

2026 年 05 月 19 日

证券研究报告|行业研究|行业深度报告

## 非银金融

### 券商 2025 年年报及 2026 年一季报总结：

### 盈利提升、分化加剧，关注行业估值修复机会

#### 报告摘要

##### ◆ 上市券商业绩显著增长，马太效应明显

2025 年市场整体呈现结构性牛市，A 股主要宽基指数均实现正增长，市场交投活跃度显著提升，2025 年沪深股基成交额累计为 499.08 万亿元，同比增长 70.41%；日均股基交易额为 2.05 万亿元，同比增长 69.01%。今年以来，虽然受国际形势扰动影响，市场波动加大，但宏观经济政策协同发力，社会信心持续提振，资本市场短期波动难以改变中长期结构性行情特征，市场活跃度仍维持高位，截止一季度末，沪深股基成交额累计为 174.98 万亿元，同比增长 75.77%；日均股基交易额为 3.07 万亿元，同比增长 75.77%。43 家 A 股上市券商（不包含东方财富）2025 年共实现营业收入 5522.83 亿元，同比增长 8.54%；实现归母净利润 2127.57 亿元，同比增长 43.75%。2026 年一季度共实现营业收入 1514.23 亿元，同比增长 20.24%；实现归母净利润 608.46 亿元，同比增长 16.44%。行业马太效应明显，上市券商营业收入及归母净利润集中度进一步提升，2025 年营业收入 CR5 和 CR10 分别达到 43.05%和 65.68%，今年一季度进一步提升至 46.44%和 68.15%，归母净利润 CR5 和 CR10 分别达到 47.23%和 71.75%，今年一季度提升至 48.94%和 72.99%，归母净利润集中度略高于营业收入，头部券商利润规模效应更显著。

##### ◆ 各项业务情况：自营是业绩分化的核心变量

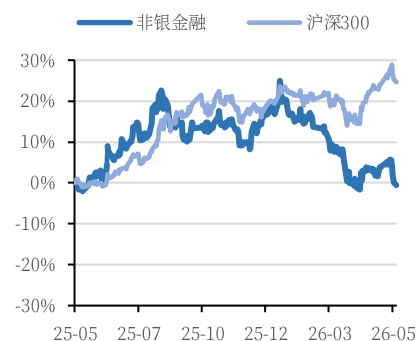
受交投活跃驱动，43 家 A 股上市券商 2025 年共计实现经纪业务收入 1532.3 亿元（+44.5%），占营收比重为 27.74%，今年一季度共计实现经纪业务收入 475.86 亿元（+45.12%），占营收比重为 31.43%。经纪业务是券商业绩的基本盘，但佣金率持续下行倒逼业务加速转型，头部券商凭借资本、品牌与综合金融服务的优势，聚焦平台化、国际化发展，巩固并扩大市场份额；而中小型券商则选择差异化竞争道路，通过深耕区域市场、聚焦特定客群或打造特色投顾服务来建立自身护城河。

投资评级

增持

维持评级

#### 行业走势图



#### 作者

薄晓旭

分析师

SAC 执业证书：S0640513070004

联系电话：0755-33061704

邮箱：boxx@avicsec.com

#### 相关研究报告

- 非银行业周报（2026 年第十六期） 市  
场活跃度持续提升，券商估值修复可期 —  
2026-05-18
- 非银行业周报（2026 年第十五期） 券  
商业绩韧性凸显 一季度延续增长态势 —  
2026-05-06
- 非银行业周报（2026 年第十四期） 券  
商并购重组持续深化，行业集中度提升 —  
2026-04-27

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大

厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

投行业务迎来从规模扩张到质量提升的关键转型期，服务实体经济的深度与广度持续拓展。43家A股上市券商2025年共计实现投行业务收入398.54亿元（+30.21%），占营收比重为7.22%；今年一季度共计实现投行业务收入88.54亿元（+32.7%），占营收比重为5.85%。

券商资管已基本完成从通道依赖到主动管理的转型，43家A股上市券商2025年共计实现资管业务收入464.7亿元（+5.39%），占营收比重为8.41%；今年一季度共计实现资管业务收入135.11亿元（+33.37%），占营收比重为8.92%，主动管理能力是券商资管生存发展的关键。

券商自营资产配置出现明显变化，从以固收为主逐渐向权益类、多元配置转型。43家A股上市券商2025年共计实现自营业务收入2257.67亿元（+30.31%），占营收比重为40.88%；今年一季度共计实现自营业务收入567.42亿元（+16.73%），占营收比重为37.47%。自营已稳居券商行业第一大收入来源，自营业务的表现直接决定了券商的业绩排名和盈利弹性，是券商业绩分化的核心变量和“胜负手”。

#### ◆ 投资建议

综合来看，政策+资金双重驱动下，券商各项业务均可圈可点，国际业务也伴随中国企业走出去、人民币国际化与资本市场双向开放延续高增态势，成为券商业绩新的增长极。当前券商板块估值已处于历史低位，受益于业绩持续兑现与未来机构资金持续流入，板块盈利提升与估值修复逻辑具备坚实支撑。建议重点关注两类标的：一是受益于行业整合与国际化布局的头部券商，如中信证券、华泰证券、中金公司等，二是在财富管理、科创投行等领域转型成效显著的特色机构，如东方财富、广发证券、东方证券、财通证券等。

#### ◆ 风险提示

外部市场风险加剧、市场波动

## 正文目录

|                                         |    |
|-----------------------------------------|----|
| 一、 行业变化：盈利提升、分化加剧 .....                 | 5  |
| (一) 交投活跃+政策向好，券商盈利能力提升 .....            | 5  |
| (二) 上市券商业绩：头部稳定，中小券商弹性大 .....           | 8  |
| 二、 各项业务情况：自营是业绩分化的核心变量 .....            | 9  |
| (一) 经纪业务：持续转型，2025 年增长 44.5% .....      | 9  |
| (二) 投行业务：深度服务实体经济，2025 年增长 30.21% ..... | 11 |
| (三) 资管业务：主动管理能力是关键，2025 年增长 5.39% ..... | 14 |
| (四) 自营业务：业绩胜负手，2025 年增长 30.31% .....    | 17 |
| 三、 投资建议：盈利提升与估值修复逻辑具备坚实支撑 .....         | 19 |
| (一) 政策+资金双重驱动，业绩增长确定性强 .....            | 19 |
| (二) 国际业务成为新的增长极 .....                   | 21 |
| (三) 估值维持低位，安全边际充足 .....                 | 23 |
| 四、 风险提示 .....                           | 23 |

## 图表目录

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 图 1 证券公司经营数据（单位：亿元） .....      | 7  |
| 图 2 上市券商营业收入及增速 .....          | 8  |
| 图 3 上市券商归母净利润及增速 .....         | 8  |
| 图 4 上市券商营业收入 CR5 与 CR10 .....  | 8  |
| 图 5 上市券商归母净利润 CR5 与 CR10 ..... | 8  |
| 图 6 上市券商 2025 年 ROE .....      | 8  |
| 图 7 股权融资规模 .....               | 12 |
| 图 8 IPO 融资规模 .....             | 12 |
| 图 9 港股 IPO 融资规模 .....          | 12 |
| 图 10 中资股 IPO 融资规模 .....        | 12 |
| 图 11 券商资管规模 .....              | 14 |
| 图 12 2025 年券商资管计划结构（亿元） .....  | 14 |

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 图 13 公募基金规模 .....                | 15 |
| 图 14 2025 年公募基金结构（亿元） .....      | 15 |
| 图 15 上市券商自营类资产占净资产比重 .....       | 17 |
| 图 16 上市券商其他权益工具资产规模 .....        | 17 |
| 图 17 证券板块 PB（LF）走势图 .....        | 23 |
| 表 1 近几年市场股基成交额 .....             | 5  |
| 表 2 2026 年以来重要政策 .....           | 5  |
| 表 3 上市券商经纪业务收入（单位：亿元） .....      | 10 |
| 表 4 上市券商投行业务收入（单位：亿元） .....      | 13 |
| 表 5 上市券商资管业务收入（单位：亿元） .....      | 15 |
| 表 6 上市券商自营业务收入（单位：亿元） .....      | 18 |
| 表 7 2025 年以来券商并购重组事件 .....       | 20 |
| 表 8 港股股权承销市场份额前十位 .....          | 21 |
| 表 9 2025 年以来上市券商对国际子公司增资情况 ..... | 22 |

## 一、行业变化：盈利提升、分化加剧

### （一）交投活跃+政策向好，券商盈利能力提升

2025 年市场整体呈现结构性牛市，A 股主要宽基指数均实现正增长，2025 年全年创业板指上涨 49.57%，深证成指上涨 29.87%，沪深 300 指数上涨 17.66%，市场交投活跃度显著提升，2025 年沪深股基成交额累计为 499.08 万亿元，同比增长 70.41%；日均股基交易额为 2.05 万亿元，同比增长 69.01%。

今年以来，虽然受国际形势扰动影响，市场波动加大，但中国经济高质量发展的根基稳固，宏观经济政策协同发力，经济呈现向好态势，社会信心持续提振，资本市场短期波动难以改变中长期结构性行情特征，市场活跃度仍维持高位，截止一季度末，沪深股基成交额累计为 174.98 万亿元，同比增长 75.77%；日均股基交易额为 3.07 万亿元，同比增长 75.77%。

表1 近几年市场股基成交额

| 时间     | 沪深股基成交额（万亿元） | 同比增速    | 日均沪深股基成交额（万亿元） | 同比增速   |
|--------|--------------|---------|----------------|--------|
| 2021 年 | 276.3        | 25.33%  | 1.13           | 25.85% |
| 2022 年 | 247.67       | -10.36% | 1.02           | -9.25% |
| 2023 年 | 239.99       | -3.1%   | 0.99           | -3.1%  |
| 2024 年 | 292.87       | 22.03%  | 1.22           | 22.54% |
| 2025 年 | 499.08       | 70.41%  | 2.05           | 69.01% |
| 2026Q1 | 174.98       | 75.77%  | 3.07           | 75.77% |

资料来源：Wind,中航证券研究所整理

2025 年以来，资本市场围绕深化投融资综合改革、服务新质生产力等核心目标，推出了一系列重要政策。今年作为“十五五”开局之年，市场政策重点仍然在于推动新“国九条”及“1+N”政策体系落地见效，以强监管、防风险为主线，增强市场内在稳定性，服务新质生产力，服务经济高质量发展。

表2 2026 年以来重要政策

| 时间       | 重要内容                                                                           | 影响                           |
|----------|--------------------------------------------------------------------------------|------------------------------|
| 1 月 14 日 | 沪深北交易所发布通知，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%                                  | 抑制过度投机，引导理性投资，降低市场波动风险       |
| 1 月 15 日 | 证监会召开 2026 年系统工作会议，确立五大任务：一是坚持稳字当头，巩固市场稳中向好势头；二是坚持改革攻坚，提高服务高质量发展质效；三是坚持标本兼治，持续 | 紧扣防风险、强监管、促高质量发展的工作主线，部署全年工作 |

|       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |                                                                                               |
|-------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------|
|       | 提升上市公司质量；四是坚持双向开放，稳步扩大制度型开放；五是坚持底线思维，严密防范化解重大金融风险                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |                                                                                               |
| 2月9日  | 沪深北交易所联合推出再融资一揽子措施，围绕支持优质上市公司创新发展、适应科创企业需求、提升融资便利度、加强全过程监管等四个方面推出多项改革举措，就主板上市公司“轻资产、高研发投入”认定标准公开征求意见，拟允许符合条件的上市公司将募集资金补流超过30%的部分，用于与主营业务相关的研发投入                                                                                                                                                                                                         | 既提升再融资效率与包容性，又严守风险底线，助力资本市场更好服务实体经济与新质生产力发展，为上市公司高质量发展提供制度保障                                  |
| 3月5日  | 政府工作报告，对资本市场提出多项任务部署：加强科技创新全链条全生命周期金融服务,对关键核心技术领域的科技型企业,常态化实施上市融资、并购重组“绿色通道”机制,以科技金融支持创新创造；高效用好国家创业投资引导基金,大力发展创业投资、天使投资,政府投资基金要带头做耐心资本,推动更多初创企业加快成长为科技领军企业；持续深化资本市场投融资综合改革,进一步健全中长期资金入市机制,完善投资者保护制度,拓展私募股权和创投基金退出渠道,提高直接融资、股权融资比重                                                                                                                       | 从顶层设计上重塑资本市场服务实体经济、服务新质生产力的能力，加速“科技-产业-金融”良性循环，推动资本市场高质量发展                                    |
| 3月6日  | 吴清主席答记者问，明确“十五五”时期资本市场发展核心方向与2026年重点改革举措：聚焦新质生产力，协同发挥好存量政策和增量改革的集成效应，让资本市场服务产业变革和高质量发展跑出新的“加速度”；深化创业板改革，拓展制度的包容性和覆盖面，增设一套更加精准、更为包容的上市标准；将科创板改革的有益经验复制推广到创业板，对符合条件的优质创新企业，特别是在关键核心技术上有突破的企业实施IPO预先审阅等，全方位推动提升创业板上市公司质量；优化再融资机制，进一步提升制度规则的包容性、适应性，推出储架发行，完善锁价定增机制，进一步优化再融资简易程序；进一步突出“扶优、扶科”导向，进一步加强再融资监管；完善长效机制，增强资本市场内在稳定性，健全“长钱长投”的市场机制和生态，进一步增强市场内在稳定性 | 以新质生产力为锚点，以存量政策+增量改革为抓手，通过创业板扩容提质、再融资精准赋能、长钱长投生态构建三大支柱，推动资本市场从“规模扩张”转向“质量提升”，夯实资本市场服务高质量发展的根基 |
| 4月10日 | 证监会印发2026年度立法工作计划，纳入计划的规章项目共有20件，包括“力争年内出台的重点项目”8件以及“需要抓紧研究、择机出台的项目”12件                                                                                                                                                                                                                                                                                 | 进一步健全资本市场法律制度体系，提高制度包容性、适应性，加强资本市场重点领域监管，维护市场平稳健康发展，切实保护广大中小投资者合法权益                           |
| 4月10日 | 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》，增设创业板第四套上市标准：共有两项指标：一是“预计市值不低于30亿元，最近一年营业收入不低于2亿元，最近三年营收复合增长率不低于30%”，主要适用于新兴产业领域企业；二是“预计市值不低于                                                                                                                                                                                                                           | 提高创业板制度包容性、适应性，持续健全创业板市场功能，更好服务新质生产力发展                                                        |

5月14日

40 亿元，最近一年营业收入不低于 2 亿元，最近三年累计研发投入不低于 1 亿元且占营收比例不低于 15%”，主要适用于未来产业领域企业。

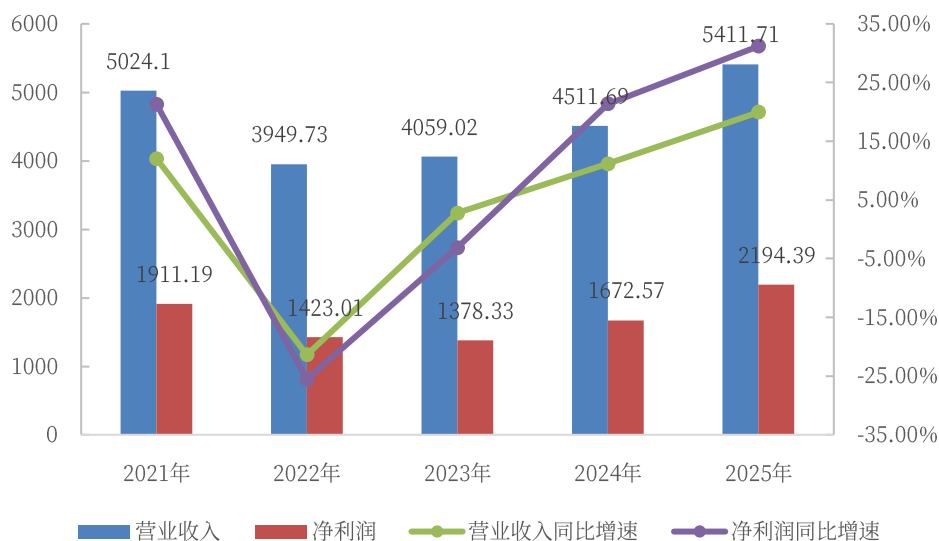
证监会发布《衍生品交易监督管理办法（试行）》，对衍生品交易和结算、衍生品交易者、衍生品经营机构、衍生品市场基础设施、监督管理和法律责任等进行了规定。明确了证券公司开展衍生品交易的准入门槛：最近 6 个月净资产持续不低于 5 亿元等，办法将于 2026 年 11 月 16 日施行。

有助于防范衍生品市场风险，促进衍生品市场稳步健康有序发展，进一步发挥衍生品交易在管理风险、配置资源、服务实体经济等方面的积极作用

资料来源：沪深北交易所、证监会、中航证券研究所整理

受交投活跃以及政策持续保驾护航影响，券商板块景气度持续提升。根据中证协发布的证券公司 2025 年度经营数据，150 家证券公司 2025 年度实现营业收入 5,411.71 亿元，同比增长 19.95%，实现净利润 2,194.39 亿元，同比增长 31.2%。营收和净利润规模均创近年来新高。

**图1 证券公司经营数据（单位：亿元）**



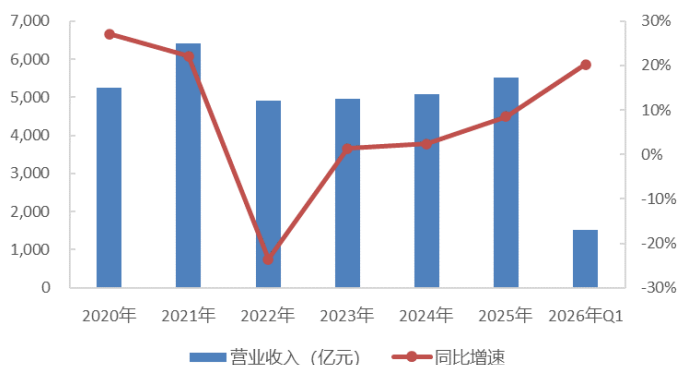
资料来源：证券业协会、中航证券研究所整理

从各业务板块来看，代理买卖证券业务净收入（含交易单元席位租赁）1,637.96 亿元，同比增长 42.25%，占比提升至 30.27%；证券承销与保荐业务净收入 337.11 亿元，同比增长 13.74%，占比 6.23%；财务顾问业务净收入 57.84 亿元，同比增长 7.25%；资咨询业务净收入 76.94 亿元，同比增长 41.36%；资产管理业务净收入 238.87 亿元，同比小幅下降 0.25%，占比 4.41%；利息净收入 646.87 亿元，同比增长 29.07%，占比 11.95%；证券投资收益（含公允价值变动）1,853.24 亿元，同比增长 6.46%，占比 34.24%。

## (二) 上市券商业绩：头部稳定，中小券商弹性大

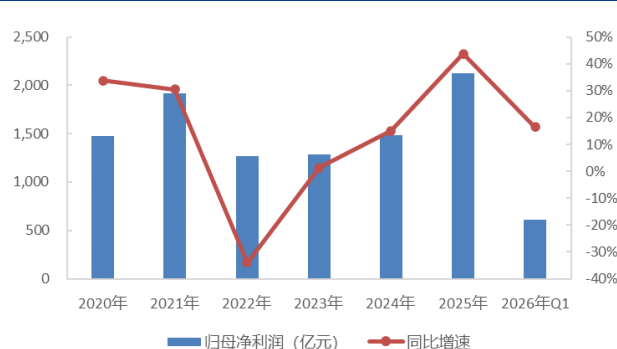
目前，上市券商 2025 年年报及今年一季报已披露完毕，43 家 A 股上市券商（不包含东方财富）25 年共实现营业收入 5522.83 亿元，同比增长 8.54%；实现归母净利润 2127.57 亿元，同比增长 43.75%。2026 年一季度共实现营业收入 1514.23 亿元，同比增长 20.24%；实现归母净利润 608.46 亿元，同比增长 16.44%。

图2 上市券商营业收入及增速



资料来源：WIND、中航证券研究所整理

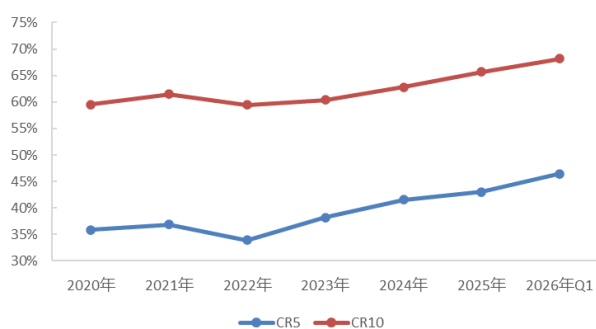
图3 上市券商归母净利润及增速



资料来源：WIND、中航证券研究所整理

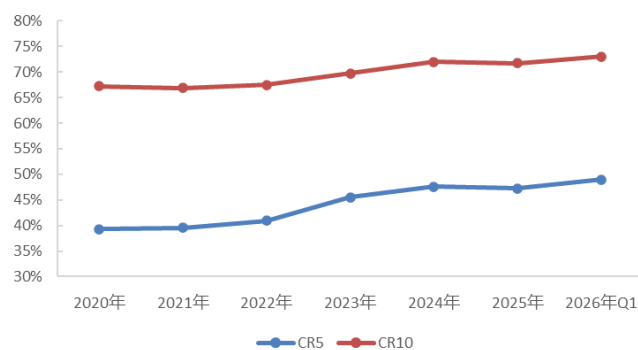
行业马太效应持续显现，上市券商营业收入及归母净利润集中度进一步提升，2025 年营业收入 CR5 和 CR10 分别达到 43.05%和 65.68%，今年一季度进一步提升至 46.44%和 68.15%，归母净利润 CR5 和 CR10 分别达到 47.23%和 71.75%，今年一季度提升至 48.94%和 72.99%，归母净利润集中度略高于营业收入，头部券商利润规模效应更显著。

图4 上市券商营业收入 CR5 与 CR10



资料来源：WIND、中航证券研究所整理

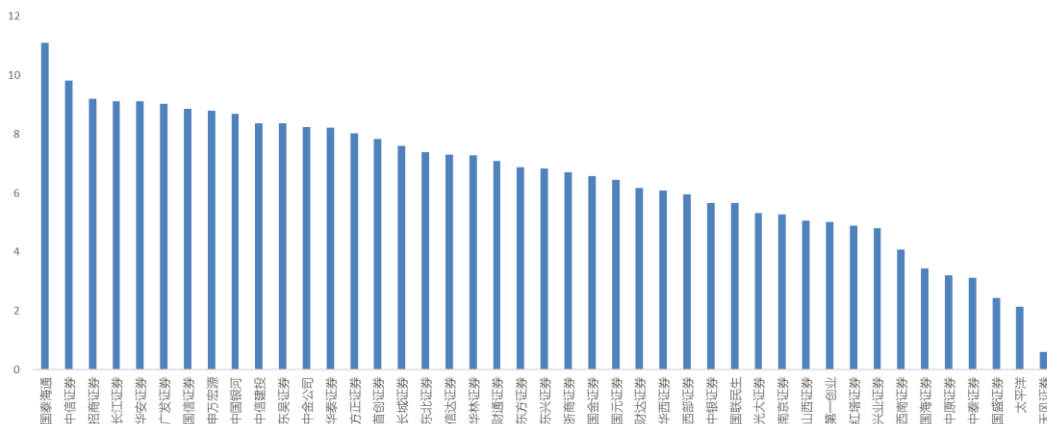
图5 上市券商归母净利润 CR5 与 CR10



资料来源：WIND、中航证券研究所整理

此外，头部券商凭借资本、牌照及综合服务优势，ROE 强于中小券商。

图6 上市券商 2025 年 ROE



资料来源：WIND、中航证券研究所整理

从个股情况来看，2025 年，国联民生（+185.99%）、国泰海通（+87.4%）和长江证券（+59.86%）营收增速位居行业前三位，国联民生及国泰海通均是由于合并并表带来的业绩快速增长，长江证券则主要是受自营业务增长较快所致。43 家上市券商中，仅西部证券（-10.84%）营收增速为负。归母净利润方面，天风证券（+624.52%）、国联民生（+405.49%）、国泰海通（+113.52%）和华西证券（+101.98%）、长江证券（+101.44%）归母净利润增速超过 100%，仅太平洋（-4.32%）和第一创业（-6.89%）归母净利润同比出现下滑。

2026 年一季度，有 6 家券商营收增速超 50%，其中广发证券（+64.33%）、中信建投（+62.27%）和国泰海通（+58.91%）增速位居行业前三位；信达证券（+120.87%）、财达证券（+114.53%）、财通证券（+113.03）、东北证券（+102.84%）归母净利润增速超过 100%。一季度由于国际形势变化，市场波动加大，券商分化加剧，但总体来看，头部券商业绩更稳定，中小券商业绩弹性更大，主要受益于经纪和自营业绩同比增长显著，自营业务成为影响业绩的关键因素。

## 二、各项业务情况：自营是业绩分化的核心变量

### （一）经纪业务：持续转型，2025 年增长 44.5%

受交投活跃驱动，43 家 A 股上市券商 2025 年共计实现经纪业务收入 1532.3 亿元（+44.5%），占营收比重为 27.74%，今年一季度共计实现经纪业务收入 475.86 亿元（+45.12%），占营收比重为 31.43%，受 ETF 等低费率产品交易占比提升以及基金费改带来的佣金收入下降，经纪业务收入增速低于日均股基交易额增速，但仍是驱动券商业绩增长的核心引擎之一。

43 家上市券商经纪业务在 2025 年及 2026 年一季度均实现正增长。2025 年，除了国联民生（同比+192.83）、国泰海通（同比+93.01%）由于合并带来的高增长外，传统客户基础优势明显的国信证券（+55.09%）经纪业务增速也较为靠前。

**表3 上市券商经纪业务收入（单位：亿元）**

| 公司   | 2025 年 |         |        | 2026 年一季度 |        |        |
|------|--------|---------|--------|-----------|--------|--------|
|      | 经纪业务收入 | 同比增速    | 占比     | 经纪业务收入    | 同比增速   | 占比     |
| 国泰海通 | 151.38 | 93.01%  | 23.99% | 47.27     | 78.23% | 29.12% |
| 中信证券 | 147.53 | 37.72%  | 19.71% | 49.15     | 47.82% | 21.23% |
| 广发证券 | 95.97  | 44.32%  | 27.04% | 31.40     | 53.49% | 26.88% |
| 华泰证券 | 91.22  | 41.50%  | 25.47% | 29.13     | 50.46% | 27.95% |
| 招商证券 | 88.93  | 43.82%  | 35.61% | 25.90     | 31.74% | 37.14% |
| 中国银河 | 88.46  | 42.94%  | 31.26% | 27.01     | 40.55% | 36.73% |
| 国信证券 | 86.52  | 55.09%  | 35.83% | 27.45     | 47.46% | 55.78% |
| 中信建投 | 79.70  | 37.01%  | 34.18% | 23.77     | 36.94% | 30.89% |
| 中金公司 | 61.71  | 44.75%  | 21.67% | 20.05     | 54.45% | 22.72% |
| 申万宏源 | 59.93  | 30.20%  | 24.71% | 19.03     | 44.36% | 32.11% |
| 方正证券 | 55.78  | 38.19%  | 53.11% | 16.70     | 35.67% | 49.11% |
| 中泰证券 | 42.94  | 28.50%  | 37.70% | 12.97     | 33.85% | 41.76% |
| 光大证券 | 39.83  | 33.14%  | 36.70% | 11.57     | 27.22% | 37.51% |
| 长江证券 | 37.70  | 30.85%  | 35.74% | 11.56     | 34.75% | 34.34% |
| 浙商证券 | 31.82  | 35.41%  | 35.99% | 10.16     | 46.88% | 43.06% |
| 兴业证券 | 29.44  | 38.21%  | 24.86% | 9.46      | 42.68% | 35.50% |
| 国金证券 | 29.18  | 53.19%  | 34.51% | 9.03      | 48.55% | 37.17% |
| 东方证券 | 29.16  | 16.13%  | 18.99% | 8.62      | 22.69% | 21.08% |
| 东吴证券 | 23.93  | 33.41%  | 26.50% | 7.36      | 44.55% | 35.92% |
| 华西证券 | 21.69  | 35.63%  | 46.99% | 6.26      | 25.90% | 53.69% |
| 国联民生 | 21.03  | 192.83% | 27.40% | 6.76      | 44.12% | 36.42% |
| 财通证券 | 18.69  | 32.37%  | 27.00% | 5.34      | 26.99% | 32.33% |
| 国元证券 | 14.84  | 36.91%  | 23.74% | 4.46      | 33.24% | 33.57% |
| 华安证券 | 14.80  | 37.24%  | 29.20% | 4.46      | 37.88% | 45.87% |
| 西部证券 | 13.61  | 43.65%  | 22.74% | 5.18      | 76.73% | 36.37% |
| 东北证券 | 13.57  | 36.26%  | 26.78% | 4.13      | 42.13% | 31.13% |

|      |       |        |        |      |        |        |
|------|-------|--------|--------|------|--------|--------|
| 中银证券 | 13.32 | 40.15% | 39.29% | 4.22 | 50.10% | 45.81% |
| 国海证券 | 11.62 | 33.58% | 33.65% | 3.59 | 32.78% | 36.80% |
| 长城证券 | 11.29 | 28.65% | 21.73% | 3.19 | 28.68% | 25.01% |
| 国盛证券 | 11.18 | -      | 62.56% | 2.93 | -      | 99.08% |
| 天风证券 | 10.73 | 31.01% | 37.61% | 3.36 | 53.63% | 76.84% |
| 信达证券 | 10.61 | 24.36% | 26.23% | 2.95 | 26.05% | 27.05% |
| 财达证券 | 10.00 | 33.21% | 37.04% | 2.94 | 26.96% | 40.08% |
| 东兴证券 | 9.53  | 30.30% | 20.22% | 2.60 | 13.12% | 28.45% |
| 山西证券 | 8.57  | 43.71% | 25.57% | 2.47 | 29.31% | 31.56% |
| 中原证券 | 8.23  | 28.00% | 41.92% | 2.32 | 20.78% | 43.08% |
| 华林证券 | 7.64  | 35.36% | 45.00% | 2.24 | 28.44% | 59.87% |
| 西南证券 | 7.49  | 21.78% | 23.37% | 2.08 | 19.46% | 26.34% |
| 南京证券 | 6.85  | 33.92% | 24.41% | 1.99 | 26.26% | 27.53% |
| 第一创业 | 5.58  | 46.95% | 15.14% | 1.69 | 37.51% | 19.92% |
| 太平洋  | 4.96  | 28.30% | 37.35% | 1.57 | 39.15% | 62.62% |
| 首创证券 | 2.71  | 23.55% | 10.73% | 0.82 | 30.06% | 14.47% |
| 红塔证券 | 2.62  | 24.83% | 10.78% | 0.73 | 21.17% | 16.44% |

资料来源：WIND、中航证券研究所整理

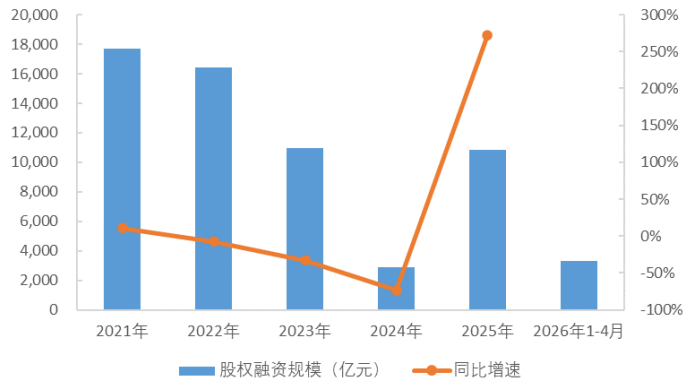
佣金率持续下行倒逼行业加速转型，转型的核心是从赚取交易佣金转向收取基于资产配置和投顾服务的费用，代销金融产品及基金投顾成为核心趋势。在此过程中，行业结构分化日益明显。头部券商凭借资本、品牌与综合金融服务的优势，聚焦平台化、国际化发展，巩固并扩大市场份额；而中小型券商则选择差异化竞争道路，通过深耕区域市场、聚焦特定客群或打造特色投顾服务来建立自身护城河。

## （二）投行业务：深度服务实体经济，2025 年增长 30.21%

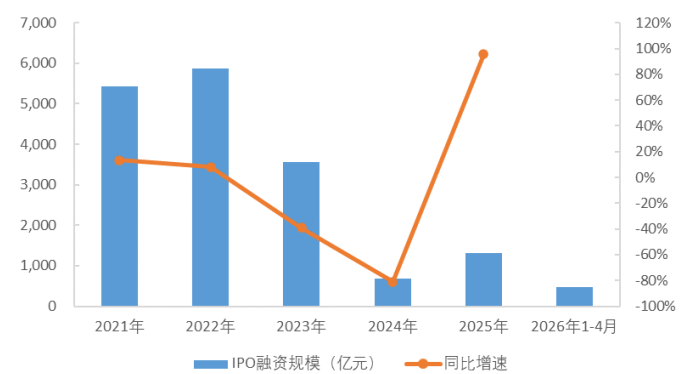
2023 年 8 月-2024 年 A 股股权融资阶段性收紧，25 年在政策结构性优化、市场回暖与产业需求驱动下融资金额显著反弹。根据 Wind 统计，2025 年，A 股共有 332 家公司完成股权融资，累计融资金额 10826.36 亿元，同比增长 2.73 倍。其中，IPO 首发 116 家，首发募集资金 1317.71 亿元，同比增长 95.64%；再融资家数 216 家，融资金额 9508.65 亿元，同比增长 326.17%。

今年以来，随着注册制深化、创业板改革政策举措落地，投行业务迎来从规模扩张到质量提升的关键转型期，服务实体经济的深度与广度持续拓展。A 股股权融资有

望继续保持活跃。截止到4月末，A股共有147家公司完成股权融资，累计融资金额3283.92亿元，同比增长70.13%。其中，IPO首发49家，首发募集资金470.5亿元，同比增长90.13%；再融资家数98家，融资金额2813.42亿元，同比增长67.19%。

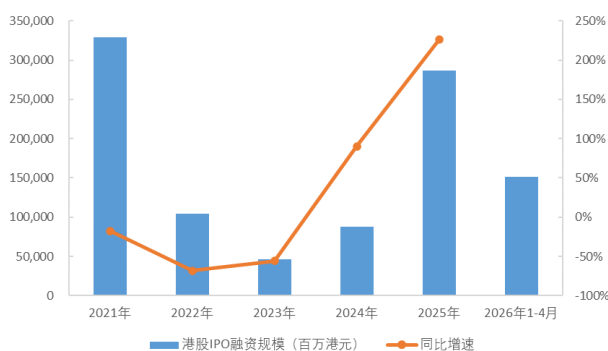
**图7 股权融资规模**


资料来源：WIND、中航证券研究所整理

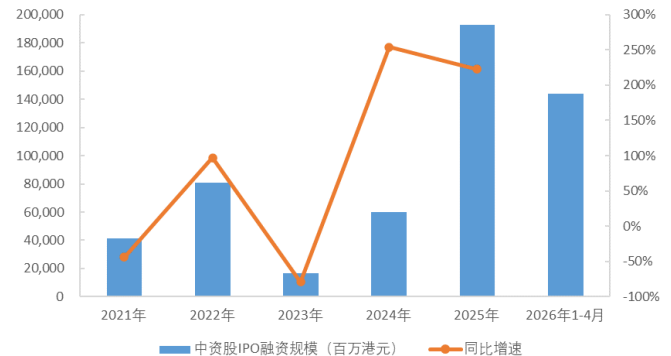
**图8 IPO 融资规模**


资料来源：WIND、中航证券研究所整理

当前中资企业出海需求旺盛，2025年，香港市场IPO规模2868.85亿港元，同比增长2.26倍，重回全球IPO募资规模最大的市场；其中，中资股募资规模达1928.64亿港元，同比增长2.23倍，占香港IPO市场的67.23%。2026年前四个月，香港市场IPO规模1513.76亿港元，同比增长6.03倍，其中，中资股募资规模达1437.13亿港元，同比增长11.69倍，占比94.94%，为香港股权融资增长的主要动力。中资券商在香港的投行业务主要是满足境内企业境外融资需求，为企业提供跨境股权和债权融资服务，其中，头部券商优势更为明显。

**图9 港股 IPO 融资规模**


资料来源：WIND、中航证券研究所整理

**图10 中资股 IPO 融资规模**


资料来源：WIND、中航证券研究所整理

43家A股上市券商2025年共计实现投行业务收入398.54亿元（+30.21%），占营收比重为7.22%，其中，红塔证券（+231.71%）、国联民生（+165.24%）、华安证券（+88.69%）和西南证券（+87.67%）增幅较高；今年一季度共计实现投行业务收入88.54亿元（+32.7%），占营收比重为5.85%。

**表4 上市券商投行业务收入（单位：亿元）**

| 公司   | 2025 年 |         |        | 2026 年一季度 |         |        |
|------|--------|---------|--------|-----------|---------|--------|
|      | 投行业务收入 | 同比增速    | 占比     | 投行业务收入    | 同比增速    | 占比     |
| 中信证券 | 63.36  | 52.35%  | 8.46%  | 12.07     | 23.75%  | 5.21%  |
| 中金公司 | 50.31  | 62.57%  | 17.66% | 15.45     | 283.09% | 17.51% |
| 国泰海通 | 46.57  | 59.39%  | 7.38%  | 7.54      | 6.56%   | 4.65%  |
| 中信建投 | 31.29  | 25.65%  | 13.42% | 6.12      | 70.97%  | 7.95%  |
| 华泰证券 | 30.99  | 47.80%  | 8.65%  | 8.61      | 58.87%  | 8.27%  |
| 东方证券 | 15.02  | 28.53%  | 9.78%  | 3.49      | 9.03%   | 8.53%  |
| 申万宏源 | 12.13  | 24.64%  | 5.00%  | 3.44      | 11.91%  | 5.80%  |
| 国金证券 | 10.46  | 14.97%  | 12.37% | 3.44      | 175.99% | 14.16% |
| 招商证券 | 10.28  | 20.01%  | 4.12%  | 1.80      | -3.79%  | 2.58%  |
| 国信证券 | 9.00   | -11.77% | 3.73%  | 1.56      | 36.13%  | 3.16%  |
| 国联民生 | 8.98   | 165.24% | 11.70% | 1.95      | 11.76%  | 10.50% |
| 广发证券 | 8.84   | 13.60%  | 2.49%  | 1.65      | 6.89%   | 1.41%  |
| 中国银河 | 8.30   | 36.82%  | 2.93%  | 1.06      | -30.25% | 1.43%  |
| 东吴证券 | 7.97   | 13.06%  | 8.82%  | 3.77      | 71.57%  | 18.41% |
| 浙商证券 | 7.85   | 9.11%   | 8.88%  | 2.66      | 113.49% | 11.30% |
| 光大证券 | 7.75   | -5.81%  | 7.14%  | 1.38      | -2.27%  | 4.47%  |
| 天风证券 | 7.56   | 17.00%  | 26.48% | 1.35      | -35.30% | 30.95% |
| 兴业证券 | 6.30   | -10.04% | 5.32%  | 0.72      | -42.84% | 2.69%  |
| 中泰证券 | 5.41   | -42.52% | 4.75%  | 1.34      | -12.68% | 4.30%  |
| 东兴证券 | 4.90   | 3.60%   | 10.40% | 0.76      | -57.91% | 8.29%  |
| 财通证券 | 4.27   | -18.28% | 6.17%  | 1.00      | -6.64%  | 6.03%  |
| 西部证券 | 4.05   | 44.55%  | 6.77%  | 0.66      | 21.12%  | 4.63%  |
| 长江证券 | 3.99   | 14.17%  | 3.78%  | 0.92      | 32.76%  | 2.75%  |
| 山西证券 | 3.56   | 2.76%   | 10.62% | 0.79      | 2.49%   | 10.12% |
| 长城证券 | 3.30   | 25.14%  | 6.35%  | 0.55      | -34.66% | 4.29%  |
| 财达证券 | 2.97   | 6.25%   | 11.01% | 0.83      | 34.22%  | 11.35% |

|      |      |         |       |      |         |       |
|------|------|---------|-------|------|---------|-------|
| 第一创业 | 2.60 | -6.32%  | 7.06% | 0.46 | -24.49% | 5.48% |
| 西南证券 | 1.94 | 87.67%  | 6.06% | 0.27 | -25.02% | 3.36% |
| 国元证券 | 1.86 | -7.95%  | 2.97% | 0.35 | -53.44% | 2.66% |
| 首创证券 | 1.84 | -0.05%  | 7.28% | 0.54 | 83.37%  | 9.62% |
| 中银证券 | 1.76 | 34.16%  | 5.19% | 0.38 | -49.54% | 4.09% |
| 华安证券 | 1.74 | 88.69%  | 3.44% | 0.11 | -88.09% | 1.14% |
| 方正证券 | 1.67 | -5.11%  | 1.59% | 0.40 | 59.65%  | 1.17% |
| 国海证券 | 1.63 | 51.94%  | 4.71% | 0.12 | -59.94% | 1.26% |
| 南京证券 | 1.60 | -14.63% | 5.69% | 0.37 | -17.57% | 5.05% |
| 红塔证券 | 1.38 | 231.71% | 5.67% | 0.01 | -58.87% | 0.16% |
| 信达证券 | 1.38 | 8.71%   | 3.41% | 0.05 | -73.03% | 0.50% |
| 东北证券 | 1.32 | -2.62%  | 2.61% | 0.16 | -11.20% | 1.17% |
| 华西证券 | 0.78 | -40.89% | 1.69% | 0.12 | 27.98%  | 1.00% |
| 太平洋  | 0.75 | -56.59% | 5.68% | 0.12 | -23.57% | 4.96% |
| 国盛证券 | 0.45 | -       | 2.52% | 0.03 | -       | 0.90% |
| 中原证券 | 0.24 | -56.85% | 1.24% | 0.02 | -36.23% | 0.44% |
| 华林证券 | 0.18 | 6.06%   | 1.05% | 0.14 | 96.65%  | 3.73% |

资料来源：WIND、中航证券研究所整理

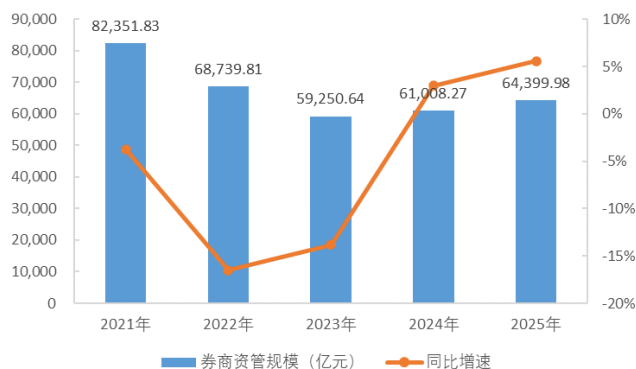
### （三）资管业务：主动管理能力是关键，2025 年增长 5.39%

参公大集合整改完成，券商资管已基本完成从通道依赖到主动管理的转型，目前全行业共有 30 家券商资管子公司，其中有 14 家获批公募基金管理资格，随着最后 4 家排队申请机构广发资管、光证资管、国证资管、国金资管撤回申请，公募牌照短期内不会再有新增，格局基本稳定，但无论是否持有公募牌照，主动管理能力都将是券商资管生存发展的关键。

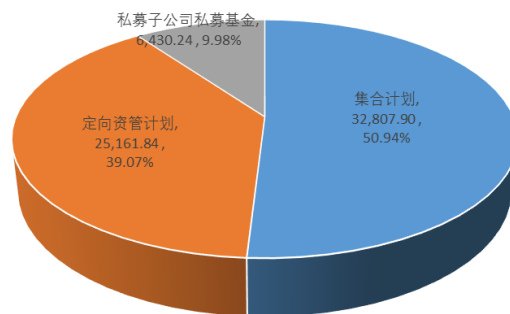
截止 2025 年末，券商资管产品规模 6.44 万亿，同比增长 5.56%，其中，集合计划 3.28 万亿，同比增长 13.31%，占比 50.94%，定向资管计划 2.52 万亿元，同比下降 2.11%，占比 39.07%，私募子公司私募基金 0.64 万亿元，同比增长 1.24%，占比 9.98%。

图11 券商资管规模

图12 2025 年券商资管计划结构（亿元）



资料来源：WIND、中航证券研究所整理

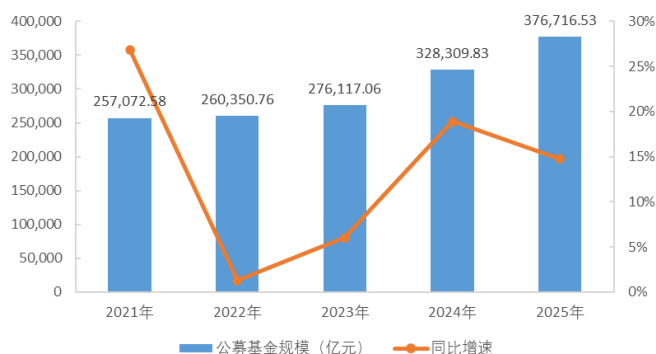


资料来源：WIND、中航证券研究所整理

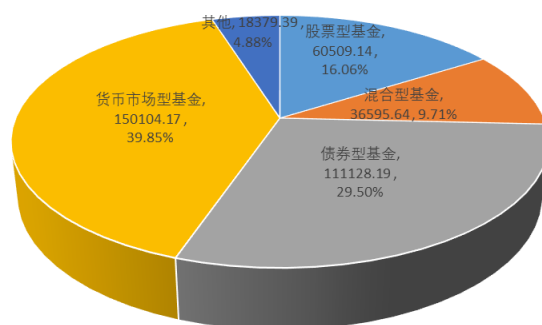
公募基金方面，2025 年 12 月 31 日，证监会发布《公开募集证券投资基金销售费用管理规定》，公募基金费率改革三步走基本完成，推动行业从“规模至上”转向“价值创造”。截止 2025 年末，公募基金规模达到 37.67 万亿元，同比增长 14.74%。其中，股票型基金规模 6.05 万亿，同比增长 35.53%，在总规模中的占比从上年的 13.6% 提升至 16.06%。

图13 公募基金规模

图14 2025 年公募基金结构（亿元）



资料来源：WIND、中航证券研究所整理



资料来源：WIND、中航证券研究所整理

43 家 A 股上市券商 2025 年共计实现资管业务收入 464.7 亿元 (+5.39%)，占营收比重为 8.41%，其中，国泰海通 (+64.25%)、国金证券 (+53.16%)、长城证券 (+40.15%) 增幅较高；今年一季度共计实现资管业务收入 135.11 亿元 (+33.37%)，占营收比重为 8.92%。

表5 上市券商资管业务收入（单位：亿元）

| 公司   | 2025 年 |        |        | 2026 年一季度 |        |        |
|------|--------|--------|--------|-----------|--------|--------|
|      | 资管业务收入 | 同比增速   | 占比     | 资管业务收入    | 同比增速   | 占比     |
| 中信证券 | 121.77 | 15.90% | 16.27% | 35.05     | 36.74% | 15.14% |
| 广发证券 | 77.03  | 11.88% | 21.70% | 24.61     | 45.48% | 21.07% |
| 国泰海通 | 63.93  | 64.25% | 10.13% | 17.57     | 50.50% | 10.83% |

|      |       |         |        |      |          |        |
|------|-------|---------|--------|------|----------|--------|
| 中泰证券 | 23.62 | 14.09%  | 20.73% | 6.13 | 13.82%   | 19.73% |
| 华泰证券 | 17.98 | -56.64% | 5.02%  | 4.80 | 13.39%   | 4.61%  |
| 中金公司 | 15.82 | 30.84%  | 5.56%  | 3.97 | 28.87%   | 4.50%  |
| 东方证券 | 13.58 | 1.25%   | 8.84%  | 4.28 | 42.00%   | 10.47% |
| 中信建投 | 13.45 | 0.15%   | 5.77%  | 3.64 | 9.28%    | 4.73%  |
| 财通证券 | 13.15 | -14.99% | 19.00% | 2.97 | 12.85%   | 18.00% |
| 第一创业 | 9.02  | -1.99%  | 24.48% | 2.84 | 16.12%   | 33.56% |
| 光大证券 | 9.00  | 14.00%  | 8.30%  | 2.24 | 6.89%    | 7.26%  |
| 招商证券 | 8.73  | 21.72%  | 3.50%  | 1.94 | -12.37%  | 2.79%  |
| 国联民生 | 7.83  | 18.59%  | 10.20% | 1.79 | 10.63%   | 9.67%  |
| 申万宏源 | 7.34  | -7.81%  | 3.03%  | 1.61 | -5.65%   | 2.72%  |
| 国信证券 | 6.27  | -23.52% | 2.60%  | 1.11 | -29.94%  | 2.25%  |
| 华安证券 | 5.58  | 1.36%   | 11.01% | 1.68 | 11.24%   | 17.31% |
| 中国银河 | 5.17  | 6.67%   | 1.83%  | 1.15 | -11.90%  | 1.56%  |
| 中银证券 | 5.13  | 0.32%   | 15.12% | 1.27 | 0.35%    | 13.78% |
| 首创证券 | 4.03  | -54.52% | 15.95% | 0.95 | -19.56%  | 16.86% |
| 天风证券 | 3.44  | -16.98% | 12.06% | 0.66 | -7.13%   | 15.14% |
| 浙商证券 | 3.42  | -13.08% | 3.87%  | 0.78 | 12.82%   | 3.29%  |
| 东北证券 | 3.06  | -16.34% | 6.03%  | 0.82 | 11.78%   | 6.22%  |
| 长江证券 | 2.94  | 2.19%   | 2.79%  | 0.59 | 6.13%    | 1.75%  |
| 财达证券 | 2.61  | -9.04%  | 9.66%  | 0.58 | -12.67%  | 7.89%  |
| 山西证券 | 2.33  | -10.92% | 6.95%  | 0.64 | 25.32%   | 8.22%  |
| 方正证券 | 2.10  | -11.90% | 2.00%  | 0.40 | -37.28%  | 1.18%  |
| 东兴证券 | 2.08  | -28.85% | 4.42%  | 0.51 | 2.64%    | 5.62%  |
| 国海证券 | 2.04  | 2.38%   | 5.90%  | 0.76 | 59.73%   | 7.74%  |
| 东吴证券 | 1.98  | 17.31%  | 2.19%  | 0.39 | -22.54%  | 1.88%  |
| 国金证券 | 1.65  | 53.16%  | 1.95%  | 0.58 | 98.38%   | 2.39%  |
| 西部证券 | 1.59  | -4.83%  | 2.66%  | 0.45 | 61.04%   | 3.19%  |
| 兴业证券 | 1.56  | -2.37%  | 1.31%  | 6.51 | 1678.61% | 24.41% |

|      |      |         |       |      |         |       |
|------|------|---------|-------|------|---------|-------|
| 信达证券 | 1.42 | -9.01%  | 3.51% | 0.74 | 15.74%  | 6.81% |
| 太平洋  | 1.23 | -12.08% | 9.23% | 0.21 | 30.50%  | 8.46% |
| 国元证券 | 0.69 | -21.96% | 1.11% | 0.20 | -17.47% | 1.53% |
| 华西证券 | 0.51 | -39.14% | 1.10% | 0.11 | 4.16%   | 0.91% |
| 长城证券 | 0.48 | 40.15%  | 0.93% | 0.14 | 43.45%  | 1.08% |
| 南京证券 | 0.42 | -43.25% | 1.48% | 0.10 | 11.50%  | 1.40% |
| 中原证券 | 0.22 | -8.71%  | 1.14% | 0.00 | -96.74% | 0.05% |
| 西南证券 | 0.20 | -22.78% | 0.62% | 0.16 | 274.27% | 1.99% |
| 华林证券 | 0.11 | -47.46% | 0.64% | 0.04 | 0.05%   | 0.99% |
| 红塔证券 | 0.09 | -61.38% | 0.38% | 0.02 | -28.10% | 0.52% |
| 国盛证券 | 0.09 | -       | 0.48% | 0.09 | -       | 2.88% |

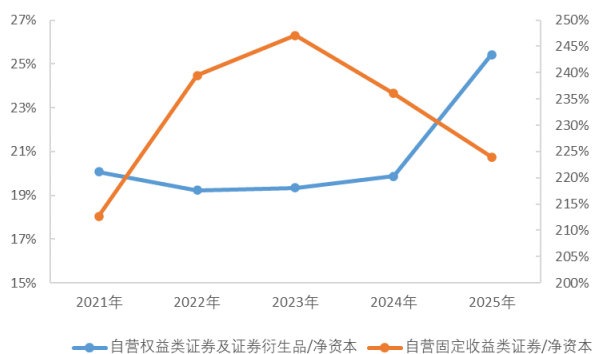
资料来源：WIND、中航证券研究所整理

#### (四) 自营业务：业绩胜负手，2025 年增长 30.31%

2025 年 A 股市场交投活跃，直接推动券商自营资产配置出现明显变化，从以固收为主逐渐向权益类、多元配置转型。从上市公司自营类资产结构来看，2025 年，43 家上市券商固收类资产占净资本的平均比例从上年的 236.03% 降至 223.94%，权益类及衍生品资产占净资本的平均比例从上年的 19.87% 增至 25.42%。

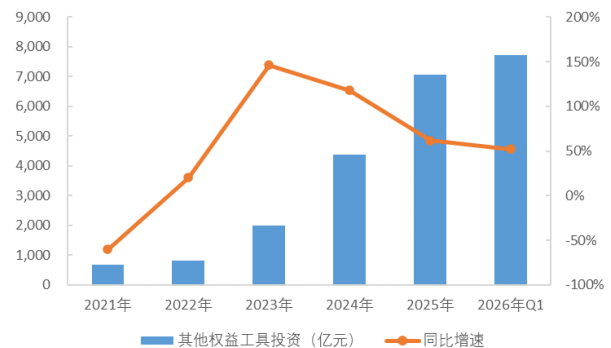
同时，券商普遍通过 FVOCI 账户配置高股息等红利类资产，帮助券商既把握了权益市场上涨机遇，又控制了业绩波动风险，截止到 2026 年一季度末，43 家上市券商其他权益工具规模合计 7715.12 亿元，较 2025 年初增长 76.44%。

图15 上市券商自营类资产占净资产比重



资料来源：WIND、中航证券研究所整理

图16 上市券商其他权益工具资产规模



资料来源：WIND、中航证券研究所整理

43 家 A 股上市券商 2025 年共计实现自营业务收入 2257.67 亿元 (+30.31%)，占营收比重为 40.88%，其中，长江证券 (+363.77%)、国联民生 (+254.19%)、中原

证券(+86.46%)增幅较高;今年一季度共计实现自营业务收入 567.42 亿元(+16.73%), 占营收比重为 37.47%。自营已稳居券商行业第一大收入来源, 自营业务的表现直接决定了券商的业绩排名和盈利弹性, 成为券商业绩分化的核心变量和“胜负手”。

**表6 上市券商自营业务收入 (单位: 亿元)**

| 公司   | 2025 年 |         |        | 2026 年一季度 |         |        |
|------|--------|---------|--------|-----------|---------|--------|
|      | 自营业务收入 | 同比增速    | 占比     | 自营业务收入    | 同比增速    | 占比     |
| 中信证券 | 386.04 | 46.53%  | 51.57% | 116.79    | 31.78%  | 50.44% |
| 国泰海通 | 254.04 | 72.01%  | 40.26% | 58.39     | 45.61%  | 35.97% |
| 中金公司 | 142.01 | 40.32%  | 49.86% | 41.75     | 22.92%  | 47.30% |
| 申万宏源 | 140.41 | 32.90%  | 57.89% | 27.96     | -12.03% | 47.16% |
| 中国银河 | 131.16 | 14.02%  | 46.34% | 29.70     | -5.88%  | 40.39% |
| 华泰证券 | 138.29 | -4.63%  | 38.62% | 45.19     | 63.98%  | 43.36% |
| 国信证券 | 112.01 | 20.02%  | 46.39% | 9.23      | -63.22% | 18.76% |
| 广发证券 | 123.78 | 59.64%  | 34.87% | 52.18     | 123.67% | 44.67% |
| 东方证券 | 67.26  | 36.53%  | 43.79% | 16.02     | -24.00% | 39.16% |
| 中信建投 | 86.91  | 12.47%  | 37.27% | 34.62     | 79.50%  | 44.99% |
| 招商证券 | 97.85  | 2.70%   | 39.18% | 28.04     | 85.39%  | 40.21% |
| 东吴证券 | 38.37  | 40.34%  | 42.49% | 3.42      | -69.50% | 16.68% |
| 方正证券 | 21.15  | 48.72%  | 20.14% | 8.89      | -17.83% | 26.14% |
| 长江证券 | 32.85  | 363.77% | 31.15% | 12.24     | 40.30%  | 36.35% |
| 长城证券 | 24.26  | 13.46%  | 46.69% | 5.03      | -29.36% | 39.34% |
| 国联民生 | 34.58  | 254.19% | 45.06% | 6.81      | -4.05%  | 36.67% |
| 国元证券 | 25.65  | -2.19%  | 41.04% | 3.05      | -54.72% | 23.00% |
| 国金证券 | 20.62  | 7.49%   | 24.39% | 4.89      | -20.49% | 20.13% |
| 兴业证券 | 37.31  | 32.12%  | 31.50% | 4.17      | -30.46% | 15.65% |
| 华安证券 | 21.07  | 26.96%  | 41.58% | 1.22      | -78.39% | 12.57% |
| 光大证券 | 23.49  | -5.75%  | 21.65% | 6.88      | 40.76%  | 22.30% |
| 西部证券 | 24.33  | -2.29%  | 40.66% | 3.72      | -19.62% | 26.14% |
| 浙商证券 | 27.99  | 61.31%  | 31.66% | 5.10      | 11.49%  | 21.61% |

|      |       |         |        |       |          |         |
|------|-------|---------|--------|-------|----------|---------|
| 东兴证券 | 21.22 | 1.50%   | 45.05% | 2.76  | -35.87%  | 30.26%  |
| 信达证券 | 17.57 | 51.37%  | 43.45% | 4.88  | 15.01%   | 44.64%  |
| 红塔证券 | 16.23 | 54.64%  | 66.69% | 2.78  | -33.53%  | 62.67%  |
| 天风证券 | 16.12 | -31.08% | 56.49% | 0.48  | -88.29%  | 11.07%  |
| 南京证券 | 11.77 | 4.09%   | 41.95% | 2.63  | -29.88%  | 36.35%  |
| 山西证券 | 16.69 | 3.92%   | 49.82% | 2.86  | -23.58%  | 36.61%  |
| 东北证券 | 21.41 | 8.96%   | 42.24% | 5.18  | 46.09%   | 39.05%  |
| 中泰证券 | 19.34 | 44.89%  | 16.97% | 3.57  | 14.44%   | 11.49%  |
| 华西证券 | 11.67 | 15.76%  | 25.29% | 1.82  | -40.58%  | 15.59%  |
| 首创证券 | 16.68 | 46.38%  | 65.96% | 3.05  | 30.74%   | 53.95%  |
| 西南证券 | 12.77 | 22.65%  | 39.80% | 3.06  | 48.88%   | 38.68%  |
| 第一创业 | 13.72 | -4.80%  | 37.21% | 2.27  | 49.81%   | 26.81%  |
| 国海证券 | 6.66  | -33.03% | 19.28% | 1.87  | 59.82%   | 19.19%  |
| 财达证券 | 8.32  | -11.04% | 30.80% | 1.90  | 100.89%  | 25.84%  |
| 太平洋  | 3.41  | 1.37%   | 25.71% | -0.19 | -121.11% | -7.74%  |
| 中银证券 | 3.46  | 3.99%   | 10.20% | 0.72  | 20.94%   | 7.80%   |
| 国盛证券 | 1.11  | -       | 6.20%  | -1.46 | -        | -49.54% |
| 中原证券 | 4.74  | 86.46%  | 24.17% | 1.07  | 180.60%  | 19.93%  |
| 华林证券 | 3.70  | -4.47%  | 21.80% | 0.07  | -79.02%  | 1.89%   |
| 财通证券 | 19.65 | 30.72%  | 28.39% | 2.83  | 1098.00% | 17.12%  |

资料来源：WIND、中航证券研究所整理

## 三、投资建议：盈利提升与估值修复逻辑具备坚实支撑

### （一）政策+资金双重驱动，业绩增长确定性强

2026 年作为“十五五”开局之年，资本市场全面深化改革，顶层明确“加快建设金融强国”主线，一系列旨在“活跃市场、提振信心”的举措陆续落地。从深化投融资综合改革到推动中长期资金入市的实施方案，从强化分类监管、扶优限劣、适度打开资本空间和杠杆限制到鼓励通过并购重组打造一流投资银行。

政策驱动下，券商逐步从规模导向转向功能导向，各项业务均在进行高质量转型：经纪业务从“卖方销售”转向“买方投顾”，财富管理转型加速，多家券商加大固收+、养老目标基金等配置型产品供给，匹配居民长期财富管理需求，通过优化考核机制、

构建标准化产品组合，叠加 AI 技术赋能降本增效，收入稳定性增强；投行业务构建全生命周期产品服务，聚焦硬科技、绿色金融等政策支持领域，实现从“IPO 通道”到产业投行的转型，并购重组与跨境投行成为新的业务增长点，不断拓宽服务实体经济的深度与广度；资管业务从通道依赖回归主动管理本源，自营业务持续加大非方向性布局，优化风险收益，降低业绩波动性。

同时，券商并购重组进入加速期，继国泰君安与海通合并之后，2025 年 11 月 19 日，中金公司与东兴证券、信达证券同步公告，筹划以换股方式吸收合并两家券商，重组完成后，中金公司将承接东兴、信达的全部资产、负债、业务、人员等，全面整合三方资源，成为汇金系券商协同整合的标杆案例。今年以来，券商并购重组从“头部整合”向“区域协同、业务互补”延伸，东吴证券收购东海证券、东方证券收购上海证券两大区域性国资券商整合案例落地，标志着监管鼓励头部机构做大做强、中小券商差异化发展的政策导向落地，行业集中度提升，协同效应逐步显现，推动券商从同质化竞争向差异化高质量发展转型。

**表7 2025 年以来券商并购重组事件**

| 时间          | 交易主体           | 重要意义                                                                               |
|-------------|----------------|------------------------------------------------------------------------------------|
| 2025 年 2 月  | 国联证券、民生证券      | 公司变更为国联民生，腰部券商跨越式发展典型案例，双方合并后实现区域覆盖互补、客户资源与投行资源共享                                  |
| 2025 年 3 月  | 国泰君安、海通证券      | 公司更名为国泰海通证券，国内资本市场史上规模最大的 A+H 双边市场吸收合并，合并完成后公司资本实力及国际竞争力增强                         |
| 2025 年 9 月  | 西部证券、国融证券      | 股权完成过户，陕投集团主导，西北区域券商整合标杆，整合完成后覆盖西北核心省份，对地方实体经济服务实力显著增强                             |
| 2025 年 9 月  | 国信证券、万和证券      | 换股发行股份涉及的新增股份上市，华南区域券商整合案例，国信证券通过收购强化华南零售与机构业务协同，完善区域金融布局，并借助万和证券海南自贸港区位优势拓展跨境金融服务 |
| 2025 年 11 月 | 中金公司、东兴证券、信达证券 | 公告筹划重大资产重组，汇金系内部资源整合，提升资源配置效率，打造万亿券商航母                                             |
| 2026 年 3 月  | 东吴证券、东海证券      | 公告筹划重大资产重组，江苏省内券商整合，双方业务协同空间大，合并有助于打通区域网点、客户资源与业务资质                                |
| 2026 年 4 月  | 东方证券、上海证券      | 公告筹划重大资产重组，上海国资券商整合，双方客户资源可实现交叉转化，业务条线将更趋完善                                        |

资料来源：第一财经、中航证券研究整理

资金层面，长线资金入市与居民财富配置迁移形成共振，2026 年开年交易维持高活跃度，单日成交额峰值达 3.99 万亿元，融资余额突破 2.8 万亿元并持续创新高。监管层持续拓宽中长期资金入市渠道，社保、保险、理财等资金入市堵点逐步打通，预计今年交投会持续高活跃度，居民财富配置将继续从“自发交易”向“专业配置”转型，基金投顾、组合理财等服务需求持续增长，券商凭借牌照优势与投研能力，竞争力持续提升。

政策+资金双重驱动下，券商各项业务均可圈可点，经纪业务受益于市场交投活跃

及财富管理转型深化，收入稳步增长；自营业务依托市场结构性机会及大类资产配置优化，收益表现亮眼；投行业务在创业板改革、再融资优化、并购重组松绑等政策催化的带动下持续发力；资管业务加速向主动管理转型，核心竞争力不断提升，全业务链协同发展为公司业绩提供了坚实支撑，今年全年券商行业业绩增长确定性强。

## (二) 国际业务成为新的增长极

资本市场双向开放持续深化，沪深港通、沪伦通等互联互通机制相继落地，QFII/RQFII 额度不断扩大，境内企业境外上市需求持续增长，为国内券商拓展国际化业务提供了历史性机遇。监管层也多次表态支持券商出海，吴清主席在多个场合表示，证券机构要坚持高水平“走出去”和高质量“引进来”，支持有条件的机构要稳步推进国际化及“一带一路”沿线布局，提升高度专业化服务与垂直一体化管理能力，推动境内外协同发展。

头部券商凭借先发优势与资本实力，在海外业务布局中已占据主导地位。2025 年港股前十大股权承销机构，按募资金额来看，前十大市场份额为 76.46%，中资券商占 6 家，中金香港、中信里昂和华泰香港分列第一、第二、第五位。目前竞争格局基本清晰，高盛、摩根士丹利等国际巨头凭借全球影响力与大型项目执行经验，主导超大规模 IPO、跨境并购等业务，中资券商凭借内地客户资源、监管沟通优势，基本垄断中资企业 IPO。随着中国企业出海需求增多，以及机构跨境投资和居民财富出海需求持续增长，券商国际化布局将迎来关键突破期。

**表8 港股股权承销市场份额前十位**

| 公司名称                 | 总计       |       | IPO    |       | 增发     |       |
|----------------------|----------|-------|--------|-------|--------|-------|
|                      | 募资金额     | 市场份额  | 募资金额   | 市场份额  | 募资金额   | 市场份额  |
|                      | (亿港元)    | (%)   | (亿港元)  | (%)   | (亿港元)  | (%)   |
| 中国国际金融(国际)有限公司       | 1,042.12 | 19.06 | 805.68 | 25.36 | 236.44 | 10.52 |
| 中信里昂证券有限公司           | 735.84   | 13.46 | 498.43 | 15.69 | 237.41 | 10.57 |
| Morgan Stanley       | 503.40   | 9.21  | 271.65 | 8.55  | 231.75 | 10.31 |
| 高盛(亚洲)证券有限公司         | 430.96   | 7.88  | 108.52 | 3.42  | 322.44 | 14.35 |
| 華泰金融控股(香港)有限公司       | 324.88   | 5.94  | 296.92 | 9.35  | 27.96  | 1.24  |
| JPMorgan Chase & Co. | 287.62   | 5.26  | 127.62 | 4.02  | 160.00 | 7.12  |
| 瑞士联合银行(集团)香港分行       | 272.69   | 4.99  | 59.34  | 1.87  | 213.35 | 9.50  |
| 國泰君安證券(香港)有限公司       | 226.19   | 4.14  | 94.05  | 2.96  | 132.14 | 5.88  |
| 招银国际金融有限公司           | 222.46   | 4.07  | 55.82  | 1.76  | 166.64 | 7.42  |
| 中信建投(国际)融资有限公司       | 135.12   | 2.47  | 98.18  | 3.09  | 36.94  | 1.64  |

资料来源：WIND、中航证券研究所整理

面对明确的业务机遇与政策红利，2025 年以来多家上市券商加速推进国际化布局，向其国际子公司增资或设立国际子公司，旨在增强子公司资本实力以符合境外监管要求，同时完善跨境业务布局，既能承接中企海外融资需求，也能满足国内高净值客户全球资产配置、境外资金增配中国资产的双向需求。

**表9 2025 年以来上市券商对国际子公司增资情况**

| 时间         | 券商名称 | 国际子公司名称          | (拟) 增资金额         | 资金用途                               |
|------------|------|------------------|------------------|------------------------------------|
| 2025.1.8   | 广发证券 | 广发控股（香港）有限公司     | 21.37 亿港元        | 增强资本实力                             |
| 2025.4.14  | 华安证券 | 华安证券（香港）金融控股有限公司 | 5 亿港元            | 增强资本实力                             |
| 2025.4.26  | 东吴证券 | 东吴证券（香港）金融控股有限公司 | 不超过 20 亿港元或等值人民币 | 业务发展需要                             |
| 2025.4.26  | 东北证券 | 设立香港全资子公司        | 注册资本 5 亿港元       | 开展证券业务                             |
| 2025.6.13  | 西部证券 | 设立香港全资子公司        | 等值 10 亿元人民币      | 打造国际化业务平台，服务公司跨境客户需求               |
| 2025.8.19  | 中银证券 | 中银国际投资有限责任公司     | 14 亿人民币          | 增强资本实力，满足经营发展需要，优化业务布局             |
| 2025.8.27  | 第一创业 | 设立香港全资子公司        | 不超过 5 亿港元        | 从事证券交易、资产管理等牌照业务                   |
| 2025.8.28  | 中信建投 | 中信建投（国际）金融控股有限公司 | 15 亿港元或等值人民币     | 增强资本实力                             |
| 2025.10.29 | 山西证券 | 山证国际金融控股有限公司     | 10 亿港元           | 增强资本实力及国际化经营能力                     |
| 2025.10.30 | 东兴证券 | 东兴证券（香港）金融控股有限公司 | 3 亿港元            | 增强资本实力，提升市场竞争力                     |
| 2025.12.8  | 招商证券 | 招商证券国际有限公司       | 不超过 90 亿港元       | 首次增资对象为招商证券（香港）有限公司，增资规模不超过 40 亿港元 |
| 2026.1.23  | 华泰证券 | 华泰国际金融控股有限公司     | 不超过 90 亿港元       | 支持境外业务发展                           |
| 2026.3.12  | 广发证券 | 广发控股（香港）有限公司     | 61.01            | 支持公司国际业务发展，强化公司跨境服务能力              |

资料来源：公司公告、中航证券研究所整理

随着中国企业走出去、人民币国际化与资本市场双向开放持续推进，预计 2026 年券商国际业务将延续高增长态势，国际业务将成为券商业绩新的增长极，为行业打开新成长空间。

### (三) 估值维持低位，安全边际充足

截至 2026 年 5 月 15 日，券商板块 PB (LF) 估值为 1.17 倍，位于 2020 年以来 16% 历史分位，与券商业绩增长形成背离。估值持续低迷主要是因为市场资金偏好高成长赛道，对券商周期性存在预期偏差，对财富管理、机构业务、国际业务等带来的盈利稳定性提升认识不足，尽管一季度业绩继续增长，但国内外形势变化也导致市场担忧成交高景气难以持续，导致估值提升存在压力。不过当前板块安全边际充足，政策催化信号明确，监管适度放宽资本空间与杠杆限制、鼓励头部券商并购重组，叠加长期资金持续入市等利好，估值修复具备较强动力，头部券商凭借综合优势修复确定性更高，中小券商聚焦细分赛道也有望释放弹性。

图17 券商板块 PB (LF) 走势图



资料来源：WIND、中航证券研究所整理

综合来看，政策托底筑牢行业发展根基，业务转型打开长期增长空间，受益于业绩持续兑现与未来机构资金持续流入，券商板块盈利提升与估值修复的双击逻辑具备坚实支撑。建议重点关注两类标的：一是受益于行业整合与国际化布局的头部券商，如中信证券、华泰证券、中金公司等，二是在财富管理、科创投行等领域转型成效显著的特色机构，如东方财富、广发证券、东方证券、财通证券等。

## 四、风险提示

**监管政策变化：**监管政策的调整可能对券商的业务模式和盈利能力产生影响

**业绩不及预期：**由于市场环境的不确定性，券商的业绩可能不及预期

**流动性风险：**市场流动性的变化可能影响券商的融资能力和成本

## 公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

## 研究团队介绍汇总:

中航证券非银团队;致力于券商、保险、多元金融板块研究,坚持对上市公司、行业监管及市场动态进行持续跟踪,并进行深度、及时、差异化分析。在中航产融的股东背景下,针对金控平台旗下券商、保险、信托、租赁、产业投资等多元金融各业态的协同等领域有更加深入的研究。

## 销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

## 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师,再次申明,本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示:投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险,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。

## 免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示,否则此报告中的材料的版权属于中航证券。本报告仅供中航证券客户使用,未经中航证券事先书面授权,不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人或其他渠道。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任并有权追究转载方的法律责任,包括但不限于立即停止未经授权的转载行为,通过公开声明或其他方式消除因侵权行为造成的不良影响、要求承担赔偿责任等。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议,而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠,但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任,除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期,中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑,本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易,向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意,及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址:北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637