

投资评级：看好（维持）

证券研究报告 | 行业专题报告

证券II

2026年1月9日



# 券商新周期：盈利上行、格局进化与低估值修复

## —2026年证券行业策略报告

证券分析师

姓名：陆韵婷

资格编号：S1350525050002

邮箱：[luyunting@huayuanstock.com](mailto:luyunting@huayuanstock.com)

姓名：沈晨

资格编号：S1350525090002

邮箱：[shENCHEN@huayuanstock.com](mailto:shENCHEN@huayuanstock.com)

## ■ 2025年行业整体业绩高增，估值与业绩不匹配

- 2025年初至11月28日，证券II（申万）指数累计涨幅为5.6%，跑输沪深300；香港中资券商指数累计涨幅42.7%，跑赢恒生指数10.9pct，AH股行情出现分化，A股券商板块行情较弱或由24年涨幅较高仍需消化估值、券商内部业绩有分化双重因素所致，券商H股行情强势或主要由AH溢价收敛等因素所致。
- 2025年前三季度，42家上市券商合计营收/净利润同比大增43%/62%，年化ROE同比增加2.5pct至7.3%，行业经营业绩大幅提升，各业务条线全面增长。

## ■ 2025年行业趋势演进：并购重组、国际化与科技赋能重塑券商业务生态，市值管理重要性同步提升

- 在并购整合上，在“培育一流投行”政策推动下，行业并购由方案公告阶段进入密集落地期，呈现政策引导与市场化逻辑并行的特征，行业集中度提升路径清晰，头部机构通过整合做强做优，中小机构则加快向差异化、专业化方向分层发展。
- 在国际化布局上，国际业务正由传统配套职能升级为重要的第二增长引擎，2025年以来多家券商加快境外布局，已披露数据的上市券商2025年上半年境外收入同比增长37.3%（剔除华泰口径），反映跨境投行与交易业务景气度持续回升。
- 在科技赋能上，券商科技投入维持高位，AI成为最具代表性的创新方向之一，推动券商服务模式由“交易工具”向“综合金融服务与陪伴式投顾”演进。
- 市值管理重要性显著提升，多家券商将稳定现金分红政策写入公司章程，强化长期、可预期的股东回报机制，行业估值中枢的稳定性有望随之增强。

## ■ 各业务回顾及展望

- **经纪业务：成交放量驱动业绩弹性，26年关注价值转型。**
- 2025年A股交投显著回暖，经纪业务成为全年业绩弹性最大的变量之一，行业经纪收入同比大幅增长。但量价背离下手续费率有所下行，传统通道业务盈利性空间有限，政策鼓励减少价格竞争、推动行业加速向投顾服务、基金代销与资产配置等高附加值财富管理业务转型。展望2026年，若成交额维持增长，经纪业务有望保持向好态势。
- **自营业务：各家券商能力分化，优质机构扩杠杆空间，或是差异化竞争的重点。**
- 2025年自营业务对行业业绩贡献显著提升，已成为最核心的收入来源之一，业绩分化主要取决于权益仓位水平与投资能力。头部券商收益率稳健提升，中小券商弹性更高但波动更大。展望2026年，我们认为，头部机构资本与杠杆约束有望边际放松、“慢牛”市场特征有望持续，自营业务整体有望持续向好，而大类资产配置能力或将成为券商差异化竞争的重点。
- **资管业务：去通道化完成，公募化驱动进入修复通道，资管或为26年业绩关键变量。**
- 2025年券商资管业务整体保持稳健，行业分化明显：头部券商凭借公募化转型实现双位数增长，而中小机构承压。随着公募基金费改三阶段基本落地、新发基金显著回暖，资管业务已进入高质量发展新阶段。展望2026年，在公募管理新规持续推进、新发基金维持高位背景下，头部券商资管业务有望加速修复，预计行业资管业务收入同比+33%。
- **投行业务：筑底完成，科创板融资值得期待，26年或进入明确复苏周期。**
- 2025年投行业务在低基数与政策支持下逐季修复，股权与债券承销同步回暖，港股IPO成为重要业绩增量。展望2026年，权益市场环境改善、科创板“1+6”、并购重组政策加码及科技企业项目储备充足，有望共同推动投行业务进一步复苏。同时，我们预计行业马太效应有望持续强化，优质项目与跟投收益向头部券商集中，头部券商投行业务增速有望显著高于行业平均。

## ■ 2026年投资主线梳理

- **投资主线：**在当前积极稳健的政策环境下，我们认为券商板块仍处于“估值低位 + 业绩修复”的双重改善阶段，是全年具有性价比的配置方向之一。首先，从资金面来看，居民资产配置向权益端倾斜的趋势明确，叠加政策支持机构资金入市，资金基础得到强化。其次，从业务看，券商多项业务线已进入实质性的复苏周期，经纪业务在市场活跃度回升和产品体系创新的推动下有望保持增长，投行业务边际回暖趋势较为确定，公募资管业务增长弹性较强。最后，从政策端来看，行业政策主线明确，短期事件催化充足。综合来看，券商板块处于“基本面改善 + 市场环境友好 + 估值仍具吸引力”的阶段性窗口期，是当前市场中值得持续关注的方向。
- **建议关注：**1) ROE持续提升且稳定的龙头券商。如中信证券、华泰证券和广发证券，wind一致预期下2026年三者的ROE预计达10.1%、9.4%、9.4%，三者PB预计为1.3、1.1、1.1。对比全球顶级券商高盛预计2026年ROE、PB分别为13.6%和2.4，高盛的PB/ROE明显更高，我们认为若26年“慢牛”行情持续演绎，ROE较高的头部券商有望迎来估值提升。  
2) 具备资管和投行业务特色的券商。兴业证券（兴全+南方）、东方证券（汇添富+东方红）公募资管业务壁垒较深，有望受益于权益市场持续向好、新发基金持续高增的市场环境；中金公司为国际化业务护城河明显的头部投行，在国际化趋势明确、投行深度修复的背景下有望全面受益。

➤ **风险提示：**权益市场大幅波动，资本市场政策不及预期，行业竞争加剧，测算偏差风险

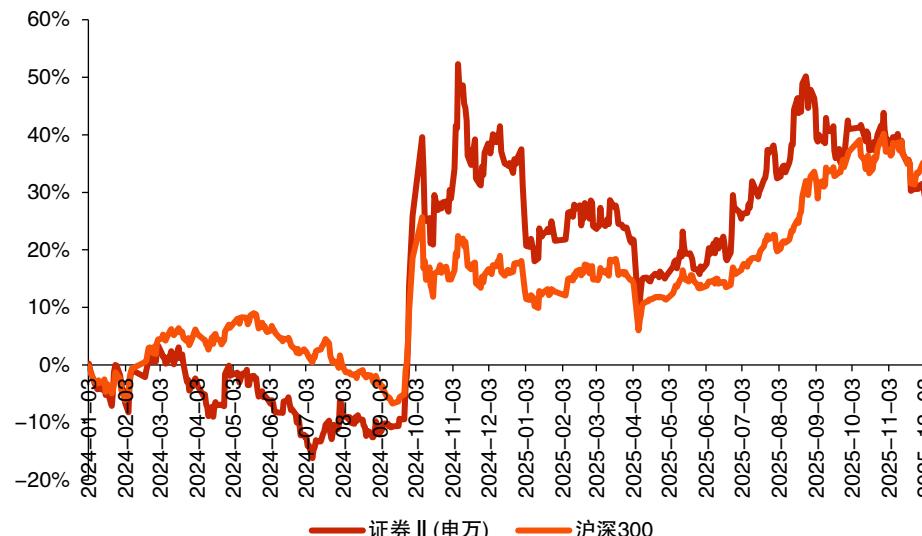
# 25年行情回顾：A股消化估值，港股中资券商强势领跑

- 2025年初至11月28日，证券II（申万）指数累计涨幅为5.6%，跑输沪深300；香港中资券商指数累计涨幅42.7%，跑赢恒生指数10.9pct，两者出现较大分化。
- 我们认为，A股券商板块较弱可能是以下原因：

1) **A股前期涨幅较高仍需消化估值。**在2024年“9.24”政策推动下，券商板块受益于政策和市场情绪的双重改善涨幅较多，9.23-10.31区间涨幅达44%，预计目前仍在估值消化阶段；

2) **券商内部业绩有分化。**以Q3为例，25Q3 A股日均成交额达2.1万亿元，环比Q2增长67%，日均两融余额2.0万亿元，环比Q2增长18%，Q3 Wind全A涨幅达20.5%。权益市场全面向好，券商的经营环境较好，但42家上市券商中有14家券商Q3业绩甚至环比下降，反映出当前行业内各机构分化进一步加剧，部分券商或因大类资产配置能力较弱，Q3未能快速将自营投资重点由债券切换至权益，且综合业务能力较弱可能丢失经纪等市场份额，导致部分券商行情走势较弱，影响板块整体估值。

图：2024年初以来证券II（申万）与沪深300指数累计涨跌幅



图：Q3业绩（扣非）环比增速行业前五和后五家情况

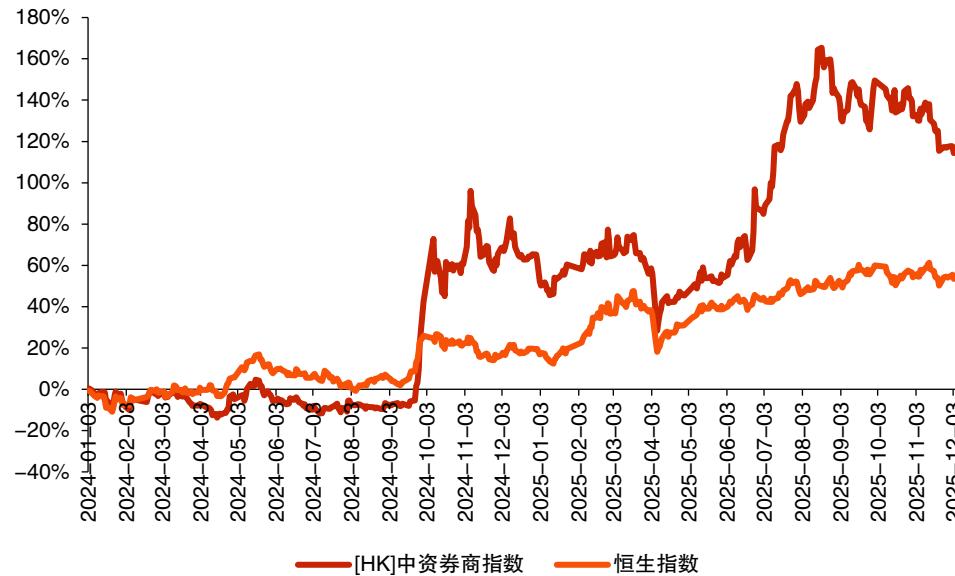


资料来源：wind，华源证券研究

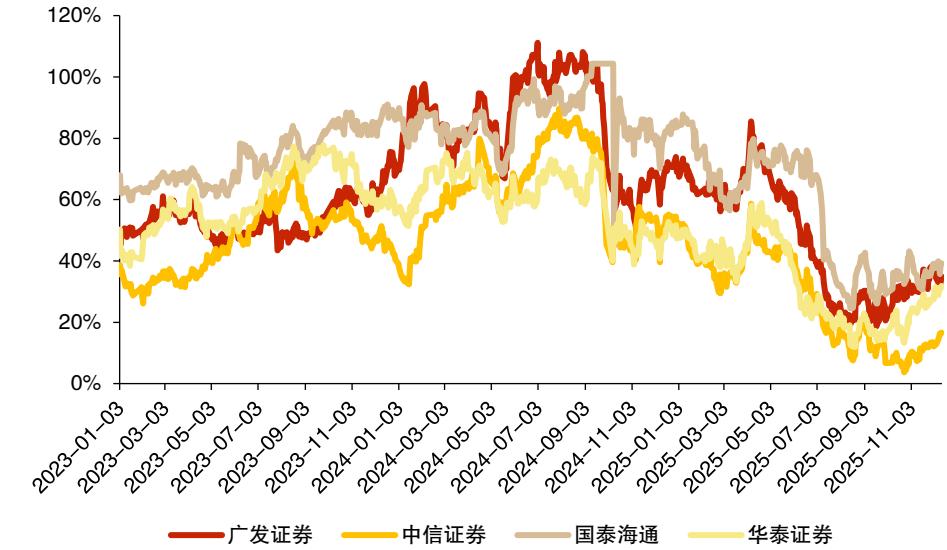
备注：Q3业绩（扣非）环比增速排名剔除天风证券

- H股券商板块表现较好可能是因为此前券商估值H股相较A股折价较多。2025年年初时，券商板块A/H溢价较高，中信、广发、华泰和国泰海通的A/H溢价率分别达52%、70%、49%、84%，彼时港股估值性价比凸显。

图：2024年初以来HK中资券商指数与恒生指数累计涨跌幅



图：2023年以来部分A+H上市券商A/H股溢价率变化情况



- 券商板块内部，各公司行情表现分化，股价表现较好的个股主要有三类：1) 业绩高增的综合龙头券商：广发、华泰、国信，2) 自营业务弹性的券商：东北、长江、华西，3) 有合并重组预期的券商：东兴、信达。

表：42家A股上市券商行情总览

	2025年初至今涨跌幅 (%)		近五年PB分位数		相对证券II (申万) 涨跌幅 (%)		2025年初至今涨跌幅 (%)		近五年PB分位数		相对证券II (申万) 涨跌幅 (%)	
	PB (LF)						PB (LF)					
广发证券	34.06	1.27	78%	28.46	国元证券	1.14	0.96	57%	-4.46			
长城证券	24.42	1.29	55%	18.82	东方证券	0.65	1.14	51%	-4.95			
华泰证券	22.02	1.11	78%	16.42	中原证券	-0.27	1.39	55%	-5.87			
东兴证券	21.02	1.45	86%	15.42	西部证券	-0.28	1.21	56%	-5.88			
东吴证券	19.57	1.07	63%	13.97	国海证券	-0.39	1.20	67%	-5.99			
国信证券	19.38	1.37	67%	13.78	财达证券	-1.68	1.83	13%	-7.28			
信达证券	19.26	2.85	48%	13.66	山西证券	-2.72	1.18	41%	-8.32			
长江证券	19.06	1.23	67%	13.46	申万宏源	-2.84	1.16	48%	-8.44			
东北证券	18.90	1.09	74%	13.30	华林证券	-2.86	5.57	30%	-8.46			
华西证券	17.27	1.04	66%	11.67	太平洋	-3.05	2.83	82%	-8.65			
中银证券	16.07	1.92	53%	10.47	光大证券	-3.12	1.35	50%	-8.72			
兴业证券	9.75	1.04	53%	4.15	中信建投证券	-3.17	2.35	12%	-8.77			
天风证券	7.81	1.79	80%	2.21	西南证券	-3.72	1.14	55%	-9.32			
华安证券	7.06	1.28	64%	1.46	首创证券	-4.54	4.16	42%	-10.14			
中国银河	6.37	1.50	75%	0.77	中信证券	-4.59	1.46	55%	-10.19			
国金证券	6.20	0.97	19%	0.60	方正证券	-5.60	1.28	14%	-11.20			
国泰海通	4.99	1.08	61%	-0.61	南京证券	-5.82	1.65	11%	-11.42			
中金公司	3.81	1.73	11%	-1.79	浙商证券	-9.41	1.37	2%	-15.01			
红塔证券	3.22	1.66	44%	-2.38	招商证券	-12.53	1.20	34%	-18.13			
中泰证券	1.23	1.20	17%	-4.37	第一创业	-16.80	1.69	32%	-22.40			
财通证券	1.21	1.03	18%	-4.39	国联民生	-23.92	1.12	2%	-29.52			

表：H股中资券商行情总览

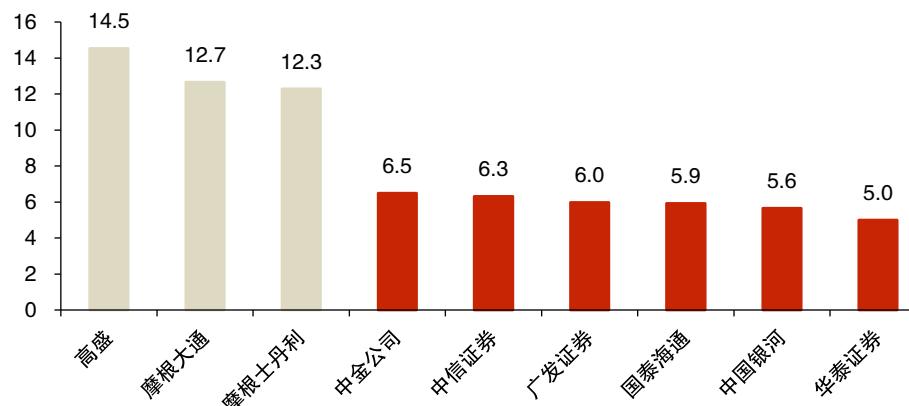
	2025年初至今涨跌幅 (%)	PB (LF)	近五年PB分位数	相对证券II (申万) 涨跌幅 (%)
国泰君安国际	163.32	1.83	92%	120.62
兴证国际	128.80	0.61	96%	86.10
信达国际控股	107.55	0.38	97%	64.85
广发证券	67.10	0.98	91%	24.40
中金公司	49.44	0.92	60%	6.74
中国银河	48.92	0.93	92%	6.22
国泰海通	44.51	1.63	92%	1.81
华泰证券	44.31	0.94	93%	1.61
东方证券	40.64	0.70	87%	-2.06
申万宏源	38.30	0.69	92%	-4.40
中州证券	34.45	0.70	92%	-8.25
交银国际	26.98	1.24	92%	-15.72
中信证券	26.89	1.40	91%	-15.81
中信建投证券	25.85	1.12	82%	-16.85
弘业期货	23.24	1.65	90%	-19.46
光大证券	17.64	0.67	92%	-25.06
国联民生	17.51	1.51	27%	-25.19
中泰期货	10.17	0.24	49%	-32.53
信控国际资本	7.14	-0.17	0%	-35.56
金融街证券	-4.41	0.57	19%	-47.11
招商证券	-4.89	1.03	84%	-47.59
申万宏源香港	-12.88	0.84	82%	-55.58

资料来源：wind，华源证券研究

备注：行情数据截至为2025/11/30收盘价

- 2025年券商行业政策主线明确，监管重心由“规模扩张”转向“功能定位与高质量发展”，2025年12月6日，吴清主席在证券业协会第八次会员大会发表讲话，我们认为此次讲话对当前证券行业指引意义深刻，包含三大重点：
- **从价格竞争加快转向价值竞争。** 2025H1全行业利息净收入262.38亿元，同比增长23.68%，市场两融交易额达14.8万亿元，同比增长74.51%，增速远高于利息净收入增速，显示目前手续费率处于下降趋势。我们认为，政策正大力引导券商财富管理业务从传统的卖方销售向买方投顾转型，从传统的通道服务向综合金融服务转型。
- **对优质机构适当“松绑”，进一步优化风控指标，适度打开资本空间和杠杆限制，提升资本利用效率。** 截至25Q3，42家上市券商平均杠杆率（权益乘数口径）为4.6倍，中信和国泰海通也仅有6.3、5.9倍，而高盛、摩根大通、摩根士丹利的杠杆在12-15之间，差距明显。从风控指标来看，当前头部券商的各项指标均远超监管标准。我们认为，资本利用空间提升后，头部券商有望在科创做市、科创跟投方面加大资金运用力度，以实现服务实体经济和新质生产力发展的使命担当，ROE水平亦有望随之提升。
- **用好并购重组机制和工具，实现优势互补、高效配置。** 自明确提出力争在“十五五”时期形成若干家具有较大国际影响力的头部机构以来，行业内并购重组进展不断，2025年国泰海通合并落地、中金东兴信达重组正式公告，业内整合进度明显加快，预计这一趋势将延续。

图：2025Q3头部券商与国际一流投行杠杆倍数情况



资料来源：wind，华源证券研究

表：截至2025Q3，头部券商风控指标远超出监管要求水平

	风险覆盖率	资本杠杆率	流动性覆盖率	净稳定资金率
华泰证券	357.0%	14.4%	226.1%	155.1%
国泰海通	269.4%	20.2%	241.5%	143.1%
中国银河	251.6%	14.3%	243.6%	159.4%
广发证券	226.9%	11.2%	141.9%	147.6%
中信证券	210.0%	14.0%	149.3%	122.8%
中金公司	196.0%	12.1%	237.4%	139.0%
监管标准	100.0%	8.0%	100.0%	100.0%

- 2025年证券行业迎来新一轮系统性、结构化的政策周期，监管开始全面对行业进行功能重塑与优化引导，有望推动行业从同质化、牌照驱动的传统模式，向差异化、能力驱动的高质量发展范式转型。这一系列政策不仅覆盖行业整体自律管理与分类评价体系，更深入投行、资管、跨境等关键业务领域，形成多层次、立体化的制度体系，显著重塑市场生态，推动金融体系向高质量、可持续方向转型。
- 在行业整体层面，多项明确规定协同发力，重点强调券商功能性的首要地位与差异化能力建设，引导机构明确战略定位，从规模竞争转向专业与服务竞争。
- 在投行业务领域，科创板“1+6”等制度政策，显示当前政策对科创企业、新质生产力相关企业的支持倾向，有望推动股权融资市场回暖，并加速投行提升定价和价值发现能力、向全链条价值服务转型。
- 在资管业务领域，公募基金高质量发展系列规则陆续出台，从销售费用规范到强化业绩比较基准导向，进一步强化投资者保护与长期投资导向，推动行业整体可持续高质量发展。

时间	政策	关键内容	政策影响/意义	
2025年7月	《中国证券业协会关于加强自律管理 推动证券业高质量发展的实施意见》	最大特点是强调券商的功能性，主要内容包括完善自律管理体系、加强保荐承销业务自律管理等七个方面28条措施	推动证券公司从原有牌照驱动转向能力驱动，倒逼券商从通道业务向高价值业务转型	
行业整体	《证券公司分类监管规定》修改	引导证券公司更好发挥功能作用，提升专业能力	引导行业通过资本集约型的模式进行发展，功能性被置于首要地位	
		不再对总的营业收入按排名加分、减少规模类指标重复加分，提升对净资产收益率的加分力度	引导证券公司坚持集约型的发展方向、提升经营效率	
		将经纪、投行、资管等主要业务收入加分由前20名扩大到前30名，按名次加0.25分到2分不等	引导中小机构立足自身禀赋探索差异化发展道路	
		增设代销权益类基金产品、基金投顾发展等专项指标	引导证券公司财富管理领域加快发展	
		增设证券公司自营投资权益类资产、资管产品投资权益类资产专项指标	引导优化自营投资结构，引导长期资金入市	
		提升中介机构高标准专业化服务能力	引导投行业务专业化功能化	
2025年12月	《提高资本市场制度的包容性适应性（学习贯彻党的二十届四中全会精神）》	稳步扩大资本市场高水平制度型开放，加快建设世界一流交易所，培育一流投资银行和投资机构；持续深化并购重组市场改革	支持券商国际化业务，券商并购整合节奏预计加快	
资管	2025年5月	《推动公募基金高质量发展行动方案》	共提出25条举措，强化业绩比较基准的约束作用	
	2025年9月&12月	证监会就《公开募集证券投资基金管理费用管理规定（征求意见稿）》公开征求意见&正式稿发布	增强基金投资行为稳定性，低配行业（如非金融、周期）因基准回补预期，或迎来配置性机会	
	2025年10月	《公开募集证券投资基金业绩比较基准指引（征求意见稿）》	基金降费三阶段已全部完成	公募基金降费第三阶段基本落地
	2025年12月	《提高资本市场制度的包容性适应性（学习贯彻党的二十届四中全会精神）》	规范业绩比较基准设定与变更，要求独立部门监测风格偏离，主动权益基金经理薪酬与基准业绩强挂钩	低配行业（如非金融、周期）因基准回补预期，或迎来配置性机会。
投行	2025年6月	《关于深入推进深圳综合改革试点深化改革创新扩大开放的意见》	提到发展权益类公募基金与指数化投资	支持权益基金和被动投资基金发展，利好公募资管业务
	2025年7月	科创板“1+6”新政落地	允许已在香港联合交易所上市的粤港澳大湾区企业，按政策规定在深圳证券交易所上市。	为大湾区企业打通“H+A”上市通道，促进一级市场融资回暖
	2025年12月	《提高资本市场制度的包容性适应性（学习贯彻党的二十届四中全会精神）》	设立科创成长层（未盈利企业入层，股票加“U”标识）并重启第五套上市标准；允许未盈利在审企业向老股东增资扩股	为未盈利科创企业打通上市主通道，定向支持新质生产力核心领域
		积极发展股权、债券等直接融资，强调以深化科创板、创业板改革为抓手	对一级市场融资业务的大力支持	

- 2025年行业整体业绩大幅提升，2025年前三季度，42家上市券商共计实现营业收入4196亿元，同比增长42.6%，实现归母净利润1690亿元，同比增长62.4%，年化ROE同比增加2.5pct至7.3%。其中，中信证券、华泰证券、长江证券的25年单三季度扣非归母净利水平已超出2015年Q2的水平。截至25Q3，42家上市券商总资产和净资产同比增长25%和16%至14.9万亿元和2.8万亿元，平均杠杆倍数达4.55倍，同比提升0.3。
- 分业务来看，2025年前三季度，经纪/投行/资管/自营/信用业务收入增速分别为74.6%/23.5%/9.4%/51.2%/54.5%，其中，自营和经纪业务收入占比最高，在营收中贡献达45%和27% (yoY+2.5pct/4.9pct)。

表：42家上市券商前三季度业绩总览

亿元；%	2025Q1-Q3	2024Q1-Q3	同比
营业收入	4196	2943	42.6%
归母净利润	1690	1041	62.4%
加权ROE (未年化)	5.6%	3.6%	55.1%
<b>收入结构</b>			
经纪	1118	640	74.6%
投行	252	204	23.5%
资管	333	304	9.4%
自营	1869	1236	51.2%
信用	339	219	54.5%
<b>占比</b>			
经纪	26.6%	21.7%	4.9%
投行	6.0%	6.9%	-0.9%
资管	7.9%	10.3%	-2.4%
自营	44.5%	42.0%	2.5%
信用	8.1%	7.5%	0.6%
<b>总资产</b>			
总资产	148706	118738	25.2%
净资产	28416	24454	16.2%
杠杆率	4.6	4.2	0.3

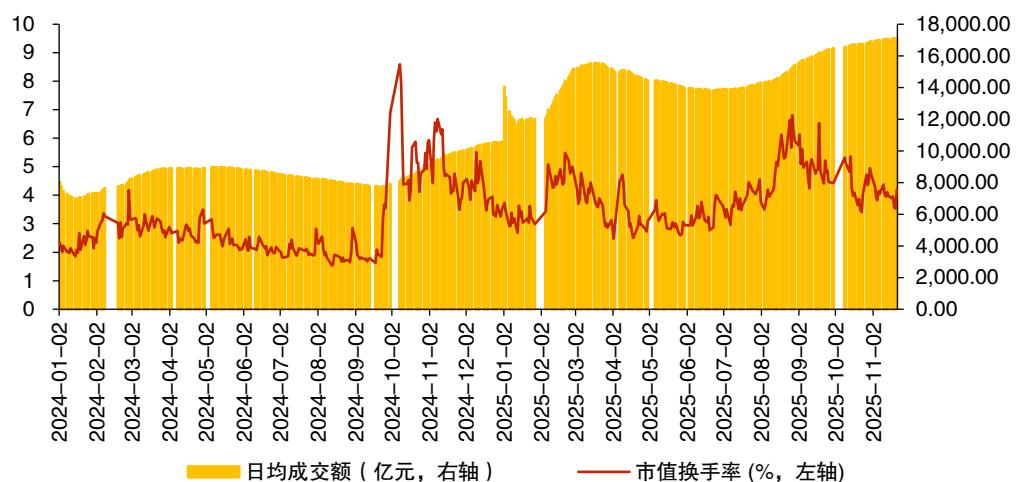
资料来源：wind，华源证券研究

备注：42家上市券商合计值；自营收益=投资收益+公允价值变动损益-对联营企业合营企业投资收益；华泰证券24H2出售美国资管子公司，剔除该因素影响

# 经纪业务：交投回暖带来经纪强劲增长，收入弹性贡献大

- 经纪业务为2025年业绩弹性最大变量之一。2025年初至2025年11月20日，A股股票交易日均成交额达1.7万亿元，相比24年同期大增74%，日均市值换手率3.96%，同比提升1.1pct。A股交投活跃背景下，券商经纪业务全面增长。截至25年三季报，42家上市券商经纪业务共计实现1118亿元收入，同比增长75%，占营收比重同比提升4.9pct至26.6%。金融产品代销业务方面，据基金业协会披露数据，截至2025H1券商代销权益基金保有规模合计1.4万亿元，同比+20%，预计下半年随混合型新发基金回升，代销权益基金规模有望进一步回升。
- 预计2026年股票交易额同比+15%。2025年初至12月15日，沪深两市日均流通市值合计达85万亿元，同比+24%，假设25年全年日均流通市值维持85万亿元，26年同比提升15%，换手率基本维持25年水平，预计26年日均成交额同比+15%。

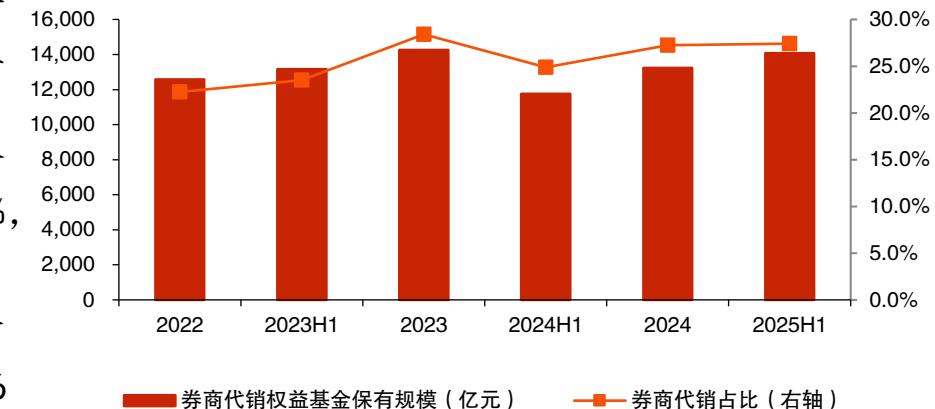
图：2024年以来A股日均成交额和换手率变化情况



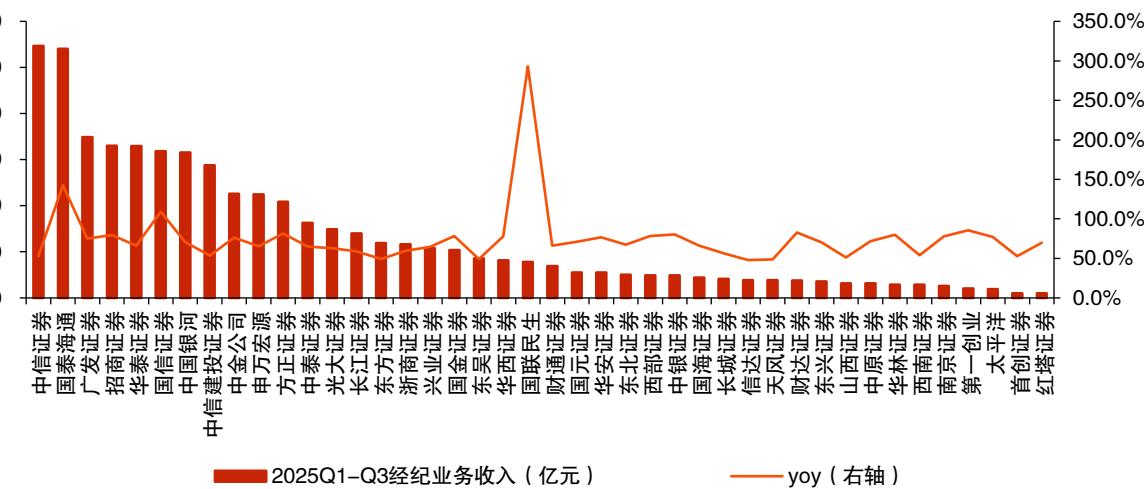
资料来源：wind，华源证券研究

备注：券商代销权益基金保有规模为基金业协会披露的前一百家代销机构中的券商代销规模合计数

图：券商代销权益基金保有规模变化情况



图：2025年前三季度42家券商经纪业务收入及变化



- **自营业务为2025年业绩弹性最大变量之一。**前三季度42家上市券商共计实现自营业务收入1869亿元，同比增长51%（剔除华泰24年出售美国子公司的一次性影响），占总营收比例达45%。
- **自营业绩分化，权益仓位及投资能力是主要影响因素。**2025年三季度末，42家上市券商金融投资余额合计达6.99万亿元，较2024年末增加了15.3%。自营权益类证券及证券衍生品规模为5097亿元，较2024年末增加28%。头部券商中：从权益仓位占比绝对值来看，截至25Q3，华泰、广发、中金、国信的自营权益类证券及衍生品/净资本比例分别为49.9%、48.2%、46.5%、45.4%，对应25前3季度自营收入增速分别为79%、57%、47%、74%。中型券商自营分化进一步加剧：浙商和华西证券的权益仓位较其他中型券商明显更高，均在24Q4-25Q3取得快速增长，前3季度自营收入分别同比141%和123%；而天风、中银、国海证券自营增速大幅跑输行业整体，或主要由于其权益仓位较低，且个别券商权益加仓力度较弱。

表：头部券商自营收入增速和权益仓位变化情况

	Q1-Q3自营收入同比	25Q3自营权益类证券及衍生品/净资本 (%)	24Q4-25Q3自营权益类证券及衍生品/净资本变化 (pct)
--	-------------	-------------------------	----------------------------------

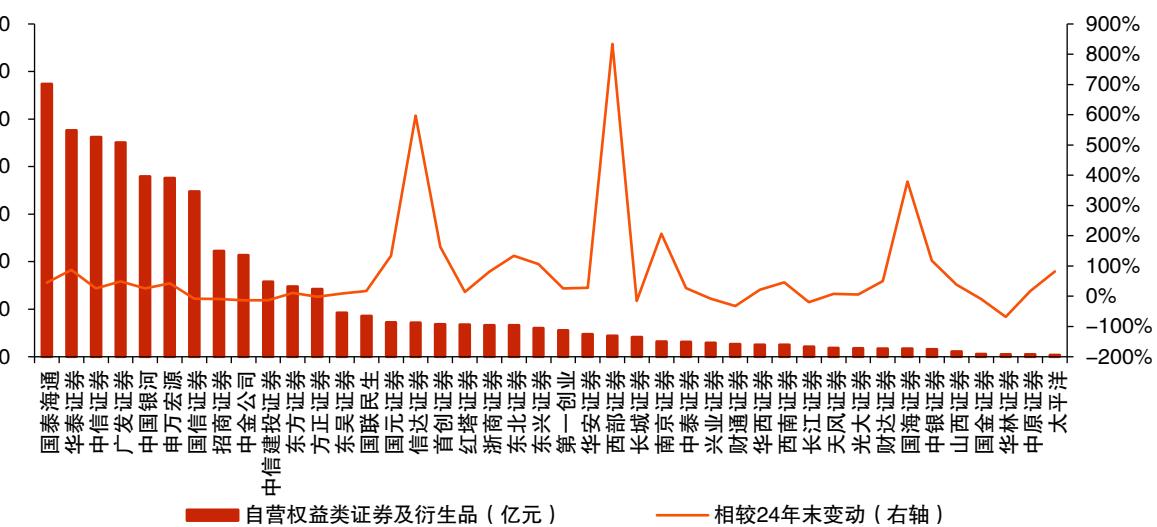
华泰证券	79%	49.9	22.9
广发证券	57%	48.2	16.7
申万宏源	58%	42.2	13.0
中国银河	38%	32.7	5.6
中信证券	46%	30.0	4.2
招商证券	2%	26.4	-1.7
中金公司	47%	46.5	-3.2
中信建投证券	29%	20.0	-4.2
国信证券	74%	45.4	-5.5

表：中型券商自营收入增速和权益仓位变化情况

	Q1-Q3自营收入同比	25Q3自营权益类证券及衍生品/净资本 (%)	24Q4-25Q3自营权益类证券及衍生品/净资本变化 (pct)
--	-------------	-------------------------	----------------------------------

长江证券	290%	8.27	-2.12
浙商证券	141%	25.77	11.4
华西证券	123%	13.64	1.98
中泰证券	79%	11.48	2.7
西部证券	15%	18.14	16.17
天风证券	4%	9.78	-1.64
中银证券	-8%	9.96	5.17
国海证券	-12%	10.63	8.41

图：截至25年3季度末，上市券商自营权益类证券及衍生品余额



- 头部券商收益率稳健提升，中小券商或更具弹性。25Q3，大多头部券商的投资收益率相较Q1、Q2均稳步提升。从42家上市券商25Q3的投资收益率排名来看，中小券商投资收益率表现更具弹性，前五名分别为长江、华安、第一创业、东吴和太平洋，其中华安、东吴和第一创业三季度末权益仓位达25.4%、32.9%、48.9%，预计主要由权益投资驱动较好成绩；大多头部券商投资收益率水平处于中游（5%-8%左右）较为稳健。
- 我们认为，自营业务将成为券商差异化竞争的重要业务：1) 政策端，一方面，2025年《证券公司分类监管规定》修改，券商打分增设自营投资权益类资产指标，权益自营重要性提高；另一方面，近期证监会吴清主席明确表示要对优质券商适度“松绑”，若后续头部券商杠杆空间打开、资本运用能力进一步提高，或将带动头部券商自营占比进一步提高；2) 自营业务主要考验券商自身的投资和资产配置能力而非品牌，或是中小券商走出差异化竞争的有力抓手。
- 预计26年自营业务收入增速36%。截至25Q3，上市券商交易性金融资产规模相较年初增长18%，假设于Q4末环比增长4%；伴随政策鼓励优质机构打开杠杆空间，假设26年交易性金融资产全年+20%，假设投资收益率与25年前3季度保持相当，预测26年全年自营业务收入实现36%增速。

表：上市券商25Q1-Q3单季度投资收益率（年化）变动情况

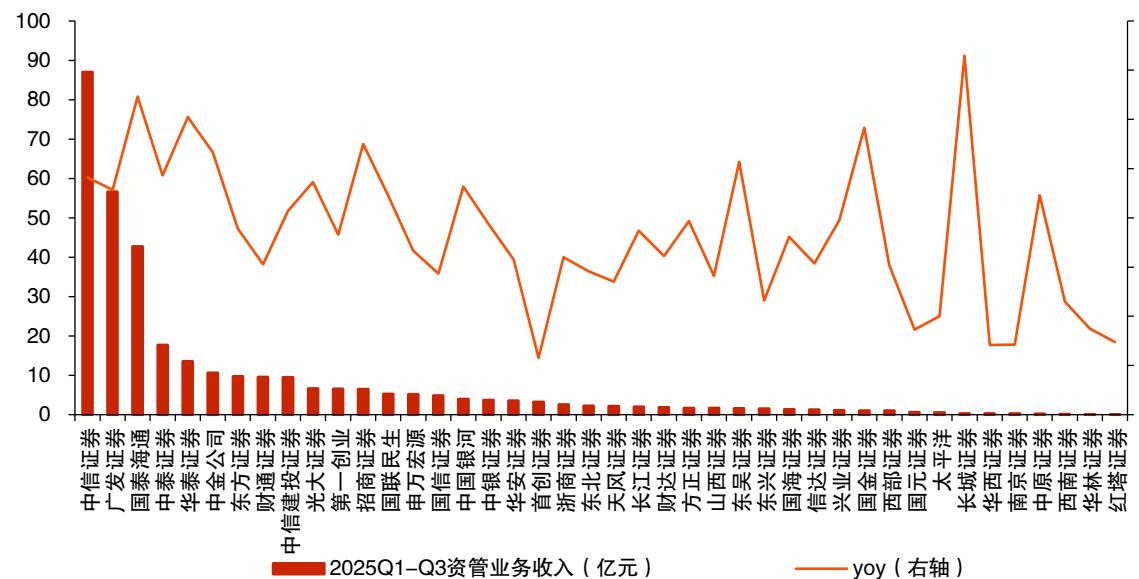
公司	25Q3	25Q2	25Q1	公司	25Q3	25Q2	25Q1	公司	25Q3	25Q2	25Q1
长江证券	19.9%	9.1%	16.0%	国信证券	8.2%	6.7%	5.5%	方正证券	5.2%	5.0%	6.5%
华安证券	13.8%	7.6%	6.4%	申万宏源	7.4%	7.0%	5.3%	财达证券	5.0%	5.2%	1.6%
第一创业	13.6%	12.0%	3.9%	中国银河	7.4%	7.1%	5.7%	中金公司	5.0%	5.4%	4.8%
东吴证券	11.7%	8.4%	9.2%	国泰海通	7.1%	3.8%	3.4%	国海证券	4.8%	4.9%	3.0%
太平洋	11.4%	8.5%	7.5%	西南证券	6.8%	6.2%	3.8%	国联民生	4.7%	7.9%	5.5%
红塔证券	10.3%	13.8%	12.0%	中信证券	6.6%	5.5%	4.9%	国金证券	4.5%	5.1%	7.7%
东北证券	10.2%	5.3%	4.8%	南京证券	6.5%	11.1%	10.1%	中信建投证券	4.5%	5.2%	3.7%
浙商证券	9.3%	8.9%	5.3%	天风证券	6.2%	4.0%	4.9%	光大证券	4.2%	4.1%	2.7%
首创证券	9.1%	11.2%	4.5%	国元证券	5.9%	11.5%	7.9%	西部证券	4.0%	5.5%	3.6%
财通证券	8.6%	8.0%	0.9%	华西证券	5.6%	4.0%	4.7%	山西证券	3.9%	5.4%	4.5%
中泰证券	8.4%	6.0%	3.4%	华泰证券	5.4%	5.7%	4.6%	信达证券	2.7%	6.1%	4.6%
东方证券	8.4%	8.1%	9.5%	招商证券	5.3%	4.4%	2.8%	中银证券	2.6%	1.8%	1.5%
兴业证券	8.3%	5.9%	3.1%	广发证券	5.2%	4.7%	3.7%	中原证券	1.9%	4.7%	1.6%
东兴证券	8.3%	7.7%	5.2%	长城证券	5.2%	9.3%	6.9%	华林证券	-4.4%	44.7%	8.5%

资料来源：wind，华源证券研究

备注：投资收益率 = (公允价值变动损益+投资净收益) / 交易性金融资产平均值

■ 资管业务整体保持稳定，各家成绩方差较大。截至25年三季报，42家上市券商共计实现资管业务手续费净收入333亿元，同比增长9%（剔除华泰24年出售美国子公司影响）。具体来看，各家券商资管业务增速差异较大，头部券商资管业务收入增速大多实现双位数增长，同时，中小券商资管收入多同比下滑。我们认为，券商资管业务收入增速出现分化，一方面是因为头部券商在去通道化和公募化方面转型较早；另一方面是因为较多头部券商投资公募基金，带来部分公募基金的资管业务收入，例如，广发证券旗下的易方达和广发基金25年上半年为其贡献了17%的归母净利润。

图：各券商前三季度资管业务收入及同比变动



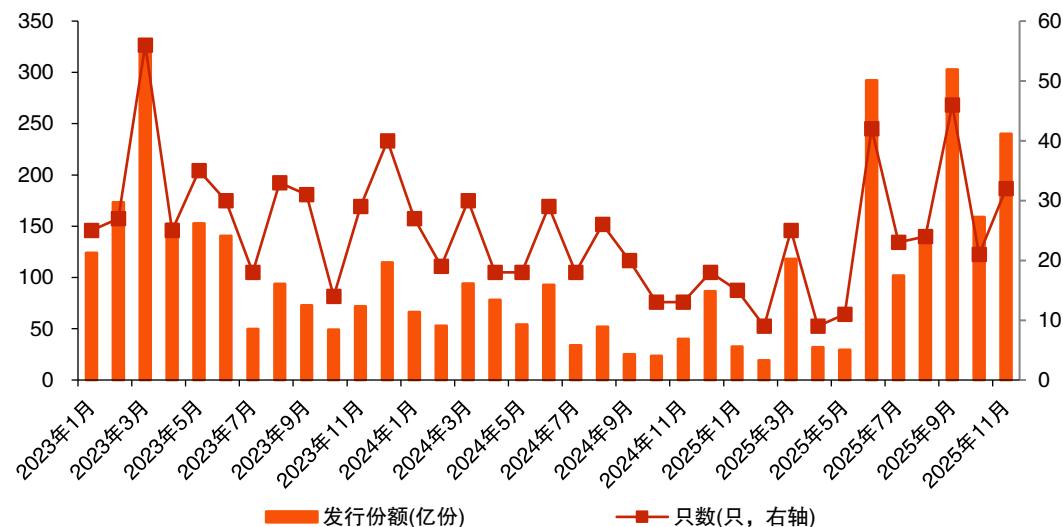
表：部分券商持股的公募基金业绩贡献

		持股比例	公募基金2025H1净利润	业绩贡献
华泰证券	南方基金	41.2%	11.94亿元	7.8%
	华泰柏瑞	49.0%	2.04 亿元	
广发证券	广发基金	54.5%	11.80 亿元	16.5%
	易方达	22.7%	18.77 亿元	
兴业证券	兴证全球	51.0%	7.19 亿元	27.6%

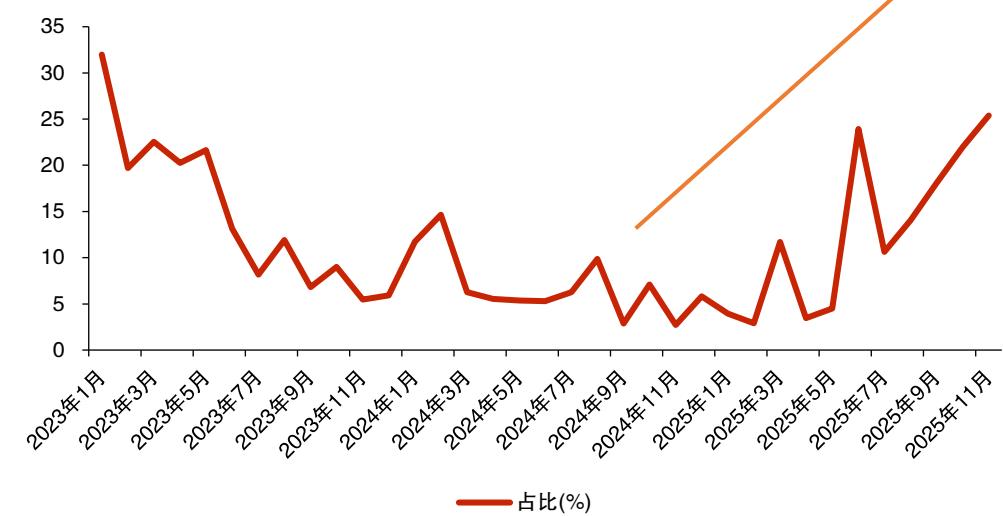
备注：券商对公募基金的持股比例为25年中报数据

- 券商去通道化已经进入尾声，公募化转型趋势明显，新发基金强势回暖，预计26年资管业务有望持续修复。2025年5月，证监会发布《推动公募基金高质量发展行动方案》，9月公募基金三阶段费改正式落地，10月《公开募集证券投资基金管理业绩比较基准指引（征求意见稿）》发布，公募基金行业逐步进入高质量发展阶段。1) 短期来看公募基金降费第三阶段基本落地，基金降费或已接近尾声。2) 自25年6月以来，混合型新发基金份额连续6个月同比正增，11月混合型基金发行份额达240亿份，同比增加498%，环比增加51%。3) 从新发基金份额占比来看，24年11月新发混合型基金占比触底，而2025年11月占比已达到25.4%，呈现明显的V型反弹趋势。考虑到基金发行相较基金业绩具有一定滞后性，预计未来新发基金份额有望持续保持高位。综合来看，券商资管业务未来有望步入稳健发展的新阶段。
- 预计26年资管业务收入增速33%。25Q1-Q3，42家上市券商资管业务收入增速9%（剔除华泰出售国际资管子公司影响），预计公募管理新规落实、新发基金回暖背景下，头部券商资管业务有望在26年深度修复，我们假设各上市券商26年资管业务收入同比增长15%-40%不等，预计26年42家上市券商资管业务合计收入增速达33%。

图：2023年以来混合型基金月度新发行份额和只数变化情况（按基金成立日统计）



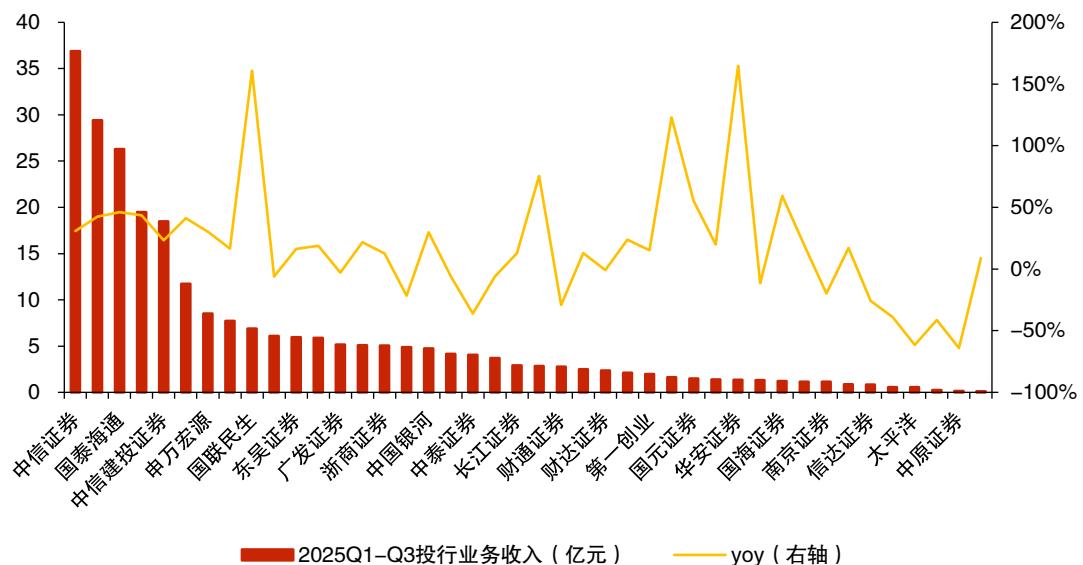
图：2023年以来混合型基金新发份额在全部基金新发份额中占比变化情况（按基金成立日统计）



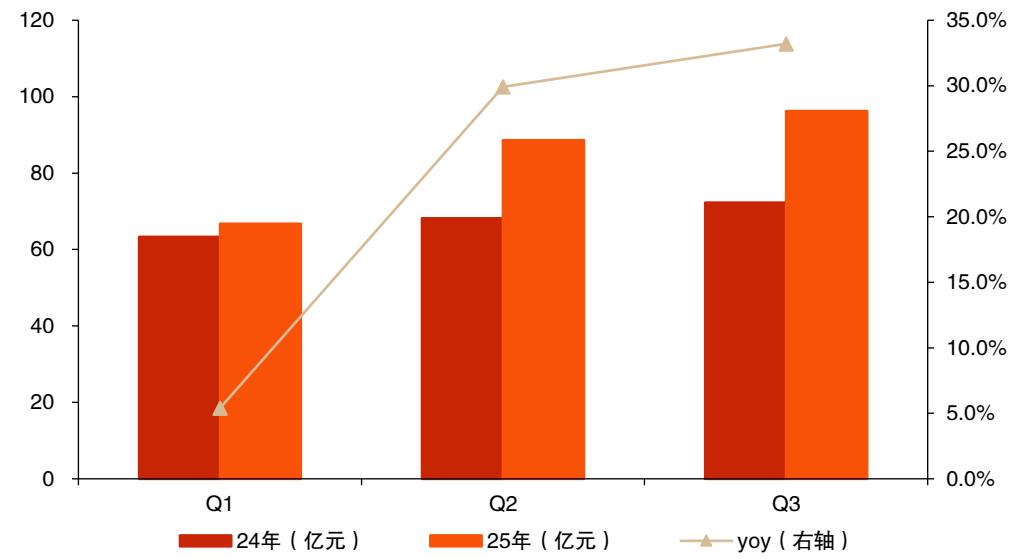
## 投行业务：边际回暖趋势明显

■ 股权融资边际回暖，投行业务筑底修复。23年IPO政策阶段性收紧使得过去两年投行业务增速较为低迷，2025年以来，A股股权融资有所放宽、叠加港股IPO项目数快速增长，行业整体的业务收入边际回暖。2025年单一、二、三季度，42家上市券商投行业务分别实现净收入67亿、89亿和96亿元，同比增速分别达5%、30%和33%，逐季提速。

图：2025年前三季度42家券商投行业务收入和增速



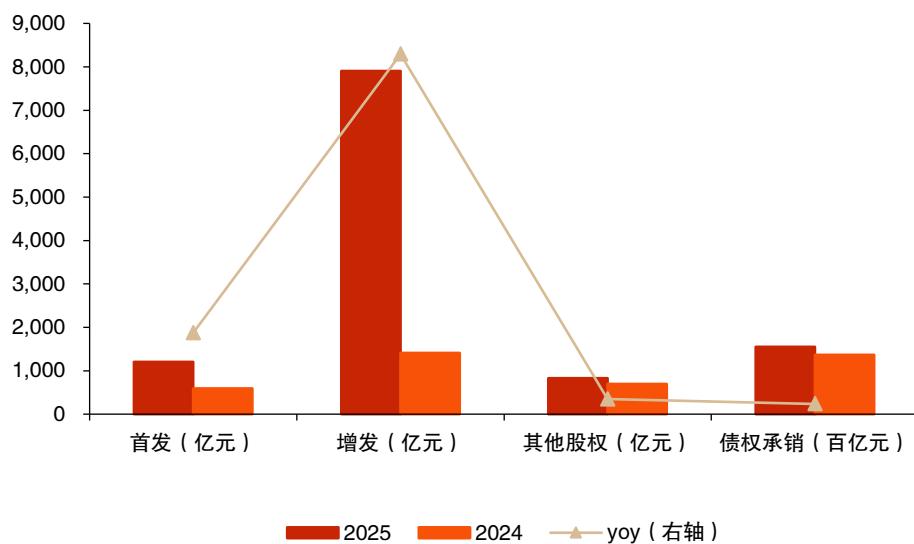
图：2025Q1-Q3投行收入增速持续提升



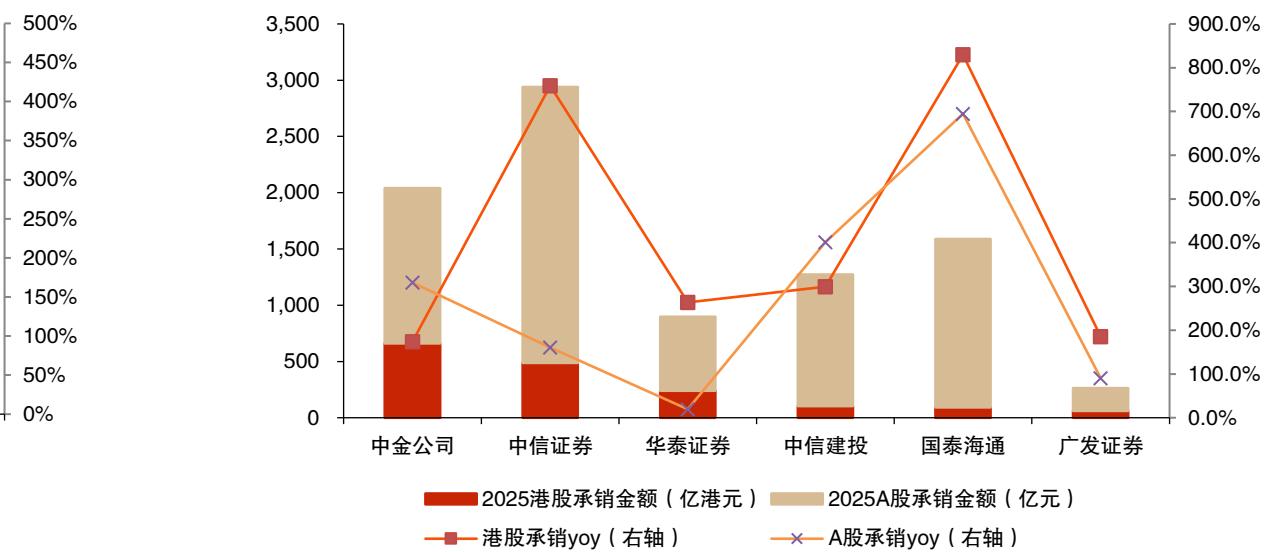
## 投行业务：边际回暖趋势明显

■ 投行各条线均实现增长，头部券商港股承销贡献较高增长。截至2025年12月12日，2025年股权承销合计金额达9935亿元，同比大幅增长269%；债券承销金额15.5万亿元，同比增长13%，股债均实现增长，股权条线由于低基数增长显著。其中，2025年IPO、再融资承销金额分别为1202和7906亿元，同比增长104%、461%。再融资金额同比高增，一方面由于2025年四大行定增带来较多业务量，另一方面系新“国九条”、“并购六条”出台以来，监管大力支持头部机构整合、优化上市公司质量，资本市场并购重组案例大幅增加；IPO业务实现快速增长主要系24年同期低基数影响，并且港股承销成为2025年头部券商投行业绩主要增量，部分头部券商（如中信证券、华泰证券、国泰海通、广发证券）2025年港股的承销金额增速已高于A股的承销金额增速。

图：2025年股权和债权承销金额及同比变化情况



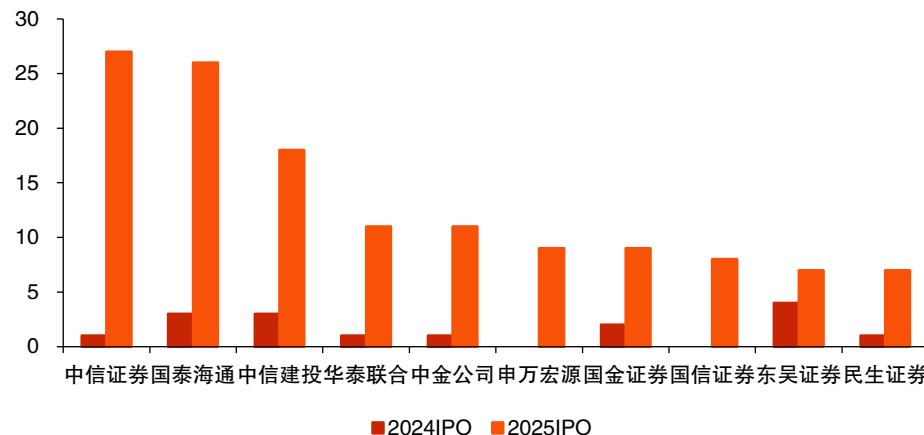
图：2025年部分头部券商港股承销增速超出A股承销增速



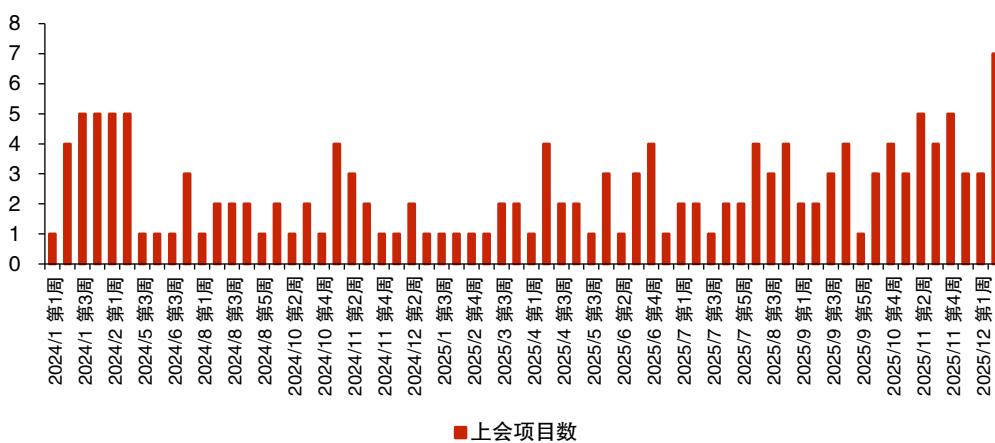
备注：数据截至2025/12/12

- 往后看，我们认为投行业务有望在2026年进一步迎来复苏：
- 第一，市场环境改善提供了更有利的发行背景，权益市场震荡上行、机构增量资金持续回流，“慢牛”格局初步形成，为一级市场发行创造了更稳定的定价环境和投资者预期，有助于推动企业加快上市与再融资节奏。
- 第二，政策端利好频发，一级市场融资活跃度有望回升。2025年6月，中办、国办印发《关于深入推进深圳综合改革试点 深化改革创新扩大开放的意见》，提出“允许在港上市粤港澳大湾区企业按规定在深交所上市”；2025年7月，科创板“1+6”新政落地，给未盈利的科创类企业提供更多融资机会；12月，证监会主席吴清发表文章和讲话，明确“积极发展股权、债券等直接融资”、重点强调要“适应科技企业研发投入大、经营不确定性大、盈利周期长等特征，加力实施更具包容性的发行上市、并购重组等制度”，投行业务政策端利好信号明确。
- 第三，项目储备充足，科技企业融资活跃。1) 12月IPO上会数量创新高。2025年截至12月9日，A股新增IPO受理项目达204家，接近2024年同期的5倍；12月第2周上会数量创近两年周度上会数新高。2) 港股IPO市场显著回暖，大陆企业赴港上市案例正在快速增加。截至11月22日，已有544家境内企业进行香港发行证券备案，是24年同期的2.7倍，预计港股IPO承销有望成为重要增量。

图：2025年IPO受理项目数量前十家券商的项目数变化情况：个



图：2025年12月第2周IPO单周上会项目数创近两年新高：个



■ 3) 硬科技行业融资加速活跃。2025年12月“国产GPU双子星”摩尔线程、沐曦股份接连登陆科创板，我们认为，科创板融资活跃主要有两方面利好：一是直接贡献承销保荐费收入，二是贡献丰厚的跟投投资收益。截至2025年12月31日数据，我们测算，保荐券商在2025年的19家IPO获战略配股，有11家跟投收益已超过承销保荐费收入。

表：2025年券商参与跟投的IPO详情

名称	上市日期	跟投获配比例(%)	保荐人	承销及保荐费(百万元)	跟投收益(百万元)
强一股份	2025-12-30	3.00	中信建投	192	167
健信超导	2025-12-24	5.00	广发证券	60	49
优迅股份	2025-12-19	4.00	中信证券	71	109
昂瑞微	2025-12-16	3.00	中信建投	113	48
沐曦股份	2025-12-17	2.38	华泰联合	267	454
百奥赛图	2025-12-10	4.00	中金公司	99	49
C摩尔-U	2025-12-05	2.00	中信证券	392	663
恒坤新材	2025-11-18	4.00	中信建投	82	88
必贝特-U	2025-10-28	3.75	中信证券	90	38
西安奕材-U	2025-10-28	2.16	中信证券	92	176
禾元生物-U	2025-10-28	3.00	国泰海通	144	107
屹唐股份	2025-07-08	3.00	国泰海通	92	142
影石创新	2025-06-11	3.10	中信证券	158	238
汉邦科技	2025-05-16	5.00	中信证券	37	19
胜科纳米	2025-03-25	5.00	华泰联合	44	35
海博思创	2025-01-27	4.65	中泰证券	66	477
兴福电子	2025-01-22	4.00	天风证券	82	103
思看科技	2025-01-15	5.00	中信证券	46	51
赛分科技	2025-01-10	5.00	中信证券	25	34

表：2025年券商跟投收益及对业绩贡献情况测算

	跟投投资收益(百万元)	25E归母净利润(百万元)	25年IPO跟投收益/25E归母净利润
中信证券	1327	29362	4.5%
华泰证券	488	17114	2.9%
中泰证券	477	1512	31.5%
中信建投	304	10849	2.8%
国泰海通	250	26965	0.9%
天风证券	103	193	53.6%
广发证券	49	13643	0.4%
中金公司	49	8688	0.6%

一批科技独角兽企业正上市辅导，我们预计有望为保荐券商带来跟投+保荐费双重收益。存储芯片、机器人、商业航天等领域有较多优质科技企业仍在上市辅导阶段，伴随监管层对科创企业支持力度增强、审核标准逐渐灵活包容，科技独角兽企业有望加快上市进程。当前，全球AI算力热潮持续推高科技独角兽估值，若长存集团、长鑫科技等科技独角兽顺利上市，有望为其保荐机构带来可观跟投收益。

表：部分硬科技企业上市进度

公司名称	重点领域	上市阶段	承销保荐机构
蓝箭航天	商业航天	2025/12/18日上市辅导完成，2025/12/31IPO审核状态变更为“已受理”	中金公司
宇树科技	人形机器人	2025/11/10完成辅导验收	中信证券
乐聚智能	人形机器人	2025/10/30上市辅导备案	东方证券
星河动力	商业航天	2025/10/22上市辅导备案	华泰联合
天兵科技	商业航天	2025/10/17上市辅导备案	中信建投
长鑫科技	存储芯片	2025/10/10上市辅导验收，2025/12/30IPO审核状态变更为“已受理”	中金公司、中信建投
武汉新芯	存储芯片	2025/9/29IPO审核状态变更为“已回复”	国泰海通、华源证券
长存集团	存储芯片	2025/9/25完成股改	暂未确定
微纳星空	商业航天	2025/9/15上市辅导备案	国泰海通
本源量子	量子计算	2025/9/15上市辅导备案	中信建投
屹信航天	商业航天	2025/8/1上市辅导备案	国联民生
中科宇航	商业航天	2025/8/12上市辅导备案	国泰海通
瀚博半导体	国产GPU芯片	2025/12/30上市辅导完成	中信证券
爱思达航天	商业航天	2025/6/16上市辅导备案	中金公司
粤芯半导体	芯片制造	2025/12/19启动IPO申请,2025/12/28IPO审核状态变更为“已问询”	广发证券
吉姆西半导体	半导体专用设备	2024/11/18上市辅导备案	中信证券

资料来源：wind，中国证监会等，华源证券研究

备注：信息截至2026/1/8

- 未来我们认为投行业务的头部集中格局将进一步加强。
  - 1) 目前融资政策倾向科创企业，科技企业上市对投行的专业能力要求较高，市场化筛选下中小机构缺乏竞争力，部分中小券商无法仅靠区域优势承揽本土项目；另外，较多科技独角兽已处于上市辅导进程，多为头部券商承担保荐人，优质项目预计将为头部券商带来丰厚跟投收益，进一步增厚业绩。
  - 2) 2025年以来监管多次强调券商功能性的的重要性，明确要求“提升中介机构高标准专业化服务能力”，头部券商人才、资源、承做经验优势集中，在重视功能性的背景下更有望承揽到优质项目。
  - 3) 预计在政策支持头部机构扩杠杆的背景下，头部投行资本实力有望上一个台阶，为企业提供更好的“投行+投资”协同服务，优质项目资源进一步向头部倾斜。
  - 4) 2025年由于港股IPO回暖，港股项目成为投行业绩的关键变量。港股承销需依靠券商境外子公司布局资源、集团和子公司之间的良好协同，对券商的资本实力具有较高门槛要求，出海趋势延续下头部券商比较优势明显。
- 预计26年投行业务有望实现明显增长。25Q1-Q3，42家上市券商投行业务收入增速23.5%，显示出政策支持下的边际修复。展望2026年，在政策持续鼓励科技创新、优化融资审核机制的背景下，预计行业整体投行业务将保持较强增长动能，尤其是科创板相关项目有望进一步放量；同时，行业集中度预计继续提升，头部机构或更为受益。

- 并购重组仍然是监管支持的发展主线。
- 2023年10月，中央金融工作会议首次提出“培育一流投资银行和投资机构”。
- 2023年11月，证监会表态支持头部证券公司通过并购重组等途径提升综合实力，实现做优做强。
- 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）》，为券商高质量发展明确路线图。第一阶段，力争通过5年左右时间，形成10家左右优质头部机构引领行业。第二阶段，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。第三阶段，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。同时，意见明确支持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。
- 2024年4月，新“国九条”出台，提出“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”，再次明确对这一发展方向的支持。

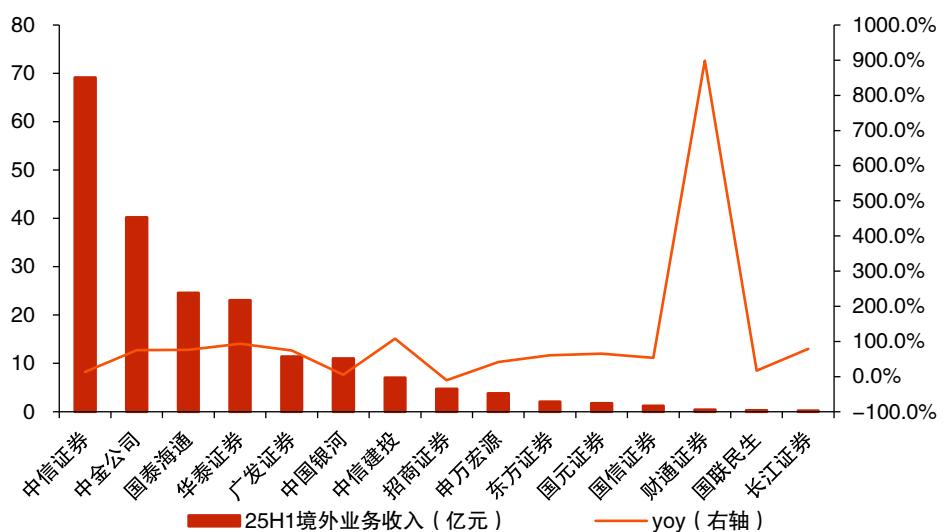
- 25年以来行业并购重组进展不断。
- 一方面有多起新的并购重组方案正式公告，如11月19日中金公司公告拟换股吸收合并同为中央汇金旗下的东兴证券和信达证券并于12月公布预案，3月湘财证券和大智慧公布重大资产重组预案并于10月在湘财股份股东大会审议通过吸收合并草案。
- 另一方面，24年公告的整合并购方案逐渐落地：如国泰君安和海通证券24年9月宣布合并重组，25年3月换股吸收合并及募集配套资金发行A股股份登记已完成；西部证券24年6月首次公告筹划以支付现金方式收购国融证券控股权，25年9月即完成股份过户登记，正式持有国融证券64.5961%股份；国信证券24年8月首次公告拟通过发行A股股份购买万和证券股份，25年8月，证监会正式批复国信证券收购万和证券96.08%股份的交易。
- 我们认为，券商并购呈现出“政策驱动与市场逻辑并存”的特征。一方面，监管理通过顶层设计明确鼓励头部机构做大做强，为行业整合提供了政策方向指引；另一方面，在佣金下行、同质化竞争加剧的市场环境中，机构自身通过并购提升规模效应、补齐业务短板、获取稀缺牌照的内在需求同样迫切。我们认为，未来具有并购重组机会的券商基本分为两类：一是资本实力雄厚、属于同一国资体系下的头部券商，响应“培育一流投资银行”政策呼声，通过合并继续做大做强；二是具有业务特色和地域资源禀赋的区域中小券商，通过合并重整实现横向能力拓宽。

表：25年以来证券行业并购重组事件进展

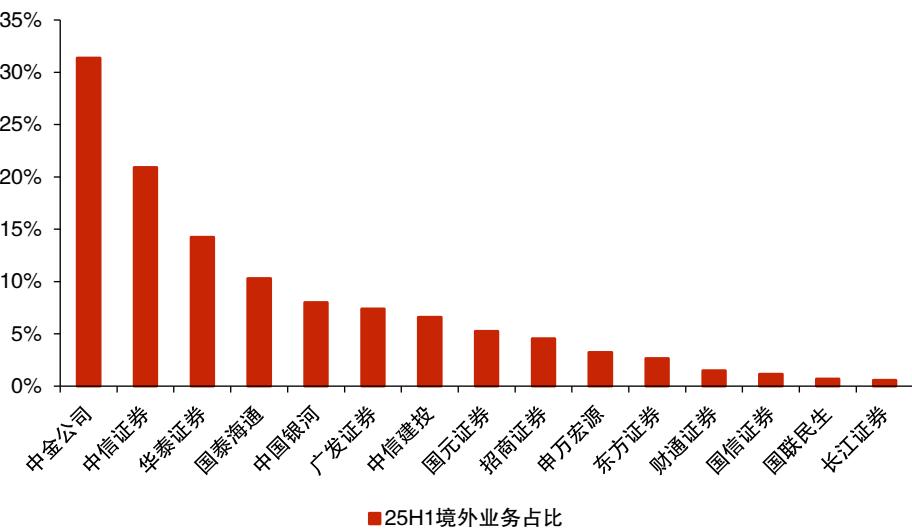
类别	并购主体/方案	关键时间点	当前进度
新公告 (2025)	中金公司 × 东兴证券 × 信达证券	2025/11 公告拟换股吸收合并	公告阶段
新公告 (2025)	湘财证券 × 大智慧	2025/03 发布预案；2025/10 股东大会通过	股东大会已通过
落地 (2024→2025)	国泰君安 × 海通证券	2024/09 公告；2025/03 完成换股吸收合并	并购落地
落地 (2024→2025)	西部证券 × 国融证券	2024/06 公告；2025/09 完成过户	并购落地
落地 (2024→2025)	国信证券 × 万和证券	2024/08 公告；2025/08 证监会批复	证监会正式批复

- 券商出海提速，国际业务已从“配套服务”逐渐转变为第二“增长引擎”。据wind数据，2025年上半年和2024年全年，披露了境外业务收入的15家券商，合计实现境外收入201亿元和402亿元，分别同比增长37.3%（剔除华泰口径）和31.1%。国际化业务已成为券商业绩的重要驱动，部分头部券商（中金、中信）的国际业务收入已达20%以上，国元、财通、长江等中小券商当前国际业务占比仍然较低未来有较大的提升空间。
- 25年以来多家券商在境外加大布局。25年中国香港一二级市场迅速回暖，如东北证券、第一创业、国元证券和华安证券均公告计划在香港设立子公司开展证券业务；已有境外子公司的券商也在加大投入力度：招商证券公告，同意全资子公司招证国际，向其全资子公司分次增资不超过90亿港元，其中首次增资对象为招商证券（香港）有限公司，增资规模不超过40亿港元；同时，顺应中资企业出海趋势以及加大在一带一路地区的服务能力，东南亚也成为券商海外布局的重点区域，如国泰海通近期公告拟收购印尼证券公司。

图：2025H1券商境外业务收入及增速

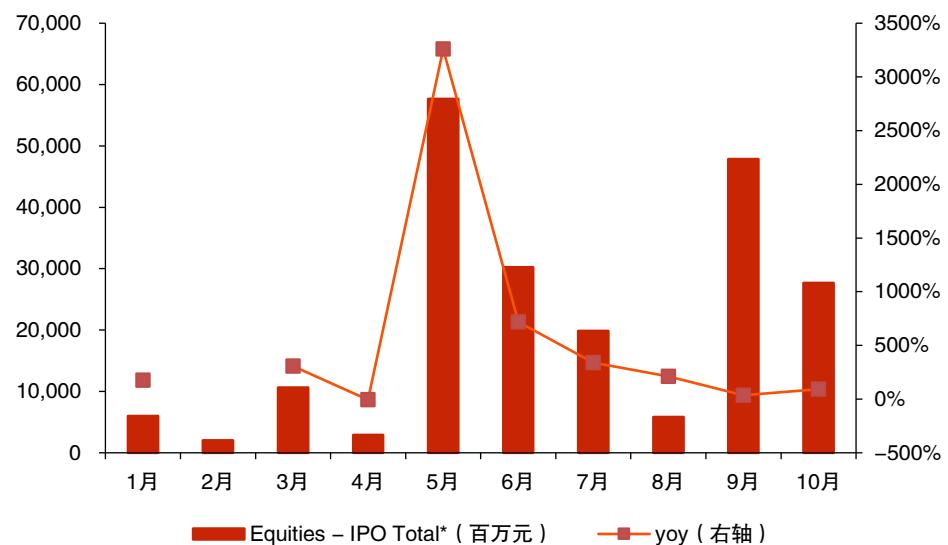


图：2025H1券商境外业务收入占比情况



- 2025年券商境外业务以港股IPO、衍生品业务和财富管理为核心。
- 港股IPO市场快速回暖，中资券商承销表现强势。25年前10个月，港交所IPO数量和募集资金达到81家和2106亿港币，分别同比增加50%和202%，港股投行IPO市场份额前十家券商中有7家为中资券商，合计份额达59%。
- 权益市场行情向好，预计跨境衍生品业务发展良好。截至25H1，华泰证券公司收益互换和场外期权存续规模分别为942亿元、1449亿元，相比24年末分别增加11%、8%；长江证券权益类收益互换资产余额相比24年末增长了31%。

图：港交所2025年IPO月度募集资金变化情况

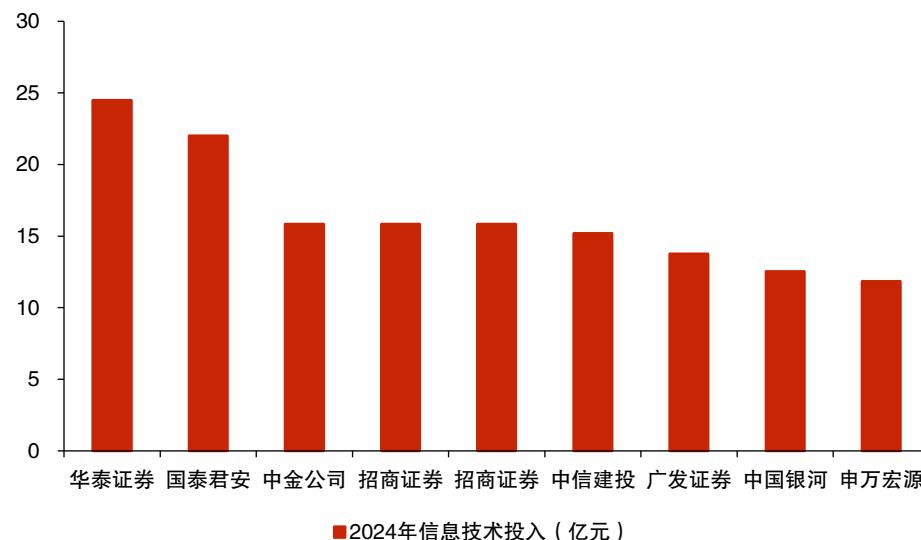


表：港股IPO承销TOP10承销金额和份额

机构名称	募集资金 ( 亿港元 )	市场份额 ( % )
中国国际金融(国际)有限公司	424.48	19.07
中信里昂证券有限公司	421.54	18.93
Morgan Stanley	237.99	10.69
华泰金融控股(香港)有限公司	226.92	10.19
Merrill Lynch(Asia Pacific)Limited	107.85	4.84
高盛(亚洲)证券有限公司	89.56	4.02
国泰君安证券(香港)有限公司	67.90	3.05
中国银河国际证券(香港)有限公司	62.73	2.82
广发证券(香港)经纪有限公司	57.20	2.57
招银国际金融有限公司	46.41	2.08

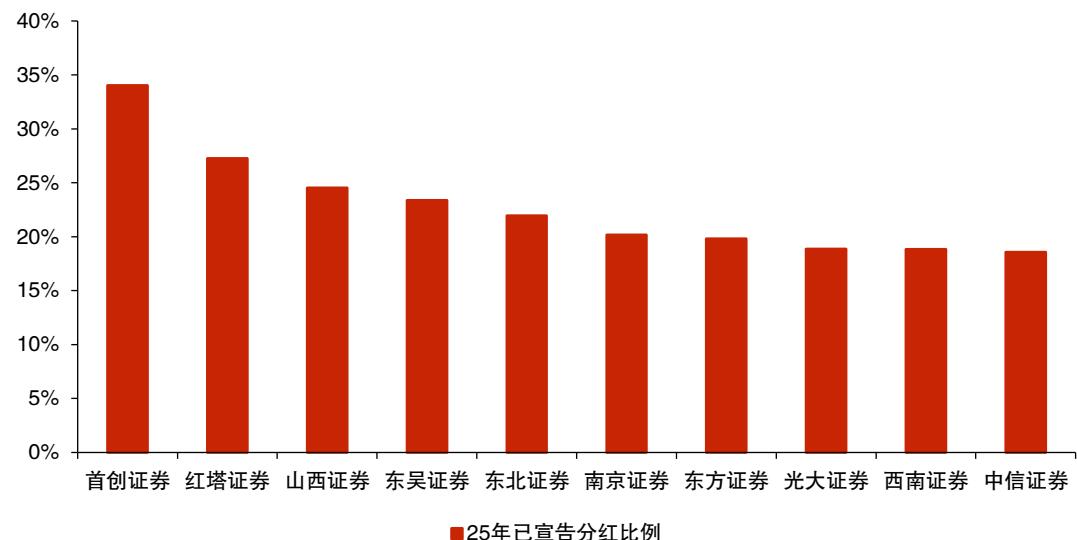
- 近年行业层面愈发重视以科技提升经营效率，各大机构持续在 IT 投入、数据能力建设以及智能化交易服务方面进行布局。在披露了信息技术投入的上市券商中，有9家券商24年信息技术投入金额超10亿元，另外，光大证券、红塔证券、南京证券24年信息技术投入金额均达同比两位数增长。
- 在此基础上，AI 技术正成为科技投入中最具代表性的创新方向之一，各家券商也开始将 AI 从辅助工具提升为业务流程的重要组成部分。25年10月，华泰上线独立APP“AI涨乐”，打破了传统券商App仅“内嵌AI模块”的局部优化模式，将AI能力贯穿于选股、交易、分析等关键环节，实现了“从工具到伙伴”的颠覆式创新。基于“ALL in AI”战略，国泰海通推出的“君弘灵犀”是业内首个千亿参数的多模态证券垂类大模型，25年1月，其整合君宏灵犀大模型的快响应能力和DeepSeek-R1的“慢思考”，进一步推出AI投教和信用AI服务。

图：2024年信息技术投入金额超10亿元的券商



- 在新“国九条”政策引导下，券商行业对市值管理的重视程度持续提升，多家上市券商将稳定的现金分红政策明确写入公司章程，致力于构建可持续的股东回报规划，以保障利润分配机制的连续性和稳定性。
- 从分红金额看，2025年有35家券商宣告进行中期/三季度现金分红，合计分红金额约219亿元；从现金分红比例看，有多家券商中期分红比例在30%（含）以上，股东回馈力度较大，西南、西部证券更是连续进行中期分红和三季度分红。2025年以来，部分券商公布了2025-2027三年股东回报规划，其中方正证券提出未来三年以现金方式累计分配的利润不少于该三年实现的年均可分配利润的45%，东吴证券更是明确提升分红比例，将每年以现金方式分配的利润不少于当年实现的可供分配利润的比例由原来规划中的30%提高至50%。可以看到，上市券商的中期分红已变得更加常态化和普遍，或表明在监管与市场的双重塑造下，一个更加注重股东回报和市值管理的行业新生态正在形成。

图：25年前三季度分红比例前十家券商



- 在当前积极稳健的政策环境下，我们认为券商板块仍处于“估值低位 + 业绩修复”的双重改善阶段，是具有性价比的配置方向之一。首先，从资金面来看，居民资产配置向权益端倾斜的趋势明确，叠加政策支持机构资金入市，资金基础得到强化。其次，从业务看，券商多项业务线已进入实质性的复苏周期，经纪业务在市场活跃度回升和产品体系创新的推动下有望保持增长，投行业务边际回暖趋势较为确定，公募资管业务增长弹性较强。最后，从政策端来看，行业政策主线明确，短期事件催化充足。
- 在行业整体发展向好的基础上，我们建议关注两类券商：
- 1) ROE持续提升且稳定的龙头券商。如中信证券、华泰证券和广发证券，wind一致预期下2026年三者的ROE预计达10.1%、9.4%、9.4%，三者PB预计为1.3、1.1、1.1。对比全球顶级券商高盛预计2026年ROE、PB分别为13.6%和2.4，高盛的PB/ROE明显更高，我们认为若26年“慢牛”行情持续演绎，再叠加资管和投行业务全面恢复，ROE较高的头部券商有望迎来估值提升。
- 2) 具备资管和投行业务特色的券商。兴业证券（兴全+南方）、东方证券（汇添富+东方红）公募资管业务壁垒较深，有望受益于权益市场持续向好、新发基金持续高增的市场环境；中金公司的国际化业务强势，投行业务护城河明显，在国际化趋势明确、投行深度修复的背景下有望全面受益。

表：各券商ROE和PB (wind一致预期)

	25E ROE	26E ROE	25E PB	26E PB
ROE稳定提升的头部券商				
中信证券	9.8	10.1	1.5	1.3
华泰证券	9.0	9.4	1.2	1.1
广发证券	9.0	9.4	1.2	1.1
国际化投行业务强势的券商				
中金公司	7.6	7.9	1.5	1.4
资管业务强势的券商				
东方证券	7.6	8.1	1.2	1.1
兴业证券	5.3	5.7	1.1	1.0
高盛集团	13.5	13.6	2.6	2.4

资料来源：wind，华源证券研究

备注：盈利预测和PB均来自wind一致预期，数据截至2026/1/7收盘价

- **权益市场大幅波动：**券商业绩与权益市场有较强关联性，若资本市场大幅波动、换手率下降或新开户数不及预期，经纪和自营业务收入会直接受到负面影响。
- **资本市场政策不及预期：**投行业务直接受到监管政策影响，若政策支持力度不及预期，投行储备业务可能无法顺利推进，影响券商投行业绩。
- **行业竞争加剧：**若行业竞争加剧，经纪、公募业务费率可能会进一步下降，证券公司可能会面临市场份额减少、业绩下降等风险。
- **测算偏差风险：**报告中对行业增速、券商跟投收益等的测算，基于特定假设，实际市场发展可能受多种变量影响，存在测算结果与真实规模有差异的风险。



# 评级说明和重要声明

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。



# 评级说明和重要声明

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数 (HSCEI)，美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数。



華源証券

HUAYUAN SECURITIES