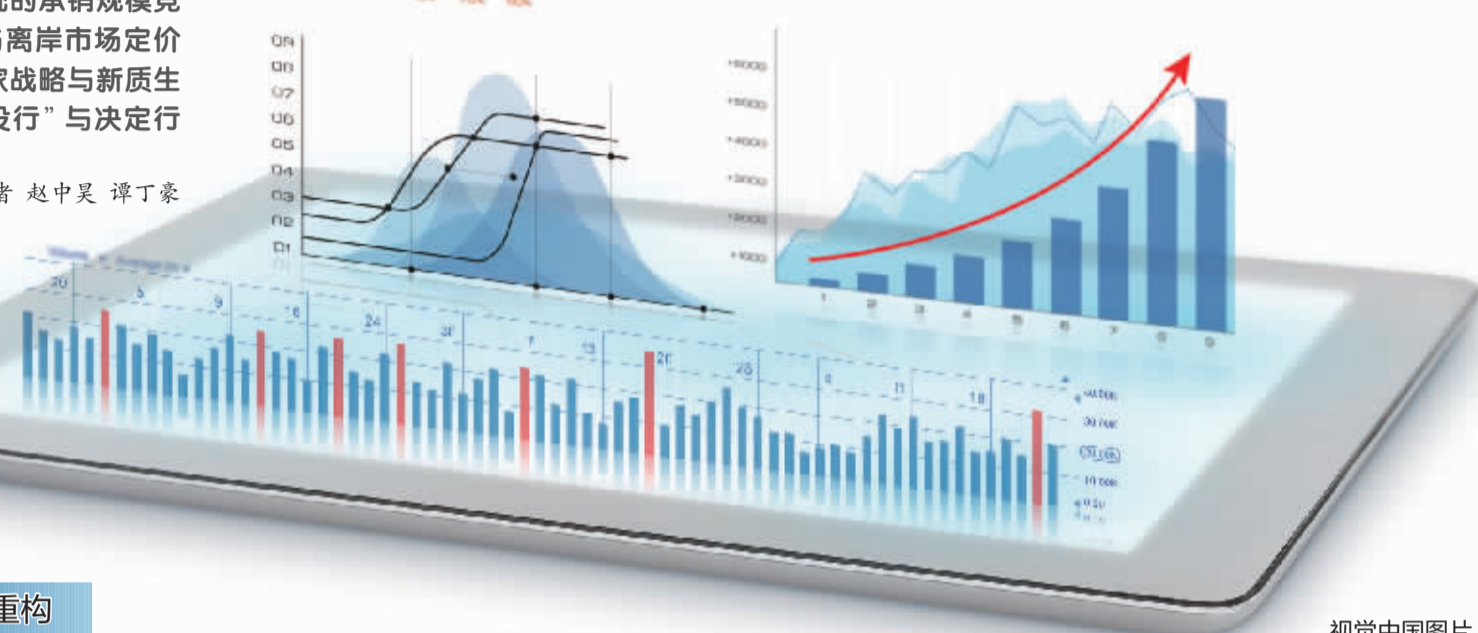


上市券商2025年投行业务迎来复苏 竞争逻辑从规模通道转向生态赋能

2025年,券商投行业务迎来全面复苏与深刻变革。Wind数据显示,已披露2025年年报的25家上市券商投行业务手续费净收入总额同比增长38%,A股股权融资规模突破万亿元,市场集中度持续向头部券商聚集。

在业内人士看来,这不仅是周期的反弹,更是竞争逻辑的根本转变——头部券商凭借专业能力,将战场从传统的承销规模竞赛转向提供综合解决方案与离岸市场定价权的争夺。未来,服务于国家战略与新质生产力,将成为定义“价值型投行”与决定行业格局的关键标尺。

● 本报记者 赵中昊 谭丁豪



视觉中国图片

从周期性复苏迈向价值重构

截至目前,已公布2025年年报的25家上市券商投行业务交出了亮眼答卷,扭转了2024年行业普遍下滑的态势,投行业绩实现明显回暖。

资本市场直接融资功能的持续释放,为券商投行规模扩容、结构优化提供了坚实支撑,推动行业步入规模与结构双提升的发展新阶段。Wind数据显示,2025年A股股权融资规模成功突破万亿元大关,同比增幅超270%。同时,行业分化加剧,市场集中度持续向头部券商聚集。具体而言,中信证券以2458.16亿元的总承销金额稳居行业榜首;2025年完成合并重组的国泰海通证券表现尤为亮眼,凭借合并后的协同效应,以1475.92亿元的承销金额跃居行业第二位;中金公司与中银证券的承销金额分别达到1180.40亿元、1175.92亿元,两者差距不足5亿元,竞争十分激烈;中信建投证券则以975.79亿元位列第五。

从核心营收数据来看,Wind数据显示,25家上市券商投行业务手续费净收入整体同比增长38%,其中19家券商实现同比正增长,行业复苏态势清晰可见。具体来看,中信证券以63.36亿元位居行业第一,中金公司以50.31亿元位列第二,国泰海通证券以46.57亿元位列第三,中信建投、华泰证券分别以31.29亿元、30.99亿元位列第四、第五。与此同时,部分中小券商凭借差异化策略实现惊人增速,如红塔证券投行业务收入同比增长高达232%。

需要注意的是,投行业务的复苏并非全面均衡,光大证券、兴业证券、中泰证券、方正证券、首创证券和中原证券的投行业务手续费净收入均较2024年出现下滑,体现了本轮投行业务复苏的结构性特征。

在业内人士看来,行业竞争已从同质化的规模扩张,进入基于专业能力与资源禀赋的“升维竞争”新阶段。这揭示了一个核心趋势:头部券商正从过往的“发行通道”角色,加速向“战略资本顾问”和“产业整合推手”转型。

港股业务成为中资券商争夺全球定价权的主战场

近年来,随着我国资本市场对外开放深入推进,证券行业逐步健全跨境金融服务体系,提升跨境金融服务能力,为中国企业“走出去”和国际资本“引进来”搭建坚实桥梁。

2025年港股市场的强劲复苏,为解读中资券商年报提供了另一个关键视角,并清晰揭示了其国际化战略的演进情况。年报数据显示,中资券商已从港股市场的积极参与者,蜕变为港股市场的主导力量。2025年,中信证券在香港市场完成股权融资项目91单,承销规模达79.11亿美元,其中包含51单港股IPO和32单再融资项目。中金公司的表现更为突出,作为保荐人主承销港股IPO项

目41单,主承销规模79.00亿美元,在承销规模上排名市场第一。市场格局上,Wind数据显示,中信证券、中金公司、中信建投证券、华泰证券等头部中资机构合计拿下了港股IPO市场超五成的市场份额,在融资额前十大项目中身影频频。

中证协数据显示,截至2025年末,34家内地券商设立36家境外子公司,全年共服务113家企业登陆香港市场,融资金额超2800亿港元,市占率超90%,较2024年显著提升,反映中资证券公司在国际市场上的竞争力和影响力不断增强。

基于当前的业务态势,券商在年报中对港股及国际业务的展望展现出坚定

的战略定力与清晰的扩张路径。头部券商的规划则更为深远,港股已成为其“做强香港、辐射全球”国际化战略的核心支点。中金公司于2025年5月在阿联酋迪拜设立持牌分支机构,并持续在新兴市场拓展网络。中信证券在2025年业绩发布会中表示,将重点强化跨境业务网络与服务生态建设,致力于成为“中国投资”和“投资中国”的首选投行。招商证券则在年报中明确要“提升香港市场战略优先级,完善境内外投行一体化建设”。

业内人士认为,这预示着,港股市场不仅是利润中心,更是中资券商构建全球服务网络、参与国际规则制定、争夺资产定价权的关键战场。

赋能实体经济升级 向“价值型投行”深刻转型

行业梯队化的新格局与资本市场深化改革的新使命,为券商投行业务开辟了全新赛道。展望未来,各头部券商在年报中清晰地勾勒出以服务国家战略与培育新质生产力为核心的战略蓝图。业务模式正从传统的通道式承销,向为企业提供全生命周期资本服务的“价值型投行”深刻转型。

对于2026年投行业务发展方向,中信证券表示,公司将紧密围绕国家“十五五”规划与资本市场深化改革导向,履行直接融资主要“服务商”、资本市场重要“看门人”的核心职责,为企业提供股权及债务融资、并购重组等综合投行服务,全力支持实体经济高质量发展。在业务布局上,中信证券将聚焦新质生产力、科技创新、绿色发展等国家战略领

域,开展前瞻性业务布局,持续扩大客户覆盖范围,同时深化投行专业研究,推进产品创新与业务结构优化,提升专业化服务能力。

国泰海通证券表示,公司将畅通“科技-产业-金融”循环,深度参与人工智能、生物医药、航空航天、量子科技等新一轮科技革命和产业变革,加大新兴产业布局与优质项目储备,助力科技创新发展。同时,公司将深化“投资+投行+投研”与“行业+区域+产品”联动机制,强化对重点行业与核心区域的覆盖能力,加大央企、产业龙头客户开发力度,坚持“以客户为中心”的理念,提升产品与服务创新能力。在跨境业务层面,公司将深度整合境内外资源,发挥跨境协同优势,提升全球资产配置影响力与资产定价价

话语权,实现“两个市场、两种资源”高效联动,助力中国企业“走出去”、国际资本“引进来”。

中金公司表示,境内业务方面,公司将持续夯实大型IPO项目优势,同时强化中型项目服务能力,深化对A股肩部、腰部上市公司的覆盖,全面提升对上市公司的综合服务能力;境外港股市场方面,公司将积极把握A股上市公司赴港股上市的市场机遇,依托跨境一体化平台与投资者覆盖广的优势,持续强化在大型项目及牵头项目中的影响力与竞争力。

“上述一系列表述共同指向一个未来:券商投行业务的竞争力将愈发体现为对前沿产业的深度理解、对复杂交易的执行能力以及对综合金融资源的整合能力。”券商人士认为。

锻造主动管理能力 券商资管向“精”而行

● 本报记者 林倩

随着上市券商2025年年度业绩陆续披露,券商资管的转型路径也逐渐清晰。目前,已有9家券商2025年资管业务收入超10亿元,头部券商凭借投研、渠道、牌照等优势,资管业务保持稳健发展态势,中信证券资管业务收入稳居行业首位。部分中小券商则在多元竞争格局中寻求差异化发展路径,如华安证券、方正证券等。

针对2026年发展规划,多家券商表示,将着力提升资管业务的投研水平,积极提高产品业绩和主动管理能力,在优化渠道结构、完善产品创新机制等方面持续发力。

头部券商巩固行业领先地位

2025年,券商资管转型加速,从规模驱动转向能力导向,头部机构凭借资源禀赋不断巩固行业领先地位。

中信证券在资管领域保持行业领先地位,2025年实现资管业务收入142.94亿

元,同比增长24.59%,其是目前行业内唯一一家资管业务收入超100亿元的券商。

广发证券2025年资管业务收入位列行业第二,为92.44亿元;国泰海通则以76.16亿元的资管业务收入,排在行业第三名;2025年资管业务收入超过30亿元的还有华泰证券、兴业证券,分别为39.59亿元和31.94亿元。

此外,中泰证券2025年资管业务收入为25.55亿元;中信建投、中金公司、光大证券2025年资管业务收入均超10亿元。

业务结构优化已成为这些头部券商发展资管业务的共识。中信证券在2025年年报中表示,报告期内,公司私募资管业务深入推进策略产品分层管理体系,发展高质量产品线,打造清晰稳定的品牌产品系列,夯实“客群×区域”的矩阵式客户营销网络,扩大客户服务广度、提升服务深度。

广发证券旗下广发资管深化投研体系及主动管理能力建设,加强特色策略布局,依托集团全业务链加强内部协同,业务结构持续优化;国泰海通资管也充分发挥券商资管特色优势,推动FOF产品、公

募量化产品以及企业理财规模实现快速增长,不断完善产品矩阵。

中小券商深耕特色产品

从券商资管业务收入规模上看,中小券商与头部券商仍存在较大差距。Wind数据显示,西南证券2025年资管业务收入为2356.24万元;湘财证券2025年资管业务收入为4006.72万元。

也正因为较低的基数,加上“船小好调头”,部分中小券商2025年资管业务收入实现较大幅度增长,如方正证券2025年资管业务收入为5.47亿元,同比增长307.54%;华安证券2025年资管业务收入为6.93亿元,同比增长19.06%。

增强自身投研能力

针对2026年的发展规划,多家券商均在年报中表示,资产管理行业发展空间广阔,将继续加强投研体系建设、深化客户服务能力、提升数字化运营效能。

“公司将持续加强投研人员梯队建设,强化研究资源支持及系统建设投入。”中信证券表示,将践行体系化投研思路,整合内外部优质策略,提升投资业绩的稳定性和市场竞争力;构建具有全球视角的投研体系,发挥跨境优势实现差异化布局;拓展多元客户类型,积极开拓外部渠道,加速财富管理业务品牌化进程。

光大证券表示,旗下光证资管将持续增强自身投资研究能力,不断完善多资产、多策略的投资框架,持续打造多元清晰的产品矩阵与高效专业的服务体系,致力于提高服务实体经济与国家战略的综合能力。

国泰海通表示,公司资产管理业务将立足公司全业务链体系,深化与集团在产品创新、资产挖掘等方面的协同;积极发展指数增强等特色产品,打造优势产品系列。

中国银河证券程培: 创新药板块估值底部已现 结构性机会值得关注

● 本报记者 刘英杰

Wind数据显示,自2025年9月2日以来,万得创新药概念指数累计下跌13.90%。针对近期创新药板块出现的“基本面向上、估值向下”背离现象,中国银河证券医药行业首席分析师程培日前在接受中国证券报记者专访时表示,当前创新药板块的调整更多是受技术性回调与情绪因素所致,估值底部已基本明确。2026年,创新药板块或呈现明显的结构性分化,具备核心管线临床数据兑现能力和大额商务拓展(BD)交易支撑的龙头企业将更具确定性。

估值已处底部

当前,创新药板块相关龙头股的PE、PS估值均已达历史低位。但与历史上几次医药板块的底部相比,本轮行情有着本质不同。程培认为,2018年医药行业见底后的大涨,反映的是国内整体医药产业在医保支出拉动下的行业增长;而2025年以来的创新药行情,更多是由产业自身因素驱动。中国创新药企业通过BD交易向全球投资者证明,中国创新药已可以与全球创新药企同台竞技,并在研发端具备成本及效率优势。

“创新药板块本轮的调整行情主要是受大涨后的技术性回调和情绪因素影响,从估值上看已经超跌。”程培表示。在他看来,市场对创新药的的关注点已发生变化,2025年创新药板块大涨主要是受重磅BD交易催化影响,整体管线面临价值重估。进入2026年,市场更加重视管线临床数据的真实表现以及已上市药品的商业化情况。近期有大额BD交易的重磅品种表现较好,但距离上市较远的早期管线估值回调幅度较大,这反映出投资风险偏好的降低和对确定性要求的提高。

作为利率敏感型资产,创新药板块长期受美联储降息预期波动影响。程培认为,这一因素对港股创新药定价仍有一定影响,但考虑到折现率已处于相对较高水平,利率预期的影响正在逐步减弱。值得关注的是,与美股创新药行业相比,国内创新药板块已走出独立行情。“主要在于国内创新药管线持续丰富,竞争优势随着时间推移将更加突出。”程培说。

行业分化日益明显

在整体估值承压的背景下,创新药公司的业绩却表现出强劲的增长势头。程培表示,2025年年报显示,A股和港股创新药龙头公司的收入增长表现不俗,主要得益于新产品上市并纳入医保后的放量。长期而言,具备管线宽度和创新深度的企业,其业绩增长更具持续性。

同时,在整体业绩向好的背景下,行业内部的分化日益明显。程培观察到,创新药研发往往存在较大风险,对于投资而言亦是如此。2026年市场更注重创新药临床数据的兑现,对大型制药企业和中小生物科技公司来说并无明显差异,但因为主要头部企业都有核心管线BD交易,中长期来看更具确定性。

近年来,对外授权交易已成为创新药企业业绩的一大看点。程培认为,这类交易对创新药公司的贡献主要体现在两方面:一是短期首付款对现金流的补充和当期业绩的贡献;二是从估值层面看,在现金流折现模型中,那些过去因风险过高而不被赋予价值的早期研发管线,如今开始获得市场认可,即便这种认可仍伴随相应的风险折价。但他同时表示,这种非经常性收入能否转化为公司的长期内在价值,取决于该药品后续的临床表现,成药性越强、适应症疗效越好,则其长期价值会持续提升。

对于过去两年被“错杀”的标的,他认为,临床数据是验证价值的唯一标准。只要核心产品能交出优异的数据,市场自然会给予重新定价。

更多是结构性行情

尽管估值底与业绩底已相继确立,但市场资金的犹豫反映出创新药板块系统性上涨的条件尚未成熟。在程培看来,2026年,创新药板块更多呈现的将是结构性行情而非系统性行情,系统性上涨行情在短期内或难以出现。

他认为,市场的关注点将更加务实。2025年板块因持续BD交易而大涨,但主要头部企业可交易的管线产品数量目前正呈下降趋势,市场更多关注已交易品种的数据,未来走势存在较大不确定性。“创新药板块在2026年出现系统性上涨的可能性较低,建议关注由临床数据驱动的个股投资机会。”程培说。

从细分赛道来看,当前市场的关注点集中在双抗和抗体偶联药物(ADC)领域,这也是近两年来BD交易的主要方向。程培同时提示,小核酸药物才刚刚起步,预计后续会有更多重磅品种出现。

在投资策略上,程培建议配置确定性相对较高的创新药龙头企业。对于市值较小或产品管线较为单薄的Biotech类公司,投资者需要密切关注其核心产品的临床进展。对个人投资者而言,由于创新药投资具有较高的专业性要求,可考虑通过配置创新药ETF参与。

在风险控制方面,程培提醒,个股层面的主要风险在于药品临床数据能否如期兑现,而行业层面则需警惕地缘局势因素对出海逻辑的冲击。



视觉中国图片