# 证券行业2026年三季报综述

## 模式差异与自营分化

优于大市

## 核心观点

**三季度自营业绩拖累增长态势。**2026年前三季度，43家上市券商合计实现营业收入4992.31亿元，同比增长18.64%，归母净利润2094.73亿元，同比增长23.74%，加权平均ROE为6.15%，同比提升0.60个百分点。不过，累计增速较上半年（营收+45.9%、净利+49.1%）已显著回落，三季度单季营收1345.2亿元，同比-21%，环比-37%；归母净利润541.03亿元，同比-17%，环比-43%，仅有11家公司实现归母净利润同比正增长。问题主要出在自营投资上：前三季度投资业务收入2035.9亿元，同比仅增长8.66%，占营业收入的40.8%，占比同比下降3.7个百分点，增速在五大业务条线中排在最后（经纪+27.74%、投行+26.11%、资管+20.31%、利息+37.58%），单季自营收入348.57亿元，已由上半年的最大贡献项转为最大拖累项。总量增速放缓与结构分化同时出现，这意味着自营的相对表现直接决定了排名的变化。

**自营业务的分化本质上是三类投资模式的差异。**一是方向性交易仓位（以交易性金融资产，即TPL为主）：在Q3单季沪深300下跌12.49%、创业板指下跌27.80%的背景下，权益敞口大、方向性强的机构主要承受公允价值回撤，35家（超八成）单季自营收入同比下滑，9家为负值。二是OCI账户（波动计入其他综合收益）：三季度末43家券商OCI权益合计8322.62亿元，较年初增长18%，占金融投资资产的10.7%，比重创近年新高，其中中信（1239亿元，环比+21%）、华泰（321亿元，环比+63%）、广发（447亿元，较年初+46.4%）都在加速增配；国泰海通OCI权益稳定在844亿元，交易性金融资产环比下降2%，这种以OCI为主的配置结构使其自营收入仍录得247.71亿元、同比增长21.61%。三是股权直投与跟投：这类业务的收益取决于一级市场退出节奏，与二级市场β的相关性较弱。三季度长鑫科技、宇树科技、燧原科技等硬科技项目集中上市，叠加券商同时承担直投和保荐的角色，华安证券前三季度自营收入60.03亿元（+203%）、单季39.10亿元（+336%）；招商证券209.59亿元（+186%）、单季自营收入80.44亿元（+151%）升至榜首，其公允价值变动损益151.49亿元是主要兑现来源，中金公司157.19亿元（+43.35%）也在列。

**自营模式差异会放大为经营业绩波动。**前三季度归母净利CR5（前五大券商）占比升至50%，较2025年末提高4个百分点；华安（+169.56%）、中金（+101.71%）、招商（+94.81%）、广发（+46.58%）居前。投资收益占券商业绩主导会有两方面影响，第一，业绩高增长大多带有“收益兑现”属性（如公允价值变动损益、股权退出收益等），其可持续性弱于手续费类收入，不宜与经纪、资管等业务同等看待；另一方面，OCI浮盈不入当期利润，可能代表部分自营投资收益被低估，权益方向性敞口较大的机构在四季度的反弹或回调中弹性都更大。因此，衡量自营更应看“配置结构—业绩波动—资本占用”三者的匹配度，而非单纯看收入增速，这也是行业从规模驱动转向资产能力定价的微观基础。

**投资建议：**维持行业“优于大市”评级。从行业边际变化来看，证券行业正迎来业绩与商业模式的双重迭代，短期受益于市场交投活跃度抬升带来的β

**行业研究·行业专题**

**非银金融·证券Ⅱ**

**优于大市·维持**

**证券分析师：孔祥**
021-60375452
kongxiang@guosen.com.cn
S0980523060004

**证券分析师：陈莉**
0755-81981575
chenli@guosen.com.cn
S0980522080004

**证券分析师：王德坤**
021-61761035
wangdekun@guosen.com.cn
S0980524070008

市场走势




资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《证券行业2026年中报综述-业绩高景气，增长拓新极》——2026-09-04
《证券行业2026年一季报综述-自营定盘，财富扬帆，龙头突出，景气延续》——2026-05-08
《证券行业2025年年报综述暨战略转型总结-高景气遇到深转型，布局财富、跨境与AI新方向》——2026-04-10
《证券行业2025年三季报综述-业绩高景气，转型蓄力时》——2025-11-15
《证券行业2025年7月报-优化分类评价，政策引导资金入市》——2025-07-02

行情，中长期看内生转型带来的α逻辑持续强化。我们重点推荐资本实力强劲、业务布局均衡、AI 及跨境业务领先的龙头券商，建议关注：中信证券、华泰证券、国泰海通、中金公司。

**风险提示：**二级市场大幅波动风险；资本市场全面深化基础性制度改革推进不及预期的风险；金融监管趋严的风险；创新业务推进不及预期的风险等。

## 重点公司盈利预测及投资评级

| 公司代码 | 公司名称 | 投资评级 | 昨收盘（元） | 总市值（百万元） | EPS 2026E | EPS 2027E | PE 2026E | PE 2027E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 600030.SH | 中信证券 | 优于大市 | 25.92 | 404,981 | 2.51 | 2.67 | 10.33 | 9.69 |
| 601688.SH | 华泰证券 | 优于大市 | 17.79 | 160,588 | 2.16 | 2.37 | 8.24 | 7.50 |
| 601211.SH | 国泰海通 | 优于大市 | 16.74 | 294,307 | 1.87 | 2.00 | 8.96 | 8.36 |
| 601995.SH | 中金公司 | 优于大市 | 28.30 | 224,458 | 1.90 | 2.01 | 14.88 | 14.11 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

# 内容目录

一、整体业绩概览：累计稳健增长，Q3 单季业绩承压 ..... 5
（一）行业整体：2026 年前三季度净利同比+23.7%，Q3 单季环比走弱 ..... 5
（二）头部格局：头部集中趋势凸显，龙头券商持续领跑 ..... 6
（三）业绩变动因素：自营单季回撤是核心变量 ..... 8
二、 业务表现：自营定成败，直投添弹性 ..... 10
（一）业务构成：自营是第一收入来源，Q3 单季承压 ..... 10
（二）自营投资：跟投兑现型与持仓回调型两极分化 ..... 11
（三）生态变化：直投从“补充”到“支柱”的跨越 ..... 12
（四）配置结构：OCI 权益增配至历史高位，收益平滑价值凸显 ..... 13
三、投资建议 ..... 14
风险提示 ..... 14

# 图表目录

图1： 2026 年前三季度，43 家上市券商合计营收及增速 ..... 5
图2： 2026 年前三季度，43 家上市券商合计归母净利润及增速 ..... 5
图3： 2026 年前三季度，ROE 提升 ..... 5
图4： 2026Q3 单季，43 家上市券商营收合计 ..... 6
图5： 2026Q3 单季，43 家上市券商归母净利润合计 ..... 6
图6： 2026 年前三季度，43 家上市券商总资产规模（单位：亿元，%） ..... 6
图7： 上市券商总资产规模排名前 10（截至 2026 年 9 月末）（单位：亿元） ..... 7
图8： 上市券商净资本规模排名前 10（截至 2026 年 9 月末）（单位：亿元） ..... 7
图9： 2026 年 Q1-Q3，主要指数涨跌幅（单位：%） ..... 9
图10： 2026 年 9 月末，两融规模较 6 月末回落约 15% ..... 9
图11： 2025Q1-2026Q3 单季归母净利润(单位：亿元） ..... 10
图12： 2026 年前三季度，43 家上市券商营收结构变化 ..... 11
图13： 2026Q3 单季，43 家上市券商投资收入承压（单位：亿元，%） ..... 11
图14： OCI 权益增配至历史高位 ..... 13

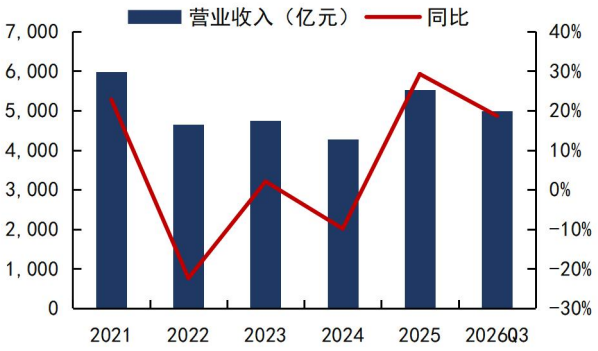
表1： 营收排名前 10 的上市券商营收及归母净利润（单位：亿元） ..... 8
表2： 2026 年前三季度自营收入代表性券商（单位：亿元） ..... 12
表3： AI 硬件代表性项目与券商系资本参与情况 ..... 13

# 一、整体业绩概览：累计稳健增长，Q3 单季业绩承压

## （一）行业整体：2026 年前三季度净利同比+23.7%，Q3 单季环比走弱

2026 年前三季度，A 股市场先扬后抑，证券行业呈现“累计利润增长，Q3 单季承压”的节奏。43 家上市券商合计实现营业收入 4992.31 亿元，同比增长 18.64%；实现归母净利润 2094.73 亿元，同比增长 23.74%；ROE（加权）平均为 6.15%，较同期提升 0.60pct。与上半年营收+45.9%、净利+49.1%的高增速相比，前三季度累计增速显著回落，核心原因在于第三季度权益市场回调导致自营投资收益承压。

图1：2026 年前三季度，43 家上市券商合计营收及增速



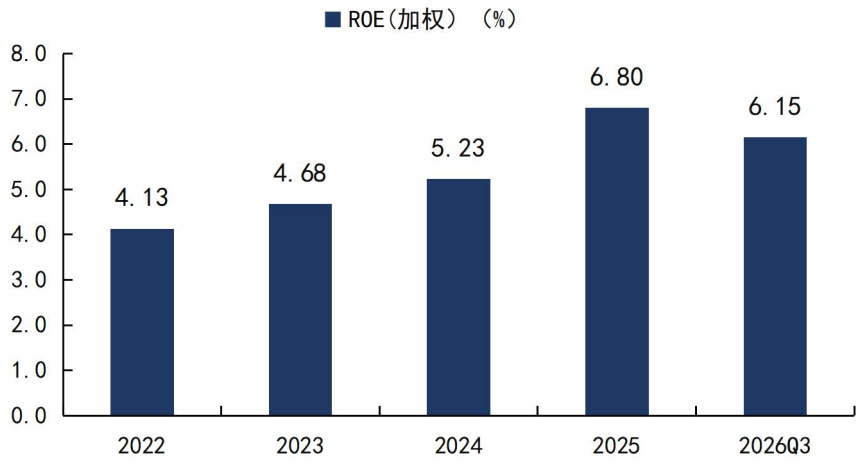

资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图2：2026 年前三季度，43 家上市券商合计归母净利润及增速




资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图3：2026 年前三季度，ROE 提升

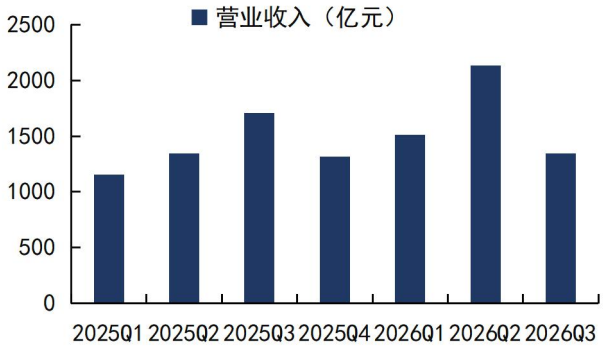



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

分季度看，2026Q3 单季上市券商合计实现营收 1345.2 亿元，同比下降 21%，环比下降 37%；归母净利润 541.03 亿元，同比下降 17%、环比下降 43%；单季仅 11 家归母净利润实现同比正增长，行业盈利从“普涨”转向“结构性分化”。在这一背景下，以另

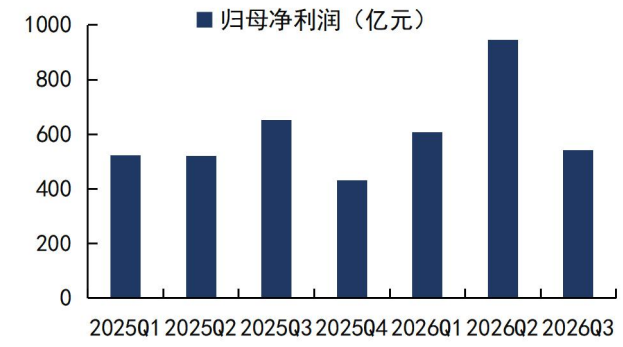
类投资子公司和私募基金子公司为主体的直投业务，成为决定券商盈利弹性的“关键变量”。

图4：2026Q3 单季，43 家上市券商营收合计




资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

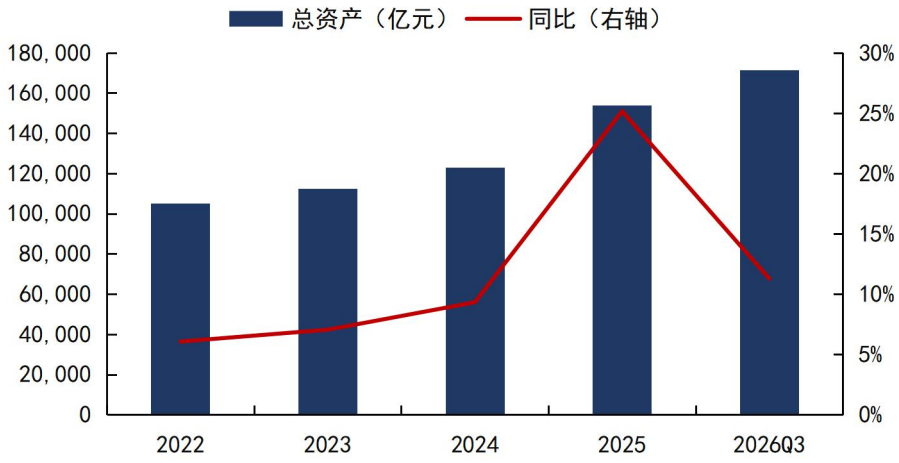
图5：2026Q3 单季，43 家上市券商归母净利润合计




资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

**扩表节奏阶段性放缓，中期趋势未变化。**截至 2026 年 9 月末，上市券商总资产规模 17.13 万亿元，较 2025 年末增长 11.3%，但较上半年末环比下降 5.8%；平均杠杆倍数 3.50 倍（剔除代理买卖证券款口径），较上半年末回落 0.14 倍。三季度市场回调带动客户资金流出、自营浮盈回撤与金融投资资产估值缩水，行业扩表节奏阶段性放缓；但绝对规模仍处历史高位，全年维度看，行业资产规模扩张与杠杆中枢抬升的中期趋势未变。

图6：2026 年前三季度，43 家上市券商总资产规模（单位：亿元，%）



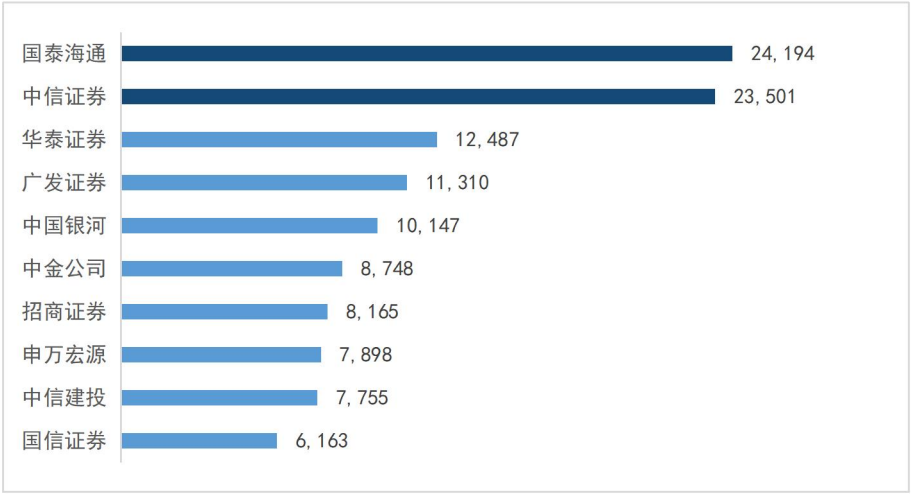

资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

## （二）头部格局：头部集中趋势凸显，龙头券商持续领跑

**从资产负债表看，头部资产集聚进一步强化。**截至 2026 年三季度末，国泰海通以 2.42 万亿元总资产居行业第一（较 2025 年末+14.43%），中信证券 2.35 万亿元（较年初+12.88%）紧随其后；华泰证券 1.25 万亿元、广发证券 1.13 万亿元、中国银河 1.01

万亿元构成万亿梯队；中金公司三季报尚未并表东兴证券、信达证券（期末总资产 8748 亿元），10 月 26 日交割完成后并表规模超万亿元。万亿俱乐部由 2025 年末的 3 家扩容至 6 家，头部资产集聚进一步强化。

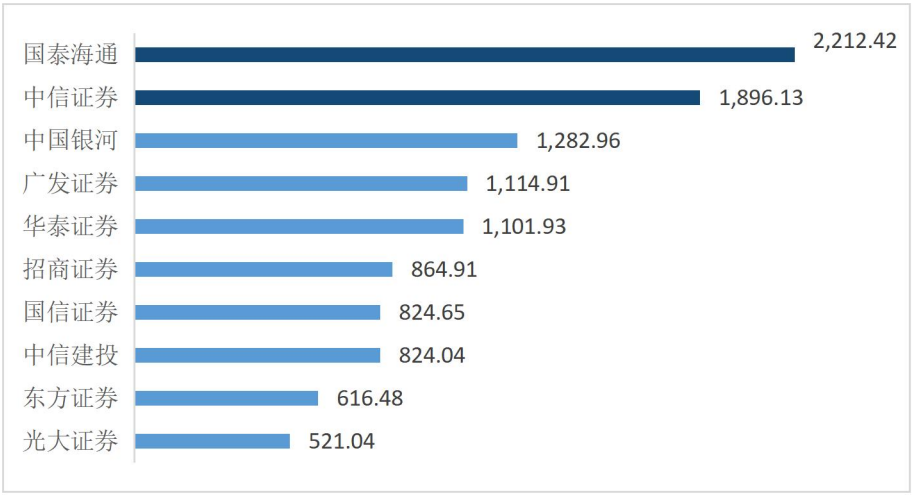
图7：上市券商总资产规模排名前 10（截至 2026 年 9 月末）（单位：亿元）




资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

**净资本方面，**9 月末 43 家上市券商母公司净资本合计 1.92 万亿元、较上年末增长 8.85%，33 家实现增长；国泰海通（2212.42 亿元、+19.5%）、中信证券（1896.13 亿元、+20.7%）、中国银河（1282.96 亿元、+11.4%）、广发证券（1114.91 亿元、+13.2%）、华泰证券（1101.93 亿元、+16.5%）居前五，头部券商净资本规模保持领先，资本实力持续夯实。

图8：上市券商净资本规模排名前 10（截至 2026 年 9 月末）（单位：亿元）




资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

**从利润表看，行业盈利同样向头部集中，龙头券商业绩持续领跑。**前三季度，头部券商前三、前五、前十合计实现营收分别为 1626.22 亿元、2284.82 亿元、3381.01 亿元，同比增速分别为+25.9%、+28.3%、+23.8%，均显著高于行业平均增速（+18.64%）；

在 43 家上市券商总营收（4992.31 亿元）中的占比分别达 32.6%、45.8%、67.7%，行业向头部券商集中的趋势延续并强化。

**其中，中信证券**实现营业收入 665.90 亿元，同比增长 18.60%，归母净利润 310.22 亿元，同比增长 33.95%，营收与净利规模均领跑头部券商、稳居行业首位；**国泰海通**实现营业收入 589.76 亿元，同比增长 28.51%，归母净利润 248.85 亿元，同比增长 12.73%，营收、净利规模位居行业第二；**广发证券**实现营业收入 370.56 亿元，同比增长 41.63%，归母净利润 160.27 亿元，同比增长 46.58%；**招商证券**实现营业收入 341.12 亿元，同比增长 86.98%，归母净利润 172.82 亿元，同比增长 94.81%，营收净利高增；**华泰证券**实现营业收入 317.48 亿元，同比增长 17.03%，归母净利润 150.41 亿元，同比增长 18.13%，整体经营稳健，盈利规模稳居行业前列；**中金公司**实现营业收入 307.15 亿元，同比增长 47.95%，归母净利润 132.45 亿元，同比增长 101.71%，盈利大幅领跑，核心受益于科创跟投项目浮盈兑现。

表1：营收排名前 10 的上市券商营收及归母净利润（单位：亿元）

| 证券简称 | 营业收入 | | 同比 | 归母净利润 | | 同比 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2025Q1-3 | 2026Q1-3 | | 2025Q1-3 | 2026Q1-3 | |
| 中信证券 | 561.47 | 665.90 | 18.60% | 231.59 | 310.22 | 33.95% |
| 国泰海通 | 458.92 | 589.76 | 28.51% | 220.74 | 248.85 | 12.73% |
| 广发证券 | 261.64 | 370.56 | 41.63% | 109.34 | 160.27 | 46.58% |
| 招商证券 | 182.44 | 341.12 | 86.98% | 88.71 | 172.82 | 94.81% |
| 华泰证券 | 271.29 | 317.48 | 17.03% | 127.33 | 150.41 | 18.13% |
| 中金公司 | 207.61 | 307.15 | 47.95% | 65.67 | 132.45 | 101.71% |
| 中信建投 | 172.89 | 232.74 | 34.62% | 70.89 | 102.57 | 44.70% |
| 中国银河 | 227.51 | 225.66 | -0.81% | 109.68 | 110.25 | 0.52% |
| 申万宏源 | 194.99 | 178.59 | -8.41% | 80.16 | 71.41 | -10.92% |
| 国信证券 | 192.03 | 152.05 | -20.82% | 91.37 | 64.98 | -28.88% |

资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

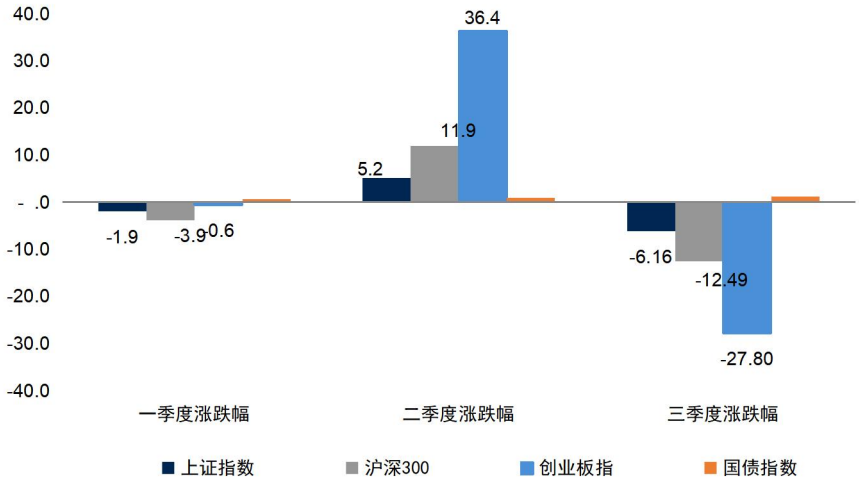
中小券商层面，低基数与项目制收益驱动的黑马效应延续。华安证券营收同比+112.22%、归母净利润同比+169.56%，双双居上市券商第一，净利跃居行业第 12 位，主要受益于长鑫科技科创板上市带来的公允价值变动收益；中泰证券（+61.34%）、中原证券（+43.59%）等亦有较高增速。反之，天风证券（-90.34%）、太平洋（-35.54%）、降幅居前。

## （三）业绩变动因素：自营单季回撤是核心变量

三季度单季业绩承压，是权益回调、交投缩量与高基数三重因素叠加的结果，其中自营投资回撤是核心变量。

一是权益市场回调，自营浮盈回撤。三季度沪深 300 单季下跌 12.49%、创业板指数下跌 27.80%，国债指数上涨 1.14%，方向性权益持仓随市波动。

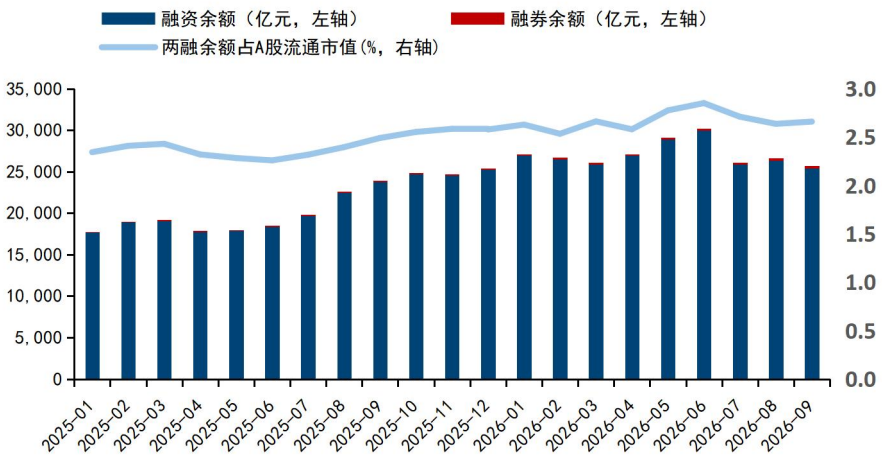
图9：2026 年 Q1-Q3，主要指数涨跌幅（单位：%）




资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

**二是市场交投环比回落，经纪与利息动能同步减弱。**三季度全市场日均股基成交额 2.77 万亿元，同比+10%、环比-18%，9 月进一步缩量至 1.82 万亿元；9 月末两融余额 2.57 万亿元，较 6 月末年内高点回落约 15%。经纪、利息收入与市场活跃度高度相关，交投缩量使其单季增速同步放缓。

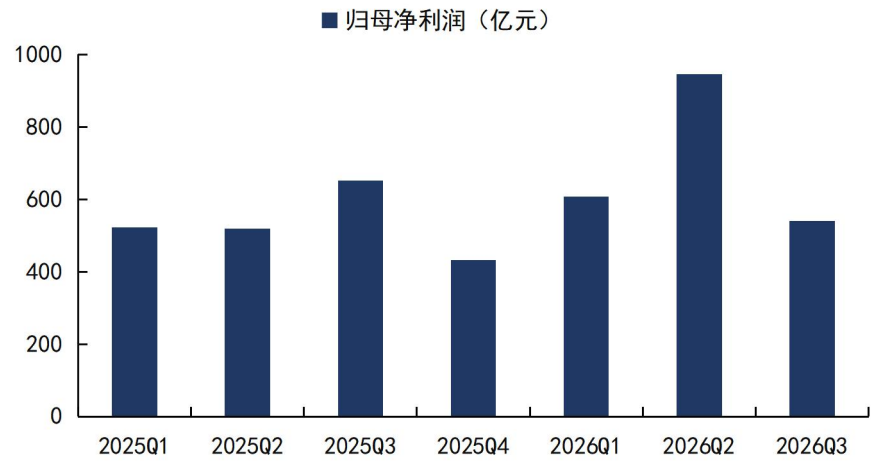
图10：2026 年 9 月末，两融规模较 6 月末回落约 15%




资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

三是上年同期高基数放大同比降幅度。2025Q3 单季行业净利同比+93%，为全年最高单季，高基数放大了本期的同比降幅。

图11：2025Q1-2026Q3 单季归母净利润(单位：亿元)




资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

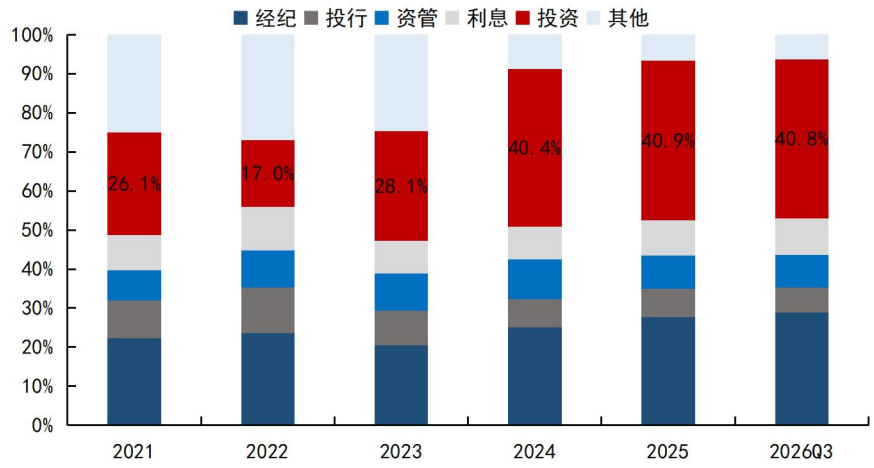
整体看，本季券商分化的本质是“重资本能力+业务结构”的分化：头部凭借资本、牌照、客户与项目储备优势持续扩大份额（前十家龙头贡献近七成营收），而中小券商中，深耕区域、具备差异化赛道（科创投行、量化自营、特色资管）或低基数弹性的机构实现突围，业务结构单一、对自营及单一市场依赖度高的机构则明显承压。

# 二、业务表现：自营定成败，直投添弹性

## （一）业务构成：自营是第一收入来源，Q3 单季承压

前三季度各类主营业务收入全面增长，但增速分化明显。2026 年前三季度，43 家上市券商实现投资业务收入 2035.9 亿元（同比+8.66%，营收占比 40.8%，占比-3.7pct）；经纪业务收入 1438.2 亿元（同比+27.74%，营收占比 28.8%，占比+2.1pct）;资管业务收入 418.0 亿元(同比+20.31%,营收占比 8.4%,占比+0.1pct)；投行业务收入 317.6 亿元（同比+26.11%，营收占比 6.4%，占比+0.4pct）；利息业务收入 470.8 亿元（同比+37.58%，营收占比 9.4%，占比+1.3pct）。自营仍是第一大收入来源，但累计增速（+8.66%）已明显落后于经纪（+27.74%）、投行（+26.11%）、资管（+20.31%）、利息（+37.58%），自营占比同比下降 3.7 个百分点，在五大业务板块中增速滑至末位。

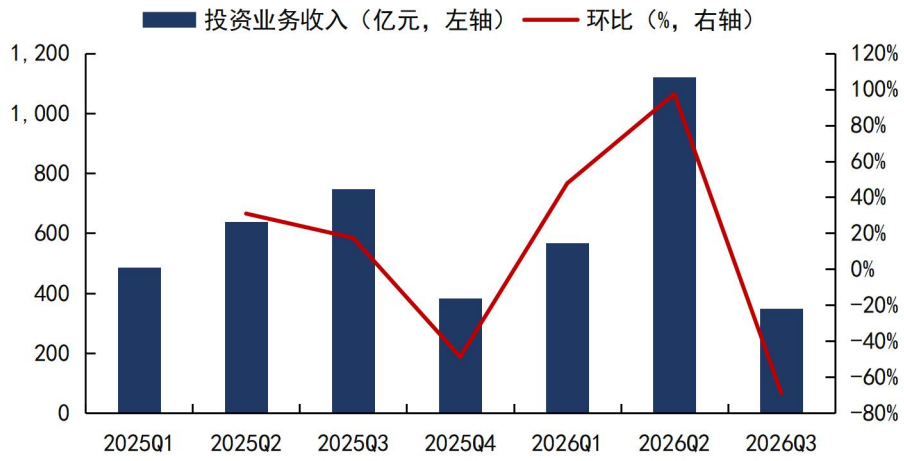
图12：2026 年前三季度，43 家上市券商营收结构变化




资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

**自营单季显著承压，节奏上呈鲜明的前后反差**：上半年市场上行阶段，自营是拉动业绩的主引擎；Q3 单季自营收入 348.57 亿元，同比明显负增长、较上半年 844 亿元的单季均值大幅回落，由最大贡献项转为最大拖累项。自营是三季度分化程度最高、对业绩边际影响最大的板块。

图13：2026Q3 单季，43 家上市券商投资收入承压（单位：亿元，%）




资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

## （二）自营投资：跟投兑现型与持仓回调型两极分化

一是收益兑现型券商把握科创项目上市窗口，主动兑现浮盈：2026 年前三季度，招商证券自营收入 209.59 亿元、同比+186%，华安证券 60.03 亿元、同比+203%，广发证券 156.14 亿元（+68%）、中金公司 157.19 亿元（+43%）同样表现突出——招商证券净利排名跃居行业第三、华安证券跃居第十二位，均主要由自营驱动。

二是持仓回调型券商受公允价值波动拖累：中信证券自营收入同比-4.42%；申万宏源净利负增长与权益敞口直接相关。自营已从“平均分”重新变为“分水岭”，

是本季头部座次变化的重要变量。

从收益结构看分化的机制：兑现型券商的利润更多来自公允价值变动损益（如招商证券达 151.49 亿元），持仓回调型的投资净收益（处置兑现部分）则普遍收缩，利润表收益中“浮盈”的成色上升——这也意味着四季度业绩对市场行情的敏感度更高，浮盈兑现节奏成为关键观察点。

表2：2026 年前三季度自营收入代表性券商（单位：亿元）

| 类型 | 证券简称 | 自营收入 | 同比 | 主要特征 |
|---|---|---|---|---|
| 跟投兑现型 | 招商证券 | 209.59 | +185.76% | 公允价值变动收益 151.49 亿元，科创项目兑现 |
| | 华安证券 | 60.03 | +203% | 长鑫科技上市浮盈，净利跃居行业第 12 位 |
| | 广发证券 | 156.14 | +67.85% | 权益及股权投资收益释放 |
| | 中金公司 | 157.19 | +43.35% | 一二级联动项目浮盈兑现 |
| 持仓回调型 | 中信证券 | 305.23 | -4.42% | 投资收益-45.25%，衍生品公允价值变动对冲 |

资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

## （三）生态变化：直投从“补充”到“支柱”的跨越

以另类投资子公司和私募基金子公司为主体的直投平台，是本季自营分化背后的重要结构性力量。

7 月 27 日，长鑫科技登陆科创板，上市首日上涨 465.82%、总市值达 3.28 万亿元，成为直投收益兑现的标志性事件：招商证券全资另类子公司招证投资直接持有长鑫科技 3.24 亿股，穿透合计间接持股约 5.05 亿股，上市首日账面浮盈约 204 亿元（未扣除初始投资成本），超过其 2025 年全年归母净利润；华安证券通过华安嘉业及参股集成电路基金合计持股约 2.64 亿股，浮盈约 106 亿元，约相当于其 2025 年归母净利润的 5 倍；作为长鑫科技联席保荐机构，中金公司、中信建投相关子公司各以 10 亿元顶格跟投、获配约 1.15 亿股，按首日收盘价测算浮盈均超 46 亿元。

**三季报印证了这一跨越：**三季度单季自营收入前三的招商证券（80.44 亿元、同比+150.5%）、中金公司（55.65 亿元，同比+49.8%）、华安证券（39.10 亿元、同比+336.6%）均为科创 IPO 红利的核心受益者；招商证券前三季度归母净利润跃居行业第三、华安证券跃居行业第十二位，直投与跟投收益的集中兑现是座次跃升的核心动力，直投由此由报表的“补充项”正式成长为头部券商的利润支柱。

值得关注的是参与方式的演进。早期券商系资本多以 LP 身份间接参与，单笔金额较小；2026 年的新变化是“直投+保荐”双重角色的常态化——中信证券既是宇树科技的股东（合计 4.49%）又是其保荐机构，中金公司在盛合晶微、壁仞科技、智谱项目上均同时承担投资与保荐职能。这种安排使券商得以分享企业从 Pre-IPO 到上市后再融资的全周期价值，也对利益冲突管理与合规隔离提出更高要求。

表3：AI 硬件代表性项目与券商系资本参与情况

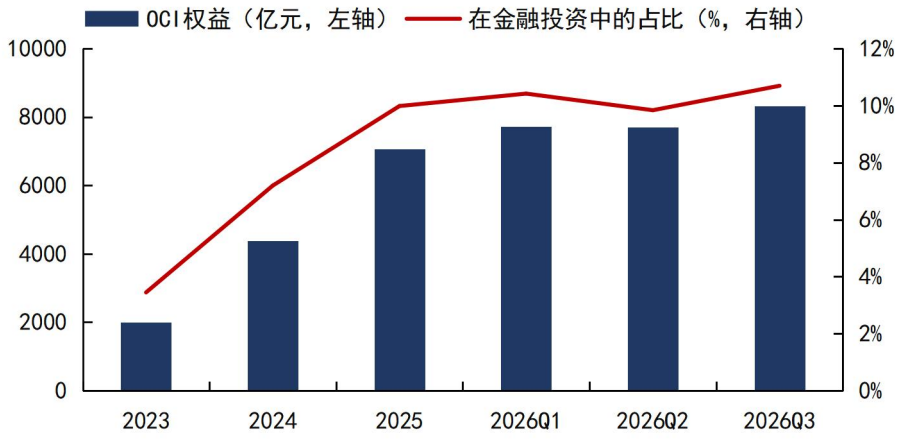
| 项目 | 产业环节 | 2026 年资本市场进展 | 券商系参与方式 |
|---|---|---|---|
| 盛合晶微 | 晶圆级先进封测 | 4 月登陆科创板，募资 50.28 亿元 | 中金资本 2021 年起多轮投资，中金担任保荐人 |
| 壁仞科技 | GPU | 年初港股 18C 上市，募资 8.25 亿美元 | 中金牵头保荐，引入 23 家基石投资者 |
| 沐曦股份 | GPU | 登陆科创板 | 中金旗下机构合计间接持股 1.85%，居参投券商首位 |
| 燧原科技 | AI 芯片 | 9 月登陆科创板 | 广发另类子直投逾 280 万股居首；国泰海通 96 万股；中金两私募子五年前布局；国信资本间接参与 |
| 长鑫科技 | DRAM | 7 月 27 日登陆科创板，上市首日上涨 465.82% | 中金牵头保荐，中金资本、海通开元参投 |
| 智谱 | 大模型 | 港股上市；7 月完成 40 亿美元配售 | 中金独家保荐并担任独家整体协调人 |
| 宇树科技 | 具身智能 | 8 月 19 日登陆科创板，发行价 150.8 元/股，为 A 股首家人形机器人上市公司 | 中信金石与中证投资合计持股约 4.49%，中信为保荐机构 |
| 曦智科技 | 光计算 | 上半年上市 | 中金资本直投 |

资料来源：招股说明书、上市公告，国信证券经济研究所整理

## （四）配置结构：OCI 权益增配至历史高位，收益平滑价值凸显

据上市券商三季报最新数据显示，三季度末行业金融投资资产约 7.78 万亿元；在行业总资产环比收缩 5.8%的背景下，权益 OCI 账户逆势持续增配，成为头部券商的利润缓冲垫。截至 2026Q3 末，43 家上市券商其他权益工具投资（OCI 权益）合计规模达 8322.62 亿元，较年初增长 18%，占金融投资资产的比重升至 10.7%，创下历史高位。

图14：OCI 权益增配至历史高位




资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

**头部券商主动优化资产结构，增厚平滑类资产。**中信证券 OCI 权益环比增长 21%至 1239 亿元；华泰证券 OCI 权益环比大增 63%至 321 亿元、OCI 债券环比+28%；广发证券 OCI 权益工具投资较年初+46.4%至 447 亿元；国泰海通期末自营金融资产 8959 亿元中 OCI 权益 844 亿元保持稳定，而其交易性金融资产环比-2%，头部券商主动增配平滑资产的意图明显。

三季度权益市场调整，直接检验了各家券商的持仓结构：权益占比高、方向性敞口大的券商单季浮盈回撤更深；而高股息 OCI 持仓的公允价值变动不计入当期利

润，仅直接增厚净资产，“收益平滑垫”的价值凸显；客需衍生品与非方向性策略占比高的头部券商，业务波动明显更可控。配置结构的差异，直接造成本季业绩剧烈分化，“固收打底、权益增强、OCI 平滑”的组合正在成为新的行业共识。

中长期维度来看，监管引导中长期资金入市、鼓励券商稳步提升权益投资能力的政策方向并未发生改变；后续权益增配节奏，将更多依托 OCI 账户与非方向性对冲工具落地，以此控制利润波动。

# 三、投资建议

**第三季度证券行业单季盈利显著承压，经营节奏呈现明显的前高后低特征，盈利波动本质上是重资本业务周期属性的集中释放。**三季度权益市场阶段性震荡回调，券商权益自营同步回撤，方向性投资敞口偏高的机构盈利波动尤为剧烈，自营业务由上半年的核心增长引擎转为当期利润的主要拖累项。轻资本业务整体展现出相对经营韧性：经纪业务随市场交投中枢边际回落略有降温，但财富管理转型持续深化，产品保有规模与代销收入对传统通道佣金的对冲效应逐步显现；资管业务延续扩容态势，主动管理能力建设成效持续兑现，收入端保持平稳增长；投行业务受发行节奏统筹影响短期有所波动，但注册制下常态化融资与并购重组松绑的制度红利仍在持续释放。

**行业竞争格局持续分化，马太效应进一步强化，“头部综合化、腰部特色化”的发展脉络愈发清晰。**在资本约束与合规监管趋严的背景下，头部券商凭借雄厚资本实力、全业务链布局与领先风控能力，持续抢占高壁垒业务赛道。机构化浪潮下，衍生品、做市业务、主经纪商等重资本、高技术壁垒业务集中度持续提升，头部券商的业务壁垒难以突破，利润贡献占比稳步上行，成为穿越周期的核心盈利支柱。财富管理赛道分化同样加剧，具备渠道深度与资管禀赋的券商，在客户运营、产品供给上逐步拉开差距，转型成效显著领先行业平均。部分区域龙头依托本地资源，在经纪、区域投行与债券承销上形成稳固基本盘；部分券商聚焦互联网经纪、细分资管赛道，打造差异化优势。长期来看，尾部券商经营压力持续加大，行业并购整合预期升温，格局优化将持续推进行业经营质量提升。

**围绕行业周期波动与格局分化逻辑，重点标的可沿四条主线筛选，各自具备清晰的投资逻辑与盈利特征。**其一，综合龙头券商具备全业务链协同能力，抗周期属性突出，既是行业 beta 行情下的核心底仓标的，也能凭借机构业务与国际化布局的先发优势获取持续阿尔法收益。其二，财富管理特色券商深度绑定公募产业链，渠道保有量优势与资管端弹性形成共振，在权益市场回暖阶段业绩弹性更大，充分受益于居民财富管理需求的长期释放。其三，机构业务优势券商在衍生品、做市交易、投行资本化等领域构建了深厚壁垒，业务现金流更稳定，盈利波动率更低，具备长期配置价值。其四，区域龙头券商依托本地资源形成稳固业务护城河，业绩确定性较强，部分具备整合预期的标的兼具估值弹性。

**建议关注：中信证券、华泰证券、国泰海通、中金公司。**

# 风险提示

二级市场大幅波动风险；资本市场全面深化基础性制度改革推进不及预期的风险；金融监管趋严的风险；创新业务推进不及预期的风险等。

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

| 投资评级标准 | 类别 | 级别 | 说明 |
| --- | --- | --- | --- |
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票投资评级 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 无评级 | 股价与市场代表性指数相比无明确观点 |
| | 行业投资评级 | 优于大市 | 行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 中性 | 行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 弱于大市 | 行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上 |

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

# 国信证券经济研究所

**深圳**
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

**上海**
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

**北京**
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032