

## 非银金融行业深度报告

# “破局与重塑，打造国际一流投行”系列报告之三——境内券商发展的不平凡之路

增持（维持）

2025年02月13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

### 投资要点

- 管中窥豹：头部券商的四条发展路径。**2023年11月，继金融工作会议提出“培育一流投资银行和投资机构”后，证监会也表示“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”。通过观察国内头部券商的发展路径，主要有以下几种：1) 依托集团化优势，全能发展，如中信证券、招商证券；2) 主动寻求扩张，增强业务板块实力，如华泰证券；3) 主动寻求扩张，增强区域实力，如中信证券、国泰君安/海通证券；4) 被动收购，主要为汇金系股权整合或风险事件后的整合，如国泰君安、申万宏源、中金公司等。
- 中信证券：内生增长+外延并购成就行业龙头。**“熊市并购，牛市再融资”，有效的资源配置手段使公司不断做大做强。在行业低迷时期，中信把握逆周期布局机遇，先后并购万通证券、华夏证券、金通证券、里昂证券、广州证券，以较低成本扩大市场份额，迅速确立行业龙头地位。而在市场整体较为乐观时期，多次通过增发、配股等方式不断扩张自身资本，同时撬动更高杠杆率做大做强公司资本金业务，实现资产规模与利润规模的双重增长。中信依托金控集团优势，全能化发展，核心高管多为元老级，在证券行业拥有丰富经验，同时优秀的公司治理帮助公司穿越周期，终成行业领头羊。
- 华泰证券：并购联合证券补足业务短板，吸收 Assetmark 经验，推动财富管理战略转型。**公司起初是一家典型的区域型券商，业务大多集中在江苏，2004年随着三年综合治理的开启，走上扩张之路，并通过一系列并购整合投行、资管、网点等资源，补足业务短板。此外，公司前瞻性布局互联网金融，加大了IT方面的投入并自主研发移动金融终端，经纪市占连续多年保持行业第一，奠定了财富管理转型的基础。
- 国泰君安：优化业务布局，打造国际一流投行。**主要经历过四次收购，包括最初国泰证券与君安证券的合并、后续对上海证券的收购和转让、对华安证券的控股和对国联安基金的转让、以及近期与海通证券的合并。前三次并购旨在通过“内涵式发展+外延式扩张”方式，加速形成金控集团。而最近一次与海通证券的合并，更是顺应上海国资委的号召，力争打造上海的国际一流投行。
- 申万宏源：时代推动下，历经两次被动并购。**公司经历两次并购，一次是申银合并万国，是由于万国经营困难导致的兼并；第二次是申银万国和宏源证券合并，由中央汇金主导。申万宏源在合并初期并没有实现“1+1>2”，从原因上来看主要还是由于两家公司业务虽存在一定互补，但并不显著。具体来看：1) 营业部地域分布有一定互补性，但公司内部管理层整合和文化差异明显。2) 两家公司从业务结构上存在一定互补，但经纪业务和两融业务作为零售业务，申万的优势主要体现在品牌价值、业务网点等，而宏源在债券销售、债券自营方面的优势，却很难与申万的优势形成互补。
- 中金公司：收购中投证券，夯实财富管理基础。**中金与中投的合并最初或是为了解决中央汇金“一参一控”的限制。但在整合过程中，中金充分利用中投在零售经纪业务、网点布局等方面的优势，弥补了原本在零售业务方面的短板，并结合自身在投行、机构业务、跨境服务和高净值财富管理领域的优势，打造并统一“中金财富”品牌，实现财富管理业务的全方位快速发展。
- 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

《“破局与重塑，打造国际一流投行”系列报告之二——投石问路，海外一流投行的发展轨迹》

2025-02-12

《“破局与重塑，打造国际一流投行”系列报告之一——海外证券市场的发展逻辑与路径》

2025-02-10

## 内容目录

<b>1. 中信证券：内生增长+外延并购成就行业龙头</b> .....	<b>5</b>
1.1. 多次股权融资做大资产规模.....	8
1.2. 主动收购地方券商，扩展经纪业务版图.....	9
1.3. 参与中信建投组建，持续分享其成长红利.....	11
<b>2. 华泰证券：通过并购补足业务短板</b> .....	<b>12</b>
2.1. 整合华泰联合，投行业务跨越式发展.....	13
2.2. 抓住互联网金融发展机遇.....	14
2.3. 吸收 AssetMark 经验，开拓海外资产配置渠道.....	16
<b>3. 国泰君安：优化业务布局，打造国际一流投行</b> .....	<b>17</b>
3.1. 国泰证券合并君安证券：解决君安证券风险问题.....	18
3.2. 国泰君安收购上海证券：为上市清障.....	19
3.3. 历时数年完成并表华安证券.....	21
3.4. 国泰君安与海通证券并购重组：打造国际一流投行.....	22
<b>4. 申万宏源：时代推动下，历经两次被动并购</b> .....	<b>23</b>
4.1. 申银合并万国：因万国经营困难导致的兼并.....	23
4.2. 申银万国和宏源证券合并：由中央汇金主导，合并初期未见“1+1>2” .....	24
4.3. 申万宏源合并效果不及预期：业务存在一定互补，但并不显著.....	26
<b>5. 中金公司：收购中投证券，夯实财富管理基础</b> .....	<b>28</b>
<b>6. 风险提示</b> .....	<b>33</b>

## 图表目录

图 1:	中信证券资本运作与上证指数关系.....	6
图 2:	中信证券股权结构.....	6
图 3:	中信证券资产规模 (亿元) .....	8
图 4:	中信证券 2020-2023 ROE 及杠杆率 .....	9
图 5:	中信证券 2000-2023 营业收入与净利润 (亿元) .....	9
图 6:	中信证券与金通证券股基交易额 (母公司口径、亿元) .....	10
图 7:	中信证券 A 股交易额市占率变化 (合并口径) .....	10
图 8:	中信证券经纪业务收入 (亿元) .....	11
图 9:	中信建投总资产与净资产变化 (亿元) .....	12
图 10:	中信建投营业收入与净利润 (亿元) .....	12
图 11:	华泰证券发展及并购历程.....	12
图 12:	华泰证券主要财务指标排名.....	13
图 13:	华泰证券并购重组收入及排名.....	14
图 14:	华泰证券 IPO 发行规模及排名 .....	14
图 15:	华泰证券再融资发行规模及排名.....	14
图 16:	涨乐财富通月活持续领跑 (Top10 券商 APP、万) .....	15
图 17:	华泰证券研发投入及占营业收入比.....	15
图 18:	华泰证券信息技术投入金额排名.....	15
图 19:	华泰证券佣金率.....	16
图 20:	华泰证券股基交易额及市占率.....	16
图 21:	Assetmark 平台资产规模 (AoP) .....	17
图 22:	2013 年国泰君安与上海证券财务指标及对应行业排名.....	20
图 23:	国泰君安和上海证券代买收入 (亿元, 含席位租赁) .....	20
图 24:	华安基金自成立以来公募资产管理规模发展趋势.....	22
图 25:	华安基金营业收入及归母净利润稳健增长.....	22
图 26:	国泰君安与海通简单相加后经营指标稳居行业头部.....	23
图 27:	国泰君安与海通简单相加后各项资产指标位居行业首位.....	23
图 28:	合并前申银万国和宏源证券均为中央汇金旗下券商.....	24
图 29:	申万宏源合并后营业收入跑输行业.....	25
图 30:	申万宏源合并后净利润增速跑输行业.....	25
图 31:	申万宏源合并前后 ROE 与行业平均 ROE 对比.....	25
图 32:	申银万国与宏源证券各地区营业部数量 (家) .....	27
图 33:	2013 年申万和宏源营业收入构成.....	27
图 34:	2014 年申万和宏源营业收入构成.....	27
图 35:	申万和宏源权益及固收自营规模 (亿元) .....	28
图 36:	申万和宏源融资融券余额 (亿元) .....	28
图 37:	合并后申万宏源资管收入曾大幅增长, 2016 年后开始下滑.....	28
图 38:	中金公司与中投证券股东结构 (收购前) .....	29
图 39:	中金公司与中投证券股东结构 (收购后) .....	29
图 40:	中投证券与中金公司股基交易额市占率及排名.....	31
图 41:	中投证券收入结构.....	31
图 42:	中金公司收入结构.....	31

图 43:	中金公司财富管理客户数量及客户资产规模.....	32
图 44:	中金公司高净值个人客户数量及客户资产规模.....	32
图 45:	中金公司财富管理产品保有量及同比增速.....	32
图 46:	中金公司财富管理业务收入及同比增速.....	32
表 1:	国内头部券商发展路径及并购事件汇总.....	5
表 2:	中信证券核心高管一览.....	7
表 3:	中信证券历年再融资情况.....	8
表 4:	国泰君安对证券公司和基金公司的并购与转让事件总结.....	18
表 5:	上海证券被收购前后股权结构对比.....	20
表 6:	2021 年上海证券增发后股权结构.....	21
表 7:	申万宏源合并后业绩排名大多低于 2013 年算术加总.....	26
表 8:	中金公司收购中投证券后主要指标排名跃升至第一梯队.....	30

2023年11月，继金融工作会议提出“培育一流投资银行和投资机构”后，证监会也表示“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”。通过观察国内头部券商的发展路径，主要有以下几种：1) 依托集团化优势，全能发展，如中信证券、招商证券；2) 主动寻求扩张，增强业务板块实力，如华泰证券；3) 主动寻求扩张，增强区域实力，如中信证券、国泰君安/海通证券；4) 被动收购，主要为汇金系股权整合或风险事件后的整合，如国泰君安、申万宏源、中金公司等。

表1: 国内头部券商发展路径及并购事件汇总

	企业性质	实控人/大股东	发展路径	主要并购事件
中信证券	中央国有企业	中信集团	依托金控集团优势，全能化发展，通过并购实现规模扩张	2004年收购万通证券，2006年收购金通证券，2018年收购广州证券，2004年受让华夏证券股权改组中信建投2010年剥离
华泰证券	地方国有企业	江苏省国资委	全能化发展，通过收购增强业务实力	2006年收购联合证券（2011年进一步整合），2016年收购AssetMark
国泰君安	地方国有企业	上海市国资委	全能化发展，强强联合扩大规模	1999年国泰证券、君安证券合并，2014年收购上海证券，2024年在上海国资主导下，与海通证券合并，力争打造上海的国际一流投行
海通证券	地方国有企业	上海市国资委	全能化发展，收购海外券商实现国际化	2010年收购大福证券、2014年收购恒信金融集团，2015年收购葡萄牙圣灵投资银行
招商证券	中央国有企业	招商局集团有限公司	依托金控集团优势，全能化发展	-
申万宏源	中央国有企业	中央汇金	全能化发展，强强联合扩大规模	1996年申银证券、万国证券合并设立申银万国，2015年申银万国、宏源证券合并设立申万宏源
中国银河	中央国有企业	中央汇金	全能化发展	-
广发证券	公众企业	无实控人	全能化发展	-
中金公司	中央国有企业	中央汇金	全能化发展，通过并购实现规模扩张	2016年收购中投证券改组为中金财富
中信建投	地方国有企业	北京市国资委、中央汇金	全能化发展	-

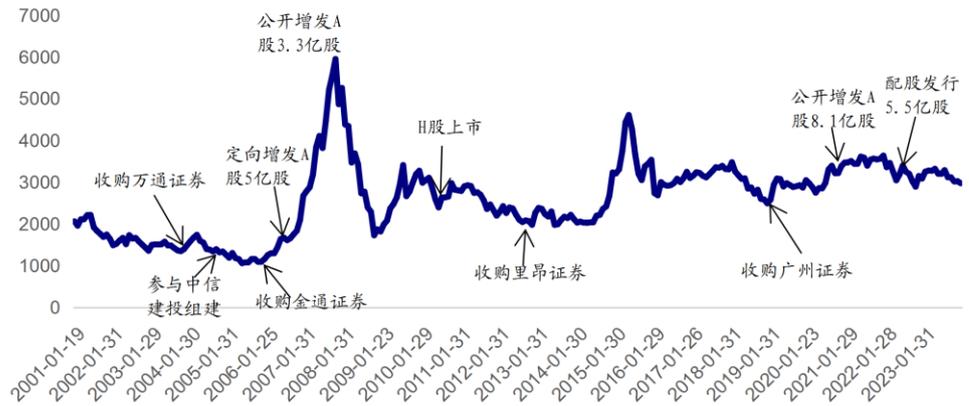
数据来源：wind，中信证券《发行股份购买资产暨关联交易预案（修订稿）》，国泰君安招股说明书，华泰证券招股说明书，申万宏源《发行股份吸收合并宏源证券股份有限公司上市公告书》，中金公司招股说明书等，东吴证券研究所

## 1. 中信证券：内生增长+外延并购成就行业龙头

“熊市并购，牛市再融资”，有效的资源配置手段使公司不断做大做强。在行业低迷时期，公司把握逆周期布局机遇，通过收购兼并等方式，先后并购了万通证券、华夏证券、金通证券、里昂证券、广州证券，以较低成本扩大市场份额，迅速确立行业龙头地位。而在市场整体较为乐观时期，公司亦善于抓住机遇，多次通过增发、配股等方式不断扩张自身资本，同时撬动更高杠杆率做大做强公司资本金业务，实现资产规模与利

润规模的双重增长。

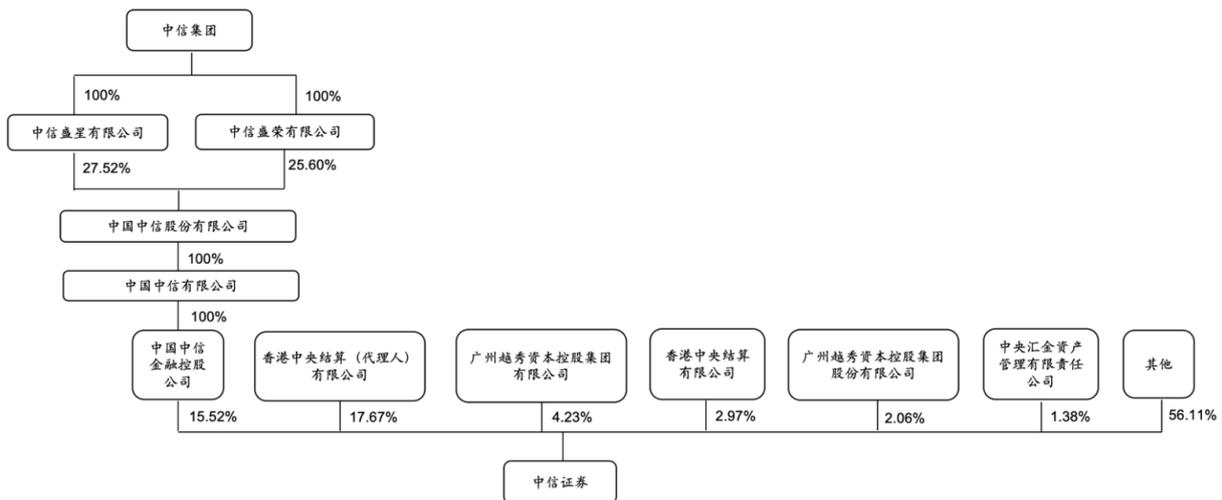
图1: 中信证券资本运作与上证指数关系



数据来源: wind, 公司并购及再融资相关公告 (2003-2022), 东吴证券研究所

**依托金控集团优势，全能化发展。**1995 年成立伊始第一大控股股东为中信集团，2013 年后第一大股东变更为中国中信有限公司。2023 年中信有限、中信股份向中信金控无偿划转合计持有的 18.45% 公司股份，中信金控正式承继公司第一大股东地位。中信金控作为中信集团综合金融服务板块发展的平台和主体，承接旗下中信银行、中信证券、中信信托、中信保诚人寿、中信消费金融等金融子公司牌照和相关资产。依托金控集团大而全的优势，中信证券实现了较好的资源整合、市场共通和战略协同。

图2: 中信证券股权结构



数据来源: wind, 中信证券 2022 年年报, 东吴证券研究所

核心高管多为元老级，在证券行业拥有丰富经验。公司现任董事长张佑君先生，现

任总经理杨明辉先生均是在公司创立之初便加入公司，并且在证券行业从业多年，拥有较为丰富的经验。公司其他高管也均深耕金融相关领域多年，具有丰富的管理经验，同时丰富的履历也使得管理层对公司发展的整体环境有较好的把握，更能确定公司正确的前进方向。

**表2：中信证券核心高管一览**

姓名	职位	加入时间	经历
张佑君	董事长	1995 年	公司初创期元老，曾任交易部总经理等职
杨明辉	总经理	1995 年	曾任董事、襄理、副总经理；现任中信证券执行董事、董事总经理，华夏基金管理有限公司董事长等
史本良	财富管理委员会主任	2000 年	历任公司财务部资产管理业务核算会计主管、联席负责人、行政负责人等职务
王俊峰	董事会秘书	1999 年	曾任公司经纪业务管理部副总经理，总经理办公室业务协调主管
李同	总司库负责人	1996 年	曾任中国国际信托投资公司，信息中心国际合作处经理，中信国际合作公司开发部经理，公司债券部经理、资金运营部副总经理、证券金融业务线行政负责人、公司财务负责人等职
张国明	首席风险官	2010 年	曾任河南省高级人民法院副院长、庭长、审判员，最高人民法院法官
张皓	CFO	1997 年	曾任上海城市建设学院助教，中国建设银行上海市信托投资公司 B 股业务部负责人等职务，现兼任中信证券资管董事、中国金融期货交易所董事会风险委员会委员。

数据来源：中信证券 2023 年年报，东吴证券研究所

**优秀公司治理穿越周期，终成行业领头羊。**中信证券前董事长王东明确立了公司的几项核心准则：资产要保持高流动性，最大限度地降低在不动产、固定资产、长期投资领域的比例；业务要创新，但一定要聚焦在证券业务领域，不盲目进入陌生的领域。经营上以投行为本，确立了市场化经营路线，在券商群体中独树一帜。对让证券公司赚得盆满钵满的“自营”和“委托理财”（挪用客户保证金做投资）业务始终保持谨慎态度。在股权业务方面，施行以客户为中心、全产品覆盖、提高资产配置效率、提升客户服务质量的策略，组织调配公司内外资源，实现向客户提供资本市场全产品服务。加大了对创新业务与产品的开发力度，拓展其他股权类资本中介业务，强化专业分工，提升竞争优势，完善风险监控措施和流程。在投行业务方面，加强了内控基础体系建设，丰富产品和渠道，挖掘客户债券和结构融资需求，注重产品和服务创新。中信证券的投行保荐和承销市场份额得以稳步提高。融资业务则坚持高端路线的“大项目战略”。为了给公司融资业务树立口碑和专业化的形象，着力对大企业和大项目进行重点攻关，投入资

源与头部券商争夺高端客户。为了吸引和留住人才，中信证券制定了同行业最高的员工薪酬和激励标准。优秀的公司治理使得中信证券得以穿越周期，在万国证券、君安证券、南方证券与华夏证券等昔日行业龙头逐渐遭遇重创后，中信证券最终大浪淘金，在国内资本市场的多次牛熊转换过程中逐渐站稳了行业龙头地位。

### 1.1. 多次股权融资做大资产规模

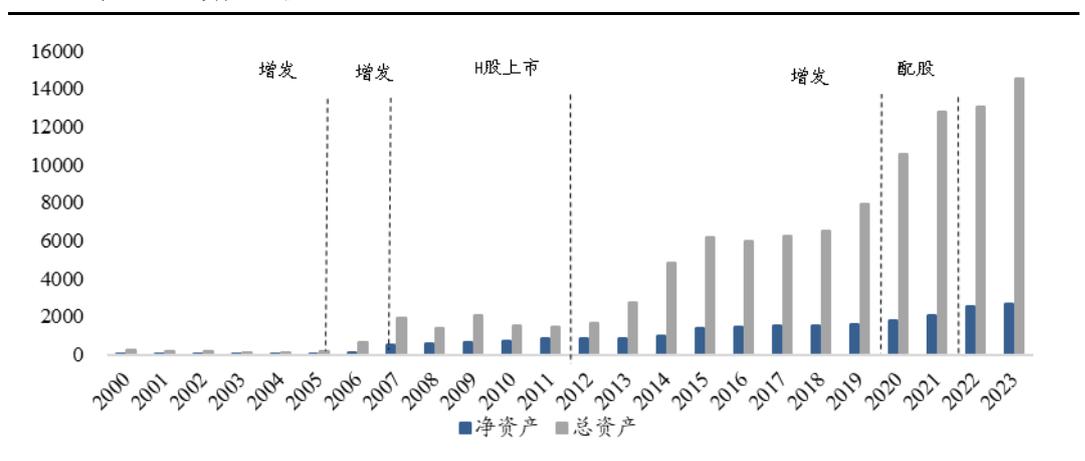
**四次再融资+港股上市，资产规模快速扩张。**自2003年A股上市以来，中信证券进行了四次再融资，每次再融资完成后公司净资产规模均有所抬升：2006年、2007年分别定向增发5亿股、3亿股，分别募集资金46亿元、250亿元，用于补充公司营运资金，扩大业务规模；2020年为收购广州证券，向越秀资本增发募集资金135亿元；2022年，公司配股募集资金224亿元，进一步提升了资本实力。此外，2011年公司在香港联交所上市，净资产由700亿元提升至超850亿元。公司通过5次资本运作，资本规模快速提升，在行业重资本业务占比不断提升的背景下提前布局，快速夯实了行业龙头地位。

表3: 中信证券历年再融资情况

上市时间	发行方式	规模(亿元)	资金用途
2006年6月27日	增发	46	全部用于补充公司营运资金
2007年9月4日	增发	250	增加公司资本金，增加公司实力，扩展相关业务
2011年10月6日	H股上市	115	海外扩张、补充公司资本金
2020年3月11日	增发	135	收购广州证券，新增主要股东越秀资本
2022年2月15日	配股	224	发展资本中介业务，增加对子公司的投入、加强信息系统建设以及补充其他运营资金

数据来源：Wind，东吴证券研究所

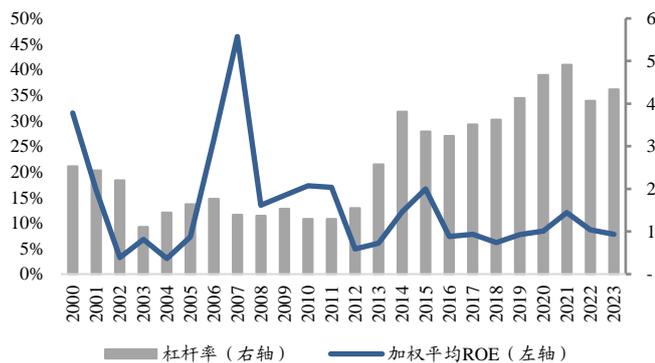
图3: 中信证券资产规模(亿元)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

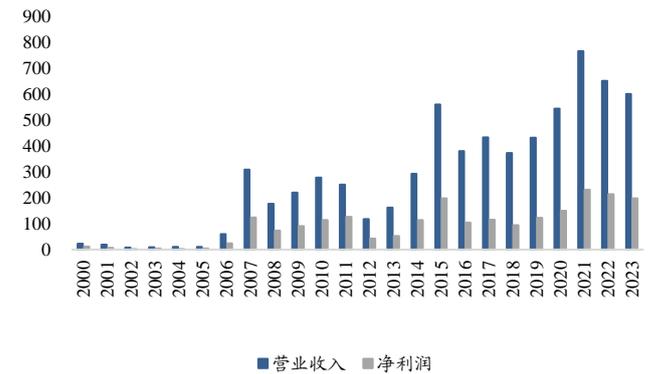
伴随着资产规模的扩张，中信证券盈利能力不断增强。2012年创新大会以后，券商ROE更多的开始由重资本型业务驱动，随着公司几次适时的并购及资本扩张，公司ROE中枢虽较2012年前有所下滑，但基本稳定在9%左右，远高于行业平均水平，各项财务指标也稳居行业首位。2021-2023年间，中信证券营业收入分别为765亿，651亿、601亿元，领先第二名386亿，331亿，235亿元；净利润分别为231亿，213亿、197亿元，领先第二名98亿，103亿，70亿元，在行业中具有绝对优势。

图4：中信证券2020-2023 ROE及杠杆率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：中信证券2000-2023营业收入与净利润（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

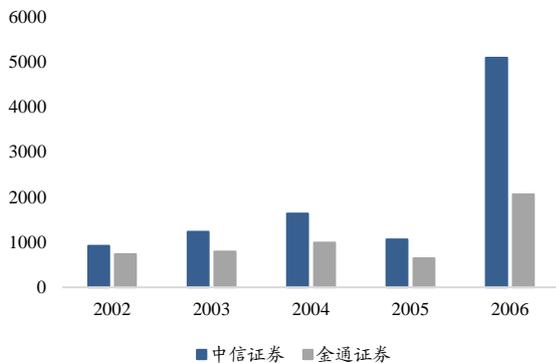
## 1.2. 主动收购地方券商，扩展经纪业务版图

**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，中国证券行业在由牛转熊的过程中经历漫长的阵痛期，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

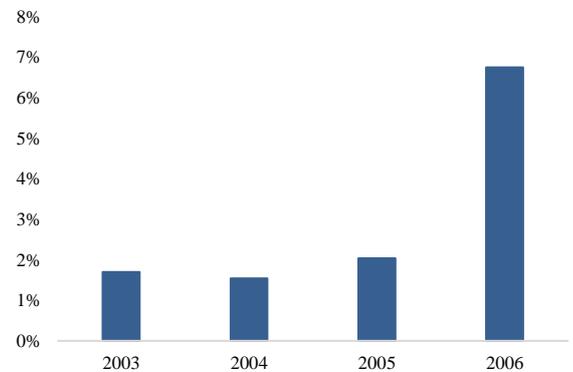
权，收购总金额近 8 亿元，主要由债务清偿价款和股份转让价款构成。2006 年，中国证监会批准中信证券受让海南养生堂所持有的金通证券股权，至此，中信证券持有金通证券股份有限公司 8.85 亿股，金通证券成为中信证券下属的全资子公司。金通证券是当时浙江省规模最大的券商，依托浙江省的经济地位，有望成为中信在长三角的重要平台。在收购金通证券后，中信证券实际拥有的营业网点也已经超过 200 家，大网络战略、沿海战略进一步推进，为公司经纪业务发展打下良好的基础。完成并表后，中信证券经纪业务规模快速扩张，A 股股票交易额市占率从 2005 年的 2.04% 跨越式提升至 2006 年的 6.75%，在市占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6：中信证券与金通证券股基交易额（母公司口径、亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

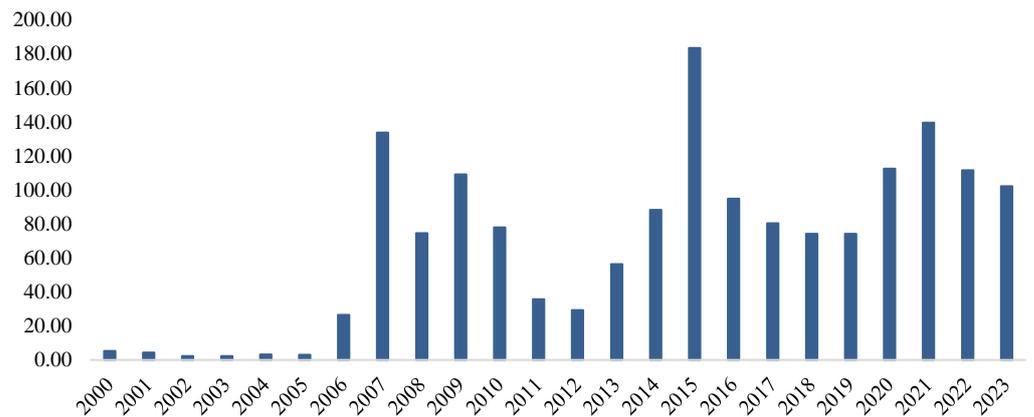
图7：中信证券 A 股交易额市占率变化（合并口径）



数据来源：中信证券公司年报（2003-2006），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。

图8: 中信证券经纪业务收入(亿元)



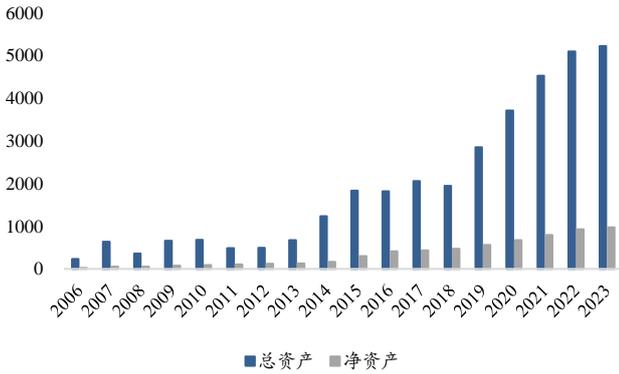
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 1.3. 参与中信建投组建, 持续分享其成长红利

华夏证券由于违规操作而陷入破产危机。为了挽救华夏证券, 处于行业领先的中信证券受到了北京市政府的指示, 参与华夏证券的重组工作。2005年8月, 中信证券联手建银投资组建中信建投证券和建投中信资产管理公司。中信建投证券注册资本为27亿元, 中信证券出资16.2亿元, 占其60%股份, 受让华夏证券现有的全部证券业务及相关资产。建投中信注册资本19亿元, 中信出资5.7亿元持股30%, 受让华夏证券现有的非证券类资产; 建银投资出资24.1亿元, 接手华夏证券41.6亿元的不良资产。

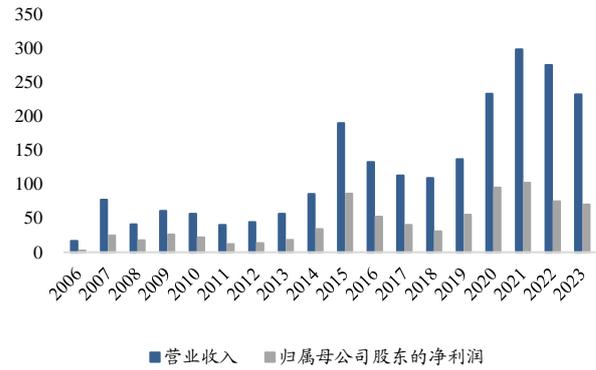
“一参一控”政策新规致使中信证券与中信建投分家。2010年, 由于“一参一控”的政策规定限制, 中信证券无法继续控股中信建投, 因此中信证券挂牌转让其持有的中信建投股权。其中, 北京国有资本经营管理中心(北京国管中心)摘牌受让中信建投45%的股权, 世纪金源摘牌受让8%的股权。此外, 中国建银则以无偿划转方式向中央汇金转让其所持中信建投40%的股权。自此, 中信建投首次易主, 并正式与中信证券分家, 成为了一家独立运作的大型券商。多次减持中信建投的股份, 使得中信证券获得了巨大的资本投资利得。当前中信证券仍持有中信建投4.94%的股权, 能够持续分享中信建投快速成长的红利。

图9：中信建投总资产与净资产变化（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：中信建投营业收入与净利润（亿元）

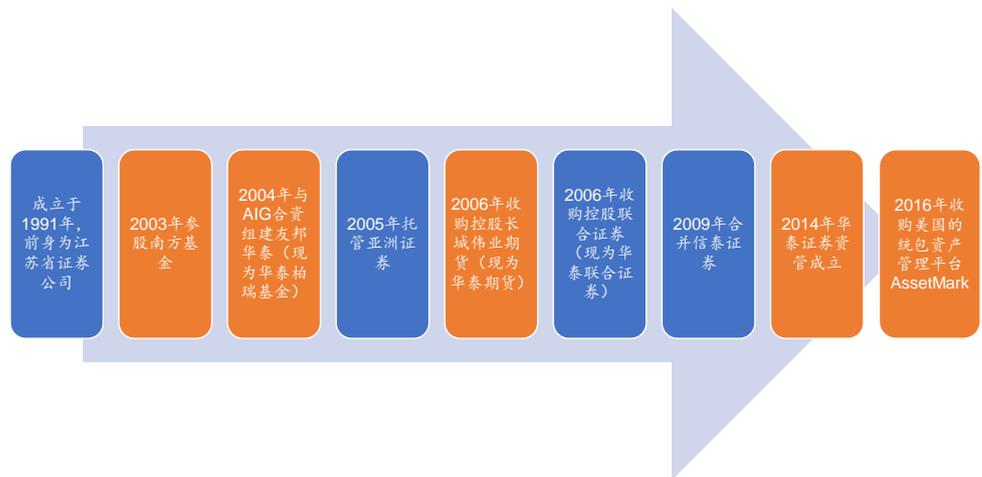


数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 2. 华泰证券：通过并购补足业务短板

**领先的科技驱动型综合证券集团，通过一系列并购补足公司业务短板。**华泰证券成立于1991年，前身为江苏省证券公司。2004年以前，华泰证券是一家典型的区域型券商，业务大多集中在江苏，直至2004年前后，随着证券业三年综合治理开启，华泰证券开始走上扩张之路。2003年华泰证券参股南方基金，2004年与AIG（美国国际集团）合资组建友邦华泰（现为华泰柏瑞基金），2005年托管亚洲证券，2006年收购控股联合证券（现为华泰联合证券）、收购控股长城伟业期货（现为华泰期货）、成立华泰金控（香港）、参股江苏银行，2009年合并信泰证券，2014年华泰证券资管成立，2016年收购美国领先的统包资产管理平台 AssetMark。公司通过一系列并购整合投行、资管、网点等资源，补足业务短板，并在业内率先以金融科技助力转型，综合实力大幅提升。

图11：华泰证券发展及并购历程

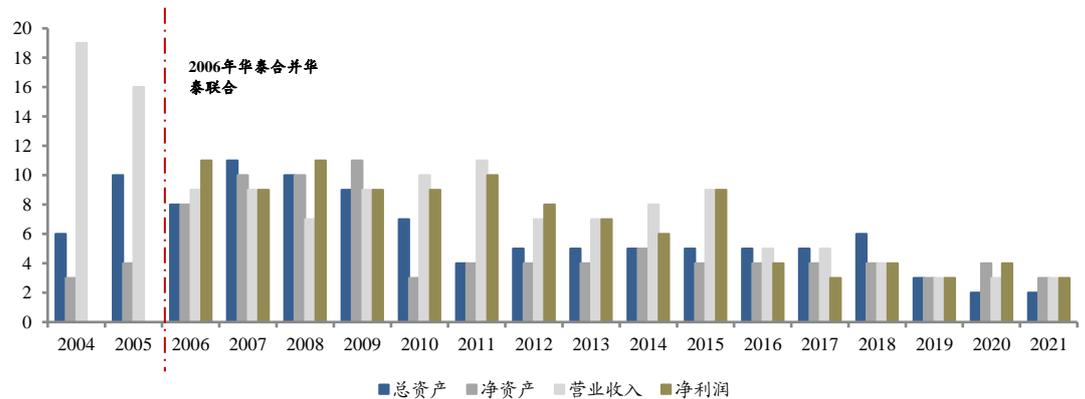


数据来源：华泰证券公司官网，华泰证券招股说明书，东吴证券研究所

## 2.1. 整合华泰联合，投行业务跨越式发展

**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12: 华泰证券主要财务指标排名



数据来源：Wind，中国证券业协会，东吴证券研究所

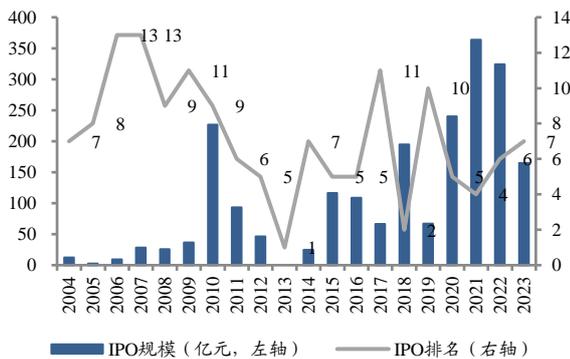
**新组建的华泰联合证券成为华泰证券的“金字招牌”。**聚焦于投行业务的华泰联合证券因为更专注而更专业，在业内拥有良好口碑，IPO、再融资、债券、财务顾问等业务“四面开花”，尤其是并购重组业务领先于同业。2011年，借助原联合证券投行团队的优势，并购重组财务顾问业务净收入排名从第11名跃升至第4名，并在2014年后连续5年排名行业第一，并在随后多年保持行业前列。在股权融资方面，华泰联合证券也完成了多个明星项目，包括科创板首家注册企业华兴原创、创业板医疗器械第一股迈瑞医疗上市、科创板明星企业澜起科技、闻泰科技上市、顺丰控股借壳上市，以及三六零、药明康德等优质中概股回归。据Wind数据，2011-2023年，华泰证券IPO合计承销1810亿元，年均发行规模139亿元，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；再融资方面，2011-2023年合计承销9331亿元，年均规模718亿元，较2004-2010年的年均69亿元，增长近十倍。

图13: 华泰证券并购重组收入及排名



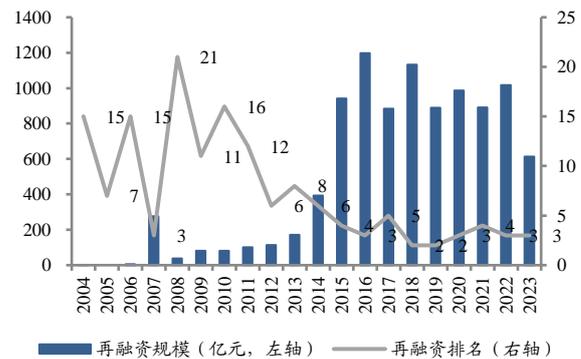
数据来源: Wind, 中国证券业协会, 东吴证券研究所

图14: 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15: 华泰证券再融资发行规模及排名

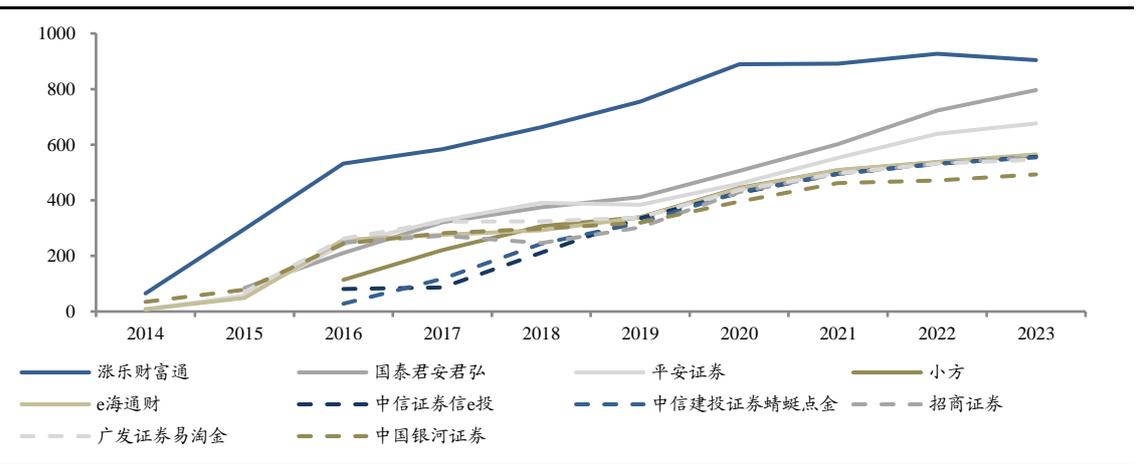


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 2.2. 抓住互联网金融发展机遇

**前瞻性布局互联网金融，自主研发移动金融终端。**基于对移动互联网发展趋势的前瞻性判断，华泰于 2009 年制定了业务全面互联网化的战略目标，并推出了“涨乐”移动理财终端，率先布局移动互联网。2014 年推出的新一代移动财富管理终端“涨乐财富通”，成为移动金融确立先发优势的重要一步。“涨乐财富通”通过不断优化升级，已迭代至 8.0 版本，活跃用户数持续领跑券商 APP，多项智能服务与产品创新引领行业，形成了智能化、数据化、精准化和专业化特征鲜明的移动金融服务体系，并成为公司获取零售客户和归集客户资产的核心载体。据易观数据，2023 年涨乐财富通平均月活 904 万，2014 年以来复合增速达 34%，连续排名行业第一。

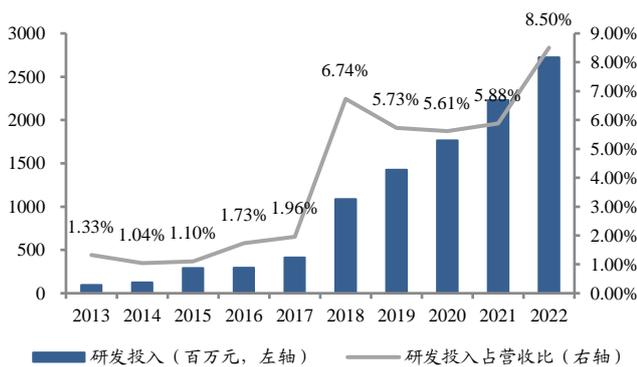
图16: 涨乐财富通月活持续领跑 (Top10 券商 APP、万)



数据来源: 易观, Wind, 东吴证券研究所 注: 2023 年数据截至 2023 年 11 月

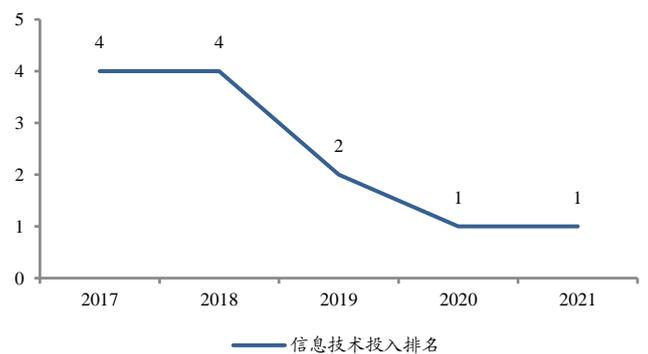
**前瞻性加大了 IT 方面的投入, 抓住互联网发展机遇。**公司一直以来重视信息技术方面的投入, 多年来通过自主研发积累形成的技术底蕴和人才队伍, 为公司打造平台化、体系化的竞争优势奠定了坚实基础。在财富管理领域, 发布“涨乐财富通 8.0”, 通过多元内容的个性化、精细化运营, 持续打造千人千面的财富管理平台; 在机构服务领域, 自主研发数字化平台“行知”; 业务平台方面, 推进 FICC 大象交易平台、分布式极速交易平台的建设, 打造信用分析管理系统 (CAMS 系统)、融券通 4.0 等平台。中后台构建一体化数智中台 3.0, 以及睿思投研平台。2013-2022 年, 公司累计研发投入达 104 亿元, 信息技术投入金额在同业中排名居前, 并不断提升。

图17: 华泰证券研发投入及占营业收入比



数据来源: 华泰证券年报 (2013-2022), 东吴证券研究所

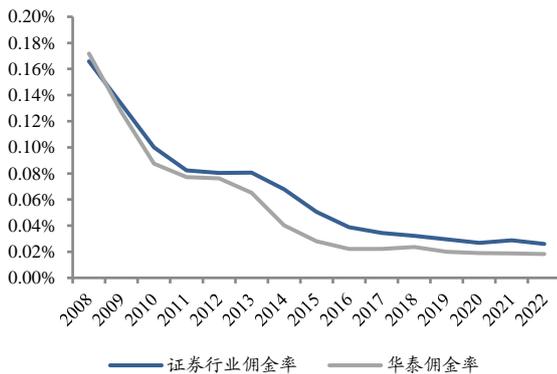
图18: 华泰证券信息技术投入金额排名



数据来源: 中国证券业协会, 东吴证券研究所

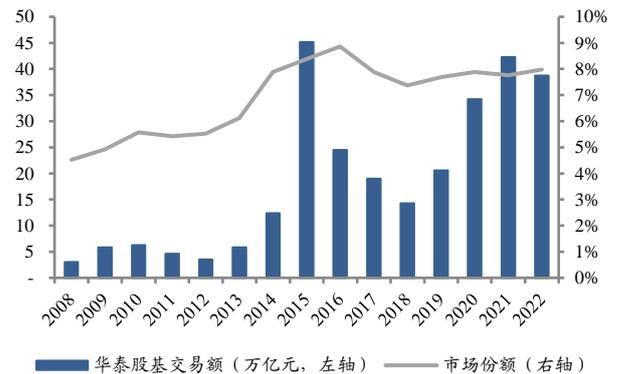
**坚定互联网金融战略，经纪业务行业龙头地位稳固。**自公司 2009 年确定业务互联网化的战略目标后，公司一直保持人员、网点精简的运营模式，并推动经纪业务线上化。随着互联网金融应用水平和线上开户业务的普及程度不断加深，证券行业佣金率一直处于下滑趋势，公司 2013 年率先开始佣金改革，佣金率始终低于行业平均，而经纪市占不断攀升，由 2008 年的 4.52% 持续提升至 2016 年的 8.86%，排名已连续多年保持行业第一。

图19：华泰证券佣金率



数据来源：wind，中国证券业协会，东吴证券研究所

图20：华泰证券股基交易额及市占率



数据来源：wind，中国证券业协会，东吴证券研究所

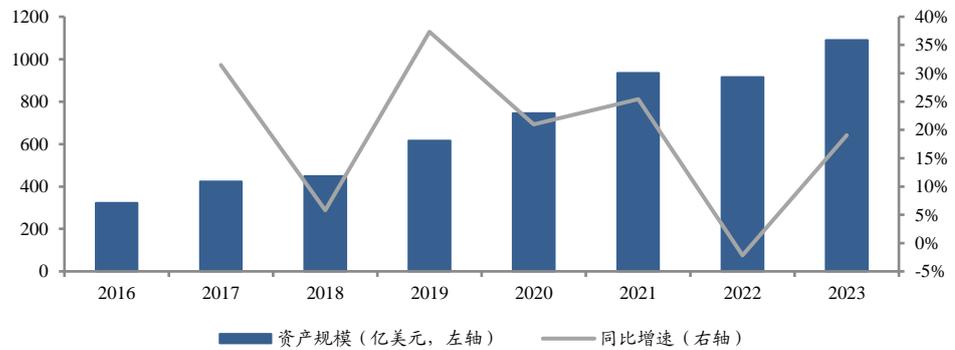
### 2.3. 吸收 AssetMark 经验，开拓海外资产配置渠道

**积极布局经纪转型业务，通过收购 AssetMark 推进财富管理转型的进程。**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。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 4 月 25 日公告，拟通过直接协议整体出售方式出售公司境外全资子公司华泰国际投资所持 AssetMark 的全部普通股，约占 AssetMark 已发行普通股的 68.4%，交易对价为每股 35.25 美元，华泰此次出售可获得约 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21: 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 的平台更加顺利地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. 国泰君安：优化业务布局，打造国际一流投行

国泰君安发展过程中主要经历过四次收购，包括最初国泰证券与君安证券的合并、后续对上海证券的收购和转让、对华安证券的控股和对国联安基金的转让、以及近期与海通证券的合并。公司由最初的国泰证券和君安证券合并而来。后续对上海证券、华安基金和国联安基金整合的大背景是上海金融国资改革的开启，核心目的在于将金融国企做大做强。在这次改革中，国泰君安旨在通过“内涵式发展+外延式扩张”方式，加速形成金控集团。而最近一次与海通证券的合并，更是顺应上海国资委的号召，力争打造上海的国际一流投行。

表4: 国泰君安对证券公司和基金公司的并购与转让事件总结

类型	时间	事件	目的
对证券公司的 收购与转让	1999年8月	国泰证券合并君安证券成立国泰君安证券	君安证券被安排与“国字号”国泰证券合并
	2014年7月	国泰君安以35.71亿元从上海国际集团收购其持有的上海证券51%股权	为排除“一参一控”问题实现上市进行的收购
	2016年3月	国泰君安以4.06亿元转让海际证券66.67%股权	应监管要求解决同业竞争问题而交出控制权
	2021年2月	国泰君安对上海证券的持股比例降至24.99%	
	2024年9月	国泰君安与海通证券宣布合并重组	由上海国资委主导，打造上海的国际一流投资银行
对基金公司的 收购与转让	2014年4月	国泰君安安全子公司国泰君安创新投资拟从上海电气集团受让其持有的华安基金20%股权	优化资产管理业务布局；由于当时国泰君安证券依旧控股国联安基金，受制于“一参一控”的要求，该笔交易一直未进入最终支付阶段
	2017年10月	国泰君安安全子公司国泰君安创新投资成功从上海电气集团收购其持有的华安基金20%股权	补齐大资管领域尤其是公募基金业务布局短板
	2021年6月	国泰君安受让上海锦江国际投资持有的华安基金8%股权	
	2022年6月	国泰君安以18.12亿元从上国投资管购得华安基金15%股权。	
	2022年11月	国泰君安以10.12亿元从上海工业集团购得华安基金8%股权。	在“一参一控”的要求下，国泰君安将国联安基金的51%股权以10.45亿元转让给太保资产。公募新规后，若能成功受让国联安49%的股权，将实现“一参一控一牌”
	2023年10月	国泰君安拟收购安联集团所持国联安49%的股权	

数据来源：中国证券网，时代财经百家号，界面新闻百家号，新浪财经，上海金融监督管理局，澎湃新闻，《国泰君安证券股份有限公司关于挂牌转让海际证券有限责任公司股权的公告》，《国泰君安证券股份有限公司关于受让华安基金管理有限公司部分股权暨关联交易进展情况的公告》，《国泰君安证券股份有限公司关于受让华安基金管理有限公司部分股权进展情况的公告》，东吴证券研究所

### 3.1. 国泰证券合并君安证券：解决君安证券风险问题

君安证券于1992年10月在深圳成立，注册资本5000万人民币。

- 1993年至1998年间，君安证券曾为100多家企业承担A股、B股上市及配股业务，筹资总额近300亿元人民币。
- 公司在全国有60多家证券营业部，其交易量一直居深圳证券交易第一、二位，居上海证券交易所前六名之列，其国债交易量也居全国前十名。
- 1995年公司设立我国证券行业首家正式运作的证券研究所。
- 到1997年底，君安证券增资扩股到7亿元，总资产达175亿元，利润7.1亿元，位列全国第一。
- 短短几年君安证券就从最早的证券发行部，转变成由投资银行、资产管理部、

风险投资、研究所、控股公司五足鼎立的证券公司，并在国际业务领域积极探索。

**国泰证券合并君安证券，后控股逐步地方化。**君安证券被安排与上海的一家“国字号”证券公司国泰证券合并为国泰君安。国泰证券于1992年10月成立，由建设银行牵头组建，是当时成立的三家全国性证券公司之一，首任董事长是来自建设银行的周汉荣。我们认为，国泰证券的成立对于打破金融区域分割、促进全国性证券市场建设发挥了积极作用。1994年1月，曾任中国人民银行金融管理司司长且当年亲自审批设立三大证券公司的金建栋出任公司董事长。受行政力量主导，1999年8月18日，国泰与君安合并新设为国泰君安证券，原国泰董事长金建栋与新任君安董事长姚刚分任新公司董事长与总裁。合并后的国泰君安证券注册资本达37.3亿元，总资产300亿元，成为当时国内最大的证券公司。当时新进股东多数为上海本地企业，后由地方政府安排，逐渐集中于上海市国资经营有限公司。新公司的第一大股东上海市政府持股比例约为16%，第二大股东深圳市政府持股比例16%。2001年，国泰君安第一大股东上海市财政局将其股份划拨给上海市国有资产经营有限公司，同年底上海市国资公司向其他股东收购股权，将其持股从16%增持为33%。

**经过30多年的发展，国泰君安各项经营指标排名行业前列。**1999年至2009年的十年间，国泰君安通过资产重组、增资扩股等方式，在逐步消化了不良资产后开始快速发展。公司净利润从2002年的行业第17位、2004年的第9位、2006年的第5位，上升至2007年的第2；净资产在2007年达到行业第3位。过去10多年来，公司许多经营指标都处行业领先地位。2023年国泰君安实现营业收入361亿元，行业排名第3，归母净利润94亿元，行业排名第3。截至2023年末公司总资产达9254亿元，行业排名第2，归母净资产达1670亿元，行业排名第3。

### 3.2. 国泰君安收购上海证券：为上市清障

**国泰君安收购上海证券为上市清障。**2014年，国泰君安在A股上市前面临“一参一控”<sup>1</sup>问题，其控股股东上海国际集团同时控股两家券商：持有国泰君安46.74%的股权并直接控股上海证券66.67%的股权。为解决“一参一控”问题，2014年7月，在上海市金融办推动和上海国际集团主导下，上海国际集团以35.71亿元向国泰君安转让上海证券51%股权。

<sup>1</sup> 所谓“一参一控”，是指中国证监会2008年2月发布的《关于证券公司控制关系的认定标准及相关指导意见》规定，“同一单位、个人，或者受同一单位、个人实际控制的多家单位、个人，参股证券公司的数量不得超过两家，其中控制证券公司的数量不得超过一家”。不符合“一参一控”规定的证券公司不得上市。

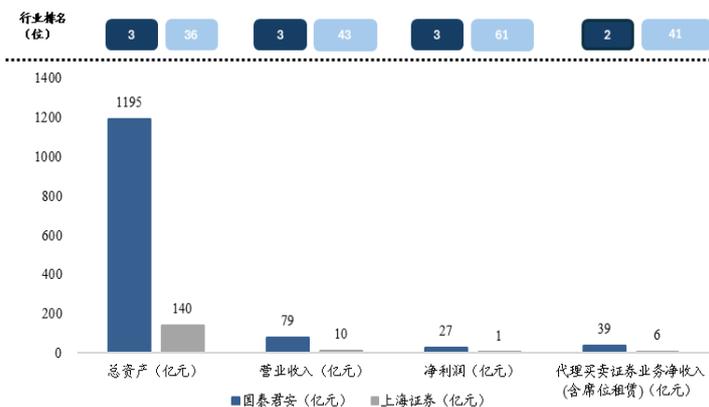
表5: 上海证券被收购前后股权结构对比

上海证券被收购前股东结构 - 2013年			上海证券被收购后股东结构 - 2014-2020年		
股东名称	持股数量(亿股)	占总股本比例%	股东名称	持股数量(亿股)	占总股本比例%
上海国际信托	17.40	66.67	国泰君安证券股份	13.31	51.00
上海国际集团	8.70	33.33	上海国际信托	8.70	33.33
合计	26.10	100.00	上海国际集团	4.09	15.67
			合计	26.10	100.00

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**国泰君安收购上海证券后证券经纪业务收入排名行业第一。**上海证券为区域型中小型证券公司,和国泰君安相比实力相差较为悬殊。根据中国证券业协会数据,2013年收购前,国泰君安总资产1195亿元,为上海证券的8.5x,营业收入79亿元,为上海证券的8x,净利润27亿元,为上海证券的27x,国泰君安多项指标长年稳居行业前三。收购上海证券后,国泰君安的综合实力有一定上升。业务方面,主要体现在证券经纪业务上。上海证券以证券经纪业务见长,作为上海本土券商,在经济最发达的江浙沪地区的证券经纪业务上存在一定优势。2013年,国泰君安代理买卖证券业务收入(含席位租赁)39亿元,行业排名第2,上海证券该业务收入6亿元,行业排名第41,两者合并收入44亿元,超过当年排名首位的银河证券。收购后,2014-2019年,国泰君安代理买卖证券业务收入(含席位租赁)始终位居行业第一。

图22: 2013年国泰君安与上海证券财务指标及对应行业排名



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图23: 国泰君安和上海证券代买收入 (亿元, 含席位租赁)



数据来源: 中国证券业协会, 东吴证券研究所

注: 2014年-2020年, 国泰君安控股上海证券, 后者纳入前者合并报表

**国泰君安交出上海证券控制权解决同业竞争问题。**按照监管要求, 国泰君安控股上海证券后必须在五年之内解决两家公司的同业竞争问题。对此, 国泰君安分两步走: 1)

2016年3月，国泰君安通过上海联合产权交易所公开挂牌转让了海际证券<sup>2</sup> 66.67%股权，解决了与海际证券在保荐业务上的同业竞争问题。2)上海证券增资扩股引入百联集团作为控股股东。2021年2月，上海证券新增注册资本27.17亿元，由百联集团和上海城投分别认缴26.63亿元和0.53亿元新增注册资本。增资完成后，百联集团对上海证券的持股比例为50%，国泰君安对上海证券的持股比例由增资前的51%降低至24.99%，上海证券不再纳入国泰君安合并报表范围，同业竞争问题得以彻底解决。

表6: 2021年上海证券增发后股权结构

股东名称	持股数量(亿股)	占总股本比例%
百联集团	26.63	50.00
国泰君安证券	13.31	24.99
上海上国投资资产管理	8.70	16.33
上海国际集团	4.09	7.68
上海城投(集团)	0.53	1.00
合计	53.27	100.00

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 3.3. 历时数年完成并表华安证券

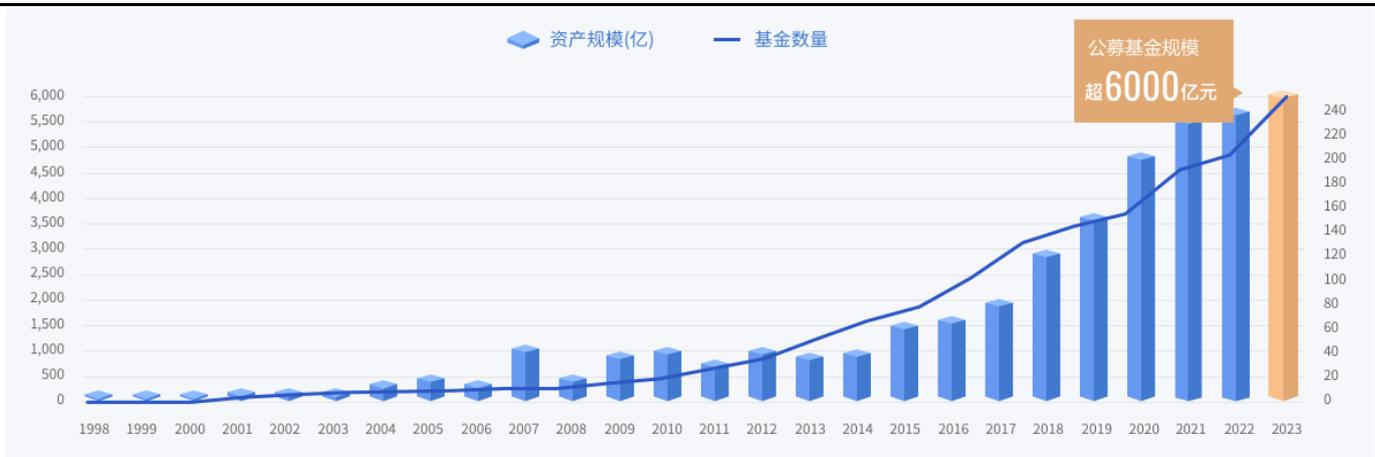
**国泰君安历时数年控股并表华安基金。**作为上海金融国资整合的一环，国泰君安收购华安基金股份的安排从2014年便已开始，但受制于“一参一控”的要求，该笔交易一直未进入最终支付阶段。直至2017年10月，上海电气(集团)总公司将其持有的华安基金20%股权转让给国泰君安全资子公司国泰君安创新投资(后者于2018年底将所持华安基金股份转让于国泰君安证券)。2021年6月，国泰君安受让上海锦江国际投资管理持有的华安基金8%股权。2022年6月和11月国泰君安分别以18.12亿元和10.12亿元从上国投资管、上海工业集团购得华安基金15%、8%股权。至此国泰君安证券持有华安基金51%股权，控股并表华安基金。

**控股华安基金有助于增厚公司业绩。**华安基金成立于1998年6月，是中国证监会批准设立的首批基金管理公司之一。2007年，华安基金资产规模突破千亿元。2015年起，华安基金凭借公募行业规模快速攀升的第二个行业节点，整体资管规模同比增长超80%达到1549亿元。2018年，在国泰君安证券正式成为华安基金大股东后，华安基金开启第三次增长，同年资管规模同比+53.7%至2700亿。截至2023年末，华安基金的管理规模超过6000亿元，位列公募基金排名第15位。受华安基金纳入合并范围影响，2023年上半年，国泰君安资管业务手续费净收入同比+255.9%，华安基金对国泰君安营

<sup>2</sup> 海际证券: 海际证券原系上海证券与大和证券资本市场株式会社合资创建，后者在合约到期后没再续约而退出，海际证券成为上海证券全资子公司。

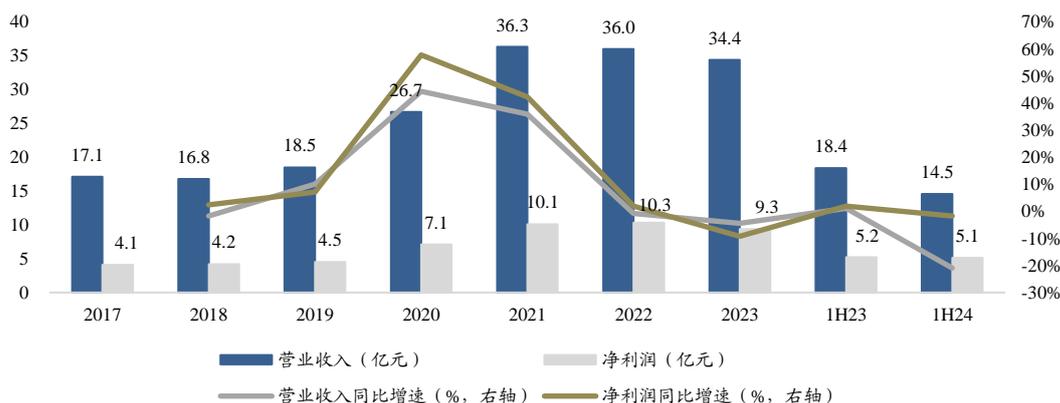
收和净利润的贡献分别为 10%和 9%。

图24: 华安基金自成立以来公募资产管理规模发展趋势



数据来源: 华安基金官网, 东吴证券研究所

图25: 华安基金营业收入及归母净利润稳健增长



数据来源: 华安基金年报 (2017-2023), Wind, 东吴证券研究所

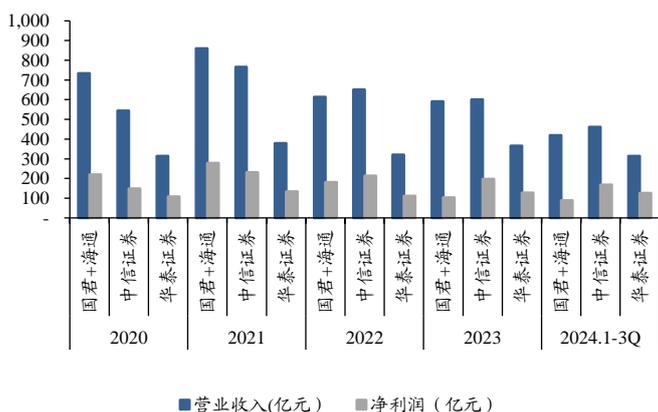
### 3.4. 国泰君安与海通证券并购重组: 打造国际一流投行

由上海国资委主导,旨在打造国际一流投行。2024年9月5日国泰君安发布公告,称公司正与海通证券计划重组,并于10月9日发布并购重组预案及联合公告。2025年1月证监会、上交所、联交所已审核通过并购重组的相关事项,合并的境内外关键审批环节均已完成。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接近中信证券,有望登顶国内证券行业。经营指标方面,

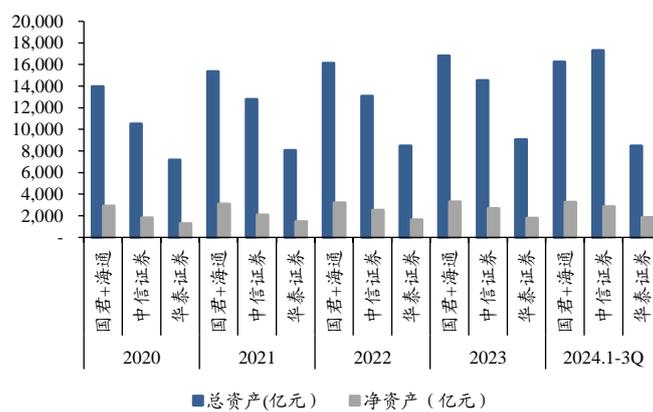
以 2021 年海通国际中资美元债暴雷前的业绩作为参考，国泰君安与海通证券简单加总后的营业收入、净利润分别为 860 亿元、278 亿元，超过同期中信证券的经营指标；若以 2024 年前三季度的业绩作为参考，国泰君安与海通证券简单加总后的营业收入、净利润分别为 419 亿元、88 亿元，营收略低于中信证券，但显著高于华泰证券。资产规模方面，截至 2024 年三季度末，合并后的公司总资产、净资产分别为 1.6 万亿元、3277 亿元，总资产略低于中信证券，净资产排名行业第一。公司金融投资资产规模也将达到较高水平，排名行业第一。业务层面，根据 2023 年数据，**①经纪业务**：合并后公司的零售客户数、营业网点数、市占率等指标都将大幅提升，居行业首位或前列；**②投行业务**：IPO 承销规模及家数等指标突出，简单加总后位居行业第一。**③大资管业务**：将控股华安基金、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**：两融余额简单加总后位居行业第一，公募分仓、PB 等业务位居行业前列或首位。

图26: 国泰君安与海通简单相加后经营指标稳居行业头部



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图27: 国泰君安与海通简单相加后各项资产指标位居行业首位



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 4. 申万宏源: 时代推动下, 历经两次被动并购

### 4.1. 申银合并万国: 因万国经营困难导致的兼并

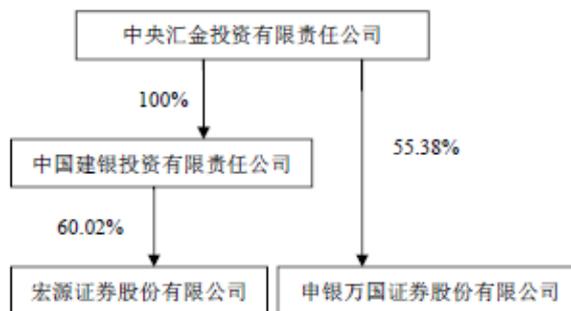
327 国债事件直接导致万国证券巨亏并寻求与申银证券合并，申银万国合并后成为国内首家股份制券商。申银证券和万国证券均为我国第一批成立的证券公司，均设立于 1988 年。在通货膨胀居高不下、国债发行困难的背景下，财政部 1993 年 7 月 10 日颁布了《关于调整国库券发行条件的公告》，决定将参照中央银行公布的保值贴补率给予一些国债品种的保值补贴。因对保值贴息政策判断错误，万国证券空头大幅亏损。1995 年 2 月 23 日，财政部发布公告称万国亏损 56 亿人民币，濒临破产。面对当时万国证券严重亏损、资金不足、业务受罚、人心涣散的局面，万国证券寻求与其他券商合并，最终确定了申银证券与万国证券合并。经过会计师事务所最终核定，万国证券的净资产为 6.6

亿元，申银证券的净资产为 89 亿元。申银万国证券成为国内最早的一家股份制证券公司，也是当时国内规模最大、经营业务最齐全、营业网点分布最广泛的综合类证券公司之一。

#### 4.2. 申银万国和宏源证券合并：由中央汇金主导，合并初期未见“1+1>2”

申银万国和宏源证券均为中央汇金旗下券商，合并是在中央汇金公司支持下进行的。中央汇金直接持有申银万国 55.38% 的股份，并通过全资子公司建银投资间接持有宏源证券 60.02% 的股份。在 2005 年 9 月和 2012 年 2 月股权变更后，中央汇金公司所持申银万国合计 55.38% 的股权。2014 年 12 月，在中央汇金的主导下，宏源证券宣布拟与申银万国重组并停牌，申银万国以吸并宏源证券后的全部证券类资产及负债出资在上海设立全资证券子公司，此后更名为申万宏源集团股份有限公司并迁址新疆。2015 年 1 月 26 日申万宏源挂牌上市。

图28：合并前申银万国和宏源证券均为中央汇金旗下券商



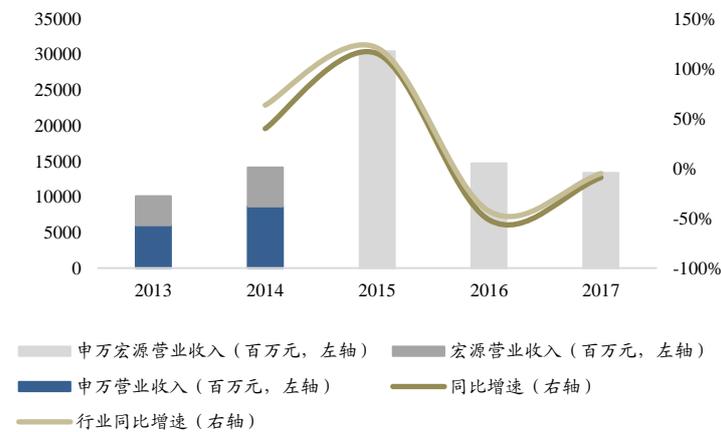
数据来源：申万宏源合并报告书，东吴证券研究所

合并前申银万国和宏源证券规模相当，目标打造一流券商，排名跻身行业前 10。根据申万宏源吸收合并报告书，公司目标到 2020 年，形成以资本市场为依托的投资与金融服务全产业链，发展成为中国投资有限责任公司金融资产证券化的重要平台；投资控股集团（上市公司）将发展成为“以资本市场为依托的国内一流投资控股集团”，证券子公司发展成为“具有国际竞争力、品牌影响力和系统重要性的现代投资银行”。该报告书预计合并后的公司资本实力大幅提升，业务指标排名将跻身前 10。合并前申银万国和宏源证券规模相当，申银万国和宏源证券 2014 年末净资产规模分别为 215 亿元和 169 亿元。2014 年申银万国营业收入和归母净利润分别为 87 亿元和 34 亿元，2014 年宏源证券营业收入和归母净利润分别为 55 亿元和 21 亿元，业绩水平差异也不显著。

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。申银万国的证券及期货经纪业务、资产管理、国际业务以及研究业务的竞争能力很强；宏源证券的固定收益业务和资产管理业务一直走在业内前列。然而合并后，二者的内部

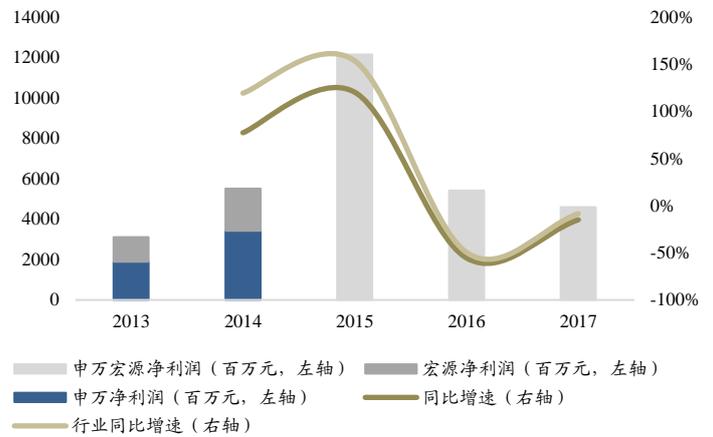
协同并未实现“1+1>2”。合并后，受市场下滑及整合期“阵痛”等影响，2016年和2017年申万宏源营业收入分别同比下滑51.7%和下滑9.2%，降幅分别高于行业平均8.7个百分点和4.1个百分点；归母净利润分别同比下滑55.5%和下滑15.5%，降幅分别高于行业平均5.9个百分点和6.5个百分点。合并前申万和宏源的ROE分别为11%和8%，合并后2015年ROE曾一度达到27%，但后续ROE持续下滑，2018年仅为6%，低于合并前两家公司水平。我们认为，申银万国和宏源证券均为业内老牌券商，在公司合并后，业务实质性整合进展却较慢，内部协同作用不明显，因此未出现“1+1>2”的协同效应。

图29: 申万宏源合并后营业收入跑输行业



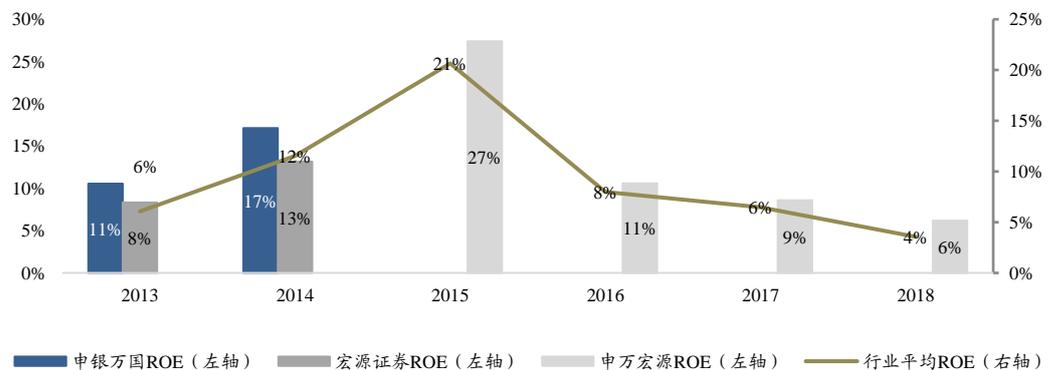
数据来源: 宏源证券、申万宏源年报(2013-2017), wind, 东吴证券研究所

图30: 申万宏源合并后净利润增速跑输行业



数据来源: 宏源证券、申万宏源年报(2013-2017), wind, 东吴证券研究所

图31: 申万宏源合并前后 ROE 与行业平均 ROE 对比



数据来源: 宏源证券:《申银万国证券股份有限公司换股吸收合并公司报告书(草案)》、宏源证券、申万宏源年报(2013-2018), 东吴证券研究所

申万宏源合并后各项业绩排名跻身行业前 10,但低于 2013 年两公司加总。合并前,申银万国和宏源证券的业绩排名在行业内均为前 10-20 名左右,主要业务指标也在靠前水平,两公司 2013 年各项业绩指标算术加总后,排名均在行业前 10 以内,部分指标排名行业前 3。2015 年合并后,除资产管理业务外,其他各项指标排名均低于 2013 年两公司简单加总后的排名。

表7: 申万宏源合并后业绩排名大多低于 2013 年算术加总

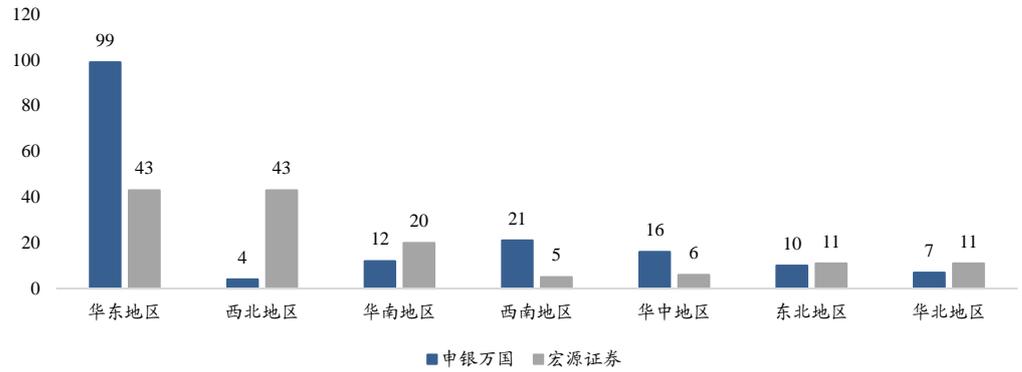
	2013			2014	2015	2016	2017
	申万	宏源	加总				
营业收入	10	11	1	10	7	6	7
净利润	10	12	3	10	7	6	8
总资产	10	16	5	9	7	6	7
净资产	10	14	4	11	8	8	8
经纪业务收入	8	17	1	2	4	4	5
投行业务收入	41	8	7	9	9	8	13
资管业务收入	4	3	1	1	1	5	12

数据来源: 证券业协会, wind, 东吴证券研究所

#### 4.3. 申万宏源合并效果不及预期: 业务存在一定互补, 但并不显著

营业部地域分布有一定互补性,但公司内部管理层整合和文化差异明显。申银万国和宏源证券均为全国性券商,营业部分布广泛。申银万国前身申银和万国均属上海本地券商,因此在上海市的营业部多;宏源证券作为新疆本地券商,其在新疆(含兵团,下同)的营业部占比也很高。同时,申万在西南地区、宏源在华南地区的营业部均显著高于对方,也体现了一定的互补性。但由于申银万国长期植根于上海地区,宏源证券是新疆唯一一家法人券商。因此在申万和宏源合并,并迁址新疆后,二者业务和文化整合的结果并不及预期。

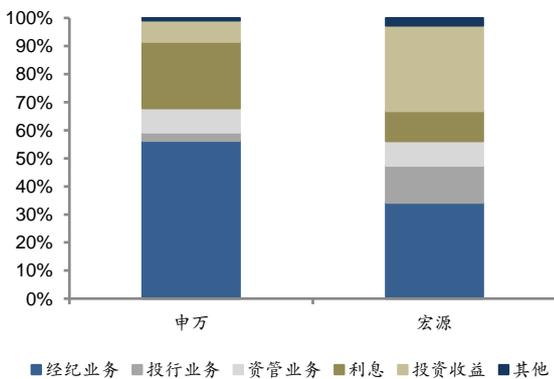
图32: 申银万国与宏源证券各地区营业部数量 (家)



数据来源:《申银万国证券股份有限公司换股吸收合并公司报告书》, 东吴证券研究所  
注: 华北地区包括: 京、津、冀、晋、内蒙古, 东北地区包括: 黑、吉、辽, 华南地区包括: 粤、桂、琼, 西南地区包括: 云、贵、川、渝, 华中地区包括: 豫、鄂、湘, 华东地区包括: 鲁、苏、浙、沪、赣、闽, 西北地区包括陕、甘、宁、新。

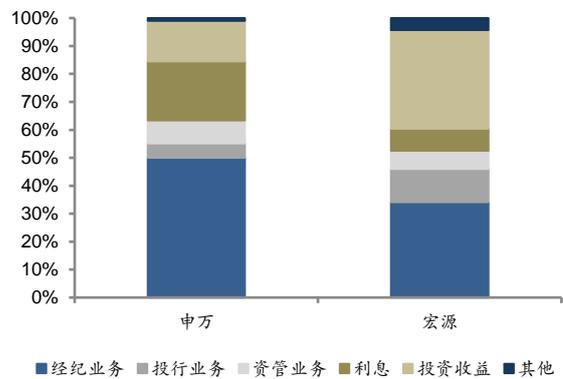
**业务结构存在一定互补,但并不显著。**申银万国经纪业务和资本中介业务实力更强, 宏源证券投行和投资业务收入与占比更高。从收入结构看, 2014 年申银万国经纪业务收入为 43 亿元, 占比 50%、利息收入 18 亿元, 占比 21%; 宏源证券投行收入 7 亿元, 占比 12%, 投资净收益 19 亿元, 占比 35%。申银万国的经纪业务、资本中介业务实力更强, 宏源证券投资能力和在新疆当地投行项目能力更强。两家公司从业务结构上存在一定互补, 但经纪业务和两融业务作为零售业务, 申万的优势主要体现在品牌价值、业务网点等, 而宏源在债券销售、债券自营方面的优势, 却很难与申万的优势形成互补。

图33: 2013 年申万和宏源营业收入构成



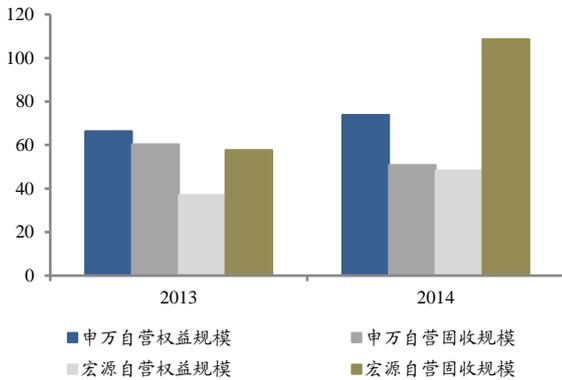
数据来源: 宏源证券、申万宏源 2013 年报, 东吴证券研究所

图34: 2014 年申万和宏源营业收入构成



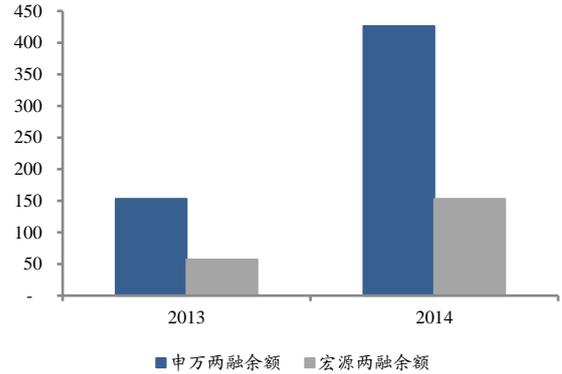
数据来源: 宏源证券、申万宏源 2014 年报, 东吴证券研究所

图35: 申万和宏源权益及固收自营规模 (亿元)



数据来源: 宏源证券、申万宏源年报 (2013-2014), 东吴证券研究所

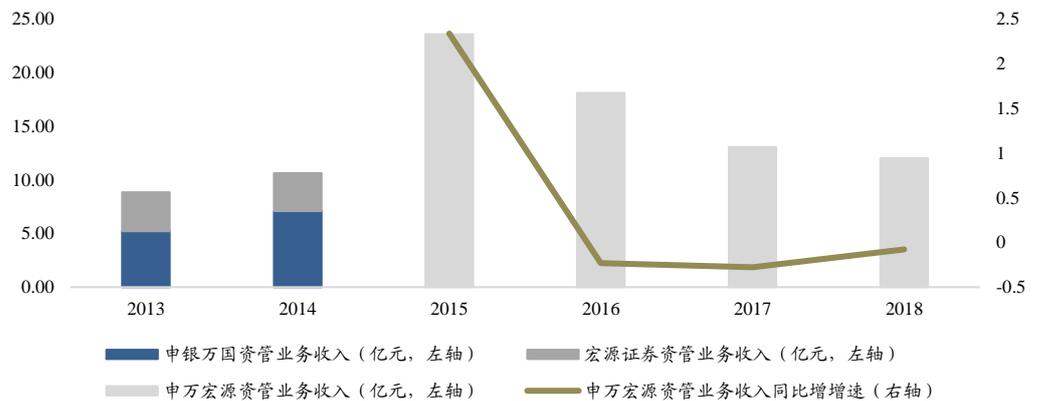
图36: 申万和宏源融资融券余额 (亿元)



数据来源: 宏源证券、申万宏源年报 (2013-2014), 东吴证券研究所

**两家资管业务排名均靠前, 合并初期资管业务收入排名跃升至行业第一, 但 2016 年资管新规后规模及收入双双下滑。** 宏源证券作为唯一一家注册地在新疆的证券公司, 在新疆地区积累了众多的客户资源。宏源证券也是业内较早开展银证合作业务的券商, 因此抓住先发优势, 积极拓展了与金融同业的合作, 2013 年资管收入排名行业第 3。在合并初期, 依托宏源证券的银证渠道优势和申银万国的管理能力, 在资管业务上申万宏源资管收入跃升至第 1 位。但 2016 年资管新规以后, 券商通道业务持续压缩, 申万宏源原本的优势已不在, 在这样的背景下, 公司资管规模及收入双双大幅下滑。

图37: 合并后申万宏源资管收入曾大幅增长, 2016 年后开始下滑



数据来源: 宏源证券、申万宏源年报 (2013-2018), 东吴证券研究所

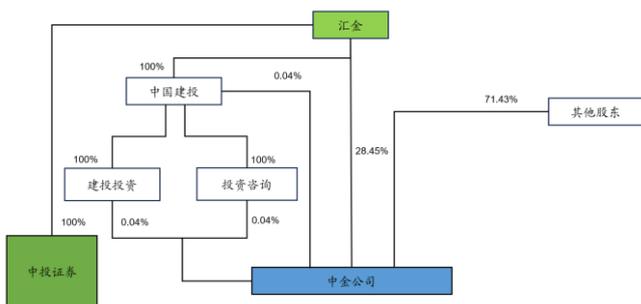
## 5. 中金公司: 收购中投证券, 夯实财富管理基础

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。

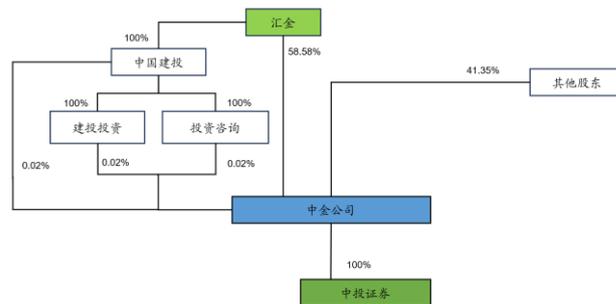
同为汇金系券商，收购或因受制于“一参一控”要求。中投证券成立于2005年，前身是中国建银投资证券<sup>3</sup>，2008年中国建银投资证券股权从中国建投划转至中央汇金，后于2011年改名为中投证券。中金公司成立于1995年，是中国内地首家中外合资的投资银行，成立时的两大股东为中国建设银行和摩根士丹利，后经数次股东变更<sup>4</sup>。截至中金公司收购中投证券时，中央汇金分别持有中投证券100%股份（全资控股）和中金公司28.45%（第一大股东）。中央汇金旗下曾参股控股多家券商（包括申万宏源、中信建投证券、银河证券），受制于“一参一控”的影响，旗下券商上市受阻，此次收购或为中金公司A股上市清障。此外，中金公司收购中投证券是中投公司对旗下券商整合战略的一部分。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，在此背景下，已先后完成了银河证券的A+H股上市、申万证券和宏源证券的合并。

图38: 中金公司与中投证券股东结构（收购前）



数据来源：中金公司关于收购中投证券全部股权的公告，东吴证券研究所

图39: 中金公司与中投证券股东结构（收购后）



数据来源：中金公司关于收购中投证券全部股权的公告，东吴证券研究所

<sup>3</sup> 中国建银投资证券是由中国建银投资公司（简称“中国建投”）在收购重组南方证券的基础上成立的全国综合性券商。

<sup>4</sup> 2004年，中国建设银行分立为中国建银投资公司（简称“中国建投”）和中国建设银行股份有限公司，原中国建设银行持有的中金公司股权由中国建投承继。2010年中国建投将其所持有的中金有限43.35%股权无偿划转至中央汇金。

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。

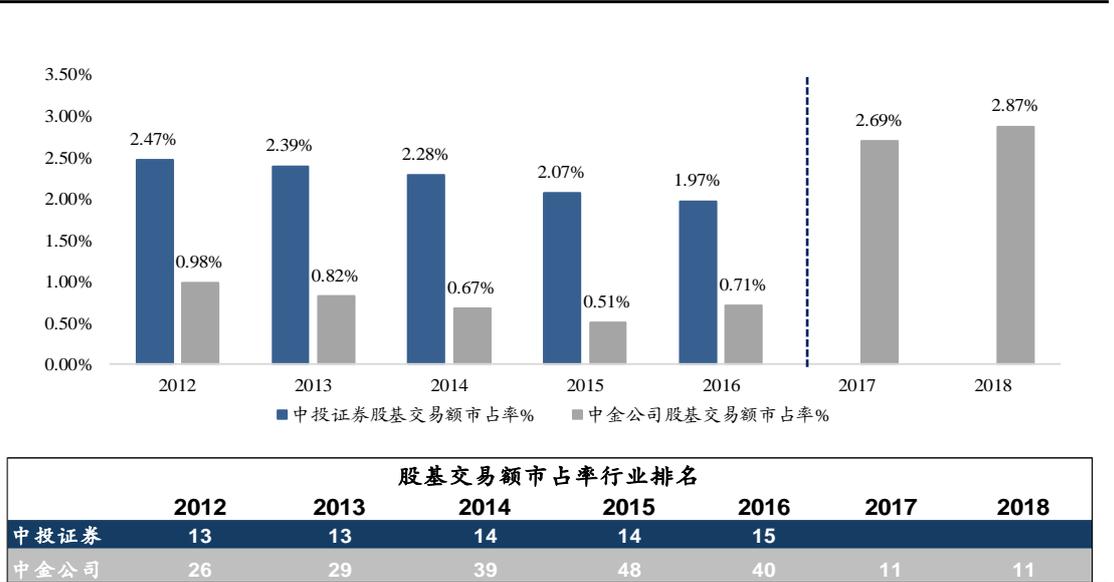
表8: 中金公司收购中投证券后主要指标排名跃升至第一梯队

	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

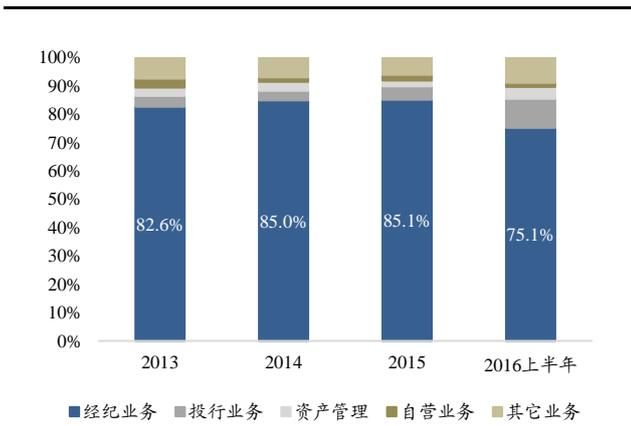
业务互补，收购弥补了中金公司零售经纪业务短板。我们认为，中金公司在投行业务、机构业务、跨境服务和针对高端客户的财富管理业务领域相比中投证券有显著优势；但在零售经纪业务、网点布局等方面，不及中投证券。中投证券前身是基于南方证券重组而来，在零售经纪业务领域建立了较强的市场地位。据Wind数据，2012年至2016年，中投证券股基交易额市占率在2.0%-2.5%之间；而中金公司股基交易额市占率仅在0.5%-1.0%之间，行业排名远落后于中投证券。从财务数据来看，经纪业务是中投证券的核心业务，2013年至2015年这部分收入贡献均在80%以上；而中金公司的经纪业务（包括权益类销售及交易业务及财富管理业务）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年其股基交易额排名下滑6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40: 中投证券与中金公司股基交易额市占率及排名



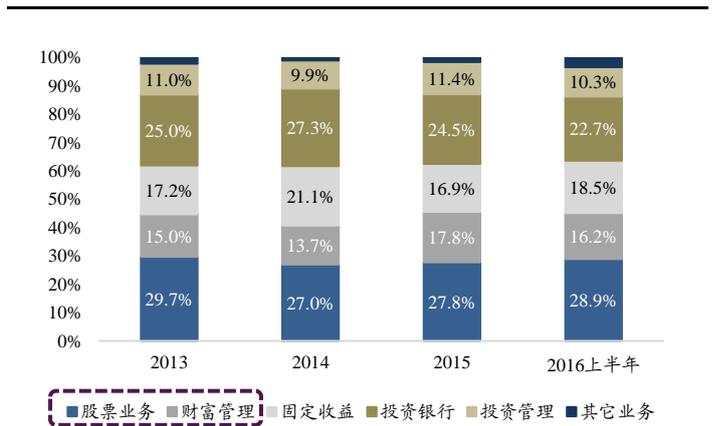
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图41: 中投证券收入结构



数据来源: 中投证券公司年报 (2013-2016), 东吴证券研究所

图42: 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

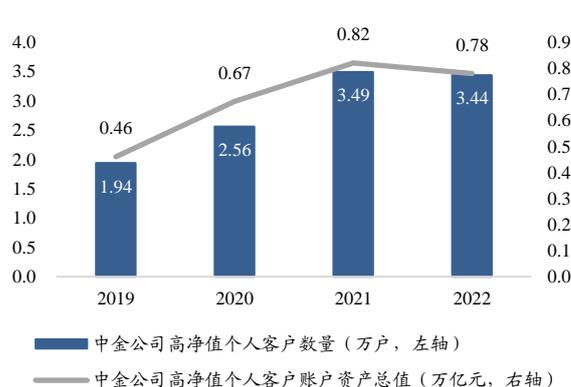
万户增至 2024 年上半年的 773.3 万户，年复合增速 21%；对应客户账户资产从 1.84 万亿元增至 2.76 万亿元，年复合增速 9%。其中高净值个人客户数量从 2019 年的 1.94 万户增至 2022 年的 3.44 万户，年复合增速 21%；对应客户账户资产从 0.46 万亿元增至 0.78 万亿元，年复合增速 19%。同时中金公司财富管理产品销售能力得到了进一步提升，产品保有量从 2019 年的约 900 亿元增至 2023 年的 3500 亿元，翻两番。2017 年至 2021 年，公司财富管理业务收入从 34.4 亿元增至 75.4 亿元，复合年均增长率 22%；尽管 2022 年以来受资本市场低迷影响，公司财富管理收入持续下滑，但仍为公司历史较高水平。

图43: 中金公司财富管理客户数量及客户资产规模



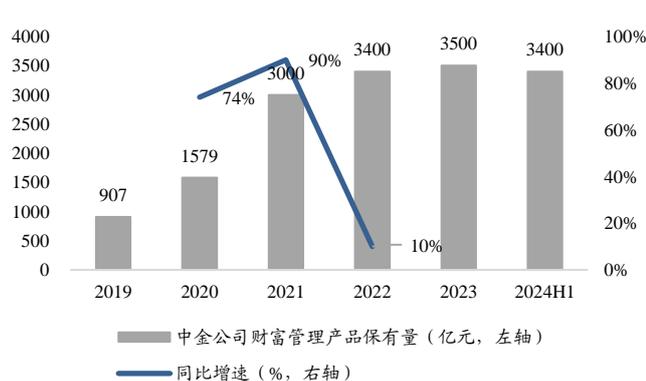
数据来源: 中金公司年报 (2016-2023), 中金公司 2024 半年报, 东吴证券研究所

图44: 中金公司高净值个人客户数量及客户资产规模



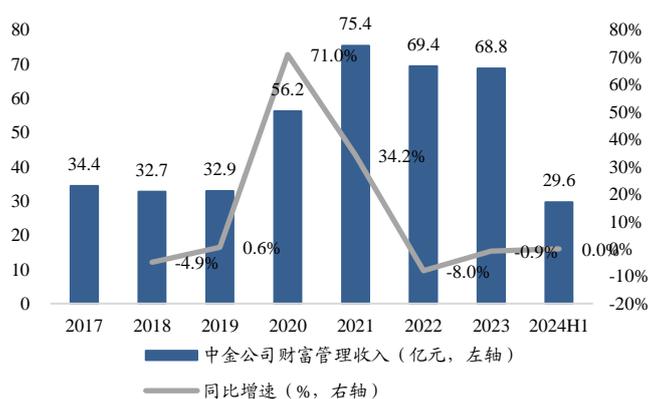
数据来源: 中金公司年报 (2019-2022), 东吴证券研究所

图45: 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 (2017-2023), 中金公司 2024 半年报, 东吴证券研究所

图46: 中金公司财富管理业务收入及同比增速



数据来源: 中金公司年报 (2017-2023), 中金公司 2024 半年报, 东吴证券研究所

## 6. 风险提示

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

## 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>