

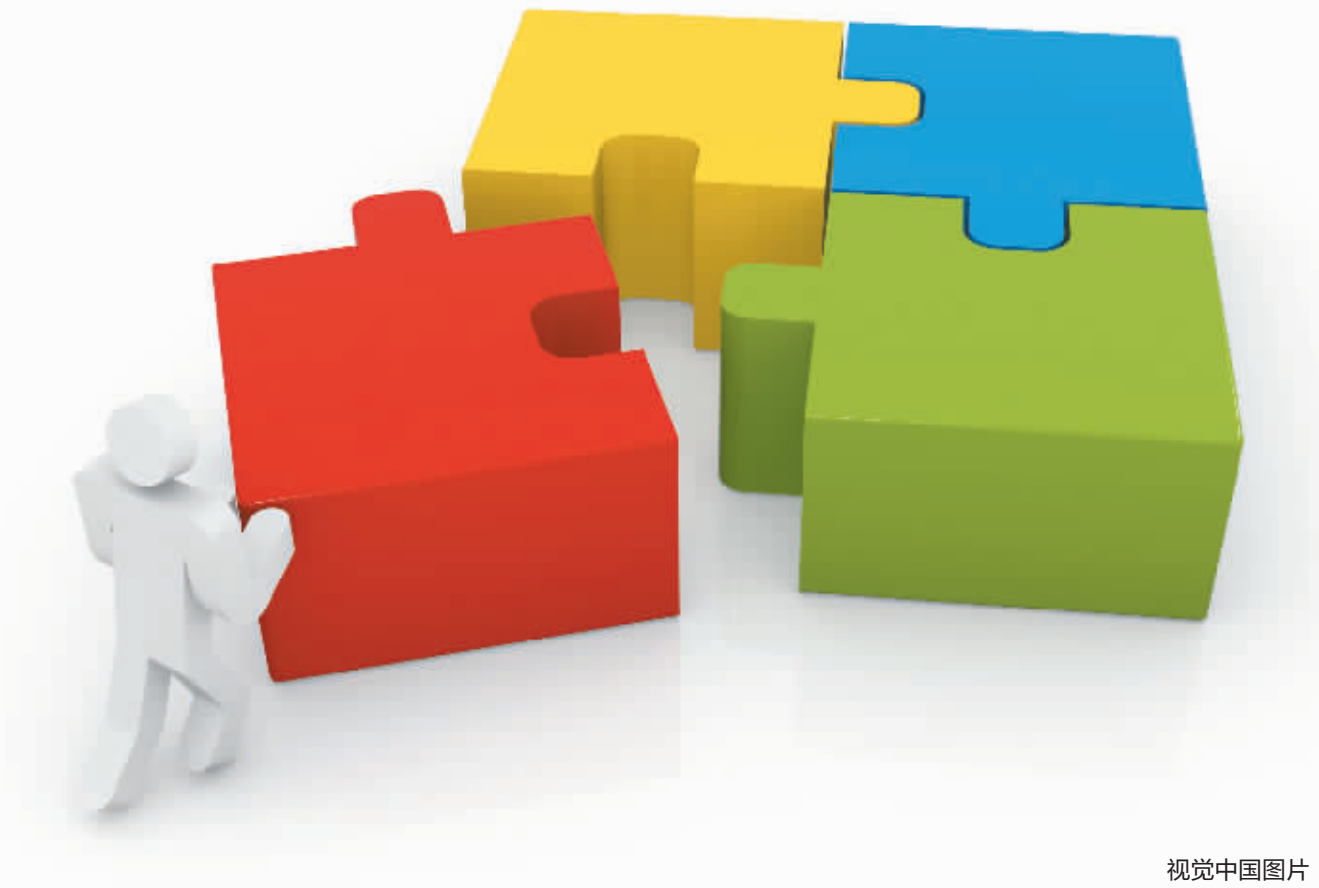
券业并购加速迈向精准化 多维协同擘画一流投行新图景

近日，国泰海通完成重组更名上市，万亿券商“航母”正式启航。这一里程碑事件是证券行业近年来加速整合的缩影。

自中央金融工作会议提出“培育一流投资银行”以来，政策支持叠加市场竞争压力，券业并购潮持续升温。然而，如何通过整合实现“1+1>2”的协同效应，仍是行业亟待破解的核心命题。

“并购不是终点，而是新竞争力的起点。”多位业内专家对中国证券报记者表示，证券业整合已进入精准化阶段。证券公司通过并购夯实实力，行业集中度将持续提升；通过选择合适的并购模式，注重业务互补、文化融合，并在监管层的支持与引导下，提升资源整合效率，实现更多“1+1>2”的并购案例。

● 本报记者 周璐璐 林倩 葛瑶



视觉中国图片

政策推力与市场压力共振 券业并购潮加速

2023年以来，证券行业迎来第五轮并购潮。谈及本轮券业并购潮，受访专家均认为这是政策与市场双重驱动下的必然趋势。

一方面，与以往不同，本轮并购潮具有鲜明的政策导向性。2023年中央金融工作会议明确提出“培育一流投资银行和投资机构”。2024年3月，证监会明确“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”

根据田利辉观察，在券业并购模式趋于多元化的过程中，部分头部券商通过并购拓展国际业务，增强全球化布局能力。同时，金融科技的发展促使券商在并购中更加注重技术整合和数字化能力的提升。证券业并购已进入精准化阶段。

谈及不同券商如何选择更适合的并购模式，“权衡”成为受访专家的高频词。

希望通过并购扩大市场份额。

“前三轮并购主要是解决问题，包括分业经营、综合治理、一参一控等，第四轮并购虽然是市场化驱动，但体量较小。本轮并购的特征是大体量、大范围、大创新，鼓励头部券商之间并购重组，AH吸收合并的方式也是历史性创新，并购完成后也更接近国际一流投资银行的目标。”东海证券非银首席分析师陶圣禹表示。

陶圣禹认为，中小券商应权衡自身实力、特色业务及发展规划，选择能发挥优势、弥补短板的并购模式；头部券商则要考虑战略布局、资源协同及管理能力，选择能提升综合实力和国际竞争力的并购模式。

“中小券商宜选择被并购获取资源，头部券商可探索业务互补式并购或国际化整合，当然，这需要平衡战略目标一致。

在此次国泰君安和海通证券的合并中，作为国泰君安境外独家财务顾问，瑞银主要负责协助统筹境外相关的工作条线。“从海外投行行业发展来看，大型投行的发展壮大也是通过并购其他券商。”瑞银全球投资银行部亚洲区副主席朱正芹表示，证券行业头部集中趋势仍在强化，预计未来证券行业将出现更多类似国泰君安和海通证券合并的交易。

与整合难度。”川财证券首席经济学家、研究所所长陈雳说。

总体而言，开源证券非银金融首席分析师高超认为，无论是头部券商整合还是中小券商整合，证券公司同业整合均需要权衡整合协同收益和整合成本，持续提升自身盈利能力、企业治理能力和综合竞争优势，为未来潜在的外延战略打牢基础。

顺利推进。

监管层面上，简审批与强监测并重。一方面，简化审批流程，完善信息披露制度。陈雳建议，对科创并购项目“开绿灯”。另一方面，加强引导协调，强化监管审查。陶圣禹建议，完善政策法规，细化并购相关规则，引导券商基于自身战略和行业发展进行并购，避免盲目跟风；同时，加强对并购过程的全方位监管，严格审查并购方资质、资金来源等，防止恶意并购和利益输送，确保并购质量。田利辉建议，强化风险预警机制，建立并购风险监测体系，及时发现并化解潜在问题。

本轮并购潮突破传统“大吃小”的模式，呈现强强联合、区域整合等新特征。例如，国泰君安与海通证券的合并创下A+H市场吸收合并纪录，总资产规模跃居行业第一；浙商证券收购国都证券则聚焦区域资源协同。

在受访专家看来，并购模式的多元化趋势一定程度反映出券业并购已从简单的规模扩张转向聚焦能力跃迁。

从规模扩张到能力跃迁 并购模式呈多元化趋势

回顾过去的券业并购，实现“1+1>2”的案例不在少数。不过，阻碍券商并购效益的因素依然存在。

首先是文化冲突。“文化冲突往往是并购失败的主要原因之一，尤其是在强强联合模式中。”田利辉直言。陶圣禹表示，不同券商的企业文化、管理风格差异大，易导致员工凝聚力下降、工作效率降低。其次是业务整合难度大。陶圣禹认为，各券商业务流程、客户资源等存在差异，整合不当会造成业务停滞、客户流失。最后是人员安置问题。并购后岗位重叠，若处理不好人员去留，易引发内部矛盾和不良社会影响。

根据田利辉观察，在券业并购模式趋于多元化的过程中，部分头部券商通过并购拓展国际业务，增强全球化布局能力。同时，金融科技的发展促使券商在并购中更加注重技术整合和数字化能力的提升。证券业并购已进入精准化阶段。

谈及不同券商如何选择更适合的并购模式，“权衡”成为受访专家的高频词。

陶圣禹认为，中小券商应权衡自身实力、特色业务及发展规划，选择能发挥优势、弥补短板的并购模式；头部券商则要考虑战略布局、资源协同及管理能力，选择能提升综合实力和国际竞争力的并购模式。

“中小券商宜选择被并购获取资源，头部券商可探索业务互补式并购或国际化整合，当然，这需要平衡战略目标一致。

在此次国泰君安和海通证券的合并中，作为国泰君安境外独家财务顾问，瑞银主要负责协助统筹境外相关的工作条线。“从海外投行行业发展来看，大型投行的发展壮大也是通过并购其他券商。”瑞银全球投资银行部亚洲区副主席朱正芹表示，证券行业头部集中趋势仍在强化，预计未来证券行业将出现更多类似国泰君安和海通证券合并的交易。

与整合难度。”川财证券首席经济学家、研究所所长陈雳说。

总体而言，开源证券非银金融首席分析师高超认为，无论是头部券商整合还是中小券商整合，证券公司同业整合均需要权衡整合协同收益和整合成本，持续提升自身盈利能力、企业治理能力和综合竞争优势，为未来潜在的外延战略打牢基础。

顺利推进。

监管层面上，简审批与强监测并重。一方面，简化审批流程，完善信息披露制度。陈雳建议，对科创并购项目“开绿灯”。另一方面，加强引导协调，强化监管审查。陶圣禹建议，完善政策法规，细化并购相关规则，引导券商基于自身战略和行业发展进行并购，避免盲目跟风；同时，加强对并购过程的全方位监管，严格审查并购方资质、资金来源等，防止恶意并购和利益输送，确保并购质量。田利辉建议，强化风险预警机制，建立并购风险监测体系，及时发现并化解潜在问题。

多维度提升整合效率 实现“1+1>2”

回顾过去的券业并购，实现“1+1>2”的案例不在少数。不过，阻碍券商并购效益的因素依然存在。

首先是文化冲突。“文化冲突往往是并购失败的主要原因之一，尤其是在强强联合模式中。”田利辉直言。陶圣禹表示，不同券商的企业文化、管理风格差异大，易导致员工凝聚力下降、工作效率降低。其次是业务整合难度大。陶圣禹认为，各券商业务流程、客户资源等存在差异，整合不当会造成业务停滞、客户流失。最后是人员安置问题。并购后岗位重叠，若处理不好人员去留，易引发内部矛盾和不良社会影响。

高超还告诉记者，证券公司业务具有牌照性强、同质化特征明显和人力资本密集等特征，在行业整合过程中，有可能面临牌照冗余、业务和地域重叠度较高、核心骨干人才流失等问题，整合成本需要较长时间消化。

在“培育一流投行”目标下，受访专家称，行业需从战略定位、技术赋能、监管优化等多维度提升整合效率，实现“1+1>2”。

战略层面上，差异化定位与精准协同并进。“提升资源整合效率的着手点是要强化顶层设计”，田利辉说，这需要制定清晰的并购战略和整合计划，确保

目标一致。陶圣禹认为，券商应依据自身优势与定位，打造差异化业务体系，如专注特色领域或服务特定客户群体，实现资源精准投放。

执行层面上，利用数字化赋能，强化内部管理。利用金融科技提升资源整合效率是受访专家的共识，其表示，券商可利用大数据、人工智能等技术，构建统一的数字化平台，整合客户、交易等数据资源，实现信息共享，提升运营效率和服务质量，为客户提供精准服务。同时，建立高效的内部管理体系，简化流程、明确职责、加强部门间协作，提升资源调配速度和效果，保障整合工作

顺利推进。

监管层面上，简审批与强监测并重。一方面，简化审批流程，完善信息披露制度。陈雳建议，对科创并购项目“开绿灯”。另一方面，加强引导协调，强化监管审查。陶圣禹建议，完善政策法规，细化并购相关规则，引导券商基于自身战略和行业发展进行并购，避免盲目跟风；同时，加强对并购过程的全方位监管，严格审查并购方资质、资金来源等，防止恶意并购和利益输送，确保并购质量。田利辉建议，强化风险预警机制，建立并购风险监测体系，及时发现并化解潜在问题。

基金投顾业务稳健发展 券商加速向买方投顾转型

上市券商2024年年报披露接近尾声，行业财富管理转型继续深入。多家上市券商表示，2024年公司加速向买方投顾转型，依托各自资源禀赋，基金投顾业务得以稳健发展。未来将通过更专业的投研团队，推出更多元化的组合策略，为客户提供个性化的投资建议和陪伴服务。

近期，多家上市券商在2024年年报中披露了基金投顾业务的部分核心参数，包括管理规模、服务客户数、客户留存率、复购率。

有的券商基金投顾业务规模保持百亿元以上。东方证券表示，截至2024年末，公司基金投顾业务推出“悦”系列和

“钉”系列两个产品体系，共27个投顾组合策略，合计规模约153.71亿元，较年初增长7.05%；存量账户数19.28万户，客户留存率58.18%，复投率76.80%。

也有券商的基金投顾业务规模实现大幅增长。作为首批获得基金投顾业务试点资格的证券公司之一，国联民生表示，公司基金投顾业务保持规模和模式行业领先，其中独立投顾规模排名头部互联网平台首位，基金投顾业务规模快速增长，成为公司买方投顾的重要基础，初具现代财富管理模式雏形。截至2024年末，国联民生基金投顾保有规模92.38亿元，同比增长40.10%。

申万宏源的基金投顾业务则在复投率方面亮眼，该公司表示，截至2024年末，公司公募基金投顾累计签约客户超7万人，累计复投率超98%，客户平均使用投资顾问服务时间超1300天。

招商证券表示，在基金投顾业务方面，公司通过新增养老基金优选等策略，持续优化智能定投模型等方式，有效提升客户投资体验，公司基金投顾“e招投”在2024年末累计签约客户数8.02万户，产品保有规模51.12亿元，同比增长9.79%。

国投证券表示，基金投顾业务去年全年新增签约客户0.52万户，新增签约资产21.57亿元，管理规模达14.06亿元，累计签约资产规模51.97亿元。

全方位推动财富管理转型

目前，基金投顾业务已经试点五年多的时间，60家机构获得试点资格，其中包括29家券商。在业内人士看来，基金投顾业务自实施以来取得了良好的成效，成为国内财富管理行业的一个重要创新，为资本市场注入了稳定发展力量。

“买方投顾理念逐渐深入人心，试点机构积极打造基于买方视角的投顾体系，形成了具有差异化的买方投顾服务模式，基金投顾业务规模持续上升，全方位推动财富管理转型。”国联民生机构客户部总经理张荣升表示，伴随着证券公司投资顾问队伍不断扩充和成长，基金投顾策略成为证券公司实践资产配置、帮助客户资产保值增值的工具。

展望未来，东兴证券表示，将大力发展基金投顾业务，进一步提升“兴享投”服务品牌影响力，积极开展渠道合作，持续丰富公募投顾产品策略，强化产品供给能力。

东方证券也表示，将继续秉持买方投顾的核心理念，以客户需求为导向，以专业服务为基础，不断提升产品引入、组合研究、顾问服务等能力，树立全市场基金投顾服务标杆，为居民财富保值增值贡献力量。

4月以来调研超400家上市公司 券商青睐电子和医药生物行业

Wind数据显示，截至4月23日中国证券报记者发稿时，4月以来已有超400家上市公司接待券商调研，从行业分布情况看，电子行业合计有60家公司获券商调研，数量在各行业中位居第一；医药生物行业关注度也较高，合计有46家上市公司获券商调研。

机构表示，从投资角度看，多因素共振下，电子板块估值扩张行情值得期待，建议重视外部不确定性环境下的板块配置窗口；医药生物板块建议关注创新药方向的投资价值。

电子板块重视配置窗口

4月以来，立讯精密接待了81家券商前来调研，数量在同时期接待券商调研的上市公司中位居第一。作为一家在越南、印度、墨西哥等多个国家都有布局的精密制造领域龙头企业，美国关税政策扰动下公司海外布局是否调整、对于加征关税公司有哪些应对措施等话题在调研时备受关注。

包括立讯精密在内，Wind数据显示，截至4月23日记者发稿时，水晶光电、鹏鼎控股、顺络电子、欧菲光、京东方A、国瓷材料、蓝思科技、安克创新、艾为电子等电子行业上市公司，4月以来均接待了超过30家券商前来调研，机构对其关注热情较高；整个电子行业4月以来合计有60家公司接待券商调研，是券商最为青睐的行业。

梳理被调研电子行业公司发布的调研纪要看，除前述关税政策扰动对公司经营带来的影响外，公司未来会布局哪些新产品、如何看待产业未来发展趋势、公司在人才储备和培养方面准备采取哪些措施来实现公司战略目标等话题，在调研中均被问及。适逢年报披露季，多家公司2024年财报相关数据变动及原因也成为券商调研时关注的重点，例如营业收入增长原因有哪些、公司研发投入情况如何、毛利率变动的主要原因有哪些等。

从二级市场表现看，年初投资者对AI热情高涨推动电子板块出现过一段较为明显的上涨行情，但3月以来市场风格进一步均衡带动板块行情回落，截至4月23日收盘，电子（申万）板块年内累计跌幅5%，在31个申万一级行业中排名较为靠后。对于电子板块后市投资机遇，当前业内较为看好半导体产业链这一有望继续受到政策提振的方向。

国信证券电子行业首席分析师胡剑认为，对于电子板块，相关上市公司发布的2025年一季度显示板块景气度高，2025年二季度板块景气度有望延续上行态势，坚定看好2025年电子板块多因素共振下的估值扩张行情，建议重视外部不确定性环境下的板块配置窗口，看好的细分方向包括国产算力芯片产业链、模拟芯片、成熟制程代工、国产半导体设备、存储等。

创新药方向关注度升温

除电子行业外，医药生物行业也是券商关注的一大方向，4月以来合计有46家上市公司获得券商调研，包括澳华内镜、美好医疗、华东医药、京新药业、科兴制药、普洛药业、寿仙谷、怡和嘉业、贝瑞基因、普门科技等。

华东医药4月以来接待了39家券商前来调研。公司披露的调研纪要显示，机构调研时较为关注的问题包括公司对2025年海外医美的预期情况如何、公司GLP-1系列产品的研发进展如何、公司判断后续集采政策是否会趋于缓和、公司自研新药参加国际学术会议的时间规划等，整体上偏向于公司产品研发状况以及对未来行业趋势的预判，对此，华东医药也一一予以回应。

记者梳理发现，在前述被券商调研的医药生物行业上市公司中，公司在创新药管线的布局、进展、战略等与创新药、公司新产品相关的话题频繁出现。从投资角度出发，对于医药生物行业，其中的创新药板块后市投资价值也获得券商高度关注。

太平洋证券医药行业分析师周豫认为，在港股流动性和风险偏好双双提升的背景下，叠加4-6月的AACR、ASCO等会议集中发布相关数据，市场对创新药板块行情催化事件的关注度大幅提升；就投资而言，国内双抗ADC、TYK2抑制剂、GKA激动剂、泛KRAS抑制剂管线等方向的相关标的值得关注。



视觉中国图片