

收入规模稳定增长，业务板块表现分化

——“十四五”期间证券行业发展趋势分析

报告要点：

● **我国资本市场制度建设不断完善，证券行业高质量发展路径日益清晰**
“十四五”期间，我国资本市场改革持续向纵深推进，在不断完善资本市场制度建设基础上，系统化提升资本市场功能，促进资本市场健康稳定发展；通过投融资两端的协同发力，我国资本市场改革取得了显著成效，服务实体经济能力持续增强。

● **行业收入稳增，头部券商经营优势显著，中小券商探索差异化发展道路**
与“十四五”开年相比，2024年，我国证券行业上市公司规模、收入增长，经营杠杆和ROE下降，呈现出“两升两降”发展态势。竞争格局方面，由于业务结构和服务对象的趋同，目前证券行业同质化竞争较为严重，头部券商盈利领先优势较“十四五”开年虽略有缩窄，杠杆水平下降，但仍保持着强势水平，头部效应彰显，证券行业整合逻辑日益清晰，并购重组提速显著；而对于中小型券商，在传统业务的竞争上存在一定弱势，需结合自身区域禀赋、股东资源和业务优势，立足差异化经营策略，探索高质量发展的业务增长点。

● **资本市场改革深化，证券行业整合提速**

“十四五”期间并购政策环境持续宽松，交易显著升温，证券行业并购大势已现。经历了2014-2015年的快速发展和2016年的政策收紧后，“十四五”期间并购政策再次转向宽松，2024年“并购六条”的出台更是标志着本轮宽松周期的加速。证券行业并购重组大势已现，中央金融工作会议明确将“培育一流投资银行和投资机构”纳入金融强国建设框架，新“国九条”明确支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式提升核心竞争力，2025年以来，已有多家券商合并案例，预计“十五五”期间，头部券商将加速整合，打造综合型一流投行，推动形成具有国际竞争力的“航母级”券商。

● **证券行业竞争格局重塑中，各板块表现分化，AI持续赋能**

1) 重资产业务占比增幅显著，投资杠杆驱动扩表。与“十四五”开年相比，上市券商重资产业务营收占比整体增幅显著，2024年，头部券商重资产业务营收占比均值已超过50%，其中，投资收益成为推动头部券商重资产业务营收的主力。

2) IPO业务持续承压，“股债跷跷板”趋势再现。受市场环境影响，“十四五”期间，A股IPO数量和金额均呈现断崖式下跌。多家头部券商均提出深化现代投行转型。预计“十五五”期间，投行业务将按照“五篇大文章”指引，通过并购重组整合、产业链撮合等创新模式，深度参与新质生产力培育。

3) 传统经纪业务占比下滑，向买方投顾模式加速转型。随着市场对专业投顾服务的需求也日益增加，对券商财富管理能力提出了更高要求，倒逼券商经纪业务盈利模式的转型和人才体系建设的升维。

4) 金融科技发展有望全面提升证券行业服务质效。金融科技赋能证券行业发展呈现三大趋势：一是AI大模型驱动业务生态智能化升级；二是跨领域技术融合催生新服务模式；三是机制创新与组织变革加速科技业务深度融合。

5) 资管业务规模收入双承压，集合反超单一规模；国际业务收入占比增加，全球服务能力持续升级；研究业务谋求转型，深化产业研究与资产配置。

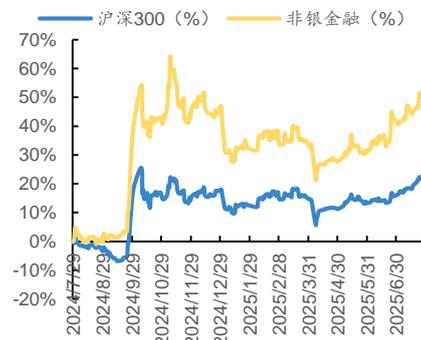
● **风险提示**

经济增长不及预期；资本市场景气度下降；监管政策调整；市场极端波动。

主要数据：

上证综指：	3609.71
深证成指：	11289.41
沪深300：	4152.02
中小盘指：	4143.39
创业板指：	2406.59

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

- 《中美产业并购驱动逻辑及启示——并购重组系列报告（一）》
- 《产业主导、国资开路，启动并购黄金时代——并购重组系列报告（二）》

报告作者

分析师	程舟航
执业证书编号	S0020523040001
邮箱	chengzhouhang@gyzq.com.cn
电话	021-51097188
分析师	黄轩辕
执业证书编号	S0020524120001
邮箱	huangxuanyuan@gyzq.com.cn
电话	021-51097188
联系人	杨磊
邮箱	yanglei@gyzq.com.cn
电话	021-51097188

内容目录

1. 资本市场改革不断深化，证券行业高质量发展改革路径日趋明晰	4
2. 市场保持稳定，行业整体收入稳定增长	7
3. 头部券商盈利能力较强，并购重组显著加速	9
3.1 证券行业头部效应仍然显著，领先券商善用杠杆放大经营优势	9
3.2 券商并购重组显著提速	10
4. 证券行业各板块发展趋势分析	11
4.1 重资产业务占比增幅显著，投资杠杆驱动扩表	12
4.2 IPO 业务持续承压，“股债跷跷板”趋势再现	13
4.3 传统经纪业务占比下滑，人才建设成为核心点	15
4.4 资管业务规模收入双承压，集合反超单一规模	16
4.5 国际业务收入占比增加，全球服务能力持续升级	17
4.6 研究业务谋求转型，深化产业研究与资产配置	18
4.7. 金融科技赋能加速，AI 驱动业务生态创新升级	19
5. 风险提示	21

图表目录

图 1：“十四五”期间，A 股市场整体处于震荡行情	7
图 2：“924”以来 A 股强势反弹并维持高位运行	7
图 3：wind 全 A 日均成交额	8
图 4：十年期国债收益率	8
图 5：全市场质押业务规模分析	13
图 6：IPO 募集资金规模趋势	14
图 7：IPO 数量趋势	15
图 8：私募资管产品规模趋势	17
图 9：头部券商近年佣金分仓收入情况（万元）	19
图 10：头部券商近年佣金分仓收入同比变动幅度（%）	19
图 11：金融科技赋能证券行业三大趋势	20
图 12：AI 赋能金融路径图	20

表 1：我国资本市场制度建设不断完善.....	4
表 2：我国资本市场改革投融资两端协同发力，成效显著.....	6
表 3：上市券商分类.....	8
表 4：上市券商经营杠杆变动情况.....	9
表 5：上市券商 ROE 变化情况.....	9
表 6：上市券商经营能力分析.....	10
表 7：近期证券行业并购事件.....	11
表 8：上市券商投资收益分析.....	12
表 9：上市券商投资杠杆与信用杠杆分析.....	13
表 10：上市券商投行业务收入情况.....	14
表 11：十四五期间债承数量及规模.....	15
表 12：经纪业务收入占比变化趋势.....	16
表 13：资管业务收入占比变化趋势.....	17
表 14：头部券商国际业务收入及占比变化.....	18

1. 资本市场改革不断深化，证券行业高质量发展改革路径日趋明晰

我国资本市场制度建设不断完善，证券行业高质量发展路径日益清晰。“十四五”期间，我国资本市场改革持续向纵深推进，在不断完善资本市场制度建设的基础上，系统化提升资本市场功能，促进资本市场健康稳定发展。2023 年中央金融工作会议提出要做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融“五篇大文章”，随后，国务院办公厅、证监会先后发布《关于做好金融“五篇大文章”的指导意见》、《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》，围绕加强对科技型企业全链条全生命周期的金融服务，丰富资本市场推动绿色低碳转型的产品制度体系，提升资本市场服务普惠金融效能，推动资本市场更好满足多元化养老金融需求，加快推进数字化、智能化赋能资本市场等方面提出多条政策举措。2024 年 4 月 12 日，国务院印发《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》，即新“国九条”。这是继 2004 年、2014 年两个“国九条”之后，又时隔 10 年，国务院再次出台的资本市场指导性文件，涵盖发行上市、持续监管、退市制度等核心环节，并通过“1+n”配套体系推动制度落地，为未来 5 年、2035 年和本世纪中叶资本市场高质量发展描绘了清晰的发展蓝图。

表 1：我国资本市场制度建设不断完善

时间	会议/政策	简要内容
2023 年 10 月	中央金融工作会议	1、坚持金融服务实体经济，货币政策保持稳健性，更加注重做好跨周期和逆周期调节 2、优化金融服务，做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章 3、打造现代金融机构和市场体系，推动股票发行注册制走深走实，培育一流投资银行和投资机构，支持国有大型金融机构做优做强，强化政策性金融机构职能定位，发挥保险业的经济减震器和社会稳定器功能 4、严格中小金融机构准入标准和监管要求，及时处置中小金融机构风险 5、推进金融高水平开放，提升跨境投融资便利化，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，增强上海国际金融中心的竞争力和影响力，巩固提升香港国际金融中心地位 6、防范化解金融风险，建立防范化解地方债务风险长效机制，促进金融与房地产良性循环，加快保障性住房等“三大工程”建设
2024 年 4 月 12 日	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）	1、在服务国家重大战略和推动经济社会高质量发展中实现资本市场高质量发展 2、进一步完善发行上市制度，强化发行上市全链条责任，加大发行承销监管力度 3、加强信息披露和公司治理监管。全面完善减持规则体系。强化上市公司现金分红监管。推动上市公司提升投资价值 4、深化退市制度改革，加快形成应退尽退、及时出清的常态化退市格局。加强并购重组、借壳上市、退市的监管力度 5、加强证券基金机构人员任职、重点业务监管，完善行业薪酬管理制度。开展行业文化综合治理，坚决纠治不良风气 6、强化股市风险研判，加强稳定机制建设。整治私募基金领域突出风险隐患。完善债券违约风险处置机制，做好跨市场跨行业跨境风险监测应对。加强交易监管。健全预期管理机制

- 7、建立培育长期投资的市场生态，完善适配长期投资的基础制度，构建支持“长钱长投”的政策体系。持续壮大长期投资力量
- 8、进一步全面深化改革开放，着力做好金融五篇大文章，完善多层次资本市场体系。坚持统筹资本市场高水平制度型开放和安全
- 9、加强资本市场法治建设；深化央地、部际协调联动。打造政治过硬、能力过硬、作风过硬的监管铁军

关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见

2025年2月7日

- 1、支持科技型企业上市：落实一揽子政策，提升包容性支持战略产业科技企业上市，优化发行机制和规则
- 2、优化科技企业并购与激励：活跃并购市场，支持产业链整合和技术提升，优化估值支付方式及股权激励规则
- 3、引导创投投早投硬科技：畅通私募基金退出渠道，推动试点和政策优化，吸引耐心资本投向早期硬科技
- 4、增强债券市场对科创支持：推动科创债发展、提升政策支持，探索知识产权证券化和科创领域REITs
- 5、完善绿色金融标准：优化绿色债券和股票标准，强化环境信息披露要求，参与国际规则制定
- 6、丰富绿色金融产品：支持绿色企业股债融资，便利绿色债券，发展绿色基金、碳期货及衍生品
- 7、服务中小微企业制度：深化北交所/新三板普惠试点，支持专精特新企业，规范发展区域性股权市场
- 8、丰富涉农金融服务：完善“保险+期货”模式，发展乡村振兴债券，支持农业科技企业 and 编制相关指数
- 9、满足居民多元化投资：推动机构财富管理转型，丰富基金产品，降费规范销售，完善基金投顾
- 10、服务中长期资金增值：畅通社保保险理财等入市渠道，推动纳入个人养老金，完善长周期考核

国务院办公厅关于做好金融“五篇大文章”的指导意见

2025年3月5日

- 1、科技金融：构建全链条金融服务体系，强化资本市场对“投早投小投硬科技”的支持，壮大耐心资本培育科技企业
- 2、绿色金融：完善标准体系与碳核算机制，防范“洗绿”风险，推动绿色产品创新与国际合作
- 3、普惠金融：深化中小微企业融资服务，优化乡村振兴金融支持，覆盖残疾人、新市民等群体需求
- 4、养老金融：完善多支柱养老保险服务，加强养老资金稳健投资管理，打击涉老非法金融活动
- 5、数字金融：推进机构数字化转型与数字人民币应用，强化数据治理与创新业务监管
- 6、机构定位：国有银行强化主力作用，中小银行聚焦特色领域，保险与证券机构提升专业支持
- 7、组织管理：建立“一把手”负责制，优化尽职免责与激励机制，推动资源人才向重点领域倾斜
- 8、产品服务：发展知识产权质押贷款、绿色期货、养老金融产品，拓宽涉农抵押范围
- 9、数字运营：以科技赋能风控与决策，推动公共数据依法赋能金融场景
- 10、风险管理：构建科创、绿色、普惠等领域差异化风控模型，防范转型风险与数据安全漏洞

资料来源：中国政府网，证监会，国元证券研究所

我国资本市场改革成效显著，投融资两端协同发力，服务实体经济的能力持续增强：
 从融资端看，首先，“十四五”期间注册制改革全面落地，并构建起多套上市标准并在科创板设置科创成长层，以更大力度支持科技创新，对硬科技企业融资的制度包容性显著提高；其次，并购重组政策环境持续宽松，市场交易日益活跃，加速行业资源进一步优化整合。

从投资端看，2024年，公募基金改革的启动，推动证券行业从“规模驱动”向“回

报导向”的系统性转型，公募基金回归“受人之托、代客理财”的本源；中长期资金入市进程加快，在全球资本市场震荡幅度加剧的环境下，成为维护市场平稳健康运行的“压舱石”和“稳定器”；2025年两会后，央行联合“中国版平准基金”中央汇金公开发声，称“坚定看好中国资本市场发展前景，未来将继续增持，坚决维护资本市场平稳运行”。

表 2：我国资本市场改革投融资两端协同发力，成效显著

政策方向	时间	事件	详情
融资端	2023年4月10日	股票发行注册制改革落地	沪深交易所主板注册制首批10家企业上市，股票发行注册制改革全面落地。
	2024年4月12日	《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”）	鼓励上市公司聚焦主业，综合运用并购重组、股权激励等方式提高发展质量。
	2024年6月19日	《关于深化科创板改革服务科技创新和新质生产力发展的八条措施》（“科创板八条”）	更大力度支持并购重组。支持科创板上市公司开展产业链上下游的并购整合，提升产业协同效应。
	2024年9月24日	《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》（“并购六条”）	进一步激发并购重组市场活力，坚持市场化方向，更好发挥资本市场在企业并购重组中的主渠道作用。
	2025年6月18日	重启未盈利企业适用科创板第五套标准上市	2025年6月18日，证监会主席吴清在陆家嘴论坛上宣布重启未盈利企业适用科创板第五套标准上市；7月1日，上交所上市审核委员会发布公告称，科创板拟上市企业武汉禾元生物科技股份有限公司首发过会。
	2025年6月18日	设置科创成长层	中国证监会发布《关于在科创板设置科创成长层 增强制度包容性适应性的意见》。
投资端	2025年1月22日	六部门联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》	六部门联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》，重点引导商业保险资金、全国社会保障基金、基本养老保险基金、企（职）业年金基金、公募基金等中长期资金进一步加大入市力度。
	2025年4月7日	中央汇金公司公告称，坚定看好中国资本市场发展前景	4月7日，中央汇金公司公告称，公司坚定看好中国资本市场发展前景，充分认可当前A股配置价值，已再次增持了交易型开放式指数基金（ETF），未来将继续增持，坚决维护资本市场平稳运行。

2025年5月7日 公募基金改革

中国证监会印发《推动公募基金高质量发展行动方案》，公募基金改革的启动，推动证券行业从“规模驱动”向“回报导向”的系统性转型，公募基金回归“受人之托、代客理财”的本源。

资料来源：新华视角，中国证监会，中国政府网，央广网，上海证券报，国元证券研究所

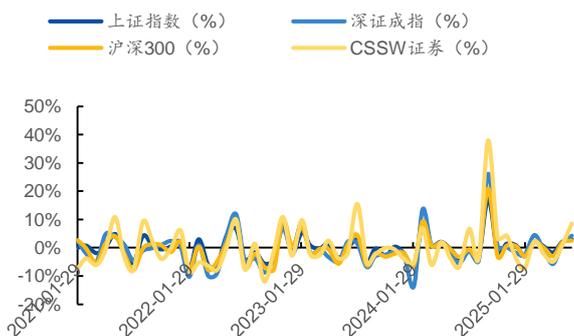
2. 市场保持稳定，行业整体收入稳定增长

“十四五”期间，我国证券行业总体呈现出深度调整后企稳回升的特征。自“924”我国政府发布一揽子增量政策提振市场信心和预期以来，经济活动加快恢复，市场信心显著提升，2024年中国经济呈现出V字型走势，前三季度经济景气逐季走弱，9月份以来，一揽子稳经济增量政策加力推出，诸多领域回升向好，全A日均成交额维持在万亿以上。

从债券市场来看：“十四五”期间，我国货币政策从“稳健”型转向“适度宽松”，信用市场经历地产风险暴露、理财赎回冲击后，城投债因化债政策企稳，“资产荒”格局延续，债券市场利率水平整体呈下行趋势，十年期国债收益率从“3”跌至“2”以下。**从A股市场来看：**“十四五”期间，A股整体处于震荡行情，“924”以来强势上涨，市场估值中枢触底反弹，并维持高位运行态势。2021年初至2025年4月末，上证指数均值3254点，券商指数累计下跌21.37%，跑输上证指数的-6.39%，跑赢深证成指的-33.23%、沪深300的-28.42%。2024年9月24日至2025年4月末，券商指数累计上涨18.61%，跑赢上证指数的+14.53%、深证成指的+17.36%和沪深300的+12.49%。

与“十四五”开年相比，2024年证券行业上市公司规模、收入增长，经营杠杆和ROE下降，呈现出“两升两降”发展态势。竞争格局方面，由于业务结构和服务对象的趋同，当前证券行业同质化竞争较为严重，头部券商盈利领先优势虽略有缩窄，杠杆水平下降，但仍保持着强势水平，头部效应彰显，证券行业整合逻辑日益清晰，并购重组提速显著；而对于中小型券商，在传统业务的竞争上存在一定弱势，需结合自身区域禀赋、股东资源和业务优势，立足差异化经营策略，探索高质量发展的业务增长点。

图 1：“十四五”期间，A股市场整体处于震荡行情

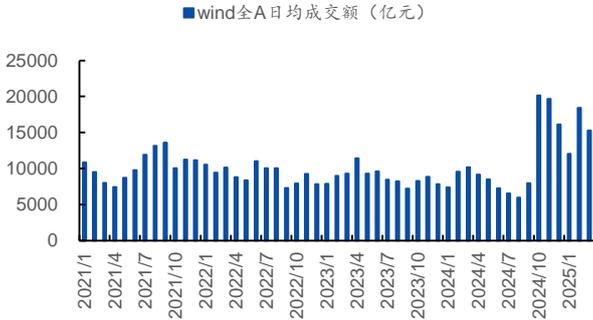


资料来源：Wind，国元证券研究所

图 2：“924”以来 A 股强势反弹并维持高位运行



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 3: wind 全 A 日均成交额


资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 4: 十年期国债收益率


资料来源: Wind, 国元证券研究所

上市券商规模、收入较“十四五”开年水平有所增长。与“十四五”开年相比，A股上市券商家数从2021年初的44家增长至2024年末的47家（国联民生、国泰海通合并计算；未计入哈投股份和锦龙股份），总资产从8.55万亿增长至12.75万亿元，总营收5303亿元，营收同比增速（YOY）均值7.25%。根据总资产等指标，可将上市券商划分为头部券商、区域性头部券商、中小特色券商三类（国联民生、国泰海通以年报口径为准）。

表 3: 上市券商分类

归类	标准	券商
头部券商 (10 家)	2024 年末总资产 5000 亿以上	广发证券、国泰海通、国信证券、华泰证券、申万宏源、招商证券、中国银河、中金公司、中信建投、中信证券
区域性头部券商 (17 家)	1. 总资产 1000 至 5000 亿 2. 具备区域发展优势	财通证券、东方财富、东方证券、东吴证券、东兴证券、方正证券、光大证券、国金证券、国元证券、华安证券、华西证券、信达证券、兴业证券、长城证券、长江证券、浙商证券、中泰证券
中小特色券商 (20) 家	头部及区域头部以外上市券商	财达证券、第一创业、东北证券、国海证券、国联民生、国盛金控、红塔证券、华创证券、华林证券、华鑫股份、南京证券、山西证券、首创证券、太平洋、天风证券、西部证券、西南证券、湘财股份、中银证券、中原证券

资料来源: Wind, 国元证券研究所

上市券商经营杠杆表现分化。2024 年度，47 家上市券商经营杠杆 2024 年度均值为 3.27，2021 年度均值为 3.31，与“十四五”开年相比，A 股上市券商杠杆整体略有收缩。其中，头部券商杠杆均值下降较快，区域头部券商基本持平，中小特色券商有所扩张。

表 4：上市券商经营杠杆变动情况

	头部券商 (10 家)	区域头部券商 (17 家)	中小特色券商 (20 家)	全部上市券商 (47 家)
经营杠杆 (2024) 均值	4.37	3.3	2.69	3.27
经营杠杆 (2021) 均值	4.6	3.35	2.64	3.31

资料来源：Wind，国元证券研究所

3. 头部券商盈利能力较强，并购重组显著加速

3.1 证券行业头部效应仍然显著，领先券商善用杠杆放大经营优势

券商整体盈利能力大幅下降，头部券商盈利能力相对较强，但差距逐步缩小。2024 年 47 家上市券商 ROE 均值为 5.07%，与“十四五”开年相比（较 2021 年）对应水平下降 3.13pct。其中，头部券商 ROE 均值由 11.46% 下降至 7.12%，与其它券商之间的盈利能力差距虽有所缩窄，但仍然大幅领先中小特色券商。

表 5：上市券商 ROE 变化情况

	头部券商 (10 家)	区域头部券商 (17 家)	中小特色券商 (20 家)	全部上市券商 (47 家)
净资产收益率 ROE (加权) 2024 年均值	7.12%	5.65%	3.56%	5.07%
净资产收益率 ROE (加权) 2021 年均值	11.46%	9.35%	5.59%	8.20%
净资产收益率 YoY 均值 (21 年为基 期)	-4.34%	-3.79%	-2.03%	-3.13%

资料来源：Wind，国元证券研究所

用改进杜邦分析法可拆解券商 ROE 进行进一步分析，从总资产收益率、负债利率和财务杠杆三个因素对券商经营能力差异和杠杆收益进行分析。

表 6：上市券商经营能力分析

	头部券商 (10 家)	区域头部券商 (17 家)	中小特色券商 (20 家)	全部上市券商 (47 家)
总资产收益率均值	3.64%	3.21%	2.81%	3.13%
负债利率均值	2.12%	1.76%	2.30%	2.06%
净财务杠杆均值	2.34	1.89	1.37	1.76
经营能力差异 (总资产收益率 - 负债利率) 均值	1.52%	1.45%	0.52%	1.07%
杠杆收益 (净财务杠杆 * 经营能力差异) 均值	3.48%	2.44%	0.74%	1.94%

资料来源：Wind，国元证券研究所

头部券商善用杠杆放大经营能力优势。从拆分指标来看，头部券商经营能力指标高于其它券商，显示在资产运用能力上显著优于其它券商特别是中小特色券商，并通过财务杠杆，使得收益放大。头部券商的显著优势，不仅巩固了其领先地位，也加剧了行业内的发展不均衡。中小券商在规模效应、资源获取和抗风险能力上的相对劣势被进一步拉大，使其在市场拓展、资本运作和创新业务布局方面面临严峻挑战。这种不断扩大的差距，一方面意味着市场集中度提升的趋势持续存在，另一方面也为行业格局重塑提供了内在动能。头部券商掌握更强的资本实力和运营效率，具备实施兼并收购、吸纳整合同业资源的基础；而对于部分竞争力相对较弱的中小特色券商而言，寻求通过联盟或被并购等方式融入更大平台，也成为应对外部竞争压力和实现业务突破的一种现实选择路径。因此，正是这种由经营能力分化导致的行业“马太效应”不断强化，叠加外部政策与市场环境的助推，共同推动加快证券行业的整合节奏。

3.2 券商并购重组显著提速

并购整合是证券行业发展到一定阶段的必然规律：美国在过去 10 年间持续发生投行间的兼并收购，导致投行数量减少了 30%，市场集中度显著提高，前十大投行占据了超过 70% 的市场份额。日本证券行业在经历了 80-90 年代的高速发展后，受政治经济环境影响出现负增长并启动整合，逐步形成了五大巨头垄断的市场格局。

“十四五”期间并购政策环境持续宽松，并购交易显著升温。经历了 2014-2015 年的快速发展和 2016 年的政策收紧后，“十四五”期间并购政策再次转向宽松，2024 年“并购六条”的出台更是标志着本轮宽松周期的加速。在并购政策不断优化的环境下，资本市场并购交易持续升温，根据证券时报数据宝统计，2024 年 9 月以来（截至 2025 年 7 月上旬），A 股重大资产重组（含定增并购）近 200 起，相较此前数量水平大幅增长。

表 7：近期证券行业并购事件

首次公布时间	并购事件	影响
2024 年 4 月	国联证券收购民生证券 99.26%股权	合并后总资产超 1500 亿元，跻身行业前 20，业务互补（民生投行优势+国联财富管理资源）
2024 年 6 月	西部证券收购国融证券 64.6% 股权	深化华北地区布局，增强西部及全国业务协同。
2024 年 9 月	国泰君安收购海通证券 100% 股权	合并后总资产、净资本等指标行业第一，打造“航母级券商”，提升国际竞争力。
2023 年 12 月、 2024 年 5 月	2023 年 12 月，浙商证券拟收 购国都证券 19%股权； 2024 年 5 月拟收购 7.69%、 7.42%股权	整合长三角与华北资源，打破地域限制，向全国性券商转型。
2024 年 9 月	国信证券收购万和证券 96.08%股权	深圳国资整合本地券商资源，提升区域金融竞争力。

资料来源：证券日报之声，南风窗，金融时报，财联社，中国经营报，券商中国，上海证券报，长江商报，第一财经咨询，国元证券研究所

“十五五”期间，我国证券行业并购趋势已现，头部券商整合有望提速。中央金融工作会议明确将“培育一流投资银行和投资机构”纳入金融强国建设框架，新“国九条”明确支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式提升核心竞争力。证券行业并购重组大势已现，2025 年 3 月 28 日，湘财股份拟通过“发行股份+募集配套资金”模式吸收合并大智慧；4 月 11 日，国泰君安完成对海通证券的换股吸收合并，国泰海通证券在上海证券交易所举行重组更名上市仪式，公司 A 股证券简称正式变更为“国泰海通”，成为最大的 A+H 双边市场吸收合并案例；5 月，国都证券控股股东变更为浙商证券。预计“十五五”期间，头部券商将加速整合，打造综合型一流投行，推动形成具有国际竞争力的“航母级”券商。

4. 证券行业各板块发展趋势分析

“十四五”期间，上市券商收入增长整体稳定，结构变化较大。从财务报表口径看，券商收入可划分为经纪业务手续费净收入、投行业务手续费收入、资管业务手续费净收入、投资收益、利息净收入、其它收入（包含处置收益），从收入占比角度分析，重资产业务收入占比增长较快，投行业务收入占比明显下滑，经纪、资管业务收入占比整体保持稳定，总体可以归纳为重资产收入占比增加，轻资产业务承压。

4.1 重资产业务占比增幅显著，投资杠杆驱动扩表¹

投资收益（包含对联营企业和合营企业的投资收益、公允价值变动收益、汇兑收入等）、利息净收入之和可视为券商重资产业务。数据表明，与“十四五”开年相比，上市券商重资产业务营收占比整体增幅较显著，至 2024 年，头部券商重资产业务营收占比均值已超过 50%，其中，投资收益成为推动头部券商重资产业务营收的主力。

表 8：上市券商投资收益分析

	头部券商（10家）	区域头部券商（16家）	中小特色券商（17家）	全部上市券商（43家）
重资产业务营收占比 (2024) 均值	53.27%	48.84%	48.71%	49.82%
重资产业务营收占比 (2021) 均值	46.03%	39.33%	47.87%	44.26%
投资收益营收占比 (2024) 均值	47.57%	31.96%	42.68%	39.83%
投资收益营收占比 (2021) 均值	35.68%	22.36%	39.89%	32.39%
利息净收入营收占比 (2024) 均值	5.70%	16.88%	6.03%	9.99%
利息净收入营收占比 (2021) 均值	10.35%	16.97%	7.97%	11.87%

资料来源：Wind，国元证券研究所

重资产业务包括大自营投资（股权+债权）、信用业务收入、资管自有资金投入等，整体来看，与“十四五”开年相比，2024 年上市券商投资收益营收占比增幅较大，头部券商均值增长 11.89pct，利息净收入营收占比有所下降，其中头部券商占比大幅下降 4.65pct，区域头部券商和中小特色券商则基本保持稳定。以投资收益占比提升速度较快的华泰证券为例，2024 年，公司实现投资收益 152.5 亿元，占其主营业务收入比重 46%，较 2021 年占比提升 14pct，其权益交易业务以量化科技为核心驱动，

¹ 国华鑫股份、湘财股份、国盛金控、东方财富年报部分业务收入未拆分，以上 4 家未纳入收入拆分分析。

构建多层次绝对收益体系，依托大数据交易、宏观对冲及创新投资三大支柱，持续优化平台化交易系统与“市场+策略”量化风控框架，科创板及ETF/REITs做市规模稳居行业前列；FICC交易业务则打造全品种综合平台，固定收益自营采用去方向化对冲基金组合模式，聚焦低波动收益；现券做市实现体系化升级，获Xbond现券匿名点击做市资格，大宗商品与碳金融等多元化布局持续深化，技术平台整合研究、交易与风控全链条应用。

表 9：上市券商投资杠杆与信用杠杆分析

	头部券商 (10 家)	区域头部券商 (17 家)	中小特色券商 (20 家)	全部上市券商 (47 家)
投资杠杆[1] (2024) 均值	288.79%	199.88%	151.03%	198.01%
投资杠杆 (2021) 均值	281.31%	178.40%	142.35%	184.96%
信用杠杆[2] (2024) 均值	78.55%	74.85%	50.06%	65.09%
信用杠杆 (2021) 均值	99.07%	90.42%	52.76%	76.24%

资料来源：Wind，国元证券研究所

[1] 投资杠杆=金融投资资产/净资产

[2] 信用杠杆=(融出资金+买入返售资产)/净资产

与“十四五”开年相比，上市券商信用杠杆整体下滑，2024年全部上市券商信用杠杆均值较2021年下降11.15pct，而头部券商下降超过20pct，主要系信用业务中股票质押业务规模下降，而两融业务相对保持稳定增长。根据Wind数据，截至2024年12月31日，全市场融资融券余额1.86万亿，较2023年底增长12.94%，较2021年底增长1.77%，两融余额占A股流通市值的比重均为2.45%，较2021年底占比基本保持不变，相比较来看，截至2024年12月31日，全市场股票质押数值2.80万亿，较2021年底下降30.28%。

图 5：全市场质押业务规模分析



资料来源：Wind，国元证券研究所

4.2 IPO 业务持续承压，“股债跷跷板”趋势再现

2024年，头部券商投行业务收入同比增速(YOY)均值为-19%，区域头部券商投行业务收入增长率均值为-26%，投行业务整体承压。43家上市券商投行业务营收占比

从 2021 年的 12.22% 滑落至 2024 年的 7.57%，下降 4.65pct，其中，区域头部券商投行业务占比降幅最大，达 5.73pct。

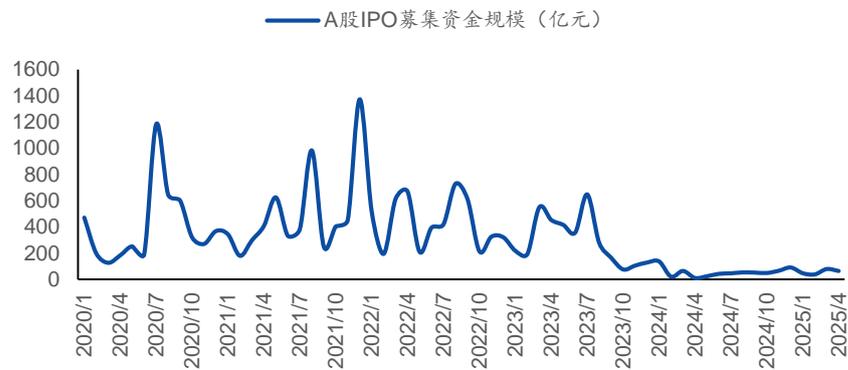
表 10：上市券商投行业务收入情况

	头部券商 (10 家)	区域头部券商 (16 家)	中小特色券商 (17 家)	全部上市券商 (43 家)
投行业务营收占比 (2024) 均值	7.10%	7.36%	8.05%	7.57%
投行业务营收占比 (2021) 均值	11.71%	13.09%	11.71%	12.22%

资料来源：Wind，国元证券研究所

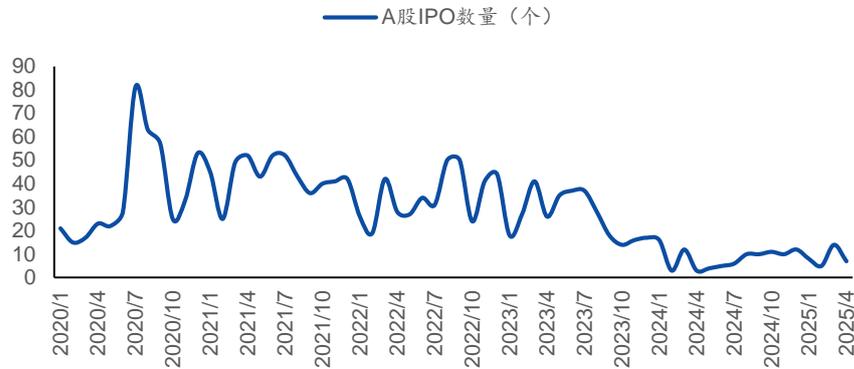
IPO 业务主要受市场环境影响，“十四五”期间，A 股 IPO 数量和金额均呈现断崖式下跌。多家头部券商均提出深化现代投行转型，充分发挥金融服务实体经济发展的“助推器”服务实体经济。预计“十五五”期间，投行业务将按照“五篇大文章”指引，通过并购重组整合、产业链撮合等创新模式，深度参与新质生产力培育，推动形成特色产业服务能力。

图 6：IPO 募集资金规模趋势



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 7: IPO 数量趋势



资料来源: Wind, 国元证券研究所

与 IPO 业务相比,“十四五”期间,一级债券市场环境相对较好,市场规模呈逐步扩大的态势,2024 年度境内全市场 95 家券商债券承销数量 4.11 万只,总规模 14.14 万亿,均创下“十四五”期间最高水平。其中,2024 年中信证券承销境内债券 5088 只,规模 2.12 万亿,居全市场第一,中信建投证券、华泰证券、中金公司、国泰海通证券债券总承销规模均超万亿。2025 年,在“稳中求进、以进促稳”总基调引领下,我国将持续巩固经济回升向好态势,维持更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策基调。在此背景下,财政政策的加快发力,将推动债券市场的置换和发新并行,降准、降息等总量型工具的综合运用,将保障市场流动性的合理充裕,我国债券发行市场环境有望持续向好,实现规模稳健增长。

表 11: 十四五期间债承数量及规模

	债承数量 (只)	债承规模 (亿元)
2021 年	26,707	114,379.71
2022 年	28,663	107,084.74
2023 年	36,304	135,132.65
2024 年	41,119	141,378.97
2025 年(截至 4 月 30 日)	14,671	47,724.10

资料来源: Wind, 国元证券研究所

4.3 传统经纪业务占比下滑,人才建设成为核心点

“924”政策催化下,2024 年下半年市场风险偏好明显回升、交易活跃度亦显著上行,但与“十四五”开年相比,券商经纪业务营收占比整体仍有所下滑,其中区域头部券商下滑幅度较大,而中小特色券商整体收入占比反而有所上升。

表 12：经纪业务收入占比变化趋势

	头部券商（10家）	区域头部券商（16家）	中小特色券商（17家）	全部上市券商（43家）
经纪业务手续费净收入占比 (2024) 均值	25.14%	29.67%	26.39%	27.32%
经纪业务手续费净收入占比 (2021) 均值	27.80%	32.20%	25.90%	28.69%

资料来源：Wind，国元证券研究所

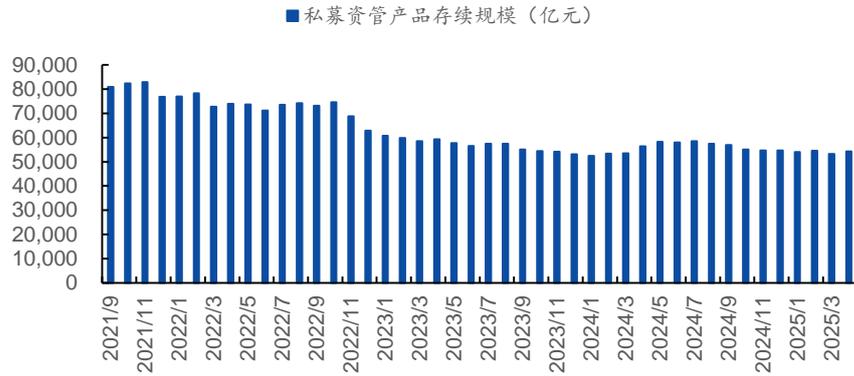
新“国九条”明确提出，金融机构必须始终践行金融为民的理念，突出以人民为中心的价值取向，更好满足人民群众日益增长的财富管理需求。头部券商经纪业务正加速向买方投顾模式转型，践行以客户利益最大化的买方投顾理念，构建一体化的专业服务体系，推动行业从“销售导向”迈向“以投资者为本”的价值生态。这一转型一是源于居民财富增长催生专业服务需求，资管新规打破刚兑叠加无风险收益率下行，居民财富管理需求激增，亟需买方投顾提供长期陪伴和科学配置服务；二是资本市场改革需要资金引导，买方投顾通过“投顾+基金组合”模式，吸引中长期资金入市，可以改善 A 股“牛短熊长”困境，夯实投融资协调发展基础；三是破解行业深层矛盾的必然选择，传统“重销售轻保有、重短期业绩轻客户利益”的模式导致机构与客户利益割裂，买方投顾通过重构考核体系、精准匹配客户需求，有利于解决“基金赚钱、基民不赚钱，获得感不佳”等痛点。

而发展“买方投顾”的核心在于人才体系建设。随着证券行业经纪业务向买方投顾的加速转型，市场对专业投顾服务的需求也日益增加，对券商财富管理能力提出了更高要求，倒逼券商人才体系建设升维。以头部中信证券为例，公司境内财富管理业务聚焦精细化客户经营，升级全员投顾人才发展战略，构建敏捷的客户服务与业务推动体系和智能化客户经营闭环，为客户提供涵盖“人-家-企-社”全生命周期综合金融解决方案。

4.4 资管业务规模收入双承压，集合反超单一规模

与“十四五”开年相比，上市券商资管业务规模和收入整体有所下降。资管规模方面，截至 2024 年末，券商私募资产管理产品规模为 5.47 万亿元（较 2021 年规模下降 28.88%）；从结构上来看，券商集合资产管理计划规模约 2.9 亿元，占券商私募资产管理产品规模的比例为 52.97%，反超单一资产管理计划占比。收入方面，2024 年 43 家券商上市公司资管业务手续费净收入合计 442 亿元，较 2021 年降低 5.86%；从业务收入占比上来看，43 家券商上市公司资管业务手续费净收入占比均值由 2021 年底的 7.82% 增至 9.28%，提升了 1.47pct；中小特色券商增幅显著快于其它券商，占比由 8.10% 增至 10.95%，提升了 2.85pct。

图 8：私募资管产品规模趋势



资料来源：Wind, 国元证券研究所

表 13：资管业务收入占比变化趋势

	头部券商 (10家)	区域头部券商 (16家)	中小特色券商 (17家)	全部上市券商 (43家)
资管业务手续费 ²				
净收入占比 (2024) 均值	9.68%	7.26%	10.95%	9.28%
资管业务手续费				
净收入占比 (2021) 均值	9.03%	6.75%	8.10%	7.82%

资料来源：Wind, 国元证券研究所

居民财富配置从房地产向金融资产加速迁移，叠加低利率环境下稳健收益需求提升，预计“十五五”期间，券商资管业务将围绕结构优化、能力升级与差异化竞争展开深度变革。一方面，债券收益率持续下行，固收类产品吸引力下降，权益类资产占比逐步提高；另一方面，公募化转型为行业主基调，资管新规与监管政策引导下，通过证券公司自身或资管子公司持有公募牌照，10家头部券商中4家已拥有公募牌照，另有5家已提交公募牌照或子公司申请。

4.5 国际业务收入占比增加，全球服务能力持续升级

头部券商国际业务占比显著增长。2024年度中金公司、华泰证券的国际业务营收和利润占比已接近50%，较“十四五”开年占比水平得到大幅跃升。中金国际建立了覆盖中国香港、纽约、伦敦、新加坡、法兰克福、东京、越南、迪拜在内的国际网络，在中资企业全球股本融资、中资企业全球IPO融资、中资券商中资企业境外债承销

² 不含自有资金投入

均排名第一，其投行完成近 400 单海外及跨境项目，交易规模合计超 9,000 亿元；华泰国际则主要在美国市场开展业务，其 2024 年 9 月出售美国资产管理公司 AssetMark 所获近 8 亿美元投资收益为其国际业务主要收益来源。

表 14：头部券商国际业务收入及占比变化

券商	21 年国际业务 收入 (万元)	21 年国际业务 利润 (万元)	21 年收入占 比 (%)	21 年利润占 比 (%)	24 年国际业务 收入 (万元)	24 年国际业务 利润 (万元)	24 年收入占 比 (%)	24 年利润占 比 (%)
中金公司	861,376	417,954	28.59%	38.78%	995,467	264,525	46.66%	46.45%
华泰证券	630,770	144,181	16.64%	10.80%	1,857,927	663,504	44.81%	43.22%
中信证券	616,356	62842	8.05%	2.72%	1,651,481	387,213	25.89%	17.84%
国泰海通	257,900	112,400	6.02%	7.49%	725,460	132,053	16.72%	10.14%
中国银河	193,200	27,400	5.37%	2.63%	217,300	32800	6.13%	3.27%
招商证券	142,001	71,648	4.83%	6.15%	111,032	42,320	5.31%	4.07%
申万宏源	45,276	-8,001	1.32%	-0.85%	45,294	542	1.83%	0.10%
中信建投	39,941	9,300	1.34%	0.91%	73,600	32,100	3.48%	4.44%
广发证券	38,235	1,762	1.12%	0.16%	97,670	38,984	3.59%	4.05%
国信证券	18,079	176	0.76%	0.02%	19,434	3,430	0.96%	0.42%

资料来源：Wind，公司公告，国元证券研究所

注 1：表中部分披露数据货币币种为美元、港币等，本文使用 2021 年和 2024 年对应年度期末汇率数据作为汇率换算基准；2024 年港币兑人民币汇率为 0.92604、美元兑人民币汇率为 7.2993；2021 年港币兑人民币汇率为 0.8176、美元兑人民币汇率为 6.3726

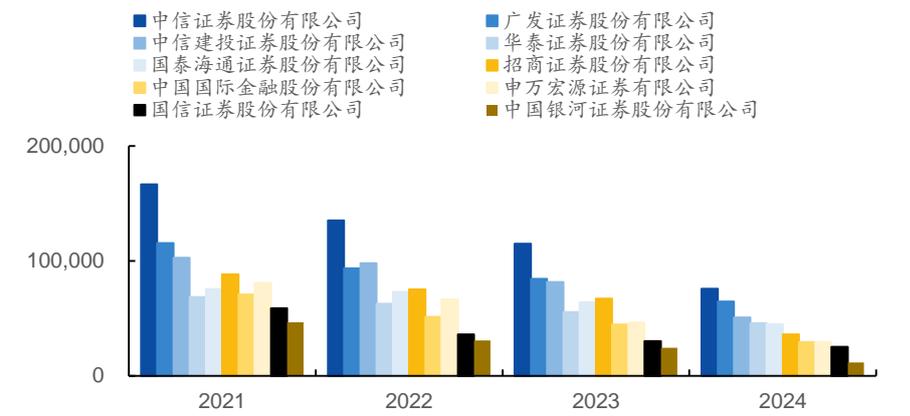
注 2：公司排序按照 2021 年国际业务收入从高到低顺序

历史经验表明，产业出海将伴随着金融出海机遇。随着全球产业链价值重塑，预计“十五五”期间中资券商国际化进程将加速推进，服务中资企业全球化战略与新兴市场资本化需求，逐步形成覆盖全球的投行服务体系 and 多元化业务生态。一是政策红利驱动跨境通道扩容升级。人民币国际化进程提速与跨境金融基础设施的完善，推动券商跨境业务向多维度延伸。二是区域市场深耕与生态协同深化。东南亚等新兴市场成为国际化布局的战略支点，中资券商通过本地化运营能力建设，深度整合投行、财富管理与机构交易服务，获取当地业务牌照，抢占高附加值业务先机。三是综合化服务能力跨越式提升。头部机构加速向全链条、跨市场服务模式转型，依托资本运作与金融科技赋能，强化股权衍生品、跨境并购等复杂业务的全球化协同能力，逐步形成“资本+人才+技术”驱动的国际护城河。

4.6 研究业务谋求转型，深化产业研究与资产配置

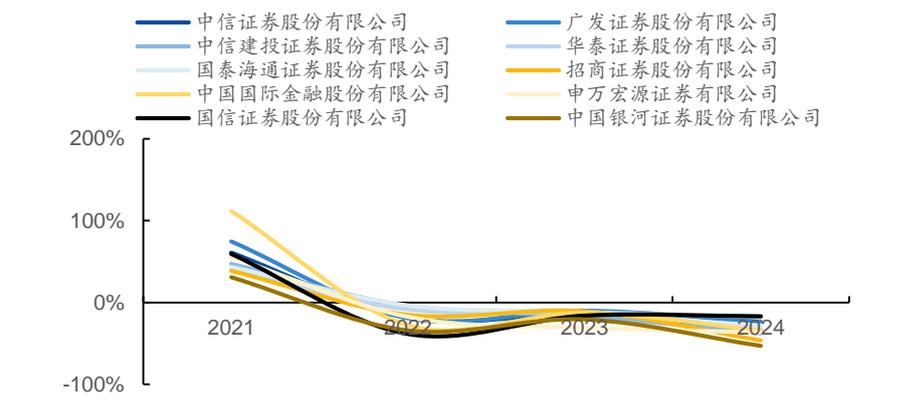
在公募基金分仓佣金费率持续下调、被动指数基金规模超越主动管理基金的大背景下，传统卖方研究业务收入预计持续下降，受马太效应影响，区域头部券商及中小特色券商研究业务收入压力更为明显。从上市券商年报来看，各家研究业务收入均有不同程度下滑，研究业务正由传统卖方业务，逐步向产业研究和资产配置方向转型。

图 9：头部券商近年佣金分仓收入情况（万元）



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 10：头部券商近年佣金分仓收入同比变动幅度（%）



资料来源：Wind，国元证券研究所

预计“十五五”期间，研究业务一方面加强大类资产配置方向研究，将 FOF 产品等纳入重点跟踪的核心资产，搭建新业态下的投资生态圈，为公司资产配置提供研究支持；另一方面加速向产研结合、拓展一级业务和服务内部部门等方向深度转型，着力构建服务国家战略与实体经济、服务公司大类资产配置的核心能力，形成“研究定价-业务协同-生态赋能”的全链条服务模式，打造整合券商对机构客户综合服务的重要窗口。同时依托人工智能、大数据等技术构建智能化研究平台，推动研究成果标准化输出与精准触达。

4.7.金融科技赋能加速，AI 驱动业务生态创新升级

证券行业金融科技赋能业务发展正呈现三大趋势。一是 AI 大模型驱动业务生态智能化升级。基于深度学习与自然语言处理的大模型将深度嵌入投研、风控、客服等场景，实现从数据挖掘到决策支持的闭环赋能，推动业务从“经验驱动”向“数据+算法驱动”转型。二是跨领域技术融合催生新型服务模式。区块链、隐私计算与云计算技术

的协同应用，将重构资产托管、合规监管等环节，形成安全可信的数字化业务生态，提升业务协同效率与风险防控能力。三是机制创新与组织变革加速科技业务深度融合。通过建立“技术+业务”双轮驱动的创新机制，完善数据治理体系与敏捷开发流程，推动金融科技从局部工具应用向全域数字化转型延伸，实现技术价值与商业价值的深度绑定。

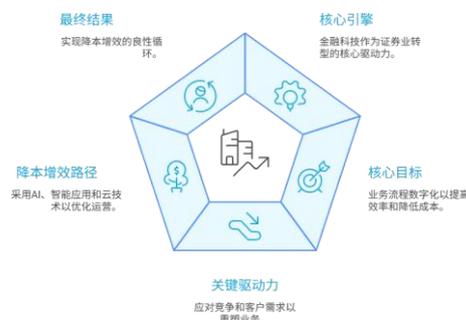
图 11：金融科技赋能证券行业三大趋势



资料来源：国元证券研究所

“十五五”期间，证券行业将以金融科技为核心引擎，推动业务全链条数字化重构，通过技术赋能实现服务效率跃升与经营成本结构性优化。发展金融科技不仅是券商应对行业同质化竞争、满足客户多元化需求的必然选择，更是通过自动化、智能化技术重塑业务流程，缩短服务响应周期，降低人工与运营成本的核心路径。AI 技术可替代传统重复性劳动，智能投顾、自动化交易系统应用显著提升服务覆盖效率，而云计算与大数据平台则通过资源集约化降低 IT 基础设施投入，形成降本增效的良性循环。

图 12：AI 赋能金融路径图



资料来源：国元证券研究所

5.风险提示

经济增长不及预期；资本市场景气度下降；监管政策调整；市场极端波动。

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上	推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间	中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间	回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上		

备注：评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中 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 指数或纳斯达克指数，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。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。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。

法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。

网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海	北京
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券	地址：北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 21 层国元证券
邮编：230000	邮编：200135	邮编：100027