

强于大市

证券行业 2020 年年报及 2021 年一季报综述

业绩维持可观增势，业务转型进展加速

2020 年与 2021 年一季度，证券行业业绩维持可观增势，2020 年证券行业净利润 1575.34 亿元，高基数下同比增长 27.98%，2021 年一季度上市券商合计实现归母净利润 422.32 亿元，同比增长 27.26%，年化 ROE 升至 8.9%。

- **高基数下 2020 年业绩增长近三成，经纪、投行业务增势显著。**2020 年证券行业合计实现营业收入 4,484.79 亿元，同比增长 24.41%，行业净利润 1,575.34 亿元，高基数下同比增长 27.98%。净利润率与 ROE 分别提升至 35.1% 和 7.30%。业绩高增主要得益于 2020 年市场交投活跃度提升、供给侧改革和疫情扩大股债承销规模，经纪、投行业务强势增长，同比增速分别为 47% 和 39%，业务收入占比合计提升 6 个百分点。前 11 大券商归母净利润占全行业净利润的 67.0%，同比提升 2 个百分点。
- **2021Q1 资管、投行业务发力，上市券商维持可观增势。**中证协一季度行业经营数据未发布，据各券商一季报，上市券商总营收合计 1,367.92 亿元，同比增长 28.17%，归母净利润 422.32 亿元，同比增长 27.26%，维持较高增速，ROE 同比提升 1 个百分点至 8.9%。基金市场火热催化资管业务大增 35%，投行业务增长 34% 紧随其后，两融、经纪业务较 2020 年增幅收窄，自营业务维持 14% 的增速。大券商净利润同比增速 34.38%，高于中小券商（10.39%），预计 2021Q1 集中度进一步上升。
- **主营业务均衡发展，券商转型进展加速。**1) **经纪：**基金市场火热推动全行业代销金融产品收入同比增长 148.76%，财富管理转型成效初现。随着财富管理转型的深入，券商有望降低对于持续下探的佣金率的依赖。2) **投行：**资本市场供给侧改革丰富实体经济融资渠道，扩大证券公司股债承销规模，IPO 注册制对券商投行定价与销售能力提出更高要求，头部券商实力强劲，市场份额稳定提升。3) **资管：**公募基金市场火热贡献增量收入，券商私募资管落实资管新规要求，规模下滑，但随着主动管理转型加速，资管业务收入增长。4) **信用：**多重政策利好催化下全市场两融余额持续攀升，融券业务爆发改善两融结构，券商股票质押业务规模继续谨慎压降。5) **自营：**自营业务分化凸显转型重要性，去方向性转型将有助于降低市场大幅波动对业绩带来的冲击。

相关研究报告

《券商板块 12 月数据点评：股债行情全面上行，证监会定调资本市场改革方向》20210111

《券商板块 11 月数据点评：市场回暖股承增长，转板上市办法出台》20201210

《证券行业政策点评：转板上市办法出炉，投行业务锦上添花》20201207

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

非银金融: 证券

证券分析师: 王军

(8621)20328310

jun.wang_sh@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300511070001

联系人: 张天愉

(8610)66229087

tianyu.zhang@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300119080020

投资建议

- **短期来看**，板块市净率仍处于 1.57 倍的低位，近期业绩预期差较大的个股有望估值修复，同时注意券商股解禁等因素或造成板块震荡。**长期来看**，在资本市场深化改革不断深入、扩大开放举措不断推进、证监会推动打造航母级券商的大背景下，政策利好有望持续提升行业业绩，支持估值中枢上行；券商并购将成为行业趋势，集中度进入上升通道。重点推荐充分享受政策倾斜、综合实力和资本实力强劲的龙头券商**中信证券、华泰证券**，以及特色化互联网券商**东方财富**。

风险提示

- 市场波动、政策出台与国际环境对行业的影响超预期。

目录

1 券业业绩连年增长，净资本业务强势领跑	5
1.1 2020 年证券行业高基数下业绩增长近三成	5
1.2 上市券商 2020 年经纪、投行业务领跑，2021Q1 资管业务增速反超夺冠	7
1.3 行业集中度提升，大券商稳健性愈发凸显	9
2 主营业务全线增长，券商转型进展加速	13
2.1 经纪：代理买卖证券业务收入创新高，财富管理转型初见成效	13
2.2 投行：金融服务实体经济能力提升，股债承销榜首强者恒强	14
2.3 资管：基金业务贡献增量收入，主动管理占比加速提升	19
2.4 信用：两融业务爆发与低利率驱动利息净收入稳健增长	22
2.5 自营：自营业务业内分化明显，成 2021Q1 业绩分水岭	25
3 盈利预测与投资建议	28
3.1 盈利预测	28
3.2 投资建议	29
4 风险提示	30

图表目录

图表 1. 证券行业营业总收入及同比增速.....	5
图表 2. 2019vs2020 全行业各项业务收入及增速.....	5
图表 3. 证券行业收入构成.....	5
图表 4. 2012-2020 年证券行业净利润率变化情况.....	6
图表 5. 2020 年券商完成定增募资情况.....	6
图表 6. 2020 年券商定增募资投向.....	6
图表 7. 2012-2020 年证券行业杠杆倍数变化.....	7
图表 8. 2012-2020 年证券行业净资产及 ROE 变化情况.....	7
图表 9. 2012-2021Q1 上市券商归母净利润及增速.....	8
图表 10. 上市券商 2020 年各项业务收入及增速.....	8
图表 11. 上市券商 2021Q1 各项业务收入及增速.....	8
图表 12. 2020 及 2021Q1 上市券商主营业务收入占比.....	9
图表 13. 2012-2021Q1 上市券商平均净利润率.....	9
图表 14. 2012-2021Q1 上市券商平均年化 ROE.....	9
图表 15. 2020 年上市券商业绩排名（合并口径）.....	10
图表 16. 2021Q1 上市券商业绩排名（合并口径）.....	11
图表 17. 2012-2020 年证券行业集中度变化.....	12
图表 18. 2020 年及 2021Q1 大券商与中小券商业绩对比.....	12
图表 19. 2020 年大券商 vs 中小券商各项业务同比增速.....	12
图表 20. 2021Q1 大券商 vs 中小券商各项业务同比增速.....	12
图表 21. 上市券商 2020 年经纪业务净收入.....	13
图表 22. 上市券商 2021Q1 经纪业务净收入.....	13
图表 23. 2019/01-2021/03 日均股基成交额.....	14
图表 24. 证券行业平均经纪净佣金率.....	14
图表 25. 2014-2021Q1 股权承销规模.....	15
图表 26. 2014-2021Q1 债权承销规模.....	15
图表 27. 上市券商 2020 年投行业务净收入.....	15
图表 28. 上市券商 2021Q1 投行业务净收入.....	16
图表 29. 2020 年上市券商股权承销排名（合并口径）.....	16
图表 30. 2021Q1 上市券商股权承销排名（合并口径）.....	17
图表 31. 2020 年上市券商债权承销排名（合并口径）.....	18
图表 32. 2021Q1 上市券商债权承销排名（合并口径）.....	19
图表 33. 上市券商 2020 年资管业务净收入.....	20

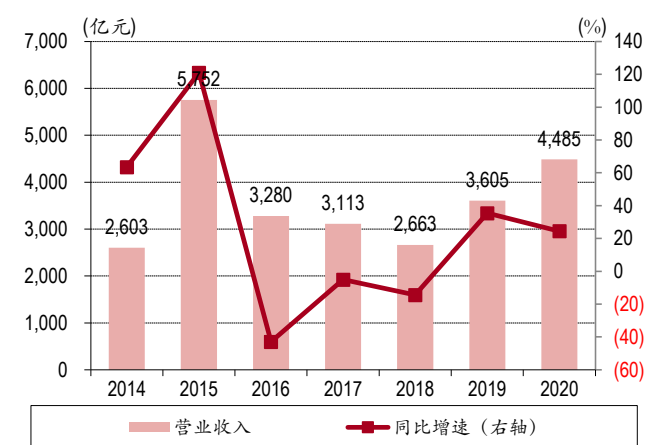
图表 34. 上市券商 2021Q1 资管业务净收入	20
图表 35. 2017Q1-2021Q1 券商资管规模和主动管理占比变化	21
图表 36. 2019vs2020 上市券商月均资管规模及增速 (中基协披露有可比口径的 15 家上市券商)	21
图表 37. 2019vs2020 上市券商主动管理规模及增速 (中基协披露有可比口径的 15 家上市券商)	22
图表 38. 2019/12-2020/12 上市券商主动管理占比 (中基协披露的 17 家上市券商)	22
图表 39. 2019/1-2021/3 全市场两融余额变化	23
图表 40. 2019/1-2021/3 融券业务占比变化	23
图表 41. 2019/1-2021/3 全市场股票质押参考市值	24
图表 42. 上市券商 2020 年利息净收入	24
图表 43. 上市券商 2021Q1 利息净收入	25
图表 44. 2019/1-2021/3 股票市场主要指数累计涨跌幅	25
图表 45. 2019/1-2021/3 中证全债指数累计涨跌幅	25
图表 46. 上市券商 2020 年自营业务净收入	26
图表 47. 上市券商 2021Q1 自营业务净收入	26
图表 48. 2019-2021Q1 上市券商自营规模	27
图表 49. 2021 年证券行业业绩弹性测算	28

1 券业业绩连年增长，净资本业务强势领跑

1.1 2020 年证券行业高基数下业绩增长近三成

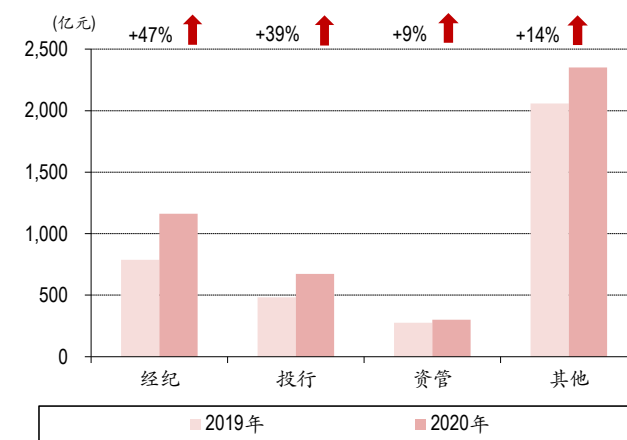
券业营收连年增长，经纪、投行业务增势显著、占比提升。中证协发布了2020年证券行业经营数据：1) 证券行业合计实现营业收入4,484.79亿元，同比增长24.41%。2) 轻资本业务全线增长，其中经纪、投行、资管业务收入同比增速分别为47%、39%、9%，自营、信用业务及其他收入合计增长14%（中证协未披露行业2020年投资收益、公允价值变动损益和利息净收入）。3) 业务收入结构变化明显，经纪、投行业务收入占比经过几年的下滑后首次提升，占总营收比例分别为26%和15%；资管业务收入占比继续下滑至7%，轻资本业务收入占比合计提升近5个百分点，重资本业务及其他收入占比下降至52%。

图表 1. 证券行业营业总收入及同比增速



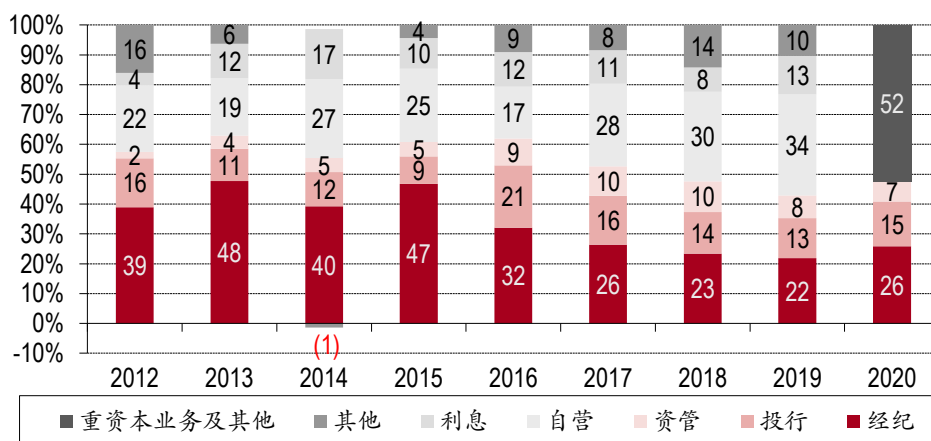
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 2019vs2020 全行业各项业务收入及增速



资料来源：万得，中银证券；“其他”包括自营、信用业务及其他收入

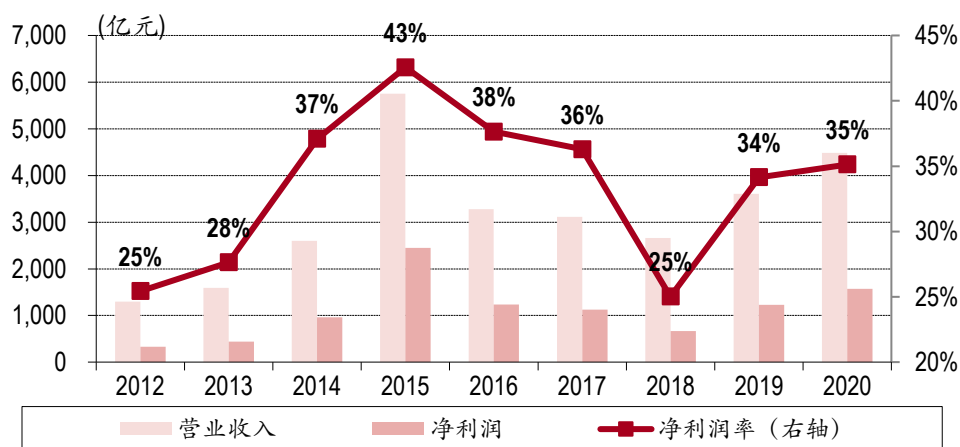
图表 3. 证券行业收入构成



资料来源：中证协，万得，中银证券

高基数下利润增长近三成，净利润率小幅提升。1) 证券行业2020年合计实现净利润1,575.34亿元，达到2016年以来利润新高，仅次于2015年水平，且在2019年高基数的背景下实现27.98%的同比增速。2) 2020年证券行业的净利润率小幅提升至35.1%。

图表 4. 2012-2020 年证券行业净利润率变化情况



资料来源：中证协，万得，中银证券

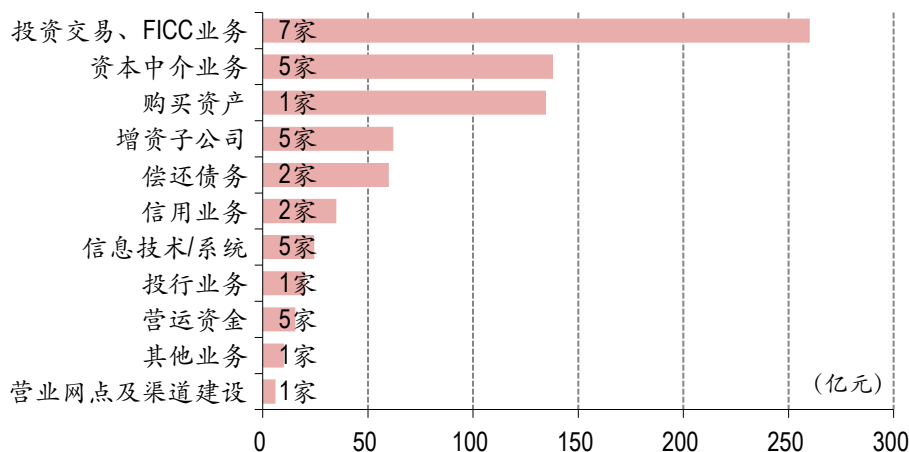
重资本业务触发增资热潮致净资产突增。2020 年券商增资热情高涨，4 家证券公司于 A 股上市、8 家上市券商完成定增融资，合计达到 694.64 亿元，其中海通证券、国信证券、中信证券定增规模超 100 亿元，不仅名列券商定增募资前三名，也在 A 股上市公司定增募资金额前十名之列。由于 2019 年出台多项政策对重资本业务起到促进作用，自营业务（投资交易及 FICC）、资本中介业务成为 2020 年券商增资的主要用途，计划投入的资金分别占合计募资金额 694.64 亿元的 37% 和 20%。2020 年行业净资产突增 14% 至 2.31 万亿元。

图表 5. 2020 年券商完成定增募资情况

公司名称	增发上市日	增发募资金额 (亿元)
中信证券	2020-03-11	134.60
西南证券	2020-07-22	49.00
第一创业	2020-07-22	42.00
中原证券	2020-07-30	36.45
海通证券	2020-08-05	200.00
国信证券	2020-08-14	150.00
南京证券	2020-11-06	43.75
中信建投	2020-12-28	38.84
合计		694.64

资料来源：财联社，万得，中银证券

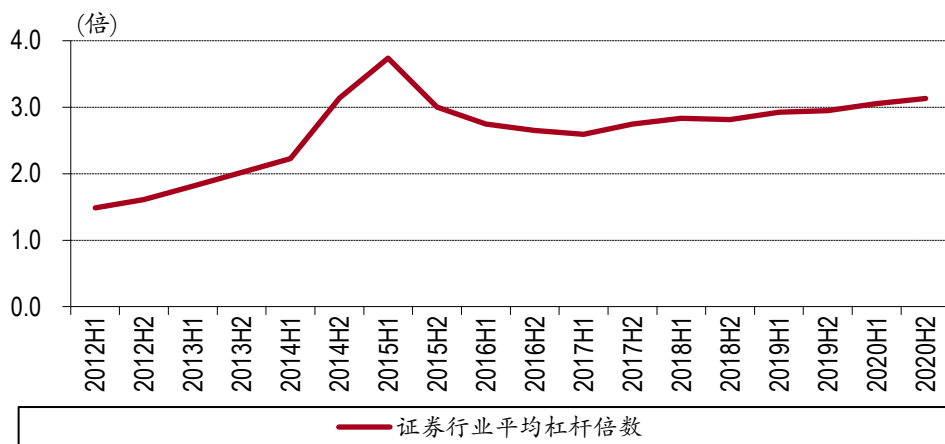
图表 6. 2020 年券商定增募资投向



资料来源：财联社，万得，中银证券

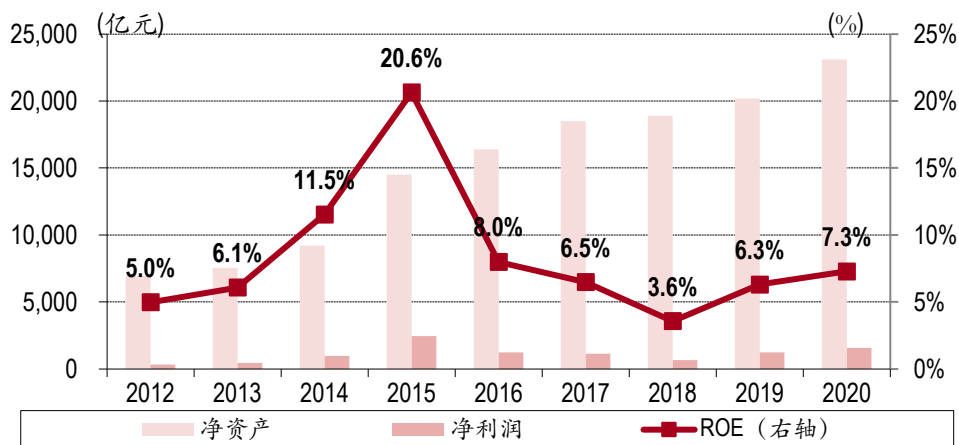
低利率下券商大规模发债融资，杠杆率上行助力 ROE 提升。据中证协数据，2020 年证券公司发行证券公司债及证券公司短期融资券共融资 16,735.81 亿元，同比增加 85.04%。行业平均杠杆倍数（剔除客户交易结算资金余额）截至 2020 年末为 3.13 倍，近四年来稳定提升。在杠杆提升的助益下，2020 年证券行业平均 ROE 提升 1 个百分点至 7.30%。

图表 7. 2012-2020 年证券行业杠杆倍数变化



资料来源：中证协，万得，中银证券

图表 8. 2012-2020 年证券行业净资产及 ROE 变化情况

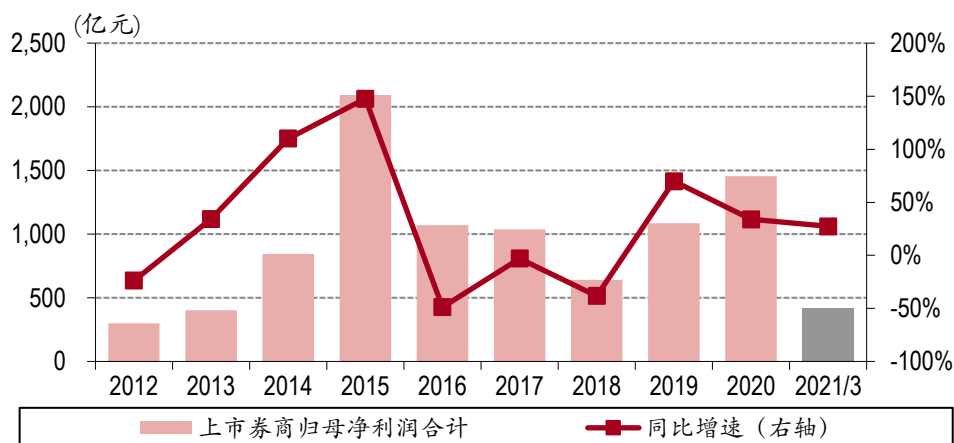


资料来源：中证协，万得，中银证券

1.2 上市券商 2020 年经纪、投行业务领跑，2021Q1 资管业务增速反超夺冠

上市券商 2020 年和 2021Q1 业绩整体保持可观增势。2020 年上市券商营业总收入合计 5,187 亿元，同比增长 27.04%，归母净利润合计 1,456 亿元，同比增长 33.96%。2021 年一季度上市券商营业总收入合计 1,367.92 亿元，同比增长 28.17%，归母净利润合计 422.32 亿元，同比增长 27.26%，维持较高增速。

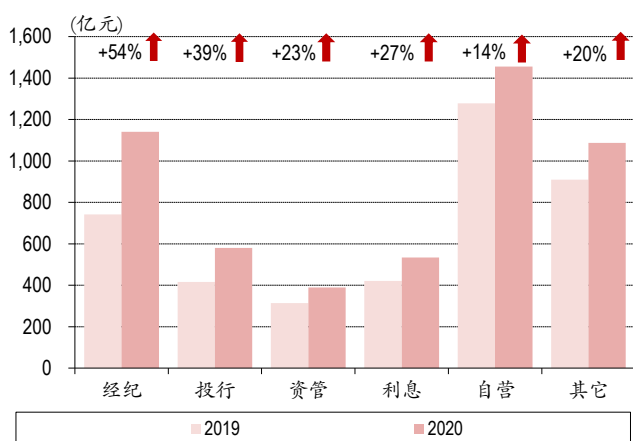
图表 9. 2012-2021Q1 上市券商归母净利润及增速



资料来源：万得，中银证券

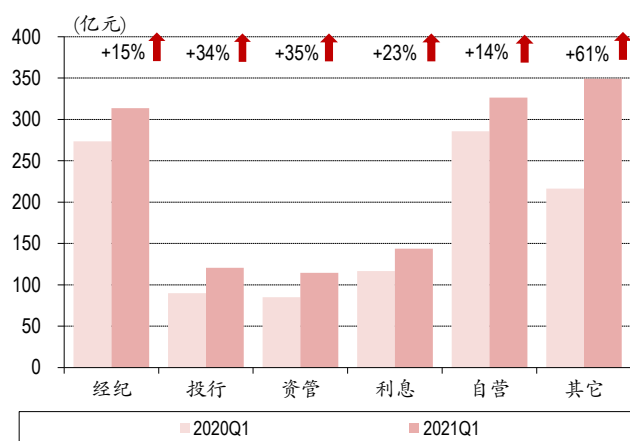
2020 年经纪、投行业务领跑，2021Q1 经纪增速下滑资管业务反超。 1) 2020 年与 2021Q1，上市券商各项主营业务均保持正增长态势。2020 年经纪、投行业务领跑，分别实现 54%和 39%的同比增速。2020Q1 各项业务增速发生变化：经纪业务增速下滑，资管业务以 35%的增速反超跃居第一。自营业务在两个报告期内保持 14%的平稳增长。2) 2020 年经纪、投行、资管、利息、自营业务收入占比分别为 22%、11%、8%、10%、28%，其中经纪业务收入占比提升 4 个百分点，自营业务收入占比降低 3 个百分点；2021Q1 自营业务收入占比再度下滑至 24%，经纪业务收入占比同比下滑 3 个百分点，与 2020 年全年水平基本持平。

图表 10. 上市券商 2020 年各项业务收入及增速



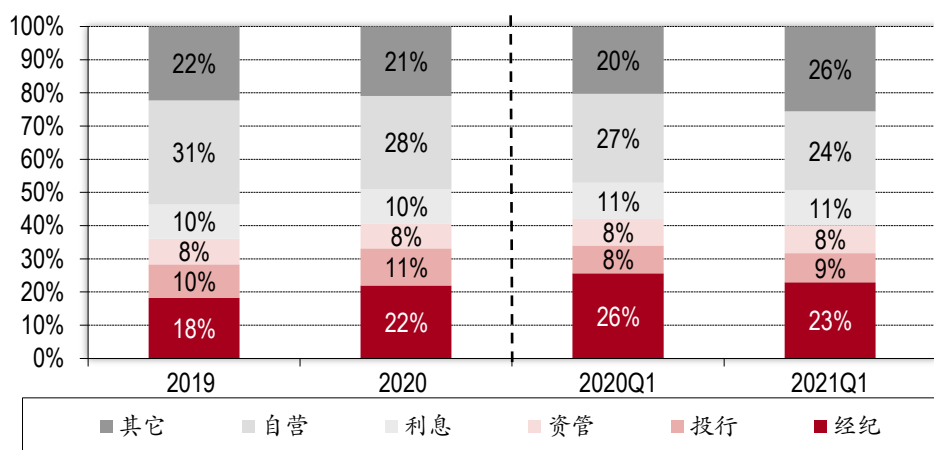
资料来源：万得，中银证券

图表 11. 上市券商 2021Q1 各项业务收入及增速



资料来源：万得，中银证券

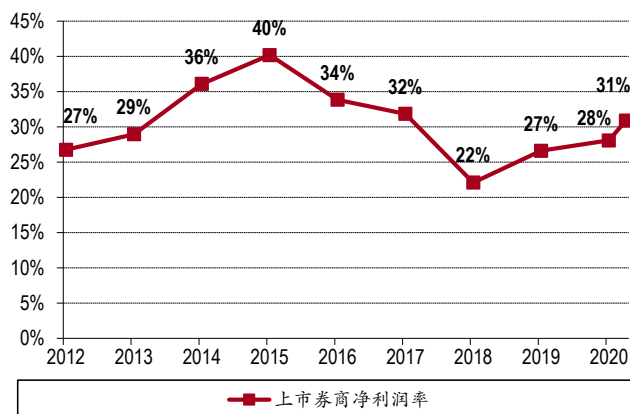
图表 12. 2020 及 2021Q1 上市券商主营业务收入占比



资料来源：万得，中银证券

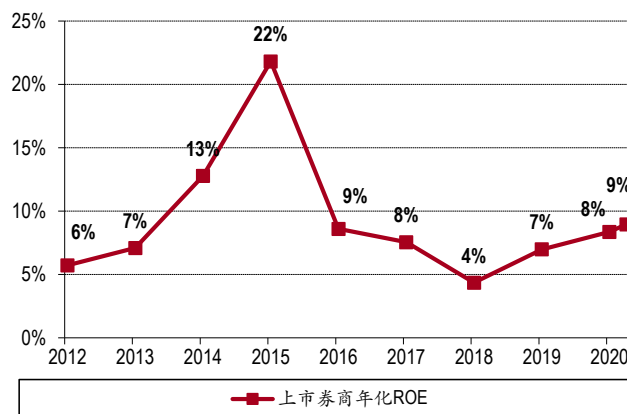
上市券商净利润率和年化 ROE 平稳提升。2020 全年和 2021Q1，行业盈利能力保持上升态势。2020 年净利润率 28.1%，年化 ROE8.35%，均同比提升 1.4 个百分点。2021Q1 净利润率 30.9%，可比口径（剔除国联证券、中金公司）基本持平；年化 ROE8.9%，可比口径同比提升 1 个百分点。

图表 13. 2012-2021Q1 上市券商平均净利润率



资料来源：万得，中银证券

图表 14. 2012-2021Q1 上市券商平均年化 ROE



资料来源：万得，中银证券

1.3 行业集中度提升，大券商稳健性愈发凸显

2020 年 5 家上市券商业绩超百亿，ROE 普遍提升。1) 2020 年上市券商表现优异，40 家上市券商中 39 家实现业绩正增长。5 家头部券商实现归母净利润超百亿，分别为中信证券 (149.02 亿元)、国泰君安 (111.22 亿元)、海通证券 (108.75 亿元)、华泰证券 (108.22 亿元)、广发证券 (100.38 亿元)；前 11 家大券商归母净利润均高于 60 亿元。光大证券、兴业证券、华林证券三家券商业绩增速排名前三，分别为 310.97%、127.13%、83.96%。2) ROE 普遍提升，6 家券商高于 10%，中信建投、华林证券、中金公司 ROE 分别为 15.30%、14.31%、12.02%，位列行业前三。

图表 15. 2020 年上市券商业绩排名 (合并口径)

排名	券商名称	2020 年归母净利润 (百万元)	同比增速(%)	2020 年营业总收入 (百万元)	同比增速(%)	2020 年 ROE(%)	同比变化百分点
1	中信证券	14,902.32	21.86	54,382.73	26.06	8.68	0.91
2	国泰君安	11,122.10	28.77	35,200.28	17.53	8.09	1.47
3	海通证券	10,875.40	14.20	38,219.83	11.01	7.78	(0.03)
4	华泰证券	10,822.50	20.23	31,444.55	26.47	8.60	0.63
5	广发证券	10,038.13	33.15	29,153.49	27.81	10.60	2.05
6	中信建投	9,509.43	72.85	23,350.88	70.53	15.30	4.73
7	招商证券	9,491.64	30.34	24,277.67	29.77	9.95	1.16
8	申万宏源	7,766.17	35.41	29,409.19	19.58	9.05	1.53
9	银河证券	7,243.65	38.54	23,749.15	39.37	9.52	1.88
10	中金公司	7,207.45	70.04	23,659.53	50.17	12.02	2.65
11	国信证券	6,615.74	34.73	18,784.07	33.29	9.65	0.61
12	兴业证券	4,003.31	127.13	17,579.69	23.37	11.09	5.83
13	东方证券	2,722.99	11.82	23,133.95	21.42	4.77	0.16
14	中泰证券	2,525.30	12.26	10,352.22	6.63	7.52	0.66
15	光大证券	2,334.08	310.97	15,866.34	57.76	4.67	3.47
16	财通证券	2,291.60	22.34	6,528.04	31.82	10.23	1.10
17	长江证券	2,085.38	25.19	7,784.12	10.68	7.31	1.20
18	华西证券	1,900.33	32.75	4,682.76	18.93	9.28	1.74
19	国金证券	1,862.64	43.44	6,062.80	39.39	8.63	2.17
20	东吴证券	1,707.25	64.61	7,356.49	43.39	6.99	1.95
21	浙商证券	1,627.17	68.17	10,636.51	87.94	9.51	2.73
22	东兴证券	1,539.67	26.13	5,687.21	43.13	7.43	1.32
23	长城证券	1,501.64	51.35	6,868.70	76.16	8.58	2.65
24	红塔证券	1,413.12	68.72	5,585.16	170.37	10.17	3.38
25	国元证券	1,370.10	49.84	4,528.63	41.57	4.92	1.22
26	东北证券	1,333.33	32.40	6,609.61	(17.06)	8.27	1.69
27	华安证券	1,267.90	14.39	3,356.52	3.87	9.12	0.52
28	西部证券	1,117.00	83.07	5,184.16	40.85	5.12	1.63
29	方正证券	1,096.49	8.82	7,541.81	14.36	2.81	0.16
30	西南证券	1,091.49	4.75	3,169.57	(9.15)	4.88	(0.58)
31	中银证券	883.23	10.64	3,244.17	11.57	6.37	(0.07)
32	第一创业	812.69	58.40	3,119.82	20.77	7.08	1.33
33	华林证券	812.50	83.96	1,489.80	47.42	14.31	4.92
34	南京证券	809.59	14.06	2,365.30	7.43	6.02	(0.52)
35	山西证券	750.93	47.19	3,341.97	(34.50)	5.08	1.02
36	国海证券	725.38	48.73	4,482.02	25.89	4.47	0.93
37	国联证券	587.87	12.76	1,876.34	15.87	6.30	(0.33)
38	天风证券	454.87	47.80	4,359.63	13.35	3.08	0.56
39	中原证券	104.30	79.14	3,103.30	30.80	0.91	0.31
40	太平洋	(760.55)	(264.30)	1,171.58	(34.07)	(7.62)	(12.11)
	上市券商	145,566.12	33.96	518,699.59	27.04	8.35	1.38

资料来源：万得，中银证券

2021Q1 业绩分化明显。1) 2021Q1 仅 25 家上市券商实现业绩正增长，中信证券、国泰君安、海通证券位列归母净利润前三名，分别为 51.64 亿元、44.11 亿元、36.17 亿元，兴业证券、国泰君安、方正证券业绩增速位列前三名，分别为 340.56%、141.57%、134.53%，其中国泰君安净利润规模与增速“双料”入榜，兴业证券在两个报告期内均实现行业前列的业绩增速。**2) 18 家上市券商 ROE 同比提升**，11 家券商年化 ROE 高于 10%，中信建投、华林证券、中金公司年化 ROE 分别为 15.30%、14.31%、12.02%，位列行业前三。

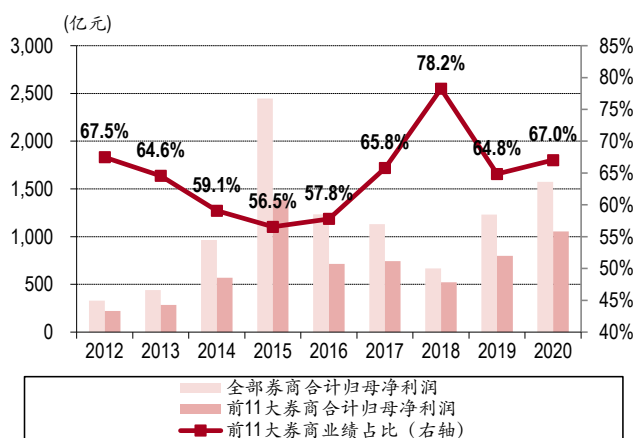
图表 16. 2021Q1 上市券商业绩排名 (合并口径)

排名	券商名称	2021Q1 归母净利润 (百万元)	同比增速(%)	2021Q1 营业总收入 (百万元)	同比增速(%)	2021Q1 年化 ROE(%)	同比变化百分点
1	中信证券	5,164.80	26.73	16,396.87	27.58	11.89	2.02
2	国泰君安	4,411.32	141.57	10,943.32	78.09	12.65	7.08
3	海通证券	3,617.63	58.48	11,192.00	60.20	10.25	2.82
4	华泰证券	3,309.03	14.58	8,788.10	28.02	10.40	0.29
5	招商证券	2,612.59	45.34	5,962.38	22.02	10.83	2.28
6	广发证券	2,540.84	22.71	8,320.81	54.44	10.61	1.31
7	申万宏源	2,431.21	22.33	8,650.53	12.39	11.19	0.89
8	银河证券	1,985.12	13.20	7,579.62	35.65	9.99	(0.12)
9	中金公司	1,875.79	46.90	5,933.18	24.37	12.16	-
10	中信建投	1,721.85	(11.74)	4,803.60	9.63	10.94	(3.75)
11	国信证券	1,684.84	18.33	4,251.53	3.28	9.71	(0.65)
12	兴业证券	1,195.36	340.56	5,504.87	52.50	13.05	9.82
13	东方证券	1,176.32	44.67	5,193.09	35.68	8.16	2.06
14	方正证券	888.53	134.53	2,048.61	5.83	9.01	5.05
15	长江证券	701.42	64.53	1,966.02	43.91	9.73	3.52
16	光大证券	696.69	(36.88)	3,327.36	18.06	5.55	(3.68)
17	中泰证券	666.34	(11.32)	2,449.26	1.35	7.86	(1.22)
18	国金证券	476.53	0.08	1,513.09	8.72	8.75	(0.63)
19	财通证券	446.79	130.69	1,330.95	49.28	7.99	4.24
20	东吴证券	423.85	14.08	1,735.55	39.39	6.94	0.63
21	浙商证券	420.96	31.88	3,260.99	73.05	9.73	0.87
22	东北证券	338.44	1.39	1,296.80	(28.20)	8.31	(0.32)
23	国元证券	333.82	18.01	921.84	1.32	4.77	0.24
24	华西证券	320.95	(14.42)	955.89	4.43	6.22	(1.59)
25	长城证券	304.21	(17.69)	1,417.26	(2.04)	6.89	(1.85)
26	中银证券	261.45	(19.64)	726.01	(11.82)	7.47	(2.35)
27	西部证券	261.28	2.97	1,254.67	36.37	4.76	(1.00)
28	东兴证券	250.50	(19.01)	885.66	24.15	4.81	(1.33)
29	西南证券	246.33	21.51	749.84	31.65	4.39	0.17
30	红塔证券	233.96	(51.69)	1,657.76	45.20	6.68	(8.72)
31	华林证券	184.08	10.64	361.51	15.36	12.77	(1.09)
32	华安证券	177.59	(44.19)	616.17	(25.19)	5.08	(4.51)
33	南京证券	176.68	(23.46)	492.52	(14.71)	5.22	(3.16)
34	国海证券	174.04	(42.08)	1,069.25	4.01	4.27	(3.27)
35	国联证券	157.31	(31.40)	470.59	(4.95)	6.69	-
36	山西证券	134.98	(38.48)	521.46	(39.26)	3.64	(3.29)
37	中原证券	120.96	由负转正	1,076.19	146.45	4.18	6.92
38	天风证券	88.96	10.51	676.61	(19.36)	2.40	0.24
39	第一创业	13.78	(94.13)	363.65	(49.28)	0.48	(9.90)
40	太平洋	4.67	(95.25)	127.28	(61.26)	0.19	(3.61)
	上市券商	42,231.78	-	136,792.67	-	9.57	-
	可比口径	40,198.67	26.89	130,388.90	28.51	9.50	1.37

资料来源: 万得, 中银证券

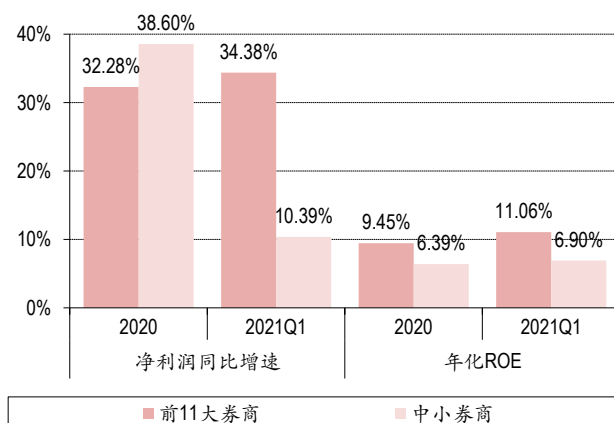
行业集中度提升, 大券商稳健性愈发凸显。2020 年前 11 大券商归母净利润占全行业净利润的 67.0%, 同比提升 2 个百分点。中证协 2021Q1 行业经营数据尚未发布, 据上市券商发布的一季报, 2021Q1 前 11 大券商合计归母净利润同比增速 34.38%, 其中 10 家券商同比正向增长, 9 家券商年化 ROE 高于 10%; 其余 29 家上市券商合计归母净利润同比增速 10.39%, 仅一半券商实现同比正增长, 平均年化 ROE 为 6.90%。大券商业绩稳健性凸显, 预计 2021Q1 行业集中度将进一步上升。

图表 17. 2012-2020 年证券行业集中度变化



资料来源：万得，中银证券

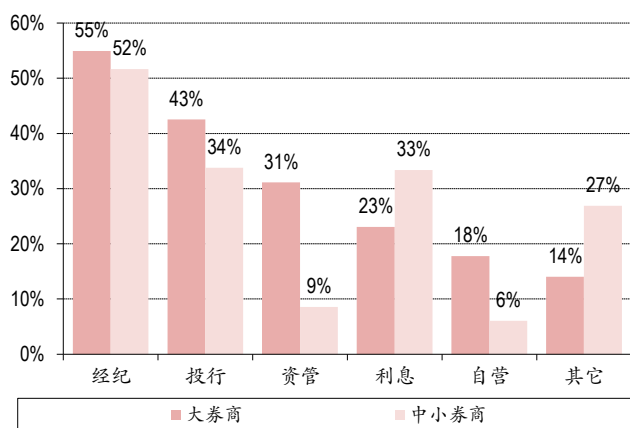
图表 18. 2020 年及 2021Q1 大券商与中小券商业绩对比



资料来源：万得，中银证券

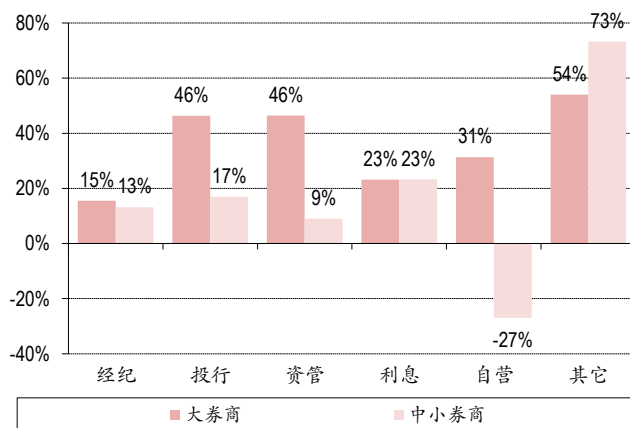
大券商各主营业务增速普遍更佳，投行、自营、资管为 2021Q1 业绩分化主要因素。从各项业务同比增速来看，2020 年大券商除利息净收入外，其余四项主营业务增速均高于中小上市券商，其中大券商资管业务净收入同比增长 31%。2021Q1 投行、资管、自营业务为业绩分化的主要因素，大券商该三项业务分别实现 46%、46%、31% 的增长，而中小券商三项业务增速均不敌，其中自营业务净收入整体下滑。

图表 19. 2020 年大券商 vs 中小券商各项业务同比增速



资料来源：万得，中银证券

图表 20. 2021Q1 大券商 vs 中小券商各项业务同比增速



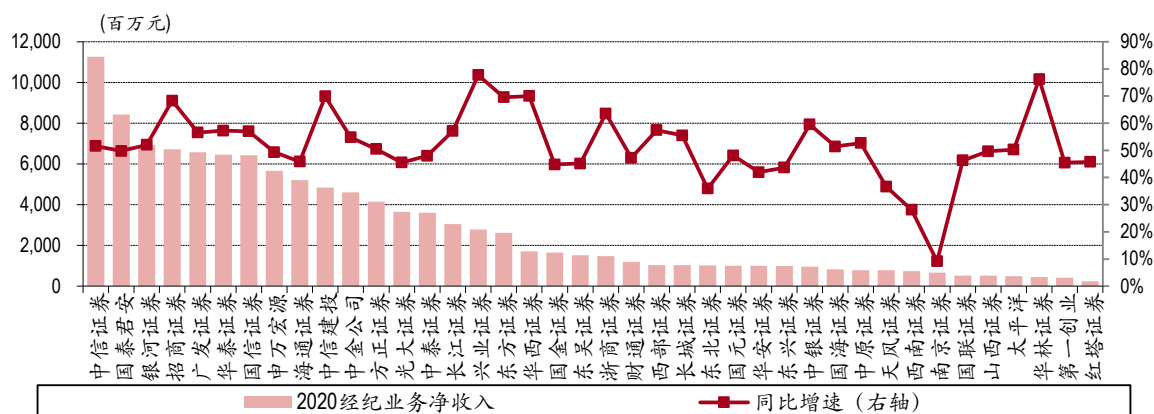
资料来源：万得，中银证券

2 主营业务全线增长，券商转型进展加速

2.1 经纪：代理买卖证券业务收入创新高，财富管理转型初见成效

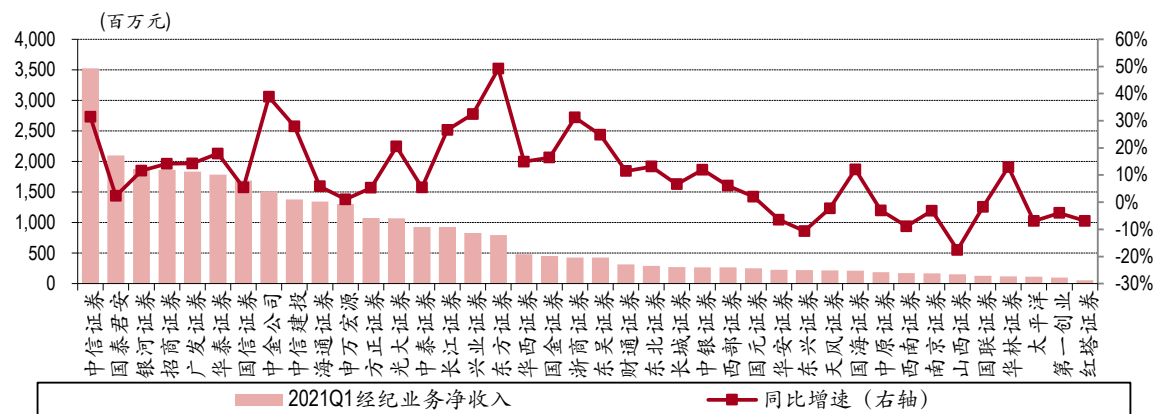
2020 年高增 2021Q1 放缓，经纪业务龙头排名稳固。1) 2020 年证券行业代理买卖证券收入规模与增速均创下 2016 年以来新高。全行业代理买卖证券业务净收入（含单元席位租赁）同比增长 47.42%，上市券商经纪业务净收入（包括代理买卖证券、单元席位租赁、代销金融产品及期货经纪业务）同比增长 53.74%。中信证券、国泰君安、银河证券经纪业务净收入位列收入前三名，分别实现 112.57 亿元、84.33 亿元、69.21 亿元，华林证券、兴业证券、华西证券收入增速较大，同比分别增长 76.22%、77.72%、70.00%。2) 2021Q1 上市券商经纪业务净收入增速放缓至 14.65%，行业前三排名稳定，分别实现 35.22 亿元、20.98 亿元、18.77 亿元净收入，东方证券、中金公司、兴业证券同比增长 49.13%、38.78%、32.44%，位列增幅前三。

图表 21. 上市券商 2020 年经纪业务净收入



资料来源：万得，中银证券

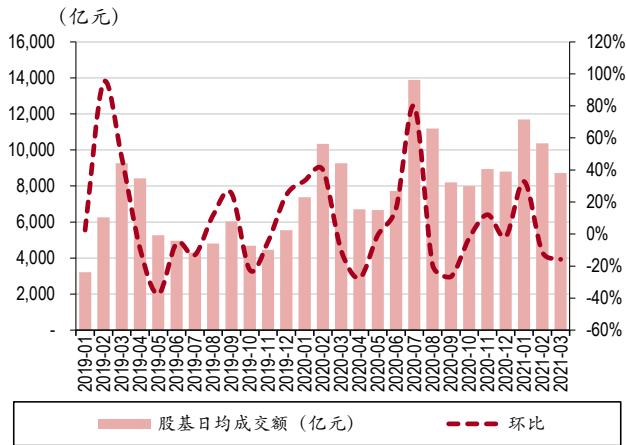
图表 22. 上市券商 2021Q1 经纪业务净收入



资料来源：万得，中银证券

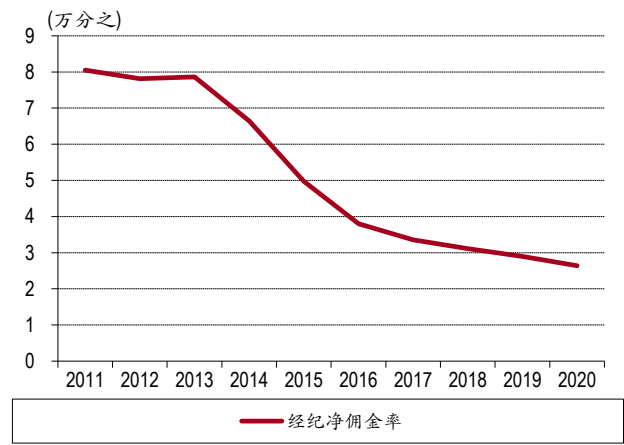
股基成交量增幅收窄，净佣金率持续下探拖累收入弹性。2020 年全市场股基成交额 220 万亿元，同比增长 61.74%，流动性充足下市场活跃度高涨是经纪业务收入大增的主要原因之一，而行业经纪业务净收入增速不及成交额增速，主要由于行业平均经纪净佣金率由 2019 年的万分之 2.90 进一步下滑至万分之 2.64，一定程度上拖累经纪业务收入弹性。2020Q1 市场股基成交额 59 万亿元，在 2020Q1 高基数下增速下滑至 11.58%，经纪业务收入增幅也随之收窄，传统经纪业务收入对市场变量依赖度较高，经纪业务向财富管理转型必要性凸显。

图表 23. 2019/01-2021/03 日均股基成交额



资料来源：万得，中银证券

图表 24. 证券行业平均经纪净佣金率



资料来源：万得，中银证券

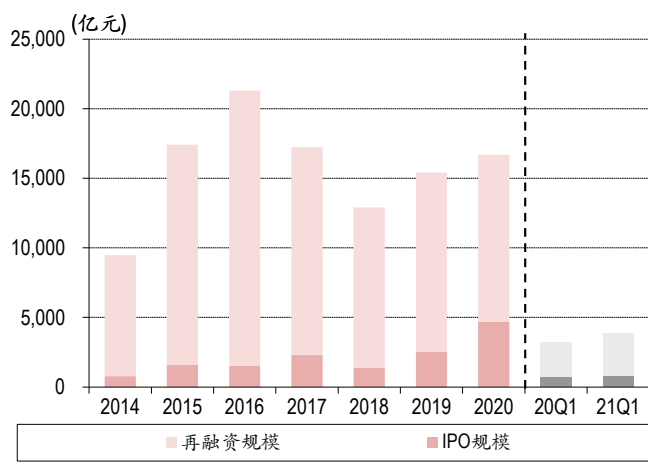
代销金融产品收入增长显著，财富管理转型步伐加速。 1) 2020 年股市指数上行推动基金市场火爆，证券行业基金代销业务实现 134.38 亿元净收入，同比增长 148.76%。2) 券商加强投资顾问人才团队建设，截至目前券商投顾人员合计 62,449 名，较 2019 年末增长 17.44%，远高于券商从业人员 1.47% 的增幅。投顾人员占从业人员的比例增加 2.55 个百分点，从 2019 年末的 16.17% 提升至 18.72%。同时，券商加紧布局金融科技赋能财富管理业务，技术投入大幅增加。

2.2 投行：金融服务实体能力提升，股债承销榜首强者恒强

2020 年，注册制改革驱动 IPO 规模维持增势，低利率助债权承销规模大增。 2020 年全行业实现投行业务净收入 672.11 亿元，同比增长 39.25%，收入规模在近十年中仅次于 2016 年的 684.15 亿元，主要由于股债承销双驱动。2020 年科创板平稳运行，创业板注册制落地，全年券商股权承销规模提升 8.2% 至 1.67 万亿元，其中 IPO 规模保持增势，同比大增 85.5% 至 4,700 亿元，再融资规模减少 7.0% 至 1.20 万亿元；受益于宽松货币政策降低融资利率成本，叠加疫情冲击带来更高的资金需求，证券公司债权承销规模大幅增加 43.6% 至 9.59 万亿元，其中公司债承销规模增长 30.8% 至 3.34 万亿元，金融债承销规模增长 41.3% 至 2.15 万亿元，ABS 承销规模增长 66.0% 至 1.96 万亿元。（万得数据）

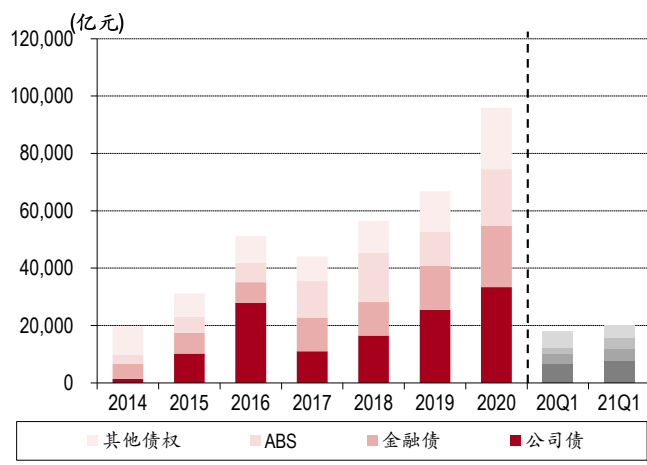
2021Q1 融资力度仍强劲，投行业务预计持续增长。 随着利好融资政策进一步推进，完善多层次资本市场建设，拓展市场主体的融资渠道，券商股权承销规模合计 3,856.79 亿元，同比增长 19.4%。其中 IPO 规模略降 3.2% 至 761.30 亿元，但家数同比增加 47 家；再融资市场受到定增新规激活，规模增长 26.7% 至 3,095.49 亿元。券商债权承销规模稳健增长至 2.00 万亿元，同比增速 10.8%，其中 ABS 规模保持 50% 以上的高增速。预计 2021Q1 投行业务净收入维持增长。

图表 25. 2014-2021Q1 股权承销规模



资料来源：万得，中银证券

图表 26. 2014-2021Q1 债权承销规模



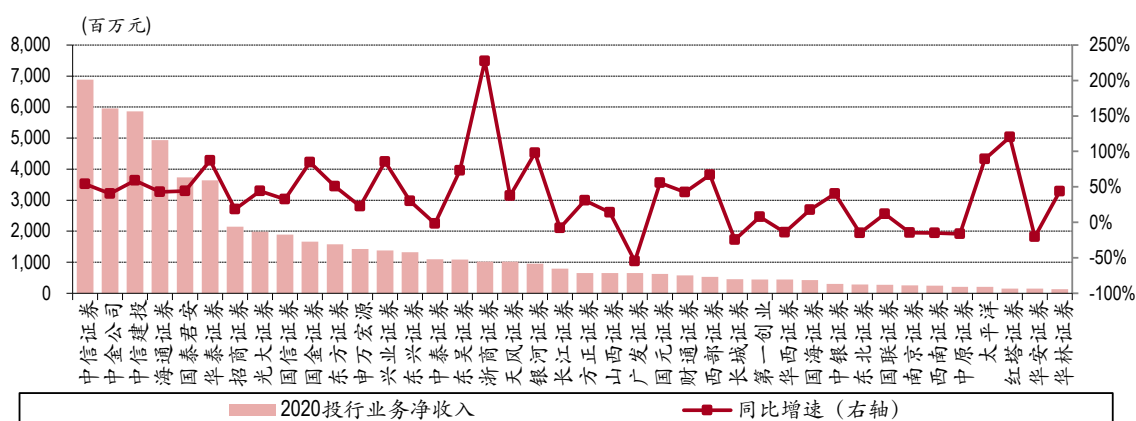
资料来源：万得，中银证券

从投行业务净收入来看，2020 年中信证券、中金公司、中信建投投行业务净收入排名行业前三，分别实现 68.82 亿元、59.56 亿元、58.57 亿元；浙商证券、红塔证券、中国银河增幅最大，分别为 227%、120%、98%。2021Q1 中信证券、海通证券、中金公司收入排名前三，分别实现 15.93 亿元，12.89 亿元，9.55 亿元；中原证券、国元证券、华泰证券增幅最大，分别为 1793%、424%、146%。

从承销规模来看，中信证券股权承销、债权承销规模均稳定在券商榜首，市场份额分别为接近 20% 和 13%；券商股权承销和债权承销的 CR3 分别由 2019 年的 33% 和 27% 提升至 2020 年的 41% 和 31%，股权承销 CR3 至 2021Q1 又进一步提升至 47%，债权承销 CR3 略降至 30%。

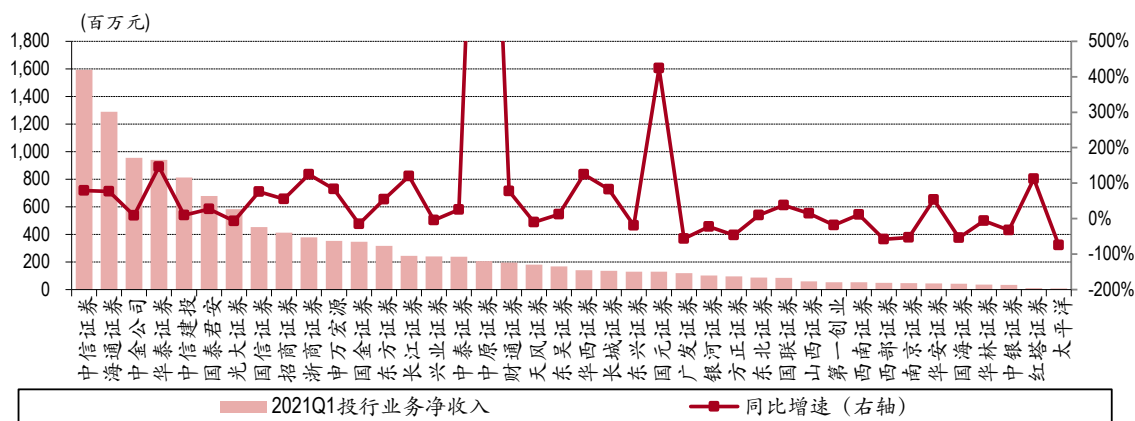
投行业务头部效应明显，主要由于投行业务的开展依托于券商的渠道资源、客户关系、人才团队以及自有资金的充足度以及市场地位，而头部券商在这些方面均具备比较优势。科创板、创业板注册制的落实以及新退市制度的出台，更加突出了投行“二级市场看门人”的职责，对券商投行的定价与销售能力又提出了更高的要求，头部券商投行业务综合实力强劲的优势得到了更好的发挥。

图表 27. 上市券商 2020 年投行业务净收入



资料来源：万得，中银证券

图表 28. 上市券商 2021Q1 投行业务净收入



资料来源：万得，中银证券

图表 29. 2020 年上市券商股权承销排名 (合并口径)

排名	上市券商	市场份额 (%)	股权承销合计 (亿元)	IPO (亿元)	增发 (亿元)	配股 (亿元)	可转债 (亿元)
1	中信证券	18.88	3,151.54	444.94	1,920.97	219.35	373.10
2	中信建投	13.83	2,307.42	836.57	1,106.93	41.98	291.97
3	中金公司	8.60	1,436.02	488.98	813.55	0.00	126.90
4	华泰证券	8.29	1,384.17	240.26	971.22	14.66	143.53
5	国泰君安	5.72	954.07	216.86	391.57	19.97	229.14
6	海通证券	5.70	951.10	607.79	224.47	2.34	70.10
7	招商证券	3.58	598.22	142.66	286.26	0.00	128.27
8	中国银河	2.51	418.23	72.69	294.22	19.62	6.70
9	申万宏源	2.41	401.98	63.48	271.18	0.00	67.32
10	国信证券	1.82	303.13	86.04	105.47	3.39	100.23
11	国金证券	1.55	258.27	164.34	58.37	0.00	35.55
12	东方证券	1.34	223.73	93.33	90.04	0.00	36.86
13	兴业证券	1.22	204.37	89.33	47.64	46.72	20.68
14	光大证券	1.22	204.18	107.55	33.17	0.00	18.15
15	东兴证券	1.22	203.75	94.49	54.62	0.00	45.28
16	华西证券	1.12	186.82	20.85	165.97	0.00	0.00
17	中泰证券	0.92	153.48	16.55	116.13	0.00	15.50
18	浙商证券	0.91	152.40	40.93	62.00	0.00	49.48
19	国元证券	0.84	140.58	51.57	17.98	0.00	68.02
20	东吴证券	0.84	139.82	53.54	81.10	0.00	5.19
21	第一创业	0.70	116.43	18.77	64.93	0.00	32.73
22	山西证券	0.68	113.83	21.94	69.06	11.89	10.94
23	中原证券	0.66	110.34	0.00	90.34	5.83	14.17
24	天风证券	0.59	99.12	9.40	70.32	0.00	12.40
25	长江证券	0.54	89.52	38.02	31.50	0.00	20.00
26	东北证券	0.51	85.11	0.00	49.18	29.94	6.00
27	南京证券	0.46	77.16	12.36	34.86	29.94	0.00
28	财通证券	0.43	72.13	30.92	9.94	0.00	26.27
29	西部证券	0.39	65.50	57.50	0.00	0.00	8.00
30	中银证券	0.35	58.00	25.57	13.42	2.72	16.30
31	广发证券	0.28	47.18	44.28	0.00	0.00	2.90
32	红塔证券	0.25	42.22	9.66	20.27	0.00	8.50
33	方正证券	0.21	34.98	4.96	18.02	0.00	12.00
34	华林证券	0.20	33.47	16.89	0.00	0.00	16.58
35	长城证券	0.15	25.54	2.03	15.42	0.00	8.10
36	华安证券	0.09	14.88	8.43	0.00	0.00	6.45
37	国海证券	0.07	11.06	4.46	6.60	0.00	0.00
38	西南证券	0.03	5.67	0.00	5.67	0.00	0.00
39	太平洋	0.02	3.53	0.00	3.53	0.00	0.00
40	国联证券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	上市券商	89.15	14,878.96	4,237.96	7,615.91	448.34	2,033.29
	行业合计	100.00	16,689.36	4,699.63	8,342.94	512.97	2,486.49

资料来源：万得，中银证券

图表 30. 2021Q1 上市券商股权承销排名 (合并口径)

排名	上市券商	市场份额(%)	股权承销合计 (亿元)	IPO (亿元)	增发 (亿元)	配股 (亿元)	可转债 (亿元)
1	中信证券	19.31	744.73	95.51	495.80	11.84	120.75
5	国泰君安	17.25	665.42	15.42	114.47	0.00	532.20
4	华泰证券	10.15	391.64	64.17	275.66	51.81	0.00
3	中金公司	7.02	270.78	40.92	222.06	0.00	7.80
2	中信建投	5.22	201.24	56.99	109.36	14.80	12.58
10	国信证券	4.65	179.51	45.74	133.77	0.00	0.00
17	中泰证券	3.29	126.70	0.00	122.70	0.00	0.00
6	海通证券	2.76	106.48	86.05	11.92	0.00	8.50
11	国金证券	2.31	89.20	25.77	60.42	0.00	3.01
7	招商证券	2.31	89.15	35.23	28.16	17.76	8.00
9	申万宏源	2.24	86.49	20.98	65.52	0.00	0.00
12	东方证券	1.78	68.71	16.67	52.04	0.00	0.00
25	长江证券	1.35	51.94	30.13	9.41	0.00	12.40
30	中银证券	1.34	51.81	0.00	0.00	51.81	0.00
23	中原证券	1.01	38.94	32.94	6.00	0.00	0.00
13	兴业证券	0.95	36.67	15.99	12.48	0.00	8.20
18	浙商证券	0.94	36.23	13.23	9.00	0.00	14.00
22	山西证券	0.85	32.91	0.00	27.91	0.00	5.00
14	光大证券	0.79	30.56	16.69	9.07	0.00	4.80
24	天风证券	0.76	29.43	0.00	29.43	0.00	0.00
19	国元证券	0.57	22.15	9.32	10.90	0.00	0.00
16	华西证券	0.55	21.37	8.74	12.62	0.00	0.00
29	西部证券	0.52	20.05	0.00	20.05	0.00	0.00
20	东吴证券	0.32	12.37	0.00	12.37	0.00	0.00
15	东兴证券	0.31	11.77	4.76	7.02	0.00	0.00
8	中国银河	0.25	9.65	3.63	6.02	0.00	0.00
26	东北证券	0.21	8.05	8.05	0.00	0.00	0.00
28	财通证券	0.20	7.76	7.76	0.00	0.00	0.00
33	方正证券	0.16	6.11	0.00	6.11	0.00	0.00
35	长城证券	0.14	5.26	5.26	0.00	0.00	0.00
34	华林证券	0.12	4.81	4.81	0.00	0.00	0.00
21	第一创业	0.12	4.74	4.74	0.00	0.00	0.00
38	西南证券	0.10	3.73	0.00	1.28	0.00	2.45
39	太平洋	0.08	3.16	0.00	3.16	0.00	0.00
32	红塔证券	0.04	1.50	0.00	0.00	0.00	0.00
27	南京证券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
31	广发证券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
36	华安证券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
37	国海证券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
40	国联证券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	上市券商	90.00	3,471.01	669.47	1,874.71	148.03	739.70
	行业合计	100.00	3,856.79	761.30	2,097.64	148.03	802.88

资料来源: 万得, 中银证券

图表 31. 2020 年上市券商债权承销排名 (合并口径)

排名	上市券商	市场份额(%)	债券承销合计 (亿元)	公司债 (亿元)	企业债 (亿元)	ABS (亿元)
1	中信证券	12.67	12,146.28	2,792.67	275.09	2,917.58
2	中信建投	10.92	10,465.46	4,000.49	305.81	1,643.20
3	国泰君安	7.12	6,826.64	1,721.89	202.18	1,348.82
4	中金公司	7.01	6,717.44	1,453.96	21.20	2,403.34
5	华泰证券	5.60	5,364.44	1,142.93	141.24	1,241.06
6	海通证券	4.74	4,544.55	1,461.13	397.27	606.38
7	光大证券	4.16	3,984.05	572.24	25.64	1,295.46
8	招商证券	4.04	3,874.54	483.45	6.25	1,736.10
9	中银证券	2.73	2,617.17	292.89	15.05	326.11
10	申万宏源	2.52	2,419.34	572.68	72.16	247.36
11	东方证券	2.23	2,137.82	370.81	75.73	72.50
12	国信证券	2.07	1,980.57	807.72	99.15	192.21
13	中泰证券	1.47	1,404.80	917.41	32.30	285.49
14	天风证券	1.33	1,279.26	740.44	187.50	295.22
15	兴业证券	1.25	1,197.03	515.36	59.76	239.01
16	中国银河	1.22	1,166.27	231.61	25.50	44.64
17	广发证券	1.08	1,031.75	161.18	121.55	118.16
18	浙商证券	1.04	997.98	865.09	32.49	3.00
19	东吴证券	0.94	899.20	513.00	35.30	22.28
20	国金证券	0.91	869.69	708.92	36.04	104.23
21	方正证券	0.78	751.37	570.07	84.10	37.50
22	东兴证券	0.67	641.24	291.49	0.00	187.54
23	长江证券	0.62	596.23	248.37	186.13	30.51
24	长城证券	0.56	541.28	280.09	26.50	103.06
25	财通证券	0.55	527.26	486.36	33.00	3.50
26	华西证券	0.54	515.74	222.37	19.40	138.08
27	山西证券	0.53	505.96	297.13	4.20	17.93
28	国海证券	0.36	340.64	236.56	46.00	4.98
29	国元证券	0.23	216.38	91.18	31.10	2.00
30	第一创业	0.21	201.00	105.13	0.00	28.38
31	东北证券	0.21	198.86	54.31	0.00	0.00
32	西南证券	0.21	196.61	180.47	3.50	6.63
33	太平洋	0.17	167.36	147.64	6.00	6.32
34	南京证券	0.14	137.38	34.31	24.07	2.00
35	中原证券	0.14	137.38	100.50	8.00	0.00
36	西部证券	0.14	133.13	79.00	11.75	16.88
37	华林证券	0.11	101.03	0.00	0.00	0.00
38	华安证券	0.10	98.32	29.29	18.00	30.03
39	红塔证券	0.04	39.65	33.00	3.00	3.65
40	国联证券	0.01	5.17	0.00	0.00	5.17
	上市券商	81.34	77,976.27	23,813.13	2,671.98	15,766.26
	行业合计	100.00	95,862.10	33,368.71	3,928.89	19,646.23

资料来源: 万得, 中银证券

图表 32. 2021Q1 上市券商债权承销排名（合并口径）

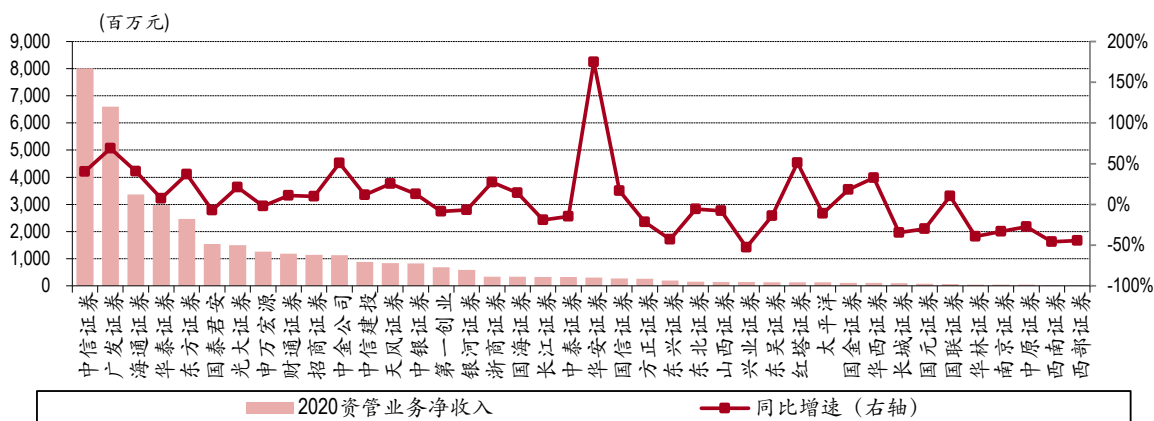
排名	上市券商	市场份额(%)	债券承销合计 (亿元)	公司债(亿元)	企业债(亿元)	ABS(亿元)
1	中信证券	12.56	2,511.83	616.40	93.45	475.88
5	中信建投	10.91	2,181.56	649.95	71.91	294.09
4	国泰君安	6.86	1,371.12	487.46	36.19	222.38
3	华泰证券	6.55	1,310.56	341.87	18.47	187.11
2	中金公司	5.67	1,133.76	291.90	11.25	267.91
10	海通证券	4.77	952.92	382.14	116.98	120.13
17	招商证券	4.57	914.05	64.87	0.00	464.33
6	光大证券	4.00	800.50	191.95	6.25	209.79
11	国信证券	2.73	546.00	151.81	48.00	58.25
7	申万宏源	2.72	542.92	185.17	42.70	57.29
9	东方证券	2.50	499.12	94.89	11.17	19.36
12	中国银河	2.22	444.16	39.65	3.91	76.13
25	中泰证券	1.94	388.55	221.34	5.00	62.92
30	浙商证券	1.92	384.26	372.76	11.50	0.00
23	天风证券	1.41	282.92	188.12	39.51	33.69
13	中银证券	1.30	259.62	87.34	0.00	47.52
18	兴业证券	1.24	247.05	145.14	5.00	47.71
22	东吴证券	1.19	237.23	178.50	14.40	3.33
14	长城证券	0.86	171.72	79.18	10.80	42.52
24	财通证券	0.85	170.10	123.60	46.50	0.00
19	国金证券	0.81	161.39	145.25	10.00	6.14
16	华西证券	0.60	120.76	97.44	10.00	12.72
29	方正证券	0.48	96.64	90.64	6.00	0.00
20	长江证券	0.33	65.43	36.61	16.60	1.00
15	华安证券	0.32	63.50	63.50	0.00	0.00
8	山西证券	0.30	59.79	7.00	2.80	0.00
26	东兴证券	0.30	59.26	31.10	0.00	8.16
28	国海证券	0.28	55.84	40.58	0.00	15.27
33	南京证券	0.26	52.85	2.25	1.80	13.80
35	西南证券	0.26	51.88	36.88	0.00	0.00
34	国元证券	0.24	47.30	41.80	5.50	0.00
21	华林证券	0.20	40.99	0.00	0.00	0.00
38	第一创业	0.13	26.61	9.43	0.00	3.60
39	广发证券	0.13	25.48	0.00	8.00	0.86
32	中原证券	0.09	18.00	18.00	0.00	0.00
27	红塔证券	0.05	10.00	7.00	3.00	0.00
31	西部证券	0.05	9.90	5.95	0.00	3.95
36	东北证券	0.04	7.00	7.00	0.00	0.00
37	太平洋	0.02	3.11	3.11	0.00	0.00
40	国联证券	0.01	2.76	0.00	0.00	2.76
	上市券商	81.66	16,328.41	5,537.58	656.70	2,758.60
	行业合计	100.00	19,994.96	7,674.72	854.20	3,629.39

资料来源：万得，中银证券

2.3 资管：基金业务贡献增量收入，主动管理占比加速提升

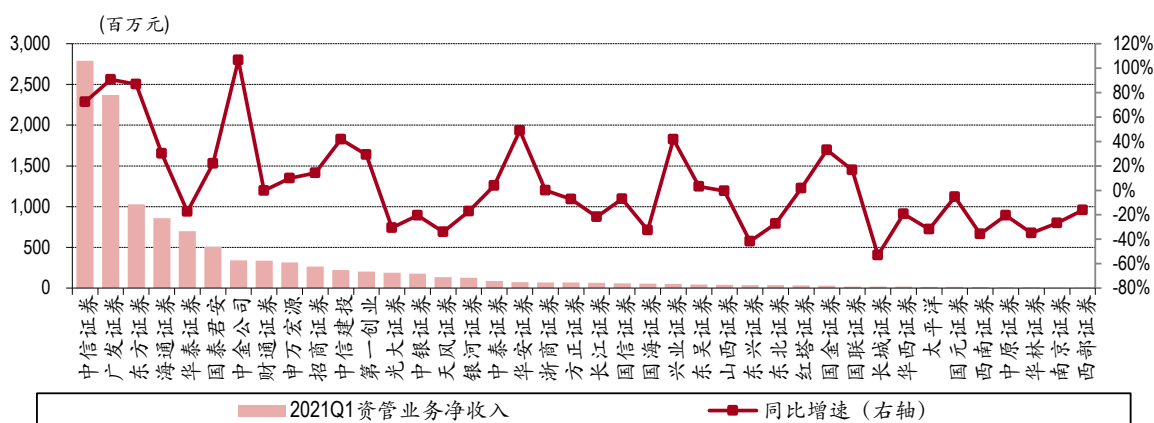
上市券商资管收入分化明显，中大型券商增长强势。2020 年与 2021Q1 的收入前两名中信证券、广发证券资管业务净收入基本超第三、第四名一倍以上，形成断层。从收入增速来看，2020 年 20 家上市券商实现正增长，华安证券、广发证券、红塔证券增速最快，分别为 175%、69%、51%，中大型券商中实现正增长的比例较高；2021Q1，17 家上市券商实现正增长，中金公司、广发证券、东方证券同比增速最快，分别为 106%、91%、87%，增速排名前十的上市券商中有 7 家券商为 2020 年实现千亿元以上归母净利润的中大型券商，主要受益于较好的主动管理转型以及公募基金市场爆发下的基金管理业务优势。

图表 33. 上市券商 2020 年资管业务净收入



资料来源：万得，中银证券

图表 34. 上市券商 2021Q1 资管业务净收入

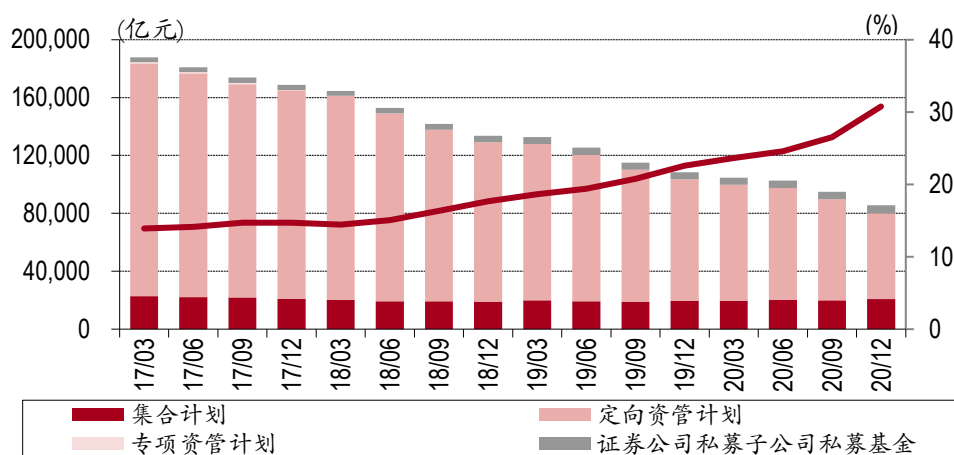


资料来源：万得，中银证券

公募基金方面，基金市场爆发为资管业务贡献增量收入。2020 年股票市场火热和居民财富搬家助益基金业务规模大幅增长，各大券商旗下基金业绩大增，为券商贡献可观的收入。同时，多家券商积极申请公募牌照、增持公募基金股权，未来公募基金市场将为证券行业贡献更多增量收入。

券商私募资管方面，行业资管规模持续下滑，主动管理占比加速提升。随着《资管新规》过渡期行将结束，其对于证券行业资管规模的影响日益深入。据中基协，全行业资产管理规模由 2017Q1 末的 18.77 万亿元快速下滑至 2020 年末 8.55 万亿元，四年间累计下滑幅度达到 54.44%。按照《资管新规》的要求，各家券商主动压缩通道类资产管理规模，截至 2020 年底，主动管理类资产管理规模占比由 2017Q1 末的 13.89% 提升至 31.78%。2020 年主动管理占比加速提升，较 2019 年上升了 3 个百分点。

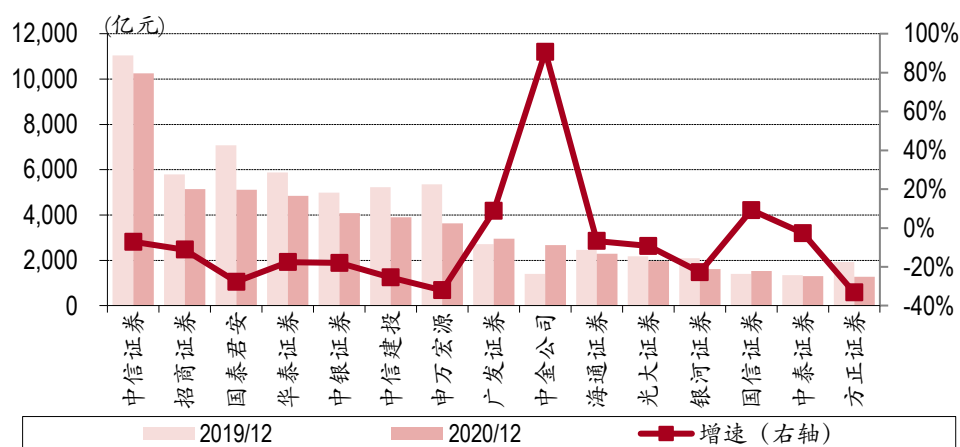
图表 35. 2017Q1-2021Q1 券商资管规模和主动管理占比变化



资料来源：中基协，万得，中银证券

分证券公司来看，部分头部券商已实现月均资管规模增长。据中基协数据，中信证券 2020 年月均资管规模为 1.03 万亿元，较 2019 年下降 7.12%，较上年 28% 的降幅收窄，保持全行业第一位。招商证券、国泰君安 2020 年月均资管规模分别为 5,149 亿元、5,114 亿元，分列二三位，招商证券由 2019 年的第四位上升至第二位。资管规模排名前 20 的券商中，有可比口径的上市券商共计 15 家，其中中金公司、国信证券、广发证券私募资管规模实现增长，增幅分别为 90.71%、9.17%、8.76%。

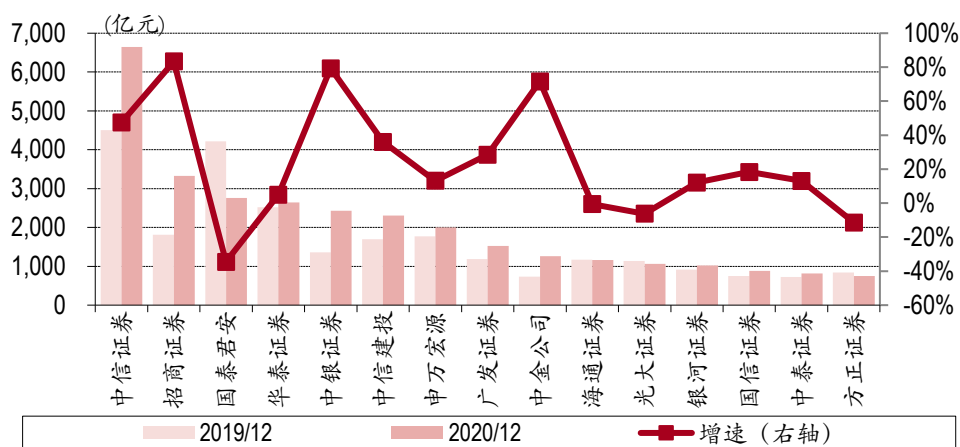
图表 36. 2019vs2020 上市券商月均资管规模及增速（中基协披露有可比口径的 15 家上市券商）



资料来源：中基协，中银证券

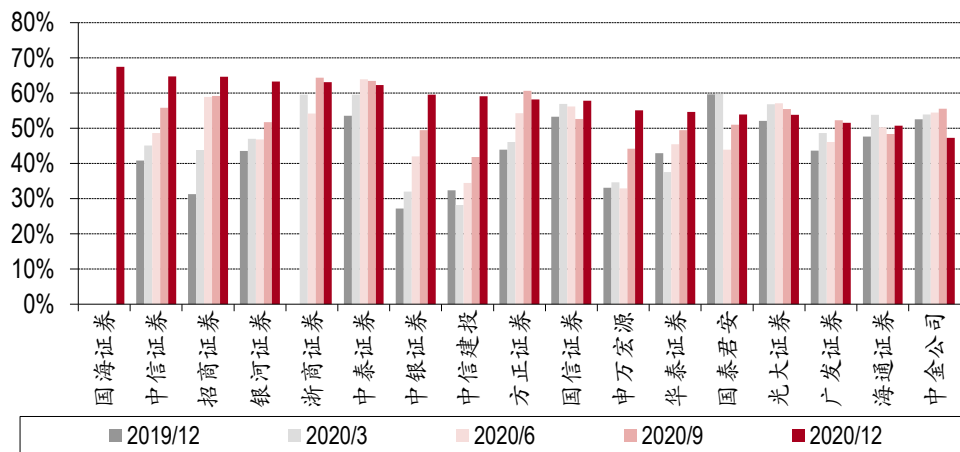
上市券商主动管理占比进一步提升。1) 从主动管理资管规模来看，2020 年月均资管规模排名前 20 的券商中，中信证券 2020 年月均主动管理资管规模 6,647 亿元，位居第一，招商证券、国泰君安月均主动管理资管规模分别为 3,328 亿元、2,760 亿元。2) 从主动管理占比来看，中基协披露数据的上市券商主动管理占比进一步提升，中信建投、中国银河、申万宏源和中银证券主动管理占比均提升超过 10 个百分点，国海证券、中信证券、招商银行、中国银河、浙商证券、中泰证券主动管理占比均超过 60%，最高为 67%。

图表 37. 2019vs2020 上市券商主动管理规模及增速（中基协披露有可比口径的 15 家上市券商）



资料来源：中基协，中银证券

图表 38. 2019/12-2020/12 上市券商主动管理占比（中基协披露的 17 家上市券商）

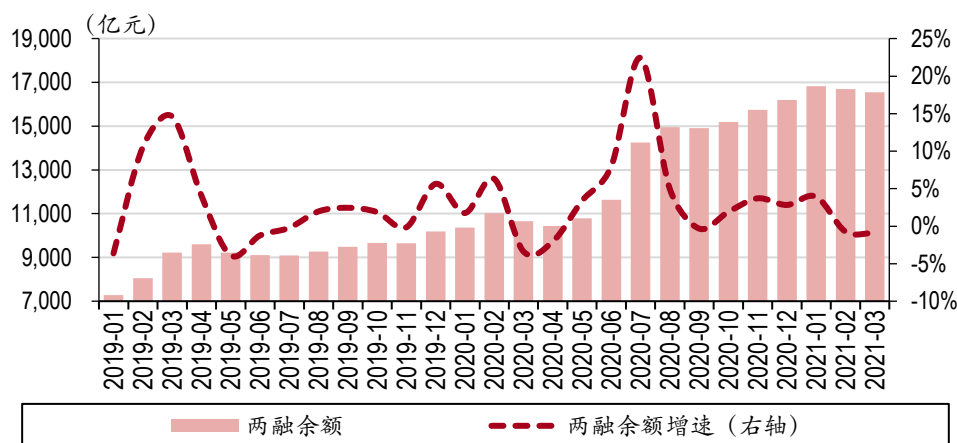


资料来源：中基协，中银证券

2.4 信用：两融业务爆发与低利率驱动利息净收入稳健增长

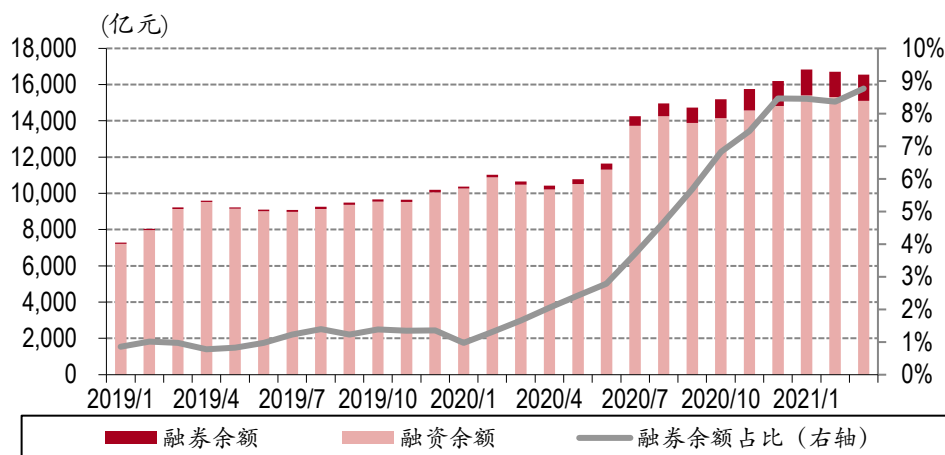
两融余额持续攀升，融券业务爆发。2019 年，科创板增量两融标的以及存量市场两融标的由 950 大幅提升至 1,600，A 股市场两融标的大幅扩容；证金公司下调转融资费率 80bp，对券商两融业务实行“定向降息”；上交所发布《科创板转融通证券出借和转融券业务实施细则》，旨在扩大科创板两融业务券源、提升证券出借及转融券效率。多重利好政策激活两融市场，叠加 2020 年市场赚钱效应显著，市场风险偏好提升，2020 年全市场两融余额持续攀升，由年初的 1.02 万亿元提升至年末的 1.62 万亿元，累计增加 58.84%。两融业务结构改善，融券业务快速扩张，融券余额占比由 2020 年初的 1% 快速提升至 8.77%。至 2021Q1，节后市场降温致两融余额连续两月下滑，一季度两融余额累计仅增加 2.21%。

图表 39. 2019/1-2021/3 全市场两融余额变化



资料来源：万得，中银证券

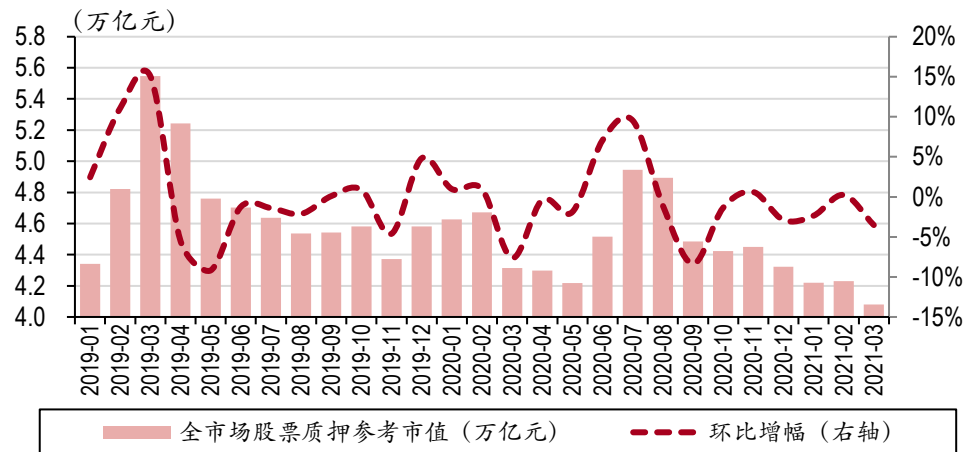
图表 40. 2019/1-2021/3 融券业务占比变化



资料来源：万得，中银证券

全市场股票质押市值低位震荡，上市券商普遍谨慎压降股质规模。2018 年券商股票质押风险集中暴露后，券商对新增股票质押业务普遍较为谨慎，叠加股质业务监管日益趋严，2020 年全市场股票质押市值持续在 4.2 万亿元至 5 万亿元间低位震荡。截至 2020 年末，40 家上市券商买入返售金融资产中股票质押式回购余额合计 3,023 亿元，较 2019 年末减少 23.85%，其中 6 家上市券商降幅过半，仅中金公司、华泰证券、国金证券、华林证券、广发证券股票质押式回购余额提升了 25%、17%、10%、3%、2%。

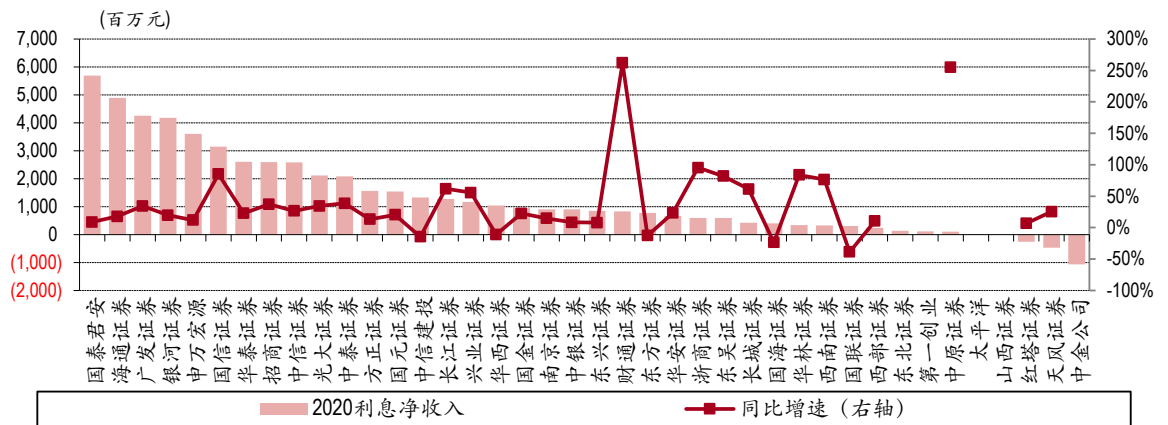
图表 41. 2019/1-2021/3 全市场股票质押参考市值



资料来源：万得，中银证券

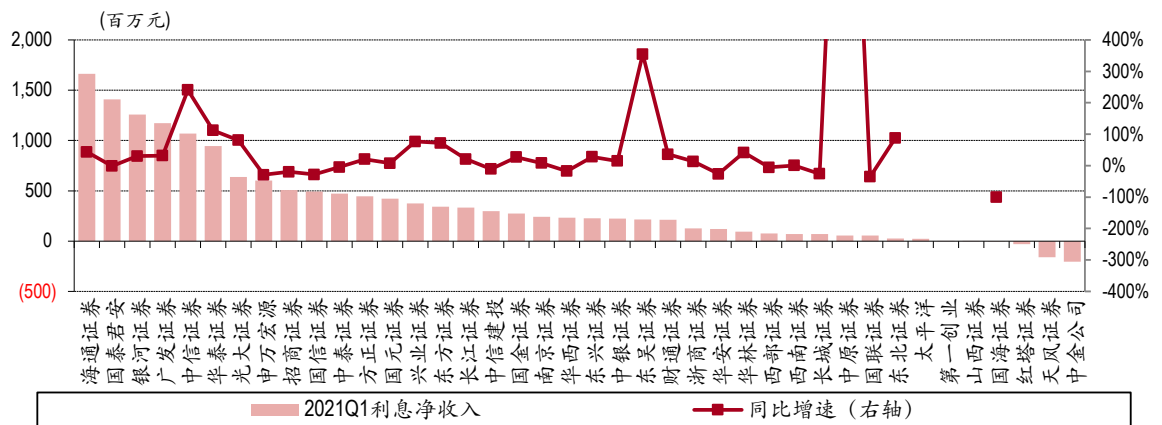
两融业务爆发与低利率驱动下，两报告期内上市券商利息净收入维持 20% 以上增速。受益于两融业务的提振、货币刺激政策带来的资金成本下降，2020 年上市券商合计实现利息净收入 421.55 亿元，同比增长 26.66%。上市券商利息净收入排名前三的分别为国泰君安、海通证券、广发证券，分别为 57 亿元、49 亿元、43 亿元，收入增速前三的为财通证券、中原证券、浙商证券，分别为 262%、255%、95%。由于 2021Q1 年初强调货币政策“不急转弯”、2020Q1 两融余额基数较低，上市券商利息净收入同比增长 23.21%。海通证券、国泰君安、银河证券排名前三，分别实现 16.63 亿元、14.30 亿元、12.57 亿元，中原证券、东吴证券、中信证券分别以 1711%、355%、241% 的增速位列增幅榜前三名。

图表 42. 上市券商 2020 年利息净收入



资料来源：万得，中银证券

图表 43. 上市券商 2021Q1 利息净收入



资料来源：万得，中银证券

2.5 自营：自营业务业内分化明显，成 2021Q1 业绩分水岭

2020 年二四季度股市行情提振自营业务。2020 年尽管受到疫情冲击，股票市场一季度多次大幅下挫，2020Q1 行业自营业务净收入同比下滑 43% 至 295 亿元，但二季度和四季度股票市场行情提振券商股票自营业务。债市方面，随着疫情不断扩散，经济下行压力加大，货币政策不断宽松，债券市场迎来一轮牛市，截至 4 月末中证全债指数累计涨幅达到 3.31%；而进入 5 月后，国内疫情得到良好控制，市场对于“宽货币”的过度乐观预期逐渐冷却等背景之下，债券市场开始大幅回撤，中证全债指数年末末累计收跌 0.64%。2020 年上市券商自营业务净收入合计 1,455.32 亿元，同比增长 13.81%。

2020Q1 股指大幅回撤，但低基数下自营收入仍实现增长。2021Q1 股票市场春节前维持震荡上升，春节后开始大幅回撤，上证指数累计跌幅 0.90%，深证成指累计跌幅 4.79%；债市指数则在下降后又回升到年初水平。尽管股市行情出现大幅波动影响自营业务收入，但由于 2021Q1 的基数较低，2021Q1 上市券商整体自营业务净收入仍然实现 14.20% 的同比增长。

图表 44. 2019/1-2021/3 股票市场主要指数累计涨跌幅



资料来源：万得，中银证券

图表 45. 2019/1-2021/3 中证全债指数累计涨跌幅

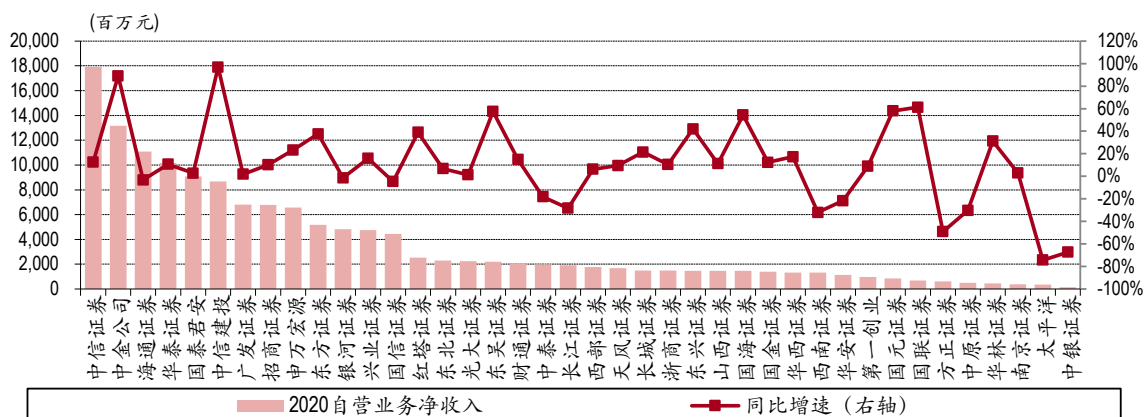


资料来源：万得，中银证券

分上市券商来看，2020 年中信证券、中金公司、海通证券位列自营业务净收入前三，分别实现 179.07 亿元、131.59 亿元、110.77 亿元，中信建投、中金公司、国联证券同比增速排名前三，分别为 97%、89%、61%。2021Q1 国泰君安、中信证券、华泰证券自营业务净收入前三，分别实现 41.22 亿元、38.74 亿元、35.51 亿元，国泰君安、兴业证券、东兴证券同比增速排名前三，分别为 5035%、259%、190%。

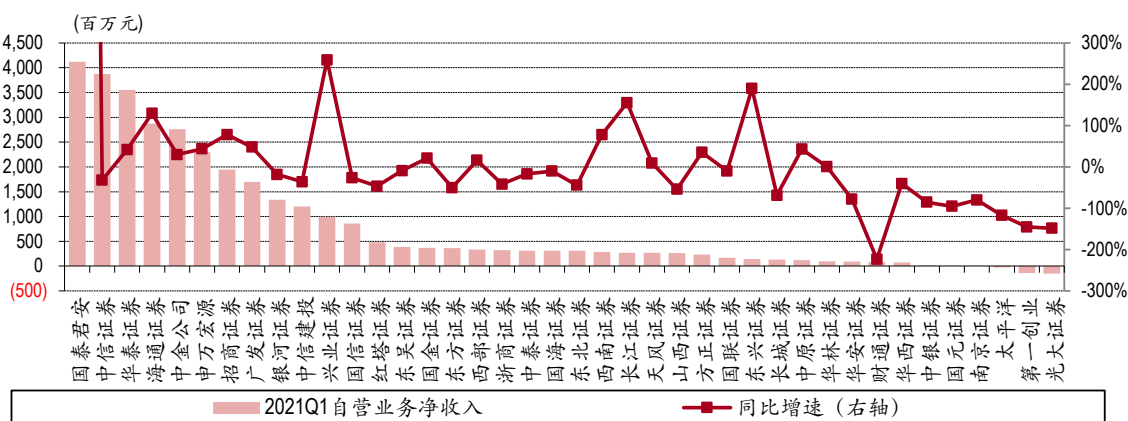
自营业业内分化明显，券商非方向性转型降低波动冲击。无论是2020年还是2021Q1，大券商自营业务收入合计值的增幅与各大券商增长率的平均数均高于中小上市券商，展现出较高的业务稳健性，主要源于大券商普遍在投研力量、资金量、风险控制方面更具优势，且深耕去方向性投资，从而降低市场大幅波动对业绩带来的冲击。证券行业处于通道业务牌照价值不断下降的趋势中，重资产化程度加深，自营业务占总收入的比重不断增加，对于业绩波动的影响也不断增强，因此需要打破“看天吃饭”的自营模式。

图表 46. 上市券商 2020 年自营业务净收入



资料来源：万得，中银证券

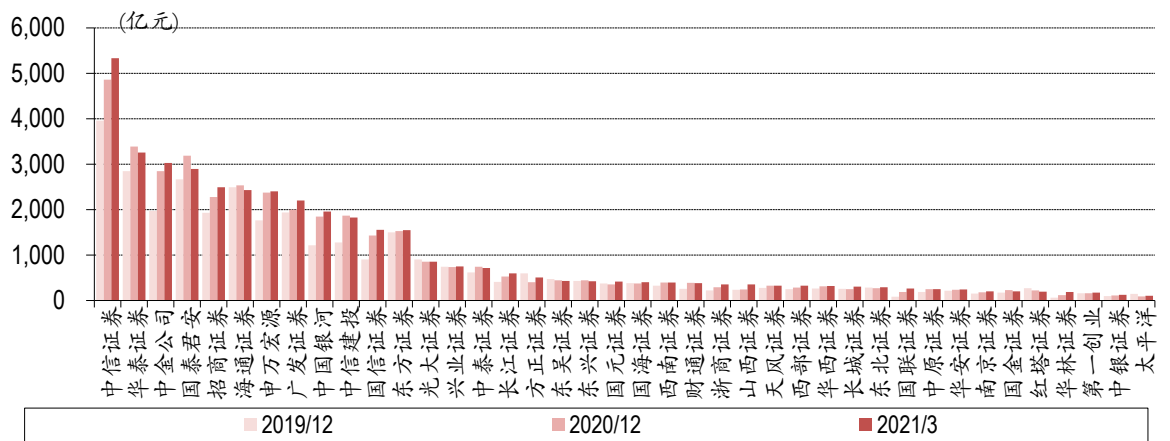
图表 47. 上市券商 2021Q1 自营业务净收入



资料来源：万得，中银证券

券商自营规模不断扩大。2020 年，科创板、创业板注册制设置跟投制度，注册制、退市制度等政策完善多层次资本市场建设，提高上市公司质量，以及市场流动性增强都为自营业务创造了机遇，2020 年以来券商募集资金主要投向了自营业务与资本中介业务，上市券商自营规模显著扩大，2020 年末合计 3.96 万亿元，较 2019 年增加 18.92%，至 2021 年一季度末进一步提升 3.59% 至 4.10 万亿元。

图表 48. 2019-2021Q1 上市券商自营规模



资料来源：万得，中银证券

3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测

经纪业务: 1) 2021 年尽管春节后市场交投活跃度显著下滑, 但市场仍具备结构性机会, 有望再度提升活跃度, 预计在 2020 年交投活跃度基数较高的基础上, 2021 年股基成交额有望实现小幅提升。2) 金融科技进一步赋能财富管理转型, 金融产品销售收入有望持续增长。

投行业务: 资本市场供给侧改革举措持续驱动, 再融资新规激活定增市场, 待注册制进一步推广至其他市场, 股权承销规模将进一步提升, 由于注册制对于投行的定价与销售能力提出更高要求, IPO 由核准制变更为注册制后费率也有望得到提升。

资管业务: 2020 年, 证券行业资管业务规模下降, 但收入增势喜人, 2021 年为资管新规过渡期收官之年, 证券资管规模或将降幅收窄、甚至企稳回升, 主动管理能力继续增强, 收入增长有望提速。

自营业务: 1) 退市新规的落地结合 IPO 常态化从进出两端优化市场的优胜劣汰的功能, 有助于提升上市公司质量, 增强自营投资业务的稳健性。2) 通过方向性自营投资扩表的风险较高, 因此行业将继续探索客需交易业务、量化投资、一级市场股权投资等去方向性投资的业务模式, 从而降低自营业务收入波动性。

信用业务: 两融余额边际增幅或将出现收窄, 融券规模占两融规模比重继续攀升, 改善两融内部结构。

图表 49. 2021 年证券行业业绩弹性测算

证券行业业绩测算		2019	2020	2021E		
单位: 亿元		实际	实际	悲观	中性	乐观
经纪业务	市场日均成交额	5,580	9,039	8,587	9,943	11,299
	净佣金率(%)	0.029	0.026	0.025	0.026	0.026
	经纪业务净收入	788	1,161	1,027	1,237	1,434
	YOY(%)	26.34	47.42	(11.58)	6.56	23.47
投行业务	IPO 募资规模	2,533	4,700	4,747	4,864	5,029
	再融资规模	6,939	8,856	10,184	11,955	13,284
	债权承销规模	70,616	95,862	91,069	100,655	105,448
	承销保荐收入	377	668	656	713	749
	财务顾问收入	105	88	88	101	110
	投行业务净收入	483	672	744	814	859
	YOY(%)	30.46	39.25	10.65	21.18	27.77
资管业务	券商资管平均规模	120,363	114,000	108,300	125,400	131,100
	资管综合费率(%)	0.23	0.26	0.26	0.27	0.27
	资管业务净收入	275	300	282	339	354
	YOY(%)	0.06	8.88	(6.01)	13.01	18.15
自营业务	平均收益率(%)	4.19	4.00	3.50	4.00	4.20
	自营业务净收入	1,222	1,263	1,214	1,401	1,521
	YOY(%)	52.65	3.38	(3.84)	10.96	20.45
信用业务	两融平均规模	9,153	13,010	16,263	17,304	18,214
	股票质押融出资金规模	8,499	8,184	7,500	8,000	9,000
	净利率(%)	2.63	2.82	2.82	2.82	2.82
	总利息净收入	464	597	669	713	766
	YOY(%)	115.81	28.74	12.12	19.39	28.40
其它业务净收入		374	248	261	261	261
营业总收入		3,605	4,241	4,196	4,765	5,195
YOY(%)		35.37	17.65	(1.05)	12.36	22.49
净利润率(%)		34.15	36.00	36.00	36.00	37.00
净利润		1,231	1,527	1,511	1,715	1,922
YOY(%)		84.77	24.03	(1.05)	12.36	25.89

资料来源: 万得, 中银证券预测

3.2 投资建议

短期来看，板块市净率仍处于 1.62 倍的低位，一季度业绩已兑现，业绩预期差较大的个股有望产生估值修复空间，同时，上半年中有 5 家券商股面临解禁，解禁日前的短时间内或将对股价产生一定负面影响，或影响到板块表现。**长期来看**，在资本市场深化改革不断深入、扩大开放举措不断推进、证监会推动打造航母级券商的大背景下，证券行业长期存在做大做强的驱动力，券商并购将成为行业趋势，集中度进入上升通道。政策利好下行业业绩保持增长，ROE 继续提升，有望支持估值中枢上行。推荐充分享受政策倾斜、综合实力和资本实力强劲的龙头券商**中信证券**、**华泰证券**，以及特色化互联网券商**东方财富**。

4 风险提示

- 1) 利率变化导致市场资金成本变化，对信用业务的融资成本产生影响，同时市场连续下跌引发信用业务风险；
- 2) 证券行业目前同质化竞争较为激烈，各公司提供的服务差距较小，随着外资逐渐进入国内资本市场，其强大的主动管理能力与运营经验，或将抢占部分资管业务与创新业务市场份额；
- 3) 证券公司海外布局加速，承担相应的海外市场风险和投资风险；
- 4) 海外疫情等国际环境对宏观经济带来的影响超预期。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371