推动形成促进资本市场高质量发展的合力	监管	推动加强资本市场法治建设，大幅提升违法违规成本；坚决破除“例外论”、“精英论”、“特殊论”等错误思想。

资料来源：中国政府网，中国银河证券研究院

展望 2026 年，资本市场深改政策预计仍将加力推出，若有重磅超预期政策落地，可以拓宽券商展业边界，驱动行业业绩增长，提升上市券商估值空间。当前，中国资本市场处于高质量发展的关键时期，全面深化资本市场改革箭在弦上，发挥好市场功能助力新质生产力发展，坚持以投资者为本，持续优化市场投资环境，将成为资本市场的主线任务。结合“十五五”规划建议和“新国九条”提出的资本市场改革重点任务以及近期重要会议精神，2026 年资本市场主要关注以下改革政策内容：

一是进一步提高制度包容性和适配性，增强新质生产力服务能力。“十五五”规划建议着重强调建设现代化产业体系和加快高水平科技自立自强的重要性。科技创新和产业发展离不开金融的支持，而资本市场是新质生产力最适配的“融资引擎”。“十五五”规划建议强调要“提高资本市场制度包容性、适应性”，相比于十四五“完善资本市场基础制度”，制度建设将更加注重增强资本市场与新质生产力的适配性，让真正有潜力的科技企业获得融资支持，促进前沿技术攻关，抢占科技发展制高点。作为直接融资的主要阵地，资本市场将进一步深化改革，充分发挥直接融资特别是股权融资风险共担、利益共享机制的独特作用，加快创新资本形成，促进科技、资本和产业的紧密融合，其中四项改革重点可以期待：（1）提高 A 股市场与新质生产力的适配性；（2）优化债券市场对科技企业的融资支持；（3）完善创投资本退出机制；（4）完善长期资本制度安排，更大力度培育耐心资本。

二是进一步健全投资和融资相协调的资本市场功能。这一表述首次纳入五年规划建议框架，为“十五五”期间在深化资本市场改革如何平衡投融资两端指明了方向。当前我国资本市场投融资功能仍存在改善空间，“十五五”期间或将从四个重点方向深化资本市场投融资改革：（1）持续完善“长钱长投”的政策体系，着力发挥中长期资金的“压舱石”和“稳定器”作用；（2）积极开展股权和债权融资，同时严格规范融资行为，完善强制退市标准、严格执行和实施退市；（3）拓宽并购重组支持渠道，择机推出再融资储架发行制度，促进上市公司产业整合、做优做强；（4）增加居民财产性收入，加强投资者保护和教育工作，提升证券行业违法成本，健全投资者赔偿救济机制。

三是进一步扩大高水平对外开放，以开放促改革促发展。“十五五”规划建议多处提及扩大高水平对外开放，强调坚持开放合作、互利共赢是中国式现代化的必然要求。稳步推进资本市场制度型开放，有助于我国把握全球资本配置调整窗口期，提升人民币资产的全球吸引力与配置价值，促进内外部资源配置更加市场化与高效化。未来五年资本市场开放重点方向有以下几个方面：（1）推动基础设施与制度规则接轨国际成熟资本市场，畅通科技企业跨境融资通道，吸引境外上市企业回归境内资本市场；（2）服务中国企业“走出去”战略，完善对外投资服务与监管体系，促进上市公司对外推广与国际资源对接；（3）鼓励外资金融机构来华展业，增强金融体系的全球辐射力，推动外资金融机构制度型开放从“试点”走向“体系”。

（三）兼并重组持续推进利好行业错位发展

“十五五”规划建议提出优化金融机构体系，推动金融机构专注主业、完善治理、错位发展，因此进一步推进金融机构深化改革仍是行业未来发展趋势。强大的金融机构是实现金融强国目标、推进中国式现代化的关键抓手。二十届三中全会提出，要“统筹推进财税、金融等重点领域改革”，“深化金融体制改革”，“完善金融机构定位和治理，健全服务实体经济的激励约束机制”。2024年4月，证监会发布《关于加强证券公司和公募基金监管 加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见（试行）》，提出7个方面25条重点举措，其中总体目标是力争通过5年左右时间，推动形成10家左右优质头部机构引领行业高质量发展的态势；到2035年，形成2至3家具备国际竞争力与市场引领力的投资银行和投资机构；到本世纪中叶，形成综合实力和国际影响力全球领先的现代化证券基金行业。对于行业差异化发展，提到要“适度拓宽优质机构资本空间，支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式做优做强；鼓励中小机构差异化发展、特色化经营，结合股东特点、区域优势、人才储备等资源禀赋和专业能力做精做细”。展望2026年，监管部门将持续加大政策指引力度，推动证券行业转变过去单纯依靠经纪通道业务和自营周期业务的盈利模式，持续加强财富管理、资管、机构业务模式创新，规范融资融券、衍生品重点业务发展，增强证券行业运行稳定性。这一转变不仅体现在收入结构的优化，更驱动行业格局向“头部券商+特色化中小券商”分化，促进形成“各有所长、错位竞争”的格局，缓解同质化竞争带来的资源内耗，推动行业服务体系向“多元化、精细化”升级，满足不同层级企业与投资者的需求。

表 2：《关于加强证券公司和公募基金监管 加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见（试行）》主要内容

主要内容	涉及领域	重要表述
总体要求	-	力争通过5年左右时间，推动形成10家左右优质头部机构引领行业高质量发展的态势；到2035年，形成2至3家具备国际竞争力与市场引领力的投资银行和投资机构；到本世纪中叶，形成综合实力和国际影响力全球领先的现代化证券基金行业。
校正行业机构定位	机构定位	督促行业机构端正经营理念、校正定位偏差，把功能性放在首要位置，坚持以客户为中心，切实履行信义义务，始终践行金融报国、金融为民的发展理念，正确处理好功能性和盈利性关系，引导股东单位在机构经营考核中显著加大功能性考核的权重；引导行业机构坚持功能型、集约型、专业化、特色化发展方向。督促行业机构专注主业、优化供给、提高价值创造能力，形成适合各类投资者需求的多样化金融产品和服务体系，落实好科技、绿色、普惠、养老、数字金融等“五篇大文章”的战略布局。
夯实合规风控基础	合规风控	推动行业机构建立股权结构清晰、组织架构精简、职责边界明确、信息披露健全、激励约束合理、内控制衡有效、职业道德良好的公司治理架构，健全组织架构运行机制；督促行业机构树牢“合规创造价值”理念，坚持“看不清管不住则不展业”，落实全面风险管理与全员合规管理要求；督促行业机构建立健全与金融科技应用水平相适应的信息科技治理架构和考核机制。
优化行业发展生态	行业生态	深入开展中国特色金融文化建设，坚决纠治拜金主义、奢靡享乐、急功近利、“炫富”等不良风气，坚决破除“例外论”“精英论”“特殊论”等错误论调；加强从业人员管理，完善从业人员执业行为基本规范和操守准则，建立健全从业人员分类名单制度和执业声誉管理机制；加强廉洁从业监管，持续完善廉洁从业监管规则，督促行业机构完善廉洁从业风险防控机制；营造良好外部环境，引导行业机构积极履行社会责任，践行普惠金融，树立良好社会形象。
促进行业功能发挥	行业功能	维护市场稳定健康运行，督促行业机构规范自身交易行为，注重把握长期大势，强化逆周期布局，强化投资行为稳定性，更好发挥维护市场稳定健康运行的主力军作用；促进提高专业能力，进一步压实投行“看门人”责任，强化行业机构产品与投资者服务能力建设；提升服务中长期资金能力，构建长期资金、资本市场与实体经济协同发展的良性机制。打造长期资金“愿意来、留得住”的基础投资环境。

全面强化监管执法	监管执法	全面深化监管理念，健全行业机构分类监管体系；健全监管制度体系，形成系统权威、简明清晰、实用有效的三大基础制度体系；提升监管能力手段，强化科技赋能，打造以机构监管信息系统为主体、各类机构画像及现场检查小工具为辅助的智慧监管体系；加大监管执法力度，落实监管“长牙带刺”、有棱有角。
防范化解金融风险	防范风险	加强风险监测防范，落实风险早识别、早预警、早暴露、早处置原则，强化跨市场跨行业跨境风险识别；健全多层次流动性支持机制，支持头部机构在畅通非银机构流动性传导方面积极发挥作用；及时稳妥处置风险机构，把握好权和责、快和稳、防和灭的关系。
抓好监管队伍建设	监管队伍	提升干部“政治三力”，坚守监管的政治性、人民性；提高履职本领素质，坚持政治过硬、能力过硬、作风过硬标准；推进全面从严治党，坚持刀刃向内、自我革命；健全监管问责机制，坚持失责必问、问责必严。

资料来源：中国政府网，中国银河证券研究院

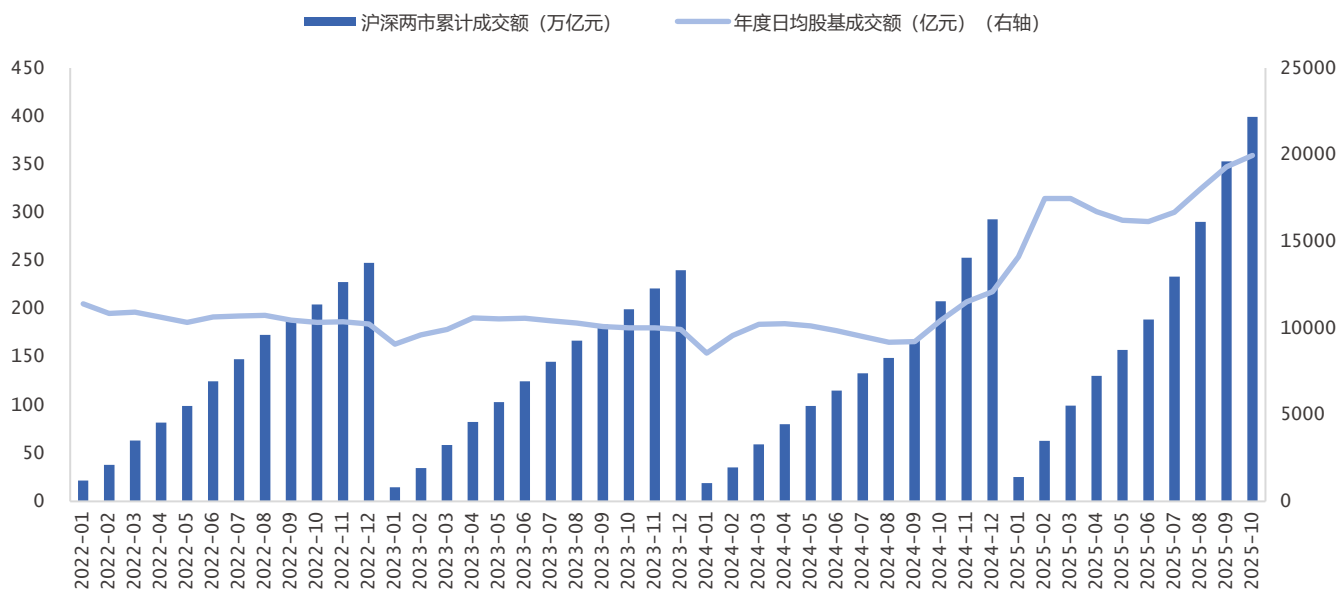
政策鼓励券商通过并购重组做大做强，有利于推动各类型市场主体实现错位发展。近两年来，证券行业并购重组明显加快，主要受高层会议提出“加快金融强国建设”“集中力量打造金融业‘国家队’”的重要战略指引。2024 年 9 月，证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，主要内容包括“支持上市公司向新质生产力方向转型升级”、“上市公司加强产业整合”等六条内容，同时明确提出“支持上市证券公司通过并购重组提升核心竞争力，加快建设一流投资银行。”展望 2026 年，证券行业并购重组主要有三条主线，一是同一实控人下的券商之间的合并，二是同地域上市券商和非上市券商之间的合并，三是补充业务短板为动机发起的合并。相比头部券商间以打造一流投行为目标的并购重组，中小机构间整合概率更高。相较于头部券商，中小券商更容易通过并购重组实现区域范围、业务类型方面的互补，产生 1+1>2 的效果。此外，当前券商的股权融资受到限制，中小券商通过补充资本金做大业务的可能性降低，通过并购重组做大规模的需求加强，尤其是有扩张诉求的区域精品券商可能会产生收并购需求。

四、穿越周期展现强韧性，价值跃迁培育新引擎

（一）市场活跃支撑经纪基本面，复苏动能与转型深化并存

2025 年以来，市场交投活跃度持续维持高位。截止 2025 年 10 月末，沪深两市年度日均股基成交额达到 2.00 万亿元，同比提升 91.23%，相对于年初提升 41.50%，大幅高于我们年初在乐观情景假设下 1.35 万亿的预期。进入下半年，8、9、10 单月月度日均股基成交额均超过 2.7 万亿，市场成交额创历史新高。强贝塔属性是经纪业务的重要特征，市场活跃度推动经纪业务收入，2025 前三季度 42 家上市券商合计实现经纪业务收入 1117.77 亿元，同比上涨 74.6%，42 家上市券商经纪业务增速均超过 50%。展望 2026 年，在资本市场改革深化、推动中长期资金入市政策基调下，市场活跃度大概率延续较高水平，经纪业务收入仍是驱动券商业绩增长的主要引擎。

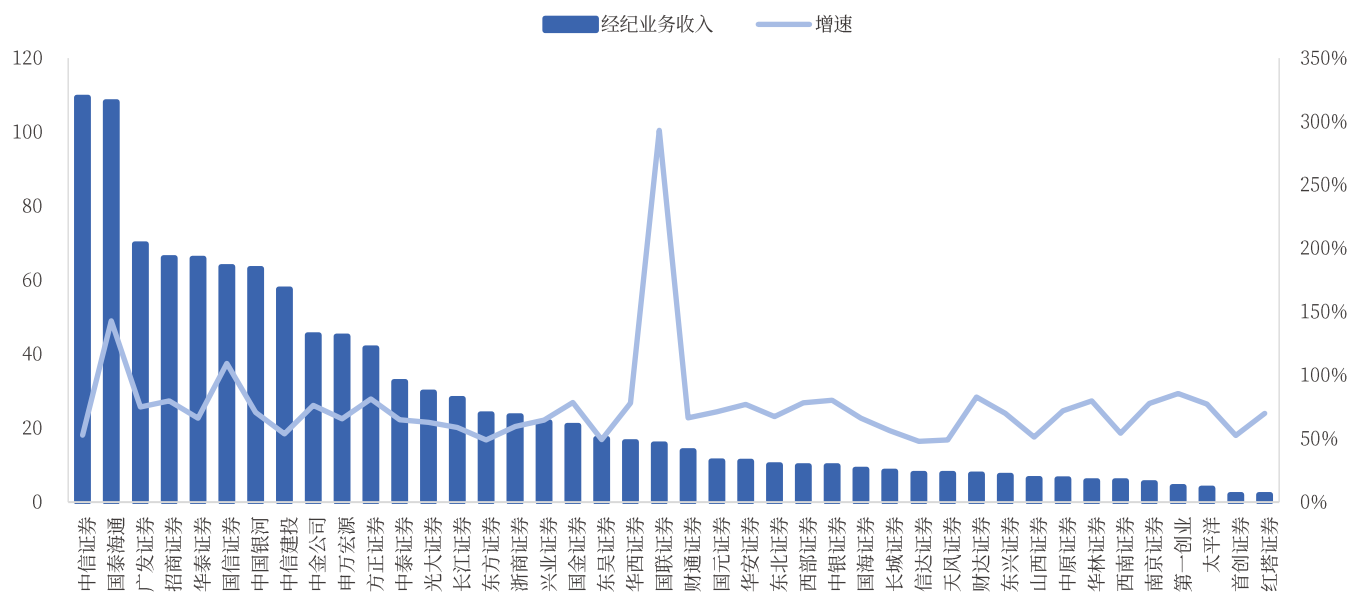
图13：2025 年以来沪深两市股基成交额



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

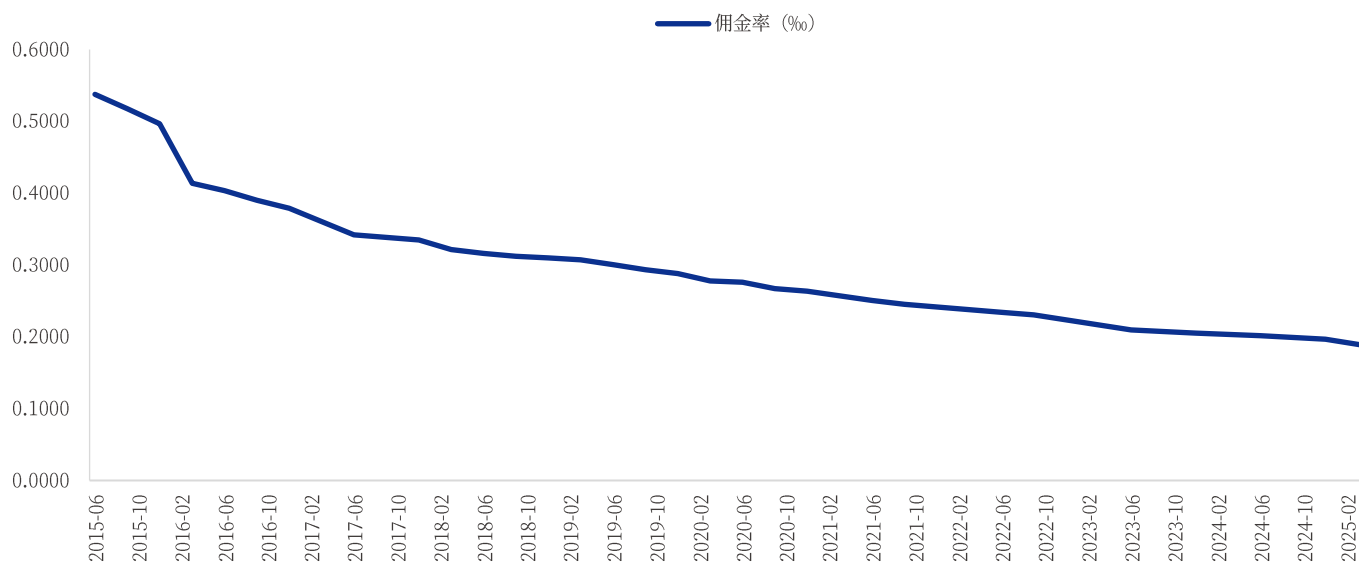
传统经纪业务竞争激烈，财富管理转型持续加速。证券行业经过多年改革发展，市场规模和竞争主体数量不断扩大，由于经纪业务门槛和专业能力要求相对较低，且是证券行业核心收入来源，形成了过度竞争的市场环境。叠加近年来政策指引机构向投资者让利，整体佣金费率持续下探，截至 2025 年上半年，A 股市场佣金率已下探至万 1.82，连续多年实现下跌，行业利润空间持续压缩，中小券商受限于资源规模展业难度不断提升。受公募降佣影响，券商交易单元席位租赁收入持续下滑，尤其是该类业务占比较高的头部券商影响较大，反映传统经纪业务“通道化”价值不断弱化，优化传统经纪和财富管理业务结构，是应对佣金率下行是培育竞争优势的主要方式。展望 2026 年，财富管理转型持续深化带来新增量。由于资源禀赋差异，头部券商与中小型券商分化将不断加剧，数智化能力及产品服务差异化将成为竞争关键。随着年轻投资者占比提升及互联网金融模式接受度提升，互联网获客占比将持续增加，线上揽客、智能投顾等服务能力是形成竞争优势的核心因素，中小型券商可通过差异化线上服务缩小与头部差距，而实体网点将向高端财富管理平台转型加速。

图14：2025 前三季度上市券商经纪业务收入（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图15：2015-2025H1 年市场佣金率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

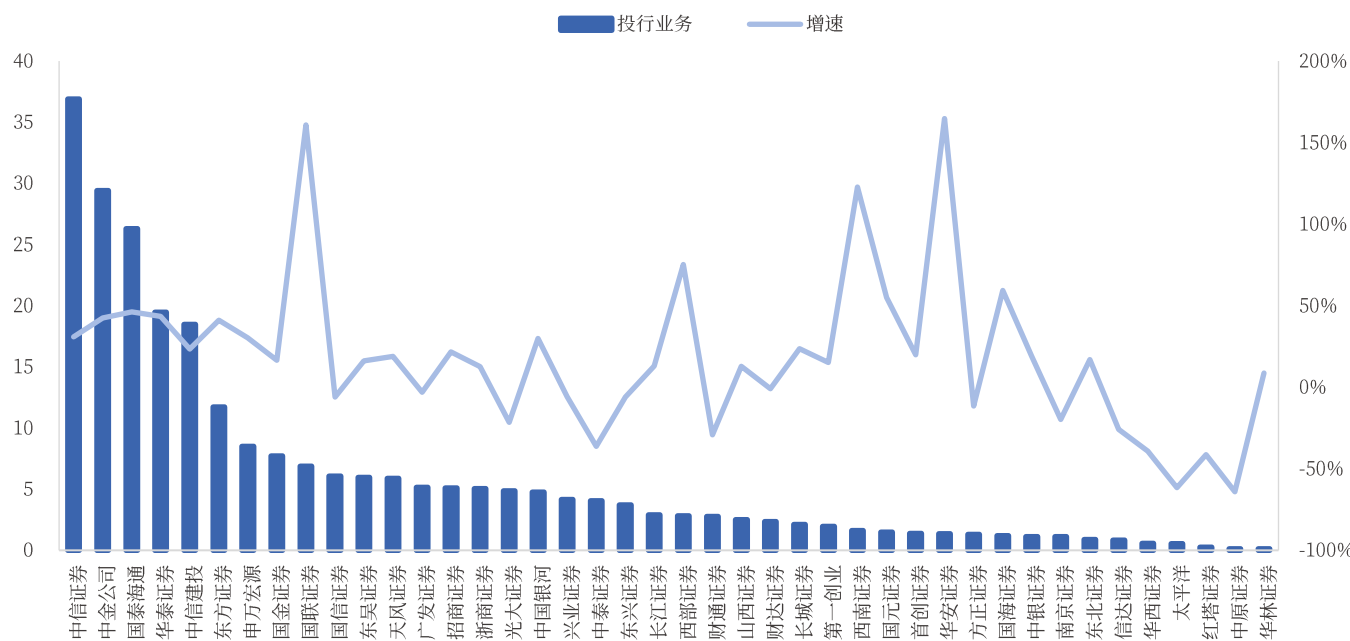
（二）股权融资呈现回暖迹象，头部集中度持续提升

A 股股权融资呈现回暖迹象，港股股权融资规模创近三年新高。股权融资是资本市场支持实体经济的主要功能，全面推行注册制的背景下，新股发行与上市公司再融资活动不再是一味追求速度与规模，而是更多地考虑质量与效率的平衡。受宏观经济环境和逆周期调节政策影响，2021 年以来中国股权融资规模呈现递减趋势，2024 年整个 A 股共计 297 家企业在完成股权融资，融资规模为 2904.72 亿元，同比下降 73.62%。其中 IPO 下滑最为显著，2024 年仅有 100 家企业完成 IPO 上

市，实现股权融资 673.53 亿元，相较于 2023 年下滑 84.83%；再融资方面，2024 年 176 家企业通过再融资方式实现 2023.12 亿元，相较于 2023 年下滑 79.62%。进入 2025 年，A 股股权融资呈现回暖迹象。截至 11 月 19 日，A 股共计 277 家企业完成股权融资，融资规模为 9952.71 亿元，相较于 2024 年增长 3.43 倍；其中，95 家企业完成 IPO，实现融资规模为 937.57 亿元，相较于 2024 年增长 39.2%，全年增速预计超过 50%。港股市场较为火热，股权融资规模创三年新高。截至 11 月 19 日，港股共计 583 家企业完成股权融资，融资规模为 5185.19 亿港元，相较于 2024 年增长 2.96 倍；其中，88 家企业完成 IPO，实现融资规模为 2508.84 亿元，相较于 2024 年增长 2.85 倍。

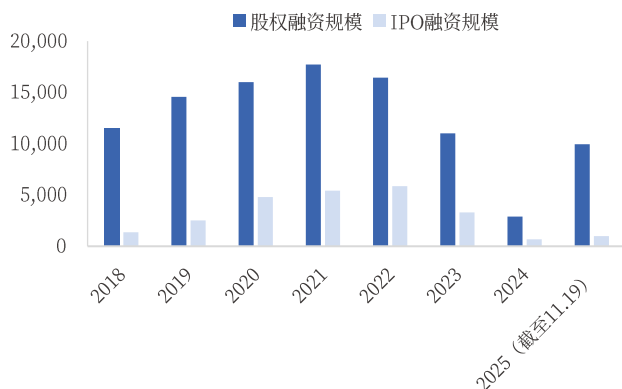
投行业务收入触底回升，头部券商优势不断稳固。2022-2024 年，证券行业投行业务持续承压。进入 2025 年，受益于 A 股和港股股权融资回暖，上市券商投行业务收入实现触底回升。2025 前三季度，42 家上市券商共计实现投行业务收入 251.51 亿元，同比上升 23.46%；板块龙头方面，中信证券、中金公司实现投行收入 36.89 亿元和 29.40 亿元，分别增长 30.88%和 42.55%，而国信证券、广发证券出现不同程度下滑。**全面注册制背景下投行业务开展对于券商研究定价等多方面能力提出考验，叠加严监管基调延续，头部券商凭借市场口碑和专业能力竞争优势不断提升。**截至 2025Q3，42 家券商投行业务收入共计 251.51 亿元，CR5、CR10 分别为 51.9%和 68.16%，相对于 2024 年分别提升 3.66pct 和 3.55pct。

图16：2025 前三季度上市券商投行业务收入（亿元）



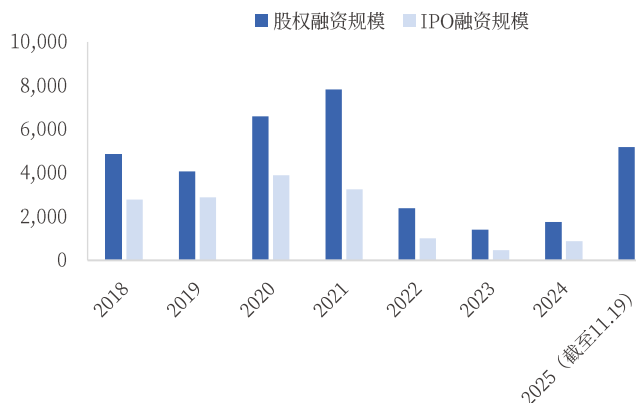
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图17: A 股股权融资规模 (亿元)



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图18: 港股股权融资规模 (亿港元)



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

并购重组孕育新机遇，投行业务发展新方向。2024年9月25日，证监会发布《中国证监会关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，从新质生产力转型、加强产业整合、提高监管包容度、提升重组效率、提升中介服务水平、加强重组监管留个方面，进一步强化资本市场并购重组资源配置功能。其中，第5条明确提出“引导证券公司等机构提高服务能力，充分发挥交易撮合和专业服务作用，助力上市公司实施高质量并购重组。”在监管逆周期调节背景下，证券公司加大并购重组业务布局，或将成投行业务业绩增长新方向。2025年5月16日，证监会发布《关于修改〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定》，进一步深化上市公司并购重组市场改革。《重组办法》以激发并购重组市场活力、提高并购重组审核效率、优化并购重组监管机制为核心，从建立重组股份对价分期支付机制、提高对财务状况变化、同业竞争和关联交易监管的包容度、新设重组简易审核程序、明确上市公司之间吸收合并的锁定期要求、鼓励私募基金参与上市公司并购重组等五大方面作出了全面规定，有助于进一步提高上市公司并购重组活跃度，助力资本市场高质量发展。再融资业务作为最常见的并购重组支付方式，有望伴随上市公司并购重组业务活跃进一步增厚投行业务利润。**展望2026年，券商投行业务有望实现持续复苏，行业从“规模收缩”转向“结构优化”。**驱动逻辑包括政策支持实体经济融资（尤其是科创、绿色领域）、股权融资市场边际改善、债券承销保持韧性，以及并购重组业务带来新增量。但需注意，业务复苏节奏仍受市场环境 with 政策落地效果影响，中小券商生存压力加剧，差异化与专业化成为突围关键。

表 3: 《中国证监会关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》主要内容

	重要表述
支持上市公司向新质生产力方向转型升级	积极支持上市公司围绕战略性新兴产业、未来产业等进行并购重组，包括开展基于转型升级等目标的跨行业并购、有助于补链强链和提升关键技术水平的未盈利资产收购，以及支持“两创”板块公司并购产业链上下游资产等，引导更多资源要素向新质生产力方向聚集。
鼓励上市公司加强产业整合	资本市场在支持新兴行业发展的同时，将继续助力传统行业通过重组合理提升产业集中度，提升资源配置效率。对于上市公司之间的整合需求，将通过完善限售期规定、大幅简化审核程序等方式予以支持。同时，通过锁定期“反向挂钩”等安排，鼓励私募投资基金积极参与并购重组。
进一步提高监管包容度	在尊重规则的同时，尊重市场规律、尊重经济规律、尊重创新规律，对重组估值、业绩承诺、同业竞争和关联交易等事项，进一步提高包容度，更好发挥市场优化资源配置的作用。

提升重组市场交易效率	支持上市公司根据交易安排，分期发行股份和可转债等支付工具、分期支付交易对价、分期配套融资，以提高交易灵活性和资金使用效率。同时，建立重组简易审核程序，对符合条件的上市公司重组，大幅简化审核流程、缩短审核时限、提高重组效率。
提升中介机构服务水平	活跃并购重组市场离不开中介机构的功能发挥，引导证券公司等机构提高服务能力，充分发挥交易撮合和专业服务作用，助力上市公司实施高质量并购重组。
依法加强监管	引导交易各方规范开展并购重组活动、严格履行信息披露等各项法定义务，打击各类违法违规行，切实维护重组市场秩序，有力有效保护中小投资者合法权益。

资料来源：中国政府网，中国银河证券研究院

表 4：《上市公司重大资产重组管理办法》修改主要内容

	重要表述
优化并购重组支付机制	建立重组股份对价分期支付机制。将申请一次注册、分期发行股份购买资产的注册决定有效期延长至 48 个月。
降低重组双方资质要求	提高对财务状况变化、同业竞争和关联交易监管的包容度。
加快重组审核节奏	新设重组简易审核程序。明确适用简易审核程序的重组交易无需证券交易所并购重组委审议，中国证监会在 5 个工作日内作出予以注册或者不予注册的决定。
加强重要股东锁定期要求	明确上市公司之间吸收合并的锁定期要求。对被吸并方控股股东、实际控制人或者其控制的关联人设置 6 个月锁定期，构成收购的，执行《上市公司收购管理办法》18 个月的锁定期要求；对被吸并方其他股东不设锁定期。
提升私募基金参与积极性	鼓励私募基金参与上市公司并购重组。对私募基金投资期限与重组取得股份的锁定期实施“反向挂钩”，明确私募基金投资期限满 48 个月的，第三方交易中的锁定期限由 12 个月缩短为 6 个月，重组上市中控股股东、实际控制人及其控制的关联人以外的股东的锁定期限由 24 个月缩短为 12 个月。

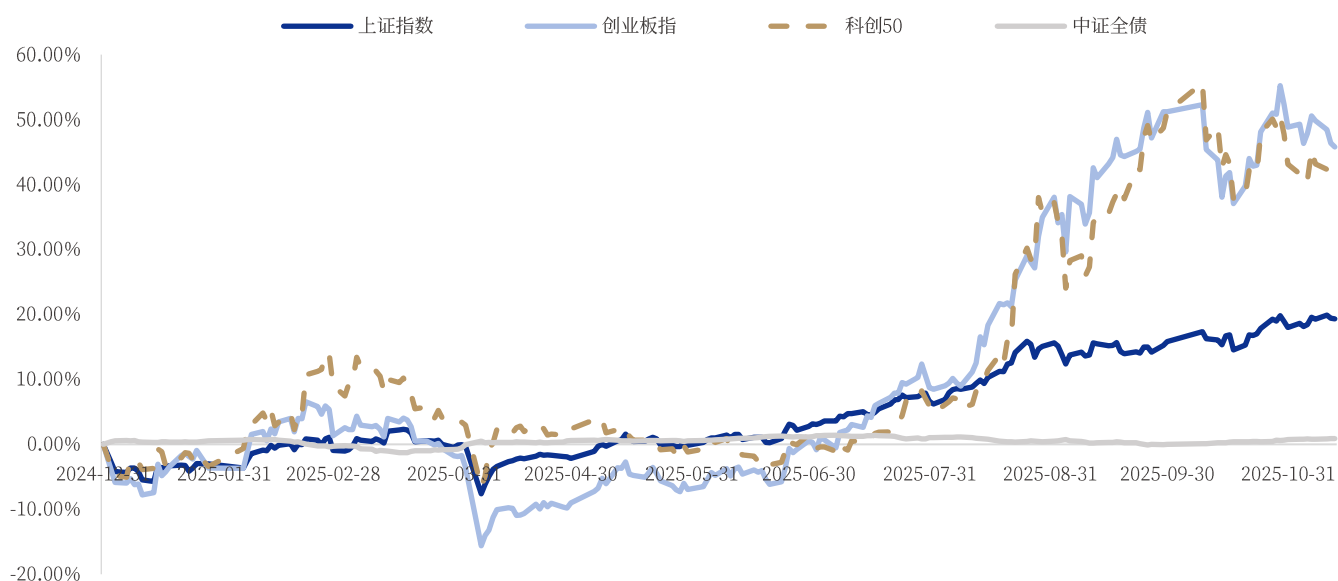
资料来源：中国政府网，中国银河证券研究院

（三）结构行情考验投研能力，策略转型平抑市场波动

市场迎来震荡分化，结构性机遇考验机构配置能力。2025 年以来，内外部环境复杂性加剧，全球资本市场在多重因素影响下呈现显著分化。A 股市场整体呈现震荡上行、结构分化显著的特征。得益于以 AI 产业链、新能源、创新药等为代表的科技板块强劲上涨，科技板块迎来结构性行情。债券市场整体呈现“窄幅震荡，调整频繁”格局，股债“跷跷板”效应显现。截至 2025 年 11 月 12 日，上证指数、创业板指、科创 50、中证全债分别上涨 19.34%、45.78%、39.49%和 0.88%。

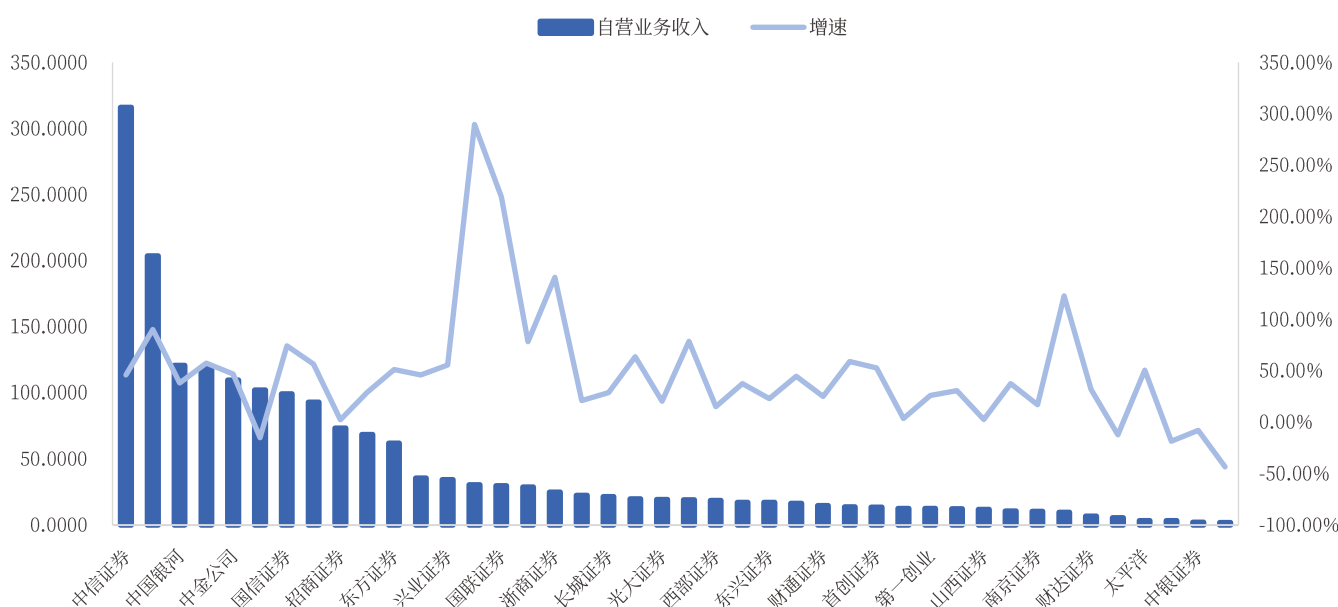
市场环境改善为增长提供基础，券商自营投资收益率回升。2025 前三季度上市券商实现自营业务收入 1868.64 亿元，去年同期低基数背景下同比增长 43.8%。除华泰证券以外，头部券商自营业务收入均实现较大幅度增长。从金额来看，中信证券自营业务收入 316.03 亿元，处于行业绝对领先地位，国泰海通紧随其后，分别录得 203.70 亿元；从增速来看，长江证券、国联证券、浙商证券、华西证券涨幅分别为 289.68%、219.16%、140.91%、122.91%，均超过 100%。投资收益率方面，

图19：2025 年以来 A 股主要指数表现



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图20：2025 前三季度上市券商自营业务收入（亿元）

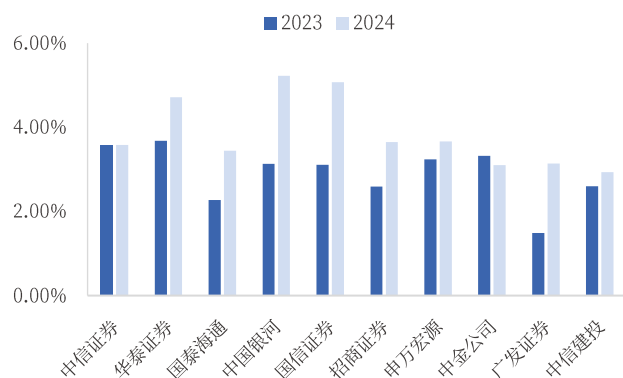


资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

方向性投资仍是决定自营业绩胜负手，但非方向性投资仍是高质量发展的重要方向。当前环境下，行业自营业务大部分仍以高股息、高息票等方向性策略为主，维持自营收入的稳定性。随着国债到期收益率逐渐触底，债券投资收益空间压缩，叠加过往几年的扩张触碰风险红线，权益类方向性投资或成为券商自营配置的重要方向。同时，推动金融机构提升权益配置比例，也是近年来监管政策鼓励的方向。尽管场外衍生品等创新金融产品的监管环境仍然维持趋严态势，但客需中介类重资本业务仍是券商自营穿越牛熊周期制约，维持长期可持续发展的关键。**展望 2026 年，资本市场**

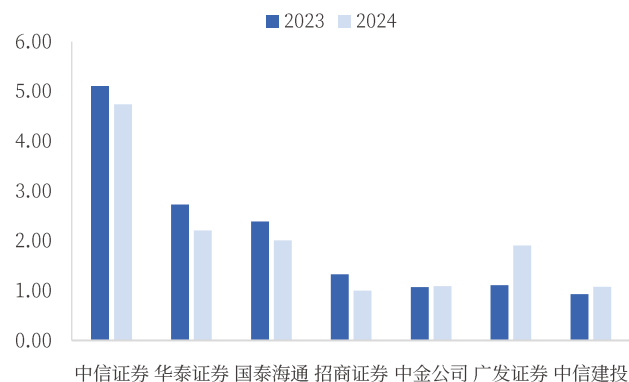
边际改善推动券商投资收益率持续增长，自营业务收入或将仍是驱动券商业绩增长的首要引擎。方向性投资依然是自营业务主要营收来源，SFISF 流动性加持和政策导向下，券商权益自营仓位占比有望持续提升。以场外衍生品为代表的客需型业务虽受限于发展时间较短、业务不成熟、强监管限制等问题，但仍是自营业务创新和降低周期影响的主要发展方向，具有较大发展空间。

图21：券商自营业务投资收益率



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

图22：一级交易商衍生金融工具名义金额(万亿元)



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

五、投资建议

（一）盈利预测

综合研判证券行业市场环境和发展趋势，预计 2026 年证券行业净利润同比实现正增长。在预定假设条件下，我们分三种情形对证券行业 2026 年业绩进行预测：预计证券行业在悲观、中性、乐观假设下分别实现营业收入 5310.38 亿元、6280.73 亿元和 6955.58 亿元，同比分别增长-7.88%、8.95%和 20.66%；预计证券行业在悲观、中性、乐观假设下分别实现净利润 1805.53 亿元、2323.87 亿元和 2643.12 亿元，同比分别增长-13%、11.98%和 27.36%。

经纪业务方面，在“适度宽松”的货币政策基调延续不变、中长期资金入市和居民存款搬家背景下，预计 2026 年市场活跃度有望延续 2025 高水准，在悲观、中性、乐观情景下日均股基成交额分别为 1.8 万亿元、2.3 万亿元和 2.5 万亿，虽行业佣金率仍有下行趋势但空间有限，经纪业务业绩贡献有望提升。投行业务方面，2025 年 A 股 IPO 融资规模回暖，上升势头 2026 年有望延续；再融资规模扩容，并购重组加力有望持续推动再融资规模提升；因此，在债券融资规模中性假设下，投行业务收入有望持续实现边际修复。资管业务方面，权益市场边际回暖利好券商资管规模增长，叠加业务结构优化、公募转型进展显著，悲观、中性、乐观情境下行业资管规模分别为 6.08 万亿、6.41 万亿和 6.73 万亿。信用业务方面，2025 年以来市场回暖带动投资者情绪高涨，两融余额持续创新高，2026 年预计两融业务规模保持较高水平，在悲观、中性、乐观情景下日均两融余额分别为 2.2 万亿、2.5 万亿和 2.7 万亿，而股票质押业务维持压降趋势。自营业务方面，政策推动下 2026 年资本市场稳定向好基本盘不变，非方向性转型发展加速，但方向性投资仍是支撑业绩增长的主要驱动力，预计在悲观、中性、乐观情景下自营盘规模分别为 7.2 万亿、7.5 万亿和 8 万亿。

表 5：证券行业盈利预测及核心假设（亿元）

产品名称	2024	2025E	2026E-悲观	2026E-中性	2026E-乐观
代理买卖证券业务	4585.59	5764.54	5310.38	6280.73	6955.58
YOY	12.97%	25.71%	-7.88%	18.27%	10.74%
代销金融产品业务	1151.49	1778.76	1600.88	2045.57	2223.45
YOY	16.98%	54.47%	-10.00%	27.78%	8.70%
投行业务	102.40	110.00	99.00	110.00	121.00
YOY	-20.00%	7.42%	-10.00%	11.11%	10.00%
资管业务	350.31	436.79	406.75	485.02	530.50
YOY	-35.47%	24.69%	-6.88%	19.24%	9.38%
信用业务	239.47	162.59	127.80	153.74	201.78
YOY	6.53%	-32.11%	-21.40%	20.30%	31.25%
自营业务	501.19	591.40	633.20	711.40	767.60
YOY	-5.70%	18.00%	7.07%	12.35%	7.90%
其他收入	1740.73	2160.00	1944.00	2250.00	2560.00
YOY	43.02%	24.09%	-10.00%	15.74%	13.78%

营业收入	4585.59	5764.54	5310.38	6280.73	6955.58
YOY	12.97%	25.71%	-7.88%	18.27%	10.74%
净利润	1650.81	2075.23	1911.74	2261.06	2504.01
YOY	19.77%	25.71%	-7.88%	18.27%	10.74%
核心假设					
日均股基交易额	12101.87	20000.00	18000.00	23000.00	25000.00
平均资管规模	74654	62533	60855	64058	67261
IPO 规模	673.526	1010.289	909.2601	1111.318	1212.347
再融资规模	2231.2	10000	3770.728	5020.2	6448.168
债券融资规模	139064.00	143235.92	128912.33	157559.5	171883.1
日均两融余额	16553.90	20100.00	22000.00	25000.00	27000.00
股票质押规模	3800.00	3600.00	3600.00	3700.00	3800.00
自营盘规模	66000.00	72000.00	72000.00	75000.00	80000.00
佣金率	0.0197%	0.0183%	0.0183%	0.0183%	0.0183%
资管利润率	0.32%	0.26%	0.21%	0.24%	0.30%
综合投资收益率	2.69%	3.00%	2.70%	3.00%	3.20%

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

(二) 投资建议

板块估值当前仍具备较高安全边际。2010年至今，证券板块 PB 均值为 1.83X，中位数为 1.73X，均值±标准差区间为[1.17X,2.49X]。2025 年以来，证券行业估值持续下调，截至 2025 年 11 月 18 日，当前证券板块估值 PB1.40X，处于 2010 年来 22.6%分位，具备较高的安全边际。

图23：证券板块 PB 估值情况



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

复盘历史，流动性、政策、业绩是驱动板块估值变化的核心影响变量，结合当前市场环境及内外部影响因素分析，证券板块布局正当时。在流动性方面，2026 年货币政策预计将继续维持“适度宽松”基调，降准、降息、公开市场操作、新型结构性政策工具仍然值得期待；在政策方面，作为我国高质量发展重点经济工作，2026 年资本市场深改政策仍有望加力推出，制度红利预计将持续释放；在业绩方面，2026 年在流动性保持合理充裕、中长期资金加快入市的背景下，市场交投活跃度有望维持较高水平，资本市场景气向好基本盘不变，利好券商业绩持续修复。受益流动性、政策、业绩共振，证券板块防御与反弹攻守兼备。

在个股方面，主要把握三个方向主线：一是综合实力强劲的头部券商，“打造一流投资银行”背景下有望享受更多政策红利，如中信证券、国泰海通等；二是在财管、自营、跨境等领域具备差异化竞争优势的券商，如华泰证券、东方证券、东方财富等；三是存在潜在收并购可能性的券商。

表 6：核心个股估值指标

代码	简称	BVPS（元）				PB			
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
600030.SH	中信证券	17.7	18.59	19.51	20.49	1.59	1.52	1.45	1.38
601211.SH	国泰海通	17.5	18.55	19.66	20.84	1.11	1.05	0.99	0.93
601688.SH	华泰证券	18.1	19.37	20.72	22.17	1.22	1.14	1.07	1.00
600958.SH	东方证券	8.99	9.30	9.63	9.97	1.17	1.14	1.10	1.06
300059.SH	东方财富	5.11	5.75	6.44	7.21	4.79	4.26	3.80	3.40

资料来源：WIND，中国银河证券研究院

六、风险提示

宏观经济不及预期的风险；资本市场改革落地不及预期的风险；资本市场波动的风险。

图表目录

图 1: 2025 年以来证券板块表现（截至 2025 年 11 月 18 日）	4
图 2: 2025 年 A 股板块表现比较（截至 2025 年 11 月 18 日）	5
图 3: 2025 年上市券商股价表现（截至 2025 年 11 月 18 日）	6
图 4: 上市券商市值一览（截至 2025 年 11 月 18 日，单位：亿元）	6
图 5: 行业资产规模和 ROE（亿元）	7
图 6: 2025Q3 上市券商 ROE 前十（%）	7
图 7: 近年来上市券商主要业务营收变化（亿元）	8
图 8: 近年来上市券商主营业务结构	8
图 9: 2025 年上市券商三季度业绩表现（亿元）	8
图 10: 2025 前三季度上市券商营收增速 TOP10（亿元）	9
图 11: 2025 前三季度上市券商归母净利润增速 TOP10（亿元）	9
图 12: 1 年期实际 LPR 与自然 LPR（%）	10
图 13: 2025 年以来沪深两市股基成交额	15
图 14: 2025 前三季度上市券商经纪业务收入（亿元）	16
图 15: 2015-2025H1 年市场佣金率	16
图 16: 2025 前三季度上市券商投行业务收入（亿元）	17
图 17: A 股股权融资规模（亿元）	18
图 18: 港股股权融资规模（亿港元）	18
图 19: 2025 年以来 A 股主要指数表现	20
图 20: 2025 前三季度上市券商自营业务收入（亿元）	20
图 21: 券商自营业务投资收益率	21
图 22: 一级交易商衍生金融工具名义金额(万亿元)	21
图 23: 证券板块 PB 估值情况	23
表 1: 新“国九条”从上市、退市、交易等多方面提出更高要求	11
表 2: 《关于加强证券公司和公募基金监管 加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见（试行）》主要内容	13
表 3: 《中国证监会关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》主要内容	18
表 4: 《上市公司重大资产重组管理办法》修改主要内容	19
表 5: 证券行业盈利预测及核心假设（亿元）	22
表 6: 核心个股估值指标	24

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

张琦，非银行业分析师，对外经济贸易大学经济学博士，2020年12月加入中国银河证券研究院，2年非银行业研究经验。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn