

近期证券业并购对行业长期影响分析

券业整合 2.0 开启，行业长期格局优化

优于大市

◆ 行业研究 · 行业快评

◆ 非银金融

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：王德坤 021-61761035 wangdekun@guosen.com.cn
证券分析师：孔祥 021-60375452 kongxiang@guosen.com.cn

执证编码：S0980524070008
执证编码：S0980523060004

事项：

2025 年 11 月，中金公司公告拟通过换股方式吸收合并东兴证券和信达证券，我们判断，证券行业并购 2.0 时代到位，更重视行业功能性强化与塑造（如跨境功能），而不是简单资本加总。

国信非银观点：近几年来，我国证券业掀起新一轮并购重组浪潮，这既源于政策层面“培育一流投资银行”的明确导向，也是行业自身发展周期与市场竞争的必然选择。一种是规模占优为导向，比如国泰君安与海通证券合并，资产、资本规模夯实。国泰海通合并的核心逻辑在于通过规模扩张实现成本节约和效率提升。合并后公司净资本实力大幅增强，风险承受能力显著提高，为发展资本消耗型业务奠定了坚实基础。此外，合并还实现了全国网络布局的优化，特别是在长三角地区的协同效应尤为明显。另一种是功能占优为要求，比如中金合并其他公司，关键是更多业务线条拓展。这一“汇金系”内部的整合旨在实现业务功能补足与专业化能力提升。本次重组完成后，三家券商营业部合计数量将位居行业第三，形成“高端投行+区域零售+特殊资产”的全场景服务体系。此次并购有望点燃行业投资热情。此外，证券行业基本面持续改善，市场交投保持活跃、两融余额增长、主要股指稳步上行等因素将驱动券商估值与盈利双击。

评论：

以本次中金公司并购为例，我国证券行业正迎来整合深化的 2.0 时代。与 1.0 时代侧重于通过简单合并“做大”资产与资本规模不同，2.0 时代的整合更强调“做强”专业能力，旨在构建功能互补、能力协同的业务体系。在此背景下，中金公司凭借其在跨境业务和机构服务领域的显著优势，在本轮整合中发挥主导作用，体现了行业从规模扩张向质量提升的发展逻辑转变。

从行业格局演进视角看，国家发展新质生产力需要与之匹配的一流投资银行作为关键金融基础设施。相较于已形成较高集中度的保险和银行业，我国证券行业长期处于“散、小、弱”的状态。通过市场化并购优化行业格局，将有助于减少同质化竞争，推动核心服务产品（如交易佣金、融资利率等）的定价能力企稳回升，从而提升行业整体的盈利稳定性和服务效能。

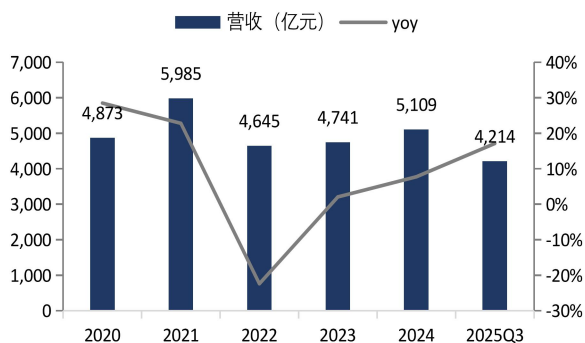
业务特色鲜明、专业能力突出的券商将通过整合进一步强化其差异化竞争优势。这类券商在细分领域建立的专业壁垒，不仅有助于其自身获取溢价，更能带动全行业定价能力和 ROE 中枢的系统性上移。这对于改善证券板块的长期盈利预期、提升股东回报水平具有深远意义，为投资者带来更可持续的价值回报。

以下是详细评述：

◆ 本轮券商并购潮既有政策推动，又有市场选择

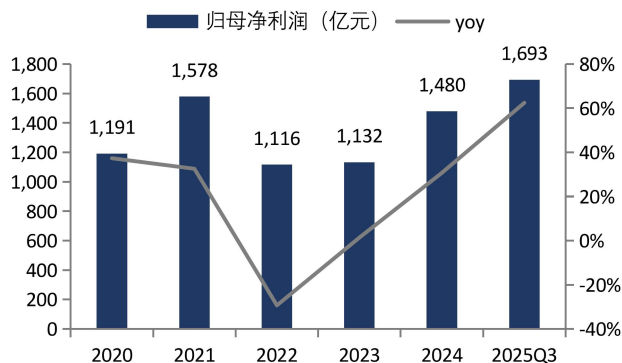
近几年来，我国证券业掀起新一轮并购重组浪潮，这既源于政策层面“培育一流投资银行”的明确导向，也是行业自身发展周期与市场竞争的必然选择。2025 年证券行业业绩与集中度同步提升，成为这一轮合并浪潮的重要背景。前三季度，2025 年前三季度，43 家上市券商实现营收 4,214.16 亿元、同比+42.57%，实现归母净利润 1,692.91 亿元、同比+62.48%。头部集中化趋势尤为显著，营收 TOP10 券商占据行业 65% 的营收份额，净利占比高达 70.6%，资产总额占比约 70%。

图1: 上市券商合计营收规模及增速 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 上市券商合计归母净利润规模及增速 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

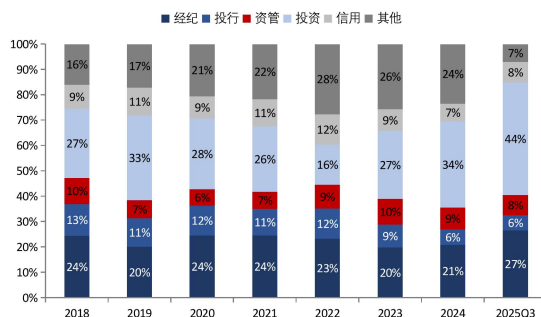
第一，政策驱动层面，证监会自 2019 年提出“打造航母级证券公司”以来，政策支持不断加码。2024 年新“国九条”明确支持头部机构通过并购重组提升核心竞争力，到 2035 年形成 2-3 家具备国际竞争力的投资银行。2025 年《重组办法》修订进一步放宽并购限制，为行业整合提供了制度便利。在“统一的资本市场”战略指引下，监管层鼓励券商通过合并实现资源配置，以更好地服务实体经济和国家战略。

第二，市场竞争层面，随着国泰君安吸收合并海通证券、中金公司启动吸收合并东兴证券和信达证券，行业格局重塑已进入实操阶段。国泰海通合并后以 3,241 亿元归母净资产超越中信证券，暂居行业第一；而中金公司吸收合并完成后净资产将超 1,700 亿元，营业部数量位居行业第三。这些案例表明，合并重组已成为券商快速提升市场地位的关键策略。

第三，国际竞争视角，与海外顶级投行相比，中国券商存在显著差距。国际投行巨头高盛总资产达 1.81 万亿美元，而中信证券仅 2,859 亿美元；国际投行 ROE 普遍超过 10%，国内上市券商平均仅为 6.5%。通过合并快速做大做强，成为中国券商参与国际竞争的必然选择。美欧经验表明，在统一资本市场发展进程中，行业整合是培育具有全球竞争力金融机构的必要路径。

从业务结构看，2025 年券业呈现“双轮驱动”特征：经纪与自营业务为主要驱动力。2025 年前三季度，上市券商分部业务收入及增速：经纪收入 1117.77 亿元、同比+74.64%，投行收入 251.51 亿元、同比+23.46%，资管收入 332.51 亿元、同比+0.25%，利息净收入 342.87 亿元、同比+54.27%，投资收益（含公允价值变动损益）1870.38 亿元、同比+43.86%。各类业务收入占比：经纪收入 26.5%、投行收入 6.0%、资管收入 7.9%、利息净收入 8.1%、投资收益 44.4%，其他 7.1%。这种业务结构变化也推动了券商的战略调整，通过合并来补足业务短板、优化收入结构，成为行业共识。

图3: 上市券商营收结构变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

◆ 规模占优为导向：国泰君安与海通证券合并，资产、资本规模夯实

国泰君安与海通证券的合并是 2024 年新“国九条”发布以来首例头部券商合并重组案例，也是中国资本市场史上规模最大的 A+H 双边市场吸收合并和上市券商最大整合案例。这一合并体现了规模导向型整合的典型特征。截至 2025 年 Q3，合并后的国泰海通证券总资产超 2 万亿元、归母净资产 3,214 亿元，关键规模指标大多位列行业第一、第二。

表1：截至 2025Q3 上市券商主要指标排名（单位：亿元）

券商	营业收入	净利润	总资产	净资产	ROE
中信证券	558.15	231.59	20,263.10	3,150.25	8.15%
国泰海通	458.92	220.74	20,089.26	3,241.42	8.10%
华泰证券	271.29	127.33	10,258.49	2,054.09	7.21%
广发证券	261.64	109.34	9,534.36	1,535.04	8.18%
中国银河	227.51	109.68	8,610.93	1,523.93	8.77%
中金公司	207.61	65.67	7,649.41	1,155.01	6.29%
申万宏源	194.99	80.16	7,219.73	1,111.92	7.41%
国信证券	192.03	91.37	5,610.87	1,271.54	9.05%
招商证券	182.44	88.71	7,456.32	1,346.36	7.18%
中信建投	172.89	70.89	6,627.57	1,157.79	7.99%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

国泰海通合并的核心逻辑在于通过规模扩张实现成本节约和效率提升。合并后公司净资本实力大幅增强，风险承受能力显著提高，为发展资本消耗型业务奠定了坚实基础。合并后国泰海通的自营投资资产规模达 8,800 亿元，显著增强了市场影响力。

国泰君安与海通证券虽然均为全牌照券商，但业务优势区域有所不同。合并实现了全国网络布局的优化，特别是在长三角地区的协同效应尤为明显。国泰海通拥有遍布全国的营业网络，客户资源覆盖个人和机构投资者，形成了完整的综合金融服务体系。这种区域互补显著增强了合并后实体的市场渗透能力，实现了 1+1>2 的协同效应。海通证券的国际业务平台与国泰君安的境外网络形成了有效互补。2025 年 6 月，国泰君安国际获得香港证监会批准提供虚拟资产交易服务，体现了合并后公司在拓展创新业务方面的协同优势。这种国际化协同使国泰海通能够为客户提供更全面的跨境金融服务，提升国际竞争力。

◆ 功能占优为要求：中金合并其他公司，关键是更多业务线条拓展

与国泰海通的规模导向型合并不同，中金公司对东兴证券和信达证券的整合代表了另一种独特路径——功能占优型整合。2025 年 11 月，中金公司公告拟通过换股方式吸收合并东兴证券和信达证券，这一“汇金系”内部的整合旨在实现业务功能补足与专业化能力提升。本次重组完成后，三家券商营业部合计数量将位居行业第三，形成“高端投行+区域零售+特殊资产”的全场景服务体系。

表2：截至 2025Q3 中金公司合并信达证券和东兴证券后主要指标排名（单位：亿元）

指标	中金公司	东兴证券	信达证券	合并后	合并后排名
营业收入	207.61	36.10	30.19	273.90	3
经纪收入	45.16	7.17	7.74	60.07	8
投行收入	29.40	3.71	0.84	33.96	2
资管收入	10.62	1.50	1.26	13.38	6
利息净收入	-10.20	5.39	3.03	-1.77	41
投资收入	110.32	13.91	17.54	141.78	3
归母净利润	65.67	15.99	13.54	95.19	6
总资产	7,649.41	1,163.91	1,282.51	10,095.83	4
归母净资产	1,155.01	295.92	263.66	1,714.59	4
净资本	460.25	251.51	231.71	943.46	5

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

一是零售网络短板补足。中金公司长期以来以机构业务和高净值客户服务见长，零售网络覆盖相对不足。截至 2024 年末，东兴证券设有 92 家分支机构，信达证券设有 104 家分支机构，分别深耕福建和辽宁区域。通过整合，中金公司可快速获得广泛的零售客户基础和区域市场覆盖，弥补零售业务短板。这种功能补足使中金公司能够将其高端财富管理产品和服务通过东兴、信达的渠道下沉到更广阔的区域市场，实现客户资源的价值重估。

二是特殊资产处理能力增强。信达证券在破产重整等特殊资产投行领域优势突出，其控股股东中国信达在不良资产处置领域具有专业优势。整合后，中金公司可借助这一特色功能，深化在债务重组、风险化解、产业投行等方面的服务能力，拓展特殊资产处理这一细分市场的业务空间。这种功能整合不同于简单的规模扩张，而是通过专业能力互补，创造独特的市场竞争优势。

三是区域化与行业专注。东兴证券在福建地区、信达证券在辽宁地区具有深度布局，这些区域资源优势与中金公司的全国性平台形成有效互补。整合后，中金公司可借助两者的区域根基，更好地服务地方经济和区域企业发展，实现全国性平台+区域深耕的战略布局。同时，中金公司可借助东兴证券在债券承销等细分领域的专业优势，增强相关行业的专业服务能力。

◆ 投资建议：

此次并购有望点燃行业投资热情。此外，证券行业基本面持续改善，市场交投保持活跃、两融余额增长、主要股指稳步上行等因素将驱动券商估值与盈利双击。推荐中金公司，看好公司并购落地后业务实力增强。推荐：（1）业绩布局全面、权益资产仓位逐步提升的龙头券商，如华泰证券、中信证券；（2）权益弹性突出、业绩有望充分释放的高弹性标的，如东方证券；（3）经纪&两融市占率持续提升，流量变现能力强大的东方财富；（4）估值处于相对低位、战略层面逐步焕新、协同预期较强的兴业证券。

◆ 风险提示：

资本市场景气度下降，政策风险，经济增速低于预期，国际贸易争端等。

相关研究报告：

《新起点下的双向奔赴——“十五五”下金融发展机会暨 2026 年非银金融行业策略》——2025-11-11
《现代投资银行进化系列之四-掘金跨境资管：以香港为例》——2025-10-17
《社保基金 2024 年年度报告点评-长期投资，复利增长》——2025-09-30
《“924”周年资管生态回顾暨现代投资银行进化系列之三-储蓄涌活水，资管共潮生》——2025-09-23
《基金销售服务费用管理规定点评-降低投资成本，规范销售秩序》——2025-09-06

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