



2025年11月21日

超配

证券分析师

陶圣禹 S0630523100002

tsy@longone.com.cn



相关研究

- 1.非车险“报行合一”落地，引导险企合理定价与良性竞争——保险业态观察（十一）
- 2.非车险“报行合一”指引落地，把握年末风格切换的配置机遇——非银金融行业周报（20251103-20251109）
- 3.预定利率研究值小幅下调至1.90%，预计短期上限水平保持稳定——保险业态观察（十）

从中金合并东兴&信达，看汇金系航母券商功能型整合的新范式

——资本市场聚焦（十）

投资要点：

- **事件：**中金公司、东兴证券、信达证券于11月19日晚发布《关于筹划重大资产重组的停牌公告》，三家公司正在筹划由中金公司通过向东兴证券和信达证券全体A股换股股东发行A股股票的方式换股吸收合并东兴证券、信达证券，相关股票自11月20日起停牌。
- **年初股权划转奠定并购基础，汇金系券商加速业务整合。**今年2月财政部将中国东方、中国信达股权划转给中央汇金，并于5-6月分别完成金监总局批准股权变更与证监会核准实控人变更，并紧接着于7-9月完成股权结构变更相关手续，东兴证券、信达证券的实控人因此变为中央汇金。我们曾在股权划转初期即判断，对后续对中央汇金券商牌照扩容后的体系内并购和业务整合保持期待，此次吸收合并的趋势符合我们预期，但同步推进三家券商整合以及节奏安排仍超市场预期，后续仍存在汇金系其他券商进一步整合的可能，以进一步减少同业竞争、促进资源优化配置。
- **总资产规模突破万亿，资产和利润指标升至行业第4和第6。**从总资产体量看，2025Q3末中金公司、东兴证券、信达证券分别为7649亿元、1164亿元、1283亿元、位列行业第6、27、26名，整合后总资产有望突破万亿（10096亿元），排名升至行业第4；从净资产规模看，2025Q3末中金公司、东兴证券、信达证券分别为1178亿元、296亿元、272亿元、位列行业第9、27、29名，整合后净资产达1747亿元，排名亦提升至行业第4。上述两项资产指标在行业内仅次于中信证券、国泰海通和华泰证券。归母净利润表现来看，2025Q3末中金公司、东兴证券、信达证券分别为66亿元、16亿元、14亿元、位列行业第11、26、27名，整合后利润简单加总达95亿元，一举上升至行业第6。
- **区域资源互补，核心板块竞争力提升。**1）区域资源来看，东兴证券东南区域优势突出，92家分支机构中有近60家位于福建；信达证券具有较稳固的东北区域根基，104家分支机构中有85家位于东北三省；而中金公司长期以北上广深等一线城市和海外市场为核心布局区域，此次整合有望提升二三线市场客户覆盖率，实现高端财富管理需求的进一步挖掘；2）业务竞争力上来看，东兴和信达均具有AMC股东背景，在破产重整、债务重组、不良资产证券化等领域具有丰富经验，可进一步拓宽中金公司现有产业投行边界，中金公司亦能对接万亿级不良资产池，开发创新型产品；此外，东兴和信达在不良资产处置中的信用风险识别、不良债券估值等优势也有望助推资管和自营投资业务进一步完善风控体系，而中金公司丰富的衍生品对冲工具也能形成有效互补，进一步优化组合风险收益比，提升整体盈利能力。整体来看，合并后有望推动中金公司从“精品投行”蜕变为“全牌照、全客群、全周期”的综合金融服务商，为打造具备国际竞争力的一流投行奠定基础。
- **业内优质标的较为稀缺，或加速行业并购节奏。**国泰海通与国联民生的成功合并已为业内提供了可复制的路径参考，且业内优质标的较为稀缺，此次中金公司同步推进1+2整合有望加速行业并购节奏，维持我们之前提出的两条并购主线：业务或区域互补、国资体系内股权整合。长期来看，大型券商补短板向国际一流投行发展和中小券商抓特色形成差异化竞争力的两种模式将并存，并购浪潮下的行业格局优化与资源使用效率提升将显著增强。
- **投资建议：**中央金融工作会议和新“国九条”对于一流投资银行建设的有效性和方向性不改，个股建议关注资本实力雄厚且业务经营稳健的大型券商配置机遇。
- **风险提示：**权益市场大幅波动影响股票交投活跃度，投资者风险偏好降低拖累市场景气度，宏观环境下行影响市场基本面，政策落地力度不及预期。

表1 东兴证券和信达证券 2025 年以来股权变更梳理

时间	事件
2025/02/14	收到控股股东（中国东方、中国信达）通知，财政部拟将其所持有的中国东方、中国信达股权全部划转至中央汇金投资有限责任公司。划转完成后，公司实际控制人将由财政部变更为汇金公司。
2025/05/08	中国东方、中国信达股权变更获得金监总局正式批准。
2025/06/06	取得证监会批复，核准汇金公司为实际控制人。
2025/07/01	中国东方已完成股东名册变更相关手续。
2025/09/04	中国信达完成股权结构的变更。
2025/11/19	筹划重大资产重组，中金公司拟换股吸收合并东兴证券、信达证券。

资料来源：公司公告，东海证券研究所

表2 2025Q3 末各公司主要财务数据梳理

（亿元）	中金公司	东兴证券	信达证券	合并后	排名
总资产	7,649	1,164	1,283	10,096	4
归母净资产	1,178	296	272	1,747	4
营业收入	208	36	30	274	3
归母净利润	66	16	14	95	6

资料来源：公司公告，东海证券研究所

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200125

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089