

非银金融行业深度报告

专注细分赛道，中小券商践行精品化道路 ——券商差异化发展专题（二）

增持（维持）

2026年08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

投资要点

- **头部集中大势明确，加速中小券商差异化发展。**行业集中度波动上升。2025 年行业净利润 CR5/CR10 分别为 41%/64%，较 2019 年提升 2pct/3pct。2019 年以来监管对证券行业整合、一流投行建设的政策导向愈发清晰，一方面通过并购、资本政策推动行业资源向头部集中，另一方面引导中小券商差异化突围，形成多层次的证券行业发展结构。
- **中小券商走精品化路线存在一定必然性。**中小券商业绩分化明显，精品化有助于提升竞争力。此外，监管已明确为中小券商指明了“精品投行、特色投行和特色服务商”的转型定位，引导中小券商立足股东资源、区域优势与人才储备做精做细，专注主业、错位发展。同时，并购重组进一步加速了中小券商的精品化进程，通过内生利润积累、外延并购整合等路径做大做优资产负债表，再由“规模扩张”迈向“提质增效”。
- **中小券商聚焦细分赛道，锻造专业内核。**与大型券商走业务均衡发展的战略不同，中小券商专注走特色化道路。从业务结构来看，2025 年业绩增速领先的中小券商有不少在财富管理、基金管理等轻资产业务收入占比较高，已形成一定特色；同时，尽管投行业务集中度呈提升态势，但也不乏有精品化的中小券商，投行业务排名靠前。我们认为，对于中小券商而言，差异化竞争可以体现在财富管理、大资管、三投联动等板块。
- **财富管理：区域深耕与差异化服务。**不同于大型券商广而泛的业务结构，中小券商在财富管理的优势在于区域深耕，在保持高网点密度的同时提升线上服务效率，针对大众富裕、高净值等不同客群提供定制化服务。2020-2025 年，Top10（按总资产）上市券商的经纪业务收入占比在 20%-26%，排名第 11-20 位券商的经纪业务收入占比在 21-31%。在市场大幅放量的环境下，中小券商经纪收入弹性更高。买方投顾模式也是中小券商财富管理转型的重要抓手。从传统“卖产品”转向“卖服务”，目前共有 29 家券商获批了基金投顾业务试点资格，大中小券商均有资格入局，其中中国联民生、东方证券、兴业证券等中小券商已形成自身品牌特色。
- **三投联动带动产业深耕，做精品化投行。**近年来投行集中度显著提升，但也有团队实力强的中小券商，在股权类投行业务排名靠前。如国金证券重视投行团队建设，投行业务排名行业前十；国联证券通过并购民生证券，快速提升投行实力，IPO 储备项目数排名行业前列。此外三投联动业务也为中小券商投行、产业投资提供了差异化路径。通过自有资金或管理基金的方式进行股权投资，既响应了监管“投早投小”的号召，也锁定了未来投行、财富板块的合作机会。
- **公募基金改革提速，含基量成中小券商竞争胜负手。**从目前券商持有公募基金股权的盈利情况来看，中小券商含基量更大，其中兴业证券、长城证券、第一创业、西南证券、财通证券、中泰证券旗下通过控股、参股公募基金，对公司净利润贡献均超过 20%。尽管公募基金近三年持续降费，但头部公募仍有不错增长，中小券商通过参控股公募基金能实现稳定的基金管理收入及分红。此外，券商与参控股公募也可积极推动渠道、产品等方面的联动，例如针对零售、企业及机构客户输出定制化产品，推动公募规模增长；同时，公募基金的资产管理能力也能反哺券商的财富管理业务，增强对客户的资产配置服务能力。
- **风险提示：**宏观经济不及预期；政策趋紧抑制行业创新；市场竞争加剧风险。

行业走势



相关研究

《资产负债新规开启保险新时代；头部券商利润高增》

2026-08-23

《非车险综合治理继续深化，COR 有望进一步改善》

2026-08-22

内容目录

1. 头部集中大势明确，加速中小券商差异化发展	4
2. 中小券商走精品化路线存在一定必然性	5
2.1. 中小券商业绩分化.....	5
2.2. 中小券商为何无法走大而全的模式？	6
3. 聚焦细分赛道，锻造专业内核	7
3.1. 财富管理：区域深耕与差异化服务.....	8
3.2. 三投联动带动产业深耕，做精品化投行.....	10
3.2.1. 积极培育投行团队，做精品化投行.....	10
3.2.2. 三投联动打通投行和产业投资的闭环.....	12
3.3. 公募基金改革提速，含基量成中小券商竞争胜负手.....	14
4. 并购重组加速精品化进程	16
5. 风险提示	19

图表目录

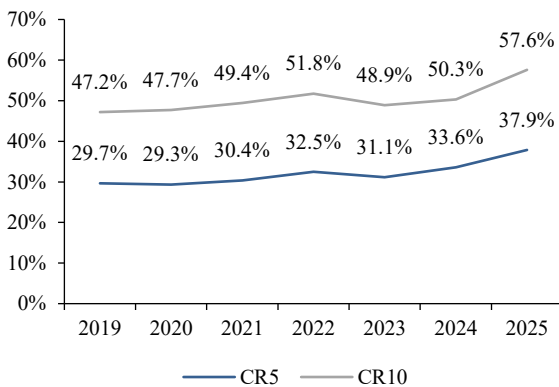
图 1:	2019-2025 年证券行业营收集中度	4
图 2:	2019-2025 年证券行业净利润集中度	4
图 3:	2019-2025 年证券公司各项业务收入 CR5	5
图 4:	2019-2025 年证券公司各项业务收入 CR10	5
图 5:	中小券商 2024\2025 年净利润增速	6
图 6:	2021-2025 年中小券商净利润增速标准差	6
图 7:	2025 年中小券商净资本和杠杆率	6
图 8:	2025 年主要上市券商国际业务收入及收入占比	7
图 9:	2020-2026Q1 部分中小券商经纪业务收入占比	8
图 10:	方正证券分部业务收入结构	9
图 11:	方正证券及行业平均 ROE	9
图 12:	2020-2026H1 CR5 和 CR10 IPO 发行规模市场份额	10
图 13:	2020-2026H1 国金证券&国联/国联民生 IPO 市场份额	11
图 14:	国金证券投行收入及收入占比	11
图 15:	国联证券/国联民生投行收入及收入占比	11
图 16:	券商公募资管管理规模（亿元）及增速（%）-2018 年 VS 2026 年上半年	14
图 17:	国联证券、民生证券合并前后净利润（亿元）	16
图 18:	国联民生总资产、净资产（亿元）	16
图 19:	国联证券、民生证券股权承销规模及排名（亿元）	17
图 20:	2025 年末上市券商净资本（Top20）	18
图 21:	上市券商自营结构（合并报表口径）	18
图 22:	上市券商平均及 TOP10 券商综合投资收益率	18
表 1:	部分券商基金投顾产品及发展情况	10
表 2:	长鑫科技 IPO 上市后券商浮盈测算（一年锁定期内）	13
表 3:	券商持有公募基金股权及盈利情况（亿元）	15

1. 头部集中大势明确，加速中小券商差异化发展

2019 年以来监管对证券行业整合、一流投行建设的政策导向愈发清晰。2019 年证监会首次提出打造航母级券商，放开市场化并购重组；2023 年中央金融工作会议将一流投行上升至金融强国国家战略；2024 年证监会出台纲领性监管文件《关于加强证券公司和公募基金监管加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见》，量化发展目标，配套并购简化审批细则，从顶层制度鼓励头部券商通过合并、增资扩大资本与业务体量。实操层面，多起头部强强联合、地方国资内部整合案例陆续落地（例如国泰君安合并海通证券）。一方面通过并购、资本政策推动行业资源向头部集中，另一方面引导中小券商差异化突围，从监管端持续强化证券行业多层次的发展趋势。

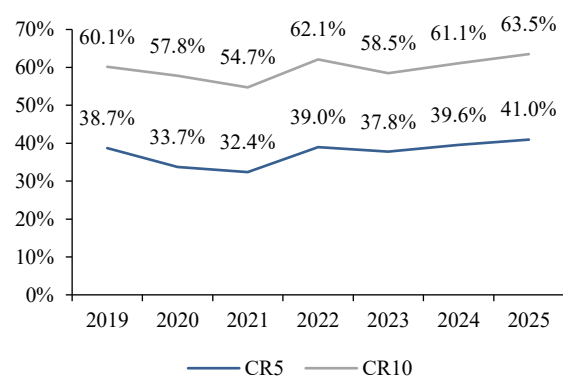
在政策持续催化下，行业集中度波动上升。自 2019 年监管层首次提出打造航母级券商、明确以并购整合优化行业格局以来，培育一流投行逐步上升至金融强国顶层战略，配套分类监管、资本补充、并购简化、创新业务差异化倾斜等一系列政策持续落地，自上而下推动行业资源向头部集中。行业集中度自 2019 年以来波动上升，至 2025 年，行业营收 CR5/CR10 分别为 37.9%/57.6%，较 2019 年提升 8.2pct/10.4pct；行业净利润 CR5/CR10 分别为 41.0%/63.5%，较 2019 年提升 2.3pct/3.4pct。

图1：2019-2025 年证券行业营收集中度



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：2019-2025 年证券行业净利润集中度

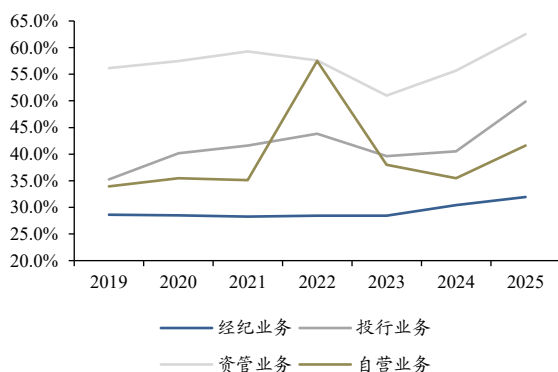


数据来源：Wind，东吴证券研究所

不同业务板块集中度抬升节奏存在分化。我们根据 Wind 数据，以披露年度业绩的券商作为样本来观察各项业务的集中度变化趋势：1）投行业务集中度上行趋势最为明朗，CR5 由 2019 年 35.2%稳步攀升至 2025 年 49.9%，CR10 自 52.1%上涨至 64.1%，我们预计主要受益于注册制改革落地、IPO 质控趋严。2）资管业务长期维持高集中度区间，CR5 长期处于 50%以上、2025 年进一步走高至 62.5%，CR10 回升至 75.3%，我们预计主要系资管新规过渡期完成整改之后通道业务彻底出清，行业向主动管理转型，头部券商优势进一步发挥。3）经纪业务维持平稳震荡，2023 年后集中度开始上行，我们

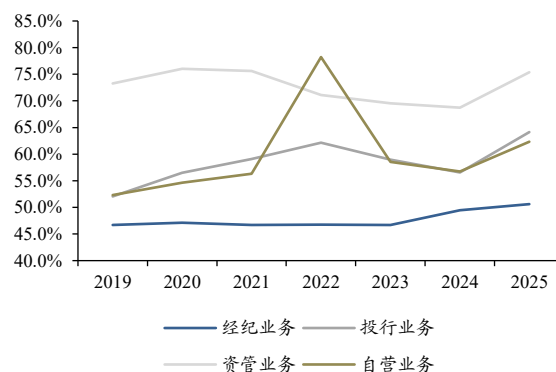
预计主要得益于市场交投活跃度提升，头部券商财富管理转型成果得以兑现。4) 自营业务集中度波动最为剧烈，CR5 在 2022 年冲高至 57.5% 阶段性峰值后有所回落，2025 年再度回升至 41.6%，CR10 同步呈现相似波动，我们预计主要系自营业务业绩与股债市场行情相关性较大。

图3：2019-2025 年证券公司各项业务收入 CR5



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：2019-2025 年证券公司各项业务收入 CR10



数据来源：Wind，东吴证券研究所

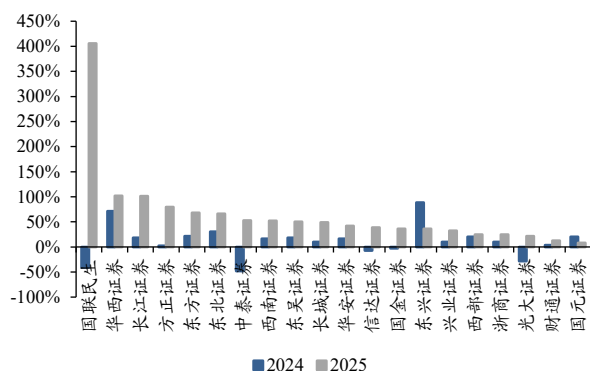
2. 中小券商走精品化路线存在一定必然性

2.1. 中小券商业绩分化

以 20 家中小券商净利润作为观察数据，中小券商业绩分化明显，国联民生、华西证券、长江证券 2025 年净利润同比增速超过 100%，其中国联民生主要是由于并表民生证券，大幅提升业绩，而西部证券、浙商证券、光大证券、财通证券、国元证券 2025 年净利润同比增速低于 30%，分化显著。2026 年上半年，头部券商业绩明显好于市场预期，中小券商业绩延续分化，根据各公司中报/业绩预告/业绩快报披露，长江证券、华安证券、财通证券、中泰证券、华西证券、东北证券、兴业证券等净利润同比增速超过 50%。

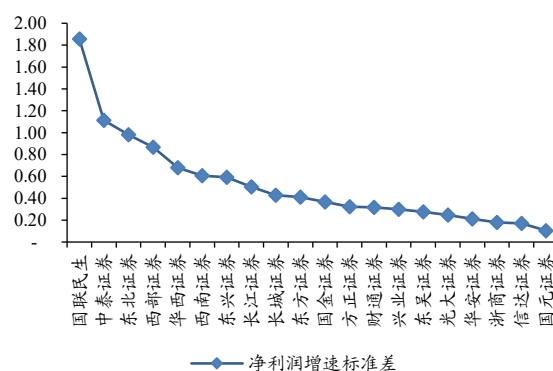
我们认为中小券商业绩分化主要是几方面的原因：1) 2024 年四季度以来市场交易量维持高位，权益基金发行回暖，在大财富管理转型更积极、新开户市占高、基金管理布局更深的券商业绩呈现一定韧性，如兴业证券 2026 年上半年归母净利润同比增长 60%。2) 境内外权益市场波动均较大，对于自营业务依赖度较高的券商，业绩波动更为明显；如国盛证券重仓趣店且一季度变更会计准则造成大额投资亏损。3) 权益市场呈现明显的结构化行情，持仓风格、持仓调整速度等都是核心变量，尤其是 3 月美以战争突发、7 月境内外去杠杆导致科技板块大幅下跌，导致业绩波动进一步加大。4) 同比基数的高低也是业绩分化的主因之一，尤其是中小券商净利润绝对规模远低于大型券商，对于单一业务的波动敏感性也更强。25Q1 债市较差，多数券商亏损，因此基数较低，如财通证券由于低基数，2026 年上半年净利润预计同比增长；而部分券商 25Q1 通过精准兑现其他债权投资实现较高投资收益，因此基数较高。

图5：中小券商 2024\2025 年净利润增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2021-2025 年中小券商净利润增速标准差



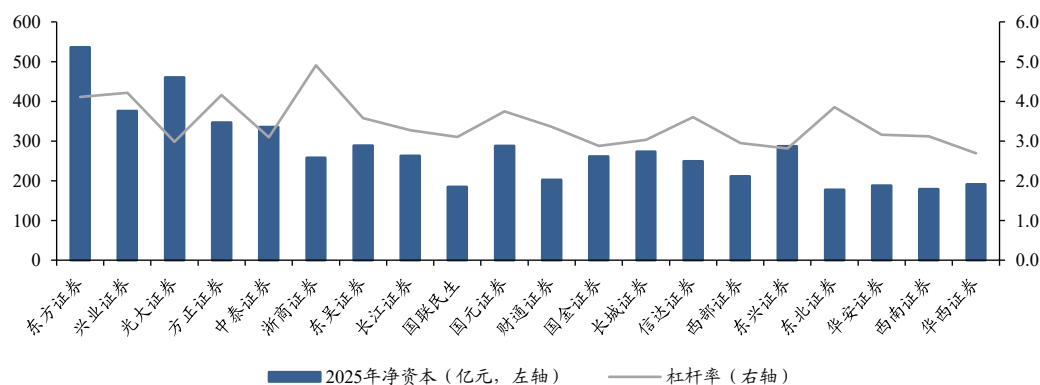
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2. 中小券商为何无法走大而全的模式？

中小券商走精品化路线存在一定必然性。从监管导向上来看，监管已明确为中小券商指明了“精品投行、特色投行和特色服务商”的转型定位，引导中小券商立足股东资源、区域优势与人才储备做精做细，专注主业、错位发展。中小券商走精品化路线不仅是战略选择，也是生存的必然要求。

1) 近几年，证券行业的集中度不断提升，头部效应持续强化。在“大而全”的模式下，各项业务都需要庞大的资本金和专业人才作为支撑，而中小券商受制于资本实力的短板，无法在头部券商占据绝对优势的领域（如大型央企重组、跨境并购等业务）进行正面竞争。Top10（按 2025 年末总资产排名，下同）券商 2025 年母公司口径平均净资本超过 1000 亿元，11-30 位券商平均净资本接近 300 亿元；Top10 券商 2025 年平均杠杆率为 4.56 倍，11-30 位券商平均杠杆率为 3.43 倍。

图7：2025 年中小券商净资本和杠杆率

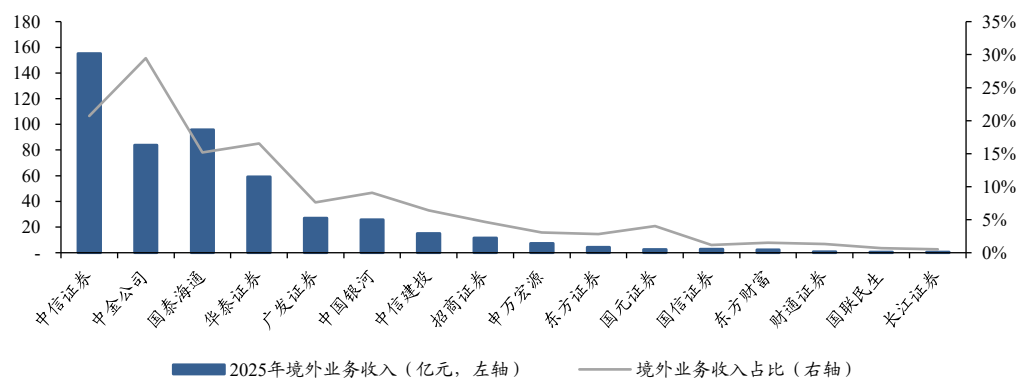


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2) 中小券商创新业务牌照获取上存在短板。头部券商在硬科技 IPO、跨境并购、衍生品等领域已逐步构筑起护城河，而中小券商由于投研深度、客户覆盖与品牌溢价等多重短板，在这些高附加值领域难以与之抗衡。目前，拥有衍生品一级交易商的券商有 8 家，均为头部券商。

3) 中小券商国际化业务起步较晚，行业已呈现很强的马太效应。随着券商出海布局持续深化、境外业务规模不断扩大，境外业务已从早期的补充性业务逐步升级为盈利支柱，收入贡献度持续攀升。但从竞争格局来看，也形成清晰的“两超两强”主导、梯队分明的格局，中小券商很难快速脱颖而出。2025 年 CR3 境内券商国际业务收入合计 335 亿元，占上市境内券商国际业务收入的 68%。

图8：2025 年主要上市券商国际业务收入及收入占比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

面对头部券商的全业务链竞争压力，中小券商只有跳出大而全的发展思路，通过聚焦细分赛道（如北交所、专精特新）、深耕区域产业资源或依托股东禀赋（如国资央企配套服务），打造“小而美”的精品特色投行，才能更好的实现差异化突围和高质量发展。

3. 聚焦细分赛道，锻造专业内核

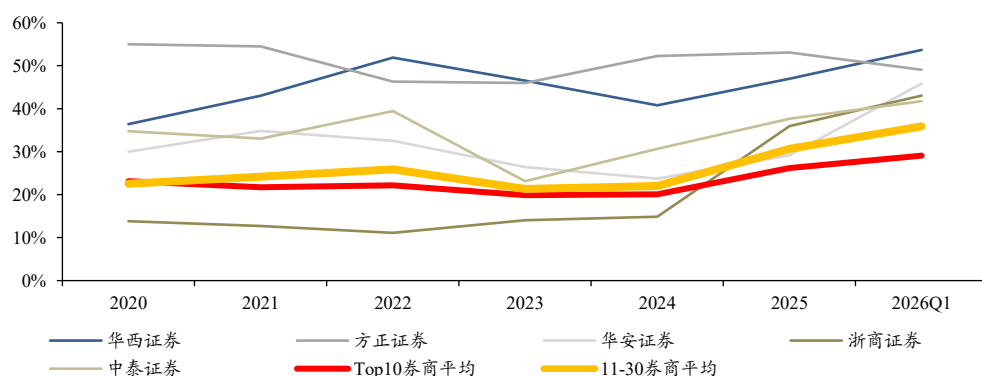
与大型券商走业务均衡发展的战略不同，中小券商专注于走特色化道路。从业务结构来看，2025 年业绩增速领先的中小券商有不少在财富管理、基金管理等轻资产业务收入占比较高，已形成一定特色；同时，尽管投行业务集中度整体呈提升态势，但也不乏有精品化的中小券商，投行业务排名靠前。我们认为，对于中小券商而言，差异化竞争可以体现在财富管理、大资管、三投联动等板块：1) 尽管行业持续降费降佣，但市场交投活跃仍带动财富管理业务大幅增长，尤其是在 26Q1 市场维持高活跃度但波动加剧的市场环境下，经纪业务占比高的券商更能实现高增长。2) 含基量高的券商，也受益于权

益基金发行回暖。中泰证券、东方证券 2025 年的资管收入占比分别为 21%及 9%，显著高于同业。3) 自营分化明显。东方证券与国元证券投资净收益占比均较高，但两家公司业绩分化明显，结构牛市下，自营更依赖于持仓风格、资产配置等方面的能力。4) 三投联动对于中小券商的意义更深，从产业-直投-投行业务形成业务闭环。

3.1. 财富管理：区域深耕与差异化服务

财富管理已成为中小券商转型的核心抓手，通过差异化服务与区域深耕构建竞争优势。不同于大型券商广而泛的业务结构，中小券商在财富管理的优势在于区域深耕，通过“线上投顾+线下网点”的模式，在保持高网点密度的同时提升线上服务效率，针对大众富裕、高净值等不同客群提供定制化服务，如家族信托、跨境资产配置等。2020-2025 年，Top10 上市券商的经纪业务收入占比在 20%-26%，排名第 11-20 位券商的经纪业务收入占比在 21-31%。在市场大幅放量的环境下，中小券商经纪收入弹性更高。2026 年一季度在市场股基交易额突破 3.1 万亿元，同比增长 79%，环比增长 52%的背景下，排名第 11-30 位券商的经纪收入占比提升至 36%，较 Top10 券商高 7 个百分点。

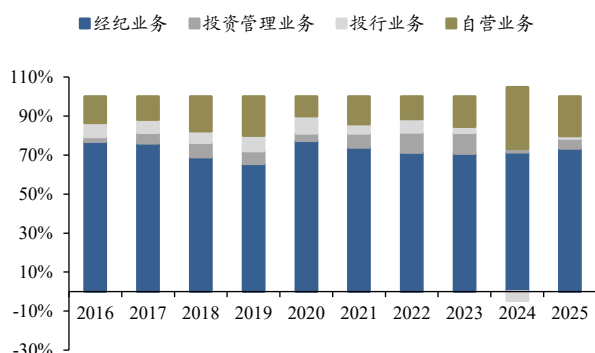
图9：2020-2026Q1 部分中小券商经纪业务收入占比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

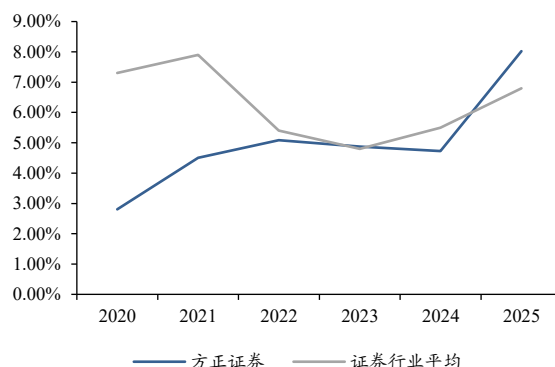
以方正证券为例，公司以财富管理业务为核心，通过“线下网点+线上智能投顾”的差异化模式，在保持高网点密度的同时提升线上服务效率。2025 年末公司营业网点数 328 家，在中小券商中排名居前；“小方”APP 月活位居券商类 APP 前十位。公司近年来经纪业务收入排名在第 10 位左右，均高于主要经营指标排名（如总资产、净资产、营收等在 20 位左右）。方正证券 2016-2025 年财富管理收入（含经纪业务、融资融券等）占比在 70%左右。近年来，公司客户数持续新增，市场交投活跃带动财富管理业务大幅增长，ROE 提升效果最为显著。2021-2024 年公司 ROE 基本在 5%以下，低于行业平均水平，2025 年大幅提升至 8%。

图10：方正证券分部业务收入结构



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11：方正证券及行业平均 ROE



数据来源：Wind，东吴证券研究所

近年来中小券商的并购重组也显著提升了部分券商的经纪市占。如浙商证券于2025年完成对国都证券的并表控股，经纪收入占比由2020-2024年的13%显著提升至2025年的36%，2026Q1进一步提升至43%。国联证券于2023年开启与民生证券的整合，并于2025年开始并表，经纪业务收入由2023年的17%提升至2026Q1的36%。

买方投顾模式也是中小券商财富管理转型的重要抓手。从传统“卖产品”转向“卖服务”，通过投教先行、精准画像、动态匹配，提升客户资产配置的稳健性。基金投顾的常态化运行为中小券商提供了有效出口，目前共有29家券商获批了基金投顾业务试点资格，大中小券商均有资格入局，包括首批7家券商（国泰海通、申万宏源、中金公司、中信建投、银河证券、华泰证券、国联民生）和后续20余家券商（中信证券、招商证券、国信证券、兴业证券、东方证券、安信证券、浙商证券、平安证券、光大证券、山西证券、南京证券、中泰证券、国金证券、中银证券、华安证券、东方财富、财通证券，华西证券，华宝证券、东兴证券、渤海证券等）。试点券商几乎都已推出基金投顾产品。

其中，国联证券作为首批7家取得基金投顾试点资格的券商中唯一的中小券商，于2020年4月21日正式开展基金投顾业务，率先成为首家展业的券商，探索了中小券商差异化发展路径。截至2025年上半年末，国联民生基金投顾业务保有规模92亿元，同比增长40%，在券商中处于领先地位，回撤控制能力强，收益远超市场偏股基金平均收益率。东方证券自2021年底推出投顾品牌“悦”系列和“钉”系列，2025年新上线16个基金投顾组合，累计组合数达43个；截至2025年末，公司基金投顾业务保有规模172亿元，复投率76.28%，位居行业前列。除标准组合外，公司为企业和机构客户提供定制服务，并创新推出建议型基金投顾业务服务方案，从策略维度、服务灵活度和客户参与度等方面，全方位丰富了基金投顾业务的服务内涵。

表1：部分券商基金投顾产品及发展情况

券商	投顾品牌	上线时间	发展情况
国联民生	基智投	2020 年 4 月	2025 年基金投顾保有规模 145 亿元，同比增长 58%。
东方证券	“悦”系列和 “钉”系列	2021 年 11 月	共 43 个投顾组合策略，2025 年基金投顾合计规模约 172 亿元，较年初增长 12%；复投率 76.28%。
国泰海通	君享投	2020 年 8 月	构建君享、君赢系列买方资产配置服务模式，强化私人订制和企业家办公室综合服务，富裕及高净值客户资产规模显著增长
兴业证券	知己	2022 年 1 月	构建“知己享投”“知己优投”“知己智投”三大产品体系。截至 2026 年 5 月末，知己享投整体服务规模峰值突破 440 亿元，保有客户 12 万户。其中，拳头止盈类产品“目标盈”累计发行 129 期，止盈率近 90%。
中金公司	中金财富	2020 年 9 月	2025 年买方投顾产品保有规模增至超 1300 亿元，代表产品“中国 50”盈利账户占比超 99%。“股票 50”、“ETF50”等创新交易服务累计覆盖客户超 45 万人次，签约客户资产超 4000 亿元。
申万宏源证券	星基汇	2020 年 9 月	截至 2025 年末，公司公募基金投顾客户平均使用投资顾问服务时间超 1600 天，管理账户资产规模增长超 80%。
华泰证券	涨乐星投	2020 年 10 月	截至 2025 年末，基金投顾业务规模 306 亿元，同比显著增长。

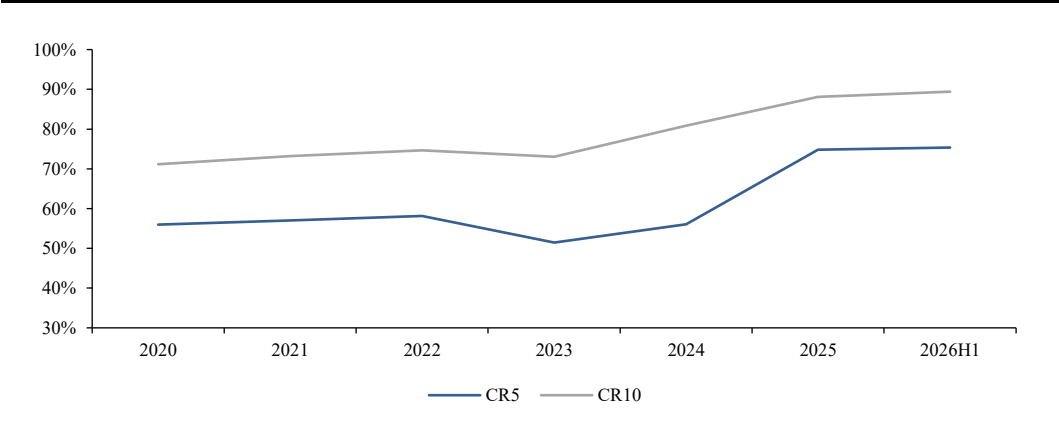
数据来源：各公司 2024 年年报、2025 年年报，券商中国，财联社，同花顺财经，东方财富网等，东吴证券研究所

3.2. 三投联动带动产业深耕，做精品化投行

3.2.1. 积极培育投行团队，做精品化投行

投行集中度进一步提升，CR5 占比高达 75%，头部券商份额大幅增长。2026 年上半年 CR5 券商合计承销 IPO 708 亿元，合计市场份额 75%，较 2020-2024 年的平均 56% 大幅提升。我们认为这主要有三方面的原因：1）并购重组重塑格局。国泰海通合并后项目数量和规模大幅提升，成为集中度上行的关键变量。2）政策与项目结构倾斜。头部券商凭借资本实力、监管沟通与机构客户优势，成为政策落地的核心执行者。IPO 向“少而精”转型，科创板、北交所等注册制板块更依赖头部的定价、风控与承销能力。3）马太效应加剧。头部券商在资本规模、团队覆盖、跨境资源上形成壁垒。

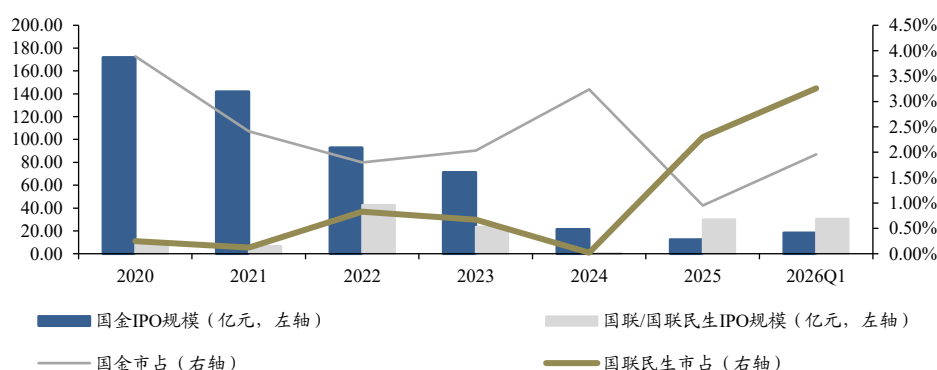
图12：2020-2026H1 CR5 和 CR10 IPO 发行规模市场份额



数据来源：Wind，东吴证券研究所

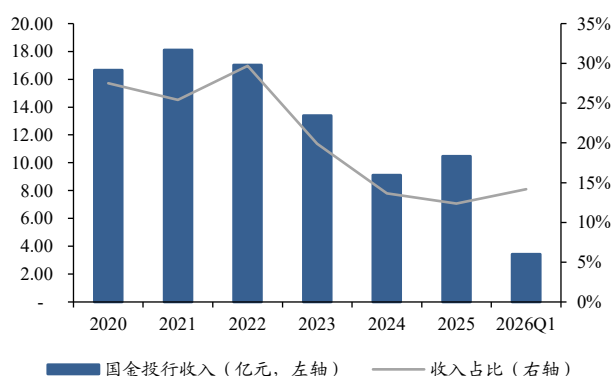
尽管近年来投行集中度显著提升，但也有团队实力强的中小券商，在股权类投行业务排名靠前。如：1）国金证券：公司主要经营指标在 25 位左右，IPO 排名基本在 10 位左右。尽管在资源禀赋方面，中小券商较为欠缺，但国金证券非常重视投行团队的建设。2006 年引入原兴业证券投资银行上海总经理姜文国来分管投行业务（现任公司总裁），从 20 余人团队起步将投行业务做到行业前十，专注医药、汽车领域 IPO 业务。2020-2025 年国金证券投行收入占比在 12%-30%，IPO 市占在 1%-3.2%。截至 2026 年 8 月 11 日，境内 IPO 辅导备案项目数排名行业第八。随着 IPO、再融发行回暖，国金证券 2026Q1 投行收入大幅增长 176%，带动公司归母净利润同比增长 19%。2）国联民生：投行业务收入占比在 10%以上。民生证券投行实力强，IPO 业务排名在行业 10 位左右，国联证券并购民生证券后，新公司投行实力快速提升，跻身行业前列。2026H1 国联民生 IPO 市场份额达 3.3%。截至 2026 年 8 月 11 日，境内 IPO 辅导备案项目数排名行业第五。

图13：2020-2026H1 国金证券&国联/国联民生 IPO 市场份额



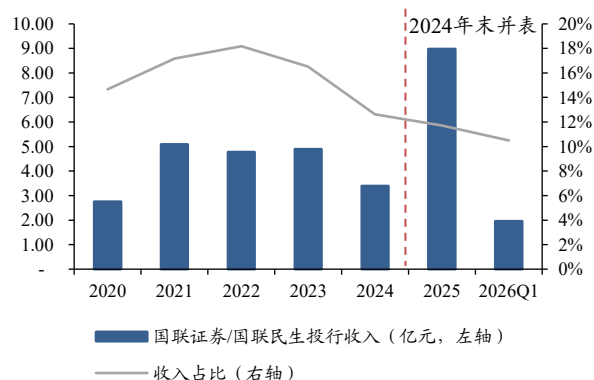
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图14：国金证券投行收入及收入占比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图15：国联证券/国联民生投行收入及收入占比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.2.2. 三投联动打通投行和产业投资的闭环

三投联动为中小券商投行业务、产业投资发展提供了差异化路径。券商的“三投联动”是将投资、投行、投研三大核心业务板块深度协同，通过自有资金或管理基金的方式进行股权投资，既响应了监管“投早投小”的号召，也锁定了未来投行、财富板块合作的机会，同时实现股权退出与价值最大化。

① 投行项目获取优势。中小券商通过“先直投，后保荐”的模式能绕过传统投行项目获取的激烈竞争，实现“弯道超车”。例如，财通资本于 2024 年开始重点布局私募股权投资，2025 年末服务与管理基金规模突破 1300 亿元，位居全省前列。公司依托旗下财通创新、财通资本两大投资平台，先后对惠康科技完成两轮战略投资，累计出资超亿元，并担任了惠康科技 IPO 的保荐人。惠康科技于 2026 年 5 月上市，除了为公司带来直投浮盈外，还贡献了 1.25 亿元的承销保荐收入。公司重点投资的项目包括可控核聚变、机器人、火箭等项目，未来项目退出及估值重估都能为公司带来投资收益，2026 年公司投资的部分项目已进入辅导期，我们预计未来几年会逐步兑现收益，提升公司 ROE。

② 客户黏性提升：通过直投与投行双重服务，与客户形成利益共同体，增强与客户的长期合作关系，伴随企业从初创、成长到上市及后续融资/并购重组，券商提供持续的综合金融服务，将短期交易关系转化为长期的战略伙伴关系。此外，券商拥有广泛的机构网络，能够带动公募、私募、高净值客户等多方资金的参与，这种生态优势为交叉销售创造了天然场景，赋能资管及财富管理业务。

③ 轻重结合，优化收入结构：直投业务提供资本利得，投行提供服务费，私募股权基金子公司也能产生管理费与 Carry，形成“轻重结合”的收入结构。中小券商早年前瞻性布局直投业务，近年来开始进入收获期。与传统股票自营相比，直投业务在现有会计准则下具有显著优势，Pre-IPO 项目通常按成本法或权益法核算，除非发生重大减值或退出，否则不受二级市场每日波动影响，业绩更平滑；项目 IPO 上市后，由于直投项目通常有 12 个月的限售期，因此确认投资收益需要按照一定的流动性折价（如我们假设科创板 5-6 折，创业板 7-8 折）计入，但业绩释放也相较解禁后更早。2026 年以来已上市的超千亿市值项目包括盛合晶微、电科蓝天、大普微、联讯仪器、长鑫科技、宇树科技等，为券商直投带来大量浮盈。

以长鑫科技为例：长鑫科技于 2026 年 5 月 27 日科创板 IPO 过会，并在 7 月 27 日完成发行。中性假设下，若按长鑫科技 3 万亿市值粗略测算，招商证券、华安证券对应持有市值超过 200 及 100 亿元。假设按照 6 折确认投资净收益，并假设所得税率为 25%，我们预计浮盈将分别超过 100 亿元及 50 亿元，对公司 2025 年利润贡献接近 70% 和 200%。

表2：长鑫科技 IPO 上市后券商浮盈测算（一年锁定期内）

公司名称	持股比例	持股数量 (亿股)	悲观：2 万亿市值		中性：3 万亿市值		乐观：5 万亿市值	
			预计浮盈 (亿元)	浮盈对公司 利润贡献	预计浮盈 (亿元)	浮盈对公司 利润贡献	预计浮盈 (亿元)	浮盈对公司 利润贡献
华安证券	0.44%	2.64	35.57	144%	53.35	228%	88.91	397%
招商证券	0.86%	5.15	69.32	48%	103.99	76%	173.31	132%
天风证券	0.003%	0.02	0.25	14%	0.37	22%	0.62	37%
方正证券	0.08%	0.46	6.16	13%	9.25	21%	15.41	37%
中信建投	0.15%	0.89	11.94	11%	17.91	17%	29.85	30%
广发证券	0.07%	0.50	0.00	0%	0.00	0%	0.00	0%
国元证券	0.01%	0.08	1.10	4%	1.66	6%	2.76	11%
中原证券	0.002%	0.01	0.15	3%	0.22	4%	0.37	8%
国泰海通	0.10%	0.58	7.79	2%	11.69	4%	19.48	7%
中金公司	0.01%	0.04	0.47	0%	0.71	1%	1.18	1%
国信证券	0.01%	0.04	0.53	0%	0.79	1%	1.32	1%
东吴证券	0.0001%	0.00	0.01	0%	0.01	0%	0.02	0%
中信证券	0.001%	0.01	0.07	0%	0.11	0%	0.18	0%

数据来源：Wind，东吴证券研究所 注：假设按照持有市值的 6 折确认投资浮盈，所得税率 25%，持有成本 2 元/股；利润贡献使用 2025 年净利润静态计算

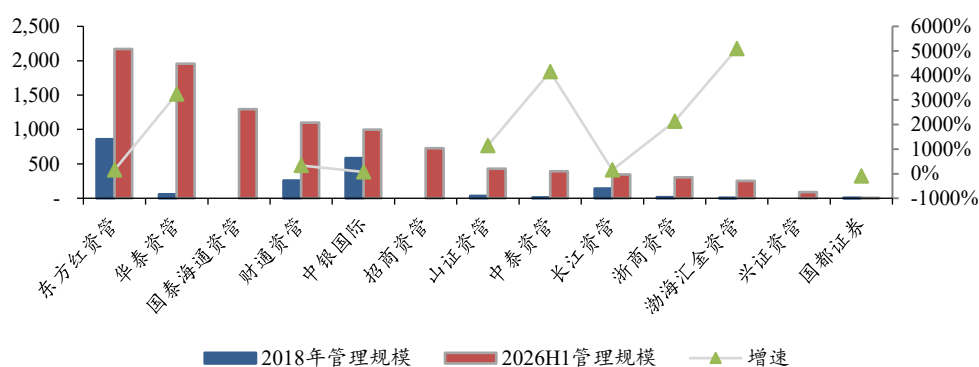
除了自有资金直投外，券商私募股权基金子公司通过管理外部资金，开辟了"轻资本"收入来源。向 LP（如险资、政府引导基金）收取固定管理费（通常为 1.5%-2%），提供稳定现金流；当基金回报超过门槛收益率（通常为 8%）后，提取超额收益的 20%作为业绩报酬（Carry）。

④服务产业资本，形成集群效应。券商直投正从单纯的 Pre-IPO 套利，转向"全生命周期投资"，主要通过三条路径实现产业资本的赋能：①**资本前置，解决前期融资痛点，填补市场失灵**。早期科创企业在"死亡谷"阶段（有技术没利润）难以获得商业银行贷款，券商通过直投子公司提供耐心资本，既解决融资痛点，也帮助企业按上市标准规范治理结构，大幅提升后续 IPO 成功率。②**提供资本市场通道，放大地方资本乘数效应**。地方政府设立产业引导基金，但政府资金体量有限，券商依托投行资源帮助被投企业上市，将政府资本放大数倍，且上市后再融资渠道持续打开；债券承销则直接为地方基础设施和产业园区提供低成本融资。③**产业整合，形成集群效应**。打破传统单点服务的局限，整合产业链上下游，构建起“投资一个项目、带动一个产业、形成一个集群”的生态效应。由投行提供全生命周期的资本运作与综合金融服务，全面助推区域经济与新质生产力聚链成群、高质量发展。合肥、武汉等地产业投资活跃，前瞻性布局半导体产业，“以投带引”逆周期培育出长鑫科技、长江存储等大型项目，也带动华安证券、长江证券等区域券商的联动发展。

3.3. 公募基金改革提速，含基量成中小券商竞争胜负手

券商大集合已全面完成公募化改造，近年来券商公募资管规模快速增长。目前持有公募基金牌照的券商有 14 家，包括中银国际、国都证券、北京高华 3 家券商，以及东证资管、浙商资管、渤海汇金资管、财通资管、长江资管、华泰资管、中泰资管、国泰海通资管、招商资管、山证资管、兴证资管等 11 家券商资管子公司。截至 2026 年 6 月 30 日，多家券商公募资管规模较 2018 年大幅提升，其中渤海汇金资管增长 51 倍、中泰资管增长 42 倍、华泰资管增长 32 倍、浙商资管增长 21 倍、山证资管增长 11 倍；东方红、华泰资管、国泰海通资管规模居前，分别为 2171 亿元、1956 亿元、1296 亿元。

图16：券商公募资管管理规模（亿元）及增速（%）-2018 年 VS 2026 年上半年



数据来源：Wind，东吴证券研究所

含基量成为中小券商提升大资管竞争力的胜负手。由于中小券商相对大券商在客户资源、销售渠道、投研能力、风控等方面弱一些，因此我们认为中小券商可能会更倾向于通过并购、控股等方式获得现成的公募牌照，提高产品丰富度和收入来源。从目前券商持有公募基金股权的盈利情况来看，中小券商含基量更大（公募基金净利润对券商净利润贡献比），其中兴业证券、长城证券、第一创业、西南证券、财通证券、中泰证券旗下通过控股、参股公募基金，对公司净利润贡献较大，2025 年分别为 39%、34%、27%、25%、22%、22%。尽管公募基金近三年持续降费，但头部公募仍有不错增长，中小券商通过参控股公募基金能实现稳定的基金管理收入及分红。

此外，券商与参控股公募也可积极推动渠道、产品等方面的联动，例如针对零售、企业及机构客户输出定制化产品，推动公募规模增长；同时，公募基金的资产管理能力也能反哺券商的财富管理业务，增强对客户的资产配置服务能力。

表3: 券商持有公募基金股权及盈利情况 (亿元)

券商	持股公募基金	持股比例 (2025 年)	2025		2024		2023	
			基金公司 净利润	对券商净利 润贡献	基金公司净 利润	对券商净利 润贡献	基金公司净 利润	对券商净利 润贡献
兴业证券	兴证全球基金	51.00%	15.90		14.13		13.69	
	兴证资管	100.00%	0.69	39.3%	0.09	43.2%		44.9%
	南方基金	9.15%	27.05		23.52		20.11	
长城证券	长城基金	47.06%	2.74		2.31		2.30	
	景顺长城基金	49.00%	13.70	34.0%	9.51	36.4%	11.75	47.6%
第一创业	银华基金	26.10%	6.05		5.58		6.36	
	创金合信基金	51.07%	1.35	26.9%	1.22	23.0%	1.06	66.5%
西南证券	银华基金	44.10%	6.05	25.1%	5.58	35.2%	6.36	46.6%
财通证券	财通基金	40.00%	1.75		1.49		1.72	
	财通资管	100.00%	5.05	21.8%	5.20	24.8%	4.63	23.6%
中泰证券	万家基金	60.00%	3.75		3.27		3.60	
	中泰资管	60.00%	1.44	21.7%	0.48	24.0%	2.22	19.4%
东方证券	汇添富基金	35.41%	14.21		15.47		14.15	
	长城基金	17.65%	2.74	17.4%	2.31	27.5%	2.30	37.5%
	东证资管	100.00%	4.28		3.33		4.91	
广发证券	广发基金	54.53%	27.53		20.00		19.50	
	易方达基金	22.65%	38.06	17.3%	39.00	20.5%	33.82	26.2%
华泰证券	南方基金	41.16%	27.05		23.52		20.11	
	华泰柏瑞基金	49.00%	4.55	15.1%	7.30	14.4%	5.02	15.9%
	华泰资管	100.00%	11.42		8.82		9.52	
招商证券	博时基金	49.00%	15.31		15.28		15.11	
	招商基金	45.00%	14.38	11.3%	16.50	14.4%	17.53	17.5%
东北证券	银华基金	18.90%	6.05		5.58		6.36	
	东方基金	57.60%	0.81	11.1%	0.84	17.6%	0.78	24.7%
国海证券	国海富兰克林基金	51.00%	1.48	9.8%	1.57	18.7%	1.76	27.4%
申万宏源	中万菱信基金	67.00%	0.71		0.77		0.85	
	富国基金	27.78%	22.05	6.9%	17.51	10.3%	18.14	12.2%
国泰海通	华安基金	51.00%	9.61		9.10		9.35	
	国泰海通资管	100.00%	4.08		3.37		2.84	8.1%
	海富通基金	51.00%	4.85	6.3%	4.00	11.5%	4.17	71.1%
	富国基金	27.78%	22.05		17.51		18.14	(海通)
长江证券	长信基金	44.55%	1.43		1.11		1.35	
	长江资管	100.00%	1.46	5.7%	0.67	6.3%	-0.15	2.9%
浙商证券	浙商基金	25.00%	0.03		0.20		0.35	
	浙商资管	100.00%	0.46	5.0%	0.29	1.8%	1.33	3.3%
	中欧基金	6.95%	7.24					
中信证券	华夏基金	62.20%	23.96	5.0%	21.58	6.2%	20.13	6.3%
光大证券	光大保德信基金	55.00%	0.57		0.47		0.89	
	大成基金	25.00%	5.33	4.4%	4.61	4.6%	4.05	3.5%

国信证券	鹏华基金	50.00%	8.01	3.6%	7.51	4.6%	8.39	6.5%
东兴证券	东兴基金	100.00%	0.07	0.3%	0.31	2.0%	0.31	3.7%

数据来源：Wind，东吴证券研究所 注：海通未披露 2024 年年报，考虑到国泰海通于 2025 年一季度并表，因此 2024 年数据国泰君安与海通合并计算，海富通基金净利润为估算

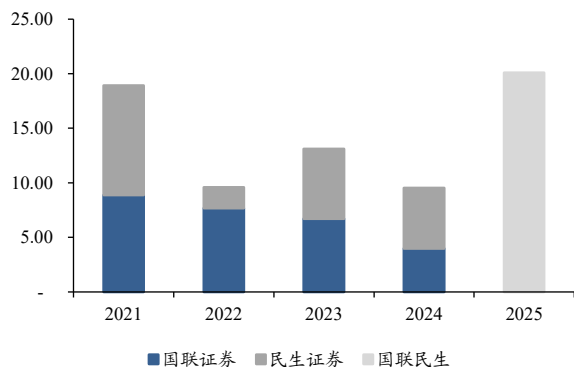
4. 并购重组加速精品化进程

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的诉求越来越强，预计未来区域间整合将持续活跃。

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）。

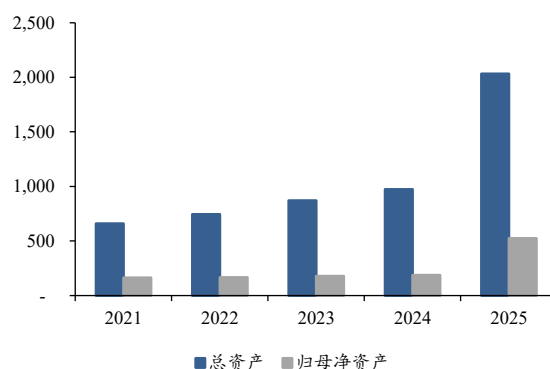
图17：国联证券、民生证券合并前后净利润（亿元）



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18：国联民生总资产、净资产（亿元）

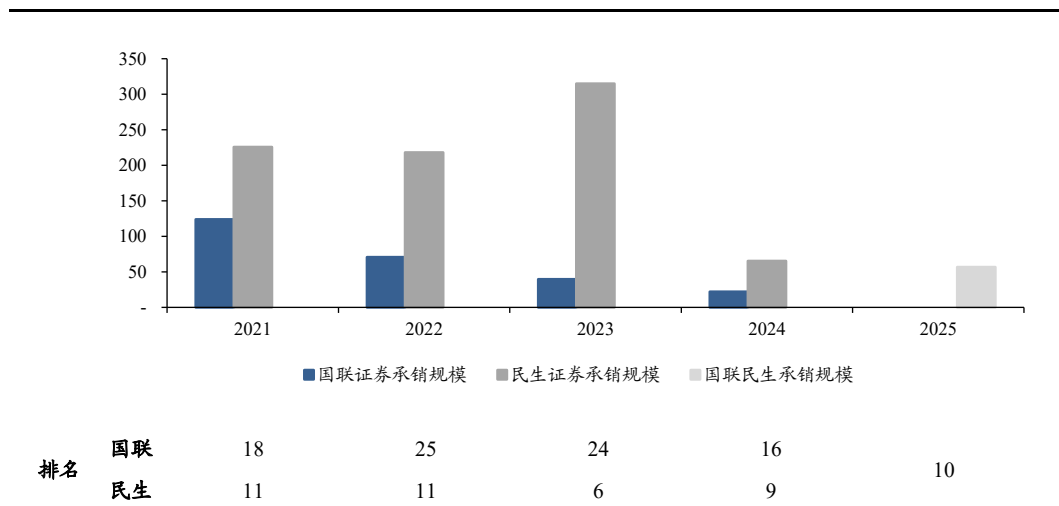


数据来源：国联民生年报，Wind，东吴证券研究所

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 年累计总客户数较合并前增长 77%，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19：国联证券、民生证券股权承销规模及排名（亿元）



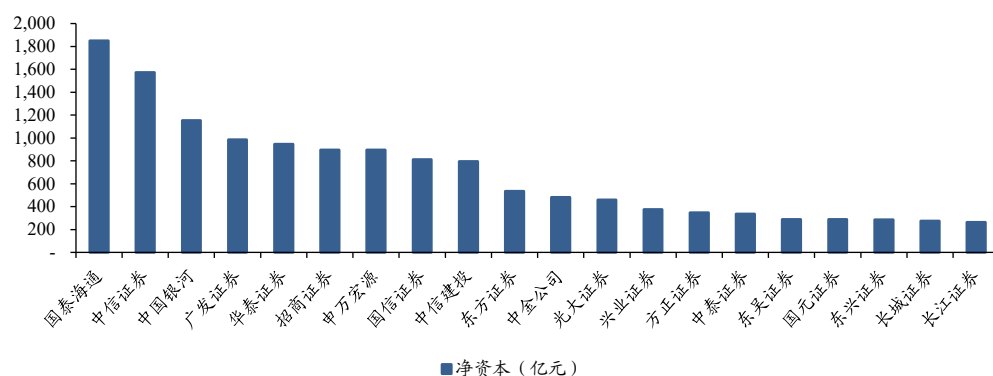
数据来源：Wind，东吴证券研究所

券商区域间并购加速，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以下几方面原因：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20：2025年末上市券商净资本（Top20）

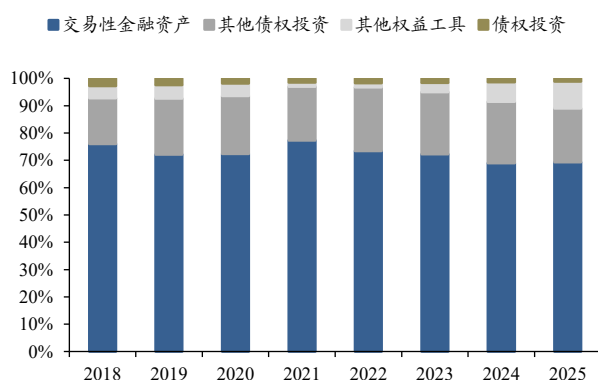


数据来源：Wind，东吴证券研究所

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。

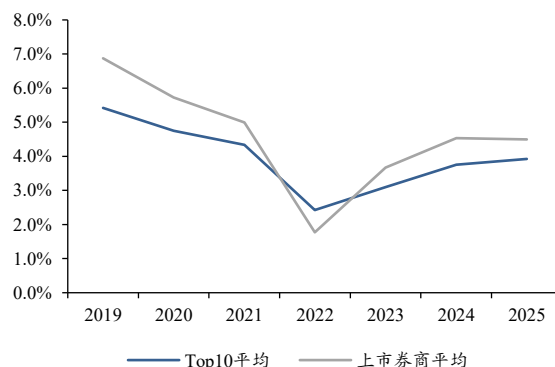
一方面，近几年上市券商的综合投资收益率呈现稳中略有升的态势，这表明券商从原来的“博方向”型自营逐步转向以“资产配置、客需业务”为核心的大类资产配置逻辑，在追求更稳定的收益率的背景下，扩表能力的重要性进一步提升；另一方面，券商依托雄厚的资本实力，深度践行“投早、投小、投硬科技”的导向，将资本精准投向处于初创期或成长期的科技创新企业。这种长周期的产业陪伴与价值发现模式，不仅为券商带来了跨越周期的估值跃迁收益，更通过“投行+投资+投研”的深度绑定构建业务闭环。

图21：上市券商自营结构（合并报表口径）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图22：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。

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用,且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用,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。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后,应立即退回并销毁,不得依据本报告内容做出任何投资决策。

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>