

非银金融行业深度报告

证券行业竞争格局展望：头部集中大势明确，尾部出清加速分化

增持（维持）

2026 年 07 月 20 日

证券分析师 孙婷

执业证书：S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

证券分析师 罗宇康

执业证书：S0600525090002

luoyk@dwzq.com.cn

投资要点

■ **四十载行业格局变迁回望，政策周期迭代驱动头部集中加速：**1) 1986-1994 年：证券公司遍地开花，无明确梯队。早期国内证券经营机构遍地开花，机构普遍体量微小、资本金薄弱，市场整体处于无序生长、高度分散的状态。1995 年后我国证券行业分业监管框架逐步形成，由此推动证券行业迎来第一轮行政整合。部分券商通过并购重组或增资扩股提升规模，至 2003 年证券行业强弱分化的格局已经初步呈现。2) 2004-2011 年：行政力量推动下的两次行业洗牌。2004 年，基于我国证券业长期以来不规范运作的问题，证监会启动了为期 3 年的综合治理工作，2008 年证监会进一步出台“一参一控”规范金控平台券商股权。券商在这一过程中迎来倒闭或整合的高峰，至 2011 年行业净资产集中度显著上行，中信等头部确立领先地位。在此过程中，券商经纪、投行两大主业的集中度呈现平缓波动的趋势，我们预计主要系行业改革淘汰的是劣质尾部，而非中游券商，头部份额的抬升空间有限。3) 2012-2018 年：政策周期与牛熊交替交织，行业集中度震荡剧烈。2012-2015 年券商创新业务松绑，互联网金融兴起，中小券商迎来发展窗口，行业集中度阶段性走低。2016 年后证券行业去杠杆背景下多项严监管政策落地，重资本业务门槛抬升，头部凭借资本风控优势抢占份额，行业集中度快速回升，马太效应持续凸显。这一阶段券商经纪业务集中度缓步回落，投行、资管业务集中度演化大体契合监管周期松紧切换的节奏，自营业务集中度波动较大。4) 2019 年至今：一流投行建设层层递进，行业集中度稳步抬升。2019 年以来监管持续推进一流投行建设，多次表态鼓励优质券商并购，落地国泰君安合并海通等整合案例，坚持扶优限劣。政策驱动资源向头部汇聚，2019 至 2025 年行业营收、净利润 CR5 与 CR10 均明显抬升，行业集中化趋势持续增强。券商主营业务市场集中度整体迈入上行周期，但集中度抬升节奏与波动幅度仍存在分化。

■ **从成熟市场看行业规律，集中稳态是长期必然趋势：**1) 美国：历经监管迭代与危机出清，最终形成错位竞争的稳态格局。美国券业历经多轮变革形成分层错位竞争格局。1975 年佣金自由化压低经纪费率，行业走向分化，经纪业务收入占比大幅下滑；80 年代衍生品与机构业务兴起，资本向头部集中，前十券商资本占比大幅提升。1999 年混业经营放开，独立投行与银行金控并行，独立投行高杠杆扩张积累风险。2008 年金融危机后独立投行模式落幕，多家机构被并购或转型银行控股公司。当前行业分层清晰：全能投行占据大型投融资与跨境并购市场；精品投行专注并购顾问；折扣券商深耕零售财富；特色机构、做市商聚焦细分赛道，各机构差异化经营，赛道边界明确。2) 日本：行业始终由寡头垄断，危机与改革推动主体迭代。战后日本券业形成野村、大和、日兴、山一四大寡头垄断格局，1982 年四家占据行业九成净利润。80 年代金融开放叠加资产泡沫，券商风险积聚，90 年代泡沫破裂后山一证券倒闭，四寡头体制瓦解。1999 年“金融大爆炸”改革放开分业、佣金与准入限制，银行金控、外资、互联网券商相继入局，行业集中度明显回落。2008 年金融危机后外资收缩，本土五大综合券商承接市场份额，寡头格局再度固化，2024 年五大券商营收、净利润市占率分别达 45%、51%。整体来看，日本证券行业历经垄断、开放洗牌再回归集中，危机与金融改革持续重塑行业竞争格局。

■ **证券行业未来竞争格局展望：集中化与差异化并行：**当前券商并购持续推进，存量资源不断向优质券商集聚。同时头部与尾部券商盈利能力差距持续拉大，将进一步加剧行业存量出清。参考美、日成熟市场分层发展经验，国内证券行业将形成三层稳态格局：①头部券商依托雄厚资本布局重资本、跨境业务，打造全能型航母券商；②区域中型券商立足本地或深耕细分赛道，走精品化路线；③尾部券商盈利承压，或被并购或收缩至基础通道业务。

■ **投资建议：**对标美、日成熟市场发展历程，国内证券行业长期预计将延续头部集中、强者恒强的演化趋势，叠加政策持续推动一流投行建设背景下并购整合常态化，高壁垒业务资源持续向龙头聚拢，头部大型券商业绩稳定性与长期成长空间显著占优。推荐中信证券、国泰君安、华泰证券、中金公司。

■ **风险提示：**1) 宏观经济不及预期；2) 政策趋紧抑制行业创新；3) 市场竞争加剧风险。

行业走势



相关研究

《保险/券商 H1 利润高增，均受益于投资收益改善》

2026-07-19

《权益市场呈结构性行情，科创投资带动上半年业绩高增，预计上市券商 26H1 净利润同比+56%——证券行业 2026 年中报前瞻及展望》

2026-07-17

内容目录

1. 四十载行业格局变迁回望，政策周期迭代驱动头部集中加速	4
1.1. 1986-2003 年：从无序生长到行业分层框架的逐步建立	4
1.2. 2004-2011 年：行政力量推动下的两次行业洗牌	6
1.3. 2012-2018 年：政策周期与牛熊交替交织，行业集中度震荡剧烈	11
1.4. 2019 年至今：一流投行建设层层递进，行业集中度稳步抬升	14
2. 从成熟市场看行业规律，集中稳态是长期必然趋势	16
2.1. 美国：历经监管迭代与危机出清，最终形成错位竞争的稳态格局	16
2.2. 日本：行业始终由寡头垄断，危机与改革推动主体迭代	20
3. 证券行业未来竞争格局展望：集中化与差异化并行	22
4. 投资建议	23
5. 风险提示	24

图表目录

图 1:	广发证券借助分业经营契机壮大.....	5
图 2:	中国银河早期发展历程.....	5
图 3:	2002 年证券公司总资产 Top 20	6
图 4:	2002 年证券公司净资产 Top 20	6
图 5:	2011 年证券公司总资产 Top 20.....	9
图 6:	2011 年证券公司净资产 Top 20.....	9
图 7:	2011 年证券公司营收 Top 20.....	10
图 8:	2011 年证券公司净利润 Top 20.....	10
图 9:	2004-2011 年证券公司各项业务 CR5	10
图 10:	2004-2011 年证券公司各项业务 CR10	10
图 11:	2008-2015 年证券行业分业务收入结构（亿元）	11
图 12:	2011-2025 年证券行业佣金率	11
图 13:	部分老牌券商代理交易额市占率下滑.....	11
图 14:	2010-2018 年证券行业营收及集中度	13
图 15:	2010-2018 年证券行业净利润及集中度	13
图 16:	2014-2018 年证券公司各项业务 CR5	14
图 17:	2014-2018 年证券公司各项业务 CR10.....	14
图 18:	2019-2025 年证券行业营收集中度	15
图 19:	2019-2025 年证券行业净利润集中度	15
图 20:	2019-2025 年证券公司各项业务收入 CR5	16
图 21:	2019-2025 年证券公司各项业务收入 CR10.....	16
图 22:	1975-1978 年美国机构投资者佣金率（按交易股数）	17
图 23:	1975-1978 年美国个人投资者佣金率（按交易股数）	17
图 24:	1967-1999 年美国证券行业收入结构	17
图 25:	1968-1991 年美国证券行业资本额及集中度	18
图 26:	2000-2007 年高盛、摩根士丹利杠杆率提升速度优于摩根大通（倍）	18
图 27:	美国证券公司分层竞争格局.....	19
图 28:	1999-2007 年日本各类型证券公司净利润情况（十亿日元）	21
图 29:	头部上市券商与中小上市券商盈利能力差距逐渐走扩.....	23
表 1:	1995-2001 年证券行业监管重点转向分业经营	4
表 2:	证券公司综合治理主要内容回顾.....	6
表 3:	综合治理期间，部分问题券商及对应托管收购方梳理.....	8
表 4:	部分一参一控涉及券商及整合结果.....	8
表 5:	2016-2018 年证券行业全方位整治监管措施梳理	12
表 6:	2019 年起监管鼓励券商并购重组相关表述.....	14
表 7:	1982 年四大寡头净利润占行业比重接近 90%（千万日元）	20
表 8:	2024 年日本不同类型证券公司经营概况.....	21
表 9:	证券行业当前迎来新一波并购潮.....	22
表 10:	个股盈利预测与估值（截至 2026 年 7 月 17 日）	24

1. 四十载行业格局变迁回望，政策周期迭代驱动头部集中加速

1.1. 1986-2003 年：从无序生长到行业分层框架的逐步建立

1) 1986-1994 年：证券公司遍地开花，无明确梯队

改革开放以来我国证券行业的发展历史可以追溯至 1987 年，深圳市十二家金融机构共同出资，成立了中国第一家证券公司——深圳经济特区证券公司。1990 年及 1991 年沪深交易所相继开业，标志着我国证券市场的形成。彼时国内资本市场仅搭建雏形，证券经营机构遍地开花，尚未形成稳定行业梯队。伴随股票交易需求快速释放，银行、信托、地方财政纷纷设立证券营业部与证券业务部门，短时间内诞生近百家经营主体。这一时期各地证券公司垄断本地散户交易，跨区域竞争几乎不存在，业务仅局限于股票经纪与少量国债承销，自营业务缺乏完善风控体系，经营模式高度同质化。就行业而言，不存在全国性龙头，机构普遍体量微小、资本金薄弱，市场整体处于无序生长、高度分散的状态。

2) 1995-2003 年：证券市场初兴，混业经营滋生风险致政策主导规范整合

混业经营形成资金的体外循环，为双重体制并存背景下灰色利润的产生创造了条件。；信托公司挪用证券公司的客户保证金来归还融资款项等。1995 年，327 国债期货事件充分暴露早期无约束混业经营存在银证资金防火墙缺失、跨行业多头监管割裂、金融机构内部业务隔离失效、配套法制与跨市场风控机制空白等核心风险，直接推动我国确立分业经营、分业监管金融框架。此后监管连续出台了一系列的法律法规来规范证券业的发展，1995 年《商业银行法》明确银证分离，1999 年《证券法》实施分类管理引发增资扩股、2001 年《信托法》明确信证分离，由此推动证券行业迎来第一轮行政整合。

表1：1995-2001 年证券行业监管重点转向分业经营

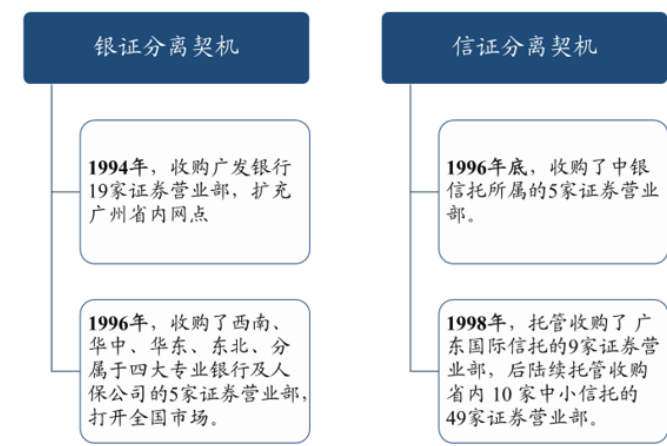
时间	政策文件	主要内容	结果
1995	《中华人民共和国商业银行法》	商业银行在中华人民共和国境内不得从事信托投资和股票业务，不得投资于非自用不动产。	银证分离、银信分离
1996	《关于人民银行各级分行与所办证券公司脱钩的通知》	进一步推动了银行、证券、保险的分业经营。	银证分离
1999	《中华人民共和国证券法》	对证券公司实行分类管理，将证券公司划分为综合类券商（最低资本为 5 亿元）和经纪类券商；规定了中国金融业分业经营模式，明确证券业务专营。	分业经营；增资扩股

2001	《中华人民共和国信托法》	信托公司停止存款业务、放弃结算业务、剥离证券经纪与承销资产。	银信分离、信证分离
2001	《关于证券公司增资扩股有关问题的通知》	证券公司增资扩股属于企业行为。凡依法设立的证券公司均可自主决定是否增资扩股，中国证监会不再对证券公司增资扩股设置先决条件。	增资扩股

数据来源：证监会，国务院，银保监会，东吴证券研究所

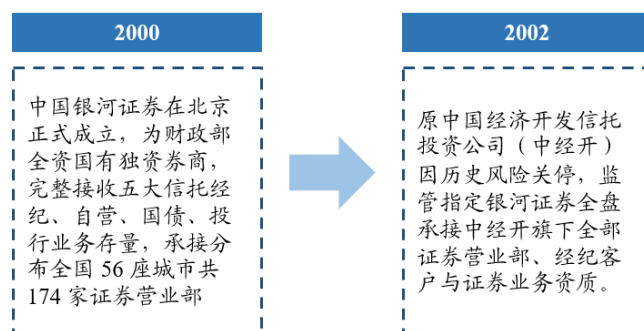
证券行业行政整合过程中，部分券商通过并购重组或增资扩股提升规模。1) **并购重组**：典型代表如广发证券和中国银河证券。广发证券首先借银证分离和信证分离的两次契机，先后收购了近 80 家证券营业部，完成了自身的原始积累，实现了走出珠三角、走向全国的目标，使得广发证券一跃成为我国证券业规模较大的券商，社会影响力也大大增加。中国银河证券成立于华融、长城、东方、信达和人保等五大信托公司所属证券业务部门合并重组，其注册资本金达 45 亿元，堪称当时我国证券业的巨无霸。2) **增资扩股**：2001 年监管层面出台政策放开券商增资扩股限制，叠加此前资本市场发展积累的原始经营收益，各家券商纷纷引入外部资本、扩充自有资本金，有效补足资本短板，推动总资产、净资产规模同步抬升，行业头部梯队逐步成型，为后续多元化业务开展筑牢资本基础。比如中信证券在 1999 年获准增资 18 亿至 21 亿元；海通证券于 2000 年获准增资 23.6 亿至 33.6 亿元等。

图1：广发证券借助分业经营契机壮大



数据来源：证监会，东吴证券研究所

图2：中国银河早期发展历程

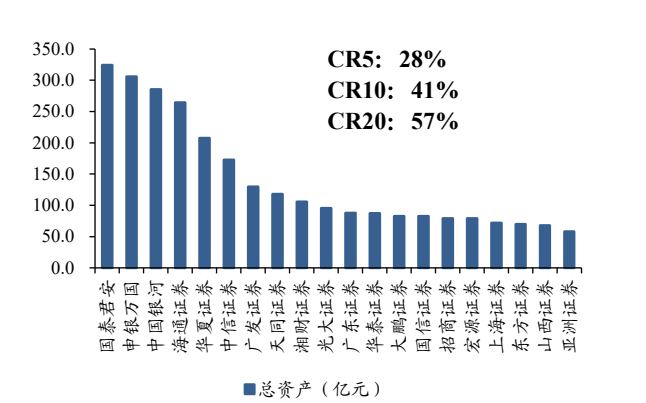


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

伴随监管深化，证券行业竞争格局逐渐呈现清晰的层级分化。从 2003 年券商总资产排名数据来看，国泰君安、申银万国、中国银河、海通证券形成行业第一梯队，总资产均突破 260 亿元，资本实力大幅领跑全行业；华夏证券、中信证券构成规模居中的第二梯队；在上述 6 家券商之外，第三梯队券商规模差距相对较小，光大、招商虽依托大型金融集团，但受前期整合与资本补充节奏限制，2003 年总资产均不足百亿元，体量明

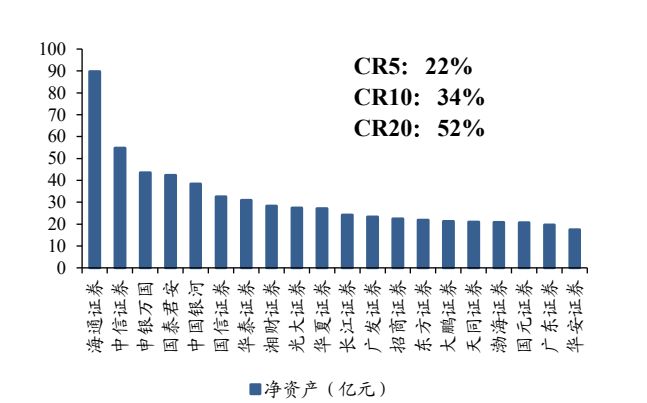
显落后头部阵营。从 2003 年券商净资产排名数据来看，海通证券依靠多轮增资拥有全行业最高净资产（90 亿元），是第二位中信证券的 1.6 倍。整体而言，证券行业强弱分化的格局已经初步呈现。

图3：2002 年证券公司总资产 Top 20



数据来源：中证协，东吴证券研究所

图4：2002 年证券公司净资产 Top 20



数据来源：中证协，东吴证券研究所

1.2. 2004-2011 年：行政力量推动下的两次行业洗牌

1) 2004-2007 年：综合治理推动行业整合

2004 年证监会启动了为期 3 年的证券公司综合治理工作，证券行业整合浪潮再度启动。自从 2001 年开始，我国证券市场持续下跌、交投清淡，直接打击了还处于初步发展阶段的证券行业。2001 年，28% 的证券公司亏损；2004 年全行业亏损 103.64 亿元。在这过程中，我国证券业长期以来不规范运作的问题彻底暴露，比如公司治理结构薄弱、挪用客户资产、违规高息融资、财报失真等等，为此，监管于 2004 年 8 月开始综合治理，证券行业开启行政主导下的第二轮整合。

表2：证券公司综合治理主要内容回顾

主要方面		具体内容
总体治理目标	短期风险化解目标	彻底摸清全行业风险底数，停止新增挪用客户资金行为，全面清理账外经营，稳妥处置高风险机构，实现行业流动性风险可控。
	中期制度建设目标	全面落地客户资金第三方存管、净资本监管、业务合规等核心制度，建立常态化风险监控体系，实现全行业合规经营。
	长期机制完善目标	完善证券行业法律法规体系，建立券商市场化退出、投资者保护、分类监管的长效机制，重塑行业合规经营生态。

	行业发展目标	推动证券公司完善公司治理，提升专业能力与抗风险能力，引导行业做优做强，为资本市场健康稳定发展奠定坚实的中介机构基础。
核心治理举措	高风险机构铁腕处置	对资不抵债、自救无望、严重违法违规的券商实施分层处置，包括托管、接管、行政重组、撤销、责令关闭、司法破产清算；三年累计处置 31 家高风险券商，彻底出清行业劣质主体。
	客户资产安全保障体系建设	全面推行客户交易结算资金第三方存管制度，切断券商直接接触客户资金的通道，客户保证金统一交由商业银行独立存管，券商仅负责交易委托，银行负责资金划转与对账，从制度上彻底杜绝挪用客户资金行为，2007 年底全行业完成第三方存管上线。
	以净资本为核心的风险监控体系建设	强制券商持续满足净资本最低标准，各项业务规模与净资本直接挂钩；建立实时动态风险预警机制，净资本不足即限制自营、资管、承销等业务；配套实施券商分类监管，划分创新类、规范类、风险类券商，优质券商放开创新业务，问题券商限制扩张，实现优胜劣汰。
	核心业务全面合规整顿	全面规范四大核心业务：自营业务严控制度集中度、禁止账外坐庄、限制自营规模；资产管理业务取消保本保底理财，规范集合资管发行，禁止变相高息融资；国债回购业务改革登记结算机制，堵住回购挪用债券漏洞；经纪业务规范营业部管理，禁止违规代客理财、地下融资融券活动。
	公司治理与股东监管完善	强化股东会、董事会、风控、合规部门的权责边界，建立高管责任追究机制，对重大违规高管实施市场禁入，从源头完善券商内控机制。
	法治与制度体系建设	推动 2005 年《证券法》修订，大幅提高券商违法处罚力度，明确客户资产独立保护的法律效力；后续出台《证券公司风险处置条例》，确立券商市场化退出的法律框架；建立证券投资者保护基金，常态化承接风险券商客户债权赔付，形成长效投资者保护机制。
	行业重组与创新发展支持	鼓励优质券商并购重组问题券商，整合行业资源；支持优质证券公司创新发展，引导合规券商拓展多元化业务，做优做强，提升行业整体竞争力。
	投资者权益专项保护	认真做好破产关闭证券公司的个人债权甄别和收购资金筹措等工作，及时妥善地解决好行政区域内机构名义个人债等敏感问题。

数据来源：中国政府网，东吴证券研究所

优质同业托管券商在综合治理中并购问题券商的经营资产，为后期发展取得先发制人的优势地位。综合治理期间（2004-2007 年）是券商倒闭或整合的高峰，至少有 26 家券商被优质同业或国家政策性投资公司托管或整合。例如广发证券先后托管武汉证券、河北证券、第一证券、珠海国投、长财证券等，2007 年营业部家数较 2006 年增加 37 家，一方面填补了公司在多个省区营业网点的空白，省际覆盖率达 87%，另一方面增加了客户 59 万户，增加客户资产 107 亿元。另一些“大而不能倒”的问题券商，则通过国家政策性投资公司（中央汇金、建银投资等）以行政注资的方式提供救助。如南方证券在 2004 年被行政接管，由深圳市政府负责清算，最终被建银投资收购，成为中投证券（现为中金财富证券）；2005 年中信证券和建银投资共同出资成立中信建投证券，受让曾为我国三大证券公司之一的华夏证券（因挪用客户保证金、违规委托理财造成巨额亏损，资不抵债因而破产重组）的全部资产及业务；中央汇金注资国泰君安和银河证券等。

表3: 综合治理期间, 部分问题券商及对应托管收购方梳理

问题券商	国家政策性投资公司托管	问题券商	优质同业托管
南方证券	建银投资(控股)	华夏证券	中信证券、建银投资共同出资
宏源证券	建银投资(控股)	金通证券	中信证券(收购)
齐鲁证券	建银投资(控股)	万通证券	中信证券(收购)
西南证券	建银投资(控股)	锦州证券	广发证券(收购)
中金公司	建银投资(控股)	福建华福	广发证券(收购)
银河证券	中央汇金(控股)	第一证券	广发证券(收购)
申银万国	中央汇金(控股)	河北证券	广发证券(收购)
国泰君安	中央汇金(参股)	武汉证券	广发证券(收购)
广东证券	证券投资者保护基金(托管)	亚洲证券	华泰证券(收购)
中国科技证券	证券投资者保护基金(托管)	联合证券	华泰证券(收购)
中关村证券	证券投资者保护基金(托管)	兴安证券	海通证券(托管)
		甘肃证券	海通证券(托管)
		天一证券	光大证券(收购)
		昆仑证券	光大证券(收购)

数据来源: 证监会, 东吴证券研究所

2) 2008-2011 年: 同业竞争/关联交易等问题暴露, “一参一控”引领整合

在证券公司综合治理实施过程中, 为解决部分证券公司长期经营不善造成的较大风险, 以汇金公司、建银投资和中信集团为代表的金控平台对这些公司进行了全面的资产重组/注入, 造成了同一股东参股或者控股多家证券公司的情况。此种股权结构可能导致同业竞争或者关联交易, 监管于 2008 年 8 月规定一家机构或者受同一实际控制人控制的多家公司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(即“一参一控”)。政策以行政限期倒逼大规模股权划转、合并、股权转让, 再一次吹响行业整合的号角, 主要围绕汇金系、建银系、中信系、广发系、明天系等金融控股平台展开, 共涉及 20 家左右的证券公司。

表4: 部分一参一控涉及券商及整合结果

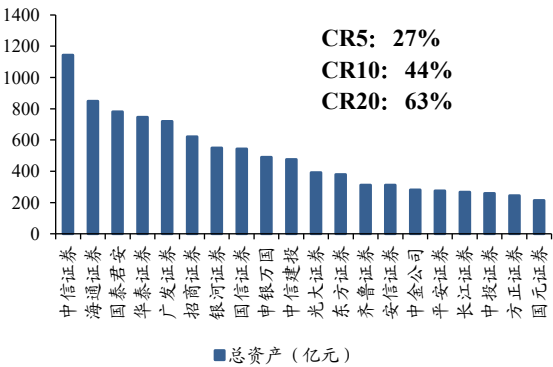
金控平台	证券公司	处理结果
汇金系	申银万国	申万并购宏源
	宏源证券	
	中金公司	中金并购中投
	中投证券	
	国泰君安	转让予上海国际集团

建银系	宏源证券	建银控股
	西南证券	建银参股
	中投证券	转至汇金
	齐鲁证券	转至汇金
	瑞银证券	转至汇金
	中信建投	转至汇金
	中金公司	转至汇金
中信系	中信金通证券	转为区域子公司
	中信万通证券	转为区域子公司
	中信建投证券	转让 53%，保留 7%股份
明天系	新时代证券	新时代吸收远东，由明天控股
	远东证券	
	恒泰证券	恒泰吸收长财，由明天参股
	长财证券	
	太平洋证券	转让予山东九羊

数据来源：证监会，东吴证券研究所

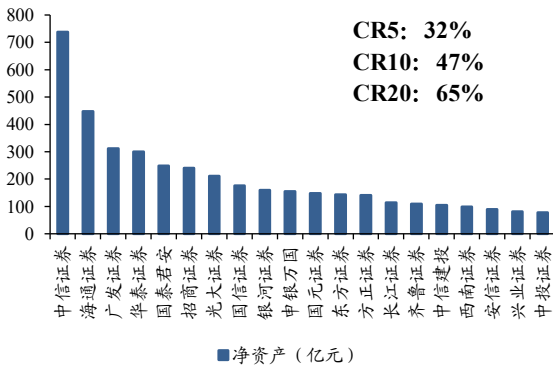
在经历两轮行政主导的深度洗牌后，证券行业逐步建立了国有头部为主、分层合规经营的稳态行业梯队。政策配套的扶优限劣导向与分类评级制度进一步拉开机构分层差距，创新类、规范类券商获得融资、创新业务试点优先权，尾部机构仅能保留基础经纪业务，市场竞争逐渐转向资本实力、合规风控、综合服务、全业务链条能力的差异化比拼，形成全国综合龙头+区域中型券商+特色精品机构分层共存的稳定竞争格局。从竞争格局来看，头部券商资本规模、网点覆盖、业务资质形成壁垒，行业集中度持续抬升。2011 年我国证券公司总资产 CR5、CR10 分别达到 27%、44%，较 2003 年基本持平，但净资产 CR5、CR10 分别达到 32%、47%，较 2003 年大幅提升。其中中信证券通过一系列收购外延式扩张，逐步完善业务条线，至 2011 年已彻底奠定行业龙头地位。

图5：2011 年证券公司总资产 Top 20



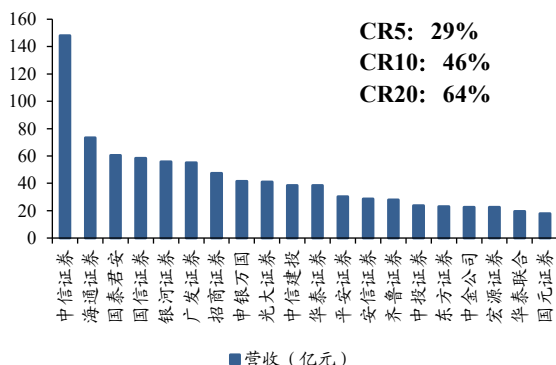
数据来源：中证协，东吴证券研究所

图6：2011 年证券公司净资产 Top 20



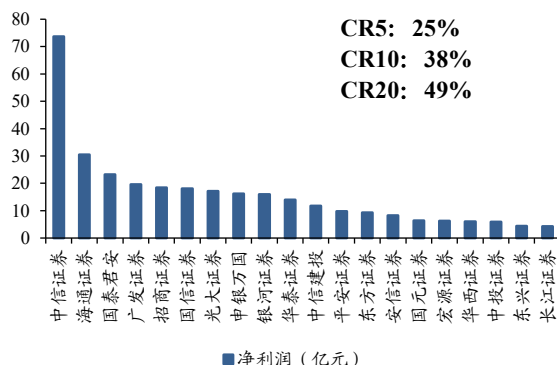
数据来源：中证协，东吴证券研究所

图7：2011年证券公司营收 Top 20



数据来源：中证协，东吴证券研究所

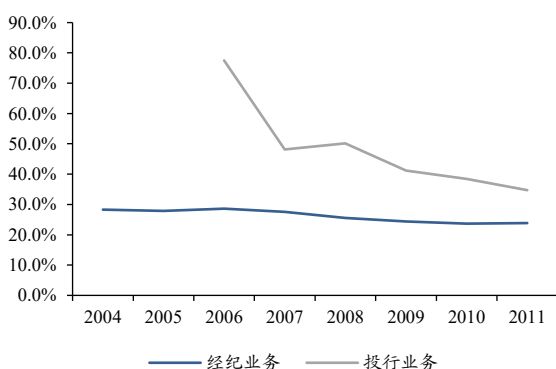
图8：2011年证券公司净利润 Top 20



数据来源：中证协，东吴证券研究所

从各项业务情况来看,券商经纪、投行两大主业的市場集中度呈现平缓波动的趋势。2004-2011 年,证券行业股票基金交易额 CR5/CR10 由 28.3%/51.2%缓步下行至 23.8%/34.7%,证券承销额 CR5/CR10 由 46.0%/67.8%下行至 42.0%/55.2%。在综合治理、“一参一控”等改革背景下行业经纪、投行业务集中度并未大幅上行,我们认为主要有以下原因:①综合治理淘汰的是劣质尾部,而非中游券商,头部分额的抬升空间有限。②综合治理之后监管放宽了营业部新设的审批限制,大量资质合格的中型券商得以在省內、区域下沉铺设网点,深耕本地散户与地方机构客群。③2006 年投行业务集中度阶段性冲高是股权分置改革的脉冲式利好,巨量央企、国有大行 IPO 的高标准硬性要求,短期把大单集中给到头部投行。

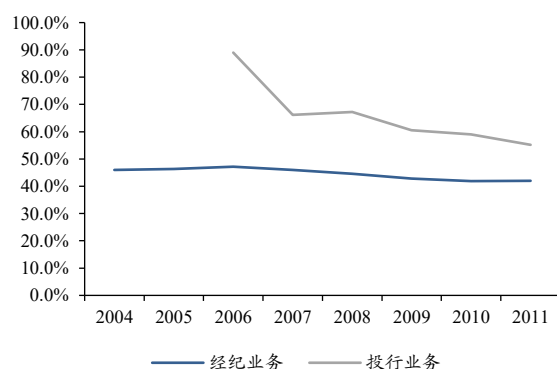
图9：2004-2011年证券公司各项业务 CR5



数据来源：中证协，东吴证券研究所

注：此处经纪业务采用股票基金交易总金额，投行业务采用股票债券承销总金额。

图10：2004-2011年证券公司各项业务 CR10



数据来源：中证协，东吴证券研究所

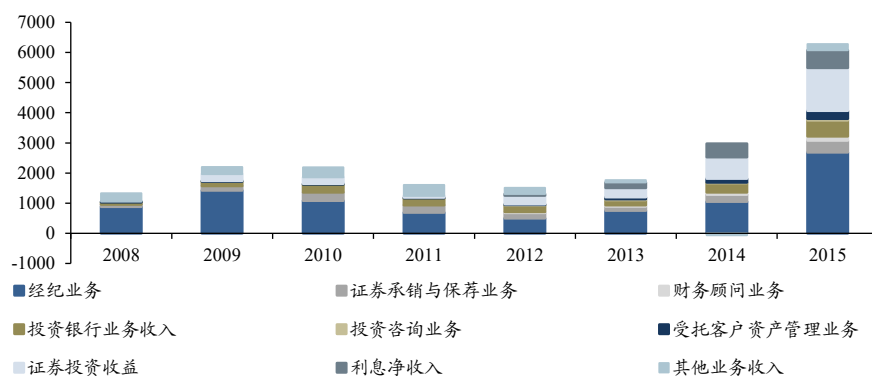
注：此处经纪业务采用股票基金交易总金额，投行业务采用股票债券承销总金额。

1.3. 2012-2018 年：政策周期与牛熊交替交织，行业集中度震荡剧烈

1) 2012-2015 年：创新松绑叠加互联网红利，多元玩家同台竞争。

2012 年起，宽松的市场环境与政策改革红利让证券行业进入多元共生的竞争新阶段。宏观层面，国内多次降准降息释放充裕市场流动性，经济结构转型倒逼资本市场拓宽直接融资渠道，为证券行业规模扩张奠定了市场基础。政策层面，2012 年券商创新大会打破了长期以来的业务壁垒，全面放开两融、股票质押、资管、场外衍生品等创新业务权限；2014 年新“国九条”进一步明确行业扶优限劣的发展导向，鼓励券商补充资本、并购整合、布局国际化业务，改变了券商单一依赖经纪通道业务的收入结构。基于以上背景，中小券商加快突破资本瓶颈发展重资本业务，差异化竞争赛道客观上被打开。

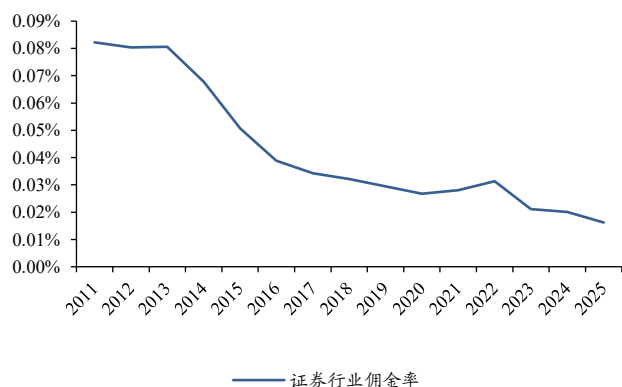
图 11：2008-2015 年证券行业分业务收入结构（亿元）



数据来源：中证协，东吴证券研究所

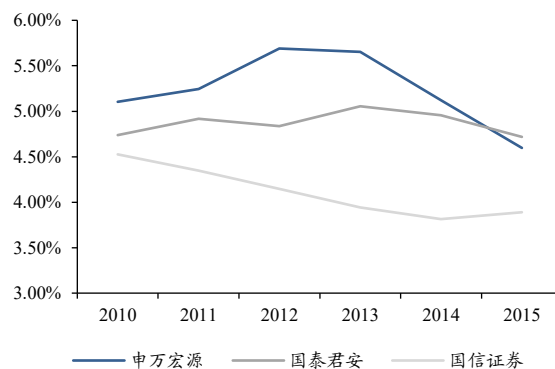
与此同时，互联网金融浪潮席卷行业，叠加“一人一户”限制放开，也进一步加剧了券商经纪业务的竞争。2013 年互联网金融元年开启，非现场开户放开，彻底颠覆了传统券商依托线下网点的竞争模式；2015 年“一人一户”限制全面取消，打破券商对零售客户的独占壁垒。受此影响，行业佣金率中枢持续下行，部分大型券商受互联网布局节奏影响，经纪业务市占率逐步下滑。

图 12：2011-2025 年证券行业佣金率



数据来源：中证协，东吴证券研究所

图 13：部分老牌券商代理交易额市占率下滑



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2) 2016-2018 年：股灾去杠杆叠加严监管，行业出清

2016 至 2018 年，股市异常波动引发行业风险出清，金融去杠杆与全面严监管成为时代主旋律，行业马太效应被急剧放大。自 2015 年下半年股灾开始，证券行业从增量扩张转向存量优化。为化解场外配资、高杠杆质押、非标通道业务滋生的金融风险，监管层开启全方位整治。①2016 年，新版券商风控指标管理办法落地，从净资本、杠杆比例、风险资本占用等维度严格约束券商经营行为，行业整体杠杆率大幅回落，各类创新非标通道业务全面收缩。②2018 年资管新规落地，全面压缩非标通道、严控嵌套层级、要求净值化管理，此前中小券商依托低门槛通道快速做大资产规模的路径被切断。③2018 年，股票质押新规出台，严格限制资金用途、强化券商净资本与风控门槛。在此过程中，头部券商凭借充足的资本储备、完善的风控体系和多元的业务结构，在行业下行周期中稳健经营，持续巩固在投行、资本中介、自营交易等核心业务的市场份额，抗风险能力优势凸显。而多数中小券商重资产业务全面收缩，仅能依靠传统经纪、区域债券业务维系经营。

表5：2016-2018 年证券行业全方位整治监管措施梳理

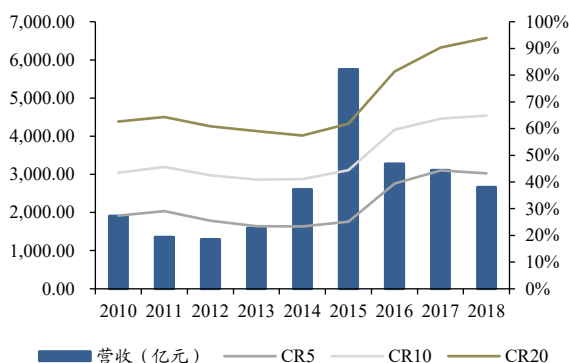
时间	政策/事件	内容
2016 年 6 月	《证券公司风险控制指标管理办法》	首次建立净资本 + 流动性双核心风控框架，新增资本杠杆率、流动性覆盖率、净稳定资金率硬性指标；区分核心 / 附属净资本，大幅上调自营、股票质押、资管业务风险资本计提比例，业务扩张严格绑定资本金规模，直接抬高中小券商业务扩张天花板。
2016 年 7 月	《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》	将股票类结构化产品杠杆上限由 10 倍压缩至 1 倍，严禁多层嵌套、资金池、保本保收益，全面限制银行理财借通道流入股市，中小券商依靠通道快速做大规模的核心路径被大幅收紧
2018 年 1 月	《股票质押式回购交易及登记结算业务办法》	设置三重硬性红线：个股整体质押率≤50%、单券商对单只股票融出比例≤30%、单票股东质押上限 60%；按券商分类评级差异化约束业务规模，质押业务属于重度资本消耗业务
2018 年 4 月	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（资管新规）	统一全行业资管监管标准：禁止多层嵌套、全面压缩非标通道、打破刚性兑付、强制净值化管理、统一各类资管产品杠杆上限

数据来源：证监会，上交所，东吴证券研究所

整体来看，2012-2018 年头部证券公司垄断性优势曾出现阶段性松动，但在行业风险暴露过程中，其仍凭借资本与牌照壁垒实现了市场份额的逐步提升。1)2012-2015 年，行业处于创新宽松周期，竞争门槛阶段性弱化，叠加 2014-2015 年牛市行情带动全行业自营、经纪业务普涨，中小券商业绩弹性显著高于基数庞大的头部机构，最终形成集中

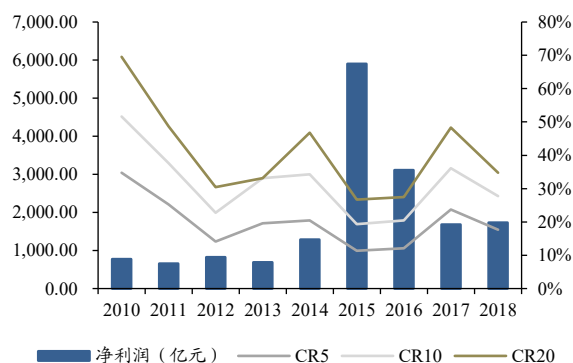
度显著下行的阶段性格局。2015 年证券行业营收 CR5/CR10 分别为 25%/44%，较 2011 年下降 4pct/2pct；净利润 CR5/CR10 分别为 11%/19%，较 2011 年下降 14pct/19pct。此阶段行业竞争核心偏向通道业务，资本、风控等长期壁垒尚未成为决定性约束。2) 2016-2018 年，行业监管基调由鼓励创新转向全面审慎管控，叠加市场风险出清、业务规则重构，行业集中度进入快速上行通道。此外，两融、场外衍生品、机构销售等重资本业务成为利润核心增量，头部券商融资成本、机构渠道优势持续放大，中小券商受资本天花板制约难以参与高价值赛道。在此背景下，2018 年证券行业营收 CR5/CR10 分别为 43%/65%，较 2015 年提升 18pct/21pct；净利润 CR5/CR10 分别为 18%/28%，较 2015 年分别提升 7pct/9pct。

图14：2010-2018 年证券行业营收及集中度



数据来源：中证协，东吴证券研究所

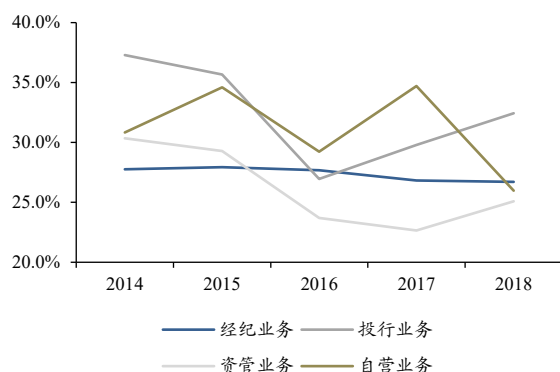
图15：2010-2018 年证券行业净利润及集中度



数据来源：中证协，东吴证券研究所

这一阶段券商经纪业务集中度缓步回落，投行、资管业务集中度演化大体契合监管周期松紧切换的节奏，自营业务集中度波动较大。1) 经纪业务集中度走势最为平稳，CR5/CR10 自 2014 年的 27.8%/47.5%缓步回落至 2018 年的 26.7%/44.6%，下行斜率平缓。经纪业务集中度走势与行业整体营收/净利润存在差异，我们认为主要系此前的线上开户红利并非短期政策红利，线上交易习惯完成了用户端固化，中小券商积累成熟的线上运营体系与存量客户后，前期分流出去的份额很难被头部券商重新夺回。2) 投行业务、资管业务集中度先降后升，与行业整体经营业绩相似，我们认为主要系两类业务业绩本身高度绑定监管松紧（投行业务收入与投行 IPO 审核节奏高度相关，资管业务收入受非标通道压缩、合规门槛抬升影响较大）。3) 自营业务盈利逻辑高度绑定二级市场行市，叠加各家券商风险偏好分化突出，因此集中度指标起伏剧烈。整体来看，2016 年前监管环境相对宽松，业态创新、通道放开赋予中小型券商切入各细分赛道的机会，普遍拉低行业集中度指标；2017-2018 年监管转向强合规，严控杠杆与通道业务，中小券商资本短板凸显，各业务集中度整体迎来修复抬升。

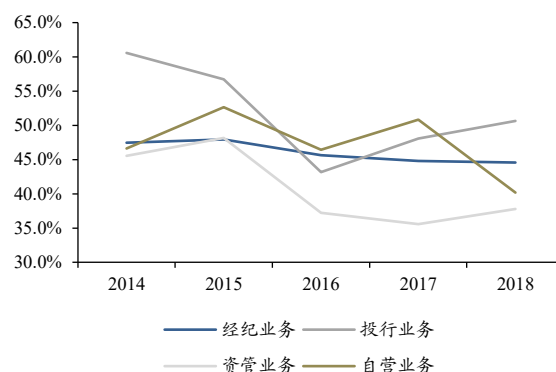
图16：2014-2018 年证券公司各项业务 CR5



数据来源：中证协，东吴证券研究所

注：此处经纪业务采用股票基金交易总金额，投行业务采用承销与保荐业务净收入，资管业务采用受托客户资产管理业务净收入，自营业务采用证券投资收入。

图17：2014-2018 年证券公司各项业务 CR10



数据来源：中证协，东吴证券研究所

注：此处经纪业务采用股票基金交易总金额，投行业务采用承销与保荐业务净收入，资管业务采用受托客户资产管理业务净收入，自营业务采用证券投资收入。

1.4. 2019 年至今：一流投行建设层层递进，行业集中度稳步抬升

2019 年以来监管对证券行业整合、一流投行建设的政策导向呈现清晰递进脉络。

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落地（例如国泰君安合并海通证券）。这一时期行业监管政策持续贯彻扶优限劣思路，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长期头部集中的发展趋势。

表6：2019 年起监管鼓励券商并购重组相关表述

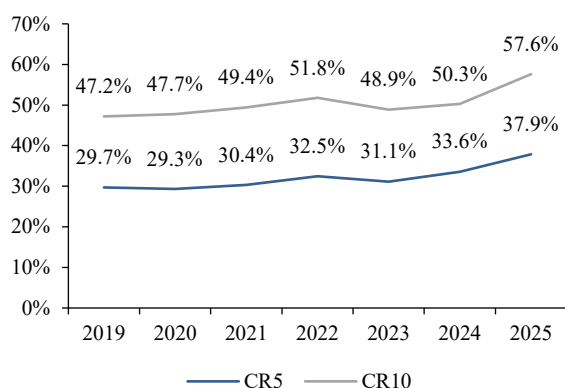
时间	相关单位/会议	内容
2019 年 11 月	证监会	提出“积极推动打造航母级头部证券公司”，促进证券行业持续健康发展，还给出打造“航母级证券公司”的相关政策措施，包括多渠道充实证券公司资本，鼓励市场化并购重组，支持行业做优做强等。
2020 年 7 月	证监会	发文鼓励有条件的券商与基金公司实施市场化并购重组。
2023 年 10 月	中央金融工作会议	提出“着力打造现代金融机构和市场体系”，并首次提出“培育一流投资银行和投资机构”。
2023 年 11 月	证监会	再次强调支持头部券商通过业务创新、集团化经营、并购重组等方式做优做强，打造一流的投资银行，发挥服务实体经济主力军和维护金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

2024 年 3 月	证监会	发布《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》，量化中长期发展目标：5 年左右培育 10 家左右优质头部机构引领行业；2035 年形成 2-3 家具备国际竞争力的一流投行；到本世纪中叶，形成综合实力和国际影响力全球领先的现代化证券基金行业。
2024 年 4 月	国务院	国务院发布新“国九条”，重申支持头部证券机构通过并购重组、组织创新提升核心竞争力，鼓励中小券商错位经营，从国家级文件确认行业整合长期导向。

数据来源：证监会，中国政府网，东吴证券研究所

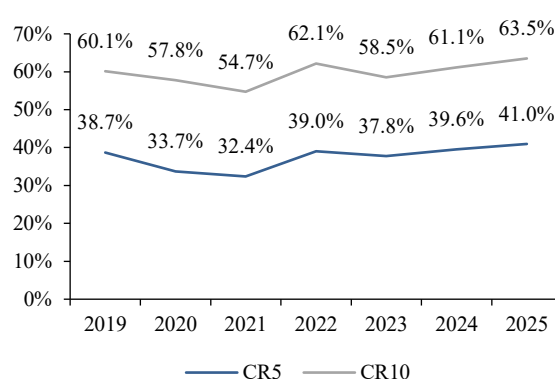
在政策持续催化下，行业集中度波动上升。自 2019 年监管层首次提出打造航母级券商、明确以并购整合优化行业格局以来，培育一流投行逐步上升至金融强国顶层战略，配套分类监管、资本补充、并购简化、创新业务差异化倾斜等一系列政策持续落地，自上而下推动行业资源向头部集中。行业集中度自 2019 年以来波动上升，至 2025 年，行业营收 CR5/CR10 分别为 37.9%/57.6%，较 2019 年提升 8.2pct/10.4pct；行业净利润 CR5/CR10 分别为 41.0%/63.5%，较 2019 年提升 2.3pct/3.4pct。

图18：2019-2025 年证券行业营收集中度



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图19：2019-2025 年证券行业净利润集中度

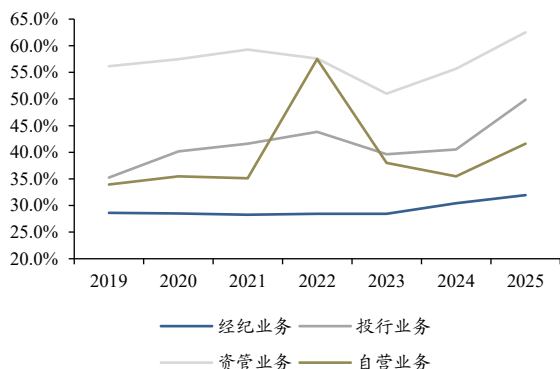


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2019 年后依托监管层打造一流投行的顶层政策导向，券商主营业务市场集中度整体迈入上行周期，但集中度抬升节奏与波动幅度仍存在分化。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，行业转向主动管理转型，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

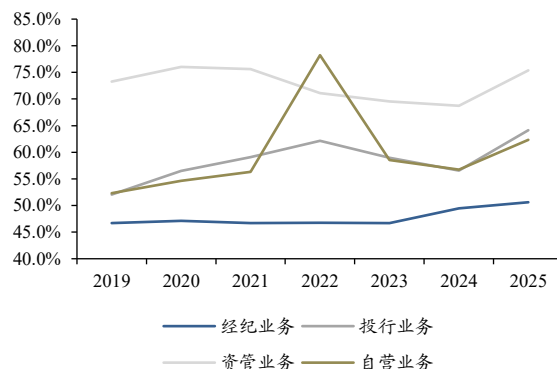
所回落，2025 年再度回升至 41.6%，CR10 同步呈现相似波动，我们预计主要系自营业业绩与股债市场行情相关性较大。

图20：2019-2025 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21：2019-2025 年证券公司各项业务收入 CR10



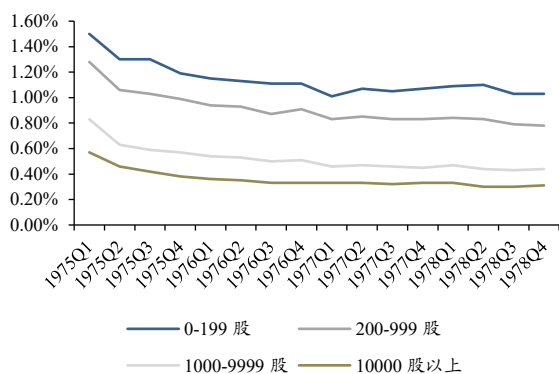
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 从成熟市场看行业规律，集中稳态是长期必然趋势

2.1. 美国：历经监管迭代与危机出清，最终形成错位竞争的稳态格局

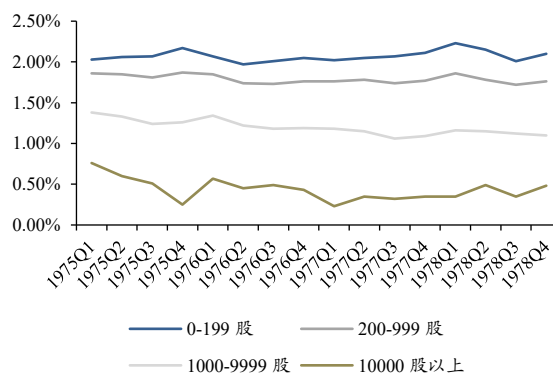
1975 年佣金自由化后，美国证券公司经纪业务竞争加剧，推动行业大规模分化。1975 年 5 月美国《证券法修正案》落地实施佣金协商制，运行百余年的固定佣金体系宣告终结，经纪业务竞争逻辑从制度保护转向彻底的市场化博弈。从费率端看，SEC 季度监测数据显示，1978 年机构小额交易佣金率较佣金自由化改革前降幅达到 30%-40%，大额交易佣金率降幅接近 50%，传统线下全服务券商依托固定佣金形成的稳定盈利根基快速瓦解。在此背景下，美国证券公司被迫基于自身资源禀赋选择差异化发展路径，头部综合投行依托研究、投行、机构服务能力转向高附加值机构业务与高净值财富管理；嘉信理财等折扣经纪商以极致低价交易服务切入大众零售市场，搭建轻量化运营体系抢占个人投资者流量；大量中小区域经纪商因盈利收窄、缺乏转型能力逐步出清。伴随业务结构重构，经纪业务收入在美国证券行业总收入中的占比快速回落（至 1990 年代，美国证券行业收入中代理买卖手续费收入占比仅为 15%，较 1960 年代末的 60%大幅下降）。

图22: 1975-1978 年美国机构投资者佣金率 (按交易股数)



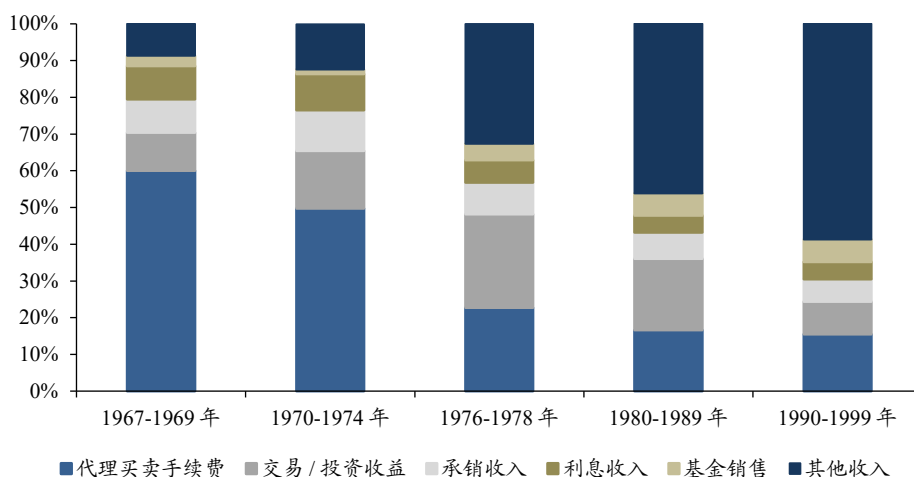
数据来源: SEC, 东吴证券研究所

图23: 1975-1978 年美国个人投资者佣金率 (按交易股数)



数据来源: SEC, 东吴证券研究所

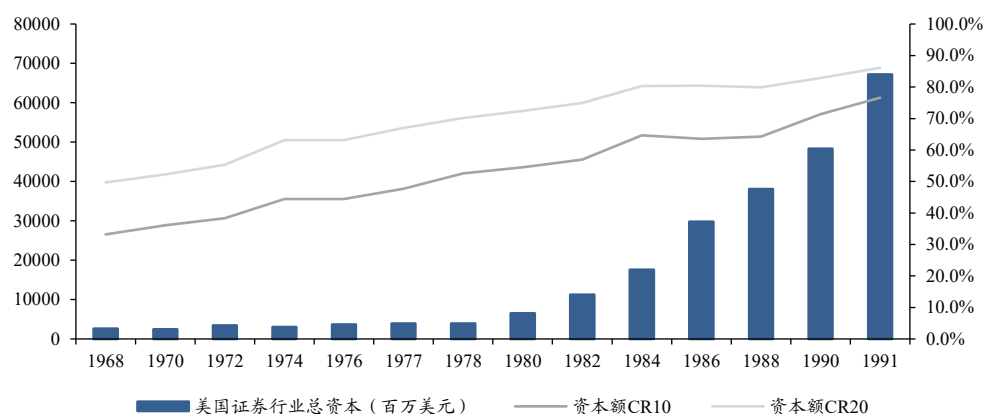
图24: 1967-1999 年美国证券行业收入结构



数据来源: 证券时报, 东吴证券研究所

80 年代重资本业务与机构业务的繁荣进一步推动市场资源向头部玩家集中。80 年代宏观利率与商品价格剧烈波动, 催生大量风险对冲需求, 同时养老金、共同基金等机构投资者崛起带动大额机构交易爆发, 股指、利率、商品衍生品市场同步繁荣。在此背景下, 资本雄厚的头部券商凭借自身规模优势持续抢占重资本业务市场份额, 行业资本集中度显著走高。1968 至 1991 年, 美国证券行业总资本由 26.53 亿美元大幅增长至 671.61 亿美元, 头部前十券商资本额占比从 33.2%飙升至 76.6%, 中小梯队份额持续萎缩。

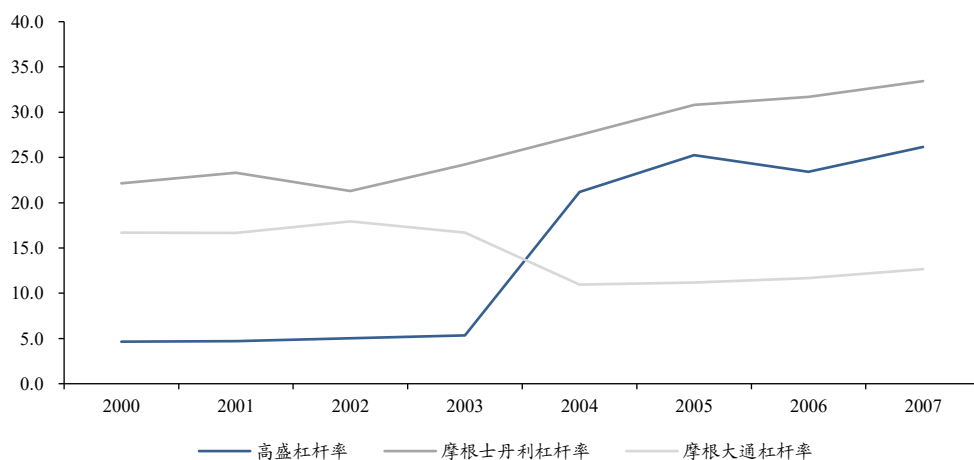
图25：1968-1991年美国证券行业资本额及集中度



数据来源：证券市场导报，东吴证券研究所

1999年起美国证券行业开启混业经营时代，独立投行与全能银行双峰并立。1999年美国正式废除《格拉斯-斯蒂格尔法案》，出台《金融服务现代化法案》，打破银行、证券、保险的行业壁垒，全面开启金融混业经营时代。同时，监管层放松投行杠杆约束，资产证券化、场外衍生品业务迎来爆发式增长，美国证券行业进入创新最活跃、规模扩张最快的鼎盛阶段，形成了独立投行与银行系金控集团两大阵营分庭抗礼的竞争格局。五大独立投行（高盛、摩根士丹利、美林、雷曼兄弟、贝尔斯登）凭借无存款监管约束的制度优势，将经营杠杆提升至25-30倍，大力布局高收益的衍生品自营、结构化产品、全球并购业务，在高端资本市场业务、机构交易、跨境金融服务领域形成绝对优势，占据全球资本市场定价主导权。而摩根大通、花旗、美银等全能银行则依托低成本存款资金、完善的线下零售网点、信贷与证券联动优势，在债券分销、零售财富管理、基础企业金融服务等领域持续发力。整体来看，这一阶段美国证券行业创新泛滥，规模快速扩张，但独立投行高杠杆、重自营、风险集中的经营模式也累积了巨大的系统性金融风险，为2008年金融危机埋下核心隐患。

图26：2000-2007年高盛、摩根士丹利杠杆率提升速度优于摩根大通（倍）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2008 年金融危机后，独立投行模式终结，行业格局再度重构。2008 年次贷危机爆发，成为美国证券行业百年发展的核心分水岭，高杠杆、无存款缓冲的独立投行模式彻底瓦解，行业完成系统性风险出清与格局重塑。五大投行中，贝尔斯登因流动性危机被摩根大通收购，雷曼兄弟破产清算，美林因巨额次贷亏损被美国银行收购，高盛、摩根士丹利为规避破产风险、获取流动性支持，主动申请转型为银行控股公司，纳入美联储统一监管，经营杠杆大幅压降，传统高风险自营业务大幅收缩，纯粹的独立投行时代彻底终结。

当前美国证券行业已形成清晰错位分层竞争格局，不同赛道机构凭借自身禀赋构筑差异化壁垒。

①高盛、摩根士丹利、摩根大通等全能投行依托雄厚资产负债表，以重资本配套能力实现企业、机构、高端财富客户全覆盖，垄断头部投融资、跨境并购市场。

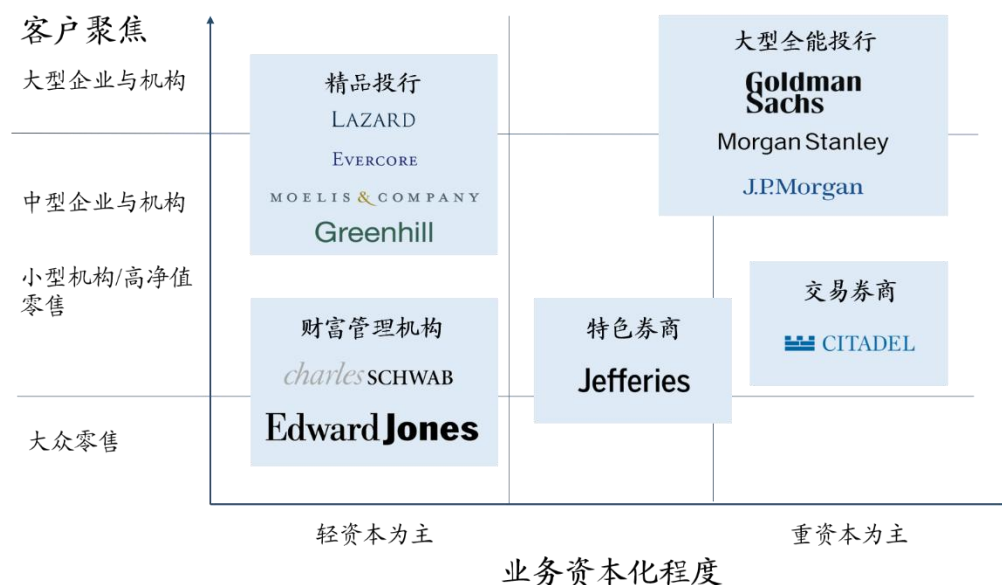
②Lazard、Evercore 等精品投行走轻资本路线，深耕大中型企业并购顾问业务，依靠专业交易能力锁定高端机构客户。

③嘉信理财等财富管理机构聚焦零售客群，以轻资产财富管理服务于大众及高净值个人。

④Jefferies 等特色券商平衡资本投入与客群覆盖，虽然提供全品类服务，但专注于某一类客户，或深耕某一地区。

⑤Citadel 等交易券商则极致发挥做市优势，服务专业交易型机构。各梯队赛道边界清晰，不存在全域通吃的单一玩家，资本实力、客户资源、专业能力分别成为不同层级机构的核心竞争抓手。整体而言，美国证券行业目前已形成了大型全能投行主导、其他类型券商深耕专业细分领域的差异化竞争格局。

图27：美国证券公司分层竞争格局



数据来源：麦肯锡，东吴证券研究所

2.2. 日本：行业始终由寡头垄断，危机与改革推动主体迭代

二战后，日本证券行业长期由四大寡头主导。二战后，日本金融体系全面重构。为适配战后经济复苏与产业重建需求，日本借鉴美国金融监管框架，落地《证券交易法》，确立分业经营、严格准入、强行政监管的行业规则，旨在重塑战前混乱的证券市场生态。彼时日本证券行业整体处于萌芽整合阶段，大量小型券商依托区域资源零散经营，尚未形成稳定的头部梯队。依托战前积累的资本实力与客户资源，野村、大和、日兴、山一四家券商逐步脱颖而出，初步奠定行业寡头雏形。20 世纪 60 年代起，日本进入经济高速增长周期，企业股权融资、资本市场扩容、国债大规模发行带动证券行业快速扩张。在监管严格管控、市场壁垒极高的背景下，行业正式形成标志性的四社寡占体制。野村、大和、日兴、山一四大综合券商凭借牌照优势、资本体量、网点覆盖与政企深度绑定资源，垄断日本资本市场几乎全部核心业务。至 1982 年，四大寡头拥有整个证券行业 81% 的资本和 90% 的净利润，日本证券行业呈现出显著的寡头垄断格局。

表7：1982 年四大寡头净利润占行业比重接近 90%（千万日元）

	资产	资本	净利润
前四大公司	264598	96097	7277
前十大公司	370979	108356	7608
行业总计	647168	133156	8106
前四大占比	40.89%	72.17%	89.77%
前十大占比	57.32%	81.38%	93.86%

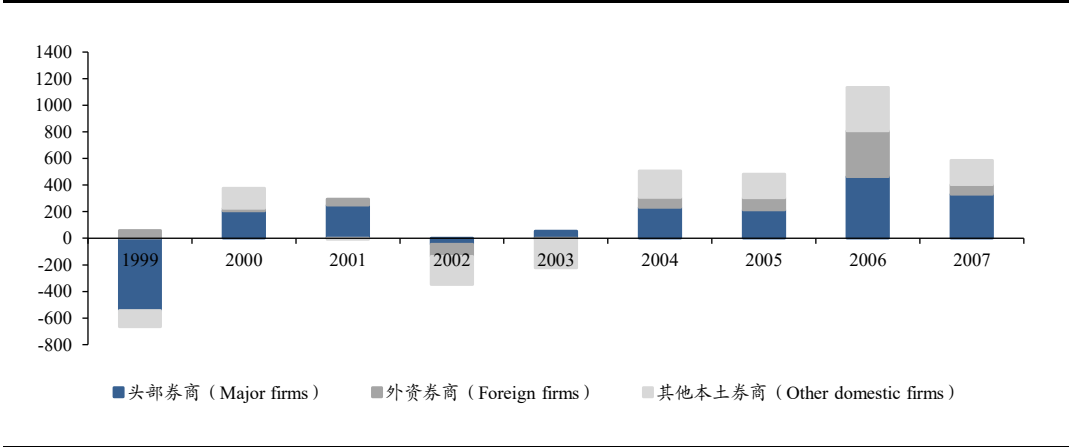
数据来源：大藏省证券局年报，经济科学，东吴证券研究所

20 世纪 80 年代至 90 年代，在对外开放冲击以及经济泡沫破裂的影响下，日本证券行业迎来出清。20 世纪 80 年代，日本启动金融自由化改革，叠加日美金融谈判倒逼市场开放，长期封闭垄断的证券行业迎来首次系统性冲击。一方面，外资券商持续入场，凭借成熟的衍生品交易、跨境并购、资产管理、量化交易能力，快速抢占高端机构业务、跨境金融业务市场份额，在高附加值创新业务领域对本土四大券商形成显著冲击。另一方面，金融自由化叠加宽松货币政策，催生股市与地产双重泡沫，本土券商大规模加码股票自营、不动产关联投资、结构化产品业务，杠杆水平持续抬升，业务风险快速累积。进入 90 年代后，日本经济泡沫破裂，叠加 1997 年亚洲金融风暴影响，日本证券行业遭遇重创。1997 年，四大寡头之一的山一证券破产清算，标志着存续数十年的四大寡占体制正式崩塌，日本证券行业迎来战后首次大规模格局重构。

21 世纪初，“金融大爆炸”改革背景下，多元化、混业化成为日本证券业的阶段性代表特征。1999 年日本推行“金融大爆炸”全面改革，成为证券行业格局迭代的核心转折点。“金融大爆炸”改革彻底颠覆传统金融体系，具体措施包括废除严格分业经营规则，允许银行、证券、保险跨业混业经营；证券行业由牌照许可制转为注册制，市场准入大幅放宽；全面取消固定佣金制度，经纪业务彻底市场化；同时放开衍生品、资管、跨境交易等各类业务限制，对标欧美成熟金融市场搭建市场化规则体系。这一阶段，日本证券行业格局的主要变化包括：①旧四大寡头格局彻底瓦解，行业开启大规模并购整

合，野村证券凭借稳健风控、全球化布局与机构业务优势，巩固头部地位；大和、日兴持续收缩高风险业务、推进资源整合，行业梯队重新洗牌。②银行系金融集团强势入局，三菱日联、瑞穗等大型银行金控平台，依托低成本存款资金、庞大客户基数、银证联动优势，快速切入零售经纪、财富管理、企业投融资赛道。③外资券商迎来发展高峰，在机构交易、衍生品、跨境并购、资产管理等高端业务市占率大幅提升，成为行业重要竞争主体。④互联网券商开始萌芽，Monex、SBI 等互联网券商相继于世纪之交成立，依托低佣金、线上便捷交易模式，逐步渗透零售散户市场，开始打破传统线下券商的渠道垄断。从行业集中度来看，头部券商市场份额在这一阶段出现较大下滑。至 2007 年，头部券商净利润占比为 57%，较 20 世纪 80 年代初的 90%显著下降。

图28：1999-2007 年日本各类型证券公司净利润情况（十亿日元）



数据来源：JSDA，东吴证券研究所

2008 年金融危机后，日本证券行业寡头格局再度逐步固化。金融危机冲击下，欧美投行收缩在日业务，同时大量中小外资机构逐步退出本土市场，而本土头部机构则顺势完成市场份额承接，野村、大和、三菱 UFJ、三井住友、瑞穗五大综合券商凭借并购整合、集团协同持续扩大业务壁垒。2024 年，五家大型证券公司的营业净收入、净利润市占率分别达到 45%、51%。

表8：2024 年日本不同类型证券公司经营概况

	公司数量 (家)	公司数量 占比	营业净收入 (亿日元)	营业净收入市 占率	净利润 (亿日元)	净利润市 占率
大型证券公司	5	2%	27447	45%	4070	51%
线上证券交易商	6	2%	4251	7%	778	10%
海外证券公司	40	15%	16939	28%	2269	28%
地方中小型证券公司	182	70%	5498	9%	619	8%
其他	26	10%	6810	11%	287	4%
合计	259	100%	60945	100%	8023	100%

数据来源：JSDA，东吴证券研究所

3. 证券行业未来竞争格局展望：集中化与差异化并行

2023 年以来国内券商市场化、国资主导并购案例密集落地，并购主体覆盖头部、区域中型券商，并购推进节奏充分印证行业集中化是长期不可逆趋势。其中上海国资委主导国泰君安与海通的强强合并，是本轮打造航母级投行的标志性事件，整合完成后资本体量、全业务经营指标大幅跃升，清晰体现政策层推动头部做大做强的导向。当前阶段中金、东吴、东方证券三起重大并购仍处于审批阶段，意味着行业整合进程尚未走完，存量牌照、网点、客户、投行项目资源仍在持续向优势券商归集。

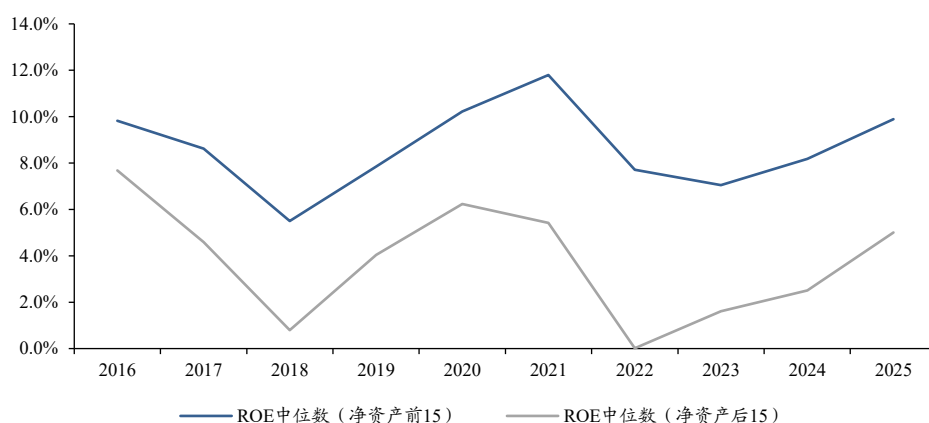
表9：证券行业当前迎来新一波并购潮

合并方	时间/公告时间	被合并方	原因	效果
国联证券	2023 年	民生证券	主动收购，获取投行业务资源，扩张经纪业务	研究所、投行业务等排名大幅提升
浙商证券	2023 年	国都证券	主动收购，扩大业务规模	浙商净资产排名有所提升
西部证券	2024 年	国融证券	主动收购，扩大业务规模	行业地位有所巩固，但净利润排名提升有限
国信证券	2024 年	万和证券	主动并购，同属深圳国资体系，统筹客户资源，挖掘更多业务机会	已完成过户，整合效益尚在释放中
国泰君安	2024 年	海通证券	主动并购，由上海国资委主导，旨在打造国际一流投行	初步完成整合，各项经营指标大幅提升
中金公司	2025 年 11 月	信达证券、东兴证券	中央汇金主导合并，目标解决一参一控问题，打造一流券商	尚在审批过程中
东吴证券	2026 年 3 月	东海证券	主动并购，同属江苏省本土券商，扩大业务规模	尚在审批过程中
东方证券	2026 年 4 月	上海证券	主动并购，同属上海国资委券商，扩大分支机构数，提升行业排名	尚在审批过程中

数据来源：Wind，东吴证券研究所

头部券商与尾部券商盈利能力长期分化，必然驱动行业存量出清与资源集中。2025 年净资产排名前 15 的券商 ROE 中位数为 9.89%，较净资产排名后 15 的券商的 ROE 中位数（5.01%）超出 4.88pct。2021-2025 年，头部券商与尾部券商的 ROE 差距较之 2016-2020 年显著走扩，对标美、日成熟市场发展路径来看，长期必然驱动行业存量出清与资源集中。尾部券商盈利持续承压情况下，未来或被头部、区域国资券商并购整合，或持续收缩业务导致市场份额萎缩。

图29：头部上市券商与中小上市券商盈利能力差距逐渐走扩



数据来源：Wind，东吴证券研究所

复盘海内外券商行业发展规律，我国证券行业有望构建韧性更强的多层次资本市场中介体系。成熟市场均形成清晰分层赛道：美国证券行业形成全能投行、精品投行、线上财富经纪商等错位竞争的格局；日本形成五大综合券商、区域中小本土券商、互联网线上经纪商、外资精品机构等梯队。由此来看差异化经营化解行业同质化竞争的路径也将成为国内行业长期演化方向。1) 头部大型综合券商，聚焦重资本、机构、跨境等业务赛道，依托雄厚净资本布局衍生品、做市、两融、自营交易，搭建全球化分支机构，依靠综合服务能力形成闭环壁垒，走规模化、国际化路线。2) 区域特色中型券商，深耕属地资源，依托地方国资股东优势，服务区域产业集群、地方政府投融资、区域中小企业IPO 与并购，打造区域龙头；或垂直深耕细分赛道，聚焦硬科技投行、买方投顾等垂直领域，打造“小而专”精品业务能力，对标美国 Lazard 模式，避开头部全域竞争。3) 尾部小型券商，牌照红利持续消退，通道业务盈利空间不断压缩，在资本、合规、科技三重门槛约束下面临持续出清。缺乏区域资源与特色业务的尾部机构，或被头部、区域国资券商并购整合，或转型纯经纪、基金代销等轻量化辅助业务，行业存量数量逐步收缩。

4. 投资建议

对标美、日成熟市场发展历程，国内证券行业长期预计将延续头部集中、强者恒强的演化趋势，叠加政策持续推动一流投行建设背景下并购整合常态化，高壁垒业务资源持续向龙头聚拢，头部大型券商业绩稳定性与长期成长空间显著占优。推荐中信证券、国泰海通、华泰证券、中金公司。

表10：个股盈利预测与估值（截至 2026 年 7 月 17 日）

证券代码	公司名称	总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	营业总收入（亿元）			归母净利润（亿元）			PB		
				2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
600030.SH	中信证券	4,090	27.60	749	873	945	301	365	398	1.45	1.35	1.24
601211.SH	国泰海通	3,226	18.30	631	758	817	278	301	329	1.01	0.93	0.87
601688.SH	华泰证券	1,794	19.87	358	410	448	164	193	214	1.03	0.92	0.85
601995.SH	中金公司	1,971	35.38	285	346	379	98	122	135	1.71	1.30	1.21

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：以上盈利预测数据来源于 2026 年 7 月 17 日 Wind 一致预期。

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>