东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

非银金融行业深度报告

自营波动压制单季利润，行业盈利基础仍较稳固——证券行业 2026 年三季报总结

2026 年 11 月 04 日

增持（维持）

证券分析师 孙婷
执业证书：S0600524120001
sunt@dwzq.com.cn
证券分析师 罗宇康
执业证书：S0600525090002
luoyk@dwzq.com.cn

投资要点

投资要点：2026Q1~3 日均股基交易额 3.1 万亿元，同比增长 58%。IPO 回暖，集中度进一步提升；债券发行稳中有增。权益市场先扬后抑，债券市场震荡运行。2026Q1~3 上市券商净利润同比+23%，Q3 净利润同比-18%，环比-43%。目前券商股估值较低，科创投资+国际业务有望驱动行业 ROE 中枢抬升，未来向上空间大。考虑到行业发展政策积极，集中度有进一步提升的趋势，我们认为大型券商优势仍显著。

- **权益市场显著走弱，轻资产业务仍具备稳定支撑。**1）2026 年前三季度市场日均股基交易额为 3.1 万亿元，同比增长 58%。2026Q1~3 沪市投资者平均每月账户新开户数为 327 万户，较 2025 年同期的 247 万户增长 33%。2）截至 2026 年三季度，融资余额为 25405 亿元，较上年同期增长 7%；平均维持担保比为 275%，较 2025 年同期提升 6pct。3）IPO 融资规模同比提升。2026 年前三季度共发行 127 家 IPO，募资规模达 2239 亿元，同比增长 190%；平均每家募资规模 17.6 亿元，较 2025 年同期的 6.5 亿元提升 171%。2026 年前三季度港股发行 IPO 115 只，同比增长 69%，募资规模 3859 亿港元，同比增长 105%。4）2026 年前三季度再融资规模在高基数下同比有所收缩，再融资募集资金 5066 亿元，同比下降 37%，其中增发 4354 亿元，同比下降 42%。5）债券发行规模稳中有增。2026 年前三季度，券商参与的债券发行规模为 13.2 万亿元，同比增长 9%。6）权益市场先扬后抑，债券市场震荡运行。三季度高景气赛道出现阶段性回调。港股受 IPO 募资创新高、外围等因素的影响，震荡走低。7）权益类公募基金发行节奏边际放缓。2026Q1~3 股票+混合类公募基金发行规模 4800 亿份，同比+11%；债基发行规模同比-44%至 2143 亿份。2026Q1~3 公募基金整体发行份额同比-1%至 8629 亿份。

- **上市券商 2026Q1~3 归母净利润同比+23%。**50 家上市券商 26Q1~3 合计营收 5348.3 亿元，同比+24.6%；合计 2026 年前三季度归母净利润 2255.2 亿元，同比+23.0%。26Q3 单季合计归母净利润 583.0 亿元，同比下滑 17.7%，环比下滑 42.6%，三季度市场环境走弱对券商自营等业务形成压制，单季盈利端明显回落。中金（+126%）、招商（+81%）、华安（+251%）等券商 Q3 单季利润依然维持高增长，预计主要得益于长鑫科技项目浮盈。50 家上市券商 2026 年前三季度平均 ROE 为 5.8%，同比增加 0.3 个百分点。7 家券商 ROE 超过 10%；截至 26Q3，50 家上市券商平均杠杆率为 3.5 倍，较上年同期的 3.45 倍小幅提升。

- **费类业务几乎全线增长，自营单季承压。**1）经纪佣金大幅增长。2026 年前三季度上市券商或券商母公司经纪业务收入合计 1460 亿元，同比增长 28%，增幅低于市场日均股基交易额增速的 58%，我们认为一方面是由于量化、ETF 等低费率交易占比提升，另一方面是由于基金费改后分仓佣金大幅下滑。2）2026 年上半年投行收入同比+24%，主要受益于境内境外 IPO 大增。2026 年前三季度 46 家披露投行业务收入的上市券商合计实现投行收入 319 亿元，同比增长 25%。3）资管收入较快增长，资产管理规模企稳回升。2026 年前三季度 46 家披露资管业务收入的上市券商合计实现资管收入 421 亿元，同比增长 21%。4）权益市场三季度震荡回调致使自营 Q3 承压。2026 年前三季度 50 家上市券商合计实现投资净收益（含公允价值）2110 亿元，同比增长 8%。第三季度合计实现投资净收益 356 亿元，同比下降 54%，环比下降 70%。5）母公司口径下，2026 年三季度末 44 家上市券商母公司口径自营持仓规模合计 6.0 万亿元，同比增长 9%；其中债券类 5.4 万亿元，同比增长 9%，规模占比 90%；权益类规模 5805 亿元，同比增长 12%，规模占比 10%。

行业走势



相关研究

《金融科技 2026 年三季报业绩回顾与展望——Beta 降速业绩分化，AI 或从叙事走向实际业务开展》

2026-11-02

《保险/券商短期业绩承压；机构持仓低位，具有配置价值》

2026-11-01

请务必阅读正文之后的免责声明部分

- **高基数下，预计行业 2026 年净利润同比+26%。**基于中性假设，我们预计 2026 年行业净利润将同比+26%：预计经纪业务收入同比增长 28%，投行业务同比增长 29%，资本中介业务收入增长 29%，资管业务增长 20%，自营同比增长 15%。
- **估值较低，看好未来估值修复。**当前我国券商估值处于合理偏低的水平。截止至 2026 年 10 月 30 日，中信证券 II 指数静态估值为 1.07x PB，估值较低。科创投资+国际业务有望驱动行业 ROE 中枢抬升，未来向上空间大。考虑到行业发展政策积极，集中度有进一步提升的趋势，我们认为大型券商优势仍显著。
- **重点推荐：**国泰海通、招商证券、财通证券、广发证券、中信证券、东方财富等。
- **风险提示：**权益市场大幅波动，宏观经济复苏不及预期，资本市场监管趋严，行业竞争加剧。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 权益市场显著走弱，轻资产业务仍具备稳定支撑 5
1.1. 前三季度日均股基交易额 30872 亿元，同比增长 58% 5
1.2. 融资余额同比增长 7%，融券余额同比增长 86% 5
1.3. IPO 规模延续升势，债券发行规模稳中有增 6
1.4. 权益市场先扬后抑，债券市场震荡运行 8
1.5. 权益类公募基金发行节奏边际放缓 9
2. 上市券商 2026Q1~3：归母净利润同比+23%，平均 ROE5.8% 9
2.1. 经纪业务：经纪收入增长 28%，预计佣金率继续下滑 12
2.2. 投行业务：低位回暖，投行收入增长 25% 13
2.3. 资管业务：收入较快增长，资产管理规模企稳回升 15
2.4. 自营业务：市场回调致自营单季承压，Q3 投资净收益同比-54% 15
3. 投资建议：预计行业 2026 年净利润同比+26% 18
3.1. 2026 年增长动力来源于科创投资 18
3.2. 出海业务贡献稳步提升，长期有助于提升券商 ROE 19
3.3. 高基数下，预计行业 2026 年净利润同比+26% 21
4. 风险提示 22

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图表目录

图 1: 2024-2026 年月度日均交易额（亿元）.....5
图 2: 沪市每月新增开户数（万户）.....5
图 3: 2022 年以来融资融券余额（亿元）.....6
图 4: 两融市场平均担保比例（%）.....6
图 5: 2013-2026Q1~3 券商 IPO 发行数量和规模.....6
图 6: 2015-2026Q1~3 港股 IPO 发行数量及规模.....6
图 7: 2015-2026Q1~3 券商再融资发行规模（亿元）.....7
图 8: 2016-2026Q1~3 券商参与债券发行规模.....7
图 9: 2026 年以来权益市场主要指数走势.....8
图 10: 2026 年以来中债总全价指数走势.....8
图 11: 2015-2026Q1~3 公募基金发行规模.....9
图 12: 2018-2026Q1~3 各类公募基金发行规模（亿元）.....9
图 13: 2026H1 头部券商境外子公司 ROE 表现突出.....19
图 14: 2026H1 头部券商境外子公司杠杆率.....19
图 15: 中信券商 II 级指数 PB 变化情况（截至 2026/10/30，倍）.....22

表 1: 主要股、债指数涨跌幅.....8
表 2: 上市券商 26Q1~3 业绩汇总（亿元）.....10
表 3: 2026 年前三季度上市券商分部业务收入占比.....11
表 4: 2026 年前三季度上市券商经纪业务收入（百万元）.....12
表 5: 2026 年前三季度上市券商投行业务收入（百万元）.....13
表 6: 2026 年前三季度 Top20 券商股债承销规模（亿元）.....14
表 7: 2026 年前三季度上市券商资管业务收入（百万元）.....15
表 8: 2026 年前三季度上市券商投资净收益（百万元）.....16
表 9: 2026Q3、2025Q3 上市券商母公司口径自营持仓结构(亿元).....17
表 10: 16 家上市券商 2023-2026 年上半年境外业务收入及占营收比重.....20
表 11: 券商行业业绩预测.....21

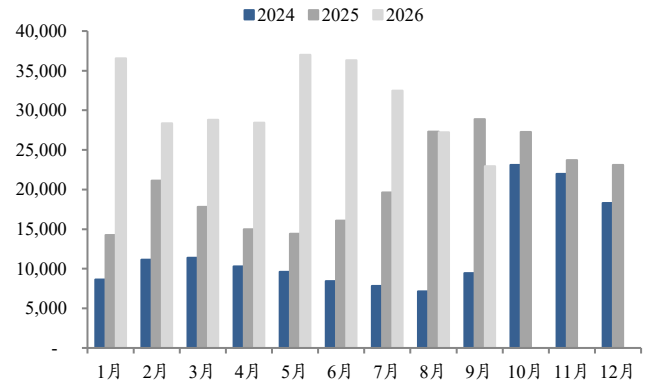
请务必阅读正文之后的免责声明部分

1. 权益市场显著走弱，轻资产业务仍具备稳定支撑

1.1. 前三季度日均股基交易额 30872 亿元，同比增长 58%

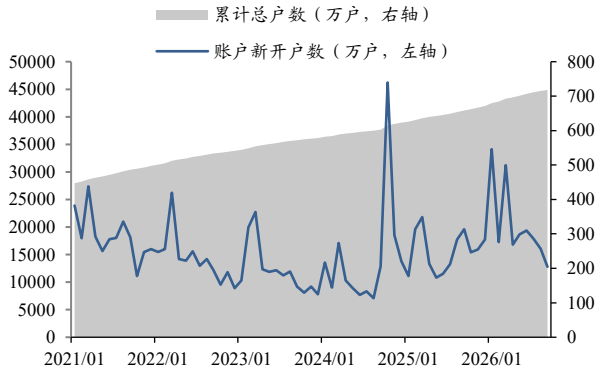
2026Q1~3 股基交易额同比增长 58%，沪市开户数同比增长 33%。2026 年前三季度市场日均股基交易额为 30872 亿元，同比增长 58%，三季度日均股基交易额 27700 亿元，同比增长 10%，环比下降 18%。由于 2015 年 4 月以来放开一人一户账户限制，我们使用每月新增开户数作为潜在市场交易活跃度的指标。根据上交所统计，2026Q1~3 沪市投资者平均每月账户新开户数为 327 万户，较 2025 年同期的 247 万户增长 33%。

图1：2024-2026 年月度日均交易额（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：沪市每月新增开户数（万户）



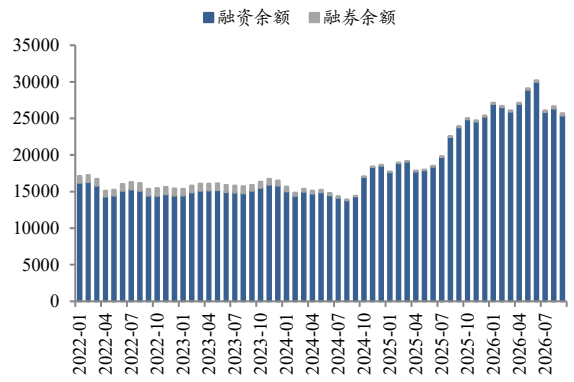
数据来源：上交所，东吴证券研究所

1.2. 融资余额同比增长 7%，融券余额同比增长 86%

融资融券余额同比增长 7%。2024 年 9 月以来，伴随增量政策持续推出，市场信心得到了极大的恢复。截至 2026 年三季度，融资余额为 25405 亿元，较上年同期增长 7%。2023 年 8 月以来，证监会根据市场情况和投资者关切，采取了一系列加强融券和转融券业务监管的举措，包括限制战略投资者配售股份出借，上调融券保证金比例，降低转融券市场化约定申报证券划转效率，暂停新增转融券规模等；同步要求证券公司加强对客户交易行为的管理，持续加大对利用融券交易实施不当套利等违法违规行为的监管执法力度。2024 年 7 月，证监会批准中证金融公司暂停转融券业务的申请，同时提高了融券保证金比例，进一步强化融券逆周期调节。2025 年以来，伴随市场行情上行，投资者风险偏好显著改善，带动融券余额自低位回升。截至 2026 年三季度，融券余额为 294 亿元，较上年同期提升 86%。2026 年三季度末市场平均维持担保比为 275%，较 2025 年同期提升 6pct。我们认为两融业务安全垫仍较高，风险总体可控。

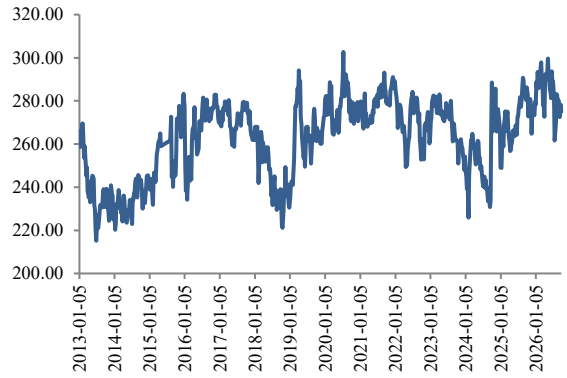
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图3：2022 年以来融资融券余额（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：两融市场平均担保比例（%）



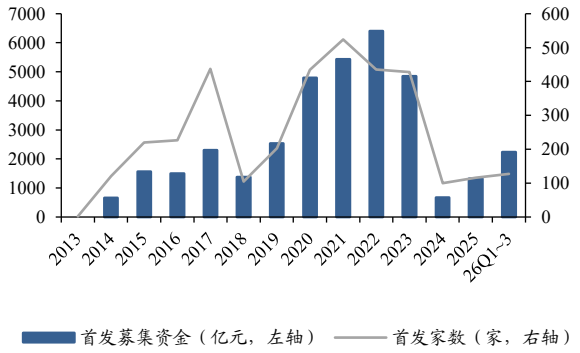
数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3. IPO 规模延续升势，债券发行规模稳中有增

IPO 融资规模同比提升。2023 年 8 月证监会完善一二级市场逆周期调节机制，阶段性收紧 IPO 节奏，IPO 发行速度有所放缓。2025 年以来，受益于资本市场改革深化以及市场生态优化，IPO 回暖趋势显现，2026 前三季度平均每月 IPO 发行数量为 14 家，相比 2025 年同期的 13 家进一步提升。2026 年前三季度共发行 127 家 IPO，募资规模达 2239 亿元，同比增长 190%。2026 年前三季度平均每家募资规模 17.6 亿元，较 2025 年同期的 6.5 亿元提升 171%。

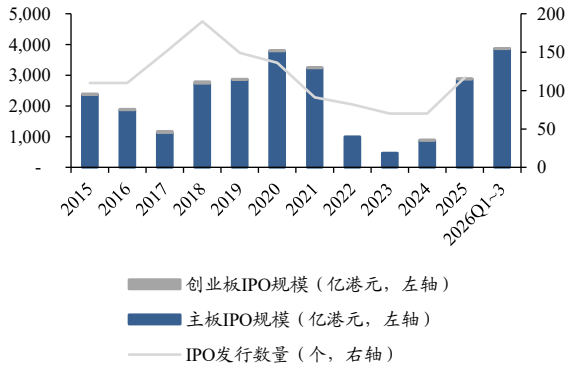
港股 IPO 发行数及规模大幅增长。2025 年以来港股 IPO 市场强势复苏，募资额与上市数量均创近年新高。发行规模大增主要由大型龙头企业与 A+H 两地上市需求旺盛所驱动。据 Wind 数据，2026 年前三季度港股发行 IPO 115 只，同比增长 69%，募资规模 3859 亿港元，同比增长 105%。

图5：2013-2026Q1~3 券商 IPO 发行数量和规模



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2015-2026Q1~3 港股 IPO 发行数量及规模

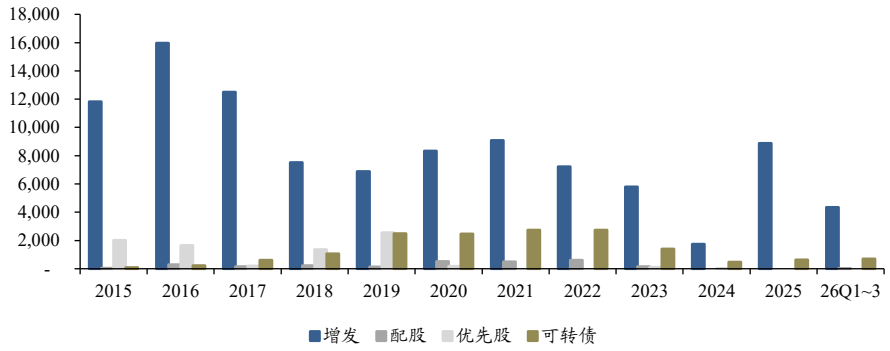


数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

再融资规模同比有所收缩。在新“国九条”强调严把发行上市准入关、进一步完善发行制度、严格再融资审核把关的背景下，再融资规模已连续几年显著下滑。随着 2025 年市场活跃度及投资者热情显著提升，增发市场也有所回暖。2026 年前三季度再融资规模在高基数下同比有所收缩，再融资募集资金 5066 亿元，同比下降 37%，其中增发 4354 亿元，同比下降 42%。

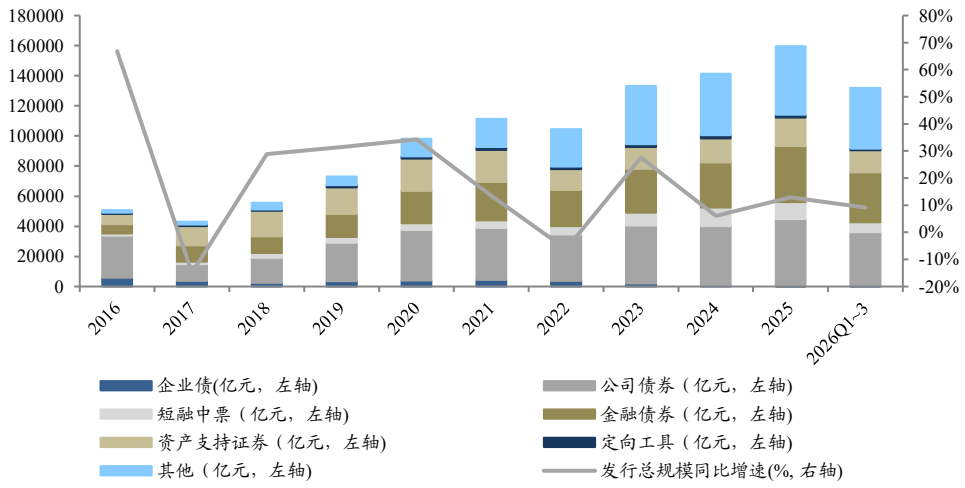
图7：2015-2026Q1~3 券商再融资发行规模（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

债券发行规模稳中有增。2026 年前三季度，券商参与的债券发行规模为 13.2 万亿元，同比增长 9%。其中企业债发行规模下滑 54%，短融中票规模下滑 23%，公司债、金融债券和 ABS 分别同比增长 7%、23%和 10%。

图8：2016-2026Q1~3 券商参与债券发行规模



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1.4. 权益市场先扬后抑，债券市场震荡运行

权益市场先扬后抑，债券市场震荡运行。2026 年前三季度 A 股分化特征显著，上半年成长板块领涨，创业板指表现突出，三季度高景气赛道出现阶段性回调，板块与宽基指数收益明显分化；债市在经济温和修复节奏反复、流动性维持合理宽松、海外通胀与美债收益率波动持续扰动的多重因素交织下区间震荡。沪深 300 指数 2026Q1~3 下跌 5.88%，2025Q1~3 上涨 17.94%；创业板指 2026Q1~3 下跌 2.12%，2025Q1~3 上涨 51.20%；上证指数 2026Q1~3 下跌 3.19%，2025Q1~3 上涨 15.84%；中债总全价指数 2026Q1~3 上涨 1.03%，2025Q1~3 下跌 2.19%；万得全 A 指数 2026Q1~3 下跌 3.35%，2025Q1~3 上涨 26.43%。2026Q3 各主要权益指数均出现较大幅度回调。

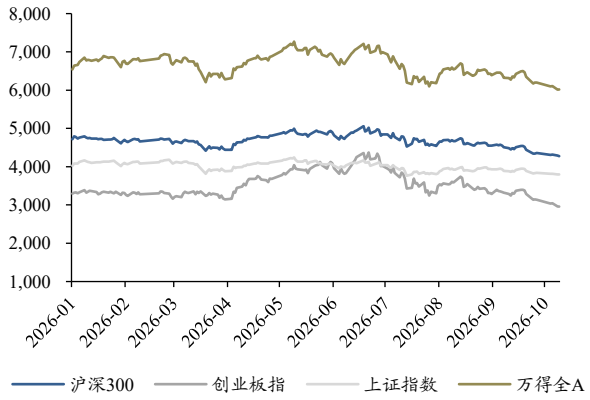
港股受 IPO 募资创新高、外围等因素的影响，震荡走低。恒生指数 2026 年前三季度下跌 3.97%，2025Q1~3 上涨 33.88%；恒生科技 2026Q1~3 下跌 22.88%，2025Q1~3 上涨 44.71%。

表1：主要股、债指数涨跌幅

	沪深 300	创业板指	上证指数	万得全 A	恒生指数	恒生科技	中债总全价指数
2026Q1~3	-5.88%	-2.12%	-3.19%	-3.35%	-3.97%	-22.88%	1.03%
2025Q1~3	17.94%	51.20%	15.84%	26.43%	33.88%	44.71%	-2.19%
2026Q3	-12.49%	-27.80%	-6.16%	-13.33%	7.57%	-4.88%	0.40%
2025Q3	17.90%	50.40%	12.73%	19.46%	11.56%	21.93%	-1.55%
2026Q2	10.85%	32.67%	4.36%	11.21%	-7.55%	-4.64%	0.50%
2025Q2	27.18%	104.05%	22.17%	38.51%	-2.33%	-18.78%	-0.21%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：2026 年以来权益市场主要指数走势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：2026 年以来中债总全价指数走势



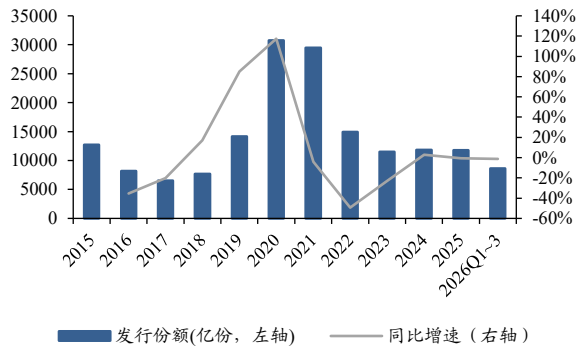
数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1.5. 权益类公募基金发行节奏边际放缓

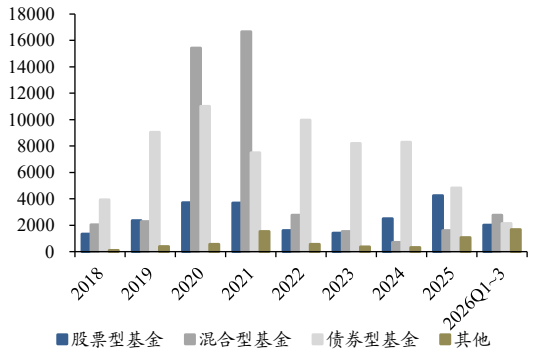
权益类公募基金发行节奏边际放缓，债券类基金新发规模同比下滑。2026Q1~3 股票+混合类公募基金发行规模 4800 亿份，同比+11%；其中 Q3 单季度股票+混合类公募基金发行规模 1063 亿份，同比-44%，环比-42%；债券型基金在债市调整、监管导向转变的背景下，发行规模大幅减少，26Q1~3 发行规模同比下滑 44%至 2143 亿份。公募基金整体发行份额同比-1%至 8629 亿份。从公募基金的各类别发行情况来看，2022-2024 年，债券型基金发行规模占比维持高位（约 70%），2025 年显著下滑至 41%，2026Q1~3 进一步下滑至 25%。

图11：2015-2026Q1~3 公募基金发行规模



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图12：2018-2026Q1~3 各类公募基金发行规模（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 上市券商 2026Q1~3：归母净利润同比+23%，平均 ROE5.8%

市场下行致自营承压，上市券商 Q3 单季净利润同比-18%。1）前三季度累计盈利同比增长，Q3 单季盈利显著承压。A 股 50 家上市券商合计营收 5348.3 亿元，同比+24.6%；合计 2026 年前三季度归母净利润 2255.2 亿元，同比+23.0%。行业前三季度整体盈利实现正增长，上半年贡献主要增量，但节奏上呈现前高后低特征，26Q3 单季合计归母净利润 583.0 亿元，同比下滑 17.7%，环比下滑 42.6%，三季度市场环境走弱对券商自营等业务形成压制，单季盈利端明显回落。2）行业内部分化加剧，中小券商业绩波动剧烈。①头部券商中，中信/国泰海通/华泰/银河 26Q3 利润分别同比下滑 20%/27%/35%/28%。②中金（+126%）、招商（+81%）、华安（+251%）等券商 Q3 单季利润依然维持高增长，预计主要得益于长鑫科技项目浮盈。③大量中小券商 Q3 利润大幅回撤，东吴、长江、西部等公司 Q3 归母净利润同比降幅超 70%，湘财、天风等公司 Q3 由盈转亏。

杠杆率小幅提升，平均 ROE 5.8%。50 家上市券商 2026 年前三季度平均 ROE 为 5.8%，同比增加 0.3 个百分点。7 家券商 ROE 超过 10%，其中华安证券（18.4%）、招商

请务必阅读正文之后的免责声明部分

证券（13.2%）、东方财富（12.3%）ROE 居前。杠杆率方面，50 家上市券商 2026 年三季度整体平均杠杆率为 3.5 倍，较上年同期的 3.45 倍小幅提升。2024 年 9 月 24 日以来，权益市场交投活跃的背景下，经纪业务等费类业务同比大幅增长，叠加科创投资表现好于去年同期，券商行业 ROE 显著提升。

表2：上市券商 26Q1~3 业绩汇总（亿元）

公司	2026Q1~3 归母净利润	同比	26Q3 归母净利润	26Q3 同比	26Q3 环比	杠杆率	较上年同期	ROE	同比（pct）
中信证券	310.2	+32.7%	76.8	-20.2%	-41.5%	4.7	-0.09	10.2%	+2.1
国泰海通	248.8	+12.7%	46.3	-27.0%	-66.7%	4.8	+0.15	7.5%	-0.6
招商证券	172.8	+94.8%	66.6	+80.6%	-9.5%	4.2	-0.16	13.2%	+6.0
广发证券	160.3	+46.6%	43.8	-2.0%	-37.0%	4.9	+0.11	11.0%	+2.8
华泰证券	150.4	+18.1%	33.5	-35.4%	-51.4%	4.5	+0.66	8.1%	+0.9
中金公司	132.5	+101.7%	50.5	+125.6%	9.2%	5.1	-0.32	12.2%	+5.9
东方财富	119.1	+30.9%	38.4	+8.9%	-11.2%	3.1	+0.37	12.3%	+1.5
中国银河	110.3	+0.5%	32.3	-28.0%	-27.9%	4.6	+0.40	8.4%	-0.4
中信建投	102.6	+44.7%	26.2	+1.5%	-34.1%	4.4	+0.07	10.9%	+2.9
申万宏源	71.4	-10.9%	14.1	-62.2%	-58.2%	5.4	+0.09	6.2%	-1.2
国信证券	65.0	-28.9%	7.7	-79.7%	-78.9%	3.7	+0.25	5.8%	-3.2
东方证券	53.8	+5.3%	8.6	-47.8%	-70.7%	4.1	+0.27	6.5%	+0.2
华安证券	50.8	+169.6%	29.8	+251.3%	79.2%	2.9	-0.34	18.4%	+10.2
方正证券	43.3	+14.0%	13.7	-3.0%	-6.7%	4.5	+0.51	8.2%	+0.5
长江证券	36.6	+8.4%	4.6	-71.7%	-72.9%	3.0	-0.02	9.6%	+0.3
光大证券	33.0	+23.2%	10.7	+7.6%	0.8%	2.9	-0.23	4.9%	+0.8
国投资本	30.4	+6.5%	8.4	-27.0%	-41.3%	4.4	+0.63	5.5%	+0.2
兴业证券	28.0	+10.9%	6.7	-44.0%	-50.3%	4.4	+0.52	4.7%	+0.4
东吴证券	27.1	-7.7%	2.9	-71.3%	-82.2%	3.2	-0.60	6.1%	-0.8
财通证券	23.2	+13.7%	4.2	-56.3%	-67.5%	3.4	+0.37	6.0%	+0.4
浙商证券	22.9	+20.8%	6.7	-9.2%	-21.5%	5.4	+0.63	6.1%	+0.8
国联民生	21.1	+19.6%	6.9	+9.0%	-24.6%	3.9	+0.93	4.0%	+0.2
中泰证券	21.0	+61.3%	3.4	-41.4%	-73.1%	3.4	-0.08	4.4%	+1.3
国元证券	20.8	+3.4%	3.8	-37.8%	-67.3%	3.9	+0.04	5.3%	-0.0
国金证券	20.1	+18.0%	6.9	+17.6%	11.7%	3.3	+0.35	5.5%	+0.6
长城证券	18.8	-2.4%	4.9	-10.2%	-36.6%	3.1	+0.02	5.8%	-0.5
东兴证券	16.1	+0.8%	5.9	-24.9%	-12.7%	2.5	-0.68	5.1%	-0.4
信达证券	12.9	-4.8%	1.9	-42.0%	-70.4%	3.0	-0.88	5.4%	-1.0
华西证券	12.0	+13.4%	2.3	-58.0%	-60.3%	2.5	-0.59	4.8%	+0.4
西部证券	11.7	-6.1%	1.3	-71.0%	-82.3%	3.4	+0.47	3.8%	-0.4
东北证券	10.2	-4.6%	2.5	-60.2%	-28.6%	3.7	-0.20	4.9%	-0.6
中银证券	10.0	+17.0%	2.5	-12.4%	-34.2%	3.7	+0.64	5.1%	+0.5
南京证券	10.0	+9.2%	2.0	-31.2%	-59.9%	2.7	-0.89	4.2%	-0.9
西南证券	9.3	+31.8%	3.3	+15.3%	10.7%	3.4	+0.52	3.5%	+0.8

财达证券	8.3	+25.3%	0.7	-77.2%	-87.2%	3.0	+0.27	6.6%	+1.2
首创证券	8.2	+2.0%	1.5	-52.7%	-68.8%	3.1	-0.15	5.6%	-0.4
第一创业	7.9	+2.3%	1.0	-64.8%	-79.5%	2.6	+0.18	4.5%	-0.1
山西证券	7.8	+6.4%	1.8	-15.1%	-49.3%	3.7	+0.45	4.2%	+0.1
国海证券	6.3	-11.4%	0.7	-77.8%	-74.7%	2.3	-0.04	2.7%	-0.4
红塔证券	5.9	-32.2%	0.8	-60.9%	-75.8%	2.4	+0.44	2.3%	-1.2
中原证券	5.6	+43.6%	1.4	+8.4%	-44.2%	2.4	-0.02	3.8%	+1.1
华鑫股份	5.2	+2.4%	1.2	-58.9%	-53.2%	4.0	-0.22	5.5%	-0.3
华林证券	4.0	-9.5%	1.4	+35.3%	-14.4%	1.6	-0.71	5.4%	-1.0
湘财股份	2.8	-37.7%	-2.5	由盈转亏	-150.3%	2.3	+0.17	2.2%	-1.5
国盛证券	2.5	+3.1%	0.3	+3.2%	-84.2%	2.3	-0.36	2.2%	+0.0
华创云信	1.8	-10.8%	-0.6	由盈转亏	-127.1%	2.7	+0.20	0.9%	-0.1
哈投股份	1.6	-69.8%	-2.4	由盈转亏	-173.8%	2.9	+0.15	1.3%	-2.9
太平洋	1.6	-35.5%	0.1	-88.4%	-87.9%	1.1	-0.08	1.6%	-0.9
天风证券	0.1	-90.3%	-1.9	由盈转亏	-192.8%	3.0	+0.01	0.1%	-0.5
锦龙股份	-0.4	由盈转亏	-0.6	由盈转亏	-290.5%	5.2	-0.47	-1.6%	-7.8
合计/平均	**2,255.2**	**+23.0%**	**583.0**	**-17.7%**	**-42.6%**	**3.50**	**+0.05**	**5.8%**	**+0.3**

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：国泰海通 26Q1~3 扣非归母净利润 239 亿元，同比增长 47%。

经纪业务收入占比小幅提升，自营业务收入维持高位。2026 年前三季度经纪/投行/资管/利息/自营/其他业务收入占比为 29%/6%/8%/9%/41%/6%，2025 年前三季度为 27%/6%/8%/8%/44%/7%。Q3 市场震荡背景下，自营业务收入贡献度较上年同期小幅下行，但依然维持高位；投行、资管、利息收入占比具有韧性。

表3：2026 年前三季度上市券商分部业务收入占比

	经纪收入	投行收入	资管收入	利息收入	投资净收益	其他
中信证券	22%	8%	16%	5%	46%	3%
国泰海通	25%	6%	10%	10%	42%	7%
广发证券	26%	2%	20%	4%	42%	6%
招商证券	23%	2%	2%	7%	61%	5%
华泰证券	29%	8%	5%	11%	44%	3%
中金公司	20%	17%	4%	1%	51%	6%
中信建投	33%	10%	5%	4%	43%	5%
中国银河	36%	2%	1%	18%	40%	3%
申万宏源	30%	5%	3%	6%	47%	10%
国信证券	54%	5%	2%	12%	21%	5%
东方证券	22%	8%	10%	10%	41%	9%
国投资本	0%	0%	0%	0%	31%	69%
方正证券	42%	1%	1%	14%	30%	11%
中泰证券	40%	6%	19%	15%	16%	4%
兴业证券	33%	4%	21%	11%	24%	6%
光大证券	37%	4%	7%	21%	26%	4%
长江证券	40%	4%	3%	20%	28%	6%

华安证券	15%	0%	5%	5%	69%	6%
浙商证券	37%	8%	3%	15%	31%	6%
国金证券	39%	13%	3%	17%	18%	10%
东吴证券	33%	12%	2%	18%	28%	7%
国联民生	31%	10%	9%	3%	44%	3%
西部证券	30%	5%	3%	4%	36%	21%
国元证券	26%	3%	2%	26%	31%	13%
东北证券	31%	2%	7%	6%	31%	23%
华西证券	51%	2%	1%	26%	18%	2%
东兴证券	22%	6%	5%	19%	45%	4%
信达证券	25%	2%	4%	13%	47%	11%
国海证券	38%	1%	7%	21%	14%	19%
第一创业	20%	6%	26%	5%	34%	9%
中银证券	46%	3%	12%	30%	5%	3%
西南证券	23%	7%	1%	15%	39%	16%
财达证券	32%	8%	8%	10%	39%	4%
山西证券	29%	10%	8%	1%	46%	5%
南京证券	24%	4%	1%	25%	45%	1%
华创云信	46%	4%	2%	-6%	34%	20%
首创证券	12%	9%	17%	-3%	58%	7%
华鑫股份	43%	3%	15%	11%	24%	4%
哈投股份	0%	0%	0%	0%	20%	80%
湘财股份	0%	0%	0%	0%	10%	90%
天风证券	59%	24%	14%	-37%	27%	13%
国盛证券	66%	3%	2%	30%	-3%	3%
锦龙股份	64%	2%	0%	-27%	-5%	65%
2026Q1~3 收入结构	29%	6%	8%	9%	41%	6%
2025Q1~3 收入结构	27%	6%	8%	8%	44%	7%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.1. 经纪业务：经纪收入增长 28%，预计佣金率继续下滑

2026 年前三季度 46 家披露经纪业务收入的上市券商或券商母公司经纪业务收入合计 1460 亿元，同比增长 28%，增幅低于市场日均股基交易额增速的 58%，我们认为一方面是由于量化、ETF 等低费率交易占比提升，另一方面是由于基金费改后分仓佣金大幅下滑。除红塔证券外，其余 45 家公司经纪收入全部正增长，其中西部证券（同比+45%）、兴业证券（同比+44%）、国金证券（+41%）增长较多。

表4：2026 年前三季度上市券商经纪业务收入（百万元）

公司名称	经纪收入	经纪收入同比	公司名称	经纪收入	经纪收入同比
国泰海通	14,518	34%	中银证券	1,228	26%
中信证券	14,730	35%	国元证券	1,218	10%
广发证券	9,622	38%	东北证券	1,201	19%
华泰证券	9,172	39%	国海证券	1,088	23%

请务必阅读正文之后的免责声明部分

国信证券	8,139	28%	华创云信	1,056	38%
中国银河	8,049	28%	天风证券	1,022	32%
招商证券	7,796	18%	长城证券	938	13%
中信建投	7,705	34%	国盛证券	874	7%
中金公司	6,027	33%	财达证券	815	9%
申万宏源	5,356	19%	信达证券	816	5%
方正证券	4,881	17%	华鑫股份	837	11%
中泰证券	3,958	22%	东兴证券	750	5%
长江证券	3,540	26%	山西证券	732	16%
光大证券	3,380	14%	华林证券	657	16%
兴业证券	3,105	44%	中原证券	648	4%
浙商证券	2,934	26%	西南证券	611	7%
国金证券	2,913	41%	南京证券	572	11%
东方证券	2,700	13%	第一创业	560	35%
东吴证券	2,323	35%	太平洋	435	16%
国联民生	2,118	35%	锦龙股份	264	8%
华西证券	1,875	15%	首创证券	238	17%
财通证券	1,667	20%	红塔证券	197	0%
西部证券	1,422	45%	**合计**	**145978**	**28%**
华安证券	1,290	17%			

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2. 投行业务：低位回暖，投行收入增长 25%

受一二级市场逆周期调节机制、阶段性收紧 IPO 节奏影响，2024 年以来 IPO 发行速度有所放缓，券商投行业务收入持续下滑。在低基数、境内境外 IPO 大增的背景下，2026 年前三季度 46 家披露投行业务收入的上市券商合计实现投行收入 319 亿元，同比增长 25%。其中华林证券（+298%）、中原证券（同比+96%）、中金公司（同比+81%）投行收入同比增幅较高。

表5：2026 年前三季度上市券商投行业务收入（百万元）

公司名称	投行收入	投行收入同比	公司名称	投行收入	投行收入同比
中金公司	5314	81%	财达证券	206	-13%
中信证券	5124	39%	长城证券	204	-3%
国泰海通	3739	42%	西南证券	182	12%
华泰证券	2632	35%	首创证券	171	24%
中信建投	2245	22%	第一创业	167	-15%
国金证券	956	24%	国元证券	128	-14%
东方证券	918	-22%	华创云信	102	-25%
申万宏源	829	-3%	南京证券	100	-11%
东吴证券	817	37%	中银证券	88	-22%
国信证券	808	33%	方正证券	88	-33%
广发证券	774	50%	东北证券	85	-2%
招商证券	729	43%	华鑫股份	60	-48%

请务必阅读正文之后的免责声明部分

国联民生	683	-1%	华西证券	56	0%
浙商证券	673	33%	信达证券	51	-39%
中泰证券	561	38%	太平洋	49	-10%
中国银河	544	14%	华林证券	47	298%
财通证券	447	62%	华安证券	39	-72%
天风证券	406	-31%	国海证券	35	-71%
兴业证券	391	-6%	国盛证券	34	-10%
光大证券	365	-25%	中原证券	25	96%
长江证券	320	10%	红塔证券	17	-29%
西部证券	255	-10%	锦龙股份	8	20%
山西证券	240	-4%	**合计**	**31935**	**25%**
东兴证券	222	-40%			

数据来源：Wind，东吴证券研究所

投行集中度进一步提升，大型券商投行收入增长较多。2026 年前三季度券商 IPO 承销规模 CR5 达到 79%，较上年同期的 68%大幅提升。我们认为这主要有三方面的原因：1）并购重组重塑格局。国泰海通合并后项目数量和规模大幅提升，成为集中度上行的关键变量。2）政策与项目结构倾斜。头部券商凭借资本实力、监管沟通与机构客户优势，成为政策落地的核心执行者。IPO 向“少而精”转型，科创板、北交所等注册制板块更依赖头部的定价、风控与承销能力。3）马太效应加剧。头部券商在资本规模、团队覆盖、跨境资源上形成壁垒。

表6：2026 年前三季度 Top20 券商股债承销规模（亿元）

	股债承销合计		IPO		再融资		债券承销	
	规模	同比	规模	同比	规模	同比	规模	同比
中信证券	19,977.02	4%	369.95	480%	1,404.43	-31%	18,202.64	6%
国泰海通	15,757.13	16%	249.18	110%	773.33	-40%	14,734.62	21%
中信建投	14,496.13	5%	376.07	254%	801.82	3%	13,318.24	3%
中金公司	12,065.69	7%	701.37	439%	340.05	-64%	11,024.27	8%
华泰证券	11,688.22	5%	81.63	-20%	795.70	92%	10,810.89	1%
申万宏源	6,034.34	24%	35.97	72%	173.64	-7%	5,824.74	25%
中国银河	5,962.80	6%	3.34	-22%	22.43	-77%	5,937.03	7%
东方证券	4,731.25	3%	9.16	-46%	27.45	-78%	4,694.64	5%
国开证券	4,371.25	-2%	-	-	1.00	-	4,370.25	-2%
招商证券	4,286.00	12%	44.11	136%	151.69	70%	4,090.20	10%
广发证券	3,791.41	34%	72.70	1250%	118.80	-35%	3,599.91	36%
光大证券	3,583.71	10%	-	-100%	20.00	279%	3,563.71	10%
平安证券	3,266.02	7%	3.86	-43%	14.35	-49%	3,247.82	7%
兴业证券	2,323.39	85%	5.55	-61%	29.42	508%	2,288.42	85%
国信证券	2,025.46	-4%	27.20	350%	48.51	-60%	1,949.75	-2%
中银证券	1,955.73	-42%	-	-100%	29.09	-98%	1,926.64	-13%
国投证券	1,657.49	27%	45.89	830%	23.44	-27%	1,588.17	25%
东吴证券	1,625.49	19%	27.82	-	23.35	-	1,574.32	15%

请务必阅读正文之后的免责声明部分

浙商证券	1,458.46	67%	3.86	-70%	55.16	109%	1,399.44	68%
国金证券	1,433.42	33%	23.26	87%	90.24	115%	1,319.92	29%
2025Q1~3 CR5	53%		68%		77%		52%	
2026Q1~3 CR5	53%		79%		76%		52%	

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.3. 资管业务：收入较快增长，资产管理规模企稳回升

2026 年前三季度 46 家披露资管业务收入的上市券商合计实现资管收入 421 亿元，同比增长 21%。随着资管新规过渡期结束，券商资产管理业务去通道化已完成，受托管理资产规模底部企稳。

表7：2026 年前三季度上市券商资管业务收入（百万元）

公司名称	资管收入	资管收入同比	公司名称	资管收入	资管收入同比
中信证券	10867	25%	中国银河	227	-43%
广发证券	7266	28%	国金证券	211	106%
国泰海通	5830	36%	山西证券	209	23%
兴业证券	1947	22%	财达证券	197	7%
中泰证券	1922	9%	国海证券	194	39%
华泰证券	1524	12%	东兴证券	171	14%
中金公司	1294	22%	东吴证券	169	6%
东方证券	1214	25%	西部证券	151	49%
中信建投	1122	18%	方正证券	126	-27%
财通证券	1037	8%	信达证券	120	-5%
第一创业	739	13%	国元证券	75	20%
光大证券	652	-2%	太平洋	57	10%
招商证券	615	-6%	华创云信	49	-3%
国联民生	611	16%	长城证券	42	19%
申万宏源	601	16%	华西证券	38	19%
华安证券	428	21%	南京证券	32	5%
国信证券	360	-27%	西南证券	31	123%
中银证券	333	-12%	国盛证券	30	1199%
首创证券	326	1%	华林证券	7	-19%
华鑫股份	301	105%	红塔证券	6	-23%
东北证券	273	22%	中原证券	1	-95%
长江证券	251	22%	锦龙股份	0	-90%
浙商证券	247	-3%	**合计**	**42146**	**21%**
天风证券	244	11%			

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.4. 自营业务：市场回调致自营单季承压，Q3 投资净收益同比-54%

2026 年前三季度上市券商合计投资净收益同比+8%至 2110 亿元，权益市场三季度震荡回调致使自营 Q3 承压。2026 年前三季度 50 家上市券商合计实现投资净收益（含

请务必阅读正文之后的免责声明部分

公允价值）2110 亿元，同比增长 8%。第三季度合计实现投资净收益 356 亿元，同比下降 54%，环比下降 70%。华安（+203%）、招商（+186%）前三季度投资净收益同比增速突出，我们预计主要得益于长鑫科技项目收益

2026 年前三季度披露数据的 44 家上市券商母公司口径自营持仓规模合计 6.0 万亿元，同比增长 9%；其中债券类 5.4 万亿元，同比增长 9%，规模占比 90%；权益类规模 5805 亿元，同比增长 12%，规模占比 10%。

表8：2026 年前三季度上市券商投资净收益（百万元）

	2026Q1~3	2025Q1~3	同比	2026Q3	同比	环比
	投资净收益	投资净收益		投资净收益		
中信证券	30523	31603	-3%	3596	-72%	-76%
国泰海通	24771	20370	22%	920	-92%	-95%
招商证券	20959	7334	186%	8044	151%	-20%
中金公司	15719	10966	43%	5565	50%	-7%
广发证券	15614	9302	68%	2474	-36%	-69%
华泰证券	13825	10223	35%	1604	-55%	-79%
中信建投	10039	6851	47%	2015	-10%	-56%
中国银河	8960	12081	-26%	1314	-72%	-72%
申万宏源	8360	11933	-30%	1310	-72%	-69%
华安证券	6003	1980	203%	3910	337%	98%
东方证券	5032	6195	-19%	395	-82%	-87%
国投资本	3598	3437	5%	639	-51%	-72%
方正证券	3528	2892	22%	1342	51%	3%
国信证券	3199	9922	-68%	-1247	-130%	-135%
国联民生	2939	2967	-1%	923	6%	-31%
浙商证券	2443	2482	-2%	397	-66%	-74%
长江证券	2443	3044	-20%	-618	-140%	-134%
光大证券	2309	1930	20%	941	35%	38%
兴业证券	2245	3428	-35%	263	-84%	-83%
东方财富	2024	1960	3%	707	25%	-2%
东吴证券	1943	3553	-45%	-445	-132%	-122%
西部证券	1708	1853	-8%	131	-78%	-89%
中泰证券	1643	1904	-14%	-197	-121%	-113%
长城证券	1602	2157	-26%	371	-12%	-49%
东兴证券	1566	1706	-8%	335	-49%	-65%
信达证券	1546	1378	12%	333	7%	-54%
国元证券	1461	2260	-35%	-242	-147%	-117%
国金证券	1381	1633	-15%	502	12%	28%
东北证券	1239	1727	-28%	398	-58%	23%
山西证券	1160	1181	-2%	336	-3%	-37%
首创证券	1140	1355	-16%	141	-71%	-80%
财通证券	1088	1485	-27%	-99	-113%	-111%

请务必阅读正文之后的免责声明部分

南京证券	1058	1036	2%	202	-13%	-66%
西南证券	1025	1070	-4%	31	-93%	-96%
财达证券	993	686	45%	30	-89%	-96%
第一创业	962	1256	-23%	24	-96%	-97%
红塔证券	840	1239	-32%	146	-60%	-65%
华创云信	786	962	-18%	19	-94%	-96%
华西证券	644	960	-33%	8	-98%	-98%
华鑫股份	470	796	-41%	15	-96%	-95%
天风证券	465	1267	-63%	-261	-151%	-139%
国海证券	412	562	-27%	-143	-170%	-139%
中原证券	382	329	16%	7	-91%	-97%
哈投股份	374	872	-57%	-242	-171%	-139%
华林证券	170	202	-16%	105	-601%	79%
湘财股份	168	438	-62%	-377	-224%	-162%
太平洋	163	341	-52%	18	-88%	-89%
中银证券	132	211	-37%	3	-97%	-95%
锦龙股份	-21	66	-132%	-64	-217%	-282%
国盛金控	-46	181	-125%	-26	-269%	-120%
合计	**210990**	**195569**	**8%**	**35553**	**-54%**	**-70%**

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表9：2026Q3、2025Q3 上市券商母公司口径自营持仓结构(亿元)

	2026Q3					2025Q3				
	权益类	权益类占比	债券类	债券类占比	合计	权益类	权益类占比	债券类	债券类占比	合计
国泰海通	478	7%	6862	93%	7340	574	9%	6032	91%	6606
中信证券	759	11%	6219	89%	6978	462	8%	5544	92%	6006
广发证券	443	10%	4131	90%	4573	451	11%	3499	89%	3950
中国银河	312	8%	3696	92%	4008	379	10%	3551	90%	3930
华泰证券	535	14%	3290	86%	3824	476	14%	2961	86%	3437
申万宏源	382	11%	3110	89%	3492	376	12%	2835	88%	3210
招商证券	326	10%	2921	90%	3247	222	7%	3036	93%	3259
中信建投	230	8%	2779	92%	3009	158	6%	2578	94%	2736
国信证券	357	13%	2454	87%	2811	347	12%	2433	88%	2780
东方证券	195	9%	1888	91%	2083	148	8%	1748	92%	1896
中金公司	123	7%	1627	93%	1750	214	12%	1583	88%	1797
方正证券	153	11%	1177	89%	1330	142	14%	855	86%	997
光大证券	48	4%	1102	96%	1150	18	2%	985	98%	1003
兴业证券	66	6%	1050	94%	1115	29	2%	1177	98%	1207
国元证券	110	13%	727	87%	837	73	8%	781	92%	854
东吴证券	133	17%	653	83%	786	93	9%	979	91%	1072
国联民生	85	11%	695	89%	780	86	18%	402	82%	488
财通证券	22	3%	732	97%	754	45	26%	127	74%	172

请务必阅读正文之后的免责声明部分

中泰证券	53	7%	673	93%	726	31	6%	533	94%	564
西部证券	71	11%	569	89%	640	44	8%	528	92%	572
长城证券	40	7%	568	93%	608	41	7%	525	93%	566
国金证券	7	1%	600	99%	607	6	1%	409	99%	415
长江证券	28	5%	542	95%	570	21	4%	501	96%	522
信达证券	89	16%	476	84%	565	71	10%	657	90%	729
浙商证券	82	15%	473	85%	556	66	14%	405	86%	472
东兴证券	72	13%	465	87%	537	60	10%	515	90%	576
西南证券	39	7%	489	93%	528	25	7%	359	93%	384
红塔证券	105	22%	366	78%	471	68	20%	268	80%	336
东北证券	59	13%	409	87%	467	66	17%	332	83%	399
华安证券	50	12%	382	88%	432	48	10%	426	90%	474
首创证券	74	18%	332	82%	406	68	19%	287	81%	355
南京证券	57	14%	340	86%	397	32	7%	400	93%	432
天风证券	25	7%	330	93%	355	19	6%	304	94%	323
山西证券	24	8%	291	92%	315	11	4%	237	96%	248
第一创业	64	21%	245	79%	309	55	22%	196	78%	251
中银证券	30	11%	247	89%	277	16	7%	204	93%	220
华创云信	5	2%	254	98%	259	14	7%	205	93%	219
华鑫股份	47	19%	207	81%	254	45	23%	152	77%	197
国海证券	7	3%	205	97%	213	17	7%	242	93%	259
中原证券	2	1%	186	99%	188	5	3%	184	97%	189
国盛证券	6	6%	100	94%	106	-	-	-	-	-
太平洋	1	2%	42	98%	43	4	8%	45	92%	49
华林证券	9	23%	31	77%	40	5	7%	65	93%	70
华西证券	4	9%	36	91%	40	25	7%	318	93%	343
合计	**5805**	**10%**	**53973**	**90%**	**59778**	**5174**	**9%**	**49587**	**91%**	**54761**

数据来源：Wind，东吴证券研究所 注：自营持仓数据为母公司口径。

3. 投资建议：预计行业 2026 年净利润同比+26%

3.1. 2026 年增长动力来源于科创投资

券商的“三投联动”是将投资、投行、投研三大核心业务板块深度协同，核心是以投研为指引、以投资为抓手、以投行为落地，为企业提供全生命周期的一站式金融解决方案。①投资业务：作为“三投联动”的抓手，通过券商私募股权投资子公司、另类投资子公司等平台，以自有资金或管理基金等方式进行股权投资、跟投、战略投资，为企业注入资本，并锁定未来投行合作机会。②投研业务：负责深度研究宏观经济、产业趋势与公司价值，输出前瞻性判断与产业链图谱，筛选优质标的。③投行业务：作为“三投联动”的出口，为企业提供 IPO 保荐、再融资、并购重组、债券发行、市值管理等服务，帮助企业登陆资本市场，同时实现股权退出与价值最大化。

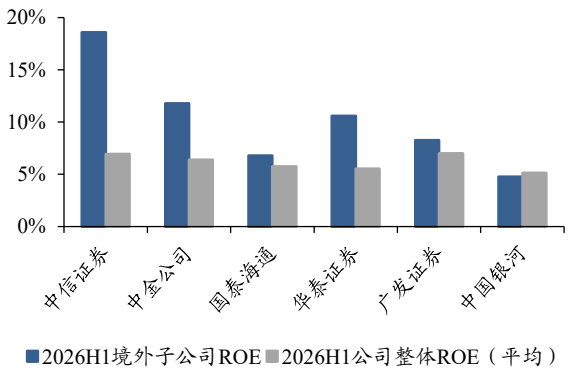
传统股票自营波动大，直投业务业绩更为平滑。2022-2024 年由于二级市场波动较大，券商主动压降传统自营配置。与传统股票自营相比，直投业务在现有会计准则下具有显著优势，Pre-IPO 项目通常按成本法或权益法核算，除非发生重大减值或退出，否则不受二级市场每日波动影响，业绩更平滑；项目 IPO 上市后，由于直投项目通常有 12 个月的限售期，因此确认投资收益需要按照一定的流动性折价（如我们假设科创板 5-6 折，创业板 7-8 折）计入，但业绩释放也相较解禁后更早。

3.2. 出海业务贡献稳步提升，长期有助于提升券商 ROE

境外业务凭借更高的盈利效率，有望成为券商提升整体 ROE、增厚盈利的核心引擎。从行业实践来看，头部券商境外子公司 ROE 均超出公司整体。2026 年上半年中信、中金、国泰海通、华泰、广发境外子公司 ROE 分别为 18.6%、11.8%、6.8%、10.6%、8.3%，较之公司整体加权平均 ROE（7.8%、7.6%、6.1%、6.3%、8.1%）显著超出，对集团整体盈利形成明显拉动。通过布局境外市场，券商能够拓宽收入来源、平滑周期波动、提升资本回报率，进而有效抬升集团整体 ROE 中枢、增强长期盈利能力与估值水平，为自身高质量发展注入强劲动力。

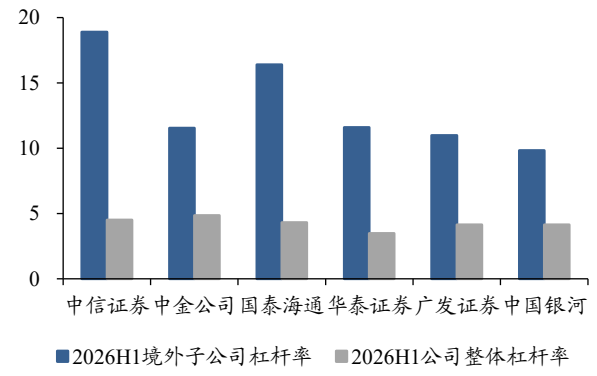
券商境外子公司 ROE 普遍显著高于母公司整体水平，核心驱动因素在于更高的经营杠杆与资本运作效率。境外成熟资本市场在风控体系、资本约束、融资渠道与业务模式上更为灵活，境外子公司可依托当地监管规则与市场化融资环境，在满足资本充足要求的前提下合理提升杠杆水平，同时在跨境投行、做市交易、资产管理、衍生品等业务上实现更强的资金周转效率与收益放大效应。从头部券商情况来看，2026 年上半年中信、中金、国泰海通、华泰、广发、银河的境外子公司的杠杆率分别为 18.9x、11.5x、16.4x、11.6x、11.0x、9.8x，为公司整体杠杆率的 2.4-4.2 倍。

图13：2026H1 头部券商境外子公司 ROE 表现突出



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图14：2026H1 头部券商境外子公司杠杆率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

从行业整体经营数据来看，境外业务已逐步从战略布局阶段迈入贡献度持续提升、增长韧性凸显的新发展时期。我们选取披露了 2026 年上半年境外业务收入的 16 家上市券商作为样本，2026 年上半年 16 家上市券商合计境外业务收入达到 343 亿元，同比增

请务必阅读正文之后的免责声明部分

长 70%，占合计营收比重的 12%，已成为营收结构中的重要组成部分。拉长时间维度观察，2018-2025 年期间，上述上市券商境外业务收入的复合年均增长率高达 20%，高于同期整体营收复合增速（13%），充分体现出中资券商在跨境业务方面的持续突破，也印证了出海已成为行业长期成长的核心主线之一。

从经营趋势来看，券商境外业务收入占比不断提升。16 家样本券商中，2023-2025 年，除华泰证券外（因出售 AssetMark 股权导致境外业务收入大幅下滑），其余公司境外业务收入占营收比重均实现提升或保持持平。2026 年上半年，在境外市场活跃度提升、IPO 发行爆发的背景下，头部券商境外收入贡献持续攀升。从头部券商来看，中金公司国际业务收入占比长期稳居行业前列，2026 年上半年进一步攀升至 31%，较 2025 年提升 2 个百分点；中信证券境外业务收入占比从 2023 年的 16%提升至 2026 年上半年的 24%，稳步实现突破。从中小券商来看，即便部分中小券商目前境外业务占比仍较低，但随着布局逐步落地，收入贡献度也在缓慢提升。

表10：16 家上市券商 2023-2026 年上半年境外业务收入及占营收比重

公司名称	境外业务收入（百万元）				境外业务收入占营收比重			
	2023	2024	2025	2026H1	2023	2024	2025	2026H1
中信证券	9,404	10,948	15,519	11,788	16%	17%	21%	24%
中金公司	6,075	5,308	8,393	5,966	26%	25%	29%	31%
国泰海通	2,163	2,909	9,586	5,442	6%	7%	15%	12%
华泰证券	7,926	14,340	5,918	4,412	22%	35%	17%	19%
广发证券	665	1,350	2,699	2,154	3%	5%	8%	8%
中国银河	2,006	2,173	2,569	1,688	6%	6%	9%	10%
中信建投	539	736	1,492	874	2%	3%	6%	5%
招商证券	901	1,094	1,161	882	5%	5%	5%	4%
申万宏源	537	446	738	352	2%	2%	3%	3%
东方证券	-81	298	437	230	0%	2%	3%	2%
国元证券	171	237	251	145	3%	3%	4%	4%
国信证券	201	194	279	164	1%	1%	1%	1%
东方财富	170	186	243	121	2%	2%	2%	1%
财通证券	59	52	90	36	1%	1%	1%	1%
国联民生	28	43	54	26	1%	2%	1%	1%
长江证券	25	28	55	19	0%	0%	1%	0%
合计	30,790	40,342	49,482	34,297	9%	11%	12%	12%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

券商国际业务头部效应显著，核心是先发优势、资本壁垒、客户资源等多重因素叠加，形成强者恒强的循环，最终导致行业资源高度向头部券商集中。①先发优势。中信、中金、华泰等头部券商早在 2000 年代初便启动国际化布局，以中国香港为桥头堡逐步获取欧美、东南亚等地牌照与网点并积累牌照资源，中小券商难以快速补齐短板。②资本壁垒。头部券商境外业务的资本投入显著超出中小型券商，同时境内外评级更高、融资渠道更广，资金成本更低。③客户资源。头部券商在境内服务大量龙头企业，其相关

请务必阅读正文之后的免责声明部分

跨境 IPO、并购、发债、财富管理等需求优先由合作紧密的头部券商承接，形成境内服务+境外落地的强绑定。中小券商大多参与小型项目或通道业务，客户分层效应持续加剧。

3.3. 高基数下，预计行业 2026 年净利润同比+26%

中性假设下，我们预计 2026 年证券行业净利润同比+26%。基于中性假设，我们预计 2026 年行业净利润将同比+26%：预计经纪业务收入同比增长 28%，投行业务同比增长 29%，资本中介业务收入增长 29%，资管业务增长 20%，自营同比增长 15%。

表11：券商行业业绩预测

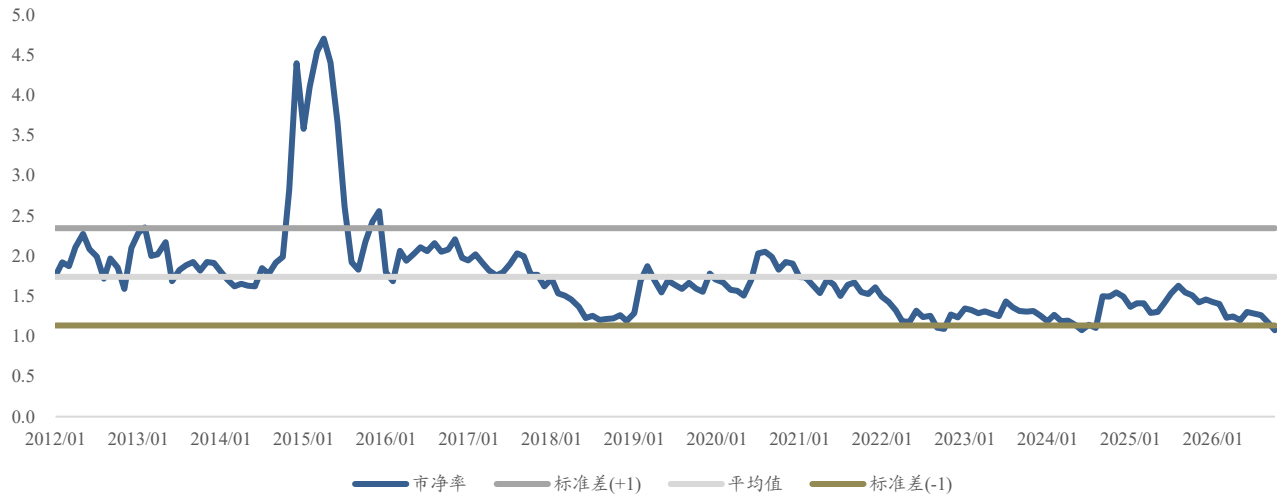
(亿元)		2024	2025	2026 悲观	2026E 中性	2026E 乐观
经纪业务	日均股基交易额	10800	20538	26000	28000	30000
	增速	12%	90%	27%	36%	46%
	佣金率	0.020%	0.016%	0.015%	0.015%	0.016%
	增速	-12%	-23%	-5%	-5%	0%
	代销金融产品收入	149	164	164	180	197
	增速	-10%	10%	0%	10%	20%
	经纪业务收入	1206	1715	2029	2189	2462
	增速	23%	42%	18%	28%	44%
投行业务	股权融资规模	4000	10826	9300	11600	14000
	IPO	700	1318	2300	2600	3000
	再融资	3300	9509	7000	9000	11000
	债权融资规模	120600	158766	138100	165200	185300
	企业债	600	242	100	200	300
	公司债	40000	44565	38000	45000	45000
	其他	80000	113959	100000	120000	140000
	财务顾问收入	54	58	69	72	75
	股债承销收入	350	395	441	509	539
	增速	-35%	13%	12%	29%	37%
资本中介业务	日均融资融券余额	16,000	20,793	24,000	26,000	28,000
	资本中介收入	488	544	657	701	744
	增速	-8%	12%	21%	29%	37%
资管业务	资管收入	239	239	263	287	311
	增速	7%	0%	10%	20%	30%
投资业务	投资净收益	1741	1853	1946	2131	2317
	增速	43%	6%	5%	15%	25%
其他		488	665	400	600	800
营业收入		4512	5412	5735	6416	7173
净利润		1673	2194	2294	2759	3228
增速		18%	31%	5%	26%	47%

数据来源：中国证券业协会，Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

当前我国券商估值处于较低水平。截至 2026 年 10 月 30 日，中信证券 II 指数静态估值为 1.07x PB，估值较低。考虑到当前资金面显著改善，在较高业绩增速预期下，我们预计券商股估值有望修复。从中长期来看，在我国资本市场高质量发展的背景以及券商重资产业务能力和效率持续提升的趋势下，未来我国券商 ROE 水平及估值仍存在上升空间。我们认为大型券商优势仍显著，行业集中度有望持续提升，大型券商应享有估值溢价。此外，券商区域间的并购也正在加速，区域券商通过整合提升扩表能力、发展自身业务特色从而提升核心竞争力的诉求越来越强，预计未来区域间整合将持续活跃。

图15：中信券商 II 级指数 PB 变化情况（截至 2026/10/30，倍）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

重点推荐：国泰海通、招商证券、财通证券、广发证券、中信证券、东方财富等。

4. 风险提示

1）权益市场大幅波动：后续资本市场若大幅下跌，对于券商板块而言将带来业绩和估值的双重压力。

2）宏观经济复苏不及预期：宏观经济剧烈波动将直接影响资本市场活跃度，并且影响居民购买力及财富管理产品配置需求，进而造成证券行业收入下滑；

3）资本市场监管趋严：监管政策收紧或将对证券行业各项业务经营环境造成影响，进而导致证券公司面临业绩波动风险；

4）行业竞争加剧：行业竞争加剧情况下，市场出清速度加快，中小型券商面临较大的经营压力。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn