

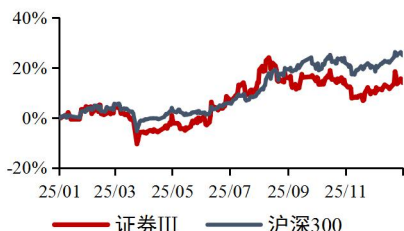
证券

证券行业 2026 年度投资策略 领先大市-A(维持)
模式换新，乘势而上

2026 年 1 月 15 日

行业研究/行业年度策略

证券板块近一年市场表现



资料来源：常闻

相关报告：

【山证证券Ⅲ】乘政策之势，察交投之变，谋行业新篇-【山证非银】证券行业 2025 年度投资策略 2025.1.16

分析师：

孙田田

执业登记编码：S0760518030001

电话：0351-8686900

邮箱：suntiantian@sxzq.com

刘丽

执业登记编码：S0760511050001

电话：0351--8686985

邮箱：liuli2@sxzq.com

彭皓辰

执业登记编码：S0760525060001

邮箱：penghaochen@sxzq.com

投资要点：

➢ **新时代下新要求：聚焦“五篇大文章”，强化功能性发挥。**党的二十届四中全会“十五五”规划建议对资本市场指明方向，提高资本市场制度包容性、适应性，健全投资和融资相协调的资本市场功能。2025 年以资本市场投融资改革为核心的“1+N”政策相继落地，聚焦三方面要求：一是**更大力度支持科技创新**，完善多层次资本市场与科技企业的适配性，实施更具包容性的发行上市、并购重组等制度。二是**更好满足投资者多元化财富管理需求**，打造多层次、立体化的市场体系和产品服务矩阵，持续拓宽中长期资金入市渠道，不断增强投资者获得感。三是**服务高水平制度开放**，在帮助企业跨境融资、并购等方面的发挥作用，服务境内企业走出去和境外机构投资中国。证券公司作为资本市场的重要中介机构，各项业务与资本市场的高质量发展息息相关，伴随资本市场改革的持续深化，券商有望迎重要发展机遇。

➢ **新要求下的新机遇：聚焦长期投资体系建设、资本市场存量改革和对外开放，证券公司迎来发展机遇。**一是**居民财富进一步向权益端转移催生大财富管理需求**。公募基金发行数量创三年新高，权益类基金新发占比超五成，证券公司在权益端具备比较优势。同时多种底层资产类别的 ETF 产品丰富投顾配置策略的多样性，券商聚焦投研能力与产品创新突破，以核心竞争力的提升驱动行业实现高质量发展。二是**政策驱动下并购重组规模爆发式增长**。资本市场从“增量扩容”转向“存量优化”的深层变革，头部券商依托全产业链能力主导复杂交易，服务企业全生命周期，中小券商聚焦区域与垂直领域突围，聚焦区域重点产业，形成行业细分领域专业壁垒。三是**对外开放加速，国际化业务成为新蓝海**。券商在印度、美国、印尼、泰国等多个市场获取投行牌照，服务中资企业海外融资需求及国内客户国际化资产配置需求两方面。随着双向开放的持续推进，拓宽券商跨境业务场景，中资券商将加速向全球综合金融机构转型，构建全球核心竞争力。

➢ **新机遇下的模式升级：从规模效应到质效提升，竞争分化变革加剧。**由于发展战略及业务侧重点的不同，不同证券公司从以往同质化的业务模式发展成为更具有差异化的战略选择，各项业务从追求资产规模到更加注重经营质量，行业经营机构探索破局之路。一是**从竞争格局看，上市券商强者恒强，但中小券商弹性更强**。2025 年前三季度较 2024 年营业收入集中度增加，但净利润集中度前五及前十均有所下降，在弱市下头部券商业绩更抗压，但牛市下中小券商表现出更强的弹性。二是**ROE 中枢下移，亟待提升轻资产业务经营效率**。低利率环境下，收费类业务费率持续走低，各项业务的不确定





性大幅增加，倒逼券商压缩对通道业务的依赖，通过精细化收费模式提升创收能力。三是**证券公司积极推进客户一体化服务模式**。从牌照依赖的单一线条向客户需求驱动多元化综合金融服务转变，大投行业务从 IPO 承销向全生命周期服务转变，积极探索特色化、专业化的产业投行转型；大财富业务构建全生命周期、分层化产品供给体系，从产品端、投研端、投顾端形成协同发力闭环；大机构服务整合机构服务抓手，优化跨部门机制提升服务效率；投资业务探索大类资产配置，通过 FVOCI 账户增配红利资产成为行业共识。

➤ **投资策略：关注一流投行及长期投资体系建设主线**。长期来看证券行业表现与市场关联度较高，同时表现出较强左侧特征，由于股估值水平与行业整体 ROE 高度绑定。展望未来，**从政策面看**，宏观经济发展进入新周期，二十届三中全会全面部署各项深化改革举措，“十五五”规划为资本市场高质量发展指明方向，新发展周期下，经济高质量发展需要更强的资本市场功能发挥，资本市场在支持实体经济发展方面大有可为。**从市场面看**，以新“国九条”为核心的对 1+N”政策体系进入落地期，在融资端提升资本市场服务科技企业的适配度，在投资端大力度推动中长期资金入市方案，权益市场的扩容为券商轻资产业务的发展提供空间，同时政策支持券商扩大资本实力，从 ROA 和杠杆率两方面为 ROE 的提升提供支撑，最终实现估值中枢的上移。**从行业看**，并购重组重塑供给侧结构，集中度有望继续提升，通过大型券商间的重组整合，快速扩大规模，推动形成具有国际竞争力的一流投资银行。受益于资本市场整体的扩容及高质量发展，资本杠杆优化，部分头部券商有望通过内生和外延扩张，打开业务发展及 ROE 长期成长空间。预计分化将更加明显，随着一流投行建设进程持续深化，建议关注具有并购重组预期、综合竞争力领先的优质头部券商及权益类投资能力卓越的标的。

风险提示：政策推行不及预期，资本市场改革推进力度不及预期；国际竞争格局动荡，对国内金融市场带来波动；一二级市场活跃度不及预期。

目录

1. 新时代下的新要求：全面提升服务实体经济质效.....	5
1.1 聚焦“五篇大文章”，强化功能性发挥.....	5
1.2 金融强国建设下，探索内生+外延扩张.....	7
2. 新要求下的新机遇：紧抓资本市场改革红利.....	8
2.1 长期投资体系建设，权益投资大时代.....	8
2.2 资本市场存量改革，并购重组大发展.....	11
2.3 对外开放加速，国际化业务成为新蓝海.....	12
3. 新机遇下的模式升级：竞争分化变革加剧.....	13
3.1 从规模效应到质效提升，全面提升收费类业务贡献.....	13
3.2 从单点服务到协同赋能，打造客户综合服务体系.....	14
3.3 投资类资产成为扩表方向，探索 OCI 账户利用.....	16
4. 投资策略：关注一流投行及长期投资体系建设主线.....	18
4.1 行情复盘.....	18
4.2 投资策略.....	19
4.3 风险提示.....	20

图表目录

图 1： 中资券商与国际投行 ROE 对比（%）	8
图 2： 中资券商与国际投行杠杆率对比（倍）	8
图 3： 权益型（股票+混合）基金发行份额.....	9
图 4： 公募基金中各类型基金存量占比（%）	9
图 5： 券商资管资产净值.....	9
图 6： 各类型资产产品规模占比（%）	9



图 7: 增发募集资金及数量.....	11
图 8: 支付方式分布.....	11
图 9: 上市券商营业收入及净利润集中度.....	13
图 10: 近十年上市券商 ROE 表现.....	13
图 11: 上市券商细分业务收入情况 (%)	14
图 12: 上市券商细分业务集中度 (CR10)	14
图 13: 国泰海通组织架构.....	15
图 14: 华泰证券机构客户体系.....	16
图 15: 投资业务资产构成.....	17
图 16: 其他权益工具投资规模及同比 (亿元)	17
图 17: 板块行情走势.....	19
图 18: 券商估值与 ROE 对比 (%/倍)	19
表 1: 2025 年以来, 资本市场重要改革措施.....	6
表 2: 基金销售基金保有规模 (单位: 亿元)	10
表 3: 新准则下资产类别对利润表影响.....	17
表 4: 部分券商增配 OCI 股票资产实现收益增厚 (亿元)	18

1. 新时代下的新要求：全面提升服务实体经济质效

1.1 聚焦“五篇大文章”，强化功能性发挥

“十五五”规划建议为资本市场高质量发展指明方向。“十五五”规划建议在资本市场方面提出，要“提高资本市场制度包容性、适应性，健全投资和融资相协调的资本市场功能”，为资本市场改革发展指明了方向。2025年12月的中央经济工作会议进一步指出，要“深入推进中小金融机构减量提质，持续深化资本市场投融资综合改革”，资本市场将围绕健全投资和融资相协调的功能进一步全面深化改革，持续提高制度的包容性、适应性和吸引力、竞争力，助力金融强国和中国式现代化建设。

证监会吴清主席在中国证券业协会第八次会员大会上致辞中指明证券行业四大核心使命，聚焦服务实体经济和新质生产力，更好服务投资者、助力居民资产优化配置，加快建设金融强国，以及促进高水平制度型开放四个方面，同时行业机构加强功能性发挥，提升专业服务能力，差异化特色化的新突破等5大任务。2025年资本市场改革继续深化，**在融资端，增量改革与存量改革并重。**“十五五”规划建议明确“积极发展股权、债券等直接融资，稳步发展期货、衍生品和资产证券化”，吴清主席《<中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议>辅导读本》上的署名文章进一步明确，要深化科创板、创业板改革，健全科技创新企业识别筛选与价格形成机制，发展私募股权和创投基金，完善多层次债券市场体系，大力发展科创债券、绿色债券，稳步推进不动产投资信托基金和资产证券化。在存量上，通过深化并购重组改革，完善上市公司激励约束，提升再融资灵活性，督促和引导上市公司强化投资者回报意识等措施培育高质量上市公司，提升资本市场可投性。**在投资端，构建“长钱长投”的制度环境。**建立健全中长期资金长周期考核机制，提高其投资A股的规模与比例；推进公募基金改革，落实与投资者利益绑定的考核评价和激励约束机制，大力发展权益类公募基金，推动指数化投资高质量发展；畅通私募股权和创投基金“募投管退”全流程循环等。证券公司以更加丰富、更加精准、更有利于长期投资、价值投资的产品服务，与投资者共进共赢，共同参与并共享经济和资本市场发展成果。

稳步扩大资本市场高水平制度开放。“十五五”规划建议进一步部署“稳步扩大制度型开放”，署名文章中进一步明确关键举措，包括推动在岸与离岸市场协同发展，支持企业统筹利用国内国际两个市场、两种资源，完善合格境外投资者制度并稳慎拓展互联互通，加快建设世界一流交易所、培育一流投资银行和投资机构，推进上海国际金融中心建设及巩固提升香港国际金融中心地位等。2025年以来，通过取消外资持股比例限制、完善合格境外投资者制度、优化沪深港通等互联互通机制等制度，资本市场开放成效显著。

总体来看，资本市场未来三方面主线任务，一是**更大力度支持科技创新。**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，扎实做好金融“五篇大文章”，在发掘企业创新潜力、匹配投融资发展需要、支持产业并购整合等方面发挥关键作用。二是**更好满足投资者多元化财富管理需求**。坚持投资者为本，着力打造多层次、立体化的市场体系和产品服务矩阵，持续拓宽中长期资金入市渠道，不断增强投资者获得感。三是**服务高水平制度开放**。在帮助企业跨境融资、并购等方面的发挥作用，服务境内企业走出去和境外机构投资中国。

证券公司作为资本市场的重要中介机构，各项业务与资本市场的高质量发展息息相关，伴随科创板、创业板改革持续深化，叠加上市企业转型升级再融资等需求提升，券商大投行业务有望迎重要发展机遇。同时长期资金逐步入市，券商财富管理、资产管理等业务将迎来市场扩容下的全面受益。

表 1：2025 年以来，资本市场重要改革措施

时间	政策	主要内容
2025 年 1 月	《促进资本市场指数化投资高质量发展行动方案》	持续丰富指数基金产品体系，积极发展股票 ETF，稳步拓展债券 ETF，支持促进场外指数基金发展；优化 ETF 注册发行，完善运作机制。
2025 年 2 月	《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》	围绕加强对科技型企业全链条全生命周期的金融服务，丰富资本市场推动绿色低碳转型的产品制度体系，提升资本市场服务普惠金融效能，推动资本市场更好满足多元化养老金融需求，加快推进数字化、智能化赋能资本市场。
2025 年 3 月	修改《证券发行与承销管理办法》	增加银行理财产品、保险资产管理产品作为 IPO 优先配售对象；由证券交易所制定 IPO 分类配售具体规定；禁止 IPO 战略配售投资者限售期内出借股份。
2025 年 5 月	《推动公募基金高质量发展行动方案》	优化主动管理权益类基金收费模式。推行与基金业绩表现挂钩的浮动管理费率收取模式。全面建立以基金投资收益为核心的行业考核评价体系，将业绩比较基准对比、基金利润率等直接关乎投资者利益的指标引入考核体系。
2025 年 5 月	《上市公司重大资产重组管理办法》	深化上市公司并购重组市场改革，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。
2025 年 6 月	《关于在科创板设置科创成长层增强制度包容性适应性的意见》	重启未盈利企业适用科创板第五套标准，面向优质科技型企业试点 IPO 预先审阅机制，健全支持科创板上市公司发展的制度机制。
2025 年 8 月	修改《证券公司分类监管规定》	突出促进证券公司功能发挥，引导证券公司聚焦高质量发展。重点完善业务发展加分指标，引导证券公司提升经营质量，在引入中长期资金、财富管理等领域更好发挥专业服务能力。
2025 年 10 月	修改《上市公司治理准则》	完善董事、高级管理人员监管制度，从任职、履职、离职等方面进行全面规范，督促董事高管忠实、勤勉地履行职责。健全董事、高级管理人员激励约束机制，要求上市公司建立薪酬管理制度。
2025 年 10 月	《合格境外投资者制度优化工作方案》	推动落实优化合格境外投资者制度机制的改革举措，落实优化简化材料、并联合整合等，实施准入分类管理，优化交易结算，便利投资运作。
2025 年 11 月	《中国证监会关于推出商业不动产投资信托基金试点的公告（征求意见稿）》	明确产品定义与基金注册及运营管理要求，明确基金管理人及基金托管人、尽职调查、申请材料、商业不动产等方面要求，以及基金管理人的主动运营管理责任。

资料来源：证监会，山西证券研究所整理

1.2 金融强国建设下，探索内生+外延扩张

以并购重组扩大业务规模。与以往主要由市场化驱动的并购重组不同，证券行业本轮并购重组更多的表现为政策驱动。并购重组是券商实现外延式发展的有效手段，也是提升综合竞争力与扩大规模的重要方式，券商并购重组对提升行业整体竞争力、优化资源配置以及促进市场健康发展具有积极作用，同时行业整合有助于提高行业集中度，形成规模效应，提高公司服务国家战略和实体经济的质效。

证券行业供给侧改革持续。从行业供给端来看，当前多数机构在服务模式、产品体系构建等方面仍存在较为突出的同质化特征，未能形成鲜明的差异化竞争优势。监管层积极引导行业兼并重组、优化市场生态的政策导向下，行业资源将加速向优质主体集中，部分竞争力薄弱的中小机构或将逐步被市场淘汰。与此同时，具备清晰战略定位的中小券商立足自身资源禀赋，聚焦特定业务领域深耕细作，通过强化差异化布局、打造特色化服务体系、提升专业服务质效，有望成功构建“小而美”的精品券商发展模式。

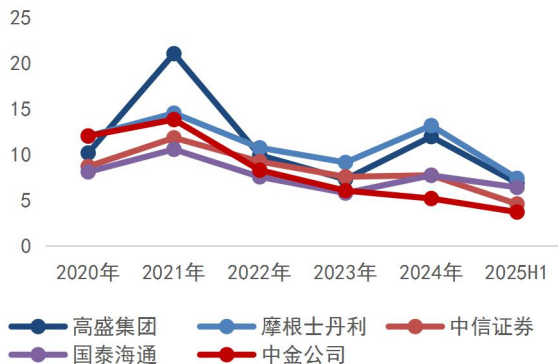
监管多次提及提升券商资本使用效率。12月6日，吴清主席在中国证券业协会第八届会员大会致辞，提出将“进一步优化风控指标，适度打开资本空间和杠杆限制，提升资本利用效率”。此前，2023年8月，证监会有关负责人就活跃资本市场、提振投资者信心答记者问时就曾明确激发市场机构活力，促进行业高质量发展，优化证券公司风控指标计算标准，适当放宽对优质证券公司的资本约束，提升资本使用效率。2024年09月，证监会修订发布《证券公司风险控制指标计算标准规定》，主要内容包括对证券公司投资股票、做市、公募REITs等业务的风险控制指标计算标准予以优化等，差异化释放优质券商资本空间。

再融资“解冻”，证券公司积极探索资本补充。2025年共有6家证券公司完成定向增发，其中国信证券、国泰海通及国联民生项目配套融资，其余三家为资金补充，其中南京证券募集资金50亿元，中泰证券募集资金60亿元，天风证券募集资本40亿元，从投向来看，主要用于投行业务和财富管理业务以及补充资本金，更好服务实体经济。

ROE与杠杆率与国际投行仍有差距。国际对比来看，目前头部券商与国际投行在资产规模、ROE水平及杠杆率上仍有一定差距，具有国际竞争力的头部券商需要同时满足业务体量大，且具有稳定的较高ROE的特点，以高盛集团为例，2025年年化ROE为13.75%，2025上半年末总资产规模12万左右，杠杆率14倍左右。而目前头部券商在ROE及杠杆率上与国际投行仍有差距，并购重组重塑行业供给侧结构，集中度有望继续提升，通过大型券商间的重组整合，能够快速扩大规模，推动形成具有国际竞争力的一流投资银行，提升我国在全球金融市场的竞争力与影响力。同时随着资本市场改革的持续推进，受益于资本市场整体的扩容及高质量发展，资本杠杆优化，部分头部券商有望通过内生和外延扩张，打开业务发展及ROE长期成长空间。大型券商补短板向国际一流投行发展和中小券商抓特色形成差异化竞争力的两种模式将并存，

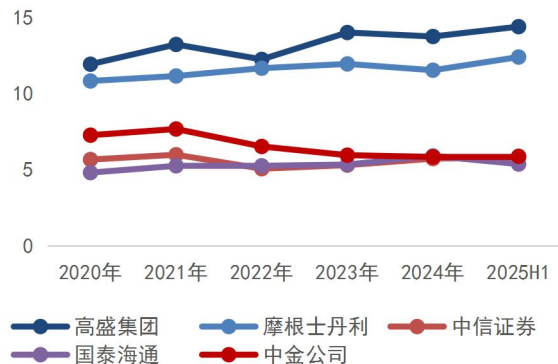
并购浪潮下的行业格局优化与资源使用效率提升将显著增强，对券商板块形成催化，推动估值修复。

图 1：中资券商与国际投行 ROE 对比（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 2：中资券商与国际投行杠杆率对比（倍）



资料来源：Wind，山西证券研究所

2. 新要求下的新机遇：紧抓资本市场改革红利

2.1 长期投资体系建设，权益投资大时代

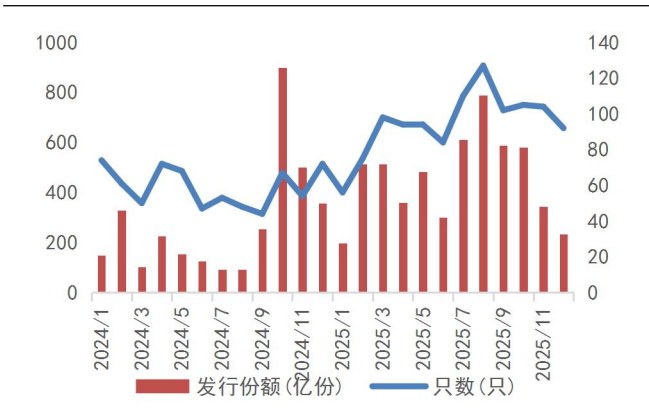
在产业升级、利率下行以及长期投资体系构建下，居民财富进一步向权益端转移，相较于银行、保险等金融机构，证券公司是权益财富管理的主要参与者，在权益端具备比较优势。

在产品端，权益类产品占比明显提升。2025 年公募基金发行 1553 只，同比增长 35.87%，发行份额 1.10 万亿份，同比下降 7.37%。同时**权益类基金发行爆发性增长**，全年发行股票型基金 836 只，同比增长 77.87%，发行份额 3993.06 亿份，同比增长 53.49%；混合型发行份额 1520.263 亿份，同比增长 124.05%，权益类基金（股票+混合）发行份额占比达到 46.96%，较 2024 年同期有明显提升。随着二级市场的企稳回升，权益类资产吸引力增强，而指数型基金成为权益基金主力，2025 年发行股票型 ETF 基金 319 只，同比增长 94.51%，发行份额 1579.74 亿份，同比增长 39.35%。股票型基金存量规模从 2021 年 2.35 万亿元增至 2025 年 5.30 万亿元，规模占比从 2021 年的 9.22%提升至 2025 年的 14.72%，产品创新如浮动费率基金、行业主题 ETF 满足多元化需求。

政策引导公募基金高质量发展。ETF 类产品具有成本较低且透明度高的特点，能较好匹配大众投资者的配置需求。证监会发布 2025 年 1 月发布《促进资本市场指数化投资高质量发展行动方案》，通过 ETF 快速审批等，大幅提升发行效率，并于 5 月出台《推动公募基金高质量发展行动方案》明确“长周期考核”机制，推行与基金业绩表现挂钩的浮动费率收取模式，全面建立以基金投资收益为核心的行业考核评价体系。公募基金从“规模驱动”转向“质量驱动”，引导基金公司全面优化投资研究与产品设计等环节，主动

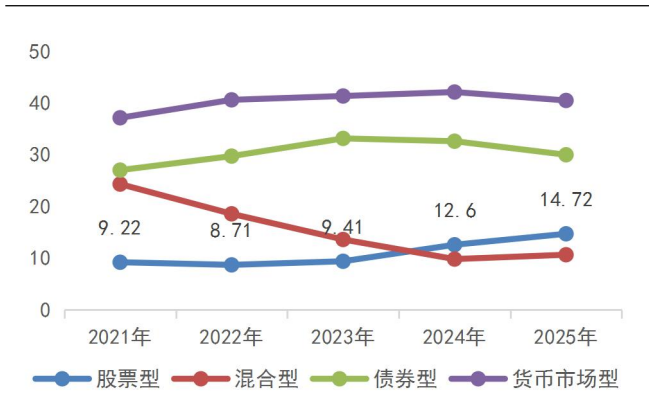
管理能力成为核心竞争力。

图 3：权益型（股票+混合）基金发行份额



资料来源：Wind，山西证券研究所

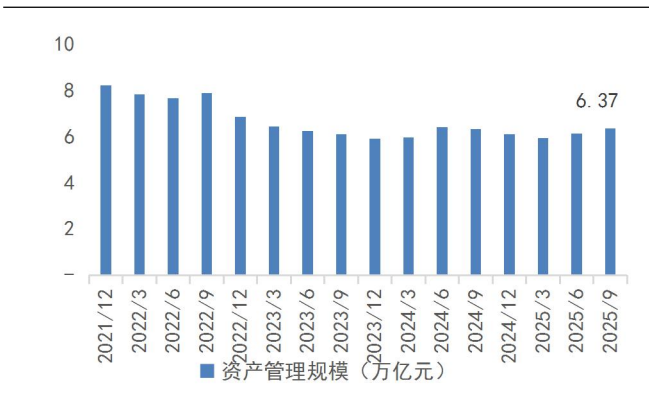
图 4：公募基金中各类型基金存量占比 (%)



资料来源：Wind，山西证券研究所

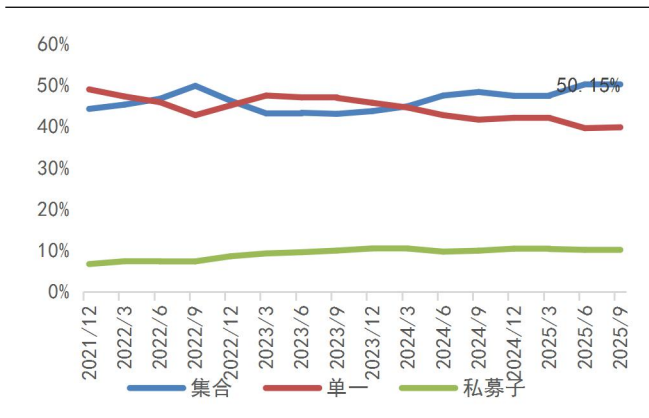
资管新规过渡期结束，主动管理取得成效。截止 2025 年三季度末，券商资管规模 6.37 万亿，较年初增长 2700 亿元，整体规模保持增长态势。集合类管理规模占比提升至 50.15%，较年初提升 2.69 个百分点，定向资管产品的规模占比持续压降，行业主动管理持续推进。产品端坚守固收类产品基本盘，同时积极布局多资产类别，拓展“固收+”、权益 FOF、指数增强等产品，同时通过整合内外部资源、搭建投研体系、利用科技手段等方式，提升资产配置和风险管控能力，强化主动管理核心竞争力。随着资管新规过渡期结束，预计券商资管规模有望企稳。券商资管行业分化将加剧，头部机构凭借全业务链和投研优势，在集合类、“固收+”等领域持续领跑，部分中小机构则依靠量化策略、私募 FOF 等特色业务突围。同时，机构从追逐牌照转向修炼主动管理内功，将推动行业从规模竞争转向质量竞争，提升整体专业水平。

图 5：券商资管资产净值



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 6：各类型资产产品规模占比 (%)



资料来源：Wind，山西证券研究所

在销售端，券商发力产品代销。2022 年以来随着权益市场的整体承压，百强代销机构权益型基金合计

保有规模由 2021 年末的 6.46 万亿元下降到 2025 年二季度的 5.14 万亿元，其中券商渠道保有规模占比由 14.54% 提升至 27.68%，主要受益于 ETF 类产品的快速增长，券商在股票指数基金中具有绝对优势，合计保有规模占比为 55.25%（2025 年二季度）。其中，中信证券、华泰证券、国泰海通证券分别位列百强机构总榜第 2、3、5 位。

表 2：基金销售基金保有规模（单位：亿元）

机构类别	2025 年二季度		2021 年末		
	权益类	非货类	股指类	权益类	非货类
银行	21330	43679	2656	37861	43952
份额	41.52%	42.83%	13.65%	58.60%	52.79%
证券	14221	21130	10751	9392	10157
份额	27.68%	20.72%	55.25%	14.54%	12.20%
保险	1114	1627	123	324	384
份额	2.17%	1.60%	0.63%	0.50%	0.46%
第三方	14709	35557	5928	17032	28769
份额	28.63%	34.86%	30.47%	26.36%	34.55%

资料来源：基金业协会，山西证券研究所

以 ETF 为代表的被动投资工具与投顾发展相辅相成。我国买方投顾模式尚处于初步发展阶段，仍存在“重投轻顾”的问题，投资者往往投资体验不佳，同时投资服务顾问人才队伍也相对不足。2025 年 2 月，在《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》，提到“推动基金投顾业务试点转常规，探索构建行业执业标准，培育壮大人才队伍，有序扩大可投产品范围”，推动基金投顾业务的常态化发展。而 ETF 产品的发展与投顾业务的发展相辅相成，多种底层资产类别的 ETF 产品能够丰富投顾配置策略的多样性，拓宽服务范围同时标准化特征更便于科技工具的推广。随着居民财富的不断积累，投资者对资产配置和财富管理的需求日益增长，为基金投顾业务提供了广阔的市场空间。此外政策的持续支持，也为行业的健康发展提供了有力保障。

券商以客群精细化运营为依托，构建卖方服务体系。针对零售客户，搭建资产配置为核心，账户管理为基础的零售业务体系，同时以 AI 工具提升客户服务效率。在产品端，推进资产配置中心建设，打造投顾服务品牌，完善产品货架，不断丰富产品矩阵，满足客户多元化理财需求，聚焦 ETF，加大服务力度。长期投资体系的构建，尤其是权益类基金的募资入市，为资本市场注入增量流动性。随着资本市场投融资平衡生态持续完善、内在稳定性稳步增强，叠加低利率市场环境的助推，将持续催生经纪交易、产品销售、买方投顾、大资管等广义财富管理业务的需求增长。在此背景下，证券行业的竞争逻辑亦发生深刻转变，证券公司正逐步摆脱同质化产品发行的传统路径，转而聚焦投研能力与产品创新突破，以核心竞争力的提

2.3 对外开放加速，国际化业务成为新蓝海

中央金融工作会议、新“国九条”和党的二十届三中全会等重要会议或政策均对金融国际化提出了要求。证券公司在发展境外投行业务、加速一带一路地区布局、推进跨境业务发展、扩充境外资本实力以及获取境外牌照等国际化发展的重点领域有望取得明确的政策端支持，以互联互通 5 项新措施为代表的政策端举措已相继落地。中资券商高水平走出去既是服务实体企业走出去、融入全球金融治理体系的必然要求，同时也是证券行业自身实现建设一流投行、实现高质量发展的应有之义，具有显著的经济和政治意义。

聚焦“投资中国”和“中国投资”。除了将项目“立足香港”，更主要是其他区域的布局来“辐射全球”，券商海外网点和业务布局往往集中于发达市场以及与母国有较多经贸往来的国家和地区，欧美发达市场和“一带一路”国家成为了我国券商出海的主要方向，服务中资企业海外融资需求及国内客户国际化资产配置需求两方面。在投行业务方面，服务国内企业港股 IPO 并将中资企业发行海外债作为主线，争夺离岸债的市场份额，同时进军东南亚的高收益债发行。并购业务方面，服务中资企业出海，在东南亚等地区完成并购业务。在交易业务方面，搭建全球资产配置框架，服务客户跨境配置需求，在 A 股和港股的双向通道交易之外，开始涉猎多个海外市场的权益资产交易，以及海外主流大宗商品及一些小众品种的交易、报价等，基于多市场的交易能力，推行多资产、多策略、多地区出发的跨境全球配置财富管理。同时，以“**跨境理财通**”积极服务客户跨境理财需求。首批 14 家券商试点“跨境理财通”，加强境内外协同。券商通过不断优化产品结构、提升服务质量，满足投资者在跨境理财方面的需求。

头部和中小券商在区域布局及重点业务方面采取了鲜明的差异化战略。在区域布局方面，中小券商目前主要深耕中国香港市场，以此为中心对欧美、东南亚、中东等地区进行辐射。头部券商通过收购本地机构、布局海外团队等方式，在跨境投行业务方面形成了优势，未来战略将围绕并购、融资等企业“出海”服务展开。

“十五五”制度型开放部署下，中资券商将迎来双向发展机遇，紧扣“一带一路”倡议与企业跨境需求，加速“走出去”，境外上市保荐承销、跨境并购顾问、海外资产配置等业务有望快速增长。外资“引进来”与互联互通机制持续优化，拓宽跨境业务场景，中资券商将加速向全球综合金融机构转型，构建全球核心竞争力。

3. 新机遇下的模式升级：竞争分化变革加剧

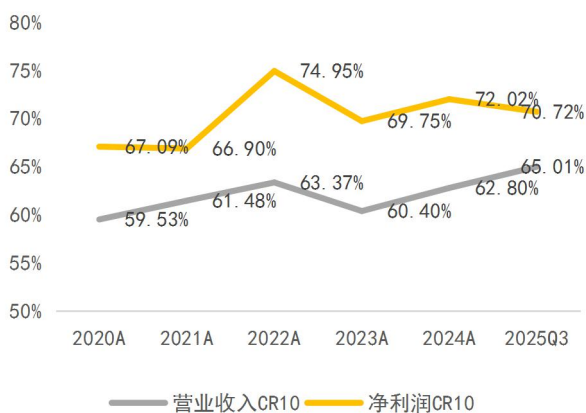
3.1 从规模效应到质效提升，全面提升收费类业务贡献

由于发展战略及业务侧重点的不同，不同证券公司从以往同质化的业务模式发展成为更具有差异化的战略选择。各项业务从追求资产规模到更加注重经营质量，证券公司探索破局之路，或以并购扩大业务规模，拓展区域布局，或以精细化运营提高业务贡献，差异化发展初步显现，探索高质量之路。

上市券商强者恒强，但中小券商弹性更强。2025 年前三季度，42 家上市券商合计实现营业收入 4195.60 亿元，同比增长 12.96%，合计实现归母净利润 1690.49 亿元，同比增长 63.41%，所有券商均实现归母净利润同比增长或扭亏为盈。从行业集中度来看，营收及净利润集中度整体呈现增强的趋势，2025 年前三季度营收、净利润 CR5 分别为 42.37%、47.25%，较 2024 年营业收入集中度增加，但净利润集中度前五及前十均有所下降。在净利润表现上，在弱市下头部券商业绩更抗压，但牛市下中小券商表现出更强的弹性，2025 年前三季度净利润增速在 100% 以上的有 10 家，华西证券、国海证券、中泰证券等增速居前。

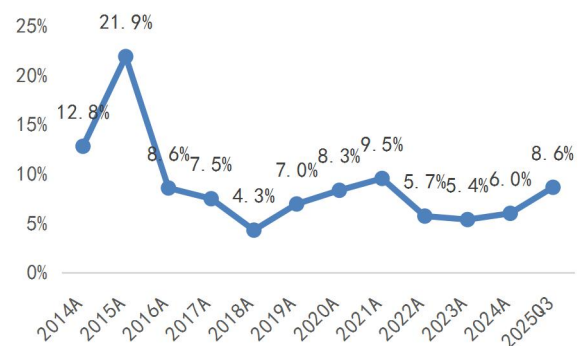
业务模式升级与 ROE 中枢下移。从 ROE 表现来看，券商 ROE 呈现中枢下移的趋势，除却 2015 年高点外，2025 年 ROE（前三季度年化）较上一轮牛市 2021 年的 9.5% 仍有所下滑。从 ROA 表现和杠杆率分别来看，2018 年后，上市券商总体杠杆率持续提升，从 2018 年的 4.1 倍提升至 2025 年三季度末的 5.2 倍，ROE 呈现波动同时中枢下移的主要原因为 ROA 的持续波动及中枢下移，2025 年前三季度年化 ROA 为 1.66%，较 2024 年提升 0.44 个百分点，但仍低于 2020 年及 2021 年。低利率环境下，收费类业务费率持续走低，面临低息差、低佣金的压力，各项业务不确定性大幅增加，亟待通过精细化收费模式提升创收能力。

图 9：上市券商营业收入及净利润集中度



资料来源：Wind，山西证券研究所

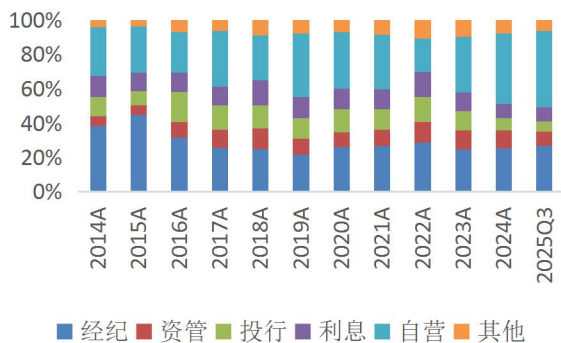
图 10：近十年上市券商 ROE 表现



资料来源：Wind，山西证券研究所

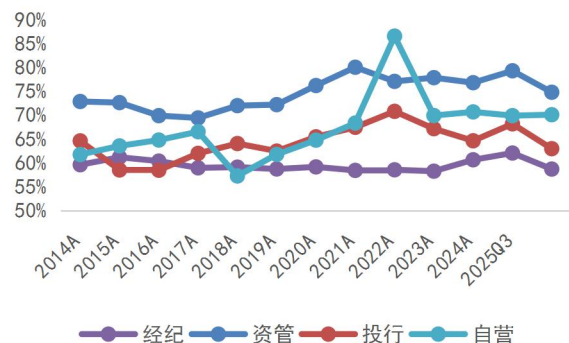
2025 年前三季度为年化 ROE

图 11：上市券商细分业务收入情况（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 12：上市券商细分业务集中度（CR10）



资料来源：Wind，山西证券研究所

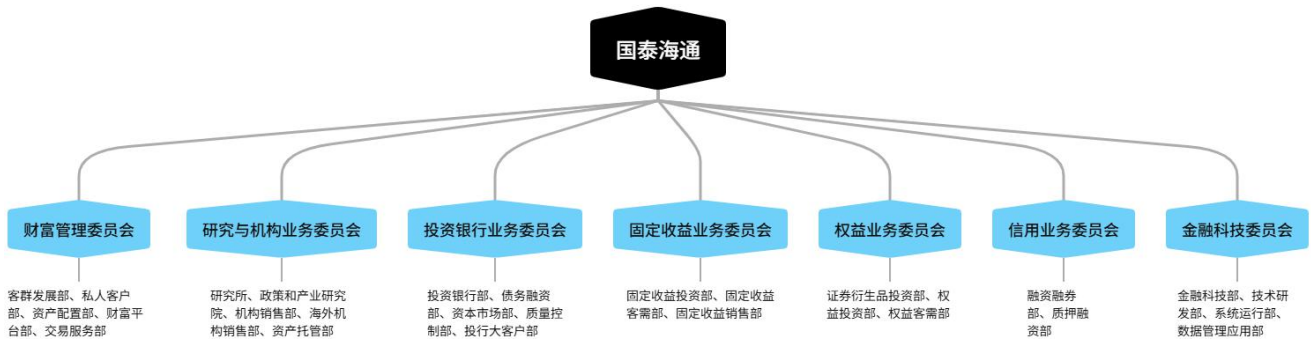
各业务集中度持续攀升，资管业务集中度最高。行业集中度近年来不断提升，资管业务、投行业务、自营业务净收入 CR5 及 CR10 均维持整体上升趋势，其中资管业务的集中度最高，CR10 达到 75%，其次是自营业务，CR10 达到 70%。经纪业务作为券商的大本营业务，竞争格局较为稳定，CR10 在 60%左右。从竞争格局变化来看，经纪业务及投行业务的格局较为稳定，而自营和资管波动较大，这也是部分中小券商近年来发力人员团队建设，或牌照收购等方式快速扩大业务份额的方式之一。

证券公司竞争激烈，在目前的资产规模下，投资类业务用表空间已经足够拥挤，亟待通过提升轻资产业务的提质增效提升业务贡献，轻资产业务成为中小证券公司主要转型方向，部分中小证券公司打破头部证券公司垄断的局面，在代销金融产品净收入、投资咨询业务净收入等排名中进入前十，着力转型发展轻资本业务成为中小证券公司探索差异化发展的路径之一。

3.2 从单点服务到协同赋能，打造客户综合服务体系

推进客户一体化服务模式。随着资本市场高质量发展与客户需求的持续升级，从交易通道转向全生命周期综合服务，整合股权、债权、研究等资源，构建覆盖企业融资、并购、产业研究的全价值链服务体系。券商通过集团化协同与生态资源互换，重塑“客户-券商-生态”共生体系，实现从零和博弈到共享红利的质变，推动业务从牌照依赖的单一线条向客户需求驱动多元化综合金融服务转变。业务协同是打破券商内部资源分割、释放综合服务效能的核心路径，部分证券公司已制定《业务协同管理办法》《业务协同委员会议事规则》等制度，通过组织架构调整，明确协同的责任主体和运行规则，统筹客户的综合服务需求，协调跨部门资源调配，全面推动“以客户为中心”重塑客户运营体系的重大改革。

图 13：国泰海通组织架构



资料来源：《国泰海通证券股份有限公司第七届董事会第一次会议决议公告》，山西证券研究所

大投行业务：从 IPO 承销向全生命周期服务转变。在功能性要求下，券商加快打破投资银行业务的牌照思维，推动构建覆盖企业全生命周期的综合服务体系。前三季度 42 家 A 股上市券商投行手续费净收入达 251.51 亿元，同比增长 15.80%。其中头部券商优势稳固，同时部分中小券商增速表现亮眼，华安证券、西南证券同比增长超 100%，国元证券、西部证券、国海证券增速超 50%。**投行业务差异化竞争逐步形成。**1) **积极探索特色化、专业化的产业投行转型：**布局硬科技等核心领域，聚焦半导体、人工智能、生物医药等战略性新兴产业，借助“科创板八条”等政策红利，积极拓展 IPO 及再融资业务增量市场。2) **中小券商深耕细分产业或区域市场：**聚焦区域特色产业或股东协同产业探索差异化发展路径。3) **布局国际化：**以中国香港为枢纽搭建境外平台，服务中资企业走出去，拓展境外融资并购等业务，服务中资企业“出海”与产业链国际化。4) **强化协同机制：**通过调整组织架构，成立战略客户部等一级部门，明确权责分工，落实“以客户为中心”的服务战略。5) **科技+绿色主题凸显：**券商加码科技金融、绿色金融等重点领域倾斜资源，强化科技企业全生命周期服务，通过优化科创企业并购重组、股权激励相关服务，配合私募股权创投基金投早、投小、投硬科技；积极为绿色产业基金、环保企业等机构客户，提供绿色债券承销、绿色项目融资顾问等服务，同时推动绿色 REITs 等产品创新。

大财富业务：从单一经纪业务向综合财富管理转型。财富管理回归“客户利益优先”的本质，以买方投顾模式重构服务全链条，从产品端、投研端、投顾端形成协同发力的闭环。1) **构建全生命周期、分层化产品供给体系：**充分联动投行、资管等内部部门，深度挖掘资产端价值。组建专门的产品研究团队，强化产品研究搭建分层产品池，为不同客户群体提供标准化与定制化结合的产品选择。2) **构建多维度投研支撑体系：**建立基金研究数据库，加强与基金管理人的深度对接，为客户提供指数产品配置建议。组建专业的

宏观策略研究团队，构建动态资产配置模型，结合量化工具与定性分析，打造适配不同客户需求的基金投资组合。3) 打造陪伴式投顾服务体系：建立精细化客户分层体系，实现服务资源的精准匹配。强化投顾团队建设，开展核心能力常态化培训，重构投顾考核机制，建立以客户收益、客户满意度、服务质量为核心的考核体系。

图 14：华泰证券机构客户体系



资料来源：华泰证券 2024 年年度业绩推介，山西证券研究所

大机构服务：提升综合化服务能力。中长期资金入市催生政策研究、新兴产业研究及多元资产配置等综合金融服务需求，券商机构服务加速升级。在组织协同上，券商从单点突破转向系统化协作，通过设立专项业务中心、优化跨部门机制提升服务效率，数字化层面，招商“机智”、国金“机构通”等平台推动服务智能化、一体化发展。以研究与机构销售深度绑定为核心驱动力，整合投行、投资交易资源联动境内外业务，服务链条持续延伸，覆盖企业孵化、股权投资至财富管理全生命周期。部分中小券商深耕细分领域，如区域内客户、细分产业客户、或借助 AI、大数据技术提升投研精准度，夯实与公募基金、保险资管的合作基础。

3.3 投资类资产成为扩表方向，探索 OCI 账户利用

证券公司自营投资业务是经营业绩的重要贡献，近年来已经成为影响业绩的重要因素。1) 在 FICC 投资方面，加强多资产布局，拓展投资类别；2) 在权益类资产投资方面，持续推进非方向转型，加强高股息和红利资产配置，通过 FVOCI 账户增配红利资产成为行业共识；3) 在衍生品投资方面，为客户提供以场

外衍生品为载体的资产配置和风险管理解决方案，加大多产品做市。

加大投资类资产布局，成为扩表主要方向。截止 2025 年三季度末，42 家上市券商金融投资资产为 6.99 万亿元，较年初增长 15.28%，占总资产的比重达到 47%，成为资产中规模占比最大的类别。其中，其他权益工具投资大幅增长 43.03%，占金融投资资产的比重达到 8.9%，较 2024 年提升 1.9 个百分点。

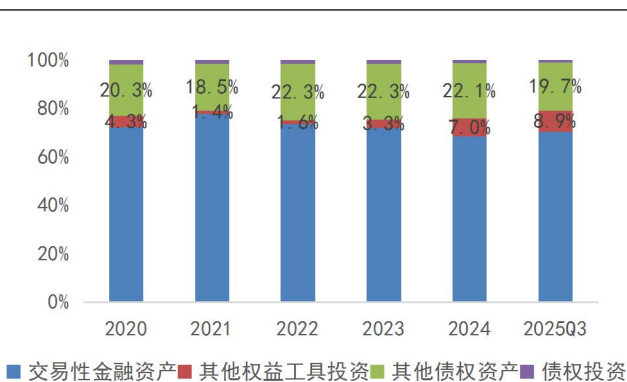
表 3：新准则下资产类别对利润表影响

准则	旧准则	新准则（IFR9）	
资产类别	AFS(可供出售金融资产)	FVOCI（以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产）	FVTPL（以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产）
计量方式	公允价值记录	公允价值计量	公允价值计量
公允价值波动	计入 OCI，不影响利润	计入 OCI，不影响利润	计入当期损益，影响利润
股息分红	计入投资收益，影响利润	债券利息计入利息收入；股息计入投资收益，影响利润	计入投资收益，影响利润
处置收益	计入损益，影响利润	债券可转回损益，影响利润；股票计入留存收益，不影响利润	计入损益，影响利润

资料来源：《企业会计准则第 22 号——2017 版》、国际准则 IFRS9，山西证券研究所

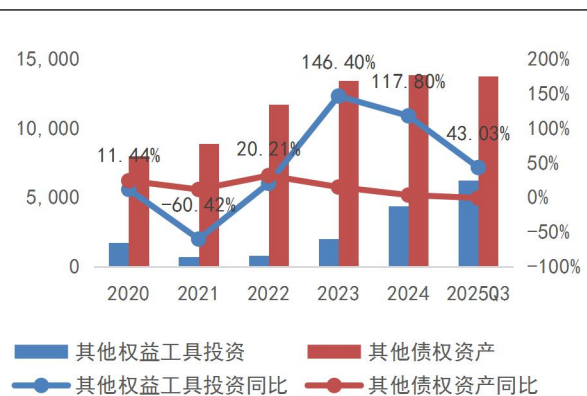
权益投资形成多策略+OCI+主观投资的多线模式。通过 OCI 账户的合理运用成为券商资产配置方向和控制波动的方式。2022 年以来其他权益工具投资保持较高增速，2023 年-2024 年分别增长 146.40%和 117.80%。一方面 2022 年以来高股息及红利资产市场表现较好，另一方面在新会计准则下，通过 FVOCI 资产的运用可以降低业绩波动，增强业务稳健性。部分券商对组织架构进行调整，包括成立多资产配置部门、策略投资部等独立部门，从投资方向来看，其他权益工具投资主要包括红利资产的股票、永续债等。

图 15：投资业务资产构成



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 16：其他权益工具投资规模及同比（亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

表 4：部分券商增配 OCI 股票资产实现收益增厚（亿元）

公司	2025 年上半年		2024 年		本期股利收入	累计计入其他综合收益
	初始成本	公允价值	初始成本	公允价值		
广发证券	120.45	155.67	108.20	132.23	-	-
东方证券	102.91	122.54	92.87	108.48	-	-
中国银河	-	162.54	-	137.18	5.32	35.84
中金公司	61.99	63.42	50.00	52.90	1.43	-
国信证券	196.25	227.87	181.24	219.76	8.09	-
红塔证券	-	73.62	-	50.79	2.22	21.09
中泰证券	-	52.51	-	17.27	0.99	2.11
方正证券	-	65.52	-	36.27	2.37	14.54
首创证券	-	54.71	-	21.98	1.69	4.75
长城证券	43.68	48.11	27.61	31.08	2.18	-

资料来源：上市券商 2024 年报及 2025 半年报，山西证券研究所，截止 2025 年上半年末

券商自营业务分化，三季度盈利大幅回升。2025 年前三季度，上市券商实现投资业务收入合计 1868.57 亿元，同比增长 41.89%。同时，证券公司投资业务表现出现分化，头部券商如中信证券、国泰海通、中国银河、中金公司等实现增长，部分中小券商由于较好的风控与权益市场投资表现实现了投资业务同比较大增长，但同时部分券商投资业务收入下滑。在复杂宏观及市场环境下，金融市场波动加剧，对券商资产配置形成挑战，专注传统权益投资的证券公司成为少数，券商自营业务的投资方向和定位成为业绩分化的重要原因，部分券商通过增加 OCI 账户的利用实现收益增厚。

在市场环境边际改善的背景下，券商传统业务线增长动能趋缓，自营业务由此肩负起更为沉重的业绩增长重任。在主动扩表的初期阶段，券商资产的核心抓手集中于固收业务与客需驱动型业务，但随着固收领域利差持续收窄、权益类客需业务整体发展受限，权益自营已成为券商后续扩表的核心发力方向。监管层对券商盈利稳定性也提出新要求，压降业绩波动、提升经营稳健性与收益确定性，已成为行业转型的核心命题，泛自营能力已成为券商业绩分化的核心变量，以 OCI（其他综合收益）账户为基础，积极探索多元业务方向，正成为券商自营业务开辟新增量的重要发展路径。

4. 投资策略：关注一流投行及长期投资体系建设主线

4.1 行情复盘

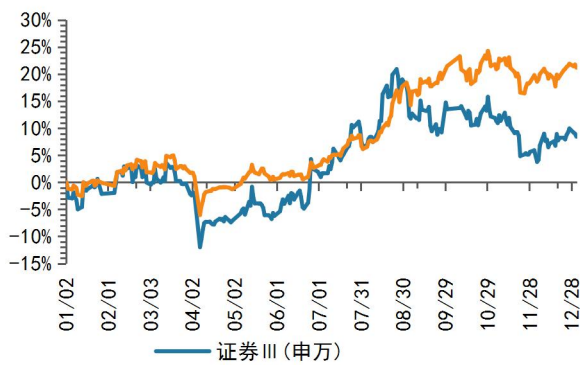
1) **左侧行情，整体弱于指数。**近年来，证券行业随着业务结构的变化，逐步改善靠天吃饭的行业特征，但仍与市场关联度较高，同时表现出较强左侧特征，在市场上涨时，有一定的超额收益，但在市场下跌时，

由于行业业绩受影响较大，普遍弱于指数。2025 年证券板块较年初上涨 2.59%，沪深 300 较年初上涨 17.66%，板块整体弱于大盘。进入二季度，在一系列支持政策的推动下，证券板块表现出一定的超额收益，阶段性跑赢市场指数，但在市场回调时，板块调整较大。从估值看，截至 2026 年 1 月 14 日，申万证券三级指数 PB 为 1.42 倍，处于近十年的 40%分位，估值分位空间仍在。

2) 行业估值上限受限，与 ROE 显著相关。从长周期视角来看，券商股估值水平与行业整体 ROE 高度绑定，近年来随着行业 ROE 中枢的持续下行，其估值上限也同步出现显著下移。行业亟待通过提升轻资产业务的收入贡献比重，改善收益质量。但同时从政策面看，政策支持券商扩大资本实力，以业务规模扩张驱动杠杆率抬升，权益市场的扩容为券商轻资产业务的发展提供空间，从 ROA 和杠杆率两方面为 ROE 的提升提供支撑，最终实现估值中枢的上移。

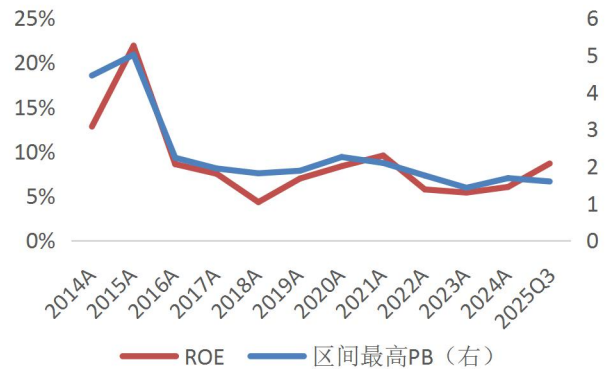
3) 个股分化，中小券商弹性较高。从个股来看，表现较好的个股有湘财股份、广发证券、华泰证券、中银证券、国盛金控，但仍有部分券商有所下跌，不同券商间存在较大的差异化特征。呈现三条主线：一是并购重组预期，年内多家券商公布并购重组方案，并带领行业实现上涨；二是经纪业务受益于成交量的活跃而提升的券商等；三是部分估值较低的个股实现了较好的市场表现。

图 17：板块行情走势



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 18：券商估值与 ROE 对比（%/倍）



资料来源：Wind，山西证券研究所

4.2 投资策略

整体来看，宏观经济发展进入新周期，二十届三中全会全面部署各项深化改革举措，“十五五”规划为资本市场高质量发展指明方向，提高资本市场制度包容性、适应性，健全投资和融资相协调的资本市场功能，对资本市场服务实体经济提出新要求。新发展周期下，经济高质量发展需要更强的资本市场功能发挥，资本市场在支持实体经济发展方面大有作为。在金融“五篇大文章”，以“新国九条”为核心的“1+N”

政策体系为资本市场改革提供了明确的方向，利好证券行业估值修复。一是面临科技服务度提升及存量改革下的大投行业务机遇，二是大力度推动中长期资金入市下的权益类资产大爆发，广义财富管理市场机遇。三是服务双向开放下的跨境市场机遇。

政策的出台激励市场不同主体增持权益类资产，监管机构对资本市场的呵护或将逐步建立投资者预期和信心，进一步激活市场交易活跃度，巩固市场回升态势，有助于券商经营环境回暖。在资本市场呵护政策下，包括基金、外资等长投体系建设加快，资产端完善持续监管，~~推动~~常态化。建设一流投资银行的导向下，需要进一步提高金融的整体竞争力，以并购重组支持证券公司做大做强。长周期复盘来看，券商股的股价走势取决于市场周期和监管周期，当前阶段随着资本市场的呵护政策陆续落地，市场风险偏好已出现明显抬升，券商盈利能力有望在顺周期业务的带动进一步提升。建议关注以下主线：

- **一流投行下并购重组预期及优质头部券商**

通过并购重组实现外延式发展是券商整合资源，优化资源使用及配置效率的重要手段，金融高质量发展的背景下，行业并购重组案例频发，有助于券商扩大业务布局及区域布局。头部券商拥有更强的资本实力、综合化的业务布局，在资本市场改革的大背景下，具有显著优势。在衍生品、国际业务等业务深化的背景下，头部券商布局领先，有望享受更高的估值溢价。

- **尤其是权益类投资能力较强的证券公司**

完善资本市场各项制度，引导中长期资金入市政策导向下，公募基金中权益类 ETF 规模大幅提升。2025 年，在中长期资金考核制度，养老金与资本市场良性互动等方面构建“长钱长投”的制度环境，建议关注基金公司竞争力较强尤其是权益投资优势明显的证券公司。

4.3 风险提示

1) **政策推行不及预期，资本市场改革推进力度不及预期。** 证券行业由于其特性，为高度监管行业，在业务开展、业务规模、风险控制等方面收到监管部门和相关法律法规的约束，行业监管政策及相关改革的推进力度可能随着市场环境的变化而产生变化，这也会给证券行业经营带来一定风险。

2) **国际竞争格局动荡，对国内金融市场带来波动。** 若金融市场价格大幅下滑或波动加剧，将对证券公司的业绩带来影响，同时对行业表现产生影响。

3) **一二级市场活跃度不及预期，金融市场大幅波动。** 证券公司作为资本市场服务机构，行业经营业绩与金融市场波动密切相关，金融市场波动影响因素较多，宏观经济、宏观金融政策、资本市场政策、国际经济形势等都会对金融市场带来影响。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司书面授权，本报告的任

何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

