

改革深化，转型持续，静待价值重塑

——2026 年中期证券行业投资策略报告

强于大市 (维持)

2026 年 07 月 13 日

行业核心观点:

短期来看前期估值压制因素已边际弱化，板块估值仍与基本面深度偏离，具备修复空间。上市券商 2026Q1 业绩高增，二季度以来行业基本面保持高景气，当前估值却处于近十年来约 20%分位，具备修复空间。并且我们判断前期的一些估值压制因素也在弱化，证金公司等“国家队”减持压力边际减弱，再融资投向国际业务、另类子等高成长性领域有助于提高盈利弹性，美伊冲突引发的全球石油供给危机中我国经济和资本市场展现出强大韧性，将增强投资者信心、吸引外资流入，进一步提升券商展业环境。

长期来看，国际业务与保荐跟投激活成长属性，证券行业价值重塑可期。我们认为国际业务与投行资本化成为行业重资本化经营模式下抬升 ROE 中枢的关键支点，同时传统经纪业务向财富管理转型将助力券商应对长年以来佣金费率下降的压力，创造增量价值，自营资产结构优化、客需业务发展将降低对市场趋势的依赖，平滑业绩周期性波动，整体而言，证券行业不仅有望迎来估值修复，还具备长逻辑下的成长价值重塑空间。投资标的上，我们建议关注财富管理基本盘较好、发力投入国际业务的头部券商，以及具备一定投行和资本实力的精品特色券商。

投资要点:

2026Q1 业绩回顾：同比高增，财富管理和投资是核心驱动。1) 43 家上市券商 2026 年一季度合计实现调整后营业收入（营业收入-其他业务成本）1507 亿元，同比增长 31%，归母净利润 608 亿元，同比增长 39%（2025Q1 剔除国泰海通吸收合并产生的负商誉 85 亿元）。头部券商业绩表现普遍较好，中小券商则表现分化，部分机构在小基数下释放出较高弹性。2) 经纪、信用和投资业务是营收增量核心来源。43 家上市券商经纪业务收入全部正增长，贡献上市券商整体 41%的营收增量；信用业务收入贡献 20%的营收增量；投资业务因市场波动导致营收占比下滑，但仍贡献 19%的营收增量，不同体量的券商表现分化，头部券商多数实现正增长。3) 行业经营杠杆、集中度继续提升，头部券商优势明显。

科技金融体制持续完善，券业格局加速重塑：1) “十五五”规划系统部署了未来五年资本市场改革路线，~~年度金融改革~~举措密集出台，科技金融体制加快构建完善。2) 并购重组持续升温，中央汇金系与地方国资系双线推进，行业格局加速重构，同时再融资频现，头部券商和区域券商分别重点投向国际业务、

行业相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

政策持续推动高质量发展，行业估值修复可期

吴清主席致辞的学习体会：行业格局或加速优化，业务发展空间广阔

市场景气度高，关注券商股估值修复机会

分析师：王如冰

执业证书编号：S0270524010003

电话：02032255211

邮箱：wangrb@wlzq.com.cn

投资业务。

行业展望：基本面高景气，各项业务向好发展：1) 泛财富管理业务：量化私募的发展、优质成长型标的扩容或进一步推高股基成交额，大型券商更为受益；两融余额持续攀升，信用业务收入有望继续增厚；公募基金规模创新高，券商资管规模稳中略升，居民储蓄与中长期资金入市正当时，财富管理业务发展空间可期。2) 投行业务：融资端改革催化业务回暖，投行跟投将促进券商从传统中介向“价值发现者”“产业合伙人”转变，项目储备+资本实力构筑头部券商先发优势。3) 投资业务：股债市场向好提供良好展业环境，自营增配权益 OCI、固收交易盘，另类基金、私募子有望带来更高盈利弹性。4) 国际化布局：行业加速国际化布局，头部四强显著领先，前十券商国际子经营杠杆、ROE 多数高于母公司整体，是提升盈利能力的重要抓手。

行情与估值分析：估值与业绩深度偏离，安全边际较高。

风险因素：货币政策、国际关系、地缘政治等发生重大变化；市场剧烈波动；宏观经济不及预期；资本市场改革政策推进不及预期；国际子公司投资风险。

正文目录

1 2026Q1 业绩回顾：同比高增，财富管理和投资是核心驱动	5
1.1 盈利能力：调整后营收利润同比增长均超 30%	5
1.2 业务结构：经纪、信用和投资业务是营收增量核心来源	5
1.3 经营杠杆：杠杆小幅提升，头部机构优势明显	6
1.4 集中度：较 2025 年提升	6
2 行业重点政策与重要动态：科技金融体制持续完善，券业格局加速重塑	8
2.1 行业重点政策：顶层规划部署发展路线，投融资改革举措密集出台	8
2.2 行业重要动态：并购重组升温加速重构行业格局，再融资重点投向出海和投资	10
3 行业展望：基本面高景气，各项业务向好发展	12
3.1 泛财富管理业务：成交中枢抬升，增量资金可期，发展空间充足	12
3.2 投行业务：融资端改革催化业务回暖，头部券商具备先发优势	15
3.3 投资业务：股债市场向好提供良好展业环境，股权投资蓄势待发	17
3.4 国际化布局：出海加码提速，国际子成为盈利增长重要支点	19
4 行情与估值分析：估值与业绩深度偏离，安全边际较高	20
5 投资建议：行业价值重塑与格局分化之时，关注保荐跟投和国际业务两大变量	21
6 风险提示	22

图表 1：上市券商归母净利润及同比增速	5
图表 2：上市券商整体 ROE	5
图表 3：上市券商各项业务收入（亿元）及同比增速	6
图表 4：上市券商各项业务收入占比	6
图表 5：上市券商剔除客户交易保证金的总资产及整体杠杆率	6
图表 6：不同体量的上市券商杠杆率	6
图表 7：上市券商总资产及归母净资产集中度	7
图表 8：上市券商归母净利润及调整后营收集中度	7
图表 9：前十券商 ROE 与上市券商整体 ROE	7
图表 10：“十五五”规划中与证券行业相关的主要内容	8
图表 11：2026 年初以来重点投融资改革措施	9
图表 12：证监会 2026 年度立法计划	10
图表 13：2026H1 上市券商相关并购重组事项	11
图表 14：2026H1 上市券商再融资事项	11
图表 15：上交所 A 股账户新增开户数（万户）	12
图表 16：沪深两市月度股基成交额（亿元）	13
图表 17：私募证券投资基金 VS 公募股混型基金规模（亿元）	13
图表 18：两融余额（亿元）及占 A 股流通市值比重	13
图表 19：境内各类公募基金规模（万亿元）	14
图表 20：证券公司资管规模（万亿元）	14
图表 21：居民储蓄余额与 M2、A 股流通市值的比值	15
图表 22：保险资金运用余额（万亿元）	15
图表 23：2021 年以来 A 股融资规模（亿元）及 IPO 家数	15
图表 24：2021 年以来 H 股 IPO 规模（亿港元）及家数	15
图表 25：国内券商境内市场债券承销规模（亿元）	16

图表 26: A 股重大并购重组事件数量 (件)	16
图表 27: 各券商 A 股 IPO 排队项目数量	16
图表 28: 科创板、创业板排队大型 IPO 项目的券商跟投情况	17
图表 29: 上市券商自营资产规模与结构	17
图表 30: 上市券商自营相关风控指标平均值 (%)	17
图表 31: 前十券商另类子 2025 年经营表现	18
图表 32: 前十券商私募子 2025 年经营表现	18
图表 33: 17 家上市券商 2021-2025 年境外业务收入及占比	19
图表 34: 前十券商公司整体及国际子的权益乘数	20
图表 35: 前十券商公司整体及国际子的 ROE	20
图表 36: 2026 年初以来券商指数、沪深 300 指数涨跌幅	20
图表 37: 2026 年初以来券商个股涨跌幅	21
图表 38: 券商板块 PB 估值	21

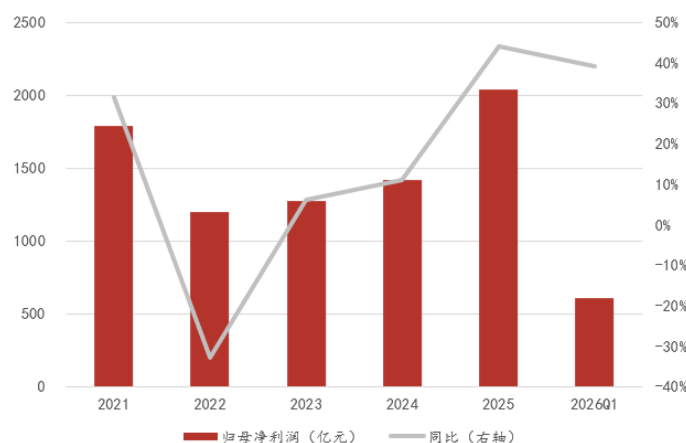
1 2026Q1 业绩回顾：同比高增，财富管理和投资是核心驱动

1.1 盈利能力：调整后营收利润同比增长均超 30%

43家上市券商2026年一季度合计实现调整后营业收入(营业收入-其他业务成本)1507亿元，同比增长31%，归母净利润608亿元，同比增长39%（2025Q1剔除国泰海通吸收合并产生的负商誉85亿元），环比增长40%。头部券商业绩表现普遍较好，归母净利润方面，前十券商除国信证券同比下滑9.6%，其余9家均正增长，其中中信建投同比增长99%，领跑头部梯队，而中小券商则表现分化，部分机构在小基数下释放出较高弹性，信达证券（同比+121%）、财达证券（同比+115%）、财通证券（同比+113%）和东北证券（同比+103%）同比增速居前。

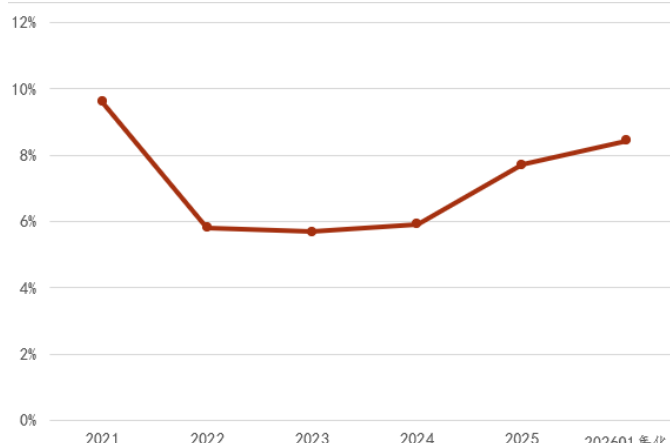
2026一季度上市券商整体ROE为2.11%，年化后达到8.45%，同比提高0.52pct，年化后较2025全年提高0.74pct。其中中信建投（4.02%）、长江证券（3.94%）、中信证券（3.46%）2026一季度ROE居前。整体而言头部券商ROE普遍表现强于中小型券商。

图表1：上市券商归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，万联证券研究所 注：2025Q1剔除国泰海通吸收合并产生的负商誉85亿元，2024剔除华泰证券出售子公司AssetMark取得的投资收益63亿元。

图表2：上市券商整体ROE



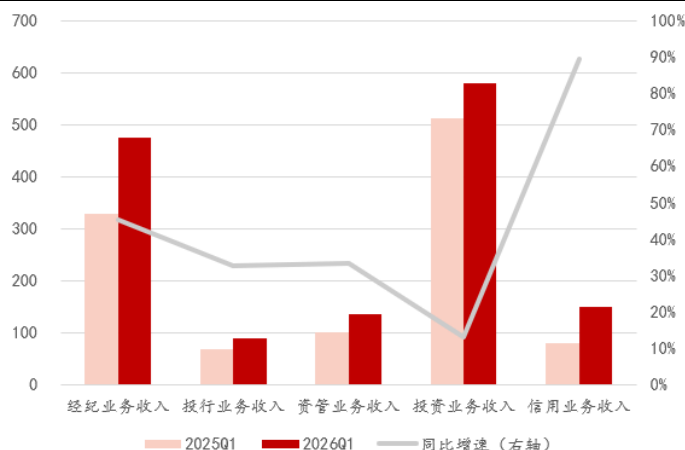
资料来源：Wind，万联证券研究所 注：归母净利润口径同图表1，全文所涉“归母净利润”及基于其计算的ROE等衍生指标，均采用此调整口径。

1.2 业务结构：经纪、信用和投资业务是营收增量核心来源

业务结构上，上市券商2026Q1各项主营业务收入全线同比增长，经纪、投行、资管、投资 and 信用业务收入分别为476亿元、89亿元、135亿元、580亿元、149亿元，同比分别+45%、+33%、+33%、+13%、+89%。经纪、投行、资管、投资 and 信用业务收入占调整后营收比重分别为32%、6%、9%、38%、10%，同比分别+3.1pct、+0.1pct、+0.2pct、-6.1pct、+3.1pct。

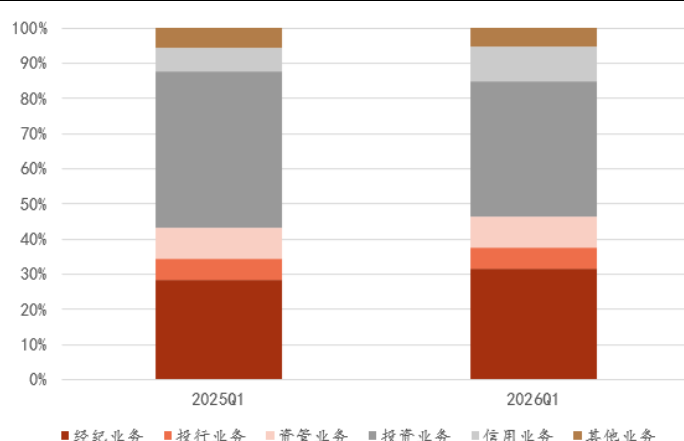
年初以来市场交投延续活跃，2026Q1日均股基交易额大幅放量，同比增长79%，推动经纪业务收入提升，43家上市券商全部正增长，贡献上市券商整体41%的营收增量。同时，在2025年权益市场表现强劲的情况下，赚钱效应扩散，客户加杠杆意愿显著回升，融资需求旺盛，驱动信用业务收入高增，贡献20%的营收增量。投资业务因市场波动导致营收占比下滑，但仍贡献了19%的营收增量，不同体量的券商在投资业务上表现分化，仅21家上市券商实现正增长，头部券商在非方向性业务、综合投研能力上的优势显现，多数实现正增长。

图表3: 上市券商各项业务收入(亿元)及同比增速



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表4: 上市券商各项业务收入占比

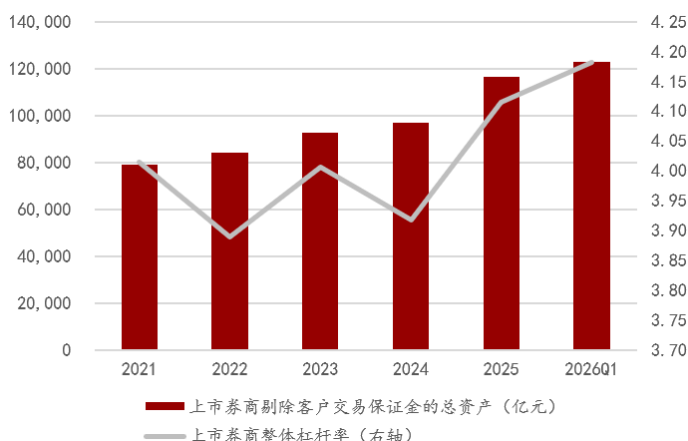


资料来源: Wind, 万联证券研究所

1.3 经营杠杆: 杠杆小幅提升, 头部机构优势明显

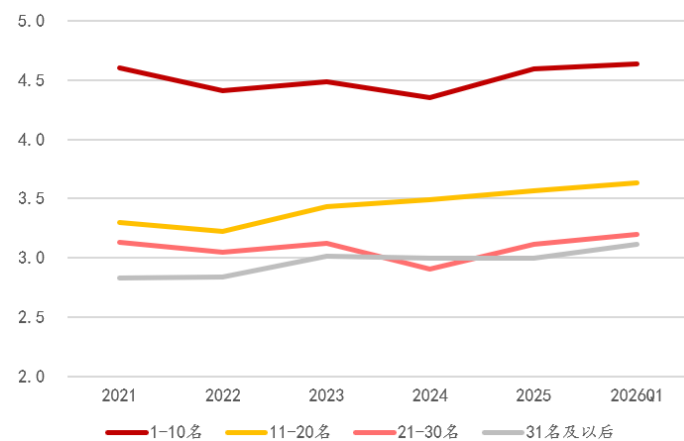
2026一季度末,上市券商剔除客户交易保证金的总资产达到12.3万亿元,整体杠杆率为4.18倍,环比小幅提升0.07。一方面投资、两融等业务规模增长驱动资产端扩张,一方面低利率市场环境下券商融资成本降低,助推其发债规模大幅增加。在融资成本、业务能力、国际化布局等多重优势叠加下,头部券商杠杆率显著高于中小券商,并且监管导向对优质机构适度放宽杠杆上限,头部券商与中小券商的杠杆差距或进一步拉大。

图表5: 上市券商剔除客户交易保证金的总资产及整体杠杆率



资料来源: Wind, 万联证券研究所 注: 杠杆率=(总资产-代理买卖证券款)/归母净资产。

图表6: 不同体量的上市券商杠杆率



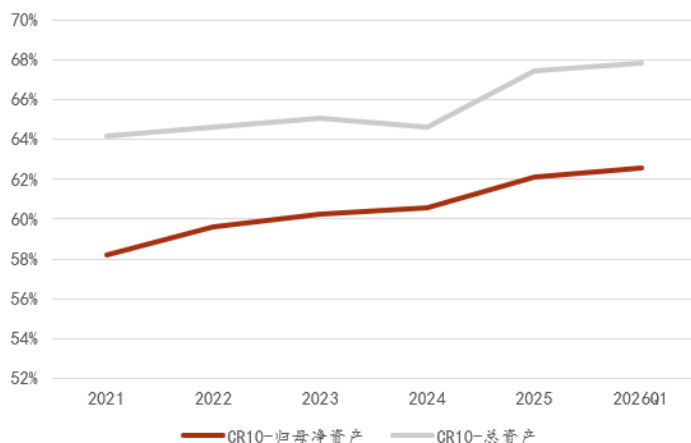
资料来源: Wind, 万联证券研究所 注: 按2021年末归母净资产由高到低排序将43家上市券商分为四组,并按整体法计算各组杠杆率。

1.4 集中度: 较2025年提升

2026一季度上市券商归母净资产和总资产CR10分别较2025年末提升0.5pct、0.4pct至

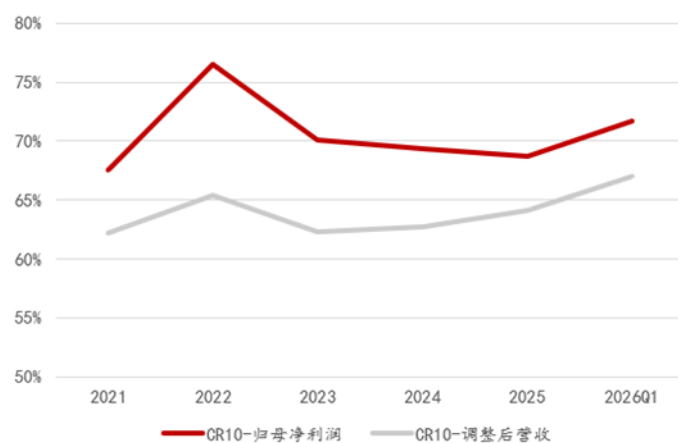
63%、68%，归母净利润和调整后营收CR10分别较2025年末提升3pct、2.9pct至72%、67%。

图表7：上市券商总资产及归母净资产集中度



资料来源：Wind，万联证券研究所

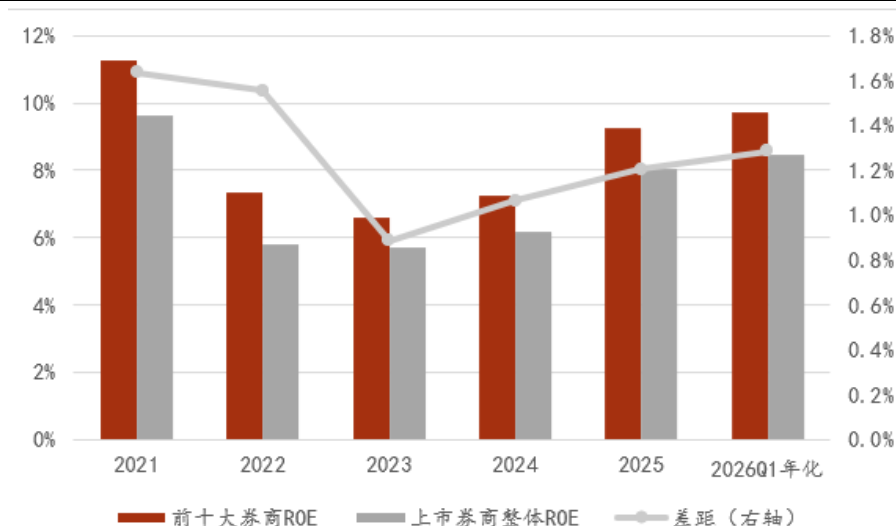
图表8：上市券商归母净利润及调整后营收集中度



资料来源：Wind，万联证券研究所

近五年里，中信证券、国泰海通、华泰证券、广发证券、中国银河、招商证券、国信证券、中金公司、中信建投、申万宏源的总资产、归母净资产及归母净利润基本稳居行业前十，将其划为前十券商，用整体法计算其ROE与43家上市券商ROE作对比，自2023年以来二者差距持续扩大。

图表9：前十券商ROE与上市券商整体ROE



资料来源：Wind，万联证券研究所

自2023年证监会提出支持头部券商通过业务创新、集团化经营、并购重组等方式做优做强，本轮行业并购重组周期中的首单头部机构合并案例国泰海通已于2025上半年完成并表和更名揭牌，国信证券收购万和证券已于2025下半年完成，中金公司合并东兴证券、信达证券正在推进，头部机构的规模优势和资本实力将得到巩固，结合其杠杆运用、资源和业务协同等优势，行业资产和盈利的集中度或延续上行。

2 行业重点政策与重要动态：科技金融体制持续完善，券业格局加速重塑

2.1 行业重点政策：顶层规划部署发展路线，投融资改革举措密集出台

顶层规划：“十五五”规划明确提出“加快建设金融强国”，系统部署了未来五年资本市场改革路线。一是通过发展落实科技金融、绿色金融等“五篇大文章”，并完善长期资本投早、投小、投长期、投硬科技的支持政策，引导金融资源精准滴灌国家重点战略产业，以及匹配社会结构性需求。中证协已于2026年6月末修订发布《证券公司做好金融“五篇大文章”专项评价办法》，优化细化现有指标统计口径，并适度调整计分标准。二是持续深化投融资综合改革，包括壮大耐心资本，健全上市公司分红机制，增强资本市场制度包容性、适应性等，上述方向的存量政策释能叠加未来的增量举措，有助于夯实资本市场根基，促进投融资协调发展。三是在机构端，明确支持国有大型金融机构做优做强，培育一流投资银行与投资机构等，与证券行业近年“扶优限劣”的监管导向一致。四是对外开放，相关制度体系和金融基础设施的进一步完善有助于推动券商由“本土化服务商”转型“全球综合金融机构”，加速向国际一流投行迈进，也能更好地运用“两个市场、两种资源”服务实体经济与国家战略。

图表10: “十五五”规划中与证券行业相关的主要内容

分类	相关表述
发展指引	加快建设金融强国。
	提升金融服务实体经济质效，大力发展科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融。
	构建同科技创新相适应的科技金融体制，完善长期资本投早、投小、投长期、投硬科技支持政策。
融资端	持续深化资本市场投融资综合改革，增强资本市场制度包容性、适应性，提高直接融资比重。
	发展多元股权融资，加快多层次债券市场建设。
投资端	壮大耐心资本，完善支持中长期资金入市政策体系。
	健全上市公司分红激励约束机制，丰富满足居民财富管理需求的金融产品和服务。
	稳步发展期货、衍生品和资产证券化。
金融机构	优化金融机构体系，推动各类金融机构专注主业、完善治理、错位发展，支持国有大型金融机构提升综合服务水平，严格中小金融机构准入标准和监管要求，培育一流投资银行和投资机构。
	支持金融机构稳妥有序开展资本补充。
对外开放	稳慎拓展金融市场互联互通，优化合格境外投资者制度，扩大可投资品种范围，有序推进符合条件的企业跨境双向直接融资，支持股权投资基金跨境投资。
	推进人民币国际化，拓展人民币在国际贸易和投融资中的使用，提升资本项目开放水平。
	支持香港巩固提升国际金融、航运、贸易中心和国际航空枢纽地位，强化全球离岸人民币业务枢纽、国际资产及财富管理中心、国际风险管理中心功能。
	加快建设上海国际金融中心。

资料来源：中国政府网，万联证券研究所

投融资改革举措密集出台，科技金融体制加快构建完善。投资端方面，提高融资保证金比例有助于抑制过热杠杆，预防系统风险，新规落地将促进市场规范化发展，有助于券商场外衍生品业务规模扩张，以及中长期资金对冲风险、拉长投资久期。融资端方面，“十五五”规划提出的“构建同科技创新相适应的科技金融体制”，以及监管多次强调的“提高资本市场制度包容性、适应性”正具体落地推进，创业板改革

支持优质未盈利企业上市，直接扩大了券商投行的IPO储备项目范围，同时也对其估值定价能力提出更高要求。推出再融资储架发行、完善融资并购制度有助于提升券商投行业务空间和效率，并推动业务结构从“低频、大体量”向“高频、多元化”发展，能持续跟踪客户融资需求、提供全周期陪伴与综合服务的券商将取得更大优势。

此外，2026年6月，证监会主席吴清在陆家嘴论坛上释放了一揽子政策信号，主要包括：1）持续深化“两创板”改革，近期将抓紧推出2项科创板改革措施，包括扩大第五套标准适用范围至人工智能领域、支持更多领域“硬科技”企业在科创板上市；2）大力支持上市公司并购及再融资，进一步激发并购重组活力，深化再融资改革，支持符合条件的港股上市公司境内上市；3）加快培育壮大耐心资本；4）进一步丰富投资产品和工具，近期将抓紧推进在沪深交易所推出主动ETF；5）落实落细合格境外投资者制度优化方案等。

图表11：2026年初以来重点投融资改革措施

日期	政策	主要内容
2026/1/4	沪深北交易所提高融资保证金比例	沪深北交易所发布通知调整融资保证金比例，将投资者融资买入证券时的融资保证金最低比例从80%提高至100%。
2026/2/9	沪深北交易所推出优化再融资一揽子举措	主要涉及大力支持优质上市公司再融资、提高对创新科技型企业的制度包容性、提高再融资制度便利性以及强化再融资全链条监管四方面内容。
2026/3/27	沪深交易所同步推出主板“轻资产、高研发投入”认定标准	上交所方面，新增主板市场“轻资产、高研发投入”认定标准，科创板相关标准保持不变；深交所方面，将原有创业板适用的该标准拓展至主板，符合标准的主板公司再融资可突破限额用于研发投入，进一步提高再融资灵活性。
2026/4/10	证监会发布《关于深化创业板改革 更好服务新质生产力发展的意见》	1) 突出板块功能定位，积极支持优质未盈利创新企业和新型消费、现代服务业等领域优质创新企业发行上市。2) 优化发行标准，提高审核注册效率，增设创业板第四套上市标准，为新兴产业和未来产业领域优质创新创业企业提供更好金融服务。3) 积极发挥地方政府作用，助力提高审核注册效率。试点开展由地方政府向证监会和深交所推送拟在创业板发行上市企业信息。4) 压紧压实审核注册全链条责任，进一步压实中介机构资本市场“看门人”责任。5) 完善融资并购制度，提升股债融资灵活性便利性。推出再融资储架发行制度。优化再融资简易程序。支持优质创新公司灵活设置股权激励考核指标。支持创业板公司发行科创债、绿色债券等产品。6) 强化全过程监管，推动提高上市公司质量。7) 深化投融资改革，推出再融资储架发行制度，优化再融资简易程序，支持创业板上市公司立足主业，吸收合并境内上市未满三年的公司，在创业板引入做市商等机制安排。8) 汇聚工作合力，进一步发挥地方政府在企业培育、涉企服务、风险处置等方面的作用。
2026/5/15	证监会发布《衍生品交易监督管理办法（试行）》	对衍生品交易和结算、交易者、经营机构、市场基础设施、监督管理和法律责任等进行了规定，包括要求证券公司、期货公司申请开展衍生品交易业务应符合最近6个月净资产持续不低于人民币5亿元等条件。
2026/7/3	证监会就完善上市公司再融资规则公开征求意见	1) 建立再融资定向增发储架发行制度。2) 优化小额快速再融资制度，当拟融资规模不超过净资产20%，沪深交易所上市公司小额快速融资上限从3亿元提升至6亿元，净资产超过100亿元的特大型企业小额快速融资上限提升至10亿元；北交所上市公司小额快速融资上限从1亿元提升至2亿元。3) 实行统一的市价发行定价机制。要求所有上市公司定增须以发行期首日作为定价基准日确定发行价格，推动定价市场化，并完善锁定期安排。4) 简化上市公司向控股股东定增条件。5) 强化可转债监管要求。6) 进一步明确募集资金投向主业等监管要求。

资料来源：证监会，上交所，新华社，央广网，万联证券研究所

根据证监会2026全年立法计划，《私募投资基金募集监督管理办法》《上市公司股权激

励和员工持股计划管理办法》有望年内出台,《公开募集证券投资基金运作管理办法》有望年内完成修订。此外基金投顾业务、两融业务等也将迎来法规上的完善规范,落地节奏或相对靠后。

图表12: 证监会2026年度立法计划

分类	规章项目	进度
服务资本市场改革发展, 进一步强化制度保障	修订《上市公司证券发行注册管理办法》《北京证券交易所上市公司证券发行注册管理办法》, 在制度规则层面优化再融资审核注册机制, 着力提高便利度	力争年内出台, 2026年7月已发征求意见稿
	制定《私募投资基金募集监督管理办法》, 持续完善私募基金“1+N+X”制度体系	力争年内出台
	修订《公开募集证券投资基金运作管理办法》, 纵深推进公募基金改革	
	制定《上市公司股权激励和员工持股计划管理办法》, 促进上市公司治理提升	
强化对资本市场相关行为的监管, 切实维护公开、公平、公正的市场秩序	制定《衍生品交易监督管理办法》	已出台(试行)
	制定《私募投资基金托管业务监督管理办法》《证券基金投资顾问业务管理办法》《公开募集不动产投资基金监督管理暂行办法》	抓紧研究、择机出台, 2025年已发《证券投资基金托管业务管理办法(修订草案征求意见稿)》
	修订《证券投资基金托管业务管理办法》《证券公司融资融券业务管理办法》《证券期货基金经营机构信息科技管理办法》	
加强对资本市场相关主体的规范, 进一步夯实资本市场发展基础	修订《期货公司监督管理办法》	力争年内出台, 2026年4月已发征求意见稿
	修订《证券交易所管理办法》《全国中小企业股份转让系统有限责任公司管理暂行办法》《证券登记结算管理办法》《期货从业人员管理办法》《期货公司风险监管指标管理办法》	抓紧研究、择机出台
深入推进依法行政, 进一步提高资本市场监管执法效能	制定《中国证监会行政处罚案件违法所得认定办法》	力争年内出台, 2026年4月已发布征求意见稿
	修订《证券期货市场诚信监督管理办法》	抓紧研究、择机出台
其他	配合国务院有关部门做好《证券公司监督管理条例》《上市公司监督管理条例》《不动产投资基金管理条例》《证券、期货投资咨询管理暂行办法》等行政法规的制定、修订工作 推动《证券投资基金法》的修订完善 配合有关司法机关做好证券期货领域相关司法解释制定、修订工作	/

资料来源: 证监会, 万联证券研究所

2.2 行业重要动态: 并购重组升温加速重构行业格局, 再融资重点投向出海和投资

并购重组持续升温, 行业格局加速重构。一方面是中央汇金系券商的并购重组, 中金公司吸收合并信达证券、东兴证券事项已进入监管审核阶段, 此前中金公司的资本杠杆率等风控指标持续偏紧, 通过合并将显著增强其净资本规模、打开业务拓展空间, 此外零售业务覆盖能力、股东协同空间也将得到提升。上述3家, 中央汇金系还有5家券商, 包括总部在北京的银河证券、中信建投, 总部在上海的申万宏源和光大证券, 总部在福建的长城国瑞证券, 整合空间仍存。一方面是地方国资体系下的券商

并购重组，东方证券与上海证券同属上海市国资旗下，本次并购是继国泰海通后上海国资系券商的进一步资源整合、布局优化。东吴证券与东海证券分别属于江苏省苏州市、常州市国资旗下，东海证券在财富管理、固收、衍生品等领域具有特色优势，与东吴证券形成互补，合并后将提升在长三角的综合竞争力。按照2025年报数据静态估算，合并后中金公司、东方证券、东吴证券的归母净资产将分别达到1834亿元、1025亿元、531亿元，其中中金公司、东吴证券的归母净资产行业排名分别由第8、第17提升至第4、第14，东方证券排名虽无提升，但与第10名申万宏源的差距明显缩小。

图表13：2026H1上市券商相关并购重组事项

合并方	被合并方	首次公告日	最新进展
中金公司	信达证券、东兴证券	2025/11/19	2026年6月12日，吸收合并事项获上交所受理。
东吴证券	东海证券	2026/3/2	2026年6月25日，重大资产重组事项获上交所受理。
东方证券	上海证券	2026/4/19	2026年4月19日，东方证券公告正在筹划通过发行A股股份及支付现金的方式收购上海证券100%股权。

资料来源：Wind，各公司公告，万联证券研究所

再融资频现，头部券商出海，区域券商加码投资，国资股东积极认购。近十年来随着行业竞争加剧、佣金费率下滑，券商整体收入结构中收费类收入占比下降，资金类收入占比超过50%，行业业务结构走向重资本化，衍生品等快速发展的资本消耗型创新业务资本消耗较大，资本实力已成为券商提升核心竞争力的重要抓手。2023年“827新政”阶段性收紧IPO、再融资节奏，受此影响，券商的定增方案审核趋严，而自2025年起多家券商定增项目陆续获批，体现了监管的差异化松绑导向。2026年以来广发证券、华泰证券和中信证券等头部券商通过H股渠道大规模再融资，国际业务是核心募资方向，西南证券则主要通过A股定增补充资本金，投资业务是重要投入方向。此外，国资股东积极参与券商定增，体现了对行业发展的信心。

图表14：2026H1上市券商再融资事项

公司名称	首次公告日期	进度	募资规模	方式	用途
广发证券	2026/1/7	2026/1/14 完成发行	所得款项净额 61.13亿港元	配售新增H股+发行H股 零息可转债	拟全部用于向境外子公司增资，支持公司国际业务发展。
华泰证券	2026/2/3	2026/2/10 完成发行	所得款项净额 99.25亿港元	发行H股零息可转债	支持公司境外业务发展及补充其他营运资金。
西南证券	2026/2/13	推进中， 已获重庆市国资委批准及公司股东会同意	不超过60亿元	拟A股定增，由渝富控股认购15亿元，重庆水务环境集团认购10亿元。渝富控股是西南证券现控股股东渝富资本的全资控股股东，重庆水务环境集团是其一致行动人。	全部用于补充公司资本金，投向财富管理、投资银行、资产管理、证券投资等核心业务领域，同时增加子公司投入、信息技术与合规风控建设等。
中信证券	2026/5/28	推进中	160亿元	拟H股定增，由第一大股东中信金控以现金方式全额认购	加快建设国际一流投资银行，深入推动国际化战略，夯实公司资本基础。

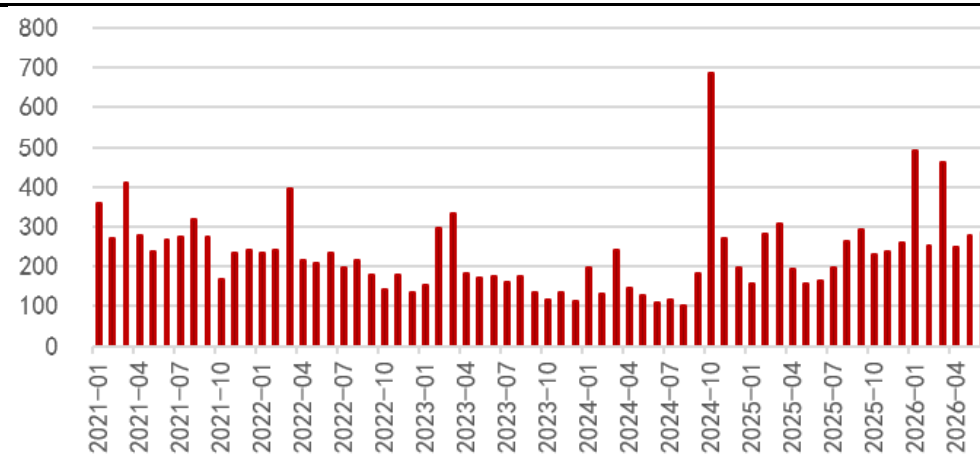
资料来源：Wind，各公司公告，万联证券研究所

3 行业展望：基本面高景气，各项业务向好发展

3.1 泛财富管理业务：成交中枢抬升，增量资金可期，发展空间充足

量化私募的发展、优质成长型标的扩容或进一步推高股基成交额，大型券商更为受益。根据上交所A股账户新增开户数，自2024年9月24日市场行情迅速启动引发一波开户高峰后，2026年Q1再次迎来一波开户小高峰。2026上半年上交所A股账户新增开户2016万户，同比增长60%，投资者入市积极性较高。

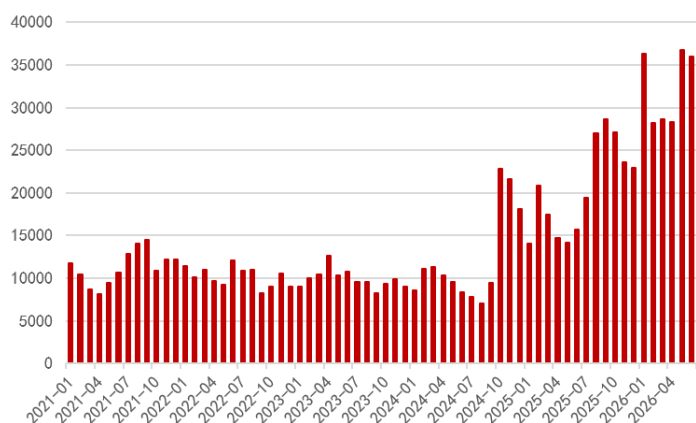
图表15：上交所A股账户新增开户数（万户）



资料来源：Wind，万联证券研究所

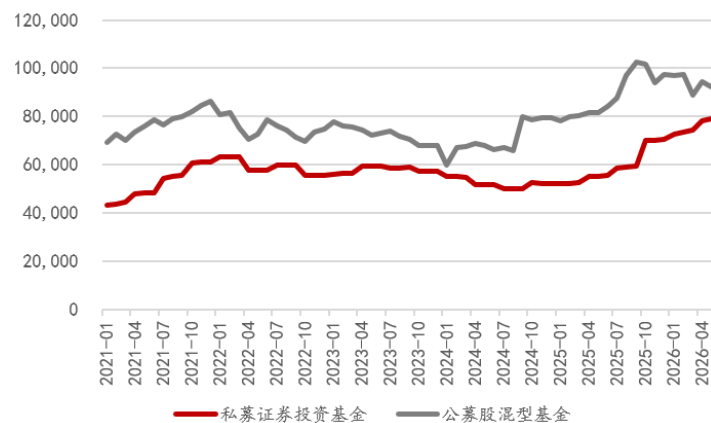
同时，市场交投保持活跃，2026年1-6月沪深两市日均股基成交额为3.24万亿元，同比大幅提升101%。从增长结构来看，2026Q1行业整体经纪收入增幅（同比+45%）低于同期日均股基交易额增幅（同比+79%），说明整体费率下行，主要是以量补价，我们认为这种情况可部分归因于量化基金的迅速扩容，量化基金通常高换手、低交易费率。根据证券时报，QIML数据显示保守估算国内量化私募整体管理规模2026Q1末已突破1.8万亿元，环比增长近4000亿元，同比大幅增长约8000亿元，至2026Q2末更是进一步扩张突破3万亿元。根据wind数据，内地公募量化基金规模2026Q1末、Q2末分别为4440亿元、4855亿元，规模与增速均低于量化私募，但也在持续扩容。量化私募选择券商交易时，较看重券商交易系统性能以及两融、场外衍生品等综合服务能力，大型券商相对更占优势，而与量化私募的合作除了给券商带来交易量，还有助于提升财富管理的多样性、高净值客户的粘性。我们预计，随着量化技术和人才的扩散、衍生品工具逐步丰富以及监管规范，量化基金仍有较大发展空间，将继续贡献可观成交增量，此外，截至2026年6月中旬，A股科技板块市值占比超过三成，市值超千亿上市公司中，科技企业占比已达45%，现排队IPO的项目也多为科技类企业，科技产业景气爆发下，优质成长型标的扩容将促进投资者参与意愿、市场交易额保持高位，驱动券商经纪业务收入增长。

图表16: 沪深两市月度股基成交额 (亿元)



资料来源: Wind, 万联证券研究所 注: 数据截至2026年6月30日

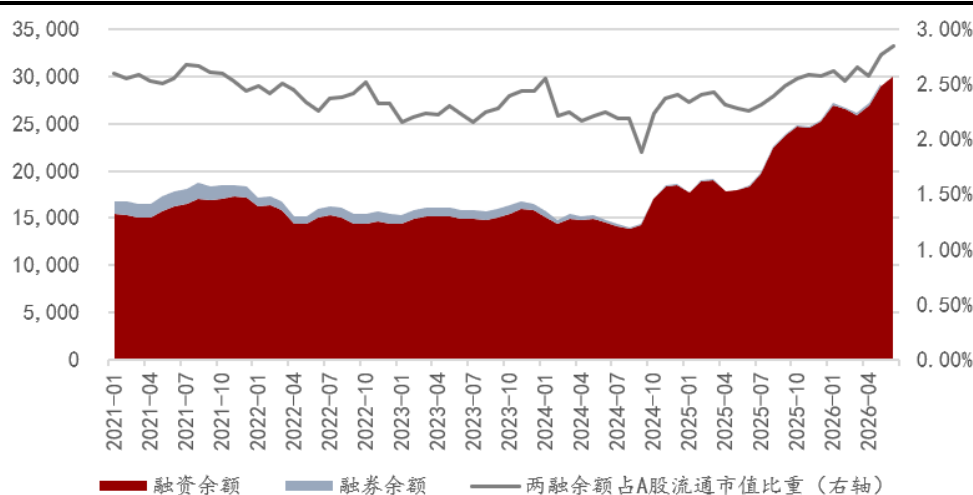
图表17: 私募证券投资基金VS公募股混型基金规模 (亿元)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

两融余额持续攀升, 信用业务收入有望继续增厚。2024年9月以来两融余额持续攀升, 2026年1月沪深北交易所将融资保证金最低比例从80%提至100%, 此后两个月融资余额稍有回落, 而进入4月后, 随着行情迅速回暖, 赚钱效应的显现推升市场风险偏好, 杠杆资金加速入场, 融资余额重拾升势, 且扩张斜率高于流通市值的增长。至6月末, 两融余额突破3万亿元, 两融余额占A股流通市值比达到2.85%, 均为近五年新高。预计上市券商2026Q2信用业务收入将保持同比高增。

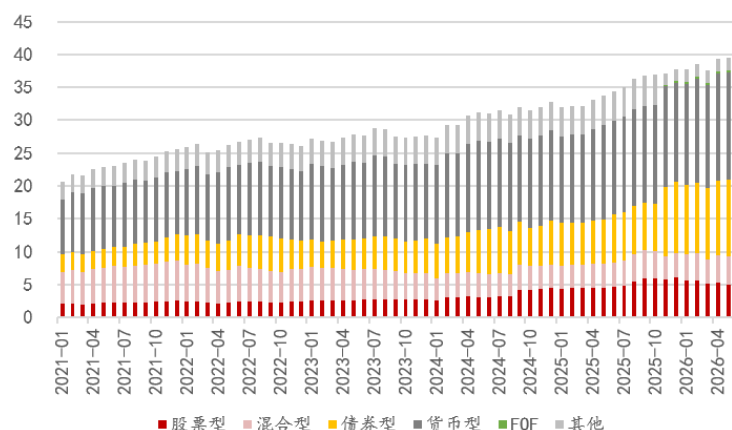
图表18: 两融余额 (亿元) 及占A股流通市值比重



资料来源: Wind, 万联证券研究所 注: 数据截至2026年6月30日

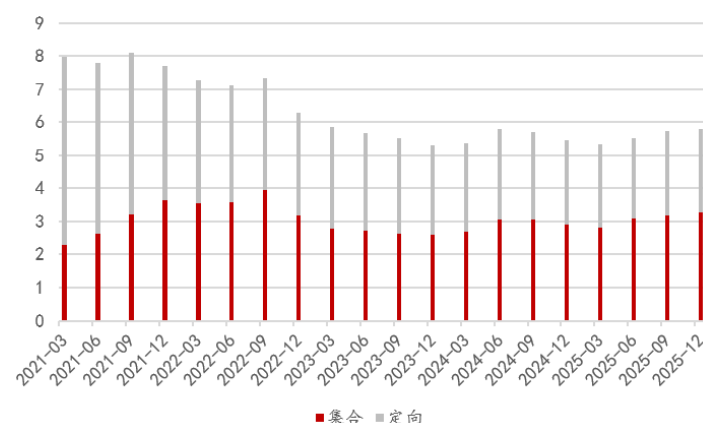
公募基金规模创新高, 券商资管规模稳中略升。2026年5月末, 境内公募基金总规模创历史新高, 达到39.5万亿元, 同比增长17%, 较上年末增长4.7%。其中非货公募规模为23.2万亿元, 同比增长20%, 权益类基金 (股票型+混合型) 基金规模为9.2万亿元, 同比增长13.4%。2025年券商资管规模稳中略升, 年末集合资管规模为3.3万亿元, 定向资管规模为2.5万亿元, 2023年末以来集合资管占比逐步提升。

图表19: 境内各类公募基金规模 (万亿元)



资料来源: Wind, 万联证券研究所 注: 数据截至2026年6月30日

图表20: 证券公司资管规模 (万亿元)

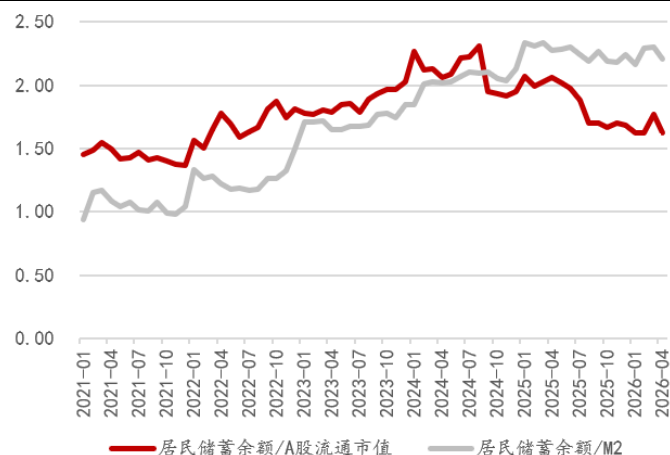


资料来源: Wind, 万联证券研究所

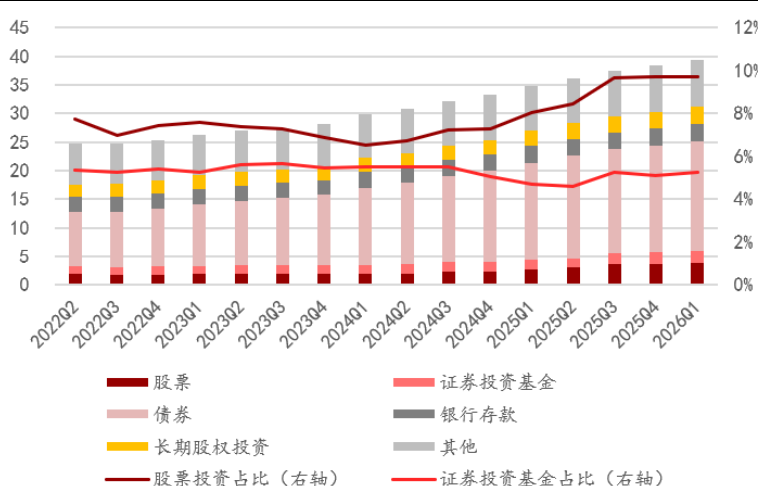
居民储蓄与中长期资金入市正当时, 财富管理业务发展空间可期。近五年, 居民储蓄余额与M2的比值整体呈上升趋势, 2025年Q1触及峰值后在高位震荡, 居民储蓄意愿仍然较强, 2026年5月末居民储蓄余额为171.5万亿元, 较2020年末增加78.9万亿元, 居民储蓄占M2比重为48.5%, 较2020年末提高6.16pct。居民储蓄与A股流通市值的比值自2024年9月发生转折, 2026年5月末该比值为1.63倍, 较2024年8月末的峰值2.31倍下降了0.67倍, 约处于历史30%分位, 具备进一步下降的空间。资本市场改革持续推进, 提升了上市公司质量、投资者回报, 权益资产的盈利弹性或吸引更多居民存款流入。

中长期资金方面, 以保险资金为代表的资金体量与股票配置比例正同步扩张。自2024年“924”新政以来, 保险资金运用余额中股票投资占比逐季提升, 至2026Q1末已达到9.73%, 环比提高0.02pct, 较2024Q3末提高2.47pct。但证券投资基金占比略有下滑, 说明“924”新政后保险机构更倾向于直接参与股票投资。根据中国银行保险资产管理业协会公布的2026年资产配置展望调查结果, 股票和证券投资基金是保险机构普遍看好的境内资产, 多数机构计划增配A股, 超过50%的保险公司以及超过40%的保险资管计划增配证券投资基金。与此同时, 保险公司资金余额的体量也在不断扩张, 2026Q1末余额为39.4万亿元, 环比增长2.5%, 较2024Q3末增长22.7%。低利率大环境下, 保险机构面临较大的资产负债匹配压力, 我们预计在中长期资金入市相关政策引导、机构自身预期与意愿的共振下, 保险机构将持续向市场注入增量中长期资金, 为券商提供机构经纪、资管/公募等泛财富管理业务的增长点。

图表21: 居民储蓄余额与M2、A股流通市值的比值



图表22: 保险资金运用余额 (万亿元)



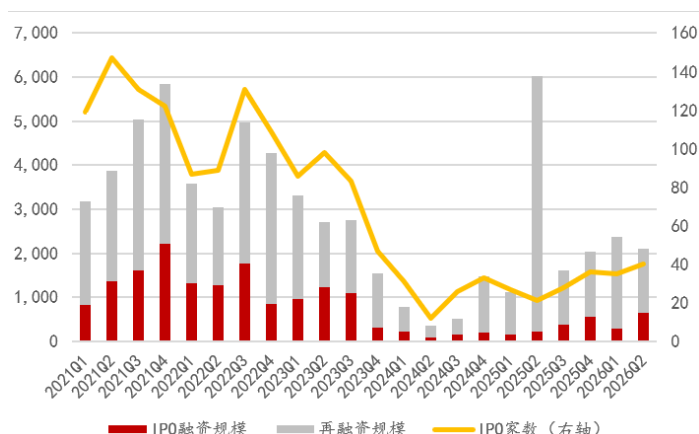
资料来源: Wind, 万联证券研究所 注: 数据截至2026年6月30日

资料来源: 国家金融监督管理总局, 万联证券研究所

3.2 投行业务: 融资端改革催化业务回暖, 头部券商具备先发优势

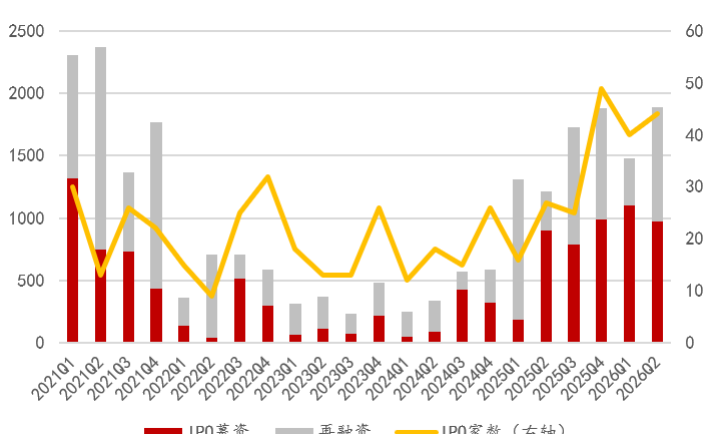
融资端改革催化投行业务回暖。历经约一年的IPO、再融资阶段性收紧时期, 2024Q4以来境内股权融资市场逐渐回暖, 2026H1境内股权融资总规模为4477亿元, 受去年同期再融资大额发行形成的高基数影响, 同比下降37.4%, 其中A股IPO发行75家, 募资954亿元, 同比分别+56%、+151%, 从融资行业结构来看, 首发项目高度集中于科技领域。港股股权融资方面, 监管在2024年11月明确表示积极支持符合条件的境内企业赴境外上市, 更好利用好两个市场两种资源, 港交所方面近年也启动了多轮上市规则松绑, 在政策支持以及旺盛的融资需求驱动下, 大量境内企业赴港上市, H股IPO数量与规模激增, 2026上半年H股股权融资总额为3365亿港元, 同比提高33%, 其中IPO发行84家, IPO募资2080亿港元, 同比分别+95%、+91%。H股上市企业多为内地企业, 以中金公司、中信证券、华泰证券等为代表的中资券商凭借境内外监管协同等优势, 已在香港IPO承销市场占据主导地位, 从市场份额来看, H股IPO浪潮中头部券商投行业务受益较大。债券融资方面, 2026H1国内券商在境内市场的债券承销规模为8.67万亿元, 同比增长14%。并购重组方面, “924”新政后曾迎来一波高峰, 2026H1有所回落。2026年6月, 证监会主席在陆家嘴论坛上强调持续深化“两创板”改革、大力支持上市公司并购及再融资等, 政策多维度持续发力, 我们预计投行业务将迎来系统性回暖。

图表23: 2021年以来A股融资规模 (亿元) 及IPO家数



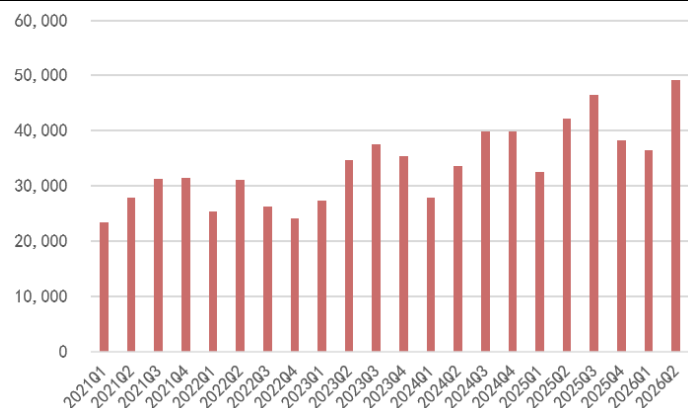
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表24: 2021年以来H股IPO规模 (亿港元) 及家数



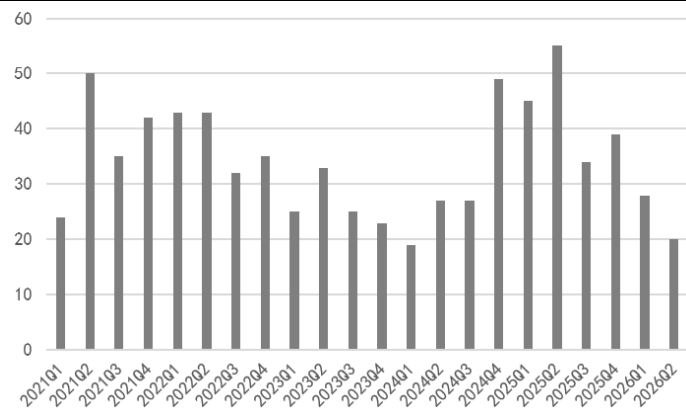
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表25: 国内券商境内市场债券承销规模 (亿元)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

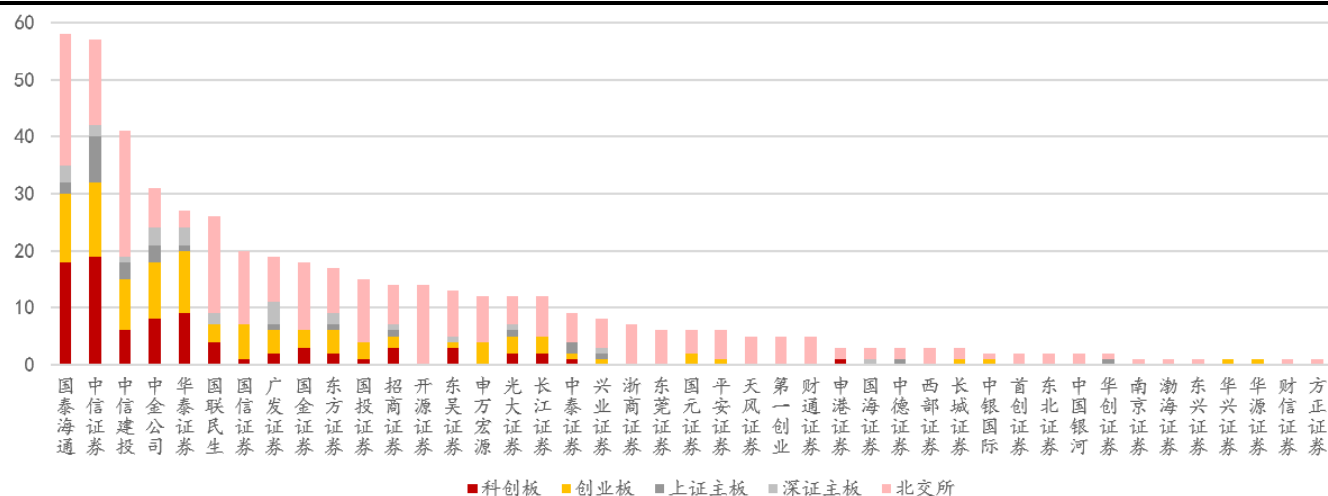
图表26: A股重大并购重组事件数量 (件)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

从A股IPO排队项目的储备来看, 头部券商领先地位依然稳固, 截至2026年6月30日, 合并后的国泰海通在强强联合效应下以58家排队企业位居榜首, 随后是中信证券(57家)、中信建投(41家)、中金公司(31家)、华泰证券(27家)、国联民生(26家)。上市的中小券商中, 国金证券延续其投行业务的传统优势, 以18家储备量位列行业第9。总体上, 排队项目的拟上市板块以北交所为主, 其次是创业板、科创板。

图表27: 各券商A股IPO排队项目数量



资料来源: Wind, 万联证券研究所 注: 数据截至2026年6月30日, 剔除终止与未通过项目, 联合保荐项目两边均计入。

项目储备+资本实力构筑头部券商先发优势。按照发行承销相关法规, 科创板试行保荐人相关子公司跟投制度, 要求保荐人参与发行人首次公开发行战略配售, 并对获配证券设定24个月的限售期。创业板则实施差异化跟投, 如发行人为未盈利企业/存在表决权差异安排企业/红筹企业, 或发行价格/发行价格区间上限超过“四个值”, 保荐人相关子公司应当跟投, 并对获配证券设定限售期。上述跟投资金应当为自有资金, 证监会另有规定除外。这种机制下, 一方面优质项目成功上市将带来承销保荐收入和跟投效益的双重回报, 一方面也对券商的产业研判、项目筛选、定价能力和资本实力提出更高要求。目前科创板、创业板排队企业的保荐机构主要集中于头部券商, 我们认为投行跟投将促进券商从传统中介向“价值发现者”“产业合伙人”转变, 深度参与国家战略新兴产业的成长周期, 在重资本模式下增强盈利能力的重要突破点, 头部券商前期的跟投浮盈兑现将进一步增强其资本实力, 形成正向循环、先发优势。

图表28：科创板、创业板排队大型IPO项目的券商跟投情况

发行代码	证券简称	拟募资规模（亿元）	保荐机构	券商参股情况		发行进度
A25101.SH	长鑫科技	295	中金公司, 中信建投	招商证券	0.84%	证监会注册
				华安证券	0.44%	
				中信建投	0.15%	
				国泰海通	0.09%	
				方正证券	0.05%	
				中金公司	0.01%	
A26019.SZ	超聚变	80	中信证券	财通证券	0.75%	已问询
				申万宏源	0.54%	
				中信证券	0.19%	
A25105.SH	蓝箭航天	75	中金公司	广发证券	0.53%	已问询
				国泰海通	0.13%	
				中金公司	0.10%	
				开源证券	0.09%	
A25078.SZ	粤芯半导体	75	广发证券	广发证券	0.57%	报送证监会
				中信证券	0.45%	
A26001.SH	燧原科技	60	中信证券	中金公司	1.00%	报送证监会
				广发证券	0.74%	
				国泰海通	0.25%	
				华安证券	0.03%	
A23042.SZ	海康机器	60	中信证券	/	/	已回复(第二次)
A25013.SH	上海超硅	50	长江证券	国泰海通	0.26%	已回复
				中金公司	0.02%	
				招商证券	0.01%	

资料来源：Wind，各公司招股说明书，企查查，万联证券研究所 注：数据截至2026年6月30日，仅列示募资规模不低于50亿元的项目。

3.3 投资业务：股债市场向好提供良好展业环境，股权投资蓄势待发

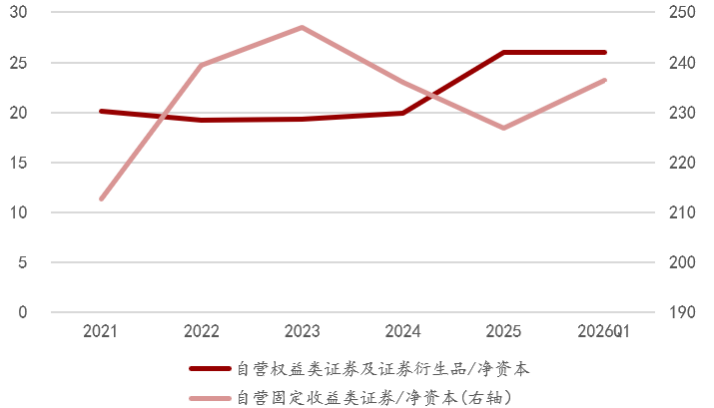
自营增配权益OCI、固收交易盘。2026H1沪深300指数上涨7.55%（去年同期+0.03%），但呈现较大波动。债市回暖，中债总财富（总值）指数上半年累计上涨1.98%（去年同期+0.74%）。截至2026年Q1末，上市券商合计自营资产7.55万亿元，较上年末增长5%，自营资产方面，近几年其他权益工具投资（权益OCI账户）持续得到增配，有助于平滑短期利润波动，提升权益投资的稳定性，同时，结合自营相关风控指标判断，2026Q1上市券商自营固收交易盘有所增加。

图表29：上市券商自营资产规模与结构

	2021	2022	2023	2024	2025	2026Q1
自营资产规模(亿元)	46839	51487	59446	61993	71856	75451
交易性金融资产占比	76.3%	71.9%	70.4%	67.1%	67.7%	68.7%
其他债权投资占比	19.0%	22.8%	22.6%	22.5%	19.8%	18.1%
其他权益工具投资占比	1.4%	1.6%	3.4%	7.1%	9.8%	10.2%
债权投资占比	1.5%	1.7%	1.5%	1.4%	1.2%	1.1%
衍生金融资产占比	1.7%	2.1%	2.0%	1.9%	1.5%	1.9%

资料来源：Wind，万联证券研究所

图表30：上市券商自营相关风控指标平均值（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所 注：剔除个别数据不全的券商

另类子、私募子有望带来更高盈利弹性。另类子和私募子是券商进行一级股权投资的载体，其中另类子以券商自有资金开展保荐跟投、其他股权投资等，私募子则是对外募资的股权投资平台，以GP/LP身份完成“融投管退”流程，收益来源除了自有资金跟投收益，还包括管理费、业绩报酬等，盈利模式相对另类子更稳定。从前十券商的另类子和私募子业绩来看，2025年净利润同比多数扭亏或高速增长，IPO节奏对一级股权投资的退出与收益兑现影响较大，随着融资端改革持续推进，我们预计另类子和私募子将为券商带来更大利润贡献。如前文所述，头部券商在投行项目储备和资本实力上具有先发优势，或更为受益，而中小券商也正发力追赶，2025年以来定增融资的南京证券、中泰证券均将另类投资列为募资重点投向，西南证券也将投资业务、子公司投入列为最大投入方向，由于中小券商本身体量小，如果投行具备一定实力，且产业研判和资本投入到位，可能在盈利弹性提升上更为显著，科创板、创业板跟投或成为决定券商业绩弹性乃至行业竞争格局的关键变量。

图表31：前十券商另类子2025年经营表现

券商	另类子	总资产 (亿元)	净资产 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	摊薄ROE	营收占比	净利润占比	净利润同比
中信证券	中信投资	226.5	201.5	20.8	19.9	9.9%	2.8%	6.6%	64.0%
国泰海通	国泰君安证裕	80.5	71.8	11.6	8.3	11.5%	1.8%	3.0%	117.3%
	海通创新	207.6	205.4	16.1	12.6	6.2%	2.5%	4.5%	/
中金公司	中金浦成	69.7	42.2	2.3	1.7	4.0%	0.8%	1.7%	347.9%
中国银河	银河源汇	52.0	46.0	3.2	2.1	4.5%	1.1%	1.6%	272.7%
华泰证券	华泰创新	49.5	42.6	7.2	4.7	10.9%	2.0%	2.8%	扭亏
招商证券	招商投资	105.1	98.5	8.3	5.9	6.0%	3.3%	4.8%	917.2%
广发证券	广发乾和	111.4	106.4	8.7	6.5	6.1%	2.5%	4.7%	扭亏
申万宏源	申万创新	29.9	29.4	0.9	1.2	4.2%	0.4%	1.3%	1140.6%
	宏源汇智	63.0	22.5	3.1	1.0	4.4%	1.3%	1.0%	扭亏
中信建投	中信建投投资	62.3	55.5	6.6	4.7	8.5%	2.8%	5.0%	扭亏
国信证券	国信资本	51.2	49.3	0.6	0.5	0.9%	0.2%	0.4%	35040.6%

资料来源：Wind，各公司年报，万联证券研究所

图表32：前十券商私募子2025年经营表现

券商	私募子	总资产 (亿元)	净资产 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	摊薄ROE	营收占比	净利润占比	净利润同比
中信证券	金石投资	161.0	98.4	17.2	10.0	10.2%	2.3%	3.3%	138.4%
国泰海通	国君创投	83.6	80.4	2.4	0.8	0.9%	0.4%	0.3%	81.0%
	海通开元	91.8	83.5	10.9	6.6	7.9%	1.7%	2.4%	/
中金公司	中金资本	72.6	34.4	9.0	2.6	7.5%	3.1%	2.6%	-35.0%
	中金私募股权	9.6	4.5	2.3	0.9	19.6%	0.8%	0.9%	1626.2%
中国银河	银河创新资本	17.8	16.7	0.7	0.1	0.8%	0.3%	0.1%	250.0%
华泰证券	华泰紫金	120.2	103.4	11.5	8.0	7.7%	3.2%	4.9%	扭亏
招商证券	招商致远	36.3	21.6	0.7	-0.4	-1.6%	0.3%	-0.3%	盈转亏
广发证券	广发信德	49.4	45.4	3.3	1.7	3.7%	0.9%	1.2%	482.9%
申万宏源	中银万国投资	10.8	10.2	0.4	-0.1	-1.1%	0.2%	-0.1%	亏损减小
	申万宏源产业投资	4.3	2.5	0.4	0.3	12.3%	0.2%	0.3%	扭亏
	宏源汇富	8.1	7.1	2.7	1.4	19.9%	1.1%	1.5%	271.8%
中信建投	中信建投资本	48.0	27.3	2.9	1.0	3.7%	1.3%	1.1%	614.3%
国信证券	国信弘盛	36.1	31.2	1.1	0.3	1.0%	0.4%	0.3%	26.9%

资料来源：Wind，各公司年报，万联证券研究所

3.4 国际化布局：出海加码提速，国际子成为盈利增长重要支点

行业加速国际化布局，头部四强显著领先。2024年3月证监会提出“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”，在金融强国战略指引与资本市场高水平双向开放持续深化的背景下，国内券商加快投入国际化布局，海外扩表已成共识，截至2025年末，已有30余家内地券商设立境外子公司，国际业务成长为业绩增长的重要引擎。我们整理了2021年起有披露境外业务收入的上市券商相关数据，发现上述17家券商的境外业务收入合计占比逐年提升，并且头部券商的境外业务收入占比更高，从2025年数据来看，无论是境外业务收入的规模还是占比，中信证券、中金公司、国泰海通、华泰证券均以显著优势领先。

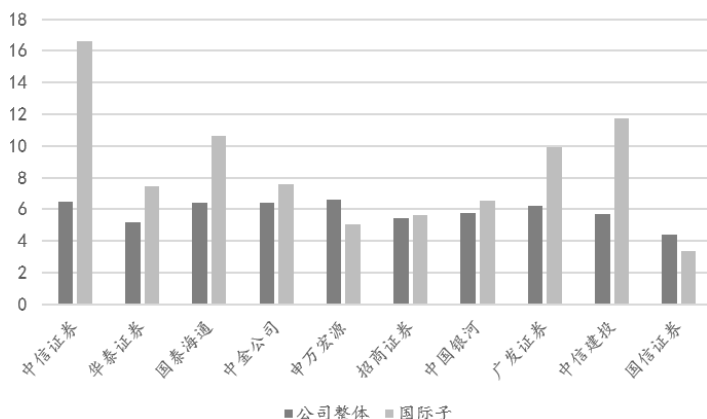
图表33：17家上市券商2021-2025年境外业务收入及占比

公司名称	境外业务收入(亿元)					境外业务收入占比				
	2021	2022	2023	2024	2025	2021	2022	2023	2024	2025
中信证券	73.23	81.93	94.04	109.48	155.19	9.6%	12.6%	15.7%	17.2%	20.7%
华泰证券	63.08	66.33	79.26	143.40	59.18	16.6%	20.7%	21.7%	34.6%	16.5%
国泰海通	25.79	13.96	21.63	29.09	95.86	6.0%	3.9%	6.0%	6.7%	15.2%
中金公司	70.92	52.02	60.75	53.08	83.93	23.5%	19.9%	26.4%	24.9%	29.5%
申万宏源	4.60	2.15	5.37	4.46	7.38	1.3%	1.0%	2.5%	1.8%	3.0%
招商证券	14.41	2.61	9.01	10.94	11.61	4.9%	1.4%	4.5%	5.2%	4.6%
中国银河	19.32	18.03	20.06	21.73	25.69	5.4%	5.4%	6.0%	6.1%	9.1%
广发证券	5.73	3.96	6.65	13.50	26.99	1.7%	1.6%	2.9%	5.0%	7.6%
中信建投	3.82	2.64	5.39	7.36	14.92	1.3%	1.0%	2.3%	3.5%	6.4%
国信证券	1.81	1.58	2.01	1.94	2.79	0.8%	1.0%	1.2%	1.0%	1.2%
东方证券	-0.04	-5.81	-0.81	2.98	4.37	0.0%	-3.1%	-0.5%	1.6%	2.8%
长江证券	0.27	0.01	0.25	0.28	0.55	0.3%	0.0%	0.4%	0.4%	0.5%
国元证券	2.20	1.47	1.71	2.37	2.51	3.6%	2.7%	2.7%	3.0%	4.0%
财通证券	1.06	0.50	0.59	0.52	0.90	1.6%	1.0%	0.9%	0.8%	1.3%
西南证券	0.39	-1.35	0.22	0.07	0.05	1.3%	-7.6%	0.9%	0.3%	0.2%
国联民生	0.19	0.01	0.28	0.43	0.54	0.6%	0.0%	0.9%	1.6%	0.7%
中原证券	-1.76	-0.81	-0.32	0.28	0.02	-4.0%	-4.3%	-1.6%	1.6%	0.1%
合计	285	239	306	402	492	6.6%	7.0%	9.0%	11.0%	11.9%

资料来源：Wind，万联证券研究所

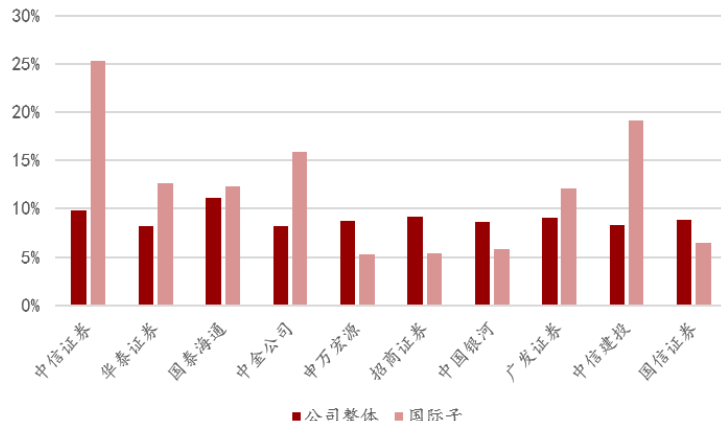
前十券商国际子经营杠杆、ROE多数高于母公司整体，是提升盈利能力的重要抓手。由于境内外资本约束与业务模式的差异，券商国际子权益乘数、ROE的上限相对更高。以前十券商为样本，权益乘数方面，除申万宏源（国际子5.1倍、整体6.6倍）和国信证券（国际子3.4倍、整体4.4倍）外，其余8家券商国际子的杠杆率均高于母公司整体水平。其中，中信证券、中信建投、国泰海通、广发证券的国际子分别高出母公司整体10.1倍、6倍、4.2倍、3.7倍，差距尤为显著。ROE方面，除申万宏源、国信证券、招商证券、中国银河外，其余6家券商国际子的ROE均高于母公司整体水平，其中中信证券、中信建投、中金公司的国际子ROE表现最为突出，分别高出母公司整体15.4pct、10.7pct、7.6pct。

图表34：前十券商公司整体及国际子的权益乘数



资料来源：Wind，各公司年报，万联证券研究所 注：本图表的权益乘数中总资产未剔除客户交易保证金；海通国际仍处于整合期，净资产为负，系国泰海通合并前历史遗留问题，本文国泰海通国际子指国泰海通金融控股。

图表35：前十券商公司整体及国际子的ROE

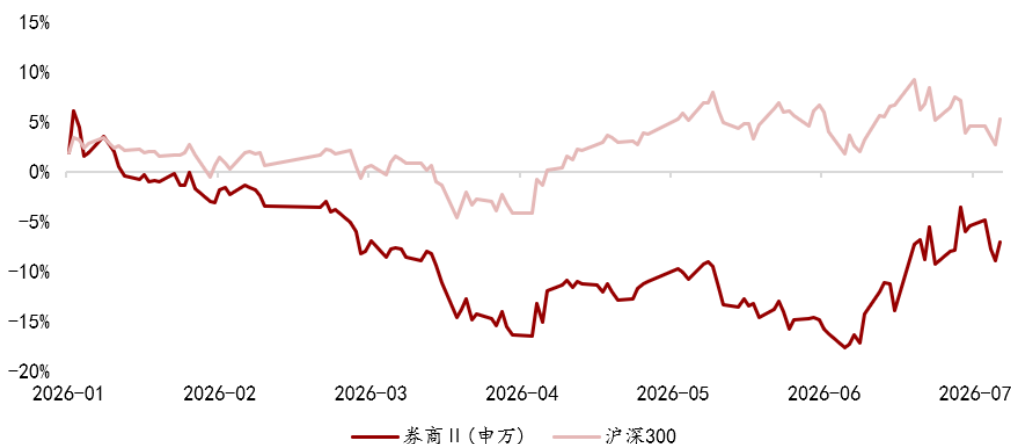


资料来源：Wind，各公司年报，万联证券研究所 注：本图表中ROE=净利润/[（期初净资产+期末净资产）÷2]

4 行情与估值分析：估值与业绩深度偏离，安全边际较高

年初至今券商指数行情表现偏弱。截至2026年7月9日收盘，年初以来申万券商指数累计下跌7%，而同时期沪深300指数累计上涨5.3%。A股上半年，特别是2月末至6月上旬结构性行情明显，资金涌入电子、通信等板块，券商板块整体持续低迷，与业绩高增的基本面背离，我们判断主要原因在于：1）2026Q1证金公司减持券商个股在资金面和市场信心上形成压制；2）3家上市券商接连公告拟大额再融资，投资者担心摊薄净资产收益率以及其他券商后续跟进；3）美伊地缘冲突导致国际油价飙升、全球滞胀风险上升，中国出口和企业盈利也面临拖累，可能动摇了部分投资者对宏观经济、权益市场“长牛”以及券商业绩可持续性的信心，且高风险偏好的投资者往往倾向投资弹性更高的科技类标的，中低风险偏好的投资者在避险情绪下倾向于减持权益类风险资产，整体上加剧了行情分化、券商板块资金流出压力。进入6月中旬，券商指数启动一轮反弹行情，我们认为主要是基于以下几个因素的共振：1）美伊冲突缓和改善市场预期；2）板块PB估值跌至近十年10%分位以下，与业绩已显著错配；3）市场对券商跟投“科创属性”的认知加深、扩散。

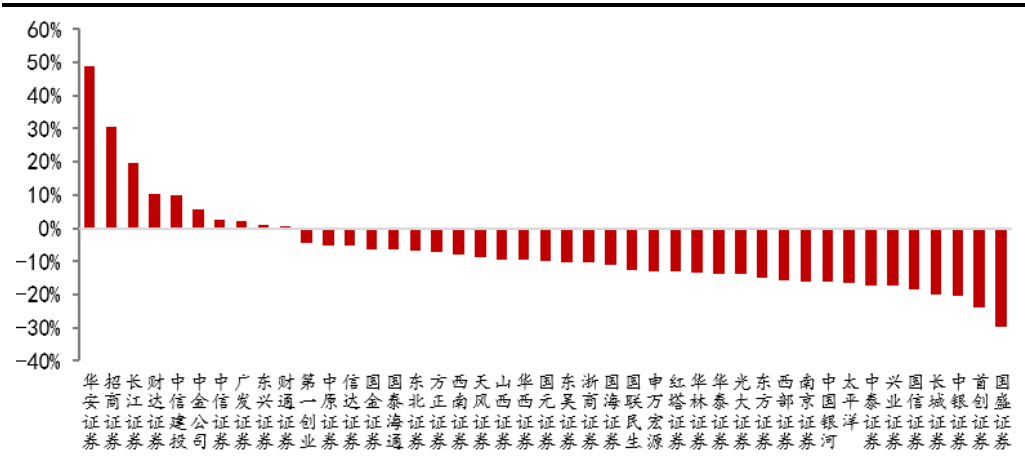
图表36：2026年初以来券商指数、沪深300指数涨跌幅



资料来源：Wind，万联证券研究所 注：数据截至2026年7月9日。

“科创属性”定价因子正在激活。个股层面，年初以来43家上市券商仅10家上涨，其中华安证券（+49%）、招商证券（+30.7%）、长江证券（+19.5%）涨幅居前，国盛证券（-29.5%）、首创证券（-23.9%）、中银证券（-20.2%）、长城证券（-20%）跌幅居前。领涨的华安证券、招商证券均持有存储巨头“长鑫科技”股权，华安证券还持有另一存储巨头“长江存储”股权。

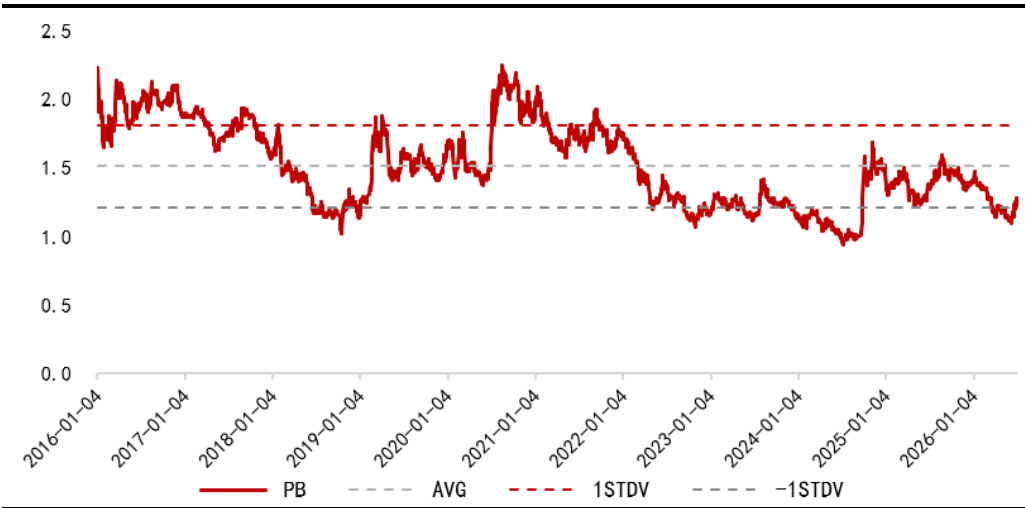
图表37：2026年初以来券商个股涨跌幅



资料来源：Wind，万联证券研究所 注：数据截至2026年7月9日。

板块估值仍处于相对低位。截至2026年7月9日收盘，申万券商指数静态估值为1.23xPB，约处于2016年以来的20%分位，下行空间有限，具备较高安全边际。我们认为，持续推进的资本市场改革提升了市场内在稳定性以及投资者体验，叠加低利率背景、居民财富重配空间等，中长期牛市逻辑仍在，将助力券商板块估值修复。

图表38：券商板块PB估值



资料来源：Wind，万联证券研究所 注：截至2026年7月9日。

5 投资建议：行业价值重塑与格局分化之时，关注保荐跟投和国际业务两大变量

短期来看前期估值压制因素已边际弱化，板块估值仍与基本面深度偏离，具备修复空间。首先，上市券商2026Q1业绩高增，二季度市场交投活跃，两融余额屡创新高，股

债融资回暖，行业基本面保持高景气，当前估值却处于近十年来的约20%分位，具备修复空间。其次，我们认为前期的一些估值压制因素也在弱化，证金公司等“国家队”减持压力边际减弱，再融资投向国际业务、另类子等高成长性领域有助于提高盈利弹性，美伊冲突引发的全球石油供给危机中我国经济和资本市场展现出强大韧性，将增强投资者信心、吸引外资流入，进一步提升券商展业环境。

长期来看，国际业务与保荐跟投激活成长属性，证券行业价值重塑可期。在加快建设金融强国、打造国际一流投行的政策导向下，券商将通过国际业务开辟新的增长空间，提升经营杠杆、盈利弹性，同时，国内资本市场科技金融体制加快构建完善，保荐跟投将使券商由传统中介转型“价值发现者”“产业合伙人”，充分参与和共享战略新兴产业的发展。我们认为国际业务与投行资本化成为行业重资本化经营模式下抬升ROE中枢的关键支点，同时传统经纪业务向财富管理转型将助力券商应对长年以来佣金费率下降的压力，创造增量价值，自营资产结构优化、客需业务发展将降低对市场趋势的依赖，平滑业绩周期性波动，整体而言，证券行业不仅有望迎来估值修复，还具备长逻辑下的成长价值重塑空间。投资标的上，我们建议关注财富管理基本盘较好、发力投入国际业务的头部券商，以及具备一定投行和资本实力的精品特色券商。

6 风险提示

货币政策、国际关系、地缘政治等发生重大变化，导致券商经营基本面改变。

市场剧烈波动，导致投资业务收入大幅波动，以及两融客户违约产生信用减值损失。

宏观经济不及预期，投资者风险偏好降低，使得券商财富管理业务受到冲击。

资本市场改革政策推进不及预期，制约投行、衍生品、资管等业务的增量空间等。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

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登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。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客户。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场