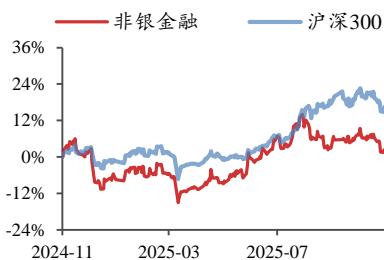


非银金融

2025年11月28日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《开门红展望乐观，人身险产品费用分摊指引发布—行业周报》-2025.11.23
 《并购实现资本金跃升，综合实力向国际一流投行迈进—中金公司筹划收购东兴证券、信达证券点评》
 -2025.11.20
 《3季度险企权益配置提升明显，积极备战开门红—行业周报》-2025.11.16

大国崛起需建设金融强国，券商海外业务迎发展良机

——券商海外业务深度研究

高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

卢昆（分析师）

lukun@kysec.cn

证书编号：S0790524040002

● 大国崛起需要建设金融强国，券商海外业务迎发展良机

大国崛起的过程中企业出海需求必然旺盛，本土企业深度参与全球竞争，需要一个强大的金融体系保驾护航，因此大国崛起需要建设金融强国，这也对证券公司能力提出了更高的要求。打造一流国际投行，不仅是证券行业自身发展的需要，更是打通“科技-产业-金融”良性循环、最终实现国家崛起战略的关键支点。我们看好本轮慢牛行情下券商海外业务新叙事，供给端看，2025中报券商国际业务收入同比高增，海外业务综合服务能力持续提升；需求端看，企业出海需求旺盛，低利率催化机构与居民跨境投资需求持续增长；政策面，对外开放机制便利度提升以及监管明确打造国际一流投行为券商海外业务发展提供良好环境。券商海外业务竞争格局向头部高度集中，ROE更高、杠杆空间更大。当前A股赴港上市浪潮正盛，国内跨境投资需求提升，叠加美联储降息周期来临，预计头部券商海外投行收入、投资收益和负债成本持续改善，业务收入利润实现快速增长，考虑海外业务综合实力与远期发展空间，我们推荐中信证券、华泰证券、中金公司、国泰海通、广发证券。

● 三大叙事驱动券商国际业务成新增长点，投资主线显现

(1) 供给侧：券商国际业务收入同比高增，体量创历史新高，海外业务综合服务能力持续提升。14家样本上市券商2024年海外业务收入合计达401亿创历史新高，2018-2024年6年CAGR达20%，2025H1同比+24%。(2) 需求侧：企业出海需求旺盛，机构与居民跨境投资需求持续增长。2025年已有17家A股公司完成赴港上市(2024年仅3家)，募资金额是2024年全年的3.25倍，另有89家A股处于赴港上市排队状态，排队公司数量超过2011年以来A股赴港上市公司数的总和。(3) 政策面：跨境投融资便利度提升，“引进来”机制与“走出去”渠道持续完善，为券商海外业务创造了直接的业务场景和增长空间。证监会明确培育具备国际竞争力的投资银行，为券商国际化发展提供了顶层设计和战略指引。

● 海外业务竞争格局高度集中，需求旺盛叠加美联储降息驱动ROE提升

(1) 海外业务向头部高度集中。2025H1海外收入CR8为94%，CR3为66%，券商海外业务竞争格局更加向头部集中。先发优势下，头部券商牌照优势明显，海外子公司盈利良性循环构筑资本金壁垒。(2) 中信证券、中金公司、国泰海通、华泰证券海外业务综合实力相对领先，净资产以及收入利润体量位居前四。(3) 海外业务盈利能力和杠杆水平更高：2025中报数据，中信证券国际的年化ROE23%高于中信证券整体的9.8%，其海外子公司的权益乘数达16倍(公司整体4.5倍，海外权益乘数历史峰值24倍)。(4) 近年来，多家头部券商对其境外子公司进行增资，7家样本券商合计来看2023年至2025H1增资已达135亿港元。(5) 券商海外业务结构以投行和投资为主，受港股一二级景气度以及美联储利率周期影响。历史数据复盘，各头部券商海外子公司ROE在美联储降息周期下大概率提升。(6) 往后看，A股赴港上市浪潮正盛，国内跨境投资需求提升，叠加美联储降息周期来临，预计头部券商海外投行收入、投资收益和负债成本持续改善，业务收入利润实现快速增长，成为本轮牛市新叙事。

● 中资券商服务中国企业出海具有优势，体量与国际投行相比仍有成长空间

(1) 凭借对国内产业政策的深刻理解、境内外监管沟通能力、与本土企业长期建立的信任关系以及衔接两地市场的紧密客户网络关系，中资券商在协助企业出海方面展现出显著优势。在港股IPO等跨境融资活动中，中资券商已占据主导地位。(2) 我国投行海外收入体量较国际投行仍有较大提升空间。2024年高盛、摩根士丹利海外业务收入1370、1066亿元人民币，中信证券为109亿、中金公司为53亿，绝对体量上有较大提升空间。

风险提示： 全球市场波动风险；监管趋严风险；市场竞争风险。

目 录

1、 三大叙事驱动券商国际业务成新增长点，投资主线显现.....	4
1.1、 供给侧：券商国际业务收入体量创历史新高，海外业务综合服务能力持续提升	4
1.2、 需求侧：企业出海需求旺盛，机构与居民跨境投资需求持续增长	4
1.3、 政策面：对外开放机制便利度提升以及监管明确打造国际一流投行为券商海外业务发展提供良好环境	5
2、 海外业务竞争格局高度集中，需求旺盛叠加美联储降息驱动 ROE 提升	7
2.1、 海外业务竞争格局高度集中，先发优势确立头部券商牌照与资本金优势	7
2.2、 中信证券、中金公司、国泰海通、华泰证券海外业务综合实力相对领先	11
2.3、 业务结构以投行和投资为主，美联储降息叠加 H 股 IPO 高景气驱动 ROE 提升	19
2.4、 海外业务满足客户需求，头部券商业务全球布局实现跨越周期	24
3、 中资券商服务中国企业出海具有优势，海外收入体量较国际投行仍有较大提升空间	25
4、 投资建议	28
5、 风险提示	28

图表目录

图 1：券商海外业务呈增长趋势，2018-2024 年 6 年 CAGR 达 20%，2025H1 同比+24%.....	4
图 2：2022 年以来非金融类对外直接投资保持增长，企业海外投资需求旺盛.....	5
图 3：对外证券投资保持活跃，以股票投资为主.....	5
图 4：跨境业务保持增长	10
图 5：2023 年 11 月末跨境业务规模 CR3 为 73%.....	10
图 6：7 家样本券商合计来看，2023 年至 2025H1 增资已达 135 亿港币	12
图 7：中信证券国际收入、净利润、净利润率显著增长；总资产与净资产稳步提升	13
图 8：中信证券收购里昂证券实现跨越式发展，自身能力持续提升，实现境外全产品布局	13
图 9：中金国际 2024 年后盈利能力显著回升，资产规模保持稳定，2020 年以来杠杆整体下降	14
图 10：中金公司海外业务起步于 1997 年，全球核心资本市场区域布局全面	14
图 11：国泰君安金控 2023 年后盈利回升、资产规模与杠杆同步增长	15
图 12：2025 年国泰君安国际是首家获批提供全方位虚拟资产相关交易服务的中资券商	15
图 13：华泰国际金控收入稳步增长，资产规模稳健扩张	15
图 14：华泰证券 2016 收购 AssetMark 并于 2024 年处置	16
图 15：中国银河国际控股收入及净利润保持稳定，总资产及净资产保持稳步增长	16
图 16：中国银河海外业务重点聚焦东南亚区域	16
图 17：广发控股香港 2024 年起扭亏为盈，总资产及净资产稳定增长	17
图 18：广发证券海外业务收购惠理集团，2024 年以来完成 3 次增资	17
图 19：中信建投国际金控 2023 年扭亏为盈，总资产及净资产稳定增长	18
图 20：中信建投 2025 年董事会批准向国际子公司增资 15 亿港元，加大资本金投入	18
图 21：国泰君安国际投资收益回暖（亿元，人民币）	19
图 22：国泰君安国际利息收入占比下降	19
图 23：2022 年国泰君安国际利息净收入下降，预计主要受美联储加息影响（亿元，人民币）	19
图 24：扣融资成本后，国泰君安国际投资收益占比显著提升	19
图 25：国泰君安国际收入增长，主因利率下降驱动投资收益高增，港股一二级高景气驱动经纪和投行高增	20
图 26：华泰证券国际业务收入保持增长（亿元，人民币）	20
图 27：2025H1 华泰证券国际业务以投资收益为主	20
图 28：中国银河国际业务投资收益增长（亿元，人民币）	21

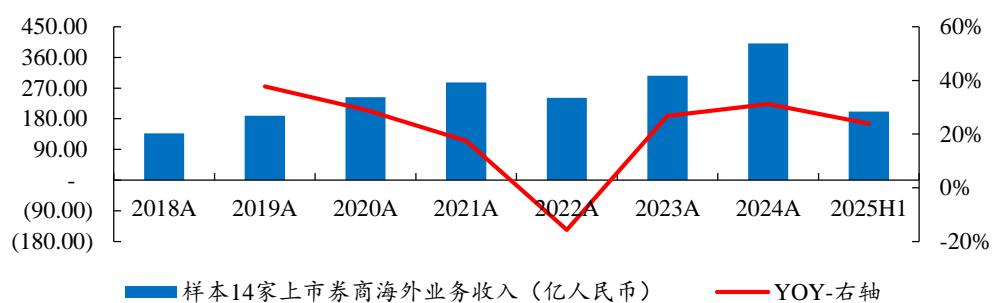
图 29: 中国银河国际业务手续费和利息净收入占比较高	21
图 30: 中信证券 2025Q1-3 海外投行业务预计高增	21
图 31: 中金公司海外投行业务预计自 2024 年开始复苏	21
图 32: 2025H1 中信证券海外投行收入占比 6%，剩余预计以投资收益为主	21
图 33: 2025H1 中金公司海外投行收入占比 16%，剩余预计以投资收益为主	21
图 34: 2022 年美联储加息明显，2024 年开始进入降息周期	22
图 35: 多数头部券商海外子公司 ROE 受美联储加息而下降，降息而提升	22
图 36: 2023 年付息债务利率合并口径提升显著，反映海外子公司融资成本上升	23
图 37: 2023 年后港股 IPO 金额与数量逐步回升	23
图 38: 中金、中信港股 IPO 市占率领先	23
图 39: 国内头部券商境外收入占比在快速提升	25
图 40: 外资券商海外营业收入占比较高且较为稳定	25
图 41: 国内头部海外业务收入百亿体量（亿元，RMB）	26
图 42: 高盛海外业务收入已达千亿（亿元，RMB）	26
图 43: 我国券商海外收入体量较国际投行仍有较大提升空间	26
图 44: 高盛净利润以美洲贡献为主，海外业务亚洲利润贡献有限，欧洲中东和非洲地区贡献较多（百万美元）	27
图 45: 野村控股欧洲和美国区域税前利润多为亏损（十亿日元）	27
图 46: 受益标的估值表	28
 表 1: 各类政策支持券商海外业务发展	6
表 2: 券商境外业务更集中，2025H1 中信证券、中金公司、国泰海通、华泰证券海外业务收入占比在 10%以上	8
表 3: 海外资产体量向头部集中，样本券商境外资产占比呈提升趋势	8
表 4: 头部券商均拥有 1、2、4、6、9 号牌照，中信证券、国泰海通、华泰证券、中金公司牌照较为齐全	9
表 5: 牌照要求实缴资本和速动资金，第 3、7、8、10 号牌的持牌法团数量较少，其余持牌法团较多	9
表 6: 头部券商在创新业务试点方面更具优势	10
表 7: 头部券商是海外业务主要玩家，中信证券、中金公司、国泰海通、华泰证券在总资产和净资产体量相对领先 ..	11
表 8: 样本券商海外子公司时间序列数据：中信证券国际 2021 年至今各项财务数据保持较快增速	12
表 9: 券商海外业务主要包括投行业务、股票交易业务、FICC 业务三大类	24
表 10: 我国券商海外人员数量上还有较大提升空间	26

1、三大叙事驱动券商国际业务成新增长点，投资主线显现

1.1、供给侧：券商国际业务收入体量创历史新高，海外业务综合服务能力持续提升

券商国际业务收入体量创历史新高，海外业务综合服务能力持续提升。头部券商历经多年打造海外业务，业务规模持续攀升，14家样本上市券商2024年海外业务收入合计达401亿创历史新高，2018-2024年6年CAGR达20%，2025H1同比+24%，中国香港资本市场稳健发展以及各券商海外业务的资源投入、人员建设、业务能力持续完善共同助推业务规模增长。

图1：券商海外业务呈增长趋势，2018-2024年6年CAGR达20%，2025H1同比+24%



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：(1) 选取2018年至2025H1连续披露海外区域业务收入数据的14家样本上市券商；(2) 图表数据计算未剔除华泰证券处置AssetMark的影响，若剔除华泰证券的高基数影响则2025H1样本券商海外业务收入同比+42%；(3) 海外业务指代各券商在中国内地以外开展的各类业务，全文同。

1.2、需求侧：企业出海需求旺盛，机构与居民跨境投资需求持续增长

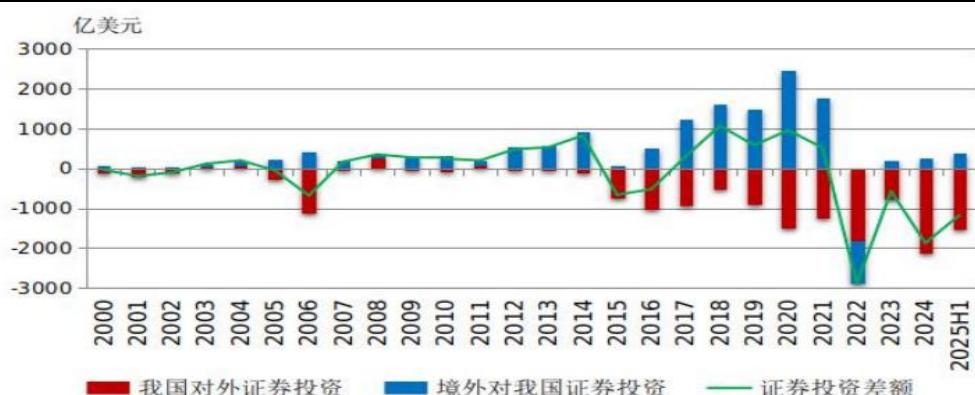
(1) 企业出海需求旺盛。在我国企业自身竞争力提升、海外市场吸引、产业链基础支撑和政策环境利好四重因素驱动下，新能源、高端装备、生物医药等新质生产力行业出海步伐加速。根据商务部、外汇局统计，2024年我国境内投资者进行非金融类直接投资累计10244.5亿元人民币，同比增长11.7%。境外上市融资、跨境并购等全球资本运作需求随之增加，A股企业赴港上市已成浪潮，截至2025年11月27日，2025年已有17家A股公司完成港股上市（2024年是3家），募资金额是2024年全年A股赴港上市募资的3.25倍，另有89家A股处于赴港排队状态，排队公司数量超过2011年以来A股赴港上市公司数的总和。

(2) 机构跨境投资和居民财富出海需求持续增长。据国家外汇管理局数据，2015年以来我国机构与居民的跨境投资需求呈现显著增长态势，2025年上半年，我国境内对外证券投资净增加（表现为资金净流出）1547亿美元。分工具看：一是对外股本证券投资净增加1129亿美元，同比增长78%，占我国对外证券投资净增加的比重为73%。二是对外债券投资净增加418亿美元，同比增长24%。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1010亿美元。二是境内银行等金融机构投资境外股票和债券净增加504亿美元。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11亿美元。低利率环境催化下，保险资金、银行理财子公司与公募基金正在加速拓展海外资产配置。

图2：2022年以来非金融类对外直接投资保持增长，企业海外投资需求旺盛


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：单位为亿元人民币

图3：对外证券投资保持活跃，以股票投资为主


资料来源：国家外汇管理局

1.3、政策面：对外开放机制便利度提升以及监管明确打造国际一流投行行为券商海外业务发展提供良好环境

跨境投融资便利度提升，“引进来”机制与“走出去”渠道持续完善。证监会明确培育具备国际竞争力的投资银行，服务资本市场高水平双向开放和国家战略全局。

(1) 资本市场双向开放机制的持续深化为券商海外业务创造了直接的业务场景和增长空间。从优化合格境外投资者（QFII/RQFII）制度、扩大互联互通机制标的，到支持内地行业龙头企业赴港上市，这些措施增加了跨境资本流动便利性和参与意愿、A股上市公司赴港上市的便利性，催生出多元的金融服务需求。粤港澳大湾区“跨境理财通”业务试点的落地和优化，以及海南自由贸易港跨境资产管理试点的推出，为券商开辟了新的业务增长空间，使其能够实践并提升跨境综合服务能力。

(2) 证监会明确将打造国际一流投行作为中长期目标，为券商国际化发展提供了顶层设计和战略指引。监管在政策中明确中长期证券行业发展规划：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。

表1：各类政策支持券商海外业务发展

序号	跨境投融资便利度提升，行业监管支持	时间	政策与说明
1	资本市场高水平双向开放机制进一步深化： A股上市公司赴港上市制度持续完善，互联互通机制开放程度有所扩大，QFII和RQFII投资规则得到优化。 证券公司试点参与粤港澳大湾区“跨境理财通”业务落地、海南自贸港跨境资管试点落地。	2016年8月	中国证监会与香港证监会共同签署深港通《联合公告》，深港通不再设总额度限制。深港通每日额度与沪港通现行标准一致，即深股通每日额度130亿元人民币，港股通下的港股通每日额度105亿元人民币。双方可根据运营情况对投资额度进行调整。 沪港通总额度取消。
		2020年9月	中国证监会、中国人民银行、国家外汇管理局联合发布《合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者境内证券期货投资管理办法》（证监会令第176号）及配套规定。核心内容：合并QFII和RQFII制度，大幅降低准入门槛，扩大投资范围（可投资新三板、私募基金、金融期货、商品期货等），取消额度限制，简化资金管理要求。
		2023年2月	中国证监会发布了《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》，将境内企业境外发行上市监管制度从许可管理改为备案管理，创造了更加透明、可预期的制度环境。
		2024年2月	新修订的《粤港澳大湾区“跨境理财通”业务试点实施细则》正式施行，标志着“跨境理财通”进入2.0阶段。此次修订在投资者准入条件、参与机构范围、合格投资产品范围、投资者个人额度等方面进行了全方位优化。
		2024年4月	中国证监会发布《关于进一步优化互联互通机制、支持内地行业龙头企业赴香港上市等五项资本市场对港合作措施》，支持符合条件的内地行业龙头企业赴港上市融资。此外，将港股人民币柜台纳入港股通、REITs纳入沪深港通、放宽股票型ETF合资格产品范围、优化基金互认安排。
		2024年7月	中国人民银行、国家外汇管理局修订发布《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》。进一步简化业务登记手续，优化账户管理，完善汇兑管理，统一QFII/RQFII与银行间债券市场直接入市（CIBM）的外汇风险管理模式。
		2024年10月	中国香港证监会与港交所发出联合声明，设立“ 快速审批通道 ”，对预计市值不低于100亿港元的“合资格A股企业”，审核周期缩短至30个工作日。
		2025年5月	中国香港证监会与香港交易所发出联合公告，宣布推出“科企专线”，进一步 便利特专科技公司及生物科技公司申请上市 ，并允许这些公司选择以保密形式提交上市申请。
		2025年7月	证监会发布《海南自由贸易港跨境资产管理试点业务实施细则》，2025年10月15日海南证监局公布了首批参与海南自由贸易港跨境资产管理试点业务机构名单，共有2家证券公司、2家基金公司和2家银行销售机构入选。
		2025年10月	中国证监会推出《合格境外投资者制度优化工作方案》，旨在通过优化准入管理、提高运作效率、扩大投资范围等措施，便利境内外资本流动。
2	证监会鼓励打造国际一流投行	2024年3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）》，明确中长期证券行业发展规划：（1）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。（2）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。（3）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。
3	稳定币监管体系建设持续推进	2025年5月	中国香港特别行政区立法会通过《稳定币条例草案》
		2025年5月	中国香港特别行政区政府在宪报刊登《稳定币条例》
		2025年6月	中国香港特区政府宪报刊登《稳定币条例（生效日期）公告》
		2025年8月	《稳定币条例》开始实施

资料来源：证监会、中国人民银行、国家外汇管理局、香港金监局、香港证监会、香港交易所、开源证券研究所

2、海外业务竞争格局高度集中，需求旺盛叠加美联储降息驱动 ROE 提升

2.1、海外业务竞争格局高度集中，先发优势确立头部券商牌照与资本金优势

海外业务向头部高度集中，头部券商海外收入占比和资产占比均有所提升。先发优势下，头部券商牌照优势明显，海外子公司盈利良性循环构筑资本金壁垒。

(1) 海外业务集中度较高，头部是主要玩家：截至上半年末，境外子公司规模稳步扩张，内地券商共设立 36 家境外子公司（含 35 家中国香港子公司），总资产达 1.64 万亿港元，同比+20.45%，头部 8 家券商境外资产占全行业 92%，从收入来看，2025H1 披露境外业务收入的样本券商合计为 204 亿，头部 8 家占比 94%，CR3 为 66%，券商海外业务竞争格局更加向头部集中。

(2) 海外业务收入和资产体量占比有所提升：2025H1 中信证券、中金公司海外收入占比达 21%/31%，较 2022 年的 14%/20% 提升明显；国泰海通、华泰证券海外业务收入占比在 10%/15%。海外收入占比已提升至一定规模，往后看，受益于港股高景气，头部券商海外业务收入有望快速增长，资产规模保持稳步扩张，海外资产占比预计进一步提升。

(3) 牌照与跨境业务试点：中国香港证券牌照来看，中信证券、国泰海通、华泰证券、中金公司牌照相对更加齐全，其他头部券商基本牌照也均具备。跨境业务资格试点以头部券商为主且集中度极高，截至 2023 年 11 月末，获得跨境业务试点资格并实际展业的证券公司有 9 家，CR3 为 73%。此外，粤港澳大湾区跨境理财通首批试点 14 家证券公司，以头部券商为主。

(4) 我们认为券商海外业务呈现高集中度的核心原因在于先发优势的自我强化效应。头部券商凭借早期确立的国际化战略，在资本、人才等方面率先投入，构筑了包括国内客户资源转化、跨境业务协同、专业化资产配置及监管沟通经验在内的综合能力，能够更高效地满足客户复杂的海外需求。先发优势构筑两大壁垒，第一是牌照壁垒。在全球金融监管趋严的背景下，头部券商通过早期自主申请或战略性并购，在全球主要市场完成了金融牌照的布局与整合。后进入者面临两难选择：跨境并购虽可快速获取牌照与客户资源，但需应对复杂的整合挑战与较高时间成本；自主申请则需面对审批周期时间的不确定性。第二是资本金壁垒。头部券商依托海外业务的持续盈利，形成了内源性资本补充的良性循环，资本实力不断巩固。而后进入者若依赖母公司注资，因涉及资本跨境流出，需履行外汇管理部门审批程序，其时间成本使得资本差距难以迅速弥补。因此，先发优势通过牌照与资本金两大维度不断强化，共同促成了当前海外业务高度集中的市场格局。

表2：券商境外业务更集中，2025H1 中信证券、中金公司、国泰海通、华泰证券海外业务收入占比在 10%以上

序号	代码	简称	境外业务收入(亿元,人民币)				境外业务收入 YOY				境外业务收入占比			
			2022年	2023年	2024年	2025H1	2022年	2023年	2024年	2025H1	2022年	2023年	2024年	2025H1
1	600030.SH	中信证券	81.93	94.04	109.48	69.12	12%	15%	16%	14%	14.2%	17.1%	18.9%	21.0%
2	601995.SH	中金公司	52.02	60.75	53.08	40.24	-27%	17%	-13%	76%	19.9%	26.4%	24.9%	31.4%
3	601211.SH	国泰海通	13.96	21.63	29.09	24.59	-46%	55%	34%	76%	5.0%	7.6%	8.7%	10.4%
* 601688.SH	华泰证券(剔除 AsstMark)		35.66	41.35	48.97	23.08	-8%	16%	18%	93%				
4	601688.SH	华泰证券	66.33	79.26	143.40	23.08	5%	19%	81%	-64%	23.1%	25.1%	42.9%	14.5%
5	000776.SZ	广发证券	3.96	6.65	13.50	11.40	-31%	68%	103%	75%	1.6%	2.9%	5.1%	7.4%
6	601881.SH	中国银河	18.03	20.06	21.73	10.99	-7%	11%	8%	5%	9.8%	10.7%	9.6%	8.0%
7	601066.SH	中信建投	2.64	5.39	7.36	7.07	-31%	104%	37%	108%	1.3%	2.6%	3.9%	6.8%
8	600999.SH	招商证券	2.61	9.01	10.94	4.77	-82%	246%	21%	-10%	1.5%	4.9%	5.2%	4.5%
9	000166.SZ	申万宏源	2.15	5.37	4.46	3.79	-53%	150%	-17%	42%	1.4%	3.1%	2.4%	3.2%
10	601377.SH	兴业证券	-	3.82	4.82	2.61			26%	18%	0.0%	4.3%	4.9%	4.8%
11	600958.SH	东方证券	-5.81	-0.81	2.98	2.12	亏损	亏损	扭亏	60%	-4.8%	-0.7%	2.5%	2.6%
12	000728.SZ	国元证券	1.47	1.71	2.37	1.78	-33%	17%	39%	65%	3.4%	3.7%	4.1%	5.3%
13	002736.SZ	国信证券	1.58	2.01	1.94	1.26	-13%	27%	-3%	53%	1.1%	1.4%	1.0%	1.1%
14	601108.SH	财通证券	0.50	0.59	0.52	0.44	-53%	18%	-13%	898%	1.0%	0.9%	0.8%	1.5%
15	601456.SH	国联民生	0.01	0.28	0.43	0.27	-94%	2435%	54%	17%	0.0%	0.9%	1.6%	0.7%
16	000783.SZ	长江证券	0.01	0.25	0.28	0.26	-96%	2056%	9%	79%	0.0%	0.4%	0.4%	0.6%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：(1) 上述数据按 2025H1 收入大小排序；(2) 华泰证券【剔除 AssetMark】是指剔除 2021-2023 年 AssetMark 收入，以及 2024 前三季度 AssetMark 产生的收入基数与处置 AssetMark 产生的投资收益影响，前三季度收入是根据 2024H1 披露的收入数据估算得出；(3) 国泰海通海外业务收入高增部分原因系收购海通证券所致；(4) 国联民生数据为国联证券数据，全文同。

表3：海外资产体量向头部集中，样本券商境外资产占比呈提升趋势

代码	简称	境外资产(亿元,人民币)				境外资产占比			
		2022	2023	2024	2025H1	2022	2023	2024	2025H1
600030.SH	中信证券	2316.1	2567.5	3738.2	4218.9	18%	18%	22%	23%
601211.SH	国泰海通	1098.4	1361.5	1729.6	3699.2	13%	15%	17%	20%
601995.SH	中金公司	1844.1	1633.3	1799.8	1985.9	28%	26%	27%	28%
601688.SH	华泰证券	1606.2	1858.0	1400.7	1530.2	19%	21%	17%	17%
000776.SZ	广发证券			659.6	850.9			9%	10%
601066.SH	中信建投	192.5	237.5	394.2	540.9	4%	5%	7%	9%
600999.SH	招商证券	427.4	409.9	469.0	511.6	7%	6%	7%	8%
601881.SH	中国银河	329.2	375.8	398.8	469.6	5%	6%	5%	6%
000166.SZ	申万宏源	267.9	236.5	208.7	254.7	4%	4%	3%	4%
600958.SH	东方证券	130.1	110.4	126.9	154.1	4%	3%	3%	4%
601108.SH	财通证券	8.1	6.3	8.4	10.2	1%	0%	1%	1%
601456.SH	国联民生	3.6	4.3	5.8	5.5	0%	0%	1%	0%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：国泰海通 2025H1 境外资产大幅提升主因吸收合并海通证券国际业务；华泰证券境外资产下降主因 2024Q3 出售 AssetMark

表4：头部券商均拥有1、2、4、6、9号牌照，中信证券、国泰海通、华泰证券、中金公司牌照较为齐全

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
业务类别	证券交易	期货合约交易	杠杆式外汇交易	就证券提供建议	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	资产管理	提供信贷评级服务
中信证券	√	√	√	√	√	√	√			√
国泰海通	√	√	√	√	√	√				√
华泰证券	√	√	√	√	√	√	√			√
中金公司	√	√	√	√	√	√				√
广发证券	√	√		√		√	√			√
中国银河	√	√		√		√				√
招商证券	√	√		√	√	√				√
中信建投	√	√		√	√	√				√
国信证券	√	√		√	√	√				√
申万宏源	√	√		√	√	√				√

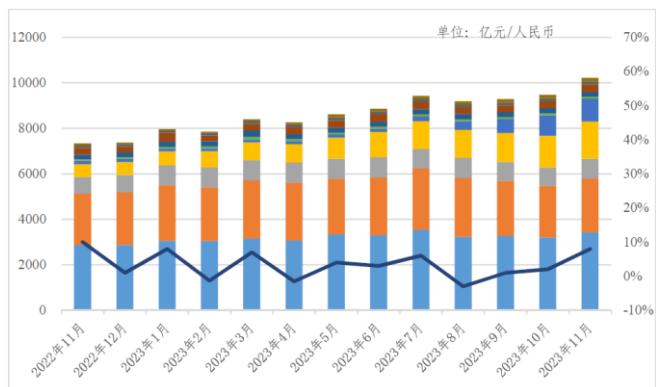
资料来源：香港证监会、各公司公告等、开源证券研究所

注：中信证券、中金公司第3类牌照持牌子公司的牌照状态为非活跃

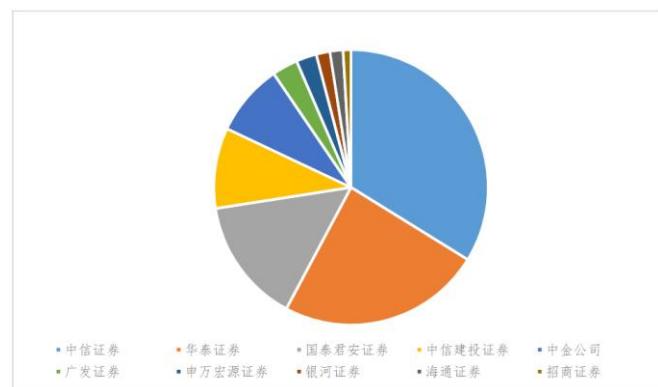
表5：牌照要求实缴资本和速动资金，第3、7、8、10号牌的持牌法团数量较少，其余持牌法团较多

牌照类型	业务类别	缴足股本最低数额（万港币）	规定速动资金（万港币）	持牌法团数量 (截至2025年9月)
第1类	证券交易	1000 (提供保证金融资) /500 (其他情况)	50 (核准介绍代理人/买卖商) /300 (其他情况)	1472
第2类	期货合约交易	500	50 (核准介绍代理人/期货非结算交易商/买卖商) /300 (其他情况)	316
第3类	杠杆式外汇交易	500 (核准介绍代理人) /3000 (其他情况)	300 (核准介绍代理人) /1500 (其他情况)	30
第4类	就证券提供建议	500	10 (受指明发牌条件规限) /300 (其他情况)	2085
第5类	就期货合约提供意见	500	10 (受指明发牌条件规限) /300 (其他情况)	171
第6类	就机构融资提供意见	1000 (不受任保人发牌条件所规限) /500 (其他情况)	10 (受指明发牌条件规限) /300 (其他情况)	281
第7类	提供自动化交易服务	500	300	37
第8类	证券担保融资	1000	300	5
第9类	提供资产管理	500	10 (受指明发牌条件规限) /300 (其他情况)	2308
第10类	提供信贷评级服务	500	10 (受指明发牌条件规限) /300 (其他情况)	10

资料来源：香港证监会、开源证券研究所

图4：跨境业务保持增长


资料来源：中证协

图5：2023 年 11 月末跨境业务规模 CR3 为 73%


资料来源：中证协

表6：头部券商在创新业务试点方面更具优势

试点业务	名单
跨境业务试点资格并实际展 业的证券公司	中信证券、国泰海通、华泰证券、招商证券、广发证券、中金公司、中信建投证券、银河证券、申万宏 源证券
首批试点参与“跨境理财通” 的证券公司	招商证券、广发证券、国信证券、平安证券、中金财富、国投证券、中信证券华南、国泰海通、华泰证 券、中信建投、银河证券、申万宏源、中泰证券、兴业证券
海南自由贸易港跨境资产管 理试点业务试点机构（注册 地在海南）	发行机构：金元证券股份有限公司、万和证券股份有限公司、汇百川基金管理有限公司、鹏安基金管理 有限公司；销售机构：兴业银行股份有限公司海口分行和上海浦东发展银行股份有限公司海口分行

资料来源：证监会、中证协等、开源证券研究所

注：(1) 截止 2023 年 11 月末情形。跨境业务试点资格包括：跨境自营业务、跨境场外衍生品业务（场外期权、收益互换）、跨境收
益凭证业务，不包括跨境 ETF 做市业务、结售汇(外汇)业务和债券“南向通”业务。东方证券具有结售汇(外汇)业务资格并实际
展业。(2) 因国泰君安已合并海通证券，上述统计涉及海通证券的未列示，涉及国泰君安的列示为国泰海通，全文同。

2.2、中信证券、中金公司、国泰海通、华泰证券海外业务综合实力相对领先

(1) TOP4 体量显著领先：头部券商通过核心海外子公司进行海外业务的布局与展业，中信证券、中金公司、国泰海通、华泰证券在总资产体量在 1000 亿以上，净资产体量在 100 亿以上，体量相对领先。

(2) 海外业务盈利能力和杠杆水平更高：海外业务 ROE 较高，头部券商海外子公司 ROE 普遍高于合并口径的 ROE 水平，海外子公司的权益乘数显著更高。2025 中报数据，中信证券国际的年化 ROE 23.2% 高于中信证券整体的 9.8%，海外子公司的权益乘数达 16 倍（公司整体 4.5 倍）。

(3) 以中国香港作为桥头堡：头部券商海外业务大多以中国香港为发展起点与核心，依托中国香港成熟资本市场逐步向外延伸。除了中国香港，头部券商在东南亚市场均有显著布局，在欧洲、北美等成熟市场的资本市场的布局与扩张力度有一定分化。

(4) 资源投入加大：近年来，多家头部券商更加重视海外业务的发展，对其境外子公司进行增资，7 家样本券商合计来看 2023 年至 2025H1 增资已达 135 亿港元。

(5) 外延式发展：券商海外业务的发展伴随收购资产，通过收购能够快速实现区域牌照获取、网点人员布局。如中信证券收购里昂证券、中金公司收购美国金瑞基金多数股权、华泰证券收购 AssetMark（已处置）、广发证券收购惠理集团部分股权、中国银河收购马来西亚联昌证券、国泰海通收购印尼证券公司（进行中）。

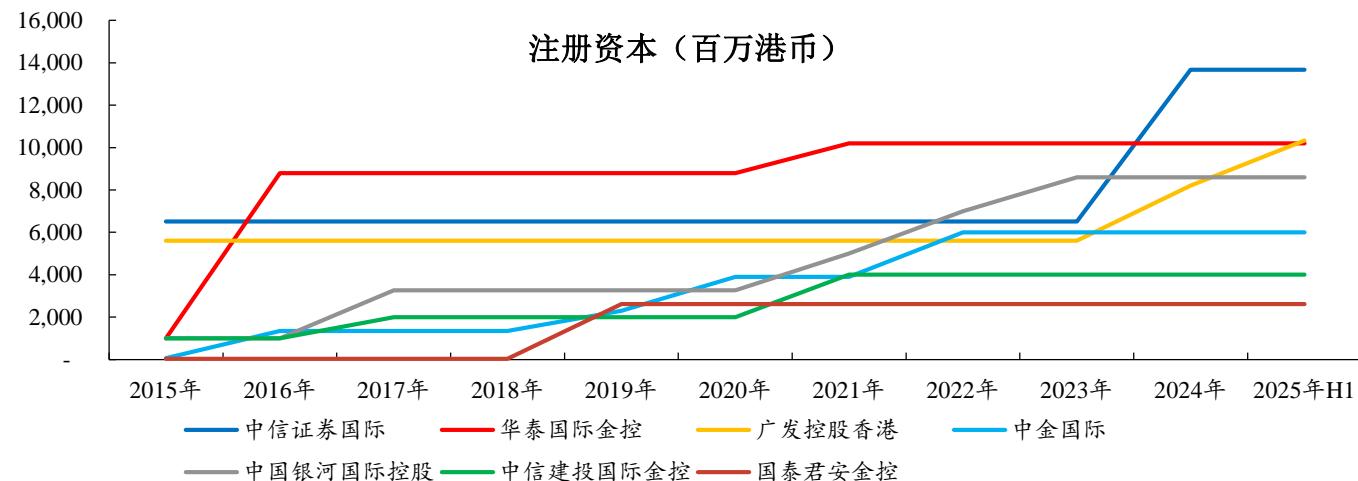
表7：头部券商是海外业务主要玩家，中信证券、中金公司、国泰海通、华泰证券在总资产和净资产体量相对领先

券商	中信证券	中金公司	国泰海通	华泰证券	中国银河	广发证券	中信建投	
2025 中报 海外 子公 司的 财务 数据 (亿 元, RMB)	核心海外子公司	中信证券国际	中金国际	国泰君安金控	华泰国际金控	中国银河国际 控股	广发控股香港	中信建投国际 金控
	注册资本(亿港元)	136.74	60.00	26.12	102.00	86.00	103.37	40.00
	总资产	4085.60	1985.89	1867.81	1469.11	469.00	683.49	540.88
	排名	第 1	第 2	第 3	第 4	第 7	第 5	第 6
	净资产	253.07	296.04	173.11	233.82	90.41	93.60	46.52
	排名	第 2	第 1	第 4	第 3	第 6	第 5	第 7
	营业收入	106.81	62.72	39.91	34.31	10.99	7.79	7.07
	排名	第 1	第 2	第 3	第 4	第 5	第 6	第 7
	净利润	27.72	24.02	8.74	10.44	1.63	4.70	4.59
	排名	第 1	第 2	第 4	第 3	第 7	第 5	第 6
年化 ROE-海外		23.23%	17.12%	10.56%	9.22%	3.68%	11.35%	20.75%
年化 ROE-合并		9.82%	8.32%	5.68%	8.60%	10.32%	9.66%	10.20%
权益乘数-海外		16.14	6.71	10.79	6.28	5.19	7.30	11.63
权益乘数-合并		4.50	4.86	4.30	3.48	4.14	4.13	4.21
布局 区域	亚州	中国香港、日本、韩国、新加 坡、马来西亚、印尼、菲律宾、 沙特等	中国香港、新加 坡、日本、越南、 澳门、日本、新 加坡、越南等	中国香港、中国 国、日本、越南、 新加坡、泰国、印 度等	中国香港、新 加坡、日本、越 南、泰国、印度 等	中国香港、马来 西亚、新加坡、 中国香港、新加 坡、日本、越南、 泰国、印度等	中国香港、韩 国、日本、菲律 宾、印尼、泰国、 新加坡、马来西 亚等	
	欧美	英国、荷兰、美国、 澳大利亚等国等	美国、英国、澳大 利亚、葡萄牙、 西班牙、巴西等	美国、英国等	英国、澳大利 亚、加拿大、美 国等	澳大利亚、英 国等	澳大利亚、英 国等	

数据来源：各公司公告、Wind、开源证券研究所

注：我们选取 2025H1 收入前 7 家券商海外子公司进行分析；部分海外子公司注册资本含美元资本，已统一为港元计算；合并口径的权益乘数剔除了客户保证金，海外子公司未披露细项因此暂未剔除。

图6：7家样本券商合计来看，2023年至2025H1 增资已达135亿港币



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

2021 年以来头部券商核心海外子公司总资产、净资产均有所增长，盈利情况一定分化，主因各家公司对海外业务的资源投入程度、自身资源禀赋、海外业务结构以及收购并购事项带来差异。中信证券国际收入与净利润、总资产和净资产增幅领先，2025H1 末权益乘数 16 倍领先同业，2025H1 年化 ROE23% 领先同业，较 2021 年提升明显。中金国际 2025H1 净利润增速领先，净资产累计增幅较高，但 2021-2024 年收入和净利润复合增速表现较弱，一方面港股市场 2022-2023 年走弱导致客需减少，权益乘数下降明显，另一方面因为 2021 年基数较高。广发证券和中信建投海外子公司 2025H1 年化 ROE 较 2021 年增长显著，低基数下总资产体量增幅显著。

表8：样本券商海外子公司时间序列数据：中信证券国际 2021 年至今各项财务数据保持较快增速

海外子公司 (单位：亿人民币)	收入		净利润		总资产		净资产		权益乘数 (倍数)		ROE 2025H1 年化 (2025H1 较 2021 年)			
	2021-2024 年三年 CAGR	2025H1 同 比	2021-2024 年三年 CAGR	2025H1 同 比	2025H1 末 较 2021 年 末增幅	2025H1 末 较 2021 年 末增幅	2025H1 末 较 2021 年 末变化							
中信证券国际	38%	54%	82%	68%	97%	187%	16.1	-7.4	23%	16.0				
中金国际	4%	33%	-15%	173%	11%	93%	6.7	-5.0	17%	-14.4				
国泰君安金控	40%	21%	5%	50%	77%	33%	10.8	2.7	11%	1.7				
华泰国际金控	43%	-61%	77%	27%	4%	76%	6.3	-4.4	9%	-0.5				
中国银河国际	4%	5%	6%	4%	39%	102%	5.2	-2.3	4%	-2.7				
广发控股香港	37%	84%	247%	214%	268%	130%	7.3	2.7	11%	11.0				
中信建投国际	23%	107%	51%	168%	327%	38%	11.6	7.9	21%	17.0				

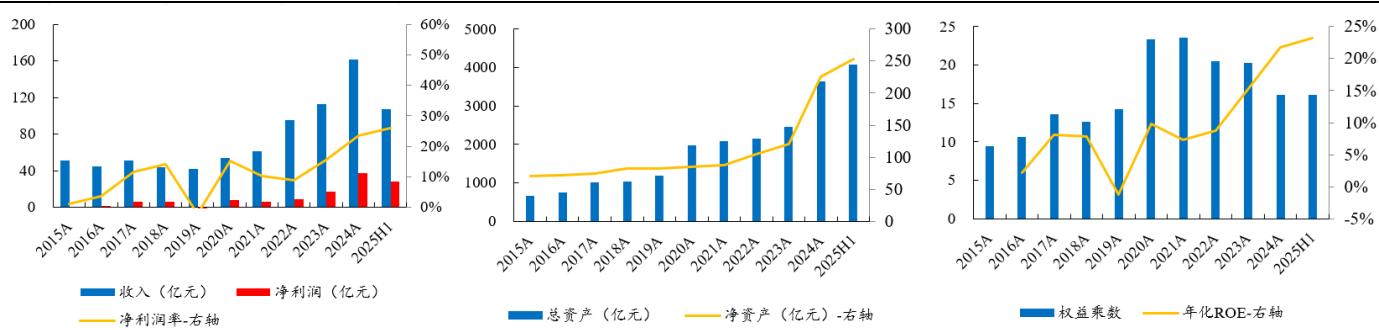
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：(1) 上述计算为先按当期汇率换算为人民币，后计算变化；(2) 华泰国际金控 2021-2024 年剔除 AssetMark 影响后营收 3 年复合增速为 32%，2025H1 华泰国际金控同比下降主因 AssetMark 基数影响。

具体每家海外业务发展沿革与海外子公司财务表现如下：

(1) 中信证券较早确立国际化战略，收购里昂证券并实现较好整合。中信证券 2005 年成立中信证券（香港），较早开始国际业务布局，于 2013 年完成收购里昂证券，并于 2017 年顺利完成中信里昂与中信证券国际的整合。中信证券通过收购快速实现金融牌照覆盖以及客户网络覆盖，随着整合见效实现了从规模扩张到经营提质的实质性转变，面对 2022-2023 年港股低迷期，公司业绩逆势增长。得益于 2024 年增资完成，中信证券国际净资产实现跨越式增长，驱动资产体量快速增长、收入高增，权益乘数受增资影响有一定摊薄（2025H1 为 16 倍，峰值 2021 年为 24 倍），2025H1 年化 ROE 23% 领先同业。

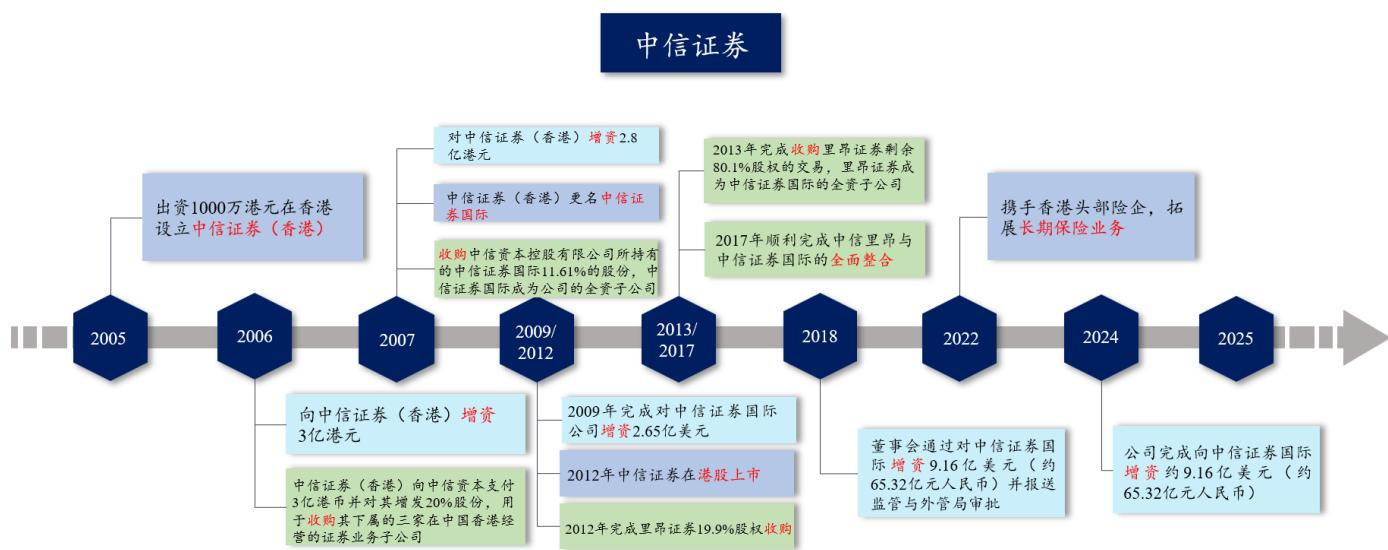
图7：中信证券国际收入、净利润、净利润率显著增长；总资产与净资产稳步提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：本图及后续样本券商海外子公司财务数据单位币种均为人民币，汇率换算方法：资产负债表科目根据每年度期末汇率（中间价）换算，利润表科目根据当年汇率（中间价）算术平均值换算。

图8：中信证券收购里昂证券实现跨越式发展，自身能力持续提升，实现境外全产品布局

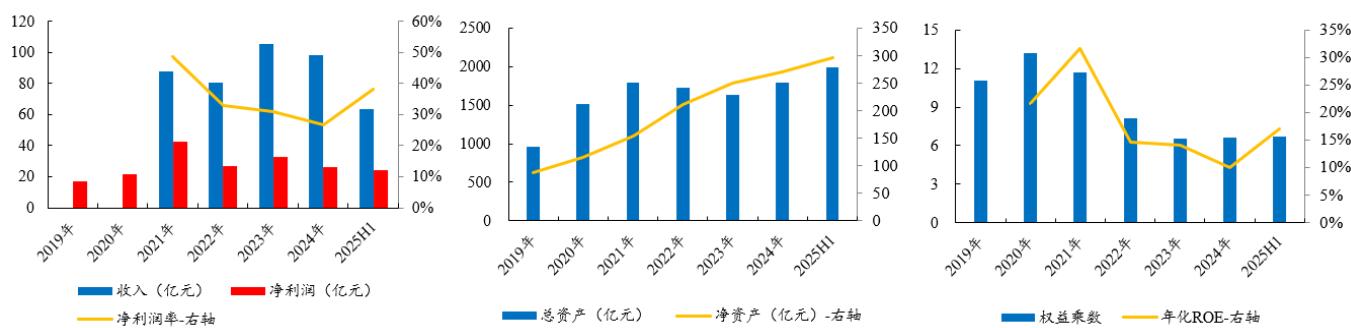


数据来源：中信证券官网及公告、开源证券研究所

注：浅蓝色为增资事项，绿色为收并购事项，下同

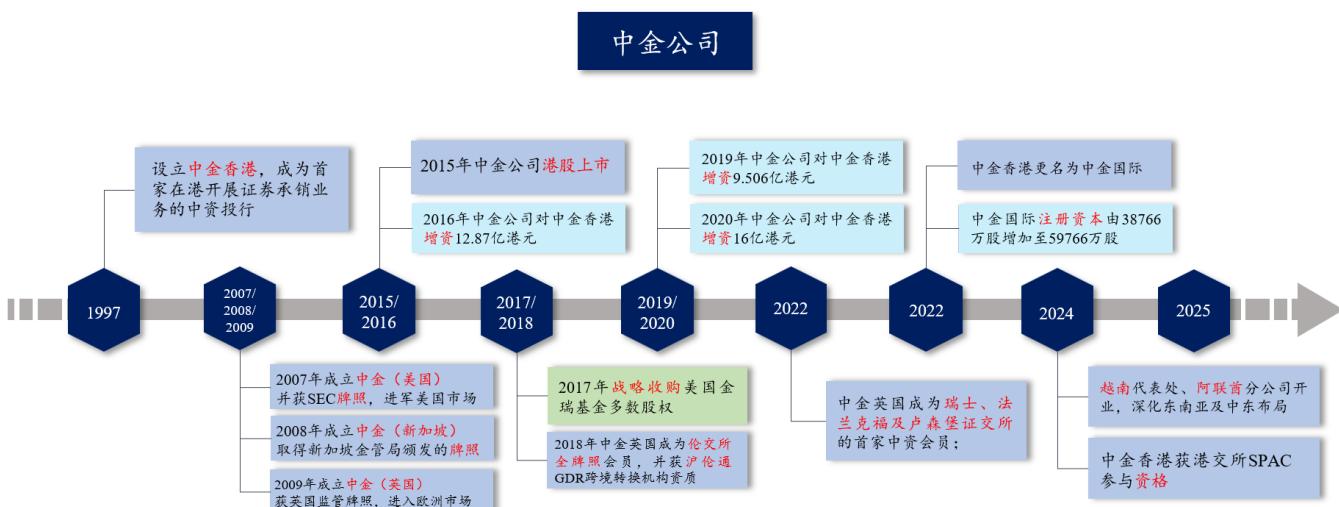
(2) 中金公司国际化起步早，布局具有前瞻性，以自建网络和自主申请牌照为主。中金 1997 年在中国香港设立子公司，早于多数国内同业，随后陆续在美国、英国、新加坡等全球主要金融中心设立分支机构，国际化路径是一条相对内生增长的道路，通过自建网络、深耕牌照、培育本土化团队，逐步构筑起覆盖全球主要金融中心和新兴市场的服务能力。2021 年中金国际财务数据基数较高，2022-2024 年受市场因素影响财务表现承压，2025H1 有所复苏。**2025H1 末中金国际权益乘数 7 倍（峰值 2020 年为 13 倍）**，伴随市场改善客需有望修复，海外子公司权益乘数有望扩张，驱动 ROE 回升。

图9：中金国际 2024 年后盈利能力显著回升，资产规模保持稳定，2020 年以来杠杆整体下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：中金公司海外业务起步于 1997 年，全球核心资本市场区域布局全面

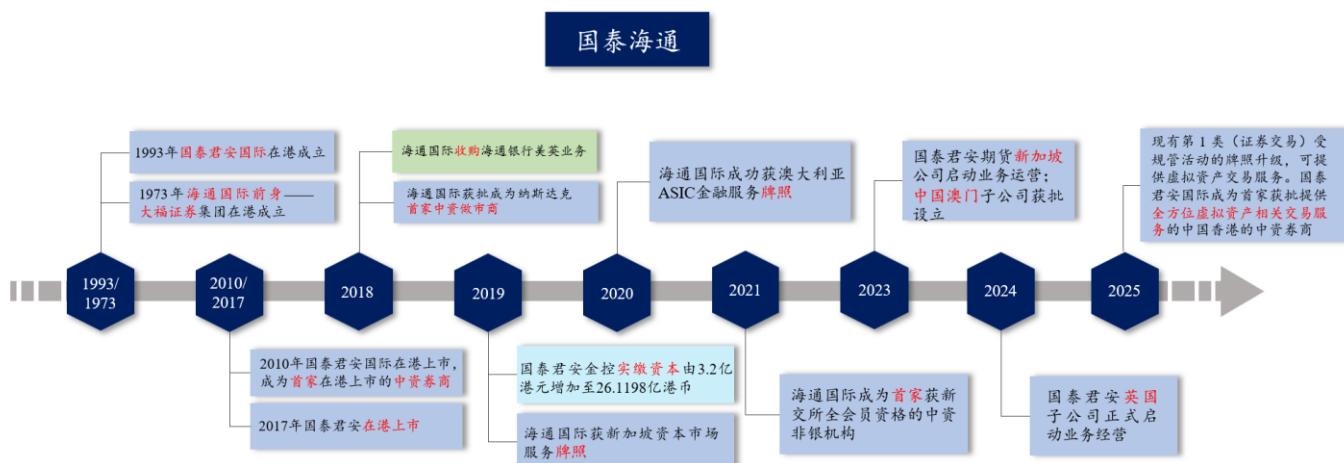


资料来源：中金公司官网及公告、开源证券研究所

(3) 国泰海通：公司通过国泰君安金控作为海外业务平台，统一对海通国际和国泰君安国际管理。国泰君安控股吸收合并海通证券，配套募资不超过 100 亿，其中不超过 30 亿用于国际化业务，海外业务资本实力有望得到补充。国泰君安金控旗下国泰君安国际为中资券商唯一独立上市的中国香港子公司，独立反映其中国香港持牌业务的盈利情况。2025 年国泰君安国际是首家获批提供全方位虚拟资产相关交易服务的中资券商。国泰君安金控财务表现 2022 年受美联储加息以及中资美元债市场波动影响较大，其余年份表现相对稳健。

图11：国泰君安金控 2023 年后盈利回升、资产规模与杠杆同步增长

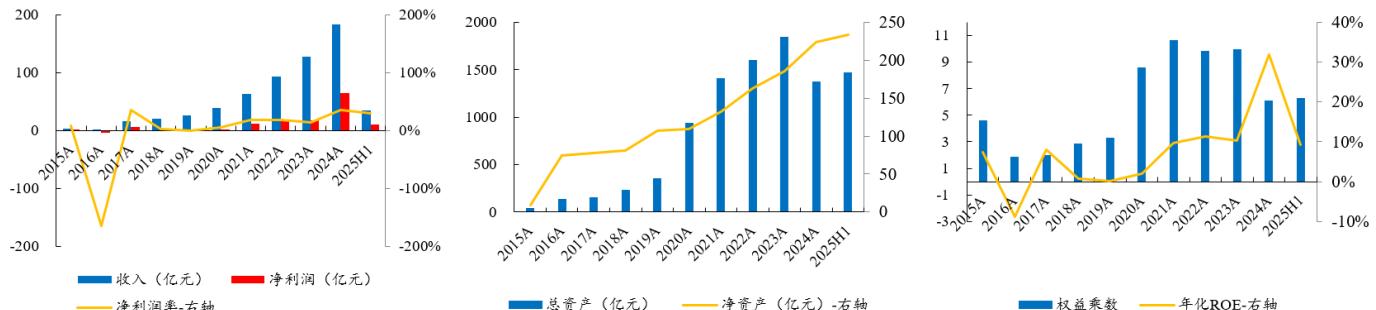

数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2025年国泰君安国际是首家获批提供全方位虚拟资产相关交易服务的中资券商


资料来源：国泰海通官网及公告、开源证券研究所

注：国泰君安吸收合并海通证券，上述海外业务发展沿革含海通国际

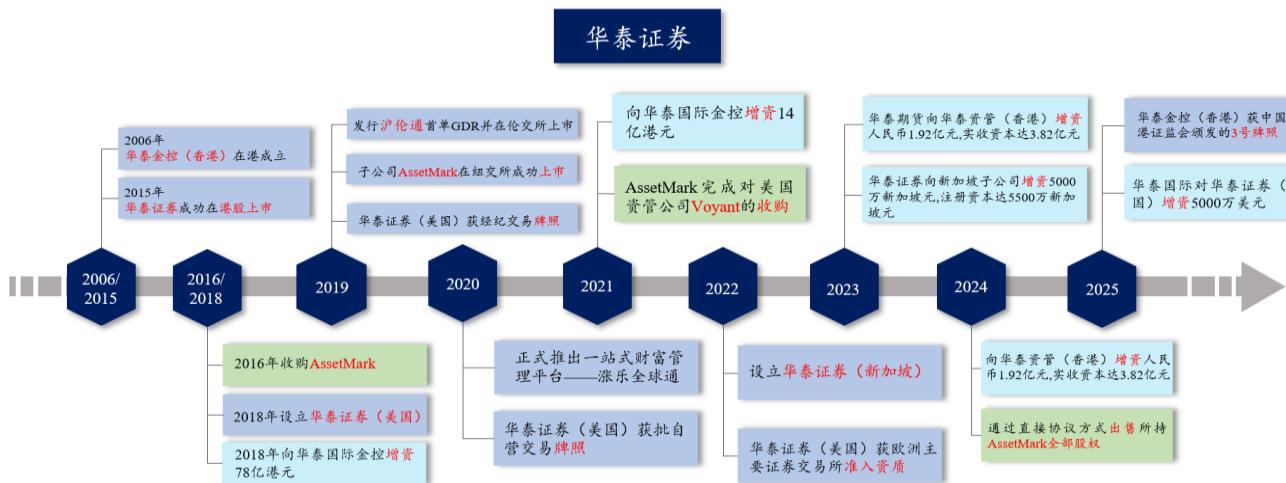
(4) 华泰证券：公司以华泰国际金控作为拓展海外业务的控股平台，通过其持有的华泰金控（香港）、华泰证券（美国）、新加坡子公司等运营主体经营国际业务，以中国香港市场为依托，稳步布局美国、欧洲及东南亚等主要市场。2024年总资产等指标下滑主因处置 AssetMark 的一次性影响。2025H1 末华泰国际金控权益乘数 6 倍（峰值 2021 年为 11 倍）。

图13：华泰国际金控收入稳步增长，资产规模稳健扩张


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：2024年总资产等指标下滑主因处置 AssetMark 的一次性影响

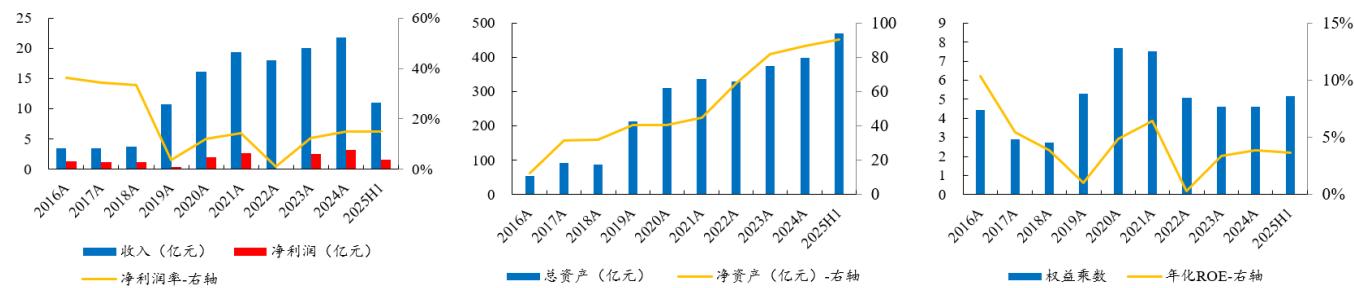
图14：华泰证券 2016 收购 AssetMark 并于 2024 年处置



资料来源：华泰证券官网及公告、开源证券研究所

(5) 中国银河：公司自 2011 年起布局国际化，依托银河国际与银河海外，业务网络从中国香港延伸覆盖至新加坡、马来西亚、印度尼西亚、泰国等东南亚核心区域。公司将东南亚地区作为国际业务的发展重点，通过收购马来西亚联昌证券国际实现快速布局，依托母公司经纪业务优势与经验实现较好整合，打造完善的国际服务链条，在新加坡、马来西亚等核心区域经纪业务市场份额前三。

图15：中国银河国际控股收入及净利润保持稳定，总资产及净资产保持稳步增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：中国银河海外业务重点聚焦东南亚区域

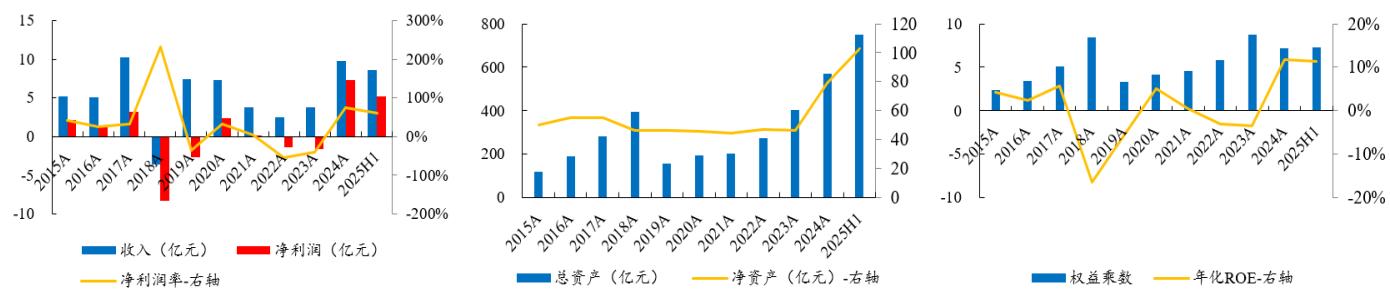


资料来源：中国银河官网及公告、开源证券研究所

注：“银河国际”指中国银河国际控股有限公司，为中国银河的全资子公司；“银河海外”指中国银河国际证券私人有限公司（原名为银河-联昌证券国际私人有限公司）和中国银河国际证券马来西亚私人有限公司（原名为银河-联昌控股私人有限公司）之合称

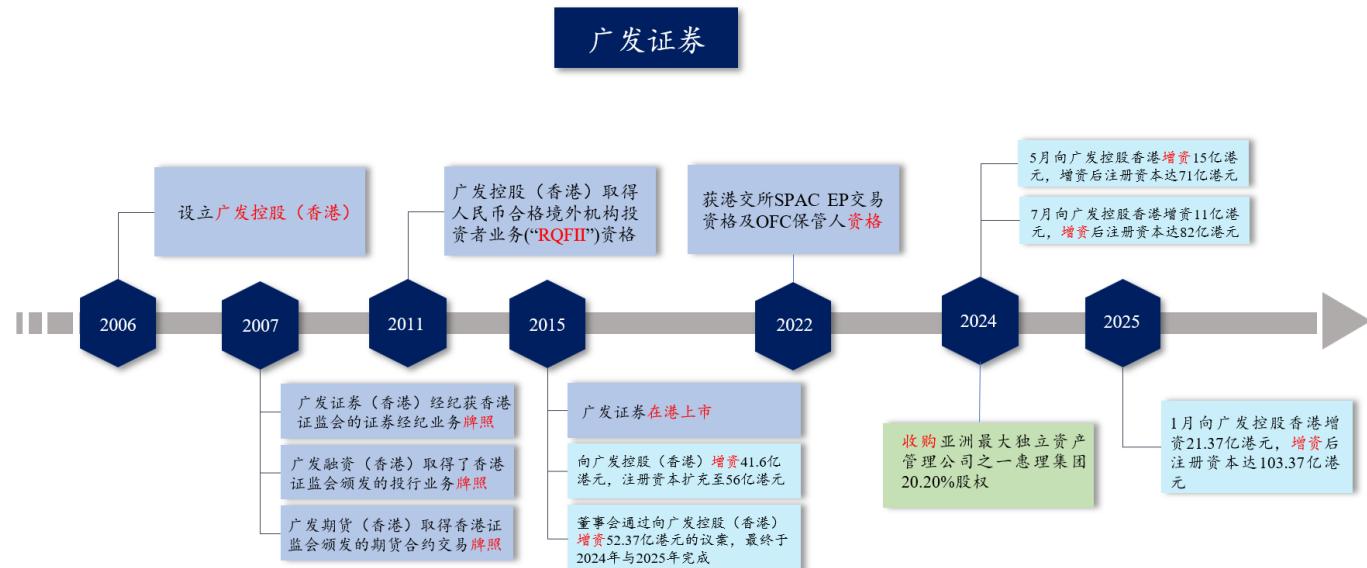
(6) 广发证券：广发证券（香港）致力于成为聚焦亚洲市场、具有中国优势及湾区特色的领先中资券商。在近 20 年的发展历程中，广发证券（香港）为全球及本地企业、机构、零售及高净值客户提供全球证券、投行业务、财富管理与经纪、投资管理等全方位金融服务。2024 年以来母公司对海外子公司完成 3 次增资，注册资本由 56 亿港元增加至 103.4 亿港元，反映了对海外业务的重视。2024 年收购亚洲最大的独立资产管理公司之一惠理集团 20.20% 股权，进一步拓展了广发证券（香港）在资产管理行业的国际影响力，以满足境内外投资者日益增长的跨品类、跨市场、全球化的投资需求。

图17：广发控股香港 2024 年起扭亏为盈，总资产及净资产稳定增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

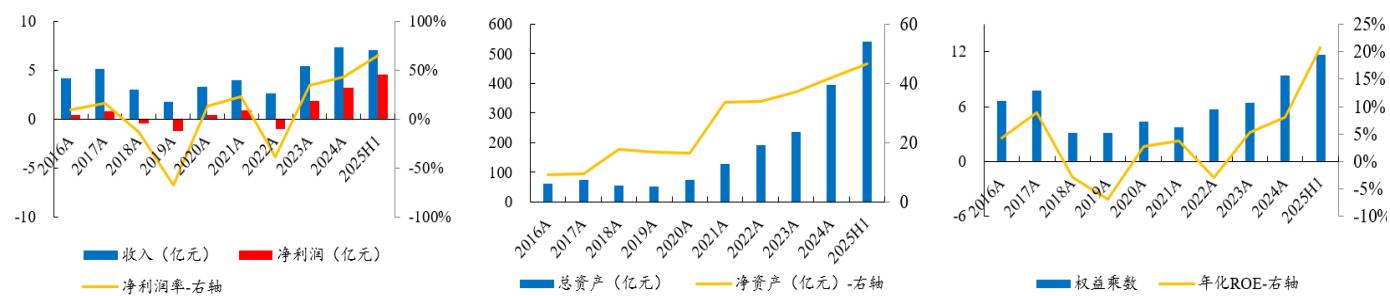
图18：广发证券海外业务收购惠理集团，2024 年以来完成 3 次增资



资料来源：广发证券官网及公告、开源证券研究所

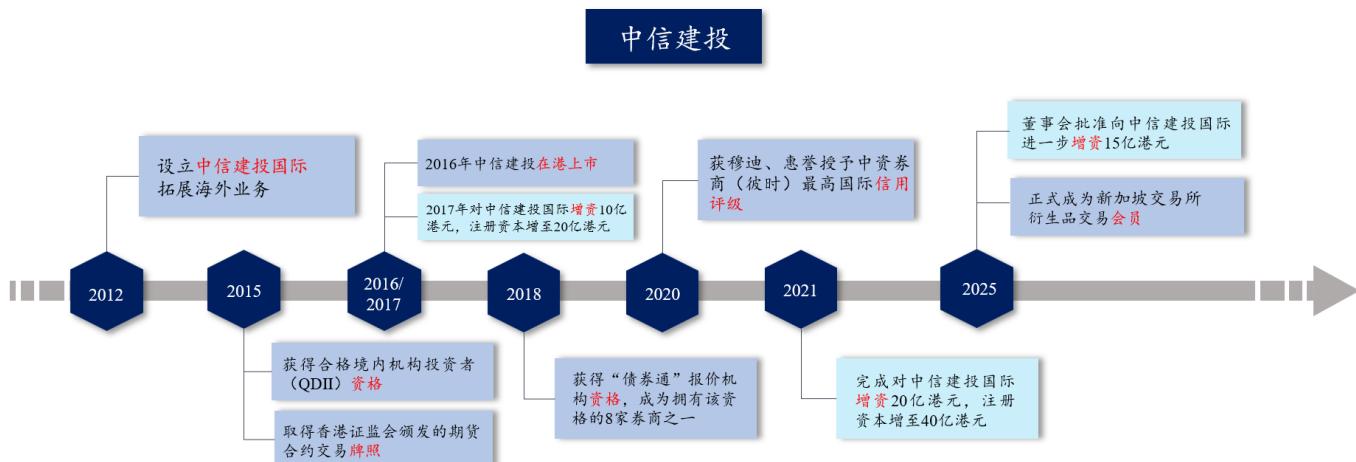
(7) 中信建投: 公司通过中信建投国际开展海外业务，公司依托强大的股东支持及国内业务优势，搭建跨境市场产品和服务平台。国际投行业务方面持续推进内地和中国香港投行一体化工作，继续拓展在中国香港市场的业务范围，实现中概股回归、港股私有化、跨境收购等不同类型产品的多样化发展，进一步增强全方位服务客户的能力。2025年董事会批准向国际子公司增资15亿港元，反映海外业务重视程度提升。

图19：中信建投国际金控2023年扭亏为盈，总资产及净资产稳定增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：中信建投2025年董事会批准向国际子公司增资15亿港元，加大资本金投入



资料来源：中信建投官网及公告、开源证券研究所

2.3、业务结构以投行和投资为主，美联储降息叠加 H 股 IPO 高景气驱动 ROE 提升

多数头部券商海外业务以投资收益为主，受益于利率下降以及客需提升。中金、中信港股 IPO 业务领先，投行增长受益于港股一级市场高景气。

(1) 国泰君安国际：据公司披露，2025H1 国泰君安国际收入同比+30%，其中佣金及费用收益同比+51%，利息收益同比+9%，交易及投资净收益同比+52%，利率下降驱动投资收益高增，港股一二级高景气驱动经纪和投行高增。收入结构来看，国泰君安国际利息收入占比较高，主因国际财务报告准则(IFRS)将利息收入确认为收入，利息支出计入财务费用等成本项目，而国内将利息净收入(扣减利息支出)确认为收入。我们考虑利息支出影响后，公司的收入结构以投资收益为主(2025H1 占比为 79%)，利息净收入下降主因美联储加息以及投资业务持仓增加导致的付息债务增加。

图21：国泰君安国际投资收益回暖（亿元，人民币）

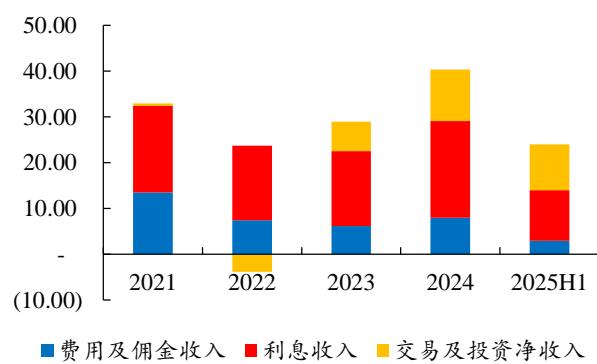
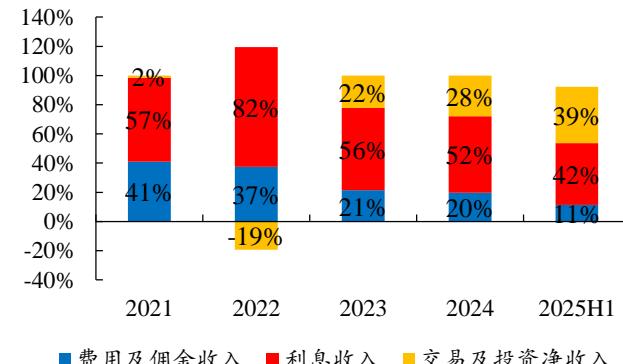


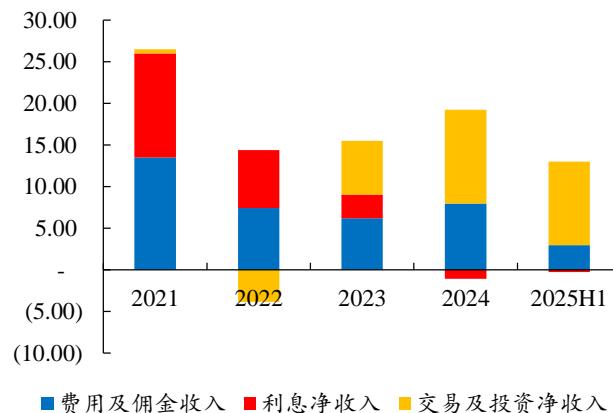
图22：国泰君安国际利息收入占比下降



数据来源：国泰君安国际公告、开源证券研究所

注：上述为 IFRS 下披露的收入结构，利息支出未考虑

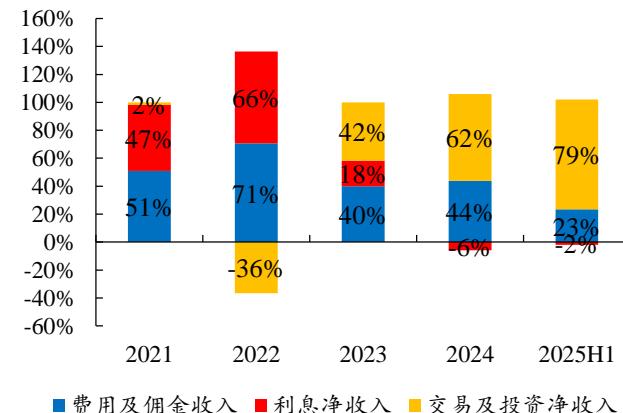
图23：2022 年国泰君安国际利息净收入下降，预计主要受美联储加息影响（亿元，人民币）



数据来源：国泰君安国际公告、开源证券研究所

注：上述为 IFRS 下披露的收入结构，利息支出未考虑

图24：扣融资成本后，国泰君安国际投资收益占比显著提升



数据来源：国泰君安国际公告、开源证券研究所

注：(1) 利息净收入=利息收入-融资成本；(2) 2022 年交易及投资净收入下降主因港股、中资美元债市场大幅回撤

数据来源：国泰君安国际公告、开源证券研究所

注：(1) 利息净收入=利息收入-融资成本；(2) 2022 年交易及投资净收入下降主因港股、中资美元债市场大幅回撤

图25：国泰君安国际收入增长，主因利率下降驱动投资收益高增，港股一二级高景气驱动经纪和投行高增

百万元, 港元	2025H1	2024H1	同比	原因
经纪业务	323	222	+46%	市场交易量高增
企业融资				
配售、承销及分销佣金	165	89	+85%	股债一级市场融资高景气
顾问及融资咨询费收益	30	26	+14%	
资产管理与表现费收益	17	8	+110%	
金融产品手续费收益	6	13	-56%	
佣金及费用收益	541	359	+51%	
客户利息收益	216	226	-5%	香港银行同业拆息下降
银行利息收益	367	576	-36%	香港银行同业拆息下降
其他金融机构利息	304	117	+159%	反向回购协议应收款规模上升
固定收益证券的利息收益	309	176	+76%	高流动性固定收益证券持仓增加
利息收益	1,196	1,095	+9%	
固收、非合并投资基金、衍生工具及股本投资的交易净收益	531	153	+246%	利率下降, 港股向好, 股债齐升
金融产品净收益	557	564	-1%	
交易及投资净收益	1,088	717	+52%	
收入合计	2,825	2,171	+30%	

资料来源：国泰君安国际公告、开源证券研究所

(2) 华泰证券国际业务：2024 年之前手续费收入占比较高，主因 AssetMark 资管收入贡献，2024Q3 出售该平台后，收入体量下降，2025H1 收入以投资收益为主。

(3) 中国银河国际业务：中国银河国际业务以手续费及利息净收入为主，中国银河国际业务战略深耕东南亚区域，业务以经纪、财富管理为主，复制母公司自身资源禀赋。

(4) 中信、中金投行收入高增：我们测算，2025Q1-3 中信证券、中金公司海外投行收入分别为 11、11 亿，同比+147%、+39%，受益于港股一级市场高景气而高增，距离峰值 2021 年的 12、25 亿仍有提升空间。2025H1 中信证券/中金公司海外投行收入占比 6%/16%，剩余预计以投资收益为主。

图26：华泰证券国际业务收入保持增长（亿元，人民币）

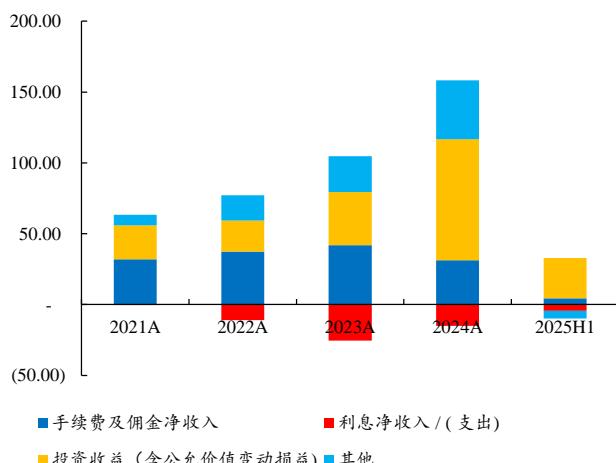
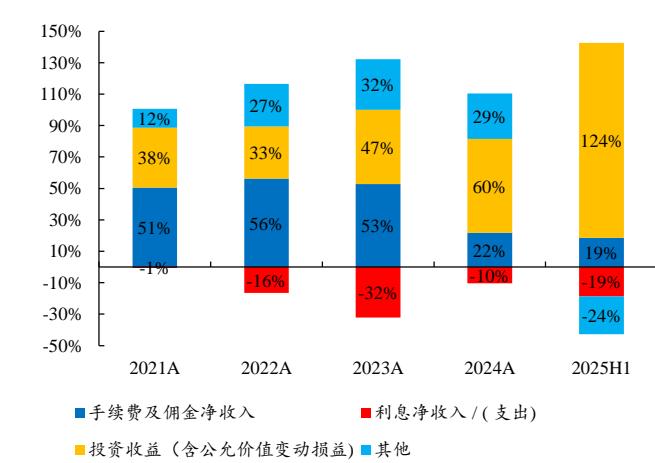


图27：2025H1 华泰证券国际业务以投资收益为主



数据来源：华泰证券公告、开源证券研究所

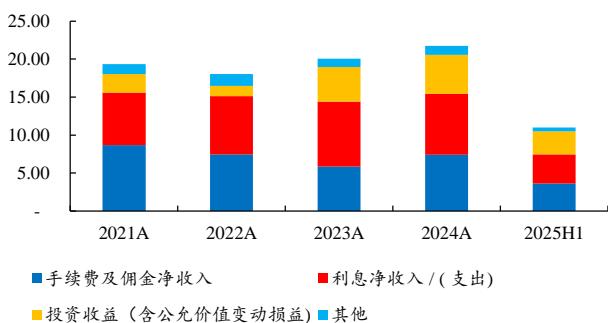
注：取自华泰证券分部报告-国际分部，2024 年投资收益含处置

AssetMark 的非经常性损益

数据来源：华泰证券公告、开源证券研究所

注：取自华泰证券分部报告-国际分部

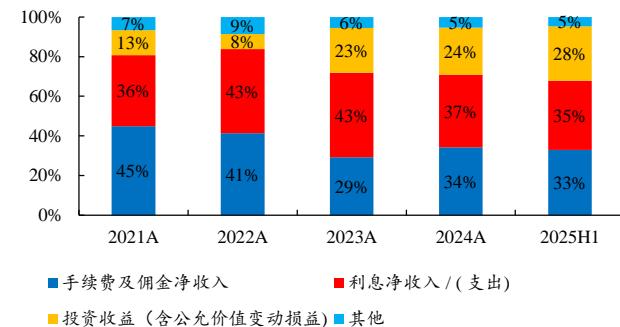
图28：中国银河国际业务投资收益增长（亿元，人民币）



数据来源：中国银河公告、开源证券研究所

注：取自中国银河分部报告-国际分部

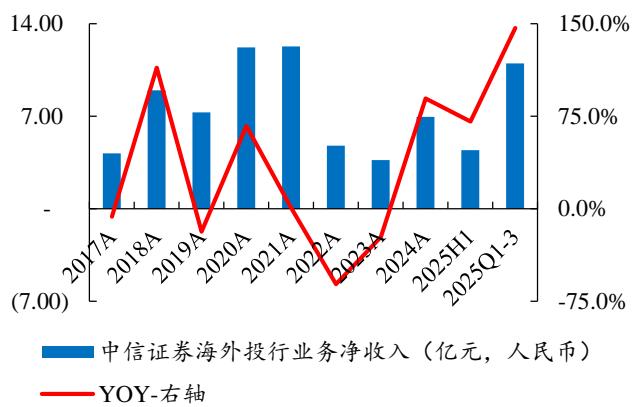
图29：中国银河国际业务手续费和利息净收入占比较高



数据来源：中国银河公告、开源证券研究所

注：取自中国银河分部报告-国际分部

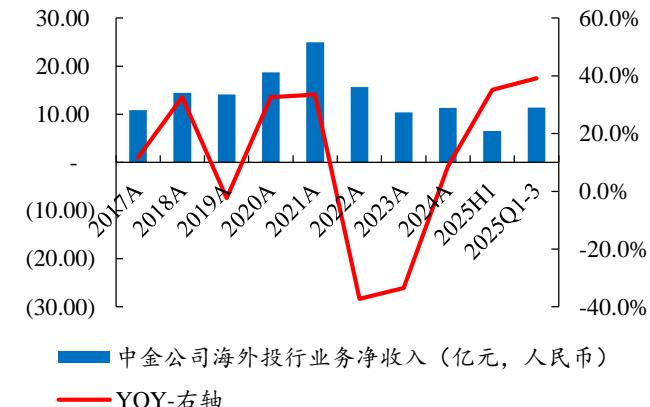
图30：中信证券2025Q1-3海外投行业务预计高增



数据来源：中信证券公告、开源证券研究所

注：估算海外投行收入通过合并-母公司口径的投行净收入

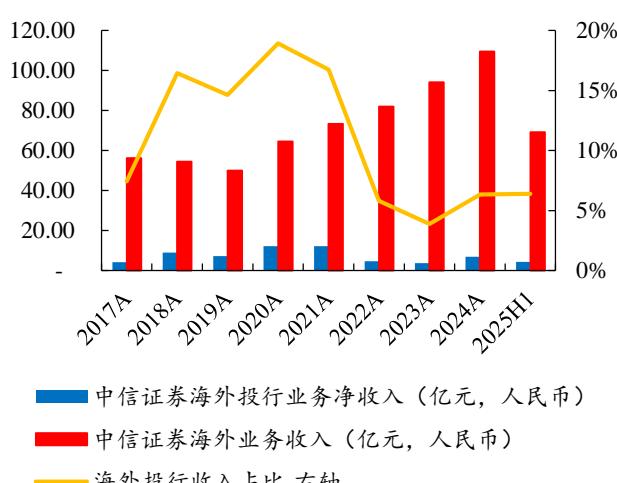
图31：中金公司海外投行业务预计自2024年开始复苏



数据来源：中金公司公告、开源证券研究所

注：估算海外投行收入通过合并-母公司口径的投行净收入

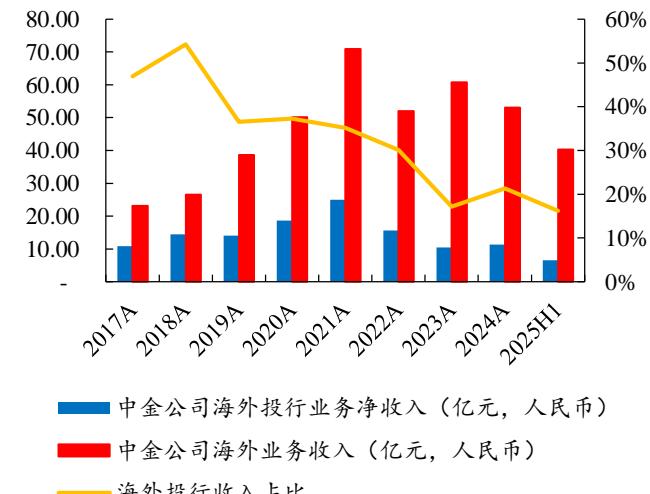
图32：2025H1中信证券海外投行收入占比6%，剩余预计以投资收益为主



数据来源：中信证券公告、开源证券研究所

注：估算的海外投行收入/公司披露的海外区域收入

图33：2025H1中金公司海外投行收入占比16%，剩余预计以投资收益为主



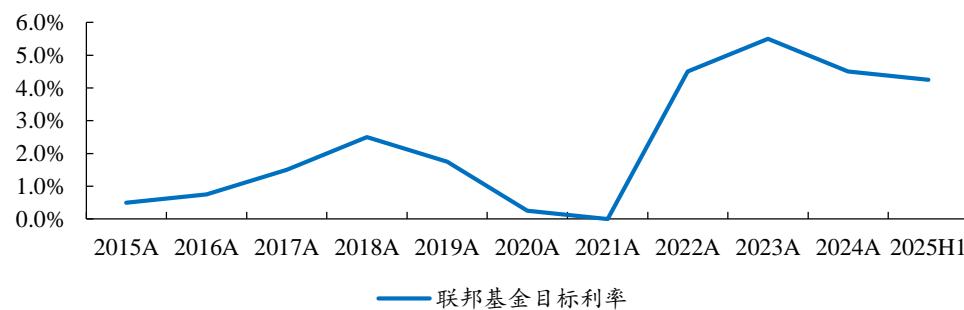
数据来源：中金公司公告、开源证券研究所

注：估算的海外投行收入/公司披露的海外区域收入

历史数据分析，各头部券商海外子公司 ROE 和美联储加息降息周期相关性较高。(1) 加息周期会导致美债价格下降，固收投资收益下降，对海外子 ROE 压制程度较大；(2) 加息导致外资回流美国，港股市场交易量下降、一级股权融资低迷，影响手续费收入；(3) 加息过程导致券商境外负债成本持续上升，或影响利差，侵蚀净利润。

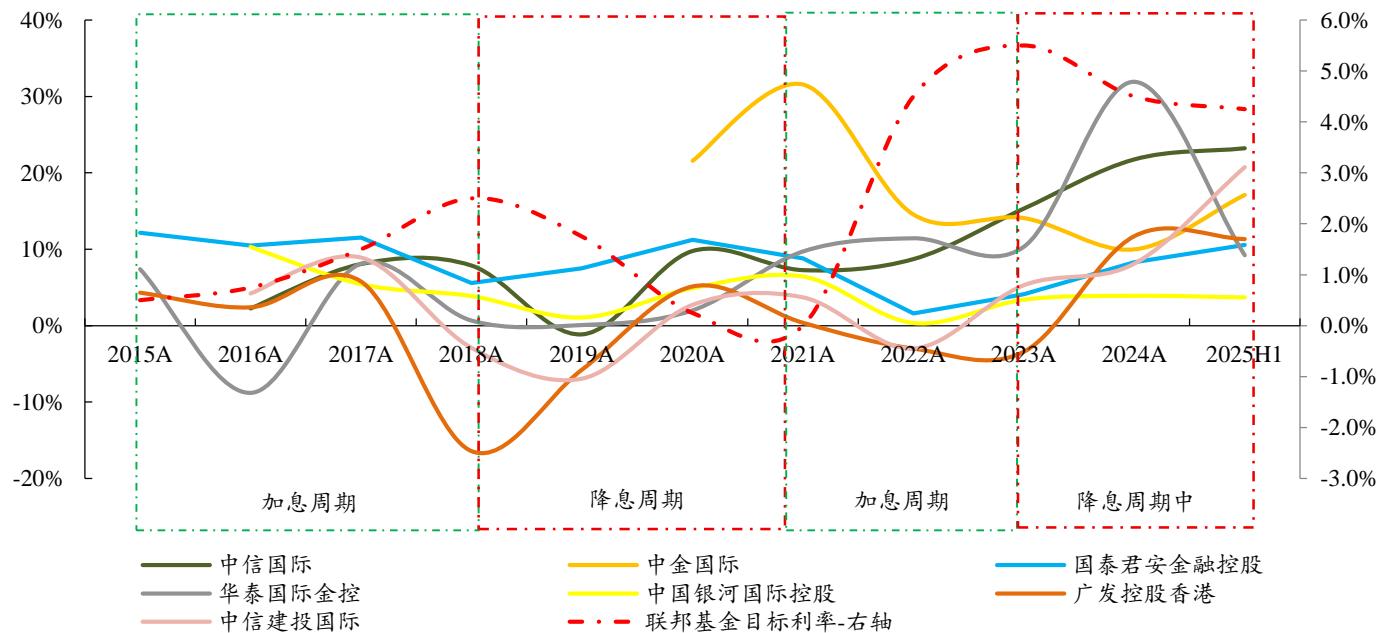
往后看，A 股赴港上市浪潮正盛，国内跨境投资需求提升，叠加美联储降息周期来临，预计头部券商海外投行收入、投资收益和负债成本持续改善，业务收入利润实现快速增长，成为本轮牛市新叙事。(1) 投行：我国企业出海发展需求旺盛，境外上市融资、跨境并购等全球资本运作需求随之增加。A 股赴港上市已形成浪潮，美股中概股回流也将带来增量，预计港股 IPO 高景气延续。截至 2025 年 11 月 23 日，港股有 308 家公司处于排队状态。A 股赴港上市，利好市占率占优且海外投行能力强的头部券商。(2) 投资：机构跨境投资和居民财富出海需求持续增长，国内低利率下客户需求旺盛，叠加美联储降息周期开启，投资收益有望高增。(3) 负债成本：伴随美联储降息，海外子公司负债成本边际改善。

图34：2022年美联储加息明显，2024年开始进入降息周期



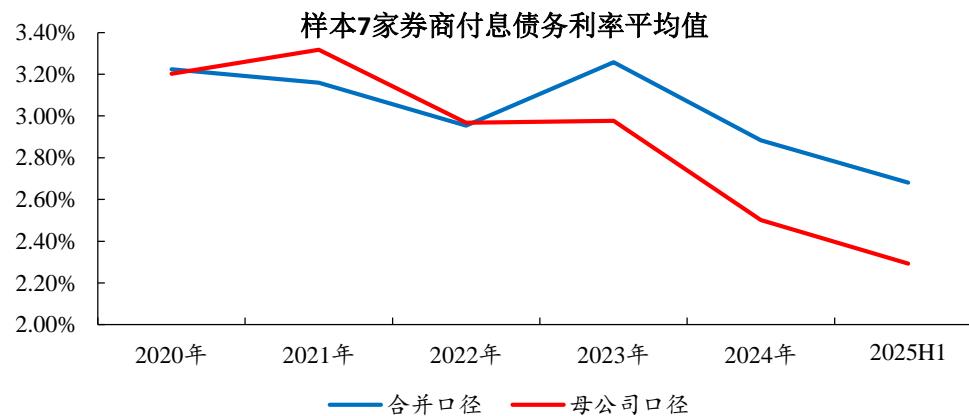
数据来源：Wind、开源证券研究所

图35：多数头部券商海外子公司 ROE 受美联储加息而下降，降息而提升



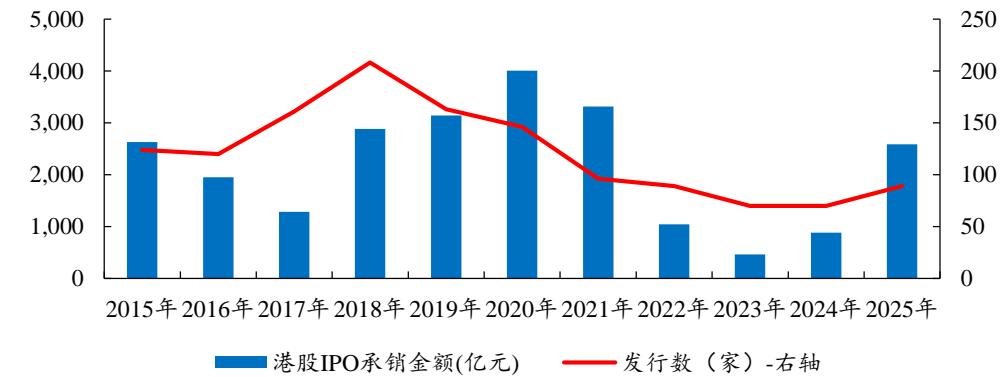
资料来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

注：2025H1 ROE 经年化处理

图36：2023年付息债务利率合并口径提升显著，反映海外子公司融资成本上升


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：(1) 样本 7 家券商包括中信证券、中金公司、国泰君安、华泰证券、广发证券、中国银河、中信建投。(2) 付息债务利率=付息债务利息支出/平均付息债务规模；付息债务规模=卖出回购金融资产+拆入资金+应付短期融资款+短期借款+长期借款+应付债券；付息债务利息支出=利息支出-代理买卖证券款利息支出。上图计算各样本合并口径和母公司口径付息债务利率，并算术平均得到。(3) 2025H1 年数据已年化处理。

图37：2023年后港股IPO金额与数量逐步回升


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：2025年数据截至 2025.11.26

图38：中金、中信港股IPO市占率领先

港股IPO承销业务排名 A股简称	IPO承销规模 (亿港元)					市占率 (%)					IPO承销规模排名				
	2021	2022	2023	2024	2025	2021	2022	2023	2024	2025	2021	2022	2023	2024	2025
中金公司	392.97	255.89	83.46	327.41	424.48	11.15	20.81	17.59	37.11	18.32	2	1	1	1	1
中信证券	226.15	48.37	17.71	52.02	421.54	6.42	3.93	3.73	5.90	18.19	6	8	8	3	2
华泰证券	72.72	105.13	34.82	34.26	226.92	2.06	8.55	7.34	3.88	9.79	12	2	5	5	4
中信建投	13.95	23.24	36.22	25.64	95.61	0.40	1.89	7.63	2.91	4.13	29	16	4	7	6
广发证券	0.65	0.81	4.10	13.26	57.20	0.02	0.07	0.86	1.50	2.47	92	58	24	14	10
国泰君安	29.21	5.26	18.32	9.87	67.90	0.83	0.43	3.86	1.12	2.93	22	31	7	17	8
中国银河	1.51	7.89	1.81	2.25	62.63	0.04	0.64	0.38	0.25	2.70	67	24	40	32	9

资料来源：Wind、开源证券研究所

注：上述各公司承销金额处理方式为，如果有项目披露各券商承销金额，则按照披露信息加工，如果没有披露，则按照算术平均划分；2025年数据截至 2025.11.18

2.4、海外业务满足客户需求，头部券商业务全球布局实现跨越周期

海外业务满足客户跨境需求，提升券商资产负债和收入利润体量，提高业绩稳定性，通过全球资本市场业务布局实现跨越周期。头部券商海外业务已形成一套成熟的体系，核心在于解决客户在全球化背景下的三大核心需求：跨境融资、全球配置与风险管理。（1）投行业务是为通过股权与债券融资，满足中资企业境外融资、外资参与中国市场的双向需求；并购顾问协助企业完成跨境战略整合与资本布局。（2）股票业务一方面服务外资机构进入中国展业，另一方面协助境内资金进行全球资产配置，分散单一市场风险。（3）FICC 业务提供流动性与风险解决方案。通过做市与承销为境内外客户提供流动性，并利用衍生品和大宗商品服务，帮助客户有效对冲利率、汇率及商品价格波动风险。

表9：券商海外业务主要包括投行业务、股票交易业务、FICC 业务三大类

业务类型	业务内容	满足客户需求
投行业务	股权融资业务：首次公开发行、配售、供股、海外首次公开发行等	为中资企业提供境外上市及融资渠道，帮助外资企业参与中国资本市场
	债券融资业务：债务资本市场、杠杆及结构融资、企业风险管理、固定收益承销等	满足中资企业境外融资、外资主体人民币融资需求，以及国际新兴市场企业的美元融资需求
	并购业务：并购融资及投资、跨境并购、反向收购、私有化、资产重组、战略咨询等	协助中资企业进行跨境战略整合与扩张，帮助外资企业优化在华资本布局和实现战略转型
股票交易业务	WFOE 机构服务：为外资私募和公募提供从设立、资金募集到交易运营的全流程服务	协助海外顶级资产管理人进入中国展业，并为其提供强大的境内客户触达和产品代销渠道
	QDII/QDLP 投资者/机构服务：为境内证券、基金公司提供 QDII 交易服务；为 QDLP 管理机构引入境内资金，代销其海外产品，助力境内资金投向海外	满足境内机构和个人投资者全球资产配置、分散单一市场风险的需求
	跨境理财通：从资产、策略、地区等多维度出发进行资产配置，进一步分散风险、降低资产波动	为区域内居民提供了更便捷跨境投资渠道、更多元的投资选择，促进了大湾区金融市场的互联互通
FICC 业务	做市服务：构建利率、汇率、商品全品类服务体系，提供债券销售交易、外汇即期/远期/互换、大宗商品期货交易	为境内外客户提供流动性与交易便利
	承销服务：为境外客户提供国债、政策性银行债、金融债、熊猫债等优质资产，并为中资企业“走出去”进行海外融资提供专业承销服务	帮助境内外客户提供流动性与交易便利
	衍生品服务：通过“互换通”和跨境收益互换，为境内外客户提供挂钩债券、利率、外汇、商品的个性化风险管理与投资解决方案	帮助客户对冲利率、汇率及大宗商品价格波动风险，并实现跨市场的套利和投资策略
	大宗商品交易服务：为实体企业客户提供跨境大宗商品（如能源、金属）套期保值服务，并提供涵盖结售汇、套保的全链条外汇服务	帮助“走出去”的中资企业管理汇率风险敞口，一定程度上保障经营利润的稳定性

资料来源：开源证券研究所

3、中资券商服务中国企业出海具有优势，海外收入体量较国际投行仍有较大提升空间

中资券商在服务中国企业出海方面具有优势。面对企业日益旺盛的出海需求，证券公司在助力本土企业跨境融资、并购及全球资源配置方面起到关键作用，将“金融服务实体经济”的根本宗旨落到实处。凭借对国内产业政策的深刻理解、境内外监管沟通能力、与本土企业长期建立的信任关系以及衔接两地市场的紧密客户网络关系，中资券商在协助企业出海方面展现出显著优势。在港股 IPO 等跨境融资活动中，中资券商已占据主导地位，成功打造了高效的“一站式出海服务链”。这种由本土券商主导的金融护航，不仅赋能企业融入全球产业链，也反向锤炼了中资金融机构的国际竞争力。

我国券商海外收入体量较国际投行仍有较大提升空间。高盛、摩根士丹利、野村证券的 2025H1 海外业务收入占比为 36%、26%、54%。中金公司、中信证券 2025H1 海外收入占比为 31%、21%，中资券商海外收入占比已具一定规模。从绝对金额来看，2024 年高盛、摩根士丹利海外业务收入 1370、1066 亿元人民币，中信证券为 109 亿、中金公司为 53 亿，绝对体量上有较大提升空间。从利润贡献来看，2024 年高盛净利润有 34% 为海外区域贡献，其中欧洲、中东和非洲地区利润贡献 24%，亚洲地区利润贡献 10%。2024 年野村控股税前利润中 29% 为海外区域贡献，其中美国 14%、亚太 11%、欧洲 4%。人员上，2024H1 中金公司境外业务人员有 1114 人，海外人员占比 8%，样本国际投行海外业务人员在万人量级且占比 30% 以上。

图39：国内头部券商境外收入占比在快速提升

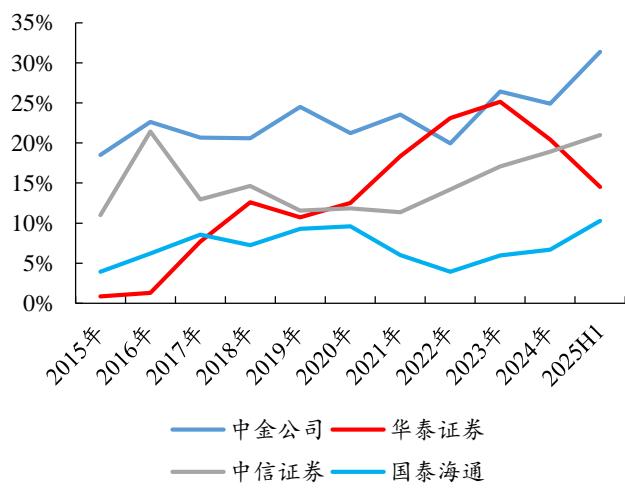
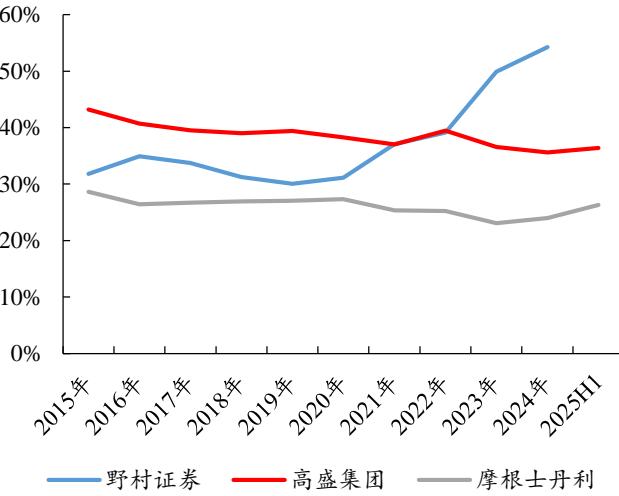


图40：外资券商海外营业收入占比较高且较为稳定

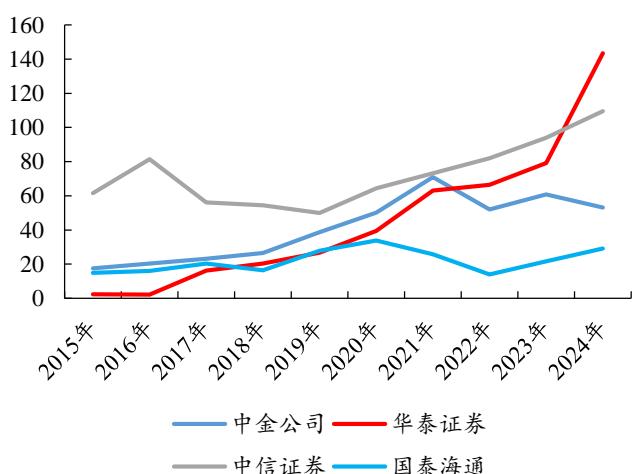


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

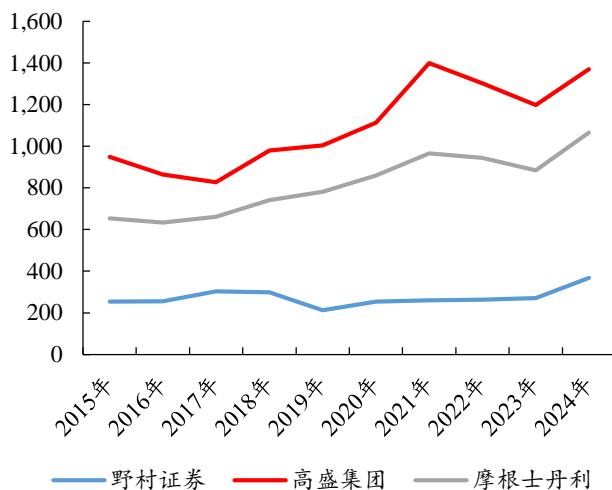
注：野村财年截止日期为每年 3 月 31 日

图41：国内头部海外业务收入百亿体量（亿元，RMB）



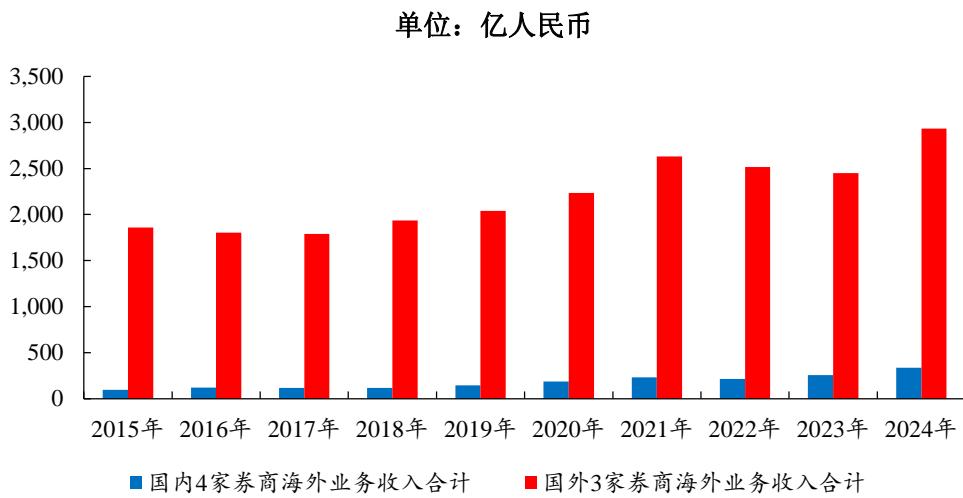
数据来源：Wind、开源证券研究所

图42：高盛海外业务收入已达千亿（亿元，RMB）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图43：我国券商海外收入体量较国际投行仍有较大提升空间



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：国内4家券商为中信证券、中金公司、国泰君安、华泰证券

表10：我国券商海外人员数量上还有较大提升空间

券商	海外员工数	海外员工占比
野村证券	12365	45%
高盛集团	23250	50%
摩根士丹利	27000	34%
中金公司	1114	8%

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

注：中金公司为2024中报数据（后续未披露），其余为2024年报数据

高盛的海外业务拓展并非单一依赖某种固定模式，而是一种高度实用主义的组合策略。其国际化进程可概括为：以自设办事处奠定网络基础，以战略性收购获取关键能力，并凭借深度绑定国家级项目来实现市场突破。(1) 其国际化进程以 1970 年在伦敦设立首个海外办事处为实质性起点。随后通过自建方式快速铺设网络，于 1974 年进入东京和苏黎世，1983 年设立中国香港办事处并于次年确立其亚太总部地位，1994 年进入中国内地市场，1995 年进入巴西圣保罗。这种方式为其奠定了全球业务的地理性基础。(2) 关键业务能力构建上，高盛则依靠战略性收购。1981 年，高盛收购大宗商品交易商杰润公司 (J. Aron & Co.)，是其战略性收购的典范。此举使高盛成功进入并逐步主导大宗商品交易领域，该业务后来与固定收益业务整合 (FICC)，成为其重要的利润支柱。(3) 高盛善于将自身优势与全球重大经济机遇深度结合。例如，在欧洲市场，其抓住 20 世纪 80 年代英国私有化浪潮，通过为英国燃气、英国石油等国企提供创新承销方案树立了声誉。这种深度绑定国家级项目的能力，是其国际化成功的关键。

野村证券收购海外投行后整合未明显见效。野村证券在 2008 年金融危机后，通过收购雷曼兄弟大幅扩张其海外业务，摆脱了日本本土资本市场规模较小、高度证券化、竞争激烈等等限制，实现了收入的大幅增长。但从利润地域贡献来看，欧美区域多为负贡献，成本费用支出较高，一方面因金融危机后的资产减值持续计提以及 2011 年欧债危机导致的市场低迷，另一方面，更深层次的挑战源于内部整合——野村证券以零售经纪见长的传统模式，与雷曼兄弟专注于投行及衍生品的业务结构存在差异，双方在企业文化管理和风格深度融合存在一定难度，推高了运营成本。

图44：高盛净利润以美洲贡献为主，海外业务亚洲利润贡献有限，欧洲中东和非洲地区贡献较多（百万美元）

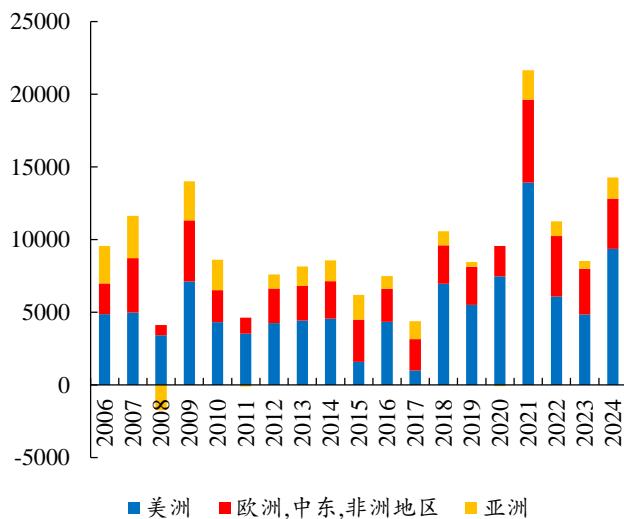
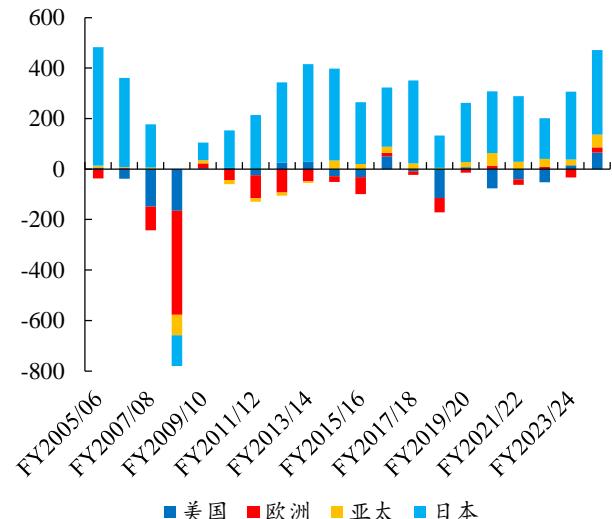


图45：野村控股欧洲和美国区域税前利润多为亏损（十亿日元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：2016 年野村宣布退出欧洲地区股票业务，以进行成本缩减。
2023 年重启欧洲股票业务。

4、投资建议

大国崛起需建设金融强国，券商海外业务迎发展良机。大国崛起的过程中企业出海需求必然旺盛，本土企业深度参与全球竞争，需要一个强大的金融体系保驾护航，因此大国崛起需要建设金融强国，这也对证券公司能力提出了更高的要求。打造一流国际投行，不仅是证券行业自身发展的需要，更是打通“科技-产业-金融”良性循环、最终实现国家崛起战略的关键支点。我们看好本轮慢牛行情下券商海外业务新叙事，供给端看，2025 中报券商国际业务收入同比高增，海外业务综合服务能力持续提升；需求端看，企业出海需求旺盛，低利率催化机构与居民跨境投资需求持续增长；政策面，对外开放机制便利度提升以及监管明确打造国际一流投行为券商海外业务发展提供良好环境。券商海外业务竞争格局向头部高度集中，ROE 更高、杠杆空间更大。当前 A 股赴港上市浪潮正盛，国内跨境投资需求提升，叠加美联储降息周期来临，预计头部券商海外投行收入、投资收益和负债成本持续改善，业务收入利润实现快速增长，考虑海外业务综合实力，我们推荐中信证券、华泰证券、中金公司、国泰海通、广发证券。

图46：受益标的估值表

代码	简称	评级	总市值 (亿元)	净利润 (亿元)				净利润YOY		净利润环比	PB-LF	市盈率P/E		
				2025/11/27	2024A	25Q1-3	2025E	2026E	25Q1-3	2025E	2026E	25Q3	2025/11/27	2025E
601995.SH	中金公司	买入	1,684	56.9	65.7	104.1	141.0	130%	83%	35%	-2%	1.73	16.2	11.9
000776.SZ	广发证券	买入	1,603	96.4	109.3	143.4	187.4	62%	49%	31%	20%	1.27	11.2	8.6
601688.SH	华泰证券	买入	1,896	153.5	127.3	167.5	215.8	+2%/扣非同比+100%	+9%/扣非同比+85%	29%	33%	1.10	11.3	8.8
600030.SH	中信证券	买入	4,088	217.0	231.6	306.0	395.7	38%	41%	29%	32%	1.46	13.4	10.3
601211.SH	国泰海通	买入	3,349	130.2	220.7	275.9	265.3	132%	112%	-4%	81%	1.08	12.1	12.6
600958.SH	东方证券	买入	876	33.5	51.1	69.5	84.2	55%	108%	21%	-19%	1.12	12.6	10.4
002736.SZ	国信证券	买入	1,325	82.2	91.4	118.1	145.4	87%	44%	23%	24%	1.36	11.2	9.1

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：上述标的的盈利预测来自开源证券研究所

5、风险提示

- 全球市场波动风险：全球股市债市波动对证券公司海外业务带来不确定影响；
- 监管趋严风险：监管政策趋严对券商衍生品等业务带来不确定影响；
- 市场竞争风险：行业竞争加剧对券商海外业务带来不确定影响。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持 (underperform)	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现；
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡 (underperform)	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

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

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其实内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

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

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

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

深圳

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

北京

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

西安

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