



中国 证券经纪及资产管理 未来十年再展望：到2026 年的行业演进路线越发清晰

继我们两年前发表券商行业展望十年深度研究报告后，我们更新了2026年全行业收入预测，主要基于市场结构和竞争格局的变化将推动新型券商业务（如衍生品做市、主经纪商业务、主动资管/财富管理业务）与传统券商业务（如个人经纪业务、自营交易和股票质押贷款）收入增长进一步分化的预期。我们认为中国券商行业所面临的机遇依然可观：预计2026年收入为1,160亿美元、税后净利润470亿美元，净资产回报率9.4%。

基于中国雄心勃勃的改革计划，旨在开放中国资本市场的举措（向海外投资者开放股票/债券/衍生品市场；取消资管机构所售产品的隐性担保、放松基金投顾业务监管、推进采取市场化IPO定价/挂牌机制等）将稳步扩宽和深化中国资本市场结构，进一步推动机构化和国际化两大趋势。尽管如此，多数改革措施仍处在早期实施阶段，尚未推动券商新型业务收入明显增长，而与此同时传统经纪和自营交易业务则受到更大的定价压力和市场波动影响。

一线券商中金公司、中信证券和华泰证券较同业的竞争优势持续扩大，而且在当前依然高度分散的市场中势必进一步提高市场份额和盈利能力。受到中国监管框架放松的吸引，全球银行业也扩大了在华业务布局，不过目前我们预计国内券商受到的竞争冲击有限。最后，我们的SUSTAIN研究团队为我们的分析提供了新的研究视角，他们指出中国券商行业越发重视环境、社会责任和公司治理(ESG)的整合/报告/投入，这也符合中国资本市场改革的初衷。

夏毅超, CFA(研究助理)

+86(21)2401-8692
yichao.xia@ghsl.cn
北京高华证券有限责任公司

王逸, CFA(分析师)

执业证书编号:S1420510120004
+86(21)2401-8930
yi.wang@ghsl.cn
北京高华证券有限责任公司

北京高华证券有限责任公司及其关联机构与其研究报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。有关分析师的申明和其他重要信息，见信息披露附录，或请与您的投资代表联系。

目录

投资概览：结构性挑战犹存，但长期潜力未改	3
向2026年演进之路：预计届时券商行业收入可达1,160亿美元、税后净利润470亿美元、净资产回报率9.4%	5
雄心勃勃的改革计划意在改善资本市场结构，只是变化刚刚开始	8
经纪服务：结构性潜力尚未充分实现	15
资产管理/财富管理业务：银行仍主导资管市场，但券商财富管理业务也将逐步增长	22
投行业务：改革推动股权资本市场可持续增长	27
竞争压力和强监管推动市场集中度上升	30
我们越发看好中金公司、中信证券和华泰证券	33
全球银行加速在华布局，但对国内券商的冲击有限	39
上市公司的ESG披露是遵守全球规范的一项长期目标	46
附录：资本市场政策措施	47
信息披露附录	51

投资概览：结构性挑战犹存，但长期潜力未改

向2026年演进之路：预计届时券商行业收入可达1,160亿美元、税后净利润470亿美元、净资产回报率9.4%

继我们两年前发表券商行业展望十年深度研究报告后，我们更新了2026年全行业收入预测。目前传统业务的竞争压力加大，而更为复杂的资本市场活动所带来的新型业务收入增长仍不显著。但是中国券商行业的长期增长潜力未变，因为旨在改善市场结构的改革措施将在未来为衍生品做市、主经纪商业务、主动资管/财富管理等高附加值业务创造可观收入。

雄心勃勃的改革计划意在改善资本市场结构，只是变化刚刚开始

中国资本市场改革正在提速，在我们2017年提出的支撑中国资本市场增长和券商收入的10大推动因素中，监管当局已围绕其中6项出台了具体措施。所带来的成效包括境外投资者参与度提高、本土机构投资者增多、衍生品市场和股权融资市场活动强劲增长等。展望未来，我们预计将有新政策进一步推动投资者的机构化和国际化、完善交易环境、加大股权/债权融资市场融资、为拓宽/深化市场结构提供更清晰的路线展望。

经纪服务：结构性潜力尚未充分实现

中国券商的主要收入仍来自受制于巨大价格压力的高波动性业务。同时，虽然过去两年来股票、固定收益和衍生品市场的机构化程度有所上升，但仍相对较低其他成熟市场，在当前阶段限制了做市和两融业务的收入机会。展望未来，我们预计券商基于自身资产负债表为客户提供的资本中介型服务的收入贡献将大幅提升，推动2026年收入达到680亿美元，相当于2018年时240亿美元收入水平的将近三倍。

资产管理/财富管理：银行仍主导资管业务，但券商财富管理业务增长加速

商业银行在中国资产管理业务中的占比仍可能继续遥遥领先，因为市场普遍预期的取消收益率隐性担保进展迟缓，而且方兴未艾的银行理财子公司在扩大市场份额方面独具优势。但另一方面，中国券商业所处地位非常有利于捕捉快速增长的财富管理业务机会，我们首次将此业务纳入收入池预测。我们预计到2026年资产管理/财富管理业务收入将增至180亿美元，几乎是2018年时50亿美元收入规模的四倍。

投行业务：改革推动股权资本市场可持续增长

虽然在过去两年半时间里投行业务收入走低，但我们预计监管框架将更趋宽松，有望显著改善股市长期构架、支撑2020年之后股权资本市场回暖。我们预计2026年投行业务收入将增至180亿美元，达到2018年时60亿美元收入规模的三倍。

竞争压力和强监管推动市场集中度上升

尽管大势疲弱已促使收入向大型券商归集，但国内券商行业的分散程度仍大大超出其他市场。随着竞争加剧、监管层更注重规模和质量，我们预计业务模式更加复杂成熟的一线券商将进一步扩大市场份额；但由于牌照控制严格而且很多省级/地方券商的政府持股比例较高，市场不大可能出现大规模整合。

我们越发看好中金公司、中信证券和华泰证券

我们在2017年报告中表示，我们认为业务规模/财务实力更强、业务布局有所侧重的知名

一线券商拥有更理想的定位，有望从市场整合以及资本市场益发成熟中受益。在市场下行的阵痛期，中金公司、中信证券和华泰证券等一线券商已通过提高机构经纪/财富管理/投行业务的增值服务能力，相对同业扩大了竞争优势。

全球银行业扩大了在华业务布局，不过我们预计国内券商受到的竞争冲击有限

在过去五年里，外资券商在中国国内的业务收入增幅落后于整体行业，较之国内一线券商差距尤其明显。但是，随着牌照限制取消，特别是考虑到2020年之后外资持股比例可达100%，全球银行业已经显著加快了在中国业务布局。不过目前来看，由于资本流动限制以及经营约束依然存在，我们认为外资券商参与度加大对于国内券商的竞争冲击有限。韩国经验表明，全球银行业需要在员工/资本金方面大举投入，才有可能在中国达到相同的市场占有率。

环境、社会责任和公司治理(ESG)披露要求带来长期激励，向国际标准看齐

我们的SUSTAIN研究团队为我们的分析提供了新的研究视角，他们指出中国券商行业越发重视环境、社会责任和公司治理(ESG)的整合/报告/投入，这也符合中国资本市场改革的初衷。

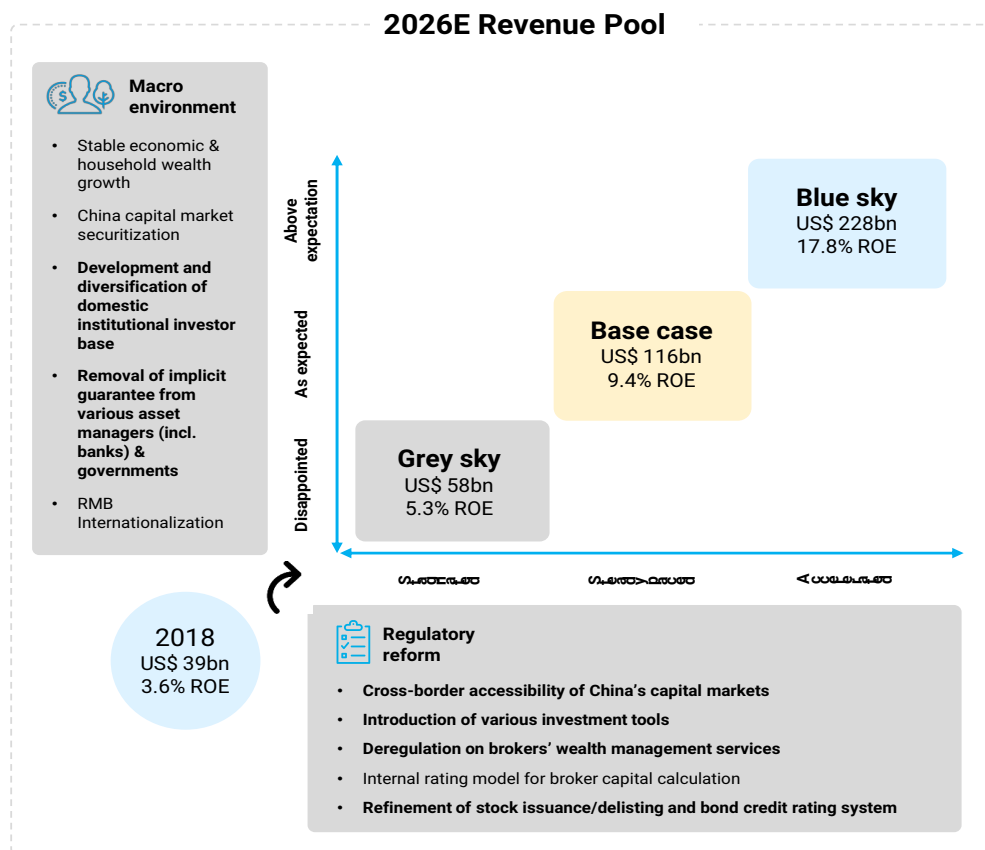
向2026年演进之路：预计届时券商行业收入可达1,160亿美元、税后净利润470亿美元、净资产回报率9.4%

继我们两年前发表券商行业展望十年深度研究报告后，我们更新了2026年全行业收入预测，目前传统业务的竞争压力加大，而更为复杂的资本市场活动所带来的新型业务收入增长仍不显著。但是中国券商行业的长期增长潜力未变，因为旨在改善市场结构的改革措施将在未来为衍生品做市、主经纪商业务、主动资管/财富管理等高附加值业务创造可观收入。

新业务增长仅能部分抵消传统经纪业务所面临的挑战。总体来看，我们下调了2026年收入、盈利和回报率预测。

- 2026年收入（2018-2026年收入年均复合增长15%）：从此前预测的1,200亿美元下调至1,160亿美元；相比之下，2016/2018年分别为460亿/390亿美元。
- 2026年税后净利润（2018-2026年收入年均复合增长22%）：从此前预测的490亿美元下调为470亿美元；相比之下，2016/2018年分别为180亿/100亿美元。
- 2026年净资产回报率：从此前预测的10.1%下调为9.4%；相比之下2016年/2018年分别为8.0%/3.6%。

图表 1: 向2026年的演进路线更加清晰



Meaningful regulatory reform bolded

资料来源：万得，高盛全球投资研究

我们2026年的预测基于十个能够改变中国券商业格局的驱动因素（以下划线标出部分为主要改革领域）：

市场化改革（宏观环境）

- 经济和居民财富稳步增长
- 资本市场证券化
- 国内机构投资者群体进一步发展和多元化
- 各类资管公司（包括银行）和政府逐步取消隐性担保
- 人民币国际化的推进

监管改革

- 中国资本市场跨境准入不断放开
- 允许更为多元化的金融投资产品
- 放松券商财富管理业务管制
- 逐步推进券商资本计量内评法的应用
- 改革完善股票发行/退市和债券市场信用评级体系

两大趋势将推动市场的显著变化

上述宏观和监管两大类因素将支撑中国资本市场的两个关键发展趋势。我们预计这两个趋势将推动券商机构经纪业务和资产管理服务的发展。

国际化：

境外投资者参与、跨境融资以及并购活动都需要更良好且更有效的市场机制

中国资本市场国际化（受到股市/债市互联互通等跨境交易机制建立、国内股市/债市被纳入MSCI 等全球指数以及人民币国际化等因素的推动），将会：

- 吸引更多境外投资者来到中国，并随之带来更多成熟的投资理念和多样化的交易要求。
- 允许中国个人/机构投资者进行全球资产配置，提升投资组合有效前沿，并增加对更优秀的投资组合管理技巧的需求。
- 鼓励国内外企业进行跨境融资和并购，改善中国资本市场的融资功能，并支持经济结构转型。

机构化：

个人投资者占比下降、机构投资者占比上升，从而创造了更理性的投资环境、更多元化的交易活动和更复杂的金融工具

中国资本市场参与者机构化（受到国内资本市场放开、资管公司取消产品隐性担保以及国内居民财富积累的推动），将会：

- 创造更加理性的投资环境、降低股市波动性/交易换手率，并提高了风险定价效率。
- 带来多元化的交易活动，刺激投资者对结构化产品和衍生品等多种投资工具的需求，促进包括各种场外交易市场在内的更广泛的交易场所的发展。
- 推动财富管理市场成熟，提高资管产品在中国居民金融资产当中的占有率，并引入委托管理账户等其他财富管理模式。

结构性挑战犹存，但长期增长潜力未改

虽然监管改革令人鼓舞，但是中国资本市场的结构性调整仍处早期阶段，由更复杂的资本市场活动推动收入出现明显增长的情况尚未出现。

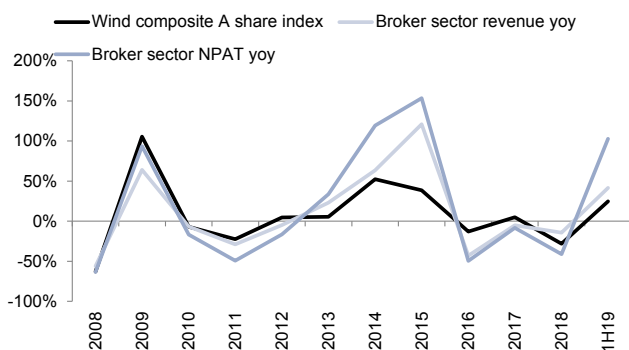
与此同时，当前中国券商收入结构高度依赖经纪业务和自营交易，而这两块业务的收入主要取决于股市表现，因此过去两年券商收入亦随着市场震荡而波动。经纪、股票质押回购、传统资管和投行等传统业务的竞争压力加剧，导致手续费收入和市场份额大幅压缩。

我们仍对新业务的长期增长潜力持乐观态度，因为随着改革深化以及市场结构的持续调整，衍生品做市、主经纪商以及主动资管/财富管理等高附加值业务将创造巨大的收入池。

我们更新了基本情景预测，我们的2026年三大收入池预测如下：

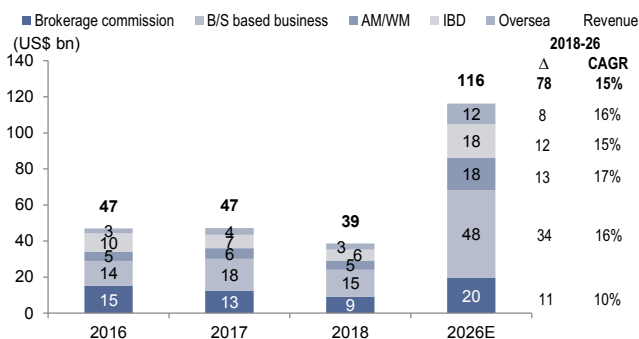
- 经纪服务（占2026年收入池59%）：我们将2026年收入池预测从此前的700亿美元下调至680亿美元。相比之下，2018年时为240亿美元。
- 资产管理（占2026年收入池16%）：我们将2026年收入池预测从此前的190亿美元下调至180亿美元。相比之下，2018年时为50亿美元。
- 投行业务：（占2026年收入池16%）：我们将2026年收入池预测从此前的190亿美元下调至180亿美元。相比之下，2018年时为60亿美元。

图表 2: 过去两年券商收入仍高度依赖股市表现...



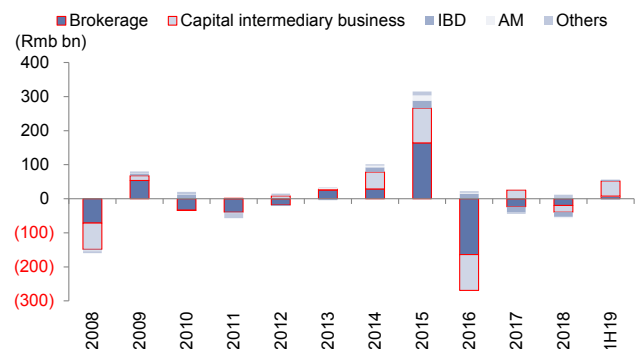
资料来源：万得，中国证券业协会

图表 4: 市场日趋成熟和令人鼓舞的改革措施为券商收入池带来了巨大的增长潜力
中国券商收入池

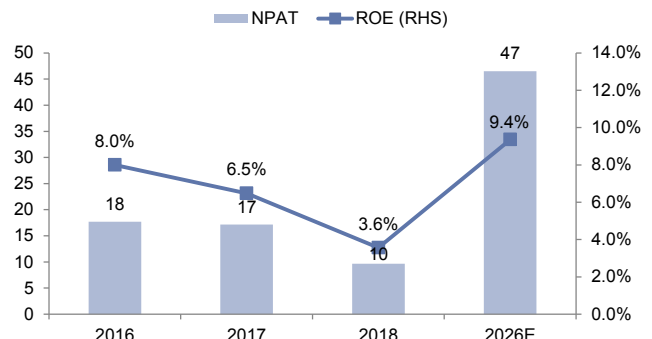


资料来源：中国证券业协会，高盛全球投资研究

图表 3: ... 佣金和自营交易导致收入波动明显
同比变化，按部门



图表 5: 我们预计2018-2026年行业税后净利润将年均复合增长22%至470亿美元，净资产回报率为9.4%



资料来源：中国证券业协会，高盛全球投资研究

雄心勃勃的改革计划意在改善资本市场结构，只是变化刚刚开始

中国资本市场改革正在提速，在我们2017年提出的支撑中国资本市场增长和券商收入的10大推动因素中，监管当局已围绕其中6项出台了具体措施。所带来的成效包括境外投资者参与度提高、本土机构投资者增多、衍生品市场和股权融资市场活动强劲增长等。展望未来，我们预计将有新政策进一步推动投资者的机构化和国际化、完善交易环境、加大股权/债权融资市场融资、为拓宽/深化市场结构提供更清晰的路线展望。

多项改革措施都比此前规划的覆盖更广且影响更大，因为政府从战略角度越发重视发展国内资本市场，旨在建立有效的国内直接融资渠道，改善资本配置，为经济可持续的高质量增长铺平道路。

这些改革措施正在推动中国资本市场出现周期性和结构性的改变，在某些方面超越了我们此前的预期。主要改革措施包括：

- 经纪服务：向境外投资者开放国内股市/债市/衍生品市场，并放开衍生品市场监管。
- 资产管理/财富管理：取消资管产品的隐性担保，放松对基金投顾业务的监管。
- 投行业务：改革科创板IPO注册制和新三板挂牌要求。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8504

