

行业投资评级

中性 | 维持

行业基本情况

收盘点位	6327.26
52 周最高	7730.11
52 周最低	5708.83

行业相对指数表现（相对值）



资料来源：聚源，中邮证券研究所

研究所

分析师: 王泽军
SAC 登记编号: S1340525110003
Email: wangzejun@cnpsec.com

近期研究报告

《估值错配后的均值回归——券商
6.22 大涨点评》 - 2026.06.23

从“资本补充”到“整合卡位” ——本轮券商发债高增的三层新逻辑

● 事件回顾

6 月以来，券商债券迎来少见的评级上调潮。同时，截至 6 月 24 日，年内券商累计发债规模已达万亿元规模。

● 投资要点

1、评级上调不止降成本，更开启了头部券商的正反馈循环

除了评级上调提升可质押性、降低发行成本，更深层次的变化是：AA+→AAA 的评级跃迁，让券商债券从“交易盘可投”进入“银行保险等长期配置盘的必选池”——国内银行、保险等长期资金的信用债投资准入一般要求主体评级不低于 AAA，评级上调直接扩大了需求端的机构范围，不仅拉低发行利率，还带来了更稳定的长期资金来源，进而：高评级→低成本融资→资本补充加速→业务扩张→业绩改善→评级维持/进一步上调。这种正反馈是近期头部券商发债集中度持续提升的核心推手，截止 6 月 24 日，仅国泰海通（1382 亿元）、中信证券（1023 亿元）、银河证券（830 亿元）三家头部券商发债规模就占总规模超 30%，马太效应显著。

2、发债高增不止是资本补充，更是并购整合浪潮下的战略资本支撑，头部机构通过债券融资提前完成并购资本预置的特征显著

2023 年中央金融工作会议明确提出“加快培育一流投资银行”，监管鼓励行业并购重组，当前券商行业整合已经进入“监管+市场”双驱动的新阶段：头部券商需要通过发债募集资金，为后续并购中小券商、整合行业资源提供资金支持；完成整合后的新头部机构（如国泰海通、国联民生），业务规模扩大后需要进一步补充净资本来支撑整合后的业务扩张，形成“整合→发债→再扩张”的链条。这是本轮发债高增和 2019-2020 年单纯加杠杆的本质区别。

3、结构性新增量来自科创债政策红利

2026 年 3 月交易商协会优化科创债机制后，券商成为科创债扩容的重要受益者：一方面，券商自身可以发行科创债，募资用于投向科创相关的股权投资、投行跟投等业务，政策层面还对科创债发行有贴息、风险分担等支持，进一步刺激了券商发行意愿；另一方面，作为科创企业债券承销的核心机构，头部券商自身资本实力增强后，也能更好为科创债发行提供做市、包销等服务，形成“政策支持-自身发债-业务扩张”的联动，给发债规模带来了结构性增量。

4、“借新还旧”不是单纯滚动，而是利率下行周期中的主动债务管理

当前市场利率处于近年低位，券商大规模“借新还旧”不是被动滚续，而是主动降低整体债务成本的战略操作：通过发行低利率新债（2026 年上半年算数平均利率 1.65%左右）置换高成本旧债（2022-

2023 年算数平均利率 2.47-2.61%左右),可以直接降低行业整体财务费用,增厚净利润,是券商的“发债红利”。

● 投资建议

本轮券商发债破万亿、评级集中上调,本质上是行业格局分化+政策红利+利率窗口三者共振的结果,不仅仅是行业“资本驱动增长”的延续,更是头部券商抢占竞争优势、推进行业整合的主动选择,预计未来行业发债集中度会进一步提升,头部券商的资本优势会转化为更明显的业绩优势。到期债务规模越大、原发行利率越高的券商,增厚效果越明显;头部券商因为新发债评级更高、融资成本更低,利差更大,增厚幅度会比行业平均更大。

建议重点关注:1、头部券商是此轮发债红利和行业整合的最大受益者:一方面评级上调带来融资成本下降,直接增厚净利润;另一方面资本实力增强后,在并购整合、重资本业务(做市、衍生品、两融)拓展上优势进一步扩大,ROE 会持续改善。重点关注国泰海通、中信证券、华泰证券等综合头部券商。2、部分特色券商(聚焦精品投行、区域深耕、财富管理转型)在完成资本补充后,业务扩张弹性更大,其业绩增速可能高于行业平均,关注东方财富、中信建投、国信证券等特色标的。

● 风险提示:

后续成交无法持续维持高位,市场回调超预期。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于 2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立,公司注册资本 61.68 亿元人民币,是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司,公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括:证券经纪,证券自营,证券投资咨询,证券资产管理,融资融券,证券投资基金销售,证券承销与保荐,代理销售金融产品,与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问,具备展业的各项资格。截至 2025 年 10 月底,公司在全国设有 58 家分支机构(含 29 家分公司、29 家营业部),1 家资产管理分公司和 1 家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力,通过强化“自营+协同”发展模式,实现快速发展,当前服务的经纪客户已超过 260 万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民,为社会大众提供全方位专业化的证券投融资服务,努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业,打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市丰台区北甲地路 2 号院 6 甲 1 号, 玺萌大厦南塔

邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编: 518048