东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

非银金融行业深度报告

风起云涌，行业供给侧改革进入 2.0 时代
——券商差异化发展专题（一）

2026 年 06 月 25 日

证券分析师 孙婷
执业证书：S0600524120001
sunt@dwzq.com.cn
证券分析师 何婷
执业证书：S0600524120009
heting@dwzq.com.cn

增持（维持）

投资要点

- **券商并购重组 1.0 时代：以低成本获取网点资源及做大市场份额。**2000-2020 年间的并购重组案例多发生在头部券商。例如：1）中信证券通过收购地方券商，扩展经纪业务版图；2）华泰证券通过收购联合证券、AssetMark 从区域券商成长为头部机构；3）中金公司通过收购中投证券，做大资产规模的同时，拓宽了财富管理业务客群；4）申银万国并购宏源证券，短期内主要经营指标进入一梯队。尽管从合并的出发点来看，既有自主收购，也有同一控制人基于一参一控促使的整合，但并购重组的核心逻辑主要体现在解决问题、或以低成本获取网点资源和快速做大市场份额。

- **新一轮并购升温，主要围绕牌照资源整合与区域布局优化展开。**2023 年以后并购重组节奏明显加快，已有 8 起并购重组已完成/已公告，虽然各项案例的整合手段与路径有所分化，但大多由国资支持推动，主要围绕牌照资源整合与区域布局优化展开。包括：1）汇金系：在当前政策持续鼓励优化券业资源配置效率、加速建设国际一流投行的背景下，首创“中金+信达+东兴”的“三合一”模式。2）区域整合：包括“国信+万和”、“国泰君安+海通”等，目前在审批过程中的东吴证券并购东海证券、东方证券并购上海证券也都是省内并购。我们认为区域整合加速有几方面原因：①同一区域或同一实控人间的并购难度更小，可自上而下推动。②经纪业务全面线上化以后，通过跨区域并购实现网点互补、客户互补的价值已大幅降低；③未来的竞争格局重塑可能更取决于资产规模、扩表能力等，区域间并购能更快产生协同。

- **监管支持力度大，行业整合仍具备较大空间。**国内券商本轮供给侧改革与 1.0 时代最大的不同点在于政策支持力度大。过去的并购重组主要是解决问题或市场自发的规模扩张，而本轮更偏向是主动塑造格局，如首次出现两家行业前五头部券商的强强联合（国君+海通）、首次出现“三合一”模式（中金+东兴+信达），核心目标都是打造能够参与全球竞争的航母级投行。此外，券商区域间的并购也正在加速，区域券商通过整合提升扩表能力、发展自身业务特色从而提升核心竞争力量的诉求越来越强，预计未来区域间整合将持续活跃。

- **供给侧改革 2.0：通过“提升资产规模→提质增效→夯实自身业务特色”的路径重塑竞争格局。**在资本市场深化改革、行业竞争格局加速重塑的背景下，资产负债表的规模与质量已成为衡量券商综合实力的核心标尺。扩表不仅意味着资本金的充实和资产规模的增长，更代表着机构在资本中介、做市交易、直投+跟投、衍生品业务等重资本业务领域的承载能力和服务纵深。从行业趋势看，传统佣金驱动的轻资产模式正面临费率持续下行和同质化竞争的双重挤压，而以资产负债表为驱动的重资本业务正逐步成为中型及大型券商拉开差距的关键胜负手。因此，持续提升扩表能力，如通过内生利润积累、外延并购整合、资本市场再融资等多元路径做大做优资产负债表，已成为券商由"规模扩张"迈向"提质增效"的必经之路。

- **风险提示：**资本市场大幅下跌带来业绩和估值的双重压力；日均交易额、两融等持续低位造成券商收入下滑；股票质押发生风险，券商减值将大幅增加。

行业走势



相关研究

《关注头部券商估值修复；公募规模再创新高》

2026-06-21

《险资南向通正式开闸；陆家嘴论坛召开在即》

2026-06-14

内容目录

1. 并购重组加速，有望推动供给侧改革 5
1.1. 行业同质化竞争，供给侧改革将有助于形成新业态 5
1.2. 新一轮并购升温，主要围绕牌照资源整合与区域布局优化展开 6
2. 他山之石：多元化并购快速拓展业务版图 9
2.1. 摩根士丹利：通过并购逐步取得财富管理板块优势 9
2.2. 嘉信理财：多维度并购，同类企业强强联合，稳固地位 12
3. 国内券商并购重组 1.0：以低成本获取网点资源及做大市场份额 15
3.1. 中信证券：收购地方券商，扩展经纪业务版图 15
3.2. 华泰证券：整合联合证券与 AssetMark，从区域券商迈向头部机构 17
3.3. 中金公司：收购中投证券，夯实财富管理基础 20
4. 国内券商的供给侧改革将进入 2.0 时代 22
4.1. 国泰海通：政策推动下的首个大规模并购 22
4.2. 国联民生：地方国资整合的典型样本 23
4.3. 供给侧改革 2.0：提质增效，重塑竞争格局 25
5. 风险提示 26

图表目录

图 1: 中国证券行业收入结构.....5
图 2: 美国证券行业收入结构.....5
图 3: 国内券商营业收入集中度.....6
图 4: 国内券商净利润集中度.....6
图 5: 摩根士丹利多元化收购历程.....9
图 6: 摩根士丹利 2002-2008 年财富管理业务收入及增速.....10
图 7: 摩根士丹利 2001-2008 年收入分布.....10
图 8: 摩根士丹利客户资产规模及投顾渠道付费客户渗透率.....10
图 9: 摩根士丹利财富管理板块收入及占比.....10
图 10: E-Trade 2015-2019 年经营业绩（百万美元）.....11
图 11: E-Trade 资产规模（十亿美元）.....11
图 12: 摩根士丹利资产管理类规模（十亿元美元）.....12
图 13: 摩根士丹利资产管理业务费率（bp）.....12
图 14: 嘉信理财发展历程.....12
图 15: 嘉信理财的主要外延并购.....13
图 16: 德美利营业收入及分布（百万美元）.....14
图 17: 德美利客户资产规模及账户数量.....14
图 18: 嘉信理财客户资产.....14
图 19: 嘉信理财接收持续咨询服务的资产（十亿美元）.....14
图 20: 嘉信理财 1992-2025 年收入结构.....15
图 21: 中信证券与金通证券股基交易额（亿元，母公司口径）.....16
图 22: 中信证券 A 股交易额市占率变化（合并口径）.....16
图 23: 华泰证券主要财务指标排名（位）.....17
图 24: 华泰证券并购重组收入及排名.....18
图 25: 华泰证券 IPO 发行规模及排名.....18
图 26: 华泰证券再融资发行规模及排名.....18
图 27: AssetMark 平台资产规模（AoP）.....19
图 28: 中投证券与中金公司股基交易额市占率及排名.....21
图 29: 中投证券收入结构.....21
图 30: 中金公司收入结构.....21
图 31: 中金公司财富管理客户数量及客户资产规模.....22
图 32: 中金公司财富管理产品保有量及同比增速.....22
图 33: 国泰海通合并前后净利润及行业排名（亿元）.....23
图 34: 国联证券、民生证券合并前后净利润（亿元）.....24
图 35: 国联民生总资产、净资产（亿元）.....24
图 36: 国联证券、民生证券股权投行规模及排名（亿元）.....24
图 37: 2025 年末上市券商净资本（Top20）.....25
图 38: 上市券商自营结构.....26
图 39: 上市券商平均及 TOP10 券商综合投资收益率.....26

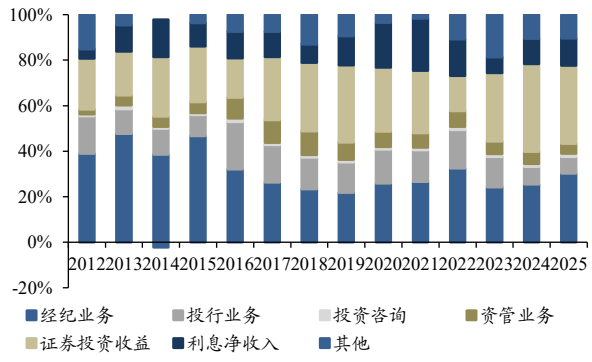
表 1： 监管鼓励券商并购重组相关表述.....7
表 2： 券商主要并购重组事件.....8
表 3： 中金公司收购中投证券后主要指标排名跃升至第一梯队.....20

1. 并购重组加速，有望推动供给侧改革

1.1. 行业同质化竞争，供给侧改革将有助于形成新业态

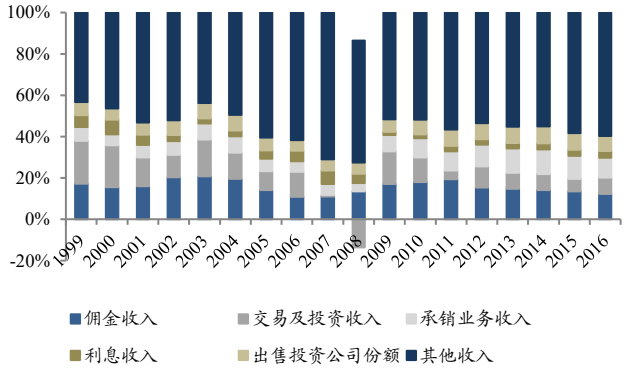
中国券商通道业务占比高，呈现同质化竞争。2012 年券商创新大会鼓励券商创新转型以后，券商资本中介类业务迅速发展，并成为继经纪业务、自营业务后第三大收入来源，但相比海外证券行业通道类业务收入结构来说，中国通道类业务占比仍较高，结构也相对单一。尽管近年来也做了一些转型方向，但业务同质化程度依然很高。业务拓展方面的创新不足，主要源于牌照审批导致事实上的垄断、市场基础设施不完善，抑制了创新的动力。产品研发方面的创新不足，则主要与证券行业及证券公司的人员结构不合理、人才短板突出有较大关系。

图1：中国证券行业收入结构



数据来源：中国证券业协会，东吴证券研究所

图2：美国证券行业收入结构



数据来源：SEC，东吴证券研究所

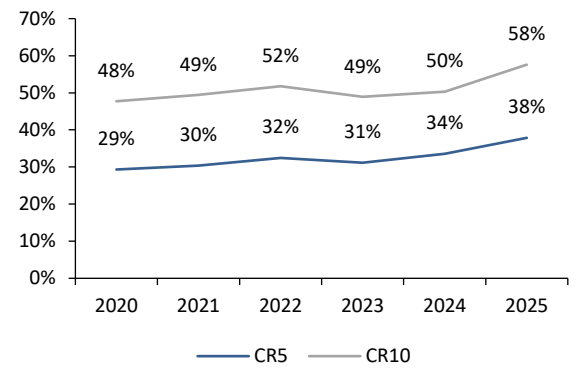
相比国内券商同质化的竞争形态，海外券商从经营模式或细分赛道上各有特点。例如，美国的投资银行模式分为综合券商模式（核心优势在于机构业务、国际业务等，典型代表如高盛、摩根士丹利等）；折扣服务转型财富管理模式（典型代表如嘉信理财、Interactive Brokers）；网络券商模式（核心优势在于低廉的佣金价格和便捷的交易模式，典型代表如 E-Trade、Interactive Brokers、Robinhond）。日本的券商也相应的可分为三大类，五大综合类大券商（如野村证券和大和证券）、专注于区域的中小型券商（如极东证券、东洋证券等）、网络券商（如 SBI 证券、乐天证券、松井证券、Monex）。

国内券商数量众多且多为综合性券商，近年来牌照进一步放开，但并未形成鲜明特色。我国券商从分类上来看几乎没有形成非常鲜明的特色。一方面牌照进一步放开，2018-2025 年，境内注册券商（含资管子）数量从 131 家增长至 150 家。券商的不断扩容以及外资竞争者的进入，加剧了行业的竞争。但由于大多数公司都选择综合性券商的模式，也没有形成过多特色。另一方面，尽管近几年互联网金融的融合逐步加深，也出现了一些以互联网为特色的小而美券商，但主要还是基于导流、线上经纪等业务，业务

差异化不显著。

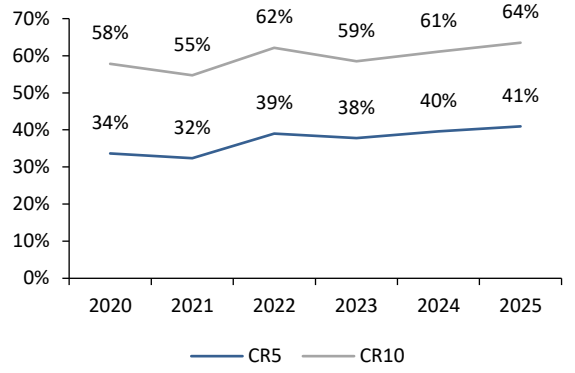
行业集中度持续提升，券商龙头呈现马太效应，中小券商通过并购方能更快形成规模效应。2023 年以来行业集中度加速提升，2020-2025 年国内券商 CR5 及 CR10 营业收入占比分别由 29%和 48%提升至 38%和 58%，CR5 及 CR10 净利润占比分别由 34%和 58%提升至 41%和 64%。这主要是由于大券商相较于小券商拥有更多的资源、资本实力更强、业务布局更综合化，在资本改革加快和市场波动加剧的背景下，公司优势更能体现。同时国泰君安与海通证券的合并也加速了行业集中度的提升。我们认为本轮券商行业的供给侧改革的核心逻辑在于，通过并购重组与差异化发展形成双轮驱动，重塑行业格局，最终形成“头部综合型券商”+“中小特色型券商”的分层竞争、多元共生的新生态。

图3：国内券商营业收入集中度



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：国内券商净利润集中度



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 新一轮并购升温，主要围绕牌照资源整合与区域布局优化展开

监管鼓励券商并购重组，打造“航母级”券商。证监会明确表示将支持头部证券公司通过业务创新、集团化经营、并购重组等方式做优做强，打造一流的投资银行，发挥服务实体经济主力军和维护金融稳定压舱石的重要作用；推动证券公司投行、投资、投研协同联动，不断提升服务实体经济、服务注册制改革能力，助力构建为实体企业提供多元化接力式金融服务体系。早在 2019 年，证监会于官网发函答复政协十三届全国委员会第二次会议提案时表示，为打造“航母级证券公司”，证监会积极开展了一系列工作，其中第一条就是：“多渠道充实证券公司资本，鼓励市场化并购重组，支持行业做优做强”。

表1：监管鼓励券商并购重组相关表述

时间	相关单位/会议	内容
2019 年 11 月	证监会	提出“积极推动打造航母级头部证券公司”，促进证券行业持续健康发展，还给出打造“航母级证券公司”的相关政策措施，包括多渠道充实证券公司资本，鼓励市场化并购重组，支持行业做优做强等。
2020 年 7 月	证监会	发文鼓励有条件的券商与基金公司实施市场化并购重组。
2023 年 10 月	中央金融工作会议	提出“着力打造现代金融机构和市场体系”，并首次提出“培育一流投资银行和投资机构”。
2023 年 11 月	证监会	再次强调支持头部券商通过业务创新、集团化经营、并购重组等方式做优做强，打造一流的投资银行，发挥服务实体经济主力军和维护金融稳定压舱石的重要作用。

数据来源：证监会，中国政府网，东吴证券研究所

2023 年以来行业内并购重组频现，且多为区域间或同一实控人间的整合。2000-2020 年间的并购重组案例核心逻辑主要体现在解决问题、或以低成本获取网点资源和快速做大市场份额。而 2023 年以后并购重组节奏明显加快，已完成交割的包括国联并购民生、浙商并购国都、西部并购国信、国泰君安并购海通证券，尚在审批中的包括中金并购信达及东兴、东吴并购东海、东方并购上海。

从共性看，本轮券商合并潮直接响应中央金融工作会议与证监会政策导向，虽然各项案例的整合手段与路径有所分化，但大多由国资主导推动，主要围绕牌照资源整合与区域布局优化展开。1）汇金系：2019 年中金公司并购中投是汇金系解决“一参一控”的首次尝试，随着 2023 年三大 AMC 旗下券商的实控人由财政部变更为中央汇金，在当前政策持续鼓励优化券业资源配置效率、加速建设国际一流投行的背景下，2025 年启动了中金公司、信达证券和东兴证券的并购重组，是券业史上首次“三合一”案例。2）区域整合：2024 年 8 月国信证券并购万和证券、2024 年 9 月国泰君安并购海通证券相继启动，意味着地方国资系内部券商牌照开启整合。与跨省/跨区域外延并购相比，同一国资股东旗下/同省内的券商，由于股权结构、战略目标、文化基础相近，整合难度相对较低，在当前优化证券行业供给侧政策引导下可行性较高。目前在审批过程中的东吴证券并购东海证券、东方证券并购上海证券也都是省内并购。

表2：券商主要并购重组事件

合并方	时间/公告时间	被合并方	原因	效果
中信证券	2004 年	万通证券	主动收购，扩张山东地区经纪业务版图	快速提升中信证券在山东、浙江、广东地区的营业版图、客户渠道，提升公司的市场份额
	2006 年	金通证券	主动收购，加码布局浙江市场	
	2020 年	广州证券	扩大营业版图，分享粤港澳大湾区发展红利	
华泰证券	2006 年	联合证券	补齐投行业务短板、化解同业竞争以推进上市，并于 2011 年进一步整合	并购重组排名从第 11 名跃升至第 4 名，并在 2014 年后连续 5 年排名行业第一；股权投行排名稳定前十，近年来稳定前五。
	2016 年	AssetMark	推进财富管理转型的进程，开拓海外资产配置渠道	国际业务收入占比从 2017 年的 8%提升至 2023 年的 22%；2024 年出售股权实现投资收益约 8 亿美元
国泰君安	2014 年	上海证券	为排除“一参一控”问题实现上市进行的收购	公司成功上市后，应监管要求解决同业竞争问题而交出控制权
方正证券	2014 年	民族证券	主动收购，扩大业务规模	成功完成营业部等各方面资源的整合，民族证券转变为方正证券的承销保荐子公司
申银万国	2015 年	宏源证券	中央汇金主导合并，目标打造一流券商	合并后内部协同不及预期，营业收入和归母净利润跑输行业，ROE 回落至合并前。
中金公司	2019 年	中投证券	为排除“一参一控”问题实现上市进行的收购	公司整体规模显著扩大，经纪业务短板得到补齐，主要指标跃升至行业第一梯队。
国联证券	2023 年	民生证券	主动收购，获取投行业务资源，扩张经纪业务	研究所、投行业务等排名大幅提升
浙商证券	2023 年	国都证券	主动收购，扩大业务规模	浙商净资产排名有所提升
西部证券	2024 年	国融证券	主动收购，扩大业务规模	行业地位有所巩固，但净利润排名提升有限
国信证券	2024 年	万和证券	主动并购，同属深圳国资体系，统筹客户资源，挖掘更多业务机会	已完成过户，整合效益尚在释放中
国泰君安	2024 年	海通证券	主动并购，由上海国资委主导，旨在打造国际一流投行	初步完成整合，各项经营指标大幅提升
中金公司	2025 年 11 月	信达证券、东兴证券	中央汇金主导合并，目标解决一参一控问题，打造一流券商	尚在审批过程中
东吴证券	2026 年 3 月	东海证券	主动并购，同属江苏省本土券商，扩大业务规模	尚在审批过程中
东方证券	2026 年 4 月	上海证券	主动并购，同属上海国资委券商，扩大分支机构数，提升行业排名	尚在审批过程中

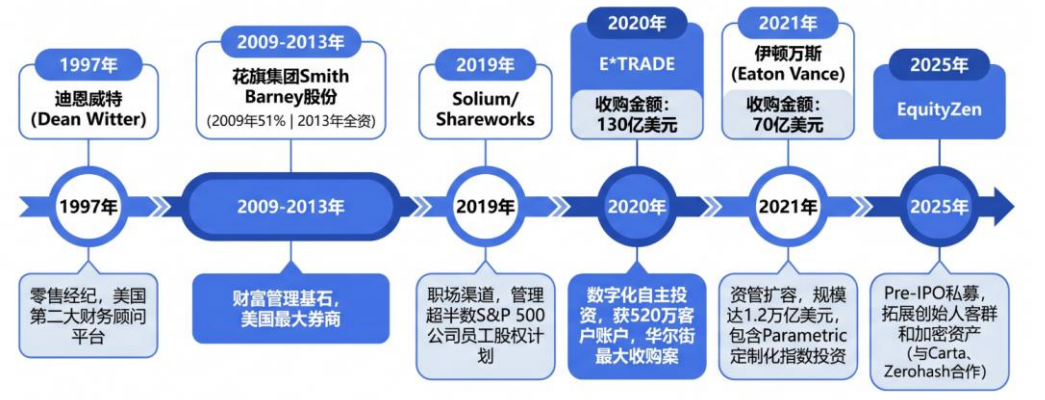
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 他山之石：多元化并购快速拓展业务版图

2.1. 摩根士丹利：通过并购逐步取得财富管理板块优势

通过数次多元化并购迅速补齐业务短板，强化综合服务实力。受美国《格拉斯蒂格尔法案》影响，1935 年摩根财团分家，摩根士丹利作为一家独立的投资银行正式成立。起初，摩根士丹利凭借摩根财团的背景专注于传统投行业务，随后其根据市场结构和客户需求变化及时进行业务创新和战略转型，通过积极地多元化并购迅速补齐业务短板，业务范围由传统投行拓宽至财富管理、资产管理、投资管理及销售交易等业务，完善财富管理的全业务链条，逐步夯实在财富管理领域的领导地位。1997 年公司收购迪恩威特扩大零售经纪；2009-2013 年收购花旗 Smith Barney，奠定了财富管理类的基石；2019 年公司通过收购 Solium/Shareworks，强化其企业股权激励与员工财富管理服务；2020 年以 130 亿美元收购 E-TRADE，是金融危机后最大收购案，拓展数字化业务；2021 年以 70 亿美元收购伊顿万斯 Eaton Vance，拓展资管业务；2025 年收购 EquityZen（私募股权平台），将公司高净值客户群与日益蓬勃的私募股权二级市场连接起来。

图5：摩根士丹利多元化收购历程



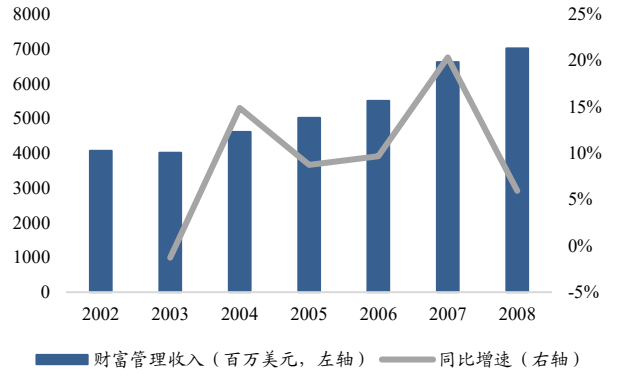
数据来源：摩根士丹利官网，东吴证券研究所

1）收购迪恩威特，补足零售经纪业务。1997 年，摩根士丹利与专为零售业服务的股票经纪公司迪恩威特合并，迅速补齐零售经纪业务。迪恩威特是一家多元化的金融服务机构，主要面向零售客户提供全国性信贷和投资产品。公司有两条主要业务线：信贷服务和证券。

调整组织架构，财富管理板块进入增长快车道。2002 年摩根士丹利对业务组织架构进行了一次较大的调整，将原本证券部的私人客户业务拆分出来，先后更名为私人客户集团、经纪业务，2006 年起改名为全球财富管理集团。此次组织架构改革明确了财富管理业务对于公司的战略地位，自此公司财富管理板块收入快速增长，从 2002 年的 40.7 亿美元提升至 2008 年的 70.2 亿美元，复合增速 9.5%。

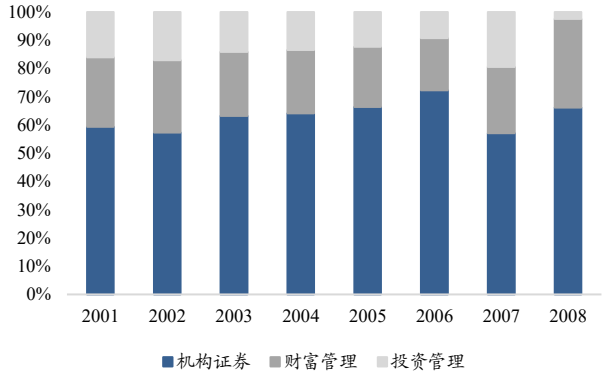
仅供内部参考，请勿外传！

图6：摩根士丹利 2002-2008 年财富管理业务收入及增速



数据来源：摩根士丹利年报（2002-2008），东吴证券研究所

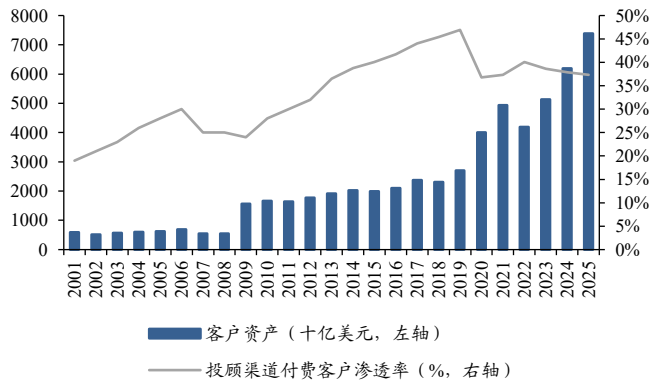
图7：摩根士丹利 2001-2008 年收入分布



数据来源：摩根士丹利年报（2001-2008），东吴证券研究所

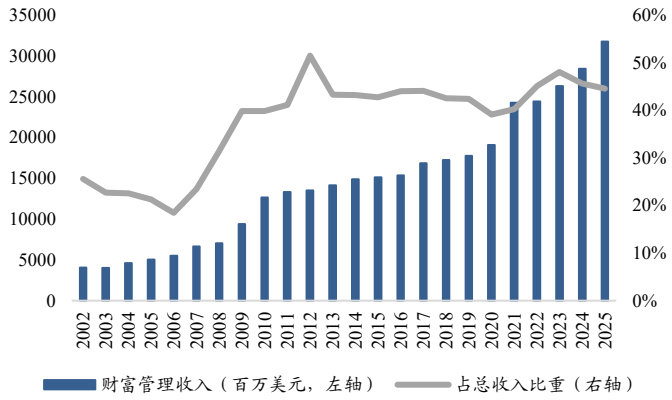
2）合并花旗美邦，迈进全球财富管理第一梯队，付费客户渗透率达到峰值。2009 年，摩根士丹利收购花旗美邦（Smith Barney）经纪业务部门的控制权（持股 51%），两者实现强强联合，随后逐年收购花旗持有的剩余股份，直至 2013 年实现全资控股，有效助力大摩跨入全球顶尖财富管理机构行列。2009 年摩根士丹利成功融合原花旗美邦的近一万名投资顾问以及庞大的客户资产资源，投资顾问数量迅速提升至 18000 人，客户资产规模从 2008 年的 5460 亿美元跳升至 2009 年的 1.56 万亿美元，财富管理业务收入同比增长 34%至 94 亿美元，占比总收入从 2002-2008 年的 25%中枢提升至 40%以上。花旗美邦的融合也提升了摩根士丹利投顾渠道付费客户的渗透率，2009-2019 年期间，公司投资渠道的付费客户资产规模由 3744 亿美元提升至 1.5 万亿美元，增长近 2 倍，客户渗透率由 24%提升至 47%。

图8：摩根士丹利客户资产规模及投顾渠道付费客户渗透率



数据来源：摩根士丹利年报，东吴证券研究所 注：客户渗透率=投顾渠道付费客户资产规模/总客户资产规模

图9：摩根士丹利财富管理板块收入及占比

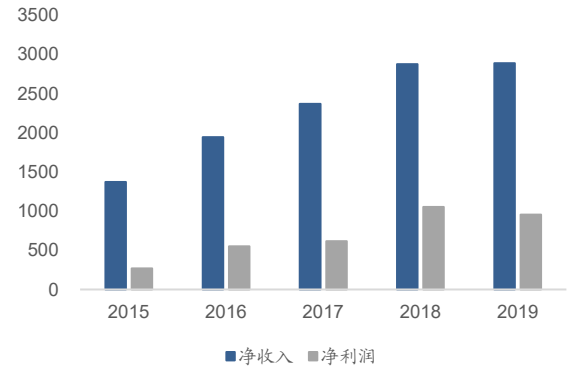


数据来源：摩根士丹利年报，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

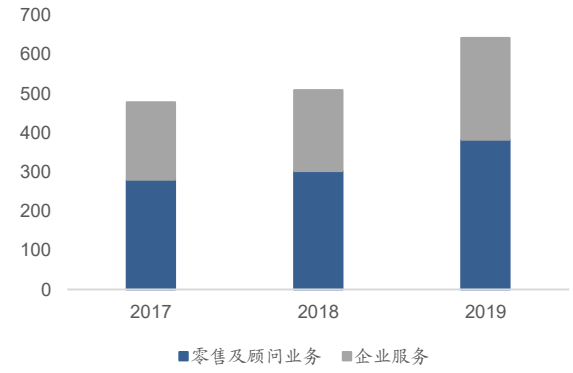
3）收购折扣经纪商 E-Trade，夯实财富管理领导地位。2020 年 2 月摩根士丹利宣布以 130 亿美元价格收购亿创理财（E-trade）。E-Trade 成立于 1982 年，是全美 Top3 互联网折扣经纪商，为零售、企业及机构客户提供全球理财服务。2019 年 E-Trade 实现营收 28.86 亿美元，同比增长 0.45%，净利润 9.55 亿美元，同比下滑-9.2%；从 2016-2018 年业绩表现来看，营收增速分别为 41.7%/21.9%/21.4%；净利润增速分别达 106%/11.2%/71.3%，发展势头迅猛。截至 2019 年末，E-Trade 合计拥有 723 万个客户账户，较 2018 年增加 30.4 万个，其中零售客户账户 517 万个，机构客户账户 191 万个，顾问服务账户 15 万个；管理客户资产规模达 6415 亿美元，较 2018 年增长 26%。此次交易完成后，摩根士丹利获得 E-Trade 的所有客户账户和管理资产，同时拓展了数字访问及数字银行服务，完善财富管理的全业务链条，进一步夯实其在财富管理领域的领导地位。

图10：E-Trade 2015-2019 年经营业绩（百万美元）



数据来源：E-Trade 年报（2015-2019），东吴证券研究所

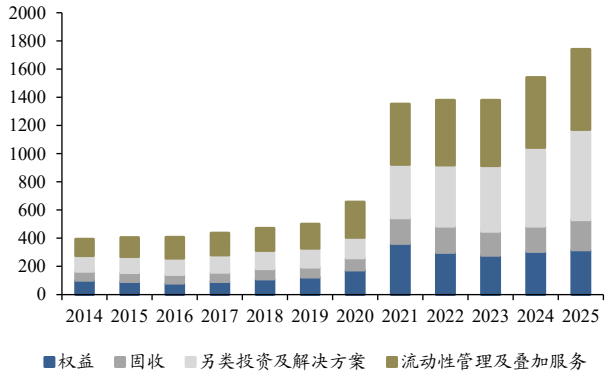
图11：E-Trade 资产规模（十亿美元）



数据来源：E-Trade 年报（2017-2019），东吴证券研究所

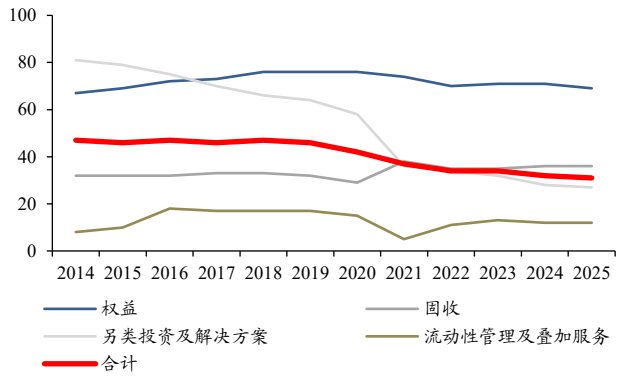
4）收购伊顿万斯，拓宽产品力，与原有分销渠道形成协同。摩根士丹利于 2021 年二季度完成对美国投资管理公司伊顿万斯的收购，进一步巩固其在资产管理领域的领先地位。收购完成后，摩根士丹利的资产管理规模扩大近一倍，2021 年末达到 1.3 万亿美元，跻身全球顶级资产管理公司行列。摩根士丹利拥有规模庞大的财务顾问网络，但自有可差异化分销的核心投资产品相对有限，而伊顿万斯在固定收益、定制化投资组合以及 ESG 投资等领域具有专长，能强化面向高净值客户的差异化产品供给。同时，直接指数化、主动固收等产品的费率普遍高于被动指数产品，有助于维护公司整体平均管理费率，对抗行业低费化压力。此外，伊顿万斯庞大的美国零售分销网络与摩根士丹利的国际分销能力形成高度互补，有助于摩根士丹利增加基于费用的稳定收入，降低对传统交易和投资银行业务的依赖，从而提升整体业务的抗风险能力。

图12：摩根士丹利资产管理类规模（十亿元美元）



数据来源：摩根士丹利年报，东吴证券研究所

图13：摩根士丹利资产管理业务费率（bp）

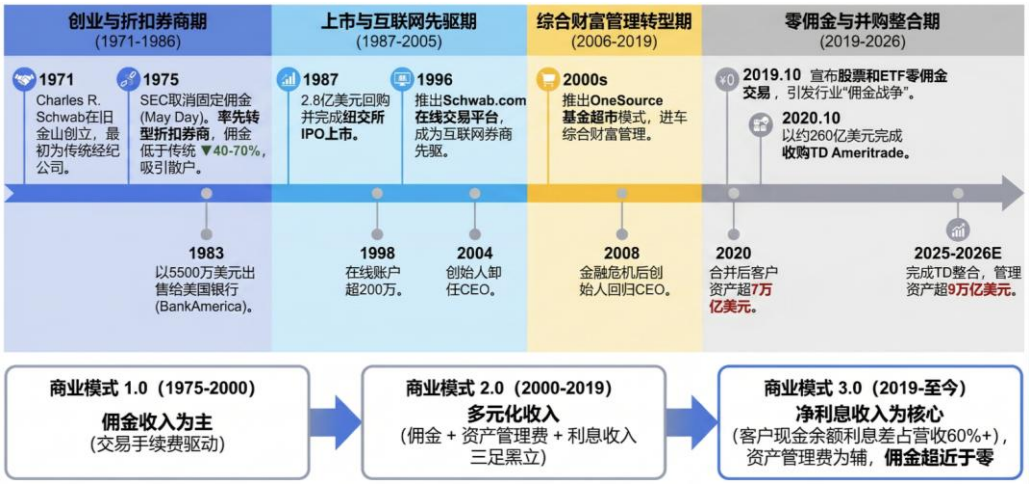


数据来源：摩根士丹利年报，东吴证券研究所

2.2. 嘉信理财：多维度并购，同类企业强强联合，稳固地位

“证券+银行+投资+信托+期货”的全牌照运营，已成为全球领先的财富管理机构。嘉信理财成立于 1971 年，目前是世界上最大的互联网理财交易公司。1975 年，美国证监会（SEC）开始在证券交易中实行议价佣金制，嘉信理财公司抓住机会，把自己定位成为客户提供低价服务的折扣经纪商而获得初期的发展。1979 年，公司敏锐意识到，计算机电子化的交易系统将成为业界主流，因而，投资建立了自动化交易和客户记录保持系统。这时，公司的口号是成为“美国最大的折扣经纪商”。80 年代初期，共同基金开始获得美国投资者的广泛认可，成为分散风险的方便工具，嘉信理财公司开始把和经纪业务高度技术关联的基金业务纳入公司的主营业务。90 年代中期，互联网规模兴起，嘉信理财公司推出在线交易，这一组合推动了客户资产的大幅增长。从此开始，嘉信理财公司把传统的经纪和基金等业务捆绑在高速前进的互联网列车上，整个公司的业绩突飞猛进，迅速成为美国最大的在线证券交易商。

图14：嘉信理财发展历程



数据来源：嘉信理财年报及官网，东吴证券研究所

在成立之初，公司通过降低交易佣金实现了客户的快速积累，但由于业务模式仍然单一，依旧是一家以给个人投资者提供交易服务为主的零售经纪商，客户粘性较弱。但嘉信理财敏锐地捕捉到了客户财富管理需求正由单一向多元化转移，并开始打造开放平台，陆续推出基金超市和投顾服务。同时积极精确地进行外延并购提升其服务能力和产品能力，实现 AUM 快速增长，也实现了从流量收费向存量收费模式的转变。

- 1992 年，嘉信理财推出了市场上第一个不收附加费和交易费的共同基金超市“OneSource 平台”。该平台上的共同基金相互竞争，投资者可以在众多品种中进行挑选。公司一方面向基金公司收取管理费分佣，一方面为它们提供上柜空间、营销广告和会计服务来作为回馈。嘉信理财的共同基金超市消除了基金转换的壁垒，降低了共同基金投资者在不同基金公司之间的转换成本，改变了美国共同基金产品的销售模式。嘉信理财平台的基金开户数也从 1981 年的 30 万户增长到 1992 年 200 万户。

- 1995 年，嘉信理财开发出“投顾服务”（Advisor Source）模式。公司本身不直接提供投顾服务，而是由外部独立投顾（RIAs）提供。在该模式下，由 RIAs 向投资者收取顾问费，嘉信理财获得一定比例的分成。该模式既可以适应客户对咨询服务的需求、填补顾问服务上的缺口，也能够成为独特的渠道来联系嘉信理财和投资者。

- 多维度开展并购：1）第一阶段，拓展业务线：2000 年收购美国信托、2007 年收购 401(k)和 2011 年收购 OXPS，公司拓展了信托、期权期货和企业退休计划等金融业务；2）第二阶段，提高服务能力：2010 年收购 Windward、2020 年收购 Motif 的技术和知识产权，提高了包括投资管理、智能金融研究等多方面的能力；3）第三阶段，整合竞争对手，扩大规模：2020 年并购 TD Ameritrade、USAA 等同行机构，减少了外部竞争，客户数量和资产体量都有增长。

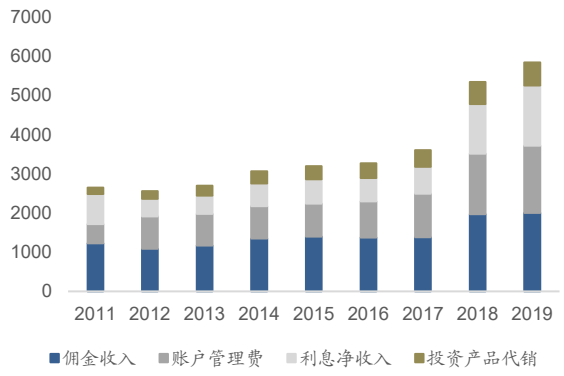
图15：嘉信理财的主要外延并购



数据来源：嘉信理财官网，东吴证券研究所

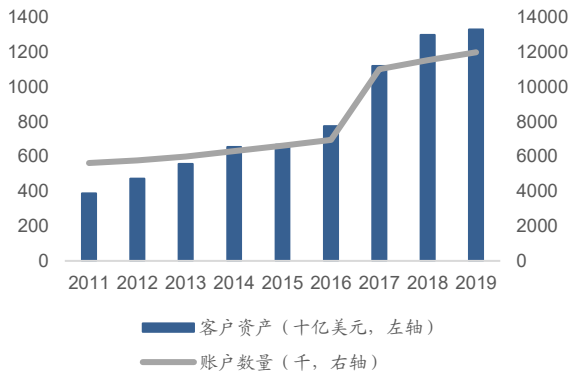
以嘉信理财收购 TD Ameritrade 为例：2019 年 11 月 25 日，嘉信理财宣布以 260 亿美元收购竞争对手德美利证券（TD Ameritrade）。从德美利经营情况来看，2019 年公司实现营收 58.38 亿美元， 2015-2019 年复合增长率达 16.67%，其中佣金收入、账户管理费、净利息收入、投资产品代销占比分别为 33%、29%、25%、10%。截至 2019 年末，德美利共拥有客户账户数 1197 万户，管理客户资产规模达 1.33 万亿美元。

图16：德美利营业收入及分布（百万美元）



数据来源：德美利年报，东吴证券研究所

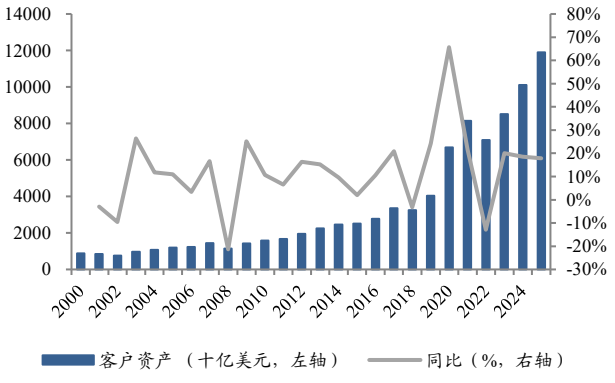
图17：德美利客户资产规模及账户数量



数据来源：德美利年报，东吴证券研究所

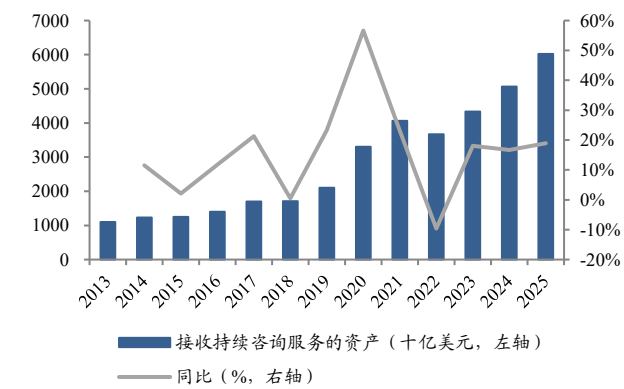
强强联合，用户数量及资产规模迅速大幅提升。嘉信理财收购德美利后，客户资产从 2019 年的 4.04 万亿美元跳升至 2020 年的 6.7 万亿美元，同比增长 65.7%，活跃经纪账户数从 2019 年的 1233 万户大幅提升至 2020 年的 2963 万户，公司作为大型互联网理财交易公司的领头羊位置更加稳固。此外，同类公司的收购在业务的融合方面难度较小，可以更加高效的释放规模效应。截至 2025 年末，嘉信理财拥有 11.9 万亿美元的客户资产，2020 年以来复合增速为 12%，略高于 2013-2019 年的复合增速；其中接受持续咨询服务的资产规模为 6 万亿美元，占比保持在 50%左右。

图18：嘉信理财客户资产



数据来源：嘉信理财年报，东吴证券研究所

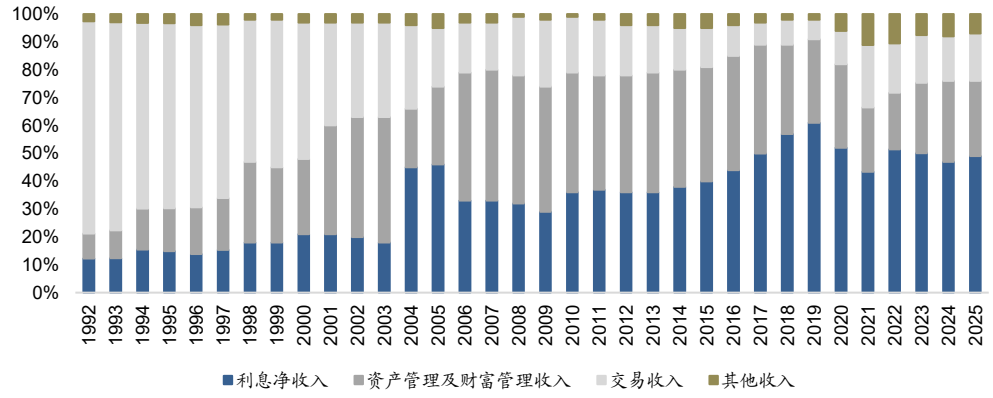
图19：嘉信理财接收持续咨询服务的资产（十亿美元）



数据来源：嘉信理财年报，东吴证券研究所

并购德美利的核心价值，并非单纯的账户数量叠加，而是客户资金规模化扩张带来的盈利模式重塑。德美利客户持有大量现金余额，并表后嘉信银行的存款基础大幅扩充，叠加 2022 年以来美联储进入加息周期，利息收入占比大幅提升，形成了“银行+资管”的复合模式。对比 2000 年和 2025 年嘉信理财的收入结构，交易相关收入占比大幅下滑，利息净收入占比大幅提升。此外，AUM 的扩张也能直接带动资产管理费的持续增长，提供了有别于利率周期的稳定收入流。

图20：嘉信理财 1992-2025 年收入结构



数据来源：嘉信理财历年年报（1992-2025），东吴证券研究所

3. 国内券商并购重组 1.0: 以低成本获取网点资源及做大市场份额

过去国内券商的并购重组多发生在头部券商，例如：1）中信证券通过收购地方券商，扩展经纪业务版图；2）华泰证券通过收购联合证券、AssetMark 从区域券商成长为头部机构；3）中金公司通过收购中投证券，做大资产规模的同时，拓宽了财富管理业务客群；4）申银万国并购宏源证券，短期内主要经营指标进入一梯队。尽管从合并的出发点来看，既有自主收购，也有同一控制人基于一参一控促使的整合，但并购重组的核心逻辑主要体现在解决问题、或以低成本获取网点资源和快速做大市场份额。

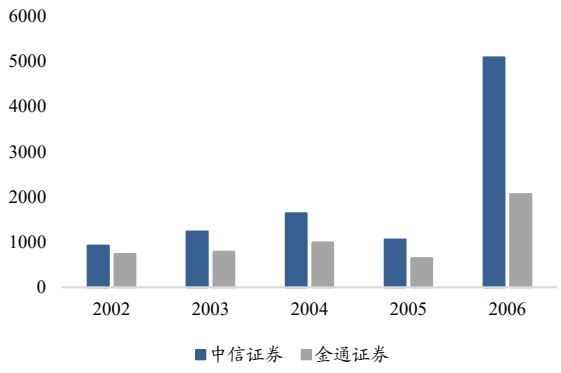
3.1. 中信证券：收购地方券商，扩展经纪业务版图

收购万通证券，扩充山东版图，提升经纪业务市占率。2001 年下半年开始，A 股市场行情由繁荣转入调整区间，资本市场经营环境承压，证券行业发展增速放缓，中信证券战略性趁着行业低迷逆市扩张。2002 年，中信证券启动大网络战略，以沿海为核心，重点增加东南沿海北京-山东-江苏-上海-浙江-福建-广东一线的营业网点。山东成为收购的第一站，标的是万通证券。2003 年，中信证券召开股东大会，审议通过收购万通证券方式变更议案，将原定的以首发募集资金参与增资扩股的方式，改为收购青岛市财政局及其他万通股东持有的股份。通过收购青岛市财政局、青岛市弘诚信托投资有限责任公

司所持有的万通证券 30.78%和 1.36%的股权，中信共计持有万通证券 32.14%的股权。2004 年，中信万通证券在青岛正式揭牌，截至当时中信证券通过收购存量股获得了 40.29%的股权，通过增发方式获得了 26.75%的股权，共持有万通证券 67.04%的股份。通过收购万通证券，中信证券扩大了自身的营业网络。2003 年，中信证券在山东地区仅有 4 家营业部，到 2004 年就跃升到 18 家，而在山东省外，上海、北京、深圳三家营业部也划归中信证券母公司。

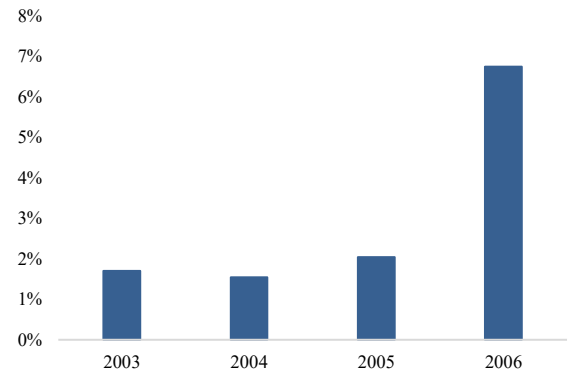
收购金通证券，加码布局浙江市场，进一步扩大经纪市占率。2005 年 11 月，中信证券受让浙江省国际信托投资公司等九家公司持有的金通股权，中信证券董事会通过《关于收购金通证券股份有限公司的议案》，决定收购金通证券股份有限公司的所有股权，收购总金额近 8 亿元，主要由债务清偿价款和股份转让价款构成。2006 年，中国证监会批准中信证券受让海南养生堂所持有的金通证券股权，至此，中信证券持有金通证券股份有限公司 8.85 亿股，金通证券成为中信证券下属的全资子公司。金通证券是当时浙江省规模最大的券商，依托浙江省的经济地位，有望成为中信在长三角的重要平台。在收购金通证券后，中信证券实际拥有的营业网点也已经超过 200 家，大网络战略、沿海战略进一步推进，为公司经纪业务发展打下良好的基础。完成并表后，中信证券经纪业务规模快速扩张，A 股股票交易额市占率从 2005 年的 2.04%跨越式提升至 2006 年的 6.75%，在市占率提升和市场交易额快速放大的背景下，公司经纪业务收入从 3 亿元快速提升至 26 亿元。

图21：中信证券与金通证券股基交易额（亿元，母公司口径）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图22：中信证券 A 股交易额市占率变化（合并口径）



数据来源：中信证券年报，东吴证券研究所

收购广州证券，分享粤港澳大湾区发展红利。2018 年 12 月，中信证券宣布将通过发行股份购买广州证券 100%的股权，并于 2020 年初顺利完成收购并表。中信证券收购广州证券有着两点重要的现实意义。一是营业版图的大幅扩大。广州证券共有 136 家营业部，多分布在华南地区，从营业部数量上看，广东省有 32 家，其中广州市有 17 家。中信证券共有 218 家营业部，广东省有 26 家，广州市仅 6 家。本次交易可一次性取得

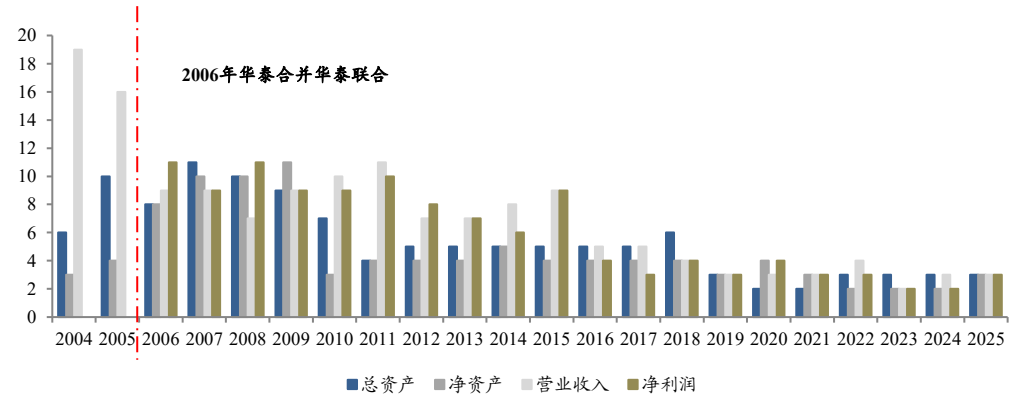
广州证券的营业网点，可大幅减少时间成本和运营成本，快速提升中信证券在广东省的营业网点数量、客户渠道，有助于提升公司在广东省的市场份额。二是客户资源的优势互补。广州证券扎根于广东省，有着明显的区域客户资源。本次交易之后，中信证券可以获取广州证券的在广东省的全量客户资源，并可以充分利用广东省在华南地区的核心经济地位向周边辐射，分享粤港澳大湾区的发展红利。

3.2. 华泰证券：整合联合证券与 AssetMark，从区域券商迈向头部机构

华泰证券原本只是一家区域券商，处于行业二梯队，公司的发展主要抓住了三次发展机遇：1）并购联合证券，投行业务实现跨越式发展；2）把握互联网金融发展契机，经纪市占常年保持行业前列；3）吸收境外 AssetMark 的经验，既开拓海外资产配置渠道，也增厚了公司利润。

①两步走整合华泰联合，投行业务跨越式发展。2005 年华泰证券与联合证券营业收入分别排名行业第 15 及 16 位，净利润均未进入行业前 20。2006 年，华泰证券并购联合证券后，综合实力从行业十几名跃升至一梯队，营业收入及净利润分别排名行业第 9 及第 11 位。在初步整合并更名联合证券为华泰联合证券后，2011 年，华泰证券与华泰联合进一步整合，将华泰联合定位为专门的投行子公司，华泰证券的投行业务剥离到华泰联合，华泰联合的其它业务全部整合到总部。

图23：华泰证券主要财务指标排名（位）

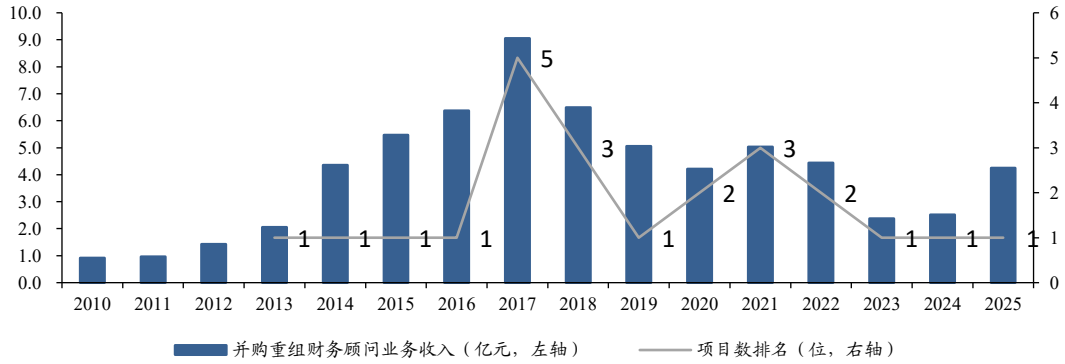


数据来源：Wind，中国证券业协会，东吴证券研究所

新组建的华泰联合证券成为华泰证券的“金字招牌”。聚焦于投行业务的华泰联合证券因为更专注而更专业，在业内拥有良好口碑，IPO、再融资、债券、财务顾问等业务“四面开花”，尤其是并购重组业务领先于同业。2011 年，借助原联合证券投行团队的优势，并购重组财务顾问业务净收入排名从 2010 年的第 11 名跃升至第 4 名，并在随后多年保持行业前列。在股权融资方面，华泰联合证券也完成了多个明星项目，包括科创板首家注册企业华兴源创、创业板医疗器械第一股迈瑞医疗上市、科创板明星企业澜起科技、闻泰科技上市、顺丰控股借壳上市，以及三六零、药明康德等优质中概股回归。

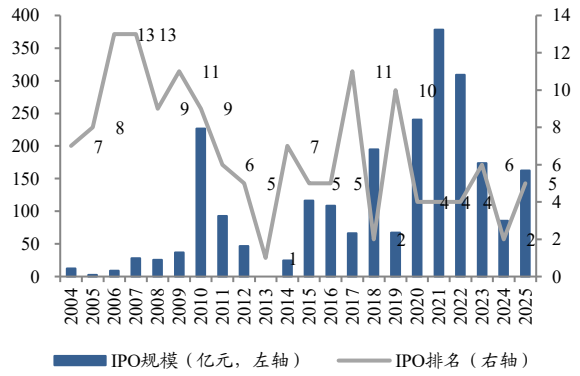
据 Wind 数据，2011-2025 年，华泰证券 IPO 合计承销 2067 亿元，年均发行规模 138 亿元，较 2004-2010 年的年均发行规模 49 亿元提升约两倍，排名基本稳定在前 10，2020 年开始提升至前 5；再融资方面，2011-2025 年合计承销 10281 亿元，年均规模 685 亿元，较 2004-2010 年的年均 69 亿元，增长近九倍。

图24：华泰证券并购重组收入及排名



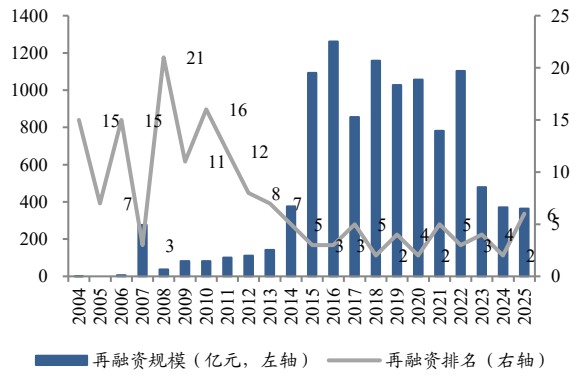
数据来源：Wind，上交所，华泰证券年报，东吴证券研究所

图25：华泰证券 IPO 发行规模及排名



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图26：华泰证券再融资发行规模及排名



数据来源：Wind，东吴证券研究所

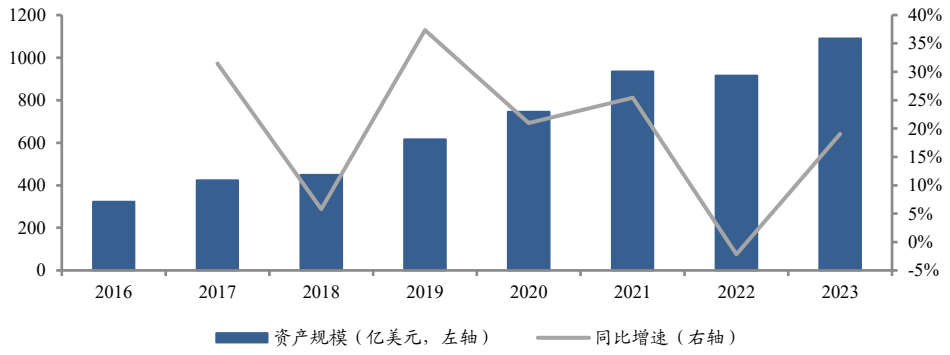
②坚定互联网金融战略，经纪业务行业龙头地位稳固。自公司 2009 年确定业务互联网化的战略目标后，公司一直保持人员、网点精简的运营模式，并推动经纪业务线上化。随着互联网金融应用水平和线上开户业务的普及程度不断加深，证券行业佣金率一直处于下滑趋势，公司 2013 年率先开始佣金改革，佣金率始终低于行业平均，而经纪市占不断攀升，由 2008 年的 4.52%持续提升至 2016 年的 8.86%，排名已连续多年保持行业第一。

③通过收购 AssetMark 推进财富管理转型的进程，开拓海外资产配置渠道。华泰证

券于 2016 年完成对 AssetMark 的收购，并于 2019 年 7 月推动 AssetMark 在纽交所挂牌上市。AssetMark 是美国一家领先的统包资产管理项目平台（TAMP），公司作为第三方金融服务机构，为投资顾问提供投资策略及资产组合管理、客户关系管理、资产托管等一系列服务和先进便捷的技术平台。2021 年 7 月，AssetMark 完成对 Voyant 的收购，进一步优化技术平台及运营环境，保持在统包资产管理平台领域的领先地位。2022 年 12 月，AssetMark 完成对 Adhesion Wealth 的收购，持续打造领先的业务模式和先进的技术平台。截至 2023 年，AssetMark 平台资产总规模 1089 亿美元，2016 年以来复合增速达 19%，总计服务 9323 名独立投资顾问，其中管理 500 万美元以上资产规模的活跃投资顾问 3123 名。2023 年 AssetMark 市占率 10.8%，位居美国 TAMP 行业第二。

收购 8 年后出售 AssetMark，基本实现收购时的初衷。华泰证券 2024 年 9 月完成对美国控股子公司 AssetMark 的全部股权出售，此次出售可获得约 17.93 亿美元现金，实现投资收益约 8 亿美元。公司在公告中表示，出售 AssetMark 是综合考虑当前统包资产管理平台行业的竞争格局和公司国际业务进一步发展的需要。我们认为公司在与 AssetMark 强强联合的 8 年间已基本实现了当初收购的初衷，即拓展投资管理服务能力及建立世界水平技术解决方案，公司国际业务收入占比从 2017 年的 8%提升至 2023 年的 22%，未来也可凭借在海外资产管理领域的经验，继续聚焦国内财富管理业务。

图27：AssetMark 平台资产规模（AoP）



数据来源：华泰证券年报（2016-2023），东吴证券研究所

助力华泰证券发展国际业务，为公司的财富管理转型赋能。华泰证券对 AssetMark 的收购有几个层面的意义：1）助力华泰实现国际化的战略布局。公司可以通过 AssetMark 的平台更加顺利的进入美国资产管理市场，发展国际业务，拓宽收入来源，同时也将为 AssetMark 打通进入中国市场的渠道。2）有助于华泰借助 AssetMark 在美国积累的优秀投资经验以及投资组合专长进一步提高自身投资管理能力，学习 AssetMark 投资服务顾问的成型经验为客户提供更专业的投资服务以及技术解决方案。华泰证券作为业内率先以金融科技助力转型的券商之一，经纪市占率已连续多年排名行业第一，在财富管理方面也较早布局。AssetMark 有助于公司借鉴其先进的投顾服务经验，进一步赋能财富管

理转型，促进公司投资顾问向“买方投顾”转型。同时一体化的技术平台也有利于加速公司财富管理体系和技术体系建设。

3.3. 中金公司：收购中投证券，夯实财富管理基础

2016 年 11 月，中金公司宣布以 167 亿元通过换股方式收购中投证券。中央汇金将其持有的中投证券 100%股权，以协议转让方式注入中金公司，中金公司向中央汇金定向增发股份作为支付对价。2017 年 3 月，中投证券完成股东变更，正式成为中金公司的全资子公司，随后中金公司逐步推进与中投证券的业务整合和协同工作。2019 年 9 月，中投证券更名为中金财富，两家公司实现品牌统一。2021 年 7 月，中金公司宣布与中金财富在已有整合工作基础上，将中金公司从事境内财富管理业务的 20 家营业部（包括其资产和负债）划转至中金财富，并将其他与境内财富管理业务相关的客户、业务及合同转移至中金财富。业务整合完成后，中金公司作为母公司开展投资银行业务、股票业务、固定收益业务、资产管理业务、私募股权投资业务；中金财富作为子公司开展财富管理业务。从 2008 年开始，中央汇金母公司中投公司便开始筹划整合旗下券商做大做强， 中金公司与中投证券的合并也是整合战略的一部分。

收购后中金公司整体规模显著扩大，主要指标跃升至行业第一梯队。据中国证券业协会，中金公司收购中投证券前，两者整体规模位列行业中上水平，中投证券排名略高于中金公司。2016 年，中金公司和中投证券总资产分别为 687 亿元和 757 亿元，分列行业第 22 和 19 位；全年营业收入分别为 73 亿元和 44 亿元，分列行业第 17 和 25 位；净利润分别为 10 亿元和 12 亿元，分列行业第 31 和 25 位。收购中投证券后，中金公司整体规模显著扩大，跻身行业第一梯队。2017 年，中金公司总资产、净资产、营业收入、净利润、ROE 分列行业第 12、14、11、20、46 位。到 2021 年，中金公司各项指标排名进一步提升，总资产、净资产、营业收入、净利润、ROE 指标分列行业第 9、11、8、7、4 位。

表3：中金公司收购中投证券后主要指标排名跃升至第一梯队

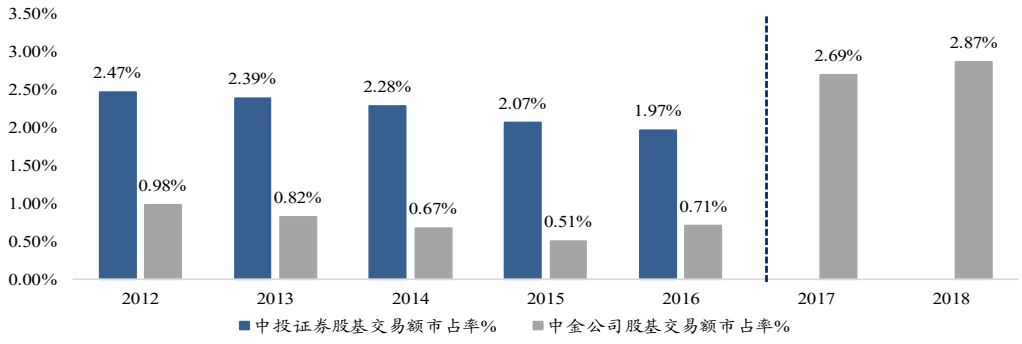
	2014		2015		2016		2017	2018	2019	2020	2021
	中投	中金	中投	中金	中投	中金					
总资产	18	29	18	24	19	22	12	9	10	9	9
净资产	21	44	26	23	27	25	14	13	13	11	11
营业收入	18	20	17	23	25	17	11	6	11	10	8
净利润	21	42	16	39	25	31	20	11	11	10	7
ROE	37	58	20	100	29	59	46	7	5	5	4

数据来源：中国证券业协会，东吴证券研究所 注：2021 年以后协会不披露排名信息

业务互补，收购弥补了中金公司零售经纪业务短板。我们认为，中金公司在投行业务、机构业务、跨境服务和针对高端客户的财富管理业务领域相比中投证券有显著优势；但在零售经纪业务、网点布局等方面，不及中投证券。中投证券前身是基于南方证券重组而来，在零售经纪业务领域建立了较强的市场地位。据 Wind 数据，2012 年至 2016

年，中投证券股基交易额市占率在 2.0%-2.5%之间；而中金公司股基交易额市占率仅在 0.5%-1.0%之间，行业排名远落后于中投证券。从财务数据来看，经纪业务是中投证券的核心业务，2013 年至 2015 年这部分收入贡献均在 80%以上；而中金公司的经纪业务（包括权益类销售及交易业务及财富管理业务）对公司收入贡献在 40%-45%左右。营业网点方面，截至 2016 年末，中投证券在全国设有证券营业部 206 家，主要覆盖活跃及财富集中的城市；而中金公司在全国仅有 20 家营业部，其财富部门秉承高端路线，主要针对高净值人群。由于零售经纪布局的短缺，中金公司错过了 2015 年的散户开户潮，2015 年其股基交易额市占率排名较 2014 年下滑 9 位至行业第 48 位。中投证券广泛的网点分布和零售客户基础，对中金公司发展财富管理业务而言是重要补充。2017 年，收购后，中金公司股基交易额市占率提升至 2.69%，行业排名从 2016 年的第 40 位跃升至 2017 年的第 11 位；代理买卖证券业务收入（含席位租赁）排名从 2016 年的行业第 26 位上升至 2017 年的第 13 位，证券经纪业务收入排名从 2016 年的行业第 23 位上升至 2017 年的第 13 位。

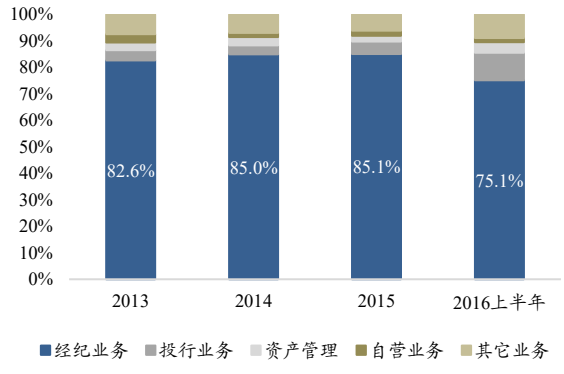
图28：中投证券与中金公司股基交易额市占率及排名



股基交易额市占率行业排名							
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
中投证券	13	13	14	14	15		
中金公司	26	29	39	48	40	11	11

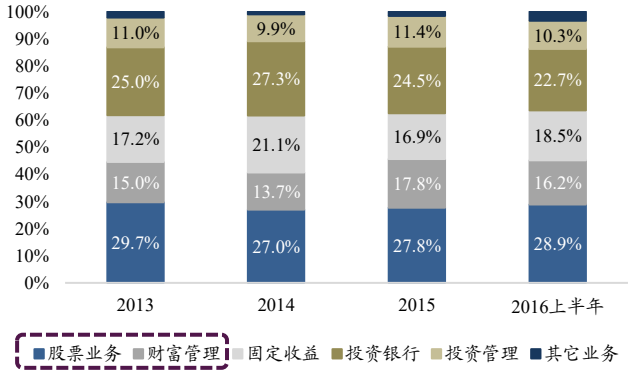
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图29：中投证券收入结构



数据来源：中投证券公司年报，东吴证券研究所

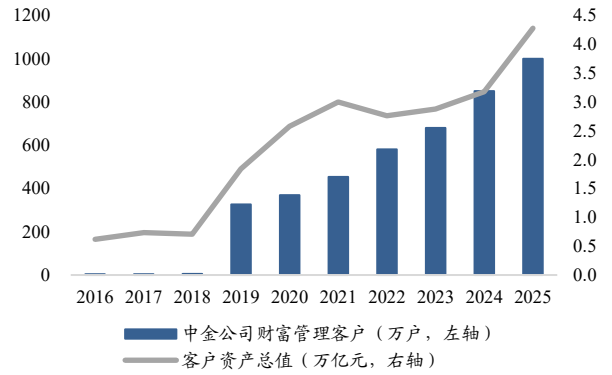
图30：中金公司收入结构



数据来源：Wind，东吴证券研究所

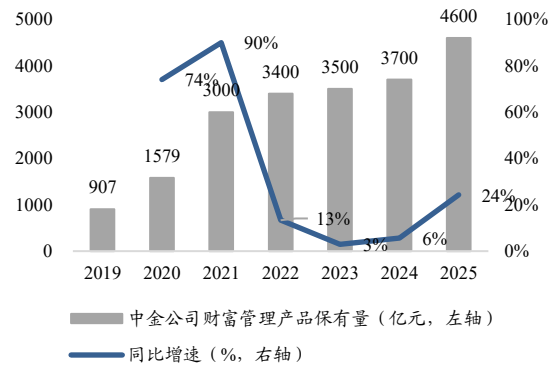
收购整合后中金公司财富管理业务快速发展。通过与中投证券的整合，中金公司客户基础迅速扩张，由高净值客户向零售客户延伸，形成了覆盖大众客户（资产 50 万元以下）、财富客户（资产 50-300 万元）以及高净值客户（资产 300 万元及以上）的全方位服务体系，客户数量与客户资产规模进一步提升。截至 2018 年末，中金公司财富管理的客户数量 4.7 万户，客户账户资产 7096 亿元，户均资产超过 1500 万元；中投证券有 35.2 万户富裕客户及 251.4 万户零售客户，对应的客户账户资产分别为 2049 亿元（户均 58 万元）及 407 亿元（户均 1.6 万元）。2019 年在中金公司完成两家公司品牌统一和业务深度融合后，中金公司财富管理客户数量及客户资产逐年攀升，从 2019 年的 327.1 万户增至 2025 年的近 1000 万户，年复合增速 20%；对应客户账户资产从 1.84 万亿元增至 4.28 万亿元，年复合增速 15%。同时中金公司财富管理产品销售能力得到了进一步提升，产品保有量从 2019 年的约 900 亿元增至 2025 年的 4600 亿元，已连续六年增长。

图31：中金公司财富管理客户数量及客户资产规模



数据来源：中金公司年报，东吴证券研究所

图32：中金公司财富管理产品保有量及同比增速



数据来源：中金公司年报，东吴证券研究所

4. 国内券商的供给侧改革将进入 2.0 时代

国内券商本轮供给侧改革与 1.0 时代最大的不同点在于政策支持力度大。过去的并购重组主要是解决问题或市场自发的规模扩张，而本轮更偏向是主动塑造格局，如首次出现两家行业前五头部券商的强强联合（国君+海通）、首次出现“三合一”模式（中金+东兴+信达），核心目标都是打造能够参与全球竞争的航母级投行。此外，券商区域间的并购也正在加速，区域券商通过整合提升扩表能力、发展自身业务特色从而提升核心竞争力量的诉求越来越强，预计未来区域间整合将持续活跃。

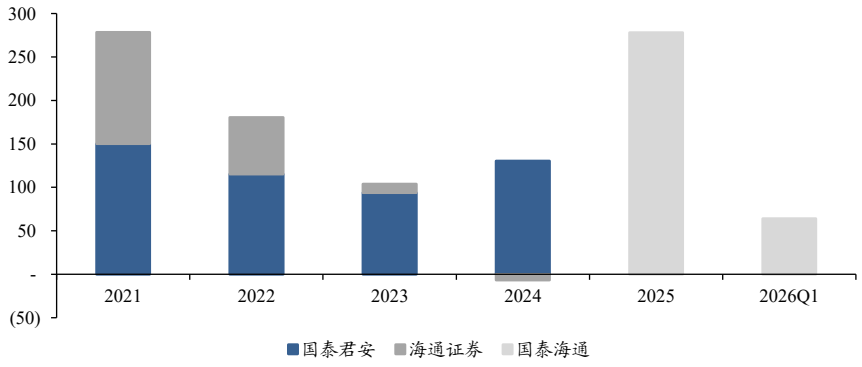
4.1. 国泰海通：政策推动下的首个大规模并购

由上海国资委主导，旨在打造国际一流投行。2024 年 9 月 5 日国泰君安启动与海通证券的重组，并已于 2025 年 3 月完成并表。此次合并是继 2023 年 11 月金融工作会

议提出“培育一流投资银行”以及 2024 年 3 月证监会表示“支持头部券商通过并购重组等方式打造一流投行”后，首个头部券商之间的并购重组案例，将为行业内其他券商的整合提供示范效应，并进一步推动证券行业的供给侧改革。

合并后的新公司各项指标全面看齐中信证券。经营指标方面，以 2021 年海通国际中资美元债暴雷前的业绩作为参考，2021 年国泰君安与海通证券简单加总后的营业收入、净利润分别为 860 亿元、278 亿元，超过同期中信证券的经营指标；2025 年 3 月并表后，2025 年国泰海通实现扣非净利润 214 亿元，同比+72%，排名提升 1 位至行业第 2，对应扣非 ROE7.49%。资产规模方面，2026 年一季度末，公司总资产 2.3 万亿元，归母净资产为 3364 亿元，两项核心指标均跃居证券行业首位。公司金融投资资产规模也达到较高水平，排名行业第二。业务层面，①经纪业务：合并后公司的零售客户数、营业网点数、市占率等指标都大幅提升，2025 年经纪市占 8.56%，同比增长 3bps（2024 年为模拟合并数），位列第一；两融余额 2536 亿元，同比+139%，市场份额 10.0%，同比+4.3pct。②投行业务：2025 年 IPO 承销规模及家数均排名行业第二，A 股 IPO 储备项目（截至 2026 年 5 月末）36 家，排名第 1。2025 年港股配售项目数排名保持行业第一，港股 IPO 公开递表项目数排名中资券商第三。③大资管业务：控股华安基金、海富通基金，参股富国基金，并拥有国君资管公募牌照，大资管业务实力大幅提升。④其他业务：公募分仓、PB 等业务位居行业前列。

图33：国泰海通合并前后净利润及行业排名（亿元）



排名	国泰君安	2	2	3	3	2	2
	海通证券	4	9	31			

数据来源：Wind，东吴证券研究所

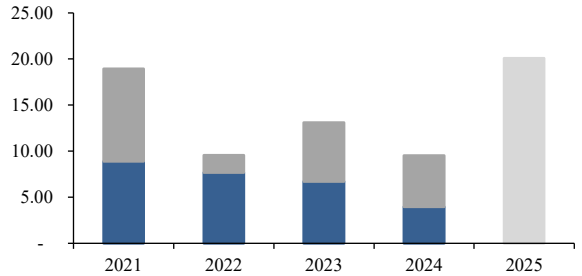
4.2. 国联民生：地方国资整合的典型样本

2023 年 3 月，国联集团通过司法拍卖竞得民生证券 30.3%股权，成为第一大股东，为后续合并奠定基础。2024 年 4 月，国联证券宣布通过发行 A 股股份方式收购民生证券控制权，并于 12 月获得上交所重组委审核通过，是新"国九条”后首个过会的券商并

购重组项目。

①经营指标与资产规模方面：国联民生于 2025 年 1 月并表，2025 年实现归母净利润 20.1 亿元，同比+406%，排名由 2024 年的 60 提升至 23 位，ROE4.2%，同比+2.0pct; 2025 年末总资产和净资产均创下历史新高，分别达到 2032 亿元和 525 亿元，较 2024 年末增长 109%和 182%，排名进入行业前 20 位（2024 年在 40 名左右）。

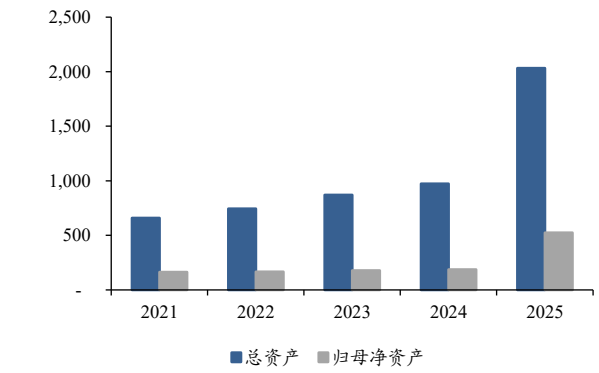
图34：国联证券、民生证券合并前后净利润（亿元）



排名						
	国联	49	35	39	60	23
	民生	88	73	41	51	

数据来源：国联民生年报，Wind，东吴证券研究所

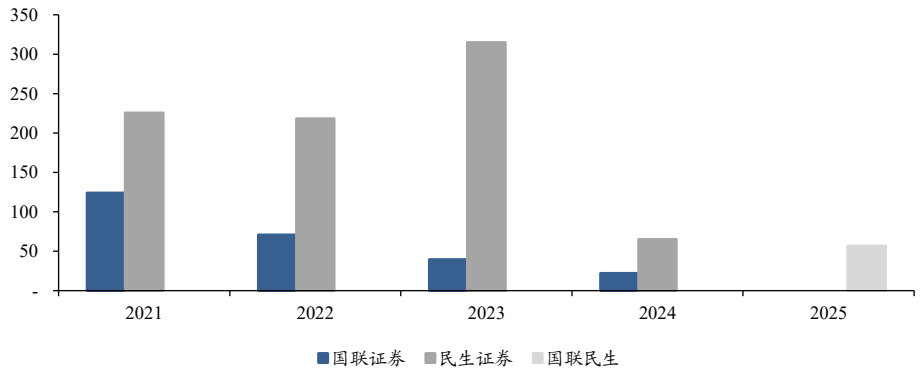
图35：国联民生总资产、净资产（亿元）



数据来源：国联民生年报，Wind，东吴证券研究所

②业务层面：有别于国泰海通的强强联合，国联证券作为区域券商，与民生证券的合并逻辑更体现在能力互补。国联证券的优势体现在财富管理、大资产管理；民生证券的优势体现在投资银行、机构研究、豫鲁地区的经纪业务网络。公司 2025 年两融同比+106%，市场份额 0.9%，同比+0.3pct。并购前，国联证券投行业务较弱，股权承销排名基本在行业 20 位左右，合并后新公司投行业务跻身行业前列，截至 2026 年 5 月末，公司境内 IPO 辅导备案项目数排名行业第七。

图36：国联证券、民生证券股权投行规模及排名（亿元）



排名						
	国联	18	25	24	16	10
	民生	11	11	6	9	

数据来源：Wind，东吴证券研究所

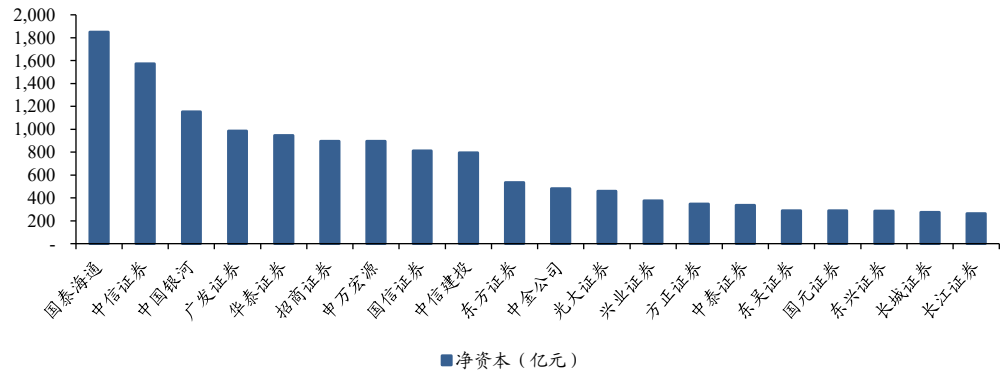
4.3. 供给侧改革 2.0：提质增效，重塑竞争格局

券商区域间的并购加速，通过“提升资产规模→提质增效→夯实自身业务特色”的路径来提升综合实力。2023 年 12 月以来的 7 起并购中，有 5 起都是同一区域或者同一控股股东下的整合，包括“国信证券+万和证券”、“国泰君安+海通证券”、“中金公司+东兴证券+信达证券”、“东吴证券+东海证券”、“东方证券+上海证券”。我们认为区域整合加速有几方面原因：①同一区域或同一实控人间的并购难度更小，可自上而下推动。②经纪业务全面线上化以后，通过跨区域并购实现网点互补、客户互补的价值已大幅降低；③未来的竞争格局重塑可能更取决于资产规模、扩表能力等，区域间并购能更快产生协同。

扩表能力是未来提质增效，夯实市场地位的重要关键。在资本市场深化改革、行业竞争格局加速重塑的背景下，资产负债表的规模与质量已成为衡量券商综合实力的核心标尺。扩表不仅意味着资本金的充实和资产规模的增长，更代表着机构在资本中介、做市交易、直投+跟投、衍生品业务等重资本业务领域的承载能力和服务纵深。从行业趋势看，传统佣金驱动的轻资产模式正面临费率持续下行和同质化竞争的双重挤压，而以资产负债表为驱动的重资本业务正逐步成为中型及大型券商拉开差距的关键胜负手。

①业务承载力的提升。在现有净资本管理体系下，券商做大资产规模是突破业务天花板、提升核心竞争力的关键。资本规模直接决定了融资融券、科创板跟投、并购融资、大宗交易等重资本业务的扩张上限，充裕的净资本有助于降低单位运营成本并发挥规模效应。

图37：2025 年末上市券商净资本（Top20）

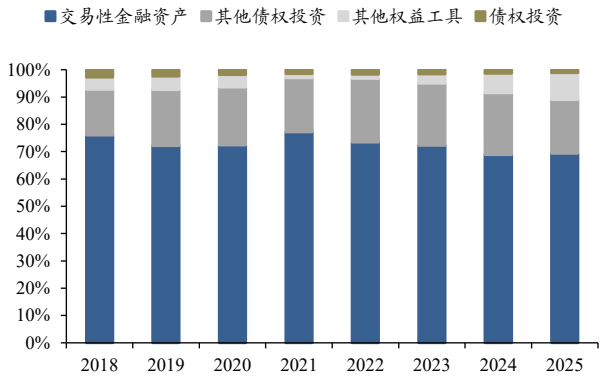


数据来源：Wind，东吴证券研究所

②收入结构优化，扩表能力的重要性提升。随着行业从传统的“通道服务商”向综合金融服务商转型，通过扩大资产负债表所驱动的利息净收入、自营投资收益以及资本中介业务收入，正逐步成为业绩增长的核心引擎。与传统经纪佣金高度依赖市场单边上涨、呈现明显“靠天吃饭”特征的周期性波动不同，扩表带来的重资本业务展现出更强的可持续性与抗周期属性。

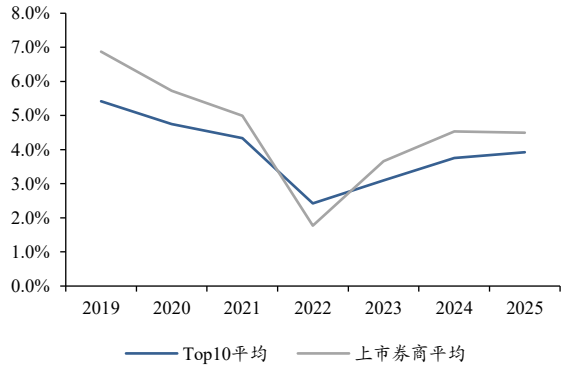
一方面，近几年上市券商的综合投资收益率呈现稳中略有升的态势，这表明券商从原来的“博方向”型自营逐步转向以“资产配置、客需业务”为核心的大类资产配置逻辑，在追求更稳定的收益率的背景下，扩表能力的重要性进一步提升；另一方面，券商依托雄厚的资本实力，深度践行“投早、投小、投硬科技”的导向，将资本精准投向处于初创期或成长期的科技创新企业。这种长周期的产业陪伴与价值发现模式，不仅为券商带来了跨越周期的估值跃迁收益，更通过“投行+投资+投研”的深度绑定构建业务闭环。

图38：上市券商自营结构



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图39：上市券商平均及 TOP10 券商综合投资收益率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

③市场地位的巩固与跃升。 在监管引导行业集约化发展、培育一流投行的战略框架下，资产规模和资本实力是获取业务资质、争取监管试点、参与国际竞争的基础门槛。唯有具备与业务雄心相匹配的资产负债表，才能在新一轮行业格局重塑中占据主动、赢得先机。因此，持续提升扩表能力，如通过内生利润积累、外延并购整合、资本市场再融资等多元路径做大做优资产负债表，已成为券商由"规模扩张"迈向"提质增效"的必经之路。

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。

仅供内部参考，请勿外传！

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

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