

非银金融行业深度报告

券商出海系列报告之一：风正帆悬，券商国际业务蓄势启新程

增持（维持）

2026年03月27日

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

■ **多重驱动力共振，券商出海进入战略机遇期：1）政策赋能：顶层战略指引叠加配套机制完善，夯实券商出海政策基础。**①国家战略层面，券商出海是金融强国与资本市场高水平对外开放的必然要求。能否有效推进出海、构建跨境业务能力，已成为监管层面评价券商是否具备一流潜质的重要标尺。②行业监管层面，券商出海相关配套机制逐步完善，筑牢券商出海根基。互联互通机制的完善、QFII/RQFII制度的持续改革、跨境创新业务的试点，为券商搭建起连接境内外市场的核心基础设施。2）市场扩容：展业空间充足，多业务线展业机遇凸显。中国香港及其他新兴市场为券商出海提供了多元的展业空间。港交所IPO制度改革渐次落地，香港IPO市场显著扩容。东南亚、中东等新兴资本市场正迎来潜力释放的关键拐点，为券商出海破局提供了理想的平台。3）盈利优化：境外展业杠杆优势突出，ROE较之境内业务优势显著。2025H1中信、中金、华泰、广发境外子公司ROE分别为11.6%、8.5%、4.6%、5.7%，较之公司整体（4.6%、3.7%、3.9%、4.3%）显著超出。主要原因为境外子公司面临资本监管相对较宽松，经营杠杆更高，叠加高附加值业务占比提升，共同推动境外子公司实现更优的ROE表现。

■ **券商国际业务稳步推进，成长潜力充足：1）出海业务贡献稳步提升，头部集中趋势下资本密集注入。**在“以港为基、全球辐射”的布局态势下，中资券商境外业务收入占比稳步攀升，成为行业营收与盈利的重要组成部分，2018-2024年样本券商境外业务收入复合年均增长率达20%，显著高于整体营收复合增速。竞争格局呈现“两超两强”主导、梯队分明的特征，头部券商凭借先发优势、资本壁垒与客户资源形成强者恒强格局，资源持续向头部集中。2025年以来，行业资本密集注入境外子公司，头部券商大手笔增资、中小券商加速入场，出海正从被动布局转向主动战略投入，长期成长空间广阔。2）**投资收益主导，多元业务协同推进。**当前券商境外业务收入结构以投资收益为核心，财富管理与投行业务构成重要支撑。跨境业务方面，大型券商表现分化明显；投行业务在港股IPO市场已占据主导地位，但全球综合竞争力仍与国际投行存在差距；经纪业务在港股市场市占率偏低，海外本土渠道与客户拓展空间广阔。

■ **出海长期空间仍广阔，各条线协同打开成长天花板：1）对标国际一流投行仍有差距，成长潜力充足。**2024年4家头部中资券商国际业务合计收入仅为高盛海外业务收入的25%；中资券商国际业务平均收入占比约10%，较之高盛（40%左右）等全球头部公司仍有差距。目前中资券商国际业务仍处于发展初期，区域布局高度集中于香港、客户结构以中资主体为主、资本与资源投入有待提升，而随着全球化网络完善、客户渗透加深及资本持续注入，国际业务有望从补充性板块成长为核心增长极，盈利贡献具备显著上行潜力。至2030年，券商行业海外业务收入有望突破千亿元。2）**各条线均迎发展契机，行业有望实现全业务链跨境拓展。**跨境自营业务方面，境内“资产荒”+低利率背景下，适度提升境外固收敞口是券商稳定自营投资收益的必然举措。投行业务方面，中企海外实体投资呈现稳健扩张态势，催生跨境投行业务需求。财富管理业务方面，居民跨境资产配置渠道趋于多元，相关需求正在逐步兑现。

■ **投资建议：看好券商行业国际业务业绩贡献逐级提升，具备先发优势的头部券商将充分受益。**券商出海行业呈现显著的头部集中特征，马太效应持续加剧，核心源于头部券商在先发优势、资本壁垒、客户资源、牌照布局等方面的领先性。结合券商国际化布局的进度、境外业务收入贡献、资本投入力度等维度，重点看好具备建设全球服务网络能力、境外业务盈利效率高、资本持续加码国际业务的头部券商标的，推荐中金公司、中信证券、华泰证券、国泰海通、中国银河、广发证券等。

■ **风险提示：1）宏观经济不及预期；2）政策趋紧抑制行业创新；3）市场竞争加剧风险。**

行业走势



相关研究

《中长期资金持续入市，市场企稳可期》

2026-03-22

《保险行业偿付能力监管体系介绍》

2026-03-22

内容目录

1. 多重驱动力共振，券商出海进入战略机遇期	4
1.1. 政策赋能：顶层战略指引叠加配套机制完善，夯实券商出海政策基础.....	4
1.2. 市场扩容：展业空间充足，新兴市场布局迎蓝海.....	7
1.3. 盈利优化：境外展业杠杆优势突出，ROE 较之境内业务优势显著.....	9
2. 券商出海布局提速，国际业务稳步推进	11
2.1. 出海业务贡献稳步提升，头部集中趋势下资本密集注入.....	11
2.2. 投资收益主导，多元业务协同推进.....	14
3. 出海长期空间仍广阔，各条线协同打开成长天花板	17
3.1. 中资券商海外业务对标国际一流投行仍有差距，成长潜力充足.....	17
3.2. 各条线均迎发展契机，行业有望实现全业务链跨境拓展.....	19
4. 投资建议	22
5. 风险提示	22

图表目录

图 1:	2010-2024 年全球代表性经济体证券化率情况 (%)	9
图 2:	2008-2025H1 证券行业佣金率	9
图 3:	2013-2025 年前三季度 A 股市场 IPO 发行情况	9
图 4:	2025H1 头部券商境外子公司 ROE 表现突出	10
图 5:	2025H1 头部券商境外子公司杠杆率均显著超出公司整体	10
图 6:	2018-2025H1 16 家上市券商合计境外业务收入 (亿元)	11
图 7:	2020-2025H1 华泰证券国际业务分部收入结构	14
图 8:	2020-2025H1 兴证国际收入结构	14
图 9:	各大券商跨境业务投资收益测算 (百万元)	15
图 10:	2025 年 12 月港股经纪商成交综合排行	17
图 11:	中资券商国际业务收入较海外头部差距显著 (亿元)	18
图 12:	高盛、中金境外业务收入占比对比	18
图 13:	2030 年券商行业海外业务收入估算 (亿元)	19
图 14:	美国市场政策利率阶段性高位运行	20
图 15:	中信证券境外债券类投资信用风险敞口 (亿元)	20
图 16:	中金公司境外债券类投资信用风险敞口 (亿元)	20
图 17:	2019-2025 年我国对外非金融类直接投资 (亿美元)	21
图 18:	2019-2025 年中国企业出境并购总金额	21
图 19:	高净值人群未来一年境外金融投资产品的调整计划	21
图 20:	高净值人群境外金融投资产品的购买渠道	21
表 1:	从政策表述来看, 跨境业务能力是评价一流投行的重要标尺	4
表 2:	券商出海相关配套机制逐步完善, 筑牢券商出海根基	6
表 3:	2018 年以来港交所针对上市机制持续改革	7
表 4:	2023-2025 年全球交易所 IPO 募资额 Top 10	8
表 5:	16 家上市券商 2023-2025H1 境外业务收入及占营收比重	12
表 6:	2025H1 头部券商境外子公司经营情况 (亿元)	13
表 7:	2025 年以来券商境外融资、境外收购或增资设立境外子公司相关公告	13
表 8:	2024 年全球股票发行 Top 10 承销商及进入前 50 位的中国内地券商	16
表 9:	2024 年香港市场股票发行 Top 10 承销商及进入前 50 位的中国内地券商	16
表 10:	个股盈利预测与估值 (截至 2026 年 3 月 22 日)	22

1. 多重驱动力共振，券商出海进入战略机遇期

1.1. 政策赋能：顶层战略指引叠加配套机制完善，夯实券商出海政策基础

1) 国家战略层面，券商出海是金融强国与资本市场高水平对外开放的必然要求。

- ①在建设一流投行的宏观目标下，出海是境内券商的必答题。2023 年 10 月中央金融工作会议首次提出“培育一流投资银行和投资机构”，明确将其作为建设金融强国的核心任务以及证券行业发展的最高纲领。2025 年 12 月，证监会主席吴清在中证协第八次会员大会中明确指出，“十五五”是加快打造一流投行的战略机遇期，鼓励有条件的券商稳步推进国际化布局，推动券商从本土经营向全球经营转型，助力中国金融资本参与全球资源配置。这表明能否有效推进出海、构建跨境业务能力，已成为监管层面评价券商是否具备一流潜质的重要标尺。具备全球服务能力的券商将更易获得政策支持、资本空间与业务创新试点，从而在行业分化中占据优势。
- ②“一带一路”等国家战略联动，为券商出海搭建载体。“一带一路”倡议的深入实施，为券商出海提供了广阔的业务场景，政策明确鼓励券商在沿线国家和地区布局，与当地金融机构合作设立跨境基金，提供投融资、财务顾问等综合金融服务，撬动国际资本参与共建“一带一路”，同时推动人民币在跨境贸易和投资中的使用，为券商跨境人民币业务创造新空间。在贸易投资便利化、跨境金融基础设施完善、双边监管合作深化的背景下，中资券商可依托跨境投融资、全球资产配置、离岸人民币产品、跨境财富管理及国际投行等业务链条，深度服务中资企业“走出去”与境外资源“引进来”的双向循环，从而进一步打通券商海外展业的制度通道与业务场景，推动券商从传统通道型跨境业务，向综合化、本土化、国际化的现代投行模式升级，在服务国家战略的同时实现自身海外业务的高质量扩张。

表1：从政策表述来看，跨境业务能力是评价一流投行的重要标尺

时间	政策/事件	具体内容
2023 年 10 月	中央金融工作会议	优化融资结构，更好发挥资本市场枢纽功能，推动股票发行注册制走深走实，发展多元化股权融资，大力提高上市公司质量，培育一流投资银行和投资机构。
2024 年 3 月	证监会《关于加强证券公司和公募基金监管加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见（试行）》	1) 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，力争在战略能力、专业水平、公司治理、合规风控、人才队伍、行业文化等方面居于国际前列。到本世纪中叶，形成综合实力和国际影响力全球领先的现代化证券基金行业，为中国式现代化和金融强国建设提供有力支撑。 2) 支持证券公司通过投融资、财务顾问、跨境并购等专业服务助力中资企业“走出去”，积极服务企业跨境投融资便利化。

2024 年 4 月	《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（新“国九条”）	坚持统筹资本市场高水平制度型开放和安全。拓展优化资本市场跨境互联互通机制。拓宽企业境外上市融资渠道，提升境外上市备案管理质效。加强开放条件下的监管能力建设。深化国际证券监管合作。
2025 年 12 月	《加快打造一流投资银行和投资机构 更好助推资本市场高质量发展》（吴清主席在中国证券业协会第八次会员大会上的致辞）	坚持高水平“走出去”和高质量“引进来”，有条件的机构要稳步推进国际化和“一带一路”沿线布局，提升高度专业化服务和垂直一体化管理能力，推动境内外协同发展。

数据来源：证监会，东吴证券研究所

2) 行业监管层面，券商出海相关配套机制逐步完善，筑牢券商出海根基。

- **①互联互通机制优化。**监管持续构建覆盖股票、债券、基金、衍生品的多层次跨境联通网络。沪深港通机制不断扩容，逐步纳入 ETF、REITs 等新品种，放宽标的范围与准入标准，提升交易效率与资金流动便利度；债券通“北向通”“南向通”协同发展，支持境外机构参与交易所债券回购，为券商跨境债券承销、交易与风险管理提供制度支撑。同时，跨境理财通作为大湾区金融互联互通的核心抓手，自 2021 年试点启动后持续升级，2024 年迈入 2.0 阶段并首次将证券公司纳入试点，形成“银行+券商”双轨并行格局。互联互通机制的持续完善，为券商搭建起连接境内外市场的核心基础设施，成为其服务中资企业跨境融资、满足全球投资者资产配置需求的关键渠道。
- **②QFII/RQFII 制度及境外上市改革。**QFII/RQFII 制度改革层面，2020 年三部委联合发布新规，将 QFII 与 RQFII 制度合二为一，取消资金汇出比例限制与本金锁定期，扩大投资范围至金融期货、商品期货、期权、私募投资基金等领域；2024 年进一步优化跨境资金管理，简化登记手续、合并专用账户、完善汇兑管理，统一 QFII/RQFII 与银行间债券市场直接入市的外汇风险管理模式。制度改革既为境外资金“引进来”提供便利，也为券商境外子公司、QFII/RQFII 业务双向展业创造条件，助力其构建境内外一体化的客户服务与资产配置能力。境外上市层面，2023 年修订的《证券公司境外设立、收购、参股经营机构管理办法》将券商境外子公司设立由审批制改为事后备案制，大幅压缩流程、提升效率。
- **③券商跨境创新业务试点。**2025 年 7 月监管推出海南自贸港跨境资产管理试点，支持注册在海南自贸港的券商、基金等机构发行面向全球境外投资者的公私募资管产品，境外投资者可使用境内外资金参与投资。该试点突破传统互联互通的区域限制，为券商构建境内发行+全球销售的跨境资管新模式提供制度试验田，助力其从传统通道服务向主动管理、全球资产配置转型。

表2：券商出海相关配套机制逐步完善，筑牢券商出海根基

改革方面	时间	事件	具体内容
互联互通	2021 年 9 月	粤港澳大湾区跨境理财通 1.0 落地	首次建立大湾区居民个人跨境投资理财闭环机制，分为南向通与北向通。试点初期仅限银行参与，个人年度投资额度 100 万元，南向通要求内地投资者在大湾区连续缴纳社保或个税满 5 年，产品以 R1-R3 级低风险品种为主。
	2021 年 9 月	债券通“南向通”启动	境内合格机构投资者可通过闭环管道投资香港及全球债券市场，初期设定每日额度，实现债券市场“北向+南向”双向开放，丰富境内机构全球债券配置与风险管理工具。
	2022 年 7 月	ETF 纳入互联互通	符合条件的沪深交易所 ETF 与香港交易所 ETF 纳入互联互通标的，实现“股票+ETF”双向互通，推动跨境指数化投资与产品化开放，为券商跨境产品创设、做市业务提供新空间。
	2023 年 5 月	互换通“北向通”上线	境外投资者可参与境内银行间人民币利率互换交易，为持有大量人民币债券的境外机构提供利率风险管理工具，完善离岸人民币对冲体系，提升债券市场开放深度。
	2024 年 4 月	证监会发布 5 项资本市场对港合作措施	五项合作措施包括：①放宽沪深港通下股票 ETF 合资格产品范围。②将 REITs 纳入沪深港通。③支持人民币股票交易柜台纳入港股通。④优化基金互认安排。⑤支持内地行业龙头企业赴香港上市。
	2024 年 11 月	跨境理财通 2.0 落地	跨境理财通 2.0 正式将符合条件的证券公司纳入试点参与机构，实现银证双渠道运行；个人年度额度由 100 万元提升至 300 万元；南向通投资者门槛优化为社保/个税满 2 年或近三年年均收入不低于 40 万元（二选一）；产品范围进一步扩容，北向通允许 R1-R4 级公募基金，南向通覆盖更高风险等级产品，显著拓宽券商跨境财富管理业务场景。
QFII/RQFII 制度及境外上市改革	2020 年 9 月	QFII/RQFII 制度统一改革落地	证监会、央行、外汇局发布《合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者境内证券期货投资管理办法》将 QFII、RQFII 资格和制度规则合二为一，放宽准入条件，允许 QFII、RQFII 投资全国中小企业股份转让系统挂牌证券、私募投资基金、金融期货、商品期货、期权等。境外合格投资者准入门槛大幅降低，境外长期资金入市便利性显著提升。
	2023 年 2 月	证监会发布《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》	对境内企业直接、间接境外发行上市（含股票、存托凭证、可转债等）统一实施备案管理，结束此前直接上市行政许可、间接上市监管空白的“双轨制”。
	2024 年 7 月	QFII/RQFII 资金管理规则全面优化落地	央行、外汇局修订《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》，进一步简化业务登记手续，优化账户管理，完善汇兑管理，统一 QFII/RQFII 与银行间债券市场直接入市（CIBM）的外汇风险管理模式。
券商跨境创新业务试点	2025 年 7 月	海南自贸港跨境资产管理试点	证监会发布《海南自由贸易港跨境资产管理试点业务实施细则》，试点业务支持境外投资者投资海南自贸港内金融机构发行的理财产品、证券基金期货经营机构私募资产管理产品、公开募集证券投资基金、保险资产管理产品。

数据来源：证监会，东吴证券研究所

1.2. 市场扩容：展业空间充足，新兴市场布局迎蓝海

港交所 IPO 制度改革渐次落地，香港 IPO 市场显著扩容。港交所自 2018 年起持续推进 IPO 制度改革，从 18A 未盈利生物科技、同股不同权（WVR），到 2024 年 18C 特专科技、2025 年发行机制优化，政策红利渐次落地。2025 年，证监会进一步推出“五项对港合作措施”，明确支持内地企业赴港上市，完善境外上市备案绿色通道，境内外政策协同叠加资本市场流动性拐点，共同推动香港 IPO 市场显著扩容，2025 年全年 117 家企业上市，募资 2863 亿港元，同比增长 224.8%，重回全球 IPO 募资额榜首。2026 年 3 月，港交所刊发上市机制改革咨询文件，包括拟优化同股不同权企业上市机制，便利海外上市发行人在港二次上市，允许所有上市申请以“保密”形式提交等，有望进一步提升港股市场包容性、效率与吸引力。中资券商凭借跨境协同、本土资源、投资者网络等优势，已从港股 IPO 市场的参与者升级为主导者，未来有望借由市场改革进一步优化业务结构、提升国际竞争力。

表3：2018 年以来港交所针对上市机制持续改革

阶段	核心内容
2018 年 4 月 重大改革	①允许同股不同权公司上市：新增《上市规则》第 8A 章，允许采用加权投票权（WVR）架构的公司上市，但设定严格条件，如上市时市值不低于 400 亿港元，或市值不低于 100 亿港元且最近一个财年收入不低于 10 亿港元，且 WVR 受益人需为对公司业务增长有重大贡献的个人，每股超级投票权不超过普通股的 10 倍。 ②允许未盈利生物科技公司上市：新增第 18A 章，允许未盈利但拥有核心产品通过概念验证阶段的生物科技公司上市，要求上市时市值不低于 15 亿港元，且营运资金需覆盖上市后至少 12 个月开支的 125%。 ③为海外上市企业提供二次上市渠道：新增第 19C 章，允许已在纽交所、纳斯达克或伦敦证交所主板上市且合规记录良好的大中华及国际企业，在港交所进行二次上市，降低合规成本和时间成本。
2021-2024 年 持续优化	①2021 年 5 月：调高主板盈利规定，将最近一个财年盈利门槛从 2000 万港元调高至 3500 万港元，前两个财年累计盈利门槛从 3000 万港元调高至 4500 万港元。 ②2021 年 1 月：取消对“创新产业公司”的资质要求，允许无不同投票权架构的大中华发行人直接申请第二上市，将市值门槛由 100/400 亿港元降低为 30/100 亿港元。 ③2021 年 1 月：新增第 18B 章“特殊目的收购公司（SPAC）”，为民营企业提供更快、更简单进入公开市场的路线。 ④2023 年 3 月：新增第 18C 章“特专科技公司”，为从事新一代信息技术、先进硬件及软件、先进材料等创新科技的企业提供上市通道，允许尚未盈利企业申请上市，将已商业化公司市值门槛由 80 亿港元降低为 60 亿港元，未商业化公司市值门槛由 150 亿港元降低为 100 亿港元。 ⑤2024 年 8 月：下调特专科技公司上市市值门槛，已商业化公司市值门槛由 60 亿港元降低为 40 亿港元，未商业化公司市值门槛由 100 亿港元降低为 80 亿港元；下调 SPAC 的最低独立第三方投资额至对应估值百分比与 5 亿港元的孰低者。 ⑥2024 年 10 月：优化新上市申请审批流程时间表，材料完全合规且不属于特定类别的常规申请，监管机构会在约 40 个工作日内处理完毕；符合市值超过 100 亿港元等特定条件的 A 股上市公司，可走“快速通道”，审批时间缩短至 30 个工作日内。

2026 年 3 月 新一轮改革启动	①放宽同股不同权财务门槛：A 类标准市值要求从 400 亿港元降至 200 亿港元，B 类标准市值要求从 100 亿港元降至 60 亿港元，收入门槛从 10 亿港元降至 6 亿港元。 ②提高投票权上限：对于市值达到 400 亿港元的大型公司，不同投票权比率上限可从 10:1 放宽至 20:1。 ③全面放开保密递交：所有新申请人均可选择保密形式提交上市申请，通过聆讯后第一时间全文披露。 ④降低海外发行人第二上市门槛：同股同权海外发行人第二上市市值要求从 100 亿港元降至 60 亿港元，同股不同权海外发行人财务资格与主要上市门槛一致。 ⑤拓宽“创新产业公司”认定范围：将“创新产业公司”划分为“科技路径”与“业务模式路径”，允许商业模式创新企业采用同股不同权架构上市。
-----------------------	--

数据来源：港交所，东吴证券研究所

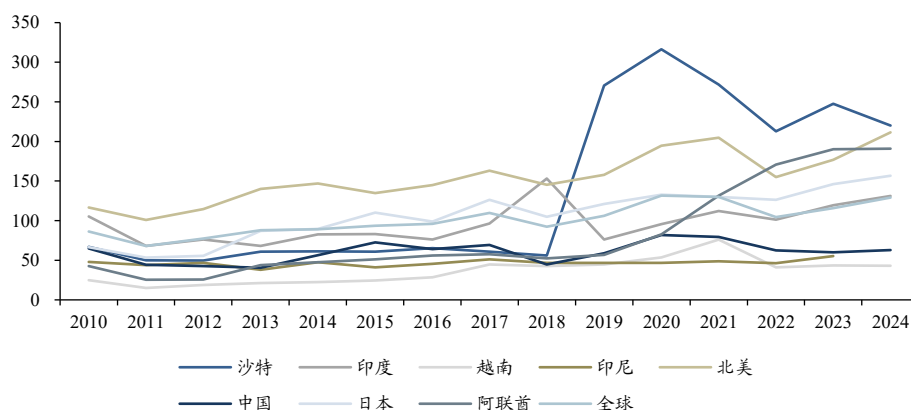
新兴资本市场潜力释放，有望成为券商展业的新增长蓝海。当前阶段新兴资本市场正迎来潜力释放的关键拐点，为券商出海破局提供了理想的平台。随着全球资金从发达市场向新兴市场再分配，MSCI 新兴市场指数 2025 年大涨超 30%，持续吸引被动与主动资金涌入。中东、东南亚、拉美等区域经济转型与金融开放提速，印尼、沙特、阿布扎比等新兴市场 IPO 规模屡次跻身全球前十，印证其资本市场正进入高速扩容期。从证券化率来看，以印尼、越南等为代表的东南亚新兴经济体正处在工业化、城镇化与金融深化同步推进阶段，企业融资需求从银行信贷加速转向股权与债券融资，证券化率虽处于低位，但具备持续抬升的长期趋势。以沙特、阿联酋为代表的中东市场虽然近两年证券化率快速跃升，但主要仍由国有大型实体企业密集 IPO 驱动（例如沙特阿美），其资本市场开放度、外资参与度、产品丰富度仍在快速提升。

表4：2023-2025 年全球交易所 IPO 募资额 Top 10

2023年		2024年		2025年	
上市地点	IPO募资额 (百万美元)	上市地点	IPO募资额 (百万美元)	上市地点	IPO募资额 (百万美元)
上海	27789	印度	20091	香港	37416
深圳	21038	纽约	17394	纳斯达克	27757
纳斯达克	11912	纳斯达克	16543	印度	22963
纽约	9675	香港	11236	纽约	22319
印度	6521	日本	6257	上海	14829
香港	5910	上海	4600	深圳	12796
阿布扎比	5549	深圳	4111	日本	8397
日本	4413	沙特阿拉伯	3607	纳斯达克北欧	7905
印尼	3296	阿布扎比	3347	沙特阿拉伯	4204
土耳其	3279	西班牙	3123	德国	3462

数据来源：港交所，东吴证券研究所

图1：2010-2024 年全球代表性经济体证券化率情况（%）



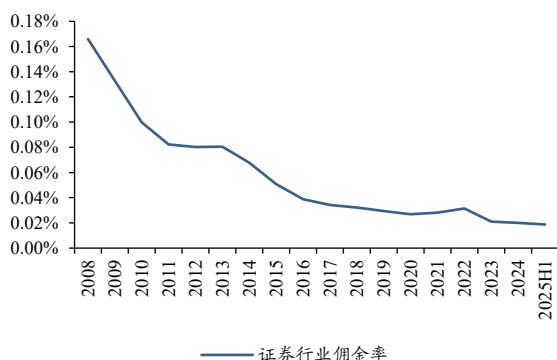
数据来源：世界银行，东吴证券研究所

注：证券化率=一国或地区证券市场总市值/GDP

1.3. 盈利优化：境外展业杠杆优势突出，ROE 较之境内业务优势显著

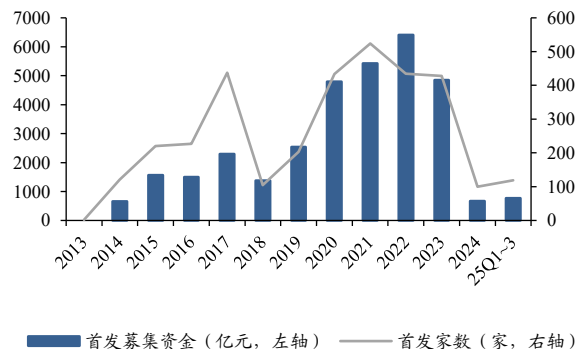
券商境内传统业务盈利能力面临瓶颈。1) 经纪业务方面，同质化竞争加剧，致使证券行业经纪业务佣金率持续下滑。据中证协数据测算，2025 年上半年行业佣金率由 2024 年的 0.020% 下滑至 0.019%。2) 投行业务方面，2023 年 8 月证监会完善一二级市场逆周期调节机制，阶段性收紧 IPO 及再融资节奏，股权融资项目发行速度大幅放缓。2025 年前三季度 A 股市场共发行 119 家 IPO，募资规模 773 亿元，同比分别增长 61% 及 16%，虽边际略有好转，但发行数及发行规模仍处于低位。

图2：2008-2025H1 证券行业佣金率



数据来源：中证协，东吴证券研究所

图3：2013-2025 年前三季度 A 股市场 IPO 发行情况

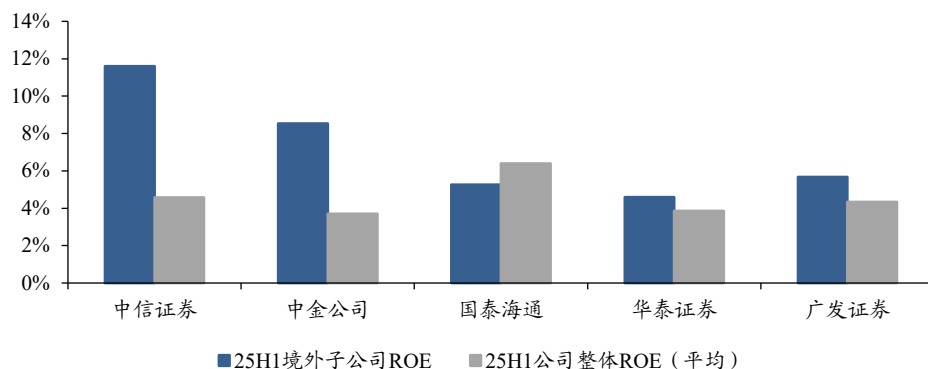


数据来源：，东吴证券研究所

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。相较于境内证券行业竞争加剧、佣金费率持续下行、业务同质化较为明显的环境，境外业务在跨境投行、全球资管、衍生品做市、跨境财富管理等高附加值领域具备更强的定价能力与盈利弹性，资本使用效率更高。从行业实践来看，除国泰海通外，头部券商境外子公司 ROE 均超出公司整体。2025H1 中信、中金、华泰、广发境外子公司 ROE

分别为 11.6%、8.5%、4.6%、5.7%，较之公司整体（4.6%、3.7%、3.9%、4.3%）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。

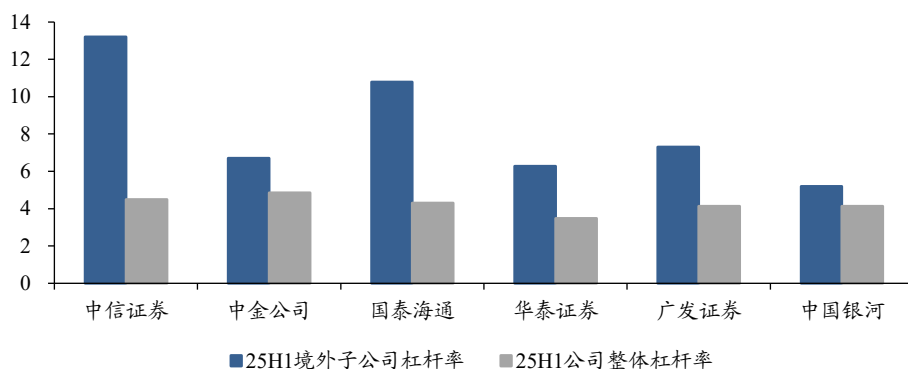
图4：2025H1 头部券商境外子公司 ROE 表现突出



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

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。相比之下，境内业务受资本监管、杠杆上限、业务结构等因素约束更为严格，资本使用效率相对偏低。从头部券商情况来看，2025H1 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 13.2x、6.7x、10.8x、6.3x、7.3x、5.2x，普遍为公司整体杠杆率的 1.3-3 倍。因此，更高的经营杠杆叠加跨境衍生品等高附加值业务占比提升，共同推动境外子公司实现更优的 ROE 表现，成为拉动券商集团整体盈利水平与资本回报的重要增量来源。

图5：2025H1 头部券商境外子公司杠杆率均显著超出公司整体



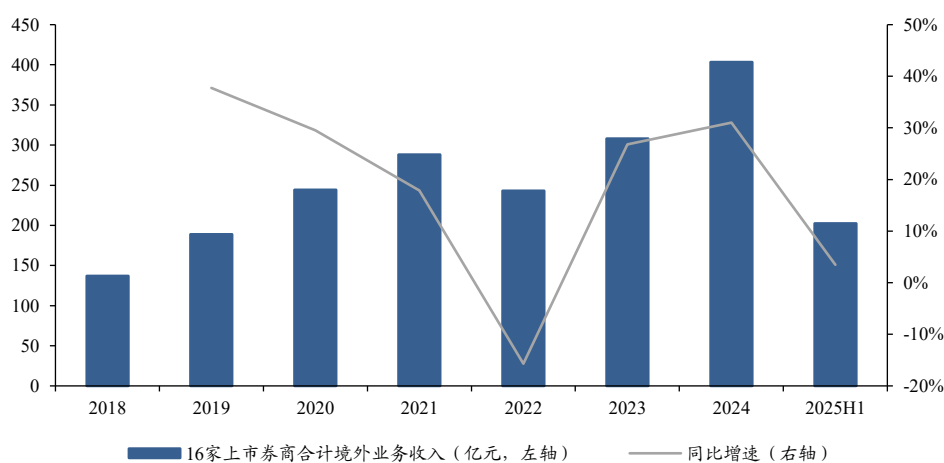
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 券商出海布局提速，国际业务稳步推进

2.1. 出海业务贡献稳步提升，头部集中趋势下资本密集注入

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。截至 2025 年底，境内证券公司已设立 38 家境外一级子公司，布局区域以香港为核心跳板，逐步向东南亚、新加坡、日本、美国等新兴市场和成熟市场延伸，形成“以港为基、全球辐射”的布局态势。业务模式上，多数券商以香港子公司为核心平台，重点开展港股 IPO、跨境投行、跨境财富管理、机构交易、衍生品等核心业务；头部券商则已突破单一区域布局，构建起覆盖美洲、欧洲、亚洲的全球服务网络，而中小券商仍以香港单点突破为主，业务范围相对集中。我们选取披露了 2025H1 境外业务收入的 16 家上市券商作为样本，2025 年上半年 16 家上市券商合计境外业务收入达到 202 亿元，同比增长 3%（增速相对放缓，主要系华泰证券出售 AssetMark 全部股权导致国际业务收入同比大幅下降），占合计营收比重为 11%，已成为营收结构中的重要组成部分。拉长时间维度观察，2018-2024 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（12%），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。

图6：2018-2025H1 16 家上市券商合计境外业务收入（亿元）



数据来源： ， 东吴证券研究所

从经营趋势来看，券商境外业务收入占比不断提升。随着券商出海布局持续深化，境外业务规模不断扩大，境外业务已从早期的补充性业务逐步升级为盈利支柱，收入贡献度持续攀升。16 家样本券商中，2023-2025H1，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。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，2025 年上半年进一步攀升至 31.37%，较上年提升 5.66 个百分点；中信证券境外业务收入占比从 2023 年的 16% 提升至 2025 年上半年的 21%，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。这

一趋势背后，既是券商加大境外业务资源投入、完善全球服务网络的结果，也是境外业务高盈利效率、高增长潜力的直观体现。未来随着政策持续赋能、市场空间不断扩容，券商境外业务收入占比有望进一步提升，持续优化行业整体盈利结构。

表5：16 家上市券商 2023-2025H1 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	2025H1	2023	2024	2025H1
中信证券	9,404	10,948	6,912	16%	17%	21%
中金公司	6,075	5,308	4,024	26%	25%	31%
国泰海通	2,163	2,909	2,459	6%	7%	10%
华泰证券	7,926	14,340	2,308	22%	35%	14%
广发证券	665	1,350	1,140	3%	5%	7%
中国银河	2,006	2,173	1,099	6%	6%	8%
中信建投	539	736	707	2%	3%	7%
招商证券	901	1,094	477	5%	5%	5%
申万宏源	537	446	379	2%	2%	3%
东方证券	-81	298	212	0%	2%	3%
国元证券	171	237	178	3%	3%	5%
国信证券	201	194	126	1%	1%	1%
东方财富	170	186	109	2%	2%	2%
财通证券	59	52	44	1%	1%	1%
国联民生	28	43	27	1%	2%	1%
长江证券	25	28	26	0%	0%	1%
合计	30,790	40,342	20,229	9%	11%	11%

数据来源：，东吴证券研究所

从竞争格局来看，券商出海已形成清晰的“两超两强”主导、梯队分明的格局，马太效应持续加剧。第一梯队为行业头部公司，包括中信证券、中金公司、国泰海通、华泰证券，25H1 境外子公司总资产均超千亿元，构成“两超两强”的竞争格局。25H1 境内券商境外子公司总资产合计 1.64 万亿港元，头部 4 家券商总资产占行业整体的 53%。其中，中信证券境外资产规模位居行业第一，业务覆盖全球，在衍生品、跨境机构业务领域优势突出；中金公司国际业务收入占比最高，是中资企业海外融资的核心服务商，在跨境并购领域处于领先地位；华泰证券构建起覆盖美国、日本、新加坡的全球网络，在跨境财富管理与机构服务方面表现亮眼；国泰海通境外资产超 1500 亿元，香港子公司盈利稳健，正加速推进跨境一体化布局，东南亚市场拓展步伐加快。

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。

表6：2025H1 头部券商境外子公司经营情况（亿元）

公司名称	25H1 总资产	25H1 净资产	25H1 营收	25H1 净利润	25H1 净利润同比增速
中信证券国际	4093.56	253.56	107.02	27.78	63%
中金国际	1391.71	213.60	83.01	22.06	164%
国泰海通金控	1799.79	166.80	38.45	8.42	45%
华泰国际	1415.61	225.31	33.06	10.06	23%
广发控股香港	749.48	102.63	8.55	5.15	214%
银河国际控股	469.00	90.41	10.99	1.63	4%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：汇率选取自 2025 年 6 月 30 日，1 美元=7.17255 人民币，1 港元=0.87874 人民币。

2025 年以来券商资本密集注入国际业务，出海从被动布局转向主动战略投入。一方面，头部券商持续大手笔增资境外平台，如华泰证券拟发行 100 亿港元 H 股可转债专项支持国际业务、招商证券计划向招证国际分次增资不超过 90 亿港元等，行业对境外子公司的资本输血规模创近年新高；另一方面，中小券商加速入场，东北证券、西部证券等新设香港子公司，华安证券、山西证券等密集增资在港平台，形成头部券商集中加码+中小券商批量跟进的格局。

表7：2025 年以来券商境外融资、境外收购或增资设立境外子公司相关公告

公司名称	公告时间	事项	具体内容
华泰证券	2026/2/3	发行 H 股可转债	公司拟发行本金总金额 100 亿港元的 H 股可转债，募集资金净额用于支持本公司境外业务发展，以及补充其他营运资金。
华泰证券	2026/1/24	增资境外子公司	公司董事会同意公司向全资子公司华泰国际增资不超过 90 亿港元，用于支持各项境外业务发展。
广发证券	2026/1/7	配售 H 股+发行可转债	公司拟按每股配售价格 18.15 港元向符合条件的独立投资者配售本公司新增发行的 2.19 亿股 H 股，并发行本金总金额为 21.5 亿港元的可转换为公司 H 股股份的债券。发行所得款项净额拟全部用于公司向境外子公司增资，以支持公司的国际业务发展。
招商证券	2025/12/8	增资孙公司	公司董事会同意由招证国际向其全资子公司分次增资不超过 90 亿港元。首次增资对象为招商证券（香港），增资规模不超过 40 亿港元。
国泰海通	2025/11/18	收购境外公司	公司董事会审议通过境外子公司收购印尼证券公司的议案。
东兴证券	2025/10/31	增资境外子公司	公司已完成向东兴香港增资 3 亿港元，东兴香港的实缴资本由 15 亿港元增至 18 亿港元。
山西证券	2025/10/30	增资境外子公司	为推动公司跨境一体化发展，充实香港子公司山证国际资本实力，降低融资成本，增强国际化经营能力，公司拟对山证国际增资 10 亿港元。
中信建投	2025/8/29	增资境外子公司	公司董事会同意对子公司中信建投（国际）金融控股有限公司增资 15 亿港元（或等值人民币），用于拓展国际业务。
第一创业	2025/8/27	设立境外子公司	公司董事会同意出资不超过 5 亿元港币设立香港子公司作为控股公司，再由控股公司在香港设立持牌全资子公司，开展证券交易、机构融资、资产管理等业务。

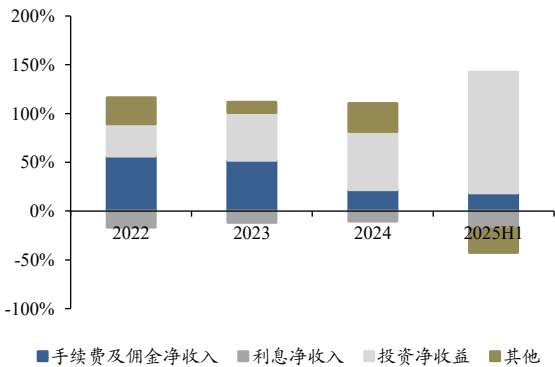
中银证券	2025/8/20	增资境外子公司	为满足中银国际投资业务发展需要，公司拟以货币方式出资 14 亿元向中银国际投资增资，将中银国际投资注册资本增至 20 亿元。
首创证券	2025/7/26	发行 H 股	为进一步提高公司的资本实力和综合竞争力，更好地整合国际资源，提升国际影响力，公司拟发行 H 股股票并申请在香港联交所主板挂牌上市。
西部证券	2025/6/13	设立境外子公司	公司拟出资等值 10 亿元人民币，设立全资香港子公司，旨在打造国际化业务平台，服务跨境客户需求。
东北证券	2025/4/26	设立境外子公司	公司董事会同意公司在香港设立全资子公司开展证券业务（具体业务范围以监管部门核定为准），注册资本为 5 亿港元。
东吴证券	2025/4/26	增资境外子公司	公司董事会同意公司向东吴证券（香港）金融控股有限公司增资，金额不超过 20 亿港元或等值人民币。
国金证券	2025/4/25	增资境外子公司	公司拟向国金金融控股（香港）有限公司增资不超过 5 亿元人民币。
华安证券	2025/4/15	增资境外子公司	公司董事会同意向华安证券（香港）金融控股有限公司增资 5 亿港元。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2. 投资收益主导，多元业务协同推进

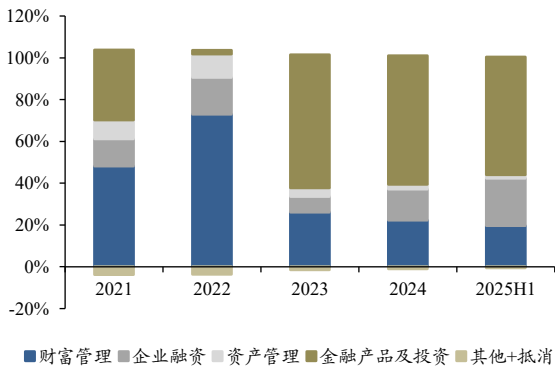
从收入结构来看，当前券商境外业务收入仍以投资收益为核心，财富、投行业务亦是重要支撑。①头部券商中，以华泰证券为例，2025H1 其国际业务分部的手续费及佣金净收入、利息净收入、投资净收益、其他收入占比分别为 19%、-19%，124%、-24%，投资收益系其境外业务最主要的收入来源，费类业务收入也具备一定的体量。2023 年及之前手续费及佣金净收入占比超过 50%，主要由 AssetMark 贡献。②中型券商中，以兴业证券为例，其境外子公司兴证国际 2022 年受港股大跌、中资美元债风险暴露影响，自营投资拖累整体收入；2023 年伴随市场企稳、资产估值修复以及公司主动优化投资组合、严控风险敞口，自营业务跃升为第一大收入来源。2025H1 兴证国际财富管理、企业融资、资产管理、金融产品及投资业务收入占比分别为 20%、23%、2%、56%，自营投资业务占主导。

图7：2020-2025H1 华泰证券国际业务分部收入结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图8：2020-2025H1 兴证国际收入结构

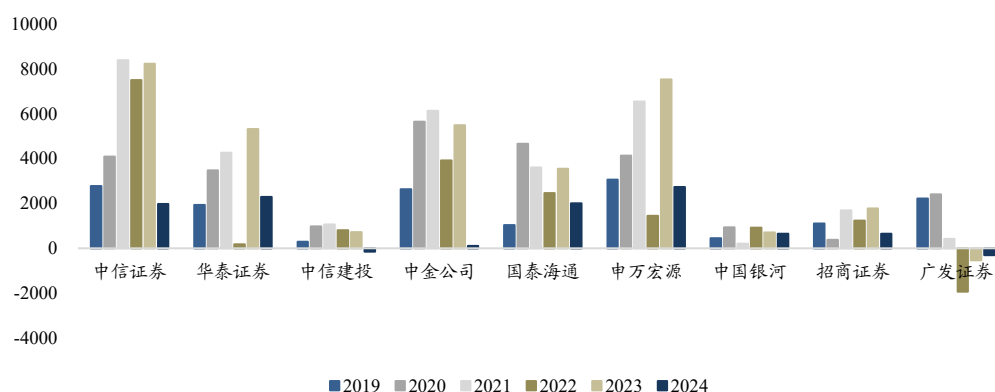


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1) 跨境业务（自营、场外衍生品）方面，大型券商表现分化明显。2023 年以来因境内衍生品业务价格战激烈，跨境衍生品业务净利差较高且伴随着旺盛的跨境需求，场外衍生品业务在规模有限的情况下逐步聚焦于跨境服务。据中证协数据，截至 2023 年 11 月末，券商跨境业务存续规模已突破 1 万亿元，其中，跨境自营业务存续规模为 1889.86 亿元，环比增加 103.96 亿元，增幅为 5.82%。跨境场外衍生品业务存续名义本金约为 8254.27 亿元，环比增加 645.33 亿元，增幅为 8.48%。跨境收益凭证业务存续规模为 69.96 亿元，环比下降 4.41 亿元，降幅为 5.93%。

我们以合并口径下投资净收益收入-母公司口径投资净收益来估算各大券商跨境业务收益，该部分收益在不同年份间波动较大，不同券商间也分化明显，部分券商在 2022、2023 年间亏损较多。但由于以子公司投资净收益估算跨境业务收益会受到如科创板跟投，其他参控股公司投资业务等影响，可能与实际的收益情况存在一定偏差，特别是子公司较多的券商影响更大。

图9：各大券商跨境业务投资收益测算（百万元）



数据来源： ，东吴证券研究所

注：国泰海通数据来源于原国泰君安相关报表。

2) 投行业务方面，内地券商在香港 IPO 市场优势明显。在全球范围内，中资券商投行业务综合竞争力与海外头部公司相比仍有差距，2024 年全球股票发行 Top 50 承销商中共有 6 家内地券商，合计总承销份额约 4.96%。但在香港市场，中资券商已实现从参与到主导的跨越，2024 年港股 IPO 承销金额前十席位中，中资券商占据半数，前 50 席位中占据 14 家，合计市场份额达到 34%，以中金、中信为核心的头部机构在港股 IPO 保荐、承销及跨境融资项目中市场份额位居前列，成为连接内地企业与全球资本的核心枢纽。

表8: 2024 年全球股票发行 Top 10 承销商及进入前 50 位的中国内地券商

承销商	排行	金额 (百万美元)	发行数 (家)	排行榜份额 (%)
摩根士丹利	1	52947	253	10.2
高盛集团	2	46836	258	9.0
美国银行	3	39542	213	7.6
摩根大通	4	36302	241	7.0
花旗集团	5	34332	200	6.6
瑞士银行	6	17062	138	3.3
杰富瑞	7	16351	178	3.1
巴克莱	8	9700	89	1.9
德意志银行	9	9605	65	1.9
法国巴黎银行	10	9541	60	1.8
中信证券	12	8636	76	1.7
中金公司	19	5758	60	1.1
国泰海通	21	4515	56	0.9
华泰证券	31	2878	37	0.6
中信建投	39	2440	29	0.5
国信证券	47	1569	15	0.3

数据来源: 中证协, 东吴证券研究所

表9: 2024 年香港市场股票发行 Top 10 承销商及进入前 50 位的中国内地券商

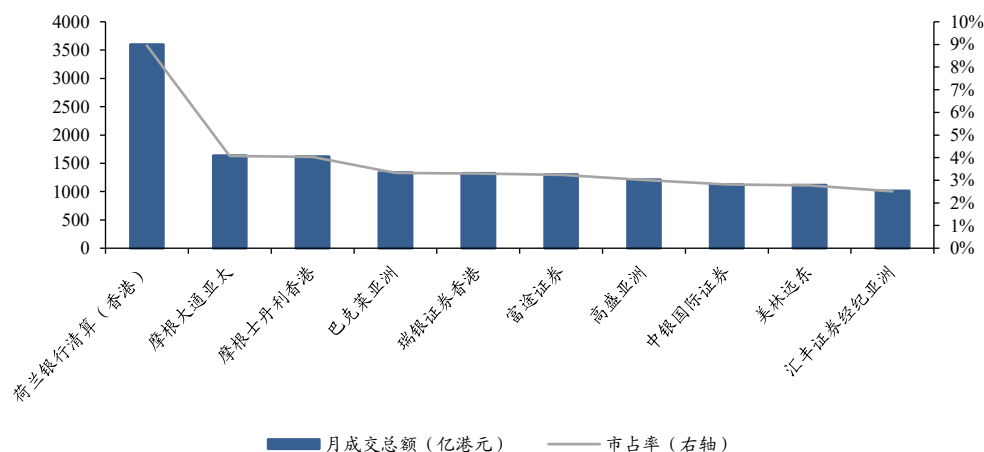
承销商	排行	金额 (百万美元)	发行家数 (家)	排行榜份额 (%)
摩根士丹利	1	2271	18	12.6
中金公司	2	1972	31	11.0
美国银行	3	1273	5	7.1
瑞士银行	4	1191	11	6.6
中信证券	5	1179	27	6.6
招商银行	6	1104	38	6.1
高盛集团	7	1092	8	6.1
华泰证券	8	1033	19	5.7
广发证券	9	704	11	3.9
国泰海通	10	487	25	2.7
中国银河	16	213	22	1.2
中信建投	25	134	5	0.8
招商证券	26	120	10	0.7
申万宏源	29	110	15	0.6
中泰证券	34	76	23	0.4
光大证券	39	47	12	0.3
东吴证券	40	46	5	0.3
东方证券	44	36	6	0.2
国信证券	45	34	4	0.2

数据来源: 中证协, 东吴证券研究所

3) 经纪业务方面，港股市场经纪业务仍以海外头部券商为主导，中资券商市占率仍具备提升空间。根据捷利金融云披露的 2025 年 12 月港股经纪商成交综合排行，成交额排名前 10 的经纪商中除中银国际证券外均为海外传统头部券商。其余中资券商方面，中信证券经纪（香港）、中信里昂证券、国泰君安证券香港成交额市占率分别为 1.08%、0.98%、0.95%，分列第 14-16 位。

内地证券公司积极布局全球主要交易所，提升服务质效。例如，中信证券依托境外平台，在亚太地区机构经纪业务中保持优势地位，并持续拓展全球市场，推动境内外业务体系衔接融合，打造一体化的全球机构经纪服务平台。华泰证券以“现券交易 + 跨境主经纪商”为核心，打造一站式跨境金融服务方案，同时积极拓展海外牌照资质，2024 年相继拿下东京证交所专业债券市场承销资格、纳斯达克交易所承销会员资格，并成为首家获准在越南市场开展直接交易的中资券商。国泰海通稳步推进全球化网络建设，欧洲业务实现关键突破，英国子公司顺利落地首批北向权益客需交易，澳门子公司打通港股经纪服务通道，构建起跨区域协同的全球经纪服务格局。中国银河持续巩固自身在东南亚市场的领先地位，2024 年在马来西亚和新加坡的经纪业务市场份额均超过 10%。

图10：2025 年 12 月港股经纪商成交综合排行



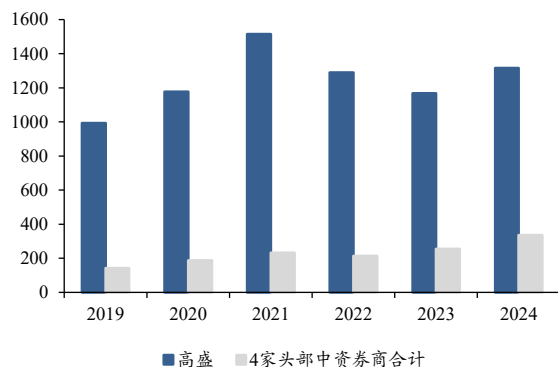
数据来源：捷利金融云，东吴证券研究所

3. 出海长期空间仍广阔，各条线协同打开成长天花板

3.1. 中资券商海外业务对标国际一流投行仍有差距，成长潜力充足

与国际一流投行相比，中资券商国际业务收入规模及占比仍存在显著差距，未来提升空间广阔。从收入规模来看，2024 年 4 家头部券商（中信、中金、国泰海通、华泰）合计国际业务收入为 335 亿元，仅为高盛海外业务收入（约 1315 亿元人民币）的 25%。从收入占比来看，当前中资券商平均国际业务收入占比仅 10% 左右，即便国际化领先的中金公司，其占比也基本保持在 20%-30% 区间，相对低于高盛等全球龙头。

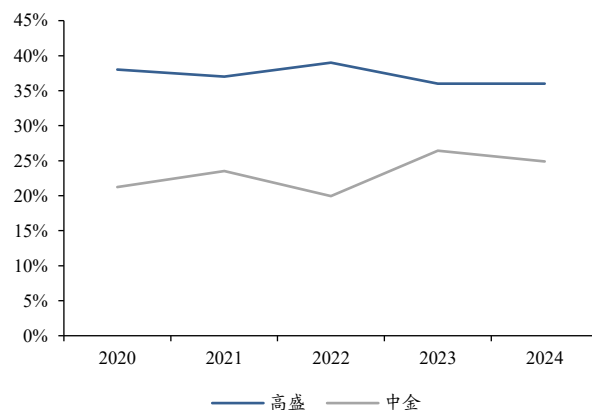
图11：中资券商国际业务收入较海外头部差距显著（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：4家头部中资券商为中信、中金、国泰海通、华泰。

图12：高盛、中金境外业务收入占比对比

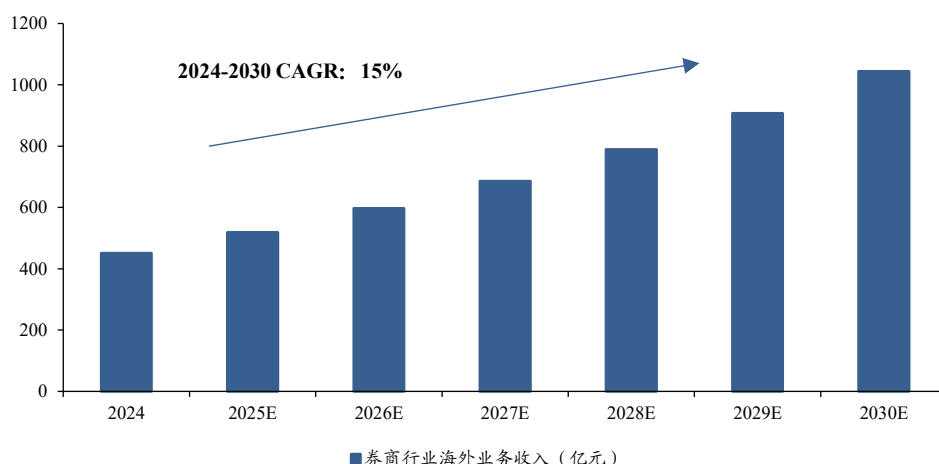


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

中资券商国际业务在区域布局、客户培育、资本投入等方面仍处于初期阶段，后续增长潜力较高。从区域布局看，中资券商国际业务高度集中于香港单一市场，在东南亚、欧美、中东等关键金融枢纽的布局仍处起步阶段，全球化网络尚未真正形成，难以覆盖全球企业与机构客户的跨境需求。从客户结构看，中资券商国际业务服务对象仍以中资企业、中概股及内地跨境投资者为主，全球机构客户、海外本土企业、跨国公司的渗透率较低，客户基础与客单贡献均有巨大挖掘潜力。此外，相较于国际投行将大量资本与资源投向全球化平台，国内券商对境外子公司的资本投入、人才配置、系统建设仍处于提升阶段，随着资本持续注入、牌照不断完善、跨境协同进一步深化，国际业务收入规模与盈利贡献仍具备显著上行空间。

至 2030 年券商行业海外业务收入有望突破千亿元。我们以前述样本券商海外业务营收情况线性外推，假设行业整体海外收入占比为 10%，对应行业整体 2024 年海外收入为 451 亿元（据中证协披露，2024 年证券行业实现营业收入 4511.7 亿元）。综合历史增长中枢、行业竞争格局及中长期政策与市场环境判断，2024-2030 年，伴随中资企业出海常态化、跨境资产配置需求持续增长，国内券商海外业务收入年复合增长率有望达到 15%，至 2030 年海外业务收入规模将达到 1044 亿元，较 2024 年增长 131%。届时国际业务将成为驱动券商行业营收结构优化、盈利水平提升的重要增长极。

图13: 2030 年券商行业海外业务收入估算 (亿元)

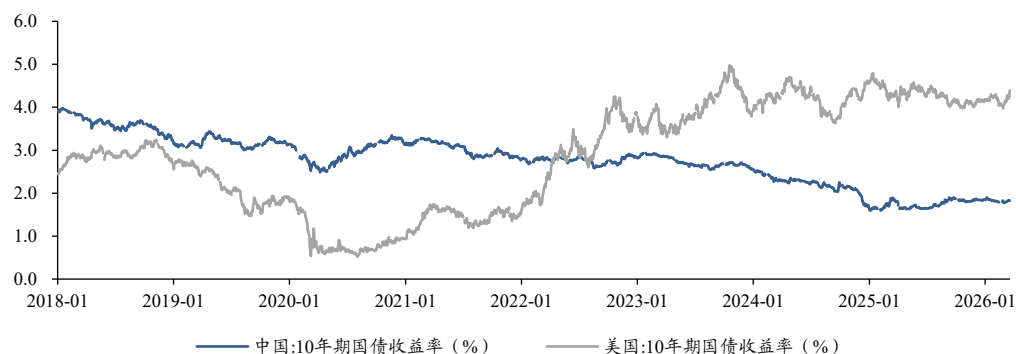


数据来源: 中证协, 东吴证券研究所

3.2. 各条线均迎发展契机, 行业有望实现全业务链跨境拓展

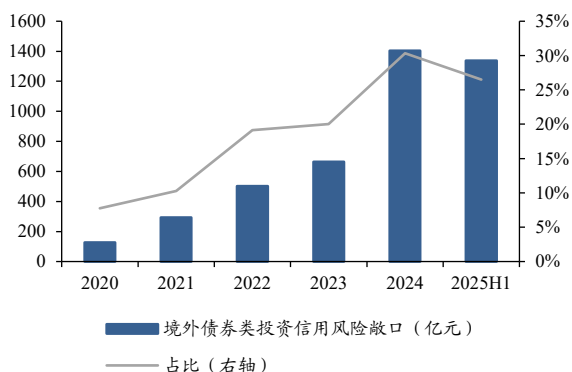
- **1) 跨境自营业务: 境内“资产荒”+低利率, 配置性价比提升。**以固收资产为例, 近年来, 在国内经济增速放缓、货币政策维持偏宽松基调、地方政府与金融部门控杠杆防风险的多重背景下, 无风险利率中枢持续下行, 高等级信用债收益率不断压缩, 传统高收益、高流动性的优质固收资产供给显著收缩。境内固收市场收益率难以满足机构对绝对收益和组合收益增厚的需求, 机构普遍面临收益缺口与配置压力。相较之下, 境外固定收益市场, 尤其是以美元计价的债券在利率水平、信用利差与分散化价值上具备显著优势。一方面, 海外主要经济体货币政策周期与国内错位, 美欧等市场政策利率阶段性高位运行, 直接带来更高的基础票息优势, 能够有效弥补境内低利率环境下的收益缺口; 另一方面, 离岸中资美元债经过市场调整后, 信用利差处于历史相对高位, 优质国企、央企及龙头民企美元债兼具高票息与相对可控的信用风险, 成为券商自营增厚组合收益的重要抓手。在此背景下, 头部券商纷纷提升境外固收敞口, 2025H1 中信证券、中金公司境外债权类投资信用风险敞口分别为 1337、218 亿元, 占各自信用风险敞口比重分别达到 27%、9%, 较之 2020 年分别提升 19pct、9pct。对于券商行业而言, 适度提升境外固收敞口, 既是应对境内收益率下行压力的现实选择, 也是优化资产组合、稳定自营投资收益、满足客户跨境配置需求的必然举措。

图14: 美国市场政策利率阶段性高位运行



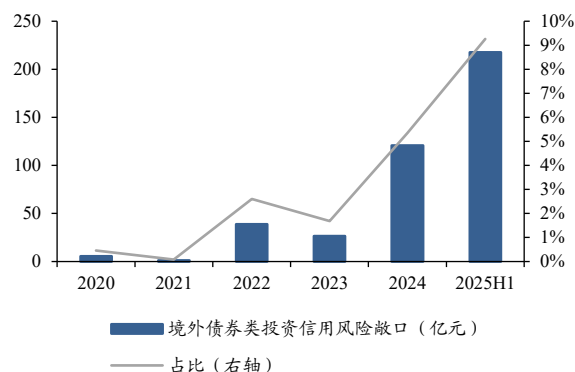
数据来源: , 东吴证券研究所

图15: 中信证券境外债券类投资信用风险敞口 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

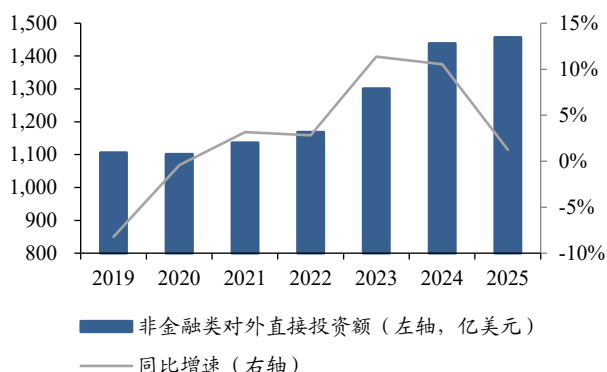
图16: 中金公司境外债券类投资信用风险敞口 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

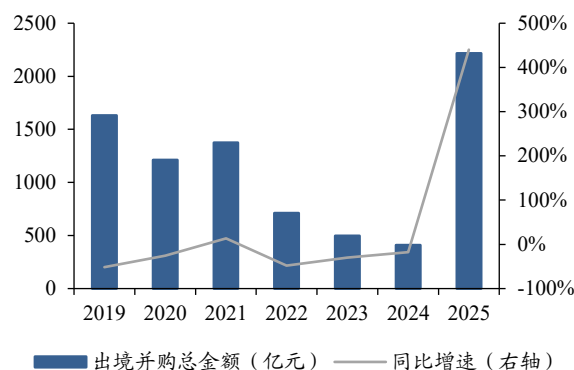
- **2) 投行业务: 中资企业全球化布局, 催生跨境投行需求。**在“走出去”战略深化与全球产业链重构的双重驱动下, 中企海外实体投资呈现稳健扩张态势。2025 年我国非金融类对外直接投资额达到 1456.6 亿美元, 同比增长 1.3%。与此同时, 中企跨境融资、境外上市、跨境并购、海外发债等刚性跨境金融需求持续爆发, 直接为券商海外投行业务带来增量空间。以出境并购为例, 据统计, 2025 年中企共披露 130 起出境并购事件, 出境并购总金额 2215 亿元, 同比大幅增长 440%。中资券商长期深度绑定境内客户, 熟悉产业逻辑与企业真实需求, 可依托境内外一体化平台提供全生命周期跨境投行服务, 同时可有效联动中资背景资金, 在跨境融资中具备较强的发行保障能力, 其投行业务在服务本土企业方面具备天然优势, 因此在中企出海潮流中有望充分受益。

图17：2019-2025 年我国对外非金融类直接投资（亿美元）



数据来源：商务部，东吴证券研究所

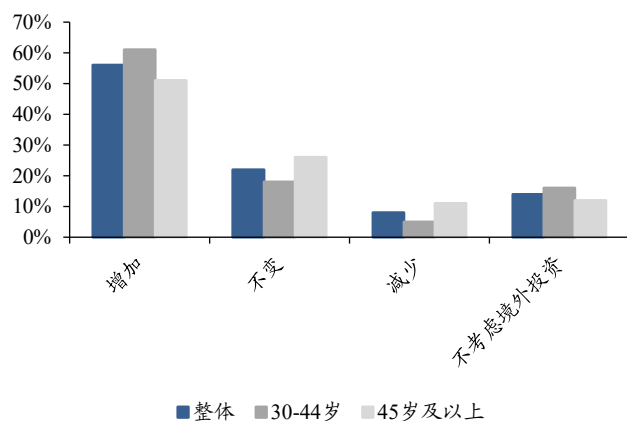
图18：2019-2025 年中国企业出境并购总金额



数据来源：，东吴证券研究所

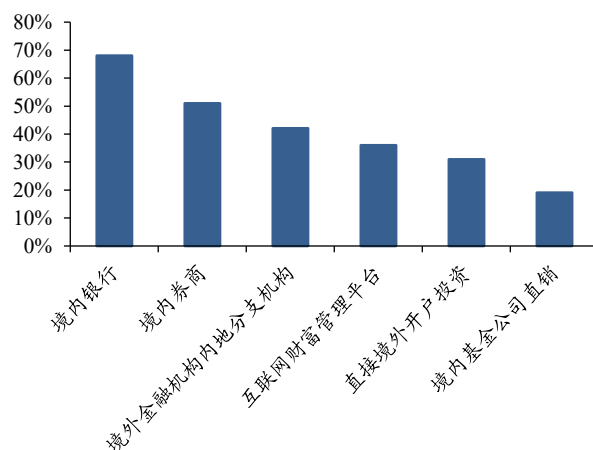
- **3）财富管理业务：居民全球资产配置需求升级，开辟券商境外财富管理新赛道。**伴随互联互通机制的持续深化，居民跨境资产配置渠道趋于多元，相关需求正在逐步兑现，为券商境外财富管理业务出海奠定坚实的需求基础。另外，据胡润百富《2025 中国高净值人群金融投资需求与趋势白皮书》，全球化配置已成为高净值人群的重要选择，45%的受访高净值人群已配置境外金融产品，境外资产平均占其总资产的 20%，形成稳定的全球配置格局；更有 86%的高净值人群考虑进行境外配置，其中 56%计划未来一年进一步提升境外资产比例，30-44 岁中青年群体增配意愿尤为突出，达 61%，表明高净值人群跨境配置需求进入持续释放期。整体而言，居民跨境资产配置的渗透率、增配意愿与配置结构均呈现明确升级趋势，叠加 QDII、跨境理财通等政策通道持续扩容，为券商拓展境外财富管理赛道、打造跨境财富管理核心竞争力创造了历史性机遇。

图19：高净值人群未来一年境外金融投资产品的调整计划



数据来源：胡润百富，东吴证券研究所

图20：高净值人群境外金融投资产品的购买渠道



数据来源：胡润百富，东吴证券研究所

4. 投资建议

看好券商行业国际业务业绩贡献逐级提升，具备先发优势的头部券商将充分受益。在“打造一流投行”目标引领下，随着资本市场双向开放深化、中资企业全球化融资与跨境财富管理需求持续释放，国际业务有望成为券商业绩增长的重要支撑。另一方面，券商出海行业呈现显著的头部集中特征，马太效应持续加剧，核心源于头部券商在先发优势、资本壁垒、客户资源、牌照布局等方面的领先性。中小券商受资本、人才、客户限制，境外业务多以香港单点突破为主，难以形成全球化竞争力；而头部券商已构建较好的海外业务基础，资本持续向境外业务注入，且在港股投行、跨境衍生品、境外财富管理等核心业务中具备显著优势，将充分受益于券商出海的战略机遇期。结合券商国际化布局的进度、境外业务收入贡献、资本投入力度等维度，重点看好具备建设全球服务网络能力、境外业务盈利效率高、资本持续加码国际业务的头部券商标的，推荐中金公司、中信证券、华泰证券、国泰海通、中国银河、广发证券等。

表10：个股盈利预测与估值（截至 2026 年 3 月 22 日）

证券代码	公司名称	总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	营业总收入（亿元）				归母净利润（亿元）				PB			
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
601995.SH	中金公司	1,855	33.78	213	281	312	344	57	87	99	112	1.76	1.43	1.34	1.25
600030.SH	中信证券	3,750	25.30	638	748	862	949	217	301	332	372	1.43	1.17	1.14	1.05
601688.SH	华泰证券	1,718	19.03	415	428	475	527	154	171	195	218	1.05	0.87	0.81	0.75
601211.SH	国泰海通	3,092	17.54	434	609	698	771	130	275	264	300	1.00	0.97	0.91	0.85
601881.SH	中国银河	1,503	13.75	355	309	330	355	100	145	159	176	1.36	1.18	1.08	0.98
000776.SZ	广发证券	1,491	19.06	272	346	385	421	96	140	161	180	1.20	1.04	0.95	0.87

数据来源：，东吴证券研究所

注：盈利预测数据来源于 2026 年 3 月 22 日一致预期。

5. 风险提示

- 1) 宏观经济不及预期：宏观经济剧烈波动将直接影响资本市场活跃度，造成证券行业收入下滑；
- 2) 政策趋紧抑制行业创新：若宏观经济出现超预期下滑，势必造成证券行业监管政策趋于审慎，证券公司开拓新盈利增长点势必受限；
- 3) 市场竞争加剧风险：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。

免责声明

东吴证券股份有限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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。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。

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>