

行业深度

证券 II

证券业并购潮起潮涌，复盘剖析整合路径

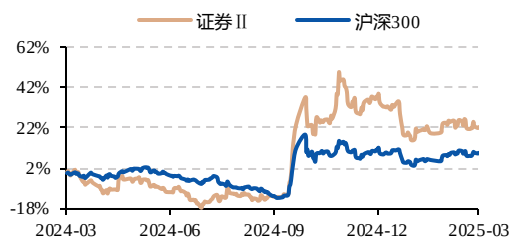
2025 年 03 月 11 日

评级

同步大市

评级变动：维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
证券 II	-1.63	-11.01	24.31
沪深 300	1.03	-1.36	11.19

周策

分析师

执业证书编号:S0530519020001

zhouce67@hncasing.com

刘照芊

研究助理

liuzhaoqian@hncasing.com

相关报告

- 1 证券行业 2025 年 2 月月度报告：做好金融五篇大文章，科技赋能行业高质量发展 2025-02-18
- 2 证券行业点评：汇金接手三大 AMC 股权，券商整合预期升温 2025-02-18
- 3 证券行业 2025 年 1 月月度报告：资本市场有望稳步向好，业绩回暖带来配置机会 2025-01-22

重点股票	2023A		2024E		2025E		评级
	EPS (元)	PE (倍)	EPS (元)	PE (倍)	EPS (元)	PE (倍)	
中信证券	1.33	20.52	1.46	18.64	1.63	16.76	增持
国联民生	0.24	46.13	0.23	48.13	0.27	41.00	增持
浙商证券	0.46	25.00	0.48	23.96	0.58	19.83	增持

资料来源：wind，财信证券

注：2 月 14 日起“国联证券”变更为“国联民生”，此处国联民生 EPS 仍然根据国联证券数据计算。

投资要点：

- **起因：为何并购重组为当前关注的热点？**从政策端与公司端进行解释，(1) 政策端，自 2019 年证监会首次明确鼓励市场化并购以来，证监会及国务院密集出台政策支持并购重组；(2) 公司端，近年证券公司经营难度加大，行业分化加剧。政策加码叠加公司内生增长遇到瓶颈，激发行业并购重组热情。同时通过对近三十年来的几次并购重组浪潮进行回顾，探究历次浪潮的起因及经典并购重组案例的动因，发现并购的集中发生往往与政策及市场环境有密切关系，证券行业正在迎来新一轮的并购重组浪潮。
- **现状：当前并购重组有什么特点？**我们提炼了近期事件的特点，包括：(1) 同一地方国资背景下的整合，如国泰君安与海通证券、国信证券与万和证券；(2) 原股东经营压力增大，即“泛海系”向国联集团等出售民生证券、长安投资向西部证券出售国融证券股权、锦龙股份出售中山证券与东莞证券股权；(3) 股权较分散，华创证券收购太平洋证券、浙商证券收购国都证券。
- **复盘：如何判断优质的并购重组？**我们梳理了几大经典的并购重组案例，分别从公司战略选择与股价反应的角度的进行复盘。根据并购动机区分，延伸业务广度：(1) 中金公司收购中投证券，通过设立子公司“中金财富”来整合品牌与业务，着重布局财富管理业务；(2) 华泰证券收购联合证券，在 2011 年改变整合策略，由业务并行转为“分业务而治”后，投行与经纪业务明显提升。拓展业务深度：中信证券实施“沿海战略”，通过收购万通证券、金通证券和广州证券等，迅速扩展其在东南沿海地区的市场布局；通过收购里昂证券进军国际市场，逐步完善其全球业务布局。强强联合：2014 年申银万国与宏源证券合并为申万宏源，部分业务采取并行策略，整合效果有逐步向好趋势。通过复盘，我们发现对于并购事件需关注三点，(1) 前期战略布局，评估业务互补性及被并购标的在核心区域的地位；(2) 中期收购成本，一定程度上决定整合的主导地位及效果；(3) 后期业务整合，依赖明确分工及两方文化融合。从市场角度看，业务互补性强、体量接近的并购事件带来的超额收益更明显。
- **展望：本轮并购重组的具体情况如何，市场反应情况？**当前热点并

购同样可以分成三类：（1）延伸业务广度：国联证券收购民生证券，补强投行业务；（2）拓展业务深度：浙商证券收购国都证券，增强华北地区布局，补强公募业务；国信证券收购万和证券，借助海南的资源布局，推动公司国际业务和创新业务发展；西部证券收购国融证券，向内蒙古布局；（3）强强联合：国泰君安与海通证券合并，打造国际一流投资银行以助力上海国际金融中心建设。本轮并购潮中，市场整体反应积极，初次公告收购意向及预案公告相对行业的超额收益率更明显。

- **投资建议：维持行业“同步大市”评级。**在当前竞争加剧的市场环境下，证监会鼓励通过并购重组打造航母级头部券商，推动行业并购重组加速。我们预计，未来将有更多国资收购民营券商、同一国资背景下整合的案例。建议重点关注头部券商中信证券（600030.SH），汇金旗下的中金公司（601995.SH）、中国银河（601881.SH），以及并购进程持续推进的国泰君安（601211.SH）、国联民生（601456.SH）、浙商证券（601878.SH）。
- **风险提示：市场交投活跃度低迷；市场大幅波动；金融监管政策加强；资本市场改革进度低于预期；收购后整合效果不及预期。**

内容目录

1 并购重组逐步深化，政策推动下证券业将加速整合.....	6
2 多起并购进行中，国资或成整合主导力量.....	10
3 并购整合并非一蹴而就，依据优势划分业务较佳.....	12
3.1 动因分析一：补强短板，延伸业务板块.....	12
3.1.1 中金公司收购中投证券，发力财富管理.....	12
3.1.2 华泰证券收购联合证券，从业务并行到“分业务而治”.....	15
3.2 动因分析二：扩大地域范围，提升市占率——以中信证券为例.....	17
3.3 动因分析三：强强联合，各取所需——以申万宏源为例.....	20
4 近期并购热点.....	23
4.1 国联证券收购民生证券.....	24
4.2 浙商证券收购国都证券.....	25
4.3 国信证券收购万和证券.....	26
4.4 西部证券收购国融证券.....	28
4.5 国泰君安与海通证券合并.....	29
5 投资建议.....	31
6 风险提示.....	31

图表目录

图 1: 2004-2024 年我国券商变更主要股东或实控人数量	7
图 2: 2019-2024 年上半年证券行业营收及净利润变化（专项合并口径）	7
图 3: 我国证券行业并购重组历程复盘	8
图 4: 中金公司并购中投证券整合三要素	13
图 5: 2014-2023 年中金公司及行业营业收入增长率	13
图 6: 2014-2023 年中金公司营业收入市场占有率	13
图 7: 2014-2023 年中金公司及行业 ROE 变化	14
图 8: 2014-2023 年中金公司杠杆倍数及排名	14
图 9: 2014-2023 年中金公司证券承销与保荐手续费净收入排名	14
图 10: 2014-2023 年中金公司经纪业务收入市占率	14
图 11: 中金公司收购中投证券股价复盘	15
图 12: 2006-2023 年华泰证券营业收入市占率	16
图 13: 2002-2007 年华泰证券股基交易总额排名	16
图 14: 2002-2023 年中信证券营业收入及增速（亿元）	18
图 15: 中信证券历次收购后对应地区收入占比提升明显	18
图 16: 中信证券业务分布图	19
图 17: 2011-2023 年中信证券境外营业收入（亿元）及占比	20
图 18: 中信证券历次收购股价复盘图	20
图 19: 2012-2023 年申万宏源合并前后营业收入增速	22
图 20: 2012-2023 年申万宏源合并前后营收市场占有率	22
图 21: 申万宏源合并前后营业收入结构（占调整后营收）	22
图 22: 2012-2023 年申万宏源自营业务收益率	22
图 23: 宏源证券与申银万国合并时段股价复盘	23
图 24: 2023 年国联证券与民生证券收入结构（占调整后营收）	24
图 25: 国联证券与民生证券分支机构分布情况（截至 2023 年）	24
图 26: 国联证券收购民生证券股价复盘	25
图 27: 2023 年浙商证券与国都证券收入结构（占调整后营收）	26
图 28: 浙商证券与国都证券分支机构分布情况（截至 2023 年）	26
图 29: 浙商证券收购国都证券股价复盘	26
图 30: 2023 年国信证券与万和证券收入结构（占调整后营收）	27
图 31: 国信证券与万和证券分支机构分布情况（截至 2023 年）	27
图 32: 国信证券收购万和证券股价复盘	28
图 33: 2023 年西部证券与国融证券收入结构（占调整后营收）	28
图 34: 西部证券与国融证券分支机构分布情况（截至 2023 年）	28
图 35: 西部证券收购国融证券股价复盘	29
图 36: 2023 年国泰君安与海通证券收入结构（占调整后营收）	30
图 37: 国泰君安与海通证券分支机构分布情况（截至 2023 年）	30
图 38: 国泰君安与海通证券合并时段股价复盘	30

表 1: 2024 年以来促进我国证券公司并购的相关政策梳理（截至 2025 年 2 月）	6
表 2: 1995 年-2024 年我国各并购阶段部分代表性案例梳理（截至 2025 年 2 月）	8
表 3: 2024 年以来仍在推进的并购（截至 2025 年 2 月）	10
表 4: 2024 年以来证券公司股权收购事件（含拟收购，股权变动占比大于 5%）	11
表 5: 中金并购中投支付情况	12
表 6: 2013-2015 年中金公司与中投证券各业务平均收入占比（占调整后营收）	12
表 7: 华泰证券控股亚洲证券与联合证券	15
表 8: 华泰并购联合支付情况	16
表 9: 华泰证券投行业务排名情况	17
表 10: 中信证券历次收购后对应区域营业部数量	17
表 11: 中信并购广州证券支付情况	18
表 12: 中信并购里昂证券支付情况	19
表 13: 申万并购宏源支付情况	21
表 14: 2013 年申万与宏源证券各业务收入占调整后营收比重	21
表 15: 申万与宏源证券代买收、承销与保荐净收入排名	22
表 16: 国联证券与民生证券合并后各指标排名（以 2023 年各指标直接加总估算）	24
表 17: 浙商证券与国都证券合并后各指标排名（以 2023 年各指标直接加总估算）	26
表 18: 国信证券与万和证券合并后各指标排名（以 2023 年各指标直接加总估算）	27
表 19: 西部证券与国融证券合并后各指标排名（以 2023 年各指标直接加总估算）	29
表 20: 国泰君安与海通证券合并后各指标排名（以 2023 年各指标直接加总估算）	30

1 并购重组逐步深化，政策推动下证券业将加速整合

并购重组有望改善行业格局，政策驱动下新一轮并购整合在即。并购重组是券商提升综合实力的一条重要路径，强强联合或优势互补可以显著提升券商的市场竞争力，实现多元化发展。通过并购重组，优化资金、人才、业务等方面的配置，推动双方资源优势互补，有望实现“1+1>2”。近年来，监管层多次提及并鼓励券商以并购重组的方式做优做强，券商并购重组意愿不断提升。2019年11月29日，证监会披露关于政协十三届全国委员会第二次会议《关于做强做优做大打造航母级头部券商，构建资本市场四梁八柱确保金融安全的提案》答复函，明确多渠道充实证券公司资本，鼓励市场化并购重组，推动证券行业做大做强，这是证监会首次明确鼓励证券行业进行市场化并购。此后，2023年11月及2024年证监会及地方政府正式发布的通知均密集提及“鼓励”或“支持”证券行业并购重组。截至2025年2月，2024年以来已有国泰君安与海通证券、国联证券、浙商证券、西部证券、国信证券正式公告收购事项，新一轮“并购潮”开启。

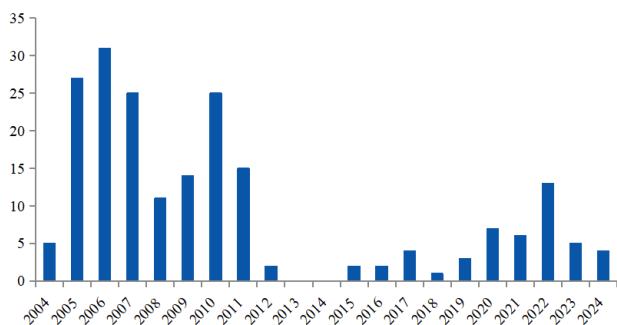
表 1：2024 年以来促进我国证券公司并购的相关政策梳理（截至 2025 年 2 月）

时间	发文机构	名称	重要内容
2024.03	证监会	《关于加强上市公司监管的意见（试行）》	支持上市公司通过并购重组提升投资价值；支持上市公司之间吸收合并；优化重组“小额快速”审核机制，研究对优质大市值公司重组快速审核。
2024.03	证监会	《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（试行）》	力争通过5年左右时间，推动形成10家左右优质头部机构。到2035年，形成2至3家具备国际竞争力与市场引领力的投资银行和投资机构。支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式做优做强；鼓励中小机构差异化发展、特色化经营，结合股东特点、区域优势、人才储备等资源禀赋和专业能力做精做细。
2024.04	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》	推动证券基金机构高质量发展。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，鼓励中小机构差异化发展、特色化经营。
2024.04	证监会	《关于严格执行退市制度的意见》	以优质头部公司为“主力军”，推动上市公司之间吸收合并。
2024.09	证监会	《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》	建立重组简易审核程序，对符合条件的上市公司重组，大幅简化审核流程、缩短审核时限、提高重组效率。
2024.11	深圳市委金融办	《深圳市推动并购重组高质量发展的行动方案（2025-2027）（公开征求意见稿）》	支持上市证券公司通过并购重组提升核心竞争力，加快建设一流投资银行。
2024.12	上海市人民政府办公厅	《上海市支持上市公司并购重组行动方案（2025-2027年）》	加快推进证券公司合并，打造一流投资银行。
2025.01	广东省人民政府	《关于高质量发展资本市场助力广东现代化建设的若干措施》	培育壮大优质投资银行和投资机构群体，支持头部券商提升核心竞争力、打造一流投行，鼓励中小券商开展差异化、特色化经营，推动有条件的省属企业和地市收购证券公司，加快打造全牌照金融控股平台等。

资料来源：中国政府网，证监会，国务院，深圳市地方金融管理局，上海市人民政府，广东省人民政府，财信证券

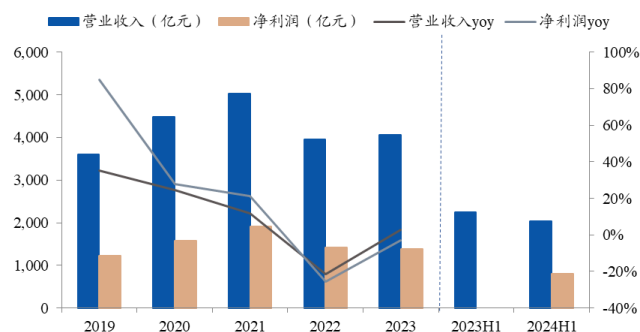
券商并购重组节奏受政策影响明显,近年经营难度加大促进新一轮整合。在2003-2004年证券行业风险集中释放的背景下,行业于2004年下半年开启了集中整治,经营不善的券商被托管或清盘。2004-2007年期间,有88家证券公司变更主要股东或实控人申请获证监会批复,行业格局重塑。同时,受“一参一控”影响,我国证券行业2008-2011年股权发生变更也较频繁,有65家证券公司变更主要股东或实控人申请获证监会批复。此后,券商并购重组市场降温,2012-2019年仅有14家证券公司变更主要股东或实控人申请获证监会批复。2020年至今券商并购重组活跃度逐渐上升,一方面,市场化竞争加剧、市场格局分化促进行业集中度提升;另一方面,资本市场表现较平淡,导致证券行业公司经营难度加大,中小券商股权更迭加快,行业供给侧改革加速。

图1:2004-2024年我国券商变更主要股东或实控人数量



资料来源:证监会,财信证券

图2:2019-2024年上半年证券行业营收及净利润变化(专项合并口径)



资料来源:中国证券业协会,财信证券

注:中国证券业协会未公开披露2023年上半年净利润情况

证券行业的并购重组可以分为四个阶段,由政策导向转为市场导向。四个阶段分别为:(1)1995-2003年,“分业经营”并购潮。根据“银证分离”、“信证分离”的监管要求,部分券商并购了系列营业部;(2)2004-2007年,“综合治理”并购潮。南方、闽发、“德隆系”等部分证券公司风险问题充分暴露,证券行业风险集中释放,面临第一次行业性危机。此段时期,中国证监会根据国务院的部署,对证券公司实施综合治理,取得了多方面重要成果,经营风险较高的券商被托管或清理,证券公司历史遗留风险被化解;(3)2008-2011年,“一参一控”并购潮。在“一家机构或者受同一实际控制人控制的多机构参股证券公司的数量不得超过两家,其中控股证券公司的数量不得超过一家。”的政策要求下,汇金公司、建银投资、中信集团与明天控股旗下的多家券商进行了整合,行业竞争格局发生较大变化;(4)2012至今,“市场化”并购潮。在行业出清后,券商开始谋求更大的发展空间,许多券商借着并购潮发展壮大。

图 3：我国证券行业并购重组历程复盘



资料来源：证监会，wind，财信证券

以史为镜，顺势而上成就头部券商。对四个阶段中较有代表性的并购或股权转让事件进行梳理，我们发现，头部券商能够把握并购节奏，在行业出清时并购问题券商，以扩大业务布局范围、增厚体量。随着行业逐渐规范化，当前阶段券商的并购以丰富业务布局、增强弱势业务为主。2024 年 8 月底至 9 月初，国信证券公告拟收购万和证券、国泰君安与海通证券公告合并，两组券商的整合意味着地方国资推动内部券商牌照的整合将会逐渐增多。此外，国泰君安与海通证券合并是新“国九条”强调“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”实施以来头部券商合并重组的首单，也是中国资本市场史上规模最大的 A+H 双边市场吸收合并、上市券商 A+H 最大的整合案例，或将开启券商强强联合的并购之路。

表 2：1995 年-2024 年我国各并购阶段部分代表性案例梳理（截至 2025 年 2 月）

阶段	并购方/股权受让方	被并购方/股权转让标的	并购/转让原因
第一阶段	广发证券	1994 年收购广东发展银行系统内 19 家营业部、1996 年收购中银信托投资公司 5 个营业部、1999 年收购 6 家信托投资公司的 11 家营业部等	拓展营业部数量及业务布局范围。
第二阶段	中信证券、信银投资	华夏证券	华夏证券经营不善，联手重组华夏证券，成立中信建投。
	中信证券	金通证券	两证券均出现亏损，寻找增资或重组机会。
		万通证券	中信证券借机扩大业务版图，尤其是山东与浙江地区的营业网络布局。
	广发证券	锦州证券	化解被收购券商的经营危机，同时扩大了全国业务范围和市场影响力。
		原福建省华福证券	
		武汉证券、河北证券、第一证券、长财证券等下属的多家营业部和服务部	
	华泰证券	亚洲证券	两券商被证监会暂停或取消部分业务，华泰证券借机扩大服务网点至西部、北部地区，
		联合证券	

	海通证券	兴安证券	实现经纪业务、投行业务、卖方研究业务的快速壮大。
		甘肃证券	两券商出现严重违规经营，被证监会暂停或取消部分业务，海通证券借机拓展黑龙江及甘肃的经纪业务。
	光大证券	天一证券	两券商出现严重违规经营，被证监会暂停或取消部分业务，光大证券借机实现资源整合与业务能力提升。
		昆仑证券	
第三阶段	汇金公司	中投证券、中金公司、中信建投	建银投资、中信集团整合旗下券商，以满足“一参一控”政策要求。
	上海国际集团	国泰君安证券	汇金与上海国际集团整合旗下券商，以满足“一参一控”政策要求。
	申银万国证券	宏源证券	两者业务结构与区域存在互补，并且申万成功借机上市。
第四阶段	中金公司	中投证券	业务互补，增强中金公司经纪业务、财富管理业务，帮助汇金完成股改。
	中信证券	里昂证券、广州证券	收购里昂加快发展国际业务，收购广州证券快速提升广东省的市场份额，提升在广东的竞争力。
	方正证券	民族证券	增强了方正证券在东北、华北和西北地区的经纪业务实力。
	东方财富	西藏同信证券	东方财富获得券商牌照。进一步拓宽公司互联网金融服务大平台的服务范围，延伸至证券相关服务，构建一站式互联网金融服务大平台。
	华创证券	太平洋证券（进行中）	加强在西南地区的影响力。
	浙商证券	国都证券	补齐经纪业务区域短板，同时间接获得中欧基金股权补全资管短板。
	国联证券	民生证券	补齐国联证券经纪业务区域短板，加强投行业务实力。
	西部证券	国融证券（进行中）	提升资本实力，完善内蒙古等地区区域布局。
	国信证券	万和证券（进行中）	均由深圳国资控股，由地方国资推动内部券商牌照的整合，券商并购趋势正从业务互补迈向国资整合。同时，有助于国信证券把握海南自由贸易港的政策优势和发展机遇，在跨境资产管理等国际业务及创新业务方面实现突破。
	国泰君安	海通证券	实控人均为上海国资，利于国泰君安提升资本实力、海通证券出清风险。

资料来源：广发证券招股说明书，中信证券招股说明书及公司公告，华泰证券招股说明书，海通证券招股说明书，光大证券招股说明书，证券时报，财信证券

注：“国联证券”目前已更名为“国联民生”。

2 多起并购进行中，国资或成整合主导力量

并购用时缩短，未来并购重组审核将趋于常态化。截至目前，证券行业正在进行的并购有 6 起（包含已处于整合过程中的浙商+国都、国联+民生、国君+海通），其中华创证券成为太平洋证券实控人申请已于 2023 年 9 月 21 日获证监会受理，但至今仍未披露结果。近一年以来，以国联+民生、国君+海通为代表的并购，从披露公告到监管核准的推进速度明显加快。证监会 2024 年 9 月 24 日发布的《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》提出要建立重组简易审核程序。未来，在政策支持下，并购的整体耗时将缩短，审核有望趋于常态化。

表 3：2024 年以来仍在推进的并购（截至 2025 年 2 月）

并购方	被并购方	首次公布时间	预案公告	草案公告	股东大会通过	证监会受理	交易所受理	交易所通过	证监会通过时间
浙商	国都	2023.12.8（公布筹划受让 19.15%国都证券股份）	三次转让共计 34.25%股份，分别为 3.29（受让 19.15%股份价格公布）、5.8（参与 7.69%股份竞拍）、5.10（参与 7.42%股份竞拍）		/	7.16	/	/	12.03
国联	民生	4.25	5.14	8.8	9.4	9.27	9.27	12.17	12.27
国泰君安	海通	9.5	10.09	11.21	12.13	12.23	12.23	2025.1.9	2025.1.17
国信	万和	8.21	9.4	12.6	12.23	/	/	/	/
西部	国融	6.21	11.07 公布收购国融证券 64.60%股份的转让价格		12.06	2025.2.14	/	/	/

资料来源：浙商证券、国联证券、国泰君安、国信证券、西部证券公司公告，财信证券

注：未标明年份的日期均为 2024 年，“国联证券”目前已更名为“国联民生”。

券商股权变更背后国资身影常现。对 2024 年以来的股权收购事件进行梳理，并购方为国企的案例层出不穷。股东层面的“洗牌”背后，接手方具备强有力的国资背景的案例较多，如山东财金入主德邦证券、国联收购民生、西部收购国融等，这些并购标的券商股权变更后实控人均具备国资背景。此外，在资本市场对外开放加速，放开外资对券商的持股比例后，外资增持券商持股比例、变更为外商独资或控股券商的案例也相对其他时期较多。

表 4：2024 年以来证券公司股权收购事件（含拟收购，股权变动占比大于 5%）

类别	序号	首次公布时间	完成时间	事件	PB
并购方 为国企	1	2023 年 5 月	2024 年 9 月	山东财金受让并认购德邦证券 35%股权	--
	2	2024 年 4 月	2024 年 12 月	国联证券收购民生证券 99.26%股权	1.85
	3	2024 年 6 月	-	西部证券收购国融证券 64.6%股权	1.48
	4	2024 年 6 月	-	北京国资公司收购瑞信证券 85.01%股权	1.7
	5	2024 年 9 月	-	国泰君安收购海通证券 100%股权	0.69（A 股）、0.35x（H 股）
	6	2023 年 12 月、2024 年 5 月	2024 年 12 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	三次分别为 1.49、1.22、1.43
	7	2024 年 3 月	-	长发集团及长春市金控或其下属公司拟收购东北证券 29.81%股权	--
	8	2024 年 3 月	-	长江产投集团拟收购长江证券 15.6%股权，收购完成后成为第一大股东	1.31
	9	2024 年 9 月	-	国信证券收购万和证券 96.08%股权	1.01
	10	2024 年 11 月	-	新加坡星展银行收购星展证券 40%股权	1.80
并购方 为外资	11	2024 年 11 月	-	北京市国有资产经营有限责任公司拟挂牌出售所持有的瑞银证券有限责任公司 33%股权，瑞银集团拟进一步增持瑞银证券股权至 100%	1.99

资料来源：wind，国联证券、西部证券、方正证券、国泰君安、浙商证券、长江证券、国信证券公司公告，财联社，上海证券报，财信证券

注：“国联证券”目前已更名为“国联民生”。

国资或将主导新一轮并购，被并购标的可大致分为国资整合、股东经营压力增大、股权较分散三类。金融强国背景下，我国提出培育一流投资银行、鼓励打造航母级头部券商。同时，2019 年颁布的《证券公司股权管理规定》对证券公司股东有更加严格的标准要求，对非金融企业股东入股做了相关约束，加上部分民营股东对流动性需求较为迫切，央企国企证券公司实施并购的可能性更大。我们认为证券业未来或仍将出现更多股权收购、兼并整合的案例，且国资收购民营券商与国资整合旗下券商将成为主要趋势，我们预计业内央企国企证券公司将引领新一轮并购潮。对近期并购案件进行分析，被并购方特点可以分为三类：**一是同一国资背景下的整合**，即国泰君安与海通证券、国信证券与万和证券，当前在汇金实控券商进一步增多的背景下，汇金整合旗下券商的概率较大，同时各省鼓励本地券商并购重组的概率同样较大；**二是原股东经营压力增大**，即“泛海系”向国联集团等出售民生证券、长安投资向西部证券出售国融证券股权、锦龙股份出售中山证券与东莞证券股权；**三是股权较分散**，即华创证券收购太平洋证券（原第一大股东股权占比 10.92%）、浙商证券收购国都证券（原第一大股东股权占比 13.33%）。

3 并购整合并非一蹴而就，依据优势划分业务较佳

回顾国内外证券公司的并购史，证券行业的并购大致可以分为三种类型，一是延伸业务广度，即补强短板型；二是拓展业务深度，即扩大地域范围型；三是各取所需，即强强联合型。通过对整合方式及相应效果的梳理，我们发现，对于并购事件，需关注的要点有：（1）前期战略布局：衡量并购双方的业务互补程度，被并购企业在主要布局区域的市场地位；（2）中期收购成本与议价能力：收购价格不仅反映了标的资产的内在价值，还间接体现了并购双方的议价能力。并购方是否具备强势的议价能力，将在一定程度上影响整合的主导地位、整合进度及最终效果；（3）后期业务整合：整合的成功与否在很大程度上依赖于明确的分工、强有力的领导，以及从文化到薪酬体系等的全面协调统一。从市场角度看，业务互补性强、体量接近的并购事件带来的超额收益更明显。

3.1 动因分析一：补强短板，延伸业务板块

3.1.1 中金公司收购中投证券，发力财富管理

2016 年 11 月，中金公司宣布计划以 167 亿元收购中投证券。此次交易的具体方式为，中央汇金将其持有的中投证券 100% 股权通过协议转让方式注入中金公司。

表 5：中金并购中投支付情况

出让方	支付方式	并购比例	交易对价（亿元）	估值参考日	参考日归母净资产（亿元）	PB
中央汇金	股权转让	100%	167.01	2016 年 6 月 30 日	147.2	1.13

资料来源：中金公司公告，财信证券

业务互补明显，利用并购增强经纪业务。并购前中金公司与中投证券的业务互补性明显，中投证券经纪业务拥有明显优势，在零售经纪业务领域曾建立较强市场地位。中金公司收购中投证券主要目的为扩大公司的财富管理业务，同时凭借中投证券的经纪业务网络拓展其他业务、扩大公司客户基础等。中投证券经纪业务收入占比达到 66.71%，而投行业务收入仅占 4.46%。与之不同，中金公司投行业务收入占比达到 33.97%，远高于中投证券，而经纪业务仅占 30.84%。截至 2016H1，中投证券拥有 192 家营业部，分布在 28 个省份，而中金公司仅在 18 个城市拥有 20 个营业部。收购中投证券，有益于中金公司形成更加平衡、完善的业务结构。

表 6：2013-2015 年中金公司与中投证券各业务平均收入占比（占调整后营收）

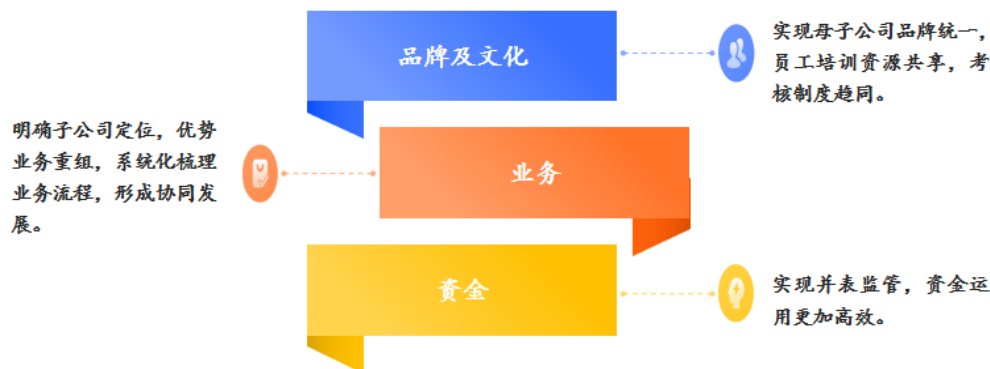
	经纪业务	投行业务	资本中介	资管业务	自营业务
中投证券	66.71%	4.46%	21.20%	2.14%	4.85%
中金公司	30.84%	33.97%	-5.43%	5.62%	24.57%

资料来源：wind，财信证券

深度整合各业务条线，设立子公司促进协同发展。整合主要分为三个方面：（1）品牌及公司文化方面，中投证券作为中金公司的子公司，目标是打造成集团零售经纪与财

富管理的统一平台，实现母子公司品牌统一。2019 年 9 月，中投证券更名为中金财富。在员工培训与激励上，两者基本实现全体系培训资源共享，考核制度也逐渐趋同；(2) 业务方面，设立子公司后，中金公司的财富管理业务并入中投证券，中投证券的投行业务、机构销售等业务并入中金公司。同时，中金公司协助中投证券完成业务流程方面的系统梳理与优化；(3) 资产方面，2020 年中金公司与中投证券实现并表监管，统一的资本运作满足了中金公司的资金需求，进一步助力公司各业务的发展。

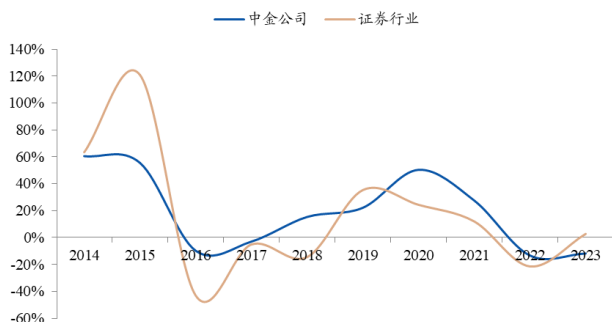
图 4：中金公司并购中投证券整合三要素



资料来源：证监会，中国基金报，财信证券

并购成效显著，整体实力明显提升。收购中投证券前，中金公司营收增长率不及行业增速，收购后营业收入增速保持稳健增长，多年高于行业增速，抗风险能力较强。并购后营业收入市占率也稳步提升，以协会统计的行业营业收入（专项合并口径）计算，中金公司的营收市占率由 2017 年的 3.60% 提升至 2023 年的 5.66%，市占率明显提升。得益于并购中投证券，中金公司财务杠杆倍数自 2018 年起保持行业第一，不断提升并稳定在 4.5 以上，公司的资金运用能力和盈利能力较强，协同效应得以充分发挥。中金公司 ROE 在 2016 年及之后远超证券行业平均 ROE，保持行业领先的盈利水平。

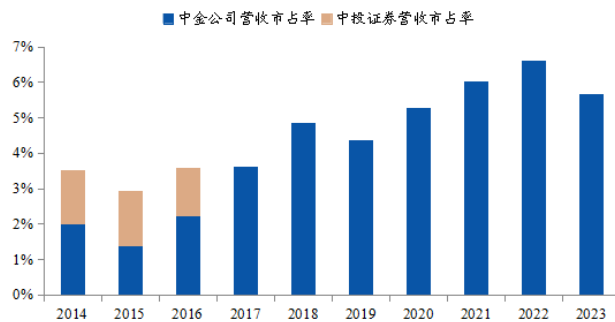
图 5：2014-2023 年中金公司及行业营业收入增长率



资料来源：wind，中金公司公告，财信证券

注：2017 年中投证券并表，剔除中投证券收入计算 2017 年增速。

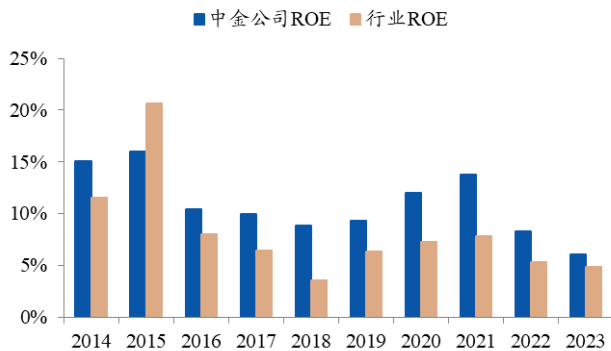
图 6：2014-2023 年中金公司营业收入市场占有率



资料来源：wind，财信证券

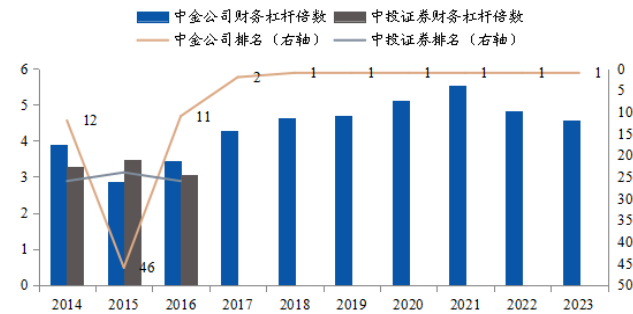
注：行业数据为专项合并口径，故与实际市占率将存在一定差异。

图 7：2014-2023 年中金公司及行业 ROE 变化



资料来源：wind，中国证券业协会，财信证券

图 8：2014-2023 年中金公司杠杆倍数及排名

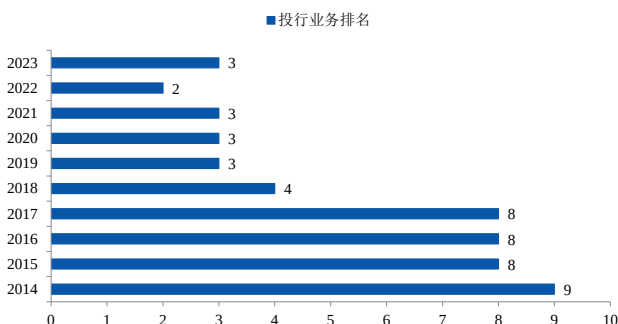


资料来源：wind，中国证券业协会，财信证券

注：2014-2021 年为协会统计口径，2022、2023 协会未公布数据，根据 wind 口径数据衡量排名。

保持自身投行优势，持续发力财富管理业务。2014 年-2021 年，中金公司在行业中承销与保荐规模排名由第 9 名提升至第 3 名，投行业务稳中求进。同时，经纪业务以中金财富为特色品牌，补足了南方及零售经纪业务版图，完善渠道布局并拓展了零售客群。公司经纪业务收入市占率从 2014 年的 1.22% 提升至 2023 年的 4.02%。公司零售客户数由 2019 年约 327 万户增至 2023 年 680 万户，客户资产总值由约 1.84 万亿提升至 2.88 万亿，取得较快发展。此外，中金公司持续加大财富管理平台建设力度，加强私人财富事业部、环球家族办公室团队建设，同时逐步与腾讯、华为等公司合作，布局财富管理领域数字化发展。

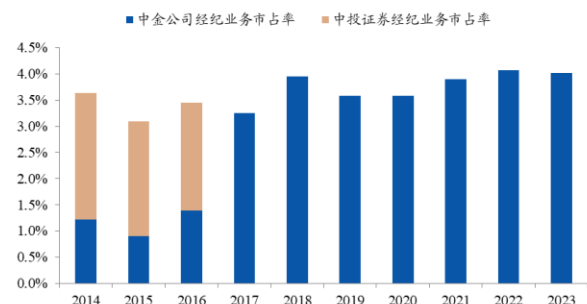
图 9：2014-2023 年中金公司证券承销与保荐手续费净收入排名



资料来源：wind，中国证券业协会，财信证券

注：2014-2021 年为协会证券承销与保荐金额统计口径，2022、2023 协会未公布数据，根据 wind 口径数据衡量排名。

图 10：2014-2023 年中金公司经纪业务收入市占率



资料来源：wind，中国证券业协会，财信证券

注：行业数据取自协会公布的定期数据，为专项口径，故与实际市占率将存在一定差异。

收购公告并未带来激烈市场反应。从中金公司 (3908.HK) 股价看，收购相关的公告并未带来很明显的股价反应，相对证券指数的超额收益率不高。

图 11：中金公司收购中投证券股价复盘



资料来源：wind，中金公司公告，财信证券

3.1.2 华泰证券收购联合证券，从业务并行到“分业务而治”

华泰证券的并购行为更偏被动，两次并购迅速壮大公司经纪业务与投行业务。(1) 2005 年收购亚洲证券，壮大经纪业务。2005 年，由于亚洲证券经纪业务违规经营，华泰证券以 34 家营业部的体量，托管、收购了亚洲证券 48 家营业部和 12 家服务部，将服务网络覆盖范围扩大到北部、西部地区。此次并购使华泰证券的营业部数量大幅增加，实现了经纪业务的快速扩张。(2) 2006 年收购联合证券，提升投行与研究业务。由于联合证券增资扩股资金未能按期到位，2006 年华泰证券成功控股联合证券。联合证券的投行业务优势突出，2004 年华泰证券的股票主承销金额排名未进入前 20 名，而联合证券股票主承销金额排第 12 位。同时，联合证券研究所发展迅速，2005 年多个分析师被评为《新财富》“最佳分析师”。控股联合证券有助于完善华泰证券投行业务的市场布局，并加速进入卖方研究市场。

表 7：华泰证券控股亚洲证券与联合证券

并购方式		经营情况
亚洲证券	托管受让	2005 年 4 月 29 日，证监会以违规经营名义委托华泰证券对亚洲证券经纪业务及所属证券营业部、服务部进行托管，并随即取消了其业务许可并责令关闭。
联合证券	参与增资扩股	2006 年 5 月 11 日，证监会发布通知，因联合证券增资扩股资金未能按期到位，相关股东增资承诺未能兑现，客户交易结算资金缺口较大，决定对联合证券采取暂停保荐、承销业务等限制业务措施。

资料来源：证券时报，华泰证券官网，财信证券

华泰证券收购联合证券的事件较有代表性。2006 年 6 月 2 日，原华泰证券有限公司召开了 2006 年第一次临时股东大会，审议并通过了增资扩股联合证券的议案，公司决定出资人民币 7 亿元参与联合证券的增资扩股，从而获得其 70% 的股权。2006 年 11 月至 2009 年 4 月期间，华泰证券通过股权转让方式进一步收购了联合证券其他股东合计 1.74% 的股权。2009 年 5 月，华泰证券通过定向发行 2.21 亿股（每股面值 1 元）的方式，购买了联合证券其他股东持有的 25.69% 的股份。

表 8：华泰并购联合支付情况

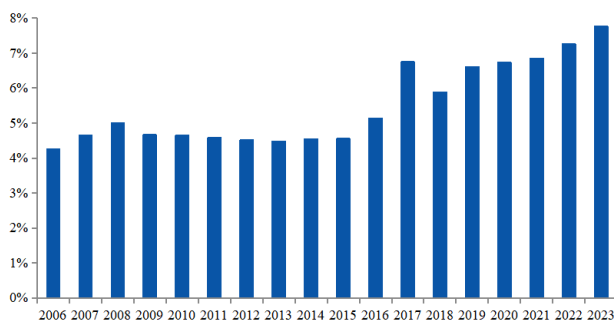
支付方式	并购比例	交易对价（亿元）	估值参考日	参考日净资产（亿元）	PB
现金参与增资扩股	70%	7	2018 年 9 月 30 日	17.65	0.57
换股收购	25.69%	2.57			0.57

资料来源：华泰证券公告，财信证券

注：估值参考日为公司公开公告中最早的联合证券净资产的时间。

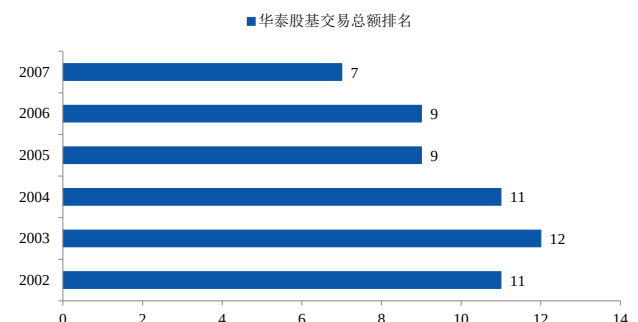
整合过程并非一帆风顺，历经多次调整。华泰证券整合联合证券经历了业务并行到“分业务而治”的过程。(1) 投行业务由“分市而治”转向专业投行子公司。合并初期，华泰、华泰联合证券的投行分别专注上交所、深交所的证券承销与保荐。2011 年，华泰证券将投行业务并入华泰联合证券，将其定位为专门的投行子公司。(2) 经纪业务由“划江而治”到全部整合进华泰证券。初期两公司的经纪业务以省份为划分，华泰证券经纪业务经营范围大致为江浙沪以北，华泰联合证券为江浙沪以南，以长江为界。2011 年，华泰证券抽离华泰联合证券的经纪业务，将两公司的经纪业务整合到华泰证券。(3) 合并后直接取消华泰联合证券的自营与资管业务。

业务整合经营明显优于两家并行展业，经纪业务与投行业务提升明显。2006-2023 年，华泰证券营业收入市占率明显提高。根据中国证券业协会数据，经纪业务在 2005 年收购亚洲证券后，排名进入行业前十，在 2007 年达到第 7 名。投行业务方面，在 2011 年进行业务整合前，两公司的投行排名呈现逐年下滑态势，2011 年排名分别为 35、22 名，收入之和在行业内也仅能排至 18 名。2011 年设立专业投行子公司后，公司投行业务排名稳步提升，2018 年及之后稳定在第 6 名左右，凸显了“分业务而治”的整合方式的有效性。

图 12：2006-2023 年华泰证券营业收入市占率


资料来源：wind，财信证券

注：行业数据为专项合并口径，故与实际市占率将存在一定差异。同时，华泰证券其他业务收入体量较大，为降低影响，公司营业收入采用调整后营收。

图 13：2002-2007 年华泰证券股基交易总额排名


资料来源：中国证券业协会，财信证券

表 9：华泰证券投行业务排名情况

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
华泰证券排名	8	37	13	22	35	11	9	11	12	10
华泰联合证券排名	非前 20	非前 20	29	18	22	-	-	-	-	-
两公司收入之和	-	-	11	13	18	-	-	-	-	-
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023			
华泰证券排名	10	6	7	6	4	6	6			

资料来源：wind，中国证券业协会，财信证券

注：协会 2022-2023 年末公布具体排名，采用 wind 口径数据衡量排名。协会统计年份中，排序指标于 2012 年进行更改，由股票及债券承销金额更改为证券承销与保荐净收入。

3.2 动因分析二：扩大地域范围，提升市占率——以中信证券为例

“沿海战略”目的明确，通过收购迅速扩大业务版图。中信证券收购策略推行的是“沿海战略”，重点是增加东南沿海-北京-山东-江苏-上海-浙江-福建-广东一线的网点，同时，中信证券收购的特点为逆势扩张，从而用较低的成本达到预期效果。从收购标的上看，沿海战略的重大收购有万通证券、金通证券与广州证券。

(1) 收购万通证券，扩充山东版图。2002 年，中信证券启动大网络战略，山东成为收购的第一站，标的是万通证券。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，万通证券在山东省外的四家营业部也于 2005 年划归中信证券母公司。

(2) 收购金通证券，加码浙江市场。2006 年，作为当时浙江省规模最大的券商，金通证券成为中信证券下属的全资子公司，有望成为中信在长三角的重要平台。在收购金通证券后，中信证券在浙江地区的营业部数量由 5 家增至 22 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。

(3) 收购广州证券，增厚广东市场。2020 年，中信证券成功收购广州证券，从深度上加强广东省的经纪业务布局。收购广州证券后，中信证券在广东省的营业部数量翻倍至 54 家，总营业部数量达到 337 家。中信证券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。

表 10：中信证券历次收购后对应区域营业部数量

万通证券	收购前	收购后
山东地区	4	18
金通证券	收购前	收购后
浙江地区	5	22
广州证券	收购前	收购后
广东地区	26	54

资料来源：中信证券公告，财信证券

以收购广州证券为例，2019 年 1 月，中信证券宣布计划以不超过 134.6 亿元的价格收购剥离了广州期货 99.03%和金鹰基金 24.01%股权后的广州证券 100%股权。2020 年 1

月，中信证券发布公告称，广州证券资产过户手续及相关工商变更登记已完成，其 100% 股份已过户至公司及公司全资子公司中信证券投资有限公司名下，广州证券亦已更名为中信证券华南股份有限公司。

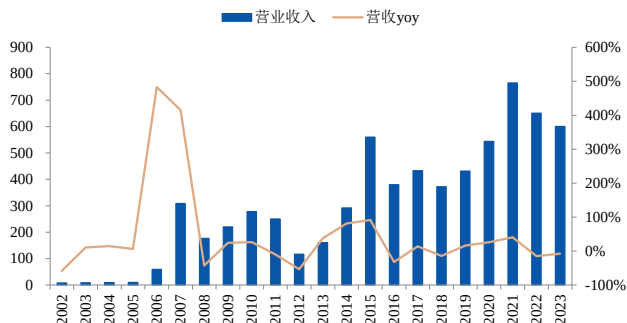
表 11：中信并购广州证券支付情况

出让方	支付方式	并购比例	交易对价 (亿元)	估值参考日	参考日净资产(亿元)	PB
越秀金控、金控有限	换股收购	100%	134.6	2018 年 11 月 30 日	101.89	1.32

资料来源：中信证券公告，财信证券

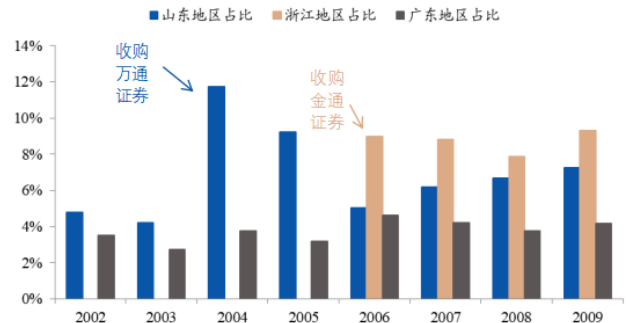
建立经纪业务子公司或业务中心，其余条线统一管理。中信证券在收购时曾明确表示拟将广州证券定位为华南地区从事财富管理业务的子公司，业务区域主要集中在两广地区（深圳除外）、海南省、云南省、贵州省。广州证券位于前述区域内的证券经纪业务人员劳动关系保持不变，上述区域外证券经纪业务人员在履行必要程序后，可选择进入中信证券体系内继续从事所在区域内的证券经纪业务；广州证券除证券经纪业务外的其他人员和业务统一纳入中信证券相应各业务线进行统一管理。据当前中信华南、中信山东（原万通证券）官网，其均为中信证券子公司，主营业务基本为财富管理相关业务。与之不同，原金通证券成为了中信证券浙江分公司。通过对比各地区收入占比，可以明显看出收购后对应地区的营收占比有大幅提升。

图 14：2002-2023 年中信证券营业收入及增速(亿元)



资料来源：wind，财信证券

图 15：中信证券历次收购后对应地区收入占比提升明显



资料来源：中信证券公告，财信证券

注：公司年报中 2005 年及之前浙江地区收入计入“其他地区收入”，无法拆分具体收入。

国际化方面，中信证券通过收购里昂证券进一步布局海外。2010 年 5 月，中信证券拟与东方汇理达成战略合作，计划整合亚太区业务，构建亚太区一流的投资银行，开展国际机构销售、研究以及投行业务。2011 年 7 月，中信证券国际拟通过协议收购里昂证券和盛富证券各 19.9% 的股权(后续因整合复杂性决定剔除盛富证券的收购)。2012 年 7 月，中信证券公告董事会通过全资子公司中信证券国际以 12.52 亿美元的总对价收购里昂证券 100% 的股权的议案。先期支付 3.10 亿美元以完成里昂证券 19.9% 股权收购的交割，在完成后续交易相关的内部及外部审批程序的基础上，以 9.42 亿美元的对价完成里昂证券

剩余 80.1% 股权的收购。2013 年 7 月，中信国际已完成收购里昂证券剩余 80.1% 股权的交易，净对价为 8.42 亿美元。

表 12：中信并购里昂证券支付情况

出让方	支付方式	并购比例	交易对价 (亿美元)	估值参考日	参考日净资产(亿美元)	PB
东方汇理银行	现金支付	100%	11.52	2011 年 12 月 31 日	5.62	2.05

资料来源：中信证券公告，财信证券

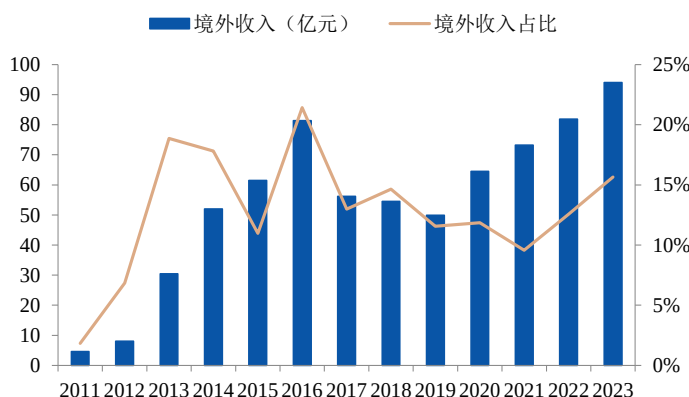
收购里昂证券为扩大业务版图重要里程碑，目前业务已覆盖 13 个国家。里昂证券业务遍及中国香港、纽约、伦敦等国际金融中心，是中信证券参与国际市场竞争的重要窗口。中信证券对里昂证券的整合经历了多个阶段，采用循序渐进的方式进行。2013 年收购完成后，中信国际与里昂证券的研究、销售、股票资本市场及债务资本市场部门开始进行整合，2015 年 5 月，中信证券国际与中信里昂证券共同成立中信证券国际资本市场。2016 年起，中信证券国际和中信里昂证券开始进行业务一体化融合，将业务统一合并至中信里昂证券，中信里昂证券开始在遍布于亚美欧洲等的 25 个城市开展企业融资、资本市场、固定收益等多个业务。海外收入占比于 2013 年与 2016 年均有明显提升，占比达到当年营业收入 20% 左右，目前海外业务仍处于稳步发展阶段。

图 16：中信证券业务分布图



资料来源：中信证券官网，财信证券

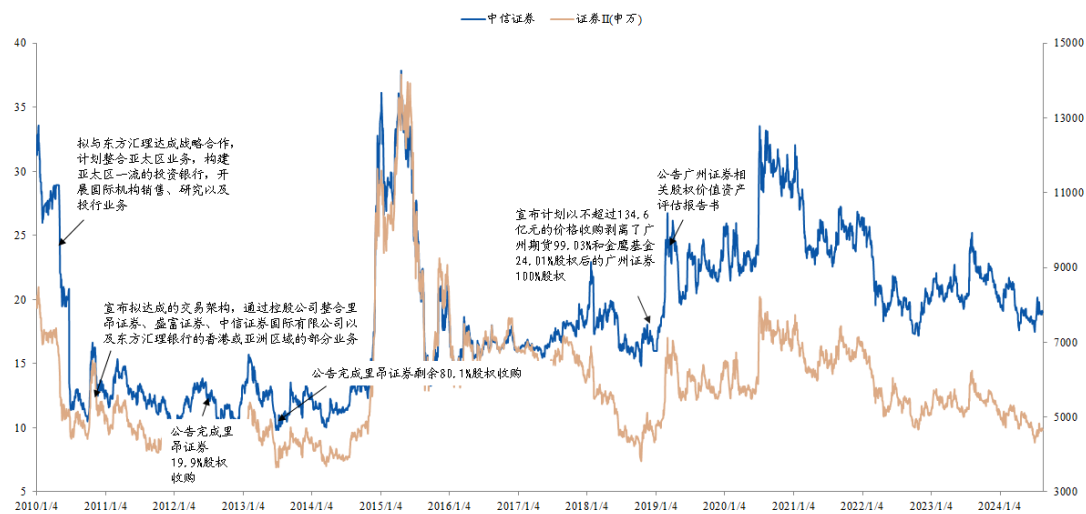
图 17：2011-2023 年中信证券境外营业收入（亿元）及占比



资料来源：wind，财信证券

收购公告并未带来激烈市场反应。从中信证券(600030.SH)股价看，收购里昂证券相关的公告并未带来很明显的股价反应，相对证券指数的超额收益率不高。首次公告收购广州证券复牌后 7 个交易日(2019.1.10-1.18)较申万证券 II 指数存在 10.47%超额收益率，其余公告尚未带来明显的股价反应。

图 18：中信证券历次收购股价复盘图



资料来源：wind，中信证券公告，财信证券

3.3 动因分析三：强强联合，各取所需——以申万宏源为例

2013 年 10 月 30 日，宏源证券发布公告称因筹划重大事项，公司股票停牌；2013 年 11 月，宏源公告公司与申银万国证券共同推进重大资产重组；2014 年 7 月，宏源公告申银万国证券将以换股吸收方式合并宏源证券及资产重组评估报告。宏源证券的换股价格以定价基准日前 20 个交易日的 A 股均价 8.30 元/股为基础，并加 20%溢价，最终定为 9.96 元/股，市净率为 2.67 倍。合并后，申银万国作为存续公司继续运营，宏源证券终止上市并注销法人资格。

表 13：申万并购宏源支付情况

支付方式	并购方股价	被并购方股价	估值参考日	参考日每股归母净资产 (元)	PB
换股合并	4.86	9.96	2013 年 12 月 31 日	3.73	2.67

资料来源：宏源证券公告，财信证券

强强联合实现共赢，优势业务各有侧重。2013 年，申银万国证券实现营业收入 51.26 亿元，行业排名第 10，宏源证券实现营收 36.69 亿元，行业排名第 11，均为大型券商。二者整合的契机有三点，一是申万与宏源同为汇金系券商，需满足“一参一控”要求；二是宏源证券多位高管在 2013 年被免职，存在内部公司治理和风险控制危机；三是申银万国证券一直寻求上市。故在此背景下，两者合并为解决各方问题的最佳方式。从互补性上看，（1）宏源证券和申银万国在经纪业务、自营业务等方面各有所长，两公司各项证券业务实现优势互补，存续公司业务竞争力大幅增强。但二者的投行业务占比均较小，未产生互补效应。（2）两地优势区域不同，申银万国在东部与中部地区优势明显，宏源证券在西部与新疆地区具有优势。据公司公告，按照母公司口径，存续公司总资产、净资产、营业收入、净利润等指标应跻身行业前 5 名，整体资本实力和抗风险能力进一步加强。

表 14：2013 年申万与宏源证券各业务收入占调整后营收比重

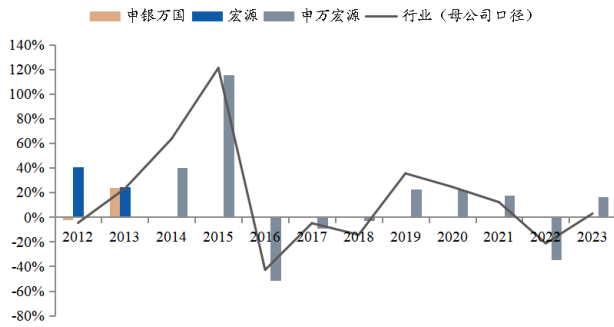
	经纪业务	投行业务	资本中介业务	资管业务	自营业务
申银万国	56.75%	2.94%	24.46%	9.19%	4.43%
宏源证券	34.20%	13.20%	10.69%	8.84%	30.51%

资料来源：wind，财信证券

采用“控股集团+证券子公司”双层架构，业务由强者主导。（1）组织架构上，作为当时中国资本市场规模最大的市场化并购案，为了化解两券商注册地不同、母子证券公司牌照交换等问题，新公司以“控股集团+证券子公司”的架构存在，即存续公司变更为一家投资控股公司，且其注册地为宏源证券的原注册地乌鲁木齐。同时，存续公司在上海注册设立全牌照证券子公司，证券子公司全面承接申银万国、宏源证券的证券及相关业务，包括相关人员等。（2）文化方面“扬弃”，融合申万稳健专业的文化与宏源年轻有冲劲的作风。（3）业务方面，对于合并后的有关业务条线整合采用“强者主导”的原则，如申万研究实力较强，则由申万主导研究业务的整合。（4）员工薪酬方面，合并初期，薪酬暂时保持一年“双轨制”。

合并存在阵痛期，优势业务整合效果有待提高。从营业收入增速与市占率看，申万宏源合并后调整后营收增速较行业增速、市占率存在一定下滑，但近年已有企稳回升态势。从两券商的优势业务看，以代买收为代表的经纪业务在 2023 年的排名为第 10 名，较 2013 年预期的合并后第 1 名、2014 年实际整合后的第 2 名有所下降，协同效果有进一步提升的空间。投行业务排名较稳定，保持在前 15 名。宏源优势较大的自营业务占调整后营收的比例呈现不断攀升趋势，2023 年达到 51.92%，投资收益率相较于行业整体的优势有所收窄，合并后部分年份收益率不及行业，但近年优势逐渐恢复。综上所述，截至目前，从经纪、投行与自营业务看，整合效果有待提高。

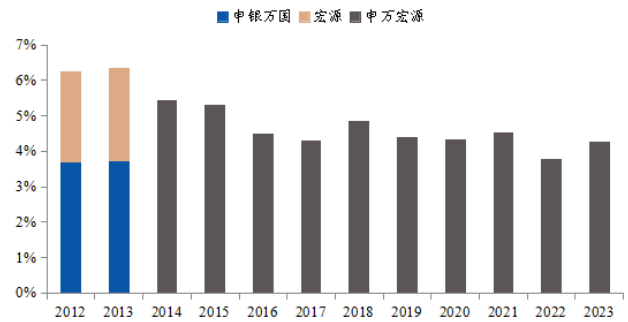
图 19：2012-2023 年申万宏源合并前后营业收入增速



资料来源：wind，财信证券

注：行业数据为专项合并口径，故与实际市占率将存在一定差异。同时，为降低其他业务收入影响，公司营业收入采用调整后营收。

图 20：2012-2023 年申万宏源合并前后营收市场占有率



资料来源：wind，财信证券

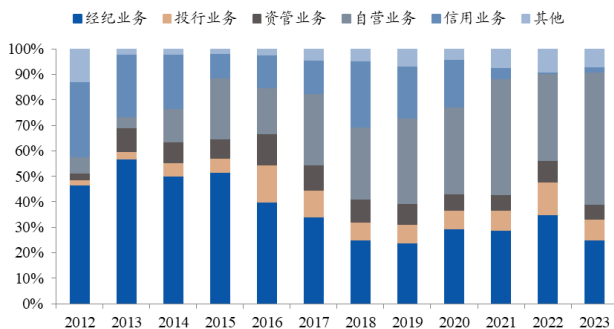
注：行业数据为专项合并口径，故与实际市占率将存在一定差异。同时，申万宏源其他业务收入体量较大，为降低影响，公司营业收入采用调整后营收。

表 15：申万与宏源证券代买卖、承销与保荐净收入排名

	2013	2014	2023
代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）			
申银万国	8	-	-
宏源	17	-	-
申万宏源（2013 年按两者加总排序）	1	2	10
承销与保荐业务净收入			
申银万国	未进入行业前 50%	-	-
宏源	7	-	-
申万宏源（2013 年按两者加总排序）	-	10	10

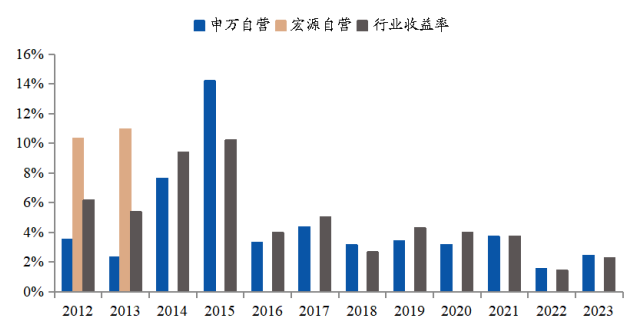
资料来源：wind，中国证券业协会，财信证券

图 21：申万宏源合并前后营业收入结构（占调整后营收）



资料来源：wind，财信证券

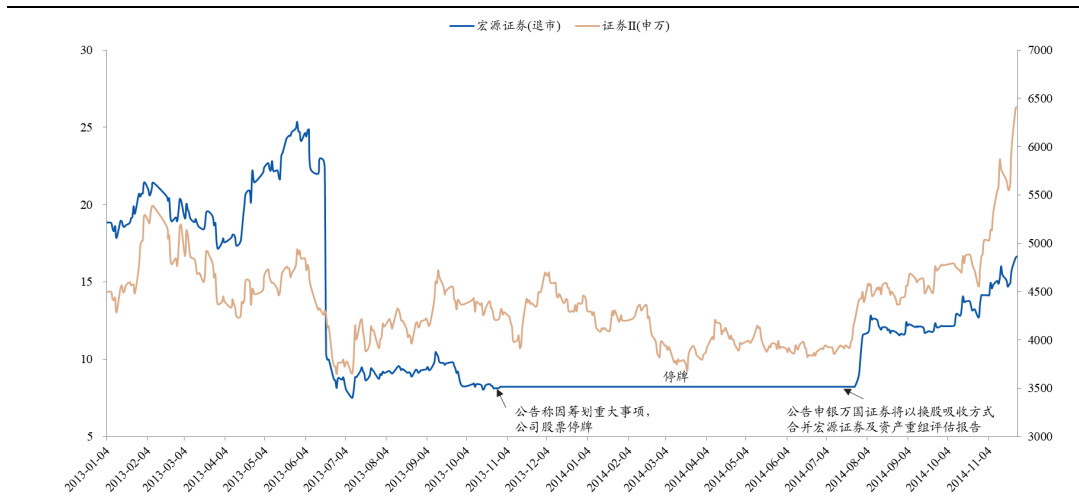
图 22：2012-2023 年申万宏源自营业务收益率



资料来源：wind，财信证券

宣布合并后宏源证券股价反应强烈，市场对合并预期乐观。在历经 9 个月停牌后，宏源证券在复牌后的前三天，日均涨幅均超过 7%，市场对两券商并购反应强烈。在宏源证券复牌后至退市区间，宏源证券较申万证券 II 指数有 49.55% 的超额收益率。

图 23：宏源证券与申银万国合并时段股价复盘



资料来源：wind，宏源证券公告，财信证券

4 近期并购热点

近期，证券行业的并购也可分为三种类型：补强短板、扩大地域范围与强强联合。补强短板型并购主要以实现全面发展为目的，当前较有代表性的并购事件为国联证券收购民生证券；扩大地域范围的并购则侧重于扩大公司在特定地域的影响力，提升不同区域的市占率，为公司进一步战略发展做铺垫，如浙商证券收购国都证券、国信证券收购万和证券、西部证券收购国融证券；强强联合型并购主要为了同时满足双方需求，或顺应政策导向，如国泰君安与海通证券合并。

磨合期难以避免，科学管理加速整合。在华泰、申万宏源案例中，许多公司在并购后经历了业务整合的磨合期。经整理，通过分析双方的优势业务、及时“划业务而治”，可以避免在各项业务中双方业务团队独立并行的低效局面，促进整合的顺利推进。具体而言，对于一方在某业务领域占据明显优势的情况，应以原有优势团队为核心，将另一方的团队根据需求整合进来。对于两方优势均等的业务，可以共同成立工作组，配备专业领导团队负责整合。最后，成功的整合不仅依赖于结构上的优化，更依赖于公司在整合过程中对于业务和资源的深度协调与融合。各案例均证明，收购方较强势、被收购方特色业务突出的并购整合效果更优。当前满足该特点的并购为国联+民生、国泰君安+海通，建议持续关注。

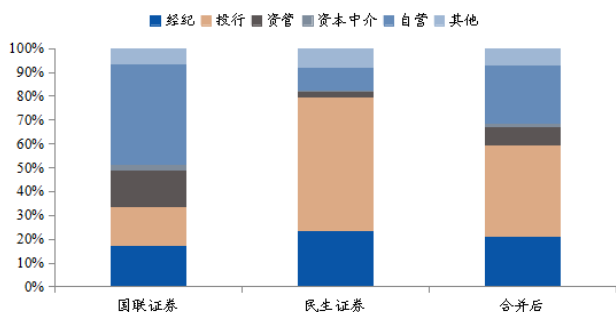
市场对并购公告反应较积极，超额涨幅主要集中在初次公告收购意向以及交易价格。通过对案例的分析以及近期并购事项的梳理，我们发现：（1）被并购标的拥有优势业务、测算并购后业务排名提升明显的事件市场反应更加积极；（2）体量相近并购的初次公告的市场反应更积极；（3）除初次公告收购意向以及交易预案外，其余并购进展难以带来相较行业整体的超额收益率。

4.1 国联证券收购民生证券

国联证券与民生证券业务具有明显的互补性。国联证券在财富管理、资产管理等领域拥有较强的竞争优势，而民生证券的投资银行业务是其核心竞争力之一。通过此次并购，两家公司将形成更强的综合竞争力。以 2023 年年报数据估算，合并后公司多项指标将进入行业前 25 名，有望跻身行业第一梯队。一方面，以指标直接加总计算，合并后公司总资产、归母净资产将分别提升 9、13 名至 22、24 位，根据《备考合并报表审阅报告》，以 2023 年财务数据为基准，本次交易完成后，国联证券的总资产将由 871.29 亿元增加至 1604 亿元，迈入千亿级别。在当前以净资本和流动性为核心的监管体制下，净资本等风险控制指标是监管机构对证券公司监管的核心指标，公司资本实力为新公司在证券行业的进一步发展奠定了坚实的基础。另一方面，公司营业收入由 40 位提升至 25 位，同时经纪、投行业务得到明显提升，分别为行业 25、7 位，资管、资本中介与自营业务则分别处于行业 17、66、24 位。

在区域布局上，这次并购整合也将带来显著的协同效应。国联证券深耕长三角地区，江苏省证券分支机构数量占比高达 62.38%。而民生证券的分支机构则主要集中于河南、山东等地，两者区域互补明显。通过此次并购，新公司能够快速扩大财富客户规模，实现区域互补，更好地满足客户需求，提升整体市场竞争力。

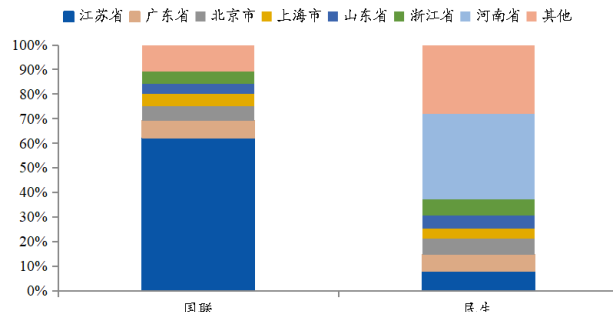
图 24:2023 年国联证券与民生证券收入结构(占调整后营收)



资料来源: wind, 财信证券

注:“国联证券”目前已更名为“国联民生”。

图 25:国联证券与民生证券分支机构分布情况(截至 2023 年)



资料来源: 国联证券公告, 财信证券

注:“国联证券”目前已更名为“国联民生”。

表 16: 国联证券与民生证券合并后各指标排名 (以 2023 年各指标直接加总估算)

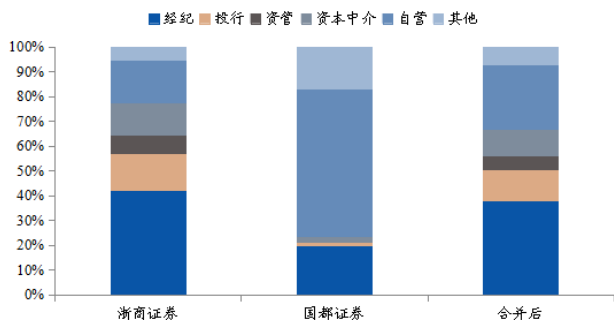
	总资产	归母净资产	营业收入	归母净利润	经纪	投行	资管	资本中介	自营
国联证券	31	37	41	37	50	28	22	70	28
民生证券	42	47	31	39	32	7	51	83	57
合并后	22	24	25	27	25	7	17	66	24

资料来源: wind, 财信证券

注:“国联证券”目前已更名为“国联民生”。

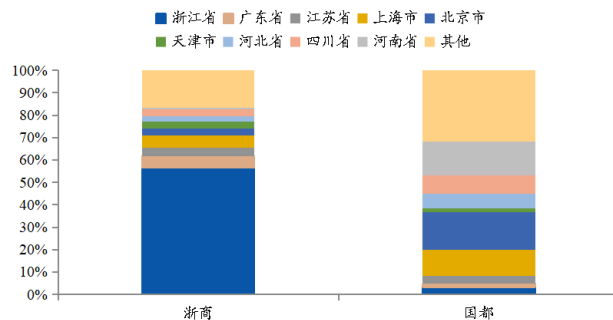
从市场反应看，市场反应较积极的公告有两次：(1) 国联证券首次公告收购民生证券 100%股份预案后，复牌两天内（2024.5.15-5.16）较申万证券 II 指数的超额收益率达到

图 27：2023 年浙商证券与国都证券收入结构（占调整后营收）



资料来源：wind，财信证券

图 28：浙商证券与国都证券分支机构分布情况（截至 2023 年）



资料来源：浙商证券公告，国都证券官网，财信证券

表 17：浙商证券与国都证券合并后各指标排名（以 2023 年各指标直接加总估算）

	总资产	归母净资产	营业收入	归母净利润	经纪	投行	资管	资本中介	自营
浙商证券	22	28	11	22	20	19	23	27	34
国都证券	56	56	62	33	67	96	86	79	38
合并后	20	21	11	15	20	18	23	27	20

资料来源：wind，财信证券

从市场反应看，市场反应较积极的公告有三次：（1）浙商证券首次公告受让 5 家公司持有的国都证券股份，公告后下一交易日（2023.12.11）较申万证券 II 指数的超额收益率达到 8.26%，表明市场对并购呈积极态度。（2）宣布参与同方创投所持国都证券竞拍的下一交易日（2024.5.13）较申万证券 II 指数的超额收益率为 6.82%。其余并购相关公告并未给公司股价带来明显的积极反应。

图 29：浙商证券收购国都证券股价复盘

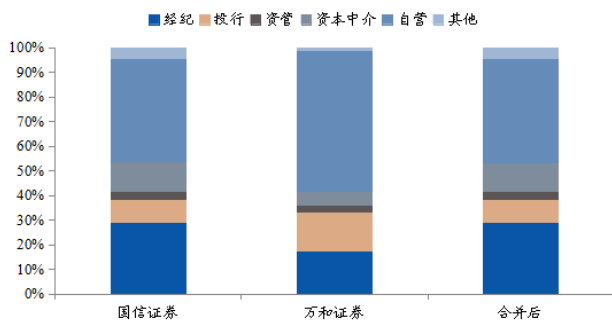


资料来源：wind，浙商证券公告，财信证券

4.3 国信证券收购万和证券

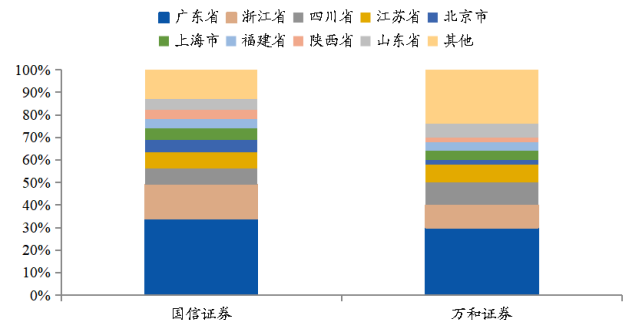
进军海南地区，提前布局跨境资管业务。国信证券与万和证券收入体量差距较大，业务互补性较弱。万和证券为海南本土券商，并购的核心看点在于国信证券通过此次收购进军海南市场，未来海南作为中国企业“出海”走向世界的桥梁，将便利公司国际业务的开展。2023 年末，国信证券拥有 238 家证券分支机构，主要分布在广东、浙江等地。万和证券拥有 50 家证券分支机构，大湾区、长三角占比较高，与国信证券分布区域较接近，将进一步加强在长三角地区的财富管理业务。同时，万和证券注册地在海南，海南自贸港属于国家战略的重要部分，具有明显的政策优势。长远来看，在海南自贸港政策逐步明朗后，万和证券作为海南本地券商，既拥有明显的区位优势，也拥有国信证券在品牌、管理、规模等方面的优势，有利于在跨境资管业务等特定领域形成一定的先发优势。未来，公司拟将万和证券打造成海南自贸港在跨境资产管理等特定业务领域具备行业领先地位的区域特色投行。由于两券商标体量相差较大，对国信证券而言，仅营业收入、资管业务与资本中介业务分别提升 1 名，其余指标行业排名保持不变。市场并未给予本次并购积极反应，在各进度节点公告后未获得较申万证券 II 指数的超额收益率。

图 30:2023 年国信证券与万和证券收入结构(占调整后营收)



资料来源：wind，财信证券

图 31:国信证券与万和证券分支机构分布情况(截至 2023 年)



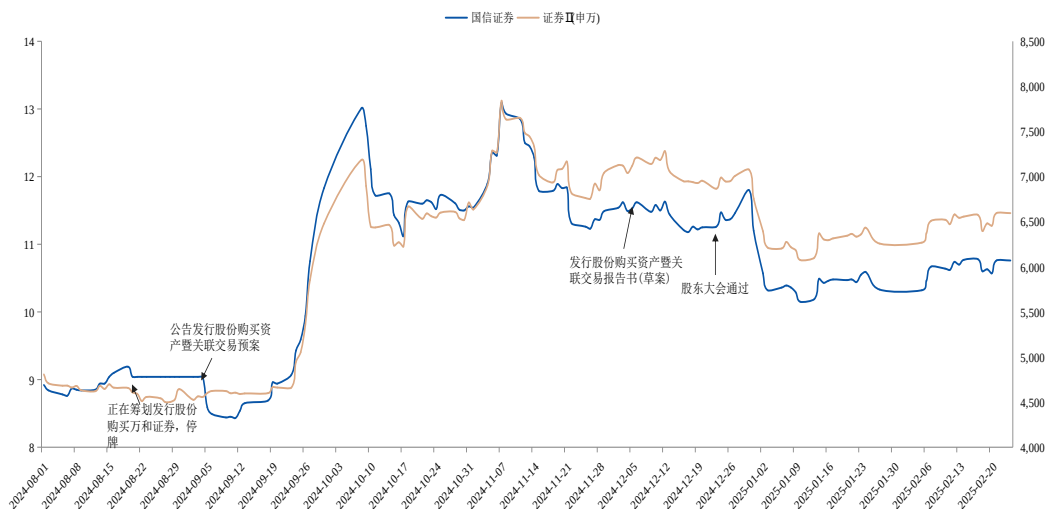
资料来源：国信证券公告，财信证券

表 18: 国信证券与万和证券合并后各指标排名（以 2023 年各指标直接加总估算）

	总资产	归母净资产	营业收入	归母净利润	经纪	投行	资管	资本中介	自营
国信证券	11	9	12	9	10	11	19	14	9
万和证券	81	75	84	78	91	78	77	78	64
合并后	11	9	11	9	10	11	18	13	9

资料来源：wind，财信证券

图 32：国信证券收购万和证券股价复盘



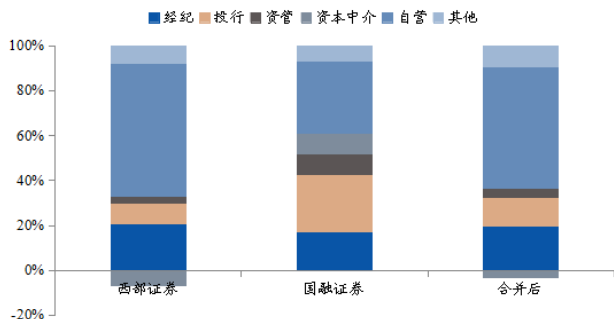
资料来源：wind，国信证券公告，财信证券

4.4 西部证券收购国融证券

从优势业务来看，2023 年，西部证券营收占比较高的两项业务是自营业务和财富管理业务，国融证券营收占比较高的两项业务则是自营业务和投行业务。国融证券旗下控股国融基金管理有限公司和北京首创期货有限责任公司，并拥有一家全资子公司——国融汇通资本投资有限公司，将对西部证券的自营业务、资管业务与期货业务的规模进行有效补充。合并后，西部证券经纪、投行、资管与自营业务排名都将明显提升，分别提升 8、7、11、3 名至 28、25、31、14 位。

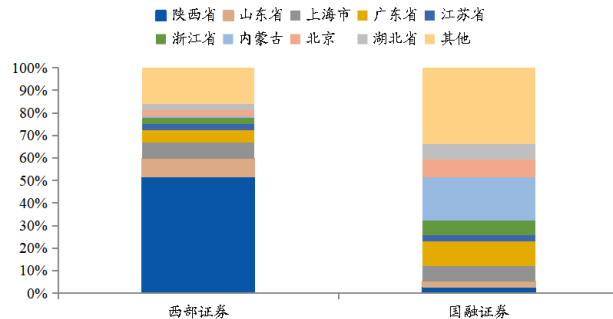
从区域布局来看，西部证券主要深耕陕西、湖南等区域，截至 2023 年，西部证券共有 112 家证券分支机构，其中陕西省 58 家。而国融证券有 74 家证券分支机构，分布相对分散，其中内蒙古自治区 14 家，其次为北京、上海、浙江等发达地区。

图 33:2023 年西部证券与国融证券收入结构(占调整后营收)



资料来源：wind，财信证券

图 34:西部证券与国融证券分支机构分布情况(截至 2023 年)



资料来源：西部证券公告，国融证券官网，财信证券

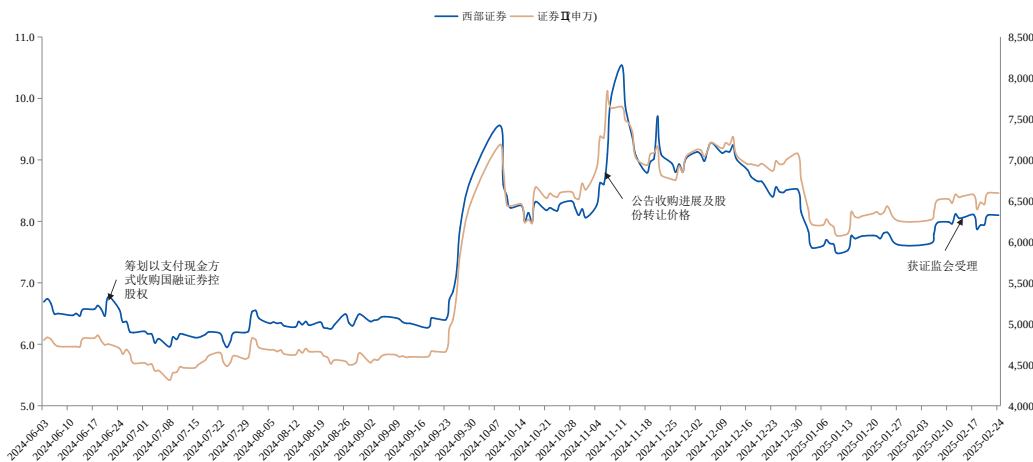
表 19：西部证券与国融证券合并后各指标排名（以 2023 年各指标直接加总估算）

	总资产	归母净资产	营业收入	归母净利润	经纪	投行	资管	资本中介	自营
西部证券	29	26	23	28	36	32	42	103	17
国融证券	74	82	70	83	81	38	48	68	61
合并后	27	25	21	28	28	25	31	95	14

资料来源：wind，财信证券

从市场反应看，市场对西部证券收购国融证券反应较积极，公告筹划收购事项及转让价格次日分别相较行业拥有 4.62%、12.62%的超额收益率，公告转让价格的后两个交易日（2024.11.08、11.11）累计较申万证券 II 指数有 18.36%超额收益率。

图 35：西部证券收购国融证券股价复盘

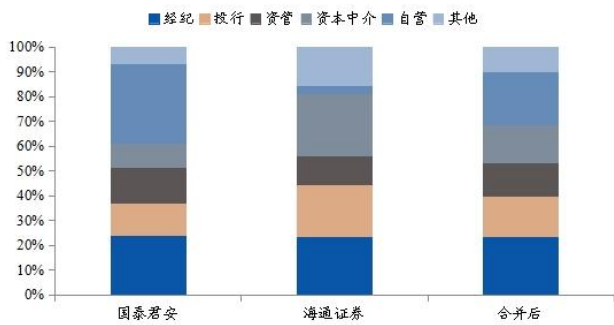


资料来源：wind，西部证券公告，财信证券

4.5 国泰君安与海通证券合并

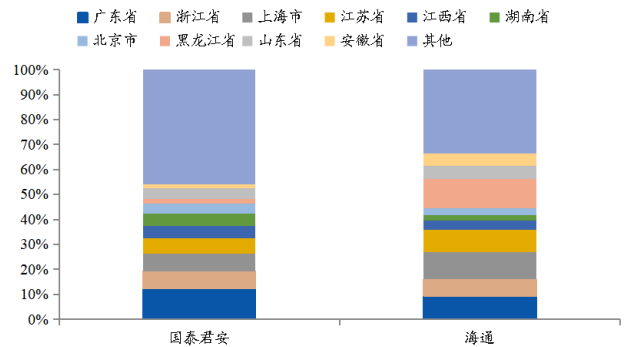
顺应政策趋势，“航母级”券商即将起航。在推动建设上海国际金融中心、培育一流投资银行政策背景下，公司将享受政策红利。合并后公司总资产与归母净资产均将位列行业第 1 位，在逐渐放宽对优质证券公司监管的背景下，雄厚的资本实力将利于公司各项业务的开展。在业务层面，国泰君安经纪业务与自营业务占比较高，海通证券资本中介业务与投行业务占比较高，合并后公司各业务占比趋于均衡，并且行业排名基本保持在行业前 3 位水平，经纪、投行、资本中介业务成为行业第 1 位，形成领先优势。牌照方面，两公司权益衍生品与 FICC 业务牌照互补。国际化方面，二者国际化布局也将更加完善，将覆盖上海、香港、澳门、新加坡、纽约等全球主要资本市场。

图 36：2023 年国泰君安与海通证券收入结构（占调整后营收）



资料来源：wind，财信证券

图 37：国泰君安与海通证券分支机构分布情况（截至 2023 年）



资料来源：国泰君安、海通证券公告，财信证券

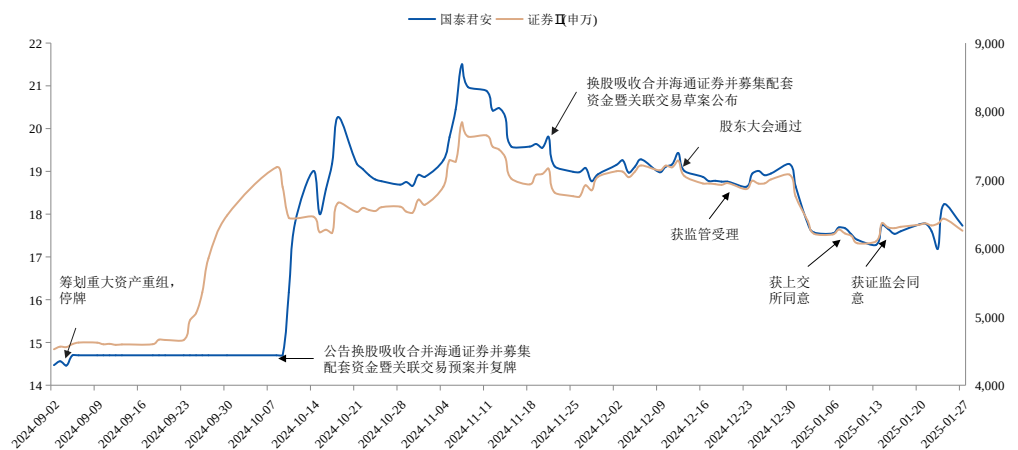
表 20：国泰君安与海通证券合并后各指标排名（以 2023 年各指标直接加总估算）

	总资产	归母净资产	营业收入	归母净利润	经纪	投行	资管	资本中介	自营
国泰君安	2	3	3	3	2	4	4	5	4
海通证券	4	4	8	29	13	5	7	2	49
合并后	1	1	2	3	1	1	3	1	4

资料来源：wind，财信证券

从市场反应看，市场对国泰君安与海通证券合并反应偏积极，但受停牌期间全市场普涨影响较大。公司停牌期间（2024.9.6-2024.10.09），申万证券 II 指数涨幅达 49.89%，公司复牌后三个交易日较申万证券 II 指数有 35.62%超额收益率，后续市场情绪回落，给公司股价补涨带来一定影响。

图 38：国泰君安与海通证券合并时段股价复盘



资料来源：wind，国泰君安公告，财信证券

5 投资建议

维持行业“同步大市”评级。在金融强国战略背景下，我国提出培育一流投资银行的目标，证监会积极鼓励打造航母级头部券商，支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式做优做强，并购重组成为证券公司突破业务短板和发展瓶颈、实现规模扩张的重要路径。当前证券行业竞争加剧，行业供给侧改革加速，我们预计未来证券业将继续涌现更多股权收购和兼并整合的案例，特别是国资背景的券商收购民营券商、同一国资背景下的整合趋势将进一步加强。在“培育一流投资银行和投资机构”以及打造航母级头部券商的政策支持下，头部券商有望通过并购重组巩固其市场领导地位，而中小券商则可能通过收购扩充资本实力、补足业务短板。建议重点关注头部券商中信证券（600030.SH），汇金旗下的中金公司（601995.SH）、中国银河（601881.SH），以及并购及整合进程持续推进的国泰君安（601211.SH）、国联民生（601456.SH）、浙商证券（601878.SH）。

6 风险提示

市场交投活跃度低迷；市场大幅波动；金融监管政策加强；资本市场改革进度低于预期；收购后整合效果不及预期。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15%以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5%以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5%以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438